

与实际问题的探索 中国资本市场发展的理论

卢克群 主编

中国经济出版社

中国资本市场发展的 理论与实际问题探索

主编 卢克群

中国经济出版社

图书在版编目(CIP)数据

中国资本市场发展的理论与实际问题探索/卢克群主编. —北京:中国经济出版社, 2000. 10

ISBN 7-5017-5033-5

I. 中... II. 卢... III. 资本市场—研究—中国

IV. F832.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2000)第 46819 号

责任编辑:苏耀彬

电 话:68354197

E-mail: fbshs@263.net

**中国资本市场发展的理论与
实际问题探索**

卢克群 主编

*

中国经济出版社出版发行

(北京市百万庄北街3号)

邮编:100037

各地新华书店经销

北京星月印刷厂印刷

*

开本:A5 11.5印张 300千字

2000年10月第1版 2000年10月第1次印刷

印数:3000册

ISBN 7-5017-5033-5/F·3987

定价:22元

序

中国的资本市场是适应改革开放的需要产生、发展起来的。尽管我国资本市场的历史不长,但发展速度十分惊人,短短十年中便走过了西方证券市场几百年所走过的路程。到目前为止,我国沪深两地上市公司已达 1000 多家,投资者开户数达 5000 多万户,股票总市值超过 40000 亿元。资本市场的蓬勃兴起引起我国经济生活的巨大变化,对我国的经济体制改革和经济发展产生了深远影响和前所未有的促进作用。

首先,资本市场的兴起有力地推动了我国经济体制的变革,促进了社会主义市场经济体制的建立和发展。建国以后,我国实行了计划经济体制。鉴于这种经济体制所具有的种种弊端,党的“十四大”明确提出了建立社会主义市场经济体制的宏伟目标,并从此拉开了我国经济体制转轨的序幕。要实现从计划经济向市场经济的转变,真正建立起社会主义市场经济体制,就必须建立并完善市场体系,包括建立和完善资本市场、技术市场、劳动力市场、人才市场、土地市场等。其中,资本市场由于在资源配置、结构调整以及经济体制转轨等方面具有特殊功能,因此,建立和完善资本市场对社会主义市场经济的建立和发展更为重要。从实践上看,我国经济体制改革的一个重要突破口也正是资本市场的形成。10 年来,随着资本市场规模的扩大和运行机制的逐步完善,资本市场在资源配置方面的基础作用不断加强,从而大大促进了我国经济体制的变革,加速了社会主义市场经济体制建立和发展的进程。

其次,资本市场的发展促进了我国投融资体制的改革,缓解了国有企业的资金困难。计划经济时期,我国实行的是单一的直接融资

体制,企业的资金需求绝大部分依赖于银行贷款,这不仅导致企业资产负债率过高,造成企业经营困难,而且加大了整个社会的金融风险。资本市场的建立和发展则在银行贷款之外开辟了直接融资渠道,从而既改变了过去单一的融资体制格局,促进了企业融资方式的多元化,也使国有企业获得了降低资产负债率的有效途径。据统计,到今年3月底,我国上市公司通过境内外证券市场筹集到的资本金累计已达4632.75亿元人民币。这些资本金的注入对国有企业缓解资金困难、改善财务状况、提高经营效益无疑具有极为重要的作用。

再次,资本市场的发展推动了国有企业体制的改革,促进了我国现代企业制度的形成。市场经济体制对作为微观经济主体的企业的内在要求是政企分开、产权明晰、权责分明,并具有严格的监督约束机制。根据这一要求,对国有企业体制进行彻底改革、在国有企业中建立现代企业制度便成为市场经济条件下的必然选择。实践证明,资本市场在这方面发挥了不可低估的作用,表现在:借助资本市场而进行的改制和上市改变了国有企业产权模糊的状况,实现了政企分开和企业产权关系的明晰化;通过改制和上市消除了国有企业权责不明的现象,建立了股东会、董事会、经理班子之间明确而对称的责权分担机制;企业借助在资本市场上市而建立起来的完善的法人治理结构,加强了企业内部不同职能主体之间的相互监督和制约,促进了企业有效监督约束机制的形成;投资者通过资本市场而“用脚投票”的行为也进一步加强对企业经营管理的外部监督以及经理人员的自我约束,促进了企业经营机制的规范化和合理化。

