

复旦大学新政治经济学研究中心

中国改革 30 年研究丛书

中国资本市场的发展与变迁

胡汝银 主笔

格致出版社  上海人民出版社

中国改革 30 年研究丛书

中国资本市场的 发展与变迁

胡汝银 主笔

格致出版社  上海人民出版社

图书在版编目(CIP)数据

中国资本市场的发展与变迁/胡汝银等著. —上海:格致出版社:上海人民出版社 2008

(中国改革 30 年研究丛书)

ISBN 978-7-5432-1528-3

I. 中… II. 胡… III. 资本市场-研究-中国 IV. F832.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2008)第 147062 号

责任编辑 忻雁翔

封面设计 陈楠

中国改革 30 年研究丛书

中国资本市场的发展与变迁

胡汝银 主笔

出版 世纪出版集团 格致出版社
www.ewen.cc www.hibooks.cn
上海人民出版社

(200001 上海福建中路193号24层)



编辑部热线 021—63914988

市场部热线 021—63914081

发行 世纪出版集团发行中心

印刷 上海图宇印刷有限公司

开本 787×1092 毫米 1/16

印张 18.5

插页 5

字数 279,000

版次 2008 年 11 月第 1 版

印次 2008 年 11 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-5432-1528-3/F·110

定价 40.00 元

出版说明

2008年是中国改革开放30周年。30年间,华夏大地演绎了一场人类历史上波澜壮阔的伟大变迁,中华民族用30年的时间走过了其他国家或地区几百年的路程,这种发展被全世界称为“中国奇迹”。在马克思主义的指导下,回顾总结这段历史,揭示中国经济高速发展的内在逻辑和一般规律,乃至进行理论上的创新,是今天我们这个伟大的时代赋予中国经济学和经济学家们的机会和责任。

为了全面地反映中国改革开放的伟大历程,我们组织了“中国改革30年研究丛书”。这套丛书涉及经济增长与结构变迁、制度创新与经济改革、公共部门与政府体制、农业改革与农村经济、金融创新与资本市场、对外开放与世界经济、市场体系与经济发展、企业改革与产业调整等15个重大选题。全国数十位经济学家通过招投标的方式参与了这套丛书的著述。

这套丛书的各部著作有一个共同的特点,那就是参与研究和写作的经济学家试图运用现代经济学的理论、方法和工具,以问题为导向,对中国改革开放30年的历程作全方位的梳理和研究,提出一些新的分析框架和理论成果。我们欢迎和支持中国经济学家的这种努力。

需要说明的是,由于中国的改革开放是人类历史上史无前例的社会实验,到目前为止,这一实验仅仅拉开序幕而远未结束,加之现代经济学理论和方法本身的局限

性,因此,这些著作对改革经验的探索和总结在资料上和理论上都不可避免地具有相对性,有待于逐步的深化和发展。我们将继续出版更具深度和远见的研究成果。

我们出版这套丛书的目的,既是为了鼓励经济学家进行理论创新和探索,又是希望经济学家之间能展开严肃、认真、求实的学术讨论,以此来推动以马克思主义为指导的中国经济学的发展,进而推动中国改革和开放的进程。

“中国改革 30 年研究丛书”编辑委员会

2008 年 10 月

目录

1 导言 / 1

- 1.1 分析逻辑与理论框架 / 3
- 1.2 中国资本市场发展的背景和基本特点 / 15
- 1.3 中国资本市场发展的三个阶段 / 28

2 发展序曲 / 39

- 2.1 股份制的孕育 / 39
- 2.2 催生市场的契机 / 44
- 2.3 市场与政府的最初博弈 / 47
- 2.4 股票市场发展过程中的政治争论 / 51
- 2.5 中国资本市场的制度传承 / 54

3 探索与兴起 / 57

- 3.1 中央政府逐渐主导资本市场的发展 / 57
- 3.2 股票市场从分散走向集中 / 60
- 3.3 资本市场进入快速发展阶段 / 64
- 3.4 证券市场的混乱与问题 / 67

