

财 经 博 士 论 丛



CAIJING BOSHI LUNCONG

刘则福 著

证券投融资机制论

中国财政经济出版社

财经博士论丛

证券投融资机制论

刘则福 著

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

证券投融资机制论/刘则福著. —北京: 中国财政经济出版社, 2003.11

(财经博士论丛)

ISBN 7-5005-6876-2

I. 证… II. 刘… III. ①证券投资②证券交易 - 资本市场 - 融资 IV. F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2003) 第 103523 号

中国财政经济出版社出版

URL: <http://www.cfeph.com.cn>

E-mail: cfeph@dre.gov.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100036

发行处电话: 88190406 财经书店电话: 64033436

北京财经印刷厂印刷 各地新华书店经销

850 × 1168 毫米 32 开 7.625 印张 181 000 字

2003 年 12 月第 1 版 2003 年 12 月北京第 1 次印刷

印数: 1—1 500 定价: 18.00 元

ISBN 7-5005-6876-2/F·6009

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

序

《证券投融资机制论》一书，由刘则福同志的博士学位论文《有中国特色的证券投融资机制研究》修改补充而成，现由中国财政经济出版社正式出版。这本书保持了博士论文的原有风格、结构完整性、系统性和前瞻性。作者运用规范分析和实证分析方法对中外证券投融资的理论与实践进行了追溯和比较，揭示出我国证券投融资机制的“已有特色”和“应有特色”；作者运用比较研究方法对中外直接融资与间接融资关系、中外证券业与银行业关系模式以及中外证券业监管模式进行了历史考察和比较研究，全面系统地分析和论述了“我国目前继续采用‘间接融资为主，直接融资为辅’的融资政策是不适当的”，揭示出“现阶段我国银行业与证券业的关系还不是完全的彻底的分业经营模式，我国金融业未来的发展方向是混业经营”，分析指出了我国证券业监管模式所具有的独特性；作者运用定性分析与定量分析相结合的方法研究论证了证券融资对银行储蓄的影响、证券市场与通货膨胀之间的关系和我国股票价格波动的影响因素，等等。虽然已时隔四年，但重温作者的这些研究成果，发现其对我国资本市场的发展仍具有重大的现实指导价值和深刻的理论意义。

作者分别从资源配置、证券筹资者、证券投资者角度系统地论述了证券融资机制和证券投资机制，又从不同角度分析论证了证券投融资的市场均衡机制、调节机制和风险防范机制，并集中探讨了几个重大的证券投融资问题，作者多角度分析与比较研究

证券投融资机制，在国内外尚属罕见。作者比较系统地论述了股票资金运动的二重性原理、债券资金的“借—用—还”机制，分析指出了约翰·B·威廉的预估股票投资价值的计算公式与现实经济实际之间的矛盾及其修正方法，研究论证了证券经济系统的总量协调与结构协调，提出了发展农民合作投资基金的设想等主张。这部论著从证券经济系统的多层次和本质上全面探讨了我国证券投融资的作用机理和证券经济运行规律，揭示了我国证券经济运行中存在的问题、矛盾与困难，分析论述了解决矛盾的现实选择与未来的发展方向。无论是对经济理论工作者还是对从事证券投资的实际工作者，这本书都值得阅读。

应指出的是，资本市场国际化、西方证券经济运行普遍性与中国证券市场的特殊性之间的关系研究有待进一步深化。不过，这部论著的出版，不仅丰富了我国证券经济的理论研究成果、填补了证券投融资机制研究的空白，而且开阔了实际工作者的视野、拓宽了经济理论研究领域、给广大读者思考证券经济问题提供了一些启迪，因此，我向广大读者认真推荐这本书。



2003年10月29日于北京世纪城

Abstract

The paper is about the mechanism of securities investment and financing with Chinese characteristics. The process of investment and financing by means of securities is the process of resources allocation optimization in modern market economy. Securities investment and financing results in the transformation of social assets into securities, and it also results in the competition mechanism of the survival of the excellent and strong enterprises and the death of the poor and weak enterprises. In this paper, it is indicated that the mechanism of securities investment and financing with Chinese characteristics differs from those of the foreign market economy.

