

中国资本市场 理论与实务

主 编 郭 冬 乐
副 主 编 吕 芳

中国物价出版社

中国资本市场理论与实务

主 编 郭冬乐

副主编 吕 芳

编 委 郭冬乐 吕 芳

苏允琴 贾北诒

~~朱小慧~~ 林 森

中国物价出版社

图书在版编目(CIP)数据

中国资本市场理论与实务/郭冬乐主编. —北京:中国
物价出版社, 1997. 7

ISBN 7-80070-715-6

I. 中… II. 郭… III. 资本市场-中国 IV. F832.5
中国版本图书馆 CIP 数据核字 (97)第 10835 号

中国资本市场理论与实务

主编 郭冬乐

中国物价出版社出版发行

新华书店 经销

保定列电印刷厂印刷

850×1168 毫米 大 32 开 15 印张 360 千字

1997 年 7 月第 1 版 1997 年 7 月第 1 次印刷

印数: 1—2000 册

ISBN 7-80070-715-6/F·522

定价: 25.00 元

前 言

资本市场是中国社会主义市场经济体系的重要组成部分。经过十几年的努力,我国的资本市场从无到有,从小到大,正逐步走向成熟和规范,并在促进我国经济发展方面发挥越来越重要的作用。

为了推动我国资本市场理论与实务的研究和探索,中国社会科学院财贸经济研究所学术资料室编写了《中国资本市场理论与实务》一书,旨在反映多年来我国理论界与实际部门的同志在围绕中国资本市场的形成与发展状况,以及进一步发展的思路、发展前景等问题进行全方位的探讨,并将探讨中的主要热点问题、主要观点以综述形式呈现给广大读者。同时,本书还广泛介绍了国外资本市场的有关理论与实务,供广大读者参考。

本书在编写过程中得到了许多同志的关心与帮助,我们在此表示衷心的感谢。由于我们经验不足、水平有限、时间仓促,本书难免存在许多疏漏和不足,欢迎广大读者批评指正。

本书由郭冬乐主编,参加编写的人员有:郭冬乐、吕芳、苏允琴、贾北诒、朱小慧、林森、钱铭燕。

编 者

目 录

一、资本市场概述	(1)
(一)资本市场的概念.....	(1)
(二)发展资本市场的必要性及其意义.....	(4)
(三)资本市场在经济发展中的地位与作用.....	(6)
(四)资本市场与货币市场的关系.....	(15)
(五)我国资本市场的发展历程与现状.....	(20)
(六)我国资本市场存在的问题.....	(30)
(七)我国资本市场发展的条件、对策与思路	(39)
(八)内地资本市场与香港特别行政区 资本市场的对接.....	(56)
(九)1997 年资本市场走势及 2000 年发展预测	(65)
(十)我国资本市场国际化问题.....	(72)
二、股票市场	(83)
(一)股票市场的涵义与特点.....	(83)
(二)股票市场的地位与作用.....	(97)
(三)我国股票市场的形成与发展.....	(106)
(四)我国股票市场的现状及问题.....	(114)
(五)我国股票市场发展的对策与思路.....	(135)
(六)我国股票市场发展趋势与预测.....	(145)
(七)B 股与我国证券市场国际化	(152)
三、债券市场	(159)
(一)我国债券市场的发展历程及其现状.....	(159)
(二)发展我国债券市场的必要性.....	(168)

(三) 国债与货币市场、资本市场	(174)
(四) 目前我国债券市场存在的主要问题	(178)
(五) 我国债券市场发展的对策与建议	(186)
(六) 国际债券市场与中国的国际债券发行	(200)
四、投资基金市场	(205)
(一) 投资基金的概念和特点	(205)
(二) 投资基金的起源与发展	(210)
(三) 投资基金的功能	(214)
(四) 我国发展投资基金的必要性和可行性	(217)
(五) 我国投资基金发展现状	(224)
(六) 我国投资基金发展中存在的问题	(233)
(七) 我国投资基金的规范和发展思路	(242)
(八) 我国投资基金国际化问题	(257)
五、香港特别行政区和台湾地区的资本市场	(267)
(一) 香港特别行政区的资本市场	(267)
(二) 台湾地区的资本市场	(279)
六、国际资本市场的发展与借鉴	(285)
(一) 资本市场全球化	(285)
(二) 国际资本市场发展趋势	(287)
(三) 美国、英国、德国、日本、新加坡、韩国的 资本市场概况	(290)
附件:	
中国证券监督管理委员会职责	(399)
中华人民共和国国库券条例	(401)
股票发行与交易管理暂行条例	(404)
企业债券管理条例	(425)

