

全国人大常委会副委员长成思危演讲实录

时间:2006-01-07 来源:财金学院 作者:财金学院 点击:



我很高兴第三次来到中国资本市场论坛和大家共同探讨中国资本市场发展的问题，特别是在股权分置改革正在顺利推进以后中国资本市场发展的问题。

我还是要声明一下我是以学者的身份跟大家共同探讨，我的意见也只是一家之言，不代表人大也不代表其他方面，所以如果说得不对欢迎大家讨论指正。

我今天主要讲这样几个问题，一个是我国股市改革目标模式，一个是存在的主要问题，推进股权分置改革，这再一个提高上市公司的质量是治本之侧，另外支持证券公司发展壮大以及改善市场监管。

新中国的股票市场是在改革开放之后，在邓小平理论指导下建立起来的，当时建立的市场确实需要很大的勇气，十余年来中国股市市场规模和水平都有比较大的提高发挥了重要的作用，《证券法》颁布实施也推动中国证券市场法制化和规范化进程，但是应该看到我国股市仅仅处于初级阶段，还需要通过长期艰苦的努力来发展和完善，所以我们要通过努力的实践，不断探索符合中国国情的发展道路。今天主要根据组织的专家学者共同研究，以及人大负责的参与《证券法》修改的体会谈几点个人意见。

我国股市改革的目标模式，就是要向股市的基础作用回归，恢复股市的本色，什么是股市的本色，一个是有效的投资融资的场所，另外是适度投机的场所。所谓有效投资和融资的场所就是让投资者的资金能在股市上投入他认为有价值的企业，而且自主决定是长期持有股票等待分红还是卖出股票取得现金。另外要让良好赢利能力但是资本不足的企业能在股市上吸收需要的资金只有这样才能发挥股市在优化和配置资金的作用。

所以股市既为投资者提供直接投资的机会也为企业提供直接融资的机会，历史上看股市的产生是由于生息资本的社会化产生的，在最初的时候，按照一般的理论，食品经济的生产是要先有资本，买设备，买原材料建厂房雇工人再生产，生产完了以后得到产品，产品流通变成商品，商品交换又变成货币资本。虚拟经济最初的时候这种借贷关系是个人之间，比如我要开一个工厂，纪校长手上有剩余的货币，我需要钱向他借，借来以后买机器、雇工人、买原材料生产产品卖出去，然后连本带利还给他，他没有参加实体经济活动，但是获得某种程度的利润。这种建立个人关系之上的规模小，也不能优化投资方向，也没有法律保证，到时候要我还钱没有怎么办，后来产生了银行，银行把大家手中闲置货币集中起来，但是银行要赚钱，所以要存款利率和贷款利率有一个差。后来企业想不如这样我直接借钱，就发起债券，可以比存款利率高贷款利率低，如果经营好可以跟投资者共享赢利，如果不好投资者跟我共担风险，就产生了股票，债券和股票在那时候由于没有流动性所以不行。为了有价证券的市场化解决了有价证券流动性问题，债券只能到期才能还本付息，股票不能退股只能分红，所以有价证券市场化解决了流动性问题。这时候同时也带来投机的可能性，所以说股

新闻与事件

通知公告

财金新闻

讲座信息

专题报道

市既给投资者提供直接投资机会也为企业提供直接融资的机会。

对于投资者来说由于股市风险较高，所以对企业股票的期望收益率高于债券，一个是分红，一个企业价值的增值，这样企业才具有投资价值。对企业来说由于要求投资者共担风险，所以应当有比较高的盈利与投资者共享。所以要使股市成为有效的投融资场所必须要做到这两点，一个是投资者能够总体上获得合理的回报、企业需要有足够的投资价值，如果不做到这两点股市的本色很难保证的。

