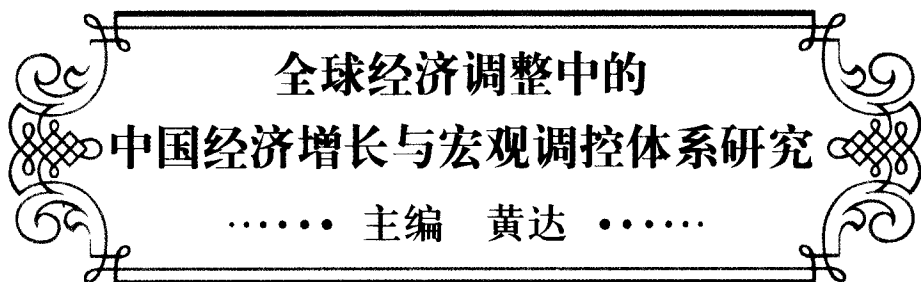




国家教育部哲学社会科学研究重大课题攻关项目



全球经济调整中的
中国经济增长与宏观调控体系研究

…… 主编 黄达 ……

分报告五

经济调整中的
中国经济增长与资本市场

吴晓求 赵锡军 瞿 强 等著



中国人民大学出版社

目 录

第 1 章 导论：经济增长、经济结构与资本市场	1
1.1 经济增长、经济结构与资本市场：概念界定	2
1.2 经济增长中的经济结构变迁与资本市场：历史考察	5
1.3 经济增长、经济结构与资本市场：理论分析	10
1.4 经济增长、经济结构与资本市场：中国实践	19
第 2 章 中国金融结构与经济增长的相关性分析	28
2.1 问题的提出	28
2.2 经济增长与金融结构：研究回顾	29
2.3 中国金融结构的特点和成因	40
2.4 中国金融结构与经济增长的定量研究	48
2.5 中国金融体系的主要问题及对策	57
第 3 章 资本形成与资本市场	67
3.1 资本形成机制	67
3.2 功能金融视角中的资本市场	68
3.3 发达国家的资本市场与资本形成	74
3.4 中国的资本形成机制和渠道	81

第4章 风险配置与资本市场	91
4.1 资本市场与风险配置	91
4.2 资产证券化和风险配置	102
第5章 存量资源调整与资本市场	122
5.1 经济结构调整中的存量资源调整	123
5.2 资本市场资源配置功能分析	125
5.3 投机性并购重组：中国资本市场上存量资源 调整的重要特征	137
5.4 投机性并购重组的制度根源分析	146
5.5 全流通革命——完善并购重组的制度基础	147
第6章 结构调整中的中国经济增长与资本市场发展	149
6.1 引言：若干数据	149
6.2 资本市场与经济增长的关系研究	154
6.3 资本市场与中国经济增长	159
6.4 中国资本市场目前面临的问题分析	171
6.5 结论	176
附录：外资进入中国资本市场的渠道和现状分析	177
参考文献	202
后记	211

第 1 章 导论：经济增长、经济结构与资本市场

长视角的人类经济史运行分析表明，工业化以及由此而引致的经济增长应该是近 200 多年以来世界经济运行的主旋律。此外，在增长的大趋势下，工业化进程中的领先国与工业化进程中的后进国往往存在一个交替追赶的动态过程，或者说那些能够通过国际产业分工全面发挥比较优势并进而可以通过恰当的经济发展战略以及贸易和投资战略创造竞争优势的工业化后进国可以在人均收入方面实现赶超（Maddison, 1986）。就经济增长的决定因素而言，以索罗（1956）、肯德里克（1961）、丹尼森（1962, 1967, 1985）等为代表的一系列实证研究表明尽管劳动和资本的增加在经济增长中的作用毋庸置疑，但经济的进程从根本上讲取决于技术变迁的速度、新产品的引进和允许我们从同样的资源中获取更大满足的创新过程，即熊彼特意义上的“创造性破坏”过程。

如果说技术进步在经济增长过程中起到了决定性作用的话，那么，可以理解在一国经济发展过程中，由技术进步引致的经济结构的调整速度、演进方向就直接影响，或者说就决定着一国经济发展的速度与兴衰——如果把 18 世纪中期处于工业革命的英国作为产业结构变迁研究的起点，两百年来英国、美国、德国以及日本等各国产业结构与经济变化的变化轨

