

中国资本市场制度的变迁及目前存在的问题

祁守成

(西北师范大学 甘肃兰州 730070)

摘 要:中国资本市场经过近 30 年的快速发展,已初具规模,为中国经济的快速发展注入了大规模的资金和活力,成为中国经济持续、快速、健康发展的一个强有力的支撑。同时,资本市场发展中的深层次问题和矛盾也逐步暴露出来,严重阻碍了其进一步发展。本文回顾了改革开放以来我国资本市场制度的变迁,并揭示了我国目前资本市场存在的严重问题。

关键词:资本市场 股票 债券

改革开放以来,我国经济得到了长足发展,资本市场也完成了从无到有、从尝试探索到深入发展的巨大转变。目前,中国资本市场正处在一个历史性的发展阶段,如何认识当前的资本市场,如何保持资本市场发展政策的连续性和稳定性,如何在人民币升值和流动性过剩等金融环境下大力推进资本市场发展,如何利用资本市场的平台推进包括商业银行在内的金融体系的结构性调整和市场化改革,这都是我们应当关注的重要问题。而要解决好上述问题,必须对我国资本市场的发展历程和目前制约其健康发展的因素有一个明确的认识。

一、我国资本市场制度变迁的简单回顾

资本市场是社会经济发展到一定阶段的产物。具体来说,资本市场的产生是与股份制的产生和发展相伴而生的。我国现代资本市场的建立始于 20 世纪 80 年代初期,发展至今大致经历了一个从起步、规范到发展的过程,基本可归纳为以下三个阶段:

(一)1980—1990 年基本处于起步阶段

我国资本市场的兴起是从 1981 年首期国库券的发行开始的。这一阶段,资本市场中发行量最大的是国债。1981—1984 年国库券每年发行量为 40 亿元,到 1990 年底共发行 10 年、5 年和 3 年期国库券 484.92 亿元。从 1988 年起,国家陆续发行了财政债券、国家建设及特种国债等,期间发行量列第 2、第 3 位的分别是金融债券和企业债券,而发行量最小的是股票。我国股票发行试点始于 1984 年 7 月,到 1990 年底全国共发行股票 45.9 亿元。

在整个 20 世纪 80 年代,我国资本市场基本处于起步阶段,投资者意识淡薄,市场规模狭小,主要以一级市场为主,且极不规范。

(二)1991—2005 年是中国资本市场的探索期

1.1991—1995 年的初步发展阶段

流动性是证券的重要特性,面对国库券和股票黑市交易现象的存在,政府以柜台交易为试点进行尝试性探索。柜台交易市场的发展使整个社会逐渐认识到了证券投资,尤其是股票投资的巨大潜在利润,一举扭转了国债和股票发行的困难局面,相对降低了发行成本,促进了企业的股份制改造,并为成立全国性的证券交易所奠定了基础。1990 年 12 月上海证券交易所正式成立,1991 年深圳证券交易所正式营业。国债一级市场承销包销发行方式的成功,标志着我国资本市场步入了一个新的发展阶段。从上市公司看,到 1996 年底,已由最初的 10 几家发展到 530 家,投资基金已有 75 只,对境外投资者共发行 B 股 85 家、H 股 23 家。从股票二级市场交易额看,1990 年为 18 亿元人民币,而 1996 年已达 22693 亿元。

2.1996—2000 年的规范化发展阶段

自 1995 年以后,我国资本市场无论在市场规模、市场结构方面,还是在法制建设、投资主体构成、管理体制等方面,都呈现出新的变化,我国资本市场发展步入了一个倡导理性投资、加强规范化建设的新阶段。截至 1998 年底,深沪有上市公司 851 家,总股本为 2345.36 亿元,总流通股本为 740.94 亿股,总市值为 19506 亿元,投资者已



达 3700 多万户, 证券公司近百家, 证券交易营业部达 2400 多个。1998 年 12 月 29 日人大审议通过并于 1999 年 7 月 1 日正式实施《中华人民共和国证券法》, 对证券发行制度做了重大调整, 这标志着我国资本市场逐步走上规范化、法制化的轨道。

3. 2001-2005 年的制度创新阶段

1990 年中国股票市场刚刚问世, 面对种种不确定性以及要保持“公有”的特性, 中国政府对股票发行上市采取了“规模控制+实质审批”模式, 确保股票上市进程的平稳和有序, 进而弱化供给冲击。其基本操作模式是: 中央政府事先确定一个年度总规模, 然后按行政分配原则在不同部门、省市进行分配。2001 年 4 月, 中国证监会正式取消实行了 9 年之久的审批制和指标制, 代以“核准制+通道制”的发行模式, 为加速资本市场的发展打下了基础。在这将近 15 年的探索期间, 我国股票市场和债券市场都有了长足的发展。

