

中国股市 玩家、制度与未来

China's Stockmarket, A Guide to its Progress,
Players and Prospects

【英】斯蒂芬·格林 著
郑建明 译

《经济学人》杂志系列丛书
The Economist

東方出版社

中国股市 玩家、制度与未来

China's Stockmarket: A Guide to its Progress,
Players and Prospects

【英】斯蒂芬·格林 著
郑建明 译

《经济学人》杂志系列丛书
The Economist

東方出版社

责任编辑:许运娜

封面设计:中天铭工作室

版式设计:艾 林

图书在版编目(CIP)数据

中国股市:玩家、制度与未来

[英]斯蒂芬·格林 著 郑建明 译;

-北京:东方出版社,2004.12

ISBN 7-5060-2098-X

I.中… II.①格… ②郑… III.股票-资本市场-研究-中国
IV.832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2004) 第 138545 号

China's Stockmarket: A Guide to its Progress, Players and Prospects

Copyright © The Economist Newspaper Ltd 2003

Copyright Licence arranged with Andrew Nurnberg Associates International limited.

著作权合同登记 图字:01-2004-5501 号

- | | |
|------|--|
| 书 名 | 中国股市:玩家、制度与未来
ZHONGGUO GUSHI:WANJIA,ZHIDU YU WEILAI |
| 作 者 | [英]斯蒂芬·格林 著 郑建明 译 |
| 出版发行 | 东方出版社 |
| 印 刷 | 北京新魏印刷厂印刷 新华书店总经销 |
| 开 本 | 635×965 毫米 1/16 印张:17 |
| 字 数 | 200 千字 |
| 版 次 | 2004 年 12 月第 1 版 2004 年 12 月第 1 次印刷 |
| 书 号 | ISBN 7-5060-2098-X |
| 定 价 | 23.00 元 |
| 邮购地址 | 100706 北京朝阳门内大街 166 号
人民东方图书销售中心 |
| 邮购电话 | 010-65250042 652589539 |

译者前言

从1986年的第一笔柜台交易算起,中国的股市已经走过了18年的时间。根据中国证券监督管理委员会的统计,截至2004年7月底,中国股市已发展成为拥有境内上市公司1,367家、境外上市公司106家、总股本7,000.41亿股、投资者开户数7,156.58万户和总市值达40,377.19亿元的庞大市场,市值占GDP的比重达34.6%,而且股市的运行制度也发生了翻天覆地的变化。正是在这短短的18年中,中国股市完成了从地方性柜台交易市场向全国性证券交易所的转换,成为全球瞩目的新兴资本市场,这种转变对国民经济和大众理财产生了深远的影响。然而,正如本书所指出,投资者利益保障机制的不健全仍然是我国股市亟需解决的问题。一系列的历史事件表明,对于投资者利益的态度事关中国股市的战略性生存问题。

斯蒂芬·格林是英国皇家国际事务研究所(位于伦敦)的研究员。本书是在他历时数载对许多中国政府官员和行业人士进行大量采访和调查的基础上完成的,而不是言而无据,空发议论,因而符合邓小平提出的“实事求是”原则。他的这种“为了研究而研究”的孜孜不倦精神确实令人敬佩。可以说,本书是反映中国股市的一面镜子,我们已经从中回顾历史,正在从中看到现实,或许还将从中预见未来。本书的很多建议对于中国上市公司的公司治理、政府对股市的监管思路乃至国有企业改革都具有开创性的借鉴意义。推而广之,本书在提高政府的公共管理能力,以及在此过程中如何处理政府干预与市场运行的边界



问题具有突出的启发性。在很多情况下,公共管理的失败不是因为能力不足,而是源于因激励与约束不对称而导致的腐败和寻租行为。可见,从宏观的角度来看,股市监管制度及其运行机制的改革其实是一个如何处理政府与市场的关系、如何卓有成效地推进政府行政体制改革的大课题。在此希望本书能给读者带来“心有灵犀一点通”的启发,还有那“英雄所见略同”的共鸣。

