

发展与
创新研究

中国证券市场

黄小花 著

ZHONGGUO ZHENGQUAN

SHICHANG

FAZHAN YU CHUANGXIN

YANJIU

湖南大学出版社

11 J

F832.51

H78d

中国证券市场发展与创新研究

黄小花 著

湖南大学出版社

2002年·长沙

图书在版编目(CIP)数据

中国证券市场发展与创新研究/黄小花著. - 长沙:
湖南大学出版社, 2002. 5

ISBN 7-81053-476-9

I. 中... II. 黄... III. 证券市场-研究-中国
IV. F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2002)第 032323 号

中国证券市场发展与创新研究

黄小花 著

☐责任编辑 王和君

☐特约编辑 徐 波

☐装帧设计 吴颖辉

☐出版发行 湖南大学出版社

社址 长沙市岳麓山 邮码 410082

电话 0731-8821691 0731-8821594

☐经 销 湖南省新华书店

☐印 装 长沙华中印刷厂

☐开本 850×1168 32 开 ☐印张 9.5 ☐字数 240 千

☐版次 2002 年 5 月第 1 版 ☐2002 年 5 月第 1 次印刷

☐印数 1-1500 册

☐书号 ISBN 7-81053-476-9/F·30

☐定价 15.00 元

(湖南大学版图书凡有印装差错, 请向承印厂调换)

导 言

一、主题

本书的研究主题是中国证券市场的发展与创新问题。

在我国,证券市场研究是经济研究领域近几年兴起的新课题。虽然这一问题的研究在我国起步较晚,但它在经济理论界所受到的日益广泛的关注却足以说明证券市场已经成为我国经济研究的又一“热点”。几年来,不少学者在这一领域进行了大量富有开拓性的研究和探索,并取得了大批令人耳目一新的研究成果。尽管理论界对证券市场问题的探讨已具有相当的广度和深度,研究成果亦着实令人兴奋和鼓舞,但综观理论界已有的研究成果,大多都是从企业融资、国有资本运营等视角出发而进行的研究,虽然上述研究有时也涉及到证券市

场发展的问题,但从创新的角度对中国证券市场发展问题进行专门研究尚显得较为薄弱,系统性的证券市场发展与创新著作更不多见。这当然不能对经济理论界作任何责怪,因为中国证券市场迄今为止只运作了十余年的时间,作为现代市场经济的重要组成部分的证券市场,在我国建立后以及在其后的发展中,在筹集建设资金,促进国企改革,增加国家税收,推动国家宏观经济发展中日益显示出其巨大而又难以甚至不可替代的作用。10多年来,资本市场从国内外筹集资金7000多亿元,仅2000年就筹资1500多亿元,为国家提供直接税收1200多亿元,仅2000年股票交易印花税就达480亿元,超过农业税一倍,成为国家重要的税收来源。此外,资本市场还提供了几十万个就业岗位,增加了就业机会;利用资本市场筹资,使我国许多重大的基础建设工程得以建成,许多重大的科技项目得以投产,许多具有国际竞争力的企业和产品得以加快发展。这是有目共睹,不容置疑的事实。正因为如此,中国证券市场的筹资和支持国企改革的功能被过分放大,经济理论界大多从企业融资、国有资本运营等视角出发而对中国证券市场进行研究也就司空见惯了。

然而,中国证券市场是在经济体制改革过程中建立

起来的,很不成熟,明显带有计划经济的痕迹,发展过程中存在严重的制度缺陷,监管上也存在相当严重的不足之处。市场经济国家证券市场的基本功能是企业融资、资产定价和优化资源配置。在我国,证券市场的功能除此之外还有一项较为特殊的基本功能即国有企业的改制功能,具有显著的中国特色。因而监管部门的一个特殊任务就是保持证券市场的快速发展(而不是由实体经济的发展来推动),以便利用证券市场的融资功能,为改革服务,分摊改革的成本。这有悖证券市场的实际作用。证券市场最大的作用是优化资源配置,对资产进行合理的定价。我国证券市场对资产进行合理定价功能很弱,股价与其实际价值严重背离,公司上市的最大目的是“圈钱”。实践表明,这种受到强化的融资功能对我国证券市场造成了巨大的危害。

经历十余年的发展,中国证券市场正面临新的阶段:从国内环境来看,经济持续增长,国有企业转轨,经济体制创新,股权结构优化,国有资本有效运营等对证券市场发展提出了巨大的内部呼唤;从国际环境来看,中国加入 WTO,资本市场对外开放,市场业务变革,经济结构调整,市场监管等变化趋势对证券市场发展提出了强大的外部压力。建立一个“发展健康、秩序良好、运

