

我国证券市场和期货市场 发展研究

——
理论与实证

● 韩德宗 著



2.5
中国商业出版社

(京)新登字 073 号

图书在版编目(CIP)数据

我国证券市场和期货市场发展研究:理论与实证/韩德宗著

—北京:中国商业出版社,1995.12

ISBN 7-5044-3109-5

I. 我… II. 韩… III. ①证券市场—研究—中国 ②期货市场—研究—中国 IV. F832.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字(95)第 24103 号

责任编辑:夏贤明

责任校对:原时敏

中国商业出版社出版发行

(100053 北京广安门内报国寺 1 号)

新华书店总店北京发行所经销

杭州商学院印刷厂印刷

1996 年 1 月第 1 版 1996 年 3 月第 1 次印刷

850×1168 毫米 32 开 8.5 印张 200 千字

印数:1-2000 册 定价:12.50 元

* * * *

(如有印装质量问题可更换)

目 录

第一篇 证券市场理论篇	(1)
第一章 我国股票市场的结构与扩容问题.....	(3)
第二章 我国证券市场的投机性问题	(26)
第三章 我国股票市场的收购与兼并问题	(40)
第四章 我国股票市场股价指数的发展	(60)
第五章 我国债券市场的发展	(80)
第六章 我国投资基金的发展.....	(100)
第二篇 期货市场理论篇	(119)
第七章 我国商品期货上市条件的规范化问题.....	(121)
第八章 我国期货结算制度的规范化问题.....	(132)
第九章 我国期货市场管理的规范化问题.....	(143)
第十章 我国期货经纪公司管理的规范化问题.....	(153)
第三篇 证券市场实证篇	(161)
第十一章 上海深圳股票市场的相关分析.....	(163)
第十二章 我国股票市场的收益风险度量.....	(179)
第十三章 我国商业类上市公司的综合分析.....	(197)
第十四章 我国股票市场的有效性检验.....	(212)
后记	(255)

第一篇

证券市场理论篇

第一章 我国股票市场的结构与扩容问题

随着改革开放的深入,我国逐步建立社会主义市场经济体制。股票市场是金融市场的一个重要组成部分,也是市场经济发展的重要内容和标志之一。如果说,以股票集中交易的流通市场建立算起,1990年12月19日开业的上海证券交易所及1991年7月1日正式开始营业的深圳证券交易所至今都有五年左右的历史。如果从新中国发行第一张企业股票算起,那么,从1984年至今十余年中,我国的股票市场确实取得了飞跃的发展。

一、我国股票市场兴起的背景

我国股份制企业发行股票的试点开始于1984年,其中上海飞乐音响股份有限公司公开向社会发行股票,北京天桥股份有限公司则通过内部筹集资金,开始了股份制改造。至1988年底,全国股份制企业总数达4750个,其中上海1768个,辽宁1464个,四川810个。这些企业共发行股票35.66亿元,其中非股份制企业以股票名义集资占了20.95亿元。实际上,当时的情况对股票的概念并不十分清楚,股份制改造也处在一种不太规范的状态。80年代,我国的股份制问题在经济界、理论界、证券界引起了一系列争论与探索。

首先,对股份制的必要性及其作用有不同的看法。有的意见认为,在中国搞股份制与股份制本质要求相距甚远,我国产权关系不明确,有着制度性缺陷,不能体现所有权与经营权的分离,且存

在股东利益不平等、股票债券化、股份增值机制不健全等问题。有的观点认为股份制仅仅能集中部分资金,无其他积极意义,搞不搞关系不大,因此,不是企业改革的方向。其次,对股份制姓“资”姓“社”问题也有不同的看法,有的观点认为我国是社会主义公有制,股份制是资本主义的产物,是私有制的专利,担心在我国实行股份制会把公有制演变为私有制,会改变国有企业的性质。因此,不赞成搞股份制。再次,对于公有股的地位及作用也有不同的观点。有些人认为要保证公有股的主导地位,必须在上市公司的股份构成上规定,公有股的比例必须占有高于 50% 的股份。为了不使公有股流失,提出公有股不宜在股市中流通,等等。

