

探寻证券市场的理性



证券市场研究系列

Tan Xun
Zheng Zuan
Shi Chang
De Li Xing

汪良忠●著

THE EXPLORATION OF SECURITIES MARKET'S RATIONALITY

By Dr.Liangzhong Wang



证券市场研究系列



责任编辑：刘殿和
责任校对：王肖楠
版式设计：代小卫
技术编辑：王世伟

探寻证券市场的理性

汪良忠 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：88191540

网址：www.esp.com.cn

电子邮件：esp@esp.com.cn

天津新华印刷一厂印装

690×990 16 开 16.125 印张 300000 字

2002 年 7 月第一版 2002 年 7 月第一次印刷

印数：0001 - 5000 册

ISBN 7-5058-3038-4/F·2405 定价：36.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

自 嘲

1995年获得博士学位之后,我的导师上海财经大学杨公朴教授曾向我提议把发表的一些文章集成一本论文集出版。我一直认为这是老师对学生的偏爱与激励。就我那些论文的学术价值和学术水平来说,是不值得如此郑重其事的,因此迟迟没有按老师的嘱咐做。后来在工作中,又不断地写了一些东西,这使我又想起老师出一本论文集的嘱咐。2000年春节,我去上海看望杨公朴教授,他又提起这件事。老师的再三嘱托,终于促使我下定决心,把一些文章收编成集,算是对以前学术活动的一次总结。

就我个人的性格而言,我是喜欢做学问的,而且一直盲目自大,认为学问上可以做出一点成绩,这也是我的个人兴趣使然。这种信心和兴趣源于我的大学生涯,在大学二年级至三年级期间,我写过三篇数学“论文”。我至今还清楚记得那三篇“论文”的题目分别是《含有绝对值符号函数的微分方法》、《具有可数个间断点函数的求积方法》、《一类特殊级数的求和方法》。自那时起,我对数学始终保持浓厚的兴趣,也一直希望自己成为一位有成就的数学家。我当时最大的愿望是解决大数学家希尔伯特留下的23个数学难题中的一个。大学毕业后,我分配到一个中学教书,但我始终在做考研究生的准备,以继续我在数学上的追求。不意,1984年我父亲在贫病交迫中去世。父亲去世前的各种债务,连同祖父遗留下来的债务,全部留给了我这个家中的长子。不当家不知柴盐油米贵,庞大的债务成为压在我肩上的沉重大山,祖母、母亲及弟妹的生计与婚嫁大事,压得我喘不过气来。就在这

样的环境下,我也强烈意识到自己绝不能在这种贫困中自隳其志,不能脱离追求知识的进取之路。在经过权衡之后,我毅然决定报考研究生,但我接受一位朋友的建议,由数学转考经济专业。在当时的小县城,要找几本像样的经济学书籍,比登天还难。几经周折,我通过一位在新华书店工作的朋友,在该书店的仓库中终于找出一套《资本论》。我的经济学求学之路,就是从读《资本论》起步的。1985年,我顺利考上了陕西财经学院国民经济综合平衡专业的研究生。在研究生的求学期间,我发现我几乎对经济学的每一个专业都有着浓厚的兴趣。这种兴趣激发了我在经济学领域中的强烈求知欲。

然而,从1985年上硕士研究生开始迄今,反思自己的求学之路,对自己不无讽刺意味。概而言之,一事无成。1996年回老家过春节,当还清我家中最后一笔债时,我曾长长地嘘了一口气,认为从此可以认真地做些学问,完成自己的心愿。根据我的研究兴趣以及我喜欢从实践中研究问题的爱好,结合我正在从事的实务工作,自以为有条件写出一些有价值有水平的论文。然而几年下来,当我检视几年的研究论文与论著时,仍然喟然长叹,羞愧不已。

收入本文集的,主要是有关证券市场的文章,其中除了少数几篇外,大部分发表在《证券时报》、《上海证券报》、《中国证券报》、《金融时报》,这些文章几乎全是对我在实践工作中遇到的实际问题的分析。另外一部分是与证券市场密切相关的理论问题,或者说是为了分析证券市场的问题而对一些相关理论问题的思考。时过境迁,对于这些文章的结论正确与否,自己没有必要去做评论,它们的作用仅仅在于记录了我曾经思考过什么问题。从专业的角度看,证券市场本身不是我的学术专长。在大学期间,我主修的专业是数学;在硕士研究生期间,主攻宏观经济学;在博士研究生期间,主攻产业经济学,而后来从事的工作却是证券。这种专业上的跨越,虽然影响了我对许多问题深入的研究,但也

