
目 录

前言

第一部分：证券市场发展与区域经济发展的理论分析

第二部分：山东省经济发展与其他地区的比较

第三部分：山东省上市公司状况及与其他地区的比较

第四部分：山东省证券经营机构状况及与其他地区的比较

第五部分：促进山东证券市场发展的对策与建议

参考文献

前言

自从证券市场产生后，证券市场与经济增长的关系即纳入了经济学家的视野。然而，以现代经济学的工具较系统地研究证券市场与经济增长的关系，则是近几十年内的事情，特别是到 20 世纪 90 年代以后，随着新金融发展理论的产生和研究的深化，经济学家们开始从不同角度对证券市场发展与经济增长的关系给予了更为深入、系统地研究。这些研究为我们理解证券市场在经济增长中的作用提供了一定的理论依据。

随着经济金融化的不断发展，主流经济学中出现了专门研究金融发展与经济增长关系的较为完整的理论体系，其代表即是 W·戈德史密斯（1969）的金融结构理论、R·I·麦金农（1973）和爱德华·肖（1973）的金融深化理论。金融结构理论和金融深化理论第一次系统地将金融因素与经济增长的关系纳入了主流经济学的视野之中，并给予了模型化的研究。其后，为使金融深化理论贴近发展中国家的实际情况，R·I·麦金农（1991）在原有理论基础上，又进一步提出了金融控制理论，更为现实地解释发展中国家金融发展与经济增长的关系。

以 Kunt 和 Levine（1993）为代表的经济学家，从功能的角度研究证券市场与经济增长的关系。在他们看来，证券市场的作用并不体现在股票融资数量上。对经济增长来说，以股票为代表的证券融资具有较强的变现能力，能够使投资者以较小的代价转移风险，从而提高了资本的流动和配置效率。C·Mayer（1988）从证券市场规模、数量的角度讨论了证券市场的作用，认为证券市场直接融资作用体现在企业的融资结构和证券融资占其总融资的比重上。国内学者田素华（2001）、李学峰（2002）也从理论上对中国证券市场与经济增长的关系进行了尝试性的研究，殷醒民和谢洁（2001）的实证研究也证实了我国股票市场发展和经济增长之间有很强的正相关性。

总之，新金融发展理论从多个角度实证性地研究了证券市场发展对经济增长的作用，其研究结果证实证券市场的发展对经济增长有一定的促进作用，而且当一个国家的资本市场发育较成熟、运作较规范时，证券市场与经济增长的相关程度要强于其资本市场发展的早期阶段。

关于山东省经济发展中的金融深化研究，孙国茂（2005）的研究表明，山东金融机构在储蓄投资转化过程中没有发挥应有的作用，进而影响了山东经济发展，并指出山东省金融发展水平与山东作为沿海经济强省的地位不相匹配。关于山东证券市场发展水平与山东经济发展水平是否协调并均衡发展的理论研究，还未见系统和详细的研究文献。

经过近 20 年的发展，山东省证券市场发展迅速，虽然上市公司市值和融资总额位居全国前列，但山东省的证券市场与建设经济强省所应起到的作用相比，差距仍然较大。山东省近几年的融资 98%以上是间接融资，直接融资不到 2%；2005 年全省证券化率（境内上市公司总市值/GDP）为 11.46%，远低于同期全国 19.08% 的平均水平；股票交易率（境内股票交易金额/GDP）仅为 11.13%，而全国为 17.37%。

本文依据金融深化理论、通过对山东省经济发展、山东省上市公司和证券经营机构基本状况的分析，并与其他地区（主要选择江苏、浙江、广东和上海等可比性较强的几个省市）进行比较，分析山东证券市场存在的问题，并提出相应的对策与建议。

本文的研究方法主要采取比较分析法，分析过程采用定性分析和定量分析相结合的方法。

第一部分：证券市场发展与区域经济发展的理论分析

一、金融深化理论的基本内容

1. 金融促进经济发展的理论和经验

理论和经验都表明，金融在经济发展中发挥着至关重要的作用。早在上个世纪初 Schumpeter（1912）就提出：功能完好的银行通过鉴别那些能成功地开发新产品和新的生产方法的企业家，并且为其提供融资而刺激了技术进步。Hicks（1969）认为金融体系通过资本动员在启动英国工业化的过程中发挥了重要作用。随着计量经济学的发展，越来越多的实证研究也证明，金融促进了经济发展。Goldsmith（1969）特别强调金融发展对经济的积极、主动作用。他从社会分工原理出发，认为在一定的生产技术水平下，假设消费者的储蓄偏好、投资的风险大小均为不变因素，那么金融机构与金融资产种类越丰富，金融活动对经济的渗透力越强，经济发展水平就越快。基于 1860~1963 年间 35 个国家的数据，Goldsmith 发现，如果以几个十年为周期，经济和金融发展之间存在着大致的对应关系。甚至在有的国家，经济发展较快的时期一直伴随着超过平均水平的金融发展速度。King 和 Levine（1993）的一项研究表明，金融发展确实领先于经济增长。他们通过对 80 多个国家 1960~1989 年间的实证研究发现，一个国家的金融发展速度和未来十年该国的经济增长、资本积累和生产率增长之间有很强的相关性。

2. 金融发展落后对经济发展的影响

经济发展是多种因素综合作用的结果，如：投资需求拉动，技术创新推动，经济结构优化和升级，生产要素总量增加等等。金融发展的相对落后对区域经济发展的影响表现为以下几个方面：

（1）影响企业组织结构变革和企业规模扩张。如果没有金融的支持，企业的成长和规模扩张是不可能实现的。企业的规模扩张大致有两种形式，一种是通过要素投入实现生产规模的不断扩大，另一种是通过收购兼并或资产重组实现经济规模的扩大。在前一种情况下，企业往往要借助银行或资本市场来实现；而后一种情况大多是通过资本市场完成的，这种扩张的效率更高、成本更低、周期更短。

（2）抑制技术进步和优秀人才引进。金融推动和促进了技术和资本的结合进程。新技术的诞生往往伴随着高风险，而金融体系与工具的发展可以起到分散风险的目的。金融的发展使得通过投资组合降低风险，从而对高风险的产业进行投资成为可能，而高新技术产业的发展将进一步推动技术进步。此外，金融业本身也是知识密集型的产业，对人力资本的集聚效应明显。

（3）降低投融资水平和效率。金融发展的相对落后会影响区域经济发展所需要的资本积累。发达的金融体系可以通过更好地动员储蓄，作用于资本积累，进而对经济增长起到推动作用。反之，不发达的金融体系则会对经济增长起到抑制作用。在资本配置效率上，金融直接决定着投融资的效率。通过金融的发展，可以提高融资转化为投资的效率，相反，不发达的金融体系则抑制了投融资的效率。

（4）延缓区域经济结构和产业结构优化。由于金融产业本身就是区域经济中的重要组成部分，金融业的发展直接体现为金融业的产出增大，不仅表现为 GDP 总量的扩大，同样表现为第三产业增长加快，比重增大。而且，金融业的发展可以促进各产业不同程度的增长，实现产业结构的优化。区域经济结构调整及优化的重要内容之一就是资本在不同产业的流动和再配置，而金融业的快速发展则为产业的优化提供资金及资本支持，为产业结构调整创造良好的资本环境。因此，不发达的金融体系必然会延缓区域经济结构和产业结构优化和升级。

二、证券市场发展理论的基本内容

1、证券市场发展的含义

证券市场发展就是随着证券市场制度环境的发展变化、证券市场的市场规模不断扩大、市场流动性提高、市场结构不断优化、市场机制在资源配置等方面的作用增强这一系列因素的总和。因此，证券市场发展可分为四个层次：一是规模扩大，具体表现为证券市场资产总值占 GDP 的比例增加等证券化比率指标提高，市场的范围迅速扩展；二是流动性提高，具体表现为证券交易金额占 GDP 的比例增加等证券交易率指标提高，和新的市场工具不断地被开拓，市场周转速度加快；三是结构优化，具体表现为证券化产品的丰富和证券市场参与主体各方的协调发展；四是机制增强，具体表现为市场机制在证券市场运作、管理中所起的作用越来越大。

2、衡量证券市场发展水平的主要指标

上市公司市值占 GDP 的比例（即证券化率）是衡量证券市场发展水平的规模指标，它体现了直接融资在金融体系中的地位和证券市场的作用效率。股票市场规模越大，募集资本和分散风险的能力越强。经过十几年的发展，山东省证券市场发展迅速，虽然上市公司市值位居全国前列，但山东的证券市场与建设经济强省所应起到的作用相比，差距仍然较大。2005 年底，山东省证券化率（境内上市公司总市值/GDP）为 11.46%，远低于同期全国 19.08% 的平均水平。而 1997 年底美国证券市场流通市值与 GDP 的比例为 139%，英国为 163%，日本、德国分别为 50% 和 38%，欧元区 11 国为 44%，我国香港、台湾地区分别为 240% 和 115%。中国经济发展的巨大潜力需要证券市场发挥更大的作用，也为证券市场发展提供了舞台，据测算：在名义 GDP 增长保持 10%—11%，实际 GDP 增长保持 7%—8% 的前提下，中国股票市场的市价总值 2010 年将达到 13 万亿元人民币，市值占名义 GDP 的比例达到 50%。

股票交易金额占 GDP 的比例（即股票交易率，或称“证券市场深度”）是衡量证券市场发展水平的流动性指标，它体现了以经济总量为基础的股市流动性。2005 年底，山东省证券市场深度仅为 11.13%，也低于同期全国 17.37 的平均水平。

3、中国证券市场与经济增长的实证研究

中国证券市场相对于发达国家起步要晚，而且规模和流动性与目前国际上的成熟证券市场不可相比，而且，在现实世界中，中国经济增长受到许多因素的影响，人们担心证券市场与经济增长之间的关系是否独立于其它变量。殷醒民和谢洁（2001）运用莱文和泽尔沃斯(1998)提出的方法对 1993—1999 年期间我国股票市场发展和经济增长关系进行了实证研究，以检验我国股票市场的发展对经济增长是否起到了促进作用。实证研究表明：1993—1999 年我国股票市场的发展对我国经济的增长在总体上起到了有力的促进作用。为了增强这一结论的说服力，作者也从下述几个方面进行了必要的论证。

首先，银行贷款得到的是固定的利息收入，无法分享高风险投资带来的高收益，而投资者购买股票能够通过股票价格的上涨，分享高风险投资带来的高收益。银行的中长期贷款总是在贷款合同中规定贷款的用途，限制企业将资金投资于高风险项目，而上市公司将筹集的资金大部分用于知识、技术更加密集的项目得到了投资者的认可，而且企业在投资这些项目时不再面临短期还本付息的压力。上

市公司确实也将 80%以上的资金用于新建、扩建项目和技改项目，这些项目的投资回报率一般都较高。

其次，上市公司的股票价格是广大投资者对公司投资决策、管理水平、经营业绩较为客观的评价，会对公司管理层产生一定的监督压力。同一产业内上市公司股票价格的差异反映了投资者对公司经营管理水平的不同评估，公司的股票价格随着不尽如人意报表的公布而下跌，这些都是投资者迫使企业管理层改善自身管理水平、提高企业经济绩效的一种市场压力。股价的低迷也将使公司在证券市场再融资遇到极大的困难，这是股票市场保证资源优化配置的一项重要机制。

第三，国有银行在贷款项目的选择上经常发放一些低效的政策性贷款，使银行信贷资源没有实现最优配置。但证券市场公司发行上市名额非常稀缺，证监会的选择尽管不是最优的，但是基于“稀缺性”所形成的遴选机制，使获准上市的企业往往是该行业、该地区的优秀企业，相对说来，募集资金的流向和使用效率还是相当高的。

