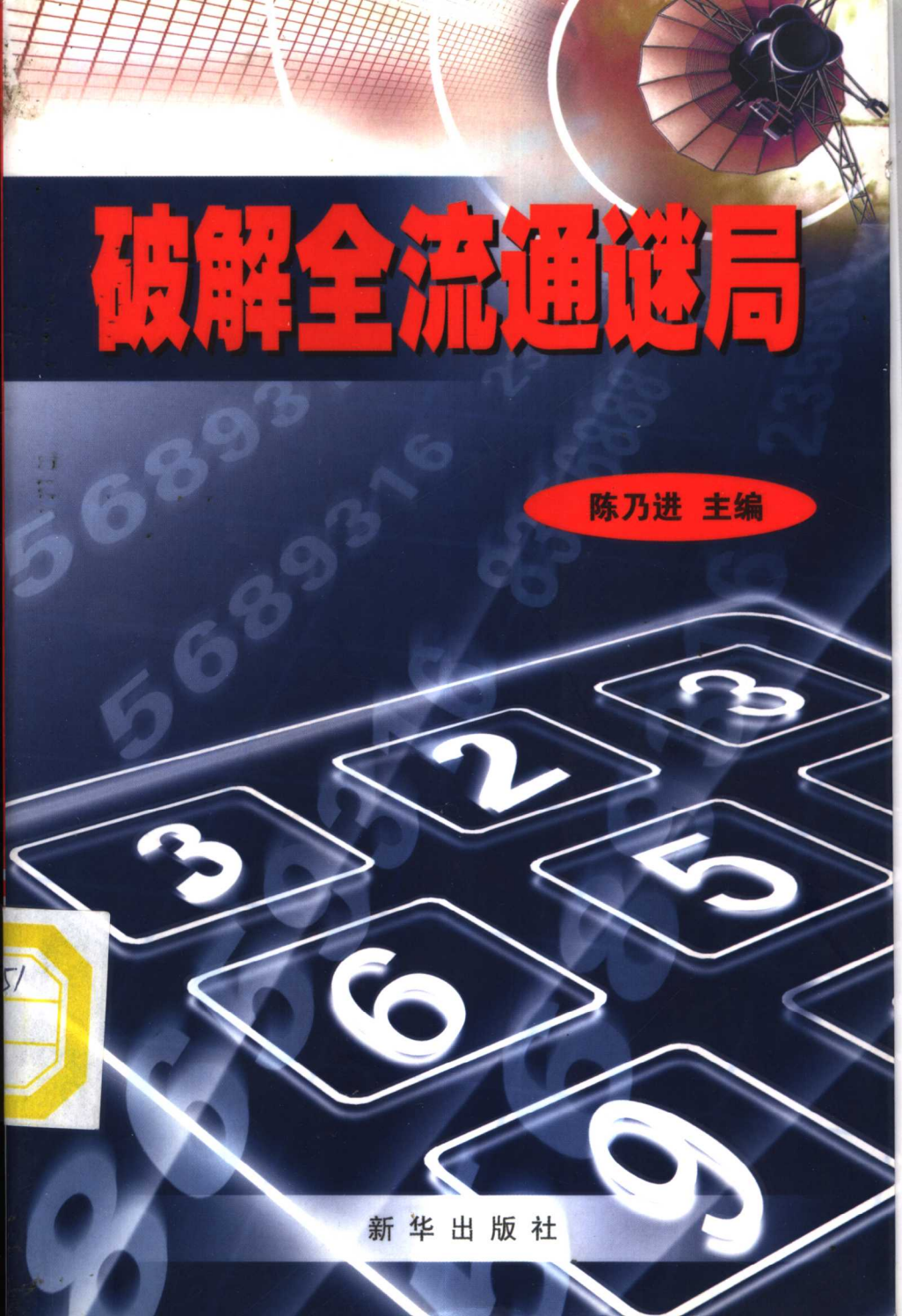




破解全流通谜局

陈乃进 主编

新华出版社

破解全流通谜局

陈乃进 主编

新华出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

破解全流通谜局/陈乃进主编. —北京: 新华出版社, 2004.1

ISBN 7-5011-6534-3

I. 破 ... II. 陈 ... 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 (2003) 第 123564 号

破解全流通谜局

陈乃进 主编

*

新华出版社出版发行

(北京石景山京原路 8 号 邮编: 100043)

