

WOGUO ZIBENSHICHANG
ONGNENGQUEXIAN YUANYIN YANJIU

宋琳 / 著

我国资本市场 功能缺陷原因研究

山东人民出版社

国家一级出版社 全国百佳图书出版单位

教育部人文社会科学研究规划项目
(批准号:10YJD790003)

我国资本市场功能缺陷原因研究

——基于资本成本的视角

宋 琳

山东人民出版社

图书在版编目(CIP)数据

我国资本市场功能缺陷原因研究/宋琳著. —济南:
山东人民出版社, 2014. 6

ISBN 978 - 7 - 209 - 08503 - 8

I. ①我… II. ①宋… III. ①资本市场—研究—中国
IV. ①F832. 5

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2014)第 120195 号

责任编辑:袁丽娟

我国资本市场功能缺陷原因研究

宋琳 著

山东出版传媒股份有限公司

山东人民出版社出版发行

社址:济南市经九路胜利大街 39 号 邮编:250001

网 址:<http://www.sd-book.com.cn>

发行部:(0531)82098027 82098028

新华书店经销

莱芜市华立印务有限公司印装

规格 16 开(169mm×239mm)

印 张 9

字 数 130 千字

版 次 2014 年 6 月第 1 版

印 次 2014 年 6 月第 1 次

ISBN 978 - 7 - 209 - 08503 - 8

定 价 22.00 元

如有质量问题,请与印刷厂调换。 电话:(0634)6216033

摘 要

我国资本市场功能缺陷的表现在于股权融资功能被过度强化,而定价功能和资源配置功能、激励约束功能则出现了严重扭曲。本研究在前人研究的基础上,突破了资本市场和公司财务理论相互割裂的局部研究思路,把金融学与管理会计学视为一个整体系统,对资本市场功能缺陷的制度性根源进行了深入探讨。

本研究认为,资本成本作为公司财务学、投资学以及资本市场等领域的交汇点,应该是影响资本市场功能的深层次制度因素。本研究不仅剖析了资本成本在我国缺位的原因,而且突破了金融学意义上的资本成本概念,赋予了资本成本以投资者产权的性质,使其成为剖析资本市场功能缺陷原因的一个关键工具。在此基础上,本研究借鉴了投资学、公司财务学、新制度经济学和信息经济学的理论,揭示了资本成本影响资本市场功能的各种机制:首先,通过一个数理模型证明了资本成本的产权约束性是债权融资偏好的必要条件。其次,通过对股票定价理论模型的分析,指出资本成本即风险折现率是股票定价和效率市场假说的基础,进而是资本市场发挥资源配置功能的必要条件。再次,通过对信息经济学激励模型中充分统计量选择的讨论,剖析了资本成本在管理者激励机制中的必要作用,并探讨了资本成本对公司管理者的约束意义。最后,提出了培育资本成本理念的制度性措施。

通过以上研究,本研究指出了资本市场功能与资本成本理念的内在联系,为研究我国资本市场深层次问题提供了一个全新的视角。

关键词: 资本成本; 资本市场; 功能缺陷

Abstract

There are many function faults in the Chinese capital market: the function of financing by shareholding (equity interest) was excessively enhanced. However, the function of pricing, collocation, incentives and constraints are distorted badly. Based on the research of former scholars, this essay takes the Finance and Financial Management as a whole system, and breaks through the traditional way of research which divided the capital market from the corporate finance and deeply discusses the institutional reason of the function faults of capital market.

