

资本市场与 国有企业改革

——资本市场与国有企业改革国际研讨会文集

民主与建设出版社

(京)新登字 311 号

图书在版编目(CIP)数据

资本市场与国有企业改革:资本市场与国有企业改革
国际研讨会文集/中国(海南)改革发展研究院编, - 北京:
民主与建设出版社, 1997.7

ISBN 7-80112-135-X

I. 资…

II. 中…

III. ①资本市场-研究-中国-文集 ②国有企业
-经济体制改革-研究-中国-文集

IV. F12

中国版本图书馆 CIP 数据核字(97)第 13264 号

责任编辑 汪 云

民主与建设出版社 出版发行

(社址:北京东城区王府井大街 22 号 邮编:100006)

海南省新华印刷厂印刷

开本:850×1168 1/32 印张:12

1997 年 7 月第 1 版 1997 年 7 月第 1 次印刷

字数:320 千字 印数:0001-1,500 定价:19.80 元

本文集由德国技术合作公司
资 助

经济转轨时期，支持效益好的国有大中型企业依靠银行进行间接融资是重要的，但更为重要的是，应采取鼓励和扶持政策，支持它们逐步地更多地依靠资本市场进行直接融资，扩大它们直接融资的能力和渠道。

目 录

- 前言..... (1)
转轨时期中国资本市场发展的几个问题(代序) 迟福林(6)

·中国的资本市场与国有企业现状·

- 中国资本市场现状 王丽娅(13)
中国国有企业债务现状 郭振成(30)
资本市场与国有企业:相关的领域与问题.....
..... [英国]约瑟夫·诺顿(37)
中国大中型企业在加强国际竞争中所面临的课题
..... [日本]河野力(41)
中国发行体发行债券筹集外资的现状与问题
..... [日本]伊藤俊彦(49)
积极开拓中国的资本市场 林凌(54)
外商直接投资中的金融资本 张秉训 李焰(67)
国有企业改革的法理思考 徐素环(72)
海南资本市场概况 吴鹤立 陈文(78)

·资本市场与企业重组·

- 国有企业制度创新与资本市场发展 高尚全(85)
如何吸引外资进行国有企业重组..... [德国]埃本赫·布舍(98)
资本市场与企业改革..... 王珏(103)
产权制度改革与发展资本市场..... 晓亮(107)
资本市场与企业改革和并购..... 曹凤岐(113)
加快培育和发展资本市场推动国有企业改革..... 刁守研(119)

国有经济产权制度改革与资本市场的形成·····	陈文通(127)
利用上市公司资源加大国企重组力度·····	张亦春 郑振龙(143)

·资本市场与融资体制改革·

国有企业改革与国家融资·····	张春霖(148)
对国有企业债务问题的基本认识及其化解对策·····	黄范章(188)
发展证券市场融资与推进国有企业改革·····	戴园晨(195)
发展居民直接投资,化解企业债务重负·····	方恭温(203)
资本市场发展,能否成为国有企业转轨的重要突破口·····	刘世锦(211)
可转换公司债券与国有企业债务重组·····	吕益民(221)
积极培育资本市场,促进国有企业债务重组·····	刘锡良 陈斌(228)
企业——银行——财政“债务转换”思路的再探讨·····	贾康(233)
关于化解国有企业高额负债的新思路·····	张光华(242)
如何处理国有企业债务问题·····	[德国]埃本赫·布舍(250)
坚持融资市场化方向,解除国有企业资金困难·····	夏汛鸽 王丽娅 郭振成(256)

·资本市场的规范与发展·

规范资本市场,推动经济改革·····	许美征(267)
健全资本市场,用好两种资源·····	程秀生(276)
两级出资人制度与国有财产运营的市场化·····	谷书堂 高明华(282)
民营化在台湾:法律、过程与资本市场的角色·····	余雪明(297)
论发展中国的资本市场与证券市场国际化·····	许崇正(314)
发展资本市场应注意的几个问题·····	虞关涛(324)

·外国经验与中国案例·

- 正在兴起的中东欧市场法律框架:发展可行的法律框架,
规范资本市场 [英国]约瑟夫·诺顿(330)
- 资本市场在波兰国有企业私有化及重组中的作用
..... [波兰]爱娃·弗雷伯(354)
- 韩国的公有企业公众股私有化项目和资本市场
..... [韩国]宋大熙(356)
- 转轨国家的境外融资:国有企业重组中资本市场的重要性.....
..... [德国]弗朗兹·列温(358)
- 谈中国资本市场..... 华而诚(360)
- 搞好存量资产的流动重组,提高国有资产的运营质量.....
..... 中国一汽 黄金河(363)
- 发展资本市场,化解企业债务;改善资本结构,深化企业改革.....
..... 上海石化 吴亦新(367)
- 日本、香港资本市场对我们的启示 夏汛鸽(374)
- 充分利用资本市场推动国有企业改革(代结语)..... 高尚全(379)
- 后记..... (384)

