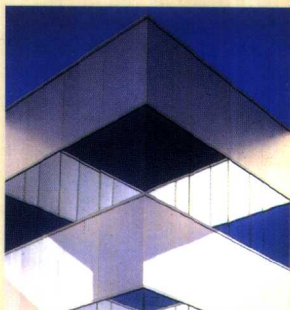


# 资本市场新论

与企业重组相适应的  
资本市场

◆ 吴敬琏 / 顾问

◆ 刘世锦 张军扩 / 等著



中国发展出版社

书馆

# 资本市场新论

与企业重组相适应的资本市场

吴敬琏 顾问

刘世锦 张军扩 等著

中国发展出版社

·北京·

### 图书在版编目 (CIP) 数据

资本市场新论:与企业重组相适应的资本市场 /  
刘世锦等著. —北京:中国发展出版社,2001.1

ISBN 7-80087-380-3

I. 资... II. 刘... III. 资本市场-研究-中国  
IV. F832.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2000)44596 号

中国发展出版社出版发行

(北京市西城区赵登禹路金果胡同8号)

邮政编码:100035 电话:66180781

北京地质印刷厂印刷 各地新华书店经销

2001年1月第1版 2001年1月第1次印刷

开本:1/32 850×1168mm 印张:10.75

字数:258千字 印数:1—6000册

定价:19.80

---

本社图书如有印装差错,可向发行部调换

## 本书各章作者名单

- |      |                           |         |
|------|---------------------------|---------|
| 第一章  | 成功推进国有经济改组需要怎样的<br>资本市场   | 张军扩     |
| 第二章  | 完善市场体系,建立多层次和高效<br>率的资本市场 | 张承惠     |
| 第三章  | 完善市场监管制度,改善市场秩序           | 张军扩     |
| 第四章  | 保险市场发展的问题和对策              | 张承惠     |
| 第五章  | 市场主体的培育和发展                | 李绍光     |
| 第六章  | 市场支持机构培育                  | 张承惠 王彤  |
| 第七章  | 企业重组的制度环境                 | 刘世锦     |
| 第八章  | 企业重组与企业经营战略               | 刘世锦 杨建龙 |
| 第九章  | 企业重组中的多元化战略问题             | 刘世锦 杨建龙 |
| 第十章  | 中国国有企业重组的若干模式             | 吴庆      |
| 第十一章 | 企业与产业重组:国际新趋势与<br>中国面临的问题 | 张文魁     |
| 第十二章 | 行政性全国行业垄断公司的重组            | 吕薇      |
| 第十三章 | 根据行业技术经济特点进行全行<br>业企业重组   | 吕薇      |
| 第十四章 | 中小企业发展与利用资本市场             | 林家彬 刘勇  |
| 附录   | 美国企业重组的历史与经验              | 吴庆      |

## 导言

国务院发展研究中心为了配合中共十五大的召开，曾成立了“国有经济战略性改组”课题组，由著名经济学家吴敬琏教授为总负责人。这项研究认为，“国有经济目前面临的问题，不仅源于国有企业产权界定的缺陷和政企职能不分的状况以及由此导致的经济机制僵化，还源于国有经济战线太长，布局太散”，“为了使改革取得整体性突破，改变国有经济不能令人满意的状况，必须对它进行战略性改组，同时相应地在企业中建立现代企业制度”（参见《国有经济的战略性改组》，中国发展出版社1998年1月版）。这些基本观点当时从上到下都产生了很大影响。这项研究报告一段落后，又提出了如何重组的问题，特别是“如何依托资本市场推动国有企业重组”的问题，于是就设立了“资本市场发展与国有企业重组”研究课题，由吴教授做总的指导，由我们二人进行具体组织协调。本书主要是这项研究成果的汇集。