新华书店经销

煤炭工业出版社印刷厂印刷

*

850×1168 毫米 32 开本 11.75 印张 305 千字

2004 年 1 月第一版 2004 年 1 月北京第一次印刷

ISBN 7-5011-6534-3/F·941 定价: 28.00 元

主 编：陈乃进
编 委：杜跃进 王 坚 段国选
 宁晨新 孔雪松 冯 刚
 卫保川 闻召林 朱向军
 单亿春
执行编辑：闻召林 杨 光

序

2003 年，是难以忘却的一年。

在这一年里，虽然经受了“非典”疫情，但是我国国民经济的列车并没有因此而失去前行的动力，反而在经历短暂减速后再次提速，并一举突破连续五年增长徘徊的格局，步入新的景气周期。10 月份召开的党的十六届三中全会，明确提出要全面消除制约经济发展的各种体制性障碍，为国民经济发展提供持续动力。各界人士普遍认为，宏观经济重归“上升通道”，将为各项经济改革的突破性进展提供十分难得的机会。

对于我国资本市场来说，2003 年更是里程碑式的一年。

“里程碑”的标志之一是这一年里发生了足以影响我国资本市场未来走向的两件大事：一是于 10 月份召开的党的十六届三中全会，用空前的篇幅阐述了我国资本市场的当前定位与未来战略。“积极推进资本市场的改革开放和稳定发展，扩大直接融资。建立多层次资本市场体系，完善资本市场结构，丰富资本市场产品。规范发展主板市场，推进风险投资和创业板市场建设。积极拓展债券市场，完善和规范发行程序，扩大公司债券发行规模。大力发展机构投资者，拓宽合规资金入市渠道。”全会决定中这一描述确立了资本市场在国民经济中的地位。二是理论界和市场人士围绕资本市场的重大问题展开了大讨论，思想的交锋与智慧的火花，让人们逐渐理清了制约我国资本市场发展的症结所在，以及解决问题的可能途径。毫无疑问，这场持续的大讨论也在一定程度上为政府的决策提供了重要参考。

“里程碑”的标志之二是人们对于两个重大问题的认识发生了根本性的变化：一是关于资本市场的定位问题。由于 2003 年沪深股市承接了缘自 2001 年 7 月以来的阴跌走势，市场信心进

一步受挫。因此，半年多来尽管也有一些专家对资本市场长期发展持乐观态度，但更多的人对于资本市场“边缘化”、“荒漠化”的担心却越来越重。这种情况一直延续到三中全会的召开。全会的决定使“边缘化”的担心得以消除。二是对于“全流通”问题的认识。三中全会之前，由“边缘化”、“荒漠化”话题引发出关于“制约资本市场发展深层次问题”的进一步探讨，“股权分置”和“全流通”问题以前所未有的全新角度，再次为人们所关注。全新的思维带来了全新的预期，与前几次一讨论“国有股减持”市场就大跌所大为不同的是，当面对全新的“全流通”预期时，市场却作出了较为积极的反应。尤其是在三中全会以后，这种迹象更为明显。

经过社会各界的充分讨论，人们终于得出结论：“全流通”问题已经成为关乎我国资本市场下一步发展的一个重大课题。而学者们更进一步强调，“股权分置”与“全流通”问题的解决事关资本市场的发展，而资本市场的兴衰又事关整个经济的持续发展，因此，在“股权分置”与“全流通”问题上取得突破，将对国民经济的健康发展起到积极的促进作用。

在这个“里程碑”式的年头，《中国证券报》作为我国资本市场的一份主流媒体，秉承“做可信赖的投资顾问”的宗旨，对市场各方最关注的话题始终保持着最强力的聚焦。8月份，本报召开“中国证券市场发展问题座谈会”，启动了资本市场是否面临“边缘化”的大讨论；紧接着又组织专家进行了有关“全流通”、“流通股股东权益保护”、“全流通原则和方案”、“股市发展动力”等一系列的相关讨论；先后辟数十个专栏与专版，提供了观点交锋和思想交流的平台；与此同时，还密切关注主管部门的思路变化与市场各方反应，仅10月份以后就推出了几十篇有关“全流通”问题的追踪报道。

