

我国资本市场的热点问题

黄良文

内容提要：本文针对我国资本市场的若干热点问题：股票的全流通、入市资金的分割、建立创业板市场，以及资本市场的廉洁诚信等问题进行讨论，提出治理意见。

关键词：资本市场 全流通 创业板 诚信

作者：厦门大学经济学院统计系教授，博士生导师。

国务院发布的《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》(以下简称《意见》)，系统地总结了我国资本市场的经验和教训，有人称它是我国证券业发展的白皮书。《意见》同时指出资本市场的发展方向 and 途径，所以又有人认为它是我国资本市场第二次革命(第一次革命是指资本市场的出台)的总纲领，将推进我国资本市场跨入发展新阶段。

下面就我国资本市场中的热点，作初步分析。

一、关于全流通问题

资本流通是资本增值的基础，只有在流通的过程中才有增值的机会。上市公司通过初级市场发行股票后，就开始进入二级市场在交易所持牌自由买卖，凡是流通速度快，转手频繁的股票，就是被看好的股票，它的价值就高，反之，转手比较慢或滞销的股票，就是不被看好，它的价值就低，甚至成为垃圾股。由此可见，流通是股票的基本特性。

然而，我国上市公司的股票却分为流通股和非流通股。非流通股又有国家股、法人股之分，而在法人股中再分国有法人股、企业法人股、职工内部法人股等等。实际情况是非流通股所占比重很大，超过了流通股的比重。在2003年沪深两市股票的总市值中，非流通股占69%，其中国有股占42.23%，流通股仅占31%。这样大大虚夸了我国股市规模，而且它们不同的价格决定机制，造成同股不同价，使社会公众股的持有者和国有股、法人股持有者之间的利益冲突。因此就引发上市公司股票全流通，特别是国有股减持的问题。

问题不在于不要全流通或国有股减持，而在于怎样才能实现全流通或减持。首先，在目前证券市场规模还很小的情况下，是不是有能力承担全流通或减持所带来的市场的冲击。据估计非流通的国有股按平均市价计算总市值，已超过流通股的总市值的规模，即使每年减10%国有股也在2000亿元左右，在目前股市资金的供给相对稳定下，而新增大量股票，势必造成供需严重失衡引发市场震荡股价下降，影响股民利益。2001年沪深两市烽火通信、北生药业、江汽股份、华纺股份等四家首先提出国有股减持方案，次日上海证券综合指数跌幅达到近5%，这便是例证。其次，股票市价是根据流通股在市场的供需情况决定的，而非流通的国有

股的价格基本上是根据企业净资产来决定的，两种价格差距很大。国有股按市价入市在理论上未必合理，而且还可能提供国有资产大量流失的漏洞。由于以上种种原因，全流通和国有股减持问题迟迟得不到解决。

《意见》提出积极稳妥解决股权分置问题。要求“规范上市公司非流通股份的转让行为，防止国有资产流失”。对于全流通和国有股减持“要求在解决这一问题时要尊重市场规律，有利于市场的稳定和发展，切实保护投资者特别是公众投资者的合法权益”。这就为我们指明了方向和途径。我们认为解决全流通和国有股减持问题，不可能一跃而蹴，一步到位。也不能指望在现有市场规模就能解决好这一问题。只能随着证券业的发展，市场容量扩大，而逐步加以消化解决。随着资本市场股市繁荣、股价上扬，才能保护持股的投资者经受得起非流通股入市的冲击，不至蒙受实际的损失。

二、关于资金分割问题

发展资本市场，理所当然欢迎并鼓励社会各类资金入市，吸引的资金愈多，说明资本市场愈繁荣，愈有可能发挥筹资、配置和优化的市场功能，这是很明白的道理。但另一方面，要保持资本市场营运的公平、公正、公开原则，防止垄断，国家又必要规定许多资金不得介入证券市场，这就是矛盾。这个问题在一定程度上也反映了资金筹融市场化和资金配置集中化的矛盾，市场机制和计划机制产生利差的矛盾。

