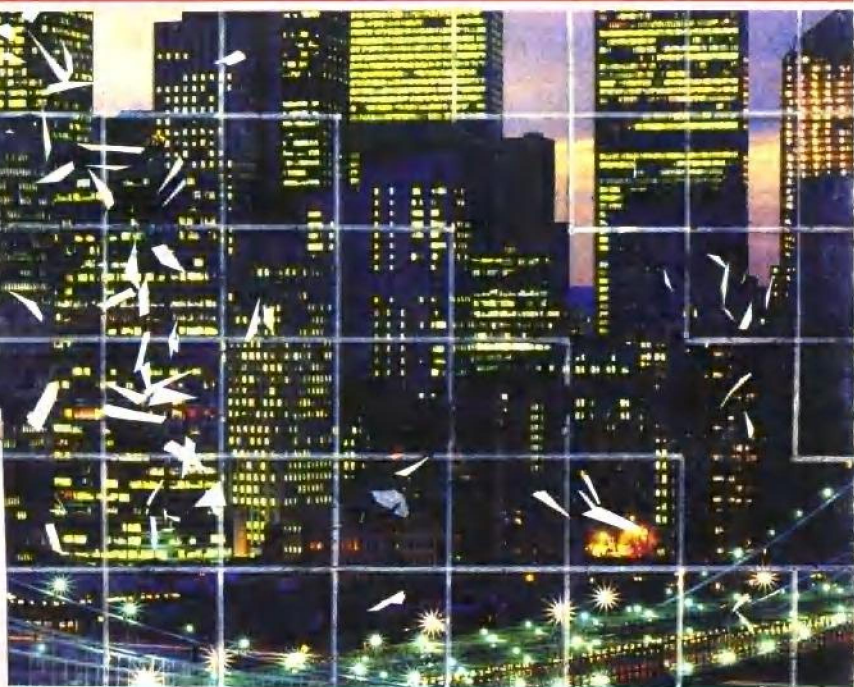


證券市場與政府

王鬆奇 解學智 夏德仁 著



中國審計出版社



中财 B0028606

证券市场与政府

王松奇 解学智 夏德仁著

C2324/10

中央财政金融学院图书馆藏书

总号 390578

分类号 F830.8/148-2

中国审计出版社

一九九〇年八月

证券市场与政府

中国审计出版社出版 北京财贸学院印刷厂印刷

787×1092毫米 32开 5.5625印张 124千字

1990年8月第一版 1990年8月北京第一次印刷

印数：1—5000册 定价 2.70元

ISBN 7—80064—063—9 F·28

证券交易所研究设计联合办公室 向金融界、企业界、经济界和社会公众

推出中国第一套 《证券业丛书》

证券交易所研究设计联合办公室（简称“联办”）是一个由可从事金融和证券经营业务的信托投资公司、证券公司和各类金融公司联合组建的研究设计机构，其任务是为建立全国性和规范化的证券交易市场进行理论研究和程序设计，并在条件成熟后，负责有关交易场所的筹建工作。“联办”的创始会员是：（顺序按公司名称笔划排列）中国化工进出口总公司、中国对外经济贸易信托投资公司、中国光大集团有限公司、中国国际信托投资公司、中国农业信托投资公司、中国信息信托投资公司、中国新技术创业投资公司、国家农业投资公司农信公司等八家。

“联办”自一九八九年三月十五日成立以来，在人员有限、设备简陋的情况下，积极开展了大量工作。其间，进行了成立全国性证券交易所的研究设计工作，组织翻译了国外大量有关文字材料，举办了社会培训和专题讲座。去年底，“联办”受中国人民银行总行体改办和财政部国债司的委托，组成了包括中国人民银行金管司、国家计委财经司、国

国家体改委宏观司和国务院经济技术社会发展研究中心等单位人员参加的专题考察组，赴国内主要城市对我国证券市场的整个发育状况进行了深入考察。在此基础上“联办”设想，首先积极协助上海筹建“上海证券交易所”，同时在北京筹建“证券交易自动报价系统”，该设想得到了有关业务领导部门的肯定和支持。

