

● 韩志国 著

中国资本市场的

制度缺陷

Zhongguo

Zibenshichang De
Zhidu Quexian



经济科学出版社

中国资本市场的 制度缺陷

韩志国 著

经济科学出版社

图书在版编目(CIP)数据

中国资本市场的制度缺陷/韩志国著. —北京: 经济科学出版社, 2001. 4

ISBN 7-5058-2507-0

I. 中... II. 韩... III. 资本市场-研究-中国
IV. F832.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2001)第 18625 号

责任编辑: 张 力 沙超英

责任校对: 杨晓莹

版式设计: 代小卫

技术编辑: 董永亭

中国资本市场的制度缺陷

韩志国 著

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: 88191515

网址: www.esp.com.cn

电子邮件: esp@public2.east.net.cn

北京天宇星印刷厂印刷

三河永明装订厂装订

850 × 1168 32 开 14 印张 280000 字

2001 年 4 月第一版 2001 年 4 月第一次印刷

印数: 0001—5000 册

ISBN 7-5058-2507-0/ F·1899 定价: 30.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

序

·董辅初·

目前,在我国,正在就证券市场问题展开一场大辩论,这场辩论不仅涉及到对我国证券市场的一些重大问题的看法,而且还关系到我国证券市场的命运,因而引起了广泛的关注。辩论才刚刚开始,还会进行下去。其实,对证券市场问题,一直有争论,不过,大多没有这次这样激烈,这样尖锐,涉及的问题这样广泛。韩志国同志这本《中国资本市场的制度缺陷》对这场大辩论所涉及的一些根本问题,敏锐地提出了系统的、深入的看法,对他的精辟的论述,我深表赞同,从中获益匪浅。据我所知,他是在春节放假期间和随后的几天内写成的。他能在十来天里写出了这样一本书,是由于他有相当深的理论造诣,有丰富的参与证券业务运作的经验,以及对证券市场问题坚持不懈地进行系统的思考和研究,当然还有他对发展我国证券市场的激情以

及他的勤奋。可以毫不夸张地说,这是有关我国证券市场的一本重要著作,它对正确认识在我国发展证券市场的重大意义、我国证券市场发展中出现的各种问题以及如何解决这些问题、当前这场大辩论的性质和问题,等等,都会产生广泛而又深远的影响,从而对我国证券市场在规范中发展和在发展中规范发挥重要的作用。我相信,不抱偏见的人读过这本书,都会有与我相同或相似的看法。

下面我想就这场大辩论谈一点看法,不是与这本书商榷,而是在读了这本书后有感而发,或者说,是对这本书的同声呼应。我想集中地谈一点,就是要像看待和爱护新生婴儿那样看待和爱护我国的证券市场。

我国证券市场真像婴儿在产妇经历了巨大的阵痛后才诞生一样,是在经济体制改革过程中,在冲破重重阻力和障碍中建立的。它的建立是我国改革的一项巨大成果。它也像新生的婴儿那样,很不成熟,甚至有从母体(计划经济)中带来的胎记。但是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,日益显示出其巨大而又难以甚至不可替代的作用。我们不能只用一般市场经济国家的证券市场的功能来看待我国的证券市场的功能,这就是融资的功能和优化资源配置的功能。其融资的功能大家是看得到的,其优化资源配置的功能也有所显现,虽然还相当不充分(其原因这里不谈)。证券市场在我国这样一个发展中的、转型的国家中,还有另外的不可

忽视的功能,这就是,证券市场作为改革的产物,它的建立和发展又反过来推动了各方面的改革。例如,在企业制度的改革方面,证券市场在国有企业改革中的作用是人们都承认的,不说从证券市场融资对国有企业改革的作用,仅就国有经济在国民经济中的布局的战略性调整来说,如果没有证券市场,就不会有国有资产的股份化以及股份的证券化,而没有国有资产的股份化和股份的证券化,国有经济的“有进有退”的实施就很困难。而且,如果没有证券市场,现代企业制度的建立就只能停留在口头上。近来,大家也看到,如果没有证券市场,没有部分国有资产在证券市场的变现,社会保障基金的筹集和建立将遇到很大困难。又如,证券市场的发展正在对我国金融制度的改革起着促进作用,目前有必要实行的金融业的分业经营正受到证券市场发展的冲击,今后在适当时候,分业经营迟早会走向混业经营。我国的证券市场还有一种特有的巨大作用,那就是,它是学习市场经济的伟大学校,千千万万的干部和群众在这所伟大的学校里由对市场经济的完全陌生、连债券和股票的区别都不知道,到在短短的 10 年时间里,学到了市场经济中的许许多多知识,特别是金融、投资、资本运作的知识,懂得了许许多多的经济学知识,什么宏观经济的走势啊,利率变动的影响啊,企业的资产与负债啊,等等。不管办多少学校也都不可能在如此短的时间里给如此众多的干部和群众以如此广泛而又生动的市场经济和经济学的知识,何况其中的不少

