

□ 刘鸿儒

我国资本市场发展中的三个重要认识问题

在社会主义制度的国家建立和发展资本市场,这是没有先例的。在理论上有限制,在认识上不统一,在实践上没经验,出现争议是难免的。我们的做法是:一面讨论,一面实践,而且是多做、少争论。在实践中积累经验,用事实证明可行性,从而统一认识,突破理论禁区,解除人们的疑惑。争议较多的,主要有以下三个问题:

一、如何体现公有制为主体的社会主义原则

1. 建立社会主义市场经济制度不能实行私有化

社会主义市场经济体制是社会主义公有制与市场机制相结合的新体制。它必须坚持以公有制为主体,多种经济成份共同发展;必须坚持以按劳分配为原则,多种分配方式同时并存。

难点在于如何既能发挥资本市场的积极作用,又能体现以公有制为主体,多种经济成份共同发展的原则。

对于债券市场没有争议,因为人们认为债券类似于银行的存款;然而对于实行股份制和股票市场则存在较大的争议,因为担心出现私有化。在人们的印象中,似乎企业实行股份制并向公众发行股票,就容易导致私有化。

这几年,我们从两个方面进行工作,来解除人们的疑惑,即宣传马克思主义理论依据:依法维护公有制的主体地位。

2. 宣传马克思主义的理论依据,突破理论禁区,逐步取得认识上的一致

马克思多次讲过,股份公司这种形式可以为社会主义所用。例如:

“股份制度——它是在资本主义体系本身的基础上对资本主义私有财产的扬弃;它越是扩大,越是侵入新的生产部门,它就越会消灭私人产业。”(见马克思《资本论》第3卷,第496页)

“资本主义的股份企业,也和合作工厂一样,应当被看做是由资本主义生产方式转化为联合生产方式的过渡形式,只不过在前者那里对立是消极地扬弃的,而在后者那里对立是积极地扬弃的。”(见马克思《资本论》第3卷,第498页)

马克思1858年4月2日给恩格斯信中的一句话:“股份资本,作为最完善的形式(导向共产主义的),及其一切矛盾。”(见《马克思恩格斯全集》第29卷,第299页)

马克思论证了股份制的出现是社会化生产的结果,它又进一步推进了生产的发展,它没有从根本上消灭私有制,而是采取了社会资本和社会企业的形式。这种形式不是资本主义制度固有的,可以导向共产主义,为发展社会主义经济所利用。

中共中央多次在文件中肯定了股份制和股票市场的试验。1990年和1992年更为突出。但

1990年和1991年深圳的股票市场热又引起了争议。1992年春，邓小平发表了南巡讲话。他明确指出，证券和股市这些东西究竟好不好，有没有危险，是不是资本主义独有的东西，社会主义能不能用，允许看，但要坚决试。搞一两年，对了，放开；错了，纠正，关了就是。关，可以快关，也可以慢关，也可以留点尾巴。怕什么！坚持这种态度就不要紧，就不会犯大错误。

中共中央十四届三中全会于1993年11月14日通过的《中共中央关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》中，第一次明确了“资本市场”这种表述，指出：资本市场要积极稳妥地发展债券、股票融资。这是理论上的重要突破，对加快改革具有重要意义。

3. 依法维护公有制为主体的地位

确定了理论根据之后，还必须制定法律和文件，坚持以下三条原则，以维护公有制为主体的地位。

第一，国家明确规定哪些产业、哪些企业不能实行股份制，不能向个人发行股票。1992年由国家体改委、国家计委、财政部、中国人民银行、国务院生产办公室联合发出的《股份制试点办法》明确规定：“涉及国家安全、国防尖端技术的企业和行业，具有战略意义的稀有金属的开采项目，以及必须由国家专卖的企业和行业，不进行股份制试点。”1993年11月14日十四届三中全会通过的《中共中央关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》又进一步明确：“生产某些特殊产品的公司和军工企业应由国家独资经营，支柱产业和基础产业的骨干企业，国家要控股并吸收非国有资金入股，以扩大国有经济的主导作用和影响范围。”

