“中国资本市场:从制度变革到战略转型”系列研究·总论

中国资本市场战略目标与战略转型

□ 课题主笔:中国人民大学金融与证券研究所所长 吴晓求教授
联合策划:中国人民大学金融与证券研究所 上海证券报

从战略角度看,股权分置改革成功开启了中国资本市场发展的新阶段,当我们完成了资本市场的制度变革即股权分置改革后,我们就不得不研究中国资本市场的战略定位、战略目标和由此决定的战略转型。这对未来中国资本市场成为一个大国资本市场具有重要的战略意义。

到 2020 年,中国(内地,下同)资本市场的战略目标和战略定位是:

以沪深市场为轴心形成的中国资本市场是全球最重要、规模最大、流动性最好的资产交易场所之一,其市值将达到 60 万亿—80 万亿人民币;

由于人民币届时将成为全球最重要的三大国际储备货币之一,因而以相对发达的资本市场为核心的中国金融体系将成为全球多极金融中心之一极。它将成为人民币及人民币计价资产的定价中心,拥有人民币及人民币计价资产的定价权。

为了实现上述战略目标,中国资本市场在发展重点和政策安排上,必须实现战略转型:

一是要对上市资源进行有效地开发和对上市公司的结构进行战略性转型,让已在海外上市的大型国企有序回归 A 股,以形成中国市场的大型蓝筹股群,提升中国资本市场的内在投资价值。

二是实现中国资本市场资金来源和投资者结构的战略转型,为此,必须改革中国传统的金融结构,继续大力发展机构投资者,加大资本市场的开放。

九大标志:中国资本市场进入新阶段

到 2006 年底,中国资本市场迄今为止最重要的制度变革——股权分置改革已全面完成。由于股权分置改革和资本市场资金管理体系等引发的制度变革,使中国资本市场的运行平台发生了根本性变化,从而使中国资本市场进入了一个新的发展阶段,其主要标志有:

1、股权分置的制度平台,从整体上看已不复存在,取而代之的是一个全流通的市场结构。全流通的市场结构,稳定了市场预期,使上市公司全体股东具有共同的利益平台和共同的利益趋向,使资本市场发展具有持续的利益动力。

2、与全流通的市场结构相适应,中国资本市场的运行规则也在进行重大调整。过去,中国资本市场的运行规则,包括发行、上市、交易、购并重组、信息披露、公司治理结构和退市机制等都是以股权分置为制度背景设计的,因而带有鲜明的股权分置的制度烙印。从 2006 年开始,以定价机制的市场化和绿鞋机制的引入等为代表的发行制度的改革,以融资融券、信用交易和做空机制为特征的交易制度的重大调整,以市场定价为基础、以创新工具为手段的市场化购并重组机制形成等,意味着全流通时代资本市场运行规则正在形成,这些规则体现了资本市场的核心理念。

3、资本市场资金管理体制和资金运行体系正在发生根本性变化,证券公司作为资本市场风险的“放大器”功能正在消失。从 1990 年资本市场建立之初到 2005 年,中国资本市场资金管理体制建立的核心理念是,把证券业理解成“类银行”。在这一理念指导下,以证券公司为核心而形成的中国资本市场资金循环体系也就成了一个“类银行”体系。资本市场这种“类银行”资金运行体系使证券公司可以不受任何约束地挪用客户保证金。基于挪用客户保证金基础上的证券公司的“自营投资”也就必然使自身经营风险“内生化”,从而对资本市场的风险起了不断“放大”的作用。近年来开始建立的客户保证金第三方存托管制度,将对资本市场“类银行”资金运行体系产生根本性影响,也将使证券公司的市场风险“放大器”的功能大幅度减弱,中国资本市场的风险源和风险结构得以改善。

4、资本市场的核心功能正在恢复。这种正在恢复的资本市场核心功能是指市场的估值定价功能。这从中国银行回归 A 股发行和中国工商银行“A+H”发行定价可以得出这个结论。资产的估值定价功能是资本市场最基础的功能,它是资本市场其它功能包括存量资产购并功能得以正常发挥的前提。

