



您的位置：首页 - 文章选登

当前中国资本市场必须解决三大问题(吴晓求：2004年7月28日)

文章作者：吴晓求

中国的资本市场，从目前看，有三个问题是值得大家关注的，也是必须解决的。

一、透明度问题：透明度不足的问题侵害了中国资本市场生存的基础

所谓透明度，用通俗的话讲就是“不做假帐，不说假话”，所有的重大信息必须如实、及时地向公众披露。在一个较长时期里我们一般都认为，美国资本市场不存在透明度问题，因为在2001年之前很少有投资者因为上市公司的信息披露去起诉上市公司，但自从2001年安然事件之后，美国公司也纷纷出现了透明度问题。实际上透明度是全球资本市场所面临的共同问题。如果我们不能有效地解决透明度问题，不能解决上市公司和中介机构如实地向社会披露信息，那么资本市场就没有发展前途。因为透明度是资本市场赖以生存和发展的基石，没有透明度就没有资本市场。在这一点上，资本市场与银行体系是不一样的。银行体系从本质上说、从法律上说，不要求透明度，银行没有义务向社会公开披露其信息，当然如果是上市银行，则必须恪守透明度原则。

在我们的现实生活中，透明度原则经常受到挑衅甚至被公然践踏。损害透明度的行为主要有三种。

第一种行为是虚假陈述，主要表现为做假帐，或者帮助上市公司做假帐。

典型的案例，在国外有安然公司，在我国国内有银广夏等。为什么资本市场要求信息披露的真实性呢？因为在市场交易中，交易的双方——买者即资金的提供者与资产的提供者或卖者即上市公司——客观上天然地处在一种信息的不对称状态，上市公司在信息的拥有上占有绝对优势，投资者则处在劣势状态，无法与上市公司在信息的占有上处于平等的地位，所以如果法律没有强制性约束，上市公司完全有可能通过做假帐在资产买卖中牟取暴利。所以法律强制性要求资产的提供者——上市公司必须如实地向社会披露所必须披露的信息，让投资者以此作出公正、合理的投资决策。法律的基本精神是保护弱势群体，这也是资本市场强调透明度原则的根本出发点，通过信息披露的强制性义务保证市场交易过程中信息的对称性，以造就一个“公开、公平、公正”原则实现的基础。资本市场上的“公开”原则指的就是信息的公开，而虚假陈述显然直接破坏了这一原则。

第二种行为是损害透明度原则的内幕交易。

内幕交易行为直接损害了“公平”原则之精神。内幕交易主要是指处于信息优势地位的知情人，与市场投资者相勾结以获取不正当的利益。比如某上市公司的每股收益从0.2元上升到0.6元，业绩的巨大提升谁先知道呢？当然是上市公司的实际控制人，例如董事长、总经理和财务总监等。他们知道这个信息在没有披露之前是有巨大市场价值的。信息一旦公布，股价可能会从8元涨到15元。因此，法律规定这些人是不能进行关联交易的，如果有关联性股票交易行为，那就是内幕交易。内幕交易损害了其他投资者信息获取时的公平性，使得其他投资者的市场起点处在一个不公平的环境中，从而势必侵害其他投资者的利益。

第三种破坏透明度原则的行为是操纵市场。

如果说虚假陈述和内幕交易还是偷偷摸摸地进行，害怕受到法律的制裁的话，那么操纵市场就是公然地蔑视法律。一个长期亏损或者微利的上市公司股价可以由“庄家”炒到每股30元，这就是典型的操纵市场行为。操纵市场是对其他投资人利益的直接损害，从而造成不公正的结果。