国务院关于股份有限公司境外募集股份 及上市的特别规定	(431)
国务院关于股份有限公司境内上市 外资股的规定	(436)
可转换公司债券管理暂行办法	(443)
中华人民共和国国债托管管理暂行办法	(451)
中国证监会发出通知:股票发行工作有新规定	(458)
中国证监会发出通知:严禁操纵证券市场行为	(461)
正确认识当前股票市场	(463)

一、资本市场概述

(一) 资本市场的概念

中共中央十四届三中全会于1993年11月14日通过的《中共中央关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》指出：当前我国培育市场体系的重点之一是发展和完善以银行融资为主的金融市场。在发展金融市场的过程中，资本市场要稳妥地发展债券市场、股票融资；货币市场要发展规范的银行同业拆借和票据贴现。在党的文件中第一次明确了“资本市场”这种表述，提出了资本市场的概念和发展资本市场的思想。

在讨论中，一些同志认为，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。第一，确立资本市场的概念有助于人们摆脱传统观念的束缚，消除恐“资”的心理，理直气壮地发展资本市场，拓宽投资渠道，参与资本投资。第二，确立资本市场的概念，有助于促进证券市场的健康发展，从而有助于建立统一、开放、竞争、有序的市场体系，形成物资资源、资本和劳动力合理流动优化组合的资源配置机制。第三，确立资本市场的概念，有助于企业和个人形成资本增殖意识、投资风险意识、无形资本价值等现代市场意识。第四，确立资本市场的概念，有助于消除国际资本进入中国资本市场的疑虑，有利于国内市场体系与国际市场体系接轨。按照国际资本市场的惯例和通则规范我国的证券市场，为吸引外资创造有利的软环境^①。

关于什么是资本市场，在讨论中有代表性的提法主要有：

1. 金融市场是资金供求双方运用金融工具进行各种金融交

^① 宋冬林：《对确立资本市场范畴的几点理论认识》，《经济学家》1994年第3期。

易活动的总和，作为其中的一个组成部分，资本市场则是经营长期资金借款和证券业务的市场，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。资本市场主要功能是为政府筹集中、长期资金，为企业筹集自有资金和长期资本金提供便利^①。

2. 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，也不同于证券市场，在证券市场中占有很大比例的债券市场严格地说不是是一种资本价格的交易（可转换的债券除外）；最后，资本市场不同于股票市场，现在人们一提到资本市场就想到股票市场，这是片面的^②。

3. 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。按照资本市场的作用范围划分，它包括地方性、区域性、全国性和国际性资本市场。资本市场与货币市场最大的区别就在于，前者的金融工具是分裂的，则后者的工具则是同质性的。也就是说，资本市场由于其承载工具的相对独立性，使其表现为许多小市场组成的网络。其中每个小市场经营不同类型的贷款或证券，这些小市场之间的联系直接依存于利率的变动。在各种证券的供应随商业周期发生相对的变化时，利率必定会发生变动，从而使贷款者改变其购买证券的格局，借款者改变其筹资方式。这表明，资本市场必须以一种资金需要者希望发行的各类债务与资金供给者愿意持有的各类资产相配合的方式经营。其经营方式大致有两种：一种是利用中间媒介，即由中介机构持有资金需要者