为了让更多的人对“全流通”问题有一个全面的认识，我们

赶在岁末年初将本报一年来有关“全流通”的部分报道集结成册。我们期待这本书不仅是对“里程碑”式的 2003 年的一个纪念，更是对充满期待与机会的 2004 年的一份美好祝福。

中国证券报社社长兼总编辑 陈乃进
2003 年岁末

目 录

第一章 思想的交锋

——关于“边缘化”的大讨论

1. 让股市恢复本色 成思危 (3)
2. 中国证券市场回顾与展望 周正庆 (20)
3. 专家学者为中国股市号脉 (34)
4. 股市发展需要大思路 华生 (59)
5. 市场发展应着眼效率 竞争 创新 波涛 (74)
6. 以市场化取向解决股市根本性问题 王国刚 (80)

第二章 认识的突破

——关于国有股减持与全流通的思辨

1. 破解股市全流通谜局 华生 (99)
2. 全流通与减持不能混为一谈 华生 (114)

第三章 问题的关键

——关于流通股股东权益话题的全面反思

1. 股市走入困境的根本原因是不能公平对待
二级市场投资者 波涛 (121)
2. 熊市快速扩容思路亟待矫正 王松奇 (139)
3. 流通股股东损失应得到赔偿 孙成钢 (144)
4. 保护投资者权益需从完善法律入手 曹凤岐 (152)
5. 以制度创新保护流通股股东合法权益 林义相 (159)

第四章 智慧的碰撞

——关于全流通原则与方案的探讨

1. 明确政策预期 补偿流通股股东利益 朱利 (171)
2. 变统一决策为分散决策 实现全流通改制
..... 李振宁 (180)

3. “竞价配售”破解全流通谜局 华生 (186)
4. 做大“蛋糕”实现双赢式全流通 刘纪鹏 (202)
5. 全流通改制应让利于民 李振宁 (212)
6. 扭转股市颓势的三剂良方 王国刚 (219)
7. 推动上市公司产生信托责任是正道 郎咸平 (223)
8. 多管齐下呵护市场信心之源 郑安国 (228)
9. 拓宽思路 积极稳妥推进全流通 施光耀 (233)
10. 让投资者真正受惠于经济增长 肖风 (240)
11. 以个案方式化解全流通难点 张海波 (244)
12. 全流通须秉承三公原则 葛开明 (251)
13. 利益共享的预设未来流通权计划 波涛 (257)
14. 通过不断提升上市公司价值 逐步平稳解决股权
分置问题 波涛 (279)
15. 综合运用现代金融手段 灵活解决股权分置
问题 王欧 (286)
16. 相关案例分析 王欧 (291)

第五章 历史的见证

——关于全流通问题的追踪报道

1. 要使资本市场更具吸引力 (295)
2. 抓好基础建设 增强市场信心 (298)
3. 资本市场主流地位已经确立 (302)
4. 寻找中国股市发展的动力系统 (304)
5. 一盘亟待打破僵局的棋 (317)
6. 为全面建设小康社会提供强有力体制保障 (327)
7. 资本市场面临重大发展机遇 (331)
8. 推动证券市场步入稳定蓬勃发展新时期 (333)
9. 破除障碍 完善结构 (336)
10. 股权隔离严重阻碍资本市场发展 (338)

11. 2003 熊市能否走向终结	(340)
12. 认真学习贯彻三中全会精神积极推进资本市场 改革开放和稳定发展	(343)
13. 国有股流通关键是“一视同仁”	(348)
14. 关注“流通”积极信号	(350)
15. 追求效益最大化成本最小化	(352)
16. 专家作客中证网试解全流通谜局	(354)
17. 国有股全流通早解决好	(355)
18. “类别股东表决”纳入监管视野	(356)
19. 全流通事关重大	(360)
20. 全流通改革需要理论创新	(362)