迹，清楚地说明了这一点。^①但问题是回溯历史，我们可以发现一国或地区经济结构的演进速度在不同的历史阶段、不同的经济环境下呈现出较大的差异性，或者说多样性——有时产业结构的变迁以加速度进行，而有时则是长时期的停滞不变。应该说，理论上影响经济结构演变因素非常多，也非常复杂。无论是从历史还是从理论逻辑的角度来考察，我们发现经济结构的演进，或者说经济结构升级的速度与资本市场的发展之间存在着密切的联系——在资本市场不发达的情况下，其变迁的速度是非常缓慢的，而发达的资本市场可以推进科技产业的发展，进而推进科技与传统产业的融合，进而加速经济结构的高级化进程。显然，这种情况出现的深层次原因是由从实体经济与金融体系两者的关系所决定的，即金融体系是一种供给，而经济结构本质上是一种需求，金融体系的发展必须与由经济结构决定的金融需求相适应，进而恰当的金融制度可以提高社会经济活动中金融需求的满足度，从而提高资源配置效率，促进经济的发展。那么，我们应该如何把握经济增长过程中经济结构调整与资本市场的关系？新兴的中国资本市场在中国经济转型与增长中又发挥着什么作用，存在哪些问题呢？为了回答这些问题，需要我们在历史变迁和理论演绎相结合的基础上，对经济增长、经济结构与资本市场之间的内在联系做一个较为深入的思考。

1.1 经济增长、经济结构与资本市场：概念界定

1.1.1 经济增长

经济增长指的是经济生产能力和实际国民收入的增加。如美国学者库兹涅茨（1973，1981）就认为：“一个国家的经济增长，可以定义为给居

^① 英国经济学家科林·克拉克在威廉·配第的基础上，通过实证检验提出了著名的配第-克拉克定理，即伴随着经济进步，劳动人口由农业向制造业，进而由制造业向商业及服务业转移。西蒙·库兹涅茨（1971）在继承克拉克研究成果的基础上，进一步验证了经济增长过程中产业结构将发生变化，而产业结构的变化又对经济增长产生重要影响。他指出：“现代经济增长及其人口平均产值的迅速上升——必然会在生产体系各部门的增长速度中形成颇大的差别，如果不去理解和衡量生产结构中的变化，经济增长是难以理解的。”

民提供种类日益繁多的经济产品的能力长期上升,这种不断增加的能力是建立在先进技术以及所需要的制度和思想意识之相应调整的基础上的。”

在库兹涅茨看来,经济增长表现出6个特征:

第一,按人口计算的产量的高增长率和人口的高增长率;

第二,生产率本身增长的程度也较高。

第三,快速的经济结构转换率,包括从农业到工业再到服务业的转移。这一过程涉及城市化,从家庭作坊向雇佣关系的转换以及正规教育的不断增长的作用。

第四,社会结构与意识形态的迅速改变。

第五,增长在世界范围内迅速扩大。

第六,世界各国增长的情况是不平衡的。^①

一般认为,经济增长的源泉则是劳动的增加、资本的增加以及技术进步(索罗,1956)。

1.1.2 经济结构及其调整

经济结构是一个含义较为宽泛的概念,一般有广义与狭义之分。广义的经济结构是指国民经济的各个部门之间相互联系、相互依赖、相互制约关系的总和,它既包括全部经济资源在各个产业之间的分布结构,也指各个产业内部的企业间的关系结构;也包括产业的所有制结构、消费结构、投资结构等等。狭义的经济结构则专指产业结构,即产业之间的关系结构,它主要从资源配置的效率角度,研究全部社会再生产过程的单元(即产业)及其关联性,并分析其中的变化、演化、进化及其规律性。

一般而言,经济结构的调整包含了两个层次的内容:

第一个层次是指一国或地区既定产业结构的整合,一般包含了物资、资金、人力的重新组合以及产业所占比重的重新调整,进而使其发挥出现有经济条件下最优的产出效果。

^① 卡尔多(1963)罗列了6个经济增长进程的典型化事实:(1)人均产出持续增长但是增长率并不趋于下降;(2)人均物资资本持续增长;(3)资本回报率近乎稳定;(4)物资资本—产出比近乎稳定;(5)劳动和物资资本在国民收入中所占份额近乎稳定;(6)人均产出的增长率在个体之间差异巨大。

