

财政部财政科学研究所研究生部教学参考用书

资本市场： 热点与案例

财政科学研究所研究生部 编
石英华 主编

感知资本市场的前沿与热点
聆听专家学者的剖析和评述

 经济科学出版社
Economic Science Press

财政部财政科学研究所研究生部教学参考用书

资本市场：热点与案例

财政科学研究所研究生部 编
石英华 主编

经济科学出版社

责任编辑：周秀霞
责任校对：杨晓莹
版式设计：代小卫
技术编辑：潘泽新

资本市场：热点与案例

财政科学研究所研究生部 编

石英华 主编

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100036

总编室电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：www.esp.com.cn

电子邮件：esp@esp.com.cn

中国科学院印刷厂印刷

华丰装订厂装订

880×1230 32 开 9.125 印张 240000 字

2004 年 9 月第一版 2004 年 9 月第一次印刷

印数：0001—3000 册

ISBN 7-5058-4384-2/F·3656 定价：20.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

图书在版编目 (CIP) 数据

资本市场：热点与案例 / 石英华主编. —北京：经济科学出版社，2004.9

ISBN 7-5058-4384-2

I. 资… II. 石… III. 资本市场—研究
IV. F830.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2004) 第 089322 号



专题讲座课一直是财政部科研所研究生部的特色课程。一门主干课程以专家群体分专题形式讲授，不仅能使研究生在学习中尽可能多地接触到该课程的前沿理论和实务，而且有助于学生广泛了解相关各学派的主要观点（包括主流学派和非主流学派的观点），对于打开学生视野、拓展研究思路大有裨益，对于学生深入了解财经领域的重大问题，提高学生分析问题、解决问题的能力很有帮助。这种授课形式有助于培养研究生注重理论与实践相结合的学习和研究风格，成为财科所依托其独特的教学资源在研究生教育中的一种创新方式，丰富了研究生教学实践。

研究生部青年教师石英华组织讲授的硕士学位课程《证券投资专题讲座》，讲授的专题都是关于资本市场理论和实务方面的前沿和热点问题。授课教师多为从事证券投资和监管实际工作以及相关理论研究的业界知名人士，他们不仅对前沿问题做出独到精辟的分析，而且给学生带来了大量生动鲜活的案例。课程受到学生的普遍欢迎和好评。将各专题内容整理成书，不仅可以作为研究生学习的参考用书，而且可以与更多关注中国资本市场发展的读者分享，推动中国资本市场相关问题的深入研究。

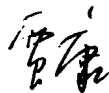
资本市场通常是指证券融资和一年以上中长期资金借贷市场，包括股票市场、债券市场、基金市场和中长期信贷市场等。转轨时期的中国资本市场正处于发展的初级阶段，诸多方面需要改革和完善。党的十六届三中全会《关于完善社会主义市场经济体制的决

定》提出，要积极推进资本市场的改革开放和稳定发展，扩大直接融资，建立多层次资本市场体系，完善资本市场结构，丰富资本市场产品。本书中的内容，涉及中国资本市场发展和完善中各个层面的热点问题。《中国资本市场的现状及发展》从宏观层面概要地介绍了中国资本市场的发展历程，深入分析了当前资本市场存在的问题和进一步改革的思路。《中国资本市场的症结分析》以直白的语言深刻揭示制约中国资本市场发展的症结所在，鲜明地指出制度歧视的危害。《关于中国股市若干问题的经济学思考》则以犀利的语言从经济学的角度深入分析了中国股市存在的若干问题。《信息披露制度的理论与实务分析》、《美国财务会计丑闻的深远影响》、《财务报表经济责任保险与注册会计师审计》三篇文章从不同角度探讨了证券市场的信息披露问题。《股市全流通：问题思考与模式评价》一文围绕非流通股这个热点话题，分析了目前关于全流通问题的解决思路，从流通股股东是否需要补偿的视角对多种全流通模式进行评说。《证券投资基金的发展与展望》全面地介绍了我国基金业发展面临的机遇和挑战。《中国期货市场产生的背景》和《中国期货市场建立与发展过程中的理论分歧与热点争论》总结和回顾了中国期货市场的产生背景和发展过程中的敏感问题和热点争论，很多问题值得我们进一步总结和思考。中国资本市场的全面发展离不开公司债券市场的充分发育和完善，《资本成本与公司债券市场》从资本成本的分析入手，详述了中国公司债券市场的发展现状和改革思路。资本资产定价有较复杂的模型和公式，《资本市场的股票定价》一文深入浅出地说明了股票定价的基本原理。《漫谈投资银行的相关问题》的作者有多年的投资银行从业经验，该篇以轻松的语言从财富创造的话题谈起，探讨了投资银行的相关问题。

