

治理结构 证券市场与 银行改革

平新乔 宋敏 张俊喜 主编

北京大学出版社



治理结构 证券市场与 银行改革

平新乔 宋敏 张俊喜 主编

北京大学出版社



图书在版编目(CIP)数据

治理结构、证券市场与银行改革/平新乔,宋敏,张俊喜主编. —北京:北京大学出版社,2003.10

ISBN 7-301-06596-5

I. 治… II. ①平… ②宋… ③张… III. ①证券交易-资本市场-监督管理-中国-学术会议-文集 ②银行管理体制-经济体制改革-中国-学术会议-文集 IV. F832-53

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2003)第 091872 号

书 名: 治理结构、证券市场与银行改革

著作责任者: 平新乔 宋 敏 张俊喜 主编

责任编辑: 郝朝艳 符 丹

标准书号: ISBN 7-301-06596-5/F·0702

出版发行: 北京大学出版社

地 址: 北京市海淀区中关村北京大学校内 100871

网 址: <http://cbs.pku.edu.cn>

电 话: 邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62752926

电子邮箱: em@pup.pku.edu.cn

排版者: 北京高新特打字服务社 51736661

印刷者: 北京大学印刷厂

经 销 者: 新华书店

787 毫米×980 毫米 16 开本 22.75 印张 386 千字

2003 年 10 月第 1 版 2003 年 10 月第 1 次印刷

定 价: 38.00 元

编者语

北京大学中国经济研究中心与香港大学经济金融学院(香港大学经济工商战略研究所协办)于2003年1月18日—19日联合举办了“中国证券市场与金融体制改革理论研讨会”。会议就中国证券市场的监管,金融中介机构的发展,中国银行改革与央行职能的经济理论,上市公司的治理结构与治理溢价,以及投行、IPO定价与信息披露等中国当前极为敏感的金融问题展开了深入的理论研讨。中国经济学界与金融学界众多著名学者林毅夫、吴晓灵、李小雪、谢平、易纲、宋国青、汤敏、方星海等在大会上作了精彩演讲。来自香港大学经济金融学院的学者宋敏、白重恩、张俊喜、肖耿、刘俏介绍了他们编制的中国上市公司治理指数以及相关研究成果。中共北京市金融工委组织的北京市金融中介案例专场受到了与会者的高度关注。

大会由北京大学林毅夫教授与香港大学陆炎辉教授共同主持。来自北京大学、香港大学、清华大学、中国人民大学、中国社会科学院、复旦大学、南开大学、吉林大学等单位的100余名学者向大会提交了论文或做了发言。北京大学副校长、著名金融法专家吴志攀出席了研讨会,并就中国宏观经济走势与股市走势之间的背离,阐述了独到的见解。会议组织者平新乔教授与宋敏教授分别主持了开幕式与闭幕式,感谢学术界与媒体的参与,并希望以此次大会为起点,进一步加强北大中国经济研究中心与香港大学经济金融学院之间的合作,切切实实地推进中国的金融理论的研究与教学,努力将中国金融问题的研究成果推向国际学术界。

我们从研讨会上宣读的论文中选出18篇,又经文章作者作了修改,现汇成一书。在北京大学出版社林君秀女士等大力支持下,又经郝朝艳女士的认真勘校,使本书得以正式出版。作为大会的组织者与文集的编者,我们对参加研讨会的各位同仁、文集的出版者与责编,表示衷心的感谢。

平新乔 宋敏 张俊喜
2003年8月24日

目 录

编者语	平新乔 宋 敏 张俊喜 (1)
-----------	-----------------

第一部分 经济改革与证券市场

自生能力与我国当前金融市场的问题	林毅夫 (3)
中国证券市场的发展:香港和亚洲的经验	肖 耿 (12)

第二部分 上市公司治理结构

中国的公司治理与企业价值	白重恩 刘 倩 陆 洲 宋 敏 张俊喜 (23)
资本结构的决定因素	
——来自中国的证据	黄贵海 宋 敏 (43)
利益相关者治理与中国上市公司的企业信用	李维安 李建标 (66)
“三分开”政策对董事会结构影响的实证研究	邹 凤 陈 晓 (77)
公司资源的“隧道效应”	
——来自中国上市公司的证据	刘 倩 陆 洲 (91)
上市公司信息披露中的勾结问题	平新乔 李自然 (113)
IPO 与非法定公司所得税收优惠	王立彦 刘向前 (136)

