



人大重阳金融研究 简报

2013年5月20日

第11期

本期编辑：杨清清 审核：王文 邮箱：rdcy-info@ruc.edu.cn 联系电话：010-62516305

中国人民大学重阳金融研究院主办

CIFS, Renmin University of China

升级资本市场需动大手术

——“中国证券市场的未来”思想沙龙纪要

中国证券市场是我们能否实现资本市场“中国梦”的重要战场之一，也是关系到国计民生的重要问题。那么，中国证券市场现在面临成长过程中的问题和挑战有哪些？怎样才能更好地探求整个中国资本市场的正确发展途径和方向呢？2013年5月17日，由中国人民大学财政金融学院、中国人民大学重阳金融研究院联合举办主题为“中国证券市场的未来”的第11期“人大重阳思想沙龙”，邀请来自证券、银行、学术及媒体界的十几位专家共同就此进行探讨，为中国资本市场的健康发展出谋划策。

与会专家一致认为，要加快我国多层次资本市场的建设，就必须进一步明确中国资本市场的定位及经营理念，调整和完善资本市场的投资结构，不断修正制度设计缺陷和漏洞，加强理性投资者队伍的建设，强调公司治理的主人翁意识，同时，也要加强金融监管，加快法律制度建设，鼓励金融创新，切实防范金融风险，确保金融经济安全，为我国资本市场的健康、持续发展创造更好的氛围。



中国资本市场健康状况堪忧

朱恩涛（公安部原副部长、国际刑警组织名誉副主席、全国政协委员）：金融是现代经济的核心，是实现资源定价和配置的关键力量，对宏观经济的健康发展至关重要。当前我国金融业在发展过程中可以说取得了很大的成绩，为国家经济建设和推动实体经济的发展起到了非常重要的作用。但是，目前我国金融业在发展过程中也出现了一些问题，存在着一些风险隐患，金融风险可控制程度面临很大挑战。特别是近年来层出不穷的金融诈骗、洗钱、货币走私等问题，严重危害了国家金融秩序和安全，对经济、金融乃至政治秩序和社会稳定都有很大的负面影响。所以，建立主动的金融安全战略是至关重要的，包括制定市场导向、争夺国际话语权和定价权、提出新的经济形态、制定金融产品和交易的国际游戏规则和法律框架，这些是捍卫国家经济安全和主权的有力保障。

张燕玲（原中国银行副行长、人大重阳金融研究院高级研究员）：1998年我参加联合国举办的在瑞典的一个专门为发展中国家举办的培训班，给我灌输的第一个理念是国家的治理和公司的治理，你怎么样治理这个国家呢？公司治理好了，国家就治理好了。那么怎么治理呢？就是让老百姓都当股民，都当股东，发挥主人翁的作用。后来我在意大利工作过一段时间，也确实发现了这个问题。政府如走马灯一样整天换，但经济照常运转，而且运转地特别好，老百姓也没有闹事的，为什么呢？这两个事例都很好地证明了宏观与微观两个层面结合好的效果。

中国目前的状况是，政府最富有，国有资产最多，但对社会的欠债也是最多的，社保、医保等都还不完善，与此同时，百姓存款也是世界最多的，但没有更好的投资途径，只能把钱存在银行，银行再放贷出来，形成循环。然而，民企融资太少了，所以，国家资产结构一定要进行调整，政府变现一些资产，把欠债补齐了。听说最近社保费又增加了，很多人都有意见，其实国家那么多资产，退回来一部分给老百姓就可以了。但这个制度要设计好，一旦企业上市以后，会比国家管得好，因为有那么多的股民来管。我的想法是，是时候对证券市场的设计、定位、政策、管理、监督等情况进行一个回顾和总结。股市搞好了，股民就能获利，国家就会稳定；股市搞好了，经济金融都能搞好，社会也会更和谐。

