



中国社会科学院金融研究所

· 文库

# 中国资本市场的 深层问题

列奥恩·肖·莫里斯著  
王刚译

王国刚摇著

社会科学文献出版社

列奥恩·肖·莫里斯著 王刚译 社会科学文献出版社





# 目 录

C O N T E N T S

## 上篇 总报告：中国资本市场体系的改革研究

第一章 中国资本市场创新：理念、目标和机制 .....	猿
一 理念创新：资本市场发展的原动力 .....	源
二 目标创新：资本市场发展的导向标 .....	愿
三 机制创新：资本市场发展的基本取向 .....	愿
第二章 大力发展公司债券市场 推进资本市场体系的完善 .....	愿
一 资本市场建设：走出“以股市为重心”的误区 .....	愿
二 发展公司债券：突破企业债券的体制束缚 .....	愿
三 近期发展：选择“以企业债券为主、公司债券为辅”的 摇摇取向 .....	愿
四 中期发展：选择“以公司债券为主”的取向 .....	猿
五 长期发展：选择“基本实现公司债券市场的国际接轨”的 摇摇取向 .....	猿

第三章 深化体制改革 积极发展多层次的股票市场 .....	猿
一 深化体制改革：推进股票市场健康发展的基本方略	
摇摇 .....	猿
二 近期发展：选择“在规范中发展”的基本取向 .....	源
三 中长期发展：选择“全面贯彻市场经济规则”的	
摇摇基本取向 .....	愿
第四章 深化监管体制改革 切实维护投资者权益 .....	缘
一 改革计划机制：维护投资者权益的根本点 .....	缘
二 落实“三公原则”：切实维护投资者权益的根本	
摇摇保障 .....	远
三 改革监管体制：以打击违法违规现象为监管重心	
摇摇 .....	远
第五章 建立多层次资本市场体系 保障经济的可持续发展	
摇摇 .....	愿
一 发挥资本市场机制 解开资金供求的“死结” .....	愿
二 建立多层次资本市场体系 推进实体经济快速发展	
摇摇 .....	愿
三 建立多层次资本市场体系 推进防范金融风险的	
摇摇市场机制建设 .....	愿
四 建立多层次资本市场体系应防止的几种倾向 .....	愿
五 深化改革 积极创新 推进多层次资本市场体系的	
摇摇建设 .....	愿

## 目录

下篇目录分报告：中国资本市场发展中的  
目录热点问题的探讨

第六章 发展公司债券市场应明确政策导向·····	目录
一 运用公司债券机制有效推进金融系统的整合·····	目录
二 运用公司债券机制有效推进发行人治理结构的 目录整合·····	目录
三 完善制度保障机制推进公司债券发展的基础 目录条件建设·····	目录
第七章 发展公司债券市场应解决的几个问题·····	目录
一 公司债券在资本市场中的地位·····	目录
二 关于发债主体的资产负债率问题·····	目录
三 关于公司债券的资金用途·····	目录
四 关于公司债券的品种·····	目录
五 发展公司债券应建立好五个基本机制·····	目录
第八章 公司债券发展中的七个政策性问题·····	目录
第九章 关于国际金融机构发行人民币债券的政策建议·····	目录
第十章 改革股票发行方式：二级市场配售的负面效应 目录分析·····	目录
一 对股票发行市场规范化建设的负面影响·····	目录
二 对股票交易市场发展的负面影响·····	目录
三 对证券公司和机构投资者发展的负面影响·····	目录
四 若干政策建议·····	目录

