

中国资本市场

| 热点研究 |

——政策分析报告

◆ 王国刚 著

ZHONGGUOZIBENSHICHANG
REDIANYANJIU

中国城市出版社

中国资本市场热点研究

——政策分析报告

王国刚 著

中国城市出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

中国资本市场热点研究：政策分析报告/王国刚著.
北京：中国城市出版社，2002.5

ISBN 7-5074-1396-9

I. 中… II. 王… III. 资本市场—研究—中国
IV. F832.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2002) 第 029848 号

责任编辑	张泽来		
封面设计	蒋宏工作室		
责任技术编辑	张建军		
出版发行	中国城市出版社		
地址	北京市朝阳区和平里西街 21 号	邮编	100013
电话	84275833	传真	84278264
电子信箱	citypress@sina.com		
读者服务部	84277987		
经销	新华书店		
印刷	北京集惠印刷有限公司		
字数	296 千字	印张	13
开本	850 × 1168 (毫米)		1/32
版次	2002 年 6 月第 1 版		
印次	2002 年 6 月第 1 次印刷		
印数	0001—5000 册	定价	23.80 元

本书封底贴有防伪标识。版权所有，盗印必究。

举报电话：(010) 84276257 84276253



王国刚，男，47岁，江苏无锡人，博士生导师，经济学教授，经济学博士，中国注册会计师，政府特殊津贴获得者；现任中国社会科学院金融研究中心副主任，兼任中国金融学常务理事、中国农村金融学会常务理事、中国国际公共关系学会常务理事、海南“中国创业板市场”研究会会长等职，曾任“江苏兴达证券投资服务有限公司”总经理，“江苏兴达会计师事务所”董事长，“中国华夏证券有限公司”副总裁等职；主要从事资本市场、公司金融等理论与实践问题研究，已发表《中国证券业的理论与实务》、《中国企业组织制度的改革》、《资本市场导论》、《进入21世纪的中国金融》等著作27部，论文400多篇，被10多个政府部门聘为高级经济顾问，主持过“青岛海尔”、江苏春兰“等40多家企业的股份制改组、股票发行和股票上市工作。

目 录

第一篇 资本市场的热点

第1章 2001年的中国资本市场概况	1
1.1 2001年的证券发行市场	2
1.2 2001年的证券交易市场	9
1.3 2001年的上市公司	15
第2章 2001年的中国资本市场论争	19
2.1 股市政策取向的大辩论	19
2.2 中国创业板	21
2.3 中国家族企业上市	24
2.4 辩方举证	26
2.5 私募基金	27
2.6 国有股减持	29
第3章 发展与规范：中国股市的基本取向	32
3.1 10年历史：中国股市的经济功能	32
3.2 规范化：中国股市发展的基本保障	35
3.3 加强监管：中国股市的“软着陆”	39
第4章 退市：股市规范化建设的重要举措	42
4.1 退市机制与股市规范化	42
4.2 退市机制与维护中小投资者权益	44
4.3 退市机制和强制退市	47
4.4 退市与股市深化	49
第5章 调整国债运作机理 增强拉动经济的力度	52

2 中国资本市场热点研究

5.1 关于财政的债务承受问题	52
5.2 关于增加国债可能引发通货膨胀的问题	55
5.3 确立资产运作思路 调整建设国债运行机制	59
5.4 加大建设国债的发行力度 促进经济的良性 循环	63
第6章 发展公司债券市场的几个问题	68
6.1 公司债券的若干理论分析	68
6.2 我国公司债券市场的基本情况	72
6.3 我国公司债券市场发展缓慢的成因	78
6.4 发展公司债券市场需要着力解决的若干问题	88
第7章 竞争性遴选: 完善股票发行核准制的重要机制 ...	96
7.1 “通道制”: 合规性发审的重大改革	96
7.2 竞争性遴选: 合规性发审的机制缺陷	99
7.3 竞争性发审: 完善股票发行核准制的重要举措 ...	103
第8章 国有股减持中需要注意的几个问题	111
8.1 “弥补社保资金缺口”与国有股减持	111
8.2 减持国有股与上市公司规范化	116
8.3 国有股减持中的“公平”与“补偿”	123
第9章 中国股市波动之我见	135
9.1 此次股市急剧下落的原因	135
9.2 国有股减持问题	137
9.3 清查违规资金入市问题	138
9.4 增发新股问题	140
9.5 “挤”股市泡沫问题	140
9.6 庄家做市问题	141
9.7 小结	142
第10章 “私募基金”的出路在于金钱信托	144

