



立信金融丛书



汪良忠 著



证券经济论

ZHENGQUAN JINGJI LUN



立信会计出版社

证券经济论

汪良忠 著

ZHENGQUAN JINGJI LUN

立信会计出版社

立信金融丛书

证券经济论

汪良忠 著

立信会计出版社出版发行

(上海中山西路 2230 号)

邮政编码 200233

新华书店经销

立信会计常熟市印刷联营厂印刷

开本 850×1168 毫米 1/32 印张 8.25 插页 2 字数 201,000

1997 年 10 月第 1 版 1997 年 10 月第 1 次印刷

印数 1—5,000

ISBN7-5429-0525-2/F·0487

定价: 14.00 元

(1) 318/06

序

汪良忠同志的博士学位论文,经过修改补充已成为《证券经济论》一书,现由立信会计出版社正式出版。这本书对现代市场经济运行中证券经济关系进行了全面深入的理论研究和实践概括,为我国发展证券经济,规范证券市场,提供了理论依据和实践内容。论文答辩时参与评议的教授们指出,论文立意深刻,论证严密,开创了经济理论研究的新领域,在研究了一般证券经济关系运行规律的基础上,又对中国发展中的证券经济作了深层次理论概括。现在经过再加工修改以后,这部论著的理论认识价值能够更深化、更清晰、更完整地反映证券经济的本质,反映证券经济的内部规律性,丰富了经济学的研究内容,体现了理论与实际的紧密结合,创新性与求实性的有机统一。这是我国经济研究中的一项可贵成果,它不仅具有深刻的理论意义,而且具有重大的现实意义。

作者全面系统地分析了市场经济与证券经济的基本关系;证券经济的运行特点和规律;证券化企业的特征和功能以及证券业的产业功能;中国证券经济关系的形成、发展和潜在矛盾。作者根据劳动价值理论,阐明证券作为一种特殊商品,仍然具有使用价值和价值两重性,但它的形成机理又是有特殊性。作者突破了以往的证券研究着重于投资操作的局限性,将其引伸到了市场经济全方位的研究层次上,并从经济关系的本质深层次上全面探讨一种特殊经济关系的运行规律,无论从广度和深度而言,进入了一个新的境界。作者运用成熟的理论,对证券业配置效率与运用效率的分析,在国内尚属少见。对在证券经济介入条件下,实物运动体系与

价值运动体系对称的判据、证券经济形成的最优资源配置标准、收益——价格筛选机制等都是独具创见性的理论观点。该书对我国证券经济实践中的若干重大问题的理论研究,分析透彻,有理有据,是汪良忠同志长期亲身实践的理论升华,具有重大的实践指导意义,对证券经济运行主体、运行管理的研究,更具有现实价值。

但也必须指出,作为证券经济理论研究的首批论著之一,该书的论述研究只能看作是一个开始。不过可以预料,《证券经济论》的出版,为我们提供了进一步研究和发展的基础,给人们有所启迪。因此,我以为此书是值得推荐给广大读者的。

杨公朴

一九九七年六月

目 录

第一章 导论：证券、经济、秩序	1
第一节 假设与现实背景	1
第二节 证券本质规定性的再研究	3
第三节 证券经济与现代企业制度	8
第四节 证券经济与现代市场经济的发展	10
第五节 市场经济运行的证券化发展趋势	13
 第二章 证券的商品货币性质	 17
第一节 证券商品的使用价值	17
第二节 证券商品的价值与价格	19
第三节 证券市场价格的运动	26
 第三章 证券经济运行主体	 30
第一节 发行主体及其行为绩效	30
第二节 投资主体及其行为绩效	35
第三节 证券经营主体及其行为绩效	42
 第四章 证券经济的运行机理	 52
第一节 证券经济的运行规律	53
第二节 证券经济运行的市场均衡分析	57
第三节 证券经济运行偏差的自组织协调机制	63
第四节 证券经济介入下的两大运动体系的对称运动和反	

对称运动	68
第五章 证券经济的组织与管理	74
第一节 证券经济的市场结构与组织	74
第二节 证券经济运行管理的经济体制背景	80
第三节 证券经济运行的管理内容	83
第四节 证券经济运行的管理方式	91
第六章 作为资金配置器的证券业	95
第一节 证券业的形成和发展	95
第二节 证券业的功能与运行机制	98
第三节 证券业的产业组织与效率	102
第四节 证券业的未来发展	109
第七章 证券化企业	113
第一节 涵义与特征	113
第二节 资本经济结构运作与企业价值极大化	119
第三节 可转换债券与企业资本结构的优化	129
第四节 治理结构的运作	138
第八章 投资银行和资本经营	153
第一节 投资银行一般	153
第二节 资本经营的一般理论	164
第三节 资本经营过程中的投资银行	174
第九章 中国证券经济的形成与发展	179
第一节 证券经济关系的孕育、形成与发展	179
第二节 证券监管体制的形成与特征	184

