

我国资本市场生态的特点、问题及优化路径

杨宗杭 曹硕 杨琨 邹冬

(深圳证券交易所综合研究所, 广东 深圳 518038)

摘要: 与境外成熟市场相比, 我国资本市场生态结构失衡, 市场参与者行为存在种种乱象, 生态健康水平有待进一步提升。我国资本市场生态的表面问题是“反向食物链”引发市场乱象, 深层次问题是市场机制未能充分发挥作用, 而根源在于行政管制过多, 政府与市场未能形成良性循环。我国资本市场生态的优化路径, 一是深化改革, 化解行政管制与市场机制之间的矛盾; 二是加强监管, 降低市场信息不对称; 三是放松管制, 激发市场活力, 同时防范化解系统性风险。

关键词: 资本市场生态; 市场机制; 监管; 深化改革; 注册制

Abstract: Compared with the international mature markets, the ecological structure of China's capital market is unbalanced. There are various kinds of chaos in the behavior of market participants, and the health level needs to be further improved. An obvious problem of China's capital market ecology is that the "Reverse Food Chain" causes market chaos, but the fundamental problem is that the market mechanism fails to play a central role, and the reason lies in the excessive administrative control that the government and the market failed to form a virtuous circle. The development path of China's capital market ecology is (1) to deepen the reform and resolve the contradiction between administrative control and market mechanism, (2) to strengthen the supervision by reducing the asymmetry of market information, and (3) to deregulate by stimulating market vitality and preventing and resolving systemic risks.

Key words: capital market ecology, market mechanism, supervision, deepening reform, registration system

作者简介: 杨宗杭, 信息系统学博士, 深圳证券交易所综合研究所金融创新实验室主任。曹硕, 经济学博士, 深圳证券交易所综合研究所研究员。杨琨, 女, 经济学博士, 深圳证券交易所站博士后。邹冬, 管理学博士, 深圳证券交易所站博士后。

中图分类号: F832.5 **文献标识码:** A

引言

“资本市场生态”是对资本市场参与者及其生存环境的生动比喻。虽然不少专家、学者使用过资本市场生态这个概念, 但到目前为止, 资本市场生态还没有统一、严格的定义(董少鹏, 2017; 郭茂佳, 2006; 靳生、唐鸣, 2005; 蓝天祥等, 2006)^{[4] [6] [7] [8]}。资本市场参与者都有各自的生命周期, 都需要维持生存的“营养”, 在 market 规则下优胜劣汰、适者生存, 与自然生态中的生物并无二致, 自然生态理论也适用于解释资本市场现象, 而且更为生动、深刻、易懂。有鉴于此, 本文尝试参

照生态学理论(毕润成, 2012; 张雪萍, 2011)^{[3] [16]}, 定义资本市场中的“生物”、“生命活动”、“营养”、“食物链”等概念, 建立“资本市场生态”的概念体系, 由此引出资本市场类似自然生态的自我调节、发展演进等特征, 提出评价资本市场生态健康水平的标准, 并在此基础上分析我国资本市场生态的特点、问题及优化路径。

资本市场生态的定义及特征

资本市场生态是借用生态学中“生态系统”的概念描述资本市场各参与者及环境之间的关系及相互作用。

一、资本市场生态的定义

生态学中，生态系统是在一定空间中共同栖居的所有生物与其环境之间由于不断地进行物质和能量的交换而形成的统一整体。类比到资本市场，我们认为资本市场生态是资本市场中的融资者、投资者、中介机构等市场参与者与所处政治、经济、文化等内外部环境之间相互作用、相互依存而形成的整体。

1. 各类市场参与者及其“生命活动”构成资本市场生态

资本市场生态中的“生物”包括融资者、投资者、中介机构等。这些“生物”像真正的生物一样具有生命周期，通过投融资、经营等“生命活动”，从所处的资本市场“环境”中汲取养分(利润)维持生存。如果无法获得足够的养分，资本市场“生物”的生命将会终结。

融资者的生命周期始于进入资本市场，通过出售股权或发行债券等方式从资本市场融资，用于实体经济中公司(企业)的运营或扩大再生产，从而获得更多利润。投资者的生命周期始于购买股权或债权等，如果从资本市场获取的投资收益不及从其他渠道获得的收益(如银行存款)，甚至持续亏损，投资者将退出资本市场，其生命周期也随之结束。中介机构对接投融资需求，通过实现规模经济降低信息成本和交易成本，提高资金使用效率，通过分享投融资双方的利润维持生存。中介机构主要包括证券公司(以下简称券商)、会计师事务所、律师事务所等机构，以及交易所、登记结算机构等基础设施机构。

2. 各类市场参与者按相互之间的利润流向形成“食物链”

资本市场的“生物”在资本交易过程中通过各自的“生命活动”获取利润维持生存，按利润的来源和流向，形成类似于自然生态的“食物链”。

从利润流向来看，资本市场“食物链”始于融资者，经中介机构连接，终于投资者。融资者从投资者手中获取资金扩大再生产获取更多利润，从这个意义上来说，融资者在资本市场生态中扮演“生产者”的角色，其利润是资本市场其他参与者的收益来源。投资者不参与生产，通过投资分享融资者生产的“营养”，是资本市场生态中主要的“消费者”。中介机构也具有生产

性，体现在对接投融资需求、提高资金使用效率，其产出表现为融资者生产效率的提升，但如果仅从利润流向来看，中介机构靠分享投融资双方的利润维持生存，在资本市场生态中也是“消费者”。投资者“捕食”融资者获取利润，中介机构作为“共生”媒介分享利润，形成资本市场的“食物链”。不同类别融资者、投资者和中介机构竞争力存在差异，有盈有亏，按利润流向又在各市场参与者内部形成“子食物链”。

