

# 制度引领创新 资本市场化蛹成蝶

证券时报记者 肖渔

从上个世纪70年代末期开始实施的改革开放政策,启动了中国经济从计划向市场体制的转型。在转型过程中,国有企业改革的逐步深化和中国经济的持续发展,需要与之相适应的金融制度,资本市场应运而生,成为推动所有制变革和改进资源配置方式的重要力量,并逐渐成长为金融体系中最富有活力的部分。

而无论是在90年代前期的萌生阶段、90年代的初创时期,还是本世纪以来资本市场逐渐进入规范发展的阶段,市场的每一步前

行,都离不开基础性制度建设的牵引和推动,市场制度和体系的不断完善正是深埋在我国资本市场发展历程中的一条重要线索。它是促进我国资本市场稳定健康发展的重要保障,激发资本市场创新发展的源动力。

回顾近20年来在一些若干关节点上出台的几大资本市场重大制度政策和进行的重大改革,这些政策和改革实践无论在当时,还是在今天对我国资本市场的发展都产生了非同凡响的重大作用。

## 初创期: 统一监管体系初步确立

——第一个指导证券市场发展的系统性文件。

1992年底,国务院发出《关于进一步加强证券市场宏观管理的通知》。

它是在证券市场短期内出现深幅调整和剧烈震荡的背景下发出的,是我国第一个有关证券市场管理和发展的比较系统的指导性文件。它总结了改革开放以来中国证券市场发展的经验教训,对市场发展的一系列基本问题做出了重要决定,确立了中国证券管理体系的基本框架。

其内容涉及理顺和完善证券市场管理体制;严格规范证券发行上市程序;1993年的证券发行问题;进一步开放证券市场;抓紧证券市场的法制建设;研究制定证券市场发展战略和规划,加强证券市场基础设施建设;加强证券市场管理,保障证券市场健康发展七个方面。《通知》的发布标志着中国证券市场的管理进入规范化的轨道,促进了市场的发展。

——集中统一证券监管体系的建立和完善。

在萌生初期,我国的资本市场处于一种自我演进、缺乏规范和监管的状态,并且以分隔的区域性试点为主。深圳8.10事件的爆发将这种发展模式弊端集中暴露出来。资本市场迫切需要规范的管理和统一集中的监管。

在这一背景下,1992年10月,国务院设立国务院证券委和中国证监会,确立了证券市场统一管理的体制。1998年4月,国务院证券委撤销,中国证监会在全国范围内建立了集中统一的证券期货市场监管体制。

统一监管体系的初步确立,使得中国资本市场从早期的区域性市场迅速走向全国性统一市场。随后,在监管部门的推动下,一系列相关的法律法规和规章制度出台,资本市场得到了较为迅速的发展。但与此同时,体制和机制缺陷带来的问题也在逐步积累,迫切需要进一步规范发展。

——《证券法》、《公司法》实施。

1994年、1999年《公司法》、《证券法》相继颁布实施,以法律形式确定了资本市场地位。2005年“两法”修订后发布,为市场持续发展提供了法制保障。

1999年实施的《证券法》是中国第一部调整证券发行与交易行为的法律。有了“两法”的新武器,再加上证监会执法体系的不断完善,资本市场逐渐向规范之路迈进。2002年,证监会在已设立了稽查分支机构的基础上,又增设了专司查处市场操纵和内幕交易的机构(原稽查二局)。公安部设立了证券犯罪侦查局,与证监会联合办公,负责侦查证券犯罪。

在日渐高压的执法环境下,一批大案要案得到及时查处,集中查办了“琼民源”、“银广夏”、“中科创业”、“德隆”、“科龙”、“南方证券”、“闽发证券”等案件,切实维护了证券市场“公开、公正、公平”的市场秩序,对于防范和化解市场风险,规范市场参与者行为起到了重要作用。



深圳8.10事件,可以说是草创时期的中国股市的一个缩影。

## 阵痛转型期: 制度变革重塑证券市场新生

善市场基础制度和运行机制的重要变革,也是前所未有的重大创新,其意义不仅在于解决了历史问题,还在于为资本市场其他各项改革和制度创新积累了经验、创造了条件。

股改的实践证明,资本市场的重大改革必须坚持尊重市场规律,有利于市场的稳定和发展,切实保护投资者特别是公众投资者的合法权益”的基本原则;在解决资本市场的历史遗留问题和调整复杂利益关系时,必须要妥善处理改革力度与市场稳定之间的平衡,以稳定市场预期为核心;在改革措施的实施过程中,必须正确处理政府和市场的关系,实现政府统一组织与市场主体分散决策的协调,从而达到市场各方共赢的良好效果。