(三) 2005 年 5 月以后中国资本市场进入快速成长期

针对股权分置下大股东与小股东之间的利益不一致问题, 我国从 2005 年 4 月 29 日开始启动股权分置改革, 对这一存在缺陷的制度设计进行了革新。这次变革将从根本上解决长期困扰我国资本市场发展的顽症。2005 年 5 月以后, 中国资本市场解决了制约市场发展的股权分置的制度平台, 进而为国内资本市场的市场化、国际化, 为中国资本市场建立有利于上市公司长期发展的激励机制打下了基础。

2006 年股权分置改革完成之后, 由于中国资本市场不同利益主体之间利益关系的理顺, 投资者预期发生了重大调整。随着我国经济的不断发展, 人民币升值预期和国际化趋势使中国资本市场的发展面临更优的金融环境。中国资本市场在 2006 之后迎来了一个历史上少有的快速发展期。短短 2 年时间, 股票市值从 2005 的 3 万亿元增长到当前的 30 余万亿元。更为重要的是, 随着市场规模的扩张, 内地市场对大盘蓝筹的承受能力不断增强。2007 年全年, 新入市资金逐月走高, 中国石油、神华股份、中铁等公司的发行冻结资金量均在 2-3 万亿元, 这标志着目前的内地资本市场已经具备了相当强的需求。

二、我国资本市场目前存在的问题

发展资本市场是一项重要的战略任务, 对我国实现本世纪头 20 年国民经济翻两番的战略目标具有重要意

义。一是有利于完善社会主义市场经济体制, 更大程度地发挥资本市场优化资源配置的功能, 将社会资金有效转化为长期投资; 二是有利于国有经济的结构调整和战略性改组, 加快非国有经济发展; 三是有利于提高直接融资比例, 完善金融市场结构, 提高金融市场效率, 维护金融安全。目前, 我国资本市场主要存在以下两个方面的问题。

(一) 资本市场结构方面的问题

1. 投资主体结构不合理

我国资本市场投资主体结构不合理, 投资者现在还是以个人投资者为主, 机构投资者数量相对来说较少, 两者比重相差较大。个人投资者的投资行为主要是以投机为主, 其投资行为取决于个人对证券产品的投资偏好, 这种投资偏好的市场随机性很强, 增加了不稳定性; 而机构投资者则更注重对上市公司基本面分析, 选择策略投资对象进行理性的价值投资, 是稳定资本市场的重要力量。但是, 目前市场上养老基金、保险基金等机构投资者还比较弱小, 难以适应投资机构化的需要, 阻碍了这种稳定资本市场功能的发挥。

2. 上市公司结构不合理

(1) 上市公司的股权结构不合理。主要体现在: 国家股、法人股等过于集中, 导致“一股独大”现象; 公众流通股比重低, 绝大部分股份不能上市流通(非流通股陆续解禁后也有限售期); 流通股过于分散, 机构投资者比重小; 上市公司的最大股东不是自然人, 通常是一家控股公司。这样, 上市虽然有助于企业在市场上直接得到资金从而缓解经营困难, 但长期来看, 对其公司治理结构的影响未必理想。同时, 在国家股和法人股始终占主导地位的情况下, 流通股规模较小, 很容易形成机构大户操纵市场的局面, 而且由于国有股不能自由地交易和转让, 由市场所决定的资产兼并重组就不可能发生。在股市上所进行的企业并购只是在政府部门授意下才可能发生, 这就决定了我国的股市难免投机盛行。

(2) 上市公司组成结构不合理。主要体现在: 国有企业比重大, 非国有企业比重小; 大中型企业比重大, 小企业比重小; 国有控股上市公司多, 企业整体上市公司少; 传统产业上市公司多, 高新技术产业上市公司少。例如, 沪深两市 2000 多家上市公司中, 通过直接上市和买壳上市的民营企业所占比例只有 16% 左右; 行业分布存在较大缺陷, 传统产业的上市公司数量太多, 竞争性领域企业数量超过 85%。

3. 金融产品结构不合理

(1)传统金融业务产品结构单一。在银行业,业务集中在信贷等传统的零售业务领域,即使在传统的零售业务中,也缺乏为企业提供全方位金融服务的系列产品,金融中介等批发业务严重不足;而国外银行业在企业的整个发展期、成熟期甚至二次创业中都会提供一系列的金融服务品种。在证券市场,中国股票市场相对于债券市场发展迅速,同样存在法人股、国有股的流通问题以及A股和B股的合并问题。