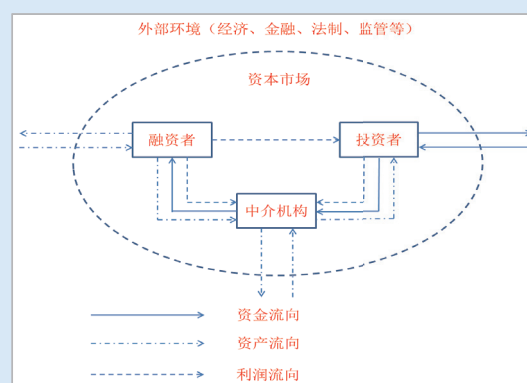
3. 资本市场生态具有资本循环、利润分配、信息传递三大功能

自然界中的生态系统具有物质循环、能量流动和信息传递三大功能，这三大功能使其与外部环境相互联系和作用。与自然生态类似，资本市场生态具有资本循环、利润分配、信息传递三大功能。资本市场生态的“物质”是资本，是能够产生剩余价值的生产资料和货币¹，资本市场生态的物质循环即资本循环。融资者、投资者和中介机构进入和退出资本市场，形成连通资本市场内外的资本循环，是资本市场生态运行的基础。维持资本市场生态各参与者生存的“能量”是利润。融资者首先与投资者分享利润，中介机构向二者收取费用，本质上也是分享融资者的部分利润。从这个意义上讲，融资者要“生产”出足够的利润，才能为各类“生物”提供足够的“能量”，维持资本市场生态正常运行。资本市场生态各参与者的“生命活动”伴随着信息的传递和反馈，如价格信息等。信息传递是牵引资本市场生态运行的“无形之手”。

二、资本市场生态的特征

资本市场生态具有一定的自我调节能力，在一定条

图1 资本市场生态结构示意图



件下会发生演进。资本市场生态演进的方向可能是更为繁荣,也可能是衰退,可以从活力、组织结构和恢复力等维度评价资本市场生态的健康程度。

1. 资本市场生态通过市场机制实现一定程度的自我调节

自然生态具有趋向于达到某种平衡状态的特点,系统内的所有生物彼此相互协调,种群数量和密度、生物之间的相互关系基本保持稳定,这种平衡状态是靠自然生态的自我调节能力实现的。资本市场生态也具有类似的自我调节能力。

自然生态自我调节的机理是“物竞天择、适者生存”,资本市场生态自我调节的机理是市场机制。自然生态中的生物面对外部冲击时唯一的目标就是维持生存,为了争夺生存环境、食物等资源通过各种手段与其他种群及个体竞争,生存的各种需要引导着自然生态的自我调节。资本市场参与者与自然生物并无二致,也是相互争夺“营养”——利润,但资本市场参与者需要遵守市场规则,市场机制引导着资本市场生态的自我调节。在资本循环、利润分配和信息传递等功能有效的前提下²,受到外部冲击时,资本市场的价格机制、供给机制引导资金从高估资产流向低估资产、从资本市场流入或流出,竞争机制和风险机制则促进市场参与者优胜劣汰、新陈代谢,逐步形成新的平衡,实现自我调节。

2. 资本市场生态在一定内外条件下会发生演进

自然生态并不是一成不变的,而是在生态内部发展和外部环境冲击的共同作用下逐步发生演进,其结构和功能可能发生较大变化,如沙漠生态可能进化为草原生态,森林生态也可能退化为沙漠生态。资本市场生态中,各市场参与者的结构和行为也在不断发生变化,在一定条件下会发生演进。

资本市场生态的演进是自我调节和正反馈效应³共同作用的结果,内外部因素的变化可能诱发或催化资本市场生态演进。自我调节机制使资本市场生态的结构和功能基本保持稳定,这是一种不断调整的动态平衡,日积月累可能发生根本性的改变。正反馈效应对资本市场生态是破坏性的,使其加速偏离平衡状态,通常导致其结构和功能急剧改变。二者共同作用,是资本市场生态演

进的内在机理。制度设计、监管力度、金融创新等内部因素,以及经济、文化、法治等外部环境的变化可能诱发或催化资本市场生态演进,且资本市场生态并不必然向更为健康的方向发展。以最为成功的美国资本市场为例,20世纪80年代起美国政府放松金融管制,金融创新工具种类日益繁多、结构日益复杂,金融机构在利益驱使下过度提高财务杠杆进行高风险投机,资本市场生态不断恶化,最终爆发次贷危机。

3. 健康的资本市场生态活力旺盛、多样性水平高、恢复力强

自然生态的健康水平一般从活力、组织结构、恢复力三个维度进行评价(肖风劲、欧阳华,2002)^[14]。活力指能量或活动性,一般用生产力或新陈代谢效率衡量;组织结构是指生态结构的复杂性,一般用生物种类及结构的多样性衡量;恢复力指自然生态在外界压力消失的情况下逐步恢复的能力,一般用恢复时间或化解干扰的能力衡量。

资本市场生态与自然生态具有类似的结构和功能,其健康水平也可以从活力、组织结构、恢复力三个维度进行评价。健康的资本市场生态具有活力旺盛、多样性水平高、恢复力强等特点。活力旺盛,最重要的表现就是“生产者”融资者(上市公司)生产力强(上市公司总体生产效率较高,能够培育出具有代表性的优秀企业)、资金回报率高,另一方面表现为各市场参与者新陈代谢旺盛(投融资活跃、流动性充裕且稳定)。多样性水平高,表现为资本市场生态中参与者类别多样、投融资渠道(交易产品)丰富、风险管理工具齐全等。恢复力强,表现为资本市场生态遭遇外部冲击后恢复速度快,以及化解冲击能力强。健康资本市场生态的突出表现,通俗来说就是“大家过得都很好”,各市场参与者的“生命活动”形成良性循环,生产效率和抵御风险能力自然随之提高。

