

资本市场演进的逻辑

□孙树强

一提到资本市场，我们可能首先想到股票市场。从宏观角度来看，股票市场或者更大一点的概念是资本市场。资本市场是金融市场的重要组成部分，以商业银行为主的金融中介和以资本市场为主的金融市场，是现代化金融体系两种功能互补的资源配置方式。资本市场为企业提供了资本筹集、结构优化的渠道和机制，也为企业发展提供了“称重机”，为价格发现和价值实现提供了便利的交易机制。

证监会前主席肖钢的新书《中国资本市场变革》系统地探讨了我国资本市场演进的脉络，从股票发行、市场交易机制、退市制度、上市公司治理、金融市场开放、法治与监管、数字资本市场等方面详细地介绍了我国资本市场的发 展、演变、存在的问题以及解决措施，分析了一些重要事件的来龙去脉，阅读此书对于更深入地理解我国资本市场很有帮助。

注册制改革

新股发行制度是股票市场的基础制度之一，对上市公司的质量、价格的形成、资源配置具有决定性作用。30年来，我国股票发行主要经历了审批制和核准制两种方式，其中审批制下又先后实行过额度管理和指标管理，核准制下则经历了通道制、保荐制和改进核准制，其目的是让市场发挥更大的作用，逐渐淡化监管机构在新股发行中的影响。未来，推进股票发行注册制是资本市场改革的重要方向。

简单来说，注册制是企业拟发行股票时，需依法将公开的各种资料完全准确地向证券监管机构申报，而监管机构只对发行人申报文件的全面性、准确性、真实性和及时性进行形式审查，最终发行公司的价值由市场来决定。肖钢在《中国资本市场变革》一书中认为，新股发行注册制是全面改善资本市场生态，实现市场化、法治化的一项根本制度变革，也是资本市场有活力、有韧性的前提条件，牵一发而动全身，是一项“牛鼻子”工程。

无论是审批制还是核准制，其计划色彩都比较浓厚，监管机构在新股发行中起了重要作用。这似乎给投资者造成一种错觉，既然经过了监管机构的层层审核把关，客观上意味着政府对上市企业进行了背书，这样不利于投资者形成风险自担的投资意识，也会弱化发行人和投资机构的履责责任。因此，股票发行



书名:《中国资本市场变革》
作者:肖钢
出版社:中信出版集团

注册制有助于淡化监管机构对拟上市公司盈利状况的判断，落实发行人、中介机构的主体责任，全过程、多角度提升信息披露质量，将选择权更多地交给市场。

可以说，注册制改革是政府已经明确的方向。不过，注册制改革是一个系统性工程，涉及到很多方面，不是一蹴而就的事情，因此在推动过程中要注意轻重缓急，把握节奏，不为一时得失所惑，最终一定能够攻坚克难，实现改革目标。

交易机制安排

股票市场交易制度，从广义上说，包括交易标的、市场参与者、信息、规则、技术等，从狭义来说，通常是指交易场所使用的交易规则总和。对于普通投资者来说，比较熟悉的交易规则可能包括股票买入卖出T+1、涨跌停限制、停牌复牌、熔断机制等。

前段时间美股大跌连续触发熔断机制给我们留下了深刻印象，《中国资本市

场变革》在交易机制安排这一章中首先为我们介绍了备受争议的熔断机制。2016年1月4日，是新年的首个交易日，也是熔断机制实施的第一天，下午开盘之后，沪深300指数连续触及下跌5%和7%两档熔断阀值；1月7日开盘后，大盘又大幅下跌，连续触及5%和7%两档熔断阀值，交易暂停直至收盘。证监会紧急开会，决定从1月8日起暂停实施熔断机制。熔断机制的目的在于市场暴涨暴跌时暂停交易，让市场恢复平静，防止持续过度反应，缓解市场崩盘时的流动性问题和定价困难，降低市场异常波动对投资者造成的伤害。但我国实施熔断机制之后就连续触发熔断，肯定是在一些问题。作者认为，股票交易的“磁吸效应”、熔断参数设置不合理以及我国股票市场中小散户过多共同造成了连续触发熔断机制问题。实际上，很多发达国家的股票市场也都实施了熔断机制，对于股市平稳运行起到正面作用，对于我国来