第二，可实行股份制和向公众发行股票的企业，个人股所占的比例必须经主管部门批准。《股份制试点办法》规定：“国家产业政策重点发展的能源、交通、通讯等垄断性较强的行业可以进行股份制试点，但公有股在这些企业中必须达到控制程度。”到目前为止，个人股所占比例都是在40%以下，大部分是25%左右，因为国家规定，上市公司股票向公众发行的比重必须在25%以上。

第三，自然人占企业股票的份额不能超过5%，有人担心将来是否会出现个人通过别人的帐户秘密收购企业股份，然后突然宣布，将原来的大股东吃了。马来西亚就发生过这种事情。但这在中国是行不通的，一来这种行为是违法的，目前没有人敢这样做；二来收购的资金实力要很雄厚，个人很难有这个实力。

实践证明，这三条规定是可以维护公有制的主体地位的。

此外，股份制和股票市场的改革试验，必须严格依照规范的要求进行，不能走样、变形，以利于用事实消除人们的疑惑。

4. 难点是确定体现公有制主体地位的标志

对于这个问题，有多种看法。

(1)公有制的主体地位体现在控股权上，有人认为30%即可，有人认为必须在50%以上。目前的实际情况是都在60%以上。

(2)对于控股比例的计算范围。有人认为应按每个企业计算；有人认为应按每个地区计算，对不同的企业可以确定不同的比例。

(3)关于国有资产存量部分的重新组合。有人认为不能流动，有人则主张可以流动。现在向公众发行的股票或扩股部分，都属增资部分。到目前为止，所有上市公司，包括海外上市企业，一分钱的国有资产都没有卖过。例如，某企业原有国有资产50万，经重新评估，为75万，增值25万，向社会发行25万。这25万是新增部分，原有的50万中一分钱也没有出卖。因此，并

不存在出卖国有资产的问题。反过来说,国有资产在每个企业里也不一定要求相同的比例。比如,某企业有国有资产 75 万,占总资本的 75%,可以卖出 15 万,这样,国有资产变成 60 万,总资本的 40%是社会公众股。出售存量国有资产 15 万,可以用于建高速公路、铁路,发展能源、基础设施建设等,缓解资金紧张的矛盾。这是存量资产的结构调整。这 15 万拿走后,假如用于建电厂,国家投资 60%,其余 40%再发行股票,这样滚动下去可以建多个电厂。国有资产肯定是增加了,搞活了。况且卖掉 15 万以后,国家控制了 60%的股权,并不影响以公有制为主体的原则。

上述这些问题,会在实践中逐步得到解决。

二、如何处理间接融资和直接融资的关系

1. 问题的提出

内地的资本市场发展中争议较大的问题之一是对直接融资的认识。人们对间接融资,特别是通过银行的存、贷款比较放心,对直接融资则很担心,不愿采取扶植的对策,从而形成了对资本市场发展的无形阻力。

2. 信用关系的重大突破

在传统的计划经济体制下,只允许单一的银行信用形式存在,把商业信用作为非法的行为。1979 年实行经济体制改革后,承认商业信用是合法的,并把社会上的“乱集资”引上资本市场的正常轨道。当然,商业信用还有待于进一步发展、完善,大量“三角债”的出现,也反映出商业信用不发展,没有规范化、没有证券化的弱点。

3. 两个原则及其依据

1984 年拟定金融体制改革方案时就已确定这样的原则,在全社会融资以间接融资为主,以直接融资为辅;在直接融资中以债券融资为主,以股票融资为辅。其依据是:

(1)从历史发展上看,中国从来是以银行的融资为主。

(2)经济体制改革以来,直接融资有所发展,但银行融资仍占主导地位。

(3)现时的金融宏观调控能力较弱,经济手段没有发挥作用,而且资本市场发展的法律、人才和市场发育条件较差。

4. 问题在于两个“为辅”的比重过低,不适应市场经济发展的需要

据统计,1994 年底,间接融资总额(各金融机构的贷款余额)和直接融资总额(各类债券余额和股票发行额)之和为 45063.57 亿元,其中直接融资为 4405.03 亿元,占 9.8%;间接融资为 40658.27 亿元,占 90.2%。

在直接融资总额中,各类债券(政府债券、企业债券、金融债券)余额为 4133.76 亿元,占 93.8%;各类股票(A 股、B 股、H 股、N 股)的余额是 271.27 亿元,占 6.2%。

