

资本的足印

——中国证券报理论文章作品选

陈乃进 主编

新华出版社

资本的足印

——中国证券报理论文章作品选
(1998. 10 ~ 2002. 9)

陈乃进 主编

3

新华出版社

编 委 会

主 编：陈乃进

编 委：施光耀 杜跃进 王 坚 段国选
 刘国芳 冯 刚 孔雪松 卫保川
 朱向军 单亿春

执行编辑：杨 光

序

资本，一个曾被讳言多年的名词，如今成了中国建立社会主义市场经济体制的重要象征。

中国资本市场的快速发展，不仅提高了社会资金配置和使用效率，更有力地推动了经济的健康发展，中国已成为举世公认的外资吸引地。和西方发达国家相比，尽管中国资本市场发育还不够成熟，还有这样那样的缺陷，但这都无法遮掩她的耀眼光芒，中国资本市场正成为世界新兴资本市场中最具魅力的地方之一。

作为这一变迁的见证人，我们为中国资本市场展露出的蓬勃生机感到自豪，为能记录下这一沧桑世变而感到荣幸。

短短几年，中国资本市场如雨后春笋。10年前，大多数中国老百姓还不知道股票为何物，如今，在上海证券交易所和深圳证券交易所开户数已超过6000万，仅境内上市公司就有1200多家，流通市值达1.5万亿元左右。10年来，中国企业在境内外证券市场已累计筹资逾8000亿元。

放眼资本市场，一个由各类商业银行、证券、保险、基金、信托、期货组成的数量众多、功能齐全的市场体系已初步建成；漫步投资世界，国债、企债、可转债，股票、基金、外汇宝，应有尽有。

作为中国资本市场的同行者，我们把几年来对市场的真实记录、各方人士的切身感受、专家学者们的睿智远识积集出版，既是中国资本市场的回顾，也是刚满10周岁的《中国证券报》的

自我检阅。在众多的待选书名中，我们选择了《资本的足印》。足印是前行者留下的印记，也是一份弥足珍贵的历史资料。这印记既属于中国资本市场，也属于与它同行的《中国证券报》。

作为《与中国证券市场同行——中国证券报优秀新闻作品选》的姊妹篇，《资本的足印》一书收集了《中国证券报》1997年至2002年9月期间的部分新闻作品。

翻开《资本的足印》，从《中科系高台跳水》到《蓝田股权之谜》；从《“胶囊”里装着什么药》到《四问证券投资基金》；从《请珍惜名校声誉》到《警惕非良性分红》；从《亏损的快乐》到《我买了世界上最贵的酒》……一篇篇充满激情的报道，翔实客观的热点分析，见地独到的理论探讨和幽默轻松的股市小品，倾注了作者和编辑人员的心血。

追寻资本的足印，我们清晰地看到几年来中国资本市场的发展轨迹。《资本的足印》记录的虽然是昨天发生的事情，但古人云“以史为鉴”，回顾昨天是为了我们能共同拥有一个更加美好的明天。

秉承“做可信赖的投资顾问”的宗旨，《中国证券报》一贯以客观、公正、严谨的态度报道资本市场，并竭尽全力为投资者提供经济发展中的每一个重要信息。平心而论，离“可信赖的投资顾问”我们尚有差距，但我们会不懈努力，这是我们的办报理念，是我们为之奋斗的目标！

中国证券报社社长兼总编辑

陈乃进

2002年10月

目 录

一、营造证券市场多赢局面获奖征文

在风险和挑战中实现多赢	华 生(3)
国家股减持的争论与思考	刘纪鹏(16)
从中国国情出发寻找解决方案	钟朋荣(31)
呵护证券市场生命的源泉	林义相(45)
上市公司为何偏好股权融资	郑健敏(59)
备兑凭证减持国有股方式刍议	李 奎、梁庆凯、黄 璞(64)
“多赢”的根本是实现市场的最优化改进	李 军(70)
走出国股流通减持的惯性思维	陶 博(75)
中国文化特性下的股票发行审核方式定位	余 失、朱科敏(83)
我国资本市场前瞻	梁定邦(92)

二、名家建言资本市场建设

探索中国股市走上健康发展道路的现实途径	韩志国(109)
我们的资本市场缺什么?	陈彩虹(120)
我国金融体系面临革命性变化	吴晓求(125)
对当前中国股市波动的几点看法	王国刚(133)

