

发展文库

◆ 马洪 主编

2001年版

“九五”期间国家重点图书

资本市场的 协调发展

余运久 著

库

发展文

文

库发

展

文库发

发

展文库

中国发展出版社

发展文库

2001年版

◆ 马洪 主编

资本市场的 协调发展

余运久 著

中国发展出版社

图书在版编目(CIP)数据

资本市场的协调发展/余运久著. —北京:中国发展出版社, 2001. 3

(发展文库/马洪主编)

ISBN 7-80087-454-0

I. 资… II. 余… III. 资本市场-经济发展-研究
IV. F830.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2001)第 06147 号

中国发展出版社出版发行

(北京市西城区赵登禹路金果胡同 8 号)

邮政编码:100035 电话:66180781

• 北京地质印刷厂印刷 各地新华书店经销

2001 年 3 月第 1 版 2001 年 3 月第 1 次印刷

开本:1/32 850 × 1168mm 印张:7.125

字数:160 千字 印数:1—6000 册

定价:13.90 元

本社图书如有印装差错,可向发行部调换

《发展文库》编委会

主 编 马 洪

副 主 编 朱 兵

编 委 会 (以姓氏笔画为序)

丁宁宁	马 洪	马建堂	王 元	王家福
王慧炯	邓寿鹏	卢 迈	冯 飞	巩 琳
吕 薇	朱 兵	乔仁毅	任兴洲	刘世锦
米建国	李克穆	李京文	李泊溪	李桐连
李培育	李善同	吴敬琏	余 斌	张小济
张云凤	张云方	张军扩	张卓元	张连顺
张富珍	陈小洪	陈吉元	陈锡文	林家彬
林毅夫	岳颂东	周叔莲	周国印	赵晋平
郭兴旺	郭励弘	高冠江	徐小青	章含之
程秀生	谢 扬	谢 悦	谢伏瞻	魏加宁

5/14/60

目录

导言	1
1. 问题的提出	1
2. 基本概念的界定	10
3. 研究方法、重点和难点	20
4. 结构安排与主要观点	20
1章 信息、契约与资本市场	25
1.1 契约、信息与企业融资	26
1.2 企业资本结构与资本市场融资的理论考察	39
1.3 资本市场上的信贷配给	59
2章 中国经济转轨中的企业融资制度变迁 与资本市场发展	64
2.1 我国单一银行融资体制下国有企业融资行为 的一个基本描述	66

2 资本市场的协调发展

2.2 国家干预下的企业融资均衡	72
2.3 均衡的变动	76
2.4 企业融资制度变迁的路径分析	82
2.5 公司治理结构改革与资本市场发展	87

3 章 中国上市公司融资效率与治理结构的现实考察 97

3.1 对中国上市公司融资效率的判断	97
3.2 中国上市公司的治理结构分析	102
3.3 中国上市公司融资行为分析	110

4 章 股权市场与债务市场协调发展研究 119

4.1 债务市场和股权市场的协调：理论与现实选择	119
4.2 中国企业债券市场发展：问题与对策	127
4.3 银行风险防范与资本市场发展	131
4.4 银行业和证券业的分业与合业经营研究	138
4.5 构建有效率的股票市场内部结构体系	147

5 章 中国货币市场和资本市场协调发展研究 158

5.1 中国货币市场发展概况	160
5.2 货币市场与资本市场的协调：理论概述	166
5.3 中国货币市场发展程度的判断及对资本市场的影响分析	171
5.4 沟通渠道	175
5.5 利率市场化与货币市场的发展	178
5.6 金融创新：强化货币市场与资本市场协调发展关系的纽带	182

6章 经济全球化下的中国资本市场协调 发展与风险控制	184
6.1 经济全球化下的资本市场发展趋势	184
6.2 资本市场的虚拟性及其风险	190
6.3 经济全球化下的资本市场虚拟性对我国的影响	198
6.4 风险控制：建立实体市场和虚拟市场的沟通 机制	201
附 表	207
参考文献	214

导言

1. 问题的提出

资本市场，是中国经济转轨过程中发展最迅速、最激动人心的事件之一。从 20 世纪 80 年代中期算起，中国资本市场经过短短 10 多年的发展，已经由一个摸索尝试性的市场转变为中国市场经济体系中的一个重要组成部分，在动员经济中的储蓄向投资的转化、优化资源配置方面发挥着越来越重要的作用。但不可否认的是，中国资本市场的发展是建立在计划体制向市场体制转轨的基础之上的，因而也是一项前所未有的实践。发达国家的经验虽然可以为中国的发展所借鉴，却并不能提供所有的答案。因此，探索经济转轨过程中资本市场发展的理论就具有特殊的意义。本书的观点正是基于这一背景而提出的。

