

中国股市解密

投资新思路

刘家伟 王健 著

知识出版社

投资新思路

——中国股市解密

刘家伟 王健 著

知识出版社

图书在版编目(CIP)数据

投资新思路:中国股市解密/刘家伟,王健著. —北京:知识出版社,

2001.10

ISBN 7-5015-3170-6

I. 投… II. ①刘…②王… III. 股票—证券投资—基本知识—中国

IV. F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2001)第 064254 号

投资新思路——中国股市解密

策划人:江涛

责任编辑:解惠琴

封面设计:薛彬

责任印制:冯巍

出版:知识出版社(北京阜成门北大街17号

邮政编码:100037 电话:68363660)

网址:<http://www.ecph.com.cn>

印刷:三河市欣欣印刷有限公司

开本:850毫米×1168毫米 1/32

印张:9

字数:233千字

版次:2001年9月第1版 2001年9月第1次印刷

印数:1-10000册

书号:ISBN 7-5015-3170-6/F·132

定价:20.50元

作者简介

刘家伟 男，1965年出生。于云南省永善县。1983~1987年在云南师范大学政治教育系读本科，1987~1990年在北京师范大学经济系读硕士研究生，获经济学硕士学位。1993年开始，从事财政、证券与金融的研究和新闻报道，在国内外报刊发表数十篇新闻分析、评论和研究文章，现任经济日报报业集团证券日报社副编辑助理。

王健 女，1957年出生。于安徽省合肥市。1978~1982年在北京大学经济系读本科，1982~1985年在北大经济系读硕士研究生，师从厉以宁教授。1985年至今，在中央财经大学研究所从事课题研究。其间，1992~1995年在中国证券报先后任记者、编辑、综合部副主任，主要从事证券与金融的研究和新闻报道，发表文章多篇，现任经济日报报业集团证券日报社副编辑。

二人曾合著《财政学新论》、《跨世纪中国改革》等著作。

目 录

导 言 中国股市亟待深度革新·····	(1)
第一章 世界级成功股市探秘:最重要的是保护投资者 利益·····	(12)
一、美国股市与新经济大融合:实质是增加投资者赢利 机会·····	(12)
二、高科技与市场化发行体制相结合:现代股市繁荣的 新内核·····	(18)
三、中国主板和创业板:最重要的课题是保护投资者 利益·····	(22)
四、直面全球股市最新浪潮:中国何时打造世界级 股市?·····	(38)
第二章 朱总理两答中外记者问比较:中国股市有全新 方略·····	(43)
一、朱总理两答中外记者问比较:中国股市大政方针 有新动向·····	(43)
二、中国股市剧烈波动和很不规范的原因剖析:股市里的 “中国把式”及其后遗症·····	(51)

三、中国股市到了彻底整合的时刻:需要早立长远发展目标·····	(55)
四、证监会领导班子大调整:规范从“头”开始·····	(64)
第三章 建立健全退市机制(上):中国股市步入转型期·····	(71)
一、证监会发布“退市令”:退市机制开始启动·····	(71)
二、水仙拔头筹:退市制度正式实施·····	(79)
三、若干问题辨析:退市与破产、重组与重新上市·····	(82)
四、该借鉴就得借鉴:海外市场退市制度扫描·····	(84)
五、需改革就得改革:我国退市制度仍需完善·····	(86)
第四章 建立健全退市机制(下):远离害群之马·····	(91)
一、忠告中小投资者:莫碰问题公司·····	(91)
二、东方锅炉:创造中国股市第一贪·····	(93)
三、PT 红光:违法乱纪,成为首家遭刑事判罚的上市公司·····	(100)
四、综艺股份:篡改成立时间和财务资料,上市五年后才被发现·····	(105)
五、中讯科技(原 ST 吉诺尔):作假上市,被列为 1998 年十家最差上市公司之一·····	(107)
六、兰州黄河:股票上市“黑箱操作”丑闻·····	(110)
七、大庆联谊:中纪委、监察部直接查处的首例上市公司违规案·····	(113)
八、ST 郑百文:数十亿元的窟窿,领导层居然是全国劳模·····	(114)
九、亿安科技:操纵股价的极端典型·····	(121)
第五章 三种发行制度比较:只有注册制最优·····	(125)
一、康赛集团上市内幕曝光:舆论界首次公开批判审批制·····	(125)
二、审批制:典型的人治制度·····	(132)

