



BOSHI WENKU

〔经济学〕

# 中国股票市场的信用问题

ZHONGGUO GUPIAO SHICHANG DE XINYONG WENTI

冯登艳 著

知识产权出版社



BOSHI WENKU  
[经济学]

# 中国股票市场的信用问题

ZHONGGUO GUPIAO SHICHANG DE XINYONG WENTI

冯登艳 著

知识产权出版社

## 内容提要

本书从信用、虚拟资本、股票市场的内在联系入手,考察了中国股市的信用状态,分析了中国股市信用缺失的原因,提出了重建中国股市信用秩序的对策。

股票是信用创造的联合资本的虚拟形式,信用是股票市场大厦的基石。中国股市是在缺乏信用基础的情况下,由政府主导而发展起来的。信用缺失是中国股市当前存在的最主要的问题。中国股市信用缺失的根源在于正式制度约束和非正式制度约束都存在着缺陷。重建信用秩序已是发展中国股市的头等大事。

责任编辑:蔡虹

图书在版编目(CIP)数据

中国股票市场的信用问题/冯登艳著. —北京:知识产权出版社,2008.2

ISBN 978-7-80247-068-2

I. 中… II. 冯… III. 股票—资本市场—信用—研究—中国 IV. F832.51

中国版本图书 CIP 数据核字 (2008) 第 021274 号

## 中国股票市场的信用问题

冯登艳 著

出版发行: 知识产权出版社

社址: 北京海淀区马甸南村1号

网 址: <http://www.ipph.cn>

发行电话: 010-82000893 82000860 转 8101

责编电话: 010-82000860 转 8324

印 刷: 知识产权出版社电子印制中心

开 本: 880mm×1230mm 1/32

版 次: 2008年2月第1版

字 数: 200千字

ISBN 978-7-80247-068-2/F·164 (2122)

邮 编: 100088

邮 箱: [bjb@cnipr.com](mailto:bjb@cnipr.com)

传 真: 010-82000893

责编邮箱: [caihong@cnipr.com](mailto:caihong@cnipr.com)

经 销: 新华书店及相关销售网点

印 张: 7.25

印 次: 2008年2月第1次印刷

定 价: 20.00元

版权所有 侵权必究

如有印装质量问题,本社负责调换。

## 内容摘要

本书从信用、虚拟资本、股票市场的内在联系入手，考察了中国股市的信用状态，分析了中国股市信用缺失的原因，提出了重建中国股市信用秩序的对策。

信用是一个历史范畴，是社会演化的结果。经济学中的信用是从人们的经济活动中考察的，传统意义上的信用是指借贷资本运动的方式。但随着经济的发展，信用交易范围的不断扩大，信用的内涵和外延也在发展。信用本质上是个经济问题即产权问题，同时，它又作为一种道德准则和法律制度来规范市场主体的交易行为，它还是一种契约文化的体现。

信用本身是抽象的，要借助于各种凭证表现出来，即为信用工具。虚拟资本是信用创造的重要的信用工具。虚拟资本产生后，信用显得尤为突出和至关重要。虚拟资本本身没有价值，但人们还是接受它，这完全基于信用，离开了信用，虚拟资本就根本不存在。股票是信用创造的联合资本的虚拟形式，进行股票交易的股票市场的运行完全建立在信用基础之上，信用是股市大厦的基石。股市上的信用要靠多个市场参与主体来维持，然而，由于上市公司在与多个市场主体的关系中始终都处在信息优势地位，股市信用也就主要依赖于上市公司的信用。

中国股市无论是对经济改革还是对经济发展都起到了巨大的推动作用。然而，中国股市是在缺乏信用基础的情况下，由政府主导而发展起来的。其发展在很大程度上依赖于政府的制度安排和推进，表现为用行政机制代替市场机制，用国家信用代替市场信用。信用缺失是中国股市当前存在的最主要的问题。中国股市

信用缺失的根源在于正式制度（产权、法律制度等）约束和非正式制度（道德文化）约束都存在着缺陷。中国需要股市，股市离不开信用，重建信用秩序已是发展中国股市的头等大事。