——促进上市公司规范运作。

上市公司是资本市场的基石,是资本市场价值投资的源泉。按照国务院办公厅批转的《关于提高上市公司质量的意见》,2006年以来,开展上市公司清欠及规范运作活动,解决大股东违法违规侵占上市公司资金的顽疾,夯实市场发展基石。具体措施有:完善上市公司监管体制,强化信息披露,规范公司治理,上市公司“清欠”,建立股权激励机制,推动市场化并购重组。

随着股改和清欠两大“战役”落幕,一个全新的资本市场呈现在国人面前。这是一个全流通的市场,这是

一个上市公司质量全面提高的市场,这是一个真正实现资源优化配置的市场!

——证券公司综合治理。

2004年前后,证券公司长期积累的问题充分暴露,风险集中爆发,全行业生存和发展遭遇严峻的挑战。为从根本上解决问题,持续三年的证券公司综合治理一役打响。

到2007年8月底,通过三年的证券公司综合治理,一批高风险证券公司被关闭,证券公司的内、外部控制得以完善,曾严重困扰行业健康发展的财务信息虚假、账外经营、挪用客户资产、股东及关联方占用等问题基本解决,长期积累的风险和历史遗留问题平稳化解,证券行业从接近崩溃的边缘回到合规发展的轨道。

——大力发展机构投资者。

在资本市场发展之初,投资者以散户为主,没有真正意义上的机构投资者。我国的基金业还由于运作的不成熟,曾发生过一些违规行为,2000年《财经》杂志的“基金黑幕”一文揭露了当时基金业的一些问题,违规行为也使行业发展遭受重大挫折。

从2000年起,证监会提出了“超常规发展机构投资者”,并将其作为改善资本市场投资者结构的重要举措。基金业市场化、规范化和国际化的改革启动,改革所引入的新机制还激发了基金公司创新能力和服务意识的大

幅提升。

随着基金业的发展以及引进保险、社保基金、企业年金、QFII等机构投资者逐步进入资本市场,参与资本市场投资运作的机构资金稳步增长,初步形成了各类机构投资者队伍协调发展的格局。截至2009年7月底,各类机构持股市值占流通市值的比重约为63.86%,机构投资者成为市场稳定发展的重要力量。机构投资者的迅速发展,也使得资本市场主流的投资模式发生了重大变化,从投机和坐庄盛行转向重视公司基本面分析和长期投资。



“开弓没有回头箭”的股改,将中国证券市场带进全流通新时代。

## 首任深交所总经理夏斌:

# 再过30年,中国股市必定名列世界前茅

证券时报记者 于扬



夏斌的金融业生涯始自上世纪70年代末。34岁时的夏斌作为“五道口”的首席优秀硕士生被留在中国人民银行金融研究所任职。苦干八年后,从一名普通的研究人员成长为研究所的副所长。1993年初,受命被调往刚刚组建的中国证监会后不久,夏斌即被委任为深交所首任总经理。“玩命”干了近三年,在他的大胆创新下,深交所已撑起了中国内地股市的半壁江山,也给后继者留下了“没有谁大谁小、就看本事大小”的顽强竞争理念。然而,拼命三郎似的工作终于累及健康,夏斌后来隐退回京,过起了“天下股市与我无关的平静日子”。修养十个月后,夏斌重新回到央行,担任核心部门政策研究室的负责人,后任整顿金融时期的非银行金融机构监管司司长。2002年9月至今,出任国务院发展研究中心金融研究所所长,潜心专注于学术研究,回归“学人”的原点。

实行混业经营,当时我在2000年初提出,中国当前坚持分业经营的原则不能动摇,面临国际金融业竞争压力,我们可以通过设立金融控股公司来间接实行混业经营”。现在回过头去看,夏斌颇为感慨地表示,我们的这种滞后其实是正常的、应该是打引号的“滞后”,美国此次金融危机爆发正说明了这个问题。

