

中国经济学博士论丛



ZHONG GOU JING JI
BO SHI LUN CONG

证券投资的理论 分析与发展研究

● 王晓芳 著 ●

ZHENG QUAN TOU ZI
DE LI LUN FEN XI YU
FA ZHAN YAN JIU

中国经济出版社

证券投资的理论分析 与发展研究

王晓芳 著

中国经济出版社

责任编辑：苏耀彬

电 话：68353705

封面设计：金 一

证券投资的理论分析与发展研究

王晓芳 著

中国经济出版社出版发行

(北京市百万庄北街3号)

(邮政编码：100037)

各地新华书店经销

通县向阳印刷厂印刷

850×1168毫米 1/32 8.3125印张 190千字

1997年6月第1版 1997年6月第1次印刷

印数：0001-5000

ISBN 7-5017-3975-7/F·2860

定价：18.00元

Abstract

Under the guidance of the Marxism theory, the paper absorbs the active achievements of Development Economics and Institutional Economics by using the ways of combining standard with substantial evidence and combining theory with practice in order to reveal the economic basis and institutional conditions of security credit occurring and developing and its internal mechanism, and in order to explore the position and function of developing security investment in our country's economic system changes and to explore the measures which are available to select.

Along the thinking of the economic basis (national income level and distribution structure) institutional conditions (modern enterprise system and modern financial system) and macroscopic environment (supervision and management system), and with new visual angle of the institutional changes, the paper raises that the economic basis for developing security investment has already formed in China, but the institutional conditions are still lacking, after analysing our national income level and distribution structure and microscopic financial system. It is expected that the reform of the national enterprises and national banks are deepened, and the institutional conditions are formed for developing security investment. The paper especial-

ly clarifies the practical significance of developing security investment to the market reform of the microeconomic financial system.

The paper is consisted of four parts, including ten chapters and forty—one sections:

The first part is the main thesis base of the paper. The First Chapter "General Theoretical Analysis of Security Investment" Mainly deals with the theoretical logic of credit security development, the relation between behavioral subject and investment form, and the economic basis and institutional conditions of developing security investment. It serves as the theoretical framework for the analysis of the whole paper.

The second part expounds the security investment mechanism, including Chapter Two "Security and Its Economic Mechanism", Chapter Three "The Constituting and Developing Basis of Security Investment", Chapter Four "Observation of Security Structural Theory", and Chapter Five "Analysis of the Security Demand and Supply". They all focus on the analysis of the characteristics of security investment, the basis of its constitution and development, its internal structure and the systemic decision of demand and supply. By using standard ways of analysis, this part tries to clarify "What is security investment?", "How does security investment occur?". "What is the running mechanism of security investment?". It can be used as the general theoretical guide for studying our country's security investment development.

The third part talks about the present state and develop-

ment of Chinese security investment, including Chapter Six" The Substantial Evidence of Chinese Security Investment Structure", Chapter Seven" Security Investment and Modern Enterprise System" and Chapter Nine" Security Investment and Bank System". They demonstrate comprehensively the relation between developing our country's security investment and the reform of the national enterprise and national bank system, expound the possible multiplier efficiency of developing security investment to the reform of economic and financial system, and explore the strategic measures of developing security investment.

The fourth part goes further into the pledge conditions of realizing the functions of security investment and its transaction market, that is Chapter Ten "Efficiency of Security Market and its Supervision and Management" which proves that the establishment of perfect security market supervision and management system is not only the essential guarantee of forming social credit pledge, but one of the conditions of increasing market efficiency.

绪 论

主题词：证券投资·资本结构·产权结构·市场效率

一、写作背景与意图

1. 证券投资学作为一门应用金融学，在国外是发展成熟的学科，从应用操作技术层面讲，已经发展到多学科的综合，接近边缘学科的范畴。综观研究动态，无论在国内还是国外，多偏重于微观层面上的证券投资运作方法、投资技巧和投资管理的应用理论和方法。例如：

H·E·Dougall 在《投资学》一书中指出：“投资就是投放现有资金，以便于以利息、租金或退休金的形式，或者以本金价值升值的形式取得将来的收入”。

W·F·Sharpe 的《投资学》认为“投资是牺牲一定的现值去换取不确定的期望值。”

