

中国 资本市场发展的 理论与实践

厉以宁 主 编
曹凤岐
王其文 副主编
张维迎

中国资本市场发展的理论与实践
中国资本市场发展的理论与实践
中国资本市场发展的理论与实践
中国资本市场发展的理论与实践



北京大学出版社

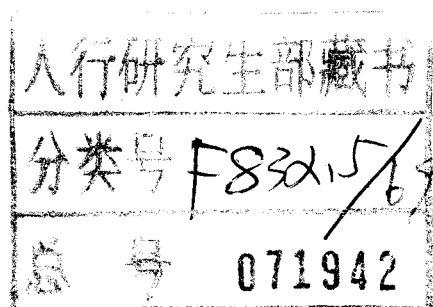
庆祝北京大学百年校庆
“中国资本市场发展国际研讨会”论文选

中国资本市场 发展的理论与实践

主 编 厉以宁
副主编 曹凤岐
王其文
张维迎



071942



北京大学出版社
北 京

图书在版编目(CIP)数据

中国资本市场发展的理论与实践/厉以宁主编. —北京:北京大学出版社,1998.4

ISBN 7-301-03692-2

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

书 名: 中国资本市场发展的理论与实践

著作责任者: 厉以宁 主编

责任编辑: 刘灵群

标准书号: ISBN 7-301-03692-2/F·268

出版者: 北京大学出版社

地 址: 北京市海淀区中关村北京大学校内 100871

电 话: 出版部 62752015 发行部 62754140 编辑部 62752032

排版者: 北京达卡展示设计有限公司

发行者: 北京大学出版社

印刷者: 北京大学印刷厂

经销者: 新华书店

850×1169毫米 32开本 18.75印张 486千字

1998年4月第一版 1998年4月第一次印刷

定 价: 38.00元

序

厉以宁

为了纪念北京大学建校 100 周年,北京大学光华管理学院在学校的统一安排下,主办了“中国资本市场发展国际研讨会”。现将国内外专家为研讨会所撰写的论文精选汇集成册,由北京大学出版社出版。我作为这次研讨会的主席,非常感激与会专家们对北京大学光华管理学院的支持,也非常感激为研讨会提供资助的光大证券有限公司和北京富源证券咨询公司对教育与科研事业的关心。

自从 1997 年 5 月 29 日江泽民总书记在中共中央党校发表重要讲话以来,国有企业改革的步伐大大加快了。截止 1997 年 12 月 31 日,在国家 512 家重点企业中,已经有 183 家在上海或深圳证券交易所挂牌上市,约占这些企业总数的 36%;在国家 120 户试点企业集团中,已经有 57 家集团的核心企业挂牌上市,约占试点集团数的 48%;在 100 户现代企业制度试点的公司中,已经上市的公司有 42 家,占 42%。在上海和深圳证券交易所上市的公司共 720 家(其中,在上海上市的为 371 家,在深圳上市的为 349 家),沪深两市的开户投资者达 3300 万户(《经济

日报》，1998年1月10日）。这表明中国资本市场已经进入了一个新的发展期，中国资本市场在国民经济中的作用已远非五年前所能比拟。在1998年春季召开这样一次大型的国际研讨会，不仅是必要的，而且也是十分及时的。

正如国内外资本市场发展的经验所表明的，资本市场健康成长的关键在于股份制企业的规范化，在于广大投资者投资行为的理性化，以及在于政府对资本市场的管理的科学化。这三者密不可分，缺一不可。当然，投资者投资行为理性化需要有一个较长的过程，不能指望那些分散的投资者在很短的时间内就会成为理性的投资者。这既要靠政府与舆论的引导，也要靠他们自身的经验积累与日趋成熟。但无论如何，股份制企业的规范化则是一开始就应重视的大事。

