

谁在左右中国股市

水皮 / 著

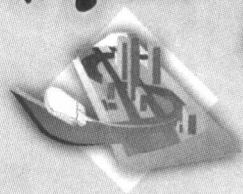
◆ 决策者 谁在拍板
◆ 管理层 谁在负责
◆ 所有者 谁在博弈
◆ 经济学家 谁在说话



社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)

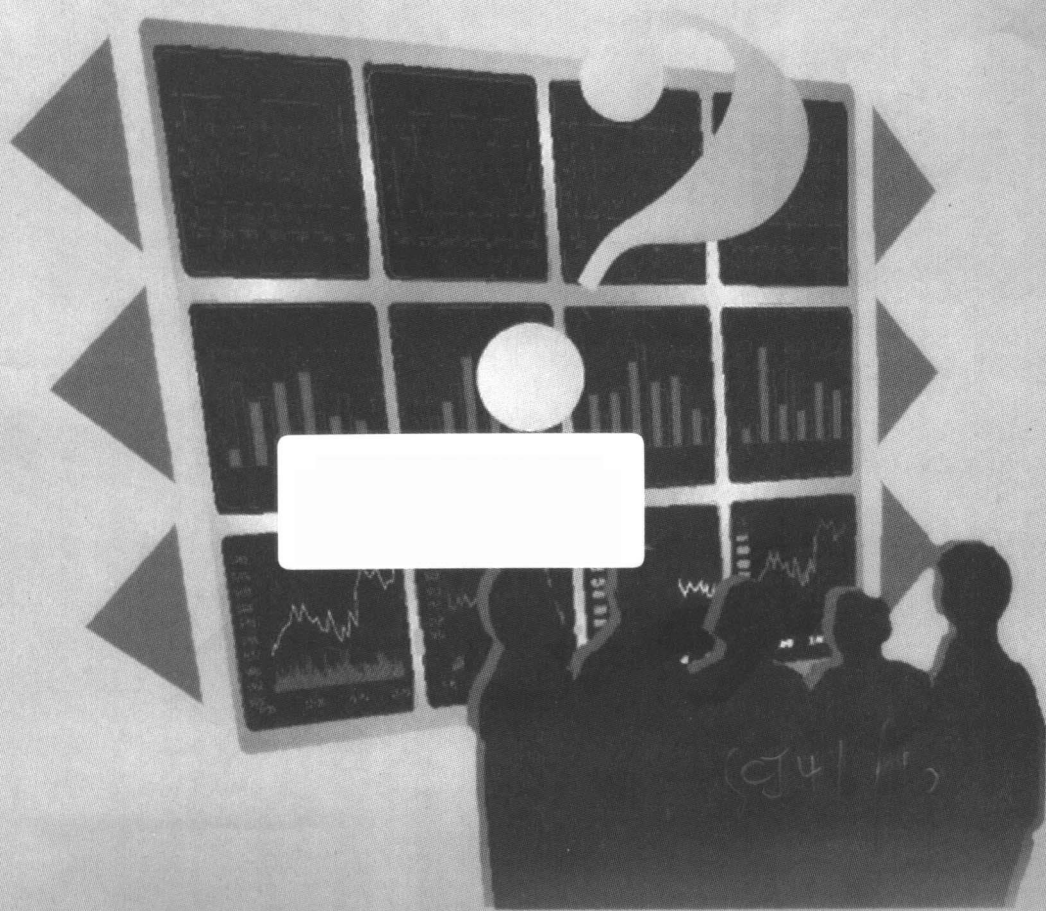
F832.51
37

谁在左右 中国股市



社会科学文献出版社

水 皮/著



谁在左右中国股市

著 者 / 水 皮

出 版 人 / 谢寿光

出 版 者 / 社会科学文献出版社

地 址 / 北京市东城区先晓胡同 10 号

邮 编 / 100005

网 址 / <http://www.ssap.com.cn>

责 任 部 门 / 国际文化事业部

(010)65281150

策 划 人 / 鲁思明 马 平

责 任 编 辑 / 许春山

文 稿 编 辑 / 崔芝妹

责 任 校 对 / 任 珍

责 任 印 制 / 严 午

总 经 销 / 社会科学文献出版社发行部

(010)65139961 65139963

经 销 / 各地书店

读 者 服 务 / 客户服务中心

(010)65285539

法 律 顾 问 / 北京建元律师事务所

装 帧 设 计 / 北京金色阶梯文化传播有限公司

印 刷 / 北京季蜂印刷有限公司

开 本 / 787×1092 毫米 1/16 开

印 张 / 20.25

字 数 / 210 千字

版 次 / 2005 年 5 月第 1 版

印 次 / 2005 年 5 月第 1 次印刷

书 号 / ISBN 7-80190-592-X/D-182

定 价 / 32.00 元

本书如有破损、缺页、装订有误，
请与本社客户服务中心联系更换



版权所有 翻印必究

谁在左右中国股市

(自序)

