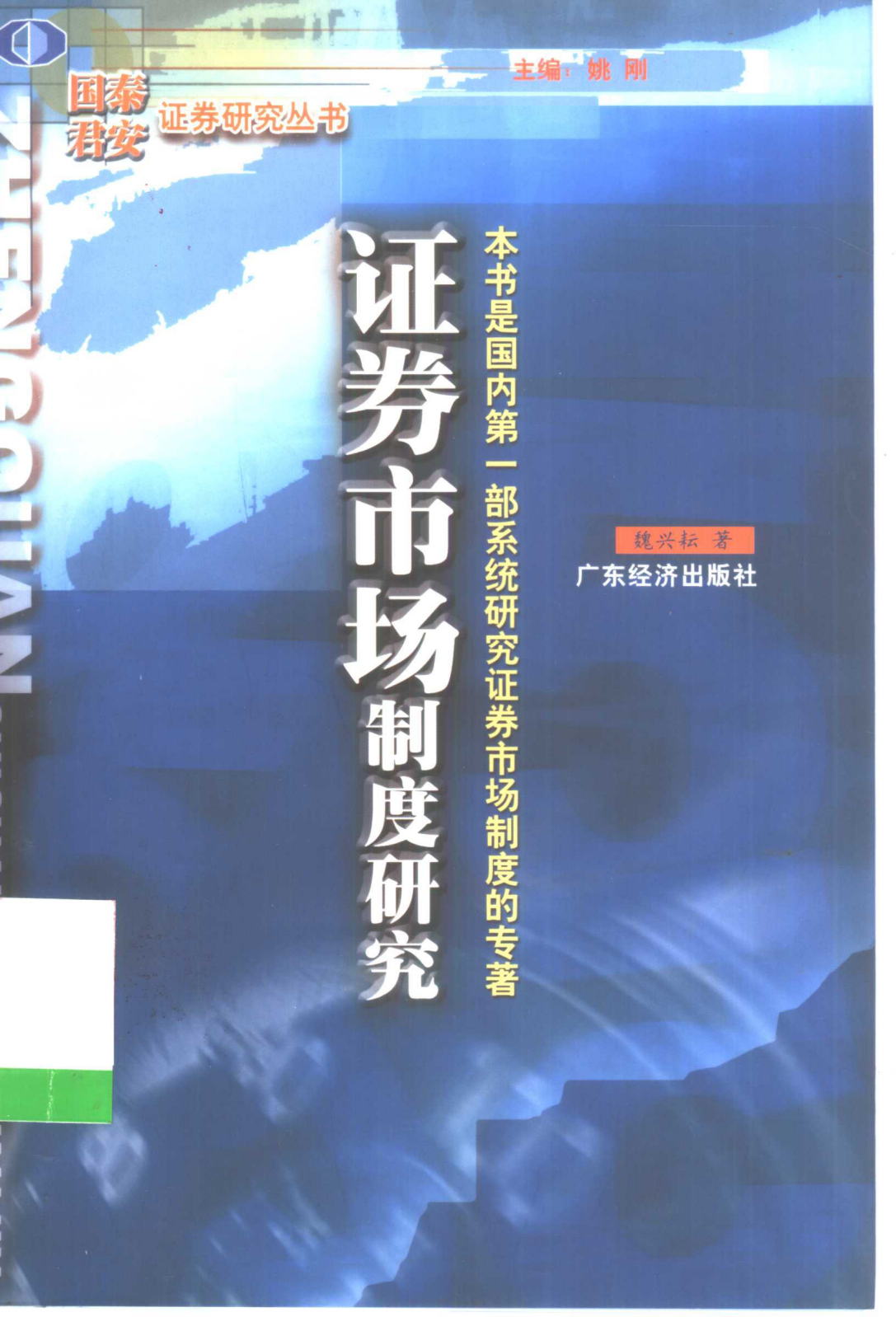




主编：姚刚

国泰君安

证券研究丛书

证券市场制度研究

本书是国内第一部系统研究证券市场制度的专著

魏兴耘 著

广东经济出版社

证券市场制度研究

本书是国内第一部系统研究证券市场制度的专著

魏兴耘 著

广东经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

证券市场制度研究/魏兴耘著. —广州: 广东经济出版社, 2001.5

(国泰君安证券研究丛书/姚刚主编)

