

厘清供给侧结构性改革内涵 完善资本市场制度体系

田静

清华大学国家金融研究院

上市公司研究中心研究人员

中国经济进入新常态，投资拉动、高投入、高消耗经济发展方式的弊端日益凸显，人口红利衰减、“中等收入陷阱”风险累积。中国经济要实现长期健康稳定发展，迫切需要通过供给侧结构性改革，激发经济增长活力，有效增加供给。资本市场作为资本这一最重要要素的配置市场，积极推动资本市场制度体系改革，是当前供给侧结构性改革的重要环节。

进一步厘清资本市场供给侧结构性改革的内涵

2015年底，党中央高屋建瓴，针对中国经济发展方式存在的结构性问题提出了“供给侧结构性改革”的方针。但是对于“供给侧结构性改革”的具体内涵和施政方略，各界还存在不同的理解。一种理解是，中国经济存在结构性的供需问题，需要通过调整结构、增加有效供给，提高经济增长质量。还有一种理解是，针对经济体制中不适应经济发展需要的体制和制度安排，通过结构性改革，改变制度性的框架和监管的构架，降低成本、提高效率。后一种理解更加符合我国当前所处的历史阶段和所面临的问题。供给侧结构性改革

的核心是结构性改革，即改革“经济—政府结构”，拆除影响资源有效配置的障碍，促进生产率提高，实现经济持续健康发展。

根据国际货币基金组织（IMF）的研究，过去20年，一些发展中经济体获得较快增长，一个原因是全球化，随着交通和通信成本的降低以及投资和融资的便利化，很多发展中经济体加入了全球贸易和价值链体系。这又是以这些国家的结构性改革为前提的，结构性改革和放开的市场为引进发达国家的技术和资金提供了制度基础，促进本国资源的优化配置和充分利用，资源从低效率部门转移到更高效率部门。但是，随着经济发展跨入中等收入或者中高收入水平，特别是在一些国家已经接近全球技术发展的前沿，采用先进技术、调动要素投入的效果逐渐减弱，结构性改革、制度创新的重要性愈加凸显。美国著名经济学家舒尔茨指出，“任何制度都是对实际生活中已经存在的需求的响应”，结构性改革就是对中国经济发展到现阶段的一种响应。

IMF在《锚定增长：提高生产率改革对新兴市场和新兴经济体的重要性》中提出，在中等及中高收入国家的改革优先着力点中有一项就是资本市场结构性改革。资本市场的核心功能是资

源配置，结构性改革的核心是提高要素配置的效率，因此资本市场的重要性不言而喻。

以中国目前的情况看，资本市场的功能有三个方面：一是促进企业的直接融资。以2016年为例，全年首次公开发行和再融资合计1.5万亿元。企业通过公开发行增加股本金，降低了杠杆率，是企业“降杠杆”的一个有效途径。二是上市公司通过并购做大做强。2016年共有261宗上市公司并购，已经上市的公司通过增发股份融资超过1.3万亿元，这还不包含定向增发购买资产的5000多亿元。上市公司还可以通过收购过剩产能企业实现强弱联合，把原来僵尸企业占用的资源释放出来，增加有效供给，是以市场化方式“去库存”的有力途径。三是推进创新，中小板、创业板的很多公司都是创新行业的龙头企业，资本市场成为推动这些企业和行业发展的重要力量。

IMF的报告之所以强调中等及中高收入国家中资本市场的作用，第一点是因为有效地将储蓄转为投资，是解决这些国家面临的动力不足、收入差距拉大等问题的有效途径之一；第二点更加重要，就是资本市场在推进创新中的作用。新经济的兴起需要创新与资本市场的良性互动，典型的例子是20世纪90年代的美国，硅谷与纳斯达克的“双轮驱动”，孵化出了谷歌、微软、苹果等当今世界最著名的高科技企业。资本市场为风险投资和私募股权投资等机构投资者开辟了投资渠道和退出通道，推动了以创新和知识为基础的创新型经济的发展。

分析中国当前经济发展阶段和需要重点解决的问题，资本市场供给侧结构性改革的重点不是调结构，而是结构性改革，拆除影响资本市场有效配置资源的体制机制障碍，降低融资成本、激发创业创新，促进经济持续健康增长。

