

# 关于“国有股减持”理论的若干缺陷

杨 斌

(中国社会科学院 工业经济研究所,北京 100836)

**摘 要:**本文反思了从经济理论角度,探讨了国有股减持为何一度呼声很高,后来却在现实中遭遇严重挫折而被迫停止,分析了关于国有股减持的主要流行理论,如国有股“一股独大”和“全流通”理论,存在哪些缺陷并导致了同原设想相反的实践后果,未能筹集社会保障资金反而导致不稳定。本文指出依靠一次性出售国有资产,难以成为社会保障资金的长期来源,阿根廷、俄罗斯私有化加速了社会保障体系瓦解。本文还论述了中国证券市场的改革方向,怎样借鉴美国股市、公司丑闻的教训,防止泡沫投机危害促进股市稳定发展,还提出了建立国有股流通稳定基金的政策设想,主张应按经济规律促进国有股的适度流通,实现有进有出的国有资产结构优化调整。

**关键词:**国有股减持;产权结构;证券市场;社会保障

**中图分类号:**F123.11 **文献标识码:**A **文章编号:**1002-2848(2002)06-0016-08

2002 年 6 月 23 日,国务院正式决定停止执行一年前的《减持国有股筹集社会保障资金管理暂行办法》,上市公司不再通过证券市场减持国有股。这一决定正式公布后立即引起热烈反响,深、沪股市的成交量大增,股指大幅度上扬全部涨停。广大股民普遍拥护国务院的停止减持决定,报刊评论说仿佛股市上空高悬着的利剑终于落了地。人们由衷拥护停止减持正确决定的同时,不由惋惜一年来股市动荡蒙受的损失。的确,自从 2001 年 6 月国有股减持政策出台以来,短短一年中深沪股市总市值损失高达 18000 亿,平均每天的损失大约 50 个亿,倘若停止减持决定早出台一个月,或许就能挽回 1500 个亿的损失。

特别值得反思的是,众多经济学家曾一致看好国有股减持,认为是推动产权改革的重大举措,有利于建立现代企业制度,国有股全流通优化资源配置,同国际规范的市场经济接轨,消除上市公司现存的种种弊端,包括一股独大、缺乏多元监督等等,还能筹集大量的社会保障资金,扶助弱势群体维护社会稳定,俨然是有利无弊的“多赢”改革。

但是,推行国有股减持的实践效果,却并未达到原来设想的目的,甚至导致了完全相反的不利后果。“国有股减持”引起股市动荡和股民不满,非但无法按原设想筹集社会保障资金,反而导致股市信心和整体筹资功能丧失,广大中小股民蒙受惨重损失,企业股份制改造上市被迫陷入停顿,社会保障基金作为战略投资者,配售中石化 A 股被套,账面亏损 1.6 亿元,仅 2001 年前三个季度,股票交易印花税同比减少 34.7%,估计全年减少 180 亿元,各类金融机构的巨额资金被套,保险、基金陷入困境面临亏损,引起连锁反应触发金融危机的担忧。尽管众多专家称将拿出“多赢”共识,却无法摆脱“多输”的尴尬现实。这充分说明,关键并不是具体的实施细节,而是基本思路可能存在问题,应该反思其设计的基础理论依据,反思上市公司种种问题的根源何在?中国证券市场应选择怎

\* 收稿日期:2002-08-18

作者简介:杨斌(1957-),男,广东省大浦县人,中国社会科学院工业经济研究所副研究员,研究方向:企业经济学、制度经济学、经济金融安全。

样的发展方向？

## 上市公司的产权结构与代理制

关于国有股减持的流行观点认为,中国企业股份制改革的效果仍不理想,近年来上市公司经营暴露的种种问题,诸如湖北“猴王”和河南“郑百文”,根源在于国有股的“一股独大”,缺乏西方国家规范的公司治理结构,推动中国企业产权改革的方向,是通过减持国有股消除“一股独大”,从而同国际规范的市场经济接轨。有人将上市公司问题归罪于“一股独大”,将改革方向寄托于国有股减持,很大程度上是受到产权崇拜论的影响,事实证明难以解决现实存在的种种问题,还会阻碍国有企业的股份制改造进度,触发股市动荡妨碍建立社会保障制度。

当初某些经济学家批评 80 年代改革不规范,导致了企业经营的“短期行为”,没有触及到更深层次的产权问题,认为搞股份制就能完善企业经营机制,但是,80 年代国有企业的亏损面仅 10%,推广企业改制后亏损面反而更加扩大,现在股份制上市公司暴露的许多问题,诸如“蓝田”和“中科”的腐败欺诈,远远比当年的“短期行为”更为严重,这充分说明不存在“一股就灵”,产权改革也并非“灵丹妙药”。倘若不深入反思其中的原因,继续单纯围绕企业产权做文章,现存问题不仅难以解决还很可能恶化。