前 言

我们奉献给读者的这本“资本市场与国有企业改革”一书，汇集了中外一流专家学者和实业界、金融界及政府有关部门人士关于中国资本市场与国有企业债务现状的分析，对中国资本市场与国有企业改革的途径及前景展望的真知灼见。内容相当丰富、新颖，如：如何利用资本市场对国有企业进行重组？如何利用资本市场加快金融体制改革？如何发展和规范资本市场？如何利用境外资本市场？波兰、德国、日本、韩国及香港、台湾等国家和地区在发展资本市场与国有企业改革中有哪些经验教训？所有这些问题都是当前改革进程中的重大实践课题，也是理论界必需在理论上给予回答，决策部门在政策法规上给予指导，实际工作者在实际操作中需要高度重视的问题。现在我们把这些对上述问题解答的文章分类编排出版，以满足不同领域的读者对了解、研究资本市场与国有企业改革的需要。

一、关于中国资本市场与国有企业债务问题

中国(海南)改革发展研究院提交的“中国资本市场现状”、“中国企业债务现状”两文，详细地评介了中国证券市场(包括股票市场、国债市场、企业债券市场)，基金市场，产权交易市场，资本市场中介机构以及利用国际资本市场融资的状况、问题及原因；同时对我国国有企业债务以及过度负债的负面影响进行了分析。这些，为我们了解和研究中国资本市场和国有企业债务状况提供了广阔的背景材料。许多作者更多地或完全地站在国际经济背景下，用普遍联系与发展的眼光来研究中国的资本市场与国有企业改革的关系，并努力探讨解决问题的途径。如，英国的约瑟夫·诺顿先生的论文，以“资本市场与国有企业：相关的领域与问题”为题，鲜明地提出，中国国有企业的债务，实质上是国有企业、银行与国有企业之间的“三角债”，指出这一循环性问题只能通过循环性解决方法解决。日本山九株式会社的

河野力先生则通过对美国、日本等国有大企业的对比分析,指出,中国大中型企业在加强国际竞争中所面临的问题,是如何迅速加强企业的活力,决定胜败的关键是劳动者受教育的程度和技术水平的高低。日本株式会社中国业务室伊藤俊彦先生对中国自1978年改革开放以来筹集外资的情况加以考察并指出了“中国发行体发行债券筹集外资的现状与问题”。中国证券市场研究设计中心的张秉训、李焰分析了我国自1979年以来利用外资中存在的问题,对利用外资中产业资本和金融资本的利与弊做深入思考,提出“利用外商直接投资中的金融资本”,有助于扶植有前途的民族工业,实现资源的优化配置。这些观点、思路对读者更深入准确地把握中国的资本市场与国有企业改革的脉路具有启发意义。

二、关于资本市场与企业重组

中国经济体制改革研究会副会长高尚全教授的“国有企业制度创新与资本市场发展”一文,深刻揭示了中国大中型国有企业制度创新的难点在于国有经济过度负债、企业中的冗员、企业“办社会”,解决这三大难题必须充分发挥资本市场潜在的融资能力,对资本市场的品种、功能、主体进行了理论的阐述,并且对如何利用资本市场推进国有企业制度创新提出了总体操作思路。德国东欧事务咨询有限公司管理主任埃本赫一布舍先生建议对证券投资与战略性投资要从理论上加以区别;对公司恢复性重组与公司所有权重组进行了分析,在此基础上对中国如何吸引外资进行国有企业战略性重组提出了具体建议。中共中央党校王珏教授认为,资本市场既为现代企业制度创造条件,也为其提供内部动力和外在压力,没有资本市场的发展,企业战略性重组必然受到阻碍,从这一观点出发,他对我国资本市场存在的问题进行了分析,并对其进一步改革和发展提出了建设性意见。中国社会科学院晓亮研究员则从产权制度着眼,指出国有企业改革必须解决深层次的产权问题。因此,他提出建立和发展资本市场的基本思路:资本的投资者必须能够约束资本的使用者,所有者要能够形成对经营者的约束;国有企业要进入市场,首先要建立企业出

