

目 录

转轨时期中国资本市场发展的几个问题（代序）	迟福林（ 3 ）
中国资本市场现状	王丽娅（ 11 ）
中国金融资产结构分析及政策含义	易钢（ 31 ）
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（ 53 ）
国有企业制度创新与资本市场发展	高尚全（ 64 ）
国有企业改革与国家融资	张春霖（ 78 ）
企业融资理论与资本市场的发展	陈国进（ 122 ）
资本市场与企业改革和并购	曹凤歧（ 138 ）
坚持融资市场化方向解除国有企业资金困境	夏讯鸽等（ 145 ）
我国资本市场发展的十个问题	迟福林等（ 157 ）
规范资本市场，推动经济改革	许美珏（ 168 ）
积极开拓中国的资本市场	林凌（ 178 ）
转轨经济中直接金融、间接金融的互动关系及其调整	
——兼评银行业与证券业的分离与融合	巴曙松（ 192 ）
正在兴起的中东欧市场法律改革：发展可行的法律框架，	
规范资本市场	约瑟夫·诺顿（ 208 ）
波兰、捷克投资基金的考察报告	许美珏（ 234 ）
日本、香港资本市场考察	夏讯鸽（ 261 ）
波兰运用国家投资基金进行企业重组和私有化改造	乌苏娜（ 267 ）

关于利用资本市场加快国有企业战略重组的建议 (20 条)

..... 中国 (海南) 改革发展研究院 273)

资本市场在波兰国有企业私有化及重组中的作用

..... 爱娃·弗雷依 287)

韩国的国有企业公众股私有化项目和资本市场 宋大熙 (290)

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。但是目前，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。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，它的主要任务有三个：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多家的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利影响。

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 1996 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争能力，加快对我国的主导产业实行战略性重组。

改革开放以来，我们一直强调“以银行间接融资为主，以直接融资为辅”的融资政策，这在一定程度上束缚了国有企业的手脚，也限制了资本市场的发展。在市场经济条件下，间接融资和直接融资各占多大比例为好，应当根据实践情况而论。但有这一点可以肯定，目前我国银行体系的资产占全部金融资产的 90%，应当说是高了一些。当前，适度强调发展直接融资，不会改变间接金融为主的格局。此外，在我国储蓄已转变为以居民为主和国有银行商业化改革尚未到位的现实阶段，发展直接融资更具紧迫性、重要性。

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。虽然效益好的国有大中型企业远比民、私营企业获得银

行贷款的支持率高，但这无助于降低已普遍过高的资产负债率，也无助于通过多元投资主体的形成理顺产权结构、转换机制。从改革的角度讲，应该借助资本市场形成一种机制，使效益好的国有大中型企业更强，发展更快，并有足够的资本金去兼并那些管理不善、经营不好的国有企业，改善和提高整个国有经济的素质。这无论是从长期，还是从目前来说，对国有经济的战略改组和合理布局都有着十分积极的作用。对此，我们建议：

第一、加紧效益好的国有大中型企业的股份制改造，鼓励其进入证券市场，并为此积极创造条件。配合这一进程需要，在推进公股流通的同时，一方面对现有的金融中介机构加以引导规范，另一方面再培育一批新的金融中介机构，要适当发展中外合资的投资银行，借助其高级专业人才与先进的管理技术，共同为效益好的国有大中型企业进入国内、国际证券市场服务。

第二，建立产业基金，为效益好的国有大中型企业注入社会资金。根据国家的产业政策，注重运用市场机制推动产业结构的调整，为此设立某几种产业基金并上市流通，这十分有利于帮助效益好的企业发展新型产业。

第三，支持和鼓励效益好的国有大中型企业向国内、国外发行企业债券，并适度扩大发行规模。近年来，我国资本市场在国债、股票方面有了一定的发展，但企业债券市场规模甚小，1996年比重不到5%。为此，在扩大国债发行规模的同时，更应扩大效益好的大中型国有企业发行企业债券的规模。刚刚出台的对国有大中型企业发行40亿人民币可转换债券是件好事情。但同大中型国有企业的需求相比，差距仍然甚远。这里，我们很有必要深入讨论，如何形成有利于效益好的国有大中型企业直接融资的机制，如何为效益好的国有大中型企业直接融资创造条件。

