

海 通 证 券 获 奖 论 文 选

中国证券市场 发展与创新研究

王开国等著



上海人民出版社

海 通 证 券 获 奖 论 文 选

中国证券市场 发展与创新研究

王开国等著



上海人民出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

中国证券市场发展与创新研究/王开国等著.

—上海: 上海人民出版社, 2002

ISBN 7-208-04007-9

I. 中... II. 王... III. 证券市场—资本市场—研究—
中国—文集 IV. F832.51-53

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2001)第 092099 号

责任编辑 秦建洲

封面装帧 王志伟

中国证券市场发展与创新研究

王开国 等著

世纪出版集团

上海人民出版社出版、发行

(200001 上海福建中路 193 号 www.ewen.cc)

新华书店上海发行所经销

商务印书馆上海印刷股份有限公司印刷

开本 890×1240 1/32 印张 24.75 插页 4 字数 651,000

2002 年 1 月第 1 版 2002 年 1 月第 1 次印刷

印数 1-3,100

ISBN 7-208-04007-9/F·827

定价 48.00 元

《海通证券获奖论文选》

编辑：金晓斌 于建国

141062/05

序

海通证券公司一向致力于以一流的研究推动公司业务的发展,倡导为客户提供“个性化的增值服务和特色化的专家服务”;同时具有强烈的社会责任感,不断探索证券市场的热点和前瞻性问题,为中国证券市场的健康发展献计献策。

目前研究开发工作已经成为券商树立品牌、提高竞争力的基础。未来券商业务的竞争,在很大程度上将表现为研究实力的竞争和以研究为支撑的服务质量的竞争。所以,海通公司下大力气抓研究工作,并已取得了显著成绩。在近三年的时间里,已有 40 余篇论文获奖。这些研究成果经过国内金融及证券研究机构专家以及香港、境外重点院校的权威专家评审。被公认为基本反映了中国证券业的研究状况,代表了中国证券业现阶段的研究水平,可以说是海通研究成果的精华。我们选出其中的 34 篇集结出版,与广大读者共飨,期望能共同推进中国证券市场研究的发展。

《论文选》分“证券市场建设”、“证券定价及网上交易研究”、“行业和上市公司”、“综合类”四个部分,反映了中国证券市场的最新发展动向。中国证券市场经过十多年风风雨雨,已成为国民经济的重要组成部分。证券电子商务的兴起使我国证券业率先融入到新经济的发展浪潮。创业板市场则将为我国高新技术产业崛起开辟新的融资渠道。允许“三类企业”和保险资金入市,发展机构投资者,使证券市场金融产品的创新显得更加迫切。实践呼唤理论创新,《论文选》对当前中国证券市场发展中的重大理论和实践问题作了科学的有益的探索。

《论文选》体现了海通的研究风格和科研思路。作为全国性大型

综合类证券公司的研究机构,海通证券研究所既要为公司业务发展提供服务和研究支持,又要有社会责任感,努力为市场的健康可持续发展提供政策性建议,并倡导新的投资理念,用正确的理论和方法引导和教育投资者。所以我们的研究既有比较微观技术性、应用性较强、直接为公司业务服务的产品;又有比较宏观的政策性、规划性、前瞻性较强,着眼于整个证券市场发展的研究产品。

《论文选》是海通证券研究所集体智慧的结晶。海通证券研究所是一个集宏观经济分析、金融证券理论超前研究、证券市场投资顾问、财务顾问和企业管理咨询顾问为一体的综合研究机构。《论文选》作为海通证券研究所对证券市场和上市公司发展的理论和实践的探索,其中有不少观点和认识还需要经过实践的检验。但《论文选》本身仍然折射出了21世纪中国证券市场发展的晨曦。

王开国 博士

海通证券有限公司董事长

2001.10



王开国，男，江苏阜宁人，1958年11月生，毕业于厦门大学，经济学博士，高级经济师。曾任国家国有资产管理局科研所副所长，现任海通证券有限公司董事长兼党委书记，中国社会科学院经济研究所特邀研究员，吉林大学、华东政法学院和西安交通大学兼职教授。主要研究领域为财政金融、投资银行与资产证券化、中国证券市场建设等。曾在《中国社会科学》、《经济研究》等权威刊物上发表《关于中国推行资产证券化问题的思考》、《国有股转让上市研究》等学术论文80余篇，撰写出版著作10余部，其中，《中国证券市场跨世纪发展思考》是其代表作，也是对中国证券市场10余年发展历程的探索与研究的结晶。