最后,资本市场的发展推动了国有经济的战略重组,促进了社会资源的优化配置和经济结构的调整。党的十五届四中全会制定了从战略上调整国有经济布局的目标,并提出,调整国有经济布局要同产业结构的优化升级和所有制结构的调整相结合,坚持有进有退、有所为有所不为,国有经济在关系国民经济命脉的重要行业和关键领域占支配地位,其它行业和领域,可以通过资产重组与结构调整,集中力量,加强重点,提高国有经济的整体素质。这些目标的实现自然离

不开资本市场,因为,国有经济战略调整的实质是资源的重新和优化配置,资本市场则是资源配置的重要机制。实际上,过去的十年中,资本市场已经在这方面发挥了重要作用,例如,通过资本市场上股票和债券的发行促进了资本向重要行业或关键企业的集中,推动了国民经济行业结构、企业结构的优化调整;通过资本市场上股票、债券的交易引导了资本在不同部门和企业间的流动,促进了资本的优化配置和使用效率的提高;借助资本市场进行的产权或股权转让,便利了国有资本从一般竞争性行业的退出;通过资本市场各种形式的倾斜性融资活动,扶植和支持了各类高新技术企业的发展,从而促进了产业结构的优化升级。

综合以上分析,不难看出,资本市场的建立和发展促进了我国宏观经济体制和微观经济运行的重大转折,是我国经济长期、持续发展的重要推动器。可以说,没有资本市场,市场经济体制的建立就会缺乏最重要的市场基础,企业资本金的来源就会受到巨大限制,国有企业就难以解困,现代企业制度就难以建立,资源的优化配置、经济结构的调整和升级也会困难重重。

但是也应当看到,资本市场在我国毕竟只有不到 10 年的历史。资本市场在规模、结构、交易品种以及运行机制等诸多方面同西方发达的资本市场相比都还有很大差距,要使我国的资本市场从不完善走向完善,还有很长的路程,其间,很多理论和实际问题需要进一步研究和探索。例如:金融业属于虚拟经济的范畴,而虚拟经济与实体经济的关系究竟如何界定和认识?作为金融业的一部分,资本市场的发展相对于现实经济的发展是应超前还是应保持同步?作为资本市场的重要中介,证券公司如何加强风险管理、防范金融风险?为了保持我国资本市场的长久生命力,在资本市场发展过程中我们应如何加快金融创新的步伐?加入 WTO 在即,面对“入世”后证券业国际竞争日趋剧烈的新形势,我国证券机构应该如何应对?如此等等,都值得我们进一步研究和思考。在这方面,卢克群同志主编的《中国资本市场发展的理论与实际问题探索》一书进行了有益尝试。

其特点:(1)全面性。涉及的内容非常广泛,既有中国资本市场有关理论与政策的研究,也包括对目前资本市场主要热点问题的探索。(2)深入性。对中国资本市场发展过程中的许多理论与实际问题(如加速发展证券市场的必要性与紧迫性、虚拟经济、证券市场的创新、证券经营机构的风险管理、资产证券化、二板市场、开放式基金等)做了深入研究并提出了富有参考价值的见解。(3)实用性。专辟一篇探讨如何利用资本市场促进中关村高科技园区建设的问题,提出的一些建议具有一定的实用价值。鉴于以上特点,我认为,该书值得研究者和有关人员参考。

