

上海财经大学 證券期貨學院 丛书

证券市场 规范化建设研究

ZHENGQUAN SHICHANG
GUIFANHUA JIANSHE YANJIU

金德环 主编



上海财经大学出版社



中财 B0109349

上海财经大学证券期货学院丛书

证券市场规范化建设研究

金德环 主编

CDD 73/02

中央财经大学图书馆藏书章

登录号

470957

分类号

F830.9/454

上海财经大学出版社

470957

证券市场规范化建设研究

ZHENGQUANSHICHANG GUIFANHUA JIANSHE YANJIU

金德环 主编

责任编辑 黄 勇

封面设计 周卫民

出 版 上海财经大学出版社

(上海市中山北一路 369 号 邮编 200083)

发 行 新华书店上海发行所

印 刷 上海市印刷七厂一分厂

装 订 上海市印刷七厂一分厂

开 本 850×1168mm 1/32

印 张 9.75

字 数 253 千字

版 次 1998 年 4 月第 1 版 1998 年 4 月第 1 次印刷

印 数 1—3000

书 号 ISBN 7—81049—201—2/F·155

定 价 20.00 元

上海财经大学证券期货学院丛书
编委会

主编 龚浩成

编委 (按姓氏笔划为序)

丛树海	朱 元	朱沪生	刘 波	杨祥海
陈观烈	沈重英	吴雅伦	金德环	徐亚萍
霍文文				

总 序

龚浩成

我国的证券市场从1984年发行第一张股票算起,至今已有12年了;从第一家证券交易所成立算起,至今也将近6年。这期间,我国的证券市场发展迅速。仅以上海流通市场为例,在1984年至1985年间,年交易量仅20万元;而1991年上海证券交易所成立后的第一年里,交易量就达到了63亿元(以单向统计计算),增长了3万多倍。1994年上海证券交易所成交量达25 000亿元,比1991年又增长了400倍。至1995年,上海证券交易所交易金额达55 153亿元,又比1994年翻了一番多。可以想见,随着我国市场经济体制的不断确立和推进,证券市场仍将以较快的速度向前发展。

证券市场的快速发展对证券业人才的培养提出了新要求。与其他相关行业比较,证券业从业人员总体知识水平不算低,其中也不乏大学本科学历以上的从业人员。但也应该看到,我国的证券市场是在近几年内发展起来的新生事物,从业人员大多是从其他行业转入的,即使具有本科以上学历的人员,相当一部分人的知识结构也与证券业所需的知识结构存在很大差距。所以,加快培养大批合格的证券期货专门人才,已成为我国证券期货市场健康发展的关键因素。有鉴于此,上海证券期货交易所与上海财经大学合作创办了我国第一家证券期货学院,旨在为我国证券市场的发展提供教学、科研和培训等方面的配套服务。目前,学院正在本科教育、研究生教育和社会从业人员培训三个方面进行着卓有成效的工作。

学校以教学、科研为主,教材是教学的基础,而科研则是教师

提高教学质量的保证。学院成立后的第一件事就是抓教材建设,并鼓励教师多出科研成果。为此,学院根据教学科研的需要,及时组织教师撰写有关的专著、译著及专业教材,继今年年初已在上海三联书店出版发行了《证券投资学》、《基金管理学》、《商品投资学》、《金融期货与期权》、《社会保障经济理论》等五本专著、专业教材后,目前学院又有一批专著、译著、专业教材已进入出版、撰写阶段。

这一系列教材和专著的出版,对系统总结证券市场发展过程中的理论和实践,促进证券投资学科体系的建设,加速培养成熟的证券投资与经营管理人才,具有重要的理论意义和现实意义。证券市场在西方已有上百年的历史,而在我国则是一个新兴的蓬勃发展的市场,它在快速发展过程中必然暴露出种种不成熟的弱点,系统的理论指导就成为迫切需要的营养。我相信这套丛书的出版必将对我国证券市场的健康发展起到积极的促进作用。只要每一个市场参与者经过认真的学习与培训,把握了市场的运作规律,在法规的约束下冷静、理智地进行投资,我国的证券市场必然进一步得到规范的发展。

前 言

以 1995 年上海证券市场“3.27”事件的发生与处理为标志,中国证券市场开始步入规范化发展的新阶段。证券市场的规范与发展,是对立统一的两个方面。规范为发展创造条件与环境,是发展的基础;发展为规范提供空间,是规范的前导。没有规范无法发展,没有发展也就谈不上规范,两者不可偏废。但这并不排斥两者之间在特定的时期有所侧重,在某一特定的环境下有时需要以发展为主,而在另一种条件下却需要以规范为主,这也是符合辩证的发展逻辑的。

