

当代经济前沿文库

FRONTIER SERIES IN CONTEMPORARY ECONOMICS

中国资本市场 问题研究

邢天才 著

 东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press

当代经济前沿文库

中国资本市场问题研究

邢天才 著

东北财经大学出版社
大 连

© 邢天才 2003

图书在版编目 (CIP) 数据

中国资本市场问题研究 / 邢天才著 .—大连: 东北财经大学出版社, 2003.8

(当代经济前沿文库)

ISBN 7-81084-313-3

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

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2003) 第 078227 号

东北财经大学出版社出版

(大连市黑石礁尖山街 217 号 邮政编码 116025)

总编室: (0411) 4710523

营销部: (0411) 4710711

网址: <http://www.dufep.cn>

读者信箱: dufep@vip.sina.com

大连海事大学印刷厂印刷 东北财经大学出版社发行

幅面尺寸: 148mm × 210mm 字数: 269 千字 印张: 9 1/8

印数: 1—2 000 册

2003 年 8 月第 1 版

2003 年 8 月第 1 次印刷

责任编辑: 田玉海 陈 薇

责任校对: 孙 越

封面设计: 张智波

版式设计: 孙 萍

定价: 20.00 元

本书由

大连市人民政府资助出版

The published book is sponsored
by the Dalian Municipal Government

序

处在体制转轨时期和刚刚加入 WTO 的中国经济正面临着全方位的挑战和机遇，新兴的中国资本市场也正发生着历史性的结构变革。经历了跨世纪发展的中国资本市场，虽然只有短短二十年的发展经历，却走完了西方发达国家几百年的发展历程。二十年风雨兼程，我们终于迈上了一个新的台阶，迎来了一个崭新的世纪。站在新千年起点上回顾历史，展望未来，用资本市场发展观，多视角地透视中国资本市场的探索、发展之路，从战略高度研究与探讨中国资本市场的未来发展大计，以期在理论上有所创新，在实践上有所贡献，这是本书的主要宗旨。

二十年的发展，中国资本市场走过了不平凡的历程，在快速推进市场化、法制化、国际化的同时，也遭遇过前所未有的“寒流”。值得欣慰的是，20 世纪 90 年代中期以后，我国资本市场无论在市场规模、市场结构方面，还是在法制建设、投资主体构成、管理体制等方面，都呈现出新的变化，使我国资本市场发展步入一个倡导理性投资，加强规范化建设的新阶段。应该说，中国资本市场取得了令世人瞩目的成就，它以惊人的发展速度，完成了从无到有、从小到大的“能量”积累。截至 2003 年 4 月，沪深两市共有上市公司 1 243 家，总股本达 6 011.33 亿股，股票市价总值约 4.3 万亿元，约占 GDP 的 40% 左右。但是我们也应该看到，中国资本市场是在摸索和争论中一步一步地发展起来的。二十年的历程，既有成功的喜悦，又有失败的痛苦。我们还有许许多多问题需要面对，需要认真研究。本书就是以资本市场的发展观，运用历史的动态的观念来对中国资本市场有关问题进行研究的。

近几年来，尽管证券领域的学术研究硕果累累，但是鲜见对于中国资本市场问题的系统性的理论研究。《中国资本市场问题研究》是邢天才博士在其学位论文基础上修改而成的，作者是从资本市场与经济变革的关系入手，围绕着资本市场的“定位、效率、风险、监管、发展”这条主线来进行研究的。这对于从整体上把握中国资本市场的过去和现在，研究中国资本市场的未来，从而促进资本市场功能在社会主义市场经济建设中的充分发挥具有重要的理论价值和现实意义。

