

## 中国资本市场 30 年：探索与变革

吴晓求 方明浩\*

**内容提要：**从 1990 年到 2020 年，中国资本市场历经 30 年坎坷历程，无论在制度、规模、结构，还是功能和国际影响力等方面都发生了重大而深刻的变革。从制度变革来看，发行制度一直是市场化改革的重点，注册制改革是朝着市场化方向迈出的一大步；法制建设是加强信息披露、打击违法违规行为、保护投资者权益的重要保障，新《证券法》提出了更明确的要求；监管体制不断适应市场变革和法治进程而做出相应的变革，从实质性监管向透明度监管转变；相比之下，退市制度需要进一步健全和完善，市场开放程度需要进一步加大。从功能演变来看，中国资本市场从早期为经济发展服务的融资为主向财富管理功能凸显的投融资并重发展，不断激励企业科技创新，促进上市公司提高和完善治理水平。总结中国资本市场 30 年的变革和发展经验，有利于坚定市场化改革方向，进一步推动中国资本市场的深化改革和基础性制度的完善，以实现构建新的全球金融中心这一伟大目标。

**关键词：**资本市场 30 年 探索与变革 功能演变

**作者简介：**吴晓求，中国人民大学中国资本市场研究院院长、财政金融学院教授，100872；

方明浩（通讯作者），中国人民大学财政金融学院博士生，100872。

**中图分类号：**F830, F832 **文献标识码：**A **文章编号：**1002-8102(2021)04-0020-17

中国资本市场 30 年，从沪深两市建立，到股权分置改革，再到科创板和创业板注册制改革，规模从建立初期“沪市老八股”和“深市老五股”，总市值仅 24 亿元，到 2020 年 4100 多家 A 股上市公司，总市值近 80 万亿元；市场结构从单一到多元化，多层次资本市场已经形成并逐步迈向成熟体系，机构力量不断壮大，开放程度稳步提升，交易品种不断丰富，交易机制不断完善；发行制度改革，从审批制，到核准制，再到注册制，市场化改革方向更加明确；法律制度越来越完善，逐步与资本市场的变革相适应；监管模式越来越成熟，从实质性监管向透明度监管方向转变；功能从融资为主向投融资并重，财富管理功能日益凸显；对经济增长贡献显著，对科技创新推动作用日益加强，不断促进上市公司治理逐步完善和进化。

总结中国资本市场 30 年的发展经验、改革路径和利弊得失，准确、全面、客观地分析和了解中

\* 方明浩电子邮箱：fangmh@ruc.edu.cn。

国资本市场的现状,以利于进一步推动中国资本市场深化改革,完善资本市场基础性制度,努力推动中国资本市场向着一个伟大的目标前行——构建新的国际金融中心。

## 一、中国资本市场的建立和发展

### (一)三十年,三座丰碑

从制度变革角度看,在1990—2020年的30年中,中国资本市场有三座丰碑(祁豆豆、朱文彬,2020):第一座丰碑是1990年沪深交易所的建立和运行,第二座丰碑是2005年开启的股权分置改革(简称“股改”),第三座丰碑是股票发行的注册制改革。

#### 1. 沪深交易所的建立和运行

1990年底,沪深交易所的设立与运行,是中国资本市场发展历史中的第一座丰碑,是开天辟地的大事,拉开了中国金融结构性改革和金融“脱媒”时代的序幕。没有资本市场以前,企业融资主要以商业银行贷款为主,从商业银行获得的资金是债务性的,期限较短。商业银行具有看重资产抵押或担保、偏好收益稳定的贷款人等特征,决定了其风险承担能力十分有限,导致信贷资金偏好稳定成熟的工业企业,大大限制了高不确定性的企业科技创新和新兴产业崛起。单一的社会融资渠道限制了创新企业与新兴产业的发展,有效的解决办法就是发展股权市场,拓宽社会融资渠道和融资期限,满足不同企业的融资需求和对科技创新的支持。由此,市场形成“脱媒”的力量催生了资本市场。中国资本市场诞生时实现的重要功能就是融资功能,但随着人们收入水平的提高,消费之后的剩余收入有越来越强烈的投资倾向,要求提供多样化的金融组合资产的需求越来越强烈,资本市场开始承担起财富管理功能。然而,由于基础理论层面缺乏深刻理解,中国金融脱媒的速度总体上非常缓慢,中国金融体系市场化进程停滞不前。尽管如此,30年前沪深交易所的成立,对中国金融发展和结构性改革做出了划时代的贡献。

#### 2. 股权分置改革

第二座丰碑是2005年开启的股权分置改革。20世纪90年代初,受社会环境和人们认知的影响,上市公司发起人股东、控股股东或实际控制人股东的股份是不能流通的,其中国有股占到70%,导致在制度上人为地使股权处于流通股和非流通股两类股东的分置状态。股权分置是进入新世纪以后中国资本市场最迫切需要改造的重大基因缺陷之一(吴晓求,2006)。股权分置下的两类股东利益诉求存在重大差别,一方面,上市公司控股股东绝大多数都是非流通股股东,他们总是想尽各种办法通过高溢价发行,增厚净资产价值,但对企业未来利润增长和资产价格上升并没有太大激励;另一方面,对流通股股东而言,利润增长了,股票的流通溢价自然就有了。这样的利益分配机制存在严重缺陷,控股股东即非流通股股东不受市场利益驱动,利润增长多少、资产价格上升多少与他们的利益没有关系(吴晓求,2004)。竞争和激励机制的欠缺导致前行动力不足,造成了中国经济快速增长但资本市场长时间停滞不前的局面。要通过改革来纠正体制机制上的缺陷,目的是构建全体股东共同的利益诉求,既要有分红也要有流动性溢价。缺乏激励机制的上市公司和资本市场是不可能成长起来的,股权分置改革就是要弥补残缺的激励机制,让所有股东在共同利益机制下都关注企业利润的增长和创新能力的提升,因为它们会对公司股票价格产生重要影响。股权分置改革的成功,开启了中国资本市场制度规范的时代,意味着中国资本市场全流通时代的到来。

#### 3. 注册制改革

第三座丰碑是股票发行的注册制改革。中国首部《证券法》自1999年7月1日颁布实施后,

股票发行启动了由额度审批制到核准制的改革。相对于额度审批制,核准制试图通过专业人士分析企业财务等信息来决定股票是否发行上市,是发行制度的重大进步。这样的发行制度仍存在两大问题,一是过于看重过去盈利能力而忽视企业的成长性,导致资本市场成长缓慢;二是以 20 倍左右的市盈率作为发行定价的基准,形成人为的、僵化的定价机制,造成了资本市场资源配置的扭曲。2019 年 6 月 13 日,上海证券交易所设立的科创板正式运行,其重要意义在于注册制的试点。科创板和创业板从产业定位和服务上看,没有根本性的差别,二者之间最重要的差别在于是否实行了注册制。注册制改革试点之后的新《证券法》于 2020 年 3 月 1 日起实施,为注册制改革的全面推行奠定了法律基础。科创板注册制试点一年后,深圳证券交易所的创业板也开始试行更高标准的注册制。注册制改革让市场发挥资源配置的决定性作用,什么样的企业可以上市、以什么样的价格上市,都由市场来决定。注册制改革适应了资本市场发展的实质性要求,体现了市场是资源配置的决定性力量这一基本规律,意味着中国资本市场市场化时代的来临。

## (二) 中国资本市场 30 年的主要发展变化

30 年来,中国资本市场起起伏伏,有高峰也有低谷,但市场规模和融资规模整体上不断扩大,市场结构从单一到多元化,市场活跃程度保持在较高水平,市场开放和机构参与程度也越来越高。

### 1. 市场规模变化

截至 2020 年 12 月末,A 股总市值 80 万亿元左右,相比于 2001 年 5 万亿元的平均规模,增加了约 15 倍;上市公司数量超过 4100 家,接近于 2001 年的 4 倍。从沪深两市建立初到股改前,A 股上市公司数量在逐年稳步上升,但受实行“额度管理”和“指标管理”的发行审核制度影响较大,绝大多数上市公司的规模小、成长性差,市场整体发展十分缓慢,市值规模变化趋势与公司数量增长势头大相径庭。股改以前,A 股上市公司总市值增长十分缓慢,且流通市值占总市值比重较低,很长一段时期内保持在 30% 以下;股改以后,A 股上市公司总市值迅速上升,中间受金融危机、股市危机等影响经历过几次较大幅度调整,但整体上仍保持快速扩张趋势,与上市公司数量增加趋势基本一致。股改后 A 股流通市值占比显著增加,虽然不能百分百接近总市值,主要是受限售股暂不流通影响,但已经与股改前有严重制度缺陷的股权分置状态存在根本性的差异(见图 1)。