第四，上市公司要定期公布季报、中报、年报和一些重要事项，增加了企业管理的透明度，便于企业接受外部投资者的监督，外部约束的加强有利于实现资源的优化配置。

上述分析可以归纳为：证券市场发展促进了金融的深化；多数的实证分析证实证券市场发展促进了经济增长，证券市场发展与经济增长之间有很强的正相关性。据此，本文可以认为证券市场发展是我国金融深化的重要环节，是中国经济持续增长的一股推动力量，那么，促进证券市场的发展就是显而易见的政策建议。

第二部分：山东省经济发展与其他地区的比较

改革开放以来,我国一些经济发达地区分的经济发展都得到了金融部门的有力支持。本部分通过对山东经济增长、固定资产投资总量、结构以及对一般金融深化指标进行研究,并与其他地区进行比较,得出山东经济整体发展状况,为后文的山东证券市场发展的区域比较研究作基础。

一、山东省经济增长指标及与其他地区比较

1、经济概况比较分析

近几年山东一直保持了较快的发展速度,国内生产总值不断提高。从表 2—1 可以看出,2004 年山东 GDP 总量仅次于广东和江苏,而 GDP 增长率达到 15.3%,远远高于全国的经济增长率,在中国沿海经济发达省市中位居第一。但山东人均 GDP 并不高,居民人均收入仅略高于全国平均水平,与其他发达省市相比有较大差距。

表 2-1 2004 年各地区经济指标比较

	GDP 总量 (亿元)	GDP 增长率 (%)	人均 GDP (元)	城镇居民人均可支 配收入 (元)	农村居民人均纯收 入 (元)
山东	15490.70	15.30	16925.00	9437.80	3507.40
广东	16039.46	14.20	19316.99	13627.65	4365.90
浙江	11243.00	14.30	23942.00	14546.00	6096.00
江苏	15512.40	14.90	20871.04	10481.90	4754.00
上海	7450.27	13.60	55090.66	16683.00	7337.00
全国	136515.00	9.50	10502.12	9422.00	2936.00

资料来源:各省市和国家统计局 2004 年国民经济和社会发展统计公报

2、固定资产投资比较分析

消费、投资和进出口是中国经济增长的三大动力。由于消费在很大程度上受制于经济发展和居民收入水平,进出口受制于国际市场环境而具有很大的不确定性,因此,相对而言,投资是拉动经济增长最容易控制的因素。

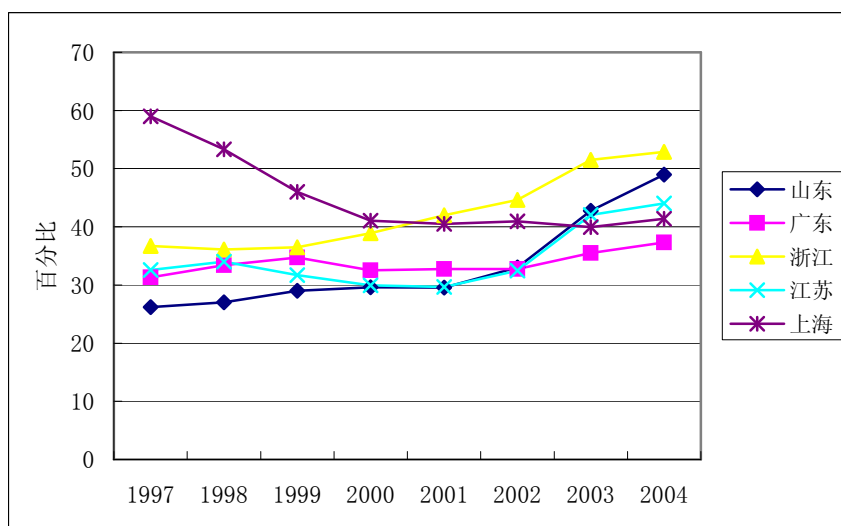


图 2-1 各地区固定资产投资比较

资料来源：中国统计年鉴

从图 2-1 我们可以看出，2002 年以前，山东固定资产投资总量占 GDP 比重在发达地区中是最低的，但从 2003 年开始，这一状况发生了明显变化，到 2004 年，这一指标仅略低于浙江。山东固定资产投资总量占 GDP 比例不断增加说明了近年来山东的经济增长主要是靠投资拉动。

二、山东省金融深化程度及与其他地区比较

1、经济金融化指标比较分析

经济金融化指标用来衡量一个国家或地区经济货币化和金融化的程度。

W·戈德史密斯（1969）提出“金融相关比”这一指标，即金融资产与实物资产之比。考虑到数据获取的便利性，本文用金融机构存款与 GDP 之比作为区域经济金融化的衡量指标。

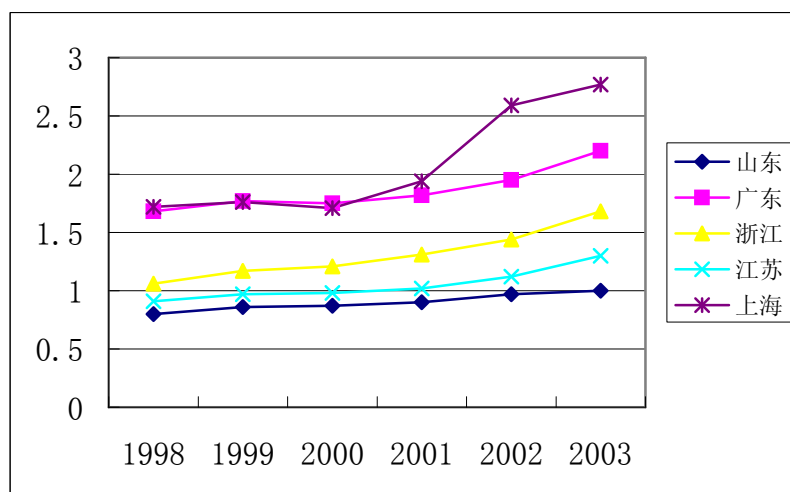


图 2-2 各地区金融机构存款比较

资料来源：中国金融年鉴

与国内其他沿海经济发达地区相比，山东历年的金融机构存款占 GDP 比重都非常低（见图 2-2），而且与其他地区的差距有扩大的趋势。这表明，山东的储蓄水平明显偏低，较低的储蓄率导致资本积累不足，影响投资 and 经济发展。

2、货币资金投放比较分析

货币资金投放反映的是一地区的资金充足程度。通常情况下，如果一地区的现金投放为正值，意味着该地区的经济获得了较为充足的货币资金支持。反之，如果一地区的现金投放为负值（现金回笼），则意味着该地区的货币资金存在外流现象，区域内的经济部门没有得到较好的货币资金支持。

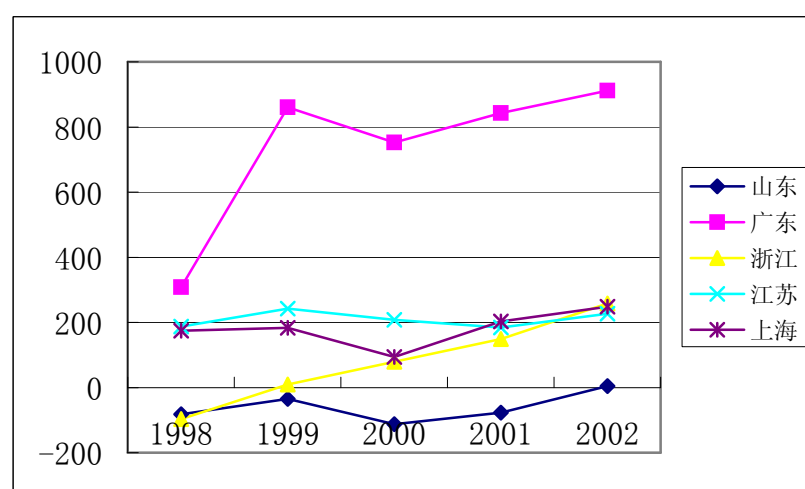


图 2-3 各地区货币资金投放比较

资料来源：中国金融年鉴

图 2-3 显示，山东在 1998 年—2002 年的货币资金投放中，多数年份为负值，即存在货币净回笼或资金外流，这与其他地区高额的货币资金投放形成了巨大的反差。由此可以判断，山东以往存在金融资源外流现象，这一现象的结果是实体经济部门得不到所需要的充足的资金支持。

通过以上分析，可以把山东经济发展状况总结为：GDP 增长率虽远高于全国的平均经济增长率，但人均 GDP 并不高，居民人均收入与其他沿海发达省市相比有较大差距；金融深化程度较低，必然导致企业外部融资不足，使更多的企业不得不依赖于自我积累等内部融资方式，这将对投资和区域经济的持续增长产生严重制约。

第三部分：山东省上市公司状况及与其他地区的比较

本部分试图通过对山东省上市公司基本状况和证券化率的比较分析，来发现山东证券市场存在的制约经济发展的基本问题。

一、山东省上市公司基本状况分析

改革开放以来，山东实施东部开放、西部开发战略，全省经济得到持续、快速、健康发展。良好的经济基础和灵活的经济政策为山东上市公司的快速发展提供了极为有利的外部条件。同时，山东上市公司也为山东经济发展做出了突出贡献，促进了全省重点项目的建设和经济结构的调整，成为推动山东国民经济发展的中坚力量。

1、募集资金状况

自 1993 年 8 月青岛啤酒在上海证券交易所挂牌上市以来，到 2006 年 10 月底，山东共有沪深上市公司 79 家（图 3-1，其中 2006 年数据不包括终止上市的石油大明和齐鲁石化、包括暂停上市的山东巨力以及新上市的日照港、德棉股份和青岛软控），占全国 1405 家沪深上市公司总数的 5.62%。在山东全部 79 家沪深上市公司中，共有境内交易股票 83 只，其中 A 股 77 只，B 股 6 只；济南轻骑、晨鸣纸业、烟台张裕、鲁泰纺织四家公司既有 A 股又有 B 股，山东航空、中鲁渔业为只有 B 股的上市公司。

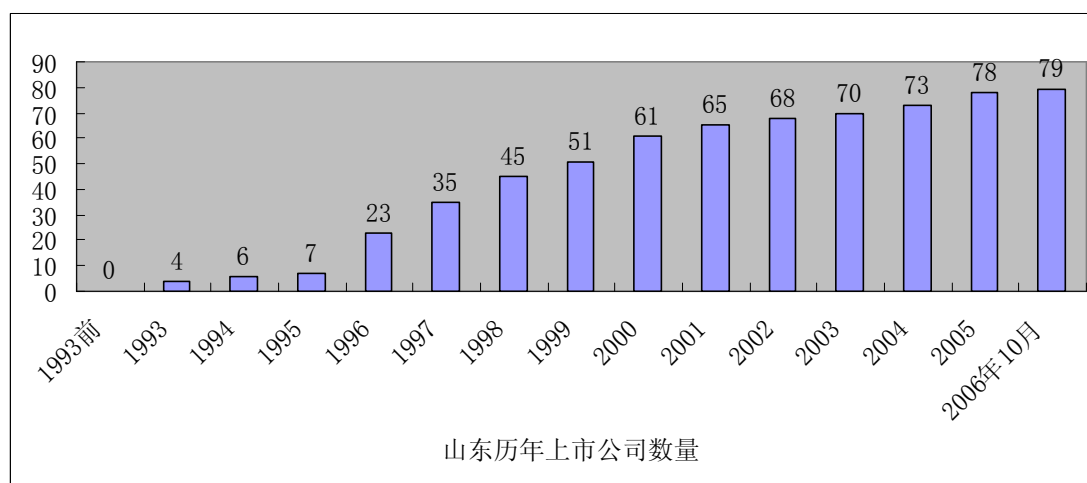


图 3-1 山东历年境内上市公司数量

数据来源：Wind 资讯

山东上市公司历年来通过沪深证券市场累计募集资金 539.85 亿元，占同期全国的 4.57%（表 3-1）。其中通过 A 股首发、配股、增发等方式筹资 476.84 亿元，通过 B 股筹资 24.18 亿元，通过可转债筹资 38.83 亿元。大量的直接融资不仅有效缓解了我省经济发展的资金瓶颈制约，而且通过直接融资的放大效应，引来了大量配套资金，对培育新的经济增长点，促进全省经济结构调整，落实经济发展战略起到了积极的作用。

