

在争论中发展的 中国证券市场和 期货市场

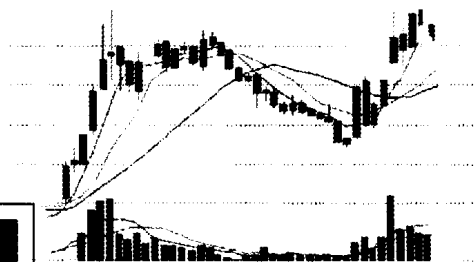
ZAI ZHONGLUN

ZHONG FAZHAN DE
ZHONGGUO ZHENGQUAN SHICHANG
HE QIHUO SHICHANG

◎ 董辅初 著



全国
优秀出版社
武汉大学出版社



在争论中发展的 中国证券市场和 期货市场

ZAI ZHENGLUN

ZHONG FAZHAN DE
ZHONGGUO ZHENGQUAN SHICHANG
HE QIHUO SHICHANG

◎ 董辅初 著

武汉大学出版

图书在版编目(CIP)数据

在争论中发展的中国证券市场和期货市场/董辅初著. —武汉:
武汉大学出版社, 2002. 2
ISBN 7-307-03408-5

I. 在… II. ①董… III. ①证券交易—资本市场—研究—中国
②期货市场—研究—中国 IV. F832.51

中国版本图书馆(CIP)数据核字(2002)第 004794 号

责任编辑: 严 红 路小静 责任校对: 李桂珍 版式设计: 支 笛

出版: 武汉大学出版社 (430072 武昌 珞珈山)

(电子邮件: wdp4@whu.edu.cn 网址: www.wdp.whu.edu.cn)

发行: 新华书店湖北发行所

印刷: 武汉大学出版社印刷总厂

开本: 850×1168 1/32 印张: 14.625 字数: 375 千字 插页: 2

版次: 2002 年 2 月第 1 版 2002 年 2 月第 1 次印刷

ISBN 7-307-03408-5/F·715 定价: 25.00 元

版权所有, 不得翻印; 凡购买我社的图书, 如有缺页、倒页、脱页等质量问题,
请与当地图书销售部门联系调换。

序

中国的经济改革经历了很不平凡的道路，可以说，每前进一步都遇到阻力，都引发争论，因此也可以说，中国的改革就是在争论中前进和发展的。就争论来说，实际上有两种，一种是赞成与反对改革之争，另一种是怎样改革之争，后者既有改革的目标之争，又有改革的方法之争。即使是改革的方法之争也可能关系到改革的成败。例如，在我国的改革中，与渐进改革的实践相反，曾提出过“一步到位”的主张，即主张立即全面放开价格。受这种主张的影响，1988年曾试图“价格闯关”，但未及实施，消息传出，就引发了经济和社会的全面紧张和巨大震荡，抢购之风席卷全国，价格暴涨。政府不得已放弃了“价格闯关”，从该年的第四季度起实行“治理整顿”，由此造成的经济损失是巨大的。这场风波宣告了“一步到位”主张的失败。其实，“一步到位”与俄罗斯的“休克疗法”在思想上、理论上是一脉相承的，其失败是注定的。当然，在史无前例的经济改革中，有争论是必然的，出现一些被实践证明是错误的主张也不奇怪。改革就是在不断的争论中发展的。改革的整体如此，改革的局部也如此。

中国的证券市场和期货市场的发展也不例外。从它们的诞生之日起人们就争论不断。有人把它们看做是资本主义的东西加以反对；更有人咒骂期货市场是市场经济的糟粕；也有人怀疑中国是否应该建立和发展证券市场和期货市场，至少不应早早建立和发展。美国的一位诺贝尔经济学奖获得者在1985年的中国“巴山轮会议”上就曾提出：中国在20年内不要建立证券市场。他

的主张在我国有人一再附和，而在中国已经建立了期货市场的六七年之后，还有人称它为“早产儿”。按照这些主张，中国至今也没有或不应有证券市场和期货市场。而没有证券市场和期货市场，特别是没有证券市场，中国的许多经济改革和经济发展不知将推迟多少年。

