

●张道根

论证券市场与市场体系

证券市场是市场体系的大系统中一个相对独立的有机组成部分。作为这样一个有机组成部分，证券市场在市场体系中有着独特的功能作用，并且是在同其它市场相互联系和相互影响中发挥作用的。本文旨在分析和揭示证券市场与市场体系之间的关联影响。

一、证券市场是市场体系发育程度较高的产物

经济发展史的研究表明，各国经济发展过程中市场体系的发育是一个循序渐进的漫长过程。从最初的偶然的不固定的产品交换市场，到形成经常性的规范性商品市场；从无所不包的缺乏分类的商品市场，到逐步分离、发展出各种专业市场；从实物产品市场发展非实物的各种信息、服务市场、有价证券市场；从国内市场发展到国际市场，等等。市场从简单到复杂，从低级市场到高级市场，逐步形成一个各种各类市场相互依存、彼此联系的有机系统。从市场生成的时序来看，证券市场是远比一般的产品市场、生产资料市场、土地市场等物质产品市场更迟出现的。没有各种物质产品市场的生成和发展，不可能出现证券市场。因此，一般地讲，证券市场是市场体系发育程度较高时的产物。

首先，从各类市场的发展级次的比较来看，证券市场是商品经济发展到货币信用经济较高层次上之后，才开始生成的。而一般的商品市场，包括消费品市场，生产资料市场，或者更高级些的生产要素市场，如土地市场、劳动力市场等，则在商品经济较低的发展阶段就存在了。即使货币信用经济形成之初期，通常的借贷资金市场、商业票据承兑贴现市场等，业已较为发达，但完整意义上的证券市场，特别是作为主要内容的债券、股票市场，可能尚未出现。证券市场是在货币信用经济高度发展的基础上，才生成和发展起来的。因而，在市场发展的层次上，证券市场是层次较高的市场之一，处于市场体系的结构级次较高位置之上。

其次，从各类市场的交易内容来看，证券市场的交易内容非同寻常。就一般的商品市场而言，交易双方一方为获得商品的价值而交易，另一方为获得商品使用价值，进而为消费某物而交易。要素市场中，交易双方也是一方为得到要素价值，另一方为利用要素、创造出更多价值而交易。在这些市场中，交易始终离不开物的使用价值，因而也离不开消费某物的使用价值，不论这种消费是生活消费，还是生产消费。

但是，证券市场的交易中，交易双方似乎从不去关心使用价值，因为交易双方交易的只是一种纸制的凭证，而且这种纸制凭证的价值是变幻莫测的。交易双方绝不会因使用价值的原故进行证券交易，而是为价值本身进行交易。一种等值的价值同另一种毫无区别的等值价值交易，无异于伍元钱换伍元钱，没有意义。所以，这种交易之所以发生，绝不可能是为获相等价值的本身。然而，又不可能既不为使用价值，也不为价值而进行交易。因此，这里交易的是价值本身，但交易双方都是为获得变动中的所有权的价值进行交换。一方觉得拥有某种所有权的未来价值将降低，故而愿意现在就让渡出去，另一方则相反，认为未来将升值，

所以要买进。显然，从交易内容上来看，一般的商品交换自然是较低层次的为使用价值的交换，而证券市场中交易双方均为价值而交换，因此突破了一般交换的物质内容。

再次，从交易主体的行为级次角度来看，证券市场中交易主体的行为层次很高。一般的商品市场或要素市场中，交易主体是为满足较低的需要而进行交易。例如，两个小手工业者为彼此生存需要，相互交换自己的产品。劳动力所有者为获得生存，将自己一定时间内劳动力的使用价值转让给某企业。所以，一般市场中的交易活动，可能在交易主体仅仅满足较低需要层次上就有了。而证券市场中交易主体通常是满足较高层次需求进行交易的。一般地讲，人们只有首先满足最基本的衣、食、住、行，才会想到投资、增殖资本等需求。一个只有先有能力支付日常生活开支的人，才有能力进行投资性活动。证券市场中交易双方的活动，都是一种投资活动，而且是风险和收益都较大的投资活动。因此，证券市场中交易主体双方的需求层次，在总体上远高于一般的商品或要素市场上的交易主体。所以，当一个国家中，人们的经济行为尚处于为满足生存需要而左右时，或者只有较少的一部分人可以摆脱为生存而工作的境地时，这个国家的证券市场一般难以生成，即便出现了也只能是极不成熟和极不稳定、规范的证券市场。但是，这并不排除其商品市场和要素市场已相当发展。