铸造了多视角思考的思维特点,我对自己的鞭策是,未来可以利用这种思维特点做出一些真正有价值的学问。

最后,我对广发证券发展研究中心的农小平小姐和余晓宜小姐表示衷心感谢,她们为本论文集的出版付出诸多努力,特别是农小平小姐,全部重新打印了所有的论文。我还感谢经济科学出版社的王书燕和李洪波编辑,本书的出版,得到了她们的大力支持和鼓励。

汪良忠

2001年8月18日



汪良忠

* 作者简介 *

汪良忠先生，
1995年获上海财经大学经济学博士学位，
高级金融经济师。现任广发证券股份有限公司发展研究中心总经理、广东商学院客座教授、《经济研究资料》编委。汪良忠博士长期从事证券市场的实务与理论研究工作，出版专著有《证券经济论》、《投资通论》、《股票发行与交易》，主编和译校了《灾害大百科全书》、《证券经济分析》、《新世纪金融热点》、《欧奈尔证券投资二十四课》等书，在各种报刊上发表论文200多篇。

博 穗 文 苑

B o S u i W e n Y u a n

面对入世后
我国金融市场面临的
挑战，面对我国金融市场
持续发展所出现的各种案例与理
论问题，需要思想睿智以启迪未
来、需要进行深入研究以开拓未
来、需要案例的反思以警示未来。为
此，我们向读者隆重推出博穗文苑。博，
渊源深厚、精深丰富之意，作为学位名
又是博士之美称；穗，丰收硕果之意，作
为地名又是广州市的别称；由博而穗，由
渊源而丰收，由精深而结出硕果。其思想
和作品起源于人才密集的广州，以及博士
硕士成群的广发证券股份有限公司。博
穗文苑拈取当今中国金融案例与理论研
究之精粹奉献给读者，籍此为我国金
融市场的发展做出自己的贡献。博穗
文苑包括以下几个系列：金融案
例研究系列、金融理论研究系
列、证券市场研究系列，产
业分析研究系列等。每
年从全国范围选
取精品出版。



证券市场研究系列

策 划 人 语

有博士军团美誉的广发证券人吹着雄壮的号角，又一次抢滩登陆“金融案例研究系列”。其首例研究成果是震惊中外的中国非银行金融机构关闭清算破产案，也是中国首家非银行金融业务托管案例。这一战役是继登上“证券投资分析”理论研究高峰之后的又一次成功突破。随之，他们将逐次奔袭“证券市场研究系列”、“产业分析研究系列”……

作为金泉文库的策划人，我有幸参与了这支博士军团研究成果的出版工作。我们共同创造了“博穗文苑”的品牌；我们以近乎完美的设计打造这支文化部队的形象；同时，我们也丰富了金泉文库金融精品图书的品种。

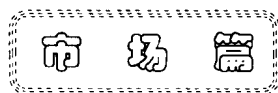
我们品尝着初步成功的喜悦，期盼着共同享受金色的收获。

王书燕

二〇〇二年七月九日

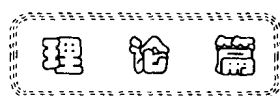


自嘲 汪良忠



■ 培育深沪股市的资本洼地功能	1
■ 深沪股市中长期走势研判与政策建议	7
■ 高新技术决定投资价值 ——关于药业产业的投资分析	10
■ 试论我国股票市场的若干结构性矛盾	16
■ 未来还会有第二个“霸菱”吗	22
■ 风险投资基金与企业科技进步	25
■ 可转换债券与企业资本结构的优化	27
■ 深圳股市发展阶段的界定及其调控	32
■ 国外证券业的发展趋势	38
■ 我国股票一级市场存在的若干重大问题	41
■ 股市已进入长期牛市的早期阶段	53
■ 国有企业技改项目的股票发行问题	56
■ 股票发行市场的风险决策模型	60
■ 论价值发现	73
■ 平稳:1998 年证券市场的主调	77
■ 关于资本市场宏观调控的若干问题	83
■ 关于 B 股市场发展定位与对策的研究	95
■ 发展我国创业投资需要解决的若干问题	105

■ 如何担纲 如何逐利	
对证券投资基金三个焦点的透视	114
■ 论资产管理	117
■ 融资社会化 模式多样化	131
■ 高新技术产业化的融资障碍及其化解	134
■ 加速科技进步 提高上市公司投资价值	139
■ 2000 年投资基金会怎样在品种多元化上突破	141
■ 论券商的市场竞争力	143
■ 交易市场的发展趋势与券商竞争力的成长	151
■ 让国有股退出证券市场	157
■ 法人股应并轨流通	167