第三节	现实矛盾与发展困境·····	189
第十章	证券经济若干重大实践问题的理论研究·····	198
第一节	过度投机问题·····	198
第二节	股票一级市场若干重要问题的考察·····	203
第三节	非流通股的可流通性问题的研究·····	218
第四节	B股市场存续性问题的研究·····	246
后记	·····	253
主要参考文献	·····	254

第一章 导论：证券、经济、秩序

第一节 假设与现实背景

本书把证券经济作为专门的研究对象。本书所希望完成的研究任务，就是证券经济运行一般的内容和理论。对于这个范畴本身的研究，将在第三章中展开。这里，先就这个范畴的理论假设基础和现实背景概作分析。

经济理论范畴是对经济活动过程中本质关系的归纳和抽象。但一般而言，经济理论范畴的产生和发展具有批判与继承、现实分析与概括、吸收与创新的特征。一些古典的经济学理论范畴，随着社会经济的发展而不断地被扬弃，甚至其本身又成为经济学的专门研究对象，产生并形成新的经济理论体系或经济学分支。如供给经济学、投资经济学。与此同时，一些其他学科的范畴，随着它们所相应的内容在经济活动中的作用的日益重要，也被纳入经济学的研究范畴，如技术、创新、管理等等。这些随着经济发展而不断出现的经济活动内容，对其进行相应的经济分析并形成专门经济理论体系和学科，是经济学赖以繁荣的重要形式。还有一点就是，由于经济活动牵涉到效率问题，因而对经济活动数理研究的某些理论，被应用于经济分析，由此产生了诸如计量经济学等研究经济内容的学科。在经济学科的发展史上，还应指出的一个问题是，经济学的发展，以及由此产生的经济理论范畴的发展，实际上并不是独立的。它同时还和其他学科相联系，如中国春秋时代管子提出的“仓廩实、知礼仪”可以说是经济与道德关

系的经典论述。科斯等人发展的经济 and 法的有关理论，可以说是现代经济科学和法学融合的经典性研究。

与此同时，经济学研究方法被应用于各个领域，经济学向各个专业研究发展是一个基本趋势，这反映了以下一个事实：即经济学始终以资源配置作为核心，而资源的概念，则可以涵盖一切可用于生产效用的有形或无形的物质。从经济学的萌芽开始，经济学的研究始终没有脱离于构成人类生存发展的商品的双重形式，尽管这种双重形式在两个方面获得了不同的发展。在效用一极，日益繁芜庞杂，世界展现为种种不同效用的商品的堆积。在价值一极，日益单一化。在货币统一了价值表现形式之后，其形式本身的发展都构成了经济理论的许多范畴。价值形式也日益衍化出多种形式。证券就是这样形式。证券实质上是资本的统一表现形式，无论是产业资本和金融资本，也无论是货币形态还是实物形态。资本的本质和一切职能，都能在证券形式表现得充分和完备。

我在本书中把“证券”与“经济”这两个最基本的经济学范畴融合统一为“证券经济”这一范畴并进行独立的研究探讨，是基于以下理论假设：第一，经济学公理假设：经济学是资源配置的理论体系。证券既是资源又是经济理论范畴。证券作为经济理论范畴的统一表现形式，其本身就是经济关系因而具备独立的自我运动规律。同时又具有经济理论的可分析性。由此可以利用经济学方法对其进行理论分析。而这两个方面，都是当前理论界没有进行独立详尽全面研究的。第二，资源配置的证券化假设：现代经济的实践表明，证券作为资源表现形式和流动形式的载体，其本身的特殊属性和功能已使其成为世界性资源配置的一般形式。如果说，在世界货币体系的运作过程中，还需要汇率机制作为运行中介的话，那么由证券所联系的世界性经济活动则是无须任何中介环节的直接资源配置过程。第三，经济运行证券化假设：现代市场经济运行的证券化趋势是证券经济作为专门的理论研究对象和专门的经济学研

