

本研究得到国家社科基金项目(05BTJ011)资助

我国证券市场承载能力 与可持续发展研究

● 李腊生 李红继 翟淑萍 等著



中国统计出版社
China Statistics Press

本研究得到国家社科基金项目(05BTJ011)资助

我国证券市场承载能力 与可持续发展研究

李腊生 李红继 翟淑萍等著

 中国统计出版社
China Statistics Press

(京)新登字 041 号

图书在版编目(CIP)数据

我国证券市场承载能力与可持续发展研究/李腊生等著.

—北京:中国统计出版社,2009.6

ISBN 978—7—5037—5690—0

I. 我…

II. 李…

III. 证券市场—研究—中国

IV. F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2009)第 067705 号

作 者/李腊生等

责任编辑/胡文华 余成瑶

装帧设计/艺编广告

出版发行/中国统计出版社

通信地址/北京市西城区月坛南街 57 号 邮政编码/100826

办公地址/北京市丰台区西三环南路甲 6 号

网 址/www.stats.gov.cn/tjshujia

电 话/邮购(010)63376907 书店(010)68783172

印 刷/河北天普润印刷厂

经 销/新华书店

开 本/787×1092mm 1/18

字 数/350 千字

印 张/23

版 别/2009 年 6 月第 1 版

版 次/2009 年 6 月第 1 次印刷

书 号/ISBN 978—7—5037—5690—0/F·2832

定 价/38.00 元

中国统计版图书,版权所有。侵权必究。

中国统计版图书,如有印装错误,本社发行部负责调换。

前言

中国证券市场经历了十几年的风雨历程,市场发展已初具规模,截止到2006年底,我国境内上市公司已超过1400家,境内上市公司总股本接近15000亿股,上市公司市价总值为89404亿元,占当年GDP的42.69%,比2005年上升25.05个百分点,2006年市场直接融资总额达到了5587亿元,比2005年增长了197%。证券市场的发展有力地推动了国有企业的改革,提升了企业经营管理的质量,促进了我国经济体制的市场化进程,唤醒了居民投资理财的意识,它已成为我国经济生活中的重要组成部分。但是我们应该看到,中国证券市场作为一个“新兴加转轨”的市场,它的诞生得益于改革开放的政策,从诞生之日起就决定了它与成熟市场不同,经济体制改革与发展的现实使其在发展过程中必须肩负国有企业改革与改制的重任,这就决定了我国证券市场在其发展过程中必须面对与解决各种各样的矛盾与冲突,在各种矛盾与利益冲突下,证券市场到底能够承载多少经济改革所赋予的责任?证券市场怎样才可以持续、健康地发展下去?这些问题现在已显得越来越重要。

20世纪80年代以来,随着国民经济的迅速增长和多种经济成分的不断发展,我国国民收入分配格局发生了重大变化,由此造成储蓄结构和投资结构的分离现象,即居民部门储蓄的很大一部分形成了资金盈余,而企业部门的自有资金越来越难以为继,其对外部资金的依赖性越来越高。由于传统体制下资金计划配置和供给制特征的惯性存在和延续,以及国有银行和国有企业间普遍存在的“隐含契约”,从而使国有企业对国有银行形成了资金的刚性依赖,进而导致整个社会的资金融通体制由国家财政主导型转变为

国有银行主导型。融资结构的变化,在国有企业效率低下的条件下,合乎逻辑地导致银行资产质量下降,并由此产生居民高储蓄、企业高负债、银行高风险的状况,及国有银行在维持部分国有企业低效运转中“漏损”和“空耗”的困境。由国有银行充当居民个人和国有企业之间的融资中介已酝酿着极大的信用风险和经 济的不确定性。从“渐进主义”的改革思路出发,要减少上述负面影响,首先应发展股票市场,使资金从高度集中的间接融资渠道中分流一部分出去,同时为过度负债的国有企业引入新的融资渠道;其次要通过股票市场建立新的融资约束机制,在产权明晰及多元化的基础上,对国有企业进行深层次的改革与治理机制的创新。