## 一、本书的主要内容

本书除导论外，共分七个部分。  
导论阐述了选题的思考与研究意义、本书的基本思路和研究的方法。

第一部分对信用概念、信用的产生与发展、信用机制以及马克思和西方的信用理论进行了探讨，提出自己对信用的理解。信用是基于信任基础上的有时间间隔的经济交易行为。随着社会经济的发展，信用交易范围不断扩大，信用的内涵越来越丰富，外延越来越宽泛。心理上的信任是信用的核心，产权是信用的基础，法律是信用的保障，诚信是信用的思想道德支撑。马克思认为，信用对社会经济的发展具有巨大的推动作用，但信用也容易助长投机、欺诈行为的发生，造成虚假的膨胀，导致资源配置的扭曲。根据当代西方经济学的博弈论，信用的产生和演进是自然选择的结果。个体之所以选择信用，是因为有信用比没有得到更多，个体间的长期博弈过程会形成一系列的信用合作关系。社会群体形成信用合作关系，因为有了信用，才避免了社会资源过多地配置于合约的谈判、监督和对违约惩罚上，使群体能获得更多的资源，从而提高生存能力。在现实市场经济中，信用交易并不总是重复博弈，一次性博弈大量存在，必然引发许多不合作的失信行为。在这些情况下，要使信用交易能够进行，必须通过第三方的强制手段即法制手段，对失信者以法律的惩罚代替个人之间的“一报还一报”。

第二部分对马克思虚拟资本理论进行了探讨，目的在于说明股票是由信用创造的，它体现了更高层次的信用。从马克思对虚

拟资本的论述可以得出，虚拟资本是由信用创造的，信用特征是虚拟资本的本质特征，股票是信用创造的联合资本的虚拟形式。股票是重要的信用工具，是更高层次的信用形式，因为股票信用既不承诺回报多少，也没有具体的时间限制。

第三部分阐述了信用是股市的基石。股市是市场体系的高级形式，一方面，股市把信用交易发展到更高阶段，对信用有着更高的要求；另一方面，在股市上进行交易的股票是一种虚拟资本，与一般的产品、要素市场相比，股市有其特殊性，这决定了股市的不确定性，信息不对称更为严重，道德风险更为突出。所以，股市上的信用更为重要，它的运行完全靠信用来维系，一旦信用体系瓦解，市场就会顷刻崩溃。股市在自然产生和演进中，参与者的重复博弈产生信用机制，法律的介入为维护股市信用提供保障。

第四部分论述了上市公司信用是股市信用的核心及影响上市公司信用的因素。上市公司在股市上始终处在信息优势地位，是受信方，它的行为对其他参与主体有着重要的影响。上市公司的信用状况，直接关系到投资者的信心，决定着市场的兴衰存亡。独立的产权是上市公司信用的基础，完善的公司治理结构是上市公司信用的制度保障，有效的外部监督是构筑上市公司信用的“防火墙”。

第五部分对中国股市的信用状态进行了实证分析，通过大量的典型案例说明了中国股市信用缺失。失信已成中国上市公司的一大通病，从造假骗取上市资格，到随意变更募集资金投向；从虚增收入和利润，到披露虚假信息；从虚假重组，到掏空上市公司；等等。中介机构也沦为股市造假的帮凶，使股市染上了“信用缺失综合征”。

第六部分从正式制度和非正式制度两个方面，对中国股市信用缺失的原因进行了分析。股市上存在的产权不明晰、国有股

“一股独大”、产权不完备等产权制度缺陷，使产权对信用的激励与约束失灵；法律不健全且执法不严、监管不力以及退市制度缺陷，使失信成本降低；长期的计划经济使得我们社会用命令和计划代替市场契约关系，许多契约关系的原则被行政权力扭曲变形，淡化了人们的信用意识，信用文化缺失是股市普遍失信的深层次原因。