① 王兵：《发展资本市场提高资金使用效益》，《调研资料》1994年第12期。

② 刘纪鹏：《现代企业制度与长期资本市场》，《中国企业报》1995年2月7日。

发行的负债，然后再发行一种对资金最终供给者更有吸引力的负债；另一种是通过某种方式调整各种资产的相对收益，引导资金需要者发行资金供给者想要的各种有价证券。当然，有时亦可以两种方式兼用。一个资本市场，利率必须具有弹性，各类证券市场也必须连结在一起，以便各类证券相互间可以直接或间接地进行竞争^①。

4. 从广义上说，资本市场一块是证券市场中的中长期国债市场、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、国债回购市场等等。资本市场的另一部分是中长期贷款市场。中长期贷款市场之所以是资本市场的一部分，不仅仅由它的期限决定，更重要的是因为，在这个期限内，企业通过运用资本金和这笔贷款资金，所创造的经济效益，在满足按期还本付息要求后，将有一笔新的净资产增加，这些净资产属于企业的资本性资金范畴^②。

5. 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；二级市场即证券流通两大内容。然而，说大了，资本又是包含许多内容的，如货币、期货、外汇、生产资料乃至劳动力等都在其中^③。

6. 中国资本市场高级研讨会的专家认为，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义很广，即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^④。

① 房汉庭：《现代资本市场：概念、机能理论》，《财贸经济》1995年第2期。

② 欧一士：《访王国刚：在规范中发展中国资本市场》，《中国城乡金融报》1996年11月18日。

③ 陈玉洁：《新闻对话——资本市场需要冷处理》，《中国资产新闻》1997年2月21日。

④ 《专家学者研讨——如何发展我国资本市场》，《经济时报》1996年4月29日。

（二）发展资本市场的必要性及其意义

发展资本市场是建立社会主义市场经济体制的客观要求，也是未来我国经济持续、快速发展的客观要求。

1. 中国要改革，要搞社会主义市场经济，不运用资本这一工具是不行的。如果不是再继续搞贫穷的社会主义，搞绝对平均主义，如果不再是一个物质匮乏的社会，那么，随着人民生活水平的提高，人民大众手中的积蓄增加，早先货币形式的财产便会逐渐变成资本形式的资产。大众投资的时代已经到来，这对一个国家的经济发展是大有好处的。从货币转变成资本便意味着消费减少而生产增加。从企业角度来讲，从产品经营上升到资本经营，是一种机制的大转变。当今的中国不是资本多了，而是资本匮乏。越是发展中国家，越是要提倡资本形成〔Capital Formation〕。在今后一段时间里跨世纪的大规模建设浪潮中，我们不仅要有效利用国内的资本，还要尽量利用国际资本，这就需要培育和建立一个有效的资本市场^①。

2. 加快资本市场的发展，是市场经济机制发育、壮大的客观要求。成熟的市场经济体制不仅包括高度发达的商品流通市场，还必须包括货币市场和资本市场在内的发达金融市场。竞争性的商品流通市场是市场经济体系中最直观、最浅显的表层部分，而货币市场和资本市场则是市场经济的内核框架系统。世界各国市场经济的发展经验表明，商品流通市场的高度发展，必然要求形成与其发展相适应的货币市场和资本市场。

1978年开始的中国经济体制改革开放，正是传统计划经济体制向市场经济体制转变、靠拢和回归的过程。这一阶段，中国经济体制的特点是：新旧体制并存，在商品流通市场上，市场经济细胞的作用已起到了决定性的作用。目前，我国社会商品零售额中95%都是通过放开竞争的市场价格实现的。但是，生产要素的

① 仲大军：《构建中国特色的资本大市场》，《中国经济时报》1995年10月6日。

组合过程中，计划经济体制的色彩仍十分浓郁，集中体现在资本市场发育严重滞后。在企业产品已被推上市场的情况下，众多企业既无法再通过旧的计划资金分配体制补充资金，又不能通过市场直接筹资或进行资源重组，只能依靠单一的银行信贷资金来补充资金源。目前，只有极少数企业能够借助证券市场来筹集和进行资源重组。面对竞争激烈的市场压力和资金需求压力，越来越多的企业迫切希望能够打开资本市场的通道^①。