虽然建立与发展证券市场的初衷是试图利用证券市场的基础性功能改变国有企业的运行模式,形成规范的法人治理结构,从而提升国有企业的运行效率。但十多年的实践证明,我们在证券市场发展过程中过分强调了国企改革目标下的筹资功能,而在相当程度上忽略了证券市场内在的资源配置及风险配置功能的发挥。这种本末倒置的发展模式必然导致证券市场运行的行政化和非市场化倾向,扭曲证券市场基础性功能的发挥,其对市场机制的破坏和对市场参与者的伤害也越来越明显。同时,掠夺式、竭泽而渔式的发展模式也使筹资功能弱化。如果说世纪之交的股市危机还主要表现为发展危机的话,那么,2001~2005 年长达 5 年的熊市已经清楚地告诉我们,这种危机可能引发为生存危机。

所谓股市危机是指股票价格迅速走低导致投资者普遍出现严重亏损,从而使投资者丧失市场信心的一种经济现象,这种现象的最主要特征是股票价格的大幅且持续下跌。众所周知,股票价格最终的决定因素是市场供求关系,当市场出现供大于求时,股价必然下跌,反之则会上涨,股价的任何变动都是供求关系相对变化的结果。从这个意义上说,股市危机的根源无外乎有这么两种:一是市场供求关系出现严重失衡,供过于求的特征明显;另一则是市场价格处于极其不合理的水平,股市泡沫严重。无论哪种情况,股市危机都与市场供给水平有关,而股票市场的规模又在相当程度上决定了市场的供给水平,证券市场承载力是指在特定经济环境下,市场在保持合理价格下所能容纳的规模数量,它是市场规模是否合理的一种度量。在我

国证券市场供给由行政程序决定的情况下,研究证券市场承载力就具有特别重要的意义。基于上述考虑,我们于2005年向国家社科规划办提交了题为“我国证券市场承载能力及可持续发展研究”的立项申请,申请得到了评审专家的肯定,并于2005年作为国家社科基金规划项目正式被批准立项(项目编号:05BTJ011)。在课题组所有成员(负责人:李腊生;成员:李红继、翟淑萍、王宗胜、刘磊、阮君、宁书兴)的共同努力下,经历近3年时间的艰苦工作,总算完成了该项目的研究工作,目前奉献给大家的就是该课题的最终成果。

我国证券市场的诞生与发展具有特殊的社会经济背景,基于国企改革与改制目标的证券市场发展不能完全照搬成熟市场的经验,完全脱离国企改革与改制的市场建设在我国是不现实的,将这一附加目标内生化为证券市场的发展,才是实现我国证券市场可持续发展的现实选择。目前我国证券市场发展战略不具有可持续性,证券市场承载过多的经济、社会甚至政治责任,政府急于求成的选择可能引致危机,过于强化附加功能的发展格局已在相当程度上破坏或弱化了证券市场自身的承载能力,我国证券市场必须要经历一段承载能力的修复期。鉴于此,我们将本课题研究的主要内容确定为:(1)证券市场承载能力的测度;(2)证券市场承载能力的因素分析;(3)证券市场承载能力的计量经济分析;(4)证券市场承载能力的实证研究;(5)证券市场承载能力的优化过程及动态轨迹;(6)转轨时期证券市场可持续发展的政策选择。其中采用科学的测度来确定证券市场合理承载能力及其轨迹是本课题的重中之重,它是构建我国证券市场可持续发展基本框架的基础。全书共分为八章。

第一章,导论。主要介绍了本项目的选题背景、研究思路与方法、研究内容和可能的创新工作。

第二章,承载力概念的引申及其度量。承载力概念源于生态学,有关承载力方面的研究成果也主要集中于生态学,其中承载力的度量与测算又是其中重要内容之一,该章在对生态学承载力研究成果进行综述的基础上,重点介绍了测度模型分析的进展,即从单Logistic增长模型向双Logistic增长模型(Bi-Logistic)的转变。如果说生态学有关承载力的研究只是一种静态

或比较静态分析,那么机械力学中的受力分析则就是动态层面的分析了,本章对动载冲击模型也有介绍。通过对生态学承载力概念及测度方法的剖析,结合机械力学中的受力分析技术,并根据证券市场的特点将承载力概念从生态领域引入证券市场,由此分析与探讨承载力的扩展问题,最终形成对证券市场承载力的多种测度方法与两个层面承载力的界定,即基于生态学或最大规模的承载力和基于行为金融或投资者心理承受力的承载力。

