

第四章 证券投资： 创富潜力无限

内地证券市场经过 10 多年的发展，已初具规模，在市值规模方面居亚洲第三，仅次于日本和香港，成为全球最具发展潜力的新兴证券市场之一。与此同时，内地证券市场的国际化步伐也不断加快，交易方式正逐渐与国际接轨，并逐步向外资开放，令国内外资本均看好其巨大的投资前景。

1/ 国内投资平台日益扩大

内地证券市场由 10 多年前以少数地方试点的初创阶段，到 2004 年 3 月底拥有共 1302 家的境内上市公司（A、B 股）、98 家境外上市公司（H 股）、股票市价总值突破 5 万亿大关，以及流通市值达 15855.94 亿元；究其原因，可概括如下：

交易方式更加灵活

随着交易系统不断升级和通信设施快速建设，市场交易网络迅速覆盖全国各地，网上交易也迅速发展，交易额占总额一成以上。而投资者开户数目超过 7100 万，其中机构投资者更急剧增长。

证券中介机构不断增加

截至 2004 年 3 月底，内地证券公司共有 129 家（其中 80 家具有主承销业务资格），注册资金总额 1250 多亿元，并开始通过公开上市发行股票筹集资金。

交易品种日益丰富

除股票外，债券、投资基金也纷纷上市交易，并日趋活跃。从 1997 年 11 月 11 日首批封闭式基金成功发行至 2003 年 11 月，内地已开设 32 家基金管理公司，以及设立了 90 项证券投资基金，净值 1562 亿元。

宏观政策有利发展

中共十六大提出了推进资本市场改革开放和稳定发展的目标，十六届三中全会进一步确定资本市场建设的各项任务，而国务院《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》则确定资本市场发展的思路 and 任务，对内地资本市场发展进行了全面规划。此外，颁布《证券投资基金法》及修改《证券法》等措施，均为证券市场的未来发展创造了良好的政策环境。

上市资源储备雄厚

一直以来，许多企业，尤其是中小企业，往往因为资金紧张而陷入困境，急切希望通过证券市场筹得资金。2004 年 5 月，国家决定在深圳证券交易所设立中小企业板块，为高新技术企业和其他高增长中小企业创造良好的融资环境。

内地居民储蓄的高增长

随着证券市场环境的不断改善和证券市场的理性化，居民、机构投资者和外资机构更加积极投入，而多家合格境外机构投资者（Qualified Foreign Institutional Investors，简称 QFII）争相增加投资额，显现出内地股市良好的发展前景。另一方面，由于预期人民币将较快全面自由兑换和证券市场全面对外资开放，专家预测内地股市的市值在 2010 年将达到两万亿美元，甚至可能超越日本。

2/ 交易方式逐渐与国际接轨

随着证券市场的不断发展，内地的资本交易方式也正与国际市场接轨。10 多年来，内地股票发行制度经历了多次大变革。

实施主承销商保荐制度

为了保证上市公司的质量，从 2004 年 2 月 1 日起，内地开始实施主承销商保荐制度，建立选择优质企业发行上市的新机制。保荐人由主板券商或主承销商的承销人员担任，在发行前及发行后 24 个月内，均须对上市公司承担相当的责任和义务。

完善的发审委制度

13 个专职委员从早期就介入发行审核，加强审核上市公司及发行公司。

推行整体上市

由于过去大部分企业将其资产最优良的部分分拆上市，并在上市后将公开募集的资金用于母公司，造成母公司甚至地方政府大量挪用或占用上市公司资金，部分更高达 80% 以上，因此证监会积极鼓励分拆上市的企业逐步转换成整体上市，并鼓励正申请发行上市的企业尽可能整体上市。

海外上市

内地企业通过在海外上市，一方面引进海外资金促进内地企业发展，一方面促进内地企业的国际化进程。截至 2004 年 2 月在香港上市的内地企业包括 H 股、红筹股以及民营企业超过 260 家，在新加坡上市的有 18 家，在美国上市的也有 50 余家。

