

自生能力与我国当前资本市场的建设

林毅夫*

摘要 本文分析了中国资本市场的一些独特现象,回顾了国内学术界关于资本市场问题的一些代表性观点,并指出这些观点所存在的不足。作者认为,上市的国有企业普遍缺乏自生能力,从而不能够获得正常利润,是资本市场诸多问题的根源。作者在一个统一的框架下进一步分析了国有企业、自生能力和资本市场的关系,并提出了资本市场改革的政策建议。

关键词 自生能力,国有企业,资本市场

一、当前资本市场的一些现象和问题

中国内地正规的股票市场,是1990年和1991年先后在上海和深圳建立起来的,建立股票市场的初衷主要是为国有企业改革创造条件。当时的理论界认为,我国国有企业的主要问题是所有者缺位。而国有企业上市后,散户持有上市企业的股票。这些散户都是用自己的资金来购买股票,应该会关心自己资产的保值增值,因此他们会积极地监督上市公司的行为,改善国有企业的公司治理问题。上市企业的经济绩效应当会有所改善,国家作为企业的大股东可以因此而搭乘散户的便车,解决国有企业所有者缺位和公司治理的问题。

但是,国有企业上市后的普遍情形是“一年绩优,二年绩平,三年绩差”。在上海上市的第一批67家公司的股票现在基本都已成了垃圾股。根据笔者的一项计量研究表明,一个公司在上市五年之后各种绩效指标和没有上市的国有企业没有两样。实际上,散户一般不关心一家上市公司的经营状况,也不长期持有一家公司的股票。中国股市的换手率非常高,有文章统计(高潮生,2002)1994—2001的8年间,我国沪深股市的平均换手率为504.7%,相当于一年换手5次。表1对世界主要股票市场的换手率做了统计,在一个国际比较的背景下,可以发现中国沪深股市的换手率远远高于其他股票市场。在频频的换手中,散户只在乎股票价格的涨跌,也就是说他们购买股票的主要目的是投机。中国国际金融公司的徐小年博士做的一项统计分析的结果也印证了上述判断(许小年,2001),按他的研究,美国股票市场的投机成分大约为15%—20%,中国股市的投机成分则超过60%。

* 北京大学和香港科技大学。通讯地址:北京大学中国经济研究中心,100871;电话:(010)62757375; E-mail: jlin@ccer.pku.edu.cn。感谢李志贇和郭国栋同学在整理这篇文章所提供的帮助。

表1 世界主要股票市场换手率统计,1994—2001

单位:%

| | 上海 | 深圳 | 台湾地区 | 纽约 | 东京 | 韩国 | 伦敦 | 香港 | 泰国 | 新加坡 |
|------|------|------|------|----|----|-----|----|----|----|-----|
| 1994 | 1135 | 584 | 366 | 53 | 25 | 174 | 77 | 40 | 63 | 28 |
| 1995 | 366 | 255 | 228 | 59 | 27 | 105 | 78 | 37 | 40 | 18 |
| 1996 | 228 | 1350 | 243 | 52 | 27 | 91 | 58 | 44 | 30 | 14 |
| 1997 | 243 | 817 | 407 | 66 | 33 | 146 | 44 | 91 | 50 | 56 |
| 1998 | 407 | 407 | 314 | 70 | 34 | 207 | 47 | 62 | 69 | 64 |
| 1999 | 314 | 425 | 289 | 75 | 49 | 345 | 57 | 51 | 78 | 75 |
| 2000 | 289 | 509 | 259 | 88 | 59 | 243 | 69 | 61 | 55 | 59 |
| 2001 | 449 | 483 | 207 | 87 | 60 | 219 | 84 | 44 | 91 | 59 |

数据来源:中国证券期货统计年鉴(2002),World Federation of Exchanges 网页。

后来理论界又认为中国的股票市场出现投机之风盛行的原因在于散户所持有的股票比例太少。如果一个散户去监督国有企业的经营,他必须自己付出所有的监督成本,但仅能分到很小一部分由他的监督所增加的收益,因此散户不会有激励去监督国有上市公司的经营。理论界进而认为,国外股票市场投机成分较少是因为国外的上市公司的股票多为基金持有。基金拥有专业的投资分析员可以较好地分析每个上市企业经营的好坏。一旦一个基金认为某个上市企业经营绩效好,就会购买这个企业的很大一部分股票,并且会长期持有该企业的股票,由于占有该公司股权的比例较高,基金就会有激励、也有能力去监督企业的经营状况。在这种理论的影响下,我国在1998年引进基金,试图改变中国股票市场投机之风过甚的状况。然而实际的情形却异于原来的预期。引进基金并未能减少股票市场的投机之风,更有甚者,还出现基金利用拥有大量资金的优势在股票市场上坐庄,操纵股票市场的行情。

