

ZHONG
GUO



ZIBENSHICHANG DE
LIXING TANSUO

中国资本市场的理性探索

—— 广发证券十周年研究成果精选

汪良忠 / 主编

guangfa

zhengquan shizhounian

yanjiu chengguo

jingxuan



中国经济出版社
www.economyph.com

**ZHONG
GUO**

ZHENGZHANG DE
LING TANSUO

中国资本市场的理性探索

广发证券十周年研究成果精选

汪良忠 / 主编

中国经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

中国资本市场的理性探索：广发证券十周年研究成果精选/汪良忠主编. —北京：中国经济出版社，2001.8

ISBN 7-5017-5324-5

I. 中… II. 汪… III. 资本市场—研究—中国 IV. F832.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2001) 第 059299 号

中国资本市场的理性探索

——广发证券十周年研究成果精选

汪良忠 主编

*

中国经济出版社出版发行

(北京市百万庄北街 3 号)

邮政编码：100037

各地新华书店经销

三河市欣欣印刷有限公司印刷

*

880 毫米×1230 毫米 1/32 23 印张 610 千字

2001 年 8 月第 1 版 2001 年 8 月第 1 次印刷

印数：3000 册

ISBN 7-5017-5324-5/F·4288

定价：48.00 元

《中国资本市场的理性探索》编委会

主 任	陈云贤			
副 主 任	方加春	董正青	李健勇	
委 员	李穗娜	李纾之	吕 平	李水泉
	阎笑枫	罗斌华	许建华	肖雪生
主 编	汪良忠			
副 主 编	刘建洲	陈学斌		
编 辑	刘文红	黄伟文		

目 录

证券市场前沿问题

我国金融体制的跨世纪改革·····	(3)
证券市场第三浪冲击的挑战与机遇·····	(44)
中国证券业已出现第二次浪潮之萌芽·····	(53)
深圳证券市场与国际接轨的方法和途径·····	(56)
资产证券化运作风险与收益·····	(62)
国有企业准兼并假说·····	(70)
关于B股市场发展定位与对策的研究·····	(85)
我国证券市场运行的供需矛盾和化解矛盾的途径选择·····	(97)
深市资产重组研究·····	(110)
我国证券业市场结构分析·····	(149)
转债转股价格定价理论分析及实证研究·····	(190)
中国封闭式基金贴水问题研究·····	(201)
指数选择的评价方法·····	(222)
体制转轨中的经济增长、金融深化与证券市场 制度创新·····	(243)
中国高清晰度电视产业的网络效应、进入壁垒与 技术标准战略分析·····	(261)
网络效应与标准竞争：中国第三代移动通信 标准谁主沉浮·····	(277)

我国上市公司资本结构分析·····	(290)
VaR 方法与我国的金融风险及风险防范 ·····	(308)
中国股票市场股票收益稳态特性的实证研究 ·····	(321)
NPV 法则的演变: APV 与 EVA ·····	(333)
董事会与公司治理·····	(346)
上市公司激励机制模式比较·····	(363)
基金评价体系的设计与使用·····	(374)
国有企业战略性改组中的债务重组问题 ——再论“债转股”对国企改革及证券市场的影响·····	(379)
基金投资组合风险分散效率分析·····	(384)
资产证券化的原理及结构设计·····	(395)
国有股减持对上市公司治理结构的影响分析·····	(405)
中国上市公司的资本结构特征·····	(420)
我国 A 股市场 IPO 定价影响因素分析 ·····	(441)
上市公司资产股权交易价格的实证分析·····	(456)

投资银行业务研究

经纪业务的全面转型与券商的应对策略·····	(471)
并购重组中的投资银行·····	(480)
风险投资业的代理风险分析·····	(489)
论券商在配股中的风险规避——兼谈配股的合理定价·····	(497)
股票发行体制与定价市场化研究·····	(510)
消除股票发行市场化定价的陷阱·····	(535)
发行机制市场化的重要手段 ——关于 A 股发行引入超额配售选择权的分析 ·····	(543)

