

资本市场 结构

—— 理论与现实选择

刘波 著

**21st Century
Scholars of
Economics Series**

二十一世纪
经济学人著系

2.51

复旦大学出版社

21 世纪经济学人著系

资本市场结构
——理论与现实选择

刘 波 著

复旦大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

资本市场结构:理论与现实选择/刘波著. —上海:
复旦大学出版社, 1999. 12
(21 世纪经济学人著系)
ISBN 7-309-02439-7

I. 资… II. 刘… III. 资本市场-研究-中国
IV. F832. 5

中国版本图书馆 CIP 数据核字(1999)第 56092 号

出版发行 复旦大学出版社

上海市国权路 579 号 200433

86-21-65102941(发行部) 86-21-65642892(编辑部)

fupnet@fudanpress.com <http://www.fudanpress.com>

经销 新华书店上海发行所

印刷 江苏丹阳市教育印刷厂

开本 787×1092 1/18

印张 10.44

字数 180 千

版次 1999 年 12 月第一版 1999 年 12 月第一次印刷

印数 1—3 000

定价 18.00 元

如有印装质量问题, 请向复旦大学出版社发行部调换。

版权所有 侵权必究

导 言

一、问题的提出：知识的短缺

从本质上讲,经济理论的魅力与生命力在于它对经济过程的洞悉和把握,在于基于这种深刻认识基础之上的政策与制度建议。然而,纵观经济学文献,不难发现,自从 1678 年出版的《凯奇·德弗雷斯词典》对“资本”一词作出最早的定义之后,一直到目前为止,对资本市场及证券市场构建过程的理论研究却仍相当匮乏。

既有理论中对资本市场的分析基本上仅着眼于两个方面,一是对资本市场在经济发展中发挥作用过程的分析,我们不妨将其称作宏观分析;二是资本市场内在价格形成及变动过程的分析,这可以称为微观分析。而关于如何建设证券市场,选择和建设什么样的市场结构的论证却是凤毛麟角。这相对于资本市场在现代经济体系中的特殊重要性,相对于资本市场在发展中国家经济成长过程中所起作用的突出性而言,不能不说是极大的缺憾,并相当程度上导致了許多发展中国家证券市场建设进程中无序、芜杂与艰难。概述与回顾证券市场的理论发展,我们便能从中具体地感受到这一知识的缺乏。

2 资本市场结构——理论与现实选择

(一) 关于证券市场的宏观理论

在 20 世纪 50 年代之前,经济学家们对资本市场、直接融资和资本市场对经济发展所起的作用并不重视^①,他们眼里有的只是资本,而不是资本市场。从亚当·斯密开始,古典经济理论就对资本积累与经济增长之间的密切关系表示出了极大的兴趣,强调资本积累是决定经济增长率高低的关键。在《资本论》中,马克思以“铁路建设”的著名实例对股份制度作了充分肯定,但他的分析仍是从股份制度对资本形成所起作用的角度进行的^②。凯恩斯主义经济学家则更进一步强调资本形成是经济发展的根本约束条件和决定性因素,这在哈罗德-多马增长模型(Harrod, 1939; Domar, 1948)和剑桥经济增长模型(Robinson, 1956; Kaldor, 1956)中表现得淋漓尽致^③。新古典的索洛-斯旺模型(Solow, 1956; Swan, 1956)通过对资本产出比的巧妙调整动摇了长期占统治地位的“唯资本论”,指出技术进步在经济增长中的贡献最为重要,但正如 J. Robinson 所指出的,技术进步依赖于投资增加,因而本质上新古典增长模型仍然对资本极其重视。尽管当时经济学家一致强调资本的重要性,并进而强调储蓄的重要性,但是他们似乎将储蓄向资本的转化视为一个极为便捷、顺畅的过程,只是理所当然地将金融市场作为一个“黑箱”,置于外生变量中不加考虑。

最早打开这一黑箱的是格利和肖。1955 年,格利和肖(Gurley and Shaw)首先指出了金融对经济发展的重要意义。他们指出,在储蓄向投资的转化过程中有两类途径,即内部融资(Internal Finance)与外部融资(External Finance),后者便是金融技术,在不同经济部门存在资金盈余与资金缺乏的条件下,外部融资是必然的选择。格利与肖还发现,从纵

