

未来十年资本市场建设三大任务

□吴晓求

十年来,中国资本市场在总量、结构、制度创新等方面发生了重要变化,确立了打造规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场的发展目标,以及建制度、不干预、零容忍的市场运行基本原则。未来十年,中国资本市场将朝着市场化、法治化、国际化的方向发展。

一、中国资本市场十年来的主要变化

2012年至 2022 年,中国资本市场走过了一条不断探索的道路,经历了风雨,克服了困难。中国资本市场在十年里发生了较大变化,这种变化是积极的变化,表明中国资本市场在不断发展、不断进步。

1. 市场规模扩大

上市公司数量大幅增加。2012 年底,中国上市公司有 2494 家,到 2022 年 7 月 1 日达到 4733 家。中国上市公司数量在全球排第二位。

市值大幅增长。2012 年底,中国股票市场市值约 23 万亿元,到 2022 年 7 月 1 日,市值已达 84.6 万亿元,翻了近两番。

2. 市场结构多元化

总市值增加的同时,市场结构更是发生了重要变化,涵盖主板、科创板、创业板、北交所、新三板、区域性交易所等,这些市场逐步规范并得到相应发展。

设立科创板在中国资本市场建设中具有重要意义,它标志着资本市场高度重视中国高科技企业的发展,高度重视科技进步、技术创新。2019 年 6 月 13 日,经过半年紧张筹备,科创板开板;2019 年 7 月 22 日,科创板开市。截至 2022 年 7 月 1 日,科创板共有 432 家上市公司,市值 5.67 万亿元。

2020 年 6 月 12 日,创业板注册制改革开始试行。2020 年 8 月 24 日,创业板注册制改革后首批企业上市。截至 2022 年 7 月 1 日,创业板共有 1150 家上市公司,市值 12.39 万亿元,其中通过注册制发行的上市公司有 330 家。

2021 年 11 月 15 日北交所开市,首批北交所上市公司有 81 家,大部分由新三板精选层平移而来。

3. 确立发展目标

中国资本市场确立了明确的发展目标,即打造规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场。这种定位是恰当的。

一是规范。中国资本市场必须是规范的市场,所谓规范的市场就是法治的市场。

二是透明。中国资本市场必须是透明度非常高的市场。信息披露是资本市场存在和发展的基石,没有充分的信息披露,市场就不可能有足够的透明度。

三是开放。中国资本市场必须是一个开放的市场。从 2000 年开始,中国资本市场就启动了对外开放,开始实施 OFII 制度,此后有了 ROFII,启动了“沪港通”“深港通”,这些都是中国资本市场对外开放的重要标志。当然,这些开放措施只是过渡性的,是一种管道式开放,未来必须推动资本市场的全面开放。全面开放和国际化是中国资本市场的战略目标。

四是有活力。中国资本市场必须是有充分的流动性、投资者可以积极参与的市场。投资者的参与性、市场的活力,与充分的流动性有密切关系。有活力的市场,核心是有投资价值。

五是有韧性。有韧性的市场,实际上就是结构上有弹性的市场,这对金融产品提出了很高的要求。

4. 确立基本发展方向

中国资本市场发展的基本方向可以用“三化”来概括,即市场化、法治化、国际化。“三化”是中国资本市场未来发展和改革的基本方向,制度变革、机制再造、政策调整都要朝着市场化、法治化、国际化的方向发展。

一是市场化。在“三化”中,市场化是最基础的。中国资本市场的发行定价过去由监管部门决定,注册制改变了定价机制,定价由市场机制来决定。让市场选择什么样的企业可以成为上市公司,是注册制的基本功能。市场化是中国资本市场不断成长的基石。

二是法治化。中国资本市场必须进入法治化发展阶段。注册制要求市场各个环节必须建立在法治化的基础上,因此中国资本市场的法律体系、制度规则都要进行调整。

□ 围绕注册制改革,以市场化改革为导向,全面深化资本市场各个环节的改革,适时在全市场推行注册制。目前,注册制改革的重点在于发行制度,发行和定价通过市场机制来完成。实际上,注册制改革具有更广泛的含义。广义上的注册制改革,包括发行、上市、交易、并购重组、信息披露、监管体制、退市机制、法律调整等资本市场所有环节的改革和调整。

□ 着力推动产品和制度创新,提升资本市场服务实体经济的能力,促进上市公司的结构升级。资本市场首先要服务实体经济,而且资本市场与科技创新、高科技企业发展有耦合关系。要推进资本业态的多样性,要让多样性的资本业态最大限度地孵化高科技企业,推动高科技到新产业的转化,从而推动产业的升级换代,提升产业的技术水平和技术竞争力。

