


体制转轨时期的

中国资本市场



TIZHI ZHUANGUI
SHIQI DE
ZHONGGUO
ZIBEN SHICHANG

陈浩武 / 著



经济科学出版社

体制转轨时期的

体制转轨时期的

体制转轨时期的

体制转轨时期的

体制转轨时期的

体制转轨时期的

体制转轨时期

体制转轨时期



中财 B0106951

中国资本市场

陈浩武 著

中央财经大学图书馆

登录号 463508

分类号 F832.5/216

责任编辑：刘金刚
责任校对：徐领弟
版式设计：周国强
技术编辑：王世伟

体制转轨时期的中国资本市场

陈浩武 著

*

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

北京博诚印刷厂印刷

出版社电话：62541886 发行部电话：62568479

经济科学出版社暨发行部地址 北京海淀区万泉河路 66 号

邮编：100086

*

850×1168 毫米 32 开 9.625 印张 240000 字

1998 年 12 月第一版 1998 年 12 月第一次印刷

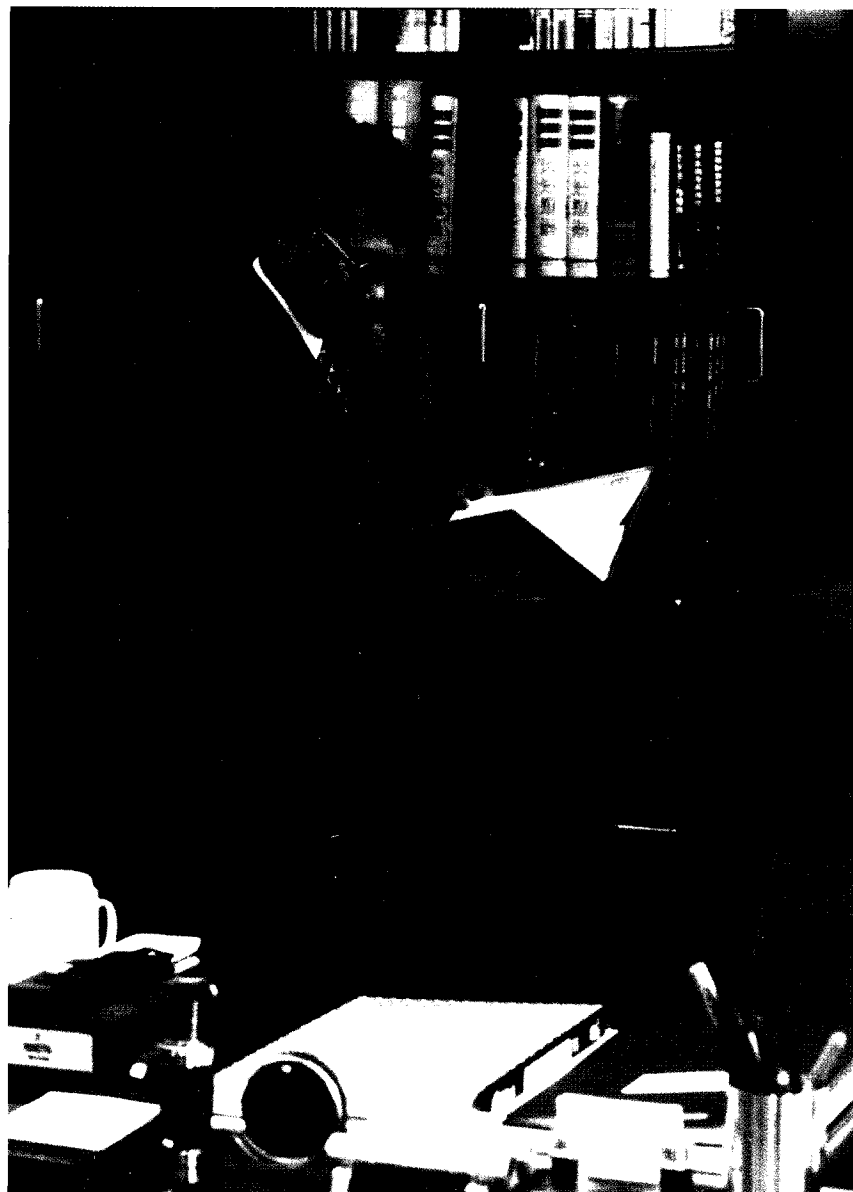
印数：0001—5000 册

ISBN 7-5058-1591-1/F·1121 定价：24.00 元

体制转轨时期的 中国资本市场

陈浩武 著

经济科学出版社



图书在版编目 (CIP) 数据

体制转轨时期的中国资本市场/陈浩武著. —北京:
经济科学出版社, 1998. 12

ISBN 7-5058-1591-1

I. 体… I. 陈… 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 34994 号

序

浩武同志最近的力作《体制转轨时期的中国资本市场》即将付梓。我先睹为快之余，欣然命笔作序。