台湾学者龚平邦在《投资学》中确定“投资学是在研究以最有效的方法，和最安全的途径，将资金用于再生产，以达到牟利目的之科学”；刘作人在《投资学原理》中提出“投资学是一种极为庞杂的应用经济学”，研究对象主要有四点：（一）“开发投资的经济理论与经济政策”；（二）“分析证券投资的性质与经营方法”；（三）“探讨居间投资，不动产投资及国外投资方式”；（四）“提供市场调查与投资服务的意见。”

国外证券投资理论中颇具影响的 1990 年诺奖经济学得主

H·M·Markowitz 的“证券组合理论”阐述了证券投资收益和风险分析的主要原理和方法,研究的角度也偏重于投资管理或投资技巧。

国内学者近十年的研究,仍然沿袭上述思路探索前进,在研究视角和理论体系上,并无实质性的变化与进展。曹凤岐主编的《证券投资学》与另一本由中国财经出版社 1990 年出版的《金融投资学》,虽然分别提出“证券投资学是研究证券投资理论与方法的学问”、“金融投资学研究的主要内容是证券投资的基本理论,运行操作机制以及管理的方式、方法”;具体包括“金融投资在经济发展中的地位和作用;投资工具的创新和多样化;投资市场的开拓与健全;投资中介机构的设置与分布;投资效果的考核标准;投资管理的规范等等”但其研究的基本层面仍然是微观操作技术。

2. 中国证券投资的非常态发展,是当代中国在改革开放中引人注目、耐人寻味的经济现象。例如:①一批有志青年学者早在 1984 年就提出:“开放金融市场是金融改革的突破口”的主张,实践中却突而不破;②中国当代证券投资出现初期是需求过剩,供给不足,股市价格成百倍上涨。一旦扩容又转入供给过剩,需求不足,股价狂泻;③直至目前,中国证券市场一直被称为“政策市”、“消息市”?宏观经济一热就“收市”,股市立即进入低潮,“救市”消息一传,股市价格又迅速暴涨这些现象背后的原因是什么?。间接融资与直接融资是一种什么关系,是否兼容?发展证券投资与国有企业和国有银行改革之间又是一种什么关系?发展证券投资能否成为解开“国家高债务、居民高债权、银行高利率、企业高成本”链条的一条新路径?……我国证券投资发展中所暴露出的许多根本性问题,都与理论准备不足、制度条件不具备、思想观点不适应有着本质的联系,而

这些问题的回答，又都不是在传统理论和研究层面上能作出说明的。

上述两方面原因促使笔者选择这一课题。西方学者在操作层面上的研究汗牛充栋，对于诸如证券投资所需要的制度条件、运行机理等基础层面的问题，却当作不言而喻的既定前提，不予展开研究。现有投资学理论还不足以解释我国证券投资发展中的主要问题。实践却表明对于处于转轨经济中的发展中国家来说，基础层面的理论较应用理论更有意义。理论与实践都要求建立一套适合中国证券投资发展，或至少能解释自身发展中有关问题的证券投资的基础理论。基础理论问题不解决，实践中难以避免操作技术的简单仿效以及不考虑基础条件的盲目移植。

二、研究任务与预期目标

根据上述背景和意图，本书力求对证券投资作出三个方面的探索性研究：

1. 对信用为何、因何、从何、如何由商业信用、银行信用演变到证券信用进行理论剖析，阐述这一演变逻辑的经济基础、内在条件和制度结构。对证券投资的产生和发展、运行机制和客观规律性作出说明，为发展我国证券投资提供理论参考。

2. 从我国经济体制变革现实的大背景出发，探讨证券投资在政府主导型积累模式向社会主导型积累模式转变中的地位、作用；分析证券投资与建立现代企业制度和商业银行制度的相互关系，研究构建市场经济体制的储蓄——投资转化的新机制和新路径。