投资银行发展战略

风险收益对应论是投资银行管理轴心·····	(557)
-----------------------	-------

论投资银行本质及其历史演变过程·····	(581)
忧虑与感慨	
——有关商业银行与投资银行实行分业管理的思考·····	(595)
发展中国资本市场离不开券商作用和行为规范化·····	(599)
我国证券公司财务状况分析·····	(603)
我国综合类券商发行金融债券的理论研究与方案设计·····	(634)
影响证券公司经营的主要风险因素及其成因·····	(649)
我国证券公司规模经济分析·····	(667)
券商控股公司重组模式初探·····	(677)

国际金融研究

试论欧元启动对世界经济的影响·····	(689)
论货币市场与资本市场的联动机制	
——兼论东南亚金融危机的产生机理·····	(702)
国外金融控股公司发展历程与理论解释·····	(710)
附 广发证券股份有限公司简介·····	(729)

证券市场前沿问题

我国金融体制的跨世纪改革

陈云贤

金融体制改革是我国整个经济体制改革的重要组成部分。本文从理论和实践角度对 20 年来的金融体制改革做了一个全面的回顾和总结,通过改革轨迹的探寻,提出了我国金融体制跨世纪改革的总体思路 and 具体方略。

始于 1979 年的金融体制改革是我国整个经济体制改革的重要组成部分。从金融体制改革的过程看,我国的金融体制改革是一个由计划金融体制模式经由过渡时期形成新旧两种体制并存模式并向目标模式转换的过程。从金融体制改革的本质看,它是一个启动我国经济运行金融市场关系并不断促进金融深化的过程。从改革的目标取向看,我国金融体制改革无疑是要建立适应社会主义市场经济运作要求的新金融制度。从我国原有的金融体制看,实质上它是一个全新的制度创新过程。它是我国经济市场化改革的核心内容之一。我国目前已初步形成的市场金融体制架构本身说明我国的金融体制改革取得了重大成就。尽管在整个金融体制的改革过程中几乎每项改革都面临着是推进还是复归的艰难抉择,出现过徘徊与曲折,出现过新旧体制并存和磨擦的局面,但是,我国的金融体制改革最终还是按照以不中断经济运行过程中的金融关系,不引起经济运行重大波动的原则坚定地逐步推进,初步形成了市场金融体制构架。经济体制是随着经济关系的变化而变化的。从我国经济体制改革的本质上看,它是一个启动并深化经济运行市场化的过程。从这

一点看,我国的金融体制改革,实质上是一个金融运行市场化的过程,因此,作为经济体制中最重要的一部分之一的金融体制,它必须适应我国经济发展过程中金融市场化 and 深化的这一要求,这是我国金融体制改革的根本点。从传统的计划金融体制到市场金融体制架构的初步建立,尽管历经了 20 年的漫长时间,然而其所取得的成就是毋庸置疑的。不过,我国金融体制改革也还存着进一步推进的矛盾,而且,相对而言,我国的金融体制改革整体上滞后于其他改革。所以,有必要系统地总结我国金融体制改革的历史经验,从中找出深化金融体制改革的基本矛盾、难点和症结,进而把金融体制改革推进到更高的层次,并于下世纪初建立我国比较完善的市场金融体制。

一、金融体制的改革轨迹

(一) 改革前我国金融体制的主要特征

为了全面回顾和深入探讨 20 年来我国的金融体制改革,分析和研究我国金融体制改革的成功经验和不足之处,让我们首先对改革前的金融体制特征作一概述。改革前的我国金融体制,概而言之,就是:主体上的“大一统”国家簿记银行,运行中的资金统存统贷,财务上的统收统支,核算上的统分统配以服务于经济计划的体制。具体而言,主要有以下特征:

1. 金融机构单一,银行是经济计划的簿记部门

1979 年经济体制改革以前,我国的金融基本上是财政的附属物,在体制上呈现高度集中,由国家统一控制的特点。金融体系仅仅由两个机构即中国人民银行和农村信用合作社组成,没有真正意义上的中央银行、金融机构和金融市场。在这种“大一统”的体制下,中国人民银行是我国唯一的银行,既是政府管理金融事业的国家机关,又是办理各种具体信贷业务的经济组织。唯一的非银行金融机构农村信用社也系官办,纳入中国人民银行系统,成为人民银行的附属机构。在信用形式上,只允许单一的银行信用存在,其他一切信用形式均被取消。中国人民银行根据计划发行货币,再根据

