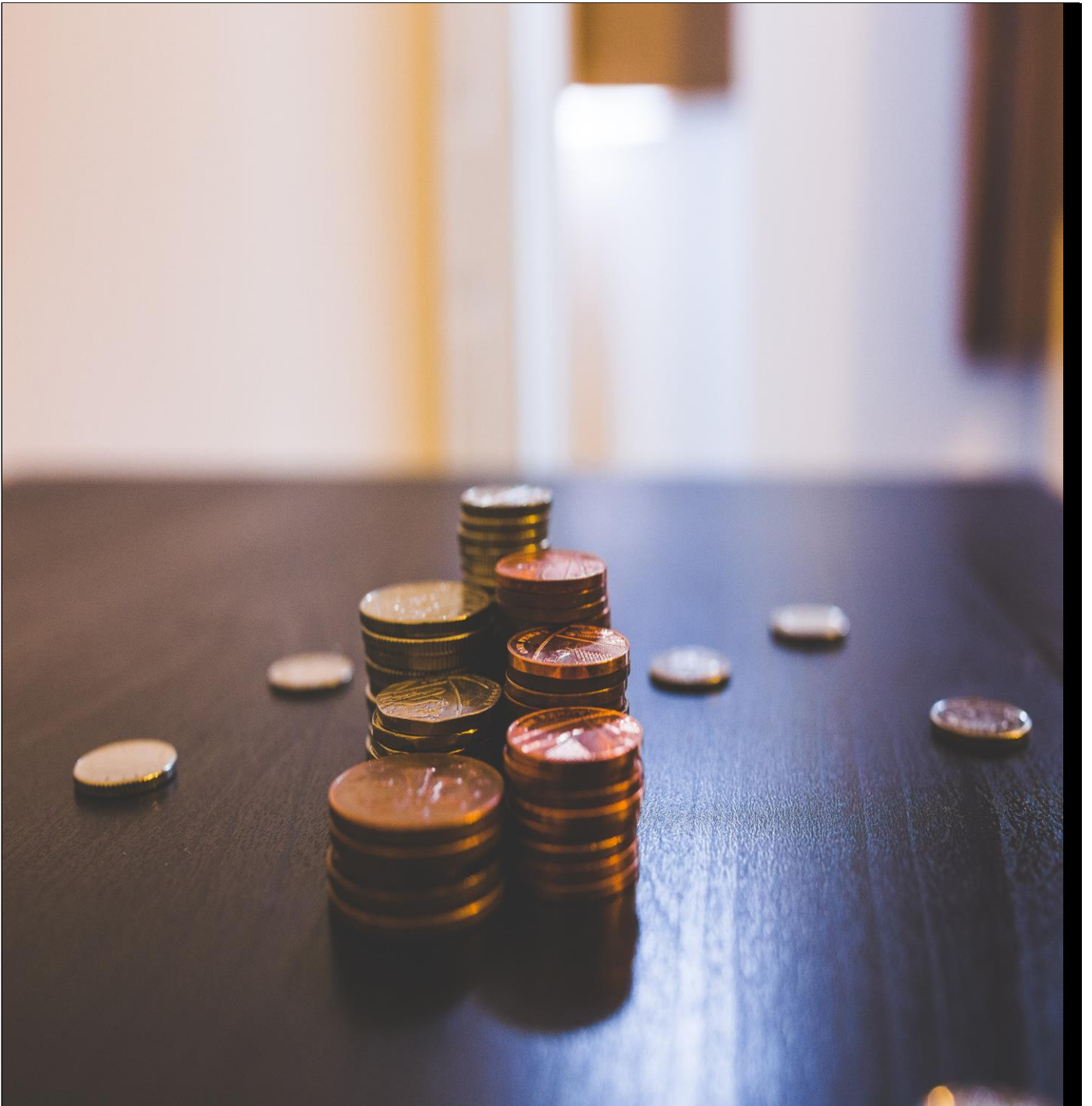




# 分层制度下的新三板市场发展与监管

国家金融与发展实验

2016 年 6 月 24 日

# 分层制度下的新三板市场发展与监管

李扬

国家金融与发展实验室

理事长

各位，下午好！智库讲坛的第四期现在开始。首先，我代表国家金融与发展实验室对各位嘉宾的到来表示热烈的欢迎和衷心的感谢。今天的主题非常明确，是关于中国的股市以及对其监管问题，发表的东西包括一个意向研究成果，有两份报告：《中国金融监管报告2016》和《金融风险与监管：国际研究镜鉴》，其中金融监管报告已经连续做了9年，《金融风险与监管：国际研究镜鉴》则汇集了最近两年关于风险的研究以及应对这些风险监管框架的一些调整。

我之前多次说过，研究危机非常重要。这是因为社会科学是不能做可控实验的，每次危机都逼着人们做一些常规情况下不能做的事情，所以每一次危机都特别重要。中国是危机过了就过了，对以后如何避免，讨论不多。在美国，第二次世界大战之前1929-1933年的金融危机已经形成一个学科，有人在反反复复不断的研究。美联储前主席伯南克本身就是一个研究反危机的专家，这个专家恰好在美国出现金融危机的时候担任央行行长，所以美国反危机的操作才这么有条不紊，显得比世界其他国家更有章法。总之，要好好借鉴别人的经验，但恐怕更重要的事是挖掘我们自己的经验。

最近，我经常看到一句话，说我们不要把这些学费给浪费了。包括我们去年的股灾，现在如果不总结好，以后可能还会有，从国家到投资者都有很大的损失，这种损失可能还会产生。这就是我们学术界，尤其是我们智库对所有这些问题要有深入持续的研究。具体的内容，接下来会有主编及执笔者各自的介绍。

