

资本市场

(上册)

主 编 王 益

副主编 刘 波



经济科学出版社

本书谨献给中国证券市场10周年

资 本 市 场

(上 册)

主 编 王 益
副主编 刘 波

经济科学出版社

责任编辑：刘海燕
责任校对：徐领弟
版式设计：代小卫
技术编辑：邱 天

资 本 市 场

主编 王 益 副主编 刘 波

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京海淀区阜成路甲28号 邮编：100036

总编室电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：www.esp.com.cn

电子邮件：esp@esp.com.cn

北京博诚印刷厂印刷

河北三河德利装订厂装订

787×1092 16开 61.5印张 990000字

2000年12月第一版 2001年5月第二次印刷

印数：3001—4500册

ISBN 7-5058-1797-3/F·1789 定价：130.00元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

图书在版编目 (CIP) 数据

资本市场/王益主编. —北京: 经济科学出版社,
2000.12

ISBN 7-5058-1797-3

I. 资… II. 王… III. 资本市场预测 IV. F830.9

中国版本图书馆CIP数据核字 (2000) 第73770号

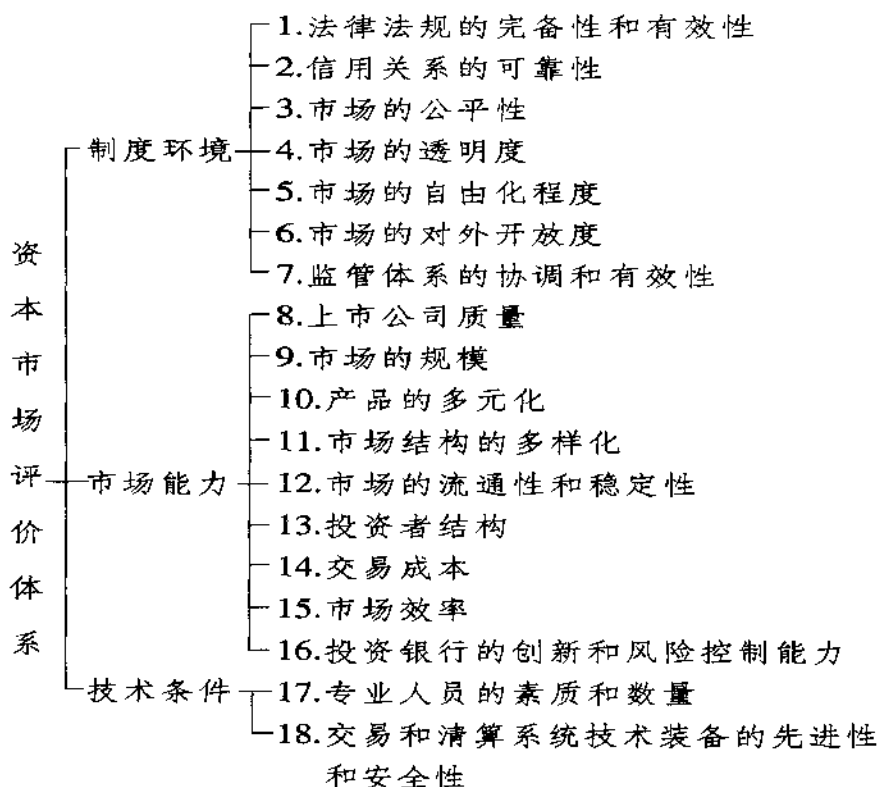
前 言

10年前，当上海、深圳两个证券交易所鸣锣开张，13只股票挂牌交易时，在绝大多数人眼里，股票市场还是资本主义的专利品，是摸不得、碰不得的怪物。10年探索，10年碰撞，10年奋斗，10年发展。在邓小平理论指引下，在以江泽民同志为核心的党中央正确领导下，资本市场从无到有，从小到大，取得了举世瞩目的巨大成就。截至2000年底，股票市场已有上市公司1000多家，市值46000亿元，成为千百万人不可或缺的生活伴侣，成为社会主义市场经济体系的重要组成部分。股票市场和整个资本市场对国家、企业和个人越来越重要，这已是不争的事实。但是，如何进一步推动资本市场发展，使其达到国际一流水平，还是一个需要认真思索、研究、探讨和实践的重大课题。我们写作此书的目的就是为了在研究和普及资本市场理论和知识方面尽绵薄之力，也是对股票市场十周年的纪念。在写作过程中，我们力求按一个较为客观的标准来分析事情，提出评论，组织文章。我们主要是围绕市场化、国际化、网络化的原则来展开工作，下面对一些主要的思路展开论述。

