

在经济金融改革的大环境中 正确把握我国证券市场

黄敏

我国自实行经济体制改革以后,金融体制发生了引人瞩目的变化,尤其是证券市场的应运而生,使我们对金融乃至整个经济体制改革期以厚望。但是我国的证券市场还存在这样或那样的缺陷。本文旨在通过理论逻辑和实证分析进行论证,争取社会各界更多的共识,以寄托进一步探索和发展证券之期望。

一、对建立和发展证券市场的几种疑虑观点的论辩与证券市场的新进展

现代商品经济是一种高度发达的货币信用经济。如果把该经济体系视作一个大的系统,那么证券市场则是这个大系统中的极为重要的一个子系统,并且作为一种运行载体,助推商品经济整体协调运转。但是发展证券市场在我国经济体制改革中毕竟还是一件新生事物,人们对证券市场发展的理论与改革操作实践的认识都存在较大分歧,众说纷纭,概括起来有代表性持否定和怀疑的观点有如下几种。

(1) 对在我国建立证券市场本身持否定态度。主要立论依据是,“在证券市场上为卖而买和为买而卖所付出的劳动都是非生产性的,它不创造使用价值,也不增加交换价值。投入这一领域的人力和资金越多,对社会的浪费就越大”。^①而且“股票债券持有人的利息收入是一种按资分配性质的收入,在本质上与社会主义按劳分配原则不相容”。^②此外“我国经济建设资金相对短缺,如果再拿出一部分资金投入证券市场,势必影响重点建设,弱化宏观调控”。^③

(2) 基本赞同运用证券市场为社会主义经济建设服务,但不能作为金融改革的重点。持这种观

点的人认为证券市场是商品高度发达的产物,在我国建立高度发达的商品经济体系是个历史阶段的任务,不可能一蹴而就。主要立论依据是“筹集建设资金的主渠道是财政和信贷,社会资金的绝大部分已经通过这两个渠道集中在国家手中,并不存在一块‘闲置未被利用的资金’,需要通过证券市场去动员”。^④如果启动证券市场,将导致银行存款大搬家。再者,在证券市场上一般是股票占主导地位。但“在短时期,我们不能把发展经济的主体——国营公有制企业,完全改造成为股份制企业”。^⑤因此,不能把发展证券市场当作金融改革的重点。

这里我们不妨从理论逻辑的角度和改革实践的角度重新认识上述疑虑观点,以便我们逐步确立发展证券市场在金融体制改革乃至整个经济体制改革的位置。

首先从经济理论的角度审视。在我国建立和发展证券市场并不是人们的某种主观意愿所决定的,而是根据我国国民经济发展的需要,由经济发展的基本规律所决定的。对发展证券市场持否定态度者,从经济理论的某一侧面提出否定的论据,客观上不能认为它毫无道理,甚至从特定的意义上讲是正确的,但是从更广泛的经济意义和更深层的经济运行机制上讲它就不能成立,至少是论据不足。

第一、从表面上看为证券市场交易(包括国库券交易)所付出的劳动是非生产性的(或者说与生产价值的创造没有直接的联系),但是通过对建设资金的筹集和证券交易的运用,从而使证券转化成投资,这样便赋予了证券具有将价值主体和实物主体相贯通的特性,由证券的发行主体和筹资使用主体把证券转让而来的投资运用到生产领域,参与生产流通的全过程,同样在创造使用价值,只不过形

式不同罢了。另外允许证券上市交易虽没有增加投资总量，但它可满足证券持有者投资转移的愿望和为贴现用钱提供方便。因而否定证券市场的第一个立论是不能成立的。

第二、我们在讨论股票、债券的利（股）息收入是否与社会主义按劳分配相违时，必须首先弄清带来这部分收入的资金来源，之后才能对其性质进行正确的界定。从证券投资者的来源渠道看无非有这样两种。一种是他们为社会提供劳动所得到的报酬，主要形式表现为直接的货币收入，其来源是公开和正当的。一种是通过非劳动途径所得各种收入，如少数干部、职工利用职权和工作之便进行贪污、受贿、诈骗等途径侵占国家、企业资财，部分个体生产经营者偷税、漏税收入及非法经营所得等，其来源是隐蔽和非正当的。显然，后者已超出分配的范畴，理应别论。而前者则属于按劳分配的范畴，并且是绝大多数劳动者获得收入的主渠道。那么劳动者以牺牲或抑制即期消费为代价，把正当的劳动所得收入的一部分用于购买证券，完全是资金所有者自己的权能。因此，通过证券的利（股）息取得的收益，理应视作按劳分配的一种延伸，它与资本主义那种自己不劳动，以剥削积累为前提，靠吃“息票”为生的金融资本家是有本质区别的。

