

深化改革 促进资本市场安全健康发展

张少琴

一、历经近30年的发展,我国资本市场取得了举世瞩目的成就

改革开放30多年来,我国资本市场历经萌芽、新兴和转轨三个阶段,各项功能逐步健全,有力推动了我国的经济金融体制改革,促进了国民经济快速增长,对经济和社会产生了日益深刻的影响,取得了令人瞩目的巨大成就。

一是有力推动了国有企业改制和国有资产战略性重组。国有企业资本快速扩张,兼并收购加速推进,规模快速扩大,公司治理逐步完善,建立了风险管理机制与企业综合评价体系,强化了自身在资本市场中的竞争水平。金融机构的资产质量和治理结构得到改善,金融行业整体素质显著提高,20多年来共有16家商业银行、4家保险公司、19家证券公司、3家信托公司在境内资本市场改制上市。

二是融资规模不断扩大,社会融资结构逐步优化。近几年境内融资总额在万亿元上下,较为有力的支持了实体经济发展。融资结构不断优化,2010年股票市场总市值为26.5万亿元,跃居全球第二位,2011年股票市场总市值为21.5万亿元,债券发行量为8.7万亿元,市场托管总额达到22.1万亿元,股市和债券的市场存量已经大致相当。

三是优化个人投资理财结构,拓宽机构投资者渠道。近年来股票市场投资者开户数量以每年上千万户的速度增长,资本市场已经具有极为广泛的公众基础,个人投资者的投资品种已经由早期单一的储蓄,扩展到股票、国债、企业债、可转换公司债、证券投资基金、权证及期货等多种理财工具。机构投资者的投资渠道也得到了有效拓宽,获得了较好的投资收益,如全国社保基金自成立以来,借助对中国资本市场的投资,取得了累计投资收益额2845.9亿元、年均投资收益率8.4%的成绩。

四是伴随着国际化进程的不断推进,资本市场的国际地位显著提升。近年来,我国资本市场已经确立了在新兴市场上的龙头地位,如上海证券交易所是全球9个市值总量超过万亿美元的交易所当中唯一的新兴市场国家的代表。通过资本市场的国际接轨,我国引进了国外先进的会计制度、企业文化、法人治理结构、薪酬激励机制、独立董事制度、信息披露制度等,加速推动了现代企业制度的建立。

五是初步形成了多层次市场结

构、多元化投资主体和多样化投资品种的市场结构。目前已经基本建立起包括主板、中小板、创业板、代办股份转让系统、以及债券市场和期货市场在内的多层次市场体系。其中债券市场已经形成了以银行间场外市场为主、交易所场内市场为辅,场内、场外市场并存、分工合作、互联互通的市场体系。沪、深交易所交易品种逐步增加,由单纯的股票陆续增加了国债、权证、企业债、可转债、封闭式基金等。证券经营机构也积极进行业务创新、产品创新和组织创新,陆续推出了可交换债券、股指期货等创新业务。

六是初步建立了立法监管、行政监管与自律监管相结合的监管体系,中介机构和其他经营机构得到初步发展。初步建立起以《公司法》、《证券法》为核心的多层次法规体系和全国集中统一的证券监管体制,有效保障了资本市场的有序运行。随着全国性资本市场的形成和扩大,包括基金公司、证券公司、信托投资公司、会计师事务所、律师事务所、资产评估机构、证券投资咨询公司、证券登记结算公司等在内的证券中介及经营机构得到快速发展。

二、当前资本市场发展存在的突出问题及其表现

我国资本市场在当前和未来的发展中仍然存在着两方面最突出的问题。一方面存在结构性和系统性风险,风险防范能力不强,风险防范制度和机制不健全;另一方面服务实体经济的能力还不强,优化配置资源、尤其优化资本配置的能力还不够。

