

# 中国证券市场 研究与展望

曹尔阶 著

ZHONG GUO  
ZHENG QUAN SHI CHANG  
YAN JIU YU  
ZHAN WANG

中国财政经济出版社

87948

F832.5  
17

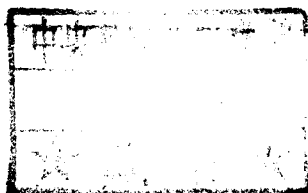
# 中国证券市场研究与展望

曹尔阶 著

252/16



\*200174881\*



中国财政经济出版社

**(京) 新登字 038 号**

**中国证券市场研究与展望**

**曹尔阶 著**

\*

**中国财政经济出版社出版**

**(北京东城大佛寺东街 8 号)**

**新华书店北京发行所发行 各地新华书店经销**

**通县西定安印刷厂印刷**

\*

**850×1168 毫米 32 开 13.625 印张 323 000 字**

**1994 年 3 月第 1 版 1994 年 3 月北京第 1 次印刷**

**印数:1—2 000 定价:11.00 元**

**ISBN 7-5005-2370-X / F · 2247**

**(图书出现质量问题, 本社负责调换)**

# 前 言

1992 年是中国证券股市的春天。

当人们经过了 1992 年的证券热、股市热，特别是经过了上海股价放开后的跌宕起伏和回升、深圳认股证风潮和原野停牌事件的激荡，中国初始发育阶段的股市，无论是上市企业、筹资者、投资者、经纪人、证券商、银行、交易所和证券市场管理者，都需要有一段冷静的思考。而中国的经济、财政、金融界尤其关心自己在证券市场中以及在未来的市场经济中居于何种地位。因此，奉献这本《中国证券市场研究与展望》，与广大读者共同探讨。

本书的上半部，主要从股份制、股票、证券和证券市场的一些基本特征、功能、作用和规律性的东西出发，联系到我国证券、股市的理论和实践，探讨其宏观和微观管理所要解决的各个层次的问题。

后半部涉及到在未来的社会主义市场经济中，发展股份制和证券市场对投资体制、金融体制的改革可能会有哪些突破，进而对未来的金融分工，专业银行和专业投资公司的出路，改善国有资产管理的对策，以及从证券交易到企业兼并的产权交易，从承包制走向股份制和大中型企业占领股票市场的必然性作了探讨和展望，并在结束之前探讨了有关消费应该是市场经济的目的和动力，以及如何使分配制度和消费体制的改革适应市场经济的需要等问题。

最后一章，对中国股票市场的起落、“内部股”的转让、第三

家证券交易所的开设、票据市场和债券市场的发展、大企业在国内外上市以及中国股市和企业兼并的新特点，等等，作了展望。

展现在我们面前的中国证券市场，有一个美好的前景。尽管在它的前面，还会有暗礁和险滩，还需要经历一段相当艰苦的披荆斩棘的历程。但是，它将同中国经济的其他各个方面的因素一起，编织着中国社会主义市场经济的美好的未来。

作者限于水平，错误和不足之处，敬请批评指正。

作者

1993年3月于北京

# 目 录

|                                     |        |
|-------------------------------------|--------|
| 导 言                                 | ( 1 )  |
| 第一章 从头的发现                           |        |
| ——股份制、证券和证券市场是反映现代化生产规律的先进经营方式和管理方法 | ( 24 ) |
| 一、早期的股份公司和股票同社会化大生产是绝缘的             | ( 26 ) |
| 二、工业生产社会化要求资本社会化                    | ( 29 ) |
| 三、股份公司是所有权和经营权相分离的更高级的形式            | ( 31 ) |
| 四、股份制发展了信用制度                        | ( 37 ) |
| 第二章 证券和证券市场的运行                      | ( 40 ) |
| 一、证券的基本特征和基本功能                      | ( 42 ) |
| 二、证券的种类                             | ( 44 ) |
| 三、发行证券的选择                           | ( 54 ) |
| 四、证券市场的基本特征及其基本功能                   | ( 57 ) |
| 五、证券市场的结构                           | ( 58 ) |
| 六、证券的发行与流通                          | ( 61 ) |
| 七、证券市场交易的原则：公正、公平、公开                | ( 63 ) |
| 第三章 跳出《子夜》                          |        |
| ——证券市场对经济的作用                        | ( 65 ) |

|                            |        |
|----------------------------|--------|
| 一、聚集和集中社会资金·····           | ( 66 ) |
| 二、发展直接金融·····              | ( 68 ) |
| 三、改善投资环境·····              | ( 70 ) |
| 四、改善企业经营·····              | ( 72 ) |
| 五、投机和诈欺——证券市场的消极作用之一·····  | ( 74 ) |
| 六、对经济的反作用——证券市场消极作用之二····· | ( 75 ) |