资本市场是经济发展的产物。但真正现代意义上的资本市场却是与企业制度的历史演变相联系的。尤其是，股份公司的发展，形成了两权分离的公司治理结构。为了部分解决股份公司中的代理成本问题，股票二级市场产生了。股票二级市场不仅为股票持有者提供了资产流动性的场所，而且它对公司经理人员构成了外部的约束力和压力。资本市场的质的发展是经济发展到一定阶段，有了货币制度之后，人们有了大量的经济剩余，出现了储蓄与投资的分离时才产生的。资本市场的出现又加速了经济的发展，它在金融上完成了一个否定之否定的螺旋式的上升过程——即它作为沟通资金盈余者与短缺者之间的桥梁，促使了储蓄与投资的融合，使得储蓄可以顺利地转化为投资。资本市场的信息反馈功能、流动性和企业监控功能直接促进了资源的再配置，实现资源配置

的优化。

作者紧紧围绕资本市场与经济发展之间的这种内在逻辑关系，对中国资本市场的发展进行了全面深入的分析，及时地对中国资本市场实践进行了理论总结，具有重大的现实意义和理论价值。他没有照搬西方经济学中有关资本市场的理论来诠释中国资本市场，而是紧紧立足于中国体制转轨这样一个特殊的历史时期和背景下来研究这一问题，无疑丰富了对资本市场的理论研究。尤其是在财产关系与企业制度的重构基础上来研究资本市场，将金融运行与实质经济的运行结合起来，就使得整个理论体系具有了坚实的基础。这与中国经济体制改革的历史进程和改革的路径是完全一致的。中国资本市场的大发展是企业制度改革推动的结果，同时，资本市场的发展又促进了现代企业制度的形成。更值得一提的是，他还将研究的视野延伸到纯经济研究之外。作者认为，“资本市场发展的背后，不单单是市场取代了计划的资源配置方式，更重要的是，它推动着一个代表生产力发展水平的新的基础性制度安排的形成，以及人们思想观念的彻底解放，在追求自由、个性充分发展的基础上推动着人们的社会生活方式的变革，这是一场悄悄的革命。”这构成了本书的一个鲜明的特色。

除此之外，通观全书，还有以下几个方面的特点：

第一，对资本市场的一般理论分析，没有简单地罗列经济发展史上有关资本市场的一些重大事件，并以此就事论事，而是从经济发展的角度对资本市场进行了高度抽象分析，这为分析中国资本市场的发展奠定了坚实的理论基础。

第二，将中国资本市场的发展纳入到中国经济改革的大背景下来分析，从而对中国资本市场的分析既全面，又客观。很好地将企业理论与金融理论、政府行为的分析结合起来了；全面地分析了中国资本市场功能及问题，并极有见解地提出了中国资本市场发展及企业进一步改革的方向。