五、香港资本市场已成为国有企业境外融资的重要渠道，应当抓住当前的有利时机，采取相应对策

我国资本市场的开放是一个必然的过程，我国国有企业走向国际资本市场也是个必然趋势。从当前来看，香港资本市场对这一过程的实现最有意义。可以说，香港始终是我国进入国际资本市场的天然窗户。目前已有二十多家国有企业在香港上市，在香港蓝筹股中，来自中国大陆的盈利正在上升。一些研究表明，到 1997 年恒生指数总盈利中将有 7% 来自中国。香港回归之后，这一联系将更不可阻挡，投资于不同类型的中国相关股票将变得更为普遍，香港一些投资银行已与国有企业开始形成一种合作关系。它们为国有企业走向国际资本市场进行策划、包装、上市。为此，重视研究如何利用香港作为国有企业有效的筹集渠道，并逐步走向国际资本市场，在当前有特别的意义。

随着我国资本市场的规范成熟，与国际资本市场的衔接、协调越来越显得重要。香港资本市场为我国熟悉国际资本市场提供了很好的环境。它即有助于我国企业熟悉海外资本市场的运行模式，也有助于海外投资者了解我国企业的经营特点，通过在香港资本市场的过渡，对于促进我国资本市场的发展和我国企业制度的改革，具有积极意义。

当前国际资本市场汇率低、游资额大，不少国际投资者普遍看好中国，加上香港回归因素的影响，这对效益好的国有大中型企业来讲，利用国际资本市场的时机目前最为有利。对此，提出以下建议：

第一，在积极规范香港上市的 H 股企业的同时，再组织一批效益好的国有大中型企业在香港上市。由于我国企业的股份制改造还不是很规范，使我国国有企业在产权制度、经营体制、组织结构、管理方法、会计制度等方面同境外公司差别很大。在过去的三年，H 股普遍市场业绩不佳。为了保持投资者对 H 股的信心，对已上市的和要

上市的国有企业来说，都必须力求股份制规范化，并适应国际规则，消除影响上市公司业绩的体制因素。

第二，鼓励和支持以国有资产为背景、在香港注册的企业包装国内国有企业在香港上市，即红筹股。与 H 股相比，红筹股有一些优势。目前，投资者明显偏好红筹股，红筹股股价大幅攀升。为此，要抓住当前的有利时机，从多方面支持一定规模红筹股的发展，会由此带动一些效益好的国有企业走入国际资本市场。

第三，试行组建与香港一些投资机构合资的投资银行，并鼓励其包装效益好的国有企业在海外上市。这有利于培养国内投资银行的专业人才，有利于国有企业熟悉国际资本市场的规则，并对扩大我国金融中介机构的实力，提高其素质有着积极的影响。

第四，支持国内特别好的产业基金在香港上市。目前，产业基金在香港上市的时机和环境都很有利。此外，随着中国股市的扩容，公有股的流通，可考虑允许香港居民首先进入我国 A 股市场，它有利于我国证券市场的发展，有利于国内资本市场与香港资本市场的对接。

中国资本市场现状

王丽娅

一、引言

改革开放以来，中国采取了与大多数西方国家不同的金融市场培育和发展方式，优先发展了资本市场。在十几年的资本市场建设中，中国已走过了西方国家几十年甚至上百年的发展历程，有些方面业已达到 80 年代末国际先进水平，资本市场建设成就喜人。

中国的资本市场之所以能在基础还不完善的情况下得到迅速发展，主要原因在于它适应了中国经济发展和改革开放的需要，在转化社会闲散资金为投资资金、优化资源配置、分流银行金融风险、拓宽居民投资渠道等方面发挥着越来越重要的作用。

中国资本市场的发育与国有企业改革存在着密切的关系。目前，中国经济发展面临着国有企业生产经营困难、经济效益低下、企业负债比例过高等问题。在国家财力有限和宏观经济政策适度从紧的情况下，降低企业负债率的主要办法，是将企业推向市场，通过扩大直接融资规模，将企业债务转化为企业股权。同时，通过资产重组调整产业资本结构，盘活存量，从而达到提高企业经济效益的目的。

在今后相当长一段时期内，中国应当大力培育和维持资本市场的进一步发展，使之在现有的基础上不断规范、成熟和壮大，以不断适应经济发展和改革开放的需要。

二、概 况

(一) 证券市场

1 股票市场

截止 1996 年底，上海、深圳证券交易所共有上市公司 530 家。股票上市总股为 1100 亿元，流通总股本达 260 亿元，股票市价总值接近 10000 亿元，占 GDP 比值约 13%，总流通市值为 3500 亿元左右，占 GDP 的比重为 5%左右。

