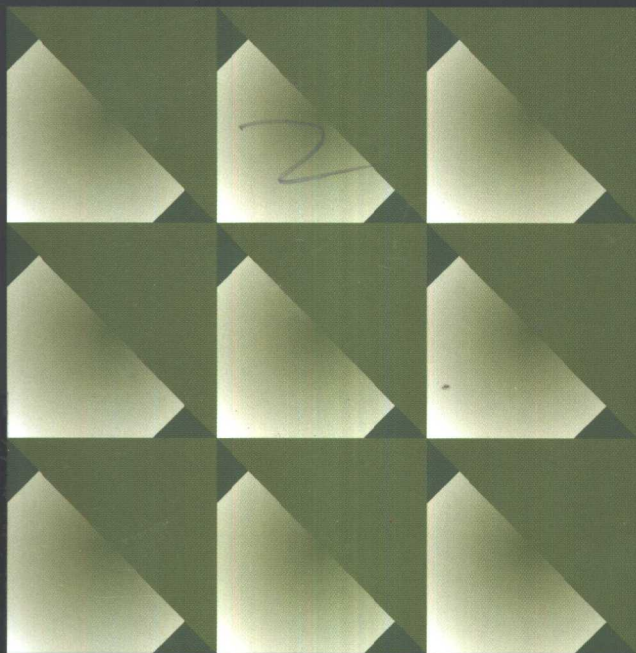


罗美娟·著

证券市场 与 产业成长



商務印書館

THE COMMERCIAL PRESS

证券市场与产业成长

罗美娟 著

商务印书馆

2001年·北京

图书在版编目(CIP)数据

证券市场与产业成长/罗美娟著. —北京:商务印书馆, 2001

ISBN 7 - 100 - 03351 - 9

I. 证… II. 罗… III. 资本市场 - 作用 - 产业 - 经济发展 - 研究 - 中国 IV. F121.3

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2001)第 046583 号

所有权利保留。

未经许可,不得以任何方式使用。

ZHÈNGQUÀN SHÌCHǎNG Yǔ CHǎNYÈ CHÉNGZHǎNG

证券市场与产业成长

罗美娟 著

商 务 印 书 馆 出 版

(北京王府井大街 36 号 邮政编码 100710)

商 务 印 书 馆 发 行

中 国 科 学 院 印 刷 厂 印 刷

ISBN 7 - 100 - 03351 - 9/F·416

2001 年 11 月第 1 版

开本 850 × 1168 1/32

2001 年 11 月北京第 1 次印刷

印张 10 1/4

定价:18.00 元

序

蒋学模

以上海证券交易所和深圳证券交易所的成立为标志,证券市场对我国经济发展的巨大影响,开始逐渐得到大家的公认,证券市场在筹集资金、支持国有企业改革、产业结构调整与升级方面都发挥了很大的作用,对我国现代企业制度的形成与发展具有决定性的意义。证券市场的兴起,改变了企业融资格局,从依靠银行贷款的间接融资模式,改变为间接融资与直接融资并存的多元化的融资模式。同时,它也唤起了人们的投资意识,改变了人们的财富持有方式,我国第一次形成了包括个人投资在内的投资多元化的格局。面对新形势的变化,我国作为一个正在经济改革的发展中大国,如何有效地利用证券市场来推动我国经济的长期稳定的发展,是理论界与实际部门必须认真探讨的重要课题。罗美娟博士的这部学术著作《证券市场与产业成长》在这方面作了创造性的探索,提出了一些很有见地的观点,确实值得发表出来供大家探讨。

这本书有以下几个方面的特点:

第一,把产业的成长作为研究证券市场与经济发展之间相互关系的关键因素,以此为中心,来分析我国通过发展证券市场推动经济增长的条件、环境与机制。关于证券市场与经济发展的相互关系,是一个复杂的问题。1996年《世界银行经济评论》中,曾发表过一系列论文讨论证券市场与经济增长的相关性,但没有得出

一个明确一致的答案。显然,不同的国家工业化发展程度的差异,以及金融市场的不同发育程度都会影响两者之间的相互关系。近年来的很多案例分析研究了证券市场与经济增长的相互关系,尤其是亚洲金融危机爆发以后,人们对证券市场与经济稳定的相关性给予了更多的关注。作者在本书中始终强调的一个基本思想就是,证券市场能否推动产业的成长是衡量这种关系的基本标准,并对此进行了系统缜密的论证。