谁在左右中国股市？

编完这套杂谈，水皮情不自禁地写下了这个题目。收入这本书的96篇杂谈，可以看作是水皮直面中国股市发出的天问，没有答案。

股市从来就是一个凭实力说话的地方。

90年代早期，股市是大户们天下，上海滩上几个百万富翁的茶余饭后就能左右上证指数的走势。

90年代中晚期，股市又成为券商的天下，券商概念罩到哪只股票身上哪里就会有翻倍的涨幅。

历史进入21世纪，当年上海滩的大户早已成为过眼烟云，横行一时的券商王朝基本崩塌，只有管理层超常规培育的机构投资者一枝独秀，但是被寄予市场稳定力量的基金不但没有成为中流砥柱，反而成为新的不稳定因素。

谁也不否认，中国股市已经成为一个“乱”市。

1994年8月，中国证监会“三不政策”救市措施可以使上证指数从360多点反弹到1040点，而同样是暂停新股扩容，2004年8月中国证监会救市换来的却是上证指数在1300多点原地踏步。

中国股市是个“地球人都知道”的政策市。但是现在这个政策市





却走到了政策不能左右市场的地步，这不是“乱”市又是什么？

从朱镕基到温家宝，从周小川到尚福林，中国股市的决策者也好，管理层也好，既要正视“新兴+转轨”的现实，又要直面“股权分置”而和成熟市场形成的差异，“路漫漫其修远兮”，等待他们的是不尽的求索。

从项怀诚到李荣融，从许小年到吴敬琏，代表着国有股股东的所有者也好，代表着“海归派”的经济学家们也好，既要追求各自利益的最大化，又要为自己的行为贴上国际化和市场化的美丽标签，于是我们不得不经历一次次政策纠错，承受没完没了的大讨论。

股市从来就是一个名利场，转型时期的中国股市尤甚。在这个名利场中，有的人是“糊涂僧办糊涂案”，有的人却是“揣着明白装糊涂”；有的人是死多头“害人害己”，有的人则是墙头的芦苇随风倒；有的人是没有良心，有的人却是兜售良心；有的人靠股市成名，有的人则靠股市发家。

“天下熙熙，皆为利来；天下攘攘，皆为利往。”

谁都想争夺中国股市的话语权，因为这样，才能够取得影响决策的主动权。

谁都别想独霸中国股市的话语权，因为那样，必然会触犯多元利益格局之下的平衡。

谁都想左右中国股市，但是谁都左右不了中国股市。

直到现在，水皮才清醒地认识到自己的使命和追求，那就是代表千千万万没有话语权的中小投资者，代表他们去影响所有想左右中国股市的强势人物，并且最终影响决策，影响这个市场。

为什么呢！



再论让股市恢复本色

——与成思危的对话录

2004年8月13日,星期五,北京的天气格外炎热。全国人大常委会副委员长、著名经济学家成思危在人民大会堂接受了《中华工商时报》副总编水皮的专访,就中国资本市场的现状以及未来的发展进行了探讨。

水皮:您是我们大家比较尊敬的一位经济学家,这不仅仅因为您是副委员长。您较早倡导发展我国风险投资事业,业内人士称您为“中国的风险投资之父”。到了2000年您又不赞成立即推出创业板,所以我就觉得在您的身上既有经济学家的敏感,又有工程师的冷静和客观。我觉得这一点在中国现在的经济学家中非常难得,包括在您后来发表的《让股市恢复本色》,这的确是一针见血,我们也一直想请教您,中小创业板开盘之后,您也去参加了典礼,我们想听听您的评价。

成思危:我们随便谈,交换意见。1998年民建中央提出的关于加快发展我国风险投资事业的提案被列为全国政协一号提案,可以说掀起了中国风险投资的热潮。可是在1999年年底,在通过《公司法》修正案的时候,我却没有同意将开设创业板这个问题写进去。当时开创业板呼声很高,我做了一些调查和研究,发现当时许多准备上创业板的公司实际都是刚成立,有的一无自己的专有技术,二无自己的场地,三无管理团队。所以我很担心,如果这个时候搞创业板,就可能会把风险投资公司应当承担的风险转嫁到广大投资者身上。所以在1999年年底,在全国人大常委会通过《公司法》修正案的时候,我就很明确地主张在主板设立一个科技板块。