ISBN 7-80632-896-3

I. 证… II. 魏… III. 资本市场-制度-研究-中国
IV. F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2001) 第 14433 号

出版发行	广东经济出版社 (广州市环市东路水荫路 11 号 5 楼)
经销	广东新华发行集团股份有限公司
印刷	东莞新丰印刷有限公司 (东莞市凤岗镇天堂围乡)
开本	850 毫米×1168 毫米 1/32
印张	9.25 2 插页
字数	212 000 字
版次	2001 年 5 月第 1 版
印次	2001 年 5 月第 1 次
印数	1~7 000 册
书号	ISBN 7-80632-896-3 / F·465
定价	25.00 元

如发现印装质量问题, 影响阅读, 请与承印厂联系调换。

销售热线: 发行部 [020] 83794694 83790316

(发行部地址: 广州市合群一马路 111 号省图批 107 号)

• 版权所有 翻印必究 •

总序

处于体制转轨期和即将加入 WTO 的中国经济正面临全方位的挑战和机遇，新兴的中国证券市场也在发生着历史性的结构变革。我们有许许多多的问题需要面对，需要认真研究。例如，如何按照“法制、监管、自律、规范”的方针推动中国证券市场的规范发展；如何把握中国经济的改革与发展方向，提升证券市场的资源配置能力；如何建立市场和企业风险控制体系，提高市场整体的抗风险能力；如何保护投资者尤其是中小投资者的利益；如何建立规范的市场发行和交易制度，提升市场的运行质量和效率，这些问题都是亟待深入讨论和研究的理论问题。

中外证券公司的实践经验证明，没有一支一流的研究队伍，就不可能造就一流的投资银行。我们认为，当今证券公司的核心资产一是人脑，二是电脑，研究机构是证券公司当中最能体现和发挥人脑优势的部门。一些国际著名的投资银行都拥有规模庞大的研究部门，研究人员占员工总数的比例多者达到 50%。我国证券公司研究机构的迅速发展起步于 1996 年，其价值逐步得到认可，研究对业务的先导性和业务对研究的依赖性也愈来愈明显，研究员的市场价值也日渐凸现。

2002-11

总序

今后随着对信息披露的监管不断强化，对内部信息获取渠道的依赖必将逐步被对公开信息的研究成果的需求所取代。

国泰君安证券公司一直高度重视市场研究工作，致力于培育一支高水准的研究队伍。目前国泰君安证券研究所拥有研究人员 100 多人，其中 90% 以上来自国内外名牌院校。90% 的研究员具有硕士以上学历，25% 具有博士学位。他们在研究方式上不断探索和创新，本着“贴近客户、贴近市场、贴近业务”的方针，着眼于证券市场具有普遍性和前瞻性的重大课题，力求使用多层次、多角度、解剖式的专业化手法探究市场内的焦点问题，在行业研究、上市公司研究，市场专题研究、金融工程、管理咨询方面占有明显优势。国泰君安证券研究所的研究范围广泛，工作作风深入细致，从国际到国内，从宏观到微观，从货币市场到资本市场，从上市公司到非上市公司，都采取动态跟踪的方式予以有点有面的研究，研究成果在国内外有广泛影响。众多研究人员不仅承担内部业务支持和客户服务工作，还承接了大量来自政府部门、证券市场监管部门和社会各界的各项课题，积极为中国金融证券业的规

总 序

范发展献计献策，他们的多项研究成果在国内专业性论文评比中获奖，多篇研究报告受到政府相关部门的重视与关注，不少研究作品得到社会各界广泛的认同。目前国泰君安证券研究所已成为国内证券公司中规模最大、研究力量最强、配套设施最完善的专业性研究机构之一。