市场透明度建设的道路是一个漫长而充满博弈的过程。以前对这些违法行为的惩治轻描淡写。虚假陈述，骗取上市资格，完全不符合上市标准的公司，通过做假帐骗取了数亿元的公众资本，对于这样的违法行为，以前通常就是罚款数百万元，加上对当事人、中介机构市场禁入性处罚。这样的处罚太轻了。如果同样是骗取商业银行数亿元贷款，决不是这样的处罚。因此资本市场的违法成本过低，这种惩罚机制诱使人们纷纷在资本市场从事违法行为，因为在这里违法所得很高，而所受到的惩罚很低，收益风险严重不匹配。这样不仅无法遏制违法行为，而且会使违法、违规行为变本加厉、愈演愈烈。最近监管部门加大了惩罚力度，除了经济的、行政的处罚外，加大了刑事处罚，启动了民事赔偿机制。法律、规则和制度一定要让违法者受到应有的处罚，要让他们倾家荡产。

传统商业银行从本质上讲存在着内在的缺陷——资产和负债在风险与收益之间不匹配，风险大大超过收益。当一个行业的主管业务风险大大超过收益，这个行业要么必须进行改革，要么就只有走向衰落而被取代。为什么商业银行要进行彻底的市场化改革？一个重要原因就是要建立一种风险与收益相匹配的经营机制和产品结构。就如资本市场，如果不能解决透明度的问题，不能形成多元资金渠道，投资人就会越来越少地进入这个市场，那么资本市场就必然萎缩。一种金融制度的衰落，意味着另一种新的金融制度的兴起。与传统商业银行相比较，资本市场可以称之为是一种新的金融制度。但是，如果资本市场不能解决透明度问题，不能使投资人在一种公平的环境下进行投资的话，那么又一种新的金融制度也会替代传统的资本市场，所以，资本市场面临着深刻的变革。

二、资金多元化问题：资金多元化的问题影响着中国资本市场的未来发展

资金多元化问题是资本市场发展面临的第二个重要问题。以前我们指望老百姓拿自己的储蓄进入股市，去买股票，买国债，买基金，这样的政策导向和期望在市场发展初期是可以理解的，也是正确的。货币政策应该做这样一个方向性的引导，使居民的存量储蓄和增量收入部分地、不断地进入市场，而不是进入银行体系。正是从这个意义上(虽然不限于这个角度)说，就当前中国的货币政策走向看，我是强烈地反对提高利率的。从目前经济形势和金融市场发展看，利率的提高既无益于控制所谓的通胀，更会给目前的汇率带来巨大压力，还严重损

害中国金融的市场化改革。

中国有一个与世界上大多数国家都不同的货币政策传导机制和市场结构。比如，从去年8月开始，人民银行调整了三次银行存款准备金率。我们都知道，存款准备金率是货币政策工具中能量最大的一种工具，它是以乘数效应影响商业银行的信贷扩张能力的。通常情况是，在调整存款准备金率之前，先调整利率。但是我们没有这么做。这种政策工具的运用与中国金融的市场化程度有密切关系，与我们要出台一系列政策引导居民的存量储蓄，增量收入逐步进入资本市场的方向有关系。

中国的资本市场，如果要成为现代金融体系的基础，仅靠居民存款和居民收入中的一小部分进入市场是不够的，那是一个以中小散户为主体的市场。我们如果要建立一个强大的资本市场，就必须推动资本市场资金渠道的多元化。

除了我刚才说的居民储蓄等，进入资本市场的资本渠道从类型上看，至少还有以下几类。

一是集合理财型的资金渠道。在现实生活中，作为单个投资主体，不少人是不愿意直接进入资本市场的。他们的资产选择偏好是无风险或低风险、低收益的资产。所以，银行储蓄或一级市场上的国债成为其优先选择的资产。由于存在货币幻觉，即使存在通胀风险也不会改变其资产选择倾向。但是如果有人帮他们作市场分析，设计规避风险的措施，同时又能得到比银行存款利息高的收益，这部分潜在的投资者可能会有一定的比例选择这种市场集合式理财方式。集合式理财满足了部分既能承受微弱风险，又能获得高于银行利息收益的投资者的需求。随着市场结构的完善，这部分资金管道会越来越大。我国的证券投资基金包括开放式和封闭式基金在内净值目前大约2600亿元，占到整个股票市场流通市值的15%左右。可以肯定，未来这一比例会上升。