当时强调的是支持高科技企业上市融资，但是板块没有马上设立，还是想按照一步就设立创业板的思路去做。到了 2001 年的时候，由于美国纳斯达克网络股泡沫的破灭，中央对这一决策更加慎重。2001 年 11 月，朱镕基总理在文莱表示，创业板暂时不能推出。中央领导的明确表态，使这个问题及时刹住了车。否则的话，如果当时开创业板，主板一跌，创业板肯定会跌得更加厉害，就像香港的创业板那样，不知会有多少人被套。

当时找我游说的人很多，希望我能支持开设创业板。由此引起我的一个想法，有必要向中央把股市的问题更全面地反映一下。于是在 2002 年年初写了那篇《让股市恢复本色》的文章，这篇文章受到了中央有关领导的重视。

水皮：那篇文章我觉得对当时市场的影响和震动也还是比较大的，对这个市场作了个正本清源的梳理，特别是在有效融资和有效投资这两个方面。

成思危：有效投融资的场所和适度投机的场所是我对股市本色的两个定义。股市本身肯定是有投机的，如果没有投机，如果大家都只有一个同样的理性价格，那就没有买和卖的交易。股市适度的投机，对活跃股市是有作用的。

水皮：您这个观点是很有意思的。现在这个市场上正好有一个情况，我不知道您注意到没有，通过最近基金集体抛售 TCL 集团股票的现象，目前市场有评价认为，基金已经成了会计公司，它完全是根据上市公司下一个财政年度的业绩预期来进行决策，投资行为显得有些过于保守。

成思危：有投机就有风险，有风险就有泡沫，股市的泡沫是客观存



在的。适度投机有助于股市的活跃,而中国股市的问题是过度投机。

但是这里面又带来一个问题,就是当时为了开设创业板,暂停了深圳主板发行新股,但是创业板又迟迟不能开设,大量的资金转移到上海,对深交所形成了很大的压力。这就需要寻找一条出路,当时我与深交所作了一些讨论。

由于直接开设创业板不太现实,我提出了三步走的办法。第一步,将发审委已经通过的一批小盘股打包,作为板块在深圳上市;第二步,研究怎样降低门槛,扩大这个板块;第三步,条件成熟后独立设板。

目前有一些优秀的企业需要融资但没有融资渠道,特别是中小企业。目前中小企业的整体融资结构极不合理,通过银行进行的间接融资达到 98.7%,直接融资的比例只有 1.3%。

我提出的“小三步走”的建议受到了各方面的支持,今年 3 月份两会期间,我已经谈到中小企业板块的出台指日可待,因为我心里有底了,在这期间我对一些具体问题也提了一些意见。

但是当我讲出这个话以后,竟然有一家报纸发表了一个记者的报道,说证监会发言人指出,中小企业板块还没有被批准。我当时正在英国访问,我马上和证监会进行联系,此后证监会公开进行了澄清,说中小企业板块的设立已经国务院批准。我认为这件事背后是有后台的,记者一般不敢随便制造这样的谣言。我对这件事很反感,因此今年 4 月初在深圳举行的风险投资论坛上,我批驳了这一谣言,再一次指出中小企业板块的出台“指日可待”。5 月 27 日,在深交所举行了中小企业板块启动仪式。

我在深圳的启动仪式上讲,中小企业板块的设立仅仅是建立二板市场千里之行的第一步,并提出要注意 4 个问题。第一是要循序渐





进,当时很多人主张要一步就开设创业板,这是不现实的。我们现在走的仅仅是第一步,一定要循序渐进。

第二是一定要理解改革本身是路径依存的,这像下象棋一样,走了第一步就会对下一步乃至几步有影响,而且还不能推倒重来。如果推倒重来,有时候是需要付出很大的代价的,所以我们必须尊重现实。现在已经形成了这样的局面,那么我们就要承认这个现实,在已有的基础上来发展。

第三是要不断创新,要建立多层次的资本市场,正如我一直所强调的,纳斯达克不是二板,它是一个体系,有主板、二板,还有三板。如果单是二板,它的交易量在2000年不可能超过纽交所,它的主板叫全国市场,二板叫小型资本市场,三板就叫柜台公告板,它就是这样一个体系。

