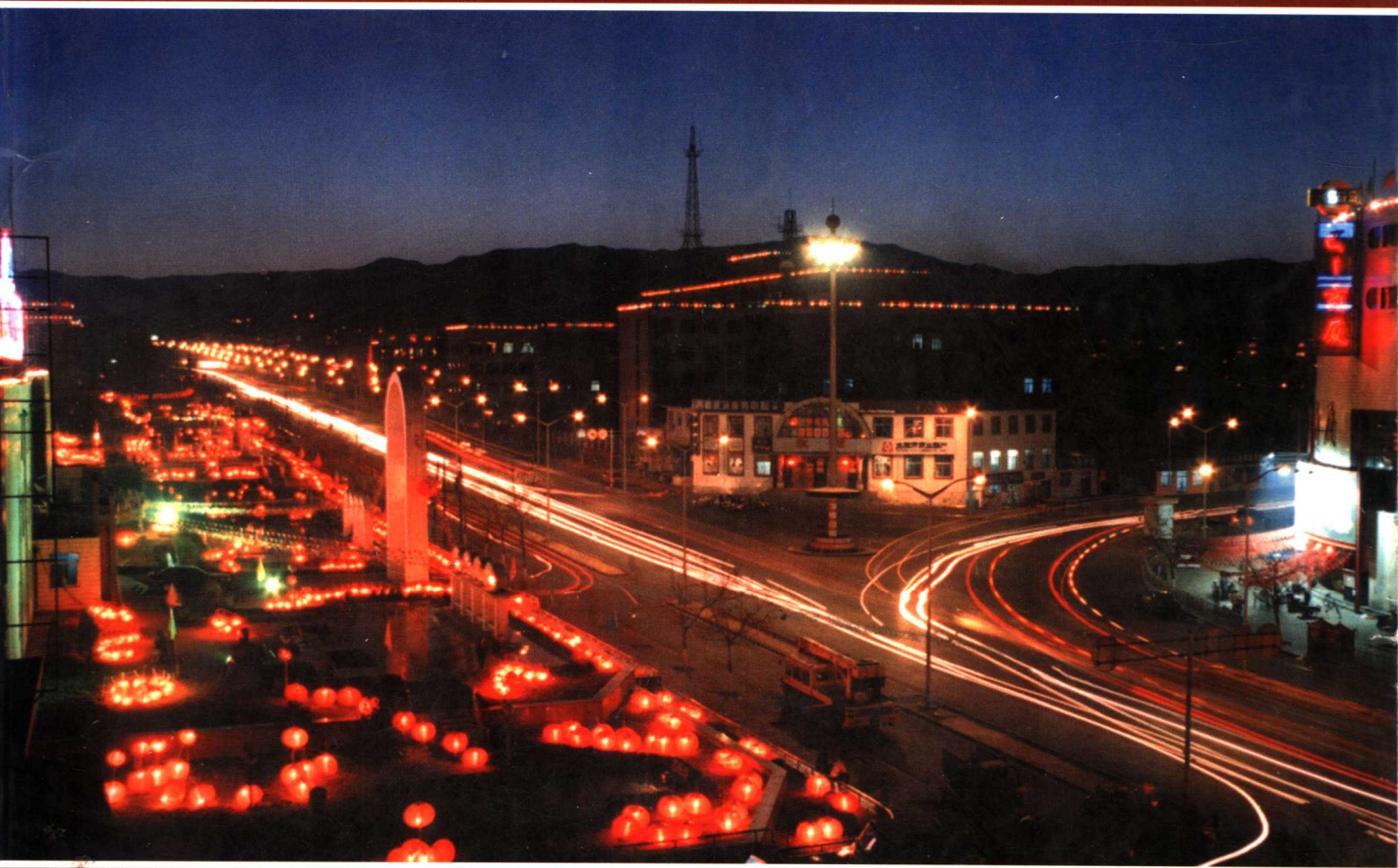


中国证券市场十年发展与回顾

辛乘胜主编



中国言实出版社

中国证券市场十年发展与回顾

辛乘胜 主编

中国言实出版社
北 京

图书在版编目 (CIP) 数据

中国证券市场十年发展与回顾/辛乘胜主编.

- 北京: 中国言实出版社, 2001.5

ISBN 7-80128-318-X

I. 中...

II. 辛...

III. 资本市场—概况—中国

IV. F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2001) 第 028819 号

中国言实出版社出版发行

(北京市西城区府右街 2 号, 邮政编码 100017)

电话: 64924761 64924716

<http://www.zgyscbs.com>

新华书店经销

北京意无涯印刷设计有限责任公司印刷

889 毫米 × 1194 毫米 16 开 9.25 印张 260 千字

2001 年 5 月第一版 2001 年 5 月第一次印刷

定价: 65.00 元

(如印装质量不合格 请与出版社联系调换)

目 录

第 一 篇

高层论坛

中国证券市场的发展与展望	周小川(1)
加强制度建设与创新 促进中国证券市场健康发展	李剑阁(3)
证券市场十年实践的体会与思考	刘鸿儒(6)
积极推进我国证券市场国际化进程	高西庆(12)
加强证券监管 保护投资者利益	屠光绍(14)
黑龙江证券市场发展回顾	宋法棠(16)
发展证券市场 壮大西藏经济	列 确(18)
规范发展 促进结构调整	张 平(21)

专家视线

推进制度创新 促使我国证券市场快速健康发展	高尚全(26)
证券市场十年的反思	王波明(29)
二板市场的回顾与展望	刘纪鹏(31)
主板市场如何迎接全球化挑战	曹远征(37)
股权结构优化与上市公司治理改进	张宗新 房延安(40)
基金革命——投资基金对上市公司治理结构的优化	赵雄凯(44)
证券市场微观结构理论及对中国证券市场的启示	罗 芳 欧阳红兵(47)
证券市场的完善与国有企业的改革	王恕立 晏文胜 万 君(50)
对“ST”“PT”阵容不断扩大现象的分析	石巧荣(54)
证券市场的制度、行为与效率	陈永生(58)
中外证券市场的监管体制分析	赵本光(63)
证券市场国际化的效应与战略定位	王艺明 陈浪南(66)

