

■ “证券公司董事长谈证券业高质量发展”专栏

促进改善内外部发展环境 推动证券行业高质量发展

□国泰君安证券股份有限公司董事长 杨德红

2018年中央经济工作会议提出，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。国务院金融稳定发展委员会在防范化解金融风险专题会议中强调，要发挥好资本市场的枢纽功能，在实施稳健中性货币政策、增强微观主体活力和发挥好资本市场功能三者之间，形成三角形支撑框架。作为资本市场最主要的参与主体，证券业的高质量发展建立在完善资本市场枢纽功能的重要前提下，这离不开顶层设计、法律法规、政策制度、监管环境和行业形象等内外部发展环境的全方位支持。

一、证券业高质量发展离不开优质的内外部发展环境

(一) 资本市场在国民经济体系和金融体系中的战略定位是决定证券业高质量发展的关键因素

1. 党中央高瞻远瞩，对资本市场作出新论断、进行再定位，为行业持续健康稳健发展开启新篇章

从境外资本市场和国民经济交互历史经验来看，资本市场在国民经济体系和金融体系大格局中的战略定位越高，直接融资体系越发达，经济发展的韧性和抗风险能力就越强，经济转型升级的过程也越顺畅。当前全球主要创新型发达经济体的背后，都离不开功能强大的多层次资本市场体系对实体经济的有力支撑。耳熟能详的例子是美国，其风险投资、各级资本市场与新兴产业联动的一体化机制较为顺畅成熟，长期以来为其产业升级和技术进步提供了资金保障，也是美国经济结构较为顺畅转型的重要推动因素之一。

在2018年中央经济工作会议对资本市场作用做出重大新论断之前，我国资本市场在整个金融体系中的战略定位高度较为有限，“大市场小行业”问题突出。一方面，2018年末沪深两市总市值超过43万亿元人民币，位居全球前三；另一方面，国内证券公司体量与本土资本市场的国际地位极不相称——根据中国证券业协会公布的行业经营数据（未经审计），2018年末，全行业131家证券公司总资产为6.26万亿元，当期实现净利润666.20亿元，仅相当于高盛集团这样一家华尔街大型投行的规模。证券行业体量小、力量薄，也反过来影响资本市场服务实体经济效能的发挥，制约了经济、市场、行业的良性互动。

令人振奋的是，党中央高瞻远瞩，对资本市场作出新论断、进行再定位，“资本市场枢纽功能”的提出恰逢其时，必将为行业持续健康稳健发展开启新的篇章。

2. 我国新旧动能转换、构建现代化经济体系亟需资本市场发挥更大的枢纽性功能

当前，中国特色社会主义建设进入新时代，经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，建设现代化经济体系是我国发展的战略目标。我国社会融资结构长期以商业银行间接融资为主导，2018年末我国社会融资结构中，间接融资占比超过80%。一般来说，银行信贷相对偏好重资产的传统制造业。而引领经济增长新动能的创新转型产业领域，如重点产业核心技术升级和消费服务升级等，因其技术创新快、不确定性较高以及轻资产、需求多元化等特点，并非银行间接融资金融服务擅长的领域，这也是造成我国新兴经济和中小企业融资难、融资贵问题的重要原因之一。相比之下，对风险有较好定价能力和吸收能力的资本市场及证券公司，更有能力同时满足新经济企业融资需求和投资者投资需求，从而成为推动我国经济转向高质量发展的主要支撑。

3. 我国深化宏观去杠杆、有效防范金融风险亟需资本市场发挥更大的枢纽性功能

以间接融资为主导的社会融资结构，造成了当前我国金融风险过多集中于银行体系的局面，也不利于降低宏观杠杆水平。尽快建立健全多层次资本市场体系，充分发挥资本市场的枢纽性功能，显著提高直接融资比重，是优化企业债务和股本融资结构，保证资金在生产和流通环节实现良性循环的重要举措，也有助于分担和疏导商业银行体系集聚的金融风险，促进金融体系的健康持续发展。

(二) 法律法规、监管制度是行业高质量发展的制度基础

从境外成熟资本市场的经验来看，完善的法律法规和监管制度对资本市场和证券业的高质量发展至关重要。借鉴境外经验，结合我国国民经济和金融体系发展实际，要尽快形成融资功能完备、基础制度扎实、市场监管有效、投资者合法权益得到有效保护的多层次资本市场体系，就离不开在加强顶层设计、加强监管协调、提高资本市场战略定位、完善基础制度保障、改善营商环境等相关方面多管齐下，为行业高质量发展提供更加强有力的支持。