增加股份有限公司的透明度，是促使这些公司对公众负责的要求。要让公众了解企业的资产负债情况、损益情况、财务状况的变动和利润分配情况等。公司必须按期如实地公告自己的财务会计报告，让公众知情。这是股份有限公司必须遵守的公开性原则。增加透明度，遵守公开性原则涉及股份制的规范化问题。只有向投资者披露公司信息，而且是准确、及时、全面地披露公司信息，公司才能获得股东们的信任，才能保证公司的正常运行与不断发展，这更是防止对公众进行欺骗，保证严格按招股说明书的承诺操作与运转的必要条件。不遵守公开性原则，也就谈不到公正、公平原则的实现，谈不到股份制企业的自

我约束、对投资者合法权益的保护以及接受股东的监督。

在中国资本市场发展过程中,股份有限公司向公众公开自己的财务会计报告还有另外三方面意义:

第一,由于中国长时期内实行的是国有企业制度,产权的界定是不清晰的,谁是国有资产的代表者也不明确。在承包制之下曾发生不少侵蚀国有资产、国有资产流失、企业虚盈实亏的事例。因此把原来的国有企业改组成为股份有限公司的目的之一,就是维护国有资产,使国有资产得以保值增值。但这种改制必须在规范化的基础上进行,而规范化的条件之一就是公司信息的披露以及与此有关的财务会计报告的真实性的。假定缺乏公开性,欠真实的财务会计报告被提交给投资者,那么不仅不可能达到维护国有资产的目的,甚至会进一步导致国有资产的流失,导致国有资产被侵蚀。

第二,由于中国长时期内并未把政企分开,政府主管机关总是把国有企业当作自己的下属机构,视之为附属物,加之,政府部门总是习惯于用行政手段来直接干预企业的活动,使企业的人、财、物、产、供、销都受制于上级主管机关;因此,在国有企业改组成为股份有限公司时,甚至在建成股份有限公司之后,仍有可能发生“上级主管机关充当股份有限公司的‘婆婆’”的情况,发生官员干预公司的生产经营,利用手中的权力向公司索取财物(甚至股票),把自己的某些支出交给公司报账等不正常的行为,这些都将使股份有限公司投资者的利益受到严重损害。如果公司严格依照法律、法规和国务院财政主管部门的

规定建立规范的财务会计制度,并按期向投资者公开自己的财务会计报告,将有助于广大投资者与社会各界对政府部门同股份有限公司之间的经济联系进行监督,以消除上述损害公司投资者利益的现象。对这个问题,我们不当把眼光局限于某一家股份有限公司财务状况的公开对公司自身发展的积极作用,而应当把眼光扩大到股份有限公司财务状况的公开有利于现代企业制度的完善、资本市场的健康成长,有利于廉政建设的开展等方面。

第三,中国的股份制企业正在走向国际市场,中国的企业制度面临着与国际通行的企业制度的接轨问题。从股份有限公司的股权设置上看,既有中国公司到海外上市的问题,又有中国公司对境外投资者发行 B 股、H 股的问题。让海外的证券交易所和证券管理机构了解中国公司的财务状况,让境外投资者了解到海外上市的与发行 B 股的中国公司的财务状况,是关系到中国公司能否到海外上市以及能否顺利地发行 B 股的前提。这也表明了股份有限公司遵守公开性原则的必要。

可见,只有股份制企业严格按照公开性原则向公众公开公司的财务状况,股份制企业才符合规范化的条件,资本市场才能日益完善和顺利发展。

至于政府对资本市场的管理的科学化,则必须认识到资本市场上行情的波动来自供给与需求两种力量的作用,政府的管理应当从这个前提出发。要知道,资本市场是市场体系的一个组成部分,而且是其中最敏感、最活跃

的部分,是使市场波动正常的有效手段,应是听其自然,而不能用行政的办法来干扰市场运作。

有人认为,中国的资本市场处于初始阶段,供给力量与需求力量都受到很大的限制,因此,在现阶段有必要经常运用行政手段来加以调节。那么,怎样用行政手段来调节中国的股市呢?据说,包括行政主管部门运用自己的权威性,暗示或指使某些机构投资者在市场上买进卖出这种或那种股票,暗示或指使证券交易所在某段时间内停止接纳上市公司的申请或多多接纳上市公司,以此影响市场行情。甚至还包括行政主管部门运用财政力量介入供给方与需求方,或以行政手段强制中止交易。

