

中国股市发展的政策选择

郑振龙

中国是发展中国家,资金不足和企业经营的高负债率是经济发展所面临的主要问题。而通过股票筹资既可解决资金不足,也可解决高负债率问题,起到一箭双雕的作用。显然,加快股市发展对于推动中国经济向着效益型的方向健康发展有着相当重要的意义。然而,近两年来,由于我国股市采取限制需求、鼓励供给这一与我国股市发展内在要求相违背的发展策略,导致股市长时间低迷,并由此进一步抑制了股市需求,从而限制了股市发展速度及其应有的作用。

股市的均衡发展需要供需双方的均衡扩容。在中国,对筹资者来说,股票筹资有着其它筹资方式无可比拟的优越性,再加上数额巨大的国家股、法人股等待流通,因此股票供给的潜力是巨大的。对于股票供给,我们不需要去挖掘潜力,也不需要采取优惠政策(如对股份公司所得税优惠政策)来鼓励,我们所要采取的措施仅仅是根据股票需求的增长状态,适时、适量地调节股票供给的水龙头,以保持股市的均衡发展。

可以说股票需求是制约中国股市发展的瓶颈环节。为了推动中国股市的均衡、健康、持续发展,我们必须采取各种措施扩大对股票的需求。

一、组建共同基金, 集中中小投资者的资金投入股市

截至1995年8月底,深沪股市可流通A股市值只有900亿元左右,只占全国居民储蓄存款2.7万亿元的3.3%。而深沪股市在册的投资者不到1000万

人,股民占全国总人口的比例不足1%。从上述数据可以看出,我国居民投资股票者还为数甚少。造成这种现象的原因主要有:①大多数人对股票还非常陌生;②近两年股价持续下跌所显示的股票投资高风险性使一些投资者裹足不前;③宣传媒体对一些投机冒险活动的“赌博性”的过分渲染使一些人对股票产生畏惧心理;④人均储蓄额不高使许多人无力投资股票;⑤党政干部和证券从业人员不能买卖股票的规定把这部分人拒之于股市门外;⑥广大农村几乎没有股票交易网点,使农村居民无法买卖股票;⑦城市上班族因工作时间所限而无暇买卖股票。

解决上述问题的最有效的办法是建立共同基金,由专家管理,并为投资者提供相对稳定和可观的投资回报。组建共同基金还可解决由于目前股市中中小散户过多而存在的过分投机问题。为此,我们要尽快推出《共同基金管理条例》,以法规来规范共同基金的运作。

二、放宽对包括各类保险基金在内的 各类机构投资者的人市限制

由于保险基金、养老基金等具有长期的性质,在通胀的环境中寻求保值增值是保证这些基金正常运转并力争降低保户负担的内在要求,世界各国也大多允许这类基金将一定比例的资金投入股市。

国内不少人认为股市是个高风险的投机场所,保险基金、养老基金等难以承受这类风险,故不能介入股市。世界各国股价波动的历史表明,股市投资风险的确

大于其它投资方式,但正是股市投资的高风险性,决定了股票投资的长期平均收益率高于其它投资方式。再加上股市有着明显的波动周期,若选择在谷底的低价区域介入,而在波动高峰的高价区域退出,其投资回报更为理想。此外,中国股市由于历史较短,投机性较强,小盘股、热门股价格常炒得很高,而大盘绩优股价格常常远低于其内在价值,因此若能选择成长性较好、业绩优良、市盈率较低的股票作为长期投资对象,其回报一定是相当高的。

我国银行存款利率常常大大低于通货膨胀率,高通胀对保险基金和养老基金的侵蚀已严重影响到这类基金的正常运转。打破禁锢,遵循国际惯例,让这类基金介入股市已成当务之急。目前股市正处周期低点,较具长期投资价值,正是这类基金介入的好时机。当然,股市的高风险又决定了不能允许这类基金无节制地投资股票,而应实行比例限制。初期,由于没有经验,也为了防止开放这类基金进入股市对股市造成过大震荡,可把比例定为5%,以后视情况再逐步扩大,但最高不得超过20%。