计划贷款给企业。因此，根据经济计划安排所有信用活动并履行经济计划的簿记职能就成为计划金融体制的全部内容。

2. 金融政策和金融活动的中心是经济计划，没有自己独立的目标

在改革前的计划经济体制下，我国的一切金融活动和金融政策围绕经济计划而展开，它的全部任务就是保证和监督实现已经确定的计划目标。一方面保证供给。对企业，保证其实现生产计划任务和流通计划任务所需要的资金供给；对整个经济，保证实现生产资料 and 消费资料进行计划流转所必需的货币供给。另一方面是对经济活动实施监督。银行监督企业贷款和结算的全过程，监督企业按计划办事，以保证经济计划目标的实现。

3. 宏观与微观金融活动的完全统制

对信贷，也即对货币供给的总量控制，同对企业提供贷款，也即提供货币的个量控制，全由中国人民银行按统一计划进行配给。制订计划时，基层的计划通过系统和地区，层层向上汇报；计划执行时，总量计划通过系统和地区，层层向下分解，大部分直接分解到基层单位。所以金融活动的宏观控制和微观控制实质上是被中国人民银行统一管制的。

4. 改革前我国金融体制基本矛盾剖析

流通中的货币供给与货币需求之间的矛盾，是我国改革前金融体制的基本矛盾。计划的本身就是对经济运行的各个环节和各种关系进行规定，以实现再生产过程各个环节的衔接并协调在过程中的各种关系并达到所谓的综合平衡目标。从实质看，它是为了使货币的供给与为实现社会产品分配而对货币的需求实现协调一致。在理论上，计划化的本身应能够保证这一要求实现。但实际上，货币供给过多，从而社会总需求过大的矛盾一直是这种高度集权计划模式的伴生物。其原因在于，对经济发展的要求往往过急，计划安排往往过大，为保证这些计划的实现，必然会在事实上强迫通过创造更多货币的途径来满足需求。货币可以多创造，而实际的社会供给却

不会改变计划的安排而随意增加。面对这一矛盾,我国通常采取严格的控制措施:就生产资料领域来说,存在企业银行账户上的存款货币不准用于计划外的购买和存款货币不得在计划规定的范围之外转化为现金等严格规定;就消费资料领域来说,对各单位实行工资总额控制,对居民实行计划分配和限量供给办法,等等。这一切都是为了控制过多的货币所形成社会需求,不使它们冲击生产资料的计划分配和迫使消费品价格上涨。但货币既然存在,就有其内在的运动规律,必然通过各种形式表现出来:过多的货币在消费领域造成排队、抢购现象和集市贸易价格上涨;在生产资料领域也会出现计划外的变相再分配。这样,就使流通中货币供给和货币需求之间的矛盾成为整个金融体制并进而成为制约整个经济运行的基本矛盾,成为我国传统计划金融体制所不可消除的痼疾。

(二) 我国金融体制改革回顾

我国的金融体制改革从1979年开始至今已有整整20个年头,而这20年,也正是我国经济管理体制改革处于由传统的计划经济管理体制逐步向社会主义市场经济体制过渡的极其重要时期。回顾整个金融体制改革的历程,我国的金融体制改革大致经历了四个阶段。

1. 改革的启动阶段(1979~1983)

这一阶段的主要特点是扩大信用领域,开始金融机构多元化。1978年12月召开的中国共产党十一届三中全会,制定了解放思想、实事求是的思想路线,并且确立了全党工作以经济工作为重点的指导思想,同时作出了以发展我国有计划的商品经济为目的,对外开放、对内搞活战略决策。从此,我国在生产、流通、分配、消费各个领域,开始进行了广泛而深刻的改革。改革开放的进行,加速了商品经济的发展,单一的产品经济关系被有计划的商品经济关系所替代。而商品经济的运动,就是价值的运动,因此商品经济必须运用价值形式进行管理,并建立起以控制价值形式为主要特征的宏观经济调控体系。经济体制改革要求金融体制进行相应的改