二是资产委托管理式的资金渠道。随着经济的发展和收入的大幅增长，企业和个人的赢余资金愈来愈大，如何在锁定风险满足流动性的同时，提高这部分资产的收益是未来金融机构面临的重要任务，也是未来商业银行金融产品创新的方向。帮助客户管理资产，在锁定风险的同时，提升其收益，是未来商业银行进行资产管理的发展方向。商业银行有良好的信用，有庞大的客户群，有稳定的客户来源，这是它的优势。不足主要表现在两点：一是资产管理的专业人才严重不足。如果我们对市场不了解，对市场产品特性不了解，不知道如何进行资产组合，如何进行套利，如何规避风险，又不了解宏观经济政策的走势，那将势必影响商业银行的创新与改革。前一段时间商业银行一谈到资产管理，就等同于投资二级市场、投资国债，这是不了解市场风险的典型表现。

所以，对商业银行而言，缺乏的是基于市场的专业人才和市场化的体制。所谓基于市场的专业人才是指既了解宏观经济走势，又懂得投资技术和风险识别的专业人才。例如，有些上市公司拿股票作质押，按规定，非证券公司的股票不能作质押。但在实践中，确实有商业银行接受非证券公司拿来的股票作为质押发放贷款。在这种情况下，显然商业银行必须对股票进行风险识别。如果商业银行没有专门的证券化资产风险管理机制，没有专门的风险识别人才，那么作为质押品的股票所具有的所有风险都会蔓延到商业银行体系中来，会对其信贷资产产生潜在风险。最近有些股票价格跌去60-70%，甚至80%，谁来承担市场下跌的风险？这其中不排除商业银行。

商业银行更缺市场化的体制，缺的是与资产管理相适应的制度。目前的法律和制度不允许商业银行做基于市场产品组合的资产管理，只允许做非常单一的银行业务。实际上资产委托管理是未来商业银行以及其它金融机构进入资本市场的一个重要渠道。

进行资产委托管理的资金，从性质上说很难认定是自有资金还是银行信贷资金。2001年，人民银行出了一个问题请我研究，就是银行体系和资本市场如何合作。这个课题实际上有一个核心问题，什么样的资金可以进入资本市场？标准是什么？实际上，从纯理论上说，商业银行没有责任、也没有义务去强行规定客户如何使用信贷资金，商业银行唯一要做的是，这笔贷款的风险过滤机制是否能确保银行资产的安全性。只要银行信贷资产的风险能进行有效的过滤，企业或贷款人怎么用这笔资金，是贷款人自己的事。

三是股票质押贷款。在我国，从现行机制看，股票质押贷款仅限于证券公司。这一规则具有明显的歧视性。因而，从趋势上看，股票质押贷款应该取消主体资格限定。如果是这样的话，一方面将扩大资本市场的资金来源，另一方面将对商业银行的风险管理能力提出严峻的挑战。

四是各种社会保障资金。包括商业性保险资金和公共性保障资金等都会源源不断地进入资本市场。最近中国保监会在研究如何扩大商业保险资金进入资本市场的规模和比例。中国社保资金近4000亿元，其中2000多亿由地方政府管理，1800亿左右由中央政府管理。地方政府管理的社保资金相当多地被挪用了，要么被挪去搞房地产开发，要么搞基础设施投资。中央政府管理的1800亿社保资金，总体上看质量很高。之所以说它质量很高，是因为没有被用来搞房地产开发，而是进行了基于市场的资产组合。

五是私募资金。这也是未来发展资本市场非常重要的一条资金管道。现行的法律没有给它合理的定位，这是不正确的。有人甚至把私募基金与乱集资等同起来，这实在是一个误解。私募基金只不过是针对特定客户的一种资金筹集方式，它与公募基金只有募集方式的不同和强制性信息披露义务的差异。我们应该给它一个生存和规范发展的法律地位。

通过以上分析，我们可以看到，当所有这些资金管道建立起来而且越来越大的时候，经济体系和金融体系的资金循环会发生什么变化。显而易见，原来很多进入银行体系的资金会通过这些管道有节奏地进入资本市场，这样，资本市场就会强大起来。

