

迈向新金融时代 海通证券丛书

中国证券市场跨世纪发展思考

王开国 著

上海财经大学出版社

迈向新金融时代·海通证券丛书

中国证券市场跨世纪发展思考

王开国 著

上海财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

中国证券市场跨世纪发展思考/王开国著. —上海:上海财经大学出版社,1999.12

(迈向新金融时代·海通证券丛书)

ISBN 7-81049-381-7/F.323

I. 中… II. 王… III. 资本市场-研究-中国
N. F832.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字(1999)第 53917 号

ZHONGGUO ZHENGQUANSHICHANG KUASHIJI FAZHAN SIKAO
中国证券市场跨世纪发展思考

王开国 著

责任编辑 郑金 封面设计 周卫民

上海财经大学出版社出版发行
(上海市中山北一路 369 号 邮编 200083)

全国新华书店经销

上海印刷七厂一分厂印刷装订

1999 年 12 月第 1 版 1999 年 12 月第 1 次印刷

850mm×1168mm 1/32 13.5 印张 314 千字
印数 1—3 000 定价:25.00 元

前 言

1995年初,我来海通工作之前几乎一直从事理论学习和研究工作,长期形成的读书、思考问题的习惯一直浸漫在我现在正从事的繁忙劳碌的企业经营管理工作。只不过现在思考问题的方法以及思考的侧重点均较过去在机关从事理论研究有所区别罢了。

在我从事证券经营管理工作中,始终萦绕在我脑海里的一个问题是证券市场与经济增长的关系。记得曾与复旦大学博导张军教授、河海大学宗兆昌副教授就此题专门讲过我的观点,同时也请他们研究。如果从事证券工作的人对这样重大的问题没有深刻的认识,又怎能去专心、全力地、并把它作为一项崇高的事业去干呢?我的研究发现,虽然没有足够历史数据证明证券市场发展程度与经济增长呈正相关关系,但有足够事例说明,证券市场对经济增长有巨大的推动作用。它的推动力不只限于资本对经济的作用,还包括由于证券市场的出现而引发的一系列社会运行机制的变革、思想观念的改变、人的素质提高等多个方面。当然,证券市场也有不少负作用,但这种负作用,正如其他一切事物一样,是在其发展进程中必然相伴产生的一种现象,关键要看事物的本质。我的研究还证明,社会主义市场经济的高级形态或成熟形态必然是与证券市场全面发展相伴相随的,中国的证券市场在未来几十年内都将处于一个上升时期。

由于中国特定的国情,我国证券市场的主要主体——上市公司,是由国企改革而来的,国企产权结构改革的成败直接关系到中国证券市场的发展。当前上市公司信息披露不规范、质量不高、效

益滑坡等等,与国有产权改革不够彻底有关,是证券市场健康发展的一大隐患。研究还证明,上市公司股权结构是否合理与它的经济效益有很大的关系。有种种事实表明,就总体来看,国有股权占控股比重较高的上市公司,其效益或多或少要低于国有股权比重较低的上市公司。这一研究结论可以启发我们明确未来上市公司股权结构的设计模式。

把上市公司股权按照持股人身份分为国家股、法人股、社会法人股和个人股,并且国有股占控股地位,是中国证券市场的一大特色。国家股、国有股转让上市是一个亟待研究的课题。这一章的主要内容是我在北京工作时承担的中国社会科学基金课题,当时提出了解决国有股转让上市的6条途径。其中有些已经明显过时了,但本人并不认为有什么错。我现在还认为,STAQ、NET系统以及许多地方产权交易所是解决国有法人股转让的重要场所和途径,只不过在发展过程中不规范、没经验,出现了不少问题而被关闭了。也许未来还要采取其他适当形式来解决国有股、法人股流通转让问题。

资产证券化是中国证券市场发展过程中的一件新生事物,目前在中国几乎还处于萌芽状态,但随着中国证券市场的发展,资产证券化必定会以较快的速度发展起来。本章的主要内容我在1996年初就曾有了构想,后来在我国青岛举办的一次资产证券化国际研讨会时,准备了一个发言稿,比较详细地分析了资产证券化的发起主体,特设主体,中介机构,政府部门各自的职能、地位、作用,以及资产证券化过程中税收、会计和法律问题。本章部分内容曾在《经济研究》1999年第6期上发表过。发表后,接到不少机构的电话询问,说明该主题确实有深入探讨之必要。