3. 中国资本市场的发展是中国经济发展的必然选择。这种必然性，必然体现出一种需要。中国现在正进入一个新的经济增长期，中国经济每年都保持 10% 左右的增长率，如此高的经济增长率，在世界上很少有国家能够长期达到。中国维持这样高的增长率，目前受到资本瓶颈的制约。因此，从中国经济增长的角度看，我们也没有理由不发展中国的资本市场^②。

4. 中国的市场化改革需要巨额的资金，特别是国外资金，但要引进国外资金，就必须适应国际金融的发展趋势，发展资本市场。

首先，从国际金融形势看，80 年代以来，西方各国普遍放活了对本国金融机制的管制，促进各种金融机构跨国经营，从而加速了资本在国际间的流动，推动了资本市场的国际化，90 年代这一进程得到了进一步加强。其次，从本世纪 70 年代中期开始，国际资本已经开始脱离商品和劳务交易而形成一种独特的自我运行机制，并以其独特的法规发挥作用，成为影响各国汇率变动、世界经济盛衰的关键因素。随着金融国际化向纵深发展，国际资本相对独立运行的趋势越来越明显，在市场经济发达国家，一种旨在谋利或保险的金融资产投资的局面已经形成，而且业已影响到发展中国家和地区。90 年代世界巨大的游资资本将不断从证券等

① 张后奇：《加快资本市场发展正当其时》，《金融时报》1996 年 1 月 5 日。

② 毕爱芳：《改革呼唤资本市场——中国人民大学金融证券研究所所长吴晓求教授访谈录》，《中国商报》1997 年 2 月 24 日。

交易中寻找出路，预计今后全球金融自由化、筹资证券化、国际资本独立运行格局将进一步加强。再次，国际融资由以银行贷款为主转向以证券融资为主。据国际经济和贸易合作组织统计，1965年，国际债券的发行量为33亿美元，而进入90年代则上升至近万亿美元。与此同时，世界股票交易也急剧上升，从25000亿美元，增至58200亿美元。美、日等国以及发展中国家证券化融资正方兴未艾，预计这种趋势将会进一步得到加强。鉴于国际金融发展的新格局，如果我们不能适应这一变化，加速变革我们的金融体制，加快发展资本市场，很可能会错过利用外资的良好机会^①。

综上所述，发展资本市场对我国经济运行和经济发展具有十分重要的现实意义。

中共中央关于建立社会主义市场经济体制的决定，确定了“持续、快速、健康”发展国民经济的总方针。在这里，国民经济快速发展的必要条件，是长期保持较高的投资率；而国民经济健康发展的充分条件，则是使这个较高的投资率得到相应的储蓄率支持；只有在储蓄率和投资率经常保持平衡的条件下，才能有国民经济的持续发展。简言之，平衡投资与储蓄，是贯彻这一总方针的关键所在，对于中国来说，由于投资需求始终是旺盛的，因而，有效地动员储蓄或者说建立高效率的资本市场，则具有更重要的意义^②。

（三）资本市场在经济发展中的地位与作用

资本市场是中国社会主义市场经济运行机制中的重要枢纽，从长期看，它将是在中国金融体系和投融资体系中起主导作用国际性资本市场；在短期内，它是银行主导型金融体系下的重要投融资渠道。资本市场主导地位的客观依据：

