

资本正在叩开 中国大门

——韩志国访谈录

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

**资本正在叩开中国大门：韩志国访谈录／韩志国著．
北京：经济科学出版社，2002.1**

ISBN 7-5058-2511-9

**I．资… II．韩… III．股票—资本市场研究—
中国 IV．F832.5**

中国版本图书馆CIP数据核字 (2001) 第091013号

前言

这本《资本正在叩开中国大门——韩志国访谈录》是我继《大转折时期的中国股市》和《中国资本市场的制度缺陷》之后所出版的第三部探讨中国资本市场发展道路的理论文集。这本文集所收录的文章主要是我在接受记者采访时发表的谈话，也包括几篇我在近期发表的具有比较广泛影响的理论文章；文章发表的时间主要以2001年为主，也收入了少量几篇在前些年发表的但现在看来仍然具有理论意义和实践意义的访谈文章；文章大都围绕着中国资本市场的发展与规范这一主题，也收录了几篇虽然不是直接探讨资本市场但与发展和完善资本市场有密切关系的访谈文章。由于这本文集中的绝大多数文章都发表在2001年特别是近几个月，因而所反映的大都是我对中国

资本市场研究中的最新成果。

—

在规范和完善我国资本市场的过程中，有一个十分重要但却被一直忽视了的问题，即如何有效地建立起股权的市场保障机制。正是由于这种疏失，导致我国资本市场中对股权的侵害已经成为一种带有普遍性的现象，并且在日益严重地影响着我国资本市场的运作机制和市场效率。

（一）股权是一种特殊的财产权

股权的出现是现代市场经济发展的必然趋势，也是与现代市场经济和现代资本市场的内在要求相适应的。在传统的市场经济中，财产权只有物权与债权两种形式。物权是一种所有权，即对物的直接的、排他性的支配权；债权是一种请求权，即要求债务人还本付息的权力。随着市场经济的发展和股份经济的出现，就产生了与之相适应的一种新的财产权——股权，股权既不同于物权——因为股东对公司的财产不能直接地、排他性地支配，也不同于债权——因为股东与公司并不是一种债权与债务关系，股东也不能要求公司对

自己还本付息。这种新型的财产权客观上要求构筑一种与之相适应的财产运作机制，但到目前为止，我们对财产权的解释还停留在传统的民法理论和传统的市场经济的运行上，对股权这种现代市场经济中的伴生物的关注还相当不够。特别是，国内占主导地位的“两权分离”理论即认为股东与公司的关系是一种所有权与经营权的关系，这显然与建立法人财产权的改革目标相悖。所有权包括占有、使用、收益、处分，这四个方面的统一就是完整的经营权，因此，所有权与经营权是不可分离的，现代市场经济中股东与公司的关系，并不是所有权与经营权的关系，而是一种基于股权这种现代财产权基础之上的股东财产权与法人财产权的关系，是一种全新的财产关系。鉴于我国上市公司中普遍存在的“内部人控制”和“转轨不转制”问题，对股权的这种特点的把握和分析就具有更为重要的意义。

那么，股权是一种怎样的财产权呢？从总体上来看，股权是一种复合的财产权，它包括共益权和自益权两大类。共益权是股东为公司全体股东的利益和公司的整体利益而行使的权力；自益权是股东为自身利益而行使的权力。具体说来，股东拥有五个方面的基本权力：一是知情权。这

是股权中最基本的权力，因为投资者把资金投给股份企业后并不能直接地支配公司的资产，在股东与管理者和经营者之间存在着一种委托—代理关系，这样，管理者和经营者怎样支配公司的资产以及这种支配的绩效就必须通过适当的方式和途径告知投资者，使投资者尽可能在知情的状态下进行投资选择。二是议决权。这是股权行使中的集中体现。在公司的股东大会上，投资者有权对公司的各项重大决策进行投票，并且具有选举权和被选举权。三是转让权。股东可以根据自己的判断和需要，自由地转让所持有的股票。四是索取权。股东的索取权包括剩余索取和盈余索取两个方面：剩余索取是指在公司破产清算时，按股份比例分配公司破产还债后的剩余资产；盈余索取则是指公司在盈利中支付税收、债务本息后的分红。五是诉讼权。任何一个股东都有权为维护公司利益和自身利益而依法采取行动，以防止各种各样的侵权行为，或者减弱侵权力度，并有权要求侵权人进行损害赔偿。这五个方面，是股权这种新型财产权的不可分割的有机整体，对其中的任何一个方面的侵害都是对股权的侵犯，也是对市场经济中的财产权的侵犯。

