

第一章

中国资本市场

我国的资本市场 包括股票市场在内 其形成经历了不太长的时间。我国证券市场是从 1981 年发行国库券开始的。后来，上海和深圳交易所的建立，标志着证券交易体系开始走向规范。1992 年，成立了证券委和证监会，又相继颁布了一批证券业方面的法律法规。至此，我国资本市场已初具框架。

最

近 20 年来,中国经济实现了持续、快速的增长,人均国民生产总值、居民的平均收入水平都有了明显的提高,产业结构也得以升级换代,中国的经济发展无疑已成为持续、活跃增长的亚太经济的一个重要组成部分。在此基础上,中国的资本市场从无到有、从小到大、从零散到渐成体系。中国已经成为亚太地区新兴的资本市场国家之一。

一、资本市场

资本市场作为与货币市场相对应的概念,着眼于从期限上对融资活动进行划分,它通常指的是由期限在 1 年以上的各种融资活动组成的市场。

资本市场概念

· 资本市场概念界定 ·

资本市场是金融市场的重要组成部分,是提供一种有效地将资金从储蓄者同时又是证券投资者手中转移到投资者(即企业或政府部门)它们同时又是证券发行者手中

的市场机制。在现代市场经济条件下，货币化程度已经很高，金融深化趋势不断得到加强。储蓄向投资转化主要是以货币形式来进行的。实物储蓄，如农业中的自留种子，所占比例逐渐减少。因此，资本市场主要研究的，也就是货币资本向投资的转化。在金融市场中进行的融通资金的活动，一般都要借助于一定形式的金融工具来完成，即需要资金的部门或单位发行金融工具，而提供资金的部门或单位则购买金融工具，这样就达到了交换货币资本的目的。

资本市场的产生，是为了满足政府部门筹集资金以弥补财政收入的不足，或者是为了满足企业筹集长期资金的需要。资本市场进行融资的方式一般是发行债券或出售股票。通过私募或公募发行的债券和股票而筹集到的长期资金，经常被称为“风险资本”。这时，资金提供者承担风险，资金需求者则必须取得足够的利润来支付红利给股东，或对债券支付利息。

金融工具，按其第一次被购买后能否被持有人转让或交易可以分成两类，即证券金融工具和非证券类金融工具。在发达国家的资本市场中，非证券类金融工具一般被诸如银行、租赁公司、退休基金和保险公司等金融机构所购买。寻求资金的公司同资金所有者直接通过谈判而达成交易。拥有资金的机构可能将其资金的一部分投资于其它金融机构，但这种投资并不可以被个人或机构投资者所购买的证券类金融工具为中介。比较典型的非证券类金融工具包括定期贷款、租赁、抵押贷款等。在发展中国家，定期贷款和抵押贷款是最主要的融资方式。而且，很多的非证券类金融工具逐渐被证券类金融工具所替代。证券类金融工具一般是

指股票和债券，这类工具可以在个人和机构投资人之间自由交易，其交易场所又叫证券市场。实际上，将所有金融工具划分为两类，仅仅是一种粗略的分法。每类金融工具又可分为数种。在一些金融工具交易的基础上，又产生了衍生金融工具，衍生金融工具具有期权和期货两大类。

一年以内的短期资金融通市场的总和，就构成了货币市场。货币市场是短期融资的源泉，它的发展适应了政府部门、金融机构和企业对短期资金的需求。在大多数发达国家中，货币市场主要是由银行之间的短期资金交易而形成的。在现代市场经济中，货币市场金融工具的品种是非常丰富的，但最为重要的是商业票据、短期政府债券和银行承兑汇票等。在高度市场化国家中，货币市场所使用的金融工具主要包括政府债券、商业票据、定期存款、回购协议等。在传统习惯上，只有银行才是参与货币市场的金融机构，但过去十年来，发达国家的共同基金以货币基金的形式积极参与了货币市场的交易，并取得显著的成效。

资本市场与货币市场之间有着显著的区别，其中一个最主要的区别就在于后者的金融工具是同质的，即它代表短期的货币形式的资金，而前者的金融工具则是异质的。资本市场上的融资工具分别代表了不同类型的异质的资本品种，如股票代表企业投资所形成的各种形式的资产，而政府债券则代表了政府的债务，住房抵押贷款则代表了房地产等。资本市场由于其金融工具的独立性，使其表现为由各种分割的子市场所组成的市场体系，而货币市场则是全国统一的。

