

P
ATH OF TRANSFORM & COURAGE FROM TRANSFORMER



变革的路径 与 变革者的勇气

■ 吕 炜 著



经济科学出版社

变革的路径与变革者的勇气

——中国渐进转轨进程中的证券市场演进逻辑

吕 炜 著

经济科学出版社

责任编辑：解 丹

责任校对：杨晓莹

版式设计：代小卫

技术编辑：潘泽新

变革的路径与变革者的勇气

吕 炜 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100036

总编室电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：[www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件：[esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

中国科学院印刷厂印刷

三佳装订厂装订

880 × 1230 32 开 8.75 印张 190000 字

2003 年 8 月第一版 2003 年 8 月第一次印刷

印数：0001—3000 册

ISBN 7 - 5058 - 2993 - 9/F · 2361 定价：24.00 元

（图书出现印装问题，本社负责调换）

（版权所有 翻印必究）

序

过去的几年是中国证券市场波动很大、各种观念和 policy 争论最为激烈的一个时期，也是值得认真思考、总结的一个时期。因为这样的原因，不论是研究机构还是实践部门，都在试图以不同的方式进行记录和回顾，以此为今后的市场发展提供参考。这种努力一直延续至今。

20 世纪 80 年代中后期我们开始设计和建立证券市场的时候，中国整个经济体制的转轨尚未明确提出社会主义市场经济体制的最终目标。当时证券市场的提出也只是作为改革的一项尝试，作为企业股份制试点的一种自然延伸。邓小平同志允许大胆地试，不行就关了的观点，真实地反映了当时的认识和初衷。后来随着整个体制背景的演进，国有企业的困境、改制与证券市场的建设自然地联系在一起，证券市场逐渐成为继财政、银行之后，防止国有企业问题集中爆发、支持国有企业建立现代企业制度、缓解体制矛盾和支付转轨成本的重要途径。此时，证券市场的存在与发展已毋庸置疑，但出发点主要是基于经济转轨和发展的需要，这也因此决定了中国证券市场最深刻的

序

体制性特征。我们长期以来的政策、观念也大都根植于此。

20 世纪 90 年代末，尤其是 1998 年前后，中国向市场经济体制的转轨发生了重大的变化。这种变化反映到经济运行状态上，就是作为传统体制特征、长期困扰经济运行的短缺现象消失，国民经济增长开始更主要地呈现出需求约束的特征。其实质是市场经济体制基本框架已经建立，并主导经济运行。体制转轨已由量的积累而发生部分质变，进入了由部分质变到完全质变的新阶段，即市场经济体制的健全与完善阶段。在这样的体制背景下，证券市场的发展也由量的积累而逐渐形成了包括市场体系、监管体系等在内的基本框架，成为了市场化过程的一项重要成果。同时也成为下一阶段健全、完善市场机制的一个重要领域。如何按照证券市场本身的要求突出其应有的功能、发挥其相对独立的作用，成为主要的目标和任务。

但是，在渐进改革的路径下，这些变化并不是一夜之间发生的，更不是一夜之间就能够在观念、政策上为人们所认识和接受的，而具体操作起来更有十分的难度。因此，在那样一个时期，旧体制约束与新体制要求发生激烈碰撞所产生的观念、政策、操作上的冲突与矛盾，必然要以市场的剧烈震荡表现出来，给参与其中的每一个人都留下深刻的感受。

变革的路径与变革者的勇气

吕炜博士以政策短评的形式真实地记录了 2000 ~ 2002 年中国证券市场那一段冲突与矛盾交织的历程，特别是 2001 年 9 月到 2002 年 11 月对每周证券市场的变动都做了重点评述。内容涉及证券市场发展的阶段、上市公司质量、国有股减持、市场独立性与政策调控的关系、虚拟经济与实体经济的关系、证券市场一般功能与转轨中的责任、中介机构的独立性等诸多方面。比较全面地刻画了当时证券市场在功能性冲突、非均衡方面的状况以及市场的反应。此外，还对美国证券市场、上市公司的系列丑闻进行了反思。值得重视的是，由于这些评述并

不局限于就事论事，更不是漫说涨跌的股评，而是将诸多问题置于体制转轨背景下、置于证券市场发展进程中去剖析，因此显示出认识问题的明显的深刻性。这种深刻性聚焦于三个根本问题：一是就整个经济体制转轨而言，证券市场如何做到既作为一个重要的组成部分不断发展和完善，同时又能够较好地服从和推动整个改革的进展；二是就证券市场本身的发展与完善而言，我们目前究竟处于怎样的阶段，成熟市场经济国家的一般模式是否就是我们未来的发展目标，到达目标的路径又应如何选择；三是就证券市场内部建设而言，应该有一个什么样的次序，实施的具体手段、步骤又应该具有怎样的重要性。