第三章,基于理性假定的承载力。在基于行为金融或投资者心理承受力的承载力的测度中,内在价值是衡量承载力的基准,而内在价值的确定又是基于完全理性的,同时理性假设又是现代金融理论立论的前提,它也就构成我们研究承载力的出发点。本章讨论投资者在理性假设条件下,证券市场价格的形成及内在价值评估的相关内容,探讨理想状态下证券市场的承载力。最后利用一种简单但有说服力的方式检验了我国证券市场的有效性,结果表明我国证券市场是非有效的。

第四章,基于有限理性的承载力。现实中投资者的行为并非表现出完全理性,未来的不确定性和投资者信息收集与处理能力的有限性决定了行为人的市场行为只具有有限理性的特征。当投资者的行为只具有有限理性时,市场噪声就是不可避免的,一旦市场噪声具备了系统性的影响,市场有效性必将遭到破坏,证券市场承载力的研究也就有了特殊的意义。该章以有限理性为理论前提,利用行为金融学的分析方法与相关理论探讨了更为现实的承载力问题,在基于证券市场投资者行为微观分析的基础上,通过建立混合预期模型来讨论证券市场承载力,同时还对混合预期模型与噪声交易模型进行了比较。

第五章,证券市场承载力的影响因素分析。混合预期证券市场承载力模型揭示了承载力的决定过程及其相互关系,在该模型的应用中,除了涉及相关变量难以直接确定外,如适应性预期投资者前期的预期偏差,内在价值增长率的当期预期值,另一个难以解决的问题是模型中参数的确定,这些参数包括:不同预期形成方式投资者的构成、外推预期投资者的外推系数、适应性预期投资者的适应性系数等。从实质性经济内容上看,无论是模型中的有关变量,还是模型中的相关参数,它们都是投资者行为的结果,而不是

证券市场运行的基本决定因素。因此,为了更深入地揭示证券市场承载力的决定过程,并寻求有效的政策调控方式,对其进行因素分析就是必要的。本章依据承载力测度的公式,分别从内在价值影响因素和市场价格决定因素两个方面进行了论述,且重点分析了投资者心理因素与情绪因素的影响作用,同时利用我国的相关数据分别从经济增长预期、通货膨胀、宏观经济政策、突发重大事件几个方面对承载力的影响进行了经验分析,得到了一些具有说服力的结论。

第六章,证券市场承载力的动力学分析。该章是在生态学承载力的理论基础上,借助动力学的研究方法分别就我国证券市场承载力的静载、动载和偶然载荷进行了实证分析,从而从最大规模的角度检验了我国证券市场发展的适应性,实证分析结果表明:从最大规模的角度看,我国证券市场发展过程中并未出现明显超载的现象。

第七章,我国证券市场承载力实证分析。是基于行为金融承载力的实证分析,该章利用逐步回归方法对众多的影响因素加以选择,变量选择结果表明:实际影响我国证券市场承载力的因素可以分为两个层面,一是反映整体经济运行状况的主要宏观经济变量,如综合反映实体经济发展状态的工业增加值,既作为实体经济血液,又作为虚拟经济基本要素,同时还体现宏观经济政策的货币供应量;二是体现微观基础与市场交易环境类的变量,如依据上市公司经营业绩市场估值的市盈率,含投资者预期与市场发展规模综合的总市值,体现证券市场竞争程度的总股本、上市公司数量。通过构建我国证券市场承载力均衡模型,从行为金融承载力的角度实际考察了我国证券市场承载力的变化状况,实证结果显示:我国证券市场运行不仅符合经济学的供求规律,而且也与行为金融学的相关理论一致。

鉴于证券市场均衡承载力与可持续发展本质意义的一致性,本书最后一章我国证券市场承载力与可持续发展,对证券市场的承载力与可持续发展关系加以讨论,重点分析了肩负国企改革任务的我国证券市场的可持续发展问题,并分别从法制建设、政府监管、投资者保护等多个角度探讨了我国证券市场的可持续发展问题。

我们认为,本研究成果在以下几个方面具有一定的特色:

1. 证券市场承载力可以从两个层面进行考察,一是基于生态学的直接延伸,它反映了证券市场的最大承载规模;二是基于行为金融的承载力,它反映投资者心理承受能力与实际市场压力的相对状况。两种承载力的分析都有意义,选择哪种度量方式取决于研究的目的或具体问题。