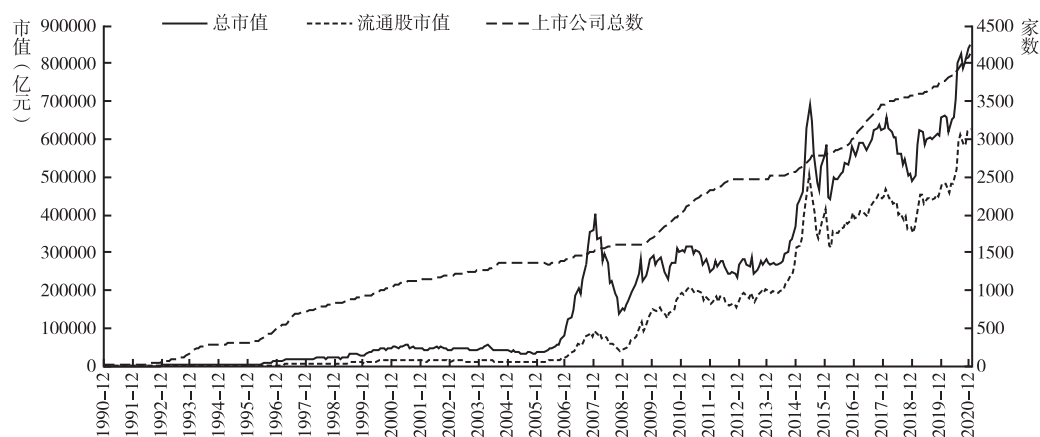


图 1 1990—2020 年 A 股上市公司总数、流通市值及总市值月度变化情况

资料来源:Wind 数据库。

30 年来,资本市场累计实现股权融资规模超过 21 万亿元,其中 IPO (Initial Public Offering, 首次公开发行) 和增发融资规模占主要地位。从历年 IPO 融资规模和家数来看,发行市场的发展极不稳定、走走停停。据统计,历史上共经历了 9 次 IPO 暂停,每次暂停时间短则 3 个月,长则 15 个月,最后一次暂停是 2015 年 7 月至 2015 年 11 月。股改前每年 IPO 和增发的募资规模及家数一直保持在较低水平,且 IPO 的规模和家数长期高于增发的募资情况,主要是受发行审核制和股权分置影响。股改后 IPO 规模和家数受政策变化影响较大,上下起伏很大,增发的募资规模和家数整体上呈现先上升后下降。特别是自 2011 年开始,企业上市后再融资规模明显增加,如每年增发的募资规模和家数基本上都要明显高于 IPO 募资规模和家数,占据市场股权融资首要地位(见图 2)。历史上多次暂停和重启 IPO,是监管部门试图加强宏观调控的手段之一,但总体来说,发行市场受政策的不确定性影响较大,市场对资源配置的力量较弱,导致发行市场发展与经济增长不相匹配。让股票发行回归市场主导,由市场自发调节,将有利于资本市场健康发展。

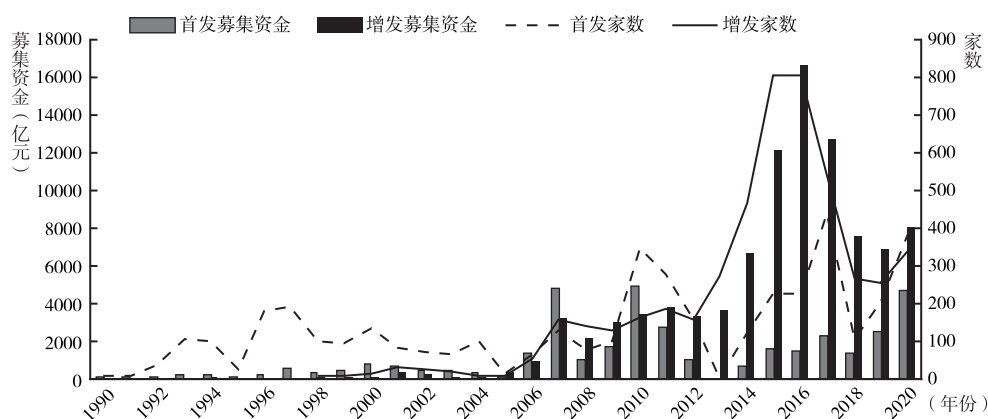


图 2 1990—2020 年 A 股 IPO 和增发的募资规模和家数

资料来源:上海证券交易所、深圳证券交易所和 Wind 数据库。

## 2. 市场结构变化

随着资本市场规模的扩张,市场结构也发生了多方面的巨大变化,朝向越来越多元化和成熟的资本市场发展,主要体现在以下几个方面:第一,多层次资本市场。经过 30 年的发展,我国已经建立了由沪深交易所主板市场和第二层次市场(二板市场)组成的场内市场,以及由三板市场和四板市场组成的场外市场,基本形成了多层次股票市场体系,配以相应的上市标准、监管规则、交易机制等,满足了不同服务对象和投资者的不同需求,具体架构如图 3 所示。

第二,上市公司结构。产业结构方面,第一产业以“农、林、牧、渔业”为主,国民经济第一产业占比从 2012 年的 9.1% 下降到 2020 年的 7.7%,第一产业上市公司市值占比则从 2012 年的 0.6% 上升到 2020 年的 0.8%,整体市值规模很小。以制造业和采矿业为主的第二产业,其市值占比明显高于国民经济第二产业比重,国民经济第二产业比重从 2012 年的 45.4% 下降到 2020 年的 37.8%,而第二产业上市公司市值占比则从 2012 年的 47.9% 上升到 2020 年的 57.4%,市值规模大约增加了 2.8 倍。第三产业在国民经济中的比重呈上升态势,从 2012 年的 45.5% 上升到 2020 年的 54.5%,但是第三产业上市公司市值占比从 2012 年的 51.5% 下降到 2020 年的 41.8%。整体来看,资本市场在产业选择上把第二产业放在优先位置,上市公司数量和整体规模都在不断增加,

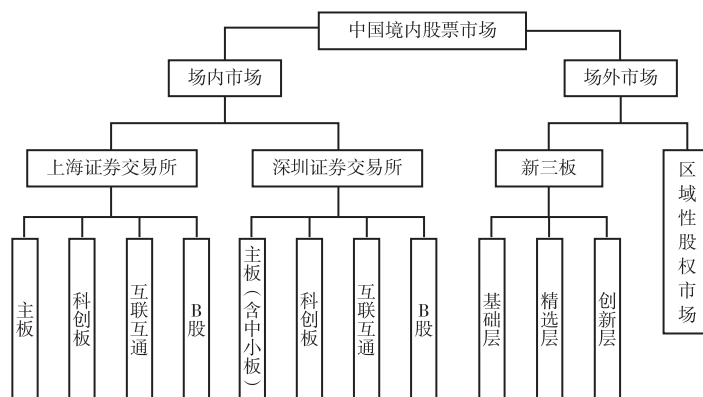


图3 中国境内股票市场全景图

特别是制造业企业市值占比增长较多,从2012年的33.5%上升到2020年的53.8%。第三产业中,金融业占比很大,市值占比长期保持在20%~30%之间,代表新兴行业的信息传输、软件和信息技术服务业发展迅速,市值占比从2012年的1.8%上升到2020年的4.8%。

第三,投资者结构。经过多年的发展,我国股票市场投资者初步形成多元化的格局,除了个人投资者外,机构投资者队伍日益壮大,包括证券投资基金(简称“基金”)、保险公司、社保基金、养老金、企业年金、证券公司、信托公司等,以及境外投资主体[合格境外机构投资者(简称QFII)、人民币合格境外机构投资者(简称RQFII)、沪港通、深港通]。从两个方面分析投资者结构性变化,一是机构投资者持股市值规模及其变化情况,二是投资者中个人投资者和机构投资者构成及其变化情况。