第三，对中国资本市场的有效性和风险进行了理论与大量的实证研究，有理有据，分析结论也是令人信服的。作者将中国资本市场的风险和有效性与发达国家资本市场的风险和有效性进行了对比分析。无疑，这一研究已经走在了国内同行的前列，难能可贵。

第四，运用最近几十年内发展起来的信息经济学理论分析了对资本市场的监管问题，从信息不对称所产生的道德风险和逆向选择的角度来分析对资本市场的监管，给人以耳目一新的感觉，提出的监管政策建议具有充分的理论依据和积极的现实意义，可操作性强。

浩武同志从事资本市场实践多年，其理论研究和实务运作都有相当丰富的积累，因此，他的文章具有理论与实务相结合、宏观与微观并容、信息量大、参考性强等特点。他本着对民族的高度责任感，立足于振兴民族经济的高度来观察、理解、思考中国资本市场的发展和经济体制的改革。我和浩武同志多次交流，深切地感到他努力工作的热忱和出众的研究调查能力。在他身上，体现了我国中青年一代的金融企业家不仅勤于实践、勇于探索的热切愿望，而且以其坚实的理论基础，及时地从理论上对实践加以总结的治学风范；体现了愿为中国资本市场的发展而献身的责任感和自觉地担负起开拓中国资本市场的重大的历史使命感。资本市场是一个非常宽泛的概念，要将这样一个大题目写好委实不易。但浩武同志将这样一个复杂的课题写得有声有色，足见浩武同志的理论功底之深厚，也体现了他勇于探索的可贵品质。

真理是不可穷尽的。出于篇章结构安排的逻辑需要，《体制转轨时期的中国资本市场》对一些具体的细节没有展开充分的讨论。当然，要求在本书中对中国资本市场做到面面俱到的分析也是苛刻的。但对这些问题的分析无疑同本书已作的研究一样具有重要的现实意义。而且，随着实践的深入，必将会出现一些新的问题，

还有待于我们进一步分析和总结。我衷心地希望浩武同志能在今后的工作中励精图治，兼收并蓄，为中国资本市场的发展作出更大的贡献。

谨为此序。

陈耀先

1998年5月于北京

摘 要

资本市场是市场经济制度最基本的构成要素。在市场经济体系中,资源配置效率如何在很大程度上取决于资本市场的效率。显然,对正由集中计划经济体制向市场经济体制转轨的中国而言,资本市场将发挥着愈益重要的作用,资本市场发展的背后,不单单是市场取代了计划的资源配置方式,更重要的是,它推动着一个代表生产力发展水平的新的基础性制度安排的形成以及人们思想观念的彻底解放,在追求自由、个性充分发展的基础上推动着人们的社会生活方式的变革。

资本市场是经济发展的产物。在中世纪的欧洲,就产生了为物质资本的形成而融资的彩票市场和银行信贷市场。但真正现代意义上的资本市场却是与企业制度的历史演变相联系的。尤其是,股份公司的发展,出现了两权分离的公司治理结构。为了部分解决股份公司中的代理成本问题,股票二级市场产生了。股票二级市场不仅为股票持有者提供了资产流动性的场所,而且它对公司经理人员构成了外部的约束力和压力。资本市场的质的发展是经济发展到一定阶段,有了货币制度之后,人们有了大量的经济剩余,出现了储蓄与投资的分离时才产生的。资本市场的出现又加速了经济的发展,因为它在金融上完成了一个否定之否定的螺旋式的上升过程——即它作为沟通资金盈余者与短缺者之间的桥梁,促使了储蓄与投资的融合,使得储蓄可以顺利地转化为投资。资本市场的信息反馈功能、流动性和企业监控功能直接促进了资源的再配置,实现资源配置的帕累托改进。

