



中国经济文库·应用经济学精品系列(二) ▶▶▶▶▶▶▶▶

韩 丹◎著

股市融资、资本积累 与产业结构升级研究

Research on Stock Financing,
Capital Accumulation and Industrial
Structure Upgrading



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE



中国经济文库·应用经济学精品系列(二)

韩 丹◎著

股市融资、资本积累 与产业结构升级研究

Research on Stock Financing,
Capital Accumulation and Industrial
Structure Upgrading



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

北 京

图书在版编目(CIP)数据

股市融资、资本积累与产业结构升级研究 / 韩丹著.

北京:中国经济出版社,2016.3

ISBN 978-7-5136-4191-3

I. ①股… II. ①韩… III. ①股票市场—研究 IV. ①F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2016)第 047929 号

责任编辑 姜 静
责任审读 贺 静
责任印制 马小宾
封面设计 华子图文

出版发行 中国经济出版社
印 刷 者 北京艾普海德印刷有限公司
经 销 者 各地新华书店
开 本 710mm × 1000mm 1/16
印 张 12
字 数 161 千字
版 次 2016 年 3 月第 1 版
印 次 2016 年 3 月第 1 次
定 价 48.00 元

广告经营许可证 京西工商广字第 8179 号

中国经济出版社 网址 www.economyph.com 社址 北京市西城区百万庄北街 3 号 邮编 100037

本版图书如存在印装质量问题,请与本社发行中心联系调换(联系电话:010-68330607)

版权所有 盗版必究(举报电话:010-68355416 010-68319282)

国家版权局反盗版举报中心(举报电话:12390)

服务热线:010-88386794

| 前 言 |

长期以来,股票市场与经济增长之间的关系一直是经济学界的一个极富争议性的热门论题,相对而言,股票市场与产业结构升级关系的研究则是一个较少有人涉及的领域。部分学者曾从股票市场的功能和制度视角对此问题进行了研究,认为我国股票市场对产业结构升级的作用并不明显甚至没有影响。然而,笔者认为,股票市场的功能能否有效发挥并促进产业结构升级是有条件的,即需要一个国家具有较高的经济发展水平和较好的信用与法治基础。发展中国家特别是转轨国家在发展股票市场的初中期并不具备这些条件,从而限制了股票市场功能有效地发挥,因此,笔者认为,仅仅从功能角度来研究股票市场与产业结构升级的关系有很大的局限性,研究股票市场与产业结构升级的关系应该与其所处的大环境相联系,与该国的经济发展水平、信用和法治环境相联系。基于此,本书拟从融资和融资模式变迁的角度探讨股票市场与产业结构升级之间的关系,并为中国股票市场的进一步发展和融资制度的不断完善提供相关政策建议。

本书的主要工作及创新点如下:

第一,本书构建了一个中国股市融资和产业结构升级关系的理论分析框架。通过对股票市场资本积累效应的研究,本书提出以资本积累为中间变量来研究股市融资与产业结构升级的关系,并建立了股市

融资对资本积累以及资本积累对产业结构升级的影响模型,将“股市融资—资本积累—产业结构升级”三大要素有机整合,进而系统地分析了股市融资与产业结构升级的关联机制和不同股市融资模式对产业结构升级的作用路径。该理论分析框架弥补了传统的“金融发展——经济增长”范式难以揭示问题实质的不足,并有利于从资本形成层面深入探讨股市融资与产业结构升级的互动关系。

第二,本书拓展了以股票市场融资总额计量的模式,构建了股市融资率的度量指标。通过选取 1993—2012 年在 A 股上市的 2494 家中国公司 IPO 融资以及上市时的总资产数据,本书建立了分年度各地区的单位资产融资额来表示股市融资率。该指标将简单的年度融资总额扩展到年度各地区股市融资率,并考虑了各年度 IPO 公司的数量变化对股市融资总额的影响。运用该指标不仅可以有效度量股票市场的融资状况,而且可以克服以往研究缺乏充足数据、无法支撑计量统计工具运用的不足。