究领域的客观基础。在发达的市场经济国家与地区,证券经济关系是整个经济机体运行过程中最基本的经济联系。特别是资源配置的实现、存量结构的形成与动态优化,从主要方面来看是通过证券和证券市场来进行的。因此,证券经济是现代市场经济运行的一个有别于其他阶段的显著特点。正如货币经济和信用经济是从货币和信用在市场经济运行中的功能,以及货币经济关系和信用经济关系在整个运行机体的渗透深度与广度,概括了市场经济不同发展阶段的运行特点和反映了市场经济运行中的最基本的经济联系一样,证券经济则是从证券和证券经济关系对市场经济发展到一个更高阶段的运行特点和最基本的经济联系的抽象。根据这一特点,我把证券经济规定为以证券为媒体的经济关系的总和。

第二节 证券本质规定性的再研究

证券是人类配置资源实践的产物。证券在自身生命发展的历史长河中,创造了无数的经济奇迹和悲剧,其谜一般的魅力使一代又一代专家学者们对其进行孜孜不倦的艰辛探索与研究。经济学所研究的永恒主题是资源配置。任何经济理论都具有其时代的局限性和历史的短暂性,具有产生、发展和消亡的过程,但经济学却是永恒的。其原因在于如何进行资源配置是人类活动的永恒主题。经济和证券,在资源配置活动中,具有同质的一体两面性。证券是资源效用的简单的可度量单位和同质的表现形式。经济是资源效用分配和使用而产生的权利关系,对这种权利关系的界定,运行的调整的制度性规则的总和,就是秩序。由此,我们认为,证券经济就是这三者统一运动有机体。

现代经济学文献对证券范畴的理解与规定存在着相当的混乱。这种混乱产生的原因源于证券本身具有多重的特性和功能。在给出证券本质属性的一般规定性之前,我们先从不同的层面对证

券进行分析。

首先,证券是一种财产所有权证书。财产所有权是法律界定的主客体关系。在市场经济条件下,同一财产所有权具有双重存在:一方面表现为客体的物,即物本身的存在,或者说存在于使用价值形式上。另一方面是以抽象价值即价值的法权观念存在。证券创造了所有权与其客体分离的社会存在形式,把所有权的价值量化出来并使之成为价值运动的载体,使所有权的运动及其权利的实现与其客体的实际运营相脱离。在证券形式上,财产所有权可以形成完全独立的运动形式,并可在这种运动中实现财产所有者所拥有的一切权利。正是在这个意义上,马克思把证券称之为财产所有权的“纸制复本”。财产所有权向证券形式的转化,既是市场经济发展的结果和不断高级化过程的必然要求,同时也是市场经济发展杠杆,导致了市场经济资源配置形式的变革。

其次,证券是一种信用关系。我们知道,信用是以偿还为条件的借贷行为。从内容上看,是财产使用权的有偿让渡;从本质上看,是一种价值运动;从形式上看,是信用当事人之间的一种债权与债务的契约关系。信用最本质的特点是:让渡财产使用权的同时维持所有权,发生变化的只是所有权的持有形式。证券作为信用关系的载体,在各种形式的商业证券和债券形式上,是极其明显的,这里需要说明的是股票这种特殊的证券。显然,股票的转手与让渡是一种价值运动。同时,持有股票的前提是让渡某种财产或者说是某种财产支配权。另一方面,持有股票代表着一种对未来收益的索取权利。尽管这种收益具有不确定性,但不改变这种拥有收益索取权利的实质。在这里,有意义只是财产的运营职能和财产的所有权在形式上和运动过程中的完全分离及所有权经济利益的实现同财产的实际运营相脱离。在股票上体现的这种收益,本质上是使用股票所代表的资产的代价。因此,持有股票相当于让渡了财产而获得收入。股票也是一种债权和债务关系的反映。股票代表着对公司财

产的债权,而发行股票则是对股票持有者的一种负债。股票虽然不能要求偿还,但持有股票有对公司资产的最终清算分享权,这和资产要求偿还在最终结果上是一致的。因此,股票也是信用关系的载体。从信用这个角度看,证券可以看成是一种银行信用和商业信用之外的另一种信用关系,因而证券经济也是信用经济的发展结果或者说是市场经济继信用经济之后的一个新的发展阶段。

最后,证券是一种商品。证券直接就是财产所有权价值的量化形式。这种证券与价值的直接同一性同货币本身就是价值的代表是一样的。证券具有使用价值。证券虽然不能直接满足人们生理消费和生产消费的需要,但它却对购买者具有特殊效用。这种效用就是它同时是投资与投机的统一工具。从购买的最终目的看,就是具有购买者增值自己财产规模的效用。因为无论为了投资购买证券,还是为了投机购买证券,其最终目的就是增值自己的财产,实现财产所有权价值在量上的扩大。