参加本书翻译的人员均为来自金融领域的从业者或研究者。他们是:郑建明(对外经济贸易大学)、吴慧萍(和讯集团)、王丹丹(中国人民银行总行研究生部)、何为(对外经济贸易大学)、李楠(对外经济贸易大学)和方伟奇(对外经济贸易大学)。最后由郑建明对全书进行总校。由于文化背景上的差异和我们水平的有限,我们对于本书内容的理解难免有偏颇之处,在此恳请广大专家、学者和读者指正。

译者 E-mail:zjm8@sina.com.cn。

译者

前言

在中国所进行的改革中,几乎没有哪个方面比股票市场更让人着迷了。自从1986年在上海和沈阳不经意地进行了第一笔股票交易(当时是用粉笔在黑板上标出股票的价格)开始,这个市场在没有被正式认可的情况下发展壮大。它的发展就如历史史诗一样波澜壮阔。这个市场曾经成为时代瞩目的焦点。到了20世纪90年代,与意识形态的斗争一道,伴随着挟裹巨额资金的能力,股票市场吸引了很多政府部门官员的羡慕和关注。地方政府、中央银行、工业计划和证券监管部门为了市场监管的权力而展开了旷日持久的马拉松式争夺。市场使许许多多的财富被制造出来,同时,很多小投资者因草率地进入股市炒作(“炒股”)而蒙受损失。经常出现的市场丑闻使不少腐败现象被揭露出来,这在一定程度上动摇了人们对这个市场的信心。

对于那些着眼于未来的人来说,资本市场是中国再次融入现代世界的最佳方式之一。在这样一个现代世界中,证券投资所引起的资本流动可以轻而易举地流入或流出股市,可以轻而易举地从澳大利亚流向赞比亚,政府可以以历史从未有过的规模卖出股票,企业可以直接在资本市场上找到投资者而把银行一脚踢开。1997年回归祖国的香港为我们提供了一个令人羡慕地融入全球经济的例子。对于那些着眼于历史的人来说,改革中国的股票市场无异于向解放前的上海滩的复归,那时,上



海还是亚洲最大的股票交易市场呢。不管怎么样,当时最流行的话题就是“投机过度”和“外国剥削”。至少到目前为止,我们的股市确实存在“投机过度”的问题,但不存在“外国剥削”的问题。

当然,在这里存在着一个令人困惑的“悖论”。旧的股票市场是毛泽东立誓摧毁的投机性资本主义的典范。在他的命令下,旧上海的股票交易所于1949年6月10日被关闭。然而,邓小平却令其在1990年12月19日重新开放。股票市场似乎——至少在表面上——与社会主义市场经济是格格不入的。因为在这种社会主义市场经济中,政府仍然力图保持对各个产业资产的控制性所有权,力图保留对整个经济的战略性控制,并且试图实现社会主义的“人人平等”。股票市场——作为资本主义制度的一种产物——正在一个社会主义国家诞生并成长。这无疑是一个最令市场观察人士着迷的“悖论”了。

本书试图解释这个“悖论”。为此需要涉及到所有相关的制度、股市里的“玩家”、中国对股市的相关政策出台,以及未来股市可能出现的发展轨迹。

在导论(第1章)之后,本书的内容分为以下7章:

第2章介绍了股票市场的发展历史,从20世纪80年代中期第一只股票的发行到近年来在线交易的发展。这一章描述了一些主要的制度。其中,股份公司的结构、不可流通的股票以及围绕股市政策制定和制度设计的争论,都是中国所特有的。

这一章在与世界其他市场加以比较的基础上,提出了关于中国股市发展历史的一些观点。最后介绍了诞生不久的国库券和公司债券市场,并审视了在该领域继续推进的改革。

第3章专门讨论允许外国投资者进入中国股票市场进行投资的B股和H股市场,前者在中国境内,后者在境外。通过这一章的论述,我们解释了——B股市场走向消亡、投资者对H股爱恨交加,以及其他资本形式,包括民营企业股(所谓的“P

