华南农业大学学报(社会科学版)
2006年第1期 JOURNAL OF SOUTH CHINA AGRICULTURAL UNIVERSITY No. 1 2006
(第5卷) (SOCIAL SCIENCE EDITION) (Vol. 5)

中国资本市场的检讨:一个SCP框架的分析

袁 欣

(广东外语外贸大学 国际经济贸易学院,广东 广州 510420)

摘 要:中国资本市场金融品种单一、市场体系缺乏统一性和层次性、市场实行严格管制等结构特征,决定了资本市场行为主体筹资者以圈钱为目的的融资需求膨胀、投资者的投资行为投机化,最终导致中国资本市场资金使用效率低下、企业管理优化动力不足、二级市场价格信息失真。基于对上述问题的分析得出结论,中国资本市场的系统性改造需要一整套互补性制度安排做出保证。

关键词:资本市场;结构;行为;绩效;系统性目标

中图分类号:F830.9 文献标识码:A 文章编号:1672-0202(2006)01-0042-06

中国的资本市场目前已经处于一个改革和转型的关键时期。本文借鉴产业组织理论哈佛学派的结构(Structure)—行为(Conduct)—绩效(Performance)分析框架,即SCP范式,对中国资本市场进行透视。在分析资本市场结构这一特定的制度性安排的基础上,探讨资本市场主体的行为方式和资本市场的绩效现状,并为资本市场的进一步改革提出了政策建议——这种认知逻辑与SCP范式具有高度的耦合性。

一、资本市场的结构

(一)资本市场金融品种单一

根据罗丝(S.A.Ross)教授为《新帕尔格雷夫经济学大辞典》撰写的定义,金融学的核心是研究资本市场的运做,以及资本资产的供应和定价[1],相应地"金融"的概念就与我们汉语系统中的常规含义有所不同,从实质上讲,"金融"不过是资产的结构性安排。为了论述的清晰和简洁,我们把要讨论的金融产品进一步从企业资本成本角度将其严格限定在一般企业发行人募集资金需求的非衍生金融品种,不涉及国债、期货、期权和各种商业票据,只考虑公司股票和企业债券。因为从公司财务管理的角度讲,企业直接融资的资本成本中,包括了发行股票的股利成本和发行债券的利率成本,企业在发展过程中可以根据资本结构的目标要求及市场条件自主安排融资的种类和时间。

但是,我们国家当前的资本市场管理框架中,股票和债券这两种金融品种被生硬地割裂开来。公司股票的主管部门是中国证监会,被核准后发行;企业债券的主管部门是国家发展和改革委员会和财政部,按计划指标分配发行,金融债券的主管部门是中国人民银行,而金融债券其中一类的证券公司债券经国务院批准由中国证监会主管。从二十世纪九十年代中期开始,企业债券的发行指标主要分配给了国家大型和特大型企业,并多数由国家或地方政府提供隐含担保,实质上有一种"准国债"的性质,一般企业通过发行债券方式筹集资金的渠道基本是阻塞的,1994-2003年的十年间,我国证券市场股票发行量为9567亿元,而企业债券发行量仅为2205亿元[2]。

收稿日期:2005-10-28

作者简介:袁 欣(1968-),男,山东青岛人,经济学博士,广东外语外贸大学国际经贸学院副教授,主要研究方向为发展经济学.

?1994-2016 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.

中国资本市场上企业的股票发行额远远大于债券，这并不符合西方发达国家已经反复验证的“逐食顺序理论”(The Pecking Order Theory)这一融资定律，即企业进行融资过程中，首先选择债务融资，债务融资开始影响资本结构的稳定时，才不得不靠稀释股权的方式进行股权融资。造成这种现象的根本原因并不由中国企业融资时根据资本成本所决定的资本结构要求使然，而在于：第一，股份公司中小股东的财产权利缺乏实质性的法律保障，为大股东非法占用、挪用上市公司资金，甚或通过各种手段将其据为己有提供了方便之门，这甚至成为上市公司融资的根本性目的。第二，债券发行的计划性强，资本市场发行主体在此方面缺乏自由意志。第三，当前对于债券发行进行规范的法律文件是 1993 年国务院以第 121 号令发布的《企业债券管理条例》，该《条例》关于债券利率、发行程序和发行主体的相关规定早就过时了。

