



您的位置：首页 - 2003科研成果

## 以市场化取向解决股市根本性问题（王国刚）

文章作者：王国刚

股票市场是中国资本市场不可或缺的构成部分。10多年来，在推进中国经济发展、市场经济体制建设和现代企业制度建设过程中，股市功不可没，但中国股市是在双重体制并存的条件下建立的，计划机制深刻地影响着股市的运行。如果说就市场规模而言中国股市用10年左右时间走完了某些发达国家用100多年时间才走完的路程的话，那么，就市场运行机制而言，中国股市迄今未达到发达国家股市在100多年前已达到的水准，因此，深化体制改革，调整运行机制，使其达到符合市场规则的要求，是中国股市在发展中必须全力解决的根本性问题。

### 市场化是根本出路

股市是资本市场的重要组成部分。1992年3月以后，股市的发展所以成为中国资本市场发展的重头戏，就直接原因来说，主要有三个相互关联的方面：

其一，资本初始积累。在40多年经济实践中，中国只有“资金”概念没有“资本”概念，而市场经济新体制要求，建立现代企业制度需要确立企业的资本关系、建立资产负债表制度。在这个背景下，众多企业终于明白了一个过去从未想过的基本问题——资本关系和资本数量是企业发展的基础性条件，由此，通过各种可能利用的金融机制筹集资本金，实现资本的初始积累，就成为实现企业发展战略的一个基本选择。

其二，融资体制的突破。自80年代起，企业运营和发展所需资金几乎完全依赖于银行贷款。由于银行贷款受到国家信贷计划的严格控制，所以，各个企业要获得经营发展所需资金不仅应经过层层审批而且受到其他诸多条件的制约。1992年3月以后，股份公司可以通过公开发行股票获得巨额无需还本付息的资金，由此，打破了基本由银行垄断的融资体制，不仅使企业在申请银行贷款之外又多了一条融资渠道，而且使企业有了一定程度的融资“自主权”，这给众多企业以强烈刺激和激励。一些企业说到“发股上市就等于办了一家银行”，这多少反映了他们对突破由政府控制的融资体制的渴望。

其三，地方经济发展。在小平同志南巡讲话发表之后，加速经济发展成为各地方政府的首要经济目标。在资金瓶颈的严重约束下，一旦发股就可在短期内获得几亿元乃至更大数额的资金，由此，对资金的渴求转变为对发股募资的渴求。

这些引致股市快速发展的原因，同时也蕴藏着计划机制复归的可能。1992年3月以后，在发股募资热潮的推动下，一些地方“先走一步”，将内部职工股卖给社会公众并形成地方交易市场。1992年6月，原本准备讨论各地发股安排的会议转变为整顿各地“乱发股”的会议，此后，发股的审批权上收中央部门；同年深圳发生的“8·10”事件更是给整顿发股市场秩序、由中央部门统一审批股票发行的理由。1年多后，1993年8月青岛啤酒的股票发行才正式拉开了中国股市发展的帷幕。自此开始，股市发展就在行政机制的安排中展开。10年来，上市公司从最初的几十家增加到了1200多家，可流通股的日交易额从几百万元增加到几十亿元、几百亿元，但股市的行政化也在同步增强。主要表现在：

第一，股票发行制度的行政化。从1993年起，股票发行就实行了审批制与指标制相结合的体制，这决定了股票发行从指标下达、选择发股公司、推荐发股公司到初审、复审和终审，从发股数额、发行价格、发行方式到发行时间、发行组织等均出于行政安排之中。2001年4月，发股指标制被发股通道制所替代，发股的行政化本应减弱，但事实状况是，这种行政化在某些方面更加强了。一个突出现象是，原本发股申请一旦经发审会通过就下达股票发行通知书，有关公司和承销商就可安排发股承销事宜，但在2001年下半年以后，即便发股申请由发审会通过了，何时下达股票发行通知书从而可以安排发股承销事宜依然需要由主管部门安排。