第七部分提出了重建中国股市信用秩序要从完善正式制度（产权、法律和监管制度等）和加强信用文化建设两方面着手。但正式制度约束有效作用的发挥依赖于非正式制度约束作用的发挥，执行制度的是文化中的人，没有被信用文化内化过的人，没有普遍的文化认同，制度的执行会大打折扣。因此，在完善产权、法律、监管等正式制度的基础上，构建与现代市场经济相配套的信用文化，是重建股市信用秩序乃至整个社会信用秩序的有效途径。

## 二、有所创新之处

### 1. 选题上

尽管中国股市信用缺失的问题非常严重，但学术界主要从诚信层面对该问题进行研究。本书试图从经济、法律、道德文化等层面对中国股市信用问题进行系统研究。

### 2. 视角上

本书从信用、虚拟资本、股票市场的内在联系入手，分析了信用创造虚拟资本、股票是信用创造的联合资本的虚拟形式、信用是进行股票这种虚拟资本交易的股票市场的基石。

### 3. 研究方法上

从静态和动态两方面分析了信用的产生。信用的产生和演进就像生物进化一样，是自然选择的结果。个体间的长期博弈过程

就会形成一系列的信用合作关系。社会群体在演化过程中形成信用合作关系，是提高生存能力的需要。

#### 4. 观点上

本书提出了一些自己的看法：

(1) 对信用概念的理解突破了“借贷”的限制，认为信用就是基于信任基础上的有时间间隔的经济交易行为，信任是信用的基本含义，诚信是信用的基本要求。

(2) 信用是经济、法律、道德文化的统一体，具有丰富的内涵和外延，信任是信用的核心，时间间隔性是信用的特征，产权是信用的本质；信用是一种道德准则，是一种法律规范，是一种契约文化，是一种能力，是一种资源，是可量化的信息。

(3) 中国股市信用缺失的根源在于正式制度和非正式制度都存在缺陷，产权制度缺陷是信用缺失的根本原因，信用文化缺失是信用缺失的深层次原因，加强信用文化建设的关键在于规范政府行为。





## Abstract

This thesis, which examines the credit status in China's stock market, makes an analysis of the factors leading to the deficiency in credit, which is approached in relation to credit, fictitious capital, and stock market, and then proposes some strategies with regard to the reconstruction of China's stock market in credit order.

The word credit, by modern sense, goes beyond the denotation of loaning and borrowing. Instead, it incorporates various meanings and can be regarded as a combination of economics, culture, morality and law. The question of credit, in essence, is of economy. Stock, as a type of fictitious capital, is created by credit which characterizes the fictitious capital. As the operation of stock market is ensured by credit, credit plays an all the more important role. Listed companies, in contrast with other market bodies, have better access to information and the advantages of being a trustee. The credit of stock market, therefore, is largely determined by that of listed companies.

As China's stock market were ushered in primarily by the government and suffered deficiency in credit, the market, in larger measure, rely heavily on the government's institutional arrangements. The reliance basically finds expression in executive mechanism takes place of market mechanism, and state credit in place of market credit. The deficiency in credit in China's



stock market, being the No. 1 problem confronting China's stock market, is attributable to the flaws existing both in China's formal and informal constraints. The reconstruction of China's stock market in credit order, undoubtedly, deserves top priority.

### **Contents of the thesis:**

The whole thesis, not including introduction, consists of seven sections.

Introduction: The purpose and meaning of the thesis. The basic line of thoughts as well as the methodology.

Section One: Definition of credit, its history, mechanism, and the credit theories as advocated by Karl Marx and the other Western schools of thoughts. On this basis, the author advances interpretation of credit which goes: credit is an economically contractual activity which is based on trust and has time interval. Whereas the psychological trust is the core of credit, property rights is the foundation; while law is the guarantee of credit, honesty is the moral pillar. The author also maintains that the connotation of credit is open to extension.

Section Two: An examination of the fictitious capital theories as held by Karl Marx. According to Marx, fictitious capital emerged on the basis of credit, and is characterized by it.

Stock is the fictitious form of the combined capital which is created by credit; it represents a higher level of credit.