陈耀忠

2000年9月8日

目 录

序

第一篇 资本市场理论与政策研究

着重发展资本市场是大势所趋·····	卢克群	(1)
买方市场条件下经济结构调整的政策选择·····	卢克群	(9)
试论加速发展证券市场的必要性和紧迫性·····	卢克群	(16)
从分离到融合:银证关系的必由之路·····	卢克群	(23)
问题与对策:对我国证券市场发展的理性思考·····	余 杰	(30)
正确认识虚拟经济·····	谢太峰	(46)
略论证券公司的资本运营·····	谢太峰	(60)
券商上市:必要性、可行性与模式选择·····	谢太峰	(70)
浅谈美国新经济和“菲利普斯”曲线·····	吕立新	(79)
证券经营机构的风险管理·····	奚星华	(83)
证券公司的流动性管理探讨·····	申 微	(96)
国债净价交易:现有理论的缺陷及修正·····	奚星华	(103)
改善市场微结构 提高证券市场效率·····	申 微	(114)
拓宽券商融资渠道 促进证券市场发展 ——析券商的债券融资·····	周宗华	(119)
金融创新:证券市场发展的永恒主题·····	周晓明 范 磊	(123)
中国证券市场的生命力:制度创新与规范运作·····	阎 彬	(129)
论我国证券市场的资源配置功能·····	范 磊	(138)
充分发挥证券市场对产业结构调整促进作用·····	张伟明	(146)
依托资本市场 推动农业产业化·····	周宗华	(153)

第二篇 首都经济与中关村建设研究

发挥自身优势 促进首都经济发展·····	周康荣	(160)
----------------------	-----	-------

关于利用证券市场为中关村科技园区发展服务的思路	成燕红等	(173)
北京市金融保险业利用外资的现状与发展对策.....	奚星华	(181)
国内外高科技园区的经验及对中关村科技园开发的借鉴意义	谢太峰 奚星华	(189)
利用资本市场 发展高新技术 促进中关村科技园区发展	马 萍 周晓明	(197)
高新技术企业产权制度改革若干问题研究.....	刘 东	(206)

第三篇 专题与热点问题研究

加入 WTO 后我国证券业应采取的对策	卢克群	(221)
关于债转股思考.....	杜 军	(230)
二板设立后的市场影响.....	陈新平	(236)
透视网络经济热潮.....	陈新平	(245)
“西部大开发热”需要冷思考.....	张伟明	(249)
信贷资产证券化的内容、形式及在我国的可行做法.....	冯玉成	(256)
国外保险资金的入市运行与思考.....	陈新平	(282)
保险资金运用应与风险资本市场相结合.....	陈新平	(288)
证券投资基金:保险资金入市的渠道选择	康 静	(293)
发展开放式基金的必要性及现有问题.....	史明坤	(299)
试论风险投资基金发展的四大障碍.....	范 磊	(304)
我国证券投资基金进一步发展面临的问题.....	陈新平	(309)
商业银行办理券商质押融资业务的风险与防范	史明坤 康 静	(316)
国有股上市流通问题探析.....	黄 璞	(321)
券商核心竞争力识别与评价指标体系的建立.....	张伟明	(342)
寻找新的利润增长点		
——对证券公司开展委托资产管理业务的探讨	申 微	(349)

第一篇 资本市场理论与政策研究

着重发展资本市场是大势所趋

卢克群

股份制是公有制的一种重要形式这一观点在理论上的确立,必将要求相应地大力发展资本市场,以配合现代企业制度的建立和完善。十五大在充分肯定股份制是公有制的一种重要实现形式的同时,明确提出要:“着重发展资本、劳动力、技术等生产要素市场”。着重发展资本市场是历史发展的必然要求,有着深刻的社会背景与经济根源。可以预见,随着我国经济体制改革的逐步深入,大力发展资本市场已是大势所趋。

一、资本市场在整个市场体系中起着不可替代的轴心作用

众所周知,通过市场合理地配置资源并有效利用资源是市场的基本功能。这一功能是通过价格在资源配置过程中的基础性作用得以实现的。而在货币经济条件下,价格信号调度生产要素是通过一定数量的货币形式反映出来。因此,资源配置最终都联系到一定数量的货币配置。可见,市场中任何要素的配置归根到底是资金的配

置。而资金配置又是通过资金市场实现的。典型的资金市场包括资本市场和货币市场。一般地说,货币市场长于生产要素的短期配置作用;资本市场则长于生产要素的长期配置效应。因此两者之间存在相对不可替代的独立作用。