三、建立可自动调节的融资融券制度

有人认为建立融资融券制度是鼓励投机,是允许买空卖空行为,因此坚决反对建立融资融券制度。实际上,买空卖空行为本身跟股票市场一样,并不象我们原来所认为的那样是资本主义的专利或是资本主义社会的阴暗面的表现,而是市场经济中的正常行为。同时,融资融券虽然有活跃交易从而增大股市投机性的一面,但也有限制股价过大波动从而抑制股市投机性的一面;特别是建立与股价指数挂钩的可自动调节的融资融券制度,对于促进股市的稳定具有积极的意义。

在实行与股价指数挂钩的融资融券制度情况下,当股价上涨时,融资比例随之下调,股市需求下降,融券的保证金比例也随之下降,股票的供给增加,从而促使股价回落;当股价下跌时,融资比例随之增加,股市需求增加,融券的保证金比例也随之增加,股票的供给减少,从而促使股价回升。可见,这种制度有利于股市的稳定。

此外,中央银行还可根据宏观经济运行状况调整融资融券制度,进而影响金融市场的银根松紧,起到宏观调控的目的。

为起到鼓励长期投资的目的,我们还可根据各种股票所属行业、市盈率发展前景等因素把它们分为一、二类股票,其中一类股票代表业绩优良、股价较低、前景良好、其所属行业符合国家产业政策的蓝筹股。对于

一类股票,应允许其融资比例高于二类股票,以鼓励投资者投资蓝筹股。

根据目前的股市状况,结合上述考虑,我初步设计出一套我国的融资融券比例,见下表。

附表 我国融资融券比例(方案)

股价指数	上证	400	600	800	1000	1200
	深证	800	1200	1600	2000	2400
融资比率	一类股票	60%	50%	40%	30%	20%
	二类股票	50%	40%	30%	20%	10%
融券保证金成数		90%	80%	70%	60%	50%

注:中央银行可根据宏观经济需要随时调整该方案。

在该方案中,本人对深圳证交所综合股价指数与上海证交所综合股价指数的设计比例(2:1)高于它们的实际比例(大约1.6:1),原因是深圳股市平均市盈率大大低于上海股市,其股票较具长期投资价值,故在政策上应适当倾斜。

四、分阶段开放中国股市

有人认为,开放A股市场必须以人民币自由兑换为前提。笔者不敢苟同此观点。首先,外资通过购买上市公司股票间接投资国内企业跟直接投资国内企业本无本质区别,既然在人民币没有自由兑换情况下可允许外资直接投资,为什么不能允许外资购买股票而间接投资国内企业呢?其次,世界上许多发展中国家也是在本币未实现自由兑换的前提下对外开放本国股市的,而且事实证明,此举大大促进了开放国股市和经济的发展。

中国对外开放股市可分三步走:第一步,先允许境外共同基金直接投资A股市场;第二步,允许境外投资者直接投资A股市场;第三步,创造条件实现A、B股市场的统一。

为了防止外资操纵国内A股市场,初期可对单个境外投资者投资国内A股的资金总额或投资比例作出限制,以后逐步放开。对单个境外投资者投资单个上市公司的限制,除关系国计民生的特殊行业外,可用我国现有法规对境内投资者的规定进行限制。对于关系国计民生的特殊行业,可规定外资总体持股的最高限额。

为了鼓励境外投资资金进入A股市场,抑制境外投机资金在我国A股市场兴风作浪,可对境外投资者按持股时间长短征收不同的资本利得税。对持股时间

较长的资本利得免征或征收较低的资本利得税;对持股时间较短的资本利得,征收较高的资本利得税。

为了实现 A、B 股市场的最终并轨,应在股票发行中坚持 A、B 股发行价格“同次发行同股同价”的原则,对于不同次发行,也应根据情况尽快制订合理的发行价格,为 A、B 股的最终并轨提供公开的基础。为了活跃 B 股市场,应允许境内投资者用外汇购买 B 股,并改善 B 股交易、清算和信息披露制度。