货币市场与资本市场之间又有着非常密切的联系。一

一般来说，货币市场的资金可以灵活地转化为资本。发达的货币市场是资本市场发展和稳定运行的基本条件之一。在市场经济不发达的情况下，货币市场对于资本市场有一定的替代作用。银行机构可以将货币市场上的短期的、分散的、小额的资金聚合在一起，转化为长期资金，这样就可以购买机器设备，可以买进原材料或支付工资。就是在发达的市场经济中，货币市场也往往成为中小企业获得融资的主要渠道。因此，货币市场通过商业银行提供信贷所起到的资源配置作用，历来是很大的。

此外，货币市场与资本市场之间的联系还表现在以下几个方面：

1. 金融市场的参与者可能同时在两个市场进行投资活动；融资者可能同时在两个市场上进行融资。

2. 资金同时在两个市场上流进流出；一些金融机构和机器设备同时服务于两个市场，如商业银行同时提供长期和短期贷款；所有接近到日期的中长期证券都成为短期证券。因此，长期证券和短期证券的收益率是相互联系的。

3. 货币市场投资的收益率也影响到资本市场，成为资本市场投资的重要参与指标。

总的来讲，货币市场在许多发展中国家还不存在。没有货币市场，政府就不能发行短期证券来满足其对资金的需要，也不能通过它来进行间接的宏观调控。发展中国家的银行往往不是依据企业的“资产负债表”为企业提供贷款，而是在一个受抑制的市场中提供短期融资。

总之，金融工具的复杂性，决定了资本市场的复杂性。由于资本市场在发展中国家和发达国家中的发育程度是不

一样的。因此各个经济学家在使用这一概念时往往赋予其不同的含义。许多专家学者一般将资本市场等同于证券市场，这是因为证券市场是现代市场经济中资本市场的核心部分（The World Bank, 1995）。也有一些学者把所有资本品都纳入资本市场的研究范畴（劳伦斯·S·里特、威廉·L·西尔伯, 1995）；也有的学者则是在很窄的范围内讨论资本市场的发展，把资本市场等同于债券市场（吕汝汉, 1993）；而另有一些研究发展中国家经济的文献则将银行信贷市场也包括在资本市场之中（罗纳德·I·麦金农, 1988, 爱德华·肖, 1988）。要研究中国资本市场的发展应将包括股票市场和债券市场在内的证券市场的发展，作为最基本的研究对象。同时，信贷市场在我国长期资本交易和资源配置中发挥着重要作用，也是我国资本市场发展的基础。因此，在分析资本市场制度创新时也应将银行制度创新包括在其中。

· 资本市场分类 ·

对于资本市场可以按照多种标准进行分类，按照不同的标准可以分为不同的种类。这些分类标准一般说来包括金融工具的基本特征、市场的范围、交易方式的公开程度等多种。

根据金融工具流动性程度的不同，可将资本市场划分为信贷市场和证券市场。发达的资本市场仅指证券市场，而不把信贷市场包括在内。但在发展中国家，信贷市场对于长期资金的配置起着重要作用。因此，研究发展中国家的资本市场就必须把信贷市场纳入进来一起研究。但最具代表性的资本市场的发展，则正是证券市场的发展。因此，证券市

场的发展 是资本市场发展倍受关注的现象。资本市场的分类，也主要是对证券市场的分类。

证券市场可以分为发行市场与转让流通市场，分别又称为一级市场 初级市场 和二级市场。需要融资购买厂房和机器设备的公司可在初级市场发行证券。在发达国家 这些证券并不是由发行者直接出售给公众，而是由经纪商或承销商间接销售给个人或机构投资者。初级市场的金融中介组织——批发商、投资银行、商业银行以及经纪商和证券商——在对由公司发行的证券确立适当的价格中扮演着重要作用。

股票和债券一旦在二级市场进行交易，其定价规则与其在一级市场相比就完全不同。公司也不能决定它所发行的证券在二级市场的交易价格，但可通过公司的盈利能力或回购方式来影响其变动。二级市场的存在 是一级市场存在的前提条件 如果没有发达的二级市场的存在，一级市场上的证券就不可能像现在这样在所有发达国家中都拥有众多的投资者。二级市场为投资者在两个市场投资购买的证券提供了流动性。因为不管是个人投资者还是机构投资者，都可将其股票或其它金融工具在二级市场转手变现，卖出后也可重新买回。如果没有二级市场 承销商和其它金融中介机构就不会在一级市场上进行初始的购买。所以初始购买一个公司发行的证券 是以能被再次出卖为前提的。购买者在功能完善的二级市场中，买到以后可以被很容易地随即卖掉变现，这种证券转让的便利特性就是流动性。