表 3-1 沪深上市公司筹资额（1993.1-2006.10）

	全国（亿元）	山东（亿元）	占全国比例（%）
A 股筹资	10965.30	476.84	4.35
B 股筹资	333.61	24.18	7.25
可转债筹资	513.70	38.83	7.56
筹资总计	11812.61	539.85	4.57
GDP 比较	182321.00	18486.00	10.14

数据来源：天相数据

2、股本规模状况

股本规模和股本扩张分别从静态和动态上反映了上市公司的规模和实力的变化，股本的扩张途径有首次公开发行、增发、配股、送转增股和可转债转股等方式。资产规模的扩张表现为总资产和净资产的增加，在资本结构合理的前提下，资产规模扩张是股本扩张、经营能力以及经营业绩等各方面因素综合作用的结果。

表 3-2 历年总股本、流通股本、总资产和净资产变化

年度	1996	1997	1998	1999	2003	2004	2005
总股本（亿股）	54.49	98.70	142.05	148.34	299.05	340.68	439.27
流通股（亿股）	11.03	21.99	48.13	62.90	125.56	144.47	187.03
总资产（亿元）	198.35	339.89	605.10	757.76	1670.64	2215.97	2871.64
净资产（亿元）	110.43	219.32	339.77	566.52	957.87	1144.12	1376.78

数据来源：Wind 资讯

随着越来越多山东企业在沪深交易所挂牌上市，山东上市公司的总股本、流通股本、总资产和净资产这四个重要指标也迅速扩大（表 3-2）。在总股本 10

年扩大 7 倍的情况下，总资产和净资产 10 年分别增加了 14 倍和 12 倍，说明山东上市公司总体经营能力得到了很大发展。

3、盈利能力状况

上市公司的盈利能力是指公司在自身发展过程中经营效益的增长变化情况，可以结合一定时期内每股收益和净资产收益率的变化来观察分析。盈利能力的变化直接反映了上市公司的成长性状况，而成长性上市公司的灵魂，是国民经济可持续发展的主要动力。

自 1997 年以来，山东上市公司的盈利能力（表 3-3、图 3-2）先是经历了大幅下降，加权平均每股收益和加权平均净资产收益率由 1997 年的 0.365 元和 16.26% 下降到 2002 年的 0.034 元和 1.26%，然后经过两年的大幅回升，2004 年这两项指标分别达到了 0.319 元和 9.489%，2005 年又有少许回落。

表 3-3 山东上市公司盈利能力变化

年度	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
EPS	0.365	0.307	0.277	0.29	0.18	0.034	0.237	0.319	0.275
ROE	16.26	11.72	10.27	9.78	6.26	1.26	7.410	9.489	8.786

注：每股收益（EPS）和净资产收益率（ROE）数据均为加权平均值

数据来源：Wind 资讯

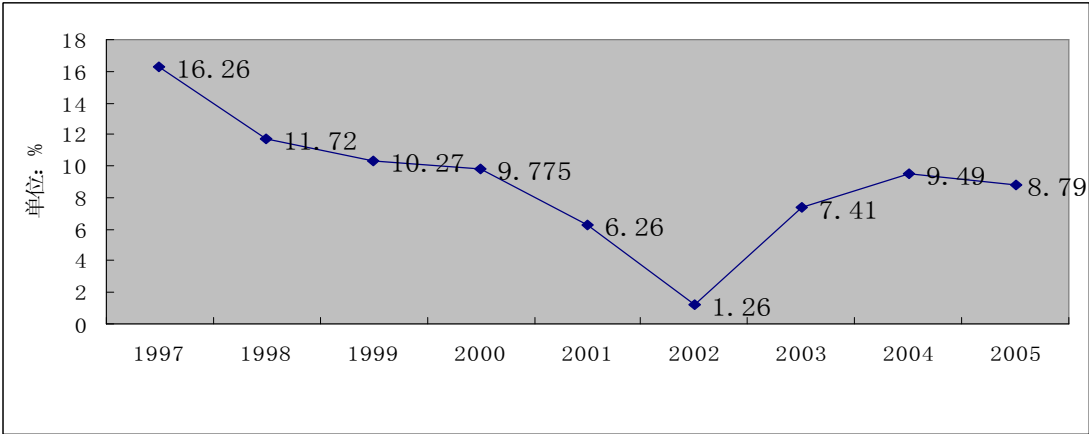


图 3-2 山东上市公司净资产收益率变化

数据来源：Wind 资讯

山东上市公司 1997-2002 年整体净利润大幅下降的原因，主要是当时重融资、轻发展，导致了 2002 年山东 68 家上市公司中有 14 家公司出现了不同程度的亏损，特别是济南百货、小鸭电器、中鲁渔业、烟台发展、金泰制药、山东鲁银、和济南轻骑当年的每股收益亏损都在 0.50 元以上。2002 年，山东 68 家上

市公司净利润比 2001 年度下降 77.96%，而同期全国净利润同比增长 8.14%、加权平均净资产收益率平均水平为 5.75%。

4、行业分布状况

至 2006 年 10 月底，全省 79 家境内上市公司分布在 17 个行业中（图 3-3），上市公司数量在各行业中分布的不均衡性特征十分明显。上市公司作为各行业的龙头企业，其数量分布从总体上反映了各行业在山东经济中的地位，在一定程度上体现了山东省的产业政策导向和实施结果。

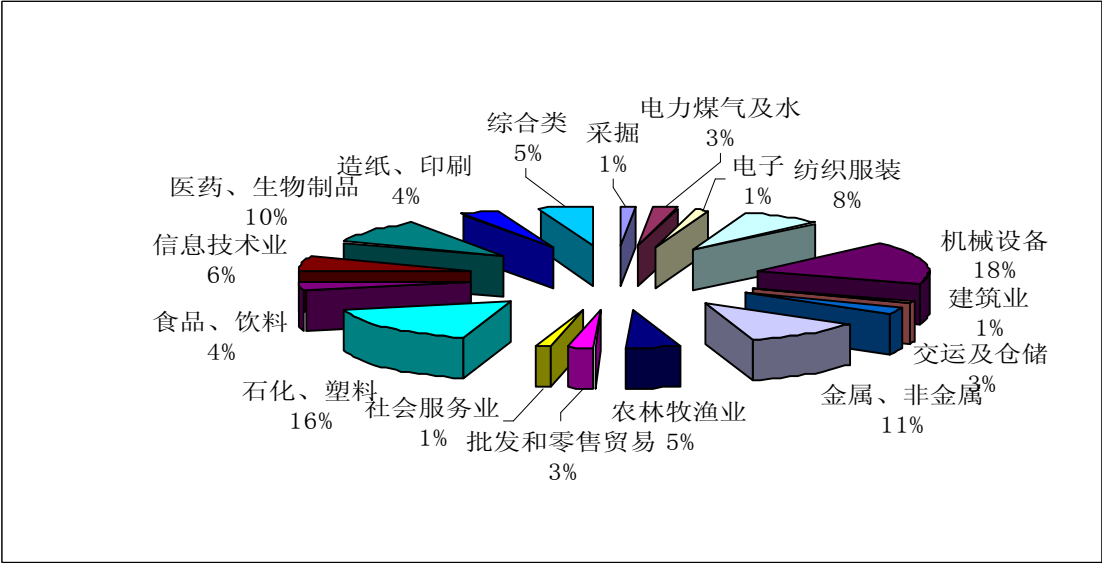


图 3-3 山东上市公司行业分布

资料来源：Wind 资讯

从上市公司的数量来看，山东在利用证券市场募集资金方面明显偏向机械设备、石化塑料、金属非金属、医药和生物制品行业，这 4 个行业上市公司有 44 家，占去了山东上市公司总数的 55.70%；纺织服装、信息技术和综合类上市公司 15 家，占山东上市公司总数的 18.99%；其余 20 家上市公司占山东上市公司总数的 25.31%，分布在农林牧渔、造纸印刷等 10 个行业中。

5、上市公司发展与区域经济的关联程度

自 1993 年以来，山东上市公司主营业务收入占全省 GDP 比重基本上是逐年提高（图 3-4），由 1993 年 2.16% 提高到 2005 年的 12.95%，这主要是由于上市公司数量逐渐增多，使资产规模和主营业务收入在全省经济总量中的比重增加，上市公司主营业务收入的增加也必然会推动 GDP 的增长。

