

从国家发展战略看资本市场发展前景

资本市场战略转型 应关注政策公平

□东方证券股份有限公司总裁 潘鑫军

党的十七大报告提出,今后一段时期党的奋斗目标是全面建设小康社会,并于2020年进入创新型国家的行列。我们认为,资本市场将在实现上述国家战略目标的过程中承担起重要的历史使命;中国资本市场未来的发展,已经纳入到国家战略中,成为不可缺少的重要组成部分。十七大报告中针对资本市场提出的“优化资本市场结构,构建多层次资本市场体系,多渠道提高直接融资比重,积极创造条件让更多群众拥有财产性收入”的要求清楚地表明了这一点。这就要求资本市场中长期内必须保持安全、健康、稳定、可持续发展。

具体而言,资本市场的安全、健康、稳定、可持续发展与实现国家战略间的关系主要体现在:

(一) 高效、可持续发展的资本市场是创新型国家建设的重要基础条件。

根据一些公认的评判标准,一个国家要进入创新型国家的行列,其研发投入占GDP的比值要达到2%以上;科技进步对经济增长的贡献率要达到70%以上;对外技术依存度要在30%以下;完全自主知识产权要达到30%以上。但目前我国技术投入对经济增长的贡献率只有40%左右;对外技术依存度超过50%;完全自主知识产权尚不到10%。而从发达国家的经验看,自主知识产权的发达在很大程度上主要倚重高新技术企业和创新型中小企业的发展,如以美国为例,20世纪许多重大的创新都是由中小企业完成的;而后的成功又在很大程度上依赖完善的、高效的资本市场。这可以从欧美两个发达经济体的不同经验得到证明。

近几十年来,中小企业创新成功的案例主要发生在美国,而在这些中小企业成功的背后,风险资本基金的作用功不可没。尽管欧洲政府也大力推动风险资本基金的发展,但其有效性与美国相比相去甚远,一个强有力的证据就是欧洲许多国家仿效美国建立的创业板市

场并不成功,甚至以失败告终。这一现象出现的根本原因就在于二者在资本市场发展程度方面存在的差异。

首先,资本市场发达程度的不同导致了欧洲国家风险资本基金的发起人、运作与美国市场中的风险资本有很大不同。以德国为例,其资金主要来源于银行,基金的运作也由银行主导;而美国则主要来源于养老基金和各种基金会,基金由从各相关产业中分离出来的产业风险资本家运作。由于科技创新的专业性非常强,对它的投资需要很强的技术背景来估计成功的可能性,银行主导的基金在这方面显然处于劣势,其一个表现就是德国的风险资本基金主要投资于已经处于扩张阶段的企业和用于并购,对种子阶段和起步阶段的企业投资远低于美国。而企业在初始阶段是最缺乏资金的。

其次,资本市场发达程度的不同导致了风险资本基金的退出渠道不同。这一点是最为重要的,美国的资本市场在推动中小企业创新方面所发挥的最主要功能就是它为风险资本基金退出提供了一条最优的渠道。风险资本投资创新型中小企业,一定会在合适的时机退出,而不是作为长期投资者一直等到企业成长成为大公司。其原因有以下儿点:一是基金的投资者需要评估基金管理人的能力以便决定对哪个基金管理人追加投资;二是投资者需要对投资风险资本的收益与其他投资工具的投资进行评估;评估以决定将多少资金投入于风险资本基金;三是投资者与基金管理人之间采取的是有限合伙制的组织形式,一般设定的最长期限为7到10年。这些都要求基金在适当的时候从投资项目中退出。从形式上而言,基金的退出也可以通过让大公司并购所投资的企业的方式实现。按照风险资本基金的运作模式,其在投资中小企业时一般都会取得企业的控制权,至少在重大事项上的决定权。但是,并购的退出方式不符合所投资企业所有人的利益,因为这意味着企业所有者丧失了未来在风险资本基金

退出后,重新获得企业控制权的机会,因此,企业所有者在风险资本基金进入时就会对退出方式有所约定。以IPO的方式退出则很好地解决了这一问题,因此,资本市场是风险资本基金退出的必要渠道。从美国的经验看,尽管也有风险资本基金以并购的方式退出,但更多的退出是以IPO的方式实现的;而1995年,在德国风险资本基金退出的264家公司中,仅有12家是通过IPO方式退出的,有166家是通过企业回购风险资本基金持有的股权退出,这就限制了企业的发展,同时风险资本基金也难以获得高回报。

