

中国证券市场的八个神话和值得乐观的理由

英国皇家国际事务研究所亚洲部主任 Stephen Green^{*}

北京大学经济学院 蔡玮菁 译

摘要

中国大陆的证券市场正在逐渐开放。中国证券市场自从 1986 年开始发展以来，已引起了外国投资者浓厚的兴趣。然而随着 2002 年底传出消息，外国投资者最终将被允许进行 A 股交易与购买上市公司的控制权，他们开始更认真地考虑投资这个市场。那么，这究竟是一个怎样的市场呢？它的规模有多大？它是否在经济中扮演了重要的角色？它是否反映了中国经济的强弱？它是否提高了资本配置的效率？它受中国个人和机构投资者的欢迎吗？上市公司的情况如何，它们是否有所改进？证券市场是推动了私有化进程，还是只是国企的拙劣的融资手段？而且在 2003 年 1 月市场滑至三年来的低谷后，它将用什么来推动股价和改进监管质量？

本文试图通过分析经常被宣扬的有关中国证券市场的八个神话来回答这些问题。

神话一：中国证券市场成长得异常迅速，发展得异常壮大。以其发展速度来看，监管不严是合情合理的。

现实一：与中国整体经济规模和亚洲地区的其它市场相比，中国证券市场的规模仍是比较小的。其监管问题可由一些与其发展速度无关的因素来解释。

神话二：对上市公司来说，首次公开发行（IPO）作为筹资的重要渠道，现在已经变得和银行一样重要。

现实二：IPO 仍然只是产业资金的一个次要来源，银行还是处于主导地位。

神话三：证券市场能够比银行（特别是国有银行）更有效地配置资本。

现实三：准入障碍意味着，就配置资本的效率来看，证券市场的资本配置效率很可能并不比银行强。

神话四：把国企改制为股份制企业并使之上市能够提升该企业的绩效。股东、董事会和中国证监会的监管——所有这些有效的西方企业的制度——能够产生正向的激励作用，进而使上市企业取得更好的绩效。

现实四：虽然股份制结构对使管理权和所有权分离而言是一个很好的策略，

^{*} 本报告由英国皇家国际事务研究所与剑桥大学国际研究中心合作组织的中国项目组于 2003 年 2 月发布。报告由皇家国际事务研究所亚洲项目部主任 Stephen Green 执笔。Green 先生先后获剑桥大学、伦敦经济学院学士和博士学位，其主要著作有《中国股票市场：进程、参与者与前景》、《股权政治：1984—2002 年中国股市发展》、《私有化：中国股市与产业改革的新趋势》。译者在征得作者同意后在翻译时对个别词句进行了修改。

但这在实践中却常常不奏效。重组国企并使其上市给企业的治理结构带来了新的难题：行政官员依然插手企业经营，资产剥离更为便利，企业的软预算约束并未得到控制。

神话五：中国证券市场是以小规模的个人投资者为主导的。这些数量极多的个人投资者的持股时间通常少于一个月，这正是换手率居高不下和股价频繁波动的原因。

现实五：个人投资者只占了很小一部分。大多数的个人户头是空户，或者已经被弃用，或者是由机构投资者非法开立的。

神话六：市场缺乏机构投资者。分析人士认为更多的机构投资者对市场成熟至关重要。

现实六：尽管原则上这是一个明智的建议，但事实上市场已经被机构投资者所主导。这就是那些未经正式注册的基金经理们。促进中国证券市场成熟的关键是改进上市公司与交易管理机构的质量。

