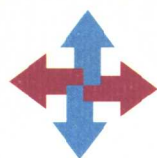


资本市场与 投资分析

万解秋 郑红亮 主编



5

复旦大学出版社

资本市场与投资分析

万解秋 郑红亮 主编

复旦大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

资本市场与投资分析 / 万解秋等主编. —上海: 复旦大学出版社, 2002. 10
ISBN 7-309-03361-2

I. 资… II. 万… III. 资本市场—研究—中国
IV. F832.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2002)第 072129 号

出版发行 复旦大学出版社

上海市国权路 579 号 200433

86-21-65118853(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 江苏句容市排印厂

开本 787×1092 1/16

印张 32.75

字数 503 千

版次 2002 年 10 月第一版 2002 年 10 月第一次印刷

印数 1—2 200

定价 45.00 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

内 容 提 要

本书是《经济研究》编辑部、苏州大学财经学院共同发起的“资本市场与金融投资理论研讨会”应征论文的选集。全书分为四篇,也是理论研讨会的重点研究方面,即“资本市场制度研究”、“资本市场运行研究”、“资本市场投资研究”和“资本市场与公司治理研究”。

序 言

我国市场经济的发展正在改变着我国的资源分配方式,它造就了众多的市场主体和独立的投资者,而资本市场正是在这一基础上形成与发展起来的,它是我国经济体制改革和发展进程中的一个重大事件。资本市场的发展,不管其是“植入的”,还是“渐变的”,正在对我国的市场经济进程以及市场主体的利益产生着重大的影响,而这一过程反过来也对资本市场本身的运行带来了直接的影响和制约。从这个相互关系的角度来研究资本市场的运作及其问题,有着特别的意义。

资本市场在其发展过程中的功能是多元化的,从融资功能到交易变现、发现价格、经济晴雨表,体现了其作为金融资源配置体系的系统作用。资本市场的金融资源配置功能具有强烈的市场化倾向,即交易者按照收益最大化原则在市场上作出独立的决策,按照最理想化的状态,资本市场在竞争充分以及信息完全的条件下,市场运行可以趋向于均衡和稳定,企业和投资者均没有超额利润和亏损。这样的市场结构被称为“有效市场”,证券的市场价格真实地反映了资本工具的内在价值,资源分配的结构也是最为合理的,投资者可以在市场体系中作出合理的选择。

均衡的市场或“有效市场”可以理解作为一种理想化的状态,而资本市场的通常状态往往是不均衡的或非有效的。那么,我们如何来理解这个市场呢,这个不均衡的常态是市场内在的缺陷呢,还是因为外部因

素的干扰所致呢？所有的问题就是从这里产生，我们研究的重点也是从这里展开的。

1978 年我国实施改革开放以来，市场经济体系发展迅猛，而最引人注目的是资本市场的迅速发展，它已成为我国经济资源分配的重要渠道，其影响所及，有国有企业的改革和重组、公司化，金融业的市场化以及公众投资者的迅猛扩张，它同时对宏观经济的调控也产生了重要的影响。但是，我国的资本市场是在一个特殊的环境下发展起来的，它的组织与运行还带有很多传统的色彩，它的运行与资本市场的理想状态相去甚远。其中突出的有：上市公司均由原有国有企业改制重组而来；企业发行股票上市完全由行政审批决定，并用计划指标和行政分配的办法选择企业；国有股份占据绝大部分且不能流通；财务制度与信息披露制度缺乏透明度；市场运行监管完全行政化；政策变动对市场影响巨大；显然，这是一个在行政安排下的资本市场结构。然而，从投资者的角度看，公众投资者的形成并成为投资的主导群体，标志着真正的市场活动主体的形成。在这种不对称的市场结构中，制度变革、企业的行为、政策的波动都会对资本市场产生巨大的冲击与影响，公众投资者无法把握制度结构的变革，也无法对政策调整作出合理的预期，他们就成为这个市场上的被蹂躏者。而另一方面，主宰市场的是那些可掌握体制变革和政策调整信息的群体，市场运动的规律与趋势已被随机的干扰所打乱。我们能看到的市场波动到目前为止，反映的大致就是这样的变动轨迹，亦即人们所说的“政策市”。所谓的“牛市”、“熊市”、经济晴雨表，可以说是想像的概念，书本上的定义而已，只要看一看 12 年来经济运行的轨迹与股市的变化轨迹，也就一目了然了。

