

李扬 王国刚 著

中国资本市场

的

培育与发展

经济管理出版社



中国资本市场的培育与发展

李 扬 王国刚 著

C17266/02

中央财经大学图书馆藏书章

登录号

466961

分类号

F832.5/221

经济管理出版社

责任编辑 凌 霄
版式设计 陈 力
责任校对 孟赤平

图书在版编目 (CIP) 数据

中国资本市场的培育与发展/李扬、王国刚著. — 北京: 经济管理出版社, 1999.2

ISBN 7-80118-749-0

I. 中… II. ①李…②王 III. 资本市场—概论—中国 IV
.F832.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (98) 40440 号

中国资本市场的培育与发展

李 扬 王国刚 著

出版: 经济管理出版社

(北京市新街口六条红园胡同 8 号 邮编: 100035)

发行: 经济管理出版社总发行 全国各地新华书店经销

印刷: 北京海淀求实印刷厂

850×1168 毫米 1/32 7.5 印张 183 千字

1999 年 1 月第 1 版 1999 年 1 月北京第 1 次印刷

印数: 1—6000 册

ISBN 7-80118-749-0/F·712

定价: 12.00 元

·版权所有 翻印必究·

(凡购本社图书, 如有印装错误, 由本社发行部负责调换。

地址: 北京阜外月坛北小街 2 号 邮编: 100836)

前 言

本书是中国社会科学院重点课题“中国资本市场的培育与发展”的研究成果。

这个课题历时两年多才完成。所以拖了如此之久，主观原因当然是没有抓紧——在中国经济正经历如此巨大变动的时期，课题的主要参加者们事实上很难集中精力去研究某一个问题。客观原因也不容忽视：本课题的研究对象无疑是近年来中国经济中出现的最为复杂的新事物之一。它问世不久，因而还处于不断的，有时甚至是剧烈的变动之中。因此，经常遇到的情况是，辛辛苦苦整理出一份东西尚未定稿，就因市场实践已经发生变化而不得不改写，甚至从头来过。现在，本项研究终于完成了，这绝不意味着它是一份令人满意的东西；相反，我们诚心诚意地承认：尽管做了很大努力，这个研究成果还是存在大量过时的甚至是无的放矢之处。因此，我们只能以“理论总是落后于实践”为遁词了。

全书共分10章。第1章是对中国金融体制改革的一个总体描述，旨在为中国资本市场的研究提供一份总图景式的背景。第2章是对中国资本市场发展的若干基础性和理论性问题的探讨。第3~6章重点从企业的角度来讨论资本市场，特别是企业的资本营运、发展战略和股票市场的发展问题。我们想重点指出的是，发展资本市场，特别是发展股票市场，其主要意义并不在于为企业提供一条新的筹资渠道，而是要为企业运行机制的转换和经营方式的调整，提供适当的金融环境和金融支持。第7章讨论国债市场的发展问题。在全面回顾了中国国债市场发展的历程以

及其中的利弊得失之外，我们重点讨论了国债依赖度问题、财政部门 and 货币部门在国债管理政策上的协调配合问题，以及金融机构购买和持有国债的问题。第 8 章讨论了资本市场的发展与社会资金流动的关系。我们重点从全社会资金流动的角度分析了股票市场中资金的运动与银行的存款和贷款，以及货币供应的关系问题。第 9 章研究市场风险问题。我们没有一般地讨论那些为管理当局所关注的市场风险问题，而是深入地从制度发展和制度建设角度出发，重点讨论了中国作为发展中的“转轨经济”国家，在发展资本市场过程中面临的特有的制度性风险。第 10 章探讨了在我国建立创业投资体系的有关问题。我们重点从金融角度，研究了建立多层次资本市场体系问题和金融安全问题。

