

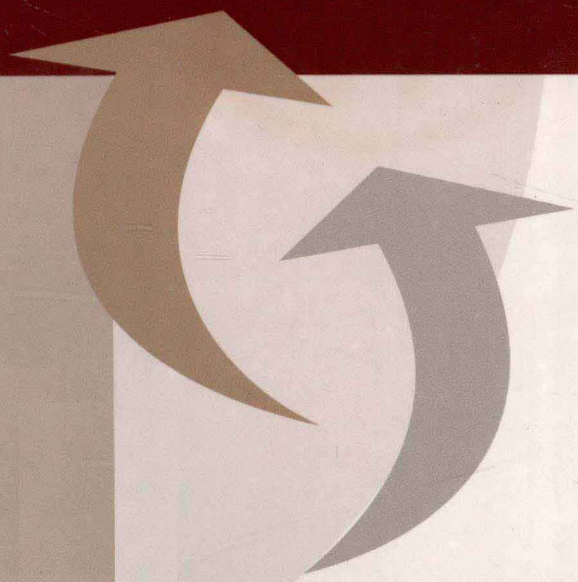


中国金融改革与发展研究丛书

JINGJI FAZHAN ZHONG DE ZHENGQUAN SHICHANG

经济发展中的证券市场： 历史视角的分析

朱松华 著



陕西人民出版社

•中国金融改革与发展研究丛书•

经济发展中的证券市场： 历史视角的分析

朱松华 著

陕西人民出版社

(陕)新登字 001 号

图书在版编目 (CIP) 数据

经济发展中的证券市场：历史视角的分析／朱松华著．—西安：陕西人民出版社，2004

ISBN 7-224-06976-0

I. 经... II. 朱... III. 证券交易—资本市场—研究—中国 IV. F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2004) 第 077880 号

书 名： 经济发展中的证券市场：历史视角的分析

作 者： 朱松华

出版发行： 陕西人民出版社 (西安市北大街 147 号 邮编：710003)

印 刷： 陕西新胜印务有限责任公司

开 本： 850mm×1168mm 32 开 7.75 印张

字 数： 188 千字

版 次： 2004 年 7 月第 1 版 2004 年 7 月第 1 次印刷

书 号： ISBN7-224-06976-0/F·906

定 价： 13.00 元

(图书如有质量问题请与陕西人民出版社发行部联系,电话: 87205196)

摘 要

新世纪初,中国证券市场在快速发展的同时,多年来积累的问题和深层次结构性矛盾开始比较集中地暴露出来。如何正确认识和反思中国证券市场的发展成为当前理论界必须面对的重要课题。目前大量的研究文献从与发达国家成熟证券市场进行比较的角度来研究中国证券市场的发展。本书认为,中国证券市场是一个“新兴市场”,与当前发达国家现行的成熟证券市场并不具有可比性。因此,本书选择了一个特殊的角度即历史视角来研究证券市场的发展问题,主要从历史发展、经济发展的角度研究发达国家证券市场形成与演变及证券市场在经济发展中的贡献与作用,以归纳总结证券市场发展的一般规律,并为中国证券市场的发展提供历史借鉴。本书主要得出以下几点结论和启示:

(1) 国债是证券化趋势的历史与逻辑起点。它包含着三层含义:一是国债制度实现了统治权与财产权的分离,确定了政府与市场的边界,建立了对宪政秩序可信的承诺机制;二是国债交易及国债市场降低了证券市场制度创新的成本,推动了整个金融制度的变迁;三是国债市场的发展承担形成(长期)基准利率的功能。

(2) 证券市场是股份公司制度变迁的重要制度基础,是由场外交易市场逐步发展而来的囊括不同层次市场的系统整体,系统内部各自有着不同的分工、合作与协调职能,有利于经济体系内信息的挖掘和传递。其中场外交易市场因具有鲜明的地方性或区域性,有利于低成本挖掘信息并监督企业(完善信用制度),并通过交易价

