

JINGJIQUANQIUHUAYU
ZHENGQUANJINGYINGJIGOU
FENGXIANGUANLI

经济全球化 与 证券经营机构风险管理

JINGJIQUANQIUHUAYU
ZHENGQUANJINGYINGJIGOU
FENGXIANGUANLI

凤良志 / 著



经济科学出版社

经济全球化 与 证券经营机构风险管理

凤良志 / 著

10



经济科学出版社

责任编辑：刘爱华

责任校对：王苗苗

版式设计：代小卫

技术编辑：邱 天

图书在版编目 (CIP) 数据

经济全球化与证券经营机构风险管理 / 凤良志著. —北京：经济科学出版社，2002. 12

ISBN 7-5058-3313-8

I. 经… II. 凤… III. 证券交易所 - 风险管理 - 研究 - 中国 IV. F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2002) 第 105451 号

经济全球化与证券经营机构风险管理

凤良志 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

世界知识印刷厂印刷

三河德利装订厂装订

880 × 1230 32 开 7.25 印张 190000 字

2003 年 1 月第一版 2003 年 1 月第一次印刷

印数：0001—4000 册

ISBN 7-5058-3313-8/F·2666 定价：25.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

前 言

证券和证券市场自从诞生之日起，就与风险紧密地联系在一起。影响和形成证券市场风险的因素有很多，在不同的历史时期，在不同的国家，证券市场风险有不同的表现形式，风险和危机的形成也有不同的原因。为什么证券的价格比其他产品的价格更具波动性和让人捉摸不定？为什么证券市场风险比其他市场的风险更集中，更复杂，破坏性更大？为什么市场开放程度低的国家能够免受金融危机的冲击，而市场开放程度高的国家在金融危机中显得那样脆弱？为什么在同样的风险和危机环境下，一些证券经营机构清盘倒闭，而另外一些证券机构则继续发展壮大？要全面认识和把握上述问题，必须首先要弄清证券的本质及其运动规律，了解证券的本质特征在经济全球化环境下的具体表现，以及新的形势对证券运动规律的影响。只

有这样才能清楚地认识我国加入 WTO 后证券市场出现的新风险和证券经营机构面临的新冲击，从而制定切合实际、行之有效的风险管理战略和对策，本书正是循着这样的思路来探讨证券经营机构在新的历史时期面临的风险，以及如何有效地进行风险管理和控制。

本书试图以马克思主义理论为指导，吸收和借鉴国内外金融证券相关理论，运用理论与实践相结合、历史与现实相结合、宏观与微观相结合、逻辑推理与实例佐证相结合的方法，采用先抽象后具体、先一般后个别、先历史后现实的分析次序，深入剖析我国证券经营机构所面临的风险，探索建立符合我国国情和现状的有效的风险管理系统。

本书共分五章。

第一章从分析虚拟资本的运动规律以及与泡沫经济的内在联系着手，揭示证券的本质和证券市场风险的根源。

第二章阐述经济全球化和金融全球化的内容、表现及内在联系，并通过 20 世纪 90 年代以来金融危机的比较、分析，揭示经济全球化趋势下金融危机的形成、扩散的特点和规律。在此基础上，深入分析在经济全球化的影响下全球证券市场出现的新趋势以及金融创新工具的应用、国际资本流动、证券网络化和新经济神话给国际证券市场带来的前所未有的风险。

第三章主要是在前面分析的基础上，进一步分析当前证券经营机构的风险环境，特别是在我国加入 WTO

后证券经营机构面临的新的风险因素。

第四章主要根据我国证券经营机构当前存在的问题和差距以及将要遇到的冲击，从微观角度探讨证券经营机构的风险管理。内容包括经营方式的转变、公司治理结构的完善、内部风险管理体系的建立和风险管理技术及方法的运用。考虑上述内容涵盖了证券经营机构的所有业务，所以没有就每项业务的风险管理分别进行讨论。

第五章是从宏观角度探讨如何创造良好的外部环境，减少系统风险。虽然这一章内容并不涉及证券经营机构内部管理，但如果没有国民经济和金融体系的稳定，如果不妥善处理证券市场中的遗留问题，平稳推进证券市场的国际化，构建证券监管的新体制，证券经营机构内部的风险管理就会因缺乏稳定的基础和可靠的保障而难以有效发挥作用，证券经营机构风险管理系统实际上是整个证券市场风险管理系统的子系统，从这个意义上可以说，第五章内容也是第四章内容的延伸和补充。

