

刘纪鹏改革论著三部曲之二



路径选择

中国资本市场发展之路

大国崛起与世界资本市场中心转移相伴而行，现代金融的公司性和国家性决定了股市理论之争的实质是政策之争，是路径之争。

刘纪鹏 著



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

刘纪鹏改革论著三部曲之二
献给中国证券市场成立 20 年

路径选择

——中国资本市场发展之路

刘纪鹏 著

 **中国经济出版社**
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

北 京

图书在版编目 (CIP) 数据

路径选择：中国资本市场发展之路/刘纪鹏著. - 北京：中国经济出版社，2009. 6
ISBN 978 - 7 - 5017 - 8905 - 4

I. 路… II. 刘… III. 股票—资本市场—研究—中国 IV. F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 183152 号

出版发行：中国经济出版社 (100037 · 北京市西城区百万庄北街 3 号)

网 址：www. economyph. com

责任编辑：彭彩霞 王振岭 余静宜 (电话：010 - 68308159, E-mail: winterpeng@126. com)

责任印制：张江虹

封面设计：任燕飞装帧设计室

经 销：各地新华书店

承 印：北京金华印刷有限公司

开 本：787 × 960 16 开

印张：33 字数：501 千字

版 次：2009 年 6 月第 1 版

印次：2009 年 6 月第 1 次印刷

书 号：ISBN 978 - 7 - 5017 - 8905 - 4/F · 7873

定价：68.00 元

本书如有缺页、倒页、脱页等质量问题，由我社发行部门负责调换，电话：68330607

版权所有 盗版必究

举报电话：68359418 68319282 国家版权局反盗版举报中心电话：12390

服务热线：68344225 68341878

推荐阅读

刘纪鹏教授作为中国改革和中国资本市场发展的亲历者，也是中国股份制和资本市场最早的参与者与设计者之一。他对中国改革和资本市场发展都提出了很多宝贵的意见和建议，其关注中国股市前途命运、期盼中国和平崛起的拳拳爱国之心跃然纸上。《路径选择》是纪鹏教授对中国改革、股市发展的理论和方法集大成。从这本书中，我们不仅看到他对中国资本市场发展的关注、关心、呵护，更可贵的是我们看到了一位为中国资本市场健康发展不畏艰险的战斗者和投资者利益的维护者。

北京大学金融与证券研究中心主任 曹凤岐
光华管理学院学术委员会主任

纪鹏教授是我的朋友，对资本市场我们有共同的价值观。《路径选择》这部书反映了纪鹏对中国资本市场改革和发展多年思索的心灵路程。

中国人民大学校长助理、
研究生院常务副院长、 吴晓求
金融与证券研究所所长

纪鹏教授的《路径选择》帮我们还原了中国股市 20 年来波澜壮阔而又曲折的发展之路。对于不了解这段历史的人来说，这是其了解中国股市发展的教科书；对于亲身经历过这段历史的人来说，这是其回想当年参与股市改革发展的畅想录；对于正在参与股市改革发展的人来说，这是其继续探索的基石。书中，刘教授对中国股市发展的方法论进行了总结和反思，既紧跟时代脉搏，又积极探索未来，让人读来受益匪浅。

中国银河金融控股有限责任公司董事长 朱 利

《路径选择》反思了中国资本市场 20 年来走过的道路和在股权分置改革方面的路径之争，对中国资本市场改革和建设完善具有很强的借鉴意义。

中信证券董事长 王东明

中国资本市场 20 年的历史，就是中国社会主义初级阶段摸着石头过河的历史，所有的挫折和失败都是勇敢的探索者艰辛和智慧的付出，刘纪鹏教授的这本书完整地记录了探索者的足迹和蹚水者的无畏，试图通过对历史的总结来构架通向真正市场经济的桥梁。

宏源证券董事长 汤世生

崛起的中国需要强大的资本市场，正是在这一理念的支持下，刘教授总是在中国资本市场面临危机的时刻大声疾呼。《路径选择》一书中就记录了很多这样的时刻，尤其是《十教授谏言——扩大内需应先提振股市》等的提交和发表，让人看到了实战型学者对社会，对国家，对人民的关注。