三、核准制:介于人治与法治之间的模糊制度·····	(140)
四、注册制:惟一市场化的发行制度,最有利于股市 健康发展·····	(145)
五、根本出路:用崭新的股票发行制度吸引海内外优秀公司 来华上市·····	(147)
第六章 完全依法监管:保护投资者利益的最高保证 ·····	(149)
一、证监会败诉:依法治市走上前台·····	(149)
二、与发达国家比较:我国股市管理体制缺乏精妙 之处·····	(159)
三、保护投资者积极性:股市监管的最高目标·····	(166)
四、香港证监会负责人:有办法监管监管者·····	(168)
五、“五一九”情结:政策和监管都要顺应市场法则·····	(175)
六、防止再生“琼民源”:股市监管的永恒主题是依法 打假·····	(178)
七、治道变革:依法治市,拓展中国股市健康发展的 空间·····	(182)
第七章 规范股权结构:最高目标是优化利益分配格局 ·····	(188)
一、股权争夺与丢弃:究竟为哪般?·····	(188)
二、只设优先股和普通股:最好的股权结构·····	(198)
三、中国拥有全球最复杂的股权结构:今后的路 怎么走?·····	(200)
四、减持国有股:最重要的是保护投资者利益·····	(204)
五、战略投资者:必须公平承担市场风险·····	(211)
六、自然人持股:优化股权结构的较好出路·····	(217)
第八章 实施大金融战略:重塑我国银证关系,营造多赢 格局 ·····	(223)
一、债转股:为调整我国银证关系提供佐证·····	(223)
二、发达国家:重塑银证关系,大金融体系日趋完善·····	(229)

三、重塑我国银证关系:搭建大金融主体框架·····	(240)
四、股民与机构共舞:营造股市的“双赢”格局·····	(246)
第九章 以股兴国:中国经济腾飞的基本谋略 ·····	(248)
一、推行股票抵押融资国民待遇制度:保持股市活力的 制胜法宝 ·····	(248)
二、尽快对外资实行准入制度:对外开放证券市场的 必由之路 ·····	(254)
三、敞开资金供应渠道:全面激活对股票的有效需求·····	(259)
四、完善股票市场体系:建设全球最佳投融资环境·····	(263)
五、中国必先股市大国而后经济大国 ·····	(276)
后 记 ·····	(281)

导 言 中国股市亟待深度革新

一、中国股市需要实质性改革建议

2000年10月以后的很长一段时间内，中国股市发生过一场大辩论，直到2001年3月“两会”召开之际，都没有分出高下。作为对垒的两方，在人数上和知名度上势均力敌，水平上良莠不齐。我们在此无意对任何一方加以褒贬。但是，其中引发的问题不能不令人深思。

首先是辩论本身没有实质内容。这场辩论主要涉及一大堆概念之争，包括所谓股市与赌场之区别、中国股市是否是新生婴儿、投机与投资有何不同、投机到底严重不严重、全民炒股好不好等一些不足为奇的问题，较少实质性东西。

其次，这场辩论引发了中国股市的剧烈震荡。2000年10月至2001年2月，中国股市应该怎么走，谁也无法左右，但由于有这场辩论，使得股市在这期间几度连续大跌，与中国国民经济高速发展的大背景背道而驰。

很有趣的是，下面这些载入中国证券市场史册的事件十分耐人寻味：

2月11日，厉以宁、董辅弼、萧灼基、吴晓求、韩志国五位经济学者，针对吴敬琏关于中国股市像一个大赌场、全民炒股不正常、投机之风登峰造极等说法，担心管理层会对股市采取一些不利的措施，便史无前例地联袂出场，对新闻记者集体表态。在这前

后，相关的书面文章、口头发言频频见诸报端。

2月15日，在中国大饭店举行的“香港上市中国公司研讨会”上，吴敬琏的出现成为与会内地、香港、澳门等地媒体关注的焦点。但除了一篇题为《完善上市公司的治理结构》的学术报告外，他没有说什么。会议尚未结束，吴敬琏便在大会保安及随行的“保驾”下，悄悄“撤离”会场。

