

金融支持政策框架下的 证券市场研究

艾洪德 武志/著



中国财政经济出版社

金融支持政策框架下的 证券市场研究

艾洪德 武志 著

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

金融支持政策框架下的证券市场研究 / 艾洪德, 武志著. —北京:
中国财政经济出版社, 2009. 1

ISBN 978 - 7 - 5095 - 1062 - 9

I. 金… II. ①艾…②武… III. 证券交易 - 资本市场 - 研究 - 中国 IV. F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 172192 号

责任编辑: 张立宪

责任校对: 胡永立

封面设计: 郁 佳

版式设计: 董生萍

中国财政经济出版社出版

URL: <http://www.cfeph.cn>

E-mail: cfeph@cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100142

营销中心电话: 010 - 88190406 北京财经书店电话: 010 - 64033436

北京财经印刷厂印刷 各地新华书店经销

787 × 960 毫米 16 开 21 印张 335 000 字

2009 年 1 月第 1 版 2009 年 1 月北京第 1 次印刷

印数: 1—2060 定价: 45.00 元

ISBN 978 - 7 - 5095 - 1062 - 9 / F · 0890

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

本社质量投诉电话: 010 - 88190744

目 录

第 1 章 导论	(1)
1.1 研究背景与意义	(1)
1.2 基本概念的界定	(4)
1.3 研究视角与方法论	(10)
1.4 研究框架与内容	(14)
1.5 主要贡献或创新	(18)
第 2 章 中国证券市场成长：金融支持的衔接与平稳过渡	(21)
2.1 经济转轨中的金融支持	(21)
2.1.1 经济转轨与金融因素内生性	(21)
2.1.2 经济转轨中的金融支持	(25)
2.2 金融支持的衔接与平稳过渡	(29)
2.2.1 金融支持与国有银行不良贷款	(29)
2.2.2 金融支持的衔接与平稳过渡	(33)
2.3 证券市场成长：国有金融制度变迁视角	(37)
2.3.1 作为制度变迁起点的国有金融安排	(37)
2.3.2 国有金融的演进与制度变迁困境	(40)
2.3.3 证券性金融支持与证券市场成长	(42)
2.4 中国证券市场成长历史的简单回顾	(45)
第 3 章 证券市场制度租金：对金融支持的进一步分析	(59)
3.1 金融约束框架中的证券市场：限制资产替代性政策	(60)
3.1.1 金融约束分析框架	(60)

3.1.2 金融中介的租金分析	(63)
3.2 证券性支持与货币性支持的同质性：金融约束框架的补充	(67)
3.2.1 经济转轨中的储蓄动员：金融约束框架的补充	(67)
3.2.2 证券市场与国有银行的同质性：金融支持内涵	(70)
3.3 证券市场制度租金：金融约束分析框架的拓展	(73)
3.3.1 证券市场制度租金：金融约束分析框架拓展	(73)
3.3.2 证券市场制度租金的分解与归属：经验证据	(80)
 第4章 金融支持政策下的证券市场初始融资制度安排	(85)
4.1 证券市场的发行制度与股权制度	(85)
4.1.1 证券市场的发行制度	(85)
4.1.2 证券市场的股权制度	(92)
4.2 证券市场对国有企业的优先准入	(97)
4.2.1 中国证券市场的股权融资偏好	(97)
4.2.2 国企优先入市与证券市场均衡	(103)
4.3 证券市场初始的融资市场制度安排	(106)
4.3.1 证券市场的初始融资制度安排	(106)
4.3.2 融资市场制度安排的效率损耗	(110)
 第5章 证券市场发展绩效实证分析：证券性金融支持的绩效评估	(113)
5.1 证券市场的增长质量	(113)
5.1.1 证券市场发展：系统论观点	(113)
5.1.2 中国证券市场的增长质量	(117)
5.2 证券市场的运行效率	(123)
5.2.1 问题的提出：中国证券市场的效率悖论	(123)
5.2.2 证券市场运行效率：换一个视角考察	(128)
5.2.3 转轨经济中证券市场的特殊运行机制	(133)
5.3 证券市场发展与经济增长	(139)
5.3.1 证券市场发展与经济增长的理论分析	(139)
5.3.2 证券市场发展与经济增长的实证分析	(146)