我国已加入 WTO，我国证券经营机构正面临着许多新的风险。笔者囿于知识褊狭，仅仅对经济全球化环境下证券经营机构的风险管理作了浅薄的分析和探讨，错讹之处在所难免，敬请读者见谅与赐教。如果本书能够对从事金融、证券业务的人员有所裨益，笔者将不胜欣慰。

在本书写作过程中，南京大学施建军教授、赵曙民教授、陈传明教授和茅宁教授多次给予我非常有益的指导。中银集团研究部黄少明研究员、中国科技大学鲁炜

教授、深圳证券交易所刘海波同志为我提供了许多有价值的资料。在此，我向他们表示衷心的感谢。此外，我还要感谢我参阅和引用过的大量文献的作者们。

作 者

于 2001 年 12 月

目 录

第一章 虚拟资本与证券市场	(1)
第一节 证券的本质是虚拟资本	(1)
第二节 虚拟资本的运动与经济泡沫	(5)
第三节 经济泡沫的测量	(13)
第四节 经济泡沫与泡沫经济	(15)
第五节 泡沫经济的破裂及其危害	(19)
第二章 经济全球化与证券市场风险	(24)
第一节 经济全球化的重要内容是金融全球化	(24)
第二节 金融全球化与金融危机	(27)
第三节 20 世纪 90 年代以来证券市场的新趋势	(36)
第四节 全球证券市场主要风险分析	(42)
第三章 我国证券经营机构主要风险分析	(63)
第一节 我国证券经营机构的发展过程与现状	(65)
第二节 我国证券经营机构的风险环境	(76)
第三节 当前我国证券经营机构的主要风险	(100)
第四节 加入 WTO 后我国证券经营机构的 风险预测	(109)

第四章 我国证券经营机构的风险管理	(129)
第一节 尽快实现从分业经营向混业 经营的转变	(130)
第二节 建立与市场经济相适应的公司 治理结构	(141)
第三节 建立和完善风险管理体系	(161)
第四节 科学运用风险管理的技术与方法	(174)
第五章 为证券经营机构的风险管理创造良好的 宏观环境	(191)
第一节 保持国民经济和金融体系的稳定发展	(192)
第二节 平稳推进证券市场的国际化	(194)
第三节 构建与经济全球化相适应的监管体制	(200)
主要参考文献	(212)

第一章

虚拟资本与证券市场

第一节 证券的本质是虚拟资本

证券是一种虚拟资本，它脱离自身所代表的现实资本而在证券市场上进行相对独立的运动，产生资本的二重化现象。

构成虚拟资本的证券本身没有任何价值，它们只是代表取得收益的权利。

证券本身并不能在企业生产过程中发挥作用，它与厂房、机器、原材料等实物资本不同，后者都是生产过程中发挥作用的资本，而虚拟资本则是一种独立于实际资本之外的资本存在形式，不是真正的资本。它是资本的符号代表，只间接地反映现实资本的运动。虚拟资本的数量等于各种有价证券的价格总额，它的数量变动取决于各种有价证券发行的数量及其价格水平。在一般情况下，虚拟资本的价格总额总是大于现实资本总额。虚拟资

本的膨胀快于现实资本的增长，这表明资本的所有者与资本的职能进一步分离，但虚拟资本数量的变化并不一定反映现实资本总额的变化。

虚拟资本不是现实的财富，但它可以促使现实财富的集中，如通过证券交易所与银行，可以把社会财富集中在某些大企业手中。证券是实现社会资本和财富集中的有效手段。

证券尽管不能当作资本要素直接参与生产过程，但它是实现资本积累与集中，促进资源的有效配置，加快社会生产力发展的重要工具。在现代社会中，证券这种虚拟资本发挥着极其重要的作用。

国内外不少经济学家根据马克思、恩格斯关于虚拟资本的论述，结合经济活动实际，对虚拟资本进行了不同程度、不同侧面的分析。近几年，我国一些学者将虚拟资本按照虚拟程度进行分类，如刘骏民同志将虚拟资本分为四类，并考察和分析了不同类别的虚拟资本与实际经济活动的关系和运动特征^①。

一、第一类虚拟资本——股票和债券

公司股票和债券是传统的虚拟资本形式，是与实际资产联系较为密切的虚拟资本。它们的虚拟性仅在于它们所代表的实际资产的价值运动与其是基本分离的。

股票是企业所有权的证书。正像马克思所说的那样，铁路、采矿、轮船等公司的股票是代表现实资本，也就是代表在这些企业中投入的并执行职能的资本。一方面，“它们的市场价值，会随着它们有权索取的收益的大小和可靠程度而发生变化”^②；另一方面又由于它们有权获得的收益不是现实的，而是预期的，因