显然，由于真实市场的复杂性，上述问题不可能得出一个简单的结论，也不是简单的对错可以概括。吕炜博士只是真实地记录了那个时期的市场、政策及其背后引发的思考，并用“变革的路径与变革者的勇气”来归纳那个时期的基本主题，来阐发自己对那个时期种种变动的认识。我们不一定赞同他的观点，但重温过去，却都能在正反两个方面获得新的感悟。

吕炜博士曾在政策部门、实践部门和研究机构工作，一直坚持在经济转轨与发展的特定背景下思考各个局部问题产生、存在的原因以及改革的策略。在师从夏德仁教授获得博士学位后，又回到东北财经大学组建了公共政策研究中心，专注于对现实问题的政策性、对策性研究。年轻人能有这样的心志，值得鼓励。现在他将这些短评汇集成书，请我作序，我自当应允。

刘鸿儒

2003.7.20

序

3

目 录

- (1) 站在转折点上的中国证券市场
- (5) 证券市场的市场化与国有资产的资本化
- (9) 今年的股市有点儿累
- (13) 不是政策，是风
- (17) 有了基金的日子
- (20) 政策推进的喜与忧
- (24) 股市怎么了
- (27) 被打破的平衡
- (30) 一叶知秋 本末之辨
- (33) 把希望留给自己
- (36) 平常心态
- (39) 重建股市功能
- (43) 变革的路径与变革者的勇气
- (48) 股市入世
- (52) 寻求国有股减持的市场规则
- (57) 作为工具的新股发行

目

录



- (61) 走向折衷
- (66) 致歉运动有何用
- (71) 谁来砸证券咨询的饭碗
- (75) 渐进的方式与多变的政策
- (79) 会计的作用
- (84) 我们的 2002
- (88) 忍看潮落
- (92) 再谈寻求国有股减持的市场规则
- (104) 股市活跃的意义
- (112) 浪沙淘过还是沙
- (117) “做空阴谋”乎
- (122) 政策与市场的博弈
- (126) 另类呵护
- (130) “两会”行情
- (134) 在磨合中重塑
- (138) 量的繁荣
- (142) 独立董事的尴尬
- (146) 以大为美
- (150) 在变革中求生存
- (154) B 股拖累的背后
- (158) 跳出市场的思考
- (162) 市场炒作重心的下移
- (166) 怀念“5·19”
- (170) 不要苛求市场
- (174) 尊重市场法则
- (178) 增发的悖论

(182)	在调整中等待
(186)	构建务实的市场
(190)	股市分流储蓄的意义有多大
(194)	心态、市态、过渡态
(198)	泡沫推动的年代
(202)	冷静看待非同步
(207)	走势背离预示 调整仍将继续
(211)	冷眼看世事 清醒说规则
(216)	过度虚拟化的危机
(220)	大公司的病
(224)	个人股票质押贷款推出的效果
(228)	谁来写本“球富论”
(232)	看不见的手为什么变黑
(236)	联通国内上市为什么
(240)	消息面引发的调整
(244)	反复下跌的背后
(248)	关前徘徊 趋势难改
(252)	渐成主流的并购
(256)	递减的政策推动效应
(260)	目前市场的形势
(264)	后记

前 两天几个搞证券的朋友聚在一起聊天，

大家都觉得近期的市场越来越不好把握，原来的很多分析方式都不再好用，研发人员的压力越来越大。沉默许久，一个朋友突然感慨地说：“这个市场越来越有自己的性格了。”这句话让我心里一亮，因为它暗合了我最近跟踪研究中国证券市场所试图得出的判断：历史性的转折正在到来。

2000 年以来中国证券市场的一系列市场化推进措施及其所预示的基本格局的调整，让我预感到市场发展转折点的到来和阶段性划分的可能，对于前一阶段我们应该有一个全面的总结和评价，对于下一个阶段我们应该有一个系统的规划和展望。我这里只是尝试性地提一些想法。

从 1990 年深沪两个交易所成立至今的 10 年可以划为一个大的阶段。在这 10 年中，证券市场的发展经历了由最初仅作为国企改革的试验田，不行就关了，到最终成为推动国企改革的主要载体的过程。市场发展的主要目标也就逐渐明确地定位于：利用证券市场为筹集资金、为国企解困、改革提供一个缓和、宽松一点的环境和一段较长的缓冲期，防止困难国企在某一时点出现集中性、大面积倒闭。为此目的，证券市场的筹资功能得到强调和发挥，其他方面的建设只做兼顾。10 年下来我们看到，这项工作应该说做得非常出色，截至到 1999 年底，深沪两市累计筹集资金 3693.29 亿元，深沪上市公司总数