目前，“联办”已与国内很多地方的证券公司和有关业务部门建立了广泛联系，使“联办”逐渐成为联系国内证券业同业机构的纽带之一。同时，“联办”积极开展对外联络工作，大力宣传了我国对外开放的政策，广泛联系了国外证券业同仁。

“联办”工作能够取得进展，首先是与“联办”成员公司的鼎力相助和共同努力分不开的，同时也是与中央各有关部门，如人民银行、财政部、国家计委及国家体改委等有关业务部门的大力支持和具体指导分不开的。这是“联办”工作能在正确轨道上开展起来的重要保障。

目前，全国治理整顿工作已取得初步成效，社会需求得到控制，有效供给继续增长，总供求矛盾趋于缓和，主要比例关系有所改善。但是，为了巩固治理整顿取得的成效，消除导致通货膨胀的一些基本因素，使我国经济转入良性循环的轨道。还必须下大力解决经济发展中长期积累的一些深层次问题，如经济结构不合理、经济效益差、经济体制缺陷等。

“联办”认为，解决治理整顿的深层次问题，很大程度上取决于社会资金转化问题，即改变过去银行资金转化的单一渠道，通过启动证券市场来分流资金。只有通过加强证券

市场的建设，改变目前证券市场地方割据的局面，才可能真正发挥证券市场的作用，缓解财政建设资金不足，银行存、贷款资金负担过重的矛盾。

中国证券业的健康发育关系到中国经济体制改革，特别是在金融领域和企业机制再造方面的大问题，也是关系到中国经济能否在今后持续、稳定和协调增长的大问题，经济界的人士把这个领域的改革称为“牵一发，动全身”的系统工程，看来，这种说法并非言过其实。目前中国的金融市场，特别是证券市场的发展刚刚起步，无论是理论研究，还是实际操作，抑或是全社会的金融证券意识，要获得进一步的充实、完善和普及，都要求我们编辑出版一套高水平的、参考国际先进经验，同时又能结合中国国情，反映我国证券业现状、深入浅出的《证券业丛书》，这是发展中国证券业的要求，也是改革和时代对我们提出的迫切要求。为此，证券交易所研究设计联合办公室组织了国内有关方面的部分专家、学者和从事过证券业实务的专门人才，向社会各界推出中国第一套《证券业丛书》，以期对中国证券市场的健康发展作出应有的贡献。

编委会

1990. 8

主 编：刘鸿儒（国家体改委副主任）

副主编：秦池江（中国人民银行金融研究所副所长）

王波明（证券交易所研究设计联合办公室副总干事）

编委会成员：

刘鸿儒 秦池江 张晓彬（中国新技术创业投资公司总经理） 宫著铭（证券交易所研究设计联合办公室总干事） 王波明 章知方（证券交易所研究设计联合办公室综合计划部主任）

《证券业丛书》序

出丛书，目的在于对民众进行普及教育。

那么，为什么有必要对民众传播证券业方面的知识呢？

首先，我国的证券业作为经济发展和金融体制改革的产物，已“破土而出”。而有的人一听到证券，马上联想到的是《子夜》里的买空卖空或华尔街上的“大鱼吃小鱼”。这就引出两个问题：社会主义中国到底需不需要发展证券市场和证券业？如果需要，应该如何去做？

改革十年来，我们在经济领域和思想认识上有很大的突破和进步。如提出了“社会主义经济是有计划的商品经济”、“中国仍处于社会主义初级阶段”等等。可以说，如果没有这些突破和进步，就不可能有坚定、自觉的改革开放政策，也就不可能有改革开放的重大成果。同理，今后要继续和深化改革，我们的认识不但不能倒退，而且必须深化、细化。这要求我们对于各种经济问题进行理论上的、观念上的、政策上的以及运行方面的探索。《证券业丛书》就是这样一种探索在金融领域里的体现。

