

# 中国 证券市场 研究

理论与实务

编委会主任 吴万善  
编 委 潘剑秋 马昭明 王一军  
朱思一 陈乃道 朱 伟

书 名 中国证券市场研究——理论与实务  
主 编 王一军  
副 主 编 陈乃道  
责任编辑 曹富林  
特邀编辑 张建农 郝国梅  
出版发行 江苏人民出版社  
地 址 南京中央路165号  
邮政编码 210009  
照 排 南京必得图片设计制作有限公司  
印 刷 者 江苏省丹阳市教育印刷厂  
开 本 850×1168毫米 1/32  
印 张 14  
印 数 1—3000册  
字 数 300千字  
版 次 1998年10月第1版第1次印刷  
标准书号 ISBN 7-214-02277-X/F·541  
定 价 48.00  
(江苏人民版图书凡印装错误可向承印厂调换)

## 序

江苏省副省长 刘 坚

《中国证券市场研究——理论与实务》一书与大家见面了。这是江苏证券有限责任公司长期研究成果的结晶。相信这本书的出版，对于促进证券理论研究将起到积极的作用。

证券市场的发展，不仅为经济建设筹集了大量资金，推动了现代企业制度的建立，而且促进了资源的优化配置，带动了经济结构调整。许多上市公司通过证券市场实施资本经营，在短期内实现了低成本扩张，构建了市场竞争的新优势。一些上市公司通过上市重组以及上市后的资本经营，既加快了自身的发展，也推动了行业结构的调整。如何促使国有企业转换机制，一些集体、私营企业如何规范运作，使中国的企业尽快实现现代企业制度，这是大家共同努力的目标，大部分上市公司已成为科学、规范管理的榜样。这也是发展证券市场的一大贡献。证券市场已成为社会主义市场经济体系不可缺少的组成部分，在江苏经济发展中发挥了日益重要的作用。

江泽民总书记在为《证券知识读本》一书所作重要批语中

指出，“搞证券是现代经济中一门复杂的学问”。我国证券市场起步较晚、发展较快，发展中遇到的新情况、新问题比较多，加强证券理论研究，显得尤为迫切和重要。长期以来，江苏证券有限责任公司十分注重理论研究，发表了许多有价值的研究成果，为各级领导及广大企业、投资者决策提供了参考。最近，江苏证券有限责任公司从多年来的研究成果中精选了一批论文，编辑成《中国证券市场研究——理论与实务》一书。该书从市场建设、宏观背景、投资银行、市场走势、业务创新等角度，对证券市场进行了全面、深入的研究分析。相信《中国证券市场研究——理论与实务》一书的出版，将为广大证券工作者和投资者提供有益的帮助。

一九九八年十月十三日

## 前言

经过七年多的快速发展，我国证券市场的规模不断扩大，1990年底，上海和深圳两个交易所成立，全国只有13家上市公司，到今年上半年，已达820家，总股本达2113.49亿元，总市值达21412.13亿元，占国内生产总值25%，证券公司98家，证券营业部发展到近3000家，机构遍布全国，从业人员20多万，投资者开户数达3100多万户。证券市场和上市公司已经成为我国国民经济重要的组成部分。

改革开放以来，我国国民收入分配格局和国民储蓄结构发生了巨大变化，由于储蓄主体（居民）与投资主体（政府、企业）的不对称性使企业和政府的投资活动在越来越大的程度上依赖外部筹资。作为最大的资金供给部门，我国城乡居民的金融资产已达6万亿元，其中，仅储蓄存款余额就达5万亿元，其余大部分为手持现金。证券市场的建立和发展，为投资者提供了多样化的投融资工具，有利于间接融资向直接融资的转化，提高社会资金利用率，几年来，上市公司通过股票市场筹集了大约3000亿元资金，有力地支持了这些企业的改革和发展。截止1997年末，我国确定的512家重点企业已有186家改制上市，

占总数的36%，100家现代企业制度试点企业中已有40家改制上市，占总数的40%，120家试点企业集团中，已有59家改制上市，占总数的49%。同时，利用证券市场，企业可以优化资本结构，降低负债水平和筹资风险，增强资产流动性、盈利性和安全性；可以在证券市场上进行参股、控股、兼并收购等资产重组活动，盘活国企存量资产；可以促进企业的规模化、集团化经营，提高规模经济效益；可以形成企业激励机制和约束机制相统一的经营机制，促进了现代企业制度运作效率的提高。