第二，股票交易市场的单一化。1992年就开始清理一些地方形成的“自发性交易市场”，使股票交易向证券交易所集中，但此时还有STAQ、NETs等法人股交易系统存在。1993年6月停止了NETs的新股上市，实际上宣布了这一系统将寿终正寝；1997年5月，在抑制1996年5月的股市高涨和违法违规操作的过程中，沪深证交所上划由中国证监会直接管理；1998年4月，在防范金融风险的背景下，对涉及18个省市、有520家公司上市的41家股票交易场所（其中包括26家证券交易中心和STAQ系统）进行了以“清理整顿”为名的摘牌工作，由此，完成了股票交易市场的单一化进程。

第三，运用政策机制调控股市走势。政策是影响股市走势的一个重要因素，但主管部门有目的地运用政策机制频繁调控股市则是中国特色。正是这种原因，中国股市有了“政策市”之称。

第四，运用行政机制控制所辖经营机构和股市组织。1993年7月之前，从事股票业务的金融机构包括商业银行、证券公司、信托投资公司、财务公司、保险公司等等，由此，中国证监会也将业务监管作为监管活动的重心。1993年7月开始的“整顿金融秩序”，提出了金融分业的政策，在此背景下，商业银行、财务公司和保险公司等退出了股票业务的经营行列，监管部门职能也开始向主管部门转变。1998年《证券法》出台以后，在贯彻经营股票业务的机构必须冠之以“证券”二字的条件下，信托投资公司也退出了经营股票业务的行列，由此，证券监管部门基本成为实实在在的主管部门。不仅如此，证交易所在1997年划归中国证监会管理以后，机构、业务乃至高管人员的行政化色彩也愈加浓厚。

第五，运用行政方式处理各种违法违规行为。面对股票市场中发生的造假发股、操纵股价、内幕交易、财务造假、母公司挪用上市公司募股资金、证券公司挪用客户保证金等诸多违法违规行为，监管部门本应依照有关法律法规予以坚决打击，但多年来，监管部门基本依主管部门的行政方式来处理相关事件，以致于一些违法违规行为呈现愈加严重的态势。以母公司挪用上市公司资金为例，人民银行早有规定，企业间不准进行资金借贷，而母公司挪用上市公司资金属企业间资金借贷行为，但在股市中这一问题一直得不到有效解决，以致于发展到

2002年有977家上市公司(占上市公司总数80%左右)被母公司挪用资金高达1175亿元的境地。再以证券公司挪用客户保证金为例,早在1993年中国证监会就已严令禁止证券公司挪用客户保证金,但迄今没有因此而受到公开处罚的证券公司,以致于证券公司挪用客户保证金的数额增加到数百亿元之多。

计划机制使得中国股市实际上成为一个中央集权式单一化的市场。这在世界各国上是独一无二。正如中国30年的实践证明,计划经济体制是没有前途的一样,在行政机制控制下的股市前景也令人堪忧。股市融资额占全国当年融资额的比重从2000年的12%下落到2002年的1.6%。从这个意义上说,中国股市的出路在于对计划机制的全面改革。

发展是硬道理。改革计划机制不可能在静态中展开,只能通过股市的发展,在动态中付诸实践。股市的发展目标是,建立多层次多样化的股票市场。所谓多层次,既包括主板市场也包括创业板市场还包括场外交易市场,既包括全国性市场也包括地方性市场。

就具体措施而言,发展股票市场需要着力解决10个方面问题:一是减持上市公司中的国有股,实现股份全流通和国企上市公司的运行机制转变;二是改革股票发行制度,改变股票长期供不应求的格局;三是设立创业板,激励全社会的创业精神,支持成长型和高新技术中小企业的发展,推进高新技术产业化进程;四是取消审批制,改革证券监管体制和监管方式;五是改革证券交易场所的行政管理体制,使其真正成为会员自律组织;六是取消经营股票业务的行政壁垒,放松对商业银行等金融机构从事股票业务的行政管制,鼓励各类金融机构之间的竞争;七是依托银行柜台交易系统,发展场外交易市场,推进多层次股市的形成;八是根据资本账户开放进程,适时归并A、B股,使其成为统一市场;九是进行以股票为基础的产品创新,推出股指期货、股指期权、股票期权等交易产品;十是逐步实现股市的国际化。

