

# 改革创新提升我国股市竞争力

□ 波涛

我国股市正对境外市场丧失融资竞争力。

在2004这一年,我国内地股市(深沪两地股市)的国内企业股票上市融资额又一次被香港股市的国内企业海外上市融资额所超越。而在此之前(截至2004年底)我国内地企业赴香港、新加坡、美国三地上市的总市值已达3492亿美元,已与我国深沪两地股市的总市值比较接近,已是内地股市流通市值的大约2.47倍。这一情况说明,我国内地股市在企业融资的国际竞争力方面,已开始全面不敌海外股市。

深圳证券交易所组织力量对未来可能的上市公司状况进行了全国性调查。调查中得到的阶段性成果令人震惊。从广泛调查中我们可以清楚地看到,我国各地随着改革开放的快速推进,已经不断涌现出一批又一批的优秀企业。它们在企业发展的一定阶段,便可能产生强烈的对资本金的融资需求。但是目前,在有上市意愿的企业中,愿意选择在内地股市上市的企业只占较小的一个比重,相当部分企业表示愿意选择海外上市。同时我们还注意到,促使企业选择海外上市而不是内地上市的主要因素,是对内地股市融资体制整体效率低下的强烈不满。

综合以上因素,我们看到的是我国股市对比强烈的矛盾现象:

一方面是我经济发展中不断涌现出一批又一批的优质企业,可成为优质的投资产品;同时大量企业或排长队等候上市或成批离境出走;另一方面是我国股市投资者得不到优质成长型投资对象的充足供应,大量资金屯集股市之外等待投资机会,投资理财需求得不到满足。

我国股市低效率的市场运行体制,人为割裂了资本供需双方的市场化的交流机制,造成资本供需双方的对立,削弱了资本市场的资源配置效率。我国的股市尚缺乏高度的商业精神,缺乏灵活的创新能力,缺乏高效的风险交易机制。

在目前低效率的上市发行体制下,我国股市的融资方与投资方之间难以达成有效而公平的交易,双方的利益冲突有不断加剧之势。我国股市融资方与投资方之间的利益冲突有推动我国股市从“政策市”向“政治市”发展的倾向。这将使我国股市面临进一步偏离市场化发展轨迹的风险。我国股市融资方与投资方的对立局面如果进一步发展,将可能带来我国股市发展的长期停滞,这对双方都是两败俱伤的结果。

## 我国企业赴境外股市上市的基本情况

根据深圳证券交易所综合研究所和上市推广部“中国企业海外上市研究”提供的数据,我们可以看到我国企业在境外上市呈现以下主要特点:

特点1:上市地主要集中在香港、美国、新加坡股市,截至2004年底,在这三地海外上市的境内企业已达265家,总市值达3492亿美元,已接近国内股市总市值规模,已大大超过国内股市流通市值总规模。

结论:境外股市已开始全面超越沪深股市而成为我国境内企业的主要融资场所,我国沪深股市正在转化为边缘市场。

详细数据见表1。

表1:境内企业境外上市规模比较

(截至2004年底 单位:亿美元)

上市地点	上市家数	市值
香港	195	总市值2358.59(亿美元)
美国	37	总市值1050.52(亿美元)
新加坡	64	总市值82.93(亿美元)
香港、美国、新加坡 三地合计	265	总市值3492.04(亿美元)
沪深股市合计	1377	流通市值1413.8(亿美元) 总市值4480.72(亿美元)

资料来源:深交所综合研究所及上市推广部“中国企业海外上市研究”2005年3月

特点2:香港股市对内地的融资竞争力正快速提升,对内地融资额总量已开始超越境内沪深股市。

结论:香港股市已开始成为满足我国境内企业上市融资的主要市场之一。内地股市与香港股市的投融资吸引力差距正被显著拉大。

详细数据见表2。

表2:境内企业在香港股市和沪深股市融资额(IPO+再融资额)比较

年份	香港中国股总融资额(亿元港元)	沪深股市总融资额(亿元人民币)
1993	232.21	314.54
1994	231.06	138.05
1995	96.65	118.86
1996	268.81	341.52
1997	1140.69	933.82
1998	209.27	803.57
1999	598.45	897.39
2000	3460.54	1601.02
2001	259.13	1182.13
2002	707.68	779.75
2003	531.60	1008.55
2004	854.00	839.12
合计	8590.10	8958.32