第三,本书以 Pagano 内生增长模型为理论依据,构建了中国股市融资与产业结构升级关系的检验模型,并运用该模型对股市融资与产业结构升级的关系进行了实证研究。结果发现,股市融资在影响资本积累的同时,进一步促进了产业结构的升级,无论是以三次产业结构比例的变化还是以工业部门内部附加价值和高加工化程度的变化来衡量产业结构升级,股市融资对产业结构升级都具有显著的正向影响。本书的实证分析还发现,我国银行信贷对产业结构升级的支持远小于股市融资,甚至对产业结构升级产生负向影响,这从另一侧面说明了股市融资对产业结构升级的重要性。本书的实证检验还发现,不论是从短期还是从长期来看,一方面,股市融资是促进产业结构升级的重要因素;另一方面,产业结构升级反过来又影响着股市融资,且两者的双向短期因果关系明显强于双向长期因果关系。

第四,本书分析了不同股市融资模式对产业结构升级的影响。结果发现审批制模式下的产业分布呈现支持产业政策中鼓励的产业以及国有企业的特征,核准制模式下的产业分布呈现支持具有竞争优势的产业以及资本和技术密集型产业的特征。不同于以往实证研究仅采用一个大样本而不考虑不同股市融资模式影响的方法,本书构建了“审批制”和“核准制”两类样本,分别对两类样本中的股市融资与资本积累及产业结构升级的关系进行了实证研究,结果发现:审批制下,股市融资对资本积累及产业结构升级有正向影响,但没有通过显著性检验;而在核准制下,股市融资对资本积累及产业结构升级有正向显著影响。这说明股票市场融资模式的市场化演进有利于股市融资促进资本积累和产业结构升级。

本书受到了陕西师范大学“211 工程”与学科建设经费的出版资助,同时特别感谢中国经济出版社尤其是姜静编辑为本书的如期出版所付出的努力。

笔者

2016 年 1 月

目 录

第1章 绪 论

1.1 研究背景	1
1.2 问题的提出	5
1.3 研究目的及意义	8
1.4 研究方法	9
1.5 研究思路及技术路线	10

第2章 文献述评

2.1 股票市场功能观和内生发展观	15
2.2 股票市场与经济增长	24
2.3 股票市场与产业结构升级	30
2.4 目前研究的局限及不足	34
2.5 小结	35

第3章 中国股票市场的融资模式及其演变

3.1 融资模式概念的界定	36
3.2 成熟市场国家的融资模式	39
3.3 新兴市场国家的融资模式	44

3.4 中国股票市场融资模式及其市场化演进	46
3.5 小结	55

第4章 股市融资与产业结构升级——基于资本积累视角的分析框架

4.1 资本积累视角下的股市融资	58
4.2 股市融资与产业结构升级的关联机制	59
4.3 股票市场融资模式对产业结构升级的作用路径	73
4.4 小结	78

