

CAPITAL TIMES
ON THE STRATEGIC THINKING OF
CHINA'S CAPITAL MARKET

资本时代

——中国资本市场的战略思考

隆武华◎著

在全国证券从业人员和投资者庆祝资本市场20周年的时刻，笔者从事财经工作也满21周年。20年，用一句最简的话来总结，就是改革开放的中国开始从计划步入市场，并得以迈向资本时代。资本时代，是点子、智慧、技术、知识、专利等物化为资本的时代，是市场经济充分发育的时代，是点石成金、财富倍溢的时代，更是中国经济腾飞和中华民族伟大复兴的时代。



中国财政经济出版社

资本时代

——中国资本市场的战略思考

隆武华 著

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

资本时代：中国资本市场的战略思考/隆武华著. —北京：中国财政经济出版社，2011. 2

ISBN 978 - 7 - 5095 - 2707 - 8

I. ①资… II. ①隆… III. ①资本市场 - 研究 - 中国 IV. ①F832. 5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 001995 号

责任编辑：翁晓红

责任校对：韩 淇

封面设计：李运平

版式设计：苏 红

书名题字：陈哲源

中国财政经济出版社 出版

URL: <http://www.cfeph.cn>

E-mail: cfeph@cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码：100142

营销中心电话：010 - 88190406 北京财经书店电话：010 - 64033436

涿州市新华印刷有限公司印刷 各地新华书店经销

787 × 960 毫米 16 开 59.25 印张 837 000 字

2011 年 4 月第 1 版 2011 年 4 月第 1 次印刷

定价：86.00 元

ISBN 978 - 7 - 5095 - 2707 - 8/F · 2302

(图书出现印装问题，本社负责调换)

本社质量投诉电话：010 - 88190744

代序

关于对西方成熟市场的 学习态度

阅读法国哲学家索雷尔《进步的幻觉》一书，颇为索雷尔宽广独特的想法所感染。索雷尔写道，我们总是觉得，把“最近在世界上声名大噪的舶来品引进到我们的国家来”，无论这种舶来品是以何种方式风行起来的，“就一定会获得成功”。法国从英国、美国和德国“借用了如此之多的制度，其原因正在于此”。他又说，文艺复兴与宗教改革时期的人们走的也正是这条路子。他们对古代文献非常熟悉，相信自己掌握的知识是建立在经验的基础上的。在文艺复兴时期，人们研究更多的是古希腊习俗，而宗教改革时代研究的则是使徒习俗。参与这两项运动的人们，都要求他们的同时代人跟随他们进行复兴古典的运动。索雷尔还说，17世纪末法国爆发了“古今作家之争”，其影响远远超出了艺术领域。那个时候，法国社会中的人们因为有了新的东西而感到自豪，他们相信，自己的时代不亚于历史学家盛赞的鼎盛时期，甚至还有所超越，“便觉得法国无需要再从别国学习好的模式了，反而其他国家要效仿法国。人类智力作品的价值，从此要按照

法国的口味进行评判了。在任何方面，法国都自矜于其自有的文明，不容别人说半个不字”。

历史何其相似！2007年以来的全球金融危机确实是全球经济实力重新洗牌的好时机。抓住这一千载难逢的机会，办好我们自己的事情，是后进国家赶超先进国家的不二法门。在这个过程中，我们见证了中国经济的率先振兴，见证了成为全球最大的出口国、全球最大的汽车消费和生产国、全球最赚钱的银行与全球IPO最多的交易所，见证了中国经济超过日本跃居为全球第二大经济体。陶醉于这些“最大”面前，国人就有些陶醉了，忘乎所以了，自高自大了，仿佛找到了索雷尔说的当年法国人那种“自矜”的感觉。

早在20世纪80年代末期，先师王桢林先生就经常同我们讨论“以夷变夏”还是“以夏变夷”的问题。王先生说，近代以来，都是“以夷变夏”，从人的服饰到人的思想，包括发型，马克思也是西方的，因此中国人整个被“夷化”了。魏源“师夷之长技以制夷”、曾国藩和李鸿章“借师助剿”与洋务运动、康有为和梁启超变法维新与君主立宪、孙中山“三民主义”与“以俄为师”、周恩来和邓小平赴欧勤工俭学运动以及马克思主义在中国的传播，都是在向西方学习和取经。用毛泽东的话说就是学生和先生的关系。当然，毛泽东没有忘记加上一句，先生老是欺侮学生。