说，应该反思问题的症结所在，而不是一朝被蛇咬，十年怕井绳。

我国股市另一项交易安排是涨跌停板制度，这项制度从1996年12月实施以来，已近24个年头。总体来看，在市场波动幅度大、投资者不成熟的条件下，实施涨跌停限制，发挥了重要的稳定作用。但随着市场发展，涨跌停制度也暴露出一些问题和缺陷，影响了市场的流动性和稳定性。例如，当股票供给和需求严重不匹配时，本应该在当日出现的调整，却被涨跌停板给限制住了，股价就会连续多日大幅波动；又如，股票涨幅达到一定程度之后，离涨跌停板比较近，会出现加速达到涨跌停的趋势，提高了股价的波动。未来，应该对涨跌停制度进一步完善，如放宽涨跌停区间；根据前一天的涨跌决定下一交易日的涨跌幅度等。

退市制度

我国股票市场有IPO难和退市难两大特点，如果说注册制解决了“进”的问题，那么退市制度就要解决“出”的问题，没有“快进快出、宽进易出”就谈不上市场的活力和韧性，形成不了优胜劣汰的机制。退市制度是资本市场的基础性制度，不仅对于优化资源配置、提升上市公司质量、保护投资者权益发挥重要作用，而且对于防范股市泡沫、加快市场出清、化解市场风险具有重要意义。

从成熟的资本市场来看，上市公司退市与上市数量基本持平，而我国在2001—2018年仅有110家上市公司退市，其中55家因为连续亏损，38家因为吸收合并，其余的因为违法、未披露定期报告或私有化而退市。那么，我国上市企业为什么退市这么难呢？书中给出了以下几个原因。

一是强制退市标准尚不完善，且可执行性较差；二是退市执行力度不够，为规避退市行为提供了条件；三是股票发行人被人为调控，造成上市资源稀缺；四是投资者权益保障不足，加大了退市难度；五是融资渠道受限，上市公司退市后生存困难；六是散户投资者缺乏理性投资观念，热衷投机行为。

上述诸多因素只是表面现象，更深层次的问题在于我国股票市场发行上市的市场化、法治化程度不高，行政干预过多，影响了退市制度的有效运转，这也是上面我们讨论的要进行注册制改革的重要原因。未来，我国应该进一步深化退市制度改革，健全相关配套机制与措施，以适应有活力、有韧性的股票市场的需要。

■ 财富书架



通往衰败之路

书名:《通往衰败之路:经济学如何掌控我们的生活》
作者:[英] 乔纳森·奥尔德雷德
出版社:中信出版集团

内容简介: 这本书生动地讲述了经济学理论家如何改变了我们的世界，以及从“搭便车”到“助推”等关键经济学理念如何不断地渗透到我们的决策，乃至影响我们日常生活的方方面面，深刻地揭示了经济学究竟是如何出其不意地控制我们的道德观和价值观的。

作者简介: 乔纳森·奥尔德雷德，剑桥大学伊曼纽尔学院研究员、经济系主任，同时担任剑桥大学土地经济系讲师。长期致力于经济学心理基础的相关研究，尤其是这些理论怎样塑造了现代生活。



理念·制度·人

书名:《理念·制度·人:华为组织与文化的底层逻辑》
作者:田涛
出版社:中信出版集团

内容简介: 全书内容主要包括三部分：第一部分，介绍了华为建设企业文化的经 验。第二部分，以华为为例，分别对理念、制度、人这三个概念和闭环体系的形成、进化、变异的过程与逻辑进行解读。第三部分，作者对华为成功背后的核心要素即英雄主义文化，以及华为30多年一路走来所凭借的五种力量进行了解析。