3. 围绕上述两大目标，结合我国证券投资发展的实际，有

针对性地介绍发达国家的证券投资运行机理与操作管理方式、方法，作为研究发展我国证券投资及其交易市场的参照系。

三、研究思路与结构体系

证券投资理论与证券投资发展的研究要求揭示证券信用发生发展的经济基础、制度条件及其内在的运行机理，并形成研究证券投资的一般理论，进而藉以对中国证券投资发展问题进行实证研究。在本书中，笔者以马克思主义理论为指导，吸收发展经济学和制度经济学的积极成果，运用规范与实证相结合、理论与实践相结合的方法进行了探索性的研究。

本书总体由四个部分组成。分设十章四十一节，其中：

第一部分是立论基础。即第一章“证券投资的一般理论分析”，主要分析了三个问题：一、信用证券化发展的理论逻辑；二、金融交易行为主体与投资形式的关系；三、证券投资发展的经济基础和制度条件。通过对这三个问题的分析，为全书提供理论框架。

第二部分阐述证券投资的机理。包括第2、3、4、5章，第二章“证券与证券的经济机制”、第三章“证券投资形成和发展的基础”、第四章“证券结构的理论考察”和第五章“证券的需求与供给分析”，集中研究三个方面的问题：（一）证券投资的性质；（二）证券投资产生发展的基础；（三）内在结构和供求机制决定。试图说明证券投资是什么，为什么产生？它的运行机制是怎样的？为研究我国证券投资发展提供一般理论。

第三部分分析中国证券投资的现状和发展。包括第6、7、8、9章，第六章“中国证券投资结构的实证分析”、第七章“中国证券投资发展的宏观分析”、第八章“证券投资与现代企业制

度”和第九章“证券投资与银行制度”致力于四个方面的分析：一、揭示我国证券投资的特点；二、论证发展我国的证券投资与国有企业和国有银行体制改革的关系；三、阐述发展证券投资对经济金融体制改革可能产生的乘数效应；四、提出发展证券投资的战略性措施。

第四部分探讨发挥证券投资及其交易市场作用的保证条件。即第10章“证券市场效率与监管”，论证了建立完善的证券市场监管体系是规范社会信用、提高市场效率的根本保障。

四、研究结论与主要观点

1. 关于信用证券化问题。信用证券化的实质是“债经济”的财产形式日益转化为证券形式，资源配置日益以证券为媒介的经济价值化过程。它是货币经济发展的资金商品化、信用票据化、金融交易市场化和投资社会化的必然产物。

2. 关于证券投资的基础与条件问题。储蓄是投资的基础，储蓄结构由国民收入水平和分配结构所决定。“分财于民”的收入分配结构是证券投资发展的经济基础。但是，证券投资的现实发展则有赖于相应的制度安排，现代股份经济制度和商业银行制度以及有效的市场监管体系，构成证券投资发展的制度条件，我国当前客观上存在发展证券投资的经济基础，而缺乏发展证券投资的制度条件。

3. 关于证券的内在属性问题。本书提出的证券存在与发展的基础、条件是由证券内在属性推演而来的。收入性是证券的一个基本属性。我们强调的是证券的收入性建立在真实资本增殖上，这意味着①证券契约的缔结，在于真实资本的效率，在于生产的制度条件；②当一个经济制度的产权安排允许交易者

将风险外化时,收入的虚拟性似乎消失了,证券交易会成为单纯追逐收益的疯狂行为。证券的第二个属性是其信用基础。信用关系与一般关系不同,它是对未来的承诺。而从“现在”到“未来”这段时间就为接受信用的人提供了施行机会主义行为的充分空间。因此,由法律、制度来规制交易行为、显化信息,减少不确定性是证券属性的内在要求。这是监管对于证券投资的意义。证券的第三个属性是流动性。证券的流动包括两个过程,既是债务的解除,又是债务的抵结,虽然不对债务总量产生影响,却使债务期限在不同持有主体间缩短、风险缩小,从而使期限更长、风险更大的债务能够缔结。这是交易的制度安排对于交易关系发展的意义。