后来，吴敬琏在“两会”之前及期间三度发言，对五位学者的辩论进行了极不寻常的回辩。

据2001年3月4日《北京青年报》载：吴敬琏在最近给《财经界》杂志的一篇题为《寻求助力 克服阻力——发展证券市场，建设现代市场经济》的1500字左右的文章中，引用了马克思的话——“利益会把仇神召到战场上来”对辩论对方给予新的回应，让人觉得辩论正在升级。吴敬琏在这篇文章中明确表示，现在的中国股市里，已经有一批人成为既得利益者，他们正在寻找其利益代言人，中国股市要警惕“权贵资本主义”（又译“裙带资本主义”或“亲朋好友资本主义”——吴敬琏）。明眼人一看就明白，吴敬琏已经与对手彻底划清了界限：自己不是资本主义的，而对手是资本主义的。这不能不使人想到，中国股市里的主义之争又要抬头了。这是多么可怕、可悲、可叹的一件事情。

然而，这篇文章仅是吴敬琏还击对手的“轻量级炮弹”。在“两会”召开期间，吴敬琏先是秘密召开外国记者恳谈会，后又召开国内记者专场会，以他本人所在单位国务院经济发展研究中心主办的《中国经济时报》为基本阵地，发表了他为自己的股市论文集所写的序言。这篇长达近2万字的序言，全文刊登在该报上，相关媒体特别是财经网站迅速转载。此次连珠炮式的轰炸，让人们再次感受到了中国股市大论战的升级。但是，人们在耐着性子读完吴敬琏的“万言书”后，并没有发现什么“新大陆”。吴敬琏所说的道理，还是那些原来早已说过的话，只不过他在再次强调自己观点的

同时，也强调了自己的观点与对手在一些根本问题上的一致性。

在这场大辩论中，不乏有另类人才站出来说话，提出一些有价值的建议。上交所首席律师涂建便是其中的一位。他在此间接受我们独家采访时说，体制问题才是病根。

他认为，我国证券市场从创建的第一天起，就是一个先天不足和不规范的市场，带着这样或那样的问题和缺陷走到了今天。正确认识当前证券市场存在的问题和成因，最重要的是区分哪些是体制方面的缺陷，哪些是操作层面的问题。企图在一夜之间一次性、一步到位地全部解决问题，是绝对不可能和不现实的。正确的态度应该是，正视现有的问题，找出切实可行的解决办法。先解决技术层面的问题，再解决制度层面的问题。

二、管理层公开纵论证券市场耐人寻味

2000年12月3日，在“2000中国上市公司成果博览会”期间举行的大型研讨会上，中国证监会主席周小川作了题为《在规范与发展中迎接新世纪的挑战》的主题报告，纵论中国证券市场历史、现状与未来。

周小川在报告中肯定地说，中国证券市场十年探索成绩巨大，在五个方面取得了很重要的进展。第一，中国股市的市场规模迅速扩大，市场的承接能力大为增强；第二，中介机构队伍不断成长；第三，投资者队伍也在发展壮大；第四，上市公司发挥了先导作用；第五，两个证券交易所的建设以及网络技术取得了非常大的进展。

周小川非常认真地指出，要正视现状，认清不足；只有认清不足之处，才能更好地迎接新世纪的挑战。他概括地说，中国证券市场有五点不足：规范化还不够，监管仍存在很大不足，资本市场的

产品品种还很不足且很不平衡，与国际市场有差距，在市场的结构与层次方面也有所不足。

周小川列举了大量的值得重视的现象。比如，有很多内幕交易、操纵价格的现象，对中小股民的保护工作做得还不够，中介机构在治理结构方面还相当薄弱；一些中介机构管理方面或违规方面的问题实质上来源于治理结构；依靠政府定价比较多，如中介费用、交易印花税比较特别；无论在职业道德，还是业务及个人品质方面属于高质量的人才都还不够；在信息、监测及处置等方面的监管手段还不够；观念也需要转变；应付风险的能力、业务管理的能力、监管的能力，实际上与国际化要求还有很大差距；直接融资的比重还相对比较低，银行承担过大的风险等。

针对上述成绩和不足，周小川提出了若干政策方向和建议：首先，所有不足之处都需要弥补，包括提到的以及没有提到的不足之处；第二，强化监管；第三，采取更积极的态度面对中国加入WTO后的新形势；第四，要大力发展或超常规发展机构投资者；最后，要面对挑战，谋划未来，必然要解决A、B股并存和法人股不流通这两大历史遗留问题。

周小川强调，加入WTO后，中国将允许建立合资的证券公司和合资的基金管理公司，要在合适的时机用合适的方式，在稳妥和稳健发展的情况下，在A股与B股并轨方面取得突破性进展。在这期间，上交所研究中心主任胡汝银指出，我国基金业的健康发展要借鉴发达国家经验，解决十大问题：