神话七：上市公司可以从地方政府得到政治庇护。这些大量的政治控制意味着监管的改进几乎是不可能的。

现实七：随着政策优先权的改变，民营化日益提上议程，高层领导受到巨大的压力，促使其去改变中国证券市场运作方式。中央政府将会对改进监管表现出越来越浓厚的兴趣。

神话八：中国证券市场并非私有化的一种途径。只有很小一部分的股票卖给了公众，剩下的都掌握在国家手里。

现实八：这种说法在 1990 年代的大多数时间都是正确的，但随着国有股收购市场的发展，其也在迅速变成一个神话。私有企业十分钟情于通过购买国有股间接上市。

中国证券市场的八个神话和值得乐观的理由

英国皇家国际事务研究所亚洲部主任 Stephen Green

神话一：中国证券市场是一个大市场

中国证券市场的崛起之所以引人注目，不仅因为它的奇特性，还因为这个市场在如此短的时间里取得的规模。上海和深圳两个证券交易所在 1990 年 12 月正式营业。在此前四年，上海已开始了柜台交易。到 2001 年，官方宣称中国证券市场已成为亚洲第二大市场。表一是截至 2001 年底世界上最大的股票市场的资料。中国官方宣布的股票市值是 4.3 万亿元（5240 亿美元），排名第八位，这对于一个只有十五年历史的市场来说是很了不起的成绩。到 2002 年底，官方宣布的市值为 3.8 万亿元（4580 亿美元），缩水 14%。

表一：2001 年底世界证券市场市值（10 亿美元）

国家	市场股本
美国	13810
日本	2252
英国	2217
法国	1174
德国	1072
加拿大	701
意大利	527
中国	524
瑞士	521
香港	506

资料来源：Standard and Poor's

不幸的是，中国官方宣布的股票市值有待置疑，原因是它包含了不可流通和不可交易的国家股和法人股。1992 年，国务院规定了三种不同的股票类型以防止国有企业的大规模私有化。从那时起，只要国企被改制成股份制企业，就要发行这三种类型的股票。

——大约三分之一的股票被公开发行，并在交易所被个人和机构投资者自由交易。这些股票叫做个人股。

——大约三分之一的股票是国家股。它们的最终所有人是国务院，其目前由财政部机构持有（理所当然也由其管理）。国家股不可以上市，也不能交易，其转让需经过多重行政批准。

——剩下的三分之一是法人股。它们在公开发行之前就被分配给了对改组该企业有资本贡献的其它国企，大多数是其它控股公司、非银行金融机构和至少有

一个非国家股东的国企。虽然法人股可以被交易，但是不能在证券交易所交易。

表二是截至 2001 年底所有上市公司股权结构情况。国家股和法人股占了大多数。个人股（私人持有的可流通股）只占很小一部分。这种状况从 1992 年就一直存在，并且没有改变的迹象。这种现象方便了股权集中在国家和法人股东手中，这将在下文进一步分析。

表二：2001 年底上市公司的资本结构（%）

股票种类	占总股本的百分比
国家股	37
法人股	26
其它	2
A 股	26
B 股	5
H 股	4

资料来源：《中国证券期货统计年鉴》（2002）

当计算上市股票市值时，国家股和法人股不应该被算进去：市值显然只应包括在市场中的那部分股票。既然股票不能交易，它们就不能看成具有价格，更不能说是市场价格。官方计算市值时这些都被包括在内了。事实上，那些非流通股的定价已被大幅打折，通常只有流通股价格的十分之一。

如果根据流通股来估计中国证券市场规模的话，到 2001 年底只有 1.4 万亿元（170 亿美元），到 2002 年底是 1.2 万亿元（1450 亿美元）。在 2001 年世界股市排名中居第二十位，在巴西、芬兰、阿根廷和台湾之后。当你注意到在 2001 年底中国证券市场规模只有美国市场的 1.2% 时，你应该会别有所思。

然而，这些给人印象并不深刻的数字并不能抹杀中国所取得的成绩。一般而言，无论哪儿的成功的证券市场的发展，都应该和低通胀、具有保护小投资者的法律框架和颇具规模的机构投资者的存在紧密相关。但中国市场不具备这些条件，他们不得不面对两次两位数的通货膨胀（分别发生在 1988 年和 1992 年），稀少的机构投资者，还有不健全的法规。中国证券市场能取得这样的成绩尤其难能可贵。

神话二：证券市场已经取代银行成为中国产业融资的最主要的来源

另一个常见的误解是，中国证券市场在规模和重要性上和国有银行是旗鼓相当的。看看媒体对股市的铺天盖地的报道和高层领导人对股价的关注就知道这样的理解情有可原。一些改革家支持快速发展证券市场的观点，他们认为当银行有一大堆坏帐等着解决（这从 1990 年代末开始就限制了银行的贷款能力）时，证券市场是一个为国家产业融资的源泉。然而，不管是对中国整个国民经济来说，

