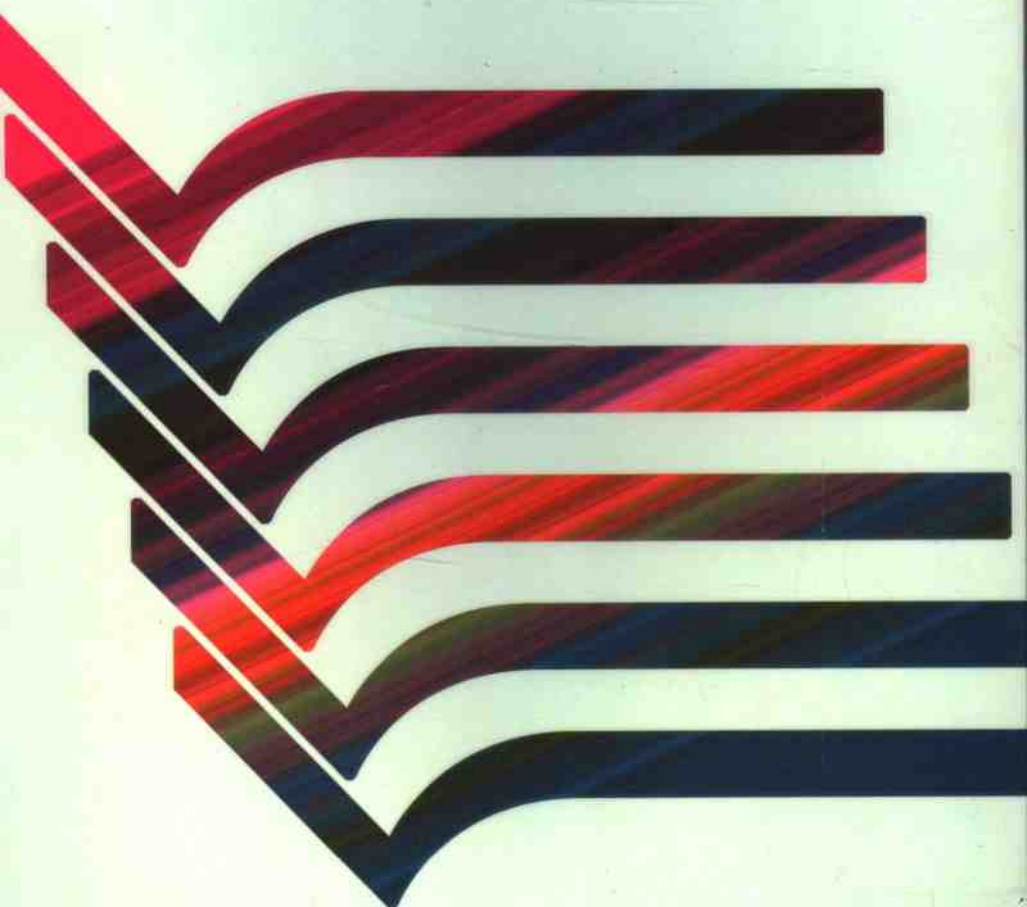


任志宏 著

中国资本市场

运行机制研究

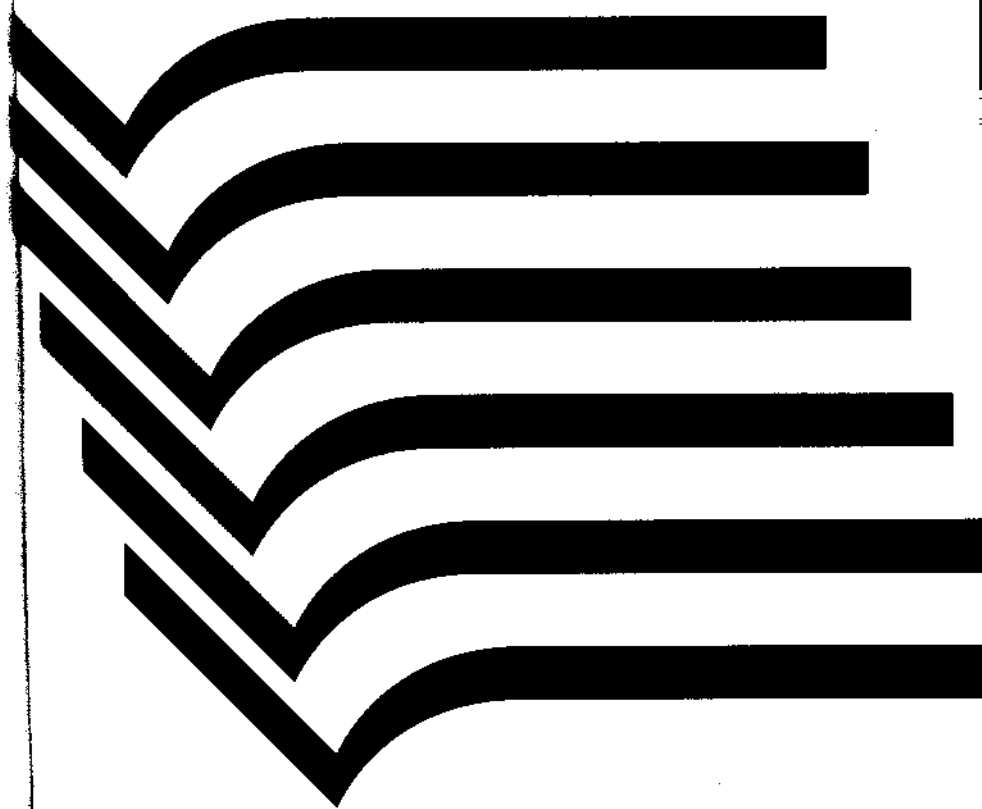
 广东科技出版社



中国资本市场

运行机制研究

任志宏 著



广东科技出版社 · 广州 ·

图书在版编目(CIP)数据

中国资本市场运行机制研究/任志宏著. —广州: 广东科技出版社, 2006.8
ISBN 7-5359-4013-0

I. 中… II. 任… III. 资本市场—研究—中国
IV. F832.5

出版发行: 广东科技出版社

(广州市环市东路水荫路11号 邮编: 510075)

E-mail: gdkjzbb@21cn.com

http: //www.gdstp.com.cn

经 销: 广东新华发行集团股份有限公司

排 版: 广东科电有限公司

印 刷: 广州市伟龙印刷制版有限公司

(广州市沙河沙太路银利工业大厦1-4楼 邮编: 510507)

规 格: 850mm×1168mm 1/32 印张9 字数250千

版 次: 2006年8月第1版

2006年8月第1次印刷

定 价: 18.00元

作者简介

任志宏，男，1963年出生于黑龙江省佳木斯市，曾工作于高等财经院校、人民银行、国有商业银行、股份制商业银行、大型企业集团，现就职于广东省社会科学院，主要研究领域为资本市场、银行管理、企业并购与重组。

