

我国资本市场与世界成熟资本市场的主要差距

祁斌 王欧

我国资本市场自上世纪九十年代初建立以来,发展十分迅速,在短短的十几年中走过了国外许多成熟市场历经几十年甚至上百年才走过的道路,成绩显著,在国民经济发展中日益起到核心枢纽作用。股权分置改革的顺利进行,更为资本市场未来持续稳定发展奠定了坚实的制度基础。

但是,同时我们应当看到,目前我国资本市场的发展现状仍然存在许多不足,尤其是在市场的规模和结构、多层次资本市场体系建设、交易所、上市公司、证券经营机构和机构投资者的国际竞争力、监管体制和市场化程度,以及资本市场发展的外部生态环境等方面与成熟市场相比还有很大差距。

1. 资本市场规模过小,直接融资比例¹过低,经济证券化程度²不足

资本市场主要由股票市场和债券市场组成。截至2006年7月,我国A股上市公司总市值4.42万亿元,与2005年GDP的比值为24.2%。截至2006年7月,美国股市总市值约23.90万亿美元,与2005年GDP的比值为193.7%³。

2004年底,我国债券市场⁴(包括国债、金融债、企业债、可转债、证券化产品等⁵)资产总量为4.24万亿元(其中96%为国债及政策性金融债),与GDP的比值为31%。同年,美国债券市场资产总量约为22.4万亿美元(其中美国国债、市政债等政府债仅占25.5%),与当年GDP的比值为192%。

2004年底,我国资本市场资产总值在金融市场(包括银行系统及资本市场⁶)金融资产总值中的比例仅为20.1%。同年,美国资本市场资产总值在其全部金融资产中所占比例约为81%。可见,我国资本市场无论是从市场规模大小、经济证券化程度高低,还是从占金融资产总量中的比例来看,都与美国等成熟市场存在很大差距,市场发展潜力巨大。

2004年全年我国企业通过金融市场融资总额⁷为1.97万亿元,其中直接融资(包括股市、企业债、证券化产品,但不包括国债、政策性金融债⁸)仅522亿元,占融资总额2.7%,间接融资比例高达97.3%。在国外成熟市场上,上市公司主要的融资渠道是发行公司债及股票,而非向银行贷款。例如美国通用电气公司,2004年公司全部外部融资需求均通过发行公司债方式解决(新发债券616.5亿美元,用以偿还银行贷款,清偿到期债券以及满足公司发展资金需求)。2005年,美国计算机芯片行业的龙头企业英特尔全年资金需求全部由自身积累及直接融资渠道(发行18.5亿美元债券)提供。

2. 资本市场自身发展不平衡,公司债、衍生品市场发展滞后

¹ 直接融资比例是国内使用比较多的一个概念,在国外市场统计中没有。我们这里说的直接融资是指企业通过发行公司债、股票等方式募集中长期资金。国债、政策性金融债由于只是把当期税收向未来递延,也就是将税收在不同时间段内再分配,因此不能算作融资手段。另外,一年期内的短期融资券由于主要解决短期流动性问题,不属于中长期资金,因此也不包括在内。

² 一国经济证券化的程度通常用证券市场的规模与同时期GDP的比值衡量。

³ 2004年底,我国A股市场总市值3.71万亿元,仅占当年GDP总值的27.1%。与此相比,2004年底美国股市总市值约为16.2万亿美元,与GDP的比值为139%(当年世界主要7个经济发达国家G7中股市市值与本国GDP的平均比值为93%)。

⁴ 由于国外债券市场主要通过场外交易(OTC)进行,数据收集整理周期较长,目前可获得的可靠数据均截至04年底,为保证可比性,在本文比较中,我国的数据也主要以04年底为标准。