This paper goes back to the theories and practice concerned with securities investment and financing of China and compares it with those of foreign countries, and points out the “have – been” characteristics and the “should – be” characteristics about the securities investment and financing mechanism of China.

This paper consists of eight chapters:

Chapter one simply summarizes the birth and development trend of the share system at the angle of theoretical analysis, and it points out the actual background of securities investment and financing. At the same time, it raises three theoretical hypotheses, namely hypothesis on division trend of two rights for enterprises to own, hypothesis on resources alloca-

tion tendency towards securities and hypothesis on market economy running having a tendency towards securities. Moreover, chapter one also gives a theoretical definition of such basic concepts as “with Chinese characteristics”, “securities”, “money”, “investment” and “financing”, and so on.

Chapter two analyzes securities investment and financing mechanism at the angle of resources allocation. This chapter not only analyzes the theoretical bases and economic background of the securities investment and financing in China, but it also studies and evaluates practice and its characters of Chinese securities investment and financing mainly with method of quantitative analysis. Moreover, it also demonstrates that the birth and development of the securities market of China is an objective and inevitable outcome. At the same time, this chapter makes a historic analysis of the relationship between direct financing and indirect financing on Japan, South Korea and the United States. Finally, it also makes a historic and comparative research on the relationship of securities field and bank between China and foreign countries or among foreign countries. For example, the United States, Japan, Germany, Malaysia and Thailand.

Chapter three analyzes securities investment and financing mechanism at the angle of securities issuers. At first, section one concentrates the attention on demonstrating duplicate characters' principle about stock capital running and its importance of guiding economic practice. Moreover, section two emphatically demonstrates “debt - use - repay” mechanism of bond capital and analyzes the question of the moderate scale of national bond of China at the present stage. Finally, section three concentrates the attention on analyzing the unique character of investment fund. In addition, this chapter compares stock financing with credit fi-

nancing or bond financing.

Chapter four analyzes securities investment and financing mechanism at the angle of securities investors. On one hand, this chapter analyses at the positive angle all kinds of factors influencing fluctuation of stock price, for example, earnings per share, stock capital expansion, company acquisition and merger, assets' composition over again, interest, inflation and market information. On the other hand, this chapter demonstrates at the speculative angle the random character of stock price fluctuation and the rules of long-term fluctuation. Moreover, it demonstrates several simple and available methods of estimating stock investment value with method of quantitative analysis. Meanwhile, this chapter also points out the shortcomings of traditional model estimating stock investment value and makes a necessary revision. Finally, as far as the principle, means and skills of stock investment and bond investment are concerned, this chapter makes a theoretical discussion and a practical summarization.

Chapter five studies the market balance mechanism of securities investment and financing. Section one concentrates on analyzing the problems of market balance in the preliminary security market and secondary security market of China. And then section two demonstrates the "have-been" characteristics of Chinese stock market. On the bases, it analyzes supply and demand mechanism of Chinese stock market and its characters as well. At last, section three concentrates on studying the exchange price mechanism of securities investment and financing, and it makes an emphasis on competitive prices' exchange system and maker market system.

Chapter six makes a research about the adjustment mechanism of securities investment and financing. At first, section one briefly analyses

the types of unbalance of relationship between supply and demand and their reasons. Moreover, on the bases, it makes a clear aim at studying self – reacting adjustment mechanism of securities economic systems, and it emphatically demonstrates self – adjustment and organization coordination of securities economic systems. And then section two makes an emphasis on analyzing the passive adjustment mechanism of securities economic systems, and it also analyses management means and management object concerned with securities markets at the angle of management.