美国著名经济学家斯蒂格利茨,曾任世界银行前副行长兼首席经济学家,2001 年荣获了诺贝尔经济学奖。他在反思了世界各国特别是俄罗斯推行私有化的教训后指出,“经济学中没有一个神话像‘产权神话’那样在人们心目中根深蒂固,这一神话的危害在于,误导了许多转型中国家把注意力集中在产权问题上,而不是去关注在更大范围内的一系列问题”。斯蒂格利茨还指出,西方顾问前去指导前社会主义国家改革时,片面强调产权而忽略了所有权和经营权的分离,对于小规模私人业主企业,私有产权同管理职能也许是一回事,但是,对于大型股份公司、保险公司和银行来说,资本所有者几乎完全同管理职能相脱离。西方推荐的“华盛顿共识”规范改革药方,没有建议如何通过完善管理契约和代理责任制,来激励、约束和监督这些企业的经营者,而仅仅建议通过私有化来明晰产权界定,由此形成的私有产权的“自然激励机制”,仿佛这些国家的大型国有企业,可以像小型的私人业主企业一样经营,西方顾问片面强调产权而忽略完善代理制,是形成“产权神话”误导改革的重要原因。

倘若国内“猴王”和“郑百文”造假,根源确实在于国有股“一股独大”,那么减持 10% 也无法解决“一股独大”,只有效仿俄罗斯推行大规模私有化。尽管俄罗斯执行了西方推荐的规范改革,确实消除了国有股的“一股独大”,但是,并未提高效率和杜绝滥用权力现象,反而导致经济长期萧条和贫富分化,将俄罗斯变成了西方媒体所称“强盗国家”,腐败泛滥之惊人令国内相形见绌。国内酝酿国有股减持所讨论的种种方案,其实在俄罗斯都更为彻底地推行过,譬如通过证券场内、外的多种渠道,实施私有化真正大幅度减持了国有股,将部分国有股平均分配给众多中小股民,通过协议折价出售国有股给投资者,出售国有资产收入弥补预算和社会保障,但是,其结果却比中国的国有股减持,造成了更为令人失望巨大社会损失,俄罗斯政府获得的私有化收益少得可怜,不仅谈不上弥补财政预算和社会保障,反因私营企业逃税严重爆发财政危机,原来相当完善的社会保障也陷入瓦解,平均分配国有股并未给民众带来实惠,协议出售国有股更为腐败大开方便之门,折价交易背后均隐藏巨额回扣贿赂,惟一真正实现了的是国有股大幅度减持,也并未催生多元化的企业股权结构,而是形成了少数金融寡头的“一股独大”,甚至能操纵政府掠夺整个社会财富,直到灾难积累威胁到俄罗斯的生存,才迫使普京毅然发动了打击寡头运动。

中国股份制改革之所以取得较大成绩,没有出现俄罗斯私有化的灾难恶果,原因正是坚持了国有股的主导地位,为防止代理人掠夺设置了较多障碍。某一些上市公司出现“掏空资产”现象,原因并非是国有股的“一股独大”,而是分权化很容易导致代理人营私舞弊,在股份制改造和产权多元化

过程中,少数代理人利用监督机制的“松弛化”,滥用国有股、法人股赋予的经营权力,掠夺国有资产并侵犯其它股东利益。凡是出现腐败的股份企业,国有资产都遭受了严重损失,国有股不是变得更加“独大”,而是像深圳原野等股份公司那样,出现难以解释的大幅度萎缩流失。这充分说明解决问题的出路,是完善代理责任制和监督、管理机制,才能制止代理人巧钻空子滥用职权,侵犯国有股和其它所有股东的利益。事实证明,产权结构多元化的股份公司,包括非国有控股和民营的上市公司,也出现欺骗、造假掠夺股民现象,例如揭露出的银广厦、蓝田等丑闻,香港股市也因某些民营企业的欺诈曝光,触发了狂抛大陆民营企业股票板块风潮,更惊人的是有人主张效仿的美国规范公司,暴露出的安然公司、世界通信公司和华尔街丑闻,腐败严重程度远远超过不规范的国有企业,这充分说明规范的多元化产权结构制衡,也无法制止经营代理人的营私舞弊,西方现在寻找治理企业腐败犯罪的途径,也正回归到加强政府监管和完善代理制,还有被迫将失败的私有化企业重新国有化,如英国铁路曾经一度被誉为私有化的楷模,现因经营亏损、债务缠身被重新国有化。

安然、世界通信等公司的主管、董事,他们作为多元化大股东的代理人,自身也持有公司的大量股票、期权,却并未互相监督制衡而是彼此勾结,共同营私舞弊欺骗中小股东,产权多元化的规范公司治理结构,甚至无法制止违法犯罪行为,更谈不上确保代理人为股东服务,中国的中创、蓝田丑闻的主要角色,也是法人、庄家等多元化产权的代理人,称不上是非流通、独大的国有股代表,也没有相互监督、制衡维护股民利益,而是挖空心思欺骗股民谋求非法暴利。难怪 2001 - 2002 年股市动荡中,广大股民更信任国有股主导的上市公司。同私营企业或具有复杂多元化产权结构的公司相比,国有及国有控股企业更为奉公守法,能自觉纳税支持国家财政和公益事业,从这一点就可看出,国有及国有控股企业的代理人,受到较完善的代理责任制监督约束,具有较高道德水准和服务社会倾向,这乃是由公有产权的独特优势所决定的,必须发扬而不是抛弃这一自身优势,中国才能创造出优越于西方的制度模式,消除源于私有产权贪婪的种种弊端,包括千方百计绕过法规制度障碍,弄虚作假炒作泡沫欺骗中小股东,操纵媒体、政府、立法谋求私利,甚至为大发军火横财发动侵略战争等等,建立更加完善的股票市场和企业制度。