□ 扩大开放,不断提升中国资本市场国际化程度。中国资本市场为中国企业和投资者服务,这是首要任务,但目标不止于此。必须拓展资本市场配置资源的能力和空间。配置资源的能力和空间没有边界,要把境外的资源为我所用,让全世界投资者都到中国来投资。

三是国际化。国际化是中国资本市场的战略目标,市场化和法治化都在为国际化奠定基础。市场化让未来的中国资本市场具有更大的投资价值,法治化是让投资者有信心、有预期。要实现国际化,中国资本市场就必须全面开放。

5. 确立市场运行基本原则

中国资本市场运行的基本原则是建制度、不干预、零容忍。

一是建制度。资本市场的制度建设必须符合市场化、法治化、国际化的要求,制度的灵魂是市场化、法治化,方向是国际化。

二是不干预。不干预是指在市场日常运行中应由市场的力量和投资者博弈支配,每个投资主体、市场主体须恪守法律和 market 规则。

三是零容忍。零容忍就是任何人不能以任何理由为违法违规行为背书,要对违法违规行为予以严厉的处罚。无论是虚假陈述,还是内幕交易、操纵市场,必须按照公司法、证券法和刑法的要求予以处罚,对所有的违法违规行为为零容忍。

二、注册制改革在中国资本市场发展中具有里程碑意义

中国资本市场在十年中发生了各种变化,但最重要、最有标志性的就是注册制改革。

1. 设立科创板并试点注册制

在上交所设立科创板并试点注册制是在首届进博会上宣布的。经过半年筹备,2019 年 6 月 13 日科创板开板。注册制改革对中国资本市场的环境、基础条件要求很高。

2000 年之前,中国的股票发行制度是行政审批制。2000 年之后推行核准制,核准制与额度制、审批制相比有巨大的进步,开始重视专家在股票发行审核中的作用。当时发审委委员有 25 人,其中 5 人是有关经济管理部门的司局长,包括国家发展改革委、人民银行等;19 人是会计师事务所和律师事务所的合伙人或首席合伙人,都是业内资深专家。在实践中,专家可以通过投票来决定什么样的企业可以上市。

核准制有其优点,但也有一些缺陷:第一,发行审核主体和监管主体是一体的,难以自罚;第二,没有体现市场化原则,发行定价大体按照 25 倍市盈率定价,高科技企业和水泥、煤炭企业发行定价标准大体一致。

2. 深交所创业板试行并进一步完善注册制改革

2020 年 6 月 12 日,深交所创业板推行注册制改革。深交所创业板注册制改革中新增了两个重要内容:

一是“特别投票人”制度。某些高科技上市公司不实行同股同权,设定特别投票人制度,维持高科技企业创始人和

特别技术拥有者对这家企业的控制权,以保证企业不受资本短期目标的影响,让企业走得更远、更好、更稳,保持上市公司治理结构的稳定。

这是一项重要的探索。公司法规定一票一权,同股同权。推出特别投票人制度,意味着要对公司法进行重大修改,必须明确什么样的企业可以实行特别投票人制度。这种探索是法制建设的巨大进步。首先,法律是不可侵犯的;其次,法律又必须与时俱进。法的核心宗旨是维护公平正义,推进社会进步,推动经济发展。因此,在创业板实行特别投票人制度,是法制建设的巨大进步。

二是在创业板推行“诉讼代理人”制度即集团诉讼制度。注册制改革有一项基本诉求,即一旦出现欺诈上市及内幕交易等违法违规行为,就必须予以严厉的处罚。这是集团诉讼法律机制产生的逻辑基础。在注册制下,如果出现了重大的违法违规行为,当事人必须付出与其相匹配的代价。因此,集团诉讼非常重要。在刑法修正案对违法违规行为的刑事处罚标准进行大幅提高后,有不少排队上市的企业撤下了上市申请。按照刑法修正案,欺诈上市刑事处罚很重,还附有巨额的民事赔偿。注册制下推行诉讼代理人制度,对维护市场秩序,让法律发挥巨大的威慑作用意义重大。

3. 建立北交所并在北交所全面推行注册制改革

2021 年 11 月 15 日北交所开市。北交所的定位很明确:服务“专精特新”企业,其意义在于推动中国资本市场形成三足鼎立之势。从目前看,北交所上市公司总市值较小,还无法构成与沪深交易所的竞争,但从制度层面看已经形成三足鼎立之势了。

三、中国资本市场未来十年的主要任务

过去十年,中国资本市场建设有困难、有风险、有成绩,最重要的是找到了正确的发展方向。未来十年,中国资本市场建设有三大任务。

1. 围绕注册制改革,以市场化改革为导向,全面深化资本市场各个环节的改革,适时在全市场推行注册制

目前,注册制改革的重点在于发行制度,发行和定价通过市场机制来完成。实际上,注册制改革具有更广泛的含义。广义上的注册制改革,包括发行、上市、交易、并购重组、信息披露、监管体制、退市机制、法律调整等资本市场所有环节的改革和调整。目前只是改革了发行制度,并部分调整了其他方面的制度设计。围绕注册制改革,还须在很多方面进行深度改革。例如信息披露,过去的监管是全方位监管、实质性监管。注册制改革后,监管不是实质性监管,而是透明度监管。实质性监管的出发点是好的,每个环节都监管,对市场负责,