由上可见,我国股份制改造的初期及股票市场的起步阶段,在理论上和认识上还存在种种似是而非的观点。这些观点有形或无形地影响着股份制改造及股票市场发展的进程。

我国的股票市场主要是上海股票市场和深圳股票市场。先综观上海股票市场的发展历程,大致经历了如下三个阶段:

(1) 萌芽起步阶段(1984 年~1986 年底)

这一阶段的标志之一是:企业发行的股票基本上是内部股票,并具有不可流通、有期限、事先固定红利等特点,很不规范。这期间,仅有上海飞乐音响、延中实业公司向社会公开发行股票。公开发行的股票不再规定期限,并可流通转让。标志之二是:中国工商银行上海市信托投资公司配合股票的转让流通成立了静安证券业务部(即现在的上海申银证券公司的前身),飞乐音响和延中实业两种股票率先在这里买卖流通,是一种柜台交易。这表明上海的股票发行市场在起步之后,流通市场开始形成。

(2) 形成发育阶段(1987 年 1 月~1990 年底)

这一阶段的标志之一是:一批大中型国营工商企业实行股份制改造,这期间先后有上海真空电子器件股份有限公司、上海豫园商场等工商企业向社会公开发行股票。标志之二是:各信托投资

公司纷纷申请证券的柜台交易,至 1988 年底,被批准的柜台交易网点有 8 个。标志之三是:上海一批专营证券业务的证券经营机构经中国人民银行总行批准设立。它们中有:上海万国证券公司、上海申银证券公司、上海海通证券公司和上海财政证券公司等。

(3)发展提高阶段(1990 年 12 月以后)

这一阶段的标志之一是:《上海证券交易管理办法》由上海市人民政府颁布,并于 1990 年 12 月 1 日正式实施,表明上海的证券市场从此进入法制化阶段。标志之二是:上海证券交易所于 1990 年 12 月 19 日正式营业,表明上海的股票市场由分散的柜台交易转化为集中的有组织的以证券交易所为中心的统一市场,同时也表明,上海的股票市场从此打破地区分割的局面,逐步形成全国性的统一市场。标志之三是:1992 年 2 月,上海真空电子器件股份有限公司 B 种股票(人民币特种股票)向境外发行并在上海证券交易所正式上市,不仅表明我国金融体制改革的又一重大突破,还表明上海的股票市场开始走向世界。

深圳股票市场的发展大致也可分为三个阶段:

(1)起步阶段(1987 年到 1989 年上半年)

深圳市从 1987 年开始实行股份制改革,先后注册股份制企业 200 多家,其中符合规范形式的 80 多家,对 5 家国有企业实行了股份制改造。这期间共向社会公开发行股票 2.1 亿元(面值),开辟了一条长期的资本渠道。起步阶段之初,人民群众对股票缺乏认识。第一次发行发展银行股票时,反应冷淡,50 万股股票只卖出 79%,当时动员干部带头购买,要求几家国有企业包销。1988 年底发行万科公司股票时也未按时销完。1989 年上半年后,由于几家股份公司经营效益较好,分红派息可观,人们才开始看好股票。这一阶段主要特点是开辟了股票一级市场。

(2)试验阶段(1989 年下半年至 1991 年上半年)

1989 年 11 月 15 日深圳证券交易所开始筹建,1990 年 12 月

1 日开始集中交易,试运行。这一阶段,由于上市公司业绩好,收益丰厚,加上商品市场疲软,银行利率调低等原因,社会资金涌向股市,使股价上涨。加上当时市场一共只有五家上市公司,股票供不应求,使股价猛涨。90 年代初期,深圳的“股票热”很快传到上海。在此试验阶段,深圳证交所筹备组在管理模式、管理法规、交易程序及作业流程和市场发展规划等方面做了大量的工作,为深圳股票市场的进一步发展做出了贡献。

(3) 发展阶段(1991 年下半年以后)

