

乘风破浪会有时

——中国资本市场发展历程与思考

蔡咏*

自 1990 年沪、深证券交易所成立以来,我国资本市场近 30 年间从无到有、从小到大、从区域到全国,得到了迅速发展,走过了一些发达国家成熟市场上百年的道路,在各参与者的共同推动下,市场规模不断壮大,中介机构、从业人员和以公募、私募基金为代表的机构投资者不断成熟,法律制度、交易规则、监管体系逐步健全完善,行业发展取得了多方成效。党和政府十分重视资本市场建设和发展,2018 年中央经济工作会议上明确指出“资本市场在金融运行中具有牵一发而动全身的作用,要通过深化改革,打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场”。回溯、总结和思考资本市场建设过程中的重要事件和发展规律,有利于进一步促进资本市场发展,增强市场服务实体经济的能力,为经济持续健康发展继续做出更大贡献。

一、中国资本市场发展的历程回顾

(一) 成立两家证券交易所,开启资本市场巨额融资的大门

1990 年 11 月,上海证券交易所由中国人民银行批准正式设立,这是新中国成立以来内地第一家证券交易所。随后,1991 年 4 月深圳证券交易所获人民银行批准设立。两家证券交易所的成立标志着新中国正式开启资本市场之门,掀开了以股票市场为核心的资本市场建设新篇章。29 年弹指一挥间,A 股市场已从“老八股”发展成为拥有 3 600 多家上市公司、

* 作者简介:蔡咏,高级经济师,国元证券股份有限公司原党委书记、董事长;安徽国元金融控股集团有限公司党委委员;中国证券业协会理事、人力资源管理专业委员会主任;中国证券行业文化建设委员会顾问;亚洲金融智库研究员;中华全国工商业联合会并购公会常务副会长、永久理事,全球并购研究中心理事会副主席;中国人民大学国际并购与投资研究所理事;安徽省证券期货业协会名誉会长;深圳证券交易所战略发展委员会委员;上海证券交易所博士后导师;安徽财经大学客座教授。原载于《中国证券》2019 年第 10 期。

1.55 亿名投资者、融资总量达 13 万亿元之多、总市值超 50 万亿元稳居世界第二位的证券市场，成为全球市场主流资金配置资产必不可少的选择之一。

（二）股权分置改革为资本市场健康发展打下坚实的基础

由于我国仍处于社会主义初级阶段，资本市场是在向市场经济转轨过程中从试点开始逐步发展起来的，因此，市场建设初期缺乏完善的制度设计，改革措施又相对滞后。随着市场规模的迅速发展壮大，一些初期并不突出的问题逐步成为市场进一步发展的障碍，包括上市公司股权分置、股份制改制不彻底、机构投资者规模较小、市场产品类型单一和运行机制缺失等，其中最大的障碍就是“股权分置”问题。所谓股权分置，是指 A 股市场上市公司股份被分为两类：一类是上市公司公开发行前股东所持股份（绝大多数为国有股），只能通过协议转让，称为非流通股；另一类是上市时公开发行的股票，可以在交易所挂牌交易，称为可流通股。这一特殊现象源于初期的股份制改造不彻底以及当时的国有股东缺乏上市流通的内在需求等历史背景。2004 年 1 月，国务院发布《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》（“国九条”），明确提出“积极稳妥解决股权分置问题”，股权分置改革正式提上日程。2005 年 4 月，经国务院批准，中国证监会发布《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》，启动了股权分置改革的试点工作。经过两批试点后，国务院五部委于 2005 年 8 月联合发布了《关于上市公司股权分置改革的指导意见》，标志着股权分置改革全面展开。2005 年 9 月，中国证监会又下发《上市公司股权分置改革管理办法》，沪、深两市股权分置改革至 2006 年底基本完成。股权分置改革作为一项制度性改革，对迄今为止资本市场发展的影响是深远的，真正促进了市场固有功能的发挥，使得证券市场成为完整意义上的市场，切实保护了公众投资者的合法权益，为推进市场长期健康发展奠定了坚实的基础。