同世界发达国家资本市场的发展规律一样,中国资本市场在

转轨经济中的出现和发展也是生产力发展的内在要求的结果，同时它也是我国经济结构在改革进程中发生变化的历史必然。如国民收入分配结构的变化，引致了国民储蓄结构的变化，迫使企业融资机制的变革。而中国经济的货币化和金融化又为资本市场的发展和企业融资机制的变革提供了可能性。但从根本上说，我国资本市场的发展是在企业制度改革，培育真正的市场行为主体，重塑资源配置的微观基础中出现的，企业制度的改革与资本市场的发展相辅相存，互为依托。企业制度的变革构成了我国资本市场发展最深层的实质内容，而资本市场的发展又为企业制度的变革提供了良好的外部环境。中国的渐进式改革之所以能够取得成功，在相当程度上应归功于政府对资本市场的成功培育。

但是，与发达国家的资本市场的纯自然演进不同，中国资本市场的发展，尽管同样有生产力发展的必然结果和解放生产力对制度变革的内在要求的自然发展一面，但由于长期受计划经济体制的束缚，它却在很大程度上是“人工培育”的结果，其中一方面是由于传统的意识形态的禁锢所形成的对资本市场的偏见，政府担心资本市场失败；一方面新的制度安排是一种权力利益重新分配的过程，它必然会遭到旧的利益集团的重重阻挠。正因为如此，中国资本市场表现出与纯市场力量组织的资本市场许多不同的特征来。其中最主要的就是：股票市场中“计划”和“市场”并存，国有股、法人股、社会公众股、内部职工股、A股与B股市场的分割；由于利益集团的需要，对资本市场的监管政出多头，有关证券法规迟迟不能出台。中国政府对股票一级市场的额度计划控制，使得我们在市场化的进程中，仍然在以最行政化的手段办最应该市场化的事情。额度分配的层层分解，使得股票发行额度这种最稀缺的资源没能配置到效率较高的部门中去，募集的股份资本不能产生相应的社会效益，从而股票市场的风险就有一定的集中性。由于股票市场的分割性，通过股份化来形成新的企业治

理结构也是难以实现的。A 股与 B 股的市场分割,以及 A 股内部结构的分割状态,使得同一公司的不同股票持有者具有极其悬殊的收益率,而这种离散的收益率又由于行政的约束,难以通过市场力量来重新组织资源结构的调整而使其向反映真实效率水平的方向收敛。投资收益率的离散,股票市场价格就失去了信息反馈的基本功能。这样,按照美国经济学家法玛的分类方法,中国资本市场是一种弱型有效市场就不足为怪了。

尽管如此,中国资本市场的发展对经济制度的变革和经济发展还是起到了相当积极的作用。笔者把它称为“一场悄悄的革命”是一点也不过分的。除了资本市场发展诱致了一个新的基础性制度安排的形成、居民收入分配形式的多样化、意识形态的变迁外,它最直接的结果是金融结构会发生相当大的变化。融资渠道的多样化,有利于社会资本更为合理地配置,它大大拓宽了资源配置的广度和深度。股票市场的发展,借助于现代金融工具,使在物理上不可细分的实物资本在量上加以细分,并由不同的投资者持有,不仅明确了企业产权,而且这种产权通过市场流动不断地重组,这就有利于新的企业治理结构的形成和产业结构的重新调整和布局。

资本市场代表着我国资源配置方式变革的内在要求,具有广阔的自然发展空间和发展前景。为了让资本市场得到更充分地发展,在今后相当长的一段时间内,从根本上说,就是要规范各市场参与者的行为——政府行为、企业行为和投资者行为。其中最重要的是政府行为和企业行为,因为股票市场分割完全是由政府单方面行为的结果,而股份资本配置效率的低下,则是政府行为与企业行为共同作用的结果。这需要我们对资本市场的整体功能有一个透彻地把握,并建立市场经济体系中的新的伦理原则和道理约束。为了达到这一目标,加强政府对资本市场的监管,以保证资本市场运作的公平、公正和公开又是必需的。

Abstract

Capital market is the essential element of the market economy system in which the efficiency of resource allocation depends upon the capital market efficiency. Obviously, capital market plays an increasing important role in China which is shifting from the Collective Planning Economy to the Market Economy System. It is not only the market takes place of the plan to allocate resource but also pushes a new basic constitution which stands for the standard of productivity to be formed and to disentangle completely people's idea. On the basis of running after liberation and full development of personality, it advances the reform of people's social life.