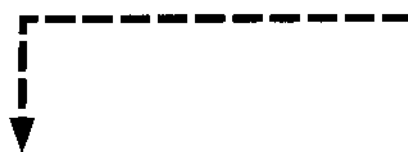
内 容 简 介



在储蓄向投资转化的金融机制中，资本市场发挥着重要的作用。本书把最能代表资本市场制度运行特征的股票市场作为研究对象，站在制度安排的高度，从“帕累托”最优的市场经济“纯自然法则”出发，以提高中国资本市场总体运行效率和提高整个经济社会的福利水平为主线，围绕“规范”主题，着重研究中国资本市场在制度运行过程中所出现的各种问题、产生原因和所造成的影响，进而为规范中国资本市场提出具有可操作性的对策建议。

本书突破了原有研究资本市场理论的思路，把规范化问题作为一个系统工程加以研究，从决定资本市场发展的内在因素开始分析，从资本市场运行全过程进行考察，但同时又避免了全景式的描述，而是着重于制度上分析，侧重于行为规范和制度规范来研究中国资本市场规范化问题。

前 言



货币是生产的第一推动力和持续推动力，而作为经济增长重要源泉之一的资本要素，不仅能促进经济的增长，而且更为重要的作用在于整合其他生产要素，使之进行合理配置。市场经济中各种生产要素的运动都是伴随着资本的运动存在形式而运动的，资本在各种生产要素中地位始终是处于先导地位的，资本市场这部灵巧的机器更加强化了这种作用。同时，资本效率也构成了影响经济增长质量的重要因素。