光大证券总裁 徐浩明

刘教授在本书中创造性地对股市新文化进行了深入探索，提出要以正确的方法论引导股市理性繁荣，充分体现了一个实战型的学者对中国股市长期健康发展的关注，以及对中小投资者的深切关心，体现了一个学者的责任感。

招商证券董事长 宫少林

市场，总是先有市，后有场，是自下而上形成的。中国不同，市场化的改革是自上而下开始的，又经过了自下而上的确认。刘纪鹏教授的研究兼而有之，既有路径，又有选择，既有宏观，又有微观，是对中国特色资本市场的全新解读。

国金证券首席经济学家 金岩石

序 言

中国资本市场前景光明

周道炯

—

从1990年上海和深圳办交易所至今，中国股市已经历了20个年头，我从1992年9月至1993年6月曾经组建和出任过国务院证券委员会常务副主任一职（朱镕基副总理兼任主任）。后离开去开行，1995年3月又回去接替刘鸿儒同志任中国证监会主席到1997年下半年向周正庆同志移交，在中国股市的“火山口”上坐了三年。这期间我既为中国股市的发展壮大感到欣慰，也时常为中国股市的波澜起伏、充满风险而忐忑不安。股市20年，正是在这种波澜壮阔中螺旋式上升和发展。

20年中，对中国股市的发展之路究竟应如何走，也充满了来自各个方面的探讨和争论，比如对规范和发展的问题，对扶持和监管的问题，对股市泡沫的认识问题，对投资者教育和建立股市的新文化问题，对如何既要重视和利用发展虚拟经济又要控制过高的金融风险问题，这些都是辩证的关系。不仅学者们在这些问题的争论上众说纷纭，而且在实际的监管过程中，把握好这个“度”，更是一门艺术。

我当证监会主席的三年，也是当“救火队长”的三年，一方面

要培育、扶持和发展这个市场，另一方面由于证券市场上新生事物多，法律规范和制度建设跟不上，经常会发生一波未平、一波又起的“救火”和“灭火”现象。所以做证监会主席的经历是我一生中最难忘的。

二

纪鹏同志这本著作，题目为《路径选择——中国资本市场发展之路》，表明了中国资本市场 20 年发展的曲折道路。几乎所有重大的问题，都要遵守既要借鉴股市一般发展规律又要考虑中国特殊国情，都是在事先无法确定的前提下去进行艰难的选择。今天看着新中国股市从无到有，从小到大地快速发展，我认为十分有必要对股市走过的道路进行回顾与思考，通过总结使我们在今后的发展中少走弯路。

我认识刘纪鹏有十几年了，记得在我任证监会主席的 1996 年，李青原带他到我的办公室来，谈了对发展我国股市的意见。以后我从证监会主席的岗位上退下来，又经常在各种会议和论坛上碰到他。不管是对股权分置改革，还是对深交所搞创业板建立多层次资本市场，他经常会有一些精辟的见解。

纪鹏不仅作为一位学者了解资本市场发展的理论，而且他也参加了中国资本市场的一些实践工作，包括在起草《证券法》和《基金法》过程中，我当时为人大财经委两法起草领导小组负责人之一，注意到他的发言能够做到在借鉴国外法律规范的同时，又根据中国的特殊情况解决实际问题。应该说，他对两法的颁发是有所贡献的。他所写的研究报告也经常给我送，由于他报告中的很多内容面对的都是股市中的敏感问题，提出解决问题的方法也都比较中肯，所以给我留下了较深刻的印象。

三

《路径选择》这部著作，通过总结中国资本市场 20 年的发展之路，能够给人以启示。在以下几个方面值得关注：

首先，强调中国资本市场发展的方法和路径，注重改革的方法论，反对照搬照抄。例如对股权分置的问题，他认为尽管今天看来，股权分置是证券市场走向国际化的制度性障碍，但是在 20 世纪 90 年代初的历史背景下，中国资本市场和股份制要起步，只有从股权分置和一股独大做起，当时不那样做，中国的股份制和股票市场就搞不起来。股权分置虽使一部分股份暂不流通，但却是当时代价最小的、成本最低的路径选择，也是中国改革遵循渐变转轨的必然之路。