⁵ 短期融资券市场2004年尚未建立。

⁶ 为与国外数据比较方便,本文金融资产不含保险资产,下同。

⁷ 即不包括企业通过自身积累获得的资金,指企业的外部融资方式

⁸ 理由同1。

我国债券市场发展相对滞后,尤其是作为直接融资重要手段的公司债市场及资产证券化产品市场发展严重滞后。首先,企业债的发展难以满足企业的直接融资需求。2004年底,我国企业债(不含政策性金融债)市场规模为1378亿元,仅占当年金融资产总量的0.35%,与GDP的比值仅为1%。同年,美国公司债券市场资产总量约为16.7万亿美元(超过美国股市市值),占当年美国金融资产总量的35%,与美国GDP的比值为143%。其次,资产证券化市场刚刚起步,还未形成一定的规模。自2005年我国按揭贷款资产证券化试点以及我会券商集合理财资产证券化试点开始以来,截至目前市场已发行的全部证券化产品仅有320亿元,在整个资本市场中的作用微乎其微。与此相比,2004年,美国资产证券化市场总量高达7万亿美元,相当于该年GDP的60%。在美国房地产市场中,资产总量为9.9万亿美元,而其中约5.3万亿美元的资产通过证券化方式上市流通(占全部房地产资产总量的53.5%,相当于当年美国GDP的45.5%)。除此之外,还有约1.7万亿美元的其它类型资产(如信用卡应收款、汽车贷款等)也通过证券化的方式上市流通。

另一方面,我国衍生品市场尤其是金融衍生品市场发展滞后,仅有少量权证产品(认沽及认股权证)、可分离交易可转债产品等金融衍生品在市场上交易。在美国市场上,仅芝加哥商品交易所就有200多种衍生产品上市交易,交投十分活跃(2005年成交合约超过10亿份,涉及合约总价值超过630万亿美元)。与金融衍生品相比,商品期货的发展速度较快,目前已经形成小麦、大豆、棉花、蔗糖等农作物,铜、原油等资源性产品的期货市场。但与成熟市场相比,我国商品期货市场无论是在产品种类、市场规模,还是在国际定价权等方面都存在不小的差距。

3. 尚未形成完整、清晰、高效的多层次资本市场体系

我国证券市场主要由沪深主板市场、深圳中小企业板市场、三板市场及中关村代办股份转让系统组成。其中沪深主板市场现有上市公司1323家⁹,总市值4.33万亿元,年交易额2.97万亿元。中小企业板市场共有上市公司53家,总市值888.27亿元,年交易额868.53亿元。三板市场现有挂牌企业43家,代办股份转让系统则只有4家。但是,现有中小企业板市场尚未起到创业板市场的作用,三板及代办股份转让系统流动性差、交投清淡。地区性产权交易中心定位模糊,尚未形成有系统的场外交易市场(OTC市场)。更为重要的是,各市场间相对分散隔离,没有形成完整清晰、高效的多层次资本市场体系,大大降低了整个系统的运行效率。

与此相比,美国证券市场体系主要由全国性交易所、地区性交易所、信息公告交易市场、粉红单市场、地方柜台交易市场、以及电子交易市场共同组成,定位各不相同,层次十分丰富。

美国的全国性交易所包括纽交所和Nasdaq交易所,两交易所共有上市公司5600余家,其中本国公司近4800家。两交易所上市公司总市值已经由04年底的16.2万亿美元上升为18万多亿美元,仅纽交所一家年交易额就达到14.13万亿美元。

Nasdaq市场在发展初期属于创业板市场,主要吸引规模偏小、高科技型企业上市交易。随着市场规模的扩大及上市企业(如微软、Intel等)的迅速发展,Nasdaq逐渐成为越来越多大型蓝筹企业的交易场所,年交易额甚至一度超过纽交所位居全球第一,并逐步由原先主要定位于为创新型企业服务转为全方位市

⁹ 截至06/07/14,下同。

场，试图与纽交所分庭抗礼。目前，Nasdaq 本身逐渐形成了以全国性交易市场及其所属中小型企业市场（Small Cap. Market）为主体的多层次市场体系。

美国的地区性交易所主要由芝加哥证券交易所、波士顿证券交易所、辛辛那提证券交易所、费城证券交易所、太平洋证券交易所等组成。这些交易所基本没有上市功能，只是全国性交易所的区域交易中心，通过市场间交易系统进行交易。

信息公告市场（Bulletin Board）是美国做市商协会（NASD）管理的一个电子报价系统，为 3400 多支场外交易股票提供报价。粉红单市场由全美报价事务公司经营，为 2400 多家公司提供交易信息服务。在美国，大约有 10000 多家小型公司的股票不仅在各州发行，而且通过当地经纪人在地方性柜台交易市场进行交易。

电子交易市场是依托在互联网上的一些私营的股票交易撮合系统，大多由财经信息服务公司和网上交易经纪公司组成，例如 E-trade、Instinet、Island 等网上交易经纪公司和财经信息服务公司，为投资者通过互联网交易在全国性交易所挂牌的股票提供服务。