① 严格地讲,当时,间接金融对经济发展的重要性也未受到足够重视。熊彼得(1934)曾经将“企业家精神”和“创新性融资”作为资本主义经济发展的两大动因,但他对后者的分析事实上仍是从创新和企业精神的角度来讲的。

② 当然,马克思论证的另一个着眼点还在于股份制度是“在资本主义本身基础上对资本主义私人产业的扬弃”,参见《资本论》第三卷。

③ 尽管这两种理论对资本的性质持有不同意见,并且导致了持续二十余年的“两个剑桥之争”,但他们没有对金融问题予以重视。

向和横向两方面来看,一国的经济发展程度与其金融资产的积累量均呈显著的正相关关系^①。1969年,戈德史密斯(Goldsmith)在其名著《金融结构与金融发展》中,从比较金融学的角度对金融结构、金融工具存量、金融交易流量作了深刻阐释^②,开创性地探讨了金融结构与经济发展的关系。70年代初,麦金农(Michinnon, 1973)和肖又从金融抑制论的角度,分析了发展中国家利率决定上的扭曲性与金融市场的分隔性对经济增长的阻滞作用,认为打破金融抑制、发展高效的资本市场是发展中国家经济增长的关键。格利、肖及戈德史密斯都指出,随着经济的发展,内部融资的投资方式将逐渐被间接金融行为所取代,而后者又将逐渐相对让位于直接金融行为,几十年来金融市场发展的历史已经强有力地证明了他们的观点^③。但是,这类经济学家并没有从理论上专门去探析资本市场本身及其对经济发展的重要意义,也没有为经济发展进程中直接金融、资本市场的重要性逐渐增强这一现象提供有效的理论解释。

70年代中后期开始,随着西方金融体系出现了的“脱媒”(Disintermediation)倾向、资产证券化(Asset securitization)倾向,随着新兴工业国证券市场的蓬勃兴起,证券市场对经济发展作用的议题日益受到经济理论界的重视。尽管许多经济学家对证券市场与经济发展之间的关系仍抱怀疑态度,甚至仍有一些经济学家认为,证券市场具有赌博性质,其存在是对经济发展的阻碍。但是,毋庸置疑,经济理论界的主流已经越来越对证券市场在经济发展中的作用抱积极肯定的态度。综合起来看,现代理论界认为证券市场可在以下四个方面促进国民经济的发展。

1. 提供流动性(Liquidity)。早在1969年,诺贝尔奖获得者希克斯(Hicks)就从经济史的角度指出,在英国工业革命(Industrial revolution)之前,许多技术、新发明就已经产生,但由于技术产业化需要大量长期

① 参见 Gurley, John G. and Edward S. Shaw 1955, *Financial Aspects of Economic Development* American Economic Review 45:515—538 与《金融理论中的货币》,上海三联书店、上海人民出版社,1994年10月新1版。

② 参见戈德史密斯:《金融结构与金融发展》,上海三联书店、上海人民出版社,1994年10月新1版。

③ 本文将运用并探讨造成这一现象的原因。

4 资本市场结构——理论与现实选择

固定资金投入,因此,只有到了英国发生了金融革命(Financial revolution)、金融证券市场迅猛发展给经济提供了强大的流动性之后,也就是18世纪前半世纪之后,工业革命才可能迅速发展。列文(Levine, 1991)与本希温格(Bencivenga, Smith and Starr, 1996)等也指出,资本市场的存在,使资金盈余者有了灵活、低变现成本、可靠的流动性资产;与此同时,企业(资金缺乏者)则以发行证券的方式拥有长期的固定资金。这样,对宏观经济而言,大规模、长期的资本投入就有了保证。

2. 风险分散(Risk diversification)。许多经济学家(例如 Saint-Paul, 1992; Devereaux and Smith, 1994; Obstfeld, 1994 等)认为,通过证券对投资的细分化后,原先由少数人承担的投资风险就可以通过证券市场变为由众多人分担,这就使风险较高的投资项目能够以较低的成本筹资。由于通常情况下,高风险项目的收益也比较高,因此,对于宏观经济而言,风险分散后就能使有限的资源投入到收益较高的领域,从而促进了经济以较快速度发展。