第 6 章 后转轨时期的金融支持政策转换	(153)
6.1 后转轨时期的金融支持政策转换	(153)
6.1.1 经济转轨进程中的转折点划分：后转轨时期的界定	(153)
6.1.2 后转轨时期的金融支持政策转换：成本收益分析	(157)
6.2 后转轨时期金融支持政策转换的思路	(162)
6.2.1 政府职能的转变	(162)
6.2.2 经济增长模式的转变	(168)
6.2.3 财政税收制度的重建	(170)
6.3 证券市场发展模式转换：一个演进理论的分析框架	(173)
6.3.1 内外部规则的冲突与协调：一个演进理论的分析框架	(173)
6.3.2 内外部规则冲突协调的演进理论与中国的制度变迁	(178)
6.3.3 政府在证券市场上的适度退出：来自演进理论的解释	(182)
6.3.4 证券市场制度变迁模式转换：考虑微观主体的作用	(187)
第 7 章 金融支持政策转换下的证券市场发展取向	(193)
7.1 证券市场发展：转轨经济的金融制度设计	(193)
7.1.1 两种金融制度：银行主导型与市场主导型	(193)
7.1.2 证券市场发展：转轨经济的金融制度设计	(198)
7.1.3 后经济转轨时期的中国证券市场发展取向	(204)
7.2 从融资市场安排向投资市场安排的渐进过渡	(208)
7.2.1 中国证券市场的渐进改革逻辑	(208)
7.2.2 从融资市场安排向投资市场安排的渐进过渡	(213)
7.3 证券市场发展与国有银行风险化解的协调	(217)
7.3.1 国有银行体系的金融风险迅速积聚	(217)
7.3.2 证券市场发展与国有银行风险化解的协调	(220)

第8章 证券市场持续发展的动力机制重塑	(226)
8.1 投资者是证券市场发展的内在动力	(226)
8.1.1 证券市场发展中的金融控制与退缩：一种模型解释	(227)
8.1.2 投资者是证券市场发展的内在动力	(231)
8.1.3 从保护投资者权益角度推进证券市场法制建设	(238)
8.2 机构投资者发展与证券市场运行系统的混沌控制	(245)
8.2.1 中国证券市场运行系统的非线性与混沌均衡	(245)
8.2.2 机构投资者与中国证券市场系统的混沌控制	(250)
8.2.3 中国证券市场机构投资者的超常规培育	(254)
8.3 技术革新是证券市场发展的重要外部驱动	(259)
8.3.1 技术革新从根本上改变了证券市场运作模式	(260)
8.3.2 中国证券市场技术革新的“后发优势”	(263)
8.3.3 技术革新、交易所竞争合作与多层次市场建设	(268)
第9章 证券市场的转轨：制度租金的消散	(274)
9.1 证券市场转轨与制度租金消散	(274)
9.1.1 证券市场转轨与租金消散：理论模型	(274)
9.1.2 证券市场转轨进程中的价值回归	(278)
9.1.3 经济主体归位与市场秩序重构	(283)
9.2 股权分置制度的变革与完善	(289)
9.2.1 股权分置制度变革正在提上日程	(289)
9.2.2 股权分置制度变革的试点与推进	(293)
9.2.3 股权分置制度变革中的对价博弈	(299)
9.3 中国证券市场渐进民营化的深化	(304)
9.3.1 中国经济转轨进程中的渐进民营化	(304)
9.3.2 渐进民营化的理论解释：几种理论假说	(307)
9.3.3 证券市场的渐进民营化：一个博弈模型	(310)
参考文献	(317)
后 记	(327)