允许基金公司合营

2002 年 10 月，首家中外合资基金管理公司被获准筹建。迄今已先后有 10 多家中外合资基金公司获准开业或筹建，包括德国安联集团、法国兴业资产管理公司、荷兰国际集团、美国富兰克林邓伯顿基金集团旗下的邓伯顿国际股份有限公司、美林投资管理公司等多家境外机构。

QFII 制度的正式启动

这里里程碑标志着内地资本市场有限制的对外开放，而外国投资者亦同时可到内地买卖股票。现时获得证监会资格许可的瑞士银行有限公司、野村证券株式会社、花旗环球金融有限公司、摩根士丹利国际有限公司、高盛公司、香港上海汇丰银行有限公司、德意志银行等 22 家机构的投资额度，共计 30.75 亿美元。由于国家外汇局并没有严格限制 QFII 投资的具体渠道和投资比例，给予

QFII 较高的灵活性。QFII 目前的投资主要分布在股票、国债、可转债和基金上，还有一部分为活期存款。另一方面，QFII 都是经过严格挑选的境外大型投资机构，具有丰富经验和优秀业绩，他们的投资策略为众多中小投资者提供最佳的模范。

3/ 内地证券市场前景明朗

内地证券市场的对外开放政策在执行上仍相当谨慎，并不允许境外证券机构在内地设立独资的证券公司；在内地股票市场中占主体地位的 A 股市场不对外资开放；QFII 虽然可以进入内地证券市场进行 A 股交易，但却受到严格的资产规模等方面的限制，而且还要在国家外汇局批准的外汇额内进行投资。外国机构设立合营公司从事国内证券投资基金管理业务，外资比例不得超过 33%，而入世后 3 年内不得超过 49%。

然而，综观上文提到的内地整体证券市场、投资环境及有关政策，展望未来，海外投资者仍可在中国内地这个巨大而充满生机的证券市场分一杯羹。根据入世承诺，外国证券机构可以（不通过中方中介）直接从事 B 股交易，其驻华代表处可成为所有中国证券交易所的特别会员，而合营公司可以（不通过中方中介）从事 A 股的承销，B 股和 H 股、政府和公司债券的承销和交易，以及发起设立基金。此外，根据 CEPA 的规定，香港交易及结算所有限公司可在北京设立办事处，并比照境外证券机构在内地设立代表处的程序办理；以及香港证券专业人员可依据相关程序在内地申请从业资格。因此，香港证券公司和证券从业人员可更方便地在内地开展业务。同时，CEPA 对香港证券业准入条件的放宽，为内地众多具有发展潜力的新兴高科技企业到香港上市创造了条件，加上对香港律师和会计师事务所准入条件的放宽，将大大增加这些内地公司在香港上市的机会。

专访 南华集团有限公司创办人兼董事长 张赛娥

要在一个陌生的环境开拓市场，无论准备工夫多么充足，以及搜集了多少有关资料，实际经验才是最重要的；自 1992 年开始在国内投资的张赛娥，如何看内地近年及未来的发展？大家看看张赛娥（以下简称“张”）于 2002 年 9 月 29 日出席作者（以下简称“王”）与吴明林（以下简称“吴”）主持的电台节目时之专访纪录，相信已可看到一点端倪：

内地市场已逐渐对证券业开放

吴：我们今天访问的嘉宾涉足的领域很广泛，为人熟知的是证券业，还有传媒业、工业等等。今天主要请她介绍一下在内地发展的经验。她就是张赛娥，南华证券副主席，还是南华工业、南华传媒、华盛国际（的领导层成员），数年前还买下了四海旅游，进军旅游业。娥姐，你好！

张：你好！

吴：目前香港的经济低迷，人们开始寻求到内地发展。有什么途径呢？

张：途径因人而异。就个人而言，有的担任内地证券公司的顾问。国内除了规定证券公司的副总经理以上级别的（高级管理人员）须由内地居民出任之外，对其他职务，例如顾问，没有明确的国籍（或地区）的要求。

