

► 王 益 孙 波 李万寿 著

# 资本形成机制

与

# 金融创新

Capital Formation  
Mechanism And  
Finance  
Innovation

 经济科学出版社

# 资本形成机制与金融创新

王 益 孙 波 李万寿 著

经济科学出版社

责任编辑：刘海燕  
责任校对：董蔚挺  
版式设计：代小卫  
技术编辑：邱 天

## 资本形成机制与金融创新

王 益 孙 波 李万寿 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100036

总编室电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：[www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件：[esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

中国人民大学印刷厂印刷

850 × 1168 32 开 10 印张 230000 字

2003 年 9 月第一版 2003 年 9 月第一次印刷

ISBN 7 - 5058 - 3002 - 3 / F · 2370 定价：23.90 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

**图书在版编目 (CIP) 数据**

资本形成机制与金融创新 / 王益, 孙波, 李万寿著.  
北京: 经济科学出版社, 2003.9  
ISBN 7-5058-3002-3

I. 资... II. ①王... ②孙... ③李... III. ①资本  
市场-研究 ②金融创新-研究 IV. F830  
中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2003) 第 076877 号

## 内 容 提 要

资本形成是经济发展的必要条件。资本形成机制实质上就是社会剩余的动员和配置机制，它包含三个要素：储蓄供给、投资需求、储蓄——投资转化机制，三者的相互作用决定着资本形成的规模和结构，其中储蓄向投资的转化机制居于中心环节。储蓄向投资的转化可通过财政机制或金融机制，后者又可分为管制性金融主导机制和市场化金融主导机制。

我国的资本形成机制伴随着经济与金融制度的变迁而变迁。在传统计划经济体制下，我国实行财政主导型社会剩余动员配置机制，政府通过隐性税收机制对国民储蓄强行动员，再按照发展计划集中投资。政府集储蓄主体、投资主体于一体，储蓄向投资转化顺畅，但导致投资需求膨胀，投资效率低下，储蓄增长缓慢，财力无以为继。在经济转轨时期，我国实行管制性金融主导型社会剩余动员配置机制，它集中表现为对公共部门的金融支持政策，政府通过严格的金融管制，在储蓄结构急剧变化的情况下，有效获取金融租金以及经济货币化程度加深带来的货币发行收益，支持公共部门的资本形成，并通过渗透、溢出效应推动非国有部门的迅速发展。这种机制支撑了我国渐进式改革的成功，但也是以巨大的效率损失及不良资产累积为代价的。纵观这种制度变迁历程，在初次能量巨大释放以后，现阶段储蓄——投资转化的再聚合融资机制创新停滞，迫切需要向市场化金融主导型机制转变。

资本形成机制的市场化是一项系统工程。从宏观风险控制角度考察，须以经济与金融的协调发展为背景，依托于金融制度的整体变迁，即金融制度视实体经济状况而采取的调控深化和适度深化战略。资本形成机制市场化就其内容而言，它包括国内储蓄、国外储蓄、投资、储蓄向投资转化机制等，涉及利率市场化、外资引进与调控、投资体制改

革、金融市场发展诸领域，其中资本市场的制度创新是形成社会剩余充分动员和高效配置机制的核心环节。

考察资本市场的制度创新通常可从市场结构角度展开，或从市场主体及其行为角度展开。前者主要对股票市场、债券市场、中长期信贷市场、衍生品市场、风险资本市场等逐次展开研究，后者主要按发行制度、交易制度、监管制度等层次来研究市场主体及其行为。笔者按照“总体把握，重点突破”的思路，结合上述两种考察方法，提出资本市场制度创新的总体方向，即市场化、法制化、国际化。市场化主要提出发行制度注册制、交易方式网络化、国有股流通、完善市场结构等方面的制度设计方案，法制化主要提出监管内容、自我监管、外部监管等由行政性手段为主向法律手段为主的转变方案，国际化主要提出我国资本市场对外开放的时机及顺序等相关方案。