格将相关信息传递出去；而全国性的证券交易所则有利于调整资源配置的整体结构（晴雨表）。

（3）在不同经济发展阶段国家宏观调控能力的基点必须实现更替。最初国家调控能力主要依赖于金融权力（银行制度）的增长，但经济发展的后几个阶段，国家权力在金融方面的增长却并不是最重要的，最为重要的是有效利用股份公司制度所提供的制度收益——所得税。这也是国家宏观调控由直接调控转向间接调控的基本内在逻辑。

（4）金融中介（银行）与证券市场作为金融体系中的两种制度选择安排，不仅取决于初始条件的限制，而且还受到发展过程中政治经济因素的制约。两者最主要的区别体现在信息效率的权衡与风险配置结构的差异上。另外，维持银行在金融体系中的垄断地位需要极其严格的内外部政治经济环境，一旦内外部经济条件发生转变，银行垄断就会转化为垄断风险。

（5）世界金融发展的趋势是建立以证券市场为依托的“新金融”体系。它以投资基金为其组织基础，对商业银行的功能实现了部分替代；而商业银行通过资产证券化过程可将自身改造成为“新金融”体系下多元化投资主体中的重要一员；风险资本作为新、旧金融体系转换的标志，将会改变社会总资本的配置结构和再生产过程。

Abstract

At the beginning of the new century, China's securities market is experiencing rapid development. Meanwhile, more and more in-depth defects and structural problems start to get noticed. Therefore, how to comment and reflect the development of China's securities market becomes an important topic of the academia. Currently, the majority of the literature has focused on the comparison between China's securities market and the mature markets of advanced nations. This paper holds that as a newly established market, China's securities market is not comparable with them. Thus, this paper has chosen a particular perspective, namely the historical perspective, to study the development of securities market. It applies the methods of historical and economic development to discuss the shaping and evolution of advanced nations' securities markets and induce the general laws of securities market developing. On the basis of that, this paper specifies the lessons that China's securities market can take. The following are the main original viewpoints and conclusions of the paper:

(1) National debts system is the historical and logical starting point of the trend of Securitization. It includes three concepts. First, national debts system achieves the separation of governance right and property right, determines the boundary of government and market and establishes a reliable mechanism of political order. Second, transactions of national debts in market lower the cost of institutional innovation of securities markets and propel the transition of financial system. Third, the development of national debts market has the function of finding long-term base interest rate.

(2) Securities market is the vital institutional base of stock company system. As the development of exterior transactions market, it is an organic entirety consisting of markets at various levels. Inside this system, there are different parts that have the

functions of division, cooperation and coordination and this is beneficial to the obtaining and conveying of information in economic systems. On the one hand, due to the distinctive regional character of exterior transactions market, it is good to obtain information and supervise firms at low costs, and then the transaction prices will disseminate relative information. On the other hand, national stock exchange is good to adjust the whole structure of resource allocation.

(3) At different economic developing stages the standing point of a nation's macro supervision abilities must realize transition. Initially, a nation's macro supervision abilities mainly rely on the increase of financial power, but at later phases of economic development, the utmost is to make effective use of the institutional revenue of stock company system—income taxes. This is also the fundamental logic that macro supervision has changed from direct to indirect.

(4) As two institutional arrangements, financial intermediaries and stock markets are not only dependent on the limitation of initial conditions, but also subject to the confinement of political and economic factors. The chief differences between them concern the weighing of information efficiency and the discrepancy of risk allocation structure. In addition, the maintenance of bank monopoly requires an extremely strict environment. Once outside economic conditions happened to change, bank monopoly will transform into monopoly risk.

(5) The trend of world financial development is to establish a “new financial” system on the basis of stock markets. This system uses invest funds as its organizational foundation and partly replaces the functions of commercial banks. At the same time, commercial banks, via asset capitalization, will change into an important part of multiple investing organizations. As the symbol of financial system transition, risk capital will alter the allocation structure and re-producing process of social total capital.