我希望深交所也建立这么一个体系,这个体系的好处在哪儿呢?就是在二板挂牌的企业发展到一定程度需要再融资的时候,可以利用杠杆收购的办法进行重组后上主板,另外主板和二板被摘牌的企业也有去处。其实摘牌在国外是常见的措施,这才能发挥股市扶优汰劣的功能。但是摘牌以后,投资者手中持有的股票一定要有一个出路,这就要通过三板市场来变现。

第四是加强监管。中小企业一方面由于盘子小,比较容易被炒作;另一方面则由于内部管理不够规范,容易出问题,因此必须要从信息披露入手,从严监管。

中小企业板块刚开始推出的时候是比较好的,甚至一时出现了过热,但江苏琼花事件的出现对中小企业板的影响很坏,打击了广大投资者的信心。这也有一定的必然性,就是我国的上市公司和中介组织



存在道德上的问题，证监会和交易所的监管应该说也有不够严格之处。当时各方面的反应比较激烈，但是客观地说，中小企业板所出的问题只是个案，与主板相比要少得多，总体来说还是好的。

我们应从此事件吸取教训，绝不允许再有第二个江苏琼花出现，用以后的业绩来恢复投资者的信心。另外，我觉得江苏琼花事件曝光以后，从另一个角度说，要把它从坏事变成好事，提醒投资者要更加注意风险，并应通过法律手段要求赔偿损失。应该说目前中小企业板的发展是比较健康的。

水皮：第一批上市的德豪润达已经跌破了发行价，其公告的业绩跟去年相比下滑非常大。

成思危：这个我认为并不值得担忧，在纳斯达克上市的新浪、网易、搜狐都曾差点跌到1美元以下，遭遇到被摘牌的危险。

水皮：您是不是觉得，中小企业板波动的幅度，理论上应该比主板要大？

成思危：因为小盘股本身稳定性就较差，由于其风险比较大，所以它的波动肯定也大。

水皮：我注意到您在深交所讲话中的第三点对深交所非常有价值，您给它一个建议，不要主观把自己定义为创业板的市場，实际它还是一个多次层的市場，千万不要把上海作为主板，深圳作为二板。

成思危：我的提法是，上海类似纽交所，深圳类似纳斯达克，多层次是由于本身的需要，我当时提倡的是这样一个模式。

水皮：按您的建议和分析，就是深交所不应该仅仅是发行中小企业那样的小盘股，它也应该可以发行大盘股。

成思危：目前还不行，将来应该是行的。将来应该让上市的公司





有选择,就像企业在美国可以自行选择到纽交所或纳斯达克上市一样。

水皮:照您这样设计的框架,如果中小企业成熟的话,它就可以通过其他的形式直接上到二板去。

成思危:将来就是逐步成立独立的二板,和主板分开。

水皮:这大概需要多少年才能够实现?

成思危:现在不好说。由于目前在不少决策过程中存在着一票否决的情况,开设中小企业板块就已经很艰难了,要成为独立的二板,需要得到各方面的赞同。

水皮:您一直在研究风险投资,此前反对创业板贸然推出是由于不能把风险投资家应当承担的风险转嫁到普通投资者身上,那么您是怎么看待现在国内风险投资的状况的?

成思危:中小企业板块推出以后,一些调查表明,国内的风险投资者认为,中小企业板对风险投资的退出是有利的,外国的风险投资者认为作用不大。这与现在我国风险投资的结构有关,前些年我国的风险投资基本是外资和内资各占一半,但近两年由于国内风险投资处于低潮状态,国内风险投资的资金实力在削弱,而国外风险投资的资金实力在增强。国外的风险投资在国内主要是并购,然后拿到国外去卖,所以是否开设二板市场对国外风险投资的影响不大。

水皮:国内风险投资是不是把退出的渠道比较单一盯住了上市这个渠道,其他的渠道还不活跃?

成思危:从国外来看,风险投资的退出并购占 70%,上市占 30%。我们国内对上市这么热衷,首先是由于市盈率高,圈钱容易;而且我们对上市公司分红问题基本上没有什么规定,圈钱的成本很低。圈钱之后可以不给投资者分红,配股还可以成为利好消息。所以我提倡产权



交易,设立产权交易所,为并购提供平台。

中国企业的管理者最担心失掉企业的控制权,上市不会失掉而并购就有可能失去控制权,因此这些企业对并购不感兴趣,热衷于上市。我们有些经济学家对此进行鼓吹,甚至有些人提出没有创业板就没有风险投资,这种观点一度甚嚣尘上。对于这种提法我坚决反对,我曾经特意指出,美国风险投资出现在1946年,纳斯达克诞生在1971年,怎么能说没有创业板就没有风险投资呢?

