

我国股票市场存在的问题及发展和完善对策 PDF转换可能丢失图片或格式，建议阅读原文

https://www.100test.com/kao_ti2020/480/2021_2022__E6_88_91_E5_9B_BD_E8_82_A1_E7_c122_480268.htm [摘要：]

本文从我国目前股市的现状入手冷静分析了股市存在的问题及完善和发展思路，既涉及股市的监管和运作机制问题也包括股票市场体系的建设和市场要素的改革问题，既有宏观的股市缺陷的剖析，也也有微观公司治理结构的论证，力求为我国股市的改革和发展进言献策，推动资本市场健康、稳定发展。

关键词：股票市场 问题 完善和发展 公元二零零六年也许会作为中国股市发展的分水岭而载入史册--股权分置改革接近尾声；上市公司大股东占款清欠取得全面突破；解决证券公司行业性亏损取得决定性成功；股指期货指日可待；大盘指数突破千八后再破千九，整个股市焕发了青春的活力，基本结束了沪深股市熊长牛短的病态格局，人们确信迎来了大盘蓝筹股时代的到来！为此，人们欢呼雀跃，陶醉在一个接一个的利好之中，甚至有人乐观的预测：2008年A股可能挑战三千并认为中国股市已经处于成熟期的开始，从2001年到2005年中国股市已经走过了初生、操纵、崩溃阶段，各种问题基本都已暴露，目前伴随各方面法律制度健全，投资品种丰富，投资者心理和投资者队伍的逐渐成熟，尤其是修改后的《公司法》《证券法》的实施，中国股票市场迎来了阳光明媚的春天！对此，不仅老百姓高兴，就连学者也津津乐道、喜不胜收。复旦大学金融与资本市场研究中心谢百三教授近日就兴奋的认为中国股市打胜了“济南战役”真正进入牛市高潮。谢教授认为中国股市历来新发大盘新股就会大跌一场，一九

九七年一周发五只新股，股市从1500点跌到1000点。今年八月，国航回归A股IPO时股市竟从1775点跌到1533点，市值大减。因此人们一般认为超级大盘中国工行A H股同发，将从股市抽走400亿--600亿资金，股市肯定会暴跌。然而，令人奇怪的是这只巨股发行不但没有引起下跌，反而与发行前一天股市上涨，直冲千八，因此他认为这是中国股市的“济南战役”，从此以后中国股市将发生质的飞跃。面对这样的良辰美景我们没有理由不陶醉，但理智让我们思考这样一个问题：中国股市真的进入成熟期了吗？最近媒体采访了伦敦副市长John Ross,他说：中国金融市场整体比伦敦落后30-50年，但中国经济发展快，尤其在高科技、电信和制造业领域，现在中国政府认识到金融的重要性，开始调整金融的作用和地位，但我想说的是“如果中国将金融作为本国市场中所有行业的中心，问题不会很大，但想要打造一个世界级的金融中心，困难就比较大了。因为伦敦用了300年时间才到今天这个金融地位，即使是纽约也用了150年！他言下之意是：中国股市仅仅走过了二十多个春秋，离成熟的资本市场还有很长的路程。因此，笔者认为我们不能因为眼前的成绩而沾沾自喜，当然从纵向比我们确实是发生了质的飞跃，这一届证监会也是历史上卓有成效的一届，但我们也应该横向比，看一看我们在世界资本市场中的地位，否则我们会迷失前进中的方向！笔者认为目前我国股票市场仍然存在以下问题，并需要完善和发展。

一、关于股市运行机制问题 我国股市在某种程度上只注重“扩容发展”，没有理顺“监管”与“改革”、“发展”的关系。我国股市的“圈钱”体制，粗放式扩张，虽然使股市得到了跳跃式的扩容，但累进的结构性制度性矛

盾越来越突出。笔者认为我国股市发展历史上最大的失误在于解散了跨部门、跨利益集团的股市发展政策设计部门，如国务院证券委。正是失去了这一战略思维的“心脏”，我国股市出现了“只谈发展”“不谈发展改革”，“只谈监管”不谈“改革发展”。我国证券市场的发展现状是：由公安部门主导的全面规划发展！如果不能正确处理股市“监管”与“发展”“改革”的关系，就难以处理“破”与“立”的关系，我们“破”了不规范的市场力量，但没有“立”起相应规范化的市场力量。打击不规范力量给“庄家”“私募基金”“跨市场、跨产品套利”等种种交易行为以重创！而这种重创基本瓦解了由他们组成的自下而上的自发形成的我国股市的流动力提高机制。但是，由于我们没有相应的针对“规范化”市场运作机制的主动的战略性的建设方案，在瓦解的同时没有建立流动力提高机制。这样做的严重消极影响就是：随着我国股市流动力提高机制的不断被削弱被瓦解，我国股市的运行安全正收到严重威胁。因此，只有处理好监管者和市场的关系，才能建立良性的股市运作机制，促进股市的健康发展，笔者认为作为市场监管者既不能“当婆婆”，也不能放任自流。在1929年-1933年的世界经济大萧条之前，经典的自由市场理论大行其道，认为政府是“守夜人”，反对政府对市场进行任何的干预。在发生了席卷整个资本主义世界的危机之后，主张国家对经济进行强有力干预的凯恩斯主义逐渐取得了经济学中主流地位。当前我国国民经济呈现明显的周期性特征，要熨平经济波动的“峰”和“谷”，政府应主动实施反经济周期的宏观经济政策。

