

中国股票市场回顾与发展分析

众所皆知的是，股票市场是证券市场的主要组成部分，也是反映资本市场发展阶段与水平的显示器。所以，本编在分析股票市场的同时，力争给出一个关于中国证券市场的总体概貌，从中观察我国国民经济的证券化程度，以至我国金融结构变化发展的理论依据与现实意义。

第一章

中国股票市场建立 与发展现状

一、中国股票的一级市场： 从几个指标说明的问题谈起

有政府正式统计的股票发行始于 1987 年。即从 1987 年开始了股份制企业制度试点，开始发行公司股票，当时发行了 10 亿股 共筹得资金 10 亿元人民币。这标志着中国人在时隔几十年后又重新接触股票和股票发行市场，股票作为一种金融商品开始被人们所认识与接纳。

由于我在这里不想就当时中国出现股票的社会背景、理论争

议进行复述或发表过多的见解，只想对股票作为一种金融商品运行所依托的市场予以分析。因此，股票发行市场的形成与股票出现在这里是两码事。因为我国恢复①利用股票筹集资金，其实在 1984 年前后就开始了，但那时的股票不仅主要是一些乡镇企业和中小集体企业用来集资的工具，而且因一般都规定了还本付息的期限，甚至不适当的分红计息等变相福利奖金形式，所以并非真正意义上的资本产权证明凭证的股票，发行当然也谈不上规范，更谈不上“发行市场”的概念。然而即便如此这对当时刚刚从中央高度集权的计划经济体制转向经济改革、发展的思想意识来讲，已是相当的不容易，已经是一种突破。对此，我们从一个局外人士的评论中可以很充分地体会到。美国银行信托公司的威廉·奥弗霍尔特先生在其《中国的崛起》一书中提到当他在 1982 年 9 月访问四川省成都市附近的一个村落时，他讲到：

“……他们想出了最后称之为社会主义股份所有制的办法，村民们可以购买他们所喜欢的任何企业的股份，并根据他们拥有的股份按比例获取利润。在听了两个小时关于社会主义企业的股份所有制的解释后，我开玩笑说，过几年等我再来时会听到他们对社会主义股票交易的解说。我的东道主和这些‘农民’认为我的玩笑一点都不可笑。他们知道，股票市场是资本主义的象征，把他们的社会主义股份同股票市场联系起来，将会是致命的。”

撇开这位先生话中所隐含的有关思想意识方面的含沙射影不讲，至少也表明股票与股票市场的天然和必然联系，对于西方发达市场经济条件下的人们来说，这种联系是那么的自然，是一种根本不用再去解释的固有观念，然而对于当时的中国却是一场观念的

之所以说恢复，是因为 20—40 年代中国曾经存在过股票市场。

突破和认真的讨论。这也说明，当时人们并没有将股票与股票市场必然地连接在一起，而没有遵循自愿、平等、互利原则的股票交易市场（哪怕仅仅是发行时发行体与认购者之间的交易），也就不可能有真正的产权形式的股票和股份制企业制度。

然而，随着经济体制改革探索的逐步加深，以及针对当时股票债券发行不规范的现象，国务院于 1987 年 3 月下发了《国务院关于加强股票、债券管理的通知》，对股票发行企业的范围和有关审批权限、程序作了明确规定，并规定由中国人民银行具体负责统一管理。由此，股票的发行才算逐步向规范化方向迈进，股票发行也开始展现市场化的要求与意义，这恐怕是前面已经讲到的政府主管部门统计股票发行自 1987 年开始的一个原因吧。当时比较典型的例子就是，1987 年初经中国人民银行重庆市分行批准，重庆渝中信托投资股份有限公司向社会公开发行股票；1987 年 6 月经中国人民银行上海市分行批准，以生产电声产品为主的综合性企业——上海飞乐股份有限公司实行股份制，并于当年 9 月 8 日首次向社会公开发行面值为 100 元的股票。规定所发股票不能退股，可以流通转让、分红率与公司盈利水平挂钩等，称其为中国股票发行市场的形成，也就符合股市的基本经济内涵了。