2001年初在我国发生的关于证券市场的大论战，不过是长期争论的一次大爆发，许多争论的问题早就有了。中国证券市场的市盈率太高了，股市的泡沫很多，很危险，要破灭了，等等，这类论调一直就有，不仅股市红火时这样说，甚至在股市极度低迷，市盈率低到只有十几倍时，这种论调也未停止过。不久前还有人危言耸听地提出：中国股市崩盘也不是不可能的。至于指责“全民炒股”、“中国的证券市场连赌场都不如”这类论调，也早就有过。多年前，有人访问我国台湾省，看到我国台湾省许多人沉迷于玩六合彩、玩股票，连上班都没有心思，就很有感慨地说：看来，赌博可以搞，因为可以限制在特定的地方，股票市场不能办。

对于一个新兴的股市来说，问题很多，甚至有不少严重问题。例如，“庄家”操纵股市，损害中小投资者的利益；上市公司弄虚作假，欺骗投资者；等等。揭露它们并给予严厉制裁都是必要的，并无不妥，对此，也不会有争论。读者从本书的一些文章中也可以看到，笔者对这种种严重问题并未少批评，而且早有批评，其实批评者也不止是笔者，其他一些人都有揭露和批评，甚至是更深刻的揭露和批评。2001年的争论并不在于有些人揭露和严厉批评中国的股市存在严重问题，而另一些人否认这种种严重问题的存在，反对揭露和批评。争论的实质不在这里，而在于如何历史地、联系特定的制度、环境去看待这些问题，既揭露和批评这些严重问题的存在，同时又从爱护股市的成长和发展的考虑出发，指出产生这种种问题的原因，特别是制度环境方面的原因，找出解决问题的办法，笔者不赞成不切实际地、不恰当地

把中国的股市说成黑幕重重，像一个大赌场，而且比赌场还要坏，全民在那里“聚赌”。这样看中国的股市无论出于怎样的动机，都会给中国的股市以极大的伤害，尤其会动摇投资者的信心，而对股市来说，投资者的信心是最重要的。如果投资者的信心受到沉重打击，就会导致股市暴跌，受害最大的不是那些“庄家”，而是中小投资者。有人或许以为，自己是在替中小投资者说话，殊不知其受骂恰恰最多来自中小投资者，因为中小投资者最希望股市稳定地发展，不出现大的波动，每一次大波动，他们都会遭受巨大损失，而正是那些操纵股市的大“庄家”喜欢制造股市的波动，忽而抬高股价，忽而打压股价，喜欢把水搅浑，以便浑水摸鱼。不久前，在南宁的一个座谈会前，某证券报的一名记者见到笔者，第一句话就说，许多中小股民都感谢你们站出来讲公道话，维护了他们的利益。这真有意思。在论战中，有人重新挥舞“阶级斗争”和“阶级分析”的大棒，说经济学家代表着不同的利益集团，把反对他们的人说成是“庄家”利益的代言人，想用这样的办法来封别人的口。可是他们未曾想到，自以为充当着中小投资者利益的代表，却恰恰遭到了中小投资者的反对。而用这种简单的“阶级分析”方法来封人之口，在我国已经没有市场，也无助于辨明是非。

在2001年的全国人大会议和全国政协会议期间，有记者要我就这场论战发表意见，我说：“我不懂股市。”有人以为，我打退堂鼓了。其实，我讲此话，有三点考虑：（1）我确实感到自己对股市的了解不及一些对股市有亲身实践者那样深入；（2）我不屑于与那些扣政治帽子者去辩论，难道有必要去表白自己不是“庄家”利益的代言人，那样岂不显得比无能者更无能了吗？（3）“两会”的主题是制定“十五”计划纲要，需要集中讨论的不是争论中的问题，我不想转移会议主题。其实，该说的也都说了，要扣政治帽子由他们去扣。这种事，也已经历多了。

目前，这场争论已渐渐冷却下来，大家都可以冷静地作深入

的思考。韩志国同志已经将他参与论战的文章以及其他文章出了一本书——《中国资本市场的制度缺陷》（经济科学出版社，2001年）。这本书系统地分析了中国证券市场存在的问题在制度方面的深刻原因。我想，这场论战涉及的许多问题都可以从他的书中得到正确的答案。这是一本冷静思考的著作，绝无哗众取宠的言词。我那篇参加论战的文章——《像对待婴儿那样爱护证券市场》就是为这本书写的序言。

