

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

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

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	关于股票发行政序·····	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：

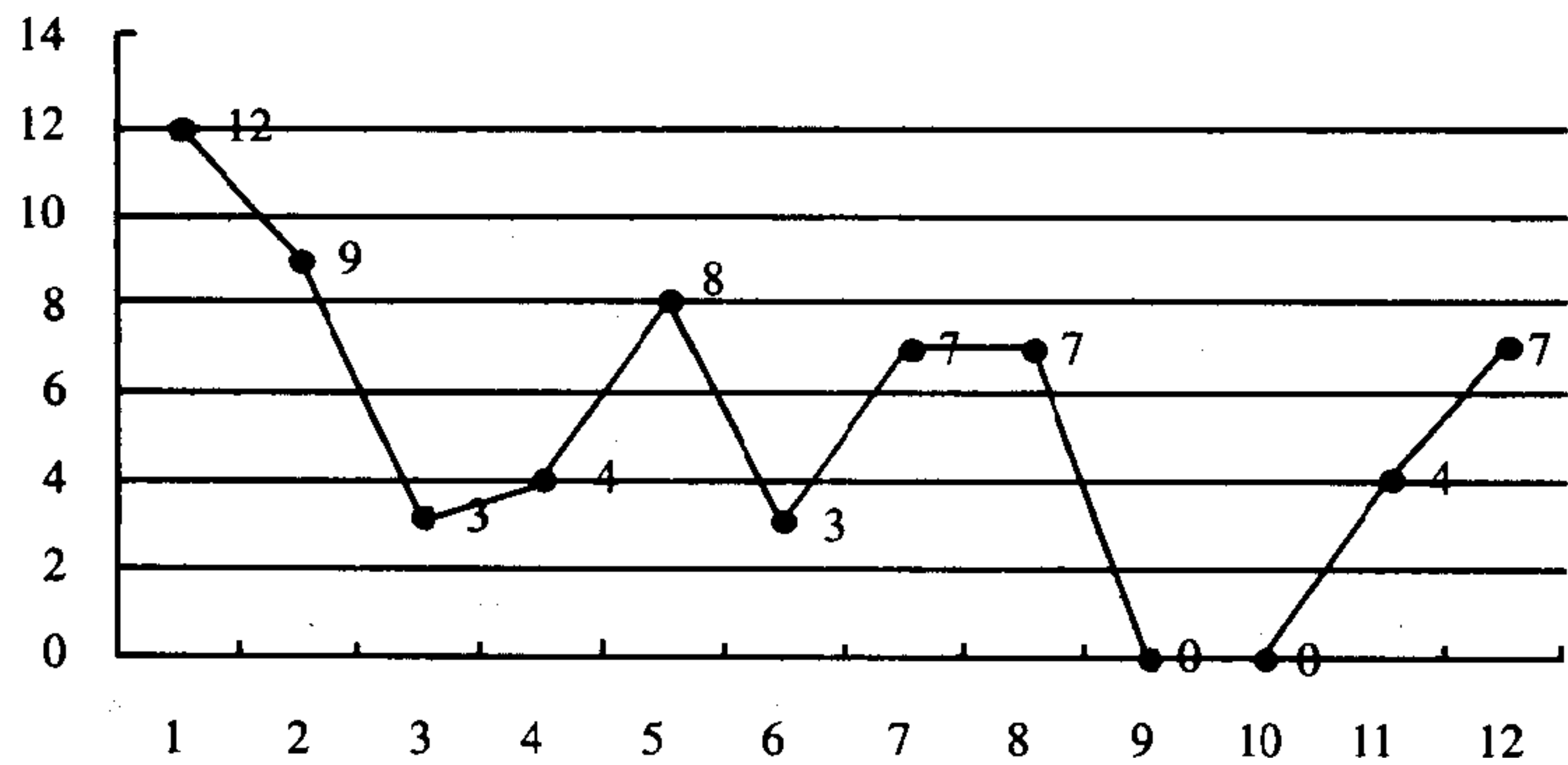


图1 2001年各月A股首发走势图

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%。究其主要原因是，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方面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、深证成指下落至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、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