第四，从市场形成的基础条件来看，证券市场对基础条件的要求远远高于一般的商品市场、要素市场。对于一般的商品或要素市场而言，任何一个双方约定的地点都可以成为市场。农村一条小街、一排摊位，加上大群赶集人，于是集贸市场就出现了。一大群择业者和若干个用人单位的摊位，某个空地就成为人才交流市场。可见，这些个市场对基础条件几乎没有什么严格要求，正因为如此，这些个市场的历史悠久。而证券市场则不然，证券市场要求有现代的交易所，有具备先进通讯设施，经过严格训练、掌握熟练金融知识的证券业务人员，还要有相当教量的经过严格审查的上市股份公司，等等。由于证券市场对基础条件的要求很高，而这些基础条件不是短时间内就能形成，所以，证券市场在有些国家早有雏形，但一直难以完善。西方发达国家的证券市场，经历几百年才日趋规范和成熟。

最后，从市场的管理和规则方面来看，证券市场的复杂程度也是其它市场很难与之相比的。市场从最一般意义上讲，就是商品交换的场所。商品交换早在原始社会中各共同体的尽头就存在了，因而市场也是古来有之。不过各类不同的市场除了遵循一般的交易规则和管理方法之外，还都有各自独特的规则和管理方法。发展历史悠久的商品市场、要素市场，其市场运营的管理方法和相关的契约规则等比较简单，交易双方以及中间管理者都可轻而易举地掌握它们。因而，我们在经济生活中可以看到，商品市场或要素市场可以遍地开花，商品经济极不发达、市场发育极其落后的地区，都可以有似乎非常热闹、喧嚣的市场。但是，证券市场则要求非常复杂和严格的管理，需要制定一整套极其完备、健全的市场运营规则系统，建立起相应的较为庞大的市场管理、监督的经济、法律人员队伍。这些都不是短时间内就可以解决的，更不是任何国家、任何地方都可以简单地通过从它国移植、引进，便可以做到的。因为一种复杂而严格的管理要能真正有效，除了要有一大批通晓证券、经济、法律知识的管理者外，还要有千百万被管理者自身素质的提高。一整套完备的市场规则，更需要在证券市场运营实践中不断补充、完善，方能更适合一国国情。至于要使证券市场的所有参与者都自觉地按规则行事，那更需要假以时日。

总之，从市场体系发育成长的历史过程来看，证券市场是在其它市场发育基础之上出现的，证券市场的生成和发展需要比其它市场更高的市场体系的发育水平和发展阶段。

二、证券市场在市场体系中的独特功能

证券市场作为市场体系发育程度较高阶段的产物，它在市场体系中具有特定的位置，因而也势必发挥着某种独特的功能。这里我们就展开对证券市场这种独特的功能进行分析。

证券市场是一种债权和产权交易和转让的市场，而不是物品或服务交换、转让的市场。通常的物品或服务交换市场，交换双方在等价交换的原则上，以物品或服务的换位为内容展开，市场的功能作用就是沟通生产与消费的联系，调节社会物质资源和产品及劳务的分配、重组。而证券市场作为一种债权、产权交易、转让市场，交换双方依据投资收益最大化或风险损失最小化的原则进行交易，交易的是一种纸制的所有权凭证。证券市场的功能作用，就是调节产权和收入的重新组合及再分配。在这里，产权所体现的那部分真实资产（生产资料、资金）是不是重新组合了，是无关紧要的，只要名义的所有权转让成功即可。

由于证券市场中所有权转让无需实物资产易位为前提，因而它为企业在更大范围内重新配置资源提供了更加经济的渠道，为企业之间兼并、重组大开了方便之门。因此，证券市场在市场体系中一个独特的最重要的功能，就是促进了产权的重组，通过产权重组为社会资源重新分配、优化组合，开辟了资源损耗更小、社会成本更低的通道。

证券市场作为不同于一般的商品市场的债权和产权市场，它使个人的投资机会大大增加了，投资能力增强了。简言之，证券市场的发育使投资机会普遍化、社会化了。小额的资金所有者通过证券市场，得以成为资本所有者。因而，证券市场的生成和发展，大大拓展了社会上所有个人的投资领域，开辟了更加广泛的资金筹措渠道，有效地分散了企业投资的风险。没有证券市场，企业只能通过间接金融渠道筹资，成本高、风险大；个人通常只能将剩余收入用于储蓄，而不可能直接转化为投资。所以，证券市场在市场体系中的独特功能之一，就是辟通了直接融资、投资的渠道。

