

中国资本市场建立的制度基础 及其来自企业制度的约束

刘 峻

(武汉大学 商学院, 湖北 武汉 430072)

[作者简介] 刘 峻(1971-), 男, 湖北武汉人, 武汉大学商学院经济学系博士生, 主要从事中国经济改革与发展和金融证券研究。

[摘 要] 中国资本市场是在市场化—价值化改革的推进过程中建立起来的, 有着自身特有的制度基础: (1) 企业投融资体制的改变; (2) 国有企业的制度变革; (3) 居民投资意向的改变; (4) 与经济发展相关联的因素(需求推动、结构调整等)。同时, 国有企业股份制改革存在的一些制度性缺陷, 如对国有企业的股份制改革以及企业发行股票(包括上市发行)的政府管制、对国有企业改制成股份公司后对其股权结构的政府管制、对公司治理结构的政府干预等, 都给资本市场的发展带来了不利影响。

[关键词] 资本市场; 制度基础; 企业制度约束

[中图分类号] F830.9 [文献标识码] A [文章编号] 1671-8828(2003)06-0711-07

中国的资本市场是在经济转轨期间, 即在由传统计划经济向市场经济的体制转轨中逐步建立起来的。本来, 资本市场作为商品货币经济和信用制度高度发展的产物, 是市场行为作用的结果, 是一个自然形成的过程。中国的资本市场却是在停顿了几十年之后, 根据发展市场经济的需要, 由政府有领导、有计划地建立起来的, 是一种有意识的制度安排。

20世纪80年代初期, 中国经济体制改革的重点转到城市以后, 实际上市场化—价值化取向已成为整个改革的基本思路。在计划经济时代, 由于在理论上否定生产资料是商品, 否定价值规律对生产的调节作用, 作为价值货币表现的价格, 既可以偏离价值基础, 又不受供求关系的制约, 以致出现严重的工农产品剪刀差, 工业品价格长期高于其价值, 而农产品价格长期低于其价值, 使农民利益受到损害, 影响农业迅速发展; 同时, 不管商品供求矛盾如何, 价格始终巍然不动, 供求矛盾靠计划供应(即压缩消费需求)来解决。这是形成计划经济体制弊端的主要因素之一, 因为它严重的扭曲了经济关系。自20世纪80年代中期开始, 中国采取了一系列旨在不断缩小计划而扩大市场的作用, 以及尊重价值规律, 重视市场机制(价格机制、供求机制)运用的改革措施, 例如不断缩小国家指令性计划产品和计划统配物资的范围, 而扩大了企业按市场需求自主生产和经营的范围, 同时也相应地减少国家指令性价格的范围, 而扩大了企业自主定价的范围。正是这种毫不懈怠的市场化—价值化改革的推进, 最终导致了我国市场经济体制目标的确立, 以及包括资本市场在内的整个市场体系的建立。

一、中国资本市场建立的特殊制度基础

中国资本市场的建立, 除了某些共同的原因外, 也有着自身特有的制度基础。

(一) 企业投融资体制的转变

中国经济的持续快速发展,需要一个能够高效率配置金融资源、满足不同风险偏好的资金需求者和资金供给者的完善的金融市场体系。随着中国经济体系的市场化,许多现实的金融需求在当前的银行体系中得不到满足。例如,中国还缺乏一个以创业企业为对象的融资体系;中国的民营企业等经济增长中占据越来越重要地位的企业还缺乏稳定的融资渠道;中国的广大投资者则缺乏除低收益的储蓄、高风险的股票等金融投资产品之间的、满足不同投资者需要的金融投资品种;同时,企业长期资金的需求严重地得不到满足。这些融资需求,要求建立一个稳定发展的提供长期资金的市场——资本市场。

