

结构 交易与绩效

王晋斌 著

——中国资本市场理论与实证
Structure, Transaction and Performance

本书主旨在于尝试为中国资本市场改革与发展过程中的制度设计和演变提供理论性的解释，并运用数据去证实这些解释、判断其绩效。



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

本书获中国人民大学“211”项目基金资助

结构、交易与绩效

——中国资本市场理论与实证

王晋斌 著

中国经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

结构、交易与绩效：中国资本市场理论与实证/王晋斌著. —北京：
中国经济出版社，2006. 3

ISBN 7 - 5017 - 7387 - 4

I. 结... II. 王... III. 资本市场—研究—中国 IV. F832. 5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2006) 第 016223 号

出版发行：中国经济出版社 (100037 · 北京市西城区百万庄北街 3 号)

网 址：www. economyph. com

责任编辑：朱祝霞 (Tel: 68319283 Email: julia_bj2003@ yahoo. com. cn)

责任印制：石星岳

封面设计：华子图文设计公司

经 销：各地新华书店

承 印：北京君升印刷有限公司

开 本：A5 1/32 印 张：7.125 字 数：200 千字

版 次：2006 年 3 月第 1 版 印 次：2006 年 3 月第 1 次印刷

书 号：ISBN 7 - 5017 - 7387 - 4/F · 5944 定 价：24.00 元

版权所有 盗版必究 举报电话：68359418 68319282

服务热线：68344225 68369586 68346406 68309176

序 言

本书主旨在于尝试为中国资本市场改革与发展过程中的制度设计和演变提供理论性的解释，并运用数据去证实这些解释、判断其绩效。中国资本市场改革和发展已经走过 20 多年，在整个国家金融系统市场化的进程中，金融系统的制度，包括银行业制度、证券市场制度和上市公司制度等已经发生了很大的变化。许多学术研究和业内人士在关注金融改革成就的同时，也一直在为解决中国资本市场改革中所出现的问题贡献自己的智慧。从中国经济与金融改革的过程来看，中国资本市场的改革与发展路径一直包含了政府管理部门的才智。政府管理部门或其委托人一直持有全社会资产组合中的一个相当大的部分，要管理好这部分国有资产，在很大程度上需要通过资本市场这个平台来实现。因此，政府管理部门或其委托人作为一个重要的参与者一直影响着金融系统的设计和演变。同时，我们也看到，居民财富的增长所带来的全社会资产组合的变化赋予了居民参与金融系统活动的基本权利，并且要求越来越多的金融产品和机构来满足其管理风险和不确定性的需要。作为中国金融系统中的最重要的组成部分的国有银行业如何管理好这些储蓄资产，并配合政府管理部门的经济改革需要成为国有银行业在很长一段时间内所面临的重要权衡。另一方面，股票市场的发展赋予居民直接参与证券市场活动的机会，也要求居民部分承担国有企业（其他性质的企业）上市公司在经营过程中所带来的经营风险和财务风险。因此，政府、企业和居民参与金融系统变化的初始权利在很大程度上决定了资本市场的结构，决定了交易过程和绩效。

除了尝试解释中国资本市场改革与发展过程中的制度设计和演变外，本书选择了中国证券市场改革与发展中的一些问题进行研究，这些研究都是放在特定的市场结构中展开的，包括一级市场的

新股发行、二级市场中投资者选择权约束与风险问题、投资风格与收益问题；上市公司的内部职工持股制度设计问题。

本书中的论题和研究体现了作者这些年来的努力，这些努力一直伴随着他人的关心。我在此特别感谢中国社会科学院经济研究所的唐寿宁研究员，多年来一直受益于他的指导和帮助。但鉴于稟赋有限，书中错误和不足完全属于我个人，并真诚希望得到关心者的批评指正。

王晋斌

2006年2月26日

Email: wjinbin@ruc.edu.cn 或

wangjinbin@aordo.org

目 录

上 篇 金融改革路径与经济绩效

第一章 中国金融改革理论——金融控制与风险化解动态组合

第一节 引 言	3
第二节 资本市场的改革与发展问题上传统理论解释的局限性	4
第三节 金融控制与风险化解组合理论的提出	9
第四节 中国经济的改革、发展与风险化解	11
第五节 本理论框架的进一步说明及上述模型可能的意义	16
参考文献	18