有股票市场就会有投机,这是合法的,但是,操纵股票市场在任何一个国家都是违法的,然而我国政府对于基金的操纵行为却是只能睁一只眼闭一只眼,无法进行有效监督和管理。

二、对于目前中国股票市场问题的几种解释

为何我国股票市场的问题层出不穷,许多在国外行之有效的办法,在国内推行的结果却事与愿违,国内理论界目前有两种不同的解释:

一种是国有股一股独大说。我国的上市公司中有70%的股票是国家拥有,而且不流通。有些研究者认为正是我国上市公司国有股一股独大,散户和基金对公司的经营战略和人事任免没有任何影响力,因此不能、也不会去监督公司的经营,才造成了我国股票市场上目前的混乱局面。如果这个说法是正确的,国有股减持可以改善公司的治理,公司的价值应该会提高,那么,国有股减持应该是利好消息。可是,国有股减持的消息才一出,股市就立即崩盘。

另一种是监管不严说。持有这种看法的学者认为,我国股票市场的问题

在于监管不严。确实我国股票市场存在很多监管的问题，如郑百文，银广夏、中科等等皆是大家熟悉的例子。金融市场由于具有信息不对称、激励不相容和责任不对等的先天特性，如果没有严格的监管，必然会出现许多道德风险的问题。如美国的华尔街，既有行业的自律，又有联邦专业机构的监管，体制不可谓不完备，但是，还不能避免出现安然公司那样的大案件。何况是我国这样的处于转型经济中的股票市场。我国政府自然知道股票市场监管的重要性，实际上，我国的证监会也一再强调要加强监管，但是，总是雷声大、雨点小，任何的监管方案都很难执行下去，“非不为也，实不能也”。到底何种原因使股市的监管难于落实下去，这才是问题的症结所在。

三、自生能力和国有企业的问题

我国改革二十多年来，出现了许多有趣的现象。不少改革方案是按现有的主流经济学的理论或发达国家行之有效的经验作为依据来制定的。但是，这样的政策经常要么执行不下去，要么执行以后得到的结果与政策设计所预期达到的目标正好相反。

出现上述现象的原因其实在于现有的主流经济学理论是建立在一个所有的企业都具有自生能力的暗含前提上。我所谓的“自生能力”的定义是“在一个开放、竞争的市场中，一个有着正常管理的企业，具有不必依靠政府的扶持或保护，就能够获得市场上投资者可以接受的预期利润率的能力。”根据这个定义，一个不具有自生能力的企业只有在政府的保护和扶持下才有可能建立起来和继续经营下去（林毅夫，2002a、b）。

主流经济学的理论建立在这个暗含前提上是合理的，因为在发达的市场经济中一个具有正常管理的企业如果在开放、竞争的市场中，大家不认为它具有获得社会上可以接受的预期利润率的能力，就不会有人去投资；即使因为错误的决策而投了资，投资者也会“以脚投票”而使这家企业无法继续存在下去。因此，存在的企业必然是有自生能力的，以企业具有自生能力为暗含前提来研究发达的市场经济国家的企业问题是合适的，而发达国家许多行之有效的制度安排也是建立在这样性质的企业基础上的。在企业具有自生能力的前提下，如果一个企业不能获得可以接受的利润率，那么肯定是因为公司治理或产权结构的问题而使这家企业缺乏正常的管理。所以，要改进一家企业的盈利状况，就必须从可能影响一家企业管理的公司治理和产权安排入手。

但是在中国以及许多转型中国家，甚至许多发展中国家，企业具有自生能力的前提未必能满足，一个有正常管理的企业，在开放竞争的市场中未必就具有获得可以接受的正常利润率的能力。