作者简介: 田涛，浙江大学睿湖创新管理研究所联席所长，华为公司顾问，《下一个倒下的会不会是华为》作者之一。



企业家的企业理论

书名:《企业家的企业理论》
作者:[丹]尼古莱·J·福斯 [美]彼得·G·克莱因
出版社:中国社会科学出版社

内容简介: 两位作者分别是尼古莱·J·福斯和彼得·G·克莱因，他们都是当今全球数一数二的重量级奥派经济学家，也有深厚的企业战略管理底子。本书一问世，就被誉为是研究企业家精神的最新里程碑，荣获奥地利学派“年度图书”。

作者简介: 尼古莱·J·福斯现为丹麦哥本哈根商学院战略管理与全球化系主任、教授，欧洲科学院院士。主要研究领域是战略管理、经济组织（如企业）、企业家才能和社会科学方法论。

彼得·G·克莱因，密苏里大学应用社会科学系副教授。他的研究主要集中于企业边界和内部组织、多元化、创新、企业家精神和金融制度方面。作为奥地利学派的新一代，彼得·G·克莱因教授在组织制度、公司治理和企业家精神等方面的研究建树颇丰。

将消费者和投资者变成粉丝

□郑渝川

你遇到过在商场、体育场甚至机场、车站门口排队，为了给自己的偶像助威或购买偶像代言品牌商品的情形吗？明明就是一普通商品，因为有了明星代言，突然变成走俏的畅销品，粉丝花钱“打榜”，为的是让流行音乐排行榜上出现自己偶像的新作；还有粉丝众筹，为有自己偶像的电影提供制作、发行费用，你觉得这些行为是否理性？

奥马哈的股东大会

有时，粉丝的举动已经偏离了理性正常轨道。但正如美国纽约大学互动电子传播研究学者佐伊·弗拉德-布拉纳在《得粉丝者得天下》中所指出的那样，作为社会动物的人，“总有一种想要与他人联系的强烈愿望”，这是本能所在；而且，“粉丝迷恋指的是围绕大众文化所形成的结构和开展的实践活动”，这种现象非常古老也非常人性化。

实际上，在当代商业领域，很多知名企业和品牌所获得的溢价，很大程度来自粉丝追捧所带来的巨额利润。苹果iPhone、iPad、华为手机、小米、VIVO等其他国内知名手机品牌都拥有数量可观的粉丝。可口可乐、红牛、迪士尼旗下的皮克斯工作室甚至《星球大战》系列电影、《哈利波特》系列作品，也有一批粉丝。再加上音乐、电影以及职业足球、篮球等领域的明星粉丝。我们必须意识到，只有读懂了粉丝现象，了解粉丝的动机和激情，才可能建立起真正必要和有效的引导和约束机制，同时才有可能在商业和投资领域赢得主动。

这本书开篇在谈到如何缔造粉丝参与感时，举了沃伦·巴菲特旗下的伯克希尔·哈撒韦公司每年股东大会的例子。一年一度的股东大会，是投资界的盛事，数万人聚集到奥马哈小镇，参加为期三天的盛会，佐伊·弗拉德-布拉纳说，这个股东大会“兼具宗教复兴、摇滚音乐会和商业活动的性质”。大会上，巴菲特的发言和答疑掀起高潮，大会期间，伯克希尔·哈撒韦公司的诸多周边产品也会在现场



书名:《得粉丝者得天下》
作者:[美]佐伊·弗拉德·布拉纳 艾伦·M.格雷泽
出版社:中信出版集团

兜售，人们还会参加伯克希尔5000米趣味跑活动。许多参与者都是拖家带口，且年年到会。可以说，伯克希尔·哈撒韦公司的股东大会已经让参会股东更接近于巴菲特本人的粉丝而不仅仅是金融消费者、投资者。