中国资本市场十余年的改革和发展在本质上是一个渐进式的制度变迁过程，也即市场化成分逐渐渗透而计划经济成分逐渐淡化的过程。伴随这一过程，资本资源的配置机制也在一定程度上完成了从计划配置向市场配置的过渡。

资本市场运行和宏观经济运行的互动关系，构成现今中国资本市场发展进程中的主要矛盾，而及时规范资本市场的各种行为则又成为矛盾的主要方面，中国资本市场的规范化发展将成为中国资本市场管理的中心任务。如何进一步推动资本市场发展，是一个需要认真思索、研究和实践的重大课题。市场是人类意志的一种安排，是体现人类意志的一种制度表现。当经济形态的进步正在渡过工业时代迎接后工业时代来临之际，资本市场便从多重市场形态之中突现出来，成为人们认知的市场高级形态之一。

资本市场作为现代金融体系的一部分，在以传统的商品市场所不具有的力量、速度和效率在改变世界的同时，也为我们生存的这个文明世界带来动荡和不安。因此，最大限度地防止现代金融文明阴暗面的扩散，首先必须学会驾驭现代金融文明。这在当前强调经济增长方式转变的大背景下，如何更为娴熟地驾驭资本市场有着更为深刻的意义。

作 者

2006年5月10日

目 录

第一章 资本属性	1
第一节 资本的内涵	1
一、资本的经济学含义	1
二、资本所有权的表现形式	4
三、资本的增值属性	6
第二节 资本运动	7
一、资本所有权运动	7
二、资本的组织形式	8
第三节 虚拟资本与金融泡沫	11
一、虚拟资本一般	11
二、虚拟资本的双面性	13
三、虚拟资本与金融泡沫	14
第二章 资本形成	16
第一节 资本形成与经济增长	16
一、经济增长的意义	16
二、经济增长理论中资本因素的作用	17
三、体制变迁与中国投资利用效率	22
第二节 制度变迁与多元投资主体形成	27
一、体制变迁与国民收入分配结构变化	27
二、中国投融资体制改革的基本演变轨迹	30
三、中国投融资格局的变化特点	31
第三节 金融制度变迁与资本形成	33
一、金融制度变迁对资本形成的影响	33
二、发展中国家金融抑制对资本形成的影响	34
三、金融制度变迁对中国资本形成的影响	38

目 录



第三章 资本转化机制	41
第一节 交易成本与资本转化机制	41
一、投资转化中的交易成本	41
二、信息成本、不对称信息与投资转化	43
三、交易成本与金融契约	45
第二节 资本转化制度	48
一、资本转化机制中的储蓄主体和投资主体	48
二、投资转化机制制度保障	53
三、投资转化机制和形式	57
第四章 资本市场效率	66
第一节 资本市场效率理论	66
一、有效市场假说	66
二、有效市场的分类	69
第二节 影响资本市场定价效率的因素分析	71
一、信息与定价效率	72
二、市场参与者理性与定价效率	74
三、竞争性与定价效率	78
四、市场摩擦性与定价效率	81
第三节 中国资本市场低效率的制度性障碍和功能性障碍	84
一、中国资本市场的制度性障碍	84
二、影响资本市场效率形成的功能性障碍	89
第四节 中国资本市场低效率运行分析	95
一、市场运行效率	95
二、融资功能效率	96
三、中国低效资本市场的运行特征	100

目 录

四、产业资本配置绩效	103
第五章 资本市场参与主体	
第一节 资本市场运行中的政府行为	113
一、资本市场运行过程对政府调控的内在要求	113
二、资本市场制度缺陷与政府行为	115
三、转轨时期资本市场中的政府职能转变	118
四、现阶段中国资本市场运行中政府目标的实现方式	122
第二节 筹资者行为	124
一、资本结构优化理论	125
二、资本结构优化与融资方式选择	128
三、中国上市公司绩效与股权结构	132
四、中国公司治理结构存在的问题	137
五、公司治理模式的国际比较	139
第三节 投资银行行为	143
一、中国投资银行的发展和演进	143
二、国际投资银行业发展趋势	146
三、中国投资银行业与发达国家投资银行业的发展差距	148
四、中国投资银行业的规范经营与发展	149
第四节 投资者投资行为	151
一、机构投资者投资行为	151
二、个人投资者投资行为	156
第六章 资本市场运行制度	
第一节 资本市场准入和退出制度	162
一、审批制、核准制与注册制的比较	162
二、注册制与审批制的理论之争	165

