

中国

资本市场论

宋德缙 著

中国

图书在版编目 (CIP) 数据

中国资本市场论/宋德缙著. - 北京: 中国物价出版社,
1998.10

ISBN 7-80070-934-5

I. 中… II. 宋… III. 资本市场-研究-中国
IV. F832.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (98) 第 30930 号

中国资本市场论

宋德缙 著

*

中国物价出版社出版发行

新华书店 经销

山西新华印刷厂印刷

*

850×1168 毫米 大 32 开 印张: 9.25 千字: 224

1998 年 10 月第 1 版 1998 年 10 月第 1 次印刷

印数: 1—1000 册

ISBN7-80070-934-5/F·700

定价: 19.60 元

序 言

目前，中国经济已经进入一个跨世纪发展的关键阶段，要素市场的培育与完善对社会主义市场经济体制的最终建立起着至关重要的作用，资本市场作为要素市场的核心，其发展更成为深化改革的重要突破口。《中国资本市场论》这部专著的出版，适应了金融改革深化和要素市场建设的需要，对中国资本市场的战略发展进行了积极的探索，具有重要的理论意义和实践意义。

在现代市场经济中，资本市场占据重要地位，资本市场的发展不仅直接影响着社会资源的配置效率，而且成为一个国家市场经济完善程度和社会经济发展水平的重要标志。资本市场在西方国家已经历了 200 多年，由不成熟走向成熟，正发挥着配置社会资源的基础性功能。新中国的资本市场是在市场经济国家的资本市场已经成熟的情况下逐步发展起来的，从 1981 年恢复发行国库券算起，也只有 18 年的历史。虽然近年来取得了快速发展，对我国市场经济建设做出了重要贡献；但它仍处于发育的初级阶段，仍然是不完全、不规范的资本市场。特别是 90 年代以后，中国资本市场历经风风雨雨，市场结构失衡、供求矛盾突出、股市疯涨狂跌、券商违规操作、市场风险频出……，都给年轻的中国资本市场的进一步发展形成困惑、迷茫和障碍。如何按照市场经济发展的客观要求发展中国资本市场，如何借鉴市场经济先行国家和地区发展资本市场的成功经验，如何发挥资本市场对国民经济的促进作用，及进一步加快资本市场国际化进程，这些都需要进行深入的理论探索。本书作者无疑对此做了大量、有益的工

作。

本书从中国资本市场的现状出发，大跨度、高视角地概括了中国资本市场发展的全貌，在结构设计、理论阐释和对策分析等方面都大胆开拓，富有创造性。本书把资本市场放在中国经济发展的特定环境中，对中国资本市场发展的背景、构架、特征、运作、功能、方向和战略步骤都进行了系统和深入的探索；并且把资本市场的发展提高到战略的高度来研究。这既富有理论创新的价值，又是当前中国金融和资本市场发展的迫切需要。

本书以中国资本市场的理性分类为出发点，对资本市场的总体发展状况进行总括、介绍，并对其各个子市场又分别展开系统的分析；特别对快速发展的中国资本市场自身存在的问题进行了客观、公正的评述，对由此引发的资本市场作用与效率等功能性障碍进行了实事求是的分析；对关系到资本市场能否健康规范发展的立法与监管问题单独章节作了专门论述；还就中国资本市场跨世纪发展方向、原则、步骤明确了规划，对中国资本市场的发展战略与一系列现实理论问题提出了有价值的政策建议。

作者在本书的论述中采用了理论分析与实证研究相结合的方法，并侧重于实证研究。在占有大量资料的基础上，依照分层次、立重点的研究途径，力求对所研究的问题有全面的认识。特别表现在理论研究与对策研究相结合，如作者从资本、资本市场的基础概念和基本理论出发，结合中国经济发展的市场环境来探讨中国发展资本市场遇到的现实问题和对策方案；表现在历史总结与未来发展相结合，如作者从中国资本市场发育背景、阶段入手，总结经验，着眼未来，高屋建瓴地提出了完善中国资本市场跨世纪发展的三步走战略，展示了中国资本市场在时代背景下广阔的发展前景。

