

Transition Times

转轨时期

资本市场前沿问题思考

张育军◎著



经济管理出版社

ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

Transition Times

转轨时期

资本市场前沿问题思考

张育军◎著

经济管理出版社

ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目(CIP)数据

转轨时期资本市场前沿问题思考/张育军著. —北京:经济管理出版社,2004

ISBN 7-80207-174-7

I. 转... II. 张... III. 证券交易—资本市场—中国—文集 IV. F832.51-53

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2004)第 142263 号

出版发行: **经济管理出版社**

北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 11 层

电话:(010)51915602 邮编:100038

印刷:北京求实印刷厂

经销:新华书店

责任编辑:高小霞

技术编辑:晓 成

责任校对:郭红生

787mm×960mm/16

31.25 印张 535 千字

2005 年 2 月第 1 版

2005 年 2 月第 1 次印刷

定价:58.00 元

书号:ISBN 7-80207-174-7/F·164

· 版权所有 翻印必究 ·

凡购本社图书,如有印装错误,由本社读者服务部

负责调换。联系地址:北京阜外月坛北小街 2 号

电话:(010)68022974

邮编:100836

谨以此书献给

一同为中国证券市场拼搏与奉献的

深交所全体同仁

前言

我们生活在一个转轨时期：乍暖还寒，新旧交替。渴望伴随着焦虑，激情交织着浮躁，阵痛催促着新生。这是一个充满矛盾和困惑的时期，也是一个饱含憧憬和梦想的时期。

这是一个中华民族走向全面复兴的时期。中国正经历从农业社会向工业社会、从计划经济向市场经济、从传统文化向现代文化、从闭关自守向对外开放、从粗放经营向可持续发展、从人治向法治等一系列社会体制和形态的转型与嬗变，中华民族正经历着一场潜移默化而又脱胎换骨、不动声色而又天翻地覆的转轨与变革。

转轨意味着对过去的一种扬弃。它既不同于曾经的疾风暴雨式的暴力革命，也不同于全部推倒重来的过激变革。转轨意味着有中国特色的、符合中国国情的循序渐进，和平崛起。转轨意味着全新的目标、全新的使命，意味着一个由弱到强、由旧至新、由混沌到有序、由落后到先进的过程。

我们从转轨中收获成果，分享收益。转轨以渐进式的变革避免了过度动荡，保证了社会的相对稳定。转轨带来了国民经济的高速增长，综合国力的持续增强，人民生活水平的不断提高。在转轨中我们积累经验、修正目标、调整路径，在转轨中我们求同存异、寻找共识、实现多赢。

我们在转轨中经受考验，承担代价。转轨意味着旧的秩序已逐渐消解，而新的规范仍未完全形成。体制与结构转型带来的阵痛，新旧交替导致的摩擦，长期累积的风险，不断涌现的问题，使转轨的过程中布满陷阱和不确定性。国际地缘政治的波谲云诡，国内未臻成熟的法律制度环境，经济发展不平衡造成的两极分化以及各种社会矛盾，冲击和叩问着人们的心灵，期待和寻求着破解的智慧。

转轨需要思考和创新。转轨既不能因循守旧、墨守成规、囿于传统观念的桎梏，也不能对国外的现成模式和做法简单模拟、照搬照抄。无论是转轨目标与方向的选择，还是转轨路径与方式的设计，都需要大思路、大智慧、大创造。再完美的理想和模式如果缺少与现实嫁接的条件和土壤，也只能是海市蜃楼、南橘北枳。只有将人类先进价值和文化、国际惯例和经验创造性地与本国具体问题、具体实践相结合，转轨才可能真正实现，才可能获得现实和长久的生命力。

转轨需要理性和冷静。转轨不是突发奇想，心血来潮。要理性地评估转轨

的代价与成本，冷静地分析转轨的现实可行性，要清醒地估计和认识转轨过程中各种风险和不确定性。这样，面对转轨过程中的波折起伏，才能以平常心对待，泰然处之；才能化解不利因素，积极寻求突破点，敏锐地把握机遇，将转轨引向成功。

转轨需要坚韧和毅力。转轨是一个艰巨漫长的过程，不可能一蹴而就，毕其功于一役，需要大量艰苦细致、扎扎实实的工作。转轨也是一个循序渐进的过程，试图超越某些环节和阶段，急于求成，往往欲速则不达。只有审时度势，积累条件，才能积跬步，至千里。