摇篮一章摇篮取消通道制：深化股票发行制度的改革·····	员源
一摇篮发股“通道制”的积极意义·····	员源
二摇篮发股“通道制”的负面效应·····	员远
三摇篮取消“通道制”摇篮落实保荐人制度·····	员怨
第十二章摇篮实行保荐人制度应当注意处理好的四个问题·····	员源
一摇篮实行保荐人制度应以取消发股通道制为前提·····	员源
二摇篮实行保荐人制度应以发股登记制为目标·····	员远
三摇篮不应实行保荐人代理制·····	员怨
四摇篮应分清若干职责边界·····	员怨
第十三章摇篮调整当前股市走势的三项政策建议·····	员圆
第十四章摇篮设立创业板市场需要解决的十个认识问题·····	员远
一摇篮设立创业板的目的·····	员远
二摇篮是否可在粤股市场上“挂”一个高新技术企业板 摇篮·····	员苑
三摇篮美国 <del>纳斯达克</del> 股指持续下落是否意味着创业板市场的 摇篮失败·····	员怨
四摇篮设立创业板市场是否要由立法机构讨论·····	员圆
五摇篮如何看待“高新技术企业”·····	员员
六摇篮设立创业板市场是否需要“改良”·····	员猿
七摇篮设立创业板市场的条件是否成熟·····	员源
八摇篮如何看待创业板对粤股的影响·····	员苑
九摇篮创业板是否应在粤股机制改革好了再设立·····	员怨
十摇篮如何看待创业板市场的风险·····	员圆

第五章 招商银行拟发可转债的制度成因思考 .....	员 远
第十六章 证券：商业银行发展的重要机制	
——读工商银行 2004 年年报引发的思考 .....	员 员
第十七章 全面落实市场机制 加快保险市场的国际化进程 .....	员 远
一 发展保险市场的总体设想 .....	员 远
二 深化中资保险公司的体制改革 .....	员 园
三 积极推进保险业务创新 .....	员 袁
四 完善保险监管体系 .....	员 苑
第十八章 关于虚拟经济的几个问题 .....	员 员
一 虚拟经济的内涵界定 .....	员 员
二 虚拟经济的主要功能 .....	员 源
三 虚拟经济、实体经济和虚假经济 .....	员 远
四 加速发展资本市场 推进虚拟经济与实体经济的 结合 .....	员 怨
第十九章 中国金融：走出“分业经营”的体制误区 .....	员 源
一 美国金融：从未实行过“分业经营”体制 .....	员 源
二 中国金融：行政性分业经营体制 .....	员 园
三 混业经营：中国金融体制改革的必然选择 .....	员 怨
第二十章 金融混业经营：走出金融控股公司的误区 .....	员 苑
一 美国金融“分业”经营的确切涵义 .....	员 愿
二 美国金融“分业”的进一步变化 .....	员 员
三 金融混业经营的基本根据 .....	员 源
四 “条条分割”：中国金融分业的基本特征 .....	员 愿

摇摇五摇金融控股公司：金融“条条”分业的延续 .....	圆缘
六摇金融混业与金融监管 .....	圆怨
第二十一章摇汇率机制：走出人民币汇率升值的三个误区 .....	圆源
一摇经济主权：人民币汇率走出“唯市场决定论”的 摇摇误区 .....	圆缘
二摇汇率机制：人民币汇率调整走出“运用行政机制”的 摇摇误区 .....	圆怨
三摇经济比较：人民币汇价走出“实际购买力”的误区 .....	圆猿
第二十二章摇关于建立金融突发事件应急机制的若干建议 .....	圆员
后摇记 .....	圆缘

## 第一章 中国资本市场创新： 摇摇摇摇理念、目标和机制

摇摇资本市场是市场经济的重要组成部分，在金融资源配置和引导实物资源配置中起着基础性作用。自1980年以来，中国资本市场快速发展，对推进企业组织制度改革和运行机制转换、经济结构调整和技术进步、市场经济体制建设、经济的可持续发展等方面都起到了积极重要的作用。可以说，当今中国经济发展已离不开资本市场功能的充分发挥。

20世纪80年代中期以后，中国经济快速由“卖方市场”走向“买方市场”，在金融面上，资金相对过剩与资金相对短缺并存。对绝大多数缺乏资金的企业来说，真正短缺的不是债务性资金而是资本性资金。资本性资金不可能通过商业银行的贷款机制来形成，只能通过资本市场机制来形成。由此，加速资本市场发展，实际上成为解决资金相对过剩和资金相对短缺这一矛盾的主要机制。另一方面，调整经济结构是中国经济发展中必须着力解决的一个基本问题。不论是产业结构调整还是公司并购、资产重组或是高新技术发展都需要有足够的资本性资金支持。由此，资本市场实际上成为支持国民经济可持续发展的一个主要机制。显然，按照经济发展的客观要求，加速资本市场发展已是一项急迫之事。