（三）交易所板块、证券业和金融产品的创新为资本市场增添可持续发展动力

我国资本市场从诞生之日起就是一个“新兴加转轨”的市场，面临较大的社会压力和体制约束，在稳健运行的同时，只有持续创新才能实现可持续发展。2006 年 9 月，中国金融期货交易所成立，修订后的《公司法》与《证券法》正式实施，标志着资本市场逐渐走向法制化，为更高程度上规范资本市场发展提供了基础条件。2010 年 3 月，融资融券试点正式启动，这是推进市场基础性建设的又一重要举措；2010 年 4 月沪深 300 股指期货上市交易，市场进入了产品创新的新时期。2012 年 5 月，证券行业创新大会召开，推出行业创新发展 11 条举措，拉开了行业创新的序幕。2015 年国内期货及衍生品市场稳步拓展，包括上证 50ETF 期权、10 年期国债期货、上证 50 股指期货和中证 500 股指期货等金融产品相继推出，市场衍生工具趋于丰富，为资管机构进行风险管理提供了更多的选择。新的金融产品不断推出，标志着资本市场产品创新迈上了探索之路，为资本市场的可持续发展提供了源源不断的发展动力。

2004 年 5 月，中国证监会正式批复同意深交所设立“中小企业板”，专为具有收入增长快、盈利能力强的中小企业上市融资创造条件；2009 年 10 月，深交所设立“创业板”，首批 28 家公司挂牌上市，主要为从事新技术产业、成立时间短、规模较小，但成长性好的企业提供较为宽松的上市融资机会。当前，中国经济正处在向高质量发展的新阶段，科技创新

将成为经济增长的主要驱动力,经济增长的巨大潜力来源于科技创新产业。然而,国内证券市场对新技术、新产业、新业态、新模式支持力度明显不足,近十几年来涌现的像 BATJ (百度、阿里巴巴、腾讯、京东)等一批科技巨头大多选择赴境外上市。有鉴于此,2018 年 11 月初中央决定在上交所设立科创板,并试点注册制;随后,中央全面深化改革委员会通过设立上交所科创板并试点注册制的总体实施方案。经过紧锣密鼓的准备,科创板于 2019 年 6 月正式开板,7 月、8 月两月第一批和第二批科创板公司挂牌上市交易。科创板以“火箭”般速度落地,时间之短、效率之高,在我国资本市场改革发展史上罕有先例。设立科创板是在科技强国、经济转型、中美贸易摩擦及资本市场低迷等多重大背景下推出的,释放出不同凡响的积极信号,其最为重要的意义就是资本市场支持服务国家战略,吹响了证券一、二级市场改革的进军号角。试点“注册制”是资本市场的重大制度创新,是对证券发行体制的重要改革,彰显了资本市场持续创新改革、锐意进取的决心和信心。

(四) 多层次资本市场建设和对外开放是我国资本市场发展壮大的必由之路

经过多年的探索和尝试,我们认识到资本市场必然是多层次的市场架构,以定向服务不同需求的投融资者,并最终达到服务实体经济的目的。我国多层次资本市场建设始终伴随着参与方众多、不断纠错、日趋完善的艰辛摸索,中央和各地政府一直给予高度重视和支持。早在 2003 年 10 月《中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》中首次提出建立多层次资本市场体系、完善资本市场结构;2013 年 11 月,党的十八届三中全会通过《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》,明确提出要“健全多层次资本市场体系”;2013 年 12 月,国务院发布《关于全国中小企业股份转让系统有关问题的决定》,目前新三板全国扩容,多层次资本市场建设取得新的进展,新三板市场挂牌企业已近万家,市值约 2.5 万亿元。另一方面,2017 年 1 月,国务院办公厅下发《关于规范发展区域性股权市场的通知》,正式将区域性股权市场纳入多层次资本市场体系,同时规范了“四板”市场的功能定位和业务要求。目前,全国区域性股权市场共有 34 家,挂牌企业约有 3 万多家。

