



王国刚 著

中国资本市场

热点分析

—— 政策研究报告



企业管理出版社

ENTERPRISE MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

中国资本市场热点分析

——政策研究报告

王国刚 著

企业管理出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

中国资本市场热点分析: 政策研究报告/王国刚著. - 北京: 企业管理出版社, 2003.6

ISBN 7-80147-889-4

I. 中… II. 王… III. 股票—资本市场—研究报告—中国
IV. F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2003) 第 045342 号

书 名: 中国资本市场热点分析——政策研究报告
作 者: 王国刚
责任编辑: 崔新生 丁 锋 技术编辑: 穆子 晓光
书 号: ISBN 7-80147-889-4/F·887
出版发行: 企业管理出版社
地 址: 北京市海淀区紫竹院南路 17 号 邮编: 100044
网 址: <http://www.cec-ceda.org.cn/cbs>
电 话: 出版部: 68414643 发行部: 68414644 编辑部: 68701408
电子信箱: 80147@sina.com emph1979@yahoo.com
印 刷: 北京明十三陵印刷厂
经 销: 新华书店
规 格: 850 毫米 × 1168 毫米 32 开 9.875 印张 240 千字
版 次: 2003 年 6 月第 1 版 2003 年 6 月第 1 次印刷
印 数: 5000 册
定 价: 21.00 元

版权所有 翻印必究·印装有误 负责调换

前 言

党的“十六大”报告指出，要“在更大程度上发挥市场在资源配置中的基础性作用”，就应积极地“推进资本市场的改革开放和稳定发展”。资本市场是市场经济的重要组成部分，在金融资源配置和引导实物资源配置中起着基础性作用。1990年以来，中国资本市场快速发展，对推进企业组织制度改革和运行机制转换、经济结构调整和技术进步、市场经济体制建设、经济的可持续发展等方面起到了积极重要的作用，可以说，当今的中国经济发展已离不开资本市场功能的充分发挥。

但也应看到，受各方面条件所制约，中国资本市场还是一个新兴加转轨的市场。所谓“新兴”，是指中国资本市场的发育成长的历史还不长，带有明显的“发展中”特点，例如，许多适合中国国情的资本市场规则尚待探索形成中，资本市场的层次结构、品种结构、机构布局等还相当不完善，资本市场的总体规模依然相当狭小，资本市场体系也存在着较多的功能性缺陷等等；所谓“转轨”，是指消除计划机制的影响还是中国资本市场发展中的一项急迫而艰巨的任务，其中包括改革审批制、改变运用行政机制“调控”市场运行、实现股份全流通、放松产品创新管制和市场准入的管制等等。2001年12月中国加入世贸组织以后，资本市场对外开放就已是大势所趋，这直接意味着，对中国来说，可用于解决“新兴加转轨”问题的时日已经不多，由此，在未来的一段时间内，在加速发展的同时，积极消除计划机制的影响，按市场规则要求构建资本市场新机制，并有序地实现国际接轨，应成为资本市场稳步发展的基本方略。

在计划经济影响依然相当深刻的条件下发展资本市场，在人类历史上前所未有的，是中国的一项伟大创举。但这同时也意味着，中国资本市场的发展是一个相当复杂且需要解决众多难题的过程，为此，改革和创新成为推进资本市场发展的主要动力。创新，既是改革的先导，同时，又是改革的过程。其中，理念创新、思路创新等具有决定性意义。这是因为，在西方国家资本市场发展史上曾经通过实践活动而自然得到解决的许多问题，在中国资本市场发展中首先需要经历一个从各种观点交锋到理念创新，再到达成共识的过程，而有关资本市场发展的各项主要政策也只有在创新理念成为社会各界（尤其是政策制定部门）的共识后才能有效出台。10多年来的实践证明，理念创新是资本市场发展的关键性条件。资本市场贯彻着市场经济的基本原则和基本机制，它不可能在计划体制中产生和发展，因此，要不断地推进资本市场的发展，就必须不断地突破计划经济的理念和思维方式。这一“突破”过程就是“理念创新”过程。1992年邓小平在南巡讲话中指出：“证券、股市，这些东西究竟好不好，……允许看，但要坚决地试”^①，由此，打破了自沪深证交所设立后1年多时间内交投清淡的格局，使资本市场发展迈入了快车道。此后，股票的全国性发行、国债发行的市场化尝试、公司制度的确立、财会制度的调整、信息披露制度的形成、基金证券的面世、机构投资者的发展等等，在理念持续创新的背景下相继展开。可以说，没有理念创新，就没有中国资本市场的形成和发展。