三、股权分裂问题：股权分裂导致中国资本市场存在严重的制度缺陷，中国资本市场出现的问题多数源于此

大家知道，股权分裂是中国资本市场目前面临的根本性问题。中国资本市场规范和发展的重点，是如何建立一个具有完整流动性的市场，而不是流动性分裂的市场，即三分之二不流通、三分之一流通的市场。这种制度结构给中国资本市场带来了深远的消极作用。几乎可以肯定地认为，中国资本市场存在的种种问题，80%源自于股权分裂所决定的制度缺陷。我曾说过，解决了股权分裂的问题，中国资本市场80%的问题都可能得到解决。

中国上市公司为什么上市前业绩比较好，具有较强的竞争力，而相当多的公司上市三年后，业绩则一塌糊涂？为什么相当多的公司都会出现这样一种怪现象？显而易见，背后有其制度性缺陷，决不仅仅是少数人的道德问题造成的，更多地可能是一种不太好的制度在诱使人们把上市公司搞坏。这个诱使好人变坏、坏人更坏的资本市场制度源自于股权分裂。非流通股份中的大股东控制了上市公司，而且通常控制权的成本极其廉价。在股权分裂条件下，大股东的利益与上市公司的业绩和股票的市场价值毫无关系，大股东利益通常是通过非市场途径来实现的。

现代金融学理论有一个很重要的分支，即行为金融学，或者说金融心理学，研究受心理因素支配的金融投资行为。金融市场上很多现象经典理论难以解释。而行为金融学研究人们在金融投资时一系列的心理状态所决定的行为。在股权分裂条件下，当每股收益由两毛钱上升

到六毛钱，流通股价格由8元涨到15元，涨了7元。这时，控股股东心里开始不平衡，因为法律规定，他持有的股票是不能流通的，他也不能买卖股票。所以，业绩改善带来的每股价格的上涨，与控股股东资产价值没有关系，心里不平衡的状态油然而生。

既然非流通股股东特别是控股股东的利益与公司业绩的变动没有关系，那么实际控制人即控股股东通过什么途径来实现其利益呢？没有正门，他就必然走旁门，甚至走邪门。既然利益的实现不能通过市场来完成，那就只有通过非市场途径来实现。这就是中国资本市场上为什么内幕交易猖獗，关联交易盛行的根本原因。所以中国资本市场的内幕交易和不公平的关联交易是制度使然。所以我说，中国的资本市场制度缺陷诱使好人变坏、坏人更坏。

实践证明，股权分裂使得大股东，控股股东几乎都是通过似乎合法但肯定不合理的客观上损害流通股股东利益的途径来获得自身的利益。所以，在中国上市公司中，控股股东(非流通股股东)与流通股股东的利益是對抗的，非流通股股东通常都是从流通股股东高的溢价认购来获取资产收益的，这样的利益结构显然存在重大缺陷。中国资本市场上ST公司每年都在增加似乎是一个旁证。

中国资本市场是全球关联交易最盛行的市场之一。我还没看到世界上哪个国家资本市场上的关联交易像中国市场上这么频繁。母公司与上市公司进行某种意义上的关联交易，只要程序透明、价格公平，应视为一种正常的商业行为。但在中国市场上，这种关联交易通常被母公司所掌控，所以在这种情况下，上市公司的业绩很难真实。

我们以前允许一个国有企业把一个车间剥离出来上市，这样的上市公司有什么价值？原材料价格受母公司影响，产成品的销售价格也受母公司影响，它只是整个公司产品链上的一个链条。母公司为了获取上市资格开始都会拿优良资产上市，以获取巨额资金。在获得巨额资金之后，母公司通常都想把劣质资产卖给上市公司，以套取现金。这不是典型的对流通股股东利益的掠夺吗？