一是市场过度波动造成风险。

长年来我国A股股价相对其基础价值表现为“大起大落”的现象,上证综合指数从1161点到向上突破6000点再到向下降至1600多点,用了短短不到4年的时间。主要原因是股市缺乏稳定的中长期投资回报率,投机气氛浓厚,造成了新股首日溢价率为140%以上、A股市场ST公司交易换手率高达314%、创业板市场换手率高达754%;机构投资者力量未能起到大船压舱石的稳定作用,目前机构投资者市值占比约20%,远低于欧美约70%的水平,并且他们有些迫于环境和业绩的压力成为了趋势投资者反而放大了市场波动;产品结构不丰富,缺乏有效的金融衍生工具缓冲市场的过度波动,特别是缺乏平抑股市暴跌的金融衍生工具和手段;传统行业市场

占比过高,金融服务、采掘、化工、机械设备等传统行业占据了全市场一半以上的流通市值,其业绩受市场影响最大,盈利增长不确定,而市场化程度较高的消费产业、新兴产业、新兴服务业的市场占比过低,如商业贸易的市值和利润占比仅分别为2%和1%。

二是实体经济和虚拟经济之间结构不尽合理,融资结构、产品结构、利率结构、金融各子行业的业务结构还不完善。从虚拟经济和实体经济的结构关系看,2011年底我国M2与GDP的比值达到180.6%,相当于美国的3倍左右,我国经济货币化的程度过高,导致经济虚拟化的程度过高,如进一步发展将会引发泡沫。从融资结构看,目前我国企业的中长期资金主要依靠银行信贷,间接融资占比在85%以上;债券市场发展长期落后于股市发展,二者融资比例约为1:2,远低于发达国家3:1和10:1之间的水准。从产品结构看,与现货市场相比,衍生品市场发展不完善,体制不完善。从利率结构看,距离实现价格市场化、产品市场化和渠道市场化的目标还有很大的距离。从业务结构看,银行与保险、信托、证券、基金等金融机构的资产比例不科学,截至2012年中银行业总资产接近125万亿元,其他各类金融机构的资产总额仅约20万亿元。

三是证券监管体制机制尚不完善,投资者的利益需要保护。我国现行证券监管体制属于集中型监管体制模式,存在着执法不严、监管范围过宽、过度依赖政府监管、中介机构亲近上市各方等几个薄弱环节,导致市场监管的无效性。相关数据显示,A股上市公司的发行费用占募集资金的比重高达6.9%,其中承销费用占比大约为80%,导致目前新股破发现象和上市公司业绩“变脸”现象非常严重,2011年首日破发的公司占总发行上市公司的比例达27.3%。2009年7月IPO重启以来新发行的上市公司中业绩下降的公司大约26%,业绩降幅最大的达665%,业绩降幅超过50%的有20家。这些现象的背后是对二级市场投资者利益的侵占。

四是资本市场对实体经济的支持与服务力度不够。近年来中小企业迅速增长和转型升级,融资难的问题随之凸显。有调查显示规模以下的中小企业90%、小微企业95%没有与金融机构发生任何借贷关系,这暴露了资本市场还不能高效服务于实体经济、金融资本还不能与产业资本良性对接的弊病。究其原因,除了上述股票市场发展比银行业发展有较大的落后、债券市场发展比股票市场发展有较大的落后、资本市场呈“倒金字塔”主要服务于国有大中型企业以外,还有场外市场处于“婴儿期”不规范、层次不分明,“新三板”挂牌条件比较苛刻、挂牌对象单一、市场流动性

不足、缺乏直接转入上一级板块的通道等诸多难题。以上难以有效地为中小企业提供金融服务。

三、全面促进资本市场安全健康发展,服务于实体经济

党和国家领导人在历次重要会议和文件中,明确指出我国资本市场的发展要把防范金融风险放在第一位,要加大对实体经济的支持力度。

第一,强化金融改革顶层设计,建立金融监管跨部门行政协调机构。目前,我国金融监管体制是分业经营、分业监管模式,央行主要负责制定宏观调控,银监会、证监会、保监会分别负责银行业、证券业和保险业的监管。在当前的监管模式下,证监会主要监管股票市场、基金市场,而债券市场、衍生品市场、期货市场和商品市场、地方股权市场等处于各自分离的状态,各个市场无法进行有效的互动和协调。同时随着市场创新的开展,大部分金融机构的业务已经相互交叉,形成了混业经营的趋势。此前,在国务院的领导下,中国人民银行与银监会、证监会、保监会以部际联席会议制度的形式建立了金融监管协调机制,但至今尚未建立起长期有效的跨部门协调机构。建议成立国务院指导下的统一行政协调机构组织,将目前各个金融监管机构统一联系起来,共同制定金融和资本市场运行中的各项规则,以推进金融改革,推进中国特色社会主义市场经济全面发展。