知识是从书本上学不到的。至于证券市场的建立和发展对我国经济发展的巨大作用,更是有目共睹的。

令人不可思议的是,有人竟把我国的证券市场说成是赌场,甚至连赌场还不如,因为赌场还有规则,我国的证券市场连规则都没有。这真是难以令人同意。证券市场与赌场是根本不能类比的。有人说,在证券市场上,你赢钱就是把别人口袋里的钱装进自己的口袋里,这真是像赌博那样,玩的是零和游戏,或者说零和博弈,也就是说,你输的钱就是我赢的钱,不是你输我赢就是我输你赢,输的钱与赢的钱相加等于零。把证券市场中的博弈看成零和博弈,是不对的。在证券市场上并不是一方赢的就等于另一方输的,在股市处于牛市时,许多投资者都会赚钱;当股市处于熊市时,许多投资者都会亏钱。而从各发达国家证券市场的长时间发展看,股票指数从总体上是往上升的,因此做长线投资者一般地说会赚到钱。因此,总的说来,证券市场中的博弈不是赌场中的零和博弈,而是正和博弈。如果说零和博弈,期货市场中的博弈是零和博弈,做多的一方的投机者与做空的一方的投机者在期货交易中或者前者赢后者输,或者前者输后者赢,输赢相加总等于零。这很像赌场中的赌博。但期货市场也不是赌场,正是期货交易中多空双方投机者的这种博弈才能发现价格,才能使套期保值者的风险为投机者承接,而这正是期货市场的不可替代的功能所在。赌场根本没有这种功能。所以,虽

然在期货交易中进行着零和博弈,但也不能把期货市场看作赌场。或许把证券市场看作是赌场者之所以这样看,是因为在我国证券市场中进行着激烈的短期投机,也即通常说的炒买炒卖。

那么,应怎样看待投机呢?在证券市场上,投资和投机是同时存在的,买股票本身是投资行为,但各种投资者的运作有所不同,有些人从事长期投资,买进股票以获取股票的分红,有些人则从事短期投机,时而买进时而卖出,以获取股价的价差,有些人既做长期投资,又做短期投机,做投资与做投机是可以转换的。在正常运行的证券市场中,投资与投机都是必不可少的。没有对证券的投资固然不会有证券市场,而没有投机也不会有证券市场,因为没有频繁的投机,就不会形成股票的合理价格,也不会有证券市场上价格引导资金的频繁流动,从而实现资源配置的优化。不应否认,我国证券市场中的投机性是比较发达的和完善的证券市场中更盛,或者说做长期投资者少,做短期投机者多,但出现这种情况有其必然性。这是因为,我国的证券市场发展的时间短,机构投资者的建立和发展需要有一个过程,而且对能进入证券市场的机构投资者一直有许多限制,这样就形成了我国证券市场投资者的构成中以居民投资者占多数这样一种格局。居民投资者往往具有希望能较快地在证券市场中获利的心理,而且确实在早期的居民投资者中有不少迅速致富的先例,这样就形成了我国证券市场投机较盛的状况。在成熟的证券市场中,居民大多