正如我们整个经济体制改革那样突飞猛进一样，股票发行一旦成为一种市场行为，成为一种产权重组安排的交易关系与制度，与其内在经济属性相吻合，就会表现出强劲的总量增长和机制日益健全的局面。根据官方统计，截止 1996 年 8 月底，累计发行 918 亿股，共筹资金 2100 亿元（按平均溢价计算），筹资额占当年 8 月末城乡居民银行储蓄存款余额 36700 亿元的 5.7%，相当于 1995 年国民生产总值的 3.9%。其中，向境内公众发行的股票为 800 余亿股，筹资额约 621 亿元人民币；向海外投资者发行而在境内上市的 B 种股票 84 亿股，包括 84 家股份发行公司，共筹资 28 亿美元；

先后有 24 家公司发行了供海外投资者购买在香港上市交易的 H 股 募集资金 44 亿美元；通过几种外资股票发行共筹集外资 72 亿美元 折合人民币 600 多亿元，相当于改革开放以来各种渠道筹措外资总额的 6.6%。

中国股票发行市场的形成 除了股票真正属归原性、真正体现出股票的特点外，尚体现在发行方式的逐步市场化和公开、公平性。开始时，股份公司发行股票只是囿于本地向社会直接登记零售 后来发展为形式的多样化 比如由证券金融中介机构代理销售到承销包销、发放认股证书、抽签发行、股票认购预约单 以及“全额预缴 比例配售、余额转存”的存单发行方法“全额预缴股款 比例配售 余额即退”的发行方法 但由于公司仅在当地发行股票 导致异地投资者错过投资机会、买不到股票 或者大量投资者携带巨额现金奔波于各地购股的不正常现象 为了避免这种现象 弥补证券承销商营业网点稀少的不足 采取了“定价上网发行”即利用上海证券交易所或深圳证券交易所的电脑网络系统竞价发行或其它推销办法，如此可以充分利用交易所网络系统遍布全国各地的优势 广为向社会公开发行人股票 然而这种“上网发行”曾一度不受青睐 原因是尽管能够广为发售 但因投资者较为分散 待股票上市交易后 市场制衡力量众多也散 价格平衡起伏波动 不易受大的机构投机者兴风作浪的影响，这自然不符合新兴股票市场上上市公司和某些机构投机者企望股票一上市就飞涨的不正常心理需求 于是曾出现人为限制股票发行地域范围扩大的现象 因为这样可以使投资者认购股权相对集中，上市时也易于这些投机者将价格拉升的“炒作”这其实是不合理的市场行为 尚需年轻的中国股票发行市场通过逐步探索、健全法规制度来加以引导。

总之 中国股票的发行速度和扩张还是非常快的 有时出现相对集中的现象，甚至在一段时间内每次股票发行都成为搅动资金

流量和显示社会富余资金状况的重大经济活动，比如按面值估算是几千万元的股票发行规模，竟能吸引几百亿元的资金集中存储待购新发股票，说明在中国经济转轨发展阶段股票需求空间的相对巨大，但也表明股票投机性在新兴市场环境中更强烈。因为经验统计显示，企业的盈利能力与其股票的认购力量远不相称，即公司股票的投资价值还远未达到吸引那么大量资金的地步，只不过是市场上人为投机的畸高价格吸引着社会闲置资金的投机冲动的显现而已。

二、“撒胡椒面”·“限报家数”· 两个值得注意的问题

由于股票市场其实在中国是处于试点阶段，因为这是对传统计划经济体制和观念意识的一次突破，所以为了统一掌握国有企业的股份制改造和股票发行情况，以便于统一管理，对年度股票发行规模和发行公司的选取审批由中央政府集中掌握，每年编制年度新股发行计划，实行“计划管理、额度控制”的管理办法。也就是在1997年以前，对股票发行规模实行额度总控。同时在1993年4月国务院公布的《股票发行与交易管理暂行条例》里规定：“在国家下达的发行规模内，地方政府对地方企业的发行申请进行审批，中央企业主管部门在与申请人所在地方政府协商后对中央企业的发行申请进行审批，地方政府、中央企业主管部门应当自收到发行申请之日起三十个工作日内作出审批决定，并抄报证券委。”由此导致某些地方政府和中央企业主管部门将有限的股票发行规模尽可能地分配给多家企业，“撒胡椒面”在一定程度上造成发行公司规模偏小的状况，很难谈得上使股市发挥“国民经济晴雨表”的作用，对于通过股份制改造、发展股市来“建立现代企业制度”也不利，更