中国的证券市场自 1990 年沪深两地证券交易所成立以后,经历了高速成长阶段,其中当然也积累了种种成熟市场所不存在的扭曲因素,“3.27”事件的发生实际上正是这些不规范因素总爆发的体现。自此,规范化就成为矛盾的主要方面。

中国证券市场的不规范体现在很多方面,有些属于比较表面的问题,有些则牵涉到许多深层次的问题。这在市场经济发展初期的中国是不可避免的现象,要彻底解决并非一朝一夕之事。有些属于政府体制方面问题需要结合政府管理体制的改革而配套解决,还有许多历史上的遗留问题也需要在一段较长的时间里分步解决。但是,我们也不能因为有些问题难以处理而任意拖延解决的时间,有的甚至采取走一步算一步的放任态度。如果这样,深层次问题引发的重大事件必然仍要发生。这从 1997 年上半年股市中机构联手哄抬股价的事件中可以得到证明。有鉴于此,我们对证券市场的规范化问题进行了深入研究,试图从理论历史、体制、法律、实践等方面揭示出证券市场不规范的原因,提出解决问题的方案和思

路,以期为管理决策部门提供思路和建议。此外,证券市场发展的终极走向是国际一体化,我们也把这一论题作为规范的一个目标。以期望目前的市场发展就能有一个通向目标的规范性框架,避免一段时期以后再发现问题而伤筋动骨。我们同样希望本书分析中所提出的问题和方法能对管理部门的决策具有一定的参考价值,对同行的研究工作者起抛砖引玉的作用,对其他的读者起开启思路的作用。

参与本书撰稿的人员有:张春芳、金德环、霍文文、袁伟荣,洪流参与了A、B股市场并轨的写作。全书由金德环统纂定稿,张圣华参与了文稿的整理工作。上海财大出版社的黄勇同志对本书提出了许多中肯的意见,在此表示感谢。书中的不当和错误之处,请读者批评指正。

金德环

1998年2月23日

目 录

第一篇 产权理论与我国股权结构一体化问题

1	现代西方产权理论的发展及其意义 ·····	(3)
1.1	现代西方产权理论的产生和发展	(3)
1.2	现代西方产权理论的主要内容	(7)
1.3	现代西方产权理论的评价和借鉴意义	(11)
2	我国的产权制度改革及其现状 ·····	(16)
2.1	我国的产权制度改革与股份制	(16)
2.2	我国股份制的现状	(21)
2.3	我国股权结构一体化的主要障碍	(31)
3	我国股权结构一体化的现实思考 ·····	(35)
3.1	我国股权结构一体化的实现条件	(35)
3.2	我国国有股权管理体系的建立	(40)
3.3	我国股权转让模式的比较研究	(45)
3.4	我国股权结构一体化的策略步骤	(49)

第二篇 我国股票市场遗留问题

1	股票市场遗留问题现状 ·····	(57)
1.1	股票的基本分类	(57)
1.2	我国股票市场的遗留问题	(64)
2	股票市场遗留问题的背景及原因分析 ·····	(70)

2.1	股票市场遗留问题的历史背景·····	(70)
2.2	股票市场遗留问题的理论原因分析·····	(79)
2.3	股票市场遗留问题的经济体制原因分析·····	(81)
2.4	股票市场遗留问题的实践原因分析·····	(83)
3	解决股票市场遗留问题的难点与困惑·····	(88)
3.1	理论与实践的矛盾·····	(88)
3.2	解决股票市场遗留问题与体制改革的矛盾·····	(91)
3.3	利益冲撞的矛盾·····	(93)
4	解决股市遗留问题的综合思路与方案·····	(95)
4.1	确立政府对股市的宏观指导政策与法律体系·····	(95)
4.2	深化经济体制改革,创造股票市场顺利运作的良好 外部环境·····	(100)
4.3	创造多层次的股票流通市场·····	(111)
4.4	国家股与法人股上市方案思考·····	(113)
4.5	A、B股市场并轨思路·····	(121)
4.6	解决股票市场的税收问题·····	(125)

第三篇 证券市场的规范与发展问题

1	证券市场的成就和作用·····	(133)
1.1	证券市场的发展阶段·····	(133)
1.2	证券市场取得的成就·····	(135)
1.3	证券市场发挥的作用·····	(140)
2	证券市场的规范化·····	(144)
2.1	证券市场不规范的表现·····	(144)
2.2	证券市场不规范的原因·····	(184)
2.3	如何规范证券市场·····	(190)
3	证券市场的发展·····	(206)

