

ZHONG GUO ZI BEN SHI CHANG
ZHI DU FEN XI YU
JI ZHI YAN JIU

中国资本市场制度分析 与机制研究

余
甫
功

著



中国财政经济出版社

*Institutional Analysis and Research on
Mechanism of the Chinese Capital Market*

中国资本市场制度 分析与机制研究

余甫功 著

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

中国资本市场制度分析与机制研究/余甫功著. —北京: 中国财政经济出版社, 2001.11

ISBN 7-5005-5389-7

I. 中… II. 余… III. ①资本市场—经济制度—分析—中国②资本市场—经济机制—研究—中国
IV. F832.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2001) 第 088731 号

中国财政经济出版社出版

URL: <http://www.cfeph.com>

E-mail: cfeph@drc.gov.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100036

发行处电话: 88190406 财经书店电话: 64033436

北京京丰印刷厂印刷 各地新华书店经销

850×1168 毫米 32 开 10.75 印张 246 000 字

2001 年 12 月第 1 版 2001 年 12 月北京第 1 次印刷

印数: 1—1 500 定价: 20.00 元

ISBN 7-5005-5389-7/F·4775

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

序

中国的经济改革是从高度集中的计划经济体制向社会主义市场经济体制转变，建立和完善市场体系是经济改革的首要任务。市场体系从组成上来看，不仅包括消费品、生产资料等商品市场，还包括劳动力、资本等要素市场。在以市场为取向的改革过程中，我国商品市场的培育一直走在前面，要素市场特别是资本市场的发展却是相对滞后的。经过 20 多年的改革，我国商品市场已具备相当的规模，商品价格体制的改革已基本到位，绝大多数商品价格都是由市场来形成，相形之下，中国资本市场的改革与发展却仅处在市场化的初期阶段。虽然从资本市场本身来看，突出表现为不规范性、投机性和波动性，但这种市场机制的不完全性又更多的是源于深层次制度方面的原因。长期以来，我国资本市场发展曾一度定位于为国有企业脱困，这种指导思想使资本市场本来的资源配置机制和制度创新功能被扭曲为“圈钱”的工具，绝大多数上市公司是由国有企业改制而来，况且不论占大头的国有股和国有法人股不上市、不流通，造成市场的分割和市场机制的不完全性，许多已经改制并上市的国有企业本身也是缺乏规范性和透明度，它们仅有现代企业制度的框架或外表，在产权结构和治理机制方面都存在不少问题，更不用说那些包装造假骗取上市者和那些假并购和假重组者。因此，中国资本市场不完全的市场机制有其制度根源。

波兰改革之父布鲁斯在总结改革经验时曾经说过，社会主义

改革的关键在于建立资本市场，这是改革中最困难的部分，是个坎，只有跨过这个坎，改革才会成功。在市场经济中，一切资源的配置都是以资本市场为核心通过资本的配置和运动来引导和实现的。我国要完善社会主义市场经济体制必须要跨过资本市场这个坎。我国资本市场的发展和完善需要理论研究，对中国资本市场的研究不能脱离市场本身的运行，但对于一个新兴资本市场而言，单从市场机制来研究也不足以说明问题。《中国资本市场制度分析与机制研究》一书正是基于这种考虑，对资本市场制度与机制的关系进行了开拓性研究，揭示了转轨经济中，制度创新与完善对资本市场机制形成的决定作用，成为当前资本市场研究中的又一个亮点。

作者余甫功博士，曾是我指导的博士研究生，这本书是在他的博士论文的基础上形成的。本书研究的重点、难点和创新之处包括：第一，对于社会主义资本范畴问题。作者通过对资本范畴的批评性回顾，说明资本作为一个社会历史性范畴，是物质内容与社会形式的统一。资本的本质就是能够增值的价值，任何一定量的价值，无论以什么形式（生产工具、存货、货币等）存在，只要具有作为资本所应有的规定，都属于资本范畴。资本的社会形式或社会性质是由社会生产关系决定的。在资本主义制度下，它体现了资本所有者对劳动者剩余劳动的占有关系。现实社会主义所处的社会历史发展阶段是资本范畴存在的客观基础，但在现实社会主义条件下，以公有制为主体的社会主义生产关系为劳动者成为有产者提供了制度保障，由于在占主体的公有制关系内部资本的所有者与劳动者是统一的，于是，资本对剩余价值的占有从总体上来说就不存在剥削关系。在社会化大生产条件下，资本、劳动产品包括剩余产品都社会化了，劳动者作为资本所有者拥有所在企业或其他企业的股权或债权所取得的收益，都是由自