当今世界经济联系日趋紧密,唯有开放包容才能持续发展壮大。中国证监会主席易会满在 2019 年 9 月 11 日《人民日报》署名文章中也强调“开放也是改革。我们将进一步落实习近平总书记指示精神,加快推进资本市场高水平对外开放,广泛开展国际交流合作,不断提高我国资本市场的国际化水平和服务能力”。我国资本市场遵循循序渐进的原则,有序稳妥地推进对外开放进程,近几年呈现加速开放态势。早在 2002 年 11 月先后推出 QFII (合格境外机构投资者)、QDII (合格境内机构投资者)、RQFII (人民币合格境外投资者)等制度;2014 年 11 月、2016 年 12 月又推出沪港通、深港通,2017 年 3 月推出债券通,2019 年 6 月 17 日沪伦通在英国伦敦证券交易所正式启动,资本市场对外开放进程持续加快。目前,国际资本市场三大指数:标普道·琼斯、MSCI、富时罗素均纳入中国 A 股指数。不仅如此,我国证券交易所还通过直接参股或控股境外交易所参与国际资本市场,如上交所、德意志交易所、中金所 2015 年 10 月联合成立“中欧国际交易所”(简称“中欧所”CEINEX),是中国资本市场对外开放的重要事件;又如 2016 年 12 月,深交所与上交所、中金所等组成联合体,成功竞得巴基斯坦交易所(KLSE/PSE)股权成为控股股东,是资本市场落实“一带一路”倡议的重大突破。2019 年以来,中国人民银行按照“宜快不宜慢,宜早不宜迟”的原则思路,又推出了 11 条金融业对外开放的具体措施,并宣布取消 QFII、RQFII 投资额度的限制。

二、中国资本市场发展的认识与思考

中国资本市场用了不到 30 年时间,从无到有,已经发展成为世界第二大体量的市场,取得了举世瞩目的辉煌成就。在这个过程中,有着许多值得深入思考的经验和教训,主要体现在以下几个方面:

(一) 资本市场定位、架构和运行基础

1. 服务实体经济是资本市场的首要目标,也是我国资本市场建设发展的出发点和落脚点,任何时候都不可偏离

怎么有利于服务实体经济,就应该怎么发展资本市场。资本市场服务实体经济的核心在于合理有效配置资源,表现在为国民经济发展的重点行业和优质企业融通急需的资金,这也正是 2019 年重点推出科创板的重要背景和意义所在。尽管资本市场发展成绩显著,但相对银行等金融机构提供的间接融资而言,资本市场直接融资规模尤其是股权融资比例还远远不够,未来发展空间仍然十分广阔。所以,为更好地服务实体经济,资本市场的发展方向仍然是要加大 IPO 改革力度,清理和处理各种制度障碍,从审核制尽快过渡到真正意义上的注册制,鼓励和完善再融资、并购重组、发行债券等多种直接融资制度。

2. 资本市场必然是多层次的有机统一整体架构,这是由国内经济的复杂性和市场参与主体的多样性所决定的

由主板、中小板、创业板、科创板、新三板、四板、场外市场、柜台市场为层次的市场架构应为“正三角形”的金字塔形,决不可“头重脚轻”而倒置。尽管多层次资本市场架构体系已基本建成且初具规模,但仍存在诸多问题,其中最核心的问题在于各板块独立运作,缺乏有效的衔接,即有效可行的转板制度至今尚未真正建立起来,客观上形成了资源的浪费,也造成了新三板改革的尴尬境地和区域股权交易市场发展的“瓶颈”制约问题。

3. 上市公司质量是资本市场的基石,基础不牢,信心动摇

近年来,上市公司质量“惊天变脸”时有发生,对市场造成了极大破坏,影响极其恶劣。提高上市公司质量的制度建设已刻不容缓,关系到整个资本市场的未来发展。建议尽快建章立制,督促上市公司及中介机构归位尽责,采取切实有效的办法,大力推动上市公司提升内在质量,完善包括以信息披露为核心的上市公司监管措施,从上市公司资产质量、盈利水平、分红状况、市值管理等多维度制定严格法律规范予以约束和引导,确保上市公司具有较高的内在质量。