受各方面条件所制约，中国资本市场还是一个新兴加转轨的

市场。所谓“新兴”，是指中国资本市场发育成长的历史还不长，带有明显的“发展中”特点。例如，许多适合中国国情的资本市场规则尚在探索形成中，资本市场的层次结构、品种结构、机构布局等还相当不完善，资本市场的总体规模依然相当狭小，资本市场体系也存在着较多的功能性缺陷等等；所谓“转轨”，是指消解计划机制的影响还是中国资本市场发展中的一项急迫而艰巨的任务。其中包括改革审批制、改变运用行政机制“调控”市场运行、实现股份全流通、放松产品创新管制和市场准入的管制等等。资本市场尚存这些问题只能在发展中解决。1995年12月加入世贸组织以后，资本市场对外开放就已是大势所趋，对中国来说，这直接意味着，可用于解决“新兴加转轨”问题的时日已经不多。

十多年来的实践证明，在推进资本市场快速发展过程中，要避免由计划经济体制“复归”所引致的反复和曲折，必须有一个清晰的符合市场经济取向的基本理念，必须有一个清晰的符合中国经济发展要求和国际资本市场体系的基本目标，必须有一个清晰的按市场规则要求构建的新机制。这种理念、目标和机制的创新，是中国资本市场稳步快速发展的基本点。

## 一 摇理念创新：资本市场发展的原动力

在计划经济影响依然相当深刻的条件下发展资本市场，在人类历史上前所未有，是中国的一项伟大创举。但这同时也意味着，中国资本市场的发展是一个相当复杂且需要解开众多难题的过程。推进资本市场发展本是一个实践问题，但在中国，它首先成为一个认识问题。从“姓社还是姓资”到“中国特色规则还是国际规则”再到“为国企服务还是为各类企业服务”的一系列争论，都深刻影响着相关政策取向和法律法规的形成。这种状况决定了，在西方国家资本市场发展史上曾经通过实践活动而自然得到解决的许多

问题，在中国资本市场发展中，却首先需要经历一个从各种观点交锋到理念创新再到达成共识的过程。因此，社会各界（尤其是政府系统中各相关部门，下同）的理念创新，具有决定性意义。

十多年来的实践证明，理念创新是资本市场稳步发展的关键性条件。资本市场贯彻着市场经济的基本原则和基本机制，它不可能在计划体制中产生和发展。因此，要不断推进资本市场的发展就必须不断突破计划经济的理念和思维方式。这一“突破”过程就是“理念创新”过程。1992年邓小平在南巡讲话中指出：“证券、股市，这些东西究竟好不好……允许看，但要坚决地试”<sup>①</sup>。由此，打破了自沪深证交所设立后一年多时间内交投清淡的格局，使资本市场发展迈入了快车道。此后，股票的全国性发行、国债发行的市场化尝试、公司制度的确立、财会制度的调整、信息披露制度的形成、基金证券的面世、机构投资者的发展等等，在理念持续创新的背景下相继展开。可以说，没有理念创新，就没有中国资本市场的形成和发展。

在计划经济理念仍强烈贯彻的条件下，进行理念创新是一个艰难的过程；而行政机制继续主导经济实践的客观背景，又决定了这种理念创新更加困难。一些人常常以缺乏实践的可操作性为由，强调继续运用行政机制的必要性和必然性。以股票发行制度为例，实行登记制和标准控制在教科书上早已有明确的阐释，发达国家也已有了190多年的实践，但在1980年10月以前，中国实行的是行政审批制度。究其原因，担心在登记制条件下各地企业乱发股将引起股票发行市场的秩序紊乱从而引致经济社会秩序不稳，是一主要因素；同时，1980~1982年间，一些地方也确实发生未经中央证券监管部门批准而发行股票甚至形成了“红庙子市场”的现象。由此，似乎也印证了这一担心不无道理。从这一角度来看，实行以审批制和指标制为主要内容的行政管制，既符合中国实际情