从2001年到2010年,机构持股市值总和从不足300亿元上升到12万亿元以上,占流通市值比重从不足3%提升至66%左右,占总市值比重从不足1%提升至46%左右,特别是股改以后经历了一段快速增长的时期。之后十年,机构持股市值总和保持稳定增长,到2019年末达到30万亿元以上,占流通市值比重保持在55%上下,占总市值比重保持在50%上下(见图4)。机构持股比重大幅增加,增强了股市的专业投研能力和财富管理能力,对稳定股市起到一定作用。与美国市场60%以上的机构持股市值占比相比而言,中国机构投资者持股还有很大提升空间,要逐步引导养老金、企业年金、保险资金等长期资金进入股市,加强基金、私募股权等各类资产管理公司的投资和风险管理能力以及市场监管和规范作用,为居民提供种类丰富的、规范的金融产品。

从2015年4月到2020年末,证券投资者开户总数从8000多万户迅速增加到近1.8亿户,其中个人投资者数量占据主要地位,长期保持在99%以上,机构投资者开户数量较为稳定,基本维持在25~42万户之间。每月新增投资者开户以个人投资者开户为主,2015年6月前,每月新增开户数量经历一个快速增长阶段,股市危机后则迅速下降,每月新增开户数在150万上下波动,其中机构投资者每月开户数量最高不过七千户,最低仅几百户(见图5)。考虑到个人投资者中仅有10%~20%的用户处于活跃状态,估计有两到三千万活跃的个人投资者,在投资者构成中占据绝对主力地位,说明普通居民对财富增长的需求十分强烈,而机构投资者则以较小的基数持股市场中一半左右的股票,成为市场投资的重要力量。

第四,交易品种和交易机制。市场上与股票有关的交易品种逐步发展,渐趋丰富,形成了股票、基金、可转债、融资融券、股票期权,以及股指期货等较为丰富的交易品种。交易方式也从单一



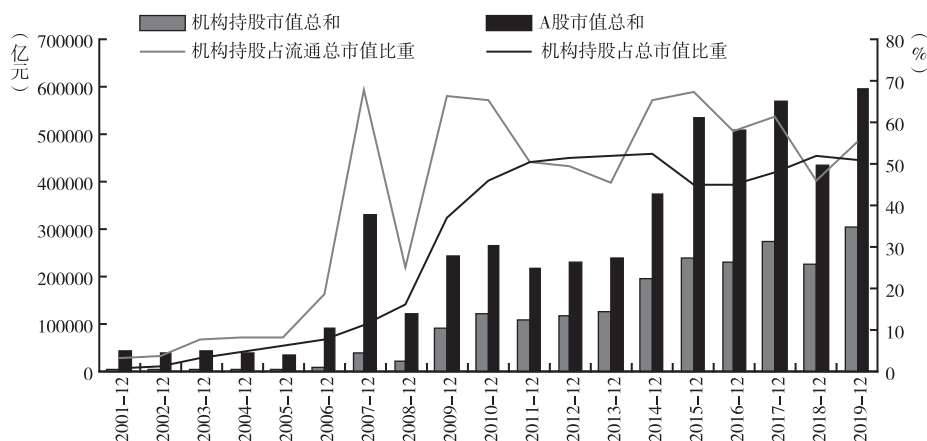


图4 2001—2019年机构持股市值及其占A股总市值比重

资料来源：上海证券交易所、深圳证券交易所和Wind数据库。

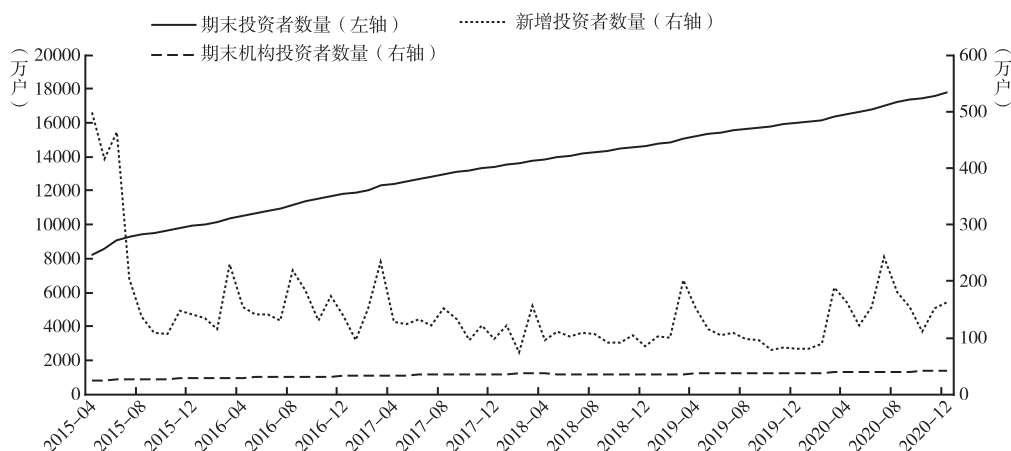


图5 2015年4月—2020年末证券投资者开户期末数量与新增数量月度变化及结构

资料来源：中国证券登记结算公司、Wind数据库。

的现货(本金)交易,发展到现货(本金)交易+信用交易(融资融券),再到现货(本金)交易+信用交易(融资融券)+衍生品交易(股指期货、期权),初步形成了多元的交易方式。

### 3. 市场活跃程度

资本市场的流动性水平提升对经济增长有积极促进作用(Levine 和 Zervos, 1998)。尽管2020年上半年中国股市受新冠肺炎疫情冲击较大,但跟往年对比,市场交易活跃程度仍保持在较高水平。2020年最低日成交金额为4904亿元,最高为17393亿元,各月日平均成交额最低在6000亿元以上,全年平均日成交额为8000亿元以上。据世界银行统计,自2003年起,中国股市年换手率一直保持较高水平,市场流动性整体上有所上升。与美国、日本和中国香港等发达资本市场相比,中国股市年换手率要长期高于中国香港股票市场,2008年以前要明显低于美国,与日本接近,之后则明显高于日本,并逐步超过美国(见图6)。与纳斯达克对比,A股月流通换手率整体上较为接近,部分时间段则明显活跃于纳斯达克市场(见图7)。