■ 论混合所有制占主体的市场经济制度	175
■ 股票的内在价值与市场均衡价格	184
■ 证券市场对现代市场经济的推动作用	188
■ 认识证券经济本质 规范宏观调控主体	193
■ 证券化——市场经济运行的新发展阶段	198
■ 国有经济的战略性重组和券商的发展机遇	202
■ 谈混合所有制的功能	211
■ 需求实现障碍与反供给过剩政策	218
■ 供给过剩论	224
■ 供给过剩与反供给过剩政策	231
■ 会发生全球经济衰退吗	238
■ 证券市场的网络形态及其经济本质	243

培育深沪股市的资本洼地功能

深沪股市在我国资本市场发展中的主导地位已经确定,但是,从培育资本洼地的要求来看,深沪股市还存在严重的功能性缺陷。其一,资本吸纳能力不强。一个基本的事实是,深沪股市在从 1993 年下半年开始的供给扩容狂潮中,由于不能相应地扩大需求能力,致使两市陷入持续下跌的困境,最后政府不得不出面救市。其二,缺乏资本整合能力。资本洼地是现代市场经济配置资源的枢纽,它通过对资本运动的整合,使资本在收益诱导、效率优先的原则下流动,形成与产业结构发展要求相适应的资本运动。现代市场经济条件下产业的转移和高级化,就是通过资本洼地整合资本以形成产业间的资本动态配置而实现的。从目前深沪股市的品种结构看,可以说缺乏这一机制。其三,警示功能与约束功能很弱。股市是宏观经济运行状态的晴雨表,它对宏观经济运行状态具有超前警示功能;股市又是公众选择的投票箱,其“脚投票”机制会对企业形成强大的约束。但是,深沪股市这种功能目前极其微弱。一方面,深沪股市的升跌与宏观经济的运行状态关联度很低,甚至是逆向而行;另一方面,股票的市场价格对其业绩的背离使其无法构成对企业的约束,同时市场上股权的转移对深沪股市的上市公司无法形成控制权的替代威胁。以上两个方面表明,深沪股市的警示功能和约束功能与其作为资本洼地的要求是不相适的。

深沪股市的功能性障碍,除了发展早期阶段因运作规范体系和法律体

系不够完备这一原因外,更为主要的原因是深沪股市本身所形成的各种错位关系所致。

第一,品种结构的形成与产业结构调整序列错位。瓶颈制约是我国产业结构的长期痼疾,从大类看,第一产业和第三产业发展滞后。从第二产业内部看,加工工业发展过快和基础工业发展滞后。比照我国产业结构的这种状况,深沪股市作为我国的资本市场,其上市品种结构的安排就应和产业结构调整的先序序列相一致,否则就会使产业结构的不均衡运行状态进一步恶化。然而,从表 1 中我们可以看出,深沪股市的品种结构都表现为工业一头重的格局。

表 1 深沪股市品种结构

类 别	工 业	房 地 产	商 业	公 共	综 合
深 圳	53.4	15.0	1.8	8.7	21.2
上 海	73.4	5.0	7.0	9.1	5.5

而且,工业类的内部品种结构中,加工工业占绝对优势。深市加工工业的股本占全部工业股本的 53.9%;沪市加工工业的股本总额占全部工业总股本的 50.4%,两市合计加工工业的股本总额占两市工业股本总和的 51.4%。值得更进一步指出的是,一些国民经济的支柱产业、高新技术产业(如铁路运输、航空航天),在深沪两市的品种中竟然找不出一只上市股票。这种状况表明,深沪股市的品种结构背离了我国产业结构调整序列和产业结构高级化的发展要求。

第二,错位的市场比价结构。经营业绩决定股票的市场价格,成长性决定股票市场价格的动态变化,是股市运行的铁律。然而,深沪股市的市场比价却与此截然相反。可以说,价格对业绩的反向折射是深沪股市比价结构的显著特点。一是从深沪两市总体上看,深圳各上市股票总体业绩水平远高于沪市,但沪市的价格的总体水平却远高于深市。从深沪股市各自的情况看,情况也是如此。尤其是沪市,其比价的扭曲程度可以说给经济学家出了一道无法解答的难题,如一家公司的业绩雄居深沪股市榜首,而其股票价格却长期在中游水平徘徊。二是大盘股与小盘股比价严重扭曲。大盘股由于其在行业中的优势地位和具有较好的规模经济效益,一般可以提供稳定的较高收益,相对而言,其市场的风险性也较小;而小盘股一般不具备这些优势,并且由于小盘股的产出对国民经济的影响较小,受经济景气循环波动