第二章 中国资本市场的金融控制政策的政治经济学分析

第一节 引 言	21
第二节 若干支持金融控制的制度安排	22
第三节 金融控制可能产生的风险形态	25
第四节 当前的风险防范、化解手段和中国资本市场未来改革的挑战	30
参考文献	34

第三章 金融控制政策下经济绩效：金融发展与经济增长

第一节 引 言	36
第二节 分析框架的讨论与样本说明	38
第三节 变量讨论、模型设计和金融控制强弱区域的检测结果	40
第四节 简要结论	50
参考文献	51

· 第四章 金融控制政策与中国金融系统的演变：全球视角

第一节 引 言	57
第二节 当前的解释金融系统演进的理论存在那些冲突	58
第三节 投资者选择：机构与市场	62
第四节 金融系统演进摩擦成本：政治与法律因素	70
第五节 风格投资：特定投资者群体投资选择偏好的证据	73
第六节 金融控制、投资者选择权与中国未来金融系统的演进	74
参考文献	77

下 篇 股市制度设计与绩效

第五章 投资选择权约束、意见分歧与中国股市风险

第一节 引 言	85
第二节 投资者意见与资产价格的形成与波动：一个模型及其说明	86
第三节 投资者投资选择权与投资者意见	89
第四节 金融控制、投资选择权约束与中国股市价格的波动	91
第五节 影响投资者投资选择权的一些相关研究证据	94
第六节 缩小中国股市投资者意见分歧的若干思考	96
参考文献	98

第六章 投资风格：一个技术性的说明及其对市场参与者的含义

第一节 引 言	100
第二节 投资风格：定义与测度技术	101
第三节 投资风格的差异和识别	104
第四节 市场参与者的反应	107
第五节 简要结论	111
参考文献	112

第七章 中国股票市场的投资风格与超额利润

第一节 引 言	115
第二节 深、沪两市 A 股 HB/M 组合和 G 组合账面投资收益率和样本处理说明	116

第三节 深、沪两市不同组合的投资收益特征、模型的拟合及分析	120
第四节 财务指标选择与价值型投资组合构建的有效性	128
第五节 实证结论及有关讨论	132
参考文献	133

第八章 中国企业内部职工持股计划制度设计的绩效与理论解释

第一节 引 言	136
第二节 我国企业内部职工持股的历史考察与绩效	137
第三节 解析中国企业 ESOPs 的模型构造	147
第四节 财富转移与利益协调：对 ESOPs 制度设计的解析	149
第五节 若干值得思考的结论	158
附 录 美国的内部职工持股计划制度的解析	160
参考文献	172

第九章 中国上市公司内部职工持股计划失败原因的解析

第一节 引 言	174
第二节 中国上市公司 ESOPs 分析框架设计的再讨论	176
第三节 中国上市公司 ESOPs 的财富转移和利益协调	178
第四节 对员工公司治理参与权的讨论	188
第五节 简要结论	192
参考文献	194

第十章 证券市场制度设计与新股申购超额报酬率

第一节 新股申购超额报酬率的国际证据与解释	196
第二节 中国股票市场新股发行制度的演变	199
第三节 中国行政审批固定发行价格下的新股申购超额报酬率及其解释	203
第四节 近期的相关研究成果和对本章研究结果的进一步说明	212
参考文献	214

