



中青年学者论丛

# 资本市场与经济增长

马家顺 / 著  
江西人民出版社

## 内容提要

资本的配置效率和总量积累是经济增长理论的重要内容,本书以资本的配置和积累为基础构建出资本市场对经济增长作用的研究体系。资本市场通过确立资本的占有条件(或占有成本)和分散资本的风险为资本的积累提供基础,并为风险资本定价,形成资本的配置信号,有效地配置社会资本,服务于经济增长。

本书提出了信贷市场与债券市场在服务于我国经济增长中具有同质性,并在此基础上把资本市场分为权益类资本市场和债务类资本市场,从不同的角度研究它们各自对经济增长的作用,并通过对我国资本市场的实证分析认为,在目前我国企业负债率过高、银行资产质量较低的情况下,应该大力发展权益类资本市场,以提高我国经济增长的质量。对于如何发展我国股票市场,本书认为我国股票市场的不规范源于产权结构的不合理,应该把规范股票市场与国有资产战略重组结合起来,改变股票市场现有的发行方式和上市公司的股权结构,以股票市场作为国有资产战略重组的通道,变现那些不适合国家经营行业的国有资产,在国有资产战略重组的过程中,逐步规范股票市场,使之健康发展。

本书在理论分析中,提出了“股权融资信号显示功能”假说,指出通过信号显示,股票市场在资本资源的配置中起核心作用,引导着其他资本市场对资本的配置。本书还对股票市场的财富效应进行了理论分析,证明了股票市场存在适度“泡沫”的制度安排,它是以前有经济社会的知识创新和股权获得剩余索取权的制度安排为基础的,这从理论上证明了股票市场存在财富效应并促进经济增长,同时也解释了高科技上市公司在全球股票市场上的表现。

## ABSTRACT

### Capital Markets and Economic Growth

The allocation efficiency and accumulation of capital are the main contents of economic growth, the thesis develops a research system on the basis of capital allocation and accumulation in the economy, through which we can study the function of capital markets to economic growth.

Capital markets provide the capital accumulation by giving the owning condition (or owning cost) of capital and diversifying the risk; Capital markets also price the risk capital, produce the signal of capital allocation to serve economic growth.

The thesis raises that bond market has the same characteristic with credit market in serving economic growth way in China, and classifies capital markets into equity markets and debt markets to study their function for economic growth in different angle. On the basis of empirical analysis, the thesis suggests that equity markets' development should be enhanced to improve the quality of economic growth at present in China, because of the high debt-equity ratio of enterprises and the low quality of banks' assets. On the development of stock markets, the thesis owes the irregulation of stock markets to improper property rights institution in China, and gives the resolution that the stock markets could be regularized through the state-owned assets strategic adjustment. By changing the issuing pattern and the equity structure of list companies, the stock markets could be normalized, but also be used as a channel of state-owned assets strategic adjustment to sell the state-owned assets which the state wants to

do.

The thesis puts forward “equity finance signaling function” proposition that stock markets are the most important factor in capital allocation because of the signaling function, and stock markets also guide debt markets to allocate capital. The thesis also prove that stock markets’ “bubble” result from the institution arrangement of residual claim right and knowledge innovation, this conclusion tells us that stock markets have wealth effect which server economic growth, it also explains the performance of high-tech list companies in stock markets.

Key words: Capital Markets, Economic Growth  
Classification: F830.9 F061.2

## 目 录

内容提要	(1)
ABSTRACT	(1)
第1章 导论	(1)
1.1 现实意义及背景	(1)
1.2 研究内容及框架体系	(5)
1.2.1 资本市场概念界定	(5)
1.2.2 传统研究对资本市场的分类	(8)
1.2.3 本书所研究资本市场的分类及界定	(9)
1.2.4 本书研究的思路及框架体系	(10)
1.3 本书的主要结论及理论新意	(14)
第2章 资本市场与经济增长:文献综述	(16)
2.1 资本市场与资本的积累和配置	(16)
2.1.1 资本占有条件的确立与风险:积累和配置	(17)
2.1.2 债务类资本市场与资本的积累和配置	(23)
2.2 资本市场与经济增长	(29)
2.2.1 经济发展中的资本市场	(30)
2.2.2 从资本市场到实体经济	(33)
2.2.3 资本市场、技术选择和创新与增长	(39)
2.2.4 经济增长方式转变与资本市场	(41)
2.2.5 对资本市场与经济增长的数理研究和计量分析	(48)
第3章 金融深化中的权益类与债务类资本市场	(52)
3.1 金融深化的意义及其对经济增长的影响	(52)