筹股”)变得日益流行——的原因。最后,我们考察了政府的国内上市和海外上市战略。

第4章的分析焦点集中在投资者身上,包括个人投资者和机构投资者。个人投资者通常被媒体描绘成股票市场的主宰者。这些媒体真是大错特错了。我们解释了产生这个错误的原因。在观察了小投资者的交易习惯后,我们接着仔细调查了证券公司、投资基金和许多未被正式认可的其他机构投资者的业务状况。我们评估了市场低迷对证券公司的不利影响、投资基金对股票价格波动性的影响,以及私募基金对于股票市场的重要性。

第5章的分析转向上市公司,论述了由政府所有权所导致的一系列派生问题。这一章分析了上市公司的绩效、权力分配和股利政策,还研究了政府对上市公司的行政干预、上市公司的虚假信息披露和资产剥离等问题。这一章还主张通过场外兼并收购(Off-Market M&A Deals)对国有上市公司进行改革,并认为可通过出售国有股来优化公司治理结构并由此改善上市公司的盈利状况。

第6章介绍了中国对股票市场的监管框架,并说明了它从1984年以来取得了什么样的进展。我们特别关注地方政府在1992年以前在证券监管方面的主导权。自从1992年成立中国证券监督管理委员会——作为中央政府的证券监管机构——以来,证券监管的主导权逐渐移交给中国证券监督管理委员会。随后我们回顾了目前对一级市场和二级市场的监管,并讨论了导致监管法规实施不力的原因。

第7章论述了中国股市的未来发展,并勾画出有可能出现的蓝图。对中国股市来说,最大的挑战莫过于创造一个产权交易市场。这在5年内不太可能实现,但只要具有致力于推动制度改革的意愿,我们就会取得进步。为此,我们需要优先实施三大新的经济政策,即推进国有企业改革、解决政府的债务问



题和推进养老金制度的改革。其中的任何一项改革都将改善政府提高监管水平和提升上市公司质量水平的激励。这一章还回顾了中国证券监督管理委员会、新闻媒体、法院和全国人民代表大会在证券监管方面所取得的改进和进步,这些进步还表现在:赋予上市公司董事会更大的自主权和独立性;加强对证券违法犯罪的惩罚或打击力度;完善摘牌机制。最后,我们考虑了降低政府在上市公司的股权比例的问题,在对两次出售国有股试点加以考察的基础上,我们还提出了关于未来政策发展方向的若干建议。

第8章对外国投资者的前景加以展望。对于中国股市来说,引入外国投资者既带来了机遇,又可能导致危机,这些机遇和危机往往体现在许多意想不到的领域,包括通过合格的外国机构投资者计划(QFII)购买股票和直接购买B股等。

中国加入世贸组织对中国股票市场的影响看起来极为有限,但这并没有限制未来股市进一步自由化的可能性。事实上,随着经济改革的推进,中国需要在贸易和金融这两方面融入国际体系。中国股票市场的开放则成为其中的内在逻辑。

致谢

致
谢

对于中国而言，在短短的12年内就创建了一个市值超过2,000亿美元的股票市场，真是一件了不起的事情。在研究的过程中，我们有幸遇见了一些市场人士。正是他们的经历和专长才使我们掌握和洞悉中国股市制度的变迁以及其中所出现的问题。我希望这本书既能反映中国股市好的一面，又能揭示其不好的一面。

在1999—2001年期间，我逗留在上海、北京、深圳和香港等城市，为博士论文的写作而收集资料并进行研究，这本书就是在这些研究的基础上完成的。后来，我又于2001年7月、2002年7月和2002年8月相继来到深圳、上海和北京，并对中国股市的发展历史做了重要的更新。在此特别感谢深圳证券交易所(Shenzhen Stock Exchange)管理层在收集资料过程中所给予的慷慨帮助和大力支持，并感谢上海证券交易所(Shanghai Stock Exchange)和中国证券监督管理委员会(China Securities Regulatory Commission)员工对我的帮助。此外，经济与社会研究理事会也为我的博士论文研究提供了慷慨的资助(项目资助号:R00429824432)。