在计划经济体制下,企业的资金主要来源于国家财政,从新建企业的基本建设投资,企业建成后的技术改造资金、新增投资基金以及一部分作为企业自有的流动资金,都是由国家财政无偿拨付给企业的,企业为完成国家下达的生产经营任务所需流动资金不足的部分,按计划确定的额度由银行以信贷方式供给,因此,企业的融资渠道非常单一,而且,企业同银行之间的信贷关系实际上具有财政分配资金的色彩。

20 世纪 80 年代初,为了改变企业在财政资金上吃国家大锅饭的状况,国家对企业进行了“拨改贷”的改革,就是将原先由国家财政向企业拨款改为由银行向企业贷款,即由国家财政融资方式改为市场化的银行融资方式。改革的初衷是想在国家对企业实行放权让利改革的同时,也让企业通过有偿使用资金承担一定的责任,以促使企业更有效地使用资金,提高资金的使用效益。应当说,改革取得了一定的成效,但是,随后却出现了新的矛盾:第一、企业从银行取得贷款仍然要受国家计划的控制,这对企业的发展自然形成某种约束。而且,即使是中长期贷款,终归是要归还的,从企业使用资金的角度看,也不是稳定的资金来源,有一定的被动性;第二、由于国家同企业之间的权责利关系还未理顺,银行的商业化改革也远未到位,因而企业的主要精力放在如何更多地去弄到贷款,而不是去注意如何更有效地使用资金;第三、相当多数的国有企业由于历史原因,产品质量较差、成本高、缺乏竞争力,大量产品的积压、日益增多的利息负担更加大了产品的成本,使企业经济效益差,以致发生经营亏损,资金短缺,又得依赖向银行贷款。以上这些矛盾带来的后果是,企业负债越来越多,有些企业已经处于资不抵债的情况,利息负担也越来越重,有些要靠新的贷款来支付利息,还本付息已成为企业难以承受的巨大的财政压力。对银行来讲,也造成了大量的不良资产和呆帐损失,银行承担了全部贷款的风险。

进一步从国家的角度看,由于承担向企业贷款业务的银行是国有银行,在银行体制还未完全按照商业银行的模式改革以前,由银行向企业融资不过是由国家财政向企业拨款的一种异化的形式,融资风险也由银行转到了国家。而且,国家仍然成为投资的惟一主体,在国家财力有限,而建设所需资金又极为庞大的情况下,这种投融资体制显然对经济发展不利。

改革的实践向人们表明,企业完全依赖银行的间接融资来解决自身发展所需要的资金并不是一个最佳的选择。随着向市场经济体制的逐步推进,企业的融资体制(渠道)也应进行调整,在继续保留向银行间接融资的同时,应当通过资本市场进行直接融资,通过在资本市场发行企业股票或企业债券,筹集企业建设和发展所需的资金。正是这种投融资体制转变的要求,促进了资本市场的建立与发展。

(二)国有企业的制度变革

为了适应建立市场经济体制的需要,我国的国有企业,特别是国有大中型企业,将要按照现代企业制度的模式进行体制变革,也就是说,它们将进行股份制改造。

股份制公司的建立与发展,自然同资本市场的建立与发展密不可分。因为第一,股份公司无论是通过发行股票这种直接融资方式来募集创业资本,或者通过增资扩股的方式来扩大公司的规模,都要借助股票这种金融工具,而股票具有可流动性,所有这些活动都是通过资本市场来进行的。第二,在股份公司建立和发展过程中,必然会遇到公司与公司之间在企业合并、兼并中所产生的资产重组与债权债务等产权交易关系,在现代市场经济国家中,这种产权交易也是通过资本市场进行的。可以说,没有资本市场的建立也就不会有真正的股份制企业。当然,有些股份公司虽然发行了股票但并不一定都会在资本市场上流通,但如果所有股份公司发行股票都不在资本市场上流通,那也不是真正的现代企业制度,而且所有发行股票的公司也都是希望能最终上市流通的。

