

宏观经济 与 资本市场

山东人民出版社 孙国茂 著

MACRECONOMY & CAPITAL MARKET
SUN GUOMAO
SHANDONG PEOPLE'S PUBLISHING HOUSE

序

在谈到中国证券市场时,江泽民同志曾这样说过:“实行社会主义市场经济,必然会有证券市场。建立发展健康、秩序良好、运行安全的证券市场,对我国优化资源配置,调整经济结构,筹集更多的社会资金,促进国民经济的发展具有重要的作用。”^①从1990年12月,上海、深圳两个交易所相继建立到现在,中国证券市场已经走过了10个年头,10年来,上市公司由最初的10多家发展到现在的1000多家(截止2000年11月,下同),投资人由原来的几万人增加到现在的5500多万人,年交易量由原来的几十亿元增加到现在的60000多亿元。股票总市值占GDP比重由原来的不足1%增加到现在的50%……事实还远不止这些!10年来,中国证券市场最大的变化是它自身功能和作用的变化——从一开始的不为人关注发展到今天,它已成为我国市场经济

^① 江泽民同志关于《证券知识读本》的批语。

1998/4

中最活跃、最重要并且是不可缺少的组成部分。它不仅为社会公众提供了一个投资工具和投资场所,而且它还在宏观经济运行中起着融通资金、优化资源配置和产业升级的作用。如果我们认真地分析一下就不难发现,自中共十二大以来,我国经济生活中一些重大事项——从建立现代企业制度到国企脱困,从国有经济的战略调整到“十五”规划——几乎都与证券市场有关。我们还欣喜地发现,越来越多的经济学家、企业家和从事经济研究的人,开始把更多的注意力转向证券市场,并对证券市场进行深入研究,我相信这是一件很好的事情。

摆在读者面前的这本《宏观经济与资本市场》就是讨论证券市场 and 宏观经济的新书。作者孙国茂同志有着近十年的证券从业经验,他目前正在中央财经大学攻读博士学位。由于职业的缘故,他在校学习期间总是自觉地把学到的理论直接或间接地应用到证券市场。比如他把商品市场中的一般均衡理论应用到证券市场,从而得出了一些与别人不同的看法和观点。我记得在结束博士学位基础课程后参加综合考试时,在博导们提出的问题中有许多与证券市场有关,他都一一作答。这些问题涉及到证券市场的制度建设、市场容量、国有股减持、风险投资与创业板市场以及上市公司退出机制等。坦率地说,对他的观点我还不能完全肯定,有些我甚至感到陌生,但这并不妨碍将这些观点提出,与更多的人讨论和交流。经济学与其他社会科学的不同之处在于经济学理论与实践的边界经常是模糊不清的。而经济学

的逻辑又告诉我们：在经济学领域理论和实践往往是相互作用、相互支配的。在诺贝尔经济学奖得主中有不少人研究过证券市场，比如：哈利·马尔科维茨、威廉·夏普（他们二人获得1990年诺贝尔经济学奖），再比如罗伯特·默顿、迈伦·斯科尔斯（他们二人获得1995年诺贝尔经济学奖），还有我们所熟知的保罗·萨缪尔逊也对证券市场做过许多研究。他甚至还十分关注包括中国在内的亚洲国家和地区的证券市场。因此，我有理由相信在中国也会有更多从事经济研究的人去研究证券市场，从这个角度上说，我也希望本书作者能写出更多研究证券市场的专著来，我期待着。

中央财经大学校长、博士生导师 王树敏

2000年12月于北京太月园



孙国茂

中央财经大学在读博士，曾在《中国证券报》、《上海证券报》、《金融时报》等报刊上发表《建立选择上市公司的指标体系》、《公司上市前的资产重组》、《资产重组与国企改革》等30多篇较有影响的论文，著有《企业资产重组导论》（企业管理出版社，1998），并主持过“山东上市公司研究”、“山东证券市场发展战略研究”等重大研究课题。