借鉴海外经验可以发现,中国中小企业创新要取得成功,创业板就必须尽快推出;因此,保持国内市场的健康、稳定、可持续发展以利于创业板市场的推出及推出后能长期良好运行,是实创新型国家建设的必然要求。

(二) 资本市场在国家战略目标实现过程中发挥着重要功能。

我们认为,在国家战略目标的实现过程中,有两条路径非常重要。一是科学发展观指导下的全面协调可持续发展。这就要求发挥资本市场的资源配置功能,促进社会资源科学、合理地向环境友好型、资源节约型的产业或行业配置,促进这些产业的发展。虽然从理论分析表明,在充分竞争的市场、完善的产权制度、合理的银行与企业治理结构前提下,无论是银行间投融资还是股票直接融资都可以实现资源的高效率;但在中国,由于间接融资机制以国有商业银行和国有企业为借贷双方主体,国有商业银行垄断着全国大部分信贷业务,其贷款的对象主要是国有企业,而双方又都属于同一个产权主体—国家,导致了间接融资资源配置的效率低于资本市场。而2006年我国直接融资和间接融资的比例是18:82,这既造成了金融风险过分集中在银行身上,同时也没有充分发挥市场优化资源配置的功能。因此,只有资本市场的作大作用,通过不断加强的市场资源配置功能促进社会资源向符合科学发展的行业和产业集中,我

国才能走上科学发展的道路。而十七大报告中提出的“要深化对社会主义市场经济规律的认识,从制度上更好发挥市场在资源配置中的基础性作用”也对此作出了要求。

二是和谐社会建设。和谐社会建设是党的目标得以实现的另一重要路径。虽然30年改革开放所取得的成就举世公认,但是两极分化、贫富差距、城乡差距的问题已经逐渐成为社会不和谐的因素。构建和谐社会的三大基础是建立和完善社会公共服务体系,建立和完善社会公共卫生体系,建立和完善社会公共福利体系。这三大基础的建立需要大量的公共资金投入,其中包括一大部分的财政资金投入,而资本市场在这方面可以发挥有关键作用。首先,从短期和静态看,资本市场的基础建设创造了可观的税收收入,如上半年2.6万亿元的财政收入中,资本市场贡献了相当部分。其次,从长期看,社会公共福利体系特别是养老体系的资金来源很大一部分要靠存量资金投资带来的投资收益来解决,而这些资金能够增值的前提是资本市场能够为其提供良好回报。再次,在中国上市公司股权大部分为国有情形下,将部分国有股权的收益或股权变现后的资金用于三大基础建设也是一个现实的选择,而这样同样需要借助资本市场的来进行。资本市场的繁荣将更有助于公共收入的增加,有助于历史欠账问题的解决,有助于国家战略目标的实现,有助于党的执政战略的巩固,有助于两大奋斗目标实现。

(三) 经济发展的水平和前景使资本市场具备了完成其所承担使命所需的条件

从资本市场完成其所承担的使命所需具备的条件来看,经过三十年的改革开放,中国的国家整体实力得到了巨大的提升,如2007年我国GDP总量有望进入世界前三名,外汇储备居世界第一;以资本市场为核心的金融体系建设正在逐步完善,这些成就的取得为我国资本市场健康、稳定、可持续发展提供了现实条件。

而从市场的基本面看,推动市

场在中长期内保持稳定、可持续发展的基础依然扎实。我们的研究表明,中国经济在未来五年或更长的时间内,都有望保持10%左右的高增长,而上市公司盈利水平也有望维持在20%到30%的高水平。其理由在于:从供给面看,资本的积累、劳动力的增加和效率的提升这三项推动经济长期增长的主要因素未来仍能够支持经济保持快速增长,其中,随着改革的进一步深入,国有和国有控股企业市场意识和企业家精神的蓬勃兴起等带来的效率的继续提升将是经济增长最强大的内生动力。从需求因素看,未来中国经济高增长的动力仍来源于工业化、城镇化和国际化。中国的工业化进程正进入成熟阶段的后半期,周边一些经济体的经验表明,当经济发展处于这一阶段时,由于经济迅速重工业化,同时伴随着城镇化进程的加快,因此经济体有很强的内生需求和增长动力,该阶段也往往是经济体增长最快和最可能实现持续高增长的阶段。

