

Finance

金融博士论丛 (第七辑)

中国资本市场 配置效率研究

——一个制度经济学的分析

● ————— 徐 涛◎著

**Study on the Allocation
Efficiency of China's
Capital Market**

——An Institutional Economics Analysis

 中国金融出版社

本项目获山东大学出版基金委员会资助

Finance

金融博士论丛 (第七辑)

中国资本市场 配置效率研究

——一个制度经济学的分析

徐涛◎著

Study on the Allocation
Efficiency of China's
Capital Market

——An Institutional Economics Analysis

RBJJ2/06

 中国金融出版社

责任编辑：张 铁

责任校对：刘 明

责任印制：丁淮宾

图书在版编目 (CIP) 数据

中国资本市场配置效率研究：一个制度经济学的分析/
徐涛著. —北京：中国金融出版社，2004. 11

(金融博士论丛. 第七辑)

ISBN 7 - 5049 - 3510 - 7

I. 中… II. 徐… III. 资本市场—研究—中国
IV. F832. 5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2004) 第 098777 号

出版 中国金融出版社
发行

社址 北京市广安门外小红庙南里 3 号

市场开发部 (010) 63286832 (010) 63287107 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com> (010) 63365686

读者服务部 (010) 66070833 (010) 82672183

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 保利达印务有限公司

尺寸 148 毫米×210 毫米

印张 7.625

字数 184 千

版次 2005 年 1 月第 1 版

印次 2005 年 1 月第 1 次印刷

印数 1—2090

定价 22.00 元

如出现印装错误本社负责调换

作者简介

徐 涛，副教授、经济学博士，山东省乳山市人，1990年山东大学经济系毕业后留校工作，1998年获山东大学经济学硕士学位，2003年获复旦大学博士学位，专业为金融学。现在山东大学经济学院金融系任教。主要讲授《货币银行学》、《国际金融》等课程。近年来在国内专业核心期刊、杂志发表研究论文多篇，主持、参与省级研究课题多项。目前的研究领域主要为国际金融、金融中介和金融市场等。

前 言

一、问题的提出及研究思路

同其他要素市场一样，资本市场也有一个配置效率的问题——金融资源的配置效率。概括来说，资本市场配置效率就是通过完善的市场运作机制将有限的金融资源配置到使用效率最高的地方。引导资本实现有效配置的因素主要也是价格，包括利率水平、各种债务和股权工具的市场价格等。但是，和其他要素市场不同的是，资本市场上金融工具的价格除了有供求关系这一基本的决定因素之外，还有更多的“人为”因素，而“人为”因素在许多情况下对金融工具的价格起着决定性作用，这就使资本市场价格的形成机制更为复杂，价格对金融资源的优化配置作用也具有更大的不确定性。

西方主流学派经济学者对资本市场（主要指证券市场）效率分析的理论工具就是“市场有效性”（the efficient market hypothesis, EMH）理论。该理论探讨的其实就是资本市场的定价机制，它除了将供求因素纳入价格的决定机制之外，还强调了供求因素之外同时对价格也具有重要影响作用的其他微观市场因素，二者合称为“信息”。根据价格对“信息”的反应程度和结果，又将市场分为三种不同状态：即强式有效市场、

半强式有效市场和弱式有效市场。市场价格只要实现其中某一种状态,就可以称之为有效率的市場,有效率的市場当然也就实现了资源的有效配置。正如法玛(Fama, 1976)所说“一个有效率的资本市场是资本主义的重要组成部分,……如果资本市场能够顺利实现其资源配置功能,证券的价格必须是其价值的最好指示器。”从理论上来说,在完善的市场机制作用下,首先是证券市场价格对相关的信息作出准确、及时的反应,实现所谓的定价效率;在此基础上,通过价格信号的有效传导,实现资本的高效流动,以此发挥资本市场对社会金融资源的动员、引导与合理配置作用。因此,从这样一个角度来说——只要资本市场是有效率的,市场机制的作用能够有效、充分地发挥,通过市场的交易机制和定价机制,可以实现社会资源的有效配置。也就是说,在具备完善的市场制度的前提下,证券市场(主要是股票市场)效率(定价效率)可以用来衡量或者说基本上反映了金融资源的配置效率。

