

丛书主编 柳欣

货
币
与
资
本
市
场
研
究
前
沿
丛
书

——以中国股票市场为例的研究

李学峰 著

资本市场、有效
需求与经济增长

 人民出版社

货币与资本市场研究前沿丛书
南开大学政治经济学研究中心文库

资本市场、有效需求 与经济增长

——以中国股票市场为例的研究

李学峰 著

人民出版社

责任编辑:欧阳日辉

装帧设计:曹 春

图书在版编目(CIP)数据

资本市场、有效需求与经济增长/李学峰著.

-北京:人民出版社,2005.6

(货币与资本市场研究前沿丛书)

ISBN 7-01-004769-3

I. 资… II. 李… III. 股票-资本市场-研究-中国

IV. F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2005)第 002032 号

资本市场、有效需求与经济增长

ZIBEN SHICHANG、YOUXIAO XUQIU YU JINGJI ZENGZHANG

李学峰 著

人民出版社 出版发行

(100706 北京朝阳门内大街 166 号)

北京集惠印刷有限责任公司印刷 新华书店经销

2005 年 6 月第 1 版 2005 年 6 月北京第 1 次印刷

开本:880 毫米×1230 毫米 1/32 印张:8.75

字数:206 千字 印数:0,001-5,000 册

ISBN 7-01-004769-3 定价:18.00 元

邮购地址 100706 北京朝阳门内大街 166 号

人民东方图书销售中心 电话 (010)65250042 65289539

作者简介

李学峰，天津市人，经济学博士。
任教于南开大学金融学系，讲授《微观经济学》、《宏观经济学》、《投资学》、《证券市场分析》等课程。主要研究方向为金融发展与宏观经济运行、资本市场运行。曾在《财经问题研究》、《经济问题探索》、《南开经济研究》、《财经研究》等核心期刊发表论文近20篇；出版《中国企业产权界定研究》（合著）、《产权交易理论与运作》（合著）等著作。

货币与资本市场研究前沿丛书（第一辑）

资本理论——有效需求与货币理论

柳欣著

“剑桥资本争论”的困境与出路

——资本与收入分配理论的动态调整分析

陆长平著

货币与利息率决定理论

——存量和流量分析史

帅勇著

股票价格：经济功能与货币政策反应

刘澜飏著

资本市场、有效需求与经济增长

——以中国股票市场为例的研究

李学峰著

资产交易、资本结构与上市公司财务管理

桑自国著

《货币与资本市场研究前沿丛书》编委会

丛 书 主 编	柳 欣						
编 委 会 主 任	谷书堂						
编委会副主任	逢锦聚	柳 欣					
编 委	吴树青	魏 坝	高 峰	朱光华			
	洪银兴	林 岗	杨瑞龙	易 纲			
	刘 伟	樊 纲	吴晓求	周立群			
	陈宗胜	黄泰岩	张 宇				
丛 书 策 划	欧阳日辉						

丛书总序

谷书堂

目前经济学研究的状况很难令人满意，无论是在理论经济学，还是在应用经济学领域的争论似乎都没有获得明确的答案，经济学家不得不更多地依赖数理统计工具对所面临的经济问题进行分析，而其政策建议的可行性往往受到人们的质疑。对此，人们有理由怀疑作为经济研究思路出发点的基本理论可能存在着严重的问题。

由人民出版社出版的柳欣教授主编的《货币与资本市场研究前沿丛书》的最大特点是，试图建立一种新的理论经济学体系，并从理论与实践的各个不同层面展示一种完全不同于主流经济学的研究思路。目前的经济分析完全为主流经济学所支配，其出发点是建立在以生产函数和消费偏好为基础的技术分析之上，即以瓦尔拉斯一般均衡理论为代表的新古典范式，其对所有国民收入统计变量和我们所面临的经济问题的解释都用资源最优配置的技术关系来分析。柳欣教授建立的经济分析体系可以简单地表述为，所有以货币量值表示的国民收入核算的统计变量与技术关系是完全无关的，而是由马克思思

阐述的社会关系和凯恩斯强调的“货币经济”的货币金融体系所决定的。如果柳欣教授的上述论点能够成立的话，必将对经济学的研究产生重大影响。

柳欣教授从 1982 年随我读硕士研究生，后来随我读博士研究生，并和我一起工作，前前后后已经二十多年了。他一直锲而不舍地研究理论经济学，很早就试图推翻主流经济学的分析框架，建立自己的理论体系。他的博士论文选择了理论经济学中最难的题目之一，即“剑桥资本争论”，所要讨论的问题是异质的资本品和消费品能否加总为一个总量而采用新古典生产函数进行分析。1992 年，他完成了一本 50 万字的专著《资本理论——价值、分配与增长理论》（陕西人民出版社 1994 年版）。这本书虽然没有完成对“剑桥资本争论”问题的最终证明和解答，但其中对许多问题的讨论都集中在一点上，即新古典理论的逻辑悖论在于其技术关系的体系中盲目地加入了社会关系的假设，从而导致其基本命题不再成立。学习过马克思经济学的人都知道，马克思经济学与西方主流经济学的区别和争论就在于是把社会关系还是技术关系作为经济分析的基础这个基点上，只不过这一问题一直没有得到圆满的解决。