此外，书中部分内容以丰富翔实的案例分析了资本市场的若干具体问题，如《大型企业资本运营的理论探讨与案例分析》解剖了中国长江三峡工程开发总公司资本运营战略案例；《基金投资管理案例分析：基金经理的业绩评判和选择》详细叙述了老师与学生针

对案例进行的互动讨论；《企业并购：若干案例分析》以实际案例说明并购的模式和结果。交易所是否应该实行股份化或自我上市，是交易所和证券期货监管部门关注的一个新问题，《股票交易所的股份化：问题讨论与案例分析》一文围绕交易所股份化引致的利益冲突、如何确保交易所的公共利益以及交易所的财务问题等展开讨论，并对国际上 10 家交易所的股份化案例进行了分析。《券商整合的战略思考》分析了证券行业自身的发展思路，入世以后，这一问题尤其值得证券业界分析和思考。《中国国库现金管理战略的深层思考》讨论了近年财经改革面临的一个新问题——加强国库现金管理，探讨了现金管理与国债市场、金融市场（或言短期资本市场）之间的互动关系。

本书由编者精选近年来部分专题讲座的内容整理而成，书中的材料多为听课的研究生根据录音整理，编者进行总撰，后请各位主讲人亲自校订成稿。书中多篇材料保持了讲座的语言风格，与字斟句酌后严谨的书面语言相比，更为鲜活生动。相信本书会对关心资本市场问题的读者有所帮助。



2004 年 8 月

目 录

中国资本市场的现状及发展	谢 庚 (1)
中国资本市场的症结分析	华 生 (14)
信息披露制度的理论与实务分析	汪建熙 范永武 (22)
美国财务会计丑闻的深远影响	张为国 沈振宇 (33)
财务报表经济责任保险与注册会计师审计	卢春泉 (65)
关于中国股市若干问题的经济学思考	华 生 (76)
股市全流通：问题思考与模式评价	刘纪鹏 (92)
资本市场的股票定价	朱德森 (106)
证券投资基金的发展与展望	范勇宏 (112)
中国期货市场产生的背景	常 清 (122)
中国期货市场建立和发展过程中的理论分歧 与热点争论	常 清 (141)
大型企业资本运营的理论探讨与案例分析	卢春泉 (164)
基金投资管理案例分析：基金经理的 业绩评判和选择	范勇宏 (176)
企业并购：若干案例分析	苏中一 (184)

漫谈投资银行的相关问题	朱德森 (194)
股票交易所的股份化：问题讨论与案例分析	隆武华 (213)
券商整合的战略思考	苏中一 (239)
资本成本与公司债券市场	袁 东 (246)
中国国库现金管理战略的深层思考	
——从中央国库存款余额较高谈起	韦士歌 (271)
后记	(282)

中国资本市场的现状与发展

■ 谢 庚

党的十六届三中全会从全面建设小康社会的目标出发，做出了全面建设社会主义市场经济体制的决定。在这一重要文件中，第一次用了一个专门的段落对资本市场改革开放和稳定发展做出了全面部署，第一次在完善社会主义市场经济体系中而不是在金融问题中表述资本市场问题。这意味着，资本市场已经成为现代市场体系中不可缺少的组成部分，关系到建立和完善社会主义市场经济体系的改革大局。今天，我想着重围绕这一问题介绍中国资本市场的现状与发展。

一、资本市场概念及其功能

（一）资本市场是要素市场的一部分

现代市场体系主要包括商品市场和要素市场。资本、土地、劳动力等都属于要素市场的范畴，因此资本市场是要素市场的一部分。与资本市场相关联的概念很多，比如我们经常听到的金融市场、货币市场、资本市场、证券市场等，在实务中也经常将之混用。那么，究竟什么是资本市场呢？在金融体系中，资本市场和货币市场是按照投资期限来划分的。一般来讲，一年期以上的投融资市场属于资本市场的范畴，而一年期以下的短期投融资市场则属于货币市场的范畴。证券市场是由证券法规定的，主要指证券化金融

产品的交易市场，其中既有资本市场的概念，如股票、长期债券；也有货币市场的概念，如债券回购，但从总体上讲，由于我国的证券市场的主要交易品种是股票和长期债券，债券回购只是债券交易的派生品种，因而在实践中，经常把证券市场和资本市场等同，提到资本市场时，主要是指证券市场。