今天我们还应该看到,通过金融市场各项改革的不断推进,我们的金融市场、资本市场、我们的投资者都在不断成熟。”在夏斌看来,今年股市从1700点到3400点反弹的时间明显缩短,就是一个非常直观的例子,本身就说明了中国投资者成熟的速度在加快。

在3400点时,很多国外投行还在看4000点时,很多老百姓却恐慌地问我,还应该不应该进?这其实就说明了市场的理性和成熟。”

而对于姗姗迟来的创业板,“老金融”夏斌也给予了足够的理解和支持。“要知道中国的改革是个‘过程’,而且还是一个没有完的‘过程’。不能因为有些措施体现了改革发展的方向,就应该越早推出越好。我们不能割断历史来谈创业板,将来改革中其他新产品的推出时机也必须要看准!”

谈到外汇局刚刚推出的拟将QFII投资上限增至10亿美元的政策时,夏斌表示,QFII一定要扩大其份额和内容。“所谓扩大内容,他认为,随着人民币国际化的逐渐推进,如何运用QFII和QDII的管道在人民币国际化的进程上做点文章,是值得考虑的,可以和人民币离岸市场相联系来考虑”。据夏斌透露,他正在进行的相关重大研究已进入尾声,有关问题都应与中国金融长期

战略的研究相结合思考。而在引进外国证券公司的问题上,他认为,必须把引进外资和资本项下开放这两个概念分开,中国资本市场可以借助外国投行投资者来培养中国自己的大投行,但证券公司允许外资入股并不意味着让他们去吸引国外资金进来炒股。

你想的全是“大事”,这是李克强副总理在视察国研中心听完夏斌有关中国金融战略一席话后的赞语。夏斌并没有停留在对30年金融改革成绩的回味中,闲不下来的他,还在为中国金融市场的下一个30年潜心规划着。下一个30年,不管遇到多少困难,我认为中国未来存在两大历史性机遇。”

一是中国成为消费大国的历史性机遇,中国将成为与世界其他经济大国在经济结构上相吻合的消费市场。目前中国的经济结构不平衡,高储蓄、低消费。而这次全球的金融危机恰恰给我们制造了改变这种状况的历史性机遇,逼”着我们采取与过去以出口为导向的增长模式所不同的发展方

式,走内需的发展道路,使得我们经济结构更加合理,经济总体实力更加强大。如果我们再过5年、8年来回顾美国金融危机对于中国的影响,我相信到时会说,那是给了中国一次重大的历史机遇,这种改变对世界经济格局的重塑和世界经济稳定的意义,现在是难以估计到的。”

第二大历史性机遇是指,在中国复兴的关键时期,世界给予了我们参与、重建国际货币体系的历史性机遇。用夏斌的话来说,从1978年到今天的30年中,中国金融可以说是世界金融棋盘上的一枚棋子,但是在被动地、不自觉地下棋。而以美国金融危机为转折,中国金融下一个30年的开始正好与世界金融从布雷顿森林体系以来的60年周期相重叠。这个以美元为主导的国际货币体系到现在有60多年,很多矛盾和问题已充分暴露,今后的世界将开始走上重新完善国际货币体系的新时期。鉴于中国前30年财富实力的积累和世界经济格局中中国地位的

微妙变化,世界需要我们参与国际货币体系的改善活动,我们也需要有完善国际货币体系的知情权和话语权。这正是中国经济进一步发展的第二个重大历史机遇的开始。抓住参与国际货币体系改革的历史机遇,恰恰又是中国经济今后又一个30年健康发展的需要。

两个机遇摆在眼前,对于中国走好下一个30年至关重要,一个涉及国内经济,一个涉及国际经济。”夏斌说,并且这两大历史机遇又是相辅相成的。抓住了向成熟经济体结构特征发展的历史机遇,可以增强我们参与国际货币体系重建的话语权分量。不失时机地抓住参与国际货币体系改革的重要历史机遇,将会大大有利于我们在迈向成熟经济体结构转化中,减少国际间必然发生的摩擦和阻力。”

对下一个三十年,我充满信心,只要我们自己的政策不出大问题,毋庸置疑,中国的金融市场、证券市场,30年后必然会站在世界的前列。”夏斌说。