(1) 国外关于资本市场发展的理论概述。国外经济学家关于资本市场的理论研究大体分为宏观和微观两个层次。宏观上的分

2 资本市场的协调发展

析着重于资本市场对经济发展作用及其机理的讨论，而微观上的分析则着眼于金融工程和资本证券定价的技术性研究上。从资本市场发展的角度看，西方资本市场理论中的宏观分析是本文的理论渊源。

在西方经济学说的发展历史上，对资本的重视是源远流长的。开创西方经济学说第一次革命的古典经济学家亚当·斯密在其《国富论》一书中指出，国民财富的增加需要加大投资、扩大生产，而这需要资本的积累。它将个人的节俭而导致资本积累增加看做是经济发展的两个巨大推动力之一^①。此后的西方经济学家大多数都把资本积累和资本形成看做是经济增长的重要前提之一，并对资本形成的来源作了大量的研究。总体上，西方经济学家对资本形成来源的划分可以归纳为两大类：一是以凯恩斯、弗里得曼和莫迪利亚尼等为代表的消费—储蓄假说，研究居民的消费剩余转化为资本积累的问题。另一类是以刘易斯为代表的资本形成来自于利润的观点^②。在西方经济增长理论中，几个影响较大的模型中都把资本的作用提到了相当的高度^③。马克思主义经济学也十分强调资本的作用。在《资本论》中，马克思论证了资本来源于剩余价值的观点，并认为扩大再生产必须以资本积累为

① 亚当·斯密著：《国民财富的性质和原因的研究》下卷第5篇第1章，商务印书馆1974年版。

② 扬思群著：《资本积累与资本形成》，社会科学文献出版社1998年版，第7~8页。

③ 哈罗德—多马增长模型、剑桥增长模型都认为资本是推动经济增长的主要的直接决定因素。在新古典增长模型和20世纪80年代以来出现的内生增长模型中，虽然没有直接提到资本对经济增长的作用，而强调技术进步在经济增长中的贡献，但技术进步同样依赖于资本的投入，因而这些模型也暗含地表明了资本的重要性。尤其在内生增长模型中，强调了内生因素所具有的资本动员作用，认为经济增长是内生因素作用的结果。

基础^①。可见，马克思不仅看重资本的来源，也涉及到了资本对社会再生产的作用问题。但无论是早期的西方经济学，还是在马克思的论著中，虽然对资本的重要性都有较为一致的认识，对资本市场在经济中的作用却都很少涉及。

20世纪初，美国著名经济学家欧文·费雪（Iyving Fisher）第一次从理论上详尽地阐述了资本市场中的储蓄和投资行为。他提出了“不耐—机会”理论，认为人们的投资行为受到“人性不耐”和“投资机会”两大因素的影响，人们在权衡“不耐”与“机会”的条件下所进行的投资活动促进了资本的自由转移。1958年，杰克·海希雷夫（Jack Hirshleifer）用几何方法对费雪的“不耐—机会”结合的理论进行了深入论述，建立了著名的“费—海”模型，得出的结论是：资本市场的运行能够提高经济的运转效率，整个社会的生产、消费和投资都能通过市场机制的作用，在收益极大的前提下进行有序的组合^②。“费—海”模型是建立在一系列假设之上的，如资本市场的完全性和确定性等，这使其理论存在一定的局限性。托宾（James Tobin, 1969）提出的“q理论”则认为股票市场上股票价格的上涨能促进企业投资的增加，进而促进经济的增长。这个过程是，当股票价格高时，q值就高，企业通过股票市场筹集资金进行投资更合算，因而企业更愿意增加投资，反之，企业就会缩减投资^③。

20世纪60年代末，以E·法马（Eugene Fama）为代表的一些西方经济学者提出了有效资本市场假说（Efficient Market

① 马克思：《资本论》第1卷，人民出版社1975年版，第637～640页。

② 贝多广主编：《证券经济理论》，上海人民出版社1995年版。该书《资本市场效率理论及其发展》的一文中，用较浅显的数理和几何分析方法分七个步骤对“费—海”模型进行了推论。