这场论战引发我编这本书，以便用它来诠释自己对论战中一些问题的思想。这本书将我在改革开放以来写的和谈的有关我国证券市场和期货市场的文章和记者的采访记大多收入了，也有一些文章和采访记因一时找不出来，或者内容重复，没有收入。我写关于证券市场和期货市场的文章，除了出于研究我国建立市场经济改革和经济发展的考虑外，也同我的工作有关系。从1988年至1998年，我任第七、第八届全国人大财经委员会副主任，涉及经济立法的工作。在第七届全国人大后期，国家加快了经济立法工作，由厉以宁教授（那时他是财经委员会的委员）主持起草《证券法》，我参与了一些活动。在第八届全国人大期间，厉教授转任法律委员会副主任，我和财经委员会的李灏副主任和张绪武副主任共同负责委员会的经济立法工作，我负责起草《期货交易法》的工作并具体抓《证券法》的起草工作。这使我对证券市场和期货市场有了更多的接触和了解。在这些法律的起草和与有关单位讨论的过程中，在许多问题上各方面的意见分歧是相当大、矛盾是相当尖锐的。市场的实际和争论中的意见分歧促使我思考，并写了一些文章，发表一些看法。所以，这些文章大多是针对各种争论而写的。现在，我重读这些文章，一方面看到自己对证券市场和期货市场的认识在深化；另一方面也确证自己的看法具有一贯性。（例如，关于“应像对待婴儿那样对待我国新兴的股市”的看法，反对不加分析地指责中国股市的市盈率太高，我在多年以前就提出来了。）虽然不能说自己的看法有多深入，

但许多问题提出得早，而且我的看法还经得起实践的检验。由于实践已经大大地发展了，现在看来，有些文章的观点已经不新鲜了，但可以从一个侧面记录下我国证券市场和期货场所经历的充满争论和曲折的轨迹。

在本书出版之际，我要感谢武汉大学出版社的帮助，特别是责任编辑严红的帮助，她是一位很敬业的编辑。我还要感谢妻子刘蔼年，近几年她的业务工作负担轻一点，可以腾出一点时间帮我整理文稿，使得我的一些文稿得以收集起来。因为我一向不善整理，许多文章发表后，有时我连看都不看就放到一边，埋在故纸堆里，有些就找不到了。有些文稿寄出时，我不留底稿，报刊发表后，也不寄报刊来，我也没有时间去查，时间一长，连我自己也不记得了。自从刘蔼年管起整理文稿的工作后，情况就大变了，我要找一篇旧稿容易多了。但较早时间的文稿遗失了，就难补上了。上面提到有些文稿缺失，就属于这种情况。

我自知没有参与证券市场和期货市场的实践，也不是这方面的专家，我的研究不可能很深入，希望读者不吝批评。

董辅初

2001年7月9日

代前言：像对待婴儿那样爱护证券市场

——《中国资本市场的制度缺陷》序

目前,在我国,正在就证券市场问题展开一场大辩论,这场辩论不仅涉及我国证券市场的一些重大问题的看法,而且关系到我国证券市场的命运,引起了广泛的关注。辩论才刚刚开始,以后还会进行下去。其实,对证券市场问题,一直有争论,不过,大多没有这次这样激烈,这样尖锐,涉及的问题这样广泛。韩志国同志这本书对这场大辩论所涉及的一些根本问题,敏锐地提出了系统的、深入的看法。对他的精辟论述,我深表赞同,从中获益匪浅。据我所知,他是在春节放假期间和随后的几天内写成的。他能在十来天里写出这样一本书,是由于他有相当深的理论造诣,有丰富的参与证券业务运作的经验,以及对证券市场问题坚持不懈地进行系统的思考和研究,当然还有他对发展我国证券市场的激情以及他的勤奋。可以毫不夸张地说,这是有关我国证券市场的一本重要著作,它对正确认识在我国发展证券市场的重大意义,我国证券市场发展中出现的各种问题以及如何解决这些问题,当前这场大辩论的性质和问题,等等,都会发生广泛而又深远的影响,从而对我国证券市场在规范中发展和在发展中规范发挥重要的作用。我相信,不抱偏见的人读过这本书,都会有与我相同或相似的看法。

下面我想就这场大辩论谈一点看法,不是与这本书商榷,而是在读了这本书后感而发,或者说,是对这本书的同声呼应。我想集中地谈一点,就是要像看待和爱护新生婴儿那样看待和爱护我