我们真诚地期待着读者的批评。

作 者

1998 年 10 月于北京

目 录

前言	(1)
第1章 中国金融改革的进程	(1)
1.1 中央银行及金融宏观调控机制的改革	(2)
1.2 金融组织体系的调整	(6)
1.3 货币市场的发展	(12)
1.4 资本市场的发展	(22)
第2章 中国资本市场：理论与实践	(31)
2.1 概念辨析	(31)
2.2 资本市场中证券市场的作用	(34)
2.3 资本市场中的直接融资和间接融资	(36)
2.4 债券市场的地位	(38)
2.5 机构投资者问题	(41)
第3章 发展资本市场：缓解企业资金困境的根本出路	(44)
3.1 企业的资金状况：微观与宏观的反差	(44)
3.2 企业资金短缺的成因	(47)
3.3 企业资金紧缺的影响	(53)
3.4 企业资金紧缺：进一步的理论分析	(62)
3.5 发展资本市场 拓宽企业投融资渠道	(69)
第4章 产融结合：发达国家的历史和对我国的启示	(76)
4.1 产融结合的内容	(77)
4.2 主要发达市场经济国家产融结合的历史考察	(78)

4.3	值得注意的趋势	(88)
4.4	优化产融结合的若干政策建议	(93)
第5章	资本经营中应注意防止的几种倾向	(99)
5.1	资本经营：走出“空手道”误区	(99)
5.2	规模经济：走出“资产膨胀”误区	(105)
5.3	公司购并：走出“低成本扩张”误区	(109)
5.4	结构调整：走出“多元化经营”误区	(112)
第6章	多元化经营：韩国的教训及启示	(117)
6.1	韩国大企业发展战略的金融效应分析	(118)
6.2	三星集团财务状况的金融透视	(137)
6.3	对中国大企业发展战略的若干重要启示	(152)
第7章	国债市场的发展和国债管理政策	(161)
7.1	中国国债市场的发展	(161)
7.2	关于债务依赖度的讨论	(167)
7.3	作为协调财政政策和货币政策关节点的国债 管理政策	(169)
7.4	关于金融机构购买和持有国债问题	(173)
第8章	资本市场发展与社会资金流动	(178)
8.1	股市资金、储蓄存款、银行贷款和货币供应	(178)
8.2	直接融资风险辨析	(181)
8.3	对发展直接融资的再认识	(185)
第9章	中国金融市场的制度风险及其防范	(190)
9.1	同业拆借市场	(191)
9.2	国债回购市场	(194)
9.3	场外交易市场	(196)
9.4	股票市场	(197)
9.5	金融整顿过程中的风险	(199)
第10章	建立创业投资体系 实现经济的可持续发展	

.....	(202)
10·1 高新技术发展与经济及金融的安全	(202)
10·2 创业投资的基本内涵和主要特点	(205)
10·3 推动创业投资的金融支持基点	(210)
10·4 建立支持创业投资的多层次资本市场体系	(215)
10·5 创业投资体系中的中介机构和政府作用	(227)

第 1 章 中国金融改革的进程

金融体制改革无疑是规模宏大的中国经济体制改革最重要和最复杂的方面之一。从 80 年代初开始，这项改革就在不断进行，至今大约经历了四个阶段。

1984~1990 年为第一阶段。1984 年，中国人民银行开始专门行使中央银行的职能，其一般的存贷款业务和结算业务分给了先后陆续新设的四大国有专业银行。可以说，从这一年开始，传统的中国金融体系受到了最初的冲击。

1991~1993 年为第二阶段。以上海证券交易所和深圳证券交易所 1990 年末相继设立为标志，中国的资本市场开始迅速发展，并成为金融体系不可或缺的组成部分。

1994~1996 年，中国的金融改革进入了第三阶段。从 1994 年开始，中国对中央银行体系、金融宏观调控体系、金融组织体系、金融市场体系、以及外汇管理体系进行了全面改革。同时，规范中国银行行为和金融活动的基本法规——《中国人民银行法》、《商业银行法》、《票据法》、《保险法》等等，也于 1993 年以来相继通过。可以说，这一系列改革战略的实施和金融法规的颁行，标志着与社会主义市场经济相适应的中国现代金融体系框架已见雏形。

1997 年，亚洲各国相继发生了金融危机。这一危机虽然没有对中国的金融体系产生直接冲击，但对中国的金融改革和经济改革却产生了极为深远的影响。亚洲金融危机使中国政府深刻认识到，建立一个健全的金融体系，对于中国的经济改革和经济发展都具有极为重要的意义。同样十分重要的是，在这一年，中国