由此可见，我国证券市场与美国市场相比，结构简单、层次单一，只有准入条件较高的主板市场发展到一定规模（中小板市场的准入条件与主板一样）。这种一刀切、高门槛的市场结构降低了我国股票市场对企业的吸引力，难以满足不同企业及其在不同阶段的融资需求。虽然从 2005 年以来的市场发行体制改革进展很快，市场化程度不断提高，但总的来说仍存在进入门槛过高、发行周期过长等问题，不利于中小型企业尤其是高科技型企业有效利用资本市场，因此许多高科技企业不得不转赴海外，客观上加速了国内优质上市资源的流失。这种局面进一步要求我国加快发展包括主板、创业板等在内的多层次资本市场，使处于不同成长阶段的企业得到相应层次资本市场的服务与支持，同时满足不同风险偏好投资者的投资需求。

4. 交易所规模过小，产品单一，国际竞争力不高

作为国内主板市场的沪深两交易所，创建时间短，规模较小，缺乏国际竞争力。目前，按照挂牌上市公司总市值排名，上交所（总市值 2.03 万亿元）、深交所（总市值 1.89 万亿元）在世界主要交易所中的排名分别为 24 位、37 位，上市公司总市值远低于排名前几位的交易所（纽交所 14.3 万亿美元，东京交易所 4.9 万亿美元，Nasdaq 3.8 万亿美元，伦敦交易所 3.4 万亿美元，欧洲联合交易所 3.3 万亿美元¹⁰）。

同时，沪深交易所交易品种过少，交易平台过少，盈利渠道单一，国际竞争力偏低。目前沪深两交易所的赢利模式过于单一，绝大部分依靠交易费用收入，尚未对相关市场信息进行深度开发利用，对客户的高附加值技术服务过少。另一方面，交易平台过于单调，主要依靠集中撮合提供市场服务，大宗交易平台利用率低，国际先进电子交易系统（如 ECN）尚未开发。在资本市场交易全球化、连续化的大背景下，沪深交易所更显出交易时间过短，交易场所过少，核心竞争力不足的现状。

此外，在国外成熟市场上，证券交易所除进行股票、债券的现货交易外，个股期权期货产品、股指期货期货产品、REITs 产品（房地产信托基金）、ETF 产品（交易所交易基金）等都属于大交易量的成熟产品，这与国内沪深交易所过少的产品种类和数量形成明显对照。

¹⁰ 据欧洲联合交易所统计。

5. 上市公司规模过小，治理结构有待完善

与国外成熟市场相比，我国上市公司普遍存在规模小、公司治理不完善等现象。2005年，A股上市公司总市值3.24万亿元，主营业务收入总和4.1万亿元，净利润总和1674亿元。而美国通用电气公司一家企业的总市值就高达3376亿美元，超过我国A股上市公司总市值80%以上。

与国外成熟市场相比，我国上市公司治理结构与运作水平仍存在较大差距。首先，法人治理结构不完善，在实际运行中制衡机制未能充分发挥作用，存在控股股东损害中小股东利益、内部人控制现象，加大了企业委托代理成本。其次，决策机制不协调，存在控股股东操纵董事会、干预经理层，直接控制上市公司事务甚至直接操纵上市公司资金等现象。第三，激励机制不到位，没有形成有效激励约束机制。同时，职业经理人市场的缺失也制约了上市公司通过市场机制选聘真正符合企业需要并具备职业道德和操守的职业经理人。

值得注意的是，近几年伴随着我国资本市场的逐步开放、基础性制度性改革的顺利进行以及基金和QFII等境内外机构投资者的不断壮大，我国上市公司总体治理水平和综合竞争力正在逐步加强。

6. 证券经营机构及金融中介规模小，核心竞争力不足

与国际著名金融机构相比，我国现有证券公司规模小、赢利模式单调、核心竞争力不足。虽然大部分券商经过综合治理，整体实力有所加强，但与国外著名投资银行相比仍然存在很大差距。2005年，伴随着市场的不景气，证券行业出现全行业亏损，116家证券公司总资产仅有3070亿元，收入110亿元，全行业亏损118亿元。与之相比，美国著名投资银行高盛集团2005年资产总额高达7068亿美元，总收入260.7亿美元，净利润56.3亿美元。美林证券集团总资产6810亿美元，总收入及净利润分别为160.1亿美元、51.2亿美元。以上两家投资银行中的任何一家，在资产规模、业务收入以及净利润方面均高于我国现有全部证券公司的总和。