第三、发展证券市场是否会弱化宏观调控，这要看宏观调控的内涵和外延是指什么。如果仅指经济规模的控制，而不包括其它经济结构等方面的调节和控制，将会因发展证券市场，扩大了直接金融，减少了间接金融，银行信贷规模缩小。部分资金会向证券市场倾斜，从而会弱化用行政手段控制银行，银行弱化对经济规模的调控。而在这种状况下，它对资金的合理供求结构、产品结构、企业结构、产业结构、经济结构的连环系列结构的调节却显得效率低下，很难跳出“一控就死，一放就乱”的“怪圈”。弱化这种宏观调控正是我们经济体制改革要设法解决的重大难题，所以不是什么坏事，相反通过证券市场同样可以配合金融计划实现经济调控。以证券为媒介，依据资金供需状况，确定相应的证券发行规模，继而确定证券投资的资金来源，共同利益风险，通过证券市场这个调节器引导投资的流向和流量，从而优化整体经济结构。相形之下，这种调控的范围更广泛，调控体系较繁杂，但调控效率则更显著。

至于发展证券市场是不是金融改革的重点，在

此也分别有针对性地谈点个人之管见。

第一、证券市场在我国悄悄崛起，客观上已经打破了传统资金的筹集和分配格局，成为在财政、银行之外又一重要的资金融通渠道。而那种强调财政、信贷是筹集资金的主渠道，并不存在一块闲置未被利用的资金，需要通过证券市场来动员，进而否定它是金融改革的重点的说法，是对发展证券市场本身缺乏深刻的理解，同时也不大符合社会闲置资金的状况。把它作为金融改革的重点，是从它在经济建设中的重要作用和发展的意义上讲的，并不一定看它现在是否成为筹资、融资的主体渠道，况且这条渠道的筹资、融资比重在发展中会发生某些改变。从目前社会闲置资金的现状看，居民手持现金有2000亿，储蓄存款8000亿，还有其它各种基金组织筹集的基金都为发展证券市场创造了资金条件。虽然不可否认部分储蓄存款向证券转移问题确是存在，但不一定造成银行存款大搬家，因为动员资金的渠道还很多。

第二、证券分为股票和债券两大类。两者分别在社会的发行量决定了各自在证券市场交易（转让）的总量。其中股票的发行量由股份制企业的数量多少、规模大小等因素所决定。但是股票发行数量的多少并不一定决定证券市场的命运，这是问题的根本之所在。在经济发达国家的证券市场上，股票占居主导地位，而在我国股份制企业还较少，公开发行人股票数额还不大时，从发展债券市场起步，同时创造条件扩大股份制试点和股票发行，正是根据我国国情选择的一种策略。因此，股份企业的多少，股票上市转让的数量与证券市场能否作为金融改革的重点没有必然的联系。

前本是从经济理论的一般逻辑对发展证券市场持否定态度和不赞同把它作为金融改革的重点的部分观点进行的论辩，事实上，我国证券市场近几年改革实践活动的新进展，已从另一角度对这种论辩给予了相应的佐证和支持。

如果从1981年我国恢复发行国库券算起，证券市场的起步至今已有10多年的历史，总体上看虽有不尽人意的地方，存在这样或那样的缺陷（后面再作探讨），但它打破了过去计划产品经济观念的陈俗旧习，经过10来年的发展已初具规模，给经济和金融体制改革带来蓬勃生机，启发了我国公众的证券投资意识。这个发展过程可概括为三个阶段。