第二，证券业是一个专业性、技术性较强的行业。它涉及到投资原理、证券交易、财会标准和制度，以及法律等诸方面，对政府政策和管理方式的要求也较高。传播有关证券业的知识，有助于专业人员和管理人员水平的提高。

第三，证券市场的参与者包括广大公众。市场发展如

何，与公众的金融投资意识、法律观念密切相关。人们应该认识到，他们不但是生产者、消费者、储蓄者，同时也是投资者——投资于证券。作为投资者，他们或承担一定的风险，或减少一定的消费，或特别动一番脑筋，是有其利、权、责的。《丛书》会帮助他们认识市场，教他们动脑筋，提高投资效益，维护自己的权利，更好地支持社会主义建设。试想，如果在银行之外，能够开辟另一条融资渠道，将亿万民众手中的闲散货币迅速转化为生产资金，并通过不同的利率、筹资成本形成对企业竞争的外在压力，这将给我国经济注入多么大的活力！

改革是为民众的事业，也是民众自己的事业。证券市场和证券业的进一步发展会再次证明这一点。改革的过程是民众不断学习和自我教育的过程。希望《丛书》能对这一过程有所贡献。

刘鸿儒

1990. 8.

目 录

· 序篇 ·

第一章 商品经济的精灵：证券市场·····	(1)
第一节 证券市场与经济发展水平·····	(1)
第二节 中国传统体制下的资源配置效率·····	(3)
第三节 改革十年后资金使用效益仍不理想·····	(6)
第四节 放松企业融资限制、加速培育证券市场： 一个最佳选择·····	(8)
第二章 政府在证券市场扮演的角色·····	(14)
第一节 政府——加速证券市场发育的推动力量·····	(14)
第二节 发展证券市场应首先解决的认识问题·····	(16)

上篇 政府与证券市场的形成

第三章 储蓄不足：发展中国家共同面临 的难题·····	(23)
第一节 投资：经济增长和发展的关键因素·····	(23)
第二节 经济发展水平与储蓄率·····	(25)
第三节 提高储蓄率：发展中国家经济起飞的 必要条件·····	(28)
第四节 加速培养证券市场、创造丰富的金融资产是 提高储蓄率的根本途径·····	(30)

第四章 我们的选择.....	(36)
第一节 政府储蓄比重下降：一个引人注目的现实...	(36)
第二节 政府储蓄比重下降的经济影响.....	(38)
第五章 助推器与导航台：证券市场在经济起飞	
中的作用.....	(43)
第一节 什么叫经济起飞.....	(43)
第二节...中国农村改革对经济起飞的贡献.....	(44)
第三节...如何解决经济起飞的主要威胁	
(一)——消费早熟.....	(48)
第四节...发挥证券市场在克服经济起飞掌一障障——结	
构矛盾中的作用.....	(51)
(二)	
(三) 中篇 政府与证券市场调节	
(四)	
(五) 第六章 “黑色星期一”的启示：证券市场的	
破坏作用.....	(57)
第一节 “黑色星期一”的影响.....	(57)
第二节 “黑色星期一”的启迪.....	(61)
第七章 冒险家天堂：证券市场投机内幕.....	(62)
第一节...投资与投机.....	(62)
第二节...证券交易的基本程序与内容.....	(64)
第三节...交易所内舞弊种种.....	(82)
第八章 证券市场的波动与经济波动.....	(86)
第一节 股票的市值和内在值.....	(86)
第二节 股票价格平均数和指数.....	(88)
第三节 证券市场波动与经济波动的关系.....	(92)

第九章 各国政府对证券市场的管理：自我管制与

立法管制..... (93)

第一节 英国证券市场自我管制体系..... (93)

第二节 美国证券市场的立法管制..... (99)

第三节 日本的证券管制..... (103)

第四节 联邦德国的证券管制..... (106)

第五节 法国的证券管制..... (108)

下篇 政府债务与证券市场

第十章 政府债务与政府债券..... (113)