中国资本市场所处形势分析	刘纪鹏(140)
中国股市的最大国情	
——从证券市场上造假成风说起	华 生(146)
确立走出双轨体制的国家战略	韩志国(155)
股指期货研究十大问题探讨	常 清(163)
金融控股 现实的选择	夏 斌(172)
NASDAQ 中国上市公司发行国内存托凭证(CDR)	
可行性研究	上海证券—复旦大学联合课题组(177)
中外信息披露制度及实际效果比较研究	
.....	深圳证券交易所(186)

三、货币政策与资本市场

现金流量分析与规范证券市场

.....	王 靖、姚 颐、董 忠、任晋阳(205)
进一步推进货币政策传导机制改革	戴根有(210)

四、基金业发展的思考

中国基金业历史回顾与发展思考	马庆泉(217)
四问证券投资基金	王国刚(227)
“私募基金”的出路在于金钱信托	王国刚(241)
基金理财重在专业水准	
.....	王国刚、王国言、张 玲、张 扬、陈道富(250)
投资基金法律定位宜以信托关系为主	蔡概还(256)

五、资本市场法律法规建设

对《公司法》修改的十点建议	刘纪鹏(267)
---------------------	----------

加速公司法修改促进市场制度创新——关于取消、修改

或增设公司法有关条款的若干建议 郭 峰、王 坚(280)

证券市场应立即建立民事赔偿机制 郭 锋(290)

修补法律缺陷:完善股市监管的制度建设

..... 李 扬、王国刚(299)

“辩方举证责任”专题之一:不应成为监管的

主要制度 李 扬、王国刚(306)

“辩方举证责任”专题之二:证券监管实施

成败的关键 郎咸平(319)

六、风险投资专家谈

校正风险投资思维坐标——访中国人民大学

金融与证券研究执行所长王明夫 张 玲(333)

我国需要建立健全的风险投资体系 卢克群(340)

析创业投资行为的短期化 董辅弼(345)

七、新经济面面观

虚拟经济并非虚假经济 王国刚(353)

新经济要求进行全方位改革 张 玲(361)

如何看待网络产业和网络股 徐晓歌(369)

八、公司治理结构

董事长和总经理谁是中国公司的 CEO 仲继银(383)

独立董事谁来聘? 仲继银(387)

独董当不了“包青天” 钟朋荣(390)

让独立董事“立”起来 廖英敏(396)

九、宏观经济篇

百舸争流“中国号”脱颖而出——全球经济格局

- 演变及我国可利用的有利因素 于国强(403)
- 有增有减结构性调税时不我待 卢中原(417)
- 适度减税 良机莫失 邓子基(421)
- 减税效用有多大 贾 康(425)
- 新兴市场的机遇和障碍——在 2002 年 IOSCO 年
会上的讲话 周小川(430)



营造证券市场多赢局面获奖征文

在风险和挑战中实现多赢

华 生

本文秉承作者一贯坚持的观点：中国股市最大的国情是股权的分裂，股权结构的规范化是当前的首要工作。由此基础出发，判断中国股市的“泡沫”成份大多都是结构性泡沫，不能用总量办法来解决结构矛盾；国有股减持争论的背后是市场“三公原则”和法治精神的觉醒。在加入世贸组织的大背景和大趋势下，中国股市只能根据国际惯例来调整政策和重布结构，尽管这是一条荆棘之路，但却是走向“市场化”广阔天地的必由之路。

最近，伴随着国有股减持、市场监管力度加大、众多造假现形以及挤压市场“泡沫”、实现价值回归的舆论压力等多重因素的影响，中国股市经历了大幅的调整和震荡。国有股减持办法的暂停实施，可以缓解市场一时的恐慌，但是困扰人们的种种疑虑并没有随之消失。中国股市到底有多大风险？面临的挑战究竟是什么？中国股市怎样才能从它令人不踏实的云山雾罩中走上康庄发展的坚实大道？回答这些问题，不仅是重树市场信心和投资理念的需要，更关系着中国股市的命运乃至中国经济的未来。

倡导价值回归要从国情出发

中国股市究竟有多大“泡沫”？股市是否严重脱离了基本面因

而必然要有痛苦的价值回归之路？回归到哪里才算“挤出泡沫”？这是近年来特别是今年以来各方面争论的一个焦点问题。正确地判断这个问题，对我们的政策制订者和市场参与者都是极为重要的。

其实，对于大多数股市参与者和利益相关者来说，这几乎是心知肚明的：中国股市不但有“泡沫”，而且确实不小。

首先是造假“泡沫”。从欺诈包装上市，到虚构利润、虚假陈述，无中生有，移花接木，中国股市中造假之风之甚，确实令人瞠目结舌。除了过去打击不力和道德问题之外，流通股与非流通股的分裂，控股的非流通股能够通过造假而损人利己，显然是这类“泡沫”的制度原因。