国的证券市场。

我国证券市场真像婴儿在产妇经历了巨大的阵痛后才诞生一样,是在经济体制改革过程中,在冲破重重阻力和障碍中建立的。它的建立是我国改革的一项巨大成果。它也像新生的婴儿那样,很不成熟,甚至有从母体(计划经济)中带来的胎记,但是,作为现代市场经济重要组成部分的证券市场,在新中国建立后以及其后的发展中,日益显示出其巨大而又难以甚至不可替代的作用。我们不能只用一般市场经济国家证券市场的功能来看待我国证券市场的功能,这就是融资的功能和优化资源配置的功能。其融资的功能大家是看得到的,其优化资源配置的功能也有所显现,虽然还相当不充分(其原因这里不谈)。证券市场在我国这样一个发展中的、转型的国家,还有另外的不可忽视的功能,这就是,证券市场作为改革的产物,它的建立和发展反过来又推动了各方面的改革。例如,在企业制度的改革方面,证券市场在国有企业改革中的作用是人们都承认的,不说从证券市场融资对国有企业改革的作用,仅就国有经济在国民经济中的布局的战略性调整来说,如果没有证券市场,就不会有国有资产的股份化以及股份的证券化,而没有国有资产的股份化和股份的证券化,国有经济的“有进有退”的实施就很困难。而且,如果没有证券市场,现代企业制度的建立就只能停留在口头上。近来,大家也看到,如果没有证券市场,没有部分国有资产在证券市场的变现,社会保障基金的筹集和建立将遇到很大困难。又如,证券市场的发展正在对我国的金融制度的改革起着促进作用,目前有必要实行的金融业的分业经营,正受到证券市场发展的冲击,今后在适当的时候,分业经营迟早会走向混业经营。我国的证券市场还有一种特有的巨大作用,那就是,它是学习市场经济的伟大学校,千千万万的干部和群众在这所伟大的学校里由对市场经济的完全陌生,连债券和股票的区别都不知道,在短短的十年时间里,学到了市场经济中的许许多多知识,特别是金融、投资、资本运作的知识,懂得了许许多多的经济学知识,什么宏

观经济的走势啊、利率变动的影响啊、企业的资产与负债啊,等等。不管办多少学校也都不可能在如此短的时间里给如此众多的干部和群众以如此广泛而又生动的市场经济和经济学的知识,何况其中有不少知识是从书本上学不到的。至于证券市场的建立和发展对我国经济发展的巨大作用,更是有目共睹的。

令人不可思议的是,有人竟把我国的证券市场说成是赌场,甚至比赌场还不如,因为赌场还有规则,我国的证券市场连赌场的规则都没有,这真是难以令人同意。证券市场与赌场是根本不能类比的。有人说,在证券市场上,你赢钱就是把别人口袋里的钱装进自己的口袋里,这真是像赌博那样,玩的是零和游戏,或者说零和博弈,也就是,你输的钱就是我赢的钱,不是你输我赢就是我输你赢,输的钱与赢的钱相加等于零。把证券市场中的博弈看成零和博弈,是不对的。在证券市场上并不是一方赢的就等于另一方输的,在股市处于牛市时,许多投资者会赚钱;当股市处于熊市时,许多投资者会亏钱。而从各发达国家证券市场的长时间发展看,股票指数是往上升的,因此长线投资者一般地说会赚到钱。因此,总的说来,证券市场中的博弈不是赌场中的零和博弈,而是正和博弈。如果一定要说零和博弈,期货市场中的博弈才是零和博弈。做多头的一方的投机者与做空头的一方的投机者在期货交易中或者前者赢后者输,或者前者输后者赢,输赢相加总等于零。这很像赌场中的赌博,但期货市场也不是赌场,正是期货交易中多空双方投机者的这种博弈才能发现价格,才能使套期保值者的风险为投机者承接,而这正是期货市场的不可替代的功能所在,赌场根本没有这种功能。所以,虽然在期货交易中进行着零和博弈,但也不能把期货市场看做赌场。或许把证券市场看做是赌场者,其之所以这样看,是因为在我国证券市场中进行着激烈的短期投机,也即通常说的炒买炒卖。