一、资本市场评价体系

要寻找进一步加快发展资本市场的方案，首先要对中国资本市场的发展现状进行客观评价。评价资本市场发展水平，可以从三方面去考察：一是制度环境；二是市场能力；三是技术条件。其中又可将其细

分为18项具体指标。如下图所示，这三类18个指标构成了资本市场评价体系的基本框架。



资本市场有三大功能，即价格形成、资源优化配置和风险转移。上列三类18个指标正是围绕着是否有利于这些功能发挥作用而设定的，下面我们就根据这些指标对中国资本市场的现状作一简要分析。

二、制度环境分析

1.关于法律法规的完备性和有效性。法律法规的完备性指的是法律体系能覆盖市场的各个方面和各个层次，法律法规的有效性指的是法律法规的内容基本符合市场现实情况和近期发展的需求。这些年来，国家制定了以《公司法》和《证券法》为代表的一批规范证券市场行为的法律法规，并取得了很大进步，但还存在两个大的问题：一是法律涵盖面还较窄，诸如

投资基金、债券市场、衍生产品市场等重要方面的法律尚未出台。二是已制定的法律法规带有浓厚的计划经济体制的痕迹，市场、企业和投资者的正常权力受到过多的限制，不适应市场发展的需要，不利于市场化、国际化改革，也影响了法律法规的有效执行。三是从法律法规确立的基本原则到贯彻执行之间，存在大量真空地带，没有形成以法律法规原则为基础，指导具体业务操作的行业规范体系，已有的行业规范往往在内容上存在客观性不足，经常需要以执法者的主观解释和判断做为执法依据，导致许多已有的法律法规原则难以在实践中真正落实。不难看出，中国资本市场在法律法规完备性和有效性方面都比较差，整个法制建设还处于初级阶段。

2.关于信用关系的可靠性。诚实信用是资本市场的一个重要准则。法律制度再好，如果多数人都都不尊重它，就不会有太大的效力，就会出现契约失灵的现象。中国人世代受人治大于法治思想的影响，沉淀了浓厚的轻视法律的意识，信用观念淡薄。上市公司弄虚作假，中介机构帮助作假，基层政府部门纵容作假的现象屡屡发生，而且很多人说起来还理直气壮，认为别人作假自己不作会吃亏。为什么会产生这种扭曲的现象，一个根本性的原因就是诚实信用的观念没有在人们头脑中扎根。信用危机和道德风险是中国资本市场健康发展的一个毒瘤。

3.关于市场的公平性。公平性主要讲的是各类市场参与者机会平等、权利与义务平等。市场的公平性对维护投资者信心，促进市场良性循环十分重要。中国股票市场在这方面问题比较突出，不公平主要表现在两方面：

一是审批制和审核制带来的非市场化选择问题。例如，在成熟的市场上，除了达到基本标准外，公司何时、以何种形式去市场筹资主要是由市场决定的，监管机构基本上是进行合规性审查。在中国，发行股

票，不论市场欢迎程度如何，基本上要层层排队。由于资源有限，谁先上市谁就获得大的边际效益。因此，这种行政性安排客观上滋生了一种特殊的优先权，为差的企业义务做了信用增级，使差的企业也能卖好价钱，破坏了市场的企业评价机制。对公司并购和资产重组的行政性审批同样造成了特殊的优先权问题，谁能先获得批准，谁就能获大利。这种由行政性审批和审核制度产生的特殊优先权，对筹资者和投资者都是不公平的，好公司不一定能根据需要合理安排筹资时机，而投资者又往往不能根据需要合理选择投资对象，从而加大了筹资者和投资者的机会成本，使市场处于高成本低效率的运行状态。

二是股份流通权力不平等而造成的国有股法人股问题。国有股法人股不能流通，给股市造成了一系列严重后果，既破坏了市场的公平原则，又破坏了市场的价格形成和资源优化配置的功能。国有股法人股股东认为，股份不流通造成的不公平在于：资产增值的好处不能享受，资源的优化配置不能实现，资产的流动性不能形成。流通股股东认为，允许国有股法人股流通对其造成的不公平在于：国有股法人股上市会引起股市暴跌，高价买的股票价值将被大大摊薄。国有股法人股成了悬挂在所有股民头上的达摩克利斯剑，谈之色变，传之价跌，闹得人人惊悚胆颤，不得安宁。市场比例高达70%的国有股法人股不能流通，导致了价格扭曲，助长了投机活动。由于市场上大多数股票不能流通，那么获得流通权的股票就一定能获暴利，这成了一个定律。现在市场上激烈追逐法人配售和二板企业股票，都与此有很大关系。不解决国有股法人股流通问题，很多理论上或国际市场上行得通的政策到中国都会被强大的市场投机力量扭曲变形。国有股法人股流通问题已成为中国股市最棘手的难题。