本书由相对独立而在逻辑上相互关联的上下两篇组成。上篇集中探讨了“成功推进国有经济改组需要怎样的资本市场”的问题。资本市场在中国是一个“注意力”（且借用一下互联网经济的时髦词语）高度集中，同时具有高度复杂性的事物。一方面，从政府到普通老百姓对资本市场都抱有相当高的期待，尽管期待的内容不尽相同；另一方面，依然处在发展初期的资本市场参与者，不论市场主体、中介机构还是监管机构都不够成熟；此外，由于种种原因，中国的资本市场尚处在极易形成过度泡沫的阶

段，如前些年“旧经济”中的“鸡犬升天”，以及近期“新经济”中的“网络泡沫”。国有经济战略性改组对资本市场的一个基本要求，就是要具有“资源合理配置和再配置”的功能。但在这一点上，现实尚有相当大的距离，理论和政策上也是有争议的。国有企业当然应当进入资本市场，然而，只是将资本市场作为国有企业“解困”和“输血”的工具，还是作为促进国有企业改制和改组的手段，二者之间有着原则性区别。本书上篇对中国资本市场存在的问题，资本市场如何才能为国有经济的战略性改组和社会的资源合理配置提供有效服务等重要问题，展开了深入分析，同时对相关的资本市场体系、保险机构等机构投资者的培育、中介组织的作用等问题做了讨论。

本书的下篇分析在中国现阶段资本市场及其他外部环境条件下如何有效地推进国有企业重组，主要包括了两方面的内容。首先探讨了国有企业重组的一些基本问题，如重组的涵义、重组的制度条件、重组中企业家的特殊作用、近年来国际上企业和产业重组的新特点、我国国有企业重组若干模式和存在问题等。热衷于金融操作，追求规模扩张，而不重视所涉及企业的经营战略和业务结构，是企业重组中的一种倾向，也是重组失败的原因之一。下篇中有两章讨论重组中的企业经营战略和业务结构，重点分析了企业经营多元化和核心竞争力等问题。下篇的另一方面内容是对若干领域国有企业重组的专项研究和案例研究，包括石化、电力、军工等全国性行政性行业垄断大公司的重组，民航、黄金等行业重组、改革和市场开放的案例分析，宁波市纺织业重组的案例研究，最后讨论了小企业的重组、改革和发展问题。值得一提的是，这些专项和案例研究大都是在作者深入调查研究的基础上形成的，具有情况熟悉、对策性强的特点。

本项研究工作持续了两年多的时间。先后参加本书写作的还有吕薇、魏加宁、林家彬、张承惠、张文魁、杨建龙、吴庆、李

绍光、王彤、刘勇等。在课题的调查研究活动中，得到了有关部门和企业的大力支持与协助，在此一并表示感谢。

中国资本市场正处在一个数量扩张与质量提高并行的重要发展时期，国有企业及其他企业的重组将更多地依赖于资本市场。在这种互动过程中，一种更加符合市场经济要求的企业与市场关系格局将会形成，有关的理论和政策研究也将进一步得以扩展和深入。

刘世锦 张军扩

2000.5.8.

# 目 录

## 导 言

## 上 篇

<b>第一章 成功推进国有经济改组需要怎样的资本市场</b> .....	(3)
一、我国资本市场的现状和主要问题.....	(3)
二、促进资本市场发展.....	(6)
三、完善市场监管和保护中小投资者.....	(10)
<b>第二章 完善市场体系, 建立多层次和高效率的资本市场</b> .....	(15)
一、调整资本市场融资方式结构, 加快企业债券市场的发展.....	(15)
二、适应市场发展的内在要求, 塑造多层次的资本市场.....	(30)
<b>第三章 完善市场监管制度, 改善市场秩序</b> .....	(45)
一、市场监管制度的基本问题和改革方向.....	(46)
二、证券发行管理体制的问题及改革建议.....	(51)
三、股票市场泡沫过大的问题及对策.....	(59)
<b>第四章 保险市场发展的问题和对策</b> .....	(67)
一、中国保险市场的发展现状.....	(67)
二、中国保险市场存在的问题.....	(70)
三、关于培育中国保险市场的有关政策建议.....	(75)