目 录

国有股流通问题研究	(1)
新经济对我国证券市场的影响	(19)
技术进步是国企改革的“助推器”	(46)
通货紧缩的成因及对策研究	(63)
宏观经济的转型特征及对证券市场的影响	(78)
投资银行业务在我国经济发展中的作用	(92)
国有企业的改制与重组	(112)
山东上市公司研究	(164)
我国创业板市场建立的制度选择	(189)
创业板市场与保荐人制度	(229)
现实条件下的投资银行业务	(246)
论社保资金进入证券市场的意义与途径	(268)

国有股流通问题研究*

经过 10 年发展,我国证券市场取得了举世瞩目的成就。但同时也必须看到,由于历史原因,证券市场在发展过程中也留下了许多难以解决的问题,其中国家股和法人股(以下统称国有股)的不流通就是最突出的问题之一。国有股不流通不仅导致了证券市场结构不合理、扭曲了市场价格,同时也降低了市场运行效率,甚至影响到整个证券市场的资源配置功能的发挥。造成这一问题的原因有制度和市场两个方面的因素。首先,从制度方面看,由于证券市场建立之初,我国经济总量中国有经济占有绝对优势,而国有企业又直接控股股份公司,为了保持国有经济的绝对优势,使国有股不被他人持有,因此规定国有股不得流通。其次,从市场方面看,长期以来,公司上市实行计划管理,上市的数量与计划由政府控制,而政府总是愿把上市额度这一稀缺资源

* 本文是山东证券公司研究报告,2000 年 027 号。

优先分配给国有企业,所以,目前我国上市公司的绝大部分是国有企业。

大量国有股不流通,不仅影响了证券市场的发展,也阻碍了整个国有经济结构的战略调整。中共十五大提出:调整我国国有经济战略布局,国有经济要有所为,有所不为。十五届四中全会又进一步指出:国有经济要在国民经济发展的重要行业和关键领域发挥支撑、引导和带动作用。选择一些信誉好、发展潜力大的国有上市公司,在不影响国家控股的前提下,适当减持部分国有股,所得资金由国家用于国有企业的改革和发展。随着我国经济市场化程度的不断提高,加入 WTO 以后,国际经济一体化趋势将进一步加快,规范化、国际化已成为证券市场发展的必然结果。证券市场的发展也要求其自身必须调整结构、改进功能和提高运行效率。因此,解决国有股流通问题已是势在必行。

一、国有股不流通的弊端

1. 异化了股票属性

众所周知,股票有四个基本属性:收益性、风险性、流动性和不可赎回性。这四个基本属性共同构成了股票,缺一不可。因此,从严格意义上说,不流通的股票已不再是股票。因为一旦股票不能流通,那么其收益性、风险性和不可赎回性也都无法体现。《公司法》第一百三十条规定:股份的发行,实行公开、公平、公正的原则,必须同股同权,同股同利。同次发行的股票,每股的发行条件和价格应当相同,

任何单位或者个人所认购的股份,每股应当支付相同的价格。但现实中,由于国有股的不流通,使国有股与公众认购的股票同股不同权,此外国有股不流通还造成国有资产折股的价格与社会公众认购价格的不一致,显然,这对社会公众来说是不公平的。

2. 扭曲了市场价格

我国证券市场自诞生以来,一直在高市盈率状态下运行。目前,市场平均市盈率为 50 倍左右,与发达国家成熟市场平均市盈率在 5~15 倍相比(见图 1),我国证券市场市盈

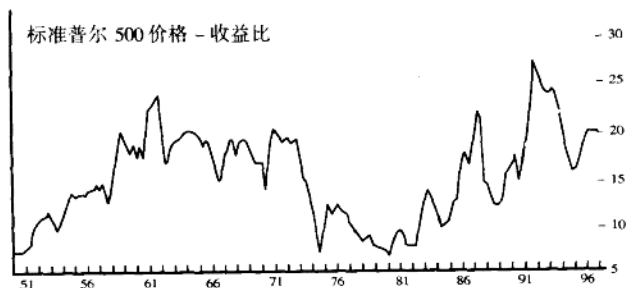


图 1 美国标准普尔 500 股票市盈率

资料来源:IMF《国际资本市场》 中国金融出版社,1997

率过高。即使与东南亚新兴工业化国家和地区相比我国证券市场市盈率也明显高于他们(见表 1)。过高的市盈率不但预示着股票价格与价值的严重背离,而且也蕴藏着极大的市场风险。造成证券市场市盈率过高的根本原因是国有股不流通。由于国有股放弃流通,所以就把公众股价格定