资本市场作为市场经济的高级形态，一直处在转轨的最前沿。上市公司是我国现代企业制度最早的探索者和实践者，在国有企业改革、建立现代企业制度、国有企业的战略性重组、实现两个根本转变等各个阶段都肩负着为深化企业改革探路闯关的使命。中国资本市场的诞生和发展，每一步都对撞和消解着旧有的观念、结构、体制，每一步都导入和引领着现代市场经济新的理念、惯例和规范。从政府主导到市场主导，从间接融资向直接融资过渡，从实体经济向虚拟经济转化，从单纯重视筹资人的利益到注重保护全体投资者权利，从散户市场向机构投资者的超常规培育，中国的资本市场正破解着一个又一个转轨时期引发的难题。

作为全国最早开始实际运作的试验场，深圳证券交易所十几年来的发展历程，从有纸化发行到无形化运作，从区域性市场到全国性市场，从探索创业板的实现形式到启动中小企业板，本身就是一部不断探索、不断转轨和突破的历史。在新的发展阶段，从带有一定行政色彩的监管机构到真正意义上的自律组织、从单一资本市场向多层次市场结构、从国内市场向国际化市场、从现货市场向期货及衍生工具市场等多方面的转轨，也必将推动深交所不断发展前行，赋予深交所以更加强大和蓬勃的生命力。

转轨时期，资本市场面临一系列重大的前沿问题。冷静观察、深入剖析并妥善应对这些问题，需要勇气和魄力，更需要智慧和创造。我们有幸躬逢于这样的时期。这一时期，赋予了我们沉甸甸的责任，为我们的人生提供了无限丰富多样的选择与可能，为我们的事业展开了广阔的天地和舞台。

让我们拥抱这个时期，弄潮于这个时期，创造于这个时期。

张育军

2004年11月

目 录

一、大力发展资本市场有关问题	(1)
审慎处理股权分置问题	(3)
推进 IPO 发行定价制度改革	(11)
当前是推出上市开放式基金的有利时机	(19)
稳定当前股票市场可采取的几项应急措施	(22)
关于深圳金融中心建设的思考与建议	(25)
关于积极推进证券公司改革发展的若干建议	(32)
推进产品开发和制度创新, 大力发展资本市场	(41)
发挥资本市场资源配置的基础性作用, 提升我国国家竞争力	(51)
稳步推进指数产品创新	(60)
我国证券市场发展中的法治问题	(65)
大力发展资本市场要树立新理念	(74)
加快构建资本市场发展战略	(81)
国家竞争中的资本市场战略	(83)
深圳证券市场在广东经济发展的作用与影响	(88)
关于国有股流通与减持的思考与建议	(94)
关于进一步健全和完善我国证券市场产品创新的建议	(98)
关于推动 B 股市场发展的建议	(105)
证券监管随想八则	(109)
证券市场完善需多方面推进	(120)
证券期货联手应对金融风险	(122)
证券公司有广阔发展空间	(124)
加入 WTO 后的中国证券市场	(126)

二、创业板市场分步建设 (131)

大力推进创业板市场分步建设, 加快发展中国多层次

资本市场体系	(133)
建设多层次资本市场是大力发展中小企业的治本之策	(141)
中小盘股市场不同时期风险分析及其防范预案	(149)
建立和发展多层次证券市场的法律思考	(157)
关于中小盘股市场有关问题的说明	(162)
关于以“打包发行”为契机, 推进多层次市场体系建设的 几点意见	(172)
关于新股实行分类批量发行的建议	(174)
关于我国多层次证券市场建设的思考和建议	(176)
风险投资和资本市场亟待良性互动	(181)
关于抓紧推出创业板的若干问题	(183)
关于抓紧推出创业板市场的建议	(187)
完善退出机制是发展创业资本市场的关键	(191)
关于在深交所建设中小企业市场的报告	(193)
中小企业的融资“瓶颈”需要风险资本良性介入	(196)
拓宽直接融资渠道尤为迫切	(198)
中小企业改制换汤不换药	(200)
关于创业板市场结构问题的几点思考	(201)
关于我所创业板市场退出机制准备情况的报告	(205)
关于创业板市场建设的几个认识问题	(209)
关于创业板市场发展若干问题的思考	(214)
关于创业板市场的定位	(220)
关于设立中国创业板市场的思考	(223)

三、中小企业板块建设 (229)

推动中小企业板块建设与发展的必由之路	(231)
从严监管是中小企业的立市之本	(235)

注重培育 勤勉尽责 促进中小企业稳健成长	(242)
努力确保中小企业板块的平稳运行和稳定发展	(246)
规范运作 诚信为本	(249)
在中小企业板块启动仪式上的致辞	(253)
关于推出中小企业板的若干问题	(255)

