

●周 振 华

## 证券市场与产业结构调整

证券市场运作除了对经济总量产生影响外,对宏观意义上的产业结构调整也有密切关系。在存在证券市场,并且其发挥较大作用的情况下,产业结构调整的方式将发生重大变化,其调整的效果也将大大改善。因此,我们在推进证券市场发展过程中,如何结合产业政策运用,加快我国产业结构调整,是一个亟待解决的问题。

### 证券投资与产业结构调整的关联机制

证券市场的产生与发展是适应了社会化商品经济发展的需要,同时也促进了社会化大生产的发展。在此过程中,证券市场的发展与产业结构演进有着密切关系。从历史上看,现代大工业中产生的新兴产业以及为大工业服务的基础产业部门,都极大地提高了生产社会化程度和资本集中规模,而单个资本既难以筹集现代大工业所需要的巨额投资,也无力承担巨额投资所带来的风险。在这种情况下,资本社会化就成为现代大工业发展的核心问题。证券市场作为资本社会化的实现机制之一,在当时推动产业结构演进中扮演了重要角色。因为证券市场为资本所有者自由选择投资方向、投资对象提供了十分便利的活动舞台,而资金需求者也冲破了自有资金的束缚和对银行等金融机构的绝对依赖,有可能在社会范围内广泛筹集资金。证券市场的一个重要内容是债券的发行和交易。债券虽然早已存在,但其作为一种普通化的筹资方式却与现代大工业的发展有密切关系。现代大工业的发展对国家的作用提出了新的要求,特别是现代大工业所需的各种基础设施,要由国家来投资兴建。当国家财政收入不足以支付其巨额投资时,国家往往通过向社会发行公债吸收闲散资金,兴建新兴产业部门。证券市场的另一个主要内容是股票的发行与流通。股票发行与流通的基础是股份公司的形成和发展。而股份公司的发展过程是与现代工业化中主导产业的发展紧密联系的。例如美国工业化早期的主导产业铁路、公路、电气、煤气、自来水、通信等公益事业大都采取股份集资兴建的,以后一些钢铁、汽车、石油等产业的兴起也都如此。因此,从现代大工业发展的角度来看,证券市场作为资金社会化的实现机制之一,极大地推动了产业结构的演进。

不仅如此。证券市场的发展与产业结构高度化演进还具有同步性。西方主要工业国家的经济发展史表明,证券市场的发展伴随着产业结构高度化。在1870年至1920年间,西方主要工业国家(如美国、英国、德国、法国)的金融资产证券率(即证券资产占金融资产的比重)约为12%左右,国民生产总值证券率约为8%左右,而当时的产业结构水平则呈现出农业国向工业国过渡时期的特征,第一次产业劳动力在整个就业结构中所占比重达50%之多,第一次产业产值比重占25%以上。这些国家发展到至今,金融资产证券率已达50%以上,国民生产总值证券率也已达到很高水平,如美国达到113%。与此同时,这些国家的产业结构则达到了后工业化水平,不论是就业比重还是产值比重,第三产业均居首位。证券市场发展与产

业结构演进的同步性现象，其深层的关联在于：一方面随着证券市场运作不断高度发达，其对产业结构调整的作用大大加强；另一方面得到发展的产业结构又成为证券市场的组织结构、交易结构及规模结构的经济载体，促进证券市场运作的发展。正是这样一种关联，才使证券市场发展与产业结构演进呈现同步性，并使这种同步性具有历史必然性，否则它可能只是一种历史的偶然巧合。

但是，仅仅指出证券市场与产业结构演进的关联性，是不够的。我们还要进一步分析两者之间发生关联的作用机制。产业结构变动，从形态上讲，表现为部门的产值比重和就业比重的变化。如果从产业发展的角度讲，那么产业结构变动还表现为一些新兴产业部门的产生，并由此引起的产业间的产值比重和就业比重的变化。但在这些产业结构变动形态的背后，实质上是生产要素在部门间流动的问题。正是由于生产要素的部门间转移和流动，改变了产业间的生产能力结构，才使部门的产值比重和就业比重发生变化。因此，产业结构变动实际上是生产要素部门配置结构和部门生产能力结构的变动。