市场聚焦

将规范进行到底	徐建民 赵 红(70)
证券市场需要打假	张 炜(72)

面向二十一世纪的中国证券公司机遇与挑战	赵大健(76)
中国证券市场超常规创新的理性思考	王开国(78)
中国证券市场创新体系研究	李启亚(81)
我国券商兼并重组动因、效应及模式分析	郑晓满(89)
世纪之交的证券天下	李怀军(93)
地方性券商的机遇与挑战	张广慧(98)
立足经纪券商 迈向规模发展	大同证券经纪有限责任公司(101)
十年证券市场大事记	(104)

第 二 篇

上市公司

沐改革春风 闯股份新路

——渤海集团与中国证券市场同发展	(1)
------------------------	-----

以科技为先导 夯实市场

——江苏吴中实业股份有限公司	(2)
----------------------	-----

科技创新 企业制胜法宝

——江苏恒瑞医药股份有限公司	(3)
----------------------	-----

立足林业 走向市场

——苏福马股份有限公司	(4)
-------------------	-----

山东华泰纸业集团股份有限公司	(5)
----------------------	-----

改革赢得机遇 创新再求发展

——南京新街口百货商店股份有限公司	(6)
-------------------------	-----

西山煤电 中国焦煤资源第一股	(7)
----------------------	-----

煤炭板块的新星

——山西神州煤电焦化股份有限公司	(8)
------------------------	-----

在光通信领域中闪耀的法尔胜	(9)
---------------------	-----

熠熠闪光的西部明珠

——访吴忠仪表股份公司赵广生董事长	(10)
-------------------------	------

声乐跃向新高度

——访山东声乐股份有限公司董事长吴培龙	(13)
---------------------------	------

寻找闪光点 开创新纪元

- 访许继集团有限公司董事长、总经理王纪年…………… (14)

“海上山东”升起的朝阳

- 访山东海化集团董事长杜德富…………… (17)

探索中前进 务实中发展

- 访山东兖矿集团董事长赵经彻先生…………… (20)

既然选择了远方 便只顾风雨兼程

- 访哈尔滨高科技(集团)股份有限公司董事长李明…………… (22)

中介机构

- 光大证券有限责任公司…………… (25)

高效诚信 稳健创新

- 华泰证券有限责任公司…………… (26)

积极进取 稳健经营

- 阳泉市信托投资公司证券营业部…………… (27)

诚信立业 规范发展

- 大同证券经纪有限责任公司…………… (28)

举科技大旗 重管理效益

- 南方证券有限公司郑州伊河路证券营业部…………… (30)

市场中寻机遇 规范中求发展

- 南京证券有限责任公司…………… (31)

务实 开拓 稳健 卓越

- 海通证券太原营业部…………… (32)

以法“入市”

- 山东平正大律师事务所…………… (33)

回首辉煌 再创未来

- 山西省信托投资公司证券业务发展历程…………… (34)

风云人物

中国市场经济的拓荒人

- 记渤海集团董事局主席兼总裁李甫田…………… (36)

中国证券市场的发展与展望

□中国证监会主席 周小川

过去十年,是中国改革开放和经济建设取得巨大成就的十年。社会主义市场经济体制的基本框架初步建立,市场在资源配置中的基础性作用日益显著。我国国民经济保持了持续、稳定、健康发展的良好势头,综合国力显著增强。

过去十年,伴随着改革开放的推进,证券市场取得了巨大发展:

——十年间,一大批国有企业发行上市,在国有企业建立现代企业制度的改革实践中起到了先导和示范作用,也为推进传统产业升级换代开辟了直接融资渠道。截至2000年11月底,境内上市公司已达1063家,累计筹集资金4846.1亿元,境外上市公司筹资1439.1亿元(173.8亿美元),红筹股筹资3158.0亿元(381.4亿美元),我国证券市场境内外累计筹资总额达9443.2亿元。国有企业发行上市,降低了资产负债水平,加快了技术改造步伐和高新技术的推广应用,推动了产业结构和产品结构调整,并使上市公司按照现代企业制度的要求,初步建立了法人治理结构,加速了决策科学化、经营市场化、监督社会化和经营责任法律化的进程,为国民经济整体素质的提高打下了基础。

——十年间,证券市场从无到有,从小到大,建设成效显著,市场规模和水平实现了历史性跨越。截至2000年11月底,我国股票市场市价总值已达46000多亿元,投资者开户数达5600多万户。股票、基金、债券已全部实现无纸化发行与交易,沪深证券交易所的交易和结算网络覆盖全国各地,主要技术手段已达世界先进水平。证券市场中介机构不断成长,目前已有98家证券公司、2600多家证券营业部。机构投资者发展壮大,目前已有34只证券投资基金,基金总规模550多亿元。

“十年树木,百年树人”。初具规模的中国证券市场对于提高社会资源配置效率、促进国民经济结

构调整、现代金融体制改革及社会主义市场经济体制的建立,发挥了重要作用。

证券市场十年发展取得的巨大成绩,关键在于有邓小平理论的指引和党中央、国务院的正确领导,使我们能够不断克服各种困难,坚定不移地培育和发展市场,尊重市场规律,力求让市场机制发挥主导作用。