③ $q = \text{公司市场价值} / \text{资本的重置成本}$ 。

Hypothesis), 成为目前西方较为流行的资本市场理论。该理论按照可获得信息的灵敏程度及对证券价格的影响程度将资本市场细分为三种类型: 弱型有效 (Weak-form Efficiency)、半强型有效 (Semistrong-form Efficiency) 和强型有效 (Strong-form Efficiency) 等三种市场类型。在弱型有效市场假说下, 证券的市场价格所反映的是有关过去价格和收益的一切信息。因为价格的时间走势表现为一种随机游走 (Random Walk) 的过程, 所以, 在某一时刻, 价格便被认为是整个价格运动轨迹上的一个点。又由于所有投资者都根据历史价格数据推断当前证券价格, 所以, 当前价格所反映的是过去价格和收益的一切信息; 半强型有效市场假说认为, 现行的证券价格不仅反映过去价格和过去收益的一切信息, 而且还是当前一切可以公开得到的信息的反映。因此, 在半强型有效市场中, 利用公开信息投资的投资者无法获得超额利润, 但如果知道了公司有关未公开的信息, 则投资者有可能获取暴利; 强型有效市场假说中, 证券价格反映了所有对证券价格能产生影响的公开和未公开的信息, 任何投资者都无法凭借其地位和某种信息渠道获取超额利润。和西方传统的资本市场理论相比, 资本市场有效性假说实质上较以前的完全资本市场假定前进了一大步, 使理论研究相对现实的资本市场更切合实际。有效资本市场假说对经济发展的意义体现在: 因为资本市场上各种证券的价格能充分反映所有可能获得的市场信息, 而价格信号又是资本市场中资本有效配置的内在机制, 所以, 一个有效率的资本市场会迅速准确地把资本导向收益最高的企业。

以上资本市场理论是以发达的市场经济为背景的。在西方发展经济学文献中, 有关于金融发展对经济的贡献的大量论述, 其中也包含了与资本市场有关的内容。格利 (Gurley) 和肖 (Shaw) 在 20 世纪 50 年代提出了将整个经济划分为盈余单位、平衡单位

和赤字单位的思想，在经济的储蓄和投资过程中，盈余单位是储蓄者、赤字单位是投资者，金融的作用在于将储蓄转化为投资，提高全社会的生产性投资的水平^①。这一思想已表达出现代资本市场主要功能的雏形。耶鲁大学经济学家帕特里克（Patrick，1966）认为金融发展在资本配置中的重要性体现为：一是提高了既定数量的资本配置效率，因为金融中介促使其所有权和构成发生变化。二是提高了新资本的配置效率，因为金融中介使新资本从生产性较低的用途转移到较高的用途上。三是加快了资本的积累速度，因为金融中介促使人们更多地储蓄、投资和工作^②。希克斯（Hicks，1969）基于对经济史的研究得出新技术的应用需要资本市场提供流动性的支持的结论^③。戈德史密斯（Goldsmith，1969）通过大量的统计资料阐述了金融结构、金融工具存量和金融交易流量的相互作用对经济发展的影响^④。随后，麦金农和肖（McKinnon and Shaw，1973）从金融抑制和金融深化的角度论述了金融发展对经济发展的作用，主张发展中国家通过金融自由化来促进经济发展^⑤。西方发展经济理论是以发达国家的经验来看待发展中国家的现实并据此提出政策建议，在他们的理论中，并不是专门论及资本市场对经济发展的作用，对转轨经济的借鉴意义

① 格利、肖：《金融理论中的货币》，上海三联书店、上海人民出版社 1997 年版。

② Patrick H.T.(1966): "Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries" (不发达国家的金融发展和经济增长), *Economic Development and Cultural Change*, 14, pp. 174-189.

③ 希克斯：《经济史理论》（中译本），商务印书馆 1987 年版。

④ 戈德史密斯：《金融结构和金融发展》（中译本），上海三联书店 1988 年版。

⑤ 麦金农：《经济发展中的货币和资本》（中译本），上海三联书店、上海人民出版社 1997 年版；肖（1973）："Financial Deepening in Economic Development"（经济发展中的金融深化），New York, Oxford University Press.