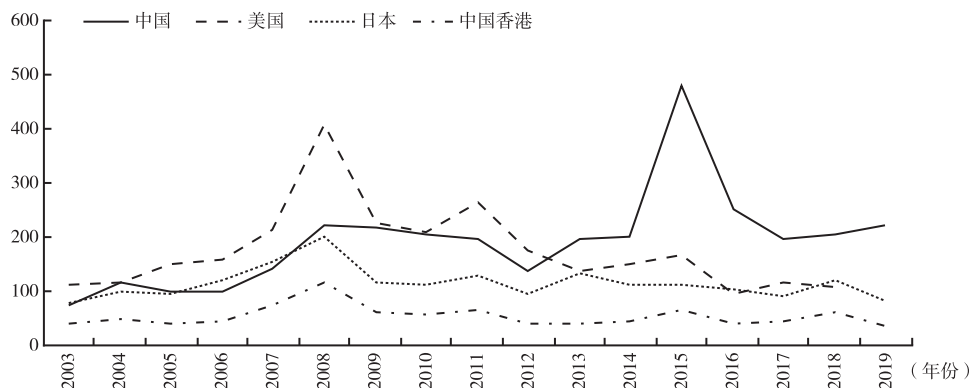


图6 2003—2019年中国、美国、日本和中国香港股票市场年换手率

资料来源:世界银行、CEIC。

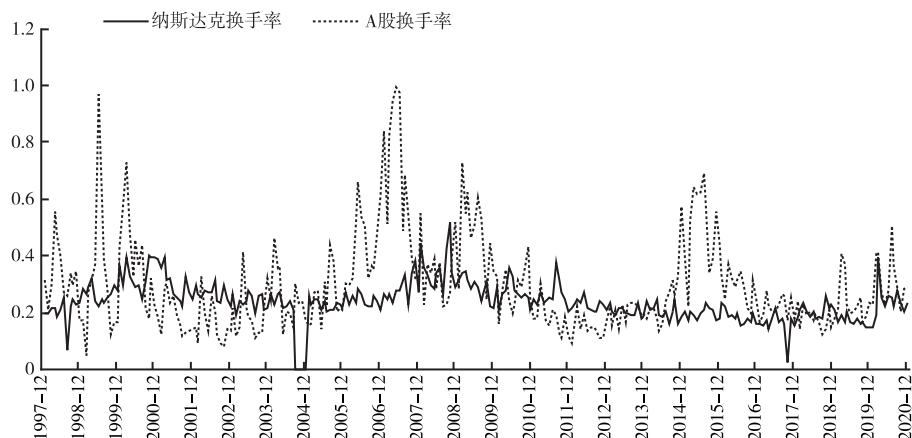


图7 1997年12月—2020年12月A股和纳斯达克月流通换手率对比

注:流通换手率=月成交总额/月平均流通市值。

资料来源:Wind数据库、CEIC。

#### 4. 市场开放程度

中国资本市场开放有几个重要的过渡性制度安排,分别是B股、QFII、QDII、RQFII、沪港通、深港通和沪伦通。资本市场建立初期,为吸引国外资金直接进入中国市场,1991年正式发行人民币特种股票即B股,以人民币标明面值,以外币认购和交易,在中国境内证券交易所上市,是中国资本市场开放的一个金融创新和制度性创举。自1993年青岛啤酒在香港招股上市开始,越来越多的内地注册公司和中资控制公司赴香港或海外上市,即H股或红筹股公司,B股制度的市场活力和国际融资功能大幅减弱,加上B股严苛的交易制度以及后来实施的QFII等制度,B股市场功能几乎丧失殆尽。2002年12月1日,不同于B股的市场分割,中国正式实施QFII制度,允许合格的境外机构在一定额度下汇入外汇资金,兑换成人民币后对中国境内资本市场进行投资,成为中国资本市场对外开放的又一重要举措。2003年6月起,以保险外汇资金投资中国企业境外股票为试点,启动QDII试点工作。2007年7月,QDII制度正式启动,开创了境内机构对境外资本市场投资

的先河。在 QFII 制度实施 9 年后,2011 年底央行发出了 RQFII 制度试点通知,到 2019 年 9 月 10 日国务院批准取消 QFII、RQFII 额度限制,同时取消 RQFII 试点国家和地区限制。QFII 和 RQFII 是在中国资本项下未实现完全自由兑换的情况下,推出的资本市场对外开放的过渡性制度安排,对提升中国资本市场的影响力和国际化水平具有积极的推动作用(吴晓求等,2020)。2014 年 11 月 17 日沪港通正式实施,2016 年 12 月 5 日深港通实施,后续还出台相关政策取消了年交易额总额限制并放宽每日额度,加速了中国资本市场对外开放进程。由于这些都是过渡性的制度安排,加上中国资本市场存在深刻的制度缺陷,导致来自境外资本投资于 A 股的比例整体上处于较低水平,仅从 2013 年 12 月的 1.44% 上升至 2020 年 12 月的 4.27% 左右,这与主要大型国际金融中心 15% 的水平还相差较远(见图 8)。

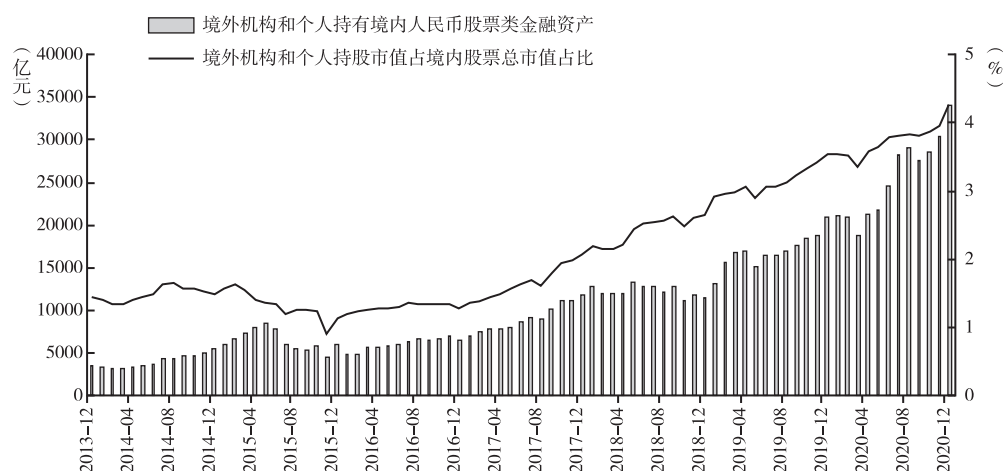


图 8 2013 年 12 月—2020 年 12 月境外机构和個人对 A 股投资月度情况

资料来源:中国人民银行、Wind 数据库。

## 二、中国资本市场的制度变革和功能演进

### (一) 基于发行制度市场化的制度演进:从行政配置资源到市场配置资源

中国资本市场的制度变革在 30 年间发生了翻天覆地的变化,最重要的制度变革就是发行制度的演进,先后经历了审核制、核准制、注册制三个阶段,实现了从计划经济色彩浓厚的行政管理到市场主导资源配置的合理转变。发行制度改革是整个资本市场制度变革的核心和逻辑起点,分析三个不同阶段发行制度的内在特征是理解发行制度变革逻辑的关键。

改革开放初期,农村的家庭联产承包责任制和股份制乡镇企业取得了巨大成就,极大地激发了社会经济活力和生产积极性。1984 年,为加快经济体制改革,增强企业活力,股份制改革在国有大中型企业展开试点工作。这一阶段的股票发行可以说没有审批,发展相对自由、市场逐步活跃,但随着热度不断攀升,出现了许多不规范的成分。为治理市场乱象,除上海、深圳以外,股份制试点工作基本暂停,到 1990 年开始设立股票集中交易场所,即沪深交易所。随后,国务院证券委员会(简称“证券委”)和中国证监会成立,证券市场成为全国性市场,并在 1993 年建立了全国统一的股票发行审核制度。审批制被认为是完全行政主导型,先后经历 1993—1997 年的“额度管理”和



1998—2000年的“指标管理”两个阶段,此时的发行制度是计划经济色彩十分浓厚的。核准制在市场化选择上迈进了一大步,但仍是制度上的过渡性安排,按照推荐权的分配方式不同,核准制又可以分为两个阶段:2001—2004年的“通道制”和2004年至今的“保荐制”。通道制是对每个证券公司每年申报企业的数量进行额度管理,保荐制是指保荐人(证券公司)推荐符合条件的企业上市,通过辅导,协助发行人建立完善的信息披露制度,并对所推荐上市的企业提供持续督导和担保责任的制度。与通道制相比,保荐制强化了保荐代表人的责任意识,建立了责任追究机制,通过市场化手段调动了其积极性。在此之上,注册制被认为是市场化程度最高的发行审核制度。科创板(2019年)、创业板(2020年)相继实行了注册制,以信息披露为中心,建立更加市场化的发行制度。

发行制度的演进,体现了政府职能和角色的逐步转变,从行政管理到宏观调控再到市场监管,从把握市场准入的“售票员”到维护好制度和市场规则的守夜人,让股票发行资源和定价机制回到市场手中,同时要求监管部门不断加强对市场的监督能力和违规违法行为的威慑力,及时弥补规则缺陷,维护好市场秩序。发行制度的演进是中国资本市场改革的关键,立足于市场化的发行制度,配套好信息披露和退市制度,不断完善保荐、承销、交易等制度,最终完成中国资本市场制度的市场化改革。

## (二)中国资本市场的法制建设:大陆法系与市场变革的适应性改革

以发行制度为基础的资本市场制度改革需要一系列法律法规等进行规范化、制度化,30年来,中国资本市场的法制建设从初创到逐步完善,经历长时期的探索和发展,取得了巨大进步。传统上,我国深受大陆法系政府立法模式的影响,常以政府的思维与模式作为市场规则与反应的替代,由此,投资者权益保护规范的实效将受制于政府立法者的思维模式、传递效率等因素(虞群娥,2006)。大陆法系严苛主义与保守主义的立法模式,是建立在概念主义和形式主义基础上的体系,难以及时应对资本市场的创新活动,而英美法系受法律实用主义思潮的影响,其资本市场创新实践往往不用打破原有的法律体系,不会损害证券法律制度的基本原则,因此不会遭遇过大的理念与制度障碍。中国资本市场的法制建设从早期的行政化和政策化逐渐向市场化转变,在大陆法系的基础和框架下注入了英美法系的内容和元素,并进行了一定程度的本土化改造,形成了兼容英美与德日两种典型模式之特点的法律体系,不断适应着资本市场的快速发展和制度创新。中国资本市场从建立到多层次发展,经历了多个发展阶段,相应的法制建设同样存在多个阶段,大致可分为三个阶段,并在不同阶段呈现出不同的特点。