邓小平同志1992年的南方讲话,在一些重大理论和实践问题上解除了思想上的禁锢,带来了思想解放,为中国证券市场的发展创造了历史机遇,证券市场也由地区性试点进入了在全国范围内进行推广和发展的阶段。同时,在这十年中,党中央、国务院对证券市场的发展给予了充分肯定和正确指导。江泽民总书记、朱镕基总理针对证券市场发展过程中遇到的各种问题和困难,多次做过重要指示,指明了证券市场发展的正确方向,使我们得以轻装上阵,把证券市场的发展坚持下去。

十年的实践充分证明,只要坚持以邓小平理论为指导,认真贯彻党中央、国务院的方针政策,按照市场经济的规律和要求,规范发展证券市场,证券市场完全可以在国民经济中发挥重要作用。正如江泽民总书记指出的:“实行社会主义市场经济,必然会有证券市场。建立发展健康、秩序良好、运行安全的证券市场,对我国优化资源配置,调整经济结构,筹集更多的社会资金,促进国民经济的发展具有重要的作用。”

《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》强调,要“规范和发展证券市场”,并提出证券市场要“支持高新技术产业化”,要“鼓励国有大中型企业通过规范上市,实行股份制”,要“培育和发展机构投资者”,要“加强市场监督和上市公司信息披露”以及“适应跨国投资发展趋势,积极探索采用收购、兼并、投资基金和证券投资等多种

方式利用中长期国外投资”。《建议》的精神为证券市场的发展进一步指明了方向。

为了更好地发展证券市场,我们需要认真总结十年来的成就和经验,分析存在的问题,研究在新形势下规范和发展的措施。

与成熟市场相比,我国证券市场在立法、监管、规范等方面还有待进一步加强,要针对市场规范化程度不够、操纵市场和欺诈投资者行为时有发生、监管人才和手段不足、市场国际化程度有限、市场层次、品种单一及结构不完善等问题研究解决办法。

在这个过程中,要把握好三个关键:

第一,加强证券市场法制建设,在依法治市的基础上,加大对证券市场的规范力度。要根据市场需要,补充和完善现有的法律法规体系,同时,面对不断出现的新事物、新情况,积极研究监管办法,为市场的发展和规范提供良好的法律保障。

第二,在即将加入 WTO 之时,我们要在加快证

券市场发展、鼓励竞争和创新的基础上,不断推进市场化进程,坚持让市场机制发挥作用。积极培育机构投资者和有竞争力的证券公司,提高上市公司质量,逐步实现我国证券市场向成熟市场的过渡。

第三,要切实转变监管理念,把保护投资者利益作为监管的首要任务和目标。其重点是保护中小投资者的合法权益,这是国际资本市场的共识。要从制度保障、加强投资者教育、加大监管力度和社会监督等方面入手,增强投资者信心,将保护投资者利益落到实处。

世纪之交,中国证券市场面临难得的机遇和挑战。展望今后十年,我国将进入经济结构战略性调整的重要时期,证券市场的健康、稳定发展及在优化资源配置中发挥的作用是促进我国经济继续保持较快增长的重要保障。

总结过去,展望未来,我相信中国证券市场将有一个更加美好的明天。

加强制度建设与创新 促进中国证券市场健康发展

□ 国务院体改办副主任 李剑阁

在过去的十年中,中国的证券市场从无到有,从小到大,时至今日,已成为中国经济生活中的重要组成部分。经过十年的努力,我国已初步建立起证券市场的基本框架,尤其是今年以来,我国证券市场在改革证券监管体制、改革股票发行制度、扶持高新技术企业、完善上市公司管理制度、培育机构投资者方面,已取得明显的进展。但我们也应该认识到,中国的证券市场尚处于发展的初期,在它的生长发育中还存在某些制度性缺陷。国际资本市场的历史经验表明,发达而完善的资本市场对国民经济的发展具有积极的促进作用,看似繁荣却发育不良的资本市场最终会给国民经济带来麻烦。目前,我国的经济体制改革正不断深入,社会资金的动员方式及配置格局将会发生大的变化。作为现代市场经济体系的重要组成部分,资本市场通过加速资本营运、盘活资本存量、提高资金融通效率等机制,发挥其优化资源配置的功能。因此,在发展中进一步改革和完善资本市场,加强制度建设与创新,是我们面临的一项重要任务。

一、资本市场的功能定位与监管理念

现在人们一般都能从积极意义上认同资本市场的作用,但往往对资本市场抱有过高的不切实际的期望。这几年,股票市场被赋予过分夸大的功能。其实,资本市场也有许多不能做的事情,如果不切实际地要求资本市场做它不能做的事情,市场的效率就会受损。因此,在资本市场的功能定位上,当务之急是要回到实现资源有效配置这一根本点上来。资源有效配置的出路在于市场化,即产权明晰的经济主体通过充分的竞争来决定价格,在价格的引导下实现资源的配置。

政府监管的立足点,应放在维护市场的“三公”原则,为市场参与者提供一个信息披露充分、交易公

平高效的环境,保护投资者尤其是中小投资者的利益,而不应为了所谓控制市场风险,去管那些本应由市场决定的事情。况且,政府对市场的直接参与,陡增了市场的不确定性,实际上是额外增加了市场的风险性,也会伤害市场参与者的信心。一个成熟的投资者不应期望政府维持和推动令大家满意的市场价格,但有理由要求政府建立和维护令大家放心的市场秩序。因此,政府对证券市场的监管理念,应由控制风险转移到揭示风险。如果我们能够做到以市场化的方式,实现风险充分揭示,风险控制就会自然地成为投资者、上市公司及中介机构等市场参与者的自觉反应和行动。