二、关于机构投资者

在美国股票市场的投资者中，机构投资者占绝大多数，占

股票总值的80 - 85%。美国股票市场的重要投资者依次是：养老基金、人寿保险基金、财产保险基金、共同基金、信托基金、对冲基金、商业银行信托部、投资银行、慈善基金等。这些机构投资者都是以证券作为主要的投资业务，他们素质高，经营丰富，通过投标方式来参与新股发行的定价，制定出的价格通常能反映发行公司的价值。与发达国家相比，我国证券投资基金的差距主要表现为：一是规模太小，2000年全美共同基金资产总值达4万亿美元，而同期我国证券投资基金的资产总值则只有700亿元人民币。二是单个基金的块头太小，目前世界上基金规模动辄上千亿美元，而我国最大规模的只要30亿元人民币，三是家数太少，美国达7000多只，我国不到40只。这几年，我国股市的发展重点之一是大力发展“证券投资基金”，并且把发展的形式定位在“公募型契约”证券投资基金。但出现了“唯证券基金独尊”的发展战略。由此，我国证券市场的投资者队伍发生了结构性变化，出现了以证券投资基金取代其他一切机构投资者的倾向。相对于证券投资基金的快速发展，我国股市的其他机构投资者明显萎缩。这种只扶持证券基金的片面的股市发展政策，实践证明已危及股市运行安全。证券投资基金的研究表明，证券投资基金的行为从整体上而言表现为“顺势操作”，因此从整体和长期而言并不能明显为股市提供流动力支持。分析从2000年以来的四个1300点附近的各类投资者的行为模式我们可以看出，证券投资基金并未表现出逆势进场的模式，从而无能力担当起为市场提供流动力的重任。但是与此同时，随着不断的监管和加压，在这四个1300点附近，其他投资者特别是机构投资者正趋于土崩瓦解之势。比较2000年以前的

我国股市，我们在市场上已经越来越难以看到“抄底”资金的身影。投资者的高度“同质化”，破坏了证券市场应有的机构投资者的“异质化”结构。这就破坏了证券市场上各类机构投资者的应有的相互竞争，相互补充的生态平衡局面，带来了独家垄断性发展的失衡状态。笔者认为：大力发展多样化的投资者队伍，建立生态平衡系统，市场机构化是当今国际资本市场的特点之一，也是我国股市健康发展的重要步骤之一。资本市场上的机构投资者主要是指养老基金，保险基金，和共同基金这三类投资者。有的国家还包括开办个人投资信托和证券自营的银行。目前我国资本市场仍然以散户为主，证券投资基金刚开始发展，保险基金从1999年开始以购买证券投资基金形式间接入市，但尚不能直接投资股票，养老基金由于体制问题，也未形成一个真正的法人。由此，培养机构投资者的任务艰巨。培养机构投资者的主要内容包括：培养开放式基金，扩大基金市场和基金品种，基金设立和发行要逐渐由审批制过渡到注册制，要通过组建中外基金管理公司，提高国内基金的技术和管理水平，增强素质和竞争力；为保险基金自由进入市场创造条件，包括保险基金可以作为基金管理公司发起人，通过自己设立的基金管理公司进入市场等；培养养老基金，帮助这部分基金进入市场。目前我们欣喜的听到证券监管高层表态：将给私募基金合法的地位！同时保监会主席吴定富表示：保险公司将投资证券公司和基金公司，全国社会保障基金理事会理事长项怀诚表示：今年八月底资产规模已达2300亿元的全国社会保障基金也将进军资本市场。所有这些措施的贯彻无疑将提高股市的流动性，扩大股市容量，增强投资者的投资信用，对于股市的

长远发展具有重要的战略性意义。三、关于证券市场体系 美国股票市场具有多层次的市场格局，股票市场通过层次细分可最大限度的实现资本的供需平衡。中国股票市场结构单一，主板A股市场规模较大，二板市场未能开设；三板市场规模小，同时沪、深两地市场的同质性、重叠性限制了整个市场容量的扩展。因此，笔者认为我国应建立多层次的证券市场体系，其中包括：一）创业板市场（二板市场）：为高科技，高成长型企业服务。特点：企业规模小，经营年限短，采取保荐人制度，股份全部流通，规定主要股东最低持股量及出售股份的条件，严格强制性信息披露制度。