第三部分 公司价值与资本市场效率

公司控制的价值:来自中国困难企业的证据	白重恩 刘 倩 宋 敏 (157)
没有信息,也有反应	
——中国 A 股市场股票名称变更事件的市场反应研究	刘 力 田雅静 (176)

非流通股存在下的连续拍卖均衡	郝朝艳 (188)
非流通股对股票市场和上市公司的影响	魏军锋 (211)
证券市场流动性与最优契约设计	汪勇祥 许 荣 (231)
股权结构、产权约束与公司治理	曹红辉 (248)

第四部分 银行体制改革

中国银行业改革思路	易 纲 郭 凯 (267)
银行监管职能从中央银行分离: 一个值得注意的趋势	项卫星 李宏瑾 马秋华 (281)
完善我国商业银行激励约束机制的博弈分析	陈学彬 张 文 (296)

第五部分 附录:大会简报

简报之一——开幕式	(315)
简报之二——专题讨论:中国银行改革	(319)
简报之三——小组讨论:中国证券市场改革	(324)
简报之四——专题讨论:中国上市公司治理:理论与实践	(328)
简报之五——中国上市公司的公司治理	(331)
简报之六——投资、IPO 和信息披露	(334)
简报之七——基金与金融中介机构	(336)
简报之八——公司控制,操纵和收入管理	(339)
简报之九——银行分析	(342)
简报之十——商业银行与民营银行	(345)
简报之十一——中国股票市场的发展	(347)
简报之十二——中国股市的有效性和微观结构	(350)
简报之十三——中国金融市场的发展与展望	(354)
简报之十四——大会总结	(356)

第一部分 经济改革与证券市场

自生能力与我国当前金融市场的问题^①

林毅夫

北京大学中国经济研究中心主任

我国的资本市场从深圳和上海的股市在 1991 年设立到现在,前后十多年的时间,从开始设立时的 60 多家上市公司发展到 2002 年底的 1200 多家,但是,大陆资本市场的发展一直很不正常。股票市场刚设立的时候投机特别厉害。这一点可以从散户换手率特别高表现出来。1996 年,沪市的换手率是 591%,也就是一张股票一年被换手接近 6 次。深市的换手率是 902%,一张股票一年被换手了 9 次以上。这种换手率跟发达国家,像美国纽约股票市场的 52%,东京的 27%,伦敦的 58%,比起来真是高得太多了,就是台湾省的股票换手率也不过是 243%,而香港也只有 54% 而已。为什么沪深股市会有这么高的换手率?当时大家认为原因是股票市场上都是散户,而散户对公司拥有的股份非常少。当初提出股份制改造时,从产权的角度认为,散户是拿自己的钱买股票,应该关心公司的管理。因为如果公司管理的效率提高了,股票就会增殖,股东就能够获益。所以,公司上市的目的是希望由这些股东来监督企业,从而改善公司的治理。但是在投机那么强的情况下,从来就没有人真正关心公司的盈利,而只关心股票价格的涨跌。所以,当时有些人就认为投机性强是因为散户所拥有的股票在一个公司的总资产中所占的比例太小。一个散户拥有的股票可能只占公司总资产的不到万分之一。在这种情况下,如果一个股东去关心公司的管理,那么他的收益就只是万分之一,甚至是十万分之一,几乎等于零。而散户关心公司的治理所花费的都是自己的时间。所以在这种情况下,散户就不会关心公司的经营。在发达国家的资本市场上,股票大多是由基金、机构拥有。理论界和政策研究界认为基金的实

^① 本文根据 2002 年 7 月 28 日在中国经济研究中心 NAFE 与经济发展战略组活动中的演讲由王磊蕾同学负责整理。

力雄厚,可以雇专家分析上市企业来决定股票的买卖,而且,一般所拥有的股票占一个上市公司流通股的比重较大,公司经营好坏对基金的影响就很大,因此基金经理会比散户更关心企业的经营和发展,同时因为规模效应,基金也有能力来实现对企业的监管。于是,我国在 1998 年正式引进了基金。