二、规范上市公司

上市公司不能把证券市场当作“圈钱”的场所,而必须为股东创造价值。借助资本市场来支持行业改革,创造一些具有竞争力的国有企业,是许多国家所运用的有效工具。但是,如果以为可以通过股票市场给国有企业融资,而国有企业又从来不能给投资者以合理的回报,总有一天国有企业在股票市场筹资就会十分困难。因此,政府的支持国有企业在资本市场融资的同时,还必须为投资者创造良好的制度环境。为此,必须树立两个理念、构建四个制度框架。两个理念,一是为股东创造价值,在国际资本市场上总是以价值创造作为公司长期业绩的衡量尺度;二是严格信守对市场的承诺,上市公司能否兑现其承诺是影响投资者信心的关键因素。四个制度框架,一是确定可信的监管框架,为上市公司从事价值创造的活动提供法制保证。二是明确分离母公司和上市公司,使上市公司真正获得独立于母公司的市场地位,自主地制定和实施战略,形成为股东创造价值的能。三是创建有效的公司治理结构。当我们在分析内部人控制的弊端时,并不能简单地认为外

部人控制一般地会比内部人控制好,而得出应该回到强化外部人控制的老路上去的结论。特别是对于由国有企业改造而成的上市公司,企业原来的主管部门作为外部人不规范的控制,以及以侵害投资者利益为特征的内部人控制是同时存在的。因此,要设计一种合理的制度安排,建立一种适合本国国情的内部人和外部人互相制衡、互相支撑的公司治理结构。四是通过建立有效的激励与约束机制,创造良好的管理体系,实现股东价值的最大化。在国际资本市场上,一个良好的管理体系意味着更高的公司价值。麦肯锡公司2000年对全球236个机构投资者进行的一项调查显示,投资者普遍愿意为具有良好管理控制体系的公司支付溢价,其平均溢价高达24%—31%。

三、培育机构投资者与调整上市公司结构

近一段时期以来,有关部门花大力气,决定以超常规的方式和速度,培育机构投资者,以改善投资者结构,健全市场功能,这无疑是正确的。但是,这只是问题的一个方面,国际资本市场的经验表明,机构投资者对上市公司往往有其特殊偏好,比如大型的机构投资者就对大型公司有更强烈的偏好。在上市公司结构没有大的改变的情况下,单方面扶持机构投资者,可能会在某些方面造成对市场的扭曲。当然这并非说机构投资者的监管就相对不那么重要。这里只是强调,在培育机构投资者的同时,还应注意调整上市公司的结构,这种调整包括调整上市公司的股本结构和调整上市公司的板块结构两方面。

在股本结构的调整方面,应按照“有进有退”的原则,促进国有股流通。首先,应该允许和鼓励非国有制的经济成分参与国有股的协议转让。如果没有非国有的投资者的积极参与,形成健康的市场竞争价格和严格的优胜劣汰,那么对于股票市场的正常运行和提高投资者的信心都是十分不利的。其次,在制定国有股的上市流通方案时,必须确保国有股流通过程是可控的,但又不是纯粹行政的、随意的和市场无法预期的。由此,要求有一个明确的国有股流通的条件和规则的框架,给国有控股单位以严格的规范和灵活的运作空间,同时又给投资者以公开的信息和风险揭示。

在上市公司板块结构调整方面,已有学者呼吁,

应该尽快允许在海外上市的大型企业在国内A股市场上市,也应允许已在中国有长期运营纪录的跨国公司的子公司或其合资公司在中国A股市场上市。另外,从发达资本市场的经验看,金融类上市公司以其总股本大、流动性强、业绩比较稳定等特点,对资本市场的长期稳定发展也具有重要意义。可以预期,金融类上市公司板块的形成,将改善我国上市公司的结构,进一步提升资本市场的地位和作用。通过调整和改善上市公司结构,增加大量真正具有投资价值的上市公司,有助于使目前的市盈率逐渐回归到符合市场原则的、比较合理的水平上,这只会有利于我国证券市场的长期稳定发展。

四、基金制养老保障制度的建立与投资银行的发展

在建立部分基金制养老保障制度以后,养老基金势必要借助资本市场进行运作,这不仅需要一个发育成熟的资本市场,同时也对金融中介机构提出了更高的要求。对于金融中介机构的核心力量——投资银行来说,这场变革既是机遇又是挑战,应未雨绸缪。

为筹措资金,支付新老养老保障制度的转制成本,弥补养老金的隐性债务,必然要实行国有股的减持计划,这预示着国内股票市场规模的扩大和国有企业境外上市步伐的加快。对中国的投资银行和证券公司来说,需要着力开拓企业改革重组的咨询业务,在这方面国内的投资银行具有外国投资银行所不具备的优势。在基金制养老保障制度建立以后,中国的投资银行应当发展基金管理业务和资产委托管理业务,大胆创新,设计出符合社保基金特点的金融产品。同时,投资银行应大胆引进和起用人才,充分利用国际资本和国际经验,促进中国投资银行的发展。

五、资本市场的对外开放

入关在即,为应对激烈的国际竞争,我国证券业务急需制度创新,提高整体素质。为此,首先必须实现金融立法的现代化,提高证券监管机构的监管水平。目前我国的金融立法主要是借鉴西方国家早期的经验,对当今世界各国金融立法的新变化研究不够。应重新深入研究西方有关金融监管法律产生、

演变的历史背景及其影响,并对我国的相关法律及时作出调整。其次,应研究新的金融产品和金融衍生产品,兴利除弊,在建章立制的前提下,逐步试行某些金融新产品和衍生产品的交易。

另外,作为入关前的一项应对措施,在前一阶段分业经营、分业监管的基础上,逐步有选择地推动银行、保险、证券及资产管理业务的相互融合,以适当的方式组建金融集团。随着金融服务的多元化、国际化及金融创新的进一步发展,组建金融集团是大势所趋。在已进入我国的金融服务机构中,几乎背后都有庞大的金融集团作依托,具有很强的竞争优势。组建综合性金融集团,有利于集团内资源共享、