上 篇

金融改革路径与经济绩效

第一章 中国金融改革理论——金融控制与风险化解动态组合

第一节 引言

回顾 1990 以来的中国经济与金融改革，下述三个方面是值得关注的：一是在 1990 ~ 1991 年建立了组织化的、全国性的资本交易市场——上海股票交易所和深圳股票交易所。随着改革的推进，股权市场在经济与金融改革中的作用凸现；二是强调体制内部风险的化解。在如何妥当处理国有银行与国有企业资金供求关系的同时，国有金融机构金融风险的化解和防范成为经济与金融改革的一项重要内容；三是国有企业改革目标和政府比较刚性的预期经济增长目标。这三个方面是改革、发展与稳定关系在经济与金融领域的具体表现。改革与发展是需要资源的，转轨时期的政府手中必须有足够的资源来调节利益矛盾，保证各项改革措施的顺利实施，而依靠原有投融资体制来配置资源，要受到效率不高所导致的风险水平的限制。因此，如何取得改革与发展所需要的资源，并使风险可控或控制在可以忍受的水平下，成为这一时期政府或管理部门需要解决的两个主要问题。对上述问题，本章试图从资本市场（特别是股权市场）角度提出一种理论假说来解释这一时期的经济、金融改革与发展的路径。本章认为金融控制和风险化解的动态组合理论是中国自 20 世纪 90 年代，特别是 90 年代中期以来的金融与经济发

展理论。股权市场充当了政府取得改革与发展所需资源，并化解体制内风险的重要角色。政府或管理部门对资本市场，特别是股权市场的控制则是保证其与改革、发展目标函数相一致的逻辑选择。对资本市场实行金融控制的程度要依据改革与经济增长预期目标的实现、体制内部风险化解的程度以及由此控制政策带来的风险而定。金融控制与风险化解的动态组合也许可以作为是对中国金融改革、风险化解与经济增长关系的抽象。这一组合决定了中国资本市场特定的结构、交易与绩效。本章从中国资本市场（股权市场）的角度，分五个部分论证这一尝试性解释 1990 年以来中国金融改革、风险化解与经济增长的理论框架。前三个部分说明本章提出的金融控制与风险化解的动态组合理论为什么与传统的金融与经济发展理论有所不同；第四部分分析选择这种发展政策的条件；最后简要说明该解释框架的作用及有待进一步研究之处。

第二节 资本市场的改革与发展问题上 传统理论解释的局限性

一、金融抑制（自由化）理论下的资本市场：转轨时期股权市场的作用被忽视了

Mckinnon - Show (1973) 金融抑制或金融深化理论被 Fry (1995) 称为第一代金融发展理论。Mckinnon - Show 认为政府通过银行管制利率限制了金融部门发展，阻碍了经济增长。要实现经济

增长,只有实行全面的金融自由化^①。麦氏(1993)在《经济市场化的秩序——向市场经济过渡时期的金融控制》中还对这一问题作了动态化研究,提出了财政控制(平衡中央财政)应优先于金融自由化的著名论断。麦氏的金融控制理论是一种财政和货币控制理论,该理论指出了转轨时期的政府靠发行货币来取得资源将导致通货膨胀,进而不会导致实际的金融与经济增长。要避免通货膨胀风险必须实行财政控制,广泛的税收基础是避免通货膨胀风险的必要条件,国内资本市场(主要指银行信贷市场)的开放是为了存款人、借款人能够支付实实在在的实际(对通货膨胀作了调整)利率(P8)。该理论在说明转轨时期的金融制度安排时没有研究股权市场在资源获得(P213, 288)和风险化解中的作用。因而他认为中国在财政方面是一个重要的,然而又是暂时的例外,即中国在财政收入下降的同时,却保持了实际金融增长与宏观经济稳定。

Fry 还把 20 世纪 80 年代以来新制度经济学、信息经济学以及博弈论的研究成果和分析工具运用于金融领域产生的大量的研究成

① 后来存在不少的对这一分析框架的批评与质疑。如 Taylor (1983), Buﬃe (1984) 的研究认为发展中国家由于缺乏有效的制度安排,因此,政府对金融部门仍有必要保持一定的控制;Wade (1990), WB (1993) 认为东亚政府对金融市场的干预提高了社会福利;Edwards (1984), Hastings (1993) 对拉丁美洲国家金融自由化研究的结果表明了,在缺乏适当管制的条件下,自由化会导致经济系统的脆弱性;Cho and Khathate (1989) 对亚洲五个国家的研究表明金融自由化并没有导致储蓄与投资的系统增长;Akylüz (1991) 对土耳其的自由化研究也得出了类似的结论。与本章分析相关的、最值得注意的是 C. Denizler, R. M. Desai and N. Gueorguiev (1998) 的研究,他们认为用抑制性的金融控制来为赤字融资可能会比用自由化来弥补赤字的成本要高,但采取这样的政策能够维持权威和确保权力的生存及延续。应该说这一判断与本章的分析相关。但他们首先没有强调风险问题。其次,中国的金融控制不能仅仅理解为弥补赤字,即不能仅理解为所谓的金融剩余。金融控制也是政府重要的投资手段。最后,本章所要强调的是金融控制与风险化解之间组合的动态性,金融控制与风险化解两者都是重要的。因此,从这一角度可以把政府的预期效用方程就可以简洁地归纳为是这两个变量(详细的讨论见本章的第 4 部分)的函数。由于这一分析的出发点不同,本章的分析框架可能会更适合于中国改革进程的实际,今后按照本章框架发展的初步验证模型与上述的研究也存在差异。

