

市场建设篇

中国证券市场改革前景展望

吴万善

一、中国证券市场改革的背景

1. 证券市场的规模化扩大有长足进步。

上市股票数 —— 从1991年的14只发展到1997年底的821只；

股票总市值 —— 由1991年的109.19亿元增长到1997年的
17 529.24 亿元；

股票流通市值 —— 从1992年的263亿元增加到1997年的
5 177.57亿元；

股票交易额 —— 从1992年的681.24亿元增长到1997年的30 720
亿元；

股票个人投资者人数 —— 由1992年的350 万人增加到1997年底
3 200万人；

专营证券机构98家，证券营业机构3000余个；

在股票市场交易日趋活跃的同时，政府从股票市场获得了巨额的收入。股票交易印花税收入1991年只有275万元，到1996年全年已达到121.7亿元，1997年则达237亿元之巨。

市场发展的基本面 —— 我国经济在90年代继续保持了持续快速增长，国内生产总值GDP从1991年的2.16万亿元增长到1997年的7.4772万亿元，而居民储蓄存款余额则从1992年末的0.9万亿元

增长到 1997 年底的 4.628 万亿元。与此同时，居民金融投资渠道也由单一的储蓄存款向储蓄存款、国债、股票、债券等多种方式转变；居民金融意识增强，投资股票已成为居民投资的重要选择之一。

2. 证券市场的风险日渐显露。

暴涨暴跌现象年年有之 ——

1994 年，三大政策救市，导致 7~8 月的大起大落

1995 年，5·18 暴涨行情

1996 年，12 月暴跌行情

1997 年，5 月暴涨暴跌行情

证券机构风险控制不佳 —— 近年来，中国证券市场的开创者纷纷“翻船”，万国证券（中国早期的第一大券商）、中农信（中国早期的第一大信托公司）、中银信等先后因经营管理上的弊端，而招致被兼并或关闭的命运。申银证券、海通证券、广发证券、深圳发展银行等机构因违规炒作，其负责人被责令免职。

市场调控机制未有效建立 —— 证券市场作为市场经济体系中最市场化的领域，在调控机制上却采取了计划经济下的直接行政干预方式。并且，目前由国家计委确定市场发行额度、体改委主管股份制改造、人民银行主管金融机构运营、财政部拟定市场税率、证监会直接监督市场运行的多头管理体制，使高度统一的证券市场运行效率有所降低。

3 阻碍市场长远发展的问题亟待解决。

证券市场在高速扩张的同时，市场基础设施建设、监管与法制建设未能同步发展，迫切需要解决的问题有：

(1) 作为证券市场稳定运

表一 历年上市股票个数

交易所	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
上海	8	38	122	203	220	329	422
深圳	6	33	95	142	161	270	399

行的内在基础——上市公司大多在经营管理机制上未有根本性的改善，从而出现了上市公司收益滑坡的倾向，由此就侵蚀了市场长期发展的基础，阻碍着证券市场长期健康稳定地发展。大多数上市企业改制上市后，只是有了股份公司制的形式，募股的目的仅是为了“圈钱”，在企业与政府部门间的管理关系上、管理层和员工的风险约束和激励机制上、劳动人事工资制度上未作出实质性的变化。如政府部门仍行使对上市公司老总及主要领导的人事任免权及重大决策的一票否决权，企业对职工的辞退权难以充分行使、企业领导层负盈不负亏未能改变。这使得相当多的上市企业并未实现社会广泛期望的通过上市的制度创新激活企业的目的。

(2) 作为证券市场活力的前提——投资机会未能得到充分公正的保证，暴涨暴跌和信息传播机制不良使得投资者难以遵循理性化的投资策略，使股市成为“消息市”。高达1.7%的交易成本、境内居民投资B股的禁入、股票交易融券融资的禁止、收购兼并的法律规范不完善都大大减少了市场的投资机会，从而在很大程度上降低了市场的效率。尤其是对二级市场收购兼并的过严规定使购并行为可操作性大大降低，从而不仅仅是减少投资机会，更失却了对上市公司管理层的强大压力，失去了证券市场具备的资源再次优化组合的功能，所谓依市场方式配置资源在这一最市