使得新兴股票市场的投机兴盛（因为小规模公司的股票，市场流量也小，更容易被那些机构投资者进行“投机炒作”，价格波动厉害，与企业生产经营业绩和发展前景所决定的市场基础脱离），当然对市场的健康发展也不利。

为了改变这种状况，从制度上解决问题，1996年政府主管机关作出决定，对股票发行改为“总量控制 集中掌握 限报家数”的作法。中国证监会在总量控制下对企业进行审核。这种管理制度的改变，有可能通过“限报家数”的行政方式防止地方政府和中央企业主管部门将中央政府确定的年度股票发行规模撒“胡椒面”，使公司一次股票发行盘子量增大，但是在官方界定的中国股票市场的“发展阶段”仍留有一个股票发行规模总量控制的问题，这可能有利于防止社会“滥发股票”的现象发生 防止“一哄而上”将股票发行演变为“乱集资”的行为 扰乱金融秩序。然而总量控制的管理方式却有以下两个问题值得注意。

1 有可能造成腐败和社会资本资源流失与浪费问题。随着经济体制环境的变化，中国资本形成与转换的模式也发生了变动。在优先发展重工业等资本密集型产业发展战略的传统经济政策环境中 政府出面以行政手段通过实行低工资、低利率、低汇率政策 强制将企业剩余价值的较大份额直接转为企业资本，即强制增加资本积累，并且方式非常直接。经济体制改革后，逐步解除了行政控制的低工资、低汇率政策约束条件，国民收入分配格局发生了重大变化 1994年的国民生产总值中，掌握在家庭部门的份额为 51.7% 比 1978年的 10.9%增加了 40.8个百分点；掌握在政府部门的份额为 11.6% 比 1978年的 30.9%下降了 19.3个百分点 掌握在企事业法人部门的份额为 36.7% 比 1978年的 58.2%下降了 21.5个百分点，社会财富分布格局变动之剧烈可见一斑（详见表 1—1），导致企业资本供给方式发生变动，即由以前主要依靠企

业内部积累与政府财政供给转向主要向银行借款和在直接金融市场上发行股票与债券来获得资本。但由于企业经济效益欠佳，银行贷款偿还率较低、呆帐损失较多，致使银行部门不愿向企业贷款，并将非盈利性资产（存差资金）通过银行所属的信托投资公司、证券公司等非银行金融机构用于直接金融市场，因而又加大了企业通过直接金融市场筹措资本的冲动和需求。显然的事实是，发行企业债券筹资不但面临还本付息的压力，并且由于实践中企业债券偿还率低而使其信誉较差，企业债券发行并不顺利（且不说中央政府计划部门确定的发行总量也不大）。而发行股票筹资，不但不存在还本付息问题，企业还可以永远使用股东的资金（除非公司破产），而且发展股市之初，大部分购买股票的公众是祈望股票上市后高于发行价而获取投机利润，至于对公司能否分发红利或股息以及发放多少的关心并不起主要作用，这就更加重了公司对发行股票筹资渠道的依赖度。在这种宏观经济条件下，能否发行股票以及发行多少并非自主行为，而是在中央政府规定的总规模内由地方政府和中央企业主管部门选择确定的，于是，地方政府和企业纷纷争夺股票发行额度。况且，由于股票发行价格的确定机制欠合理，发行机制的效率较低，在社会对股票基于投机欲望而需求强烈的情况下（对几千万元的股票发行盘子，竟然有几百亿元的资金集中待购），发行价格总是股票面值的几倍甚至几十倍，发行范围是全国而非囿于本地，那么，就产生了两种行为冲动：一是在社会总资源量既定的条件下，哪个地区、哪个企业能够争到股票发行额度，就等于多拿到了几倍、几十倍于额度的资本资源和近乎无偿的使用权；二是相对来讲，是其它地区的资源流向本地区、本企业，增加本地区、本企业资源占有与使用量。在地方政府、部门、企业的经济行为扩张需求都较为强烈的经济环境中，争夺股票发行额度的状态也就自然是愈演愈烈了。