二、资本市场发挥枢纽功能，对改善证券业内外部环境提出了更高的要求

(一) 资本市场发挥枢纽功能，对顶层设计的配套制度建设与完善提出了更高要求

“健全金融监管体系，守住不发生系统性金融风险的底线”是党的十九大报告对我国金融工作提出的具体要求和目标。为防范系统性金融风险，我国逐步建立了“一委一行两会”的新监管体系，不断加强监管统筹和协调，取得了一系列显著的成果。其中，证监会负责统一监督管理全国证券期货市场，维护证券期货市场秩序，保障其合法运行。未来，面对金融市场越来越高的复杂性和关联性，面对新时期资本市场和证券业应承担的更大职责，金融监管还面临着不小的挑战。

一是要充分考虑不同监管政策效果叠加可能对资本市场造成的影响。资本市场关联度高，受政策预期影响大，不同监管单位出台的政策都可能与宏观政策、资本市场现行机制产生“叠加效应”。

二是要充分考虑不同类型金融机构在开展同类业务时可能面临的监管约束不完全一致的问题。一方面，本土券商在业务和市场准入等方面仍受到较多限制，在参与银行间市场、壮大托管业务规模、拓宽融资渠道等方面也面临诸多障碍，因而能提供综合金融服务的深度和广度有限，规模体量难以出现质的飞跃，迄今未能形成与本土银行、保险等金融机构比肩的系统重要性证券业机构。另一方面，在资本市场双向开放提速背景下，外资投行所在国家（地区）若不能给予对等的开放条件，也会制约本土券商的国际化发展水平和跨境并购投资进程。

(二) 资本市场发挥枢纽功能，对建设更完备的基础功能及制度提出了更高要求

与2018年超过90万亿元人民币的GDP规模相比，当前我国证券化率（A股总市值/GDP）尚不足50%，大约是美国证券化率的三分之一，具有显著的增长空间。资本市场要在构建现代化经济体系的过程中发挥枢纽性功能，亟需补齐在投融资等基础功能和制度方面的不足。

1. 我国资本市场存在投融资不平衡、一二级市场不平等的现象，不利于资本市场长期健康平稳发展

长期以来，我国资本市场存在投融资功能不匹配的现象，投资功能明显弱于融资功能。以2016年-2018年为例，我国A股的累计新股首次公开募股（IPO）及再融资规模逾5万亿元，但同期主要指数均呈现下跌态势。在一级市场持续扩容的同时，投资者未能从二级市场上获得匹配的收益回报。一二级市场若长期处于不平衡状态，将不利于A股市场树立长期信心，也会进一步加剧我国股市“牛短熊长”的局面。

2. 资本市场融资功能的市场化程度、长效性、可预期性有待提升

在成熟市场中，企业的进入和退出都是市场资源配置的选择，是优胜劣汰的结果。为保护中小投资者利益，我国股票发行一直实行较为严格的核准制度，同时对上市企业的再融资行为进行持续监管，但也使得资本市场的融资功能供给不能完全与实体经济直接融资需求快速增长的步伐相匹配，大量合格企业较难及时有效地通过资本市场和投行服务获得更多资源。

在发行定价方面，上市公司的定价机制得到较好

展现，投资者的价值投资、风险判断的意识和能力也较难得到培育和提高，各方市场参与主体的能力和利益保障机制都有进一步提高的空间。

在发行节奏方面，股票发行节奏是维护市场稳定的重要工具，如新股发行审批周期普遍偏长，市场主体就较难准确安排发行节奏，不利于及时有效解决上市企业的融资需求。

在退市制度方面，A股的退市率远低于成熟市场水平。国际主要资本市场的退市率总体来说在2%-10%之间，其中英、美市场在10%左右，中国香港市场大约为2%，美国市场每年的退市公司数量基本与IPO数量相当。相比之下，我国每年的退市率尚不足0.5%，处于较低水平。资本市场若无法建立完备的优胜劣汰机制，将不利于其持续发挥筛选优质企业的功能。一方面会导致部分上市公司竞争活力下降，甚至逐渐偏离主业，热衷于资本运作和市场炒作；另一方面也可能挤占上市资源，不利于真正具备增长潜力企业获取资源，也不利于A股上市公司的正常交替和整体质量提升。

3. 长期价值投资理念仍有待培育推广

作为新兴资本市场的代表，我国A股的投资者结构仍呈现较为典型的以个人投资者为主、短期投资占比偏高等特点。若不计入产业资本及政府持股，过去十年的A股流通市值中，个人投资者的持股市值占比始终在70%左右，交易量占比超过80%，均远高于成熟市场水平。