资本市场随改革开放的深入已不是我国市场经济体系的异己体，它已成为经济发展与运行过程中一个重要的部分。从市场经济体制的发展角度看，资本市场的发展与功能是无可替代的，它的规律就是用市场的力量来分配资源，影响经济结构的变革与运行。而我国强大的行政控制力量及其运行惯性对资本市场的形成与发展运行施加了巨大的影响，使市场的结构与功能出现了极大的扭曲，市场的运行偏离了正常的轨道。对资本市场发展过程中的行政介入，看法极不

一致,有人认为是政府对股市的“保护”、“扶持”,或者说是必要的“管理”;但有人指出这种保护实际上是一种行政干预,是用计划经济的方法来管理资本市场,势必扭曲市场本身的运行,这看是对投资者的一种保护,但实际上是在控制与操纵市场,形成人为的利益再分配机制。我国证券市场运行管理的实践已经证明,这种保护有违市场经济的公平竞争原则,它带来了市场的非常扰动,利益分配的格局被打乱,政策效应成为证券市场最大的收益源泉,这与投资与资本市场的基本原则是相背的。

研究我国资本市场的结构与问题,可以发现它往往是和我国经济体制的原有结构以及现行的运行状况相关的,因而可以将其归结为发展中的问题。而发展中的问题是否能够通过发展来解决呢,其结论并不清楚。我们现在对市场运行的分析是实证性的,但成熟资本市场的运行与结构仍然是一种理想模式,而对这种理想模式本身存在的问题我们也并不清楚,这最终是人们对资本市场的发展目标、运行模式、功能定位产生了不同的理解,不同时期的管理政策也表现出了摇摆。

应该说,对资本市场的研究从市场建立之时起就已经开始了,但对市场的认识是在不断的变化的,从早期看,资本市场是一个新的融资体系,而市场交易本身只是投机买卖的场所,以后,资本市场则变成了国有企业改制与重组的推进器,而市场交易本身的功能只是金融工具的买卖变现而已。现在看来,市场功能的复杂性还没有被真正认识,市场的结构与运动对企业以及投资者的影响是十分巨大的,这种结构与体系对市场的稳定性与金融秩序的影响也是很直接的,资本市场的无序发展与干扰不但影响到市场投资的效率,而且还会损害金融业的正常运行与效率。

正是从这一目标出发,苏州大学财经学院、《经济研究》编辑部、东吴证券有限责任公司共同发起了资本市场与金融投资的理论研讨会,通过向学术界、理论界和企业界的征文,获得了一大批有创见有思想的论文,对我国资本市场发展中的各个方面进行了深入的探讨。呈现在我们面前的这个集子就是这次研讨会的理论成果。我们研究的重点在以下方面:一是有关我国资本市场制度的研究;二是关于资本市场运行

4 资本市场与投资分析

的研究；三是关于资本市场投资的研究；四是关于资本市场与公司治理的研究。这些研究既有广泛性，又不乏深入探讨。我们的编辑是在尊重作者原意的基础上，对论文重点、体例和文字表述作出了调整和统一编排。对此，我们将为文集的编辑出版负责。

万解秋 郑红亮

2002年8月

目 录

第一篇 资本市场制度研究

双重体制：中国股票市场的基本特点	王国刚(3)
我国股票市场与经济增长之间关系的研究	罗 真 张宗成(14)
中国资本市场主体规范研究	葛守昆(25)
低效率证券市场：基于制度变迁的一种解析	张宗新(35)
资本市场规范与中介机构培育相关问题研究	伍志文(48)
我国券商重组研究	张 晴 王光伟(58)
国内外机构投资者功能差异及制度分析	冯 恂 贝政新(78)
转换机制，走出“寻租场”误区	应宜逊(92)

第二篇 资本市场运行研究

我国股票价格变化对消费和投资影响的研究	魏永芬 王志强(105)
公开信息及股票市场行为效应	张元萍 欧爱明(116)
证券市场的直接贷款及其风险衡量	刘朝明(131)
预托证券与发行市场的开放策略	黄少明(138)
开放式保险投资基金：保险基金投资运作模式的 最佳选择	李杰义(148)
股票市场的市场歧视系数建立及其实证分析	戴治平(157)