(三)居民投资意向的转变

居民投资意向不纯粹是居民的个人行为,或者说是一种单纯由居民个人意志能够决定的行为,它也是由一定的制度(体制)决定的。

在传统的计划经济制度下,在长达30年的时间里,由于在建设、生产与生活、积累与消费等关系问题上,人们存在认识上的误区,一直是重建设、生产而轻生活,重积累而轻消费,建设是第一位的,生活是第二位的;积累是第一位的,消费是第二位的。因此,在国民收入和资金的分配格局上,一直是向国家倾斜,向积累倾斜,而居民的收入也一直处于较低的水平,绝大多数人除了维持温饱生活水平外,几乎没有什么节余,因而也就谈不上什么投资意向。即使有少数人收入较高,尚有部分节余可以进行投资,也只有向银行储蓄而别无其他选择,在那种体制环境下,其实人们根本没有投资概念,并没有把储蓄就当做投资,投资的渠道非常单一。

随着经济体制改革的逐步推进,人们越来越认识到,忽视人们的消费,不注意在经济发展的基础上去不断增加人们的收入,提高人们的生活水平,对经济的真正长远的发展是有害的。第一,它会损害人们的生产积极性;第二,生产最终是要靠消费需求来推动的,一个狭窄的消费市场必然会阻滞生产的发展空间。认识上的升华必然会带来政策上的调整,从20世纪80年代中期以来,在国民收入分配的格局上,国家开始向个人和企业倾斜,结果是居民个人收入占国民收入的比重逐步上升,而国家财政占国民收入的比重则逐步下降。财政收入占国内生产总值的比例依次从1980年的25.7%下降到1985年的22.4%、1990年的15.8%、1995年的10.7%和2000年的15%。居民收入增加,在经过一段补偿生活的“欠账”之后,便开始将增加的收入转向投资(储蓄),从80年代起城乡居民储蓄存款大幅上升(见表1)。

表1 全国城乡储蓄存款余额

单位:亿元

年份	1952	1957	1970	1978	1980	1985	1990	1995	2000
金额	8.6	35.2	79.5	210.6	399.5	1622.6	7034.2	29662.3	60241.80

资料来源:《中国统计年鉴》,2001年,第281页。

由于居民储蓄的大量增加,以及企业也因收益增加而增大了对银行的储蓄,这样,就在国内投融资结构上发生了两个重要的变化,第一,银行在投融资体系中的地位明显加强,无论是存款或贷款数量都大量增加,其占国内生产总值的比例也大幅上升(见表2);第二,银行储蓄结构也发生了重大变化,原先以企业和财政存款为主转为以个人储蓄为主(见表3)。

表2 银行存款和贷款占国内生产总值的比例

%

	1980	1985	1990	1995	2000
存款	36.8	47.7	62.8	66.6	138.4
贷款	53.4	65.9	81.8	67.6	111.1

资料来源:《中国统计年鉴》,2001年,第35页。

表3 银行信贷资金来源

单位:亿元

	1980	1981	1985	1990	1993	1994	1995	2000
企业存款	573.09	701.46	2071.53	3997.68	7671.62	11466.6	14519.6	44093.7
财政	197.37	368.37	368.31	380.4	487.31	833.3	1003.2	3508.1
居民	282.49	354.04	1057.81	5192.58	11187.58	15844.5	21941.5	64332.4
总额	1661.07	2035.40	4273.03	11644.83	23230.33	29327.8	38782.6	135483.7

资料来源:1980年—1981年资料为《中国经济年鉴》1990年,第115页;1985年—2000年资料为《中国统计年鉴》,2001年,第614页。

居民个人收入的大幅度增加使得居民个人所拥有的货币资产已经不限于只具有纯消费的内涵,而具有更多资本性的特质,就是说,居民拥有这些货币资产,已经不再只是为了纯生活消费的需要,而是要把这些货币资产作为金融资本,去换取更多的投资回报。由于银行存款利率一直很低,近年来还不断下降,相当一部分拥有货币资产的居民,自然不满足于银行储蓄这样一种投资方式,他们渴望有其他品种