这种结果都是股权分裂造成的。如果大股东的股票也是流通股，资产价值由市场来决定，上述结果是不会出现的。因为如果这样的话，他的资产价值会损失更大。例如，招商银行在2003年宣布要发行100亿的可转债(现在改为发行60亿可转债，40亿公司债。)决定一公布，股票价格由每股12元左右跌到8元左右。每股4元的损失由谁来承担呢？当然是流通股股东，包括证券投资基金。非流通股股东实际上一分钱也没有损失。如果招商银行的非流通股股东的股票是流动的，比如通过缩股方式使其流动起来，100亿可转债议案在当时情况下不可能通过。所以中国资本市场上的风险结构严重失衡，风险的最后买单者是流通股股东。这种风险结构和风险承担机制显而易见是不公平的，极大地阻碍了中国资本市场的发展。

有一种奇怪的现象可能有助于我们理解股权分裂所带来的危害以及对各类股东的影响，即在上市公司的配股中，几乎所有上市公司的非流通股股东都会放弃配股权。这一现象是不正常的。如果非流通股股东的股票是流动的，他们是决不会放弃配股权的。非流通股股东们希望流通股股东的高溢价配股来增加资本公积金，从而增加非流通股每股净值。这是非流通股股东增加资产收益的重要途径。

种种分析表明，股权分裂是目前中国资本市场存在最重要的问题。这个问题不解决，非流通股股东与流通股股东之间就没有一个公平的起点，他们天然地就处在一种不公平状态。我认为，只要这个制度缺陷存在，中国的资本市场便无安宁之日，“三公”原则难以实现。无论监管部门采取什么措施，可能都是无济于事。唯有解决这个根本问题，通过严格监管，“三公”原则才可能实现，资本市场才会健康持续地发展。

发展资本市场是构造现代金融体系重要战略步骤

金融市场，简单说来至少包括货币市场和资本市场。大家知道货币市场主要是解决流动性问题，资本市场主要解决投资和资产管理的问题，两者的功能不一样。目前在中国对这两个市场功能的理解有偏差，有人把货币市场看成投资市场，有人把资本市场错当流动性管理的市场，这种错位的理解会干扰市场的正常运行。最近一个时期我国货币市场出现了一些值得关注的情况，主要表现在票据贴现市场、国债回购市场和拆借市场。货币市场的本质是流动性管理，以维持短期经济活动的正常进行，而不主要是一个融资市场，特别不是长期融资市场。如果把货币市场功能定位在融资上，就会扭曲市场的功能。货币市场的发展非常重要，如果一个国家的资本市场发展没有一个与之相匹配的货币市场，整个市场的结构和功能就会出问题。

就我国目前的金融市场发展现状而言，资本市场发展较快，货币市场严重滞后，而且货币市场内部各要素部分不对接，贴现市场、回购市场、拆借市场、短期国债(国库券)市场之间缺乏有机联系和统一的后台技术支持。我国的货币市场发展严重滞后与客观上存在一个强大的银行体系有关系。从某种意义上说，强大的市场化程度较低的银行体系约束了货币市场的发展。因此发展货币市场是我国金融体系市场化改革面临的一个很重要的任务。

其实货币市场发展之后可以有效地帮助银行体系缓解风险，提升金融体系提供流动性和进行风险管理的能力。有人简单地把金融市场的发展和银行体系作用、地位对立起来，认为金融市场的发展，尤其是资本市场的发展会分流银行体系的资金，因而会降低银行体系的作用，增加金融体系的脆弱性，这种认识是片面的、不正确的。

金融市场的发展，从趋势上看，是要通过金融体系的升级，来弥补或者说替代银行的某些职能，同时帮助银行体系分解风险。一个缺乏市场基础的金融体系，经济运行中累积下来的几乎全部风险，无论是市场风险还是信用风险都要由银行体系来承担，这在客观上必然导致金融体系特别是银行不良资金愈积愈多，从而为金融体系留下了隐患。货币市场的充分发展，包括清算功能、支付功能，甚至流动性的提供，都可以渐渐地由其承担。