的影响很大,其收益的稳定性很差。这些特点反映在市场价格上,其比价关系应是大盘股的市场价格比小盘股的价格具有优势。然而,通过深沪股市的大盘股和小盘股的市场价格对其业绩进行离差分析,后者的偏离度远大于前者。这说明,在市场比价关系上,大盘股的市场价格与小盘股的市场价格是一种非对称的比价关系。三是本地股与异地股的比价关系不合理。这主要是沪市,上海本地股的平均每股收益为 0.31 元,异地股的每股平均收益为 0.41 元,后者是前者的 1.32 倍;而本地股与异地股的平均价格水平之比,后者长期不足前者的 50%,两者形成强烈的反差。四是品种结构的业绩分布与其市场价格分布不均衡。以 1994 年 9 月 23 日两市的收市价计算其市盈率,两市平均市盈率分别为:工业为 21.1,商业为 28.5,房地产类为 31.8,公用类为 33.3,综合类为 29.8,工业类居末位,公用类和房地产类都高出工业类很多,其他两类也比较高。这表明,市场品种比价结构对其业绩结构存在严重的扭曲现象。

第三,弱化“脚投票”机制功能的股本结构。股份公司和股票市场是股份经济运作的两个支柱。前者构成股份经济的运行主体,后者构成对运行主体的市场约束。这种市场约束通过股权的市场让渡而保证公司治理结构的有效运作。显然,股东在市场上用“脚投票”的成效取决于公司股本的市场可流量,也就是流通股占股本的比重大小。在深沪股市的市场可流量,也就是流通股占总股本的比重大小。从现在深沪股市的股本结构看,“脚投票”机制的功能是极其有限的。深市全部流通股占全部总股本的 25.51%,沪市全部流通股占全部总股本的 23.18%,两市平均为 23.97%。这就是说,全部投票权只有不到 1/4 的部分可在市场实现,其约束力有多大是可想而知的。在这种条件下,股权的市场集聚,股票市场价格的波动,都不足以构成对公司治理结构改变的压力,产权的整体转移或受控经营几乎都是不可实现的。同时,由于目前深沪股市的上市公司大多是国有企业改制而成,国有股权和法人股权对公司治理结构的形成具有决定性的影响,这种状况与国有企业原来的行政管理体制的结合,就导致公司的治理结构和经营方向很难反映广大中小股东的要求和权益。另外,由于流通股比例太低,从根本上限制了资产存量的重组与流动,市场无法按产业结构发展要求来整合资本的任务,从而使股市配置资源的功能得不到有效发挥。

深沪股市在短短几年内取得了举世瞩目的成就,全国性的资本市场构架基础已经形成。但是,强化功能培育,矫正功能性障碍,是决定深沪股市

能否尽快地发展为资本洼地的关键环节。

第一,发挥各自优势,培育资本吸纳能力。深沪股市既存在资本容量扩大的适度竞争,又各具吸纳资本的特色和优势。从我国经济发展的资本形成能力和国际资本的运动特点看,深沪股市资本吸纳能力主要取决于其所依托的经济区位和股市本身的发展水平。从区位条件看,沪市具有一定优势。这是因为,长江三角洲在辐射能力、力度、深度和广度方面,以后会逐渐超越珠江三角洲。也就是说,以经济区域辐射能力为媒介的资本流动,沪市具有较大的流量潜力优势。同时,沪市作为远东最大的金融中心的魅力,也对国际资本具有较大的吸纳能力。但是,沪市本身的状况却不容乐观,在这个方面,深市的优势比较明显。其一,深市的成熟度要高于沪市。一般而言,在相同的条件下,股市的资本吸纳能力与其成熟度成正比。这是因为,只有成熟的股市才能保持强大的投资倾向和稳定、较高的投资收益,才能降低和规避投机风险。判断股市成熟度的主要标志是股票价格与其业绩的对称程度。目前,深市与沪市相比,其市盈率维持在1:2之间,这说明,深市的股票市场价格与其业绩的对称程度要远优于沪市。其二,深市的兼容能力要优于沪市。股市的兼容能力是指其对不同种类、不同区域、不同质地的股票的市场认同程度。目前,深市比沪市具有较优兼容能力可以从以下两个方面体现出来:一是深市的异地股所占比重远高于沪市。深市的异地股占全部上市股本的62.5%,而沪市只占43.8%。同时,深市品种的涵盖面也要宽于沪市,如深市有3只金融股票,有1只与农业直接相关的股票。二是深市实现了资本的市场平等,而沪市则存在严重的“异地歧视”现象。深市本地股和异地股的市盈率非常接近,如以1994年8月平均的市盈率计算深市本地股和异地股的市盈率,前者为19.44,后者为19.27,两者非常一致;而沪市则截然相反,如以同一时期计算的市盈率,沪市本地股为46.73,异地股为20.78,前者是后者的一倍多。深沪股市在兼容能力上的这种差别,会使资本的流动向深市倾斜,这是因为,资本运动的始终如一的目标,就是自我增值。其三,深市对国际资本具有较大的吸纳能力。沪市作为未来的国际金融中心的资本市场,其对国际资本的吸纳能力,有其区位上的优势是毫无疑问的,但对国际资本的运动而言,股市的收益程度和运作规范无疑更具决定意义。这是因为,精明的国外投资者,特别是那些以获得稳定收益为目的各种基金和其他机构组织,所青睐的肯定是那些蓝筹股和成长股,而不可能是那些具有很大大泡沫性质、其收益长期低于利率的投机性股票。因此,