（二）资本市场的主要功能

在现代市场体系中，作为要素市场的资本市场主要发挥什么样的功能呢？对于这个问题，不同的市场主体往往有着不同的理解。比如，上市公司可能比较关注资本市场筹集资金功能，投资者可能比较看重其金融资产管理功能，作为经济运行组织者的政府部门，则希望借助资本市场提高资源效率和改善公司治理。事实上，所有这些理解虽然从不同侧面反映了资本市场的功能或者派生功能，但都不够全面和准确。从理论上说，资本市场的主要功能体现在以下三个方面：

第一，筹集资本。在计划经济体制下，国有企业的核心资本形成主要依赖财政预算内投资解决，集体和民营企业的原始资本积累主要靠集体和民间自筹，而在体制转轨的早期，拨改贷的制度安排又使企业资本形成过度依赖银行贷款，不仅加大了银行体系的风险，也形成了企业不合理的资产负债结构。现代市场体系中，可以在资本市场上通过发行股票、债券等有偿证券实现资本集聚，将分散的社会资金集中到资本使用者手中，以社会化筹资满足现代经济规模经营的资金需求，从而实现小资本、大生产。

第二，资源配置。在计划经济体制下，社会资源配置是通过国家计划实现的，国家以无所不包的计划，安排各类产品的投入产出总量和结构，规定产品的购销价格，以此实现社会资源的优化配置，避免社会财富的浪费。实践证明，这种资源配置方式不仅是低效的，而且造成了大量的重复建设和资源浪费。现代市场体系中，资源配置是通过市场化的方式实现的，即通过资产价格对企业未来

收益预期的正向反应，推动市场竞争的优胜劣汰。因为在资本市场上，价格是对企业未来收益的预期，如果价格发现机制是健全的，证券价格能够真实反映企业未来收益的预期，这个市场的价格引导就是有效的，正是通过这样的价格引导机制，资本的逐利倾向会持续地引导社会资本向有成长预期的领域积聚。

第三，公司治理。在计划经济体制下，公司治理是通过行政规制实现的，而在现代市场体系中，资本市场高度透明的运行机制，有利于降低信息成本，优化决策机制，激励和约束经理人员，推动公司治理结构适应现代经济管理的要求。其基本原理是股东对公司控制权具有实质影响。如果股东对公司的经营不满意，可以用手投票，即可以通过参加股东大会投票表达意愿；也可以用脚投票，抛售股票。所以股东行为选择对公司控制权应该具有制约效应。

以上三个方面是相互联系的有机整体，其中资源配置是资本市场的核心功能，筹集资本是资源配置的重要实现形式，公司治理是提高资源配置效率的重要保证。此外，在理论界的探讨中，还有一些有关资本市场功能的表述。比如推动科技创新、促进结构调整、分散金融风险、形成财富效应等等，但是仔细分析起来，这些功能无不根源于资源配置功能，或者说是资源配置功能发挥作用的必然结果。有一点需要特别指出的是，在我国转轨体制的背景下，资本市场对于启动民间投资的作用是不可忽视的。近年来，中国采用积极的财政政策、稳健的货币政策启动内需，收到了显著成效，但是积极财政政策实际上是通过扩大政府支出来刺激经济发展，其作用原理是财政向银行发债，筹集资金后用到基础设施建设上来，投资时银行还要按一定比例配套，存在的最大问题是经济运行机制还是政府主导型的。有人测算，积极财政政策对经济增长的贡献大体是一个百分点。但它是政府主导型的，几年实施下来对民间投资的启动没有起到拉动的作用。因此，无论是积极财政政策能否把握一个度，或者说采取相机选择的财政政策，还是货币政策能够有效地控制贷款规模，都需要一个有效的资本市场。如果没有资本市场，很

难启动民间投资，并使企业的资产负债状况得到改善。很多专家学者都在讨论能不能提积极的股市政策，不管这个提法是否准确，至少应该把资本市场发展放到现代经济体系建设中统筹考虑。

