

论我国资本市场的培育与发展

胡志强

资本市场是社会主义市场经济体系中最重要
的要素市场之一。是商品经济向高层次发展的必然产
物，也是市场经济成熟的标志之一。我国经过 10 多
年的发展，资本市场已得到了初步的发育，不论是资
本市场的规模、结构，还是交易品种都有长足的发
展，对开辟新的融资渠道，调节资源配置，发挥了积
极作用。但由于我国的资本市场是新兴的市场，功能
没有充分发挥出来，并受到非市场因素的制约，如何
进一步发展我国的资本市场已成为重要的课题之
一。

一、我国资本市场的形成

我国自实行改革开放以来，国民收入的分配格
局发生了深刻的变化，居民收入迅速增加，居民手中
拥有的剩余货币大幅度提高。随着收入分配格局的
变化，在金融领域里，长期以来形成的储蓄结构与投
资结构重叠的现象不复存在，财政和银行两大部门
在国民经济中的地位发生了重要变化。表现为：第
一，投资总量与投资结构的矛盾加剧，虽然投资总量
持续增长，但投资结构却出现了与国民经济长远发
展趋势不相一致的状况，基础产业成为经济发展的
制约因素。第二，现有的银行系统滞后于市场的发
育，在资金期限、运行机制以及利率的市场化方面所
存在的缺陷进一步加剧了投资结构的矛盾。第三，国
家大量运用货币政策调节宏观经济的运行，而货币
政策的实施要求有一个完善的资本市场作为载体。
正是在这种背景下，人们愈来愈感觉到原有的资源

配置机制已不能适应形势发展的要求，开始期望资
本市场能够发展成为我国经济中一种新的资源配置
机制。资本市场的最终形成，下面几个因素起到了决
定性的作用：

1. 近十几年来，个人收入水平的提高，居民手
中拥有的剩余货币迅速增加，导致了投资格局的变
化，促进了资本市场的形成。具体表现为：其一，居
民手中拥有的金融资产数额巨大且增长势头迅猛，
因而，居民的总体投资能力提高了。据统计，1988~
1993 年 6 年间，居民储蓄存款余额由 3801.5 亿元上
升到 15203.5 亿元，平均每年增加近 2000 亿元；
1988~1992 年 5 年中，全社会固定资产总额中居民
的投资数量分别为 1022.1 亿元，1032.3 亿元，
1001.2 亿元，1182.9 亿元，1221.9 亿元；储蓄存款
和直接投资两项相加，每年居民拥有的新增投资能
力达 3000 亿元。其二，据统计截止 1994 年 3 月底，
居民金融资产持有量已增至 27000 多亿元，除了一
小部分是价证券以外，其余大部分为持有的现金，
而目前银行利率长期低于市场利率，居民试图寻找
多种投资渠道，获得更高的收益，然而每个人手中拥
有的货币资本相当有限，不具有直接单独投资能力，
因此，客观上要求有一个市场来实现资本集中。又由
于国有银行的利率长期低于资金的市场利率，居民
试图寻找新的投资出路，通过企业的直接融资达到
资本的增殖。但由于个人不能左右企业行为以及较
高的投资风险，因此客观上要有有一个资本的交易场
所即资本市场，来满足投资者回避风险的愿望。可以
说，资本市场是随着居民收入提高，投资要求增加而

产生和发展起来的。

2. 资本市场是随着中央政府运用财政货币政策调节宏观经济的要求而产生的。改革开放以来,中央政府开始运用财政政策和货币政策调节宏观经济,以实现经济的稳定增长。当调控的主体只有间接融资时,中央银行一旦紧缩货币供应,不仅会影响居民消费需求和企业投资需求,而且会影响企业正常的生产运营,造成供给下降。单一的间接融资决定了宏观调控必然会引起经济震荡。如果调控主体的资产负债结构中,直接融资达到一定的比例,那么宏观调控的目标就集中体现在总需求规模上,对有效供给的影响会下降,减少经济的波动幅度。在发达工业国家中,企业内部资金一般占50%,外部资金占50%。在外部资金中,通过资本市场的融资占60%~80%左右。而在我国,1986~1990年,企业负债来源的70%以上依赖于银行,且呈逐年增长的趋势。这一融资结构无疑加大了宏观调控的难度,要使中央政府的宏观调控更有效,经济增长更加稳定,提高企业的直接融资比例是必然趋势。