改革开放以来，国门重开，学习西方依然是“以夷变夏”。就金融市场的发展来说，我们首先向日本学习，学习日本间接融资制度和主银行制度。1996年，中国人民银行发布了关于在中国建立主银行制度的“通知”。当然，这个“通知”还没有来得及实施，亚洲金融危机就来了。亚洲金融危机宣告日本模式和东亚奇迹失败，包括日本、亚洲“四小龙”和“四小虎”在内的亚洲许多国家和地区，陷入了间接融资的泥潭，不良资产一剥再剥，日本的政府债务占国民生产总值的比重甚至超过180%。对于日本的危机，日本野村证券经济学家辜朝明在其新作《大衰

退》中干脆把它概括为“资产负债表衰退”。

先生出现了危机，学生怎么办？我们调头向美国学习，学习直接融资体制和机制，借鉴我国香港和台湾地区的经验。证券市场结束试点成为社会主义市场经济重要的组成部分，企业资本结构中有股票融资和债券融资的配置，大型国有商业银行全部改制上市，会计准则日益与国际接轨，公司治理参考了 OECD 公司治理准则，独立董事紧跟着美国变化方向，资产证券化“点石成金”的本领深深地吸引着各方跃跃欲试，集团诉讼的司法救济模式成为证券界、司法界矢志不渝的追求，高盛、摩根士丹利、美林和雷曼成为国人仰慕的著名投行，纳斯达克交易所因实现了科技与资本最佳结合而备受尊崇，融资融券和股指期货被视为股票市场内在的稳定器。正当我们还只学得三分时，美国发生了百年一遇的金融危机。

先生又一次遇险，学生还应该不应该坚持呢？即还要不要学习美国的直接融资制度呢？在这个问题上，似乎分歧不大。因为这次金融危机的原因尽管是多方面的，但是虚拟经济严重脱离实体经济实现自我循环和膨胀，金融创新过度与场外市场缺乏监管，是公认的两个重要的诱导因素。相比之下，我们还仅仅是天真的小学生，没有参与，也不明白。在如何坚持的问题上，争论就大得去了。客气点的人会说，学什么学，我们自己搞不就得了！凶狠点的人会说，美国只有教训，没有经验，没有什么好学的！

在这里，笔者要慎重地告诉大家，从全球的角度来看，1640 年是一个转折点，发生了从东方世界为主导向西方世界为主导的转折。对于中国来说，就是从原来讲究“夷夏”之辩到崇洋媚外，从“以夏变夷”改变为“以夷变夏”，红衣大炮加传教士是早期“以夷变夏”的具体体现。可以不客气地说，从那以后的 370 年来，中国几乎还很少出现原创性的重大制度或技术突破，所有的变革和创新都是在西方已有的制度框架和技术基础上实现的，甚至连就此开展学术研究的语境和氛围都是用英文写成的。在这种情况下，夜郎自大是什么后果，不说自明。对于市场化程度较高、

复杂性和敏感性都较大的资本市场来说，更是如此。我们必须承认，我国的资本市场还刚刚开始，要完善我们的制度基础、法制环境和独特的股权文化，首先还得从西方的理论和实践来寻找，还得向成熟市场学习。哪怕是教训，我们也必须认真加以总结，这就是“傻子过年看隔壁”的道理。当然，笔者这样说，一点也不否认，在这个过程中，我们要发挥主观能动性，要注重成熟市场的理论与中国实际的有机结合，要反对教条主义、本本主义等，要建设中国特色资本市场。这一点，在毛泽东阐述中国革命的道理时，已经深入中国的人心。