但是,认为只要证券市场的价格实现了某种“有效性”,或者说反映了有关的“信息”,就说明市场的资源配置也一定是有效率的,这种观点显然有悖现实,是值得商榷的。正如美国两位经济学家 James Dow and Gary Gorton (1997) 在一篇文章中分析指出的,和商品、服务市场上的资源配置过程中价格所起的直接的、关键性的作用不同,二级股票市场的价格虽然被认为是资本主义经济中最具有信息效率的价格,但是它在决定资本配置方面并不起直接的作用,因为,实际上并不拥有企业的经理人“掌握着企业投资的决策权”,而经理人控制下的企业的投资决策和企业的股票在二级市场上的价格没有必然的联系。因此,资本市场上证券价格即使通过理论上的检验实现了某种程度的“有效性”,并不能说就是实现了资本市场资源

的有效配置。

由此，我们可以发现 EMH 理论存在的一个重大缺陷。使其不具有一般性的解释意义和实践意义的根源是它假定制度因素不对资本市场价格及配置效率产生影响，或者说它根本就忽视了制度变量在资本市场价格形成过程中的作用。而制度因素对市场价格机制的作用就体现在制度是产生市场“人为”因素的主要原因。

显然，考察中国证券市场（股票市场）的效率问题，西方所谓成熟的“市场有效性”理论是有相当的局限性的。这是由中国资本市场制度自身形成和发展的特定路径和特定阶段所决定的。中国的证券市场（股票市场）建立的初衷是政府为中国经济的快速发展寻求持续的资本供给，解决国有企业的资金不足问题，而主观上缺乏要建立一个真正意义上的证券市场的意识（初衷），这就决定了中国证券市场必然是政府高度控制下的证券市场，政府以此对全社会的金融资源的配置进行强有力的干预，以保证其效用目标的实现。在这种制度安排下，证券市场的运行未能发挥其应有的传导作用，导致了参与主体的市场行为和股票价格的双重扭曲，证券市场运行效率低，难以实现完善的市场机制条件下资源配置的效率要求。

因此，中国证券市场低效率的根源主要不在市场本身，而在于市场赖以运作的制度环境，这也正是本书要分析的重点。笔者认为，在中国资本市场上或者说股票市场上，价格虽然也是一个十分重要的变量，但是，资本市场的资源配置并不由价格惟一决定，甚至在某些情况下，资本市场上的资源配置与价格几乎就没有直接的关系。比如，虽然许多国内学者通过实证检验证明在某些时期，我国的股票市场呈现所谓的某种“有效性”，但相信谁也不能否认，我国股市价格中的非市场力量

或者说“人为”因素对证券的价格一直具有极大的影响力，国有股减持问题对我国股票市场价格的影响就是最好的例证。通过剖析，我们不难发现，制度缺陷其实是中国资本市场资源配置低效率的根源所在。也就是说在中国资本市场的制度演进过程中，不完善、不健全的制度环境在相当程度上扭曲了证券市场的价格形成和运作机制，价格无法（或根本不能）反映相关的信息，从而严重地弱化了资本市场资源配置功能。

二、本书的结构及主要内容

全书共分七章。

第一章导论。对本书涉及的一些主要概念逐一阐释和界定。

第二章从制度演进的角度阐释改革开放以来中国资本市场的演进路径及其效率状态；提出了中国资本市场制度演进的过程主要是政府引导下的主导性变迁，充分肯定了政府行为在中国资本市场形成和发展过程中的重大作用，笔者认为中国资本市场在经济体制改革过程中建立，并迅速扩张，为整个国民经济的持续快速增长发挥了重要作用。同时，笔者也认为政府的过多干预是导致资本市场资源配置低效率的主要原因。

本章首先将中国资本市场演进的路径划分为两个阶段——1989年之前的萌芽阶段和1990年之后的快速发展阶段，分别总结了两个阶段制度演进的特点，并进行了评价。中国资本市场制度演进第一个阶段的主要特点是：（1）政府是资本市场由萌芽到产生的主要推动力量；（2）资本市场发展的宏观结构不平衡，债券市场（主要是政府债券市场）强于中长期信贷市场和股票市场；（3）资本市场的功能单一，政府借助资本市场筹集资金是主要目的；（4）市场秩序混乱，导致频繁

的规模不等的信用危机。第二个阶段的主要特点是：（1）基本上形成了一个比较清晰的资本市场演进路径，即政府行为主导下多方参与主体的重复博弈均衡；（2）资本市场的政府主导特征更为明显，如信贷市场的政策贷款、扶贫贷款，债券市场的政府垄断，股票市场的“政策市”现象、国有股减持等问题；（3）市场发展不平衡加剧，与前一个阶段相比不平衡的状态发生了变化，股票市场在短时间内获得飞速发展，并且明显强于债券和信贷市场。书中重点分析了第二个阶段。本章的后半部分在前面分析的基础上提出了本书所要讨论的核心内容。