改革开放以来,伴随经济增长的一个趋势是财政赤字逐年增加,通货膨胀加剧。按西方经济理论,财政赤字的缺口只能以两种方式平衡,要么举债、要么向中央银行透支。由于发行债券没有增加货币供应量,不会引发通货膨胀,而向中央银行透支往往会增加货币供应量,扩大流通中的货币数量,导致总需求扩大,引发通货膨胀。因此,西方国家都把举债作为填补赤字缺口的重要方式,而资本市场为政府举债提供了资金来源。我国1981年至1989年累计赤字1683.3亿元,同期政府共计发行国内债券926.06亿元,相当于财政赤字的54.85%,其余则向中央银行透支,而同期通货膨胀率达到年平均7.4%。近年,中央银行开始运用公开市场业务调节货币供应,那么与这一业务相对应,必须要有相当规模的资本市场,以吸纳中央银行的货币吞吐,实现中央银行的货币政策目标。

3. 我国证券市场的发展已使资本市场初具规模。真正发展成为具有全国影响的资本市场是在邓小平南巡讲话以后,其标志为:(1)沪深两个交易所由地区性的交易所成为辐射全国的交易所,区域性的证券交易中心开始形成,初步形成了不同地区不同交易品种的格局。(2)资本市场的规模日益扩大,表现为上市公司的股本总额和总市值不断扩大,交易量稳定增长。1992年底,沪深证交所上市股票仅

71家,股本总额仅156.85亿元,市场总值1041亿元;到1993年底,上市公司数已达184家,股票218家,市场总值达3700亿元;到1994年9月中旬,上市公司增长到287家,股本总额666.14亿元,市场总值达5700多亿元。(3)从交易品种上沪深两个交易所也从单一的股票交易,逐渐发展成为以股票交易为主,包括债券、投资基金、可转换债券以及认股权证等多种金融工具,丰富了资本市场。总之,经过几年的发展,中国已形成了初具规模的资本市场,为进一步深化功能创造了条件。

二、我国资本市场的功能发挥与制约因素

虽然经过几年的发展,我国资本市场已初具规模,为经济发展提供了新的增长点,但是资本市场的功能远远没有发挥出来,资本市场尚处于非常不成熟的阶段。资本市场不成熟尽管有市场本身的原因,但市场发育成熟的快慢,又受到很多非市场因素的制约,目前中国的资本市场主要有以下几方面的问题:

1. 资本市场的资源配置功能没有充分发挥出来。资本市场的主要功能之一是配置资源,通过资本向回报率高的地方流动,优化资源配置效果,把资本存量变为流量,达到盘活存量资产的目的,改善国有资产的配置功能。

首先,资本向回报率高的地方流动是由资本的固有属性决定的,资本市场则通过资本的价格诱导资源的配置来实现这一流动。资本市场通过两个途径来实现资源的有效配置:(1)合理确定上市公司的结构,通过控制结构有选择地筹集资本。在发展中国家,最稀缺的要素是资本,因此在这种背景下,合理确定上市公司的行业,优先保证建设周期长的基础产业、新兴的高科技产业顺利筹资显得尤为重要。而目前的实际情况是上市公司的股票还是传统工业、加工业和商业占多数,而交通、能源以及原材料等“瓶颈”产业的股票占少数。(2)资本市场的资源配置功能是通过资本在市场中流动而进行的,这一功能的实现要有一个前提,就是要有足够的资本回报率。而目前我国的资本市场股价严重背离其内在价值,绝大部分股票回报率小于银行同期利息,无论是中期还是长期都不具备投资价值。尤其严重的是由于法规出台滞后于实际运作,市场表现出很强的投

机性,导致绝大部分投资者重短线投机,轻长线投资的现象。因此,资本的流动失去了动力和方向,资源配置功能受到抑制。与此相伴而生,资本市场的风险更多地体现为系统风险,表现为股价齐涨齐跌,更多地受政策、消息左右,而能体现资本市场资源配置功能的非系统风险则没有充分体现出来,资本无法向回报率高的公司流动。