我们的这项研究与中国资本市场的进一步发展有密切的关系。我们知道，中国的资本市场，从91年算起到现在年头也不少了，但遇到非常多的问题，其中我们一直坚持的一个说法就是：中国的资本市场并不特别鼓励或者有利于资本形成，它是一个有利于资本交易的市场。这恐怕就是一个很大的问题。而与此相对应的就是这个市场有利于筹资，而并不特别有利于投资。我们实验室现在在做一项研究，这项研究初步的成果已经产生了，就是在1991年向这个市场投一块钱，到今天也就1块六，这是个很大的问题。其实，在世界各个有着发达的市场经济的国家，资本市场都是人们保命的、养家糊口的藏钱之地，人们的退休、养老都靠这个，那些老实的人有一点积蓄就将其投在股票市场上，如果追求长期投资的话，他一定是可以得到满足的，在中国是满足不了的。这是个很大的问题。

至于我们的新三板，应当说一开始推出的时候，是有点这个意思。它比较鼓励资本形成，给予投资者较大的空间。如今，这个市场经过一些调整，尤其是去年的股灾之后，到底怎么样？像这种鼓励资本形成的功能是不是能够更好地发挥，它是不是能让一个普通的投资者将老老实实在的投资作为最好的储蓄方式之一，能否发挥这种技能，我们还是得再看一看，再讨论一下。

第二点，我们国家的资本市场从91年开始形成，一直有一个口号，就是要发展多层次的资本市场。这其实是跟我们资本市场一开始的缺陷有关，中国的资本市场一开始就服务于大企业，其间服务于中小企业的多层次资本市场的目标一直被提出，但始终没有达到，我们最先是在A股市场之外，建立中小板，觉得不能够满足需要，接着搞了创业板，还觉得满足不了需要，于是就有了新三板等等。现在看起来，还是不能够满足需要。那么，在中国当下，对资本市场最殷切需要的是草根企业和地方企业。我曾经比较中国和发达经济体资本市场，大致上可以形象的说，发达经济体里，它整个资本市场的体系是一个正金字塔，而我们是倒金字塔。所谓正金字塔就是说，从最原始、最草根的资本市场，然后到相对的规范，到最后发达的资本市场，越往上企业是越少的，这符合事物发展的客观规律。而在中国呢，最大的是A股，然后往下，一个比一个小，以至于到草根的时候，基本上就没有什么有规模的、可持续的一种资本形成和股份公司形成的土壤，它始终不存在。所以，倒金字塔是不可持续的。发展多层次

的资本市场，应该把重点放在草根这个层面，放在地方这个层面，显然，我们在这方面是做的不够的。监管者总是认为，一切都应该在自己的管辖范围之内，都得在自己的手下。殊不知，一旦在你的手下，所有的市场都变成同样的市场。现在，中国主板、中小板、创业板都是同质的，马上我看新三板也差不多了，如果按照目前这种发展的话，也会有这种同质的问题。

所以，这个问题需要研究，我们作为智库，需要点出中间的问题。如果有问题的话，我们需要向有关部门及时提出，不能说做一个市场，就同质化，同质到原来的市场上。

第三点是中国资本市场的体制问题。现在中国资本市场一个很大的问题是审批制。我是太知道审批制的毛病了，因为中国自从有了这个市场，就有一个发行审核委员会，我是第一任的委员，一直从刘鸿儒、周道炯、周正庆到周小川，周小川担任证监会主席前半段我还在干，做了这么多届的发审委。现在很多ST、PT，都是当时我们审批的，我知道那是一个非常大的问题。所以改审批制为备案制，一直是我们的一个目标。去年曾几何时，就呼之欲出，马上就要有了。但是那一场股灾把所有的事情都推迟了。而我，也不无遗憾地看到，新三板本来是备案制，现在又要求审核备案制。机制变了，它的功能就会发生变化。现在又把这个机制拉回到原来的机制，觉着那里面有风险。这个市场怎么可能没有风险呢？所以，我对这个事情还是有些担忧。

我们知道，我们这个实验室有一个重头的领域，就是研究中国的债务。在国家资产负债表的框架下，研究中国的债务。我们也很忧虑地看出，中国的债务问题非常突出，也日趋严重。防范债务不断上升以致危及国民经济一个很重要的方面就是改变金融结构。改变金融结构一个目标其实很早就提出，就是发展直接融资。但是很遗憾，到现在为止，这个目标进进退退，中国还是一个以间接融资为主的国家。再加上，中国是一个高储蓄率的国家，高储蓄的出路就是进入间接投资，从间接融资体系出来的钱，都会形成企业的债务。所以，中国的债务率很高，尤其是非金融企业的债务率以及相应的杠杆率很高，是一个必然的结果。不改变金融结构，我们这个结果还会继续延续，而且日趋恶化。所以，从各种意义上来说，中国的资本市场发展到现在应当说到了一个需要探讨新路径的时候了。新三板曾经给予我们很多的希望，但是最近一段时间来看，

新三板有些方面似乎在回潮。不管怎么说，新三板终究是在原来的体系外又增加了一个路径，我们希望这条路径能够慢慢走好。所以，今天我们形成这样一些成果，举办这样一次会议，把大家请来，就这个问题进行探讨，就是这样一個意思。

说真的，我本人就对中国资本市场的发展非常忧虑。我们是进一步退两步，很多东西都退回到改革开放初期，这种状况很令人担忧。希望尽我们的绵薄之力，推动这个市场再进一步的深化发展。我就简单说一些自己的感想，不算致辞。希望大家能够引起注意，因为有关资本市场的会议开得实在是太多了。上个世纪，我是差不多每年都会写十几篇有关资本市场的文章。本世纪以来，我就不想写了，因为写来写去，还是那套，而且越写越沮丧，我希望这种状况能够改变。