深圳证券交易所于 1991 年 4 月 11 日经中国人民银行批准成立,1991 年 7 月 3 日正式开始营业。可以看到,深圳证交所的筹备及试运行在上海证交所之前,而正式营业却在后面。深圳证交所的正式营业,标志着深圳股票市场由面向深圳当地转为面向全国各省市,成为了全国性的统一市场。此后,深圳股市吸收了全国的上市公司,也吸收了全国各地的投资者。1992 年 5 月,深圳第一个 B 股股票万科上市,标志着深圳股市开始走向国际化。

从上海和深圳股票市场的经历可以看到,随着改革开放的深入,我国的经济格局发生了很大的变化,生产力得到迅速发展,所有制结构产生了深刻变化,出现了多种所有制形成和多种经济成份并存的局面。同时,我国的金融体制也突破了单一国家银行制度的模式,初步形成了以中央银行领导、国家银行主体、多种金融机构并存、分工协作的社会主义金融体系。经济体制的改革,使企业开始由过去的行政机构的附属物,转变为拥有法人资格的独立的商品生产和经营者,企业财力和个人收入不断增加。这些变化,对金融业传统的融资方式提出了挑战,迫切需要寻找一种能适应多渠道、多方位满足筹资、投资和融资的资金融通机制。也就是说,建立证券市场便是与之相适应的客观要求。特别是上海证交所成立的一个直接原因是开发、开放浦东。为了更有效地筹措资金,包括国内筹资和引进外资,上海在浦东开发金融政策

中,提出了积极推行长期投资证券化,通过证券交易所解决经济建设的资金来源问题。这就是我国股票市场建立和发展的时代背景。

二、我国股票市场的规范及其成长

目前,我国股票流通市场还缺乏较健全的柜台交易市场,所以股票市场的规模主要就是上海、深圳两个证券交易所的市场规模。股票市场规模主要可以从上市股票数量的增长和投资者队伍的扩大两个方面来考察。

我国股票市场从 1990 年至 1995 年短短五年中,不断地发育成长,日益壮大。上市股票数量的增长代表了市场供应一方,投资者队伍的扩大代表了市场需求一方。两者形成了市场的平衡。

1. 上市股票数量的增长

(1) 上市公司个数

先看 A 股。沪深两市 1991 年末,共计 14 个上市公司;1992 年末,57 个;1993 年末,177 个;1994 年末,287 个;1995 年末,310 个。

再看 B 股。1992 年末,沪深两市共计 18 个;1993 年末,41 个;1994 年末,52 个;1995 年末,70 个。

(2) 发行股本总量

沪深两市 1990 年末股本总量是 3.63 亿元;1991 年末,8.22 亿元;1992 年末,77.08 亿元;1993 年末,357.69 亿元;1994 年末,588.40 亿元;1995 年末,762.59 亿元。

(3) 上市股票市价总值

沪深两市 1990 年末,市价总值是 59.31 亿元;1991 年末,163.32 亿元;1992 年末,1141.71 亿元;1993 年末,3543.20 亿元;1994 年末,3668.10 亿元;1995 年末,3600.90 亿元。

2. 投资者队伍的扩大

(1) 证交所会员总数

上海证交所 1991 年末会员总数是 29 个;1992 年末,171 个;1993 年末,481 个;1994 年末,541 个;1995 年末,554 个。

深圳证交所 1991 年末会员总数是 15 个;1992 年末,180 个;1993 年末,426 个;1994 年末,482 个;1995 年末,532 个。

(2) 全国证券市场开户情况

1992 年末,183.78 万户;1993 年末,达 802.75 万户;1994 年末,1014.26 万户;1995 年末,比 1994 年略增。

再看一下开户投资者分布情况。1992 年,上海开户 100.5 万户,其中上海当地投资者开户 67.96 万户;深圳开户 83.28 万户,其中深圳当地投资者开户 22.68 万户;1993 年,上海开户 460 万户,其中上海当地开户 157.26 万户;深圳开户 342.75 万户,其中深圳当地开户 152.75 万户;1994 年,上海开户 515.71 万户,其中上海当地开户 180 万户;深圳开户 498.85 万户,其中深圳当地开户 162 万户。