目 录

序·····	1
--------	---

第一部分 证券市场建设

中国证券市场超常规创新的理性思考·····	3
证券市场与经济理论分析和政策建议·····	26
建设我国创业板市场的战略构想·····	56
新金融时代与创业板市场企业价值评估·····	76
做市商制度研究及其对中国证券市场的借鉴·····	85
政策性因素对我国股市影响的实证研究·····	114
——政策与股市投资者的博弈分析	
开放式基金的投资理念与证券研究的创新·····	136
我国股票市场促进经济增长的宏观机制和微观基础:假说与检验 ·····	146
虚拟经济和实质经济研究·····	166
新经济对传统主流经济学的挑战·····	187
中国证券市场跨世纪发展的系统思考·····	194
建立和健全我国风险投资体系的几点对策·····	213

第二部分 证券定价及网上交易研究

证券市场价格信号的资源配置有效性·····	227
-----------------------	-----

新股发行定价方式市场化研究·····	244
EAVM 模型与 IPO 定价研究·····	280
证券电子商务若干法律问题研究·····	305
未雨绸缪 规范发展·····	313
——网上交易的模式选择及监管策略研究	
以有效监管促进网上交易的规范发展·····	330
——从企业行为、市场效率与政府监管动态一致性角度的考察	
未来券商网站将成为理财超市·····	354

第三部分 行业和上市公司

银行并购:21 世纪中国银行业发展的战略选择·····	365
基于财务数据的信息甄别:以通信产业为例·····	384
商业银行与工商企业交易关系的理论分析·····	411
微利时代如何构造神话·····	427
——商业类上市公司板块创新、整合、转型趋势分析	
财务报告舞弊的二元治理·····	452
——中国上市公司激励优化与会计控制研究	
上市公司产业转型实证研究·····	477
沪深股票市场公司重组绩效实证研究·····	499
上海上市公司资产重组与产业转移·····	562
新形势下推动上海资产重组的对策建议·····	587

第四部分 综合类

关于中国推行资产证券化问题的思考·····	609
股指期货:市场深化过程中的金融创新·····	624
中国证券市场机构投资者发展问题研究·····	639

关于非流通股流通问题的实证研究·····	670
股票市场、货币需求与总量经济:一般均衡分析模型·····	685
投资银行金融创新的国际比较·····	703

第一部分

证券市场建设

中国证券市场超常规创新的理性思考

海通证券股份有限公司董事长 王开国博士

【内容提要】 经过十年的快速发展,我国证券市场已经发展到了一个新的历史高度,目前正处于重要的转折时期。但与此同时,证券市场发展过程中积累的各种内在矛盾也在不断凸显。同时,中国加入WTO在即,经济国际化进程明显加快,此举必然对包括证券市场在内的整个国民经济体系带来广泛而深刻的影响。因此,如何加快创新步伐,推动我国证券市场的持续健康发展,以适应国民经济发展的需要,已经成为当前的一项重要课题。

本报告首先提出了超常规创新的内涵和理论逻辑,分析了新兴证券市场发展过程中内生性和超常规创新的内在统一性。然后对我国证券市场的有效性进行了实证检验。由于中国股票市场收益率的方差具有时变性,因此检验在 $GARCH(p, q) - M$ 模型的框架下进行,并用 BHHH 最大似然估计法进行估计,得出了我国证券市场弱有效的基本结论。在此基础上,本报告认为,我国证券市场的信息效率的低下,主要在于信息披露机制的不健全、信息处理能力的弱化和价格形成机制的扭曲。而造成这些问题的根本原因则在于以下多方面的缺陷:一是资本市场结构不健全;二是金融交易品种过少;三是证券市场的开放度不高。

