

中国资本形成 资本市场发展论

——未来时代中财富的积聚与获得

许崇正 著



经济科学出版社

中国资本形成与资本市场发展论

——未来时代中财富的积聚与获得

许崇正 著

C1D264/13

1
经济科学出版社

责任编辑：张冬梅

责任校对：徐领弟

版式设计：代小卫

技术编辑：王世伟

中国资本形成与资本市场发展论
——未来时代中财富的积聚与获得

许崇正 著

社址：北京海淀区万泉河路 66 号 邮编：100086

出版部电话：62630591 发行部电话：62568485

网址：www.esp.com.cn

电子邮件：esp@public2.east.net.cn

(版权所有 翻印必究)

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

北京印刷一厂印刷

河北三河华丰装订厂装订

850×1168 毫米 32 开 11.5 印张 290000 字

1999 年 11 月第一版 1999 年 11 月第一次印刷

印数：0001—3000 册

ISBN 7-5058-1925-9/F·1380 定价：19.80 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

图书在版编目 (CIP) 数据

中国资本形成与资本市场发展论：未来时代中财富的积聚与获得 / 许崇正著 .—北京：经济科学出版社，1999.11

ISBN 7-5058-1925-9

I . 中… II . 许… III . ①资本-形成-研究-中国②资本市场-研究-中国 IV . F832.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (1999) 第 50887 号

序 一

厉以宁

许崇正同志原在西北大学学习，受业于何炼成教授。1995年初，他的博士学位论文答辩时，我为他的论文《中国经济发展中的金融市场创新》写了评议意见。我是这样写的，本文探讨了中国金融体制改革中的一些重要的理论和实践问题，作者从中国金融市场的实际情况出发，根据翔实的资料进行分析，所得出的结论是可信的，其政策建议部分可供有关部门参考。本文的明显优点表现于以下两个方面：第一，作者讨论了金融市场理论的历史演进过程，指出在近三百年的时间内，金融市场理论经历了从早期金融自由到金融抑制，再从金融抑制到金融自由的螺旋式的否定之否定的规律性现象，并强调这是不可抗拒的趋势。作者根据这一思路，研究了中国金融市场的现状及其与市场经济要求的差距。这样，就能够在较高的层次上分析中国金融市场的体制创新，而且能使分析具有深度。第二，作者在分析中国金融市场创新时，从货币市场创新、证券市场创新、利率机制创新、金融中介机构创新等方面分别加以论述。范围相当广泛，但层次清晰，条理清楚，这是很难得的。这能使读者了解中国金融市场体制创新的全貌，并知道这项改革的艰巨性。

接着，许崇正同志进入吉林大学经济学博士后流动站，继续从事这方面的研究。1997年1月，他完成了博士后研究报告《中国资本形成与资本市场发展论》。我又为他的博士后研究报告写了鉴定。我写道，这份研究报告是在大量调查的基础上写成

的。理论与实际的结合，国际比较分析，以及对中国金融市场的实证分析，是本报告的显著特征。报告中的一些论点很有新意。例如，作者提出“应建立社会主义资本范畴，用社会主义资本范畴取代资金范畴，”“证券化是解决中国资本短缺的惟一出路，”“中国应大力发展短期金融债券”，“国库券应是中国货币政策的主要操作工具”，“中国既要发展封闭型基金，更要发展开放型基金”等论述，论据充足，有较大的说服力。这表明作者在吉林大学博士后流动站期间，在研究工作中取得了可喜的成绩，并在中国资本形成这一研究领域内处于国内前沿地位。

从1997年1月至今已接近三年。在许崇正同志将他的博士后研究报告修改、充实并交经济科学出版社出版之际，我很乐意为这本专著撰写序言。最近几年的情况清楚地告诉我们，资本市场发展问题已显得越来越重要，越来越有紧迫感。我们知道，近年来中国经济中发生的一个重大变化就是出现了通货紧缩。据经济学界的看法，通货膨胀表现为物价的持续上涨。与此相反的是，物价的持续下降则被称为通货紧缩。为什么会发生通货紧缩？应当承认，造成通货紧缩的主要原因在于需求的减退，从而市场上商品滞销、积压、物价不断跌落。而需求减退的原因则是复杂的；或者是由于投资无利可图，投资者不愿投资；或者是由于居民收入预期不佳，不愿增添消费品，于是消费品销售不旺；或者上述两种情况同时发生，并相互影响，使通货紧缩加剧。

