



# 中国特色社会主义经济建设协同创新中心

## 《 成果要报 》

2016年第12期

（总第30期）

中国特色社会主义经济建设协同创新中心 编

2016年04月11日

### 中国资本市场发展若干问题与改革思路

李志辉

【内容简介】20多年来，中国资本市场取得了长足的发展，但同时也有一些深层次问题仍未得到根本解决，主要包括政府部门职能错位缺位现象突出、上市公司治理有待完善、培育成熟投资者任重道远和股票发行市场化程度不高等。为系统解决这些问题，应坚持推进资本市场的市场化改革和法治化建设。尽管去年市场的异常波动会深刻影响资本市场改革的进程，但是这一根本方向不会有丝毫改变。在市场化改革中，核心是要正确处理政府与市场的关系，并在厘清政府与市场边界的基础上推进资本市场的去行政化，发挥市场在资源配置中的决定性作用。去行政化应分别在完善国有控股上市公司治理和股票发行制度改革中得到体现。在法治化建设中，首先要完善资本市场法律法规体系，法律法规的制定必须能够适应资本市场快速发展和金融创新不断加快的形势，做到“有法可依”。其次要补齐投资者保护的制度短板，投资者保护制度建设应致力于确保投资者能够有效行使自身权利和维护自身权益。最后要加大对违法违规行为的稽查执法力度，增强资本市场监管的震慑力。

## 一、现阶段中国资本市场发展面临的问题

首先，政府部门职能错位缺位现象突出。第一，政府职能的错位，表现为通过政策导向使资本市场过度承担经济发展任务。比如，2008年国际金融危机后，银行信贷扩张促使企业部门杠杆率水平持续攀升，债务负担不断加重。在此背景下，十八届三中全会提出发展资本市场以提高直接融资比重的重大战略。第二，政府职能缺位，表现为投资者教育缺失和投资者保护不足。这种缺位是由中国资本市场长期以来“重融资、轻投资”的倾向所导致的。资本市场承担经济发展任务是通过为企业融资来实现的，这决定了其融资功能的受重视程度。相反，作为资金供给方，投资者尽管为资本市场发展作出了重要贡献，却难以获得合理的投资回报。据统计，2012至2014年，三年平均股息率超过3%的上市公司仅占3%，多达76%的上市公司平均股息率不超过1%。

其次，上市公司治理有待完善。其中，国有控股上市公司治理结构失衡的问题尤为突出，主要体现在两个方面：第一，在现行国有资产管理体制下，政府对国有控股上市公司控股股东的行政干预会延伸至下层的上市公司，导致上市公司治理结构的扭曲。数据显示，目前国有上市公司中，由董事会选聘总经理的比例仅为12.56%。高级管理人员选拔和任用的行政化，正是政府干预渗透至公司治理中的良好体现。第二，在“资本多数决”原则

下，如果缺乏中小股东与控股股东平等行权的制衡机制，中小股东将难以有效参与公司治理，自身权益也难以得到保障。较高的行权成本以及行权时容易出现“搭便车”现象，往往成为制约中小股东依法行使自身权利的障碍。

再次，培育成熟投资者任重道远。笔者认为，树立长期价值投资理念是投资者队伍走向成熟的标志。然而，受投资者结构、市场条件等内外部因素影响，投资者行为仍表现出非理性。在投资者结构方面，以个人投资者为主目前仍是中国资本市场的显著特征。以个人投资者为主、机构投资者发展不足的投资者结构，会产生两方面的影响：第一，个人投资者具有交易频繁、投机性强等特点，频繁的交易行为会增加市场成交量，使沪深两市表现出较高的换手率。第二，在投机性较强的市场中，迫于业绩考核的压力，机构投资者也呈现出散户化特征。数据显示，2015年偏股型基金的换手率为5.61倍，比上一年2.92倍的换手率提高92%。另外，外部市场条件也是影响投资者投资策略的关键因素。比如，在上市公司现金分红机制不完善的条件下，投资者难以获取持续稳定的分红回报，也无法对证券进行合理估值。此时，在二级市场交易以获取资本利得往往成为投资者的最优选择。因此，投资者队伍走向成熟，仅靠优化投资者结构是无法实现的，还需要践行价值投资理念所依赖的市场条件，如严格执行退市制度、