1、二板市场定位 无论在主板市场内部设立二板市场，还是单独设立为主板服务而且为主板市场培养上市公司的依附型市场，都不符合我国经济改革和产业转型的客观要求。由于主板市场存在问题较多，行政色彩过浓，因而在主板市场的基础上建立二板市场，就会留下隐患。从外国的发展过程看，如果把二板市场当作主板市场的辅助市场存在，一般来说都不是成功的。因此应建立一个有独立运行规则、独立的发展目标、独立的服务对象、独立的上市基准、交易机制的二板市场。二板市场应该为高科技企业服务，那些以电子信息、生物医药、新材料、环保等主导的高科技产业应该是我国二板市场的首选服务对象。为此，可以考虑把上海、深圳交易所合而为一，然后将深圳交易所变为二板市场。

2、二板市场的制度设计

- 1) 上市标准 上市的最低资本要求及社会公众股比例应该较主板市场有大幅度的降低 可不设盈利要求 对业务要求应该严格
- 2) 交易机制 在市场上推行做市商制度 确保管理层的稳定和公司成长的连续性 实行T 0的交易制度
- 3) 监管机制 强

调信息披露基础上的投资者保护 强调监管机构对发行质量和对投资者保护的责任 4) 二板市场的风险及防范 建立科学的公司内部控制制度 实行严格的保荐人制度 实行严格的信息披露制度 实行严格的市场监管制度 二) 三板市场 其实早在1992年，中国曾经设立过场外交易市场（三板市场），那就是STAQ和NET两个入股交易系统。1999年两个市场暂停交易，后一直没有开市。2001年新的场外交易市场启动——中国代办股份转让系统正式开张。中国所谓三板市场挂牌的公司是业绩差，问题多的企业，而美国OTCBB市场上挂牌的公司并不是因为业绩差而是公司实力较小，所以中国三板市场的定位就是剪不断，理还乱的问题股，像指垃圾桶，而美国的OTCBB市场的定位是小企业的孵化器，是NASDAQ的市场后备。令人感动欣慰的是，据报到：新三板融资大门将开启，中科软定向增发方案已公布。新三板市场的推出，对于证券市场体系尤其是退市机制的形成具有重要的战略意义。

四、关于上市公司 一) 质量问题 我国上市公司的业绩低下，普遍存在“一年好，两年差，三年ST，四年PT”的经营状况，亏损户数不断增加，净资产收益率呈逐年下降趋势，每股收益不断降低，审计报告中出具保留意见的公司不断增多，上市公司丑闻屡见不鲜。我国的1300家上市公司中有200多家发生过丑闻，出事比例高达16%，而同期美国市场的比例是1%，1994年到2004年，上市公司平均每股净资产增长速度低于GDP的增幅，净资产收益率呈下降趋势。上市公司质量不高的原因：1) 股票市场的功能定位不准确：管理部门过于关注市场的融资功能，特别是为国有企业筹资。很多国有企业效率低下，把股票市场完全当作“圈钱”“脱困”的场所，

筹集资金是国企的最终目的，改制是手段。这样的上市目的使得国有企业的股份制改造在很大程度上只是为了筹集资金而进行形式上改头换面，公司上市后经营机制并没有发生根本性的变化，经营业绩逐年下滑。

2) 股票发行制度不合理：股票发行从“审批制”转为“核准制”。由最初的“额度控制”到“通道制”，再到“保荐人制度”。但现行的保荐制度不能杜绝“江苏琼华”事件。股票发行制度的不完善导致大量的绩差公司充斥市场。

3) 股票市场退出机制不健全：没有严格的摘牌制度，一些严重资不抵债、缺乏市场重组潜力和收购价值的劣质公司仍然没有被淘汰。对此，我们解决的对策是：1、股票市场的准确定位应该是融资和资源的优化配置；2、改革股票发行制度，推行机构询价、网上发行和网下配售制度，建立“绿鞋”回拨机制；3、加快三板市场改革，建立畅通的退出机制。

二) 会计信息披露不真实、不充分、不及时、不规范。琼民源的造假，蓝田股份的欺诈，银广厦的虚幻，草原兴发巨额财务黑洞，人们对会计信息产生了怀疑。其深层原因包括：1、巨大的利益诱惑；2、低廉的违规成本；3、法规政出多门；4、相关制度不完善。对此，我们的解决思路应该是：1、建立以会计准则为核心的会计信息披露规范体系；2、建立以注册会计师公正审计为核心的会计信息披露监督体系；3、建立以证监会抽查复审为核心的会计信息披露再监督体系。

三) 上市公司治理结构 由于股权分置，一股独大的现实，我国上市公司的治理结构形同虚设，“内部人”控制非常严重，这种局面既不利于公司的发展，更不利于保护投资者的合法权益。其实，股市的根本在于上市公司，没有良好的公司治理结构上市公司就不可能稳步发展和

