

中国经济学术基金资助项目

中国资本市场的 培育和发展

主 编 张汉亚 副主编 林志远

人 民 出 版 社

中国经济学术基金资助项目

中国资本市场的 培育和发展

主 编 张汉亚 副主编 林志远

人 民 出 版 社

策划编辑:李春生

责任编辑:韩忠本

装帧设计:曹 春

图书在版编目(CIP)数据

中国资本市场的培育和发展/张汉亚主编.

-北京:人民出版社,2002.1

ISBN 7-01-003564-4

I. 中… II. 张… III. 资本市场-研究-中国

IV. F832.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2002)第 003028 号

中国资本市场的培育和发展

ZHONGGUO ZIBEN SHICHANG DE PEIYU HE FAZHAN

主编 张汉亚 副主编 林志远

人民出版社 出版发行

(100706 北京朝阳门内大街 166 号)

北京新魏印刷厂印刷 新华书店经销

2002 年 1 月第 1 版 2002 年 1 月北京第 1 次印刷

开本:850 毫米×1168 毫米 1/16 印张:10.5

字数:247 千字 印数:1-5000 册

ISBN 7-01-003564-4/F·799 定价:19.50 元

“中国经济学术基金资助项目”丛书

编委会

编委会主任：白和金

编委会副主任：林兆木 刘福垣 王一鸣 常修泽

编委会委员(按姓氏笔画排序)：

王 建	王一鸣	王永治	史清琪
白和金	刘福垣	杜 平	李建立
沈志群	张汉亚	张燕生	陈东琪
陈德尊	林兆木	周凤起	胡子祥
常修泽			

PAB60/13

10

内容提要

资本市场是我国市场经济不可缺少的组成部分，它的发展对我国经济整体发展具有重要的影响。本书从论述资本市场在我国发展的重要意义和介绍改革开放以来我国资本市场的主要变化入手，对我国资本市场的功能、运行效率、金融风险进行了系统分析；对组成我国资本市场的中长期信贷、股票、国债、企业债、基金的发展状况进行了具体的分析；在金融创新、监管体系、法律约束、中介机构、国际化以及对国有企业改革的促进等方面进行了深入的探讨；在对我国资本市场存在的主要问题与原因进行深入分析的基础上，分别在正确认识资本市场的地位和作用，改进中长期信贷管理，规范证券市场，设立二板市场，发展完善债券市场体系，促进金融创新，培育和规范中介机构，法规建设等八个方面提出了政策建议。本书的特色是理论清晰、资料翔实、论证有据、建议可行，对政府有关部门、资本市场的管理者和从业人员、研究人员以及大专院校相关专业的师生都是不可多得的参考读物。

总 序

“中国经济学术基金”(以下简称“基金”)是由香港工商界人士捐助、在香港设立的公益性学术基金,旨在资助各有关机构进行宏观经济方面的对策性研究和有关学术活动。基金还在北京设立了由有关部门领导和著名经济学者组成的“中国经济学术基金学术委员会”,该委员会对基金资助课题的选题和研究工作给予指导。委员会办公室设在国家计委宏观经济研究院。

基金从1999年设立以来,已连续三年资助一批有关我国经济和社会发展重大课题的研究。为了加强与社会的交流,以进一步提高研究成果的水平,基金决定从每年资助的研究课题中,选出一些为社会各界关注的成果,逐年结集成《中国经济学术基金丛书》出版,并委托国家计委宏观经济研究院组成丛书编委会负责研究成果的审稿和出版事宜。2001年出版的研究成果包括《“十五”时期中国经济社会发展的若干重大问题研究》、《21世纪初国际经济格局的变化趋势及对中国经济的影响》、《中国资本市场的培育和发展政策研究》、《中国中小企业发展战略研究》、《中国城乡居民消费结构的变化趋势研究》、《中国国有大中型企业改革与发展若干重大问题研究》等6本。

在丛书出版之际,我们感谢香港工商界有关人士对有关课题研究的捐助,感谢有关部门对研究工作的支持,也对有关课题组付出的辛勤劳动表示谢意。我们期待社会各界对这套丛书提出批评