引进基金以后股票市场上的投机性不但没有减小,反而加大,而且出现了更为严重的问题。一般而言,股票市场上不可能没有投机。所以无论在经济学上,还是在法律上,对投机基本上都是一种中性的态度。引进基金以后,出现的不仅是投机,而且是坐庄,对股票价格进行操纵的问题。操纵股票价格在任何国家都是明显的犯法行为,在我国的股票市场问题更为严重。

一般认为,如果一个上市公司,从公司治理角度来讲应该是最现代化的。因为公司有董事会,监事会,还要经常披露各种信息。这种治理应该是最好的。但是我国的上市公司,不论是在以散户为主的时候,还是在引进了基金以后,企业的效率都没有提高。后来又有学者认为,国有股一股独大才是上市企业问题的症结所在,因为国有股占到企业总股本的 70%~75%,非国有股股东对企业的行为产生不了影响,所以股票市场才有这么多的问题。按照这种思想,国有股减持以后,非国有股的比例加大,对公司监督和治理的力度就加大,国有股减持应该是可以改进企业的效率的。但是我们看到的情形正好相反,一谈到国有股减持,实际上只是风吹草动,股票市场就崩盘。在 2002 年 6 月 23 日晚上国有股停止减持的方案出台,第二天股票市场果然很高涨。可是第三天以后,股市就不继续涨了,而且又在下跌。现在依然是交易量非常的少,非常的疲软。

可以看到,上述理论界对于股票市场问题的分析依据的都是现有金融理论的框架,政策建议的依据也是按照现有的理论。但是,政策施行后基本上没有达到预期的效果,而且经常适得其反。例如,引进基金前,只是投机,现在变成操纵了。原来是合法的,现在变成非法的。

现在的 1200 多家上市公司绝大多数都是国有企业,而且一般都是打着解决国有企业问题的旗帜来上市的。因此,现在股票市场上的问题其实和国有企业的问题是分不开的。如果没有改革好国有企业问题,股票市场的问题也就难以对症下药。

国有企业有很多的问题,这是大家有目共睹的。但是对于国有企业的改革,分歧在于国有企业真正的核心问题是什么,它的逻辑的起点是什么。我想这里有认识的问题,也有理论的问题。从认识上面来看,1979

年刚开始改革的时候,国有企业效率很低,没有自主权。所以当时基本的思路就是放权让利。从1979年到1987、1988年一直走的都是放权让利的路子。过去国有企业的厂长经理是人财物、产供销的所有权力都没有。打个比喻,厂长经理就像是一部机器,计委给他多少原材料,让她生产什么就生产什么。要生产多少,怎样生产,雇佣多少人,生产出的东西卖给谁,是否进行技术改造全部都由计委决定,企业的收益也全部上缴。当时实行八级工资制。干好的工人和干坏的工人都一样,干好的企业和干坏的企业也都一样。我们学经济学的人常讲激励就是每增加一单位劳动能多得多少。在那样的情况下,工人多劳不多得,干好也不多得。工人和企业的积极性当然很低。当时工资是统一的,是由总理决定的,而总理没有办法看到每一个工人实际的工作的效率,努力的程度。要真想实现多劳多得,干好的多得的话,就必须给厂长和经理一定的自主权。所以在改革早期,我们走的是放权让利。标准的方法就是所谓的“利润留成”。“利润留成”意味着如果一个企业的利润比原来的利润增加了,增加的利润部分中企业可以留一部分作为奖励基金、福利基金和发展基金。如果企业原来亏损,那么只要亏损减少了,减少的那一部分中也可以留12%作为同样的三种基金。当时的改革在试点时很有效,企业的效率确实提高了,能上缴的利润也多了。但是这种方案一推广就无效。当时大家认为这是因为利润很难定义。一个企业产出多少,赚了多少钱,成本是什么,哪些是真正投在生产上的成本,哪些是企业挥霍掉的,国家分不清楚。在一对一的谈判中,国家的信息不对称。因此后来就实行承包制,同样是走放权让利的道路。企业先和国家签订合同,规定每年向国家上缴多少利润,再按一定的比例来进行分成,剩下的企业全部留下来。那么按理说这样国家的利益应该有保障了,不是都签了合同了吗?但实际上推行的结果又是不同。又是在试点的时候有效,但在全中国推广就无效。无效的原因有两点。第一点,如果没有通货膨胀,那没有问题。企业的利润增加了,上缴的多了,那么国家肯定获利。但是如果发生高的通货膨胀,那企业完成利润指标就没有任何含义了。因为虽然上缴给国家的利润增加了,但扣除通货膨胀的因素以后,国家真实拿到的是减少了。第二点,承包制是包赢不包输。在有能力上缴利润的时候,企业可能会上缴,但在利润指标没有达到的时候,基本上上缴就很难执行。厂长经理顶多就是要命有一条啊,没有办法让他赔。在这样的情况下,承包制在全国范围内推广的效果也不理想。同样的,在这种博弈当中,政府又一次极度受损。总体来看,在改革的过程中,国家的利益越来越受损,国有企业亏损的状况越来越严