本书的突出特点主要体现在以下几个方面：一是超前性，本书是紧紧围绕入世后中国资本市场发展面临的机遇和挑战这一主题展开研究的，重点研究了中国资本市场未来发展将要涉及的问题，如资本市场制度创新、市场化、国际化、可持续发展等；二是广泛性，本书的研究涉及资本市场发展的主要方面，从宏观到微观、从国内到国外、从理论到实践，可谓内容丰富；三是学术性，本书先点题，后分析论证，所探讨的问题都是当前资本市场发展中急需解决的一些重要问题，如资本市场功能定位问题、效率与风险问题、监管体系的构建问题等；四是可操作性，由于研究的问题来自于实践，作者在许多方面为中国资本市场的发展提出了积极的、有见地的政策建议，具有一定的参考价值。这些特点为本书能进入一片较具新意的学术天地作出一些研究和探索提供了很好的佐证。

本书对资本市场问题的研究密切结合中国实际，体现了理论与研究与实证分析相结合的有机统一，这是作者的可贵之处。但也必须指出，对中国资本市场有关问题进行系统研究是作者的一个大胆尝试，有些问题还需要进一步研究、充实和完善。不过可以预料，《中国资本市场问题研究》的出版，为我们提供了进一步研究和发展的基础，给人们有所启迪。因此，我认为本书值得关心中国资本市场发展问题的人士一读。

艾洪德
2003年7月

前 言

沿着从初级走向高级、从无序走向有序、从幼稚走向成熟、从盲目走向理性的实践道路，中国资本市场已经在短短的十几年间经历了跨越式发展，在“新兴加转轨”的历史进程中，取得了举世瞩目的成就，成为社会主义市场经济体系的重要组成部分。初具规模的中国资本市场对于提高社会资源配置效率、促进国民经济结构调整、金融体制改革及建立社会主义市场经济体制，开始发挥着越来越重要的作用。面对新世纪全球经济的发展变化和加入 WTO 带来的机遇与挑战，中国资本市场面临重要抉择。在新的形势下研究和探讨资本市场的理论和实践问题具有十分重要的现实意义。

经过十几年的风风雨雨，现代中国资本市场又走到了一个重要的转折点上。当前，国际金融资本正在步步紧逼地叩击着中国的大门，负重的资本市场该迈出怎样的步伐才能走出计划经济的怪圈，进而达到现代市场经济的彼岸？站在不同角度的人们都以各自的方式思考着这一事关中国资本市场改革与发展全局的重大课题，并针对存在的种种问题都从不同角度探索中国资本市场的发展之路。本书是作者运用历史的和动态的观念来对中国资本市场有关问题进行系统研究的，研究的思路是围绕着资本市场的“定位、效率、风险、监管、发展”这条主线来展开的，通过多视角地透视中国资本市场的创建、生存与成长的时代背景，以求把握住中国资本市场发展的客观必然性以及未来的发展空间和基本趋势。

本书大致可分为三大部分，作为第 1 部分的第 1 章，注重理论分

析，研究了资本市场的发展与变革的规律，系统分析了中国资本市场的发展历程及存在的主要问题，为本书的研究进行点题；第2部分包括第2、3、4、5章，这四章论述和分析的思路和透露的基本结论基本上都承接了第1章所总结的若干观点，力求做到理论和实践的结合；第3部分包括第6、7章，是在分析和研究中国资本市场的几大主要问题基础上，进一步探讨了中国资本市场国际化和可持续发展问题，这是研究中国资本市场问题的深化和研究视野的拓展。本书始终贯彻理论研究 with 实证分析相结合、学术性与可操作性相统一的研究宗旨，祈冀借此能起到借鉴和推动作用。

由于中国资本市场发展问题涉及面广且无统一的研究模式，其研究内容具有很强的理论性、实务性和复杂性，而且处于相当迅速的动态变化之中，因此，对于这一内涵丰富、颇多争议，且新问题不断出现的研究课题，本书只是作了一些初步的尝试，难免存在许多不足之处，敬请广大证券界人士及有关专家学者批评指正。