水皮:实际上,在国内您提出风险投资时也提出了二板市场的概念。

成思危:从现在看来,我认为本土的风险投资发展还要靠创业板的支持,但是一定要在企业达到成熟阶段,确实符合上市的条件时才能上市。我当时主张设立的是科技板块,支持有自主知识产权的企业上市,这是从战略上考虑的。

我一直认为,不能随便把一些民营企业都弄到创业板来上市,这样,不管它实际上有没有真正的融资需求,都会想上市圈钱。因此我主张叫科技板块,但到最后由于不妥协中小企业板可能就出不来,因此我也只好妥协,同意叫中小企业板块。

其实,我不赞成把二板说成是中小企业板或民营企业板,问题的关键应看到底有没有融资的需求,能不能给投资者带来合理的回报,而不取决于企业的规模或所有制性质。

水皮:从中小企业板目前上市的公司来看,大多数公司又出现一个自然人持股的问题,由于自然人在一段时期后有个退出的问题,无形中成了一个变现的场所,出现了一些公司上市后突击高额分红等现象。

成思危:问题的关键在于监管,监管和被监管本身就是一对矛盾,总是相互斗争的。因此,预先把规则定得再具体,也不可能考虑到所





有的漏洞,只能在发展中规范,在规范中发展。

此前有人提出,中小企业板块一开始就应该全流通,但这样要求的话,这个板块就很难出台,因为这个难题一时解决不了。当然,股权分置肯定是不合理的,但这是中国股市先天性不足的问题,我主张对全流通问题应采取慎重的态度。

水皮:对于全流通的讨论,我们可以发现其中有券商的背影,也可以发现一些私募基金的背影,但在没有形成共识的时候,这个问题的解决实际上是行不通的。

成思危:对于这个问题,现在各方正在寻找一个好的方案,但是绝对不能匆忙。2/3 的法人股和国有股,如果真的放出来,可能如同放出了一只老虎。所以我一再主张要思考成熟后再走第一步,否则到时没有退路。

水皮:目前关于全流通试点的传闻很多,您怎么看待全流通试点的问题?

成思危:试点肯定是要开始的。除了过度投机等问题,中国股市目前还存在两个制度性问题,一个是单边市的问题,只能做多不能做空就难以充分发挥股市的功能。另外,半流通市造成同股不同权,非流通股的大股东根本不关心流通股股东的利益。即使在股市不景气的状况下也要进行增发等融资。

这两个制度性问题不解决,中国股市最终将形不成气候,更不要谈股市的规模了。2002 年年底,世界股市总市值相当于 GDP 的 93%,在发达国家是 130%,而我国股市流通股市值仅占 GDP 的百分之十几。因此,中国股市无法成为经济的晴雨表,出现了宏观经济非常好但股市表现却很差的状况。

水皮:要解决这两个制度性缺陷,是同时还是有先后的顺序?

成思危:这两个问题同时解决会比较困难,本来在修改证券法中曾经想为解决这两个问题留一些空间,但是有人反对,证券法的修改也被暂时搁置。要解决单边市的问题,就要有信用交易,允许融资融券,买空卖空,许多人担心这会带来风险,造成投机。实际上没有投机就没有股市,但是让大家理解这个道理需要有个过程。包括全流通问题也是这样,许多人并不知道全流通的利弊在什么地方,或者说一旦搞全流通会产生什么问题。

水皮:您认为现在搞全流通最大的问题是什么?

成思危:关键还是全流通的方案。证监会提出了7种模式,当年按市价减持肯定行不通,我认为按净资产来减持也存在一定问题,因为一些公司现在净资产的质量本身是有水分的,不能与投资者的现金价格同等。

水皮:所以按照净资产为标准来进行全流通也未必是投资者能够得益的方案。

成思危:客观地说,要真正保护投资者利益,要看上市公司还有多少真正有效的资产。

水皮:现在以股抵债会不会也涉及到这个问题?

