

国家竞争中的 资本市场战略

**Capital Market Strategies
in National Competitions**

◎ 张育军 著



中国金融出版社

国家竞争中的 资本市场战略

**Capital Market Strategies
in National Competitions**

● 张育军 著



中国金融出版社

责任编辑:古文君 郑春青

封面设计:韩湛宁

责任校对:孙蕊

责任印制:丁淮宾

图书在版编目(CIP)数据

国家竞争中的资本市场战略(GUOJIA JINGZHENG ZHONG DE ZIBEN SHICHANG ZHANLUE)/张育军著. —北京:中国金融出版社,2003.11

ISBN 7-5049-3187-X

I. 国…

II. 张…

III. 证券交易-资本市场-分析-中国

IV. F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2003)第 096215 号

出版 **中国金融出版社**
发行

社址 北京市广安门外小红庙南里 3 号

发行部:66024766 读者服务部:66070833 82672183

<http://www.chinafph.com>

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 松源印刷有限公司

尺寸 169 毫米×239 毫米

印张 32.75

字数 503 千

版次 2003 年 12 月第 1 版

印次 2003 年 12 月第 1 次印刷

印数 1-3000

定价 58.00 元

如出现印装错误本社负责调换

谨以此书献给

为中国资本市场发展而探索和奋斗的人们！



张育军, 1963年生于四川, 西南财经大学经济学学士, 中国人民银行金融研究所经济学硕士, 北京大学经济学博士。1988年起先后就职于中国人民银行总行、国务院证券委、中国证券监督管理委员会、深圳证券监督管理委员会。2000年10月起任深圳证券交易所总经理。兼任中国人民大学、南开大学、对外经济贸易大学客座教授。主要著作有《美国证券立法与管理》(1993),《中国证券市场发展的制度分析》(1998)。

2000 年以来，中国证券市场的改革开放与规范发展进入一个新时期，又恰逢证券界第三次大讨论，证券市场的制度安排与创新备受关注。本书作者置身于我国证券市场改革与发展的前沿，从国家竞争中的资本市场战略出发，借助于制度经济学理论和法学理论，运用比较研究方法，对我国证券市场的制度建设、改革与创新及资本市场发展战略等深层次问题，进行了深入剖析与理性透视，初步构筑了我国证券市场制度与比较研究的架构体系，起点高、立意新、针对性强，具有较高的理论价值与实践意义。

目 录

绪 论	1
在国家竞争中重构中国资本市场发展战略	3
一、西方金融理论的两大转变	4
二、西方金融市场九大趋势	15
三、中国经济转型对资本市场发展的推动和要求	32
四、构筑全面建设小康社会的资本市场战略	44
第一篇 证券市场改革与监管	51
中国证券市场发展中的制度与法治问题	53
一、三次大讨论和三个发展阶段	55
二、证券市场制度优劣的经验性分析	64
三、成功引进制度应满足的条件	74
四、发挥制度功效需要“良法”基础	78
中国证券市场监管能力和监管效率分析	83
一、中国证券市场法律框架和监管架构	83
二、对中国证券市场监管能力和监管效率的基本评价	87
三、影响中国证券市场监管能力和监管效率的因素分析	91
四、简短的小结	107

中国证券市场：成就、结构矛盾与驱动力	108
一、中国证券市场发展的成就.....	108
二、中国证券市场现存的主要问题：结构性矛盾.....	113
三、驱动中国证券市场进一步发展的三大力量正在形成.....	117
强化证券法律责任 完善信息披露监管	123
一、信息披露监管框架的国际比较.....	123
二、信息披露违规行为屡禁不止的根源.....	125
三、建立多层次信息披露监管体系.....	127
加强交易所对信息披露的监管 强化上市公司诚信责任	132
一、信息披露监管现状.....	132
二、上市公司信息披露存在的问题及原因.....	135
三、完善上市公司诚信机制，规范上市公司信息披露行为.....	138
强化内部治理与外部监管 促进证券公司健康发展	142
一、证券公司内部治理与外部监管的相互协调.....	142
二、中国证券公司的状况及面临的挑战.....	145
三、强化中国证券公司治理水平和监管能力的几点思考.....	148
三年来证券市场改革：制度的透视	151
一、三年来证券市场改革的外部条件和理论基础.....	152
二、三年来我国证券市场改革的分类与特征.....	158
三、各项改革实施效果的制度分析.....	162
四、2000年以来证券市场改革的启示.....	169
关于当前证券市场若干问题的思考	173
一、一个值得注意的现象：2000年以来证券市场功能 边缘化和风险集中化.....	173