This essay argues that as the point of intersection of corporate finance, investment and capital market, cost of capital is the deep institutional reason which makes great influence on the function of capital market. This essay does not only analyze the reasons why there are many function faults in Chinese capital market, but also breaks through the concept “cost of capital” in Finance and endues the cost of capital with the nature of proper rights of investors, and makes it as a key tool for analyzing the reasons for the function faults of capital market. Hereon, this essay uses the Investment, Corporate Finance, the New Institutional Economics and the Information Economics for reference, points out the various mechanism that the cost of capital influence on the function of capital market. First, we prove that the property right restriction of cost of capital is the necessary condition of preference of debt financing through a mathematic model. Second, by analyzing the model of stock pricing in theory, we point out that cost of capital i.e. the discount rate of risk is the basis of stock pricing and efficient market, also is the necessary condition of collocating function of the capital market. Third, by discussing the sufficient statistics of Incentive Model in the Information Economics, this essay points out the cost of capital plays an important role in the incentive system for managers, and discusses the significance of the cost of

capital on the constraints of managers. Finally, we put forward the institutional method that establishes the sense of cost of capital.

Through the above researches, this essay points out the internal relation between the functional capital market and the concept of cost of capital, and provides a new point of view to study the deep problems of capital market of China.

Key words: Cost of capital; Capital market; Function faults

目 录

第一章 导论	1
第一节 研究背景与研究主题	1
第二节 研究的主要问题、主要概念的界定	4
一、研究的主要问题	4
二、主要概念的界定	5
第三节 理论基础、研究方法、主要结论及研究的意义	7
一、理论基础	7
二、研究方法	8
三、主要结论	9
四、研究的意义	10
第四节 主要创新与有待于进一步研究之处	11
一、本研究的主要创新之处	11
二、有待于进一步研究之处	12
第五节 本研究的结构安排	12
第二章 我国资本市场的功能缺陷及其原因:文献综述	14
第一节 我国资本市场功能定位及相关文献述评	14
一、国外对资本市场作用的研究现状	14
二、国内学者对资本市场功能的定位	17
三、本研究对我国资本市场功能的定位	19
第二节 我国资本市场的功能缺陷及其表现	19
一、我国资本市场股权融资功能的超常发挥与上市公司 融资偏好的扭曲	20
二、我国资本市场的定价功能与资源配置功能被严重扭曲	27
三、我国资本市场的激励约束功能缺位	31

第三节 我国资本市场功能缺陷的原因分析·····	32
一、探讨我国资本市场功能缺陷原因的相关文献·····	32
二、资本成本缺位是我国资本市场功能缺陷的深层次原因·····	34
第三章 资金成本与资本成本在我国的混淆与资本成本的缺位·····	38
第一节 资本成本与现代企业制度·····	38
一、资本成本的定义·····	38
二、资本成本与市场主导型金融模式·····	39
三、资本成本与股东至上的公司治理目标·····	40
四、资本成本与现代财务理论的发展·····	41
五、资本成本的产权性质·····	44
第二节 资金成本的含义及其在我国诞生的背景·····	49
一、资金成本的含义·····	49
二、我国使用资金成本概念的背景与历史·····	50
第三节 资金成本与资本成本的本质差异及其在我国的混淆·····	54
一、资本成本与资金成本定义的差别·····	54
二、股权资本成本与股权资金成本的计算公式比较·····	54
三、国际财务界对股权资本成本概念使用的几个例子·····	56
四、资金成本与资本成本的本质区别·····	57
五、资本成本与资金成本的混淆及其后果·····	59
第四章 资本成本的约束性是我国上市公司融资偏好正常化的 必要条件·····	62
第一节 资本结构理论文献综述·····	62
一、西方资本结构理论综述·····	62
二、国内对上市公司融资次序的研究·····	68
第二节 资本成本的约束是上市公司债权融资偏好的必要条件·····	71
一、资本成本对公司管理者的约束性决定了公司的 债权融资偏好·····	71
二、资本成本的缺位决定了上市公司的股权融资偏好·····	76
第五章 资本成本是资本市场发挥定价功能与资源配置 功能的必要条件·····	79
第一节 资本成本与普通股定价·····	80
一、定价理论的演进与收入资本化法定价·····	80