5. 间接融资与直接融资的利弊比较

间接融资:

——容易控制,见效速度快;但也容易“一刀切”,对经济震动大,缺乏弹性。

——容易对重点产业、重点企业及时提供贷款;但对企业运用贷款的制约力较差,而且难以对存量资产进行调整。

——容易聚集大量存款,而且安全性高;但成本高,对通货膨胀压力大。

直接融资:

——不易控制,而且见效慢;但具有弹性,对经济震动小,易于市场调节,优化资源配置。

——不易对政府重点扶持的产业和企业及时提供资金;但对企业运用资金的制约力强,易于促进存量资产的调整。

——融资条件高,不易聚集大量资金;但成本低,效益好,对通货膨胀的压力小。

6. 提高直接融资地位、发挥资本市场优化资源配置的作用是经济改革和发展的客观需要
下面用几组数据来说明这个问题。

(1) 国民收入格局发生了变化

年 份	财政部门(%)	居民部门(%)	企业部门(%)	国民收入(%)
1979	31.9	56.5	11.6	100
1993	11.1	74.9	14.0	100

说明:依靠国家财政投资已经很困难了,而居民部门收入大大增加了。

(2) 国民经济总储蓄的居民部门结构发生了变化

年 份	居民储蓄(%)	政府储蓄(%)	企业储蓄(%)	总储蓄(%)
1979	23.6	42.8	33.6	100
1994	71.3	6.3	22.4	100

说明:居民储蓄大幅度增加,政府储蓄和企业储蓄大幅度下降。

(3) 金融机构的资金来源发生了变化

1995年,各金融机构存款余额共53882.10亿元,其中来自个人存款为29662.25亿元,占55.05%。

各金融机构的资金来源总额为64221.7亿元,其中来自个人存款和个人持有现金为35181.99亿元,占54.78%。

说明:资金来源已从主要依靠政府和企业存款转为主要依靠居民储蓄。

(4) 金融机构负担政策性贷款和经营性贷款的双重任务,信贷资金逐步财政化,不良贷款增多,加大了对通货膨胀的压力。

7. 增大直接融资的比重会不会失控,引起通货膨胀

这也是人们关注的问题。实践证明直接融资不但不会,相反地会有助于缓解通货膨胀的压力。因为:

(1) 在资本市场融资的基本建设项目同样要按程序、经政府批准。

(2) 市场机制促进资源有效配置,制约筹资人提高资金运用效率,保证一定的回报率。

三、如何保持资本市场稳定发展

1. 问题的提出

人们十分关注资本市场,特别股票市场,会不会引起过分投机,股市大幅波动会不会导致投资者不满,造成社会不安定。有人还提出疑问,向公众发行股票公司,如果经营状况不好,股东会不会找政府闹事,影响社会稳定。

2. 借鉴国际市场的经验教训

笔者上任中国证监会主席之初,首要工作是研究国际市场发生股灾的原因和经验教训,并

在 1993 年初召开的全国会议上做了专题报告,题目是“股票市场风险与管理”,报告得出如下结论:

(1)只要有证券市场,总会存在风险和风波。

——1939 年世界性股灾说明,世界性的经济危机必然带来世界性的股灾。

——1987 年世界性股灾说明,经济出现泡沫,必然出现股价的大涨大落,造成股灾。

——发展中国家和地区的证券市场刚刚兴起,法规不健全,投机盛行,大户操纵市场,上市公司质量差,股民风险意识淡薄,容易出现股市的大起大落。

(2)管理者的责任是汲取经验教训,采取措施,防止股市出现大起大落,保护广大投资者的利益,他们的共同措施是:

——制定、完善法规。

——建立、健全监管机构。

——保证上市公司质量。

——加强对证券商的管理。

——强化社会中介机构的作用。

——完善对股市的政策措施。

3. 中国内地的股市,波动幅度大,波动次数频繁,低价位运行时间长

笔者研究美国、日本、新加坡、香港从 1990 年 4 月至 1994 年 4 月的股市价格波动曲线,他们的股市波幅较小,高低落差小,总的趋势是上升的。我国内地的股市波幅大,总的趋势不是稳步上升,低价位运行时间长。

波动(1)1992 年至今,大幅度波动 4 次。

上海:1992 年 5 月 25 日,从 104 点升为 1421 点;