其次，对于中国多层次资本市场的建立，在中国搞了深沪股票交易所之后，对如何发展多层次资本市场体系，纪鹏能从整体上提出在中国搞“两大一小、一条七块”这样的资本市场体系的规划，而且在深交所发展创业板上也能够提出通过中小板、成长板、创业板这样的三步走战略来实现。

第三，纪鹏同志还在这本著作中提出了要从保护中小投资人利益出发，建立中国的股市新文化。股民为国家的经济建设做着贡献，也承担着风险，他们的利益应该得到保护。就股民来说，应当通过建立股市新文化树立正确的投资观。在如何看待股市的功能和股民的投资行为上，他也有独到的见解。

总之，纪鹏同志的这本著作系统总结了中国资本市场 20 年在股权分置改革、多层次资本市场体系、上市公司治理结构和股市新文化等方面的经验教训，并从实践角度提出了很多好的改革思路，读来不无裨益。

我国资本市场从计划经济脱胎而来，具有新兴加转轨的特征，而且这个特征还要持续一个时期，因此应该采用借鉴国际规范、尊重中国国情，最终逐步完成中国资本市场和国际资本市场的接轨。应该承认，我国股市和国际成熟股市相比还有些差距，具体说体现在三个方面：一是市场化的广度和深度不够，直接融资比重偏低，股权融资和固定收益产品的比例还不协调；二是市场运行机制不够完善，市场的制度创新、业务创新还滞后于经济发展的需要；三是市场的约束机制还不够健全，大股东和内部控制人恶意掏空上市公司的问题还存在，治理结构有待提高，法制建设要进一步加强。

但也应该充分看到中国资本市场的前景是好的，潜力是大的，一定要充满信心，沿着社会主义市场经济道路大踏步前进。当前要关注大力发展创业板市场，尽快开通股指期货和融资融券，让中国资本市场在国民经济中发挥更大的作用。

2009年4月28日

自序

论现代金融的公司性和国家性

一、怎样理解现代金融

(一) 中国三个金融时代的演变

新中国成立以来，经历了三个金融时代的演变。1979年前后中国的金融体制是以财政金融为主，这一时期，银行与其说是金融企业，不如说是财政的一级机构，主要承担财政出纳的功能，这一时期可以被称为财政金融时代；1983年，中国财政金融体制实行“拨改贷”政策后，工农中建四大专业银行开始履行向企业商业贷款的功能，银行主要靠赚取存贷息差获利；有了商业银行金融业的发展，中国金融开始进入货币金融时代，又叫商业银行金融时代。

从世界范围来看，传统商业银行的信贷模式由于其对存款人还本付息刚性和借贷人还款的弹性特点，决定了商业银行体系的系统性风险。在中国频繁宏观调控下的政策环境中，宏观经济不是过热就是过冷，表面上是经济结构和经济增长方式不合理，实质上是社会融资方式与融资结构不合理。对企业来说，银行间接融资的钱不要白不要，对银行贷款人来说，放贷别人的钱不放白不放，经济增长过热背后隐藏的是在间接融资模式下银行的系统性风险。因此，商业银行向投资银行的转型及中间业务的开拓所形成社会范围内的金融混业经营，是未来金融发展的大趋势。因此，以商业银行间接融资为主的货币金融时代必然要向以投资银行证券直接融资为主的证券金融时代或称为投行金融时代演变，商业银行的中间业务和投行业务比重将显著提高。大型金融机构既经营传统存贷业务，又经营中间与投行业务，最终演变成商

业银行和投资银行混业经营的金融控股集团。

（二）现代金融的三驾马车

现代金融体系下的银行、证券、保险，三业并举，互相平衡，综合发展，是国家金融产业的发展方向。银行、证券、保险在通过社会融资带动社会经济发展的进程中，被形象地比喻为“两个轮子一根轴”。“两个轮子”是指间接融资形式的商业银行融资和直接融资形式的证券融资；“一根轴”则是指保险业，它既是商业银行重要的资金来源，又是证券与资本市场的重要投资力量。