邢天才
2003年7月

目 录

第 1 章 导论：资本市场的发展观	1
1.1 资本、资本证券与资本市场	1
1.2 资本市场的发展与变革	10
1.3 中国资本市场的实践与探索	18
1.4 本书研究范围与结构安排	28
第 2 章 中国资本市场定位	30
2.1 资本市场的功能定位分析	30
2.2 中国资本市场的功能缺陷及其原因分析	41
2.3 我国资本市场定位调整与功能提升的路径选择	57
第 3 章 中国资本市场效率	66
3.1 资本市场效率理论及其发展	66
3.2 资本市场有效性假说的检验	82
3.3 中国资本市场弱式效率的实证研究	88
第 4 章 中国资本市场风险	104
4.1 资本市场风险理论	104
4.2 资本市场的风险估算	113
4.3 中国资本市场风险与防范	118
第 5 章 中国资本市场监管	146
5.1 政府监管理论与资本市场监管	146
5.2 资本市场监管体制的国际比较	155
5.3 中国资本市场监管体系的构建	165

第 6 章 中国资本市场国际化	183
6.1 各国资本市场国际化的趋势及其条件	184
6.2 资本市场国际化的内容与发展规律	191
6.3 中国资本市场国际化的进程与发展步骤	196
6.4 加入 WTO, 中国资本市场国际化的政策取向	205
6.5 中国资本市场国际化的途径	210
第 7 章 中国资本市场可持续发展	220
7.1 可持续发展是中国资本市场发展的必然选择	220
7.2 宏观经济环境与资本市场可持续发展	228
7.3 多层次市场体系的构建与资本市场可持续发展	231
7.4 区域经济建设与资本市场可持续发展	241
7.5 中国资本市场可持续发展的路径	250
参考文献	272
后记	279

第 1 章 导论：资本市场的发展观

资本市场在我国曾一度是相对空白的研究领域。中国资本市场的发展是在原有的体制遇到不可逾越的障碍后，政府为适应生产力的发展要求而冲破旧体制束缚的政策导向的结果。实践证明，中国资本市场的发展是一场经济革命。因此，从中国现实的经济运行出发，确定资本市场的发展观，多视角地透视中国资本市场的过去、现在和未来，探索资本市场的形成、运行、监管和发展规律，是中国资本市场实践和理论发展的双重要求。

1.1

资本、资本证券与资本市场

资本具有丰富的外延。资本证券是资本的重要范畴，是资本市场的主要工具和研究对象。

1.1.1 对资本的再认识

资本是一个被我们在社会经济生活中回避了多年的概念。正视资本，是中国经济的革命。因为，资本是人类现实经济生活中客观存在着的一个重要经济范畴。

1.1.1.1 资本的涵义

对于资本的涵义，前人已有许多论述。如 19 世纪的苏格兰经济学家麦克鲁德曾认为：“资本是用于增值目的的经济量，任何经济量均可

用为资本。凡可以获取利润之物都是资本……”^① 奥地利经济学家庞巴维克认为：“一般来说，我们把那些用来作为获得财货手段的产品叫做资本。”^② 萨缪尔森认为：“资本是一种不同形式的生产要素，资本（或资本品）是一种生产出来的生产要素，一种本身就是经济的产出的耐用投入品。”^③ 因此，从西方经济学的角度，资本更多地被理解为是一种生产要素。

在中国，人们对资本的理解通常来自政治经济学教科书中对马克思的资本观的诠释：资本是能够带来剩余价值的价值。传统的社会主义政治经济学对资本持否定的态度，认为在社会主义制度下，不应有“资本”这一范畴。这种观点的误区在于没有区分资本具体与资本一般。《经济学百科全书》（1992年）对资本的解释是：“资本就工商业而言，资本由房屋、建筑物、工厂、机器设备以及库存等构成。稍广一点的含义还包括住房（不论是租赁的还是私有的）、运输设施和设备。资本还包括人力和非买物……”从中可以看出，资本所采取的形式，既包括有形的资本、无形的资本，还包括人力资本。