不是自己到证券市场上去运作,而是通过投资基金等机构投资者间接地投资于证券市场。机构投资者一般地掌握的信息多,有专家理财,运作更为理性,而且由于掌握的资金多,可以通过组合投资的办法来减少市场风险,从而也可以更多地采取长期投资以获取稳定回报。这就使那里的投机不及我国的盛,但是那里的机构投资者也会从事短期的投机。可见,应该从历史的和发展的眼光来看待我国证券市场中投机较盛的情况,而要减弱我国证券市场的投机就需要更多地创立机构投资者,但这要有一个发展过程。同时,我们也不该笼统地指责投机,因为,可以说没有投机就没有证券市场,就没有证券市场的功能。那么,是否应该反对过度投机呢?“过度”的这个“度”是不易确定的。因为投机的盛衰往往是随着证券市场的热与冷而变化的。很难说怎样才不过度。为了保证证券市场的正常运行,应该反对的是违规违法的投机,包括单独或合谋操纵市场、散布虚假信息等行为,以保护规矩的投资者的利益,特别是其中的中小投资者的利益。在我国证券市场的发展中确实有不少违规违法的投机行为,甚至有些机构投资者也参与其中,这要靠完善市场的制度建设、加强监管、对违法违规者给以应得处分来解决。

与此相联系的一个问题是,证券市场能否创造财富?有人说,从证券市场挣到的钱,不是在生产发展中创造财富得来的,而是将别人口袋里的钱转到他的口袋里。如果是这样,要想让一个民族发展

起来,就像拔着自己的头发想要离开地球一样,这是根本不可能的。这段话说的很明白:在证券市场中,一些人赚的钱就是另一些人亏的钱,无非是钱在不同人的口袋里倒来倒去,不会使财富有任何增加。这涉及到对证券市场的根本看法。这种看法是完全不对的。证券市场不仅创造财富,而且在创造财富中起着重要的不可替代的作用。首先,证券市场作为融资的一个渠道,与银行有类似的促进财富增长的作用。上市公司在证券市场发行股票(这里为了使问题更简单,不涉及其他形式的证券),证券市场的投资者购买公司的股票成为公司的股东,他们的投资增加了公司的资本,从而使公司得到发展并创造了更多的财富,增加了利润,这些投资者作为公司的股东也因而获得了相应的回报。可见,证券市场中投资者赚到的钱,有一部分就来自于他们的投资收益,是他们投入的资本创造的。如果认为证券市场不创造财富,就否认了资本可以创造财富,否认了资本作为重要的要素有权参与分配。其次,如前所述,证券市场还有优化资源配置的功能,它的这种功能离不开证券市场中的投机,即股票的“炒买”和“炒卖”。在股票的频繁的买卖中形成着股票的市场价格,在信息透明、竞争公平和充分的证券市场中,股票的价格大体上反映着各上市公司的业绩及其未来的前景,而股票价格的变化又引导着资金由效益低的公司流向效益高的公司,并推动着公司的优胜劣汰,从而使得资源的配置更加优化。证券市场中资源配置的优化不仅仅反映在某

些公司的业绩提高上,而且还反映在证券市场整体效益的提高上,而这也正是股价指数从长期来看呈上升趋势的一个原因,从而也就是从长远来看投资于股票者大多能获利的一个原因,而他们之所以能获利就是因为证券市场在优化资源配置中创造了财富,因此,认为买卖股票赚的钱只不过是将从一些人的口袋里转到另一些人的口袋里,不增加任何财富,这显然是不对的。这种看法的翻版,实际上是计划经济中的只有物质生产部门和物质生产在流通领域的继续的部门才创造财富,包括众多的第三产业在内的非物资生产部门都不创造财富的看法,与市场经济特别是与现代市场经济格格不入。当然,单靠证券市场不可能使一个民族发展起来,但是有了证券市场却可以使一个国家的国民经济更迅速地发展。我们并不认为,我国的证券市场在融资和优化资源配置方面的功能已经得到很好发挥了,我国的证券市场还存在许多不规范的问题,信息不透明、竞争不公平等问题大量存在,这自然会阻碍它对财富的创造,但这与否认证券市场能创造财富是不相干的。

有人把众多居民参与证券市场的投资和投机,指责为“全民炒股”,作为我国证券市场的一大不良现象来反对。“全民炒股”好不好?如果把“炒股”理解为投资于证券,那么“全民炒股”是大好事。因为,投资于证券的人越多,证券市场的资金来源就越多,我国的证券市场就越能发展。实际上,我国投资于证券的人还相当有限,主要是一些大城市的