第二,本书从证券市场与产业成长的一般关系出发,对证券市场推动产业成长的机制和条件进行了深入的分析。作者分别论述了核心企业成长在产业成长中的作用,证券融资中的产业选择问题,证券市场对产业组织优化的作用机制,二板市场如何推动新兴产业成长,以及证券市场效率与管理对推动产业成长的重要意义。在对这些重要关系分析的基础上,作者紧扣我国证券市场和产业结构的特征,研究我国在这些方面可能出现的难点。这些研究,使本书的现实意义更加突出。

第三,作者在建立起理论分析框架之后,进一步对我国证券市场与产业成长之间的关系展开实证分析,对我国证券市场推动产业升级、优化经济结构、加快高新技术产业发展等方面都作了客观的评价。在此基础上,作者根据未来可能出现的一些重要变化,就如何建立一种有效率的、可持续发展的、完全的产融结合的机制,提出她的对策思考。

第四,作者在本书中提出了一些值得注意的创新的观点,比如,作者在研究证券融资问题时,提出核心企业是证券市场推动产业成长的关结点,证券市场推动产业成长在很大程度上是通过推动核心企业扩张实现的。作者还明确提出,在证券市场推动产业

成长过程中,面临着产业选择还是企业选择的问题。进行产业选择是由我国目前产业结构调整 and 产业升级的紧迫性所决定的,也是国家利用证券市场实施其产业政策的一个必要途径。随着我国结构性矛盾的缓解和证券市场的逐步完善,产业选择和企业选择的关系会呈现出一个阶段性的变化,企业选择将逐步地替代产业选择。这些观点,表明作者对所研究的问题都有自己独立的见解,作者在书中阐述的观点对于我国利用证券市场加快产业发展的实践是有帮助的,对我国产业经济学、金融学的理论发展也做出了添砖加瓦的贡献。

罗美娟博士在写作这一著作的过程中大量地阅读了各种文献和资料,不仅把握了证券市场与产业发展的相关理论的演变过程、各流派的主要观点,而且从我国经济运行的现实出发,对各种理论进行了大胆地取舍。全书内容充实、结构严谨、论证的逻辑性很强,不失为一本具有学术创新价值和政策含义的专著。这本书是在她的博士论文的基础上修改完成的,在攻读博士学位期间,作者的研究方向就十分专注并在一些重要刊物上发表过相关的论文。现在该书出版,作为罗美娟的导师,我感到十分的欣慰,并希望作者把这一研究继续深入下去,不断地拿出科研成果来。

2001年5月于复旦大学

目 录

第一章 导论——问题的产生及研究的现实意义	1
1.1 理论的不确定	2
1.2 不同观点产生的根源	13
1.3 现实经济与证券市场增长	20
1.4 研究的问题、任务与主要内容	27
第二章 关于证券市场与产业成长关系的理论	32
2.1 马克思的启示:推动产业成长是证券市场的最基本的 作用	33
2.2 金融发展理论的一个盲点	41
2.3 希克斯命题的启示	49
2.4 结论	59
第三章 产业成长过程与证券市场作用	61
3.1 产业和产业成长	62
3.2 产业成长过程	67
3.3 产业成长的不同阶段中证券市场作用	73
3.4 证券市场推动产业成长前提分析	77
第四章 证券市场推动产业成长的机制分析:核心企业 成长	89
4.1 企业竞争能力和核心企业概念	89
4.2 资本利用能力与企业成长	95

2 目 录

4.3 企业成长过程中的融资成本—收益分析	108
4.4 证券市场、企业成长与产业成长的关系	120
第五章 证券市场推动产业成长的机制分析:产业 选择	126
5.1 产业成长与产业结构转换	126
5.2 证券融资中产业选择的意义及选择基准	132
5.3 产业选择重点:主导产业与战略产业	136
5.4 产业选择与证券市场推动产业成长过程	142
第六章 证券市场推动产业成长的机制分析:产业 组织优化	147
6.1 产业组织优化在产业成长中的作用	147
6.2 产业组织优化效应及其边界	150
6.3 证券市场与产业进入和退出	155
6.4 证券市场与产业集中机制	163
6.5 利用证券市场优化产业组织	170
第七章 证券市场推动产业成长的机制分析:二板 市场效应	175
7.1 美国新经济的启示	175
7.2 二板市场推进科技产业成长的机制	183
7.3 发展中国家科技产业成长与证券市场相关性 分析	194
7.4 证券市场结构创新与我国新兴产业成长	199
7.5 结论	204
第八章 证券市场推动产业成长的机制分析:证券 市场效率与管理	205