专业机构投资者力量尚未实现质的突破。以公募基金行业为例，历经20多年的发展历程，2018年末公募基金持有的股票市值仅为1.6万亿元，占A股总市值比例不足4%。同时，公募基金的股票投资也呈现较明显的短期化特征，过去十年偏股型基金的平均换手率高达400%，远超美国水平（50%左右）。偏向短期化的投资风格，间接导致公募基金行业难以为投资者实现稳健持续的收益回报，也导致其自身规模受市场涨跌影响明显，未能实现有效突破。又如，会计准则在取消“可供出售金融资产科目”后，金融企业在中长期股票投资业务当期持股市值的波动将在更大程度上影响其利润表，也在一定程度上影响了中长期资金持续增加入市的意愿。

资本市场风险管理功能的不完善、不对称，也是中长期增量资金入市面临的重要现实障碍。当前场内风险对冲工具品种相对单一，尤其是个股类的场内风险对冲品种尚未推出，股指类场内衍生品种交易限制仍然较为严格；融券机制功能尚不完备，2018年末两市融券余额规模仅有67亿元，不及融资余额的1%；场外衍生品市场尚处于起步阶段，体量相对偏小。总体来看，专业机构投资者还难以通过有效的风险管理落实投资理念，难以实现稳健持续的收益回报。

投资者保护的有效性仍需进一步提升。我国证券市场高度重视投资者保护工作，但是在上市公司信息披露的对称性及违法处置力度、中小投资者的集体诉讼索赔等方面，还存在改善的空间。相关政策机制的不断健全，将更有利于中小投资者树立长期投资的信心。

（三）资本市场发挥枢纽功能，对证券行业基础性制度与与时俱进提出了更高要求

部分基础性制度修订相对滞后，一定

程度上难以满足新时代资本市场的发展要求，不利于证券行业做大做强。以客户保证金三方存管制度为例，我国三方存管制度出台的背景及立法本意，其主要目的是保障客户资金安全。

从历史角度看，出台三方存管制度在当时的确具有必要性；从实践效果看，它在一段较长的时间内对稳定证券行业发展也的确发挥了积极作用。但历经十多年的运行，三方存管制度一定程度上造成了证券公司和商业银行在证券公司客户资金托管交收方面的权责不平衡，过度限制了证券公司作为金融企业合法运用客户资产的权利，阻碍了证券公司的快速发展。时至今日，我国证券行业经营管理水平已经发生了质的飞跃，证券公司内控体系不断完善，客户资金已实现集中存管，投保基金实现对证券公司交易结算资金完整性、封闭性的严格监控，改革证券交易结算资金三方存管制度的条件已经成熟，有必要加快《证券法》等相关法律法规和监管条例的修订，给予证券行业更广阔的发展空间。

与国际成熟资本市场的现代投资银行相比，本土券商被赋予的基本功能尚不完备，在部分创新业务领域难以突破，不利于形成一批具有国际竞争力的一流投资银行。例如，面对规模庞大且与日俱增的社会财富管理需求，本土券商尚不具备理财账户的支付、投资、交易等全部基础功能，难以充分发挥跨一、二级市场的专业优势，提供全产品、全业务、全服务的一站式理财服务，无论是与本土银行还是国际投行相比，均明显处于不公平劣势。再如，现代金融机的跨境业务和国际化发展不可避免地会涉及外汇业务，但是目前多数本土券商还没有获得外汇业务牌照，制约了跨境业务的多样化发展。少数获得了牌照的大型券商，也无法享受银行同等业务待遇，较难实现规模化业务。

本土券商通过市场化并购重组做大做强仍存在政策性障碍。除了现行“一参一控”政策的限制，2018年4月发布的《证券公司股权管理规定（征求意见稿）》中，要求证券公司控股股东满足“净资产不低于人民币1000亿元”及“最近3年主营业务收入累计不低于人民币1000亿元”等要求，符合相关条件的证券公司数量较少，但符合条件的商业银行及外金融机机构较多，这也将很大程度上限制证券公司间开展并购重组，反而使其面临更激烈的外部竞争。

（四）打造有活力、有韧性的资本市场，推动行业高质量发展对专业化、市场化的监管手段提出了更高要求

行业高质量发展，对监管的专业性和一致性提出了更高要求。监管政策较高的连贯性和衔接性，将减少不必要的资源浪费，有利于券商形成持续的政策预期和业务规划，促进其做大做强。

行业高质量发展，对监管的市场化和灵活性提出了更高要求。推广负面清单、事后备案等多元化监管方式的运用，将有利于提升监管效率，支持证券公司在一些关键机遇上把握最佳的时间窗口，也会有效降低业务创新壁垒，提高市场参与主体的微观活力。

行业高质量发展，对自律提出了更高要求。充分发挥行业自律监管和投资者社会监督的作用，将更有利于充分发挥行业一线参与主体在监管环节的作用，也有利于其树立自我约束、自我管理的自律理念。