其次,中国资本市场的另一个功能应该把以万亿计的资本存量变为资本流量,至少部分流动,以达到盘活国有资产存量的目的。而这一问题的症结则体现在上市公司股权结构,以及国有股的流通转让上。目前股份公司的国有股是以国有资产存量折价而设立,个人股则采取增量方式半资拆股,因为国有股事实上处于控股地位。截止1994年9月,沪深两地上市公司中,国有股占总股本的67.1%和60.73%,而法人股为9%和13%,两项相加不能进入资本市场流通的股份分别为76.1%和73.73%,仅仅只有小于30%的股份可以上市流通,占绝大多数的国有股处于停滞状态。由于国有股不能流通,过去形成的国有资产分布结构,也就是传统的产业结构格局被复制下来,“瓶颈”行业并未得到任何改善,试图通过资本市场盘活资本存量,改善国有资产配置功能的目的并未达到。

进一步分析,国有股不能进入资本市场流通,有几个方面的制约因素:(1)任何行业都强调国有股占控股地位。国有股只需在关系到国计民生的行业,公用事业以及交通通信行业占控股地位,而一般中小企业、竞争性行业则可以不受此约束,充分发挥私有资本的力量与民营企业的效率,促进国有资产存量的流动。(2)由于中国资本市场规模有限,市场的深度、广度和弹性尚不具备,因此,国有股的流通受制于二级市场的发育。

2. 货币市场与资本市场、资本市场内部的结构性质矛盾。金融市场主要由货币市场与资本市场构成,要逐步调整这两个市场的比例,形成以资本市场为主的金融市场格局;在资本市场内部加大股票的发行额度与投资基金的比重。

(1)货币市场与资本市场虽然都是为企业提供资金来源,但二者是有差别的。货币市场形成的是企业负债,是短期资金来源;而资本市场是为企业提提供资本,形成企业的长期资金来源,是一种投资行为,表现出很强的选择性。由于国有银行没有完成向商业银行转变,资金的使用效率很低。据统计,国有银

行给企业的贷款中,变成呆帐的高达三分之一,大量的贷款投向了国有企业这个“资金的陷阱”,造成资源的巨大浪费。改变这一现象的措施之一就是加大资本市场的融资比例,迫使国有企业转换经营机制,提高资本使用效率。

(2)调整资本市场内部结构矛盾,加大股票的发行额度,加大投资基金的投入比重,改变以个人散户投资为主的格局。目前每年的债券发行已有相当的规模,1994年达到1000亿元。本质上债券与银行贷款并无二异,绝大部分国债并未进入交易市场,从用途上讲主要是为了弥补财政赤字,对基础设施进行投资,是在不增加货币供应量的情况下实现资源的再分配,但资金的使用效率并未有改变。而股票则有利于提高对企业运营的关注程度和约束力,通过资本市场的优胜劣汰达到资源的合理配置。目前股票市场减少发行额度的一个理由是二级市场低迷,股市失血严重。解决这一问题的措施应在规范股份公司行为,改变投资者的结构上下功夫,切实提高资本的使用效率,加大机构投资者的投资比重,大力发展投资基金,鼓励作长线投资,提高资本市场的稳定性。

3. 宏观经济的稳定与资本市场的发育。投资于资本市场是为了获得较高的投资回报。如果宏观经济大幅度波动,就会增加投资风险,影响投资者的积极性,其中稳定的通货与汇率是直接影响境内投资者与境外投资者入市的两个重要因素。

目前投资于股票的回报率明显低于同期银行利率与国库券利率的情况下,很难鼓励人们进行长线投资。若考虑到通货膨胀因素,投资于资本市场的实际回报率为负数。1994年有人运用资本资产定价模型求出了上海股市的资本市场线,得到的收益也是负数。许多投资大、回收期长或效果比较慢的项目需要长期资金,但目前很难鼓励人们长期投资,除了我们不具有发达的二级市场以外,人们对宏观经济稳定的不良预期也是一个重要原因。试想,在一个年度通货膨胀率超过20%的社会里,没有人会对哪怕10年后的一笔在今天看来颇为可观的财产感兴趣,即使采取收益指数化或保值贴现率的方法来抵消通货膨胀的影响,也无济于事。未来的存量与流量越不确定,投资者的风险就越大。要培养资本市场的发展,鼓励更多的人投资,一个稳定的宏观经济环境至关重要,尤其要避免恶性通货膨胀的发生。