第1章

导 论

导 论

1.1 研究背景与意义

自从1981年9月国内首家股份有限公司——北京天桥股份有限公司成立以来，中国证券市场走过了萌芽、诞生与初步成长的20多年历程。特别是自沪、深交易所成立以来的10余年中，中国证券市场有了巨大发展。单从规模上看，沪、深两市甚至可以和发达国家的成熟证券市场相媲美，但是，从现实情况来看，中国证券市场的发展还很不成熟很不规范，许多制约证券市场走向进一步成熟的因素依然存在，而且随着市场的成长，不少潜在的制度性缺陷和深层次矛盾逐渐暴露和尖锐化。近年来，中国证券市场发展问题逐渐受到了各界人士的普遍关注。后转轨时期中国证券市场应选择什么样的发展取向？如何完善各项制度安排，推动中国证券市场进一步规范与完善？后转轨时期的中国证券市场如何推进制度创新？毫无疑问，这些都是中国证券市场发展所面临的极为紧迫而又重要的问题。

对于具有新兴加转轨双重特征的中国证券市场的成长，一直是众说纷纭。金融约束分析框架认为，政府为银行创造的特许权价值有利于其通过吸收存款推动金融深化，但由于货币与证券等资产间存在替代关系，证券市场的发展可能影响银行部门的这种特许权价值从而威胁金融体系稳定，因此，限制替代性资产及限制证券市场发展成为金融约束框架的一项重要政策取

向。也正是基于此，赫尔曼、穆尔多克和斯蒂格利茨等（1997）认为，在有效的银行体系正在成长的发展阶段，不应强调证券市场的作用；随着金融体系的深化，证券市场才变得日益重要。而早在1985年著名的“巴山轮会议”上，世界经济学大师、诺贝尔经济学奖获得者托宾教授就曾提出“中国大陆搞股票市场不那么重要，在20年之内不要开放股票市场”，这一建议在当时得到了不少与会中外经济学家的赞同与认可。然而，中国证券市场的发展并没有完全遵循经济学家们的“逆耳忠言”，在“巴山轮会议”之后仅仅5年，以从事股票交易为主的沪、深证券交易所便相继成立，从而标志着我国证券市场进入到了一个崭新的发展阶段。事实证明，经过10多年发展，中国证券市场的市值已经跃居亚洲前列，其发展速度也远远超过其他新兴市场国家。显然，中国证券市场的成长并没有完全遵循成熟市场经济国家的发展规律，它有其自身独特的内在逻辑。

对此，张杰（1998）运用金融约束分析框架对中国经济转轨过程中实施垄断性金融制度安排以较低实际利率获取较高储蓄动员水平进行了详尽分析，认为中国证券市场对储蓄的转移本身并不属于标准意义上的资产替代，因此，政府控制下的证券市场发展并不会对银行的特许权价值形成危害。应该说，这种理论分析在对金融约束分析框架进行重要补充的基础上对转轨经济中的中国证券市场发展给出了一定的合理解释。但是，中国证券市场的迅猛发展似乎仍然超出了世人的预期。而且，即使是从金融支持角度来看，国有银行与证券市场均可动员储蓄并提供金融支持，并且国有银行体系的规模要远大于证券市场，同时成本要小得多，因此，对于转轨经济中的中国证券市场及其金融支持，我们还需要进行更多的合理解释。

对于中国证券市场，过去的许多研究往往把制度因素“抽象”掉或作为分析经济问题的既定前提来进行讨论，因而得出的结论许多时候与实际情况相去甚远，而新制度经济学的引进，为其开辟了全新途径。新制度经济学的制度变迁理论提出并坚持了国家理性假说，即国家具有自己的偏好与效用函数：保护产权与自身租金最大化。国家通过限制非国有企业进入市场的方式获得了证券市场的金融控制权，而且在国家股、法人股占绝对比重且不能上市流通的政策下，提供证券性金融支持的社会流通股并不妨碍国家对国有企业的所有权与控制权。因此，在国有银行的货币性金融支持作用难以维系之际，通过国有企业优先入市与股权分割制度安排国家成功地实现了存贷款市场租金向证券市场租金的转