开发新的金融产品,为客户进行低成本的金融服务,实现规模经济效益,提高抗风险能力。在组建方式上,应主要通过扶持已同时具备证券和资产管理基础,实力较强的证券公司,避免简单地采用行政撮合的办法组建金融集团。金融集团成立后,按照分业监管的原则,控股公司控股设立的子公司,分别由金融、证券、保险等监管机构进行监管。至于控股公司本身,一方面要接受股东的监督,另一方面要接受中央的统筹指导和所在地方政府的属地管理。由于金融集团可以通过不同的子公司开展不同的金融业务,有关监管当局应充分沟通信息,加强相互间的协调与合作。

证券市场十年实践的体会与思考

□全国政协经济委员会副主任 刘鸿儒

一、成就和问题

从我国证券市场发展的历史来看,1981年7月重新发行国债,1987年开办国债二级市场;80年代初一些企业开始发行股票,1986年沈阳出现自发的股票交易市场;1985年开始发行金融债券。1990年上海、深圳两个交易所相继建立,股票市场自此转入集中交易、规范发展阶段。短短十年,我国的股票市场从小到大,从分散到集中,从地区性市场到全国性市场,从国内市场到进入国际市场,无论是市场规模、市场结构还是交易技术都取得了显著进步,并对推动科技创新和国民经济发展发挥着越来越重要的作用,它已经成为中国市场体系的一个重要组成部分。其发展特点是:速度快、规模大、技术起点高。截止到2000年10月底,两个交易所的A股上市公司总数已达1063家;B股上市公司113家,其中82家也发行了A股;另外,还有境外上市公司51家,分别在香港、纽约、新加坡等地上市。境内上市公司的股票总市值46000亿元人民币,相当于GDP的50%;投资者开户数为5600万户;机构投资者近年来成长也比较快,目前11家基金管理公司共发行了31只证券投资基金,基金总规模为505亿元人民币。股票、基金、债券已全部实现无纸化发行和交易,沪深证券交易所的交易和结算网络覆盖了全国各地。

这十年实践最基本的成就是,在完全没有经验的情况下,初步探索出了一条具有中国特色的社会主义资本市场的发展道路。

1. **理论体系:**在邓小平理论的指引下,突破了理论禁区,初步形成了建立和发展社会主义资本市场的理论体系。一是解决了“姓资姓社”问题。股份制和股票市场,资本主义可以用,社会主义也可以用。二是解决了所有制问题。社会主义国家建立股

份制和股票市场不仅不会导致私有化,而且还可以体现社会主义公有制为主体,多种经济成分共同发展的优越性。三是解决了社会主义国家融资渠道多样化问题,改变了过去以间接融资为主、直接融资为辅的原则。为适应融资市场化的要求,体现市场决定、市场制约的原则,大力提高了直接融资比重,对资源优化配置、经济结构调整(特别是存量资产调整)和促进企业机构转换起到了不可替代的作用。

2. **法规体系:**初步建立了社会主义资本市场的法律法规体系。资本市场是高风险的市场,必须依法治市,建立和完善相应的法律法规。十多年来,我们先后制定颁布了《公司法》、《证券法》为核心的资本市场法律法规体系。《证券投资基金法》以及一系列配套法规目前正在起草之中。

3. **发行和交易体系:**初步建立了社会主义资本市场的发行和交易体系。证券发行制度实现了由指标控制、额度管理向市场选择企业、公开不限量发行,由审批制向核准制的重大转变;发行方式实现了由限量发售申购表经无限量发售申购表、摇号抽签向上网定价发行的转变;建立并不断完善股票发行审核委员会制度;市场化水平与市场透明度不断提高。建立了上海、深圳两家证券交易所,现在正在加紧筹建创业板市场,市场结构不断完善。建立了先进的交易清算体系,证券交易实现了从实物凭证向无纸化的转变,目前正在组建统一的中央登记清算服务体系。

4. **监管体系:**初步建立了以政府监管、自律监管和社会监管为核心的监管体系。全国集中统一的证券期货监管体制不断完善。1997年,国务院决定上海、深圳两家证券交易所划归中国证监会领导管理,1988年以后,各政府部门和地方的证券监管职能已经划归中国证监会。中国证监会在中国中心城市设立了9个证券监管办公室,2个特派员办事处;

近期又成立了稽查分局;监管机构的设置和分布趋于合理,监管力量有所加强,为提高监管效率提供了有力保障。证券交易所、证券业协会以及证券经营机构自身的自律监管不断强化,会计师事务所、律师事务所等社会中介机构的社会监管职能日益明显。

5. 国际化进程:初步实现了证券市场与国际惯例接轨。目前,中国证券市场的法律制度、会计制度、发行与交易技术已经开始与国际惯例接轨,先后发行了B股、H股,中国的企业进入国际资本市场。加入WTO以后,外国资金和证券经营机构将逐步进入中国,中国资金与证券经营机构也将逐步进入国际市场,中国证券市场的国际化步伐必将不断加快。

6. 人才队伍:培养了一大批证券业人才,数量大幅增长,素质有了很大提高,初步形成了一支年轻有为而且专业化水平较高的证券业队伍。

当然,中国的证券市场毕竟是一个新兴的发展中的市场,依然存在很多有待解决的问题。我们既存在新兴市场普遍存在的问题,如散户投资者占据主体地位,市场投机性比较强,内幕交易、大户操纵股价、小户盲目跟踪,违法乱纪现象时有发生,如何保护中小投资者利益是个亟待解决的问题。同时,也存在国有经济和计划经济在转轨过程中特有的问题,如同一公司的国有股比重过大、公有股不能上市流通、AB股两种市场分割;国有企业改制时有的虚假包装;改制后的上市公司没有真正转换经营机制,不能严格按照法律法规依法规范运行、信息披露不准确、不及时;市场化水平不高,透明度不强,行政干预色彩依然浓厚;监管部门监管水平不高,投资者风险意识不强。