更多元化、流动性更强、回报率更高的投资渠道和方式,他们拥有的货币资产实力也使他们具有了一定的抗风险的能力,正是居民这种投资意向的变化,成为催生资本市场的一个重要因素。另一方面,银行储蓄存款的大幅增加,也为资本市场的建立,为巨额消费基金转化为投资提供了一个现实的基础。

(四)中国资本市场建立的发展因素

除了上述三点制度因素以外,中国资本市场的建立,也还有与经济发展相关联的因素。

第一,无论哪一个国家,也无论一个国家处于哪一个发展阶段,经济的发展都是要依靠需求来推动的,这是一个普遍的规律。需求包含投资需求和消费需求。中国是一个发展中大国,要实现建设四个现代化和全面小康社会的目标,需要进行大规模的经济建设,而要满足人们享有一个较高质量的生活水平,也要求经济有较快的发展,这都需要有巨额的资金投入。中国经济发展的实践表明,不仅在过去重积累、轻消费的年代,就是在现在比较重视居民生活消费水平提高的情况下,中国经济的发展仍然主要是依靠投资需求来拉动的。在社会积累基金总是有一定限量的情况下,如何利用社会闲置资金,特别是把消费基金转化为积累基金,是解决投资不足的重要途径。即使从国家的角度来看,为了创造一个良好的投资环境,它要建立众多的基础设施项目,其所需投资也往往是正常的财政收入难以承受的,需要通过发行国家债券的方式向社会融资来解决资金问题。根据香港百富勤公司的预测,预计 2001 年—2010 年中国支持经济增长所需要的资金至少达 50 万亿元人民币,前 5 年需求资金 20 万亿元,而后 5 年的需求资金达 30 万亿元。可以看出,资本市场的建立和发展,也是反映了经济发展的需要。

第二,在中国的经济发展中,还存在着一个深层次的矛盾,那就是经济结构的不合理,主要是产业结构的不合理和区域结构的不协调,其实质是资源配置的不合理。这种不合理的资源配置,不仅影响各个产业和各个地区的发展,而且也影响整个国民经济的发展。造成经济结构不合理的关键因素是资金和技术(包括人才),技术因素也是受资金因素制约的,所以最终还是一个资金的问题。长时期以来,国家主要是通过向需要资金发展的产业和地区注入财政资金的方式来缓解这种结构不合理的状况,但是,其一,效果不明显,资金使用效率低下;其二,国家财力有限。改革开放以来,国家也倡导以产业为纽带,加强各地区之间的经济合作,特别是经济发达地区在资金、技术上帮助经济不发达地区,但是,实践也表明,在地区(包含产业)之间实行资产的自然流动,无论在人们的价值取向上还是在实际运作上,都存在着不小的阻力和障碍。看来,利用金融资产的随时可变现性,灵活的整合性和可分离性,以及较强的流通性,可以打破资金在地区之间和产业之间流动的障碍,从而取得较好的经济效果,这也呼唤着资本市场的尽快建立。

二、资本市场发展来自企业制度的约束

考察近 10 年来我国国有企业股份制改革和资本市场形成的历史,我们不难发现,一方面国有企业所进行的股份制改革不仅催生了中国资本市场的建立,而且也促进了资本市场的迅速发展,但另一方面,由于我国国有企业股份制改革所存在的一些制度性缺陷,也的确给资本市场健康而规范的发展带来了消极的不利影响,甚至损害着资本市场的发展。