长期以来，国泰君安证券研究所一直习惯于以内部报告和非公开出版物的形式为公司内部和外部客户提供服务，这套丛书是国泰君安证券研究所第一次利用公开出版物将其最新和有份量的研究成果展示给社会公众，希望能够与广大读者交流观点，并期待大家的批评指正。本丛书的出版如果能在促进国内证券市场研究水平的进一步提高，帮助投资者理解当今证券市场已经发生和正在发生的重大事件的背景、缘由和发展趋势等方面起到一点作用，我们将感到无比欣慰。我们衷心希望国泰君安证券研究所能够在社会各界的关心和支持下不断成长与壮大。

姚 刚

2001年4月

序 言

美国经济历史学家恩格思·麦迪逊教授通过对从唐朝到今天的中国经济发展状况的研究，预言中国的经济发展能力将继续维持，如果以1990年的货币比价水平为基准并扣除通胀和通缩的因素，到2015年中国每年的经济增长将为7.5%，届时中国的GDP将达到和美国同样的规模，不过人均GDP则只有美国的1%。麦迪逊同时认为，要达到上述的发展目标，中国必须做好三件事：包括资本市场在内的金融制度要因应世界的水平发展、国企要进行重大改革、税收制度要有重大的调整和发展。这三者相互之间又是息息相关的。

麦迪逊的上述研究代表了一种对中国经济比较公允客观的看法，所提出的三个条件也是合理的。从金融制度方面来看，亟待完善的地方还有很多，比如企业融资途径单一就是一个突出的例子。除了上市公司外，中国企业对银行贷款的依赖度相当高。1998年国际清算银行报告的统计显示，中国的银行贷款相当于GDP的97%左右；而在工业化国家，企业的资金来源就要均衡得多，企业从银行获取的贷款和从资本场所筹得资金的比例相差不多。

序言

融资途径单一所带来的市场后果不能不引起警惕。如果一个国家的融资过于依赖银行，风险就会累积得太高。因为相对于资本市场而言，银行对企业的监督的有效性是很低的。因为银行对企业放贷是两个组织之间的关系，同时这一过程往往又控制在少数几个经办人手里，而且贷款是商业秘密，他人无从得知。企业如果经营不善常常就会借新债还旧债，这样日积月累就会积聚巨大的风险。

从国际潮流来看，银行本身的角色定位近来也在不断改变。过去银行靠息差生存，但由于竞争越来越激烈，息差越来越低，而风险却越来越高，于是不得不拓展其他业务，为客户提供全方位的金融服务，比如清算、代人理财和做托管网络等。其实，国内的许多银行家也有类似的想法，由于《商业银行法》有分业经营的限制，银行不许从事证券市场等方面的业务；但是，商业银行要跟上国际潮流和资本市场接轨绕不开这一法律障碍。现在，保单正在逐步变为一种投资工具，与基金的投资组合已经相去不远。而这种金融市场的一体化会不断冲击我们的市场结构，促使我们对现有的法律框架作适当的校正。这样的改变也许在数年之后，也许在一两年后就会发生。

序 言

此外，加大市场的流通量，可以解决市场波动过于剧烈的问题。公司盘子的大小其实不是问题，关键要理顺发行制度。在未来几年，收购兼并很可能成为市场扩容的重要方式。收购兼并条例很快就将送交给社会咨询。此外，现有的不流通的股份也应该设法使之流通起来，当然，把全部股份一下子扔进市场会把大家吓坏的，这既不必要也不实惠，稳妥的办法是使之逐渐转向市场；这一过程可能少不了五六年，不过，企业之间的并购活动也许会缩短这一进程。

除了股票，基金在资本市场也是不可或缺的成员，市场要扩容，需要一大批机构投资者。但现在市场上的基金都是封闭式基金，由于种种原因，开放式基金迟迟出不来，这样的市场是不完整的。这又和另一个问题连在一起了，那就是我们现在几乎没有金融期货与期权等避险工具。经过“3·27事件”后，金融期货等衍生金融工具被禁止了，但如果没有它们市场就很难扩容，因为开放式基金对它们的需求非常迫切。中国现在还处于资本市场的初级阶段，下一步要仔细琢磨如何在充分管理风险的情况下，把衍生工具逐步引入市场。金融一体化在下一步扩容中的作用和位