撇开引起产业结构变动的动因问题，那么产业结构变动的核心问题就是生产要素的部门转移（包括增量和存量转移）和重新组合。然而，生产要素（特别是资产）的部门转移往往会受到两方面的障碍：（1）资产实物形态的部门转移障碍。由于各部门生产的产品不同，其生产技术和生产工艺，以及与此相适应的生产装备也不同，因而除了少数通用设备外，大部分专业性生产装备难以在部门间转移。（2）资产部门转移的进入障碍。撇开垄断因素不谈，每一产业部门都有其各自的最低限度的资产量要求，否则就无法进行生产。因此，那些部门最低限度资产量要求相对较高的产业，就有一种自然的进入障碍，如果个别资产量达不到其最低限度的要求，就难以进入该产业部门。这两方面的障碍大大降低了资产的流动性，影响了生产要素在部门间的转移和重组，从而对产业结构变动起着制约作用。

证券市场的出现，在很大程度上削弱了生产要素部门间转移的障碍。因为在证券市场中，企业产权已商品化、货币化、证券化，资产采取了有价证券的形式，可以在证券市场上自由买卖。这就打破了实物资产的凝固和封闭状态，使资产具有最大的流动性。一些效益好、有发展前途的企业可根据社会需要，通过控股、参股方式实行兼并和组合，发展资产一体化企业集团，开辟新的经营领域。另外，在证券市场上，通过发行债券和股票广泛吸收社会资金，其资金来源不受个别资本数额的限制。这就打破了个别资本有限难以进入一些产业部门的障碍，有条件、有可能筹措到进入某一产业部门最低限度的资金数额。

因此，在市场经济的社会系统中，生产要素部门间的转移和重组，其核心问题是资金的流动性。然而，资金流动性在很大程度上取决于融资渠道。证券市场作为一种直接融资渠道，大大提高了资金流动性，为资金流动带动其他生产要素部门转移提供了广阔的可能性空间。可见，证券市场与产业结构调整的内生关联机制，就在于它使资产证券化，从而有助于生产要素在部门间的转移和重组。

### **证券市场中的产业结构增量调整**

产业结构调整的一种重要方式是增量调整。所谓增量调整就是对原有产业结构系统注入新的生产要素，以调整产业部门的范围以及产业间生产能力构成。

在不存在证券市场，或证券市场不发达的情况下，产业结构增量调整主要是通过财政性拨款和银行信贷实现的。通过财政性拨款和银行信贷的增量调整方式，有利于政府确定重点

发展产业以及扶植其成长，有利于缓解产业结构中的瓶颈制约。但是，在现实生活中，这种非市场化的增量调整往往不尽人意，主要表现在两方面：（1）投资项目选择与决策具有较大的随意性和盲目性。这种增量调整非但解决不了产业结构发展问题，反而留下后遗症，给产业结构调整增加了难度。在这方面，我们已经有了许多深刻的教训。（2）投资项目的建设方面由于没有市场的硬约束，往往出现建设工期拉长，工程质量低下，工程造价偏高等问题，从而导致投资回收期长，投资还贷率低等投资资金使用效益不高的局面。这就大大削弱了增量调整的力度，降低了增量投入对产业结构调整的效果。