本书创新之处在于

1. 明确界定储蓄——投资转化机制的三种类型，即财政主导型、管制性金融主导型、市场化金融主导型。在对计划经济体制下的财政主导型机制和转轨时期的管制性金融主导型机制进行成本效益分析的基础上，指出现行制度已逼近合理边界，必须加快再聚合融资机制创新，导向市场化金融主导型机制，以实现社会剩余的高效动员配置。

2. 资本市场制度创新是实现储蓄——投资转化机制再聚合融资功能的关键环节。资本市场的制度创新从属于金融市场的整体创新，需要推进资本市场与货币市场均衡发展。资本市场制度创新的方向是资本市场的市场化、规范化、国际化。

3. 发行制度的进一步改革方向是全面实行注册制。本书对比分析了审批制、核准制、注册制的理论基础，明确提出必须把权力还给市场，尽快全面推行注册制。

4. 国有股、法人股流通问题是资本市场的市场化改革瓶颈。本书探讨了解决该问题的操作方案。

5. 交易方式网络化是资本市场的发展趋势。本书剖析了其发展前景，并提出对网上交易监管的相关政策。

6. 市场结构层次化是资本市场的市场化改革的重要支撑。本书提出了加快债券市场发展，解决债轻股重“跛足”市场的对策。

7. 资本市场国际化是资本市场的重要发展趋势。本书通过国际对比

分析，提出了我国资本市场对外开放的路径选择。

8. 风险防范控制机制与完善监管制度是资本市场规范化发展的保证。本书提出应以政府改革为突破口，解决目前资本市场存在的监管过严、监管不当、监管不足并存的矛盾，在管制—放松—重新管制的必然背景下全面推进监管法制化。

## Abstract

Capital formation is the necessary condition of economic development. In nature, capital formation is a mechanism to mobilize and locate social surplus, which includes three elements: saving supply, investment demand and saving-investment transforming mechanism. The interaction among the three elements determines the scale and structure of capital formation, hereinto saving-investment transforming mechanism acts as the central position of the capital formation. Transformation from saving to investment could be achieved through either financial treasury method or financial method, while financial method falls into two types: regulated-dominant mechanism and market-dominant mechanism.

Capital formation mechanism in China itself has been fluxing with the transforming of economic and financial system. In traditional planned economy, the social surplus was mobilized and located through treasury-dominant mechanism; the government compulsively mobilize national saving through hidden tax mechanism, then use the pool of fund to investment according to the development plans pre-stipulated by the government. Hence, the government acted as the savor and investor at the same time, which guaranteed the smoothly transformation from saving to investment, but incurred the problems such as swelling of investment demand, inefficiency of investment, slow growth of saving and unsustainable financial



strength. In economic transition period, a regulated-dominant financial mechanism was implemented to mobilize social surplus; the government provided financial support to public sectors; under dramatic change of saving structure, the government, by means of strict financial regulation, obtained the financial rent and benefits of currency issuance brought by the economic monetization to support capital formation of public sectors, and to promote the rapid development of non-state owned sectors through diffusion effect and spill-over effect. This kind of mechanism has guaranteed the success of gradual transformation, whereas at the cost of huge efficiency loss and accumulated non-performing loans. Making a comprehensive view of the history of system transition, we find that after the releasing of initial energy, the re-aggregation funding mechanism has ceased to innovate and imminently needs to transit to a market-dominant financial mechanism.

Marketization of capital formation mechanism is a systematic engineering. From the perspective of macroeconomic risk control, the process of marketization should take the coordinated development of economy and finance as its background, and rely on the overall transition of financial system (i. e. the strategy of deepening regulation and moderate financial deepening in financial system with the changing of real economic situation). Marketization of capital formation mechanism includes domestic saving, foreign saving, investment, saving-investment transforming mechanism etc., relates to many areas such as interest rate marketization, introducing and regulating foreign capital, reform of investment system, and development of financial market etc., among which the system innovation of capital market is the core part of fully mobilizing and efficiently locating social surplus.

