

中国证券市场研究

吴学军 著

企业管理出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

中国证券市场研究/吴学军 著. - 北京: 企业管理出版社, 2001.8

ISBN 7-80147-577-1

I. 中… II. 吴… III. 证券交易 - 资本市场 - 研究 - 中国
IV. F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2001) 第 055831 号

书 名: 中国证券市场研究

作 者: 吴学军 著

责任编辑: 刘景山

技术编辑: 杜 敏

书 号: ISBN 7-80147-577-1/F·575

出版发行: 企业管理出版社

地 址: 北京市海淀区紫竹院南路 17 号 邮编: 100044

网 址: <http://www.cec-ceda.org.cn/cbs>

电 话: 出版部: 68414643 发行部: 68414644 编辑部: 68428387

电子邮箱: 80147@sina.com emph1979@yahoo.com

印 刷: 北京市增富印刷有限责任公司

经 销: 新华书店

规 格: 850 毫米 × 1168 毫米 大 32 开 6.75 印张 100 千字

版 次: 2001 年 8 月第 1 版 2001 年 8 月第 1 次印刷

印 数: 3000 册

定 价: 12.80 元

版权所有 翻印必究·印装有误 负责调换

序 言

我与学军的相识是很偶然的。其时他拿了一篇会计方面的文章来请我提意见。由此而往，我们时常在一起探讨一些股市的问题。后来，交往日多，渐渐发现我们之间还颇有些渊源。我们先后就读于同校同系，师从关系较深。学校系统的训练使我们的思维取向、方式多有类似之处，看问题的角度也颇相同。近一段时间，学军在《中国证券报》上频繁露面，发表了若干文章，观点新颖，不落俗套，引起了一些注意。他要将近期发表的文章结集出版，

希望我能作序。文集的出版令人高兴，为学军的著述写一点东西也是我所愿意的。

我国证券市场在短短的十余年时间里发展到现在的规模，很不容易。随着加入WTO，证券市场的国际化趋势将不可避免。在国际化的过程中，已有的和现有的矛盾将会逐渐暴露，中国特色与国际化的冲突势所难免。过多强调中国特色，国际化就无从谈起；而国际化如果不兼顾中国国情，一味生搬硬套，亦将沦为空谈。国际化问题的关键在于如何认识中国特色与国际化的关系。我们不能脱离中国国情，中国国情是我们的现实，是解决问题的基础，国际化则是我们努力的目标与方向。证券市场的国际化进程就是在正确认识中国国情的基础上适时、适度推进国际化的过程。

由于时间短，发展快，特别作为一个经济转轨国家，证券市场出现问题是必然的。对待前进中出现的问题，态度大约有

两种：一是回避矛盾，藉口中国特色，遮掩、甚至纵容问题的发生；一是正视现实，冷静解剖问题发生的原因，努力寻求解决问题的方法。学军的文章观点多是站在批评者的立场，提出了一些解决问题的方法。这些观点当然并不一定都正确，有的还需探讨。但作为批评者，勇气固然可嘉，也需要智慧。一个健全的社会，批评者是不可或缺的，既有批判能力，又能脚踏实地寻求解决之道的人是当今社会尤为需要的。

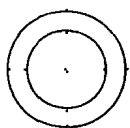
学军甫从学校毕业即下海，是我国最早从事证券实务工作的人之一。早年系统的理论训练和商海的沉浮，使他对证券市场的认识较为深刻，善于抓住事物的本质。文章常是有感而发。物不平则鸣，文有感而发。这些文章是颇值得关心中国证券市场的人士一读的。学军的文章涉猎极广，包括股市文化、企业治理结构、会计准则、

机构投资者、国有股减持、庄家行为批判、创业板市场、B股市场以及更早期的产权中心建立等，难免缺乏系统性。文章不错，散珠满地，美中不足的是尚缺一线将之有机地串合起来。这本书命名为《中国证券市场研究》，是较为妥贴的。希望学军今后继续勤于思考，笔耕不辍，既以广博见长，更于精深取胜，为中国证券市场再添一份光彩。