4 统一监管与集中控制 / 79

- 4.1 统一监管与集中控制体系的形成 / 79
- 4.2 中央行政控制的历史基础 / 83
- 4.3 集中统一监管的成果 / 86
- 4.4 稳定至上与专业化监管 / 89

5 发行制度的演进 / 95

- 5.1 政府对新股发行主体的控制及其演变 / 96
- 5.2 发行定价方式的变化 / 102
- 5.3 新股分配机制的演进 / 109

5.4 市场化改革及前景 / 114

6 信息披露制度 / 116

6.1 信息披露制度演变的历史与现状 / 116

6.2 信息披露制度建设的成就与不足 / 122

6.3 信息披露违规行为的监管 / 128

6.4 迈向公平与透明的市场 / 131

7 股权分置改革 / 133

7.1 渊源与问题 / 133

7.2 股改前期准备 / 138

7.3 股改过程 / 140

7.4 股改结果 / 146

8 进步与成就 / 150

8.1 法规文本与市场规则演进 / 150

8.2 上市公司治理 / 155

8.3 上市公司重组 / 168

8.4 蓝筹市场初步形成 / 177

8.5 证券公司综合治理 / 185

9 挑战与展望 / 197

9.1 股指飙升中的博傻 / 197

9.2 合规与违规 / 205

9.3 投资机构化 / 219

9.4 中央行政控制的延续 / 230

9.5 从资本大国向资本市场强国跨越 / 245

9.6 结语 / 251

参考文献 / 254

附录1 中国证券市场主要数据 / 259

附录2 中国证券市场大事记(1980—2007年) / 263

后记 / 289

1 导言

本书聚焦于中国组织化的资本市场尤其是股票市场^[1]发展与变迁的历史过程。

自 20 世纪 90 年代末上海和深圳两家证券交易所筹备成立起,新中国的资本市场经过近 20 年的发展和改革,从无到有,从小到大,已经取得了巨大的进步。根据世界交易所联合会(WFE)的统计,2007 年 12 月底上海证券交易所的本地上市公司股票市价总值、年度股票成交额、年度股票筹资额在全球交易所中分列第六、第七、第三位,而在亚太地区,上海证券交易所的年度筹资额列首位,股票市价总值、年度股票成交额均列第二位,仅次于东京证券交易所。中国已经成为亚太地区的主要资本市场和全球最大的新兴资本市场^[2]。在人们最初的怀疑眼光中诞生的中国资本市场在近 20 年的时间内,走过了发达国家资本市场需要 100 多年走过的道路。中国资本市场在推进法治建设,实现公司制度现代化,支持上市公司做强做大,促进国内上市公司会计与信息披露标准与国际接轨,普及并运用现代金融知识和金融专业技能,提供直接融资和投资理财服务,完善金融市场体系,改善产业组织与社会经济结构,推动改革开放和引领社会进步等方面,发挥了巨大的历史作用。借助资本市场平台和公开上市,一大批最初规模有限甚至规模很小、公司管理和公司治理很差、业务运作模式很不成熟的企业快速学习,快速成长,发展成为行业领先者和令人瞩目的中国明星企业。中国资本市场的发展,正在进一步跃向新的阶段,同时也为新兴加转轨市场的成长建设提供了一种独特的范式。

无疑地,中国资本市场目前依然是一个十分年轻而不成熟、缺乏深度和

[1] 理论上资本市场包括股权市场、债券市场和中长期贷款市场,但在中国现阶段的经济生活中,人们通常将证券市场(股票市场和债券市场),甚至更狭义地,将交易所证券市场,称为“资本市场”。本书沿用了“资本市场”的这一习惯用法。