己的剩余劳动转化而来。不过，既然社会主义存在资本的内在原因是现实社会主义的生产力水平还没有达到劳动者平等占有、直接支配生产资料的程度，那么，还存在雇佣劳动性质的私有经济中，在某种程度上存在资本剥削的现象，也是不容回避的。应采取一定的经济调节手段（通过对资本收益征收累进所得税，征收高额遗产税等）来限制这种资本剥削，从而避免导致两极分化。

第二，关于资本市场制度分析。作者提出资本市场制度内涵是界定资本所有者与使用者之间产权关系的契约。产权明晰、分散和有效保护是资本市场制度前提，储蓄与投资职能分离是资本市场制度基础，节省代理成本、降低交易费用的现代企业制度和金融制度是资本市场的制度核心。中国资本市场国家信用的过度倾斜和传统公有制的直接移植导致了资本市场的制度缺陷和市场分割，一方面虽然体制外产权的明晰和界定形成了不同体制间的金融交易，但公有产权的非交易性和产权主体的单一性，国有企业与国有银行之间存在的“隐含契约”关系，阻碍了信贷市场的形成；另一方面证券市场国有股权的不合理设置，导致了公司治理结构的制度缺陷，使“内部人控制”问题难以得到制约，资本市场机构和工具存在制度风险。由此提出了“不完全资本市场与准市场机制”的理论观点。

第三，对资本市场机制的研究。一就价格机制而言，整个资本市场均衡价格是由收益与风险主导的无套利均衡。我国资本市场资本资源的配置及其价格运动是在政府管制下达到局部均衡。资本市场管制均衡的重要特点是资本市场运行中价格非均衡成为常态，供求管制均衡并没有实现无套利均衡，并且，市场套利的行为无法达到无套利均衡状态，使投机行为主导市场。资本市场管制均衡源于融资制度的非均衡。二就资本市场结构决定机制而言，市场经济中融资结构决定着资本市场上债务资本、权益资本

以及初级证券和次级证券的不同比例,从而企业资本结构的优化促进了融资机制的择优限劣和资本市场的结构均衡。由于中国资本市场的结构不是适应融资结构优化的结果,而是受制于制度安排的作用,结果导致了资本市场发展中结构的非均衡与低度化趋势;并且,反过来资本市场的不平衡发展(直接融资市场滞后和缺陷)导致了国有企业融资结构畸形。三是就资本市场监管机制而言,资本市场监管制度是源于金融机构的内生风险、资本市场交易的不确定性及投资者的有限理性、市场主体套利行为的外在性和信息的不完全及非对称性,导致的资本市场无效率的内生要求,它通过对信息披露的监管以增加信息充分性和对称性,增加市场的完全性,严格限制金融超越承受能力承担风险,保证资本市场的效率和稳定。我国资本市场的效率损失说明其在监管机制上存在制度性功能缺陷。

本书另一特点是在研究方法上,运用马克思主义理论与方法,在理论联系实际的基础上,把规范分析与实证分析结合起来,将资本市场制度分析运用于机制研究之中,合理借鉴西方资本市场研究的理论成果,力求解决中国资本市场发展中存在的问题。

该书在深入的制度分析和系统的机制研究基础上,对中国资本市场发展提出了政策性思路。作者认为我国资本市场机制的非市场化,使价格信号失真,投机套利严重,资金配置缺乏效率,潜在金融风险极大。其根源在于制度性功能缺陷。由此,提高资本市场效率、防范化解金融风险必须实现资本市场机制市场化,资本市场机制市场化的关键在于深层次的持续制度创新。其中包括,一是产权制度持续创新与上市公司治理机制市场化;二是证券市场持续制度创新与运行机制市场化;三是国有银行与社会信用持续制度创新与间接金融机制市场化;四是资本市场监管制度

创新与监管机制市场化；五是资本市场制度国际化与机制市场化。

本书针对中国经济转型过程中资本市场发展中的存在问题，选题很有实际意义和针对性，研究成果对中国资本市场现阶段实现规范化和市场化发展具有一定理论价值和实际指导意义。当然，本书也存在某些不足之处，例如，对一些问题的阐述还不够全面，对一些观点的论证还有待深入。随着经济全球化的发展，中国逐步融入国际经济体系中，中国资本市场的开放和国际化是必然的，希望作者今后能够进一步关注我国资本市场的发展，把对我国资本市场的研究继续进行下去，并不断有高质量的研究成果问世。

