

Ziben Yuning Congshu

资本

运营

主 编
陈 重
副主编
石庆辉

丛书

国家经贸委企业研究中心
【高 闯 曲昭光 徐明威 著】

资本市场与资本流动

法律出版社

F830.9
G14

417532

《资本运营》丛书

主 编：陈 重 副主编：石庆辉
编 委：金凤德 于 武 李建明
高 阔 齐 虹 沈小英

资本市场与资本流动

国家经贸委企业研究中心

高 阔 曲昭光 徐明威



00417532

法律出版社

图书在版编目(CIP)数据

资本市场与资本流动/高闯等编著, - 北京:法律出版社,
1998.9

(资本运营丛书/陈重主编)

ISBN 7-5036-2556-2

I. 资… II. 高… III. ①资本市场②资本循环
IV. F830.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字(98)第 22079 号

出版·发行/法律出版社

经销/新华书店

印刷/民族印刷厂

开本/850×1168 毫米 1/32

印张/7 字数/160 千

版本/1998 年 9 月第 1 版 1998 年 9 月第 1 次印刷

印数/0,001-5,000

社址/北京市广安门外六里桥北里甲 1 号八一厂干休所(100073)

电话/63266794 63266796

出版声明/版权所有,侵权必究。

书号:ISBN 7-5036-2556-2/F·80

定价:11.00 元

(如有缺页或倒装,本社负责退换)

序

资本经营——现代企业经营面临的新课题

随着社会主义市场经济体制的确立,人们对资本范畴有了新的认识,越来越多的企业特别是国有企业正在按照资本经营思想,转换企业经营机制,寻求现代企业发展的新的经济增长点。

所谓资本经营,就是指把企业所拥有的各种社会资源、各种生产要素,即所拥有的各种资本,视为可以经营的价值资本,通过流动、收购、兼并、重组、参股、控股、交易、转让、租赁等各种途径优化配置,进行有效运营,以实现最大限度增值目标的一种经营管理方式。

按照资本经营理论,企业实际上是各种资本要素所构成的一个组织体,企业运行的全部目的就在于实现其资本价值的增值,企业的一切活动都必须服从于和服务于资本的增值要求;企业经营管理过程就是对企业所拥有的各种资本要素进行合理配置,促成其有效流动,优化资本结构的过程,企业资本经营的目标是要实现价值的最大增值,即追求最高的投资报酬率,企业的一切生产经营活动都是为了实现这一目标。

对于我国企业来说,资本经营既是一个崭新的课题,也是一个永恒的课题。它使中国企业管理实现了从“实物管理”走向“价值化管理”的一次飞跃。企业经营中有两个重要的战略机制,一个是内部管理型战略,另一个是外部交易型战略。内

部管理型战略的实施就是产品经营,面对的是产品市场;外部交易型战略的实施就是资本经营,面对的是资本市场。企业经营的精髓就是两种战略的有效运用。从国际上所有著名企业的发展可以看到,企业在其持续经营和长期发展过程中始终在综合运用这两种发展战略。正如美国诺贝尔经济学奖获得者、著名经济学家施蒂格勒所说:“纵观世界上著名的大企业、大集团,几乎没有哪一家不是在某种程度上以某种方式,通过资本兼并收购等资本运营手段而发展起来的,也几乎没有哪一家是完全通过内部积累发展起来的。”

在企业的发展过程中,比利润更重要的是市场份额,比市场份额更具有根本意义的是竞争优势,比竞争优势更具有深远影响的是企业发展的核心能力,即企业面对市场变化做出反应的能力。

长期以来,我国的企业由于未被置于市场环境中,外部资源的吸纳和重组依靠行政划拨,关停并转依靠行政命令,企业经营只强调内部管理。当前应特别强调企业利用外部交易型战略发展核心能力,企业核心能力的培育、企业资本经营、企业资本运营的每一个具体手段与企业的生命周期有着密切关系,对企业的持续生存与发展有着极为重要的现实意义。

为了便于我国企业尽快熟悉资本经营的理论与方法,提高企业经营的水平,国家经贸委企业研究中心组织科研单位的专家、学者、大学的老师共同编写了这套《资本运营》丛书。我相信,它的出版对帮助我国企业经营管理者的观念更新和掌握资本经营的理论、方法以及技巧能起到较大的促进作用。

袁宝华
1998.7.1.