基金是证券市场中一种非常重要的融资工具,培育基金既是

发展机构投资者、稳定壮大证券市场的重要途径,又是为社会大众提供多样化投资手段的必备工具。基金市场是证券市场中最重要的一部分,因此,深入探讨基金业务是完善、发展我国证券市场必经途径,也许本章的研究能为我国下一步深入发展基金市场提供一些借鉴。

B股市场是中国证券市场发展中的一种独特的市场现象,当前或较长一段时期以来它的发展出现了很多问题,迫切需要解决,如果不尽快研究并采取切实可行的措施来解决B股市场中出现的问题,很有可能使它走入绝境。在这一章中比较全面地分析了B股市场面临的问题,阐明了产生这些问题的原因,提出了解决问题的若干措施,确实值得一读。本章的主要观点是在1998年5月由海通证券公司举办的B股市场研讨会时提出的。

经纪人制度是成熟证券市场中一项非常重要的交易制度,完善科学的经纪人制度有利于减少投机,减少交易费用,提高证券市场的运作效率。本章较系统地分析了西方经纪人制度产生、发展、运作机制以及对于我们的借鉴作用,可供证券从业人员参考。

投资银行既是中国证券市场的发动者,又是证券市场产生形成的产物。它们相互促进,相得益彰。没有实力雄厚、经营稳健规范、功能齐全的投资银行,不可能有成熟的证券市场。正是投资银行家们设计出丰富多样的金融工具,为国企改革提供多样化的服务,为社会散户提供多种多样的经纪服务,才有了证券市场的逐步形成壮大。因此,为了促进中国证券市场的健康发展,政府应当为投资银行的发展创造必要的条件和环境,哺育它们健康成长,同时,投资银行也应充分认清肩负的使命,为中国经济的腾飞作出贡献。

证券商稳健经营一章是我从事经营管理的经验总结。近几年来我目睹了许多有名的一时红红火火的证券公司纷纷倒下的情

形,深刻地认识到稳健经营是券商的生存之本。1998年8月,在海通证券公司年度中期工作会议上,我曾明确提出证券公司经营中面临的五对矛盾和树立五个意识的问题,消除了公司不少分支机构领导在处理规范与发展问题上的模糊认识。我认为,中国券商面临着以下五对矛盾,即:券商营业部数量的有限性和中国证券市场无限性扩张的矛盾;单个营业网点面积有限性和客户开拓无限性的矛盾;单个营业网点就业人员有限性和整体推进业务无限性的矛盾;单个网点资本的有限性和业务拓展所需足额营运资金的矛盾;单个券商获取信息有限性和社会可提供信息无限性的矛盾。这五对矛盾是券商在发展过程中面临的永恒的主题,正确处理好这五对矛盾,小的券商可以变大,反之,大的也可变小。我提出了证券从业人员要树立五个意识,即市场意识、竞争意识、风险意识、服务意识、品牌意识。我所讲的这些“矛盾”和“意识”的精髓是“稳健”。海通这种“稳健”的经营作风,确实使海通不断发展壮大。

在“证券法的突破及有待完善的若干问题”以及“关于中国券商融资策略分析”等几章里,分别从不同角度论述了证券市场发展中所碰到的一系列问题,对未来我国证券市场的发展作出展望。

本书是我从事实际工作的一些心得,很多篇章是应邀参加研讨会所撰写的演讲稿,其中第二章是我为由中组部、国家经贸委所举办的1000家大型企业厂长经理培训班的讲课稿。本书部分资料的收集整理还得到了金晓斌、袁国良、姜伟、余有红、胡曙光、郑卒、于建国、唐利民、吴福明、滕泰、任峥等同志的协助。由于时间匆忙,书中难免有不少错误,敬请读者批评指正。

王开国

1999年11月

第一章 证券市场与经济的关系

从经济与金融的本质关系来看,是经济决定金融。金融业务是适应经济和贸易的发展而产生的。经济发展的水平决定了金融业发展的广度和深度,也决定了企业的融资形式和层次。当然,金融对经济也具有反作用。尤其是在现代经济中,金融已成为新经济形态的支柱与核心,金融在国民经济中的地位和作用越来越重要。我国作为新兴的社会主义市场经济国家,经济增长及市场化的推动迫切需要改变原来以财政融资和间接融资为主的投融资体制,建立适应经济持续、稳定发展及资源优化配置的直接融资与间接融资并重的多元化金融制度。