我们不妨对以上几组数据作一番分析,可以看到,我国股票市场在五年历程中发展相当快,无论是股票个数和股本总量,还是交易所会员和市场开户数,即供应和需求双方都有大规模的发展。然而,如果仔细计算一下供应和需求两者发展的速度,可以发现,两者的发展速率并不同步,而是前者快于后者。

首先,看一下 A 股上市公司发展速度,1995 年末 310 个,是 1991 年 14 个的 22.14 倍,4 年中平均年增长率 217%。股本总量,1995 年末 762.59 亿元,是 1991 年末 8.22 亿元的 92.77 倍,4 年中平均年增长率 310%。

其次,看一下,证券市场开户情况,除 1993 年中有所飞跃,由 1992 年的 183.78 万户,增至 802.75 万户。1993 年,股票二级市场正式向机构投资者开放。此后,投资者队伍并无大规模的扩展。事实上,股票市场的资金除了从 1991 年至 1993 年有大幅度的增

加之外,1994年之后,股票市场没有稳定的增量资金流入。1994年末和1995年末的市价总值还是维持在1993年末的水平。1995年末比1994年末还减少了67.2亿元。而同期,发行股本总量却增加了174.19亿元。因此,在发行股本总量不断增加,而缺乏有效的增量资金流入的情况下,只能以股价的下跌为代价来维持市场价格的平衡。以沪深两市上市股票总值除以发行股本总量可以得到,1990年末,平均股价是16.33元;1991年末,19.87元;1992年末,15.62元;1993年末,9.91元;1994年末,6.23元;1995年末,4.72元。因此,我国股票市场今后很长时期内面临的一个重要问题是,在股票供应不断扩大的同时,要努力扩大市场的需求,特别是发展机构投资者,其中主要是投资基金,使股票和资金的扩容同步发展。

三、我国上市公司的股本结构问题

研究我国上市公司的股本结构问题具有特殊的意义。因为前面列举的我国股票市场发行的股本总额到目前为止,并非全部在二级市场上流通,可以流通的仅仅是一小部分,大部分国家持股、法人持股只是在一级市场发行了,而在二级市场还不允许流通。因此,就这一点来说,股票还不是完全同股同权同利的有价证券。我国的股票市场还不是一个完整的市场,只是局部的市场,应该说,A股市场至今仅仅是社会个人股可以流通的市场。这是极其不规范的市场,但这是我国股票市场几年来的发展背景造成的。这些历史遗留问题使我国的股票市场在前进道路上背上了沉重的包袱。

首先,还是看一下数字,我国上市公司股本结构究竟能说明什么问题?限于资料原因,我们只列出了上海证券交易所公布的上市公司股本结构的两张表(见表1-1和表1-2)。上海股票市场的情况应该可以代表整体情况,因为深圳股市的股本结构问题毕

竟与上海还是相似的,仅仅是大同小异而已。

截止 1995 年底,上海证券交易所上市公司发行总股本是 566.94 亿股,其中 A 股占 83%,B 股占 6%,H 股占 11%。可见,A 股市场,即国内市场是主体。A 股中国家持股、法人持股及转配遗留等属非流通股份,在 469.87 亿股中占 79%,可流通股份仅占 21%。A 股非流通部分又如何构成呢?非流通股份共计 374.73 亿股,其中国家持股占 66.36%,境外发起法人持股占 1.49%,境内发起法人持股占 20.43%,募集法人持股占 10.26%,内部职工持股占 0.38%,转配遗留股份占 1.08%。这里,对转配遗留股份加以说明。许多上市公司增资扩股时,国家持股及法人持股本来就不流通,所以其配股后的增量部分也不能流通。国资部门及有些法人或者因缺乏资金,或者因其它原因,不参加配股,将配股权转让给社会个人股东。所以,这些转配股份目前还不能流通,但由社会个人股东持有。1994 年 8 月,上海外高桥公司首创转配部分不流通先例,一年多来,几十家上市公司相继仿效,所以,至 1995 年底,转配遗留股份已达 4.04 亿股。可以说,股本结构的第一个大问题就是流通与非流通之分,且非流通股份比例居大,这是世界上其他股市所不具有的,完全是中国特色。