近期发展:以“在规范中发展”为取向

近期发展在时间上的概念是指2年左右(即到2005年)。这段时间是深化改革的关键时期。因此,股市发展应选择“在规范中发展”的基本取向。选择“在规范中发展”,应注意解决好三个问题:

其一,“规范”应是市场经济规范。在中国现实中,“规范”可分为计划经济规范和市场经济规范。如若不重视“规范”的真实含义,继续用计划经济规范来“规范”股市发展,则股市不仅将离市场经济要求更远而且将进一步陷入困境。深化改革的实质含义就是用市场经济规范替代计划经济规范,因此,不可偏离市场规则的基本要求。

其二,应着力解决股市中的历史遗留问题。“着力”的含义是抓紧时间花大气力。股市中遗留的一系列历史问题已成为严重制约股市进一步发展的障碍,仅仅将眼睛盯在有多少家新的上市公司、每年发股融资数额、股指高低、成交额等数量指标上是远远不够的,还应在解决这些历史遗留问题上有新举措。

其三,必须着眼于中国股市的市场体系建设。股市发展绝不仅仅意味着A股市场发展,它还应包括诸如创业板市场、场外交易市场等的发展,因此,应从股票市场体系建设角度全面发展股票市场。

落实“在规范中发展”的基本取向,需着重解决五个方面的问题:

第一,出台国有股减持和股份全流通的原则意见,实现新股的全流通。国有股减持需要贯彻五个原则:一是国有股减持应以克服由国有股“一股独大”所引致的种种弊端,实现国企上市公司的运行机制转变,规范股市运行为目的,而不应以通过减持从二级市场投资者手中获取尽可能多的差价收益为目的,因此,国有股应一次性减持至控股股东之下;二是国有股减持应尊重国有股的形成历史,以“不与民争利”为基本点,即以不高于净资产/股的基准确定国有股的减持价格;三是鉴于国有股内部关系比较复杂,应贯彻“谁持有减持收入就归谁”的原则,以正确处理好中央、省、市各级政府部门以及政府部门与集团公司、企业之间在国有股减持中的售股收入关系;四是国有股减持应与股份全流通合为一体考虑,不应分割为两个过程,以免给股市的日后发展留下严重隐患;五是国有股减持不应与社保基金挂钩。

在减持国有股中,需要处理好几个关系:其一,国有股减持原则与国有股减持方案的关系。截至2003年6月,国企上市公司数量已达900多家。各家上市公司具体情况差别很大,要用一个统一的具体实施方案来实现这些上市公司的国有股减持是不现实的;同时,从前段国有股减持的实践来看,真正难点不在于减持的具体方案而在于明确减持原则,因此,应着力明确国有股的减持原则。在减持原则明确以后,应准许各家上市公司根据自己的具体情况制定具体的减持实施方案,选择不同时间实施国有股减持。

其二,国有股减持的时间效应。随着股市发展,国企继续发股上市是一个必然的现象。如果国有股减持原则不早日明确,则不仅累积的国有股数量将越来越大,日后的减持难度将越来越大,而且国有股在不可流通状态下所引致的国有资产的价值损失也将越来越严重,因此,国有股减持原则的出台应抓紧时间。

其三,国有股减持与股市稳定的关系。按上述五个原则进行国有股减持,将有利于保障股市投资者的利益,因此,对股市运行来说,是一个重大利好,有利于股市稳步发展。如若一味强调国有股应按市场价格减持,不仅将严重影响股市的正常运行秩序,而且国有股也不可能真正减持。2001年7月以后的实践已做出证明。

其四,国有股减持与法人股流通。法人股与国有股在形成机理、购股价格和对上市公司治理结构影响等方面都不同,不应采取统一原则对待。法人股的全流通,应在明确了国有股减持原则和实施了国有股减持以后,采取直接进入交易市场按照市场价格出售的方式来解决。