第二个层次是指一国或地区的产业结构根据本国或地区客观经济条件和经济环境的不断变化而进行适时、适度的调整,实现产业的升级换代。在这一过程中,一般伴随着产业的外延化扩展,或者说产业的多元化。

显然,经济结构调整的这两个层次内容一个是静态的,一个是动态的,而两者的结合就构成了完整的含义。

1.1.3 资本市场

作为一种有别于商业银行的金融制度,现代市场经济中的资本市场应该是一个体系的概念,它包含了风险投资、创业板以及股票市场、债券市场等传统意义上的主板市场。

所谓的风险投资,指的是某些敢于承担较高投资风险的投资者为形成和建立专门从事某种新思想或新技术的小型公司而持有一定的份额形式承诺的资本。一般而言,风险投资的投资者不仅仅向新企业注入资金,而且他们还会提供建立新企业、制定市场发展战略、组织和管理等所需的专业技能。^①

对于风险投资的投资者而言,风险投资整个过程中最难、同时也最为“惊险”的一步无疑是“退出”的实现——投资一旦进入企业之后,在企业获得成功的时候,他们必须能够保证存在一条“通道”,使他们退出企业,真正实现其投资收益。这样,风险投资“退出”机制的设计,就成为整个投资安排中最关键的环节。对于这些投资者而言,通过存在的某一种股权市场,利用市场的定价,实现投资股权的转让、流通,是最理想、从而也最能为投资者所接受的一条通道。正是为了实现这一目的,20世纪70年代之后“创业板”市场应运而生。

所谓“创业板”市场,是在现有的主板市场之外建立一个独立的融资渠道,这个渠道是为中小型企业,特别是高增长型企业(其中包括高科技企业)融资所设计的一个具有独特功能的证券市场。第二板市场是一国资本市场的重要组成部分,其与主板市场相比,最根本的差异在于上市标准

^① 由于这些企业的发展带有极大的不确定性,投资者承担的投资风险极大,所以这些投资者在发放资本时,其追求的投资回报形式不是传统意义上的股利,而是资本性收益。

截然不同（低得多），且上市对象多为具有潜在成长性的新兴中小企业，因此许多国家的“二板市场”亦称为“小型公司市场”或“新兴公司市场”。^①

显然，当中小企业经过残酷的市场竞争洗礼走向成熟时，一般就可以进入股票生产等传统意义上的资本市场，在获取发展所需资金的同时，也为企业声誉的进一步扩大提供了可能。

1.2 经济增长中的经济结构变迁与资本市场：历史考察

从历史的角度重新梳理经济增长中经济结构调整与资本市场发展之间的内在逻辑无疑有助于我们直观地了解、认识经济运行中资本市场的重要作用。而谈到经济结构的历史变迁，显然我们无法回避导致资本主义生产力急剧扩张的三次工业革命——某种意义上说，离开了这三次工业革命，我们无从想像现有的机器大工业与现代工业经济。那么，在三次给人类经济带来革命性影响的工业革命中，资本市场究竟扮演了什么角色呢？

1.2.1 英国资本市场的兴起与第一次工业革命

众所周知，开始于18世纪60年代、以机械力学等物理科学突破性进展为基础的第一次工业革命起源于英国，此后，其影响迅速从英国扩展到世界各地。

如果单从技术的角度考察，第一次工业革命的典型特征可以界定为“机器对手工业的取代”，其中关键性的技术是纺织机、鼓风机、蒸汽机的发明，这些发明促成了纺织业、冶金业（主要是炼铁）和铁路业的兴起。^②但问题是根据希克斯（1969）的考证，英国此次工业革命最初十余