主张运用行政手段来干预资本市场的人可能有这样一种理由,即认为只有采取行政手段才能维护公众利益和投资人利益,才能维护市场的稳定。实际上,这种理由是不能成立的。在中国资本市场发展的进程中,不论是现在还是将来,都不能靠行政手段来稳定市场行情。行政干预是有害的。

政府不干预资本市场决不等于政府不管理资本市场。政府应依照法律来进行管理。政府根据法律的规定来监督、检查上市公司的运作情况和信息披露情况,处分那些违法的证券发行者与交易者。市场行情的上下起落,是正常的事情,应让市场上的供给方和需求方自行调节。假定说政府需要劝说,需要告诫,那么劝说和告诫的内容应当是要上市公司与投资人懂得法律,遵守法律。

市场上的“利好消息”和“利空消息”,都是广大股民

通过自己的分析、判断而得出的。只要政策、法律被人们所了解,只要上市公司所披露的信息详细而又准确,只要没有行政干预,就不会造成灾难。假定上市公司的透明度差,法律不完善,再加上行政部门的干扰,那么市场行情的大起大落将是难以避免的。根据其他国家的经验,资本市场的灾难除了有政治上的原因而外,从经济上说,上市公司的不规范和政府的干预通常也是不可忽视的原因。因此,要使中国的资本市场健康地发展,必须在健全法制的基础上,让市场充分发挥调节作用。这正是这次资本市场研讨会所得出的一个重要论点。

第一篇

宏观经济与金融体制改革

中国的货币政策转变与公开市场业务的发展

中国社科院世界经济与政治研究所 余永定
中国人民银行 谢 多

一、导言

改革以来的许多年中,中国宏观经济稳定的最主要威胁是通货膨胀。这种通货膨胀是由于货币政策导致的过度投资需求所造成的。为了实现尽可能快地发展经济这一目标,首要因素是最大限度地利用资源进行投资。在改革以前的计划经济时期,高投资率主要是通过三个途径来实现的:一是职工的低收入;二是企业利润上缴;三是通过政府预算进行投资。低收入和低工资政策确保了实际资源用于投资,利润上缴使得政府能够对可利用的资源实行直接控制。在这样的经济体系下,金融资源是通过财政融通的,银行在资源流动和配置中的作用十分有限。然而,低收入政策不仅产生了严重的效率问题,在政治上也逐渐不被接受。利润上缴挫伤了企业的积极性,影响了经济的活力。此外,实践证明,以往的政府投资决策也未尽如人意。改革的目的是要解决这些问题。

从某种意义上说,改革的本质是为了把国民收入从政府手中重新配置到企业,从政府和企业重新配置到居民手中,从中央政府重新配置到地方政府,从而极大地调动后者的积极性。同时,在很大程度上,把投资的决策权从政府转移到企业,从中央政府转移到

地方政府。

由于利润上缴制度的废除以及缺乏一种行之有效的税收制度,政府收入在整个国民收入中的份额大幅度下降。同时,由于居民货币收入的快速增长,企业也难以得到足够的利润留成。为了保证充足的投资率,政府和企业除了利用居民手中的金融资源,别无它途。其结果是银行系统取代了财政系统,成为将储蓄转化为投资的主要渠道。

银行贷款的问题是,即使银行信贷的增长与银行储蓄的增长相适应,银行资产(资金使用)和银行负债(资金来源)的余额水平也可能与实际经济的均衡不相协调。也就是说,由于银行系统具有货币创造能力,为了给企业融资,它可以将信用扩张到超过实际经济资源所能够支持的限度,从而使有效投资需求比经济中可贷资金量大得多。其结果是,为了恢复新的均衡,价格水平和利息率必然上升。直到最近,由于中国经济尚处改革阶段,企业和地方政府的投资饥饿症很严重,对银行信贷的需求实际上是无限的。多年来,中国货币政策的任务是,一方面控制总的银行信贷以抑制通货膨胀,另一方面把更多的决策权下放到银行和其分支机构,以便提高资金配置的效率。