3. 信息获取(Acquisition of information)。信息不对称(Information Asymmetry)将导致妨碍资源有效配置的逆向选择(Adverse selection)和道德风险(Moral hazard)。格罗斯曼与斯蒂里格兹(Grossman and Stiglitz, 1980)、凯尔(Kyle, 1984)、霍尔姆斯通与泰洛尔(Holmstrom, and Tirole, 1993)等均指出,在证券市场中,由于信息较充分的参与者能够利用信息获利,所有市场参与者均有尽可能搜寻掌握信息的冲动;另一方面,证券市场又对企业设计了强制性信息披露(Mandated disclosure system)的要求,因此,证券市场对于降低经济运行中的信息不对称、减轻资源配置拮据具有显著作用。

4. 企业控制(Corporate control)。在企业所有者与管理者已经分离的现实情况下,由于所有者与管理者双方的激励不相容(Incentive Incompatibility),委托代理问题十分突出。戴尔蒙德与温那西亚(Diamond and Verrecchia, 1982),简森和墨菲(Jensen and Murphy, 1990)等经济学家都指出,证券市场对信息不对称的缓解有力地加强了所有者对管理者的监督与控制;同时,所有者还向管理者提供股份认购选择权(Stock Options)等证券市场工具,激励后者勤勉尽责。拉弗特与泰洛尔(Laffont and Tirole, 1988)和莎弗斯坦(Scharfstein, 1988)还指出,证券市场的兼并

收购还促使管理者为了保住自己的职位而不得不努力提高公司盈利,维系较高的股票价格,以避免成为“猎手公司”兼并收购的“猎物”。委托代理问题的缓解,有益于企业管理者按所有者的要求追求企业效益最优化、利润最大化,从而有益于宏观经济的健康发展。

由此可见,对证券市场的宏观理论认识已经经历了仅重视资本、不重视资本市场——重视金融市场、不重视证券市场——重视证券市场三个阶段。但仍很显然,理论的发展仅解决了证券市场是与非这一问题,而未有涉及到如何建立证券市场这一对发展中国家来讲可能更为重要的问题。

(二) 关于证券市场的微观理论

相对于将证券市场置于是否能推进经济增长这一层面来研究的经济学家来说,有更多的人,其中不乏经济学大师,关注的是证券市场内资产价格的决定,并希望借此判断资产价格的未来走向。这种对证券市场的微观分析也经历了一个长期的渐进发展过程。

最早、最基本的分析理论当属基本分析。1934年,被认为是美国20世纪最伟大的投资理论家本杰明·格兰罕姆的《证券分析》一书,奠定了基本分析的地位,并在当时被奉为证券业的圭臬,极盛一时。基本分析的原理是通过分析影响证券价格的基础条件和决定因素,来判断、预测证券未来的价格走势。概括起来,基本分析分作质因分析与量因分析两个方面,质因分析又包括经济分析、企业分析和公司分析三个层次,量因分析则指是对企业财务报表的分析。

20世纪初,另一种重要的市场价格分析方法——技术分析法开始出现。这种方法并不重视影响证券价格的基础条件和决定因素,而仅重视证券价格自身的变化趋势。技术分析法由美国人查尔斯·道(Charles Dow)所创,并与其另两个杰作——道琼斯指数和《华尔街日报》一起,极大地影响了世界证券市场的发展。技术分析经历百年的发展,已经演进成为相当复杂的体系,例如常见的就有K线图分析法、趋势线分析法、移动平均线分析法、波浪理论、量价分析理论等等。

1952年,哈里·马可维茨(Harry Markowitz)发表了著名论文“证券组合选择”,为科学地衡量证券的风险和收益提供了基本方法,从而奠定

6 资本市场结构——理论与现实选择

了组合证券投资学的基石。马可维茨还在理论上证明了分析投资的重要性,并提供了一条建立有效证券组合的思路。60年代,马可维茨的学生威廉·夏普(William Sharpe)与简·莫森(Jan Mossin),约翰·林特纳(John Litner)一起建立发展了资本资产定价模型(Capital Asset Pricing Model-CAPM),并因此获得了诺贝尔经济学奖。70年代,套利定价模型(The Arbitrage Pricing Theory-APT)日益成熟,这一模型放宽了CAPM模型关于投资者根据证券的收益与风险决定如何投资的假设,而只假定投资者喜欢比较高的收益甚于较低的收益,因此很受理论与实务界的青睐^①。之后,基于CAPM、APT两大资产定价模型基础之上的理论成果层出不穷,例如,雷洛伊(LeRoy, 1973)、鲁宾斯坦(Rubinstein, 1976)、卢卡斯(Lucas, 1978)先后发展了跨期CAPM模型;而哈里森和克雷帕斯(Harrison and Kreps)则发展了动态资产定价理论(Dynamic Asset Pricing Theory)。