一个企业是否具有自生能力视其产业、产品、技术选择是否和这个经济的要素禀赋结构所决定的比较优势一致而定。如果不一致，在一个开放、竞

争的市场中,这个企业即使有很好的管理也不能获得可以接受的利润率,这样的企业只有在国家的保护和补贴下才能存在。

我们知道,我国的许多大型国有企业主要是超英赶美的产物。在建国后,为了尽快赶上发达国家,我国领导人采取了重工业优先发展的赶超战略,建立了许多的资本密集型企业。然而我国是个资本极端稀缺、劳动力相对丰富的国家,这些资本密集型企业,因为其所在的产业、所用的技术、所生产的产品不符合我国的比较优势,在开放的市场中,不能和资本相对丰富的发达国家的产品竞争,而无法生存。为了把这样的企业建立起来,我国政府采取了一系列的措施,如压低利率、汇率、工资、原材料价格,并用计划的形式把稀缺的资金、外汇、原材料等配置给这些企业,同时,给予这些企业在市场上垄断地位以提高产品的价格。改革前靠这些“计划经济”的手段,没有自生能力的国有企业才得以建立起来。我把由于国家的发展战略而使建立起来的企业缺乏自生能力,需要政府的保护、扶持才能生存的情形称为企业的战略性负担。

除了自生能力的问题之外,改革前我国政府在重工业部门的投资很多,但是,创造的就业机会很少,因此,经常把一个工作岗位分给三个、五个人来做,企业有不少冗员。同时,推行的是低工资制度,工人的工资中并没有养老金的成分,职工退休后的养老由财政拨款经由企业发放。当时,养冗员和退休职工这种社会性政策负担,由于是实行统收统支而对企业来说仅是隐性的负担。

养冗员和退休职工的责任,在统收统支的制度经过1983年的“利改税”的改革后,逐渐由企业自己承担起来,这部分负担也就由隐性变为显性。同时,随着改革、开放的进程,外资企业和民营企业的进入,市场竞争不断加剧,国有企业不具有自生能力的问题也逐渐显性化。养冗员和退休职工的社会性负担和企业不具自生能力的战略性负担,共同形成了国有企业的政策性负担,对于政策性负担所形成的亏损,政府负有无可旁贷的责任,必须给予优惠或补贴来补偿。由于信息不对称和激励不相容,承担有政策性负担的国有企业有激励将经营性亏损也说成是政策性亏损,向国家多要多拿。而政府官员批准给予国有企业的优惠、补贴是国家的钱,一个愿打、一个愿挨,于是产生了国有企业的预算软约束的现象。在企业可以不断向政府要优惠、要补贴的情况下,政企就难于分开,道德风险、腐败、贪污、经营效率低下等问题也就难于根治(林毅夫、蔡昉、李周1997)。

四、自生能力问题与资本市场的一些现象

我国的股票市场是作为国有企业改革的一项措施在1991年建立起来的。国有企业上市前普遍存在社会性负担和战略性负担。虽然为了上市,国有控股母会把冗员和养老等问题从要上市的子公司剥离,由母公司承担起来。但不少上市的子公司缺乏自生能力的战略性负担问题并未解决,在竞争性的

市场中，即使有正常的管理但不具有获得市场上可以接受的预期利润能力的问题仍然存在，这样的企业也就没有持续给股东分得高到值得长期持股的红利的能力。而且，即使从母公司剥离出来上市的子公司所在的行业是符合我国的比较优势，其母公司仍然普遍是不符合我国的比较优势而缺乏自生能力的公司。母公司所以愿意为这样的子公司承担社会性负担，并花大量的资金为其包装上市，目的不只在按股权比例分配这家上市子公司的盈利。因为上市公司作为母公司的全资子公司，既没有花费大量的上市费用，也没有和其他股东分享这家公司的盈利，所以，母公司大量非法挪用上市子公司在股市上融来的资金和经营收益，或是干脆将上市子公司作为母公司在股市融资的手段，也就不足为奇。