---

3.1	金融深化的意义及其对经济增长的影响	(52)
3.1.1	金融深化与储蓄率	(54)
3.1.2	金融深化的投资效应	(56)
3.2	权益类资本市场、债务类资本市场与融资结构	(58)
3.2.1	经典的MM理论及其修正	(59)
3.2.2	企业融资结构理论的发展	(60)
3.2.3	资本市场的发展水平与企业融资结构差异	(64)
3.3	资本市场、货币政策传导与经济增长	(67)
3.3.1	债务类资本市场的货币政策通道	(68)
3.3.2	权益类资本市场的货币政策传导机制	(69)
<b>第4章</b>	<b>债务类资本市场与经济增长</b>	<b>(74)</b>
4.1	政府公债市场与经济增长	(76)
4.1.1	政府公债发行与资源配置的理论分析	(77)
4.1.2	政府公债交易、货币政策与经济增长的理论分析	(85)
4.2	企业债务融资、金融中介与经济增长	(90)
4.2.1	债务融资安排与经理行为监督	(90)
4.2.2	金融中介与经济增长	(93)
<b>第5章</b>	<b>股票市场与经济增长</b>	<b>(104)</b>
5.1	企业成长与股票市场	(105)
5.1.1	兼并与企业成长	(106)
5.1.2	企业成长的信息不对称与股权融资的信号显示功能	(109)
5.2	股票市场与资源配置	(114)
5.3	虚拟资本的财富效应与经济增长	(129)
5.3.1	股票市场的“泡沫”是股权制度安排和知识创新的结果	(131)
5.3.2	股票市场的财富效应与经济增长	(136)

---

---

第 6 章 发展资本市场促进中国经济增长 .....	(140)
6.1 我国资本市场发展与融资渠道的变迁 .....	(140)
6.1.1 以政府投资为主体,基建资金预算内投资无偿 使用改为有偿使用 .....	(140)
6.1.2 以银行信贷为主体,国有企业资金来源转为对 银行负债 .....	(142)
6.1.3 逐步建立投资主体多元化的资本市场 .....	(147)
6.2 调整资本市场结构,促进经济增长方式转变 .....	(148)
6.2.1 充分发挥债务类资本市场的融资功能 .....	(149)
6.2.2 加快股票市场发展,保持经济持续、健康增长 .....	(151)
6.2.3 加快股票市场发展,完善资本市场功能 .....	(153)
6.3 对我国股票市场发展的思考 .....	(156)
6.3.1 我国股票市场不规范的主要原因在于不合理的 产权制度 .....	(156)
6.3.2 构建规范的产权制度,推动股票市场健康发展, 实施国有经济战略重组 .....	(160)
6.3.3 股票市场的发展与创新 .....	(165)
6.3.4 搞好投资基金的发展和 innovation,增进股票市场效率 .....	(169)
6.3.5 中国投资基金业发展的整体框架设想 .....	(172)
6.4 利用资本市场加快我国高新技术产业发展 .....	(174)
6.4.1 高科技上市企业预期增长率及其对产业成长的 影响 .....	(175)
6.4.2 上市公司 q 值的测定及其对厂商投资行为的影 响 .....	(178)
6.4.3 风险投资基金与高科技产业的发展 .....	(180)
6.5 网络经济与中国资本市场 .....	(185)

---

6.5 网络经济与中国资本市场 .....	(185)
6.5.1 网络经济是未来经济发展的必然趋势 .....	(185)
6.5.2 股票市场有助于信息产业和网络经济的发展 .....	(189)
主要参考文献 .....	(195)
后记 .....	(202)