分析证券市场与经济的关系,揭示证券市场对我国经济发展的作用,是客观认识证券市场在我国国民经济中的地位以及进一步发展证券市场的前提。本章将首先对证券市场与经济增长的关系进行理论分析,以揭示证券市场促进经济增长的内在机制。在此基础上考察我国证券市场与经济增长的互动关系,实证分析我国证券市场对经济增长的贡献。最后探讨证券市场在解决我国当前通货紧缩、促进经济发展中的作用。

本章论述的证券市场主要指股票市场。

第一节 证券市场与经济理论分析

对证券市场与经济增长关系的研究由来已久。马克思早在一个半世纪以前就指出,“假如必须等待积累去使某些单个资本增长到能够修建铁路的程度,那么恐怕直到今天世界上还没有铁路。但是,集中通过股份公司转瞬之间就把这件事完成了。”^① 马克思侧重于从资本集中的角度考察证券市场对经济发展的巨大作用。本节将根据西方 80 年代后最新发展起来的金融发展理论和内生增长理论,进一步分析验证证券市场与经济发展的关系。

一、证券市场对经济增长的作用机制:理论模型

关于证券市场对经济发展的作用机制,现代金融理论进行了大量分析,其中最具代表性的是马尔科·帕加诺(Pagano)在内生增长理论基础上建立的模型。

我们先考察最简单的内生增长模型:

$$Y_t = AK_t \quad (1.1)$$

其中 Y 表示经济总产出, K 表示资本, A 是系数。上述形式的生产函数可以在两种框架下生成:(a)具有外部经济(external economies)的竞争经济,其中每个厂商面临着一种规模收益不变的技术,但是生产率是总资本存量 K_t 的增函数。(b) K_t 是物质资本和人力资本的混合,这两种类型的资本都以相同的技术被再生出来。

为简单起见,假设人口规模不变,并且整个经济体系只生产一

^① 马克思,《资本论》第一卷,人民出版社 1975 年版,第 688 页。

种商品,这种商品可被用于投资或消费(如果被用于投资,每期以 δ 的比率折旧),那么总投资 I 等于:

$$I_t = K_{t+1} - (1 - \delta)K_t \quad (1.2)$$

在一个没有政府的封闭经济中,资本市场的均衡条件是:总储蓄 S_t 等于总投资 I_t 。假设 $1 - \phi$ 比例的储蓄在融资过程中流失掉:

$$\phi S_t = I_t \quad (1.3)$$

根据式 1.1, $t+1$ 期的增长率是 $g_{t+1} = Y_{t+1}/Y_t - 1 = K_{t+1}/K_t - 1$ 。利用式 1.2, 并去掉时间下标, 稳定状态下的增长率可写为:

$$g = A \frac{I}{Y} - \delta = A \phi s - \delta \quad (1.4)$$

在式 1.4 的第二步中, 我们利用了资本市场的均衡条件(式 1.3), 并把总储蓄率 $\frac{S}{Y}$ 定义为 S 。

式 1.4 清楚地显示, 证券市场可以在以下几个方面对经济增长产生作用: 一是通过改变储蓄被转化为投资的比例 ϕ , 二是改变资本的边际社会生产率 A , 三是改变私人储蓄率 s 。下面我们依次分析这三个机制。

1. 证券市场促进储蓄转化为投资。

证券市场的第一种重要功能是把储蓄转化为投资, 在把储蓄转化为投资的过程中, 金融体系需要吸收一部分资源以维持自身的运转, 从而 1 美元的储蓄只能带来少于 1 美元的投资(式 1.3 中的 ϕ)。中间的差额 $(1 - \phi)$ 以存贷利率差的形式流向银行, 以佣金、手续费等形式流向证券经纪人和交易商。如果证券市场的发展能够使金融部门所吸收的资源减少, 那么证券市场的发展就使经济增长率 g 提高。

