



困局与突围

—— 一个一线监管者对中国证券市场发展之思考



李文华 著

 中国金融出版社

困局与突围

——一个一线监管者对中国证券市场发展之思考

李文华 著



中国金融出版社

责任编辑：肖丽敏

责任校对：孙蕊

责任印制：陈晓川

图书在版编目 (CIP) 数据

困局与突围——一个一线监管者对中国证券市场发展之思考 (Kunju yu Tuwei: Yige Yixian Jianguanzhe dui Zhongguo Zhengquan Shichang Fazhan zhi Sikao) / 李文华著. —北京: 中国金融出版社, 2016. 4

ISBN 978 - 7 - 5049 - 8424 - 1

I. ①困… II. ①李… III. ①证券市场—中国—文集 IV. ①F832.51 - 53

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 048726 号

出版
发行 **中国金融出版社**

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 北京市松源印刷有限公司

尺寸 185 毫米 × 260 毫米

印张 18

字数 389 千

版次 2016 年 4 月第 1 版

印次 2016 年 4 月第 1 次印刷

定价 52.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 8424 - 1/F. 7984

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

序

证券市场是承载希望与梦想的地方，也是无数投资者伤心之地。美国等西方发达国家的证券市场发展演进是在市场经济基础上自发进行的，是基于参与主体（融资方、投资方、金融中介乃至政府）互动所引致的“内生秩序”。与之相反，我国属于转轨国家，证券市场发展演进始终受人为刻意设计的“外生秩序”控制，市场行政化管制色彩浓厚，市场发展异化，危机四伏。在中国证券市场发展中，有太多的问题需要去探讨、去研究、去证伪。笔者从一个一线证券监管者的角度，用自己18年来从事一线监管的所见、所闻、所学、所行，用自己的良心、公心、爱心、责任心对证券市场存在的问题去理解、去思考、去探讨、去直言，寄望中国证券市场能够早日脱离“蛮荒”，步入正途。正如英国诗人雪莱在《西风颂》里的诗句所写：“既然冬天已经来临，春天离我们还远吗？”历经5年，笔者先后在《证券市场导报》等核心期刊发表论文21篇，这些研究文章的撰写让笔者感受到前所未有的挑战、充实和成就感，满足了自己心中那种“位卑未敢忘忧国”的家国情怀。现将这21篇论文与前期工作中撰写的7篇调研作品结集出版，书名《困局与突围——一个一线监管者对中国证券市场发展之思考》。全书分为上、下篇，上篇为青涩之作，收录早期监管工作中的7篇调研作品。这些作品探讨问题虽然较为粗浅、青涩，却见证了作者由证券市场的门外汉向一名合格一线监管者转变的过程。下篇为宁静之思，收录在核心期刊发表的21篇文章，是作者倾注5年心血、挑战自身认知极限之作。本书具有史料价值、学术价值、监管价值及投资参考价值，是对宏观政策决策者、监管机构、专家学者、证券从业人员及投资者比较有价值的参考读物。由于个人力量甚微，理论、实践、思想认知水平有限，文中观点不当之处在所难免，恳请批评、赐教！

李文华

2015年11月11日

目 录

上篇：青涩之作	1
1. 加快证券营业网点建设，促进重庆证券市场发展（1999）	3
2. 世界贸易组织与中国证券市场创新（2002）	8
3. 证券公司违规经营的现状、原因和趋势研究（2003）	14
4. 处置原 HDGY 中小股东持续集访的经验总结（2007）	22
5. 重庆 CJSY 股份有限公司及相关中介机构虚假陈述案（2009）	26
6. 派出机构打击非法证券活动的执法困境及对策探析（2009）	36
7. XXXX 有限责任公司挪用客户保证金等违法违规案调查指引（2009）	42
下篇：宁静之思	59
1. 券商集合资产管理业务发展及监管对策探析（2012）	61
2. 制度变迁与券商投行业务创新发展路径探析（2015）	72
3. 券商融资融券业务发展及制度审视（2013）	85
4. 新股发行定价与配售制度演进和改革审视（2014）	94
5. 我国上市银行的利益失衡及平衡对策 ——基于 16 家上市银行的实证研究（2013）	106
6. 创业板“病理”解析及监管对策探析（2013）	118
7. 证券公司创新发展路径探析（2013）	129
8. 我国双高债券发展路径探析（2013）	137
9. 加快多层次股权交易市场发展顶层设计思考（2014）	145
10. 基于监管视角的中小投资者保护问题研究（2013）	154
11. 我国私募基金合格投资者管理问题探析（2015）	165
12. 论公募证券投资基金持有人利益的保护（2015）	173
13. 中国式注册制：市场基础与实施路径（2014）	185
14. 中国式注册制下的信息披露监管问题探析（2015）	197
15. 转型：中国资本市场从新兴走向成熟的必然选择（2012）	205
16. 路径依赖与证券监管转型对策初探（2014）	218
17. 基于监管角度进一步完善《证券法》的思考（2014）	226