向威达（长城证券有限责任公司董事长特助、研究总监）：国外的几大股市特别是美国股指纷纷再创历史新高，但国内股市却一直在持续震荡，形成一个极大的反差。中国股票市场，在2007年底市值达到最大，32万7140亿，但到今年4月份总市值只有22万亿，这6



年的时间少了10万亿，总股本由16000多亿增加33200多亿。从这些数据来看，股票市场不是在创造财富，而是在毁灭财富，这个市场给很多股民带来的不是所谓的“中国梦”，而是财富梦的破灭。

究其原因，有三方面的根本问题。第一，股票市场的理念和定位问题，重圈钱的理念长期以来一直存在，很多上市公司、股民都不理解现代股票市场和金融体系之间的关系，更不用说理解资本市场在现代金融体系中的地位和作用了。第二，制度设计有严重的缺陷，包括上市资格的评判是用行政资格来分配的，过高的上市融资财务标准逼着上市公司造假、虚构业绩，还有法律责任不健全，法律责任太轻，违规成本很低，导致违法现象严重。第三，监管不利，监督和执行力不到位。

郭仲华（加拿大帝国商业银行北京首席代表）：资本市场是资源配置的一个很好的平台和方法，这个说法我现在很质疑。资本市场发挥资源配置的作用，是不是真的能够反映我们经济和企业的发展还有待商讨，因为这里面存在众多的差错、诈骗和黑幕。我对资本市场开放一直有特别大的顾虑，因为资本市场开放了以后，海外资金大量、快速地流入和流出，怎么能够进行很好的控制？现在我们国家的股市、股民、管理者都远远没有达到西方发达国家的成熟程度，如果我们现在就谈资本市场的完全开放，是不是为时过早？

别让股民的“中国梦”破灭

刘志勤（前瑞士苏黎世州银行北京代表处首代、人大重阳金融研究院高级研究员）：目前中国证券市场处于一个令人不可捉摸的境地。作为第二大经济体，我们中国的GDP如此上升，但我们的股票市场却不尽如人意。中国金融市场、金融行业有三大构成，即银行、保险与证券，作为主力之一的证券市场在中国的经济发展中起到非常重要的作用。但是目前专家、企业家和政治家对中国股市的发展变化存在各种不同的意见和议论。有专家评论中国的证券市场是当今世界上最诡异的经济现象，因为它常常违背常规的经济规律，一切传统的经济学、现代学派都无法解读中国的股市怪象。中国的GDP发展从未真正提升中国股市，人们通常认为应当出现的牛市从未如期而至。人们在推测中国的证券市场是否真的存在一个超自然的势力，控制着市场，控制着人们的欲念。

张燕玲：这几年中国成为拉动全世界经济的火车头。中国变成了第二大经济体，也是美债、欧债、日债的最大债权人。但我们上证一直在全世界垫底，发展红利哪儿去了？国



人买股票就被套，存款扣除物价上涨因素就变成了负利率，大量富人和资产都逃到外面去了，这是国家资本市场的大损失。

管清友（民生证券股份有限公司研究院副院长）：股市从来都是反映经济质量的晴雨表，中国的股市恰恰反映了我们经济质量不高、转型升级任务还比较重，周期还比较漫长的过程。

马方业（证券日报副总编辑）：我们的高起点还伴随了一个粗放性。其实中国资本市场应该是计划经济向市场经济过渡的一个急先锋。如果没有证券市场的建立，那么整个国家经济的转型肯定是不可能的、不现实的。但是正因为粗放性也导致了很多的不平衡。

第一，投资与融资的失衡。大家都在圈钱，所以对回报确实是比较弱。第二，投机炒作与价值投资的失衡。这不仅仅涉及到一级市场、二级市场，还涉及到中介、诚信、投机文化等问题。第三，债市与股市的失衡。直接融资的这两个轮子一大一小，股市这个小轮子当中又有很多的不平衡，股市一级市场和二级市场也失衡。第四，A股市场和多层次市场的问题。现在一谈到资本市场，一般就说是股票市场，是stock，而不是security，或者说我们就是一个A股市场，B股市场可以忽略。第五，IPO进口与退市出口的不平衡。作为一个市场来说，它的生命力就很不活跃了。第六，公司信息披露的真实性、盈利性与高要求的监管失衡，这也是中西方的差距和不平衡。第七，投资者结构性失衡。小散户居多，大机构较少，这是不合理的。

