

证券经济分析

主编 成孝海 汪良忠

(上册)

HENGQUAN
JINGJI



经济科学出版社

证券经济分析(上)

主 编 成孝海 汪良忠
副主编 何敬东 赵海军 陈学斌

经济科学出版社

2000.8.北京

·中国证券市场丛书·

丛书顾问委员会

刘鸿儒	周道炯	厉以宁
董辅初	吴敬琏	萧灼基
陈光毅	柳随年	王连洲
金建栋	陈云贤	

丛书编委会

主任委员:武凤仪

委 员:王金栋 郑 颂
宫云涛 成孝海

代序(一)

努力推进证券理论宣传工作

——证券时报社社长、总编辑 武凤仪

1997年11月在纪念本报创刊4周年之时,我们曾出版了《证券时报丛书——证券经济分析》,该书集中反映了《证券时报》最初4年理论版的建设情况,也基本反映了当时我国证券经济理论的研究现状及其研究水平。那时,本报周围已聚集了一大批证券理论界的学术精英,他们之中有工作在证券市场第一线的证券从业人员、上市公司的管理人员;有政府决策人员、政策研究人员和市场监管人员;更有高校、研究机构的教授、学者和著名经济学家。承蒙广大证券经济理论界同仁,特别是知名经济学家、教授与博导们的大力支持与关怀,使我们的理论版具有了一定的学术水平,成为国内较有影响力的证券经济理论园地之一。

时光如梭,历史已把我们带进了21世纪,现在的证券市场已今非昔比,截止到1999年12月31日,深沪两市有各类证券1114只,市价总值27205.99亿元,其中上市A股921只、上市B股108只、上市基金42只、各类债券43只、流通市值8205.88亿元。在过去的两年多时间里,

中国证券市场发生了一系列大事:《证券法》的出台与实施、新的证券投资基金的推出、可转换债券的发行与上市、国企“债转股”政策的颁布与实施、允许“三类企业”入市政策的出台、开征银行存款利息所得税、允许社会保险基金通过证券投资基金间接入市、开通证券公司正常融资渠道等等,近来管理层还提出要发展开放式投资基金、开辟高科技板块等。这一切使进入 21 世纪的中国资本市场的格局发生了根本性的变化。在此过程中,中国的证券市场也出现了或面临着许多新情况、新问题,本报对这些新情况、新问题都给予了及时的追踪并进行了深入的理论报道,推出了一大批高质量、高水平的证券经济理论研究成果,受到广大理论工作者、市场各参与主体及政府有关部门的好评。现在,我们将近两年来我报理论版刊出的优秀文章汇集成册,编辑成《证券经济分析》出版,以使广大读者集中了解本报这两年来在理论建设方面的工作概貌。

本报自创刊以来就非常重视理论版的建设工作,我们视证券理论宣传为证券新闻报道的一个不可分割的有机组成部分。因为从概念上讲,证券理论宣传是要借助一定媒体将证券理论的最新研究成果公布或报道出来,证券理论的最新研究成果的公布或对证券经济活动规律的最新揭示本身就具有新闻性,因此,从业务性质上来说,证券理论宣传本身就属于证券新闻报道的范畴。从业务关系来看,证券理论宣传是对过去和现在的证券新闻现象即证券活动实践所表现出的规律性的报道。

证券理论宣传从本质意义上讲,就是证券知识的传

播,其任务是将证券理论的最新研究成果即反映证券活动规律的最新知识及时地报道出去。在具体的工作中我们对证券理论宣传提出了以下要求:

1. 把握证券理论研究的发展动向。要搞好证券理论宣传,证券理论版编辑工作必须时刻注意跟踪证券理论的学科发展动向,把握当前的学术热点和理论生长点。在深入钻研的基础上,一方面要勤于就当前的理论热点和学科前沿问题向有关专家进行咨询,另一方面要勤于深入实际,准确把握证券市场与国民经济的运行态势和政策动向,及时发现问题,主动探寻和挖掘新课题,以增强编辑选题的目的性和科学性。必要时还可就这些新问题、新课题向社会发出征询,组织定向性的学术讨论。只有这样,才能扣准证券经济理论的发展脉搏,使本报的证券理论宣传始终与证券理论的发展处于同步状态。