目 录

第一章 中国资本市场:回顾与前瞻	(1)
第一节 资本市场界说	(1)
第二节 中国资本市场的成长轨迹及展望	(9)
第三节 中国资本流动的宏观分析	(24)
第二章 西方资本市场理论	(39)
第一节 基本概念	(39)
第二节 资本市场效率理论	(49)
第三节 有价证券定价理论	(57)
第四节 证券投资组合理论	(64)
第三章 股票市场与资本流动	(72)
第一节 我国股票市场的发展	(72)
第二节 我国股票市场中的资本流动	(87)
第三节 股票市场、投资银行与资本经营	(103)
第四章 债券市场与资本流动	(137)
第一节 我国的债券市场	(137)
第二节 我国债券市场的运行机制	(150)
第三节 我国债券市场的发育与资本流动	(163)
第五章 国际资本市场与资本国际流动	(174)
第一节 概 述	(174)
第二节 外汇市场	(182)
第三节 我国资本流出人与利用外资	(190)
第四节 从东亚金融危机看资本国际流动	(198)
主要参考文献	(213)

第一章 中国资本市场:回顾与前瞻

资本市场是市场经济的产物和重要标志。中国的资本市场还相当年轻。本世纪 80 年代初,中国的资本市场才开始出现,经历了一个从无到有、从小到大、从零散到渐成体系的演进过程。目前,中国的资本市场已初具框架。

第一节 资本市场界说

资本市场是相对于货币市场而言的。一般来说,由期限在一年以下的各种融资活动组成的市场为短期资金市场,亦称货币市场;由期限在一年以上的各种融资活动组成的市场为中长期资金市场,亦称资本市场。

一、资本市场的含义

作为金融市场的主要组成部分,资本市场提供一种将资金从储蓄者(同时又是证券投资者)手中转移到投资者(企业或政府,它们同时又是证券发行者)手中的机制。现代市场经济是高度货币化经济,储蓄转化为投资主要是以货币资本的形式进行,农民种地自留种子等实物储蓄形式所占比例较少。因而,资本市场主要研究货币资本向投资的转化。

在金融市场进行的融资活动,一般都借助于一定形式的金融工具来进行。也就是说,需要资金的单位或部门(如企业

或政府)发行金融工具,而提供资金的单位或部门(如居民、共同投资基金等)则购买金融工具,双方以此达到交换货币资本的目的。金融工具,按其第一次被购买后能否被持有人转让或交易可以分为两类,即证券类金融工具和非证券类金融工具。证券类金融工具一般是指股票和债券,这类工具可以在个人和机构投资者之间自由交易,其交易市场又叫证券市场。在发达国家的资本市场中,非证券类金融工具一般被诸如银行、租赁公司、退休基金和保险公司等金融机构所购买,寻求资金的公司同资金所有者直接通过谈判而达成交易。拥有资金的机构可能将其资金的一部分投资于其他金融机构,但这种投资并不以可被个人或机构投资者所购买的证券类金融工具作为中介。比较典型的非证券类融资包括定期贷款、租赁和抵押贷款等,在发展中国家,定期贷款和抵押贷款是最主要的融资工具,而且,很多的非证券类金融工具逐渐被证券金融工具所代替。实际上,将所有金融工具分为两类,仅仅是一种大概的划分,每类金融工具又可分为数种,在一些金融工具交易的基础上,又产生了衍生金融工具,衍生工具有期权和期货两大类。

为了满足政府筹集资金以弥补财政收入的不足,或者是为了满足企业筹集长期资金的需要,资本市场出现了。在现代市场经济中,在资本市场进行融资的方式一般是发行债券或出售股票。通过私募或公募发行的债券和股票而筹集的长期资金,经常被称为“风险资本”。这时,资金提供者承担风险,资金需求者则必须取得足够的利润来支付红利给股东,或对债券支付利息。

