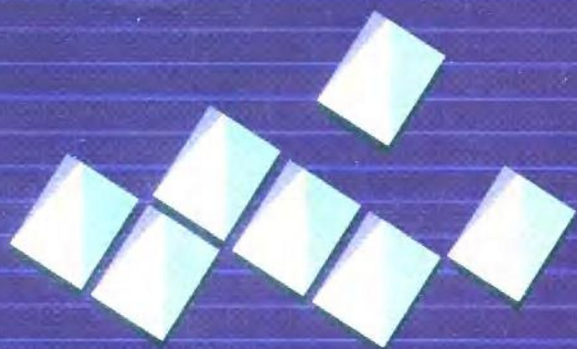


中国股市的演进与制度变迁

胡继之 著

THE
EVOLUTION
OF
CHINA STOCK MARKET
& ITS INSTITUTIONS



 经济科学出版社

中国股市的演进与制度变迁

胡继之 著

0126414

THE EVOLUTION OF CHINA STOCK MARKET & ITS INSTITUTIONS



 经济科学出版社

责任编辑:高续增

封面设计:周虹骏

图书在版编目(CIP)数据

中国股市的演进与制度变迁/胡继之著. — 北京:经济科学出版社,1999.2

ISBN 7-5058-1690-X

I. 中…

II. 胡…

III. 资本市场—概况—中国

IV. F832.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字(1999)第 03851 号

中国股市的演进与制度变迁

胡继之 著

*

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

深圳宝安新兴印刷厂印刷

出版社电话:62541886 发行部电话:62568479

经济科学出版社暨发行部地址:北京海淀区万泉河路 66 号

邮编:100086

*

850×1168 毫米 32 开 9.75 印张 250000 字

1999 年 2 月第一版 1999 年 2 月第一次印刷

印数:0001—4000 册

ISBN 7-5058-1690-X/F·1196 定价:20.00 元

目 录

导 言	1
 第一章 中国股市的新制度经济学分析框架	13
1.1 新制度经济学的一般分析框架	13
1.1.1 新制度经济学的前提和假设	14
1.1.2 制度和制度实施	17
1.1.3 制度变迁	21
1.2 对新制度经济学的批判性考察	25
1.2.1 新制度经济学对研究中国股市的借鉴 意义	25
1.2.2 新制度经济学对研究中国股市的局限性	28
1.3 转轨经济中的强制性制度变迁模型	33
1.3.1 强制性制度变迁的动因	33
1.3.2 强制性制度变迁的过程	35
1.3.3 制度实施和制度修正	37
 第二章 经济环境的变化和股市融资制度的兴起	41
2.1 融资制度演进的一般历史规律	41

2.2	改革开放以来中国经济环境的变化	51
2.2.1	国民收入分配与储蓄格局的演变	51
2.2.2	产业结构的变迁:新主导产业的形成	56
2.3	银行融资制度的兴起、特点与困境	63
2.3.1	改革开放以来银行融资制度的兴起	63
2.3.2	转轨时期银行融资制度的特点	64
2.3.3	银行融资制度的局限性	66
2.4	股市融资制度的兴起	70
2.4.1	储蓄和投资的新格局与股市融资制度的 兴起	70
2.4.2	中国股市融资发展过程中的路径依赖	71
第三章 股市初期的初级行动团体		76
3.1	股市初期初级行动团体的组成和功能	76
3.2	股市初期的市场形成和制度演进过程	85
3.2.1	股票发行市场的形成	85
3.2.2	黑市交易与柜台交易市场的兴起和并存	88
3.2.3	深沪证券交易市场的建立	95
3.2.4	证券交易所建立以后股市的制度变迁	100