第二,大力发展多层次资本市场,扩大企业融资平台。首先,应完善主板、中小板、创业板、新三板这几大板块,优化资本市场健康发展环境,改善中小企业融资难问题。应保持不同层次的市场在发行、上市、交易、监控到退市制度等方面的差异性,从而有效满足市场多层次和差异化的资本需求,避免将建设多层次资本市场演变为简单的扩容。再次,应注意不同层次市场之间的衔接问题,如合理规定各层次市场的上市条件和标准,构建合理的上市程序和退市机制,凸显资本市场建设的多样性。在进行监管时,应兼顾行政监管与自律监管相结合的监管方式。作为行政监管的主要监管机构,中国人民银行、证监会、银监会、保监会应当起到主导监管的作用,通过制定各项规则来规范多层次资本市场整体的建设和运行;同时,要大力提倡法制,充分发挥行业协会和交易所在依法自律监管中的作用。

第三,大力发展债券市场,提供更方便的融资渠道。在国际成熟的资本市场上,企业的债券融资额通常是股权融资额的3-10倍,企业一般遵循

“先债权融资,再股权融资”的融资次序。而我国,以2011年为例,与企业相关的债券市场存量为4.6万亿元,股票市场总市值为21.5万亿元,债券市场的发展远远落后于股票市场的发展。建议从市场建设上,切实围绕统一市场的目标、参考国际标准建设和发展债券市场,构建有效、合理的债券交易与结算服务体系。从制度建设上,由审批制向注册制过渡,简化债券发行的流程;打破壁垒,允许不同的投资机构投资全部品种;强化目前的做市商制度,对做市商建立有效的激励约束机制,明确做市标准和质量要求。从创新产品上,根据市场的需要积极推进固定收益品种创新,如推出利率衍生品等。从监管工作上,加强对评级机构的监管,贯穿到事前、事中、事后全流程监管。以此构建成熟、有效的债券市场,为中小企业提供更方便的融资渠道。

第四,培育多层次的市场投资主体,为市场引入源头活水。要改善因短期炒作以及投机资金的快速进出造成的股指非理性波动,必须壮大长期投资者队伍,机构投资者持有市值占比应在60%-70%。由以下组成:第一层是地方社保基金和公积金,由地方组建地方社保基金理事会和公积金理事會,委托市场专业机构管理;第二层是企业年金,要扩充企业年金投资管理、基金公司、证券公司三种队伍;第三层是扩大QFII额度和发展RQFII,引入境外成熟的机构投资者;第四层是发展私募基金;第五层是将个人及短期资金作为有益补充。重新构建的投资者“金字塔”分这样五个层次,资金量依次由多到少,投资时期依次从长到短。同时,应注意机构投资者队伍的扩张必须与市场容量相匹配。按照目前我国机构投资者已有12万亿元投资资产的现状,并预计未来机构投资者资产还将继续快速扩容,则资本市场的体量也要迅速发展。

第五,合理发行,改善上市公司结构,夯实市场的基石。坚定不移地推进发行制度的市场化改革。首先,从询价机构着手,完善新股发行制度。强化对询价对象信用的约束,推动询价过程进一步的公开化和透明化,实行社会监督;建立询价对象问责机制,对违规或信用较低的机构采取禁入的方式予以惩戒。其次,调整和完善保荐制度。随着保荐人市场信誉机制的建立及保荐代表人队伍的成熟,逐步缩小其审核范围,缩短审批时间,提高市场效率。再次,加大对主承销商的监控和约束。提高主承销商的定价能力,引导理性竞价;杜绝承销商在定价过程中迎合投资者利益的现象;加大对承销过度包装、提供的资料不实等行为的惩处力度。最后,缩短从询价到定价上市流程时滞,使发行定价更贴近市场;还可以引入储备式上市,给企业一个