第5章 中国股市融资的产业分布特征

5.1 中国股市融资现状	80
5.2 股市融资的产业分布特征	81
5.3 不同股市融资模式下的产业分布特征	85
5.4 小结	99

第6章 中国股市融资对资本积累影响的实证分析

6.1 模型设定和变量选择	100
6.2 基于面板数据的实证分析	104
6.3 不同股市融资模式对资本积累的影响	111
6.4 小结	113

第7章 中国股市融资与产业结构升级关系的实证分析

7.1 模型构建和变量选择	115
7.2 基于面板数据的实证分析	125
7.3 因果关系检验	134

7.4 不同股市融资模式对产业结构升级的影响研究	150
7.5 小结	155

第8章 结论与建议

8.1 基本结论	157
8.2 政策建议	160
8.3 主要创新	164
8.4 有待进一步研究的问题	166

附 录

附录 1-1 中国 31 个省份各变量的单位根 ADF 检验结果	167
附录 1-2 中国 31 个省份各变量的单位根 PP 检验结果	169

参考文献 / 171

重要学术术语索引 / 181

| 第 1 章 |

绪 论

1.1 研究背景

对于中国近些年来持续高速的经济增长,国内外经济学家给予了广泛关注。不少学者在比较各生产要素对经济增长的贡献程度时发现:资本投入的贡献程度远远高于技术进步和人力资本等其他生产要素。其中,许江萍和王昌林(1997)^[1]在分析中国经济增长原因时发现资本投入对中国经济增长的贡献一直占据着首要位置,人力资本投入对经济增长的贡献则日益下降。韩廷春(2002)^[2]认为中国经济的增长在目前阶段上还是以有形资本积累为主,结构变动、人力资本以及 R&D 资本对经济增长的贡献还很小。陈金明(2004)^[3]利用柯布·道格拉斯生产函数的对数形式建立经济增长的实证模型,以中国 1952—2001 年的经济发展数据为依托,得出资本形成、就业、技术实现对中国经济增长的贡献率依次为 0.7、0.065、0.175,这表明资本的贡献程度远远高于其他生产要素。

资本形成作为经济发展的动力,关键是储蓄向投资的转化。按照储蓄向投资转化的方式,有储蓄资源用于投资的直接转化机制和

储蓄主体将自身的储蓄资源通过购买证券间接转移给投资主体两种。前者储蓄和投资行为的发生过程具有同一性,但其储蓄规模和投资需求出现不一致的可能性也极大,现实经济生活中的转化规模较小;而后者则可以充分调动储蓄资源,提高资本形成的总规模。在间接转化机制中,金融机制在以金融工具交易完成储蓄向投资转化的直接金融和以金融机构的债权债务转移为核心的间接金融中发挥着重要作用。中国传统的资本形成机制表现为高度集中的间接金融模式,其主要特征是投资主体由国家承担,投资方式由国家规定,投资资金基本上来源于国家财政或者银行资金。国家通过强有力的金融控制,一方面,利用可靠的国家信用消除国有银行储蓄者的风险顾虑,使国有银行体系可以迅速将分散于居民手中的金融剩余集中起来,从而增加了国家控制的可供资金数量,并保持了较强的聚集金融剩余的能力。另一方面,由于国家掌握着银行信贷分配权和利率决策权,对金融资源的分配具有决定权,从而为经济增长提供重要的资金支持。但是这种模式在很大程度上也造成了融资效率的损耗,限制了融资市场的发展和资金供给与需求主体的选择空间,致使储蓄结构与投资结构严重偏离,使巨额居民储蓄的潜在优势难以转化成现实的建设资金供给。

自改革开放以来,我国收入流程结构发生了重大变化,最明显的特征之一是居民货币收入的增长速度高于国民收入的增长速度,居民收入结构的变化直接反映在储蓄份额的变化上,并通过储蓄份额的变化引致金融体系结构的变化。表1-1列示了我国1978—2004年住户部门、企业部门和政府部门储蓄份额变化的概况,1978年居民部门的储蓄份额占9.5%,政府部门储蓄份额占60.4%,而到2004年,居民部门的储蓄份额占40.62%,政府部门储蓄份额占13.08%,企业部门的储蓄份额由1978年的30.1%增加到2004年的46.30%,三个部门储

蓄的动态变化过程反映了由政府占主导地位向居民占主导地位的变迁。在改革开放初期,由于政府部门占主导地位,国民经济中的储蓄主体和投资主体都是政府,因而资源配置方式是以计划性和行政性的财政投资为主。随着改革开放的不断深入,政府部门的储蓄份额逐渐下降,居民和企业部门的储蓄份额不断增加,并占据了主导地位,储蓄主体和投资主体发生分离,这就为金融市场配置资源提出了需求和可能。

表 1-1 1978—2004 年中国三部门储蓄份额动态变化

年份	1978	1984	1988	1995	1996	1998	2000	2001	2002	2003	2004
居民部门	9.5	44.8	53.8	49.1	52.9	51.0	40.23	52.23	51.11	45.88	40.62
企业部门	30.1	35.3	32.4	36.4	33.6	35.8	47.27	37.16	38.50	43.70	46.30
政府部门	60.4	19.9	13.8	14.5	13.5	13.2	12.50	10.61	10.39	10.42	13.08
总储蓄	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