根据证券类金融工具的不同，资本市场又可分为债券市场、股票市场和抵押市场。债券分为公共债券和公司债

券。发达的债券市场中，公共债券一般包括国债、地方政府债券，公司债券一般包括普通债券、可转换公司债券、附有该公司股份优先购买权的公司债券等。抵押证券是由一种不动产——土地和建筑物——作为担保的债务工具，因此常常把抵押市场归入债券市场。抵押债券是一种债务合同，传统抵押一般有固定的利率，即贷款者和借款者同意在合同有效期间保持借贷款项的固定利率。抵押有四种基本形式，即住宅抵押、多户住宅抵押、商品房屋抵押和农场抵押。在发达的市场经济国家内，股票市场是大公司进行外部融资的主要领域之一。作为代表企业相对应的所有权的股票，由于它的期限可能是无限长且收益有很大的不确定性，故在所有种类的金融工具中风险最大，因此股票的流动性就要求最强。在不同的国家或地区，股票市场与债券市场规模特征是不一致的，有的股票市场并不占主体地位，而是债券市场占主体地位；有的则是股票市场规模超过了债券市场的规模。

由于发行主体的不同，它们所发行的证券也就具有不同的信誉。对政府而言，卓越的信誉使它对国债只支付较低的利息。但对一般公司来说，较高的债务——股本比率导致负债较高的资本结构和经济周期中的金融脆弱，因而它所发行的股票或债券就具有较高的投资风险，须支付较高的股息或债券利息。

资本市场的主体

· 资本市场主体的类型 ·

资本市场主体通常被称为市场参与者，代表从事各类

资本市场活动中的机构、组织或个人。在发达的资本市场中，发行和购买金融工具的市场参与者一般包括居民家庭、企业、中央政府及其代理、地方政府以及境外投资者。境外投资者一般包括国际机构（如世界银行、国际金融公司、亚洲发展银行、国际货币基金组织等）、外国公司以及境外个人投资者等。

参与资本市场的企业分为非金融企业和金融企业，非金融企业生产物质产品或提供非金融服务，而金融企业（一般称为金融中介机构）最主要的特点是其资产负债表的绝大部分由各种不同的金融资产构成，它主要提供以下金融服务：

1. 发行各种金融工具，即将各种金融工具通过金融市场销售给不同类型的投资者，这种功能又被称为金融中介功能；

2. 代其客户进行金融资产的交易；

3. 自身进行金融资产的交易活动，为其客户设计新类型的金融资产并将其销售给其它资本参与者；

4. 对其它市场参与者提供投资咨询服务；

5. 为其它参与者投资提供资产管理服务。金融中介机构一般包括存款机构、证券公司、证券交易所、投资顾问公司、保险公司、退休基金、投资基金和投资银行等。

- 金融中介机构主体的作用 ·

在所有的市场参与者中，金融中介机构发挥着最为重要的作用，这主要有以下几点：

1. 提供到期中介服务。

在资本市场或金融市场中，货币资金的供给者与需求

者对于所有发行或投资的金融工具的到期期限是不同的。如果资金供给者与投资者不通过中介机构的服务而直接进行资金的交易就很难达到交易特别表现在商业银行的存款方面。而金融中介机构通过发行各种不同到期期限的金融工具，将投资者中分散的，不同期限的资金集中在一起，再以贷款或其它形式借给需要资金的单位。金融中介机构通过这种服务将短期资金转化为长期资金增大了短期投资的收益，减低了长期资金的筹集成本。

2. 降低了投资风险并提供分散化投资服务。

金融中介机构持有的投资资金数量庞大，拥有专业的投资技术人才，对于对象的收益与风险可以进行科学评估，也可通过投资许多项目和借款对象来降低投资风险，这是个人投资者很难做到的。一般的投资者只拥有较小额的投资资金只能购买有限的几种金融资产因而很难做到通过分散投资以降低投资风险的目的，这一作用在投资基金的发展中表现最为明显。

3. 降低投资成本。

投资成本也可称为资本交易成本，这其中包括寻找成本、信息成本和投资合同的成本。每个投资者在进行投资活动时正像一个个体生产者，在通过金融中介组织进行投资时则正是在进行规模化经营活动。规模庞大的投资服务机构往往能够支付更多的信息处理成本，从而生产出更有质量的投资信息，以保证取得更高的投资收益率。