在计划经济理念仍强烈贯彻的条件下，进行理念创新是一个艰难的过程；而行政机制继续主导经济实践的客观背景又决定了，这种理念创新更加困难。一些人常常以条件不成熟、缺乏可操作性等为由，忽视在理念创新指导下的实践创新，强调继续运

^① 见《邓小平文选》第三卷，第373页，人民出版社1993年版。

用行政机制管制或干预资本市场运作的必然性。事实上，绝大多数实践问题都首先是一个理念问题。从不同的理念出发，可以列举出不同的实证根据。以股票发行制度为例，实行登记制和标准控制在教科书上早已有明确的阐释，发达国家已有了 100 多年的实践，但在 2001 年 4 月以前，中国实行的是行政审批制度。究其原因，担心在登记制条件下各地企业乱发股将引起股票发行市场的秩序紊乱，从而引致经济社会秩序不稳是一主要因素；同时，1992~1993 年间，一些地方也确实发生未经中央证券监管部门批准而发行股票，甚至形成了“红庙子市场”的现象，由此，似乎也印证了这一担心不无道理。从这一角度来看，实行审批制和指标制既符合中国实际情况，也理由充分。但这只是一种思路。另一种思路认为，实行登记制，在最初阶段，由于发股公司、券商、投资者等均有一个适应过程，所以，可能发生一些无序现象，但只要规则是明确的且监管部门能够严格执法，这种无序转变为有序的时间就不会拖得太长，由此，股票发行制度就将步入市场机制规范的轨道。在登记制下，通过改变股票数量供不应求和股票发行价格过高的格局，竞争机制逐步形成，这将推进券商业务水平提高，将推进投资者分析风险的能力和承受风险的能力提高，将推进监管部门的职能转变和监管水平的提高。与此相比，在实行审批制和指标制条件下，股票发行市场的规范化明显偏离市场机制的要求，从千方百计争“发股指标”到发股申报材料的包装造假，再到募股资金的严重浪费，其股票发行市场秩序也是够乱的；审批制没有审批出一个由高质量上市公司所构成的股市，却在“审批”的概念之下贯彻着行政机制，从而延续着投资者对政府信用的依赖。

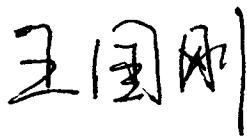
理念创新是推进中国资本市场发展的原动力。要保障资本市场的稳步发展，就必须坚持以市场机制为基本取向的理念创新，努力消除计划机制的影响，避免在指导思路上的反复。换句话

说,要稳步推进资本市场发展,首先需要稳步推进以市场机制为取向的理念创新。无庸赘述,作为一个新兴的资本市场,在实施一些重大的市场化举措方面可能遇到条件不成熟的限制,但只要坚持以市场机制为取向的理念创新,推进相关方面的改革深化,循序渐进地创造条件,各种难点是能够克服的。