移，从而对经济转轨提供持续金融支持。^① 由于这种租金收益乃是通过证券市场相应的制度安排所形成的，所以我们称其为制度租金或政策租金。如果说存贷款市场的租金构成了国有银行的货币性金融支持，那么，证券市场制度租金则构成了证券市场的证券性金融支持。对于国家而言，发展证券市场的意图乃是动员居民储蓄为国有企业提供持续融资，而并非调节社会的金融资产结构，因此，我们并没有必然逻辑推论出为避免冲击国有银行体系，中国证券市场不会得到充分发展。而且将其放到国有金融制度变迁这一广阔背景下来考察，其只不过是国有金融在其制度变迁中所呈现出的“路径依赖”罢了，因为无论是国有银行的货币性金融支持，还是证券市场的证券性金融支持，其均是以租金形式对渐进转轨进行支持，它们具有相同内涵，甚至证券市场的这种证券性金融支持比国有银行有着更为精妙之处。

本书试图对中国证券市场的成长逻辑与演进路径进行严肃、求实、历史性的考察，以探索转轨经济背景下中国证券市场发展的一般规律。笔者从转轨经济中金融支持的衔接与平稳过渡入手，分析中国证券市场的成长逻辑、发展取向、动力机制，并运用计量经济学分析方法对中国证券市场的增长质量、运行效率、金融控制与退缩等问题进行实证研究，由此客观评价中国证券市场发展过程中所取得的成就与存在问题，在此基础上寻求转轨经济中证券市场发展的一般规律，以期能对后转轨时期的中国证券市场改革与完善进行一些前瞻性的思考与探索。伴随着市场规模的迅速扩张以及在国民经济中的地位日益突出，证券市场成为学术界一个备受关注的研究焦点，国内学者也进行了大量卓有成效的研究，但是针对转轨经济条件下的中国证券市场成长逻辑、现行制度安排的成因及未来演进方向等问题的研究，似乎还不够深入系统。作为具有新兴加转轨双重特征的中国证券市场，尽管在前转轨时期取得了巨大成功，但在后转轨时期面临的挑战依然十分艰巨。而对渐进式经济转轨及嵌入其中的金融支持政策的设计与实施、衔接与平稳过渡等问题进行探讨，不仅可以对在体制转轨中保持快速增长的中国证券市场发展之谜给出合理解释，而且对于研究转轨经济中的证券市场成长逻辑与演进路径具有重要意义：它既可以为讨论金融支持政策的设计与实施、衔接与平稳过渡及

^① 在后面，我们会把主要由这两项制度安排所设置的中国证券市场定义为一种面向国有企业的融资市场初始制度安排，并将其与成熟市场经济的投资市场制度安排相对应。

中国证券市场成长的独特逻辑提供理论依托，又可以为后转轨时期金融支持政策的转换、金融支持政策转换下的证券市场发展取向、动力机制等提供全新思路。

1.2 基本概念界定

1.2.1 经济转轨中的金融支持

以“放权让利”为导线的市场化改革的推进，导致计划经济体制的隐性税收机制逐渐解体，而国民收入结构也从“集财于国”向“藏富于民”转变。为了获取日益分散的金融资源与金融剩余以弥补随改革而出现的国家财政能力的迅速下降，从理论上讲，当时可供国家选择的制度安排主要有两种：一是（显性）税收制度；一是金融制度。相对于税收工具，金融工具更容易得到执行，因此，金融制度相对重要性的增加促使国家迅速改变其偏好函数并进而作出增加国有金融产权比重的努力，为此国家致力于推动国有银行体系的重建和扩张，这直观地体现在银行分支机构的广泛设置上。在金融资源动员过程中，金融制度替代了一部分税收制度功能，而在随后进行的资源配置过程中又进一步替代着财政制度功能。显然，金融安排的迅速扩张本身便意味着货币化进程的加快，但有趣的是，改革初期经济的低货币化水平使得体制转轨过程得以与经济货币化进程同步推进，一个巨大的货币化区间意味着伴随着改革推进经济中可以产生巨大的货币化收益，从而避免了“通货膨胀陷阱”的困扰。而且，从证券市场的发展来看，在国有银行的货币性金融支持难以维系之际，金融控制下的证券性金融支持只不过是国家为了对国有企业提供持续金融支持所“制造”出的又一项制度安排而已。因此，概括起来就是，面对隐性税收机制的解体，国家为了降低金融动员成本，通过政府对金融组织、金融市场、金融开放及国有金融机构等进行金融控制，依托国有银行的信用垄断（配以利率管制、信贷倾斜等）及证券市场的准入（配以股权分置、融资额度等）来为国有经济部门提供了强大的资金支持与租金补贴。我们把这一系列低成本动员居民部门金融剩余，为国有经济部门提供资金支持与隐性金融租金补贴的政策措施，总称为转轨经济中的金融支持政策。事实上，改革以来中国国有经济部门保持了良好的增长