通货紧缩对经济是有害的。一方面，它使得商品滞销、积压、企业不得不减少产量，导致失业人数上升；另一方面，物价的持续下降使得企业的盈利空间缩小，企业难以进行技术改革，企业的发展缺乏后劲。因此，在发生通货紧缩时，应当针对造成通货紧缩的原因采取适当的扩张措施，包括增加货币供应量、刺激投资、刺激消费等。如果通货紧缩的发生同居民收入预期不佳有关，那就应当设法稳定居民的收入预期，使居民增加信心，以扩大市场销售量。然而，要对投资和消费进行刺激，并促使市场

销售量不断增加，不是很容易做到的。居民收入预期不佳，如何才能使他们愿意消费，敢于消费？投资者感到无利可图，又如何才能使他们愿意投资，敢于投资？这已经不仅仅是微调手段的运用，它们涉及体制创新这一更深层次的问题。

增加政府投资来启动经济，当然会有效果，但政府扩大财政支出，增加投资时，是不是会排挤民间投资呢？如果政府投资排挤了民间投资，政府投资的作用就是有限的。这个问题的关键在于市场是否受限制，即市场能否随国内生产总值的增长而扩大。假定市场是一个不断扩大的市场，在经济增长过程中，政府投资不仅不会挤出民间投资，而且还能起到带动民间投资的作用。

政府投资对民间投资的带动一般通过以下四个途径来实现：

1. 政府投资过程中必然需要购买一系列产品（如技术装备、建筑材料、办公设备等等），项目建设时也需要有建筑业参与，政府应采取向社会公开招标的方式，容许各类企业参加竞争，这样就可以带动民间投资。

2. 政府投资建设某些项目，项目建成后，可以通过竞价拍卖方式把它们转让给社会上的投资者，政府则利用所获得的货币转投于其他项目。

3. 政府投资一开始就采取同民间投资联合的方式进行。例如，一开始就建立股份制企业，把民间投资者作为联合投资伙伴；或者，政府以非货币形式作为资本投入（如土地使用权），吸引民间投资者以货币形式作为资本投入。

4. 政府投资为民间投资创造条件，如提供某些基础设施，以便民间投资者感到投资环境确实得到改善，从而愿意增加投资。

就上述第2、3、4个途径来说，都涉及资本市场的运用与发展。这正是值得经济学界进一步探讨的问题。

经验表明，资产的证券化，特别是通过股票上市的股份有限公司的收购与兼并，产业结构的调整不仅可以较快地进行，而且

会顺利得多，而且这也为民间投资的活跃提供了条件。证券法实施后，股票的发行将规范化，企业经营机制的转换会加快。发行股票的股份公司承担着投资风险，它们要避免生产出不为市场所需要的产品。如果股份公司针对着经济中存在的短缺现象而筹集资金和扩大生产，并且力求在扩大生产中获得经济效益，那么这将有助于调整产业结构、产品结构。如果上市公司经营状况不理想，业绩平平，有盈利潜力而未能发挥出来，竞争对手就会通过在市场上收购股票进行控股或接管。市场竞争迫使每一家上市公司走上利润最大化的道路。证券法实际上向所有的上市公司宣告，不要以为股票上市后就万事大吉了，市场的竞争和可能被收购的压力是客观存在的。

证券法对上市公司收购的方式、收购条件和程序、对收购活动的监管办法等作了规定：上市公司收购可以采取两种方式，一是通过证券交易所的竞价买入，达到一定比例后要向上市公司所有股东发出收购要约；二是收购人与被收购人之间进行协议的方式，进行股权转让。在收购活动中，与以前的做法相比，有一个重大的变动。证券法规定，投资者持有一个上市公司已发行的股份的5%后，通过证券交易所的证券交易，其所持该上市公司已发行的股份比例每增加或者减少5%，应当按规定进行报告和公告，而以前的做法则是每增加或者减少2%时就要进行报告和公告。这一变动将有利于资产重组和结构调整，提高上市公司效益，同时也有利于民间资本的介入。

再说，就现阶段中国经济的实际情况而言，结构的调整与盘活国有资产存量有关，而要盘活国有资产存量，就需要降低股份制企业中的国有股的比例。目前，在已经改制的股份制企业中，国有股所占比例过高，这对于股份有限公司的运作不利。这种不利主要表现于：第一，国有企业改制为股份有限公司后，指望能够建立一个由多元投资主体的代表所组成的董事会，董事会进行重大事项的决策。如果国有股比例过高，董事会几乎是清一色的