重,上缴的利润越来越少。

在 20 世纪 80 年代末开始提出产权改革的思想。意思是说国有企业是全国人民一起所有,但不能由全国人民一起经营。企业只能委托给厂长经理来经营。但厂长经理并不是真正的所有者,因此就提出所谓所有者缺位的概念。就是说,国有企业没有真正的所有者。既然没有真正的所有者来监督厂长经理这样的委托人的时候,所有者就产生缺位,厂长经理就会利用手中的权利来多吃多拿多占,道德风险的行为就会非常多。这样的说法似乎是非常有道理的,于是就在 20 世纪 80 年代末,90 年代初开始提出实行现代公司制度,当中最先进的就是股份制。不管是现代公司制度还是股份制改革,它的思路就是先将这个企业的资产算清楚。然后就成立董事会,监事会,然后再任命厂长经理。由董事会来代表所有者监督厂长经理,那么所有者就不缺位了。尤其是股份制企业,还有一部分股份上市流通。上市流通的股份里面很多是非国有股东,散户拿自己的钱来买股票,所有者当然就不缺位了。实行股份制改造的初衷是想让国家搭乘散户的便车,散户有动力关心自己资产的保值和增值,会去监督厂长和经理,那么企业效益就会提高。非国有股的资产能够保值和增值,那么国有股资产自然也就保值和增值了。从理论上这种想法是非常完美的。但同样的情形又发生了。方案在试点的时候似乎有效,但一经推行就无效了。实际上 69 家第一批上市的公司现在基本全部变成垃圾股了。上市公司所谓“一年绩优,二年绩平,三年就变成垃圾股”是很普遍的情形。更仔细的分析,一般上市公司三年五年以后所有的指标与不上市的公司没有什么差别。有不少研究来支撑这一观点。那么这就是非常奇怪的现象,我们国有企业的问题究竟是什么?这时又有人提出只有私有化才能解决问题。但是从其他国家的经验来看,比如俄国和捷克,这两个国家是在转型期中全盘私有化的。但是现在大量的实证经验证明私有化以后的公司同样没有提高效率,而且预算软约束的问题也没减少。国家给这些企业的补贴或是银行给这些企业的政策性贷款,或是低息贷款都并没有减少。这样看来,我们的国有企业即使全部私有化,问题可能还往往存在。

前一段时间,我也一直在剖析和争论这个问题。我认为国有企业的问题确实有公司治理的问题,确实有管理的问题,也确实有 Moral Hazard 的问题,但这些问题很可能只是果而不是因。我认为有比这些问题更根本的“因”。这就是我最近常讲的自生能力的问题。我对自生能力的定义是这样的:一个正常管理的企业(这个出发点和大部分微观经济学和管理