因此,从中长期看,我们对资本市场安全、健康、稳定、可持续发展充满信心。

(四) 大力发展资本市场是缓解流动性过剩的重要途径

针对当前市场存在的“流动性过剩”的问题,按照十七大报告的要求,加快构建多层次资本市场体系的步伐,多渠道提高直接融资比重以增加供给是缓解流动性过剩的一个可行途径。同时,充分利用的资金流入高科技的产业和行业,也将有助于加快企业自主创新的步伐和推动产业结构的升级。

作为改革开放以来最为先进的市场体系之一,中国资本市场的繁荣发展是许多人心目中的理想;而国家战略的实现,更是全体中国人的梦寐以求。可以预计,随着2020年国家战略目标的实现,中国将开始迈向发达国家,而一大批具有高度创新能力的公司也将成长为国际知名的标志性公司,中国的资本市场将在完成其历史使命的过程中得到快速发展,并为投资者提供理想的回报。

一是为典型保障中小投资者的合法权益,应尽快制定和实施《证券投资者保护法》。长期以来,我国资本市场的立法严重滞后,“无法可依,有法不依,违法不究,执法不严”的现象十分严重。突出表现为近几年不断出现的因上市公司欺诈发行、虚假记载披露等侵犯投资者的权益的恶性事件,在一定程度上已经影响到了证券市场的稳定。为此,有关部门必须积极推动相关法律法规的修改和制订,加大对投资者合法权益的保护力度和打击证券市场犯罪的惩治力度,改革执法手段,改革执法程序,彻底改善当前我国资本市场法制环境不配套,执法效率低下的局面。

二是要进一步改革新股发行(IPO)制度,完善一级市场准入机制。随着股改“新老划断”时点的确立,就有必要检视新股发行制度的演进和探讨需要进一步改进的内容。在股市成立的较长一段时期,我国新股发行基本上是基于企业剥离式重组的定价发行,实施上市的额度管理和审批制度。这一政府行为扭曲了市场价格发现功能,给我国证券市场带来了诸多弊端。因此,必须进一步改革新股发行制度,完善一级市场准入机制。首先,应加大机构配售比例,取消其获配股票的锁定期,这一方面增强机构投资者在新股竞价中的谈判力量,另一方面可以有效改变市场投资者结构,从外部推动公司治理的持续改进;其次,在询价制出台后,“新股不败”已成为历史,所以应取消市值配售,恢复实行现金申购;另外,应放宽中小企业尤其是民营企业的上市标准,进一步促进中小企业及民营企业的发展。

三是加强反垄断的政策支持。垄断是公平竞争的死敌。在我国近些年经济高速发展过程中,一些企业和行业,不是通过自身的效率和市场方式,而是通过行政手段,以简单叠加来扩大规模。在某些方面,行政集中、行业垄断和地方保护的做法甚至比以前更甚。事实上,这种重法除了压抑某些弱小但富有生命力的新生力量和严重干扰市场秩序外,是没有任何实质意义的。其次,资本市场的反垄断,更多地表现在上市公司、投资银行、券商、基金等其它中介机构的准入、退出、发展规模和业务范围等方面,这里的处理稍有不当,就可能出现排斥市场外生力量,压抑新生事物,保护落后甚至复归旧体制的后果。资本市场是个高风险市场,而这个风险是同垄断程度呈正相关的,政策的公平就是要以一种有效的制度来防止垄断的产生,至少是减小其集中程度或遏制其破坏力。

其次,要关注政策执行中的公平。目前,资本市场政策的执行主要表现为政府对资本市场的监管,应该加强以法制为基础的监管,以法制监管逐渐取代大部分的任何行政。尽管法制建设是一个长期的过程,并且任何一种适用法律法规都不是完美的,但法制毕竟是一种比较好的方式。以法制为基础的监管可以做到提高监管的透明度、降低监管成本、免除一些人为判断的失误等。此外,还有许多全新的问题需要我们认真思考:

一是“公开性”建设与舆论监督的强化。市场的公平程度同社会传媒所能达到的资讯透明度是密切相关的。较为成熟的资本市场的监管经验表明:媒体监督如果渗透到资本市场的所有环节和所有过程,充分发挥信息和新闻披露的职能,就可以对资本市场起到意想不到的巨大的监管作用。资本市场上的信息不对称是令投资者和管理者关注的问题,资本市场上的不诚实乃至欺诈行为之所以层出不穷,也同信息不对称相关。很长一段时间以来,我国资本市场透明度低,以至“黑箱操作”的事例遍及上市公司、券商及基金、中介机构甚至涉及到某些地方政府。因此,如何扩大和强化舆论监督的作用,使之更加真实、全面和及时,使之更加权威并具有威慑力,使资本市场更加透明,是保证资本市场公平与效率的又一重大课题。这就涉及到整个媒体制度改革的问题了。

二是资本市场的自律性管理。自律性管理是政府监管的基础,是维护市场秩序的一种重要的支撑,因为市场归根结底是由各参与者在一定条件下自行组成和自行运作的,所以,缺少参与者的自律,管理层的监管可能是事倍功半的。所谓参与者的自律,就是在资本市场中分门别类地建立一些有约束力的“门规”和“行规”,使所有参与者都遵守那些已被证明对自己和对大家都有利的行业准则,制止那些“损人利己”的种种不正当行为。其中,基于资本市场的特点,首先是提高证券中介机构的自律性管理,即建立证券中介机构良好的行规和职业道德。

毫不疑问,中国证券市场下一步的战略转型离不开一套有效的制度框架,市场整体创新的重点就在于要加速推动中国证券市场的制度创新,涉及到市场体系、组织模式、交易制度、微观结构等诸多方面的内容。当然,政策的制定与执行,在任何时代都不是一个系统而又复杂的问题,其关注的重点也颇有不同,但有一点是毋庸置疑的,即在中国资本市场战略转型的关键阶段,政策的公平将成为制度创新各环节的主题。

(作者系华龙证券有限责任公司副总经济师)

我国资本市场步入可持续发展时期

□华龙证券 李福祥

资本市场是我国经济改革开放的产物,一开始就站在市场经济改革与发展的最前沿,经历了由试点到逐步推广、由争议到共识、由起步到快速发展的历程,在很多方面取得了一些发达市场国家几十年、甚至上百年的成就,已成为世界最大的新兴市场。资本市场在我国经济大发展中发挥着越来越重要的作用,已成为企业日益倚重的融资平台、资源配置与国有经济战略调整的平台、化解金融风险的平台和公众管理财富与财富效应发挥作用的平台。事实说明我国资本市场已具备可持续发展的基础与条件,同时资本市场“新政”必将推动我国资本市场进入可持续发展时期。

资本市场已具备可持续发展的基础与条件

近20年来我国资本市场在法律制度、交易规则、监管体系等方面已建立了一个基本上与国际标准相符合的市场体系,市场诸要素的建设取得了很大成就,可以肯定我国资本市场可持续发展的基础与条件已具备。

(一) 资本市场可持续发展具备制度基础

近几年我国曾对资本市场的基本大法《公司法》、《证券法》两度修改,使之不断适应我国资本市场发展的趋势,同时出台了近300个与两法配套的证券法规指导,规范着资本市场的行为。另外《上市公司监督管理条例》、《证券公司监督管理条例》等一系列配套法规正在制定和完善之中。可以说我国资本市场已有法可依、有章可循,发展制度将不断完善,可持续发展具备法律、法规和制度基础。

(二) 资本市场可持续发展具备坚实的政策基础

2007年10月党的十七大报告强调要“提高银行业、证券业、保险业竞争力。优化资本市场结构,多

渠道提高直接融资比重,加强和改进金融监管,防范和化解金融风险”,又一次为我国资本市场发展提出了明确目标和任务。可见,从十六大确定资本市场的地位与目标,到“国九条”纲领性文件的产生,再到十七大强调资本市场目标和任务,说明我国资本市场已经上升为国家经济战略的重要部分——形成、健全一个以资本市场为核心的现代金融体系;资本市场的发展成为我国金融改革、发展的核心内容,我国资本市场的可持续发展具有坚实的政策基础。

(三) 资本市场的可持续发展具备内在条件和市场基础

首先,上市公司数量和市值不断增加,证券化率已超过100%。其次,融资规模不断扩大,融资能力不断增强,融资工具逐渐丰富。

第三,投资者队伍不断壮大,机构投资者已成为市场中坚力量,机构投资者影响力明显增强,初步形成了由证券投资基金、QFII、保险资金、社保基金、企业年金、各类理财机构以及私募基金构成的多元化机构投资者队伍,基本上改变了长期以来我国资本市场已散户为主的结构格局。