4.关于市场的透明度。资本市场是信息高度依赖型市场，市场透明度本质上就是信息透明度，这是衡

量一个市场是否公平成熟的主要指标之一。市场透明度要求，一切可能会对证券价格产生影响的信息，无论是源自上市公司还是政府机构，都必须及时、准确、完整、同步地向市场公告披露，否则很容易导致内幕交易和操纵市场行为。这里涉及几个问题，一是信息披露的范围和频率的确定，既要保护投资者的知情权，又要避免过分加大交易成本；二是信息披露的主体必须自觉熟练地遵守规则；三是监管机构对不依法披露信息者和制造虚假信息者要坚决处罚。就中国资本市场而言，这10年来，信息披露越来越受重视，要求越来越严，有的方面超过了周边某些市场，进步很大，但离国际发达市场的标准还有相当差距。主要问题是：

第一，对在中国不成熟的企业制度下企业的非理性行为导致的信息披露失衡缺乏相应的制度安排和监管要求。例如大中型国有企业改制上市，上市后的资产重组、收购兼并和再筹资等涉及众多的审批部门和人员，对于如何规范不同主体、不同层面和不同环节的信息披露，体现三公原则和提高市场效率，还缺乏全面系统有效的制度。又如中国的民营、私人企业在经营管理上透明度很低，关联交易十分复杂，需要特殊规则加以约束。

第二，操纵信息现象严重。在中国资本市场，由于法治观念淡薄，很多人不仅是依法披露信息的意愿差，而且乐于通过操纵信息来牟取暴利。今天散布一个信息，把股价拉上去或打下来，过几天又散布一个反向信息，把股价打下来或拉上去，通过操纵信息操纵股价，或通过操纵信息和操纵利润相配合操纵股价，鱼肉散户，对市场危害很大。

第三，信息披露的法制化、市场化程度低，程序过繁，信息泄露严重。例如，上市公司资产重组和并购，需要不同层面的很多部门审批，结果有关信息往往向市场公开披露前已传遍市场。还有一种现象也是

值得改进的。政府的一些可能影响股市的重大政策，不是在第一时间向全社会公告，而是沿用传统传达文件的方式，层层传达，然后公告。这种方式客观上使少数人拥有信息优先权，不符合知情权平等的原则。

5.关于市场的自由化程度。自由化换一个说法就是市场力量发挥作用的程度，或称市场化程度，主要涉及两个方面：一是由市场决定价格，包括利率和佣金；二是由市场决定产品，即使是必须经过监管机构审批的产品，审批的基础也是市场的需求。自由化是提高市场竞争力的重要动力。在中国，利率自由化刚刚在外汇方面迈出一小步。由于利率没有自由化，市场的价格形成机制难以发挥作用，市场的活力和优化资源配置的功能受到抑制。而另一方面，由于佣金没有自由化，难以形成比较充分的竞争环境，增大了投资者的交易成本，阻碍了市场效率的提高，也不利于金融机构增强自身的竞争力。在市场决定产品方面也非常落后。在发达市场，交易所和投资银行可根据市场需求创造许多产品，其中大多数并不需要审批。基金管理公司也可以自主地去决定开发某种产品。在中国，任何产品的推出都必须经过监管部门的审批。产品的全面审批制抑制了市场创新能力的开发，不利于市场的全面发展。

6.关于市场的对外开放度。世界经济的全球化决定了资本市场的全球化，市场的开放程度是市场是否成熟的重要指标。资本市场对外开放核心是允许外国投资者、筹资者和相关金融机构到本国市场参与各种本币业务，允许资金在一定法律约束下自由流动。但市场的开放，特别是资本市场的开放，涉及国家重大利益，只能循序渐进，稳步推进。不过，从全球竞争的角度看，积极创造条件加快对外开放是发展资本市场的上策。目前我国资本市场对外开放仅仅有B股一个窗口，而B股的运作方式从本质上说也谈不上是真正的对外开放。因此可以说，资本市场的对外开放度

