

# 改革创新提升我国股市竞争力

□ 波涛

●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

●在证券市场监管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

我国股市正对境外市场丧失融资竞争力。在2004年这一年,我国内地股市(沪深两地股市)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,已与我国沪深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企业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。他们在企业发展的一定阶段,便可能产生强烈的对本金的融资需求。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:

一方面是我国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,造成资本供求双方的对立,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由“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:境内企业国内外上市规模比较 (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1413.38(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:香港市场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:根据研究所同一套的相关研究),我国境内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:以大中小型企企业兼具,国企与民企兼容为基本形态。

在海外市场上,我国境内海外上市企业的

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

我国境内企业境外上市的趋势越来越猛,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,又不能为中小民营企的上市提供灵活多样的市场服务。我国股市融资服务功能的低效率,也是迫使大量境内企业寻求海外上市的重要因素。

## 拟上市企业更热衷海外上市

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,已能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”一“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到。一方面是我国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:

第一,我国境内有直接融资需求的企业中,对我国境内股市现状的不满程度相当高,不满意之处也相当集中,集中在认为我国境内股市与境外市场比较,存在上市条件高,审批时间长,上市成功率低,标准不明确,程序不透明,上市后再融资困难等不利之处,因此较普遍认为在境外上市是有利的选择。

第二,境外交易所及相关中介机构在我国一些地区相当活跃,业务开展相当主动,大力吸引我国境内企业赴境外上市。在这方面,我国境内交易所与市场中中介机构已明显处于守势。

第三,一些地方的政府部门也转为更支持企业境外上市的态度,在一些地区已明显出现由政府推动和帮助企业赴境外上市的趋势。

## 影响我国股市竞争力的主要因素

我国股市目前尚严重缺乏商业精神,严重缺乏服务意识。我国股市还没有真正形成金融证券服务业的服务框架体系。

由于我国股市脱胎于从计划经济向市场经济的转轨时期,不可避免地打上了诸多计划经济色彩和行政色彩的烙印。证券市场的本质是服务业。但由于我国证券市场是政治改革的产物,因此从设立之初就一直带有强烈的中央行政干预的色彩,一直缺乏证券市场应有的商业精神和服务意识。

对比海外证券市场在我国各地的强力市场营销活动,对比海外证券市场的中介机构对我国企业实行上门服务,实行企业成长过程中的全程投行服务,我们可以看到的是我国境内市场的严重的“官商”作风,是我国证券市场“主动服务”精神的严重缺乏,是企业普遍反映的“门难进,脸难看,事难办”。

我国股市已经形成且越来越强化的高度集权型行政管理体制,与证券市场高度市场化的发展要求尖锐冲突,导致我国股市功能日趋政治化。

在调查中,企业普遍且集中反映的是对我国资本市场上程序低效率的不满,所普遍反映的“上市门槛高,上市时间长,标准不明确,程序不透明,上市后再融资困难,上市隐性成本高”等意见,本质上反映的是我国股市高度行政管理体制与我国股市强烈的市场化需求之间的尖锐冲突。

在我国股市管理功能日趋高度集权化的同时,我国股市运行功能出现了政治化的趋向,这是我国股市发展与市场化发展方向日趋背离的结果。

在证券市场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

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,这就严重影响了我国股市的正常运行。与行政权力高度集中相对应的,必然是政府部门社会责任的相应高度集中,导致市场功能高度政治化。

我国股市的“高进入门槛”与“低退出率”的双重作用,使我国股市的存量资产大大减弱自我代谢与自我净化功能,严重削弱了我国股市的融资竞争力。

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”但基于“只进不出”的局面,造成我国股市成为一潭不流动的死水,自我净化功能严重下降。

我国股市的这种“高进入门槛”与“低退出率”的格局,是我国股市发展受到严重行政制约与行政干预的典型后果,与股市应有的市场化发展方向相偏离。我国股市的改革发展方向,应当是朝向“低进入门槛”与“高退出率”相配合的格局,从而提升我国股市的新陈代谢水平,激发我国股市的竞争活力。基本情况见表4(附后)及表5。