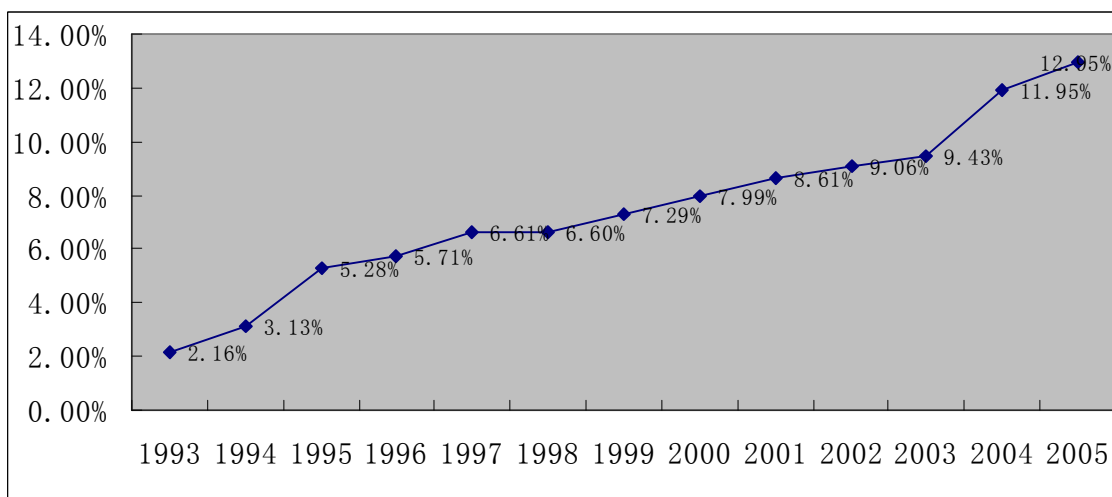


图 3-4 山东上市公司主营业务收入占全省 GDP 比重

数据来源：Wind 资讯

而且，通过分析山东上市公司历年来主营业务收入的增长率和全省 GDP 的增长率发现，上市公司发展与山东经济的关联度较强（图 3-5）。

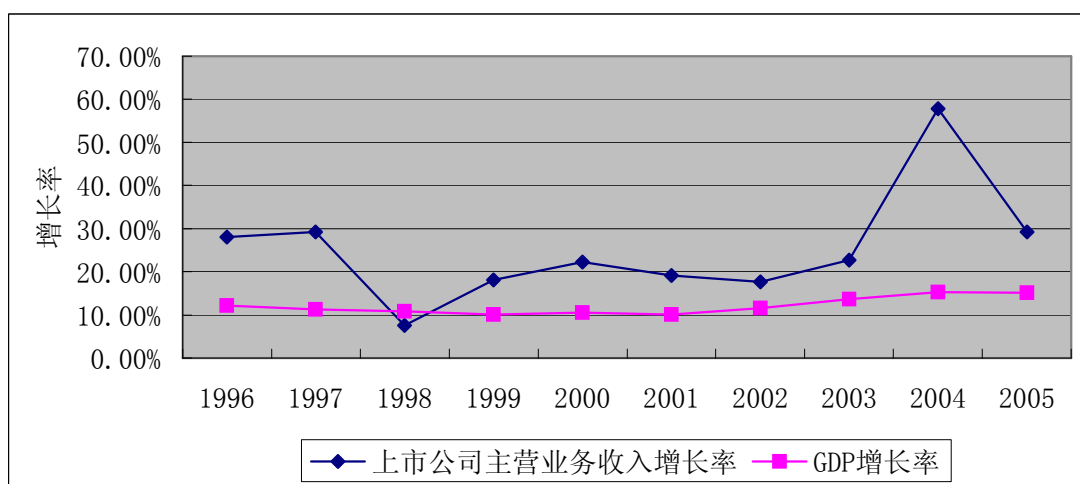


图 3-5 上市公司主营业务收入增长率和全省 GDP 增长率对比

数据来源：Wind 资讯

在 1996-2001 年间，山东 GDP 增长率由 12.2% 下滑到 10.10%，山东上市公司主营业务收入增长率也呈现高位回落的趋势；在山东经济再次快速增长的 2003-2004 年，山东上市公司主营业务收入增长率也呈现了更加快速的生长；2005 年，山东 GDP 增长率稍有回落，山东上市公司主营业务收入增长率也由上年的 57.87% 回落至 29.19%。除去 1999 年和 2002 年两者稍有背离外，其它年份两者的增长变化趋势完全相同。而且，随着近年来山东上市公司主营业务收入占全省 GDP 比重的增大，上市公司发展与山东经济的关联度更趋增强；另外，作为国民

经济的“晴雨表”，山东上市公司主营业务收入增长率的变化趋势比 GDP 增长率的变化趋势表现得更为明显和剧烈。

二、山东省上市公司发展中存在的问题分析

山东资源丰富，经济发展水平和对外开放程度较高，综合经济实力在全国举足轻重。2005 年，全省 GDP 为 18468 亿元，占全国 GDP 总量的 10.13%，位居全国第二，是名副其实的经济大省。但是，山东的证券市场发展与其作为沿海经济大省的地位相比，还存在着一些不容忽视的问题。

1、上市公司数量偏少，证券化率较低

证券化率即指上市公司市值占GDP的比例，它是衡量证券市场发展程度的规模指标，体现了直接融资在金融体系中的地位和证券市场的作用效率。在全流通背景下，这一指标更具有了现实意义，上市公司市值规模越大，募集资本和分散风险的能力越强。

表 3-4 各地上市公司数量和证券化率比较（2005）

	全国	上海	广东	浙江	江苏	山东
上市公司数量	1382	147	131	88	90	78
上市公司数量占比（%）	100	10.64	9.48	6.37	6.51	5.64
上市公司总市值（亿元）	34792	6076	4664	1119	1820	2116
GDP 值（亿元）	182321	9143	21701	13365	18272	18468
证券化率（%）	19.08	66.46	21.49	8.37	9.96	11.46

数据来源：Wind 资讯，各省市和国家统计局 2005 年国民经济和社会发展统计公报，其中广东省的数据包含深圳辖区上市公司市值

从上市公司数量看，2005年底山东境内上市公司数量占全国的比例为5.64%，虽然高于全国各省市的平均水平，但远少于上海和广东，也少于江苏和浙江。从上市公司市值情况看，2005年底山东证券化率指标仅为11.46%，不仅远远低于上海、广东等省市，甚至远远低于全国19.08% 的平均水平（表3-4）。以上对比从某种程度上说明，山东证券市场的发展规模与山东作为沿海经济大省的地位不相称，山东没有更好的利用证券市场促进区域经济发展。

2、国有股比例偏高，股权结构有待完善

与全国上市公司一样，山东上市公司的股份也分可为国家股、法人股（含国有法人股和社会法人股）和社会公众股。但是，2005 年底山东境内上市公司股

权结构中国有股（包含国家股和国有法人股）在全部股本中的比例达到 44.44%，高于全国 39.90% 的平均水平，也远高于上海、广东、江苏和浙江等省市（图 3-6）。

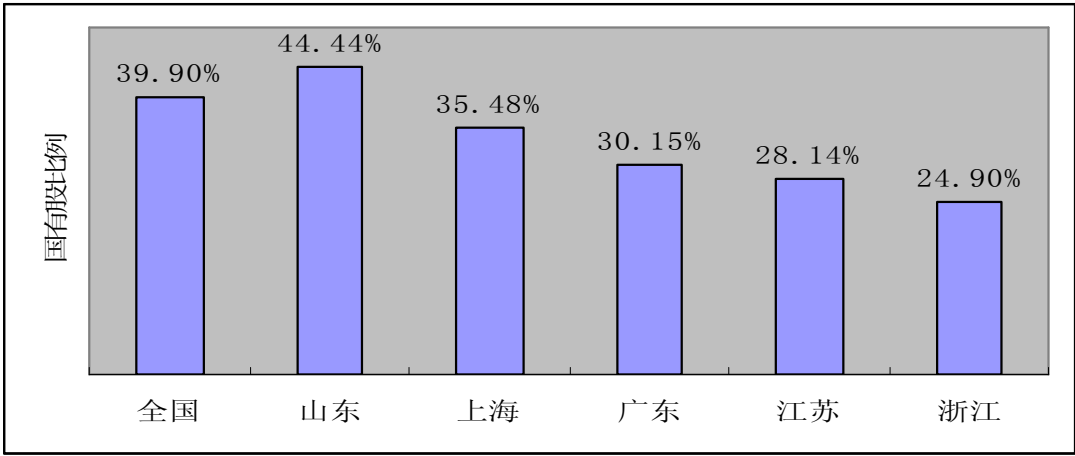


图 3-6 2005 年国有股在总股本中的比例比较

数据来源：Wind 资讯

股权结构是影响上市公司治理结构的重要因素，即通常所说的“有什么样的股权结构，就有什么样的公司治理结构。”山东上市公司中不仅国有股持股比例偏高，而且持股单位和持股形式也多种多样。国有股的持股单位有国资部门、财政部门、国有资产经营公司、投资公司、集团公司等，持有形式有的是直接持有股份、有的采取授权经营。在这种股权结构和持股制度下，责权利不统一、政企不分、行政干预的现象时有发生，上市公司内部人控制问题也难以得到控制，真正的法人治理结构并没有建立起来，从而影响了公司的融资决策和经营绩效。因此，如何优化山东上市公司的股权结构、提高山东上市公司的竞争优势，是不容忽视并急迫需要解决的问题。

3、上市公司经营两极分化严重

近几年，山东上市公司的经营状况整体继续好转。2005 年报显示，山东 78 家上市公司的总资产已经达到 2872 亿元的规模，同比增长了 29.6%，实现主营业务收入 2391.05 亿元，同比增长 29.21%，实现净利润 120.96 亿元，同比增长 10.35%，分别远高于沪深两市 20.87% 和 2.49% 的增幅。从评估上市公司经营业绩及其投资价值的每股收益、净资产收益率、每股经营性现金流三个主要指标来看，与江苏、浙江、广东相比，加权平均每股收益、加权平均净资产收益率和加权平均每股经营性现金流三项指标除去加权平均每股经营性现金流比广东低外我省都有明显优势（表 3-5）。

表 3-5 山东上市公司主要经济指标与苏、浙、粤比较（2005）

省 份	山东	江苏	浙江	广东
加权平均每股净资产（元）	2.954	2.717	2.986	2.721
加权平均每股收益（元）	0.275	0.110	0.153	0.226
加权平均净资产收益率（%）	9.320	4.03	5.70	8.31
加权平均每股经营性现金流（元）	0.550	0.234	0.406	0.697

数据来源：Wind 资讯

同时，山东上市公司经营两极分化的特点仍比较明显。2005 年全省有 51 家公司主营业务收入出现了不同程度的增长，占全部公司的 65%；有 48 家净利润出现增长，占全部公司的 62%；有 12 家上市公司亏损，亏损面占 15.4%。2005 年报山东境内上市公司实现净利润 120.96 亿元，排名前十家的上市公司实现净利润 97.00 亿元，占到了山东境内上市公司净利润总额的 80.2%。而 12 家亏损公司亏损额达 16 亿元，这主要是由于一部分上市公司法人治理结构不完善、产业结构升级与产品结构调整缓慢、还未采取实质性的并购重组，致使公司经营未走出困境。

4、资产负债率偏低，财务杠杆运用不足

分析近年来沪深上市公司的整体资产负债率（图 3-7）可以发现，虽然这一指标在不断上升，但山东上市公司的整体资产负债率一直远远低于沪深上市公司的平均水平。这一方面说明山东上市公司总体负债率不高，财务风险低，特别是在加息等调控措施连续出台使宏观经济处于紧缩期时，山东上市公司的整体抗风险能力相对较强；但是，另一方面也说明，山东上市公司的财务管理过于稳健，没有积极改善公司的资本结构，经营者不愿承担债务风险，缺乏利用财务杠杆作用的积极进取精神，特别是在宏观经济扩张期很容易错过快速发展的市场时机。

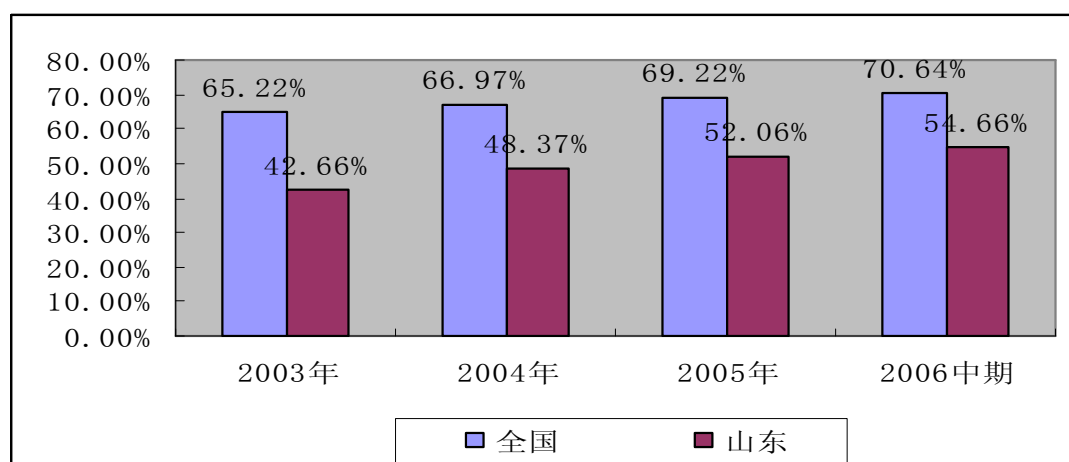


图 3-7 上市公司资产负债率比较

数据来源：Wind 资讯

现代资本结构理论认为，企业的融资顺序应遵循内部股权融资优先、债务融资次之、外部股权融资最后的原则。虽然山东乃至全国的上市公司也表现出优先使用内部股权融资的倾向，但在股权过度集中、尤其国有股“一股独大”的特殊股权结构下，必然会对公司融资决策产生影响，出现“反其道而行之”的局面，即对外部股权融资的偏好超过了债务融资。这不仅影响了股东财富的最大化和公司价值的最大化，而且也影响了山东整体金融市场效率的发挥。