由于资本市场的研究仍然是一个新课题，我国理论界与实业

界都在探索之中，其理论与实践也正在发展中。作为目前国内还极少有的、直接论述资本运营、股份制改造、企业并购重组的基础——资本市场的专著，我相信，这本书对于经济理论工作者、金融界、企业界、政府部门和一切对此感兴趣的读者来说，都将是开卷有益的；希望这本书在资本市场研究方面的大胆和积极的探索，会作为引玉之砖为今后进行更加深入的研究奠定基础。

宋绍华

1998年10月

目 录

序 言	(1)
第一章 资本与资本市场	(1)
第一节 资本	(1)
一、资本的概念	(1)
二、资本的二重属性	(4)
三、重视资本的自然属性	(6)
四、资本的流动	(8)
第二节 资本市场	(11)
一、资本市场的概念	(11)
二、资本市场的分类	(13)
三、资本市场的构成要素	(15)
四、资本市场的主体	(16)
五、资本市场的基本功能	(17)
六、资本市场的监管	(21)
七、国际资本市场趋势与发展	(23)
第二章 中国资本市场	(25)
第一节 中国资本市场的发育背景	(25)
一、国有企业负债过重	(25)
二、银行的不良资产过多	(27)
三、居民金融资产的选择	(28)
四、资金运行的软预算约束	(30)
五、国家的财政收入比重下降	(31)

六、投资体制改革的要求·····	(32)
七、非国有制经济的发展需要·····	(34)
第二节 中国资本市场的成长历程·····	(34)
一、中国资本市场的成长阶段·····	(34)
二、中国资本市场的成长策略·····	(37)
第三节 中国资本市场的发育特征·····	(39)
一、中国资本市场的结构性特征·····	(39)
二、中国资本市场的阶段性特征·····	(41)
三、中国资本市场的制度性特征·····	(46)
第四节 中国资本市场的现状·····	(50)
一、资本市场规模迅速扩大·····	(50)
二、资本市场交易体系初步形成·····	(51)
三、资本市场管理体系逐渐完善·····	(51)
四、资本市场法律法规逐步健全·····	(52)
五、资本市场中介机构发展迅速·····	(52)
六、国际资本市场融资稳步发展·····	(52)
七、资本市场作用正在发挥·····	(53)
第三章 中国资本市场子市场·····	(54)
第一节 债券市场·····	(54)
一、债券概述·····	(54)
二、中国债券的种类·····	(58)
三、中国国家债券市场·····	(63)
四、中国企业债券市场·····	(78)
五、中国金融债券市场·····	(86)
第二节 股票市场·····	(91)
一、股票概述·····	(91)
二、中国股票的发行与上市·····	(93)

三、中国股票发行市场	(102)
四、中国股票流通市场	(106)
五、中国主要股价指数	(112)
六、中国股票市场现状	(115)
七、B股市场的低迷与振兴	(117)
第三节 投资基金市场	(120)
一、投资基金概述	(120)
二、中国投资基金的发展阶段	(122)
三、中国投资基金市场	(125)
四、中国基金业的现状	(127)
五、中国投资基金存在的问题	(129)
第四节 期货市场	(132)
一、期货概述	(132)
二、中国期货市场的发展阶段	(135)
三、中国金融期货市场	(139)
四、中国期货市场发展的主要成效	(142)
五、中国期货市场存在的问题	(144)
第五节 产权市场	(146)
一、产权交易概述	(146)
二、中国产权市场	(148)
第四章 中国资本市场功能分析	(158)
第一节 资本市场与中国经济发展	(158)
一、有利于推进国有企业改革	(159)
二、有利于产业结构的优化	(160)
三、有利于促进社会主义市场经济体系的形成	(162)
四、有利于加强宏观经济调控	(163)
五、有利于实现企业资产重组	(164)

六、有利于调动储蓄资金向投资转化	(165)
七、有利于投资体制的变革	(166)
八、有利于提高金融体系效率	(167)
九、有利于加快社会保障体系的建立	(169)
第二节 中国资本市场存在的问题	(170)
一、资本市场行政干预的问题	(170)
二、资本市场规模的问题	(173)
三、资本市场交易体系构架的问题	(177)
四、资本市场人为分割的问题	(178)
五、资本市场主体的问题	(180)
六、资本市场运行机制的问题	(182)
七、资本市场国际化的问题	(184)
第三节 中国资本市场的功能缺陷	(185)
一、资本市场非理性成份大, 市场效率不高	(186)
二、资本市场的产业结构调整功能没有很好发挥	(187)
三、资本市场的筹资功能被过分强调	(188)
四、资本市场尚不利于企业收购、兼并的实现	(189)
五、资本市场的非均衡发展, 导致企业融资结构的 不合理	(191)
六、资本市场制度建设和创新相对滞后	(192)
第五章 中国资本市场立法与监管	(194)
第一节 中国资本市场的立法规范	(194)
一、资本市场立法规范的必要性	(194)
二、中国资本市场法律调整中的问题	(195)
三、中国资本市场的法制化发展	(198)
第二节 中国资本市场监管体制	(203)
一、中国资本市场监管框架	(203)