本书的另外一些章节是我在《商业中国》(Business China)杂志社任职数年期间完成的。我对该杂志的原总编辑 Laura Burt 和现任总编辑 Margaret Dooley 感激有加，因为她们让我



自由地报道我感兴趣的新闻事件，并允许我使用本书中的部分研究成果。其中的一些论文对于拓展思想和推动研究颇有增益，一篇是为经济合作与发展组织 (the Organization of Economic Co-operation and Development) 所写的背景式概述，该论文后来被收入报告《世界经济中的中国》之中，另外还包括我为《中国首席财务执行官》(CFO China)、《中国在线》(China Online) 和《牛津分析》(Oxford Analytica) 等杂志所写的几篇文章。特别值得一提的是，我所引用的许多中英文资料来自于《财经》杂志。该杂志报道了很多腐败丑闻，如果没有该杂志记者的深入调查，这些丑闻是不可能见诸报端的。这些记者和我在证券交易所和中国证券监督管理委员会遇到的年轻专业人士一道，代表着中国股票市场的未来和希望！

中国经济正处于迅速演变之中，对其任一方面的描述都充满了挑战。要想找到令人满意的统计数据来源，是一件非常困难的事情。这说明研究者所面临的问题要比 10 年前多得多。如今，股票市场已成为中国老百姓最乐于谈论的一个话题。为了写作本书，我曾经采访了 60 多位中国官员和众多的行业人士，阅读了大量的中英文文献（许多文献附在本书后面的参考文献中），并对上述信息进行反复核对，以尽最大可能地保证其真实性。尽管如此，挂一漏万之处仍然在所难免，在此深表歉意。我向那些与我交谈，允许我到他们的图书馆查阅资料，以及指出论文中交替出现的愤世嫉俗的情绪冲动和无可救药的天真幼稚的人们表示深深的谢意。其中的一些人甚至匿名地为我提供了无私的帮助。在那些我能记得起名字的人当中，我要感谢 Pieter Bottelier, Nick Bridge, Tom Canalakiss, Chen Jian, Chen Yixin, Charles Cheung, Tim Clissold, Dai Wenhua, Kenneth De Woskin, Jane Duckett, Peter Ferdinand, Dudley Fishburn, Gao Peiji, Ge Jun, Brian Goldstein, Guo Yan, Ken Ho, Christopher Howe, Hu Ruyin, Jiang Jiang, Jin Xiaobin, Tom Kass, Li

Dapeng, Lin Chun, Andrew Lin, Min Yoo, Nathan Midler, Tom Mitchell, Anthony Neoh, Jaime Andreas Nino, Qu Qiang, Ren Jin, Andy Rothman, Stuart Schonberger, Sandy Sha, Situ Danian, Dan Slater, Hoi-yin Siu, Tu Guangshao, Xia Youli, Carl Walter, Anthony Wu, Wu Xiaoping, Steven Xiong, Yuan Guoliang, Zhang Jun, Zhang Xin, Zhao Xijun, Zhou Xiao, Zhou Xingguo, James Zhan 和 Dominic Ziegler 等人。他们的从业经历、专长和大力帮助使我受益良多。感谢 David Wall 对我的研究所表现出的持之以恒的兴趣和支持。感谢 Martin Liu 和 Stephen Brough 对该项目的一贯支持, 感谢 Penny Williams 对本书内容的敏锐编辑。本书的完成应该归功于上述人士的帮助, 还应归功于我的家人和其他朋友的支持。没有他们的帮助和支持, 本书的出版是不可想像的, 谨向他们表示谢意。当然, 文责自负, 一切关于本书的责任则是由作者本人承担的。

如今, 我供职位于伦敦的英国皇家国际事务研究所(the Royal Institute of International Affairs)。我的电子邮箱是: sgreen@riia.org, 你若感兴趣的话, 也可上网浏览, 以了解研究的最新动向, 我们的网址是: www.riia.org/asia。