是为序。

汪建熙

2001年8月



目 录

倡导股市文明、改善股市环境	(1)
主板与创业板市场定位研究	(26)
现代企业治理结构与独立董事制度	(42)
建立中国特色的独立董事制度	(54)
从股东权利之争看公司治理结构	(69)
新会计准则与上市公司监管	(75)
证券市场与会计准则国际化	(85)
创业板上市规则与会计准则的协调	(101)
当前证券财务会计工作的特点	(110)
机构投资者营运机制分析	(117)
国有资本的改造和海南产权市场的建立	(131)
法人股流通与国有股减持	(147)
对“郑百文”重组方案的质疑	(153)
“郑百文”反思	(159)
B 股开放的意义何在	(169)
现在开放创业板时机合适吗	(180)
股市庄家行为批判	(190)
附：近期作品目录	(207)

倡导股市文明、 改善股市环境

我国股票市场在过去 10 年中取得了显著的成绩，截至 2001 年 3 月底，境内上市公司 1100 多家，总市值达到人民币 5 万亿元，投资者账户超过 6000 万个，交易所日均成交量超过人民币 200 多亿元，成为在亚洲仅次于东京和香港的第三大证券市场。然而，不可否认的是，我国股票市场还不够完善，存在着许多问题，严格地说还称不上一个“文明”的股市；虽然股市环境已经得到不断改善，但仍然远不够理想。

股市文明与股市环境之间是互动的。良好的环境有利于文明股市的形成，不良的环境会扭曲股市机制，使之表现为不文明；文明的股市会促使股市环境的改善。所谓“文明”，是以公平、公正、公开为前提的。在一个市场中，如果存在严重的政策倾斜，市场参与者不平等，参与者权责不对等，市场价格受内幕交易控制，这个市场很难说是文明的。股市环境指的是支持和维系股票市场生存和发

展的社会运行机制，包括股市本身。我国股票市场从无到有，从小到大，政府采取了很多措施改善股市环境，希望建立一个公平、公正、公开的股票市场，规范市场行为，但市场从不规范到规范需要全社会的共同参与和努力，解决历史原因积淀的问题不可能一蹴而就，市场环境的净化不会在一夜之间完成。对此，留于表面的一味批评不是解决问题的根本办法，正视历史、面向未来、标本兼治才是正途。

一、历史回顾——不文明现象的形成

（一）中国股市发展阶段

中国是世界上惟一一个在经济转轨时期没有采取大规模私有化措施而成功引入股票市场的国家。可以说，我国是在完全不具备股票市场环境的条件下，艰难地建立起股票市场的。改革开放之初，不少人担心搞股份制，发展证券市场，会动摇公有制主体地位，造成国有资产流失。直到小平同志南巡时指出证券、股市“社会主义能不能用？允许看，但要坚决地试。看对了，搞一两年，对了，放开；

错了，纠正，关了就是了。”在此基础上股票市场得到了初步发展。这一阶段股市在国民经济中的作用很小，常常面临着夭折的危险。

随着我国经济体制改革的深入，股票市场的作用得到了政府和社会的认同。党的十五大明确提出“股份制是现代企业的一种资本组织形式，有利于所有权和经营权的分离，有利于提高企业和资本运作效率，资本主义可以用，社会主义也可以用。”但囿于当时的环境，股票市场被当作国企脱贫解困的工具，片面强调市场的筹资功能，股票市场演变为国有企业筹资的单纯工具。这一阶段是我国证券市场飞速发展时期，出现的问题也很集中。但这一阶段对我国股票市场发展的贡献也最大。市场长大了，虽然因为现存环境的关系变得有点畸形。

以《证券法》正式施行为标志，在“法制、监管、自律、规范”的原则下，强调证券市场不仅是集资工具，也是优化国有企业资源配置，引导资源合理流动，提高资源利用效率的工具。不仅利用证券市场“拓宽融资渠道，提高企业直接融资比重，促进企业转换经营机制”；同时要“规范和发展证券市场，培育和发展机构投资者；加强市场监督和上市公司信息披露”（《中共中央关于制定国民经济

和社会发展第十个五年计划的建议》)。在这阶段，政府已经认识到环境对股票市场建设的根本影响，股市要规范发展，市场合理配置社会资源的功能得到发挥，矫正畸形的市场行为，需要采取有力的措施，建立市场的良好环境。