对于资本的论述最充分的当然是马克思。他认为，资本的合乎目的的活动只能是发财致富，也就是使自身增大或增值。对资本来说，任何一个物本身所能具有的惟一的有用性，只能是使资本保值或增值。马克思在他的巨著中，对于资本作了很多剖析，结论是要推翻私有制，并没有说资本会消灭，而只是说生产资料必须与劳动实现直接结合，即资本为少数人占有要变为被全社会大多数人共同占有。马克思对资本的形式、内涵、特点、规律、运行方式的揭示，无论就其深度和广度，都是过去和现在的经济学家所不可比拟的。

我们从历史唯物主义角度看，不管是哪一位前人对资本的论述都离不开他们所处的那个时代的特定背景，都不可避免地具有这样或那样的局限性。社会的发展与经济变革，将会使人们对于资本有更深厚、更宽广的认识空间，只要资本还是社会生产和再生产中不可缺少的要素，只要资本还存在于社会经济生活之中，人们就会对资本有新的认识。迄今

① [苏] 麦克鲁德：《信用的理论》，127页，北京，商务印书馆，1872。
② [奥] 庞巴维克：《资本实证论》，陈端译，73页，北京，商务印书馆，1964。
③ [美] 萨缪尔森：《经济学》（第十四版），55页，北京，商务印书馆，1986。

为止，关于资本的理论可以概括为以下三个方面的含义：^①

第一，资本可以由各种形态表现，但不论用什么形态表现都必须具有价值，凡是没有价值的东西都不是资本；

第二，资本必须能够带来剩余价值，虽有价值但不能带来剩余价值的都不是资本；

第三，只有在现实的物质生产过程中能够产生剩余价值的价值才是资本。

资本是市场经济运行的核心，它体现了经济增长的最基本的规律。但是，在我们的观念中，资本曾长期被我们当成一个可怕的魔鬼，为了区别资本主义与社会主义，我们不能用“资本”这个词。在我国经济经过几十年的发展后，我们应该正视的现实是，至少在我们所处的这个时代，社会的生产和再生产是离不开资本的。特别是现代市场经济中，资本就是经济活动得以继续的标志。资本作为生产经营不可缺少的生产要素，决定着社会经济的发展与进步，进而也决定着整个社会的发展与进步。

1.1.1.2 资本的属性

资本具有二重属性：一是它的社会属性；一是它的自然属性。前者是资本归谁所有的问题，这是它的个性；后者则是资本一定要实现价值增值的问题，这是它的共性。我们过去存在的主要问题是看重资本的社会属性，忽略其自然属性，甚至用其社会属性取代了自然属性，使得资本在我国社会再生产过程中应有的作用不能很好地发挥。因为，强调资本的社会属性，即使争到了资本所有者的权力，却因为看不到资本的自然属性，不知道该如何有效地使用争到属于自己所有的资本，造成了一系列的矛盾，造成了资本的浪费。因此，我们要对资本有一个完整的、科学的认识，不要忽视资本的二重属性，尤其是要重视资本的自然属性，还资本的本来面目。

资本作为经济中的价值规律存在，是资本市场运动的价值主体。因此，资本市场的培育和发展问题，实际上集合了整个中国经济改革的难题或者说是一个史无前例的历史性难题。在我国正在迈向现代化，走上

^① 郭元希：《资本经营》，4页，成都，西南财经大学出版社，1997。

新世纪的进程中，尤其需要重视的正是资本和资本的属性。这是本书以后研究资本证券和资本市场的重要前提。

1.1.2 对资本证券工具的考察

证券是各类财产所有权或债权凭证的通称，是用来证明证券持有人有权取得相应权益的凭证。凡根据一国政府有关法规发行的证券都具有法律效力。

证券是一种信用凭证或金融工具，它是商品经济和信用经济发展的产物。依据不同的标准，通常将证券分为证据证券、凭证证券和有价证券。

证据证券是指单纯地证明某种事实的文件，主要有借用证、证据（书面证明）等。在证据证券中，有一种具有特殊效力的证券，被称为“免责证券”，如提单等就属于此类。

凭证证券是指认定持证人是某种私权的合法权利者，证明对持证人所履行的义务是有效的文件，如存款单、借据、收据等就属此类。凭证证券虽然也是代表所有权的凭证，但却不能让渡，不能真正独立地作为所有权证书来行使权利，实际上它是无价证券。