证券市场的快速发展，为券商的生存和发展拓展了广阔的空间，同时也对券商提出了越来越高的要求，大力开展研究正是券商适应市场要求的必然选择。江苏证券有限责任公司十分重视研究工作，涌现出了一大批高水平、高质量的研究成果，这本书仅汇编了其中的一小部分。希望这本书的出版，能促进我公司研究工作再上一个台阶，也恳请广大证券界同仁、企业和其他研究机构朋友批评指正。

# 目 录

## 一、市场建设篇

中国证券市场改革前景展望·····	1
国内证券市场发育中的缺陷与培育中的矫正·····	13
构架证券经营机构风险规避和控制体系·····	19
证券业的市场结构与我国证券商的重组·····	27
中国证券市场的发展现状、问题及其趋势分析·····	33
国债市场新格局形成的原因、趋势及影响分析·····	45
证券代理市场发展趋势与营业部经营战略·····	60
中国证券经纪人的现状与取向·····	69
中小券商的竞争战略·····	77
论券商资源的重组与整合·····	85
新刑法——证券市场的稳压器·····	97

## 二、宏观研究篇

扩大有效需求 确保实现经济增长目标·····	107
对当前我国货币政策取向的分析·····	116
当前我国宏观经济运行中的几个热点问题·····	125

经济发展进程中的经济安全问题·····	135
——东南亚货币危机引起的思考	
当前我国资产重组存在的几个问题·····	146
知识经济时代的中国上市公司·····	160

### 三、投资银行篇

证券发行环节诸罪论·····	169
规范、完善我国的股票发行方式·····	177
——理论思考和对策建议	
股本增减途径及股权管理方式·····	186
——企业改制上市典型案例评析	
购并活动中交易价格的确定研究·····	194
企业资产重组模式分析·····	204
国有企业资产重组及其对证券市场的影响·····	219
资产重组中买壳上市的成本与收益分析·····	228
如何成功地实现借壳上市·····	235
上市公司收购及其法律探究·····	247
国外主要的企业并购支付方式特点比较·····	259
企业并购业务中各类中介机构的作用与竞争力分析·····	268
路径转换：国有中小企业的整体重组·····	278

### 四：市场分析篇

货币政策调整对证券市场的影响分析·····	287
新证券投资基金对证券市场的影响·····	295

---

---

付息国债成为龙头券种的理论分析及投资价值再认识·····	301
公司内在价值模型初探·····	306
基金运作中的组合投资分析·····	314
国企战略性改组与国企大盘股市场走势研究·····	322
可转换债券的市场机遇与风险·····	329
投资基金定价分析·····	333
从ST个股看亏损上市公司的扭亏为盈·····	343
一级市场：东方不败的神话·····	351
——97年两市网上定价认购新股收益分析	
股市扩容的市场分析·····	360
证券投资基金的估价·····	366
<b>五：创新研究篇</b>	
创设中外合作基金，促进经济发展·····	373
产业投资基金：经济增长的助推器·····	381
发展国债场外市场若干问题的思考·····	390
设立国债投资基金的必要性与可行性分析·····	397
重点国企发行可转换债券的设计探讨·····	406
保险基金的运用与证券市场的发展·····	418
后记·····	427

---

# 中国证券市场改革前景展望

吴万善

## 一、中国证券市场改革的背景

### 1. 证券市场的规模化扩大有长足进步。

上市股票数——从1991年的14只发展到1997年底的821只；

股票总市值——由1991年的109.19亿元增长到1997年的17 529.24亿元；

股票流通市值——从1992年的263亿元增加到1997年的5 177.57亿元；

股票交易额——从1992年的681.24亿元增长到1997年的30 720亿元；

股票个人投资者人数——由1992年的350万人增加到1997年底3 200万人；

专营证券机构98家，证券营业机构3000余个；

在股票市场交易日趋活跃的同时，政府从股票市场获得了巨额的收入。股票交易印花税收入1991年只有275万元，到1996年全年已达到121.7亿元，1997年则达237亿元之巨。

市场发展的基本面——我国经济在90年代继续保持了持续快速增长，国内生产总值GDP从1991年的2.16万亿元增长到1997年的7.4772万亿元，而居民储蓄存款余额则从1992年末的0.9万亿元