粉丝都喜欢亲身体验，粉丝还会通过内容创作、社交分享等方式来强化自己的身份标签。实际上，无论是明星还是公司品牌，都在有意识地利用粉丝热衷于亲身体验、喜欢社交分享等特点，来促

成个人或公司行为的快速传播。

粉丝迷恋是健康的

《得粉丝者得天下》一书指出，粉丝不是一种身份，而是一种行为，其价值在于参与式体验。如果企业想要构建这样的体验，吸引消费者对自家品牌产生兴趣，不仅愿意花钱，而且还会投入精力和时间，就要向那些人气偶像学习，创建粉丝语境。

2008年2月，摄影器材供应商宝丽来

公司宣布将停止生产相机即时胶片。这个决定不难理解，因为当时宝丽来面临数码相机的重压，但这个声明却意外地“唤醒”了宝丽来即时胶片的粉丝。即时胶片不存在底片，每张照片都是唯一的，被认为可以很好地记录诸如结婚、寿辰等人生重要时刻画面。粉丝的“抗议”让宝丽来在走向破产的过程中，形成了一个“无法完成的项目”团队，探索为粉丝制作即时胶片，虽然初次制作的产品并不完美，但粉丝仍然愿意等待。宝丽来在全球企业品牌排行榜中的排名，甚至比三星、亿贝还要靠前。

该书作者指出，成功的粉丝迷恋，需要由三个要素组成：足够多的粉丝，可以交流的平台，情感分享和回应相当便利。宝丽来公司之前走入绝境，就是因为仅仅将自己看作相机和胶片，而没有意识到即时胶片本身可以提供一种基本的社交媒体体验。构建粉丝语境，很大程度上需要消费者对产品、品牌的喜爱升级为愿意分享、共享、反复多次实现的体验，并通过平台而转化。这样的喜爱、体验不是外界诱导、强加的结果，当然，企业可以通过改善品牌、产品和营销传播活动的品质，赋予其足够的个性气质、想象空间，为粉丝“对号入座”创造条件。

粉丝对明星、品牌产生迷恋，是因为产生了一种积极的情感联系。而要让这样的迷恋持续，就要给予粉丝应有的身份认同。该书作者认为，粉丝迷恋及以此为基础建立起的身份认同，通常是健康的。书作者援引研究人员的实验指出，作为足球队、足球明星的粉丝，团队身份认同程度越高，带来的社会尊重和个人自尊程度就越高，幸福感和其他积极情感就越多。

前不久，包括我国香港知名歌星张学友和陈奕迅在内的全球一线流行音乐艺人，成功地发起了抗击新冠疫情、呼吁全球团结的大型在线直播活动，艺人对粉丝的正面影响，往往也是其他活动和行动难以替代的。公司品牌完全可以通过向粉丝群体传递正面价值理念，起到巩固粉丝身份认同和提升价值理念的双重作用。

企业家的企业理论

书名:《企业家的企业理论》
作者:[丹]尼古莱·J·福斯 [美]彼得·G·克莱因
出版社:中国社会科学出版社

内容简介: 两位作者分别是尼古莱·J·福斯和彼得·G·克莱因，他们都是当今全球数一数二的重量级奥派经济学家，也有深厚的企业战略管理底子。本书一问世，就被誉为是研究企业家精神的最新里程碑，荣获奥地利学派“年度图书”。

作者简介: 尼古莱·J·福斯现为丹麦哥本哈根商学院战略管理与全球化系主任、教授，欧洲科学院院士。主要研究领域是战略管理、经济组织（如企业）、企业家才能和社会科学方法论。

彼得·G·克莱因，密苏里大学应用社会科学系副教授。他的研究主要集中于企业边界和内部组织、多元化、创新、企业家精神和金融制度方面。作为奥地利学派的新一代，彼得·G·克莱因教授在组织制度、公司治理和企业家精神等方面的研究建树颇丰。