（二）股权是一种最易受到侵犯的财产权

与物权和债权相比，股权最易受到侵害而又很难对侵权行为及时发现和惩处。由于股东只有在股东大会上通过“合意”才能使自己的意志成为公司的意志，抛售股票行为只有在形成市场的共同行为时才能对公司管理层和经营层产生压力，因而从物权向股权的转化实际上也是他们对财产的支配从直接的权力转向间接的权力；由于股东在获取信息、收益分配以及各项决议中都相对处于被动地位，因而从物权向股权的转化实际上也就意味着从主动的权力向被动的权力的转变；由于股东对各项权力的行使都带有一定的事后性和滞后性，因而从物权向股权的转化也就同时带有从积极的权力向消极的权力转变的特点。这三重转化的结合和叠加效应，就使得股权的行使在现实中呈现出一种相对脆弱的和易于变化的态势，也正因为这一点，才需要有周密的法律来堵住各种漏洞并且有严格的执法和有效的市场监管来确保投资者的利益不受侵犯。

然而，在现实中，对股权的保护却没有被提到应有的地位，以至于上述五个方面的权力在我国股份经济的实践中都出现了比较严重的被侵害

现象。具体说来，主要是：（1）股东知情权受到侵害的现象最为普遍。由于上市公司在上市和运作中存在着大量的“包装”和弄虚作假现象，因而市场信息的客观性和透明度都大打折扣，投资者无法根据市场信息来进行投资判断和市场选择，从而也就不能有效地行使自身的财产权力。PT红光欺诈上市，PT郑百文的虚假财务报表，ST猴王不但制造虚假信息，还采取种种欺骗手段来蒙骗投资者，以及中国证监会最近通报批评的12家上市公司在资产重组中不履行信息披露义务的行为，无一不是对股东知情权的侵犯。（2）股东议决权不能得到有效行使。由于在绝大多数上市公司中都存在“一股独大”问题，再加上我国证券立法中在议决权的设计上存在着明显缺陷，因而大多数中小股东的议决权不能得到有效行使，大股东或控股股东“一票定乾坤”的现象非常普遍，上市公司本应具有的有利于公司发展和股东权益保护的治理结构都未能有效地建立起来，使得上市公司的约束机制和激励机制都很不健全，从而降低了公司的竞争能力，限制了公司的发展空间。

（3）股东转让权不能有效行使。信息披露的不透明和不客观使得投资者不能在“知情”的状态下进行投资选择，再加上大量的内幕交易和关联交

易，就一方面导致投资者的利益不能得到有效保护，另一方面也使得市场上配置资源的客观机制不能有效形成，这就不可避免地降低整个社会的资源配置效率。（4）股东索取权在很多上市公司中流于形式。由于在我国股票市场上还未建立起有序的和有效的破产制度，因而股东的剩余索取权还从未行使过；由于我国上市公司大多数都不进行现金分红或者只是象征性地做一点现金分红，因而股东的盈余索取权也被不同程度地扭曲了，上市公司对投资者只“圈钱”不回报已经成为一个比较普遍的现象。（5）股东诉讼权在我国还处于空白状态。在这方面，既缺乏必要的法律制度，也缺乏必要的诉讼意识，在股权受到侵害时，股东往往是“一卖了之”，而不是利用法律手段来寻求法律保护。

（三）建立和完善股权的市场保障机制才能真正提高市场的有序性和有效性

股票市场中存在的大量侵害股权的行为，其消极后果是显而易见的。在市场经济中，财产关系是最基本的经济关系，财产规则是最核心的规则，如果财产关系遭到了破坏，那么社会经济运行的有序性和有效性就会大打折扣。这一点，也正是

我国股票市场上资源配置效率不高的深层原因。值得注意的是，近来在我国股市中又出现了侵犯股权的新的动向。PT郑百文的重组方利用公司面临破产的境地和我国法律上的漏洞，强迫社会公众股股东出让50%的股权，并且采取不反对即为同意的议决方式来进行表决，这不但侵犯了股东的议决权，而且还直接向股市中的最基本的规则——财产规则发出了挑战。如果这种现象不能被有效制止，一旦成为“惯例”，那就会危及股票市场的所有规制，市场的法制环境就会大大恶化。

在我看来，建立和完善股权的市场保障机制，应该从四个方面进行总体推进：一是，要根据股权的内在要求和特点，对相应的法律和法规进行修改和完善，以建立起一整套保护股权的法律体系和执法机制，切实解决我国经济中特别是股权保护中的“法不好依”问题。二是，从强化信息披露制度和信息披露责任入手，提高市场的公正性和公信度，同时要着力进行公司法人治理结构建设，在股权设置、制衡机制和市场压迫上加大对上市公司的制约力度，促使上市公司对股东负责和按市场要求持正经营。三是，强化中介机构的中介责任，引入中介机构的破产制度和连带赔偿制度，建立社会化的监管体系，进而形成社会

化的保护股权的有效机制。四是，建立有效的诉讼赔偿制度，切实加强对投资者特别是中小投资者的保护力度，通过对股权侵害行为的惩治来维护股东的合法权益，进而提高市场的有序化程度和资源配置效率。