表二 市价总值

年份	市价总值(亿元)	
	上海	深圳
1991	29.43	79.76
1992	558.4	489.73
1993	2206.2	1335.32
1994	2600.13	1090.49
1995	2525.66	948.61
1996	5477.81	4364.56
1997	9218.07	8311.17

表三 成交金额，年末换手率，年末平均市盈率

年份	市价总值 (亿元)	换手率%		平均市盈率%	
		上海	深圳	上海	深圳
1991					
1992	681.24	397		13.35	
1993	3667.03	341	213	12.48	42.69
1994	8127.63	787	472	23.45	10.28
1995	4396	396	180	15.7	9.46
1996	21331.16	591	902	31.32	35.42
1997	30720.26	426	490	41.23	39.86

场化的领域反而难以施展。

(3) 作为二级市场的稳定力量——机构投资者未能得到应有的扶持，其定位一直处于模糊之中，从而在现阶段尚不具备稳定市场的力量，更加剧了股市的动荡。作为机构投资者重要组成部分的总计450多家中国证券专营、兼营机构群体，总资产近1600亿元，尚不足美国美林证券2130亿美元资产的1/10。全部券商的平均股本金则低至2000万~3000万元，自有资金明显不足，而政府的现行法规禁止券商的融资行为，由此就使得券商仅凭自有资金根本不足以稳定市场。同时，由于正当融资渠道不畅，券商迫于生存的现实需求只能借助于旁门左道，由此产生了一些幕后资金交易，从而使金融体系的运行状况难以真实把握，并可能因突发事件引发危机。如1995年因暂停国债期货交易引发全国性的巨额金融债务；1997年上海工行、海通证券、申万证券、广发证券因融资炒作受罚等。作为另一机构投资者的基金，则实力更弱，全国近80家基金的总资产尚不足100亿元，投资股市的比例平均只在10%左右，就更起不到稳定股市的作用。与此同时，股票的供应规模却由50亿——150亿——300亿年年高速扩容，失衡的供求关系得不到机构资金的引导而只依赖于居民个人的投资，给市场带来的就只能是剧烈起伏。

表四 平均每股利润(元)

交易所	1992	1993	1994	1995	1996
上海	0.26	0.33	0.34	0.26	0.27
深圳	0.48	0.48	0.39	0.24	0.31

(4) 作为证券市场发展的内在机理——市场规律未得到充分的尊重。证券市场作为市场经济发展到一定阶段的产物，对统一化的市场运作有较高的要求，在股份的同业化、同价化、同权化和

表五

上市时间	平均每股收益(元)	
	沪市	深市
1990-1991年	0.2043	0.03766
1992年	0.1471	0.1127
1993年	0.16865	0.1817
1994年	0.20817	0.28
1995年	0.25026	0.1931
1996年	0.3413	0.37198
1997年(至4月底)	0.4289	0.5007

市场管理体系的法治化、一元化方面有着市场规律自身的内在要求，而中国证券市场恰恰在这些方面存在许多薄弱环节。首先，占上市公司总股本70%以上的国有股、法人股不能上市交易，不仅使得单个公司的流通股规模偏小和流通价格过高，还对市场的长期发展产生较大的心理压力。大量股份由少数国有机构控制，还使得改制上市的目的之一——构架制衡的公司权力治理体系落空，广大的流通股投资者根本无力对上市公司的营运施加实质性影响。其次，A、B股的市场、价格高度隔离，导致同一市场、同一上市公司的A、B股股价产生巨大价差，市场的国际化进程步履艰难。上述这两个方面的问题就其原因来讲，与当年市场设计只过多地考虑了保证国有股东控股权地位，而忽视市场规律有关。其三，法治化、一元化的市场管理模式迄今未有效形成，而以经验不足、政出多门的行政管理模式监管市场，从而导致了市场自身功能的萎缩和运行秩序的无序化。由于《证券法》等规范市场的根本大法碍于政府部门利益的冲突迟迟未定，整个市场的管理只能以各政府部门的即时性行政管制措施为主，从而市场管理措施表现出较大的不确定性、短视性和随意性。

解决日渐积累的问题既是中国证券市场改革的必然要求，也是中国证券市场改革的短期目标。就长期目标而言，国内外金融市场的连年风波已使中国证券界充分意识到金融市场的巨大风险，并着手对其中可控制的市场非系统性风险加以解决，这就意味着中国证券市场须在法治规范化和统一化方面作出更大的努力，从而实现中国证券市场的充分法治和充分效率，这将是中国证券市场改革的长期目标。为了实现中国证券市场改革的短期和长期目标，就必须突破现存的市场利益格局，通过制度创新引导市场利益的理性整合，遏制不正当利益，奠定改革的利益基础。