### “全流通”的理论缺陷

国有股减持遭遇挫折蒙受经济损失,同其设计思路背后的主要理论依据,尤其是广泛流行的“全流通”观点,存在着理论、政策上的缺陷有关。有人认为依照所谓规范的经济理论,只有实现了国有股的“全流通”,才能实现生产要素配置的最佳化,同国际规范的市场经济接轨。这种生产要素流通理论看似中性,其实来自西方流行的新自由主义学派,具有强烈的保守意识形态色彩。旧自由主义曾因坚持自由放任市场教条,导致了 30 年代大萧条而信誉扫地,遭到西方国家经济学界的广泛批评。但是,80 年代美、英右翼保守政党上台之后,新自由主义经济理论再次风行一时,并非获得了西方经济学界主流认可,而是出于鼓吹全球资本自由流动的需要,借助于美、英垄断媒体的大肆宣传。新自由主义再次流行二十多年来,在全球各地特别是前苏联东欧和拉美,造成了频繁的经济危机和社会灾难,现在正遭到西方著名经济学家的批判。

“全流通”主张在理论、政策上的危害性,在于全盘接受了新自由主义的市场教条,认为所有生产要素都必须自由流通,任何限制都会妨碍资源的最佳配置,似乎此乃毋庸置疑的普适经济“定律”。按照这种“全流通”逻辑推演下去,就意味着所有行业的国有企业产权,都应不受限制地进入市场自由流通,由国内、外投资者自由地进行买卖,让一切资本、资源、劳动力、商品,突破行业、地域、国界上的限制,放弃任何政府、法律和社会的约束,实现不受干预的全球范围自由流动。这意味着将改革引向危险的方向,即接受西方鼓吹的全盘经济自由化,取消商品流通的障碍实现“自由贸易”,放弃政府对资本、外汇账户的管制,服从美国倡导的“资本市场自由化”,突破所有制和战略行业的限制,实施国有企业的全面私有化,只有这样才能符合“规范的经济理论”,真正实现各种生产

要素的“全流通”。

这种“全流通”主张所隐含的基本理念,来自美国倡导的新自由主义理论,但谋求建立世界政治经济霸权的美国,它积极宣扬新自由主义的“全球化”,并非为了优化资源配置提高经济效率,促使各国增强能与其抗衡的经济实力,而是为了促进美国垄断资本的全球利益,诱导世界各国放弃主权并敞开大门,让垄断资本享有充分的全球流动自由,能够不受任何行业、地域或国界限制,随意操纵任何国家的外汇、股票市场,诱迫各国将国有企业产权进入市场交易,掌握充足做庄筹码人为哄抬或压低股价,酿造金融危机并逼迫民族企业破产,进而廉价地收购各国的国有、私有企业,控制各国的战略行业并且谋求暴利。美国积极宣扬的新自由主义理论,鼓吹所有生产要素的自由流通,是出于垄断资本谋求暴利的私欲,难怪它积极鼓吹全球资本自由流动,却从来不提全球劳动力自由流动,一旦本国的关键产业受到国际竞争威胁,就毫不犹豫地采取保护主义措施,提高关税阻止各国竞争商品的进入,制定法律禁止外国公司收购美国企业,毫不脸红地实行自由主义“双重标准”。

垄断资本为了制造舆论推行私有化,注重用貌似中性的措辞来进行包装,选择非意识形态的经济术语来加以掩饰,如向许多拉丁美洲国家兜售私有化,遇到公众反对出售国有企业的阻力时,就将私有化巧妙称为社会化、多元化,还策略地先提国有企业退出竞争性领域,削弱政府作用以获取更多施压筹码,紧接着又提出允许生产要素的“全流通”,让跨国公司自由进入收购国有企业,进而逼迫国有企业退出所有的战略行业,包括命脉行业和自然垄断公用事业,取消政府对垄断公用事业的监督、管制,以利于操纵市场谋求高额垄断利润,否则跨国公司就撤出引发经济动荡,国际金融机构也中断贷款进行制裁。许多拉丁美洲国家在利诱和胁迫之下,一步步落入了美国的新自由主义陷阱,逐渐丧失了经济主权受制于垄断资本,遭到全面掠夺最终爆发社会经济危机。令人震惊的阿根廷金融危机和社会动乱,就是落入经济陷阱惨遭蹂躏的实例。