其次是重组“泡沫”。中国股市中所谓的“高市盈率”的股价，几乎全部源于微利和亏损累累的垃圾股。与规范股市股价相差几倍、几十倍是正常现象不同，绩优价不高、绩劣价不低的平均主义现象是中国股市的一大奇观。这种完全违背价值规律的现象之所以能够存在，当然不是因为中国股市的投资者们缺乏正确的投资理念，而是因为这几年来买绩优股常常赔钱，买劣质股往往赚钱的事实成了最有力的投资者教育。这背后的经济学原因就是在股权分裂的结构下，绩优不真优，而不等价交换的资产重组，客观上造成了企业经常上演“乌鸦变凤凰”的悲喜剧。由于我们的政策和制度环境与规范股市不同，重组方没有取得应得收益的合法渠道，因而重组变成了新大股东慷慨解囊，老大股东捞最后一把退场，投错了资的老股东包括流通股股东不承担损失、反而享受重组成功的免费午餐。这就不能不助长垃圾变黄金的重组预期和扭曲市场比价。因此不奇怪，当PT板块不等价交换的大重组使PT们在熊市中也保持一花独放时，你是不能批评投资者缺乏素质和教育的。

再次是发行“泡沫”。中国股市大多数上市公司本来规模就极小，大部分不流通、一小部分上市使市场供求更不平衡，再加上高

溢价发行就必然造成供求一边倒的单边市。有这样一个免费高价圈钱的场所,看到别人轻易从资本市场圈来堆积如山的钞票,所有的公司,无论条件是否具备、是否需要资金,都要乔装打扮,千方百计包装上市。而在西方规范市场中的平衡市中,企业发行市盈率不可能很高,上市会摊薄老股东的权益,还要履行一大堆信息披露义务,加上沉重的分红派现压力,企业申请上市与否,选择什么时机上市具有市场和经济上的内在平衡机制。在我国股权结构本身极度扭曲、市场功能严重残缺的情况下,除了首发,还允许增发,又独独在发行价上放弃了行政控制,搞市场化,必然造成发行需求量极大、发行市盈率奇高,企业趋之若鹜的先天性市场“泡沫”。

列举下去,还有庄股“泡沫”、中介“泡沫”等等,但说来说去也就是这么几个“泡沫”。值得注意的是,这些“泡沫”都是结构性“泡沫”,并不是如某些国内外的评论家们所说的“中国股市市盈率太高,脱离基本面,泡沫太大”的总量判断。原因是中国股市三分之二股票不流通,没有统一价格,因而算不出市盈率,更谈不上高低上下。如果非要说个高低,那就完全取决于非流通股转为流通股的比价。如果非流通股统统按照 1:1 的比例转为流通股,那么,中国股市的总体股价水平至少要跌去一半多,“泡沫”当然就太大了。反之,就可能没有“泡沫”或没有多少“泡沫”。因为用可比的全流通口径无论怎么测算,中国股市目前的真实市盈率充其量也不过 20 倍。因此,不搞清楚国情和对象,泛泛地讲“泡沫”太大和价值回归,用总量办法来解决结构矛盾,只能产生对政策和市场的误导,其结果就是我们看到的:挤伤的并不是“泡沫”,而是我们自己正在发育的肌体。

国有股减持应符合“三公原则”

国有股减持办法出台后,引起了激烈的争论,特别是定价问

题,成了争论的焦点。支持者说,国有股过去只是暂不流通,因而完全有权与流通股同股同权,按市场价格流通,针对各方呼声甚高的国有股按净资产折价的意见,他们认为,净资产是账面价值,不能也不应作为市场定价的依据。这个观点也受到了一些经济学家在理论上的支持。反对者则认为国有股溢价上市,已经大大增值,现在再按市场价流通,是黄豆卖了黄金价,太不公平。双方各执一词,似乎都有些道理。其实这些争论,并没有抓住问题的本质。

首先,问题并不出在国有股减持。国有股减持是中央正确的战略决策,意义重大,影响深远,不仅关系我国资本市场的走向,而且对于推进经济改革的中心环节——企业改革具有重大推动作用。这些年来,按照中央的精神,每年国有股用协议方式减持的数量,是一个很大的量,从来没有引起过任何问题。而这次到减持办法若干条款停止执行,国有股只减了一点零头。因此,把国有股减持与市场动荡和人们的不满挂上钩,实在是名称的误用。