第一章

思想的交锋

——关于“边缘化”的大讨论

1

让股市恢复本色

——论调整期的中国股市

成思危

我国股市在经历了 1999 年 5 月至 2001 年 6 月的大牛市之后，市值不断下跌，到 2002 年年底比 2000 年年底下跌了 20.3%（其中流通股市值下跌了 22.5%），可以认为我国股市已经进入了调整期。应当抓紧时间，认真总结我国股市十年发展的经验教训，切切实实地对我国的股票市场进行调整。在中国股市进入调整期后，最主要的任务是要让股市恢复本色。

简要的回顾

自从上海证券交易所与深圳证券交易所于 1990 年 12 月及 1991 年 6 月相继成立并开始发行 A 股之后，人民币特种股票（B 股）和境外上市外资股（例如 H 股等）也相继于 1991 年和 1993 年开始发行。但由于处于发展初期的我国股市还很不完善，投资者、上市公司、证券公司和证监会等各个方面都缺乏经验，在发展的过程中也出现了不少波折。在股市多次暴涨暴跌的现象后面，隐藏着内幕交易、发布虚假信息、欺诈投资者、市场操纵、过度投机等一系列问题。

在十年之内，中国股市从无到有，从小到大，取得了显著的成效，市场规模和水平都有较大的提高。截至 2000 年年底，我国股票市价总值已达 48090.9 亿元（其中流通市值 16088 亿元），境内上市公司已达 1088 家，上海和深圳两地证券交易所投资者开户数共达 5600 多万户。还有 34 只证券投资基金，基金总规模

550 多亿元。

中国股市在将分散的社会资本集中并转化为大额的长期资本方面发挥了重要的作用，截至 2000 年 11 月底，我国股市境内外累计筹资总额达 9443.2 亿元。其中境内上市公司累计筹集资金 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）。

在十年间，一大批国有企业发行上市，为推进传统产业升级换代开辟了直接融资渠道，降低了资产负债水平，加快了技术改革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。更为重要的是，上市有力地促进了国有企业经营机制的转换，增强了企业活力，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制度，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，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，为国民经济整体素质的提高打下了基础。

1999 年 7 月 1 日，规范中国证券市场的《中华人民共和国证券法》（以下简称《证券法》）开始实施。《证券法》的颁布实施，推动了中国证券市场法制化、规范化进程。证券监管部门的职能定位更加明确，上市公司、证券公司等市场主体的规范运作程度不断提高，投资者法律意识有所增强，对市场发展更有信心。

中国股市十年的发展表明，大胆地借鉴包括股份制、股票市场等反映现代化生产规律的先进经营方式和管理方法，是完全可能而且十分必要的。正如江泽民同志所指出的：“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。”

但是我们也应清醒地看到，我国的股市还仅仅处于初级阶段，还需要通过长期而艰苦的努力来发展和完善。我们既要认真

研究并吸收国外股票市场几百年发展过程中的经验教训，更要认真思考探索符合中国国情的发展道路。

笔者认为，中国股市的发展必须与社会主义市场经济体制相适应。社会主义市场经济的本质在于，一方面要发挥市场在资源配置上的基础性作用，提高经济发展的效率；另一方面要坚持社会主义的原则，保障社会的公平与公正。因此我们一方面要认真研究并吸收发达国家发展股市的经验，大力促进我国股市的健康成长，充分发挥股市的作用来优化资源配置，促进经济发展；另一方面要十分注意规范和监管股市，严格查处各种违法行为，为所有投资者提供公平与公正的赢利机会。

股市的本色是有效的投资及融资场所

一个成熟的股票市场是适度投机的市场，在投资行为与投机行为之间保持着动态的平衡，尽管在外部环境的影响下会产生波动，但通常会促进经济发展，还会给多数投资者带来比较满意的回报。但过度投机会严重削弱股市的资源配置功能，为庄家非法操纵市场提供条件。与过度投机相伴随的巨大风险将成为证券市场产生严重动荡的隐患，进而会对经济和社会造成危害。因此我们必须坚决防止股市中的过度投机行为，决不能让股市成为少数人疯狂投机、攫取暴利的场所，也不能让股市成为一些企业大肆“圈钱”、廉价融资的场所。