8.1 证券市场效率及效率的测度与标准	205
8.2 发展中国家与发达国家证券市场效率比较	217
8.3 证券市场效率与产业成长	231
8.4 证券市场监管与证券市场效率	239
第九章 我国证券市场与产业成长的实证分析	245
9.1 我国融资结构的变化	245
9.2 我国上市公司的产业分布和结构特征	252
9.3 上市公司的兼并与重组对我国产业组织优化的 作用	265
9.4 我国上市公司的产业升级效应	272
9.5 我国证券市场功能实现程度——对效率的基本 估计	280
9.6 结论	286
第十章 我国证券市场与产业成长关系的再思考	289
10.1 中国产业:亟待升级与调整	289
10.2 我国证券市场:趋势与挑战	294
10.3 我国证券市场推动产业成长的再思考	300
参考文献	310
后记	315

第一章 导论——问题的产生 及研究的现实意义

市场经济的发展过程伴随着这样一种趋势:经济运行日益以证券为媒介。经济发展层次越高,证券化程度越高。一些发达的市场经济国家,资产证券化已达到相当高的程度,其证券的市场价值已超过了货币供应总量和 GDP(国内生产总值)规模;一些新兴工业化国家(地区)的股票市值也已超过 GDP 的规模。由于证券市场在现代经济中的特殊意义,一些证券市场指标如股票价格指数,不仅成为反映股票价格变化的变量,而且成为反映经济变化、预测经济景气程度的重要指标。

与资产证券化程度提高相适应的是证券市场的发展。资本形成是经济发展的前提,也是经济发展的动力,社会扩大再生产在很大程度上是资本积累和资本形成的结果。资本形成的关键是储蓄向投资的转化,证券市场作为储蓄向投资转化的媒介,成为现代市场经济中资本形成不可或缺的环节。证券市场融资的特点和条件制约,决定了它与经济发展的阶段性相联系,但也决定了它对经济发展具有重要的推动作用。通过证券市场,可以充分动员社会资金,有效地调动资源;同时,证券市场的功能,也在最大程度上满足了市场经济对资源优化配置的要求。

经济发展往往以产业发展为基础。产业发展或产业成长是一国经济实力和竞争力的体现。产业成长是一个产业由弱小向强大

发展的过程,由于这个过程以产业规模扩大为表现形式,就需要有资本与时间的累积,如果资本积累速度较快,便可大大缩短时间累积的过程。因此,由证券市场形成资本的积累规模与速度具有影响产业成长的能动作用。产业成长同时又是一个结构不断替代更新的过程,产业的升级一直贯穿于产业成长的全过程,证券市场在其中起到了其它市场机制无法替代的作用。显然,证券市场作为联结储蓄与投资的纽带,其最重要的作用是加快产业资本的形成。但是,在此基础上派生出的一系列新机能,使证券市场推动产业成长的途径变得多元化了,其过程也复杂化了,证券市场要对产业成长产生正向效应,需要更多的约束条件和制约因素。本书正是以证券市场与产业成长的关系为出发点,研究在特定的经济发展阶段中,证券市场发展对产业成长的影响与推动作用及其制约因素,探讨证券市场推动产业成长的有效途径,最后对我国证券市场发展与产业成长进行实证分析,力图形成一些具有政策含义的结论。

1.1 理论的不确定

在经济学文献中,直接对证券市场与产业成长的相互关系所作的研究与成果并不多见,人们往往从经济发展的角度来论及证券市场,而在讨论证券市场与经济发展关系时,经济学家也存在很多分歧,这些分歧主要在于对证券市场在经济发展过程中所起作用的不同认识。

在对金融结构与经济发展关系的研究中,美国经济学家戈德史密斯(Raymond Goldsmith)开创性的工作尤其值得我们关注。戈德史密斯将现代经济出现的金融结构分为两类:一类是在工业化

国家,其金融相关率较高,金融工具和金融机构多样化,直接融资在整个融资格局中占有较大的份额,银行体系的作用逐渐下降,证券市场逐步取得主导地位;另一类是在发展中国家,其金融发展水平处于初级阶段,金融相关率较低,金融结构单一,银行在整个金融体系中占主导地位,直接融资尤其是股权融资极不发达。事实上,后一类国家的经济发展水平明显低于前一类国家,但是戈德史密斯并不肯定证券市场与经济发展存在着相关关系,他强调,虽然战后存在着这样的趋势,即直接融资的比率与实际经济增长之间有着正向联系,但这一联系并不紧密,不仅样本国的这一指标在坐标轴上分布很宽,而且一些外源融资较低的国家(如日本、德国),依然保持着较高的经济增长率。虽然金融结构便利了资本流动,改善了经济运行,但是,“如果存在一个更松散的关系,金融结构与经济增长之间就具有一种更复杂、更难懂的特性”;“无论是对战后时期各个国家的截面分析,还是在那些我们可以寻找其轨迹的少数国家的趋势中,都看不到非金融部门的新发行比率与人均实际收入水平及增长率,抑或与其它经济结构和发展水平的类似简单指标之间存在着什么清晰的联系”。^①由此可见,尽管经济学家已经发现金融结构与经济发展之间存在着必然的联系,认同金融结构的改进加速了资本流动并促进了经济增长,但对于证券市场与经济发展之间的关系却存在异议。