长期盈利。对此，笔者认为，应从以下几方面建立我国上市公司的治理结构。

1、健全和完善我国上市公司治理结构的前提是：股东利益的最大化。我国绝大多数上市公司是国有或国有控股企业，其价值取向是多元化的，除了“股东利益最大化”的目标外，还有“社会价值目标”，比如：税收指标、就业指标、公益活动指标等待，在某种程度上这是高度理想主义的表现。美国一位著名经济学家曾经说过“高度理想主义，即使被采用，也只能削弱商业公司的主要优势及其有效实现确定目标的能力，同时还会放大政府的基本缺陷，使其迷失方向，并陷于利益集团的无休止的竞争中”。我国传统体制下国有企业人人都是主人，人人都对企业不负责任的恶果也说明了这一点。当然，坚持公司治理结构的目标是“股东利益最大化”并不是说公司可以忽略公司利益相关者（包括雇员、债权人、顾客、社区）的利益。

2、健全和完善我国上市公司治理结构，重点是要改变国有股“一股独大”的畸形股权结构。从实践上看，英美的股份公司都经历了家族资本主义、经理资本主义与机构资本主义三个阶段，其股权结构也经历了由集中到分散，再由分散到集中的变化。“一股独大”并没有错，相反在历史上发挥了积极作用，如沃伦·巴菲特在希尔公司、比尔·盖茨在微软公司、李嘉诚在和记黄埔公司都曾占很高比例的股权。我国之所以反对国有股“一股独大”，关键是国有股股东行为非理想化，发生了严重的扭曲。一是国家所有权的代理行使问题没有得到妥善解决，国家所有权的代表是“形至而实不至”“缺位”现象严重，缺乏能真正对国有资产保值增值负责的人格化代表；二是我国绝大多数上市公司都是国企改制而来，受传统观念束缚

严重；三是国有股“一股独大”导致上市公司的董事会和管理层基本由原企业的管理人员组，从而形成了国家行政干预的“内部人控制”局面；四是国有股不能流通，致使公司外部治理机制、市场对公司的治理“失灵”，加剧了国有股股东行为的扭曲；五是法制不健全，打击不力。

3、健全和完善我国上市公司治理结构，核心是要保证公司董事会的“独立性”，建立充分履行其职能的运行机制。

4、健全和完善我国上市公司治理结构，重点是要建立一个与公司治理结构相适应的公司外部治理机制（包括市场机制、行政机制与社会机制）

1) 公司外部治理市场机制：主要指的是公司控制权市场和职业经理人市场

A、公司控制权市场主要表现为敌意兼并和收购，主要是对公司董事长及董事会成员总经理及高级管理人员的约束。英美国家公司控制权市场十分活跃，公司经营状况糟糕，就可能更换董事长或总经理，甚至发生局外人通过收购该公司的股票继而达到兼并公司的目的，这样公司的董事长和总经理就会失去对公司的控制权。我国的公司控制权市场发展严重滞后，原因是国有股不能流通，从而妨碍了上市公司的敌意收购和兼并，这也是我国上市公司治理结构“失灵”的一个重要原因。

B、同样，我国职业经理人市场也很落后。公司经理的选择主要依靠行政部门，这样的职业经理人市场对公司在职经理来说没有构成任何威胁。

2) 公司外部治理行政机制 政府对一级市场及二级市场的管理机制。

3) 公司外部治理社会机制 主要是指中介机构的信用机制。

5、健全和完善我国上市公司治理结构，条件是要创造一种良好的公司治理文化。

1) 树立“股份公司是股东的，股东利益最大化”的理念；

2) 树立“股东公司最高

权利机关是股东大会，核心机构是董事会”；3) 树立“人力资本价值”理念。四) 关于上市公司独立董事问题

- 1、我国独立董事占比过低 在我国的上市公司中，独立董事（INDEPENDENT DIRECTOR）的比例在10%左右，有的根本没有独立董事。根据经合组织（OECD）1999年的调查，独立董事占董事会的比例，美国为62%，英国为34%，法国为29% 《财富》美国公司1000强中，董事会的平均人数为11人，独立董事为9人。
- 2、我国上市公司实行独立董事制度存在的障碍分析