增长到1997年底的4.628万亿元。与此同时，居民金融投资渠道也由单一的储蓄存款向储蓄存款、国债、股票、债券等多种方式转变；居民金融意识增强，投资股票已成为居民投资的重要选择之一。

## 2. 证券市场的风险日渐显露。

暴涨暴跌现象年年有之——

1994年，三大政策救市，导致7~8月的大起大落

1995年，5·18暴涨行情

1996年，12月暴跌行情

1997年，5月暴涨暴跌行情

证券机构风险控制不佳——近年来，中国证券市场的开创者纷纷“翻船”，万国证券（中国早期的第一大券商）、中农信（中国早期的第一大信托公司）、中银信等先后因经营管理上的弊端，而招致被兼并或关闭的命运。申银证券、海通证券、广发证券、深圳发展银行等机构因违规炒作，其负责人被责令免职。

市场调控机制未有效建立——证券市场作为市场经济体系中最市场化的领域，在调控机制上却采取了计划经济下的直接行政干预方式。并且，目前由国家计委确定市场发行额度、体改委主管股份制改造、人民银行主管金融机构运营、财政部拟定市场税率、证监会直接监督市场运行的多头管理体制，使高度统一的证券市场运行效率有所降低。

## 3、阻碍市场长远发展的问题亟待解决。

证券市场在高速扩张的同时，市场基础设施建设、监管与法制建设未能同步发展，迫切需要解决的问题有：

表一 历年上市股票个数

交易所	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
上海	8	38	122	203	220	329	422
深圳	6	33	95	142	161	270	399

(1) 作为证券市场稳定运

行的内在基础——上市公司大多在经营管理机制上未有根本性的改善，从而出现了上市公司收益滑坡的倾向，由此就侵蚀了市场长期发展的基础，阻碍着证券市场长期健康稳定地发展。大多数上市企业改制上市后，只是有了股份公司制的形式，募股的目的仅是为了“圈钱”，在企业与政府部门间的管理关系上、管理层和员工的风险约束和激励机制上、劳动人事工资制度上未作出实质性的变化。如政府部门仍行使对上市公司老总及主要领导的人事任免权及重大决策的一票否决权，企业对职工的辞退权难以充分行使、企业领导层负盈不负亏未能改变。这使得相当多的上市企业并未实现社会广泛期望的通过上市的制度创新激活企业的目的。

(2) 作为证券市场活力的前提——投资机会未能得到充分公正的保证，暴涨暴跌和信息传播机制不良使得投资者难以遵循理性化的投资策略，使股市成为“消息市”。高达1.7%的交易成本、境内居民投资B股的禁入、股票交易融券融资的禁止、收购兼并的法律规范不完善都大大减少了市场的投资机会，从而在很大程度上降低了市场的效率。尤其是对二级市场收购兼并的过严规定使购并行为可操作性大大降低，从而不仅仅是减少投资机会，更失却了对上市公司管理层的强大压力，失去了证券市场具备的资源再次优化组合的功能，所谓依市场方式配置资源在这一最市

表二 市价总值

年份	市价总值(亿元)	
	上海	深圳
1991	29.43	79.76
1992	558.4	489.73
1993	2206.2	1335.32
1994	2600.13	1090.49
1995	2525.66	948.61
1996	5477.81	4364.56
1997	9218.07	8311.17

表三 成交金额，年末换手率，年末平均市盈率

年份	市价总值 (亿元)	换手率%		平均市盈率%	
		上海	深圳	上海	深圳
1991					
1992	681.24	397		43.35	
1993	3667.03	341	213	42.48	42.69
1994	8127.63	787	472	23.45	10.28
1995	4396	396	180	15.7	9.46
1996	21331.16	591	902	31.32	35.42
1997	30720.26	426	490	41.24	39.86