一些经济学家指出,证券市场不仅与经济增长成正相关,而且能显著地促进经济增长。他们发现:证券市场的融资能力、流动性、规模等可以促进资本的形成,加速经济增长。伴随着经济增

① 雷蒙德·戈德史密斯:《金融结构与金融发展》,三联书店 1998 年版,第 41 页。

长,股票市场也经历了一个较大的发展。米切(Michie, 1987)的研究表明,1853年,在英国大约有25%的投资资本是通过发行股票筹集的,1913年,这一指标达到了33%;^①格利(Gurley)和肖(Shaw, 1955)则认为,19世纪美国发行的股票价值是国民财富或收入的一倍以上,直到20世纪中期股票发行仍保持这一比例。^②在经济的较低水平上,商业银行控制整个金融结构,然而,随着经济的发展,特殊的金融机构和股票市场便发展起来,在不同的国家和不同的发展阶段,金融结构和股票市场融资能力却存在着很大的差别,自然,它们对经济发展所起的作用也不相同。

利用样本国的资料进行实证分析,是主张证券市场与经济增长之间存在正相关关系的经济学家分析这一问题时采用的主要方法。阿替勒(Raymond Atje)和约凡诺维克(Boyan Jovanovic, 1993)利用不同的模型分别研究了股票市场的经济增长效应和水平效应。他们利用GJ(GREENWOOD - JOVANOVIĆ)模型研究了股票市场的经济增长效应,在对包括发达国家和发展中国家在内的40个国家的人均GDP与股票市场增长率的回归分析后,他们发现,在其研究期内(1980—1985年),这些国家的经济增长与股票市场发展有明显的相关关系,当经济增长率提高时,也恰恰是股票价值上升的时机。股票市场交易率^③每增加一个百分点,经济增长率将上升0.083百分点。进一步将更长时期(1970—1979年)的相关指标带

① A.D. Michie, "Financial development and Economic growth, necessing evidence", *The Economic Journal*, 1987, pp. 783 - 799.

② G. Gurley and E. Shaw, "Financial Aspects of Economic Development", *American Economic Review*, 1955, pp. 515 - 518.

③ 股票市场交易率 = 股票市场年交易额/GDP。

入进行检验,其结论是相同的。通过利用 MRW(MANKIW, ROMER AND WELL)模型,阿替勒和约凡诺维克研究了股票市场与经济水平效应之间的关系,结果显示,股票市场与经济发展水平、储蓄率之间存在着正相关的关系。但是,在其利用回归方法对银行信贷与经济增长关系进行检验,却没有发现银行信贷对经济增长有相同的结果。因此,阿替勒和约凡诺维克认为,一个国家不去发展股票市场是个很大的损失。^①

1996 年,肯特(Asli Demircuc-Kunt, 1996)和利文(Ross Levine, 1996)对 43 个不同收入水平的样本国的股票市场、企业融资结构和经济增长之间的关系作了进一步研究,他们的研究表明:在低收入、中等收入和高收入国家,金融结构存在很大差别,金融结构的完善有利于促进经济的增长。高收入国家的股票市场融资占整个金融结构的比重比低收入国家要大得多,股票市场不仅能够刺激经济的长期增长,而且成为预测未来经济发展趋势的重要指标。肯特和利文对不同收入水平的国家的金融结构进行了分析,结果显示,从低收入国家到中等收入、高收入国家,商业银行、非银行金融机构的作用逐渐递增,而中央银行的作用则逐渐递减。相对于低收入国家,高收入国家有更大及更完善的综合金融体系和股票市场。金融不只是被动地反映一国的经济发展状况,而是起着改善经济运行、促进经济增长的作用。肯特和利文认为,股票市场对经济增长的促进作用主要是通过这样三条途径实现的:第一,股票市场通过创造流动性而影响经济活动。股票市场的高度流动

① R. Atje and B. Jovanovic, "Stocks markets and development", *European Economic Review*, Vol. 37, 1993, pp. 634 - 640.

