



您的位置：首页 - 文章选登

五大障碍“拦路”我国资本市场健康发展(范建军；2004年7月16日)

文章作者：范建军

### 一、观念上的障碍

在我国，国有经济之所以仍垄断着金融领域，一个重要的原因是我们还未真正理解市场经济的基本逻辑。按照亚当·斯密的“看不见的手”原理，只有当社会成员都在为最大化自己的利益而忙碌时，全社会的福利状况才能达到最优。因此，市场经济本质上遵循的是“坏人”（经济人）逻辑。而我们过去实行计划经济时，则主要遵循的是“好人”（社会人）逻辑——认为只有当人们为了实现政府的计划而努力工作时，整个社会的福利水平才能达到最佳状态，所以计划经济需要的是“好人”。

实行市场经济之后，这种“好人”逻辑的思维惯性依然存在，政府仍在自觉或不自觉地把它应用于经济管理的实践。具体到金融领域则主要表现为，政府总是对民营资本参与金融活动抱有太多顾虑——认为追求利益最大化的民营企业（“坏人”）更容易干“坏事”（发生道德风险行为），金融领域只有在国有资本的掌控之下才是比较安全的。而实际上，由民营资本主导下的金融市场要比国有资本主导下的金融市场发生道德风险的概率小得多，这是由市场机制对经济主体行为的制衡作用来保证的。因此，在发展资本市场问题上，我们必须彻底根除对民间资本极度不信任的思想观念。

### 二、政府和国有资本对金融和非金融领域参与过度

政府和国有资本过度参与市场的最大危害在于，它可能引发多方的“道德风险”问题。首先，如果政府和国有资本对金融市场大包大揽，那么投资者一定会产生这样的预期：“出事”后政府会来兜底。所以他们在做投资决策时，只会考虑潜在的收益，而不会考虑潜在的风险，从而增加发生系统性金融风险的可能性；同时，国有金融和非金融部门的代理人也存在很高的道德风险动机：由于国有资本所有人缺位和信息不对称等原因，国有资本的代理人在做投（融）资决策时普遍缺乏风险意识，他们大都以最大化自身的利益（包括政治利益）而不是最大化委托人（全体国民）的利益为目标指向；另一方面，由于缺乏必要的“声誉激励机制”，国有资本的代理人更倾向于追求短期利益，从而更可能搞金融欺诈和造假活动。

如果政府和国有资本对市场参与过度，那么就意味着政府同时具有两种身份：既是裁判员又是运动员。在这种情况下，市场规则的公平性就没有了保证，最终的结果可能是这个市场无法发展壮大。我国目前的股票市场就是一个很好的例子。金融当局最初在设计A股市场时，之所以禁止国有股和法人股在二级市场上流通，一个重要的目的就是为了保证国有资本能长期参与市场并居于领导地位。其结果使股市变成了融资者圈钱的场所和投资者投机的乐园。

目前我国股票市场的主要制度缺陷有两个：一是畸形的股票发行制度，二是过度管制的市场准入制度，它们都源自于国有资本对股市的过度参与。畸形的发行制度是指上市公司的股票被人为地划分为流通股和非流通股，形成所谓股权分置现象。股权分置的直接后果是IPO发行的高溢价，由此不仅提高了非流通股股东的圈钱动机，也加重了股市的投机气氛。股权分置所造成的最大危害还在于，它使股市丧失了两个最重要的经济功能——融资功能和资源配置功能。

### 三、资本市场的发展战略不清晰

主要表现为政府并未针对资本市场的发展规律做深入的研究和谋划，从而至今还没有形成一个清晰的、长远的发展战略。根据国外的经验，要想在我国建立一个能满足不同规模、不同类型企业股权融资要求的“多层次”资本市场，必须大力发展以做市商制度为主要运行框架的OTC（柜台交易）市场，否则，我们就无法从根本上解决国内企业尤其是中小企业的融资问题。但是，由于政府并没有充分认识到OTC市场的重要性，所以金融当局在过去主要把注意力放在了全国性交易所市场的建设上，而对OTC市场的发展则基本上采取的是一种压制的态度。

必须认识到，由于培育较低级的市场（OTC市场）需要更长的时间，所以在制定股票市场发展战略时要有长远眼光，宜采取既有侧重，又要同时推进的策略。我们应该在不断完善A股交易所市场的同时，积极培育OTC市场发育的制度环境、法律环境和基础设施，发展一批高素质的做市商队伍。

如果我们能在80年代中期就对民间自发形成的OTC市场加以积极扶持和引导，那么，目前这个市场可能已有相当的规模，中小企业的股权融资状况也不会像目前这样捉襟见肘。同样，如果政府能够拿出足够的魄力，采用“向股民让利”的方法来积极推动股市的全流通，那么我国资本市场的面貌也将得到极大的改观。

### 四、政府对金融领域的过度管制

政府对金融领域的过度管制（包括法律管制和行政性管制）主要体现在三个方面，一是对金融业准入的严格管制，这是造成国有资本对金融领域垄断的基本原因。二是对金融产品和业务创新的严格管制，这是造成我国金融市场发育不良的主要原因。三是对金融产品“价格”的管制，最突出的例子是对利率和股票价格的管制。政府对利率的管制比较容易理解，但对股票价格的管制则鲜为人知。实际上，政府对股票价格的管制所采取的是一种间接管制方式。一方面，监管部门可通过控制上市公司的数量（准入管制）来达到间接控制股票（总体）价格的目的；另一方面，政府通过规定国有股和法人股的非流通而人为抬高各上市公司股票的发行价格。

对金融业过度管制的后果是金融市场发育不良、金融服务供应短缺、金融资源配置效率低下以及金融腐败盛行。我国之所以存在过度

的金融管制，本质上是抑制因国有资本过度参与金融领域所必然伴生的各类道德风险问题。所以，放松管制不能一蹴而就，搞短平快，而应该有计划地分步实施。在放松管制的顺序安排上应该优先考虑放开对民营资本市场准入的管制，其次才是放开对市场本身的管制。

五、证券交易商等金融中介机构不但数量有限，而且素质普遍不高

目前国内的金融机构大多由国有资本控股，机制不灵活，历史负担沉重。它们不但数量有限，而且素质普遍不高。这当然和我国金融市场不发达有很大关系，但更为根本的原因可能还是在于金融当局对金融业和金融市场的过度管制。

如果金融中介组织不发达，那么发展以做市商制度为基本运行框架的OTC资本市场就是一句空话，建立多层次资本市场的目标更是无从谈起。所以，有必要通过放松对民营资本的准入限制和对金融创新活动的管制来推动金融中介机构不断发展壮大，使金融机构发展和金融市场发展之间形成一种良性互动。

文章出处：《中国经济时报》

[\[推荐朋友\]](#) [\[关闭窗口\]](#) [\[回到顶部\]](#)

转载请经授权并请刊出本网站名

中国博士论坛

中国社会科学院  
保险与经济研究中心

IFB外商投资中心

IFB基金研究  
与评价中心



地址：北京市东城区建国门内大街5号 邮编：100732 电话：010-65136039 传真：010-65138307  
版权所有：中国社会科学院金融研究所