二、经验和体会

(一)思想认识的转化是发展证券市场的先导

认识转化与理论突破,是最重要的,也是最艰难的。在中国这样一个社会主义国家,发展资本市场当然会有经济风险,但更重要的是政治风险。在整个金融体制改革中,资本市场是最敏感的部分,也是争论最多的部分,所以我们把它放在金融改革的最后一步。

认识发展的第一阶段是要不要建立资本市场,解决“姓资姓社”的问题

1990年深圳突然出现股票热。深圳证券公司、中国银行深圳分行和深圳国投的三个证券交易窗口的交易突然热起来了。国务院委托我率工作组调查了三次。股票热引起很多争论,有人主张取消试点。1990年是深圳、珠海两个经济特区十周年大庆。江泽民同志率中央各部门负责同志参加庆典,同时进行调查,研究是否还继续进行股票市场的试点。江泽民同志让我跟他在回北京的路上汇报情况。在从广州到北京的两个多小时飞行途中,江主席问得很认真,我根据调查结果逐一回答。我建议,股票市场的试点不能取消,可以暂不扩大。我还表示,请领导相信,我们有办法找到一条适合中国国情的社会主义的证券市场发展道路。江泽民同志最后说,股票市场的试点应该保留下来,继续试验,暂不扩大。

1990年股票市场热起来以后,各地股份公司发展很快。虽然交易所建立了,但认识问题并没有完全解决。正在此时,小平同志在南方发表了讲话,其中对股票市场、证券交易所问题明确指出:“证券、股市这些东西究竟好不好,有没有危险,是不是资本主义独有的东西,社会主义能不能用,允许看,但要坚持试。搞一两年了,对了,放开;错了,纠正,关了就是。关,可以快关,也可以慢关,也可以留一点尾巴。怕什么,坚持这种态度就不要紧,就不会犯大错误。”这实际上是对股份制和股票市场试点进行了肯定。

到这个时候,大方向明确了,但要具体落实。体改委、生产办在深圳召开股份制试点座谈会,专门研究如何规范股份公司。开会以后,国务院发了文件,肯定股份制试点。这样,全社会舆论导向发生了转化,开始重视、支持股份制试点。

认识发展的第二阶段是如何看待风险,解决好规范与发展的关系

1990—1992年这段时间,解决了股份制和股票市场“姓资姓社”、可以试验的问题。由于人们一时还看不准,认识有差异,主要对股票市场的政治风险看得过重,因而处于允许试验、限制发展的状态。一方面,经济的发展在客观上需要证券市场的发展,压力很大;另一方面,又需要规范限制其发展。人们的认识依然有一系列问题没有解决好。例如,股份制试点是否会导致国有资产流失,国有股应占多大比例,是否会影响社会稳定,等等。目前上市公司还有

三分之二的股份不能流通,就是因为这个原因。当时我们多次讨论国有股到底应占多大比例。大家都认为公有股控制占60%左右较为安全;国有股不能参与流通,担心进入流通,国有股比例下限就无法维持。这样,流通股一般在40%。虽然这一比例比较小,但作到这一步在当时就已经是很不容易的了。这个问题直到十五大才解决,决定减持一部分国有股。

股票市场规范与发展的关系是一个时期以来困扰我们的问题。我认为,正确的认识应该是在发展中规范,在规范中发展,二者不可偏废。只讲规范而不讲发展,市场无法发挥作用,进而萎缩,这本身就是一种极大的风险。只讲发展而不讲规范,泥沙俱下,良莠不分,迟早会出问题。发展与规范是辩证统一的。

认识发展的第三阶段是如何看待发展中的问题,解决好发展和监管的问题

党的十五大和《证券法》通过以后,全党全国上下都明确地肯定支持证券市场的发展。当然,认识差距仍然存在,原有的问题解决了,新的问题又出现了,或者是原有的认识差距又在新的条件下,以新的形式表现出来了。

资本市场经过十年的实践取得了很大的成绩,但也暴露了很多问题,或者说暴露了股票市场的黑暗面。对此,出现了不同认识,引起了一些不同看法。有不同看法是改革深入发展的表现,是好事。我认为,目前存在的多数问题是不成熟的新兴市场难免会出现的问题,也就是一定发展阶段上的问题。我同意一种观点,即:发展中的问题要在发展中去解决。对年仅十岁的中国股票市场,第一,坚持改革方向不动摇。在这个大目标下,一切认识问题都可以逐步解决。第二,坚持严格依法监管,保护广大投资者利益。第三,全面地历史地分析存在的问题不能以偏概全,而且承认完善和成熟需要一个过程。成熟的市场也会有新的问题出现,因而要不断完善法规,不断强化监管。

(二)提高市场化水平,增强透明度是防范风险的要害所在

证券市场,尤其是其中的股票市场,是风险最大的市场。风险永远存在,不可能根除。如何防范风

险是全世界共同关注的问题。证监会成立以后,我请海外朋友帮我收集了有关1933年世界经济大危机以来全球范围的、局部地区的股灾的过程和经验教训的资料,以便借鉴国际经验,结合中国国情,探索自己的道路。

从中国十多年的实践来看,大家共同的认识就是要健全法规,依法运行,严格监管。针对不断出现的问题,不断地制定法律法规并严格执法。但是,如何从根本上解决这个问题?我们现在越来越清楚地体会到事情的另一面,同时也是非常重要的一面,就是提高市场化水平,增强市场透明度。证券市场流行的格言讲得好:“阳光是最有效的消毒剂,电灯是最好的警察。”