① 董文标：《论发展我国资本市场》，《新金融》1995年第3期。

② 李扬：《建立高效率的资本市场是金融体制改革的重要内容》，《经济参考报》1994年2月15日。

1. 市场经济运行的证券化发展趋势。

市场经济运行的证券化发展趋势是指市场经济运行机制中实物财产形式日益转化为证券形式和资源配置日益以证券为媒介进行。这主要表现在三个方面，一是财产的证券化，即把不可分割和流动的财产转化为可分割和易于流通转让的证券；二是金融工具的证券化，即中介机构把非流动的资产（贷款）转化为可流通的证券（一揽子债务工具）；三是融资工具的证券化，即企业和政府通过出售证券融资，而不是通过银行借款来获得资金。80年代以来，各主要资本主义国家金融机构存贷款的增长速度明显减慢，证券发行量则迅速增长，一些传统的长期贷款项目如住宅抵押贷款、汽车分期付款、普通消费者信贷等，都出现了证券化趋势。进入90年代后，支持大规模证券化的基本建设项目的大量增加，为新的市场进入提供了有利条件。在市场经济高度发达的国家，证券的市值规模已经大大超过货币形式存在的金融资产总规模和GNP规模。新兴工业化国家和地区的证券发展也呈相同的演进趋势。市场经济发展到一定程度后，证券化就成为主导市场经济发展的基本趋势。世界经济一体化和金融一体化的浪潮必然使开放中的中国社会主义经济体制走上证券化主导地位的自然历史进程大大缩短。

2. 中国工业化的深度推进和企业股份制改造对资本市场所产生的强大需求推动了资本市场扩张。

改革开放促进了中国产业门类的进一步扩张和社会分工体系的高度深化，工业化进程大大加快，并且从劳动密集型转向技术密集型和资本密集型。产业结构的调整和工业规模的扩张对资本需求急剧扩张，尤其是现代高科技产业需要大规模的长期资本投入，单纯依靠企业内部自身的资本积聚不可能满足其资本需求，完全寄希望于从处于困境中的银行获得信贷融资可能困难重重，这就需要发展一定规模的资本市场，为企业提供股权资本和债券融资。同时基础设施建设的扩张也增加了对长期资本的需求。中国

国有企业的股份制改革为资本市场的发展和扩张注入了极大的潜力。在从 1992 年至 1995 年的股份制改组中,大约有 3000 多家国有企业建立了现代企业制度,其中上市公司 300 多家,股市扩容迅速,股票交易量从 600 多亿元增至 8000 多亿元。1995 年底,股票市场总市值达 3474 亿元。1994 年底,全国较规范的股份制企业累计达 2.5 万家,其中股份有限公司 1.5 万家,有限责任公司 1 万多家。从行业分布看,工业类股份企业占 48%,商业类占 31%,其他类型占 21%。此外,私人和其他一些新建的有限责任公司 6 万多家。全国各类股东人数已达 4000 多万人。我国现在还有近 10 万家国有工业企业需要进行股份制改造,此外还有大量的新兴股份制企业不断建立,这就构成了对资本市场规模扩张的巨大需求支持。

3. 政府财政从赤字货币转向证券化。

在中国经济迅速扩张和高速增长的同时,政府支出扩大导致财政赤字逐年增加。弥补财政赤字有两种方式:一是财政赤字证券化,即从资本市场发行债券融资;二是财政赤字货币化,即向中央银行透支。发达国家一般采用发行债券从资本市场融资来弥补赤字缺口,因为财政赤字的货币化会扩大中央银行的货币投放量,增加流通中的货币数量,引致通货膨胀。我国政府 1981 年至 1989 年累计赤字 1683.3 亿元,同期政府共发行国债 1926.06 亿元,相当于财政赤字的 54.85%,其余则向中央银行透支,而同期的通货膨胀率达到年平均 7.4%。为了避免财政赤字货币化对处于转轨中的中国经济成长造成损害,中央政府从财政赤字货币化转向证券化,逐年扩大债券发行规模。1994 年发行国债 1000 多亿元,1995 年国债发行量达 1537 亿元。这样就进一步扩大了资本市场上债券的交易规模。