货币市场是短期融资的源泉,它适应了政府、金融机构和企业对短期资金的需求。在大多数发达国家,货币市场主要由银行之间的短期资金交易而形成。在现代市场经济中,货

币市场金融工具的品种是非常丰富的,但最为主要的是商业票据、短期政府债券和银行承兑汇票等。发达市场经济国家中,货币市场所使用的金融工具包括政府证券、商业票据、定期存款、回购协议以及银行汇票等。传统习惯认为只有银行才是参与货币市场的金融机构,但过去十几年来,发达国家的共同基金以货币基金的形式参与了货币市场的交易,取得了显著的发展。

资本市场与货币市场既相互区别又密切联系。其显著区别是后者的金融工具是同质的,即它代表短期的货币形式的资金;而其前者的金融工具则是不同质的,资本市场工具代表了不同类型的、异质的资本品,如股票代表企业投资形式的各种形式的资产,而政府债券则代表了政府的债券,住房抵押证券则代表了房地产等。资本市场由于其金融工具的独立性,使其表现为由各种分割的小市场所组成的市场体系,而货币市场则是全国统一的。

货币市场与资本市场又有非常密切的联系。一般来说,货币市场的资金,可以随时转化为资本。发达的货币市场是资本市场发展和稳定运行的基本条件之一。在市场经济不发达的情况下,货币市场对于资本市场有一定的替代作用。银行机构可以将货币市场上的短期的、分散的、小额的资金,聚合在一起,转化成为长期资金,这样就可以购买机器设备、可以买进原材料或支付工资。就是在发达的市场经济中,货币市场往往也成为中小企业获得融资的主要渠道,因此,货币市场通过商业银行提供信贷所起到的资源配置作用,历来是很大的。此外,货币市场与资本市场的联系,还表现在以下几个方面:金融市场的参与者可能同时在两个市场进行投资;融资者可能同时在两个市场进行融资;资金同时在两个市场流进流出;一些金融机构和机器设备同时服务于两个市场,如商业

银行同时提供长期和短期贷款；所有接近到期日的中长期证券都成为短期证券；长期证券和短期证券的收益率是相互联系的。货币市场投资的收益率也影响到资本市场，成为资本市场投资的重要参考。

金融工具的复杂性，决定了资本市场的复杂性。而资本市场在发达国家和发展中国家的发展程度是不一样的，所以，各个经济学家在运用这一概念时，赋予其不同的含义。一些学者把所有资本品都纳入资本市场的研究范畴（劳伦斯·S·里特，威廉·L·西尔伯，1990）；有的学者则在很窄的范畴内分析资本市场，把资本市场等同于债券市场（吕汝汉，1993）；由于证券市场是现代资本市场中最核心的部分，很多学者将资本市场等同于证券市场。本书认为，资本市场不仅包括股票市场、中长期债券市场，还包括各种中长期信贷市场。本书主要研究中国资本市场的发展，故将包括股票市场和债券市场在内的证券市场的发展，作为基本的分析对象；考虑到国际资本市场与中国资本市场的关系，最后讨论国际资本市场。

二、资本市场主体

资本市场主体通常称为市场参与者，在英语中用 Participant 一词的复数形式来表示，代表从事各类资本市场活动中的机构、组织或个人。在发达的资本市场中，发行和购买金融工具的市场参与者一般包括家庭、企业、中央政府及其代理、地方政府以及境外投资者。境外投资者一般包括国际机构（如世界银行、国际金融公司、亚洲发展银行、国际货币基金组织等）、外国公司和境外个人投资者等。

参与资本市场的企业分为非金融企业和金融企业，非金融企业生产物质产品或非金融服务，金融企业（一般称为金融中介机构）一般包括存款机构（如商业银行、储蓄信贷协会、储蓄银行和信用社等，它们通过出售存款单的形式来增加其负