意见,以帮助我们不断提高课题研究的水平和丛书的质量。

国家计委宏观经济研究院
《中国经济学术基金丛书》编委会
2001年6月18日

前 言

本书是在国家发展计划委员会投资研究所、经济研究所完成的《中国经济学术基金》资助课题《中国资本市场的培育和发展政策研究》的基础上编写的，在完成该课题的过程中，邀请了国家发展计划委员会经济政策协调司、中国证券监督管理委员会、中国光大投资咨询公司等单位的有关专家参加。课题组成员为完成该课题，搜集（包括上网）、查阅了大量的参考文献和资料，走访了北京、上海、深圳、香港等地的政府机关、银行、证券交易所、证券投资公司、上市公司和大型企业共 40 余个单位，与有关的专家座谈，征求意见和掌握信息；为课题的完成奠定了基础。在课题组成员的共同努力下，经过一年多的工作，完成了 1 篇总报告和 12 篇分报告，现由张汉亚编成此书，奉献给广大读者。本书是在 2000 年 5 月以前完成的，一年以来，资本市场发生了许多变化，如 B 股已从 2001 年 2 月底开始向国内的外汇持有者开放等等，为了维护原课题成果的客观性，除了增加了一些 2000 年的统计数据外，本书没有更改课题成果的内容。

在本书印刷之前，国家发展计划委员会投资研究所原所长田江海研究员对书稿进行了全面审阅，并提出许多宝贵的修改建议，在此我们对他表示衷心的感谢！

本书各章的作者如下：第一章：张汉亚、刘立峰、宋立；第二章：刘立峰；第三章：张长春、韩凤芹；第四章：程选、姜明；第五章：程选；第六章：刘健钧；第七章：杨萍；第八章：

黄运成、高小真；第九章：林志远；第十章：吴亚平、傅斌；第十一章：李昆；第十二章：吕俊泽；第十三章：张汉亚、宋立。

作者

2001 年 5 月

目 录

总序	(1)
前言	(1)
第一章 我国资本市场的发展状况	(1)
一、发展资本市场的意义	(2)
二、改革开放以来资本市场的主要变化	(11)
三、证券市场体系初步建立	(26)
四、资本市场的功能	(31)
五、资本市场的运行效率	(38)
六、资本市场的金融风险分析	(41)
第二章 我国中长期信贷市场	(47)
一、中长期信贷市场的发展过程	(47)
二、中长期信贷市场发展的原因	(49)
三、中长期信贷市场的发展缺陷	(58)
四、中长期信贷市场的运行效果	(66)
第三章 我国股票市场的发展	(71)
一、股票市场的发展水平	(72)
二、股市运行的特点	(77)
三、股票市场功能现状	(79)
四、股票市场的问题与原因分析	(87)
第四章 我国国债市场的发展	(99)
一、国债发展过程的回顾	(99)

二、国债的发行方式和流通市场	(104)
三、国债的结构	(107)
四、国债市场的问题与原因分析	(109)
五、国债规模的增长前景和应注意的问题	(112)
第五章 我国企业债券的发展与问题	(117)
一、企业债券融资的发展历史	(117)
二、企业债券发行历史的反思	(120)
三、企业债券难于发展的原因	(123)
四、企业债券市场的问题与原因分析	(128)
第六章 我国投资基金业的发展	(131)
一、投资基金业取得的成就	(131)
二、投资基金业存在的问题	(138)
三、投资基金业进一步发展的对策思考	(148)
第七章 金融创新与资本市场发展	(152)
一、金融创新的一般意义	(152)
二、在我国开展金融创新的背景分析	(158)
三、我国资本市场发展面临的主要问题	(165)
四、我国金融创新实践及其意义	(170)
五、促进我国金融创新的政策建议	(179)
第八章 我国证券市场的监管体制	(185)
一、证券市场监管体制沿革及现状	(185)
二、证券市场监管中存在的问题	(190)
三、影响监管工作的因素	(197)
四、面向二十一世纪的证券监管工作	(205)
第九章 资本市场产权交易的法律约束	(208)
一、法律约束的必要性和现实意义	(209)
二、法律约束的构成要素	(211)
三、有关法律体系的现状和存在的问题	(215)
四、我国立法制度与国际惯例比较存在的差距	(223)

五、强化资本市场法律约束的改革建议	(226)
第十章 资本市场中介机构的培育和规范	(231)
一、资本市场中介机构的发展状况	(231)
二、中介机构存在的主要问题	(236)
三、培育和规范中介机构的建议	(239)
第十一章 国有企业改革与资本市场发展	(248)
一、国有企业改革与资本市场发展的基本关系	(248)
二、国有经济战略性重组与国有上市公司资产重组	(251)
三、国有企业的资本运营与股票市场的活跃	(254)
四、国有股配售与股票市场稳定发展的关系	(258)
五、国有企业融资与企业债券市场的建设问题	(261)
第十二章 我国资本市场的国际化进程	(264)
一、全球资本市场国际化的趋势	(265)
二、资本市场走向国际化的探索	(267)
三、资本市场国际化的双重效应和现实障碍	(276)
四、资本市场国际化的战略选择和对策建议	(282)
第十三章 发展我国资本市场的政策建议	(289)
一、正确认识资本市场的地位和作用	(289)
二、改进中长期信贷管理,提高运行效率	(292)
三、加强监管,规范证券市场	(296)
四、做好准备,适时建立二板市场	(306)
五、进一步发展完善债券市场体系	(309)
六、创造条件,促进金融创新	(311)
七、整顿市场,培育和规范中介机构	(315)
八、完善法规建设,严格法律监督	(320)
参考文献	(321)