第一节 政府债务的由来..... (113)

第二节 政府债务的组成..... (120)

第三节 进一步的分析：政府债务..... (125)

第十一章 证券市场中的国债市场..... (129)

第一节 国债发行市场..... (129)

第二节 国际的国债市场..... (147)

第十二章 方兴未艾的中国国债市场..... (153)

第一节 中国国债和国债市场的历史演进..... (153)

第二节 对中国国债和国债市场发展的 反思与前瞻..... (157)

序 篇

第一章 商品经济的精灵：证券市场

第一节 证券市场与经济发展水平

不论我们对经济体制作何选择，只要认定——应当在坚持改革和开放过程中充分利用市场机制的调节作用，那么，就会自然而然地遇到如何发展和完善中国证券市场的问题。

证券市场是商品货币经济的精灵，它的存在和发展既与一个国家的经济发展水平相联系，也与一个国家的经济制度或经济体制的选择有关。

在自然经济时代或商品经济发展的早期阶段，由于货币信用条件还不具备，人们实在无法想象会出现这样一种交易：它仅仅以一些本身没有价值、反映某种法律行为结果的证纸为对象。通过这样的交易，一些成功者俄顷之间就可以腰缠万贯，有些失败者眨眼之时就会倾家荡产。当然，这些

对证券交易参与者个人的影响还不是证券市场的主要功能，它的主要功能是藏在证券投资者发财或破产表面现象背后的东西，这就是：资本组合、集中和资源配置方向及效率的不断调整。

如果说，对投资者个人利益的影响并不是证券市场的主要功能，那么能否得出结论说，个人利益在证券市场运行研究中的地位就不那么重要了呢？显然不能。

我们知道，经济研究中有一个著名的概念——“看不见的手”，它是亚当·斯密创造的，用来说明物质利益规律、价值规律、市场供求规律在经济运行中对每个人的决定性影响和对社会资源分配的关键性影响。人们都在追求一定的个人利益，这就是所谓的利己心。在证券交易中，人们的利己心就是要通过证券的购买与出售赚钱。在正常情况下，证券的价格变化取决于供求双方的矛盾关系，而供求双方的矛盾关系又依赖于特定证券的预期盈利水平。按照马克思的观点，货币资本收益是职能资本收益的一种分割，因此，它们之间的关系是正相关关系。也就是说，职能资本的收益率高，货币资本的收益率也高。反过来说，假若某类证券投资的收益高，用这类证券筹资的资本收益率一般也高。如若价格合理，同时不存在其他种种特殊情况，资本收益率就是资源配置效率的经济体现。这样，人们用货币选票追求某种可能获较高收益证券的微观行为就与全社会资源配置效率的提高统一了起来。

在证券市场运行中，微观主体不但拥有利用证券形式筹资和向证券投资的自由，而且还要具有一定的投资能力，这是证券市场存在和发展的两个基本前提。假设证券的投资者

都是个人或居民户，很难设想这些个人或居民户能在吃不饱穿不暖的情况下拿出钱来买债券、买股票。可见，在证券市场建立时，首先要有潜在的需求者，这些需求者又必须在必要消费之后有一定的货币结余，证券交易本身也是一种货币信用活动，从世界各国情况看，信用经济水准越高的国家，证券市场也就越发达，因此，从上述意义上说，证券市场的发展要以一定的商品货币经济发展水平为前提。

第二节 中国传统体制下的资源配置效率

在世界经济发展史上有一个众所周知的现象，即：一些国家的公民即使有一定的金融投资能力、信用条件足可以支撑证券市场的建立或利用，但是，由于这些国家选择了计划配置资源、统一管制资金的经济模式，因此，微观主体不能利用证券形式自主筹资及向证券投资，证券市场的形式也就无从谈起。这是经济体制改革前许多社会主义国家的情况。中国自然也不例外。