股本结构的第二个问题是行业分布。从表 1-1 可见,上海股市的上市公司分为五个行业,188 家上市公司中工业占 57.98%,公用事业占 6.38%,商业占 18.09%,综合业占 12.77%,地产占 4.79%。笔者认为,商业及综合业占的比例偏高,这并不符合我国当前的产业政策。有的地方确定哪些企业作为上市公司,并非以产业倾斜为首选因素,而是首先考虑如何从股票市场能募集更多的资金,其次考虑平衡术,企业甲上市了,条件相仿的企业乙也要上市。由于商业类、综合类上市公司资金周转较快,经济效益相对较好,每股发行溢价可以定得高,在同样的发行计划下(以向社会个人发行股本总额为标准计算),募集的资金总量也就多。上海股

市股票发行溢价高在 6 元以上的大多数是商业股,最高的达 9.18 元。有的地方在上海证交所上市的股票主要是商业股。吉林省在上海上市共 6 家公司,商业股占了 3 家。如长春华联商厦、长春百货大楼、长春汽车城百货公司。计划单列市宁波在上海上市三家公司,全是商业股:宁波华联商厦、宁波中百公司、宁波城隍庙。由于几年来,我国股票发行采取计划配额到各省市、对产业倾斜强调不够,因此,各省市容易从地方利益出发,确定审批上市公司。这是计划经济色彩在我国股市中的表现。这不利于我国股市的行业分布。今后股票的发行重点应该放在交通、能源,原材料工业、农业、高科技等支柱产业。另外,上市公司应注重于股本规模大的公司上市,尽量从“轻量级”往“重量级”转化。目前,上海股市 188 家上市公司的平均股本是 3.02 亿股,即 3.02 亿元。事实上,上海石化、安徽马钢分别达 65.5 亿元和 64.6 亿元总股本。我国公司法规定上市公司总股本在 5000 万元以上,上海股市总股本在 1 亿元以下的上市公司有 82 家,占了 43.6%。这些都可看作是“轻量级”的上市公司。我们并不否认“轻量级”公司在国民经济中的作用,但“重量级”公司一般都是国家的支柱产业,在国民经济中起着举足轻重的作用。如果股票市场要真正起到国民经济“晴雨表”的指示器作用,那股票市场中必须由代表支柱产业的“重量级”公司占主导地位,目前,我国股市与此要求尚有一定的差距。因此,在今后相当长的时间里,我国股市的上市公司应努力住股本规模庞大的国家支柱产业发展。

股本结构的第三个问题是上市公司的地区分布问题。从表 1-2 可见,从上市公司数量来看,上海占了 50.53%。整个东部沿海地区有 194 家上市公司,中西部地区有 39 家上市公司,分别占 79.26% 和 20.74%。如以总股本计,东部地区和中西部地区分别占 87.12% 和 12.82%。这些数字表明,我国的上市公司主要还是分布在我国经济发达地区。经济较落后的中西部地区上市公司甚

少,一方面不容易获得迅速发展的机会,因为上市公司毕竟在知名度及筹集资金上具有优势;另一方面,也不利于促进当地股份制企业的改造及经济的发展。我国改革开放 16 年来,国民经济已取得了巨大的进步。然而,我们也应该看到,地区之间的发展是很不平衡的,上海及东部沿海地区原先就比中西部地区具有良好的经济基础,这些年前者的发展速度又快于后者,所以,实际上东部地区与中西部地区的经济差距又拉大了,如果说,我国改革开放的初期,经济政策的优惠重点是在东部地区,那么,在我国进入国民经济第九个“五年计划”之时,我国的主要开发及扶助重点则应该是中西部地区,中西部地区资源丰富,但经济尚贫穷,蕴藏着巨大的发展潜力。只有中西部地区经济得到了全面发展,走上了富裕之路,我们的国家才能说是真正步入了小康经济,步入了现代化社会。因此,我国证券市场的发展策略也应该向中西部地区倾斜,争取有更多的中西部地区上市公司在沪深证交所挂牌。上海和深圳股票市场都是全国性的证券市场,将来,中西部地区的股票必然会在我国的股票市场占有重要的地位。