我国资本市场生态的特点

我国资本市场从无到有仅二十余年,形成了包含上市公司⁴、投资者、券商⁵等参与者的生态结构,与境外成熟资本市场相比呈现鲜明的特点。

一、我国资本市场参与者结构的特点

我国资本市场参与者的结构呈现以下特点：

1. 上市公司对新经济代表性不足，控制权高度集中

一是上市公司对新经济代表性不足。截至2018年底，制造业、金融业和采矿业上市公司流通市值分别为15.2、8.5和2.8万亿元⁶，占A股市场总流通市值的比例高达73.8%，科技行业上市公司占比仅为5.5%⁷。二是国有控股上市公司占相当大的比重。截至2018年底，A股市场共有1039家国有控股企业上市，占上市公司总数的29%。国有控股上市公司总市值达21.5万亿元，占A股市场总市值的44.9%；流通市值达16.3万亿元，占A股市场流通市值的46.4%。三是上市公司股权集中度较高。截至2018年底，以持股25%以上作为控股标准，近七成(68.6%)A股上市公司存在着单一控股股东。相比之下，美国上市公司股权结构较为分散，同期美国上市公司⁸持股25%以上的仅占20.9%，单一股东很难对公司施加重大影响。

2. 投资者以个人为主，专业机构发展缓慢

一是投资者以个人为主。以沪市为例，截至2017年底，沪市A股个人投资者交易金额占比超过80%，专业机构投资者交易金额占比约为15%⁹。在美国、欧洲等成熟市场，70%以上的成交量由机构投资者完成(祁斌、王欧，2007)^[10]。二是专业机构投资者占比较低。截至2017年底，沪市A股机构投资者中，专业机构投资者持股占比不到12%，境外资金通过沪股通持股占比仅为1.2%^[11]。从发达市场情况来看，美国专业机构投资者(包括共同基金、养老基金、国外机构、保险机构等)持股市值占比为53.3%，境外机构持股占比为14.9%；英国市场外国投资者持股占比为53.8%，私人金融企业持股占比为29.4%，私人非金融企业或组织持股占比为2%，政府部门持股占比为2.9%¹⁰。

3. 券商多为国有控股，业务集中度不高

一是券商多为国有控股企业。2005~2018年期间，我国券商从99家增长至131家，多为国有控股企业。43家上市券商2018年3季报显示，国有控股券商有26家，合计资产规模占上市券商资产规模的59.5%，合计净利润占上市券商净利润的61.1%。二是业务集中度不高。虽然出现了几家“巨无霸”，我国证券行业仍呈现“群雄割据”态势。2017年底，前十大券商总资产、营业收入和净利润

集中度分别为58.8%、63.6%和64.6%；前十大券商经纪业务、股债承销业务和股票质押式回购交易的集中度分别为44.4%、57.5%和57%。相较而言，美国、日本等发达市场证券行业具有高集中度、差异化经营等特征，行业巨头市场占有率达到80%左右。

二、我国资本市场参与者“生命活动”的特点

我国资本市场参与者的“生命活动”呈现与成熟市场不同的特点：

1. 上市公司投资回报率不高，资本运作频繁

一是上市公司实际生产力不足。2017年，A股全部上市公司净资产收益率(ROE)¹¹为10.3%，利润率为8.9%，其中，非金融类上市公司ROE为8.4%，利润率为5.2%；美股上市公司ROE为10.8%，利润率为7.9%，其中，非金融类上市公司ROE为12%，利润率为6.9%。如果考虑资金成本¹²，A股上市公司特别是非金融类上市公司实际生产力低于成熟市场¹³。二是A股上市公司实际股息率较低。2017年全部A股上市公司的股息率¹⁴为1.3%，低于1月期国债平均收益率的2.5%。美股上市公司股息率为1.7%，高于美国1月期国债平均收益率的1.3%，A股上市公司实际股息率较低。三是上市公司资本运作频繁¹⁵。上市公司过度融资倾向越来越强，2014~2018年间共计1651家上市公司进行了定向增发，定增次数高达2905次，融资额超过5.6万亿元，超过2009~2013年融资额的三倍(1.6万亿元)。部分上市公司大股东制造各种概念进行市值管理配合减持，如2013年7月~2014年10月期间，涉及影视概念的上市公司跨界并购案共37起，但成功的仅1起。个别上市公司联手非上市公司进行“忽悠式”重组，通过虚增业务收入和粉饰财务报表等手段，以期达到重组上市目的，如鞍重股份(002667)。

2. 投资者以博弈交易为主，投机炒作现象普遍

一是投资者交易频繁。WFE数据显示¹⁶，2003~2018年期间深圳证券交易所(下称“深交所”)和上海证券交易所(下称“上交所”)股票月均换手率分别为284.1%和165.4%，显著高于香港交易所、伦敦证券交易所、纽约泛欧证券交易所集团(欧洲)、东京证券交易所同期的56.7%、88.2%、75.1%、115.3%。二是投资者持股期限短。以深市为例，2009~2012年期间，深市个人投资者平均持股期限为39天，机构投资者平均持股期限为190

天^[12]，相较而言，海外长期机构投资者持股期限通常在一年以上¹⁷。三是个人投资者偏好投机炒作。A股市场中“炒新、炒小、炒差”现象较为严重，个人投资者特别是中小投资者偏好持有和交易高市盈率股、低价股和ST股，易发生跟风炒作的现象。