吴：（外资）可以入场买卖证券吗？

张：暂时还不可以。因为 A 股只对内地居民开放，但外（国）资（金）可购买 B 股。据我所知，去年有不少人争取内地居民购买香港股票，商业银行也争取民营企业来港上市。

王：依您刚才所说，国内对外资还有不少限制。（中国加入）WTO 之后，（国内市场）已逐步对证券业开放，你们怎么部署呢？

张：我们一直密切关注。迄今为止，（国内仍）不允许外资直接在国内设立证券公司，只能以合资的形式（进入国内市场）。这类证券公司外资持有的股份不能超过 1/3，可以承销、包销证券，买卖 B 股，买卖债券，但不允许直接在 A 股市场投资。短期内外资尤其是我们这类资本不是十分雄厚的公司，都在观望政策的变化，尚不敢贸然进入。政策趋势是走向开放，但是何时才能让外商独资成立证券公司呢？证券行业风险巨大，若不能自主掌控公司的话，万一有失，轻则损失惨重，重则负债累累。

吴：目前先观望，谋定而后动。

张：对的。

王：中国已经对很多行业非常开放，但对金融行业的开放始终异常谨慎。

吴：（因为开放）这个领域的风险大。

张：尤其是 1997 年金融风暴之后更加小心。周边国家的经验教训说明金融领域处理得不好，会引发大危机。

一般股民的投资知识水平需提高

吴：中国老百姓手中有大量积蓄……

张：对，有 8 万多亿。

吴：资金是充裕的，问题是要寻找出路。

张：有一小部分人很富有，但平均而言并非每个人都很有钱。在北京、上海等地确实有一批有钱人，当时香港股市看好的时候，他们曾来港投资股市，前两年 A 股市场看好时也有进行炒作。

吴：中国的股民（对股票）知识水平不高，不知道如何保护自己。

王：他们大多靠传言（来做投资决定）。政府迟迟不敢开放 A 股市场，就是担心开放后保护不了（百姓股民），而老百姓要政府负责。很多发展中国家都曾出现百姓在股市受损后要政府负责的事。这是不是（不开放的）原因呢？

张：我想这是其中很重要的原因之一。本地人（在股市）兴风作浪，仍然是自己人骗自己人，资金不会流失到外头。同时，（中国政府）也吸取了 1973 年香港股市被外国人套走大笔资金导致百姓遭殃的教训，希望等到国内投资者自我保护水平提高、监管条例完善以后才开放（股市）。目前（国内股市）还很不规范，听说有人可以一个人控制上千个股票账户，也许有夸张的成分，但可以知道造市的现象是很普遍的。

吴：听说在内地开（股票账户）是不用身份证的，只要一个名字就可以。

张：现在要求（较）严（格）了。

吴：这么说来，通过传媒杂志进行投资者教育行得通吗？

张：目前有人到内地开讲座，如果是知名人士的话还能赚钱，但为数不多。对一般的小股民，有很多财经报刊杂志（可以参考）。但是他们有没有兴趣研究法令、条例还是个疑问。

吴：我相信条例是很严格的。

张：是的，但是执行起来（不一定如此）。而且当股市形势好的时候，小股民们往往不理风险，不管公司从事什么业务，也不管是否值得投资，就随大流去买股票。

王：香港政府正与中央探讨更紧密经贸关系，香港中小型的金融企业有没有机会先走一步（进入内地市场）呢？目前大家都在观望，如果同时进去的话，外资的大银行肯定占尽优势。政府应该在这个方面提供帮助吗？

张：应该如此。香港的金融市场开放得过快，在本地（金融）企业壮大之前外资竞争对手就已经落户了。真正是本土资金（控制的）金融企业不多，即使是其中最大的一家也简直是小巫见大巫，无法和外资匹敌。资产负债表（的数据）相差甚远，cover warrant（备兑认股权证）也如此。从前要求 10 亿（元）注册资金，很多（本土）公司达不到（标准）。我个人认为有必要将本地企业培养到一定规模才开放，否则和对手相比，一个是重量级，一个是轻量级，根本没法公平竞争。说到自由贸易区，我们希望能包括金融业、证券业。（一旦自由贸易区的设想实施起来，由于）香港拥有和内地语言相通的优势，外国人即使有资本也要依仗我们。

