

证券经济理论

金融改革与发展丛书

主编

ZHENGQUANJINGJILUN

ZHENGQUAN

JINGJILUN

上海人民出版社
SHANGHAIRENMINCHUBANSHE

正分经济理论



证券经济理论

金融改革与发展丛书

□贝多广/主编

□上海人民出版社
SHANGHAIRENMINCHUBANSHE

(沪)新登字 101 号

特约编辑 魏允和

责任编辑 何元龙

封面装帧 陆素义

· 金融改革与发展丛书 ·

证 券 经 济 理 论

贝多广 主编

上海人民出版社出版、发行

(上海绍兴路 54 号 邮政编码 200020)

经 售 处 上海发行所经销 上海市印刷七厂一分厂印刷

开本 850×1156 1/32 印张 9 插页 2 字数 202,000

1995 年 9 月第 1 版 1995 年 9 月第 1 次印刷

印数 1—5,000

ISBN7-208-02019-1/F·428

定价 15.00 元

“金融改革与发展丛书”编辑委员会

主 任：黄 达 王洛林

副主任：李 扬 吴晓灵 王国刚 陈 昕

编 委：(按姓氏笔画为序)：

马庆泉	王广谦	王 军	王国刚	王松奇
王洛林	贝多广	任若恩	刘志强	吴晓灵
李 扬	李茂生	余永定	何德旭	陈 昕
陈琦伟	周慕冰	林 涛	欧阳卫民	金 碚
房汉庭	杨之刚	赵一新	姜伯克	夏 斌
夏德仁	唐思宁	徐雅萍	黄 达	谢 平
谢杭生	蔡重直	戴根友		

编辑部

主 任：赵一新

中央财政金融学院图书馆

序

金融是现代经济运行的枢纽,它的重要性已经被越来越多的人认识到了。但是,几千年“轻财”的传统和几十年产品经济体制的束缚,不仅使得我国金融业的发展极为落后,而且使得国民的金融意识极为淡薄;与此相应,我国的金融理论研究也很不发达。这种状况,已经给中国经济的进一步改革和发展造成了极大的障碍。编辑和出版“金融改革与发展丛书”,就是想为破除这一障碍做点努力。

科学而全面地向国民普及金融知识,是中国金融家和金融理论研究者不可推卸的责任;紧跟中国金融改革和发展的进程,对其中发生的重大现象进行深入、细致和扎实的分析研究,是中国金融家和金融理论研究者的历史使命;探索中国金融改革和发展的经验,提出解决现实问题的对策和方案,应当是中国的金融家和金融理论研究者的自觉行动;以创新的精神,总结中国丰富的实践经验,为金融理论的发展添写新的篇章,是历史赋予中国金融家和金融理论研究者的神圣职责。“金融改革与发展丛书”作为一个新的金融科学的研究园地,将记录下中国金融改革和发展的足迹,记录下中国金融理论深化的轨迹,同时也记录下

中国金融家和金融理论研究者勇于探索、执著追求的精神。

“金融改革与发展丛书”将以马克思主义为指导,倡导科学、求实、创新的学风,提倡严肃认真的研究和扎扎实实的探索。

“金融改革与发展丛书”欢迎针对中国金融改革和发展的各种问题所做的实事求是、有的放矢的研究成果。

“金融改革与发展丛书”将积极推介国际金融界最新的理论成就,反映外国金融运作的最新发展,为中国金融改革和发展提供借鉴和参考。

“金融改革与发展丛书”将积极扶植学术新秀,对广大中青年金融科学工作者的优秀成果给予特别的鼓励。

金融改革是一个持续的长期过程,金融发展更是一个恒久的主题。我们热切希望,广大投身于中国金融改革和有志于发展中国金融理论的人们能积极支持这部丛书,为中国的金融改革和发展贡献力量。

“金融改革与发展丛书”编辑委员会

1995年8月

前 言

如果从 1990 年 12 月上海证券交易所正式开业算起,中国的证券市场已经走过四个年头了,证券市场的发展速度令世人瞩目,有人说,我们是用三四年时间走完了其他国家三四十年才走完的路程,这话可能不为过。当然,发展速度一快,问题自然就多,面对层出不穷的现实问题,无论是市场参与者,还是市场监管者,都感到是严峻的挑战。

实际上,世界上其他国家的证券市场目前也正经受着各自不同的挑战。一位美国朋友告诉我,目前美国证券市场面临的问题大大复杂于 30 年代美国建立《证券法》之初。比如,机构投资者越来越重要,衍生性金融工具大量产生,各种金融产品市场之间的联系日益密切以及证券市场的国际化趋势等。但是,现在有一项重要优势却是从前所没有的,那就是,近几十年证券市场的巨大变化引发了经济学、金融学、会计学以及法学方面的大量研究,而一系列的理論突破对证券市场的发展具有现实的指导意

义。

中国的事情向来具有很强的特殊性,不过,我们也应该看到,证券市场在世界各国的发展在很大程度上又具有共同性。在我国的经济体制改革中,证券市场是相对比较晚到的,也正因为这个原因,证券研究方面的理论建设,相对也是比较薄弱的。中国经济学家都知道,近十多年来,我国的经济研究经历过一个翻译介绍、消化吸收以及洋为中用的过程,相比之下,证券研究尚没有走过这样一个路程,结果是,证券市场中的许多现实问题往往使大家感到困惑,无从解释。