证券经济就是以证券商品为内容而展开的各种经济关系的总和。证券商品实质就是一种特殊经济关系的物化,是一种收益获取权利和支付责任契约关系的法权形式,它从资源配置的更深层次反映了市场经济就是法制经济的特点。证券商品各种内在属性通过证券商品的发行与流通而转化为证券经济参与主体的经济联系。一切证券经济的参与主体,无论其行为方式如何,都想凭借证券商品而实现其某种盈利预期。在这种追求盈利预期实现的同时而引起的证券商品的不断创造与消失,不断地让渡与转手,本质上是财产所有权的各项权能的实现形式的单一化运动和财产所有权的分裂与重组的运动。这种运动反映的是财产所有权权利的具体实现过程的经济制度规定性和资源配置过程的组织制度规定性。因此,证券经济是一种经济运行形式,是财产所有权权利转化为证券权利而形成的财产权利运行制度的经济行为化。

财产权利的运作制度,也就是财产权利使用和交换的制度安

排。市场经济的财产运作制度是以社会财产分属于不同的所有者，以所有权的市场交换为基本特征的。在以股份制为代表的现代公司制出现之前的市场经济发展阶段，财产所有权运作制度的特点是所有权的间接交换，即以商品为媒体的财产所有权交换。但是，随着市场经济的发展，这种间接的财产所有权交换的财产运作制度日益不能适应市场经济的发展要求。这是因为：第一，市场经济条件下的财产本质上具有无限自我扩张的欲望。而要在这种欲望支配下实现财产所有权的量的扩张，就必须使财产由静态转化为动态，形成一种自我的不断增值运动。第二，市场经济越发展，社会就越重视对财产价值增值的追求而不管其使用价值如何，财产的价值在量上的扩张成了整个生产的追求目标。在这种目标的支配下，财产要求有自己的不需依赖生产过程的直接增值形式和运动，就成为财产运作制度发展的一种内在必然要求。这种必然要求使得财产运作制度与市场经济本身发展的矛盾日益突出。这些矛盾主要表现为：（1）财产的无限增值欲望和必须有自己直接的增值形式和财产增值必须借助于使用价值的矛盾；（2）财产的规模经营与财产分散化的矛盾；（3）财产的经营风险与财产所有者经营能力的矛盾；（4）财产使用价值的物理属性和财产集中使用的矛盾。显然，在市场经济发展中所产生的这些矛盾成为市场经济进一步发展的严重障碍，克服这些矛盾是市场经济进一步发展的前提条件。当然，正如任何事物的发展规律一样，矛盾产生的同时也孕育了解决这些矛盾的条件和方式。证券和以证券为内容的财产运作制度的产生和确立，使市场经济发展和财产运作制度的矛盾得到了有效的解决。

以证券为财产一般形式和以证券为载体的财产运作制度，使由市场经济运行的产权制度的变革引致了市场经济变化多端、异常复杂的所有权关系转化为统一的证券经济关系，从而能使市场经济在提高效率和保证财产所有者所有权利的条件下达到经济行

为主体的行为与财产在整个社会范围内配置的有机统一,实现了各经济行为主体权益边界的清晰确定和财产运作的有机协调,财产所有者仅仅凭借所有权的价值形式就能实现自己财产所有权量的扩张的目的。正是在这种财产运作制度下,财产所有者可以在能继续行使所有权的条件下,让渡自己财产客体的使用权。同时,经营者也可以不受财产所有权的约束而利用别人的资产进行运营。这种引起市场经济运行方式变革的财产运作制度,主要在于证券本身具有不同于其他财产形式的特殊功能。证券最奇妙的功能就在于,它在保持财产所有权持有主体不变的条件下同时又使所有权市场化,在保持所有者充分实现财产所有权各项权能的同时又把财产的物质内容让渡给了社会。证券使财产所有权获得了纯粹的价值形式并形成了财产所有权的价值运动。这样,财产所有权在量上的增值实现彻底摆脱了财产物质的束缚,财产所有者无需去运营自己的财产而只凭着证券这种使用权证书就可以达到自己财产增长的目标。与此同时的是经营者也摆脱了生产经营规模受财产规模约束的限制,通过证券的供给很快就会聚合一个具有规模经济效益的财产规模。而从整个社会看,证券的发行和流通则引起财产配置格局的变化进而使整个社会的经济资源配置处在一个不断分解与重组的动态过程之中。由于这种运动受证券可能提供的效益所支配,因而必然引起社会资源向着最能产生效益的领域流动,这一过程的实质就是资源的优化配置过程。