一是法律空白问题；二是法律实施、有效监管及法治秩序与市场导向问题；三是股权市场、债权市场和货币市场发育不全问题；四是人力资源与运作经验不足问题；五是执业操守问题；六是如何控制利益冲突的基金治理和自律机制建设问题；七是基金投资行为的规范化及相应投资环境的配套问题；八是基金业和整个证券市场的商业文化问题；九是基金业运作的服务支持系统不发达问题；十

是国际化、全球化问题。

管理层公开论述中国证券市场，这在以前是不多见的。这种史无前例的转变，至少说明三点：

其一，管理层公开向世人展示了宽广的胸怀。它表明，只要是中肯的意见或建设性的建议，管理层都是欢迎的。

其二，管理层自己对目前中国股市的评判是理性的。说成绩时是冷静的，说问题时是诚恳的，说建议时是经过思考的。

其三，现任证监会领导班子的作风是真抓实干的，业内对管理层的讲话不可等闲视之。比如，周小川在上述关于加强监管的讲话中提到，“像基金经理不行的话也很容易出现问题，对专业人才的管理也要进一步加强”。表面看，这句话没有所指，其实不然。博时基金管理者洪磊，因为与基金公司内部高管人员发生投资理念上的分歧，便一闹而不可收拾，最后被任命为证监会基金部副主任。而该公司的另一名经理人则遭到证监会的“双规”（在规定的时间内，谈规定的问题）。

上述三点又意味着什么呢？它意味着，中国股市管理层不缺乏理性思维或思辨能力；同时，管理层希望能够获得更深层次的建议。这为所有积极参与中国证券市场建设的人们提供了展示其才华的广阔舞台。

三、直面入世，中国股市需要完成八大课题

进入新千年，中国向 WTO 快速迈步。

2001 年 7 月上旬，国内外一致的声音是：中国将在 2001 年 11 月入世。

这意味着，中国将全面融入世界经济的轨道，一切中国特色都将渐次消失，证券市场必然按照规定的进程表对外开放。

我们认为，总体而言，中国股市必须在上市公司结构、股权结构、市场结构等方面迅速作出重大调整，必须在法制建设、市场监管的方针政策方面积极变革，必须在完善股市功能方面作出努力，必须在管理理念和投资理念方面迅速转变，必须对整个发行和退市的体制与机制作出全面改革和安排……

具体地看，中国股市有八个问题值得我们特别重视并迅速加以解决。

1. 最重要的改革是发行体制市场化

决定企业上市资格的制度即股票发行体制是一切股市最为基本和最为重要的事情。从全球来看，存在三类股票发行体制：一是政府说了算的行政审批制；二是政府与部分社会力量说了算的核准制；三是市场或法律说了算的注册制。历史的经验教训告诉我们，最好的体制是第三种体制。我国十年来一直实行第一种制度，目前正在向第二种制度过渡，至于第三种制度则处于初步的舆论准备阶段。

加入 WTO，意味着中国股市必须国际化，我们必须加速从中国特色的审批制或核准制向注册制过渡。这不仅是国内企业巨大的直接融资需求的要求，也是外企来华上市的要求。因此，中国股市当前最重要的改革就是股票发行体制的市场化改革，要由市场来决定股票发行的数量、规模、时间、价格、速度等，要建立起民间股票评级评价制度，利用一切市场力量来防止股票发行过程中的欺诈行为和其他违法犯罪行为。

2. 最关键的改革是监管法制化

当前，我国政府仍然是股市的最高决定者和管理者，有权宣布

开设或关闭股市、开放或封闭股市，有权选择采取什么方式、方法来管理股市，继续保留政府对证券市场的定价权。全球股市均崇尚法律至上原则。各国各地区最普遍和最成功的经验就是，有关股市的监管活动，都必须在完备的法律体系所允许的范围内进行。然而，中国股市十年来崇尚的是行政控制为主的原则，与国际惯例相差甚远。

显然，中国股市面临国际化改革，迫切需要完善股市的法律体系，依靠法律而不是依靠政府来规范股市秩序。

3. 最艰难的改革是优化股权结构

2001年6月14日，国务院宣布国有股减持办法，提出增量减持、市场定价为主的方式，立即遭到市场的异议，沪深股市均大幅下挫1.70%以上。多数业内人士认为，这是一个让市场失望的方案。看来，国有股减持不是一件想怎么做就能怎么做的事情。