阿根廷曾是拉美相对富庶国家之一,它拥有丰富的能源、农业自然资源,盛产谷物、牛肉大量出口世界各地,18世纪殖民地时期它的工业曾很落后,一次大战期间欧洲列强放松竞争压力,阿根廷的制造业才趁机蓬勃发展起来,二次大战之后阿根廷的工业已颇具规模,通过推动国有企业和民族工业发展,甚至能够生产喷气飞机和建造核电站,是拉美少数拥有较多中产阶级的国家,70年代生活水平接近欧洲西班牙。但是,众多阿根廷人今天禁不住由衷感伤,昔日拉美粮仓竟陷入普遍饥饿之中,城市遍地可见从垃圾中觅食的潦倒饥民,不少人曾是有体面收入的中产阶层,阿根廷究竟如何落到今天的悲惨境地呢?90年代初阿根廷受到美国的诱迫,梅内姆政府任命卡瓦洛为经济部长,他毕业于哈佛深受美国上层权贵赏识,是经精心培养的忠实新自由主义信徒,上任后开始全面推行新自由主义政策。阿根廷私有化先从竞争性制造业起步,开始受到民族主义者和失业工人抗议,政府对大规模出卖国有企业有所顾忌,后来随着跨国公司接管一个又一个行业,不断向阿根廷施压开放更多的领域,阿根廷越来越受制于人只好唯命是从,否则外资恼怒撤离就会引起经济动荡。更重要的是,腐败官员从出售国企中尝到了甜头,折价出卖资产暗中可获巨额回扣,买办利益逐渐腐蚀民族主义传统,从此私有化浪潮席卷了阿根廷全国。阿根廷是最彻底推行了私有化的国家,它不仅卖光了竞争性领域的国有企业,还几乎卖光了战略性行业的国有企业,包括开采石油、天然气资源的国有企业,通信、电力、公用事业以及核电站,甚至还有港口、码头、飞机场、火车站。倘若以西方的规范经济理论为标准,阿根廷经济改革可谓搞得最彻底,不仅消除了国有股“一股独大”,还真正实现了所有行业的国有资产,无一例外地进入市场“全流通”,惟一的遗憾是,最终“全流通”到了垄断资本的囊中,还有腐败官僚买办的海外账户。

### 国有股减持与社会保障筹资

经济学家看好减持是出于理论考虑,诸如按规范理论推动改革深入进行,消除“一股独大”和实现“全流通”,但是,政府部门却未必赞成学者的观点,政府看好减持是为筹集社会保障资金。国有

股减持酝酿过程中曾有分析认为,仅从 2001 年至 2006 年,我国社会保障基金的缺口将达 4500 多亿元,因此,通过出售部分国有资产筹集社保资金,是一件非常紧迫的任务。政府一向对出售国有资产持谨慎态度,还三令五申改革不能“一卖了之”,但筹集社会保障基金却能解决现实困难。正因如此,除了广大股民有抵触情绪之外,国有股减持曾是为多方看好的改革。令人遗憾的是,国有股减持非但未能筹集到社保资金,反而导致多方持股资产大幅度缩水,社会保障基金也被套遭受严重亏损,商业性养老、医疗保险的损失更为惨重,未能加强反而削弱了社会保障体系。

减持筹集社保资金的预期与结果反差强烈,说明其中隐含着值得反思的深层原因。80 年代改革方向突出企业经营权,通过承包责任制调动职工的积极性,尽管不少学者批评为“放权让利”,国有企业却盈利状况良好亏损面很小,职工下岗和拖欠医疗费极为罕见,但是,90 年代改革方向突出明晰产权以来,各地普遍采取了变卖国企资产的做法,国有企业却盈利状况恶化亏损面猛增,出现了大面积企业破产和职工下岗,拖欠养老金、医疗费现象普遍存在,社会保障资金的缺口也越来越大,导致了出售国企产权来弥补的呼声,但是,各地推行的种种产权改革做法,本身就造成越来越多的社会不稳定,导致更多职工下岗和社保负担加重,倘若不搞清社会不稳定加剧的根源,反思改革是否受到西方规范药方误导,继续片面强调产权思路来减持国有股,那末新的社会不稳定可能比解决的还多,国有股减持被迫喊停的尴尬就是一例,还有某个地方官员卖光了国有企业,称顺利实现了企业转制解决下岗问题,触发了群众不满和社会不稳定,私人企业优先雇佣廉价农村劳动力,结果下岗变成长期社会失业顽症。更何况,国有企业是国家财政的主要税源,无论国有资产或股权只能出卖一次,倘若减持国有股虽消除了“一股独大”,搞“全流通”卖光了全部国有资产,反而像阿根廷或俄罗斯经济改革那样,造成了更多失业人口和社会贫困,那时我们如何抵御经济危机维护社会稳定呢?

阿根廷从一个有较多中产阶级的国家,到现在陷入极度的社会经济混乱,官方统计的贫困人口甚至超过了 50%,这一结局同推行新自由主义十年来,采取错误的依靠一次性出售国有资产,来填补日趋严重的社会保障体系窟窿,无法遏制社会不稳定因素增长有关。90 年代随着梅内姆政府推行国有企业私有化,阿根廷出现了越来越多的社会不稳定迹象,国有企业被私有企业或跨国公司收购后,大批工人遭到解雇社会失业不断增长。但是,梅内姆政府将发展经济的希望寄托于外资,于是顺从了美国不断提出的苛刻要求,开放市场和私有化扩大到越来越多行业,包括战略行业、公用事业和矿产资源。梅内姆政府轻视了社会不稳定增长的苗头,认为可用私有化收入安抚失业工人。阿根廷库特拉地区盛产石油,曾经非常繁荣被称为“阿根廷的加州”。1993 年该地区的国有石油公司被私有化,导致了当地经济萧条和大量社会失业,1996 年 6 月爆发了社会动乱和绝食抗议,愤怒的失业工人堵塞了高速公路。梅内姆闻讯责怪道:“为何频频发生社会抗议和高速公路被堵?我们应该建立防止冲突的社会保障安全网”。梅内姆认为只要安抚一下失业工人,外资继续流入就会解决经济问题,此后不久他同国会议员讨论私有化时称,“形势一片大好,比以往任何时候都好”。但是,梅内姆用世界银行贷款和私有化收入,建立的社会保障和就业计划,无法维持失业工人生计消除贫困,仅提供了一些清洁工之类的低收入工作,社会公众不满未消除反而不断积累。梅内姆推行的大规模私有化,虽实现了国有资产的“全流通”,但最终流入了外国资本腰包,外资创建的新企业数量有限,主要收购阿根廷国有、私营企业。阿根廷推行新自由主义初期,首当其冲的是蓝领中下阶层,后来逐渐冲击到更多社会阶层。当初阿根廷同西方国家做交易,通过出卖国有企业和矿产资源,能够吸引跨国公司的资金流入,获得国际货币基金和世界银行贷款,保持一定经济增长并缓和社会矛盾,但是,随着阿根廷逐步卖光了自己的家底,西方垄断资本的态度越来越苛刻。2001 年爆发严重金融危机时,阿根廷已丧失了以前的谈判筹码,外资不再流入而是大量逃离,美国也拒绝继续提供贷款支持。控制阿根廷金融命脉的跨国银行,将目光从国有企业和自然资源,转向了阿根廷老百姓的存款,非法席卷了数百亿美元逃离海外。阿根廷金融危机中首当其冲的,现在轮到了中产