这里涉及两个问题。一是指出目前中国资本市场配置低效率的表现：（1）资本市场宏观结构的畸形发展，这本身就是资源配置低效率的重要表现；（2）在股票市场上，由于政府不适当地干预、机构参与主体（包括上市公司、机构投资者等）的非法交易等行为导致价格扭曲，使价格失去了引导资源配置的信号作用；（3）股票市场上市公司结构不能反映国家宏观经济产业结构调整发展的需要，表现在上市公司中工业类比重远远大于其他行业；（4）银行中长期信贷政策和上市公司安排不反映各所有制成分对国民经济发展的贡献度，存在所有制歧视；（5）中长期信贷市场上国有银行的垄断，一方面阻碍了中国整个金融体系的完善与发展（如民间金融的发展问题），另一方面又造成了大量的不良贷款堆积，极大地浪费了原本稀缺的金融资源。二是总结提出导致中国资本市场资源配置效率低下的根本原因在于制度环境的约束，即资本市场演进过程中制度环境的发展不完善、不健全，以及由此引起的资本市场非市场性交易行为对资源配置效率产生了巨大的负面影响。

第三章具体分析产权约束对资本市场资源配置效率的影响。该部分首先用新制度经济学的产权理论从一般意义上阐释了产权对金融体系的决定作用,认为产权是金融体系产生和发展的基础。提出,第一,金融市场(资本市场)交易的金融工具作为一种契约,其产生的首要条件就是形成债权、债务关系的双方都是独立的产权主体;第二,金融工具本身其实就是一种产权凭证,而金融工具的转让、交易行为也必须建立在对各自所拥有产权的认可的基础上;第三,金融市场是金融工具的流通机制,是在各自拥有独立财产权的买者和卖者汇集在一起公开进行交易的基础上形成的,是产权交易的场所;第四,金融中介本身就是一个独立的产权主体,或者是由一群拥有独立的产权主体组成的一个产权集合体。

接着从产权与交易成本以及产权与市场竞争两个方面分析产权对资本市场资源配置效率的影响——一方面,产权不清将导致交易的成本提高影响正常的交易行为,并且产权不清最终有可能导致大量的潜在的交易无法实现,使“潜在的”交易成本变得无穷大(即根本没有交易);另一方面,只有众多的产权主体参与竞争的资本市场才能够更好地实现资源的有效配置。

本章的后一部分重点分析了产权对中国资本市场资源配置效率的影响。从债券市场来看,由于国有产权对债券市场的垄断,使债券市场实际上变成一个有债无市的畸形市场,政府累计发行了大规模的债券,却没有形成完善的二级市场;同时,由于政府对债券市场的垄断,使大量迫切需要资金的企业被排挤出债券市场,导致债券市场的“挤出效应”,导致债券市场低效率的资源配置状态。从中长期信贷市场来看,由于长期以来国有银行对信贷市场的垄断,以及国有银行的产权不清,使

中长期信贷市场资源配置低效率集中表现在两个方面——一是银行业的金融资产高度集中于经营效率低下的国有银行；二是有限的信贷资金的投向又高度集中于缺乏效率的国有企业，结果导致国有银行不良资产的大量堆积。从股票市场来看，占市场总规模三分之二的国有股、法人股的不流通使大量的资产变成没有流动性的“凝固”资产，无法通过竞争性股权流动实现更有效的配置，同时，大量非流通股的存在也使股票市场事实上变成一个简单的筹资市场，竞争机制无法起到优化资源配置的作用；而大量国有上市公司的产权不清导致国有上市企业“内部人控制”，并使许多公司上市后经营效益逐年下滑。

第四章分析信用行为对资本市场资源配置效率的影响。该章主要涉及这样几个问题：一是信用的经济含义。信用就是经济交易过程中的承诺。信用问题是回答在交易秩序确立的过程中交易如何普遍可能、如何持久可能的问题；信用的特性包括有条件性、相互性以及社会性；信用不仅仅是整个社会经济交易的一个基础，而且影响整个社会经济活动的质量和水平；信用也是实现社会资源优化配置的重要保证。二是信用与经济交易过程。从信用与信息不对称、信用与契约以及法律的关系等几个方面分析经济交易过程中信用的作用。指出信用本身就是一种资本，是一笔巨大的无形资产。

