

內地資本市場發展報告評析

企業管治



據內地證監會官方網站一月二十四日消息，中國證監會正式發布了歷時兩年完成、六萬餘字的中國資本市場發展報告（下稱報告）。該報告對內地資本市場的發展進行了系統回顧和全面總結，對今後資本市場的改革和發展作了整體規劃和遠景展望。

報告分為四章，第一章簡要回顧內地資本市場發展，並披露截至二〇〇七年年底，內地企業通過發行股票和可轉債共籌集一萬九千億元；一千五百五十家上市公司總市值達三十二萬七千億元，相當於GDP的百分之一百四十四。第二章則梳理近年資本市場重大政策和改革措施。第三章集中分析了存在的問題和不足。

股份流通比例有待提高

內地資本市場長期存在整體規模偏小、直接融資比例較低的現象近年得到了很大改善，但是二〇〇七年，境內直接融資總額與同期銀行貸款增加額之比，雖然比上一年翻了一番多，但仍只有百分之二十一點九。債券市場規模僅相當於股票市場規模的百分之二十六點七，甚至低於韓國、印度等國家，結構失調問題較為突出。更為重要的是，實際進入流通市場的股份比例僅為上市公司總股本的百分之二十八點四，尤其是大市值股票實際進入流通領域的股份比例過低，例如工商銀行和中國石油在內地上市比例均不到百分之十。

內地仍處於轉軌過程中，市場價格對於經濟資源的分配和企業行為的約束，還沒有達到純粹市場經濟的水準，而內地資本市場也尚未形成真正的資本約束機制。例如，股票發行仍然存在繁複的行政控制環節和過多的審批程序，從發行人資格審查、發行規模、發行以至上市時間等方面，在很大程度上都由證監會決定。

交易機制有待進一步完善，交易成本較高，市場分割降低了資本市場的有效性。例如股票市場分為內地A股市場、B股市場和香港市場（紅籌股和H股）；債券市場則分為銀行間債券市場、交易所債券市場和銀行櫃檯交易市場。市場間相互分割，缺乏必要的套利機制，降低了內地資本市場的有效性。

雖然去年實現了中國石油、中國神華等眾多國有巨企

的回歸A股，內地股票市場上續獲大盤藍籌股仍然偏少，無法整體反映內地的經濟活動。更為關鍵的是，大批私有企業雖然創新能力較強，生產效率高，但仍被排斥在股票市場之外，私人企業在內地上市公司構成中的比例過低。

而已上市企業的公司治理水準也有待提高，加之現有退市制度缺乏足夠的靈活性，退市標準在一定程度上被固化的，又缺乏市場化的收購兼併機制，所以造成內地上市公司品質



本月24日，中國證監會在釣魚台國賓館正式發布中國資本市場發展報告；圖為中證監主席尚福林。（彭博圖片）

難以得到持續有效的提高，多數企業仍然視上市為簡單的融資行為。

證券公司實力較弱

與國際大型金融服務機構相比，中國現有證券公司整體規模仍然偏小；現有一百多家證券公司，總資產為一萬七千億元，管理資產總值八百多億元，尚不及一些國際大型投資銀行的資產規模。

司盈利模式
同質，經紀
業務在盈利
中佔比過高

直接投資、併購諮詢等業務尚未有效開展。證券公司治理結構和內部控制機制不完善，主要在於股權結構不合理，存在兩種極端情況：相當一部分證券公司股權結構較為單一，大股東控制管理層的現象較為突出；另外，一些證券公司股權結構又過於分散，股東會、董事會對管理層的監督控制不足，易產生內部人控制的問題。

近年來，投資者結構有所改善，但總體投資者結構仍不合理，個人投資者仍佔百分之五十，並主要以短線投資為主，且偏向於持有和交易小盤股、低價股、績差股和高市盈率股；持股時間較短，交易較為頻繁。

而整體規模偏小的機構投資者的短期投資行為也比較明顯，並在投資理念、投資目標等方面顯示出較大的雷同性。而證券投資基金產品不夠豐富，業務創新不足也是內地投資者多數選擇自己直接投資的重要原因。由於養老金制度發展滯後，以及對於保險資金投資的大量限制，保險公司、社保基金、企業年金等其他類型機構投資者參與不足，投資規模較小。

發展戰略及展望

由於內地資本市場仍然處於新興加轉軌的階段，市場的一些體制性問題仍然存在，須要隨著法律法規的完善加以解決。同時，由於資本市場迅速發展，內部和外部環境也處於不斷發展變化之中，既有的法律體系和法律制度須要不斷進行調整、補充和完善。從監管體制看，目前過於依賴行政監管，而已經明顯不能適應資本市場發展的要求。同時，由於缺乏應有的靈活性，監管隊伍的整體素質和監管工作的效率尚不能完全適應市場發展的需求。

報告第四章是內地資本市場發展戰略及展望，報告對內地資本市場到二〇二〇年的發展遠景進行了展望。屆時中國資本市場將基本完成「新興加轉軌」市場向成熟市場的過渡；內地資本市場的法律制度和監管體系將透明高效；中國資本市場的深度和廣度將大為拓展，股票、債券、商品期貨和金融衍生品市場全面發展。

資本市場將包含豐富的投資產品，多樣化的交易平臺，形成滿足多層次投資融資需求的市場體系，為中國企業做大做強提供廣闊的平臺；中國資本市場將出現具有國際競爭力

的證券期貨經營機構，金融服務水準全面提高。

何順文 浸會大學工商管理學院院長兼教授
李元莎 浸會大學工商管理學院博士研究生