除了上述对基础证券定价的理论研究外,经济学家们还发展了对衍生工具定价的分析理论。1973年,两位伟大的金融理论大师和实务学家费雷·布莱克(Fischer Black)、麦隆·休尔斯(Myron Scholes)发表了著名论文《期权定价与公司债务》,成功地推导出了期权定价的一般模型(Black-Scholes Option Pricing Model)。休尔斯因此还获得了1998年诺贝尔奖^②。1979年,库克斯、罗斯和鲁宾斯坦(Cox, Ross and Rubinstein)又提出了很具影响力的二项式期权定价模型(Binomial Option-Pricing Model)。

从上述研究证券市场内在价格生成变动机制的四种理论,我们仍难以就如何以最符合我国国情的方式和途径构建证券市场而获得任何理论指导。还需指出的是,由于中国证券市场在本质和发展阶段上的独特性,上述对于证券市场价格生成机制的理论分析,尤其是建立在西方证券市场运行基础上的定价模型,在多大程度上可以作为中国市场

① 参见 Richard Roll: "A Critique of the Asset Pricing Theory's Tests" Journal of Financial Economics, March 1977。

② 现代金融学有三大支柱:一是CAPM模型;二是莫迪利安尼与米勒(Modigliani and Miller, 1958)创立的MM定理;三是布莱克-休尔斯期权定价模型。可见,其中,关于资产定价的理论就占了两席。

参与者的理论指导,这本身就应当是很值得研究的问题。

由此可见,无论是以宏观视角还是以微观视角来分析证券市场的经济理论,都难以完全为我们建设中国证券市场这一动态的、积极的、具体的过程提供理论指导。而在中国社会主义市场经济中构筑证券市场这一前无古人的道路中,在中国由计划经济向市场经济、由不发达经济向日渐发达经济的双重转轨过程中,上述理论上的短缺性与证券市场结构建设上的摸索性之间的不协调已显得特别突出。

二、市场推进中的结构研究：必要性与紧迫性

其实,不仅是关于证券市场的经济学理论缺乏证券市场构建过程的分析,整个西方经济学体系都因缺乏动态特征而同样不能提供关于制度改革和结构建设过程的知识。正统经济学仅告诉人们应该怎样,却没有告诉人们为何这样,它只在既定的制度结构下考虑成本与收益,却很少涉及制度变革与制度构建过程的最优化问题。正统经济学的这种局限迫使人们对市场制度构建、对计划向市场变迁的过程进行思考,于是关于宏观制度变革的制度经济学、过渡经济学已经雏形初现。

然而,具体到证券市场这一现代经济体系的分支,我们却发现自己处于比宏观制度变革更艰难的境地。这是因为,对于经济整体而言,至少我们有明确的市场化改革方向,知道要用市场逻辑逐步替代计划逻辑。但在考虑证券市场结构选择问题时,我们不仅面临着知识的短缺,还面临着可资借鉴的、确定的对象的短缺。

当前,世界各国证券市场体制存在两个明显特点。

1. 多样性。例如证券监管的横向结构就有独立型、依附型和以英国为代表的自律型三类;独立型又分作美国的超级独立型、法国的普通独立型和意大利的协调独立型三种;依附型则有德国的银行依附型、日本的财政依附型和新加坡的银行财政依附型三种。这样,证券监管的横向结构模式就有七种之多。因此,哪一种结构是市场本质的反映,哪一种结构符合中国的国情,这种多样性本身就已经决定了理论研究的必要性。