资料来源:1978 年、1984 年、1988 年数据来自吴晓求(2006),1995—2004 年数据根据《中国统计年鉴》(1998—2007 年各卷)资金流量表测算得到。

到 2004 年我国居民持有的资产数量为 50 多万亿元,其中居民的金融资产达到 12 万亿元,占总资产的 22%,包括银行存款、股票及债券,主要以储蓄存款为主。居民储蓄已不再是传统意义上的消费基金,具有向投资基金转化的趋势。居民储蓄的增加为股票市场的发展创造了良好的条件。到 2012 年底,我国股票市场募集资金已经达到 8.2 万亿元。虽然中国金融体系目前仍以商业银行的间接融资为主体,但动态地看,股票市场发展导致全部金融资产中证券化资金比率在不断上升。从图 1-1 可以看出不论是流通市值占金融总资产的比重还是市价总值占金融总资产的比重都呈逐年上升趋势,这说明自 20 世纪 90 年代以来,我国股票市场日益发展壮大,对经济发展发挥着越来越重要的作用。

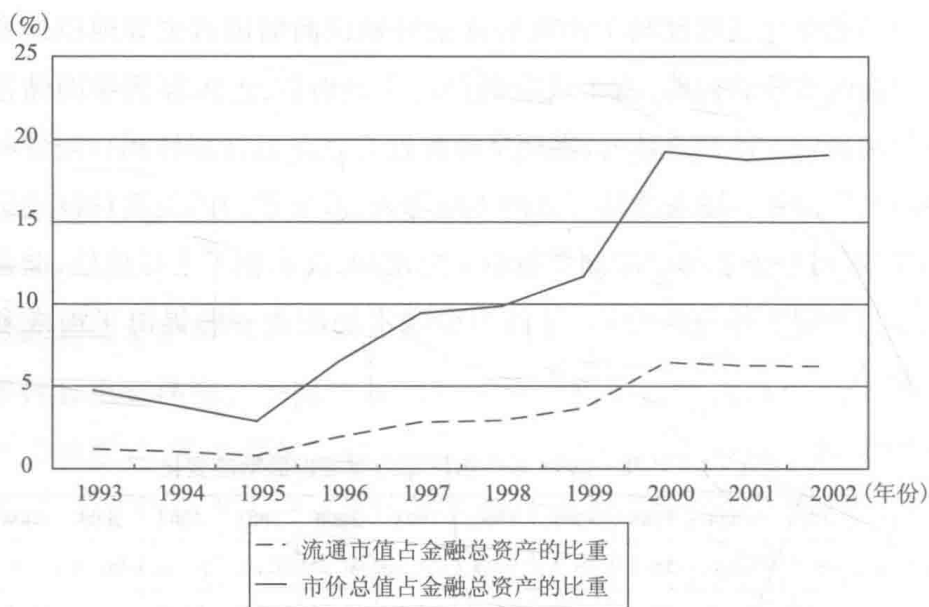


图 1-1 股票市场占金融总资产的比重

资料来源:股票市值取自中国证监会网站(www.csrc.gov.cn)统计数据,金融资产总额数据取自《中国金融年鉴》(1994—2003 年各卷)。

股票市场融资作为一种直接融资方式,把储蓄主体和投资主体有机地结合起来,使部分投资需求和部分储蓄供给在股票市场上直接碰面,并通过利率和资本价格调节在市场上形成均衡,股票市场以入股、参股和合股的方式融集资金,不受流动性的限制。股市融资是直接融资方式中比较有优势的融资方式,在动员和融集社会闲散资金及分散风险等方面具有一系列优点。发展股市融资对摆脱资金困境、促进产业结构升级和经济的持续发展具有重要作用:第一,在居民储蓄水平大幅度提高的前提下,在多种投资品存在的刺激下,通过股市融资有助于提高居民的储蓄倾向。将居民储蓄转化为长期的金融资产,为长期投资提供稳定的资金来源,进而可以促进产业结构升级和经济增长;第二,通过股市融资有利于改善资金配置和使用情况,股市融资是一种市场选择行为,广大投资者将资金注入到发展前景好的企业或产