二、资本成本与普通股定价	82
第二节 资本成本是资本市场发挥资源配置功能的必要条件	87
一、效率市场假说与资源配置	87
二、资本成本与效率市场假说	90
第六章 资本成本与资本市场的激励约束功能	93
第一节 资本成本在管理者激励机制中的作用	94
一、激励理论综述	94
二、Holmstrom 激励模型中资本成本的作用	95
三、以资本成本为基础的 EVA 激励与传统的管理者激励	99
四、资本成本产权对剩余索取权的影响	102
第二节 资本成本在管理者约束机制中的作用	104
一、资本成本在管理者约束机制中的直接作用	105
二、资本成本在管理者约束机制中的间接作用	106
第七章 培育资本成本产权理念的制度措施	108
第一节 资本成本缺位是制度变迁和路径依赖的结果	108
一、资本成本缺位与我国资本市场的制度变迁	108
二、资本成本缺位已经陷入路径“锁定”状态	110
三、恢复资本成本本来面目需要政府的推动	111
第二节 培育资本成本产权理念的制度措施	112
一、在财务理论中彻底摒弃资金成本概念	112
二、向普通大众普及资本成本产权理念	113
三、稳步推出国际板,让我国资本市场在投资理念、估值方法等方面 尽早与国际接轨	113
四、建设和完善多层次资本市场	113
五、调整红利及税收政策,促进资本市场发展	115
六、新股发行要进一步市场化	116
七、鼓励上市公司开展回购业务	117
参考文献	119

第一章 导 论

第一节 研究背景与研究主题

2014年3月31日,A股指数收盘2033点,远低于2001年的2245点。在经济高增长、上市公司成长性均领跑世界的背景下,这历史性一幕引发了人们对我国资本市场功能的反思。在短暂的二十多年当中,我国资本市场走过了西方先进国家几十年甚至几百年所走过的历程,为我国市场经济的建立起到了巨大的促进作用。但是,我们也不能不看到,在资本市场的发展过程所出现的一些矛盾,随着时间的推移,正在逐渐显现,已经发展到了阻碍资本市场发挥其正常功能的地步。其具体的表现是资本市场的股权融资功能被过度强化,而定价功能和资源配置功能、激励约束功能则出现了严重扭曲。资本市场基本功能的这些缺失使得社会资源的帕累托改进无法得到有效实现,进而使得人们不得不对资本市场在经济增长中的效率贡献水平即资本市场在配置资金资源、促进资本形成、推动经济良性运行与持续增长等方面的作用与效率产生怀疑。因此,找出资本市场功能缺陷的原因并加以根治就成为一项紧迫的任务。

有关资本市场的研究在国外属于金融学的范畴。在美国,金融学(Finance)也被称为现代金融学。诺贝尔经济学奖得主默顿·米勒指出现代金融学形成于1950年前后,其主要内容都是与诺贝尔奖连在一起的。自从MM定理提出以来,投资学与公司财务学就成为了一个有机整体,共同构成了金

融学的主体。^{①②} 在美国,金融学已演变为一门以微观经济主体投融资决策为核心的学问,一般设在管理学院、商学院或工商管理学院。^③ 其研究对象不仅仅是资本市场和资产定价,还包括公司财务学的那部分内容(公司财务和公司治理)。^④ 换言之,由于公司财务理论和资本市场有着不可分割的关联性,以美国资本市场为典型代表的发达资本市场不是单纯的市场运行机制可以解释的。它们的正常运行,是有与之相匹配的公司财务理论做其“灵魂”和指导思想的。有人认为公司财务管理活动只是微观企业的事情,和资本市场没有什么关系。本研究认为这种观点是极其错误的。由于公司企业的财务活动构成了资本市场的微观基础,对资本市场的宏观功能分析必须而且也只能从公司财务理论出发。