[2] 尽管从 2007 年末至 2008 年 7 月中国股票市场进入调整阶段,但由于全球股市均进入低迷时期,中国股票市场总市值在全球市场的排名仍居于前列。世界交易所联合会(WFE)2008 年 7 月公布的统计结果显示,截至 2008 年 6 月末,上海证券交易所上市公司总市值为 2.11 万亿美元,在全球交易所中位居第七,在新兴市场中仍位居第一。

广度的市场,依然是一个典型的新兴加转轨市场,迅速取得的进步在很多方面依然处在非常初级的阶段,现代成熟资本市场有效运作和发展所依赖的市场化、诚信化、专业化、法治化、国际化等基本制度要素和社会组织能力的建设仍未完成,仍旧带有计划经济体制的某些历史烙印,在市场结构、运行机制、运作效率、发展质量、产品创新等方面依然处于欠发达状态,甚至仅有现货市场而没有金融期货、期权等衍生品市场,不能充分满足经济与社会发展对资本市场产生的巨大内在需求,制约着中国金融与社会经济的发展。中国资本市场要真正成熟起来,还有很长的道路要走。

罗马不是一天建成的。成熟资本市场的出现,是一系列恰当的游戏规则和社会组织能力适时建立、改进和发展的结果,而非一蹴而就。同时,就制度安排和社会组织能力形成的具体细节而言,成熟的资本市场并不是一个静态的、绝对的、不变的概念,而是一个动态的、相对的、持续变化的概念。中国资本市场的发展也是如此。中国资本市场制度的产生和演化,是一个渐进的、连续的发展累积过程和能力建设(capacity building)过程,是一系列问题的出现、接触、认识、熟悉、解决和一系列基本游戏规则的不断认识、推敲、建立、试验、学习、调整、改进、强化、在更大范围和更长时间内实践的过程,在这一过程中充满着前所未有的挑战、困难和不确定性。

资本市场发展过程既是渐进的,又是特定历史情境中所有相关行为主体互动的结果,是一系列特定而又复杂的制度安排和持续的制度演化的结果,并且因时因地而异。不同的制度安排和制度演化路径与不同的社会政治与法律结构、经济结构、社会文化、历史条件、社会组织的能力存量或能力禀赋联系在一起,与不同的市场行为模式、不同的市场绩效联系在一起,与不同的政府角色定位联系在一起。这些制度选择和制度演化,是特定历史环境和特定激励与约束集合下“由参与人的策略互动内生的”^[1],也是政治、文化、意识形态、经济、法律等具有不同功能的各个社会领域互动的结果,是各种复杂因素综合作用的结果。资本市场的长久生命力,在于不断满足社会财富增长的需求,在于不断促进社会经济进步,推动社会经济的长期发展。而资本市场自身的不断发展,又不断创造出对制度变革和制度创新

[1] 青木昌彦:《比较制度分析》,上海远东出版社 2001 年版。

的更多的需求与供给,从而为资本市场的发展不断提供新的驱动力和制度空间。

理论和思想的力量在于行动,认识世界是为了改造世界。本书的研究主题,是基于现代经济学和金融学方法,基于中国经验,构造一个比较严谨的理论语言和工具系统,采用历史的和全景式的角度,分析中国资本市场的制度安排、游戏规则、行为模式 and 能力结构是如何形成和演化的,对中国资本市场发展过程、发展的推动因素和制约因素,进行深入考察和系统归纳,揭示不同阶段中国资本市场发展与制度演化的内在逻辑、基本动力、基本特征和基本模式,研究推敲中国资本市场发展和制度建设的未来取向与战略重点。研究的基本方法,不是依据收集的历史资料进行“记流水账”式的史料罗列和感性描述,而是基于一定的理论分析架构和中国证券市场发展的动力学进行系统的历史推演和史事梳理,对中国资本市场发展的整体脉络——包括经验和问题——进行平静、客观、深入、严谨、要而不繁的理论考察和宏观把握,透过纷乱无绪的历史线索在人们眼前条分缕析地“再现”中国资本市场成长的基本过程、主要轮廓、内在机理和历史趋势,“再现”一个“真实”的、动态演化中的中国资本市场,并在此基础上构建一个具有良好解释能力的中国资本市场发展与变迁的理论架构,借以深化人们对中国资本市场的关键的体制、政策、制度安排、行为模式、能力结构、发展取向等问题的理解。