果通称为第二代金融发展理论^①。与本章研究内容密切相关的金融抑制或金融自由化理论，仍然沿用了 McKinnon - Show 分析传统，只是分析工具有所改变，基本观点几乎一致。第二代金融发展理论基本上是针对某一特定的金融中介或金融市场来构造模型的，同时，第二代金融发展理论只是比较静态分析，并没有触及动态演变过程（周业安，1999）。因此，在金融抑制（或深化）理论中，即使涉及到了风险问题也是针对某一金融中介或金融市场的风险，对全社会风险问题并未触及，股权市场在化解原有体制风险中的作用被忽视了。并且，如果进一步引申说，这些理论涉及了风险化解（更准确地说应该是风险管理），那么，它采取的风险管理行为与一个机构、企业、产品的风险管理是同样的^②。

二、金融约束理论下的资本市场：证券市场的抑制与租金获得是密切相关的

金融约束是赫尔曼等人（1996）提出的一个新的分析政府在金融发展中作用的框架。McKinnon - Show（1973）和赫尔曼等（1996）都强调了通过利率管制或信贷配给产生租金，只不过前者是政府从民间攫取租金，后者政府没有得到任何租金，存款利率控制创造的租金由金融中介和企业获得（如果同时对贷款利率加以控制的话）。因此，金融约束的政策含义与金融抑制不同，金融约束

① 这些研究成果大体可归结为7个方面，理论综述可以参见 Gerder（1998），Harris and Ravine（1992），Thakor（1996），Leavine（1997）等。周业安（1999a），对上述研究成果作了说明，P21。

② 有关这方面的一个综述，可以参见 M. Santomero（1995）。

有助于而不是阻碍了金融深化^①。金融约束理论下的资本市场（主要是证券市场）发展是受到抑制的。因为证券市场会与银行部门争夺居民的资金，使垄断的银行业失去部分收益最高的业务，导致特许权价值（Franchise Value）损失，减少了银行业租金，威胁金融体系的稳定。金融约束强调了在其政策发挥作用条件下的租金总量问题，同时，也没有对股权市场作研究，其资本市场的发展顺序（P229～P230）与中国的实际也不相符。该理论也没有涉及社会风险的化解问题，交易的风险形态并未被清楚地阐述。如果进一步从风险角度对该理论作理解的话，这里的风险化解只能理解为金融中介、生产企业自己的风险管理，家庭被动的参与金融交易（储蓄）。因此，该理论并没有提供一个金融约束条件下，全社会风险化解的动态机制。

三、金融管制理论下的资本市场：机构运作规则的设定与监管

从发达和地区的金融管制历史来看，金融管制实际上包括两个部分：管理部门对机构运作空间的限制和对金融机构的监管^②。是一种市场经济条件下管理者对机构的约束和监管，是管理者为防止金融机构运作风险对经济发展造成破坏所采取的一系列措施，包括对金融机构业务的限制、资本金比例要求，信息发布的规则，

^① 金融约束也强调了动态性，“金融约束不是静态的政策工具，这一点很重要。相反，它是随着经济不断成熟而进行调整的一系列政策”。但它仍然强调了存款利率低于竞争性利率所产生的租金。这与本章下面所强调的金融控制所产生的结果存在不同。本章下面所描述的中国的金融控制能否产生租金，仍是一个有待进一步研究的问题。如，让居民参与政府主导下发展的股票市场所付出的成本是否比让银行提供资金的成本要低呢？对企业而言，这种金融控制下的股票市场的成本是否就比自由发展股票市场的成本要高呢？如果在这里姑且不论成本，这种金融控制下的股权市场的确起到了风险社会化的作用。

