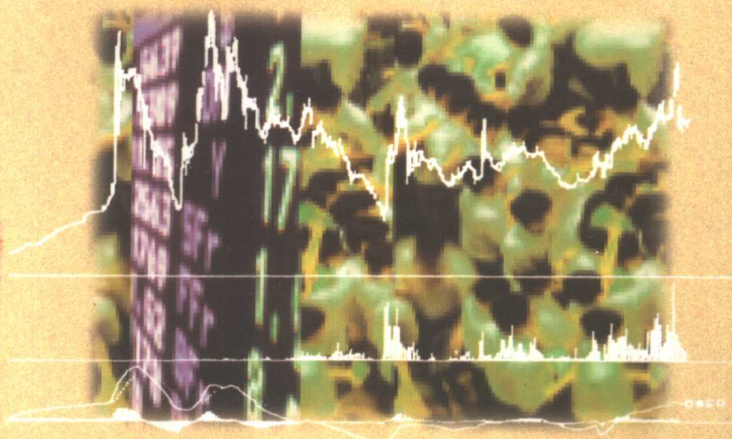


中国 股票市场的 成长与特性

——以日本股票市场为主的国际比较研究

杨河清 / 著



首都经济贸易大学出版社

中国股票市场的成长与特性

——以日本股票市场为主的国际比较研究

杨河清 著

首都经济贸易大学出版社
·北京·

图书在版编目(CIP)数据

中国股票市场的成长与特性:以日本股票市场为主的国际比较研究/杨河清著. - 北京:首都经济贸易大学出版社, 2000.7

ISBN 7-5638-0870-1

I. 中… II. 杨… III. ①资本市场-研究-中国 ②资本市场-比较研究-中国、日本 IV. F832.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2000)第 29718 号

首都经济贸易大学出版社出版发行

(北京市朝阳区红庙)

地矿部保定地质工程勘察院美术胶印厂

全国新华书店经销

850×1168 毫米 32 开本 10.625 印张 275 千字

2000 年 7 月第 1 版 2000 年 7 月第 1 版第 1 次印刷

印数:1~3 000

ISBN 7-5638-0870-1/F·479

定价:19.00 元

序

由杨河清先生研究、撰写的《中国股票市场的成长与特性——以日本股票市场为主的国际比较研究》一书即将问世,它无疑是对快速发展的中国股票市场方面专项研究的又一亮点。

股票市场在中国社会主义市场经济体系建设中占有十分重要的地位,它是对于实行了三十多年计划经济体制进行改革的一次质的重大飞跃,是在经济全球化过程中,使中国的经济尽快融入国际经济社会的重要内容。该书以此为主题展开研究,讨论中国股票制度和股票市场的发展过程、发展特征,系统研究市场主体、结构、制度等方面的问题,进而详尽考察股票市场的行为,等等,这样全面、深入地研究中国股票市场,其理论和实践意义十分突出,在目前类似这样的专题研究实不多见。

该书在研究过程中实证分析与理论分析相结合,实证分析为主导,理论分析为补充,做了大量细致的资料收集和计算分析工作。尤为值得肯定的是该书采取了独特的以日本市场为中心,结合英美市场等进行细致、深入的国际比较研究,从而为该书研究的广度和深度奠定了基础。

在实证比较分析和理论分析基础上,该书提出了一系列的建议,如:亚洲金融危机不会对中国股市造成大的冲击,培育机构投资者,建立和发展公众股票投资基金,取消股票发行额度的管理方法,改变国家股与法人股不能流通的状况,推动金融企业和信息企业上市,市场能解决的问题尽可能让市场去解决,A、B股并轨,上交所与深交所合并重组,建立柜台市场体系和二板市场等。该书还对中国股票市场近中期发展规模进行了预测。所有这些已经或将会被实践所证明其正确性,从而全面反映出该书的理论价值和

现实意义。

目前理论界尚无以中日两国股票市场为对象,进行全方位多角度的系统研究,进而揭示两国股市特别是中国股市特征的专著。该书原作为日文,是作者杨河清先生就读日本流通经济大学的博士论文,收于日本国会图书馆。现该书将以中文版在国内出版发行,应是独树一帜,必定在经济理论界引起良好的反响。

A handwritten signature in black ink, consisting of stylized Chinese characters. A vertical line is drawn through the middle of the signature.