1.1 分析逻辑与理论框架

1.1.1 资本市场运作的双重因素

从理论上说,一个健全的资本市场具有如下基本功能:(1)促进储蓄转化为资本,便利上市公司等证券发行人筹集资金,促进国民经济发展;(2)扩大居民和机构投资者的金融资产选择范围,促进股权与债权投资;(3)发挥金融资产定价和价格发现功能,优化资源配置,促进公司并购、资源整合和优胜劣汰,改善产业组织和社会经济结构;(4)推进企业改革,改善公司管理和公司治理,提升企业核心竞争力,促进企业做大做强,最大限度地为股东和社会创造价值;(5)便利风险分担,促进技术创新和社会进步。

资本市场的基本特点之一,在于市场上交易的各种证券是一种虚拟的交易性金融资产,这些资产有三种价值,即内在价值、账面价值和市场价值(股票价格),前者是后二者的基础,但从内在价值到账面价值与市场价值,并不存在一种唯一的映射,不存在一种一一对应的精确的数量关系,并且内在价值是无法直接准确地度量和评估的。关于内在价值人们在或大或小程度上是无知的(ignorant),市场上可获得的关于内在价值及其变动的信息是不充分、不对称的,甚至是不可靠或可误的。同样,账面价值也是可误的,而交易价格既是可上下急剧波动的,也是可误、可操纵和可扭曲的。由于信息不对称,资本市场上相互交往中拥有更多信息的行为主体可能出现道德风险,滥用它们掌握的私人信息(private information)和隐蔽知识(hidden knowledge),机会主义地采取对方未能察觉的对其不利的隐蔽行动(hidden action),抑或隐瞒实情,仅向对方有选择地提供对己方有利的资讯,甚至误导或欺骗对方,以牟取己方的额外私利而损害对方的利益,从而导致社会福利水平或经济效率的下降。由于信息不充分和无知,资本市场上各种因素的变动存在着巨大的不确定性,市场行为主体可能盲目或消极地行动。

而资本市场的高效率运作在一定程度上依赖于以下两个方面:

1. 正确的公司内在价值度量,或正确的资本利用效率信号,即公司业绩和资产质量度量的准确性。这里既涉及会计标准与会计实践,也涉及公司治理水准等因素。某一时点上的一家公司,它的实质资产和公司内在价值是给定不变的。然而,第一,若采用不同的会计标准,这家公司将会出现不同的账面盈利水平和资产规模,出现不同的账面价值;第二,若会计实践和公司治理水准不同,即使不存在会计标准的差异,也会出现不同的粉饰财务报表、操纵盈利(即所谓“盈余管理”)甚至编造虚假财务报表的可能性,从而会出现不同的账面价值。
2. 证券交易市场上良好的定价机制与价格形成机制,即正确的价格信号。这意味着:第一,存在着良好的信息传递机制和完全的市场透明度;第二,存在着可靠的中介机构和追求最佳投资回报的理性与专业的投资行为;第三,存在着恰当的资产定价技术和价格形成机制,包括对公司内在价值的正确分析,对投资收益与风险的评估、控制和平衡,对做空机制和股指期货等衍生工具的恰当运用;第四,证券市场的供求维持着动态平衡;第五,存在

