



您的位置：首页 - 文章选登

我国资本市场发展应注意四个原则(成思危；2003年8月19日)

文章作者：成思危

今天我想以学者的身份和大家谈谈两个问题。一个是中小企业的发展，发展中小企业对我国经济的发展有着重要的意义，人大去年通过了《中小企业促进法》；一个是关于资本市场的问题。我国资本市场的发展，我曾在《证券法》执法检查后说了两句话：“宏观看来进步不小，微观看来问题不少”。我国资本市场的发展有四个原则应当注意。

第一，要遵循社会主义市场经济的理念。这包含了两个方面。一是发挥市场在资源配置方面的基础作用，追求经济的高效率；要大胆研究和采用国外市场经济几百年来积累下来的好的经验、好的做法、好的组织方式、好的管理方式。二是坚持社会主义制度，保障社会的公平和公正，特别是保障弱势群体的合法权益。股市中的弱势群体就是中小投资者，因为他们资金实力小，在获取信息方面处于不利地位。我们在发展股市的时候要注意这两个方面，大胆借用国外资本市场发展和积累下来的好的东西，与此同时，一定要注意保障股市的公平和公正，让股市真正成为一个有效的投资和融资的场所，一个适度投机的场所。

第二，要按照客观的规律来发展股市。市场经济有三个基本规律：一个是价值规律，一个是供求规律，一个是竞争规律。股票的价格不能远远脱离它的价值。股票的价值，从理论上来说，就是未来的收益折现到今天的现值。但实际上，由于企业未来收益很难有准确的估计，未来的利率(折现率)是多少也很难预测，加上其他一些很难掌握的不确定因素，因此每个人对股票价值的估计可能不同，因而对股票价格的高低会作出不同的判断。正因为对未来价格的估计不同，所以一些人愿意买入，另一些人愿意卖出，投资者才有可能追逐价差来买卖股票。如果大家都完全理性，股票只有一个价格，那么股市上就没有交易了，从价值规律来看，股市是一个适度投机的场所。供求关系会影响股票价格的升降，如果我们现在从主观上想扩大股市的规模，不断发行新股和配股，但是如果没有需求，就很难达到目的；反之，如果需要很旺，大量的资金追逐供应不足的股票，就会造成股市的过热。竞争规律简单来说是优胜劣汰。Nasdaq最盛的时候市值是20万亿美元，当时它的上市公司数，最多的时候全国市场(主板)有4400家，小型资本市场(二板)有1800家，加起来是6200家，但是到了2002年底，整个加起来只有3600多家，主板只剩了2800多家，二板剩了不到800家。在竞争规律的作用下，特别是在熊市的时候，一部分业绩不好的公司要被淘汰掉。而我国的股市在低潮时，被摘牌上市公司仍然很少。一个有效的股市尽管有风险，但应该让绩效好的企业在股市中得到较好的融资，让多数稳健的投资者在股市中能够得到合理的回报，如果不能做到这点，就谈不上股市的发展。

第三，要用管理科学的方法来研究股市的发展。大家给股市开了不少药方，提了不少很好的建议，但要真正实施这些建议很不容易。管理科学是以经济学、数学和行为科学为基础的，但管理科学家和经济学家不同之处在于，经济学家主要是研究什么是理想模式和为什么是理想模式，比如全流通就是一个理想模式；管理学家则更多地研究是怎样从今天的现状过渡到未来的理想模式。如果说，经济学家主要研究的是河对岸一片好风光的话，那么，管理学家研究的是怎么过这个河，是摸着石头过还是用别的什么方法过。所以经济学家着重研究what and why的问题，管理学家研究的是how的问题。我认为在研究采取某种措施的时候，要考虑六个方面：技术上是可能的，经济上是合理的，法律上是允许的，操作上是可行的，进度上是可以实现的，最后，重要的是政治上能为各方所接受。一个措施必须考虑相关群体的利益，达成最好的妥协，能为各方所接受。比如有股减持，卖掉一部分国有股充实社保基金，应该是很好的想法，但是国有股减持试点是按市价减持，这就损害了现有投资者的利益，最后被迫暂停。所以一定要考虑以上六个方面的可行性。才真正能够把事情做成。

第四，要设计一个积极稳妥的步骤。任何改革都有一个逐渐积累经验的过程，不可能是一蹴而就的。特别是在我国由传统的计划经济向市场经济转变的时间还不长，对很多市场经济的东西不太熟悉，需要研究、学习、实践、探索、积累经验，根据我们的国情进行调整和修改，所以必须要积极去分析它，但要采取稳妥措施。

对于多层次的资本市场，现在有些误解。有人说，纽约交易所是一板市场，纳斯达克是二板市场，这可能是个误解。根据我的了解，纳斯达克本身就是一个多层次的资本市场。纳斯达克结构是这样的，既有全国资本市场(主板)，还有一个小型资本市场(二板)；从场外来看，还有一个柜台交易公告板(有人称之为三板)。前几年由于科技股、网络股发展很快，纳斯达克的市值曾一度超过了纽约交易所。从上市公司数量看来与纽交所差不多，目前都有2700多家。二板就是小型资本市场，最多时1800家上市企业，现在有760多家，它的特点一是上市门槛主要低，二是不要求公司三年的经营业绩，因此风险相对较大，监管难度也更大。纳斯达克号称“创新者之家”。特别是它的小型资本市场，即二板，确实是起到了支持创新的作用。一个创新公司处于发展过程中，现金流通常都是负的。建立这么一个市场的重要性就在于它可以支持创新企业发展，给风险投资提供了一个重要的退出渠道，也就是退资渠道。退资的渠道有两个，在美国上市约占30%左右，有约70%是通过兼并收购。有了二板这个渠道有利于增强投资者信心。