Section Three: The idea that credit is the basis of stock market is presented. The stock traded on the stock market is a fictitious capital which, in contrast with the normal markets such



as product, or factor markets, has its own characteristics. The problems of uncertainty, imperfect information, and moral hazards are all the more serious in stock market. The operation of stock market is guaranteed entirely by credit. The collapse of credit systems would lead to the downfall of market.

Section Four: The argument is presented that the credit of listed companies is the core of stock markets. Also factors leading to the credit of listed companies are treated. The credit of listed companies bears direct relevance to the investors' confidence, and hence the prosperity of market. It is the author's belief that the independent property rights is the basis of the credit of listed companies; a sound governance structure provides an institutional guarantee, and an effective external supervision is the fire wall, as it were.

Section Five: Positive analysis is made of the credit of China's stock market. By citing examples in large number, the deficiency in credit on the part of the listed companies has proved to be a common problem. What's more, some intermediate agencies have degenerated into accessories of fraud in listed companies, reducing stock market to have developed a so-called Deficiency in Credit Syndrome.

Section Six: From the perspectives of formal and informal institutions, effort is made to analyze the cause of deficiency in credit. The unclear demarcation of property rights in the stock market, along with the overwhelming dominance of state-owned shares makes property rights fail to constrain and stimulate the performance of credit. In addition, the unsound judicial system, notably enforcement system, all these combined to have reduced

the cost of discreditable activities. Finally, the author presents the view that the deficiency in culture is the deep-rooted cause.

Section Seven: The ordering of China's stock market should be approached from the perfection of formal institution and credit culture. And the effective operation of formal institution relies upon the formal institution. The creation of credit culture which fits the modern market economy serves as an effective approach.

### **The innovation in this thesis:**

#### 1. Choice of the topic

This essay attempts to research systematically the problem of credit in China's stock market in terms of property rights, law, moral culture.

#### 2. As far as the research perspective is concerned

This thesis analyzes, in relation to credit, fictitious capital, stock market, the facts that credit creates fictitious capital, stock is the fictitious form of unified capital created by credit, and that credit is the foundation of stock trading.

#### 3. As far as the research methodology is concerned

Analysis is made both statically and dynamically the making of credit. The long-standing game between individuals forms credit and cooperation. The credit and cooperation is created by social colony and is the result of evolution.

#### 4. In terms of point view

The author presents the following views:

(1) The understanding of the word credit goes beyond the denotation of loaning and borrowing. The author proposes that credit is an economically contractual activity which is based on

trust and has time interval. While trust is the basic ingredient of credit, honesty serves as its pre-condition.

(2) Credit is a combination of economics, culture, morality and law. Whereas the psychological trust is the core of credit, property rights is the foundation, law is the guarantee of credit, honesty is the moral pillar.

(3) The deficiency in credit in China's stock market is attributable to the flaws existing both in China's formal and informal constraints. And the deficiency in culture is the deep-rooted cause. The key to enhancing the construction of credit culture lies in the effort to regularize the government's behaviors.

# 目 录

0 导论 .....	(1)
0.1 选题思考与研究意义 .....	(1)
0.2 基本思路和研究方法 .....	(3)
0.2.1 基本思路 .....	(3)
0.2.2 研究方法 .....	(4)
1 信用 .....	(5)
1.1 信用概念 .....	(5)
1.1.1 信用概念的界定 .....	(5)
1.1.2 对信用的理解 .....	(10)
1.1.3 信用与相关概念辨析 .....	(16)
1.2 信用的产生和发展 .....	(18)
1.3 信用机制 .....	(21)
1.3.1 人格维持机制 .....	(23)
1.3.2 担保和抵押机制 .....	(23)
1.3.3 信誉机制 .....	(24)
1.3.4 第三方保障机制 .....	(24)
1.4 马克思与西方的信用理论 .....	(27)
1.4.1 马克思的信用理论 .....	(27)
1.4.2 西方的信用理论 .....	(29)
2 信用创造虚拟资本 .....	(39)
2.1 收入资本化产生虚拟资本 .....	(39)