资人制度,明晰产权。中共中央党校陈文通教授也指出,解决国有企业债务问题需要借助于资本市场,而通过产权制度改革解决国有企业债务的过程,同时就是资本市场的形成过程。要使资本市场得到进一步发展,必须实行自由投资的政策,并为投资者提供各种可能的投资形式和投资工具,必须在产权制度改革的基础上培育机构投资者。厦门大学经济学院张亦春、郑振龙则从上市公司的作用出发,主张充分利用上市公司资源,以国有上市公司为龙头,加大国有企业重组力度。北京大学教授曹凤歧指出,公司并购是当前企业改革中的热点问题,通过企业并购实现企业改造、产权重组,是实现企业资源在社会范围内重新有效配置的重要手段。总之,关于如何利用资本市场推进企业重组,本书汇集的都是我国经济理论界最前沿的观点和思路。

三、关于融资体制改革

国家经贸委企业司张春霖博士指出,解决国有企业问题的根本出路在于以市场经济融资体制替代计划经济融资体制,即以竞争性的资本市场替代以国家为唯一中介的融资体制——国家融资体制。为此,在指导思想上要把握培育市场尤其是资本市场作为推进企业改革的基本途径。中国社会科学院经济研究所戴园晨教授则认为,通过证券市场直接融资之所以受到重视,是因为间接融资体系把风险集中于银行的弊端近年来逐渐暴露,终于认识到筹融资渠道和金融工具应该多元化、多样化。然而,储蓄要分流,但分流又不能太快,居民金融资产多样化是渐变而非突变,故而,当前银行间接融资仍是融资的主渠道。至于如何建立新的融资机制化解国有企业高额负债问题,在这本书中有相当多的精彩论述、政策建议和方案设计。国家计委宏观经济研究院黄范章主张要通过资本市场动员社会资源来化解国有企业债务;财政部科学研究所贾康提出通过“企业——银行——财政”债务转换”解决国有企业高额负债的思路;中国财经报社方恭温提出,我们应根据国内储蓄结构的变化,把国有企业的投资需求转向居民储蓄部门,在发展资本市场的同时发展居民直接投资。北京

万森产权融通服务股份有限公司吕益民博士提出了利用可转换公司债券降低国有企业债务的新思路。还有许多论文从不同的角度探讨了解决国有企业高额负债的渠道途径。这些论文向读者表明,资本市场对于融资体制改革的意义重大,资本市场发育得越充分,融资机制的市场性就越强,对企业改革和发展的促进作用就越大。

四、关于资本市场规范与发展

改革开放以来,我国逐步破除了资本市场姓“资”的错误认识,资本市场从无到有,有了较大的发展。但是我国目前的资本市场仍然存在许多问题,必须进一步规范和发展。中国证券业培训中心许美征以“规范资本市场,推动经济改革”为题,回顾了我国资本市场发展的过程,研究了资本市场对于深化企业改革的意义,分析了国内储蓄结构变化情况。据此,她对中国资本市场的规范发展提出了十分有价值的建议。国务院发展研究中心程秀生认为,中国资本市场发展滞后于积累流程转换是一对矛盾,解决矛盾的办法是要用国内国外两种资源来推进经济的健康发展。南开大学经济研究所的谷书堂、高明华二位先生认为:由于国有企业运营迄今未能从行政控制中摆脱出来,致使其运营效率日益恶化。要解决这一问题,应该立足于财产权利与行政权力的分离,通过建立两级出资人的制度,使国有财产运营真正步入市场化轨道。台湾大学法律系余雪明教授通过对我国台湾地区公有企业民营化的介绍,提出了在建立资本市场的过程中要注意完善法令,这些法令包括证券交易法,有关交易所上市、柜台买卖中心上柜承销的规定、有关公司管理的规定等。吉林大学经济学院博士后许崇正在分析中国资本市场的现状和存在问题的基础上,提出了我国证券市场国际化以及利用外资方式的政策建议。几位学者对资本市场规范与发展的研究提供了一些思路,但总体来看对这一问题的关注和研究还远远不够。而无论从理论的角度还是现实的角度,对这一问题应该给予高度重视。