<b>第五章 市场主体的培育和发展</b> .....	(80)
一、养老金基金 .....	(80)
二、商业银行与机构投资者 .....	(91)
三、投资基金 .....	(100)
<b>第六章 市场支持机构培育</b> .....	(109)
一、会计师事务所发展中的问题和对策 .....	(109)
二、投资银行业的发展前景与发展道路 .....	(124)

## 下    篇

<b>第七章 企业重组的制度环境</b> .....	(145)
一、企业重组的内涵与意义 .....	(145)
二、企业重组所要求的企业制度 .....	(150)
三、企业重组中的经营者作用问题 .....	(154)
<b>第八章 企业重组与企业经营战略</b> .....	(162)
一、企业发展、企业重组与企业的经营战略 .....	(162)
二、企业战略性重组与企业核心竞争力的培养 .....	(168)
<b>第九章 企业重组中的多元化战略问题</b> .....	(181)
一、多元化经营的基本形式和特征 .....	(181)
二、国内外企业多元化经营的简单历程 .....	(184)
三、多元化经营的前提条件：核心竞争力与主营业务 .....	(187)
四、战略关联的开发：多元化经营成功的关键 .....	(190)
五、横向组织与多元化的组织保证 .....	(193)
六、多元化企业的业务整理：分立和清算 .....	(197)
<b>第十章 中国国有企业重组的若干模式</b> .....	(200)
一、若干重组模式与经验 .....	(200)
二、现阶段中国企业重组的主要问题 .....	(207)
<b>第十一章 企业与产业重组：国际新趋势与中国面临的</b>	

<b>问题</b> .....	(210)
一、近年来国际范围企业与产业重组的新趋势 .....	(210)
二、中国企业与产业重组的历史回顾 .....	(215)
三、中国企业和产业重组面临的问题 .....	(221)
四、需要纠正的一些认识误区 .....	(225)
<b>第十二章 行政性全国行业垄断公司的重组</b> .....	(230)
一、行政性全国行业垄断公司的特点及其改组的意义 .....	(230)
二、行政性全国行业垄断公司改组中亟待解决的问题 .....	(233)
三、行政性全国行业垄断公司改组的一般框架 .....	(238)
<b>第十三章 根据行业技术经济特点进行全行业企业         重组</b> .....	(251)
一、石油化工行业的改组 .....	(251)
二、电力行业的改组 .....	(259)
三、军工行业的改组 .....	(277)
<b>第十四章 中小企业发展与利用资本市场</b> .....	(289)
一、我国中小企业发展历程回顾 .....	(289)
二、扶持中小企业发展的国际经验 .....	(294)
三、中小企业融资对策思路 .....	(304)
<b>附    录 美国企业重组的历史与经验</b> .....	(309)
一、美国企业兼并与收购的历史回顾 .....	(310)
二、美国历次企业兼并浪潮的特点 .....	(315)
三、企业兼并的动机 .....	(322)
四、企业的整合和最佳规模 .....	(325)