金融是现代经济的中心，心脏的健康与否既是经济发展的动力所在，也是危机爆发的根源所在。银行、股市、保险三位一体，构成现代金融的核心。从海外成熟市场国家的经验数据判断，在承负社会融资重任的进程中，银行的间接融资和资本市场的直接融资两分天下。而目前我国的金融体系主要以商业银行为主，商业银行融资则以四大国有银行为绝对主力，其信用又是国家信用，直接由国家承担着融资可能带来的坏账风险。股市的极度弱化不仅和飞速发展的中国市场经济不相适应，更重要的是，这一车轮的支撑力度不足可能直接导致快速发展的中国经济和金融的“翻车”。2004年我国商业银行体系的“背水一战，只能成功，不能失败”的股份制融资上市的改革，就是明证。显然，在现代金融中，股市弱势化、边缘化不仅使资本市场单一系统蕴含风险，而且会连带商业银行系统陷入困境，最终使金融风险难以避免。

二、迎接证券金融时代的来临

（一）广义与狭义的证券金融定义

从现代金融组织体系的现状分析，主要包含商业银行体系和非商业银行体系。所谓非商业银行体系主要是指：（1）证券与期货公司；（2）信托公司；（3）保险公司；（4）基金公司；（5）金融租赁公司；（6）财务公司；

(7) 投资银行等。广义的证券金融定义包含所有非商业银行体系机构，而狭义的证券金融定义主要指投资银行。商业银行是经营间接融资业务的，通过存贷差赚取利润，而投资银行是经营直接融资业务的，它不从事存贷款，而是通过为企业提供股票和债券发行，以及从事并购重组、证券经纪和资产管理等业务，从中收取佣金。

(二) 证券金融与金融制造业

储蓄如蓄水，投资如泄洪，当一个社会没有足够的泄洪渠道，商业银行储蓄比例越高，风险越大，这也是货币金融时代的危机所在。证券金融业在20个世纪70年代美国NASDAQ诞生后出现了大发展，通过储蓄向证券的转移，把储户变成投资人来化解商业银行金融的风险。商业银行的中间业务、财富管理是在高收益的诱惑下，把储户的存款转化为定向授权投资。商业银行用别人的钱来经营风险，创造了一种能够摆脱传统信贷业务风险的新型投行经营模式。

投资银行是证券金融时代的主力军，投资银行业又被称为“金融制造业”，即通过IPO“制造”上市公司产品。混业经营的现代金融集团中存贷与投融资业务相结合，商业银行业务将储户变成授权投资人，投资银行业务则是吸纳投资人资金“制造”上市公司产品，形成良性循环，有效解决了单纯依赖存贷款间接融资模式的系统性风险。

(三) 投资银行对现代金融的掌控

在现代金融中，如果说商业银行信贷业务是现代金融的低端业务，对储户保本付息的特点决定了其必须中规中矩，强调稳健，那么投资银行则是高端业务，投资人自担风险的特点使其发展了令人目不暇接的、侧重高风险与高收益的金融创新。他们在不断进行金融创新尤其是金融衍生品的创新中，利用投资人追求高收益的心态，不断地制造金融泡沫，在发达国家现代市场理念的背景下，政府监管手段的弱化更导致了投行对现代金融的操控，使得金融风险日益加剧。

由美国次贷引发的金融危机，与现代投行不断制造金融衍生品泡沫及所

谓风险控制模型下的高杠杆率密切相关，使得现代投行变成了一个手持双刃剑的好“坏孩子”，它们在引导社会创新繁荣的同时，成了金融危机的肇事者和自戕者。

2008年爆发的美国金融危机，五大投行中仅存的两家——高盛和摩根士丹利也由投行转型为传统的银行控股公司，重操信贷旧业。这意味着风光了半个多世纪的华尔街现代投行几乎全军覆没。然而这只是华尔街投资银行为了生存暂时遁逃的权宜之计。一旦经济复苏，时机成熟，没有人相信华尔街现代投资银行不会卷土重来。