^① 1971年设立的美国“创业板”市场——NASDAQ市场——就是当前美国很多高科技企业的重要孵化场所。

^② 正如美国学者瑟罗（1998）在《资本主义的未来》一书中所言：“有了蒸汽机和铁路，创造国家市场才成为可能，有了使用蒸汽机的工厂，才可能创办大规模的公司服务于这类国家市场。有了蒸汽机以及由此带动的大量基础设备，规模生产和规模经济才成为可能。产出的上升可以超比例地快于投入。更高的劳动生产率带来了更高的收入和利润，这又使人们能够更多地购买现有商品并有能力享受新的奢侈品，这些奢侈品很快又成了生活必需品。资本的积累以及资本的所有权是利用机械能进行生产的中心”。

年的时兴产品与技术——纺织机等机器为代表的工具革命，以蒸汽机为代表的动力革命以及以焦炭、钢等冶金新技术为代表的材料革命——早在工业革命兴起之前就已发明或出现。这意味着单纯的技术创新并不能激发可持续的增长，或者说没有相应的金融发展，新技术运用所需的大量非流动性的长期资本无从取得，无法转化为现实的生产力^①，进而“工业革命不得不等候金融创新”（Bencivenga, 1966）。

那么，当时的英国经历了何种金融创新呢？当时的英国银行体系显然不是这场变革的主角——当时其特有的制度特征（真实票据理论指导下的短期贷款以及追求贷款的流动性、安全性与风险性“三性”）决定了当铁路等新产业出现、发展乃至狂热之时，英国的银行家只能是对此袖手旁观。^②相反，股份制经济以及以此为基础的资本市场的兴起却为这场革命的出现提供了可能，成为当时“金融革命”的主角——在英国，从19世纪中期开始，尽管经历了“泡沫风暴”后大约百年停滞，由于当时大工业建设所需要的运河和铁路的发展所需的资金规模巨大，英国资本市场，尤其是公司股票市场获得了巨大发展——1860年政府债券在所有证券总值的比重超过50%，而到1914年这一比例就只有不到5%了——为英国工业革命，尤其是铁路工业、纺织工业的兴起提供了有力的外部金融支持（参见表1—1）。^③

表 1—1 伦敦股票交易所：证券分布（已付资本）1853—1913 年（总规模百分比）

	1853	1863	1873	1883	1893	1903	1913
政府证券	76	67	59.3	52	39.5	36	34.8
铁路	18.5	27.7	32.1	40.6	49.4	44.2	43.4

① “无论对于我们，还是对于我们的祖先，一个最简单的道理是干任何事情都需要钱，没有钱任何事都办不成，伊丽莎白女王时代的人即使他认识到铁路的重要作用，也觉得发明它毫无用处。因为不可能筹集到那么多的资金来建铁路。”（Bagehot, 1873）

② “有钱人都想守住既得利益，而任何变革都有风险，都令人烦心。只有那些想获得地位的新人才深知变化就是机会。”（Kingleberger, 1984）

③ “假如必须等待积累来使某些单个资本增长到能够修建铁路的程度，那么恐怕直到今天世界上还没有铁路。但是，集中通过股份公司转瞬之间就把这种事完成了。”（马克思，1833）

续前表

	1853	1863	1873	1883	1893	1903	1913
公用事业	2	1.7	1.4	2.8	2.9	2.9	4.6
金融服务	1.1	1.6	5.4	2.8	4.1	6.3	6.4
工商业	1.8	1.7	1.4	1.2	3.5	9.9	9.6
采矿业	0.6	0.3	0.3	0.6	0.7	0.6	1
总金额 (£mil)	1 215.2	1 610.4	2 269.1	3 634.3	4 899.2	6 978.3	9 550.3

资料来源：转引自 Allen (1993) 《Stock Market and Resource allocation》，Michie (1987)，表 2—4，p. 54。

1.2.2 英美资本市场的快速发展与第二次工业革命

19 世纪中叶，以热力学、电磁学、化学、生物学为先导的第二次科学革命导致了第二次工业技术革命。从技术的角度来说，这场革命的典型特征应该是“用机器生产机器”，其核心技术是电力、内燃机、化学技术、炼钢技术以及后来的电子通信技术。随着这次革命的深入影响，电力的广泛应用使主要资本主义国家的工业生产取得长足进步，钢铁、化学、机械、运输等重工业取代轻工业，机器大生产得以建立，现代工业经济由此产生。