由于中国经济中基本因素的变化,以直接控制为特征的货币政策已经变得越来越无效。中央银行正在转向以间接手段实行对货币供给的调控,以改进资源配置的效率,实现对经济更有效的管理。

本文的第二部分介绍了中国银行体系和金融市场的概况;第三部分介绍了中国货币政策的演变;第四部分介绍了近几年货币政策的一些重大变化;第五部分讨论了货币政策的两个重要问题;第六部分是公开市场操作的发展情况;最后是全文总结。

二、中国的金融体系

(一) 中国的银行体系

改革之前,中国的银行体系与其他计划经济国家相类似。自1979年以来,中国逐步对银行体系的结构与功能进行了改革。1984年,中国人民银行(以下简称“人行”)成为中央银行,它的商业银行的功能转给了四个专业银行。在1995年由人大通过的《中国人民银行法》中,中央银行的独立性得到了进一步的强化。

重组中国银行体系的努力之一,是在1984年参照国际经验建立了存款准备金制度。经过几次调整后,准备金率于1988年定为13%,这个比率持续至今。法定准备金率对所有类型的国内现金存款都是同一的。所有金融机构的分行和分支机构都必须持有法定准备金。银行任一分行的法定准备金不足必须补齐,不能由其他分行的超额准备金抵补,只能通过正式的银行间市场交易进行。法定准备金以存款的形式存入人行分行。对专业银行而言,除了法定准备金以外,它们还须将相当于存款的5%—7%的超额准备金(备付金)存入人行,用于银行间支付和防止储户过度提款。自1989年以来,存在人行分行的备付金已经要求全部转到人行总行的账户。迄今为止,中国银行体系的准备金率仍高达20%。

中国在专业银行的商业化方面也做了很大的努力。1994年建立的三个政策性银行,使得四大专业银行能够从提供政策性贷款的业务中脱身出来,纯粹基于商业动机进行经营活动。目前,除了这四家占统治地位的国有商业银行外,还有14家比较小的商业银行、数目众多的城市合作银行以及非银行金融机构。

(二) 中国的金融市场

改革以来,中国金融市场稳步发展。目前,中国货币市场由银行同业拆借市场、债券回购市场和票据贴现市场组成。资本市场包括国债市场和股票市场。

1. 同业拆借市场。

第一个同业拆借市场创建于 1986 年。市场的参与者包括银行和非银行金融机构。市场利率,即中国同业拆借利率(CHIBOR)完全由对贷款的需求和供给决定,因此成为中国金融市场中最开放的市场。

2. 债券回购市场。

中国债券回购市场于 3 年前建立。市场交易的工具是国债。主要借款方是运用回购市场融通短期资金的证券公司,主要贷款方是利用市场获取较高盈利的商业银行。债券回购市场的利率(RE-POR)由市场对政府债券的供求决定,同时与股票市场的变化密切相关。1997 年 6 月,中央银行要求商业银行从证券交易所的债券回购市场退出,并开办了银行间的债券回购市场。

3. 票据贴现市场。

票据贴现市场的发展始于 1982 年。但之后这个市场有违轨行为,票据不被承兑和不被支付的事件时有发生,故而被政府关闭了一段时间。1994 年《票据法》生效,这个市场得以重新开放。

4. 国债市场。

1981 年,中国发行了第一批 5 年期的国债,国债市场由此产生。此后,在 1981—1984 年间,发行的类型主要是 5—9 年期的长期债券。1985—1993 年间,主要是 3—5 年期的中期债券。1994 年,总额为 5 亿元、期限为 6 个月的第一批短期债券得以发行。1996 年,发行了 3 个月期的债券。除了政府债券外,公司也发行了债券。