学里面的出发点正好相反)在一个开放竞争的市场当中,不能获得大家能接受的利润率。如果一个正常管理的企业在一个开放竞争的市场当中,不需要外在力量的扶持和保护就能获得市场上大家可以接受的利润率,那么这个企业就是有自生能力的。但假如一个正常管理的企业在竞争性的市场中,没有办法获得大家可以接受的利润,那么这样的企业在市场经济中是不应该存在的。在一个市场经济当中,如果一个企业的利润率比大家预期的利润率低,就应该不会有人给你投资。即使有人投资,那么经历一段时间以后,大家觉得你没法获得大家预期的利润率,所有的投资者就要用脚投票,这样的企业就会消失。

在正常的市场经济应该是这样的情形。但是,在一个转型经济和发展中经济中,很多正常管理的企业不能获得大家可以接受的利润。这样的问题需要我们换脑筋,换思想。因为我们所读的书到现在为止都是假定企业有自生能力。但实际上,一大批企业可能没有自生能力,在正常管理之下可能不能获利。

企业的自生能力与这个企业所选择的技术,选择的产品,选择的产业是不是符合要素禀赋结构所决定的比较优势有关。举一个在发达市场经济国家中存在和最有说服力的例子,日本的农业。日本的农业是小农,而且基本上所有农户的所有者都是经营者。从公司治理的角度来看,这是最好的治理。其实我们所说的私有经济里面的治理模式就是所有者就是经营者。但是我们知道,大型企业的所有者一般都不是经营者。所以我觉得那些讨论都忽略了一些东西。其实我觉得日本的农业从公司治理的角度来看,再不能找到比他更好的公司治理。所有者就是经营者,而且管理非常好。有人开玩笑说,日本农民工作就像苏杭的女工在做刺绣一样,精耕细作。但我们知道日本的农业要是日本政府不给予保护的话,95%以上都要破产。比如说,日本现在粮食的价格是国际价格的8倍,这就是日本政府保护的结果。我们知道现在日本宏观经济方面通货紧缩非常困难,东盟形成10+3的共同市场将对日本走出当前的经济困难有很大的帮助。但是当朱总理在2001年东盟10+3会议上提出形成东盟10+3自由贸易区地时候,日本的反应非常冷淡。韩国的反应也一样,因为它也有同样的问题。所以我们最后提出东盟10+1,把日本和韩国摔开。为什么日本的反应如此冷淡?因为如果形成自由贸易区,农产品就要实现自由贸易。日本土地非常稀缺,所以土地密集型的农产品像粮食,日本没有优势。日本的劳动力非常贵,所以劳动力密集型的农产品像蔬菜、水果,日本也没有优势。如果没有日本政府的保护,那么日本的农业就会全

部破产。标准的讲,日本的农业管理没问题,产权没问题,公司治理没问题,但在竞争的市场,开放性的市场当中,它是不能存在的。

同样的例子,还有美国的铁路。但是这样的现象在发达的国家是很少数的,所以一般经济学家不会去研究。但是像中国,我们的国有企业普遍是怎样出现的?在《中国的奇迹》那本书里我谈了很多。第一,追求赶超。发达的国家有资本很密集的工业,在50年代,我们为了赶超,在资金很稀缺的状况之下,投资了很多资本很密集的企业,就是我们现在所看到的大型的国有企业。由于资本密集不是我们的比较优势,所以在竞争的市场当中根本不能存在。这也就是为什么在1952年之前,当我们还是市场经济的时候这样的企业不存在。在开放竞争的市场中,它不能获得大家可以接受的利润率,因为它所在的行业不是我们的比较优势。与外国产品一竞争,企业全部都亏损。但是我们要把这样的企业建立起来,政府就给它各种保护和垄断。所以它的产品定价就非常高。同时政府还扭曲利率、汇率、原材料价格和工资水平等等。所以在这样扭曲的情况之下,它当然能够获利,但这不代表它有自生能力。因为一旦把扭曲和保护去掉,企业就全部垮了。举例说明,辽宁省在20世纪60年代,70年代时候,何其辉煌。因为辽宁是重工业基地,产品全部是垄断价格,而它所有的投入基本上都是免费的。当时的投资靠拨款,拨款是不付利息的,再加上低价的原材料。而现在,辽宁省是全国最困难的省份之一。原因是垄断的地位越来越减少,外国产品大量进入,各种投入要素的价格上涨等等。