4. 金融交易关系的形成问题。包括货币借贷在内的资金融通关系实质上是金融交易关系。而交易不仅是物品的实际移交,同时也是物品所有权的转移。金融交易的动机与一般商品一样,都是为了获取交易的潜在利益。因此形成金融交易最基本的条件是要求经济社会具有利益机制,这就直接要求交易主体对于交易物具有明晰的产权。只有对所有物拥有权利才可能享有利益,人们也才愿意交易。这是交易的制度条件。金融交易的产生也需要经济条件,这就是储蓄主体与投资主体相分离以及储蓄物品的扩大,它对于金融交易的意义在于①使交易具有了一定程度的“强迫性”。投资者要获取规模收益、消费者要获取最大效用必须借助交易;②创造了融资的组织制度,使证券投资规范化、制度化,有助于节约交易成本,推进证券投资的发展。

5. 关于储蓄增长的决定因素。发展、资源配置效率、金融创新是一国储蓄增长的决定性因素,在一定条件下,制度稀缺往往成为制约储蓄现实增长的关键。在我国,增大储蓄的途径在于弥合市场分割,包括消除对民营经济的政策歧视,提高国

有经济的资本收益率。

6. 关于证券结构与企业融资结构问题。证券结构是证券的种类与持有者结构的总和,不同性质的证券结构和持有者结构,在证券结构分析中具有重要意义。

①企业资本结构是复合的。企业规模、企业性质以及一定制度安排下的交易成本影响并引导资本结构的变动。利用杠杆率启动更大的资本,为取得相应收益尽可能降低破产风险的期望,构成现实中债务与资本权益比率的上、下限。任何单一的债权与股权结构或对其中任何一种过度偏重都是悖理的,都会成为企业发展的障碍,造成证券市场的畸形发展,特别是在转轨经济中还会引起一系列的问题与矛盾。

②债权证券、股权证券、初级证券、次级证券的不同比例对应着不同的融资结构与企业金融资本结构。一定时期的融资结构与企业金融资本结构的形成是利益机制、价格机制、供求机制等市场机制对证券交易双方作用的结果。也是融资机制自动择优限劣、增进效率的选择过程。在我国,直接融资的资源配置效率功能目前尚未发挥,有加速“马太”效应的趋势,间接融资使资金使用划地为牢,加剧了经济的分割,造成资本的逆效益使用,降低了总体资本收益率,削弱了证券投资进一步发展的基础。

③证券在不同主体间的分布结构具有不同的宏观调控效应与治理结构效应。应根据不同效应,结合我国经济中的实际问题,如调控缺乏弹性,代理成本过高,监督不力等问题,安排国债和股票的发行和流通制度。

7. 关于证券的供给与需求问题。证券市场供给与需求问题的核心是市场主体。市场的形成不单是提供场所,配备组织机构的问题,关键在于培育市场主体,脱离市场主体讨论市场供

给与市场需求问题是舍本逐末。因此考察证券供需问题有意义的是了解主体行为特点以及形成这一特点的制度基础。目前中国证券供求有三个显著特点：①证券供给的重筹资，轻转制倾向；②证券供给的非市场约束性；③初级证券与次级证券的供求常常发生错位与混乱。

8. 关于我国投资模式转化合理性的判断问题。经过十八年市场化、分权化的经济体制改革，在宏观上的突出变化是权力与利益主体的形成，储蓄与投资的分离，金融中介作用的增强，市场“交易规则”的启动。这一切标志着财政主导型投资转向金融主导型投资已经具备了一定的基础。

9. 关于证券投资在制度变革中的作用问题。我国证券投资的发展是以国债和股票为主，从试验到发展、从债权到股权、从简单的筹资到制度变迁的渐进发展过程。发展证券投资对深化国有企业改革，完善要素市场，推动社会保障制度、财政制度和金融制度改革，改善宏观调控机制，促进产业结构调整诸方面，都有不可替代的作用，发挥着重要的筹资、改革、转制三重功能。

10. 当前我国证券投资发展中的问题与可供选择的措施。在体制转轨过程中，新旧两种机制相互碰撞，证券投资功能扭曲，资本证券发展滞后，货币证券资本化现象严重；上市公司的股权结构失衡，不流通的国有股权比重过大，统一的证券市场被割裂，这是现阶段我国证券市场的显著特征。我国证券投资进一步发展的关键在于重塑市场主体。在市场经济国家，企业的产生是追求效率的结果。竞争与交易成本决定了企业与市场的边界，或管理与市场的边界。相形之下，传统体制下“巨型”国有企业缺乏理性，重塑市场主体最重要的任务之一就是要完成政府职能的转变。发展资本市场，培育多元化投资主体，