就经济史的角度而言，第二次工业革命最深远的经济效应，或者说其标志应该是企业生产规模与组织模式的巨大变革以及由此带来的前所未有的工业增长速度。(1) 1869—1899 年间，平均每个美国工人所拥有的资本投资按不变价格计算增长了接近 3 倍；(2) 一大批大型的、垂直集中型的企业的出现，“现代企业组织”（钱德勒，1979）开始出现；(3) 1889—1919 年期间美国的全要素生产率的年增长率达到了 1.7%，而 19 世纪的大部分时间该指标大约仅为 0.3%。

但问题是为什么在第二次工业革命中，会出现柯达、强生、可口可乐、通用电器、百事、固特异等一大批庞然大物？尽管钱德勒（1979）曾认为，交通（尤其是铁路）和通讯（电报）的发展给商品开辟了巨大的市场，而巨大的市场使得制造商可以迅速回收巨大的创办费用和投资，结果导致资本密集型的大型企业迅速扩张，但显然我们无法忽略当时快速发展

的资本市场在其中的作用：

首先，资本市场为当时筹集实现规模经济和扩大产品范围所必需的巨大的生产设备投资提供了可能，而这种巨大的规模经济同时也创造了一种先行之利，一旦这些大企业建立了足够大的生产规模并且掌握了降低生产成本的诀窍，其他企业就无法再进入该产业。

其次，资本市场的存在为 1885—1905 年大规模的兼并活动提供了一个活动舞台，结果导致了不仅许多行业的高度集中——“市场扩张带来了专业化；专业化要求低效率让位于高效率。只要简单地应用比较成本分析原理，我们就可以知道，在 1870 年到 1900 年这段时期里低成本的生产者会驱逐高成本的生产者。既然市场扩张减少了效率较低企业固定资产的价值（甚至可以减少到零），收购就很可能完成驱逐的过程，从而增加了所有权的集中度。”（马克汉姆，1955），而且很多大企业向上下游产业同时扩张，建立了全国性甚至全球性的分销网络；不断开拓新的市场。

1.2.3 美国资本市场的结构性变革与第三次工业革命

第三次技术革命肇始于美国，也就是目前所谓的“信息技术革命”。这场工业革命的典型特征归纳为“用信息（知识）生产信息（知识）”。

与前两次工业革命类似，第三次工业革命所需要的关键技术（如微处理器、计算机、互联网技术等）在 20 世纪 70 年代就已经出现，但直到 80 年代末、90 年代初才真正掀起了“革命的浪潮”。而伴随着这次革命的深入，美国经济逐渐建立以信息产业为主体的后现代工业产业体系，它成功地实现了由现代工业向后现代工业的产业结构的巨变，进而在 90 年代实现了长期的持续增长。

那么，为什么这次革命没有在美国之外的其他国家出现？应该说，这与 20 世纪 70 年代以来美国资本市场的结构性变革与极为活跃的金融创新之间存在着极为密切的关系。

（1）风险投资的兴起。早在 1958 年，美国国会就通过小企业投资法，授权小企业管理局向经审查批准成立的小企业进行投资的私人投资公司提供优惠的政府贷款，从而掀起了第一次风险投资浪潮，加速了美国以半导体技术为代表的新技术的发展。20 世纪 70 年代末期，美国国会连续通过

岁入法案、退休收入保障法案谨慎者条款修正案、中小企业投资鼓励法案、经济复苏税务法案等众多法案，为美国风险投资第二次浪潮的兴起提供了外部支持，而 2000 年克林顿总统在《国情咨文》中“新经济”概念的提出更为美国风险投资的第四次浪潮创造了条件。

(2) 以 NASDAQ 为代表的创业板市场的出现。在 NASDAQ 市场上最多的行业往往是那些具有发展潜力的行业部门，例如信息技术（软件和硬件）、电讯、医药、生物技术、金融等等。其最大的特点是：“对有盈利的公司和尚未获利但具有发展潜力的公司，凡根据‘1934 年证券交易法’第 12 条（g）条或具备同等效力的法规注册的均开放”，进而在为风险投资者提供有效“退出”机制的同时，也为一大批在传统主板市场无法得到资金的中小企业发展提供了资金支持。