五、关于外国经验与中国案例

这一组的9篇论文,从不同的侧面,反映了资本市场在实行国

有企业战略性重组的作用,以及方式方法、经验教训等。波兰财政部副部长爱娃·弗雷伯女士介绍了波兰经济变革对波兰的所有制结构变化,以及资本市场对国有企业重组的影响及其利弊。波兰经验表明,建立国内投资基金为投资者提供了多层次的投资机会。韩国开发研究院经济教育中心主任宋大熙博士,对韩国国有企业推行公众股项目的背景、购买方式与国家经济援助公众股项目的影响与资本市场的发展作了介绍。中国一汽集团黄金河副总经理对提高国有资产的运营质量,搞好存量资产的流动重组。上海石化公司吴亦新总经理对发展资本市场、化解企业债务、改善资本结构的国有大企业成功改革的经验介绍,都给人耳目一新的感觉。除此之外,还有一些海外专家建议,中国在经济转型进程中要谨慎地按照市场原则,逐步扩大外资进入资本市场的范围;要采取积极措施,提高融资体系透明度,按照国际惯例统一会计标准,创造良好投资环境;发展机构投资者,提高专家管理金融和治理资本市场的水平;要加强人才资本投资,加大金融资本市场管理人才的培养力度等。这些建议都对我们有重要的参考借鉴意义。

这里需要说明的是,海外专家所谈论的是在私有经济为主要经济成份或者是在私有、民营化的过程中,利用资本市场对国有企业进行重组的经验。而我們是在坚持以公有制为主体的前提下,探讨如何利用资本市场推进企业重组问题,这从本质上决定了我们不能照搬照抄国外的经验,我们所借鉴的是那些适合我国国情的办法措施及其经验。

资本市场的发展与完善,国有企业的战略调整和改组,是一个重大的理论与现实课题,需要我们大家不断地去努力探讨。我们希望本书的出版能够起到传播最新研究成果,连接更多志同道合的朋友的桥梁作用,凝聚一批有识之士共同推动这一领域的研究向纵深发展。

转轨时期中国资本市场发展的几个问题(代序)

迟福林

“资本市场与国有企业改革”是一个实践性极强的重大课题。当前,我国国有企业面临着许多困难和问题,都同资本市场发展滞后直接相关。我国经济转轨的实践充分表明,加快资本市场的发展,会大大推动国有企业改革的进程。例如:困扰国有企业的沉重债务负担的化解,离不开资本市场;国有企业在改革发展中庞大的资金需求,需要资本市场;国有企业在公司化改组中的产权重组、产权产业调整,更需要资本市场。培育和发展资本市场已经成了推动国有企业改革的重要途径。

我国正处在经济转轨的关键时期,培育和发展资本市场涉及的问题很多,且又有一定的复杂性。当前,迫切需要重视和研究这样几个具体问题:

一、当务之急是如何充分利用资本市场化解国有经济存量中的巨额不良债务

我国转轨时期面临着的一项艰巨任务,是如何积极妥善地解决传统体制下所造成的大量不良债务问题。不彻底地解决债务问题,国有经济的战略性改组和国有银行商业化改革都难以取得突破性进展,庞大的债务问题已成为牵动和影响国有企业改革的关键性因素。近年来,政府在解决这个问题上采取了某些措施,并取得一定成效。目前,国有经济存量中的巨额不良债务的状况并没有实质性改变。因此,应当尽快从资本市场中寻求化解不良债务的有效途径。

我们曾建议,以债务托管为主,结合多种措施,全面解决不良债务问题的思路。即由政府建立一个从中央到地方的权威性、过渡性

的债务托管机构,它的主要任务有3个:第一,从国有银行接管国有企业的不良债权;第二,通过拥有相关企业的债权,参与企业重组;第三,组织不良债权的交易市场,加快实现不良债权的证券化和市场化。

这个建议涉及一系列具体复杂的问题。例如,作为债权人的银行能在多大程度上承担债务托管的成本,即以多大的折扣向托管机构转让债权;债务托管后如何开放不良债权的交易市场,能否以极具吸引力的折扣率加快不良债权的证券化和市场化,对此应作出什么样的基本判断。这些都是需要作进一步研究的重大问题。通过资本市场进行债务重组还有很多方式,例如,有的建议通过培育金融中介机构,特别是投资银行来进行企业债务重组,有的建议债权股权转换,等等。究竟每一种主张的实践价值如何,需要做比较分析和研究。

二、股份制已成为国有资产优化组合的基本组织形式,对此应当有清醒的认识

现代市场经济表明,资本市场的建立和发展是以股份制为基本前提的。股份制在产权界定、资产配置中有着不可替代的特殊作用。实行现代企业制度,发挥市场机制在资源配置中的基础性作用,首要的是股份制企业的建立和发展。应当说,正是股份制企业的初步发展,才推动和促进了我国资本市场的形成。在经济转轨时期,股份制企业的发展对资本市场的形成尤为重要。