18. 我国上市公司信息披露违法违规监管执法问题研究（2015）	233
19. 定向增发：上市公司再融资及资本运作“盛宴”？（2014）	242
20. 我国上市公司市值管理问题探析（2015）	253
21. 中国证券市场国际化：市场偏差与实施策略（2015）	266
后 记	280

上篇：青涩之作

本篇记录了笔者从1998年进入重庆证监局工作到2009年间从事机构监管、信访、打非以及稽查工作的监管实践及总结，收录了加快证券营业网点建设、促进重庆证券市场发展（1999），世界贸易组织与中国证券市场创新（2002），证券公司违规经营的现状、原因和趋势研究（2003），处置原HDGY中小股东持续集访的经验总结（2007），重庆CJSY股份有限公司及相关中介机构虚假陈述案（2009），派出机构打击非法证券活动的执法困境及对策探析（2009）及XXXX有限责任公司挪用客户保证金等违法违规案调查指引（2009）等7篇文章及总结。文章及总结探讨问题虽然较为初浅、青涩，却见证了笔者由证券市场的门外汉向一名合格一线监管者转变的过程。

加快证券营业网点建设， 促进重庆证券市场发展（1999）^①

区域证券市场的交易场所主要是证券营业网点，证券营业网点发展情况如何直接关系到证券市场的发展。加快证券营业网点发展，合理布局证券营业网点，对完善重庆证券市场服务功能、吸引更多的投资者、促进重庆证券市场健康发展将起到重要的推动作用。

一、重庆市证券营业网点发展现状分析

（一）发展概况

重庆作为我国最早进行综合试点改革的城市，早在 1986 年就进行了股份制改革探索。证券营业网点经过十余年的发展，取得了很大成绩，为重庆证券市场发展、优化资源配置、经济结构的调整与优化，以及国有企业转换经营机制和建立现代企业制度等作出了重大贡献。

1. 证券经营机构发展迅速。从 1987 年重庆第一家证券经营机构——重庆有价证券公司成立至 1997 年底，全市证券经营机构已发展到 24 家，证券营业网点 52 个，资产总额 49.27 亿元，全年实现利润 3.26 亿元。到 1998 年底，全市证券经营机构已达 29 家，营业网点发展到 59 个。

2. 网点覆盖率有了较大提高。现有 59 个证券营业网点主要集中在市区及经济发达的郊区县和次级中心。据统计，在这 59 个证券营业网点中，市区有 42 个，其中有 33 个是 1997 年以前设立的，9 个是 1997 年设立的，1998 年没有增设 1 个网点；在外围郊区县（市）及次级中心的 17 个证券营业网点中，只有 4 个是 1997 年以前设立的，1997 年增加了 5 个，1998 年又增设了 8 个。由此不难看出，证券营业网点分布正由市区向外扩散，网点覆盖率较以前有了较大提高。

3. 培养了一大批投资者。随着证券市场的不断发展，证券网点的日益增多和覆盖率的提高，投资者队伍迅速扩大。到 1997 年底，全市开户数达 70 余万户，年交易量为 1940 亿元，广大居民投资证券空前活跃，积极性大为提高，并形成了一大批素质好、经验丰富的证券专门投资者。

4. 促进了国企改革和资源的优化配置。到 1997 年底，重庆上市公司已达 22 家，共募

^① 该文收录在《重庆资本市场研究》，重庆出版社，1999。

集资金 64.89 亿元。大量的募集资金投到了效益好、素质较高、扩张能力强的国有企业，促进了企业规模的迅速壮大及一些名牌企业的产生；同时，各证券经营机构通过广泛地参与国企改革，对上市公司及拟上市公司改善经营机制、建立现代企业制度、提高效率、优化资产结构、盘活存量资产、进行资产重组和低成本扩张等都起到了推动作用。