表5:海外主要股市上市公司淘汰率比较:  
“当年退市公司数/前一年末上市公司总数”

交易所	当年退市公司数/前一年末上市公司数(%)	1999年	2000年	2001年	2002年	2003年	平均
纳斯达克	17.22%	14.49%	16.26%	14.00%	13.40%	15.07%	
纽约	9.51%	11.14%	8.67%	7.75%	6.97%	8.80%	
伦敦	13.86%	13.14%	12.08%	NA	NA	13.02%	
东京	1.58%	2.32%	2.29%	6.30%	3.01%	3.1%	
澳大利亚	5.15%	4.35%	5.40%	NA	NA	4.96%	
香港	1.47%	1.12%	1.39%	0.69%	1.43%	1.22%	
台湾	1.83%	2.16%	3.00%	5.29%	2.18%	2.89%	
韩国	6.95%	2.10%	4.27%	4.94%	2.78%	4.21%	
新加坡	3.35%	3.67%	5.20%	4.67%	1.59%	3.70%	

资料来源:根据表4来源计算

从表4与表5的分析数据中,我们可以得出以下结论:

第一,表中所包括的世界主要市场,包括主要的发达市场与主要的发展中市场,都保持着非常高的上市公司新旧更替率与一定水平的上市公司淘汰率。特别是上市公司新旧更替率水平,平均都保持在百分之几十至百分之几百的水平。

第二,高水平的上市公司更替率,应是推动上述世界主要股市健康发展的主要因素之一。

第三,与之相比,我国股市最显著的差距之一,应是我国股市中的上市公司更替率过低。

第四,逐步提高我国股市中上市公司更替率,应是我国股市改革的重大方向之一。

第五,我国股市上市公司给投资人只顾“圈钱”不顾回报的强烈负面印象,其主要影响因素之一应是我国股市过低的上市公司更替率所致。

第六,我国股市要提高对投资者权益的保护,应重视稳步提高对上市公司的更替率。

企业在境内市场上的隐性成本非常高。

在境内上市进程不透明、上市过程不可控的背景下,境外市场的上市成本相对较低,且上市程度高度透明,上市程序基本可控。因此,境外市场比境内市场有着更强的融资吸引力。

调查中发现,我国企业要想在境内市场上,面临的主要障碍之一是高昂的隐性成本。特别是对民营企业而言,隐性成本非常高。

我国股市目前对上市企业要求三年盈利。对很多企业,特别是民营企业来说,三年盈利的要求往往意味着以下追加的上市成本:

——对既往财务报表进行调整,包括补交过去因各种原因未交的税款。

——从今起,从上市申请之时起,要始终保持财务数据的透明,这一般意味着缴税的大幅增加。

总之,一个企业要想上市,除正常的操作成本之外,很大的一块支出是从不透明运营到透明化运营所导致的明显缴税额的增加。这两项合计,我国企业在境内上市的总成本要明显高于在境外上市的总成本。

在境内上市,企业除要面对这样高昂的上市成本外,还要面对上市过程的高度不确定性。由于上市过程有太多不确定因素,企业很可能在付出高昂代价之后,结果什么也得不到。而在境外市场,企业感到只要花了相应的钱,并付出了相应的努力,基本可以得到预期相应的结果。过去,我国股市中新股的高价发行,可以抵偿上市企业的这种高昂成本。但目前随着我国股市股价的逐步与国际市场接近,我国境内股市高昂上市成本的负面影响就越来越突出,并已成为削弱我国股市融资竞争力的主要因素之一。

我国现有的投行体制及上市制度不利于民营中小企企业上市。

由于我国境内股市在上市程序中的高度行

政管制特征,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发展。因为对我国境内股市,其短期发展前途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中介机构逐步拥有更多的经营主导权。

进行市场化改革,应当是我国证券市场改革的基本方向,是我国股市逐步恢复活力和创新能力的必要条件。我们应当积极探索在市场化条件下,在证券交易所和市场中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。