第一个阶段为封闭自发交易阶段，时间从1981

年发行第一批国债券开始到1985年。这一阶段的券发行以国库券为主,也发行了少量的金融债券证极少数股份制试点企业的股票。除极少数股票外,债券的发行是一种封闭式行政摊派发行,债券购买者不是出自内心的自愿,而且文件规定不得上市交易。正因没有正常的转让和变现渠道,便自发产生了“地下交易”、“黑市交易”,其交易方式基本上是一种掠夺性的。既有以钱易券的,也有以物换券的。总之“票贩子”以大大低于国库券发行价格购进国库券,尔后坐收盈利。

第二阶段为公开试验交易阶段,时间从1986年在沈阳等7个大城市进行国库券上市转让试点开始到1990年11月止。从发行的角度看,逐步改变行政摊派的作法,采取了行政发行和自愿认购包销相结合的办法,品种不断增加。除国库券、金融债券外,相继增发了基本建设债券、保值公债、国家重点建设债券、财政债券、重点企业债券、公司债券、地方企业债券等10多种证券,截止1990年末累计发行各种有价证券2619亿元。其中,国家债券1027亿元,金融债券285亿元,股票46亿元。此外发行外币债券50亿美元。^⑥从上市交易的角度看,证券上市交易的品种范围逐步扩展,从单一的国库券交易发展到多种债券交易,从少数几个大城市扩展到全国的大中小城市。建立了较为规范的柜台交易程序,证券交易从“地下”走向“地上”,交易规模日趋扩大,截止1990年末,各类证券上市交易达187亿元,其中股票交易达18亿元。^⑦

第三阶段进入联网交易阶段,从1990年12月上海证券交易所正式建立和设在北京“证券交易自动报价(STAQ)系统”投入试运行为起点,至今仍在发展之中。进入第三阶段以来,证券经营和管理机构在全国范围有了新的发展,截止1991年8月已建立证券公司59家,信托投资公司及其他金融机构设立的证券营业部300多家,正规的证券交易所2家。^⑧特别值得庆贺的是1991年8月28日第一个全国性的证券行业自律管理组织——中国证券业协会在北京成立,第一批发展团体会员122个,^⑨为证券市场健康稳步发展奠定了基础。随着证券市场各项功能的发育,集中与分散相结合的多层次的证券市场雏形构架已基本形成,并具有一定特色,其中债券交易初步形成以上海为中心,股票交易初步形成以深圳为中心,证券信息初步形成以北京、上海南北呼应的网络体系(另外连通各地的全国金融市

场报价交易、信息中心即将开通)。以证券上市交易信息和管理关系为纽带,组成半紧密和松散的证券市场网络,使国库券交易中的地区差价缩小,股票及其它债券的价格趋于平稳,减少了不正当的投机行为,交易批量已开始增大。证券交易市场的逐步开放,增进了公众的证券投资意识,许多人已经不能满足于消极地储蓄取息,而是主动选择证券投资机会,以争取获得更高的收益。公众这种金融意识的增强反过来又促进了证券发行市场的繁荣。

二、证券市场尚存的主要缺陷与发展的深层障碍

前面我们对我国建立和发展证券市场从理论逻辑和改革的实践上作了肯定的论证和判断,但这并不意味我国证券市场功能已经建立,运行机制已理顺。

1. 证券市场的作用力度还非常有限。

从发展证券市场的目的看,我们是想通过证券工具筹措资金重新配置金融资产结构、传导企业经营管理和其它经济信息、抑制通货膨胀、调整产业结构、促进经济稳步发展。目前我国证券资产在整个金融资产中占的比重太低,截止1990年,全国各种证券发行总额为2619亿元,“银行各项贷款余额为16551亿元”,^⑩证券资产只占信贷资金的15.9%,总量规模太小,在银行信贷和财政资金增长不能满足企业资金需求的情况下,尽管通过发行证券缓解了部分供求矛盾,但大量缺口仍得由中央银行通过发行货币来弥补。结果,10年中(到1990年末)银行货币发行累计增加2298亿元。如果证券市场的容量再扩大一些,将会遏制相应的货币发行。同理它作为企业经营管理信息的一种传导媒介,通过企业证券上市价格的波动传导的信息量必然很小,其作用力也受到限制。