正是由于上市公司普遍不能获得正常利润，或是即使能，其母公司也不愿意分给股民高于银行利率的红利。前面提到的高潮生的文章中也发现，道中 88 蓝筹股在 2001 年的股息，按 2002 年 1 月 31 日的股价计算，股息率仅有 0.75%，居于全球、欧洲、亚太股市之尾，仅略高于活期存款利率 0.72%，甚至不及三个月短期储蓄利率 1.71% 的一半。如果以 2001 年 6 月股市峰值计算，股息率仅有 0.5%。道中 88 只包括蓝筹股，如果把中小型股票也包括在内，股息率还会更低。面对中国股市中的现金股息率实际上只具有象征性意义的现实，股民就不可能靠长期持有股票，只能靠短期的投机来获利。基金也面临同样的问题，但基金拥有巨额的资金，上市公司流通的股份比例又小，这给了基金操纵股市价格以获取非法暴利的机会。流通股的比例越小，基金操纵股市价格的能力就越高。国有股若减持，流通股的比例增加，对基金来说就成了利坏的消息。因此，国有股减持的政策一出台，股票市场的价格纷纷下跌。

由于上市公司普遍因为自己的原因或是母公司的原因而无法长期持续分派有意义的红利，这样的公司本来就不应该上市或是上市后就该摘牌。可是法不责众，监管也就只能是雷声大雨点小。在监管不严的情况下上市公司自己，或是上市公司的母公司的各种不法行为也就见怪不怪了。

五、资本市场的改革思路

一个现代化的市场经济不能没有一个现代化的金融体系，资本市场是现代金融体系的一个重要组成部分，完善股票市场对我国的市场制度建设至关重要。

由于金融交易天生的信息不对称和责任不对等的问题特别严重，没有严格的监管，金融市场就特别容易出现道德风险的问题。加强股票市场的监管确实是个关键问题。但是，如果绝大多数的上市公司不具有自生能力，或是其母公司还具有社会性或战略性政策负担，股票市场就只能作为这些公司圈钱的工具，要加强股市的监管将如缘木求鱼。

解决我国当前股票市场问题的治本之道在于按照剥离社会性和战略性政策负担的思路，对上市公司，包括其母公司进行改革，使其具有自生能力，

只要正常经营就可以预期这些企业能够获得正常的利润率¹；同时，让更多具有自生能力的非国有企业，包括民营和三资企业上市。这样监管部门才有可能真正进行有效监管，散户和基金也才能够长期持有股票获得投资回报。股票市场上的过度投机、炒作的情形才能改善，散户和基金也才会真正关心上市公司的经营和管理。惟有这样，股票市场才有可能为上市公司的治理、为资金的有效配置、为我国的经济发展做出应有的贡献。

参 考 文 献

- [1] 高潮生,“破解股市迷思”,《财经》,2002年7月20日,第35—55页。
- [2] 林毅夫,“发展战略、自生能力与经济收敛”,《经济学季刊》,2002(a)年第1卷第2期,第269—300页。
- [3] 林毅夫,“自生能力、经济转型与对新古典经济学的反思”,《经济研究》,2002(b)年第12期,第15—24页。
- [4] 林毅夫,“关于中国股市的四个问题”,北京大学中国经济研究中心简报,2001年第07期。
- [5] 林毅夫、蔡昉、李周,《充分信息与国有企业改革》。上海:上海三联书店、上海人民出版社,1997。
- [6] 林毅夫、李永军、路磊,“中国金融体制改革的回顾和展望”,北京大学中国经济研究中心内部讨论稿,NO. C2000005,2000年4月。
- [7] 许小年,“发展有效率的资本市场”,《中国证券报》,2001年2月15日。
- [8] 《中国证券期货统计年鉴(2002)》。
- [9] Lin, Justin Yifu, Cai, Fang and Li, Zhou, “Competition, Policy Burdens, and State-Owned Enterprises Reform”, *America Economic Review*, 1998, 88, 422—427.
- [10] Lin, Justin Yifu and Tan, Guofu, “Policy Burdens, Accountability, and Soft Budget Constraint”, *America Economic Review*, 1999, 89, 426—431.
- [11] World Federation of Exchanges: <http://www.world-exchanges.org/>.

Viability and the Development of China's Capital Markets

JUSTIN YIFU LIN

(*Peking University and Hong Kong University of Science and Technology*)

Abstract The paper analyzes the abnormal phenomena in China's capital markets and provides a critical review of the existing hypotheses about the phenomena. The paper argues that the lack of “viability” among most of the listed SOEs is the primary cause of the problems in China's capital markets. The paper also applies a consistent framework to analyze the relationship among viability, SOEs and the capital markets, and makes some policy proposals for improving China's capital markets.

JEL Classification G10, G15, P52

¹ 关于剥离社会性和战略性政策负担的具体政策建议,详见林毅夫、蔡昉、李周(1997)。