同理,要扩大资本市场的规模,鼓励外国投资者

进入资本市场,稳定的人民币汇率是关键因素之一。而连年通货膨胀率达二位数,那么人民币的贬值则是在预料之中,势必会影响汇率的稳定,影响外资进入资本市场的积极性。

三、发展中国资本市场的措施

随着社会主义市场经济的进一步发展,商品的货币化程度将会越来越高,要求资本市场的规模扩大,功能进一步深化,管理更加规范也进一步加强,因此以下几个方面的措施显得尤为迫切。

1. 提高资本市场的规范化和有效性。只有在一个规范的市场里,资源才能有效配置,优胜劣汰的机制才能建立。目前中国资本市场存在的弊端,与法规不健全有直接的关系,资本市场的三公原则要有健全的法规作保证,由于《证券交易法》、《投资者保护法》迟迟出不了台,导致法规落后于操作的现象,使得大机构有机可乘,大量恶炒个股,盲目跟风,广大中小投资者的利益得不到保护。同时部分上市公司借证券市场开展圈钱运动,不能按计划运用股民的资本,损害了投资者的利益,由于一部分公司信息披露不充分,透明度不高,失去了资本市场的监督作用。

另一方面,要提高资本市场的有效性,通过资本市场加强公司的监督制衡机制,通过股价的涨跌反映公司的经营情况与盈利能力,使价格真正反映内在价值。中国当前的一个主要问题是不论经营好坏,股价齐涨齐跌,每股盈利1元的公司与每股盈利几分钱的公司,股价相差无几,这实际上失去了资本市场的有效性,没有充分体现优胜劣汰的机制。

2. 改变投资者结构,培养机构投资者,大力发展共同投资基金。中国的资本市场规模有限,一级市场受二级市场制约严重,股价波动幅度大,除了供给增长过快以外,机构投资者有限,特别是共同投资基金发展缓慢是一个重要原因。大量的机构投资者的存在对维护资本市场的稳定与健全供求机制发挥着直接作用。首先,在扩容时,机构可以随时适应市场扩容的需要,组织更多的资金进入市场,客观上可以起到平衡供求关系的作用;其次,机构投资者可以通过共同基金吸收社会闲散资本,通过专家管理,分散风险,达到提高收益、减少风险的目的;第三,大量的机构投资者的存在,有利于抑制大户利用消息恶炒个股,坑害广大中小投资者的行为,提高股市的稳

定性。

3. 以适当的方式把国有股部分地转为流量,达到盘活国有资产的目的。目前可以采取下列步骤:(1)以合理的价格向个人转配国有股,逐步扩大个人股的份额,把一部分国有股变为流量资本。比较成功的有上海浦东陆家嘴模式以发行价向社会个人股东转配国有股,由于浦东的巨大发展潜力,使陆家嘴股票成为受欢迎的抢手货。(2)以竞价的方式向外资、国内个人进行拍卖,通过间接投资的方式吸引外资,改善国内股份公司的股权结构与管理方式。只要不是国家要控股的行业,可以不受外资股权比例的约束,向国外投资者和境内投资者完全放开。(3)在目前国有股与个人股发行价格不一致的情况下,可以大量采用优先股和可转换债券的形式。国有股采取优先股的形式可确保收益的获得以及企业破产后在偿还债务以后优先分配剩余资产的权利,如果经营状况良好,还可以出售一部分优先股,收回一部分资金投入国民经济中薄弱的环节,这既没有使国有资产流失,又改善了资源的配置效率。

4. 中国资本市场国际化,利用国际资本市场上的游资,通过间接投资的方式,服务于中国的经济建设。据世界银行统计,全球机构投资基金价值已达数万亿美元,国际货币基金组织在一项关于全球资本流动的报告中指出,美国、欧洲和日本跨国持有的股票从1986年的8000亿美元增加到1991年的1.3万亿美元。显然,在资本日益国际化、投资日益证券化的趋势下,在西方国家经济不景气,资本急于寻找出路的情况下,利用外资发展资本市场将是一条重要的途径。预计1996年将扩大发行B股的规模,选择更多的大型骨干企业到美国、香港资本市场上市,并加大全球债券的发行比重。

当今世界各大金融中心的资本市场,都是高度发达的国际化资本市场,中国资本市场融入国际资本市场是大势所趋。目前可循序渐进地扩大开放程度,以吸收国际资本为主要目标,随着人民币的自由兑换,逐步向外国投资者开放A股市场,最终与国际资本市场完全接轨。

(责任编辑 曾德国)