有价证券是一种具有一定票面金额，持证人对其拥有一定权利的证明书或凭证。有价证券通常又分为：货币证券、财物证券和资本证券三类。货币证券指的是可以用来代替货币使用的有价证券，是商业信用工具，如银行券、票据、支票等；财物证券是对货物拥有索取权的证明，如货运单、提单、栈单等；资本证券是指通过金融投资活动所获得的有价证券，主要包括股权证券（所有权证券）和债权证券，如股票、债券、基金等即属此类。

以上是对证券从广义角度进行的分类。根据证券的性质来说，证据证券、凭证证券实际上是无价证券，仅是证明某项事实的一种凭证；而有价证券虽本身没有价值，却能给持有者带来一定的收益，因而可以在证券市场上自由买卖和流通。按照有价证券的内容不同而划分成的货币证券、财物证券和资本证券中，货币证券与财物证券都表明了持证人拥有对货币或财物索取的权力。而资本证券是必须通过金融投资（购买）才能真正地拥有，并且资本证券的活动可以促使财富的大量集中和资金

的有效配置。因此,狭义的有价证券通常仅指资本证券。资本证券并非实际资本,而是虚拟资本。它虽然也有价格,但自身却没有价值,形成的价格只是资本化的收入。这一特征决定了它是资本市场中的重要投资工具,也是本书所要研究的最基本的一个问题。在下面的研究中所提及的证券均指资本证券。

1.1.3 对资本市场内涵的界定

金融、资本、市场是现代经济社会中人们极为关注和重视的经济术语。它们是市场经济发展的产物,而反过来又对市场经济的发展和深化起着极为重要的促进作用。作为今后研究问题的引子,下面先就资本市场共性的几个问题进行探讨。

1.1.3.1 资本市场概念的界定

资本市场同货币市场、黄金市场、外汇市场等均是金融市场的子市场,在金融市场中,资本市场居于十分重要的地位。它是现代经济的资源配置中心,是金融市场的核心市场。

关于资本市场概念的界定问题,目前尚有多种说法,现将比较有代表性的提法和观点分述如下:

(1) 金融市场包括的内容比较广泛,按照业务活动的内容可划分为各种专业市场:货币市场,亦称短期金融市场,是办理一年以下短期资金借贷业务的场所;资本市场,亦称长期金融市场,一般指经营一年以上的中长期资金借贷的交易市场。^①

(2) 金融市场是资金供求双方运用金融工具进行各种金融交易活动的总和,作为其中一个组成部分,资本市场则是经营长期资金借款和证券业务的场所,如长期资金借贷市场、长期债券和股票市场。后者也称为有价证券市场,它与其他产权转让市场一起构成资本市场的主体。^②

(3) 就资本市场的概念而言,它是买卖双方对从企业所有权派生出来的股权或产权的价值形态进行交易的场所。其特点:首先,它不同于金融市场,因为金融市场中银行和非银行金融机构的资金拆借市场并不属于这一范畴;其次,它也不同于证券市场,在证券市场中占很大比例

① 曹凤岐:《货币金融学》,112页,北京,北京大学出版社,1989。

② 王兵:《发展资本市场提高资金使用效益》,载《调研资料》,1994(12)。

的债券市场严格地说不是—种资本价格的交易（可转换的债券除外）；最后，资本市场不同于股票市场，现在人们—提到资本市场就想到股票市场，这是片面的。^①

（4）资本市场是经营中期资金（1~5年或10年）和长期资金（更长期的贷款和法人股票）的机关和机构及其相互关系的集合。它经常被企业、法人、政府和个人作为买卖已经存在的有价证券的场所。^②

（5）从广义上说，资本市场一般是证券市场中的长期国债市场，中长期企业债券市场、股票市场、投资基金市场以及其他中长期有价证券市场。显然，证券市场与资本市场并不完全对应，证券市场的另一部分属于货币市场，如短期国债市场、国债回购市场等。资本市场的另一部分是中长期贷款市场。^③