二、中国证券市场改革的内因驱动 ——市场利益格局的变化

尽管中国证券市场诞生之初仅是作为地方性的试验田而存在，但历经十几年改革开放的中国经济本身也已产生了对证券市场的内在要求和支撑基础，所以，自中国证券市场诞生之初起就表现出了超常的生命力，尤其是1992年提出建立社会主义市场经济体制后，证券市场就已越出地方性试验田的束缚，1996年明确证券市场作为社会主义市场体系不可或缺的一部分和作为国企改革的主要基础后，发展速度则更为迅速。

自然，中国证券市场的这种超常规迅速发展既是各后发国家证券市场普遍较快规律的必然反映，也是与中国政府政策的大力扶持分不开的。然而，作为市场发展外因的政策在根本上是由内因所规定的，这内因实质上就是近几年市场的发展迎合了市场各方的利益，而市场利益的认同又促进了证券市场的快速发展。

就上市企业的整体利益而论，一下子以极低的成本甚至零成本获取了巨额资金，基本上解决了企业资金上的困境，同时，还有机制改善的潜在可能。

就上市公司的国有控股股东的利益来讲，控制的资产规模较前增长了几倍，并且更可能因有公众股的参与监督，而使国有资产处于更安全的境地。

就上市公司的个人股东即社会公众投资者的利益来讲，又多了一条较有活力的投资渠道，不仅可以藉此获得一定的投资回报，还可以从中学习相应的投资知识，提升自身的理财能力。

就上市企业管理层而言，也借上市之机扩大了其社会知名度和管理资产的规模，内部职工也可借职工股上市之利大获收益。

作为对市场发展更具影响力的政府在证券市场的利益也得到了充分的保证，不仅在宏观上部分卸掉了国企的沉重包袱、保护了银行体系的安全，还直接从证券市场上得到数百亿元的印花税收入。

正是由于各方利益在证券市场上得到了一定程度的满足，而使得证券市场具备了快速发展的利益基础。但是，利益格局总是不断变化的，并将打破原有的均衡，从而也就动摇了以原有利益格局为基础的构架。证券市场在规模越来越大的同时，也不断冲击着早已存在的利益格局，并带来了大量新问题。

自1996年底以来，就政府对证券市场的利益而论，早已破除了当年“试验田”的禁锢。首先，作为过去主要的融资方的银行变得不堪重负，大量负债率高达75%以上的国有企业已无力偿还巨额的银行贷款，从而使整个银行体系陷于潜在的风险之中。为减轻银行压力，政府寄望于企业从证券市场无偿融资增强获利能力以归还银行的贷款，从而化解金融危机。其次，作为国民经济主要支柱的国有企业的改革已经历过多次挫折，当前国企的股份制改造被视为国企最后的希望，而股份制改造无论在其资金基础还是在机制塑造方面都有赖于证券市场提供强有力的支持；同时，在国企股份制改造后，政府对仅以其股东地位能否控制企业一直存在着意识形态上的和实践上的忧虑，迄今为止应对这一忧虑的惟一策略是仅允许国企改制后流通公众股占总股本的1/3左右。其三，亚洲金融危机的巨大破坏力令政府领略到证券市场的巨大风险，从而使风险控制成为政府的重大利益所在。

政府在上述领域的利益所在自然也就构成了其对证券市场的

短期目标期望，但利益的交错复杂性本身使这些目标存在着相互冲突的可能，如振兴国企与选择优秀企业上市的冲突、刺激场外资金入场活跃股市与控制市场风险的冲突，降低印花税等交易成本以激活市场与国家财政刚性利益的冲突等，它们的解决有赖于中国证券市场的根本性改革或制度创新。

就上市企业的利益格局变化趋势而言，由过去只对上级一家负责转变为对千千万万股东负责，上市公司的经营管理也由过去的黑箱操作演变为公开化的公众行为，上市公司在经历了最初获取大笔资金的欣喜后，马上就面临着勉力经营股东以回报股东的压力。但是，这种压力的存在显然是以股份的充分流通性为前提的，中国上市公司的低比例流通股实际上构不成多大的现实压力，而难以实现上市公司机制改善的利益。