我国股市中的证券交易所虽经过十几年的发展,但始终未能关注建立商业精神和增强商业竞争力。对比在调查研究感受到的海外证券交易所在我国境内咄咄逼人的上门营销活动,我们更加可以深切地感到我国证券交易所的由明显的机关化、官僚化所带来的竞争力明显下降的后果。

证券交易所应当成为股市投融资活动的基础平台,而不应如同目前这样仅仅退化为一个“一线监管单位”和一个股票挂牌的“技术支持系统”。在任何一个境外的证券市场,当人们提到“股市”的时候,人们的首要印象一定是证券交易所。而在目前的中国证券市场,当人们提到“股市”的时候,人们首先想到的是市场监管部门。这就说明我国目前的市场体制已发生了错位。

我们应当通过稳步的改革,把我国的证券交易所逐步建为真正的商业化机构,使之成为股市业务发展的基础平台和股市业务创新的基础平台。

第三,探索建设区域性的证券交易市场,使多层次资本市场重点向区域化、扁平化的方向发展。

我们在企业调查中发现,我们目前的证券市场设置门槛过高,把大量迫切需要上市的中小企业拒之门外。而与此同时,当一些企业发展到符合目前证券市场对企业规模的要求时,这些企业又不再有融资的迫切要求。这就造成我国股市独有的“缺钱”的不了市,上市了的又不“缺钱”的现象。另外,由于在境内上市的过程艰难,上市总成本太高,也使一些企业一旦上市,就十分“重视”这来之不易的机会,拼命多融资。这造成一些上市企业不珍惜融来的资金,乱花乱用融来的资金,人为制造了市场风险和监管困难。

我们在企业调查中发现,比目前中小企企业更低的对企业规模的要求,可以服务于更广大的更积极活跃的中小企业群体,可以极大地活跃地方性的经济活力。

因此,使我国股市现有的体制适当向下(向更小规模要求)和向区域性市场延伸,更有利于促进我国民营经济的发展,更有利于推动我国区域经济的均衡发展。

建议积极探索我国现有证券交易所与地方产权交易市场和体制外证券交易市场的合作模式,使我国资本市场的服务体系,能服务于不同规模企业的成长要求,形成环环链接的成龙配套的融资服务体系,改变目前这种出现明显规模断层的情况。

第四,探索建立强化代谢功能的上市规则体系,改变目前这种“高进入门槛,低淘汰率”的缺乏优胜劣汰机制的单一体系。

我国股市目前这种试图单纯用“高进入门槛”来保障投资者权益的做法已被实践证明是

不成功的。我国股市“高进入门槛,低淘汰率”的上市公司管理体制,削弱了我国股市的竞争机制,造成我国股市“死水一潭”的局面。由于我国股市的“进水”和“出水”机制都不顺畅,严重弱化了我国股市这个“池子”应有的代谢功能。

我国股市融资体制的改革方向,应当是指向加强股市代谢功能的方向。建议积极研究“降低进入门槛,同时提高淘汰率”的管理规则体系。建议把我国股市的新旧股票更替率(指淘汰旧股与上市新股之比),提升到30%—50%左右的水平,即每新上市100支股票,大体至少应淘汰30—50只不合格股票。

在这种上市股票的新陈代谢进一步强化的条件下,在股市更加强化的竞争压力下,我国股市中的上市公司治理水平才有望显著提升,广大投资者的权益才可能得到更好的保护。

## 通过金融创新化解股市供求矛盾

目前股市存在的尖锐的供求矛盾,已成为制约股市改革发展的重大障碍,压缩了股市改革的空间。表现为围绕着股市:

大量企业排队等待上市,存在强烈的融资需求;大量储蓄资金希望投资,存在强烈的投资需求;但双方却各自对对方不满意,难以达成协议。

融资方由于长达数年的排队等候,付出了巨大的实际财务成本和机会成本,因此要求高融资率;投资人由于股市多年的低投资回报率,又强烈要求抬高融资方的融资成本,强烈要求降低发行价格,提高投资收益率。双方的要求尖锐对立。

