

中国证券市场 论

兼论中国资本社会化的实践

袁东 著

东方出版社

中国证券市场论

——兼论中国资本社会化的实践

东 著

東方出版社

责任编辑:侯俊智
版式设计:诸晓军
责任校对:赵立新

图书在版编目(CIP)数据

中国证券市场论:兼论中国资本社会化的实践/袁东著.

北京:东方出版社,1997.9

ISBN 7-5060-0959-5

I. 中…

II. 袁…

III. 资本市场—概论—中国

IV. F832.5

中国证券市场论
——兼论中国资本社会化的实践

袁东著

东方出版社出版发行

(100706 北京朝阳门内大街166号)

北京凯通印刷厂印刷 新华书店经销

1997年9月第1版 1997年9月北京第1次印刷

开本:850×1168毫米 21印张

字数:500千字 印数:1—5000册

ISBN7-5060-0959-5/F·107

定价:38.00元

前 言

生活在 18 世纪中叶到 19 世纪初的英国著名哲学家、经济学家、法学家米·边沁曾在其《政府片论》一书的序言中说：“我们所生活的时代是一个繁忙的时代，知识正在迅速地朝向完整的方面发展。”可我要说，20 世纪与 21 世纪之交的中国，更是沉浸在繁忙的时代，比边沁所处的工业革命时期要来得蓬勃向上得多。我们每天都在学习、了解新的事物和知识，改革不适应的传统体制，迈向新的境界；尤其是当我们跨入市场经济体制建设与发展的轨道后，觉得世界是另外一个样子，不断引进新的制度，并创造出中国自己的体制和运行机制，社会在权衡效率与公平的过程中大踏步发展。然而成绩与问题的交替出现，也不能不使我们冷静理智地思考，思考我们改革的实践，思考西方的市场、中国的市场、更加日趋一体化的世界市场到底如何比较、协调，思考我们刚刚开创的每一种新

事业的短暂发展历程和需要下一步努力解决的问题。总之,热情与冷静、虚心与自信均是这个时代每位中国人在繁忙有序的生活中所应具备的。

就我们今天的社会经济生活看,似乎没有哪一件事比 90 年代初大规模兴起的证券金融市场更惹人注目的了。在这个刚刚引进、还在创新之中的市场上,繁忙的景气好像从来没有过,政府忙,企业忙,个人也在忙;人们在研究它,利用它,不同类型的人群怀着不同的心理和目的在观察、思考和实地进出这个市场;这个市场上的人群又是那么的年轻而富有生气。然而也是这个市场,在没几年的历程中,出现了那么多令人费解的问题,有些问题又涉及到宏观和微观社会经济层次,影响是那么的广泛与重大,而且不同阶层的人们为之困惑者也不在少数……这到底是为什么? 它的背后又有哪些社会经济因素? 与我们接触到的经济理论有没有联系? 反映了我们经济体制改革中的哪些层面内容? ……

这许许多多的疑问和热与冷交替出现的繁忙景象,时时在催促我不断地思考。

在我结合自己的工作、生活感受与学习积累对证券金融市场作过一些初步性分析研究之后,我总想就历史并不算长的中国证券市场内容在时机适当之时作一次较为完整的分析。尽管市场机制并不健全,运行环境也并不完善,但我想这正是—个新兴场所特有的历程,或许会从这一系列特殊的市场现象延伸到对更广泛和深刻的社会经济体制改革与发展问题的思考,因而也就更有总结分析的必要。为此,我努力储揣着这一团热情,发奋学习和工作,不停地思索生活中相关联的现象,尽可能地运用已有的经济学知识去加工整理和分析推测,终于算是有了一个阶段性的思考成果。