熟悉经济理论的读者知道,经济学中学派林立,分支庞杂,每一种学说可能只是从一个角度揭示了现实经济社会中的一个侧面。本书所介绍的各种理论学说,莫不是如此。作为编著者,我们的目的并不在于宣扬这些理论本身,我们只是想通过介绍这些理论,让读者了解国外经济学家的研究思路,并希望能引发人们对中国证券市场中的现实问题的多一层思考。

二

证券问题往往既涉及到经济学和金融学,也涉及到会计学 and 法学,因此,在很多情况下,证券研究成为一种边缘性的研究,也就是说,它所需调动的知识结构是多学科和多领域的。

比如,由企业理论和产权理论所构成的交易成本学说,它是制度学派经济理论中的一项基础学说,很多经济问题的分析研究可以以这一学说为基础而展开,在证券研究领域,这一学说尤为重要。现代企业理论把企业看作是不同索要者(比如,股东,债权人,雇员等等)之间的契约网,这一理论对于理解证券市场中碰到的诸如公司收购兼并和公司控股等问题很有用;同样,产权

理论对于理解债务规则如何影响资源配置,以及股份公司中债权人和股东的各自权利等问题很有用。

再比如,信息经济学,这是一门研究信息在经济行为和资源配置过程中的作用以及分析影响信息供求的各种因素的一门经济学分支。这一理论对于理解证券市场上信息披露规则的功效是有用的,因为这些规则假设一个无监管的市场会导致太少或太多骗人的公司披露。信息经济学认为,虽然信息属于一种“公共物品”,因而需要实行强制性的披露,但信息的生产又是高成本的,因此有必要给信息制作者以信息的私有产权,以鼓励信息的生产。这一理论还为理解初级发行的定价、配股发行对股票价格的影响、证券市场的透明度以及内幕交易对证券市场流动性的作用等提供了一个框架。

再比如,公共选择理论和监管经济学,它们是经济分析在政治学和公共政策学领域中的延伸。这些理论认为“市场失效”并不能保证监管的合理,因为监管也可能无法克服“市场失效”的缺陷,甚至带来所谓“政府失效”,根据这些理论,人们可以怀疑美国证券交易委员会保护公共利益的功能。当然,这些理论对于认识监管、加强监管和完善监管都是有益的。

基于以上考虑,我们将本书定名为“证券经济理论”,其含义是:它不仅仅局限于狭隘意义上的证券理论,它还包容了在进行证券研究时会涉及到的若干种主要经济学说。我们在这本书里可以看到许多著名经济学家的名字,其中有好几位是诺贝尔经济学奖的获得者,这一点可以说明,这本书中所介绍的理论学说,在较大程度上已经得到了社会的公认。当然,本书所介绍的理论学说,并不是证券理论的全部,比如对证券市场的各种技术分析理论,基本上不在本书范围。

三

本书结构和各章的作者是这样的：

第1章和第2章分别介绍罗纳德·科斯的企业理论和产权理论，作者是国家科委中国国际科学中心吕中楼博士。

第3章以乔治·斯蒂格勒的信息经济学观点为出发点来讨论信息经济学与证券之间的联系，作者是中国人民大学经济系黄淳讲师。

第4章介绍弗兰科·莫迪利亚尼和默顿·米勒的资本结构理论，这一理论已经成为企业财务理论中的经典内容，这两位诺贝尔经济学奖获得者论证了在什么条件下资本结构决策影响了企业的价值。作者是中国证券研究设计中心李焰博士。

第5章主要介绍哈里·马科威茨的资产选择理论，马科威茨是世界上第一个用模型描述出多样化对资产风险的作用的人。作者是中国航空航天大学任若恩教授。

第6章从风险和收益的概念入手来介绍资产定价理论，重点是介绍威廉·夏普对资产定价模型的贡献。在许多证券管理的问题中，理解证券定价显然是很重要的。作者是中国社会科学院财贸经济研究所杨思群博士。

第7章介绍詹姆斯·布坎南对公共选择理论的发展，作者是中国人民大学经济学系方福前副教授。

第8章介绍以乔治·斯蒂格勒为代表的监管经济学，作者是中国人民银行资金管理司张晓慧博士。

第9章主要介绍有效市场假设理论。这一理论认为，证券价格反映了所有公众可得的信息，同时，价格也迅速吸收了新的信息。这一理论对于制定信息披露政策至关重要。作者是上海证

券交易所刘波副总经理。

第10章是期权定价模型。这一理论涉及期货期权市场以及与证券有关的其他派生工具市场。作者是中国人民大学财政金融系赵锡军博士。

第11章是代理人理论。这一理论讨论了经济过程中普遍存在着的代理或雇佣关系,它涉及到报酬分配、信息传递、分工以及所有权的分配等问题。自80年代以来代理人理论已成为企业管理理论中的一个重要分支,它对于我们理解企业,尤其是上市公司的经营管理和财务控制等很有用处。作者是上海财经大学会计系张为国教授和章国富副教授。