着适宜的激励与约束机制,能有效地阻遏上市公司、中介机构和其他市场参与者的舞弊、内幕交易、市场操纵等不当行为。

在现实生活中的资本市场上,投资者在投资时往往遵循两种完全不同的投资决策逻辑。一种被称为稳固基础理论。这种理论认为股票价格是由内在价值决定的,崇尚价值投资,着眼于公司的基本面,注重公司的内在投资价值,注重公司现在和未来的现金流,注重公司的发展前景,对股票未来价格的预期建立在公司的业绩上,重视股票价格相对于其内在价值而言的绝对水平,在投资分析方面依赖的是基本面分析与预测。另一种被称为空中楼阁理论。该理论认为股票价格是由投资者心理决定的,而不是由内在价值决定的,投资者心理则如空中楼阁一样虚幻。该理论完全抛开庭股的内在价值,强调心理构造出来的空中楼阁。最早由约翰·梅纳德·凯恩斯强调的这种理论着眼于二级市场上投资者的买卖活动和短期供求关系,注重证券买卖的价格行为和数量行为,注重投资者的买卖心理因素以及投资者之间的相互作用,对股票未来价格的预期建立在其他投资者的买卖意愿上,重视股票价格相对于其他投资者未来出价水平而言的相对水平。这类投资决策基于一种“博傻”理论或“大傻瓜”理论(the bigger fool theory / the greater fool theory):投资者自己在以任何价格水平买进股票时,不管目前的绝对价格水平有多高,总是预期未来其他人会以更高的价格买走自己手中现在买进的股票,期望在这种股票买卖和价格走高的“击鼓传花”游戏中有人能接下一棒,期望其他人比自己更傻,更容易犯错。在投资分析方面,它依赖的是关于股票价格和买卖数量的技术分析与市场供求力量对比分析。以上两种不同的投资决策行为模式,导致两种不同的市场结果:一种是价值投资主导的市场,一种是博傻行为主导的市场。在博傻行为主导的市场上,常常存在着过度投机的市场气氛,证券及其衍生品的交易往往成为零和博弈性质的博傻游戏,存在着严重的股票价格扭曲,存在着巨大的股票价格波动和更高的买卖换手率,存在着巨大的系统性风险,并且,往往还同时伴随着严重的市场操纵和偏离基本面对投资者的误导。

完美无瑕的个人、组织和社会制度安排,包括上述资本市场健全、高效运作所具有的基本功能与内在机理,以及现代金融理论中著名的有效资本市场范式,只是人们的良好愿望和一种理论模型,而不是社会现实。现实生

活中的实际社会制度,既不是理论模型的简单翻版,也不是完全先验地设计出来的,而是特定历史条件下多方博弈过程中所有相关行为主体的策略互动而内生形成的。

在现实世界中,逐利是人的一种本性,在信息不完全且不对称和约束机制不健全的环境中,这种逐利本性,既可以导向正和博弈或创造价值的生产性努力或建设性经济行为,也可以导向零和博弈的分配性努力或损毁价值的破坏性经济行为,具体活动中具体个人的实际行动取向依赖于特定的激励与约束机制。现代社会经济和资本市场其实是人性的一种演绎,因而,现代社会经济和资本市场的实际运作与发展,也同样含有创造价值与损毁价值、生产性努力与分配性努力这样的双重因素和双重效应:金钱与利益是市场行为主体的核心追求,在市场行为主体逐利的驱动之下,社会经济和资本市场的发展演进过程,贯穿着建设性力量和损毁性力量、公正博弈与唯利是图、回归根本与舍本逐末、正和博弈与零和博弈、合作博弈与非合作博弈两种不同力量、不同因素的共同作用。这些是社会经济和资本市场发展的两种基本动力,其中的一种不断推动资本市场效率的提升和功能的完善,将社会经济和资本市场引向希望和成功,另一种造成资本市场失灵和市场功能失调,将社会经济和资本市场导入歧途和危险地带。这两种不同的因素及其产生的两种相反的效应往往相互交织在一起。当守正、合作、建设性的力量和激励制度安排居于主导地位时,社会经济和资本市场就会健康、有序地发展,不断取得进步,反之,就会陷入病态和无序,难以取得进步。当这种病态和无序严重到一定程度时,就会发生危机。当感知到的危机的威胁达到一定强度时,人们可能会改弦易辙,调整游戏规则和行为取向,寻求化解危机和将无序程度降低到可容忍水平之内的行动方案。在改弦易辙的同时,又会囿于既有的私人与社会成本收益结构而出现路径依赖。一种成功的制度架构,能最大限度地激发市场行为主体的整体建设性力量并将它们的损毁性力量抑制在可容忍水平之内。这是现代社会经济和资本市场的进步之道。它是一个不断从干中学、持续试错、经验积累和能力建设的过程,是一个不断出现挑战和应战的过程,是一个不断互动和调整的过程,是一个不断扬善和化解无序的过程。现实世界中没有完美无瑕的社会经济和资本市场,有的只是上述双重因素和力量不断消长变动于其间的社会经济和资本