信用反映出来的问题看似道德问题，本质上它是体制的问题，就如市场是买卖东西的场所，其实质是一种制度安排。信用机制的建立需要相对稳定的政策环境。政策环境不确定，人们就倾向于追求短期利益。因为第一，不确定性的增加降低了交易者之间重复博弈的可能性，人们便更没有耐心建立信用；第二，不确定性增加了观察欺骗行为的困难，因为违约者更容易把坏的结果归因于不可抗拒的外生因素，而不是自己的故意

所为。第三，信用与资本市场资源配置效率密切相关。资本市场的不信用行为的直接结果就是金融资源的低效率甚至是无效率地配置。当前，中国信贷市场上由于众多企业特别是国有企业的欠债不还、恶意逃债等不信用行为导致国有银行不良资产规模庞大，不堪重负；企业的失信行为也是导致目前我国中小企业融资困境的重要原因；企业之间的不信用行为导致的“三角债”问题有增无减。债券市场上，一些国有企业甚至地方政府发行了债券，到头来却无法向广大的投资者按时还本付息。而股票市场上投资者的“逆向选择”行为，上市公司的“道德风险”严重干扰了资本市场资源配置机制。凡此种种，反映了健康的信用制度对中国资本市场来说是多么重要，对整个中国经济的长远发展是多么重要。

第五章分析了政府干预下的市场寻租行为对资本市场配置效率的影响。该章基本上也分两部分。前半部分是对寻租理论的一般解读，在阐释一些重要的基本概念的基础上着重提出和分析两个问题：一是政府管制是各种寻租行为产生的主要原因，而政府对经济的管制程度又取决于经济制度演进的方式。在市场主导的制度演进方式中，经济制度主要是通过市场机制的自发力量进行变革、调节，市场参与者都是为追求生产性利润而竞争，而政府对经济的干预较少，因而由管制产生租金的机会也就相对较少，寻租行为就少；在以政府行为为主导的制度演进方式中，政府对经济过度管制（管制的手段主要是许可证、配额、特许经营权等）的同时创造了大量的租金，从而诱发了广泛的非生产性的寻租行为。二是寻租行为具有极高的社会成本，各方博弈的结果是负收益，导致大量的资源浪费。一方面寻租行为使已有租金很快消散，社会福利的损失不仅仅是所谓的“哈伯格三角形”，还包括“塔洛克四边形”；

另一方面，针对各种寻租行为而进行的“防租”，也造成了大量资源的浪费。

这一章的后半部分以寻租理论来分析中国资本市场的寻租问题及其对资本市场配置效率的影响。债券市场的寻租问题主要是政府独家垄断下的低成本、大规模的筹资行为，很大一部分资金使用不当，没有很好地发挥效益，以及由此引起的低效率资源配置。中长期信贷市场的寻租行为主要表现在两方面：一是各银行为了更多地吸收存款，扩大资金来源，通过各种手段变相提高利率，招揽储户，展开所谓的“利率战”。寻租的结果是银行付出了极大的成本，减少了存贷利差收益。二是现行银行管理体制下，企业和个人为了获得足够的经营资金，利用各种手段贿赂、讨好手握实权的金融机构或政府官员。股票市场上的寻租行为主要体现在新股发行上市过程中的寻租、券商为争取推荐更多的上市公司而寻租、政府通过行政手段（例如，政策市）为国有企业和上市公司创租、上市公司利用各种非法手段自我创租以及市场投资者特别是所谓“大户”、“庄家”通过操纵股市寻租，这种种行为的结果是严重干扰和影响了股票市场的健康发展，影响了市场优化资源配置作用的发挥。

第六章分析了非正规金融对资本市场配置效率的影响。本章主要分析了这样几个问题：一是对非正规金融的概念进行了解析，指出了非正规金融与“灰色金融”、“黑色金融”本质上的区别。二是从内因和外因两个角度分析了非正规金融的生成逻辑和体制动因，认为在我国，体制上的金融抑制是非正规金融产生和发展更为重要的原因，非正规金融强有力地支持了民营经济的发展，以特有的方式提高了资本市场配置效率。三是从完善的资本市场体系角度分析了非正规金融对资本市场配

置效率的影响，认为非正规金融是资本市场体系的重要组成部分。四是分析了非正规金融对解决我国中小企业融资困境的重要作用。深入剖析了中小企业融资困境产生的原因，认为在现有体制下无法依赖正规金融体制来解决中小企业的融资困境，而非正规金融内生于民营经济的环境之中，其独特的运作机制能够在相当程度上解决中小企业的融资困境。事实证明，民营经济对我国经济的持续、高速增长起着非常重要的作用，已经成为整个国民经济体系结构中一个重要的和不可分割的部分，而非正规金融也是民营经济的重要组成部分。