为此,报告系统地提出了以效率为导向的超常规创新的内容:建立多层次资本市场体系,优化机构投资者结构,全面提高上市公司素质,积极进行金融品种创新,以及加快推进证券市场的国际化进程等。

比较制度经济学的研究表明,高效率的市场是一整套“互补性制

度安排”相互协调运作的结果。与此相对应,证券市场超常规创新必须与依存于市场条件和环境变化的内生性路径相统一,才能符合创新效率的原则。因此,本报告提出,在推动我国证券市场的超常规创新中,必须加强政府在证券市场超常规创新中的监管和风险控制,促进法律法规的配套和完善,并遵循市场可接受性原则和循序渐进原则。

一、新兴证券市场超常规创新的理论逻辑

1. 超常规创新的内涵以及理论基础

制度创新的动力来源于创新主体对创新收益的追求,若在现存的制度框架下,人们获取潜在利润的能力无法得到实现,那么,制度创新的需求便会产生。但一项新的制度安排只有在以下两种情形下才会发生:一种情形是创新改变了潜在利润,一种是创新成本的降低使安排的变迁变得合算了(戴维斯,诺斯,1994)。

从创新过程来看,哈耶克等认为,一项制度的产生只能是自然演进的结果,而不是人的理性设计的产物(哈耶克,1997),这一观点与纳尔逊和温特的演化理论保持着内在的一致性(纳尔逊和温特,1997)。但制度变迁还存在着一种非市场过程,在某个特定阶段,非市场过程并不一定嵌合在市场过程中起作用。尼科尔森(1996)指出,“为了适应变化了的环境而发生经济结构向更高水平的效率和生产率转变,并不是市场力量的自发结果……简言之,制度变化正是依存于政治和经济力量相互作用的‘政治经济’事件”。在非市场力量作用下,超越渐进性演进的制度创新便成为完全可能和可行的。

于是,制度创新便可划分为两种基本形式,即诱致性变迁和强制性变迁。诱致性变迁“由个人或一群(个)人,在响应获利机会时自发倡导、组织和实行”,强制性制度变迁“由政府和法律引入和实行”(林毅夫,1994)。此时,政府成为主动的制度创新的供给者。只要这一制度的推出既满足市场其他主体的利益,也同时满足政府利益,那么,这项

制度的强制性变迁就与市场过程中通过各方利益主体的合作博弈导出的结果并无二致。

于是,我们可以根据制度创新的动力、方式和过程把制度创新划分为两种情形,即常规或一般性的制度创新和超常规制度创新。那种依赖于市场本身内部的自发力量所导出的渐进式演变,就是一种常规性的制度创新。而以政府为创新推动力、进行自上而下的、使市场呈现出跳跃式演变的制度创新,就是超常规制度创新。在一定时期和一定条件下,超常规创新具有内在优越性。

2. 新兴证券市场的发展是市场内生性与超常规创新的内在统一

(1) 证券市场发展具有内生性。在上个世纪 80 年代之前,金融压制是发展中国家的普遍特征。麦金农(1973)和肖(1973)首次提出了金融压制与金融深化理论,指出了金融深化与经济发展之间的密切关系。此后,麦金农和肖的追随者在 80 年代又进一步完善了金融发展与金融深化理论,建立了可解释金融压制的金融中介体(银行体系)的内生模型。

不过,90 年代以前的金融发展与金融深化理论忽视了金融市场(证券市场)的发展及其在金融体系中的地位。造成这种情况的主要原因是:首先,“早期的金融体系是银行主导型的”(布特和塔克,1997);其次,“金融市场(证券市场)的发展状况常常被视作是由法规和政府管制等外生因素决定的”(本茨梵戈和史密斯,1991)。

在 80 年代后期和 90 年代早期,拉丁美洲和东南亚等发展中国家推行了金融自由化和金融开放政策。在此期间,金融自由化政策涵盖了证券市场的许多方面,使得这些国家的证券市场发展非常迅速,极大地促进了国民经济的增长。许多经济学家开始认识到早期金融中介体(银行体系)内生模型的缺陷——忽视了证券市场的形成机制和它在经济发展中的作用,并建立了证券市场的内生模型(布特和塔克,1997;格林伍德和史密斯,1997)。