也是有局限的。

现代资本市场发展理论以资本市场上的信息不对称性为基础,逐步放宽传统理论中关于完全竞争市场的各种假定,强调资本市场上的各类经济行为主体交互作用所导致的均衡的重要性。由于信息不对称的存在,市场主体行为中可能产生“逆向选择”(Adverse Selection)和“道德风险”(Moral Hazard)问题,资本市场的发展对促进信息公开、减低信息不对称的不利影响、健全企业治理机制具有重要的意义。以信息不对称性为基础的现代资本市场理论的发展,为理解资本市场对经济发展的作用机理及贡献开辟了一条全新的路径^①。

(2) 国内关于资本市场发展的理论概述。由于中国资本市场的发展仅有短短 10 多年的历史,因此,国内关于资本市场发展的理论是以借鉴国外理论为主发展起来的。对资本市场在经济发展中的作用,比较一致的看法是认为资本市场具有筹集资金、转换机制、优化资源配置和分散风险的功能^②。对于资本市场效率的论述,王广谦(1997)在讨论金融市场效率时认为,对金融市场的效率研究可以从金融市场自身的运作能力和金融市场运作对经济发展的作用能力两个角度去分析。具体到金融市场运作的效率又可以从金融商品价格对各类信息的反映灵敏度、金融商品价格是否具有稳定均衡的内在机制、金融商品数量的多少及创新能力、金融市场剔除风险的能力和交易成本的高低等几个方面来综合衡量。金融市场对经济的作用效率则从市场对融资需求的满足程度、融资的方便程度这两个方面来加以判断^③。王晓芳

① 本书在以后的章节中对此有更充分的论述。

② 周正庆主编:《证券知识读本》、《证券市场导论》,中国金融出版社 1998 年版。

③ 王广谦:《经济发展中金融的贡献与效率》,中国人民大学出版社 1997 年版。

(1997)认为,价格对信息的反映是有效市场的最综合标志。而一个市场是否是有效的市场,还必须具备一系列的数量标志与质量标志。具体包括市场规模、证券种类、交易制度、分配效率、运行效率、创新效率和监管效率等七项^①。可见,国内学者对资本市场效率的研究更多的体现在试图将效率从具体的项目上加以把握,更注重对市场效率的直观性描述。

李扬、王国刚、何德旭等(1997, 1998, 1999)对中国转轨经济中资本市场发展的各个阶段所遇到的现实问题进行了深入分析,这对全面认识中国资本市场在经济发展中的作用具有重要的意义^②。更多的经济学者则是借鉴国外的信息经济学、企业理论和金融契约理论的分析框架,将企业改革与资本市场的发展联系起来加以研究。吴敬琏、钱颖一(1994)认为,公司化与股票市场是有联系的,但股票市场不能仅作为一种筹资渠道,其对公司经营的评价作用更为重要^③。周小川、吴晓灵和谢平等则从中国经济转轨中所遇到的突出问题——银行的高不良债权与国有企业的过度负债的角度,论述了在银行处理不良资产和企业债务重组过程中资本市场发展的配合问题。当然,周小川、吴晓灵和谢平对这一问题的处理思路是不同的^④。钱颖一(1995)还就银行和股票市场在企业治理结构中的不同作用及在中国的治理模式进

① 王晓芳:《证券投资的理论分析与发展研究》,中国经济出版社1997年版。

② 李扬、王国刚著:《中国资本市场的培育与发展》,经济管理出版社1999年版;李扬、何德旭著:《经济转型中的中国金融市场》,经济科学出版社1999年版。

③ 吴敬琏、钱颖一:《公司治理结构、债务重组和破产程序:重温1994年京伦会议》中的《关于公司化》一文对此有详细论述,中央编译出版社1999年版。

④ 周小川:《企业和银行关系的重建》,《改革》,1994年第6期;吴晓灵、谢平:《中国国有企业——银行债务重组的设想》,《财贸经济》,1994年第12期。

行过分析^①。张春霖(1997)在研究了国有企业改革与国家融资的内在关系的基础上提出要把培育市场尤其是资本市场作为推进改革的基本途径^②。张维迎(1998)用企业理论和博弈论的方法论证了企业改革与资本市场发展之间的关系和资本市场规范发展的问题^③。在1998~1999年间,国内关于资本市场与企业改革的文献不断出现,这证明对资本市场在经济发展中作用的认识已经从重视资本市场的筹资功能转移到了既重视筹资功能、也重视资本市场的其他功能,特别是促进企业转换机制功能的时代。

(3) 研究目的。以国外成熟市场为背景的资本市场理论对于中国转轨经济的现实来说并不完全适用。不顾国内基础条件的资本市场与国际接轨以及快速地自由化,已经在亚洲金融危机之中充分地暴露了其弊端。国内对企业改革与资本市场发展的关系的研究在最近几年来已经显示了理论发展的方向,其中最重要的共识是如何使资本市场的发展适应中国经济转轨的要求。如果说国外理论指明了资本市场对经济发展的重要性是什么,那么,中国面临的问题就是如何发展资本市场以促进转轨过程中的经济发展问题。