### 1. 1990年沪深交易所建立至1999年《证券法》颁布前

1990年沪深交易所建立,是中国资本市场法制建设的正式起步阶段,率先形成的法律制度以地方政府行政规则和交易所业务规则为主,此时的资本市场法制建设呈现显著的地方性与探索性的特征。随着证券委和证监会成立,资本市场开始形成更高层级的法律法规,其中以1993年4月国务院出台的《股票发行与交易管理暂行条例》和同年12月全国人大通过的《中华人民共和国公司法》(简称“《公司法》”)为代表,形成了规范资本市场的全国性法律法规。在1999年《中华人民共和国证券法》(简称“《证券法》”)出台前,随着资本市场由地方性向全国性的转变,资本市场法制建设的主导权亦由地方转移至中央,相关法制与规则逐步展现出统一性的特征,但由于资本市场立法政出多门,同时缺乏高位阶的法律作为规范基础,呈现出较浓的行政化与政策化色彩,导致相关规定之间容易出现脱节、矛盾等现象,缺乏一定的系统性。

### 2. 1999年《证券法》颁布后至2019年科创板注册制试点前

1999年《证券法》的颁布,是中国资本市场法治化的一座里程碑,吸收了各地资本市场建设的

成功经验,正式规定了我国证券市场一系列基本的法律制度,主要包括证券发行制度、证券交易制度、对证券公司的分类管理制度、证券规范监督管理制度等,由此奠定了我国资本市场的法律基石。《证券法》的颁布实施对于规范资本市场活动、保护投资者权益、促进资本市场健康发展,起到了重要作用。当时资本市场累积了一些深层次问题,如资本市场基础性制度缺失、股权分置、上市公司内部治理失衡、证券公司违规经营、市场违规现象突出等渐渐暴露,严重影响了资本市场的健康有序发展。2005 年 10 月 27 日《证券法》针对资本市场各项制度进行第一次修订,体现在证券种类、证券发行保荐制度和预披露制度、公开发行新股和公司债券条件、上市公司收购制度、证券交易所法律地位的明确、证券监管机构职权等方面,使得法治观念基本得以确立。截至 2019 年,我国已形成以《公司法》和《证券法》为核心,以国务院行政法规和监管部门行政规章为重点,以最高人民法院司法解释和资本市场自律机构业务规则为补充的证券法律体系。

### 3. 2019 年科创板注册制试点开始至今

为进一步适应市场化改革和资本市场创新趋势,2019 年 3 月证监会通过《科创板首次公开发行股票注册管理办法(试行)》和《科创板上市公司持续监管办法(试行)》,开始了注册制创新性试点工作。同年 12 月 28 日《证券法》迎来了第二次修订,并于 2020 年 3 月 1 日起正式施行,为全面推行注册制铺开道路。此次修订还做出了一系列新的制度改革和完善,在完善信息披露、证券交易规则、提高证券违法违规成本、引入代表人诉讼制度等方面进行了大幅修订,进一步加强对投资者利益的保护。在发行制度日益完善的情况下,需要加快退市制度健全和完善的推进,形成优胜劣汰的良性循环,促进资本市场的健康发展。2020 年 12 月 14 日,沪深交易所发布退市规则征求意见稿,完善了退市标准、简化了退市程序、拓宽了退市渠道,而且交易所退市实施的主体责任和退市监管力度也得到空前强化,同时投资者保护机制亦得到极大优化。资本市场相关法律制度的建设离不开整个国家法律体系的完善,为了与《证券法》相衔接,《中华人民共和国刑法修正案(十一)》草案于 2020 年 6 月 28 日提交,于 2020 年 12 月 26 日正式通过,并于 2021 年 3 月 1 日起正式实施。该修正案分别从欺诈发行证券、违规披露或不披露重要信息、操纵市场、提供虚假证明文件四个方面对相关定罪和量刑进行适应性调整,填补了相关法律漏洞,大大加重了相关违法行为的处罚力度,对资本市场的犯罪行为形成了极大的威慑作用。

### (三)中国资本市场的功能演进:从融资为主到投融资并重

随着中国经济的发展和市场化改革的推进,中国金融无论在规模、结构、业态,还是在功能、竞争力和国际影响力等方面都发生了深刻的变革。沪深两个交易所的设立和运行,开创了中国金融“脱媒”的新纪元,中国金融进入市场化发展的运行轨道,资本市场的功能也随之慢慢演进。基于不同分析目的,金融资产有不同的分类和不同的统计口径,这里主要从两个角度去观察金融资产规模和结构的变化:一是从金融资产的属性(货币属性与资产属性)和资产的流动性差异角度来观测金融资产规模的扩张,分析其内部结构的变化;二是从商业银行(及类银行)信贷资产和证券化金融资产的角度统计金融资产规模,分析其结构变动的趋势。

#### 1. 金融资产规模的扩张与结构变化:基于资产属性角度的分析

图 9 表示 1990 年至 2020 年  $MS(M2 + S)$  口径范围内中国金融资产的规模变化,图 10 表示 1990 年到 2020 年基于货币性金融资产( $M2$ )和证券化金融资产( $S$ )分类统计基础上的中国金融资产的结构变动。1990 年中国  $M2$  为 15293.4 亿元,到 2020 年增加到 218.7 万亿元,30 年间增加了 142 倍。与此同时,中国 GDP 1990 年为 18872.9 亿元,2020 年突破 100 万亿元,名义 GDP 增加了 53 倍。经济货币化率则由 1990 年的 0.81 大幅上升到 2020 年的 2.15。就中国证券化金融资产来

看,股票和债券都在30年间快速增长,1990年底股票市值(S1)为23.8亿元,债券余额首次突破1000亿元,达到1085.8亿元,证券化金融资产总规模为1109.6亿元,到2020年底则增长到193.9万亿元,增加了1746倍。由此判断,资本市场发展的30年内,中国M2和证券化金融资产规模都呈现出较快的增长,在MS口径中M2比重在下降,而证券化金融资产的比重则相应上升,对金融结构的变革产生重要影响;股票和债券的规模和比例大体保持比较接近的增速和变化,但二者在一些年份的增长稳定性存在明显差异;MS口径内各类金融资产的规模和结构变化,表明中国金融市场化趋势日益明显,证券化金融资产的影响也越来越大。

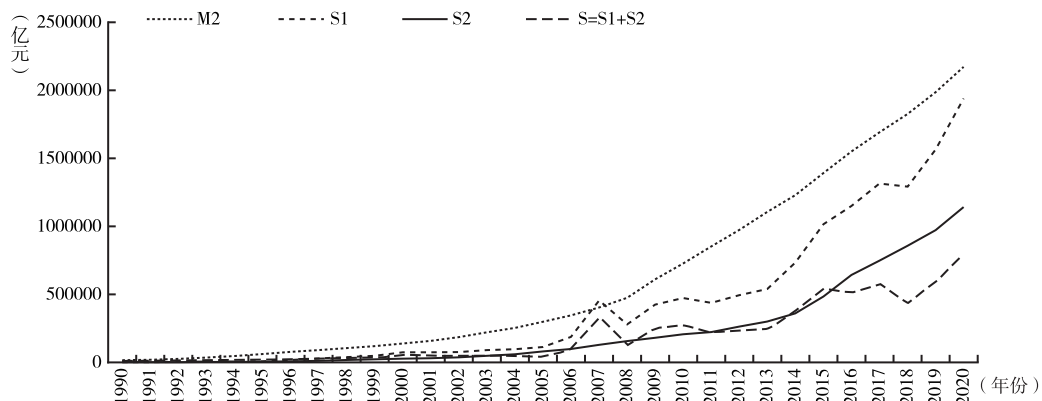


图9 1990—2020年M2和证券化金融资产规模变动趋势

注:(1)2011年10月起,货币供应量M2已包括住房公积金中心存款和非存款类金融机构在存款类金融机构的存款。(2)S1表示股票类金融资产,S2表示债券类金融资产,S(S1+S2)表示证券类金融资产,下同。  
资料来源:国家统计局、中国人民银行和Wind数据库。下同。