行安全的证券市场”是中国证券业的紧迫课题。还有很多工作需要理论与实践,需要上上下下共同努力,用创新的思维来解决。可以说,证券市场发展暴露的问题,是经济体制改革进程中所必然要出现的。证券市场发展和运行中所出现的矛盾,有的是由于体制改革不到位产生的,有的是由于市场及其自身环境发展不充分产生的,还有的是由于社会文化、传统习惯等产生的,并不完全是证券市场本身的原因,也不完全是证券监管不力的原因。2001年以来,证券监管部门在规范市场方面做了不少卓有成效的工作,特别是针对上市公司弄虚作假、证券公司资产质量不高、会计师事务所执业素质低下,以及庄家频繁操纵市场等问题,出台了一系列规范举措,市场环境大为改观。但人们也注意到,伴随着对市场的整肃,2001年市场的发展出现了诸如增发遭遇波折、企业通过公开发行股票筹集资金的数额较之上一一年有所下降、国有股减持被迫紧急暂停等现象。另外,随着股指大幅下跌,市场出现紧张气氛,市场的稳定受到了包括经济学界在内的各方人士的关注。2001年一年的发展情况表明,规范发展是大势所趋,只有不断解决多年积累的问题和深层次结构性矛盾,逐步使证券市场规范化,才能不断提高直接融资比重。

但是,规范,特别是不搞运动的规范,不看市场脸色的规范,需要一种创新的思路。惟其如此,方能改变市场的投机之风、造假之风,净化市场环境,使投资者的投资理念、上市公司的经营理念,以及证券公司、中介机构的执业理念有根本的转变,使上市公司和证券经营机构、中介服务机构转换经营机制、完善法人治理结构,建立现代企业制度,进一步增强投资者长期投资的信心。发展是硬道理,中国证券市场的发展与坚定不移的规范之间的关系仍需很好地协调。国有股减持推出又暂停就已说明:没有规范做基础,发展的步伐将无法迈进。

用创新的思维规范发展中国证券市场,是为我国宏观经济发展“保驾护航”的需要。正如2002年全国金融工作会议所指出的那样:“证券市场在经济发展中的作用日益重要”。它的“日益重要”体现在,实体经济越来越依赖于金融虚拟经济,股市的财富效应对经济发展的影响已越来越不容忽视。当股市实际上已成为宏观经济的基本部分之一时,正确处理规范与发展的关系,实际上就是在保护我国经济的平稳发展。应当说,在全球经济普遍不景气的大环境下,维护我国股市的规范稳定发展,对维护“十五”开局的良好局面、迎接党的十六大召开具有非凡的意义。

用创新的思维规范发展中国证券市场,也是提高中国证券市场制度竞争力的需要。目前全球资本市场之间的竞争,越来越体现在制度的竞争力上。入世后的中国资本市场,要参与全球资本市场的竞争,自然应在制度上加速与国际接轨。事实是,由于中国证券市场是在整个经济体制改革的过程中诞生和发展起来的,本身就带有旧体制的惯性和弊端,而在发展过程中又积淀了新的矛盾和问题,制度缝隙带来的违规行为在所难免。显然,要提高竞争力,必须在规范中发展,加快制度缝隙的修补和市场主体内控、风险管理等制度的完善。而要实现这个目标,创新的思维是十分必要的。

基于此,本书便是对这一主题进行较系统研究的初步尝试。

二、范围

主题的确定只是规定了研究的一般对象,为了避免研究过程中的漫无边际,使研究的内容相对集中,还必须在特定主题下对研究的范围进行必要的限定。本书的研究也是如此。具体而言,在“证券市场发展与创新”这一主题下,本书的研究范围限定主要表现在以下两个方面:

第一,本书研究的是“证券市场”发展与创新,而不是整个“金融市场”发展与创新。证券市场与金融市场的关系是从属与被从属的关系。按照我国金融学界的一般定义,金融市场是指资金盈余部门向资金赤字部门融通资金的场所,包括通过各类金融机构及个人所实现的资金融通。这里的场所可以是有形的,也可以是无形的。这种资金的转移可以表现为货币资金的借贷,也可以表现为金融商品的买卖。故金融市场是一个大系统,包罗许多具体的、相互独立但又有紧密关联的市场,可以用不同的划分标准进行分类。最常见的是以金融交易的期限作为标准把金融市场划分为货币市场和资本市场。货币市场是交易期限在1年以内的短期金融交易市场,其功能在于满足交易者的资金流动性需求。这一领域包括短期存贷市场、银行同业拆借市场、贴现市场、短期债券市场以及大额存单等融资工具市场。资本市场是交易期限在1年以上的长期金融交易市场,主要满足工商企业的中长期投资需求和政府弥补财政赤字的资金需要。这一领域包括长期存贷市场、债券市场和股票市场,其中债券市场和股票市场统称为证券市场。由此可见证券市场尽管处于金融市场的重要地位,但毕竟只是金融市场的个子市场,除证券市场外,金融市