资本市场供给侧结构性改革的着力点是完善价格发现机制

资本市场的核心功能是资源配置，市场化的资源配置是以完善的价格发现机制为前提的。对

比中国资本市场与成熟市场的价格发现机制，可发现针对中国资本市场存在的问题，推动价格形成机制的完善是当前资本市场供给侧结构性改革的重要着力点。

（一）成熟市场完善的价格发现机制

欧美资本市场的发育始于证券交易商为证券的发行和交易提供的中介服务，证券发行后，投资者的流动性需求通过交易商的柜台交易实现。无论是世界上第一家交易所——阿姆斯特丹证券交易所，还是1792年由24位证券交易商签订“梧桐树协议”诞生的纽约证券交易所，都是以交易商为核心建立的交易网络，交易商在市场中处于核心地位，它们承担了价格发现、流动性提供、客户行为管理等职能。

建立之初没有政府的规制，主要依靠交易所的自律监管维护市场秩序，因此资本市场的自律监管也一直延续下来。交易所为了保证交易的连续性和结算风险的有效控制，对进场交易的交易商的交易、结算等行为有严格的制度规范，交易商出于自身风险控制的需要，也建立了相对严格的客户资格、信用风险管理制度，自发地承担着投资者适当性管理者和行为管理的职责。这一时期，受技术条件的限制以及交易商的客户范围限制，资本市场是一个自发形成的“合格投资者”的“小众”市场，证券交易呈现出较强的区域性特征。

1933年，美国以联邦立法确立了证券市场监管制度，也为美国全国性证券市场的建立奠定了法律基础。随着技术进步，计算机自动撮合交易逐渐取代交易商的人工撮合，但也是直到20世纪80年代中后期，纽约交易所才引入了对小额订单的自动撮合系统。当今世界资本市场上集中竞价交易成为主流交易方式，全球的现货和期货交易交易所都采取了这种模式，它能够迅速、高效、透明地处理汇集到中央订单簿的订单流，市场的流动性、透明度较高。20世纪90年代，全球出现了交易所的并购浪潮，交易所这种具有典型规模经济、范围经济和网络外部性的经济组织，联合与纵向的合并大大提高了交易和交易后服务的



纽约证券交易所

效率，降低了成本。即便如此，时至今日即使是最大型的交易所，集中竞价交易也并非唯一的交易方式。例如，纽交所的专家制度，交易商仍在大额交易中发挥作用。而且历史上形成的交易所柜台交易仍然存在，进入21世纪，随着网络技术的发展以及管制的放松，成熟市场国家又出现了交易市场的分散化甚至是碎片化的趋势，市场交易方式和技术出现了新一轮的剧烈调整。除此之外，股东的大比例出售，还往往通过“二级发售（second offer）”或者“大宗交易（block trading）”等方式由交易商向其客户出售，为这类特殊的交易需求提供流动性，避免对集中竞价交易的冲击。

交易所市场形成的股票交易价格是资本市场定价的重要基准。首次公开发行价格往往是参考同行业相应上市公司的二级市场价格来决定询价的范围。投行的首次公开发行路演是发行定价的核心环节，它通过向专业的机构投资者推介拟发行公司的基本情况，包括行业情况、发展前景、定价基准、风险因素等，并根据投资者的需求以及意向性的报价，在与发行人协商之后最终决定发行的价格与数量。发行定价的基本制度设计是

在充分信息沟通的基础上，在具有信息判断力的投资者之间博弈竞争形成价格。作为投行，其最核心的竞争力是定价能力和销售能力，投行要平衡好发行人和投资者的利益，并根据市场的总体趋势以及供求确定价格。

二级市场形成的交易价格还影响着资本市场的其他活动。如果二级市场股价过高或者过

低偏离公允价格，都会影响市场功能的发挥。以美国为例，在股价高估的互联网泡沫时期，发行需求旺盛，带有“.com”的公司就会高估值，即使是美国这样具有较为严格监管的市场中，包装上市甚至欺诈上市在那个时期也较为普遍，2000年泡沫崩溃后退市的公司中有相当部分就属于这类公司。如果估值过低，如2000年互联网泡沫崩溃和2008年金融危机之后，企业融资成本高，融资需求受到抑制，不仅挫伤了投资者积极性，也制约了经济的发展，估值偏低和市场信心缺乏对中小市值公司的IPO影响更大，对美国创新尤其是就业的增长带来不利影响。

市场长期偏离公允价格，还会影响市场秩序。比如价格长期高估，股票失去长期投资价值，影响投资者长期持有的积极性，助长短期炒作盛行。估值的偏差还会扭曲并购市场行为。例如，美国20世纪80年代，上市公司治理结构不完善、内部人控制严重，公司管理层对股东利益和股票价格的忽视，为敌意收购提供了“标的”。在80年代金融自由化的大背景之下，收购者可以发行垃圾债便利地融资完成并购，也助长了敌意收购。这场收购浪潮尽管增加了对管理层的市

