



您的位置：首页 - 最新观点

王国刚：建立多层次资本市场的若干问题(11月1日)

文章作者：

建立多层次股票市场体系是源于中国的实践要求。中国经济是多层次的经济体，不论是地区还是产业还是企业的成长过程都是多层次的过程，中国的投资者正是多层次的投资者，在这样多层次的情况下采用单一标准，必然使得大量的企业不能满足他们在资本市场上进行融资及其他运作的需要，因此这些企业必然要找其他的市场。

今年5月中小企业板的推出，严格地说是深交所恢复新股上市，有人把中小企业板的开通，看作是中国已经建立了多层次的股票市场，但事实上，这几个东西加起来就只有一个层次，叫A股，他只有一个标准。建立多层次股票市场里面有他特定的含义，包括6方面的问题：

第一，股票市场的多层面划分是按照不同的上市规则和交易规则划分。在国际上，证券市场在很多方面是按照发行方面的多层次划分，从中国的角度来看，必须建立不同上市规则和建设规则的股票交易市场。有人简单地说：在国外有的地方也就是1、2价电子系统就能连接起来，这是不对的，比如在中国我们很多人知道有纽约交易所，还知道有多少家？还有费城的等等知道吗？除了这个，美国还有6、7家，他们各自的规则是不完全一样的，除此之外纳斯达克有四个层次也都是不一样的。

美国的经济发展到如此发达的水平需要如此多层次的市场，而中国经济，现在可以讲还在发展之中，我们层次要比美国复杂得多，我们为什么做这样单一的层次呢？其中很重要的原因是，我们的市场是按照行政机制来定位的。1978年，中国开始经济体制改革，改革20多年中最大的失误是体制失误，而股票市场在建立新体制的背景下，中国的股票市场这几年存在的最大问题是体制问题，因此建立多层次资本市场需要有多层次的标准，而这种的标准不能用行政机制定义，否则就很容易出问题，尤其是站在中央这一级，我们假定中国的经济分10个层次，如果标准定在第一层含义是什么，从第一到第十，那么这九个层次不能满足的，如果定的是第三，有7个层次不可漫谈，本来就需要多个标准。

第二个问题，在建立多层次资本市场的过程中尤其是多层次股票市场的过程中，必须注意不能用简单的全国性的概念，在中国全国性的概念里，有他特殊含义。所谓全国性，从80年代来看，就是由中央的行政部门去确定哪个市场是全国性的，然后采用行政机制对市场进行行政性的保护，达到一种垄断水平。从80年代以来，经济部门的中央部委曾经建立一批又一批的全全国性市场，但是经过改革，到现在剩下几家，实际上对于股票市场，他本来没有用行政机制来定义全国性区域性这个概念。应该是市场本身功能发挥他辐射到什么程度，如果辐射到全国的就是全国市场，如果他辐射到全世界那就是国际市场，没有必要用行政机制一开始定义。比如说温州的钮扣市场啊，温州有一个统一的市场，温州满足了中国95%以上的钮扣市场，而谁又给他定义，不需要，是根据他的发展，所以我们交易所是需要各个方面的发展，这种发展是历史的潮流。我们很多的中小企业之所以发股困难，一个主要原因是市场太小。市场小必然使得大家挤在那两个交易所，容量就有限，在这样的过程中，我们特别需要注意，在这里不能用行政的机制去定义是全国性的还是什么性？这里面如果严格讲这10多年我们走了一些弯路，早一些时候不论是深圳还是上海都在柜台上展开，当两个交易所建立的时候我们就宣布柜台交易是非法的，这就搞的不明白，好比当你读完中学说你读小学的时候是非法的，还有你念完大学就说你读高中是非法的。不能再把前面的叫非法，这就意味着除了两个所场外的市场还是应该发展，至于怎么发展需要进一步地摸索和探讨。