(3) 债券市场与股票市场等传统资本市场中许多令人眼花缭乱产品创新的问世（见表 1—2）。

表 1—2

美国资本市场中的一些产品创新

债券创新	可转换债券/股票创新	优先股创新	普通股创新
浮动利率债券、零息债券、双重货币债券、逆向浮动债券	LYONs、可调整比率可转换债券等	可调整比率优先股、可转换、可调整优先股、拍卖比率优先股、变动累计优先股等	可赎回普通股、可回售普通股、超级股票、不可分解股票单位等

(4) 金融衍生产品市场的飞速发展。

所有这些与市场相关的金融创新或金融发展向我们展示了一个全新的经济世界。在这个世界里，人们拥有了许多不同的、更方便、更廉价的获得融资的途径，进而一个人要创造财富、获得经济自由，起决定作用的因素不再是他的银行账户，而是他的头脑、他的素质。正是在这样一个全新的金融世界中，美国的许多勇敢的创业者获得了对于其事业发展极为关键的资金支持，最终使信息网络、生物工程等实验室里的技术、科学家的天才设想转变成了现实中的众多新兴产业，并在信息经济或知识经济时代成为了现实。

1.3 经济增长、经济结构与资本市场：理论分析

尽管人们都承认各国经济规模、复杂性、技术以及政治、文化习俗、历史背景上的差异问题，不同国家金融机构与金融市场的存在形式千差万别，但依据金融中介机构（银行）和金融市场在各国金融体系中各自发挥的不同作用（企业融资模式、居民资产选择以及公司治理机制的差异等等）可划分为以德国、日本为代表的“银行主导型金融体系”和以美国、英国为代表的“市场主导型金融体系”的两类（参见表 1—3）。

表 1—3 银行与资本市场的国际比较（1993 年） 单位：10 亿美元；%

	GDP	银行资产 (BA)	BA/GDP	股票市值 (EMC)	EMC/GDP
美国	6 301	3 319	53%	5 136	82%
英国	824	2 131	259%	1 152	140%
日本	4 242	6 374	150%	2 999	71%
法国	1 261	1 904	151%	457	36%
德国	1 924	2 919	152%	464	24%

资料来源：Allen and Gale (2000)。

但从上文的分析来看，立足全球，我们可以发现尽管新技术和新产业的实际发展显然是一个极为复杂的过程，就全球经济结构演进的历史进程来看，极为有趣的一个现实是人类经济发展过程中很多新产业是在英国和美国出现并得以发展的——如铁路起源于英国并且英国和其他国家的铁路在很大程度上是通过 19 世纪的伦敦证券交易所来融资的；尽管汽车产业起源于德国，但其第一次大规模生产却是在美国；航空、耐用消费品、计算机和生物技术等产业都是最初发展于美国。这似乎意味着作为金融体系的两种不同制度安排，资本市场对于推动技术进步并将其产业化上比银行等金融中介而言更具优势。那么，为什么会出现这样一个状况，或者说资本市场究竟在一国或地区的资源优化配置进而经济结构的调整中起到了什么银行体系所无法替代的经济功能呢？在这一部分，我们就在分析资本市场制度分析与微观经济功能分析的基础上，对资本市场促进经济结构变迁的内在经济机制做一个较为深入的理论思考。

1.3.1 资本市场：一种有别于传统银行制度的金融制度

一般说来，作为一种金融制度安排，银行等中介在提供各种金融服务过程中会表现出一种颇为明显的“关系型”色彩，即由于一方面，银行为为了确保贷款质量，往往会在信贷发放之前由专业人士对企业等客户的资信、项目质量进行调查，收集或者要求借款人提供必要的内部信息，另一方面，通过管理企业账户、办理业务结算，银行也可获得很多外部人士难以获得的借款人内部消息，所以，银行与企业等客户之间往往存在一定的密切关系。虽然这种“银—企”关系对于两者之间关系的维持具有重要作用，并且也是银行等中介在业务开展过程中的比较优势来源，但问题是这种模式下与资产质量相关的内部信息具有极强的“私人”色彩，无法被外人证实或证伪，进而导致贷款等资产的流动性极低，一般无法通过交易实现转手。

与商业银行这种关系型特征以及由此导致的注重流动性、安全性和收益性的“三性”经营原则和内置式风险过滤机制不同，作为一种具有“脱媒”性质的金融制度，资本市场具有一些鲜明的经济特征：