场还存在着其他子市场。若就市场发展而言,包括证券市场在内的各类金融市场可谓各有千秋、颇具差异。但无论哪类金融市场一般都具有一个共同特征,即创新。创新是为了发展,而发展都需要创新。一句话,同任何市场一样,各类金融市场的发展一般都存在一个创新问题。不过,正是由于各类金融市场的业务范围、活动领域不同,它们之间在创新的特点、具体方式和实现途径方面也存在较大差异。因此,为了避免泛泛而谈和缺乏针对性,对各类金融市场发展与创新亦有必要进行分门别类的单独研究。本书之所以把证券市场从金融市场中分离出来,将研究范围定在“证券市场”的发展与创新上,其原因正在于此。

必须指出,研究范围的这种限定并不妨碍我们在证券市场与其他金融市场发展与创新之间建立联系,换言之,尽管本书研究的是“证券市场”的发展与创新,但并不是对它进行孤立的考察,其中必然会涉及到其他金融市场活动的诸多方面,只不过这种涉及是站在“证券市场”发展与创新的角度进行的分析而已。

第二,本书研究的是“中国”证券市场主要是大陆的证券市场发展与创新,而不是“外国”证券市场发展与创新。虽然无论中国证券市场还是外国证券市场都存在

发展与创新的问题,但本书研究的范围并不是一般意义上的证券市场发展与创新,而是“中国”证券市场发展与创新。由于中国证券市场产生的时间较晚,又是在旧体制中诞生的,带有计划经济的胎迹,发展过程中存在严重的缺陷,又面临国内国际环境的双重挑战,必须通过发展与创新来加以改善。因此,本书的研究也理所当然地以“中国”证券市场发展与创新为重心。

同样应当指出的是。本书虽然研究的是“中国”证券市场的发展与创新,但并非对“外国”证券市场的发展与创新不作任何涉及,相反,在本书的分析过程中,不可避免地会论及外国尤其是发达国家证券市场的发展与创新问题。这不仅是因为证券市场发展与创新的一般原理在各国间具有普遍适用性,更是因为发达国家的证券市场经过几百年的发展,其创新的经验、理论、做法和规则远比我们丰富和成熟,因而探讨我国证券市场的发展与创新不能不加以学习和借鉴。

三、方法

方法的问题是科学研究中的重要问题,研究方法的选择主要取决于研究对象的性质和研究者的目的。

在经济学的研究中,当代西方学者最惯常使用的方

法有两种：实证方法和规范方法。用实证方法分析经济问题称为实证经济学，用规范方法分析经济问题称为规范经济学。那么，究竟什么叫实证经济学和规范经济学？二者之间有什么区别？美国著名经济学家萨缪尔森对此作了回答：“实证经济学是描述经济中的事实、情况和关系。现在的失业率是多少？较高水平的失业率如何影响通货膨胀？汽油税又会怎样影响汽油的消费量？这些问题只有通过诉诸事实才能解决。这些问题有可能比较容易，也可能很难，但是它们都属于实证经济学范围”。“规范经济学涉及伦理和价值。通货膨胀的容忍限度应该是多少？是否应该向富人课以重税以帮助穷人？国防开支每年应当增长3%，还是5%，或是10%？这些问题涉及到根深蒂固的价值和道德判断。”即是否考虑社会的是非与当否。前者客观地解释经济社会的运行，它排斥一切价值判断，只着眼于经济事物之间和各种变量关系的规律；后者则根据个人的价值观为经济社会提供规范。简言之，实证分析法侧重于研究“现在是什么”，而规范分析法侧重于研究“应当是什么”。