二、中国资本市场的历史沿革及其功能发挥

（一）中国资本市场的历史沿革

在世界范围，最早的资本市场 1611 年产生于阿姆斯特丹。中国 19 世纪初在上海、天津、北京等地曾经有过资本市场短暂的历史，但由于当时资本市场发展的内在条件并不具备，没能形成规模并得到持续发展。建国以后，我国实行计划经济体制，统收统支，企业的所有收入全部上缴国家，需要资金时由国家拨款。当时认为，资本市场是资本主义特有的制度安排，社会主义不仅不能搞资本市场，甚至连企业资本的概念都用资产代替。十一届三中全会以后，改革首先从分配领域入手，为了调动企业积极性，先后实行了企业基金、利润留成和两步利改税。不管利改税的实际效果如何，至少人们在改革中认识到，国家不仅是社会管理者，而且是资源所有者，以社会管理者身份征税，以资源所有者身份收取利润，而企业则是具有相对独立地位的法人。也正是在那时，开始有了股份公司的尝试，深宝安是第一家向社会发行股票的公司。到了 20 世纪 80 年代中期，开始借鉴农村改革的经验搞大包干，国家与企业签订合同，企业上缴承包利润以后，其余自留，企业有了生产积极性，产量成倍的上升，但是负盈不负亏的问题日益突出。到了 1988 年，股份制试点开始向全国推开。股份制的产生和推广为中国资本市场的诞生奠定了基础。

持有股份就有转让的需求。80 年代后期，开始有了民间的股票转让，最早的是上海静安营业部的柜台转让。1990 年，上海和深圳两个证券交易所相继建立，股份的分散转让开始变为场内的集

中交易，但在当时股票并没有得到公众的认可，尽管政府和券商为此做了大量的宣传和动员工作，股市仍然没有起色。1992 年小平同志南巡，对股市说了一句历史性的话：“证券股市这个东西好不好？是不是资本主义的东西？社会主义能不能搞？可以看，但要坚持地试。”小平同志的南巡讲话，结束了证券市场姓资姓社的争论，带来了又一次思想解放，使中国的资本市场发展有了实质性的突破。我们当时讲两个异地工程：一个是市场的扩展，证券市场从上海、深圳两个地方性、区域性的市场开始扩展为全国性的市场；再一个就是上市公司的扩展，上海、深圳证券交易所从只有本地上市公司扩展为全国各地的上市公司。随着市场的拓展和参与人数的增多，市场发展中的供求失衡矛盾日益突出，股票认购证和抽签表成了当时平衡供需的重要方式，由于早期市场的无序状态，因申购抽签表的不规范操作酿成了 1992 年深圳的“8.10”事件，使建立规则和加强监管成为当时中国证券市场发展的首要任务。1992 年 10 月成立的国务院证券委员会，当时的班子架构非常强大，国务院副总理出任证券委主任，下设中国证监会主持日常事务。因为中国证券市场是先有市后有场，先有实践后有监管，市场发展的很多方面没有统一的法规和制度，要想不再出现类似深圳“8.10”那样的风险事件，必须要有严格的规则，要按规矩办事。全球的证券市场讲公开、公平、公正原则，就是要靠规则。

1992~1998 年，中国证券市场规模得到迅速扩展，规范化水平显著提高，但其间也出现了一些问题，主要是由于早期认识上的局限，在大胆试验的思想指导下，产生了一些不规范做法，蕴含了较大的风险隐患。于是从 1998 年起，按照中央的统一部署开始了全方位的改革和清理整顿：一是改革证券监管体制，将隶属于地方人民政府的证券监管部门划归中国证监会垂直管理，将分散于国务院其他部门的证券监管职能划入中国证监会，建立集中统一的证券监管体制；二是清理整顿证券交易场所，关闭了遍布全国的 29 个证券交易中心和 41 家交易非上市公司股权的场外证券交易场所；

三是清理整顿证券经营机构，在规范业务范围和清理柜台债务的基础上，实行分业经营、分业管理；四是清理整顿投资基金，按照证券投资基金的规范运作要求，将历史上设立的不规范基金清理规范为新基金和实施关闭；五是清理整顿期货市场，关闭了部分期货交易所和期货经营机构，停止了部分品种的期货交易。在改革和清理整顿的基础上，从2000年开始，中国证券市场加快了规范化管理的进程，监管重点开始转向强化信息披露、规范上市公司治理结构以及券商规范运作方面，开始引入境外合格的机构投资者，开展境外合作，推进中国证券市场向国际化迈进的步伐。

（二）中国资本市场的功能发挥

中国资本市场13年的改革发展，为推动经济体制改革和国民经济建设做出了重要贡献，其积极效应主要体现在以下几个方面：

一是为经济建设筹集了巨额资金。截至2003年10月底，境内证券市场为企业筹集资金总额接近8000亿元，不仅有力地支持了企业发展和技术创新，而且提高了企业直接融资比重，显著改善了企业的资本结构。

二是推动了投融资体制改革。资本市场的发展，开辟了中国企业直接融资的通道，在以银行为主的间接金融体系外构建了一个直接金融体系，对于优化投融资体制，完善金融体系的风险平衡机制具有重要意义。