Chapter seven studies the mechanism guarding against risks of securities investment and financing at the angle of securities supervision and management. Firstly, section one compares risks of securities investment and financing between China and foreign countries, and it proves it true that securities investors of China should be on guard against normal risks and special risks. Secondly, section two compares Chinese securities supervision and management mode with foreign countries' mode, and points out the advantages and shortcomings of different modes. Thirdly, section three concentrates the attention on studying countermeasures to manage and guard against risks of securities investment and financing. It emphatically demonstrates the objective and inevitable outcome and major contents and characters of securities supervision and management systems with Chinese characteristics.

Chapter eight concentrates on discussing several important questions concerned with the theory and practice of securities investment and financing, and simply generalizes and demonstrates the main conclusions of this paper.



作者简介

刘则福，1968年4月生，河南光山人，经济学博士，高级会计师。现任中国运载火箭技术研究院财务部资产处处长。

1993年9月至1999年7月于中国人民大学攻读经济学硕士、博士学位期间，主要研究宏观经济政策分析、证券投资分析、项目评价和公司价值评估。1999年8月至今，主要从事买壳上市、股票投资、债券投资、资本运营、资产管理工作。自1995年以来，先后在《数量经济技术经济研究》、《投资研究》和《经济学消息报》等刊物发表经济论文20多篇，论文获奖多次；参加撰写《中国证券全书》、《证券投资学》等4本，主编《项目融资理论与实务》（与张旭明合作）等2本。

责任编辑 / 林治滨

封面设计 / 颜 黎

目 录

第一章 证券投融资导论	(1)
第一节 理论假设与现实背景：问题的提出.....	(1)
第二节 何为有中国特色.....	(4)
第三节 基本概念的界定.....	(9)
第二章 证券融资机制（I）——从资本配置角度分析	(20)
第一节 资本配置机制.....	(20)
第二节 直接融资与间接融资.....	(42)
第三章 证券融资机制（II）——从证券筹资者角度分析	(88)
第一节 股票融资分析.....	(89)
第二节 债券融资分析.....	(97)
第三节 投资基金.....	(111)
第四章 证券投资机制——从证券投资者角度分析	(121)
第一节 股票投资分析.....	(121)
第二节 债券投资分析.....	(142)

第五章 证券投融资的市场均衡机制——兼论中国证券	
市场运行机理	(150)
第一节 证券投融资的市场均衡分析	(150)
第二节 证券市场的供求机制	(157)
第三节 证券投融资的交易价格机制	(167)
第六章 证券投融资的调节机制	(175)
第一节 证券投融资的自组织协调机制	(175)
第二节 证券投融资的被动调节机制	(189)
第七章 证券投融资的风险防范机制	(198)
第一节 中外证券投融资风险的比较研究	(198)
第二节 中外证券市场监管模式比较研究	(204)
第三节 证券投融资风险的防范与管理	(206)
第八章 若干重大证券投融资理论与实践问题的研究	(217)
第一节 中国证券投融资机制的应有特色问题	(217)
第二节 证券公司融资问题	(219)
第三节 社会主义公有制股份制问题	(223)
主要参考文献	(227)
后记	(229)
出版后记	(231)

第一章 证券投融资导论

第一节 理论假设与现实背景： 问题的提出

本文把证券投融资机制作为专门的研究对象。其研究的基本任务就是探求和揭示证券投融资在社会主义市场经济条件下的内涵、表现形式、本质特征、功能和运行机理。重点是结合具体的中国国情，遵循市场经济的一般规律，突出研究“中国特色”的应有内容。简言之，一是研究机制，二是研究“有中国特色”。对于证券投融资机制的研究将在以后各章节具体展开。现在就这个范畴的理论假设基础和现实背景作简要分析。

股份制是一种适应市场经济条件下社会化大生产要求的企业组织形式。股份制产生于 17 世纪中叶，发展于 19 世纪中叶，这是激烈的自由竞争和社会化大生产进一步发展客观要求资本集中以增强竞争力的结果。股份制最初只是资本家的联合，因为“还在资本主义生产初期，某些生产部门所需要的最低限额的资本就不是在个人手中所能找到的”。^① 对于英国 1825 年、美国 1828 年利用股份制铁路公司加速铁路建设，马克思给予高度评价：“假