邓小平南巡确定开放路线

吴：娥姐，你是从哪年开始在内地从事投资的？

张：1992 年。

吴：南巡之后？

张：差不多就是那个时候。

王：我和你都是那个时候进军内地的。

吴：英伟，这么说来，南巡真的是一个转折点啊！

王：是的，绝对是个转折点。

吴：（在）1978年、1979年内地刚刚开放就到内地的是先行者。1992年邓小平南巡真的是个转折点。

王：我也分析了为什么这是一个转折点——因为（南巡）确定了（开放）路线。在此之前关于“姓资姓社”的问题曾经有过辩论。南巡表明了改革开放的道路将继续走下去。生意人最怕路线改变，希望事事明确，有了透明度和可预见性就敢放开拳脚发展。

吴：没错。有了确定的路线人们不再犹豫了，这就是1992年以后很多人北上创业的原因。你初到内地做什么？

张：1992年以前，我们也利用内地廉价的土地和劳动力，在南部做玩具、运动鞋，（并）不算真正的进入内地市场。1992年开始，我们到南京、天津合资开设工厂。当时很多人都不敢到北方合资开办工业类企业，我想我们是 minority（少数），少数中的少数。我们认为每个国家的发展都是循序渐进的，（待作为）第二产业的工业发展好了，才能发展第三产业，所以我们当时并没有从事房地产和第三产业，而选择了工业。因为我们之前曾经做过玩具、鞋等，（对这类工业）有一定的经验，所以去天津做服装、小五金工具、皮革和药；（又）到南京做机械和珠宝。

吴：领域很广啊！

张：是挺多领域的。

管理与操作有矛盾

王：大家都以为您是财经界的猛人，没有管理工厂的经验。

张：有的，我管理工厂很多年了。我家里也是做工厂的，我是童工出身，（笑）明白工业的操作和工厂管理者的想法。

吴：刚开始时你们派了很多香港人到内地吗？

张：不是很多。当时（是）跨行业投资，一般每个企业派一个香港人管理，基本上雇用当地员工。回头看看，发现这种做法不太正确。首先我们跨行业投资，自己不太熟悉；其次，当时北方工人的“主人翁意识”很强，但不是体现在干活的时候，而是分配利润的时候。管理人员的旧观念还没有转变，做官的

意识比做企业的强。无论如何都得照顾工人利益，没有想方设法完成任务的观念。

吴：就是说没有“利润挂帅”的观念？

张：没有的。例如有的产品没有销路照样生产，因为工人要上班，要发工资。结果积压大批库存，或者用赊销来推销，造成大批无法收回的应收账款。

王：（所以出现了）一种现象，就是工厂拖欠了很多到期应付款，无力偿还，最后只能以货抵债。

张：以货抵债，或者以（应收）账抵债，三角债就是这么产生的。

吴：企业文化、工人观念要转变，（到内地投资的）企业才有腾飞的一天。

张：（其中）有个（转变的）过程，我们也付出了不少代价。过去的 10 年，工人的观念的确转变了很多，都认同了打破终身制、效益与表现挂钩的做法。在以前，解雇一个员工，他们会以死相向。

吴：有这种事？

张：有的！

吴：现在员工表现不好就会被解雇？

张：是的。现在每年签订劳动合同；解雇时按工龄长短，1 年工龄补偿 1 个月工资。

有创新的胆量，敢于跨行业投资

吴：近年来你们在内地的投资转向大闸蟹、荔枝等。先说荔枝吧，前些时（候）听说你招呼朋友去吃荔枝。荔科技园办得如何？开始有收成了吧？

张：开始收成了。荔科技园是逐步壮大起来的，开始规模不大，后来慢慢增加，到现在大约占地 2 万亩，有 50 万棵树。其中有 10 多万棵幼树，估计明年有 30 多万棵树能结果。通常荔枝要种植 4 年左右才结果。