# 上 篇



# 第一章

## 成功推进国有经济改组 需要怎样的资本市场

---

### 一、我国资本市场的现状和主要问题

#### 1. 发展现状

经过近十年的努力，我国资本市场建设取得了很大进展。在利用资本市场推进改革和加快发展方面，也进行了积极的探索。表现在——

**股票市场：**截至 1997 年底，上市公司达到 800 多家，市价总值占国民生产总值的 1/4 以上，行业几乎涵盖国民经济所有领域；在深沪两市开户的投资者达 3000 多万户。

**债券市场：**截至 1997 年底，国债发行额累计达 8300 多亿元，未到期国债余额达到 4400 多亿元，资本市场成为政府筹资的主要渠道；与此同时，企业债券也得到一定程度的发展。

企业间的购并活动空前活跃，成为推动企业改组的主要途径。

#### 2. 主要问题之一：发育不良

当前资本市场存在的主要问题大体可以归结为两大类：一类是与资本市场的发育不良相联系的，另一类则主要是由于对资本

市场的监管不完善所引起的。

发育不良的问题主要有——

(1) 市场发育不平衡。资本市场由股票市场、债券市场和中长期信贷市场三大部分组成。从三大部分的发育来看，股票市场发展较快，而债券市场和中长期信贷市场的发展则相对滞后。

股票市场和债券市场内部也存在发育不平衡的问题。股票市场发展比较重视深沪两家证券交易所，交易增长较快，而适合不同层次企业证券融资和股票流动需要的多层次的交易体系却有待形成。债券市场中国债发行和交易发展较快，而企业债券发展相对较慢。

(2) 覆盖范围不全。在现行的资本市场环境下，国有大型企业融资相对比较方便，而非国有企业和中小企业融资则比较困难。

一是非国有企业和中小企业缺乏畅通的中长期信贷融资渠道。前不久在各方面的呼吁下，中央银行采取了一些措施增加对非国有企业特别是中小企业的贷款融资，是值得肯定的。但从实际情况来看，问题远没有解决。在不少地方仍然存在对非国有企业贷款的歧视性政策，包括执行不同的贷款条件和不同的利率水平。

二是非国有企业和中小企业缺乏合法的证券融资和股票流通场所。长期以来我国在股票和债券发行上实行向国有企业特别是国有大型企业倾斜的政策，非国有企业和中小企业要想获得发行上市非常困难。在这种情况下，前一阶段各地自发设立了不少“场外交易”市场，但由于这些市场在地位上始终没有得到政府的明确认可，管理上没有得到应有的重视，因此不仅交易规则不健全，交易秩序混乱，也潜伏了很大的风险，很难发挥非国有企业和中小企业证券融资与股票流通场所的功能。

三是在享受国家制定的鼓励企业兼并重组的优惠政策上，不

能对非国有企业做到一视同仁。比如为了鼓励企业兼并，国家规定被兼并企业不良贷款可以在一定期限内实行停息挂账，但这一政策仅限于国有企业兼并国有企业。对此非国有企业家反应强烈，意见很大。

另外，在已上市公司中存在国有股不能流通的问题。在上市公司的股权结构中，国有股、法人股的比重一般都在 60% 以上，普通公众股的比重一般都低于 40%。按照现行政策，除很少量的法人股可在 STAQ 系统交易外，国有股、法人股基本上不能上市流通。

(3) 购并融资渠道不畅。目前企业通过资本市场进行改组面临融资渠道不畅的问题。比如，由于银行没有设立购并贷款科目，企业购并活动无法获得银行贷款的支持。再比如，《企业债券管理条例》规定，企业发行债券所筹资金不得用于股票买卖等与本企业生产经营无关的风险性投资，从而也限制了企业通过发行债券为购并进行融资的活动。

(4) 机构投资者发展不足。目前我国证券市场的投资者以散户为主，而追求长期稳定回报的机构投资者发展严重不足。经验表明，这种投资者结构既不利于证券市场的稳定和发展，也不利于对上市公司经理人员的监管和公司治理结构的改善。

### **3. 主要问题之二：秩序混乱**

(1) 市场泡沫过大，股票缺乏长期投资价值。在市场力量调节的情况下，通过竞争达到的供需均衡有利于消除股市泡沫，释放市场压力和潜在风险。然而，长期以来，在行政主导的监管模式之下，为了保证一级市场企业股票能够以较高的“溢价”卖出，人为控制市场扩容速度，或采取其他措施阻止股市向下调整，使得股市供求长期处于失衡状态。结果使得股市积累的泡沫也越来越多，二级市场股票价格严重脱离企业资产和经营实际，市盈率过高，股票缺乏长期投资价值。