3.1	对发展证券市场的几点认识	(207)
3.2	与证券市场发展相关的若干问题	(217)
3.3	证券市场的发展前景	(226)

第四篇 证券市场国际化问题

1	证券市场国际化概述	(231)
1.1	证券市场国际化及其历史发展	(231)
1.2	证券市场国际化的成因	(235)
1.3	影响证券市场国际化的因素分析	(241)
2	证券市场国际化比较	(244)
2.1	发达国家证券市场的国际化	(244)
2.2	发展中国家和地区证券市场的国际化	(249)
2.3	证券市场国际化的一般规律	(255)
3	中国证券市场国际化的现状和障碍	(258)
3.1	中国证券市场国际化的现状	(258)
3.2	中国证券市场国际化的障碍	(267)
4	中国证券市场国际化的策略	(272)
4.1	中国证券市场国际化的战略规划	(272)
4.2	中国证券市场国际化的现实对策	(275)
4.3	中国证券市场国际化发展的关键	(285)
5	证券市场国际化中的监管	(293)
5.1	放松资本管制的意义	(293)
5.2	外资入市的风险管理	(296)

第一篇

产权理论与我国股权结构一体化问题

股权结构是我国建设社会主义市场经济中的特有现象。虽然产权理论并没有专门研究股权问题,但产权经济学家认为股份制是一种比较规范的企业形式,实现了产权明晰,具有良好的运行和监督机制。而我国的股份制企业恰恰缺乏这种明晰的产权关系,无法建立市场的运行和监督机制,使经济运行和管理方式发生矛盾。所以,尽管产权理论以私有制为基础,但它关于产权的占有、使用、处置的基本内容和分析问题的方法对我们建设社会主义市场经济是有很多启发的,股权结构一体化实际上就是为了明晰产权关系,明确产权主体的权利和义务,建立和完善这种市场监督和运行体系。

1 现代西方产权理论的发展及其意义

产权理论是关于产权问题的一门学说,随着经济的发展,人们对于产权的界定、保护和实现有了切实的需要,带动了对这一理论研究的发展。一些著名的学者如科斯、德姆塞茨、张五常、配杰威齐等通过对产权问题的研究,逐渐形成了产权理论和产权学派。不仅如此,其他一些经济学家,如诺斯等也研究产权,他们认为产权关系是社会经济活动中最基本的关系,是其他一切经济关系的基础。因此我们有必要了解西方产权理论产生的历史背景,深入探讨其精神和实质,从中汲取有价值的成分和因素来指导我们的实践。

1.1 现代西方产权理论的产生和发展

1.1.1 现代西方产权理论的产生

传统经济学主要研究的是在完全市场的条件下,如何通过“看不见的手”这一市场机制的作用实现资源的有效配置,谋求自身利益的最大化。它的前提条件是私有产权极为清晰,只要通过市场,发挥价格的自动调节作用就可以达到这一目的,使一国经济得到最大限度的增长。传统经济学把产权制度作为一个既定的前提,在产权制度之外分析和论证市场经济问题,但现实的经济情况与此有很大差异。

首先,现代经济社会中人们的价值评判标准发生了变化。人们不再是以利润作为唯一的追求目标,而是以名利、欲望、效用等作

为追求的目标,效用作为一种主观判断,很难用价格去诱导。

其次,传统经济学假定市场处于完全竞争的条件下,市场的运作处于完全无摩擦的状态,经济的正常运行不存在其他成本。但现实的情况是任何一项经济交易的达成都不是没有代价的,不仅要经过一系列搜寻信息的过程,还要保障合约的如期履行,这些都需要花费一定成本,这些成本有时就限制了合约的产生和履行。这样实际上造成的是对资源的一种浪费,但这种问题在传统经济学那里无法解决。

正是在这样的背景下,以科斯为首的一批经济学家论述了更为现实的经济情况,认为产权问题是影响传统理论资源配置的根本障碍,要提高整个社会的价值、增加利益,不仅要发挥市场机制的作用,而且要变动传统经济学既定的前提,通过权利的安排与重组,更好地实现社会资源的配置,从而形成了产权学派和产权理论。他们从资源稀缺这一前提出发,即相对于资源利用者的需求量来说,资源基数总是稀缺的,使得资源的相对价格提高,从而使获取这些资源的代价增加,降低了社会效益,通过产权明晰把资源配置给那些最需要的人,这种排他性规则的建立所花费的成本可能低于所带来的收益,因而权利的重新安排就是合理的、必要的,这就使得经济学在市场失灵的情况下,通过产权安排使社会资源的使用效益达到最大化成为可能。产权理论的产生和发展,拓宽了传统经济学的研究范围,使经济学的研究更加注重现实,更加注重为解决实际问题服务。