同时，我国现有金融中介机构在某些领域（如债券市场的市场化信用评级）尚处于发展的初期阶段，未能发挥应有的市场功能。过去几年中，中诚信等信用评级公司虽然获得了一些市场经验、积累了一定的基础数据，但在专业水准、市场信誉、公司治理等方面都还与世界著名的信用评级机构（如标普、穆迪等）存在很大差距。

同时，我国本土私募基金¹¹发展缓慢，市场影响力很低。在美国，私募市场十分庞大，机构众多。近几年，以对冲基金为代表的二级市场投资私募基金发展迅速，仅美国对冲基金管理的资产总额就已经超过万亿美元。私募基金凭借灵活的交易模式、高效的资产配置手段为资本市场提供了关键性的流动性支持（据统计，目前美国资本市场总交易量中约25%来自对冲基金）。另一方面，各种形式的风险投资基金和私募股权投资基金将处于不同发展阶段的企业（包括非上市企业）有机地与多层次资本市场连接起来，相互配合、相互促进，极大地提高了美国资本市场的资源配置能力和风险分散能力，也为美国资本市场提供了源源不断的优质上市资源。由于种种体制、性制度性原因，我国本土私募基金机构发展十分缓慢，二级市场私募基金长期处于灰色地带；风险投资基金、私募股权投资基金由于退出渠道不畅通、市场准入门槛过高、管理机制落后、激励机制不到位等原因，长期得不到有效发展。目前在我国最活跃的风险投资

¹¹ 以投资对象划分，私募基金机构主要分为以投资二级市场为主的私募基金（private placement fund）和以股权投资为主的风险投资基金（venture capital fund）、私募股权基金（private equity fund）。

基金和私募股权投资基金大都带有外资背景，这在一定程度上加剧了大量优质企业尤其是高科技企业到海外上市的趋势。这种局面，从长远看，不利于我国资本市场的发展壮大。

7. 机构投资者发展不平衡，投资者层次不丰富

国外资本市场的发展历史表明，随着市场的发展，投资者队伍必然经过一个由散户投资者为主向机构投资者为主的转变过程，机构投资者的发展也在很大程度上促进了资本市场走向成熟理性。

在美国证券市场上，投资者大致可以分为三个类型和层次：大型机构投资者（养老金、企业年金、保险资金）、共同基金（既向个人募集资金，也通过专户理财为大型机构提供服务），以及对冲基金和个人投资者。其中，大型机构投资者主要为资本市场提供长期投资资金，在股市持股的比例约为 30%，共同基金持股约为 20%，两者共持有约 50% 的股市市值（在香港、新加坡等地该比例更高达 60% 到 70%）；在公司债券市场的持有比例约为 60%。同时，券商、个人投资者等作为市场短期投资者，对冲基金等私募基金¹²作为长短兼顾型投资者，与机构投资者共同组成了美国资本市场上层次分明、风格迥异的投资者体系。

目前在我国证券市场，机构投资者主要由社保基金、保险资金、基金及 QFII 组成，在股市中的市场份额（截至 2006 年 7 月）大致为基金 2428 亿元、社保基金 370 亿元、保险资金 338 亿元、QFII 490 亿元，占股市总市值的比例约为 8.38%。在我国市场中占到相当大比例的仍然是散户投资者。

过去 5 年中，我国基金市场取得了突破性发展，现有基金管理公司 57 家（合资基金管理公司 23 家），共管理各类型基金 266 支（开放式 212 支），资产总额 5114 亿元（开放式 3918 亿元），成绩十分显著。但应当看到，与美国共同基金市场相比，我国基金行业尚存在明显差距。据统计，截至 2000 年底，美国市场共同基金数目已经达到 8171 支（货币市场基金 1041 支，股票型、债券型、混合型共 7130 支），资产总额 5.12 万亿美元，是银行总资产的 2.7 倍，占当年美国 GDP 的 50.6%。目前，美国最大的基金管理集团富达集团旗下管理的资产总规模高达 1 万亿美元，比国内现有最大基金管理公司南方基金（管理资产总额 700 亿元左右）高出 100 余倍。同时也应当看到，随着基金业对外开放程度的不断扩大，国内基金公司与合资基金公司以及 QFII 在竞争中相互学习，迅速掌握了国外先进的管理制度、投资策略及经营理念，综合竞争力已经有了长足进步。