升了17.57%，深证成指上涨了17%，因此，就总体而言，2001年上半年的A股市场属上涨走势。

6月14日，国务院出台了《减持国有股筹集社会保障资金管理暂行办法》，开始迈出国有股可流通的步伐。由于A股上市公司中不可流通股份占公司总股本的2/3，数额高达3000多亿元（参见图2），所以，国有股减持虽按照新股发行金额

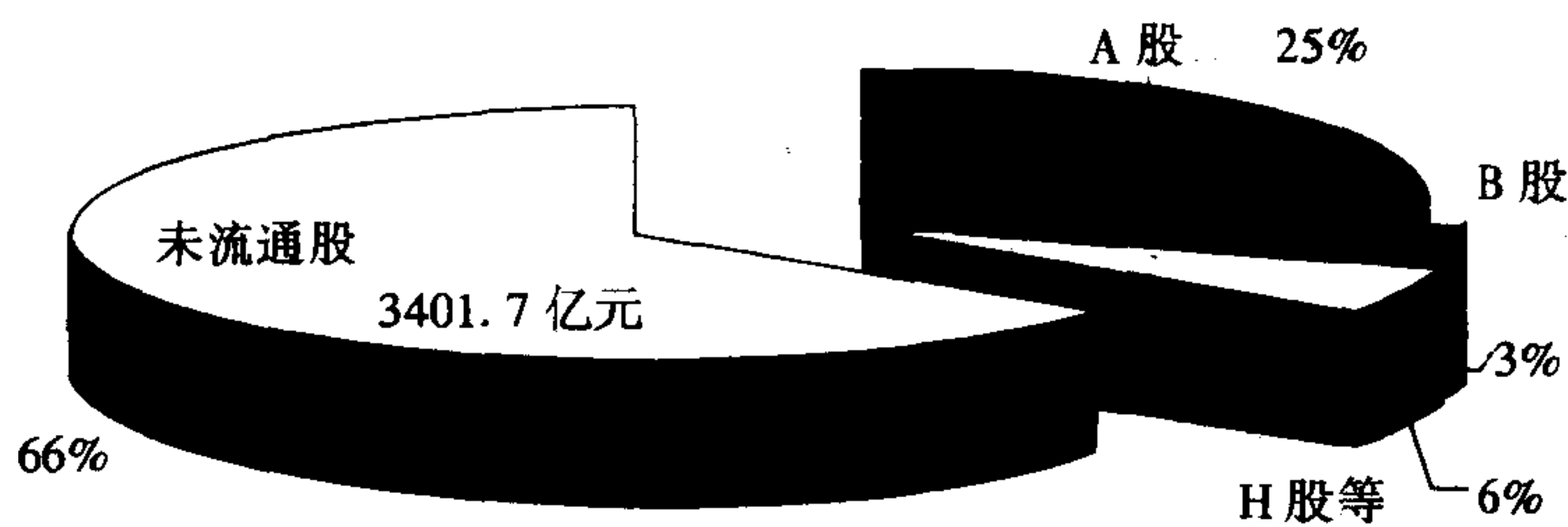


图2 2001年底中国上市公司股本结构

的10%安排，但对市场投资者来说，随着大量国有股及其他不可流通股的入市交易，股价下落已是必然趋势，而市价的底部却难以把握，由此，从6月15日起，股市开始呈下落走势。但处于市场投资者各方对国有股减持的认识不同，同时，毕竟国有股减持的实践行为尚未在股市真正展开，所以，在1个多月内，大盘仍然处于有跌有升的盘整过程中，一些投资者甚至认为，股指还将回升并突破历史高点。7月24日，第一批具有减持国有股内涵的新股发布《招股说明书》，意味着通过发行新股来国有股减持的政策正式进入实践阶段，由此迈开了股指急速下跌的步伐。在随后的近3个月时间内，受上市公司公布增发新股方案的数量激增、中国人民银行查处违规资金、