限制乃至禁止资金进入资本市场，造成资金分割，总是事出有因的。国家规定禁止银行信贷资金介入股市，银行资金不得用于炒股，原本的用意之一在于防止银行资金入市一股独大，左右价格、垄断市场。但是利之所趋，前赴后继，有禁止就有躲避禁止，有躲避禁止就有查处躲避。据估计前两年银行信贷资金有六、七千亿介入股市，竟占股市资金的三分之一，对证券市场起关键的作用。到国家布置检查，这批资金退出，恰好是躲过这一波股价下跌，拿到好处，损失仍然中小股民。据估计在股市中还有几千亿资金属于私募基金，要不要检查，怎样检查，也是一个问题。

国家禁止银行信贷资金介入信托市场，又是另一种情况。最早信托是作为银行一个业务部门，银行拆借大量资金创办信托公司，以后各省市、各部门纷纷成立独立的信托投资公司，也是依靠银行资金的支持，这就为银行非正常贷款开辟了渠道。同时允许拆借双方自由商定利率（以后中央银行虽然规定拆借利率上限，但仍可以用合同外加价的方式突破上限），这又给国家宏观控制利率打开缺口。另一方面信托投资公司放手大量经营资金委托业务和资金信托业务，承办存款贷款活动，和银行争业务、抢资金，经营主线不明确，缺乏竞争力，并且干扰国家正常的金融秩序。2002年我国《信托法》、《信托机构管理暂行办法》、《信托投资公司资金信托管理暂行办法》相继出台。信托业正式切断银行信贷资金的来源。信托业和证券业分业经营信托业务范围回归到“受人之托、代人理财”的受托理财的本行专业，不得再吸收居民和企事业单位存款，不得自营期货，也不得从事房地产投资。我国信托业相当长时间缺少资金支持，业务活动陷入困境。现在问题又发生在银行这一边，过去法规明确规定信托投资公司不得经营银行的存贷款业务，那么反过来银行可不可以经营信托理财业务呢？在我国信托业有一定发展的时候，银行就提出专业经营还是混业经营的问题，事实上许多银行已经从事委托理财的业务。形成了在资金上“你中还有我，我中却有你”在理论上难以说清

的现象。

社会资金不止是银行资金，还有如各类保险基金、社会保障基金、各类公益基金，它们都有可能左右市场，产生这样或那样的利益冲突，是不是也要加以限制，我们认为资本市场的资金流动是正常的现象，对资金的封堵不如对资金的疏导。目前我国还并存两种体制，尚未完全放开的情况下，实行某种资金限制只是暂时必要的措施，从长远来看资金准入和退出应该是自由无阻的。防止资本市场的垄断局面主要不在于资金的来源，而决定于投资者的抗衡能力，应该逐步从个体投资转移到以机构投资为主体。《意见》中指出：“支持保险资金以各种方式直接投资资本市场，逐步提高社会保障基金、企业补充养老基金、商业保险资金等投入资本市场的资金比例”。又指出：“要培养一批诚信、守法、专业的机构投资者，使基金管理公司和保险公司为主的机构投资者成为资本市场的主导力量”。这些都为拓宽证券公司融资渠道发展资本市场指明了方向。

三、关于创业板问题

为了保障资本市场的健康、有序、安全的发展，对入市的公司制定严格的标准不论发行、上市、交易、清算都要符合规定的条件和程序，调整上市公司的结构，规范市场运作秩序，提高主板资本市场的质量，这些都是重要的课题。然而从我国实际情况来考察，当前资本市场支持民营经济、风险投资的发展是更迫切的课题。现在民营经济占 GDP 总量已超过三分之一以上，是支撑我国经济高速增长的重要力量，民营企业在吸收就业人口、出口创汇、引进技术等方面也发挥了重要的作用。此外，民营企业积极参与国有企业改造、重组，盘活国有资产，促进资源的优化配置，都取得了良好的效果。我国民营企业现在面临的困境是，融资渠道不通畅，风险承受的能力很低，企业自身的管理素质不高，达不到主板上市的要求，这就是迫切需要创业板市场扶植的原因。

我国建立创业板市场问题已经讨论了多年，三年前深圳证券交易所就停止新股发行，转而从事创业板市场的筹建，这也表示领导的重视和决心。但是至今未见创业板出台。现在是重新审视阻碍出台原因的时候了。