经济开始明确显现出了需求不足的征象。这一历史性的转变，在某种程度上正是经济改革以来我们孜孜以求的^①，但是，它确实也给我们带来了前所未有的挑战。1997年12月的全国金融工作会议，在相当程度上就是基于这一认识而召开的。此次会议对1998年的金融改革做了部署。大致说来，此次改革包括两类相互关联的内容。其一，整顿金融秩序，打击各种非法金融活动，防范和化解金融危机；其二，加紧实施在1994年业已确定的金融改革方案，建立一个良好的防范金融危机的制度基础。

金融改革是一项系统工程。仅就国内而言，它至少包括中央银行体系及金融宏观调控机制的改革，金融组织体系（包括商业银行、政策性银行、非银行金融机构、合作金融机构等）改革，货币市场（包括同业拆借市场、国债回购市场、商业票据市场等）改革，以及资本市场（包括国债市场、股票市场、企业债券市场等）改革等四个方面问题。

作为研究中国资本市场发展问题的背景，本章将顺次讨论上述四个方面的改革和发展问题。由于本书要对股票市场和国债市场作专门分析，在这一章里，我们只概括地描述它们的发展脉络，并指出其存在的主要问题。

1.1 中央银行及金融宏观调控机制的改革

中国的中央银行——中国人民银行已经有了近50年的历史。但是，从中华人民共和国成立到1979年的大部分年份中，中国谈不上有什么银行体系。因为在此期间，中国实行的是“大一统”银行体制，在大部分时期中，全国只有中国人民银行一家银

^① 改革以来，中国的管理当局和经济理论界一直把“创造一种需求略大于供给”的经济态势作为经济改革的目标。

行，这家银行既负责制定和实施货币政策、分配信贷、管理货币发行、经理国库、实施外汇管理等中央银行业务，也具体办理各种存款、对工商企业的贷款、为企业事业单位结算等商业银行业务，同时它还是政府的一个部级行政部门。

1984年，国务院决定中国人民银行专门行使中央银行的职能，并将其一般的存贷款业务和结算业务划给了在1984年前后陆续恢复或新设的四大国有专业银行。然而，由于各种原因，中国人民银行仍然未能摆脱传统体制的羁绊。主要表现是，在业务范围上，它自身一直都在办理某些面向企业的贷款业务，其规模在一段时间里甚至有扩大之势；在金融调控方面，它仍在沿用传统的资金切块分配办法调控资金的总量和流向；对于迅速发展的金融市场，以及数量日益增加且业务日益多样化的金融机构，它基本上还缺少有效的间接调控与监督手段。如此等等，都使得中国人民银行离真正的中央银行还有很大的距离。这种状况，直到1994年才有了实质性转变。

从1994年初开始实施的对中央银行的改革是全面性的。大体说来，它主要包括对中国人民银行的重新定位和货币政策的调整两大方面。

关于中国人民银行的定位，1994年的改革进一步明确了中国人民银行的两大职能，即稳定货币和监督管理金融业。为了实现职能的转变，从1994年起，中国人民银行不再直接对工商企业发放政策性贷款；同时把货币发行权、基准利率的调节权、中央银行资金管理权、信贷总量调控权都集中到自己手中。与此相应，人民银行各省市的分支机构也转变了职能，其主要业务仅限于进行金融监管、调查统计分析、横向头寸调剂、经理国库、现金调拨、外汇管理和联行清算。就金融监管而言，人民银行将通过健全法规、对银行业和证券业实行分业管理、控制金融机构的市场的准入条件和提高金融从业人员的素质等手段，加强金融监