(二)资本市场金融体系缺乏统一性和层次性

资本市场金融体系缺乏统一性是指我国资本市场金融产品供给者提供的同质产品存在着交易的差别性。当前我国上市公司的股权结构殊为复杂，最根本的区别是流动股和非流通股的人为设定，造成股权结构的严重分割。有价证券的流动性是使社会资源实现优化配置的基础性条件，但上市公司流通股与非流动股的划分不仅使享有相同企业剩余索取权的股东产生了权利和义务的不对称，而且企业股权的凝固特性使社会资源通过产权交易和优化重组从低效率配置部门向高效率配置部门转移的成本增大，又因为“退出不畅”无法有效保护投资者的所有者权益，弱化了对企业管理人员的约束能力。

资本市场金融体系缺乏层次性的主要表现是我国只有沪深两个全国性的交易所市场，而缺乏地方性区域性的柜台交易或店头交易场所。1998 年 5 月，为了贯彻 1997 年中央金融工作会议精神，防范金融风险，监管部门取消了包括 STAQ、NETS 在内的全国 26 家证券交易中心。当前各个地区现有的产权交易所及类似机构既缺乏明晰的产权交易单位设计，更不对普通的投资者开放，不是普通意义的有价证券流通场所。成熟的资本市场必然是梯度性的、层次性的，从最初级的柜台交易、店头交易到稍微复杂的区域内系统交易，直到全国范围和世界范围的交易所交易，这样才能保证有价证券的充分流动性，完成社会资源的优化配置功能。在世界证券市场发展史上，证券的“场外交易”本身就有一个从大到小、从初级到高级、从无序到有序的过程。如果资本市场的制度设计只有最高端的全国性的交易所市场，就不能满足不同资金需求主体在资本市场上的融资需求，出现过度依赖银行现象，使金融市场风险集中化；也不能满足不同投资者丰富多样性的投资偏好，出现不同风险要求的投资者面临相同或相似风险程度无法选择的现象。于是麦金农(R.I. Mckinnon)所称的“市场分割”现象就更加严重了[3]。

(三)资本市场的不合理管制弱化了市场行为主体的独立性

谢泼德(W.G.Shepherd)和威尔科克斯(C.Wilcox)声言“管制只是管制者们的所作所为”[4]。中国资本市场的管制来源于资本市场结构的“行政化”设计，“在‘行政化’的资本市场中，证券市场呈现管制性低水平均衡的特点，欠发达国家的金融抑制状态在我国新兴市场中充分表现出来。”[3][21]其具体表现为作为资本市场行为主体的金融产品供给者对自己的产品供给行为缺乏独立性的责任能力。除了前述其不能根据自身资本结构的合理安排自主选择金融产品种类以外，仅就企业股权融资而言，因为不能满足行政当局人为设置的诸多发行股票的刚性条件而大多无法实施融资行为；同时私募市场因信息不对称等原因也无法满足资金的真正需求者的融资要求。这种“金融抑制”的状态在 2005 年元旦发行制度改革之前还受到上市公司证券发行核准制的进一步压制。所谓“进一步压制”就是证券监管当局在核准制的制度框架下用控制发行条件和发行节奏的方式决定目标企业发行新股的可否、减缓上市公司发行新股的速度，即使符合管理当局发行条件

?1994-2016 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.