态势，避免了前苏联、东欧国家在经济转轨初期普遍出现的经济衰退的痛苦经历，对国民经济平稳增长、财政收入增长、社会稳定作出了巨大贡献。因此，对于被麦金农教授誉为“中国奇迹”伟大成就的取得，经济转轨中金融支持政策的设计与实施功不可没。

1.2.2 金融支持衔接与平稳过渡

金融增长表现为金融资产规模、金融机构数量等的扩张，而金融发展不单指金融数量上的扩张，更主要的是指金融效率的提高，体现为金融对经济发展需求的满足程度和贡献作用，金融增长并不必然意味着金融发展。借鉴这一观点，我们进一步提出中国金融发展的“超常规金融增长假说”：名义金融增长中的虚假成分（以金融增长、金融发展两者的差异来衡量）可以视为一种“超常规金融增长份额”。而且，以虚假成分形式存在的超常规金融增长份额，其本身就是转轨经济中金融支持的一个重要组成部分，它是中国渐进式经济转轨得以顺利推进的一个重要因素。正是这一份额的存在才使中国的经济增长在经济转轨过程中避免了像CEE（中东欧国家）和NIS（新独立的前苏联国家）那样出现“J型”或“L型”的下降。如图2-2所示，如果没有FIR曲线（即FIRⁿ）在OT₂区间的凸起，经济增长（GDP）曲线将前转轨时期经历一次“J型”下降（如GDP'曲线）；或者说，GDP增长曲线在OT₂区间内呈线性上升的部分原因可以由向上凸起的FIRⁿ曲线（即所谓的超常规金融增长曲线）来解释。

尽管“超常规金融增长假说”可以很好地解释中国的渐进式经济转轨，但其中一个无法回避的问题在于这种“超常规增长份额”不能持久地维持下去，在OT₂区间内呈“倒U型”走势的超常规金融增长曲线（FIRⁿ）在到达顶点T₁后将进入不可逆转的下降趋势。这样，在超常规金融增长的下降阶段（T₁T₂区间）保持经济的持续增长而不至于出现停滞抑或下降，就构成了中国金融改革与发展的一道棘手难题。求解这一难题的关键是要看进一步的制度变迁能否生长出替补超常规增长份额的新的支持因素，使得中国金融发展在经历超常规增长后得到衔接与平稳过渡，从而支持经济转轨的顺利推进（如图2-4）。对于“超常规增长后的平稳过渡”构想，我们认为，由于证券性金融支持的及时衔接，超常规份额在T₁T₃区间将得以持续平稳增长（FIR^{n'}）并遵循曲线BDE发展轨迹，而且，在T₂T₃区间，由于证券市场自身的转轨及此基础上的证券性金融支持（制度租金）的缓慢退出，超