其五,国有股减持与新股全流通。在国有股减持中可考虑实行“新股新办法、老股老办法”的政策,但“新股新办法”的推出应以明确以“老股老办法”为基本前提,否则,将严重影响股市运行,新股新办法也难以有效实施。

第二,加快设立创业板市场的步伐。中华民族是一个有着很强创造精神和创造力的民族,要激励这种创造精神并使其转化为创业行为,仅仅靠宣传教育是不够的,还必须充分运用市场机制;另一方面,中国企业数量众多,几百万家中小企业和高新技术企业的发展状况,不仅直接影响着经济的可持续发展态势,而且严重影响着综合国力提高和中国经济的国际竞争力。发股上市是加快中小企业发展的重要措施,但A股的规则不适合中小企业发股上市的要求,因此,有必要设立创业板市场,激励社会各界的创造精神和创造力,有效服务于成长型中小企业和高新技术企业的发展。

自2000年以来,在有关方面的努力之下,《公司法》已进行了相应修改,设立创业板市场的技术系统也已调试就位,眼下需要解决的关键问题是,出台有关创业板市场的管理办法。这一管理办法有五点应当明确:一是创业板市场的发股上市条件应明显低于A股市场;二是创业板市场上的股份应能够全流通;三是创业板市场上的股票发行应实行登记制,应强化承销商和其他中介机构的责任;四是创业板市场应是一个独立于A股的股票市场,即不能是挂靠在A股市场上的一个板块;五是创业板市场应有明确的退市机制。

同时,设立创业板市场应避免五种倾向:一是创业板市场成为A股市场的复制品。创业板市场规则必须充分考虑市场规则和与国际惯例接轨,摆脱A股的思维方式和A股的运作框架。二是在名称上反复争论。设立创业板市场的目的在于,建立一个能够有效激励创造精神和创业行为、支持成长型中小企业和高新技术企业发展的股票市场,至于这一股市的名称不是最重要的问题,关键是早日设立。三是为维护A股

价值而延缓设立创业板。创业板的运行必然影响A股的股价，一些人以此为由而不赞成设立创业板。实际上，即便没有创业板，受计划机制的影响，A股的价格逐步走低也是必然的。但创业板给投资者以更多的投资选择机会，在更大程度上维护了投资者权益，因此，不会对全体投资者的总体利益产生多少负面影响。四是设立“改良”的创业板市场。这一思路实质上是不主张设立创业板市场。“改良”的思路只能使设立创业板市场的努力步入“误区”或“雾区”。五是对创业板市场求全责备。设立创业板市场应从一开始就尽力避免、化解和克服各种可预见的弊端和风险，但在中国设立创业板市场毕竟是一个新生事物，有相当多的问题可能需要在未来的实践中才能逐步解决，同时，迄今全球也还没有一个十全十美的股市，因此，不应用求全责备的态度来对待创业板市场，而应用积极发展的态度来对待创业板市场。

第三，取消股票发行的通道制。2001年4月以后实行的股票发行“通道制”是对指标制进行改革的产物。经过2年多的实践，可以说“通道制”优于“指标制”，但也有着内在的弊端：一是通道制依然未完全摆脱行政机制。一家证券公司拥有多少“通道”很大程度上依然由行政机制确定，因此，各家证券公司为多获得一个“通道”不得不进行各种“攻官”，或听命于行政安排。二是通道制不利于证券公司之间展开股票发行市场的竞争。受“通道”限制，实力强的证券公司难以充分发挥优势，而实力弱的证券公司可凭借“通道”获得市场份额。三是通道制不利于处理好拟发股公司与证券公司之间的平等关系。一些拟发股公司为了能够获得“通道”，千方百计“攻”证券公司的“关”，而一些证券公司也利用“通道”向拟发股公司要价，以致于形成了一个“通道”值1200万元—1500万元的“业内共识”。