因此，非市场化的增量调整方式对产业结构的作用是双重的，它本身的优点中就蕴含着先天缺陷。投资有重点、上规模的特点使其有利于产业结构调整，而投资效益不尽人意的结果却使产业结构调整不力。即使撇开这一点不谈，那么随着改革以来国民收入分配格局的变化，以及银行资金来源结构的变化，这种非市场化的增量调整方式的范围和能量也必然发生变化，从而对产业结构调整的作用范围和力度有较大影响。从统计资料看，在建设资金中，国家预算内投资逐年下降，已落到10%以下，银行贷款达20%，而各种自筹资金已超过50%。同时，在银行资金来源中，据1989年的统计，银行自有资金只占8.8%，全国城乡储蓄存款却占55.8%，因而银行贷款用于风险大、回收期长的项目的余地也不大。由于这种积累体制的变化，非市场化的增量调整的范围大大收缩。根据我国当前的经济实况，财政资金只能大体支撑一些基础设施、基础产业和少数重点项目的需要。因此，通过市场直接融资的增量调整的作用将日益加强，它将成为增量调整方式中不可缺少的一个重要组成部分。

这种市场化的增量调整方式首先一个突出的特征是直接融资的筹资方式。显然，在社会游资量既定情况下，其筹资能力取决于直接融资的规模大小和信用工具多寡，而这又与证券市场的发达程度相联系的。证券市场越发达，其筹资能力越大，从而用于增量调整的资金投入越集中。在这种情况下，它同样具有财政性投资和银行贷款集中度较高的特征，在产业结构增量调整中发挥类似的作用。例如西方发达国家由于其证券市场十分发达，多数国家证券资产在其所有金融资产构成中占主导地位。美国、日本、韩国等均是证券资产大于银行资产，占金融资产总额约55%以上。这说明在这些国家中，证券化增量调整方式居主导地位。

证券化增量调整方式与非证券化增量调整方式在运作中有很大的不同。因为这种增量调整是以证券资产的形式出现的。证券资产与银行资产、财政资产不同的一个显著特征，是投资主体不同。财政资产的投资主体是政府，银行资产的投资主体是银行，而证券资产的投资主体是证券持有者。通常，投资主体要承担投资风险。财政性投资的风险是由政府承担的，银行贷款的风险则由银行承担，两者的风险承担是集中的。与此不同，证券资产的各种组合及其流动，使资产风险由众多持有者分摊，进而降低了投资的风险系数，使证券资产的风险淡化。从这一点讲，它十分有利于证券资产的发展和壮大，从而有助于产业结构的增量调整。

不仅如此。由于证券（股票）持有者承担着投资风险，因此它对投资项目要进行选择。这种投资选择对投资项目的决策具有影响力和约束力。固然，政府可以通过产业政策确定重点发展产业，甚至可以直接规定证券筹资的用途，例如发行某种具体的建设项目的债券，或者允许哪些行业中的企业向社会发行股票，但与非证券化投资决策不同，它要经过证券投资者的确认（即购买证券）。在证券市场供求关系比较均衡的情况下，某种债券或股票是否能顺利发行，实质上反映了证券投资者选择的结果。因此，在证券化增量调整过程中，投资项目的决策要考虑到筹资的可能性，这已经说明出资者对其决策的影响力和约束力了。另外，证券

的流动及其价格变动，也反映了证券持有者的选择偏好，说明证券投资者对某些产业或投资项目发展前景看好。这在很大程度上影响和制约投资项目的决策，使决策者不得不考虑出资者的意愿和预期。由于证券持有者的分散性，所以他们对某些产业和企业的偏好选择是一种“大数”选择，具有较大的选择合理性。同时，证券持有者的选择是以投资收益最大化为准则的，所以其选择也能够较好反映市场需求的变化。在这种证券持有者选择的影响和约束下，投资项目决策的随意性和盲目性将大大减弱，从而使产业结构的增量调整得以顺利进行。