2. 提高证券理论版编辑工作的业务反应能力。证券市场属于高风险市场,影响市场运行的因素繁多,不确定性很大,因此市场运行中可能发生和出现的问题与事件的种类很多,且随机性很大。这就需要证券理论编辑工作必须具有敏锐的洞察力,能够及时准确地捕捉当前市场运行中出现的具有代表性的新问题与新事件,因为这些往往是证券理论研究的重要素材或对象。把握住了这些素材或对象,就等于把握了当前证券理论的研究热点,把握了研究热点,也就等于证券理论宣传有了明确的选题。此类选题直接来源于证券市场的运行实际,具有一定的针对性,其研究成果对于证券行业的具体实践和维

护证券市场的正常运行具有直接的理论指导意义。

3. 报道证券理论研究的最新成果。前已述及, 证券理论宣传的任务就是将证券理论的最新研究成果, 即揭示证券活动规律的最新知识报道出去。就是说证券理论编辑的工作对象和编辑出的产品必须是证券理论的最新研究成果, 必须是揭示证券活动规律的最新知识。只有这样, 才能将证券理论研究不断地推向深入和发展, 才能达到证券理论宣传的最终目的。

4. 配备高素质的编辑人员。我们要求从事证券理论宣传的编辑必须具有专深的证券经济理论功底, 并且善于研究问题、能够把握证券经济理论的学科前沿, 这是做好证券理论宣传的基础。因为证券理论本身是属于高级的脑力劳动所创造的高智力创新性知识产品, 一个合格的证券理论编辑必须具有这种高智力创新性知识产品的鉴别能力, 能够科学、准确地品评出每一项证券理论成果的创新性和科学价值。这样, 才能保证理论版具有真正的科学意义和理论新闻性, 也才能达到发展证券理论、传播证券知识的目的。

以上是本报对证券理论宣传的总体要求, 是我们搞好证券理论宣传的基础, 其中也包含了我们办理论版要达到的最终目标。今天我们出版的这本《证券经济分析》实质上也是本报对证券理论宣传提出的总体要求的具体体现。

今后我们将继续坚持为广大投融资者服务, 为促进中国证券市场的繁荣与发展服务的宗旨, 希望广大读者对我们的工作继续予以大力支持, 多提宝贵意见和建议,

使我们的理论版越办越好,在推动我国证券市场的健康
稳定发展方面发挥应有的作用。

2000.5.

代序(二)

中国金融业的分与合 及中国证券业在加入 WTO 后面临的机遇与挑战

广发证券有限责任公司董事长 陈云贤

一、关于金融业分业与混业问题

1. 国际金融混业潮流及其原因

1999 年 11 月 4 日,美国参众两院通过了《金融服务现代化法》(《Financial Services Modernization Act of 1999》),允许商业银行、证券公司、保险公司可以跨界经营,由此来推动美国经济迈向 21 世纪,这就向人们提出美国的金融业是否从此进入新的时代?此前,在 1998 年 4 月 1 日,日本也推出了金融体制改革的一揽子方案,其最大的特点也是放宽对银行、证券、保险等行业的限制,允许金融业内各业跨行业经营各种业务。1986 年英国完成“金融大爆炸”的改革,即 Big Bang,改革的宗旨是允许银行兼并证券公司,形成经营多种金融业务的企业集团。1998 年 7 月,英国财政部又宣布原有的 9 个金融监管机构合为一体,设立一个新的监管机构 FSA,预计将在 2001

年完成这种体制的改革。继英国在 1986 年、日本在 1998 年提出金融改革一方案后,我国台湾地区也进行了类似的改革。1999 年 11 月 4 日美国参众两院通过了《金融服务现代化法》,也就是说金融分业制度的创始人和最主要的追随者最终放弃这一制度。对中国而言有两个值得思考的问题:(1)现阶段,中国是最后一个实施金融分业的阵地;(2)中国 1995 年通过了《商业银行法》,此后的分业一直延续到现在还没有完成,目前分业的创始人已走到混业的道路,中国该怎么办?