1999年8月30日

引 论

一、研究的背景与目的

近年来,伴随着改革开放的不断深入,中国经济从计划模式逐步向市场模式转换。在这个过程中,最初仅仅作作为试验品的股份制企业制度和股票市场已迅速地发展起来。中国积极地推进股份制企业制和股票市场的发展,主要目的是要按照市场经济的规律提高国有企业的经营效率,同时也与改革银行体制、建立完备的金融体系的目标密切相关。

虽然国有企业在国民经济中所占比重不断下降,但它仍然是中国国民经济,特别是基础产业的支柱。而且,在社会主义的中国,国有企业仍将继续保持这个地位,国有企业的状态仍将对中国的经济、社会发挥重大的影响。最近几年,国有企业的经营状况非常严峻,国有独立核算工业企业的亏损额已经从1985年的32.44亿元上升到1997年的830.95亿元(见表1)。如果不能尽快改变这种状态,中国的社会、经济必将面临很多难题。

表 1 **中国国有独立核算工业企业的亏损状态** 亿元

年 份	1985	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
亏损额	32.44	348.76	367.00	369.27	452.64	482.57	639.57	790.68	830.95

资料来源:《中国统计年鉴1998》。

对于中国和中国政府来说,今后的改革与经济发展的重大课题之一是如何才能使国有企业大幅度地提高效率,怎么进行重组、重建。

另一方面,十余年前开始试行的企业股份制发展起来。实行

股份制的企业与传统的国有企业相比显示出明显的优势,中国国家统计局第三次工业企业全面调查从数据上明确地证明了这个优势(见表 9-13、表 9-14)。因此,对国有企业应更加积极地推行股份制。

1997 年 10 月,中国共产党第十五次代表大会认为:“股份制是现代企业的一种资本组织形式,有利于所有权和经营权的分离,有利于提高企业和资本的运作效率,资本主义可以用,社会主义也可以用^①”。这无疑确认了将股份企业制度导入国有企业的方针,是进一步深化经济改革的重要措施。可以说,股份企业制度和股票市场得到最高领导层的正式认可,是改革开放路线的重要里程碑。

新中国成立后,被认为是资本主义特有产物的股份制企业和股票市场被取消。大约 30 年的时间,有关股份制和股票市场的理论研究被视为禁区。因此,虽然近年的研究工作有相当大的进展,一批批有价值的成果相继问世,但中国学术界对股份制和股票市场理论性的研究与探索仍然浅薄,远远不能适应股份制和股票市场的发展。

面对中国经济改革的重要阶段——国有企业的股份制改造和股票市场的迅速崛起,理论的说明和指导必须发挥重要的作用。这就要求我们深入地研究和分析中国的股份制和股票市场的各方面问题。同时,由于中国的股份制与股票市场的幼稚性,我们必须认真地研究股票制度先进国家的相关问题。通过比较研究,了解我们与先进国家的异同,寻找出异同形成的原因、条件,弄清我们可学习的经验和应吸取的教训。

二、研究对象与方法

本书的研究对象是股份企业制度和股票市场,以后者为中心。

^① 江泽民:《高举邓小平理论伟大旗帜,把建设有中国特色社会主义事业全面推向二十一世纪》——在中国共产党第十五次代表大会上的报告。

书中所涉及的中国股票市场如无特别说明,均指上海和深圳的 A 股市场(B 股仅占市价总额的 3% 左右)。日本、美国、英国的市场如无特别说明,系指东京、纽约、伦敦交易所市场。为什么要把中国的两个市场都作为研究对象而其他各国仅举一个市场?理由是:①在中国尚未确立像东京市场于日本、纽约市场于美国、伦敦市场于英国那样的中心市场;②上海与深圳市场各具特色,在一些方面不能相互代表。

本书执笔之时,香港尚未回归。因此,未将香港股票市场作为中国股票市场的一部分纳入研究对象。另外,基于现实的状况,台湾地区的股票市场也未作为中国股票市场的一部分进行研究。

研究方法之一:实证分析与理论分析相结合,实证分析为主导,理论分析为补充。与本书研究目标相适应的有关中国市场的资料,因其缺乏完备性、连续性和透明性,收集起来相当困难,而且,收集到的许多资料不进行再加工几乎无法利用。有些资料的再加工十分费时,因条件所限,再加工了的某些资料并不一定很充分。不过,对于本书的研究目标来说,这些资料大抵可以满足需要。在文章中,凡直接使用原资料的,均以“出处”二字引导,经过再加工后使用的资料均标“注”予以说明。