证券市场涉及到货币与资本市场。建立与发展市场经济体制,不可能离开货币与资本市场,现在看来这是不言自明的道理,各层

次的人们已经意识到市场经济从某种度上讲也是一种货币信用经济,价值运动的能动作用使其有时能够统制着使用价值的运动,掌握了货币资本的流转,就能组合起所需要的生产要素,从而进行获利性财富的生产与经营。这对新兴市场的中国来讲,资本的作用恐怕更加吸引人们的注意力。然而这种道理并非一开始就轻易进入从计划经济体制环境制约下走出来的人的思维意识中,这可以从中国股票市场建立与发展的过程中深深地体会到。尽管不可能脱离整体改革进程而孤军深入,但信贷计划管理模式、地方政府行政干预、交易所的怪异行为、交易方式的初级性、托管清算结算体系的分割、缺乏经验的风险控制等,无不在股票市场的发展中看到。这些发展中的现象仅仅是反映股票市场本身的问题吗?显然不是,而是我们经济体制改革中需要进一步下大力气解决的问题,只不过这些问题通过股市反映出来并表面化、通俗化与广泛化了。因此,股市是一个很好的洞察和思考问题的窗口与线索。也就是,股市对中国社会经济的震动是深刻的和多方面的,当然,这也需要正确认识。有些人对股市罗列了那么多的功能,但是不应以西方现有的市场机制和经济基础上的制度来对比中国目前情况,更不应夸大其词。实事求是地讲,筹资是当前中国股市的首要功能,在改变中国企业筹资渠道、发展直接金融体系的同时,理所当然地对企业体制、财政金融体制乃至人们的思维意识产生了重大影响。影响的重大,并不等于说都是积极的,消极性的影响在这几年不也揪着人们的心吗?这也难怪,市场发展之初的问题自然是层出不穷,但正是问题的消极性影响激发着人们去研究、寻找症结;所以,甭管是不是发展中的问题,症结找到了,也就对设计规划股市制度的前景变得越来越清晰了。事物本来就沿着这样的规律向前发展的。

人们在热衷于股市的投资投机与功能争论时,不应忽视证券市场体系的统一性。也就是,除了股票市场之外,政府债券市场与

公司债券市场也是证券金融市场的组成部分。政府债券包括中央政府与地方政府发行的债券,随着中国政府体制尤其是财政体制改革改革的进展,各级政府利用债务融资予以理财是不可避免的,但目前的现实是,中国只存在中央政府发行的国债。这几年沸沸扬扬的国债市场现象显示,在向市场化迈进的进程中,也看出缺乏经验和发展这一市场的艰巨性与长期性的一面,因为不可否认,国债市场的一些现象和问题是 90 年代中期中国金融风险的一个发生地。没有协调统一的配套改革,不可能做到迅速的市场化推进。另外,国债市场与金融资本的形成与流动关系紧密,如何借以合理有效地配置资本资源,不应成为投机性的渠道,这不能不说是在发展这一市场过程中需要尤其注意的问题。尽管如此,目前的中国债券体系仍是以国债为主,且不说这里有留给人们对财政管理中债务分配到底占居何种地位、如何适度的思考,即便是目前的这种债券体系结构也不表明公司债券市场对中国不重要,也不能说这一市场就不会有快速的发展,相反,公司债券市场是中国企业中长期资本筹集的重要渠道,也是中国直接金融市场的重要组成部分,只不过企业体制改革的进程制约着这一市场的发展;只要企业制度尚不完全适应市场经济的要求,西方市场上流行的企业金融论、资本结构理论便不会完全适应中国的情况,这是需要倍加注重的。因而也就有如何正确认识 and 规划公司债券市场发展的问題,西方国家在其上百年的历史发展过程中所呈现的不同阶段的经验教训,是我们学习、借鉴的宝贵财富,既然我们尚没有这一市场的历史实践,就更应去体味人家的发展史,从中悟出一些道理来指导我们自己的实践。

证券金融市场也是一个风险市场,每天在分散风险,也在集中风险,在给某些人风险补偿的同时,也在蚕食着其他人积累的资財。所以,控制风险是发展证券市场的关键,是永恒的主题。值得