5、上市公司产业构成与全省产业结构不一致

按主营业务收入划分，山东2005年78上市公司中第一产业主营业务收入21.06亿元，第二产业主营业务收入2164.36亿元，第三产业主营业务收入205.63亿元，三次产业比例约为1：90：9（图3-8），而2005年山东省GDP构成中三次产业比例为10：58：32，说明山东上市公司产业布局与GDP产业结构严重不协调，第一、三产业上市公司主营收入占比低，第二产业上市公司主营收入占比过高。

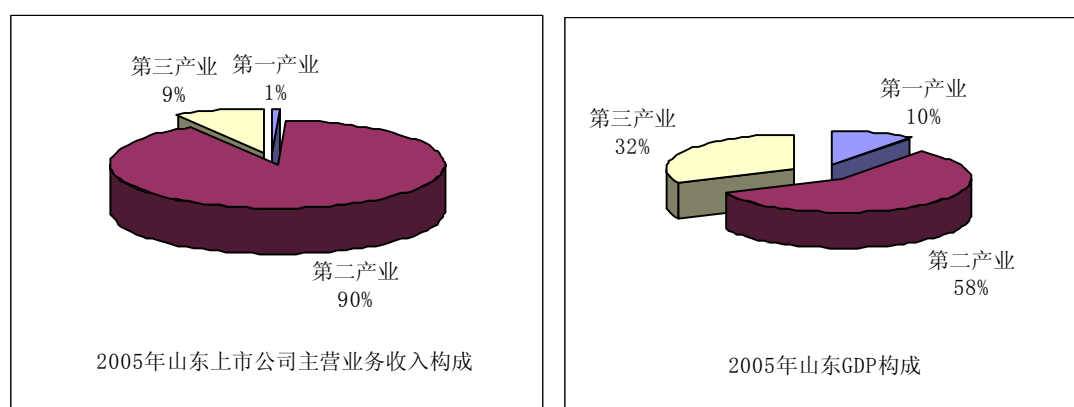


图3-8 上市公司收入构成与GDP产业构成对比

数据来源：Wind 资讯

2005年底山东78家上市公司中第一产业有4家，占山东上市公司总数的5.13%，没有充分体现我省在第一产业领域的优势，与山东作为农业大省的地位不相符；第三产业上市公司9家，只占山东上市公司总数的11.54%，而全国上市公司的比例为29.1%，对于经济有着巨大推动作用的金融业、房地产业、旅游业，山东还没有这些行业的上市公司。第二产业中的机械设备、石化塑料、金属非金属、医药和生物制品行业占去了全省上市公司的半壁江山。同其他省市相比，山东第一、三产业上市公司很少，这是由于山东证券市场发展之初，过多地考虑

了帮助部分困难国有企业解决燃眉之急；另外，其他行业的企业当时还没有意识到上市直接融资的重要性，特别是电子、信息、服务等一些新兴产业或者是由于尚处于初期发展阶段，或者是没有得到政策的重点支持，因此，上市公司数量相对较少。

从上市公司的细分行业分布情况看，山东省的境内上市公司分布于22个行业中的17个行业，其中石化塑料、机械设备仪表、金属非金属制造、生物医药、纺织服装、电子信息技术等行业就有56家，占上市公司总数的71.8%（表3-6）。

表 3-6 山东境内上市公司行业分布及表现

行业	上市公司数量			2005 年加权平均每股收益（元）		
	山东	全国	山东占比（%）	山东	全国	山东（2004 年）
采掘业	1	22	4.55	0.55	0.628	0.363
传播及文化产业		8	0.00		0.173	
电力煤气及水的生产和供应	2	58	3.45	0.015	0.262	0.037
电子	1	32	3.13	0.207	-0.093	0.118
房地产业		60	0.00		0.197	
纺织、服装、皮毛	5	61	8.20	0.346	0.061	0.273
机械、设备、仪表	14	227	6.17	0.074	0.163	0.144
建筑业	1	25	4.00	0.11	0.151	0.203
交通运输、仓储业	1	57	1.75	-0.68	0.25	0.103
金融、保险业		10	0.00		0.311	
金属、非金属	9	121	7.44	0.539	0.416	0.762
木材、家具		4	0.00		0.014	
农林牧渔业	4	37	10.81	0.205	0.042	0.191
批发和零售贸易	2	91	2.20	-0.013	0.114	-0.014
其他制造业		15	0.00		-0.089	
社会服务业	1	38	2.63	0.204	0.137	0.185
石油、化学、塑胶、塑料	15	154	9.74	0.461	0.338	0.388
食品、饮料	3	62	4.84	0.32	0.125	0.3
信息技术业	4	95	4.21	-0.136	0.075	-0.197
医药、生物制品	8	93	8.60	-0.078	0.118	0.055
造纸、印刷	3	29	10.34	0.568	0.163	0.61
综合类	4	91	4.40	0.125	0.054	0.1
合计	78	1390	5.61	0.275	0.24	0.322

资料来源：天相数据

总体而言，山东省的制造业上市公司无论在数量上，还是在质量上都处于明显的优势地位。2005 年报显示，山东省制造业境内上市公司已经达到 58 家，占山东省境内上市公司总数的 74.33%，加权平均每股收益达到 0.355 元，同比下降仅 3.5%，高于全省上市公司的平均水平，也远高于全国的平均水平。其中，金属、非金属行业上市公司加权平均每股收益高达 0.539 元，造纸、印刷业达到 0.568 元，石化、塑料行业达到 0.461 元。山东省境内上市公司与全行业上市公司业绩相比较，造纸印刷业、纺织服装业、食品饮料业、石化和金属、非金属业具有明显的竞争优势；机械设备仪表业势均力敌；而信息技术产业处于明显劣势。

6、上市公司省内地域分布不均衡

到 2005 年底，山东省 78 家境内上市公司分布在省内的 14 个地市（表 3-7），在经济发达的“胶济—兰烟”铁路沿线地区（包括济南、淄博、潍坊、青岛、烟台和威海 6 地市）集中了山东省境内上市公司总数的 2/3 以上；而经济较发达的泰安、济宁和前景预期较好的临沂拥有山东境内上市公司总数的 15.4%；剩下 14.1%的境内上市公司分布在聊城、东营、滨州、莱芜、德州等 5 个地市；而日照、枣庄和菏泽 3 个地市没有一家境内上市公司。

表 3-7 山东上市公司地区分布及表现

地区	上市公司数量		占全省上市公司比例（%）		加权平均每股收益（元）	
	2004 年报	2005 年报	2004 年报	2005 年报	2004 年报	2005 年报
济南	17	18	22.37	23.08	0.2404	0.184594
淄博	12	12	15.79	15.38	0.4584	0.568641
青岛	9	9	11.84	11.54	0.2236	0.135639
烟台	8	9	10.53	11.54	0.2763	0.310444
潍坊	6	6	7.89	7.69	0.0906	0.133195
泰安	4	4	5.26	5.13	0.0664	0.040759
滨州	3	3	3.95	3.85	-0.0565	0.0279
东营	3	3	3.95	3.85	0.5382	0.664395
临沂	3	3	3.95	3.85	0.1645	0.018823
济宁	3	3	3.95	3.85	0.6728	0.442339
聊城	3	3	3.95	3.85	0.2686	0.248435
威海	3	3	3.95	3.85	0.0811	0.213422
莱芜	1	1	1.32	1.28	0.8039	0.451

德州	1	1	1.32	1.28	0.7553	0.701
日照	0	0	0	0.00		
菏泽	0	0	0	0.00		
枣庄	0	0	0	0.00		
合计	76	78	100.00	100.00	0.3217	0.2754

资料来源：天相数据

从各地上市公司的表现来看，淄博、烟台、潍坊、滨州、东营和威海等六市的上市公司的总体业绩出现了增长，而济南、青岛、泰安、临沂、济宁、聊城、莱芜和德州等八市的上市公司的总体业绩则出现了不同程度的下降。

第四部分：山东省证券经营机构状况与其他地区的比较

证券经营机构（主要指证券公司）在发展我国证券市场过程中发挥着巨大的关键作用。近二十年来，我国证券经营机构经过了初步创立、迅速扩张、行业调整阶段，目前正处于关键的规范发展阶段。深入比较分析山东省证券经营机构发展状况对于完善和发展山东证券市场具有重大意义。本部分试图通过对全国及山东券商的发展状况和股票交易率等指标的比较分析，来发现制约山东证券市场发展的基本问题。

一、国内证券公司发展现状

1、对证券公司实行综合治理

证券公司是证券市场重要的中介机构，在证券市场的培育和发展中发挥了重要作用。但由于体制、机制上存在缺陷，国内证券公司在快速发展的同时，也积累了许多矛盾和问题。2001年下半年以来，证券公司存在的问题逐渐暴露，风险集中爆发，经营和发展遇到了很大困难，一些证券公司被挤压到了生死存亡的边缘，在这种背景下，证监会于2004年底开始了对证券公司的综合治理工作。综合治理工作以化解风险为出发点，鼓励、扶持资质良好、具备持续发展能力的证券公司规范发展，在业内进行收购兼并，将高风险公司剥离出来的经纪业务、专业队伍、客户资源等，采取行政引导、市场化配置的方式并入优质公司，支持、引导一批抗风险能力差、经营发展前景不佳的公司，进行合并重组。

证监会确定的综合治理工作目标是在2007年底前，证券公司全面实施公开信息披露制度，经营风险与社会风险有效隔离，内部控制与风险管理能力普遍增强；历史遗留问题基本化解，市场化创新有序进行，盈利模式明显改善，财务状况总体健康，没有行业性重大风险隐患；公司数量与结构基本合理，市场定位清晰、明确，优胜劣汰机制基本形成，行业对外开放稳步推进，国际化竞争格局初现；证券公司的市场创新和中介功能得到增强，能有效发挥支持、促进证券市场持续健康发展的积极作用。

2、实行以净资本为核心的分类监管

综合治理工作以来，根据以净资本为核心的风险监控指标体系，对证券公司全面实行分类监管，按中国证监会和中国证券业协会发布的分类监管标准（表 4-1），把合规经营的券商分为创新类和规范类，鼓励合规经营公司规范发展。

表 4-1 证券公司分类评审标准对比表

	创新类券商评审标准	规范类券商评审标准
综合类(含比照综合类)	(1)最近 1 年净资本不低于 12 亿元; (2)最近 1 年流动资产余额不低于流动负债余额(不包括客户交易结算资金和客户委托管理资金)的 150%; (3)最近 1 年对外担保及其他形式的或有负债之和不高净资产的 10%,因证券公司发债提供的反担保除外; (4)最近 1 年净资本不低于净资产的 70%; (5)设立并持续经营 3 年以上(含 3 年),且董事会和高级管理层的主要负责人具有相应的专业素质与管理能力。	(1)最近 1 年净资本不低于人民币 2 亿元; (2)最近 1 年流动资产余额不低于流动负债余额(不包括客户交易结算资金和客户委托管理资金); (3)最近 1 年对外担保及其他形式的或有负债之和不高净资产的 20%,因证券公司发债提供的反担保除外; (4)最近 1 年净资本不低于净资产的 50%; (5)设立并持续经营 1 年或 1 年以上。
经纪类	(1)最近 1 年净资本不低于 1 亿元; (2)、(3)、(4)、(5)项同上。	(1)最近 1 年净资本不低于人民币 2000 万元; (2)、(3)、(4)、(5)项同上。

资料来源：依据《关于创新类证券公司评审和监管相关问题的通知》、《关于从事相关创新活动证券公司评审暂行办法》、《关于规范类证券公司评审和监管相关问题的通知》和《规范类证券公司评审暂行办法》等相关规定整理