债和筹集资金,并将这些资金贷给各类企业)、证券公司、证券交易所、投资顾问公司、保险公司、退休基金、投资基金和投资银行等。金融企业最主要的特点是其资产负债表的绝大部分是由各种不同的金融资产构成的,它主要提供以下金融服务:(1)发行各种金融工具,即将各种金融工具通过资本市场销售给不同类型的投资者,这种功能又被称为金融中介功能;(2)代其客户进行金融资产的交易;(3)自己进行金融资产的交易活动;(4)为其客户设计新类型的金融资产并将其销售给其它资本市场参与者;(5)对其它市场参与者提供投资咨询服务;(6)为其它参与者进行投资资产管理服务等。

在所有市场参与者中,金融企业或金融中介机构的作用是最为重要的。具体来说,主要表现在以下几个方面:

1. 提供到期中介服务,降低筹资成本。在资本市场的融资活动中,货币资金的供给者与需求者对于所要发行或投资的金融工具的到期期限是不同的,如果资金供给者与投资者不通过金融中介的服务而直接进行资金的交易,就很难达成交易,特别表现在商业银行的存款方面。但金融中介机构通过发行各种不同到期期限的金融工具,将投资者中分散的、不同期限的资金集中在一起,再以贷款或其它形式借给需要资金的单位。由于长期投资的风险大,因而要求长期投资的收益率要高些。金融中介机构通过这种服务,将短期资金转化为长期资金,增大了短期投资的收益,减低了长期资本的筹资成本。

2. 提供分散化投资服务,降低投资风险。金融中介机构持有的投资资金数量庞大、拥有专业的投资技术人才,对于投资对象的收益与风险可以进行科学评估,也可通过投资许多项目和借款对象来降低投资风险,这是个人投资者所不能做到的。一般的投资者只拥有较小额的投资资金,只能购买有

限的几种金融资产,因而很难做到通过分散投资以降低投资风险的目的。这一作用在投资基金的发展中表现最为明显。

3. 提供高质量的投资信息,降低投资成本。投资成本也可称为资本交易成本,包括搜寻成本、信息成本和投资合同的成本。每个投资者在进行投资活动时,犹如一个个体生产者,而通过金融中介组织进行投资时,则是在进行规模化经营活动。规模庞大的投资服务机构往往能够支付更多的信息处理成本,从而生产出更有质量的投资信息,以保证取得更高的投资收益率。

4. 提供支付机制,提高融资活动的效率。在资本市场中的融资活动往往不能在一天内完成现金交易,实际上大部分的支付也不必以现金支付,而是用支票、电子转帐和信用卡等形式支付,而这些正是由各种金融中介机构所提供的。提供非货币形式的支付机制,是资本市场的一个非常重要的功能。

三、资本市场的基本功能

在现代市场经济中,资本市场发挥着越来越重要的作用或功能,概括起来有三个方面:

1. 合理配置资源功能。

一国的经济结构一般由四个部门组成,即企业、政府、家庭和国外部门。家庭部门一般来说是收支盈余部门,企业和政府从总体上来说则是收支差额部门。盈余部门一般要将其剩余资金进行储蓄,而收支差额部门要投资则须从国外部门筹资,收支差额部门要对盈余部门举债,收支盈余部门将其剩余资金转移到收支差额部门之中去,这就需要合理配置资本资源。现代社会的资本资源配置方式有两种,即由计划经济性质决定的中央计划配置方式和由市场经济决定的资本市场配置方式。在发达市场经济中,资本市场是长期资金的主要配置形式,并且其效率是比较高的。

资本市场配置资源的效率之所以较高,至少有两点原因,一是资本市场是比较直接配置经济资源的一种方式。市场经济中,经济资源主要是通过市场来配置的,但不同的市场对于资源的配置方式的效果是不一样的。比如,产品市场是通过产品的价格波动去调节各种经济资源在不同企业、行业的配置,具有一定的间接性。因而,产品市场配置资源一方面会产生一定的时滞,另一方面会因过剩产品的积压而降低资源配置的效率。资本市场则不同,因为资本有组织生产的独特功能,它可以通过资本这一特殊资产的价格波动直接在不同的企业和行业间配置资本资源。当然,资本市场本身也存在着一个效率问题。资本资源有效配置的关键是看资本资源的价格能否反映其稀缺程度。如果市场价格扭曲,过低的资本需求得不到满足,则资本往往不能配置到具有更高产出率的企业中去。显而易见,完善的市场定价机制是资本市场得以高效运作的必要条件。但仅有这一条件还不够,还应有较低的交易成本。如果资本交易费用过大,甚至大于投资者能获得的收益,则交易就不会发生。