基本上还处在零状态。

7.关于监管体系的协调和有效性。资本市场处于经济活动的中心，涉及千百万老百姓的利益，监管是否到位关系重大。资本市场往往涉及多种监管机构，协调行动是有效监管的前提。建立有效的监管体系需要处理好两方面的关系，首先是政府监管部门之间的分工合作，再者是政府监管部门和市场自律组织之间的分工合作。在监管部门相互合作方面，经历了从分散到集中，从各自为政到协调合作的两个阶段。人民银行、证监会、保监会的定期磋商机制的建立，标志着中国资本市场监管体系在政府监管部门这个层面，初步形成了现代的监管理念和有效的运行框架。从监管的实际情况看，中国证监会成立以来，查处案件的数量和处罚的人数都远远超过周边市场。如果仔细观察，不难看出，对市场发生的一些同样性质的异常现象，中国证监会的查处力度是最大的。由于资本市场在全世界都是一个投机性较强的市场，违法违规活动难以杜绝，监管将是一个永恒的过程，需要不断改进和强化。这里需要指出的是，目前在政府监管层面还存在一个较大缺陷，就是债券市场尚未建立集中协调的监管机制。由于政出多门，协调无力，债券市场发展严重滞后，拖了资本市场发展的后腿。在政府监管部门与市场自律组织分工合作方面，最大的问题是真正的自律机制尚未建立。他律和自律是资本市场监管体系的两只手，相辅相成。证监会与证券交易所和证券业协会的关系应该是监管与被监管的关系，但现在实际上是一种从属关系，自律机构有名无实，证券市场监管体系成了一个独臂将军难免顾此失彼。

根据上述分析，在制度环境方面，可以做出两个判断。第一，中国资本市场还处于发展的初级阶段。这是与整个国家市场经济改革的水平相适应的，国家的一些全局性体制性的改革没有到位，资本市场的改革是不可能到位的。上述六个指标多数水平不高，主

要是受制于国家整体改革的进度。如果进行横向比较，在中国，资本市场的制度建设在很多方面都是走在前面的，是市场化程度最高，采用国际标准最多的领域。第二，虽然制度环境整体水平不高，但中国政府及其监管机构的监管能力和监管水平是比较强的，总体上不差于周边市场有关机构的能力和水平。由于处于计划经济向市场经济的过渡时期，认识的不一致，法律的不完善，公司的不规范，股份划分的不合理，投资者的不成熟，地方、部门利益的不协调，专业人才的不足，监管经验的缺乏等等情况，决定了中国资本市场的复杂性和监管难度远远大于周边市场。但中国政府及其监管机构能够不断总结经验，规范和发展并举，使市场获得了巨大发展。

三、市场能力分析

1.关于上市公司质量。资本市场大多数产品都是以上市公司为载体开发出来，证券交易所、证券公司、投资者、会计师事务所、律师事务所都围着上市公司转，上市公司是资本市场最重要的角色，所以人们往往说上市公司质量是资本市场健康发展的基础。上市公司的质量包括三方面的内容：一是公司的规范程度；二是公司的透明度；三是公司的业绩。这几个条件缺一不可。公司规范透明，三公原则才可能实现；公司业绩良好，市场才有持续发展的动力。上市公司运作规范，重点是要建立符合市场经济准则的治理结构，以保证公司运作尊重股东利益，股东能平等行使权利。没有良好的公司治理结构，即使公司短期内有业绩，股东也可能无法切实分享。失去股东的制约，公司也难以保持长久的发展。如果市场普遍存在公司治理结构问题，股东对公司经营不能施加有效的影 响，就会对市场失去信心。其结果，要么市场萧条、无人参与，要么投机横行、市场混乱。可见，公司治理结构是提高上市公司质量的根本，也是证券市场能否正常发挥其功用的基础。西方发达市场如此，

我们这样一个在体制改革中成长的市场尤其如此。为达到这个目标，资本市场实行公平竞争，优胜劣汰的原则，不规范的，业绩太差的，坚决淘汰出局。在中国，目前上市公司的质量虽有改善，但离国际先进水平还有相当差距。在规范透明方面，无论国有企业还是私营企业，各类暗箱操作的现象还比较普遍，信息披露的质量还有很多有待改善的地方。在业绩方面，以净资产收益率为标准，这些年来多数年份呈下滑状态。最为严重的是，尽管有的公司已不符合上市标准，但作为股票市场优化器的淘汰机制至今没有启用。结果，ST一族经常扮演股王，也就成了中国股市独特的风景线。与发达市场比，我国上市公司质量亟待提高，其中一个关键问题是要下决心启动淘汰机制。纳斯达克市场就有很好的上市公司淘汰机制，值得我们借鉴。