还是对银行的融资数量来说，证券市场还是相对较小的。

表三是 2001 年底亚洲主要证券市场市值与以 GDP（按市场汇率计算）衡量的国家经济规模的比值。美国证券市场（纽约股票交易所和纳斯达克市场）作为世界上最发达的证券市场，2001 年底总市值达到了 13.4 万亿美元，与 GDP 的比率为 130%。香港股市市值与 GDP 比率为 300%。马来西亚和新加坡市场也显示出其对各自经济的重要性。然而，如果以流通值来衡量，中国证券市场市值与 GDP 的比率只有 17%，和印度尼西亚一起排在了亚洲的最后。大多数的亚洲国家是在 1950 年代或 1960 年代发展证券市场的，所以这个排名并不让人感到惊讶。但是当中国证券市场在绝对值上已经超过了东欧的大多数市场时，它在与各自国家经济的比率上却拉下了一大截。这一点很重要，因为东欧的市场几乎和中国市场同时建立。2001 年底匈牙利股市市值与 GDP 比率为 34%，捷克共和国为 25%，俄罗斯也达 25%（其当时市值是 760 美元）。

表三：2001 年底亚洲最大的证券市场（10 亿美元）

国家	市值	GDP	市值与 GDP 之比
日本	2252	4146	54%
中国（1）	524	1159	45%
香港	506	162	312%
台湾	293	282	104%
韩国	220	422	52%
中国（2）	170	1159	17%
马来西亚	120	88	136%
新加坡	117	86	136%
菲律宾	42	—	—
印尼	23	145	16%

注：中国(1)按官方市值计算；中国(2)按流通市值计算。

资料来源：Standard and Poor's; Economist Intelligence Unit.

在 1990 年代，证券市场对中国公司的重要性不断增长，至少对原先的国企来说是这样的。然而，就融资而言，中国的企业在更大程度上还是依赖于银行。在 2001 年，企业通过发行股票筹集资金为 1180 亿元（140 亿美元），而从银行借到的资金为 1.3 万亿元。换言之，从股票市场筹集到的资本只占了从银行筹集到的十分之一。

2002 年的数字显示，证券市场作为资本源泉的角色正在慢慢弱化。首次公开发行和配股只筹集到资金 739 亿元(89 亿美元)，比上一年减少了 30%。相反，银行在 2002 年 1—9 月期间的融资上升了 55%，达到了 1.4 万亿元（1700 亿美元）。就全年看，证券市场只提供了企业融资的 5%。

神话三：中国的证券市场比银行更有效地配置资本

证券市场被认为在资本配置效率上更胜一筹。证券市场使得借款者和投资者不用通过银行中介就能达成交易。股票价格被认为是最残酷也是最透明的企业估值的方法。在那些金融系统为银行主导的国家里（多数亚洲国家均如此），发展资本市场以引入更激烈的竞争和提供更多的选择，被认为是有效的政策。

然而，证券市场并不自动地有效配置资本。证券市场能够具有这样的功能需要满足一些条件。首先，企业之间在争夺资本方面必须是自由竞争的。其次，一套包括可靠的会计师、律师、承销商、记者、甚至股票分析家在内的软设施必须能提供上市公司的信息。这样的基础设施一直是新兴场所缺乏的。这就是为何一些经济学家（如斯蒂格里茨等）建议，应等到新兴市场发展的到后期阶段再建立证券市场。第三，金融体系的其它领域也必须是有效率的，这一点也极其重要。银行和债券市场需要与证券市场就争夺家庭积蓄展开竞争。

上述三个条件没有一个在中国存在。首要的一点是，中国证券市场的关键功能是为那些原国企融资。市场准入门槛已被控制，以便支持这些企业。然而，这些企业似乎是最不应该得到这些资本的。Gray Jefferson 和他的同事们计算了不同类型企业在近几年的生产能力。要准确度测中国企业的生产能力是相对困难的，特别是当牵涉到不同类型的企业时，原因在于资料经常得不到，或是并不可靠。然而，Jefferson 的调查结果还是很有意思。当国企状况并不怎么样时，股份公司——上市公司都属于这一范围——似乎更糟，就像表四所显示的那样。在 1993-1996 年间，上市企业的全要素生产率每年下降幅度为 8%。换句话说，它们在使用资源方面非常低效，这是其在浪费可利用资源的一个标志。非国企的表现最好：在 1988-1996 年间保持了正的生产率增长。但是政府却极力在它们通往证券市场融资的道路上设置障碍。在 2001 年底的 1160 家上市公司中，只有 57 家是获得本属于自己的上市资格的非国企。