研究方法之二:国际间各股票市场的比较分析。比较分析以日本为中心,作为参照还涵盖了世界三大股市的其他两个——美国纽约市场和英国伦敦市场,一些章节还涉及亚洲和中南美洲的新兴市场。与日本市场的比较分析是从当今与历史两个角度展开的。因为重建后的中国股市同期所对应的日本股市恰好是泡沫经济破灭后的股市,中日两国所处的经济背景与股市的发展阶段不同,所以仅以泡沫经济崩溃后的股市与处于高速增长经济期的中国股市进行比较很多问题无法说明,仅有这样的比较明显是不充分的。为弥补这个缺陷,本书尽量拓宽比较期。因此,本书还与中国近年的经济高速增长状况相近的日本岩户景气期(1959~1962 年期间)、依装诺景气期(1965~1970 年期间)以及 1985~1989 年

泡沫经济形成与发展期的股票市场和中国现代股票市场进行了比较分析。除此之外,本书还辟出章节专门比较分析中日两国股票市场早期的形成与发展。

三、关于市场特性的含义

市场特性是本书讨论的主要内容。关于本书所讨论的“市场特性”这一概念的含义和相关问题,笔者认为:市场特性指的是反映市场性质的特殊状态。市场的主体、制度、结构以及市场行为是决定市场特性的主要内容。

市场的制度、结构以及市场主体是市场性质的内在性内容。市场的发展性、领域性(世界性、地区性)、广泛性(市场的参与者)以及流动性、收益性、安全性、公平性、公正性、透明性是市场性质的外在性内容,外在性内容是内在性内容的表现形式。

内在性内容决定外在性内容,但是,外在性内容经常影响内在性内容。这意味着内在与外在两方面内容的市场性质是由极其复杂的各种因素的合力形成的,各种因素必须通过市场主体才能发挥作用。从这个意义上说,市场的性质是市场主体行为的结果。市场主体一方面受着各种外在因素的影响;另一方面,其自身的性质,例如各主体的构成、主体间相互制约的结构、各主体的行为方式等对市场也形成影响。换言之,市场主体自身的性质与市场内外因素相互影响的结果创造出市场的制度与结构,形成了市场的发展性、领域性、广泛性以及流动性、收益性、安全性、公平性、公正性、透明性等市场性质的各个侧面。

市场主体是在一定的市场制度与市场结构(市场结构是在市场制度的影响下形成的)之下运行的,但是,市场制度是市场主体创造的,并且分为规制性制度和机能性制度。为了使市场能顺当地运行和所设置的机能性制度(价格制度、交易方式的种类等)有效有序地发挥作用,市场制度必须主要由规制性的制度构成。

价格问题是市场行为的前提与结果,本书将其作为讨论的重点之一。

在制度的影响下,市场形成主体结构 and 价格结构(价格的形成还受制于价值),本书将分别加以讨论。

市场主体一般指市场交易的参加者,这包括股票的原始供给者兼融资者,即股份公司和股票的需要者兼资金提供者,即各种投资人。笔者认为,市场制度的最大影响者和市场的管理者(在中日两国主要是政府)也是参与市场的重要主体,本书把与此相关的问题也作为讨论的重点。

市场行为既是市场性质的重要内容,也是市场性质的表现形式。市场行为主要通过市场主体的行动来体现。市场的收益水平怎么样,市场的流动性怎么样,市场的投机性、规范性又怎么样,这些都是市场行为的结果。这些市场行为的状态一方面影响着股票价格,另一方面又被股票价格所左右。这些市场行为由企业的收益和成长等基础因素所决定,还深深地受制于市场的制度和结构。

最后,由于特性不是一成不变的,因此,讨论特性时应该有时间上的限定。本书所论及的特性主要限定于证券交易所重建后至1997年底的中国股票市场。

四、本书的构成

本书由十一章构成。

第一、二章讨论的是与中国股票制度和股票市场的形成和发展相关的问题。在与日本股票市场的比较中,回顾了中国早期股权制度的形成、发展、终结的历史;分析了改革开放后的中国股权制度与股票市场重建与发展过程的特征和环境背景。在与日美英等股权制度先进国和亚洲、中南美洲股票市场新兴国比较的同时,在与国内相关指标的比较基础上,考察了中国股市发展的状态和水平,讨论了支持中国股市高速发展的主要原因。

第三、四、五、六章集中研究市场主体、结构、制度方面的问题,考察中日两国股票市场的市场主体及其结构,市场的形态结构,市场的主要制度,制度特征及变革动向,分析了两国股票市场的主体、结构、制度中产生出来的问题及其形成的主因,讨论其差异和