然而在我国,资本市场研究与财务理论的结合却无法令人满意:资本市场的理论研究通常属于投资学专业,而公司财务理论则属于财务管理学专业。在我国转轨经济的宏观背景下,这两大学科一直是相互隔离的^⑤,而且财务管理学的很多理念距离与国际接轨还有一定差距。这一差距突出地表现在对资本成本这一现代金融学核心概念的理解上。现代公司财务理论中的资本成本指的是投资者的必要报酬率,而我国财务界却将其混同于以往会计成本意义上作为静态要素成本的资金成本概念(等于资金筹集费和占用费之和),结果造成了资本成本及其理念在我国的缺位。在这种学科体系被人为割裂的背景下,对资本市场功能及其缺陷的研究就容易表面化,难以触及资本市场发展中的深层次矛盾。

在梳理国内外对资本市场功能的研究时,笔者发现国外学者研究的多为资本市场效率以及资本市场促进经济增长等问题,通常并不涉及资本市场的功能缺陷及其原因。稍接近本研究主题的是 20 世纪 90 年代中期由兹维·博迪和罗伯特·默顿等提出的“功能观点”来评价金融体系的研究,但很明显,这类研究关注和企图解决的仅仅是一般的金融体系发展命题,并未讨

① 参见郎咸平:《以学术参与现实》,社会科学文献出版社 2004 年版。

② 参见钱颖一:《经济学科在美国》,《经济社会体制比较》,2001 年第 6 期。

③ 参见张亦春:《金融学专业教育改革研究报告》,高等教育出版社 2000 版。

④ 斯蒂芬·A·罗斯为《新帕尔格雷夫经济学大辞典》所撰写的《金融》词条中概括了“Finance”的四大课题:“有效率的市场”、“收益和风险”、“期权定价理论”和“公司财务”。罗斯的观点集中体现了西方学者界定“Finance”时倚重资本市场及公司财务的特质。

⑤ 财务管理学则一直设置在会计系,1999 年才单独成为一个专业。

论资本市场功能缺陷在我国这样的转轨国家出现的原因以及根治问题,而这恰恰是本研究的重心。可见,由于体制差异和本研究的特定区域指向,国外基本上不存在与本研究相同的研究。笔者在进行文献检索、准备时也未见到相同主题的研究。^①

再看国内的研究,我国资本市场从建立之初到今天一直都缺乏相应的现代财务理念作指导,只是市场交易制度建设的单兵突进。随着金融改革的不断深化,资本市场功能缺陷问题才开始引起国内学术界的关注。目前学术界已经对资本市场功能缺陷的原因做了大量的、多方位的探讨工作。但总体上看,这方面的研究成果无论在数量上还是深度上都显得不足,不能满足我国资本市场发展实践的要求。^②尤其需要指出的是,已有的这类初步性质研究也只着重于在资本市场运行结构的框架内探讨资本市场功能建设,其视野较为狭隘。尚未发现财务学学者介入这一领域的研究,也没有发现运用现代财务理论剖析资本市场运行机制的有关研究成果。^③而结合产权理论引入资本成本这一微观外生变量来剖析我国资本市场功能缺陷的原因则完全是空白。

为了从根本上解决我国资本市场功能缺陷的问题,本研究不仅探讨了资本成本与资金成本在我国的混淆及其造成的资本成本缺位问题,而且突破了纯粹金融学意义上的资本成本概念,将现代金融学和产权理论结合起来,对资本成本内涵进行了进一步扩展和深化,强调了资本成本作为投资者产权的性质,使其成为剖析资本市场功能缺陷原因的一个关键工具。在此基础上,本研究揭示了资本成本影响资本市场功能的各种作用机制,指出了资本市场功能与资本成本特别是资本成本产权的内在联系,为研究我国资本市场深层次问题奠定了理论基础。笔者认为,这种资本成本与资金成本在我国的混淆及其带来的资本成本缺位才是造成我国资本市场功能缺陷的深层次制度性根源。