二、中国资本市场自律监管·····	(205)
三、中国资本市场监管发展阶段·····	(208)
第三节 中国资本市场监管体制中存在的问题 ·····	(210)
一、监管在职能和地区上处于封闭状态,影响了 政府政策的效率性·····	(211)
二、中央与地方政府对股票市场的管理权限划分 问题·····	(212)
三、行业自律组织薄弱·····	(213)
四、政府直接参与经济活动·····	(213)
第四节 健全中国资本市场监管职能的对策 ·····	(214)
一、构建高效的资本市场监管机制·····	(214)
二、完善资本市场法律、法规体系·····	(218)
三、规范市场主体行为·····	(220)
四、完善资本市场的监管方式·····	(224)
第六章 中国资本市场发展战略 ·····	(225)
第一节 中国资本市场总体发展战略 ·····	(225)
一、中国资本市场战略定位及制约因素·····	(225)
二、中国资本市场发展的方向与时间安排·····	(235)
三、中国资本市场战略发展原则·····	(238)
四、中国资本市场发展面临的环境·····	(241)
第二节 中国资本市场规模战略 ·····	(247)
一、调整资本市场进入政策·····	(247)
二、增加资本市场供给总量·····	(249)
三、有计划地打破资本市场分割状况·····	(254)
四、充分发挥产权交易中心的作用·····	(257)
第三节 中国资本市场结构战略 ·····	(260)
一、构建资本市场交易组织结构与功能·····	(260)

二、重点发展证券场外交易·····	(262)
第四节 中国资本市场主体战略·····	(266)
一、努力提高上市公司质量·····	(266)
二、积极发展机构投资者、重点培育投资基金·····	(268)
三、发展中介机构、建立投资银行体制·····	(272)
第五节 中国资本市场国际化战略·····	(274)
一、国际化是中国资本市场发展的必然取向·····	(274)
二、积极稳妥地推进资本市场国际化·····	(275)
主要参考文献·····	(277)
后 记·····	(281)

第一章 资本与资本市场

第一节 资本

一、资本的概念

资本迄今为止是人类现实经济生活中的客观存在，也是经济学的一个重要研究范畴。它自产生以来，就伴随着对其定义及内涵的纷争，由于这个范畴在社会经济生活中处于极其重要的位置，古往今来，代表不同利益的经济学家，对资本的研究，倾注了大量的心血，都做过精细入微的考察。比如：19世纪的苏格兰经济学家麦克鲁德曾认为：“资本是用于利殖目的的经济量，任何经济量均可用为资本。凡可以获取利润之物都是资本……。”^①它所谓的经济量是其价值可以用货币计量并可用于买卖、交换之物。庞巴维克认为：“一般来说，我们把那些用来作为获得财货手段的产品叫作资本。”^②萨缪尔森认为：“资本是一种不同形式的生产要素。资本（或资本品）是一种生产出来的生产要素，一种本身就是经济的产出的耐用投入品。”^③《经济学百科全书》对资本的解释：“资本就工商业而言，资本由房屋、建筑物、工厂、机器设备以及库存等构成。稍广一点的含义还包括住房、运输设施和设备。资本还包括人力和非买物，它包括了

① 麦克鲁德：《信用的理论》 1872年版 第127页

② 庞巴维克：《资本实证论》 1889年第一版 1964年版 第73页

③ 萨缪尔森：《经济学》 第十四版 第55页

用于研究和开发的经费所产生的知识，通过教育培训而取得的熟练技术、增加工人保险费而提高的生产能力，以及因采取诸如修整山林、改良土壤、开发矿山，以及为了对周围的水和空气进行保养和改善而进行投资的措施而提高的土地和自然资源的价值等。”