2. 多变性。例如世界证券清算体系的发展就经历了由买卖对手

之间一对一直接清算、券商代理清算、独立第三方介入清算、中央清算体系四个阶段,目前还在向跨国乃至全球统一清算体系的方向迈进。面对这样一个动态、多变的过程,当前中国证券市场结构如何构建,应当借鉴、采纳什么阶段、什么水准、什么条件下的外国模式,这无疑又是一个值得认真研究的问题。

此外,更为重要的是,与中国改革的整体特征相一致,中国证券市场的建立也是国家推进式的,这客观上更要求有全面准确的过程结构分析作为国家推进的理论参考。

我们知道,任何市场成立的基本条件有三个:一是有众多的、交易方向不完全一致的市场参与者;二是价格在一定程度上放开;三是有较为合理的市场结构安排,来规范市场参与者运作、引导市场出清。一般情况下,众多参与者、价格放开这两条比较容易达到,制度建设、结构安排却绝非易事。西方证券市场的结构是在几十年,甚至几百年的时间内市场力量逐渐磨合渐进的产物,而在中国国家推进型的证券市场建立过程中,却没有市场规模自发起作用并产生决定性效力的时间与空间。很多情况下,国外既有的,本身就已多样、多变的模式与中国证券市场的实际并不全然一致,往往很难匹配。因此,在国家推进的过程中,针对中国国情进行证券市场的结构研究与结构设计就显得极为必要。

从1990年12月19日上海证券交易所建立开始算起,中国证券市场仅走过短短数年的历史。在这几年内,市场在速度、广度和深度等方面的拓进十分巨大而深刻,正如我们经常说的,中国证券市场在几年的时间里走完了发达国家证券市场几十年,甚至上百年才走完的道路。这要归功于中国宏观经济的持续稳定增长,归功于国有企业股份制改革的大趋势,也要归功于政府主导型的证券市场推进模式。然而,应当看到,证券市场在许多方面已经超出了我们的预想,超出了原先的设计,加上证券市场发展所带来的巨大利益创造效应和利益分配效应,这些都不可避免地对证券实务和理论界的研究与判断造成冲击,也导致了关于市场结构安排的理论研究出现了一些实用主义的不健康倾向。这些倾向主要有:一是简单,即简单地、不加分析地照搬国外模式;二是孤立,即不是全面、系统地理解和借鉴国外结构安排,而是只见

树木不见森林;三是静止,即不是用发展的眼光、历史的视角去分析国外结构模式,甚至也没有看到中国证券市场自身也具有的历史发展性。

这种实用主义倾向,使得关于证券市场结构安排的理论研究显得芜杂无序,使得在政府推进模式下继续发展中国证券市场的任务更为艰巨,也使证券市场与我国国民经济整体发展、国有企业改革相匹配的道路设计更为困难。因此,矫正这种不够健康的实用主义倾向,以系统、全面、历史、动态的眼光,以用证券市场促进国民经济发展的战略高度来分析、设计中国证券市场的结构安排就显得不仅十分必要,而且十分迫切。

三、内容:关于结构的结构安排

证券市场的建设是一复杂的系统工程,这客观上给本文论述带来了一定困难。为妥善解决这一难题,笔者确定了论述中的三个原则:

1. 不对证券市场有关问题作面面俱到的分析,而仅是抓住市场结构中的主要问题,在阐释中求“深”而不求“泛”,尽可能达到纲举目张的效果。

2. 将证券市场结构放到促进国民经济发展、与国民经济相匹配的高度来分析,避免片面地就证券市场而论证券市场。

3. 用发展的、历史的眼光分析国外结构模式,并以发展的、历史的眼光进行中国证券市场结构设计,注重阶段合理性与发展性的结合。

按上述三个原则,将分析中国证券市场发展的四大关键性结构问题:第一,金融结构的分混业问题;第二,证券监管结构问题;第三,证券一级市场结构安排问题;第四,证券二级市场结构安排问题。

金融结构分混业问题涉及到一国金融体系中直接金融、间接金融两大最基本的金融运作方式之间的相互关系,也决定着证券监管的主体和结构安排,决定着投资银行这一证券市场中最基本的金融机构的性质,因此,这一问题理所当然应当是证券市场结构分析的起点。

第一章中,首先要澄清“证券业与银行业最初是融合的,直到大危机之后方才分开”的观点,指出从渊源看二者根本不同。进而指出,由于证券业与银行业之间资产专用性(Asset specificity)很弱,分混业才成