3. 券商业务受到限制，生存方式各不相同

一是券商开展业务受到限制。我国证券行业受到严格的行政管制，券商设立及开展业务等各环节均需要经过行政审批，获准后才能开展业务，行业准入壁垒和资金壁垒很高。与之相比，美国等成熟市场对券商的监管具有稳定性、独立性和制衡性(杜宁，2009)^[5]，以信息充分披露为监管目的，较少直接采用行政手段干预其经营活动，证券行业逐步形成高度差异化的经营格局。二是不同规模券商有各自独特的“生存方式”。大型券商在业务牌照、规模与渠道能力以及风险管理能力上具有较大优势，在传统证券业务，特别是股债发行与承销等方面，具有较高的市场集中度。调研发现，大型券商多为国有控股券商，更为注重风险控制和业务合规，开展业务时十分谨慎，通常作为创新业务试点，但也受到更为严格的监管。与之相比，中小券商业务相对灵活，通过佣金战、业务创新甚至拓展高风险业务竞争市场份额，如为场外配资提供便利等。

三、我国资本市场生态健康水平的评价

从市场活力、多样性和恢复力三个维度整体来看，多年来我国资本市场生态的健康水平仍有较大提升空间，改善资本市场生态仍是一项长期工程。

1. 市场活力不足，有待进一步激发

一是上市公司生产效率并未显著提升。2008~2017年期间，A股上市公司ROE从11.7%上升至15%的历史高点，之后逐步降至10.3%的历史低位，非金融类上市公司ROE从8.7%上升至12.4%的历史高点，之后逐步降至8.4%；相较而言，美股上市公司ROE多数年份维持在11%左右，非金融类上市公司ROE则维持在12%左右。二是常出现流动性匮乏的局面。流动性对于资本市场的运行起到至关重要的作用。2016年起，A股市场沪深300指数的平均月度换手率由2015年的高点逐年下降至2018年的7.4%(接近2012的5.8%历史最低点)。三是A股市场股权融资活跃度有所下降。2015~2017年IPO募集金额稳中有

升，而2018年募集金额下降40.1%，通过增发方式募集的金额下降40.8%。

2. 市场缺乏多样性，产品体系仍不完备

一是从上市公司多样性来看，A股上市公司的营业收入和净利润集中于资本货物、材料、能源、银行和保险五大传统行业¹⁸，合计占比分别达60.6%和69.2%(2018年中报)。二是从投资者多样性来看，投资者结构没有显著变化，个人投资者交易仍占绝对主导地位(占比80%以上)，个人投资者羊群效应强，投资风格较为单一，占比越高，市场多样性越低。三是从产品多样性来看，我国资本市场产品体系仍不完备，风险管理工具相对缺乏，金融衍生品目前仅有沪深300股指期货、中证500股指期货以及上证50股指期货3个指数期货产品和上证50ETF期权1个期权产品。

3. 市场恢复力弱，投融资活动年度差异较大

市场恢复力反映了资本市场遭受外部冲击后，在较短的一段时间内恢复到原有状态的能力，比较直观的表现是代表性指数的波动情况。分别以沪深300指数、标普500指数、日经225指数和恒生指数作为A股市场、美股市场、日股市场和港股市场的代表性指数，2008~2018年上述四个指数的年度波动率¹⁹均值分别为1.6%、1.1%、1.5%和1.4%，A股市场波动性高于其他三个市场，市场恢复力相对较弱。市场流动性的变化也可以衡量市场恢复力。从2008~2018年沪深300指数平均月度换手率来看，A股市场的流动性极不稳定，不同年份流动性最多相差4倍，相较而言，美国标普500指数各年度换手率相差不大、较为稳定。与境外市场相比，A股市场长期以来“牛短熊长”，遭受不利冲击时恢复力较弱。将股票指数低于前60个交易日的均值时视为熊市，计算沪深300指数和标普500指数熊市的年度占比，2008~2017年期间，A股只有2009年和2015年熊市时间短于美国，其他各年度熊市时间均长于美股，进入2018后该现象更为明显。

我国资本市场生态的突出问题

我国资本市场生态中市场参与者的内部结构和“生命活动”与海外市场存在较大差异，健康水平不高，主要源于我国资本市场生态的“食物链”结构不均衡，功能发挥受到限制，运行机制存在问题。

一、我国资本市场生态的结构问题

从生态学视角来看,由于“生产者”——上市公司生产力不足,我国资本市场生态形成上市公司“逆向捕食”的“反向食物链”,不利于资本市场生态稳定运行。市场参与者内部结构失衡则在一定程度上加剧了负面影响。

1. “反向食物链”引发市场乱象

一是从利润流向来看,我国资本市场生态形成“反向食物链”。我国上市公司对投资者回报不足,2008~2017年A股上市公司年度股息率平均约为1.4%,代表A股整体涨幅的万得全A指数累计上涨15.4%,年化收益率约为1.4%,低于同期10年期国债平均利率(3.6%)。我国券商行业2007~2017年年均净资产收益率为13%,年均净利润增长率为20%,与投资者的潜在收益形成鲜明对比。如果剔除无风险收益,上市公司无法给投资者带来长期回报,反而使其遭受损失,“生产者”变成“捕食者”,资金从投资者流经券商,流向上市公司,形成“反向食物链”。长此以往,投资者将逐渐离场,资本市场生态将形成恶性循环。

二是资本市场生态的“反向食物链”导致一系列市场乱象。虽然A股上市公司的业绩难以支撑股价长期上涨,但企业要融资发展、大股东要减持,上市公司有动力维持股价以吸引投资者交易。上市公司可以通过提高管理水平、技术创新等手段提升内生增长动力,也可以通过并购上下游乃至其他领域企业等方式实现外延式增长。A股上市公司资本运作频繁,以2018年为例,沪深上市公司共进行并购重组3748单,累计交易金额达2.6万亿元²⁰,上市公司主要选择外延式增长。A股上市公司回报率较低,投资者长期持股收益不高且风险较大,其最优策略是从股价短期波动中博取价差收益,因此A股市场投资者持股时间短、交易频繁,而容易引发股价波动的各种传闻、概念等自然成为投资者关注和炒作的热点。活跃的投资交易可以给券商带来丰厚的佣金收入,流动性充裕的二级市场还可以提高一级市场吸引力,增加券商的保荐承销收入。从这个意义上来说,券商与上市公司及拟上市企业的利益是一致的,有动力为投资者提供投资咨询、配资等各种“优质服务”以鼓励其频繁交易。