---



## 第1章 导论

### 1.1 现实意义及背景

资本市场的发展在当今世界经济体系中具有举足轻重的地位。在许多发达国家,仅股票市场的资产价值就相当于或高于这些国家每年的GDP。资本市场对世界经济发展和各国产业结构优化作出了巨大的贡献,但是资本市场在经济萧条时也经常起到推波助澜的作用。弗里德曼(Friedman, 1963)的研究表明,20世纪30年代大萧条的发生以至大规模地爆发,与资本市场特别是股票市场有着密切的联系。对资本市场的研究,国内外都有不少文献和论著。自亚当·斯密的《国富论》以来,资本和资本市场一直是西方经济学研究的重要领域。这不仅在于资本作为西方经济理论中三要素的重要组成部分对经济增长的重要作用,以及是如何参与分享增长成果构成了经济学理论的重要组成部分,还在于近年来资本市场以及跨国资本流动的迅速增长一方面促进各国的经济增长,另一方面对发展中国家的冲击导致地区性金融危机时有发生。因此对于资本市场特别是股票市场的研究日益增加,这些研究主要是从市场本身出发,研究市场运行及政府监管体系,从侧面研究它们同实体经济的关系,或者是用实证的方法去度量金融市场的指标与实体经济增长指标间的相互关系,而对于资本市场与经济发展系统化的研究并不多见。

在国内学术界,随着邓小平建设有中国特色社会主义市场经

济理论的发展,作为市场体系重要组成部分的资本市场也从试验走向全面发展的阶段。资本市场姓“资”姓“社”的问题解决了,但是资本市场在试验和发展过程中出现的问题需要认真对待和总结,资本市场的发展对国民经济发展正反两方面的影响更需要研究。党的十一届三中全会以前,根本谈不上资本市场,当时可以说是谈“资本”而色变。不过,我国资本市场在改革开放初期就开始出现了,但那时主要是银行的中长期信贷和国债一级市场,并且规模不大,在当时,银行信贷市场在政府的完全控制之中,国债二级市场的流动和交易也只能还是在黑市中进行。伴随着中国股票的发行和上海、深圳两交易所的成立,中国完备的资本市场体系才真正开始起步,股票市场“试验田”的帽子到党的十五大被摘掉,从而揭开了中国资本市场发展的新篇章。在短短的几年中,我国的资本市场获得了长足的发展。我国的资本市场是在改革开放和由计划经济向市场经济转化的过程中从无到有,一步步从债务类资本市场到权益类资本市场发展起来的。首先,储蓄结构上的变化给银行信贷市场的发展提供基础,居民和企业的储蓄在总储蓄中的比重从1987年的26%到1996年的98%(表1.1),企业获取资金的途径全部由原来的财政拨款,迅速转变为主要由银行贷款。这一转变为企业走向市场起到了重要的作用,也为我国资本市场的发展奠定了基础。其次,国债市场的启动和发展,不仅仅成为用于弥补财政赤字和政府投资的原始手段,也已成为我国政府管理和调控现代信用经济的重要工具。然而,要使国债的这一功能得到发挥,则需要一个发展完善、运作正常的资本市场为依托。我国国债发行量的增加(表1.2),特别是中央银行公开市场业务的启动,不仅为资本市场的建设提出了更高的要求,也为资本市场发展提供了强大的推动力。再者,自从小平同志南方讲话以来,我国股票市场的发展取得了令世人瞩目的成就,在制度建设上,从无到有,并且日趋完善,形成了一套适合我国国情的法律制度和监管体系,

直接学习和“扬弃”了资本主义国家上百年来发展经验,在规模上,以超常的速度发展(表 1.3),这不仅给居民和企业带来了巨大的财富效应,对经济增长产生了重要作用,更重要的是带给国人以思想上的解放和创新,对我国未来经济发展将产生深远的影响。

表 1.1 我国储蓄结构的变化 (单位:%)

年份	1978	1985	1993	1994	1995	1996
居民、企业储蓄	26	79	95	97	98	98
政府储蓄	74	21	5	3	2	2
总储蓄	100	100	100	100	100	100

资料来源:《中国统计年鉴》(1993、1997)

表 1.2 我国国债(国内)发行规模 (单位:亿元、%)

年份	发行额	占 GDP	年份	发行额	占 GDP	年份	发行额	占 GDP
1981	48.66		1987	117.07	0.98	1993	381.32	1.10
1982	43.83		1988	132.17	0.89	1994	1028.6	2.21
1983	41.58	0.72	1989	263.91	1.56	1995	1510.9	2.59
1984	42.53	0.61	1990	197.24	1.06	1996	1847.8	2.69
1985	60.61	0.68	1991	281.27	1.30	1997	2412	3.32
1986	62.51	0.61	1992	460.77	1.73	1998		

资料来源:历年《中国统计年鉴》

表 1.3 沪深交易所股票发行筹资统计 (单位:亿元、只)

年 份	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
上市股票家数	217	345	381	599	821	931	1035
流通市值	424	860	938	2867	5178	5847	7937
筹资额	375	327	150	425	1124	842	941