特性。

从第七章开始考察市场行为。在八、九、十章,以中日两国股票市场为中心,结合美英市场对主体、制度、结构等市场内在性质外显化的产物——市场行为以及各国市场行为特性的异同进行比较分析。第十章重点分析、讨论经常扭曲的中国市场及泡沫经济期日本市场的投机问题。作为以上分析的理论和方法的准备,第七章讨论股票价格和股票评价的相关问题。

第十一章总结归纳中国股票市场的主要问题和今后研究的课题,并展望未来的股票市场。

结论部分是全书以及各章的概括和总结。

目 录

引论	(1)
第一章 中国第一代股票市场的诞生、发展与终结	(1)
第一节 股份制企业的诞生与股票市场的形成	(1)
第二节 证券交易所的设立	(3)
补论 日本股票市场的形成与早期发展	(4)
第三节 中日两国股票市场形成的差异	(10)
第四节 股票市场的终结	(13)
第二章 中国股票市场的重建与发展	(16)
第一节 股票市场重建与发展的基础条件	(16)
第二节 股票市场重建的步伐	(19)
第三节 股票市场的迅速发展	(24)
第四节 中国股票市场发展状态的国际比较	(29)
第五节 支持中国股票市场迅速发展的主要原因	(41)
第三章 融资结构	(42)
第一节 股份企业制度与股票市场制度	(42)
第二节 企业的融资	(45)
第三节 中日两国企业的外部融资结构	(47)
第四节 从股本结构看中国的上市公司	(58)
第四章 投资主体	(69)
第一节 中日两国股市投资主体及其市场作用	(69)

第二节	中日两国投资主体的持股分析	(84)
第五章	股票市场的规制	(93)
第一节	各国股市的规制样态	(93)
第二节	股票上市的管理	(98)
第三节	中日两国市场规制的主要问题与变革	(103)
第六章	流通市场的形态结构	(118)
第一节	日本股票流通市场的结构及其特征	(118)
第二节	中国股票流通市场的结构及其特征	(129)
第三节	中日两国股票流通市场结构的比较	(141)
第七章	股价与股票评价	(149)
第一节	股价形成与变动的机制	(149)
第二节	股票供需的特性	(159)
第三节	影响股价的主要因素	(162)
第四节	各国市场的股价相关	(169)
第五节	关于股票评价	(177)
第八章	股价分布的分析	(192)
第一节	股价结构的比较研究	(192)
第二节	市价总值结构的比较研究	(201)
第三节	中国市场地域别股票市价总值结构	(206)
第四节	对中国上市公司市价总值问题的评价	(208)
第九章	收益与风险的考察	(212)
第一节	股票投资收益及计算	(212)
第二节	股票投资收益的国际比较分析	(217)
第三节	股票市场风险	(229)

第四节	股票市场风险的国际比较分析·····	(232)
第五节	关于中日两国股票市场的 PER ·····	(239)
第十章	投机性的考察·····	(247)
第一节	股票市场的投机及其形成·····	(249)
第二节	股票市场投机性的国际比较分析·····	(257)
第三节	中日两国股市投机形成的原因·····	(269)
第四节	中日两国股市不同投机类型的形成原因·····	(283)
第五节	与中国股市投机性相关的政府作用的评价·····	(287)
第六节	几点启示·····	(291)
第十一章	中国股票市场的课题与展望·····	(293)
第一节	中国股票市场存在的主要问题·····	(293)
第二节	今后的主要课题·····	(296)
第三节	展望·····	(298)
结论·····		(306)
附录:公历纪元与中日两国年号对照表 ·····		(312)
参考文献·····		(313)
后记·····		(320)
出版后记·····		(323)

第一章 中国第一代股票市场的 诞生、发展与终结

中国的股份制企业日本的股份制企业几乎同时诞生于 19 世纪 60 年代。但是,股权制度建立以后,由于历史的、社会的、文化的、政治的、经济的等各种原因,数十年后,中国在股份公司与股票市场两个领域的发展都大大落后于日本。中华人民共和国成立之初,由于国家社会经济发展方向选择的结果,股份制企业和股票市场被取消了。此前几十年中存在的股票市场可以说是中国的第一代股票市场。