产生金融混业经营和管理的原因,一是科技发展和电脑网络技术的发展使技术手段对金融的监管能够严格实施;二是由于金融业竞争的需要。展望历史,美国在 1933 年通过了《格拉斯—斯蒂格尔法》,在 1934 年通过了《美国证券法》,此后走上了分业经营分业管理的道路。但在 1985 年公布的世界十大总资产规模和竞争力最强的商业银行中,美国只有一家 City Bank,名列其中第七位。为此,美国在 1986 年 1 月破例批准 J.P. Morgan 成为第一个商业银行开始经营证券和保险业务的金融机构。在随后的 10 多年,美国有数十家金融机构进入了跨业经营,1999 年 11 月 4 日通过的《金融服务现代化法》,标志着美国金融业走上混业经营和混业管理的道路。

以上两方面的原因,造成了两个方面的结果:第一个结果是金融自由化,包括资本流动的自由化、金融机构的自由化,更包括业务范围的自由化;第二个结果是金融管理体制的变革。在分业经营时期,美国把商业银行的监管归属于联邦储备局,把财政监管归属于财政部,把证券

业的监管归属于 SEC,三条渠道各走各的路,形成美国金融管理机构的框架。在重新实行混业的时候,金融监管机构也将会重新设立。这些都向中国提出了这样的问题:还没有完成分业经营和监管的中国金融体制,要不要重新走向混业的道路?这一时间需要多长?下面围绕世界金融发展的历史对此进行探讨。

2. 金融分业有其历史阶段的合理性

美国证券业证券公司开始产生于商业银行的信贷部和信托投资部。早先的直接融资在整个发展过程中起着越来越重要的作用,而能够在直接融资中对发行债券、股票、商业票据起着至关重要作用的是商业银行中的信贷部和信托投资部,因为他们直接把有关的资金贷款给企业,由此把握了企业的经济命脉,从而能够在控制企业发行债券、股票、商业票据过程中起到一定的垄断作用,从而获取暴利。后来在发展过程中,企业自身感觉到这块利润相当丰厚,也建立了自己相应的证券经营机构来经营发行业务。到了一定阶段,由商业银行的证券公司与大型企业自己组建的证券公司工作人员中分流出一部分熟悉市场的专业人员自己也开办证券公司。因此,西方国家证券公司的来源主要有三个方面,一是来自于商业银行从信贷部和信托投资部分离出来的证券机构;二是来自于大型企业组建的证券机构;三是来自于前两种机构中分流出来的人员组建的证券机构。

在 1929 年以前,整个资本市场的发展处于混业经营和混业管理时期。由于商业银行垄断了企业的某些资金来源,有能力把握银行或企业发行的债券、股票、商业票

据,从而获取暴利,所以银行把很大一部分资金直接投资到企业,获取原始股票,在二级市场抛售。证券公司当时能了解和把握的也就是看到股票买进和卖出赚取差价非常容易,在供不应求的初期他们多数也采取这种方式投资股票,同时把款项贷给股民,也就是现在所说的透支。商业银行和证券公司的资金都大量进入股市,也直接影响到广大的储蓄居民,他们看到把钱存放在商业银行利息很低,不如把存款从商业银行取出来投资于股市以获取暴利,所以当广大的储蓄居民从商业银行取出存款时,商业银行只好从股票市场抛售股票来支付居民取款。

在1929年10月,当股票价位非常高时,银行通过在二级市场抛售股票获得资金来支付居民取款,结果造成了机构抛售,股票下跌。证券公司此时看到股票下跌,担心透支给股民的资金不能收回,也要求股民斩仓,拿回自己透支给他们的资金。所以1929~1933年世界经济危机的形式表现为:从经济泡沫到狂抛股票,再到股市危机,以致引起银行危机,最终出现全面的经济危机。