四、证券交易所一线监管

上市公司要成为现代企业制度建设的排头兵	(265)
抓住历史发展机遇，促进并购重组融资	(268)
推动投资者关系管理，提升市场定价与配置效率	(276)
完善信息披露重在强化证券法律责任及实施机制	(278)
独立董事制度建设初见成效	(281)
上市公司价值提升和快速成长面临良好发展机遇	(283)
强化内部治理与外部监管 促进证券公司健康发展	(285)
实施并购法规需要把握六个要点	(293)
并购重组提升上市公司价值	(296)
并购改变证券市场定价标准	(300)
把握并购良机，分享并购价值	(303)
注重投资者关系 提升公司价值	(307)
上市公司治理任重道远	(310)
证券公司应加快完善公司治理结构	(312)
诚信是上市公司治理的精髓	(314)
关于进一步强化稽查手段、惩治市场违规的改进措施与建议	(317)

五、投资者权益保护

优秀上市公司要做公众股股东权益保护的典范	(325)
强化证券交易所一线监管，切实维护公众股股东权益	(327)
建立多层次的证券执法机制，切实保护投资者权益	(336)
推进并购重组机制和模式创新，注重保护公众投资者权益	(342)
加强投资者权益保护是维护市场发展的基石	(349)

切实保护流通股股东权益	(354)
美国《证券投资者保护法》及其对我国的启示	(357)
建立投资者赔偿机制	(371)

六、证券交易所自身建设

(373)

关于加强自律监管的思考与建议	(375)
强化自律监管,完善证券公司监管体制	(380)
创新是证券市场发展的活力之源	(389)
上市资源的竞争是交易所竞争的实质和核心	(391)
努力探索自律监管新机制与新途径	(406)
创新是深交所兴旺发达的不竭动力	(408)
推动企业债市场发展重在建立偿债保障机制	(414)
把深圳建成证券研究中心	(417)
加强合作交流 促进共同发展	(419)
深交所将力促企业债市规范发展	(422)
技术进步是深交所重要发展战略	(423)
在深交所十周年庆祝大会上的讲话	(424)

七、附录

(427)

证券市场新名词	(429)
2000~2004年中国证券市场大事记	(452)

后记

(489)

一、大力发展资本市场有关问题

审慎处理股权分置问题^①

股权分置问题一直是社会各界非常关心的热点问题之一，推进股权分置问题解决的呼声也一直很高。本人认为，股权分置问题不是一个简单的经济或技术问题，它是现行证券市场赖以正常运行的前置条件。在现有市场环境下，解决股权分置问题的社会政治经济条件并不成熟，贸然推进会冲击证券市场的稳定局面，进一步损害流通股股东的合法权益，最后也无助于这个问题的圆满解决。建议暂时搁置，逐步推进和深化证券市场各项改革，以便为稳妥地解决股权分置问题创造条件。

一、股权分置问题不是简单的经济或技术问题

股权分置是我国证券市场的独特现象，原意是国有股东必须是上市公司的大股东，且国有股不流通；进一步演化成为流通股与非流通股并存，同股不同权，同股不同利。股权分置局面的形成，绝非简单的经济或技术原因，而源于我国证券市场设立时特定的历史背景、政策环境和政治考虑。

在证券市场发展的最初阶段，股份制姓资姓社问题没有解决，维护公有制主体地位、防止国有资产流失、克服股份制企业变异的道德风险，成为证券市场政策法规设计的出发点。例如，1992年5月，国家体改委等部门发布《股份制企业试点办法》，强调股份制试点的第一条原则是“坚持以公有制为主体，切实维护公有资产不受侵害”。1993年11月，中共十四届四中全会通过《关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》，明确提出：“支柱产业和基础产业的骨干企业，国家要控股并吸收非国有资金入股，以扩大国有经济的

^① 2004年8月文章。

主导作用和影响范围。”据此，国有股必须达到控制程度，个人股实际占比在40%以下。1994年，国有资产管理局发布《股份制试点企业国有股权管理的实施意见》，再一次要求“具有超常利润水平和垄断收益的国有企业一般不应列入股份制试点，以免稀释国有股权”。由此，我国证券市场出现了特有的国有股、法人股不能流通现象。

随着改革开放的深入和证券市场的发展，国有企业改革进入攻坚阶段，以资本为纽带推动国有经济战略调整提上日程。在这个过程中，证券市场是我国社会主义市场经济重要组成部分的地位得到了确定，股份制成为公有制有效实现形式成为共识，保持国有股控股地位的标准逐步放宽，国有资本有进有退、绝对控股与相对控股、国有股配售与减持等概念相继出现，但坚持公有制主体地位的原则并没有改变。中共十六届三中全会《关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》强调：“坚持公有制为主体、多种所有制经济共同发展的基本经济制度。”