表 1 新兴工业化国家和地区证券市场市盈率

年度	上海	深圳	台湾	香港	韩国	泰国	新加坡
1992			22.9	13.2	10.2	16.3	19.5
1993	42.48	42.69	39.7	21.6	15.9	26.1	37.3
1994	23.45	10.28	33.5	10.7	19.0	19.5	26.2
1995	15.70	9.46	21.3	11.4	16.1	19.8	24.0
1996	31.32	35.42	29.00	16.4	18.7	13.3	21.5
1997	39.86	41.24					

资料来源:台湾证券管理委员会《证券统计要览》1996

得很高,以期弥补国有股不流通的机会成本。1999 年以前,公开发行股票价格由证券监管部门确定,一般为 15 倍左右的市盈率,1999 年以后,证券监管部门不再限制公开发行股票的价格,股票的发行价格由发行人和承销商确定,致使股票发行市盈率由 15 倍左右上升到目前的近 30 倍。也就是说在我国证券市场上,仅股票的发行市盈率就已远远高出国际证券市场的平均市盈率。

3. 加大了市场风险

证券市场的风险包括系统性风险和非系统性风险。所谓系统性风险是由共同因素引起的来自经济、法律等方面的风险。国有股不流通造成我国证券市场一系列制度缺陷和结构缺陷,这些缺陷无疑是产生系统性风险的原因。研究表明:发达国家证券市场系统性风险一般在 30% ~ 40% 之间,而我国证券市场系统性风险则高达 60% ~ 70%。所谓非系统性风险是指由于特殊原因引起的来自上市公司的

风险。对于某一股票而言,由于绝大多数国有股不流通,因而流通股所占比例过低,其市场价格必然处在经常波动的不稳定状态。此外,流通股比例越低,投机者的投机成本也越低,从以往证券市场出现的几次大的波动看,市场的基本表现就是普涨普跌,单个股票与整个市场波动正相关性很强,市场越是普遍上涨,股票越是无分化,股票在此情况下的风险即是非系统性风险,而这种非系统性风险又无法通过投资组合的方式加以规避。

4. 凝固了国有资产

在市场经济条件下,国有资产的保值与增值只有在流动中才能实现。国有资产的保值与增值不只是体现在实物形态的扩大上,更重要的是体现在价值形态的增加上。国有股不流通,即使国有资产增值再多也不能变现,因此没有任何意义。在大多数情况下,国有股的流通不会低于其每股净资产值,而对那些流动性好的国有股来说,其流通价格可能会远远高于每股净资产。由此可见,国有股不流通,使国有资产长期处于凝固状态,既不利于国有资产的变现,也不利于国有资产的保值增值。

二、国有股流通的意义

1. 改善市场功能,优化资源配置

为企业筹集建设和发展资金、优化资源配置和制度创新是证券市场的三大基本功能。但是由于国有股不流通,使我国证券市场退化成一个企业圈线的场所,即只有筹集

资金功能,其他功能均已丧失。国有股的流通从本质上说是企业产权的流通。在市场经济条件下,产权作为一种特殊的要素资源,其流通性是实现优化配置的基本前提和惟一途径。从宏观上说,国有股流通使公司处在资本的流动状态,这有利于优势产业的扩张,从而促进产业结构调整 and 产业结构升级。从微观上说,当企业的股权完全处于流通状态时,企业很容易获得扩大生产规模、调整产品结构和完成技术更新所需要的资金投入。因此,国有股的流通事实上是解决了国有资产的结构优化问题,并通过国有资产的结构优化,促进产业结构调整。对整个市场而言,国有股的流通使其资源优化配置功能得到发挥。