常规份额开始向真实金融增长平稳过渡并在 T_3 点转入真实金融增长的常规轨道,从而扭转超常规金融增长后的 BCE 演进轨迹的路径依赖,避免“倒 U 型”衰退走势(FIR^①)及预期的“J 型”或“L 型”经济下降(GDP^②)。此外,以市场化为取向的体制改革本身就孕育着市场主体的多元化与产权主体的多元化,随着改革的推进,国家金融控制能力逐渐减弱将是不可避免,而这本身便反映了国有金融产权形式的削减及其他产权形式的成长及竞争能力的增强。国家金融控制能力减弱的内在约束与其他产权形式成长的外部竞争压力将迫使国家逐渐退出金融产权结构垄断并进而收缩其在金融增长中的作用,结果,金融增长将由国家推动逐渐转变为多元产权形式(主要体现为地方金融)推动。^③如果这一过程得以顺利实现,则名义金融增长曲线将在 T_3 点与真实金融增长曲线重合并顺利进入常规轨道。相对于其他转轨经济国家,中国金融改革与发展的路径显得独特而迥异,而如果中国金融发展能够在经历超常规增长后实现平稳过渡,将会提供一个与西方历史经验相映成趣的制度演进案例。

1.2.3 股权分置制度安排

所谓股权分置是指上市公司的一部分股份上市流通,一部分股份暂不上市流通,它是中国证券市场发展中的一种独特现象。在中国证券市场的初始融资市场制度设计中,如果说证券市场面向国有企业的市场准入依靠的仅仅是一种行政手段的话,那么,股权分置则是真正实现这种制度框架与功能的具体安排与核心机制,从而通过一种主动创设租金行为来获取证券市场的证券性金融支持。

中国证券市场股权分割与国有股份暂不上市流通的制度安排与当时意识形态的发展密不可分,毋庸置疑,我们并不能否认国家意志在其中起着重要作用。对比证券市场诞生之初与国家介入证券市场之后的股权结构与流通比率,我们发现其并没有任何明显改善。因此,合理的解释是,尽管最初的股权结构乃是受意识形态约束所致,但是当国家介入市场后逐渐发现这一制度安排更加有利于其获取证券市场租金,从而继续维持着这一并不合理甚至给

^① 对于中国地方金融体系的论述,可参见《中国地方金融体系的改革与重构》(大连:东北财经大学出版社 2005 年版)。也正是基于此,本书对金融支持的衔接与平稳过渡进行论述时将重点放在证券市场方面。

以后遗留下巨大缺陷的制度安排。这一点并不难理解，西方证券市场是在市场经济的基础性制度安排高度成熟的环境下逐步发育起来的，政府最初对证券市场的干预程度很低，只是随着市场复杂性和系统性风险的提高危及公共利益时才加大对证券市场的干预。与国外成熟的证券市场相比，中国证券市场在相当大的程度上乃是自然生长与“人工培育”相结合，也正是由于这一点，中国证券市场其发展在某种程度上也就必然表现为对自然演进逻辑的背离。因此，在后转轨时期的证券市场转轨与制度租金消散过程中，伴随着渐进民营化的深化，积极稳妥地推动股权分置制度的变革与完善是其中的一个关键。

1.2.4 融资市场制度安排与投资市场制度安排

任何市场，其最基本的功能都有两种：一是互通有无；二是价格发现。证券市场也不例外。在证券市场上，按其与资金的关系可以将参与者划分为两大类：一类是资金需求者；一类是资金供给者。因此，证券市场的所谓互通有无实际上就是资金需求者与供给者之间的资金融通。从资金需求者（主要是企业）角度看，证券市场是其融资的场所，俗称融资功能；而从资金供给者（即投资者）角度看，证券市场是其获取投资收益的投资场所，俗称投资功能。在证券市场的互通有无功能中，我们平时听得最多的便是其融资功能，有时融资多少甚至成为评价证券监管部门工作绩效的最重要标准，而投资功能则往往被忽略；但由于融资的可替代性，因此在证券市场互通有无的功能中，融资功能并不主要。证券其所能产生的未来现金流量的折现即为证券价格，由于涉及未来预期，不同的交易者就必然有不同的看法，只有让所有的交易者在一个信息能够充分交换的证券市场里进行自由交易，证券价格才能够合理地确定出来。证券市场的价格发现具有非凡意义，如促进产权流动、优化资源配置、评判公司经理人绩效等；因此，它既是证券市场的基本功能也是其主要功能。或者说，在一个完全信息的公平的投资环境基础上，证券市场的价格发现功能来自于证券市场的投资功能，而投资功能的发挥也将促进价格发现功能的发挥。