^① 转引刘吉《关于股份制的几个问题》，《人民日报》1997 年 11 月 22 日。

如必须等待积累去使某些单个资本增长到能够修建铁路的程度，那么恐怕直到今天世界上还没有铁路。但是，集中通过股份公司转瞬之间就把这件事完成了。”^① 马克思还对其他工业部门利用股份制作出评价，他说：“在工业上运用股份公司的形式，标志着现代各国经济生活中的新时代……它显示出过去料想不到的联合的生产能力，并且使工业企业具有单个资本家所不能及的规模”，“它们是发展现代社会生产力的强大杠杆”。^②

20 世纪以来，特别是第二次世界大战以来，资本主义社会股份制发生了深刻的变化，股份制内社会资本与私人资本尖锐对立导致了“公众公司”这种新形式的出现。同时，社会主义国家（如中国）在经济体制改革中，为了发展社会生产力，允许国有企业进行股份制改造，兴办证券交易所和证券市场，以便于国有企业吸引社会游资和相互参股。1992 年，邓小平视察南方时发表了重要讲话，中共十四大提出了建立社会主义市场经济体制的改革目标，这极大地推动了中国股份制试点和股票市场的进一步发展。

本文把“证券”、“投资”、“融资”和“机制”这几个基本的经济学范畴融合统一为“证券投融资机制”并进行独立的专门研究，是基于以下理论假设：第一，企业两权分离趋势假设。现代市场经济中，企业所有权与经营权相分离是一种必然趋势。自 1841 年美国一家铁路公司首创所有权与经营权分离模式以来，这种资本家享有所有权获取红利、拥有企业剩余财产索取权，把企业的占有权、使用权和支配权都托付给经理的所谓“经理革命”，在 20 世纪得到了全面推广，尤其是跨国公司、大型公司。

① 《资本论》第 1 卷，第 688—689 页，人民出版社出版 1975 年版。

② 转引刘吉《关于股份制的几个问题》，《人民日报》1997 年 11 月 22 日。

中国自 1978 年改革开放以来,突破人民公社模式,实行放权让利、承包制、租赁制、国有民营、股份制等企业改革,适应了两权分离的趋势,推动了社会生产力的发展。第二,资本配置证券化假设。社会化大生产客观上要求企业采用股份资本形式加速资本集中,而证券作为资本的表现形式和流动形式的载体,使得企业或其他融资主体通过证券的发行和流通能够简单、快速、有效地筹措到自身发展所需要的资本。证券化已成为现代金融市场的一个突出特点,而证券市场正在日益突破空间地理和人为的限制。证券具有多重特性和功能,能够充当世界性资源配置的一般形式。第三,市场经济运行证券化趋势假设。证券是社会化大生产和人类配置资源实践的产物,证券经济是以证券为媒体的各种经济关系的总和。现代市场经济中,有限责任制和兼并破产机制是优化社会资源配置的关键。在激烈的市场竞争中,企业为提高竞争力需要规模经营,而企业经营规模通常又会超出个人独资经营和家庭合伙经营的财力,同时,独资经营并承担无限责任风险太大,这正是私人企业和合伙企业逐渐地发展为通过证券筹资经营并采用有限责任制的公司式现代企业的根本原因。证券的发行和流通引导货币资金转化为资本,并引起财产配置格局的变化,证券在使证券持有者拥有财产所有权的条件下同时又使所有权市场化,这使整个社会的经济资源配置处在一个不断分解与重组的动态过程之中,使企业通过证券市场实现重组、兼并、收购、社会存量资产流动与重组及其结构优化成为现实。证券使财产所有权获得了纯粹的价值形式,摆脱了财产使用价值的束缚并形成了财产所有权的相对独立的价值运动。综上所述,以证券为媒体进行证券投资与证券融资的过程,是现代市场经济实现资源优化配置的过程,因而证券投资与融资形成了社会资产证券化的专门机制,也形成了现代企业制度的优胜劣汰的竞争机制如图 1-1 所