证券市场作为市场体系中一个相对独立的子市场，处于市场体系系统中较高层次上，从而也在市场体系中发挥较强的经济功能，这就是产业结构的调整和重置功能。我们知道，市场机制的最重要功能之一，就是产业结构的调整、协调。但在证券市场尚未生成、发育之前，产业结构的调整、重置主要受产品市场、要素市场供求和价格变动影响。某种产品供不应求，价格上升，则诱使更多厂商投资，反之则退出。某种要素稀缺度越高，则寻求要素替代或加快该要素生产，反之则降低要素价格，抑制要素供给增加。通过产品、要素市场供求与价格变动，生产者逐步改变投资增量方向，调整资产存量配置，产业结构逐渐变化。然而，由于缺乏证券市场，生产者主要只能依靠资本积聚的方式进行结构调整，或者在经济危机严重振荡中依靠资本集中进行调整。因而，结构调整的速率很慢，结构变迁的波动震荡很大。

在证券市场生成、发育以后，结构调整变得更容易了。证券市场的产生，使个别生产者可以突破自身资本数额的限制，在短时间内筹集到巨额社会资本，有力地推动了产业结构调整。证券市场的产生，也使传统的集中兼并方式的结构调整成为过时的方式，而代之以产权集中和分散的方式来促进结构调整。这样，调整中的企业破产、倒闭现象大大减少，企业资产存量因结构重组而造成的损耗也大大降低。现代各国经济发展中结构演进速率普遍加快，新产业突飞猛进，而且结构调整中经济振荡大大减弱，一个重要原因就是证券市场的发育成熟为其铺平了道路。

除此之外，证券市场的生成和发展，还直接为产业结构调整提供了信号。不同产业、行

业、企业的证券行情变化，投资者对某类证券需求的变化，等等，都从不同的方面指出了结构调整的信号，驱使生产者调整投资行为、生产方向。因此，证券市场不仅承担着资产增量、存量投向调整的任务，而且具有直接诱导产业结构调整的功能。

证券市场在市场体系中还有一个独特的功能，是收入再分配。证券市场中交易双方交换的是纸制的所有权凭证，特别是证券中的股票仅仅是一种所有权证书，股票持有者只能据此享受规定的所有者的权利，但不能向发行股票的企业索回本金投资，不过他可以在股票市场上出售股票，取回投资本金。当然，他也可以一直持有股票，通过获取股息、红利来收回本金，得到投资收益。然而，股票的市场价格是受多种因素影响的一个不确定的变量，在以往按一定价格购进某种股票，现在以何种价格卖出，未来股价走势如何，都很难准确预料。不仅如此，股市的总体状况变化也往往难以事先预料，各种经济、社会、政治的重要变化，都会引起股市猛涨和暴跌。而股票价格的升跌，对股票持有者来说也就是所拥有的货币金融资产的增减，某些低价进高价出的人，拥有的货币金融资产增加了，另一些高价进低价出的人，货币金融资产减少了。股票市场通过股票供求和价格的升降变动，引起收入在广大股民之间重新分配。同其它调节收入再分配的手段相比，股票市场的收入再分配功能具有更强烈、更迅速、更直接的特点。这正是股票投资常常给人造成一种一夜暴富和转眼潦倒的原因。

证券市场在市场体系中最后一个独特的重要功能，是对企业经营者的激励、约束功能。市场体系是一架能够驱使企业家创新的精巧机器。在证券市场生成和发育之前，市场体系只是通过外在的市场竞争压力促使企业家降低成本，不断创新，而企业家内在的追逐盈利的冲动，则是驱使创新的关键。然而，随着证券市场的生成发展，企业组织制度和产权结构发生巨大变迁，资本所有者和企业经营者的职能开始分离，并逐步形成现代企业家阶层。随着企业家阶层形成，企业经营决策主要受企业家支配，资本所有者的职能和作用弱化。特别是资本社会化和产权分散化，导致企业经营决策更多地直接受企业家控制，以致企业家可以偏离所有者目标、偏好。证券市场特别是股票市场，为分散的所有者约束企业家，促使企业家不致于偏离所有者目标，提供了一套用脚投票的机制。即所有者不在股东大会或董事会上对企业家进行影响，而是通过在证券市场上抛出或买进某企业的股票，行使对企业家的间接影响和约束。如果企业家经营无方，或者所有者感到该企业家不可靠，他们就会在股市上大量抛出持有的该企业股票，导致该企业股票大跌，企业面临严重危机。为此董事会必然会重新考虑企业经理能否继续胜任的问题，企业经理也会直接感受到来自广大所有者的压力。