<sup>①</sup> 《邓小平文选》第三卷，第145页，人民出版社，1993年。

况，也有充分的理由。但这只是一种思路。另一种思路认为，实行登记制，在最初阶段，由于发股公司、券商、投资者等均有一个适应过程。所以，可能发生一些无序现象，但只要规则是明确的且监管部门能够严格执法，这种无序转变为有序的时间就不会拖得太长。由此，股票发行制度就将步入市场机制规范的轨道。在登记制条件下，通过改变股票数量供不应求和股票发行价格过高的格局，竞争机制逐步形成，这将推进券商业务水平提高和遴选公司能力的提高，将推进投资者分析风险的能力和承受风险能力的提高，将推进监管部门的职能转变和监管水平的提高。与此相比，在实行审批制和指标制条件下，股票发行市场的规范化明显偏离市场机制的要求，从千方百计争“发股指标”到发股申报材料的包装造假再到募股资金的严重浪费，其股票发行市场秩序也是够乱的；审批制没有审批出一个由高质量上市公司所构成的股市，却在“审批”的概念之下贯彻着行政机制，从而延续着投资者对政府信用的依赖。

理念创新受到计划经济机制的强烈影响，也就意味着“体制复归”或“机制复归”的危险在资本市场实践中不可忽视。中国股票交易市场最初在柜台交易中形成，1980年以后，随着沪深证交所的设立，柜台交易市场被宣布为非法市场而取缔；1985年苑月以后，随着**证券**系统的设立，各地相继设立了一批证券交易中心，试图发展成为场外交易市场，但1988年缘月，在防范金融风险的背景下，这些证券交易中心又被认定为非法市场而遭取缔。由此，形成了由沪深证交所构成的单一层次股票交易市场的格局，而沪深证交所在行政上直接隶属于中国证监会且有着明确的行政级别。这种单一层次股票交易市场与发股审批制相结合，实际上形成了基本由计划机制控制的股票市场格局，即发股规模、发股频率、上市安排、股价走势、涨跌停板等，主要由监管部门运用行政机制进行控制。就内在机制而言，这种股市格局与改革开放前的百货商店式的供货交易相比，并无根本差异。

始于 1995 年建立多层次资本市场体系的大讨论，比较集中地对设立创业板市场进行了广泛研讨。各种观点的交锋，与其说是对设立创业板市场有不同的认识，不如说是对贯彻市场机制的理念创新有不同的选择。试举几例：一种观点强调，只有将粤股的缺陷克服了以后才能设立创业板。这令人想起了改革初期有关“只有在国企改好后才能发展非国有经济”的说法，而事实上，如果没有非国有经济的充分发展，国有经济体制改革的有效展开是相当困难的；一种观点认为，为了保障投资者在粤股市场上的利益，创业板设立应当缓行。殊不知，市场经济的一个主要特征是，市场参与者有着充分的选择权，这与计划经济中经济主体缺乏选择权的状况有着实质区别。设立创业板使投资者有了更多的选择权，即便对粤股有所影响，投资者也可通过在创业板的运作获得投资回报；再一种观点说，现代电子网络技术决定了无需再设立新的股票交易场所就可满足投资者的需求，因此，设立创业板没有必要。但是，市场经济反对垄断，竞争机制从来就不是由技术水平决定的，创业板的设立将与粤股市场形成竞争态势，这也不能由现代电子网络技术所取代；还有一种观点指出，政府部门迄今未就设立创业板做出决策，这证明了设立创业板的主张是不合时宜的。二十多年来的改革实践说明，行政机制不是衡量经济可行性的标准，行政决定也不可能成为判别创业板是否应设立的根据。从发展角度来看，支持成长型中小企业发展的创业板市场迟早是要设立的，与此对应，多层次的资本市场体系也必然是要形成的。

理念创新是推进中国资本市场发展的原动力。要保障资本市场的稳步发展，就必须坚持以市场机制为基本取向的理念创新，努力消解计划机制的影响，避免在指导思路上的反复。换句话说，要稳步推进资本市场发展，首先需要稳步推进以市场机制为取向的理念创新。毋庸赘述，作为一个新兴的资本市场，在实施一些重大的市场化举措方面可能遇到条件不成熟的限制，但只要坚持以市场机制为取向的理念创新，推进相关方面的深化改革，循序渐进创