资料来源:深交所综合研究所及上市推广部“中国企业海外上市研究”,2005年3月

特点3:境内企业海外上市已从早期的以大型国企为主,发展到国企与民营企业齐头并进的格局;已从早期的以大型企业为主,发展到大中小型企业齐头并进的格局。

根据深交所综合研究所的调研(注:根据研究所王一萱的相关研究),我国内地企业的境外上市已初步形成三个集群:①美国市场;以大型企业为主,特别是国有大型企业为主;②新加坡市场;以小型企业为主,特别是以民营小型企业为主;③香港市场;以大中小企业兼具,国企与民企兼容为基本形态。

在海外市场,我国境内海外上市企业的

- 我国股市融资方与投资方的对立局面如果进一步发展,将可能带来我国股市发展的长期停滞,其结果将是两败俱伤
- 在证券管理部门把越来越多的权力集于一身的同时,也就同时把越来越多的责任集于一身,于是就不可避免地出现了股市各项日常运转功能日趋政治化的倾向,使股市的各项正常运转日趋紧密地与社会政治安定等政治目标联系起来,使我国股市日趋成为各类政治力量角逐的场所,从而严重影响了我国股市的正常运行
- 金融创新基本思路:设立公募型产业投资基金(以封闭式为宜),把投资环节向上游移动,向准备上市的企业(以企业开始提出上市意向为起点,以企业实际上市为终点)投入股权投资,使融资方在排队等待期间就能获得部分股权投资资金的支持,有助于降低其上市成本,提高经营效率。使投资方的投资向上游延伸,降低投资风险,提高投资收益

共同特点是都是行业内具有高度竞争优势的企业,不论国企还是民企,往往是在本细分行业中的有力竞争者。

我国境内企业境外上市的势头越来越猛,其背后的基本推动因素有两个:

其一,我国经济的加速对外开放,我国优秀企业经营日益走向国际化的大趋势,海外上市是一种必然趋势。

其二,这些年来,我国资本市场发展由于受到种种体制性缺陷的制约,越来越不能满足企业上市融资的迫切需求。我国股市既不能为大型国企的上市提供足够的市场容量,又不能为中小型民企的上市提供灵活多样的市场服务。

我国股市是世界上进入门槛最高的股市之一,但同时又是世界上退市率最低的股市之一,这种虽然“严进”但基本上“只进不出”的局面,也是迫使大型境内企业寻求海外上市的重要因素。

### 拟上市公司更热衷海外上市

深交所这次组织的大规模调查,其反馈汇总的信息令人震惊,已使人感到我国证券市场目前问题的根源是制度性原因。如果我们不能坚决推进我国股市的制度性市场化改革,我国股市被边缘化的局面还将进一步发展。

我们应当清醒地认识到,我国资本市场的发展战略应当是“抓两头,带中间”。这“两头”是指“大”“小”。“大”是指大型国企,“小”是指中小型民营企业。但我国股市的现状是两头的服务工作都做不好。一方面是股市对大型企业上市缺乏足够的承接力,迫使大型国企纷纷寻求海外上市,另一方面是我国股市对中小型民营企业上市缺乏灵活高效的上市通道,也迫使很多中小型民企另寻出路。

在深交所这次大规模调查的初步汇总材料中,我们发现我国境内企业对我国股市现状的不满意程度相当高,而且不满意之处也比较集中。表3(附后)是对相关观点的基本总结。

从以上由深交所组织的对我国部分地区企业上市动向的调查摸底中,我们可以初步看到以下几点共同特征:

日常运转功能日趋政治化的倾向,使股市的各项正常运转日趋紧密地与社会政治安定等政治目标联系起来,使我国股市日趋成为各类政治力量角逐的场所,从而严重影响了我国股市的正常运行。

行政管理特征,使我国券商不论规模大小,其投行业务的营运成本都相对很高,因此无论在过去通道制下,或现在的保荐制下,券商出于盈利需要,都会倾向于尽量寻找大企业上市,而相对冷落中小企业。这也会同时强化我国股市给投资者的“圈钱”印象。

