



股份制改革与 资本市场建设

SHARE SYSTEM REFORM
AND CAPITAL MARKET
CONSTRUCTION

汪彬 著

新华出版社

★国企改革新思路★

股份制改革与资本市场建设

汪 彬 著

新 华 出 版 社

XIN HUA CHU BAN SHE

图书在版编目(CIP)数据

股份制改革与资本市场建设/汪彬著. - 北京:新华出版社,2000,9

ISBN 7-5011-4945-3

I.股... II.汪... III.①国有企业-股份制-经济体制改革-研究-中国②资本市场-研究-中国
IV.F279.241

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2000)第 41742 号

股份制改革与资本市场建设

汪彬 著

*

新华出版社出版发行

(北京宣武门西大街 57 号 邮编:100803)

新华书店经销

襄樊市政府机关印刷厂印刷

*

850×1168 毫米 32 开本 14.75 印张 307,000 字

2000 年 8 月第一版 2000 年 8 月襄樊第一次印刷

印数:1-5000 册

ISBN7-5011-4945-3/F·723 定价:21.80 元

序

—

中国的经济体制改革已进行了 20 年,取得的成绩举世公认,特别是确定了以建立社会主义市场经济体制为改革的目标以后,更使改革有了很大进展。但是,随着改革的推进,新旧体制的冲突越来越尖锐。这特别表现在国有企业与市场经济越来越不适应,国有企业的效益在下降,亏损在增加。国有企业的这种越来越困难的情况引起人们的关注,国有企业的改革已经成为中国建立社会主义市场经济体制的最大困难之一。

我国的国有企业改革的方向是十分明确的,就是建立现代企业制度。作为现代企业制度主要企业组织形式的股份制企业,必然是我国国有企业改革采取的主要企业组织形式,这是从中国 20 年的改革中得出的一个基本结论。之所以得出这样的判断,既是根据国有企业制度的基本缺陷,也是基于国外国有企业改革的趋势。

我国现行的国有企业制度是与原来的经济体制相配套的,它与市场经济之间存在着内在的矛盾。现行的国

有制企业,主要有以下三个方面基本的缺陷:一是产权制度方面的问题。这又主要表现为:大部分国有企业的产权结构仍是一元化的国家所有权的行政结构;企业法人财产权没有得到真正确立;政府对国有资产的管理仍以实物形态为主;企业产权的界定与交易没有明确的规范。企业产权制度改革应是国企改革的核心问题。二是国有企业治理结构方面的问题。这又主要表现为:在国有企业的委托代理关系中,所有者虚置;代理人的自主权没有彻底落实;所有者缺位和控制监督困难造成了“内部人控制”问题。三是国有企业的功能错位,该国有企业承担的功能(如公共物品的生产),国有企业没有做好;不该国有企业承担的功能,国有企业却大量亏损性承担着,这和建立社会主义市场经济体制的总体目标是相悖的。

国有企业必须进行改革,但改革的基本方向是什么?在这方面,大多数经济学家的认识渐趋一致,这就是走股份制改革的道路。现行企业制度中的各种缺陷,都可以通过规范化的股份制来解决。(1)股份制企业作为法人企业,具有独立的人格,这种独立的人格,表现为独立的意志和独立的利益,企业在市场中的各种经济决策,都完全由自己独立自主地作出决定。在市场竞争中,它们都

只服从于市场的权威而不服从于其他任何权威。因此，按照市场经济的内在要求，引进股份经济机制，有利于克服现行国有企业制度中政企不分的弊端。(2)在股份经济中，投资主体是多元的，既可以是国家，也可以是企业和个人，这就形成了社会化的投资格局，同时，由于股票的发行和买卖可以跨越地区甚至国家的限制，超越时间和空间的界限，因而又可以形成一种社会化的投资网络。这种社会化的投资格局和网络，既是与生产社会化的发展趋势相一致的，又可以克服我国国有企业产权方面存在的缺陷。(3)在股份公司中、股东大会、董事会和经理阶层三者之间，通过产权的有效配置，相互激励兼容和相互制衡，易于形成有效的公司治理结构，从而解决国有企业在治理结构方面存在的问题。(4)股份公司在其运作过程中，通过资本市场的资源重新配置功能，利于按照国有企业的功能对国有资产进行重组。

二

股份制是资本运动与增值的组织形式，是资本经营的载体。资本的本质和资本经营的目的就是要使资本在自身形态的变化中通过自身特殊的运动实现保值增值。

资本增值的竞争性和资本运动的规律性要求资本必须有自己实现形态变换和价值增值的场所,这就是资本市场。资本市场是以融通长期资金为目的的有价证券发行和交易关系的总和。证券是什么?证券本身就是股份经济中的股权和资产的市场化载体,没有股份制这一现代企业资本组织形式的作用,也就无所谓其“股权”、“证券”这些衍生物和运动载体——资本市场。股份制是现代企业的资本组织形式,搞股份制就一定要发展、培育资本市场,股份制与资本市场是一对孪生兄弟。