目前，创新类券商受到政策的扶持力度较大，比如可以被优先安排发债、增资扩股、上市融资，以及在同业拆借上获得优惠，集合理财方案优先获得审批等；在投行业务上也有望获得政策倾斜，可根据不同项目，自行确定承销方案，并有一定的配售自主权，与发行人自行商定价格；对保荐、承销、财务顾问等业务的收费，可以本着“按质论价、优质优价”的原则，与客户协商确定。在风险可测的前提下，创新类券商可自主实施与法律不相抵触的组织创新、业务创新和产品创新，如开展开放式回购、CDR、股票打包交易等创新。可见创新类券商承担着创新试点的使命，其发展空间非常广阔。

而规范类券商从事的业务范围主要为传统业务及成熟业务。根据有关报道，预计规范类券商还可以有以下三个方面的待遇：一是获得新业务资格，监管部门准许规范类公司参与股票发行询价等新业务，准许其开展资产管理业务，具体措

施包括：允许此类公司按新规定开展定向理财业务，允许此类公司申请专项理财业务试点等。二是融资支持，支持规范类券商拓宽融资渠道，支持其通过银行间市场进行融资，且发行短期融资券不必另行进行资信评级。三是创新类券商创新业务的推广，待创新类券商集合资产管理业务成熟后，将试点范围扩大到规范类公司，并允许规范类公司规范其已设立的海外分支机构。

综合来看，以净资本为核心的分类监管使证券公司根据自身的风险承受能力获得不同的发展机遇，避免证券行业难以摆脱业务单一、竞争同质的发展模式，有利于推动业务的转型和行业的分化重组。

3、新的市场格局已基本建立

截至 2006 年底，已有 18 家证券公司被批准为创新类券商（表 4-2）、25 家证券公司被批准为规范类券商（表 4-3）。与此同时，监管部门也加大了对违规证券公司的查处和清理力度，对于出现严重亏损和支付危机的证券公司，对其使用撤消和关闭的处置方式来化解金融风险，目前，已有 40 多家证券公司被实施清算、托管等整改措施，大规模的集中风险处置已基本完成。估计未来将有创新类券商 20 多家，规范类券商 40-50 家，其它券商已经成了洗牌对象，相当部分将被收购整合或者被关闭。因此，未来券商出现集中分化的趋势将更加明显，优质券商得到了新的发展机遇，新的市场格局已基本建立。

表 4-2 18 家创新类证券公司基本数据（截至 2006 年底）

公司名称	注册地	注册资 本（亿 元）	2005 年		2006 年 1 季度		2006 年上半年	
			净资本 （亿元）	净利润 （万元）	净资本 （亿元）	净利润 （万元）	净资本 （亿元）	净利润 （万元）
申银万国证券股份有限公司	上海市	67.16	13.22	-132464			18.59	76493
中银国际证券有限责任公司	上海市	15.00	10.45	14008	11.44	6196	12.32	21876
平安证券有限责任公司	深圳市	18.00	13.40	610	12.83	1644	13.96	15347
上海证券有限责任公司	上海市	15.00	9.95	-6752	9.66	3599		
国都证券有限责任公司	深圳市	10.70	8.83	-7364	8.43	184	9.43	9604
光大证券股份有限公司	上海市	24.45	22.08	6199	21.75	5249	21.27	21263
国元证券有限责任公司	合肥市	20.30	14.19	-12111	15.42	9023	17.39	30591
国泰君安证券股份有限公司	上海市	47.00	20.54	1109	22.26	21769	27.87	70204
海通证券股份有限公司	上海市	87.34	25.33	-96528	26.35	11365		
华泰证券有限责任公司	南京市	22.00	21.24	413	22.58	12620		
东海证券有限责任公司	常州市	10.10	9.14	369	9.22	3474	9.82	11260
长江证券有限责任公司	武汉市	20.00	13.73	-9631	14.54	7916		
招商证券股份有限公司	深圳市	32.00	12.55	5285	12.17	9994		

广发证券股份有限公司	广州市	20.00	17.83	15773	19.20	3405		
国信证券有限责任公司	深圳市	20.00	16.20	5179	17.45	12249	21.89	54927
东方证券股份有限公司	上海市	21.40	13.41	-3169	14.61	3381	19.31	55074
中国国际金融有限公司	北京市	10.37	17.37	45598	18.38	14351	18.15	17283
中信证券股份有限公司	深圳市	24.82	40.99	40004		9427		
合计		485.64	300.45	-133472	256.29	135846	190.00	383922
平均（按公布数据家数）		26.98	16.69	-7415	16.00	7991	17.27	34902

数据来源：中国证券业协会网站各证券公司公告资料整理，空格部分数据未公布

表 4-3

25 家规范类证券公司基本数据（截至 2006 年底）

	注册地	注册资本（万元）	2005 年		2006 年 1 季度		2006 年上半年	
			净资本（亿元）	净利润（万元）	净资本（亿元）	净利润（万元）	净资本（亿元）	净利润（万元）
万和证券经纪有限公司	海口市	12530					0.71	178
长城证券有限责任公司	深圳市	92500					6.12	3
德邦证券有限责任公司	沈阳市	100800					10.05	3754
东吴证券有限责任公司	苏州市	100000					8.22	6867
首创证券有限责任公司	北京市	65000	5.25	255				
国金证券有限责任公司	成都市	50000			4.28	828.5		
河北财达证券经纪有限责任公司	石家庄市	22955					1.26	1819
金元证券有限责任公司	海口市	80000			6.85	130.19		
五矿证券经纪有限责任公司	深圳市	16000			0.93	198.31		
第一创业证券有限责任公司	深圳市	74727			5.62	494		
财通证券经纪有限责任公司	杭州市	50080			3.27	-6928	3.50	2296
宏源证券股份有限公司	乌鲁木齐	60875	3.56	822	4.04	700		
齐鲁证券有限公司	济南市	81225	3.36	-1943	3.4644	4.64	3.17	-2445
中信万通证券有限责任公司	青岛市	80000	5.72	1099	6.0217	445		
国联证券有限责任公司	无锡市	100000	9.96	4663	9.83	2583	10.76	9984
万联证券有限责任公司	广州市	50000	2.52	-2982	2.36	607		
华创证券经纪有限责任公司	贵阳市	20000	1.11	-2342	1.11	-2342	1.14	511
日信证券有限责任公司	呼和浩特	60000	5.64	43	5.64	59	5.69	462
信泰证券有限责任公司	南京市	92070	5.93	-7756	6.04	1114		
国海证券有限责任公司	南宁市	80000	3.65	106	4.40	7045	5.40	16043
西部证券股份有限公司	西安市	100000	7.40	2035	7.74	3008		
南京证券有限责任公司	南京市	65859	5.83	521	5.94	918	6.48	5570
广发华福证券有限责任公司	福州市	55000	3.83	-821	3.99	1168	4.61	5588
兴业证券股份有限公司	福州市	90800	3.76	-7843	3.99	1134		

中原证券股份有限公司	许昌市	103379	6.04	-7583	6.62	2328	7.64	11231
合计		1703800	73.56	-21727	92.1361	13495	74.75	61861
平均（按公布数据家数）		68152	4.90	-1448	4.85	710.24	5.34	4419

数据来源：中国证券业协会网站各证券公司公告资料整理，空格部分数据未公布

二、山东省证券经营机构发展现状

1、山东证券经营机构的历史演变

山东省证券经营机构是在 1997 年全国金融工作会议以来，在清理整顿、规范重组原有经营机构的基础上逐步发展起来的。在此期间，山东省就证券经营机构主要开展了清理场外非法股票交易、清理证券交易中心、按照信证分业要求清理整顿信托投资公司的证券业务等几项工作。具体而言，一是关闭了山东省企业产权交易所、淄博证券交易自动报价系统、青岛证券交易中心和威海证券交易报价系统，全省 148 家挂牌企业已于 1999 年 9 月 1 日全部摘牌，4 个交易场所所属的 143 个交易网点全部停止了场外交易。二是将原山东证券有限责任公司两次增资扩股至 20.36 亿元，同时更名为天同证券有限责任公司。三是将山东证券交易中心改组为众成证券经纪公司的证券营业部，众城证券经纪有限公司是由山东证券交易中心与湖南、河南、沈阳、西安四家交易中心改组组建的证券经纪公司。四是根据国务院关于信托、证券分业经营管理的要求，经山东省政府确定，由省内八家信托投资公司联合组建并经国务院批准成立了山东省齐鲁证券经纪有限公司，注册资本 5.12 亿元，后注册资本增至 8.12 亿元，并更名为齐鲁证券有限公司。五是对原青岛万通证券有限责任公司进行整合，中信证券公司出资持股 78.64%，注册资本增至 8 亿元，同时更名为中信万通证券有限责任公司。

2、山东证券经营机构的基本现状

截至 2004 年 6 月，天同证券总资产 64 亿元，净资产 20 亿元，在 130 多家券商中排名前 15 位，但因挪用客户交易结算资金和发展战略与投资决策失误等问题，受到监管部门调查。2004 年底，山东省政府宣布对天同证券重组，并成立增资扩股领导小组，向公司派驻了工作组和协调小组，全面接管天同证券的业务。2006 年 3 月 17 日，天同证券被中国证监会宣布给予行政处罚，即取消其证券业务许可并责令关闭，并将其经纪业务和投行业务交由齐鲁证券托管经营，其他部分有效资产将委托一家管理公司管理，同时对天同证券进行全面清算。

齐鲁证券和中信万通证券已于 2005 年底通过了规范类证券公司评审，规范运作程度位居全国前列。2006 年底，齐鲁证券对天同证券下属营业部的托管工作已经结束，进一步的增资扩股、申报创新类券商和上市工作正在启动，将再次担起整合山东省证券资源的任务。

三、山东省证券经营机构存在的问题分析

证券经营机构作为证券市场上最重要的参与方，对于帮助企业转换经营机制、筹集生产资金、优化资源配置、调整产业结构等方面发挥着积极作用，同时对证券市场的发育、人才的培养乃至市场基础的建设作出了重要贡献，极大地促进了我国资本市场的发展。山东证券经营机构同样在不断地发挥着自身的作用，但在发展的同时也存在如下的问题。

1、股票交易率指标低

股票交易率是指一个地区证券经营机构（包括证券营业部和证券服务部）股票交易总额与 GDP 之比，一般用这个指标来衡量市场深化程度和证券经营机构的服务效率。

表 4-4 各地区 2005 年股票交易率比较

	全国	上海	广东	浙江	江苏	山东
证券营业部、服务部数量（家）	2381				202	175
股票交易额（亿元）	31665	12982	13958	3826	3925	2055
GDP（亿元）	182321	9143	21701	13365	18272	18468
股票交易率（%）	17.37	141.99	64.32	28.63	21.48	11.13

数据来源：Wind 资讯，巨潮资讯，各省市和国家统计局 2005 年国民经济和社会发展统计公报，其中广东省的数据包含深圳辖区数据，各省市和中国证券业协会网站

从表 4-4 所反映的各地区 2005 年股票交易率看，山东证券经营机构单向股票交易（买和卖分别计算成交额）率指标仅为 11.13%，不仅远远低于上海、广东，也低于浙江、江苏两省，甚至还低于全国双向股票交易（买和卖成交合并计算成交额）率 17.37% 的平均水平。和山东证券化率指标低一样，这也从某种程度上说明，山东证券市场的发展与沿海经济相对发达省份的地位不相称，山东证券经营机构没有从根本上转变经营机制、提高服务质量和效率。