现在被停止执行的办法第五条,其实涉及的并不是国有股减持,而是非流通股改变性质的流通。这就涉及到一个完全不同的问题。当年国有股暂不流通是有国家控股等国有资产管理更复杂更全局的考虑的。如果现在一旦流通,与国有资产管理体系是什么关系,与国家所有、分级管理的方针是什么关系,显然是一个需要慎重研究的大问题。更为重要的是,国家股、法人股暂不流通,日积月累,构成中国股市的最大特色和国情,被称为悬在中国股市头上的达摩克利斯之剑。为了防止其对流通市场的冲击,监管当局对其交易过户有严格规定。其中任何部分的松动和流通,都会触动市场最敏感和最脆弱的神经。显然,对于这样一个关系证券市场全局命运的大事情,需要全局的谋划和周密的部署。对于中国企业体制和资本市场这样两大改革合一的大事,顺便去触动它,显然是容易出乱子的。

因此,就证券市场而言,引起争论和停止执行的办法第五条,

首先和主要还不是价格问题,而是证券市场的“三公原则”和依法办事的问题。《证券法》规定证券发行人的法律地位一律平等,一部分股东并没有高于或优先于其它股东的权利。非流通股的流通,不仅涉及到国家股,还涉及到大量的法人股,以及最近陆续上市的个人发起人股。解决非流通股的流通问题,要在尊重流通股股东们的权益的基础上,一视同仁地统筹规划,而不能按照所有制划线,随意挑出高下前后,否则就难免给人留下运动员和裁判员不分的印象,造成消极的影响。从这个意义上说,停止执行考虑不周的条款,显然是有道理的。

WTO后“政策市”的转变

面临加入世贸的背景和大趋势,很不规范的中国股市确实面临着巨大的挑战。不规范就会捉襟见肘、被动挨打,差距越大调整起来的痛苦和代价也就越大。因此,根据国际惯例来率先布局,调整我们的政策和资本市场结构,是非常必要的。

中国股市,历来被称为“政策市”。与国际接轨,首先要调整的恐怕还是政府行为,即明确政策应该做什么,不该做什么,让政策市稳步地过渡到市场市。

证券市场是高度有组织的市场。因而,就证券市场都是建立在一整套完整的法律、法规和程序、惯例的约束下而言,各国的证券市场在这个意义上都是人们主观构造的市场。都是“政策市”或“法规市”。当市场受到外力的冲击或者本身遇到特别大的系统震荡的时候,政府干预往往是不可避免的。在以法制为基础的市场中,政策并不是不发挥作用,而是要求政策的透明即公开性、公正性、连续性和稳定性。同时,政策和法规必须对市场参与者给以同一的尺度,所谓在法规面前人人平等,而不能区别对待,实行所有

制或其它歧视。政策既不能给股市扔炸弹,让相信政策稳定性的人遭受无端的损失,也不能给股市扔馅饼,让蒙对了政策变化的人一夜暴富,平步青云。中国股市过去之所以被称为政策市,就是因为这一类的政策变化太大、太频繁,政策的改变对既有的利益格局的冲击又过于剧烈,使人们难以形成稳定的预期。市场不怕好消息,也不怕坏消息,怕的就是超越市场力量的不确定性。

中国股市不规范的地方确实很多,但它不规范的根源或基础是流通股与非流通股的分裂。中国股市上的造假成风问题,发行“泡沫”问题,庄家炒作问题,重组陷阱问题,无不与这个最大的不规范相关。证券市场是高度发达的资本市场。它交换的已经不是具体的商品和实物,而是产权即财产权利。非流通股问题稍有风吹草动就引起市场恐慌的情况表明,我们这个市场上交换的对象其产权定义还不清楚。非流通股与流通股究竟是相同的股还是不同的股?如果是相同的,为什么这么多年来严格限制二者的转化,非流通股仅以流通股几分之一的价格转让?如果说是不同的股,为什么它们享受同样的投票权和分红权?产权定义不清的东西在一个高度发达的市场上交换,它就不可能不产生一系列的矛盾和冲突,它也不能不使监管和规范工作投鼠忌器,扶了东墙,又倒了西墙。证券市场特别是二级市场顾名思义就是为股权流通而设立的市场,三分之二的股权不流通但又与流通股在母体即上市公司上连通,使得这个市场不能不是严重残缺和受计划行政手段频繁干预的市场。三分之二的计划加三分之一的市场迭加是无法正常运转的。因此,中国股市规范化和与国际接轨的首要工作,就是股权结构的规范化。

大规范才会有大发展

如果说,中国股市经过 10 年的摸石头过河,面临入市后的挑