(一)对国有企业的股份制改革以及企业发行股票(包括上市发行)的政府管制

在中国,无论是国有企业的股份制改造还是资本市场的建立,从一开始就是一种政府行为,政府起着主导作用。就国有企业的股份制改革来看,政府的主导作用首先表现在,在资本市场的建立初始,就明确了资本市场是为国有企业改革服务的这一目的,当时所有的上市公司全部是国有企业改制而来的,并且需要得到政府有关部门的批准。其次,即便在允许进入资本市场的国有企业中,国家也对这些进行股份制改革的国有企业设置了一些“准入”的条件和标准。1992 年国家明确规定:凡是涉及国家安全、国防尖端技术的企业,具有战略意义的稀有金属的开采项目、以及必须由国家专卖的企业和行业,不进行股份制试点;只有符合国家产业政策的竞争性较强的行业,尤其是资金密集型和规模经济要求高的行业,才鼓励进行股份制试点,因此,并不是任何国有企业都可以进行股份制改革的。

国家不仅在国有企业股份制改革范围上实施了政府管制措施,而且在发行股票和股票上市方面也同时实施了政府管制措施。这种管制措施表现在两个方面:第一,企业的 IPO 发行(即向社会首次公开发行股票)和增资发行(包括配股、增发和可转债),必须有主管部门或地方政府的推荐和国家证券管理部门的批准;第二,政府控制股票发行的规模。

就第二个方面的控制来看,在 1997 年以前,政府对股票发行规模的控制采用了“额度控制”模式,即由国家有关部门确定总体股票发行额度,再由国家证券监管部门向各地区和各部委下达可发行股票的额度指标,地方和各部委则在下达的额度指标之内,确定并向国家证券主管部门推荐上市的企业。但是,由于发行股票可以募集资金,众多企业要求上市,地方政府和部委主管为了平衡关系,缓解矛盾,也想帮企业解决一些困难,于是在给定的额度范围内就尽量多地选择一些公司上市,这就使得在 1993 年—1997 年期间上市的公司数量多而资本规模偏小,因而承受风险的能力也较小。

为了扩大上市公司的规模,提高上市公司的质量,从 1997 年开始,国家改变了“额度控制”模式,对新股发行采取“总量控制、限报家数”的办法,并且要求上市的公司是国有大中型企业,特别要优先考虑国家确定的 1000 家(尤其是其中 300 家)重点企业,以及 100 家全国现代企业制度试点企业和 56 家试点企业集团。在这个背景下,各地和各部委都尽量选择本地和本部委大型或特大型国有企业改制上市,1997 年以后,我国上市公司的股本规模明显地扩大了,从资本市场募集的资金也大幅度增加了。见表 4。

表 4 1992 年—2001 年全国上市公司平均规模和筹资额变化表 单位:家、亿股、亿元

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
上市公司	53	183	291	323	530	745	851	949	1088	1160
平均规模	1.3	2.12	2.35	2.63	2.3	2.61	2.97	3.25	3.49	4.5
净平均规模	2.87	2.45	2.75	5.1	1.79	3.36	5.51	5.74	5.06	19.81
股票筹资额	50	194	49.62	22.68	224.5	655.1	412.6	512.9	840.9	473.6

资料来源:根据中国证券监督管理委员会编:《中国证券期货统计年鉴》(2002),百家出版社,2002 年,第 12、128 和 135 页的数据整理而得。

由于政府对企业发行股票和公司上市所采取的控制措施,无论是“额度控制”还是“总量控制、限报家数”,都没有真正把上市公司本身的经营效率和发展前景作为首要的因素,这就从客观上让一些质量不高的企业钻了政策的空子,他们通过一些不正当的途径去获取“上市”这一稀缺资源,然后在资本市场上大肆“圈钱”。许多公司上市之后,自然经受不住市场的严峻考验,很快就暴露出自身一些致命的固有的弱点,经营业绩逐步下滑,严重损害了投资者的利益,打击了投资者的信心,也严重干扰了市场的信号,扭曲了投资者的正常理念,使资本市场隐患重重。最近,中国证监会首席顾问梁定邦先生在谈到中国资本市场的发展前景时,总结出中国股市的六大缺陷,他指出:1999 年以前的公司都是指标制下上市的,上市公司是一种绝对的稀缺资源,但上市指标的计划分配有很大的随意性,绝大多数上市指标都是为当地脱困解难的,在上政策下有对策的实际运作中,捆绑上市很普遍,上市之后,逐步出现企业产权不清,应收款无法回收、内部人控制严重,中介机构没有起到应有的责任,机制转换不彻底等诸多问题,这严重制约了上市公司的规范治理和业绩提升,相当一部分公司已经成为空壳。