表 1-1 1994 年和 1978 年社会财富分布结构对比表 单位：亿元，%

	国民生产 总 值	家庭部门		政府部门		企事业法人部门	
		绝对额	份额%	绝对额	份额%	绝对额	份额%
1978 年	3624	3946	10.9	1121.1	30.9	2108.3	58.2
1994 年	44918	23255.8	51.7	5218.1	11.6	16444.1	36.7
1994 年比 1978 年增减			40.8		-19.3		-21.5

注：家庭部门掌握的社会财富量 = 消费额 + 居民储蓄额；

政府部门的财富额按国家财政收入计算；

资料来源 根据《中国统计年鉴，1996 年》有关数据计算。

如此宏观经济条件、主观工作意识和制度管理状况 导致地方政府、部门、企业千方百计地争夺股票发行额度 固然有可以理解的地方 也有其必然性。但问题是 在此争夺战中 为了拿到更多的股票发行额度 就有可能出现采取不正当手段的腐败现象 仅仅是“有可能”)除了“可能”、“潜在”的趋势之外 实践中已经出现的现象是，发行公司为了使自己的股票发行溢价更高、美化自己的形象 又基于筹资的相对无成本、责任弱化的情况 对于股份制改造过程中股票发行上市前的辅导者和发行时的承销商、上市推荐商相当的大方、阔绰 只要能达到美化的目的 承销商的承销收入相当丰厚 但却不见得其招股说明书、公司财务报表等信息披露资料就多么公正和真实，往往是美化之词泛滥，甚至有虚假瞒骗之现象 这不仅仅是对投资者利益的一种侵害 也导致了通过发行股票筹集的资本并未真正按招股说明书指定的用途用于企业的生产经营过程中 并未充分运用到创造社会财富的活动中 而有一部分是在中间环节中浪费、流失掉了。

要知道 我国是一个较为落后的发展中国家 正处于经济快速增长阶段，资本还是十分的昂贵，仍然是我们的稀缺资源，根据 1995 年《全球经济展望》杂志对投资情况的预测 到 2000 年期间，中国固定资产投资将需要 3.3 兆美元的资本 而我国 1994 年的国

民生产总值仅有 44918 亿元人民币，占世界人口 1/5 的全体中国居民一年的消费就达 21518.8 亿元人民币，占当年国民生产总值的 47.9%（如果与年度新增 GNP 相比这个比例就更高了）我国的储蓄率尽管比较高，但与投资需求比起来，仍是相当的低下。在有些人怀疑中国能否在下世纪养活起十几亿人口甚至指责中国可能会造成全球粮食恐慌的情况下，以上数据也说明，要发展中国的经济，迎头赶上世界先进水平，真正让西方某些人的指责成为低级和不怀好意的诬言，确实需要全体国民勒紧腰带搞建设才行。“勤俭建国”又一次在中国共产党十四届六中全会《关于加强社会主义精神文明建设的决定》的纲领性文件中得以重申，就有力地证明了这一点。也就是说，不能再浪费我国宝贵的资本资源了，提高资本的使用效率本是一急再急的紧迫问题，浪费、流失就更是绝对的不应该。

2. 正因上述 另一个值得注意的问题是 股票发行市场已经出现地方割据垄断的现象。明显的表现是，对于几乎没有多大风险可言的股票发行主承销业务，为了使这项业务的丰厚利润不为异地机构所攫取，便由地方政府出面指定本地公司股票发行的主承销商由当地证券金融机构担当，这自然是损害正当竞争的做法，上市辅导、发行承销的服务效率与质量的提高也就很难谈得上了，这对股份制改造显然不利。而且为了争夺肥差的主承销商，证券金融机构各施计策、各显神通，其中不乏不正常的手段甚至腐败现象。这种状况对于证券金融机构之间的合理合法竞争、服务质量的提高以及股票发行市场甚至二级市场的健康发展均为不利。