10.1	私募基金与信托关系	145
10.2	“私募基金”与私约资金	147
10.3	私约资金与金钱信托	151

第二篇 中国创业板研究

第 11 章	设立中国创业板市场的推动过程	155
11.1	创业板市场有关政策的研讨阶段	156
11.2	设立创业板的实质性推进阶段	171
11.3	创业板有关政策的深一步研讨阶段	180
11.4	中国创业板市场的规则及特点	191
第 12 章	创业板:若干理论与实践问题探析	206
12.1	两类不同性质的高新技术研发及其机制	206
12.2	创业投资、人力资本与高新技术产业化	210
12.3	创业板市场与创业者的价值实现	215
12.4	Nasdaq 给设立中国创业板的启示	218
12.5	中国设立创业板的条件已基本成熟	225
12.6	中国创业板的近期风险运行将小于 A 股市场	230
12.7	迟设创业板的风险更大	235
12.8	设立创业板中的若干争议问题	239
12.9	创业板运作应注意防范的若干风险	248
第 13 章	创业板上市应注意的 8 个问题	254
13.1	关于股票发程序	254
13.2	关于“买壳”、“借壳”上市	257
13.3	关于公司注册资本	259
13.4	关于公司改制	262
13.5	关于内部职工股	266
13.6	关于资产重组	269

13.7 关于多元化经营	271
13.8 关于定向募集公司	273

第三篇 民营经济研究

第 14 章 民营经济：地位作用、发展难点和政策选择	275
14.1 民营经济在国民经济中的法律地位	275
14.2 民营经济发展与深化体制改革	278
14.3 民营经济与经济发展	285
14.4 民营经济发展中的各种不规范行为	293
14.5 民营经济发展中遇到的若干认识问题	298
14.6 民营经济发展的体制环境及制约因素	311
14.7 民营企业发展中需要注意解决的问题	318
14.8 实行国民待遇 积极推进民营经济快速发展	327
第 15 章 家族企业上市与中国的政策选择	333
15.1 家族投资：民营企业的基本组建方式	334
15.2 家族公司：市场经济中重要的企业组织形式	336
15.3 “一股独大”：家族股份的市场化进程	343
15.4 “类家族企业”：对中国民营经济的歪曲	358
第 16 章 完善中国 A 股市场监管机制的几个问题	374
16.1 修补法律缺陷：完善股市监管的基础性制度 建设	374
16.2 维护“三公原则”：完善股市监管体系的基本 立足点	383
16.3 “辩方举证”：不应成为中国股市监管的一项 主要制度	391

第一篇 资本市场的 热点

第 1 章 2001 年的中国资本 市场概况

中国资本市场在迭荡起伏、扑朔迷离中走过了 2001 年。在这一年中，中国资本市场的历程展示了三个方面的特点：一是加强规范化建设。2001 年证券监管部门推出了一系列重要的政策措施，其中包括：废止按照计划指标发行股票的制度和发行股票的审批制度，实行发股的核准制；加大查处上市公司、会计师事务所财务信息上弄虚作假和个别机构投资者恶意操纵股价牟取暴利的行为；推出国有股减持方案，解决国有股、法人股不可流通给股市规范化大量的种种影响；推出上市公司、证券公司、基金管理公司等独立董事制度，促进公司治理结构完善；实行重大法规出台前的公开征求意见制度，使有关法规形成机制更加透明等等。二是增长步速明显放缓。2001 年股票市场筹资总额近 1100 亿元，其中，首发新股 64 家、筹资 532 亿元，与 2000 年 141 家、筹资 826 亿元相比明显降低；增发新股 22 家（其中，19 家 A 股、3 家 B 股），筹资

196 亿元,与 2000 年持平;配股 102 家、筹资 369 亿元,与 2000 年 168 家、筹资 542 亿元相比明显降低。^① 另一方面,2001 年上海证交所证券成交总额为 44144.03 亿元、股票成交总额 22709.38 亿元,与 2000 年的证券成交总额 49901.47 亿元、股票成交总额 31373.86 亿元相比,分别下降了 11.54% 和 27.62%;深圳证交所股票和基金成交总额 16808.75 亿元、债券成交总额 623.73 亿元,分别比 2000 年减少了 14111.7 亿元和 1599.6 亿元,降幅达到 45.64% 和 71.95%。^② 三是市场创新热点纷呈。2001 年资本市场热点不断,其中包括 B 股交易对境内居民个人开放,取消房地产公司发股上市的禁令,核准了一批民营企业发股上市,一批海外上市公司转入 A 股市场发股上市,推出了开放式基金,而关于设立创业板市场、发展公司债券市场、建立统一股票指数、实行股指期货交易等问题的研讨也取得了新的重要进展。具体来看:

1.1 2001 年的证券发行市场

与 2000 年相比,在各类因素的影响下,2001 年中国证券发行市场有着一系列新的变化。其中,一些变化有利于推进这一市场的规范化建设和发展前景的开拓,一些变化则影响了这一市场的正常进程,主要表现在:

1. 股票发行制度的实质性改革

2001 年 3 月 16 日,为了适应证券发行核准制的需要,中国证监会发布了《公开发行证券公司信息披露的内容与格式准

^① 资料来源:《中国证券报》2001 年 12 月 31 日。

^② 资料来源:《中国证券报》2002 年 1 月 4 日。

则第1号——招股说明书》和公开发行证券公司信息披露的内容与格式准则第7号——股票上市公告书》，决定从3月17日起废止“指标制”条件下的审批制；同时，从4月1日起，未使用的股票发行计划指标不再有效。这事实上意味着，已实行9年左右的按照计划指标发行股票的制度就此终结。

股票发行中的“指标制”是指，按照国家规定并下达给各地方的股票发行指标来审批各企业发行股票申请的一套制度。这一制度的基本运作程序是：由国务院确定年度股票发行数量（简称“额度”），然后由证券主管部门将这些额度下达给各地方政府；各地方政府选择申请发股企业，经审核后向中国证监会推荐；中国证监会按照规定的审批程序和申请发股企业的情况，决定是否批准发股申请；在接到中国证监会下达的股票发行通知书后，证券公司再组织股票发行承销活动。显然，在“指标制”中存在着一系列问题：一是申请发行股票在政府行政系统运行，由此，行政权力对股票发行工作有着实质性影响；二是为了获得发股指标，企业和证券公司等中介机构不惜花费巨额资金和各种方式进行“攻关”，由此引致一些腐败现象发生；三是在政策（尤其是运用发股来推进国企解困）影响下，上市公司质量难以保障，从而，使股市规范化建设受到严重影响。

废止审批制和“指标制”以后，在实行核准制的条件下，申请发行股票的基本程序是：

由申请发股企业直接与证券公司签署公司辅导协议，进入1年期的公司上市辅导；在公司发股条件比较成熟时，由证券公司的投资银行部协助企业制作申请发股材料，然后，报送该证券公司的“股票发行内部审核小组”（简称“内核组”）；“内核组”的审核通过后，由该证券公司向中国证监会

推荐，由中国证监会进行合规性审核后，再由股票发行审核委员会（简称“发审委”）进行审核；一旦“发审委”审核通过，就直接下达“股票发行通知书”。由此，股票发行不再在政府行政系统中运行，基本不受行政权利影响，同时，股票发行数量也不再受计划指标数量的限制。“核准制”的实施，标志着中国股票发行制度已开始摆脱计划经济的影响，向市场经济方向迈进。

2. 股票和基金证券发行市场的风云多变

与2000年的发行市场相比，2001年A股、B股和基金证券的发行均处于下落态势。具体来看：

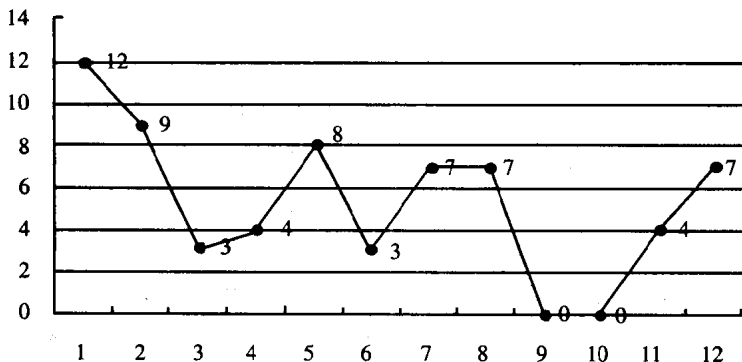


图1 2001年各月A股首发走势图

第一，首发A股大幅减少。2001年各月的首发新股与往年相比呈现出不均匀的分布格局，尤其是8月份以后本应是首发的高峰期却发生了连续2个月的发行“真空”。从图1中可见，承接2000年A股发行较快的走势，2001年1-2月份A股首发占了全年总数的近1/3，而9-10月份受国有股减持和二级市场变化的影响，A股首发处于停滞状态；就全年而言，与