5、市场正在从追求增量融资到关注存量资源配置的转型过程中。在股权分置时代,由于制度设计所引致的利益导向,上市公司特别是其大股东十分偏好股权式的增量融资,有时这种融资偏好,完全偏离了理性的约束。一个狂热追求股权式增量融资的资本市场是一个非理性的市场,这种行为只会使市场成长之源日益匮竭,使市场丧失发展的持续动力,因为这种市场的基本行为倾向是只索取,不回报。正如我们在 2004 年的研究报告《中国资本市场:股权分裂与流动性变革》一书中所分析的那样,非理性的股权式增量融资行为的制度基础是股权分置。随着这一行为赖以形成的制度基础的不复存在,上市公司特别是其大股东对股权式增量融资近乎疯狂的偏执,会受到市场化的利益机制的自动约束,因为并不是任何意义上的股权式增量融资都可以带来资产市值的最大化。取而代之的是以购并为特征的存量资源配置行为(或存量资产的并购交易)将是市场所十分关注的。未来中国资本市场最富有生命力特征的是市场并购行为。

6、上市公司股东特别是其控股股东的利益实现机制正在悄然地发生变化,由股东之间的利益博弈转向企业之间的市场博弈。股权分置时代,上市公司大股东的利益实现首先是通过股东之间的内部博弈来获取的,有时甚至是以损害中小股东(流通股东)的利益为代价而实现的。这就是股权分置时代为什么会有如此频繁的关联交易,为什么会出现近乎疯狂的非理性的高溢价融资行为的原因所在。在一个全流通的市场,资产价值的市场估值机制,会自动地约束大股东的不公平的关联交易行为,甚至对大股东挪用、侵占上市公司资金的行为都会产生抑制作用,大股东利益的最大化只有通过上市公司资产市值的最大化才能实现,而上市公司资产市值的最大化则是由包括公司利润、核心竞争力、产业优势等多种因素决定的。这样就使大股东、中小股东的利益和公司的整体利益通过资产市值这个市场纽带联系在一起,到市场上去获得最大利益,成为他们的共同目标。

7、全流通的市场结构使中国资本市场开始具备建立上市公司发展长期激励机制的条件。由于在全流通条件下,大股东的目标函数与公司的整体目标函数趋于一致,资产市值最大化既是全体股东的共同目标,也是考核经营管理层的核心指标之一,同时,股权的全流通使得期权激励这种侧重公司长远发展,同时对经营管理层具有长期激励功能的制度得以有效建立,从而使股东利益、公司利益和经营管理层利益三者之间得到了统一。这一点,对中国资本市场的持续健康发展具有特殊意义。

8、股权分置时代所形成的资本市场资产价格体系已经分崩离析,资产价格的无差异时代已经结束,取而代之的基本趋势是,建立在收益—风险相匹配基础上的资产价格体系的结构性调整,强者更强,弱者更弱。资产价格体系的这种结构性分离,既意味着市场投资机会的增加,也意味着市场风险的增强,中国资本市场投资的收益—风险匹配机制正在形成。

9、人民币升值预期和国际化步伐的加快。这是中国资本市场发展进入新阶段最重要的外部金融环境。从资本市场成长与本币币值变动的国际经验看,一国货币的升值,客观上会导致本国货币计价资产的升值。2006 年,中国资本市场股票价格的大幅度上涨与人民币的升值趋势是有内在关联的。随着我国外汇管理体制改革的深化、资本项目的逐步开放和人民币作为可自由兑换的国际化货币时代的到来,可以预期,人民币在 2010 年以后,将会成为继美元之后全球最重要的储备货币。在开放度和国际化程度如此高的金融环境中,中国资本市场将会演变成全球最重要的人民币资产交易中心,继而成为全球多极金融中心之一。

从以上九个方面我们可以清晰地看到,与 2005 年之前相比,今天的中国资本市场的确进入了一个新的发展阶段,这个新的发展阶段为未来中国资本市场从制度变革到战略转型提供了坚实的基础。