这种财产运作制度运动过程中的经济利益主体人格化,形成了以证券为载体的证券经济运动。这种运动是证券供给主体、经营主体和需求主体的三位一体的主体行为的统一。证券供给主体向市场提供证券商品,证券需求主体向市场提供有支付能力的需求,而经营主体则媒介供给与需求双方的运动并形成市场耦合。证券供给主体通过向市场提供证券商品而筹集运营财产。同时,证券需求主体则通过购买证券商品而把自己的货币财产或其他财产转

化为证券财产。证券经营主体则在收集和处理有关证券的信息基础上,把供给和需求连接起来。这一过程不但加速供给和需求的相互实现,而且也极大地降低了需求主体的风险和供给主体的筹资成本。它在创造证券流动性的同时又加速了闲置财产向运营财产转化。因此,证券经济既是证券发行和流通的专门组织系统,又是市场经济实现资源配置的机制。整个证券经济关系通过证券经营主体职能专门化而又转化为市场经济的专门产业活动,即证券业的全部活动内容。

第三节 证券经济与现代企业制度

证券是现代企业制度运作的基础,而证券经济则是现代企业制度发展的杠杆。现代企业制度萌芽于 16 世纪,确立于 17 世纪,成熟于 19 世纪,完善于 20 世纪。现代企业制度产生的根本原因在于市场经济发展过程中的社会财产分散化与财产规模经营的矛盾。我们知道,随着市场经济的发展,规模经营日益成为企业在市场竞争中成败的关键,当企业经营规模超出个人独资经营和家庭合伙经营的财力时,就内在地产生了超越个人财产和亲情界线而在朋友间集资进行合伙经营的方式。随着证券的产生,这种合伙经营进一步发展为通过证券筹资进行经营的公司式现代企业。从财产关系上考察,现代企业是不同财产所有权的复合体,在这里,证券成了财产复合的工具。这种借助于证券的财产复合过程实质上是不能直接进入运营过程的财产向经营性财产的转变或是已有的经营性财产的重组过程。随着现代企业制度的发展,证券日益成为现代企业资产的一般形式和财产的一般集中工具。证券经济正是通过证券品种的创新和对证券流通的专门服务,形成以证券商品为经营对象和协调复杂的证券经济关系的专门组织机制而促进现代企业制度发展的。

第一,证券经济形成了财产证券化的专门机制,促进企业形式公司化的发展。现代企业制度发展的前提和基础是以证券为媒介进行的资源配置与再配置比重在资源配置总量中不断提高,证券收益方式成为财产增值的基本形式和工具,也就是说以证券为主体内容的财产运作制度必须成为社会占主导地位的财产运作制度,并在此基础上形成普遍化的证券经济关系。这就相应要求社会财产的证券化程度有相当的发展。证券经济正是通过自己发展成为专门的经济活动运动体系所形成的财产证券化机制而促进现代企业制度发展的。为了适应财产证券化的发展要求,与证券商品的发行与流通相关的劳动职能专门化、交易市场专门化和组织监管机构专门化获得了迅速的发展,整个证券经济关系逐渐形成了复杂和相对独立的产业组织体系。这个庞大的体系不但提供种类繁多、功能互异的证券品种以适应不同证券需求的需要,而且形成了对证券商品从创造、登记、买卖、交收、咨询的全过程各个阶段的职能分工体系进行组织与协调的运作机制,有效地引导社会财产向证券形式的转化和促进企业形式的公司化发展。

第二,证券经济促进了现代企业制度运作效率的提高。现代企业制度和古典企业制度的主要区别在于:其一,企业的所有权分属于不同的所有者而同时又是一个不受所有者直接支配的运营实体。其二,具有股东大会、董事会和高级经理班子三位一体的治理结构。证券经济对现代企业制度运作效率的功能就在于,它形成企业激励机制和约束机制相统一的经营机制。在现代企业制度下,企业的生存发展完全取决于企业的运作效率和经营业绩,而作为经营主体的企业经营者的事业成败与个人收益也与企业的经营状况完全融在一起。这样,企业内部的运作结构就耦合生成企业发展的内在激励机制并人格化为经营者不断追求资产收益极大化的经营行为。同时,证券经济导致了企业效率表现完全市场化并使企业的经营业绩与其证券的市场价格相对称,从而形成企业的市场公众