证券市场还要求所有上市公司财务公开化、规章制度规范化。这也给股份公司的企业家增强了竞争压力，迫使企业家努力创新，不断扩大公司的经营业绩，以维护公司的形象。

可见，证券市场为改变所有者对企业经营者的激励、约束方式开辟了新的途径，使所有权对经营权的内部直接合一型激励、约束，转化为外部间接的分离式激励、约束。既强化了经营决策系统的权力，又维护了所有权的基本权能。

三、证券市场与其它市场之间的关联影响

证券市场在市场体系中处于一种特殊地位，发挥着独特的经济功能。事实上，作为市场体系大系统中的一个子系统，证券市场是在同其它市场相互依存、相互作用中发挥着其自身的独特功能的。因此，只有较为清晰地认识和把握了证券市场同其它市场之间的关联影响，才能更好地认识证券市场。

首先，证券市场的功能发挥要以其它市场功能正常、有效发挥为基础。证券市场属于资本市场的范畴，但它又不是真实资本市场，而是虚拟资本市场。仅仅有虚拟资本市场的供求和价格变动，真实的资本市场和产品市场等如果不相继发生变动，那么，经济运行的变化至多只表现为名义的资本所有权和资金的相互运动，物质资源和各种要素的组合、配置并没有相应变化。因而这种单纯证券市场的变动没有任何真正的经济意义。所以，证券市场的运行和变化必须以真实资本市场、产品市场、劳动力市场等的关联变动为基础。

不仅如此，证券市场的功能如果要想正常发挥，除了证券市场本身的规范化、合理化之外，物质资本市场、资金市场、产品市场等各类市场，也要较为健全、规范。因为，当其它市场残缺扭曲时，其各种要素和产品的供求与价格的耦合关联势必会有断裂、摩擦等问题，于是要素价格、产品价格等信号均会扭曲变形，进而引导资源配置的失误。在这种环境中，尽管证券市场上各种有价证券的价格、供求变动耦合度很好，证券供给者、购买者和经纪人的经济行为都是合理和规范的，但证券市场上这种貌似合理的变动，一旦传输给其它市场，其变动引起其它市场变动的结果仍然是不合理的，资源配置状况将继续恶化。

更重要的是，证券市场的供求、价格变动从根本上说，是受其它的真实资本市场、产品市场、劳动力市场等变动的决定和影响，而不是相反。尽管从现实世界的表象看，证券市场对经济景气与否、产业发展与变动等，似乎反应最为灵敏。然而实际上因为实际的资本、要素等配置已经发生了变化，或早已显露出各种趋势变动迹象后，证券市场才反映出来。问题是一般的人缺乏对宏观经济与微观经济的研究、了解，也难以洞察各类市场信号变动的真谛，只能直接靠感知证券市场每日行情表来判断形势。假象正是由此而产生的。

因此，我们可以说，证券市场在市场体系中处于较高层次，但证券市场是以其它市场为基础方能发挥功能的，并且其它市场的变化决定证券市场的变化，而不是证券市场变动决定真实资本市场、产品市场等的变动。

其次，证券市场同其它市场之间的变动方向、价格涨落往往具有相反的特征或较大的速率上的差异。

从证券市场同房地产市场、借贷资本市场的变动来看，我们往往会看到，证券市场特别是其中股票市场上需求旺盛、价格上扬迅速时，房地产市场和借贷资本市场却往往显得较为清淡。因为，证券市场的繁荣，使各种投资者或有投资能力的人普遍看好证券投资，而发行证券的企业等经济组织也乐于更多通过发行证券筹资，因为这样成本低、筹资量大。于是，一方面大量闲置资金和银行存款纷纷流向证券市场，导致银行存款增长减速，甚至减少，也使投资房地产等市场的资金转向于股市，或从房地产市场中泄漏向股市。结果，借贷资本市场、房地产市场因相对缺乏资金流入的支撑，清冷下来。另一方面，企业由于可从证券市场直接融资，且是低成本筹资，当然也就缩小了对银行借贷资本的需求，借贷资本市场当然也就再难保持旺盛势头了。