达到 947 家；各行业中的骨干企业基本已上市，获得了加速发展的资金，成为带动行业发展的领头羊；在缓解资金困难后，一些企业通过体制转型带动产业转型和技术改造，迅速扩大市场占有率，成为股份制发展的成功典范，出现了海尔、康佳等一批国际知名品牌和知名企业；一些企业虽然只用资金缓解了暂时困难，未能完成企业转型，但却利用证券市场进行了企业重组和产业调整，通过适时的进退实现了企业的全面创新，完成了蜕变。托普软件、科利华、全兴股份在证券市场上的出现和崛起，引发了我们对国企改革和证券市场建设的另一种思考。以上各方面得出的一个结论就是：在这 10 年中我们已经基本完成了居于主导地位的国有资产的证券化工作，以一个较长的时间跨度和较为充裕的资金保证了相当部分国有大中型企业的维持、改造和再发展。

当然也应该看到，服务于上述目标，证券市场的发展也存在许多显而易见的问题，突出地表现在政府对市场的直接干预和人为限定。比如在上市企业的选择上、上市审批上、配股增发上、收购重组上体现了更多的行政主导色彩，在股权设置、投资群体、交易场所、交易工具等方面做了更多人为的限定。这些干预和限定在面对规模越来越大、独立性越来越强的市场时，常常使政府陷于非常尴尬和被动的境地，这种情况在本阶段的最后几年表现得越来越明显，出现得越来越频繁，这本身也预示着一个新的阶段的到来。

以 2000 年一系列市场化改革措施为标志的证券市场发展新阶段，是建立在国有企业已基本解困，上市公司不再单纯以寻求资金为目标，中介机构自律机制强化，逐步形成自己的业务评价标准，投资者群体趋于成熟、稳定，寻求对市场进行理

性判断的标准，整个证券市场已发展到一定规模的基础上的。这样一个基础表明，随着市场体系的完善，证券市场正逐渐具备自己的发展规律。这可以从正反两方面来解释。正的方面，随着产业结构的调整和升级，上市公司在制定发展战略时更多地将自己置于一个开放的背景下来考虑，产业发展方向逐渐与国际趋同，体现在国内市场与全球市场关联度的增强（虽然由于人民币不能自由兑换，市场之间的直接联动还不具备）；随着各行业中的核心企业上市进入证券市场，证券市场与实体经济的互动性逐渐增强，市场的发展与二级市场的炒作开始更多地依据理性判断来进行，证券市场也逐渐成为经济的“晴雨表”，而不单纯是政策的“晴雨表”；随着国企改革的深入，上市公司除了融资之外，开始对证券市场提出了更为深层次的功能要求，这些要求是证券市场自身发展规律的外在体现。反的方面，管理层在前一阶段后期调控的尴尬，市场反应与政策目标的背离可以作为一个信号，即目前的证券市场规模与要求，已经使管理层无力再做出前期那样面面俱到的精致设计，需要承认市场发展自身规律的存在，并通过完善市场来强化这些规律的正常发挥。

至此，下一阶段证券市场的发展目标也就可以做一个归纳：加强市场化建设，通过市场体系的完善与深化，逐渐健全市场各项功能，为国有企业的进一步改革和新兴产业的发展提供一个更为公平、激励的环境。以下几个方面应纳入考虑的范围：

- 1) 逐渐打破原来为救国企而设下的各种限定，建设公平的市场环境；
- 2) 逐渐取消原来渐进改革过程中设下的一些过渡性限

制，如 A、B 股问题；

3) 进一步利用证券市场实施国有资本进入与退出的选择，在国有资本战略布局的调整中发挥重大作用。

(写于 2000 年 4 月，未发表)

2000年初管理层明确提出了加快证券市场市场化的目标，这是一件令人振奋的事情。我们注意到具体的措施从1999年就已经在逐项出台：保险资金通过证券投资基金入市，尝试保险市场与资本市场的初次对接；券商及基金管理公司进入银行间同业拆借市场及券商股票质押贷款政策的实施，标志着货币市场与资本市场对接的开始；证券投资基金的快速扩容与老基金的快速规范，“三类企业”及战略投资者的引入，券商增资扩股及兼并收购等进程加快，体现了以“超常规的方式和速度”培育机构投资者的政策推进，开放式基金、保险基金、养老基金、中外合资基金入市也正在紧锣密鼓地筹划之中。为体现公平、公正、公开原则出台了股票发行与定价的市场化、新股配售上基金优惠政策的取消、股东大会新管理办法对投资者权利的保护。二板市场的方案已经从模糊走向清晰，明年初将可能推出。这一切都表明我们的证券市场正在明确地向“市场化、规范化、国际化”方向迈进。在我而言，值得振奋的还不只是证券市场和监管理念本身的变革，而是它所牵动的整个经济格局的变动，尤其是国有企业改革突破与深化这样一个深刻背景。