本书作为研究中国资本市场发展的专门论著,研讨的具体内容相当广泛,包括中国股市的基本特点、国有股减持、证券投资基金发展、上市公司并购、创造新产业、资本市场的对外开放对内开放、资本账户开放等。但在 20 多年经济研究中,我深刻地体会到,虽然深入细致地分析中国资本市场的具体情况,并据此提出具体政策建议和可操作方案是重要的,但最重要的问题并不在于此,而是始终坚持以市场经济基本机理为取向的创新理念。这是因为,实践过程中发生的一些现象本来并不复杂,只要坚持用基本理论进行分析是容易弄清的,但一些人不重视市场经济理论的基本要求,过于迁就实践中的行政机制要求,结果常常使本来简单的问题变得复杂了。例如,股市的规范化标准本来就应是市场机制的标准,但一些人迁就于行政机制的要求,运用计划机制的标准进行股市规范化建设,并称之为“中国特色”,从而使股市规范化建设的基本取向复杂化。又如,国有股减持本应历史地考虑由强制贯彻行政机制所引致的结果及其对国企上市公司规范化运作的影响,但一些人简单地将国有股减持看作是股票买卖,因此,提出了按照股市交易价格出售国有股的设想,从而使国有股减持复杂化。再如,资本市场的对外开放应以资本市场运行基本符合市场规则为前提,由此,资本市场对内开放程度事实上制约着对外开放的进程,但一些人不重视这一前提,就“对外开放”论“对外开放”,或将对外开放作为一种行政政绩,由此,又使对外开放与对内开放的衔接难以协调。诸如此类,不一而足。

理念创新在不断研讨中发展。本书提出的一些观点，仅供读者参考，如若有所帮助，我也就感到欣慰；但受多方面因素制约，不确切乃至失误之处也许难免，就此，敬请批评纠正，以利理念创新的推进。

最后，本书在出版过程中得到了本书责任编辑崔新生、丁锋的诚挚帮助，他们不仅提出了一系列修改意见，而且对部分章节进行了润色处理，对此，我深表感谢。此外，王洪波对本书的出版也出力颇多，亦致以谢意。

A handwritten signature in black ink, reading '王国刚' (Wang Guogang). The characters are written in a cursive, slightly stylized font.

2003年6月18日

目 录

第一章	双重体制：中国股票市场的基本特点	(1)
第一节	股市规范化与政府行为的规范化	(1)
第二节	股市“晴雨表”与“政策市”	(6)
第三节	上市公司“诚信”与退市重组	(9)
第二章	资本市场发展中的新动态分析	(14)
第一节	国债柜台交易与证券市场的发展	(14)
第二节	金融数据向好引起的思考	(17)
第三节	浅析经济走势向好与股市的逆行下落	(21)
第四节	设立创业板：300家成熟企业的“误解”	(24)
第三章	上市公司国有股减持应以四个原则为基本前提	(28)
第一节	尊重历史：确立“不与民争利”的原则	(28)
第二节	承认现实：确立“谁持有减持收入归谁” 的原则	(34)
第三节	减持数额：确立“改变国有股‘一股独大’格局” 的原则	(39)
第四节	实施步骤：确立“减持与全流通同步实施” 的原则	(44)
第四章	公司型：中国证券投资基金组织模式的基本选择	(50)
第一节	基金的组织系统及其核心	(50)
第二节	中国契约型基金的制度缺陷	(54)
第三节	中国契约型基金的实践问题	(58)
第四节	中国契约型基金的条件制约	(64)
第五节	公司型基金与中国基金业发展的政策选择	(66)

第五章 应正确认识证券投资基金的作用	(72)
第一节 证券投资基金的基本作用	(72)
第二节 促进证券市场规范化的作用	(84)
第三节 促进金融市场发展的作用	(92)
第四节 促进经济发展的作用	(100)
第五节 证券投资基金的负面影响及防范	(107)
第六章 上市公司收购中的若干难点及政策选择	(118)
第一节 股份全流通与上市公司收购	(119)
第二节 “买壳上市”与上市公司收购	(123)
第三节 股权收购与债权收购	(126)
第七章 完善中国银行业的公司治理机制	(131)
第一节 中国银行业的改革进程	(131)
第二节 中国银行业的公司治理结构基本状况	(135)
第三节 完善中国商业银行治理结构的若干政策建议	(147)
第八章 资本市场：创造新产业与调整经济结构	(155)
第一节 创造新产业的三条主要路径	(155)
第二节 经济结构调整的金融支持	(161)
第三节 运用资本市场机制 促进新产业发展	(167)
第九章 高新技术企业融资的难点与对策	(171)
第十章 中国资本市场对外开放的若干政策分析	(180)
第一节 外资参股证券经营机构	(180)
第二节 中国股票存托凭证 (CDR)	(186)
第三节 认可的境内机构投资者 (QDII)	(194)
第四节 认可的境外机构投资者 (QFII)	(201)
第五节 境外公司在境内发行公司债券	(206)
第十一章 中国金融业的对内开放	(211)
第一节 金融制度的对内开放	(212)
第二节 金融体制的对内开放	(217)