（二）中国股市的问题——不文明的表现

香港有位业内人士说：“在世界绝大多数国家，股票市场与宏观经济形势密切相关，惟独中国不是。因为中国股市是一个不开放的、没有做空机制的、以国企为主的、不分配的、以圈钱为主的、小型的、病态的特殊股市。（见《经济预测》1222期）

长期以来，我国证券市场被当作国企脱贫解困的工具，片面强调市场的筹资功能，一大批质量低劣的国企为“圈钱”通过“包装”、“伪装”而上市。相当多国企虽然已成为上市公司多年，但“政企分开”迄今未实现，产权模糊，所有者虚置，政府干预严重，企业法人治理结构不合理。上市公司的分红派息基本上是新一轮的“圈钱”运动。在这种情况下，企业上市是为了圈钱，圈钱是为了解困，企业给投资者合理的回报被放在了第二位，在很多情况下甚至不在考虑之列。在企业上市过程

中，国家用行政手段控制上市资源，实行指标控制，人为制造资源紧张，造成了严重的腐败。为了上市，可以“包装”，甚至伪造法律文件，以满足上市发行的条件；为多集资，高溢价发行股票，政府可以限制上市速度和规模，甚至动员国有机构拉抬股市。企业上市之日即是关联交易开始之时，上市公司从市场筹集到的资金通过关联交易进入急需输血的控股公司，控股公司通过关联交易为上市公司创造账面业绩，以便于更好更多地圈钱。如此的恶性循环，导致我国上市公司的质量低下，投资者对上市公司普遍丧失信心。

而股票市场要维持，要发展，上市公司又不能给投资者以足够的红利回报，怎么办？投机炒作就成了惟一的出路。反过来，二级市场的恶性炒作，将上市公司也卷入其中，制造短期效益满足炒作需要，根本不从长远考虑企业的发展。中国证券市场是典型的“博傻”市场。2000年中国股票市场全部上市公司只有人民币800亿元的利润，其中分红只有100亿元，而印花税和给证券公司的佣金就已达900亿元。分红还抵不上印花税和证券公司的手续费。这样，投资者获利的惟一途径就是以投机炒作来赚取差价。二级市场问题集中体现为：（1）虚

假信息，欺骗公众；（2）庄家操纵，黑箱操作，“老鼠仓”横行；（3）市盈率高，泡沫严重；（4）银行资金，抬高股市；（5）普遍的错误投资理念，垃圾股鸡犬升天；（6）监管不严，有法不依，执法不公。

所有这些在股市里形成了独特的文化现象：市场操纵者在“保护投资者利益”、“防止国有资产流失”等冠冕堂皇的口号下明目张胆地进行欺诈活动，勾结报刊、股评家和上市公司，依靠垄断信息发布权，牟取非法利益；上市公司成为壳资源导致我国证券市场独特的 ST、PT 族；报刊上充斥着“庄家”、“筹码”等赌场用语；市场分析软件以有效发现庄家、分析庄家持筹成本为卖点；中小投资者忙于打听有无庄家、庄家是谁、与庄家斗智。前不久吴敬琏先生公开站出来揭露股市的黑暗面，几乎遭到所有投资者的反对，可见我国股市已经扭曲到何种程度。大家已习惯了庄家时代，习惯了欺骗与被欺骗。

（三）不文明的根源何在

上述问题在发达国家股票市场发展过程中也不同程度的存在，市场操纵行为在全世界股票市场屡见不鲜，只是程度不同而已。出现这些问题的原因，

当然与投机行为紧密相关，但在我国，还有更深层次的因素。我认为，股票市场环境，包括金融结构的不合理，市场参与者的不平等，政策过于向国有企业倾斜是造成上述问题的根本原因。