王：香港人不熟悉农业，为什么你会涉足农业呢？为什么种植一年只成熟一次的荔枝呢？风险挺大的。

张：我们是分析员出身，习惯于分析各行各业，分析企业能做什么不能做什么，有创新的胆量，敢于跨行业投资，从事新的行业。中国有 13 亿人口，农业如果做得好将有大利润。选（择种植）荔枝因为（荔科技园）在增城，距离香港不远，而且（我）从小（便）喜欢吃荔枝，对它比较熟悉。当时刚刚起步做农业，考虑到荔枝一年成熟一次，按部就班的话管理起来困难不大，所以我们（便）选择投资荔枝。

吴：像刚才英伟提及的，荔枝一年成熟一次，收成季节荔枝集中成熟，会不会造成 oversupply（供过于求）呢？

张：会的。去年价格（便）跌至一斤一块多。我们对此无能为力，只能在未来多(些)进行深加工，例如做罐头、延长保鲜期或者改良果种用于出口，避免国内的集中竞争。现在，广东的荔枝虽然已经走出去了，但是进入北方市场的仅仅是一些较次的品种，优良品种如糯米糍等并没有北上。

王：我曾经在福建漳州考察过一家企业，它能将荔枝的保鲜期延长到 3 个月，产品出口到日本市场。

吴：澳洲北部也出产荔枝，由于收成期正好和我们的相反，所以销售价格很高。

张：但是出产的数量不多。

王：你为什么会（投资生产）大闸蟹呢？做证券的最怕做“大闸蟹”（意思是被套牢）。（笑）

张：大闸蟹和荔枝一样不是每个地区都可以生产，因而附加价值高。华东地区的湖里有大闸蟹生长所需的微生物，才适合养殖（大闸蟹）。所以我们选择了在南京尝试。第一期有 18000 亩湖面，投入了数百万只蟹苗。

吴：收成需要多长时间？

张：从 2、3 月投入蟹苗，到 9 月底就成熟了。

王：销往什么地方呢？

张：上海、常州一带。估计今年主要内销，只有小部分销到香港。

吴：质量怎么控制呢？例如香港的黄油蟹，质量便很参差。如何令消费者确信南华出产的大闸蟹质量有保证呢？怎样将大闸蟹标准化呢？

张：标准化比较难。

吴：内地的蟹品种众多，便宜的贵的都有。消费者担心以次充好，上当吃亏。

张：田养的或者次级蟹苗培养的蟹口感不好，优质蟹一般为野生的，膏多，重五两以上。

王：前些时（候）听说有人用抗生素养大闸蟹，有必要吗？

张：如果养殖场的微生物和养分不足就需要加入人工饲料，于是有人用抗生素来养殖。

吴：我相信要从品牌和标准化两方面入手，（将自己的产品）与其他品牌区别开来。惟一的做法是挑选，将六两以上的蟹作为一个品牌（的产品）。

张：对。

要入乡随俗

吴：娥姐，你穿梭香港和内地 10 多年，有什么经验和我们分享吗？

张：我认为，无论是独资还是合资都要自己管理。以为控制董事局就控制了整个公司的想法是很天真的。总经理的职位要在自己的掌握之中（才能掌控公司）。其次，到内地投资前应该花时间了解内地人的想法。很多我们 **take it for granted**（想当然），想当然的东西往往并不是如此的。等到吃亏的时候才知道，麻烦就多了。香港人不习惯于和官员交际、拉关系，而在内地（则）很讲究和政府、**supplier**（供应商）、客户的关系。我们要入乡随俗，了解当地的风土人情和办事方法，方能所向披靡。否则就会浪费时间，走弯路。