督和管理，保护存款者和投资者的利益。

货币政策是包括货币政策的目标和实现这些目标的操作手段在内的系统。多年来，中国一直执行“稳定货币、发展经济”的双重货币政策目标。长期的实践显示：在中国这样一个资金短缺、投资需求旺盛、企业和政府相互严重依赖的发展中国家，在货币政策上实行双重目标，几乎总会牺牲货币的稳定。以过量的货币发行来支撑经济的暂时增长，其结果，往往诱发较高的通货膨胀，并导致国民经济周期性的大幅振荡和强制性调整。这一教训，促使理论界和货币当局重新审视我国的货币政策目标。这种认识，在1994年的金融改革中终于得到确认。在《国务院关于金融体制改革的决定》以及1995年通过的中央银行法中，货币政策的目标被表述为“保持货币的稳定，并以此来促进经济增长”。这一转变最值得注意的方面，在于明确了货币政策在市场经济中应当并且能够发挥的职能，它确认货币政策对经济发展的贡献，主要在于创造一个良好的货币环境；偏离这一目标，可能使国民经济得益于一时，但却会给经济的发展和增长带来长期隐患。

适应货币政策目标的调整，货币政策的中介目标也有了重大改变。货币政策的中介目标作为货币政策工具和货币政策的中间环节，必须具备可测性、可控性和相关性的特点。选择适当的中介目标，将便利货币当局准确判断金融形势，并及时采取有效的应对措施。1994年以前，在理论上和实际操作上，中国均没有明确的货币政策的中介目标，更谈不上政策目标、中介目标和操作目标的区分。中国一直使用的是信贷计划和现金计划，它是与集中计划经济体制以及社会信用形式单一化的状况相适应的。在这种体制下，货币部门实际上只起到出纳的作用。改革以来，随着金融市场的出现和多种金融机构的发展，信贷计划和现金计划已经不能有效地控制住全社会的信用总量。因此，适应变化了的

情况，完善中国的货币政策体系，已经刻不容缓。这种认识，在1994年的改革中也得到了确认。1994年9月，中国人民银行首次根据流动性的高低定义并公布了中国的 M_0 、 M_1 和 M_2 等三个层次的货币供应指标。这表明，中国的货币政策已经逐步走向成熟。

与货币政策目标和中介目标的调整相适应，金融调控机制也逐步从直接调控转向间接调控。事实上，诸如法定准备制度、再贴现制度、中央银行贷款制度、公开市场操作制度等现代调控手段，早在1986年便已进入中国人民银行的框架，但是，由于贷款规模控制等传统的直接调控手段仍在沿用且居于主导地位，这样一些间接调控手段一直未能发挥应有的作用。从1994年开始，随着贷款规模管理的放松，存款准备金制度、中央银行贷款制度等间接调控货币政策工具逐渐发挥实质性作用，一直只有象征意义的再贴现政策也开始发挥作用。更有意义的是，酝酿甚久的公开市场操作于1994年开始启动，并已取得初步成效。

1998年，中国金融宏观调控体系改革的最显著进展，就是中央银行取消了贷款规模限制。实行了近50年的传统调控手段的寿终正寝，标志着中国金融宏观调控体系有了新的飞跃。

但是，中央银行体制改革的任务远未完成，大致说来，面临的任務主要有四。第一，中央银行组织体系的调整。迄今为止，中国的中央银行还保留着按照行政区划设置机构的浓厚的计划经济格局。1994年的改革本欲改变这一结构，终因多方掣肘而未能实现。随着经济体制改革的深入，特别是随着中国宏观经济态势从供给约束转向需求约束，对这种组织体系进行调整已经势在必行。第二，中央银行职能的进一步转换。1994年的改革，虽然明确了市场经济条件下中央银行的职能，但转变的步伐显然还跟不上形势的发展。其中最为明显的是，中央银行在逐步放弃了以分配资金和管制商业银行为核心的对金融活动和金融机构的直

接管理方式之后，尚未建立起有效的以风险防范为核心的监管体系。在东南亚国家发生金融危机之后，这一缺陷暴露得尤为明显。第三，中国虽然已经取消了对贷款实行规模控制这一典型的计划调控手段，但显然还没有建立起以间接调控为主的货币政策工具体系。事实上，近年来由于外汇储备的增长十分迅速，远远超过每年基础货币的增长，我国对货币供应的调控基本上是被动的。随着经济形势的变化，我们显然需要全面发展和完善以准备金率、再贴现率和公开市场操作为主要内容的间接调控工具体系。在这方面，尚有大量工作要做。第四，长期以来，我们的金融宏观调控基本上是在封闭条件下进行的，换言之，我们基本上不需要像一般的开放经济国家那样，要同时解决对内和对外两个平衡问题。如今的形势已经完全不同了。随着对外开放程度的提高，我们必须正视国际资本流动对国内经济的冲击问题，必须认真考虑货币政策的国际协调问题。凡此种种，都是我们过去没有遇到过的。