从西方经济学的角度，资本更多地被理解为是一种生产要素，都不承认资本是一种特定的生产关系。

在中国，对资本的理解都来自马克思对资本概念的解释：资本是能够带来剩余价值的价值。“资本不实物，而是一定的、社会的、属于一定意识形态的生产关系，它体现在一个物上，并赋予这个物以特有的社会性质，资本不是物质生产出来的生产资料的总和。资本市场已经转化为资本的生产资料，这种生产资料本身不是资本。”资本包含了三个意义：第一，资本可以由各种形态表现，但不论用什么形态表现都必须具有价值，凡是没有价值的东西都不是资本；第二，必须能够带来剩余价值，虽有价值但不能带来剩余价值都不是资本；第三，只有在现实的物质生产过程中能够产生剩余价值的价值才是资本。

因此，传统的社会主义政治经济学对资本持否定态度，认为资本的属性是资本家对雇佣工人的剥削，在社会主义制度下，不应有“资本”这一范畴。

对于资本的形态，早期的经济学家也并不简单地把资本定位在货币这一种表现形态上，并不把资本就一般地归结为能够带来增值的货币。资本可以是实物形态，可以是证券形态，可以是金融形态，还可以是专利技术形态，……等等。就是说，资本可以通过任何形态去表现自己。资本不仅仅存在于货币领域，因而不能把资本经营简单地说成只是用货币去获得更多的货币。

中国自经济体制改革以来，特别是确立了中国经济体制改革

的目标模式——建立社会主义市场经济体制以来，资本这一范畴在现实经济生活中不但存在而且已经在实际中发生作用，同市场经济新体制的许多核心部件紧密相关，如进行的产权制度、股份公司改造等，在理论上回避、排斥资本的范畴都难以自圆其说。人们从不同角度对资本范畴进行了大量的探索与研究，而实质性的理论研究是在资本实际运作的过程中进行的，使资本理论的研究丧失了超前性、指导性。目前，在中国资本市场已趋向发育成熟并实质运作的情况下，更应对资本加以认识。

一是剩余价值已经是一个具有特定含义的概念，它适用于特定的社会。从中国现在的社会经济生活现实出发，可以暂时把它抽象出去。不然发生在我们社会经济生活中的许多现象是无法解释清楚的。比如，如果要说到资本就一定要联系到剩余价值的问题，就不可避免地会有人问，那么国有资本有没有剩余价值，如果有，国有资本的剩余价值究竟到哪里去了？我认为，对于资本可以不在这一类问题上纠缠，代之以资本增值这一类的概念也能够充分说明要论述的问题。所以，可以把前人所说的具有特定含义的剩余价值改为能够带来价值增值的概念。

二是传统的理论对于资本的这个定义，仅仅是局限在物质生产过程，即能够产生出剩余价值的领域，才存在着资本。不在物质生产过程中，不存在剩余价值，也就不存在资本。这个定义对于现代市场经济来说是不适应的，因为对于资本的所有者来说，不管他从事什么领域的生产经营，只要他能用实物的或货币的手段获得价值的增值，不管这个增值额被叫做剩余价值还是什么，它就被认为是资本。也就是说，事实上，资本是机器大工业的产物，它存在于现代社会经济生活的一切领域之中。不仅存在于现实的物质生产领域中，就是离开现实的物质生产领域，比如在非物质生产包括第三产业在内的广阔领域，资本也是存在的。也就

是说，只要我们不把资本当作某一个划分阶级成份的专用名词，并人为地把它界定在某一个特定的社会之中或排除在另一个特定的社会之外，资本就总是与现代社会的生产与再生产紧密地联系在一起。或者说，资本是存在于一个非常广泛的社会经济领域之中。

三是从麦克鲁德到庞巴维克对于资本的论述，都仅仅指的是有形资本。他们对于资本的概念还没有包含无形资本。而在今天，人们的发明创造越来越多，如像专利等无形资产也可以带来财富，就很难包括进去。

二、资本的二重属性

资本的二重属性是指资本既具有社会属性、又具有自然属性。资本的社会属性是资本归谁所有的问题，而资本的自然属性则是资本要实现价值增值的问题。

资本不管归谁所有、在谁手中，就其本质而言，它都要实现其价值的增值，否则它就不成其为资本。而从过去到现在的历史表明，人们之所以要在资本的归属问题上费尽心思，就在于资本是可以带来增值的价值。正是在这个意义上说，资本的社会属性是由资本的自然属性决定的。没有资本的这个特殊的自然属性，也就没有被人们非常关注的，甚至不惜为之牺牲的资本的社会属性。