资本市场配置资源效率较高的另一个原因是它降低了资本资源的交易成本。资本交易成本一般包括搜寻费用、信息费用和签定投资合同费用。在发达的资本市场中,尤其是在交易所市场中,为数众多的金融工具的供给者和需求者在一起进行竞价交易,减少了搜寻成本和信息成本,提高了资本资源的配置效率。而在一个有效率的资本市场中,资本资产的价格反映了所能收集到的所有信息。

2. 资本资产风险定价功能。

在发达的金融体系中,资本市场的一个最基本的功能是风险定价,资本市场也正是在这一功能的基础上来指导增量资本资源的积累与存量资本资源的调整。

风险定价是现代资本市场理论所研究的核心问题,是指对风险资产的价格确定,它所反映的是资本资产所带来的未来收益与风险的一种函数关系。在所有的风险资产中,股票是最为基本和最为重要的一种。普通股是综合性的资本资产,它不仅包括企业一般所拥有的各种不同的有形资产,而且还包括大部分公司所具有的独特技术、人才和信誉等无形资产。因此,股票价格往往与新建立同样企业或现在的企业的有形资本的价值不一致。企业在一定的条件下可以通过发行新股票来增加其可利用的金融资源,但企业对新发行股票的实际依赖程度在不同的国家或同一国家的不同时期是大不相同的。例如,在美国,基础好的企业一般不大发行新股票,新股票市场主要是具有较大投机特征的新企业筹集资金的来源。近年来,美国市场的股票发行净增加额一般都是负数,因为股票的注销和回购超过新发行股票的总数。但在发展中国家,新增的股票总额往往会成正数,这是因为新兴市场的总的规模在一定时期内会长期持续地扩张。

资本市场的风险定价功能在资本资源的积累和配置过程中都发挥着重要作用。首先,它决定了风险资本的占有条件,只有能够支付得起一定风险报酬的融资者,才能获得资本资源的使用权,这也保障了稀缺的资本资源只流向对其使用效率最高的单位;其次,企业收益的自留或分配,部分地反映了它们对于预期收益和企业风险资本在资本市场中的价格(股票价格)状况的考虑。对于能够获得超过平均利润率的企业,往往具有发行新股票的资源和条件。而低于平均利润率的企业,或者将其可用于投资的收益分配出去,以维持其现在的股票价格水平,或者使其股票贬值。

3. 提供资本资产的流动性功能。

投资者在资本市场购买了金融工具以后,在一定条件下

也可以出售所持有的金融工具,这种出售的可能性或便利性,称为资本市场的流动性功能。流动性良好的资本市场中,投资者的积极性就会更高,他们也会愿意持有更多品种的金融工具,并可以根据市场的变化和自己对市场变化的预期调整其投资组合。如果资本市场的流动性不高,投资者就被迫持有金融工具到该工具的到期日,这可能是一个较长的时间段,在这段时间内他不能出售这些工具,这无疑增大了投资者的投资风险。因此,流动性的高低,往往成为检验资本市场效率高低的一个重要指标。

资本市场在经济运行中主要是通过上述三大基本功能在经济中发挥重要作用的。在这三大基本功能中,风险定价功能提供一种运作机制,并且是一种最基本的功能;提供流动性功能是风险定价功能的实现形式;资源配置功能是风险定价功能的一种自然结果。资本市场基本功能的发挥程度,是检验资本市场效率高低的标志。

第二节 中国资本市场的成长 轨迹及展望

在计划经济时期,中国经济运行主要是依靠中央计划的配置方式来调控,资本这一特殊的生产要素无法发挥配置资源的作用,资本市场没有发育的条件。改革开放以后,伴随着经济体制的转轨,中国的资本市场也逐步发育成长起来。迄今为止,一个初具规模较为完整的资本市场体系已基本形成,并在社会主义市场经济的发展过程中,发挥着重要的作用。