其实，股票发行公司的确定、发行量的多少应是市场行为，应由市场力量自行决定。股票市场上，投资者是第一位和主动的，投资者能否购买股票、购买哪家公司的股票、购买多少直接关系到股份制度的基础，关系到公司能否筹集到足够量的资金，关系到公司

能否在市场中成为倍受青睐的具有潜在较高价值的竞争强者；没有投资者的踊跃参与，也就谈不上股票市场的发展问题，也就谈不上股份制度的存在及其社会经济效应。所以，保护投资者的正当合法权益，也就是确保股票市场高效健康发展的根本所在。而投资者投资决策的做出，是依据他们对企业生产经营情况的观察、了解、分析和判断。如果能够做到信息披露公开、透明、及时，凡是涉及到投资者利益的公司行为变动能够及时通告，投资者对公司市场价值的分析判断就会是比较确切合理的，因为这是关系到他们切身利益的问题。在利益机制作用下，作为“经济人”的投资者是最理智的，比起与此投资运作过程无多大利益牵涉的第三者（比如政府、承销商、交易所）讲，投资者的选择是最能说明问题的。也就是投资者倾向选择的公司自然是比较有发展潜力的企业，而那些生产经营不理想、发展潜力不大、市场价值不好的公司，想发股票，投资者也不会认购，市场的自发力量会自动会将其排除在外。经过市场力量筛选的企业自然是市场所认可接受的，而市场是社会供求力量的集中反映，是所有参与者一般意志的集中体现。当然，这里的前提是市场的渠道必须畅通，信息是公开及时的，外在约束和保障机制是健全的。所以，政府应当做那些健全外在约束机制和切实保护投资者利益的服务工作，一年内发行多少股票、每个地区可以由几家公司发行、每家发行多少，均属市场行为，由市场自己去决断。如果政府继续硬要承揽这些事务，实属计划配置资源（行政配置资源）的传统经济制度下经济措施的延续，与股份制这种新型市场经济制度的运作要求相悖，也不会起到预期作用，反而会助长一些低效率等不合市场逻辑的现象。

只不过，现阶段我国股份制度的建立主要是从那些国有企业的股份制改造开始的，由于这些企业分属中央主管部委和地方政府这样的条块分割的传统管理模式的惯性使然，使得这些局外中

层（第三者）力量的强制性在这种新制度创新过程中横插一杠子，介入市场事务，从中加大制度创新成本，缓解了创新过程。由于传统的惯力和思维意识以及不合理的部门、地方利益作怪，导致这种资本资源的调集和使用非得由传统计划额度框笼，才被认为是万无一失、合理有效的，才不会出乱子，不会一哄而上，这恐怕是股份制度创新过程中由政府确定股票发行额度、择定上市企业的内在原因。但问题是，正如上述，这种政府行为，使得社会储蓄转变为投资的资源动员过程却又深深地烙上行政色彩，难道部门、地方的选择就能代表广大投资者的意向？由于投资者没有对新发股票有更多自由选择权，只能去认购那些由地方政府和部门确定的公司，这难道不是对个人储蓄资源的一种强制归笼吗？公司未来发展失利，责任归谁负？投资者正当合法利益的保护又从何谈起呢？

因此，仅仅就股票发行额度管理这一看似不大的问题来讲，便反映出我国经济体制改革的很多牵制因素和值得深思的主观问题。如果说条块分割的管理模式就不可能使中国经济体制真正形成一个统一市场的话，那么，在通过多种方式和途径促使制度创新并由此打破原来不合理经济格局的过程中，就应分清哪些是市场的自发行为，哪些是政府应该做的事情，对这个问题，很多学者和官员几乎天天从理论和实践的角度在谈论，但应该将政府与市场的分工问题落实到每一项改革决策与实施的工作中，切勿将小集团利益压倒全局利益。