2.1.1	从货币、资本到生息资本·····	(40)
2.1.2	从生息资本、收入资本化到虚拟资本·····	(43)
2.2	信用直接创造虚拟资本·····	(48)
2.2.1	银行信用创造虚拟资本·····	(48)
2.2.2	商业信用创造虚拟资本·····	(49)
2.2.3	信用工具创造虚拟资本·····	(51)
2.3	股票体现了更高层次的信用·····	(51)
2.3.1	信用是股份公司产生的基础·····	(51)
2.3.2	股票信用的特点·····	(53)
<b>3</b>	<b>信用是股市的基石·····</b>	<b>(55)</b>
3.1	股市是信息市场·····	(55)
3.1.1	股票市场的特殊性·····	(56)
3.1.2	股票市场的信息与效率·····	(60)
3.2	股市的不确定性和信息不对称·····	(64)
3.2.1	股市的不确定性·····	(64)
3.2.2	股市的信息不对称·····	(65)
3.2.3	股市上的道德风险更突出·····	(67)
3.3	股市靠信用来维系·····	(71)
3.3.1	一次博弈导致交易难以进行·····	(72)
3.3.2	重复博弈产生信用机制·····	(73)
3.3.3	法律为信用的维系提供保障·····	(75)
<b>4</b>	<b>上市公司信用是股市信用的核心·····</b>	<b>(79)</b>
4.1	上市公司在股票信用中的特殊性·····	(79)
4.1.1	不承诺回报多少·····	(80)
4.1.2	不受时间限制·····	(80)
4.1.3	不总是信用交易的当事人·····	(80)

4.2	上市公司信用的核心地位	(81)
4.3	上市公司信用构建	(82)
4.3.1	独立的产权是信用的基础	(83)
4.3.2	完善的公司治理结构是信用的制度保障	(84)
4.3.3	有效的外部监督是构筑信用的“防火墙”	(89)
5	中国股市的信用状态	(91)
5.1	中国股市发展概况	(91)
5.1.1	产生的背景	(91)
5.1.2	发展历程	(93)
5.2	中国股市的“中国特色”	(99)
5.2.1	产生演进的非市场化	(99)
5.2.2	上市公司是改出来的	(102)
5.2.3	股权结构人为分割	(104)
5.2.4	上市容易退市难	(105)
5.3	中国股市信用状态的实证分析	(107)
5.3.1	上市公司信用缺失	(108)
5.3.2	中介机构沦为造假帮凶	(138)
5.4	国家信用在支撑着中国股市	(141)
6	中国股市信用缺失的原因	(146)
6.1	产权制度缺陷使其对信用的激励和约束失灵	(147)
6.1.1	产权不明晰使上市公司失去守信的内在动力	(148)
6.1.2	“一股独大”且所有者缺位难以形成有效的约束	(151)



6.1.3	产权不完备使股东行为扭曲 .....	(152)
6.2	法律和监管制度缺陷使失信收益大于成本 .....	(157)
6.2.1	对失信的成本收益分析 .....	(157)
6.2.2	监管不力使失信被发现的概率降低 .....	(159)
6.2.3	惩罚不严使失信成本降低 .....	(160)
6.2.4	退市制度缺陷使失信者有恃无恐 .....	(167)
6.3	信用文化缺失是失信的深层次原因 .....	(168)
7	重建中国股市信用秩序的思考 .....	(178)
7.1	进一步完善上市公司的产权制度 .....	(180)
7.1.1	产权必须明晰化 .....	(180)
7.1.2	完善产权保护制度 .....	(187)
7.2	健全法律制度 加大惩罚力度 .....	(189)
7.2.1	强化管理层诚信义务和责任 .....	(189)
7.2.2	完善证券民事赔偿制度 .....	(191)
7.2.3	建立市场化的退市制度 .....	(196)
7.3	加强信用文化建设 .....	(199)
	参考文献 .....	(206)
	后 记 .....	(213)