场化约束，但很多敌意收购并没有带来公司价值的增长，甚至还充斥着欺诈和内幕交易。投资者遭受了较大损失，监管部门不得不调整监管制度，强化监管。

（二）中国市场的价格形成机制及主要问题

中国资本市场建立于 20 世纪 90 年代初期，正是电子交易技术在全球大发展的时期，中国资本市场一起步就站到了世界交易技术的前沿，具有很强的后发优势，成为全球大国中最早建立无纸化交易的国家，也是最早建立起覆盖全国的交易网络并实行全国性集中交易的国家。分散在全国广大地域上的亿万普通投资者得以便利地从事证券交易，投资者的订单通过券商的电子化订单传输系统，实时传输到中央订单簿自动撮合成交。中国证券登记结算公司集中统一的证券登记结算系统，实现了证券交易证券的 T 日过户和资金 T+1 日交付。中国资本市场发展绕过了西方国家从有纸化到无纸化，从区域市场到全国性市场的发展阶段。但是这种“跨越式”的发展以及对技术的“过度依赖”也带来一定的问题：

一是订单驱动的交易方式主导，交易方式单一。中国市场一开始就建立起了集中竞价交易制度，1998 年的《证券法》还将其“唯一化”了，“证券在证券交易所挂牌交易，应当采用公开的集中竞价交易方式”，这就限制了其他交易方式的发展，特别是券商交易中介的作用。中国市场发展早期以散户为主，订单数量大、单笔订单金额小，集中竞价交易系统是适应市场发展需要的。但是随着股权分置改革的完成，原来不能够进入竞价系统交易的非公开发行的股份也可以在“解禁”后进入集中竞价交易系统交易了。同时，随着机构投资者的发展，投资者结构的变化也提出了新的交易需求。虽然 2002 年建立了大宗交易制度，但由于缺乏交易中介以及交易制度的限制，难以满足市场的需要，交易方式单一的问题较为突出。

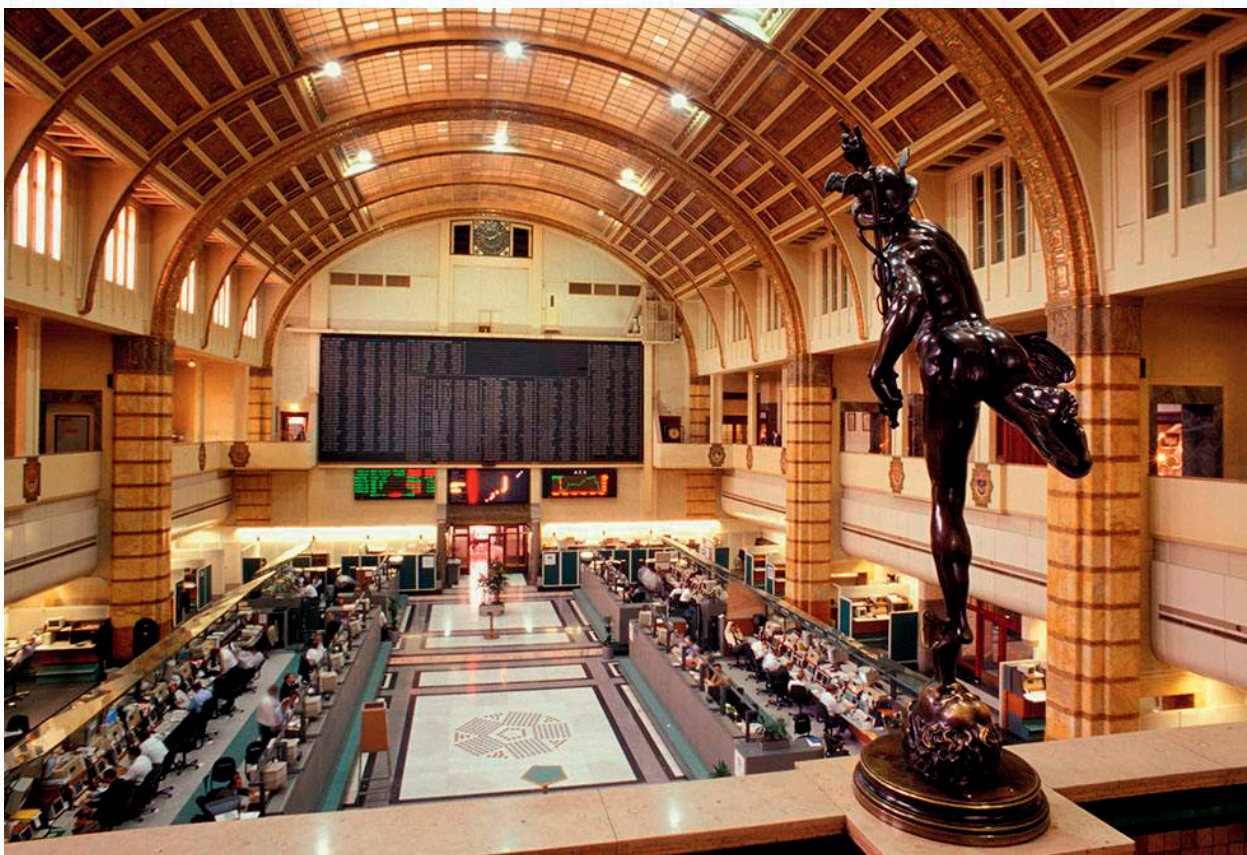
二是风险控制的“参数”依赖。20 世纪 90 年代初，中国资本市场依靠先进的网络技术实现了亿万投资者广泛参与的全国统一的市场体系，并逐渐建立起通过“技术参数”控制风险的制度