股份制企业以其特有的产权构造和运作机制对解决国有企业的问题,无疑具有重要作用,而一个完善有效的资本市场的存在,对于股份制改革作用的发挥,则也是至关重要的。具体来讲,目前资本市场在国有企业股份制改革中的作用,主要有以下三个方面:(1)通过发展资本市场,推进国有企业股份制改革中的产权制度创新和有效公司治理结构的形成;(2)通过发展资本市场,盘活国有企业的存量资产,推进股份制改革中的国有企业的资本营运和国有经济的战略性改组;(3)通过发展资本市场,为股份制改革中的国有企业开辟新的筹资渠道,解决国有企业的高负债率和国有银行的大量不良债权问题,

构建新型的银企关系。

但要看到,发展资本市场只是对解决国有企业的困难,推进其改革提供一个必要的条件,还不能根本解决国有企业的问题,而且资本市场的发展和完善本身也在很大程度上取决于国有企业的改革。这里我只谈其中一个方面的问题,就是如果把资本市场当成国有企业改革的“保姆”,即过分强调资本市场为国有企业改革服务的政策实践后果是什么。这里面大概又有以下四个方面的问题值得讨论:(1)既然资本市场要为国企改革服务,政府就必须控制实现这一目的的手段,最直接有效的就是用行政手段控制资本市场的发展,在我国,从一级市场到二级市场,都可以看到行政命令控制的现象。(2)既然资本市场要为国企改革服务,那么,其它经济成分的企业在利用资本市场时就会受到限制,非国有经济成分尤其私营经济成分的企业“上市难”现象也说明了这一点,而不同经济成分的歧视反过来又必然会阻碍市场经济的发展。(3)国有企业知道政府在利用资本市场为自己的改革服务,就抱着“不用白不用”的扭曲心态去利用资本市场,国企的“圈钱”行为、弄虚作假欺骗投资者的行为等都与这种指导思想有关,资本市场的泡沫也就越吹越大。(4)各

级政府尤其地方政府和国企的主管部门在这种指导思想下,为了政府官员和地区发展双重效用的最大化,利用资本市场对国企进行“雪中送炭”和“救死扶伤”的行为时有发生,上市公司的质量低下与此是分不开的。总之,过分强调资本市场为国企改革服务,在某种程度上反而是不利于国企改革的,应慎思之,行之。

三

在人类经济史上,资本市场是随着市场经济的发展而逐步成长起来的。资本市场的发展历程决定了它在经济运行过程中所具有的特殊地位与作用。若从企业制度发展的角度来考察资本市场,显示的逻辑是企业制度发展一步,相应的市场制度也发展一步,以解决企业制度中发展中出现的新问题。股份有限公司的出现,虽然导致了所有权与经营权的分离,但发达资本市场的存在,不仅没有使所有者对企业的控制消弱,反而强化了这种控制权。这里的逻辑关系类似于生产与消费分离后,由于分工发展扩大了市场,加强了不同产品之间的竞争和不同人之间对某一职业的竞争,致使消费者通过市场对生产者降低成本提高质量的压力比自给自足时消费者直接控

制生产还要大，因此，消费与生产的分离不是消弱而是加强了消费对生产的控制。同样道理，股份有限公司制度与发达资本市场的结合，不但没有消弱反而加强了股东对自己财产价值的控制权。这里出现了一个非常关键的问题：什么样的资本市场才能担负这样的制度功能。答案是只有一个有效的资本市场才能担负起这样的制度功能。

按国外较为完善的有效资本市场理论的标准来衡量中国的资本市场，不难发现，中国资本市场的总体有效性是偏低的。这里关键的问题是，中国资本市场有效性低的根本原因究竟在哪里？我的看法是，中国资本市场有效性之所以低，是由发展资本市场制度上的非均衡性造成的。政府在一级市场的行政控制，增加股份公司透明度的制度不健全，有关资本市场发展的各种法制建设的滞后，资本市场各组成部分之间发展的不均衡，上市公司和投资者的行为不规范等都是造成中国资本市场有效性低的制度原因。探索“自下而上”的资本市场制度变迁方式和注意各种制度发展之间的互补性，对构建适合市场经济体制的中国资本市场发展模式是至关重要的。