那么,应怎么看待投机呢?在证券市场上,投资和投机是同时存在的,买股票本身是投资行为。但各种投资者的运作方式有所

不同,有些人从事长期投资,买进股票以获取股票的分红和股价的上升带来的利益;有些人则从事短期投机,时而买进时而卖出,以获取股价的价差;有些人既做长期投资,又做短期投机,做投资与做投机是可以转换的。在正常运行的证券市场中,投资与投机都是必不可少的。没有对证券的投资固然不会有证券市场,而没有投机也不会有证券市场,因为没有频繁的投机,就不会形成股票的合理价格,也不会有证券市场上价格引导资金的频繁流动,从而实现资源配置的优化。不应否认,我国的证券市场中的投机性是比较发达的完善的证券市场更盛,或者说做长期投资者少,做短期投机者多。出现这种情况有其必然性,这是因为,我国证券市场发展的时间短,机构投资者的建立和发展需要有一个过程,而且对能进入证券市场的机构投资者一直有许多限制,这样就形成了我国证券市场投资者的构成中以居民投资者占多数这样一种格局。居民投资者往往具有希望能较快地在证券市场中获利的心理,而且确实在早期的居民投资者中有不少迅速致富的先例,这样就形成了我国证券市场中投机较盛的状况。在成熟的证券市场中,居民大多不是自己到证券市场上去运作,而是通过投资基金等机构投资者间接地投资于证券。机构投资者一般地掌握的信息多,有专家理财,运作更为理性,而且由于掌握的资金多,可以通过组合投资的办法来减少市场风险,从而也可以更多地采取长期投资以获取稳定回报的投资方式,这就使那里的投机不及我国的盛。但是,那里的机构投资者也会从事短期的投机。可见,应该从历史的、发展的眼光来看待我国证券市场投机较盛的情况。而要减弱我国证券市场的投机就需要更多地创立机构投资者,但这有一个发展的过程。同时,我们也不该笼统地指责投机,因为,可以说没有投机就没有证券市场,没有证券市场的功能。那么是否应该反对过度投机呢?“过度”的这个“度”是不易确定的。因为投机的盛衰往往随证券市场的热与冷而变化,很难说怎样才不过度。为了证券市场的正常运行,应该反对的是违规违法的投机,包括单独或合谋操纵

市场、散布虚假信息等行为,以保护守规矩的投资者的利益,特别是其中的中小投资者的利益。在我国证券市场的发展中确实有不少违规违法的投机行为,甚至有些机构投资者也参与其中。这些都需要靠完善市场的制度建设,加强监管,对违规违法者以相应处分来解决。

有人把众多居民参与证券市场的投资和投机,指责为“全民炒股”,作为我国证券市场的一大不良现象来反对。“全民炒股”好不好?如果把“炒股”理解为投资于证券,那么“全民炒股”是大好事。因为,投资于证券的人越多,证券市场的资金来源也越多,我国的证券市场就越能发展。实际上我国投资于证券的人还相当有限,主要是一些大城市的一部分居民,离“全民炒股”还差得很远。将来,中小城市特别是农村居民富起来了,买卖证券更方便了,真正实现“全民炒股”了,我国的证券市场就会有更大的发展,它的作用也就会更大。如果把“全民炒股”理解为许多居民泡在证券市场上买卖证券,那也不能笼统地加以指责。因为,如前所述,这与我国机构投资者,特别是投资基金发展远远不足有关系。解决的办法主要是大力发展机构投资者,特别是各种投资基金。而且也不能去指责众多没有工作的居民泡在证券市场上,因为那是他们自己有权决定的事。需要作为不好的现象来批评的,是一些正在工作的人在上班时间“炒股”,因为这会影响他们的工作。但不能用这来指责我国的证券市场,因为除了机构投资者发展不足的原因外,那是各个单位管理不严的问题。

从把我国的证券市场看做赌场、指责“全民炒股”,有的人进而认为我国证券市场的市盈率太高了,认为那是过度投机炒上去的。与有些国家相比,我国证券市场的市盈率确实相当高。但形成这样高的市盈率有其客观原因,那就是,我国的证券市场是一个新兴的市场,在发展的初期,上市公司的股票的供给很有限,在庞大的需求下必定会形成高的市盈率。同时,我国的上市公司的股票中又只有大约 $1/3$ 的股票可以流通,这又增加了股票供给的不足,造