国有股代表，其作用的发挥将受限制。第二，国有企业改制为股份有限公司后，指望能有新的资本金投入，以加快技术改革。如果国有股比例过高，新增资本金过少，技术改革依然缺乏资金。第三，一家股份有限公司中的国有股比例过高，对新的投资主体是缺乏吸引力的。它们会认为向这样的股份企业投资，除非所投入的资本金数额很多，否则只能扮演一个无足轻重的小配角，那又何必投入？

这种状况正有待于改变。资本市场的发展、资产证券化与国有股转让，可以降低国有股的比例，这一趋势将是明显的。一般说来，在国家认为有必要控股的公司中，国家作为投资主体可以根据控股所要求的比例，转让超过控股界限的股份，这并不影响国家对该公司的控股地位。国有股究竟保留多大比例，要根据每家公司的具体情况才能决定。资产证券化后，国有股可以进入证券市场，被买进卖出，这不仅有利于国有资产的优化配置。更重要的是，将进一步推进国有企业的股份制改革，并提高国有资产的使用效率。我相信，对这一问题的研究在今后一段时间内会更加深入、细致，经济研究对实践的指导作用也会更加显著。

1999年9月3日于

北京大学光华管理学院

序 二

张维达

两年前，许崇正同志完成了他的博士后研究报告：《中国资本形成与资本市场发展论》。当时，我对他的成果鉴定评价如下：该研究报告的选题是中国经济改革与发展实践的前沿问题，有重大的理论意义和实践价值。作者在大量调研的基础上把金融理论与中国实际紧密结合起来，通过国际比较分析和中国金融市场的实证分析，做出有成效的研究成果。研究报告对资本范畴和中国资本形成提出自己的颇有新意的独立见解。文中提出我国金融市场证券化、国库券应成为中国货币政策的主要操作工具、按中国国情更应发展开放性基金等主张，论证充分，资料翔实，有说服力，具有较高水平的理论价值和应用价值。作者在吉林大学经济学博士后流动站研究工作期间，面向实际，悉心毕力，发表十余篇有影响的学术论文，完成国内本领域处于领先水平的研究成果。以上，是我为他的博士后研究报告写的评语。

现在他的博士后研究报告即将由经济科学出版社出版了。作为他博士后期间的导师，我深感欣慰和高兴，并向他表示热忱的祝贺。同时，应作者要求，我为他的书写个序。借此，我想谈谈关于储蓄投资与资本市场的关系问题。

现代社会再生产的基本特征是扩大再生产。规模不断扩大的再生产需要不断有新的资本形成。因此，资本形成是一国经济增长和经济发展的核心问题之一。从宏观经济的运行上来看，资本形成的现实过程包括两个环节：第一个环节是资本聚集过程，亦

即储蓄过程；第二个环节是储蓄的使用过程，亦即投资过程。宏观经济平衡的核心是储蓄和投资的平衡。

在储蓄和投资之间，有一个转化机制问题，储蓄主体将自身的储蓄资源直接用于投资，即储蓄向投资直接转化。这是平衡储蓄和投资的机制之一。但是，在市场经济中，储蓄主体和投资主体在相当程度上是分离的。因此，在储蓄向投资转化的过程中，需要有一个媒介作为两者的中间环节。储蓄向投资转化，既可通过财政的媒介，也可通过金融的媒介。前者指的是政府通过税收等收入手段将一部分民间储蓄集中起来，最终由政府完成投资的过程；后者指的是储蓄者通过购买股票、债券、存款凭证等金融产品的方式将其储蓄转移到投资者手中，最终由民间投资者完成投资的过程。在储蓄向投资转化的金融机制中，资本市场发挥着至关重要的作用。

在宏观经济分析中，全社会的支出主体可以划分为居民、企业、政府和国外等四大部门。全社会的储蓄主体也可以照这一分类来划分。换言之，居民储蓄、企业储蓄、政府储蓄以及国外储蓄构成了资本聚集的四个来源。这四个来源中，前两者直接来源于居民消费剩余和企业利润；政府储蓄则间接地来源于企业和居民部门创造的收入；国外储蓄则是进出口的差额。

一般说来，在较为发达的市场经济国家中，政府储蓄在总储蓄中所占份额不高；而在发展中国家，政府部门储蓄在全社会总储蓄中则占有较重要的地位。在传统体制下，由于中国实行“统收统支”制度，政府储蓄在社会总储蓄中占有着举足轻重的地位。经济改革以来，随着国民收入分配格局的变化，居民储蓄和企业储蓄的比重越来越高，政府储蓄的比重则明显下降。