阶级和资产阶级,他们拥有的存款、股票损失惨重,加入街头抗议还有大批公务员,他们的工资、医疗、养老保障等,也因银行冻结存款几乎陷于中止。2002年3~4月,阿根廷每天都六万五千人,加入新增贫困人口的大军。中国学者正在争论马克思的贫困化理论已过时,阿根廷经济危机却出现了令人震惊的绝对贫困化。实践证明,阿根廷通过一次性出售国有资产,并未建立起挽救自己的社会保障网,倒是种下了全面社会动乱的祸根。

有人认为阿根廷爆发的金融危机,主要是由政府的巨额外债引起的,因此质疑中国的积极财政政策,担心政府投资和国债会导致类似危机。其实,阿根廷推行的新自由主义政策,最大限度取消了政府的经济干预,私有化程度堪称世界上最彻底的,退出了竞争性行业和社会公用事业,中止了上述领域的政府公共投资,而且还遵循了国际货币基金组织的“零赤字条件”,即政府将竭尽全力确保偿还欠西方的债务,倘若经济衰退导致政府税收下降,政府必须压缩行政和社会保障开支,也不采取财政赤字来弥补公共开支,将削减开支资金用于偿还外债的本息。既然阿根廷从不搞积极的财政政策,也退出了社会基础领域不搞公共投资,为何却背上巨额外债的包袱呢?原因恰恰在于阿根廷盲目开放,大搞国企私有化并开放战略行业,经济命脉控制权落入美国之手,不得不一步步踏入外债圈套。1980年阿根廷的外债为270亿美元,1990年阿根廷的外债为600亿美元,2001年则膨胀到1420亿美元。二十年来,阿根廷共偿还了外债本息1200亿美元,但是,外债仍膨胀到最初外债的4.5倍,仿佛落入高利贷泥潭无法自拔。美国著名经济学家斯蒂格利茨一针见血地指出,国际货币基金组织让发展中国家去地狱有四个步骤,第一步就是私有化,更准确的说是腐败化,削价出售国有资产的折扣率达10%,动辄数亿美元的项目意味着数千万美元的折扣,诱惑官僚出卖本国利益充当买办;私有化之后,第二步就是资本市场自由化,允许西方金融资本自由进出,一旦外资流出造成经济危机压力,国际货币基金组织就会要求这些国家将大幅度提高利率,经常达到30%、50%甚至80%的高利贷水平,结果打击了民族工业并耗光了国家财富。斯蒂格利茨还指出阿根廷爆发金融危机的原因,不是因为违背而恰恰是遵循了国际货币基金组织的旨意。

## 中国证券市场的改革方向

尽管实施国有股减持带来诸多负面效应,但经济学界受到某些理论框框的束缚,很少有人对根本思路进行深入反思,而是围绕着应该按市价还是折价减持,如何同社会保障挂钩等具体细节争论不休,以至于2002年1月26日,中国证监会公布了“折让配售方案及配套措施”,以及4137件征集讨论方案之后,1月28日沪深股指分别暴跌91.49点和193.96点,这表明“折价减持”仍然会打击市场和股民的信心,人们并不满意数千件之多的征集方案,难以从中看到解决问题的希望。不少经济学家看好的国有股“折价减持”,仍然遭到市场和广大股民的抵制,这说明问题并非是怎样变通减持价格,而是其根本思路在实践中行不通。有人看到证券市场上折价减持行不通,主张改为市场外通过折价协议减持,这样做存在更多的腐败隐蔽交易危险,这一点已为阿根廷和俄罗斯的教训,以及中国揭露的种种黑庄操纵丑闻证实,腐败经理、黑庄将会相互勾结趁机牟利,通过折价减持机会获得充足操纵筹码后,必将抛出套现更加强烈冲击股市坑害股民。