我们在实践中越来越深刻地体会到了这一点。“8.10事件”就是认购表发行的透明度不高,出了问题,结果技术问题引发社会问题和政治问题。当时我请香港、台湾同行谈过多次。后来我将这个意见写了个报告给朱镕基同志,建议无限量发行认购表,强化透明度,他批示同意,先是在青岛啤酒发行股票时做了实验。虽然这种办法造成很大的人力、物力、财力的浪费,但如果没有这个浪费就无法教育群众。然后,我们又研究了很多办法,如与定期储蓄存单挂钩等等,直至现在的上网发行。

股票发行也是这样。原来大家都跑到北京来找关系,我们就把第一步审查交给各省,证监会组织专家审查委员会审查,现在发审委有80多名委员,名单保密,专家独立,效果就好多了。

信息披露尤为重要。证监会成立之初,我就研究美国做法。他们那里是上市容易,上市后难。公司上市后监管部门的跟踪很紧,一切活动必须公开披露,否则就按违法论处。现在许多国家和地区都在采用美国做法,上市后进行密切跟踪,强化透明,及时公开信息。发现异常,及时调查,一查到底,严肃处理。

还有价格。证监会成立后坚持一条原则:不干预价格。否则,就不是真正的市场。讨论《证券法》时,有两种意见,有人主张发行价格应该报批。我说,这怎么能报批呢?价格不透明,一切都不可能透明。

为了增强透明度,政府与市场的关系应该是:政

府必须严格监管。监管得越严格、得当,市场就越能稳定发展,广大投资者利益就能得到保护。另一方面,我们又必须看到,政府不能与市场贴得太近。应该由市场决定的事情,政府不要去决定。我认为周小川主席最近的发言很好:裁判员和运动员一定要分开。裁判员靠的是规则,明确细致,执法严格公正;至于运动员如何活动,球怎么打,裁判员不要管。这个形象比喻是经验的总结,把政府与市场的关系说清楚了。

(三)在证券市场迅速发展的同时,应下大力气培养和发展投资者队伍

证券市场迅速发展、规模增大以后,我们关注的重点应转向资金来源、投资者队伍的形成和壮大。因为要求上市的企业多了,出现了投入证券市场的资金供求不平衡的问题。要重点研究机构投资者,包括保险基金、社会保障基金和投资基金等。

从国际经验来看,市场走向成熟的标志是从散户投资者投资短期投机为主,转向机构投资者长期投资为主。

目前,国际上变化很大。第一,投资基金在金融市场的地位显著上升。1999年底,美国商业银行的资产为60000亿美元,而投资基金的资产为68000亿美元,已经超过商业银行,成为一个强大的资金力量。第二,基金持有的证券比例也在上升。1999年底,投资基金持有股票的11.8%,商业票据的44.7%,公司债、外国债券的11.3%,国库券、联邦债券的7.9%,市政债券的31%。而个人持有的股票比例在下降。共同基金对上市公司治理施加的影响越来越大。美国前100名最大上市公司,机构投资者持有的股份占60%。第三,从资金来源说,机构投资者,特别是养老金已成为共同基金的重要资金来源。1999年底,机构投资者占有共同基金资产份额的45.6%。虽然70年代以前基金主要是针对个人的,但70年代以后基金吸收了越来越多的机构投资者。第四,开放型基金成为主要形式,封闭型基金的数量已经很小。第五,投资基金品种发展越来越快。随着市场变化不断增加,现在已经有几十种。例如景顺基金管理公司在亚洲金融危机时,因为投入货币市场和债券市场的收入稳定,虽然股票基金收入不多,但可以实现堤内损失堤外补。第六,基金

集中发展的趋势比较明显。美国前10家基金公司就管理了68000亿美元资产的50000亿美元。

中国要借鉴国际经验,大力发展投资基金,特别是要发展开放式基金,同时,要吸收社会保障资金等机构投资者进入市场。去年国务院批准政协经济委员会的建议,同意保险资金通过证券投资基金进入股票市场,这是一个良好的开端。今后,各种社会保障基金将会迅速增大,所以,现在应该研究这批资金如何安全稳定地进入资本市场。

(四)上市公司的质量,是证券市场稳定发展的基石

我在证监会工作时说过一句话:股市猛涨,上面有意见,怕出事;股市猛跌,下面有意见,怕被套住;股市既不涨也不跌,所有人都有意见,说这不是市场。如果要想让市场稳定发展,只能靠上市公司的业绩是真实的、发展是有成长前景的企业,经得起市场风浪的考验。这是保护投资者利益的根本所在,是证券市场稳定发展的基础。

第一,要真正实现上市公司信息披露的真实、准确、完整。

第二,国有企业改制的上市公司要真正转制。如果只挂上市公司的牌子,而不改国有企业的机制,政企不分;母公司和上市公司不分,继续发展下去是很危险的。

第三,企业改制为股份公司后,必须依法运行,这有一个实践过程和学习过程。为保证上市公司质量,证监会在1994年提出建立上市前一年的辅导期制度,后没执行,今年正式实施了。

第四,要建立健全上市公司法人治理结构。董事会要真正发挥作用,建立独立董事制度和专门委员制度。同时,采取措施保护中小股东权益。其中,最重要的条件是,股权要分散,不能过分集中。高级管理人员报酬实行年薪制和股票期权制度。

第五,企业要运用新技术,发展新品种,增强市场竞争能力和占有率,否则会被市场淘汰。

第六,重组、改制、收购、兼并发展很快,是企业结构调整的重要渠道,同时还要研究上市公司被淘汰、退出的机制和出路。

(五)中介机构是证券市场的桥梁和民间警察

成立证监会之前,香港朋友说,会计师、律师和

券商等中介机构是政府不用花钱雇佣的警察。政府监管人员可以不认真,工资照拿。中介机构不敢不认真,不敢出差错。否则,他们就没有人请了,就没有饭吃了,严重的甚至还会进监狱,所以必须认真。现在看来,市场化程度越高,透明度越强,中介机构负担的使命也越重,对他们的要求就越高。中介机构既充当桥梁,又发挥把关作用。证券市场是否会出问题,首先表现在中介机构是否严格把关、认真负责。如果中介机构工作质量不高,甚至弄虚作假,就会断送证券市场的命运。