- 1) 缺乏相关法律作支撑 现在的公司法没有给真正意义上的独立董事以存在的空间和条件。而在美国，独立董事依靠法律这把“上方宝剑”，可以把独立董事的个人意志变成董事会乃至公司的意志。而我国目前的法律没有赋予独立董事特殊表决权，人数也不占优势，很难从根本上与公司内部董事制衡。
- 2) 一股独大的股权结构 美国公司目前最大的股东是机构投资者，一般在一个特定公司的持股比例为1%，按照美国《投资公司法》（1940），人寿公司和互助基金所持有的股票必须分散化，这也导致了美国股权的高度流动性。当前我国公司治理结构中的主要问题是控股股东通过关联交易，如担保、应收帐款，资产置换等各种手段来侵占上市公司资产，侵害中、小股东利益。
- 3) 独立董事的引入与我国监事会制度不相容 独立董事制度产生于普通法为主的美英法系国家，这些国家采用“一元制”的董事会制度结构，在公司机构设置上没有独立的监事会。我国公司立法上采用的是大陆法系的“二元制”结构组织体系，即在股东大会之下设董事会和监事会。如此，独立董事的职责就会和监事会重叠甚至冲突。
- 4) 具备担当独立董事素质的人才匮乏

5

) 市场选择机制和评价体系尚未形成 3、我国上市公司有效运作独立董事制度的相关对策 1) 完善相关法律、法规 A、公司法应赋予独立董事一定的权利，建立权利实现保障机制。这些权利包括信息知情权、监督权、独立的审核权、否决权。 B、上市公司还应当赋予独立董事特别职权：第一，重大关联交易的认可权；第二，向董事会提议聘用或解聘会计师事务所；第三，向董事会提议召开临时股东大会；第四，提议召开董事会；第五，独立聘请外部审计和咨询机构；第六，向股东征集投票权。 2) 改革“一股独大”的股权结构 3) 协调独立董事与监事会的功能。独立董事的监督具有天然的事前监督，内部监督以及决策过程监督紧密结合的特点，而监事会具备了经常性监督、事后监督与外部监督的特点。 4、对独立董事的任职资格和能力，聘任和激励约束等问题作出明确规定 1) 任职资格和能力 2) 聘任 3) 提供独立董事的比例 4) 提供充分信息和良好的工作条件 5) 设立独立董事发挥作用的机构 6) 建立合理的激励和约束机制 7) 强化独立董事的诚信勤勉义务 5、建立独立董事的自律组织 五) 上市公司的股权集中度 我国上市公司的股权集中度过高，有的达90%以上，股权结构不合理，不利于公司治理和资本流动。英国第一大股东平均持股比例仅为10%，这种分散的股权结构使上市公司的决策更为透明，且能更好的保护中小投资者的权益，“信息不对称”的问题得到了较好的解决，因而投资活跃，证券市场融资能力较强且流动性好。英国公司首次公开上市时间平均在公司创立后8年，而德国却是40年。英国公司上市的平均规模是1600万美元，而德国是6000万美元。德国上市公司的结构十分复杂，相互持股使得公司的直接持有

者不等于最终持有者，个人持股比例小，而以银行为代表的金融机构持股比重和非金融公司交叉持股比重很大。为此，要改变我国上市公司的畸形股权结构，必须大力发展机构投资者，鼓励保险基金和养老基金入市，给私募基金应有的合法地位，这样才能改变股权过于集中的局面。

五、关于分业经营问题

世界金融业的发展有两种经营模式。一种是金融机构可以跨行业经营银行、证券、保险与信托等各种金融业务，称为混业经营模式。其中最关键、最突出、最重要的是商业银行和投资银行混合，即“银证合一”，另一种称为分业经营模式，即商业银行、投资银行、保险公司和信托公司等金融机构不允许交叉经营业务。金融业的混业经营和分业经营在西方金融史上曾经几分几合。1929年世界性经济大萧条和金融危机之后，国家金融领域逐渐由混业经营一统天下的格局演变成分业和混业两种经营模式并存的状态。到二十世纪七八十年代，实行分业经营的国家开始出现重新实行混业经营的新方向。二十世纪九十年代以来，金融市场上逐渐出现了一种新的发展模式--金融控股公司（Financia Holding Company），巴塞尔银行监管委员会、国际证券联合会、国际保险监管协会将其定义为：在同一控制权下，完全或主要在银行业、证券业、保险业中至少两个不同的金融行业大规模的提供服务的金融集团公司。1998年美国众议院通过了《1998年金融服务业法案》，该法案在涉及银行组织的条款中，创造了“金融控股公司”这一新的法律范畴。1986年撒切尔夫人在英国实行金融“大震”（big bang）改革，全面摧毁了金融分业经营的体制，促进了混业经营。在东亚，日本和韩国曾经以大财团的形式发展起了一些企业集团，其中有

一些是金融控股公司。与此同时，中国的证券业与银行业仍实行银证分业的制度。这种制度的明显缺点在于：1、资金方面 在投资银行业务中，券商需要通过咨询、策划、融资、估价、谈判等一系列操纵来帮助企业资本运营，这要求券商有一定的资金融通职能，而经纪业务的开展，银行网点的铺设也需要大量资金投入，同时券商要为客户提供融资、融券功能也需要一定的资金支持，自营业务的开展更增大了券商对资金的需要，在混业经营模式下，这些资金需求可以通过银行达到便利的满足，但在分业经营中券商就无能为力了。