经济转轨时期,股份制企业的发展面临着一系列迫切需要解决的重大问题。例如:

第一,如何评价股份制的性质,它究竟姓“资”,还是姓“社”?市场经济条件下的公司制企业,是财产组合、生产经营的组织形式。它根本不同于传统体制下的企业所有制分类。企业实行公司制,就是寻求资产配置、生产经营的有效形式。股份制是公司制的基本形式,它能实现资产的有效合理配置。我国股份制的初步实践证明,它是国有资产优化组织的重要形式,不仅可以明晰产权,而且可以实现国

有资产的保值增值。例如,1994年9000多家股份公司的净资产平均增长率为42.4%,1995年可统计的1600多家净资产平均增长率为12.5%,这显著高于同期其它类型国有企业资产增长率。实践证明,股份制既不姓“资”,也不姓“社”,它是比较完善的财产组合形式。我国股份制企业的发展正处在起步阶段,对其作用估计不足,甚至作出错误的评价,会直接影响股份制企业的发展,对改革和发展的全局极其不利。

第二,如何推动股份制企业的发展,它究竟在建立现代企业制度中居于何种地位?我国目前经过股份制改革的国有企业有9000余家,在数十万户企业中所占比例不到5%,其中上市公司不过530多家,占股份制企业的比重不过6%,并且上市公司的国家股和法人股还不能流通。可见,我国的股份制企业不仅数量小,且又很不规范。当前,应当把发展股份制企业作为国有企业改革的一项重要任务,并且尽快形成以股份制企业为主体的现代企业结构。一些经营性的国有企业只要基本符合条件,经过改造,要大部分改组为股份制企业。特别是要加快把大中型国有企业改造成股份制企业的步伐。

第三,股份制企业如何摆脱行政束缚,规范化发展?目前,由于多种原因,股份制企业的规范问题很突出。特别是国有企业改制为股份制企业的,普遍反映各种形式的行政干预过多,有的甚至还仍然实行原来的体制和管理办法。因此,在我国的股份制企业发展中,一方面要逐步完善法律,依法监督股份制企业;另一方面,要尽快从根本上改变对股份制企业过份行政束缚的局面,严格限制“上级”或“主管部门”的不必要干预。这对国有企业、尤其是大中型国有企业改造为股份制企业,有着特别重要的作用。如不采取有效措施彻底解决这个问题,国有企业的股份制改革很难到位,也会对我国的股份制企业发展产生严重的不良影响。

我国的股份制改革正处于发展的关键时期,资本市场的发展对股份制企业的发展又提出进一步的要求。在这种情况下,股份制在实行现代企业制度中究竟居于何种地位?它的性质如何?大中型国

有企业加快向股份制过渡的时机和条件是否成熟？这些，都有必要作进一步的讨论。

三、当前公有股流通的时机和条件都已基本成熟，应当对此有充分的估计

对于国有股、法人股的流通，专家们早有过强烈的呼吁。从目前的情况看，国有股不流通严重障碍了国有资产重组和优化配置，并由此造成了国有资产的损失，这已是一个相当实际的问题。无论从国有资产保值增值方面看，还是从资本市场发展方面看，国有股、法人股的流通都是一个急迫需要解决的问题。

据统计，到96年末，居民储蓄已达3.8万亿元，估计每年以9000—10000亿元的速度增加。面对多方面的股市外围的庞大游资，我国股票市场的供给量显得越来越小。因此逐步允许公股流通入市，是股票市场稳定发展的根本性措施。随着我国股市的逐渐成熟，公有股上市越晚隐患越多。

公有股上市流通涉及许多复杂的问题，应采取“抓紧实施，逐步到位”的办法，例如，按一定比例分步出台，对效益好的国有大中型企业改制为股份制企业的国有股应制定优先安排办法。与此同时，对不同行业、不同企业国有资产的控股参股比例要有合理的、明确的规定。要制定鼓励政策，大力发展机构投资者，使资本市场有稳定的长期资金来源。

四、如何形成一种机制，使效益好的国有大中型企业能通过资本市场筹集社会资金，提高市场竞争力

依靠资本市场，加快中国主导产业的战略重组，是我国国有大中型企业发展的重要条件。目前，在我国钢铁、汽车、化工、机械、电子等国民经济的主导产业中，国有大中型企业发展迅速。但从整体上看，其规模偏小，技术水平与国际先进水平有明显差距。随着中国进一步对外开放，市场竞争更趋激化。因此，要依靠资本市场，推进企业之间的联合、兼并，扩大企业经营规模，提高企业的开发能力和竞