还有一个与上市公司质量有关的大问题是，中国的上市公司规模太小，缺乏大型蓝筹股。从国际经验看，大型蓝筹股是股票市场的稳定器和主要动力。在发达市场上，为数不多的大型蓝筹股占了市场总市值和交易量的绝大比例。GE一家公司的市值5000多亿美元，微软、思科等公司的市值也保持在3000亿美元以上。香港的长实、和黄、中国移动、香港电讯、汇丰等几家公司就占了香港股市市值的69%。中国股市虽有1000多家公司，但市值最大的也才800亿元，而且还是钢铁行业。大型蓝筹股要具有业绩好、规模大、成长潜力大等特点。在中国，能成为大型蓝筹股的只有中国电信、中国移动等电信主流业务公司，中石油、中石化这类垄断性的大型石油类能源公司，四家大银行重组后也有条件成为大蓝筹。大蓝筹资源十分有限，但遗憾的是中国仅有的这几家超大型蓝筹股公司都已经或准备到海外上市，没有一家在国内上市。

2. 关于市场规模。规模有两个指标，一是绝对数

量，即总量；一是相对数量，即与经济总量的比例。两个指标中后一个更重要，因为国家有大小，但经济总量与经济发展水平并不成正比关系，经济总量大的不一定发达，经济总量小的也不一定落后，因此，市场规模与经济总量的比例关系能比较客观地反映资本市场的发展水平。从股票市场看，中国内地股票市场的市值已达4.6万亿，但从股票市场市值与GDP的比例看，只有50%，远远低于其他国家和地区。在一般情况下，股票市值与GDP的比例，在发达市场上应是80%~100%，在新兴市场则要高一些，约在100%~150%。无论从哪一个角度衡量，中国股票市场的规模都太小，不发达。上市公司数量虽已超过一千家，在亚太地区稳居第二，但与整个国家的企业数量比，也是太少。从债券市场看，情况更差。中国债券市场上国债、金融债、公司债加起来才17843亿元，只占GDP的28.72%，而美国各类债券余额达156030亿美元，占GDP的155%。股票和债券市场的规模偏小，说明中国资本市场不成熟，对经济的适应性差。

3.关于产品的多元化。资本市场有很多类投资者，他们的需求各不相同，要求市场提供多样化的金融产品来满足其需求，既包括投资类产品，也包括避险类产品。因此，能否提供多元化的产品，成了保持市场竞争力的重要条件。资本市场有股票和债券两大类基础产品及由此派生出来的各种各样的衍生产品，这些产品相互补充，使资本市场保持活力，协调发展。从现货市场看，中国的股票市场发展相对较快，而债券市场发展相对较慢，特别是公司债和市政债。国债市场虽然已有一定规模，但品种还比较单一，长期债和短期债尤其弱。亚洲金融危机的一个教训就是债券市场过于落后。此外，如果不加快开发长短期国债品种，会影响利率自由化改革步伐，因为放开后的利率基准要靠国债市场形成。从衍生产品市场看，我们是零，整个市场没有避险机制。我们曾经有过国债期货

市场和认股权市场，但由于过度投机被暂停。债券市场的落后和衍生产品的空缺，造成了产品结构严重失衡，不利于市场的发展。从产品多元化角度看，中国资本市场还十分落后，是一个跛脚鸭，摇摇晃晃不平衡。

4.关于市场结构的多样化。产品具有不同的流通性质，需要不同的交易市场作为流通中介。适应这种需要，一个成熟的资本市场往往是多层次的立体市场，一般有五个部分：第一是以交易大中型公司股票为主的证券交易所市场；第二是以交易小型公司股票为主的创业板市场，这类市场往往附属在主要的股票市场之下，因此也被人叫做二板市场；第三是以交易大宗债券为主的场外交易市场，这个市场实际上是以电脑联接的金融机构债券报价系统；第四是以交易衍生产品为主的期货期权交易所，有的证券交易所也同时交易衍生产品；第五是以交易私募证券为主的柜台交易市场。这五类市场结构相互补充，相互促进，适应了不同的筹资者和投资者的特殊需求，使资本市场的潜力得到较好发挥。与单一市场比较，立体市场更有活力，抗风险能力更强。在中国，第一类市场发展迅速；第二类市场正在筹备；第三类市场还处在培育之中，核心的做市商制度尚未建立；第四类已被暂停；第五类因为混乱和条件不成熟已被取消，但现在又出现了一些变相的市场。这样，从市场结构看，中国资本市场也是相当落后的。