表四：1988-1996 年全要素生产率年均增长情况（%）

	国企	集体企业	外商投资企业	股份公司	其它
1988—92	2.11	3.13	1.11	—	2.11
1993—96	-2.91	0.43	-3.14	-7.96	0.64

资料来源：Jefferson et al.2000

第二，证券市场的基础软设施还没有到位，虽然自 1999 年以来这方面已经有了很大的进步。承销商、记者和会计师们经常被买通，且他们这样做几乎没有有什么阻碍。但现在如果他们再这样干的话，将面临着法律起诉，这在几年前还闻

所未闻。截止 2002 年 8 月，有 80 多起案件被法院认定为证券犯罪。另外，中国还没有独立的媒体，这意味着对腐败调查的力度还很有限。尽管如此，诸如《财经》这样的杂志也在努力提升质量，在犯罪调查和督促中国证监会进行调查方面起了一定的作用。

第三，中国金融系统的其它部门只是进行了部分的改革，这减少了投资股票的激励。利率是被行政控制的，且一直保持在一个低水平，从而可使国企获得便宜的借款。公司债券市场依然极小，只有不到 20 个债券上市。资本帐户仍然受控制，这使资本不能轻易离境。

在 1990 年代，由于其它选择太少，家庭、企业和政府机构开始成为股票市场的狂热投机者。这些因素，加上上市公司数目有限，造成股价被人为地定在较高的水平。且看看一个简单的评估指针：市盈率（P/E），即股价除以每股盈利。西方市场的市盈率通常在 10 倍到 20 倍之间浮动。中国大陆市场的市盈率在 1990 年代在 40 以上，最近虽然有所下降，但是仍保持在一个很高的水平，这和西方市场形成了一个鲜明的对比。

神话四：重组和上市对国企绩效的影响是正面的

国企是没有真正的所有者的。事实上，没有一个人或团体曾拥有对国企的控制，也不能对这些企业的收入提出要求，也无法单方面转移收入。从各种意义上看，产权已通过整个官僚机构稀释得不存在了。因为给国企的预算资金事实上是免费的，国企生产出的产品也会被分配给其它企业，因此，它们根本就不存在盈亏帐户。由于国企本身或者高一级的政府机构缺乏激励去有效运用资金，产权缺位和市场规则的欠缺已被广泛认为是一个问题。另外，由于缺少投入和产出的真实定价，要准确评价这些企业的效率也是极其困难的。

对国企来说，进行重组变成股份制企业并最终上市，是解决上述问题的有效途径。通过组建现代企业框架，建立董事会和股东会（所有者），这些企业很有希望像西方公司那样高效运行。然而，有越来越多的事实表明股份制改革似乎并未发生作用。可看一下上市公司的一盈利和净资产回报情况。就像表五显示的那样，它们经历着一个平稳的下降过程，且在 2001 年下降加速。

表五：1993-2001 年上市公司财务指针

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
每股平均收入（元）	0.31	0.31	0.25	0.24	0.25	0.19	0.21	0.20	0.14
净资产回报	13.82	13.82	11.03	10.14	10.05	7.62	8.28	7.72	5.56

率 (%)									
-------	--	--	--	--	--	--	--	--	--

资料来源: www.cninfo.com.cn

近年来会计准则出现了不少变化,比如企业必须增加呆帐准备金的提取。有关应收帐款的规定更加严格了。这部分解释了企业业绩的下滑,但并非全部原因所在。

到 2001 年底,官方宣布的上市公司亏损家数达到了 150 家,几乎占了全部上市公司的 13%,正如表六显示的那样。在 2001 年,亏损企业平均亏损 1.44 亿元,实际亏损额肯定更高。2001 年底国家审计署对 32 家上市公司的随机审计抽查发现,有 23 家公司其帐目严重不准确。如果这次调查是有代表性的话,那么 72%的中国上市公司就有同样的有问题的报表。一些观察家认为值得进行长期投资的企业数目只有 40 到 60 家。