五、建立多层次的股票交易市场体系

我国幅员辽阔,企业数量众多,投资者层次参差不齐。为满足不同层次更多企业的上市要求并更多地吸引投资者进入股市,除了现有的深沪证交所外,我们还应利用 STAQ 和 NET 这两个无形市场的网络,让一些发展前景良好、符合国家产业政策的中小企业上网交易;此外,还应允许效益较好的地方性中小企业到当地的证券交易中心上市。在充分利用这些交易系统的同时,我们应对数量多达三四千家的定向募集公司这一历史遗留问题进行整顿,让其中符合不同层次上市要求的公司到不同层次的交易系统上市,逐步解决这一巨大的历史包袱。

应该看到,购买定向募集公司股票股民虽然都是以法人名义购买的,有不规范之处,但他们是真正的投资者,且对促进我国的股份制改造出了一份力量。我们不应因为这些公司发行股票过程中存在不规范之处就对这些无辜的股民采取不公正的态度,而应采取积极措施,按《公司法》的要求去规范这些《公司法》出台前就已诞生的不规范的股份有限公司,并根据不同的情况采取不同的对策,以满足上千万股民的流通需要。

六、开办股价指数期货和期权, 为投资者提供避险工具

我国正步入高速发展阶段,经济波动幅度较大;改革也进入攻坚阶段,对社会冲击较大;再加上股市发展初期国家股市政策经常变动,投资者心态也不稳定;这些因素决定了我国股市的价格波动幅度较大,股票投资风险较大。面对这样一个高风险市场,由于缺乏防范风险的有效工具,许多机构投资者,如社会保险基金等只好望而却步。

为此,笔者建议积极创造条件开办股价指数期货和期权交易,为投资者提供有效的避险工具。股价指数期货和期权交易本身风险比股票投资更高,但由于期货可持多仓和空仓,期权也分看涨期权和看跌期权,且期货和期权跟股票搭配,它们之间的风险可互相抵消,

从而形成一个低风险甚至无风险而收益较高的投资组合,以满足稳健投资者的需要。

为鼓励投资者把股价指数期货作为套期保值工具,抑制投机者把其作为投机工具,应针对套期保值和投机两种不同的目的设计不同保证金比例,前者的保证金可以定得低些(如 10%),而后者的保证金要定得高点,特别是开办股价指数期货初期,由于投资者和管理者均缺乏经验,可适当高点(如 50%),以后视情况酌情降低。

七、改革股票投资税制,鼓励长期投资行为

我国目前的股票税制主要包括如下三方面内容:(1)对股票交易双方按成交金额的 3%征收印花税。从国际标准来看,这个比率太高了。据笔者初步估计,我国股票投资者一年所交的印花税占我国可流通股市值的比率高达 22%。如此之高的印花税水平对于保持市场的流动性和股市的长久发展是不利的,故建议降为 1%。(2)对现金红利从严征收 20%的所得税,对红股不征税,且个人和法人的纳税义务一样。这个制度有两个弊端:第一,对法人投资上市公司股票所得现金红利征税,存在双重课税问题,而法人投资其它公司或企业则不存在此问题,此制度显然会抑制法人投资上市公司股票的积极性,且显然是不合理的,应考虑允许法人用已交的现金红利税抵免其应交的所得税。第二,对现金红利征税不利于鼓励以追求红利收入为主要目的的长期投资,且未考虑不同投资者收入水平的差异,故建议把红利收入并入个人其它收入征收个人所得税,或降低比例税率。(3)对资本利得暂不征收资本利得税。此制度目的在于鼓励股票投资,但它有助长短期投机之嫌,故应考虑在市场条件转好时开征,但税率不应过高;建议初期平均税率定为 10%,且对持股期间超过一年的给予减免税优惠,以体现鼓励长期投资的政策取向。同时,应允许投资者从资本利得中冲减历年投资亏损。

上述扩大需求的措施在实施前要精心策划,并注意相互之间的配合以及与供给扩容之间的动态均衡,尽量避免对股市造成过大冲击。

总之,我们要通过有计划、有步骤地对股市供求双向扩容,力求促进我国股市健康、持续、快速地发展,提高股市在整个国民经济中的地位,使我国经济由间接融资型为主向直接融资与间接融资并重转变,以改善我国企业的资本结构。

(作者单位:厦门大学财政金融系)

责任编辑:李云庆)