场化的领域反而难以施展。

(3) 作为二级市场的稳定力量——机构投资者未能得到应有的扶持，其定位一直处于模糊之中，从而在现阶段尚不具备稳定市场的力量，更加剧了股市的动荡。作为机构投资者重要组成部分的总计450多家中国证券专营、兼营机构群体，总资产近1600亿元，尚不足美国美林证券2130亿美元资产的1/10。全部券商的平均股本金则低至2000万~3000万元，自有资金明显不足，而政府的现行法规禁止券商的融资行为，由此就使得券商仅凭自有资金根本不足以稳定市场。同时，由于正当融资渠道不畅，券商迫于生存的现实需求只能借助于旁门左道，由此产生了一些幕后资金交易，从而使金融体系的运行状况难以真实把握，并可能因突发事件引发危机。如1995年因暂停国债期货交易引发全国性的巨额金融债务；1997年上海工行、海通证券、申万证券、广发证券因融资炒作受罚等。作为另一机构投资者的基金，则实力更弱，全国近80家基金的总资产尚不足100亿元，投资股市的比例平均只在10%左右，就更起不到稳定股市的作用。与此同时，股票的供应规模却由50亿——150亿——300亿年年高速扩容，失衡的供求关系得不到机构资金的引导而只依赖于居民个人的投资，给市场带来的就只能是剧烈起伏。

(4) 作为证券市场发展的内在机理——市场规律未得到充分的尊重。证券市场作为市场经济发展到一定阶段的产物，对统一化的市场运作有较高的要求，在股份的同价化、同权化和

表四 平均每股利润(元)

交易所	1992	1993	1994	1995	1996
上海	0.26	0.33	0.34	0.26	0.27
深圳	0.48	0.48	0.39	0.24	0.31

表五

上市时间	平均每股收益(元)	
	沪市	深市
1990-1991年	0.2043	0.03766
1992年	0.1471	0.1127
1993年	0.16865	0.1817
1994年	0.20817	0.28
1995年	0.25026	0.1931
1996年	0.3413	0.37198
1997年(至4月底)	0.4289	0.5007

市场管理体系的法治化、一元化方面有着市场规律自身的内在要求，而中国证券市场恰恰在这些方面存在许多薄弱环节。首先，占上市公司总股本70%以上的国有股、法人股不能上市交易，不仅使得单个公司的流通股规模偏小和流通价格过高，还对市场的长期发展产生较大的心理压力。大量股份由少数国有机构控制，还使得改制上市的目的之一——构架制衡的公司权力治理体系落空，广大的流通股投资者根本无力对上市公司的营运施加实质性影响。其次，A、B股的市场、价格高度隔离，导致同一市场、同一上市公司的A、B股股价产生巨大价差，市场的国际化进程步履艰难。上述这两个方面的问题就其原因来讲，与当年市场设计只过多地考虑了保证国有股东控股权地位，而忽视市场规律有关。其三，法治化、一元化的市场管理模式迄今未有效形成，而以经验不足、政出多门的行政管理模式监管市场，从而导致了市场自身功能的萎缩和运行秩序的无序化。由于《证券法》等规范市场的根本大法碍于政府部门利益的冲突迟迟未定，整个市场的管理只能以各政府部门的即时性行政管制措施为主，从而市场管理措施表现出较大的不确定性、短视性和随意性。

解决日渐积累的问题既是中国证券市场改革的必然要求，也是中国证券市场改革的短期目标。就长期目标而言，国内外金融市场的连年风波已使中国证券界充分意识到金融市场的巨大风险，并着手对其中可控制的市场非系统性风险加以解决，这就意味着中国证券市场须在法治规范化和统一化方面作出更大的努力，从而实现中国证券市场的充分法治和充分效率，这将是中国证券市场改革的长期目标。为了实现中国证券市场改革的短期和长期目标，就必须突破现存的市场利益格局，通过制度创新引导市场利益的理性整合，遏制不正当利益，奠定改革的利益基础。

## 二、中国债券市场改革的内因驱动 ——市场利益格局的变化

尽管中国债券市场诞生之初仅是作为地方性的试验田而存在，但历经十几年改革开放的中国经济本身也已产生了对证券市场的内在要求和支撑基础，所以，自中国债券市场诞生之初起就表现出了超常的生命力，尤其是1992年提出建立社会主义市场经济体制后，证券市场就已越出地方性试验田的束缚，1996年明确证券市场作为社会主义市场体系不可或缺的一部分和作为国企改革的主要基础后，发展速度则更为迅速。

自然，中国债券市场的这种超常规迅速发展既是各后发国家证券市场发展普遍较快规律的必然反映，也是与中国政府政策的大力扶持分不开的。然而，作为市场发展外因的政策在根本上是由内因所规定的了，这内因实质上就是近几年市场的发展迎合了市场各方的利益，而市场利益的认同又促进了证券市场的快速发展。