第一章 我国资本市场的发展状况

“资本市场”（Capital market）作为具有特定意义的市场，与“市场”本身的定义一样，包含两层意义，一是指进行资本交易的场所，二是指资本供给和对资本有支付能力需求的关系。在宏观经济学中，资本市场是与劳动力市场、技术市场、土地市场并称的生产要素市场，又是与产品市场、劳动市场并列的三个主要的总量市场之一。商品的产量与价格是体现产品市场运行状况的指标；就业水平和劳动价格（工资）是衡量劳动市场作用的指标；可利用的资金量及其价格（利率）是表现资本市场活跃程度的指标。

资本作为货币的一种转换形式，在许多情况下是在金融市场中运作的，但资本市场与金融市场或货币市场既不是完全重合的，也不是从属的关系，而是“你中有我，我中有你”的相交关系。因为只有可以带来剩余价值的货币才能称为资本，作为非资本运作的资金借贷则不能归入资本市场的范围，而作为产权交易的资本运作不属于金融市场或货币市场的范畴。

但一些经济学家在使用资本市场概念时，往往是将整个货币金融活动纳入资本市场范畴。例如斯蒂格利茨在他的《经济学》中这样写道：“在研究通货膨胀时，我们着重研究货币、信用，或在更广泛的意义上来说研究资本市场”¹。而在金融理论中，又是把资本市场作为金融市场（Financial market）的一个组成部

分，通常是依据要求权的期限将整个金融市场划分为：交易短期金融资产的货币市场和交易长期金融资产的资本市场。传统上短期与长期的界限为一年2。

这些金融（货币）市场与资本市场的区分并没有严格的经济学意义，现实中两个市场也很难泾渭分明地分开建设与管理。国外一般以“金融市场”为题的著作，研究内容都包含货币市场与资本市场；而以“资本市场”为题的金融著作实际上也是针对整个金融市场进行研究，例如由诺贝尔经济学奖获得者弗朗哥·莫迪利亚尼（Franco Modigliani）和弗兰克·J. 法博奇（Frank J. Fabozzi）合著的《资本市场：机构与工具》（Capital Markets: Institutions and Instruments）中就是如此。

资本市场具有使资金从没有生产性投资机会的人（储蓄者）那里流向有这种机会的人（投资者）手中的基本功能。而这一基本功能的实现来自复杂得多的资本市场要素和金融工具的组合，及其一系列运行机制。

资本市场是长期金融资产的交易场所。市场上的交易除极少部分能够直接实现交易（直接融资）外，形形色色的参与者对交易期限、风险及收益的偏好通常是不吻合的，大量的交易是通过多姿多彩的金融工具实现，金融中介机构的活动将最终债务变为适合公众偏好的各种金融工具；使得资金最终所有者的权利一般都不同于资金最终需求者的发债条件得以协调，进而完成资金从储蓄向投资的转移。

一、发展资本市场的意义

对于任何一个国家，没有资本积累就谈不上经济的发展，同样，没有资本的有效配置，要实现令人满意的经济发

能的。无论从理论还是从实践中看，资本的筹集和配置都是经济发展的中心问题。特别是对于我国这样处于社会主义初级阶段的发展中大国，资源的开发和经济建设需要投入大量的资金，能否筹措到必需的巨额资金并有效利用这些资金，更是实现国民经济工业化和现代化的关键问题。资本筹措和配置之所以是经济发展的中心问题，不仅因为由资本运动所推动的资源开发和供给本身就构成经济发展的必要物质前提，而且因为适当的筹资机制的形成正是经济成熟和经济发达程度的最显著标志之一。尤其重要的是，在现实经济中，经济发展资金的筹集和配置是在一定的经济制度下，由各类经济主体，按各自特有的行为方式，通过一系列决策过程而完成的，因而也反映了经济制度的成熟程度。