汪彬同志著的《股份制改革与资本市场建设》一书，

是作者几年来从理论到实践潜心研究我国建立社会主义市场经济体制过程中国企股份制改革和资本市场发展的学术专著。该书以马克思主义理论为指导,以转轨过程中国有企业的股份制改革为主线,以整个经济体制转轨为背景,运用科学的方法,对中国国有企业股份制改革和资本市场发展的理论、模式、机制、二者的关系、对策诸方面,进行了系统深入的研究,提出了具有自己见解的股份制改革和资本市场发展思路。本书立足中国,面对实践,理论探索与对策研究相结合;视野开阔,构思新颖,广博而不分散、专深而不偏颇,立论坚实,结构自然而充满新意。鉴于上述理由,我很高兴为本书作序,向广大同行学者推荐本书。相信本书的出版对于我国国有企业股份制改革和资本市场发展的研究将是有益的。

刘国光

前 言

国有企业是中国公有制经济的微观主体和基石。党的十一届三中全会以来，国有企业改革一直居于整个经济体制改革主旋律的核心地位，倍受世人关注。实践表明，国企改革已取得较大成效，给中国经济注入了较强的生机与活力。

随着经济体制改革的不断深入，困扰国有企业发展的诸多深层次问题，日益暴露出来，主要有：(1) 产权结构不明晰和治理结构低效；(2) 不合理的很高的负债率；(3) 资本营运和资产重组缺乏相应的市场载体作为支撑；(4) 资本市场外部间接控制机制软化，等等。这些问题同资本市场发育过缓、发展滞后和效率低下直接相关。从培育和完善资本市场的角度，来研究并解决国企改革中出现的种种难题，运用资本市场的力量推进经济体制改革，是中国改革与发展历史进程提出的必然要求。

从理论上分析，当社会主义初级阶段生产关系的某些具体形式或具体方面，不能适应社会化大生产与生产力进一步发展的需要时，作为社会生产和基本组织单元的国有企业在经营与发展过程中，也因此而必然会碰到一些问题和困难。解决这些问题和困难的唯一出路是：深化经济体制改革，从根本上改变束缚生产力发展的生

产关系,使生产关系更加适应现代市场经济发展的需要。因此,将“国有企业股份制改革与资本市场建设”作为一个重要课题进行研究不仅是历史的必然,也是理论的必然,是历史与逻辑的统一。

本书以马克思主义经济理论为指导,运用辩证唯物主义和历史唯物主义的基本原理,采用比较与归纳、实证与规范、静态与动态和从具体到抽象与从抽象到具体相结合的分析方法,科学分析实践中反复出现的制约经济发展的决定性因素,认真总结改革实践中正反两方面的经验,在此基础上,研究探讨培育发展资本市场,深化国企改革的具体思路及对策。归纳起来,本书研究内容涉及了以下九个方面:

第一,股份制是中国国企改革的必然选择。中国国企改革经历了四个阶段,在取得成效的同时也面临诸多问题,其中深层次的核心问题是产权制度问题。如果不适时理顺国企产权关系和产权结构,不经过制度创新来促进国企经营机制转换为适应市场经济需要的新型机制,那么制使国企生存与发展的根本不利因素就不能被有效排除。产权关系内含着的矛盾与市场基本关系在转型期间的总量与结构的矛盾相互交织,成为国企经营状况持续低迷的关键所在。在这两个矛盾当中,产权关系的矛盾是主要矛盾,市场关系的矛盾通过产权关系矛盾发生作用。因此,对国企产权关系进行改革抓住了主要矛盾。根据中外产权关系运行的实践和理论判断,股份

制所包容着的产权关系比较能适应现代化大生产规律的要求，因此，对国企实施股份制改革是理顺国企产权关系的一种正确选择。在中国社会主义初级阶段，将国有企业进行股份制改革既是必要的，也是可能的，因而是必然的。以前有些观点认为：在中国进行股份制改革会改变中国社会主义社会的性质。这种担心是不必要的。因为，股份制能够为社会主义制度所兼容，它的存在不仅不会削弱社会主义生产关系的本质和社会主义制度的优越性，反而只会加强社会主义基本经济制度的社会历史内涵，使社会主义经济运行得更好。

第二、股份制改革的国外经验和国内实践充分表明，股份制改革是中国国企改革必然趋势。国企改革是当代世界各国的一个重大实践问题，无论是西方发达国家，还是发展中国家，无论是坚持社会主义制度的国家，还是放弃社会主义制度的国家，都相继对国有企业进行了改革，它们给我们的最大启示之一就是，股份制是各国国企改革共同趋势。迄今为止，我国的国有企业股份制改革可划分为自发试验、自觉试点和逐步推广三个阶段。经过三个阶段的改革，我国的股份制发展取得了重大突破，尤其是股票证券市场获得了空前发展，但也在产权界定、内部管理、市场环境和政府管理等方面存在着一些问题。无论如何，股份制仍是中国国企改革的必然趋势。