2、营销网络方面 投资银行开展证券配售业务、经纪业务以及资产管理业务都需要建立一个网络体系来直接面向机构和个人投资者。在混业经营下可以利用银行的营销网络，降低成本，提供利用效率。3、信息和信誉度方面 商业银行的经营历史远远长于投资银行，它们对经济实体的了解更多、更丰富，况且建立了一定的信誉度，容易接近客户，依赖商业银行的信誉投资银行可以顺利开展业务。4、面对入世后金融大鳄的挑战，中国需要混业经营以打造自己的金融航母，否则难以抵御外来的金融风险，丧失竞争力。对此，笔者强烈建议我国资本市场尽快走混业经营的道路，利用我国原有商业银行的优势，拓宽券商融资渠道，营造全方位的销售网络，增强自身抗御风险能力，以便在国际金融竞争中立于不败之地。

六、关于证券交易所 20世纪90年代之前，全球证券交易所几乎全都是以会员制形式发展起来的。这种类型的交易所是由会员出资组成的交易所为会员所有和控制，只对会员服务，只有会员才能利用交易所的交易系统进行交易，由于服务者和出资者为同一人，因此大多数实行会员制的证券

交易所都是非盈利的服务性组织。在技术进步的推动下，会员制形式逐渐不能适应市场的变化。资本的国际化使各地的证券交易所突破了地域限制，在全球市场上形成了相互竞争的对象。一方面，竞争使定价过高的交易所得不到客户，也就没有收入来源，从而面临淘汰的命运；另一方面，作为交易所，要在竞争的条件下生存，就必须努力提高服务质量，扩大市场份额，否则就有被蚕食的危险。但在会员制下，交易所筹资能力受限，融资成本过高，非盈利性的组织机构也限制了它持续发展的能力。在这种条件下，交易所只有采取以获得竞争优势为导向的商业治理结构才能获得竞争力，因此，进入90年代，交易所的治理结构也发生了相应的变化，出了公司化的发展趋势，交易所开始由非盈利性的会员制向盈利性的公司制转变。公司制的特点在于：1、是以满足股东价值最大化为目的的组织；2、交易所可以向社会公众发行股份，不必局限于是会员还是交易者；3、通过公开发行股票，使市场交易权和所有权分开，不是股东也可以获得在交易所交易的资格，而在会员制下，只有会员才有资格直接交易。显然，公司制各方面都要优于会员制。而我国目前证券交易所组织模式为“行政会员制”，它是行政管理与会员参与相结合的组织模式。由于实施行政管理，它能从宏观上保障证券交易所的活动首先符合国家利益，有利于实施监管；由于会员参与，它还要考虑会员的切身利益，“行政制”和“会员制”的结合必然导致低效率和缺乏市场竞争力。但令人遗憾的是迄今为止，股票市场改革矛头主要指向筹资者，投资者和券商，很少触及证交所。目前的证交所内无动力，外无压力，没有竞争和市场意识，面对资本全球化的冲击，整

合和股份化改造是证交所改革之路。笔者认为我国证券交易所的改革包括两个方面：1、证券交易所的整合，上海、深圳证交所合并为上海证券交易所。从全球看，证交所集中化的呼声超过了分散化的呼声。目前世界范围内形成的三大势力范围：一是以纽约证交所为首的GEM阵营（global Equity Market）控制欧洲、美洲和亚太，股票市值超过了19万亿美元。二是以英德为首的IX阵营，市值为4万亿没有，以欧元报价，垄断欧洲股票交易额的53%和高科技股的80%，三是以纳斯达克为首的创业板市场阵营即“全球数码股市”。2、公司制的证交所结构。世界上大多数证券交易所已经改制成股份公司，有不少公司正在上市。把属于市场的还给市场，只有这样，中国的资本市场才能面对全球竞争，才能在世界资本市场中站稳脚跟。

七、关于证券公司（投资银行）

一）我国证券公司现状 1987年我国第一家投资银行--深圳经济特区证券公司成立，截至目前有200多家证券公司成立。注册资本总额超过2000亿元。其中，海通证券、中信证券、银河证券、申银万国注册资本规模超过40亿。

二）中国证券公司股权过于集中 美国投资银行的股权集中度很低，股权具有高度流动性，发行的股份大多是可以转让的股票，机构投资者虽然占有较大的比重，但却被众多机构分散持有。美国十大投行的个人投资者平均持股比重为53%，其中高盛公司的个人持股高达86%，由于股权分散，投资银行的股东直接参与公司治理的成本常常高于其可能获得的收益，因此他们更倾向于“用脚投票”来间接参与公司治理，美国投资银行具有完善的监督约束机制。目前中国的证券公司治理结构不健全，内控机制不完善，抗风险能力差，主要表现在：1、股本结构