这些模型的主要特征是将金融中介体和证券市场放在同一框架下

考察,讨论它们各自的运行成本。其主要结论是只有在参与者利用证券市场的期望效用超过利用金融中介体的期望效用的情况下,证券市场才得以形成和发展。在此意义上,证券市场是内生的。在现实生活中管制和法律环境是抑制证券市场的形成和发展的主要因素,因为管制会极大地影响市场的运行成本。

(2) 新兴证券市场超常规创新的合理性。虽然不同国家证券市场的发展都具有内生性,但在发展路径上却可能存在相当大的差异。这部分是因为各国证券市场发展的逻辑起点和具体条件的不同,以及在此基础上的“路径依赖”的作用,部分是因为推动证券市场发展的创新动力和创新方式的差异,并且后者往往发挥了更大的作用。在新兴证券市场中,超常规创新具有内在合理性。

与美国等发达经济国家的证券市场相比,新兴证券市场一般具有如下特征:一是证券市场的发展背景具有相似性,即宏观经济处于快速发展时期;二是证券市场本身发展历程较短,在发展初期都滞后于经济发展的需要;三是证券市场的内部结构都存在着一定程度上的不合理性;四是不发达的证券市场具有后发优势,能够直接学习国外发达证券市场的经验;五是政府一般都在证券市场的发展过程中发挥了较大作用。

新兴证券市场的特征使其同时具备了超常规创新的必要性和可能性。首先,由于对宏观经济或非金融部门发展需要的滞后,新兴市场国家对证券市场的发展提出了迫切需要。青木昌彦通过对美国、日本在两种不同的资本市场制度下获得经济发展的比较研究后指出,制度安排具有互补性,即每种制度都与其他各项制度保持着相互依存性。也就意味着,当环境发生变化,要继续保持高效率,或者进一步提高效率,那么,这项制度安排必须随之改变。因此,新兴市场经济国家在经济高速发展时期,必须使证券市场得到相应的快速发展,才能保持与经济环境的互补性,或者更进一步,才能成为经济进一步发展的推动力。

其次,新兴证券市场又满足了超常规创新的可能性:一是证券市场

本身的发展使其具备了超常规创新的条件,如技术、知识上的储备等;二是国外发达证券市场提供了充分的可资借鉴的经验和教训;三是政府主导的超常规发展,只要符合证券市场参与者的利益,如机构投资者、上市公司等,就能够满足“一致性”条件。

我国证券市场是在转型经济的背景下建立和发展起来的,作为金融体系的一部分从而作为整个经济体系的一部分,证券市场的发展历程无可避免地受到经济转型的影响和制约。从1998年以来,我国经济转型有了历史性的突破。在经济结构上,从新中国建立以来一直延续的总供给不足转变为总需求不足;市场调节资源配置的比例已经占到90%以上;市场化程度达到中等发达国家水平。这表明,我国证券市场所依托的经济环境与前几年相比已经发生了明显的变化,对证券市场的超常规创新提出了内在要求。

加入WTO之后,我国证券市场将面临国际上证券市场之间的竞争。但我国证券市场建立10年来,尽管取得了巨大的成绩,但与先进国家相比,无论是在规模、结构,还是在国民经济资源配置中的作用等都还处于一个初级的阶段,证券市场效率还远没有达到应有的水平。国际环境的迅速变化同样要求我国证券市场作出适应于国际“游戏规则”的超常规创新。

3. 证券市场超常规创新的目的在于市场效率的提高

无论从历史上的产生背景还是实际需要来看,证券市场都是非金融部门发展的派生产物,其根本目的在于社会资源配置效率的提高。而要发挥证券市场优化资源配置的功能,首先就要提高证券市场本身的效率。

从制度经济学来看,交易成本的高低是市场效率的决定因素。交易成本由搜寻成本和签订合约、保证合约执行成本所组成。而交易成本的产生是因为信息不对称和不完全,因此,交易成本也可以认为是信息成本。因此,现代证券市场就是建立在信息制度的基础上,证券市场的效率就取决于证券价格对全部相关信息的反应能力。