（6）资本市场的内涵，按西方已成型的市场类型看，细分的资本市场一般指证券市场，主要包括一级市场（即证券发行）和二级市场（即证券流通）两大内容。然而，说大了，资本又包含许多内容，如货币、期货、外汇、生产资料乃至劳动力等都在其中。^④

（7）在经济学原理的著作中，资本市场与货币市场通常是不加区分的，它是一个与产品市场和劳动市场相对应的概念，指的是与经济的“实体面”（the real world 或 the real economy）相对立的“货币面”（the monetary world 或 the monetary economy）。^⑤

（8）资本市场通常指的是期限在一年以上的资金融通活动的总和，^⑥包括期限在一年以上的证券市场以及一年期以上的银行信贷市场。

关于资本市场的概念问题，在1996年4月29日召开的中国资本市场高级研讨会上，有关专家认为：目前对资本市场的理解过于狭窄，往往将之归于证券市场甚至进一步缩小为股票市场。事实上资本市场的含

① 刘纪鹏：《现代企业制度与长期资本市场》，载《中国企业报》，1995-02-07。

② 房汉庭：《现代资本市场：概念、机能理论》，载《财贸经济》，1995（2）。

③ 欧—士：《访王国刚：在规范中发展中国资本市场》，载《中国城乡金融报》，1996-11-18。

④ 陈玉洁：《新闻对话——资本市场需要冷处理》，载《中国资产新闻》，1997（2）。

⑤ [美] 斯蒂格利茨：《经济学》（下），北京，中国人民大学出版社，1997。

⑥ F.J. Mishkin, *The Economics of Money, Banking and Financial Market*, little, Brown and Company, 1995.

义很广，既包括证券化资本市场，也包括非证券化的生产资本市场。从资本市场的表现形态来看，它包括了股票、债券、产权、投资基金、长期票据贴现、租赁等等。在这一问题的研究上，我国著名学者李杨、王国刚在“中国资本市场的培育与发展”的研究课题中指出：本报告倾向于遵循多数人的用法，将资本市场定义为期限在一年以上的各种资金融通活动的总和。这样做的主要原因在于，依据期限来界定融资活动，使得我们可以将金融学说与经济学理论中关于期限的学说密切联系在一起，而期限学说显然是我们理解资本、资本形成、经济发展以及整个经济活动的核心环节……资本市场便是依据经济分析中的“长期”概念来界定的。然而，值得注意的是，期限作为经济学的基本分类标准，近年来已经遇到严峻挑战。特别是在金融领域中，层出不穷的金融创新，已经使人难以简单地根据期限来判断一项金融活动的性质，更难简单地根据期限探求金融活动与实体经济活动的对应关系……这意味着，随着金融业的发展，货币市场、资本市场，乃至银行信贷和证券市场的区分，将逐渐失去意义。^①这是迄今为止对资本市场概念的界定较为深入的研究成果。

在我国积极发展资本市场的进程中，确立资本市场的概念，不仅具有重要的理论意义，而且具有重要的实践意义。根据上述各种观点，本书认为对资本市场概念的理解应把握以下几点：

(1) 资本市场在金融市场结构中居于十分重要的地位。金融市场包括的内容比较广泛，通常由货币市场、资本市场、黄金市场、外汇市场等组成。但是更有理论意义的分类，通常把金融市场分为短期金融市场（即货币市场）和长期金融市场（即资本市场）。

(2) 资本市场通常有广义和狭义之分。广义的资本市场是指经营一年以上的各种资金融通关系所形成的市场，按融资方式和特点的不同，具体包括中长期信贷市场、证券市场（股票市场和中长期债券市场）等；狭义的资本市场把以间接融资为特征的中长期信贷市场排除在外，专指以直接融资为特征的证券市场。

(3) 资本市场概念的界定宜宽泛一些，随着经济的发展，资本市场

^① 李杨、王国刚：《中国资本市场的培育与发展》，32～33页，北京，经济管理出版社，1991。