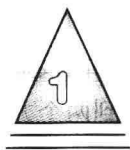
目 录

1 导论	(1)
1.1 问题的提出	(1)
1.2 理论文献的回顾与评价	(2)
1.3 研究方法、思路与基本框架	(5)
1.4 16 世纪前的证券简史	(7)
2 证券化趋势的历史与逻辑溯源	(11)
2.1 16 至 17 世纪的政治经济与制度变迁	(11)
2.1.1 市场经济的演进与国家性质的转变	(12)
2.1.2 重商主义经济政策的再认识	(14)
2.1.3 财政压力下的制度变迁	(17)
2.2 英格兰金融革命——为市场经济立宪	(20)
2.2.1 英格兰金融革命的概述	(21)
2.2.2 伦敦股市、英格兰银行与南海泡沫	(24)
2.2.3 国家信用、国债制度与社会信用结构	(27)
2.3 国债的经济金融效应：金融资产与资本形成	(31)
2.3.1 初始经济与金融限制	(32)
2.3.2 国债的金融效应——非均衡状态下的金融发展 ...	(33)
2.3.3 国债的经济效应——资本的形成及其配置优化 ...	(37)
2.4 18 世纪英、法经济金融发展比较	(38)
2.4.1 英、法初始条件的比较	(38)
2.4.2 财政制度的变革——动态比较	(39)

2.4.3	金融制度的改革——动态比较	(41)
2.4.4	英、法经济金融发展的静态比较	(45)
3	经济组织的演进与自由证券市场	(49)
3.1	企业的性质与起源：一个理论综述	(49)
3.1.1	企业的契约理论——交易费用理论和代理理论 ..	(50)
3.1.2	企业的“企业家”理论	(56)
3.2	从自然人企业制度到公司制	(59)
3.2.1	自然人企业制度	(60)
3.2.2	公司企业的产生与发展	(63)
3.3	股份公司制度变迁中的证券市场	(67)
3.3.1	法人制度的起源及其性质	(67)
3.3.2	“资本合约”的制度化的——法人企业制度的确立	(70)
3.3.3	“资本合约”的制度化的——有限责任制度的确立	(71)
3.3.4	拥有权、控制权以及风险承担的解构	(73)
3.4	证券市场发展与经济组织演进：英美比较	(75)
3.4.1	市场性质决定论：差异性的传统解释	(76)
3.4.2	英国证券市场与经济组织演进	(77)
3.4.3	美国证券市场与经济组织的演进	(82)
3.5	另一条演进道路：德日比较	(87)
3.5.1	德国经济组织演进中的银行与企业	(88)
3.5.2	日本经济组织演进中的财阀与银行	(91)
4	现代市场体制中证券市场的贡献与作用	(95)
4.1	国债制度与股份公司：市场体制运行的两大制度 前提	(95)
4.1.1	国债制度是市场经济发展的制度前提	(96)

4.1.2	股份公司增强了宏观调控的可行性与必要性	(100)
4.2	证券市场与经济运行的“新变化”	(103)
4.2.1	市场经济发展的金融维系——货币、信用与证券	(103)
4.2.2	引入证券市场条件下经济运行的特征表现	(107)
4.2.3	证券市场对市场经济发展的贡献与作用	(111)
4.3	金融投机——对证券市场功能的辩证认识	(113)
4.3.1	金融投机及金融危机简史	(114)
4.3.2	对金融投机是非功过的争议	(119)
4.4	证券市场的管制与调控	(122)
4.4.1	管制与调控的历史及其哲学基础	(123)
4.4.2	管制与调控的目标及其主要内容	(126)
4.4.3	证券市场管制与调控的演变	(129)
5	金融中介与证券市场的边界、结构及其适应性效率	(132)
5.1	经济发展中金融体系的功能	(132)
5.2	金融中介与证券市场的差异性比较	(138)
5.2.1	金融中介与证券市场的信息效率比较	(138)
5.2.2	金融中介与证券市场的风险配置比较	(142)
5.2.3	金融中介与证券市场的监控机制比较	(144)
5.2.4	金融中介与证券市场的筹资功能比较	(148)
5.3	金融结构及其变迁的经济学分析	(151)
5.3.1	经济学对金融问题的初步关注——中介理论的 提出	(152)
5.3.2	金融中介的主流经济学分析	(154)
5.3.3	关于中介与市场的动态理论	(158)
5.4	金融制度变迁的政治经济学分析	(161)
5.4.1	金融制度变迁的政治经济学	(162)