一部分居民,离“全民炒股”还差得很远。将来,中小城市特别是农村居民富起来了,买卖证券更方便了,真正是“全民炒股”了,我国的证券市场就会有更大的发展,它的作用也就会更大。如果把“全民炒股”理解为许多居民泡在证券市场上买卖证券,那也不能笼统地指责。因为,如前所述,这与我国机构投资者特别是投资基金发展远远不足有关系。解决的办法主要是大力发展机构投资者,特别是各种投资基金。而且也不能去指责众多没有工作的居民泡在证券市场上,因为那是他们自己有权决定的事。需要作为不好的现象来批评的,是一些正在工作的人在上班时间“炒股”,因为这会影响他们的工作。但不能用这点来指责我国的证券市场,因为除了机构投资者发展不足的原因外,那是各个单位管理不严的问题。

从把我国的证券市场看作赌场、指责“全民炒股”,有的人又进而认为我国证券市场的市盈率太高了,认为那是过度投机炒上去的。与有些国家相比,我国证券市场的市盈率确实相当高,但形成这样高的市盈率有其客观原因。那就是,我国的证券市场是一个新兴的市场,在发展的初期,上市公司股票的供给很有限,在庞大的需求下必定会形成高的市盈率。同时,我国上市公司的股票中又只有大约 1/3 的股票可以流通,这又增加了股票供给的不足,造成了较高的市盈率。此外,我国的经济迅速发展,前景良好,也是形成高市盈率的一个原因。而且,市盈率的高低在国与国之间是很难比较的,

特别是与发达国家的成熟的证券市场相比,有许多不可比的因素。何况,我国货币市场一年期储蓄的理论市盈率已经达到了 56.56 倍,它与我国证券市场的市盈率(56~58 倍)几乎是一样的。从这样的角度来看,也不能说我国股票市场的市盈率太高了。那么,比较高的市盈率是不是过度投机炒上去的,是一些庄家人为地抬上去的,或者说是“全民炒股”炒上去的呢?无可否认,有些庄家违规违法操纵市场,把一些没有投资价值的股票的价格炒到天价,对平均的市盈率会有一定影响,但其影响只能是局部的,从某些股票价格被人为地炒高推论出平均的市盈率太高是不恰当的,如果据此得出结论,认为我国的市盈率应大幅度地摔下来,也是不恰当的。应该看到,随着我国证券市场的发展和逐步规范化,市盈率会找到其应有的恰当的水平,但即使如此,市盈率也仍会高低波动。至今,谁也说不清合理的市盈率的标准应该是多少。

对我国的证券市场,我们可以找出许多毛病,这没有什么奇怪,因为它还是一个新生的婴儿。对于它的各种毛病,我们不是去否认,更不是去赞美,而应从历史的和发展的眼光去看待。那些与发展的初期阶段相联系的毛病只有在发展的过程中,在条件具备后,才能逐步解决。“揠苗助长”是不行的。因为这些毛病的产生,是在其初期发展阶段上的各种因素共同作用的结果。这里既有证券市场本身的因素,也有证券市场外部环境方面的因素。就证券市场本身来说,固然那些违规违法者难辞其

咎,但是众多的遵规守法的投资者的不够理性和成熟也有更加理性和进一步成熟起来的必要,以不致一再上当受骗,或任人宰割。各种机构投资者对证券市场的规范运作负有更大的责任,他们也需要逐步学会规范地运作。当然还有监管部门应更好地监管。这些都不仅要有时间,同时也要有条件。正如韩志国同志所指出的,证券市场要更加健康地发展,需要克服一些基本的制度缺陷。我们都承认,证券市场的制度建设是非常重要的,各种规范就是制度,但在实际生活中制度的建设,也不仅需要有经验的积累,而且还要有时间,要有相应的条件,没有相应的条件,完善的制度是建立不起来的,即使建立了也难以有效地实施,何况证券市场的规范运行和发展是离不开外部环境的,例如,在整个社会没有形成遵纪守法讲信用的风尚前,证券市场上的违规违法欺诈的行为也难以减至偶尔发生的程度。治理证券市场的种种毛病不应持消极的态度,同时也不能不考虑证券市场的承受能力。就像婴儿患了病不能用猛药一样,在不具备相应条件的情况下,用猛药来治理刚建立不久的证券市场,可能会适得其反,例如,我们原本想打击操纵市场的行为以保护中小投资者的利益,但由于用猛药而导致股市急剧下挫,可能反而使他们的利益受到了损害,须知他们是更经不起市场急剧下挫伤害的人群;或者原本想使证券市场更好地发展,但由于用药过猛,很可能使它一蹶不振。应该肯定,10年来我国的证券市场不仅取得了巨大的发展,而且在规范化