股市另一个本色是适度投机的场所，如何一个股市是投资，长期持有股票再着重于股票的价值，另外投机，利用股票在市场上差价来赚钱，一个成熟的股市是适度投机的市场，在投资和投机行为之间是保持动态的平衡，这道理很简单，如果股市没有投机就没有股市，因为大家知道，从理论上说一个公司股票的价值是未来收益折现到今天，如果大家都有一个理性价值，没人买没人卖，就不可能有股市存在，股市之所以可能有交易量就是因为有的人对公司的价值看好，认为现在的股票价值是低于实际价值，有的人不看好，认为现在是高于价值，所以认为低于价值就买入，如果高了就卖出，有买入卖出才有交易量，股市才能火，所以投资和投机行为之间保持动态的平衡。但是我们国家股市在很长时间内是过渡投机的市场，投资者漠视企业的经营业绩，这削弱了股市资源配置功能，还会助长市场的短期行为，为庄家非法操纵市场提供条件，还成为证券市场产生严重动荡的隐患，进而会对经济和社会造成危害，绝不能让股市成为少数人疯狂投机，攫取暴利的场所也不能让股市成为一些企业大肆圈钱廉价融资的场所，因为股权分置改革以后，中国股市还要向本色回归才能真正有希望。

如果说股市存在的问题，我们国家股市十多年发展的历史来看，从制度来看有三个大问题，一个融资市，只注重股市的融资功能，忽视股市投资功能，只注重股市给上市公司带来了融资便利，给国有企业改革起注入资金帮助的作用，但是忽略对投资者合理的回报。第二个半流通市，一年多以前2/3股份不能流通，另外是单边市。

为什么忽视股市投资功能有历史原因，90年代初实行的是审批上市制度，而且当时主要的企业是国有企业，这种审批制度便利大量绩效补假的国有企业，通过整体或部分上市在证券市场中获得比较廉价的融资。现在应该看到有些发展很好的国有企业在当时如果没有从股市上融资支持，不可能发展到今天，当然有一些企业出了问题，但也通过上市取得了廉价融资。

审批制实行的时候，当时是配额制，一个省给几个配额，这形成了所谓的“壳资源”，就是使作用所有者政府获得一个优先选择权，当时配额争得很厉害，每个省都有，甚至听说工商联妇联、共青团都有，只要拿到配额的资源就是一块蛋糕，政府作为国有企业所有者获得优先分配权，所有上市的企业初期都是国有企业，而且有一些是比较困难的国有企业通过包装、把优质资产拿出来上市，上市以后母公司把上市公司掏空，这种情况都有，我曾经讲过分蛋糕的例子，切蛋糕的不能掌握优先分配权。但是另一方面审批制背后实际是政府信用，所以实行审批制使得作为市场监管者政府，对市场违规负有一定责任，你审批的上市公司不好作为监管者来说负有一定的责任，所以责任既作为市场的监管者又作为国有企业所有者这两个角色确实有矛盾的，也会造成这件事的问题。

公共投资者确实没有获得合理的回报，据网上调查显示在2000年大牛市中只有39.68%股民在1到10月间在二及市场赚了钱，亏损人数43.22%，还有17.09%的股民基本持平。第二个是1992年到2004年6月期间上市公司通过新发、增发配股融资金额8431亿，而收益额只有780亿，静态收益额只有1%，比银行利率还要低，从这两点来看公众投资者没有获得合理的回报。

忽视股市投资功能的后果看到了，一个广大投资者在总体上难以得到合理的回报甚至亏损，这样严重挫伤了投资者的信心，有一些人发誓再也不买股票了，但是我相信只要股市上去了还会买的。另外一方面上市公司不关心它的业绩，业绩很差，资产收益率低于存款利率，投资者对企业分红加增值没有信心，所以只能选择投机。另外还有一些虚假信息，比如原来四川长虹挺好，突然暴出多少货款在美国没有收回就影响投资信心。

半流通市有失公平的，上市公司一般按20倍左右的市盈率一价发行新股，募集到资金到位后非流通股每股权益的每股净资产得到大幅提高，而流通股东的权益却被大量稀释。造成社会公众股持有者和国有股法人股持有者之间利益不一致，所以他们对股价上升和下降通常持明显投机态度，比如大股东为了使控股上市公司高价配股，往往有意多披露信息，甚至虚假信息刺激股价上市，甚至采用各种手段操纵股价上升，当股市下跌的时候，为了获得更多的社会资金，仍然采取增发新股的方式增加股票的供应量，这样使得股票家家下跌。非流通股大量存在，造成同股不同值，非流通股价值远低于流通股，实值就是同股不同权，由于不少上市公司都是国有股一股独大，管理层基本上不受投资者监督，股东大会形同虚设，我专门召开中小投资者座谈会，他们说很白，我们参加也没用，有的人还去参加，我说为什么参加，无外乎吃一顿饭拿一些纪念品。导致发布虚假信息内部信息，操纵市场行为屡禁不止。中国股市十多年历史里面这种情况多了。