与货币市场相比较，我国资本市场的发展要更快一些，当然存在的问题更多一些、更复杂一些。资本市场是金融市场最重要的部分，或者说是最核心的部分。多年来我都强调，发展资本市场是构建现代金融体系最重要的战略步骤，没有发达的、健康的、有效的资本市场，中国的现代金融体系就不可能建立起来，就将永远停留在传统、落后的阶段。一个没有发达资本市场的金融体系是缺乏配置风险的功能的。

随着金融结构的变动，金融体系的功能在不断地升级。当金融还处在钱庄时代时，这种原始的金融形式就具有了调剂资金余缺的功能，资金赢余的人把钱存进来，需要钱的人通过必要的抵押担保或折扣，把钱贷出去，以调剂资金余缺。只是这种资金余缺的调剂很难跨越时间空间，特别难以跨越规模上的限制，钱庄是没有信用创造功能的，空间的转移是受限制的，有多少钱就贷多少出去，是简单的资源配置。这种原始的金融形式与当时的社会经济结构相匹配，自给自足的农业经济社会有这种金融制度就足够了。现代工业社会的到来，需要一种与这种经济结构和产业组织形式相匹配的迅速的资本积累制度，以推动工业社会的形成和发展，社会经济结构对资本的需求使以现代银行制度为特征的金融体系出现了。这时的金融体系就不仅仅是资源等规模的调配，信用创造功能已经出现。

基于信用创造的现代银行制度扩展了可运用的金融资源规模。金融资源的运用，这时不仅可以突破时间和空间上的限制，不仅可以进

行跨期和跨地区配置，而且更为重要的是，在一定时期内可以超越实体资源规模的制约。这种金融体系之所以突破了资源规模的限制，是基于这种金融制度具有信用创造的功能。正是由于有了信用创造的功能，加上央行的出现，金融资源在某种意义上说可以无限地扩张，因此可以在短时期内迅速积累大量的资本，从而满足现代工业对资本的需求。而基于信用创造和对现有资源规模某种意义上的突破，使金融开始具有宏观经济调节的功能，从而使货币政策成为了最重要的宏观经济政策。

随着金融产品的证券化和流动性的提高，金融市场特别是资本市场有了迅速的发展，金融体系不仅可以调剂资源，不仅可以进行信用创造从而迅速地积累资本，而且更为重要的是，金融开始具备了对社会经济活动所产生的风险进行分散和转移的功能，即我们所说的配置风险的功能。基于发达市场基础上的金融体系不但可以帮助经济体系配置风险，而且还可以通过资产组合和风险锁定机制为投资人分散风险，使他们拥有一个与风险相匹配的收益。

实际上，从信用创造到配置风险，金融的功能开始发生了转型和整体性的升级。金融功能的这种转型和升级，最重要的原因在于资本市场的发展。资本市场的发展，不仅使全社会资产结构发生了重大变化，而且也因为资产形式的证券化而使资产具有很好的流动性。当经济体系中资产还主要是存款资产，还主要由土地、汽车、房屋、贵金属等资产组成时，由于其缺乏流动性，所以风险是相对凝固的。资产的证券化趋势提高了资产的流动性，金融资产的各种风险在流动中不断地转移、不断地分散直至化解。

我个人认为，美国的金融体系有着很好的弹性，有较强的风险转移功能。道·琼斯指数从2000年以来出现了大幅度的波动，NASDAQ则出现了接近80%的巨大跌幅，美元近几年也在贬值，但是其金融体系却是稳健的、安全的，整个经济增长没有受到金融波动的影响，究其原因其中最重要的就是，美国金融体系的结构具备了很强的分散风险的功能。正是从这个意义上说，资本市场是构造现代金融体系的基础。

文章出处：《上海证券报》

[\[推荐朋友\]](#) [\[关闭窗口\]](#) [\[回到顶部\]](#)

转载请经授权并请刊出本网站名

中国博士论坛

中国社会科学院  
保险与经济研究中心

IFB外商投资中心

IFB基金研究  
与评价中心



地址：北京市东城区建国门内大街5号 邮编：100732 电话：010-65136039 传真：010-65138307  
版权所有：中国社会科学院金融研究所