(二) 充分保护和平衡一、二级市场投资者的利益

1. 平衡好一级市场融资者与二级市场投资者之间的利益关系是能否引入长期资金入市的关键,也是促进资本市场可持续发展的有力保障

长期以来,市场中各方更关注一级市场,二级市场沦为一级市场变现套利的场所,客观上造成了证券市场“牛短熊长”的现象。资本市场是投融资平衡的市场,两者不可失衡。尊重市场规律,发挥市场在资源配置中的决定性作用,真正把选择权交给市场,这需要从制度设计上充分平衡和捆绑一、二级市场参与方的利益,使一级市场参与方必须在二级市场长

期走好的情况下才能实现退出获利,迫使拥有长期资金来源的参与方从只关注一级市场向兼顾二级市场转变,从而真正起到二级市场稳定器的作用。例如:(1)强制分红制度,可以依据不同板块,结合境内外二级市场平均市盈率做出不同规定;(2)IPO 制度改革,捆绑参与各方长期利益,不仅是追溯相关保荐机构的责任,还需要拿出真金白银参与,实现利益共享;(3)大股东业绩承诺,与企业持续经营业绩挂钩,延长限售期;(4)政府资金可以进入二级市场,规定较长时间且业绩达到承诺后才可以退出;(5)证券机构分析师的利益与二级市场长期表现相关联等。

2. 投资者尤其是中小投资者的利益应当得到充分保护

由于历史原因,资本市场中小投资者数量众多,近期一些上市公司突发重大问题退市使得广大中小投资者蒙受重大损失,合法利益难以有效保障,这充分暴露了在保护中小投资者利益问题上存在制度缺陷,需要尽快在诸如赔偿制度、集体诉讼、退市制度安排等方面进行制度性安排予以妥善解决。

(三) 前瞻有效的资本市场法治建设和运行监督

1. 资本市场法治建设应逐步加强,加大违法违规的成本与代价

尽管我国已初步建成包括《证券法》《基金法》在内的法律法规体系,但由于资本市场发展迅速,法律法规建设始终相对滞后,与发达资本主义国家相比差距甚大。可喜的是,最高人民法院 2019 年 6 月 20 日发布了《最高人民法院关于为设立科创板并试点注册制改革提供司法保障的若干意见》,从依法保障以市场机制为主导的股票发行制度改革顺利推进、依法提高资本市场违法违规成本、建立健全与注册制改革相适应的证券民事诉讼制度等方面提出了 17 条举措,这显示了社会各方充分重视资本市场的法治保障和建设。我们希望以此为契机,进一步系统性地加大资本市场法律供给和处罚,重点打击财务造假、内幕交易、操纵市场等违法行为。

2. 加强顶层设计,加大对市场风险管控的前瞻性制度研究,处理好监管政策和措施的一致性与灵活性之间关系

2015 年中的股市巨大波动、2016 年初推出的熔断机制、股票质押隐性风险及债券“爆雷”等事件已显示出市场监管体系和制度方面存在的缺陷,应以史为鉴,充分吸取教训,严防风险累积,划定不发生系统性风险的底线,筑牢风险防控的大堤,为市场稳健发展保驾护航。

3. 真实的信息披露是资本市场运营的必要条件,应促使参与各方“讲真话”,树立“反欺诈”的诚信氛围

必须严格规范信息披露制度,譬如规范招股说明书、会计报告等公开信息,确保信息披露真实性,加大虚假信息披露的处罚力度。

4. 资本市场各中介机构和自律组织必须归位尽责,发挥好自身的定位作用,不忘初心与使命

规范和引导证券公司、会计师事务所、律师事务所、评级和评估等中介机构切实履行义务,不断提高职业水平,做好资本市场看门人。市场自律组织扮演好本职角色,服务市场健康发展。证券、基金、期货业、会计师、律师等协会组织充分发挥行业自律功能,加强组织管理,严格约束会员公正执业。