就上市企业的整体利益而论，一下子以极低的成本甚至零成本获取了巨额资金，基本上解决了企业资金上的困境，同时，还有机制改善的潜在可能。

就上市公司的国有控股股东的利益来讲，控制的资产规模较前增长了几倍，并且更可能因有公众股的参与监督，而使国有资产处于更安全的境地。

就上市公司的个人股东即社会公众投资者的利益来讲，又多了一条较有活力的投资渠道，不仅可以藉此获得一定的投资回报，还可以从中学习相应的投资知识，提升自身的理财能力。

就上市企业管理层而言，也借上市之机扩大了其社会知名度和管理资产的规模，内部职工也可借职工股上市之利大获收益。

作为对市场发展更具影响力的政府在证券市场的利益也得到了充分的保证，不仅在宏观上部分卸掉了国企的沉重包袱、保护了银行体系的安全，还直接从证券市场上得到数百亿元的印花税收入。

正是由于各方利益在证券市场上得到了一定程度的满足，而使得证券市场具备了快速发展的利益基础。但是，利益格局总是不断变化的，并将打破原有的均衡，从而也就动摇了以原有利益格局为基础的构架。证券市场在规模越来越大的同时，也不断冲击着早已存在的利益格局，并带来了大量新问题。

自1996年底以来，就政府对证券市场的利益而论，早已破除了当年“试验田”的禁锢。首先，作为过去主要的融资方的银行变得不堪重负，大量负债率高达75%以上的国有企业已无力偿还巨额的银行贷款，从而使整个银行体系陷于潜在的风险之中。为减轻银行压力，政府寄望于企业从证券市场无偿融资增强获利能力以归还银行的贷款，从而化解金融危机。其次，作为国民经济主要支柱的国有企业的改革已经历过多次挫折，当前国企的股份制改造被视为国企最后的希望，而股份制改造无论在其资金基础还是在机制塑造方面都有赖于证券市场提供强有力的支持；同时，在国企股份制改造后，政府对仅以其股东地位能否控制企业一直存在着意识形态上的和实践上的忧虑，迄今为止应对这一忧虑的惟一策略是仅允许国企改制后流通公众股占总股本的1/3左右。其三，亚洲金融危机的巨大破坏力令政府领略到证券市场的巨大风险，从而使风险控制成为政府的重大利益所在。

政府在上述领域的利益所在自然也就构成了其对证券市场的

短期目标期望，但利益的交错复杂性本身使这些目标存在着相互冲突的可能，如振兴国企与选择优秀企业上市的冲突、刺激场外资金入场活跃股市与控制市场风险的冲突，降低印花税等交易成本以激活市场与国家财政刚性利益的冲突等，它们的解决有赖于中国证券市场的根本性改革或制度创新。

就上市企业的利益格局变化趋势而言，由过去只对上级一家负责转变为对千千万万股东负责，上市公司的经营管理也由过去的黑箱操作演变为公开化的公众行为，上市公司在经历了最初获取大笔资金的欣喜后，马上就面临着勉力经营股东以回报股东的压力。但是，这种压力的存在显然是以股份的充分流通性为前提的，中国上市公司的低比例流通股实际上构不成多大的现实压力，而难以实现上市公司机制改善的利益。

就上市公司的国有股东来讲，在坐享控制资产规模扩大之利的同时，也面临着社会舆论更为严厉的监督；上市公司管理层在知名度上升的同时，也感受到股东要求高回报的压力。

就市场的众多小额公众投资人来讲，在多了一条投资渠道之时，市场风险却也长期相伴，那些经营不良、运作失范的上市公司和随机干预的行政调控方式常常使中国的个人投资者面临更大的风险，因而规范化、透明化的市场运行就成为中国千万公众投资人新的利益所在。

显然，随着市场规模日渐扩大，一些市场主体原先的不合理利益需求非但未得到抑制，而有进一步强化的趋势。如上市公司及其政府管理部门早期上市圈钱的不合理利益需求没有创新制度的约束，政府对市场的行政化干预管理模式甚至还以条文的形式进一步固化，借由内幕信息寻求短期暴富的炒作模式仍方兴未艾，市场利益分配的公正性、公开性在此失去了保证。由此使得