众所周知，我国股市由于当初设计了复杂的股权结构，99%以上的上市公司拥有超过总股本70%的国有股、法人股等非流通股（即公股），若按照流通股的市值进行简单计算，其市值高于流通股市值的2倍。

国际股市惯例告诉我们，股票主要有两种类型：优先股和普通股。因此，我们很有必要参照国际惯例，通过尽可能多和好的途径，顺利实现国家股、法人股等非流通股的合理流通，从而优化股权结构。不管什么方案，都必须做到公正和公平，既保护所有者权益，又兼顾市场的承受能力。一旦出了什么差错，就会遭到各方面的强烈反对，什么国有资产流失、私有化之类的呼声就会铺天盖地而来，弄不好会导致中国经济改革的重大反复和社会经济的倒退，引致股市的崩盘。

4. 最具活力的改革是完善资金供给制度

股市的活力从根本上说来自上市公司业绩的提高。但是，股票与资金的供求关系始终是决定股市活力大小的最为直接的因素。只有股票的需求即资金的供给超过而不是等于或小于股票的供给即资金的需求，股市才有可能活起来，而且超过的幅度越深、范围越大，股市的活力就越强。如果股票的需求或资金的供给能源源不断地扩大，那么，股市的活力就能够得到强化。

股市有涨必有跌，一旦资金套牢，没有后续资金进场增加股票需求，则股市必然缺乏活力。不管是机构投资者，还是个体投资者，均存在资金的后续力问题。因此，开辟更加灵活的融资渠道，特别是允许所有投资者用股票抵押贷款，发展信用交易业务，允许更多的资金以不同的方式进入证券市场，从而改善我国股市的资金供给机制，就成为搞活我国股市最有力的途径。

5. 成本最小的改革是完善市场结构

股票市场的巨大功能和作用只有到了股票市场的体系结构和地区结构均比较完善的时候才能充分显示出来，否则人们所看到的或者所获得的股市的功能和作用只能是初步的和残缺的。

世界上许多国家和地区特别是发达国家和地区的股市都建立了主板市场与二板市场、场内市场与场外市场、集中交易市场与分散交易市场相结合的，分布于各地的多家证交所或交易市场组成的地区均衡的证券市场体系。在以美国为代表的发达国家，多层次的证券市场与新经济高度结合，充分发挥了推动经济发展特别是高科技产业化进程的作用，成为新经济的孵化器和风险释放的最佳出路。并且，证交所正在跨国、跨地区合并或合作，朝着建立全球统一的

证券市场体系迈进。因此，这些国家或地区的证券市场正在相互补充和促进，其功能和作用日益完备，并得以深化和拓展。

我国只有两家证交所，并且这两家证交所的功能和作用从最初到现在一直被规定为主要是为国有企业脱困服务，大量的非国有企业被排斥在市场之外，多层次的股票市场体系和均衡的地区结构并没有建立起来。因此，股市的功能和作用还有待于通过完善证券市场结构得到丰富和拓展。

目前，我国证券市场的主要缺陷在于：只有主板市场，没有创业板市场；只有集中交易市场，没有分散的交易市场；只有场内市场，没有场外市场；特别是由于西部没有证交所，东西部在证券市场建设等方面差距越来越大，证券市场的地区失衡状况比较严重，尤其要用市场经济的办法彻底解决这些问题。

6. 最需要强化的改革是完善信息披露制度

国外许多国家的证交所对上市公司的信息披露有许多惯例：无论大事小事，一律及时披露；公布季度、半年和全年财务会计报告；违规者依法严惩不贷；政府部门并不指定上市公司信息披露报刊，等等。对于监管者自身的信息披露，则要求更加严格，决不允许政策信息通过非正式渠道泄露出去，其保密制度高度安全。

我国股市对上市公司的信息披露还停留在重大事件的披露、公布半年和全年财务报告上，对违规者的处罚主要限于罚款而且从轻发落。《证券法》公开允许国家有关部门规定信息披露报刊，给上市公司信息披露带来很大的财力负担和信息资源的巨大浪费，在信息披露方面形成了政策垄断，不利于信息披露制度的规范化。并且，由于指定信息披露报刊的存在，使得上市公司的信息披露非常分散，投资者不能及时而全面地掌握上市公司所披露的信息，同时还造成媒体之间的不公平竞争，导致巨大的资源浪费。