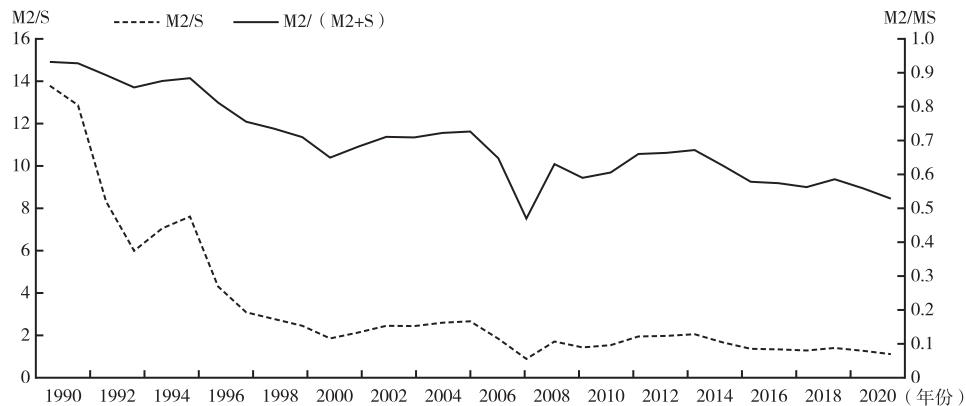


图10 1990—2020年中国金融资产结构变动趋势

注:MS(M2+S)是从流动性差异的角度计算的持有主体(居民部门、企业部门、政府部门以及海外部门)持有商业银行和资本市场证券化金融资产(不包括基金)的全部金融资产,但不包括四部门持有主体持有的非银行金融机构的金融资产。

## 2. 金融资产规模的扩张与结构变化:基于融资机制角度的分析

图11表示1990年至2020年CS(C+S)口径范围内中国金融资产的规模变化,图12表示

1990年到2020年基于间接融资和直接融资角度的中国金融资产的结构变动。银行及类银行信贷资产1990年为17511.0亿元,到2020年达172.7万亿元,增加了98倍。从图11可以看出,银行信贷资产规模(C)和增长速度与证券化金融资产保持一个比较相近的水平,近三年证券化金融资产的增长势头则比银行信贷资产的增长要快一些。如图12所示,在CS口径范围内的全部金融资产中,银行信贷资产占比(C/CS)整体上呈持续性下降趋势,1990年为0.94,到2020年降到了0.47。与之相对应的是,证券化金融资产比重(S/CS)从1990年的0.06迅速上升至2020年的0.53,这一变化与近些年地方政府债大幅度增加有密切关系。在S/CS上升趋势中,要注意其内部结构的变化。1990年S1/CS(股票市值在金融资产中的比重)仅为0.13%,到2020年则上升至21.74%。由于股票资产规模统计的是存量市值,实际发挥融资功能的规模占比大约在25%~30%,所以,从融资功能角度,2020年S/CS的比值要明显低于0.5。近几年债券(S2)特别是地方政府债发展速度快,加上金融债、公司债(企业债),债券余额非常庞大。综合考虑中国债券市场的结构特点和流动性特性,可以得出中国金融结构正在朝着市场化、证券化方向演变的趋势性结论,但目前尚不能因为S/CS比值略微超过0.5就得出中国金融结构发生了质变的结论。

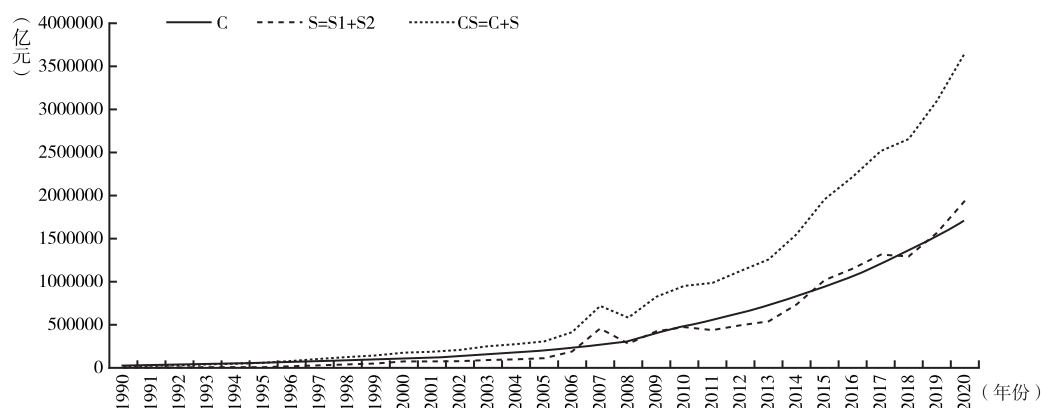


图11 1990—2020年中国金融资产规模变动趋势:基于融资机制角度

注:C表示银行信贷资产规模,CS(C+S)表示直接融资和间接融资规模总和。下同。

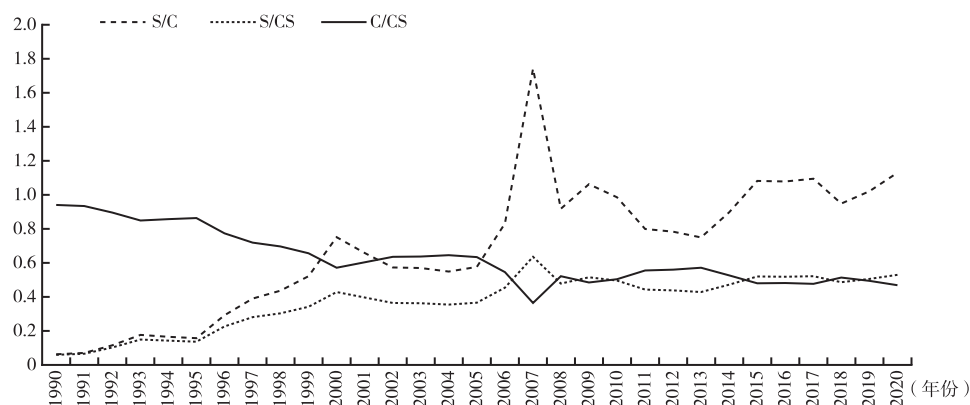


图12 1990—2020年中国金融资产结构变动:基于融资机制角度

此外,居民部门金融资产结构的变化,对分析一国金融结构乃至金融体系的变化十分重要,是金融结构变革的重要支点。吴晓求(2018)研究表明,居民部门金融资产结构在30年间从微小变化演变到趋势性变化,其中通货及存款形态的非证券化资产在1990年以前一直保持在90%以上,金融资产结构以非证券化资产为主;1990—2011年间,金融资产结构发生微小变化,除2007年股价大幅上涨,引起居民部门的证券化资产规模迅速上涨,非证券化资产占比由2006年的77.19%大幅下降到61.72%外,其余年份均保持在70%以上;2012年开始,居民部门持有的金融资产结构开始发生趋势性的重大变化,非证券化资产比重开始进入50%~60%的重要区位,证券化资产比重则在40%左右波动。

由上述分析推断,以金融资产结构变动为核心分析指标的中国金融结构,无疑发生了重大的变化,这种变化正在趋近金融结构质变的临界值,中国金融已经进入市场化金融发展模式的运行轨道,市场脱媒的力量加速中国资本市场的功能从融资为主向投融资并重的方向演进。

#### (四)中国资本市场监管模式的转变:从实质性监管到透明度监管

30年来,伴随我国资本市场的日益成熟、金融结构及功能的逐渐演进、风险特征的不断转变,资本市场监管体制与模式也在经历深刻变革,这种变革大致体现在三方面:第一,从中国金融结构演进的角度看,资本市场监管模式从以发行审核的实质性监管为主转变为以透明度监管为主(吴晓求,2017);第二,从个体风险与系统性风险的角度看,金融监管从以微观审慎监管为主转变为宏观审慎与微观审慎并重、注重金融行为监管与消费者保护(吴晓求等,2018);第三,在金融科技迅速发展的背景下,监管科技在资本市场上被逐步运用,监管方式从传统的事前、事中监管转变为事中、事后监管,监管重心后移(吴晓求等,2015)。