长期以来,我国一直过度依赖货币市场进行资金配置。随着经济改革的深入发展,这种过份偏倚的融资方式日益暴露出弊端,集中体现在企业自有资本金严重不足,过度负债经营,金融部门信贷风险越垒越高,企业和金融部门的部分资金处于高风险运转状态。因此,整个市场体系的资源配置、调度、组织已不能再单纯地依赖货币市场。着重发展资本市场,充分发挥其资金配置作用已势在必行。

十五大报告中把着重发展资本市场列为发展各要素市场的居先位置,这充分表明资本市场在整个市场体系中占有突出的地位。在市场经济中,金融市场是市场体系的核心,而资本市场又在金融市场中占有举足轻重的地位,因此,可以说资本市场在各种要素市场中处于核心地位,并发挥着独特的作用。首先,它对其他要素具有强烈的配置引导作用。资本市场通过其特殊的资金集聚指向和资金价格指向,对其他要素市场发出指引信号,指引其他要素以资本市场的运行方向进行配置。其次,资本市场在其他要素中发挥粘合作用。资本在组织生产经营过程中,凭借其中介和纽带作用,能够高效地将各种要素凝聚起来,形成生产力。再次,在整个市场体系运行中,资本市场的活跃程度能够很大程度地代表着其他要素市场的活力。这是由于在货币经济中,资本流动性决定着其他要素的流动性,资本的经营效率反映着其他要素的使用效率。

二、现阶段我国经济体制改革的着力点要求着重发展资本市场

(一)国企改革需要资本市场的有力支持

我国经济体制改革的中心环节国企改革,现已进入实质性改革阶段,重点是解决困扰国有企业的两大难题:一是经营机制不灵活;

二是资本金严重不足,债务负担沉重。怎样才能取得一箭双雕的效应呢?笔者认为只有一个途径,那就是发展资本市场。

过去,围绕着国企改革我们进行了一系列组织创新和制度变迁,先是依靠分权让利为主的制度内调整,把企业的积极性和创造性提升到一定层面;但是马上又遇到效率问题,这迫使我们面临市场取向的选择。对企业来说,效率集中体现在组织效率和经营效率上。建立社会主义市场经济体制的中心任务是解决经济效率问题,核心是企业效率问题。对于这个问题,我们先后选择了财政主导型和金融主导型两种体制。实践证明,无论是财政挑大梁,还是银行打天下,都只局限于解决经济低水平扩张的规模与数量增长问题。随着时间的推移,这种外延扩张低效运行的经济增长模式,日益暴露出其脆弱性,同时财政和金融也大伤元气。因此,加快两个根本性转变,解决效率问题,已成迫切所需。那么,如何同时解决国有企业的组织效率和经营效率?这同时涉及企业产权组织和资本经营问题。只有一个路径选择是那么的巧妙地同时解决这两个问题,即是发展资本市场。资本市场不仅带来的是资本本身,同时还将引起一场产权变革。通过发展资本市场尤其是股票市场可以在很大程度上解决当前国有企业面临的资本金不足问题,一方面通过股票市场为主的资金渠道,利用市场增量资金,充实企业的资本金;另一方面通过收购、兼并等资产重组方式进行资本运营,实现资本水平扩张,调整国有资产存量,转变国有企业的股本结构,达到明晰产权的目的。因此,资本植入国有企业,不仅给企业注入新的血液,也同时增强企业的约束机制,促使企业按市场效率合理配置生产要素,组织生产经营,提高经营效率,从而解决长期困扰国有企业的经营机制问题。

(二)投资体制的变革,需要通过资本市场来实现

我国传统的投资模式,先是由国家及地方财政对企业所需的资金大包大揽,无论是竞争性领域的投资资金,还是公益性领域的投资资金,财政包揽将近30年。最终的结果是财政不堪重负,步履艰难。相当一部分财政投资不仅不能提供盈余,大量的企业亏损还需财政

弥补,造成财政赤字增大,增加国债发行,限制了财政手段的发挥。在财政无力包揽企业投资之后,改为企业固定资产投资的相当大部分、铺底流动资金的绝大部分由商业银行承担。商业银行信贷资金的性质决定它只能解决企业“有借有还”的那一部分资金需求,如果将商业银行信贷资金用于企业资本金或长期不能归还的铺底流动资金使用,必然影响信贷资金的正常周转,造成银行信贷风险。