业,而从前景不好的企业和产业中撤出,使得募集资金投向合理化和集中化,在一定程度上避免了由于资金投向不合理而导致的资金浪费,从而有利于产业结构的调整和升级;第三,发展股市融资可以改变传统的银行单一资金融通渠道,通过提高股市融资比重,可以使银行风险得以释放和分流,便于银行按照商业化原则从事资金经营,与股票市场形成互补,有利于经济的持续发展。

1.2 问题的提出

在经济学文献中,直接对股票市场与产业结构升级的相互关系所做的研究与成果并不多见。已有文献大多都是从经济增长的角度来论及股票市场,而在讨论股票市场与经济增长关系时,经济学家对股票市场能否促进经济增长也存在分歧,主要有以下两种不同的观点。

一些经济学家指出,股票市场不仅与经济增长成正相关,而且能显著地促进经济增长。Gurley 和 Shaw(1955)^[4]最早对美国股票市场的作用进行研究,发现从19世纪到20世纪中期美国发行的股票价值占到国民收入的一倍以上,股票市场的融资能力、流动性和规模发展促进了资本的形成,加快了经济增长。Atje 和 Jovanovic(1993)^[5]利用发达国家和发展中国家在内的40多个国家1980—1985年的资料对股票市场增长率和人均GDP的关系进行了实证分析,发现这些国家的股票市场发展与经济增长有明显的相关关系,股票市场交易率每增加一个百分点,经济增长率将上升0.083个百分点。Demirguc - Kunt 和 Levine(1996)^[6]则将43个国家按照收入水平分成3类后,对各类样本国的股票市场和经济增长的关系做了进一步研究,发现在不同收入水平的国家金融结构存在很大差别,按照收入水平从低到高的顺序,商业银行和非银行金融机构的作用逐渐递增,而中央银行的作用则逐渐递减。相对于低收入国家,高收入国家有更完善的综合金融体

系和股票市场。Levine 和 Zevors (1998)^[7] 采用股票市场规模、成交量、交易率、国际一体化水平和股票市场波动率等 6 个指标对 47 个样本国的股票市场发展水平进行了衡量,在对这些国家 1976—1993 年的股票市场发展水平与 GDP 增长之间的关系进行回归分析后发现:股票市场总体发展和长期经济增长之间确实存在着很强的相关关系。Boyd 和 Smith (1998)^[8] 也认为处于较高收入水平下的经济总是伴随着活跃的股票市场,经济的高速增长与股票市场的高速增长紧密联系在一起。

相反,以 Harris、Arestis 和 Demetriades 为代表的经济金融学家则认为股票市场的存在和发展对一个国家经济发展的促进作用并不明显,甚至认为股票市场的存在和发展根本不能促进一国经济的发展。Harris (1997)^[9] 对发达国家和发展中国家数据分别进行回归分析,结果发现:对发展中国家来说,股票市场的有无投资都是不重要的,股票市场对经济增长的作用效应非常弱;而对发达国家而言,股票市场的活动水平确实有助于解释人均实际 GDP 增长率,股票市场对经济增长的作用高于发展中国家,但是没有足够证据证明股票市场的发展水平与人均产出水平有关。Arestis 和 Demetriades (1997)^[10] 以股票市场是否有效率作为出发点,认为缺乏效率的股票市场,其定价机制和接管机制的功能并不能很好地发挥,难以对经济增长发挥应有的作用,并在对美国和德国的股票市场与经济增长进行回归分析的基础上,得出了没有充分证据证明股票市场对实际 GDP 增长产生了影响的结论。

上面两种观点产生分歧的根源在于发达国家和发展中国家之间的不同发展阶段股票市场所呈现出来的差异性。在许多发达国家,股票市场发展的速度甚至超过了经济增长的速度,对世界经济发展和国内产业结构升级做出了巨大的贡献。但是在发展中国家,股票市场对经济增长的作用犹如一把双刃剑,一方面有力地促进了各国的经济增