柳欣教授在 1996 年完成了《资本理论——价值、分配与增长理论》下卷的初稿《资本理论——有效需求与货币理论》，他通过对凯恩斯经济学的研究进一步批判主流经济学，建立新的理论体系。初稿完成后不久，柳欣教授发现目前经济学存在的所有理论和经验上的问

题都来自于主流经济学的一个教条，即把目前国民收入核算的统计变量完全连接到生产函数的技术关系，并通过货币数量论把货币实际上排除在理论经济学体系之外。然而，柳欣教授得到的结论是，所有这些以货币量值表示的统计变量与技术或实物的生产是完全无关的，而是由社会关系所决定的特定的货币金融体系所决定的。得出这一结论后，柳欣教授和他的学生们用了几年的时间从理论和经验上来证明这一命题，并认为从这一命题出发，可以对所有主要的理论和经验问题给予逻辑一致性的解释，从而可以建立起新的理论经济学体系。

这套丛书正是柳欣教授的学术团队通过几年的努力完成的研究成果，它试图完全从新的理念和理论体系出发对理论经济学和现实问题给予新的解释。柳欣教授的新著《资本理论——有效需求与货币理论》也收到这套丛书中，这套丛书对“剑桥资本争论”和货币理论争论进行反思，对宏观经济学、经济增长和资本市场等主要现实问题进行重新阐述。我认为，他们经过长时间的钻研后反映在书中的新观念和分析思路是值得学术界高度重视的。我希望经济学界能够对这种新的观点和思路展开讨论和争论，毕竟真理越辩越明。我期待着这套丛书能够对中国经济学的发展产生应有的影响。

2003年11月

前 言

制度变迁与技术创新是决定经济增长的两个根本性因素，并由此导致了资本市场（股票市场）的产生与发展，这是目前经济理论中存在的为数不多的共识之一。股票市场的产生与发展，又反作用于经济增长，其运行状态与发展水平对经济增长有着不可忽视的制约或促进作用。传统金融发展理论、新金融发展理论等都从各自的角度，就股票市场对经济增长的影响进行了研究和解释。然而，迄今为止，对这一问题的研究存在着两个缺陷，其一是没有直接从股票市场对有效需求的影响这一角度，来研究股票市场对经济增长的作用；其二是没有从股票市场与制度变迁的关系这一角度，研究股票市场发展与经济增长的关系。本书即是从研究制度变迁过程中的股票市场如何影响有效需求这一角度，来研究股票市场发展与经济增长的关系，以期一方面弥补已有理论研究的不足，另一方面，也对处于明显的制度变迁过程中的中国股票市场的发展与存在的问题进行更为深入的研究和解释。

在本书的研究过程中，我们在理论方面着力进行了如下尝试。其一，本书首次明确地、系统地研究了股票市场发展对有效需求的作用与影响，这是对传统金融发展理论，特别是新金融发展理论的理论深化和拓展。其二，新古典范式的根本性特征之一

是其货币外生性假定，而在本研究中，特别是在研究股票市场发展对企业投资支出的影响时，则以货币内生性作为理论基础。从货币内生性角度研究股票市场与经济增长的关系，可能是对现有金融发展理论的一次突破与创新。其三，至今为止的理论研究中，对股票市场的发展与制度变迁的研究还显零乱和不全面，而本书则集中性地、全面地研究了股票市场发展与制度变迁的相互作用与机制，这也是对传统金融发展理论与新金融发展理论的补充与完善。

在已有的对股票市场发展与经济增长关系的研究中，要么是新古典式的研究方法（如传统与新金融发展理论），要么是以制度变量作为主要方法（如新制度经济学的研究）。本书则采取了综合性的研究方法，既借鉴了新古典方法的一些合理内容（如消费函数理论），同时又将制度安排与创新作为本书的研究背景而贯穿始终。另外，在本研究中，还大量应用了博弈论、信息经济学、新兴古典经济学的有关理论与方法，从而使研究方法更趋前沿性。此外，本研究还较多地运用了计量经济学和数理经济学的方法，并且在模型的建立与数据选择中，避免了对既有的（特别是国外的）理论模型的生搬硬套，而是根据前述的理论创新和中国的现实情况，对模型中的变量进行重新设计和慎重选择，并对有关数据进行了缜密的筛选与计算。

在上述理论尝试与研究方法的基础上，本书对中国股票市场进行研究，提出了一些发展资本市场的政策建议。其一，鉴于中国股票市场发展对经济增长的贡献并非如人们意愿或如市场经济发达国家那样作用明显，本书针对中国股票市场对经济增长的作用微弱这一现状，进行了深入、细致的分析。其二，本研究证明，中国股票市场中所存在的众多问题，其根源都在于股东投票