3.3	股市初期初级行动团体的贡献	105
第四章	股市发展中的中央政府行为	109
4.1	中央政府为什么要介入股市	109
4.2	中央政府介入股市的途径和方式	119
4.3	中国股市中央政府行为的总体评价	128
第五章	中国股票市场功能考察	137
5.1	中国股市的筹资功能分析	137
5.1.1	筹资总量及其变化	138
5.1.2	筹资潜能	140
5.1.3	影响股市筹资功能的制度性因素	143
5.2	中国股市资源配置功能考察	147
5.2.1	增量配置功能	147
5.2.2	存量配置功能	151
5.3	股票市场的社会功能分析	156
第六章	中国股市波动的实证分析	163
6.1	股市的波动及其决定因素	163
6.1.1	股票的本性决定了股价波动的必然性	164
6.1.2	决定股票价格变动的基本因素	165
6.2	中国股市波动的状况	171

6.2.1	衡量股市波动状况的指标选择·····	171
6.2.2	中国股市波动的总体状况及特点 ·····	174
6.2.3	中国股市波动的特点 ·····	183
6.3	中国股市波动的推动因素 ·····	188
6.3.1	投资者预期同构·····	189
6.3.2	政策因素·····	190
6.3.3	运作机制·····	192
6.3.4	投资人构成·····	195
6.3.5	经济周期·····	197
6.3.6	舆论导向 ·····	200
6.4	股市波动的经济后果分析 ·····	202
6.4.1	股市波动的积极经济后果分析·····	203
6.4.2	股市波动的消极经济后果分析·····	207
 第七章 制度演进中的深沪股市格局 ·····		210
7.1	深沪股市的格局演变与强弱互换 ·····	210
7.2	深沪股市强弱互换和制度演进的阶段性分析 ·····	215
7.2.1	1991~1992 年深强沪弱阶段 ·····	216
7.2.2	1993~1995 年沪强深弱阶段 ·····	221
7.2.3	1996~1997 年深强沪弱阶段 ·····	226
7.3	深沪股市强弱互换的总结和分析 ·····	236

附录 1	中国股票市场主要统计数据	243
附录 2	中国股票市场制度变迁实录	244
附录 3	中国股票市场的发展历程	251
附录 4	深圳股市对管理层宣布改进措施的反应 (1995.10~1996.12)	253
附录 5	深圳股市对政策调控措施的反应 (1996.9~1997.10)	259
附录 6	深沪股市制度安排项目比较 (1990~1997 年)	263
参考书目和文献		272
后 记		277

导 言

自 1978 年中国从计划经济向市场经济转轨以来,融资制度已经发生了两次历史性变迁,第一次是从 80 年代初期开始的财政计划融资制度向银行信用融资制度的转变,第二次是从 90 年代初期开始的股权融资制度的兴起。本书研究的是第二次融资制度的变迁,即中国股票市场的出现、形成和发展过程。^① 本章将首先提出问题,然后说明研究的思路和方法,以及全书篇章布局的安排,并提炼出本书着重论述的 8 个观点,同时就本人的价值取向和研究目标作简要说明。

一、问题的提出

1990 年 12 月,在中国以计划经济向市场经济转轨为主线的改革开放进行了 12 年之后,中国经济上最具代表性的两个城市上海和深圳分别宣告证券交易所开业。这是股票市场绝迹半个多世纪之后,重新回到中国大陆的标志。从此,中国正式揭开了发展股票市场的序幕。

^① 本书的资料搜集与整理截止于 1998 年 6 月。

证券交易所的出现,对多数中国人来说,是意想不到的,甚至可以说,这是传统计划经济下形成的道德观念所难以接受的。然而,股票市场一经出现,便以其特有的方式,在社会上产生了强大的吸引力和示范效应。无论从哪个方面来说,股票市场都是中国经济转轨过程中发展最快、影响最广、对社会触动最深的领域。

1990 年底深沪交易所开业之初,仅有 10 家上市公司,市值 12.84 亿元。1997 年底,上市公司已达 745 家,市值总计 17529 亿元,占国民生产总值的 23.4%,成交金额 30720 亿元。证券公司达 94 家,证券营业部达 2000 多个,从业人员超过了 10 万人,投资者开户数达 3332.34 万。尤其在市场运行机制和技术水平上,中国股市很快就达到了世界先进水平。深沪两所一经开业,就废止了实物股票交易,实现了全方位的无纸化运作,改变了传统的市场形成方式和运作方式,大大提高了市场的运作效率。国际股市大多只能实现 T+3 交收,深沪股市则实行 T+1 交收。深沪两所的撮合能量能达到每日 1000 万笔,比全欧洲各大股市的总和还多,并形成了以卫星双向通信、光纤等最新技术为基础的远程通信系统。这不仅使中国股市成为中国技术含量最高的市场,比起发达国家的股市也毫不逊色。