资料来源:《中国证券报》相关统计

另据统计,截至 1997 年 12 月底,我国股份公司已达 1 万多

家,沪、深两市流通股本合计为 1771 亿股,全年累计成交额为 30721.85 亿元。在国家 512 家重点企业中,已经有 183 家在上海或深圳证券交易所挂牌上市,约占这些企业总数的 36%;在国家 120 户试点企业集团中,已经有 57 家集团的核心企业挂牌上市,约占试点集团总数的 48%;在百户现代企业制度试点公司中,已上市的公司有 42 家,占 42%。沪、深两市投资者总数达 3200 万人,证券经营机构 3000 多家,证券从业人员 10 万多人。1997 年,全年实际发行国内政府债券 2412.03 亿元,其中凭证式国债 1643.33 亿元,无记名国债 395.29 亿元,记帐式国债 344.06 亿元,特种定向债券 29.35 亿元。上述统计数字表明,我国资本市场的发展已具有了一定规模,它在社会主义市场经济中的地位和作用越来越重要,国有企业的改革与发展,都离不开资本市场,它是深化国有企业改革的重要条件。取得这些辉煌成就的一个重要原因就是制度创新的后发优势,西方国家上百年的研究成果和实践经验为我们提供了借鉴的工具。资本市场不仅在新兴经济国家得到迅速发展,在发达国家也是得到前所未有的发展,尤其以美国的股票市场为代表。在全球资本市场大发展的今天,我们不得不去思考一个问题,资本市场对经济增长重要吗?

人类一切制度的创新,最终体现在服务于社会的经济增长上,对资本市场与经济增长的研究,将会有利于我们正确认识资本市场的功能、作用,使它更好地服务人类社会经济的发展。然而,利用这些成果更需要结合中国国情并加以创新,从目前来看,我们对资本市场尤其是把资本市场与经济增长结合起来进行研究的文献并不丰富,理论发展落后于市场发展的实践要求。所以无论是经济学理论自身,还是中国社会主义市场经济体制的建立和发展,以及中国资本市场的发育和成长,都迫切地需要和呼唤着中国经济学者对资本市场与经济发展这一课题进行系统地研究。

目前,我国经济面临的最大问题是国有企业经营困难,经济效

益低下,同时,企业资本结构上出现负债率过高的现象,这些都是搞活微观经济的重大障碍。为了实现转换企业经营机制和筹集资金改善企业资本结构的目的,利用资本市场将企业推向市场是唯一之路。而在目前银行资产质量不高和国家财政力量有限这一背景下,原来那种过多地依靠银行或财政来解决企业资金缺口显然是不行的。综合地利用资本市场,一方面可以改善企业的资本结构,另一方面通过资产重组,调整产业资本结构,盘活国有资产存量,从而达到优化资源配置、提高企业经济效益、促进经济增长的目的,同时,通过运用资本市场的监督功能,促进国有企业的现代企业制度建设。因此,对资本市场与经济增长的研究无疑具有重要的现实意义。

## 1.2 研究内容及框架体系

### 1.2.1 资本市场概念界定

资本市场是指一年以上的中长期资金交易关系的总和。它是金融市场的主要组成部分,是提供一种将资金从储蓄者(同时又是金融资产持有者)手中转移到投资者(即企业或政府,它们同时又是金融资产发行者)手中的转移机制。在现代社会中,货币化程度已经很高,储蓄向投资转化主要是以货币资本的形式来进行,实物储蓄(如农业中的自留种子)所占比重较少。因而,资本市场主要研究的,也就是货币资本向投资的转化。在金融市场进行的资金交易,一般都借助于一定形式的金融工具来进行,即需要资金的单位或部门发行金融工具,而提供资金的单位或部门则购买金融工具,这样就达到了交换货币资本的目的。

资本市场的产生,是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。在资本市场进行融资的方式一般是通过信贷市场或发行债券和出售股票。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,或对借款支付利息。

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。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,但这种投资并可不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,很多的非证券金融工具逐渐被证券类金融工具所代替。

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。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。

传统的划分方法将一年以内的短期资金交易关系的总和,称为货币市场。货币市场是短期融资的源泉,它的发展适应了政府、金融机构和企业对短期资金的需要。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债券、商业票据、定期存款、回购协议以及银行汇票等。在传统习惯上,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,有了显著的发展。