证券投资的产业结构增量调整还有一个显著特点，是注重于投资资金使用效益。因此证券作为一种对未来收益的权力证书，其持有者是十分关心投资回报率的，并且他可以通过证券的买卖追求其投资收益最大化。证券市场上的交易活动实际上是一种资金再分配的活动，其分配标准是资金使用效益，所以证券市场上的资金再分配总是从资金使用效益低的企业流向资金使用效益高的企业。显然，这对于资金使用者来说是一种市场约束，迫使其设法缩短建设工期，提高工程质量，降低工程造价，以提高投资资金使用效益。在投资规模既定，且其他条件不变的情况下，投资资金使用效益的提高将加快产业结构增量调整的步伐，使增量调整尽快到位，发挥其应有的作用。目前在我国产业结构调整中，投资增量的增长并不慢，结构调整不力的主要原因之一在于投资资金使用效益低下，从而使投资存量的潜力发挥十分有限。在证券化增量调整中，这种状况可能会有所改善。

当然，在产业结构增量调整中，单单依靠证券投资是不行的。尽管证券投资在产业结构增量调整中引入了市场机制，强化了市场导向作用和投资效率，但在基础产业项目和开发风险大的新兴产业项目上，由于它本身的属性决定了其作用有限。因此，即使在证券市场高度发达的情况下，产业结构增量调整仍需要有证券投资、银行贷款和财政性投资的共同配合，互相补充。在证券市场不发达情况下，非证券化的增量调整可能更为重要。但随着证券市场的发展，证券投资的增量调整在产业结构合理化和高度化的过程中将日益发挥其重要作用。

### **证券市场中的产业结构存量调整**

产业结构调整除了增量调整方式外，还要运用存量调整方式。因为产业结构变动不仅表现为产业间生产能力构成的相对变动，而且还表现为某些产业扩张与某些产业收缩。增量调整虽然能够通过某些产业的扩张而改变产业间生产能力构成的相对状态，但它却无法导致某些产业生产能力的绝对收缩。如果那些衰退产业的生产能力不能绝对收缩，那么它将严重影响产业结构合理化和高度化。因此，产业结构调整必须要进行存量调整。

所谓存量调整是指在既定资产量的情况下，通过其在部门间的转移，以改变产业间生产能力的构成。这种存量调整通常是帮助衰退产业有秩序地收缩，使其资源顺利地转向其他高速增长产业部门。这样，一方面它可以使产业结构摆脱衰退产业的困扰，尽快地更新换代；另一方面在增量调整既定情况下，它可以加快高速增长产业部门的扩张，促进产业结构高度化。

在传统高度集中的计划体制下，所谓产业结构的“存量调整”是通过行政性“关、停、并、转”实现的。但事实上，由于“条条”分割，这种“关、停、并、转”往往是在同一行业中进行的，那些被“关、停、并、转”的企业，其资源只是在本行政系统的范围内转移和重组，极少有跨行业、跨部门的资产存量流动。因此，从严格的意义上讲，这种行政性的“关、停、并、转”是难以实现产业结构调整的。正由于如此，所以长期以来我国产业结构调整基本上是依赖于增量调整，资产存量具有明显的“凝固化”倾向，很难从一个地区流向

另一个地区，从一个部门流向另一个部门，从低效的地方流向高效的地方。而且，在这种行政性的存量调整中，资产存量是以实物形式出现的，直接表现为机器设备、工作场地、产品商标的重新调整。这种资产实物化倾向也在很大程度上影响和制约了存量调整。总之，在传统体制下，并不存在严格意义上的存量调整，更不存在产业结构存量调整机制。

然而，在一个发达的证券市场条件下，情况就将发生重大变化。因为在证券市场中，资产不再以实物形态出现，而是价值化、货币化、证券化了，这就使资产存量克服了实物化流动的障碍，便于流动起来。显然，这为产业结构存量调整创造了有利的条件。更为重要的是，资产价值化、货币化、证券化可以在保证资产所有权和使用利益不变的情况下，打破条条、块块之间的壁垒，实行各种生产要素的流动和重新组合。因为不同所有制性质、不同隶属关系的企业，可以将资产存量折成股份，以股份的形式建组成资产一体化的股份制企业。由于股份制的组织形式，其特点是各方出资入股，股东的收益按出资比例进行分配，所以它能使企业及主管部门的权益得到切实保障，隶属关系也容易淡化。