单边市会削弱股市的活力，这会促使投资者过渡投机和短期行为，因为只要推高估价，投资者才能从低买高卖中获利，一旦有利好消息就蜂拥而上，同时为了避免风险偏好短线交易，从而导致股市大幅度频繁波动。上市公司希望股市涨，投资者希望股市涨，但是股市不可能只涨不跌，如果双边市有信用交易，股市跌的时候，还可以保持比较大的交易量就因为双边市。而且单边市难以消除投资者系统性风险，一旦股市持续下跌，大多数投资者会被套住，或匆忙抛出导致亏损引发一系列问题。这三个股市制度性问题都需要认真解决的，在这次《证券法》修改里面，为证券法公司法修改为解决三个制度性问题留下了机会。

股权分置改革现在推进得很快，改革讲了一共16批，400多家企业，这一会儿福林同志会重点讲，我讲一个网上很多人，甚至有人写信给我，大致是两种偏激的意见，一个认为股权分置改革法理依据何在？从两个角度，一个非流通股股东，学者提出来股权分置改革没有法理根据，凭什么大股东补偿投资者，甚至提到侵犯国有资产。我看股权分置改革目的是实现同股同权，实现形式和管理依据是根据《合同法》规定，因为在当初上市的时候，非流通股股东承诺

是股份不流通，如果都流通股市大量扩容，股价要跌，当时承诺不流通，现在要流通了必然对流通股股东的权益造成损害，所以非流通股股东为了获得股票的流动权向流通股股东支付一定的溢价作为补偿，取得上市流通权，这在《合同法》允许的，因为改变了原定的合同，就要双方商议，所以本来在上市以后流通股和非流通股本色价值就是相差比较多，现在要流通了，给一定的补偿是应该的，而且坦率地说，有些国有企业之所以能够发展比较好取得比较大的发展，那是流通股股东的资金支持是非常重要的因素，因为当初上市的时候，非流通股没有拿现钱，只是它的资产，而资产质量怎么样就不说了，资产质量是有一定问题的，有些资产定价也有问题，因为是按照帐面价值定的，比如一台电视机买的时候5千块钱，但是现在1千就行了，你那5千是帐面5千块，要按照重置价格就是1千，当时可能按5千算，你用的资产是陈现成本，不能变现，流通股股东投入的是现钱，这价值也是不一样的，从当初投入，资产和现金比也是不一样的，国有企业上市公司在这些年发展里面从流通股股东投入的现金里面取得发展很重要的因素，到今天要全流通，非流通的要流通，适当的给投资者一些补偿，我认为是有法理依据的，合理合法的。

我也不赞成另一种观点，认为这是对公众投资者多年损失国家应该要补偿，我认为这也不对，因为上市公司跟国有股是全民的财产，不是上市公司流通股股东的财产，这观念得分清楚，不是说你拥有上市公司的股票，国有股也是你财产，而且你股票不断交易变换之中，你要说补偿怎么算，最初赔的人早就退出了市场，现在补偿你，你什么时候进来的，这些问题都没法算，所以不存在补偿流通股股东损失的问题，这一个没法算另外也不符合道理，如果流通股股东确实因为上市公司违法造成损失，那应该按照《证券法》提起诉讼索赔，而不是在谈判对象的时候提出要补偿，这是不对的，所以两种观点一种代表大股东的观点，一种代表一些中小投资者观点，这两种观点都是需要弄清楚的。

正因为是按照《合同法》，所以只有一企业一政策、不搞一刀切，由流通股股东和非流通股股东协商确定，因为这不是由政府制定统一的标准和办法，由你们双方协商投票决定，总体双方协商还是可以接受的，目前证监会批准的上市公司股权分置改革方案，对价支付主要是送股，每10股非流通股送1.6—5股左右。