目 录



第二节 中国资本市场准入机制	167
一、审批制的建立与特点	167
二、中国审批制制度性缺陷与畸形市场表现	168
三、核准制的实行与特点	171
四、中国股票发行核准制缺陷及其改革方向	172
第三节 中国资本市场退出机制	174
一、资本市场的退出机制	175
二、资本市场缺乏退出机制的危害	175
三、建立资本市场退出机制的途径	177
第四节 资本市场发行定价与交易制度	178
一、基本理论简述	178
二、“新股发行定价之谜”	180
三、信息不对称与中国股票市场发行定价机制	183
四、中国股票发行定价机制的发展方向	186
第五节 资本市场交易制度	188
一、资本市场交易规则及其功能	188
二、资本市场二级市场组织结构	191
三、交易成本调节手段	193
第七章 资本市场信息披露	196
第一节 资本市场有效性对信息披露制度的要求	196
一、不完全市场与信息充分披露	196
二、信息非对称理论与信息披露制度	197
三、市场有效性与信息披露制度	200
四、证券欺诈与信息披露	201
第二节 成熟资本市场的信息披露制度	202

目 录

一、有效资本市场运行信息披露的特征	202
二、不同国家资本市场信息披露制度的比较	203
三、证券公开发行的信息披露内容	208
第三节 中国资本市场的信息披露制度	210
一、资本市场信息披露制度的法律框架	211
二、上市公司信息披露制度的原则和程序	212
三、上市公司信息披露制度的规范	213
第八章 资本市场监管	
第一节 资本市场监管的经济理论分析	217
一、“守夜人”理论的局限	217
二、市场失灵与政府监管	218
第二节 资本市场监管体制	219
一、资本市场监管体制的类型及一般性介绍	220
二、对资本市场监管结构的进一步考察	222
三、资本市场的自律监管	227
第三节 中国资本市场的监管体制	233
一、中国资本市场监管体制的演变及特征	233
二、进一步完善中国资本市场监管的战略构想	235
第九章 资本市场国际化	
第一节 国际资本流动与资本市场国际化发展趋势	238
一、国际资本形成	238
二、国际资本流动	241
三、金融自由化对于国际资本流动的影响	243
第二节 WTO规则与中国资本市场的逐步开放	246
一、WTO规则中有关资本市场开放的内容	246

目 录



二、与WTO相适应的我国资本市场开放进程	249
第一节 发达国家资本市场的借鉴及其对中国的启示	256
一、美国的资本市场结构及其借鉴	256
二、中国与发达国家在资本市场发展规模上的差异比较	259
三、中国与发达国家资本市场在成本收益方面的差异	262
第四节 资本市场国际化进程中的可持续发展	265
一、资本市场国际化与可持续发展	265
二、与国际资本市场规则接轨，实现真正意义上的国际化	268
参考文献	275

第一章 资本属性

资本的性质决定资本的存在形式。在资本的物质存在形式、价值存在形式和关系存在形式中，马克思的资本价值存在形式最能表达出资本的本质内容，也最能深刻地刻画出由资本所反映出的社会、政治和经济的发展与变化。

第一节 资本的内涵

资本是伴随商品经济的发展而产生的，但资本并不是资本主义制度的特殊范畴。在市场经济条件下，都存在着经济社会在生产过程中所有积累起来以取得价值增值的预付价值。

一、资本的经济含义

资本，作为经济学最常用的概念，也最易引起歧义。资本是能够带来剩余价值的价值。资本不是物，而是一种社会关系，她反映着资本家对雇佣劳动者的剥削关系。这一表述是在传统的马克思主义政治经济典范下的最多也是最常引用的经典资本教条之一。马克思站在生产关系的角度把资本的物质内容当成资本特殊关系的前提。其关注的生产关系角度反映在对于资本一般的论述中。“资本一般，这是每一种资本作为资本所共有的规定，或者说是任何一定量的价值成为资本的那种规定”^[1]。这表明，资本一般关系首先是任何一定量的价值成为资本的那种规定，也即说明资本一般关系首先是一种价值关系，表明一定量价值同其价值增值额之间的关系。如果一定量价值在营运中能够带来剩余价值，那么这笔价值就成为资本。