1.1.2 科斯对产权理论的主要贡献

提到产权理论,不能不言及科斯。一般认为,科斯是产权学派和产权理论的开山鼻祖,他于1959年发表的《联邦通讯委员会》和1960年发表的《社会成本问题》标志着现代西方产权理论的诞生。他在文中特别论述了外部性问题,揭示了社会格局的运行成本。

在社会经济运行中,一个经济主体在行使自身的权利时,会对

其他经济主体权利的行使产生影响,这种影响可能是有益的,也可能是有害的,它们被统称为外部性。科斯主要论述了有害的外部性,即负外部性,它构成了社会成本,是取得社会价值的所有代价的一部分。由于这种负外部性的存在降低了最大化的社会利益,有必要采取一种方法减少负外部性。他批驳了传统理论的思维定式,如在甲方对乙方造成损害时,即负外部性,传统理论认为应是甲停止损害乙,或让甲对乙进行赔偿,但问题是,这样做的结果往往也使甲遭到了损害,在这一问题上具有相互性。要使当事人所遭受的损失尽可能的小,正确的解决办法是界定谁更有权利损害对方,即甲是否有权利损害乙,或乙是否有权要求甲赔偿。这里他引入了交易成本的概念,所谓交易成本就是为产权的界定、谈判、履约的一种资源性支出。当交易成本小于产权界定与重组所带来的收益时,产权的界定和重组是必要的,通过外部性的内在化,降低了社会成本,社会价值还是得到了提高。

科斯的论述被引用到其他经济学派之中,不仅带动了其他学派的发展,而且也推动了产权理论本身的发展,科斯的被思想定义为科斯定理,成为产权理论的核心内容。

1.1.3 科斯后产权理论的主要发展

科斯后产权理论的发展表现出两条脉络:一条是以阿尔奇安、张五常、德姆塞茨为代表,遵循科斯的论述,对其进行补充和完善;另一条是以布坎南为代表,试图对科斯定理进行重构。无论是完善也好,重构也罢,他们的发展无外乎是两个方向:一是产权的起源,二是产权的作用。

在产权起源方面,德姆塞茨从北美印第安人的皮毛交易中论述产权的起源。由于商品交易的发展,而使得基数既定的资源相对稀缺,从而使得界定产权很有必要,因为这时,产权成了收益的基础。托马斯——诺斯则认为产权起源于人口增长的压力。人口增长压力导致了资源稀缺程度的加剧,使人们围绕资源的利用展开

了日趋激烈的竞争,对资源建立个人产权的成本可能低于由此带来的收益。因此个人产权的建立有了必要和可能,产权(即私有产权)就产生了。

在产权的作用方面,由于产权的界定,导致了人们成本与收益的变化,因而在理性人范式下,必然会改变人们的行为。通过产权的配置与安排,形成了一种激励机制,把成本和收益全部内在化为自己承担,提高了经济效益,从而促进经济的发展。阿尔奇安认为,通过产权的可分割性与专业化,“实现两种有益的专业化(有时称作‘分离’):①行使有关资源使用的决策权;②承担市场或交换价值实现的后果”^①,即实现所有权和控制权的分离。德姆塞茨认为,产权配置、外在性、交易费用、规模经济这四个因素的交互作用决定着产权格局的演变,尤其是在对股份公司的形成分析中,交互作用解释的最为清楚——通过产权的配置和安排,减少外部性,节约交易费用,实现规模经济。

布坎南则认为科斯的论述过于完美,实际上是建立在一系列不合理的假定上。他用一致性效率代替帕累托最优,设定了比较宽松的条件,只要是自愿交易,达成一致意见,这种交易就是有效的。

从科斯及其追随者以及布坎南的论述中可以看出,最终目标都是要论证“看不见的手”的作用。科斯是设定了美好的目标,但对现实的基本约束条件作了一些不切实际的假定;布坎南等则是在现有条件下,降低实现的目标。两者的目的是完全一致的,即通过产权界定和交易实现资源的有效配置,提高社会效益,“他们的一个共同特征是强调了有关所有权、激励机制与经济行为的内在联系的某些基本思想……考察各种可能的产权安排对收益——报酬的影响”^②。

① 《证券经济理论》,第 33 页。

② 《财产权利与制度变迁——产权学派和新制度学派译文集》,第 201~202 页。