为了问题,而且在进入壁垒(Entry barriers)、规模经济(Economy of scales)、范围经济(Economy of scopes)和动态行进生命周期等的作用下,这一问题才十分突出。在现实中,世界国有实行分混业的不同作法;在理论上,证券业与银行业是分是合,在风险与效率两方面各有千秋。最后,从银行运作机理、企业控制问题、银行与财政的关系等相对微观的角度,指出当前中国应当实行金融分业,同时也强调了将来实行混业的微观基础条件。证券市场的监管结构合理与否,是决定市场能否规范、健康、稳定运行,能否有效防范金融风险的关键;而且,监管结构不仅仅决定了如何监管,而且决定了市场如何运作。在中国,由于证券市场发展非常迅捷,监管结构的滞后性就显得相当突出。因此,笔者用了两章笔墨对这一问题进行阐释。

第二章中,将分析证券监管的横向结构,即监管主体为谁或不同主体间如何分权的问题。在这一章中,得出一个基本的结论:无论从起源、本质、职能还是监管目标和方式来看,中央银行、财政部门都不是执行证券监管的合适主管机关,也就是说独立型的证券监管横向结构是证券市场本质趋向作用的结果。同时,对中国证券监管横向结构发展历程的分析表明,中国证券监管横向结构的变迁是典型的由依附型向独立型的渐变,未来,中国证监会的独立性和权威性还要加强。

第三章分析了证券监管的两类纵向分权结构,即自律组织与他律组织之间的分权,中央证券监管机关和地方政府之间的地区分权。对世界证券监管结构的分析表明,在纵向结构上,他律和自律的分权式结构正日益被各国所采纳和吸收。理论分析也表明,这种他律与自律分权模式符合证券市场的本质趋向,至于他律多一点,抑或是自律多一点,则由各国的习惯、规则所决定。自律组织有证券交易所与证券商协会两种,二者之间并没有本质差别。而证券业协会却因其性质、成员构成等的局限,难以成为有效的自律组织。在中国,由于规范的证券商协会目前还不存在,因此自律监管的职责就只能由证券交易所来承担。在证券监管的地区分权方面,无论理论还是实践都已证明,在证券监管纵向分权中引入地方政府有悖于社会福利和经济效率。因此,中国应当建立证监会与证券交易所他律与自律相结合的、统一权威的证券监管结构。

第四章要设计中国实行何种一级市场结构,以利于企业有效改革,更大程度上促进国民经济发展。从历史和实证的视角,我们可以得出结论,注册制正越来越成为世界各国证券一级市场结构选择的一致取向。同时,将在理论上讨论强制性信息披露对证券市场存续和发展的极端重要性,并指出,于强制性信息披露基础上再增加“闸门”控制和资格审查的审批制存在严重的内在矛盾和困难,注册制才是符合证券市场本质趋向的结构安排。对中国当前一级市场结构的剖析表明,中国目前执行的是一种比一般审批制更为严格的特殊审批制,其已经在市场运行层面上、微观企业层面上、宏观层面上及价格形成层面上包含并引发了多种矛盾及问题,阻碍着证券市场功能的有效发挥,必须尽早进行改革。但是,理论分析表明,符合证券市场本质趋向的注册制并不适合中国国情。这是因为无论是企业债券还是股票,都难以从根本上改变目前我国企业筹资上的软预算约束倾向,如果实行注册制,很可能使企业的预算约束进一步软化,二十多年来国企改革成果可能会大受损害,证券市场的资金供需关系也可能会严重恶化。为了解决这一似乎进退维谷的难题,笔者设计了既有益于国企改革、也有益于证券市场发展的,介于严格审批制与注册制之间的过渡形式——Pre-IPO 制度。Pre-IPO 制度事实上是投资银行操作的、生产优质企业的“流水线”,它可以充分发挥投资银行在管理、生产、财务、技术四大方面的专业优势和信息优势,使经过 Pre-IPO 改造的企业逐步转变为健康有力的“资本核”,使我国稀缺的资本要素发挥尽可能大的效能。