5.4.2	对金融制度变迁的主要解释	(163)
5.4.3	长时段制度变迁的补充观点	(169)
5.5	边界与结构的决定因素及其适应性效率	(172)
5.5.1	边界与结构的决定因素	(172)
5.5.2	适应性效率问题	(176)
6	经济转型中的证券市场创新与发展	(179)
6.1	证券投资基金的崛起与金融结构重整	(179)
6.1.1	证券投资基金与商业银行的制度比较	(180)
6.1.2	证券投资基金的历史及产业周期分析	(182)
6.1.3	投资基金在金融结构重整中的历史定位	(187)
6.2	资产证券化与商业银行制度变迁	(191)
6.2.1	金融约束政策与“关系”银行制度	(191)
6.2.2	信用证券化对“关系”银行制度的冲击	(193)
6.2.3	资产证券化与“价格”银行制度的建立	(198)
6.2.4	资产证券化与金融发展	(203)
6.3	风险资本与“新金融”体系的形成	(204)
6.3.1	对传统金融体系与金融结构的反思	(204)
6.3.2	风险资本与产业资本的运作比较	(209)
6.3.3	风险资本的制度创新及其结构变革	(212)
6.3.4	“新金融”体系的基本架构分析	(216)
7	历史的启示	(220)
	参考文献	(229)
	后记	(235)



导 论

1.1 问题的提出

20 世纪最后 30 年是世界经济金融动荡与格局变迁的 30 年。发达国家因资金供求关系的转变、金融创新、放松管制以及金融技术变革等因素的影响,银行这一传统金融中介组织在既有领域的优势逐渐丧失,混业经营与证券化已成为发达国家金融发展的新趋势。而就发展中国家而言,经济金融的发展却可谓一波三折:首先,发展中国家频繁爆发的经济金融危机充分证明金融自由化之路并不可行;其次,经济金融市场化改革的次序也还有待于进一步的理论研究与经验验证;第三,中国经济发展虽一枝独秀,但国有银企改革依然困难重重,通货萎缩、经济转型与证券市场深层次矛盾等问题仍制约着中国经济转轨的最终成功。由此可见,21 世纪发展中国家要成功实现经济金融的持续协调发展,仍需要就经济与金融的相互关系做更进一步的深入研究。

应该说,关于经济与金融相互关系的研究由来已久,从早期的“货币中性论”之争,到 20 世纪 90 年代金融发展理论与内生增长模型的结合,都为这一问题的研究奠定了重要的理论基础。然而,长期以来经济金融发展的研究中却忽略了这样一个历史事实,即金融发展存在着两条主线——间接金融与直接金融,以至于误认为直

接金融是由银行业发展而来的派生系。历史实践表明，有偿证券的产生以及由此构成的直接金融行为，既非源于货币存贷业务对一般商人业务的分工，也不是建立在间接金融及其分工的基础上。直接金融或证券市场的起源可追溯到两个方面，即国债的发行和股份公司的产生。

综观 20 世纪 90 年代金融发展理论的最新进展可以发现，目前研究仍主要集中于间接金融尤其是银行，虽然已经出现对直接金融发展的关注，但还仅仅局限于股票市场与经济发展的相关性研究，对于证券市场是如何形成和发展的以及证券市场在经济发展中的贡献与作用等并未能提供一个系统的分析框架。

基于上述认识，本书选择了一个特殊的理论研究角度即历史视角来研究证券市场与经济发展的相互关系，并通过长时段历史考察证券市场的形成与演变来探讨证券市场发展的客观规律，希望能为中国转轨经济中（包括发展中国家）证券市场的发展提供历史借鉴和国际比较。

1.2 理论文献的回顾与评价

20 世纪 50 年代以前，西方经济学家对直接融资与证券市场的关注非常有限，在他们的论著当中偶尔提及证券市场也往往是描述和批判其投机性的一面。长期以来，经济学家们关注的一直是资本，而不是资本市场。从亚当·斯密开始，古典经济理论就对资本积累与经济增长之间的密切关系表示出极大的兴趣，强调资本积累是决定经济增长率高低的关键。凯恩斯主义经济学家则更进一步强调资本形成是经济增长的根本约束条件和决定性因素。这一点在哈罗德—多马经济增长模型和剑桥经济增长模型中被表现的淋漓尽致。新古典的索洛—斯旺模型通过对资本产出比的巧妙调整动摇了长期占统治地位的“唯资本论”，提出技术进步在经济增长中的贡