2002年1月,证监会公布征集方案阶段性成果后,中国股市再次徘徊于低迷不振状态,按原思路怎样冥思苦想也拿不出对策。2002年初,我在参加一次研讨会提交的论文中,曾明确提出应“尽早公开宣布国有股不减持,给广大股民吃下安心丸”,还主张增加国有资产的流通性,筹集社保资金和调整经济结构,应采取筹建“国有股流通稳定基金”的办法,而不能依靠一次性折价出售国有资产,但这种看法同流行思路相悖也未能得到重视。倘若没有基本理论和思路上的缺陷,社会各方面或许能更早达成共识,不必坐视减持效果不佳却又争论不休,及时出台停止国有股减持的正确决定,这样或许能挽回数千亿的不必要损失。

当前为了维护广大股民的利益,应贯彻今年6月国务院做出的正确决定,停止通过证券市场减

持国有股筹措社保基金,还应认真吸取前一阶段的教训,深入反思并调整国有企业改革思路。事实上,调查显示股民根本不赞成国有股减持,认为任何“减持”即使是折价出让,也会对非常脆弱的股票市场打击沉重,特别不满这一思路既没有征求广大股民的意見,也没有进行充分试点、论证吸取经验,贸然推行加剧了股市的剧烈动荡。实际上,前一时期沪深股市暴跌的过程中,国有股主导的上市公司有很强抗跌性,也表明了广大股民对国有股更为信任,对股权分散的上市公司则有更大担忧,担心它们缺乏监管更善于徇私舞弊。国有产权能将责任监督深入企业内部,比单靠外部法律能更好约束代理人,防止出现欺诈、造假和逃避纳税行为,这是社会主义和公有制的独特优势。

增加国有资产流通性的正确办法,是建立“国有股流通稳定基金”,利用掌握大量“国有股”筹码的优势,打击庄家投机炒作防止暴涨暴跌,当出现庄家哄抬股价吸筹迹象时,适当高价抛售部分国有股进入市场流通,有利于防止股民受骗盲目跟风,当出现庄家有意压打股价震仓迹象时,适当低价收购部分市场流通股,这样不仅有利于抑制股市过度投机,维护市场稳定和广大股民的利益,还能按符合股票市场规律的方式,促进国有股具有适度而非无限制的流通性,调整改善国有股结构并加强战略产业。随着整体经济和国有资产的稳定增长,将部分国有股增值的好处顺利变现,用于补充社会保障和补偿老职工,防止股市增值的好处被黑庄套空,国有股和广大股民均蒙受损失。应该指出,解决社会保障资金的正确出路,不应采取低价一次性出售资产作法,这样必然像俄罗斯私有化那样,造成政府税源匮乏成为无源之水,反而导致社会保障体系陷入瓦解。应该在确保国有资产整体增值的前提下,按经济规律随行就市地高抛低吸,将部分国有股增值好处稳步逐渐变现,才能成为社会保障资金的长期来源。

国有股有必要具备适度的流通性,以利于调整和优化国有资产结构,但要想使这种适度流通为市场接受,前提恰恰是明确放弃国有股减持,让广大股民吃下永久的“定心丸”,表明国有大股东具备经营能力和信心,促使上市公司资产价值不断增长,不会随意放弃从股市上撤离资金,还应发挥公有产权直接进入企业优势,有效监督代理人奉公守法经营,防止弄虚作假和欺诈股东行为,善于运用手中掌握的国有股筹码,打击黑庄操纵股市的种种伎俩,如编造题材或夸大、套空利好,谋取暴利后撤出资金打压股市,损害国有股及所有股东的利益。有关管理部门和国有股的控股公司,只有确保国有资产的整体不断升值,国有股持股“总体增持”的基础上,才能实现有进有出的“局部减持”,调整和优化国有资产的结构,避免冲击股市和动摇股民的信心。

若将国有股减持做为改革大方向,等于公开宣布国有股“整体减持”,运作方法却同股市黑庄完全相反。黑庄为让股市筹码流通变现牟利,不惜造假蓄意夸大经营能力,从不透露半点自己减持抛出消息,才能设下“局部增持”的骗局,最终“整体减持”牟利套出股市资金。相比之下,国有股减持仿佛是反其道而行之,大股东先宣扬自己如何不善经营,急需大量现钱安抚各方稳定局面,所以打算自我减持股份撤出资金,如果减持价格高了打折便宜点也行。毫无疑问,这种根本违反市场规律的做法,必然引起股市丧失信心陷入恐慌,导致所有投资者都蒙受巨大损失,越叫“杀价打折”越令人产生怀疑,不仅要不来钱还可能输光老本,这个道理其实非常简单,但却为流行减持观点所忽视。

实际上,许多国家的有关证券市场法律,都限制上市公司大股东抛售股票,因为正常经营需要大股东的稳定,就像民航飞机驾驶员不准有降落伞,大股东抛售往往意味着缺乏能力,很容易导致信心崩溃和股价动荡,安然公司的大股东暗中抛售股票,是要受法律制裁的违法行为。因此,国有股的“全流通”和“减持”,不应该作为国有资产改革的大方向,否则容易引起整体市场信心动摇,腐败官僚和经理制造题材打压股价,趁机廉价掠夺国有资产和广大股民,西方金融资本及所控制的传播媒体,也会趁火打劫宣扬中国的种种阴暗面,有意唱衰中国经济并打压股市,利用中国入世之机操纵金融证券市场,廉价控制中国战略产业和经济命脉。