的上市公司从融资方案确定到融资完成差不多需要两到三年的时间,周期太长使上市公司原来的资金需求方案很难继续完全实施。通过上述管制手段,资本市场行为主体的独立性被严重弱化。

二、资本市场行为主体的行为模式

(一)筹资者以"圈钱"为目的的融资需求膨胀

中国上市公司对于上市融资和上市后的再融资存在超过其资金实质需求能力的强烈偏好。其表现形式为:第一,拟上市公司增多,根据最新调查统计,全国现有3328家辅导企业及后备企业等待上市[6],其中许多企业的资本结构却并不适宜于上市融资;第二,上市公司融资量普遍超过实际需求,因为融资实施难度大,取得一次融资机会不容易,上市公司普遍存在多捞多占的心态,这必然导致有限社会资源的沉淀浪费;第三,上市公司再融资节奏快捷,根据统计,国外的上市公司平均再融资的周期是8至10年,而我国上市公司只要达到了再融资的基本法律条件的最低要求,大多会选择继续实施融资。上市公司热中于融资的实质不在于适度配置社会资源安排生产经营活动,而仅仅在于"圈钱",根据统计,2002年1224家上市公司中,闲置资金已经超过3000亿元;银行存款超过亿元的上市公司达811家,占上市公司总数的三分之二;2002年上市公司共变更募股资金项目217个,在市场持续低迷的情况下仍有71家上市公司的资金被用于委托理财[7]。

上市公司或拟上市公司无心于主业经营,旁骛于创造条件"圈钱",为了达到"圈钱"的条件,为了使"圈钱"行为顺利实施,部分上市公司或拟上市公司不惜铤而走险,进行财务造假并贿赂掌有管制权利的政府官员。

当前上市公司操纵利润的手段大体有以下几种:通过关联交易转移利润,此类关联交易及关联方往往隐匿不披露;利用资产重组、债务重组等非经营手段虚增利润;提前确认销售收入;推迟确认费用;各种准备金的弹性计提;潜亏挂帐等等。"当前企业利润操纵存在愈演愈烈的趋势,已严重地影响到会计信息的质量。"[8]

至于融资过程中的贿赂行为,"各国经验表明,只要存在政府管制,腐败问题就会随之而来。这是因为腐败主要是权利造成的,管制为腐败提供了肥沃的土壤。""政治市场和经济市场的不同之处在于,官员追求自己的利益,并没有一只'看不见的手'来诱导他,使得官员对自身利益的追求变成对社会利益的追求,因此官员们利用管制权力谋取自己的私利,就容易构成社会的净损失。"[9]

一方面是企业在财务造假,一方面是监管部门在不合理管制,这就实质上产生了一种"鞭打快牛"的怪现象。绩优企业和绩差企业都有可能获得融资机会,绩优企业为达到融资条件必须实现较高的利润和较好的业绩,其"成本"较高,绩差企业财务造假和贿赂监管者的"成本"较低,绩优企业的激励机制就变弱了。

(二)投资者的投资行为演化为投机

由于"金融抑制"的存在,中国资本市场上普通投资者可投资的金融品种和金融产品数量极其缺乏。截止2005年4月底,我国居民储蓄存款12.98亿元人民币[10],这些闲置资金沉淀在银行,造成银行系统巨大的"存贷差",为了减少"存贷差",银行除向房地产领域大量放贷外还大量增持国债,实际上进一步挤扁了私人存款的投资渠道。同时,资本市场上有限的金融产品经过了金融产品提供者主导的相关中介结构参与的"包装",经过了市场管制者的系统"过滤",其内在质量的真伪往往难以辨别。正因为投资者对金融产品提供者所提供的金融产品缺乏判定其内在质量的有效信息,投资行为就带有了博彩的性质,逐步演化为普遍性的过度投机,这种过度投机是以集体非理性的形式出现的。衡量投机是否过度的基本标准一要看以股利分配为基础的投资回报率,二

?1994-2016 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.