市场,并因此而决定了资本市场的进步水平、成熟程度和发展路径。

上述双重因素和双重效应,具体地看,就资本市场上的金融中介而言,一方面,金融中介作为资本市场专业化分工的产物,由于专业化经济的存在,它们的活动可以降低资本市场上的信息不对称程度,降低市场交易成本,减少市场摩擦,提升市场效率。另一方面,在特定的激励与约束结构下,为了最大限度地获取短期收益,由于信息不对称和道德风险的存在,它们也可能滥用自己的中介角色、专业地位和信息优势,误导投资者,引诱投资者在错误的时点以错误的价格进行错误的交易,增大市场交易成本和投资风险,降低市场效率,从而导致中介失灵和市场失灵。例如,证券公司在开展证券承销业务时,可能与发行人一起对发行人进行过度“包装”,粉饰发行人的业绩,甚至与发行人一起弄虚作假;在开展经纪业务和投资咨询业务时,可能诱导投资者过度交易,也可能挪用客户的保证金和托管的证券资产,最终导致客户资产损失;在开展自营业务时,可能采取激进的冒险策略进行“豪赌”,承担超出公司风险承受能力的高风险,也可能借助自己的中介优势,与上市公司联手进行内幕交易和市场操纵,或者让本公司的证券分析人员向投资大众推介本公司自购买入的股票;在开展客户理财业务时,可能为了增加自己的交易经手费收入而进行过度交易,也可能动用客户的资金在较高的价位接盘买入自己自营卖出的证券,进行利益输送(tunneling),证券分析人员和基金公司的基金经理可能在向客户推荐股票和为基金买卖证券时自己先行买卖这些证券(这也适用于其他类似证券投资业务的人员),即“抢先交易”(front-run)或开设所谓“老鼠仓”;审计机构和资信评级机构在审计和证券资信评级时为了获得相应业务收入而降低执业标准,不能勤勉尽责和恰当地揭示风险,使审计和资信评级结果缺乏可靠性和公信力,等等。国内外证券市场上出现的不少问题,包括最近在美国发生的次贷危机,明显地是中介失灵的结果。

就上市公司的内部人和公司控制者而言,他们可能努力履行自己的受托责任,按照公司的最佳利益行事,最大限度地增加公司价值和公司运作的透明度,完整、准确、及时、公正地披露公司信息,也可能将自己的私利置于公司整体利益之上,借助信息不对称滥用公司控制权,利用公司的上市地位“圈钱”,搞财务欺诈,假造公司业绩,侵占公司资金和其他资产,进行自我交

易(self-dealing)和显失公平的关联交易,借助利益输送掏空上市公司,或者在实施管理层股权激励方案和大股东减持股票等情况下,为捞取更多的不当私人利益而操纵公司盈利和进行选择性的信息披露,使公司的股价在特定的时段内朝着有利于自己的方向变动。

就股票交易市场上的资金大户和机构投资者而言,他们可能利用自己的影响力来促进市场的价值发现和价值投资功能,也可能滥用自己的资金优势,单独地或与其他拥有资金优势或信息优势的人(如上市公司的高管人员)联手合谋,进行市场操纵、内幕交易,集中买卖特定的股票或相关证券品种,热衷于零和博弈,利用中小投资者的盲目跟风获取巨大的不当得利,掏空市场。