(1) 透明度。透明度是指信息的公开性。相对于银行而言，资本市场这一制度的运行不需要转换的过渡，而完全是资金供给者与需求者的直接交易，进而对上市公司或资金的筹集者所发行的产品，资金供给者或投资者根据其掌握的信息独立判断收益与风险的匹配性。这就使透明度原则成为资本市场的核心原则或存在基础。

(2) 流动性。与商业银行注重支付能力的流动性不同，资本市场的流动性指的是市场中证券产品的即时变现能力，亦即流动能力。

(3) 资产的成长性以及所具有的独特风险过滤机制。“成长的烦恼和衰老的痛苦”是资本市场选择的重要标准。总体上看，进入资本市场的企业大都渡过了风险期或幼稚期，通过退市机制资本市场又不断地淘汰处于衰退期的企业。这意味着资本市场对资产的选择是拒绝两头（幼稚期和衰退期），选取的是中间一段，也就是成长时期。

(4) 风险分散和风险传递功能。资本市场的风险分散和风险传递功能与商业银行的风险相对集中和风险累积功能完全不同，市场的存在使资产

风险处于流动状态,或者说使风险流量化,而不是存量化。

(5) 价格的波动性。与商业银行体系中的资金价格基本上保持稳定不同,资本市场中资产价格处于一个频繁而持续性的波动过程中。

1.3.2 功能金融视角中的资本市场:“资本市场—经济结构—经济增长”的微观分析

在功能金融理论^①的分析框架内,资本市场之所以在市场经济中得以产生、发展进而在某些国家占据了金融体系的主导地位,主要是因为其对不确定条件下的资源跨期与跨区配置过程中企业与居民等主体的跨期消费平滑或跨期支出平滑以及风险分担等经济需求的实现有着独特的作用,或者说其能更有效地满足微观主体的这些经济需要。容易理解,资本市场内在地满足这种需要的功能也就是其推动经济发展的内在机制所在。

1. 资本市场与风险管理

鉴于市场运行中生产技术、需求、利率、汇率以及石油价格等变动导致的广泛不确定以及禀赋(财富、经济活动性质等)不同决定的主体风险源、风险承担能力以及风险偏好等差异的存在,风险配置的优化,或者说通过风险形态变换及敞口转移等风险管理活动实现不同主体风险承担能力与风险承担敞口的最优匹配向来是个人、企业等微观主体关注的重点。

资本市场对技术性投资收益风险分担的影响可能是这一领域理论界早期最为关注的问题。尽管在 Arrow (1962) 的一般均衡框架中“Arrow 证券”的设想就已涉及股票市场的风险分担功能,且 Arrow (1965) 明

① 作为一个理论分析框架,功能金融理论却是在 Merton & Bodie 等 (1995) 的努力下完成的——在他们看来,认为与机构视角相比,基于功能视角的分析更为深刻,因为“(1) 金融体系的基本功能远比机构要稳定——功能很少随时间和地域的变化而变化;(2) 机构的变化是由功能决定的,机构之间的竞争与创新最终使得金融功能更有效率。”(1995, p. 4) 根据 Merton & Bodie 等的理解,金融体系最基本的功能——“不确定性条件下资源的跨时期、跨区域以及跨部门配置与处置”——在实践中又可以具体细分为 6 个方面的基本功能:(1) 为商品和劳务的交易提供支付清算服务;(2) 为不可分割的大型投资项目提供资本积聚和所有权分配的渠道;(3) 为经济资源在不同时期、不同地点,及不同主体之间的转移提供便利;(4) 提供风险管理的工具与手段;(5) 为经济体系中分散的各部门决策及决策协调提供价格信息;(6) 为解决信息不完全条件下的激励或委托—代理问题提供解决的办法。