造条件，各种难点是能够克服的。

## 二、目标创新：资本市场发展的导向标

十多年来，有关发展资本市场的论著和研讨汗牛充栋，但究竟什么是资本市场发展的目标模式却一直为人们所忽视。1999年曾有人提出了未来十年（即到2009年）中国资本市场将实现的八大目标，并列举了一系列指标（如股票市场的市价总值将达到15万亿元人民币，上市公司总数将超过1000家，上证指数将超过2000点等等）<sup>①</sup>。但它并没有真正指出，中国资本市场发展的目标模式究竟是什么？

在现实中，人们发现，中国资本市场的总体架构处于一种不太容易说清楚的状况中。从证券品种来看，资本市场似乎已由股票市场、国债市场、金融债券市场、企业债券市场、基金证券市场等构成，并且也已展开了公司并购、资产重组等活动。因此，可以说是一个多元化的市场。但只要一落实到实务操作层面就不难发现，由于企业债券数额过少、国债价格波动较小、基金资金几乎完全投资于股票等原因，相当多的人在使用“资本市场”一词时实际上讲的只是“股票市场”，而每日各种媒体的报道评价也主要集中于股市行情。由此，资本市场近乎成了股票市场的代名词，1998年底出台的《证券法》基本上是一个“股票法”。其次，从交易市场来看，除1994年10月设立的国债柜台交易系统外（迄今，日交易量微乎其微），其他各种证券（包括股票）的交易基本只有一个层次的交易系统，其中，股票、基金证券、企业债券等交易集中于证券交易所，金融债券交易集中于银行间交易市场，国债交易则被人为地分割为证券交易所市场和银行间交易市场。《证券法》第100条明确规定，“经依法

<sup>①</sup> 吴晓求：《中国资本市场未来10年》，中国财政经济出版社，1999

核准的上市交易的股票、公司债券及其他证券，应当在证券交易所挂牌交易。”<sup>①</sup>从投资者的选择权来看，不论是哪一类证券工具还是证券交易方式都相当单调划一。国债、企业债券、金融债券等债权债务工具，只有中长期的，没有短期的，且利率水平基本一致；可流通的股票、基金证券等均为记名式无纸化证券，既无认股权证，也无不记名股票，更无有纸化证券。该种证券的交易均采取现货交易、集中竞价和做多机制，既无期货交易、期权交易等方式，也无做市商报价和拍卖交易等方式，更无做空机制。面对这样一种层次单一、品种单调、机能不全的状况，继续局限于“规模扩张”范围内研讨和推进资本市场的发展已远为不足，更确切地说，现今中国资本市场的发展问题已不是通过简单的“规模扩张”所能解决的。

我们认为，根据中国作为一个发展中大国的经济发展需要，根据中国资本市场国际化的要求，资本市场发展的总体目标应是，建立多层次多元化多样化的现代资本市场体系。其中，“多层次”是指，资本市场应由交易所市场、场外市场、无形市场、地方性市场等多个层次构成；“多元化”是指，资本市场应由公司债券市场、国债市场、股票市场和金融衍生产品市场等多元产品市场构成；“多样化”是指，资本市场中的每一类证券产品都应是多种多样的，每一种证券的交易方式都应是多种多样的。

建立这种多层次多元化多样化资本市场体系的深层机理主要有四：

第一，中国是一个发展中的大国，且不讲东、中、西三部的经济发展水平差别甚大，就是同一经济区域的各省区的经济资源状况、经济技术水平、市场发展水平等也差别很大（远不是二元经济结构所能概括了的）。在这种条件下，采取全国统一标准发展单