第四,资本市场的对外开放已经起步并在向前推进。

第五,困扰资本市场的四大历史问题——股权分置、大股东占用资金、证券公司风险、激励制度得到解决或建立。

(四) 资本市场的可持续性发展具备有韧性的实体经济基础和强劲的“需求”动力

实践证明每一阶段、每一层次的改革开放都使生产力大大释放,经济效益大幅提高,综合国力不断增强,使我国国民经济获得了较快增长、取得了长足的发展,使我国朝着经济大国与强国的方向前进。十六大以来,我国国民经济不仅增长速度快,而且持续时间长、稳定性好。根据国家统计局的数据,2003年—2006年GDP年均增长

10.4%,比世界同期平均增长9.7%高出0.7个百分点。目前我国的工业化和城市化进程正在加速,市场化和国际化处于加快的时期,经济已连续4年保持了10%以上的增速,为达到“国九条”纲领性文件的发展目标提供了所依赖的实体经济基础。同时,未来我国经济增长方式和结构将继续优化,到2020年将基本完成工业化,金融等服务业对经济增长的贡献,将不断提商,经济将保持全面、协调、可持续发展;十七大报告提出2020年实现我国人均国内生产总值(GDP)比2000年翻两番的目标,意味着我国人均GDP由2000年的7858元达到2020年的31432元,意味着未来10年我国经济将持续保持8%以上的年均增长速度。经济的全面、协调、可持续发展客观上要求资本市场的可持续发展为之服务、为之保驾护航,资本市场的可持续性发展具有实体经济强劲的“需求”动力。

(五) 资本市场的可持续性发展具有充足的资本(金)保障基础

资金是资本市场的血液。现阶段或将来较长时期我国资本(金)充足,供给源源不断,表现为:(1)居民储蓄存款节节攀高,并随收入的提高而呈继续增加之势。目前我国居民储蓄已超过16万亿元,随着企业利润的持续增长,居民的收入必将增加,为获取财产性收入必将增加投入资本市场的量和比例,是资本市场可持续发展的重要资金力量。(2)人民币升值和继续升值的预期效应、对外开放的推进,吸引海外资本不断进入我国资本市场,股票等资本市场产品成为外资追逐的主要对象。2001年我国正式加入WTO,进入经济全球化进程。我国劳动力和低成本的优势在吸引外资投入和促进国内出口方面得以充分发挥。在人民币升值的预期下,部分国际资本(游资)已进入中国,并把投资对象指向资本市场。同时,国际上对人民币将来升值的预期继续达成共识,人民币继续升值

不可逆转,加之我国上市公司业绩持续增长的诱惑,可以肯定将来外资除通过QFII外,还可通过贸易项目、直接投资项目、地下钱庄等非常渠道进入我国资本市场。(3) 证券养老基金、保险资金、社保基金、养老金、券商等机构投资者资本市场的资金比例会进一步提高,数量将继续增加。可以肯定,我国资本市场的可持续性发展具有充足的资本(金)保障基础。

“新政”将推动资本市场走向可持续发展

资本市场已经成为国家经济战略的重要部分,管理层肩负着我国资本市场改革开放与稳定发展的历史重任,其资本市场“新政”的制定、出台、施行必将将以《国务院关于进一步推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》和十七大关于资本市场的战略目标和任务为指针,以我国资本市场的实情为历史,以国内外资本市场监管的规律和经验教训为鉴,有力推动我国资本市场走向可持续发展。

笔者认为新时期我国资本市场“新政”将围绕以下内容和目标进行制定、出台和实施:(一)进一步健全、完善市场制度,夯实可持续发展的制度基础;重点一是对原有制度、规则进行修改、完善,如对发行上市保荐制度、独立董事制度、股权激励制度等进行修改完善;二是建立、健全市场可持续发展的新制度、新规则,支持行业并购与产业整合,鼓励优质资产和资源向优势上市公司集中,如出台有关上市公司集中合并、重大重组的规章制度等。(二)稳步扩大直接融资比重,逐步放大资本市场规模;虽然我国资本市场的直接融资功能在不断增强,但直接融资的比重仍然偏低,前几年我国直接融资占融资总额的比例只有百分之几,2007年以来直接融资已超过10%,但与日本、德国、美国等国家分别达50%、57%、70%的比例相比,仍不同同年而语,稳步扩大直接融资