其实，向别人学习是一种美德，更是借助外力改变思维定式、推动自身进步的原动力。我们可以看到，在近代经济学的演变中，法国人向全世界学习，德国人向英国人学习，美国人向德国人学习，彼得大帝以欧为师，日本人以德为师和以美为师。这些经典案例告诉我们，这些国家向别人学习，不但没有不好意思，而且还学出了模样，实现了跨越。这就是索雷尔强调的舶来品“一定会获得成功”的道理。百川归海，有容乃大。中国自古以来就有“虚怀若谷”、“不耻下问”的传统；列宁也早就说过：“只有用全人类文化知识武装起来的人，才能真正成为共产主义者。”

“悟已往之不谏，知来者之可追”。让我们在学习成熟市场的过程中超越成熟市场吧！

隆武华

2010年10月18日晚于深圳云顶翠峰

目 录

第一部分 理论向导：尚市场规律，执发展趋势

- 公司制——生产力社会化的组织形式 / 1
- 关于马克思所有制理论的札记 / 15
- 关于虚拟资本和国际游资问题研究 / 24
- 正确认识和处理我国证券市场发展中的若干重大关系 / 40
- 并购改变证券市场定价标准 / 63
- 西方金融市场发展和变化的九大趋势 / 71
- 广场协议与日本式泡沫破灭 / 89
- 股份制：历久弥新的企业组织形式 / 101
- 卢森堡资本市场的奇迹 / 104
- 中国特色资本市场 / 107
- 西方金融理论两个根本转变 / 110
- 小趋势：西方金融市场最新四重变奏曲 / 140

第二部分 实践先声：发展为主调，监管铸灵魂

- “十五”时期证券市场对国民经济和社会发展的保证作用 / 167

- 关于操纵证券市场行为的调查报告 / 172
- 4.6 万亿元市值诠释了证券市场的发展与前景 / 179
- 中国证券市场稳定评估报告：突出问题及解决方案 / 182
- 中国证券市场：十年十大变化 / 194
- 我国证券业监管体制的历史沿革及存在的主要问题 / 198
- 中国证券市场结构与监管：挑战与发展 / 208
- 巴黎地铁遏制逃票的启示 / 223
- 自律 他律 法治 / 225
- 资本市场的春天 / 227
- 把握主动 稳步开放 / 229
- 人才决定一切 / 232
- 布什总统主持白宫少数族裔住房会议 / 235
- 构建以资本市场为核心的中国房地产金融支持体系 / 243

第三部分 基础建设：提市场形象，增市场厚度

- 关于设立国家证券金融公司的建议 / 257
- 日本、韩国及中国台湾证券金融公司的借鉴意义 / 261
- 国外保险资金进入股票市场的基本情况 / 268
- 把握信息技术变革成果，打造证券业核心竞争力 / 279
- 关于推进 B 股市场发展的报告 / 294
- 海外做市商双向报价规则及其借鉴 / 297
- 亚洲地区证券金融公司的启示 / 317
- 中国企业海外上市利弊分析及相关建议 / 319
- 外资企业境内上市若干问题分析与相关建议 / 329
- 中国台湾地区股票发行向注册制过渡的经验 / 341
- 中国新经济企业聚集纳斯达克 / 344
- 完善证券市场基础设施，推动资本市场建设 / 346