#### 第四章 理论：从股份资本导向共产主义

|                            |        |
|----------------------------|--------|
| ——兼论“按资分配”与投机·····         | ( 77 ) |
| 一、股份资本——导向共产主义的最完善的形式····· | ( 78 ) |
| 二、劳动者购买股票投资的性质·····        | ( 86 ) |
| 三、股份制实践和“重建个人所有制”·····     | ( 89 ) |
| 四、关于“按资分配”·····            | ( 93 ) |
| 五、股票投资收益会不会形成新的食利者阶层·····  | ( 96 ) |
| 六、关于投机·····                | ( 97 ) |

#### 第五章 发展证券市场是改革开放的必然·····

|                                      |       |
|--------------------------------------|-------|
| 一、传统体制是排斥证券市场的·····                  | (104) |
| 二、80年代开放资金市场是形势所迫·····               | (107) |
| 三、发展证券市场是社会主义市场经济和改革开放<br>发展的必然····· | (109) |
| 四、进一步地对外开放，需要发展证券市场，改善<br>投资环境·····  | (112) |

#### 第六章 从“无债之国”到4000亿债券·····

|                            |       |
|----------------------------|-------|
| 一、建国初期的证券市场·····           | (120) |
| 二、50年代的公债和70年代的“无债之国”····· | (122) |
| 三、80年代发展证券的过程·····         | (123) |
| 四、开放证券流通市场·····            | (124) |

|             |       |
|-------------|-------|
| 五、两个问题····· | (131) |
|-------------|-------|

## 第七章 股市巡礼 (上)

|                                              |       |
|----------------------------------------------|-------|
| ——股市发展历程·····                                | (134) |
| 一、股份制试验·····                                 | (135) |
| 二、股市试点：难堪的冷漠 (1984—1989 年) ·····             | (139) |
| 三、深圳：10 个月疯涨和 11 个月下跌<br>(1989—1991 年) ····· | (140) |
| 四、上海：在限价中上升 (1990—1991 年) ·····              | (145) |
| 五、1992 年深市风潮 ·····                           | (149) |
| 六、1992 年沪市的暴涨暴跌与回升 ·····                     | (156) |

## 第八章 股市巡礼 (下)

|                    |       |
|--------------------|-------|
| ——评价与探讨·····       | (159) |
| 一、沪深股市的作用与问题·····  | (159) |
| 二、股票试点与城市金融市场····· | (164) |
| 三、社会主义股票市场的特色····· | (166) |

## 第九章 证券市场的宏观管理····· (172)

|                       |       |
|-----------------------|-------|
| 一、信与自律：证券市场运动的核心····· | (173) |
| 二、中国证券市场的战略目标模式·····  | (174) |
| 三、证券市场管理的宏观构架·····    | (179) |
| 四、长短期资金的平衡·····       | (186) |

## 第十章 重要的是保障投资者的利益

|                  |       |
|------------------|-------|
| ——证券市场的微观管理····· | (189) |
| 一、证券交易所的管理·····  | (189) |
| 二、对证券商的管理·····   | (193) |
| 三、证券发行的管理·····   | (195) |



|                                 |              |
|---------------------------------|--------------|
| 四、证券的信用评级·····                  | (198)        |
| 五、证券交易的管理·····                  | (200)        |
| <b>第十一章 证券市场和企业兼并·····</b>      | <b>(205)</b> |
| 一、证券交易和产权交易·····                | (205)        |
| 二、西方的四次企业兼并浪潮·····              | (208)        |
| 三、1+1=3 ·····                   | (210)        |
| 四、企业兼并的作用·····                  | (212)        |
| 五、投资银行在企业兼并中的作用·····            | (215)        |
| 六、我国企业兼并的发展·····                | (217)        |
| 七、企业兼并市场和证券市场应同时发展·····         | (220)        |
| <b>第十二章 大中型企业与股票市场·····</b>     | <b>(222)</b> |
| 一、股票试点应当为现实经济服务·····            | (223)        |
| 二、有计划地出售一批大中型企业的国有股·····        | (225)        |
| 三、法人持股问题·····                   | (229)        |
| 四、股份制试点宜稳中求快，以大中型企业为重<br>点····· | (232)        |
| 五、如何把大中型企业改造成股份制企业·····         | (234)        |
| <b>第十三章 必然性：从承包制向股份制发展·····</b> | <b>(240)</b> |
| 一、承包制是过渡性改革措施·····              | (240)        |
| 二、再谈股份制·····                    | (243)        |
| 三、如何处置承包留利扩大的资产增量·····          | (246)        |
| 四、一种设想：设置“承包法人股”·····           | (247)        |
| <b>第十四章 证券市场与金融分工·····</b>      | <b>(251)</b> |
| 一、从专业分工到综合交叉·····               | (251)        |
| 二、深化改革中金融分工的几种议论·····           | (257)        |