第三个问题是规范化问题。建立多层次市场当然要规范，可什么叫规范，这需要我们认真讨论，在中国的经济中有两个，一个叫计划经济一个叫市场经济，站在计划经济角度，市场经济怎么规范都属于不规范，而站在市场经济角度，计划经济的规范也都不属于规范，下面我们的规范是在怎么规范这是需要认识清楚的。可以说，1998年以来中国股市在规范过程中市场经济被大量削弱，如果是这样规范走下去，最后走到计划经济是极其容易，这个我们有一个80的概念体制复归，刚才讲不同的市场是由不同的上市规则和交易规则组成这就意味着，你站在这个市场看那个市场，你用这个市场规则衡量市场你就发现那个市场不规范。规范还是按照市场层次，不能采取一律的办法，如果采取一律的办理是不能健全的，因此比较根据不同的市场制定不同的规则，而不是这个规范否定那个规范，既然是多层次的就应该是多层次的规范。

第四，就是风险问题。对于这样的问题，我们觉得风险讨论多个方面，其中一种是比较认识清楚的，你比较勇于把非系统风险交给企业自己去承担，这句话说简单，而在实践过程中，这家上市公司出了事对他有意见，我们监管部门就感觉到自己好像是失职了自己就要插手了，等等。每每把这种风险不加区分的，往自己身上揽。这让我想起一个事，改革开放前在计划经济条件下，有个基本概念叫做“关系国计民生”，只要是这个问题就应该与国家中央有关，我怎么关系国计民生，早的时候讲的是粮食布匹，后来火柴香烟都关系国计民生，本来是应该管的也管，这里面可以讲，既然是市场经济，既然是不同的市场，不同的企业就面临不同的风险的投资者及参与者，风险让他们自己去承担，如果这种风险属于系统性风险这是监管部门应该管，也应该警惕的事。非系统风险应该由公司承担，他要造假你就抓他。

第五个问题，是究竟什么叫监管？在监督基础上的管理，我们是监督不够，管制太多。正好是相反的事，本来监管最基本的要务可以讲到现在位置都未必落实清楚，最基本的要务是违反法律法规的要坚决打击，通过这个过程来维护市场的正常秩序。而我们是什么呢？到处搞审批，好象我批出来就是好的，不批出来的就是坏的，甚至在中还有一句话，叫好人举手，我不知道是什么，好人举手，好象不举手就是坏人。

到底监管的位置是到什么位置，应该得把这个事区分，而不是把行政机制摊的越大越好。在这样的所谓监管之下我们对很多的事情不是进行法律法规的约束和制裁。证券市场目前留下很多事情并不是原来许多法律和法规不合理，而是在监管过程中不严格的尊重法律法规办事，不严格打击违法违规行为，由这个所导致，这点是特别需要注意的。

最后，第六个问题，中小企业板已经设立了，现在不是去讨论中小企业板是不是推倒重来，这是不可能的事。在全世界没有这样的事。现在我们需要积极研究怎么使得这样的中小企业板能够逐渐过渡到一个新的层次的角度。他不属于新的层次，目前怎么逐渐过渡，这是我们现在大家需要关心和研究的事。

实际上可以说当时推出创业板有很强的力量，包括深交所等等各方面的人士，但是随着中小企业板的设立，这方面力量已经大大减弱，在减弱的条件下，我们还要去推出，所以要继续，现在还有的要继续研究他怎么过渡，所以我觉得要过渡三个基本的问题要解决：

第一法律法规得解决。当时创业板之所以不能设立是因为法律方面有一系列的障碍，有些人会有一系列的障碍。当时我们认为这些障碍是不存在的，这方面需要进一步探讨，因为这样一个市场和这种的大型企业其全球的产业对比人力资本在当中起的作用很大，就必须承认人力资源的价值。

第二个，这样的市场恐怕不能够再贯彻原来一套由行政机制从开始怎么审查发行到怎么发行，安排下去等等，这样的行政机制得改掉，这里面有一个独立的问题。

第三个，中国的股份制在新的规则里面不能再出现这种这部分可流通、这部分不可流通等等，不可流通存在人力资本有什么用呢？在这个过程中把一系列问题要探讨，这些问题谈下来，有法律的有规则的，这有利于中小企业板真正成为一个新的层次。

（在第八届中国投资贸易洽谈会召开之际，中国厦门资本论坛2004年9月7日在厦门隆重举行。本届资本论坛是以“证券市场与中小企业融资创新”为主题，探讨中国在经济转型进程中证券市场出现的重大理论和实践问题，论坛吸引了许多金融、证券界的精英参加。本文是作者在论坛上的发言摘要。）

文章出处：《证券日报》

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

转载务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