在合理的资本市场中，企业筹资的第一考虑是自筹和银行借款，最后才是发行股票。因为股市上正常筹资的成本远远高于借贷成本，上市企业面临着极为严格的审查和监管，筹资周期较长。在我国，由于金融结构的不合理，银行商业化运作程度很低，信贷体系不完善，造成真正需要贷款的企业贷不到款。而股市筹资不需要偿还的错误观念和高溢价发行使企业对上市趋之若鹜。政府对上市的行政控制人为制造机会的不平等，很长一段时间以所有制划界将很多大有发展潜力的企业拒于股市之外，政策完全向国有企业倾斜，而国有企业中又有不同，真正的有发展潜力的好企业由于不需要解困或解困的要求不迫切，也上不了市，要上市也是到国外上市，蒙国外的钱。很多上市的国企承担了许多政策性负担，上市前需要靠行政垄断和各种保护才能生存，上市后企业的治理结构没有明显改进，依然政企不分，仍然需要靠政策性支持才能生存。同时由于是政府“担保上市”，政府与上市企业捆

在了一条船上，政府干预企业就成了正常的事情。政策的倾斜和市场参与者间的不平等，使有限的社会资源过多地用于扶贫济困上面，注入了不具有比较优势的企业和行业，他们在竞争性的市场中缺乏自我生存发展的能力，浪费了社会资源。

二、现状分析——兼论股市文明

（一）股市文明的标志

有效股票市场下的“三公原则”是股市新文明的标志。

股市有效性是指股票价格对市场信息反应的有效化。根据股票价格反映相关信息的程度不同，股票市场的有效性分为弱式、半强式和强式三种状态。市场有效性与市场质量、效率是完全一致的。在强有效性市场，价格与价值的走势基本一致，弱有效性市场，价格与价值是相互脱节的。世界上不存在绝对有效和绝对无效的市场。因为在绝对有效的市场，价格就等于价值；在绝对无效的市场，价值就等于零。一个有效性很差的股市是没有能力区分好股票与坏股票，因此会造成该涨的股票不涨，不该涨的股票反倒涨。市场的有效性越差，市场合

理配置社会资源的能力就越弱。一个有效性很强的股票市场，不仅是公司集资的场所，还是上市公司有效的管理者。我国的股市属于典型的弱有效性市场。市场信息不是决定股价的最主要因素，决定股价的是庄家，有没有庄家炒作。缺乏有效性的市场对社会来说是没有太多存在意义的。

市场原则在极大程度上决定了股市的有效性。在市场中贯彻“公平、公正、公开”的原则是我国股市良好运行的基础，也是我国股市努力的方向。所谓公平，具有四层涵义：第一，公平的目的，是为了保障股市运行和发展过程中的自愿投资、自由交易、平等竞争、风险自担等经济秩序；第二，公平是在法律法规基础上的公平；第三，享受公平待遇的对象，是进入市场的所有参与者，不能有任何的例外和歧视；第四，公平的内容，是地位、权益和责任的平等，不论经济主体在经济性质、投资能力、社会影响等方面有多少差别，只要进入市场，他们在地位、权益和责任等方面就应是依法平等的。公开指的是有关行为主体从维护投资者权益和资本市场运行秩序出发，根据法律法规的规定，全面完整、真实准确、及时有效地向社会公开披露信息的行为。所谓“全面完整”是指公开披露的信

息，应按法律法规无隐瞒无遗漏地披露，以使投资者能够充分完整地有关情况；“真实准确”指的是公开披露的信息，应真实可靠、准确无误，没有任何虚假因素或误导因素；“及时有效”是指证券的发行人、有关政府部门或政府授权机构、资本市场的组织者和监管者等公开披露的信息，应当及时快捷，使投资者能够在信息的有效期内充分了解信息。

做到了公平、公正、公开，市场的公信也就建立起来了。

（二）法制与经济平等

我国证券市场上的法制建设取得了巨大的成就。十年来，法制建设为市场的发展提供了良好的运行保障。但由于我国证券市场还是一个新兴的市场，发展速度又快，法制的建立常常落后，尤其是有法不依、执法不严的问题比较突出。在法规的订立方面，有时候不是建立在公平、公正的基础上，存在着所有制、地域、行业等方面的歧视。国有的可以优先，甚至绕过法规限制。在上市过程中实行指标控制、层层审批，将一大批民营企业、甚至连一些大型的、效益好的国企也被拒之门外。在市场监管上，有关的法律法规缺乏可操作性。如《证券