第三节	金融机构的对内开放	(226)
第四节	金融市场的对内开放	(234)
第五节	金融产品的对内开放	(252)
第十二章	中国资本账户开放：经济主权、重点和步骤	(271)
第一节	开放资本账户的内涵	(273)
第二节	推进资本账户开放的动因	(276)
第三节	经济主权：开放资本账户的政策基本点	(281)
第四节	中国资本账户开放的实践状况	(284)
第五节	中国基本开放资本账户的重点	(293)
第六节	中国基本开放资本账户的步骤	(295)

第一章 双重体制： 中国股票市场的基本特点

中国股票市场是经济体制改革的产物，按理说，作为建立市场经济的一项重要工程，本不应再有计划经济机制的问题，但事实上，10多年来中国股市的成长始终未能摆脱计划经济的制约和影响，在一些方面、一些时候，计划经济机制甚至占居主导地位。因此，与发达国家的股市相比较，计划经济机制的严重存在是中国股市的独有现象。这从根本上决定了中国股市的基本特征是双重体制并存，而诸如运用政策调控股市、国有股不可流通、恶庄操纵股价、上市公司财务作假等等均是这一基本特点的具体表现，所以，对中国股市各种具体现象的理解或分析都应以双重体制并存为基点。^①

第一节 股市规范化与政府行为的规范化

中国股市作为一个新兴的股市，规范化建设是其发展的一项重要内容。从经济学角度说，“发展”既包括数量的增加和规模的扩大，也包括制度的完善、结构的调整和质量提高，因此，讲到“发展”就不能不包含“规范化”。但是，在中国股市中，何谓“规范化”却是一个难以界定的范畴。基本原因是，在双重

^① 就此而言，一些人将国有股不可流通、上市公司“圈钱”和财务作假、恶庄操纵股价等列为中国资本市场的基本特点是不确切的。

体制并存的条件下，“规范化”有着两个内涵截然不同的标准——计划经济标准和市场经济标准。由于计划经济的规范已为人们熟悉并已形成行为习惯，而市场经济的规范尚在探索和建立中，并常常遇到各种各样的阻力，所以，在强调“规范化”过程中很容易发生运用计划经济标准来规范资本市场的现象，而这一行为的后果难免使股市运行更加远离市场经济的标准，由此，从市场经济要求来看就更加不规范。

多年来，在强调“规范化”的过程中较多发生的情形是，有关政府部门和证券监管部门以各种方式要求上市公司、证券经营机构、股市投资者等的行为符合现行的法律法规、政策要求和政府部门的意图，很少涉及政府部门和监管部门自身的行为规范化问题，由此，形成了这样一种格局：似乎股市规范化是一个上层行政机关对下层运作主体的要求，而上层行政机关的行为没有“规范化”问题。这种格局的存在是符合计划经济规则的。内在机理是，在计划经济中，上级政府部门的决策和行为永远是正确的，不存在失误或错误可言，即便实践中发生了问题，也是下级运作机构未能有效理解或贯彻上级意图的结果，所以，上级行为没有“不合规范”之说。但是，如果从市场经济规则来看，则情形正好相反。受信息、权益、能力等各方面因素制约，市场的各类参与者（包括政府行政部门）的行为都可能发生这样或那样的不符合市场规则之处，从而表现为“不合规范”。事实上，中国股市中的种种不规范现象的发生，虽然由各种复杂因素所引致，但就主要方面而言，与上层行政机关的行为直接或间接相关，其中一些重要现象直接就是上层行政机关的行为后果，因此，要实现中国股市的规范化运行，首先需要解决的应是上层行政机关行为如何按照市场规则来完善（即行为的规范化）的问题。