回顾一下已经走过的改革我们就知道，证券市场在中国的发展并不是一个孤立的经济现象，它至少是与融资体制的变革、资本积累模式的变

证券市场的市场化与国有资产的资本化

革和国有企业的改革紧密相关的，国有企业建立现代企业制度的过程正是证券市场进行规模扩张的过程。我们知道，在中国经济体制改革的演进中，国有企业事实上承担了维护和支撑整个改革大局的任务，发挥了维持现有经济水平、推动改革和支付改革成本的作用。在 20 多年中国有企业对财政收入的贡献率一直保持在 70% 以上，保证了财政用于价格、工资等改革的支出，保证了对非国有企业持续优惠政策的兑现。但是也正是在这样一个过程中，国有企业过去的比较优势逐渐变成了比较劣势，原有的资产、人才、资金大量流向体制灵活、收益较高的非国有企业，而国有企业自身的改革，不论是扩大自主权、规范利益分配还是推行承包制，实施两权分离，都只能算是思路上的试探和摸索，一些关键问题，特别是如何面对已经日益形成的经济运行市场化的格局，转换经营机制，实现国有资产的资本化运作，一直未能突破，国有企业改革已经严重滞后于经济发展。面对 20 世纪 90 年代初出现的这样一种状况，管理层意识到国有企业的改革已刻不容缓，但首先要解决的是通过资金的外部注入，缓和累积的矛盾，防止问题的集中爆发。这时的财政显然已经无力承担这一任务，银行在勉强扶持了几年之后也很快出现了功能异化，大量的信贷资金出现财政化趋势，几乎与国有企业一起陷入了尴尬和困境，看起来已有的融资方式和积累模式只要一与国有企业套在一起，就会出现被拖回传统体制的危险，这时，可做考虑的只有以新兴证券市场推进国企改革这样一块试验田。于是我们看到，1992 年邓小平在南巡讲话中指出，对于证券市场“允许看，但要坚决地试”，1993 年中共十四届三中全会通过的《关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》明确提出建立现代企业制

度以解决国有企业深层次矛盾的目标，也正是在这前后，国有企业上市和融资速度明显加快，中国的证券市场进入了快速扩张的时期。截至到1999年底，深沪两市累计筹集资金3693.29亿元，深沪上市公司总数达到947家，在这十多年中证券市场承担了体制转轨过程中一个重要阶段的载体的作用与功能，即在缓解国有企业困难的同时推动国有企业改制。在评价证券市场十多年的发展时，很多人用极不规范来加以概括，但是我们应该看到，由于中国证券市场发展与国有企业改革这种特有的伴生现象，正是利用了对市场人为的分割和不规范设定，使曾经做出巨大贡献和牺牲而又严重滞后于改革进程的国有企业享有了一定的特权，得到了一定的保护，使其得以在一段较长的过渡期中缓解困难，酝酿改制。这一点对于维护整个改革大局，保持经济持续增长是至关重要的。

正是基于这样一个分析背景和价值判断，当管理层提出加快证券市场市场化步伐并迅速推出多项措施时，才让人感到非常振奋，因为它不仅意味着过去那样一个行政色彩极浓的管制性市场的不复存在，同时也意味着我们的国有企业已经基本上跨过了单纯解困的第一阶段，开始寻求证券市场市场化与国有资产资本化的第二阶段合作。

中国的渐进式改革到这几年才进入到攻坚的阶段，即触及到传统体制的基本内核。过去无论是体制外培育还是体制内激活所带来的经济增长空间都是有限的，所带来的体制变革也只是表层的，并不能解决社会主义与市场经济体制融合的根本问题。国有企业的改革无疑是这一基本内核的重要组成部分，如果国有企业不能适应市场化的运作，市场机制仍主要在非国有经济中发挥作用，也就不能认为社会主义市场经济体制已完全

证券市场的市场化与国有资产的资本化

确立，当然也谈不上规范、完备的证券市场。这种判断决定了在目前的特定阶段，证券市场的发展与国有企业的改革是相辅相成、相互推动的，证券市场的发展注定要与国有企业由缓解困难——酝酿改制——形成多元化的存在方式、实现资本化运作的过程相伴随。只是在不同的阶段，二者的关系会有不同的侧重，如果说前一阶段证券市场是在国企困境的特定背景下而产生、而扩张，主要为国企服务，那么下一阶段的目标则应该是通过市场化建立规范、完备、开放的市场，逐渐拆除人为的限制和保护，让国有企业在一个公平的环境下寻求合适的存在方式，完成最终的改革。总之，正确处理和把握好国有资产资本化与证券市场市场化的关系，以市场化促进资本化，以资本化深化市场化，是目前及今后一段时期证券市场建设和国有企业改革面临的课题。

（发表于2000年6月15日）

（发表时标题为《国资资本化进入新阶段》）