（二）存在问题

重庆营业网点建设虽然在过去的 10 年中取得了巨大发展，但从整体而言，还不能适应重庆社会经济的发展，无法满足广大投资者的需要。

1. 网点数量过少。重庆经济总量位居全国同类城市前列。据统计，1997 年重庆国内生产总值达 1350 亿元，居全国副省级以上城市第四位，是西部最大的经济中心。但其证券营业网点发展却相对滞后，大大低于国内其他主要城市。据统计，1997 年重庆各证券营业网点平均开户数达 1.34 万户，年平均交易量 37 亿元，在全国同类城市中位居前列。一遇行情，许多证券营业网点就拥挤不堪，投资者买卖股票难的现象时有发生，严重影响广大投资者的积极性，也与重庆的经济地位不相称。

2. 网点分布不平衡，覆盖率仍然较低。重庆现有 29 家证券经营机构、59 个证券营业网点，主要分布于市域内经济较发达的 19 个区县（市）。其中，主城 6 区有证券营业网点 42 个，郊区县及涪陵、万县两个次级中心有 17 个，辖区内至今仍有 24 个区县没有证券营业网点，严重制约重庆证券市场的发展，限制了无证券营业网点区域广大投资者的投资渠道，很多居民无法通过证券市场进行投资。

3. 机构规模普遍偏小，服务功能不健全。在已有的 29 家证券经营机构中，本地注册的具有法人资格的机构有 3 家。其中，重庆有偿证券公司是重庆最大的证券公司，共有证券营业网点 14 个（其中异地 3 个），到 1997 年底，其总资产为 14 亿元，负债 12.83 亿元，净资产 1.17 亿元，规模实力与全国性券商相比差距甚大；重庆国际信托投资公司有 9 个证券营业网点（其中异地 5 个）；重庆新华信托投资公司有 3 个证券营业网点（其中异地 1 个）。在 26 家异地证券经营机构中，只有华夏证券在重庆设有分公司，申银万国、中信证券、大鹏证券设有西南总部，其余均为营业部。由于各证券经营机构规模普遍偏小，业务范围较窄，大多数证券经营机构仅有证券代理买卖业务，只有少数几家机构开展了投资银行业务，也仅限于一级市场上的上市推荐承销，而对项目融资、资产管理、企业并购、售后服务等都做得很少，服务功能明显较差，服务质量也有待提高。

4. 证券从业人员素质还有待提高。由于证券行业是一个新兴行业，虽然重庆证券从业人员的学历水平相对较高，但大多数从业时间较短，且转行的较多，经验明显不足，尤其缺乏高级的证券业管理人才和从事投资银行业的专门人才。

5. 网点建设具有一定盲目性。由于缺乏统一的规划和明确的目标，各证券营业网点的设立都是由券商提出申请，主管部门审批，主观判断色彩浓厚，缺乏系统、全面的可行性论证，从而造成网点布局的不尽合理和网点建设的盲目性。

6. 监管滞后。目前重庆市对证券市场的监管工作和全国其他地方一样，主要停留在事

后监管上，缺乏实时、有效的监管手段和监管措施，还跟不上重庆证券市场发展的需要。

二、重庆证券营业网点发展的有利条件

虽然重庆证券营业网点建设存在诸多问题和不足，证券市场还很不完善，市场功能也没有得到很好的利用和充分发挥，但重庆优越的地理位置、雄厚的工业基础、强大的科研力量、快速的经济发展以及重庆的直辖、三峡的开发都将为重庆证券营业网点建设和证券市场的快速发展提供难得的机遇。

（一）区位优势优越

重庆地处我国东部经济发达地区和西部资源丰富地区的接合部，是中国西南最大的水陆交通枢纽和长江上游最大的经济中心，具有承东启西、左右传递的枢纽作用，是国家开发西部不可逾越的门槛。伴随着三峡工程的建设 and 库区百万移民，必将对重庆的工农业生产、城市建设、资源开发、生产力的布局和经济结构的调整带来难得的发展机遇，大规模的建设和搬迁形成的投资需求将为重庆未来经济发展提供广阔的市场空间，也为重庆证券营业网点的扩张提供了难得的机会。