不必赘述往事，仅以 2001 年出台的几项重大政策为例，就足以表现出上层行政机关的有关行为是否“规范”：

第一，B股对内开放。2001年2月19日，证券主管部门出台了B股对境内居民个人开放的政策，从而迈开了B股市场由离岸市场向在岸市场转变的第一步。B股市场长期与A股市场相分立，无论监管制度、运作规则、信息披露还是市场格局、交投状况、股价走势都有着明显的差别，而在一国范围内形成A股和B股这样两个不同的股市，实属不正常之事，因此，B股对境内开放以及B股与A股合并是早晚的事。从这个意义上说，B股对境内居民开放是一个市场化政策。问题在于，这一政策出台过于突然，以致于不仅证券经营机构、商业银行、证券交易所、市场投资者等毫无准备，而且中央银行、外汇管理部门也措手不及，甚至证券监管部门对可能发生的相关事件也缺乏充分预计，因此，在一段时间内，各方面仓促上阵、穷于应付。由此提出了一个问题：在各方面关系尚未有效协调、相关条件尚未准备妥当的情况下突然出台B股开放政策，符合市场规则吗？是证券监管部门的一种规范化行为吗？

一些人强调说，B股开放政策的突然出台是为了保密，以防止一些人事先得知信息而造成市场的不公平。这一认识似是而非。实际上，即便对B股开放问题进行公开讨论并进行充分准备，既不能直接确定这一政策出台的具体时点，也不会根本改变B股开放后的总走势，但它有利于协调各个政府部门的行为，为证券经营机构、商业银行、证券交易所、各类投资者进行各方面准备留有充分的时间。

第二，取消股票发行审批制。2001年4月1日起，中国证监会取消了股票发行的审批制，与此同时也取消了已实行9年之久的股票发行“指标制”，从而迈开了股票发行制度向市场规则靠近的重要一步。但取代“审批制”的并非“登记制”，而是“核准制”。就具体细节而言，“核准制”与“审批制”有着诸多不同，但就实质关系而言，二者同出一辙。从具体运作程序来看，

申请发股的公司同样需要将申报材料上报中国证监会，并经过一审、二审和终审；在这个过程中，虽然否决权交给了发审会，中国证监会不再直接作出否决意见，但上送发审会的材料采用红签、黄签和绿签“标注”则向发审委员表示了中国证监会发行部在一审、二审后的倾向性意见。

与“核准制”相对应，股票发行的“指标制”为“通道制”所取代，即用给各家综合类证券公司下达发行家数指标的方法来取代原先给各地方政府下达发行家数指标的方法。“通道制”克服了“指标制”条件下发行指标在行政渠道中运行、发股公司通过行政过程推荐所引致的各种弊端，但同时又引致了多方面问题的发生^①：一是攻关格局的变化。在“指标制”条件下，由于发股指标在地方政府手中，所以，攻关格局表现为发股公司、券商等“攻”政府部门的“关”和券商等中介机构“攻”指标公司（即已获得发行指标的公司）的“关”。但在“通道制”条件下，由于发股指标在券商手中，所以，攻关格局表现为发股公司（甚至包括地方政府）“攻”券商的“关”。二是中国证监会支配证券公司的力度进一步强化。在“通道制”下，一家券商拥有多少个“通道”指标直接由中国证监会决定，同时，“通道”指标使用的快慢在很大程度上也受制于中国证监会对申请发股公司的材料审核速度，因此，中国证监会对券商有了更强的支配力。三是券商在发行市场中的竞争进一步减弱。在“通道制”下，券商拥有发股指标，众多拟发股公司围着券商“争通道”，而券商也不可能通过竞争来获得更多的“通道”指标，由此，各家券商之间的竞争也就难以展开。