二、证券市场功能发挥不畅是造成上述问题的直接原因·····	176
三、中国经济持续发展需要更积极地发挥证券市场的各项功能·····	178
四、关于改革和发展证券市场的若干建议·····	181
第二篇 上市公司治理与并购·····	187
完善公司治理 奠定公司价值创造的基础·····	189
一、公司治理的全球背景·····	189
二、公司治理的基本逻辑、理论前提与框架·····	190
三、中国上市公司治理的突出问题·····	199
四、完善中国上市公司治理的几点思考·····	206
公司治理中的诚信制度建设和安排·····	212
一、从个人理性到集体理性：诚信重要性的一般性分析·····	212
二、诚信是上市公司治理的精髓和实质·····	215
三、推进诚信建设需要多管齐下、综合配套·····	220
独立董事：公司治理新力量·····	226
一、独立董事制度成为全球强化公司治理的重要方向·····	226
二、独立董事作为一种公司治理力量的有效性和局限性·····	230
三、中国上市公司独立董事制度的建立及初步成效·····	232
四、健全独立董事发挥作用的六大机制·····	236
并购提升上市公司价值的实证分析·····	239
一、并购提升上市公司价值的基本情况·····	239
二、并购提升上市公司价值的主要途径·····	241
三、并购改变了上市公司与证券市场成长道路·····	245
四、实施并购法规需要注重处理好的几个问题·····	247

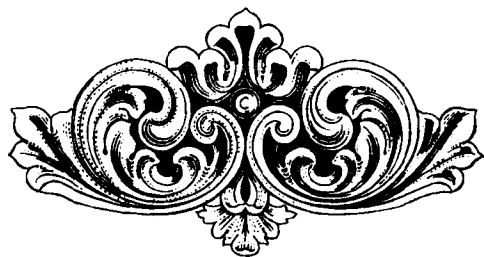
第三篇 创业板市场与中小企业直接融资体系建设	249
中国创业板市场建设的几个基本问题	251
一、中国开设创业板市场的必要性	251
二、创业板市场可以作为当前扩大内需和启动民间投资的重要手段	258
三、创业板市场更符合国际资本市场内在的发展规律和我国的国情	264
四、创业板市场推出的条件日益成熟	268
创业板市场制度设计要点	272
一、新市场的名称与定位	272
二、创业板市场的法律依据问题	272
三、创业板市场法规的准备	273
四、创业板企业的发行上市标准	273
五、创业企业的筛选程序	274
六、创业板市场的发行审核制度建设	274
七、创业板市场的上市资源	275
八、创业公司改制准备情况	276
九、创业板首批企业上市安排	276
十、创业板市场的禁售期规定	277
十一、创业板市场上市公司的持续监管	277
十二、创业板市场的交易风险控制	278
十三、创业板市场的退出机制	279
拓宽直接融资渠道 分步建设创业板市场	280
一、问题的提出：背景与意义	280
二、中小企业特点及其创新和成长的制度需求	283
三、中小企业融资方式的功能比较分析	286

四、对中小企业直接融资三种不同认识的评析·····	294
五、海外拓宽中小企业直接融资渠道比较与经验借鉴·····	302
六、中国中小企业直接融资发展的现状与现有解决方案的比较·····	311
七、推进创业板市场建设的可行选择：分步建设创业板市场·····	315
建立创业资本与新市场的良性互动机制 促进中小企业成长·····	319
一、问题的提出·····	319
二、创业投资推动中小企业成长的微观机制与宏观效应·····	322
三、创业资本退出的重要性：基于产权制度优化的考察·····	323
四、海外创业资本与新市场良性互动关系的实证分析·····	329
五、关于中国建立创业资本与新市场良性互动机制的思考·····	333
六、结束语·····	339
完善退出机制是发展创业资本市场的关键·····	340
一、中小企业对直接融资的迫切需求要求我们	
大力发展风险投资和新市场·····	340
二、创业投资在国民经济中具有重要的战略地位·····	344
三、完善退出机制是创业投资发展的关键环节·····	347
四、通过资本市场退出是创业资本“出口”的重要方式·····	351
五、新市场的形成及其在创业投资发展中可能发挥的作用·····	356
风险资本与证券市场脱节制约扩大内需和启动民间投资·····	360
一、从一个现象说起：一荣俱荣、一损俱损·····	360
二、风险资本与证券市场的相互依存、互相促进·····	364
三、打破我国风险资本与证券市场分割的相关政策建议·····	366

第四篇 市场结构完善与制度创新	369
把握技术革新成果 打造证券业核心竞争力	371
一、技术进步从根本上改变了证券业的面貌和运作模式	371
二、积极采用新技术,中国证券市场掌握后发优势	380
三、抓住技术变革机遇,提升中国证券业的核心竞争力	383
推进大宗交易制度 提高市场效率与流动性	388
一、建立和完善大宗交易制度势在必行	388
二、大宗交易制度的比较研究	390
三、大宗交易的现状及原因分析	393
四、完善大宗交易制度的建议	395
发展公司债券市场 完善资本市场结构	402
一、成熟市场公司债券的情况及发债主体	402
二、理论分析:发展公司债券市场的必要性	403
三、现状分析:存在的问题与原因	410
四、政策建议:制度创新是发展公司债券市场的关键	417
五、结束语	421
建立投资者赔偿机制 切实保护投资者利益	422
一、证券投资者赔偿机制产生的原因及背景	423
二、证券投资者赔偿机制的基本框架	425
三、证券投资者赔偿机制的执行效果及启示	428
四、关于我国建立证券投资者赔偿机制的思考	430
发展交易所国债市场 推进金融市场建设	434
一、继续坚持国债发行政策既是必要的也是可能的	434
二、需要重新审视和充实国债理论	439