2. 建立现代企业制度,推动国企改革

从理论上说,股份公司是现代公司制度中最规范、最有效的组织形式。股份公司具备了现代企业制度的本质特征——产权清晰、权责明确、政企分开、管理科学。同传统的国有企业相比,股份公司应当具有更科学、更合理的决策机制和经营机制以及完善的法人治理结构。然而,现实情况却并非如此。由于国有股不流通,加之国有股在股份公司总股本中占绝对控股地位,使股份公司从本质上与原来的国有企业并没有太大区别。按照《公司法》规定,任何重大决策只要 2/3(即 66.67%)的股东通过即为合法。因此对大多数股份公司来说,国有股东完全可以按照自己的意愿进行决策,而忽视其他股东的建议和要求——这是股份公司的法人治理结构缺陷,而这种缺陷往往要导致股份公司的

决策失误和利益损失。国有股的流通不仅可以改变法人治理结构缺陷,使股份公司符合现代企业制度要求,更重要的是国有股流通将加剧通过证券市场完成的企业并购与重组。这无疑会加大企业决策者和经营者的经营压力,迫使企业从根本上转变经营机制。

3. 增加财政收入,完善社会保障

2000年5月,朱镕基在“进一步完善社会保障体系座谈会”上指出:“进一步完善社会保障体系是治国安邦的大计,也是社会主义事业的根本制度建设。”8月,国务院决定建立“全国社会保障基金”。过去几年里,在我国已发放的养老金中,财政支付占了2/3以上。目前,全国各项社保资金收支总额已达到5000亿元。巨大的社保资金需求对国家的财政收支形成沉重压力,而且这种压力有增无减。为此,项怀诚在全国财政工作会议上提出了筹集社保资金的四种办法,其中之一就是国家减持国有股,使国有股流通变现,获得资金。这说明政府已经把通过证券市场出售国有股权来筹集社保资金、弥补财政资金不足作为一个切实可行的办法。事实上,与其他办法相比,国有股流通是解决社保资金最有效、最快捷的办法,而且这种办法的成本最小,甚至可以说只要操作得当,不给市场带来较大波动,这种办法几乎没有成本。

4. 规范市场建设,促进长期发展

国有股不流通已经越来越突出地制约着我国证券市场

规范化。超过 60% 的国有股不流通,使大多数上市公司流通股比例过小,市场的供求关系被严重扭曲,股票价格中的泡沫成分不断增多,操纵股票价格等投机行为屡屡发生。另外,大量不流通的国有股和少量流通股并存的二元结构也不符合国际证券市场规则与惯例。目前,我国加入 WTO 在即,加入 WTO 后,境外券商将有限制、有步骤地被允许进入中国证券市场,甚至外国企业也将来中国发行股票并上市。国有股不流通将使外国企业无法适应中国证券市场,也使境外券商的入市造成的潜在风险加大。这对中国证券市场与国际接轨极为不利。因此,从长远说,国有股流通,将规范中国证券市场建设,促进证券市场的长期稳定发展。

三、国有股流通的前提条件

1. 减少非流通国有股增量

如果要解决存量国有股流通,一个基本的前提是不再大量生产新的非流通国有股,即减少非流通国有股增量,这个问题非常重要,也迫在眉睫。但令人担忧的是,到目前为止无论是决策层还是证券监管部门,似乎都没准备这样做,尽管中央明确提出国有股减持已经一年多了。也许正是非流通国有股增量的不断加大才导致了解决国有股流通的步伐缓慢。因为在很多人看来,国有股流通已是积重难返。而事实上,这个问题又必须解决。一旦国有股开始流通,那么新上市公司就必须按照国际惯例来设计股权结构和持股期限。在这方面,即将设立的创业板的有关规则可能更值

得主板市场借鉴和采用。

2. 修改原有的法律、法规

尽管十五大和十五届四中全会已为国有股流通提供了充分的政策依据,尤其是十五届四中全会明确提出了国有股减持的有关原则。但真正实施国有股流通时,现行的一些法律、法规可能会成为操作上的障碍。