深沪两个交易所成立仅 7 年时间,一个全新的、以最先进的科学技术装备起来的证券市场即崛起于中国大地,覆盖了所有的省、自治区、直辖市和大中城市,渗透于国民经济和社会生活的各个层面,这是中国改革开放过程中最令人惊异的现象之一。

另一方面,股票市场在短短 7 年中的曲折和动荡,又是中

国经济转轨中其他经济领域所不可比拟的。市场管理人士的频繁交替和经理阶层的纷纷落马,这种“乱哄哄,你方唱罢我登场”的现象,也是在其他经济领域中难以想象的。1992年深圳股市的“8·10事件”,1994年年中股市的极度低迷,1996年下半年至1997年上半年的狂热投机,都曾引起社会各界的高度关注。尤其在1996年10月以后,股市掀起的狂飚甚至影响了整个宏观决策。从1996年4月1日至12月9日,深证成指涨幅达340%,上证综指涨幅达120%。为了控制金融风险,中国证监会从10月到12月初,一连出台了12项措施,依然未能遏制股市的上涨,最后不得不发表《人民日报》特约评论员文章,股市才得以降温。但到1997年春节以后,股市再度上扬,并于5月达到高峰,当时深证成指和上证综指分别冲高至6019点与1510点,全月两市成交金额达4486.73亿元,而同期香港股市的成交额仅为3438.31亿港元。

我早期一直在人民银行工作,1993年8月调入深圳证券交易所。能够经历中国股市的产生、形成和发展过程是我的幸运。7年多来,股市的潮起潮落常常引起我的研究冲动,关于股市发展中的一系列问题和困惑也时常在脑海中浮现:

第一,中国已经形成了一个庞大而完备的银行体系,还需要股票市场干什么?从纯粹的筹资功能来看,现行的银行体系足以满足需求,股票市场的发展意义究竟有多大呢?

第二,股票市场是市场经济的高级组织形式,是市场体系中最高层次的市场,中国现在具备股市运行的相关条件吗?在这些相关条件不够具备的情况下出现一个庞大的股票市场,其结果会是怎么样呢?

第三,股票市场是经济利益最集中的地方,是社会财富转

移最快的领域,在中国经济转轨的过渡阶段,对股票市场的承受能力(包括心理的、经济的、社会的等多方面)究竟有多大呢?

然而,股市的发展进程已经远远超过了理论的思考进展。现在,不管理论上怎么看,股票市场已经成为一个自成一体的庞大领域。我们再也不能设想在一个没有股市的社会里如何发挥银行的筹资功能,也不能设想等待一切条件都具备再去发展股市。我们的思考前提必须转变到股市已经存在并且已经初具规模,在这一前提下研究问题。

于是,接下来的问题就是中国股市是如何出现、形成和发展起来的,或者说,中国股市是如何发动、组织和建设起来的。由于种种原因,这些问题现在很少有人系统地作过研究,更没有人作出过令人满意的解答。但是,这些问题对于我们认识和建设中国股市有着重要的现实意义。本书将从中国经济转轨的环境和特点出发,历史地再现中国股市的产生、发展、运行过程。全书将循序渐进地回答下列问题:中国为什么会出现股票市场?中国的股票市场是怎样出现的?股票市场是怎样由深沪两地试点进而转向全国的?股票市场的绩效怎样?运作状况如何?深沪两市强弱交替的内在原因是什么?对我们有什么启示?