我的看法是单靠股权分置改革难以激活股市，如果只是搞股权分置改革股市还是上不去我观点是股市需要资金的进入才能激活，我在书里提到这种观点用到耗散结构理论，他是物理学家，原理平衡的系统，只有和外界有能量和物质交换才能维持稳定，如果套在股市上，股市这样一个系统只有和外界有资金信息交换的情况下才能保持相对稳定。2005年股市成交量是萎缩的，沪市累积成交量近5万亿，减少35%，深市成交约1.24万亿，减少21.53%，说明2005年股市还在萎缩，没有资金进来股市怎么能上去。怎么才能有资金上来要提高投资者信心，现在投资者三类一类散户公共投资者，一类国内机构投资者，一类境外战略投资者。现在看来对国内机构投资者政策已经放宽，允许保险资金入市，但是问了一些允许入市怎么不上市，因为没有信心，如果2000年的时候给政策疯抢，最近公布允许境外战略投资入市，但是有三年禁售期，持股最少10%。这又打开了一个资金进入的渠道，但是我想如果你的公司没有投资价值，没有境外战略投资这么傻，会买没有投资价值的股票，所以进入会非常慎重，而且必然买一些经过评价和投资价值的公司。所以上市公司要真正有投资价值才能提高并保持投资者信心。

提高上市公司整体质量是股市治本之策也是保护公众投资者合法权益的根本措施，现在讲往往是出事以后如何保障，要保障合法权益，应该让投资者在总体上从股市中取得合理的回报，当然股市有风险，风险要自担是肯定的，但是要保证股市公平、公正公开，真正可以恢复股市本色，投资者从整体上长期来看，能获得债券利息还高的回报，就是红利加企业价值，这才是保障投资者合法权益，因为投资者入市是希望取得合理的回报，不是出了问题以后能够给他合理的补偿。要真正发挥股市扶优汰劣，必须有进有出动态调整，在部分退市的同时，让少量符合上市的公司入市，我建议下决心让一些上市公司退市，这有利于提高股市的整体素质，又可以业绩优良的企业腾出上市空间，可以不必对退市公司的股票实行全流通，没有投资价值十送十有什么用？这样才能增加投资者对股市的信心。

我国上市公司整体质量是不高的，据策略估计目前在国内A股上市1300多家公司大约只有400家占30%有投资价值，能带来高于债券利率的回报，其余900多家公司多半投资价值较低，有的根本没有投资价值，这样下去对股市难以发展和提高投资者信心。从2005年第三季度报告沪深上市公司还在交易1353家有36家净资产小于0，调整后62家小于0，净利润小于0的235家。这根据2005年第三季度报告对1353家做的报告，所以上市公司的整体质量不高。

退市有三种方式，一种是摘牌退市，同时要设立交易柜台，为摘牌退市后流通股股票提供变现的渠道。第二个是协议退市，对业绩相当差，丧失投资价值的上市公司，可劝说其出价回购流通股股东手中股票自行退市，等业绩回升以后有优先恢复上市的资格。在国外股市低迷的时候，上市公司数目是减少的，只有我们国家股市低迷上市公司数还在增加，纳斯达克是一版二版，一版叫全国资本市场，最多时候是3千多家，现在只有1千多家，它的小型资本市场最多1800家，现在只有7、800家。有很多企业一看不行自己主动退市了，通过回购股票主动退市，因为退市以后不大受监管可以好好整顿，整顿好以后再上市。第三种收购退市，对投资价值比较差的上市公司，可以由业绩好或新上市的上市公司在双方自愿原则下收购流通股股票使它退市。总而言之退市三种方式一定要让一部分退出去。

美国上市公司退市标准是规定上市公司要符合以下条件就终止上市，股东少于600个，持有100股以上股东少于400个，社会公众持有股票少于20万股，或其总市值少于100万美元，过去5年经营亏损，总资产少于400万美元，过去4年每年亏损，总资产少于200万美元，并且过去2年每年亏损，连续5年不分利，在纳斯达克上市的公司其股票如果每股价格不足1美元，在这种状态持续30交易日，就会停止上市交易。国外退市有条件，当然东京证券市场和香港的都有规定。