2000年相比，A股首发家数减少了77家，2001年仅为2000年的45.39%。

第二，配股家数明显下落。2001年受配股价格过高、国有股减持等因素的影响，与上年相比，上市公司配股的家数下落了40%、募资总额下落了32%。尤为突出的是，进入7月份以后37家上市公司的配股一反往年认购踊跃的格局，其中，认购率超过90%的仅占1/3，承销商因配股数额难以销出而被迫购入承销余额由此成为上市公司大股东的有28家（其中，成为上市公司第二大股东的有15家），这种现象在往年的配股中没有发生；另一方面，配股价格与市场价格的差额比率，在2000年为65%，而2001年全年为80%以上（7月份以后更是高达89%），甚至发生了配股价格高于市场价格的“价格倒挂”现象。

第三，增发新股难以如意。2001年共有137家上市公司提出了增发新股的方案，但实现增发新股的22家中属于当年提出方案的仅有4家占2.9%，而明确取消增发申请的有12家。与配股相比，较多上市公司选择增发新股的主要原因是，申请增发新股的条件明显低于申请配股的条件，而增发新股的价格又明显高于配股价格，与此对应，在股市投资者看来，增发新股中的上市公司质量与新股价格之比“含金量”是最低的，因此，对增发新股的认购并不“捧场”。这决定了增发新股数额在2001年的大幅减少。

第四，可转换债券只见雷声响。在配股、增发新股不受市场追捧的条件下，一些上市公司转向通过发行可转换债券来募集资金。2001年共有55家上市公司提出了发行可转换债券的方案，但并无一家付诸于行。

第五，B股发行困难重重。2001年仅有3家B股公司配

股，首发新股和增发新股均为空白。除境外环境制约外，主要原因是2月19日B股交易对境内居民个人开放后，新发B股遇到了境内外在制度方面和技术方面的一系列因素的协调困难。

第六，基金证券发行未能如愿。2001年证券投资基金的发行募资规模达到200多亿元，有13只改制基金上市、扩募基金总量53.7亿份，新发2只封闭式基金、招募基金总量40亿份，首次推出了3只开放式基金、招募基金总量117.3亿份。另一方面，受股市大幅下落、基金业绩不佳（一些基金证券的净值甚至跌破面值）等多方面因素影响，基金证券发行中首次发生了认购量低于发行量的现象，在3只开放式基金发行中，除第一只的50亿份发行量勉强募足外，其他2只的实际认购量均大大低于50亿份的发行量，由此，一改往年的按照认购比例配售基金证券的格局。

3. 发股企业类别的增加

2001年，在发股上市公司中增加了3类企业：民营企业、房地产公司和“海归”公司，使上市公司队伍中增加了新类型公司。

在2001年间，共有6家民营企业发股上市，其基本情况如表1所示。民营企业发股上市标志着前些年为支持国企解困而实行的股票发行向国企倾斜政策的消解，在发股上市上，民营企业获得了与国有企业平等的政策地位。但值得注意的是，在64家首发新股中，民营企业所占比重不足10%。究其原因，相当多的民营企业在多年经营中，虽然业绩优良、成长性较高，但也存在着一系列不规范的现象，尤其是财务制度和内部管理等方存在严重不合规的现象。在合规性发审中，几十家民营企业因此而不能通过核准。

表 1 2001 年中国民营企业发股上市一览表

代码	公司 简称	董事长	发行 日期	发行量 (万股)	发行价 (元)	募资额 (万股)	总股本 (万股)	家族控 股 (%)
600321	国栋建设	王春鸣	3.16	7000	12.28	85960	17520	52.9
600331	宏达股份	刘沧龙	12.6	5000	9.18	45900	13000	34.3
600380	太太药业	朱保国	5.9	7000	24.8	173600	27108	74.2
600518	康美药业	马兴田	2.26	1800	12.57	22626	7080	66.4
600588	用友软件	王文京	4.23	2500	36.68	91700	1000	55.2
600580	广东榕泰	杨启昭	5.28	4000	9.9	20600	16000	67.2