在《资本论》中，马克思揭示了剩余价值转化为资本的规律，对资本的形式、内涵、特点、规律、运行方式进行了深刻的揭示，

认为“资本是带来剩余价值的价值”，并认为“资本不是物，它体现着资本家与雇佣工人之间的剥削与被剥削关系”^[2]。马克思把资本视为带来剩余价值的价值，突出表现了资本的根本属性——价值增值功能，这是对资本范畴最深刻的认识。但马克思主要是从生产关系角度考察资本主义社会的资本，因此并不完全适用于社会主义市场经济中的资本范畴。

资本是带来剩余价值的价值，这意味着一方面资本带来剩余价值所必备的生产力前提。只有在劳动者所创造的价值大于其必备生活资料的价值的条件下，一定量的投入价值才可能在运动中带来剩余价值，资本才得以产生和存在。另一方面，资本带来剩余价值也意味着一种特定的生产关系的存在。资本的这种定义形式揭示了资本与劳动力相交易的关系和形式，突出了对资本本性的揭示，但这种过于抽象的定义形式以及更多对资本道德层面的关注却忽略了资本与生产、与经济增长、与经济发展的内在联系，资本尤为重要的生产要素功能反而被淡化了。

西方经济学一般都把资本范畴当成一种生产要素来看待。资本是由生产过程生产出来，再用于生产过程的生产要素。资本与初级生产要素如劳动力和土地不同，它既是一种投入品，也是经济社会的产出品。

现代社会的生产是扩大再生产，不断进行规模扩大的再生产在客观上需要有形的资本形成。资本投入是经济增长的引擎之一。围绕资本的各种讨论一直成为经济学家关注和研究的重点，并就资本的自然属性、阶级属性及其与经济增长的关系等形成了各种理论体系。从亚当·斯密（Adam Smith）开始，古典经济理论就试图揭示资本积累与经济增长之间的密切关系，强调资本积累是决定经济增长率高低的关键。20世纪中叶，凯恩斯主义经济学家进一步强调了资本形成是经济发展的根本约束条件和决定因素，但他们对资本性质的看法并不相同，且形成了各自的理论模型：哈罗德-多马增长模型（Harrod & Domar）和剑桥经济增长模型（Robinson & Kaldor）。

他们的论争导致了持续20年的“两个剑桥之争”。同时，新古典的索洛-斯旺模型（Solow & Swan）从资本系数的可变性出发，通过对资本产出比的巧妙调整，指出技术进步在经济增长中的贡献最为重要。但随后J·Robinson就指出，技术进步依赖于投资增加，所以本质上新古典增长模型仍然是属于资本层面的理论。

资本一方面是市场经济形成和发展基础，另一方面市场经济也为资本的循环和周转提供了必要的机制和形式。在市场经济条件下，资本生产方式的发展使资本生产和资本关系普遍化。这其中不仅包括物质要素资本化，“资本的任一存量是过去投资流量的累积扣除折旧后的净值”^[1]，而且人力资源、知识、技术、信息等普遍转化为资本。

更为重要的是，在市场经济条件下的资本，成为了市场经济运行的逻辑主体。资本所有权，也就是产权关系的终极表现形式，它推动了企业制度创新和科学治理结构的形成，为宏观经济结构的调整和社会资源的合理配置提供了现实的产权基础。在市场经济条件下，所有权形式构成了资源配置和经济运行的核心，各种权利关系的确定必须以资本一般关系为基础，以资本所有权为中心。市场经济中的各种角色主体之间的利益分配和权利界定也是以资本所有权为核心的。在这一意义上说，明确资本所有权，才能产生资本追求增值的原动力，才能界定资本运营过程中不同的资本所有者之间以及不同当事人之间的利益和责任，也才能形成资本所有权对资本经营有效的经济约束。资本的流动、经济结构的调整以及经济资源的配置，都要求资本所有权有明确的利益界限。