然而在我们这个国度里，在集权独裁管理的传统文化氛围仍有影响的社会里，能够通过发行股票筹集资本和借此进行制度创新，改变经济实体的资本供应体制和管理模式，这毕竟是一个历史进步，这对我国经济、社会和文化的积极影响作用是不可估量的。我认为这并非夸大其词。这就是我在此对股票一级市场几个问题进行论述分析后所得出的结论。

三、中国股票二级市场的建立与发展现状

自从 1986 年 8 月 5 日由辽宁省沈阳市信托投资公司试点企业债券的买卖转让柜台业务开始，就表明时隔近三十年的二级证券市场又在中国大陆再现。

此后，1986 年 9 月 26 日，中国工商银行上海信托投资公司静安业务部开办了股票代理转让柜台交易业务，即为股票二级市场雏形的再现。当时还没有股票交易所的概念和建立意识。所以中国股票二级市场的再现（之所以称再现，是因为从本世纪 20 年代开始中国曾有过火热一时的股票市场，股票交易所和股票买卖经纪人制度，只是在 50 年代之后被作为“资本主义”的东西给砍掉了）是从场外柜台交易开始的。

1990 年大规模的股票集中交易在深圳出现，当年 12 月 1 日深圳首先对场内股票交易方式予以试运营。1990 年 12 月 19 日上海证券交易所正式成立，次年初深圳证券交易所被正式批准营业，成为中国目前两家合法的股票场内交易市场。截止我撰写此书为止，中国政府严禁进行任何形式的场外股票柜台交易，并对以前存在过的柜台交易市场予以清理。所以全部上市公司的股票就都集中在两家证券交易所交易，二级股票市场也就呈单一的场内交易组织格局。

（一）中国的证券交易所及股票上市情况分析

1、两家证券交易所的组织状况。截止 1996 年 9 月底，上海证券交易所的会员公司共有 552 家，其中上海本地会员 47 家，异地会员 475 家。深圳证券交易共有会员公司 540 家，其中深圳本地会

员 34 家 异地会员 506 家。这些场内会员机构主要包括证券公司、信托投资公司、财务公司、商业银行、信用合作社等银行与非银行金融机构，还包括少数没有金融经营业务许可证的属非金融机构的财政部门国债中介机构以及部分期货经纪公司。其中场内的商业银行会员 自从 1996 年下半年开始生效的《中华人民共和国商业银行法》明确规定银行业与证券业实行分离政策后 商业银行只能从事国债自营业务，不能从事国债经纪代理交易业务与股票交易业务 但从 1997 年 6 月开始，连同国债现货与回购的自营交易也得撤出交易所，只能在由中国人民银行管理的全国银行间同业拆借网进行交易)除此之外 其它场内大部分金融机构会员可以从事场内所有上市证券的经纪代理和自营业务。这些机构通过他们与两家证券交易所联网的卫星通讯传输电子系统，将场内交易的触角伸向全国大中小城市，从而聚集了全国各地的投资者和他们的资金与证券，并将证券市场信息和一部分政策信息迅速传遍全国各地，在某种程度上使两家交易所成为全国性的股票交易聚集地。

2. 两家证券交易所的上市品种分析。截止 1996 年 12 月底 两家交易所的交易品种包括股票、股权证、国债现货、国债回购、公司债券和基金等 6 大类。其中就交易规模的结构看 两家交易所所有较大差别 上海证券交易所的国债交易是最活跃的 其交易额也是场内最大的 国债现货和回购的交易量在 1994 年以后是股票交易量的几倍；而深圳证券交易所的股票交易是比较活跃的，其交易金额也是场内最大的，远大于场内其它证券品种的交易规模。

到 1996 年 12 月底的场内股票交易情况是，两家证券交易所的上市公司共计 530 家，其中上海证券交易所 293 家 深圳证券交易所 237 家。到 1996 年 9 月底 466 家上市公司发行的各类股票结构情况如下：