反过来，当房地产市场、借贷资本市场转旺时，证券市场却开始清冷下来。因为房地产市场旺盛时，投资房地产收益高的诱惑势必拉动大量社会闲置资金涌入。由于相对于其它投资市场来说，股市等证券市场投资风险最大，收益也高，而股市投资者的资金增殖期望值最高。因而房地产市场旺盛，首先必然要吸拉走股市上的资金，截住流向股市的资金。股市变动对资金的流出、流入最为敏感，房地产市场转旺势必首先要引致股市转疲。同理，借贷资本市场行情见好，也会阻止资金流入股市，或从股市中吸走资金，结果引起股市转疲。

从证券市场同一般的商品市场的变动关联来看，两者之间也具有某种相反的形式。我们以消费品市场为例来考察它同证券市场的变动关联。撇开经济发展阶段的变化，从纯粹理论角度来考察，消费品市场主要受消费者消费需求变动的影晌，而消费需求又主要受消费者的收入多少影响。同样，证券市场主要受证券投资者投资需求影响，而这也主要取决于投资者的收入多少。在一定时期收入是既定的，一个人将收入更多用于消费，则只能更少用于投资，反之亦反是。因此，消费品市场的旺盛一般会引起证券市场相对不旺；反过来，证券投资繁荣之时，收入更多用于投资，消费品市场也就相对疲软了。

然而，收入总体上是不断增长的，因为经济发展，收入必然要增长。随着经济发展、收入增长，个人的边际消费倾向递减，储蓄倾向或投资倾向是边际递增。因而，从动态发展过程来看，证券投资市场愈趋成长、繁荣，消费品市场却愈趋稳定，它们两者之间的关联变动会相对弱化。同借贷资本市场、房地产市场等不一样，消费品市场还有可能同证券市场在特定时间里同方向变动，但两者的变动速率可能不一样。这是因为收入会不断增长，投资和消费也都相应增长，尽管动态上看投资部分的增长率快些，消费部分同以前相比仍在不断增长。

再次，证券市场同其它市场之间关联变化在市场体系发育的不同阶段，是不尽相同的。我们知道，市场体系的发育是一个漫长的过程，从最初的不成熟、不健全、不完善的市场体系，发展到一个成熟、健全、完善的市场体系，需要几百年时间。即使是当今的成熟的现代市场经济体系，仍然处于变动和发展之中。因此，市场体系的发育过程是一个从低级到高级的递进阶段相继衔接的过程。不同的市场体系的发育阶段，市场体系的子市场构成、市场机制的状况不同，各类市场之间关联影响也不会一样。

在市场体系发育的较低阶段，证券市场发育由于相对滞后于产品市场、要素市场，因而显得不规范。在这个阶段，产品市场、要素市场的供求、价格变动同经济发展中物质资源的配置已有了密切关联，对资源配置具有很强的调节功能。而证券市场由于刚刚生成，且不够规范，其供求和价格变动可能游离于经济发展之外，同物质资源配置没有多大关联，从而证券市场同产品市场、要素市场之间不存在固定的对应关联。在一些发展中国家，我们经常看到股票市场畸形发展，股市价格异常之高，股市投机很旺，然而经济发展艰难，增长率很低，企业效率低下。我们还可看到，某个公司的股票价格高低同该公司的发展前景、经营效率常常没有多少联系，也同市场景气周期没有什么稳定关联。

证券市场同其它市场的关联影响的差异，还可从不同国家的市场体系发育状况的考察中发现。发达国家的市场经济经历数百年的发展过程，而许多发展中国家是从国外引进市场经济，不是内在经济发展演进的自然结果。从表面上看，一些发展中国家的市场体系同发达国家似乎没有多少的差别，各类市场都有了，市场的规则和有关法律也都从发达市场经济国家移植过来的。然而，这些发展中国家的证券市场的功能往往只是刺激人为投机，诱使大量产业资本游回虚拟资本市场，强化企业行为扭曲。深藏这些现象之后的根本原因，就是证券市场同其它市场之间的耦合关联没有打通，或者是畸型的沟通。因为从国外引进和移植过来的市场经济和市场体系，其内部各个子市场之间缺乏相互作用、彼此影响的过程训练，不可能一下子就较好地啮合。证券市场在这种市场体系中难以同其它市场发生正常、稳定的关联影响。

综上所述可见，证券市场的发育，证券市场功能作用的发挥，是依赖于市场体系本身的发育程度的。证券市场是在同其它市场相互依存、彼此作用中发挥自身功能的。证券市场功能作用的强弱、方向、效果同市场体系发育阶段相关甚密。