



English

下载中心

首页

网站地图

关于 IWEP

研究课题

研究人员

研究成果

数据库

出版物

媒体报道

研讨会/讲座

## 期刊文章选登

[HTTP://WWW.IWEP.ORG.CN](http://www.iwep.org.cn)

《世界经济》2005年第2期

[\[PDF全文下载\]](#)

中国股票上市发行监管制度变迁：一个博弈论解释

谢建国 唐建平

[内容提要] 在一个不对称信息的分析框架下，本文建立了一个中国股票上市发行监管制度变迁模型。文章认为，中国股票上市发行监管制度的变迁是一个诱致性变迁过程而非强制性变迁过程，公司的整体价值差异与投资者的学习效率对制度变迁的时间有着显著的影响，而上市门槛的设置对制度变迁时间的影响具有不确定性。因此，认为制度变迁将触及一部分机构或个人的利益从而导致制度变迁的周期延长，并不具有理论上的正确性。

[关键词] 上市发行 监管制度

[作者简介] 谢建国：南京大学商学院国际经济贸易系 南京大学国际经济研究所 210093 电子信箱：[xiejianguo\\_99@sina.com](mailto:xiejianguo_99@sina.com)；唐建平：南开大学国际经济研究所。

## 一 引言

自1990年中国证券市场建立以来，中国股票上市发行监管制度经历了几次较大的变革。在资本市场建立的初期，中国股票上市发行实行的是审批制，由证券监管部门限定每年的上市发行额度，地方政府或部门对本地公司进行初步遴选，根据发行额度向证券监管部门推荐上市公司，证券监管部门行使最终的上市审批职能。审批制在中国资本市场发展初期起过一定的积极作用，但随着中国资本市场的发展，审批制的弊端显得越来越明显，行政化审批导致制度上的寻租，资源按行政原则配置导致股市投资功能的丧失，阻碍了中国资本市场的规范发展。2000年3月，中国证监会颁布《股票发行核准程序》，从此股票上市发行监管制度由审批制转向核准制。核准制采用的是主承销商推荐、发行审核委员会表决、证监会核准的上市发行办法。核准制取消了审批制下由行政计划手段分配上市额度的做法，使得股票上市行政干预因素大大弱化，发行过程透明度大大提高。核准制最初采用的是“通道制”，由于通道制不能有效约束主承销商推荐发行中的道德风险，目前，中国证券监管部门正在引入把上市公司质量与推荐人利益挂钩的保荐人制度。但是，从长远看，无论是通道制还是保荐人制度都不是一种最终的制度安排，随着中国证券市场化进程的加深，完全市场化的登记制将最终取代核准制。

中国股票上市发行监管制度从具有比较强烈的计划经济色彩的试点、审批发行制到适应经济发展的新型审核发行制度及登记发行制度的变迁，提高了股市的融资效率，规范了股票市场的发展。按照新制度经济学的观点，一种既定的制度之所以演变成另一种制度，是由于在现有的制度框架下，当由外部性、规模效应以及交易成本引起的收入增加不能实现时，经济主体将寻求一种新的制度安排使这种收入增加成为可能。新制度经济学认为：制度变迁的诱致因素在于主体期望获取最大的潜在利润，当存在潜在利润时，说明社会的资源配置没有达到帕累托最优，还可进行制度的再安排或制度创新，以达到帕累托最优。

Caroline (2000)以及Giorgio等(2000)从历史的角度研究了金融市场发展对金融监管制度变迁的影响。他们认为，金融市场中中介机构的发展、金融工具的创新以及全球金融市场一体化的发展，要求一个与金融市场发展相适应的更有

效率的追求导致了监管制度的变迁。但是，由于研究方法的局限，Caroline等人的研究中并没有回答金融市场的发展是通过何种途径来促使监管制度变迁的。

与Caroline等人的观点一致，Allen和Herring（2001）认为是金融市场的发展与金融危机防范的需要促使了金融监管制度的变迁。他们研究了金融监管制度变迁对一国金融危机防范的效果，并认为一个成熟的金融市场有为数众多的中介机构，当某一中介机构出现问题时，危机很容易传染到整个金融市场。因此，成熟的金融市场往往意味着更大的系统风险，仅仅依靠金融机构的自律与稳健经营防范这种风险并不十分有效，只有建立起一个与金融发展状况相适应的新的监管制度才是防范金融市场系统性风险的最好办法。因此，金融市场的变革促进了监管制度的变迁。