示：

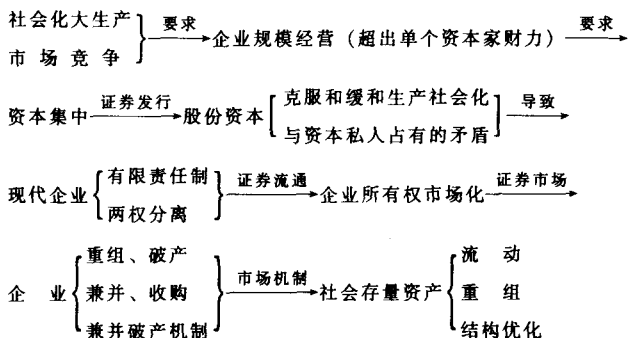


图 1-1

第二节 何为有中国特色

学习和借鉴西方证券经济理论，总结和吸取发达国家证券市场发展过程中的经验与教训，以引导中国证券市场的规范化发展，是十分必要的。然而，历史经验反复证明，学习与借鉴，须注意结合中国国情；洋为中用，须首先消化和吸收“洋”，须充分尊重中国的历史与现实。这是因为“中国的事情具有太多的特殊性”。是故，研究证券投融资机制，必须研究“中国特色”，必须着眼于中国证券市场的特殊性和中国国情。

据《现代汉语词典》讲，“特色”是指“事物所表现的独特的色彩、风格”等。显而易见，本文着重研究我国证券投融资机制所应该具有的有别于他国的“色彩”、“风格”等自己的东西。研究“有中国特色的证券投融资机制”，首先必须弄清楚什么是有中国特色的政治、经济和文化，因为政治、经济和文化是紧密相关的；建设有中国特色社会主义的政治、经济、文化的基本目

标和基本政策，有机统一，不可分割。掌握有中国特色的社会主义的政治、经济和文化的精髓和实质，是正确理解和把握邓小平理论的关键，也是研究“有中国特色证券投融资机制”的前提和基础。

对于什么是有中国特色社会主义的政治、经济和文化，根据江泽民总书记在《在庆祝中国共产党成立七十周年大会上的讲话》^①（1991年7月1日）和《高举邓小平理论伟大旗帜，把建设有中国特色社会主义事业全面推向21世纪——在中国共产党第十五次全国代表大会上的报告》（1997年9月12日），可以概括为：第一，有中国特色社会主义的经济，是指：①基本经济制度应当而且必须坚持和完善社会主义公有制主体地位，允许多种所有制经济共同发展；②坚持和完善社会主义市场经济体制，在国家宏观调控指导下，发挥市场机制对资源配置的基础性作用；③基本分配制度应当而且必须坚持以按劳分配为主体、按生产要素分配为辅的多种分配方式，允许一部分人、一部分地区先富起来，但先富应当带动和帮助后富，逐步实现共同富裕。第二，有中国特色社会主义的政治，是指：①基本政治制度应当而且必须坚持和完善工人阶级领导的、以工农联盟为基础的人民民主专政，坚持和完善人民代表大会制度；②基本政党制度是坚持和完善共产党领导的多党合作制度和政治协商制度；③坚持和完善民族区域自治制度，坚持宗教信仰自由的制度；④坚持发扬社会主义民主制度和健全社会主义法制。第三，有中国特色社会主义的文化，是指：①指导思想是马克思列宁主义、毛泽东思想；②坚持为人民服务、为社会主义服务的方向和百花齐放、百家争鸣的方针；③建设立足中国现实，继承和发扬历史文化优秀传统，吸

^① 当代思潮杂志社编：《党的建设若干问题讲座》，当代中国出版社1991年版。