前些时中国股市激烈动荡有多方面原因,包括监管不利和造假丑闻频出,黑庄投机炒作暴涨暴跌从中渔利,媒体宣传国有股减持动摇信心等等,必须辩证分析、调整政策、对症下药。2002年2



月 21 日,中国经营报刊登《庄家解密》一文揭露,黑庄勾结上市公司的腐败经理,证券公司甚至证监会的内线,利用 1998 年国家扩大内需的政策利好,将经济增长的好处提前透支兑现,多年哄炒股市获得巨额利润之后,早在 2001 年 6 月前已全部跑光,这是造成股市超过正常利好暴涨之后,被套空、撤走资金必然暴跌的根本原因,国有股减持和公司造假丑闻的曝光,则明显加剧了股市被套空后的暴跌。人们常为股市是否存在泡沫争论不休,支持者常常引证新经济的高科技进步,作为股价暴涨并非投机泡沫的根据。客观的说,高科技和网络经济并非凭空捏造,不应将其视为虚幻泡沫经济,金融投机家选择网络经济作为炒作题材,正是因为它具有真实的增长潜力,当金融投机家出于牟取超额利润的动机,蓄意对网络经济进行超出实际的炒作,夸大泡沫部分就转化为了超额利润。倘若只看到高科技的真实性,忽视了股市投机炒作的虚假性,并不利于高科技产业健康发展,一旦投机家获利套现泡沫崩溃,反而会扼杀其筹资潜力和发展前景,全球电信业普遍陷入困境,就是朝阳产业遭受泡沫打击的例证,美国高科技纳斯达克股指的崩溃,再次证明了股市泡沫的巨大危害。

许多经济学家认为中国股市不规范,美国市场经济才是应该效仿的榜样,那里有规范的多元化公司治理结构,还有一整套完善的股票市场运作的法规,但是,最近频频曝光的美国股票市场丑闻,以及大公司弄虚作假的腐败的黑幕,令不少主张学美国的人心里暗自犯嘀咕,榜样如此腐败到哪里找规范模式呢?的确,美国市场经济有数百年的历史,通过总结长期积累的经验教训,制定了一整套的法规制度,大公司有多元化产权治理结构,但是,由于私有产权追求最大利益的贪婪,无论制定怎样完善的法规制度,时间久了总会找到空子可钻,绕过针对以前欺诈行为的法规障碍,俗话说“不怕贼偷就怕贼惦记”,更何况,垄断财团有操纵传媒和游说议员的优势,能够按照自身利益来制定、修改法规,前些年美国盛行的种种金融市场创新,有不少就是为了绕过法规制度的障碍,绕不过法律障碍甚至不惜违法犯罪,大财团推动的一系列放松政府管制改革,废除了罗斯福时代限制投机的法规,如将商业银行与证券业分离的法律等等,这一切确保美国制度服务于资本利益,而不是从全社会角度说的规范榜样,其根源在于资本主义制度的内在矛盾,在于私有产权本身的历史局限性,无论制定多完善的法律也难以克服,因此,尽管美国市场经济有数百年历史,还有一整套证券市场的法规制度,今天美国仍然盛行徇私舞弊腐败,其实这并不足为怪。中国建立自己的证券市场 and 现代企业制度,不应盲目地把美国市场制度做为规范模式,而应辩证地剖析其内在利弊去芜存菁,珍惜社会主义和公有制的特有优势,努力创造出更好服务于全社会的新模式。

## 参考文献:

- 格雷·帕拉斯特,2001:《一个冰冷的世界:国际货币基金组织带你去地狱的四个步骤》,英国《观察家》4月。
- 罗伯特·库特纳,2002:《美国推动了阿根廷经济崩溃》,美国《波士顿环球报》1月7日。
- 齐中熙,2002:《国有股减持问题终有定论 沪深股市今日高开高走》,新华网6月24日。
- 新华网财经评论,2002:《“谁的眼泪在飞”——国有股减持阶段性成果反应激烈》1月29日。
- 杨斌,2001:《软战争 - 美国经济军事霸权挑战中国》,北京:经济管理出版社。
- 杨斌,2000:《威胁中国的隐蔽战争》,北京:经济管理出版社。
- 杨斌、韩德强,1999:《道·琼斯股指神话濒临破灭》,《当代经济科学》第3期。

(责任编辑、校对:赵西宁)



# Abstracts of Papers in English

## A Theoretical and Positivist Analysis on Securities Fraud

HAN De-zong ,CHEN Qi-huan

(School of Finance of Hangzhou Business Institute , Hangzhou 310035 ,China ;

School of Management , Shanghai Jiaotong University , Shanghai 200030 ,China)

**Abstract :** This paper , using economic and positivist analysis , studies the swindling act about information disclosure in China 's securities markets. It is concluded that if the supervision is intensified , reduced is the fraud in listing ; conversely , it is increased. When there is only one strong stock in the market , the supervision is apt to be void , thus arising persistent swindling acts in information disclosure. At this very moment , the gross cost the social public stockholders are undertaking is the sum of the agency cost without fraud and the cost resulted from fraud , which weakens the potential long - run financial capacity of those honest companies. The positivist result shows that the degree of the correlation is very poor between the penalty amount upon the cheating company and its high management and the amount of fraud they conduct. Therefore , the fairness of the penalty is open to question.

