

20 资本市场

期待下一个二十年 14



中国证券市场的20年，是不断探索的20年，对中国经济发展的作用及取得的历史性功绩举世瞩目。其中有三次具有里程碑意义的变革已经发生，未发生却被市场广泛期待的变革应还有两次，笔者将其定性为中国证

证券市场发行体制需全面变革

○ 李康

券市场的五次革命。

第一次革命无疑是以沪深两大证券交易所开业为标志的中国证券市场建立。作为中国证券市场上涵式发展的重要组成部分，股权分置改革和股指期货推出分别构成中国证券市场的第二次革命和第三次革命。要成为成熟证券市场，中国证券市场还需进行两次革命，即发行体制全面变革及回归真正平等对待所有企业这一证券市场根本。

回首中国证券市场20年，是以上海证券交易所和深圳证券交易所开业为起点的，但这并不是人们第一次接触“证券”概念。早在1981年国库券就开始发行，1984年更有中国第一股之争。但是，两大交易所开业标志的是真正意义上“证券市场”的诞生。对整个中国证券市场进程而言，“市场”的意义远比“证券”的概念来得重要和深远。

2005年5月24日《中国证券报》头版文章中引用笔者的观点，以标题形式将股权分置改革定性为我国证券市

场建立以来的“第二次革命”。这一定性，并非只是简单地给2005年4月29日启动股权分置改革戴上“革命”的帽子，而在于此次改革是对中国证券市场模糊界定的产权进行法律上初始界定的过程。股权分置改革在调整股东利益及矫正公司行为方面起到很好的作用，是在解决“法律失灵”、“管制失灵”与“市场失灵”的基础上，对“产权失灵”的深层次重整。经过此番“第二次革命”，非流通股股东通过“对价”方式使产权中支配权的一种——“流通权”得以完整实现，超强的控制权功能得以弱化，流通股股东通过接受“对价”实现对控制权潜在的可能掌控与财产的增加。摆脱“路径依赖”，实现相对的“产权完全界定”是后股权分置时代中国证券市场法律调整效率最大化的关键。

2009年下半年到2010年上半年，“十年磨一剑”的创业板，“六年磨一剑”的股指期货及融资融券成为中国证券市场完善制度建设的三大举措。如果说创业板的启动改变了资本市

场需求模式，股指期货推出则改变了资本市场交易方式，并间接影响资本市场供需关系。虽然目前的金融期货产品还很单一，但是股指期货本身所引入的卖空和套利机制，能在一定程度上修正市场的定价偏差，推出股指期货将从本质上提高市场的定价效率，使中国资本市场全体参与者在交易工具上实现与国际投资者全面接轨。从这个意义上讲，股指期货完全可以称为继股权分置改革以来的中国证券市场第三次革命。

中国证券市场已发生的三次革命，其各自继续演进的道路还很长。中国证券市场亟待的第四次革命将是发行体制的全面变革。

新股发行体制改革一直是市场关注的焦点，是我国资本市场制度改革的难点与重点。监管部门对此一直在进行探讨和改进。从真正的改革意义上来说，中国证券市场发行体制需要一场全面的变革，包括保荐人制度、证券公司法人责任对等整治等各个方面。

中国证券市场最值得期待的第五次革命应是证券市场参与主体所有制区别意义的降低。第五次革命将成为中国证券市场摆脱“路径依赖”的根本标志。

所有制色彩和所有制区别意义一直是中国证券市场无法抹去的印记。中国证券市场建立的初衷是为国有企业改革，取得巨大成绩，也是中国证券市场获得“准生证”的关键。随着市场深入发展，国企改革融资带来的国有股权本位、追求规模扩张、外延式发展道路、以融资为主要目的的圈钱运动等种种表象，归根结底是中国证券市场这种独一无二的“新兴加转轨”市场对股权结构存在着明显的路径依赖”。

诺斯悖论指出，一方面，没有国家就没有产权；另一方面，国家权力介入产权安排与产权交易，会造成所有产权的残缺。事实上，诺斯悖论以另一种形式体现在我国证券市场，作为规则的制定者与规则执行的监督者，又通过代理人作为证券市场的参与者，形



成角色的冲突。因此，从某种意义上来说，只有参与证券市场的各个主体真正平等，相对的“产权完全界定”与“效率最大化”才有可能。

哈罗德·德姆塞茨的著名论断：产权在资源配置上的主要功能是使有益和有害的效应内部化。高度市场化的中国证券市场，包括以“三大革命”为标志的制度变革所带来的法律调整效率的提高已达到难以继续有效突破的临界点，必须依赖于中国经济体制改革与市场经济体系构建的总体进程。

作者简介：李康，湘财证券首席经济学家、副总裁兼研究所所长。

“中国资本市场20周年成就展”专题之二

整顿·规范



中国资本市场20周年成就展“整顿·规范”展区的现场。

本报记者 车亮 摄

1992年10月，国务院证券委员会和中国证券监督管理委员会成立，标志着中国资本市场开始逐步纳入全国统一监管框架。1998年，集中统一的监管体制形成。监管部门成立后，制订了一系列的规章制度，着重整顿股票市场、期货市场发展初期出现的不规范情形，规范股票发行，建立信息披露制度，清理老基金，大力打击股票欺诈，初步建立证券市场法规体系，整顿商品期货市场秩序，暂停国债期货交易，市场在不断强化的监管过程中逐步走向规范。1997年“亚洲金融危机”后，为防范金融风险，又集中对各地设立的场外股票市场和柜台交易中心进行清理，对期货市场进行进一步整顿和规范，化解潜在风险。在此期间，市场在不断规范中稳步发展，海外上市取得突破。我国资本市场在不断落实“法制、监管、自律、规范”八字方针中发展壮大。（除署名外，其他图片均为资料图片）



1991年11月30日，上海真空电子器件股份有限公司人民币特种股票（B股）首次发行签约仪式举行。



1995年1月，西藏明珠股份有限公司在拉萨公开发行股票3000万股，这是西藏首次公开发行股票。2月，西藏明珠在上海证券交易所挂牌上市，标志着我国上市公司已分布到全国所有省、自治区和直辖市，沪深交易所已成为全国性证券交易市场。



1998年，基金开元和基金金泰公开发行，市场反应热烈，投资者申购踊跃。



1993年9月30日，深宝安通过二级市场收购延中实业股票，开中国证券市场收购兼并之先河。



1994年3月，北京采用无限量发售社会公众股专项定期定额存单的方式首次公开发行股票。图为一位投资者在阅读北京旅行车股份有限公司招股说明书。

► 1992年12月上海证券交所推出国债期货交易。1995年2月23日，上交所327国债期货合约出现严重违规交易，造成了巨大的市场风险。当夜，上交所宣布当日最后8分钟327合约的交易存在严重违规，判定无效。鉴于该事件的恶劣影响，1995年5月，开市仅两年半的国债期货交易试点被宣布暂停。“327国债期货事件”后，监管部门进一步健全了期货市场的规章制度，规范期货市场交易行为，加强市场风险控制，防范过度投机。图为在“中国资本市场20周年成就展”上展出的反映当时情况的图片及文字说明。

本报记者 车亮 摄



一位参观者正在观看展览。

本报记者 车亮 摄