就所有投资者而言,一方面,为了保护自己的利益,他们会行动一致地监督上市公司,抑制上市公司的不当行为,推动资本市场的制度建设,促进上市公司的优胜劣汰。另一方面,在单边市的情况下,他们的投资收益与市场价格水平的涨跌是正相关的,行动一致地追求个人投资收益最大化的个人理性行为在牛市时往往会导致股市过热和过度上涨,出现股价普遍高估和“非理性繁荣”,削弱资本市场对上市公司的压力和筛选作用,造成市场的不效率和高风险。而当市场过热之后向下迅速调整时,利益一致的投资者们又往往下意识地形成一个影响无处不在的非正式的压力集团,采取一致的声音和行动来影响政府,短视地利用各种渠道呼吁政府救市和通过行政措施阻止市场的向下调整,竭力维护自己的现有利益,甚至反对推动市场创新和发展的举措,导致市场扭曲和低效状态的延续,对资本市场的健康发展形成明显的负面影响。投资者压力集团理论能够很好地解释中国资本市场运行周期中政府政策的逆转和政策逻辑、政策基调的前后不一致,即政府由股市过度上涨时的各种冷却股市狂热的政策,包括对“买者责任自负、风险自担”的强调,突然转向“救市”和“维护股市稳定”(即所谓“维稳”)。对双边的商品期货市场和单边的股票市场的比较研究可以发现,双边市场比单边市场更有利于避免出现利益一致的投资者压力集团的不利政治影响,避免出现显而易见的市场持续扭曲,更有利于形成健全的市场定价机制。在单边市的环境中,如果出现市场大幅下调,政府有关资本市场的政策核心常常不得不聚焦于如何维护眼前的市场稳定和社会稳定,防止市场的进一步下

调和市场的自我校正,牺牲市场的效率和可持续发展能力,造成市场的扭曲和失灵。

就政府官员和监管者而言,在资本市场发展过程中,他们可能遵循市场发展的内在逻辑,努力建立适宜的制度安排和监管环境,当好“守夜人”和“扶助者”,为资本市场健康、高效、适时的发展提供必需的基本规则和政策支持;也可能过度自信,追求自己所拥有的资本市场控制权力的增加和滥用自己调控资本市场的权力,基于自己的好恶和识见来制定市场游戏规则,控制市场的运作和发展取向,不加约束地自我赋权,努力满足自己的控制欲望;抑或只求眼前的稳定和“平安无事”,无视市场发展的正常需要,限制市场创新,阻止市场进步,导致市场运作政治化、官僚化、短视化、无效率和守成僵化,导致市场功能失调、严重扭曲和持续发育不全;甚至可能利用权力进行寻租,从而出现各种不当行为和消极结果。

1.1.2 资本市场发展的核心问题与解决途径

上述双重因素和双重效应,使得中国资本市场像所有社会一样,在发展过程中面临的两大核心问题,是无序(disorder)和政府过度控制^[1]。前者指市场参与者的财产权利遭受欺诈、误导、内幕交易、市场操纵、违约、侵占、不当关联交易、资产泡沫化等形式的私人侵害或不利市场力量影响的危险。后者指市场参与者的财产权利受到政府机构及其代理人通过占用资源、不当控制、限制经济自由、滥用公共权力等手段所引起的损害的危险。无论是高度无序还是高度过度控制,都会阻碍资本市场的健康发展和有效运作,造成明显的社会损失。资本市场的制度进步,则推动无序程度和过度控制程度同时下降,并且这种进步是渐进实现的。同时,在一定的历史时点上和在给定的制度环境下,无序程度和过度控制程度之间往往存在着或大或小的交替关系,政府过度控制程度的增加可带来市场无序程度的降低,反之亦反是。