三是建立了市场化的经济结构调整机制。资本市场的并购重组，改变了计划经济体制下政府主导型的产业整合方式，明显改善了企业资本运营效率。

四是为建立现代企业制度做出了重要贡献。1984年，中共中央发布《关于经济体制改革若干问题的决定》，标志着中国改革重心由农村转向城市，而城市改革的重心则是国有企业改革。企业改革的目标经过多年的探索被正式表述为“建立现代企业制度”。现代企业制度的建立一直是国有企业改革的重点和难点。经过多年的

实践，我们认识到股份制具有规范的公司治理结构，是实现现代企业制度的最重要途径。中国证券市场用 13 年时间打造了一个 1 200 多家上市公司的群体，为我国现代企业制度建设起到了显著的引导、示范、带动作用。

三、中国资本市场的功能扭曲及其矫正

（一）资本市场功能的扭曲

中国资本市场的建立，开辟了中国企业的直接融资渠道，明显改善企业的资产负债状况，对推动转轨体制下投、融资体制改革和现代企业制度的建立发挥了重要作用。但是，在看到资本市场功能发挥所产生的积极作用的同时，也不能忽视资本市场功能发挥的前提和机理，在某种程度上，中国资本市场的功能是扭曲的。前面讲到资本市场的三大功能，核心是资源配置。资源配置的机制在于价格引导，通过价格引导把社会资本引向有成长预期的企业。在这个机制中，关键问题是价格能不能准确反映对企业未来收益的预期。如果不能反映未来预期收益，就失去了其应有的引导功能。在这种情况下，投资者就会视筹资为“圈钱”，将投资等同于“炒作”；企业也会重筹资、轻转制，资本市场改善公司治理的作用也无从谈起。

经济学研究认为，竞争均衡的价格是导致资源配置有效的前提条件。因此，古典经济学强调“看不见的手”的作用，现代经济学则日益注重竞争均衡导致资源有效配置的前提条件，例如信息完全、外部性问题等，如果不满足这些前提条件，市场就不可能产生有效的资源配置。用这种研究思路来看待中国资本市场的资源配置效率，就会发现很多有效市场的前提条件是缺失的。

1. 市场主体不尽符合理性人假说。市场经济研究的基本假说是理性人的自我利益最大化，而在我国资本市场中，存在大量的委

托—代理问题，即决策主体与利益主体相分离。在证券投资中，大量的国有资本负盈不负亏，即赚了归小集团，亏了归国家，因而存在强烈的冒险冲动，当年国债期货市场上的三大炒家——万国证券、辽国发和中经开都已先后倒闭，是这种现象的典型例证，在这种决策动机下，市场不可能发现有效的价格。另外，所谓“理性人”要求投资者具备处理证券市场复杂信息的全部知识，对于非专业的投资者，不仅取得信息的成本相对过高，而且不具备处理这些信息的知识和能力。对于一般的商品消费，购买者可以依赖专家的指导和帮助。但是，证券市场的咨询和研究具有特殊的性质，它的价值在传播过程中是衰减的，例如一份研究报告发现某只股票的价值是低估的，第一个阅读这份报告的人可以借此获取较大的收益，如果经过多次传递，最后阅读这份报告的人可能发现股价低估已经消失。因此，证券市场中有价值的研究信息主要为机构所垄断。在我国目前以散户为主的市场格局下，投资者行为中有大量的非理性成分，其定价也不可能是有效的。

2. 市场边界不稳定。所谓市场边界稳定，是指市场在相对稳定的制度框架下运行，并在相对稳定的制度框架下形成价格发现机制，如果基本制度是经常改变的，市场运行就不可能有效。我国资本市场从一个试验性质的改革尝试逐步走向规范发展，不可避免地会出现较频繁的政策变化，客观上会造成市场边界条件的不稳定。另外，前面讲到有效的公司治理是资源配置效率的保障，其原因在于投资者购买公司股票的隐含条件是公司的管理人能够按照公司利益最大化的目标行事，但在“一股独大”的格局下，公司管理人往往按照大股东利益最大化的目标行事。面对这种情况，目前的公司法律制度对少数股东尚不能提供充分保护，这无疑会侵蚀市场运行的基础。而且，我国股市股权分置的特殊格局导致公司治理中的利益分置，即大股东和流通股东具有不同的利益目标，这种不同利益目标所导致的冲突常常会影响到市场的价格，而对于这种制度设计缺陷所带来的外生性影响，市场主体是无法预期和定价的。