王珏

2001年11月20日
于北京

目 录

中文摘要	(1)
------	-------

英文摘要 (Abstract)	(5)
-----------------	-------

1 导 言	(7)
-------	-------

1.1 研究主题与背景	(7)
-------------	-------

1.2 结构安排与研究方法	(11)
---------------	--------

1.3 主要内容和理论观点	(13)
---------------	--------

2 资本市场制度内涵

——资本市场制度分析框架	(21)
--------------	--------

2.1 新制度经济学的一般前提与假设	(21)
--------------------	--------

2.1.1 交易费用概念	(21)
--------------	--------

2.1.2 关于人的行为假设	(23)
----------------	--------

2.2 资本市场制度内涵	(26)
--------------	--------

2.2.1 资本范畴	(26)
------------	--------

2.2.2 制度与制度的构成	(31)
----------------	--------

2.2.3 资本市场制度内涵	(36)
----------------	--------

2.3 信用、产权与资本市场	(40)
----------------	--------

2.3.1 信用的本质	(40)
-------------	--------

2.3.2 产权、信用制度与资本市场	(43)
2.4 资本市场制度分析框架	(47)
2.4.1 储蓄与投资职能分离：资本市场制度基础 ...	(47)
2.4.2 产权明晰、分散和有效保护：资本市场制度 前提	(49)
2.4.3 现代企业制度和金融制度：资本市场制度核 心	(52)

3 体制变迁与资本市场制度创新

——我国转型期资本市场制度分析	(59)
-----------------------	--------

3.1 我国资本市场产生的制度背景和条件	(59)
3.1.1 体制变迁与多元财产主体的形成	(59)
3.1.2 经济市场化与国民收入分配结构的改变	(64)
3.1.3 国有企业改革与制度创新	(67)
3.2 体制变迁中资本市场制度创新与发展	(71)
3.2.1 我国资本市场萌发于融资制度创新	(71)
3.2.2 体制变迁中金融改革与金融深化	(73)
3.2.3 证券市场的培育和发展	(82)
3.3 资本市场制度缺陷与准市场机制	(87)
3.3.1 转型期资本市场的制度缺陷	(87)
3.3.2 不完全资本市场与准市场机制	(96)

4 资本价格机制

——资本市场均衡分析	(103)
------------------	---------

4.1 资本价格理论及资本市场均衡模型	(103)
---------------------------	---------

4.1.1 借贷资本价格：利率	(103)
4.1.2 收益、风险与资产选择	(110)
4.1.3 资本市场供求均衡模型	(118)
4.1.4 套利定价模型	(127)
4.2 制度非均衡与资本市场管制均衡	(130)
4.2.1 市场化过程中融资制度的非均衡	(130)
4.2.2 制度非均衡与资本市场管制均衡	(136)
4.2.3 资本市场管制均衡的后果及负效应	(144)

5 企业资本结构决定机制

——资本市场结构分析	(153)
------------------	-------

5.1 企业资本结构决定与资本市场结构均衡机制	(153)
5.1.1 企业融资与资本结构	(153)
5.1.2 现代企业资本结构理论	(158)
5.1.3 企业资本结构决定与资本市场结构均衡机制	(168)
5.2 我国资本市场结构分析	(172)
5.2.1 资本市场发育中结构非均衡	(172)
5.2.2 国有企业资本结构的特点及成因	(179)
5.2.3 优化企业融资结构与资本市场结构均衡	(185)

6 资本市场监管机制

——转型期资本市场效率分析	(194)
---------------------	-------

6.1 资本市场监管的理论分析	(194)
6.1.1 资本市场运作及效率	(194)

6.1.2	资本市场失效的原因分析	(200)
6.1.3	资本市场失效的后果与监管	(207)
6.2	中国资本市场监管的实证分析——转型期资本市场 监管及效率	(210)
6.2.1	我国资本市场监管的基本现状	(210)
6.2.2	转型期资本市场效率分析	(214)

7 结论：政策建议 (1)

——持续制度创新与机制市场化	(226)
----------------------	-------

7.1	持续制度创新与上市公司治理机制市场化	(226)
7.1.1	国有经济职能定位与公有制实现形式制度创 新	(226)
7.1.2	国有股减持与市场化流通	(233)
7.1.3	公司治理结构规范化与治理机制市场化	(241)
7.2	持续制度创新与资本市场运行机制市场化	(249)
7.2.1	证券发行制度创新与发行定价机制市场化	(249)
7.2.2	上市公司并购制度创新与资产重组机制市场 化	(254)
7.2.3	建立和完善上市公司退出机制	(258)

8 结论：政策建议 (2)

——持续制度创新与机制市场化	(263)
----------------------	-------

8.1	国有银行制度创新与间接金融市场化	(263)
8.1.1	国有银行制度创新与商业化	(263)
8.1.2	信用制度与信用关系的市场化	(267)