5.关于市场的流通性和稳定性。表面看来，我国股市换手频繁，交投活跃，似乎流通性很好。但是由于我国市场以散户为主，交易撮合方式单一，价格的波动大，市场稳定性差。1996年实行10%涨跌限制后，市场波动幅度有所减弱，但是市场深度依然严重不足。突出表现就是大额交易产生的价格冲击很大，市场价格受短期供求因素影响大，不利于大资金的市场操作。从国际通行概念来看，市场流通性的优劣，

重点是看市场深度如何，也就是大笔买卖带来的市场价格影响越小越好，市场的稳定性也在很大程度上受此影响。如果从这个角度分析，我国市场的流通性还与成熟市场有很大差距。

6.关于投资者结构。成熟的市场要求投资行为具有更多的理性成分。专业的机构投资者比个人投资者更具有理性并掌握更多的投资技能，有助于降低市场的投机程度，促进市场健康发展。在发达市场，机构投资者已成为市场主力，如1999年末，美国股市中各类机构投资持有市值占总市值的57.6%。而中国还是以个人投资者为主的市场，个人投资者开户达到5600多万户，机构投资人账户不足30万户，机构账户交易量和持股量也都不占优势，因此需要超常规的发展机构投资者。

7.关于交易成本。交易成本涉及税收、佣金、手续费等不同种类。尽管很难精确计算，市场客观上存在一个总的交易成本，投资者、上市公司、证券公司又有各自不同的交易成本。这些交易成本中，最重要、影响最大的是投资者的交易成本。投资者是证券交易所、上市公司、证券公司和监管部门的衣食父母，也是国家的重要税源。在一个开放的、国际化的市场体系里，投资者可以自由选择市场，交易成本的高低对投资者的决策影响很大。因此，尽可能地降低交易成本是各国市场维持和提高竞争力的一个重要手段，近来不少国家和地区在大幅降低甚至取消印花税。美国新兴的网上交易经纪人的致胜之宝就是采取低廉的佣金。与海外市场比，中国内地股市投资者交易成本是偏高的，对此应该逐步降低。

8.关于市场效率。市场效率主要指市场对投资者、筹资者的便捷程度，或者说是完成一笔交易的速度。投资者要完成一笔交易，基本程序是：登记开户——委托下单——清算交割。登记开户最大的问题是两个交易所隔离，使投资者既麻烦又破费，效率很低。委

托下单方式由最传统的方式到最先进的方式都有，这方面一直处于世界先进水平。价格撮合我们完全靠计算机自动完成，处理效率比较高，但现有撮合方式无法控制大额交易产生的冲击，使市场流通性受到影响。清算交割我们采取T+1方式，处于世界领先水平。从筹资方面来看，一个公司要发行股票上市筹资，须向各级政府部门提出申请，每一级政府审批时要涉及若干个职能部门，都必须获得他们盖章同意，经券商推荐，才能报证监会进行审核，并由各方人士组成的发审委审议批准，获批准后何时发行上市，不论市场需求程序如何，均依次排队等待，市场化程度很低。证券法改审批制为审核制，虽然朝着市场化方向有所迈进，但从本质和实践两方面看，审核制只不过是改头换面的审批制，或者说是改良了的审批制，并没有根本解决市场化程度低的问题。

9.关于投资银行的创新和风险控制能力。创新是资本市场保持活力的源泉，风险控制是资本市场稳步发展的前提。而这两个特点集中体现在投资银行身上。作为各类市场参与者桥梁的投资银行是资本市场上最活跃的力量，投资银行的创新和风险控制能力体现一个市场的成熟程度。中国资本市场却没有形成几家优秀投资银行。一个重要原因是对证券公司的管理基本上是行政性的，而不是市场化的。行政性管理的一个特点是对风险往往敏感过度，而且习惯于以牺牲做事来防范风险。在这种背景下，证券公司基本上没有产品创新的权力，创新能力被抑制了。另一方面，企业并购重组也基本上是行政性的，使证券公司难以按市场原则优化结构和规模。在风险控制方面，这些年来通过清理整顿，完善制度，加强监管，证券公司的风险控制意识和能力得到了显著的提高。但还面临着4个问题，一是风险意识还没有真正普及强化。很多同行满口讲风险，但在实际工作中又常常做不讲风险的事；二是发达国家市场一套成熟的风险管理机制