（四）加大开放、持续创新、保护金融生态，实现可持续发展

1. 资本市场应加大对外开放力度，继续有步骤地促使与国际资本市场的互联互通

资本市场的魅力源于其开放性，唯有加大对外开放，才能使得资本市场系统免于耗散和熵增而永葆活力。我们要继续坚定地、有步骤地、稳妥地加大 QFII、RQFII、沪股通、深港通、债券通、沪伦通等多种开放渠道力度，积极主动向国际市场推介国内资本市场，鼓励吸引境外长期资金进入中国市场，通过资本市场强化中国经济与世界的交融和发展。

2. 持续创新始终贯穿于资本市场发展的全过程，不断通过创新丰富市场产品品种和融资工具

资本市场发展本身是一个系统工程，各种金融工具的推出和持续创新提供了风险管理的有效手段，断章取义的片面发展实际上不利于风险管理和控制，资本市场发展的问题要在创新发展中解决，决不可因噎废食。建议适时尽快推进做市商制度、完善做空机制，加快推出各类股指期货、个股期权等金融衍生产品。

3. 各级政府部门既要利用资本市场为区域经济发展筹措资金，更要保护地方金融生态，促使区域内上市公司维护信用，诚信对待投资者

任何事物都有两面性，不能只重视索取而忽视建设，资本市场亦如此，不能只重视融资而忽视对投资者的利益回报。良好的金融生态是资本市场健康可持续发展的土壤，不仅是各级证券监管部门，还包括金融办、发改委、经信委、国资委等在内的各级政府部门务必要统一认识、精诚合作，充分认识到构建良好的地方金融生态的重要意义，树立诚信意识，谋求区域经济的长期可持续发展。

三、小结和展望

党的十九大开启了全面建设社会主义现代化强国的新时代，站在新中国成立 70 周年的时点上，我们任重而道远。金融是现代经济发展的核心，资本市场是金融体系的重要组成部分，牵一发而动全身。易会满主席在 2019 年 5 月对资本市场和上市公司提出了“四个敬畏”（敬畏法治、敬畏市场、敬畏专业、敬畏风险）和“四条底线”（不披露虚假信息、不从事内幕交易、不操纵股票价格、不损害上市公司利益）的要求，这是我国资本市场健康可持续发展的核心保障，也是深化金融供给侧结构性改革的客观要求。2019 年 9 月上旬，中国证监会在北京召开全面深化资本市场改革工作的座谈会，提出了“深改 12 条”，明确了资本市场近期迫切需要解决的、中长期需要逐步完善的，乃至涉及全局性改革发展的 12 项重要任务，就是从市场化、法治化的原则出发，探索既遵循成熟市场规律和惯例，又符合我国现阶段发展特征的资本市场发展之路。面对未来更加开放的国内外竞争环境，所有市场参与各方都应当志存高远，担负起资本市场服务国家战略的光荣责任和使命，在做大做强自身的同时，服务实体经济和广大投资者，为实现我国经济健康持续发展和中华民族伟大复兴做出更大贡献。

参考文献

- [1] 蔡咏. 实践的眼睛: 证券公司与资本市场研究 [M]. 北京: 中国经济出版社, 2015 年.
- [2] 中国证券业协会人力资源管理专业委员会行业文化建设课题组. 社会主义核心价值观引领下证券行业价值观的提炼与践行研究 [J]. 中国证券, 2017 (10): 2—6.
- [3] 蔡咏. 打铁还需自身硬——证券公司高质量发展之路的认识与思考 [J]. 中国证券, 2019 (3): 14—18.
- [4] 蔡咏, 刘涛, 黄卓. 加强和改进证券公司文化建设, 发挥文化在证券公司品牌打造中的作用 [J]. 中国证券, 2019 (6): 27—32.
- [5] 中国证券业协会. 中国证券业发展报告 (2019) [M]. 北京: 中国财政经济出版社, 2019.