应该说，我们过去并不是完全不承认资本的存在，比如，我们就承认国有资本存在的合理性与合法性。并在过去几十年里一直认为某个企业的资本只要是国家的，国家就应当拿走全部利润；即使在否定资本存在的高度集中的计划经济体制下，也是如此。这说明我们虽然认为资本是不好的，但对于资本的存在实际上并没有从根本上进行否定。这也许就是传统的理论的不彻底性的表现之一。之所以会出现这样的不彻底性，根本的是在于我们

对资本的社会属性与自然属性认识上的错位。

我们过去存在的主要问题是在资本的社会属性方面花费的功夫太大，在资本的归谁所有的问题上看得过重，以至于带来许许多多不应该发生的问题。比如资本有大小之分。无论是大资本还是小资本就其自然属性而言，它们在社会经济生活中都有各自的功能，都能够发挥各自的作用。但在相当一段时间，人们基本上不管资本的大小，也不管资本作为生产要素的作用如何，统统地企图按照一大二公的模式进行策划。这就使得它们应有的功能不能有效地发挥出来，其中对于个体私营资本就是如此。采取取缔的结果就是让个体私营资本在各个方面的功能也都不存在了。

最严重的问题是尽管我们把国有资本的存在看得很重，但是，由于我们否定了资本的自然属性，造成了一系列的矛盾，包括国有资本在内的几乎所有的功能都无法得到运用，作用不能得到发挥。一方面，我们名义上否定了资本的存在，而实际上资本又在经济生活中发挥着重要的、甚至是决定性的作用；而另一方面，我们重视国家资本的归宿，但国家资本又不能得到有效的利用。

造成这些问题的根源，是我们把资本本身所应有的二重性忽略了。事实上，资本无论归谁所有，它都必须在精心安排、组织和运作下才能发挥作用。它的属于自然属性方面的作用，是在生产经营活动中的共性；而我们恰恰对这种撇开归属问题的共性研究不够。

忽略资本的自然属性，甚至用其社会属性取代了自然属性，使得资本在中国社会再生产过程中应有的作用不能得到有效地发挥。尤其是马克思的《资本论》，马克思从无产阶级的立场对资本进行了深刻的剖析，资本似乎就成为一种制度的象征。但是许多人没有认真读马克思的著作，或者有的忘记了，或者有的歪曲

了，因而把对资本的误解推向了极端。马克思当时所批判的资本其实并不是物，而只是一种人与人之间的社会关系。他把资本当成一种人格化的资本，从而揭示的是它的社会属性的方面。这在《资本论》的第一卷是说得较多，许多人也仅仅是依据第一卷来看问题，而对于对再生产和总生产进行分析的《资本论》的第二、三卷却没有认真领会和研究。因此，人们更多地看到的只是其社会属性的方面，而对资本客观上存在的自然属性的方面则忽略了。资本在我们今天的社会是一种客观存在，任何人也不能否认。对于这种客观存在，如果我们只重视其社会属性，就只能在所有制的姓“资”姓“社”、公有私有、孰高孰底上折腾。对于资本的社会属性看得过重，并由其社会属性否定其自然属性，这是造成我们对于资本存在的偏见过大，导致我们不能有效地利用资本为我们的经济发展服务的主要原因。必须同时重视它的自然属性，才能在客观存在的作用发挥上有所作为。

三、重视资本的自然属性

资本的自然属性存在于资本的使用价值之中，属于生产要素方面的关系，是构成企业生产力的重要组成部分。如果说，资本的社会属性是为了通过资本的所有权获得资本收益的分配权，那么，资本的自然属性就是通过资本本身的运动使资本得到增值，取得收益。

任何一个企业的生产的、技术的结构，可以不与资本的社会属性直接联系，但都与资本的自然属性息息相关。企业的投资能力强弱，技术装备水平高低，经营规模大小，生产效率优劣，甚至产品质量好坏，实际上都是资本自然属性的功能运用与作用发挥的表现。如果说企业的生产经营就是资本的使用与耗费，那它就正是其自然属性的发挥。

事实上，资本作为可以带来增值的价值，其能否增值、在多