

论国有股减持及其理论缺陷

杨 斌

摘要 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”观点存在着理论上、政策上的缺陷有关。无论是经济学家看好的减持可以按规范理论推动改革深入进行，消除“一股独大”实现“全流通”；还是政府部门认为的减持可以筹集社会保障资金，都被国内外的市场实践证明是行不通甚至是适得其反的。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”。同时中国建立自己的证券市场和现代企业制度，不应盲目地把美国市场制度作为规范模式。

关键词 国有股减持；全流通；一股独大；社会保障资金；国有股流通稳定基金；理论缺陷

中图分类号 F830.91 **文献标识码** A **文章编号** 1000-4769(2002)06-0035-05

一、“全流通”理论存在的缺陷

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20世纪30年代的大萧条而信誉扫地，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20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，即接受西方鼓吹的外汇账户管制，实现美国倡导的“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。只有这样才能符合所谓“规范的经济理论”，真正实现各种生产要素“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，但是，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

作者简介 杨斌，中国社会科学院工经所副研究员，北京 100000。

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取暴利。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,却从来不提提出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,就将私有化巧妙地称为社会化、多元化,还策略地提出国有企业退出竞争性领域,以消弱政府作用获取更多施压筹码。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资本引发经济动荡,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。

二、上市公司问题与“一股独大”

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,就是要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。人们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,很大程度上正是受到产权崇拜论的影响。事实证明这种方式难以解决现实中的种种问题,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,搞不好还可能滑向隐蔽的私有化。

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。而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 and 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的“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,譬如通过证券市场内、外多种渠道,实施私有化,大幅度减持国有股,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缺口等,但是,其结果却比中国的国有股减持造成了更令人失望的社会巨大损失,真正由俄罗斯政府所得的私有化收益少得可怜,不仅谈不上弥补财政预算不足和社会保障缺口,反因私营企业逃税严重爆发财政危机,原来相当不错的社会保障陷入瓦解。平均分配国有股未给民众带来实惠,协议出售国有股更为腐败大开方便之门,折价交易的背后均隐藏着巨额回扣贿赂,惟一真正实现了的是国有股大幅度减持,却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”,以致于能够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性后果,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。在某些上市公司出现的“掏空资产”现象,原因并非国有股的“一股独大”,而是分权化本身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制企业,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,只有这样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,也有欺骗、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行为曝光,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,其腐败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。西方现正在寻找治理企业腐败犯罪回归加强政府监管和完善代理制途径,并将失败的私有化企业重新国有化,如曾经一度被誉为私有化楷模的英国铁路公司,现因经营亏损、债务缠身而被重新国有化。

同私营企业或具有复杂多元化产权结构的公司相比,我国的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,这仍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谋求私利,甚至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。

依照西方的产权理论指导国有股减持,不仅会带来巨大的社会经济损失,还可能造成更为意义深远的政治危害。我国政府确立的经济体制改革目标,是建立有中国特色的社会主义市场经济,而公有制的主导地位正是其主要特征之一。截至2001年12月,上市公司国有股与法人股占全部股本的比例,深市与沪市分别达61.86%和63.88%,股份公司产权结构中国有股所占的主导地位,是由我国经济建设和改革的历史特点所决定的,起源于社会主义的基本经济政治制度。如果将种种问题弊端归罪于这一历史特点,指望通过减持国有股消除“一股独大”,仅仅减持10%的国有股远远不够,其后还必须更大规模地出售国有股权,甚至取

消公有制的经济主导地位。一旦如此,改革就必然滑向隐蔽的私有化,最终根本改变中国的社会主义制度,重蹈俄罗斯复辟资本主义的覆辙。

三、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,国有股减持曾经是为多方看好的改革方案。但令人遗憾的是,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,就连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,社会保障体系未能加强反而削弱了。

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。20世纪80年代的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,自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弥补的呼声。但是,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,那么新增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。据报道某个地方官员卖光了国有企业,还称顺利实现了企业转制并解决了下岗问题,结果私人企业优先雇佣廉价农村劳动力,使下岗

变成长期社会失业顽症，触发了群众不满和社会不稳定。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都只能出卖一次，减持国有股虽消除了“一股独大”，但搞“全流通”卖光全部国有资产，就会像阿根廷或俄罗斯经济改革那样，造成更多失业人口，那时我们又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 50%，这一结局同推行新自由主义 10 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，从而无法遏制社会不稳定因素增长有关。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，正是最大限度地取消了政府的经济干预，其私有化程度堪称世界上最彻底的，既退出了竞争性行业和社会公用事业，也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，而不采取财政赤字来弥补公共开支，并将削减开支的资金用于偿还外债本息。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，致使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。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，更准确说是腐败化，削价出售国有资产的回报率达 10%，动辄数亿美元的项目意味着数千万美元的回扣，诱使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。

四、中国股市如何才能稳定发展

2002 年 1 月，中国证监会公布了“折价配

售方案及配套措施”，以及 4137 件征集讨论方案之后，1 月 28 日沪深股指纷纷暴跌，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，股市再次徘徊于低迷不振状态。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，给广大股民吃下定心丸”，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。但这种看法因同当时的流行思路相悖而未能得到重视。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，同时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，担心它们缺乏监管和更善于徇私舞弊。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地约束代理人，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，维护市场稳定和广大股民的利益，还能按符合股票市场规模的方式，合理促进国有股适度而非无限制的流通性，调整改善国有股权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，可将部分国有股增值的好处顺利变现，用于补充社会保障和国企老职工，防止股市增值的好处被黑庄套空，使国有股和广大股民蒙受损失。应该指出，解决社会保障资

金的正确出路，不应是采取低价一次性出售资产的作法，这样必然像俄罗斯私有化那样，造成政府税源匮乏，导致社会保障体系陷入瓦解。而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，将部分国有股增值的好处稳步变现，使之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，不仅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，运用手中掌握的国有股筹码，打击黑庄操纵股市。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，即国家持股“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结构，避免冲击股市和动摇股民信心。

倘若将国有股减持作为改革大方向，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，往往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，也只有这样才能设下“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。通过“国有股流通稳定基金”，阻止黑庄操纵股市谋求暴利的行径，不仅能维护股市稳定和广大股民的利益，还能改善宏观经济环境防范金融危机，确保政府宏观经济政策充分发挥效果。实际上，许多

国家的有关证券市场法律，都限制上市公司的大股东抛售股票，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。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的信心动摇，给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以机会。同时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。

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 200 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，大公司也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，绕不过则不惜违法犯罪。大财团推动的一系列放松政府管制的改革，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，这一切确保了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。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作为规范模式，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，努力创造出更好的服务于全社会的新模式。

(责任编辑：张 琦)