2. 证券市场使资本配置效率提高。

证券市场的第二种重要功能是把资金配置到效率最高也即资

本边际产品最高的项目中去。证券市场主要通过三种方式来完成这一过程。一是收集信息以便对各种可供选择的投资项目进行评估；二是促进创新活动；三是通过提供风险分担来促使个人投资于风险较高但更具生产性的技术，从而提高生产效率。其作用机制是：在存在证券市场的条件下，投资者既可以通过在股票市场上出售股份而不是从银行贷款来缓解流动性要求，又可以通过证券组合来降低收益率不确定带来的风险。股票市场的这种双重保险功能促使人们更加愿意投资于专业化程度更高，也更具生产性的技术，使生产率得到提高。

3. 证券市场的发展通过改变国民储蓄率影响经济增长。

证券市场影响经济增长的第三种方式是通过改变储蓄率，只不过在这种情况下，证券市场发展和经济增长之间的关系是不确定的。因为证券市场的发展既可能提高储蓄率也可能降低储蓄率，导致对经济增长的不确定性。其作用过程包括三个方面：(1)证券市场的发展使保险市场随之建立起来，而保险市场的建立会降低居民预防性储蓄的动机。在储蓄率与经济增长率之间存在确定正相关的条件下，储蓄率的下降使增长率下降。(2)消费信贷和抵押贷款等其他融资方式减少了融资者的约束，扩大了他们的融资能力，居民的储蓄倾向因此降低，不利于经济增长。(3)利率效应对储蓄的影响是不确定的。传统的金融发展理论认为，低利率会导致低储蓄。但是最新的金融发展理论表明，实际利率对储蓄率的影响在先验上是不明确的，有关的实证研究还远远没有确认实际利率与储蓄率之间的关系。因此在证券市场对经济增长的三种作用机制中，只有一种不明确，其他两种具有明显的正面作用。所以总体来看，证券市场对经济增长具有积极作用。

二、对股票市场与经济增长关系的实证检验

前面我们利用最新的内生增长理论分析了证券市场在经济增长中的作用,可以看到,这种作用有可能是积极的,也有可能是消极的。为了验证股票市场发展和经济增长的确切关系,许多经济学家都进行了实证检验。其中以世界银行经济学家德米尔居斯孔特和莱文(Demirgüç-Kunt and Levine)等人进行的研究最具代表性。

为了检验证券市场与经济增长之间的关系,德米尔居斯孔特和莱文提出了一组共六个用以反映股票市场发展状况的指标。这六个指标分别是:反映股票市场规模的市价总值指标、反映股票市场流动性的周转率指标、反映股票市场集中程度的指标(总市值最高的10种股票在市价总值中的比重)、反映股票市场易变性(指股票收益的易变性)的指标、反映某一证券市场与世界资本市场一体化程度的指标和反映制度发展的指标。德米尔居斯孔特和莱文在提出了上述各种个体指标之后,接着又提出了四个总体指标,以便把个体指标所包含的信息综合起来。在计算出有关国家的四个总体指标值之后,德米尔居斯孔特和莱文发现,在人均实际GDP和股票市场发展之间有某种对应关系。一般说来,在人均实际GDP较高的国家,股票市场发展程度也较高。莱文和美国经济学家泽尔沃斯(Levine and Zervos)使用德米尔居斯孔特和莱文所提出的总体指标实证检验了股票市场发展和长期经济增长之间的关系。他们使用的是41个国家1976年~1993年的数据。他们把整个样本期划分为两个子时期(1976~1985年和1986~1993年),在每个子时期对数据进行平均,从而每个国家都有两个观测值。检验结果显示,在股票市场总体发展和长期经济增长之间有很强的相关关系。

除了莱文和泽尔沃斯之外,美国经济学家阿切和约万诺维奇

(Atje and Jovanovic)的研究也很具代表性。阿切和约万诺维奇借用了格林伍德和约万诺维奇(Greenwood and Jovanovic)的理论模型,利用40个国家的有关数据进行回归,估计出各个参数值。他们的结果表明,股票市场发展对人均实际GDP增长率的影响显著,而银行贷款对人均实际GDP增长率的影响甚微。