中国资本市场监管体制改革大致经历了从中国人民银行主导到国务院证券委宏观管理再到证监会统一监管三个阶段。沪深交易所建立初期,延续1986年《银行暂行条例》的规定,由中国人民银行作为证券市场的主管机关,负责股票公开发行审批和市场监管,加上沪深股市当时属于地方性市场的特征以及交易所自行制定的一系列补充性的监管制度,进而形成了中国人民银行主管、地方政府参与、交易所自律的监管体系。随着市场规模不断扩大,地方性市场发展为全国性市场,多个机构参与监管导致协调难度大,为此,国务院于1992年10月成立证券委及其执行机构中国证监会,对资本市场开始加强统一监管。在证券委和证监会成立之后,中国证券市场的监管重心逐步从地方政府转移到了中央政府,但地方政府仍负责选拔公开发行的股票以及沪深所仍进行自律监管,所以这一阶段仍属于过渡时期。到1997年8月,国务院研究决定,将上海、深圳证券交易所统一划归中国证监会监管,同时在上海和深圳两市设立中国证监会证券监管专员办公室;同年11月,为理顺证券监管体制,由证监会对地方证券监管部门实行垂直领导,并将原由中国人民银行监管的证券经营机构划归中国证监会统一监管。1998年4月,国务院证券委与中国证监会合并。经过这些改革,中国证监会职能明显加强,集中统一的全国证券监管体制基本形成。

资本市场监管体制变革的逻辑主要还是金融结构、功能和风险的转变导致的,由此进一步引致监管模式的转变。商业银行最基础的风险来源于资本不足,这是传统金融体系中最重要风险。金融的脱媒催生并推动了金融市场特别是资本市场的发展,其结果是风险绕开资本,或者不表现为资本不足风险。这种情况下的金融产品表现为一种信用集合,交易者或投资者的交易行为基于对信息的判断而进行,此时信息是否充分而透明决定了风险的存在和大小。这就说明了为什么透明度是资本市场存在和发展的基础原因。所以,与资本不足风险并存而生的一种风险就是透明度风险。实质上,在现代金融体系中,资本不足风险与透明度风险是来源不同、性质各异的两类



基础风险。随着金融资产结构的变化,这两类基础风险的权重和结构会发生相应的变化。中国资本市场的快速发展和壮大,使得中国金融资产结构发生了重大的变化,证券化金融资产在整个金融资产中所占的比重在不断上升,中国的金融体系已经从银行主导型开始向市场主导型转变,这种趋势的基本推动力来源于金融“脱媒”的力量和金融功能从融资为主向投融资并重的演进。金融风险无论在形式上还是在来源上均发生了重大的变化,风险形态由存量聚积变化为流动而分散,风险来源由资本不足演变成透明度不足。因此,中国资本市场的监管模式由以资本监管为主向透明度监管为主转变。

### 三、中国资本市场发展与经济增长

改革开放以来,中国经济规模一直保持着较高水平的增长速度,经济增长需要金融市场的发展来优化资源配置,提高增长和运行的效率。发达的资本市场能够促进经济的长期增长、资本积累和生产力进步,本文立足于中国实践,从三个角度来分析资本市场发展对经济增长的贡献。

#### (一)中国资本市场发展推动资本金扩充

中国长期处于商业银行主导的间接金融体系下,商业银行配置了大量金融资源促进了经济增长,但是中国商业银行在进入资本市场进行融资以前,出现过不良资产比例过高、创新和盈利能力不足等问题。资本市场的发展为商业银行的转型和发展带来了历史性的机遇,历经资本金的注入、不良贷款的剥离、战略投资者的引进和内部治理水平的提高,国有商业银行上市后规模与效率也显著提升。以四大国有银行(中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行)上市为例,在上市前都进行了市场化改革,采取了成立资产管理公司剥离不良资产、引进战略投资者补充资本金等措施,在上市后资产质量和规模同步增长,经营效率显著提升,公司治理结构和薪酬制度不断完善。与此同时,股份制银行改革也与国有银行改革同步进行,主要通过引进战略投资者、上市来充实资本金、改善公司治理结构等手段。城市商业银行也依托地方政府通过资产置换、增资扩股、积极引入境外机构投资者等方式提高资产质量并分批上市,以增强风险控制能力、提高经营管理水平、提升业务创新能力。

随着中国金融体系的完善与资本市场的发展,各类非银行金融机构在中国金融体系中发挥着越来越重要的作用。作为投资中介机构和契约性储蓄机构的代表,证券与保险行业 and 商业银行同样经历着资本金扩充与功能升级的过程。2014 年以来,证券公司密集上市,券商争相扩充资本规模,抢抓行业发展机遇。上市有助于证券公司增加资本金,补充营运资金,扩大公司业务规模特别是创新业务规模,提升公司的市场竞争力和抗风险能力,实现证券公司在新形势下的发展战略和股东利益最大化。此外,上市同样可以提高券商内部治理透明度,提升企业知名度与价值。2007 年末,中国 106 家证券公司总资产为 1.73 万亿元、净资产 0.34 万亿元,到 2019 年末,中国 133 家证券公司总资产达 7.26 万亿元、净资产达 2.02 万亿元,资本规模大幅扩充。2020 年末,A 股共有 39 家上市证券公司,总市值达 3.58 万亿元,净资产达 1.77 万亿元。保险公司是金融市场中的重要机构投资者,由前台业务收取的大量保费需要经过后台投资业务进行管理和运作。保险公司为资本市场的扩张提供了资金支持,资本市场的发展则为保险公司提供了资产管理平台。自 2005 年保险公司被准许直接投资股市以来,监管层不断鼓励保险公司作为长期资金进行股票和股权投资。截至 2020 年末,保险资金运用余额达 21.68 万亿元,其中股票和其他证券投资余额达 2.98 万亿元,债券投资余额达 7.93 万亿元。

## (二)中国资本市场发展促进公司治理

资本市场成为现代金融体系的内核,不仅在于其具有增量融资功能,还在于其所具有的对存量资源的交易和再配置功能。这种再配置功能会慢慢在资源优化配置中形成竞争和激励机制,对上市公司经营能力和未来成长性的评价会在股价中体现出来,这样功能完善的资本市场会促进上市公司对自身经营效率和治理水平的提升。从中国实践来看,通过制度建设搭建起基础的公司治理模式,在市场中不断改进和创新,慢慢形成市场化的、创新性的内外部治理体系,主要体现在以下几个方面:

第一,资本市场制度建设推动公司治理模式改革。中国资本市场自1993年《公司法》颁布实施以后,形成了“双层治理模式”,即在股东大会下设董事会和监事会两个平行机构。2001年8月,证监会发布《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》,开始推行独立董事制度,并在2002年发布《上市公司治理准则》后,强制实施独立董事制度。这两项制度奠定了上市公司内部治理结构,但由于股权分置导致公司治理缺乏共同的利益基础,严重制约了资本市场资源配置功能的有效发挥,使得公司股价难以对大股东、管理层形成市场化的激励和约束。2005年拉开了股权分置改革的序幕,减少了对所谓日德模式下双层治理结构的内部治理机制的依赖,转向同时依靠所谓英美模式的外部接管威胁等多种治理机制的交互影响来形成对公司内部人的束缚,以解决代理问题。随着资本市场的不断发展和健全,公司股权结构越来越分散化,慢慢形成股权制衡力量,减少内部人“隧道行为”形成的利益输送问题,也防止内部人的操纵行为,保证董事会、监事会等内部治理机制有效发挥监督作用,提升公司治理水平。