在以证券金融为主的现代金融时代，投资银行掌控现代金融的发展趋势是必然的，认识到这一点，对证券金融发展还十分落后，投资银行创新及业务发展严重不足的中国现代金融来说，十分重要。

三、资本市场与大国经济崛起

（一）抢占国际资本市场制高点的意义

中国的经济崛起不可能仅靠制造业，必须与现代金融产业的发达比肩前行。而资本市场是现代金融的基石。

纵观西方资本主义500年发展史，大国的崛起都与世界资本市场中心的转移相伴而行，从意大利的复兴到荷兰王国的兴起，从日不落王朝的强盛到美利坚帝国的崛起，每一次都导致世界第一资本市场的转移。资本市场中心转移决定了世界经济话语权和资源支配权的转移。

此次美国金融危机会不会导致美国单极世界和经济霸权的终结？中国政府倡导的多极世界的大国战略能否从以金融为代表的市场经济竞争中脱颖而出？中国正面临一次重大的历史机遇。

21世纪的中国有没有创造人类史上第五个资本市场中心的战略意识，充分认识资本市场中心转移在现代市场经济竞争中的决定性，至关重要。随着市场经济的深入发展，必须建立以资本市场为主体框架的现代金融体系，这不仅为发达国家的实践所证明，也是我国金融改革的发展方向。因此，中国

经济要保持未来实现小康社会的持续经济增长和在世界经济一体化的竞争格局中强有力的竞争地位，实现经济崛起，建立一个强大的资本市场体系就成为不可或缺的因素。

（二）资本市场配置资源是最优的选择

如果说在中国过去的计划体制下，国家和社会资源直接配置是由国家计委的精英们主观实现的，那么在今天世界推进市场经济运行机制的进程中，决定社会资源间接配置的则是类似美联储和中国央行一类机构的货币政策制定者精英。当然，在中国还有代表计划体制配置资源的发改委政策的制订者和执行者。计委和央行的决策虽然面对的是计划经济和市场经济两种不同模式，但在决策主体和决策的程序上其实是异曲同工的，都是由决策者精英制定出能够决定一个国家和社会经济走势和资源配置的过程。无论是欧美发达国家的货币政策制定者，还是中国的货币政策制定者，决策凭借的都是精英的主客观判断，无论是美联储的连续十几次的降息和升息，还是中国央行的时而紧缩时而放松的货币政策，无一例外。这种单一货币政策决策和支配经济的方式不就是市场经济下的计划体制吗？

在 21 世纪人类经济管理模式的演进中，资本市场由投资人主导的共同选择和资源配置系统应该逐步取代美联储和中国央行的精英决策系统，这也是市场经济发展的必然归属。资本市场投资人共择系统的开放性决定了其在动员资金和其他要素的功能上是巨大的，在决定资金和其他要素的配置上是高效的。超越中央银行主导对经济的管控模式，通过资本市场的投资人共择系统来配置资源将是最优选择。

（三）伟大的资本市场孕育伟大的实体经济

资本市场是现代公司之母，进入世界百强的大公司无一不在资本市场系统中孕育而生。美国拥有世界上最大的资本市场，同时拥有世界上最大的实体经济和高科技；日本人拥有了世界上第二大的资本市场，同时创造了世界上第二大的实体经济和高科技。制度决定技术，资本决定制度，而资本市场是虚拟经济的范畴。诚如老子所说“万物生于有，有生于无”，不仅讲出了

实体经济和虚拟经济的关系，还讲出了两者的从属关系。中国现在 GDP 已名列世界第三位，制造业仅次于美国和日本，然而我们的现代金融和资本市场的发展却与之不匹配，这是需要反思的。