为了获取证券性金融支持以实现国有银行货币性金融支持的衔接与平稳过渡，并进而实现对经济转轨的持续金融支持，中国证券市场通过一系列的制度安排来实现这种融资市场制度设计（国有企业的优先入市、证券溢价发行与股权分割制度等）。现代证券市场是一个投资而非融资市场，而目

前中国证券市场却属于一种融资市场制度安排，因此，初始制度安排的偏差给我国证券市场带来了许多先天缺陷，对市场制度供给也将产生深刻影响。“中国证券市场的种种不完善之处，并非源于市场参与者的非理性，市场的逻辑也基本是完整的，问题出在公理体系上……中国证券市场的公理似乎只有一个，证券市场是国有企业融资的渠道。而与此形成对照的是，在发达市场经济中常见的关于证券市场的公理为：证券市场是投资者获取回报的场所。”两者的区别是显而易见的，前者从资金使用者的角度定义证券市场的功能，而后者则强调资金提供者（投资者）的利益。

金融支持政策框架下的证券市场初始融资制度安排，先天的缺陷使得其在以后的制度变迁中呈现出越来越明显的“路径依赖”倾向，并成为长期健康发展的严重障碍，中国证券市场面临着又一次的制度创新。先行者的成功足迹是我们后来者的便捷路标，从长期来看，制度变迁的方向非常明确，政府需要克服既得利益阶层的压力并打破其设定的路径依赖，重新回归到证券市场作为投资市场的制度安排上来。让中国证券市场维持初始的融资市场制度安排而任由既得利益阶层继续存在，则中国证券市场仍将处于低效混乱状态，引发金融乃至社会危机也并非危言耸听；但是舍弃证券市场，已经进行了一半的国有企业改革则将难以进行。如何在这两者之间寻找到一个平衡乃是我们当前的明智选择。这意味着，我们证券市场的制度变迁也不可能从融资市场直接飞跃到投资市场的制度安排上来，而只能经历一个融资投资并存的过渡性制度安排。国有企业需要借助于证券市场进行改革，而投资者也需要从证券市场上获取投资收益。因此，针对中国证券市场的发展，我们必须突破现有的思路，从优先让国有企业入市融资转向让优质企业竞争入市，从而消除优质民营企业入市融资的进入壁垒，特别是借助于股权分置制度变革的历史机遇，使其有机会借助证券市场资金来加快发展，进而通过场内或场外的资产重组来对国有企业进行收购与兼并，逐渐解决国有企业改革以及证券市场为国有企业融资的历史难题。投资者可以从优质民营企业的高速发展中获得其合理投资回报，中国证券市场也将从国企融资市场的初始制度安排逐渐变迁为投资者投资市场的制度安排。

1.2.5 内外部规则冲突与协调的演进理论

对于中国的制度变迁过程，国内的研究主要从两条思路展开，一种是所谓政府主导论，认为通过政府来供给新制度安排实现制度变革；另一种是所

谓交易观,即制度变革是经济活动中各当事人面临获利机会而自发从事制度创新。很明显,这两种观点实际上都采用了林毅夫(1994)关于强制性变迁与诱致性变迁的制度变迁分析框架。然而,这两种制度变迁模型并不能完全揭示制度变迁的全貌,前者忽略了社会成员的自发制度创新行为,因而得不到证据的支持,后者又忽视了政府的积极作用。为此,我们借鉴周业安(2000)的分析框架,从哈耶克的社会秩序二元观出发,借鉴诺思、熊比特的演进论思想,立足于内外部规则的冲突与协调来推演后转轨时期中国证券市场制度变迁过程的基本特征。