斯蒂芬·格林

● 目录 ●

CHINA'S STOCKMARKET

译者前言	001
前 言	003
致 谢	007
.....	
第 1 章 导论	001
中国的经济改革/002	
股票市场为什么重要/003	
中国的股票市场/005	
对外开放/007	
.....	
第 2 章 中国股票市场发展历史的简要回顾	011
股份制改革,1984—1989 年/012	
建立股票交易所,1989—1990 年/014	
股票市场的火热,1992—1993 年 /015	
1994—1995 年的惨淡局面和一次风波/022	
美好但却错误的开端,1996—1997 年/025	
股票市场在中国证券监督管理委员会的监管下 取得发展,1998—2002 年/028	
当今的中国股票市场/030	
中国股票市场与世界股票市场/037	
中国的债券市场/042	

目录

CHINA'S STOCKMARKET

第3章 外国投资者与中国证券:B股和H股市场 ... 055

中国参与金融全球化的道路/056

B股市场/060

股票的海外上市/067

民营企业股的热潮/076

第4章 投资者 085

个人投资者/086

证券公司/094

信托投资公司/113

投资基金/115

保险和养老基金/125

资产管理公司/129

综合性金融机构的发展/131

第5章 上市公司 135

所有权问题/135

上市公司业绩/140

虚假信息公布和会计人员问题/151

● 目录 ●

CHINA'S STOCKMARKET

改进上市公司/158

民营企业上市/168

第 6 章 监管框架 171

由地方政府管理的制度,1990—1997 年/171

中国证券监督管理委员会主政,1998 年至今/177

一级市场的管理/177

二级市场的管理/181

为何监管不力/185

第 7 章 证券规制创新及中国证券市场的未来 187

为什么中国的证券市场将会得到改善/188

在监管方面所做出的改善,2001—2002 年/197

改良上市公司/200

允许法院在监管中发挥重要作用/205

完善监管当局的监督职能/208

使非流通股流通/210

第 8 章 外国投资者的进入:前景与威胁 215

对 WTO 成员国投资者的建议/216

目录

CHINA'S STOCKMARKET

外资公司的上市及对中国大陆公司的并购/222
合格的境外机构投资者制度(QFII)框架/226
与香港的纽带:合格的国内机构投资者制度(QDII)框架/228
展望未来/229

附录1	缩 写	231
附录2	编年表	234
附录3	参考文献	244



导 论

1986年8月,时任上海市市长的江泽民主持召开了一次旨在改变中国经济面貌的工业改革会议。在会上,中国工商银行的两位经理黄贵鲜(音译)和胡瑞全(音译)提出为公司股份建立场外交易市场的建议。借此机会,由四川省、辽宁省沈阳市、上海市和深圳市政府全部或部分控股的20家公司将它们自己改造成了股份有限公司。由于通过这样的重组可以筹集额外的资本,这些公司选择了发行股票,并且主要对它们自己的员工发行。然而,员工却没有地方出售这些股票,所以他们不太情愿地购买了这些股票(或者说,在更多的情况下把股票作为工资的替代物)。在这些工厂外的所有街道上,场外交易市场应运而生。由内在的企业家才能的驱使,胡瑞全(音译)大胆宣称“股票的生命价值在于交易”。他说,仅仅通过允许人们合法买卖股票就足以引发对股票的旺盛需求。只有到那时中国的公司重组才能取得成功。江泽民市长对此表示赞同。1986年9月,南京西路1826号中国工商银行静安支行作为一个场外交易市场开始投入使用。除此之外,辽宁省沈阳市也出现了类似的场外交易市场,中国的场外交易市场由此诞生了。

在此后不到20年的时间里,中国毋庸置疑地拥有了发展中国家最重要的股票市场。自从1990年12月在上海和深圳分别建立了两个证券交易所之后,股票市场得以迅速发展,并在国民经济中担任重要角色。到2000年12月为止,这两家证券