自 1993 年起,为了遏止过热的房地产炒作,房地产企业就被列入禁止发股的产业范畴但 2001 年这一禁令被取消。在 2001 年间有 4 家房地产公司发股上市,发股总数达到 3 亿多股,募资总额达到 20 多亿元。这意味着,从政策角度说,房地产产业获得了与其他产业平等的发股募资机会,因此,这一举措,对舟多房地产企业有着很强的导向力。

“海归”公司指的是,已在境外市场发股上市又在境内 A 股市场发股上市的公司,即“海外归来”的上市公司。从表 2 中可以看到,2001 年间共有 6 家“海归”公司在境内发行 A 股上市,发行 A 股总数 11.43 亿股,募资总额 62.545 亿元。“海归”公司发行 A 股上市,在市场上引起了一些争议。主要的异议有二:一是鉴于在中国境内尚有相当多的企业因 A 股市场容量有限而难以发行 A 股条件下,“海归”公司在境内发行 A 股必然造成市场通道的更加拥挤,因此,一些人提出,证券主管部门核准 A 股发行的政策取向究竟是什么的问题。二是由于在境内发行 A 股的价格通常高于在境外发行 H 股的

价格，而募股资金一旦进入公司转为公司净资产就由股东根据其持股比例而拥有，由此，造成 A 股投资者的一部分资金向 H 股持有者的转移，所以，一些人提出，当初这些公司为什么不在境内发行 A 股，而选择先在境外发行低价股然后再到境内发行高价股的行为。其中，最突出的是“中国石化”。

表 2 2001 年中国“海归”公司发股上市一览表

简称	代码	股票种类	发行日	发行量 (万股)	发行价 (元)	募资额 (亿元)
广州药业	6000332	A 股	2001. 1. 10	7800	9.8	7.644
	0874	H 股	1997. 10. 21	21990	1.65	
中国石化	600028	A 股	2001. 7. 16	2800	4.22	11.8160
	0386	H 股	2000. 10	1678048.8	1.61	
华能国际	600011	A 股	2001. 11. 15	35000	7.95	27.8250
	0902	H 股	1998. 3. 4	25000	4.4	
深高速	600548	A 股	2001. 12. 6	16500	3.66	6.0390
	0548	H 股	1997. 3	74750	22	
江西铜业	600362	A 股	2001. 12. 21	23000	2.27	
	0358	H 股	1997. 6. 12	65648.2	2.55	4.0000
中新药业	600329	A 股	2001. 5. 9	4000	10	4.0000
	S0329	S 股	1997. 6. 12	10000	0.68	

表中货币单位：A 股为人民币，H 股为港币，S 股为美元。

2000 年 10 月以 1.61 港元/股在境外发行 H 股，2001 年 7 月在境内以 4.22 元/股发行 A 股，时间差距不过 8 个月，但价

格差达到 145% 以上，那么，这一公司为什么不在 2000 年发行 A 股？

1.2 2001 年的证券交易市场

2001 年的证券交易市场以急速下挫为重要特征。A 股流通市值，2000 年底为 15585.1 亿元，2001 年在可流通股总额增加 247.56 亿股（其中，沪市增加 188.54 亿股，深市增加 5902 亿股）比 2000 年增长 20.07% 的条件下，12 月底仅为 13384.1 亿元，降低了 14.12%；B 股在 5 月 31 日达到历史高点（上证 B 股 239.73 点，深证成份 B 股 2345.82 点）以后快速下落，年终上证 B 股收盘于 171.53 点、深证成份 B 股收盘于 1574.59 点，跌幅分别达到 28.45% 和 32.88%。这一年，证券交易市场的主要现象可概括为以下几个方面：

1. A 股交易市场深度下调

以 6 月 14 日为分界线，2001 年的 A 股交易市场行情分为两个截然不同的走势。

承接 2000 年的高位走势，2001 年 A 股交易以上证综指 2077.08 点和深证成指 4756.18 点迈开了步伐，但在加强证券监管的背景下，由于“中科系”庄股的崩盘和“亿安科技”神话的破灭以及有关中国股市根本性问题的辩论等一系列因素影响，在连续经历了 1 月 15 日和 2 月 5 日两个“黑色星期一”之后，2 月 22 日上证综指探底到 1893.78 点、深证成指下落到 4318.52 点，与年初相比分别跌去 8.02% 和 8.42%。2 月 23 日，在 B 股交易对境内居民个人开放的政策刺激下，A 股行情开始全面翻转，上证综指不断突破历史新高，6 月 14 日上证综指达到历史最高点 2245.44 点。在这段时间中，上证综指上