注意的是,目前西方的高层人士在探讨分析风险时,总是与加强托管清算结算系统相联系,自从1987年美国股灾之后由国际清算银行派出的“三十人小组”所作的建议,到90年代中期对这些系统的改进,无不说明托管结算的重要性。实际上,我们回顾一下,没有哪一种证券、期货市场上的风险事故不是与作为交易后台的托管结算环节有关的。除此之外,托管结算系统也是涉及一国证券市场结构、统一性及其与国际市场接轨的问题。话又说回来,结构严谨的市场运行机制,风险的控制自然也就有效得多。但眼下在中国的市场上,这更是一个需要迫切考虑的问题,然而却很少有人来研究这一环节内容,认为仅是操作性的;但事实是,不知晓自己的资金与证券流转的普通个人参市者恐怕并不在少数。与这种认识恰恰不同的是,我认为托管结算不但不只是操作性实务问题,反而是有关市场结构和风险控制的核心环节,理论思考并非显得多余,应当看到,这是中国证券市场下一步发展所急需研究的课题,否则,对证券市场的资本配置功能将产生抵消延缓影响。

除了托管清算结算系统的建设在改进一个新兴市场的结构之外,作为联接市场网络枢纽的做市商也是提高市场运作效率的必要组织。如何正确认识做市商制度,发挥这一同业经纪人的作用,中国并没有现成的实践可供研究,所以只能以发达市场为蓝本来分析,但中国已有的市场实践尤其是它所反映出的问题和下一步的建设任务,却展示着中国证券市场的进一步发展对做市商制度有着内在需求,因为这一制度的信息集散性和信用机制,是散、乱市场秩序得以改善的一种基础条件。

市场效率与公平除了来自组织体系结构的优化,还取决于参与者的结构,机构投资者为主的结构显然有助于提高市场的有序竞争,从而有助于提高效率与公平性。机构投资者在西方的证券市场上是主体,是人们研究的重点。这完全不同于“群众运动”式的目

前中国市场上个人投资者蜂涌而上的现象。其实,能够产生影响、占据有利地位的仍是诸如商业银行、金融信托机构、证券公司、合同性储蓄机构,这些机构在中国现阶段也有其自身的体制约束和行为特点,它们与证券市场是什么关系,将来会怎样,是研究中国证券市场发展轨迹所必须考虑的问题;尤其是作为合同性储蓄机构的社会保险基金与商业保险基金以及内在于证券市场的投资基金,是连接普通民众与证券市场进而产业资本供给与收益分享的重要媒介,随着中国市场经济体制的健全和经济发展所带来的人们收入水平的提高,这些机构投资者在证券市场和社会经济生活中的作用也将不可忽视,在西方发达市场上已经看到的现象和作用也必然会展现在中国人的生活中。这里再次需要提醒的是,在对这些机构投资者与证券市场的关系如何正确认识和处理方面,仍需认真仔细研究人家的制度发展历史,结合我们自己的历史现实去引进、本土化和创新,这正是后起新兴市场国家所具有的优势,也是最需注意的,切忌只看到一点皮毛就急切地拿来,应当是老老实实地学习、鉴别,实事求是地规划自己的发展途径。

既然证券市场具有配置资源的功能,对社会经济生活预示着那么多的作用,人们对这些功能与作用的认识与体会也都是如同物质商品市场一样首先是通过价格的形成与变化来获得,那么,研究证券市场就不可能不对价格问题进行分析。况且作为一种市场,必然涉及到供求以及均衡与失衡问题;研究证券市场也必然在找到证券的供给与需求机制后,分析其均衡条件,这其中,价格起着至关重要的作用。尽管目前我国的证券市场才算刚刚开始发展,但证券价格也是其中的一个显示器,投资者、投机者与监管者对它都有非常强的敏感性,市场价格毕竟也业已形成独特的运行规律。需要指出的是,目前的中国,人们对证券价格的理论思考和分析方法并没有投入多大精力,热衷的只是一些借助技术手段的技术性推