2 资本市场与投资分析

信息不对称与机构操纵	赵 涛	郑祖玄(171)
证券市场宏观信息披露与股指波动实证分析 ...	金德环	李 鹏(189)
证券投资基金行为的市场效应分析 ...	朱卫国 王羽中	沈 艳(201)
我国股票首次公开发行定价效率研究	陆军荣	贝政新(212)
中国股票市场政策效应博弈分析	詹宇波	乔桂明(225)
劣股驱逐良股论		徐海宁(233)
宏观情景与股票市场收益分析	张广现	张 平(240)
网上交易的发展趋势和竞争策略	华伟荣	宋 宇(253)

第三篇 资本市场投资研究

公司股权结构与投资意愿问题研究	万解秋	徐 涛(265)
庄散博弈、套利机会与国有股减持	王智波	张宗成(276)
风险投资理论和政策的研究		夏清泉(284)
资本市场投资理念研究	余寿喜 薛 峰	周 俊(301)
开放式基金的功能及基金发展研究		郭劲光(312)
社会资本创业的政策机制		石 峰(321)
创业投资基金与证券投资基金监管比较研究		陈式龙(334)
我国开放基金的组织形式及其发展研究		常 巍(350)
我国积累制社保基金的建设及其投资运营	贝政新	陆军荣(361)
保险资金入市对基金的影响浅析	龙 苏	冀县卿(372)
新加坡中央公积金投资及启示		孙文基(377)

第四篇 资本市场与公司治理研究

中国上市公司融资偏好研究	万解秋	陈 莉(391)
法律环境、金融体制与公司治理理论述评	史晋川	栾天虹(408)
公司控制权市场及其在公司治理中的作用		赵增耀(427)
中国银行业的市场结构：现状、成因及改革方向	张晖明	管文昕(439)
对上市公司实施管理层收购(MBO)的研究		陆满平(451)
论我国银行业与资本市场的互动关系		陈涤非(482)
资本市场的发展与产业结构调整	严 武	(493)
解析苏州板块	薛誉华	(504)

第一篇

资本市场制度研究

双重体制：中国股票市场的基本特点

王国刚

中国股票市场是经济体制改革的产物，按理说，作为建立市场经济的一项重要工程，本不应再有计划经济机制的问题，但事实上，十多年来中国股市的成长始终未能摆脱计划经济的制约和影响，在一些方面、一些时候，计划经济机制甚至占据主导地位。因此，与发达国家的股市相比较，计划经济机制的严重存在是中国股市的独有现象。这从根本上决定了中国股市的基本特征是双重体制并存，而诸如运用政策调控股市、国有股不可流通、恶庄操纵股价、上市公司财务作假等等均是这一基本特点的具体表现，所以，对中国股市各种具体现象的理解或分析都应以双重体制并存为基点。^①

一、股市规范化与政府行为的规范化

中国股市作为一个新兴的股市，规范化建设是其发展的一项重要内容。从经济学角度说，“发展”既包括数量的增加和规模的扩大，也包括制度的完善、结构的调整和质量提高，因此，讲到“发展”就不能不包含“规范化”。但是，在中国股市中，何谓“规范化”却是一个难以界定

^① 就此而言，一些人将国有股不可流通、上市公司“圈钱”和财务作假、恶庄操纵股价等列为中国资本市场的基本特点是不确切的。

的范畴。基本原因是,在双重体制并存的条件下,“规范化”有着两个内涵截然不同的标准——计划经济标准和市场经济标准。由于计划经济的规范已为人们熟悉并已形成行为习惯,而市场经济的规范尚在探索和建立中,并常常遇到各种各样的阻力,所以,在强调“规范化”过程中很容易发生运用计划经济标准来规范资本市场的现象,而这一行为的后果难免使股市运行更加远离市场经济的标准。由此,从市场经济要求来看就更加不规范。