|                                    |              |
|------------------------------------|--------------|
| 三、金融分工要考虑的三个问题·····                | (260)        |
| 四、对未来金融分工的思考·····                  | (267)        |
| <b>第十五章 证券市场：投资金融体制改革的突破口·····</b> | <b>(275)</b> |
| 一、投资：没有走出分配制“怪圈”·····              | (277)        |
| 二、金融：从信贷介入投资到信贷成了“大锅饭”·····        | (282)        |
| 三、证券市场是投资体制改革的突破口·····             | (285)        |
| 四、证券市场是金融改革的突破口·····               | (288)        |
| 五、竞争、淘汰与新的调节杠杆·····                | (292)        |
| <b>第十六章 证券市场呼唤长期投资银行·····</b>      | <b>(295)</b> |
| 一、中国长期投资银行的矛盾·····                 | (296)        |
| 二、急剧增长的投资银行服务需求·····               | (298)        |
| 三、长期投资银行的模式和功能·····                | (302)        |
| 四、备选方案·····                        | (308)        |
| <b>第十七章 投资经营制的嫩芽</b>               |              |
| ——专业投资公司的发展方向·····                 | (311)        |
| 一、走向投资经营制的起点·····                  | (312)        |
| 二、作用与矛盾·····                       | (314)        |
| 三、地方投资公司的兴办·····                   | (316)        |
| 四、向开发银行发展的利与弊·····                 | (321)        |
| 五、控股公司是一个方向·····                   | (323)        |
| <b>第十八章 产权：国有资产的管理从这里起步·····</b>   | <b>(326)</b> |
| 一、“国有资产在呻吟”·····                   | (326)        |
| 二、问题和原因·····                       | (331)        |
| 三、证券市场与国有资产管理的改革·····              | (334)        |

|                                   |       |
|-----------------------------------|-------|
| <b>第十九章 证券产业的发展</b> .....         | (339) |
| 一、证券产业发展的必然性.....                 | (339) |
| 二、证券公司或投资银行的发展.....               | (341) |
| 三、证券咨询和证券公证机构的发展.....             | (343) |
| 四、其它证券产业的发展.....                  | (345) |
| <b>第二十章 从证券市场谈到社会主义市场经济</b> ..... | (348) |
| 一、社会主义市场经济.....                   | (349) |
| 二、证券市场与市场经济.....                  | (354) |
| 三、市场经济的目的是消费.....                 | (357) |
| 四、消费是发展市场经济的动力.....               | (362) |
| 五、分配制度和消费体制必须同市场经济体制相适应.....      | (366) |
| <b>第二十一章 中国证券市场展望</b> .....       | (375) |
| 一、股票市场展望.....                     | (375) |
| 二、上市企业展望.....                     | (381) |
| 三、投资基金展望.....                     | (383) |
| 四、“内部股”展望.....                    | (384) |
| 五、第三家证券交易所展望.....                 | (387) |
| 六、股市投机程度展望.....                   | (389) |
| 七、票据市场展望.....                     | (391) |
| 八、债券市场展望.....                     | (392) |
| 九、大企业股票在国外上市展望.....               | (395) |
| 十、企业兼并展望.....                     | (396) |
| <b>附录 股票发行与交易管理暂行条例</b> .....     | (399) |
| <b>后记</b> .....                   | (423) |

## 导 言

在平静如镜的湖面上，用贝壳打一个水瓢，你可以看到那贝壳激起一圈又一圈的涟漪，逐渐地扩散、扩大，直至很远、很远……当证券和股市的贝壳打破了中国经济湖面的平静时，我写了这本题名为《中国证券市场研究与展望》的小册子。但是，我不可能探索这枚贝壳激起的涟漪所波及的每一道圆弧，而只能涉及到它的一些主要的方面。正当中国宣告建立社会主义市场经济体制的重要时刻，中国证券股市的发展，是迈向市场经济的一个重要步骤。