序言

置要好好考虑清楚，银行、证券和保险三类业务和机构的市场位置该如何布局，以及三个监管机构如何协调交流，这对提高市场运作的效率都是至关重要的。

国内上市公司及其董事弄虚作假的不少。新《刑法》已经开始加重在这方面的处罚力度了；但在民事责任方面仍无大的进展。如果投资者的利益不能得到充分保障的话，将给股市扩容带来很大困难。如何使投资者的民事诉讼权利得到伸张和维护，应该引起管理层的重视。要处理好前端的预防工作，需要发展中介机构来作市场的第一看门人；在市场没有谁是配角，大家都是主角。作为投资者和公司最先接触的人，中介机构的地位非常重要。没有好的中介机构，就没有好的监管者；而有好的监管者，就必定有好的中介机构。

这需要具有良好的职业操守和业务规范的专业队伍，由他们来引导投资者和公司合法地参与市场活动。如果他们未能尽到引导责任，就是违反了专业操守，应当受到处罚，轻则罚款，重则除牌。这套规范在全世界都是得到了切实执行的，我们在下一阶段的发展中也须遵循类似的道

序 言

路，信守公平和公正的市场观念。

市场要优化就必须容纳多方面的投资者。现在市场上只有十几只基金，资金规模约有 300 亿 ~ 400 亿元，只占市值的 1% 左右；其他的大多是散户，他们能够动用的资金很少，这不利于市场的稳健发展。法人应当成为市场的主要参与者。国企能够买卖股票是必要的一步，但在操作方式方面还有待进一步探讨。美国通用金融公司可以成为一些大企业理财的一种参考，它原来只是通用电气的内部财务公司，现在已经发展成了世界上最大的投资者之一。

不过，他们要参与市场运作，需要很多金融工具，否则就难以满足其长期和短期的财务要求。此外，保险和退休基金也可以成为市场的长期投资人。老龄人口增加是我国人口发展的必然趋势。

从更长远的角度来看，还可以考虑让外国的机构投资者进来投资，目前 B 股和 H 股实际上就是这方面的先导。当然，这是一个需要极其谨慎对待的问题。可利用可控制的开放模式：外国机构投资者先要在中国银行开户，把外币兑换成人民币并获准以一定额度的人民币参与 A 股市场的

序言

买卖；如果他们想把资金撤回国外，必须在缴纳了税费和管理费用后，才能到中国银行把人民币兑换成外币汇往海外。如果，我们给外国机构投资者设定了这样的运行通道后，就能确保我国的监管当局有效掌握和控制其动向了。

允许外国机构投资者进来有很多好处，它们的投资周期很长，在亚洲金融危机发生时，它们其实比当地资金守得更久；在台湾和印度市场上，都有上百亿美元的资金在参与买卖，如果中国内地也引进的话，会比它们的市场扩容更快。它们很珍惜自己的市场声誉，挑选企业时要作大量的分析和研究，这使它们所选的企业股票往往会引起市场的跟风，而企业也会主动与之接触沟通，使市场透明度得到提高，市场环境得到优化。同时，它们的投资也可以帮助我们的股票进入 MSCI（摩根士丹利国际资本指数）、IFC（国际金融公司金融资产指数）和 FTSE（英国金融时报指数）等主要指数，这将会大大提升中国企业的金融地位。

以上几点是我对国内资本市场发展的一些看法。谨以此作为《证券市场制度研究》一书的序言。

序 言

魏兴耘所著的《证券市场制度研究》一书对国际资本市场做了一个有益的比较研究。其中涉及了包括交易制度、发行制度、信息披露制度、税收制度以及监管制度等在内的各个方面。该书将为那些想了解资本市场的人提供一些快捷而有价值的参考与指引。这是一件非常有意义的工作。我相信该书的出版将对那些致力于探索资本市场改革的青年学者起到鼓舞作用。我谨此向魏兴耘所取得的成就表示衷心的祝贺，并祝愿她在将来取得更大的成功。