多年来,在强调“规范化”的过程中较多发生的情形是,有关政府部门和证券监管部门以各种方式要求上市公司、证券经营机构、股市投资者等的行为符合现行的法律法规、政策要求和政府部门的意图,很少涉及政府部门和监管部门自身的行为规范化问题。由此,形成了这样一种格局:似乎股市规范化是一个上层行政机关对下层运作主体的要求,而上层行政机关的行为没有“规范化”问题。这种格局的存在是符合计划经济规则的。其内在机理是,在计划经济中,上级政府部门的决策和行为永远是自觉的、正确的,不存在失误或错误可言,即便实践中发生了问题,也是下级运作机构未能有效理解或贯彻上级意图的结果,所以,上级行为没有“不合规范”之说。但是,如果从市场经济规则来看,则情形正好相反。受信息、权益、能力等各方面因素制约,市场的各类参与者(包括政府行政部门)行为都可能发生这样或那样的不符合市场规则之处,从而,表现为“不合规范”。事实上,中国股市中的种种不规范现象的发生,虽然由各种复杂因素所引致,但就主要方面而言,与上层行政机关的行为直接或间接相关,其中一些重要现象直接就是上层行政机关的行为后果,因此,要实现中国股市的规范化运行,首先需要解决的应是上层行政机关行为如何按照市场规则来完善(即行为的规范化)的问题。

不必赘述往事,仅以 2001 年出台的几项重大政策为例,就足以表现出上层行政机关的有关行为是否“规范”。

(一) B 股对内开放

2001 年 2 月 19 日,证券主管部门出台了 B 股对境内居民个人开放的政策,从而迈开了 B 股市场由离岸市场向在岸市场转变的第一步。B 股市场长期与 A 股市场相分立,无论监管制度、运作规则、信

息披露还是市场格局、交投状况、股价走势都有着明显的差别,而在一国范围内形成 A 股和 B 股这样两个不同的股市,实属不正常之事,因此,B 股对境内开放以及 B 股与 A 股合并是早晚的事。从这个意义上说,B 股对境内居民开放是一个市场化政策。问题在于,这一政策出台过于突然,以至于不仅证券经营机构、商业银行、证券交易所、市场投资者等毫无准备,而且中央银行、外汇管理部门也措手不及,甚至证券监管部门对可能发生的相关事件也缺乏充分预计,因此,在一段时间内,各方面仓促上阵、穷于应付。由此提出了一个问题:在各方面关系尚未有效协调、相关条件尚未准备妥当的情况下突然出台 B 股开放政策,符合市场规则吗?是证券监管部门的一种规范化行为吗?

一些人强调说,B 股开放政策的突然出台是为了保密,以防止一些人事先得到信息而造成市场的不公平。这一认识似是而非。实际上,即便对 B 股开放问题进行公开讨论并进行充分准备,既不能直接确定这一政策出台的具体时点,也不会根本改变 B 股开放后的总走势,但它有利于协调各个政府部门的行为,为证券经营机构、商业银行、证券交易所、各类投资者进行各方面准备留有充分的时间。

(二) 取消股票发行审批制

2001 年 4 月 1 日起,中国证监会取消了股票发行的审批制,与此同时也取消了已实行 9 年之久的股票发行“指标制”,从而迈开了股票发行制度向市场规则靠近的重要一步。但取代“审批制”的并非“登记制”,而是“核准制”。就具体细节而言,“核准制”与“审批制”有着诸多不同,但就实质关系而言,二者同出一辙(即不过是“审核批准”前两个字组合与后两个字组合的差别)。从具体运作程序来看,申请发股的公司同样需要将申报材料上报中国证监会,并经过一审、二审和终审;在这个过程中,虽然否决权交给了发审会,中国证监会不再直接作出否决意见,但上送发审会的材料采用红签、黄签和绿签“标注”则向发审委员表示了中国证监会发行部在一审二审后的倾向性意见。

与“核准制”相对应,股票发行的“指标制”为“通道制”所取代,即用给各家综合类证券公司下达发行家数指标的方法来取代原先给各地方政府下达发行家数指标的方法。“通道制”克服了“指标制”条件下发行

指标在行政渠道中运行、发股公司通过行政过程推荐所引致的各种弊端,但同时又引致了多方面问题的发生^①:

1. 攻关格局的变化。在“指标制”条件下,由于发股指标在地方政府手中,所以,攻关格局表现为发股公司、券商等“攻”政府部门的“关”和券商等中介机构“攻”指标公司(即以获得发行指标的公司)的“关”。但在“通道制”条件下,由于发股指标在券商手中,所以,攻关格局表现为发股公司(甚至包括地方政府)“攻”券商的“关”。

2. 中国证监会支配证券公司的力度进一步强化。在“通道制”下;一家券商拥有多少个“通道”指标直接由中国证监会决定,同时,“通道”指标使用的快慢在很大程度上也受制于中国证监会对申请发股公司的材料审核速度,因此,中国证监会对券商有了更强的支配力。

3. 券商在发行市场中的竞争进一步减弱。在“通道制”下,券商拥有发股指标,众多拟发股公司围绕券商“争通道”,而券商也不可能通过竞争来获得更多的“通道”指标,由此,各家券商之间的竞争也就难以展开。

显然,“核准制”和“通道制”依然有着比较浓厚的计划机制色彩。一些人认为,现在不能实行“登记制”的原因有三,即券商素质不够高、拟发股公司质量不高、投资者尚未成熟。但值得注意的是,要在“核准制”和“通道制”中解决这些问题是极为困难的。内在机理是,用非市场的方法不可能培育出市场经济,市场规则只能在市场经济中形成。因此,如果说非得通过“洗牌”才能形成符合股市规则的发行市场,那么,直面“登记制”就是不可避免的选择,这有利于减少历史成本。

(三) 国有股减持

2001年6月,政府决策部门推出了国有股减持政策,后因股市难以承受及其他方面原因而暂停实施。减持国有股,对实现国企上市公司运行机制转换、改变由三分之二不可流通股引致的股市走势不规范状况、促进监管体系的完善等都有重要意义,因此,可以说“减持国有股”是一个推进股市建设的市场化政策。但由于政府部门既是国有股的股东又是国家的行政机关,由此,国有股减持从哪个角度出发就成为一个

^① 参见王国刚:“竞争性遴选:完善股票发行核准制的重要机制”,《银行家》,2002年第3期。

值得重视的问题。由于十多年来从国企清产核资、资产评估到发股指标分配的一系列环节中,政府部门运用行政机制强制性地将政策向国企倾斜,使国有股的净资产数量巨额增加;由于国企上市公司发股募集的资金在使用中大量浪费,未能实现预期业绩,给投资者带来严重损失。所以,如果从股东立场出发,就首先需要确认由前期非市场行为所引致的国有股资产增加这一事实,然后按照股权平等的原则研讨国有股减持原则,最后再研讨国有股减持的操作方案。但在国有股减持政策出台过程中,这些问题并没有得到充分认真的研讨,也未充分重视维护其他股东的平等权益,这一政策出台与其说是从股东角度出发不如说是从行政机关角度出发,由此,股市投资者通过“用脚投票”所表达的意见,与其说是对减持国有股“投”了不赞成票,不如说是对运用行政机制来强硬贯彻政府部门意图的行为“投”了反对票。显然,国有股从最初的不准流通到减持政策出台都印透着计划机制的内在要求,而从市场规则来看,则始终是一种不规范现象。

中国有一句老话“上梁不正下梁歪”,因此,要解决中国股市的不规范问题,首先需要从上层行政机关做起。

二、股市“晴雨表”与“政策市”

在发达国家中,股市有着经济走势“晴雨表”之称。一些西方学者经统计分析认为,股市行情的变动大致早于经济走势变动6—8个月。其理论解释是,股市投资者总是根据预期收益来选择投资的,如果大多数投资者都认为未来一段时间内经济走势将上升,通过投资购股,就将使股市走势上扬,反之亦反。在中国股市中,虽然一些股评人士也屡屡用这种“晴雨表”来讨论股市走势,但其情形正好相反,即不是用股市走势来预期经济走势,而是用经济走势来说明股市走势。1999年笔者经研究得出的结论是,中国股市走势与经济走势基本不相关^①。这种情形所以发生,基本原因在于,十多年来政府部门总是不时地运用政策来影响股市走势,以使股市在其认可的范畴内运行,因此,中国股市有着“政策市”一说。

^① 王国刚:“中国股市与经济走势的异动分析”,《经济参考报》,1999年8月14日。