2. 参与者结构失衡加剧负面影响

一是上市公司控制权高度集中,大股东与中小股东之间的矛盾更为突出。A股上市公司中超过九成有实际控制人,实际控制人同时拥有对公司股权、治理层和管理层的绝对控制力量,进行单一决策和管理,代理问题主要出现在大股东与中小股东之间;相较而言,美股上市公司股权较为分散,代理问题主要出现在管理层与股东之间。大股东的绝对控制权使其可以根据自身利益诉求影响上市公司的经营活动,这为部分大股东通过资本运作实现自身利益提供了便利。借鉴大股东“掏空”理论,大股东有动力通过资本运作推高股价配合减持,甚至进行利益输送,这不仅会损害中小股东的利益,还会降低整个市场的资源配置效率。

二是散户众多,容易被大涨行情吸引跟风炒作,使“反向食物链”得以持续。A股市场以个人投资者为主,中小散户众多,容易被大涨行情所吸引而入市交易,对上市公司基本面和资金回报率不甚了解。正是因为存在大量热衷于跟风炒作的个人投资者,为上市公司资本运作提供了大量资金,使“反向食物链”得以持续。

三是中小型券商的激进创新极易加剧市场乱象。我国中小型券商在市场份额上无法与大型券商竞争,其发展依托于创新业务模式、灵活的展业方式和激励机制,部分中小券商为了生存不惜打“擦边球”,开展处于监管灰色地带的业务,对市场秩序产生不利影响。近年来,多家券商因未勤勉尽责被处罚,如2017年新时代证券和西南证券在保荐业务未勤勉尽责,西南证券和爱建证券在上市公司重大资产重组项目财务顾问业务未勤勉尽责等。出于自身利益考虑,券商有动力为上市公司和高净值客户提供更好的“服务”,包括配合上市公司资本运作和为高净值客户提供杠杆工具等,处于竞争劣势、风控水平较差的个别中小型券商可能通过激进创新争取生存空间,甚至不惜游走于违法违规边缘。

二、我国资本市场生态的功能问题

资本市场生态的结构问题只是表象,其背后的深层次问题是资本市场生态功能受限导致的自我调节能力弱化。

1. 资本市场生态功能发挥受到限制

我国资本市场从发展之初就带有较强的行政色彩,

制度不完善和行政管制等因素限制了资本市场生态的资本循环、利润分配、信息传递三大功能。

一是资本循环不畅。资本市场上市难、退市难，再融资和并购重组政策预期不明确，资本循环的各个环节并不畅顺。第一，新股上市标准单一，发行审核严格，上市周期较长。现有上市标准设置以盈利为导向，难以吸纳未盈利的创新企业，对新兴行业包容度不足²¹。2018年新股发行平均审核周期已由三年大幅缩短到15个月左右，但仍长于美股市场的6个月左右。第二，上市公司退市制度执行不力。自2001年退市制度建立起，A股总计退市公司约100家，年均退市率不足0.5%，而成熟资本市场年退市率一般在6%以上。第三，再融资和并购重组监管预期不明确²²。2018年定增募资额较2017年下降了近40%，重大资产重组交易金额较2017年减少约35%。

二是利润分配失衡。相较于投资者的风险收益水平，资本市场生态的利润分配过于向上市公司和券商倾斜。严格的发行审批提升了上市资源的稀缺性，上市公司特别是中小规模上市公司估值偏高²³。中小规模上市公司估值过高的原因是上市公司“壳价值”虚高。以市值最小10家上市公司的平均市值衡量“壳价值”，2018年底A股“壳价值”约为9.2亿元，远高于美股的140万元和港股的3600万元²⁴。A股上市公司的稀缺性使其处于强势地位，利润分配向融资者倾斜，上市公司的高估值给原始股东带来过大收益。我国对金融中介实施牌照化管理，券商享有较高的牌照价值，以上海均瑶集团增持爱建集团(600643)为例，爱建集团拥有信托牌照，但由于历史原因存在巨额资金亏损，上海均瑶仍于2017年3季度~2019年1季度期间增持爱建3.1万股，增持市值达32.6亿元。

三是信息传递失真。第一，新股发行市盈率“默认为23倍，导致新股发行价格失真。2017~2018年的新股上市后平均9个交易日连续涨停，其中有超过230只新股上市后连续10个以上交易日涨停，约占新股总数的40%。第二，投机炒作较为严重，导致二级市场价格失真。以恒立实业(000622)、*ST长生(002680)为例，截至2018年10月13日的一个月内，上述股票遭遇群体性炒作，中小散户跟风交易，股价严重偏离公司基本面。第

三，内幕交易和市场操纵现象频现，扭曲股票价格。如2018年证监会公布的内幕交易案件中，多与上市公司并购重组事项相关，部分上市公司内部人及其利益相关方利用信息优势，择机交易股票，利用并购重组等重大利好消息，吸引投资者跟进并从中非法获利。