2. 我国证券市场的发展总体上并没有出现明显的超载,政府对市场的调节基本上是有有效的。

3. 我国证券市场运行符合经济学的供求规律,在影响承载力的诸因素中,市场对新增上市公司数目与总市值最为敏感。

4. 我国证券市场承载力的主要支撑不是来自于上市公司的业绩,而是来自于投资者在体制变革中的良好心理预期。国有企业完全适应市场经济尚有很长的路要走,转轨时期保持投资者的热情不仅符合赋予这个市场国企改革重任的需要,而且对于实现我国证券市场的可持续发展是重要的。

5. 为了使我国证券市场承载力保持稳定增强,并与市场投资者的心理承受力相适应,建立拟上市企业储备库与市场平准基金或回购机制是重要的。

6. 承载力问题本质上就是可持续发展问题,与经济发展水平和投资者心理承受力协调的承载力就是可持续发展。

基于证券市场承载力的可持续发展研究目前尚没有系统的研究成果,尤其是从定量的角度去研究可持续发展问题在国内还是一个空白。我们当前的研究也仅仅是一种尝试性的,其研究成果也只是这一领域的一个开端。

在实践中,我国证券市场运行表现出极度的不稳定,“过度投机”与“政策市”似乎成为我国证券市场运行的基本特征。我们认为,我国证券市场的不稳定固然与外部法制环境因素有关,但它一定存在内在的驱动力。2001~2005年持续5年多的熊市,不仅导致了广大公众投资者的重大损失,而且也使一大批机构投资人(以证券公司为代表)消失。面对这种状况,当时国内就出现“推倒重来”的观点。难道我们历尽千辛万苦、克服重重困难与阻力、精心培育的市场真的要被“推倒重来”吗?

实际上,上述两点都与承载力有关,承载力问题的研究是我们这个处于转轨时期新兴市场实现可持续发展的内核。经过深入研究,我们认为,我国

证券市场发展过程中承载力总体上并没出现明显的超载,市场不稳定的根源在于投资者预期的不稳定,而投资者预期的不稳定则又来自于上市公司业绩的不稳定与信息披露的不规范。因此,加强上市公司信息披露规范的同时,建立拟上市公司储备库和市场平准基金或上市公司回购机制就成为保证承载力适度,从而实现我国证券市场可持续发展的前提。

本书是由“我国证券市场承载能力及可持续发展研究”项目研究报告修改而成,它是我们课题组全体成员集体创作的成果。在研究与写作过程中,我们得到了各方面的支持与帮助。感谢国家社科基金规划办给予的资助;感谢五位匿名评审专家所提供的中肯意见与建议;天津财经大学学校领导及研究生部主任、统计学院院长肖红叶教授、发展战略研究室李建航主任对我们的研究工作与该书的出版给予了极大的关怀与帮助,要是没有她们的鼎力相助,我想该书不可能在今天与读者见面;统计学院副院长董麓教授,科研处原处长张盘铭教授及其同事对我们的选题、立项以及后续的研究工作给予了全方位的帮助与指导;中国统计出版社的杨映霜编审为本书的出版提供了极大的帮助,责任编辑认真仔细的工作使本书增色不少,并为本书的正式出版付出了辛勤的劳动。对此,我们一并表示诚挚的敬意与衷心的感谢!

由于该选题本身的复杂性,加上我们水平有限,书中一定存在诸多的不足与错误,这些不足与错误理当由该项目的主持人我来负责,与他人无关。恳请同行专家不吝赐教,并欢迎读者随时给我们提出批评与指导,我们的E-mail地址:Lilasheng@tjufe. edu. cn

李腊生

2008年6月

目 录

第 1 章	导论	1
1.1	选题的背景及意义	2
1.2	相关研究综述	3
1.3	研究思路及方法	7
1.4	主要研究内容	14
1.5	可能的创新点	16
第 2 章	承载力概念的引申及其度量	18
2.1	承载量概念的提出	18
2.2	承载力问题研究的发展	20
2.3	承载力向证券市场的引申	28
2.4	证券市场承载力的度量	30
2.5	生态承载力与行为金融承载力的关系	37
第 3 章	基于理性假定的承载力	39
3.1	理性假定和市场有效性	39
3.2	有效市场价格形成机制	46
3.3	有效市场的承载力	64
3.4	我国证券市场真的有效吗?	65
第 4 章	基于有限理性的承载力	74
4.1	不确定性与有限理性	74