资本所有权是市场经济条件下具有广泛意义的所有权。完整意义上的所有权包括资本实物所有权、资本价值所有权和资本收益所有权，但资本所有权的实质不仅仅在于对资本实物和资本价值的占有，更在于对资本收益权，即对剩余价值的占有和索取权。资本所有权的核心是体现资本所有者按照所拥有资本分配剩余价值的平等权利。在同样的投资条件和环境中，等量资本应当拥有获得等量利

润或等量利息的权利。资本所有权的表现形式反映了生产和消费在资本运动基础上的统一。资本成为生产、流通及资源配置的主体。形成了以资本市场为中心的完善的市场体系和市场机制，市场成为各类资源配置的基本方式。平均利润率规律成为调节资源配置的核心机制。由于资本所有权关系中各经济主体利益的均衡性体现在资本与资本的关系上。因而，资本权益的均衡也应当遵循市场经济中的公平原则。在不同部门的职能资本之间，实行等量资本获取等量利润；在不同的借贷资本之间，等量资本取得等量利息；在资本所有者与资本经营者之间，在同一企业治理结构中也存在着利益共享、风险共担的奖惩机制。

二、资本所有权的表现形式

资本必须具有人格化的载体才能发挥资本所有权的终极表现形式。分工和协作是市场经济最基本的运转形态。在这种生产方式下的经济主体必须凭借所拥有的不同经济资源参与到经济生活之中，并通过各自有效的经济行为，在不同资源的交易中，实现各个参与者的经济目的。在市场经济交易规则下，各取所需，各为所用。作为资本所有者，其参与市场经济活动追求的目的就是获取资本应得的报酬。

资本所有者的目的不只是一般的财产归属权，其本质上在于对剩余价值形态的占有。因而其目的特征就表现得尤为明显。一是以资本增值为最大利益目标，二是在利益最大目标前提下，所有者能够充分运用“用手投票”和“用脚投票”机制监督约束资本运营。随着市场经济的分工形式越来越专业，资本所有权主体和资本经营者主体的分工也越来越明显。

由于社会化大生产的发展，资本的使用和运动日益社会化，在一定时期内，相对稳定的资本所有权格局会限制资本的集中和流动。同时，由于资本的增值属性要求使得资本所有者的禀赋越来越不适应，资本的内在要求限制了资本增值最大化职能的发挥，专

业的职业经理阶层就会应运而生。在契约规则和信用原则基础上，资本所有权和资本经营权相互分离为两个独立的利益主体。随着两种主体的目的和要求不断地发生冲突，必须以新的规则来延伸资本的增值目的。在以坚持资本所有者强有力的约束前提下，必须保证资本营运和增值的职能正常发挥。资本增值的责任主体和法人产权主体是现代企业经营机制构造中至为重要的环节。股份制是这种环节最为充分的表达方式。董事会拥有营运资本价值的支配权和处置权，以及对公司重大问题的决策权和人事任免权等，并承担资本运营和增值的职能，但这只应限于董事会的权限之内，经营阶层仍然从事具体的日常管理。公司资本的所有者以股票所有权形式归属于股东，股东有参加股东大会决定重大事项以及在股票市场上“用脚投票”的权利。经济形态和组织形式发展到现在，只能说资本的这种表现形式是相对先进的表达方式。其优势在于既能克服资本所有者对企业的过多干预，保证企业正常的经营和职能发挥，又能有效地监督经营者，防范可能发生的资本风险。

在法人财产制度下，资本所有者和资本经营者之间的所有权结构相对稳定地固定下来。在这种法人财产关系结构中，所有者对资本的具体和直接支配逐步转变为观念上和抽象、间接的支配。尤其是股份公司的建立，使股权更具有观念上的所有权的一般特征。股东作为一个整体，只是观念地、间接地支配公司的财产，股东只能直接支配自己的股票。这种制度的要义就是出资者个人的财产与公司财产有着明确的分离界限，股东只以投入资本为限对公司的债务承担有限的清偿责任。公司作为独立的法人依法拥有公司财产，即股东的投入资本成为法人资产。

企业独立法人资格的资本标志就是企业产权独立，也即终极所有者按照投入资本额获取相应的权益和承担有限责任，不再与公司资产的营运直接相关。由于股份公司是众多出资者共同所有的企业，它是根据出资者的资本份额，限定出资者的权利和义务。资本的运用则委托给按资本额多数表决组成的法人代表机构，即董事