2. 市场机制扭曲导致自我调节失灵

我国资本市场生态的资本循环、利润分配、信息传递三大功能受到限制，市场机制发挥不充分，资本市场生态自我调节能力弱化。

一是资本循环不畅阻碍供求关系变化，导致价格信号失真。我国资本市场生态的资本循环功能不顺畅，企业进入资本市场难度很大，导致新股供不应求，新股上市初期连续涨停，而开板后又大幅回调。截至2018年底，2017~2018年上市的新股开板后继续上涨的不足一成，跌破发行价的有71只，占新股总数的13%。A股市场新股供不应求与上市后的股价振荡恰恰是市场自我调节能力不足的体现。资本循环不畅导致价格变化对供求关系的调节机制失效，只能借助外力调控。然而抑制新股“三高”和停发新股并不是有效之计，打通资本循环，让供求机制和价格机制发挥作用，才能从根本上解决问题。

二是价格信号失真进一步扭曲了供求机制、竞争机制和风险机制。目前，我国资本市场价格信号失真主要表现为新股上市初期价格过高和上市公司“壳价值”虚高，供求关系和竞争机制也随之发生变化。对于融资者而言，企业成功上市意味着获得较高溢价，因而无论经济环境如何，企业申请上市的意愿强烈。面对虚高的“壳价值”，上市公司特别是中小规模上市公司大股东，有动机通过各种资本运作维持股价，等待合适的时机减持，缺乏承担风险进行技术创新的动力。对于中小投资者而言，价格信号失真使其无法对上市公司的真实价值作出准确判断，为规避长期投资特质风险，更偏好短期博弈性交易，当新股上市、“高送转”、并购重组、退市等事件发生时，股价的连续上涨具有强烈的信号作用，往往吸引大量投资者跟风买入，这也是炒新、炒小、炒差屡见不鲜的原因。国内大多数券商仍处于“靠天吃饭”的生存模式，企业上市较高估值、交投活跃等均有利于投行、经纪、资管等业务的发展，随着券

商之间的同质化竞争加剧，将可能导致个别券商违规经营，想方设法推动企业更快上市，以及为投机炒作提供更为便捷的渠道，而不是更好地对接投融资需求。

正是由于资本循环不畅阻碍供求关系变化，我国资本市场的价格机制难以及时有效地调配资本资源，而扭曲的竞争机制和风险机制无法有效约束市场参与各方，并催生了不少短期化的“异常”行为，资本市场生态自我调节能力弱化。

三、我国资本市场生态的机制问题

我国资本市场生态的结构和功能问题，归根结底是资本市场运行机制的问题，一定程度上源于行政力量对市场运行存在较大影响。

1. 行政管制对市场机制影响较大

我国资本市场诞生于经济体制改革进程中，行政管制在资本市场建立初期规范市场秩序、稳定市场运行等方面发挥过重大作用，没有行政力量推动，也许就不会有资本市场。然而，随着资本市场不断完善和发展，行政管制对市场机制的影响也越来越明显。

一是严格的行政审批导致资本循环不畅，或导致制度溢价衍生和市场行为扭曲。我国资本市场具有较多的行政审批事项，这在市场发展初期保护参与者合法权益具有积极作用。然而，随着市场不断发展，市场参与者逐步成熟，过多过严的行政审批一定程度上降低了市场运行效率，阻碍了资本自由流动，提高了相关资源的稀缺性，带来较高的“制度溢价”(巴曙松，2007)^[2](如“壳价值”)。在市场博弈过程中，各参与者的最优选择是通过各种方式进行“制度套利”，追求低风险的制度溢价，其竞争行为不能促进全局最优化。例如，上市公司原始股东享有的溢价远远高于其所承担的风险，因而急于减持股份兑现收益，或者不计成本激进经营“豪赌”未来。券商面临的行政审批更多，也享有更高的牌照收益。从目前的情况来看，部分券商的业务创新是为了寻求制度套利，如大型券商争夺新业务试点资格、中小券商设计各种通道变相提供融资等，而在降低投融资成本、提高服务质量方面一直进展缓慢。截至2018年3季度，手续费及佣金、证券承销和代理买卖证券等常规业务占券商营业收入比重为74.12%，资产管理业务规模占比为15.92%，其他业务开展规模不足10%。投资者“打

新”、“炒新”等行为本质上属于制度套利。此外，行政审批容易滋生寻租行为(毛寿龙，2011)^[9]，扰乱市场秩序和资源配置效率。

二是行政干预较多不利于稳定市场预期，很可能促使市场行为短期化，进一步阻碍资源有效配置。行政干预是另一类常见的行政管制方式，世界各国和地区普遍认同适当的行政干预在市场手段、社会管理失灵时的重要作用。行政干预简单、直接，在我国资本市场成立初期，市场基础制度尚不健全，行政干预对于稳定市场运行发挥了重要作用。当前，资本市场逐步发展，过多的行政干预不利于稳定市场预期，市场参与者的决策和行为可能趋于短期化。在此背景下，长期资源错配的概率增大，部分难以承受相应风险的市场参与者会选择退出资本市场。例如，上市公司再融资经常受到严格管控，很可能转而寻求其他融资途径，甚至搁置发展计划，其创新发展的能力和动力将会减弱。此外，行政干预具有较大的自由裁量权(章铁生等，2011)^[15]，可引发道德风险，降低资本市场整体效率。

2. 政府与市场未能形成良性循环

我国资本市场行政管制较多，市场机制无法充分发挥作用，引发许多非理性市场行为。在面对市场问题时，监管机构倾向于采用行政手段来应对，这会进一步影响市场机制作用，政府与市场未能形成良性循环。

一是过多的政府行政管制影响了市场机制功能发挥，使得资本市场生态自我调节能力下降。严格的行政管制推高了资本市场壁垒，阻碍了资源在资本市场内外的自由流动，提高了上市资源的稀缺性，限制了资本市场生态的资本循环、利润分配、信息传递三大功能。上市资源的稀缺性赋予上市公司过高的“壳价值”，导致部分上市公司特别是中小规模上市公司热衷于围绕“壳价值”进行套利，而不是承担竞争风险进行创新发展，市场难以实现优胜劣汰，上市公司总体生产效率不高，进而形成利润从投资者流向上市公司的“反向食物链”。不断有大量个人投资者涌入市场，使“反向食物链”得以持续，而市场参与者结构失衡则放大了市场乱象的负面影响。