1996 年沪深证券市场概览

交易所	上市品种		数量	年成交额(亿元)
上 海	股 票	A 股	287	9020.24
		B 股	42	94.60
	国 债	现 券	9	4962.38
		回 购	8	12439.16
	基 金		15	497.38
	其 它			646.53
深 圳	股 票	A 股	227	12032.05
		B 股	43	185.30
	国 债	现 券	9	66.87
		回 购	9	569.48
	基 金		10	1069.12
	其 它			26.51

资料来源：《中国证券报》1997年1月2日第1版。

股票市场在容量扩大的同时，在市场结构、发行方式、交易体系、

监管组织等方面都发生很大变化：

(1) 股票市场的结构日趋合理。

地区分布结构趋于合理化。1992 年以前上市公司主要集中在沿海地区，沿海地区上市公司占上市公司总数的 86% 其中主要集中在上海和深圳两个城市。从 1993 年开始逐渐向全国发展，全国除台湾（台湾有其自己的交易所）之外的 29 个省、市、自治区都有一家以上的公司上市。

规模结构趋于合理化。1993 年以前，上市公司规模一般都很小，几百万甚至二三千万元。从 1993 年开始一大批国有大中型企业改制，这些公司上市后每个公司都是几十亿，甚至 100 多亿。这些规模庞大的公司上市改变了股市的规模结构。

产业结构趋于合理化。初期上市的公司多数是一些金融、商业、房地产和一般加工工业，能源、交通、原材料基础产业很少。从 1993 年开始一大批能源、交通、基础产业上市。在产业结构上有很大的改变。以 1994 年股市的产业结构来说，工业类已经占了 58.4% 房地产类是 8.4% 商业类是 13.6% 公用事业类是 8.4%，金融综合类是 11.9%。从结构上来说逐渐向工业类转移，而在工业中逐渐向基础产业、能源交通基础产业转移。

(2) 股票发行方式日趋市场化。1992 年以前，采取简单提高发售股票认购表价格和限量购买的方法。1993 年各地股票发行对认购表采取无限量发行。1994 年，又尝试了二级市场竞价发行。

(3) 交易体系日趋健全。全国有两家股票交易所，交易的主要是上市公司的个人股，还有两个电子化的交易系统，即全国证券交易自动报价系统（STAQ 系统）和全国电子证券交易系统（NET 系统）进行法人股流通试点，同时还有近 20 个地方性的交易中心。

(4) 股票市场监管框架已建立。1992 年 10 月以前，股票市场由人民银行监管，1992 年 10 月，国务院证券管理委员会和中国证券监

督管理委员会成立，前者是国家对全国证券市场进行统一宏观管理的主要机构，后者则是监管执行机构。

(5) 股市上不断出现创新。从 1994 年开始，出现法人股和国家股的转让。有的把国家股转为 B 股，有些国家股、法人股在法人内部进行交换，这些都是对股权结构变动的一种探索。

(6) 证券管理方面的法律和规章、规则正在逐渐完善。

2 国债市场

国债市场获得了长足的发展，从 1981 年到 1996 年，国债发行总额为 6800 亿元，并呈逐年递增的趋势，仅 1996 年就发行了 1952 亿元。国债市场的发展呈现着新的特征：

(1) 发行时间滚动化。财政部改变以往国债的集中发行为按月滚动发行，增加了国债发行的频度，并注意了发行新债与偿还旧债在时间上衔接。

(2) 发行方式多样化。国债发行在承购包销的基础上，对上市的债券均采用以价格或划款期为标的的招标发行方式。1996 年 11 月 1 日发行的国债采取“多种价格”的招标方式，此外还对短期国债首次实行了贴现发行方式。

(3) 期限结构合理化。目前国债分 3 个月、半年、1 年、2 年、3 年、5 年、7 年、9 年和 10 年不同偿还期限 9 个品种，基本形成短、中、长合理搭配结构体系。

(4) 发行品种多元化。国债已形成 6 个品种：国库券、财政债券、国家建设债券、国家重点建设债券、特种国债、保值公债。

(5) 国债发行无纸化。目前国债发行形式有记帐式国库券、无记名式国库券、凭证式国库券，并且逐步实现国债发行无纸化，通过利用证券交易网络等现代化手段，大大提高国债发行效率，降低成本。