因此,目前与本主题相同的研究,在国外基本不存在,而在国内,类似的研究只在宏观层面上有所起步,但其成果的深度与可操作性均有相当明显

^① 国外学者对中国资本市场进行三言两语的点评也属凤毛麟角,不成体系,如高小勇 1994 年对诺贝尔奖得主的采访。

^② 有关国内外的文献综述详见第二章。

^③ 财务学家郎咸平是从信托责任和辩方举证即法经济学而不是财务金融学的角度剖析我国资本市场功能缺陷原因的。

的欠缺,尤其是缺乏将现代财务理念与资本市场制度建设统一起来的系统研究。基本上可以说,大多数学者(包括中国资本市场的推动者和决策者)都没有意识到资本成本理念是资本市场健康发展的核心和基石。^①

综上所述,本研究在选题上具有较强的理论意义和应用价值。

第二节 研究的主要问题、主要概念的界定

本节介绍本研究研究的主要问题及对主要概念的界定。

一、研究的主要问题

从对客观现象的分析中提炼出这些现象的内在联系及其内在原因,是本研究的最大追求。但笔者并不打算提出完善中国资本市场的一整套完整方案或充分条件,而是着眼于从对历史的追溯和现实状况的分析中,找出影响资本市场发挥健全功能的深层次必要因素,并得出对市场建设具有启发意义的观点。

资本成本作为联系投资学与公司财务学的纽带,在整个现代金融学体系中起着十分重要的作用。但在我国,仅在投资领域使用较为规范的资本成本概念,而在企业微观融资活动和宏观资本市场上,几乎所有的研究者都使用资金的筹集费、占用费之和来表示资本成本,实际上使用的是资金成本概念,以致理论界和实际部门普遍忽略了资本成本及其作用,造成了资本成本及其理念事实上处于缺位状态。本研究研究的主要问题就是从本质上明确区分资本成本与资金成本这两个概念,并从新制度经济学的视角上探讨资本成本的产权内涵,在此基础上分析资本成本特别是资本成本产权对资本市场发挥正常融资功能、风险定价功能、资源配置功能和激励约束功能的必要性,进而提出培育资本成本理念的制度性措施。

需要加以说明的是,本研究重点在于探讨资本成本作为投资者产权和

^① 由于国内金融学与财务学两大学科处于相互隔离状态,金融学学者对资本市场的研究通常不涉及财务理论,很少有研究将资本成本作为自己理论探讨的内核;财务学学者一般将对资本成本的研究局限于公司的微观融资决策,一般缺乏对资本市场的宏观关注,因此这方面的研究基本上是一个空白。

风险报酬率的作用。资本成本的详细计算方法不在探讨之列,也未对资本成本的决定因素做进一步分析。^①换言之,本研究将资本成本当做一个“黑箱”来研究。在模型数据的计算还不太准确的情况下,笔者关注更多的不是资本成本的传统计算方法和结果,而是资本成本在资本市场功能建设中的必要性,以及从制度经济学角度理解资本成本产权对资本成本的促进作用,进而提出培育资本成本产权理念的制度措施。

二、主要概念的界定

如果主要概念认识不清,学者们容易陷入概念的纠缠之中,影响对所研究问题的正确认识。因此,在导论部分有必要对本研究的一些主要概念进行必要的说明。

资本市场:对资本市场这一概念所做的界定是本研究必须做的研究前提。为简化论述和便于统计,本书研究视野中的资本市场主要是指形成一年期以上长期资本的各种直接融资市场,主要包括了股票(权益)市场、债券市场,但不包括金融衍生市场。在本研究中,资本市场的含义等同于证券市场。

目前世界上至少存在着两种截然不同的金融模式,一种是以美国、英国为代表的市场主导型金融模式(Market-Based Financial System),一种是以德国、日本为代表的银行主导型金融模式(Bank-Based Financial System)。前者以股票市场为金融资源配置的基础,后者以商业银行为金融模式的核心。Gerschenkron(1962)^[3]是最早对金融模式作出这样分类的经济学家。当然,对这两种融资方式也有不同的表述方式,如青木昌彦和帕特里克^[4]以股票市场和商业银行在公司融资、监控和治理中的相对地位为标准,认为世界上主要存在着以股票市场为基础的盎格鲁—美洲模式(The Anglo-American Pattern)和以商业银行为基础的日德模式。上述划分方式,尽管提法各异,但是基本上可以归纳为“两分法”:银行主导型和市场主导型。本研究在此所讨论的是市场主导型模式下的资本市场。