解决此问题的关键是美国政府委派格拉斯先生和斯蒂格尔先生,通过共同调查,最终形成了1933年的《格拉斯—斯蒂格尔法》,该法提出的最主要观点认为出现经济危机的主要原因在于金融机构把客户的短期资金转化为股市的长期投资,从而引致资金链的断裂,造成经济危机。所以《格拉斯—斯蒂格尔法》提出了从制度上建立杜绝风险的防火墙,要求商业银行、投资银行、保险公司、信托公司彻底分业经营和分业管理的思想。1934年通过的美国证券法正式把这一思想确立在其中,由此美国走了

近 70 年的分业经营和分业管理道路。1948 年日本作为二次大战的战败国按美国的要求设立了日本证券法,所确立的模式也是分业经营和分业管理。随后,韩国也学日本走上了分业道路。

中国在选择自己金融管理体制过程中,1983 年以前,中国的金融市场由财政部来监管。1983~1992 年,金融市场包括证券市场归人民银行监管。1992 年之后,中国成立了证券监督管理委员会和保监会,由此确立了银行业、证券业、保险业分业经营和分业管理的模式,目前还在执行。分业管理的实质涵义主要是在本源上商业银行只能做存贷款业务,而不能进入投资银行的股票承销、股票经纪和股票投资业务,而投资银行只能做本源业务的投资、经纪、承销、自营业务,不能参与商业银行的业务。

3. 当今中国金融业的现实选择

目前,中国分业经营和分业管理还没有完成,世界金融业已开始由分业经营转向混业经营,我们该如何对待这个问题?应该说仍然取决于两个方面:(1)金融管理体制,包括四个方面的参照因素:监管能力和监管效率、法制建设的环境、行业自律状况、被监管金融机构的内控制度建设情况。这四个方形成了金融业走分业或混业道路必须考虑的因素。(2)业务的界定,是彻底放开让资本流动自由化、金融机构设置自由化和业务范围自由化,还是有限定地界定某一领域的业务达到分业经营和分业管理的目的。

为什么美国在走了近 70 年的分业经营和分业管理道路后,现在又走向混业经营道路?上面已提到主要原

因有:(1)科技发展和电脑网络技术的发展使技术手段对金融的监管得以严格实施;(2)由于国际竞争需要。在1985年世界公布十大总资产规模和竞争力最强的金融机构中,美国只有一家 City Bank 名列第七位。因此美国在1986年1月破例批准 J.P. Morgan 成为第一个开始经营证券和保险业务的商业银行。但对其从事投资银行业务有一系列限制,第一,要成立独立法人的子公司;第二,在整个过程中,由承销业务获得的利润只能占总利润的10%,还有其他措施来限定他们参加投资银行领域的业务。随后又出现了英国的“金融大爆炸”,此后日本又提出了金融改革一揽子方案,再加上美国金融企业的不断呼吁,所以国际竞争的压力、科技手段对监管混业经营管理的可能,再加上金融业正在向多极化方向发展,使美国再度走上了混业经营和管理的道路。

接下来人们将关注的焦点集中在两个方面,一个是美国的监管体系,重新要把原属于银行、财政、SEC、保险这些领域拢在一起来监管,这种监管体系的变动大家在拭目以待。第二是它的业务,估计在今后的几年,美国的金融业并购(M&A)将是金融业新的利润增长点。

中国金融业的现实选择该怎么办?中国目前是世界上最后一块分业经营和分业管理的阵地,而且1995年中国颁布实施商业银行法开始实行商业银行、证券、保险、信托的分业经营和分业管理,到现在为止还没有走完这一步,就出现了世界其他国家的金融业混业经营和混业管理的浪潮。所以现实的选择有两方面,一方面是全球金融发展的现实摆在我们前面,而另一方面中国金融业

的现实选择只能是基于一种阶段性的选择,而阶段性的选择就是分业经营和分业管理这一步还没有走完,假如立即重新回到混业经营和混业管理的路子,我个人认为不太可能。以时间界定,个人认为至少要有 5~10 年才能从分业经营和分业管理走向混业经营和混业管理的路子。这主要基于 5 个方面的考虑:

(1)中国分业经营和分业管理刚迈出的第一步还没完成。

(2)中国券商来源主要有三个方面,一是由各地人行原先组建的证券公司,这在中国多达 80 家左右,这是我国证券公司的第一大起源;二是从各家商业银行脱离出来组建的证券公司,这类证券公司在中国近 10 家;第三是信托投资公司分派出来的证券公司。就目前这三个来源的证券公司而言,人民银行的分业经营和分业管理还没完成,商业银行组建的证券公司的分业经营和分业管理到目前为止有一半左右完成得比较好,还有一半基本上没完成;信托投资公司组建的证券公司的分业经营和分业管理远还没完成。所以分业还有一大段路要走。

(3)国家正大力推出一系列政策,这些政策是为了证券公司规范管理、扩大规模、提高竞争力而实施的,包括增资扩股、进入综合类券商、融资、抵押贷款、发行金融债券,最终包括证券公司上市等,而券商能否得到这些政策支持的前提条件是是否彻底分业经营和分业管理以及自身资产质量好坏。

(4)在分业经营和管理过程中,目前中国券商的格局

还没有最后确定,从我个人研究和实践的体会来说,中国正在经历第三浪的资本市场冲击,第三浪的时间至少要3~5年,比第一浪和第二浪时间长,在此之后才能形成中国资本市场券商的格局。

(5)中国很快就要面临加入WTO后的挑战,这种挑战一方面要先规范、壮大自身的证券机构,另一方面国内分业经营和分业管理中的券商面临直接与国外混业经营和混业管理证券公司的竞争。

鉴于这5个方面错综复杂的因素,我们认为一方面中国肯定要走回混业经营和混业管理的道路,另一方面这种时间至少要在5~10年之后。

二、中国证券业在加入WTO后面临的机遇与挑战

1. 流通领域的变革将引发中国的第三次革命:市场经济革命

马克思在《资本论》第二卷第四章中说过,任何一次生产方式的变革,首先是由流通领域引起的。流通领域引起生产方式的变革,主要由两方面的因素引起,一种是制度上的因素,一种是技术上的因素,使流通领域产生革命,最终导致的结果是流通中交易费用的降低,从而产生某种生产领域产业结构的调整变化,由此而形成产品市场规模扩大,最终引起生产方式的直接变革。

加入WTO后,对中国产生的直接影响也会是从流通领域开始。这种影响产生的原因,第一是制度上的原因,也就是说加入WTO后使中国融入世界经济一体化

的过程和体系之中;第二是技术上,由于计算机的普及和国际互联网的出现,使流通领域的冲击更大,导致的最终结果是加入 WTO 后中国的各个领域包括农业、工业、电讯业、金融业等在流通市场上的交易费用直接降低,由此引申到中国产业结构调整,符合市场需求的某些产业将会不断扩大市场份额和规模,而不太符合市场需求的产业难以维持直至消亡,从而由流通方式变革引申到生产方式变革。

中国在加入 WTO 之后,或者在 21 世纪出现的以知识为核心的经济将会组合或改造所有的传统产业。这种组合或改造表现在证券业一级市场上,除了传统的承销业务,项目融资将发展为三个层次,即国家主权融资、公司法人融资和真正的项目融资;财务顾问将包含政府财务顾问、企业财务顾问和某些对突发事件处置的财务顾问;资产管理也将包含类似于共同基金、风险投资基金以及产业投资基金等形式。它在二级市场上,会出现真正的有形市场和无形市场的结合,网上交易将进一步发展,同时引起二级市场经纪人制度的变迁和发展;现有的现货交易会发展成为一个完整的现货、期货、汇率、利率四大手段同时并行的资本市场。

所以这种以知识为核心的经济将会整合和改造这次以信息技术革命之前的所有传统产业包含金融业和证券业,最终的表现方式是:(1)旧的经济秩序会瓦解;(2)传统意义上的均衡会遭到破坏;(3)人与人之间在观念、手段、方法上的冲突会加剧。因此,加入 WTO 由流通领域引起生产方式的变革,其最终结果就是要解放生产力,产