二、当前中国股票市场研究的三种基本倾向

在中国经济转轨初期,证券市场一直是一个较为敏感的领域,股票市场的研究似乎是一个空白。1984年中国人民银行总行研究生部一批研究生联名著文提出开放金融市场,是

中国最早的理论呼声,在当时引起强烈反响。即使如此,在以后很长一段时间,人们仍然有意识地将金融市场的提法改为“资金市场”,以示与资本主义国家金融市场的本质区别。关于股票市场的性质,人们在本能上是把它与资本主义的本质特征联系在一起的。鉴于其意识形态的敏感性,为数不多的文章一般是以考察和介绍美国、日本等股票市场的情况,来引证股票市场可以为我所用。直到1992年邓小平同志南巡发表重要讲话,明确提出计划和市场都是配置资源的手段,资本主义有计划,社会主义有市场,证券交易可以试,人们对股票市场性质的存疑才开始消失。以后,随着股市在中国经济生活中地位迅速提高,关于中国股市的研究也活跃起来。

到目前为止,国内对中国股市的研究存在三种基本倾向:

1. 从邓小平理论及社会主义市场经济理论出发,研究中国股市发展的必要性和可行性。这种方法的优点是便于从中国改革开放的整体部署把握股票市场的建设方向,但是过于粗疏,不能解答股市发展中的具体问题。

2. 从西方有效市场理论出发,研究和比较成熟股市和中国股市运行特征、信息披露、投资者结构等方面的不同,并以成熟股市为理想模式,提出中国股市为达到市场的有效性必须采取的措施。这种方法有助于我们全面地认识中国股市的不足,但是它忽略了经济转轨时期股市发展的特殊环境,因而带有一定程度的空想色彩,所得出的政策主张缺乏可操作性。

3. 直接从中国证券市场的现实出发,研究股市存在的不足及改进措施。这是许多政策研究部门的同志所使用的方法。但是,以这种方法进行的研究,是分散的和短期的,不利于我们对股市进行长远和系统的规划。

上述研究倾向的共同特点是：没有从中国转轨经济的特定环境出发，阐明中国股市的种种现象与转轨经济环境的具体的有机的联系，也没有从历史的动态的角度，解释和把握中国股市的整体演进过程。所有这些使人感到，理论的研究与现实生活的“断层”现象较为严重，对波澜壮阔的市场发展未能作历史的记载和合乎逻辑的解释。我始终感到，相对于股市的发展速度，理论的研究已经远远落在后面。

三、本书研究方法的选择及其依据

研究方法的选择，要服从研究目标的需要。本书的研究目标主要是三个：第一，客观地整理事实，真实地再现历史真象。这是笔者选题最基本的动机。中国股票市场产生于特定的经济和社会环境，经历了与海外股市不同的市场形成过程，其特殊性、动荡性和传奇性，是理论家们在书斋里不可想象的，也是今天刚刚进入证券业的人士难以理解的。如果书中收集整理的资料能够作为后人研究的依据，那也是我引以自豪的成功。第二，从对客观现象的实证中，寻找到这些现象的内在联系以及出现和存在的内在原因，这是本书的最大追求。单纯地描绘现实、追踪现象，曾经被恩格斯批评为“蚂蚁追逐大象”，永远落在后面，研究始终上不了等级，我试图在这方面有所突破，使本书能够“由此及彼、由表及里”。第三，在以上两点基础上，分析利弊和发展趋势，并由此得出政策见解或建议，这是本书的最终目的。但笔者并不企图提出建设中国股市的一整套完整方案，而是着眼于从对历史的追溯和现实状况的分析中，得出对市场建设具有启发意义的观点。这些观

点,散见于全书的各个章节中。

为了按照上述思路达到研究的目标,笔者认为,90年代以来中国经济学界引进的西方新制度经济学,为我们研究中国股市提供了一种有重大借鉴意义的研究方法。新制度经济学受到中国经济学界的重视和欢迎,绝不是偶然的,而是因为它开辟了西方经济学与中国转轨经济的实践相结合的新途径。笔者之所以选择新制度经济学为基本的分析工具,其理由是:

1. 作为中国股市发展主要背景的经济转轨,实质是一场意义空前的复杂的制度变迁,而股票市场作为一种融资制度,本身就是这场制度变迁的一部分。

经济转轨的根本目标和基本过程,是以制度变迁为前提,把资源配置由以计划机制为主转变为以市场机制为基础。股市以一种高度市场化的方式,来配置一类特殊的资源——资金。所以,股市是经济转轨的必然产物,股市的发展是经济转轨过程的组成部分,并服从和服务于经济转轨的整体部署。只有从这个角度,并运用制度变迁的理论和分析方法,我们才有可能较好地理解和认识股市建设的大局和方向。

2. 股市的运行特征和功能发挥主要是一系列制度变迁的结果。

新制度经济学深刻地阐明了制度和人类行为的关系。显然,股市的运行及其功能的发挥,是各种市场参与者行为的共同结果,而市场参与者的行为,主要受制于既定的制度安排下形成的利益格局,至于既定的制度安排,又是通过一系列的制度变迁逐步演化而来的。所以,只有对股市具体制度的变迁过程加以严密的分析,我们才能深入地把握股市运行特征和

功能发挥状况的成因和变化规律。

3. 制度变迁是市场建设和推动市场发展的基本手段。

政府和交易所等市场的发动者、组织者和建设者,对市场的管理、调控和培育是以各种层次的制度供给实现的,即通过制度变迁改变市场主体的行为,进而使市场运行的结果和功能达到预期的目标。随着股市的发展壮大,制度变迁在市场建设中的地位将越来越重要。

总之,制度因素是中国股市运行、发展和建设的深层次主要因素,制度分析是研究中国股市不可缺少的工具。目前,新制度经济学在西方经过数十年的发展,已经形成相对完整和成熟的理论体系。它以修正了的经济人假设为前提,研究了不同层次、不同形式制度的特征、变迁规律及其经济后果,并发展了制度变迁的一般模型。中国学者在将西方新制度经济学应用于中国改革实践方面,已作了不少可贵的探索。过去的经济理论往往把制度因素“抽象”掉或作为分析经济问题的既定前提,来叙述史实、论述得失,因而很难得出令人信服的结论,也不能把握事物本来面貌。我朦朦胧胧而又执着地感到,运用新制度经济学的理论来理解中国股票市场的出现和发展过程比单纯描述市场会更有说服力。本书试图以此来研究中国股票市场,当然,这只是一种初步的尝试。

四、关于本书的主要观点

为使读者在阅读本书时注意到贯穿于全书的思想脉络,笔者先在此逐一列举本书的主要观点:

第一个观点:融资制度的演变是有其内在规律的。代表

社会融资制度的主体部分,其演变的基本路径是商业信用融资制度→银行信用融资制度→股权融资制度。只要改变社会融资环境,就会导致新的融资制度的出现。

第二个观点:中国股票市场的出现有其必然性。这种必然除了融资制度演变的一般规律之外,社会经济环境的变化和股市运作基本要素的具备,都构成了中国股票市场形成和发展的基础条件。

第三个观点:中国股票市场的形成和发展过程,同时也是一个融资制度的变迁过程。和改革中其他领域大多采用“自上而下”的制度变迁不同,中国股市的初级行动团体是地方政府和各种民间团体与个人,中央政府只是在股市基本运作规则形成之后才全面介入股市。

第四个观点:中国股市初期的初级行动团体,有其特殊组成方式,充当着极为特殊的角色,发挥着特殊的功能。他们既是股市潜在利益的发现者、受益者和维护者,也是股市运作初期规则的制定者和执行者。初级行动团体在中国股市初期作出了应有的贡献,但也暴露出了先天性不足。

第五个观点:初级行动团体的“先天性缺陷”和股市产生的社会效应以及股市所蕴藏的巨大潜能,必然引致中央政府的干预。中央政府一旦介入,中国股市就改变了它的发展方式。中央政府在股市发展中所推行的强制性制度变迁,对中国股市的发展具有双重效应:一方面推进了股市规模的扩大,促进了股市规范程度的提高;另一方面又导致了股市运作的行政化倾向和股市内部矛盾的加深。中国股市正在重复着中国经济转轨初期开始的第一次融资制度变迁的主体——银行的发展道路,后果是令人担忧的。