二是行政手段难以解决市场问题，反而会进一步影响市场机制作用。过度的行政管制会引发制度套利、扰

乱市场预期，行政管制不当放松，这些问题不会消失，而且，多数制度套利行为不属于违法违规行为，加强监管执法等措施无法对其进行规制。适当放松管制，减少制度套利空间，稳定市场预期，才能从根本上解决我国资本市场生态的问题。对资本市场生态问题的理解决定对策，从参与者失衡的结构问题出发，解决方案可能是要求上市公司强制分红、限制大股东减持等；从市场机制弱化的功能问题出发，解决方案则可能是调整定价机制，改变供求关系等，如新股发行暂停或重启等。然而，从行政管制过多的机制问题出发，进一步深化市场化改革，让市场在资源配置中发挥决定性作用，才能有效抑制资本市场生态中的不当行为。

我国资本市场生态优化的路径

当前，资本市场正经历着从量变到质变的关键阶段，只有通过深化改革，使市场在资源配置中起决定性作用，才能更好服务实体经济发展。习近平总书记指出，“坚持社会主义市场经济改革方向，核心问题是处理好政府和市场的关系，使市场在资源配置中起决定性作用和更好发挥政府作用”^[13]，按照这个思路，优化资本市场生态应遵循以下路径：

一、深化改革，化解行政管制与市场机制之间的矛盾

目前，我国资本市场的主要问题是行政管制与市场机制之间的矛盾，基础制度市场化改革，特别是发行制度改革是当务之急。建立健全基础制度是资本市场发展的基础，发行制度市场化改革则是基础制度建设的基础。目前严格的发行审核透支了企业的成长性，催生了过高的“壳价值”，上市公司创新发展动力不足，还阻碍了资本市场内外资金和资产的自由交换，市场的价格、供给、竞争、风险等机制无法发挥作用。发行制度不进行市场化改革，退市、信息披露等其他基础制度改革难以达到预期效果。例如，如果“壳价值”仍然过高，上市公司还是会想方设法规避退市，信息披露再及时透明也难以有效引导市场预期。

应将发行制度逐步由核准制转向注册制，放宽上市标准，放松对新股发行节奏的控制，减少对并购重组、再融资等融资活动的限制，提升退市制度的可操作性，疏通资本循环路径，为市场机制发挥作用创造条件。同

时，应在严守防控风险的前提下，适度放松对新产品、新业务的管制和干预，既可多元化投融资渠道，调动投融资双方积极性，还可促进券商充分竞争，提升我国券商的整体专业水平。丰富产品体系、支持创新业务发展本身就是改变市场结构，是优化市场参与者结构的市场化手段，市场参与者之间充分博弈会引导市场参与者结构自然演进。

二、加强监管，降低市场参与者之间的信息不对称

基础制度市场化改革完成后，资本市场的主要问题转变为融资者、投资者、中介机构之间的信息不对称。应进一步加强监管执法，严厉打击违法违规行为，为投资者提供公平、透明、风险与收益相匹配的交易环境，维护市场正常运行。投资者是信息不对称的最大受害者。投资者保护，特别是中小投资者保护的主要目标，是让其充分了解投资标的信息的基础上作出投资决策，同时，在其合法权益受到非法侵害时能够得到相应的赔偿。

降低信息不对称，最重要的是提高市场定价效率。我国市场定价效率不高首先表现在上市公司具有较高的发行溢价和“壳价值”，还表现在二级市场股价波动性较大，在此情况下，投资者难以作出正确判断，容易被误导而遭受损失。在发行制度市场化改革的同时，应进一步加大对内幕交易、市场操纵、欺诈上市等违法违规行为的处罚力度，建立完备的投资者诉讼和赔偿机制，保护投资者合法权益不受侵害。实际上，提升上市公司整体质量才是对投资者最大的保护，上市公司整体上能稳定地提供较高回报，价值投资才有土壤，投机炒作才会减少，资本市场生态才能形成良性循环。

三、放松管制，激发市场活力，防范化解系统性风险

市场约束和监管震慑共同发挥作用，市场参与者行为将逐步规范，资本市场的主要问题又转变为效率与风险之间的矛盾。此时，应进一步放松对券商等中介机构的管制，促进行业竞争，激发金融创新动力，为实体经济发展提供更大支持。放松中介机构管制的前提是加快完善相关基础制度建设，压缩制度套利、监管套利空间。目前，券商等中介机构具有行政审批带来的垄断性牌照价值，创新动力不足，即使有创新，也多为变相的制度套利或监管套利，如通过配合大宗交易“过桥”减

持、各类通道业务等，这些所谓的创新业务几乎没有风险，只需做大规模就能获得可观利润。消除制度套利和监管套利空间，中介机构才有动力进行真正意义上的创新，积极提高服务质量以增强竞争力。

随着资本市场基础制度逐步完善，进一步放松管制将降低中介机构的牌照价值并激发其创新动力，竞争力弱的中介机构将逐步退出市场或被其他机构合并，中介

机构整体竞争力将不断增强，资本市场投融资成本也将不断降低。放松管制不等于放松监管，应集中力量、一以贯之地对扰乱市场秩序行为进行依法全面从严监管。此外，金融创新能够提高资金使用效率，但过度创新容易引发系统性风险，应充分发挥我国的制度优势，加强宏观审慎监管协作，牢牢守住不发生系统性风险的底线。 ■