(二)对国有企业改制成股份公司后对其股权结构的政府管制

国家对国有企业改制成股份公司后的股权结构的设置也作了明确的规定:即国家股(包含国有法人股)、法人股、个人股、外资股等四种形式。所谓国家股是有权代表国家投资的部门或机构以国有资产向公司投资形成的股份(含现有资产折成的国有股份);国有法人股是指具有法人资格的国有企业、事业及其它单位以其依法占有的资产向独立于自己的股份公司出资形成或依法定程序取得的股份,由于国有企业的产权也是属于国家所有的,所以国家股和国有法人股统称为国有股权。

在对国有企业进行股份制改革时,政府就有明确的限定,在某些行业,国家股必须占控股地位或相对控股地位,对国有大型企业或重点企业,更是如此。同时,在 1997 年以后,由于国家在股市准入规则上更是采取了向大型企业、重点企业和企业集团倾斜的政策,这样,在资本市场上就形成了以国家股和

国有法人股为主的股权结构。见表 5。

表 5 历年全国上市公司总资本结构变化表

单位:亿股、%

年份	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
国家股	28.5	190.2	296.5	328.7	432	612.3	865.5	1116	1475	2410
比重	41.4	49.1	43.1	38.7	35.4	31.5	34.6	36.1	38.9	46.2
发起法人股	9.05	34.97	73.87	135.2	224.6	439.9	538.1	590.5	642.4	663.2
比重	13.1	9	10.8	15.9	18.4	22.6	20.9	19.1	16.9	12.7
募集法人股	6.49	41.06	72.82	61.93	91.82	130.5	152.3	190.1	214.2	245.3
比重	9.4	10.6	10.6	7.3	7.5	6.7	6.0	6.2	5.6	4.7
内部职工股	0.85	9.32	6.72	3.07	14.64	39.62	51.7	36.71	24.29	23.75
比重	1.2	2.4	1.0	0.4	1.2	2.0	2.0	1.2	0.6	0.5
其他	0	0.19	1.1	6.27	11.6	22.87	31.47	33.2	35.07	16.28
比重	0	0.5	0.2	0.7	1	1.2	1.2	1.1	0.9	0.3

资料来源:根据中国证券监督管理委员会编:《中国证券期货统计年鉴》(2002),百家出版社,2002年,第132页的数据整理而得。

按照我国现行的规定,国家股及国有法人股即国有产权只能转让而不能在资本市场上进行交易,这使得能够在资本市场上进行交易的只是所占比重不大的社会公众股,这种状况本身就反映了我国资本市场发展的不完善。国有股权的不流动性表明上市公司实际上并未完全进入市场。由于上市公司的股价只是占其股份较小部分的流通股交易形成的,因此资本市场的股票价格和交易情况不能真实反映上市公司的经营业绩和 market 价值,使资本市场丧失经济信息反馈的功能。国有股权的不流动性,也造成不能大规模地通过资本市场进行企业的收购、兼并活动,企业存量资产的调整受到限制,企业的并购和资产重组只能以场外协商转让的方式进行,不仅效率低下,而且一对一的谈判也会加大交易的成本,这使得资本市场的优胜劣汰、优化资源配置的功能受到了抑制。国有股的不流动性也造成了同股不同权、同股不同利,意味着国家失去了作为股东或者所有者应该享有的权利,使其无法在股价高涨时获得溢价收入,在股价下跌时规避风险。上述情况使得资本市场的功能发育不全,损害资本市场的健康成长。