显然，“核准制”和“通道制”依然有着比较浓厚的计划机

^① 参见王国刚：“竞争性遴选：完善股票发行核准制的重要机制”，《银行家》，2002年第3期。

制色彩。一些人认为，现在不能实行“登记制”的原因有三，即券商素质不够高、拟发股公司质量不高、投资者尚未成熟。但值得注意的是，要在“核准制”和“通道制”中解决这些问题是极为困难的。内在机理是，用非市场的方法不可能培育出市场经济，市场规则只能在市场经济中形成。因此，如果说非得通过“洗牌”才能形成符合股市规则的发行市场，那么，直面“登记制”就是不可避免的选择，这有利于减少历史成本。

第三，国有股减持。2001年6月，政府决策部门推出了国有股减持政策，后因股市难以承受及其他方面原因而暂停实施。减持国有股，对实现国企上市公司运行机制转换、改变由2/3不可流通股引致的股市走势不规范状况、促进监管体系的完善等都有重要意义，因此，可以说“减持国有股”是一个推进股市建设的市场化政策。但由于政府部门既是国有股的股东又是国家的行政机关，由此，国有股减持从哪个角度出发就成为一个值得重视的问题。由于10多年来从国企清产核资、资产评估到发股指标分配的一系列环节中，政府部门运用行政机制强制性地政策向国企倾斜，使国有股的净资产数量巨额增加；由于国企上市公司发股募集的资金在使用中大量浪费，未能实现预期业绩，给投资者带来严重损失，所以，如果从股东立场出发，就首先需要确认由前期非市场行为所引致的国有股资产增加这一事实，然后按照股权平等的原则研讨国有股减持原则，最后再研讨国有股减持的操作方案。但在国有股减持政策出台过程中，这些问题并没有得到充分认真的研讨，也未充分重视维护其他股东的平等权益，这一政策出台与其说是从股东角度出发，不如说是从行政机关角度出发，由此，股票投资者通过“用脚投票”所表达的意见，与其说是对减持国有股“投”了不赞成票，不如说是对运用行政机制来强硬贯彻政府部门意图的行为“投”了反对票。显然，国有股从最初的不准流通到减持政策出台都渗透着计划机制的内在要

求，而从市场规则来看，则始终是一种不规范现象。

中国有一句老话“上梁不正下梁歪”，据此，要解决中国股市的不规范问题，首先需要从上层行政机关做起。

第二节 股市“晴雨表”与“政策市”

在发达国家中，股市有着经济走势“晴雨表”之称。一些西方学者经统计分析认为，股市行情的变动大致早于经济走势变动6~8个月，其理论解释是，股市投资者总是根据预期收益来选择投资的，如果大多数投资者都认为未来一段时间内经济走势将上升，通过投资购股，就将使股市走势上扬，反之亦然。在中国股市中，虽然一些股评人士也屡屡用这种“晴雨表”来讨论股市走势，但其情形正好相反，即不是用股市走势来预期经济走势，而是用经济走势来说明股市走势。1999年笔者经研究得出的结论是，中国股市走势与经济走势基本不相关^①。这种情形之所以发生，基本原因在于，10多年来政府部门总是不时地运用政策来影响股市走势，以使股市在其认可的范畴内运行，因此，中国股市有着“政策市”一说。

所谓“政策市”，是指政府部门运用政策机制直接影响股市走势所形成的股市运行格局。众所周知，政策是影响股市走势的一个重要因素，因此，政府部门运用政策机制来影响股市运行本来无可厚非。值得注意的是，人们所讲的“政策”通常不是直接针对股市的，而是针对宏观经济或其他方面的，这些政策对股市走势的影响大多是间接的，但在中国股市中，政府部门运用的相

^① 王国刚：“中国股市与经济走势的异动分析”，《经济参考报》，1999年8月14日。