至于在调整产业结构方面的作用也很难作出很高的估价。目前调整产业结构主要有两种途径,一是根据国家产业政策确定的产业结构序列导向资金增量投入;二是按产业政策要求和企业优胜劣汰的原则来进行资产存量转移。后者从理论上讲较为理想,但是在现实的经济生活中步履维艰,该机制建立仍有一个过程。尽管前者存在某些缺陷,却操作简单易行。进而言之,在增量调整中,证券投资调整受到的行政干预相对要少些,但证券资产规模尚小,同时在证券资产总量中直接用于生产性的投资

比重又太低,这种调整力度便可想而知了。

2. 证券发行市场与证券交易市场存在双重错位。

证券市场这种双重错位,使其在运行过程中发生扭曲变形。不仅分别表现在证券发行市场和证券交易市场内部,而且反映在两者之间。证券发行市场本应是一个分散的、无形的市场,证券发行者可根据筹资需要和市场资金供求状况择机发行。但目前我国多数证券(除企业股票和部分债券外),并不是谁使用资金谁发行,而是由国家财政部或银行集中发行,发行筹资主体与资金使用主体分离,这种发行和使用风险全部由财政部和银行承担。而且所发行的证券品种、期限结构与筹资的实际运用脱节,品种集中于国家债券,利率集中于三年期限,长期和短期证券较少,与那些经济建设周期较长项目的实际偿还能力发生矛盾,同时不利于短期游资的筹集。

3. 国际证券融通机制尚未建立。

如果一个国家的证券市场比较发达,那么该国的证券市场机制一定比较健全,而且是一种开放型的,既有国内投资者和交易者市场,又有国外投资者和交易者的市场。当今世界许多国家通过开放金融市场,发展国际证券融资,来促进本国经济的发展。如日本在战败后,采取了“金融立国”的政策,鼓励日本金融机构向海外延伸,参与国际证券角逐。“到1990年止,日本东京金融市场规模已居世界第一,美国纽约金融市场位居第二”。^①这是几十年间日本一跃成为世界上第二大经济强国的重要原因之一。

而我国国际证券融资机制基本上没有开通,还处在一种半封闭状态,除在国外发行了少量的国际债券外,允许国外投资者在我国大陆发行股票和债券还在酝酿之中,以致这条引进外资的重要渠道不能发挥作用。

4. 经济金融政策限制太多,证券市场突变调整又滞后。

根据现行的经济金融政策,目前进行股份制试点的城市只限于上海、深圳少数几个城市,股票发行受到严格管制,其它城市或地区不经特许没有试点权,更谈不上公开发行股票。债券发行虽然在政策上相对宽松,但公开发行仍然要受到种种政策、制度的约束。正因如此,使本来许多具备条件新建(包括企业改组)股份制企业发行股票、许多具

备条件发行债券的企业成为一厢“情愿”。即使其中部分能够如愿,也由于缺少政策的灵活性,准备向社会公开发行股票或债券的企业也只好转向企业内部发行非规范的股票或债券。

在经纪人问题上,对于那些证券交易所和交易柜台之外从事证券买卖交易及从事有关经营活动的“票贩子”是持有否认态度的,政策是不允许的,就无从照章管理,造成人们最忌讳的证券投机(非正当投机)活动在黑市猖獗,甚至在柜台交易外(场外市场)频频得手,不交管理费、不纳税,从中获取暴利。这样不仅没有起到活化证券市场的作用,结果倒搞乱了证券市场,同时也侵蚀了证券投资者的利益。如果我们能从正面引导,让部分符合条件者合法经营,取缔非法者,照章管理,证券交易秩序将是另一番境况。

此外,在我国股票市场风云突变的过程中,有关政策和管理措施调整又滞后,集中地表现在股票价格引导和政策允许新股上市两个方面。再具体一点就是,在股价突升或速降时,证券交易所均采取了单一的限价、限额等措施,促使股票持有者形成高度相同的预期。在看涨形势下,从限涨措施得出“肯定还涨”的预期、竞相购买。在股价暴涨初期没能及时采取得力措施让新股票上市,而是等到股价经过一个周期的循环再次回升时才批准新股上市。