提高上市公司质量国务院已经批转了《关于提高上市公司质量的意见》共26条，要进一步完善公司治理制度，进一步促使上市公司提高透明度，防止地方政府对上市公司的市场准入、运行过程和退出机制干预，努力解决资金占用违规担保的问题，还要解决一股独大的问题，这要标本兼治，治标要加强监管，治本要发挥独立董事的作用。我坚持要设独立董事，有人提出监管成本太高，既有监事会又有独立董事这是重复，监事会主要大股东和企业职工代表他们的利益，独立董事应该代表中小公共投资者的利益，这两者不同的，如果对大股东和职工有利的情况下，监事会可能就会损

害公众投资者的行为给予批准或视而不见。所以独立董事应该说起着捍卫公众投资者合法权益的作用，所以证监会已经实行了，为什么反对独立董事，因为独立董事确实有一些毛病，一个独立董事聘请都是大股东请的，请的好朋友或支持他，就容易站在大股东一边说话，另外独立董事的资格没有明确规定，资格太低谁都能做，资格要太高，现在都是请知名经济学家，一个经济学家可能当好多家公司的独立董事，也不能发挥作用。顺便说一下我不赞成经济学家大量担任独立董事，因为经济学家本身不是搞企业管理的，所以面上的东西能说，具体企业的猫腻看不出来。所以股市应该请有企业管理经验的，这在国外也是这样，国外在担任独立董事70%以上是对企业管理有经验的，甚至别的公司高管，没有利益冲突的。独立董事除了任职条件还有责权利都得考虑，给报酬太高会被管理层收买，给报酬太低没有积极性，独立董事应该给行使职权的手段，现在独立董事开会才拿到资料就没办法发挥作用。在国外很明确，独立董事担任薪酬委员会主席，还有审计委员会主席必须独立董事担任。而且所有的文件开董事会前15天发到独立董事手里，薪酬委员会不是独立董事担任，是企业内部担任，那自己给自己使劲加薪加奖金。再有审计委员会也必须独立董事，独立董事辞职也明确，不能公司出问题你拍屁股就走，这不行，你要负连带责任，现在公司一出问题就宣布辞职，这种事不规范，既然当独立董事就有责有权，所以希望证监会对独立董事要完善。希望独立董事真正起到保障中小投资者合法权益。

我们国家上市公司退市标准现在来看很简单，财务上很宽松的，沿用公司法和证券法中连续3年亏损的规定，建议科学制定我国上市公司退市标准，对符合退市标准的上市公司限期重组，在限期改善仍旧低于退市标准以实行暂停上市，保留交易代码，2年仍旧达不到上市标准责令摘牌。我们必须制定自己的标准和持续。

还有一个很重大的问题证券业，我说四句话为众多，良莠不齐、规模偏小，竞争力小。规模偏小2002年底美国摩根斯坦利公司资产总额为我国所有证券公司综合12倍净资产为3倍。我们证券公司确实这四个问题需要解决。我们要支持我国证券公司发展壮大，坚持淘汰一批严重违法违规的证券公司，并追究主要负责人法律责任，合并重组一批规模较小竞争力较差的证券公司，扶持2到3家基础较好实力较强的证券公司使起发展成为具有国际竞争力的投资银行。

加强并改善市场监管首先明确证券监管机构的职责，应当维护证券市场公平公正，让股市回归到直接融资和直接投资的场所基础地位，要严肃查处掠夺中小投资者财富和各种违法行为，要制止上市公司中一股独大，要提供平带的市场准入待遇，让能给投资者较高回报的企业更多融资机会。要消除一级发行市场无风险套利条件，防止股市成为一些企业的圈钱场所，证券监管机构不应应对股市涨跌负责，更不应站在国有资产所有者的立场上去托市救市，在健康股市证监会不应该对涨跌负责，这是市场作用的结果。只有在极为特殊和十分必要，证券监管机构可以通过法定程序要求政府对市场进行适当的临时干预，但是不能随随便便政府干预股市。