4. 中国资本市场地位的确定有充分的资金支持。

近几年来,中国的金融资产结构出现了向居民严重倾斜的趋势。据统计,1995 年城乡居民储蓄增长 37%,近 3 万亿人民币,

若加上居民手持现金将达 3.5 万亿元以上。而同期证券市场总值只有 3000 多亿元,占居民金融资产不到 10%;股票市场仅占居民金融资产的 3%。在市场经济发达的国家,资本市场融资通常占整个金融市场融资量的 50%左右,美国更达到 70%的比例。如果国家推行稳步发展资本市场的政策,增加市场化的程度,至少会有相当数量的居民金融资产以投资基金等形式进入资本市场。我国的社会保障基金已得到初步发展。据统计:1995 年,全国各保险机构保险费收入 600 亿元,至 1995 年末全国有 9500 万职工参加了失业保险;8900 万城镇职工参加了基本养老保险,2100 万人员参加了离退休费社会统筹,500 万职工参加大病医疗统筹,70 多万离退休人员参加医疗费用统筹。全国已有近 100 万家企业、1 亿多户居民获得财产保险,3 亿多次拥有 人身保险。我国现行政策对社会养老保险采取了“社会统筹+个人入帐户”的半积累方式,这就为长期资本市场提供了一个庞大而稳定持久的资金来源。根据世界银行的预测,中国的保险需求将以年均 10% 的幅度扩大,到本世纪末中国的保险业总收入会突破 2000 亿元。我国住房公积金和房改基金也将为中国资本市场的扩张注入庞大的资金。据预测,我国的住房公积金和房改基金在五年内会达到 2 万亿元左右,其中住房公积金有近万亿元的积累,房改中售房基金至少达 1 万亿元以上。这两块基金虽最终用于住房建设,但作为基金,它将构成我国长期资本市场的重要资金来源^①。

资本市场在经济发展中的地位,决定了它对我国经济建设起着十分重要的作用:

1. 资本市场能培育一个更有竞争性和清偿力的银行体系。

经济改革促进了中国原有的金融体制发生分化,企业融资也由过去的财政拨款转向银行债务融资。由于目前在银行体系之外

^① 郑文平、苟文均:《资本市场在经济发展中的地位与作用》,《中国证券报》1996 年 12 月 12 日。

缺乏一个具有一定规模和结构的、有效运作的资本市场，使得企业高度依赖银行债务融资，而企业整体经济效益水平的低下和大量的债务合同，又使得许多企业债务资产的比率超过了危险限度。从银行的角度看，企业从资本市场进行股权融资可以为偿还银行债务提供资金。缺乏股权资本意味着对银行债务融资的依赖，就可能导致企业无力按期偿还，把银行贷款沦为呆帐、坏帐，从而使银行缺乏清偿能力，爆发银行体系的危机。一个富有活力、高效运作的资本市场为储蓄者和资金需求者在银行体系之外又提供了一种新的投融资选择机会。储蓄者通过比较股票、债券和银行存款间的收益率、流动性和安全性而做出理性的投资决策；公司则能够权衡各种资金来源的成本和期限结构而选择成本最低的融资方式，这就会促进银行体系的竞争和提高效率。

2. 资本市场能调动储蓄资金并促进其向投资的转化。

资本市场在调动储蓄资金方面发挥着重要作用。资本市场为投资者提供了种类繁多的具有不同流动性、收益率和安全性的金融工具，如股票、债券、可转换债券等。这些金融工具刺激人们去进行金融投资、储蓄，这就能提高社会的储蓄倾向和一国的储蓄率水平。资本市场提供的金融工具通过与利率受控制的银行存款之间的相互竞争，能推动利率达到更合理的水平，从而形成一国合理的金融资产价格体系，促进储蓄水平的提高和有效投资。许多有利可图或高风险高回报的投资项目需要长期资本的投入，但投资者往往不愿长期放弃具有安全性、存取自由的银行储蓄。资本市场创设的发行市场和交易市场机制为实现金融工具的高流动性和投资者的进入退出提供了条件。流动的产权资本市场不仅能使证券投资者获得一份资产——股本，并在他们一旦需要增加储蓄或改变其资产组合时，可以立即抛售，降低投资风险。公司则可以在资本市场上获得永久性的资本来源，从而改善企业资本结构，提高企业的竞争力，促进经济长期增长。

3. 资本市场能提高资本的合理配置效率。