(三)对公司治理结构的政府干预

公司治理结构是关于公司的领导体制和管理制度,是对公司的所有者、经营决策者和管理者的一种权利规范和约束机制的制度安排。在国有股权居于控股或相对控股地位的公司内,国家作为公司最大的股东即所有者,为了维护自身权益,必然会派出自己的代表去担任公司的主要领导,如董事长或总经理,以便掌握公司的发展方向和重要的经营决策,这是很正常的一种经济现象,对企业经营管理负责人的任用本身就是产权的一个重要体现。目前我国国有控股上市公司经营者的选用权依然掌握在党或政府的组织与人事部门的手中,沿用原来管理国有企业的方式管理上市公司,使我国的上市公司带有浓厚计划经济体制下国有企业的痕迹。对于那些整体改制上市的国有企业来说,原企业的厂长或领导人在改制后纷纷成为新公司的董事长或总经理。

在股份公司内部,虽然按照股份制企业的制度特性建立了由股东大会、董事会、监事会以及高层经理管理人员组成的企业治理结构,但股东大会是由国家这个大股东控制的,董事长是由政府任命的(形式上由股东大会选举产生,经理班子由董事会任命,实际上也等于由政府任命)。可以认为,所有股东大会、董事会、监事会都如同虚设,只是一个形式,企业实际是由政府控制的,政企不分,政资不分,企业组织形式改变了,而企业经营机制没有太大的变化。董事长形式上是向股东大会负责,实际上是向政府负责,确切地讲,是向任命他的人负责。

由此可见,在国有股权不能流通并且仍占绝对或相对控股的情况下,股东大会、董事会、监事会的内部分工和权利分配制度并未有效建立,经营者权力缺乏约束,中小股东用手投票的机制无法发挥作用,监督上市公司经营管理的途径和能力受到限制。由于上市公司的内部治理结构并未加以完善,股票上市只是换汤不换药,发行股份仅作为筹集资金的一种手段,其业绩呈现下降。同时,由于政府行政部门

拥有大量的国有股份,对上市公司的行政干预依然强烈。

因此,要使资本市场进一步健康发展和完善,必须从产权制度上深化对国有企业的改革。

[参 考 文 献]

- [1] 樊 纲. 企业改革要求资本市场发展[DB/OL]. 中评网, 2002 \10-09-02.
- [2] 剧锦文. 国有企业、上市公司与资本市场[M]. 北京: 中国物资出版社, 2002.
- [3] 陈耀光. 中国证券市场的规范与发展[M]. 北京: 中国金融出版版, 2001.
- [4] 韩志国. 中国资本市场体制的缺陷[A]. 何 伟, 方恭温. 发展的智慧——中国经济学家纵论中国经济前沿[C]. 北京: 企业管理出版社, 2002.

(责任编辑 邹惠卿)

Institutional Foundation of the Capital Market & Restrictions from Corporation Institutions

LIU Jun

(Wuhan University Business School, Wuhan 430072, Hubei, China)

Biography: LIU Jun (1971-), male, Doctoral candidate, Wuhan University Business School, majoring in the reform and development in China and financing.

Abstract: Chinese capital market has being constructed accompanying with the market and value oriented reform . There are several special institutional foundations in the course: 1. the change of corporations' investment and financing; 2. the institutional reform of the state-owned corporations; 3. the transition of the household's investment trend; 4. the factors relating with the economic development (the demand impulse, the economic structure adjustment, etc). Meanwhile, the deficits in the process of the state-owned corporations' joint-stock reform, such as the regulations to the corporations' joint-stock reform and issuing stocks, the regulations to the structure of stockholders, the intervening in the corporations' management structure, all have caused negative influences in the development of capital market.

Key words: capital market; the institutional foundations; the restrictions from the corporations' institutions