^① 参见刘骏民：《从虚拟资本到虚拟经济》，山东人民出版社1998年版，第39～40页。

^{②③} 《马克思恩格斯全集》第25卷，人民出版社1974年版，第530页。

此，它们的“市场价值部分地有投机的性质”^③。在现实资本价值不变的情况下，它们的价格的涨落和利息率成反比，同时在证券交易中有大量卖盘的情况下，它们的价格也会跌落，正是这个意义上，马克思指出，股票作为现实资本的纸制复本，只是幻想的，它们的价值额的涨落和它们有权代表的现实资本价值变动完全无关。

公司债券是一种可转让的债权（其他可转让的公司债券也一样），它直接代表的是一笔货币资金，这笔资金用于企业的经营，转化为实际资产。因此，与股票的性质类似，公司债券也进行独立于实际资产以外的“虚拟的价值增值”运动，它只以利息的形式，分得企业利润的一部分，同时也会获得公司债券价格波动的收入（正或负）。无论是浮动利率还是固定利率的债券，一旦开始独立的运动之后，便与它代表的那笔资金的运动分离了。

二、第二类虚拟资本——政府债券

政府债券即国债。与股票和公司债券不同，它虽然直接代表一笔资金，但却不代表任何资本，马克思曾经指出，国家对借入资本每年要付给自己的债权人以一定量的利息。在这个场合，债权人不能要求债务人解除契约，而只能卖掉他的债权，即他的所有权证书。资本本身已经由国家花掉了，耗费了。它已不再存在。这种资本，即把国家付款看成是自己幼仔（利息）的资本，是幻想的虚拟的资本，这种资本，不管交易反复进行多少次，作为纯粹的虚拟资本的性质是不会改变的。“一旦债券卖不出去，这个资本的假象就会消失”^①。由此可见，政府债券比公司债券有更大的虚拟性。

① 《马克思恩格斯全集》第25卷，人民出版社1974年版，第527页。

三、第三类虚拟资本——资产证券化业务

资产证券化是指将一些低信用等级的证券组合，加入较高信用等级证券并用其作为抵押发行的新债券。即将一切较稳定的收入证券化，包括将各种抵押贷款（汽车、住房等）证券化和银行、企业各类应收款的证券化。

这类虚拟资本是现实资本的第三重存在，一是现实资本本身，即以生产要素和产品形式存在的资本；二是原贷款合同组合如住房抵押贷款、汽车抵押贷款和信用卡贷款等；三是以这组证券为抵押新发行的债券。新发行债券又进一步脱离了现实资本，既不代表物化的资本也不代表投入生产的货币资本。物化资本的价值会逐年减少，而新发行的债券却仍然保持着增值的特性，这一增值只与借款人的收入或还款能力有关，而与现实资本的运动毫无关系。新债券的发行不但可以改变证券的期限，而且可以通过对原有证券的买卖随时调整证券组合内的证券种类和数量。新发行的证券是在原有证券基础上发行的，它们是虚拟资本的虚拟资本。

四、第四类虚拟资本——金融衍生工具

在金融衍生工具出现以后，虚拟资本发展到了一个更高的阶段。首先是股票和债券的期货合同，它们不仅是虚拟资本的虚拟资本，而且是无中生有的虚拟资本。因为在期货交易中，多数（98%左右）是根据金融资产的价格涨落支付其差额，而不是进行全额交易，无论买者还是卖者，绝大多数不必真正拥有合同中规定数额的证券，也不必在交易清算时真正买入或卖出这些证券。交易双方不过是为证券的涨或落打赌。其次是虚拟资本交易价格，指数的期货、期权交易合同在形式上已不再保留与任何个

别金融资产的联系。

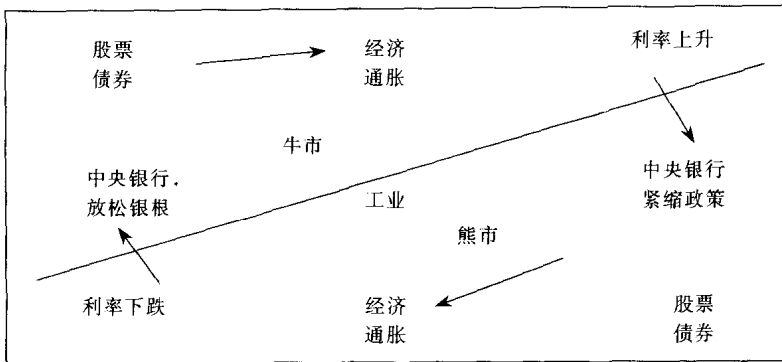
股票、债券等金融基础产品的价值增值和价格决定已经相对独立于现实资本的价值增值运动，它们的期货交易又相对独立于它们的现货交易，与现实资本的联系进一步削弱，与宏观经济和社会心理的联系则十分密切，而指数期货交易则完全与现实资本运动无关。

