

我国股市发展备忘录

Development of China's Stock Market

景学成

(中国人民银行总行金融研究所)

一

今年以来,我国股市发展在短时间内升温产生了两方面的效应。一方面展现出了作为发展中国家的股市由萌芽向初步发展过渡时期的一些波动和操纵特点。从国民普及证券金融知识的角度来说,当前仍在持续的证券热、股票热是好事,是大众自我传播、熟悉股票证券知识最广泛的时期。另一方面,形势的发展也向我们提出了冷静思考,稳步发展的必要性。

我国证券市场发行额虽作跳跃式扩张,但股市中的股票数量有限,交易量也有限。1981~1985年期间,只有国库券和金融债券两种有价证券,累计发行额不过240多亿元;1986、1987两年跃上了新台阶,增加了基本建设债券、地方企业债券和股票等品种,两年的发行额都达到190多亿元;1988、1989两年,除品种增加许多外,发行额跃上500~600亿元的新台阶;到1990年则增至938.9亿元。截止到1991年末,我国累计发行各种有价证券的2700亿元(到1992年5月底,约为3000亿元),有价证券品种也由单一国库券发展为包括企业债券、企业短期融资债券、可转让大额存单、金融债券、股票、认股权证等几十个品种。仅1991年国家就批准发行有价证券624亿元,1991年新上市的股票只有4亿元,仅占0.6%。截至1991年末,股票的累计发行额也只有71.4亿元,仅占2700亿元证券发行额的2.7%,股票转让交易额到1991年末累计仅为63亿元;1991年股票交易额仅为45亿元,占1991年各种有价证券交易额555亿元的8.1%,其中主要是上海、深圳两地交易所的交易额。深圳证券交易所的6种上市股票成交额就达35.5亿元,上海市证券交易所的8种股票交易额为16亿元。上海、深圳涌起的股票热,不是股份公司创立、改组中水到渠

成的现象,而是一种由股市价格跌宕所产生的效应,可以说中国股市交易中心尚在形成中。以1990年12月上海证券交易所成立和1991年6月深圳证券交易所的成立为标志,中国初步形成了由证券公司、信托投资公司、证券交易所组成的,上柜交易和交易所交易相连接的,专营和兼营证券业务相配合的,自营买卖和代理买卖证券业务并存的证券交易体系。作为股票交易的集中地深圳也在内地(贵阳市)建立了代理买卖深圳上市股票的交易点,目前在沿海和特区已初步形成具有交易中心雏型的格局。但各地在股票热中有不少人在本地区提出成立股票交易中心或股票交易所的要求,有的甚至不顾中央三令五申和股票、债券主管机关——中国人民银行的规定,自行批准或强迫批准股票的发行和交易,这往往是地区金融分割传统观念、传统体制和做法在股市发展上的延续。

中国股市由1987~1990年上半年的停滞阶段走出来后,似乎正进入管理不够完善、法制不够健全情况下容易产生的操纵阶段。上海、深圳不断传出大户做空头或多头股票买卖,以左右股市的消息;某些政策管理上的微小不当往往也会引发一场大的波动。1990年下半年到1991年10月一年多的时间里,深圳股市的跌宕就是一个证明。中国股市的发展似乎也难以逾越一般发展中国家证券市场所必经的“萌芽——操纵——发展(或崩溃)——成熟”这样一个过程。

股市动荡后,公众行为向股票倾斜,这是人们在对股票、股市不了解或只有朦胧意识情况下对股市价格跌宕的第一个本能反映。深圳股市在1990~1991年的大跌宕中,股票价格普遍成几倍、几十倍地上涨,使金融意识朦胧的股民和未入市的后备股民看到了股票在价格波动上大大不同于其他债券之处——这种证券似乎是一种“魔票”,短时间内可以使一个节衣缩食、省吃俭用的

人变成十万元户、几十万元户。人们的欲望大大膨胀,股市参与者越来越多,资金大量流向深圳。因股票绝对供应不足,股价大幅度超值,更加“坚定”了一般股民的信念,买到股票即赚钱、赚大钱。甚至一种股票发行的认购证也成为市场“抢帽子”的热点,一个认购证就可以炒到30元、100元,直至一两千元。于是股票热开始在中国大地升温。一些资金大户走城串镇购买那些地方能发行的“原始股票”,愈发促动了这股汹涌的股票热。这种股票追逐热,既有有利于股市发展的一面,也有因对股市风险无知而可能触发、导致股市混乱、阻滞的一面。