成思危:我注意到,这个问题您是持肯定态度的。

水皮:在现阶段全流通还无法解决以及大股东占用资金无法收回的情况下,尽可能地消灭非流通股,这样可能会减少对二级市场的冲击,所以我说这是一个偏方,虽然不能称之为一个好办法,但却可以消化非流通的存量。

成思危:这可以说是中国特色的一种做法,事实上,债权和股权是





两种不同的概念,债权的融资成本要低于股权融资的成本,因为股权融资的风险较高,按照风险和回报对称的规律,股权投资的回报总体上应当高于债权投资。而股转债就是在中国股权价值要低于债权的情况下运作的,这样做增加了股市流通股的数量,但是作为一种制度性的做法,这是违反风险和回报对称的规律的。

水皮:全流通的问题很复杂,我非常赞成在现阶段将这个问题进行搁置,留待后人去解决。对某些企业来说,搞不好 10 年以后 1/3 企业已经破产掉了,现在即使让其全流通也没有任何意义。

成思危:解决这个问题可以先对一批股票进行摘牌,把质量差的企业清除出去,这将起到很好的作用。但是要建立好三板市场,使投资者手中的股票得到出路,不能让投资者利益受损。

水皮:您刚才提到了有效融资,那么这究竟指什么?

成思危:如果企业确实需要资金进行发展,确实能够保证给予投资者以高于债券的回报,那么可以通过股市去进行融资。但是由于股市本身存在风险,企业不可能作出刚性的承诺。但作为企业,进行债权融资还本付息后,投资者对企业没有任何所有权。股权融资则考虑到企业经营有风险,要求投资者共担风险。所以企业如果搞得好的话,要给投资者高于债券的收益,投资者才有信心。

有效的投资场所,是指股市投资者总体的、平均的收益率一定要高于债券市场的收益率,当然更要高于银行利息。而目前我国却出现投资者几年没有收益的情况,如果像国外那样长期持有一只股票有可能变为废纸,这不是股市的本色,投资者的信心当然会逐渐丧失。

水皮:您能不能给我们作出一个判断,从中长期角度看,中国股市总体上究竟处于一个什么状态?

成思危：“宏观看来进步不小，微观看来问题不少”，这是我在 2001 年负责进行《证券法》执法检查后对我国股市状况的整体评价。现在从监管的角度来看是加强了，但是最大的问题还是股市制度建设上的问题，两大制度弱点还没有解决。此外，现在股市还没有发挥其扶优汰劣的作用，因为摘牌退市还很难，没有吐故纳新的渠道，这样股市积累的问题会越来越大。

水皮：现在中国的股市究竟是能够进入的阶段还是不能进入的阶段？

成思危：问题关键首先是放宽资金入市的渠道，因为股市总是受供求关系影响的。其次，股市还应恢复其本色，要让投资者认为能够取得合理的回报。尽管是风险自担，但是大多数投资者应当能够取得合理的回报，重建信心。第三，要在监管上确实下功夫，不要总是把精力花费在制定繁琐的条例上，要从信息披露入手，披露、分析、公告、处置，这是监管必须走的路。我主张要有一批正直的专业人士充当股市卫士，分析并揭露上市公司披露虚假信息、内部交易、恶意操纵市场等违法行为，就像当年刘姝威揭露蓝田股份的问题那样。

水皮：年初国务院发布了“国九点”，很多投资者信心大增并据此入市，基金也一度供不应求。但目前上证指数一直徘徊在 1350 点左右，有人认为，全流通不解决，中国股市不可能有大行情。不过据我所知，历史上 1994 年和 1996 年，包括 1999 年的“5·19”中国股市都出现过井喷行情和跨年度的大牛市。您认为投资者应该怎么看待目前的市场？

成思危：正如我在《让股市恢复本色》一文中所指出的，我国股市目前处于低潮，正是进行调整的大好时机，我相信在党中央和国务院



的坚强领导下,经过2~3年的艰苦努力,我国股市一定能够恢复本色,踏上健康发展的康庄大道。“国九点”包括了国务院对规范和发展我国股市的主要政策,也体现了国务院的决心,从长远看肯定是利好的。因此我们一定要有信心,要看到我国经济发展的基本面是好的,银行储蓄及各方面的闲置资金数量不少,只要条件适当,就会进入股市,推动股市的发展;但是也应看到,我国股市多年积累下来的问题是难以在短期内解决的,我们一定要认真研究贯彻实施“国九点”的措施和步骤,稳妥地解决全流通、单边市、监管、赔偿等一系列问题,使我国的股市走上健康发展的道路。