要看投资人是否长期持有。我国股市投资人的效用完全取决于股票的买卖价差，换手率居高不下。根据有关研究，1994—2001 年间，我国沪深两市的平均换手率为 504.7%，相当于一年换五次手，而同时期，美国纽约股票市场的还手率只有 67.1%，东京为 40%，多伦多 36.7%，悉尼 53.8%，香港 57.9%，新加坡 32.8%，台湾也只有 252.3%。以投机成分论，美国股票市场的投机成分大约为 15—20%，而中国股市的投机成分则超过 60%[11]。

三、资本市场绩效分析

首先，资金使用效率低下。“证券市场效率一般指的是证券市场调节和分配资金的效率，即证券市场能否将资金分配到最能有效使用资金的企业”。[12] 既然大量上市公司的融资行为已经从实质上脱离了资源配置的本质特性，那么证券市场资源逆配置导致资本使用效率整体低下也就不足为怪了。众所周知，20 世纪 90 年代以来，我国国有企业的资本使用效率远远低于民用企业，而 90 年代后半期上市公司的资本使用效率并不优于国有企业[5]26。九十年代以后，国有企业解困的成果基本显现，可惜的是我们没有收集到这方面的详细数据，但上市公司的净资产收益率则毫无疑问地大幅度下降了。另外，根据Stern Stewart China 与《财经》杂志合作运用 EVA（Economic Value Added）指标（该指标不仅考虑以利息形式表现的债务融资成本，也包括股权融资成本）分析，中国上市公司 2001 年平均 EVA 为－2802 万元，2002 年平均 EVA 为－1564 万元[13]，也就是说中国的上市公司总体上不是在创造价值，而是在毁灭价值。

资本使用效率的低下，在资本市场完全竞争假设不具备的条件下，社会资源的帕累托改进就不能够有效实现。换言之，中国目前的证券市场总体上是一个浪费宝贵的稀缺的社会资源的市场。

其次，企业管理优化的动力不足。既然上市公司的融资演化成“圈钱”，上市公司普遍存在的问题必然是重融资轻转制，适合于现代市场经济的现代化的公司法人治理结构就只能停留在表面而缺乏实质性的内涵，实质控制人操纵上市公司，侵害中小投资者利益，股东大会、董事会、监事会、独立董事形同虚设。企业优化管理进而提高资源利用效率的动力因缺乏实质性压力而明显不足，最终在上市公司融资无望以后原形毕露，不可避免地走向衰退，我们国家上市公司的亏损比例近年来迅速上升，由 1994 年的 0.68%飙升至 1998 年的 9.19%，2000 年时为 8.7%，到 2001 年和 2002 年则高升至 13%以上[5]26。另外，根据中国证监会统计，2001 年我国 32 个省市自治区（深圳单列）的上市公司中，宁夏、吉林、深圳、海南、福建整体亏损，云南上市公司的净资产收益率为－25.87%，广东为－23.89%，吉林为－21.09%，海南为－15.85%，辽宁为－6.74%[14]。

最后，二级市场机构散户博弈的无效率市场。法玛（E.F.Fama）的“有效率市场假说”（1970）认为，若证券价格能够充分而准确地反映市场的全部相关信息，则该市场就是有效率的，根据证券市场信息集的三种不同类型市场效率划分为三种形态：弱式有效市场（Weak form EMH），信息集只包括证券自身过去的价格和收益；半强式有效市场（Semi－strong form EMH），信息集包括市场参与者都知道的信息（公共信息）；强式有效市场（Strong form EMH），信息集包括所有市场参与者的信息（包括私人信息）。针对近年来对中国股市有效性的研究，2000 年张思奇、马刚、冉华运用 ARMA－ARCH－M 模型[15]，2001 年王开国运用 BHHH 最大似然法来估计 GARCH－M 模型[16]，同年张亦春、周颖刚运用广义谱域分析[17]，都不能推断出中国股市弱式有效的结论；2003 年张兵、李晓明采用时变系数的 AR（2）自回归模型，考虑“波动集群”的异方差影响，加以分年度检验，认定中国股市在 1997 年之前市场无效，1997 年之后市场呈弱式有效[18]。即使认为中国证券的二级市场算得上弱式有效，市场中也更多充斥着机构大户与众多中小散户的零和博弈。因为投资渠道狭窄，市场

?1994-2016 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.