对推动当前股市发展,某些企业和地方政府在认识上和动机上有明显错位。一些企业不是把股票的发行与股份制企业的创立、原有企业的改造、转换机制结合起来,而是把发行股票仅作为一种筹资证券对待,深圳市股票发行与交易管理暂行办法中将股票的再次发行与项目的可行性报告的立项批文条件结合起来。某些地方政府欲抢发、多发股票,为本地区筹措资金,甚至形成“金融中心”抢占有利位置。因此,各地纷纷标榜本地区资金力量雄厚、人才济济、倾力发展证券(股票)市场,加快建设地方金融中心的新闻报道频频传出,而如何借股份制企业的创立、改组以转换企业经营机制,企业主管部门、地方政府所下的功夫反倒不大。

二

实际上,中国股市的发展道路,要由整个金融体制的发展框架来定位。根据正由计划经济向商品经济过渡,由高度集中管理向市场调节过渡的国情,我国金融的发展道路抉择似可归纳为“四主四辅”:在间接金融和直接金融的关系上,要以间接金融为主,直接金融为辅;在金融组织体制上要以中央银行领导下的银行体系融资为主,多样化的非银行金融机构融资为辅;在金融市场的发展上,要以资本(证券)市场为主,而以短期资金市场为辅;在资本证券市场的发展中,要以债券市场为主,股票市场为辅。这里的“主、辅”只是一种基本格局的描述,并不排斥在发展过程中的衍射作用和波浪式前进时先后次序的变化,这是中国向社会主义市场经济发展的合乎逻辑的客观金融经济过程,违反它是要受到惩罚的。

我国股市在目前阶段的发展,必须贯彻“坚决试、认真试、要试好”的原则。所谓“坚决试”就是“看准了的就要试”。股份制是一种好的企业组织形式。股票发行是股份制企业建立后必然的逻辑发展,是股份制企业创建和扩大经营的正常股

本筹集手段。股票市场机制是检验股份制企业业绩,促进社会资金合理流动的有效机制之一。这三条我们看准了,因而要坚决试。“认真试”就是对于股份制试点,股票发行和股市运行不轻率从事。要在股份制企业的组建、改建上,把好关:要在股票的发行审查、上市标准上下功夫;要在股市运行管理上花力气,情况准,措施得力;特别要在建立股市运行的法律框架上下功夫,使之随着股市的逐步发展而不断完善。“要试好”,就是说股份制试点、股票发行、股市运行都要做好,搞成功。要三位一体地做好试点,不能“一哄而起,一起就乱,一乱就散(算),调整几年再干”的路子。那样就会搞滥股份制企业,搞滥股票,搞滥股市。

我国股市继续和健康发展的关键在于从源头抓起,及早出台中国股份公司法(条例),对新建、改组、重组股份公司,作出严格规定,使股票的发行是“足月生子”,而不是先天不足;及早出台全国统一证券法和证券交易法,对股票评级发行,上市挂牌,交割清算,资讯公开,内幕交易等一系列运行要素和管理作出严格规定,保证股票交易公平、公开、公正进行。当前宏观管理部门的着眼点应放在国营企业机制的改造上,即如何将企业转换成股份制企业或股份公司。令人担心的是,企业为了发行股票,纷纷千方百计地将自己转变成股份制企业,就象1956年公私合营合作化运动一样,在短时间内就大范围推开。事实上这种苗头已经出现。在允许一部分企业公开发行股票、一大部分企业发行内部股票的情况下,还有几家企业能置身于股票发行热之外呢?中国股市的好坏、兴衰,首先取决于股份制企业的改建、股份公司的创建这一源头关口上。把好这一关,做好这个上篇,才会有股票和股市的下篇。

当务之急是要采取疏浚的办法缓解股票热的压力。就是说要保护企业积极转换机制,向社会筹集资金的积极性,把股票的发行和交易引向稳步、健康发展的轨道,从股份制公司、企业的组建和股票发行相联结的角度,可供选择的办法有下列几点:

1. 选择少数省、市进行股份制企业和公司改组、重组和创立的试点,推出一批能够向社会公开发行股票,并能达到或在短期内达到上市标准的企业。取得股份制、股票、股市三位一体结合发展,相互促进的经验。可以直接增加市场的股票供应,缓解一些股票市场的供求压力。

2. 在一些省、市,允许改制企业公开发行股票,但因达不到上市标准,不作为正式挂牌交易,而可以放宽一些条件,在交易所内建立准股票交易的第二部市场,允许其在第二部市场上买卖。日本东京证券交易所、大阪交易所,新加坡证券交易

所都有这种第二部市场,这是比较好的经验,可以将那些未达标准的股票交易也纳入集中交易管理的轨道。

3. 由各地人民银行和国家体改委配合企业经营机制转换,选择一些有经营发展前景,但暂时还达不到公开发行股票标准的企业改制为股份制企业,发行企业内部股票,使企业职工成为企业的内部持股股东,从经济利益挂钩角度(而不是单纯从职工参与管理的民主权利角度)促使职工参与企业经营决策和管理,更好地调动职工的积极性。