长,另一方面其对发展中国家金融体系的冲击又导致地区性金融危机时有发生。比如,1994年的墨西哥金融危机、1997年的东南亚金融危机和2008年的越南金融危机。在对发展中国家金融危机进行反思的过程中,可以发现产业结构转换滞后、股票市场缺乏产业支撑是导致各国发生金融危机的重要原因。从越南、东南亚和墨西哥的股票市场结构来看,股票市场中相当部分的资金支持了与产业发展无关的资金需求,而另一部分则流向了低效益产业。如在越南的外资中,大量资金涌入越南股票市场,推动了越南股票市场的暴涨,主要股指在2006年涨幅达145%,2007年前两个月又上涨51%,越南股市总市值从2006年初的不足10亿美元猛增到150亿美元。2007年2月其他国家股票市场波动剧烈,越南股票市场则增势不减,一周之内增长5.9%。大量的市场炒作造成了越南股票市场的虚假繁荣。在泰国的外资中,则有超过50%的资金集中在证券市场炒作,1987—1993年泰国的股价上涨了6倍,而股市基金平均收益仅为11.7%。在墨西哥的外资中,1994年仅仅来自美国的FDI就高达450亿美元,却只有30%的资金进入生产部门,其余的资金则进入债券、股票和货币市场炒作。从大量现实的金融事件中可以看到,股票市场的虚假繁荣不但不能推动经济发展,反而会损害股票市场本身的发展。股票市场的虚假繁荣导致无效率投资加大,使投资行为严重扭曲,经济泡沫成分加重,最终引发金融危机。因此,当我们重新审视越南、泰国和墨西哥的股票市场时,不得不强调股票市场发展与产业结构转换相结合的重要性。股票市场促进产业结构升级的前提就是股市融资作为产业投资必须被用于生产过程,并在生产过程中得到增值。产业发展实际上构成了股票市场运行的物质基础,而股票市场在一定程度上又具有自身的独立性。当股票市场脱离产业发展实际而过度膨胀时,就形成了金融资产泡沫,并影响到产业结构的正常演进。因此,深入研究股票市场与产

业结构升级的结合机制,促进股票市场与产业结构升级的有机结合,已成为促进股票市场和经济持续发展的重要课题之一。

中国股票市场建立的初衷之一就在于为日益增长的产业发展资金需求提供新的支持机制。通过股票市场,部分资金需求和部分资金供求能够迅速结合,资金需求者能够获得其所需要的永久性长期发展资本。中国股票市场经过十多年的发展,股市融集的资金量迅速增加,融资制度也不断完善。然而,我国关于股票市场融资与产业结构升级问题的研究还十分薄弱。比如,中国股市的融集资金是否促进了产业结构升级?中国的股市融资模式是否适应并有利于产业结构的升级?研究者对这些问题并没有进行深入的研究和解答。而对这些问题的研究和解答,无论是对检验现有的有关理论还是对中国经济的实际发展,以及制定正确的股票市场发展政策和相应的产业政策,都有重要的现实意义。因此,本书拟以研究股市融资与产业结构升级的关系为主线,在重新度量中国股市融资率的基础上,对以上问题进行讨论和解答。

1.3 研究目的及意义

本书拟从股票市场融资角度,探讨我国股票市场内的资本流动与实体经济中的产业结构升级二者之间的关系。首先,本书以 1993—2012 年 A 股市场的上市公司为样本,采用资金流量分析法系统分析股市融资的产业分布特征,并对国民经济产业结构调整中各行业的此消彼长是否在股票市场得以体现,产业政策中支持的支柱产业和高新技术产业是否在股票市场中得到有效的识别和支持进行深入探讨;其次,建立 panel data 模型对股市融资与资本积累及产业结构升级的关系进行实证研究,考虑到股市融资和产业结构升级在实证研究过程中可能存在的内生性问题,进一步采用 IV 工具变量方法进行实证检验;