（二）工业基础雄厚

重庆作为西南重镇，一直是国家工业建设投入的重点城市，现已形成以机械、医药化工、冶金、汽车为重点的工业门类较为齐全的工业体系，全市国有资产存量达 1300 亿元，工业固定资产存量也达 800 多亿元。大量的国有企业转制和国有存量资产的盘活，急需证券经营机构的积极参与。同时，也对各证券经营机构的服务质量和服务水平提出了更高要求。

（三）科技实力强大

重庆不仅是西南最大的经济中心，还是西南重要的科技中心，全市拥有大专院校 25 所，科研机构近 1000 家，科研人员达 56 万人，已获科研成果 6000 多项，涵盖电子、生物工程、新材料、通信等多个高新技术领域，是名副其实的科技强市。充分发挥重庆科技优势，积极扶持符合条件的高新技术企业上市，筹集发展急需资金，积极探索产业资本与知识资本的有效结合，促进知识资本证券化和科研成果迅速转化为现实生产力，以加速重庆高新技术产业的发展，增强重庆经济发展后劲，是当前重庆证券界面临的重要课题。

（四）经济持续快速发展

1997 年重庆国内生产总值 1350 亿元，较上年增长 11%。预计“九五”期间，全市将投入建设资金 2500 亿元，国内生产总值年均增长率将达到 11%。到 2000 年，全市国内生产总值将达 2220 亿元，从 2000 年至 2010 年，预计国内生产总值年均增长率将达到 10%。随着经济的发展，广大居民的收入水平将会有较大提高，投资需求日盛，潜在投资者增加，这也为证券营业网点的发展提供了保障。

（五）重庆直辖

重庆直辖市的设立将大大提高重庆在全国经济发展中的地位。中央在市政建设、财政税

收、移民开发、招商引资等方面给予重庆政策优惠和扶持，无疑将为重庆经济的发展创造良好的宏观政策环境，也为重庆证券营业网点的发展创造良好的政策空间。

三、加快证券营业网点建设，促进重庆证券市场发展的对策措施

针对重庆证券营业网点发展过程中存在的问题和不足，结合重庆优势，我们认为，加快证券营业网点建设，促进重庆证券市场健康、快速发展，应从以下几个方面加以考虑。

（一）增设证券营业网点，提高网点覆盖率

针对重庆证券营业网点过少、覆盖率低、广大居民证券投资难的实际，根据各区县经济发展情况，在条件成熟的区县设立证券营业网点，在经济尚不够发达、条件不成熟的区县积极创造条件设点，使网点覆盖率逐步提高，改善广大居民的投资环境。

（二）进行建设规划，避免网点建设盲目性

要通过规划，将重庆证券营业网点建设纳入科学的轨道，以便合理布局证券营业网点，优化资源配置，避免各证券经营机构及网点间的恶性竞争，提高经营效益，使各证券营业网点朝着“发展健康、秩序良好、运行安全”方向发展。

（三）顺应证券市场发展要求，进行业内兼并重组

中国券商为数众多，券商之间业务发展、市场占有率极不平衡，在低层次上对一、二级市场竞争激烈，市场极为分散，效率低下，要使证券经营机构有一个良好的生产和发展空间，进行业内兼并重组已成必然。重庆证券经营机构规模普遍偏小，业务品种单一，各种非正当竞争和不规范经营时有发生。并且，由于规模小，自有资本少，抗御风险能力弱，加之证券市场的高风险和激烈的竞争，更增加了各证券经营机构经营的难度。顺应证券市场发展要求，积极创造条件，对辖区内证券经营机构进行资产重组。通过兼并重组增资扩股，组建大型券商，使之在资本实力、人才实力、规模经济实力、业务创新能力等方面都有较大的提高，不仅能够从事经纪业务、投资银行业务，而且能够胜任企业的财务顾问。通过积极参与国有企业改制，证券经营机构能够转换经营机制，建立现代企业制度，提高经营效益。

（四）立足长远，择优引进有实力的全国性券商

发挥重庆作为长江上游最大经济中心优势，充分利用重庆直辖后中央及地方的一切优惠条件和倾斜政策，择优引入全国有实力、有影响、资信程度高、运作规范的大型券商在重庆设点，以便引进先进的经营管理机制和管理方法，提高证券经营机构（网点）的竞争意识和服务水平，完善证券经营机构服务功能，促进重庆证券市场健康发展。