上市时机的选择权。

目前我国上市公司结构与经济转型的方向不太一致。上海证券交易所上市公司中具有重工业特点的传统垄断行业占据了绝对主导,占了市值的70%以上。未来在深圳证券交易所上市公司中必须加注代表消费升级的食品饮料、家用电器、纺织服务、餐饮旅游等行业的分量,从而优化平衡我国上市公司结构。近年来深圳证券交易所上市公司在新兴产业、中小企业中的代表性不断增强,其IPO数量和融资额均超过上海证券交易所,从一个侧面反映了资本市场已经开始支持和服务于实体经济。

第六,加强综合防控体系建设,注重保护投资者利益。在严防内幕交易方面:监管机构应继续坚持零容忍的态度,加强对内幕交易的打击和预防工作,尤其应加强对一级发行市场中的内幕交易的防范和处罚。首先,加强综合防控体系建设,形成防治合力,从制度层面实现对内幕交易的源头治理。其次,集中监管资源,提高内幕交易违法犯罪的成本。再次,通过各部门的努力,强化“群防联控、综合防治”的内幕交易防控体系建设。在加强上市公司信息披露方面:首先,应完善会计准则和会计准则,引导上市公司信息披露质量的及时动态分析,针对操作空间,细化披露指引,加强规则的时效性和针对性,进一步统一上市公司信息披露的口径和可比性,保证会计信息的披露质量,鼓励、引导上市公司自愿信息披露的违规行为,严厉惩处负有责任的当事人及主管者,提高上市公司信息披露的违规成本。以此保护广大投资者的利益,使市场焕发新的生机。

第七,加速推进中介机构的业务创新、产品创新和组织创新。首先,大力推进证券公司创新,使其由单一通道服务模式向提供全方位服务的财富管理方向转型;支持证券公司进入货币市场、债券市场、外汇市场、黄金市场等金融的金融产品,扩大其理财产品投资范围。其次,支持证券公司在私募公司债、新兴产业基金、股权结构性产品、并购基金等新型产品和服务领域发挥积极作用,放宽大宗交易和场外交易的限制条款。再次,出台支持政策,鼓励证券公司拓展跨境业务,参与跨国并购、跨国另类投资等金融活动。允许设立专项QDII经纪业务,允许将RQFII业务的投资从资产管理领域扩大至经纪业务领域,允许中资机构享有与外资机构同样的美元QFII额度。

(作者系民建中央副主席,本文基于《深化改革,促进资本市场安全健康发展》专题调研的成果。)

新型城镇化须从“新”开始

李成

模式继续运行的条件了。

首先,新形势下外部经济环境已经大不如以前。我国目前的城镇化成果是过去三十年经济建设的必然成果,过去我们一直处于合作大于竞争的外部环境中。目前欧美日都还在自己经济不景气的泥潭里挣扎,我们出口发动机短期内看不到恢复足够马力的希望,同时第三世界国家以更低成本优势抢着我们的制造业市场,我们已经处于竞争大于合作的环境中。经济层面的竞争加剧,同时会带来政治,甚至军事的冲突,这就会有多个方面因素加大对未来经济建设的干扰。

其次,旧模式的城镇化建设只会在产能过剩的道路上越走越远。在过去的模式里,城镇化首先就是多建工厂,工厂一多就有经济总量(GDP)的上升,就有城市规模。因为政府主导,过去我们在区域经济上你追我赶,大部分工业部门低水平重复建设,导致产能严重过剩。日本、韩国是我们的前车之鉴,只有在产能结构上做好整理与转型,我们才能走好下一程。旧模式的城镇化建设只会加重产能过剩,影响经