一是缺少经验说，认为我国证券市场问题不少，尚待清理，对创业板市场更是没有经验，目前西方国家也没有成熟的经验可以借鉴，因此不能再捅这个马蜂窝。我们认为经验总是从实践中积累下来的，问题不在于有没有经验，而在于中小企业特别是属于高新技术开发引进的风险企业是不是需要支持，是不是当务之急？答案是肯定的。我们必须根据我国的情况创造自己的经验，同时参考美国、日本、新加坡以及我国香港等国家和地区的做法。

二是风险太大、承受不起说，并举美国 Nasdaq 指数从 10,000 多点降到 2,000 多点为反面例证，这更是站不住脚的理由。创业板的功能就在于集聚社会的力量来分散风险，解决高成长性的中小企业和创业型的企业增加融资渠道，减低风险压力。而且风险与收益总是匹配的，风险大的事业其收益也应该高。创业板市场正是从事风险买卖的市场，满足不同承受能力的投资者需要。

三是中小企业融资可以由商业银行解决说，这种论点恰好等于把球踢回原处，让问题站着不动。发展资本市场的用意在于引导社会资金直接投于金融或实体项目，以缓解银行储蓄过度增加的压力。我国自 1996 年至今已经八次降低存贷款利率，并且开征储蓄存款利息税，

而居民储蓄存款仍节节上升,这除了说明居民收入增加之外,也反映了社会资金没有出路。资本市场的开拓正是为了疏导银行的压力,现在又提出由银行解决中小企业的融资问题,恰好绕了一圈又回到原点。

事实上,建立创业板正是建立资本市场多层次服务体系问题。要稳定发展资本市场,保护投资者权益,满足投资的需求。除了丰富投资品种提供足够的投资选择余地和组合空间外,还要建立多层次的服务体系,有主板市场,也有创业板市场,开拓各类融资渠道,以满足不同投资对象和不同风险偏好的投资需求。正如《意见》中把建立创业板市场作为建立多层次股票市场体系的重要组成部分。并指出:“继续规范和发展主板市场,逐步改善主板市场上市公司结构。分步推进创业板市场建设,完善风险投资机制,拓展中小企业融资渠道”。这一指示澄清了许多糊涂认识,同时也为全面开辟资本市场指明了方向。

四、关于廉洁诚信问题

我国股市近两年来连续低迷萎缩,失去投资者的吸引力和信心,对这个问题我们应该从股市机制上来思考。

首先是上市公司经营业绩透明度的问题。市场经济自愿谈判、自主买卖、公平交易的基础在于交易双方相互了解和信任。现在资本市场中那家公司能上市,那家公司不能上市,只凭领导部门批准(不论用什么手段),而与股民信任不信任无关,股民对于上市公司实际上也不了解。这样的情况就很有可能把上市变成圈钱的手段。而炒股则是碰运气的赌博行为。不少上市公司也往往第一年包装,第二年分红,第三年亏损,出现ST股、PT股,公众自然缺乏信心。

其次,对上市公司的监管问题。由于监管不力或监管不当,给腐败弄虚有了可乘之机。有些公司作假账伪包装,骗取审批上市,结果一上市就亏损。像银广夏、郑百文等资不抵债的烂股,不在少数。有些金融资产管理公司将银行的不良“孽债”加以打磨、重组、包装重新上市,作为聚财的手段,结果上市的股价跌到发行价以下,损失的还是那些中小股民。《意见》中把“推进依法行政,加强资本市场监管”作为一项整治的重要内容。指出“树立与时俱进的监管理念,建立健全与资本市场发展阶段相适应的监管方式,完善监管手段,提高监管效率”。并且要求“进一步充实监管力量,整合监管资源,培养一支政治素质和专业素质过硬的监管队伍”。对加强市场监管从思想认识、目标要求以及具体方法上都作了全面的概括。

再次,提高企业经营管理素质和诚信度。资本市场的规章制度、法律法规总是靠人来贯彻落实,所以企业及其员工的素质和诚信度是加强监管的基础。要大力宣扬守法观念,加强职业道德教育、政治思想教育。同时“要按照健全现代市场经济社会信用体系的要求,制定资本市场诚信准则、维护诚信秩序”作为资本市场建设的根本。

作者单位:厦门大学计统系

邮 编:361005