当人们手中有了闲置货币之后，除了扩大消费和增加储蓄以外，还会产生用它们来投资获利的愿望。从虚拟经济的观点看来，所有的金融市场工具都是虚拟资本，当投资者用其手中的闲置货币购买金融市场工具时，实际上就是将他对这些货币的使用权交换到一份权益证书，对金融市场工具发行者的未来收入及资产具有要求权。因此人们在进行投资决策时必须考虑三个问题：一是预期的收益有多大，二是这一收益是否真正能够拿到

手，三是急需时能否迅速收回现金。也就是说投资者在投资前必须在拟购买的金融市场工具的收益性、安全性和流动性三者之间进行权衡。从理论上说，金融市场工具的收益性与安全性呈负相关关系，也与流动性呈负相关关系，因而其安全性与流动性呈正相关关系。为了满足不同投资者的要求，就出现了各种各样的金融市场工具。

金融市场工具一般可以根据其信用期在一年以上或以下而分为两类。一类是资本市场工具，包括股票、抵押贷款、公司债券、一年期以上的国库券、消费者贷款及银行商业贷款等；另一类是货币市场工具，包括一年期以下的国库券、大额可转让存单、商业票据、银行承兑票据、回购协议、同行拆借协议等。也可按照投资的性质而将金融市场工具分为权益工具和债务工具两大类。投资者只能从权益工具的发行者处收取红利而不能直接收回本金；但可以从债务工具的发行者处收回本利。

二级金融市场的存在使投资者可以随时将其手中的金融市场工具出售而变成现金，从而大大改善了金融市场工具的流动性。但由于金融市场工具的二级市场价格是不确定的，当投资者将其变现时既可能获得高额的收益，也可能遭受巨大的损失，故有人将金融市场工具戏称为纸面上的钱（papermoney）。

按照上述观念，可以认为货币市场是偏重流动性的债务工具市场，债券市场是偏重安全性的债务工具市场，而股票市场是偏重收益性的权益工具市场。

从虚拟经济的发展过程中可以看到，有价证券是生息资本社会化的产物，而股市则是有价证券市场化的产物，股市的基础作用就是既为投资者提供直接投资的机会，也为企业提供直接融资的机会。对于投资者来说，由于股市的风险较高，故对企业股票的期望的收益率要高于债券，这样的企业才有投资价值；而对于企业来说，由于要求投资者共担风险，故应当有较高的盈利与投

投资者共享，这样才能吸引投资者的资金。

根据我们的研究，在我国股市前十年的发展过程中存在的主要问题可以归纳为规模较小深度较浅、大半股份不能流通、只能做多不能做空、政策影响相当显著、过度投机趋向严重、资产泡沫确实不少、短期行为普遍存在、黑庄操纵罪责难逃等八个方面，严重影响着我国股市的健康发展。因此调整中国股市的指导思想就应当是向股市的基础作用回归，恢复股市的本色。一方面要让投资者的资金能在股市上投入他认为有投资价值的企业，并自主决定要持有股票等待分红还是要卖出股票取得现金，另一方面要让有良好赢利能力但资本不足的企业能在股市上吸收所需的资金，只有这样才能真正发挥股市在优化资源配置方面的作用。

任何股票市场都既是投资的场所，也是投机的场所。“投资”是指买进股票后期望能享受较高股利的长期投资行为；而“投机”则是指买进股票后期望迅速在有利的条件下卖出以获利的短线投资行为。一般说来，适度的投机行为不仅不会危害证券市场，而且对证券市场的运行是有益的。一个成熟的股票市场是适度投机的市场，在投资行为与投机行为之间保持着动态的平衡，尽管在外部环境的影响下会产生波动，但通常可以保持比较稳健的运行，在发挥其促进经济发展作用的同时，还会给多数投资者带来比较满意的回报。但是在过度投机的股市中，投资者通常会漠视企业的经营业绩，使绩优股受到冷落，而各种有炒作空间的股票却受到追捧，严重削弱股市的资源配置功能。过度投机还会助长市场的短期行为，为庄家非法操纵市场提供条件。与过度投机相伴随的巨大风险将成为证券市场产生严重动荡的隐患，进而会对经济和社会造成危害。因此我们必须坚决防止股市中的过度投机行为，决不能让股市成为少数人疯狂投机、攫取暴利的场所，也不能让股市成为一些企业大肆“圈钱”、廉价融资的场所。