**Key Words :** securities fraud ; anticipated cost of fraud ; agency cost ; amount of conduct ; amount of penalty

## A Study of Co - integrated Relation Between China 's Stock Price Index and Macro Influencing Factors

ZHANG Wei-guo<sup>1,2</sup> ,MA Wen-xia<sup>1</sup> ,REN Jiu-quan<sup>2</sup>

(1. Research Center of Western Development , Ningxia University , Yinchuan 750002 ,China ;

2. School of Natural Science , Xi 'an Jiaotong University , Xi 'an 710049 ,China)

**Abstract :** With the theory of co - integration , this paper studies the long - run balanced relation between China 's stock price index and its macro influencing factors including JQPF , M1 , THPZL and OYPF. It breaks free from the previous researches on the models of co - integrated relation with mono - factor and the conventional multivariate linear regression. On the basis of this , it sets up a long - run equilibrium model with multi - factors , gives the quantitative measuring of each influencing factor contributing to the fluctuation of stock price index , and establishes the error - correction model.

**Key Words :** stock price index ; co - integrated relation ; error - correction model

## The Long - run Performance of Value - weighted IPOS

LI Yun-wei ,SONG Jun ,WU Chong-feng

(School of Management , Shanghai Jiaotong University , Shanghai 200030 ,China)

**Abstract :** By equal - weighted CAR , former researches on the long - run performance of Chinese IPOs have found that IPOs in Chinese stock exchanges outperform index in the three years after going public. But when using value - weighted CAR as in this paper , the long - run excess return of Chinese IPOs diminishes and even under - performs to index. Further research makes detailed discussion of this anomaly.

**Key Words :** IPO ; long - run performance ; value - weighted

## From Halting the Reduction of State Shareholding to Rethinking of Theoretical Drawbacks

YANG Bin

(Institute of Industrial Economics , CASS ,Beijing 100836 ,China)

**Abstract :** The paper discusses the shortcomings of various theories regarding the reduction of state shareholding , and explains why those theories leads to unfavorable results contrary to previous design , and points out that one - time sale of

state - owned assets can't form a stable source for social security funds. The paper also studies the orientation of China's stock market reform, and proposes that excessive turbulence in stock market similar to recent U. S. new economy bubble and corporate scandals.

**Key Words :** reduction of state shareholding ; company shareholding structure ; stock market ; social security system

## **An Efficiency Analysis on the Application of Organizational Inspiration Resources**

ZHANG Ping ,LI Yuan

(School of Management , Xi 'an Jiaotong University , Xi 'an 710049 ,China)

**Abstract :**Starting out from the overall interests of business organizations and taking the organizational inspiration resources as rare ones , this paper probes into the issue of how to inspire the staff inside an organization. It also studies the effectiveness of organizational inspiration resources and the relevant influencing factors , with the help of the economic theory on effective allocation of resources and the theory of fair inspiration in the science of organizational behavior. On the basis of this , the paper comes up with the conditions or principles on which gained are the maximum organizational inspiration motivation and maximum performance level in applying the maximum economic inspiration resources.

**Key Words :** organizational inspiration ; organizational behavior ; efficiency of inspiration resources

## **A Political Economics Analysis of SOE 's Financing Order**

YANG Xiu-yun ,LU Zheng-wei ,LI Xiao-ling

(School of Economics and Finance , Xi 'an Jiaotong University , Xi 'an 710061 ,China)

**Abstract :**Different from the classical theory of capital structure , the financing order of SOE 's in China is just inverted. This phenomenon is of profound connotation of political economics , which , in essence , has been determined by the mitigation of the financial pressure to pursue the maximization of our country 's reasons and good sense. And as such , it is a failed analysis on the governance structure if only starting out from the western mainstream theory and not considering our SOE 's financing activities in the background of transitional economy.

**Key Words :** financing order ; Schumpeter - Hicks hypotheses

## **Government Expenditure and Private Consumption**

### **——A Chinese Case Study on the Basis of an Intratemporal Substitution Model**

XIE Jian-guo ,CHEN Li-gao

(Research Institute of International Economics , Nankai University , Tianjin 300071 ,China)

**Abstract :** The increase of government expenditure promotes the private consumption just because government expenditure is of multiplier effect. This paper , by setting up an intratemporal substitution model of private consumption , analyses the relation between government expenditure and private consumption in China. The paper concludes that the Chinese government may increase the gross demand within a short period of time by means of cumulating government expenditure , but during the long - run equilibrium , government expenditure will completely crowd out the private consumption.

**Key Words :** intratemporal substitution ; government expenditure ; private consumption ; crowd - out effect

## **An Appraisal on the Competitive Advantage Period in Our Home Appliances Industry**

HAN Lu ,TANG Yuan-hu

(School of Management , Shanghai Jiaotong University , Shanghai 200030 ,China)

**Abstract :** The Competitive Advantage Period (CAP) is the sustainable time during which the business investment income exceeds the capital cost. This concept joints together effectively the theory of stock value of assessment and the theory of business competitive advantage appraisal. According to Danielson 's (1998) mode of the appraisal on the CAP , this paper surveys such a period of some listed companies in the home appliances industry , and makes a thorough probe into the correlation between the CAP and the income rate of stock - holding period and some other special phenomena.

**Key Words :** Competitive Advantage Period (CAP) ; stock value of assessment ; stock - holding period income rate