表六: 1994-2001 年上市公司亏损情况

	亏损企业数	占总上市公司数的百分比 (%)	亏损企业的总亏损 (百万元)	每家亏损企业的平均亏损额 (百万元)
1994	2	0.7	33	16.5
1995	17	5.3	692	40.7
1996	31	5.9	2075	66.9
1997	41	5.5	4776	116.5
1998	77	9.2	11965	155.4
1999	—	—	—	—
2000	95	8.7	13500	142.1
2001	150	12.9	21500	144.3

资料来源: 中国证监会, 各类新闻报道。

为什么重组和上市没有产生更好的业绩呢? 首先考虑一下这些企业获得资本的能力。在改革中的计划经济时期, 这些企业遇到的困境是它们的预算是软预算。如果它们陷入财政危机, 政府的预算资金会伸出援助之手, 政府官员也可以任意运用其它途径以提供资金使它们继续运营。政府保护它们自己的企业, 也许是为了保障就业, 或是维持对一个产业的战略控制。这就产生了问题, 因为资本没有按照市场价格流动, 而且当管理层知道企业不可能倒闭时, 他们是不会认真负责地管理的。

将国企变成股份公司并使之上市并未起到加强其预算约束的作用。这些企业

现在得不到预算资金和其它直接补助。但是，对原国有企来说，享有进入证券市场的优先权意味着它们不需要按市场原则去为资金而竞争，这种情况和原来是一样的。市场壁垒也存在，以试图使资金只流向有生产能力的企业，比如规定必须在公开发行股票前的连续三年资本回报率超过 10%。然而，诸如此类的行政壁垒只是部分有效。

企业一旦上市，其对当地政府就变得更加重要了。中央和省级政府通过间接持有法人股同上市公司联系在一起。如果说只有当政府对企业绩效不再关心时，良好的公司治理机制才能得到保证的话，那么这样的结果是令人悲哀的。经常发生的事情是，上市公司成为某个国有集团的圈钱工具。地方政府通过董事会对上市公司进行管理。

同时，随着国企改革并获得额外资本，对其行为的监管也在逐渐消失。许多国企管辖部门的监管职能，如保证公共资金被合理使用，都被新的机构（如中国证监会）所接管。但是，让这些新机构能有效工作是很困难的。证券市场要为产业政策服务，这削弱了它们的监管能力。此外，中央和地方政府为了各自的利益而进行的竞争也破坏了为提高管治标准进行的努力。在 1998 年以前，地方证券部门受本省领导的管理，并不积极监控在本省范围内的上市公司。相反，它们部分充当了地方工业政策的工具，其选择企业上市的标准仅仅是看谁需要现金注入。上海和深圳的政府在 1990 年代也对市场快速扩张很感兴趣，结果，这些城市中的地方证券部门满足于对交易活动施加的监管规定，这个问题在 1996-1997 年变得最严重。

1998 年以来，监管机构得到了改进。中国证监会接管了各地方证券部门，其结果使得对上市公司的报告、财务报表和股票发行申请的监管得到了改善。同年，央行对各证券公司的监管职责开始移交给证监会。尽管监管机构得到了改善，但问题依然存在。

鉴于监管不严和法律限制较少，法人股股东倾向滥用控制权，并大规模地侵蚀上市公司的资产。自 2000 年以来，中国证监会在加强对法人股股东的限制方面取得了一些进展。比如，要求上市公司董事会（平均有十个董事）必须至少有三分之一的独立董事，对涉及有欺诈行为的董事和高管加大了处罚，禁止上市公司贷款给母公司（资产剥夺的一种常见形式），引入了针对和企业勾结起来发表不实声明的承销的惩罚体制。政府看来也开始允许对有虚假陈述行为的董事和高管人员的民事诉讼。

神话五：中国证券市场被小的个人投资者统治

对中国股票市场的典型印象是，证券营业部站满了薪金阶层，他们直盯盯地

看着显示红色（上升）和绿色（下降）股票价格信息的电子屏幕。据官方资料，到 2002 年底在两家交易所开设的个人股票帐户共达到 6870 万户。然而，事实是，个人投资者远远少于官方统计数字——官方数字仅仅代表了股票帐户的数字。这两个资料存在这么大的差别是有多方面原因的。

1. 成百上千的投资者在沪深两个交易所都开设了帐户，在官方数字里这是被重复计算的。

2. 相当大一部分帐户是为了进入 IPO 摇奖的目的开设的。在 1990 年代的大多数时间，如果一个投资者申请新股成功，它就可以通过在交易第一天卖掉股票而得到 100% 的回报。这是因为有规定 IPO 的价格必须以一个较大比例的折扣定价，以保证人们乐于认购价值有疑问的股票。数百万帐户都是仅为了申购新股以便再卖出而开设的。