（五）大力提高证券从业人员素质

针对重庆证券从业人员从业时间短、经验不足、高级管理人员缺乏的实际，充分发挥重庆市证券业协会的组织和协调作用，聘请一批有丰富证券经验、高超学术水平的证券界专家学者，对各证券经营机构从业人员，特别是各级管理人员进行系统的培训，以便提高证券从业人员的业务素质 and 思想道德水平，促进各证券经营机构规范经营，提高服务水平。

（六）加强监管力度

根据“法制、监管、自律、规范”八字方针，以保护投资者利益、维护证券市场稳定为宗旨，正确处理发展与监管的关系，强化监管意识，建立行之有效的监管体系，并把新闻监督和社会监督同证券业协会的自律管理有效结合，以规范证券市场行为，防范和化解金融风险，维护投资者的利益，促进重庆证券市场健康发展。

世界贸易组织与中国证券市场创新（2002）^①

加入世贸组织以后，以经济领域的全面开放为先导，我国社会、政治、经济、文化、生活等各个方面都将受到深刻影响和巨大冲击。如何直面加入世贸组织的挑战，认清我国证券市场发展现状及存在和面临的问题，找出差距，不断改革创新，迅速发展壮大自己，增强竞争力，乃是证券市场面临的严峻课题。

一、我国证券市场发展现状及存在的问题

（一）发展状况

1. 市场规模迅速扩大，融资功能大为提高。到 2001 年底，境内上市公司已达 1160 家，总市值约 4.35 万亿元，其中流通市值 1.31 万亿元，股票市场总市值占 GDP 的比重近 50%。随着市场规模的迅速扩大，直接融资规模也大为提高，到 2001 年底，全国证券市场直接融资额累计达到 7800 亿元。境内市场融资额又以最近 3 年为最（见表 1）。

表 1 1999—2001 年证券市场直接融资比较 单位：亿元

年 份	融资总额	首发融资额	增发融资额	配股融资额
1999	893	512	300	60
2000	1665	847	199	519
2001	1045	450	237	358

2. 证券经营机构迅速发展壮大。以 1999 年湘财证券等 10 家证券公司进行增资扩股为开端，国内证券经营机构通过增资扩股、兼并重组等方式，进一步壮大了资本实力，出现了一批实力较强的综合性券商。到目前为止，全国有 100 余家证券公司，其中综合性证券公司有 30 多家，券商资金规模超过 800 亿元。

3. 投资者队伍迅速壮大。到 2001 年底，投资者开户数近 7000 万户，其中，个人投资者开户数占总开户数的 95% 以上，机构投资者数量较少，但增长较快。

（二）证券市场发展中存在和面临的问题

1. 存在的问题。

一是市场效率问题。大量研究证实，上市公司募集资金所产生的效益不尽如人意，证券市场优化资源配置功能没有得到充分发挥。以 2000 年为例：全年上市公司共募集资金 1665

^① 该文刊登在《重庆金融》2002（5）。

亿元, 1000 多家上市公司的利润总额约 800 亿元, 现金分红不过 100 亿元, 而当年证券市场券商的佣金和上缴的印花税之和就有 900 亿元。证券市场优化资源配置功能失效的原因与证券市场建立之初就是为国有企业改革融资脱困的指导思想有直接关系。

二是过度投机问题。中国证券市场是一个散户占主导地位的市场, 市场投机气氛浓厚, 这与发达市场以机构投资者为主、以投资为主导形成鲜明对比。以换手率为例: 1996 年, 美国纽约股市为 52%, 东京股市为 27%, 伦敦股市为 58%, 香港股市为 54%。即使是格林斯潘所谓“非理性狂躁”的 1999 年, 纽约股市的换手率不过 78%。而我国 2000 年沪深股市的换手率则分别达到了 499.10% 和 503.85%。2001 年虽然有所下降, 换手率也在 250% 以上。并且, 股市“庄家”盛行, 恶意操纵股票价格的现象普遍, 市场影响极坏, 给广大中小投资者造成严重损失。证监会查处的亿安科技、中科创业、大连国际等股价操纵案就是典型的例证。

三是诚信问题。上市公司造假严重, 一些新上市公司融资后即“变脸”。据有关资料统计, 截至 2001 年 8 月 31 日, 在 2000 年度进行融资后即“变脸”的公司就有 65 家, 约占当年 316 家融资公司的 20.6%, 并且“变脸公司”的数量还在增加。银广夏、蓝田股份、郑百文、ST 猴王等一系列问题公司的“引爆”和大批“变脸公司”的出现, 动摇了整个证券市场的基础, 使得投资者对上市公司的质量普遍产生了怀疑, 严重打击投资者的信心。