1979年之前，社会主义中国实行的是高度集中的计划经济体制。在这种体制下，公有制的两种形式——集体所有制和国有制是基本的经济成分，企业生产什么，生产多少，怎样生产和怎样销售，都由计划和行政管理的办法解决。从国民经济全局来看，资源分配由一个最权威的机构——计划委员会掌握。财政部和银行都是计委的辅助性部门。在国家对企业的关系上，实行统收统支的制度，企业的净收入全部以利润的形式上缴国家，支出则在计划得到批准后由国家包下来

保证资金供应。企业的人事、劳动力和工资全部由上级主管部门和有关部门纳入计划行政管理的轨道。在农村，从解放初期农民分得土地后，由互助组、初级社、高级社直到最后具有所谓“一大二公优越性”的人民公社，以家庭为单位的劳动生产方式已被彻底否定。农业生产关系因生产关系的强制过渡曾遭到严重的破坏。在高度集中的计划体制下，为了实现较高的经济增长速度以便达到赶超资本主义的目标，在相当一段时期内，中国采取的是一种强制积累的方式。其具体做法上主要有两点：一是在城市中，用压低消费水准、长期冻结工资的办法维持较高的积累率；二是用工农产品剪刀差较多地从农村获取“剩余产品”。不仅如此，为了充分发挥计划经济的优越性，企业的折旧基金在1979年前的大部分时间内也采取了上交财政及主管部门最后统一支配的办法。而财政部门对于所集中资金的分配也主要以计委确定的年度计划为依据，用当时的习惯用语说就是“资金跟着计划走”，“有了计划、就有了一切”。在这种高度集中管制的模式下，市场机制的调节作用是受到严格抑制的。生产资料不进入市场，在理论上，它被许多经济学家视为“产品”而不是商品。消费资料进入市场，但企业按计划生产，商业按计划包销，价格因管制而一成不变，自由贸易市场被视为资本主义温床而遭取缔，其他诸如劳动力市场、资金市场等就更是无从谈起了。

在资源分配集中计划管制的模式下，宏观经济的总量平衡和结构平衡主要靠计划的制定和特殊情况下的临时调整办法解决。资源配置效率则由于以下几个原因，很难达到一个较为理想的水准：（1）客观经济条件在不断发生变化，而

传统体制下的五年计划及由五年计划派生出的各个年度计划常常在制定之时就因计划不当而包含了极大的资源浪费。例如，假若一个或若干个建设项目在缺少可行性研究的情况下盲目确定、匆匆上马，耗费了大量资金最后又认识到其宏观经济效益低下，显然，这种计划错误造成的浪费是一种最大的浪费。（2）在传统计划体制下，集中分配资源的权力在国家，财产的所有权属于国家，但使用权在微观企业的手里。一个项目，从立项、投资、在建到正式投产，中间经历若干个环节，承建项目的企业由于管理不善出现浪费物资、拖延工期等现象比比皆是，项目建成投产后由于管理原因效益低下甚至亏损的情况更是屡见不鲜。所有权集中，分配权集中但使用权分散必然造成一种投资风险由国家单独承担的局面。（3）在资源分配集中计划管制模式下，经济体系中存在一种独特的需求扩张机制。我们承认，在资金分散、投资自主的环境下也很难保证不发生需求自发扩张的趋向，但是，在传统体制下，高度集中的资源分配模式与价格管制、低工资下的消费抑制等条件相结合，形成了一种由各级计划者交错发挥作用的投资需求扩张机制。首先，中央一级的计划者为了追求建设速度常常制定大而无当的投资计划，然后，各地方的计划者为了给本地争取资金则层层加码，在短期内难以如愿时，他们就采取大家熟悉的所谓“钓鱼”办法，先争取列入计划，上一点儿、投一些资，尔后在建项目给中央计划者施加压力，不断增加投资。这样，就出现了由中央和地方两级计划者循环推动的投资扩张。这种投资扩张与资金分散利益主体多元化条件下的扩张有明显的不同之处：①计划者的扩张有许多是与微观经济效益相脱离的扩