3. 富有的个人投资者和机构投资者为了方便操纵股价而开设了成百万的个人帐户。很多人甚至去农村租借农民的身份证来合法开设个人帐户。这个数目可能在 1000 万到 3000 万之间。

最近一项由上海证券交易所进行的调查显示，在其 3500 万帐户中，只有 2000 万帐户有股票，且只有 8% 帐户进行频繁交易。因此，可以估计，2002 年底只有大约 1000 万到 2000 万个人投资者还活跃在中国证券市场上，这只占整个人口的很小比例，大约 0.8% 到 1.6%（在美国，超过半数的人拥有某种形式的股票）。中国个人投资者拥有超过可流通股 20% 的资本是不可能的。这一发现极其重要：它揭示了证券市场远远没能把个人储蓄从银行那里抢过来。而这是 1996 年高层政策制定者们的首要目标，当时作出这个决定是为了壮大证券市场，使之成为全国性市场，而不仅是地方性市场。

神话六：中国证券市场缺乏机构投资者

这是神话五的一个镜像。由于正式的基金管理公司相对缺乏——2002 年底 61 个基金的净资产只有 1300 亿元（157 亿美元），约占流通市值的 10%——观察家们设想剩下的必定被个人投资者持有。按照这个逻辑的话，下一个推测就是个人——和机构投资者相比大多是短期投资——是市场股价波动频繁和高换手率的理由。这个论点只有一个错误：最大的单个大宗股票被机构投资者掌握和交易。

从 1997 年以来，中国证监会一直在有意扶持基金管理公司的发展。这些基金管理公司通常是由证券公司设立的。但是，对资产管理服务的需求超过了 15 家正规的基金管理公司的能力。自 1995 年以来，有几千家“金融管理公司”和“金融信托公司”成立。这些机构从富人、国企和非国企获得了大量的资金，可

以进行大规模的资产管理。这就是“私募基金”，除没有正式注册外，它们从各方面看都是机构投资者。中国证监会没有对它们颁布有关规则，由于它们不是正式的金融机构，因而其法律地位尚不明确。

根据中国人民银行高级官员夏斌的研究，到 2002 年底，在北京、上海和深圳运作的私募基金至少有 7000 个，还有几百个遍布全国。大多数证券公司也提供资产管理服务（另一个法律的灰色地带）。关于它们的总规模猜测不一。据夏斌的估计，包括证券公司设立的基金，其总值大约在 7000 亿元，到 2000 年底大约占流通股的 40%（见表七）。

表七：2002 年底正式基金与私募基金的市值

	普通基金	私募基金
市值（亿元）	800	7000
占流通市值的比例（%）	5	43

资料来源：夏斌，2001。

总体来说，私募基金的发展是积极的。它们增加了市场的长期参与者。而且，很多这样的公司都采取专业化运作，很有竞争力（虽然也有一些只是为了聚敛资金来实现价格操纵）。很多在这个领域工作的基金经理通过了证监会的专业资格考试。这些公司以其服务质量来招揽业务，而不是靠一张政府发行的牌照。

当我们考虑需要哪些措施以使市场走向成熟时，这些非正式机构的存在是非常重要的。它说明，个人投资者无须对股价波动或高换手率负责（像通常被认为的那样）。相反，问题出在其股票可进行交易的公司身上。不可靠的信息披露，惨淡的经营业绩和有限的股本，使得任何投资者（包括个人投资者和机构投资者）只愿意短时间持股。

神话七：在当前政治体制下进行监管改进几乎是不可能的

中央政府利用证券市场为其企业融资的意图十分明显。而且，上市公司也常常乐于享受地方政府带给它们的政治庇护。一些人认为，因为这种利益和控制的关系的存在，使市场监管和上市公司的质量问题很难有所改变。但是，随着经济改革的深入和政策优先权的改变，领导层在改变证券市场运行方式方面将会面临极大的压力。中央政府对改进监管将会有越来越强烈的兴趣。

理由之一是，在 1990 年代的大多数时间，制订证券市场政策所依赖的产业政策纲条款正在放宽。两个原因导致了这一变化：一是我们前面讨论过的，国家控股的股份企业未能改善经营业绩，正在变成与其说是资产，不如说是负债。