测。所以,本书从避免陷入具体技术性分析的角度出发,着重从理论上阐释了有关证券价格的问题。只有对证券价格也进行研究,对证券市场的分析才算是完整的。

所有这些有关证券市场的一系列内容,如果再进一步予以理论升华,是属于“资本社会化”的过程。资本是市场经济的重要核心,某种程度上说,市场经济是一部资本发展变迁的历史,这样讲可能有些绝对化,很多人会很不以为然;然而无论怎样争议,追求资本的不断增殖性不能不说是市场生产与经营的直接目标,而且只有首先树立起这样的意识与观念,整个社会经济机体才具有活力,财富的创造才能趋于丰富与高效;不容否认的事实是,传统体制下往往将生产经营目标定得太高,但很难说不给人们一种空洞的感觉,结果是缺乏对具体经济生活的指导性,效率不尽人意便很自然地困惑着社会各个阶层。证券市场的所有参与者,除了监管层次外,不管是人们刻意划分的投资者还是投机者,没有一个不是为了费尽心思使自己的资本增殖的;各类发行体更是如此,因为只有公司的资本不断增殖,它向社会的回报才能更多,企业内劳动者的个人劳动才能更有效地被社会承认,企业的市场价值也才能不断上升。所以,证券市场是资本交易关系和流动性的最直接性集中机制。而市场经济的发展又清晰地显示,经济由起初的家族资本控制,转向后来的垄断资本,再到后来由不断处于交易过程中的众多股份资本在起作用,从而使社会经济生活也更加活跃。由此使我想到,证券市场的发展实质是股份资本经济发展的历程,也是资本不断社会化的过程。尽管这一过程在不同的国家和不同的经济学家那里有不同的概括,比如日本人称证券市场的发展为资本不断“民主化”的过程,但“资本社会化”在我看来是最贴切和最深刻的涵盖。回头仔细品味一下我国的经济变革,不也很明显地感觉到这一点吗?传统体制下是由国家资本垄断资源配置、财富创造与分配等

经济活动,而自从有了证券市场后,特别是股票市场的兴起与发展,逐渐打破了国家资本的垄断局面,资本资源趋于社会化,人们不仅能够科学客观地正视资本的存在,也普遍地在运用“资本”概念,资本的交易也活跃起来,经济活动日益多元化,竞争机制在各个领域发挥着独特的作用,我们的社会变得生气勃勃,这其中的一个原因就是,资本社会化的进展使更多的人除了以自己的劳动参与经济活动外,还以物质资本主体的身份直接参与生产经营和分配,资本能否增殖也就自然成为他们最为关切的问题之一,如此,怎会不投入更多的精力和关注呢?因此,论述中国证券市场的发展也是在分析资本不断社会化的实践,尽管在本书我没有直接就“资本社会化”的概念和更加理论化的意义进行阐述,但每一章节、每一个问题却无不在讲述和展现这一概念在中国的现实变迁,因为在我的思维里,国民经济的证券化与资本社会化几乎是同一个含义,证券市场越是发展,资本的社会化也就越明显,两者是分不开的。如果能够沿着资本社会化的思路去扩展我们的思想,我想有些改革与发展问题可能更容易理解,会得到更多的启发,很多工作会更加有效。

以上便是本书内容体系的立意与逻辑思路。当然,有关证券金融市场的内容还有很多,非本书篇幅所能容括,但在书中,我在坚持独立性思考的基础上,尽量去总结和剖析相关内容。研究问题贵在独立思考,只要尽力去做了,哪怕是一点点思考的火花,也是令人鼓舞和欣慰的。也正是在这种鼓舞和欣慰的氛围中,才使我顺畅地完成了本书的写作。因为在学习和研究问题方面,我始终觉得应当像蜜蜂那样,既要辛勤采集,又要仔细地加工,最终是要生产出自己的东西,而不应像蚂蚁那样只会堆砌杂物。本书的写作也正是遵循着这样的思维意识和方法来设计、论述每一章节的内容,不求章节的均衡,只求内容和思想的表达与创新。

当然,要把握如此庞大的内容体系,研究如此广泛的问题,恐怕是我一生中的一个任务。所以,在这本书里,也有许多与读者朋友相互交流和请给予指正的地方,我热切期待着这样的机会和届时的收获,知识和思想只有不断地交流,才能有所进步和提高。

表 东

1997年6月10日凌晨1时
于北京永乐小区的书房

中国股票市场回顾与发展分析

众所皆知的是,股票市场是证券市场的主要组成部分,也是反映资本市场发展阶段与水平的显示器。所以,本编在分析股票市场的同时,力争给出一个关于中国证券市场的总体概貌,从中观察我国国民经济的证券化程度,以至我国金融结构变化发展的理论依据与现实意义。