Systematic innovation of capital market could be studied from the perspective of market structure, which needs to investigate stock market, bond market, mid and long-term loan market, derivative market and venture capital market etc. one by one. Systematic innovation of capital market could also be studied from the perspective of market participants and their behaviors, which needs to investigate the issuance system, trading system and regulating system etc. This dissertation try to combine the above two methods, provide suggestion of overall trend of system innovation in capital market, i. e. marketization, legalization, internationalization. Policy suggestion of marketization includes implementing register system of IPO system, networking of trading, circulation of state-owned shares, perfecting market structure etc. Legalization suggestion proposed by this dissertation is to transform the administrative measure of regulation to legal measure in the aspect of regulation content, self-regulation and external regulation. Internationalization suggestion mainly deals with the timing and sequence of capital market's opening up.

This dissertation has provided the following innovative views:

1. Define three types of saving-investor transforming mechanism: treasury-dominant type, regulate-dominant type and market-dominant type. On the basis of cost-efficiency analysis between treasury-dominant type in planned economy and regulate-dominant type in transition economy, we conclude that the now-existing system have been approaching the rational boundary, and the innovation of re-aggregation funding mechanism should be speeded up to introduce a market-dominant financial mechanism and to high-efficiently mobilize social surplus.

2. Innovation of capital market is the key of realizing the re-aggregation function of saving-investment transforming mechanism. Meanwhile the innovation of capital market is subject to the overall innovation of financial market, and needs to push the balanced development of capital market and money market. We also point out that the tendency of capital market innovation is marketization, standardization and internationalization of capital market.

3. Further transforming of IPO system is to implement register system. Comparing the theoretic foundation of examine-approve system, ratification system, and register system, we suggest that market should be granted more power and register system should be implemented as soon as possible.

4. Circulation of state-owned stocks is the bottleneck in the process of marketizing and transforming capital market. Sets of solutions are suggested in this paper.

5. Networking of trading system is the tendency of capital market development. Prospect of networking is anatomized and policies of regulating on online trading are further detailed.

6. Hierarchy of market structure is the important support for marketizing reform of capital market. Some countermeasures are listed to solve the problem of "lamed market" characterized as taking stock market more important than bond market, so as to speed up the development of bond market.

7. Internationalization of capital market is the tendency of the development of capital market. Comparing the development of capital market in different countries, we propose the path alternatives for the opening up of capital market in China.

8. Perfecting risk prevention and control mechanism and regulation system provides guarantee for standardization of capital mar-

ket. Breakthrough should be started from reform of government sectors to solve the contradiction of co-existing of over-strict regulation, improper regulation and insufficient regulation, and to fully push the legalization of regulation under the inevitable background of regulation—deregulation—regulation.

# 目 录

<b>第一章 导论</b> .....	1
第一节 问题的提出及研究方法 .....	1
第二节 逻辑思路与结构安排 .....	3
第三节 制度经济学理论综述 .....	5
<b>第二章 资本形成机制</b> .....	15
第一节 资本概念 .....	15
第二节 资本形成与经济发展 .....	16
第三节 资本形成机制三要素及其规模决定 .....	24
第四节 金融转化机制在资本形成中的 特殊功能 .....	36
<b>第三章 我国资本形成机制的变迁及其目标模式</b> .....	44
第一节 计划经济体制下的财政主导型机制 .....	44
第二节 转轨时期的管制性金融主导型机制 .....	51
第三节 改革目标模式——市场化金融 主导型机制 .....	66
<b>第四章 金融制度变迁与资本形成的整体考察</b> .....	71
第一节 关于金融制度变迁的代表性理论 .....	71