第12章是证券市场微观结构理论。这一理论对不同的交易所结构进行比较,并分析不同的市场结构对市场效率以及市场的流动性等所产生的不同影响。作者是中国人民银行资金管理司张晓慧博士。

第13章是实证会计理论。这一理论有助于我们理解,当会计准则发生变化时,它对企业效益所带来的各种影响。作者是上海财经大学会计系张为国教授。

四

1993年9月底,我结束了在美国的进修,回国后开始在证券监管部门工作。当时的一种感觉是,一方面,证券交易市场人气冲天;另一方面,证券理论研究却缺乏人气。但是,没有理论“基础”的市场“大厦”,能稳固可靠吗?带着这个疑惑,我开始整理从美国带回来的一大堆资料,试图做一些理论研究的基础工作。当然,日常繁忙的事务工作使这项业余活动频频告断,我只得求助于“圈子”里的朋友。今天,在本书结稿之际,虽然时钟已

接近 1994 年年终,但我感到如释重负。借此,我要感谢参与本书编写的所有朋友,这些学者在如今“时间就是金钱”的年代,仍然能够坐住冷板凳,重视学术,实在是难能可贵,没有他们的支持,这本书是无法完成的;我也要感谢出版界的老朋友陈昕先生,尽管他在出版界中的地位日渐提高,但他对于学术著作,尤其是经济学著作的出版,仍然热情依旧。

贝多广

1994 年 12 月 28 日于北京翠微中里

目 录

前 言

1	企业理论的发展与启示	1
1.1	企业理论的创立	1
1.2	企业理论的发展(一)	4
1.3	企业理论的发展(二)	6
1.4	企业理论的发展(三).....	10
1.5	启 示.....	15
2	产权理论.....	19
2.1	产权理论的逻辑.....	20
2.2	科斯的产权理论.....	21
2.3	科斯之后的产权理论.....	31
3	信息经济学与证券的联系.....	45
3.1	引 言.....	45
3.2	风险、信息与证券	47
3.3	经济机制与证券市场.....	54
3.4	非对称信息与企业的金融结构.....	60

4	现代公司资本结构理论	65
4.1	进入理论之前的准备	65
4.2	莫迪利亚尼—米勒定理(MM 定理)与资本结构理论	67
4.3	资本结构理论的发展	75
5	现代资产配置理论和应用	83
5.1	现代资产配置理论	85
5.2	两证券资产配置问题	87
5.3	马科威茨的分散化思想在资产配置管理中的应用	93
5.4	带有 Beta 分析的现代资产配置理论	94
6	风险/收益与资本定价模型	98
6.1	总风险分析	99
6.2	资产组合理论	103
6.3	β 值和市场模型	110
6.4	资本资产定价模型(CAPM)	114
7	公共选择理论	125
7.1	公共物品与集体选择	125
7.2	集体选择规则	127
7.3	政府失灵	138
7.4	出路何在?	141
8	监管经济学	144
8.1	道德危险	145
8.2	守法成本和经济福利的损失	148
8.3	监管与公众利益	150
8.4	监管与政治体制	153
9	资本市场效率理论及发展	160

9.1	强调资本市场的重要性	161
9.2	有效率的资本市场说	168
10	期权定价理论	175
10.1	期权价格的某些基本性质	175
10.2	期权定价模型	181
11	代理理论	196
11.1	代理理论的主要模型	196
11.2	委托人/代理人模型研究的最新发展	206
11.3	代理理论研究的未来发展方向	223
12	证券市场微观结构理论	226
12.1	做市商和买入价与卖出价之间的差额	227
12.2	其他市场表现的特征	230
12.3	信息对交易量和交易价格的影响	233
12.4	交易体系设计中考虑的因素	235
13	实证会计理论	242
13.1	会计选择与实证会计理论的起源	242
13.2	实证会计理论的主要领域及其结论	249
13.3	几点思考与启示	263
	参考文献	266

1

企业理论的发展与启示

企业理论致力于解释企业产生的原因和企业组织的经济学意义^①。现代企业理论的创立和发展是现代经济学的重要进展之一。廓清企业理论的逻辑线索不仅有助于我们对企业性质的理解，也有助于我们建立现代企业制度的改革实践。

1.1 企业理论的创立

R·科斯 1937 年的论文《企业的性质》创立现代企业理论，以解释企业的起源及决定其规模的因素。在该文中，科斯通过引入“交易费用”概念，第一次“把组织(企业)和费用相联系”^②来

① 如果把企业理论定义为一门解释企业存在的原因和企业组织的经济学意义的理论，那么，新古典经济学是没有企业理论的。虽然新古典微观经济学教科书里有一半以上的篇幅是论述企业的，但这些理论不是企业理论，而只是生产理论，是在假定企业已经存在，并以最有效方式进行生产（企业内交易费用为零）时的价格和产量决策理论。企业被缩减为生产函数的同义词。

② R·科斯：《企业、市场与法律》，上海三联书店 1990 年中译本，第 176 页。