王：娥姐，你投资过很多不同行业，胆识过人。（有没有）打算未来要在什么新领域闯一闯呢？

张：近两三年我们在做软件，包括各行各业的软件，替客户 **upgrade system**（提升系统）等。我认为这个领域的发展空间大。一方面中央政府重视，另一方面国内有很多企业可以相互借鉴。随着企业对 IT（**Information Technology**，资讯科技）认识的加深，（软件的）营业额将非常可观。但是不能仅仅照搬美国的做法，而要因地制宜，**modify** 修改一下）以适应该地的需要。中国人口众多，消费市场巨大，将来也许会和美国一样有很大一部分的经济由内需拉动。如果能在零售领域建立品牌，将来要做到（如）**CocaCola**（可口可乐）及 **McDonald**（麦当劳）的成就（并）不是难事，因为有足够大的市场空间，不易 **saturated**（饱和）。

王：你们集团（也）有从事传媒业，对这个行业你怎么看？

张：传媒行业的发展空间也很大，但同样尚未对外开放。目前我们的做法是所谓的“借尸还魂”。（笑）自己并没有取得刊号、**license**（牌照），而是租用别人的刊号。名义上是协办，负责拉广告、发行，而实际上并非如此。虽然是公开的秘密，但毕竟不是名正言顺，风险不小。这个行业近几年刚起步，经验不足。如果有成熟的经验，学会适应市场迎合需要的话，将是一门厚利的生意。例如《南方日报》这类会变通的企业，每年便有可观的广告费收入。

文化差异是经营成败的关键

吴：无论哪个行业，文化差异都是关键，因为消费什么不消费什么，背后都有文化差异的原因存在，能克服文化差异就能成功。我们应该花功夫研究两地间的文化。

王：娥姐经常两地奔波，也是了解文化差异的。这对决策者而言是必须的。南北文化不尽相同，在南方畅销的产品不一定能被北方市场接受。

张：没错。

吴：香港商人进入内地一二十年，对文化差异的了解有相当积累。为什么有差异，哪里有差异，（香港人）积累的经验是不是可以浓缩成某些心得呢？推销商品需要了解文化差异，即使吃汉堡包，口味也可能不同。

张：有的城市 Kentucky Fried Chicken（肯德基家乡鸡）比麦当劳畅销，因为那里的人爱吃鸡。

王：我刚刚看过一篇报道，说肯德基在中国的整体销售额已经超过麦当劳。这说明肯德基摸准了路线。我和肯德基的总经理聊过，他说肯德基并非在每个城市都表现得很好，他们就在表现好的地区多开店，而非平均分布。

吴：所以，清楚了解文化差异，可以减少交易成本。

王：我感觉内地的消费市场很重视感觉。买麦当劳、肯德基不仅仅是吃，消费的还要讲求有感觉。美资连锁店进入内地纷纷获得成功，因为他们提供了新的感受给消费者。

吴：零售店亦然。零售店卖类似的衣服但价钱（较）高，就是因为那种穿起来轻飘飘的感觉。

张：是啊！名牌服装，（可以满足）虚荣心。而且外资连锁店的门面收拾得比较干净。

吴：对文化差异了解透彻，我们才能付出较小的代价。

王：你有什么忠告给将要进入内地市场的朋友吗？

张：先花时间了解（内地），不要着急。其次，力不到不为财。（第三，）中国刚刚开放，人口众多。这 10 多年来，很多失败的例子就是因为只靠计算分析，没有考虑实际情况。计算的结果很 attractive（吸引），例如做房地产，计算的利润率很高，但没有考虑（房产）能不能销售出去。

吴：（你的经验）表明香港人除了擅长于地产行业之外，还能做好别的行业。

张：没错。

吴：很多领域都可以，例如荔枝、大闸蟹等等。

王：希望不久的将来我们能吃到“娥姐挂绿”。（笑）

吴：谢谢你今天（的到来）！

张：谢谢！

注：张赛娥是南华集团有限公司创办人兼董事长，财经证券界知名人士，除证券外，还涉足报刊、玩具、房地产、种植业、珠宝首饰、制药、服装等近 20 种行业，在内地有众多的投资企业，公司员工总数逾 5 万多人。