四、现代金融中的公司利益

现代金融是当今世界经济博弈中的战略制高点，而以股票、权证、汇率和利率期货等产品为代表的资本市场交易，其交易主体正是以投资银行业务为主的金融公司。由于资本市场虚拟经济的特点，信息成为人们进行买卖交易的主要依据，而电子数字化则是投资人的主要交易手段，没见过黄金的人可以买成百上千盎司的黄金，没见过原油的人也可以买成千上万桶原油，没见过企业产品的人亦可以买该企业的巨额股票。如果说买股票等金融产品就是买未来的话，那么决定市场未来走势的一个重要信息来源则是由现代投行首席经济学家和分析师提供的。

石油价格从每桶 147 美元瞬间跌到 35 美元，难道都是由市场供求决定的？股指在短短的几个月里从 6100 点就跌到 1600 点，难道都是由宏观经济形势和上市公司质量决定的？资本经济是信心经济，那么这种信心又是如何建立或丧失的？其奥秘究竟在哪里？由于资本市场是社会财富在市场经济公平交易的旗帜下重新转移和分配的主要场所，因此通过价格的周期性波动和高抛低吸的资本运作，就成为了瞬间轻而易举获得财富的重要手段，而这是需要通过信息引导市场大多数人的投资行为和理念才能实现的。难怪投资银行无一不设首席经济学家和研究部门，通过他们的声音和报告来争夺市场竞争中的话语权，引导投资人的行为。而背后无一不隐藏着商业利益。

虽然多数分析人员起到了促使市场有效、优化信息资源配置的作用，并引导资金进行价值投资，但在中国资本市场的发展史中，也有些外资背景的公司，无论是在一级市场上帮助银行搞整体上市的股票发行，还是以近乎面值的价格向外国投行募集中国大银行上市前的股份，也无论是在影响政府和监管部门的决策上，还是在动员中国的金融机构去购买美国、欧洲发达国家危机爆发前的金融机构股权上，毋庸置疑都与其参与资本市场的巨大商业利

益密切相关。对此，无论是政府决策者和资本市场监管者，还是投资人，都应对现代金融的公司性特点有清醒的认识，不要轻易被其“忽悠”。

五、现代金融中的国家诉求

尽管美国积极倡导全球经济的一体化，但众所周知，美国人始终把其国家利益放在至高无上的地位。美元作为世界主要交易和储备货币，是和美国国家的主权利益密切联系的，而这一切是发生在中国成为美国第一大债权人，所拥有的近2万亿美元外汇储备是在“8亿件衬衫换一架飞机”的基础上形成的。当中国政府的领导人要求美国政府保证中国在美金融资产安全时，美国一方面声称“在美国的资产最安全”，另一方面美联储通过定量宽松货币政策购买3000亿国债并将额外购买8500亿的有资产抵押的按揭贷款，实质上就是通过印刷钞票来解决自身的金融危机，而置其他国家的利益于不顾。从发展趋势上看，在未来一个时期内即使美国经济复苏，随着大宗商品价格的上涨，美元“猪肉注水”的恶果将逐步体现，美元的必然贬值是大多数人的共识。以目前中国外汇储备高达2万亿计，美元贬值1个点，中国就将损失约1400亿人民币，此等财富在国与国之间转移的规模和速度，用金融战争掠夺财富来形容恐不为过。

必须指出：当今世界多极秩序的建立表现形式在军事战略上，而实质内容则是在以现代金融为核心的大国经济实力上。全球的资源 and 财富面临着新的分配和转移，传统的国家间财富转移和分配是靠军事战争来完成的，而现代战争所实现的财富转移和重新分配是靠金融软战实现的，二者都是以全球资源的重新配置和主体国家财富转移以及财富安全为目标的。因此必须从战略和战争的高度来考虑现代金融战，要高度重视国内外的资本市场和金融市场财富和权力转移，以及这种转移对国家的经济安全和金融安全的影响。

在未来世界经济的格局中，全球经济危机必将带来美国和欧洲经济和金融实力的下滑，而中国在这个时期的相对比较优势，将为中国作为金融强国的崛起打下坚实基础。从传统工业制造业的低端向现代金融服务业的高端拓展是中国经济崛起强国战略的必由之路。中国经济结构转型决定国际经济重