哈耶克首先将社会秩序定义为“这样一种事态,其间,无数且各种各样的要素之间的相互关系是极为密切的,所以我们可以从我们对整体中的某个空间部分或某个时间部分所作的了解中学会对其余部分作出正确的预期,或者至少是学会作出颇有希望被证明为正确的预期”。显然,在这里秩序是社会成员相互作用的一种状态,这种状态依靠某种规则来形成和延续。规则本身是一种共同知识,社会成员通过遵守它来弥补理性的不足,从而尽可能减少决策的失误。分散的个体追求自身利益最大化,相互作用形成彼此认同的规则,此即“内部规则”,它是人们交往过程中自发产生的。个体也可以形成组织,通过组织获取更多的利益。组织内部通过命令—服从方式贯彻某种特定目的,因此组织作为规则是强制他人服从,此即“外部规则”。不过,组织同样要在一个更大的自发秩序范围内活动。在哈耶克看来,社会秩序演化的切入点是自发秩序和人造秩序的二元观,但个人与内部规则之间、个人与组织之间、内部规则与外部规则之间均存在一种互动关系,因此两种秩序又是交织在一起的,这种个人、组织及内部规则之间的复杂的互动关系构成社会演进的原动力。很明显,熊比特及诺思的理论可以看做是哈耶克演进思想的一些特定表现。

从哈耶克的社会演进思想出发,我们可以提出以下解释中国制度变迁过程的特定演进模型,其中组织被理解为政府,个人和企业被视为个体社会成员。其基本逻辑是:个人之间的互动及特定组织之间的互动逐步演化出一种特定的内部规则,并随着市场化迅速扩散;组织之间的互动导致外部规则的演化,其中知识的不对称决定演化的路径;个人与组织之间的互动寻求对规则理解的一致性,其冲突和协调构成制度变迁的主线;个人和组织之间合作的出现依赖共同知识的理解,其中默示知识起着关键作用。运用内外部规则冲突与协调的演进理论对后转轨时期证券市场的演进逻辑与路径进行推演可

以发现：随着市场中民间力量的成长、积聚与增强，政府在证券市场的适度退出成为一种必然逻辑；而在考虑了民间微观主体作用后，中国证券市场也将从前转轨时期的强制性制度变迁模式转向后转轨时期的“政府引导、市场跟进、政府推动”的三阶段制度变迁模式；而且，在内外规则冲突与协调中，作为内部规则的投资者及投资者集合体的机构投资者将成为市场持续发展的内在动力，而面对开放社会中外部规则的激烈竞争，技术革新将成为证券市场持续发展的重要外部驱动，此外，国有企业也将经历一个从外部规则角色向内部规则转变的过程。

1.3 研究视角与方法论

1.3.1 研究视角

在对渐进式经济转轨及嵌入其中的中国证券市场发展问题进行探讨时，研究金融支持政策的设计与实施、衔接与平稳过渡、转换与最终退出等具有特殊意义：它不仅为讨论金融支持政策的演进形态及中国证券市场成长的独特逻辑与发展轨迹提供理论依托（金融支持的衔接与平稳过渡），而且将为后转轨时期金融支持政策的转换、证券市场发展模式的转变、金融支持政策转换下的证券市场发展取向、证券市场持续发展的动力机制、证券市场的转轨与制度租金消散等提供全新思路。本书将选择以下两种研究视角进行深入分析。

（1）本书力图从经济转轨中金融支持的衔接与平稳过渡角度考察中国证券市场成长的独特逻辑与发展轨迹，从而对在体制转轨中保持快速增长的中国证券市场给出合理解释。金融约束分析框架认为，政府为银行创造的特许权价值有利于其通过吸收存款推动金融深化，但由于货币与证券等资产间存在替代关系，证券市场的发展可能影响银行部门的这种特许权价值从而威胁金融体系稳定，因此，限制替代性资产及限制证券市场发展成为金融约束框架的一项重要政策取向。但是，蓬勃发展的中国证券市场实践却与这一理论框架的政策含义严重相悖，需要给出新的理论解释。显然，金融因素在中国渐进式经济转轨中发挥着特殊甚至是关键性的支持作用，但是金融支持政策的推行所引发的金融效率损失及以银行不良贷款为主要形式的金融风险迅