从这样的角度来看,我个人觉得我们大型国有企业最主要的问题是所在的行业不对。在竞争的市场中,因为企业不符合我们的比较优势。它的产品、产业技术不符合我们的比较优势。所以它不能获利。自生能力问题,在其他地方我把它称作战略性负担,因为企业是按照战略来投资,这是政府造成的。除了自生能力,在我们改革过程中又出现了另一种新的负担——社会性负担。在改革之前,我们投资了很多重工业。重工业是资金密集型产业,创造的就业机会非常少。但当时政府要保证城市里面的人的就业,所以经常是一个工作岗位派三个人。但是在改革之前这不是负担,因为当时推行的是统收统支。企业所有的利润交给国家,企业所有的开支由国家来包,包括养工人。但是自从1979年以后开始走放权让利的改革,逐渐就把养工人的负担转移到企业。因此老企业就有很多冗员,跟新建立的乡镇企业,三资企业比较起来,负担很重。另外,改革之前我们实行的是实际工资制度,当时发的工资只过当时的生活,退休以

后由国家财政拨款,通过企业发退休金。1979年改革以后,这些养老保险逐渐也要由企业来承担。因此企业老工人越多,养老保险的负担就越重,那么他的重整负担就越重。

自生能力所形成的战略性负担与冗员多所形成的社会性负担加一起来形成了政策性负担。在有政策性负担的状况之下,就会有政策性亏损。谁应该为政策性亏损负责?不能怪厂长经理,因为这是政策造成的。所以国家就必须负责。于是在改革过程中,国家还是通过各种方式给企业保护,比如说还是维持相当程度的垄断,市场准入相当困难。另外比如说压低利率,给企业各种保护和优惠等等。但是重要的问题是这些都是大型企业,所有权和经营权的分离,存在激励不相容,信息不对称。在这样的情形下,厂长经理就会利用这种信息不对称,把所有的经营性亏损都归入政策性亏损,国家分不清楚,就只好把所有的东西都包起来。这也就形成了我们大家看到的所谓预算软约束。

在预算软约束的状况之下,大家同时可以看到一般西方经济学所批评的问题。比如说公司治理的问题,缺乏透明度的问题以及政企不分的问题。为什么政企不分呢?因为如果企业老向政府要补贴,要优惠,要政策,那怎么可能实现政企分开呢?我想对于我们所看到的公司治理的问题,更重要的是公司治理背后的原因是什么。我想最彻底的原因还是我所讲的自生能力的问题。因为上市公司上市之前是把社会性负担剥离或至少部分剥离的。因为上市之前基本上要重组,要包装。那么就让这些老工人到另外一家公司去,减少冗员,轻装上阵。当然这种剥离只是表面上剥离,因为上市公司还有控股公司,控股公司会经常让这些上市公司拿钱来补贴这些老工人。但至少在上市之前这是分开了。可是除了这个之外,这些企业还留在原来的行业里面。企业上市时候的招股书里面描述了资金的投向,基本上都在投资在原来的没有比较优势的行业里面。而且,还比原来的更没有比较优势,因为企业通常都是要去投资资本和技术更密集的,更不符合我们比较优势的产品。在这种状况之下,像我们前面所说的,只要它不符合比较优势,在竞争的市场中就不能够获得大家可以接受的利润。所以造成许多企业拿了钱之后也不投资,干脆去炒股来得更快一点。但这样风险又很大,最好的办法就是把钱放在银行里面,拿利息,这是最负责任的公司的表现了。这是事实,不是开玩笑。

这个问题以我这样的分析就很容易得到解释。为什么现在金融市场上有那么多问题?比如说散户一定要投机。因为上市公司都是没有自生能力的。在竞争的市场当中是不能盈利的,不能盈利就不能分红。拿着

一张不分红的股票长期放在家里面不就等于一张废纸吗？所以散户惟一赚钱的方式就是投机，就像吴敬琏老师所讲的股票变成赌场里面的筹码。筹码本身不能生钱，但是如果大家都把它当作筹码来买卖的话，那么当然就可以赚钱了。散户并不是先天要投机，是因为他没有办法长期持有。这也可以解释为什么引进基金以后，基金必须同样继续投机。基金买入一家公司 5% 甚至 10% 的股票份额，但同样这些公司都不赚钱，不分红。