在证券市场上，产业结构存量调整通常可采取三种方式。

第一种方式是股份制企业通过自身多角化经营和发展来实现存量调整。由于股份制企业使原始财产所有权分离为投资人的股权和企业法人所有权，投资者退居股东地位，其入股资金的所有权转化为对企业拥有的股权，所以不论是自然人股东，还是法人股东，甚至是国有资产的股东，已经没有对企业直接经营的权利，也没有直接处置企业资产的权利。相反，企业作为法人，享有企业资产的充分的经营权，可以不受条条、块块的行政性约束发展多角化经营。这种跨行业、跨部门的多角化经营具有很大的灵活性，它可自动收缩那些市场不景气的产品的生产，扩大那些市场前景好的产品的生产，在企业内部就实现了资产存量的部门转移。如果大多数企业都是这样做的话，那么从产业结构的角度来看，其综合效果就是存量调整。

第二种方式是通过企业之间的参股、控股实现存量调整。在证券市场运作下，企业之间通过互相参股建立起一种横向联系。由于这种横向联系是以股权为纽带的，所以它比其他以产品、技术、销售、资金为纽带的企业横向联系，更适合于存量调整。一些产品发展前景好、效益高、实力雄厚的企业能够以控股、扩股的方式向另外的企业渗透，利用其他企业的生产能力来扩大自身发展。而另外一些企业在此横向联系过程中，作为控股公司下的一个子公司，则可以逐步调整自身的生产和经营。因此，从产业结构角度看，这是一种以股权为纽带的横向联系式的存量调整。

第三种方式是通过企业倒闭、破产实现存量调整。在一个正常运转的证券市场中，股票价格的行情大致反映了公司经营现状。因此，经营效率差的公司股票价格将下跌，从而股东纷纷抛出该公司的股票，可转让的股票便成为公司的晴雨表。如果一些企业经营不善，主要产品没有发展前景，那么它就面临倒闭和破产的危险。一旦严重亏损达到国家规定的破产标准且又无力挽回，经有关部门审查批准便宣布破产。企业破产之后，就要着手处理变卖其所有剩余财产。同时，那些产品发展有市场潜力，经营管理好的企业，则有可能收购这些倒闭、破产企业。在这一过程中，也就实现了产业结构的存量调整，使生产要素得以重新组合。

可见，通过证券市场实现产业结构存量调整，有其内在的运作机制，不失为一种较好的方式。但要实现证券市场的存量调整的作用，其前提条件必须是市场机制健全，价格变动灵敏，企业经营状况真实可靠。否则，会适得其反，不仅使存量调整难以进行，而且使原已失衡的产业结构更加扭曲，增加了结构调整的难度。

## Excerpts from the Chief Articles in This Issue

### 1. *The Effect of China's Rejoining GATT on Enterprises and Its Measures*

( Xu Xinli )

Rejoining GATT will push greatly the opening of China's economy to outside world. China will get more comparative benefits from international division of labour. Rejoining GATT will bring new opportunities for China's enterprises to expand foreign trade, introduce technology, absorb foreign investment and push forward the internationalization of business. At the same time, we should assume some obligations, do some reform to improve foreign trade system and investment environment in order to fit the international practices and measures provided for by current GATT. Therefore, the rejoining also brings pressure, competition and challenge to macro administration and enterprise operating system in China.

### 2. *Stock Market and Industry Structure Readjustment*

( Zhou Zhenhua )

Except its effect on general economy, stock market also plays an important part in industry structure readjustment in a broad sense. When stock market exists, and plays its role, the way readjusting industry structure will have some big changes, and the result of the adjustment will also improve greatly. Therefore, a problem that demands prompt solution is how to utilize the industry policy in the process of developing stock market to speed up the readjustment of industry structure in China.