不合理，股权过于集中。大部分证券公司十大股东的持股比例接近60%或以上。国信证券前5大股东的持股比例高达95%。如此股权结构不利于治理结构的形成，容易造成大股东控制，损坏小股东利益。我国的证券公司大多以地区或部门作为发起人，政府和国有银行在其结构中占主导地位，股东性质单一，使投行同时带上了国企的通病。

2、股权流动性差。截至目前深沪两市只有寥寥数家上市证券公司，由此造成股东无法通过市场来监督经营者行为，而只能直接参与公司治理，加大了股东的治理成本。

3、作为国有企业或国有资产控股的证券公司，由于国有产权代表缺位等原因，董事会、监事会和股东大会形同虚设，在这种权利制衡的真空中，证券公司实际经营决策的权利由公司高管人员掌握，内部人控制。

4、激励机制不合理，激励手段落后。

三）我国证券公司投融资渠道有限 与国际著名证券公司相比，中国的证券公司规模小，数量多，资金薄弱，资源总体处于分散和低效状态，严重制约了其发展。美国美林集团2001年底的净资产额为200亿美元，资产总额为4290亿美元，是中国所有投行资产总额的5倍多。同时中国证券公司的资产质量差流动性不高，大多集中于房地产等实业投资。借鉴国外经验，广开增资扩股上市。证券业的兼并重组是提高券商竞争力的有效方式。国际上超级“航空母舰”式的投行都是通过一系列的收购和兼并活动发展壮大的，比如瑞士信贷第一波士顿。

四）我国证券公司业务相对单一 投行的业务可分为三个层次：第一层是本源型、传统型业务，包括一级市场的证券承销、发行和二级市场的证券经纪、自营业务。投行充当承销商和经纪人的角色。第二层是创新型、核心型业务，包括企业的并

构、资产重组及基金管理业务。投行充当金融工程师、资本运营专家的角色。第三层次是引申型，深层次业务，包括风险管理、风险投资等业务。投行是企业的合伙人，命运共同体。国外投行经营业务多元化，创新能力强。中国证券公司过多拘泥于传统业务并受制于中国金融业的分业经营态势。而混业经营的优势在于可以沟通货币市场与资本市场的联系，进行各种有效的投资组合，不仅可以大大降低投资成本，还能自主的筹措和运用资金，使其货币资金自由的游离于货币市场和资本市场之间。对此，笔者的建议是：1、证券公司进行股份制公司化改造，提高其效率和盈利水平，扩大规模；2、走混业经营的道路，整合金融资源，拓展营销渠道。

八、关于股市投机 我国的股市有如下的特征：1、我国股市波动幅度大。在美国股市历史上波动最剧烈的是1933年和1932年，但道琼斯工业平均指数的波动幅度只有50.7%和45.7%，近几十年很少超过20%，自20世纪90年代之后更是经常保持在10%以下，而过去8年中，我国股市的波动幅度为51.1%，成倍地高于世界主要股市。2、我国股市换手率过高，参与资金多以短炒为主，年换手率500%，主要发达国家股市中，股票的持有期限平均是2年左右。3、在很长一段时间内，市场基本上以炒作概念为主，绩优股长期受冷落，绩差股鸡犬升天，庄家操纵严重。我国股市之所以具有这样的特点，原因在于大部门股民是在投机而不是投资。证券投机，是指通过对证券未来价格的预测以获取差价收益并承担风险的买卖行为，在经济学上是一个中性词，并无褒贬之分，和投资一样，同是一种投入货币以牟取收入并承担损失。二者同时存在，难以严格区分，且不断进行相互转化。投机者

如果在证券上投机不成功，他可能改变原来持有证券的态度，变短期行为为长期持有，反之，投资者会卖出证券以获取资本利润。而且投机在自发地增强证券市场流动性、平衡市场价格、分担投资者风险的同时，通过价格发现功能实现了资源的优化配置。但投机——基于人自利的本性，决定了投机者在发挥积极功能的同时必然具有消极的经济功能。我国股票市场的投机色彩过浓，甚至有蔓延的迹象，消极功能表现在两个方面：一是不法投机。我国股票市场上的内幕交易，关联交易等方式牟取暴利的违法违规现象已经存在，这严重伤害了投资者的利益和投资热情，违背了“三公”原则。二是过度投机。在证券市场上，如果市场行情被普遍看好或普遍看跌时，投机就会起加速或放大的作用，加剧价格波动幅度，放大市场风险。从而被异化为一种扭曲的价格运行机制，导致市场震荡的奇异行为发生，进而引起市场乃至整个经济要么过度膨胀，要么过度萎缩；另一方面，如果证券投机者比例超过投资者而居于优势地位，就会导致投机证券和投机市场的产生，形成高换手率以及价格高频率、大幅度震荡的局面。这些投机与我国股市的不规范，不完善的证券市场环境相结合的。对此，我们要加大监管力度，在打击不法投机和过度投机的同时，正确认识合法投机的积极作用，保障股市的流动性和平衡性。