资本市场与货币市场之间有很大的区别,其中一个显著区别就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成的各种形式的资产,而政府债券则代表了政府的债务,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重要渠道,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(Jenkins J. 1991)。金融工具的复杂性,决定了资本市场的复杂性。由于资本市场在发展中国家和发达国家中的发展程度是不一样的,所以,各个经济学家在应用这一概念时,赋予其不同的含义。很多专家学者一般将资本市场等同于证券市场,这是因为证券市场是现代市场经济中资本市场的核心部分(The world Bank, 1995);也有一些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)。而另有一些研究发展中国家的一些文献则将银行信贷市场也包括在资本市场之中(罗纳德.I.麦金农,1988;爱德华.肖,1988)。本书将把包括股票市场和债券市场在内的证券市场对经济增长的作用,作为最基本的研究对象;同时,信贷市场在各国长期资金交易和资本资源配置过程中发挥着重要作用,也是资本市场发展的基础,因此,在分析资本市场对经济增长的作用时,也应将银行信贷市场包括内。

### 1.2.2 传统研究对资本市场的分类

对资本市场可以按照多种标志进行分类,按照不同的标志分为不同的类别。这些标志一般包括金融工具的基本特征、市场的范围、交易方式的公开性程度等多种。

根据金融工具的流动性,资本市场可以分为信贷市场和证券市场。如上所述,发达的资本市场仅指证券市场,而不把信贷市场包括在内。但在发展中国家,信贷市场对长期资金的配置起着重要作用,因此,研究发展中国家的资本市场与经济增长,就必须把信贷市场纳入进来一起研究。但最具代表性的资本市场的发展,仍然是证券市场的发展。因此,证券市场的发展,是资本市场发展中最受人关注的对象。

根据证券类金融工具的不同,资本市场可分为债券市场、股票市场和抵押市场。债券分为公共债券和公司债券,发达的债券市场中,公共债券一般包括国债、地方债券和政府机构债券;公司债券一般包括普通债券、可转换公司债券、附有该公司股份优先购买权的公司债券等。抵押证券是一种由不动产——土地和建筑物作为担保的债务工具,因此,在进行一般分析时,常常把抵押市场归入债券市场。抵押证券是一种债务合同,传统抵押一般有固定的利率,即贷款者和借款者同意在合同有效期内保持借贷款项的固定利率。抵押有四种形式,即住宅抵押,多户住宅抵押,商品房屋抵押和农场抵押。在发达的市场经济国家中,股票市场是大公司



进行外部融资的主要领域之一。作为代表企业相应的所有权的股票,由于它的期限可能是无限长且收益有很大的不确定性,故在所有种类和金融工具中风险最大,因此股票的流动性就要求最强。在不同的国家或地区,股票市场与债券市场规模特征是不一致的;有的股票市场并不占主体地位,而是债券市场占主体地位;有的则是股票市场规模超过了债券市场的规模。

### 1.2.3 本书所研究资本市场的分类及界定

传统的分类对于资本市场筹资作用的研究来说无疑是合适的。但是,对于经济增长来说,资本市场的重要作用是由它提供的信息服务、降低信息成本,并在此基础上形成了筹集资金、资源配置、风险定价、公司控制等功能。理论研究应该以实践需要为基础,因此,本书的理论分析是为如何利用资本市场促进我国经济增长这一目标服务,在对理论的应用上,主要体现出结合我国的实际情况,以稳定的经济增长为目标,研究资本市场的发展,并提出一个适合我国国情的资本市场发展框架的政策建议。

事实上,我国资本市场的发展虽然取得了一定的成绩,也存在很多问题,主要表现在:(1)银行贷款形成的不良资产过多,对金融业的发展构成潜在的威胁,导致宏观经济风险增加、经济增长不稳定;(2)在债券发行中,金融机构存在对债券的隐性担保合约安排,使得本应分散金融体系风险的债券市场不能起到应有的作用,将风险滞留在金融体系之内,形成银行贷款和债券在分担风险上具有同质性;(3)由于产权制度的不合理,导致股票市场运作的不规范,对经济增长的作用主要体现在筹资上,并没有充分发挥我国股票市场应有的功能。而导致这些问题的主要原因是资本结构的不合理和企业行为的不规范,二者相互作用,形成恶性循环,使得企业经营业绩不佳,经济增长质量不高,增长潜力不能发挥。因此,本书的理论研究就是从解决上述问题的角度出发,将资本市场划分为债务类资本市场和权益类资本市场,以改善宏观经济环境和