As a result of development of economy, capital market appeared in the mid-century in Europe in such forms as lottery and credit markets, which channeled funds into real departments for physical capital. But the real capital market from a modern view is related to the evolution of corporation system, especially the governance structure with detachment of ownership and management. The secondary stock market, which provides place for shareholders to portfolio and sell their stocks and exert external pressure and constraint to manager, came into being to resolve the problem of the agency cost in corporation. As an intermediary connecting saver with those who wants funds,

capital market puts save and investment together and pools save into investment smoothly. The capital market function of reflection on information, mobility and supervision against firm behavior facilitate to re-allocate resource and realize its Parreto improvement.

China capital market, no different from those in developed countries, emerged in the periods of economy transition on the basis of productivity and historical development in process of reform such as the change in national income distribution structure which lead to change in national save structure and require the mechanism of firm finance reform accordingly. It is made possible to develop capital market and reform firm finance mechanism for Chinese economy has been monetarilized and financialized. The reform of enterprise system and the development of capital market are contingent upon each other because the core objectives of the development of capital market come from the reform of enterprise system, and the former provides with necessary environment for the latter. The success of China's gradual reform to a large extent should be contributed to the government has established a capital market.

However, capital market in china was different from those in developed countries. Although it was also spontaneously the result of growth of productivity, it was fettered by the old planned economic system during a long period of time , and in a sense it was an artificial system. Because of prejudice from the orthodox ideology, government was afraid of market failure. allocating of the power and interests in a new way, the launching of a fresh system is inevitably obstructed by different interests

groups. So capital market in China shows some different characteristics from those organized by market power: the co-existence of market and plan in securities market, the division of state-owned shares, public shares, staff shares, A shares market and B shares market. Many departments compete to monitor the capital market and the law concerned securities can't be obtained due to the different need of interests groups. In the process of marketlization, the government control directly the scale of share issue in primary stock market, so the resource allocation is replaced by the most executive means, which led to the fact that the scare resource hadn't been allocated to the most efficient industries, therefore it couldn't bear deserved social profits and the risk in the stock market is centralized to some extent. It's difficult to realize a new governance structure of firm because of the division of the stock market. In the divided stock market, the different type of share issued by the same corporate carries very different return which can't converge to the rate of return that mirrors the real efficiency because the execution block up the market power to re-arrange the resource structure. The stock market lost its most element function owing to the divergent investment return. Thus, stock market is weak-efficient market in China according to the classification of Fama who was an American economist.

Despite of this, the development of capital market, no less profound than a peaceful revolution, plays an important and active role in the evolution of economy system and the development of economy. In addition to the capital market induces a new basic system, various resident income distribution

and the advance of ideology, it apparently results in change in financial framework which allocate the social capital advantageously by means of exploiting and enlarging the range of resource allocation. The development of stock market makes it possible that the material capitals, which can't be detached in physical are shared in value and are held by different investors. Not only can it define property but also the property can be re-organized by mobilization in the market which puts forward a new governance structure of firm and arrangement of industry structure.

The capital market has a hopeful and attractive natural development prospects in China because it presents evolution of resource allocation. To fully develop the capital market, it should regulate the behavior of market participants—— the governments, firms and investors, especially the government and the firm because the division of stock market is conducted by government completely and the low efficiency of share capital is resulted from the cobeavior of them. It is required to grasp the overall function of capital market thoroughly and construct a new market economy system ethics and moralities. And above all, it's imperative for the government to supervise the capital market and to guarantee it operates in a fair, just and open way.