九、关于股市泡沫

经管我国股市经过了从沪市2245点到1300多点的暴跌，绝大多数投资者深度套牢，但中国股市的泡沫依然很大，1.4万亿的净资产对着4.8万亿的总市值，虚拟度为3.43倍。如何理解这一组数据呢？可以这样来理解：如果所以上市公司的利润平均能以10%的速度增加，净资产收益率在7%以上，全部利润用来追加

资本而不进行分配，股指（因而市值）也不再上涨，那么要花10 - 15年左右的时间才能市资本充实率达到100%。与国外成熟股市相比，我国股市的虚拟度惊人！国外是1.4倍左右，我国是3.43倍，如果坚持同股同权的话，我国沪市指要到600点左右其泡沫程度才和国外成熟股市处于相同水平。我国股市的泡沫主要在一级市场上形成的。一级市场的虚拟度为2.29到2.5倍，即通过发行新股，净值与市值的比率就已经降到45%，再加上二级市场上股价在发行价基础的上涨，净值与市值的比率又降到30%。对此，我们要：1、改革发行制度，消灭泡沫产生的源头；2、理顺金融投资渠道，分流资金入市压力；3、提高上市公司质量，增强盈利水平，实现股市的价值回归。

十、关于股市做空机制和做市商

一）中国的股票市场是一个单边市场，没有做空机制，缺乏金融避险工具，不利于股市的长期稳定发展。为此，笔者认为：1、要开放信用交易。信用交易的利：第一、从券商和开户行来看，可以开辟新的资金使用渠道；第二，从投资者来看，可以利用信用交易的杠杆作用提高资金使用效率；第三，从证券市场来看，可以大大增加资金量和交易量；第四，从证券调控来看，有助于促进供求均衡；第五，从证券市场开放来看，有利于向国际惯例靠拢。信用交易可能出现的疯狂投机和暴涨暴跌风险，完全可以通过从严规定融资融券的对象，融资融券的期限，融资融券的额度，保证金比率，利率水平等措施予以控制。

2、尽快推出股指期货。股指期货是指以股价指数为依据的期货。是买卖双方根据事先的约定，同意在未来某一特定的时间按照双方事先约定的股价进行股票指数交易的一种标准化协议。其作用：第一、可为市场参与者提供一种

兼具投资和避险功能金融工具；第二、有助于我国股票市场健康稳定的发展，由于期货市场流动性极好，而且信息渠道畅通，因此一旦有信息影响大家对市场的预测就很快在期货市场上反应，并且可以快速的传递到现货市场，从而使现货市场价格达到均衡，抑止股市不稳定情形的发生；第三、促进发行方式的转变，保证新股发行与顺利上市。开发股票指数期货为承销商提供了回避风险的工具，股票承销商在包销股票的同时，为规避股市总体下跌的风险，可通过预先卖出相应数量的期指合约以对冲风险，锁定利润；第四、增加市场的流动性，促进股市活跃。

二) 股市流动性差，没有做市商。我国证券交易目前采用的是委托指令交易系统，其优点是透明度高，成本低，避免交易中可能出现的串谋。其缺点是：当没有数量相同、方向相反的交易指令同时入场时，交易系统不能自动撮合，成交不活跃，面临价格风险。因此，笔者认为中国应引入做市商制度。其优点在于：第一，有利于保持市场的流动性；在指令驱动系统中，由于买卖指令不可能同时同量的进入市场，因此某一投资者发出交易指令需要等待一段时间才能成交。这就意味着投资者要面临相当大的价格波动风险和时间成本，尤其在信息不充分或市场清淡的情况下。而报价驱动系统的做市商都备付所需资金和一定的证券存货，随时应对证券买卖；第二、有利于保持市场透明度；第三、具有价格发现功能，有利于价格回归实际价值；第四、有利于维持市场价格的稳定，抑止过度投机和操纵股价；第五、有利于分散市场风险；第六、有利于激发市场交易兴趣。

主要参考文献: 1、谢百三主编《证券市场的国际比较》清华大学出版社2003年9月 2、李?编著《国家金融市场

》中山大学出版社2006年4月 3、孙国华、冯玉军主编《证券法律基础知识》中国金融出版社2004年12月 4、江平、李国光主编《最新公司法条文释义》人民法院出版社2006年4月 5、杨合庆等主编《中华人民共和国证券法释义》中国法制出版社2005年11月 6、论文数据资料采集网站

: <http://www.stock.sohu.com> (作者: 庞红兵, 北京九洲律师事务所) 100Test 下载频道开通, 各类考试题目直接下载。详细请访问 www.100test.com