本书的研究将沿着国内学者所开辟的思路进行下去。中国资本市场是一个尚未成熟的市场,其不成熟性不仅表现在和发达的市场经济国家相比,中国的资本市场在法规体系、市场结构、市场规模、主体行为与交易效率等方面存在着差距;也表现在中国资本市场的发展与经济转轨的要求不相适应上。中国资本市场只

① 钱颖一:《中国的公司治理改革和融资改革》,《经济研究》,1995年第1期。

② 张春霖:《国有企业改革与国家融资》,《经济研究》,1997年第4期。

③ 张维迎:《从非对称信息看公司融资与资本市场》,《企业理论与中国企业改革》,北京大学出版社1999年版。

是为国有企业解困服务的市场或者只是企业的筹资场所吗？如果不是，那么应如何促进资本市场的其他功能更好地起作用呢？中国到底需要一个什么样的资本市场，使其既满足企业的资金需求，又能促进经济转轨进程的顺利进行和经济的持续稳健增长呢？以上问题归纳起来就是资本市场的协调发展问题。所谓协调，从字面意义上理解是协作、配合之意。经济学中的协调更是一种机制，体现为一个相互协作、互动以促进发展的机制，它包含有制度的演进和结构变动方面的意义^①。从具体内容上说，它包括整体与部分、部分与部分之间和部分之内的协作配合。按照这一定义，中国资本市场的协调发展表现为内部结构的协调发展和资本市场与外部市场环境的协调发展两个方面。

企业是国民经济的细胞。从储蓄向投资转化的链条中看，企业不仅以自身储蓄支持的投资在全社会投资中占据着显著的份额，而且，企业更是全社会储蓄转化为投资的最终归属。经济转轨中面临的最大问题就是资本的短缺问题。而在动员社会的储蓄资源投入到发展生产、促进经济增长的过程中，资本市场发挥着主要的作用。从企业的角度看，企业将储蓄资源吸引到企业的过程就是企业的融资过程。因此可以说，企业融资是联系宏观与微观、企业与市场上其他经济行为主体的桥梁。而相应地，规制企业融资活动的融资制度在经济体系中就具有了特别重要的作用。在中国经济由计划体制转向市场体制的进程中，企业融资也要由国家供应转为向金融市场筹资。企业向市场筹资和企业从国家得到资金是有根本差异的。市场融资体制下的企业融资要受到资金出让者的限制，要考虑对资金出让者的回报。这样，企业就存在

^① 松山纪：《经济发展：协调问题》，《政府在经济发展中的作用：比较制度分析》，中国经济出版社1998年版。

着融资决策的问题，而企业所融资的市场则要有对融资者实行激励与约束的机制，保证企业不做损害出资人的事情。具体的说，转轨经济中企业融资制度的建立所要解决的问题包括企业如何能方便的融通资金与企业的融资行为如何受到有效约束以保证资金的合理利用问题。资本市场的四大功能中，企业融资是基础，而通过融资促进企业转换机制则是其他两个功能起正面作用的前提条件。只有通过融资，才能在各种经济行为主体之间建立联系，才能有约束与被约束。只有通过融资带来企业机制的转换，资源的优化配置才有可能发生，分散风险的活动才有行动的基准。因此，从企业融资的角度来探讨资本市场的发展就是本书分析中国资本市场发展的基础。

本书以中国经济转轨过程中资本市场如何适应企业融资的要求而协调发展为基础，并以为适应企业融资要求而产生的中国资本市场的协调发展问题作为贯穿全书的研究主线，主要解决两个问题：一是研究资本市场中股权市场和债务市场以及各自的内部协调发展的问题；二是资本市场的外部协调问题。

2. 基本概念的界定

在本书的研究中，有一些概念是进行分析的基础，在此，首先对一些基本的概念加以界定和说明。

(1) 资本市场。在金融理论研究中，资本市场是一个使用很频繁的概念。然而，在不同的场合资本市场的具体内涵并不完全一致。在中国证券市场快速发展的情况下，人们谈到资本市场，一般指的是发行和交易股票和债券的直接融资市场，即认为资本市场就是通常所说的证券市场。还有一种观点是用资本市场来指代整个金融市场，这种观点主要来自于国外经济金融研究的文献