三、促进改善内外部发展环境，推动证券行业高质量发展的意见和建议

(一) 完善资本市场顶层制度设计

一是在全面提升资本市场战略地位的基础上，坚持市场化取向，加快完善多层次资本市场基础制度建设，全面系统扎实地促进资本市场更好地发挥枢纽功能，增强资本市场服务实体经济的能力。二是加强统一监管、协调监管，促进市场化资源配置功能的有效发挥。持续推进监管协调，落实统一监管，减少不必要的重复监管，推动证券公司深化市场化体制机制改革，更好地激发活力。三是营造金融体系内更加公平的竞争环境，确保证券公司在业务准入、市场准入上获得同等对待。

(二) 以推出科创板、试点注册制为契机，不断优化完善资本市场基础性制度，为行业发展营造良好的政策环境

作为资本市场的增量改革，推出科创板并试点注册制，是中国资本市场的破冰之举，是推动完善资本市场市场化功能的里程碑式举措。科创板的推出，弥补了现有资本市场的短板，为众多处于不同发展阶段的科创型企业提供了融资平台，有利于代表新经济和新技术的创新型企业的发展，是完善我国资本市场结构的合理安排和重要举措。科创板试点注册制，有利于实现准入市场化、定价市场化、资源配置市场化和监管市场化，是我国资本市场与国际成熟资本市场接轨的重要一步。因此，建议抓住推出科创板、试点注册制的契机，推动优化完善资本市场投、融资等基础性功能的建设。

首先，充分借鉴成熟资本市场的经验，高标准建设市场化准入、发行、交易、信息披露、投资者适当性管理、退市与处罚等科创板基础制度，落实以信息披露为中心的注册制审核理念，让市场真正发挥资源配置作用。在此基础上，以科创板推出为契机，逐步将市场化机制推广至已有板块，不断提高市场资源配置在投融资功能中的决定性作用，推动实现资本市场的投融资功能平衡和一二级市场总体平衡。

其次，多措并举，建设完备的资本市场投资功能。一是大力培育引入长线资本。一方面，建议协调优化关于权益投资的会计准则制度，减少证券公司自有资金、保险公司等重要的中长期专业机构投资者开展股票投资业务的顾虑；引导公募基金、私募基金建立基于长期价值投资理念的绩效考核和激励机制。另一方面，加快丰富场内外衍生品种，完善场内多空交易机制，放松不必要的交易限制，为中长期增量资金提供更完备的风险管理工具和制度。二是加强投资者保护。建立集体诉讼、股东诉讼代表制度，建立并完善体系化的损害赔偿救济制度，有效保护中小股东利益；加大对上市公司信息披露违规、欺诈发行的处罚力度，同时加大对证券欺诈索赔的支持力度，建立成熟的投资者民事索赔制度；按照多元、快速、有效的原则不断完善上市公司信息披露制度。

(三) 完善证券行业基础性制度建设，为行业发展营造良好的政策支持

以促进资本市场、证券行业高质量发展为目标导向，推动《证券法》《证券公司监督管理条例》等有关法律法规相关条款的修订工作。

为满足资本市场更高定位要求，以及客户日益多元化、复杂化、个性化和综合化的金融服务需求，不断丰富和完善证券公司的功能供给。例如，借鉴美国、中国香港等市场的先进经验，探索完善证券公司在财富管理、衍生品、外汇等领域创新机制，推动行业传统业务转型升级。

支持证券行业开展市场化并购重组。探索放宽对证券公司开展境内外证券同业并购的限制，促进减少行业同质化竞争，提升行业资源配效率。

(四) 加强市场化监管，推动打造一批国际一流投行

守住不发生系统性金融风险的底线，加快落实系统重要性证券业机构的评估和认定工作。在合规经营、切实防范系统性金融风险的底线基础上，支持鼓励证券业创新发展，推动形成一批具有国际竞争力、品牌影响力和系统重要性的现代投资银行。

持续推进证券行业“放管服”改革，加快从重事前审批向事中事后监管转变，优化行业发展环境。进一步明确行业自律的职能与定位，促进市场机制、自律管理充分发挥各自作用；加强自律检查，进一步扩大自律监督检查范围，明确自律处罚效力，增强自律规则对行业的约束力和公信力，构建自律、行政、司法相互协调、相互补充的现代行业治理格局。

(五) 建设诚信文化，加强责任担当，提升证券行业社会形象

持续强化证券公司及其从业人员的社会责任和诚信意识。证券公司要营造全员合规风控文化，强化从业人员廉洁执业，净化市场生态环境；强化投资者适当性管理责任，加强投资者教育和保护力度；秉持“金融报国”理念，服务国家战略，强化履行社会责任。