1.2 金融组织体系的调整

1978~1984年，与经济主体的多样化和经济运行的市场化进程相适应，中国的金融体制也开始了多样化的进程。此间最令人瞩目的事件，是中国人民保险公司、中国人民建设银行（现改名为中国建设银行）和中国农业银行相继恢复和建立。

随着金融管制的松动，各种非银行金融机构和信用社也开始发展起来。1979年10月，中国第一家信托投资公司——中国国际信托投资公司成立。1980年，为了满足迅速发展的城市集体和个体企业的资金需求，第一家城市信用社在河北省挂牌营业，并很快在全国引发了组建城市信用社的高潮；同时，与乡镇企业的迅速发展相对应，从1953年便已存在中国农村之中的农村信

用社的数目也迅速增长。1981年4月，中国东方租赁有限公司成立，标明融资租赁业也开始进入中国的金融体系。

1985年，根据改革和发展的需要，中国政府决定按照现代银行制度的模式对其银行体系进行重大改革。该年初，中国人民银行开始独立行使中央银行职能。它同时也将其全部商业性信贷活动分离出来，交给了一个新成立的国家专业银行——中国工商银行。这样，在中国的银行体系中发挥主导作用的国有商业银行体系便有了基本的框架。

以中央银行制度的建立为契机，中国开始了大规模的金融机构创新热潮。

在商业银行方面，1986年，中国第一家以股份制形式组织起来的商业银行——交通银行重新开业。1987年，第一家由企业集团发起设立的银行——中信实业银行宣告成立，继之，第一家以地方金融机构和企业共同出资的区域性商业银行——深圳发展银行也开始营业。其后，又有十余家类似的商业银行进入中国的金融体系。

随着城市非国有经济的发展，城市信用社在中国的城市中迅速普及，到1997年底，其总数已达3500家。农村信用社适应着乡镇企业的发展也飞速扩张，1997年底，其总数已达48586家。

非银行金融机构也迅速成长。大量中央政府部门、地方政府和各家银行纷纷组建信托投资公司，在最为兴盛时期，其数目曾达到400余家。以企业集团为依托的财务公司从1987年开始出现，并很快就达到数十家的规模。投资基金也随着证券市场的发展而出现在中国的金融体系之中。1987年，中国银行和中国国际信托投资公司两家联手首创中国投资基金业务，标志着中国投资基金市场的诞生。1990年11月，法国东方汇理银行在中国建立第一个共同基金——“上海基金”，1991年10月，“武汉证券

投资基金”和“深圳南山风险投资基金”分别由武汉市人民银行和深圳南山区政府批准成立；同年，中国农村发展信托投资公司也在山东省私募5千万元，设立了淄博基金，并于次年获得中国人民银行总行批准，成为第一家较为规范的国内投资基金。

以上述发展为基础，从1994年开始，根据政策性业务和商业性业务相分离，以及银行业、信托业和证券业分业经营和分业管理的原则，货币当局又对中国的金融机构体系进行了大规模的改组。

长期被包含在国有专业银行之中的政策性贷款业务被分离出来，交给了新成立的三家政策性银行；同时，国有专业银行提出了按照商业银行的规范进行改革的要求。在商业银行系统中，民生银行、海南发展银行以及北京、深圳和上海的3家城市合作银行，成为1995年中国商业银行体系中的新成员。

截至1997年底，全国已经有154家城市进行了组建城市商业银行的试验^①，其中已经有74家城市商业银行开始营业。非银行金融机构经过整顿和重新登记，保留了244家信托投资公司、90家证券公司、72家企业集团财务公司和16家融资性租赁公司。