4. 提供支付机制。

在资本市场中的长期资金交易活动往往不能在一天完成现金交易实际上大部分的支付也不必以现金支付而

是用支票、电子转帐和信用卡等形式支付 而这些正是由各种金融中介机构所提供的。提供非货币形式的支付机制 是金融市场的一个非常重要的功能。

□ 资本市场的三大基本功能

• 资源配置功能 •

一个国家的经济结构一般由四个部门组成 即企业、政府、家庭和国外部门。家庭部门一般来说是收支盈余部门，企业和政府从总体上来说则是收支差额部门。盈余部门一般要将其剩余资金进行储蓄，而收支差额部门要投资则须从外部门筹资、收支差额部门要对盈余部门举债 收支盈余部门将其剩余资金转移到收支差额部门之中去（雷蒙德·W·戈德史密斯，1994）。

在现代社会中 有过两种基本的资本资源配置方式 即由计划经济性质决定的中央计划配置方式和由市场经济决定的资本市场配置方式。在发达市场经济中 资本市场是长期资金的主要配置形式，并且效率是比较高的。

其中的原因有两个：

一是资本市场是比较直接配置经济资源的一种方式。市场经济中 经济资源主要是通过市场来配置的 但不同的市场对于资源配置方式的效果是不一样的。产品市场配置资源具有一定的间接性，通过产品的价格波动来调节各种经济资源在不同企业、不同行业之间的配置，一方面会产生一定的时滞，另一方面会因为过剩产品的浪费直接降低资源配置的效率。资本市场则不同 它可以通过资本资产价格的波动而使资本资源直接在不同的企业和行业之间分配。

这主要是因为资本这一特殊的生产要素具有组织生产的独特功能。但资本市场中也同样存在着一个效率问题。资本资源有效配置的关键主要是看资本资源价格能否反映其稀缺程度。在一个价格扭曲的市场中，资本往往不能配置到具有更高产出的企业中去。因为过低的资本需求得不到满足。由此可见，一个高效率运作的资本市场应有一个完善的市场定价机制。但仅有这一点还不够，还应有较低的交易费用。如果资本交易费用过高，甚至于大于投资者的预期收益，则交易仍不会发生。

另一个原因在于它降低了资本资源的交易成本。资本交易成本一般包括寻找费用、信息费用和签定投资合同费用。在较为发达的资本市场中，尤其是在交易所市场中，为数众多的金融工具的供给者和需求者在一起进行竞争价交易，从而减少了寻找资本和信息成本，提高了资本资源的配置效率。而在一个有效率的资本市场中，资本资产的价格反映了所能收集到的所有信息。

- 资本资产风险定价功能 •

在发达的金融体系中，资本市场一个最基本的功能是风险定价，资本市场也正在这一功能的基础上来指导增量资本资源的积累与存量资本资源的调整。

风险定价具体是指对风险资产的价格确定，它所反映的是资本资产所带来的预期收益与风险之间的一种函数关系。这也是现代资本市场理论的核心问题。在所有的风险资产中，股票是最为基本和最为重要的一种。普通股是综合性的资本资产，它不仅包括企业一般所拥有的各种不同的有形资产，而且还包括大部分公司所具有的独特技术、人才和

信誉等无形资产。因此 股票价格往往与新建立同样企业或现在的企业的有形资产价格不一致。企业在一定的条件下可以通过发行新股票来增加其可利用的金融资源，但企业对新发行股票的实际依赖速度在不同的国家或同一国家的不同时期是大不相同的。例如 在美国 基础好的企业一般不大发行新股票，新股票市场主要是具有较大投机特征的新企业筹集资金的来源。近年来 美国市场的股票发行净增额一直都是负数，因为股票的注销和回购超过新发行股票的总数。但在发展中国家，新增的股票总额往往会正数，这是因为新兴市场总的规模在一定时间内会长期持续的扩张下去 (Welch, J. H. 1993)。

资本市场的风险定价功能在资本资源的积累和配置过程中都发挥着重要作用。首先 它决定了风险资本的占有条件 只有能够支付得起一定风险报酬的融资者 才能获得资源的使用权，这也保障了稀缺的资本资源只流向使其使用效率最高的单位 其次 企业收益的自留或分配 部分地反映了它们对于预期收益和企业风险资本在资本市场中的价格 股票价格 状况的考虑。对于能够获得超过平均利润的企业 往往具有发行新股票的资格和条件。而低于一般平均利润率的企业，则要么将其可用于投资的收益分配出去 以维持其现在的股票价格水平 或者使其股票贬值。

• 提供资本资产的流动性功能 •

投资者在资本市场购买了金融工具以后，在一定条件下也可以出售所持有金融工具，这种出售的可能性或便利性，称为资本市场的流动性功能。流动性良好的资本市场中 投资者的积极性就会更高 他们也会愿意持有更多品种