发展资本市场,拓展直接融资渠道,可以取代相当部分的财政投资,使财政的投资领域收缩、集中,从而能够保证财政手段约束使用,增强其调整经济结构的功能。财政应当更多的负责公益性的投资,竞争性投资领域不应再涉足进去。同时,发展资本市场,扩大直接融资比重,使过去由商业银行承担的企业资本金和铺底流动资金需求通过资本市场发行股票或长期企业债券解决,不仅可以通过市场的力量理顺企业融资渠道,解决企业资本金严重不足的问题,还可以大大减轻商业银行信贷风险,逐步建立起以社会公众和企业为投资主体,以市场需求为投资方向,以资本运营为投资手段,以经营效益为投资目的,由投资者自担经营风险的投资体制,收到一举多得之效。

(三)货币市场与资本市场应当协调发展

由于我国资本市场严重滞后,货币市场与资本市场的发展长期失衡,造成货币市场相当时期内封闭运行,两个资金市场之间存在严重脱节现象,表现在:货币市场相对发达,市场化程度较高,资金比较宽裕。而资本市场则很不发达,市场化程度较低,资金供应不足,企业通过资本市场融资受制约因素较多,尤其是一些非国有企业,很难从资本市场上获得资金。货币市场与资本市场这种状况一方面使货币市场资金闲置、浪费;另一方面资本市场资金短缺,交易需求不足。银行储蓄大量积存与企业资本金严重不足,形成鲜明的反差。有鉴于此,必须着重发展资本市场。应当通过正当渠道将货币市场的一部分资金引入资本市场,扩大直接融资比重,减轻银行风险。货币市场融资任务,应当适当缩小,企业资本金和不能归还的长期资金需求等不应当由货币市场承担的任务,应当理所当然地转移给资本市场。

货币市场和资本市场的协调发展,不仅有利于两个市场的专业化分工合作,提高资金配置效率,更重要的是两个市场相互制衡,有利于削减经济金融波动,提高抗御风险能力。

(四)发展资本市场,满足居民投资需求

改革开放以来,我国国民收入的分配已更大程度地向居民倾斜。统计资料表明,居民收入比重约占国民收入的 60%—70%;相应地,居民金融资产大幅增加,目前仅居民储蓄存款余额就达 60000 亿元,占银行存款总额的比重达 58%。居民金融资产出现以下特点:

首先,居民金融资产形式出现多样化,由单一的银行储蓄存款发展为多样的金融资产。国家统计局统计,改革开放 20 年以来,城市居民家庭平均每户拥有各种金融资产总量达到 2.23 万元,其中银行储蓄占 69.3%,企业债券、股票、国债、国库券以及储蓄性保险等投资性金融资产占 26.5%;说明居民尤其城市居民投资意识已有充分体现。

其次,居民投资意愿正在进一步增强。据有关部门调查统计,仅城市居民中就有超过 1/5 的居民有意改变现有金融资产结构,提高其投资比重,其中有意将银行储蓄存款投资股票、国库券、储蓄性保险以及内部集资的占城市居民总数的 21.5%。这说明,相当一部分居民,尤其是城市居民的投资意愿在进一步增强。

第三,居民中间已形成一个投资阶层。有关部门统计资料表明:城市居民中金融资产分布是极不平均的,金融资产最多的 8.5% 居民占有 60% 以上的金融资产,相应的,金融资产最少的 43.7% 的居民家庭仅拥有全部金融资产的 3%。这说明,高收入、金融资产多的居民已经形成了一个相当稳定的具有很强实力的投资阶层。

鉴于居民收入、储蓄及投资的现状,我们应当通过发展资本市场来满足居民不同投资和储蓄需求,增加多种金融工具,如股票、基金凭证、信托凭证、保险单等,以专业化方式为居民投资理财。通过发展资本市场,可以比较合理分流银行储蓄,正确引导居民投资。