(2)金融衍生工具发展滞后。衍生工具是企业规避或分散经营与投资风险的重要手段之一。1991年中国建立了期货市场,但交易品种局限于绿豆、有色金属等商品期货,至今尚未推出利率、汇率、股指期货以及期权、货币互换、股权互换等来规避金融风险。由于缺少组合投资所必需的金融衍生品,各类投资者行为趋同,容易形成市场的单边运行,在宏观经济运行和金融调控方向发生变化时可能导致风险积聚。

(3)金融手段创新不足。在金融业全球化、一体化的发展潮流中,各国金融业已借助电子技术的发展迅速实现金融业的电子化、网络化,为在日趋激烈的国际竞争中提高竞争力、拓展生存与发展空间。中国银行业和证券业已基本实现电子化,银行、证券业务网络化也已起步,但与国外发达水平相比还有很大差距。同时,由于体制问题,金融机构在电子化与网络化过程中各自为战,如各银行的自动取款系统和结算系统独立运行、互不兼容,增加了金融业电子化与网络化的发展成本,也因规模不经济和便利性不足而抑制了自身的快速发展。

(二)资本市场制度方面的问题

1. 体制方面的问题

我国资本市场制度方面的问题主要是体制问题。我国资本市场由于政府和行政机构的介入,行政化色彩较浓,是“计划”的资本市场。首先,资本一级市场受到行政垄断,影响了市场融资体系的社会化和融资渠道的多样性,地方政府为了保证地方财政收入,在选择上市公司时很少考虑其成长性。所以,企业将主要精力放在“政府公关”和“包装上市”上,而不是放在生产经营和结构调整上。很多上市公司上市前并没有实质性改制,主要目的是“圈钱”,但没能有效地利用圈来的钱。此外,发行市盈率也受到限制。券商不能发挥职责的原因之一就是一级市场“包赚不包赔”式的运作,投资者的利益得不到保护。

2. 机制方面的问题

从某种程度上说,体制方面的问题是造成我国资本市场缓慢发展的主要原因。正是由于体制滞后,我国资本市场存在竞争机制失效、约束机制弱化和激励机制不健全等问题。(1)竞争机制失效。在上市公司中,首先缺乏产权关系明确的市场主体,其次缺乏竞争机制形成的市场价格,导致资本市场不能形成有效的资源配置机制,行政机制在一定程度上取代了市场机制。(2)约束机制弱化。我国大部分上市公司都是有国有企业改造而来,存在着“转轨”不转制现象。主要表现在:一是“翻牌”。将未根本改制的原国有企业改为股份有限公司并建立相应的组织机构。二是“圈钱”。在上市中按溢价募集资金,力保配股资格、达到圈钱的目的。上市公司中,国有股处于控制地位,处于“产权虚置”状态,上市公司原主管部门以国有股代表的身份对企业进行干预,又不对后果负责;而且,董事会的成员大部分来自大股东和企业内部,很难真正发挥监督的作用。(3)激励机制不健全。发达国家上市公司的经营者实行即时薪金与长期薪酬相结合的收入形式,具有较大的激励作用;而我国只有即时薪金的激励办法,上市公司股票价格的变化与公司决策经营无利益关系。因此,导致经营者不太重视企业的长远发展,往往为了眼前利益而牺牲长远利益。

我国资本市场存在的种种问题,严重制约了其健康发展,必须采取有效的对策与措施,促进其进一步发展,并使其趋于成熟和完善。从我国的实际情况出发,借鉴国外资本市场成功的经验,针对我国资本市场存在的结构和制度方面的问题,大力发展机构投资者,不断完善投资主体结构,建立金融产品创新机制,不断完善金融产品结构,优化资源配置,不断完善多层次资本市场体系,健全我国资本市场体系,丰富证券投资品种,逐步建立满足不同类型企业融资需求的多层次资本市场体系。

参考文献:

- [1]边小东.我国资本市场制度变迁的回顾与思考[J].会计之友,2009(1).
- [2]吴晓求.对当前中国资本市场的若干思考[J].经济理论与经济管理,2007(9).
- [3]应展宇.中国资本市场证券供给政策的回顾与战略前瞻[J].经济理论与经济管理,2008(3).
- [4]中国证券监督管理委员会.http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/sjtj/.