中国股票市场建立 与发展现状

一、中国股票的一级市场： 从几个指标说明的问题谈起

有政府正式统计的股票发行，始于1987年。即从1987年开始了股份制企业制度试点，开始发行公司股票，当时发行了10亿股，共筹得资金10亿元人民币。这标志着中国人在时隔几十年后又重新接触股票和股票发行市场，股票作为一种金融商品开始被人们所认识与接纳。

由于我在这里不想就当时中国出现股票的社会背景、理论争

议进行复述或发表过多的见解，只想对股票作为一种金融商品运行所依托的市场予以分析。因此，股票发行市场的形成与股票出现在这里两码事。因为我国恢复^①利用股票筹集资金，其实在1984年前后就开始了，但那时的股票不仅主要是一些乡镇企业和中小集体企业用来集资的工具，而且因一般都规定了还本付息的期限，甚至不适当的分红计息等变相福利奖金形式，所以并非真正意义上的资本产权证明凭证的股票，发行当然也谈不上规范，更谈不上“发行市场”的概念。然而，即便如此，这对当时刚刚从中央高度集权的计划经济体制转向经济改革、发展的思想意识来讲，已是相当的不容易，已经是一种突破。对此，我们从一个局外人士的评论中可以很充分地体会到。美国银行信托公司的威廉·奥弗霍尔特先生在其《中国的崛起》一书中提到，当他在1982年9月访问四川省成都市附近的一个村落时，他讲到：

“……他们想出了最后称之为社会主义股份所有制的办法，村民们可以购买他们所喜欢的任何企业的股份，并根据他们拥有的股份按比例获取利润。在听了两个小时关于社会主义企业的股份所有制的解释后，我开玩笑说，过几年等我再来时会听到他们对社会主义股票交易的解说。我的东道主和这些‘农民’认为我的玩笑一点都不可笑。他们知道，股票市场是资本主义的象征，把他们的社会主义股份同股票市场联系起来，将会是致命的。”

撇开这位先生话中所隐含的有关思想意识方面的含沙射影不讲，至少也表明股票与股票市场的天然和必然联系，对于西方发达市场经济条件下的人们来说，这种联系是那么的自然，是一种根本不用再去解释的固有观念，然而对于当时的中国却是一场观念的

^①之所以说恢复，是因为20—40年代中国曾经存在过股票市场。

突破和认真的讨论。这也说明,当时人们并没有将股票与股票市场必然地连接在一起,而没有遵循自愿、平等、互利原则的股票交易市场(哪怕仅仅是发行时发行体与认购者之间的交易),也就不可能有真正的产权形式的股票和股份制企业制度。

然而,随着经济体制改革探索的逐步加深,以及针对当时股票债券发行不规范的现象,国务院于1987年3月下发了《国务院关于加强股票、债券管理的通知》,对股票发行企业的范围和有关审批权限、程序作了明确规定,并规定由中国人民银行具体负责统一管理。由此,股票的发行才算逐步向规范化方向迈进,股票发行也开始展现市场化的要求与意义,这恐怕是前面已经讲到的政府主管部门统计股票发行自1987年开始的一个原因吧。当时比较典型的例子就是,1987年初经中国人民银行重庆市分行批准,重庆渝中信托投资股份有限公司向社会公开发行股票;1987年6月经中国人民银行上海市分行批准,以生产电声产品为主的综合性企业——上海飞乐股份有限公司实行股份制,并于当年9月8日首次向社会公开发行面值为100元的股票,规定所发股票不能退股,可以流通转让、分红率与公司盈利水平挂钩等,称其为中国股票发行市场的形成,也就符合股市的基本经济内涵了。

正如我们整个经济体制改革那样突飞猛进一样,股票发行一旦成为一种市场行为,成为一种产权重组安排的交易关系与制度,与其内在经济属性相吻合,就会表现出强劲的总量增长和机制日益健全的局面。根据官方统计,截止1996年8月底,累计发行918亿股,共筹资金2100亿元(按平均溢价计算),筹资额占当年8月末城乡居民银行储蓄存款余额36700亿元的5.7%,相当于1995年国民生产总值的3.9%。其中,向境内公众发行的股票为800余亿股,筹资额约621亿元人民币;向海外投资者发行而在境内上市的B种股票84亿股,包括84家股份发行公司,共筹资28亿美元;