(6) 国债市场宏观调控进一步强化。1996 年 4 月 9 日中国人民银行首次向 14 家商业银行总行买进 2.9 亿面值的国债，使公开

市场业务正式启动，也使国债市场的宏观调控功能进一步强化。

3 企业债券市场

相比之下，企业债券市场发展相对迟缓。1995、1996 年企业债券发行额分别为 130 亿元和 230 亿元，且仅有一只企业债券在深交所上市。

1986—1994 年企业债券发行额

单位：亿元

年 份	1986	1987	1988	1989	1991	1992	1993	1994	合计
中央企业						74.1			74.1
地方企业	100	30	30	14.83	115.25	258.77	20.06	45	663.24

资料来源：《金融时报》1996 年 1 月 2 日。

企业债券市场发展明显滞后的原因：

(1) 银行信贷资金供应的软约束，窒息了企业债券融资的积极性。

(2) 国家从紧的以额度控制为特征的计划管理，在一定程度上扼制了企业发债的潜在要求。

(3) 企业约束机制没有全面建立，有些公司发行股票的目的是取得无偿向股东“摊派”资金的权力，由于这种方式没有压力，所以乐于采用股票筹资而冷落债券。

(4) 企业债券兑付率很低，企业债券信誉发生危机。

(5) 企业资本结构不合理，对银行过分依赖，负债率过高，制约了企业债券的发展。

1981 年以来国债发行情况一览表

年份	类 别	发行日期	计息日期	实行发行数 单位:亿元	发行利率(%)		偿还年限	备 注
					单位	个人		
1981	国库券	1.1	7.1	48.66	4		5-9年	
1982	国库券	1.1	7.1	43.83	4	8	5-9年	
1983	国库券	1.1	7.1	41.58	4	8	5-9年	
1984	国库券	1.1	7.1	42.53	4	8	5-9年	
1985	国库券	1.1	7.1	60.61	5	9	5年	
1986	国库券	1.1	7.1	62.51	6	10	5年	
1987	国库券	1.1	7.1	62.87	6	10	5年	
	重点建设债券	4.1	7.1	54.00	6	10.5	3年	
	小 计			116.87				
1988	国库券	1.1	7.1	92.16	6	10	3年	
	财政债券	5.1	7.15	9.65	7.5		5年	
		5.1	7.15	56.42	8		3年	
	国家建设债券	4.25	交款日	30.54	9.5	9.5	2年	
	小 计		188.77					
1989	国库券	3.10	7.1	56.07		14	3年	
	特种国债	6.1	交款日	42.84	15		5年	
	保值公债	7.1	9.1	125.00	14.14	14.14	3年	
	小 计			223.91				
1990	国库券	6.10	7.1	93.46		14	3年	
	财政债券	6.1	8.15	71.09	10		5年	
	特种国债	6.10	交款日	32.68	15		5年	
	小 计			197.23				
1991	国库券	4.1	7.1	199.41		10	3年	
	财政券	9.1	10.15	64.63	9		5年	
	特种国债	4.15	交款日	17.21	9		5年	
	小 计			281.25				

年份	类别	发行日期	计息日期	实行发行数 单位:亿元	发行利率(%)		偿还年限	备注
					单位	个人		
1992	第一期国库券	4.1	4.1	120.60		10.5	5年	1993年7月11日起保值
	第二期国库券	7.1	7.1	246.79		9.5	3年	1993年7月11日起保值
	非实物国库券	7.1	7.1	28.25		10.5	5年	1993年7月11日起保值
	财政债券	9.1	10.15	65.14	9		5年	
	小计		63	432.33				
1993	第一期国库券	3.1	3.1	73.19		15.06	5年	3年后可按13.96%兑付
	第二期国库券	3.1	3.1	226.35		13.96	3年	1993年7月11日起保值
	第三期国库券	7.1	7.1	15.23		15.86	5年	按年付息,必要3年可提前兑付
	财政债券	9.1	10.15	66.55	13		5年	
	小计			381.32				
1994	半年期国库券	1.25	1.25	50.27		9.8	半年	
	一年期国库券	1.31	2.7	82.35		11.98	1年	
	二年期国库券	4.1	4.1	285.23		13	2年	
	三年期国库券	4.1	交款日	700.07		13.96	3年	不上市,可提前兑付,保值
	特种定向债券	4.1	4.1	19.62	15.06		5年	保值
	小计			1,137.54				
1995	无记名国库券	3.1	3.1	250.00		14.5	3年	可上市,中保值
	凭证式国库券	3.1	交款日	1,056.82		14	3年	可提前兑付,不保值
	记帐式国库券	8.16	8.26	118.89		11.98	1年	