目前对券商风险的清理过程,有推动券商进一步整合的倾向,今后会使这一问题更加突出,使大券商选择大企业上市的倾向更为突出。

因此,这种倾向将不利于我国民营中小企业的发展。从长远看,也将不利于我国资本市场的健康发展。因为对我国境内股市,其短期发展前景取决于是否做好对国有大型企业的上市服务,而中长期的发展前途则取决于是否做好对民营中小企业的上市服务。

政策管制特征,使我国券商不论规模大小,其投行业务的营运成本都相对很高,因此无论在过去通道制下,或现在的保荐制下,券商出于盈利需要,都会倾向于尽量寻找大企业上市,而相对冷落中小企业。这也会同时强化我国股市给投资者的“圈钱”印象。

目前对券商风险的清理过程,有推动券商进一步整合的倾向,今后会使这一问题更加突出,使大券商选择大企业上市的倾向更为突出。

因此,这种倾向将不利于我国民营中小企业的发展。从长远看,也将不利于我国资本市场的健康发展。因为对我国境内股市,其短期发展前景取决于是否做好对国有大型企业的上市服务,而中长期的发展前途则取决于是否做好对民营中小企业的上市服务。

提升我国股市竞争力应进行制度改革

为全面提升我国股市的融资竞争力,更好地满足广大优质企业上市融资和广大投资者入市投资的迫切需求,我国股市现有的融资体制应进行稳步与坚决的改革措施。改革的要点建议应包括以下:

第一,逐步改变目前股票上市发行体制过于行政化的状况,逐步提高融资方与投资方的交易效率,允许证券交易所和市场中介机构逐步拥有更多的经营自主权的条件下,如何加强监管的规则体系。

第二,逐步改变目前股票上市发行体制过于行政化的状况,逐步提高融资方与投资方的交易效率,允许证券交易所和市场中介机构逐步拥有更多的经营自主权的条件下,如何加强监管的规则体系。