^② 参见艾伦·加特，《管制、放松与重新管制》，P1-86。米什金，《货币经济学》，P269-299。

等等^①。政府不直接甚至间接参与涉及社会资源分配的交易，并且这种交易形式风险的化解与居民个人几乎没有什么联系，这一点可以在现代金融中介理论中找到相当多的证据^②。

四、传统理论在中国资本市场改革与发展问题上的研究：并没有超出传统理论

这里所说的没有超脱传统理论主要体现在两个方面：一是依据金融自由化或金融约束的基准来研究企业融资制度安排。如王跃生（1999）论述了金融压抑与金融自由化条件下的企业融资制度；周业安（1999b）研究了金融抑制条件下的中国企业融资问题。认为政府对利率的管制、对信贷市场上的价格管制和市场分割与政府限定证券价格对企业融资能力造成了不良影响，并提出加速金融自由化的政策建议；谈儒勇（2000）则认为中国已具备实行金融约束的条件，即利率为正和通货膨胀率较低，并认为目前是实行金融约束的大好时机。这里要说明的是，首先，仅从中国经济一个阶段的特征与金融约束描述的特征相似就得出实行金融约束政策的结论，值得商榷。因为一项重要的金融政策的实施要充分考虑到时间问题，特别是这类金融政策有长期性，这与宏观上的微调政策不同，它关系到一个相当长时期内全社会的资金配置问题，是属于战略性的政策。不能仅依据几年的相似特征就认为应该实行某种政策。假设有几年经济特征发生了变化，是不是终止这种政策呢？其次，金融约束政策不符合中国经济市场化改革的取向，也不符合目前国家风险化解的实际，它只强调了租金总量。再次，该研究没有涉及股权市

① Cottiani and Cavallo（1992）对金融管制、金融约束和金融抑制作了区分。金融管制是指政府为稳定金融市场，设定银行资本充足率标准、贷款规则指导、存款保险等；金融抑制是指政府直接限制银行业的竞争，对利率实行管制（设定利率上下限）等；金融约束是指低通货膨胀时期的金融抑制政策。

② 参见 Robert C. Merton（1993），Franklin Allen，Anthony M. Santomero（1998）。

场,仍然从利率角度来论述资金筹集问题,得出的结论与 Hellmann. et. al (1996) 一致。二是把股权市场在转轨时期的作用仍归属一个金融总量问题。张杰(1997, 1998) 对中国的金融控制作了相当深入的研究,并分析了国家金融控制的成本与收益。应该说与麦氏的金融控制相比,该研究涉及了股权市场的研究,更加贴近中国的实际。但该研究仍然强调了总量,“从某种意义上讲,中国由国家控制金融市场的规模是合理的。因为对国家而言,更为重要的是储蓄动员,而不是调节社会的金融资产结构(P175)”。并认为证券市场(股权市场)与国有银行的信贷分配没有什么不同,“证券市场发展对储蓄的转移本身仍然不属于标准意义上的资产替代(P175)”。实际上,只有全社会金融资产结构的变化,才使得风险多元化有存在的基础。股权市场与银行信贷的最大差别在于风险的承担者发生了变化。尽管政府存在对股权市场的干预,也承担风险,但一个明显的事实是,通过股权市场使风险社会化了。

五、在风险化解问题上,金融(资本市场)控制被忽视了四

对风险化解问题国内也有不少的研究,如楼继伟等(1995),中国人民银行金融研究所(1998a, 1998b)等。他们从企业资产重组、银行风险防范以及通过资本市场来实现国有企业战略该组、重组等方面研究了各自所提出的问题;吴敬链等(1997)说明了我国金融市场形成的两个问题,即金融抑制与经济气泡,认为我国的金融市场在很大程度上处于抑制状态;谢平(1999)研究了防范金融风险的财政措施,等等,但尚缺乏金融控制与风险化解之间动态关系的研究。

第三节 金融控制与风险化解组合理论的提出

看来,有必要对中国金融改革与经济增长过程中如何实现改革