就上市公司的国有股东来讲，在坐享控制资产规模扩大之利的同时，也面临着社会舆论更为严厉的监督；上市公司管理层在知名度上升的同时，也感受到股东要求高回报的压力。

就市场的众多小额公众投资人来讲，在多了一条投资渠道之时，市场风险却也长期相伴，那些经营不良、运作失范的上市公司和随机干预的行政调控方式常常使中国的个人投资者面临更大的风险，因而规范化、透明化的市场运行就成为中国千万公众投资人新的利益所在。

显然，随着市场规模日渐扩大，一些市场主体原先的不合理利益需求非但未得到抑制，而有进一步强化的趋势。如上市公司及其政府管理部门早期上市圈钱的不合理利益需求没有创新制度的约束，政府对市场的行政化干预管理模式甚至还以条文的形式进一步固化，借由内幕信息寻求短期暴富的炒作模式仍方兴未艾，市场利益分配的公正性、公开性在此失去了保证。由此使得

孕育日久的矛盾逐步显露，如国有股东与社会公众投资人间、行政管理模式与市场运作规律间、股票供求关系间、资金供求间的利益矛盾难以在现行体制下求得平衡。

显而易见的事实是，在市场各个主体的利益视野中，原先的平衡已被打破，市场有寻找新的利益动态平衡的现实要求。这种平衡一方面需通过市场自身的运行来实现，一方面也有赖于全面的、严谨科学的框架制度来实现。然而，目前的市场本身因面临太多的随机行政干预而在一定程度上丧失了自我调节的能力，如股票的供给在中国决定于国家计委及其他政府部门的权力安排而非由市场调节；另一方面，现行制度作为维持既定利益格局的产物缺乏制度创新，因而也未能提供抑制非理性利益需求、解决利益冲突、合理划分利益分配的机制，由此产生的诸多问题需迫切解决。

三、中国证券市场改革的目标和途径

中国证券市场在高速发展过程中出现的一些问题，是证券市场由不成熟到成熟发展规律在中国这样一个新兴市场国家的表现，属于市场前进过程中的曲折，也是可以通过中国证券界的努力来克服的。尤其在中国这样一贯倡导改革开放的国度，在证券市场的发展上同样可以通过不断的改革，不仅解决上述问题，更可以由此迈向证券市场法治效率的明天。具体而言，作为短期的改革目标，解决前述主要问题、控制市场风险将成为近期市场建设的重点；作为长期的改革目标，建成法治、效率的证券市场将成为最终的追求。在解决问题、实现短期目标的过程中，则要妥善处理与长期改革目标的关系，着力于长远建设，避免短期化

的治标行为。

在改革途径上，可以考虑采取下列步骤：

(1) 实行政企分开，通过制度创新改善企业外在制度环境，让企业成为真正自我决策、自负责任的市场主体，并在企业内部实行劳动人事工资制度的改革，提高公司管理层及员工的工作积极性，以敬业勤奋的工作实现公司经营业绩的增长，从而奠定证券市场长期良性发展的坚实基础。在这个过程中，迫切要做的有：

撤消各个行业经济管理部门，将其现有的对企业的管理权划分为国有资产股东权和宏观调控权，前一权利由国资局统一行使，后一权利由经委等综合管理部门行使，并且政府实际行使的权力范围必须遵循事先规定的完备法律。对企业经理层实行期权送股激励机制和亏损风险负担机制，对职工的去留奖惩由企业自身视经营情况行使决定权。

(2) 保证投资机会的公正，以激发市场的持续活力，除特殊情形外一般不随意颁布即时性行政管制措施，以杜绝由随机的行政干预导致的市场暴涨暴跌；努力在降低交易成本、提高市场效率方面下功夫，并保证市场信息的充分公开传播。对市场合理的购并需求和融资需求，应逐步打开正门予以满足，以提高市场活跃度，并减少幕后融资行为。这需要我们设计一系列新的制度，如政府权力构架新模式、信息发布和购并规范的制度化构架。

(3) 放松社会各界对金融机构的参股限制，扩大券商的股本实力；加快大型证券投资基金的组建，扩大投资基金的规模，同时，在券商的融资渠道上先行开辟试验性途径，待条件成熟后则通过货币市场与资本市场的良性联系来解决。