健全投资者回报机制等。

最后，股票发行市场化程度不高。监管部门对股票发行的节奏和定价存在过度的行政干预。A股历史上共有9次IPO暂停，且大多出现在市场下行阶段，反映出监管层通过控制IPO节奏来稳定二级市场的意图。自1990年至今，IPO暂停时间总计超过5年，极大制约了股票市场的融资功能。在股票发行定价上，针对新股高定价现象，2014年新股发行制度改革对网下机构高报价行为进行了约束，规定在定价时预先剔除报价最高的10%对应的申购量。但是，这一制度安排既与市场经济的价格机制相悖，也未能从根本上解决新股炒作的问题，仅通过降低新股发行价对一二级市场的利益分配进行了重新调整。

在股票发行中，行政性干预对资本市场所产生的影响，会对监管层推进市场化改革形成掣肘，导致改革步伐的放缓。在新股发行节奏受到控制的条件下，成功发行并上市的股票自然成为稀缺资源。从新股申购资金占用的角度看，新股供需失衡与无风险收益预期，决定了新股发行“高超募资金”的现象难以改变。新股一旦开始申购，会吸引大量资金由二级市场流向一级市场，对二级市场流动性形成压力。只要“高超募资金”的问题得不到解决，监管部门就不得不面对新股加速发行与维护二级市场稳定之间的冲突。

## 二、下一阶段中国资本市场改革的基本思路

2015年资本市场的异常波动，深刻影响了中国资本市场改革的进程。以这一事件为分界点，中国资本市场改革将进入新的历史阶段。尽管如此，坚持市场化改革和法治化建设依然是资本市场健康发展的根本出路，并不会因市场异常波动而有所改变。

一是牢牢把握市场化改革方向。资本市场推进市场化改革的核心是正确处理政府与市场的关系，并在厘清政府与市场边界的基础上推进资本市场的去行政化，发挥市场在资源配置中的决定性作用。去行政化应分别在完善国有控股上市公司治理和股票发行制度改革中得到体现。在完善国有控股上市公司治理中，应改革国有资产的管理方式，通过建立政府与投资运营机构的委托代理关系，实现由“管资产”向“管资本”的转变，有利于推动国有控股上市公司建立真正意义的现代企业制度。在股票发行制度改革中，注册制中有关减少行政干预、放宽市场准入的制度安排值得借鉴。短期内，监管部门应着力于推进监管转型，加强事中监管和事后严格执法，通过强化信息披露监管和实现上市公司退市常态化等手段，提高上市公司质量，为实施股票发行注册制创造条件。

二是推进资本市场法治化建设。法治化是资本市场推进市场化改革的外部保障，是维护资本市场公开、公平、公正的有效途

径。应从三个方面推进中国资本市场的法治化建设：首先，完善资本市场法律法规体系。法律法规的制定必须能够适应资本市场快速发展和金融创新不断加快的形势，做到“有法可依”。随着资本市场快速发展和金融创新不断涌现，部分法律规范已明显落后于金融实践，甚至出现了一些立法空白，对相关法律法规的制定或修订提出了迫切要求。其次，补齐投资者保护的制度短板。投资者保护制度建设应致力于确保投资者能够有效行使自身权利和维护自身权益。在行权上，应完善中小投资者投票和单独计票机制，实现中小投资者行权的便利化；在维权上，应加快推进集体诉讼制度、民事赔偿制度等法律法规的制定，以降低中小投资者的维权成本。最后，加大对违法违规行为的稽查执法力度。实践表明，加强稽查执法能够直接有效地调查并惩处违法违规行为，大大提高了违法违规成本。为有序推进依法治市，监管层应进一步强化稽查执法力量，增强资本市场监管的震慑力。

#### 【作者简介】

李志辉，南开大学金融学院教授，博士生导师，中国特色社会主义经济建设协同创新中心研究员。