通过以上分析，我们可以看出，不同类别的虚拟资本与实际经济活动的关系不同，运动特征也有差异。

第二节 虚拟资本的运动与经济泡沫

马克思对虚拟资本的运动作过精辟的论述，他指出，虚拟资本的积累要远远超过现实资本的积累。第一，像作为流通手段的一元纸币能够多次同媒介一元商品交换，从而可以实现多元的商品价格一样，一元虚拟资本也可以多次执行借贷资本的职能，从而成为多元的虚拟资本。第二，作为虚拟资本价格的升降是同利息率的高低成反比的。而平均利润的下降，又必然使得利息率下降。这一点也会使得虚拟资本在原有总量的基础上进一步膨胀起来。第三，作为商品的虚拟资本的价格决定带有极大的投机性，与这种投机相联系，虚拟资本的价格可以有惊人的上升。马克思把这种价格的上升称为经济的“肥皂泡”。

我们根据马克思的分析进一步考察现实的经济生活，不难看出，不仅名义的虚拟资本，即在交易市场上以证券的交易价格体现的虚拟资本超过现实资本的积累，而且实现的虚拟资本，即在发行市场上以证券的发行价格体现的虚拟资本也大大超过现实资本的积累。此外，虚拟资本的运动基本上是以现实资本的运动为基础的，现实资本在运动中因各种原因引起资本的侵蚀，但作为其纸制复本的虚拟资本却仍然存在。这样，无论是名义的，还是



资料来源：《信报财经月刊》，1998 年第 10 期。

图 1—2 经济周期运行图

从世界各国证券市场发展的历史来看，股市周期与经济周期有着高度的关联性，这种关联性主要表现在：经济周期决定着股市周期，股市周期是经济周期的“晴雨表”，且股市周期通常先于经济周期出现，即股市周期的顶与底往往先于经济周期的峰与谷出现。

据统计，在 1952 ~ 1980 年的 28 年间，美国标准普尔 500 家最大公司的股价高峰平均领先于经济增长高峰 8 个月；在 1957 ~ 1982 年的 25 年间，美国标准普尔 500 家最大公司的股价低点平均领先于经济周期谷底 3 个月。

有两点值得注意：（1）经济趋势的变动虽然影响股市走向，作用于股市上的所有股票价格，但影响的程度和先后不同，不同的股票在同一时期的变化也不同。（2）经济周期运动是一个反复进行的连续过程，但是，股市大起大落，经济泡沫在短时期内出现的突然兴起和破灭现象不一定会反复出现，起码在相当长的一段时间内不会出现。

二、货币供给与虚拟资本

米尔顿·弗里德曼与舒尔茨合著的《美国货币史（1867—1960）》于1963年出版以后，货币供给作为影响总体经济和股价的重要变量受到人们的重视。在对货币供给量变动与股价变动关系的研究中，影响较大的观点认为，通常情况下，货币供给增加对股价起着决定性影响。

《道·琼斯——艾尔文互助基金投资指南》一书的作者，在考察了1919~1974年间股票价格与货币供应量之间的关系后，指出下降的货币增长与下降的股票价格之间的平均时间相关性是9个月左右。当货币供应量增大时，股票价格一般要等2个~3个月之后才上升。J·H·洛里和M·T·汉密尔顿以及斯普林克尔（Sprinkel）也通过分析历史资料得出相似的结论。

在中央银行货币供给总量不变的情况下，国内资金在货币市场和证券市场之间的流动也会对证券价格产生影响。

尤其是作为市场参与者的金融机构，如商业银行、投资银行、基金公司等，经常根据市场相对收益率的变化调整资金在不同市场上的流向和比例。如果资金在某一时刻或某一时期涌向某一市场，就必然会引起该市场某一或某些资产价格的变动，形成膨胀性泡沫。

上述分析也适用于一个开放的经济体系。当国际投机资本在某一时期冲击某一国家的证券市场，该国证券市场的股价就会发生大幅度的波动。

三、利率变动与虚拟资本

根据马克思的股票价格公式，股票价格 = 股息收入 / 市场利率。股票价格与利率成反比。一般认为，利率上升，股票价格下