在本书展开之前，我们先就一些主要问题谈一些看法。

### 一、马克思对股份资本的评价

关于股份资本，马克思有过极为重要的评价。

马克思称股份资本是在以资本为基础的生产方式发展到高度阶段的资本形式，认为它在形式上表现为一种社会力量和社会产物。因而它在若干不同场合，一是称股份资本是“资本在它的最适当形式中的最终确立”<sup>①</sup>，二是认为股份资本是“资本达到了它的最后形式”<sup>②</sup>，三是称股份资本也是“由资本主义生产方式转向

---

①② 《马克思恩格斯全集》第46卷（下册），第167页、第22页。

联合的生产方式的过渡形式”<sup>①</sup>，四是认为股份资本是“导向共产主义”的“最完善的形式”<sup>②</sup>。马克思精辟地论证了股份资本“是资本主义生产方式在资本主义生产方式本身范围内的扬弃，因而是一个自行扬弃的矛盾，这个矛盾首先表现为通向一种新的生产方式的单纯的过渡点。”<sup>③</sup>对这个问题，本书第四章作了初步的探讨，这是一个需要不断深入探讨的问题。但我认为，在我们的社会主义实践中，不可能指望马克思主义创始人预见到所有的问题。因而对于马克思关于股份资本的这些创见，重要的不在于他说了什么或没有说什么，而在于我们这些后世的马克思主义者结合到社会主义的实践，尤其是结合到当前建立社会主义市场经济体制的实践，应当怎样理解和怎样实践，并在实践中发展和创造。

## 二、股份制、企业兼并和产权管理

股份制是一种财产组织形式，其核心是一个产权问题。

股份制是在社会化大生产的条件下，以企业法人资产占有权和股权相分离的形式，使所有权与经营权相分离达到了它的高级形式。后来，生产社会化的进一步发展，由竞争走向垄断，又通过股份制和企业兼并，由单个企业到组成托拉斯、联合企业，进而组织企业集团，使企业从它的初期那种以单个企业形态存在的非常分散落后的企业组织形式，逐渐找到了一种适应于生产社会

---

① 《资本论》第3卷，第498页。

② 《马克思恩格斯〈资本论〉书信集》第131页。

③ 《资本论》第3卷，第496页。

化的适当的企业组织形式。在这里，股份制的财产组织形式为企业兼并的企业组织形式创造了条件，股份制的产权管理，使财产组织形式和企业组织形式得到了高度统一。

我国工业基础落后，生产社会化程度不高，在生产组织上，多数企业处于以单个企业形态存在的非常分散和落后的企业组织形式，并长期实行由政府直接经营和管理的行政控制模式。所以长期以来我们把国有企业叫做国营企业，严格地说，它并不是真正的企业，而只是国家控制的车间或工场。这种行政控制，还在60年代刘少奇就批评过，把它叫做“超经济的干预”。经济体制改革以后，工业组织在生产社会化方面，出现了两个方面的改革。一个是从大而全、小而全，改革到追求规模经济的专业化协作。以机械工业来说，就是从全能厂“拆全改专”，发展按工艺或零部件成立专业生产厂，或者专业的铸造中心、锻件中心、电焊厂、热处理中心等，从小生产转向了社会化的大生产。另一项改革，以产品为龙头，成立了联合各专业厂的大企业集团，如嘉陵摩托车集团，湖北二汽集团，南京电子集团等。现在又发展到像首钢这样的跨国和跨行业的大集团。这两方面的改革，使工业企业摆脱行业的局限性，走向生产的社会化。这种生产社会化，加上股份制和企业兼并，就可以使我们毫无顾虑地去追求规模经济和实现企业集团的重新组合，而使企业改革如虎添翼。在这里，股份制企业可以通过企业兼并和产权交易，而使股票市场上的虚拟资本的流通，转化为真实资本的流通，从而达到企业结构、产业结构的调整和生产力配置的优化。股份制和企业兼并，将以产权管理为核心，使我们在财产组织形式和企业组织形式上，找到一种能使投资增量调节和投资存量调节相结合的适当方式，从根本上解决固定资产存量结构的凝固化和一部分生产力过剩与浪费的问题。

证券市场的发展，又使国有资产管理出现了新的前景，可以以产权管理为核心，由过去单一的实物管理，走向商品化、价值化、货币化和证券化，在证券市场和企业兼并市场上大显身手。