第二,机构投资者参与。中国资本市场的发展过程中,机构的力量在不断壮大,特别是近10年获得了长足的发展。以基金、保险公司、社保基金、券商、QFII、信托、财务公司和银行为代表的机构投资者在市场中的投资规模和占比不断上升,从2007年的3.62万亿元提升到2019年的30.25万亿元,占总市值比重相应地从11%提升到51%。已有大量文献表明,机构投资者参与公司治理的路径主要有:第一,通过积极干预改善公司治理。机构投资者凭借其专业能力持有同一行业不同公司的大量股票,获得信息优势和治理经验,从而有动机且有能力从多种机制路径发挥监督作用。第二,当机构投资者无法发挥积极的治理效果时,可以通过“用脚投票”进行消极管理。出于以股权为基础的薪酬安排、股权激励和害怕被接管等原因,使得管理层关心股价,从而希望避免公开的大股东和机构投资者退出。因此,机构投资者的退出威胁能够产生治理作用。第三,同时使用积极干预和“用脚投票”。McCahery等(2016)调查研究表明,机构投资者认为这两种机制是互补的,经常被同时使用。该调查研究还表明,许多对公司长期关注的大机构投资者指出直接干预十分重要,并且通常在幕后进行;如果退出威胁是可信的,干预就会促使管理层提升公司价值,即使退出并没有真正发生。

第三,企业家为中心的治理范式。随着第四次工业革命的深入和互联网时代的来临,越来越多的高科技企业选择发行具有不平等投票权的AB双重股权结构股票。除了谷歌、脸书等来自美国的高科技企业外,大量来自中国的基于互联网的知名企业如京东、百度、奇虎、搜房、优酷、猎豹移动、YY语音等相继在美国以发行AB双重股权结构股票的方式上市。同时,也出现了以阿里合伙人制度和以腾讯“大股东背书”模式为代表的具有“不平等投票权”本质的股权结构。2018年7月9日上市的小米成为香港股市首家采取“同股不同权”架构的内地企业;2019年9月27日,优刻得科技成为A股第一家采用“同股不同权”架构的企业。在此背景下,公司治理范式开始发生从以股东为中心向以企业家为中心的转变,这种以企业家为中心的公司治理范式在股权结构设计上体

现为从“同股同权”转变为“不平等投票权”；在董事会制度建设上则体现为从专职的内部董事转变为兼职的独立董事；而在对外部接管角色的重新认识上，体现为从外部治理机制转变为反并购条款中的相关限制。这些转变提高了公司独立董事制度、反并购条款与公司治理的效率，更好地实现了股东与创业团队之间的合作共赢。同时，企业家中心的股权结构形成了股东与经理人之间的长期合作关系，使得专业化分工加深、人力资本投入加大，迎合了互联网时代创新导向的组织架构需要，进而实现了效率的提升。

### （三）中国资本市场发展促进科技创新

科技创新对经济持续增长起到至关重要的作用，资本市场的发展则为企业在科技创新上提供多方面支持，其中最为基础的是资金支持。一方面，资本市场为有技术的个人或企业提供大量资金进行生产经营和规模扩张，鼓励更多的个人或企业进行创新；另一方面，企业在市场中面临激烈的竞争，需要足够的资金支持在技术创新和人才引进等方面进行持续投入，进而达到降低生产成本、提高经营效益、实现产品创新和产业升级等目的。除了资金支持以外，资本市场在发展过程中出现了一些商业银行所不具备的功能，为科技创新提供更多的支持。

第一，竞争和激励机制。随着中国资本市场的市场化改革逐步推进，市场在资源配置中的决定性作用日益凸显出来。什么样的企业能够上市，定什么样的价格，未来的价格走势如何，均由市场来决定。市场会关注企业过去的营利性，但更看重未来的成长性。对于成长性好的企业，市场会给出更高的估值，更多的金融资源涌入企业，支持企业通过创新来保持自身不断成长或处于领先地位。良好的股票流动性是促进资本市场效率的重要因素，对企业创新有着重要影响。一方面，高度竞争的市场下，企业能否保持较好的成长性或领先优势，是否符合行业未来的发展方向，决定了未来股价的走势；另一方面，市场通过高额回报和“用脚投票”激励企业加大创新投入和产出，鼓励经理人勤奋工作，向市场传递积极信号。

第二，新金融业态。没有资本市场以前，只有商业银行的信贷资金作为单一融资来源，对风险十分惧怕，功能比较单一。资本市场建立以后，一些新的金融业态如风险投资、私募股权、产业基金等开始涌现，更好地匹配了创新性产业活动的风险特征，支持了更多企业家和创业者投身于高风险高回报的科技创新中去。随着项目的成功推进，企业家和风险投资都可以在资本市场获得丰厚的回报，二者在合作过程中都积累了更多资本、技术和专业化能力，进而支持企业家更为大胆地创新以及风险投资更有能力地发现和培育新的项目，由此慢慢形成一种良性循环。

第三，多层次资本市场。目前，中国资本市场已经形成了以主板和二板市场为主的场内市场以及以三板和四板为主的场外市场。各板块之间存在功能上的差异，主板主要服务于成熟的大型企业，创业板和科创板则更倾向于成长型企业，三板市场主要为全国范围内未在交易所上市的创新型、创业型、成长型中小微企业提供相关金融服务，四板市场为本区域的中小微企业服务。从这些功能和定位上的差异已经可以看出，多层次的资本市场为各类大中小的创新型企业提供适合的挂牌、转让、融资、估值等服务，足以让技术领跑的企业能够继续保持和扩大领先优势，让技术成熟的企业能够做大做强，让技术有限的企业能够与其他企业形成优势互补。特别是科创板和创业板进行注册制改革以后，上市发行更加市场化，股权结构安排更加灵活，交易限制也相对较小，使得企业家的积极性得到进一步激发，创新的激励作用得到进一步强化。

#### 参考文献：

1. 祁豆豆、朱文彬：《吴晓求：三十年三座丰碑》，《上海证券报》2020 年 11 月 3 日。

2. 吴晓求:《股权流动性分裂的八大危害——中国资本市场为什么必须进行全流通变革》,《财贸经济》2004年第5期。
3. 吴晓求:《股权分置改革的若干理论问题——兼论全流通条件下中国资本市场的若干新变化》,《财贸经济》2006年第2期。
4. 吴晓求等:《互联网金融——逻辑与结构》,中国人民大学出版社2015年版。
5. 吴晓求:《中国金融监管改革:逻辑与选择》,《财贸经济》2017年第7期。
6. 吴晓求:《改革开放四十年:中国金融的变革与发展》,《经济理论与经济管理》2018年第11期。
7. 吴晓求等:《中国金融监管改革:现实动因与理论逻辑》,中国金融出版社2018年版。
8. 吴晓求、郭彪、方明浩、李诗瑶:《中国金融开放:模式、基础条件和市场效应评估》,《财贸经济》2020年第5期。
9. 虞群娥:《金融改革探索》,浙江大学出版社2006年版。
10. Levine, R. , & Zervos, S. , Stock Markets, Banks, and Economic Growth. *American Economic Review* , Vol. 88, No. 3, 1998, pp. 537 – 558.
11. McCahery, J. A. , Sautner, Z. , & Starks, L. T. , Behind the Scenes: The Corporate Governance Preferences of Institutional Investors. *Journal of Finance* , Vol. 71, No. 6, 2016, pp. 2905 – 2932.

## Chinese Capital Market in the Past 30 Years: Exploration and Reform

WU Xiaoqiu, FANG Minghao (Renmin University of China, 100872)

**Abstract:** From 1990 to 2020, Chinese capital market has experienced 30 years of ups and downs, and significant changes have taken place in terms of system, scale, structure, function and international influence. From the perspective of system reforms, the initial public offering (IPO) system has always been the core issue of market-oriented reforms, and the registration-based IPO system reform is a critical step towards marketization. The legal system is an important guarantee for strengthening information disclosure, combating violations of laws and rules, and protecting investors' legitimate rights, and the latest Securities Law puts forward more clear requirements. The regulatory system is constantly adapting to market changes and legalization procedures and shifting from regulation over substantial matters to regulation of transparency. On the other hand, the delisting rules need to be further reformed, and the capital market should open wider to foreign investors. In terms of functions, China's capital market has evolved from single focus on financing to equal importance to investing and financing, to constantly encourage corporate innovation, and promote the corporate governance capacity. We summarize the experience of reform and development of China's capital market in past 30 years, strengthen the confidence in market-oriented reform and deepen the reform of China's capital market, striving to move towards building a new global financial center.

**Keywords:** Chinese Capital Market in the Past 30 Years, Exploration and Reform, Function Evolution

**JEL:** G10, G15, G18

责任编辑:无 明