改革开放以来，我国资本筹集与分配方式发生了深刻的变化，首先由改革之初的单一财政渠道投资和使用方式逐渐转变为政府主导的银行融资占主导地位的融资模式，随后又开发了债券和股票市场，使资本的来源渠道实现了多样化。这些改革适应了经济发展的需要，顺应了国民收入格局的变化和金融深化进程，在一定时期里促进了储蓄向投资的转化。但是这种融资模式也存在明显的局限性，表现在社会资金仍然按照政府的意图分配到指定的重点企业、部门和项目，却无法顾及资本使用的真实成本和机会成本，从而产生明显的所有制歧视，使经营效益低下的国有经济部门持续占有绝大部分的社会资金，而经营效率更高的非国有经济却缺乏资金来源，不得不通过集资或民间借贷方式获取高成本资金。由此看来，现有的融资体制已经抬高了资本配置成本，降低了资本配置效率。另外，由于国有商业银行不良资产的不断增加，以及国有企业债务负担严重，债务拖欠现象普遍，使国有银行信贷扩张的能力被大大削弱；加上国有商业银行的风险约束增强，已经在一定程度上形成了贷款的内控机制，使过度依

赖银行间接融资的资本配置机制已经到了难以为继的程度。从政府到普通投资者对证券市场的误解和各种法规上的缺陷，导致证券市场上的不规范行为盛行；加上金融品种数量少，使我国的资本市场仍难以适应经济发展的需要。因此，培育和发展我国的资本市场，建立规范而有效的融资机制是我国经济发展的内在要求。

在发达市场经济中，资本市场是长期资金的主要配置形式。资本市场可以通过资本资产价格的波动使资本资源直接在不同的企业和行业之间分配。在一个高效率运作的资本市场中，能够形成一个完善的市场定价机制，资本资源价格能够反映其稀缺程度，资本可以配置到高产出的企业中去。另外，在发达的资本市场中，为数众多的金融工具使资金供给者和需求者在一起进行竞价交易，减少了寻找资本的信息成本，提高了资本资源的配置效率。我国经济在经历了依靠资本和劳动投入的粗放型发展阶段后，正在逐步探索提高要素生产率和经济增长质量的途径，资本市场的发育与完善更具有重要的意义。

1. 符合经济结构调整与优化的需要

党的十五大明确提出了对我国“经济结构进行战略性调整”的要求。所谓战略性调整就是要对经济结构进行全方位的调整，不仅产业结构要调整，而且产品结构、技术结构、企业组织结构和地区经济结构也要调整。同时，还要实现经济结构优化和产业升级，包括各产业及产业内部逐步高度化，注重发展规模经济，提高产业技术水平。经济结构的调整需要大量资金的支持，要实现对整个经济结构的战略性调整，大力发展资本市场是一条不可缺少重要途径。

资本市场的基本功能之一是实现资源的有效配置，通过资本市场资产价格的高低变动可以自动实现资本在不同行业、地区、

企业之间的分配与再分配；资本市场在迅速筹集大规模资金方面具有独特的优势，股份资本的集中大都是通过资本市场得以实现的。资本市场是实现社会闲散货币转化为货币资本进而转化为产业资本的重要场所。资本市场的筹资功能以及优胜劣汰机制保证了新兴产业和优质企业的规模扩张和发展壮大。资本市场的基本功能之二是风险定价，资本市场也正是在这一功能的基础上指导增量资本的积累与存量资本的调整，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，才能获得资源的使用权，这点保障了稀缺的资本只能流向使用效率最高的部门、地区和企业。资本市场还提供了资本资产的流动性功能，资本市场是一个高流动性的市场，投资者可以依据市场的变化和他们对企业前景的预期调整其投资组合，实现资本向优质高效企业的转移；优势企业也可以通过资本市场上的股权交易和买卖实现对低效企业的兼并和低成本扩张。

2. 能够促进完整的市场体系的形成

改革开放以来，我国逐步明确了经济体制改革的目标之一是建立社会主义市场经济体系。在完整的市场体系中，资本市场居于中心地位，它的培育与完善是形成完整社会主义市场体系的必要条件。

现代市场作为一个系统，是由众多既相互联系、相互依存又相互独立、相互制约的商品市场、资本市场、劳动力市场、技术市场等多种市场组成的有机整体。在这个整体中，资本市场居于中枢、轴心地位。资本市场是商品市场和其他生产要素市场的先导，是启动商品市场和其他生产要素市场的“助推器”和“润滑油”。因为，资本是市场经济运动的“血液”，生产中物的要素和人的要素的流动都要首先以资本的投入和流动为前提。一切经济往来，都需要通过资本作为媒介来实现。因此，资本市场的发达