梁定邦

2001年4月

内 容 提 要

本书通过对不同国家证券市场制度的比较分析,探讨证券市场制度变迁的可能轨迹。并针对我国证券市场制度的现状,提出进一步改善的措施和可能的发展方向。

选题意义。证券市场是市场体系的重要组成部分,是市场经济配置资源的重要途径。证券市场功能的充分发挥,取决于证券市场运行的效率。而证券市场的有效运行又取决于证券市场制度完善的程度。从国外来看,由于不同国家发展证券市场的具体条件不同,受制于经济体制与经济政策的限制,在证券市场制度建设方面各有特色;从国内来看,我国证券市场经过十余年的发展,已初步确立了它在我国经济发展与改革中的重要地位。但随着市场规模的不断扩张,也暴露出自身存在的许多问题。而产生这些问题的根本原因既与我国目前正处于经济体制转轨时期的外部环境有关,同时也与市场自身的制度建设不够完备有关。从证券市场长远发展的角度出发,就需要重新审视我国证券市场在制度建设方面存在的主要问题,在充分借鉴国外证券市场制度建设

内 容 提 要

经验的基础上,重新设计我国证券市场的主要制度。本书的着眼点就在于通过对证券市场的主要制度,特别是其缺陷性的研究,探讨市场制度改善与调整的可能方向。

重点。本书的重点主要集中在以下几个方面。首先,不同国家基于其特殊的经济环境与人文环境,形成了各具特色的证券市场制度。其次,评价一项证券市场制度是否恰当的根本标准就在于它是否有助于证券市场效率的提高,证券市场的规范与发展。第三,证券市场制度不是一成不变的,不同国家的证券市场制度总处于不断的变迁与调整中。第四,在加快我国证券市场制度变革的同时,也要充分考虑现有的国情。

创新点。首先,将证券市场的整体制度作为研究对象,是本书的第一个创新。到目前为止,已有许多有关证券市场研究的文章,但大多数的研究仅停留在对于市场个别问题与个别层面上的探讨上,而将证券市场的整体制度建设作为一个研究对象,则是本书的一个鲜明特色。其次,就研究方法而言,将理论研究、实证研究、案例研究三者有机结合起来,是本书在研究思路方面的一个重要特色。第三,就研究内容而言,也有一

内 容 提 要

些创新之处,例如,对证券税收制度的研究、二板市场研究以及新股增发问题的研究等。

全书共分八章四部分。第一部分导言,在引出论题的同时,简要阐述论题的意义、论文的研究方法,并对所引述参考资料作了简要回顾。第二部分也就是第二章,在介绍论文的理论模型的同时,也对证券市场制度做了一个框架性的分析,阐述了何为证券市场及其制度,证券市场制度的功能,证券市场制度的结构等。第三部分包括第三至八章,分别就证券市场制度的各个层面进行了分析,包括发行制度、交易制度、信息披露制度、税收制度、监管制度等。从中外分析比较的角度对现有制度作出评估与分析,指出我国证券市场制度调整的可能方向。第四部分也就是结论,在总结全文主要内容的基础上,对相关问题作出简要的结论,指出为了证券市场的长远发展,必须对我国现有证券市场制度作出变革,而变革的整体方向就是市场化。

关键词: 证券市场制度 市场效率 规范与发展

ABSTRACT

This thesis mainly discusses the way to improve the securities market institution by means of comparison of the securities market institution of the major countries.

The securities market is the import part of the market system. Bringing the effect of securities market into full play depends on the operation efficiency of securities market, and depends on the perfect degree of securities market institution. There is a varied institution in overseas securities market on account of different economic system and economic degree. In our country, through about ten years' development, the securities market has been an important part of the system of the socialist market. Along with the development of the market scale, there are many problems emerged in our securities market. One of the reasons for the problem is that we are in the special period of the economic transformation, the other reason is that there is a lot of defect in the aspect of the market institution. Proceeding from developing the securities market, we must reconstruct the market institution. This is the reason that I choose the construction of the securities market institution as my research object.

There are several respects in this thesis. First, there is different securities market institution in different economic environment and human environment. Second, the basic criterion to comment securities