济自身调节去产能化的时间和深度。

第三,廉价生产要素的时代一去不返了。在老模式的城镇化路线里,工业化是最重要的第一步,所以地方政府想着办法鼓励各种企业落户,想着办法让那些落户了的企业生存和扩张,政府通过人为压低生产要素价格的方式来补贴这些企业,因此劳动力、土地、资本、能源等要素的市场价格都处于严重扭曲的状态。现在,这些生产要素的价格要向正常水平回归,各种要素都无法再像过去那样被廉价使用了。比如资本,利率市场化将是我国深化改革的重要领域。过去公共部门享有低利率成本,非公有部门,如民营企业,却不得不面对高利率成本,这不符合市场经济中资源有效配置的原理。再如劳动力,由于原有的劳动力蓄水池被抽空,我们已明显不再具备人口红利的低成本优势。80后、90后农民子弟自我价值意识已经觉醒;同时,工厂、餐饮等企业已经出现四爷、奶奶级的工人。

第四,我们的环境承载力已经大不如以前。2011年4月21日政府发布过我国首份环境宏观战略研究报告。该研究由50多位两院院士和数

百位专家历时3年多完成。研究对我们国家目前的环境形势评价是触目惊心的;当前面临的环境压力比世界上任何国家都大;资源环境问题比任何国家都突出;解决起来也比任何国家都困难。其实,对于我国的环境污染、生态破坏问题,无论是城市人还是农村人,都有切身体感,不用多说。

最后,过去模式引起的官僚腐败,导致社会割裂,影响了社会和谐。在部分地方,一人当官,七大姑八大姨都开公司承揽投资项目,中央投到地方的款项,容易被腐败官员以各种方式变成自己的私产,而这些钱只能变成大城市里的豪宅或者被转移出境。因此,制度性的反腐倡廉,恢复与提升政府各级官员在群众心中的形象是非常必要的。如果还是过去的老模式搞城镇化建设,大搞楼堂馆所这种“形象工程”,大搞数字增长,引进低技术含量项目,只会离心离德越来越远,很多地方因为反对政府上低级的污染型项目而引起的大规模群体事件都是警钟啊!

所以,我们不能按以前老思维去理解中央的城镇化政策,此一时彼一时,我们当前已没有走老路时候的天

时、地利、人和了。基于以上几点,我们必须用新的思维来实现城镇化建设。在此,笔者有几点简单的看法:

首先,我们必须明白新型城镇化的含义并不仅仅是简单地把农民转变成城镇居民,而应该是各种区域经济类型的和谐再发展。既包含着小城镇的新立、扩大;也有中小城市的重新定位;还包含着大城市经济质量和规模的再上一层楼。日本大东京地区仅占其国土面积的4%,却集中近40%的GDP;开罗占埃及国土的0.5%,GDP则超过全国一半;纽约780平方公里的土地创造了全美国10%的GDP,而中国的北上广津四城市的GDP相加也只有全国的一成多。从这个角度来说,新型城镇化建设,大城市不是该歇歇了,而是更加重要了。

其次,新型城镇化应该是差异化的。无论城市大小,无论条件如何,若都去大拆大建,都去搞制造业,那是万万行不通的。曾经盛极一时的世界汽车制造中心——底特律,现在在大量废弃的工业园区搞粮食种植!因此,各种体量的区域经济体必须根据自己的条件来寻找最合适自己的城

镇化道路。有城镇化潜力的农村社区以及小城镇应尽量围绕农业做城镇化的文章。基于农业现代化、工业化的小城镇化,是世界各国普遍的做法。这既可以守住耕地和粮食的安全红线,还可以解决老式城镇化造成的农村凋敝和相关社会问题。当然,西部小城镇或农村社区,还可以围绕治沙、植树造林等专项生态工程搞城镇化。中小型企业除了承接大城市部分溢出的制造业外,更多的应该在人居上下功夫,只要做到青山绿水,交通便利,教育医疗有保障,定能吸引大量素质型人口落户,为城市带来活力。此外,我们西部沙漠的中小城市,甚至可以学学美国拉斯维加斯的城市发展模式,启动人流、物流、资本的逆向流动。

最后,我们应认识到,新型城镇化是个系统工程,牵涉到政府与市场如何定位的问题;牵涉到城乡如何统筹的问题;牵涉到土地、财政税收、教育、社保医疗等很多顶层设计的问题。但无论如何,新型城镇化本质上,仍然是创新转型的问题,因此从转变思路开始是非常必要的。

(作者单位:中投证券资产管理部)