李群熙（汉华专业服务集团（香港）董事局主席助理）：现在中国的很多企业都在香港证券市场上市，已经占到市值的三分之二，从数量上来看，已经占整体数量的60%以上。中国企业只要符合香港证券市场所有的规则和条件，不用排队就可以上市，这是和中国证券市场很不一样的地方。

王文艺（光大证券股份有限公司北京分公司总经理）：中国证券市场的发展与中国政治经济发展相濡以沫，是彼此离不开的共同体。中国证券市场刚开始的时候，把自己定位为中国经济晴雨表，但这个作用现在根本就体现不出来，所以，一开始定位的不准确也造成了证券市场发展不尽如意的的问题。

赵亚贻（中国人民大学重阳金融研究院金融投资项目主管）：中国的证券市场取得了很大成绩，但也存在很多问题。个人觉得不仅仅是制度不健全的问题，关键是执法不严。



我们的《证券法》在1998年底就通过了，多次修订，但执行情况如何？很不好说。所以我觉得与其花很多时间去修订旧法，制定新法，还不如严格执行现有的法规。最近证监会查处了很多IPO造假的证券公司，这就是一个很好的开端。不把IPO造假这个歪风杀下去，股民会不断被上市公司和证券公司联手坑骗，股市就是个骗钱的地方。

郜翔（多伦多证券交易所北京代表处首席代表）：加拿大的资本市场与中国的相比，有以下几个特点可供我们参考。一是制度非常超前。比如说保荐人制度，从监管力度来说是非常大的，境外也存在企业造假的情况，但是他们的保荐人制度就不像国内那样会追踪到国人，或者对企业处罚那么重。二是投资者的结构不同。从加拿大来看，证券市场的投资人主要是机构投资者，个人投资者（散户）非常少，并不是不投资，而是通过中介机构，比如财富管理或者银行理财来进行投资的。

刘伟丽（中信碳资产管理有限公司首席行政官）：我们现在大部分企业在国内上市都感到很困难，时间很长，要求很多，想达到真正IPO的条件很不容易。所以，现在大部分的企业都跟中信证券国际做一些合作，给他们安排到香港做上市，或者买壳业务。这说明国内上市很难，促使了不少企业往外走，甚至有的还要上其他的国际市场做资本业务。

为升级资本市场支招

王文（中国人民大学重阳金融研究院执行副院长）：我对中国证券市场的看法是：前景不错，问题不少。相比于欧美国家，中国证券市场还相当年轻。判断证券市场，与判断国运是一个道理。从长期看，中国是牛市，证券市场肯定也是长期的牛市状态。这是信仰，也是理性。而另一方面，由于证券市场直接关系到亿万百姓的民生，证券市场的问题也是中国目前弊端的折射。目前政府要做的，恐怕是要从一个“大金融”战略高度来重新审视证券市场的意义、作用与效果，正如要从“大战略”的思路来看中国崛起的未来那样。整体而言，我的判断是，证券市场的春天还没有到来，但冬天的末梢是寒冷的。

张燕玲：第一，要完善制度建设，要不断完善我们的机制和产品创新，要发挥重要的直接融资的作用。产品创新必须要注意风险，要吸取现在的教训，OTC衍生交易场外泛滥，CDS是金融原子弹，使美国投行瞬间消失，所以我们在产品创新方面也要看看这么多创新产品的监管能否跟上，如果跟不上，过段时间金融危机又倒回来，又有人会遭受损