取消“通道制”的含义就是，中国证监会不再给各证券公司下达“通道”数量，各证券公司向中国证监会推荐的发股公司家数不再受“通道”数量限制，由此，实力强的证券公司可以推荐更多的公司发股，实力弱的证券公司将在发行市场竞争中被淘汰。取消“通道制”，有利于改变因发股家数控制所导致的股票数量供不应求从而股票发行价格过高的状况，为实现发股登记制准备必要的条件。

实行保荐人制度，应是中国股市的一项创新，它对于强化证券公司等中介机构的尽职义务有着积极意义。但是，保荐人制度并非国际惯例，即便在创业板市场中也只是有限国家和地区实行了这一制度。实行保荐人制度应与取消通道制相联系，以激励证券公司之间的市场竞争，否则，负面影响将更加严重。

第四，完善上市公司治理结构。上市公司质量状况直接关系到股票市场发展的基础是否坚实。完善上市公司的治理结构主要工作有四：一是在国有股减持的条件下，调整上市公司的股权结构，完善股东大会、董事会、监事会和高管人员结构，完善议事规则和决策程序。需要强调的是，实行执行董事和执行监事制度是完善公司治理结构的基础性工作。在缺乏执行董事、执行监事的条件下，独立董事制度是难以切实到位的。二是通过建立质量认证体系和信息管理系统，使上市公司的各项管理活动和运作流程标准化和透明化。管理的标准化透明化，是工业化的基本构成内容，缺乏这种标准化透明化，就不可能实现工业化。与此对应，在缺乏标准化透明化的条件下，上市公司的内部治理结构是难以完善的；三是建立有效的激励—约束机制，实行股票期权制度、年薪制度及其他激励机制，将选择和实施这些激励机制的权力交还给上市公司。四是完善上市公司财务管理制度和信息披露制度，严格防止财务造假事件的发生，坚决纠正母公司挪用上市公司资金，强化母公司与上市公司之间的关联交易监管。

第五，加快发展机构投资者。主要内容有四：一是加快发展证券投资基金，尤其是开放式证券投资基金；二是放松对保险基金直接进入股市的政策限制，适度增大保险基金投资于股市的比例；三是通过QFII，继续发展合格的境外投资者；四是运用信托机制规范委托理财、资产管理和集合投资，发展其他机构投资者。

在发展机构投资者中应避免四种倾向：一是给予机构投资者特殊的优惠政策。机构投资者和个人投资者同是股市投资者，应处于平等地位，不应利用政策机制给机构投资者以特殊权益，使它们在股市运作中的政策优势高于个人投资者。二是将机构投资者作为“调控”股市的机制。股市只能监管，不能调控。监管部门不应通过组织机构投资者“做市”来达到自己维护股市平稳运行的目标。三是采用不规范的机制来发展机构投资者。发展机构投资者始终重视市场规则的规范化要求和金融运行的规范化要求，应防止为了部门利益或单纯发展机构投资而忽视甚至放弃规范化要求的现象发生。四是机构投资者成为股市庄家。股市中的庄家，是指通过操纵个股价格来获取股价差额收益的机构投资者。操纵股价是严重违法的行为。在发展机构投资者中，应防止为维护或满足机构投资者的利益而放纵其操纵股价或放松监管的现象发生，应坚决打击“庄家”行为。

中长期发展：全面贯彻市场经济规则

中期发展在时间上的概念是指在上期发展之后的3-5年左右时间(即2005年之后的3-5年内)。在上期发展的基础上，历史遗留问题已大致解决，全面运用市场规则着力推进多层次股市建设的条件已大致具备，选择“全面贯彻市场经济规则”基本取向的时机相对成熟。在这一阶段，应着重解决的主要事项至少有五个方面：