革,从1979年开始,根据经济发展的需要和经济体制改革的总体设计,我国开始进行金融体制改革。我国金融体制改革是以扩大资金运用而拉开金融体制改革序幕的。在1979~1983年的5年间,我国金融体制主要进行了以下几方面的调整 and 改革。

(1) 扩大银行信用领域

随着改革的深入进行和企业经营自主权的不断扩大,以及由此产生的企业投融资权的扩大,原有的计划金融体制已不能适应新条件下企业对金融的要求。一方面,企业原有简单再生产和部分内涵扩大再生产的投资权要下放到企业中去,导致企业对更新改造资金的需求大大增加;另一方面,折旧基金下放给企业,形成企业的“固定资产更新改造资金”,使银行存款大幅增加。折旧基金转化成银行存款,这改变了以往银行存款的结构,从实践上突破了银行信贷资金不能用于固定资产投资的界限。1979年,为了促进国民经济的调整,适应企业设备更新和技术改造的要求,银行开设了固定资产贷款业务,当年就发放了7.92亿元的中短期设备贷款。在贷款对象方面,为了适应对内搞活、对外开放的需要,银行贷款从生产流通领域扩大到各行各业,取消了以往只对国营企业、集体所有制企业(包括农业)发放贷款的限制,开始对非物质生产领域发放贷款。

银行信用领域的拓展和商品经济的发展必然要求信用形式的多样化。为了适应信用形式多样化的要求,我国首先是恢复和发展了商业信用。1981年,人民银行总行规定,企业长期积压的机电产品,在一定情况下,可以用代销或分期付款办法进行处理。1982年12月,国务院指出,对有利于发展生产、搞活经济、扩大商品销售的商业信用;对经过允许赊销的商品,采取分期付款和预收预付的,各级银行要予以支持。这样,商业信用逐渐活跃起来。从1981年开始,在上海、重庆、武汉等城市开始试行商业票据承兑和贴现。其次是国家信用、消费信用等逐步发展扩大。1981年1月国务院颁布了《中华人民共和国国库券条例》,决定发行国库券,

当年发行 48 亿元。与此同时，我国于 1979 年开始大量举借外债。改革开放后，消费信用也有所发展。1983 年，在我国一时出现买方市场的情况下，曾对部分高档耐用消费品开展过“提前发货、分期付款”业务。

(2) 金融机构多元化

随着经济体制改革的不断深入，“大一统”金融体制的缺陷和局限性就越来越深刻地显露出来，金融体系的改革成为一项急待进行的迫切任务。

党的十一届三中全会审议了《中共中央关于加快农业发展若干问题的决定》草案，要求农业贷款到 1985 年要比过去增加一倍，要逐步实现农业现代化。为此采取的一系列重大措施之一，就是于 1979 年 2 月恢复中国农业银行，负责领导农村信用合作社。为适应对外开放政策的实行，1979 年 3 月，国务院批转了中国人民银行《关于改革中国银行体制的请示报告》，把中国银行从人民银行中分设出来，作为国家的外汇专业银行，承办外贸信贷业务。为适应经济发展和经济体制改革的需要，国务院于 1979 年成立了建设银行，负责基本建设贷款的发放和管理。1983 年 9 月，国务院又成立了中国工商银行，承担原来由人民银行办理的工商信贷和储蓄业务。这样，经过一系列改革，初步建立了一个以人民银行为核心，以分工明确的四大专业银行为主体的金融组织体系。

在各专业银行纷纷设立的同时，一些非银行金融机构也开始初创。1979 年 4 月，中国人民银行分设中国人民保险公司，自成体系，自主经营。接着，各类信托投资公司也开始建立。1979 年 10 月，成立了中国国际信托投资公司。这些金融机构的建立，既打破了我国原有的“大一统”金融体制，开始了由传统单一金融机构的体制向现代多元金融机构的体制转变，又为金融市场关系和金融市场的培育和发展奠定了市场主体基础。