投资是资本形成的第二阶段。通过投资，储蓄起来的收入，更确切地说，未被消费的生产资料和生活资料，才能最终形成资本。同储蓄主体一样，投资主体也包括企业、居民、政府和国外等四个部门。企业是最重要的投资主体，这不仅因为它们以自身

的储蓄支持的投资在全社会总投资中占据着显著的份额，而且因为企业还通过各种融资手段，将其他部门（特别是居民）的储蓄吸收过来转化为投资。

企业投资可以分为三类：第一类是非住宅性固定资产投资，亦即企业用于购买（建造）厂房和设备方面的投资；第二类为住宅性固定资产投资，指的是为建造新的住宅而进行的投资；第三类为存货投资，它包括产成品、在产品以及投入品价值的增加部分。值得注意的是，企业存货虽然在统计上被标为“投资”，它与前两类投资的经济意义却大不相同。为了保持生产的正常进行，企业保持一定规模的存货是绝对必要的。但是，从静态上看，企业存货的规模显然不能太大，因为存货规模较大，无非说明有大量的产品处于被积压状态，它表明企业的经济效益是不高的。从动态上看，存货的规模不宜增长，倘若存货比率逐步上升，意味着有越来越多的产品没有销售出去，表明企业的经济效益在逐步下降。这个道理，对于国民经济总体来说也是适用的。

在国民收入等式中，储蓄恒等于投资。这种储蓄和投资的“相等”是一种“事后”的定义性的关系。例如，企业新产出的库存产品在国民收入的供给中是被归为储蓄概念的；而在国民收入的使用中，它同时又被定义为存货投资。可以说，正是存货在国民统计中的这种双重存在，使得“储蓄”当然地等于“投资”。显然，所谓“事后”，是就结果而言的。既然有“事后”，就存在着“事前”。在经济分析中，“事前”指的是各经济主体依循自己的决策函数、根据所处的客观环境自主地决定的经济活动。也就是说，“事前”是就起点而言的。从全社会来看，事前的储蓄和事前的投资并不相等，于是就可能有储蓄不足或投资不足的现象出现。当储蓄不足时，经济中（在事后）就存在着通货膨胀的压力；而当投资不足时，则可能（在事后）使得存货增加。可见，宏观经济调控的核心任务，就是力促储蓄和投资在事前相等；当出现不相等的情况时，则设法通过各种政策手段来对它们进行调

整。因此，储蓄转化为投资是国民经济平衡的核心。

我们知道，从宏观上看，国民储蓄和国民投资在事前是不一定相等的。微观上也是这样。国民经济各部门都在进行储蓄和投资，但各部门各自的储蓄和投资通常也是不相等的。其基本特点是：（1）居民的储蓄通常大大高于该部门的投资，它是最大的资金盈余部门。（2）企业的储蓄往往不足以支持该部门的投资，它是最大的资金短缺部门。（3）政府的储蓄在其收入中的比例随着政府部门经常性项目支出的增长可能存在着下降的趋势，因而政府资本项目支出的比重亦存在着下降的趋势。在很多情况下，政府的储蓄不足以支持政府的投资，因此政府通常也是资金的亏缺部门。（4）国外投资和国外储蓄的关系比较复杂。对于发达国家来说，其国外投资常常是负数，这体现了发达国家作为资本输出国的特点。对于发展中国家来说，其国外投资则经常为正，这反映了发展中国家为了发展本国经济而引进外资的努力。

既然国民经济各部门各自的储蓄和投资并不相等，从全社会来说，就需要有一种机制，来将资金盈余部门的储蓄转移到资金短缺部门，以便形成投资。也就是说，我们需要一种促使储蓄转化为投资的机制。

许崇正同志的这本专著正是研究储蓄向投资转化的机制，以解决中国企业普遍的资金短缺和中国资本形成问题，因而具有重大理论价值和实践意义。我相信这本书出版后能产生较大的社会反响。如果书中的观点和论证能引起同行专家的重视，进而有更多的经济学家和经济学工作者加入到这一系列问题的研究中来，将是一个最大的收获。