4. 对于达不到股份制企业要求,目前尚无法发行不上市股票或内部股票的企业,应鼓励他们继续走租赁、承包、联营、合资、合并等道路,改善和转变经营机制。对于其中一部分微利企业可以采取发行可转换公司债券的方式给以鼓励,这种可转换公司债券在将来规定的某一时间,可以按一定比例,也可以全部转换为股票。例如,可以在企业完成向股份制企业过渡的准备时期内发行这种可转换债券,一旦可以转为股份制公司或企业,债券即可转换成股票(也可以另外发行股票)。这样企业可以现在就发行债券筹资,将来也无还本之虞。对于个人来说,也有支援企业,积极贡献资金的积极性,因为将来有转换成股票的希望。

5. 按照第4点设想,体改部门还可以考虑将更多一些条件、情况相近的企业作出股份制转轨的预期排列,限期向股份制企业的基本要求靠拢,在规定期限内达到标准者,即准其改制,发行股票(转换债券成股票);未达标者则不准其改制发行股票。这样可以使一批企业朝着提高经营管理水平方向努力,同时又能避免在短时期内对宏观经济管理部门造成压力,对市场造成冲击,为股市平稳发展创造条件。

大力发展机构投资者是中国股市稳健发展的另一个重要环节。股票交易需要有一批中介者,包括经纪人、交易商、包销商。除现已批准的证券公司外,大力发展象美国那种市场互助基金(MMMF)、信用社的机构投资者是必要的。这些组织的基本作法是,将投资者的钱款集中起来进行股票债券投资,将所得收益,按资金或参与基金的股份比例分派给大家。它可以起到服务小额投资者,分散投资风险,因而对于股市发展也能起到某种熨平的作用。除了保险公司、信托投资、养老基金这些中介组织外,我国各企业单位几乎都有互助会性质的组织,可以考虑将这些单纯的互助组织培育、引导到证券市场上来,发展其中介投资的作用。对于稳定职工队伍,增加职工福利也是大有益处的。

今后一段时期内,随着公开发行股票增多,全部集中于上海、深圳两地交易所交易的压力会

增大,可考虑按海南证券公司、上海万国证券公司及贵阳市代理深圳上市股票交易的办法,扩大股票的异地代理交易点。这对于促进股市的健康发展是有益的。

随着股票发行和交易额的增长,我国股市对于电子计算机、通讯设备的应用水平将会大大提高。预计到本世纪末,下世纪初,我国股市有可能在电子化的基础上初步成熟起来。届时,将会有两个显著的标志,一个是用电子计算机网络进行买卖直接交易的市场将形成,另一个是股票期货市场将会有所发展。

三

中国股份公司建立、股票发行和股市运行必须借鉴国际金融市场经验,走规范化的道路,不能降低标准要求,搞所谓“中国式股份制”。如果真正是我们自己标准不高、要求不严,这种股份公司发行出来的股票充其量只能是换了股票名称的“大债券”。中国的股票市场可能还是躺在国家身上的“新”经济体。而要使股份公司的创立和组建规范化,引入西方关于股份公司的会计制度是必要的。这是我国实行开放经济的一个无可回避的选择。

股份制企业中国家股的比例问题首先应从理论和实践的结合上加以解决。股份制是一个不同于资金供给制、租赁制、承包制的企业组织形式。它的特点就在于股权的均等和分散,在股东享有决策权的问题上,丝毫也未排除国家股占主导地位的可能,反而给国家资金力量有限的困难提供了好的出路。在西方国家中,一个股权足够分散的股份公司企业,只要据有其股份的15%就可以左右企业命运;近些年,只要控制一个企业股份的5%~10%,就可以左右企业命运。至于组建控股公司形式,则一个5%的相对多数股份持有者,可能控制超过其持有股份数十倍、几百几千倍的资本和资产。这正是多年来国拨资金不足可望获得解决的办法。

中国证券市场至少在相当一段时间内由中国人民银行管理是必要的。中国人民银行是国务院指定的关于股票、债券发行的主管部门。证券市场的发展和国民经济的货币资金周转息息相关。中国人民银行有必要从证券市场(包括一级发行市场和二级交易市场)发展与货币政策关系的角度来掌握、管理资本市场,以保证货币供应的稳定。在严格控制股份公司的建立和改组的情况下,股票市场的发展不可能是突飞猛进的,发行和交易的数量不可能短期内突然扩张。因此,由中国人民银行成立证券管理办公室之类的专门管理班子是

(下转第46页)

就基本方面而言,农业科技成果的商品化必须与农业生产的商品化相适应。如果在农业生产的商品化程度依然较低条件下,超越农业经济效益和农民实际收入水平的制约,搞科技成果的商品化,搞无所不包的有偿服务,那将是注定行不通的,必然要受到农民的冷遇甚至抵制。