1993 年 2 月 15 日,从 393 点升为 1536.82 点;

1994 年 9 月 13 日,从 333 点升为 1033 点;

1995 年 5 月 22 日,从 550 点升为 897.42 点。

深圳同样有 4 次大幅波动。

(2)从 1995 年 5 月以来,直到 1996 年 4 月初,股市长时期低迷,总的趋势不是稳步上升。

4. 原因分析

(1)进入市场的投资者以散户为主,机构投资力量弱,以短期投机为主,长期投资不足,而上市公司大企业比例逐步上升,供求结构失衡。以股价波动较大的 1993 年底的情况作分析,当时上市公司中股本总额超过 1 亿元的企业达 103 家,占上市公司总数的 40%;股本总额 4 亿元以上的上市公司有 10 家。到 1995 年底,股本在 1 亿元以上的有 231 家,占总共 323 家上市公司的 71.5%;股本在 3 亿元以上的有 59 家,占 18.2%。大盘股的上市,需要以长期投资为目的的机构投资者入市,但在册股民 860 多万人中,99%是个人投资者,支持大盘股的力量严重不足。

(2)管理水平低。监管机构不统一,多头管理,政出多门的情况依然存在;立法滞后,法规不健全,执法不严、有法不依的现象比较普遍;经验不足,人员素质不高。

此外,也有一些政策性的因素。

5. 对策和措施

(1)发展共同基金,壮大机构投资力量。4 年来,笔者坚持宣传基金在中国的特殊作用。中

国人民银行和中国证监会正在商定有关专项法规。

(2)提高上市公司质量,这是稳定市场的基石。上市前严格审查,更重要的是上市后必须严格规范。

(3)健全法规,严格执法。中国证监会成立三年半的时间,已制定并公布了多项单项法规,《证券法》正在酝酿之中。目前,还要完善、细化专项法规,加大执法力度。

(4)强化监管体系,包括政府监管、自律监管、社会中介组织的监管。

(5)重视人才培养,提高人员素质。

6. 曾讨论过的主要问题

(1)关于发展速度问题。1994年7月,股市下跌,上证指数由1536点跌到333点,人们议论多,股民不满,有的人认为这是由于上市公司增加太快带来的。经反复研究,我们不同意这种看法。理由是:

——前段时间的主要问题是股票供不应求,深圳发生的“8.10事件”就是一个例证,增加上市公司有利于平稳市场。

——只有上海和深圳的企业可以上市,引起各地不满。1994年7月底,在上海证交所上市的164家公司中,上海本地企业为92家,占56%;在深圳证交所上市的107家公司中,深圳本地公司有35家,占32%。

——与世界各国相比,中国股市规模并不大,1993年底中国股票市值为3531亿元,占当年GDP的11.4%,同一时期美国为70.35%,日本为80.2%(当然有不可比的因素)。

(2)关于政府托市问题。股市低迷时,有人提出,由政府出面组织金融机构建立托市基金。我们研究了韩国和台湾的经验,一致认为不可取。而且我们认为,政府与市场应保持距离,不能干预过多。

(3)关于税收问题。印花税已经实行,目前在研究税率高高低的问题。曾设想对买卖股票的投资者征收个人所得税,为此还特别研究了台湾的经验,但目前难以操作。1994年初设立了股票转让收益所得税,20%的税率,由于实行的难度较大,一再推迟。

(4)关于建立中外合作基金问题。在进入股市资金力量不足、中国的共同基金难以推行的情况下,我们曾研究台湾的经验,考虑建立中外合资的共同基金。为了防止外国投资者在中国进行投机,带来不稳定的因素,还提出了一些限制措施,如必须在中国注册,中方有控制权;限定资本量和进入股市的规模;限制持有一家上市公司股票的比例;限制外资买卖同一股票的换手率;限制外资将资金汇出中国的时间等。由于条件不成熟,暂缓实施。

(5)关于建立规范的融资制度问题。这些年的实际情况是,证券公司对投资人采取透支办法融资,形成黑市,风险大;银行对证券公司采取拆借办法融资,既不规范,又不安全。我们主张建立规范的融资制度,对股市予以支持,也可以防止出现大的风险。由于经验不足,也要进一步研究。