证券二级市场结构是否合理,不仅影响着一级市场能否顺利运作,进而影响着社会资源配置的效率高低,而且直接作用于国民经济的运行和发展。第五章在较系统地归纳了证券二级市场对经济发展的直接、间接影响之后,总结了有效率的证券二级市场应当具备的四大特征:

- (1) 与经济运行的一致性;
- (2) 交易成本的合理性;
- (3) 流动性;
- (4) 较好的稳定性。

之后,第五章逐项分析了证券二级市场的四大关键性问题:

1. 证券二级市场组织结构问题,即作为二级市场组织者的证券交易所应当采取什么组织形式,是否应当以盈利为目的。基本结论之一是:在当代,无论证券交易所组织结构如何,其都必须首先服从和服务于社会公众利益;基本结论之二是:证券交易所的运行特征是以盈利方式支持非盈利性组织的运转,其收益应当用于证券市场的公共产品的提供。

2. 在证券市场中,存在着一种特殊的市场失灵形式,即市场参与者的短期化倾向。在理论上,可以用降低市场流动性和增加交易成本两种方式来解决这一问题,明智的选择是改变交易成本(而不是流动性),在不影响二级市场出清的条件下,矫正市场的短期化倾向,使二级市场与实体经济运行更为一致。

3. 二级市场的两种作价机制——订单驱动制度和做市商制度各有优劣,中国目前采用的完全自动对盘的订单驱动系统客观上导致了一系列问题,应当考虑引进建立在指令驱动基础上的专家制。

4. 证券清算与普通商品的资金清算根本不同,因为在普通商品的交易中,商人不仅是货物的供需中介,而且是实质上的清算中介,而证券业的商人——投资银行则不然。清算制度对二级市场具有重要意义,当前,中国证券清算制度并不完善,按清算风险最小化、清算效率最大化的原则,我国清算结构安排应逐步向跨市场的中央统一清算体系方向变革。

早在十余年前,笔者就开始从事证券市场的理论研究,而后又非常荣幸地成为中国证券市场的第一批组建者和参与者。在这数十年的摸索、研究、思辨中,笔者认识到,证券市场工作的真正乐趣在于透过证券市场貌似简单的、静止的、孤立的、形态化的模式表象,在她动态的成长过程中,找到她富有生命力的灵魂,看到她在自己的努力之下日益蓬勃兴旺。在与证券市场朝夕相伴的数千个日日夜夜里,笔者日益感到证券市场是有思想的,而且这种思想绝非是枯燥乏味、简单的、数字化的,而是丰富的、多姿多彩的,更是深邃的。这给了我强烈的、不可泯灭的冲动和激励,迫使我不断去寻求、去聆听、去理解来自证券市场思想深处的音符。眼前这部拙著,就是笔者在十数年探寻生涯中的一点结晶。

感谢导师陈观烈教授的多年训导,无论在学术上,还是在治学态度上、为人上,陈老师都令我受益匪浅。我想,只有今后不辍求索,为中国证券市场的发展竭尽心力方能报答陈老师的教诲之恩。

第一章 金融体制的结构性选择

一、银行业与证券业：历史源起

亚当·斯密在其宏著《国富论》中指出：“劳动生产力上最大的增进，以及与运用劳动时所表现的更大的熟练、技巧和判断力，似乎都是分工的结果。”^①的确，分工和专业化对经济效率带动经济增长起着决定性的作用，这一定论似乎已不容各经济学流派争辩了。事实上，金融与金融体制的产生和发展也不例外。

金融业的发展源于货币经营业务的专业化。在货币的产生及货币流通为贸易发展提供润滑剂的过程中，货币经营业的基础便渐渐形成了。随后，当原先仅为客户代为保管金银货币的金匠或货币兑换商开始意识到这些财产存取之间存在着一定的系统性时间差和金额差，并且开始利用这两种差额放出贷款、获取利润时，他们便从普通的手工业者或商人中分离出来，演进成了实质上的银行家。在这一历史积累的过程中，当社会经济活动对上述金融产品的需求随经济发展和市场范围的扩大增加到一定程度时，专业化的银行便真正独立和壮大了起来。

然而，这不过是硬币的一面，其另一面是非银行的直接金融业的发

^① 亚当·斯密：《国民财富的性质和原因的研究》，商务印书馆，1981年。