(2) 违规炒作问题突出，中小投资者利益受损。监管部门对本应由市场力量决定的事情介入过深，而对于政府应当管好的事情却未能管好，使得各种违法违规现象十分突出，严重损害了中小投资者的利益。比如，上市公司、会计师事务所及券商编造虚假报告，欺骗投资者；机构大户散布虚假信息、坐庄操纵、内幕交易，坑害中小投资者等。

(3) 企业和投资者行为扭曲。在股票市场高泡沫、高风险、高投机的环境下，企业和投资者的行为都严重扭曲。企业进入资本市场大都抱着一种“圈钱”的心理，股票发行前一个样，发行完钱到手后又是一个样。有的企业盲目扩张，单纯为了做大而进行所谓的资本运营，不仅影响主业发展，还背上了沉重的包袱。而投资者，不论是个人散户还是机构大户，大都抱着“赌一把”的心理，追求长期稳定回报的机构投资者根本无法入市。

## 二、促进资本市场发展

### 1. 完善交易体系

(1) 加快企业债券的发展。由于股权融资与债权融资二者的风险和收益不同，可以为不同投资者和筹资者提供更大的选择余地。从发达市场经济国家的经验看，企业得自证券市场的资金中，债券融资所占的比重一般要高于股票融资比重几倍甚至上十倍。而我国 1997 年企业通过发行股票所筹集的资金为 1325 亿元，通过发行企业债券所筹集的资金仅为 300 亿元，后者不及前者的 1/4。由此可见，我国企业债券发展严重滞后。当前及今后一段时间，应当结合大规模基础设施建设和企业兼并重组的需要，适当加快企业债券的发展速度。

(2) 加快发展中长期信贷市场。中长期信贷市场发展滞后的根源在于，国有银行在整个银行体系中处于垄断地位，但其改革



滞后，效率不高，资产质量低下。要加快中长期信贷的发展，除了加快国有银行改革步伐之外，关键是要尽快打破国有银行的垄断状况，多发展一些股份制形式的民间银行。

## 2. 为非国有企业和中小企业提供平等竞争的资本市场环境

应当看到，国有经济的改组实际上涉及到整个国民经济的改组，因此需要各类企业的共同参与、平等竞争才能取得成功。那种试图通过让国有企业多上市、多“圈钱”而脱困的思路，是不能从根本上解决问题的。因此，必须为各类企业特别是非国有企业和广大中小企业创造平等竞争的政策环境。

(1) 慎重对待“第二板块”市场发展。当前迫切需要认真研究和审慎对待的一个问题是，如何适应广大非国有企业特别是中小企业直接融资和改制改组需要，为它们开辟一个合法的股权流通场所。根据各国资本市场的发展经验，股票市场具有明显的层次性。这种层次性是与企业层次性及其融资需求的层次性相联系的。不是所有的企业都能达到正规交易所上市的标准和条件，也不是所有的企业都想要或适合在交易所上市交易。因此，如何建立和发展我国的“第二板块”市场，是需要认真研究的。前一阶段各地以各种名义自发设立的证券交易中心等交易市场，由于法规建设和监管没有跟上，加之大多数受到当地政府的强烈干预，致使股票质量低劣、操纵市场、内幕交易等问题十分严重，不仅未能起到促进企业重组和优化资源配置的目的，还扰乱了金融秩序，潜伏了很大的危机。因此，政府决定对其进行整顿是完全必要的。但是，我们也不能因噎废食。毕竟，从中长期发展和有利于国有企业改组来看，多层次的股票交易市场不仅对证券市场本身的培育和完善是必须的，也是推进企业战略改组的必要条件。因此，对于“第二板块”的发展，不宜采取简单限制甚至禁止发展的办法。

当前发展“第二板块”市场，可以有三种选择：①深沪两家