献最为重要，但正如 J. Robinson 所指出的，由于技术进步仍依赖于投资增加，所以从本质上讲新古典增长模型仍然对资本极为重视。然而与经济学家对资本重视所不相一致的是，经济发展中的“资本之谜”却一直都未能被揭开。

所谓经济发展中的“资本之谜”，布罗代尔称其为“钟罩”，是指为什么发达国家能够持续的形和积累资本以推动经济发展，而广大发展中国家却无法实现这一持续过程，发展中国家层出不穷的新情况，似乎使得经济发展成为了一个能够引发激情但又转瞬即逝的事物^[1]。20 世纪最后 30 年发展中国家频繁爆发的经济金融危机再次验证了经济发展中“资本之谜”的复杂性。在 20 世纪 50 年代以前的主流经济学中，因金融市场、经济制度及个人偏好等被看做是外生给定的，通常对其不予考虑，所以也就无从打破此“钟罩”。进入 50 年代后，主流经济学受到两大经济学分支的挑战——发展经济学和制度经济学。尤其是伴随金融发展理论与制度变迁理论的逐渐成熟，经济学家们已经为经济发展中“资本之谜”的揭开奠定了坚实的理论基础和方法论基础。

第二次世界大战后，发展中国的经济实践促使发展经济学悄然崛起，在理论上推动了金融增长或发展问题的研究。1955 年和 1956 年，格利和爱德华·肖先后合作发表了《经济发展中的金融方面》和《金融中介机构与储蓄——投资过程》两篇论文，开始了打破“金融黑箱”的进程。之后两人又于 1960 年合作出版了著名的《金融理论中的货币》一书，在新古典框架中对金融增长问题作了深入细致的研究。1962—1969 年间，美国经济学家戈德史密斯、麦金农、肖和帕克里克等接连发表和出版论著阐述金融结构与发展问题，其中以戈德史密斯的《金融结构与金融发展》这部论著最具代表性。在这部经典论著中戈氏不仅提出了“金融发展就是金融结构的变化”这样一个著名论点，而且亲自实践了其积极倡导的

比较金融研究方法。但真正标志着金融发展理论形成的却是 1973 年几乎同时出版的两部著作,即麦金农的《经济发展中的货币与资本》和肖的《经济发展中的金融深化》,两部著作分别从不同角度分析了发展中国家利率决定上的扭曲性与金融市场的分割性,并认为打破金融抑制、发展高效资本市场是发展中国家追求经济发展与金融增长的关键。尽管麦金农与肖的上述理论成功阐述了发展中国家金融抑制对经济发展的危害,但由于其理论建立在完全竞争市场的基础上,例如为了实现利率放开后的有效配置,要求资金市场是完全竞争的,这明显与现实经济生活不符,因此麦金农和肖所极力主张的金融和贸易全面自由化及财政完全中性化,只能是一种理想和幻想。

进入 20 世纪 90 年代,一些经济学家试图利用新经济增长理论的研究方法来研究金融体系(包括金融中介体和金融市场)是如何内生形成的,以及内生形成的金融体系是如何与经济增长相互发生作用的。由于其理论模型中引入了诸如不确定性、信息不对称、不完全竞争、质量等级和外部性之类的与完全竞争不相容的因素,因而他们的假设前提与政策主张都比较切近现实。但诺斯对于新增长理论的评价同样适应于 90 年代金融发展理论,“这些模型(新增长理论模型)都取决于一个能驱动模型的暗含的激励结构的存在,如果不将由制度派生出来的激励结构作为这一研究的重要组成部分,此研究对我们来说将是一个无结果的实验”^[2]。由此可见,单靠金融发展理论仍将无法打破“钟罩”,要成功解释经济发展中的“资本之谜”,必须将金融发展理论与制度变迁理论相结合。