四、我国股票市场的扩容及公股流通问题

世界上任何股票市场的规模都由小变大,上市公司逐步增多,最终形成大规模的资本市场。我国股票市场过去走过的及正在走的,也是这条路。就看 A 股市场吧,沪深两市 1991 年末共计 14 个上市公司,1995 年末达 310 个,4 年间扩大了 22 倍。就发行股本总量而言,4 年间扩大了 93 倍。然而,这 4 年间的扩容并非每年以同样速度进行的。事实上,这中间经历了两次大规模的扩容,第一次是在 1992 年至 1993 年上半年,第二次是在 1994 年初。1993 年下半年及 1994 年下半年以后扩容节奏相对放慢了,原因就是市场承受不了大规模的扩容,中国证监会两次宣布暂停及放慢扩容节奏。1992 年的股票扩容,使市场供求失衡,沪深股市都

表 1-1 上海证券交易所上市公司分行业股本结构表(1995 年 12 月 30 日) 单位:亿股

上 市 公 司	A 股 非 流 通 股 份										可 流 通 股 份	A 股	B 股	H 股	总 股 本
	行 业	数 量	国 家 持 股	境 外 发 起 法 人 持 股	境 内 发 起 法 人 持 股	募 集 法 人 持 股	内 部 职 工 持 股	转 配 遗 留	小 计						
	总 计	188	248.67	5.59	76.57	38.44	1.41	4.04	374.73	95.20	469.87	34.65	62.42	566.94	
	工 业	109	188.22	3.42	55.15	17.68	0.81	1.21	266.48	64.35	330.77	24.77	62.42	417.96	
	公 用	12	29.46	0.00	2.64	9.30	0.00	0.39	41.79	4.67	46.47	0.78	0.00	47.25	
	商 业	34	13.58	0.00	3.48	7.71	0.51	1.13	26.40	13.17	39.57	2.40	0.00	41.97	
	综 合	24	5.10	2.17	11.60	2.62	0.10	0.38	21.96	8.98	30.95	1.61	0.00	32.55	
	地 产	9	12.32	0.00	3.70	1.13	0.00	0.94	18.09	4.03	22.12	5.09	0.00	27.21	

表 1-2 上海证券交易所上市公司分地区股本结构表(1995 年 12 月 30 日) 单位:亿股

上 市 公 司		A 股 非 流 通 股 份									可 流 通 股 份	A 股	B 股	H 股	总 股 本
		国 家 持 股	境 外 发 起 法 人 持 股	境 内 发 起 法 人 持 股	募 集 法 人 持 股	内 部 职 工 持 股	转 配 遗 留	小 计							
地 区	数 量														
总 计	188	248.67	5.59	76.57	38.44	1.41	4.04	374.73	95.20	469.87	34.65	62.42	566.94		
上 海	95	142.90	4.22	25.04	22.34	0.12	2.19	196.80	35.65	232.39	32.68	16.80	281.87		
安 徽	1	40.35	0.00	0.00	0.80	0.00	0.00	41.22	6.00	47.22	0.00	17.33	64.55		
江 苏	6	1.67	0.00	25.31	1.24	0.00	0.36	28.58	4.35	32.94	0.00	14.00	46.94		
四 川	16	10.17	0.00	3.38	1.11	0.00	0.44	15.10	8.45	23.55	0.00	1.70	25.25		
辽 宁	6	2.78	0.00	6.72	1.26	0.00	0.01	10.77	6.21	16.98	0.00	0.00	16.98		
山 东	6	6.55	0.00	2.20	0.21	0.00	0.00	8.96	3.87	12.83	0.00	3.47	16.30		
天 津	3	9.17	0.00	0.00	0.88	0.44	0.00	10.49	1.56	12.05	0.00	3.40	15.45		
福 建	9	3.82	1.38	2.14	1.20	0.00	0.12	8.66	3.75	12.41	0.00	0.00	12.41		
北 京	6	0.92	0.00	4.20	1.45	0.26	0.05	6.88	3.33	10.22	0.00	0.00	11.22		
黑 龙 江	5	5.62	0.00	0.79	0.23	0.00	0.00	6.64	4.34	10.98	0.00	0.00	10.98		