中国的金融组织体系的基本结构如图1所示。

可以认为，经过长期不懈的改革，与社会主义市场经济相适应的我国金融机构体系的框架已经基本建立，目前的主要任务，就是在实践中不断完善和发展这一体系。

从重要性和复杂性上来看，中国金融组织体系的问题主要还是在国有金融机构方面。

首先是国有商业银行。根据既定战略，我国原有的四家国有

^① 地方性银行最初被称为城市合作银行，后来被改为城市商业银行，以与其性质更为吻合。

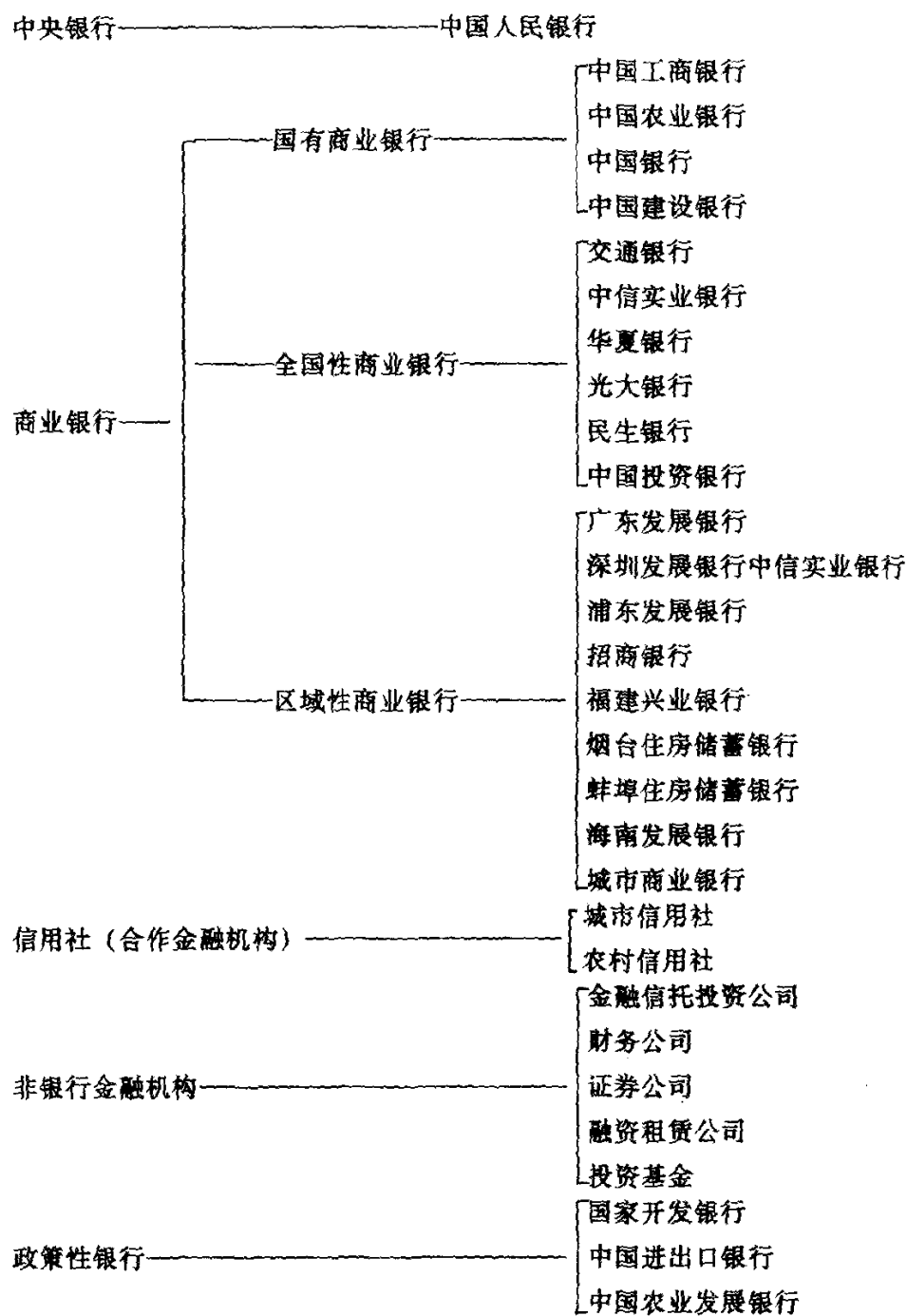


图 1-1 中国的金融组织体系图式