从深沪两市的市場本身看,目前深市具有绝对的优势,可以说,外资进入中国资本市场,深市是首选。这一点,也可以从B股的市场价格与其业绩具有很好对称分布能够得到印证。

以上分析表明,深市要发展成为国际性资本洼地,在资本吸纳能力的培育方面,除了保持和进一步发展自己的市场优势外,主要是发挥自己资本市场集资、融资的功能,促进珠江三角洲经济区位的发展和辐射能力的提高,形成强大的华南经济圈和大中华经济圈,以此扩大自己吸纳资本的广度和深度。就沪市而言,优化自己的市场状况已成为进一步加强资本吸纳能力的关键。特别是市场价格对业绩的严重背离,异地股遭受的歧视待遇,将成为沪市资本吸纳能力培育的严重障碍。从8月份以来的市场成交量在深沪两市的分布变动来看,沪市的区位优势正日益被其股市本身的不合理状况所抵消。相反,深市的市場状况却日益显示出其对资本流动的巨大吸引力。

第二,优化运作机制,强化整合功能。整合功能是资本运动的自组织功能,即资本在追求无限增值的欲望驱动下,向那些最有利于发挥自己效用、能最大地增值自己的领域流动。因此,资本洼地对资本运动的整合,本质上是借助于资本所有权的市場交换而实现的资源存量的流动与重组。整合功能是市场经济条件下资本洼地作为资源配置枢纽的最集中的体现。特别是我国经济增长面临着巨大的资本需求与资本供给严重不足、产业结构大幅调整要求与之相适应的资本整合机制。其一,培育股票市场价格与其经营业绩相对称的价格形成机制。追求最大收益和无限地自我增值是资本运动的本质,这种本质决定了股票市場价格的形成机理是经营成果决定其市场价格,反映在整个市場上就是一种绩优高价、绩劣低价的比价结构关系。一旦这种价格形成机制被扭曲,就会导致市場对资本运动的逆向整合,即资本的运动背离收益最大化原则和产业结构的演进序列。深沪股市要培育与资本运动相一致的价格形成机制,关键是规范市场主体的行为,优化筹资者和投资者结构,完善品种结构。其二,形成完善的“脚投票”机制。股市的“脚投票”机制不但能有效地约束股份公司的行为,而且是市場整合功能的具体实现形式之一,它本质上是股市中对上市公司业绩和产业结构未来发展方向认同程度的公众选择行为。从上面的分析中我们可以看出,完善“脚投票”机制,关键是实现股权的完全市场化,至少应保证市場流通的股权的再集中足以构成对公司控制权的替代。从深沪股市的发展来看,现在的公司股权按国有股、法人股、社会流通股的设置是很不合理的。它不但是削弱深

沪股市的约束功能和整合功能、制约资本吸纳能力扩大的主要因素,而且是深沪股市发生股灾的潜在威胁。关于国有股和法人股的流通问题,有不少探讨,但笔者认为,要解决这个问题也很简单,只需把国有股、法人股转变为仅享收益、不流通和没有投票权的优先股即可。这样处理不但符合国际惯例,有利于深沪股市与国际资本市场接轨,而且也真正解决了深沪股市双向扩容的一大障碍,为深沪股市培育与资本洼地相适应的运作机制提供了根本性保证。

培育深沪股市的资本洼地功能,是与深沪股市运作的广度和深度联系在一起的。广度即外延扩散,它表现为平面扩张关系,如品种结构、参与主体结构等结构关系的外延发展,市场结构如一级市场、二级市场、三级市场、四级市场等市场的相互关系等。深度即对经济活动的影响程度,如投资者占人口的比重、个人持股意愿及资产中股票的比重、中介服务机构的分工发展与协调程度、股市的管理水平等。因此,深沪股市在培育资本洼地功能的同时,应努力拓展其运作的广度和深度。

(1994年10月14日)