(4) 将每年新股发行额度的一半用于解决国有股和法人股的上市流通问题，使国有资本在流通中保值增值。必须注意的是，由

于流通股的溢价发行，使得公股的购买价大大低于公众股，故公股上市的前提是须先行折股，具体折扣比例的确定可视各个公司的实际情形而定，可初步考虑10股公股折1股流通股的方案。至于A、B股市场的并轨问题，可在健全国内证券市场监管体系后开放解决，但由于B股的发行价大大低于A股发行价，故也须以一定的折扣比例向A股并拢，否则将构成对国内千万公众投资者的利益侵害。

(5) 通过政府机构改革，理顺市场的多元管理者间的关系，构架一元化的管理体系，以提高市场管理的效率；突破现存利益格局的限制，出台具有利益整合性的《证券法》，并在立法上改变以往流于粗疏的立法传统，使市场主体的各种市场行为皆有章可循，从而在根本上改变政府随机干预的管制市场模式。

四、中国证券市场改革的绩效预测

90年代以来国内外金融市场风波连连，1997年更爆发了灾难性的亚洲金融危机，中国由此获得了宝贵的经验和教训，并增强了危机感和改革的紧迫感，因此形成的上下合力将可能使中国证券市场的改革步伐迈得更快，更有绩效。

刚刚召开的全国九届人大重点解决了政府机构改革问题，撤减大量行政机构，加强政府收费管理，由此将极大地改善上市公司经营管理的外在运作环境；同时，社会保险制度和下岗职工的广泛存在也将有效地推动企业用工制度的改善，从而有可能通过内外的努力将上市公司建成锐意进取、自我负责的真正市场主体。

1997年下半年以来国家完成了组建证券投资基金的法律准

备，并将证券业列入国家鼓励发展和重点扶持的产业领域，由此将可能壮大中国证券市场机构投资者的实力。

证券市场的法制建设在市场各方人士的关心下已渐有成果，《证券法》也可能因机构改革的推行而突破政府部门利益的矛盾限制尽快出台；同时，政府也已从以往几次即时干预市场带来的暴涨暴跌恶果中认识到以随机行政干预方式管理市场的危害这两方面因素的综合将可能大大加快我国证券市场管理一元化、法治化的进程。

总之，中国证券界自市场诞生之日起就一直以不懈的努力推进了中国证券市场规模上的迅猛发展，在今天中国证券界将把力量更多地投向市场质的建设方面，以根本性的制度创新着手解决几年来积累的问题，并由此进一步走向法治至上、效率充分的明天。

（作者系江苏证券有限责任公司总裁）

国内证券市场发育中的 缺陷与培育中的矫正

吴万善

国内证券市场自沪深两个交易所1990年12月开张运作算起，至今共计7年多时间，不可能否认市场以高起点、快节奏、超常规的发展特征走过成熟市场需要几十年的发展才能达到的规模。无论是市值规模、筹资总量、投资者队伍、交易机制等方面均呈现出“高开高走”的可喜局面。问题的另一方面是，在证券市场局部取得“单兵独进”的状况下，非均衡性发育的反差始终存在着。

一、股权结构、流通性设置一着不慎，偏途中越走越远，纠偏 运作越迟，代价越大

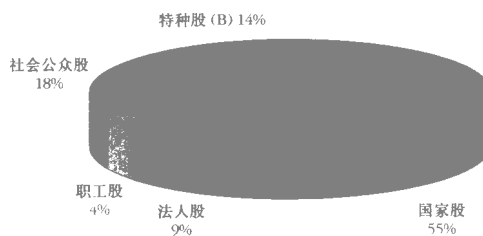
国内上市公司的股权结构十分复杂，从持有者的所有制性质区分有国家股、法人股、社会公众股、内部职工股、国家股和法人股转配给社会公众的股份，专供海外投资者买卖的特种股（B股）。交易的场所有沪深A股市场、法人股的两网（NET、STAQ系统）、B股市场、各省市的交易中心、各省市的柜台交易等等。就同一个上市公司而言，同样的股票、同等的权利，但却有着天壤之别的遭遇，交易场所的割裂、交易价格的严重扭曲、可流通性差异甚大（同样股票既有不可流通的、一定时间后可流通的、