一、中国资本市场的发展现状

中国的资本市场从1981年发行和交易国债开始,至今已有17年的历史。而沪深两个交易所从创立至今,也有8年的

历史。中国的资本市场先后经历了探索——试点——发展的演进过程,并取得了许多宝贵的经验。具体来说,中国资本市场的成长发展大体经历了三个阶段。

第一阶段为1985年财政“拨改贷”以前,资本市场并不具有实质性意义,因为它是以前以财政拨款为主的。但从1981年起,中国政府开始发行国债,即国库券,这标志着资本市场的蕴育和萌芽。1984年,少数工商业企业开始试行股份制改造,向本企业职工发行内部股票。这种股票类似企业债券,确保分红并可以退股。但总的来看整个社会对资本市场从概念到实体都很陌生。

第二阶段为1985年财政“拨改贷”以后,银行信贷开始替代财政拨款,并正式涉足固定资产投资领域,中长期信贷由此构成我国资本市场上最主要的融资方式。这一阶段,资本市场规模扩大,债券品种增加,股票、债券、金融投资意识开始在社会上宣传开来,少数城市居民萌发了投资观念。所有这些,都意味着中国的资本市场得到了初步发育成长。

第三阶段以1990年上海证券交易所成立为标志,股票和企业债券市场开始萌动并在短期内获得飞速发展。这一阶段,我国资本市场的发展主要表现在如下方面:

1. 资本市场的地位得到了官方的正式确认,资本市场体系初步形成。1996年初,全国人大通过的我国跨世纪宏伟蓝图《纲要》,提出要“适当扩大直接融资”、“积极稳妥地发展债券和股票融资”以及“进一步完善和发展证券市场”。这些原则性的政策主张无疑为我国资本市场的健康发展奠定了坚实的政策基础。

2. 市场规模发展迅速,金融工具呈现出多元化趋势。从1981年至1996年中国累计发行各种证券10932亿元,其中国债6900亿元,金融债券近1400亿元,企业债券1940亿元,

企业股票 2042 亿元,其它债券 314 亿元。截止 1997 年底,沪深两地上市公司达 745 家,发行总股本 1771 亿元,股票总市值 17529 亿,开户投资者达 3000 多万。此外,还有几十家境外上市公司和发行 B 股的企业。至 1997 年中国已有经批准的投资基金 75 家,实际筹集资金 160 余亿元,其中已有 5 家投资基金上市交易。全国拥有 180 多家产权交易中心,上千种产权可以进行挂牌交易。资本市场规模的迅速发展和金融工具的创新,使传统的资金配置格局发生了根本性的变化,增强了总储蓄向投资转化的能力,实现了金融资产的多样化和投资主体的多元化。资本市场在宏观经济运行中,显示器和预警预报作用正日益增强。标志着中国的资本市场正向国际化、标准化方向迈进。

3. 资本市场管理体系已见雏形,市场管理逐步规范化。一是确立了“法制、监管、自律、规范”的指导方针,二是制定了一些具体管理法规,使资本市场的运行和管理初步纳入法制化轨道;三是逐步规范市场的发程序,建立了较为完善的证券管理体系;四是组建了一批全国性的大证券公司,培养和了一批实力雄厚的机构投资者。随着我国《证券法》和《证券投资基金管理办法》的出台,证券市场的管理将进一步趋于法制化。

4. 资本市场运行手段不断更新,尤其是证券交易的技术操作逐步实现现代化。目前,我国是世界上实现电脑自动对盘的 8 家证券交易所之一;是全世界实现股票无纸化的 3 家之一。此外,1990 年“全国证券交易自动报价系统”投入运行以及电话委托交易广泛运用,使我国证券交易手段的现代化程序迅速提高,为中国资本市场的进一步发展创造了物质条件。

二、发展资本市场对中国的作用

中国是一个转轨经济国家,需要培植一个有效的资本市