第一节 股份制企业的诞生与股票市场的形成

中国的股份公司和股票市场最初出现于清代的晚期。

19 世纪中叶,两次鸦片战争的失败导致了中国被迫与列强签订了一系列不平等条约,在政治、经济等方面丧失了很多主权,渐渐地沦为半封建半殖民地社会。

19 世纪 60 年代初的中国,在一些对国家和朝廷的未来具有危机意识的改革推进派官僚的倡导下,兴起了向西方先进国家学习,改革中国一些传统制度和做法的“洋务运动”。但是,由于种种原因,这个运动进入 90 年代后便悄然自灭了。这与日本同期成功的“殖产兴业”运动形成了极其鲜明的对照。从总体来说,“洋务运动”虽然失败了,不过,从资本主义先进国家学来的一些近代化的制度、方法等保留了下来,股权制度就是其中的一个。随着西方各

国对中国的投资,资本主义的经营方式进入了中国,股份制企业形态和发行股票融资的方法也逐渐植根于中国。当然,在中国最早出现的股份公司是一些外国的在华企业。

洋务运动期间,以朝廷重臣李鸿章为首的洋务派投入大量的资本,雇佣了大量工人,开办了许多近代样式的工厂、矿山。其中军工企业所需要的资金由国家财政开支。而非军工企业所需要的资金不可能完全依赖窘困的政府财政资金,这些企业不得不另开融资渠道,于是已经在中国运行的外国企业的股票融资方式便成为一种有魅力的选择。

1871年,在李鸿章的支持下,中国最早的近代样式的民用企业——轮船招商局在上海开业。随着轮船招商局的创立,历史上最初的中国企业股票发行了,轮船招商局成为中国最早的股份公司。

此后,不少洋务派官员办的公司效仿轮船招商局发行股票,股份制企业逐渐增多。1894年,清政府在财政实在难以支撑的情况下,发行了中国最初的政府公债。不断增多的股票和政府公债的存在形成了证券交易的需求。于是,参照国外的股票交易方式、规则等,证券交易市场自发地形成了。19世纪末,一些经济发达的城市出现了专门经营证券交易的商人,他们经常出入茶会和银行参与撮合股票等证券的买卖,以他们为中心形成了最初的证券交易市场。这种既没有固定专门场所,又没有固定交易时间的证券交易市场是非常原始的。对于证券交易者来说是非常不方便、不安全的。然而这种交易市场的出现毕竟是一个进步,它提供了相对集中的交易机会,在一定程度上促进了证券的流通。随着交易活动的逐渐增加,交易者对于交易场所、时间的固定性,信息的灵通性、可靠性以及交易过程的安全性、便利性、连续性的要求不断提高。为满足上述要求,与此相适应的证券交易专门公司相继成立。其中,中国人经营的冠以“公平易”与“信通”名称的股票交易专门公司,于光绪末年(20世纪初)在上海开业。

但是,这些证券交易公司全部是个人企业,并非带有公共性质的证券交易所。证券交易所的设立还要迟若干年。

第二节 证券交易所的设立

1911年辛亥革命爆发,清朝灭亡,中华民国成立。1914年秋,上海商人得到北洋政府农商部的许可成立了上海股票商业公会。这是中国人最早的证券交易组织。茶会等交易场所是非固定的,专门公司的交易是分散的,上海股票商业公会弥补了这些缺陷,实现了固定场所的集中交易。上海股票商业公会已经在某种程度上具有了正规交易所的性质。

在旧中国,正规股票交易所两种,一种是外国人设立,一种是中国人设立。1905年,英国人首先在上海开设了证券交易所——上海公众业所。

中国最早提出成立股票交易所建议的人是“戊戌变法”的领导者之一——梁启超。他在“戊戌变法”前的1897年前后,提议建立“股份懋迁”公司,即证券交易所。但是,大概和那些与国家命运的关系更加密切、对国家的前途更加重要的改革提案相比,设立证券交易所的问题显得并不那么紧迫,梁启超的提案被搁置起来。

十余年后,北洋政府的农商部、财政部曾计划开办证券交易所,但这个计划最终未能实现。1916年,曾任中国第一任总统的孙中山先生和上海巨商虞洽卿共同提出设立上海证券交易所。经过许多周折,终于在1920年得到北洋政府农商部批准,在上海设立了证券物品交易所。这个交易所以股份公司的形式组建,规程、制度、交易方法等全部模仿日本的交易所,并聘请日本人担任顾问。

但是,中国人自己最早开设的交易所并非这个上海证券交易所。在此之前的1918年,在北洋政府的首都开设了北京证券交易所。这个交易所是中国人按照西洋股份公司的模式,最早创立的