要找准市场监管的重点，切实采取措施，防止虚假包装上市，避免上市公司随意改变募集资金投向，损害投资者利益，进一步提高信息披露标准，推进会计标准的国际化进程及保证上市公司及有关中介机构信息披露真实性、准确性、完整性、合规性及及时性。抓好披露、分析、公告、处置四个环节。加强对证券公司、上市公司中介机构制定新闻媒体和估评人士管理，防治他们相互传统，发布虚假信息误导投资者。在监管上要发挥政府的作用，也要注意发挥市场的作用，股市的健康发展固然离不开政府机构的监管，但是也要注意发挥市场的自主职责。对于股票发行上市交易要尽量少用行政审批的手段，充分发挥证券交易所，证券业协会等自律组织在政府市场之间的桥梁纽带作用。我曾经在这讲过，中国的股市既需要股评家也需要股市卫士，股评家帮着上市公司说好话，股市卫士专门挑上市公司毛病，不是为了别的是为了揭露上市公司虚假信息。如果没有股市卫士是不行的，我希望我的研究生将来成为股市卫士能够为广大中小投资者利益多做分析工作。

要不断加强监管的手段建立全国联网的股票交易实施系统，要通过法律程序授予中国证监会必要的查处权力。进一步加强证券监管机构的队伍建设，提高证券监管人员的政治思想素质、业务素质和专业技能，证券监管、银行法院、检察院等部门之间要加强配合建立统一的执法协调机制，加强对重大证券违法案件的打击力度。

现在人大正在审议刑法修正案6，这里没有讲具体判几年，因为那奥审议，我只有一票不能在这公布，我只能告诉大家，因为以前对上市公司的问题，证券公司问题，多半没有提到刑法的高度，比如有的出了问题就罚款，你罚几十万对高管来说不算什么事，你要关他半年三年试试看，现在证监会最高本事就是撤销从业资格，他变了法到别的地方去，不从事证券可以搞证券投资可以搞保险，所以这一次下决心在刑法上要保障投资者的利益，大概三条，一个上市公司董事、经理明知损害上市公司的利益，利用职务便利，操纵上市公司致使上市公司利益遭受重大损失的，有期徒刑或拘役，并处或单处罚金。上市公司控股股东或实际控制人，致使上市公司董事，经理实施钱款行为，依照前款的规定处罚，实际控制人是单位的，对单位判处罚金，并对其直接负责和主管人员和其他直接责任人员依照第一款的规定处罚。对应当披露的信息不按照规定披露，严重损害股东或其他人利益，对直接负责的主管人员或其他责任依照前款规定处罚，这一审已经过了，还有两审，总体来说对股市一方面要鼓励支持，另一方面要严格管理，否则违法成本很低，就鼓励人违法，所以这次刑法修改是配合新政很重要的措施。

虚拟经济系统具有复杂性、介稳性高风险性寄生性和周期性特点，要注意使资本市场与货币市场互动，财政政策与货币政策配合，系统地规范发展并防范风险，我国股市目前处于低潮，要努力提高上市公司的整体质量，推进股权分置改革，不断推出符合我国国情的制度。我们必须要坚持改革，改革不能停顿更不能倒退，尽管改革方案有这样那样不完整的方面，如果不通过改革发展是解决不了股市的问题，所以希望在座同志们和我一样，以胡锦涛同志为总书记党中央领导下坚持技术，不断推进我国资本市场的发展，当然学者和官员不一样，官员是实施的，学者应该支持改革，学者对改革支持四句话，第一探讨理论基础，第二借鉴国外经验、第三完善政策框架、第四分析实施的难点。我认为学者应该在这四方面支持改革，推进中国的改革，我相信通过股权分置改革以后中国股市是有希望走出低谷，但是治本之策还是要提高上市公司的整体质量要支持证券公司做大做强，同时也要更进一步加强依法科学监管，我相信在党中央领导下，我们中国股市总是能够通过大家共同的努力走出低谷，希望在明年中国资本市场论坛上看到中国资本市场发展，谢谢大家！



上一篇：中国证券报社长兼总编辑陈乃进致开幕辞

下一篇：中国人民大学校长纪宝成教授致贺辞

Copyright © 2002-2010. School of Finance, RUC 中国人民大学财政金融学院版权所有.

地址：北京市海淀区中关村大街59号明德主楼 100872

Designed by Great Way Business System