^① 资本成本分析包括两方面内容:一是对企业的资本成本进行具体测算,二是对企业资本成本的影响因素进行考察。目前该领域的研究侧重于对企业资本成本进行具体测算,而较少涉及对资本成本影响因素的分析。有关研究综述可参考陆正飞:《基于中国资本市场的公司财务研究:回顾与评论》,《财会通讯(综合版)》,2004年第9期及第11期。朱武祥等:《中国公司金融学》(第二章),上海三联书店2005年版。

中国资本市场:这是个狭义的概念,专指我国的 A 股市场和企业债券市场。由于研究的限制和篇幅的关系,本研究没有对 B 股市场、香港和台湾股票市场进行专门的研究。后文出于行文的方便,在提及我国资本市场时,交叉运用资本市场、证券市场等概念,但均指以上含义。

本研究之所以将我国资本市场发展模式也定位于市场主导型融资模式,是由于学术界、理论界对美国金融体系成功经验的研究成果已经十分丰富,而且“世界各国经济体系发展的结果能够跟股票市场挂钩的只有美国 and 英国,其他欧洲大陆所有国家股票市场都是差的”。^[5]

公司:本研究中提到的公司或企业专指按《公司法》组建的上市公司,也称公众公司。在所有类型的企业中,其所有权与控制权的分离现象最为明显。

资本成本:资本成本是一个极为关键但又容易让国人望文生义的概念。与字面上的含义不同,资本成本在现代金融学中早已不具有静态要素成本的内涵,而是表示与经营风险相适应的机会成本,或者是企业为了维持其市场价值和吸引所需资金而必须达到的报酬率。

资本成本是“财务分析的中心论题”。^[6]由于“资本资产定价模型和其他资产定价模型可以确定将在资本预算中被用到的资本成本”,它们构成了现代公司财务的“主要基石”^{[7](p448)}(另一主要基石是 MM 定理)。

本研究首次将资本成本纳入新制度经济学产权理论的范式中,将其视为投资者的一项产权。事实上,许多金融资产都具有产权性质,只是我们以往都忽略了这一点,如“金融资产是指一切代表未来收益或资产合法要求权的凭证”^{[8](p1)}，“证券可以是股份要求权或债务要求权”^{[9](p43)}。而人类社会的一切社会制度,都可以被放置在产权分析的框架里加以分析。^[10]因此,强调资本成本的产权性质,可以使我們更有效地理解资本市场功能缺陷的症结所在。

资本成本又分为股权资本成本、债权资本成本和加权资本成本。如不加以特别说明,本研究中提到的资本成本专指股权资本成本。

资金成本:资金成本就是企业取得和使用资金而支付的各种费用。这是一个建立在古典静态要素成本意义上的概念,是我国财务理论界创造并仍在使用的概念。我国财务学界在定义资本成本时也习惯照搬该定义,以致资本成本的真正含义少为人知。