4.2	有限理性与行为金融	82
4.3	有限理性下的价格形成	95
4.4	噪声交易模型	121
4.5	有限理性与证券市场承载力	131
第5章	证券市场承载力的影响因素分析	145
5.1	基于内生价值的影响因素	145
5.2	基于投资者行为的影响因素	148
5.3	影响因素的经验证据	161
5.4	基于宏观经济政策变动的影响	167
5.5	基于突发事件的影响	197
第6章	证券市场承载力的动力学分析	224
6.1	静载与证券市场规模	224
6.2	动载与证券市场成长路径	241
6.3	偶然载荷与市场冲击	244
第7章	我国证券市场承载力实证分析	262
7.1	我国证券市场承载力的统计描述	263
7.2	我国证券市场承载力实证分析	271
7.3	实证结论的经济学解释与承载力	285
第8章	我国证券市场承载力与可持续发展	303
8.1	证券市场的可持续发展	303
8.2	证券市场承载力与可持续发展	309
8.3	附加国企改革目标的证券市场承载力	311
8.4	股权分置改革后的投资者利益保护与证券市场承载力	315
8.5	法制建设与证券市场的可持续发展	326
8.6	宏观经济政策干预与证券市场的可持续发展	342
8.7	结语	346
	参考文献	347

第 1 章

导 论

中国证券市场经历了十几年的风雨历程,市场发展已初具规模,截止到 2006 年底,我国境内上市公司已超过 1400 家,境内上市公司总股本接近 15000 亿股,上市公司市价总值为 89404 亿元,占当年 GDP 的 42.69%,比 2005 年上升 25.05 个百分点,2006 年市场直接融资总额达到了 5587 亿元,比 2005 年增长了 197%。证券市场的发展有力地推动了国有企业的改革,提升了企业经营管理的质量,促进了我国经济体制的市场化进程,唤醒了居民投资理财的意识,它已成为我国经济生活中的重要组成部分。但是我们应该看到,中国证券市场作为一个“新兴加转轨”的市场,它的诞生得益于改革开放的政策,从诞生之日起就决定了它与成熟市场不同,经济体制改革与发展的现实使其在发展过程中必须肩负国有企业改革与改制的重任,这就决定了我国证券市场在其发展过程中必须面对与解决各种各样的矛盾与冲突,在各种矛盾与利益冲突下,证券市场到底能够承载多少经济改革所赋予的责任?证券市场怎样才能持续、健康地发展下去?这些问题现在已显得越来越重要。

1.1 选题的背景及意义

20 世纪 80 年代以来,随着国民经济的迅速增长和多种经济成分的不断
发展,我国国民收入分配格局发生了重大变化,由此造成储蓄结构和投资结
构的分离现象,即居民部门储蓄的很大一部分形成了资金盈余,而企业部门
的自有资金越来越难以为继,其对外部资金的依赖性越来越高。由于传统
体制下资金计划配置和供给制特征的惯性存在和延续,以及国有银行和国
有企业间普遍存在的“隐含契约”,从而使国有企业对国有银行形成了资金
的刚性依赖,进而导致整个社会的资金融通体制由国家财政主导型转变为
国有银行主导型。融资结构的变化,在国有企业效率低下的条件下,合乎逻
辑地导致银行资产质量下降,并由此产生居民高储蓄、企业高负债、银行高
风险的状况,及国有银行在维持部分国有企业低效运转中“漏损”和“空耗”
的困境。由国有银行充当居民个人和国有企业之间的融资中介已酝酿着极
大的信用风险和经济学的不确定性。无论从优化资源配置,还是从国际上“证
券化”趋势,抑或是从“渐进主义”的改革思路出发,要减少上述负面影响,建
立与发展直接融资渠道都是一种有效的选择。通过发展股票市场,使资金
从高度集中的间接融资渠道中分流一部分出去,同时为过度负债的国有企
业引入新的融资渠道,改善企业的资产结构,降低企业的负债率,减轻银行
的负担;通过股票市场建立新的融资约束机制,在产权明晰及多元化的基础
上,对国有企业进行深层次的改革与治理机制的创新。