对投资者负责,但难以实现。注册制下,监管的重点是透明度,至于企业的技术是否成熟,专利是否具有市场前景,企业未来有多大的成长性,都与监管无关。与监管部门和投资者密切相关的,是信息披露是否充分、完整、真实和及时。

资本市场有“三公”原则:公开、公平、公正。公开永远放在第一位。没有公开就没有公平和公正。公开是指信息披露,重大信息必须透明,这个市场才具备公平、公正的基石。透明度是实现公平和公正的前提。因此,从实质性监管到透明度监管,是监管体制的重大变化,也是一种进步。

目前,退市机制还没有发挥应有的作用。吐故纳新,是市场有活力的体现。低效率的退市机制,会严重影响市场的定价功能。退市机制是指让没有价值的企业从市场退出,以保持这个市场有足够的投资价值,这是中国资本市场未来走向国际化的必要前提。

并购重组是资本市场成长的重要机制。大多数跨国公司都是通过并购重组形成的,要高度重视市场的并购重组功能。有并购重组,就有博弈;有交易,就要定价,就有改变现有公司治理结构的诉求,这是市场规律。并购重组需要一种市场价格的发现机制,它有矫正价格的作用,以恢复市场应有的功能,让并购重组更有效率、更公平、更真实。

基于注册制改革,必须全方位推进这些改革,在积极探索、总结经验的基础上,适时在全市场推行注册制。

2. 着力推动产品和制度创新,提升资本市场服务实体经济的能力,促进上市公司的结构升级

资本市场首先要服务实体经济,而且资本市场与科技创新、高科技企业发展有耦合关系。要推进资本业态的多样性,要让多样性的资本业态最大限度地孵化高科技企业,推动高科技到新产业的转化,从而推动产业的升级换代,提升产业的技术水平和技术竞争力。中国经济的未来在于科技型企业。推动经济的可持续增长,要有适当的市场化的金融机制,让高科技企业有成长的金融环境。因此,要大力发展资本市场前端的各种金融和资本业态。天使基金,VC/PE 基金业态,各种私募、并购基金,在孵化高科技企业、助力其渡过风险期具有重要作用。

独角兽企业,是指处在成长期、能代表未来的高科技中小型企业,这种企业越多越好,可以改变中国上市公司的结构。未来十年,中国上市公司前十名中应有四五家像华为这样的高科技企业,因此要注重前端业态的培育。这是未来十年的重要目标,为中国资本市场的国际化奠定坚实基础。

3. 扩大开放,不断提升中国资本市场国际化程度

中国资本市场为中国企业和投资者服务,这是首要任务,但目标不止于此。必须拓展资本市场配置资源的能力和空间。配置资源的能力和空间没有边界,要把境外的资源为我所用,让全世界投资者都到中国来投资。因此,中国资本市场必须扩大开放。

2012 年,境外投资者在中国资本市场的投资占比为 2.5%。如今,境外投资者在中国资本市场的投资占比提升到 4.5%,十年增长了 2 个百分点。未来十年,这个数字要从 4.5% 提升到 15%。

要实现这一目标,必须推进以下几项建设:

一是推进人民币国际化。

二是切实完善法律,让依法治国、依法治市深入人心。

三是进一步提高契约精神,契约精神是市场有效运行的枢纽。

四是提升透明度。投资者是根据披露的信息来做投资的,信息披露很重要。透明度是市场发展的基石。

五是经济要有持续的创新能力和,形成良好的制度平台、政策环境。

目前经济规模、国际贸易规模、经济竞争力、市场经济制度等硬条件日益成熟,如果法制基础、契约精神、透明度等软条件得到进一步改善,中国资本市场就能朝着国际化的方向不断前进。

(作者系中国人民大学原副校长、中国资本市场研究院院长)



上海证券报,新华社主管,证券市场信息披露媒体,创刊于 1991 年,是新中国第一份提供权威金融证券专业资讯的全国性财经日报,现已形成涵盖报纸、网站、客户端、视频、微信、微博等平台的全媒体财经传媒矩阵。

追求政治品德、新闻品格、专业品位、服务品质、一流品牌,做有“品”的全媒体财经资讯服务商,做您的决策参谋、投资顾问、理财助手。

因为敬业,所以专业;因为相信,所以看见 ……



中国证券网微信



上海证券报微信



上海证券报 APP