确指出“通过股票市场的存在,一个企业的所有者可以把自己从某些风险中解脱出来,允许其他人分享企业的盈利并分担损失。既然现在每个人都能拥有普通股票的一个多样化有价证券组合,每种证券都连带着不同的风险,他就能够通过联营从总体风险的降低中获得利益,因此,股票市场导致在整个社会中风险承担总量的减少。”但对股票市场这种内在的在投资者之间有效分担风险功能的规范分析应追溯到 Diamond (1967)——在一个附加技术性生产冲击的简单模型中,通过对股票市场引入之后导致的一个内含不确定性竞争性经济中风险配置状况与“统制最优”、“帕累托最优”等其他均衡风险配置状态的比较, Diamond 的主体最优行为分析向我们清晰地展示了尽管股票市场的出现与发展并不能实现风险配置的“帕累托最优”状态,但却可以达到中央计划者统制条件下的“统制最优”(一种“有限制的帕累托最优”)状态。

与 Diamond (1967) 仅强调生产者禀赋差异不同的是, Saint-Paul (1992) 突出了股票市场对技术选择带有决定性的投资收益风险分担的影响——在他的模型中,生产率的提高意味着选择了更加专业化的技术,而这种更专业的技术却使得企业对应用该技术产生的获利能力波动(如难以预见的需求变化,也称为“技术弹性”)变得更加敏感。容易理解,如果缺乏外部风险分担机制,当企业面对高“技术弹性”时,往往会选择更缺乏专业性、进而更缺少生产性的技术。Saint-Paul 认为在弹性技术的机会成本很高时,股票市场通过允许主体的多种分散化投资、交易,就成为了一种有效且富有吸引力的风险分担机制。使用相同方法, Saint-Paul (1993) 对发展中国家常见的技术两重性难题进行了分析,认为正是股票市场的欠发达才使其无法有效分散生产性风险。

因此,借助于资产的多样化、品种的创新化与高度流动性,资本市场的出现与发展实际上为个人或机构根据各自的风险承受能力调整资产组合的风险大小,即通过多样化经营、资产组合调整以及对冲等交易方式管理风险提供了广阔的舞台。

2. 资本市场与信息生产及显示

信息作为“不确定性的负量度”(Arrow, 1973),不仅是现代经济的

核心概念，而且也是金融活动中主体关注的重点。因此，作为市场经济的一种独特制度安排，以银行与资本市场为基本架构的金融体系潜在而又至关重要的功能之一就是充当实现市场经济中部门行为协调的信息源。

竞争性的资本市场是一个天然的信息吸收、集成和显示的场所——尽管价格作为一种信息机制的思想可追溯到哈耶克（1945），但对股票等证券价格信息内涵的分析始于 Grossman（1976）。借助于 Green（1972）的“理性预期均衡”这一概念，Grossman 在一个简化的“两资产模型”中以信息与投资者行为的既定联系（当获得有利多信息，他就会购买相应的证券，进而抬高股价；如果信息是利空，他就会卖出股票从而压低价格）为基础，揭示了特定条件下私人信息体现在股票（市场）价格集成和传递的基本过程——在这一场所，当市场实现理性预期均衡时，股票价格将成为一个集成市场上全部可用信息的充分统计量，进而交易者虽然可以试着从私人信息收集中获利（即存在 N 个信道），但市场交易却会将宝贵的信息传递给了别人，或者说仅需 1 个信道（市场价格），市场就可以向交易者传递了其决策所需的所有私人信息。同时，借助期货市场，Grossman 和 Stiglitz（1976）利用一个简单模型对信息的整合过程做了一个说明。此外，作为 Grossman（1976）的拓展，在线性价格函数等假设之上，Hellwig（1980）、Verrecchia（1982）运用更为复杂的数理模型分析，展示了多种证券存在情况下信息的显示过程。

但是，尽管 Grossman（1976）说明了股价的信息显示过程，只要私人信息的收集需花费成本，这一过程就存在一个悖论，即一方面如果价格体系把一切信息都告诉了交易者，那么对于知情交易者而言，虽然其获得了一定的信息价值，但花费了成本，进而其财富减少了；而对于不知情交易者而言，在无须承担成本的情况下，价格体系完全向他们显示了所有信息，进而可以免费获得信息价值，从而知情交易者福利严格劣于不知情交易者，进而导致没有一个交易者产生信息收集动机转变为知情交易者；另一方面，如果没有人收集信息时，由于获得信息后福利的确可以得到改善，某些人又会产生收集信息的动机。这显然构成了一个两难的“悖论”，或者说私人信息收集的均衡并不存在——这就是 Grossman 和 Stiglitz