转融通是资本市场一项基础性制度建设 / 352

第四部分 市场对价：神农尝百草，股改显神功

关于国有股配售的几点意见 / 355

国有股减持，利好？还是利空？ / 360

关于通过存量发行变现国有资产的建议 / 362

国有资产变现的途径与原则 / 366

关于国家股、法人股流通的几点意见 / 373

给会党委民主生活会几点建议 / 377

股权分置改革试点中小企业板宜先行 / 378

关于股权分置改革的若干思考 / 383

新老划断的理性思考 / 390

股权分置改革与国有资本管理 / 392

开启后股权分置时代 / 394

“后股权分置时代”监管、创新与市场发展 / 396

划转国有股充实社保基金，健全我国养老保险体系 / 417

第五部分 产品创新：务实、多赢、特色、策略、安全

大力发展证券交易所国债市场与回购市场 / 419

国外资产证券化的发展及其对我国的启示 / 425

国债市场成为核心金融市场的战略思考 / 434

把国债市场建设成核心金融市场 / 454

迎接 LOF 时代 / 456

上市开放式基金媒体新闻评论综述 / 458

证券公司和投资者在上市开放式基金中大有可为 / 463

附认股权证公司债券的必要性和可行性研究 / 467

海外附认股权证公司债券的发展和启示 / 480

- 附认股权证公司债券：产品创新切入点 / 492
- 创新的洪流 / 494
- 海外证券交易所主要创新与发展 / 496
- 衍生产品渐行渐近 / 505
- 理顺产品创新思路，实现互利多赢 / 507
- 梳理产品创新的原则与思路 / 512
- 公司债券市场孕育重大机制变革 / 515
- 美国拍卖利率证券（ARS）遭遇“二月惨案” / 517

第六部分 公司治理：投资者保护的真武器还是假道具

- 关于推进和完善我国上市公司治理结构的几点思考 / 535
- 公司治理研究提纲 / 544
- 公司治理的兴盛及需要妥善处理的若干关系 / 553
- 论独立董事在推进中国公司治理中的作用 / 563
- 建立投资者赔偿机制，切实保护投资者合法权益 / 575
- 美国《证券投资者保护法》及其对我国的启示 / 587
- 健全独立董事制度，提升公司治理水平 / 597
- 把诚信变成沉甸甸的责任 / 604
- 我国实施保证金有限保护制度的前提条件 / 606
- 建立投资者保险机制正当其时 / 614
- 建立投资者权益保护法律制度 / 616
- 强化投资者关系工作 推动资本市场和谐发展 / 618
- 《萨班斯法案》404条款的博弈 / 624
- 企业社会责任之真谛 / 627
- 美国《多德—弗兰克华尔街改革与消费者保护法案》初步分析 / 629

第七部分 互助裂变：揭秘会员制交易所和金融机构股份化的原动力

- 对中国香港《证券及期货市场改革之政策》的意见 / 643
- 论欧洲股票交易所的股份化与并购（概要） / 650
- 交易所股份化、上市及治理研究提纲 / 655
- 关于交易所股份化的发布稿 / 675
- 英国标准人寿互助保险公司股份化遭遇战经典案例剖析 / 689
- 大裂变：西方互助金融机构股份化浪潮述论 / 719
- 股份化交易所直面并购浪潮与金融危机挑战 / 738
- 西方互助金融机构与股份金融机构长期共存与来回钟摆 / 745
- 新兴市场交易所的股份化 / 773

第八部分 场外市场：把握信息时代与集中统一的主旋律

- 中国台湾地区柜台市场的起步、发展及新趋势 / 803
- 关于统一管理代办股份转让系统的报告 / 818
- 多层次资本市场建设应有的共识 / 820
- 构建多层次资本市场的蓝图 / 822
- 关于新时期建设我国场外交易市场的基本认识 / 824
- 美国多层次柜台市场体系基本情况及启示 / 829
- 关于场外市场建立合格投资者制度的探讨 / 842
- 报价转让系统何去何从需要引起高度关注 / 855

第九部分 世界城市：依托深港大都会打造深圳金融中心

- 深圳主板上市公司重组建设需要深圳市的鼎力支持 / 861
- 深港合作深交所行动规划 40 条 / 866
- 港、深交易所为境内个人投资者交易香港上市证券合作框架 / 870
- 推动深圳金融生态环境建设需要着力解决的几个问题 / 880