一是实行股票发行的登记制。主要内容有四：其一，调整股票发行市场的监管思路，实现“事前监管以防范为主”与“事后监管以执法为主”的有机结合，使监管行为成为实现法治的基本环节。所谓“事前监管以防范为主”，是指在制定相关法律法规时充分考虑到各种可能发生的不符合市场规则的现象从而予以限制或禁止；所谓“事后监管以执法为主”，是指对违法违规行为予以坚决打击和处罚。其二，改革股票发行制度，变核准制为登记制，改变股票市场的供不应求格局，促使股价向市场均衡价靠拢。在这个过程中，需要制定相关行政法规、登记文件格式和登记程序，停止股票发行核准委员会的工作，停止对发股申报材料的实质性审核工作。其三，实行股票发行的包销制度，加强承销商的经济责任，强化证券公司之间的市场竞争，实现市场规则要求的“优胜劣汰”。其四，加强对股票发行市场的监管力度，将重心放在打击违法违规行为方面，同时，加大处罚力度，使利用登记制而弄虚作假的有关各方不仅无利可图而且将蒙受重大损失。

二是发展场外交易市场。依托银行柜台交易系统，发展股票场外交易市场，从而形成由主板市场、创业板市场和场外市场构成的多层次股票市场体系。在这个过程中，关键的问题是达成共识。中国作为一个发展中的大国，各地经济、技术、资源和生产力差别极大，仅靠证券交易所的股票市场是很难满足各类企业发展要求的，要适应多层次生产力和多梯级经济的发展要求，就必须发展多层次的股票市场；同时，从主板市场和创业板市场中退市的上市公司股票客观上也要求有一个继续交易的场所，以满足投资者的需要和这些上市公司并购重组需要，由此，发展场外交易市场有其内在的必然性。在达成共识的基础上，充分借鉴发达国家的经验，制定发展场外交易所需要一系列相关管理制度，包括场外交易市场的组织制度、股票交易制度、做市商制度、信息披露制度等。

发展场外交易市场应与建立地方股票市场相联结，即在这一股市中，交易是在各地方市场展开的，行情是在全国统一显示的，由此，使场外交易市场成为一个全国统一报价和行情显示而交易在各地方展开的不同于A股市场和创业板市场的新市场。发展场外交易市场应避免地方政府的行政干预，尤其是地方财政投资或国有独资、国有控股企业的投资，从产权关系上化解地方政府行政干预的可能性。

三是改革股票交易场所的行政组织关系。证券交易所和场外交易系统，在组织制度上，实行的是会员制，会员大会是其最高权利机构。但长期以来，在中国股市中，交易场所的会员制形同虚设，有关政府部门运用行政机制直接干预证券交易场所的会员大会、理事会和高管人

员任免，甚至直接将证券交易场所纳入行政编制范畴。这种状况的继续存在不利于监管部门将主要精力集中于市场监管，容易使其继续运用行政手段进行市场管制，同时，也不利于各家证券交易场所通过提高服务质量、进行服务创新等展开市场竞争。

改革证券交易场所的行政组织关系，需要解决四个方面的问题：一是理清并明确证券交易场所的财产关系。沪深证交所组建初期时的投资是由政府财政投入的，10多年来这些投资所形成的固定资产一直在使用着但始终未予以明晰，这成为政府部门运用行政机制管理证券交易场所的财产基础。要使证券交易场所成为具有独立民事主体地位的法人机构，必须理清这些国有投资数额，并明确这些财产的偿还方式和偿还期限，使证券交易场所的财产基础由国有制转向会员制。二是取消证券交易场所的行政关系。其中包括取消证券交易所的行政级别、证券交易所高管人员的行政级别，取消证券交易场所的行政隶属关系和对应的行政待遇。三是维护证券交易场所的法人权益，其中包括确立证券交易场所的法定职责、确认其独立法人权益等。四是完善会员制的治理结构。其中包括完善会员制的组织结构，如会员大会、理事会和经营班子之间的责、权、利关系，完善会员制条件下的证券交易场所的财务关系和财务公开制度，完善证券交易场所内部的决策程序、业务流程和运行机制。

四是进行股票市场的产品创新。主要内容有二：一是在条件成熟时，及时推出认股权证、股指期货、CDR等新产品，以活跃股市交投，给投资者以更多的投资选择余地。二是适时推出做空机制，使投资者能够通过反向对冲交易来调整投资运作方略。