战略转型:中国资本市场面临的最重要任务

从战略角度看,股权分置改革虽然是中国资本市场最重要的制度变革,但是,对于年轻的中国资本市场来说,这只是进入新阶段的起点,在未来发展道路上,还有很多重要问题需要我们去思考,去不断地解决。这其中,最重要的问题可能是:中国资本市场如何进行战略定位?在全球金融市场中,未来中国资本市场扮演何种角色?中国资本市场所追求的战略目标是什么?等等。当我们完成了资本市场的制度变革即股权分置改革后,我们就不得不对这些事关中国资本市场未来发展前途的战略问题进行深入思考和系统研究。研究中国资本市场的战略定位、战略目标以及由此决定的战略转型,是未来中国资本市场面临的最重要的任务。

中国资本市场的战略定位和战略目标

经过 28 年的改革开放,中国已经从一个贫穷落后的国家转变成了一个经济大国。如果说,生产能力惊人增长的制造业成就了中国经济大国的地位,那么,未来中国实现由经济大国转变成经济强国,除了具有强大的自主创新能力外,一个以资本市场为基础的具有强大资源配置能力和财富创造效应的现代金融体系肯定是必不可少的。在日益开放的国际经济体系中,经济的全球化是一个基本趋势。如何在不断开放的条件下,在保持经济安全和基本经济秩序基础上,促进本国经济发展,在互惠、互利基础上促进全球经济增长,是世界各国面临的共同问题。与此同时,在竞争日益激烈的今天,如何维护本国经济相对优势的地位,在优化配置本国资源基础上,如何最大限度地利用他国资源来发展本国经济,也是世界各国政策实施和制度设计的重点。我们知道,在现代经济体系中,金融体系是资源配置的主导机制,因而构造一个什么样的金融体系从而使其在未来经济资源的竞争中处在优势地位,就变得非常重要。我们曾在 2005 年出版的中国资本市场研究报告《市场主导型金融体系:中国的战略选择》一书中非常明确地指出,建立具有良好流动性和透明度、具有足够宽度和厚度的资本市场以及以此为基础而形成的现代金融体系(简称市场主导型金融体系),是中国金融体系改革所追求的战略目标,因为,这种主导型金融体系可以有效分散风险,保持金融体系必要的流动性,实现经济增长的财富效应,促进存量资源的流动和优化配置。

具体而论,当站在开放和金融市场全球一体化的角度,我们认为,到 2020 年,中国(内地,下同)资本市场和金融体系的战略目标是:

以沪深市场为轴心形成的中国资本市场是全球最重要、规模最大、流动性最好的资产交易场所之一,其市值将达到 60 万亿——80 万亿人民币;

由于人民币届时将成为全球最重要的三大国际储备货币之一,因而以相对发达的资本市场为核心的中国金融体系将成为全球多极金融中心之一极。它将成为人民币及人民币计价资产的定价中心,拥有人民币及人民币计价资产的定价权。

实现上述战略目标,我们既有历史机遇,也有现实的基础。全球金融中心之一极正在向中国的上空漂移。我们必须顺应历史的趋势,更应把握历史的机遇。

中国资本市场的战略转型

为了实现上述战略目标,我们必须重新审视中国资本市场的发展战略和政策安排。整体而言,那种把中国资本市场简单地定位于一种融资机制,把资本市场看成是金融体系从属的发展战略和政策安排都是不恰当的,因而必须转型。我们认为,中国资本市场战略转型的重点主要表现在两个方面:

*一是供给来源和供给结构的根本性调整,即要对上市资源进行有效保护和对上市公司的结构进行战略转型。*从政策或者实践角度看,这一战略转型的含义主要有两点:(1)已经在海外上市的大型国有企业必须有步骤地回归 A 股,这是发展和壮大中国资本市场的战略举措。截止到 2006 年 12 月底,中国银行、中国国际航空已经回归 A 股,中国人寿已经完成了回归 A 股的发行审核,中国工商银行历史性地创造了“A+H”同步发行、同步上市的模式,并且将存量资产留在 A 股市场。在未来几年中,中石油、中移动、建设银行、中海油、神华能源、交通银行、中国电信、中国网通、中国铝业、中国财险、中国远洋等都应回归 A 股。(2)鼓励未在海外上市的符合上市条件的大型国企特别是资源型大型国企在 A 股市场上市,不鼓励甚至从政策上限制这类企业到海外上市。