5. 股票市场。

到 1996 年底,深圳和上海两个股票交易所的上市新股总额约为 100 亿元人民币。初级市场的承销商包括大量的证券公司和信托投资公司。股票市场的投资者有证券公司、非金融的商业实体、个人或者个人团体。银行不允许介入股票交易。

三、中国货币政策的演变

1978 年以来,中国货币政策目标、中介目标和操作工具都发生了许多变化。中国货币政策的演变按照时间顺序,大致可分为以下几个重要阶段:

1. 信贷计划。

改革之前,类似于其他计划经济国家,中国是单一银行体系,货币政策完全是被动的,在总量和结构方面都从属于实现经济计划的目的。当时,中国最重要的货币政策工具是信贷计划。与物资计划相对应,“信贷支出”(发放的贷款)的总量与“信贷收入”(吸收的存款)是连同现金发放数量一起估算和决定的。信贷计划和现金计划又进一步被划分成上万个具体目标单元,由地方分支行实施完成。信贷计划等同于法律,必须严格执行。信贷计划具有双重目标:在微观层次上,将资金引导到与物资计划相对应的部门;在宏观层次上,控制总需求,防止通货膨胀。

改革启动之后,一直到 90 年代中期,中国仍然通过银行对企业贷款的方式投放基础货币。由于“软预算约束”的存在和其他原因,企业的资金需求对于贷款利率缺乏弹性。为了防止高利率对企业的不利影响,政府通常将贷款利率定在象征性的很低的水平。其结果是,企业对银行贷款的过度需求成为中国经济的重要特征之一。过度的贷款需求,加上不灵活的利率结构,政府要抑制通货膨胀,只能诉诸于对贷款额度的控制。因此,虽然从 80 年代早期政府就致力于取消把信贷计划作为主要的货币政策工具,但收效甚微。直到 1996 年底,信贷计划仍是中国货币政策的主要的操作工具。

2. 差额控制。

为了配合自 1979 年开始的市场化进程,克服信贷和现金计划的不灵活性,中国于 1980 年引入了新的货币调控目标:差额控制。在新的体系下,中国人民银行向它的地方分行下达详细的“信贷支

出”与“信贷收入”的差额目标,再由人行分行下达到地方的各专业银行。只要不超出规定的差额,地方银行吸收的存款越多,它们可贷出的款项就越多。这个政策是基于这样的假设:只要每个银行分行的信贷支出与信贷收入的差额不超过分配的额度,流通中的总的货币量就不会超出总的计划额度。引入这种新的目标工具的意图是希望把银行活动从强调负债管理(吸收存款)转移到资产管理,从而既鼓励了人行分行和专业银行分行吸收存款和发放贷款的积极性,同时又能控制住流通中的货币量。

对实施这种新的目标体系的预期导致了 1984 年下半年专业银行争相贷款的高潮,因为银行分配到的差额将根据 1984 年底的实际“差额”来确定,所有银行都尽量扩张信贷,以便在新的体系生效前争取到尽可能多的“差额”指标。由此可见,这个目标体系存在着本质上的不足。对“差额”的控制并不能自动导致对货币供给总量的控制。“差额控制”方法失败后,在 1985 年引入了另一种新的货币调控方式。

3. 基础货币控制。

1985 年实施的新的货币调控方式称为“基础货币控制”,其特点是通过操纵中央银行对专业银行的贷款和准备金要求来间接控制专业银行的总贷款能力。在这种新的调控方式下,政府首先根据计划产出和预期的价格水平来估算经济中的信贷需求,然后用估算的总的信贷增量乘以现金增量与信贷增量的比率(在中国称为“现金—贷款率”,根据历史经验估算),从而计算出现金的投放数量。与此同时,计划和预期的存款增长也用独立的方法计算出来。之后,把几个计算结果进行相互平衡调整。最后得出的结果就是“国家信贷收支计划”。

在根据“国家信贷收支计划”确定了专业银行应该向企业和经济中的其他部门发放的总贷款额之后,人民银行再决定专业银行应该存在其人行账户中准备金的数量。在确定了资金来源(负债)