应当看到,农民是现实主义者,利益最大化是其追求的首要目标。对农业科学技术的运用,农民并不是没有强烈的需求,但在大多数情况下,这种需求都是处于一种潜在状态。潜在需求能否顺利转化为现实需求的关键,在于运用农业科技之后的经济效益比较。只要能够提高效益和增加收入,农民就会表现出对农业科技很强的有效需求;相反,即使采用行政手段直接干预的方式推广农业科技成果也是难以奏效的。

因此,农业科技成果的商品化必须从现实条件出发,循序渐进,逐步发展。在目前我国农产品价格扭曲现象还不能完全消除的条件下,农业部门作为一个低效益产业部门的状况难以改变。在此背景下,要求农民再充当完全的农业技术成果购买者的角色显然不尽合理,而且以农民的现实经济条件而言,也是十分困难的。结论十分清楚,在我国现实条件下,农业科技的发展、应用和推广依然必须主要由国家扶持,以此实际起到部分补贴农民的作用。发展农业技术成果的有偿转让,主要目标是改变农业科研和推广组织因严重的行政依附而缺乏内在活力的现象,促进农业技术市场逐步成长发育,增强农业技术成果的渗透效应和利用效率。

由此可以看出,从我国现实出发,农业科技成果的商品化和市场化必须有控制地适度发展。当前的实践表明,由于缺乏必要的制度和法规约束,农业科技成果的商品化过程的确已经存在比较严重的混乱现象。一是不考虑农民的现实需求搞“一刀切”的行政强制式有偿服务,有的只收费,不服务;有的多收费,少服务,技术推广的效率低下。二是科技承包缺乏法律约束效力,或者只包盈,不包亏,让农民不合理地承担运用新技术的风险,或者任意变更承包合同,科技人员的合法利益得不到保障。三是农业科技市场混乱现象严重,以假充真,以劣充优等坑农害农现象屡禁不绝,甚至在某种程度上出现了愈演愈烈的发展势头。

因此,就我国现实而言,推动农业科技进步中的一个紧迫性问题是迅速制定和实施农业科技推广法。一方面合理规定农业科技推广中有偿服务的范围、内容、方式,以法律规范对农业科技推广进行必要的导向和约束;另一方面确立具有法律效力的市场规则,加强对农业科技成果市场交易的审查和监督,把农业科技市场管理逐步纳入法

制轨道。

上述分析表明,促进科技兴农战略顺利实施并取得预期成效的过程,绝不仅仅是一个单纯涉及组织科学技术向农村传输的生产力要素配置问题,同时是一个直接关系到调整政策,改革体制和健全法制等一系列复杂的生产关系变革问题。在一定意义上,后者甚至是当前所面临的主要矛盾,任务更复杂和更艰巨。因此,要确保科技兴农战略能够有效发挥整体效能,必须高度重视对生产关系的合理调整,把解决体制、政策和法律方面的深层障碍放在十分重要的位置。

(责任编辑 冷远猷)

(上接第8页)

必要的,但暂不宜成立作为宏观管理部门之一的证券交易委员会。否则根据我国过去的经验,很可能徒增证券管理委员会与其他宏观管理部门之间的矛盾和摩擦,进而引发一系列宏观调控的难题。当然,在下世纪初,当证券市场、股票市场有了较大发展的情况下,由专门机构管理证券市场,可能就显得十分必要了。

股票上市固然要有标准,下市也须有规定。股份制企业的创立、改组,不能重蹈国营企业只能生不能死,再无倒闭之虞的复辙。股票发行上市也不能再无下市之虞了,否则我们又会造出另一种长生不老、需要永远救助的“股份制——股票市场”机制,而这是背离开拓金融市场,实行经济体制改革的初衷的。在一些西方金融市场上,股票上市后也会因条件不合格而下市。如美国纽约证券交易所就规定:一旦某公司证券发行份额低于规定标准,股份分散情况低于规定人数,净资产或普通股的市场价值跌至规定标准以下,企业过去三年的平均盈利额已不足所订标准,或发现证券公司在过户代理和签证中有违反上市合同规定的行为,只要发现其一,证券交易所就可以强令上市公司的证券停止上市。我国现在急需证券法,证券交易法一旦出台,将会使证券发行、交易较快地走上规范化的轨道。

要全面、正确宣传股票和股市波动的二重性。除了作为一种筹集资金,促进经济发展等正面作用外,它还常有波动效应,由此引发的金融风险。不可等闲视之。它并非象债券那样,是较稳妥、有把握的投资证券,可取得固定收入。对于股票和股市,人们想要掌握它,驾驭它,需要有一定的投资知识和经验。增强人们的风险意识,是当前和今后一定时期内普及股票债券知识,培养股票交易人才的一项重要内容。

(责任编辑 宋义荣)