港深大都会与深圳金融中心建设 / 887

港交所的国际化战略及其启示 / 889

伦敦：浴火重生的世界金融中心 / 898

纽约：与众不同的资本之城 / 900

深港资本市场合作的目标、原则与中长期关注点 / 903

共建港深大都会就是共建世界城市 / 908

深圳建设开放型经济体系的战略部署与金融思考 / 917

深圳证券市场 20 年的回顾与前瞻 / 927

后 记 / 933

第一部分

理论向导：尚市场规律， 批发展趋势

公司制——生产力社会化的组织形式*

研究现代企业制度，首先要分析现代西方企业制度的公司制和国有制，要深入研究这种生产力社会化的组织形式是怎样随着生产社会化的发展而逐步发展起来的。

一、贸易与交通运输公司的兴起

在西方资本主义发展史上，最早的公司是贸易公司，如14~15世纪意大利的“康孟达”（Commeda），16世纪英国的“商人冒险家”公司、莫斯科尔公司、东方土地公司、几内亚公司，1600年英国东印度公司，1602年荷兰东印度公司，1644年法国的东印度公司与西印度公司。这些公司的产生，是科技进步、生产力发展引起的生产的社会化，要求在流通领域较大规模组织供销的结果。在14世纪前后，意大利的佛罗伦萨出现

* 原载《财政研究资料》（中青年理论讨论会专辑），1994年第29期，1994年10月20日。收入本书时略有补充。

了把纺线和卷线两个过程合起来的自动纺车，还广泛利用水力代替人力来漂洗呢绒。于是，在佛罗伦萨就出现了资本主义萌芽性质的手工业工场。1388年，佛罗伦萨已有200多家较大规模的手工业工场，年产呢绒8万匹。呢绒的原料——羊毛来自西班牙、英国和北非，产品则远销英国、法国和中东各地。随着生产的扩大，小规模贸易单位已不能满足要求。这样，在海外贸易中就出现了“康孟达”的组织。^①美国学者推断，“实际上，这种合伙关系，可能是劳动雇佣资本的伪装的借贷关系，或是资本雇佣劳动的伪装的委托人和代理人的关系”。我想，这种推断不无道理，因为它是资本主义萌芽在海外贸易中的表现形式。同样，“康孟达”的委托—代理关系，又使它具有现代公司的某些特征，是生产社会化反映在流通过程的组织形式。^②

16世纪，科学的中心转移到英国。在科技进步推动生产力发展的基础上，英国资本主义开始萌芽，资本主义手工业工场出现了，其中尤以毛纺织业、棉纺织业为典型。为了供应棉纺织业所需的大量棉花以及推销毛织品、棉织品，资产阶级迫切需要与生产社会化相适应的大流通形式。东印度公司等就是为了适应这种需要而产生的生产力社会化的组织形式。马克思就曾把东印度公司等说成是“现代股份公司的先驱”。

1688年，“光荣革命”使英国资产阶级革命成果以君主立宪的形式确定下来，推动了英国资本主义经济的发展。资本主义工场手工业在毛织、麻织与棉织等行业获得蓬勃发展，手工业工场成为资本主义生产的最主要企业组织形式。与之相适应，英国的对外贸易蒸蒸日上，股份公司纷纷成立。到1695年，就有100个新公司宣告成立。特别是18世纪初成立的南海贸易公司（South Sea，即南美洲），该公司股本额较大，股东数极多，

① [美]金德尔伯格：《西欧金融史》，中国金融出版社1991年版，第268页。

② 康孟达，属于劳资合伙经营的一种商事契约：一方出资而不参加营业活动，另一方则运用自己的设备条件等从事营业活动。双方按出资额对盈利进行分配。出资者按出资额对经营亏损负有限责任，而营业者则负无限责任。它是最早的一种商业合伙形式。后来，这种合伙形式逐渐发展到陆上贸易，最终演变成成为隐名合伙和两合公司。

在整个业务经营上，不免失之迂愚、疏忽和浪费。但南海贸易公司的成立及其股票价格的剧升，使股份公司成了一种时髦。据统计，1719年9月~1720年8月，新成立的贸易公司就有195家。诚如马克思所指出的那样，股票发行和进行股票交易方面有“一整套投机和欺诈活动”。^①在南海贸易公司的带动下，股票投机相当猖獗，股价增长了5倍，其中南海贸易公司股价从每股128英镑涨至1000英镑。被卷入漩涡的大物理学家牛顿在事后感叹：“我能计算出天体的运行轨迹，却难以预料到人们如此疯狂。”1720年6月9日，英国政府签署了《泡沫法案》，禁止没有特许状的公司发行可转让的股票。《泡沫法案》使众多依赖股票投机的股份公司倒闭，南海贸易公司也不能幸免。这就是轰动一时的“南海泡沫”事件。^②