就本书的研究而言，如果在上述两种方法之间进行选择，规范分析方法无疑更为合适。这是因为：(1)研究

中国证券市场的发展与创新,重要的不在于对现实状况进行客观描述,而在于探讨现行的做法和评价其利弊得失,并在此基础上提出改进的途径和出路,这就必然涉及规范分析中的价值判断问题。(2)中国目前正处于新旧体制转换时期,在这一特殊背景下,我国证券市场一方面尚未完全脱掉从母体(计划经济)中带来的胎迹,其运作很不规范。另一方面,由于对市场经济条件下中国证券市场该如何运作和管理尚显得较为陌生或知之不多,常常是“摸着石头过河”,“先发展、后规范”,花费的制度成本巨大。因此,为了使我国证券市场尽早走上发展健康、秩序良好、运行安全的轨道,必须用规范的分析方法指出中国市场经济中的证券市场“应当是什么”,而不能仅限于揭示“现在是什么”。(3)虽然建立有中国特色社会主义市场经济的目标已经确立,但目前我国的一些经济政策、经济法律和法规尚未为市场经济条件下的证券市场运作提供宽松的政策和法律环境,甚至与之相掣肘。同时,适合证券市场发展的外部经济条件目前也不完全具备。在这种情况下,研究中国证券市场发展与创新问题必须超越现行政策、法律的规定和现实条件而具有超前性和前瞻性,而超前性的研究所使用的方法必然是因为实证分析方法侧重于揭示“现在是什么”,使用

这种方法的结果不可能超越现行政策、法律和现实条件的限制,至多是对现行政策、法规的诠释和注解。

当然,对规范分析的侧重并不排斥与实证方法的结合运用。首先,要研究市场经济条件下中国证券市场的发展与创新,必须建立在对中国证券市场发展现状充分认识的基础上。换言之,要想揭示中国证券市场发展“应该是什么”,必须了解其“现在怎么样”。其次,规范分析和实证分析之间并没有截然的分水岭,二者有时很难分开,正如某些西方经济学者认为的那样,“实证经济学和规范经济学之间的某些重叠是难免的。它们之间的界线并不很明确,在一些重大问题上几乎不能区分”。

四、结构

内容的安排体现着研究的逻辑思路。本书研究的逻辑思路是:要研究中国证券市场发展与创新,首先就必须说明证券市场发展与创新的一般关系,并要论证为什么要注重证券市场发展与创新;然后就要具体分析中国证券市场发展所需的主要方面的创新,包括上市公司治理结构、国有股减持、企业债券市场发展、可转换债券市场发展、“庄家”行为的治理、中小投资者权益保护体系、投资者教育等。证券市场在上述几个主要方面所进

行的创新,必然需要良好的理念、经济、政策和法律环境,因此,着意营造适宜的各种外部环境,便不可避免地成为中国证券市场发展与创新的配套工程。根据这一思路,本书的安排分为三个部分:

第一部分带有总论性质,包括1章。第1章从理论上对创新的内涵及理论基础、证券市场发展与创新的一般关系、创新是中国证券市场发展所面临的紧迫课题等予以分析,旨在通过对证券市场发展与创新进行大致界定,从国内国际环境两个方面分析中国证券市场发展要加强创新的必要性和紧迫性。

第二部分为本书的重心和主体。包括2、3、4、5、6、7、8七章。分别探讨中国证券市场发展各个主要方面的创新,第2章论述上市公司治理结构创新,分别就公司治理结构的理论、上市公司治理结构的国际经验与启示、我国上市公司治理结构存在的问题、改进我国上市公司治理结构的意义以及促进我国上市公司治理结构创新的政策建议进行了探讨;第3章论述国有股减持新思维,通过追溯国有股问题的由来,分析国有股减持的战略意义,通过对目前的国有股回购、配售及其他减持方案进行分析,提出国有股减持的核心在于市场公平,最后基于市场公平提出一种减持新思维;第4章论述企

业债券市场发展创新,分别就企业债权融资的理论、实证分析、我国企业债券市场发展的基本评价、我国发展企业债券尚存的问题以及促进企业债券市场发展的政策建议进行了探讨;第5章论述可转换债券市场发展创新,对于可转换公司债券概念与特点、可转换公司债券的国际发展、我国发展可转换公司债券的积极意义、我国可转换债券市场存在的问题、完善我国可转债市场发展的政策建议进行了探讨;第6章论述根治“庄家”行为的制度创新,通过对中国证券市场十年来的庄家行为及其效应分析,揭示产生庄家行为的制度因素,提出根治庄家行为的制度创新对策;第7章论述中小投资者权益保护体系创新,分别对证券市场的投资者及其构成、中小投资者权益保护与证券市场发展、成熟市场中小投资者权益保护的政策与措施、我国证券市场的中小投资者权益受侵害问题、创新我国中小投资者权益保护体系的对策进行了探讨;第8章论述投资者教育创新,着重分析了投资理念及其构成、西方投资者投资理念的发展变化、成熟市场的投资者教育及其作用、我国投资者过度投机理念及其成因,并对教育投资者,倡导理性投资问题提出了若干政策建议。

第三部分论述中国证券市场发展与创新的外部条