但另外一些经济学家,如理查德·哈里斯(Harris)则不同意阿切和约万诺维奇的看法。他通过实证研究发现,股票市场对经济增长的作用是相当有限的。不仅如此,哈里斯还把样本分为两组:发达国家和欠发达国家,他的回归结果是,对欠发达国家的子样本来说,股票市场的增长效应同整个样本一样,至多是非常弱的;而对发达国家的子样本来说,股票市场活动水平确实有助于解释人均实际GDP增长率,尽管它在统计上不是很显著。

以上理论推演和实证检验表明,目前经济学界还没有就证券市场对经济发展的正面作用达成一致,但主流观点认为证券市场的发展是有利于经济增长的。我们认为有些计量检验揭示发展中国家证券市场对经济发展的促进作用之所以不明显,与这些国家证券市场本身规模小、不成熟有关。另外这些计量结果本身也在不断接受新的挑战、检验和修正。从整个金融发展与经济发展的角度来看,证券市场的积极作用是不容置疑的。

三、虚拟经济和实体经济的关系

分析证券市场与经济增长之间的关系必然要考虑实体经济与虚拟经济之间的关系。“实体经济”是用于描述物质资料生产、销售以及直接为此提供劳务所形成的经济活动的概念。它主要包括农业、工业、交通运输业、商业、建筑业、邮电业等产业部门。“虚拟经济”则是用于描述以票券方式持有权益并交易权益所形成的经济

活动的概念。在现代经济中,它主要指金融业。

从实体经济和虚拟经济的发展历史来看,虚拟经济产生于实体经济发展的内在需要,并以推进实体经济的发展为基本目的。随着虚拟经济的发展,其对物质生产部门和经济发展的影响也越来越重要。虚拟经济对实体经济的促进作用主要表现在三个方面:一是通过发行和交易相关票券,透明企业的财务信息及其他有关信息,引导资金流动,促进和调整经济资源在各实体经济部门和企业间的配置,提高经济效益。二是促进企业组织制度的完善,例如没有股权分散、股票交易等虚拟经济的发展,就不会有现代股份公司及其内部治理结构的建立和发展。三是通过提供各种金融工具,促使实体经济部门分散运作风险,从而使一些原先不具有实践可能的商业行为变得可行。

在促进实体经济发展的同时,虚拟经济也带来了一些问题:(1)虚拟资本的加速扩张,造成了全球性金融动荡。1998年,世界外汇市场上的交易额约为世界进出口贸易总额的60倍。国际外汇市场上约2万亿美元的交易额大多与实际的贸易活动无关,完全是一种货币现象,对实体经济没有明显的激励作用,只会给金融动荡创造条件。(2)金融衍生产品的滥用加剧了潜在金融风险。证券市场是一把双刃剑,用之得法可以发挥优化资源配置的目的,但过度投机也会反过来对实体经济造成伤害。比如金融衍生产品其原本的目的是为了防范风险,然而在一些投机家手中,却成了制造金融风险的工具。他们利用各种金融衍生产品控制几十倍、几百倍,甚至千倍于己的资金,抓住某国经济结构中的弱点在各类证券金融市场中进行炒作和投机。加上现代电子交易条件的配合,短期内国际资本流动完全有可能脱离实体经济的逻辑和规律,而主要受各种非理性因素地左右。虚拟资本的大规模无序流动会反过来

对实体经济产生巨大破坏,最典型的如 1997 年 7 月发生的亚洲金融危机。因此在利用虚拟经济促进经济发展的同时,一定要对虚拟经济的危害有清醒认识,努力将虚拟经济的发展控制在与实体经济相适应的限度内,达到实体经济与虚拟经济的协调发展。

第二节 经济转型时期我国证券市场 与经济相互促进机制

前面从一般理论上考察了证券市场对经济发展的作用机制。本节根据我国由计划经济体制向社会主义市场经济体制过渡的特征,分析证券市场与经济发展之间的关系。

一、转型期我国证券市场对经济发展的作用

1. 证券市场为推动经济转型发挥了独特作用。

(1)证券市场推动了思想解放。1990 年底,深沪两地证券交易所的成立,标志着新中国证券市场的正式启动。1992 年邓小平同志视察南方发表谈话,更促进了证券市场的快速发展。人们在很大程度上是先认同股份制,然后再认同市场经济。所以股份制给人们带来了观念上的重大突破,同时近 10 年来证券市场的成功,使人们从一个更为积极的角度去看市场经济,正确看待我国正在推进的社会主义市场经济体制。