(3) 改革信贷资金管理体制

随着经济改革逐步进行，信用在国民经济中的作用日益凸现。

为适应经济发展的要求,1979年人民银行对信贷资金开始实行新的管理办法,在部分省、市试行“统一计划,分级管理,存贷挂钩,差额控制”的制度,经过半年的试点,取得了一定的效果和经验,1980年开始在全国试行。1981年初,决定将信贷体制由“差额控制”改为“信贷差额包干”体制。这两种体制没有本质上的差别,只是在范围上有所扩大。与“统存统贷”相比,信贷差额包干的特点是调动了地方行政部门管理信贷资金的积极性和责任心,体现了宏观上集中统一、微观搞活的精神。

2. 改革的纵深发展阶段(1984~1989)

这一阶段的主要特点是:金融市场关系开始发育、金融宏观调控体系开始建立、信贷资金管理制度彻底转轨。在改革初始阶段所进行的各项改革,基本上是在原有体制框架内进行的,还谈不上真正意义上的改革,因为还没有触及金融体制改革的核心,这就是金融市场的启动与培育。尽管我们已经建立了几家商业银行和批准设立了一些非银行金融机构,但由于利率管制,因而不可能形成真正意义上的货币市场,也就是说,金融市场还没有真正起步。这是因为,从根本上看,金融体制的改革实质上就是金融市场的培育与规范,可以说,如果没有形成真正意义上的金融市场,就不可能建立起适应市场经济发展的金融体制。从这一点看,我国金融体制的改革在1983~1989年这一期间,取得了实质性的进展,其主要标志是金融市场关系开始发育,宏观调控体系初步建立。

(1) 我国金融市场的培育与发展

1984年,中央人民银行批准了北京天桥股份有限公司和上海飞乐音响股份有限公司成立并发行了股票,股票与1981年开始发行的国库券,共同创造了证券市场的流通工具,但在当时,股票和国库券是禁止流通的,然而,事情的另一面是,这些不流通证券的黑市交易较为普遍,这表明,国库券和股票的流通有其内在的要求。为了解决国库券和股票的黑市交易,在1986年,我国在沈阳开设了国库券的柜台交易市场,与此同时,在上海、深圳也开始了

股票的柜台交易，在 1987 年，我国还成立了一家专营证券业务的证券公司，这标志着我国真正意义上的金融市场开始启动。当然，在金融市场的发展层次上，我国实际上也走了一条特殊的路，即在货币市场还没启动之前首先培育和发展了证券市场。到 1989 年，我国上海证券交易所和深圳证券交易所相继设立并进入营运，从而建立了统一的集中的场内证券交易市场，这是真正意义上的金融市场，它标志着我国金融体制的改革真正进入了实质性阶段，也就是金融市场的培育与发展阶段。

从某种意义上看，我国金融市场关系的培育与形成，从改革的主观条件上看，它是被动的，但从改革的内容、目标以及我国当时经济条件看，它又是自然的、必然的，因为在 1984 年 10 月召开的党的十二届三中全会提出了加快城市经济体制改革的任务，这标志着我国经济体制改革已由初级阶段的农村改革为重点转向全方位改革阶段。由于城市经济体制改革所涉及的内容更为复杂，与金融业的联系也更加密切，这就在客观上对金融体制改革提出了更高的要求。这样，在我国经济体制改革的市场导向这一总目标的要求下，就必然加快金融关系市场化的步伐，客观上就促进了金融市场关系的形成和发展。

（2）金融宏观调控体系初步形成

在这一时期，由于经济发展过程中出现了投资过热、消费增长过快等问题并引发了较为严重的通货膨胀，因此，正确地制定符合我国国情的宏观货币政策，成为摆在我国金融体制改革面前的一项重要课题。在 1984 年～1989 年的 5 年里，我国在金融管理体制上进行了较为深刻的改革。1984 年 1 月，国务院决定中国人民银行正式成为我国的中央银行，专门行使管理银行的职能。随着中央银行的建立和四大专业银行功能的不断完善，我国的中央银行体制初步形成。这是我国金融体制改革进程中的一个重大突破，因为中央银行体制是宏观调控的重要基础，它的形成标志着我国新的金融体系发展的开始，标志着我国金融体制改革进入了一个新时期。