四是市场结构问题。发达金融市场发展战略和顺序一般是先货币市场后证券市场, 证券市场又以债券市场为重; 先一级发行市场后二级转让市场, 一级市场规模远大于二级市场, 且二级市场以场外交易为主。据统计, 仅 2001 年上半年, 国际证券市场债券发行总量高达 9240 亿美元, 超过同期发行股票和可转债所筹集的资金。而我国证券市场结构单一, 仅有主板市场, 且交易品种少, 市场中债券的比重小, 还没有建立起二板市场和场外交易市场。

五是券商存在的问题。国内券商经过近十年的超常规发展, 资本实力、盈利能力和资产质量都有较大提高, 但与国外券商相比还有相当差距, 主要表现在: 其一, 资本实力仍然很小, 竞争能力弱。证监会公布的 101 家证券公司资金规模 800 亿元, 平均注册资本约 8 亿元, 其中, 最大的 45 亿元 (银河证券), 最小的仅 0.1 亿元。而排名世界第一的美林证券一家就有 700 多亿美元, 相当于中国整个券商注册资本总和的 10 倍。其二, 经营品种单一、业务结构高度趋同。国内券商业务主要由经纪、承销和自营三大传统业务构成, 这三部分几乎占其收入总额的 90% 以上。其中, 经纪业务又是重中之重, 约占总收入的 50% ~ 60%。创新型业务 (企业并购、重组等策略性服务) 和延伸型业务 (资产管理、投资咨询和金融衍生工具的创新和交易) 则很少或基本没有开展。而在国际上, 经过近百年的发展, 各证券公司的业务已经突破了传统的经纪、承销和自营等业务框架, 企业并购、项目融资、风险投资、公司理财、投资咨询、资产及基金管理、资产证券化等已成为证券公司的核心业务。

2. 面临的问题。

一是市场开放问题。根据 1999 年 10 月中美达成的协议, 在我国加入世界贸易组织后, 3 年内外国金融公司可在基金管理企业中持有 33% 的股份, 3 年后增至 49%。国外投资银行

可以在中外合营证券公司持有 33% 的股份，承销 A 股、B 股和 H 股，允许交易 B 股和 H 股，也可参与政府和公司债券的承销和交易。证券市场的开放已成必然。

二是国有股减持及国有股、法人股的上市流通问题。国有股减持是国企改革的重要步骤之一，也是发挥证券市场资源配置功能的基础性的问题。由于历史原因，我国国有股在很多上市公司中占据绝对控股地位。根据国有经济要“有进有退，有所为有所不为”的方针，2001 年 7 月推出了国有股减持试点方案，因定价不合理，市场反应强烈，股市应声跌落 30%，有关部门不得不紧急叫停，并在 11 月宣布向社会公开征集国有股减持方案。这充分表明了市场对国有股减持的敏感程度。据统计，目前中国上市公司的国家股和法人股占总股本的比例总计在 60% 以上，既要解决这些目前尚不能流通股份的流通问题，又要使国有股减持及国有股、法人股的上市流通尽可能体现社会公平，兼顾市场各方利益，并要有利于证券市场的长远发展和保持稳定，证券市场将面临两难选择。

三是 A 股、B 股市场的合并问题。B 股市场设立的目的在于吸收外资，随着海外融资渠道的开辟和拓展，B 股市场吸引外资的功能日渐衰弱，并退居从属地位。随着海外机构投资者陆续离场，指数一跌再跌，市场人心涣散。市场的长期低迷又反过来影响 B 股上市公司的融资。有鉴于此，管理层作出了允许国内自然人进入 B 股市场的决定，从而为 A 股、B 股市场的合并跨出了第一步。加入世界贸易组织后，中国证券市场将分阶段对外资开放，外资进入 A 股市场后，设立 B 股市场的意义将完全丧失，A 股、B 股合并将成为必然。

四是混业经营问题。我国目前对金融业采取的是分业经营、分业管理的模式。随着金融全球化和中国加入世界贸易组织，金融业从分业经营向混业经营的回归将势不可当。随着业界竞争日趋激烈，证券业与银行业的混业经营将成为中国金融业发展的必然选择。只有这样才能实现资产负债的多样化，最大限度地分散经营风险，增强竞争力，参与国际竞争。