从实际效果来看，股权分置的制度设计，对于搁置争议，求同存异，确保证券市场在我国的启动起到了积极作用。一是为证券市场提供了持续的国有上市资源。很难想像，没有国有企业的改革，证券市场能够发展壮大。二是巩固和增强了公有制经济的主体地位。公有制经济不仅保持了对国有企业的控股权，而且还吸纳了大量的社会资金，壮大了公有制经济的实力。三是促进了国有大中型企业转换经营机制。国有大中型企业逐步建立了现代企业制度，完善了法人治理结构，改进了企业的决策和经营机制、监督和制约机制。

从法律意义上讲，股权分置是政府在开设市场时对投资者做出的一种隐含承诺，它为证券市场运行设置了一个基本的游戏规则和价值评估基础，投资者据此来确定自己的投资理念和投资策略。解决股权分置，意味着证券市场法律制度的重大调整。也就是说，股权分置问题，不仅有着复杂的政治和社会背景，更意味着政府对投资者的一份承诺和责任。

二、股权分置是证券市场制度设计和市场运行的前置条件

股权分置是我国证券市场过去14年制度设计的一项基本制度。围绕这一

基本制度，我国证券市场形成了一系列有别于西方成熟市场的差异性制度安排，如股票发行配额与审批制度、国有股权管理制度、剥离改制与资产评估折股制度、三年连续盈利与企业模拟盈利制度、发行价格的行政控制制度等。

客观地讲，股权分置是证券市场的结构性缺陷。限于当时的历史条件，对其消极面认识不足，在进行制度设计时没有采取相应的弥补措施。随着时间的推移，以股权分置为基础的制度安排的消极影响越来越明显，发行定价机制的非市场化、供求关系的严重扭曲、股票价格的高度泡沫，等等，均与股权分置的制度密切相关。具体表现在：

一是连续三年盈利催生了企业包装上市的动机。《公司法》第 137 条规定：公司发行新股，必须在最近三年内连续盈利。这一规定的出发点是为了挑选优质企业发行上市，但在客观上也使一些企业为达到这一标准而包装上市，甚至造假。

二是剥离改制为企业粉饰财务报表提供了便利。剥离改制就是将优质资产注入股份子公司，经过评估和模拟盈利，高估上市公司的资产和利润。据统计，新发行公司资产评估平均虚增 30% ~ 50% 以上。

三是非注册制使股票发行上市供需失衡。早期审批制下的指标、家数和额度控制，现行核准制下的通道制度，行政控制了市场的供给；加上发行和上市连接在一起，客观上形成了股票市场的高度垄断地位。这些均使得发行上市成为一种稀缺资源。

四是发行定价机制造成 IPO 价格居高不下。有关资料显示，香港地区市场股票发行平均市盈率在 7 ~ 10 倍之间，而我国大陆股票发行平均市盈率高达 20 倍，使得上市公司成为我国证券市场的惟一受益者。

五是大股东掏空造成了上市公司价值缩水。由于剥离上市改制不彻底，上市公司和集团公司资产和业务不能完全分离，集团公司利用关联交易、违规担保等手段占用上市公司资产、掏空上市公司的现象时有发生。据统计，大股东通过关联交易占用资金多达 2000 多亿元，违规担保涉及金额上千亿元。

这些不合理的制度设计，严重损害了证券市场发展的基础，形成了我国证券市场独特的潜规则，即持有股票时间越长，投资者损失越大，证券市场整体投资回报为负值。过去的 14 年，我国上市公司累计筹资 8500 亿元，向流通股股东分红 800 亿元，按现有流通市值 12700 亿元计算，再除去交易印花税 2000 亿元，交易费及佣金 3000 亿元，投资者实际收益几乎为零。按单利计算，8500 亿元的筹资额，投资者付出的资金成本累计为 1200 亿元。这中间，投资

者投资深圳市场 PT、ST 和退市公司的二级市场损失为 200 亿元；投资业绩最差的 100 家股票的损失达 128 亿元；参与首次发行、配股和增发也有类似损失（详见表 1-1）。这是我国证券市场熊长牛短、长期低迷，投资者缺乏信心的根本原因。