——《公司法》第八十一条规定:国有企业改建为股份有限公司时,严禁将国有资产低价折股、低价出售或者无偿分给个人。《股票发行与交易管理暂行条例》第三十六条规定的内容与本条完全相同。这意味着一旦国有股流通,不论在什么情况下,它都必须以高于或不低于其价值(净资产值)的价格出售,但事实上不可能如此。

——《公司法》第八十三条规定:以募集设立方式设立股份有限公司的发起人认购的股份不得小于公司股份总数的35%,其余股份应当向社会公开募集。这意味着新的非流通国有股还会大量产生。相同的规定还在《股票发行与交易管理暂行条例》中出现,而且规定得更具体:在公司拟发行的股本总额中,发起人认购的部分不得少于人民币3000万元。

——《公司法》第一百四十七条规定:发起人持有的本公司股份,自公司成立之日起三年内不得转让。公司董事、监事、经理应当向公司申报所持有的本公司的股份,并在任职期间内不得转让。这意味着股份公司成立未满三年,国有股不能流通。

——《证券法》第九十四条规定：上市公司收购中涉及国家授权投资机构持有的股份，应当按照国务院的规定，经有关主管部门批准。而现行的国务院规定主要是指以下法规：

- 《股份制试点企业国有资产管理暂行规定》
- 《股份制试点企业国有股权管理的实施意见》
- 《股份有限公司国有股权暂行管理办法》

以上这些法规中有许多内容是限制国有股流通的，所以要让国有股流通，并不再大量产生新的非流通国有股，就必须对现行的法律、法规进行必要的修改。

3. 增加资金有效供给，扩大市场容量

中国证券市场目前正处在由于资金有效供给不足而形成的非均衡状态，而且市场的总容量也相对狭小。截止1999年证券化率仅为15%^①，股票发行占GNP比重仅为1%，这两项指标与其他国家相比，都显得很低（见表2和表3）。造成证券市场容量小的直接原因是资金有效供给不足。1999年，我国股市总交易量51466亿元，同期的GNP为83190亿元，二者之比为61.87%，而发达国家，如美国、日本等这项指标早已超过100%。交易量小的原因也是由于入市资金规模不够。可以做个简单的比喻，证券市场就像一个养鱼池，如果要养更多、更大的鱼，就必须在扩大养鱼池的容积的同时，不断增加水的供应量。在证券市场，增加资

^① 这里是指流通市值与GNP之比。

金的有效供给就像给养鱼池增加水一样^①。按照现有的股本结构,全部上市公司总股本为 3100 亿股(截止 2000 年 10 月),其中国有股约占 62%,也就是说如果国有股全部流通的话,大约有 2000 亿股的国有股需要流通。或者换一种说法,每解决一家上市公司的国有股流通等于新上市 2 家公司。我国自建立证券市场以来,10 年共上市 1000 家企业,平均每年约有 100 家上市公司(1997 年上市公司数量增加最多,为 215 家),如果不能增加资金的有效供给,也就是说如果按照目前的市场容量,仅解决现有的 1000 多家上市公司的国有股流通,也需要 20 年的时间!

表 2 股票市值占 GNP 的比重(%)

年份	德国	日本	英国	美国
1964	7.8	24.4	54.8	99.6
1975	12	28	37	48
1980	9	36	38	50
1985	29	71	77	57
1990	24	100	87	56
1994	24	78	112	75

资料来源:徐明棋 《市场深化中的金融重构》第 76 页 上海财经大学出版社 1996

① 在国内的几次研讨会上,作者曾提到过“养鱼池说”(见 2000 年 11 月 21 日《证券时报》21 版)。这一说法的理论含义来自费雪方程: $MV = PT$ 。不难想象,如果把股票看作是一种商品的话,那么在证券市场中,费雪方程也是存在的: M 为货币的有效供给量, V 可理解为换手率, P 可理解为市盈率, T 为交易量, PT 就是市场容量 Q , 当证券市场发展到一定程度时, V 与 P 短时变化不大, 所以市场容量取决于 M , 即 $Q = f(M)$ 。