

A股市场“三十而立”

作家路遥曾在小说《人生》中写道，“人生的选择，最关键的往往就是那几步。”中国当代资本市场自1990年起步，至今刚过三十年，梳理A股过去三十年的大事件，有几件事称得上是关键呢？

曾担任证监会主席的肖钢说过，“回顾过去三十年我国资本市场发展历程，资本市场制度的设计和建设始终坚持一条主线：市场化、法治化、国际化的取向。”从这个意义上说，对A股市场发展真正具有决定影响的制度设计，无疑是“股权分置改革”和“注册制改革”。

我们常说，“摸着石头过河”是中国改革开放成功的关键，因为很长一段时间以来，中国是世界经济发展的“追赶者”。1978年，小平同志在乘坐日本新干线列车后，曾“一语双关”地谈到自己的感想，“就像推着咱们跑一样，我们现在很需要跑。”

即便是进入了2000年，中国经济当时发展的思路，依然是“引进来”和“走出去”相结合。所谓“引进来”就是向世界所有先进的东西学习，吸引世界的资金、技术和经验；而“走出去”，是指将先进的东西加以吸收后，鼓励具有比较优势的企业对外投资，带动商品和劳务出口，拓展经济发展空间。

但A股市场的改革却是一个先内后外的过程。

不难理解，中国经济最初是计划经济体制，这就决定了在改革开放之初，国有资产处于优势地位，“资本市场如何为国企改革服务”是当时资本市场改革的一个重要命题。也正是因为这个原因，有人将A股市场称为“融资市”。

“2005年，我们研究发现，中国资本市场存在着严重的基因式缺陷。”经济学家吴晓求认为，国内上市公司的股东分为两大类：一类是通过公开发行、二级市场购买而后成为的流通股股东，二是上市后不能流通股票的发起人股东。

问题在于，两类股东的利益诉求完全不同。非流通股的股东，以国有股东为主，其利益来自于分红，对企业市值上涨毫无动力；而流通股股东则希望股价上涨，获得收益。可见，两类股东利益结构的差异，不仅阻碍了上市公司发展，也是中国构建现代金融体系的巨大障碍。

为了彻底解决上述问题，并为国内资本市场改革打开空间，“股权分置改革”应运而生，但压力也是多方面的：牵涉几亿人的社会压力，经济学界的各种批评，外资机构“破坏契约原则”的指责。

特别是2005年4月29日，证监会与国资委联合颁布《关于做好股权分置改革试点工作的通知》。在“五一”长假后，上证指数两次跌破1100点。证券市场震荡使得质疑声四起，时任证监会主席尚福林顶住压力，掷地有声地说：“开弓没有回头箭。”

“股权分置改革”这一过程的复杂与曲折，我们不再赘言。但毋庸置疑的是，“股权分置改革”是一次具有中国特色的资本市场改革实践，世界上并没有可供参考的先例，所谓“华尔街经验”完全没有用武之地。

如果说“股权分置改革”解决了A股发展的历史遗留问题，那么“注册制改

革”无疑是A股加速国际化的标志。

近几年，A股市场的改革关键词就是“注册制”。2019年，上交所科创板率先试水注册制，2020年深交所的创业板也跟进注册制。按照国内改革“先试点、再普及”的一般路径，快则2—3年，慢则3—5年，整个A股将全面实现注册制（当前市场已有呼声，国内资本市场应统一交易规则，这实际就是要求全面实现注册制）。

那么，注册制的核心诉求是什么？简单来说，就是在资本市场推进“市场经济”，即市场在资源配置中处于核心地位。

如何突出市场在资源配置中的作用，股票的发行与交易价格是重要的两个因素。此前，因为“额度制”“核准制”的存在，上市公司本身就是一种稀缺资源，投资者反映最强烈的，就是“壳公司”的价格居高不下。但随着注册制的出现，上市门槛大幅降低，上市公司的供给会上升，“壳资源”的价格会被逐步抹平。其结果，就是好公司会获得市场溢价，而坏公司会逐渐被主流资金抛弃，最终从市场消失（即退市）。

当然，注册制绝不是监管机构当甩手掌柜，也需要理顺多层次资本市场的法律逻辑，建立适合中国国情的证券集体诉讼制度，强化投资者的保护等。但重点在于，监管思维的指挥棒始终要落下，依靠市场竞争来决定要素价格。

如果我们将A股三十年置于更大的背景之下，就更能理解A股“三十而立”的意义。一方面，因为疫情影响，人类正遭受二战结束以来最严重的经济衰退，各大经济板块历史上首次同时遭受重创；另一方面，国内财富也正在由固定资产（主要是房产），向权益类资产转移，国内资本市场作为重要的财富管理市场，其重要性日益凸显。

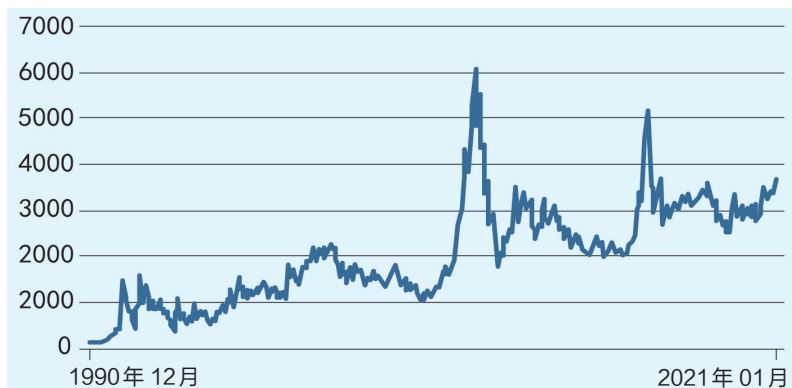
因此，“三十而立”的A股必须不负盛年，再上层楼。

66

“回顾过去三十年我国资本市场发展历程，资本市场制度的设计和建设始终坚持一条主线：市场化、法治化、国际化的取向。”从这个意义上说，对A股市场发展真正具有决定影响的制度设计，无疑是“股权分置改革”和“注册制改革”。

99

▶ A股十年走势



制图 孙立

撰文/张兆瑞