第一,提高人员素质和职业道德水平,不能只顾赚钱而不负责任。

第二,作好尽职调查,认真查实情况后才能表态、签字。

第三,增强中介机构的独立性,摆正与客户的利益关系,证券公司内部应建立“隔离墙”制度,把投资、服务、调查研究分开。

第四,建立对中介机构的技术调查和监督制度。

第五,完善法规,严格追究经济责任和法律责任,不能讲情面。

(六)证券市场的结构要适应经济发展的变化

上海、深圳两个交易所建立以后,很多地方都希望再建立另外的交易所。为此,我到美国调查过,考察了几家交易所。我问美国人,你们的通讯技术如此发达,为什么还要搞这么多交易所呢?他们的回答很简单:有利竞争,为不同对象服务。NASDAQ发展很快,是为有发展前景的中小企业服务的。我们考虑到当时沪深两家交易所刚刚建立,经验不足,其它市场形式暂时不予考虑。

关于二板市场。原来讨论过柜台交易,但我们表示反对,因为这种交易形式很难监管。NASDAQ这种报价系统交易倒是可以考虑的,但前一段条件不成熟。现在情况变了,市场发育和监管条件改善了。更为重要的是,高新技术企业和有成长性的中小企业的发展需要二板市场。二板市场搞成NASDAQ式的,完全用现代化设备,实行集中统一监管,大家就比较放心了。

当然,上市企业不应完全限于高科技企业,应该包括成长型企业。高科技很难界定,用行政管理办法审定,容易脱离市场,出现腐败现象,而且不可

能有万能科学家审查所有高科技企业。更重要的是,如果上市企业仅限于高科技企业,流通量太小,市场活跃不起来。B股市场已有教训,香港的创业板也有这个问题。

至于二板市场上市条件的宽松问题,不能说二板市场的条件就降低了。这要从两个方面来看。从市场准入来看,进入门槛的确是降低了,如资本规模,经营年限都放宽了;但从条件来看,要求却是提高了,上市企业必须具有较高的成长性。中小企业的风险本来就大,所以只能靠好的成长性来吸引投资者。因此,不能简单地说创业板市场对上市企业的要求低了。

此外,如何防止过度投机违规操纵市场,如何建立上市公司退出机制等都是需要认真研究的问题。

关于期货市场。如果条件具备,期货还是应该发展。前一阶段期货盲目发展,监管不够,出现了一些问题,决定暂缓发展。这是有道理的。但从市场完善的角度来说,从防范风险的需要而言,现货市场与期货市场要配套进行。我们应该创造条件解决这个问题。

(七)进入国际资本市场,遵循国际规则运行

为了扩大引进外资,我们研究并试验了多种进入国际资本市场的渠道。除了到国外发债外,在外汇管制的条件下,创办B股,外国投资者之间用外汇买卖。这是一种过渡形式。B股吸引了外资,积累了经验,也暴露了很多问题,主要是企业和市场在中国境内,透明度差,信息披露不够,流通量小。有个建议比较好,就是建立B股投资基金。国内居民可通过基金将外汇投资于B股市场,既可防止冲击外汇市场,又可以慢慢实现与A股的合并。当然,这要慎重。

关于H股。这是在国务院领导下,我们专家小组研究了一年,1993年才出台的。H股比B股前进了一步,企业在境内,市场在境外,好处是大规模利用外资,并以国际规则促进企业转换机制。现在遇到的问题是上市公司的国际竞争力上不去。这有两方面的原因:一是国有企业的机制没有真正转换,二是没有跟上国际市场的变化,运用新技术创造新产品、提高经营管理水平。根本问题是没有按照国际规则运作,在相当程度上是国有企业“穿新鞋,走老

路”，只有科隆一家是乡镇企业出身，机制好，竞争力强。这从另一个方面说明了机制的重要。

关于红筹股。企业 and 市场都在境外，透明度较高，境外投资者比较喜欢，问题是多数企业的经营业绩上不去，跟不上市场的变化。

加入 WTO 以后，外资必将以更大规模、在更深的层次上进入中国。在不久的将来，中外合资基金管理公司、中外合资证券公司都将成立。同时，海外企业也会积极寻求在中国市场上市的途径。另一方面，中国的证券经营机构也要积极进入国际市场，参与国际竞争。

三、未来前景：定位和目标

我国的证券市场即将进入新的发展阶段。在新的阶段，证券市场的定位和目标都要进行相应调整。

证券市场已成为中国现代市场经济的重要组成部分，它在今后十年肩负着特殊的历史使命，具体而言：

它是国有企业改革的主要出路，这在十五大以

后已经明朗了；

它是民营经济发展的必然要求。民营经济扩大规模需要低成本融资，要从家族式企业转变为现代企业，这都要依赖资本市场；

它是实现经济结构大调整的主要工具，是调整传统产业结构和发展高新技术产业的基本条件。美国发展的实践证明，高新技术产业和资本市场是推动美国新经济的两个轮子。

我国证券市场的目标应调整为，“逐步完善，走向成熟与国际接轨。”逐步完善的主要内容是，解决中国遗留的特殊问题，如 AB 股的合并，法人股的流通，国有股比例过高，政府的不当干预等；走向成熟的主要内容是，从散户短期投机为主转向机构投资者长期投资为主，证券品种从单一化转向多样化，法规完善，监管体系和手段健全，市场依法运行；与国际接轨的主要内容是，市场运行规则国际化，专业人员水平国际化，我国的企业和投资银行走出国门进入国际市场，逐步形成跨国集团。