我们必须从战略的高度去认识这种战略转型对中国资本市场未来发展所具有的深远意义。要采取积极措施让那些业绩优、规模大,并且是中国经济支柱的大型企业在内地 A 股逐步上市,以形成中国蓝筹股市场。只有拥有大量优质的具有长期投资价值的蓝筹股公司,中国资本市场才能越来越多地吸引投资者进入市场;只有源源不断的优质上市公司进入市场,资本市场才能保持可持续发展。从这个意义上讲,我们不赞成我国大量优质企业特别是国有特大型企业争先恐后地到海外上市。2006 年 3 月在十届全国人大四次会议上,中国人民大学校长纪宝成教授从国家经济安全和培养我国内地资本市场的战略角度对我国大型和特大型企业(包括金融企业)纷纷到海外上市所提出的警示,是具有重要现实意义的。因为这些大型和特大型企业把握了中国经济的命脉,垄断了许多稀缺资源。把这些稀缺资源所创造的资源性垄断利润让境外投资者享有,这不公平,也不正常。

当然,对企业自身而言,海外上市也许是其利益最大化的选择,因为纽约、香港等国际性资本市场能够更好地满足其大额融资的需要,也能够扩大公司的国际影响力。但是如果我们将判断的视角从公司角度上升到国家角度,这一选择就不合适了。政府在政策设计上也不应鼓励这种选择。我们应该认识到,在新时期,优质企业已经成为上市的战略资源,成为各个国家资本市场竞相争夺的稀缺资源,这从纽约、纳斯达克、伦敦、新加坡等交易所竞相赴国内推介可见一斑。我们必须深刻地认识到,在现代金融活动中,上市资源是最重要的金融资源。我们要努力把我国的优质企业留在国内资本市场,让中国国内的投资者享受这些具有核心竞争力企业所创造的财富,同时通过改善上市公司结构来提升中国资本市场的竞争力,改变中国传统的金融结构,建立一个拥有风险配置能力和国际竞争力的现代金融体系。

也许有人会说,我国资本市场目前还容纳不了特大型公司的上市,这些公司的发行和上市会给资本市场带来压力,导致市场下跌。这是一种片面的看法,中国银行的回归、工商银行“A+H”的同步上市从事实上已经驳斥了这一观念。虽然我国资本市场规模目前不是很大,存量资金也有限,但是如果发行的企业确实是具有很好投资回报的优质企业,那么大量苦于没有投资渠道的场外资金会源源不断地流入市场,从而可以提升整个市场的承接能力。如果我们以市场小为理由限制特大型企业在本土市场的上市,那么我国资本市场将永远不可能发达起来。只有迈出了这一步,资本市场和企业上市之间才能形成互相促进的良性循环关系。

*二是资金来源和投资者结构的战略转型。*这种从市场需求或资金角度所提出的战略转型,核心要义是实现从单一内资市场到内外资并重的市场的转型。没有资金来源和投资者结构的战略转型,中国资本市场就难以承受大型国企大规模回归 A 股所带来的市场压力,作为市场中流砥柱的蓝筹股集群就不可能形成,中国资本市场资产结构的根本性调整就不可能完成,试图成为全球多极金融中心之一极的战略目标也就只能是一种不可企及的梦想。

面对大型国企大规模地回归 A 股和中国蓝筹股集群的形成,实现中国资本市场资金来源和投资者结构战略转型的路径主要有两条:

路径一:就中国金融体系的内部资源来说,必须超常规模地发展以集合投资为特征的证券投资基金,逐步扩大商业保险资金(主要是寿险资金)和社会保障基金进入市场的比例,积极稳妥地发展从事基于资本市场资产管理、具有私募性质的投资基金。只有这样,才能从根本上改善资本市场上投资者的结构,中国资本市场才会在发展中实现供给与需求的动态平衡。资本市场上资金来源和资金结构的这种战略调整,必将对中国金融体系和金融结构产生重大影响,从而,也会极大地提高中国金融体系的弹性和结构性效率,改善风险结构。

路径二:就中国金融体系的外部资源来说,必须从投资角度开放其资本市场,开放的幅度、节奏应与大型国企回归 A 股和蓝筹股集群形成过程相协调。资金封闭的中国资本市场完成不了全球多极金融中心之一极的伟业。与其着力发展 QDII 购买海外上市的国企股,不如让大型国企回归 A 股;与其担心市场承受力而把大型国企送到海外上市,不如把大型国企留在 A 股而同时调整外国投资者进入中国市场的门槛(比如 QFII 泛化),以消除市场承受力之虞。中国资本市场如果要成为全球最重要的金融市场之一,不断地对外开放是一个基本要求。

从资金来源和资金结构看,未来中国资本市场不能是一个不能流动的内陆湖,而应是具有很好流动性的汪洋大海的组成部分。

中国资本市场实现战略转型两大外部条件

中国资本市场要实现上述战略转型,从而到 2020 年实现全球多极金融中心之一极的战略目标,需要一系列外部条件的支持。我们认为,除了国民经济必须保持稳健地增长、经济规模足够大和经济结构具有相对优势的竞争力外,以下两个外部变量或者说外部环境要不断改善:

人民币国际化进程

我们认为,随着中国经济实力的不断增长和经济的不断开放,人民币的国际化进程正在加快。我们有理由相信,到 2010 年,人民币将成为国际金融市场上完全可自由兑换的国际性货币;到 2020 年,人民币将成为国际金融市场仅次于美元的最重要的国际储备货币。人民币这种国际化变动趋势为中国资本市场的发展和中国金融的结构性改革提供了良好的外部金融环境,是成就中国资本市场成为全球多极金融中心之一极伟业的最重要基础条件之一。具有良好信用且有充分流动性和开放度的人民币,给人民币计价资产带来了持续性的良好预期。

构造以提高市场透明度为核心的资本市场法律制度和规则体系

良好的法律制度和法制环境对中国资本市场的战略转型和战略目标的实现至关重要,而这其中资本市场法律制度和以此为基础而制定的规则体系的不断完善最为核心。中国资本市场法律制度的建设和规则体系的完善,必须体现两个基本原则:一是透明度原则,即资本市场法律制度的建设和规则体系的完善,必须保证市场具有足够透明度。从世界各国的实践看,透明度是资本市场赖以存在和发展的前提,是资本市场功能得以充分发挥的必要条件,是“三公”原则实现的基础。透明度的核心是信息的真实性和公开性。中国资本市场法律制度和规则体系近几年虽然有了一定的完善,但从总体上看,仍存在很大缺陷。透明度不足是中国资本市场未来进行战略转型和实现战略目标面临最严重的挑战之一。

二是国际惯例原则。由于股权分置等因素的影响,中国资本市场的法律制度和市场规则体系在相当多的方面,体现了“中国特色”,过于“中国特色”的资本市场法律制度和规则体系,显然不利于中国资本市场的战略转型,显然是中国资本市场成为全球多极金融中心之一极的最严重的障碍。总体而论,就资本市场的法律制度和规则体系来说,体现“国际惯例”是其主流,否则,这种法律制度就会阻碍中国资本市场国际化。

中国特色的资本市场法律制度和规则体系赖以存在的制度基础——股权分置已经成为历史,我们进入了一个全流通的时代。所以,我们应当用战略的眼光,用建设一个强大的资本市场的目标,前瞻性地制定和完善与中国资本市场战略转型和中国资本市场未来战略目标相适应的法律制度和规则体系。一个体现平等、自由、透明、发展理念精神的法律制度,将使未来的中国成为一个强盛、富裕、和谐的中国。