——只发行 A 股股票（即只能由境内个人公众用人民币购买、以人民币标价的上市公司股票）有 341 家，发行总股本 955 亿元，按溢价发行价格计算筹集的资金 1200 多亿元，按场内上市价计算的总市值为 7200 亿元；

——只发行 B 股股票（只对境外投资者发行、由其认购以外币标价而在中国境内交易所上市交易的股票，其中上海证券交易所的 B 种股票以美元标价，深圳证券交易所 B 种股票以港元标价）的公司共计 20 家，共筹集外资 45 亿元；

——既发行 A 股又发行 B 股的公司共有 61 家；

——既发行 H 股（中国境内公司在香港联合证券交易所发行上市供境外投资者购买交易的股票）又发行 A 股的公司 11 家，筹集外资 15 亿美元；

——只发行 H 股的公司 12 家；

——两家公司（山东华能股份有限公司、华能国际股份有限公司）在纽约股票交易所发行上市股票；一家公司（北大方正股份有限公司）在新加坡证券交易所发行上市股票。

到 1996 年 9 月底，两家证券交易上市公司的可流通股本总量为 303 亿元左右，占发行总股本额的 31%。

从 1990 年底两家证券交易所成立至 1996 年三季度末的时间段内看，通过发行股票累计筹集资金 2100 亿元，占 1996 年 9 月底的银行储蓄存款余额的 5.7%，相当于银行贷款余额的 26.8%，相当于 1995 年国民生产总值的 3.9%。两家证券交易所场内上市公司股票市值不断增加，由 1990 年 12.344 亿元增加到 1996 年 9 月底的 7835.33 亿元，股票市价总值占当期 GNP 的比率由 1990 年底的 0.07% 增长到 1996 年 9 月底的 1.54%。表 1-2 列示了中国股票流通市值及其与当期 GNP 相关变化情况。

表 1-2 中国股票市价总值变动情况一览表单位：亿元，%

	1990 年底	1991 年底	1992 年底	1993 年底	1994 年底	1995 年底	1996 年 9 月底
流通市值	12.34	109.19	1048.13	3531.01	3690.62	2525.66	7835.33
占 GNP%	0.07	0.54	4.3	11.27	7.94	4.38	1.54

资料来源：中国证监会上海证券交易所、深圳证券交易所。

然而在此，我的目的并非仅仅是将上述数据资料罗列给读者，而是想用以上数据说明如下几个问题：

(1) 中国股票溢价发行普遍 溢价率较高。仅就 A 股情况看，1996 年 9 月底通过上市 A 股 (即可流通股本量 共筹集资金 1228 亿元左右，两家交易所可流通 A 股股本为 240.08 亿股 每股面值 1 元) 由此看出 A 股平均溢价率 筹资金额 / 流通股本额 为 5.11 倍。这反映了股票供给相对较少，社会闲散资金相对于股票发行量仍然是大得多，社会对股票的认购能力较强，出现抢购股票的现象。但这种抢购并非是一种真正的投资需求强烈，尽管在客观上起到了动员社会储蓄转化为生产经营企业投资的作用。原因是一般公众购买股票在很大程度上是为了“赌”上市价格能否高出发行认购价以及高出多少，赚取低买高卖的投机价差，并非真正靠股息红利收入收回投资 社会总希望二级市场一直是一个“多头市场”股市虚涨、浮躁情绪和气氛异常热烈，由此烘托出一级市场上公众、机构更加大肆抢购新发股票，进一步助长了发行溢价率的上升，几百亿元资金等购几千万元股票发行盘子的实际现象就是一个证明。于是，一级市场的初始认购者总想在股票一市时马上找到一个不如自己聪明的‘傻瓜’接盘 这真是凯恩斯先生关于股票市场‘傻瓜理论’的突出体现。这位大经济学家认为，每个人一般都认为自己是聪明的，别人不如自己，至少有这种心理倾向，由此使得股票市场上的投资者总想去找自认为在高价位或由高变低价位上接自己卖盘的‘傻瓜’。90 年代中国股市上的‘傻瓜’不仅仅是社会公