可流通但无时间表的、也有可流通的)。随着上市公司数量、规模的日益扩大,国家股、法人股的数量迅速增大,解决这一问题宜当机立断,否则所支付的市场机会成本会越来越高。

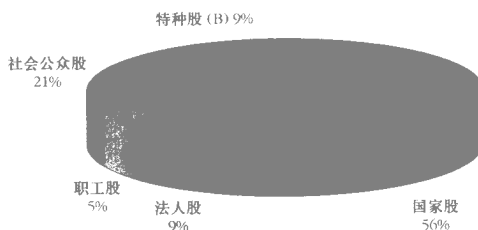
表 1997年末沪深交易所上市公司股本结构(亿股)

股票性质 交易所	国家股	法人股	职工股	公众股	特种股B
上海	153.39	24.04	12.83	58.52	25.83
深圳	128.22	20.46	8.43	40.72	33

沪市股本结构比例



深市股本结构比例



二、不成熟市场特征十分显著：情绪化的市场波动落差甚大； 投机性的场所交投换手过频

无论是综合指数还是个股股价始终表现为暴起暴落,窜上蹦下的“猴市”特征是国内股票最形象逼真的描述。 1992年5月21日

取消涨跌停板制，沪综指一个交易日从616点升至1266点，单日升幅创下106%，渤海集团在1994年8月1日，东北电在1996年10月17日，分别创下单个交易日升幅103%、109%的记录。

上海综合指数波动状况

年份	最高点	最低点	落差 (绝对值)	震幅 (以最低点为基数)
1991	292.8	105	187	178.10%
1992	1429	292.8	1137	388.32%
1993	1558.9	750.5	809	107.79%
1994	1052.9	325.9	727	223.07%
1995	926.4	524.4	402	76.66%
1996	1258.7	512.8	746	145.48%
1997	1510.2	870.2	640	73.55%

深圳成份股指数波动状况

年份	最高点	最低点	落差 (绝对值)	震幅 (以最低点为基数)
1991	1206.2	396.5	810	204.29%
1992	2918.1	917.4	2001	218.12%
1993	3422.2	1688.2	1734	102.71%
1994	2271.4	944	1327	140.57%
1995	1473.3	980.3	493	50.29%
1996	4522.4	924.3	3598	389.27%
1997	6103.6	2985.4	3118	104.44%

在二级市场的交易中，不管是机构投资者，大户、散户几乎很少有长线买家，介入市场的意图均以获取短线炒卖的差价为投机目标，导致投机风气甚行，股权转让速度过快。

沪深两市近年股票换手率一览表

年份	1993	1994	1995	1996	1997
市场					
上海	341%	787%	396%	591%	426%
深圳	213%	472%	180%	902%	290%

三、上市公司未能成为名副其实的股份制企业， 股票市场的基石有待“加固”

上市公司是整个股票市场的基础和股份制改革的典范，部分上市公司在承销商、中介机构的过度包装下，夸大盈利预测，误导投资者，给市场的规范、健康发展带来了负作用。管理部门通报批评的北京中燕、东北药等八家公司中，有五家公司在1996年度中，实际完成的业绩仅达其在招股说明书中预测盈利的9%~25%，误差之大令人惊诧，部分上市公司的经营管理水平较低，运行机制未能有效转轨，经营决策中出现重大偏差，导致公司经营上出现重大亏损，或连续亏损，个别公司甚至面临摘牌的窘境，“捆绑式”上市政策不利于股份制企业的发展，部分企业在发行前或发行后，由于政策的缘故而兼并亏损企业，从而导致母公司被拖累，这种做法弊大于利，适得其反。

四、信息披露应循规蹈矩，维护普通投资者利益

事实上，投资者在股票市场的投资行为是其对各种渠道所获取的各种信息进行甄别、选择后的结果，因此，上市公司要真正履行其信息披露义务，规范披露信息的质量，从而保证投资者在公平的基础上获取真实的信息。此外，各种类型的咨询机构也应检点以往的信息传递行为。对各种媒体也需严格审查，以防“病从口出”。

国内证券市场现存的种种弊端和缺陷，有些属于经验不足，设计不科学，有些属于利益驱动下的人为因素，所有这些障碍均属于发展过程中的问题，在证券市场中长期的不断培育和完善