要解决资本市场上的无序和过度控制问题,通常有七种不同的途径或约束手段。即:(1)市场参与者的自我约束;(2)基于市场参与者自由选择及

[1] Djankov 等学者在他们的新比较经济学文献中首次采用“无序(disorder)”和“专制(dictatorship)”这两个核心概念,并加以系统分析和运用,参见 Djankov 等:《新比较经济学》,载《比较》(10),中信出版社 2004 年版,第 9—36 页。

其相互作用的市场竞争约束；(3)为执业和竞争设定专业、道德、声誉与合规底线和旨在追求行业整体长远利益的行业自律或行业约束；(4)通过法院、检察机关等执法机制形成的诉讼约束或司法约束；(5)通过监管机构的规管、处罚和执法所产生的监管约束；(6)通过政府机构对资本市场微观活动进行直接控制所产生的行政约束；(7)通过有效地约束并清晰地界定政府、监管机构、自律组织与其他市场参与者的权力(权利)和角色定位所产生的国家治理约束。在上述前六种约束方式中，私人的权力是不断递减的，相比之下，政府官员的权力在前六种约束方式的后两种中是依次递增的。另外，单就国家治理约束而言，全球不同国家资本市场发展的历史经验表明，在资本市场运作过程中，国家或政府往往集多种角色于一身，是资本市场最有影响力的利益相关者，其声誉、价值取向、行为规则及其对市场公正、经济自由与法治的承诺，对于资本市场运作绩效影响极大。在某些情况下，未受到有力约束的政府滥用权力和政府失灵是资本市场无序的重要原因，也是资本市场不能形成健全有力的市场参与者自我约束、市场竞争约束、行业自律、司法约束、监管约束的重要原因，是导致市场失灵和不能保证市场健康发展的重要原因^[1]。

七种约束方式及其实际效力的不同组合结构，意味着不同的社会权力配置和制度安排，意味着不同的资本市场发展水平和成熟程度，产生了不同的资本市场运作模式、运作绩效和不同的资本市场变迁与发展路径。

[1] 朱武祥等人认为，1873—1949年期间中国的集权政府与股票市场上其他民间参与者之间的力量对比关系，决定了股票市场监管制度文本的建设和这些制度文本背后的利益主体间制衡结构的发展，从而决定了这些制度的实际效力；在北洋政府以前(1870—1928年)，中央政府控制力较弱，各种制度文本得以建设和引进，同时这些制度背后的利益主体之间的制衡机制也可以逐步生成，股市监管制度出现了良好的发展势头；在1928—1949年强势的国民党掌权期间，尽管新的制度文本还在继续建设，甚至与国际同步，但由于制度文本背后的利益主体的发展受到抑制，一些新的制度因为缺乏必要的利益主体的支持和制衡而只能取得有限的成效，部分制度甚至仅仅停留在纸面上。因此，比制度文本更重要的是如何在民间发展起较为独立的利益主体，使之和集权政府来共同支持这些制度文本的实施(朱武祥、成九雁，《八十年的轮回：中国近代的股票市场与集权政府》，《中国金融评论》2007年3月第1卷第1期)。

依照本书的分析逻辑所作的推理则是，要在民间发展起较为独立和成熟的利益主体，一是必须同时通过社会政治机制和法律机制的改革，构建相应的国家治理规则，清晰界定政府的边界，对政府进行有力的约束，使政府的职能、规模和权力明确保持在有限的范围内，以“有限政府”代替无所不在的“大政府”，防止政府“越位”，避免政府过度扩张和政府权力过度膨胀，以致侵蚀和剥夺民间行为主体的应有权利和发展空间，妨碍市场和民间主体的正常发育和成长；二是同时需要民间主体本身必须通过有效的能力建设和激励与约束机制的建设，形成健全的自我约束、自我执行机制。否则在民间发展独立的利益主体的设想要么是镜花水月，难以成为现实，要么只能导致严重的无序和“一放就乱”。