虽然建立与发展证券市场的初衷是试图利用证券市场的基础性功能改
变国有企业的运行模式,形成规范的法人治理结构,从而提升国有企业的运
行效率。但十多年的实践证明,我们在证券市场发展过程中过分强调了国
企改革目标下的筹资功能,而在相当程度上忽略了证券市场内在的资源配
置及风险配置功能的发挥。这种本末倒置的发展模式必然导致证券市场运
行的行政化和非市场化倾向,扭曲证券市场基础性功能的发挥,其对市场机
制的破坏和对市场参与者的伤害也越来越明显。同时,掠夺式、竭泽而渔式
的发展模式也使筹资功能弱化。如果说世纪之交的股市危机还主要表现为
发展危机的话,那么,2001~2005 年长达 5 年的熊市已经清楚地告诉我们,
这种危机可能引发生存危机。

所谓股市危机是指股票价格迅速走低导致投资者普遍出现严重亏损,

从而使投资者丧失市场信心的一种经济现象,这种现象的最主要特征是股票价格的大幅且持续下跌。众所周知,股票价格最终的决定因素是市场供求关系,当市场出现供大于求时,股价必然下跌,反之则会上涨,股价的任何变动都是供求关系相对变化的结果。从这个意义上说,股市危机的根源无外乎有这么两种:一是市场供求关系出现严重失衡,供过于求的特征明显;另一则是市场价格处于极其不合理的水平,股市泡沫严重。无论哪种情况,股市危机都与市场供给水平有关,而股票市场的规模又在相当程度上决定了市场的供给水平,证券市场承载力是指在特定经济环境下,市场在保持合理价格下所能容纳的规模数量,它是市场规模是否合理的一种度量。在我国证券市场供给由行政程序决定的情况下,研究证券市场承载力就具有特别重要的意义。

1.2 相关研究综述

随着工业文明给人类生存与发展所带来的副作用越来越明显,承载力与可持续发展问题已经引起了全世界的极大关注,有关承载力与可持续发展问题研究的相关成果也浩如烟海。然而,在承载力与可持续发展问题的相关研究中,证券市场承载力与可持续发展的研究成果却很少,尤其是基于承载力定量分析与可持续发展的研究则更是鲜为人知。由于承载力与可持续发展的概念最早都出自于生态学领域,这一领域与此后资源经济学中关于二者的分析研究要比在证券市场的相关研究丰富、全面得多。为了给我们的研究提供一个明确的思路,借鉴已有的相关研究方法,以下的综述仅围绕生态学及相关概念在经济学科的引申来展开,分别就承载力和可持续发展两个方面来进行概述,其它与本题有关的相关研究成果放在对应研究内容的各章节中。

1.2.1 承载力

“承载力”(Carrying Capacity)一词最早出自生态学,其特定含义是指在某一环境条件下,某种生物个体可存活的最大数量。从该定义可以看出,承载力问题实际上是一个基于特定环境的最大规模问题,当环境无限制时,生物个体可无限繁衍,与此对应的承载力也就为无穷大,这种情形下的种群增长曲线呈无上界的J型曲线,显然在现实中讨论这种情况下的承载力没有任

何实际意义;当环境有限制时,环境的约束将使种群的增长只能呈 S 型,此时研究承载力才有意义,承载力的研究也就是人们试图寻找出客观存在的种群能得以生存的最大值和最优值,最大值称为负载量或承载量,最优值即为种群发展与环境相适应的均衡点。