上少部分的存量资金就可以将陆续进场的增量金融产品的价格抬得很高(主要表现在高市盈率上),从而在其后的连续性交易中,价格难以反映金融产品的真实价值。截止2002年6月底,香港主板及创业板中绩劣公司总市值最低为500万港元,而中国绩劣公司的最低流通总市值高达2亿元;香港最低单股股价0.01港元,低于0.5港元的上市公司497家,而中国亏损上市公司的平均股价为3—5元[19]。在宏观层面上,股价指数被称为宏观经济的晴雨表或风向标,两者之间具有高度的相关性,但根据上海证券交易所的测算,我国股市综合指数与GDP的相关系数为—0.4563,呈负相关[20]。可见,中国资本市场上投资产品的二级市场价格已经与其业绩失去了联系,几乎完全蜕化为一种博彩工具。

四、系统性地改进中国的资本市场

"中国目前还没有真正意义上的资本市场"[21],这是美国CATO研究所副主席James Dorn对中国资本市场进行考察之后的结论。基于对上述问题的分析,我们认为我国的资本市场的改造需要一个系统性的目标,比较制度经济学的研究表明,市场效率的提高,必须要有一整套"互补性制度安排"作出保证。也就是说,打补丁式的资本市场改进方案无助于提高资本市场的整体效率。

我们认为近些年来我国所进行的一系列资本市场改革不具备多少实质性的意义。第一,独立董事制度形同虚设。英美国家公司体系中的独立董事制度和大陆国家公司体系中的监事会制度并没有什么本质上的不同,我国公司法中使用了大陆国家中的监事会制度,因为制度条件缺失,监事会因而虚置,在相同的制度条件下,独立董事也不可能发挥出想象中的作用。第二,2000年发行申请的核准制代替了审批制,但这只是玩了一次文字游戏,因为"核而不准"与"审而不批"没有任何本质区别。第三,2004年下半年执行的发行上市保荐人制度同样令我们悲观,因为上市公司在上市过程中早就有注册会计师和相关律师从不同的角度"保荐"过了,由承销机构再"保荐"一次,无非是多了一个上市公司与中介机构合作博弈的环节而已,保荐人制度刚一实施,中小企业板新上市公司江苏琼花就爆现丑闻印证了我们这一判断。第四,2005年9月中国证监会等五部委出台的《上市公司股权分置改革管理办法》,准备择机实行"新老划断",即对新上市公司不再区分流通股和非流通股,这是一个明显的进步。但它是在资本市场总体框架不明确的情况下出台的,已上市公司股权分置方案很难平衡各方利益,因此其前景难以预料,其实解决股权分置的努力已经不是第一次了,每一次都没有逃脱制度"内卷"(involution)的厄运而半途而废。

基于以上认识,我们对资本市场系统性改革的目标提出建议如下:

第一,坚持作为资本市场基础的流动性原则,废除"中央专营"的垄断格局,建设层次性的证券市场体系,充分体现有价证券基本的流动性特点。在任何名义下的"因噎废食"的做法都是不可取的。当务之急,应该建立省、市、县(有条件的)各级区域性的柜台交易市场,或者对各种产权交易机构进行类似的改造,为防范信息不对称风险,暂时可以不允许股票的异地上柜交易。

第二,坚持作为资本市场基础的自由市场经济原则,由"政府调控型"模式向"市场主导型"模式演进,最大可能地解除管制,允许股份公司股权融资和债权融资的自由选择。政府在资本市场上的作用是调节而不是操纵,更不是替代,政府对市场的替代与市场经济的基本原则不符。对于证券市场上的欺诈行为和大股东侵犯中小股东利益的"盗窃"行为,要严格刑事执法力度,提高市场经济活动中违规者的"违规成本",使其违规的净收益为负值,从而有效地遏止其违规动机。

第三,以人民币利率渐进稳妥的市场化改革为契机,沟通资本市场和货币市场的桥梁,避免两个市场的人为分割和利率形成机制的凝滞,使企业不同融资形式的融资成本可度量化,也就使企业的股权融资和债权融资具备了一个市场化的平台,消除金融产品的计划性色彩,并因而催生金

?1994-2016 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.