第二节	发展中国家金融抑制对资本形成的影响 .....	76
第三节	发展中国家金融改革的实践与误区 .....	78
第四节	我国金融改革的历程及目标 .....	84
<b>第五章</b>	<b>资本市场制度创新的总体分析 .....</b>	<b>91</b>
第一节	资本市场概述 .....	91
第二节	资本市场评价体系及我国资本市场发展状况评价 .....	98
第三节	货币市场与资本市场的协调发展 .....	110
第四节	我国资本市场制度创新的总体设想 .....	114
<b>第六章</b>	<b>资本市场的市场化制度创新之一</b>	
——	证券发行制度全面推行注册制 .....	117
第一节	证券发行制度的比较分析 .....	117
第二节	国外发行制度的变迁与演进趋势 .....	128
第三节	中国证券市场发行体制的制度变迁 .....	130
<b>第七章</b>	<b>资本市场的市场化制度创新之二</b>	
——	交易方式的网络化 .....	139
第一节	网上交易概况 .....	139
第二节	网上交易模式 .....	141
第三节	中国网上交易现状与发展方向 .....	144
<b>第八章</b>	<b>资本市场的市场化制度创新之三</b>	
——	突破国有股减持与流通瓶颈 .....	153
第一节	国有股减持与流通的目的与原则 .....	153
第二节	具有代表性的国有股减持与流通的备选方案 .....	155

第三节	国有股减持与流通的可行性方案·····	162
<b>第九章</b>	<b>资本市场的市场化制度创新之四</b>	
—	扭转债弱股强“跛足”市场格局·····	175
第一节	有关概念的界定·····	175
第二节	我国企业债券市场“跛足”的 成因及危害·····	177
第三节	国外公司债券市场发展的借鉴及反思·····	184
第四节	关于我国企业债券市场发展的几点设想·····	191
第五节	美国市政债券市场的经验借鉴·····	195
第六节	我国基础设施建设融资体制与 市政债券发展·····	201
第七节	发展我国市政债券市场的初步构想·····	208
<b>第十章</b>	<b>资本市场的市场化制度创新之五</b>	
—	发展创业投资市场·····	214
第一节	创业投资市场的界定及发展模式·····	214
第二节	我国创业投资市场的产生与发展·····	221
第三节	我国创业投资市场的目标模式及 发展策略·····	228
<b>第十一章</b>	<b>资本市场开放的各国（地区）比较与     中国的选择·····</b>	<b>236</b>
第一节	样本国家及其开放时点的确定·····	236
第二节	各国（地区）资本市场开放效果对比·····	238
第三节	资本市场开放与经济发展之间的关系·····	244
第四节	各国（地区）资本市场开放效果 不同的原因分析·····	251

第五节	我国的资本市场对外开放研究·····	258
第六节	关于资本市场开放问题的主要结论·····	266
<b>第十二章</b>	<b>资本市场的法制化与监管体制·····</b>	<b>268</b>
第一节	资本市场监管的目标与原则·····	268
第二节	西方国家资本市场的监管制度·····	275
第三节	我国资本市场的监管制度变迁·····	284
第四节	我国资本市场的法制建设·····	287
<b>参考文献</b>	·····	<b>292</b>



# 第一章 导论

## 第一节 问题的提出及研究方法

### 一、问题的提出及研究目的、意义

发展经济学主流观点认为，资本形成对一国经济增长至关重要，即使不是充分必要条件，至少也是必要条件。中国的情况概莫能外。中国经济发展取得了举世瞩目的成就，这同样依赖于持续高增长的资本形成。改革开放前近 30 年，我国实行财政主导的资本形成机制，社会总资本形成额由 1952 年的 130 亿元上升为 1978 年的 1087 亿元，投资需求居高不下，经济增长呈现比较明显的投资拉动特征。改革开放以来，我国资本形成机制逐步向金融主导型转轨，制度变迁有力地促进了资本形成的“爆发”，社会资本形成总额由 1978 年的 1087 亿元上升到 1997 年的 28564 亿元，剔除价格因素增长亦高达 10 倍以上，这种制度转轨释放出来的资本形成激增是我国经济腾飞的支撑因素。

然而，亚洲金融危机以来，随着买方市场的逐步形成，我国却出现了以前从未有过的储蓄居高不下与投资需求不足并存状况。这表明我国的资本形成机制出现了偏差。在由财政主