注释

1. 本文提及的“资本”是广义的资本，参见马克思《资本论》第一卷(人民出版社，2004)第167页、第556页及第624页。

2. 市场机制包括价格机制、竞争机制、供给机制、风险机制，其发挥作用需要满足四个条件：一是有大量买者和卖者，即市场上有众多的生产者和消费者，任何一个生产者或消费者都不能影响市场价格；二是具有产品同质性，即市场中的同类产品互相之间具有完全的替代性；三是具有资源流动性，即厂商进入或退出一个行业是完全自由和毫无困难的；四是具有信息完全性，即市场上的每一个买者和卖者都掌握着与自己的经济决策有关的一切信息。资本市场生态的资本循环、利润分配和信息传递三大功能有效，即市场价格等信息有效、透明，市场参与者可以根据利润分配情况进行交易，也可以自由进出市场，本质上就是市场机制发挥作用的条件。

3. 自然生态的反馈机制有正反馈和负反馈两种：负反馈抑制或减弱最初发生的变化，如草原上的羊大量迁入，植物会因过度啃食而减少，植物数量下降就会抑制羊的数量增加；正反馈与负反馈相反，加速最初发生的变化，比较少见但更具破坏性，如湖泊受到污染，鱼类死亡数量减少，腐烂后进一步加剧污染。

4. 资本市场生态中的融资者不仅包括上市公司，还包括场外市场挂牌企业、发债企业等等，考虑到上市公司是资本市场生态中最重要的融资者，为了文章内容的简洁和清晰，从本节开始，本文将融资者限定为上市公司。实际上，将“融资者”的概念拓展到全体通过资本市场融资的企业，本文后续结论仍然成立。

5. 本文只讨论证券公司这类最重要的中介机构。

6. 分类口径为证监会行业类。

7. 如无特别说明，本文中上市公司、券商相关数据均来源于WIND资讯，由作者整理。

8. 美国上市公司是指在美国纽交所、纳斯达克和AMEX上市的全部股票，不含场外市场交易股票，下同。

9. 专业机构投资者包括券商自营、投资基金、社保基金、保险资金、资产管理及QFII，下同，数据详见^[11]。

10. 鉴于数据可得性，美国、英国市场分别为2016年底、2014年底的数据。

11. 如无特别说明，文中ROE均采用整体法计算。

12. 国债到期收益率数据均来源于上海清算所结算数据。

13. 港股全部上市公司ROE为10.2%，利润率为14.2%，非金融类上市公司ROE为9.1%，利润率为10.1%；日股上市公司ROE为9.4%，利润率为5.8%，非金融类上市公司ROE为10.1%，利润率为5.3%。

14. 上市公司股息率(整体法)=上市公司境内年度实际现金分红总额/上市公司年末境内总市值。其中，上市公司境内年度实际现金分红总额=年度分红总额*股本乘数。当股份性质为全部时，如果分红对象为普通股股东，股本乘数等于境内总股本除以总股本；

如果分红对象为A、B股股东时，股本乘数为1。当股份性质为A股时，如果分红对象为普通股股东，股本乘数等于A股除以总股本；如果分红对象为A股股东时，股本乘数为1；如果分红对象为B股股东或H、海外时，股本则为0。

15. 资本运作并无明确的法律定义，实践中通常指公司利用资本市场规则和金融工具，进行投融资活动，造成资本变化，以实现价值增值的一种经营方式。资本运作主要包括定向增发、并购重组、股权转让、资产收购、资产剥离、吸收合并、债务重组、资产置换、要约收购、股份回购等形式。

16. WFE数据口径与WIND资讯存在较大差异，考虑到与境外市场的可比性，此处仍采用该数据。

17. 根据Cremers, Martijn and Ankur Pareek(2009)^[11]统计，美国机构投资者1985~2007年期间平均持股期限为1.65年。

18. 采用WIND二级行业分类。

19. 数据来源：证券时报网深交所：2018年深市公司全年并购重组共计2522单<http://kuaixun.stcn.com/2019/0117/14806763.shtml>；上交所官网 2018年沪市并购重组及监管情况的答记者问http://www.sse.com.cn/aboutus/mediacenter/hotandd/c/c_20190125_4715720.shtml。

21. 深市中小企业板上市的盈利要求为最近3个会计年度净利润均为正数且累计超过3000万元；最近3个会计年度产生的现金流量净额超过5000万元或者营业收入累计超过3亿元；最近一期不存在未弥补亏损。深市创业板上市的盈利要求为最近两年连续盈利，最近两年净利润累计不少于1000万元；或者最近一年盈利，最近一年营业收入不少于5000万元。净利润以扣除非经常性损益前后孰低者以计算为依据。以创业板为例，2010~2018年上半年，创业板公司上市前一年的平均净利润8400万元，绝大多数企业上市时净利润在3000万~1.5亿元之间，占比达87.3%。处于新兴行业的成长型企业由于大额研发、快速开拓市场、技术投入等原因出现亏损，与传统企业由于库存积压、债务支出水平高等的亏损有着根本区别。

22. 近年来监管趋严，重组规定、资管新规等监管规则颁布实施，非标融资受限，部分发行人融资环境收紧，融资成本升高；而近期股市波动较大，叠加监管“窗口指导”，再融资和并购重组的政策不确定性加强。

23. 2008~2017年各年末A股整体市盈率平均为17.95倍，略低于美股(不含OTC)的19.66倍。从代表性指数成份股来看，2008~2017年各年底沪深300指数成份股整体市盈率为13.30倍，远低于标普500指数成份股的20.28倍。A股整体估值水平与美股接近，但沪深300指数成份股估值水平显著低于标普500指数成份股，说明我国中小规模上市公司估值过高。

24. 均已换算为人民币，数据来源均为WIND资讯。

(下转第21页)