8. 监管体制不完善，市场化程度不高

1929 年美国股市大崩盘以前，在长达 130 年的时间里，美国资本市场的发展完全属于市场自发行为，没有政府监管。早期的美国市场充满投机和欺诈，为数众多的市场危机给美国社会带来了巨大成本。但市场的自由度高，交投活跃，规模发展迅速，并与美国经济发展紧密配合，加速了当时的工业化的进程。1929 年股市危机爆发后，1934 年美国《证券交易法》颁布实施，建立了由国家直接授权设立、主席由总统直接任命的美国证监会，作为统一管理资本市场的监管机关¹³。在此后的发展中，逐渐形成政府监管、行业自律与市场参与主体自我监督相结合的监管体系。

同时，由于历史及文化等原因，美国资本市场的创新一直由市场主导，监管机关基本不参与创新活动本身，只是在某个金融产品发展到一定阶段后提供必要的监管机制，因此美国股市一直保持了市场推动创新发展的传统。在二十世

¹² 通常对冲基金都属于私募基金，但私募基金还包括风险投资基金和私募股权投资基金。

¹³ 不包括衍生品交易市场。

纪三十年代后的 60 多年中，美国资本市场的发展进入了一个新阶段，在政府的行政约束与市场自由发展之间找到了一个较好的平衡。但时至今日，在政府对于市场的干涉程度和监管力度等很多方面，例如，在每一次市场发生危机的时候政府应不应该干预市场，对冲基金是不是应该接受监管等问题，美国仍然存在着广泛的争议。回顾历史，美国资本市场是在早期监管缺位，危机后建立起完整的法律和监管体制，并在政府与市场、市场各方力量之间的博弈过程中不断完善并逐步发展壮大的。

与美国市场相比，我国资本市场在一开始就由政府出面设立，并在较短的时间内建立相应的监管架构，立法速度较快，因此市场整体发展速度很快。但与成熟市场相比，我国资本市场的行政色彩较浓，投资者对政府和政策的依赖程度较高。与美国等成熟市场相比，我国资本市场的创新主体受到较多制约，创新机制不够灵活。未来我国资本市场的发展将主要取决于市场化改革的速度和力度，取决于是否能够有效释放和激发市场创新的能力。

目前，我国资本市场的监管体制主要存在多头监管、行政干预过多、自律组织弱化、法律配套措施不足、执法力度不够等缺陷。

首先，作为资本市场重要组成部分之一的企业债券市场始终存在多头监管现象。长期以来，企业债市场由发改委、人民银行、证监会共同管理，对发债主体来说成本过高、效率过低，间接造成企业债市场的发展严重滞后。与此不同，美国的债券市场与股票市场统一由美国证监会监管，在一定程度上有助于债券市场的稳定发展。目前，美国债券市场的规模远大于股市，成为资本市场乃至整个金融体系中最大的组成部分。在这方面，我国市场与国外成熟市场的差距十分明显。

其次，我国现有法律法规往往缺乏必要的配套措施和相应的司法环境，给实际监管工作及执法带来困难。例如，关于证券民事赔偿，《公司法》和《证券法》都作了原则性规定，但缺乏配套的实施细则，导致对内幕交易、操纵市场等行为不能有效进行处罚等。而美国的证券和金融的法律法规体系相对完善，并根据市场的发展需要不断加以修正，同时，美国在对证券市场违法违规行为如操纵市场等的制裁也非常严厉，这些对美国资本市场的稳定发展起到了保障作用。

再次，与国外成熟市场相比，我国资本市场市场化程度总体偏低，在行业准入、产品创新、股票发行等环节的市场化程度还有待继续提高。

最后，资本市场健康发展亟需的良好外部环境尚未完全形成，与发达市场有较大的差距。例如，在美国，养老金体系的发展长期受到国家税收方面的政策扶植，对资本市场的发展起到很大的促进作用。而在我国，与养老体系相关的税收优惠等政策支持需要进一步完善。

综上，经过多年努力，尤其是通过近年来的基础性、制度性建设，我国资本市场的改革发展已经取得了很大成果，未来发展潜力巨大。但我们应当清醒意识到，与国外成熟市场相比，我们还存在很大差距。因此，未来只有充分抓住发展机遇，进一步加大市场化改革力度，加快对外开放程度，完善各项基础设施建设，才能真正确保我国资本市场长期、稳定和健康发展。