如果股市政策偏向于融资一方,满足大量企业的融资要求,则会严重激怒投资方;如果股市政策偏向于投资一方,股市长期停止新股上市,则会降低股市对我国经济改革发展的支持,显著加大券商、基金公司等的经营成本,本身又在增加着股市的风险;股市由此进入市场业务萎缩一市场中中介机构业务风险提高这两者之间的消极循环。

只有从抓住我国股市这一尖锐突出的矛盾入手,稳步化解我国股市这一尖锐的供求矛盾,才可能逐步解开阻碍我国股市快速发展的死结,使我国股市发展步入一个新的天地。而针对这一基本矛盾设计的金融创新,将有助于化解这一尖锐矛盾。基本思路之一建议如下。

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,

表3:我国境内企业对我国股市现状不满观点的总结

被调查省份	对我国股市现状的主要不满之处	对在境外上市的态度,及国外交易所在该地区的活跃程度	调查人员及相关总结材料
湖北	①股市政策多变 ②新股发行受政策调控,上市排队太长		傅德伟、黄路宁
河南	①境内上市时间长 ②境内上市条件较严 ③境内上市成功率低,标准不明确、程序不透明 ④境内上市政策不稳定 ⑤上市后再融资困难 ⑥上市成本高	准备上市企业中,多数愿意选择境外上市	张元生、马奔
辽宁	①境内上市过于困难 ②上市后再融资困难	省政府已把上市工作方向定为境外上市(工作重点在新加坡市场)	曾鹭坚
上海	①上市条件高、审批难度大 ②上市时间长 ③国内股市的吸引力下降 ④中小企业难以找到保荐人,“保荐人”制不适 ⑤股份不能全流通	境外交易所上海地区相当活跃,争夺激烈,上海中小企业中,相当部分倾向海外上市	柴燕娟、付彦
浙江	①高昂的改制上市成本 ②中小企板的规定不适合中小企业上市要求,发行条件比国外太严	境外交易所所在浙江地区相当活跃,争夺激烈	姜华、王冰
江苏	①境内上市要求条件高 ②境内上市成本高(特别是隐性成本高) ③境内上市周期长 ④国内股市长期低迷令企业不满	地方政府积极推动企业境外上市	吴钧、叶国瑜
陕西		部分企业在境内上市无望的情况下转向海外上市	李亚非
宁夏	①本地区上市公司的负面事件影响企业上市积极性 ②境外上市较境内上市具有周期短、方式灵活、再融资便利。 ③境内上市门槛太高 ④上市发审制度不灵活	境外交易所参与该地区上市资源争夺,在该地区较活跃	何为
甘肃	①对资本市场现状不满意 ②境外证券交易所上市成本、程序、周期方面有明显优势,市场推广主动	境外交易所在该地区活跃	彭明
四川	①境内上市审批时间长、条件严格 ②对国内市场信心不足		邹维

表4:海外主要股市上市公司新旧更替率比较:  
“当年退市公司数比当年上市公司数”

交易所	当年退市公司数比当年上市公司数(%)						平均
	1998年	1999年	2000年	2001年	2002年	2003年	
纳斯达克	186.03%	137.70%	115.70%	531.03%	367.10%	364.92%	283.57%
纽约	94.63%	168.21%	234.42%	148.61%	122.36%	154.20%	153.33%
伦敦	144.55%	179.67%	74.93%	117.14%	NA	NA	128.5%
东京	56.14%	40%	21.84%	51.61%	143.61%	55.08%	61%
澳大利亚	95.23%	49.21%	32%	95%	NA	NA	67.75%
香港	31.52%	26.31%	8.88%	12.5%	5.12%	19.17%	16.83%
台湾	5.71%	24.24%	12.5%	22.85%	36.04%	29.78%	32.67%
韩国	1033.33%	325%	300%	187.5%	242.85%	146.15%	372.17%
新加坡	34.78%	22.64%	17.24%	67.56%	71.87%	13.79%	37.33%

资料来源:根据徐良平深交所综合研究所《中小企业板退市制度创新研究》数据计算。