三、完善我国国债发行机制，推进交易所国债市场发展·····	445
亚洲证券市场合作的必要性、条件及其前景·····	451
一、合作已经成为证券市场发展的潮流·····	451
二、为何合作交流是重要的·····	453
三、证券市场合作的一般条件·····	457
四、亚洲证券市场合作的现状和原因分析·····	464
五、如何推进和提升亚洲证券市场的合作·····	469
六、中国两岸三地证券市场的合作·····	473
七、对亚洲证券市场合作前景的初步判断·····	475
附 篇·····	477
《透视创业板市场》序言·····	479
《深圳证券市场十二年》序言·····	484
注重投资者关系 提升公司价值·····	488
加速培养个人理财队伍 有效管理居民金融资产·····	492
并购重组提升上市公司价值·····	495
推动企业债市场发展重在建立偿债保障机制·····	499
参考书目·····	502
后 记·····	507

绪 论



在国家竞争中重构 中国资本市场发展战略^①

中共十六大提出了全面建设小康社会的宏伟目标,这是中华民族屹立于世界民族之林,实现伟大民族复兴的必由之路。在全民共同奔向小康社会的征程中,国民经济持续快速健康发展是关键,形成和提升国家核心竞争力是核心,发挥金融体系整体功能、形成高效灵活的资本形成机制至关重要。改革开放以来,适应我国经济战略大转型的需要,金融业得到了很大发展,初步奠定了21世纪中国金融业发展的基础,但对照20世纪70年代以来西方主要国家金融市场发展的趋势,我们在金融制度建设和创新等方面的差距是十分明显的,在金融文化和全民金融观念等方面也是相形见绌的。这种现象,原因是多方面的,但缺乏整体资本市场发展战略是极为重要的因素。对此,我们必须有紧迫感和使命感,在全面反思和总结我国资本市场发展的基础上,从国与国竞争的角度、从间接融资与直接融资的关系角度、从经济发展战略是依赖国家推动投资还是促进企业成长的选择角度,对我国资本市场发展战略进行重构。

本文拟分为四个部分。第一部分,西方金融理论的两大转变。从经济增长与资本市场关系的角度,揭示出金融学发展的两大转变,一是从实物增长理论到货币经济增长理论的转变,一是从间接融资为主导转向以直接融资为主导的转变。第二部

① 此文根据作者2003年8月8日在长春召开的“2003年全国风险投资年会暨科技商业计划书大赛颁奖典礼”的演讲整理而成。整理人,隆武华。

分,西方金融市场九大趋势。从国家战略的高度看,西方主要国家经济发展战略从投资战略向促进企业成长战略的转变,伴随着这种战略转变,西方金融市场呈现出九大趋势。第三部分,中国经济大转型对资本市场发展的推动和要求。伴随着中国经济最近20年来的战略转型,中国成功地实现了从计划金融到多元化金融市场格局的转变过程,取得的成绩有目共睹,存在的问题不容忽视。第四部分,构筑全面建设小康社会的中国资本市场发展战略。从国家竞争和全面建设小康社会的高度,强调尽快制订和完善中国金融市场发展战略的重要性和紧迫性,提出中国资本市场发展需要进行两个转变,实现三个发展。

一、西方金融理论的两大转变

21世纪的竞争是国家与国家之间综合国力的竞争,归根结底是看一个国家有没有比竞争对手更高水平的核心竞争力。早在1990年,美国密执安商学院帕拉哈德(C.K.Prahalad)教授和伦敦商学院哈默(Gary Hamel)针对企业和组织等微观主体,提出了“核心竞争力理论”(the theory of core competence)。他们认为,它要求这些主体必须塑造“具备向各层面市场的渗透潜力、为最终产品用户创造效益、竞争者难以仿效”的“核心竞争力”,才能确立一个组织的长久竞争优势^①。相对于企业和组织来说,国家是一个对这些微观主体具有宏观调控职能的概念,但如果从全球范围来看,各个国家可以看作为微观要素和单位。因此,核心竞争力理论只要稍加引申,也是适合于国家的。在世界历史上,曾多次发生过一个后进国家超出先进国家的情况,如荷兰超过威尼斯、英国超过荷兰、美国超过英国,均是国家核心竞争力胜出的结果,这就是马克思在当时所说的“我们在美国和英国之间的竞争中看到,后者如何越来越被排挤到威尼斯、热那亚和荷兰的地位上^②”。

最近,我国一些专家提出,国家核心竞争力主要体现在国家核心资源上,这些

① Harvard Business Review, Boston, May/Jun 1990; Prahalad, C. K., Hamel, Gary.

② 马克思:《关于凯里》(1852年),《马克思恩格斯全集》,第44卷,第202页,人民出版社,1982年版。