《泡沫法案》的制定与实施，限制了贸易公司的成立与投机。于是，英国在“南海泡沫”事件后，相继出现了持续的“运河热”与“铁路热”。“1600~1750年，运输量比过去任何时候增加了50%”，因此，“加深和开阔航道以及改善河流航行等都提到日程上来了”。而“政府根本没有管这件事”，有钱的“地方上的乡绅和商人”就“自己掏腰包”，出来承担这样一项“冒险事业”，并且渐渐地“取得了很大的成效，结果就出现了合股集资的形式”。^③这就是说，疏浚河道使单个资本家不得不走资本联合的道路，从而为采用公司的组织形式来开凿运河提供了榜样。这样，英国《泡沫法案》后涌现的首批公司就是为修筑运河而成立的。在运河公司强有力的组织下，英国的运河开凿取得了辉煌的成绩。据统计，

^① 马克思：《资本论》第三卷，《马克思恩格斯文集》（7），人民出版社2009年版，第497页。

^② 18世纪英国最伟大的诗人亚历山大·蒲柏（Alexander Pope，1688年5月22日~1744年5月30日）写道：“终于，腐败像汹涌的洪水淹没一切；贪婪徐徐卷来，像阴霾的雾霭弥漫，遮蔽日光。政客和民族斗士纷纷沉溺于股市，贵族夫人和仆役领班一样分得红利，法官当上了掮客，主教啃食起庶民，君主为了几个便士玩弄手中的纸牌；不列颠帝国陷入钱币的污秽之中。”

^③ [英] W. H. B. 考特：《简明英国经济史》（1750~1939年），商务印书馆1992年版，第78页。

1730 ~ 1790 年，英国运河长度增加了 1 倍，达 2 200 英里。1791 ~ 1794 年，又建成了 42 条新运河，耗资 650 万英镑。^① 这无疑对缓和英国运输紧张局面与推动英国经济发展起了积极作用。更为重要的是，公司介入“运河热”，使原来贸易公司商业资本的性质转变为运河公司产业资本的性质，从而为公司这种社会化大生产的组织形式在资本主义经济中立足打下了基础。这就是马克思所说的，“把股份公司的形式运用于工业，标志着现代各国经济生活中的新时代。一方面，它显示出过去料想不到的联合的生产能力，并且使工业企业具有单个资本家力不能及的规模；另一方面，不应当忘记，在股份公司中联合的不是单个人，而是资本”。^②

继“运河热”之后，英国又兴起了“铁路热”。“铁路热”是随着英国煤炭、钢铁等重工业的较大发展而对交通运输业提出的新要求。同样，由于修筑铁路与开凿运河一样，属于经济命脉、基础产业，建设工程大，当时每英里造价达 4 万英镑，十分昂贵，“所需要的资本数额特别大”，仅靠资本家单个资本是无能为力的，小额资本需要聚集成大额资本，必须采用组建股份公司的办法。英国铁路史专家弗朗西斯这样描述当时的情况：“报纸支持这种热狂；政府许可这种热狂；人民不惜为它而解囊。铁路一时蔚然成风，如火如荼。”^③ 马克思在《资本论》中记载道，英国在 1846 ~ 1847 年投在铁路上的资本达到 7 500 万英镑，这些资金来自人们的认股缴款。“人们怀着扩充生产时具有的那种热情，投身于铁路的建设；在这里，工厂主和商人的投机欲望第一次得到满足，并且从 1844 年夏季以来已经如此。人们尽可能多地认股，这就是说，只要有钱足够应付第一次缴款，就把股份认购下来，至于以后各期股款的缴付，总会有法可想！当以后付款的期限来到时……人们不得不求助信用，商行本来的营业多

① [美] 金德尔伯格：《西欧金融史》，中国金融出版社 1991 年版，第 272 页。

② 马克思：《法国的动产信用公司》，《马克思恩格斯文集》（2），人民出版社 2009 年版，第 584 页。

③ [英] 克拉潘：《现代英国经济史》（上卷），商务印书馆 1964 年版，第 481 页。