<sup>①</sup> 国务院法制办公室：《新编中华人民共和国常用法律法规全书》，第 303 页，中国法制出版社，2004 年。

一层次的全国性资本市场，显然是不合适的。根据多层次生产力发展的要求，发展多种经济成分，是中国改革开放伊始就提出的一个基本政策原则。如今，商品市场、资本品市场、技术市场、劳动力市场等均已是一个多层次的市场。其中，既有辐射全国的市场、辐射区域的区域市场，也有省内、市内、县内的市场，还有专门为某一街区、社区服务的市场；既有全国性的连锁店、大型商场，也有超市、中小型商场，还有街头小店。资本市场虽不可能像商场那样遍布大街小巷，但适应多层次经济发展水平的要求，建立多层次的市场体系也是必然的。

从国际社会来看，美国、日本的国内各地经济差别明显小于中国，但它们不仅有着七家以上的证券交易所，而且有着覆盖全国的场外交易系统，还有着以私下交易为主要内容的无形市场；韩国、澳大利亚等国，就国土面积、人口数量等而言，明显小于中国，但它们也有多层次的资本市场体系；欧洲的资本市场更是多种多样，既有伦敦、巴黎、法兰克福等国际化的证券交易所，也有曼彻斯特、里昂、日内瓦、苏黎世等市场；就是中国的香港、台湾等地，资本市场体系也不是单一层次的。这不仅表明，像中国这样一个发展中大国，内地只有一个层次的资本市场是不符合国际资本市场要求的，而且意味着这样一种单一层次的资本市场要实现国际接轨是有缺陷的，要达到国际标准更是比较困难的。

“大、一、统”是计划经济的突出表现之一。为了实现“大、一、统”，运用行政机制，建立由中央政府部门直接控制的全国性市场，曾屡屡付诸实践。即便在改革开放的 20 世纪 80 年代，这种现象也非个别。但二十多年改革实践的结果总是市场选择取代行政选择，由此，在实体经济中原先由行政机制安排的全国性市场基本消解，取而代之是由市场选择的多层次市场。这一历史沿革实际上预示着，由行政选择所形成的单一层次资本市场体系在进一步发展中必然要被由市场选择的多层次资本市场体系所替代。既然如此，何不主动顺应市场选择，推进多层次资本市场体系的形成，

降低这种“替代”中的经济社会成本？

第二，中国有着上千万家企业，它们在资产规模、技术水平、市场条件、发展要求等方面不尽相同，同时，每个企业在经营发展的不同时期对资本市场也有着不同的要求。尽管从理论上说，没有资本市场的支持，依靠逐步自我积累，企业也能由小发展到大，但这是一个缓慢的过程。历史上，发达国家的一些企业通过海外贸易、掠夺、贩卖奴隶等路径，完成了资本原始积累，成为国际上规模巨大的跨国公司，对中国企业来说，已不可能继续走这条用火和血铺成的路。面对加入世贸组织以后国内市场的国际竞争，面对企业改革提出的艰巨任务，中资企业要在较短的时间内“做大做强”，不得不依靠资本集中机制。资本集中只能通过资本市场得以实现，不可能通过由银行贷款等路径所提供的资金集中来解决，其内在机理是，银行贷款作为债务性资金，本身需要以资本性资金为基础，为此，如果中国的资本市场不能有效地为各类企业提供多层次和多元化的资本集中路径，其自身存在的价值也就大打折扣了。

值得特别指出的是，并非只有大中型企业的发展需要有资本市场的支持，众多中小型企业的发展也需要有资本市场的支持。纵观历史，绝大多数大型企业都是从中小型企业发展而来的。近年来，世界缘强中的企业已更换了圆猿以上。在高新技术快速发展的当今世界，运用资本市场机制支持创业投资从而支持创业公司（包括高新技术企业）的发展，已成为一个国际性趋势。创业公司在其运作的最初一段时间内大多是小型企业，这决定了它们几乎不可能利用按成熟企业标准设立的资本市场机制，而缺乏资本市场的支持，创业投资和创业公司发展又将面临严重困难（甚至中途夭折）。为此，按照创业公司的发展要求，设立专门为它们服务的资本市场机制，成为一种国际性潮流。中国作为一个发展中大国，在企业总数中创业公司数量占很高比重，这些创业公司既是支持中国经济增长方式转变的重要力量，也是支持中国经济可持续发展的重要力量，还是支持中国经济国际化的重要希望。因此，