融产品的种类多样化。金融交易工具的丰富能够自发地纠正金融产品价格的扭曲并进一步催生金融避险工具的产生，从而提高资本市场的有效性。

参考文献：

[1] 伊特韦尔. 新帕尔格雷夫经济学大辞典(2)[M]. 北京：经济科学出版社，1996.
[2] 中国证券监督管理委员会. 中国证券期货统计年鉴(2004)[M]. 北京：百家出版社，2004.
[3] RONALD I MCKINNON. Money and Capital in Economic Development[M]. Washington, D. C: Brookings Institution, 1973.
[4] SHEPHERD W G, WILCOX C. Public Policies toword Business, 6thed[M]. Homewood, 1L: Irwin, 1979.
[5] 张宗新. 中国证券市场制度缺陷与风险防范[C]// 中国证券市场发展前沿问题研究. 北京：中国金融出版社，2001.
[6] 搜狐财经频道. 符合发行上市条件 408 家企业排队中小企业板[EB/OL]. (2005－5－24). http://www.business.sohu.com.
[7] 秦　烘. 募资使用状况令人担忧 上市公司到底在做什么[N]. 北京晨报，2003－3－2(6).
[8] 郭　雯. 关于部分上市企业操作企业利润问题的研究[J]. 当代经济科学，2001，(2)：83－88.
[9] 张维迎，赵　晓. 管制与腐败[J]. 读者，2003，(2)：16－18.
[10] 中国人民银行. 金融机构本外币信贷收支表[DB/OL]. (2005－8－1). http://www.pbc.gov.cn.
[11] 林毅夫. 资本市场的改革思路[J]. 新财富，2003，(6)：44－45.
[12] 吴世农. 中国证券市场效率[J]. 经济研究，1996，(4)：13－19.
[13] 康　雁，宋风华. 谁创造价值？谁毁灭价值？[J]. 财经，2002，(16)：88－93.
[14] 中国证券监督管理委员会. 中国证券期货统计年鉴(2003)[M]. 北京：百家出版社，2003.
[15] 张思奇，马　刚，冉　华. 股票市场风险、收益与市场效率[J]. 世界经济，2000，(5)：19－28.
[16] 王开国. 中国证券市场超常规创新的理性思考[J]. 中国社会科学，2001，(1)：79－92.
[17] 张亦春，周颖刚. 中国股市弱式有效吗？[J]. 金融研究，2001，(3)：34－40.
[18] 张　兵，李晓明. 中国股票市场的渐进有效性研究[J]. 经济研究，2003，(1)：54－61.
[19] 栗新宏. 谁在掏空中国股市[J]. 新财经，2002，(10)：60－62.
[20] 张汉亚. 中国资本市场的培育和发展[M]. 北京：人民出版社，2002.
[21] JAMES DORN. 资本市场的基础[J]. 财经，2002，(16)：70－71.

A Perspective of China's Capital Market in SCP Model

YUAN Xin
(*Guangdong University of Foreign Studies, Guangzhou* 510420, *China*)

Abstract: Lack of financial products, lack of unity and levels of market system and far too strict market regulation determined the money collectors' inflating financial demands for enclosing money and investors' speculation. These finally lead to inefficiency of capital spending in the capital market, distorted price in secondary market and the lack of motivation to improve the corporation management. Based on the analysis of above problems, the author concludes that systematic improvement of the Chinese capital market needs to be guaranteed by the arrangement of a whole set of complementary systems.

Key Words: Capital market; Structure; Conduct; Performance; Systemic target

?1994-2016 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.