2、合规证券公司数量少

从合规证券公司数量上比较（表 4-5），截止 2006 年底，山东省还没有创新类证券公司，只有规范类证券公司 2 家，占全国 43 家合规券商总数的 4.65%。

从相近省市来看，广东省合规证券公司数为 10 家，占全国 43 家合规券商总数的 23.26%，其中创新类证券公司 6 家；上海市合规证券公司数为 7 家，而且全部为创新类券商，占全国 43 家合规券商总数的 16.28%；江苏省的合规证券公司数为 6 家，占全国 43 家合规券商总数的 13.95%，其中创新类证券公司 2 家。

从合规证券公司数量上看，山东省券商家数远远少于广东、上海、江苏等省市，仅与北京、福建、新疆、海南等省市数量一样。但是，我们应该看到，由于山东券商综合治理工作已经条理清晰，山东的合规券商数目近年内不会再增加，而随着全国综合治理工作的进一步推进，其它省市的合规券商家数还会进一步增加，比如浙江省有望在原有 6 家券商的基础上，经过增资扩股和吸收合并，有望保留 4 家以上的合规券商，山东的券商占比会进一步减少，因此，山东券商也只有靠扩大规模和提高经营能力来谋求生存和发展。

表 4-5 2006 年合规券商数量区域比较

	创新类券商（家）	规范类券商（家）	合规券商总计（家）	占比
全国	18	25	43	100%
广东	6	4	10	23.26%
上海	7	0	7	16.28%
江苏	2	4	6	13.95%
北京	1	1	2	4.65%
山东	0	2	2	4.65%
福建	0	2	2	4.65%
新疆	0	2	2	4.65%
海南	0	2	2	4.65%

数据来源：依据表 4-2、表 4-3 整理

3、合规证券公司规模小

从股本规模上比较（表 4-6），截止 2006 年底，山东省证券公司总股本为 16.1225 亿元，占全国 43 家合规券商总股本 656.02 亿元的 2.46%。从相近省市来看，由于沪深交易所分别位于上海和广东，因此上海和广东分别占据了合规券商总股本的 42.28%和 22.29%，但江苏合规券商总股本规模却高达 67.89 亿元，比山东高达 50 多亿元，另外，安徽、湖北、北京等省市的这一数据也高过山东。在激烈的市场竞争中，山东省证券公司要想站稳脚跟并谋求发展，必须进一步增资扩股，以增强竞争能力。

表 4-6 2006 年合规券商注册资本区域比较

	注册资本合计（亿元）	占比
全国	656.02	100%
上海	277.35	42.28%

广东	148.84	22.69%
江苏	67.89	10.35%
安徽	20.30	3.09%
湖北	20.00	3.05%
北京	16.87	2.57%
山东	16.1225	2.46%
福建	14.58	2.22%
新疆	12.0875	1.84%
河南	10.3375	1.58
辽宁	10.08	1.54%
陕西	10.00	1.52%

数据来源：依据表 4-2、表 4-3 整理

4、净资本低、盈利能力差

山东券商的净资本和盈利能力与山东省的经济规模和上市公司盈利水平严重不相匹配。根据表 4-7 所反映的 2006 年 1 季度合规券商净资本情况看，全国 35 家公布 1 季度数据的合规券商平均净资本是 9.96 亿元，而山东两家券商的平均净资本是 4.75 亿元，不到全国平均水平的一半，在券商合计净资本区域排名上仅排在第 8 位，不仅落后于经济规模相近的广东、江苏等省，也落后于安徽、湖北和新疆等省区。在盈利能力上，山东券商排名更是落后，2006 年 1 季度合规券商净利润排在全国各省市的第 13 位，仅分别是广东、江苏的 1/85 和 1/46。

表 4-7 2006 年 1 季度合规券商净资本与盈利能力比较

	公布数据券商 (家)	其中创新类 券商(家)	净资本合计 (亿元)	净资本每家平 均(亿元)	净利润合计 (万元)	净利润每家平 均(万元)
全国	35	16	348.43	9.96	139913.60	3997.53
创新类	16		256.29	16.02	126419	7901.19
规范类	19		92.14	4.85	13494.64	710.24
上海	6	6	106.07	17.68	51559	8593.17
北京	2	1	90.37	45.19	49411	24705.50
广东	8	5	78.99	9.87	38202.31	4775.29
江苏	5	2	53.61	10.72	20709	4141.80
安徽	1	1	15.42	15.42	9023	9023
湖北	1	1	14.54	14.54	7916	7916
广西	1	0	4.40	4.40	7045	7045
陕西	1	0	7.74	7.74	3008	3008
河南	1	0	6.62	6.62	2328	2328
福建	2	0	7.98	3.99	2302	1151
四川	1	0	4.28	4.28	828.5	414.25
新疆	2	0	9.68	4.84	759	379.50
山东	2	0	9.49	4.75	449.64	224.82

注：由于目前部分券商并未在各时期都公布其财务数据，本表仅选取了公布家数较多的 2006 年第 1 季度数据，因此并未全面反映目前各省市合规券商的全部情况

数据来源：依据表 4-2、表 4-3 整理

山东券商盈利能力低下的主要原因，一是山东券商净资本低，而且没有创新类券商，在分类监管的体制下拓展业务的能力和盈利能力受到限制，如表 4-7 所示，2006 年 1 季度 16 家创新类券商的净资本是 19 家规范类券商净资本的 2.78 倍，而净利润却高达 9.37 倍；二是山东券商没有摆脱业务单一、竞争同质的发展模式，竞争手段落后，比如山东券商的大部分营业部仅提供开户、查询、交易等传统服务，缺乏个性化的信息咨询等深层次服务。因此，积极增加注册资本、拓展业务范围和提高经营管理能力是山东券商走出困境和抓住发展机遇的必由之路。

5、营业网点布局过分集中，生存空间日益缩小

截止 2005 年底，省内证券营业部和服务部达 175 家，占全国营业部和服务部总数的 7.35%，虽然数量高于全国平均水平，但远远少于上海、广东和北京等省市，也少于江苏等省。

同时，证券营业网点布局也不尽合理，主要集中在地市一级城市，在县级城市中很少，这在很大程度上限制了广大居民的证券投资活动。另外，随着省内证券营业部、服务部数量的迅速增加，经纪业务利润增长空间将减少，市场竞争将日趋激烈，营业部经营状况也不容乐观。

第五部分：促进山东证券市场发展的对策与建议

证券市场是优化资源配置和筹集资金的最重要的途径之一，证券市场的发展状况反映一个地区经济发展水平，两者既互相促进，也互相制约。因此，区域经济的发展必须充分利用和发展证券市场，吸引区域内外资金，实现资源的合理配置和流动。

根据本文的研究发现，山东省 GDP 增长率远远高于全国的经济增长率，但金融深化程度较低，证券化率和证券交易率不仅落后于沿海经济发达省份，也落后于全国平均水平；而且上市公司产业和地域分布不协调、证券经营机构实力弱，与山东作为经济大省的地位不匹配。解决山东省证券市场发展中存在的问题，是推动山东省经济发展再上新台阶的重要举措，因此，本部分尝试提出促进山东省证券市场发展的对策和建议。

一、建立良好的金融生态环境，发展区域性金融市场

1、建立适合区域经济发展的金融生态环境

良好的金融生态环境是金融机构生存和金融体系发育的必要条件。山东要建立适合区域经济发展的金融市场和服务体系，必须从建立良好的金融生态环境入手。所谓金融生态环境是指由居民、企业、政府和国外等部门构成的金融产品和金融服务的消费群体，以及金融主体在其中的生成、运行和发展的经济、社会、法治、文化、习俗等体制、制度和传统环境。政府应为地方金融机构发挥作用创造良好的环境，诸如为金融机构介绍区域发展规划、财政扶持对象、企业破产兼并转制信息的披露、组织资金、帮助消化不良资产等，将政府制定的经济发展目标与区域内金融机构的利益目标结合起来。

2、利用金融资源，完善金融机构体系

在我国，全国性的金融机构按行政区划设立分支机构，同时各种金融业务，如银行业务、保险业务和证券业务相对独立。这种金融发展格局必然造成在一区域内不同金融业务发展相对割离，从而使得区域内的金融发展很难产生协同效应。在目前政府采取严格的金融管制政策条件下，设立区域性金融机构十分困难。因此，充分发挥已有金融资源作用至关重要。近几年，随着我国金融市场规模逐

步扩大，各种金融业务和金融产品的边界已经变得越来越模糊。对此，业界人士和专家学者要求金融混业经营的呼声也越来越高。尽管短时间内金融混业经营不可能成为现实，但银行、保险和证券机构交叉开展业务和共同设计产品的情况却是越来越多。所以山东应充分利用区域内已有的各种金融资源，通过金融创新等手段，加大资本创造能力，实现区域内金融业务的良性发展，为经济发展提供资本支持。

金融资源效率发挥的一个重要条件是要求资本具有高度的流动性，而是否有一个健全有效的金融市场，则直接关系到金融资源效率发挥的水平。一个开放的、允许竞争的金融市场是保证金融效率的前提。因此，山东还应结合自身实际情况，进一步放开区域金融市场，加快山东金融机构多样化，以适应经济结构多元化的快速发展。首先，省政府应制定若干优惠政策与措施，鼓励外资银行和其他金融机构在山东设立分支机构，以利引进外资，扩大山东经济的对外开放。其次，鼓励民营资本进入金融行业，参与市场竞争。

3、加强制度创新，为山东经济发展创造内在活力

加快金融制度创新，为山东经济发展提供全方位服务。山东金融机构要加快改革步伐，尽快建立适应社会主义市场经济体制的各项现代金融制度，迅速提高职工业务素质，实现办公电子化。政府要按照国家统一的货币政策和区域货币政策，紧密结合山东的经济发展，运用间接和直接的各种手段，加强宏观调控和金融监管，确保金融安全运行，做到适时适度灵活调剂货币供应量和结构，不失时机地满足经济发展的资金需要。商业银行和其他金融机构要健全内控机制，加强债权债务管理，尽快盘活资金，优化资产结构，提高资产质量，切实防范和化解风险。要加快金融创新，大力发展中间业务，提高工作效率，改进服务态度，为山东企业提供更多的金融商品和服务。同时，结合山东的实际，政府应着力于制度创新，为山东经济发展创造一个良好的制度环境。重点解决经济发展中制度供给主体的制度创新能力与创新激励问题，促使政府从分配上关心经济效率，从而为山东经济发展创造内在活力。在具体的制度安排上，要采取更新的创新手段和更大的创新力度，不断增强山东金融制度的创新能力，提高制度运行效率。

二、重视证券市场发展，积极发挥证券市场功能

1、加大直接融资比重，引导社会资源合理配置

经过近 20 年的发展，我国资本市场容量正在逐步扩大，市场运行也越来越健康和规范。但由于制度性原因造成证券发行额占全社会金融资产总额的比重较小，使证券融资还不足以对我国经济产生主导性的作用，也不足以担负起引导社会资源合理配置的重任。但现代金融的一个明显趋势就是直接融资比重会越来越大，因此，随着股权分置改革步伐的加快，一些制约资本市场发展的制度性缺陷正在逐步的消除，资本市场在促进经济发展中的作用也会愈加重要。特别是目前必须加快山东省上市公司股权分置改革的进程，一方面要加强对上市公司的监管，另一方面要引导上市公司自觉的行动。通过规范上市公司治理和提高再融资能力，促进我省上市公司的发展。

山东是国有经济和国有大型企业比较集中的省份，政府和管理部门应该有意识的调整融资结构，发挥资本市场的功能，扩大直接融资规模。同时，政府和企业还应当有意识地利用证券市场，促进上市公司的产权流动和资产重组，改善公司治理，优化产业结构，改善上市公司的质量。最终通过资本市场培养出一批能够支撑区域经济持续发展并参与国际竞争的大型现代企业。