综上所述,20 世纪后 50 年金融发展理论的形成与发展虽然打破了经济学理论中的“金融黑箱”,但由于其未能将制度尤其是所有权的概念引入金融发展理论框架,从而使金融发展理论无法成功地揭示经济发展中的“资本之谜”。尽管金融发展理论家——格利、

肖及戈德史密斯等都指出,随着经济的发展内部融资的投资方式将逐渐被间接金融行为所取代,而后者又将逐渐相对让位于直接融资行为,近30年来发达国家金融发展实践也已经强有力的证明了他们的观点。但70、80年代的金融发展理论以及90年代金融发展理论的最新进展,并没有专门总结证券市场的发展规律及其对经济发展的重要作用,也未能就经济发展中的证券化趋势提供有效的理论解释。因此,尽管早在1678年出版的《凯奇·德弗雷斯词典》中就对资本给出了定义,但直到目前为止,对于证券市场的形成与演变以及证券市场在经济发展中的作用机理的研究仍相当匮乏。

1.3 研究方法、思路与基本框架

约瑟夫·熊彼特在其《经济分析史》中曾指出,人们可以利用三种方式去研究经济:通过历史、通过理论和通过统计。在此,本书的标题已明确地标明了本书所采用的方法论基础,即历史分析法。正如麦克洛斯基(1976)所指出的,“不能指望铆钉在当前的经济问题上的经济学家会提出为什么劳动和资本市场制度会变迁这类问题”,“对于经济想象,限定和扩展经济学技艺的限制因素而言,历史是一个促进因素……经济学家可以从历史中得知整个经济大厦起源于何处,它的邻居是怎样建造他们的经济大厦的,为什么在此处是一种建造方式,而在另一处是以另一种方式”^[3]。本书通过系统考察500年来世界经济金融发展的历史实践,运用马克思历史与逻辑相统一的分析方法和制度分析方法,比较并归纳总结了证券市场发展的历史规律,从而为探讨证券市场与经济关系的相互关系构建了理论分析框架,并通过历史事实对其作了尽可能的经验验证。

本书共7章(除第1章导论外),本书基本按照历史时间顺序展开论述,并按不同时段加以考察,主要分三个层次研究经济发展

中证券市场发展的规律。

▲第一个层次,主要围绕两重边界的确定,即政府与市场、市场与企业的边界,阐述证券制度的确立与证券市场的形成以及证券市场作用于经济发展的内在机制。这一层次包括2、3、4章:

第2章,以16至17世纪的政治经济与制度变迁为分析起点,将金融发展史追溯到英格兰金融革命,考察分析财政压力下的制度变革,包括国债制度和国债市场的形成,提出国债是证券化趋势的历史与逻辑起点。在此基础上论证国家信用、国债制度和国债市场对金融制度变迁的作用,并通过比较18世纪英法经济金融发展实践为上述观点提供经验验证。

第3章,理论分析和历史考察经济组织演进过程,探讨自由资本主义阶段证券市场与股份公司制度变迁的关系,其中着重考察了英、美不同证券市场发展路径对经济组织演进的影响,以及德国和日本经济组织演进的特殊路径,从而分析论证初始条件和金融尤其是证券市场地位对一国经济发展的制约。

第4章,在前两章的基础上,探讨国债制度、银行制度与股份制度对国家宏观调控能力的影响和制约,以及证券市场对经济运行的贡献与作用。同时,还考察了金融投机简史,并辩证地分析了金融投机的利与弊,进而引出对证券市场监管和调控的研究,尤其强调了监管哲学基础的转变和公司人格否认论对转轨国家股份制度发展的现实意义。

▲第二个层次,主要归纳总结证券市场发展的客观规律,包括金融中介与证券市场边界结构的确定,转型期证券市场的创新与发展等内容。这一层次包括第5、6两章:

第5章,从经济发展中金融体系的功能出发,对比分析了金融中介与证券市场的差异性,以及金融结构变迁中金融中介与证券市场的辩证关系,并探讨了当前关于金融制度变迁的政治经济学解