5. 证券市场的管理主体与证券经营主体界限不清。

从证券市场管理主体上审视,它是一个多极分层的复合体。具体讲它由人民银行、财政部、体改委、计委、国有资产管理局,全国证券业协调小组(体改委召集、人民银行、财政部、计委参加)全国证券业协会(人民银行牵头,专业银行等金融机构参加)组成。在这些机构和组织中,各权能虽有大致的分界。但由于它们各自参与证券市场及有关方面决策和管理的背景、沿革、动机、方式不同,权能的运用存在一定的反差。因此,在证券市场的操作运行政策、决策和管理活动中都认为本部门对证券业务最有发言权,应该参与决策和管理,争相成为证券业的管理主体。

从证券市场经营主体上区分,可界分为两大类主体。一类是金融机构组建的证券交易所、证券公司、信托公司和证券交易部等。其中证券交易所属规范的经营主体,信托公司和证券交易部等算得

上准经营主体,问题就出在证券公司身上。目前证券公司有几种组成形式。(1)由一家专业银行省(市)分行创办(独资形式);(2)由人民银行省市分行牵头,其它专业银行省(市)分行合办(共同投资);(3)由人民银行省(市)分行直接创办(独资形式);(4)由地方政府某部门牵头与其它金融机构联办(联合出资)。其中第一种形式属准经营主体,但仅此几家(第四种形式也很少)。绝大多数属于第二种和第三种形式。另一类是地方政府财政部门直接主办的服务(经营)部,该机构除发售和兑付国库券外,也从事国债贴现经营业务。证券市场这种经营主体的格局表明,经营主体中许多是由金融主管机关(或行政机关)延伸演变而来(人、财、物与机关没有分开),它们以证券市场中的“裁判员”和“运动员”两重身份参与证券市场经营和管理活动,并享有某种特权——交叉串用行政管理权和证券经营权,使它们各种参与行为,尤其是在处理管理主体与经营主体利益时,明显朝着自身利益方面倾斜,甚至不惜放弃经济规律和政策的原则采取行政垄断的办法予以保护。

6. 资金供给制与证券市场的作用相抵触。

现行的银行信贷制度虽然在经济金融改革的过程中有了一定改进,但是资金供给制并没有改掉,在银行信用中仍占居主导地位。

而这种资金供给、信贷机制软约束与我国建立和发展证券市场,发挥证券市场的作用是大相径庭的,前者对后者存在一种潜在无形的抵触。发展证券市场意在通过建立一种市场融资机制,给企业提供一种向社会筹资的机遇,不管是企业一般性项目投资,技术更新改造,还是企业进行组织形式的变革重组(招股),都可通过证券市场达到筹资等目的。但现实经济生活中存在资金供给制大锅饭和信贷机制对企业的软约束,可享受低利率配给,势必使企业双眼只盯着银行信贷资金,养成伸手要的情性,缺乏进入证券市场筹措资金的激励力和压力,从而也就不愿意运用此种资金融通方式,因此证券市场便很难繁荣起来。同时在两种资金价格比较上,证券筹资处于劣势,如果银行资金供给有保障,企业自然“择廉”而用了。再说面向社会发行债券和股票的企业,多数是经济效益好,知名度高的企业,恰好这些企业又是各级银行资金供给的重点,本身就可以优先获得银行信贷的支持,又何需

费那片苦心去冒风险呢?

综上所述,我们对否定发展证券市场和某些疑虑观点的论辩,是想说明发展证券市场的必要性,同时作为下一步金融改革的重点,揭示它本身的缺陷和深层屏障,是想更全面地把握它,引起人们更多地关注和探索,并在经济金融改革的过程中配套加以解决。

注释

①参见李太亮,《论国库券交易市场》,《经济科学》,1991年第3期。

②③⑤参见邓慧智:《有关证券市场讨论综述》,《改革时报》,1991年7月23日第3版。

④参见卢汉川,《发展证券市场不能作为金融改革的重点》,《金融研究》,1990年第11期。

⑥⑦⑧⑨参见《证券小统计》,《中国金融》,1991年第10期。

⑩钱保生:《论盘活信贷资金存量问题》,《金融研究》,1991年第8期。

⑪参见许占涛、程博明:《日本金融市场的发展道路》,《金融时报》,1991年10月11日。

(责任编辑 李 珍)

