

# 內地資本市場管治 20 年

李元莎、何順文 | 企業管治

內地資本市場以 1990 年 12 月 19 日上海證券交易所成立為標誌，至今整整 20 年。嗣後，深圳證券交易所成立，並以 1992 年中國證監會成立為標誌，資本市場逐漸發展為成為中國金融系統中的獨立一極。到 2010 年 11 月底，內地 A 股市場上市公司 2026 家，總市值超過 26 萬億元人民幣，單純市值已經居於全球第二位。

內地資本市場的建立和發展，客觀上為內地經濟、金融市場化發展提供了規範的硬約束環境，並為內地經濟轉軌中的國有企業和國有銀行改革提供了直接的資金來源，和一定程度上的合理路徑。雖然內地國企的長期發展如何，仍無定論尚待觀察。在市場的基本運行元素上，資本市場為投行、會計、法律等專業服務的規範發展均起到了巨大的促進作用。

回顧內地資本市場在 1990 年時成立的背景，就可以清晰的發現資本市場的市場化本質即使是在被充分壓抑利用的狀態下，依然具有無法磨滅的生命力。當時，內地建立資本市場，雖然肇始於一批留美熱血青年的大膽設計和建議，但是從決策層的角度而言，當時可以支持設立資本市場的基本考量，只是為大面積虧損的國有企業提供資金支持。

初創時期的內地資本市場，沒有成型的監管體系，更談不上法治規範，市場可謂一片混亂，在發生了一系列的衝突事件後，市場的自我試錯和自我糾錯機制開始發揮作用。投資者開始逐步具有更成熟的投資心態，機構投資者逐步出現並開始佔據市場主導地位；上市公司本身也逐步建立起公司上市的基本概念，公司管治逐步規範；監管體制逐步獨立專業化，行政色彩逐步融入更多的市場元素。

## 資本市場不斷自我強化

內地資本市場雖然一直是處在政府的強勢主導下，上市公司也多是國家控股的國有企業，各項上市機制也以行政主導為基礎，但是資本市場的內在市場化屬性在重層的體制束縛包裹下，並沒有窒息消失。相反，市場的自我屬性在內地資本市場的扭曲環境下，依然不斷的自我發展、自我強化，成為支持主導內地資本市場發展的原始動能和基本力量。

內地 20 年資本市場發展過程中，市場推動下政府監管部門、上市公司和投資者利益進行均衡市場交易的最顯著例子，就是股權分置改革——內地上市之初的不可上市交易的股份實現了可流通交易。內地股權分置問題是由諸多歷史原因形成的，主要是在資本市場早期，為避免意識形態的爭論，對於上市公司進行的一項特殊的交易制度安排。在當時的歷史條件下，對於內地資本市場無疑具有制度創新價值。

但是，最初的限制交易滿足意識形態需要的制度設計，其與資本市場自由交易本質需要的直接違背，註定了這一制度的過渡性。隨着內地資本市場上市主體和交易規模的不斷擴大，這一制度的創新性已經蕩然無存，需要根本改變以適應資本市場的長期發展和功能發揮。所以，股權分置改革就成為市場力量推動下，內地資本市場主體協力進行的制度救濟與功能彌補。

## 深化改革邁向國際化

內地資本市場長期以來只是一個單純的國內交易市場，迄今所有上市公司均是內地公司；雖然引入 QFII 等境外投資者，但是投資主體仍來自內地；尤其在人民幣資本項下嚴格管制的硬性約束下，內地資本市場的國際化更多停留在口號和願景上，在具體的交易層面尚無直接改觀。這一局限性也是香港股票資本市場，仍能保持其內地經濟資本視窗地位的根本原因。

但是，如同其他產業發展一樣，現代經濟條件下的市場化一定會推動國際化，而包括資本市場在內的金融服務業，更是在如今的國際化發展過程中充當了先鋒力量。內地資本市場的封閉性，在內地目前發展階段尚可接受，但是內地產業經濟國際化程度已經遠遠高於金融服務業，而金融服務業內部，資本市場的封閉性尤其明顯。

所以，即使在內地資本市場尚未實現自身市場化的狀況下，國際化依然需要並可以相對獨立進行，而在內地經濟發展中長期發揮作用的開放倒逼改革機制，在未來內地資本市場的整體發展中，也會發揮直接作用。內地資本市場未來 20 年的發展，很大程度上將基於國際化發展程度；現有的一系列內在體制問題，也將在產業經濟和資本市場雙重國際化過程中，逐步尋求到解決方案。

李元莎 美國威斯康辛大學商學院助理教授  
何順文 澳門大學副校長兼教授



■在深化改革的途中不斷累積經驗，內地資本市場正向國際化的路邁進。  
(資料圖片)