承载力的思想最早可能追溯到史前畜牧部落的实践,因而术语“承载力”与放牧的土地利用有关,也可能由牧场管理者所杜撰。Bartels 等将此概念跟踪到 1906 年的美国农业部年鉴,而 1991 年版的韦伯斯特大学词典则将其出现的时间标定在 1880~1885 年之间。1922 年, Hawden 和 Palmer 在观察阿拉斯加引入驯鹿种群后产生的生态效应时,引入了生态承载力的概念。此后,承载力思想不但在生物学(种群生物学)、生态学上得到比较广泛的应用,而且其应用的范围逐渐拓展到环境领域。尤其在 20 世纪 60 年代后期和 70 年代初期,一批著名学者发起的有关地球承载力极限的深刻讨论,大大促进了人类环境意识的提高,其中包括米多斯等人的惊世力作——《增长的极限》。《增长的极限》的发表,引起世人对人口、粮食、资源、环境和工业增长等五大问题的密切关注和激烈讨论,使人类意识到所面临的问题已不再是单纯的环境污染问题,而是影响到生态、社会持续发展的综合问题。并且承载力的概念已经被应用到计算、表达人类活动所带来的环境极限中。概括而言,主要有两个应用领域:一是在应用生态学中,承载力概念用于特定栖息地、生态系统如牧场、野生动物的管理以及旅游管理等领域;二是在人类生态学中,承载力被用来讨论人口增加、消费水平提高的生态影响和限制。在承载力概念和思想愈来愈广泛的应用中,它被赋予了丰富的含义,形成了不同层次、不同内涵的承载力概念,诸如人口承载力、农业承载力(土地承载力)、旅游承载力、生物物理承载力、社会承载力(文化或人类承载力)、环境承载力、水资源承载力、矿产资源承载力等。这些思想为可持续发展的形成奠定了深刻的理论基础,以致于有关可持续发展的定义以及由此衍生的理论深深地打上了承载力的烙印。由于以上因素的共同促进,承载力成为目前可持续发展研究的核心问题之一。

1.2.2 证券市场可持续发展

1981 年,受联合国环境与开发署的委托,世界自然保护同盟制定了《世界自然保护大纲》,首次提出了“可持续发展”的概念,并简要阐述了可持续发展的实现前景及其途径。1987 年,以挪威首相 Brundtland 为首的世界与环境委员会(WCED)向全球发表了《我们共同的未来》(Our common future)

(1987)研究报告,可持续发展正式向世人提出。按照世界环境与发展委员会在1987年给出的定义,可持续发展是指既满足当代人的需求,又不对后代人满足其自身需求的能力构成危害的发展。它的内涵十分丰富,除了包含当代与后代的需求之外,还包括自然资源、生态承载能力、环境和发展相结合以及国家主权、国际公平等多方面的内容。该报告规范了可持续发展的内涵和外延,系统地阐明了可持续发展的战略思想,为可持续发展理论的形成奠定了基础。高吉喜编写的《可持续发展理论探索——生态承载力理论、方法与应用》一书,应该说是研究可持续发展和承载力非常完善的一个成果,作者在对生态承载力与可持续发展讨论分析的基础上,提出生态承载力应作为可持续发展的支撑理论,并从理论和实际两方面对生态承载力进行了探讨与研究。高吉喜认为,生态承载力是可持续发展的基础,承载力包涵三个基本方面:弹性力的大小、供容能力的大小以及承载的界限。此外,作者还探索性地论证并提出了生态承载力判定模式与综合评价方法,初步建立了基于生态承载力的可持续发展评价指标体系与评价方法。在他看来,可持续发展的本质是生态系统的持续承载,任何有损生态系统功能的活动都会对系统的承载力产生影响。

传统的可持续发展观念对资源极限的认识还仅仅停留在自然资源上,忽视了社会性资源的重要性。事实上,证券也是一种资源,是一种特殊的社会资源,它也有一个合理开发和配置的问题。尤其是在知识经济这个大背景下,在证券市场地位日益突出的今天,关注证券资源的保护在某种意义上可能比关注自然资源的保护更重要。墨西哥金融危机、东南亚金融危机已陆续地向世人证实,稍有不慎,无需太久的时间就可以将通过股市积累起来的数十年经济成果和社会财富化为乌有。在这种情况下,证券市场可持续发展理论的提出无疑具有一定的理论意义和现实意义。2001年1月,白钦先教授等人出版了《金融可持续发展研究导论》一书,该书对金融可持续发展理论作了比较系统的阐述。正如白钦先教授所指出的,“金融可持续发展不仅有全球各国金融可持续发展问题,而且有中国金融可持续发展问题,还有我国区域经济和区域金融可持续发展问题;有全球的国家宏观金融可持续发展问题,也有金融体系、金融市场、银行机构和非银行金融机构自身的微观金融可持续发展问题。”证券作为现代金融的重要组成部分,随着金融业的发展,证券的资源稀缺性日渐明显,证券市场的功能作用日益突出。

证券市场作为金融市场的重要组成部分,它的可持续发展问题受到很多学者的关注,这方面的研究成果归纳起来大体可分为:(1)关于优化证券