失。第二，要加强市场培训。IPO都有培训，但效果不好，经常出问题就是证明。我们的董事长和董事对责权利理解不够，一上市以后马上就高薪酬，董事长一手遮天，董事就是花瓶，董事会上的审批也是非常行政化。第三，强调公司治理，不能满足于架构齐全和表面形式完整。公司治理的实质就是各方利益的平衡和制约，对高管的激励和约束一定要有效，注重精细的、系统的管理，透明高效运作，要有专业经营团队。

朱恩涛：我们务必要提高警惕，谨防金融大国向我们转嫁压力。我们也应该采取一些应对措施来防范资本市场的金融风险。第一，进出口战略。要降低对美国依赖，主动进行内需调整，变出口创汇为国际收支平衡。第二，外汇储备战略。要坚持多元化战略，策略性处理人民币和美元的关系。第三，货币战略。要坚定而有计划的促进人民币国际化。第四，金融安全发展战略。内外兼修，提升国内金融体系的防御能力，通过调整法定准备金等手段进行金融宏观调控，严格监控金融衍生品交易，谨防国际金融机构在海外对中国企业和中国金融体实行远程非接触性打击。同时，要进一步加大中国金融机构“走出去”的步伐，并在全球金融规划和标准的制定中争取话语权，主动参与包括金融监管、信用评级、跨国金融活动等规则的制定。

向威达：我想主要在股票的发行制度上提一些建议。第一，建议把公开融资和上市交易脱钩。上市公司不要一上来就圈钱，创业板市场和主板市场都应该向场外交易新三板靠拢，在上市交易过程中来发现这个公司的成长性和质量，来解决资本定价的问题。第二，上市不要设过高财务标准。我们现在的发行制度给上市公司规定很高的业绩要求，中介机构和上市公司为了满足这个要求就普遍造假、虚构业绩，这个现象已经非常严重了。第三，上市之后先把融资分解成两个阶段，先私募再公募。现在场外市场新三板市场中，私募机构觉得哪家公司好就可以先对它进行PE投资，这个过程等于是让私募机构为公众投资者先去把个关，而且私募机构在入股上市公司的时候，它和证券公司及会计师在发行定价上完全是两个相反的理念。第四，融资不一定要先发行股票，可以先发行可转债。我们规定可转债在三年后再转股，在这三年中上市公司履行信息披露义务，投资者可以在这三年中观察这个上市公司的成长性，决定到时候要不要转股。这样可以对投资者有一个保护作用，也能加大上市公司对投资者的责任。第五，谁先来上市，谁有权优先融资。我们现在发行股票是上市公司向投资者招标，如果用可转债的话，等于是投资者向上市公司逆向招标。第六，在这个过程中要解决一个问题，就是谁能够去上市。第七，发行定价。我们现在发行定价基本上是荷兰式招标，大家都去申购，申购最后是按照报价来决定IPO新股定价，这就导致机构的投机意识。为了拿到筹码，机构就拼命把IPO报价往上拔，导致平均价



往上走，市盈率定得很高，导致的风险可想而知。所以建议把荷兰式的招标改成美国式的招标，这样机构对自己的报价真正担负起责任来，减少投机意识。第八，证监会要监管信息披露。我们现在的证监会等于是代替投资者做判断，这实际上是一个定位错位的问题。监管部门应该把主要精力放在信息披露的真实性、全面性、客观公正性以及有没有重大遗漏上，而不是去判断业绩好坏和股价高低，这些应该由市场投资者自己去发现的。

刘志勤：我给证券市场提一个意见，中国沪深股市折腾20多年都是专家们在折腾，就折腾成这样，我们能否在这两个市场之外开辟第三战场，在西部地区成都开辟第三交易中心，用于分解上面的集中管理，改变理念，引导资金的正确流通，鼓励西部地区的经济发展和企业发展，估计会起到重要的作用。