由改变企业资本结构入手（如允许一些非国经济成分进入国有企业内部）使国有企业资本结构多元化、社会化，将经济民主化引入经济中，进而减少政府干预，是可供选择的政策思路。

11. 企业是各种生产要素产权的载体，企业的效率取决于产权的不同安排，只有在产权明晰的主体之间才有可能产生规范的证券交易行为。企业产权制度作用于效率的传导机制是激励与监督机制。激励监督机制有助于降低代理成本，是公司治理结构的核心。公司治理结构的权力与责任由财产所有权和法人财产权的相互关系中产生。因此，产权证券化和证券参与主体多元化程度影响公司的治理结构。我们认为采取日本式的主银行制来消除代理成本，除兼得债权人与股东控制的优势之外，对于我国防止国有资产流失，解决部分债务问题具有特殊的意义。

12. 信用制度——融资结构——产权安排——企业组织形式是企业演变的逻辑过程。这一认识是我们理解企业制度与银行制度必须配套改革的关键。当我们不仅考虑由一种企业组织形式向另一种形式演变的结果，而且考虑与这种演变同时发生的“环境”的变化，可以发现，与企业产权制度并行的信用关系的发展，企业融资结构的变化是企业产权组织形式更替的逻辑过程。

13. 信用关系发展程度不同，金融投资行为不同，企业资本结构不同，要求的产权安排也不同。信用关系不发达时，盛行的是企业主制的企业形式，企业融资结构单一，产权结构单一。单一的资本所有权不可能启动大量的债务。而在其后的合伙制中，融资结构已呈多元股权与债权的混合结构，产权形式较为复杂，但个别资本仍未社会化。在股份制中，融资结构的变化使产权形式发生了质变，所有权的具体承担者已不再有意义，公

司法人作为一个独立实体与单个资本相对立。只有这种产权安排才最好地释放了组织潜在的规模收益。当然，也有新的问题出现，从企业角度看是代理成本、道德风险问题，从证券投资的角度看，证券投资者对资金运用的监督费用提高了，这是证券市场的“市场缺陷”。消除代理成本，维护所有者权益，无疑也是弥补证券市场缺陷的举措。在我国，信用关系的发展从某种程度上说依赖于融资制度的变革，必须深化金融体制改革为企业制度创新提供“环境”。揭示企业制度与信用关系的互相影响，不仅为探讨证券投资发展路径提供线索，也为金融体制与企业制度配套改革提供了理论依据。

14. 银行信用与证券信用是金融结构的不同组成部分，其演进不是单一的过程，也不是发展过程中的两个阶段，而是平行发展或整体演进过程，是两者既矛盾又统一的发展过程。信用证券化趋势不会削弱银行的作用，银行作用的增强也不会阻挡信用证券化趋势。

15. 现代银行是证券市场重要的创新主体与交易主体。这是由银行性质内生的。现代银行的作用不仅限于充当简单的存贷中介，与此同时，购进对借款人的要求权，出售对自身的要求权，创新证券品种，使信用关系更具有约束力，促进了证券投资的发展。在我国，发展证券投资与改善商业银行经营的外部环境是相互受益的过程。传统计划金融制度与发展证券投资不具有兼容性，重塑国有银行的产权制度，建立适合我国证券投资发展的交易主体，构造投资的微观制度条件。

16. 银行业与证券业综合经营，分业管理是一种发展趋势，从分业经营到综合经营是金融制度演进的漫长过程，与管制金融、规制金融，“自由”金融发展阶段相适应，银行业与证券业的关系，客观上存在着一个由两业分离到有限交叉再到综合

经营的逻辑演进过程。

17. 对证券投资及其交易市场的监管，内生于金融交易的需要。证券投资的不确定性、价格机制扭曲、以及金融机制的特殊风险，会降低市场效率。监管成为维护“有效市场”的公共选择。监管是公正地将交易行为导入交易秩序的最权威性力量，通过证券投资及其交易的监管，保护交易双方的利益和权利，约束双方的行为，为交易各方创造和维护“公开、公正、公平”的交易环境，实现证券投资及其交易的稳定发展。