2、调整上市公司产业结构，促进全省绿色 GDP 的实现

由于山东上市公司产业布局与 GDP 产业结构严重不协调，第一、三产业上市公司数量少、主营收入占比低，第二产业上市公司数量多、主营收入占比高。对于经济有着巨大推动作用的第三产业中的金融业、房地产业、旅游业还没有上市公司。而第二产业中的机械设备、石化塑料、金属非金属、医药和生物制品行业占去了全省上市公司的半壁江山。

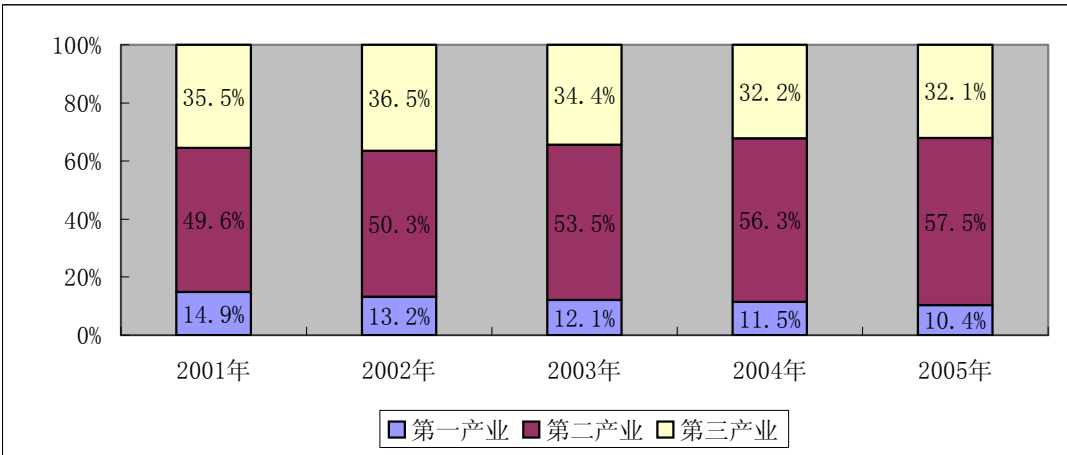


图5-1 山东近年GDP三次产业结构

数据来源：山东省各年度国民经济和社会发展统计公报

多年来，山东GDP中第一、三产业占比也在逐年下降，第二产业占比逐年增长（图5-1），使山东经济在快速增长的同时也伴随着高能耗、高污染等问题，如不加以引导和调整，绿色GDP的目标就很难实现。

3、将国有股权市值最大化作为国资管理的目标

就绝大部分上市公司来说，政府作为国有资产的出资人，对上市公司的运作负有政策引导和宏观管理责任，问题是政府究竟以什么目标介入这项工作。在股权分置改革以前，国资管理部门通常以在上市公司股份的净资产值作为管理和考核的目标。以净资产为核心的考核体系，使企业过分关心净资产情况，而通过证券市场融资可以使净资产快速增长，造成了大部分国有上市公司重融资、轻发展的局面。将国有股权流通市值作为核心指标引入国有股东业绩考核体系中，可以引导企业管理者关注于公司的动态发展，有利于上市公司资产规模的扩张、盈利能力的增强和产业结构的升级。

将国有股权流通市值最大化作为全流通后国资管理新目标，目前需要明确以下两个方面的问题：一是明确股权流通市值在国有股东综合考核体系中的份量，市值作为主要指标还是参考指标将直接影响到国资监管的效率，这一问题有待进一步明确；二是市值计算的时点问题，在目前证券市场发育程度和监管水平尚不完善的情况下，选取某一时点或一段时间的市值作为考核标准，可能对考核结果的客观性造成影响。

三、积极培育证券资源，提高证券市场的规模和效率

1、加大在山东欠发达地区培育上市公司的力度

针对山东省上市公司地区分布不均衡的现状，要加强对相对落后地区的指导，充分利用证券市场改革和发展的机遇。目前在经济发达地区集中了山东上市公司总数的 2/3；德州地区只有 1 家上市公司；日照、枣庄、菏泽 3 个地市至今没有一家上市公司。政府要加大在这些欠发达地区培育上市公司的力度，以带动当地经济的发展。

2、加大高新技术企业在上市公司中的比重

从山东上市公司的行业结构看，传统行业占据优势，新经济产业明显不足。电子信息、新材料、生物技术等新经济产业代表着未来产业的发展方向，有关资料显示，山东省技术创新的综合评价在全国居第 6 位，在电子信息、新材料和海洋生物方面具有极大的优势。近年来，山东省电子信息产业发展迅速，其实现利

润和销售收入已占据山东工业系统的首位，在全国同行业的位次也从第 8 位升到第 3 位。生物技术、机电一体化、新材料、精细化工、环保产业等新兴高新技术产业也迅速发展，与此不相匹配的是，山东上市公司中真正属于电子信息产业的上市公司比重很低。而“十一五”计划中提出将作为山东省四大支柱产品的通讯产品，目前尚没有以这方面为主营业务的上市公司。

3、加强民营企业上市的力度

统计资料显示，我国国有经济占大多数的生产资料，而所创造的利润比重却较低，且呈现下降趋势，而民营经济所创造的利润呈现上升趋势，正成为国民经济中最具活力的群体。然而山东上市公司中民营经济所占的比重却很低，所以要加大民营经济上市的力度。加强对民营经济上市的引导，积极推动符合上市条件的该类公司的上市工作，以促进民营经济的发展。

4、加大对本地券商的扶持力度

目前山东合规券商在全国的数量占比、股本规模占比和净资本占比与山东省经济总量水平、经济增长速度和上市公司数量是不相称的，而且市场占有率低、抗风险能力差，且经营上专业化分工不明确，大大降低了整体服务水平和质量。

因此，建议一方面加快券商存量资源的整合步伐，增加券商的股本和净资本规模，积极争取创新类券商资格，以提高业务拓展能力和盈利能力；另一方面是在适当时机组建大型证券集团公司，根据业务不同分别成立各子公司，如投资银行公司、经纪业务管理公司、资产管理公司、研究咨询公司等。这种组织结构有利于各项业务的专业化发展，又有利于券商的风险防范。根据中国证监会发布的《证券公司管理办法》的规定，证券公司可以根据业务的需要，在符合相关法律规定的前提下向证监会提出设立子公司的申请，这已经成为我国证券公司的长远发展方向。所以山东省应当顺应这种趋势，加大对本地券商的扶持力度。

参考文献

- 1、W·戈德史密斯，1994，《金融结构与金融发展》，上海三联书店。
- 2、爱德华·肖，《经济发展中的金融深化》，上海三联书店、上海人民出版社1988年。
- 3、罗纳德·I·麦金农，《经济发展中的货币与资本》，上海三联书店、上海人民出版社1989年。
- 4、罗纳德·I·麦金农，《经济市场化的次序——向市场经济过渡时期的金融控制》，上海三联书店、上海人民出版社1997年。
- 5、田素华，2001，“资本市场的经济增长效应：理论与实证”，《投资研究》，第2期。
- 6、李学峰，2002，《制度变迁过程中的资本市场与经济增长》，南开大学博士学位论文。
- 7、殷醒民、谢洁，2001，“股票市场与经济增长关系实证研究”，《复旦学报》，第4期。
- 8、孙国茂，2005，“经济发展中的金融深化研究”，《济南金融》，第12期。
- 9、谈儒勇，2000，《金融发展理论与中国金融发展》，中国经济出版社。
- 10、陈国进、林辉，2002，“金融制度结构与经济增长”，《南开经济研究》，第3期。
- 11、方贤明，1999，《中国金融制度的结构与变迁》，中国金融出版社。
- 12、世界银行报告小组，2001，《金融与增长：动荡条件下的政策选择》，经济科学出版社。
- 13、张杰，1998，《中国金融制度的结构与变迁》，山西经济出版社。
- 14、周立，2004，《中国各地区的金融发展与经济增长(1978-2002)》，清华大学出版社。
- 15、贾春新，2000，“金融深化：理论与中国的经验”，《中国社会科学》，第3期。
- 16、李治国，唐国兴，2003，“资本形成路径与资本存量调整模型——基于中国转型时期的分析”，《经济研究》，第2期。

-
- 17、林毅夫，蔡昉，李周，1994，《中国的奇迹：发展战略与经济改革》，上海三联书店、上海人民出版社。
- 18、王毅，2001，“用金融资产存量指标对中国金融深化进程的衡量”，《金融研究》，第1期。
- 19、银温泉，才婉茹，2001，“我国地方市场分割的成因及其治理”，《经济研究》，第6期。
- 20、易纲，1996，“中国金融资产结构分析及政策含义”，《经济研究》，第12期。
- 21、易纲，1996，《中国的货币、银行和金融市场 1984 —1993》，上海三联书店、上海人民出版社。
- 22、张军，2002，“增长、资本形成与技术选择：解释中国经济增长下降的长期因素”，《经济学（季刊）》，第1卷第2期。
- 23、吴晓求，2004，“中国证券业：现状与未来之路”，《中国证券业研究》，第3期。
- 24、谢朝斌，2004，“中国投资银行业市场结构与规模绩效实证研究”，《中国证券业研究》，第6期。
- 25、冯恩新，2005，《证券公司规模经济研究》，中国金融出版社。
- 26、理查德·罗伯茨，2003，《解读华尔街》，中信出版社。
- 27、中国证券业协会，2001，《中国证券市场发展前沿问题研究》，中国金融出版社。
- 28、中国证券业协会，2004，《中国证券市场发展前沿问题研究》，中国金融出版社。
- 29、中国证券业协会，2005，《中国证券市场发展前沿问题研究》，中国财经出版社。
- 30、中国证监会网站及各地方证监局网站
- 31、中国证券业协会网站及地方证券业协会网站
- 32、各省市和国家统计局近年度国民经济和社会发展统计公报
- 33、上海证券交易所网站 www.sse.com.cn
- 34、巨潮资讯网站 www.cninfo.com.cn

致 谢

本篇论文是在我的导师胡金焱教授的指导下完成的。论文从开题论证到论文架构，再到技术细节，甚至标点符号的修改，都凝聚了胡老师的大量心血。胡老师治学严谨，理论素养深厚，务实并不断创新，给我以巨大的感染和深刻的启迪，并将成为我今后工作与学习的榜样。他为人随和、幽默，诲人不倦，对弟子要求甚严。正是在胡老师的悉心指导下，我系统地学习了货币金融理论，拾取了经济学宝库里的一颗珍珠，另外，研究生课程班的臧旭恒老师、樊丽明老师、于良春老师、张东辉老师、姜旭朝老师、范爱军老师、李铁岗老师、徐向艺老师、梁树新老师、杨蕙馨老师、杨桂玲老师、徐超丽老师等都给了我相关课程较前沿的经济学理论指导。通过这些课程的学习，使我本来甚为薄弱的经济学理论功底日渐增强，得以顺利完成这篇学位论文。

在此，对以上各位老师以及其他给予我知识养份和帮助而不能在此一一提及的众多老师和朋友一并致以深深的谢意。最后还要感谢我的单位领导和同事们，感谢我的妻子和女儿，感谢他们的支持与理解，使我得以顺利完成学业。

孙 国 东

2007 年 3 月于山东大学

攻读学位期间发表的学术论文目录

- 1、《2003：资产重组的发展趋势分析》 经济工作导刊 2003.4 总第 208 期
P5-P7 第一作者
- 2、《晨明纸业：民族造纸业的领航者》 证券导刊 2005.10 总第 379 期
P69-P70 第一作者