的金融工具，并可以依据市场的变化和他们自己对市场变化的预期调整其投资组合。如果资本市场的流动性不高，投资者就被迫持有金融工具到该工具的到期日，这可能是一个较长的时间段。在这段时间内，他不能出售这些工具，这无疑增大了投资者的投资风险。因此，流动性的高低，往往成为检验资本市场效率高低的一项重要指标。

资本市场是指一年以上长期资金交易活动的总和，其基本功能是提供一种将资金从储蓄者手中转移到投资者手中的转移机制。资本市场的这种机制是通过市场主体的不断活动来实现的。资本市场主体是指资本市场活动的参与者，包括政府、企业和个人。在所有市场主体中，金融中介机构发挥着举足轻重的作用。资本市场在经济运行中主要通过发挥其三大基本功能而在经济中发挥着重要作用，这三大基本功能即优化资本资源配置功能，对资本资产的风险定价功能以及为证券资产提供流动性功能。在这三大基本功能中，风险定价功能提供一种运作机制，并且是一种最基本的功能。提供流动性功能是风险定价功能的实现形式，资源配置功能是风险定价功能的一种自然结果。资本市场基本功能的发挥程度，是检验资本市场效率高低的基本标志。

二、中国资本市场的培育和发展

资本市场的成长为中国经济的快速发展不断注入大规模的资金和活力，成为中国经济保持持续快速平稳增长的

一个强有力的支撑条件。另一方面 由于迄今为止 中国的资本市场从总体上讲仍然处于成长之中，不断表现出它的幼稚性和不足 存在的问题与弊端较多 这就需要我们采取适宜的发展战略和政策措施 以促进其进一步发展 尽快走向成熟和完善。研究中国资本市场的培育与成长 对于深入了解中国的经济发展，比较分析亚太新兴工业化国家和地区资本市场发展的经济是很有意义的。

发展资本市场对中国经济的特殊作用

资本市场如同其它金融市场一样 它的基本功能、作用是为社会各类经济行为主体提供融通资金场所和融通资金的手段及工具，所不同的只不过是资本市场为经济活动主体所融通的资金是长期资金。国际发展经验表明 资本市场的发展程度是与一个国家或地区的工业化进程、市场经济进程相互促进、相互依赖的。资本市场发展经久不衰 如今已经成为国际资本流动、跨国投资的最主要的渠道，开放性、国际化、证券化已经成为国际资本市场发展的新特点、新趋势。

发展资本市场对于中国经济产生的重要作用，首先是表现在它为国内外各类投资者投资于中国经济提供了有利的场所和较为畅通的渠道，为促进中国经济的腾飞发挥着巨大的筹资、融资的功能作用。但是在中国现阶段 发展资本市场还有其特殊的作用和意义：

——发展资本市场，有利于促进中国国有企业经营机制转换、建立现代企业制度。

计划经济时期 中国企业主要是国有企业 国有企业为

政府各类机构所直接控制 毫无经营管理自主权可言、也没有独立的资本运作机制。1978 年以后 各种非国有企业大量发展起来 国有企业的运行体制也进行了一些改革 但是企业仍然在很大程度上封闭运行 产权主体单一化 资金运作高度依赖银行贷款 自有资本比例偏低 大多数企业仍然停留在一般意义上的生产经营阶段和水平上, 尚没有转入到资本运营轨道之中, 国有企业经营机制明显地不适应市场经济发展的新要求。因此 发展资本市场 对于促进中国国有企业转换原有的较为僵化的经营机制, 调整产权主体结构、强化企业资本运行管理 尽快走上‘产权清晰、权责明确、政企分开、管理科学’的现代企业制度之路是很有意义的。

——发展资本市场, 有利于促进中国市场完整体系的形成, 增强市场机制的调节功能。

改革开放以来, 中国逐步明确经济体制改革的目标是要建立社会主义市场经济体制 这就需要放开市场 培育市场 促进市场体系的成长。迄今为止 中国的商品市场包括消费品市场和生产资料市场已经基本发育成熟。但是包括资本、土地、劳动力、技术等在内的生产要素市场却只是初步发育。资本市场是整个市场体系的重要组成部分 发展资本市场 对于引导社会总投资、资金的合理配置 从而提高全社会资本的利用率具有重要意义。发展资本市场 可以有力地加速中国要素市场的发育成长, 从而促进中国统一而完整的市场体系的形成。

——发展资本市场, 有利于改善和加强中国实施的宏观经济调控。