第三、按照现代企业制度要求，确立国有企业股份制改革的理论框架和原则是推动国企股份制改革的需要。

国有企业股份制改革的本质内涵不是随机的，它必须在社会主义阶段生产方式本质规定性基础上，结合社会生产的时代特征和社会经济矛盾的某些具体状况，引伸出一系列次级的（即更具体一些的）原则和框架，并由这些框架加以界定和阐发。确定国企股份制改革的理论框架和原则的问题，其实质是回答在社会主义初级阶段如何进行国有企业股份制改革的问题。这些理论框架和原则包括：（1）要坚持公有制为主体、促进结构优化、推动转机建制；（2）要合理选择并规范国企股权结构；（3）要选择适合自身特点的企业组织形式；（4）按国有企业股份制改革的发展趋势制订和实施改革策略。

第四、自始至终，国有企业股份制改革与资本市场的建设紧密联系在一起，它们是同一问题的两个方面。股份制改革是资本市场建立和发展的基本前提，资本市场是深化国企股份制改革的主要载体和助推器。资本市场是资本主义商品经济发展到一定阶段，适应社会化大生产需要而产生的。十一届三中全会以后，中国资本市场也逐渐稳步地发展起来。资本市场因其能为国企股份制改革提供直接融资的基本条件，能为股份制企业的资本营运提供重要场所，能优化企业经营管理机制，而成为个体国有企业制度创新的前提；资本市场因其能有效解决当前困扰国有企业的难点问题，能有效推动国有企业资源实现优化重组，而成为整体国有企业扭亏为盈和战略重组的关键环节。同时，国有企业股份制改革也不是一

个孤立的社会过程，它对中国资本市场的培育和发展也有着十分显著的影响。

第五、加快资本市场建设有利于加快国有企业股份制改革中新型企业产权关系的构建。我国传统国有企业产权制度在产权归属、产权结构、产权运行、产权管理和产权受益等方面存在着严重问题，而现代股份公司产权制度在企业财产组织形式和所有权与经营权关系等方面的特点恰是我国传统国有企业产权制度改革的方向。我国的国有企业股份制产权改革尽管已取得了很大进展，但由于缺乏资本市场作为支撑，所以仍存在着一些问题，主要是没有形成有效的公司治理结构。通过解决国家股的产权主体问题。培育多种形式的股权主体、解决国家股和法人股的流通问题等措施来建设资本市场，是构建新型企业产权关系的关键所在。

第六、加快资本市场建设有利于国有企业股份制改革中的国有企业资产重组。目前，国有经济的配置格局严重不合理，战线过长，结构单一，大大降低了国有经济在社会主义市场经济条件下的主导作用；国有经济的配置效率很低，国有企业的资产负债率却很高，大量资不抵债的企业难以淘汰，加快国有经济的战略性改组和国有资产的资本化经营是必然选择。国有企业股份制改革本身对有效地组织国有资本营运和推动国有企业资本的重组提供了重要前提和契机，而大力发展资本市场则为这一可能转化为现实提供了桥梁。资本市场通过企业的股

票上市、企业买壳上市、企业间的股权置换、企业收购股份等途径大大推动了资产重组的进程。但由于股市规模狭小、国家股和法人股不能流通、中介机构发展状况不健全等约束，国有企业利用资本市场进行资产重组也受到了诸多限制，加快国有股份的市场化运作是取消众多限制条件的关键所在。

第七、加快资本市场建设对于解决我国国有企业股份制改革中的企业高负债率问题和有效纾解银企债务危机具有重要作用。国有企业的高负债率和银企间的债务危机是当前我国国有企业股份制改革所面临的重要障碍之一，这一问题如不能得到有效解决，国有企业的股份制改革将很难取得实质性进展。现有的理论界提出的银企债务重组方案都存在着不同的缺陷和不足。通过股份制改革构建新型的银企关系，尤其是发展银企一体化，从长期来看对于银企债务重组无疑具有重大意义。但就目前而言，利用资本市场：(1)为国有企业开辟新的融资渠道；(2)帮助国有企业整理债务；(3)利用外资帮助国有企业化解债务；(4)发展各类投资基金来解决银企债务问题；(5)大力发展产权市场解决国有企业债务问题等措施，则是有效纾解银企债务危机，顺利推进国有企业股份制改革的重要保证。

第八，建立有效的资本市场是国有企业股份制改革的核心所在。在中国发展股份经济，其核心之点在哪里？对于这个问题，国内理论界和实际部门一直存在着比较