第三节 理论基础、研究方法、主要结论及研究的意义

本节主要介绍本研究的理论基础、主要结论及研究的意义。

一、理论基础

资本市场功能缺陷是一个多层次、多侧面的复杂问题,既有理论意义,又有重大的实践意义。因此,研究的理论基础很重要。本研究的理论基础是投资学理论、公司财务学理论、产权理论、信息经济学和制度变迁理论。本研究研究的主题是资本成本对资本市场功能的必要性。其中,资本成本是一个核心概念。它不仅“是公司金融学、投资学、宏观金融学以及资本市场等领域的交汇点”,而且是“宏观金融学研究的基础”,而后的“目的是促使有效金融市场的形成,使公司和投资者之间的资源配置有序化”。^[11] 本研究认为,作为资本市场的制度性基础,资本成本应该是贯穿整个资本市场研究的主线。只有从资本成本出发,才能把握资本市场发展的内在规律和演变方向,才能对未来资本市场发展的问题、症结和对策进行深入研究。针对现有理论对资本成本在资本市场的必要性研究不足,本研究结合现代金融学和产权理论的相关研究成果,突出了资本成本的产权性质,并结合信息经济学的激励理论进一步对资本成本在资本市场功能建设中的作用和影响进行研究。

值得指出的是,新制度经济学的引进,为研究我国资本市场的发展注入了活力。我国资本市场的发展过程实际上是制度变迁和制度创新的过程。笔者认为,对资本市场的研究只有深入到制度的深层,才能揭示出资本市场形成和发展的规律,从而更好地指导我国资本市场发展的实践。新制度经济学因其对经济运行过程中制度背景的关注,在用来研究我国资本市场时比单纯从功能和机制上的研究更具有特别的借鉴意义。

目前学术界的共识是,中国资本市场制度的缺陷,不是某一层次的、某一方面的瑕疵,而是一种全方位的、深度的制度缺陷;它出现于深刻的社会变革中。这种制度缺陷最终体现为经济功能的缺陷。^[13] 从这样一个逻辑出发,对我国资本市场功能缺陷制度原因的探讨必然将是一个十分繁杂的、全方位的巨大工程。相应地,笼统的、诸多的制度性因素对资本市场功能的影

响机制也难以梳理,以致所提出的根治措施也会由于其缺乏可操作性而容易流于空谈。造成这一困境的原因在于对“制度”一词的理解。对于制度经济学中的“制度”,其英文为“institution”。诺斯认为,“制度是一个社会的游戏规则,或更规范地说,它们是决定人们的相互关系而人为设定的一些制约”。制度包括正式约束(规章和法律)和非正式约束(习惯、行为规则、伦理规范)以及这些约束的实施特性。^[14]更加符合国人语境习惯的解释是韦森教授给出的。他把“institution”理解为从个人的习惯(英文为“usage”,即个人行动的常规性)到群体的习俗(英文为“custom”,指一种自发社会秩序)、从习俗到惯例(英文为“convention”,指一种非正式约束)、从惯例到制度(英文为“constitution”,指正式规则约束)这样一个内在于社会过程中的动态逻辑发展着的整体。^{[15](p154)}在这个发展次序上,层级越低,越具有生命力,且其决定效应越强;层级越高,则越有易变性。高层级的制度需要以低层级的制度做基础。用这样的标准看,我国学术界绝大多数对资本市场功能缺陷的制度分析都是基于“constitution”的分析。^①而从更深层次(“usage”、“custom”乃至“convention”)进行的制度分析极为少见。^②资本成本,就属于“custom”或者“convention”层次上的制度因素。正是基于这样的分析,本研究才认为,资本成本缺位是我国资本市场功能缺陷的深层次原因。

二、研究方法

本研究的基本研究方法包括以下几种:

一是系统分析法。运用系统分析方法是本研究的一个突出特点。所谓系统分析方法,就是借用当代管理科学发展的最新成果——系统科学,对经济学命题进行分析的一种方法。在本研究中,在总体上用系统方法对资本市场进行了分析,将现代公司财务思想与资本市场视为一个有机结合的整体,并以资本成本为基础建立了一个新的分析框架,认为离开了现代公司财务“灵魂”的我国资本市场必然是功能残缺的市场。

二是学科交叉法。本研究的研究涉及投资学、公司财务学、信息经济学、数理经济学和新制度经济学等主要学科。本研究将借鉴现代金融学的

① 例如股权分置及其改革问题。

② 仅有的例外是郎咸平(认为我国资本市场的缺陷在于信托责任缺失)、许小年(归咎于缺乏股市文化)。