二、加入世界贸易组织对我国证券市场的影响和冲击

（一）将挑战证券市场的现行制度和管理模式

世界贸易组织是以市场经济为基础的、由一系列规则组成的制度体系。加入世界贸易组织后，我国将严格按照世界贸易组织的游戏规则分阶段开放证券市场。这必将对现行制度和管理模式构成强大压力，主要表现在：一是在市场法规方面，该规则要求建立公开、公正和透明的政策法规体系，而我国证券市场由于发展时间短等，相关的法律法规、规章制度还很不完善，与成熟市场相比还有相当差距，完全没有同国际惯例接轨。二是在管理体制上，世界贸易组织规则要求减少行政干预，严格依法办事，并要求监管有较高的透明度，以保证管理的公开、公正、透明，而我国证券市场行政监管色彩较浓，监管透明度较低，监管机制还不能适应证券市场的发展。

（二）将加剧证券市场的竞争

虽然我国证券市场的全面开放还有近 5 年的时间，激烈的市场竞争还未真正来临，但随着市场的逐步开放，外国资本和国外券商将陆续进入中国证券市场，市场竞争必将加剧。

（三）将对投资理念产生巨大冲击

随着外资和国外券商的进入，在加剧竞争的同时，国外的投资理念将直接影响国内投资者的价值理念和投资心理，市场行为将由投机主导型向投资主导型方向转化，上市公司的股票价格相应也会产生深刻的变化。诚信将逐渐在市场上扎根。

（四）对人才的争夺将不可避免

随着证券市场的开放，市场的竞争终将落实到人才的竞争上来。国外券商进入中国证券市场，除了在业务方面国内券商将面临国际强大对手全方位的竞争之外，人才流失将不可避免。国外券商将凭借其强大资本实力和竞争力，利用优厚的待遇和优越的工作条件，吸引国内券商的优秀人才，特别是那些熟悉中国证券市场运作、经验丰富、年富力强、有开拓精神、有较好人际关系和政府背景的中高级人才，这样既能迅速打开市场，抢占部分市场份额，又能严重削弱对手。在这方面我国保险业人才流失就是很好的例证。

（五）上市公司将受到冲击

面对国际竞争，上市公司因其所处的行业不同将受到不同的影响，其中一些优势行业的上市公司（如纺织）将迅速崛起和扩张，业绩大为提高，而一些劣势行业将萎缩，公司业绩出现大幅滑坡。

三、金融创新是证券市场应对入世挑战的必然选择

所谓金融创新，就是指金融内部通过各种要素的重新组合和创造性变革所创造或引进的新事物。面对入世，证券市场正处于一个重要的历史转折点，机遇与挑战并存。要解决证券市场发展中存在和面临的问题，迎接入世挑战，因循守旧将无济于事，唯不断开拓、大胆创新，才是证券市场发展之道。

（一）制度创新

1. 重构市场法规体系。从预、废、改、立四方面入手，重构市场法规体系。所谓“预”，就是要制定证券市场发展规划，将国有股减持及国有股、法人股的流通，A股、B股市场的合并，证券市场的开放以及一系列证券法规体系的建设等纳入其中，避免盲目性，减少政策因素对市场的影响。所谓“废”，就是根据市场化的要求废除那些不适应证券市场发展、与世界贸易组织规则明显冲突的法律法规以及部门规章。所谓“改”，首先要修改《公司法》。一是按照世界贸易组织规则要求，修改对股份公司发起人的不平等、股份公司申请其股票上市条件的不平等、监事会的不平等条款；二是增加保护中小股东的条款；三是完善有关公司内部法人治理结构的条款。其次，修改《证券法》，修改《证券法》应本着“政府干预要少，市场规则要严”的立法方针。一是修改已不适应当前证券市场发展的有关条款；二是强化和细化有关民事赔偿责任的条款，使之具有较强的操作性，切实保护中小投资者的利益；三是按市场化和透明化原则修改发行、交易、信息披露等基础性条款；四是增加关于二板市场、场外交易市场的有关条款等，为二板市场、场外交易市场的建立创造条件。所谓“立”，就是要加强法规建设，对涉及证券市场发展的重大问题进行立法，如对证券市场的