第七章是在前面几章分析的基础上提出关于提高我国资本市场资源配置效率的政策思考。一是正确认识资本市场的地位和作用。资本市场不仅仅是筹资的场所，更是实现有限的金融资源优化配置的主要途径。二是从完善产权制度入手，从根本上完善资本市场的制度环境。我国资本市场的制度问题说到底是一个产权问题，解决了资本市场各部分的产权问题，也就从根本上解决了资本市场配置低效率的问题。三是尽快形成完善的社会信用体系。信用是整个经济交易的基础，信用制度是法律制度的重要补充，良好的社会信用制度是实现资本市场高效率配置的重要保证。四是强化资本市场的法律约束，规范政府行为。政府不适当的干预行为是资本市场低效率配置的重要原因，要彻底解决这个问题，必须借助于法律，明确界定政府的经济行为，规范政府的经济行为。五是重新认识和定位非正规金融，发挥其对民营经济的支持作用。非正规金融在相当程度上解决了我国民营经济特别是众多中小企业当前面对的融资困境问题，其有效配置资源的功能是不容忽视的。应该从完善金融体系结构的意义出发，给予非正规金融合法的地位和生存空间。当然，对非正规金融也要实施严格的监管，对于那些破坏

金融秩序的所谓“黑色金融”要严厉打击。

三、研究方法

本书的研究方法概括来说就是：历史的方法、逻辑的方法，理论的、实证的方法。所谓历史的、逻辑的方法就是将中国资本市场的目前状况放到资本市场演进的历史过程中去分析，遵循事物演进的规律性和必然性，因为制度的演进都是有继承性的。这样，才能从根本上理解我国资本市场配置效率低下的原因，才能避免分析问题只顾眼前，断章取义。理论的方法，就是既对我国资本市场配置效率问题借助已有的、成熟的理论进行抽象的归纳、总结，也充分利用我国资本市场的现实数据、资料来验证理论的正确性。本书中用新制度经济学的制度变迁理论分析了我国资本市场的演进过程，用产权经济学、信息经济学、契约经济学以及寻租理论具体分析了我国资本市场配置效率问题，同时以大量的数据资料予以验证，使分析更具有说服力。

作者

2004年6月

目 录

第一章 导论	1
一、效率的含义	1
二、资本市场配置效率——文献回顾及评价	9
三、国内学者对资本市场配置效率问题的探讨	15
四、资本市场配置效率——概念的重新界定	19
第二章 中国资本市场制度演进的轨迹及配置效率	28
一、资本市场制度演进的一般理论	28
二、资本市场制度演进的轨迹及评价	36
三、资本市场配置效率的现状	63
四、资本市场配置效率的制约因素	68
第三章 产权约束与资本市场配置效率	71
一、金融体系的产权本质	73
二、产权对资本市场配置效率的影响机制	77
三、国家债券垄断与债券市场配置效率	86
四、国有产权主体虚置、垄断与信贷市场配置效率	90
五、非流通国有股、股权结构与股票市场配置效率	99
第四章 信用行为与资本市场配置效率	106
一、信用、信息与经济交易	107

二、兑付违约与债券市场配置效率	114
三、信贷配给、中小企业融资困境与信贷市场 配置效率	115
四、逆向选择、道德风险与股票市场配置效率	123
第五章 寻租行为与资本市场配置效率	129
一、寻租行为与资源配置效率	129
二、政府自我寻租与债券市场配置效率	145
三、利率限制、信贷约束下的寻租行为与信贷 市场配置效率	148
四、政府过度干预下的股票市场寻租行为与配 置效率	153
第六章 非正规金融与资本市场配置效率	160
一、非正规金融概述	161
二、非正规金融的生成逻辑与体制动因	166
三、非正规金融与资本市场资源配置	175
四、非正规金融与民营经济的发展:中小企业 融资困境	188
第七章 提高中国资本市场配置效率的政策思考	196
一、正确认识资本市场的地位和作用	196
二、从完善资本市场产权制度入手,完善资本 市场的制度环境	198
三、尽快建立完善的社会信用体系	208
四、强化资本市场的法律约束,规范政府行为	210
五、重新认识和定位非正规金融,充分发挥 其对民营经济的支持作用	212
参考文献	215
后记	227