三、进一步发展资本市场的几点思考

目前,我国间接融资比重过大,直接融资比重过小,通过实施一系列有效措施逐步压缩间接融资比重,扩大直接融资比重,加大力度发展资本市场,是金融体制改革的一项重要任务。现阶段应主要发展股票市场和基金市场,当前应着重采取以下措施:

(一)加速发展证券投资基金

随着新证券投资基金的发行和上市,我国证券市场进入了一个新的阶段。它将在增加居民投资渠道,改变居民金融资产结构,增加股市资金来源,支持国企改革,推动经济增长等多方面产生不可低估的影响,因此,发行证券投资基金不仅是搞好股票市场的重要环节,也是搞好国民经济的重要举措。目前,我国证券投资基金虽然已达27只,但基金总规模仍然偏小,因此,扩大证券投资基金的发行规模,既必要,也可行。近几年储蓄存款每年净增8000亿元左右,若将其中20%至30%通过证券投资基金转移到证券市场,证券市场每年可增加资金来源1600—2400亿元。

(二)疏通证券公司的融资渠道

过去,银行信贷资金大量无序地流向股票市场,冲击了股票市场,造成泡沫经济,影响了实体经济的正常发展。监管部门及时采取措施堵住了邪门,是很必要的。但在堵住邪门的同时,应当开出正道,通过制定相应的法律、法规,疏通货币市场,更重要的是要疏通资本市场,通过正当渠道使资金在两个市场之间合理流动。证券公司作为资本市场重要的中介机构,对国企进行股份制改造,进入二级市场都需要大量的资金支持,如果仅仅依靠自身的资本金运作,定会带来资金方面的困难,其资金的短缺不仅会影响到证券公司的经营效益,还将直接影响到上市公司的上市问题,更谈不上以大量的资金去开展企业兼并、收购、资产优化组合等投资银行业务。从目前证券公司的现状分析,其融资渠道可考虑在如下几个方面开通。

1. 可以批准部分管理严格、运作规范、资信好的证券公司发行金融债券,吸纳社会资金。证券公司的资信等级可通过政府有关部

门批准的资信评估公司进行评估。

2. 成立专为证券投资融资的证券融资公司,为证券公司的筹资开辟一条新路。

3. 商业银行按照规定的限额向证券公司发放证券抵押贷款,以解决证券公司的临时资金需要。当然在采取上述措施的同时,还应建立健全有关法规,完善监管制度,保障金融秩序。

(三)允许企业(包括国企和上市公司)用自有资金的一定比例,进行股票投资

(四)允许部分社会保障基金进入股市

目前,我国社会保障基金已积累到了较大的数额。可考虑允许部分社会保险基金、养老基金、专业基金按规定比例(约 15% - 20%)进入证券市场,以提高这部分资金使用效率。可先进行试点,再逐步推广。

(五)进一步规范股票市场

1. 提高上市公司质量,规范市场主体

股票市场的规范首先要求主体行为规范,作为股票市场主体的上市公司,其经营管理、业绩效益、内部控制制度及其市场行为,不仅决定着自身的发展前景,更重要的是直接影响着股票市场能否规范运作。进入 1998 年后,约束上市公司的新规定相继推出,如 1998 年初,中国证监会公布的《上市公司章程指引》,以及后来推出的对有异常情况的股票进行特别处理的规定。这些措施把二级市场的规范更加直接地转向了对上市公司的规范,有利于提高上市公司的质量。在这方面,还应加大监管力度。如把严上市的审批权,对不合格的坚决不能上市;对已上市但质量差的,要通过兼并、重组、注入优质资产等方式提高其资产质量;该摘牌的应当摘牌。

2. 开放店头市场,为非上市公司开辟交易场所

在我国目前能够上市的公司毕竟是少数,上市额度在目前仍属于稀缺资源。已发行股权证的股份公司,由于股权不能流通,融资渠道相对狭窄,资金周转不灵活,不利于生产经营。如果能适时开放店

头交易,既能解决非上市公司的资金紧缺问题,又能制约黑市交易,活跃地区经济。

3. 积极发展证券经纪人制度

着重发展资本市场,也应推进证券经纪人制度的建立,使证券投资走向规范化、专业化。也可以在条件成熟时开放经纪人贷款。