1999年8月于长春吉林大学

目 录

序一.....	(1)
序二.....	(1)
第一章 导论.....	(1)
第一节 研究对象、思路与研究方法.....	(1)
第二节 中国金融市场的现状和未来.....	(5)
第三节 关于中国直接融资的进一步分析探讨.....	(18)
第二章 重新认识资本及资本形成的范畴.....	(27)
第一节 资本范畴的重新认识.....	(27)
第二节 中国资本形成范畴的探讨.....	(38)
第三章 中国资本形成的历史考察和分析.....	(48)
第一节 传统体制下的资本形成的历史分析.....	(48)
第二节 改革开放以来我国储蓄、投资格局变化.....	(60)
第三节 我国资本形成的主要矛盾和问题.....	(75)
第四章 证券化——解决中国资本短缺的惟一出路.....	(93)
第一节 金融市场证券化的潮流和趋势.....	(94)
第二节 中国的证券市场必须是证券多样化的市场 ...	(102)
第五章 中国的资本形成与发展以股票为主体的证券市场.....	(107)
第一节 证券投资决策理论.....	(107)
第二节 发展中国股票市场的若干问题.....	(118)
第六章 中国的资本形成与发展商业票据市场.....	(138)
第一节 票据及其票据承兑贴现的内涵和定义.....	(138)
第二节 票据贴现市场蓬勃发展是世界的潮流.....	(142)

第三节	发展和规范中国票据承兑贴现市场的 对策·····	(159)
第七章	中国的资本形成与大力发展短期债券市场·····	(165)
第一节	我国货币市场上的债券及其直接融资的 国际比较·····	(165)
第二节	大力发展我国短期债券急需解决的几个 问题·····	(168)
第八章	中国的资本形成与发展国债市场·····	(173)
第一节	中国国债市场存在的问题分析·····	(173)
第二节	国库券是市场经济调控的中心·····	(176)
第三节	关于我国国库券市场业务具体操作和建设 的设想·····	(183)
第四节	中国国债期货市场问题·····	(188)
第九章	中国资本形成与发展投资基金·····	(192)
第一节	发展投资基金是历史发展的必然选择和 趋势·····	(192)
第二节	中国投资基金的现状及其分析·····	(205)
第三节	关于中国投资基金市场的发展战略和 对策·····	(221)
第十章	中国资本形成与企业资产重组·····	(230)
第一节	资产重组与兼并收购的理论·····	(230)
第二节	企业资产重组、兼并收购与资本市场 功能·····	(248)
第三节	发展中国的资本市场对企业资产重组 的作用·····	(252)
第十一章	资本形成与我国证券市场国际化·····	(263)
第一节	我国证券市场国际化的意义探讨·····	(263)
第二节	我国证券市场国际化利用外资方式的 探讨·····	(267)

第十二章 资本形成与发展完善中国的外汇市场	(272)
第一节 东南亚金融危机原因分析	(272)
第二节 目前中国外汇管理中存在的主要问题	(274)
第三节 中国外汇管理体制改革的发展前景问题	(277)
第十三章 中国资本形成与国际资本流动	(286)
第一节 国际资本流动的概念与类型	(286)
第二节 当前国际资本流动的格局与趋势分析	(291)
第三节 欧元启动对全球和我国资本流动的影响	(293)
第十四章 资本形成与发展规范中国的信托业	(300)
第一节 旧中国民营信托业的产生和发展	(300)
第二节 建国后我国信托业的建立和恢复	(304)
第三节 我国目前信托业发展状况的考察分析	(308)
第四节 中国信托业今后发展方向的思路及前景 的探讨	(316)
第十五章 中国资本形成与金融市场风险防范	(324)
第一节 中国金融市场潜在的七大风险	(324)
第二节 中国金融市场风险防范与对策	(330)
主要参考文献	(337)
后 记	(344)

第一章 导 论

第一节 研究对象、思路与研究方法

一、研究对象、思路

本文是以中国经济发展中的资本形成和资本市场发展为研究对象，从资本形成与资本市场应有的密切关系出发，以马克思主义经济学为指导，批判地借鉴西方金融深化学派的理论及其研究成果，运用现代经济分析方法，对中国资本形成和资本市场的关系从历史、总量、结构以及体制等方面进行多角度、全方位的研究探讨。主要通过规范和实证研究揭示中国资本形成与资本市场的密切关系和内在规律。

资本形成问题是现代市场经济产生以后世界各国经济学家所共同关注的课题，尤其是在第二次世界大战后兴起的发展经济学中，以及西方现代货币经济学中，资本形成问题占有突出的地位，以至有人用“唯资本论”来概括等。特别是在当代，资本形成理论更是一个全球性经济发展的重大课题，对于中国经济发展更具有迫切的现实性。但是，在现代经济学文献中，这一课题的研究长期以来囿于两个领域：一是私有经济发展中的资本形成，二是传统以公有制为基础的计划经济中的资本形成。尽管对发展中国家的资本形成问题也多有涉及，但是这种研究也多是出于生活在发达国家的经济学家之手，且更多地采用现代西方发达经济为分析对象，自然难以适应发展中国家谋求经济发展对理论的需求。