“银广夏”等绩优股神话的破灭、上市公司弄虚作假事件的频频揭露等诸多利空因素影响，股指一路下跌，上证综指跌至1514.86点。到10月22日，上证综指跌去了32.19%，深证成指跌去了34.42%；流通股的市值6月底为17463.4亿元，10月底已降低到13538.1亿元，减少了3925.3亿元，即22.36%。

股市的严重爆跌不仅大大挫伤了投资者的投资热情而且使新股发行受到严重制约（如图1所示，9月份和10月份实际上已无法再发行新股），有鉴于此，同时也鉴于6月14日出台了《减持国有股筹集社会保障资金管理暂行办法》中的确存在着减持国有股缺乏足够的可操作措施等问题，所以，在报请国务院批准后，10月22日中国证监会出台暂停执行国有股减持的政策。10月23日，沪深股市几近涨停报收。

由于股市持续爆跌并非仅由国有股减持政策引致，诸如上市公司舞弊造假、业绩下滑等因素绝非暂停国有股减持所能解决，所以，在2001年最后2个月时间内，尽管决策层又出台了将交易印花税调低50%的利好政策（11月16日），但沪深股市依然未能在年底之前回到高位，而是分别以1645.97点和3325.66点报收，与年初相比跌幅分别达到20.62%和30.03%。

2001年A股市场的升幅调整，既有政策性原因和加强监管的原因，也有上市公司自身质量的原因，还有股市内在规律的作用，因此，是复杂因素共同作用的结果。面对股市泡沫过多、上市公司质量不高、庄家操纵股市等一系列不正常的现象，相当多的投资者认为，强化法治、监管和规范化建设是必要并且应持之以恒地落实，但是，“冰冻三尺非一日之寒”，A股市场的问题不应选择“硬着陆”方式而应采取“软着陆”措施来解决。

2. B股交易市场高涨中的深亏

2001年沪深B股分别以89.55点和938.36点起步，按往年的情形，如若没有政策面的大变动，则又应在平稳中走过一年。但是，2月19日中午决策层突然公布信息说，自本日起，B股交易市场对境内居民个人开放。在B股交易对境内投资者封闭9年后，在市场各方均未作任何准备的条件下，这一政策的公布引致了一系列问题的发生，由此，B股交易连续暂停了6天半。这一期间，证券监管部门不断发布有关B股交易从开户、可用外币资金到交易规则、交易手续等的各项法规，忙于指导、解答和了解各证券公司有关B股交易的各方面问题；投资者急于提取外币资金（或换取外币）、了解B股交易的各项规则、开立B股交易账户等；证券公司一方面忙于了解B股交易的各项规则、测试B股交易技术系统、沟通与各有关方面的信息往来和B股业务联系，另一方面忙于应付B股投资者的各项要求；商业银行则既忙于为B股投资者在外币资金的存取、币种调整等方面提供服务，又忙于为证券营业部提供B股外币资金的调度、结算等系统服务。

2月28日是B股交易对境内居民个人投资者开放的第一日，由于多年来B股交易价格远低于A股交易价格（绝大多数B股市价低于A股市价1~2倍），而境外售股者和境内购股者都认为B股交易价格将向A股靠拢，由此，当天沪深股市B股交易几乎无量涨停。这种几乎无量涨停的交易格局持续了5~6个交易日，到3月7日以后才逐步转入量增价涨（或有涨有跌）的格局。到5月31日，上证B股指数收盘239.73点，深证成份B股指数收盘2345.82点，分别上涨了167.71%和150%。值得注意的是，按照政策规定，在这一期间，能够进入B股交易的境内居民个人只是那些在2月19日以前在商业