权的非完备性，这无论是在（新制度经济学）理论上还是在对中国股票市场的现实分析中，都是一种原创性的观点。其三，笔者对股票市场的功能进行了重新定位，并结合中国股票市场的现存问题，提出了有参考价值的政策建议。

李学峰

2005 年 3 月

目 录

丛书总序	谷书堂	1
前 言		1
第一章 导 论		1
第一节 问题的提出		1
第二节 本书的研究对象与基本概念		8
第三节 本书的研究假设、主要内容与研究方法		11
第二章 文献综述：对股票市场发展与经济增长关系的已有研究		17
第一节 传统金融发展理论对股票市场与经济增长关系的解释		17
第二节 新金融发展理论及其对股票市场发展 与经济增长关系的研究		31
第三节 新制度经济学及其对股票市场与经济增长关系的解释		48
第四节 对已有研究的评价		64
第三章 股票市场、有效需求、制度变迁与经济增长：本书的研究框架		70
第一节 有效需求与经济增长		71
第二节 股票市场与有效需求 ——从居民消费角度的研究		76

第三节	股票市场与有效需求	
——从企业投资角度的研究		81
第四节	制度变迁过程中的股票市场与经济增长	83
第四章	股票市场发展与经济增长	
——从居民消费支出角度的实证研究		86
第一节	股票市场财富效应：含义与类型	86
第二节	股票市场财富效应：以中国为例的	
实证检验		89
第三节	分红所得、资本利得与居民消费支出：	
中国股票市场财富效应的进一步研究		95
第四节	小 结	99
第五章	中国股票市场财富效应微弱的理论分析	100
第一节	股票市场财富效应的实现条件	100
第二节	中国股票市场财富效应微弱的原因分析	105
第三节	对“股市刺激论”的评析	113
第六章	股票市场发展与经济增长	
——从企业投资支出角度的研究		120
第一节	股票市场与企业投资支出：已有的研究	120
第二节	股票市场发展与企业投资支出：	
以中国股市为例的实证检验		124
第三节	对实证结果的理论分析	129
第四节	小 结	131
第七章	股票市场发展与企业投资支出：	
进一步的研究		134
第一节	股票市场与企业重组	135

第二节 股票市场中的公司重组现象： 已有研究的综述·····	138
第三节 股票市场中的公司重组与企业投资支出·····	141
第八章 股票市场发展与经济增长 ——从新制度经济学角度的总体研究·····	148
第一节 股票市场发展与产权交易·····	148
第二节 股票市场发展与公司治理·····	157
第三节 股票市场发展与制度变迁·····	164
第九章 中国股票市场现存问题的成因分析 I： 投票权完备性与大股东侵害·····	175
第一节 从“股市大论战”看中国股票市场 现存的主要问题·····	175
第二节 对大股东侵害行为可能性的理论证明·····	179
第三节 投票权非完备条件下的大股东 侵害行为的必然性·····	183
第四节 投票权非完备条件下的大股东 侵害行为：现实分析·····	189
第十章 中国股票市场现存问题的成因分析 II： 投票权完备性与中小股东投机·····	196
第一节 对股市泡沫的理论和经验研究·····	196
第二节 对中小股东投票权非完备性的进一步分析·····	202
第三节 中小股东的投机一致性与股市 泡沫的累积性存在·····	206
第十一章 结束语：研究启示、功能定位与政策选择 ·····	212
第一节 本研究的启示 ·····	212

第二节 股票市场功能的重新定位·····	216
第三节 发展与完善我国股票市场的政策选择·····	219
第四节 有待进一步研究的问题·····	227
附录 经济运行中的货币内生性·····	231
第一节 货币供给的内生与外生：一个比较分析·····	232
第二节 货币供给内生性的理论依据与经验支持·····	236
第三节 货币内生供给：一个简化的模型·····	245
参考文献·····	253
后 记·····	264

第一章 导 论

第一节 问题的提出

一、现有理论的不足

自从古典经济学开始，经济学家对经济增长（与发展）的研究投入了大量的精力。特别是马克思的再生产理论、技术进步理论以及亚当·密斯的分工理论等，不仅深刻揭示了资本主义（市场）经济关系下经济的动态增长，而且成为 20 世纪 80 年代以后产生的新经济增长理论的思想源泉之一。

随着经济的金融化、虚拟化及国际化的不断发展，资本市场，特别是股票市场已经成为完善的市场体系不可或缺的重要组成部分。特别是对市场经济发达国家而言，股票市场已成为经济运行的“晴雨表”，与国民经济的关系日益紧密。在这一背景下，主流经济学^①中，出现了专门研究金融发展与经济增长关系的较为完整的理论体系，其代表即是 R. W. 戈德史密斯的金融结构理论、R. I. 麦金农和 E. S. 肖的金融深化理论。金融结构理论和

^① 本书中所称主流经济学，如无特别说明，均指目前在经济学界占支配地位的新古典经济学。