性降低了交易成本,减少了投资风险,产权资本所具有的吸引力,使投资者在资本市场上进行长期投资的投资倾向提高,从而保证了企业长期投资的资本需求,进而促进了经济长期增长。第二,通过国际一体化的股票市场分散风险,达到促进经济增长的目的。高回报的项目通常有较高的风险,但是通过股票市场可以分散风险,促进社会储蓄投向这些项目。事实上,股票市场的这一功能使投融资中的不确定因素大大降低,也降低了预防性储蓄,最终起到了促进经济增长的效果。第三,具有高度流动性的股票市场能够使投资者较容易地获得公司的相关信息。如果投资者能够从所获得的信息中得到利益,将激励他们挖掘更多的公司信息,这一过程不仅能改善公司的运营,而且能改善资本的分配结构并加速经济的增长。肯特和利文进一步强调,如果不考虑人力资本投资、银行发展水平、汇率等变量,股票市场发展与长期经济增长之间存在着非常明确的正相关关系。^①

通过对所取样本进行回归分析和对股票市场与经济增长关系的进一步研究,利文(Ross Levine, 1998)和佐夫(Sara Zervos, 1998)发现股票市场与现在及未来的经济增长、资本形成及生产率提高之间存在着高度的相关性。利文和佐夫选择了47个样本国,采用了股票市场规模、成交量、交易率、国际一体化水平(用CAPM和APT两个模型进行检验)和股票市场波动率等五个指标来衡量股票市场的发展水平,对1976至1993年期间样本国的股票市场发展水平与GDP增长、资本形成率之间的关系进行了回归分析,发

^① Kunt and Levine, "Stock Markets, Corporate Finance, and Economic Growth: An Overview", The World Bank Economic Review, Vol 10, 1996, pp. 223 - 239.

现股票市场与现在及未来的经济增长、资本形成率及生产率提高之间存在着高度的相关性,股票市场不只是反映经济增长的变化,股权交易能力的提高有利于资源的有效分配、资本的形成和经济的快速增长,例如,股票市场的流动性每增加一个百分点,样本国的人均产出增加 0.8 个百分点,在研究期内,由于股票市场的流动性增加而导致样本国的人均 GDP 增长了 15 个百分点。^①利文认为:许多有利可图的项目由于投资期长、风险性大而使投资者失去兴趣。证券市场的流动性使投资风险降低,并使产权资本更具有吸引力,因为证券市场首先使储蓄者获得了一份产权——股本,并可从中获利;其次当市场出现风险时,投资者可迅速地将其转化为现金或其他资产形式,降低投资风险;最后,流动性使融资更加便利,提高了资本配置的效率。因此,股票市场对经济活动的影响通过创造流动性而得到了实现。

博伊德(John H. Boyd)和斯密(Bruce D. Smith, 1998)则认为,处于较高人均收入水平下的经济总是伴随着活跃的股票市场。经济的高速增长是与股票市场的高速增长联系在一起的,这种联系可以由不同国家的资本形成率显示出来,具有高水平的经济发展总是拥有高度流动的股票市场。从若干国家的发展历程看,典型的发展形式总是:人均产出的增长伴随着活跃的股票市场的发展,以及较低的债务/股票比率。发展水平较低国家的股票融资比例较低,而发展成熟的国家大量地使用股权融资。表 1.1.1 中所示的各国资本形成率就清楚地表明了这一点。

① Ross Levine and Sara Zervos, "Stock Markets, Banks, and Economic Growth", *The American Economic Review*, 1998. 6, pp. 537 - 555.

表 1.1.1 各国资本形成率比较

国 家	平均市场资本形成率(占 GNP 的百分比)
高收入国家	
日本	92
美国	80
英国	58
德国	21
发展中国家	
约旦	60
马来西亚	58
智利	27
韩国	19
泰国	9
墨西哥	8
巴西	7
印度	6
土耳其	3
阿根廷	2

资料来源:《世界发展报告》1989 表 7.1. 转引自 John Boyd and Bruce Smith,《The evolution of debt and equity market in economic development》,《Economic Theory》,1998, pp. 521.

同时,博伊德和斯密还认为,包括利文在内的许多经济学家仅从股票市场的角度研究证券市场与经济增长的关系是很片面的,就整个证券市场而言,债券和股票一样发挥作用,债券市场和股票市场不是替代关系,而是互补关系。^①

相反,认为证券市场与经济发展之间没有相关关系的经济学家,主要从证券市场规模和证券融资数量角度来评价证券市场的作用,迈耶(Colin Mayer, 1988)对上市公司数量占整个公司的比重

① John H. Boyd and Bruce D. Smith, "The evolution of debt and equity markets in economic development", *Economic Theory* 12, pp. 519 - 560 (1998).