五是调整监管体制。主要内容有三：一是调整监管取向。证券监管部门应将监管取向从以防范股市风险为重心转变为打击违法违规行、维护股市运行秩序为重心，通过维护股市运行秩序来维护投资者权益。二是调整监管对象。证券监管部门应将监管对象从证券经营机构和上市公司转变为股市业务和市场行为，将从事股票业务的商业银行、保险公司及其他金融机构的相关活动都纳入监管范畴，从而，实现“机构监管”向“业务监管”的转变。三是调整监管方式。证券监管部门应改变通过审批、审查等机制来筛选“好人”的思维定势，确立处罚违法违规事件就是保护合法合规经营的监管理念，将监管重心从“行政管理”转移到以“市场监管”、“业务监督”为基础的“依法管理”上来。

“全面贯彻市场经济规则”的过程，也就国际化的过程。在上述五个方面问题解决的过程中或解决之后，中国股市的国际接轨进程也将大为加快。

国际化是一个过程，而国际接轨则是国际化的实现结果。中国股市的国际化大致可分为五个方面：一是机构的国际化。例如，设立中外合资的证券公司、中外合资的基金管理公司或外资独资的证券公司、外资独资的基金管理公司等。二是股票的国际化。例如，B股，中外合资公司、外资独资公司在A股市场上市，CDR等。三是股票交易的国际化，即境内居民(包括机构和个人，下同)可直接介入境外股市交易，境外居民也可直接介入境内股市交易。四是股市制度的国际化，即股市各项规则基本达到国际市场规则的要求或国际标准。五是股市监管的国际化，即监管部门按照国际股市的要求实行监管且监管质量达到国际水平。对中国来说，前两方面的国际化相对容易做到，后三方面的国际化则有相当大的难度，需要着力创造条件予以推进，而在实现国际接轨中，真正有实质意义的也是后三方面。

在中国股市国际化进程中，需要着重解决的问题至少有六个方面：

一是制定与股市国际接轨相关的各项制度。在资本账户基本开放的条件下，涉及股票的国际性发行和国际性交易的制度主要有五：境内公司到境外发行股票的管理办法；境外公司到境内发股上市的管理办法；境外上市股票申请在境内交易场所上市的管理办法；境内居民投资于境外股票市场的管理办法；境外居民投资于境内股票市场的管理办法。

二是完善股票发行的登记制。主要内容有三：完善境内外各类公司在境内申请发行股票的登记程序和登记条件，实行国民待遇；明确并落实股票承销商及其他中介机构(包括中资机构、外资机构、中外合资机构等)的职能和法律责任；实行境内公司到境外发行股票的报备制度。

三是推进股票交易场所的国际化。主要内容有二：一是连接境内外股票交易系统，准许境外居民直接投资于境内股票交易市场，同时，放松对境内居民投资于境外股票交易市场的限制；二是建立股票国际性交易的登记、过户、交割、结算系统。

四是实现A、B股的并轨。在股市实现了国际接轨以后，继续维持A、B股分市场格局已没有实质意义，同时，也具备了二者并轨的条件，因此，可顺利地将A、B股合并为一类股票。

五是完善股票产品的创新。在进一步完善认股权证、股指期货等品种的基础上，在条件成熟时，及时发展分类股指期货、股指期权、分类股指期权、个股期权等衍生产品，实现股市交易品种与国际股市的基本接轨。

六是建立适应股市国际化的监管机制。主要内容有三：加强国际监管合作，完善国际性监管机制；监控机构投资者的国际间资金流动，严格防范股票国际间交易可能引致的金融风险；加强市场预警系统和预警机制的建设，强化处理突发事件的能力和机制。

文章来源：《中国证券报》2003年9月30日

[\[推荐朋友\]](#) [\[关闭窗口\]](#) [\[回到顶部\]](#)

转载请经授权并请刊出本网站名

中国博士论坛

中国社会科学院  
保险与经济研究中心

IFB外商投资中心

IFB基金研究  
与评价中心



地址：北京市东城区建国门内大街5号 邮编：100732 电话：010-65136039 传真：010-65138307  
版权所有：中国社会科学院金融研究所