### 三、送红股和配股是分配方式和管理方式上的一个进步

在市场经济中，股份企业不以现金分配红利，而以赠送红股方式分红，这是资本主义利用股票市场搞活股份企业和吸引股东投资的一个创造。

人们在习惯上，总认为企业的利润，除了对股东分派股息以外，都应当作为红利分给股东，这个习惯看法原则上并不错。资本主义股份企业最初也是按这个原则把利润全部分光派净的。所以苏联在 1917 年革命胜利后，在接收资本家的企业的同时，也接收了资产阶级的这份遗产，沿袭了这套管理办法把国营企业的全部利润上交国家。50 年代，我们又把它当作社会主义的理财之道，原封不动地搬到了中国。当然，后来又由于我们在工业上不注意规模经济，在管理上沉缅于行政方式，因而长期以来，我们实行的企业管理政策，实际上是一种停留在资本主义初期那种手工业工场式的小生产者狭隘观念的超经济干预加竭泽而渔的政策。

随着社会化大生产的发展，资本主义股份企业在其管理方式和分配方式上也不断有新的发展。他们逐渐体会到那种把企业利润分光派净的做法束缚了企业的手脚，逐渐地懂得留下一部分利润不作分配，而作为企业的公积金用于扩大再生产（这种办法在

我国 1949 年建国以前的上海、天津和江浙一带的资本主义股份企业中已经大量使用。它相当于我们现在的承包企业用留利来建立生产发展基金的做法)。这种公积金, 既然被企业资产所占用而不能以现金分红, 便只好改以送红股方式分配。久而久之, 最后便演变成把全部税后利润留在企业里作为公积金而用送红股的方式只以股票分红, 不以现金分红。这种分配方式, 对企业来说, 扩大了生产所需的资本; 对股东来说, 分到的不是现金, 而是比现金更值钱的股票, 他可以随时把股票在市场上变现, 所以并没有损失分毫。后来, 许多企业又进一步采取赠送红股又同时以比市价略低的价格按比例配售新股的办法。这是给了股东们少许甜头, 而使股东们非常乐意地掏口袋来增资扩股。当然, 股东如果没有钱, 也可以出让权证。

这样, 送红股和配售新股的方式, 就成为社会化大生产条件下用资本社会化来扩大资本规模的一种通行的办法, 并由此形成了一种由企业自动地把剩余价值资本化即自动地使资产增殖的机制, 既给股份制增添了新的内容, 并赋予了股份企业一种真正能够实现自我积累、自我发展的生命力。而且, 由此给股票交易平添了许多魅力。深圳发展银行在 1988 年以现金分红派息, 并没有引起什么反映, 人们最多把它视同债券的利息; 但是 1989 年和 1990 年的送红股和配股, 却给股票升值带来了几分神秘, 由此引起了“股市热”。

股份制企业由赠送红股和配股而引出的企业在管理方式和分配方式上适应社会化生产规律的这种变化和进步, 是一份人类共同的文明遗产。但是, 对于这种变化, 不少社会主义国家却正好把它们看作是资本主义腐朽性和寄生性的标志而不屑一顾, 因而对于许多社会主义国家的经济工作者, 可以说完全不熟悉这种变化, 就更不用说对这份文化遗产的继承和发展了。这是一个历史



的局限，也是一次历史的误会。

今天，我们要发展社会主义市场经济，要把生产的社会化发展到最高限度，就必须更新观念，把股份制在企业管理和分配方式上创造和发展的这份文明遗产，继承和发展起来，并在社会主义企业管理中使它发扬光大。

#### 四、投资经营制和把投资的企业变成商品

在经济改革当中，我国投资体制几经改革。经历了拨款改贷款，建立投资基金制和设置国家专业投资公司。尽管适应于产品经济和旧体制的投资分配制还没有退出历史舞台，但是投资公司的诞生，毕竟已经栽培出了投资经营制的嫩芽。

证券市场的发展，使投资领域再一次经受激荡。前一个时候关于设置开发银行、商业性投资信用银行，以及专业投资公司的发展方向，等等，有过种种议论。我认为投资体制的改革，机构问题固然重要，更重要的是要明确思想。

第一，投资经营制是发展社会主义市场经济的历史的必然。历史是进步的。中共十四大宣告建立社会主义市场经济的体制，这是历史前进的方向。在市场经济下，在社会总投资中，由国家来分配的资金比重将越来越小，由国家审批以指令性计划来建设的投资项目的比重，也将越来越小。现在设立开发银行或政策性的投资银行，去实行投资分配制，在总的历史发展中，已是强弩之末，它已经不能再起到左右经济的作用，甚至不能再起到以往建设银行双重职能时期那样垄断投资管理的作用。何况许多发展中国家的经验都证明，开发银行并不是一个成功的经验。而整个经济包括开发银行或任何经营投资的机构（哪怕它们仍然附属于