Henry(2000)、Kim和Singal（2000）研究了证券市场自由化对经济改革与证券价格的影响。Peter认为，证券市场的制度变迁与经济改革是相互促进的，证券市场的制度变迁促进了其他经济领域的变革，而其他领域的变革反过来又促进了证券市场的制度变迁，因此，证券市场的制度变迁是一个系统而不是一个独立的过程。与前面的研究相同，Peter同样没有回答证券市场的制度变迁是通过何种途径来影响其他领域变革的。Vihang（1992）、Elaine（1995）、Geert（1995）、Geert和Harvey（2000）以及Geert等人（2003）的研究也存在同样的问题。

近年来国内学者对证券市场的研究也取得了一定的进展，这些研究或是侧重于证券市场的价格机制的形成，如赵志君（2003）与陈保华（2001）等的研究；或是侧重于证券市场的经济影响，如石建民（2001）、孙华好和马跃（2003）等的研究；或是侧重于中国证券市场特征研究，如俞乔（1994）、孙培源和施东晖（2002）、张兵和李晓明（2003）等人的研究。这些研究都假定制度为既定的变量，在既定制度假定前提下建立与推演模型，而对中国证券监管机构为什么选择这种监管制度，证券监管机构如何选择证券监管制度的研究却鲜有所见。

本文利用博弈论的工具建立了一个中国股票上市发行监管制度变迁模型，试图利用一个简单的函数来描述一个制度的特征，为制度的量化分析做一个全新的尝试；利用博弈论的分析方法来描述一个制度变迁过程，说明中国股票上市发行监管制度变迁的机理及影响因素。与本文研究方法相类似的一个研究是陈学彬（1996、1998）对中国宏观金融的博弈分析，他通过建立一系列的模型研究了中央银行决策规则、公众的理性预期与宏观金融的博弈均衡。当然，由于研究对象、假定前提以及模型结构的不同，除研究方法外本研究与之迥然不同。

我们认为，中国股票上市发行监管制度的变迁是一个诱致性变迁过程而非强制性变迁过程，投资者通过股市进行学习而导致投资策略的调整是中国股票上市发行制度变迁的根本原因所在。我们的研究表明：公司的整体价值差异对制度变迁的时间有着显著的影响，而上市门槛的设置对制度变迁时间的影响具有不确定性，因此，认为在制度变迁中将触及一部分机构或个人的利益从而导致制度变迁的周期延长并不具有理论上的正确性。

本文以下的部分安排如下：第二部分为中国股票上市发行监管制度变迁博弈模型的基本框架及参与者行为假定；第三部分为中国股票上市发行监管制度变迁模型；第四部分为结论。

## 二 模型的基本框架及参与者行为假定

.....

## 三 中国股票上市发行监管制度变迁模型

.....

## 四 结 论

本文利用一个博弈论模型研究了中国股票上市发行监管制度变迁内在的机理及背后深层次的原因。本文认为，中国股票上市发行监管制度的变迁是一个诱致性变迁过程而非强制性变迁过程。投资者通过股票市场不断的学习，并根据学习的

结果调整在股票市场投资行为，投资者学习及投资调整的结果影响了证券监管机构的收益函数，从而促使证券监管机构采取更合适的制度形式以实现收益最大化。这是中国股市制度变迁根本的原因。文章的研究结果显示，公司的整体价值差异与投资者的学习效率对制度变迁的时间有着显著的影响，公司价值差异越大，制度变迁所需要的时间就越长；投资者的学习效率越低，制度变迁所需要的时间就越长。文章同时研究了证券监管机构设置的上市门槛对制度变迁的时间影响，分析表明，在初始时期上市门槛的设置对制度变迁时间的影响具有不确定性，因此，在股票上市发行监管制度中，认为在制度变迁中将触及一部分机构或个人利益从而导致制度变迁的周期延长并不具有理论上的正确性。

(截稿：2004年7月责任编辑：杜亚平)

推荐好友

#### 相关文章

- ▶ 余永定撰文明确反对港股直通车 2007年11月21日人民网 (2007-11-27)
- ▶ 余永定 我支持叫停港股直通车 《金融时报》2007年11月20日 (2007-11-27)
- ▶ 周开国 股票分拆与并股对收益率波动性的影响：对香港股票市场的研究 《世界经济》2005 (2007-1-6)
- ▶ 刘力、田雅静 中国A股市场股票名称变更事件的市场反应研究 《世界经济》2004年第1期 (2007-1-3)

本站的署名文章均属作者本人的观点。希望转载时，请事先与我们联系。

院首页

网站声明

会员登录

联系我们

下载中心

院图书馆

中国社会科学院世界经济与政治研究所 Copyright (C) 2002-2008 中企动力提供技术支持 请使用 1024\*768分辨率

地址:北京建国门内大街5号 邮编:100732 电话:010-85196063 传真:010-65126180 联系本站

《中华人民共和国电信与信息服务业务经营许可证》编号:京ICP备06059776号