第三,逐步把证券交易所建设成为真正的商业性机构,成为证券市场的中心环节和基础平台。

第四,逐步提高融资方与投资方的交易效率,允许证券交易所和市场中介机构逐步拥有更多的经营自主权的条件下,如何加强监管的规则体系。

第五,逐步提高融资方与投资方的交易效率,允许证券交易所和市场中介机构逐步拥有更多的经营自主权的条件下,如何加强监管的规则体系。

第六,逐步提高融资方与投资方的交易效率,允许证券交易所和市场中介机构逐步拥有更多的经营自主权的条件下,如何加强监管的规则体系。

第七,逐步提高融资方与投资方的交易效率,允许证券交易所和市场中介机构逐步拥有更多的经营自主权的条件下,如何加强监管的规则体系。

第八,逐步提高融资方与投资方的交易效率,允许证券交易所和市场中介机构逐步拥有更多的经营自主权的条件下,如何加强监管的规则体系。

第九,逐步提高融资方与投资方的交易效率,允许证券交易所和市场中介机构逐步拥有更多的经营自主权的条件下,如何加强监管的规则体系。

第十,逐步提高融资方与投资方的交易效率,允许证券交易所和市场中介机构逐步拥有更多的经营自主权的条件下,如何加强监管的规则体系。

第十一,逐步提高融资方与投资方的交易效率,允许证券交易所和市场中介机构逐步拥有更多的经营自主权的条件下,如何加强监管的规则体系。

第十二,逐步提高融资方与投资方的交易效率,允许证券交易所和市场中介机构逐步拥有更多的经营自主权的条件下,如何加强监管的规则体系。

第十三,逐步提高融资方与投资方的交易效率,允许证券交易所和市场中介机构逐步拥有更多的经营自主权的条件下,如何加强监管的规则体系。

第十四,逐步提高融资方与投资方的交易效率,允许证券交易所和市场中介机构逐步拥有更多的经营自主权的条件下,如何加强监管的规则体系。

第十五,逐步提高融资方与投资方的交易效率,允许证券交易所和市场中介机构逐步拥有更多的经营自主权的条件下,如何加强监管的规则体系。

第十六,逐步提高融资方与投资方的交易效率,允许证券交易所和市场中介机构逐步拥有更多的经营自主权的条件下,如何加强监管的规则体系。

第十七,逐步提高融资方与投资方的交易效率,允许证券交易所和市场中介机构逐步拥有更多的经营自主权的条件下,如何加强监管的规则体系。

第十八,逐步提高融资方与投资方的交易效率,允许证券交易所和市场中介机构逐步拥有更多的经营自主权的条件下,如何加强监管的规则体系。

第十九,逐步提高融资方与投资方的交易效率,允许证券交易所和市场中介机构逐步拥有更多的经营自主权的条件下,如何加强监管的规则体系。

第二十,逐步提高融资方与投资方的交易效率,允许证券交易所和市场中介机构逐步拥有更多的经营自主权的条件下,如何加强监管的规则体系。

第二十一,逐步提高融资方与投资方的交易效率,允许证券交易所和市场中介机构逐步拥有更多的经营自主权的条件下,如何加强监管的规则体系。

第二十二,逐步提高融资方与投资方的交易效率,允许证券交易所和市场中介机构逐步拥有更多的经营自主权的条件下,如何加强监管的规则体系。

第二十三,逐步提高融资方与投资方的交易效率,允许证券交易所和市场中介机构逐步拥有更多的经营自主权的条件下,如何加强监管的规则体系。

第二十四,逐步提高融资方与投资方的交易效率,允许证券交易所和市场中介机构逐步拥有更多的经营自主权的条件下,如何加强监管的规则体系。

第二十五,逐步提高融资方与投资方的交易效率,允许证券交易所和市场中介机构逐步拥有更多的经营自主权的条件下,如何加强监管的规则体系。

第二十六,逐步提高融资方与投资方的交易效率,允许证券交易所和市场中介机构逐步拥有更多的经营自主权的条件下,如何加强监管的规则体系。

第二十七,逐步提高融资方与投资方的交易效率,允许证券交易所和市场中介机构逐步拥有更多的经营自主权的条件下,如何加强监管的规则体系。

第二十八,逐步提高融资方与投资方的交易效率,允许证券交易所和市场中介机构逐步拥有更多的经营自主权的条件下,如何加强监管的规则体系。

第二十九,逐步提高融资方与投资方的交易效率,允许证券交易所和市场中介机构逐步拥有更多的经营自主权的条件下,如何加强监管的规则体系。

第三十,逐步提高融资方与投资方的交易效率,允许证券交易所和市场中介机构逐步拥有更多的经营自主权的条件下,如何加强监管的规则体系。

第三十一,逐步提高融资方与投资方的交易效率,允许证券交易所和市场中介机构逐步拥有更多的经营自主权的条件下,如何加强监管的规则体系。

第三十二,逐步提高融资方与投资方的交易效率,允许证券交易所和市场中介机构逐步拥有更多的经营自主权的条件下,如何加强监管的规则体系。

第三十三,逐步提高融资方与投资方的交易效率,允许证券交易所和市场中介机构逐步拥有更多的经营自主权的条件下,如何加强监管的规则体系。

第三十四,逐步提高融资方与投资方的交易效率,允许证券交易所和市场中介机构逐步拥有更多的经营自主权的条件下,如何加强监管的规则体系。

第三十五,逐步提高融资方与投资方的交易效率,允许证券交易所和市场中介机构逐步拥有更多的经营自主权的条件下,如何加强监管的规则体系。

第三十六,逐步提高融资方与投资方的交易效率,允许证券交易所和市场中介机构逐步拥有更多的经营自主权的条件下,如何加强监管的规则体系。

第三十七,逐步提高融资方与投资方的交易效率,允许证券交易所和市场中介机构逐步拥有更多的经营自主权的条件下,如何加强监管的规则体系。

第三十八,逐步提高融资方与投资方的交易效率,允许证券交易所和市场中介机构逐步拥有更多的经营自主权的条件下,如何加强监管的规则体系。

第三十九,逐步提高融资方与投资方的交易效率,允许证券交易所和市场中介机构逐步拥有更多的经营自主权的条件下,如何加强监管的规则体系。

第四十,逐步提高融资方与投资方的交易效率,允许证券交易所和市场中介机构逐步拥有更多的经营自主权的条件下,如何加强监管的规则体系。

第四十一,逐步提高融资方与投资方的交易效率,允许证券交易所和市场中介机构逐步拥有更多的经营自主权的条件下,如何加强监管的规则体系。

第四十二,逐步提高融资方与投资方的交易效率,允许证券交易所和市场中介机构逐步拥有更多的经营自主权的条件下,如何加强监管的规则体系。