(2)证券市场推动了我国企业的股份制改造。回顾一下中国股份制的发展历史,可以明显地看到证券市场对推动股份制改造所起的巨大作用。在股份制发展初期,股票发行是挨家挨户上门推销,平价发行都难以取得成功。而现在通过遍布全国各地的证券交易网,一天就可以募集几亿、几十亿的资金。截至 1999 年 8 月底,我国境内上市公司已达 920 家,另有 45 家企业分别在香港、纽约、

伦敦、新加坡上市。上市公司境内外筹资总额达到4 072亿元。证券市场用最生动明了的语言转变了人们的观念,促使人们重新认识股份公司和市场经济。股份制企业制度也因而被人们广泛熟知,有力地促进了经济体制改革的深入。

(3)证券市场改善了国有企业的资产状况,大大推进了国有企业建设现代企业制度的步伐。证券市场的发展不仅为国有企业开辟了境内外直接融资渠道,拓展了企业发展和技术改造资金来源,而且使国有企业的资产负债状况得到了明显改善。1998年,国有工业类上市公司平均资产负债率为46.3%,比同期国有独立核算工业企业65.3%的平均水平低19个百分点。同时国有企业股票发行上市,有效增强了国有经济的控制力、影响力和带动力。截至1999年6月底,国家及国有企业控股的上市公司646家,约占上市公司总数的70%,资产和利润总额分别占76%和74%。在现代企业制度建设方面,国有企业更是取得了长足进步。与非上市公司相比,上市公司在运行机制方面有三个显著特点:一是决策程序规范化。由于上市公司是多元投资主体,公司的重大决策均须经股东大会或董事会同意,可以在很大程度上避免行政干预和决策失误。二是监督机制社会化。上市公司面向社会筹资,必须公开披露法定信息,接受投资者、证券分析员、新闻媒体、中介机构、证券交易所、证券监管部门等的外部监督,这使上市公司的经营活动完全置于社会监督之下。三是经营责任法律化。上市公司除遵守《公司法》外,还要受到证券法律法规的约束,其经营活动要比非上市公司承担更多的法律责任。以上三个特点,使改制上市的国有企业能够按照现代企业制度的要求,建立法人治理结构,加速决策科学化、经营市场化、监督社会化和经营责任法律化的进程,为国民经济整体素质的提高创造良好基础。

(4)证券市场培养了一大批专业人才,为推动我国经济转型准备了宝贵的人力资源。证券市场培养的人才主要分布在三个领域,一是上市公司,二是证券经营机构,三是会计师事务所、律师事务所等中介机构。证券市场是现代市场经济的高级形式,而人才的缺乏又是制约我国经济增长的一个重要因素,证券市场上培养的人才层次高、直接与市场经济体制接轨,有力地促进了我国经济体制改革和经济发展。

(5)证券市场的不断发展和完善本身就是我国经济体制改革的重要成就。上海、深圳证券交易所自1990年成立至今,按照“法制、监管、自律、规范”的八字方针,从无到有,从小到大,从地区性市场到全国性市场,从手工操作到无纸化发行与交易,实现了市场建设质的跨越,充分展现了一个新兴市场巨大的发展潜力。9年来,证券市场自身建设成效显著,市场规模和水平实现了质的跨越。截至1999年8月底,我国股票市场市价总值已达29 655亿元,相当于GDP的35%左右;投资者开户数达4 298万户。股票、基金、债券已全部实现无纸化发行与交易,沪深证券交易所的交易和结算网络覆盖全国各地,主要技术手段已达世界先进水平。同时,机构投资者数量增长较快,已批设10家基金管理公司,发行15只证券投资基金,发行总规模达350亿元;证券经营机构经过整顿和分类管理,一批规模较大、实力较强、运作规范的证券公司正在崛起。

同时市场运行的规范化水平和防范风险能力明显提高。经过实践探索和深化改革,一个集中统一的证券监管体制已初步建立并开始有效运作。一支素质较高的证券稽查队伍在实践锻炼中正在成长壮大,成为维护证券市场秩序的中坚力量。我国证券市场在近十年时间里,无论在市场容量、交易规模,还是制度建设、规范管理等各方面,都已经走过了发达市场经济国家上百年的历程。证券