成了高的市盈率。此外,我国的经济迅速发展,前景良好,也是形成高市盈率的一个原因。而且,市盈率的高低在国与国之间是很难比较的,特别是与发达国家的成熟的证券市场相比,有许多不可比的因素。何况,我国一年期的储蓄与其利率相比,扣除利息税后为 56.56 倍,它与我国证券市场的市盈率(56 倍至 58 倍)几乎是一样的。这就是说,人们把钱存在银行里同投资于股票,所可能获得的回报是差不多的。这样看,也不能说我国股票的市盈率太高了。那么,比较高的市盈率是不是过度投机炒上去的?是不是一些“庄家”人为地抬上去的,或者说“全民炒股”炒上去的呢?无可否认,有些“庄家”违规违法操纵市场,把一些没有投资价值的股票的价格炒到天高,对平均的市盈率会有一定影响,但其影响只能是局部的,从某些股票价格被人为地炒高推论出平均的市盈率太高是不恰当的,据此得出结论,我国的市盈率应大幅度地掉下来,也是不恰当的。应该看到,随着我国证券市场的发展和逐步规范化,市盈率会找到其应有的恰当水平的,但即使如此,市盈率仍会高低波动。至今,谁都不能说出合理的市盈率的标准是什么。

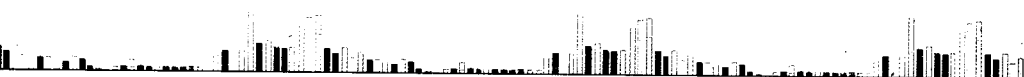
对我国的证券市场,我们可以找出许多毛病,这没有什么奇怪,因为它还是一个新生的婴儿。对于它的各种毛病,我们不是去否定,更不是去赞美,而应以历史的、发展的眼光去看待。那些与发展的初期阶段相联系的毛病只有在发展的过程中,在条件具备后,才能逐步去掉。“揠苗助长”是不行的,因为这些毛病的产生,是在其初期发展阶段上的各种因素共同作用的结果。这里既有证券市场本身的因素,也有证券市场外部环境方面的因素。就证券市场本身来说,固然那些违规违法者难辞其咎,但是众多遵纪守法的投资者的不够理性和有欠成熟也有更加理性和进一步成熟起来的必要,以使不致一再受骗上当,被宰割。各种机构投资者对证券市场的规范运作负有更大的责任,他们也需要逐步学会规范地运作。当然还有监管部门应更好地进行监管。这些不仅要有时间,同时也要有条件。正如韩志国同志所指出的,需要克服制度的缺

陷。我们都承认,证券市场的制度建设是非常重要的,各种规范就是制度,但在实际生活中,制度的建设也不仅需要有经验的积累(这就要时间),而且要有相应的条件。没有相应的条件,完善的制度是建立不起来的,即使建立了也难以有效地实施。何况证券市场的规范运行和发展离不开外部的环境,例如,在整个社会没有形成遵纪守法讲信用的风尚前,证券市场上违规、违法、欺诈的行为也是难以减至偶发程度的。治理证券市场的种种毛病不应持消极的态度,同时也不能不考虑证券市场的承受能力。就像婴儿患了病,不能用猛药一样。在不具备相应条件的情况下,用猛药来治理刚建立不久的证券市场,可能会适得其反,例如,我们原本想打击操纵市场的行为以保护中小投资者的利益,但由于用猛药导致股市急剧下挫,可能反而使他们的利益受到了损害,须知他们是更经不起市场急剧下挫伤害的人群;或者原本想使证券市场更好地发展,由于用药过猛,很可能使它一蹶不振。应该肯定,十年来我国的证券市场不仅取得了巨大的发展,而且在规范化的制度建设方面也取得了巨大的进步。我国的证券市场已经有了在规范中发展和在发展中规范的初步基础。把我国的证券市场说成是赌场甚至比赌场还不如,赌场有规则,证券市场连规则都没有,这太违背事实了,难道《证券法》、众多关于证券市场的法规和条例不是规则吗?这样看待我国的证券市场,即使动机是好的,也不会对它的健康发展有帮助,而只能给它以严重的伤害。

总之,我们要像对待和爱护新生婴儿那样对待和爱护我国的证券市场,既看到它的许多不足,更要呵护它,使其茁壮成长。它的一切由于稚嫩而产生的问题都会在其成长中逐步克服。

2001年2月9日

(原载韩志国著:《中国资本市场的制度缺陷》,
经济科学出版社,2001年)



在/争/论/中/发/展/的/中/国/证/券/市/场/和/期/货/市/场



董辅初

曾任中国社会科学院经济研究所所长、名誉所长，中国社会科学院研究生院副院长，第七、第八两届全国人大代表，全国人大常委会委员，全国人大财经委员会副主任委员，现任北京大学、武汉大学、中国人民大学等一流院校的客座教授，第九届全国政协委员、全国政协经济委员会副主任委员。