8.1.3 逐步实现利率市场化	(270)
8.2 持续制度创新与监管机制市场化	(276)
8.2.1 完善资本市场监管制度	(276)
8.2.2 转变资本市场监管方式	(279)
8.2.3 提高资本市场的监管水平	(283)
8.3 持续制度创新与资本市场国际化	(288)
8.3.1 资本市场国际化的趋势	(288)
8.3.2 利用外资与资本市场国际化的探索	(293)
8.3.3 加入世界贸易组织 (WTO) 与资本市场国际 化	(299)
参考文献	(306)

后 记	(319)
-----------	-------

Contents

Abstract	(5)
-----------------------	-------

1 Preface	(7)
------------------------	-------

1.1 Research Theme and Background	(7)
---	-------

1.2 Structure and Approaches	(11)
------------------------------------	--------

1.3 Main contents and Points	(13)
------------------------------------	--------

2 Institutional Connotation of Capital Market

The Institutional Analytical Framework of Capital Market	(21)
---	--------

2.1 The General Hypothesis of Institutional Economics ...	(21)
---	--------

2.1.1 The Hypothesis of Individual Behavior	(21)
---	--------

2.1.2 Concept of Transaction Costs	(23)
--	--------

2.2 The Institutional Meaning of Capital Market	(26)
---	--------

2.2.1 Capital Category	(26)
------------------------------	--------

2.2.2 The Institution and its Composing	(31)
---	--------

2.2.3 The Institutional Meaning of the Capital Market	(36)
--	--------

2.3 Credit and Ownership as well as Capital Market	(40)
--	--------

2.3.1	Substance of Credit	(40)
2.3.2	Ownership and Credit System as well as Capital Market	(43)
2.4	The Institutional Analytical Framework of Capital Market	(47)
2.4.1	The Functional Division of Deposit and Invest- ment: Institutional Basis of Capital Market ...	(47)
2.4.2	The Definition and Decentralization as well as Effect Protection of the Property Right: Institutional Premiss of Capital Market	(49)
2.4.3	The Modern Enterprise System and Financial System: Institutional Kernel of Capital Market	(52)

3 System Changes and Institutional Innovation of Capital Market

Institutional Analysis of the Chinese Capital Market during Transition	(59)
---	--------

3.1	Institutional Background of the Capital Market	(59)
3.1.1	Economic System Changes and Form of the multiform Property Owners	(59)
3.1.2	Economic Marketization and Changes of National Income Distribution	(64)
3.1.3	Reform and Institutional Innovation of State - owned Enterprises	(67)
3.2	Institutional Innovation and Development of the Chinese	

Capital Market in the Course of Economic System	
Changes	(71)
3.2.1 The Chinese Capital Market Coming into Being	
in the Financing System innovation	(71)
3.2.2 Financial Reform and Financial Deepening in	
Economic System Changes	(73)
3.2.3 Development of Security Market	(82)
3.3 Institutional Limitation and Quasi – market Mechanism	
of the Chinese Capital Market	(87)
3.3.1 Institutional Limitation of the Capital Market	
during Transition	(87)
3.3.2 The Incomplete Capital Market and Quasi –	
market Mechanism	(96)

4 Capital Price Mechanism

Equilibrium Analysis of Capital Market	(103)
--	-------

4.1 The Capital Price Theory and Equilibrium Models of	
Capital Market	(103)
4.1.1 The Price of Capital on Loan: Interest Rate	
.....	(103)
4.1.2 Return and Risk as well as Portfolio	(110)
4.1.3 The Equilibrium Models of Capital Market ...	(118)
4.1.4 The Arbitrage Pricing Model	(127)
4.2 The Institutional Non – equilibrium and Controlling	
Equilibrium of the Capital Market	(130)
4.2.1 The Financing System Non – equilibrium in the	

Course of Economic Marketization	(130)
4.2.2 The Financing System Non - equilibrium and Controlling Equilibrium of the Capital Market	(136)
4.2.3 The Bad Aftereffect of Controlling Equilibrium of the Capital Market	(144)

3 Decision Mechanism of Corporate Capital Structure

Structure Analysis of Capital Market	(153)
--	-------

5.1 Decision of the Corporate Capital Structure and Equilibrium of the Capital Market Structure	(153)
5.1.1 Corporate Financing and Capital Structure	(153)
5.1.2 Modern Theory of Corporate Capital Structure	(158)
5.1.3 The Mechanism of Both Decision of the Corporate Capital Structure and Equilibrium of the Capital Market Structure	(168)
5.2 Structure Analysis of the Chinese Capital Market	(172)
5.2.1 The Structure Non - equilibrium in Initiation of Capital Market	(172)
5.2.2 Characteristics and Reasons of State - owned Enterprise Capital Structure	(179)
5.2.3 Standardization of Corporate Financing Structure and Equilibrium of the Capital Market Structure	(185)