纳斯达克这样一个多层次的市场结构，其优点主要是，它有三个层次，二板上市的创业型的企业发展到一定程度以后采取杠杆收购的方式，进行重组后到一板上市；二板上被摘牌的企业可退到柜台交易。这样，一板、二板和三板市场之间的转换是比较通畅的。

即使我们开了二板市场，要使所有的中小企业都上市融资是不可能的。我认为对中小企业的融资应该区别对待，应该用资本市场来主要支持创新类型的中小企业，因为这类中小企业对我国经济发展的重要性最大，其未来的不确定性和风险也很大，一般银行难以给它贷款，因为企业没有抵押品，没有质押，没有担保，未来的前景也不肯定。一般情况下，创业时公司应由风险投资予以支持，风险投资要退出时，可以通过资本市场进行。因此，我认为中国的二板市场应该是一个主要支持创新企业，特别是高新技术企业的市场。从纳斯达克的小型资本市场来看，上市公司中比率最高的是信息技术企业以及与健康有关的生物医药技术企业，也就是高新技术企业占到了大多数。

应该在制度上采取一定的措施降低二板市场的风险。二板市场在监管上要更严格，而且要更有效。深交所已经对这个问题做了很多研究，但还是要更细致，更慎重。此外，纳斯达克很强调坐市商制度，这对于稳定股市交易是很有用的。我认为，坐市商制度值得研究。

从中国的建立多层次的资本市场体系的情况看，我想强调三点：第一，交易所不宜更多。第二，上交所与深交所都应该有自己的发展目标模式。上交所现在目标比较明确，就是一个主板市场，类似纽约证券交易所。深交所的发展模式可以考虑参考纳斯达克的模式，建立一个多层次的市场体系。第三，如果深交所采用纳斯达克的模式，建立一个多层次的体系，我想应该积极慎重地推进。因为现在我国股市正处于熊市，一下子增大供应，对股市的冲击很大，所以现在应稳步地推进。经我和深交所的同志们研究，认为可以采取三步走的战略，第一步是将现有发审委已通过的科技含量比较高的小盘

股集中二三十家到三五十家，先在深交所设立科技板块，这在我国法律上没有任何障碍。因为人大1999年通过的《公司法》修正案已明确规定，为了支持科技型企业的上市融资，可以设立科技板块，适当降低上市条件，具体办法由国务院另行规定。我觉得这第一步要尽快走；第二步，研究降低上市的门槛，进一步扩大科技板块。目前主板市场对于上市企业注册资本金达到五千万元的要求可考虑适量降低，对于正在处于成长期的科技型企业可不要求业绩，而是看它是否有活跃的业务活动记录。第三步，到成熟的时候把这个板块分立出来，成立二板市场。我认为这样做最稳妥。说实话，香港的创业板开始是五十家，现在是一百多家，我们一下子搞一个二板，从中国的情况来说，没有一两百家公司上市，就没有人气，市场就不能活跃，而如果一下子搞这么多家公司，又会对市场造成冲击；并且，一下子搞一个二板，由于没有经验，容易被一些人混水摸鱼或容易出现违法违规的情况，因此，我认为，采取这样一个分三步走的战略，是积极稳妥的。至于柜台交易，我们是有经验教训的，但是柜台交易做为一种补充，我认为也是必要的，如果深交所确立了纳斯达克发展模式，也可以试点搞柜台交易。

最后，谈一下《证券法》的修改情况。修改《证券法》要达到两个目的：一是有利于促进我国证券市场的发展，要在发展中解决证券市场的问题；第二，在监管上，要改进监管方法，提高监管水平，有效地保障市场的公平和公正，提高市场的有效性；从监管的思路来说，监管部门不应应对股市的涨落负责，但要对市场的公平和公正负责。一般情况下，不要随便托市，托市的后果只能是适得其反。只有在个别极特殊的情况下，监管部门才可以通过法定程序干预市场。从监管的方法来看，要从信息披露入手，要遵循信息披露、分析、公告、处置这样四步程序，这样才能真正达到有效的监管。当然，监管部门也反映，缺乏必要的监管手段。我认为，在不损害人民群众整体利益的情况下，应适应增加对监管部门的授权。对于律师事务所，会计师事务所等中介机构的道德操守、投资者教育，特别是上市公司质量等都要加强管理。另外，要按市场规律来培养中国的蓝筹股，使得那些绩效好的公司能够在股市中占据优势，淘汰那些绩效不好的公司，这是非常重要的。

(本文为作者在“中小企业融资暨多层次资本市场建设高级论坛”上的讲话)

文章来源：《上海证券报》

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

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