的制度建设方面也取得了巨大的进步。我国的证券市场已经有了在规范中发展和在发展中规范的初步基础。把我国的证券市场说成是赌场甚至连赌场还不如，认为赌场有规则，证券市场上连规则都没有，这太违背事实了，难道《证券法》和众多关于证券市场的法规和条例不正是规则吗？这样看待我国的证券市场，即使动机是好的，也不会对它的健康发展有帮助，而只能给它以严重的伤害。

总之，我们要像对待和爱护新生婴儿那样对待和爱护我国的证券市场，既看到它的许多不足，更要呵护它使其茁壮成长。它的一切由于稚嫩而产生的问题都会在其成长中逐步地得到克服，这是证券市场发展史上的一个普遍规律。

前 言

《中国资本市场的制度缺陷》是我继《大转折时期的中国股市》之后出版的第二部探索我国股份经济发展道路的理论文集。《大转折时期的中国股市》收录的是我在1989年5月至1997年3月间发表的文章,而《中国资本市场的制度缺陷》则主要是我在近一个时期特别是今年(2001年)以来写作和发表的理论作品,其中也包含了我在前两年发表过的一些文章。这两部文集有一个共同的主题,就是在经济体制转轨时期产生和发展起来的中国资本市场特别是股票市场究竟怎样才能走上市场化、规范化和国际化的发展道路,以及怎样才能使我国的资本市场特别是股票市场摆脱“有计划”的发展模式,进而提高社会资源的配置效率。

—

我国股份经济的萌芽出现在20世纪80年代后期。随着经济体制改革的不断推进以及承包制、租赁制和资产经营责任制等改革模式在企业试验中的逐渐失效,一些企业开始把目光转向股份制,开始了对股份制改革的实践探索,

至 90 年代初,在全国各地已相继出现了一大批股份制试点企业。1990 年 12 月 19 日和 1991 年 7 月 3 日,经国务院批准,上海证券交易所和深圳证券交易所相继开业,从此,中国的股份经济进入了快速发展的运行轨道。到 2000 年 12 月 31 日,沪深两市的上市公司已达 1088 家,其中,工业类企业 705 家,综合类企业 170 家,商业类企业 96 家,公用事业类企业 85 家,房地产类企业 27 家,金融类企业 5 家,除港、澳、台外,全国 30 个省、直辖市、自治区都有了一大批上市公司;上市的证券已有 1257 只,其中,A 股为 1060 只,B 股为 114 只,债券为 47 只,基金为 36 只;发行总股本已达 3613.4 亿股,其中,A 股为 3439.6 亿股,占 95.19%,B 股为 173.8 亿股,占 4.81%;股票市场的投资者已达 5801 万户,其中,个人投资者为 5773 万户,机构投资者为 28 万户;证券投资基金已有 33 只,总规模达 560 亿元;股票的市价总值已达 48 091 亿元,其占国内生产总值的比重已从 1994 年的 8.4% 提高到 54.03%。发展与创新,作为一个永恒的主题,伴随着我国股份经济运行的全过程。在短短的 10 年时间里,我国的股份经济取得了长足的发展,走过了发达市场经济国家用 100 年才走完的道路。

我国的股份经济能够取得如此大的发展,是一系列因素复合作用的结果。在这些因素中,最主要的有三个方面:首先,社会主义市场经济理论的确立是我国股份经济能够长足发展的根本原因。进入 90 年代以后,党和政府对股份经济的评价和发展股份经济的态度呈现出日益明朗的趋势。1992 年,邓小平同志在南方谈话中在对市场经济问题作了精辟的分析以后,提出了对股份经济改革要“坚决地试”的主张;1994 年,党的十四大报告正式确立了社会主义