朱军（长城证券有限责任公司总裁助理）：我觉得作为市场人士，对证券市场是又爱又恨。爱是觉得证券市场对中国企业的发展，特别是对国有企业改制的贡献最大。恨是为中国的股民抱屈，中国股民是分母，实际上这些分母这么多年都被市场抹杀掉了。我们希望今后监管机构，真正管该管的，哪些该管，哪些不该管，要把握尺度。

吴国栋（东兴证券股份有限公司副总经理）：中国证券市场的未来往哪里走？我觉得要做好两方面的工作。一方面，要放松管制，是因为作为监管部门和政府，一定要把市场该做的事情交给市场，包括市场准入和产品创设。监管部门做的事情就是加强市场前瞻性规划、层次建设和市场监管。如果想把股市做好，达到欧美的水平，必须要让市场的参与主体——上市公司、券商和投资者各自把自己的角色扮演好，清楚自身的责任，才能让这个市场有一个长远的发展。另一方面，要加大力度加快金融创新，建设多层次的金融市场。我们过去谈到证券市场就谈到股市，好像证券市场就等同于股市，但其实还有债券市场，债券市场恰恰不允许老百姓参与进来，导致老百姓就只能炒股，在炒股的同时参与固定收益市场，就只能转向银行理财市场和信托产品，但信托产品的问题恰恰在于不透明，所以，最终大家又归结到了影子银行上。

杨清清（中国人民大学重阳金融研究院欧美金融项目主管）：一直以来，中国资本市场层次单一，只有上海、深圳证券交易所两个市场，企业发行上市的标准单一，门槛较高，而且为了圈钱不惜造假、虚报业绩的情况屡见不鲜，人们对证券市场的期待及评价都在不断下降，这样的现状难以满足现阶段经济转型和金融体制改革的需要，也无法满足企业的实际融资需求。我觉得下一步应该加快建设多层次的资本市场，在证券市场上应进一



步推行新股发行体制的改革，以信息披露为中心、以合理询价制度为重点推进改革，并加强监管和执行力度。另一方面，也要加强债券市场的建设和完善，债券市场是资本市场的重要组成部分，其地位也不能被忽视，尤其是近期“债券代持”风暴的不断升级，更加突显了规范该市场的迫切性和重要性。证券和债券市场之间的互联互通也是将来我们需要考虑和努力的方向。

李群熙：香港的证券市场是十分看重国内企业去香港上市的，希望有更优良的资产能够上香港市场。目前大家都在关心所谓的政策，总体来讲，我们在香港是上市公司，在国内做这个工作叫做咨询服务类，实际上就是处于一个十分尴尬的局面，所以希望这类机构能够得到更加平等的、更加合法的位置，对中国证券市场的发展也能起到一个很好的补充作用。

王文艺：未来中国证券市场需要完善的投资者队伍。有人说监管部门对投资者教育过多，但我认为是不足的。现在金融市场出现了很多的金融产品，需要理性的投资者参与。所以，投资者队伍的建设对证券市场的发展相当重要。同时，证券市场的进一步发展也一定要加强监管层的管理制度的建设，并丰富和发展能够满足不断变化的投资者需求的产品。

赵亚贻：证券市场不仅仅是股市，在金融发达的那些国家，场外交易要比交易所代表的场内交易大得多。股票只是众多证券中的一种，只有大力发展场外市场，才能盘活大量淤积的资产。往小处说，可以让老百姓死钱变活钱；往大处说，可以让政府少发货币，消除巨额储蓄这个“笼中虎”造成的隐患。

管清友：必须要从高层认识出发，把中国资本市场的发展，与中国崛起和“中国梦”的实现联系起来，这个问题很重要。从认识或者从制度建设这个层面要彻底改变资本市场工具化的错误倾向。我有四句话：执法必严，违法必究，鼓励创新，防范风险。对于前两句话，很多东西也不是现在能变得了的，但执法是可以做到的。后两句话是说，应该采取一种鼓励的态度，而不是说如果监管不了金融创新就采取压制的态度，而防范风险，无论是从经济安全角度，还是从股票市场角度，都非常重要。