体系和技术体系。中国证券登记结算公司作为全国统一的证券登记结算后台，建立起“看穿式直接持有账户体系”，交易所在此基础上建立起了针对每个投资者的证券“卖空”前端控制，交易所还通过设置价格限制控制价格短期波动。在此基础上，券商建立起了相应的经纪和自营业务风险控制制度，这些制度相互耦合，形成了一个制度整体。21 世纪建立起来的融资融券制度也是基于这样的交易结算体制安排，交易所和登记结算机构承担了相当的风险控制职能，券商的风险控制职能相对弱化。长期以来，二级市场上券商只是提供了投资者交易的“报单通道”，对投资者的适当性管理和行为管理都是薄弱环节，中介机构的作用发挥远远不够。虽然风险尤其是信用风险的“技术参数”控制在一定程度上克服了人的“有限理性”，但是人的“有限理性”不可能完全通过技术手段消除。技术依赖弱化了券商对客户的信用管理和行为管理，在市场极端情况下，这种体系的“正反馈”可能引发市场羊群效应和系统性风险。参数依赖下形成的资本市场“大众化”和“散户化”也成为资本市场价格形成机制改革与完善的重要影响因素，甚至是制约因素。

三是价格形成机制市场化程度有待提高。目前中国市场依然存在初期投资者不成熟、二级市场价格非理性、发行数量管制等特征，成熟市场通行的发行定价机制的引入经过多次改革尝试都未得到确立。一级市场的发行价格仍然与二级市场相脱节，一级市场向机构投资者询价并通过竞争形成发现价格的机制还未形成，新股上市后价格大幅上涨，进一步强化了新股发行不败和“打新”的现象，投资者甚至是保荐机构都缺乏对发行人的制约与监督，监管部门不得不承担过大的发行审核压力。

围绕完善价格形成机制，系统推进改革

围绕价格发现机制的完善，系统推进资本市场供给侧结构性改革，可以从以下方面着手：



阿姆斯特丹证券交易所

首先，应进一步完善交易制度和发行定价机制。在交易机制的完善方面，首先是健全交易所集中竞价机制。历史上形成的短期价格波动管理机制应当向动态波动管理机制逐渐过渡，减少对价格形成机制的人为干预。其次是建立健全大额交易机制，满足机构投资者和一般法人机构的特殊交易需求，例如二次发售机制等。在发行定价制度的完善方面，应发挥承销商和机构投资者的作用，逐步推进定价市场化。

其次，要进一步发挥中介机构在价格发现中的作用。一是强化券商在二次发售和大额交易中的流动性提供职能，这也可以为券商开辟新的业务渠道；二是发挥券商在一级市场的发行定价功能，增强券商在提高定价和销售业务能力方面的内在动力。

再次，要进一步增强市场透明度。一是发行

人信息透明度；二是二级市场透明度，包括交易前和交易后市场透明度。如果引入大额交易制度和二次发售等新的制度，这些在场外进行的交易的透明度也需要严格的制度规范。

最后，还应该进一步完善上市公司治理。上市公司是资本市场的基石，上市公司治理是资本市场长期健康发展的基础，上市公司治理的完善和内控机制的健全既是提升上市公司长期投资价值的基础，也是长期投资、理性投资的投资理念建立的基础，同时也是二级市场秩序和健康发展的保证。另外，市场的透明度也需要上市公司的健全治理作为保障。而市场秩序的完善和价格形成机制的健全也会成为公司治理完善的外部压力，两者相辅相成，将有效推动资本市场的健康发展。

(本文转载自《清华金融评论》2017年7月刊)