表 1-1 ST、PT、退市、增发、配股等不同情况下市场的损失

	证券数	平均发行价	平均上市首日收盘价	当前复权价	当前价与发行价增减%	当前价与上市首日收盘价增减%	筹资金额(亿元)	二级市场市值损失(亿元)
ST 证券	68	5.09	12.31	5.45	7.19	-55.7	129.81	174.94
PT 证券	11	5.56	11.12	8.26	48.7	-25.67	17.76	9.12
退市证券	13	7.74	11.55	7.03	-9.23	-39.12	22.24	12.97
业绩最差 100 只	102	5.71	11.43	8.37	46.38	-26.83	237.92	127.67
IPO 最差 100 只	100	7.81	13.57	6.82	-12.73	-49.78	457.79	396.01
增发	50	10.32	25.07	19.17	-4.81	-23.55	365.93	209.3
配股	385	7.61	33.18	23.09	21.47	-30.41	880.48	1166.96

注：（1）数据为深圳市场数据；（2）当前价为复权价；（3）增发为 1998 年以来数据；（4）配股为 1995 年以来数据；（5）配股中“当前价与发行价增减幅度”按配股上市首日非复权价与配股价计算而得；（6）业绩最差指 2003 年度每股利润最低；（7）IPO 最差指 IPO 价格与当前复权价相比，跌幅最大（或升幅最小）。

三、当前解决股权分置问题的条件和时机尚不成熟

股权分置问题十分复杂，涉及面广，影响面大。截至 2004 年 6 月底，我国上市公司非流通股总计 4399 亿股，占总股本的 64.1%，股权分置绝非朝夕之间所能解决。本人认为，当前解决股权分置问题的条件尚不成熟：

1. 市场条件不成熟。当前上证指数已经跌至 1400 点以下，市场处于相对低位，许多人据此认为股市泡沫已经基本挤干，解决股权分置问题的时机日益成熟。这种判断是站不住脚的，他们忽视了这样一个基本事实：如果按照全流通后的标准，当前的股票价格仍然远远高于企业的真实价值。

2. 制度条件不成熟。当前多层次市场结构尚未完全确立, 股票市场高度垄断, 产权市场不发达, 股权流转顺畅无从谈起, 企业股权融资还不是市场经济条件下一种正常、自发的行为。特别是发行上市的审批制, 使供求关系严重失衡。

3. 市场监管能力不足。当前, 无论是监管制度、监管手段还是监管能力, 要么无法在事前发现问题、制止问题, 要么无法对出现的问题采取有效措施加以解决。所以, 有人形容证监会是一只没有牙齿的老虎。在现有监管条件下, 恐怕无法应对全流通带来的一系列新问题。

4. 公司治理和市场约束机制尚不完善。当前我国公司治理结构不完善, 缺乏市场约束机制, 企业缺乏诚信意识。国有上市公司还受到组织部门或上级机构等约束力量的制约, 而民营公司基本上没有硬性约束。惟有建立起了完善的公司治理结构和市场约束机制, 才能有效填补国有力量退出、民营力量进入所带来的公司治理结构缺失和约束真空。

在当前条件下, 如果贸然解决股权分置问题, 将导致市场隐藏问题的集中爆发, 隐性危机变成显性危机, 对证券市场和全社会造成极大的杀伤力。

一是投资者将遭受重大损失。一旦实施全流通, 市盈率和股指有进一步下调的内在要求。假定市场平均市盈率由目前的 28 倍调整到香港市场相同的 18 倍, 市场平均价格将下跌 35.7%。上证综指将跌至 887 点, 深证综指将跌至 225 点, 总市值将损失 1.6 万亿元, 流通市值将损失 4522 亿元。(详见表 1-2、表 1-3、表 1-4)

表 1-2 不同市盈率水平市场损失情况

市盈率	跌幅	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	总市值损 失(亿元)	流通市值 损失(亿元)	深圳综合 指数	上海综合 指数
28		45552.57	12661.06			350.00	1380.00
25	-10.71%	40671.94	11304.52	4880.63	1356.54	312.50	1232.14
20	-28.57%	32537.55	9043.61	13015.02	3617.45	250.00	985.71
18	-35.71%	29283.80	8139.25	16268.78	4521.81	225.00	887.14
15	-46.43%	24403.16	6782.71	21149.41	5878.35	187.50	739.29
10	-64.29%	16268.78	4521.81	29283.80	8139.25	125.00	492.86
产权交易 价格	-53.00%	21409.71	5950.70	24142.86	6710.36	164.50	648.60

注: 美国 S&P500 平均市盈率: 21; 香港所有股票平均市盈率: 18; 香港 H 股 54 种成分股平均市盈率: 13; 深圳 B 股平均市盈率: 14。产权交易价格: 假设市场平均价格由目前的 6 元下跌至目前非流通股交易价格 2.82 元的水平 (目前市场平均每股净资产值为 2.56 元)。