这给卖出剩余的国有股份带来了动力。

第二，政府负债的不断增加迫使它不得不为自己的负债进行融资。国有资产的变卖是实现这一目的的途径之一。如果把负债全部计算在内，中国中央政府的负债占到整个 GDP 的 90%，这远远超出 40% 的安全警戒线。这些负债包括，国内债券和国际债券（占大多数），加上重组四大国有银行需要的资金，为资产管理公司和政策银行融资发行的债券。政府还有大量的尚未融资的养老基金的负债（据世界银行估计，这在 1997 年占到 GDP 的 70%）。然而，因为这些负债是长期负债，它的规模有赖于养老体制框架在全国范围内的实施，这部分数字未被列在表八的负债结构中。

表八：2001 年底国家全部负债估算（占 GDP 的百分比）

国家负债	数额
国内债券	16
重组四大国有银行的负债	30
其它国有金融机构的不良贷款	12
为资产管理公司融资发行的债券	14
国际债券	5
三大政策银行发行的债券	11
总数	88

资料来源：Bottllier 2001; official and press reports

如果中国经济不继续以每年 7~8% 的速度增长，银行系统不良贷款产生的源泉不得到抑制，最近的税入改善得不到持续的话，政府将在负债融资方面面临困境，也许在 2008 年就会到来。近来金融系统已经有所改进：四大国有银行不良资产的官方数字已经下降，消费者贷款上升，在不良贷款转向资产管理公司后现金比率很高，商业税下降。但是这些变化的速度和规模能否阻止危机的发生呢？这还是一个问号。

有迹象显示，民营化政策已经开始实施了。上市公司的法人股正在被变卖；在经历了两次失败的尝试以后，中国证监会正在尝试出售国有股的新途径。更多的私人企业获得了本属于他们的上市资格。民营化的基础制度设施正在被构建，虽然速度还很慢。中国证监会已经颁布了上市公司兼并收购的新规则，这使关于要约收购和为融资拓展新路径的规定清晰化。在外资介入方面也有了根本的改变。深圳已经开始尝试将大部分国企的资产卖给外商。通过制订 QFII 让外资进入中国 A 股市场也是一个大举措。

民营化将会对提高证券市场的质量产生重大的影响。在 1990 年代，中国证监会实行严格的政策来保护国有上市公司，这是出于政治需要。如果这些企业被合理地民营化，证监会将有更多的自由来执行其本来的使命。民营化还能使股票的供给大幅度上升。政府将不得不谨慎地培育需求。为实现这个目标，它需要比以前更大规模地吸引小投资者投资股票市场。公众对监管机构的信任度并不高，所以为了重塑信心需要有重大的改进。

神话八：中国股票市场不是民营化的工具

这些变化已经产生了影响。中国市场中的股份已经成为民营化的一个手段。越来越多的上市公司正在将大宗股票（数目大到足以控股）卖给个人投资者。据长江证券公司统计，在 1996-2001 年间，有 320 家上市公司发生了控股股东的改变，如表九所示。其中大多数涉及最大的法人股东将股票卖给私人企业。至少有 150 家，或者是 200 家上市公司已经通过该途径完成了民营化。

表九：1996-2001 年上市公司收购情况

	1996	1997	1998	1999	2000	2001
上市公司控股股东变化	9	33	71	67	110	130

资料来源：Nie and Tan 2001

结语

与其它国家证券市场及中国自身经济规模相比，中国证券市场的规模还是较小的。个人投资者和（公认的非正式的）机构投资者主导着这个市场。市场尚未能有效地配置资本，对上市公司业绩的影响有限。然而，我们仍然有值得乐观的理由。中国政府正在努力推动产业民营化，需要鼓励公众购买更多的股票。因而，政府将对监管和上市公司的质量投入更多的关注。随着些趋势渐成现实（已有迹象表明其正在成为显示），我们没有理由不相信，中国股票市场将会在市场规模、资本配置效率、为中国经济提供资金支持方面突飞猛进，并成为值得投资的市场。

译者联系地址：

北京市海淀区万柳中路 29 号北京大学万柳学区 4 区 804 蔡玮菁

邮政编码：100089

Email: caiweijing@ccermail.net