以 2000 年的数据作分析，2000 年近 1200 家公司全部的利润是 800 亿，用来分红的只有 100 亿，但是 2000 年印花税和交给证券公司的手续费就有 900 亿。所以基本上说股东就是全部亏损，这样股东就只能投机。但是庄家和散户还不一样。散户的钱只能投机，但庄家的钱多，尤其企业上市流通的股份只有 25%，所以每家公司的流通盘并不大，在这样的情况下庄家很容易操纵股票的涨跌。所以 1998 年以后大家就坐庄，这是很明显的现象。坐庄同样是把股票价格弄高，所以泡沫就越来越大。

那么这样也就能解释为什么国有股减持反而会造成股市崩溃。那些认为上市公司的问题是上市公司治理的人认为国有股减持是件利好的事。因为国有股减持使国家控制的比例减少，流通股股东和基金所占的分量就更大。那么照理说公司的治理应该能够改善，而且政企也就分得更开。如果减持使国家手上的股份少于 50%，甚至更少的话，那国家的干预就更少了。所以这应该是利好消息。可是我们来想想看，如果不能分红，现在那么高的股价是超重的泡沫。在这种情况下，泡沫能不能维持有两个前提条件。一个前提条件是流通盘必须很小，第二个前提条件是进入的资金不断增加。我们知道进入资金没有不断增加，在这种状况之下如果流通盘扩大，那么股价肯定下跌。下跌有一个特性，只要它一贬，就不是慢慢进行的，下跌一定是很剧烈。因为大家都看到股票要下跌，由于担心资本损失，就会率先抛出。如果大家都抛的话，股市就崩盘。这就可以解释为什么 6 月 23 日朱总理宣布停止国有股减持，第二天股票价格马上上涨，但很快又跌了下来。既然是泡沫，就必须有不断的资金投入，否则泡沫到一定程度就会停下来，停下来就一定下跌。我想现在的情形就是这样子。

我并不是说政企不分不是一个问题，我也不是说国有企业包括上市公司的公司治理没有问题，但是我想这些问题都是跟另一个更根本的问题也就是自生能力的问题并存的。而自生能力的问题是更核心的问题。所以企业只要有自生能力的问题或是有其他政策性负担的问题，我的看法是任何公司治理的改革都无效。因为实际上没有办法让企业真正的自

己负责,也没有办法真正的把预算软约束给割断掉。如果不能割断预算软约束,从经理人也是个理性人的角度来看的话,经理人永远会用政策性负担,不管是自生能力的问题还是社会负担的问题作为借口,向国家要各种优惠,各种政策。他也可以用这个作为借口,顶代他任何的道德风险行为。在这种情况下,各种改革即使有很良好的出发点,也没有办法达到预期的目标。如果只是执行不下去,或是没有达到预期的效果,那也可能是非常幸运的了。有时候,还会是事与愿违。我想引进基金就是一个最好的例子。

现在在股票市场上,这些庄家、证券公司最希望的就是开放外资,让外国的基金进来。因为如果让国外的基金进来,就意味着一段时间投资会增加,目前这样高的价位还能继续往上涨。但是我觉得那是非常危险的,这个念头一定要打消掉。因为虽然可能让外国的基金进来,把股票市场再冲高一段时间,但泡沫总是要破灭的。只要没有钱不断的流进来,泡沫始终是要破灭的。但是泡沫涨得越大,那么泡沫破灭时跌得更悲惨。所以把这个问题分清楚。这不只是理论问题,在我们改革和实践当中,也是一个重要的突破性问题。

我想我只是提供另外一个思维让大家思考一下。借鉴外国的先进理论是非常重要的,但必须清楚外国的理论是解释外国的现象的。中国的现象表面上看起来和外国的现象是相同的,但背后的原因可能是不同的。如果没有把背后的不同的原因弄清楚,简单的用外国的药方,那么就经常会出现意想不到的效果。