二

市场化是我国资本市场的发展方向和发展主题，但我国资本市场的市场化进程却相当缓慢。如果要用一句话来概括中国资本市场的内在缺陷，那就是：资本的本性不明显，市场的特点不突出，资本机制与市场机制被双重扭曲。也就是说，中国的资本市场是一个被行政机制同化了的的市场。正是由于这种变异，我们的资本市场才不是在优化资源配置而是在劣化资源配置，资本市场的各种内在机制才不能有效地产生和发生作用。

从总体上来说，中国资本市场中的资本还不是真正意义上的资本，而是一种发生了扭曲和变形的资本，这可以从三个方面反映出来：

首先，资本不追求超额利润，这是中国资本市场中资本本性不明显的一个突出标志。资本的本性是追逐利润，资本的特点是见钱眼开，能够

在竞争中获得尽可能高的利润是一切资本参与市场竞争的基本出发点，也是市场机制能够对社会经济活动发挥调节作用的必要前提。但在我国的资本市场上，资本不但不追求超额利润，甚至连平均利润都不追求，结果导致聚财→用财→生财这一资本市场上本应具有的因果链条发生了中断。1999年、2000年和2001年上半年，沪深股市上市公司的资产收益率分别为4.01%、3.58%和1.83%，而同期银行一年期和半年期的贷款利率却分别为5.85%和5.58%。在直接融资的收益率远低于间接融资的利息率的情况下，你还能认为这个市场是一个有效率的的市场吗？显然不能。

其次，资本不整合市场资源，这是中国资本市场中资本本性不明显的另一个突出标志。资本市场的一个重要作用是对社会资源发挥整合功能，并通过资本的生成机制、资本的组合机制、资本的竞争机制和资本的增值机制使社会资源向最有效益的产业和企业转移，进而实现社会资源的合理配置和有效配置。但在我国的资本市场上，资源配置却主要不是通过“整合”而是通过“凑合”来完成的。如果说，上市公司频频改变募集资金投向主要是表明企业缺乏进行资源整合的基本素质的话，那么，在上市公司中广泛存在的委托理

财行为则不仅表明上市公司自身不具备整合资源的能力，而且还在分解市场的整合功能。在一个上市公司普遍存在着一年绩优、二年绩平、三年绩差、四年绩劣这样一种内在“规律”的市场上，你还能认为这个市场具有优化资源配置的功能吗？显然不能。

再次，资本不排斥行政权力，这是中国资本市场中资本本性不明显的又一个突出标志。在资本市场上，资本机制与行政机制是相互排斥的，从本质上说，行政权力是资本的天敌，资本只有在市场上排斥和战胜行政权力才能为自己开辟发展道路，也才能为自己赢得更广阔的生存空间和发展空间。但在我国的资本市场上，“资本”与行政权力却在明里和暗里相互勾结，“资本”不但不排斥行政权力，而且还在讨好、顺从甚至依附于行政权力。当上市公司需要融资时，需要行政权力来批给指标；当上市公司业绩不善时，需要行政权力来帮助“包装”；当上市公司竞争力不足时，需要行政权力来给予政策优惠；当上市公司面临被摘牌的危险时，又需要行政权力来进行“资产重组”。行政依赖的前提是人身依附，而人身依附的结果就必然是出卖人格。在一个资本人格化和人格资本化机制双重缺失的环境下，你还

能认为这个市场会对挤缩行政功能、放大市场功能的改革进程起促进作用吗？显然不能。

解决我国资本市场中的问题需要有一个整体的眼光，既不能就企论企，也不能就市论市，更不能就政论政，也就是说，我国资本市场的进一步发展和完善，需要在上市公司、股票市场和监管体制上进行全方位的和配套的改革。在我看来，要使我国的资本市场真正具有优化资源配置的功能，我们还需要过三关：一是市场关，二是财产关，三是信用关。这三个方面不是孤立的或分割的，而是一个相互关联、相互影响、相互制约的有机整体，把这三关跨过去了，我们的资本市场才能真正摆脱行政“钳制”，资本也才能真正恢复其追逐利润的本性。从具体的措施和途径来看，我认为最主要的是应该从以下三个方面继续深化和推进改革：

一是把行政权力挤出市场。与市场经济中的股份公司相比，我国的上市公司存在着三个方面的“异质”：（1）国有股在上市公司中“一股独大”。根据中国证监会提供的资料，截止到2001年10月，沪深两市上市公司的总股本为5115.26亿股，其中，国有股为2349.22亿股，占45.93%；法人股为942.55亿股，占18.43%。考虑到境内

法人股中有相当大的部分都具有国有性质，因此国有股在上市公司的股本总额中的比例应不低于50%，这样大的独家股本，在股份经济发展史上实属特例。920国有股股东在上市公司中“一股独霸”，具有超出其出资额的权力和地位，不但在股东大会上具有控制地位，而且在董事会、监事会和经营管理机构中都“一手遮天”。（3）在大多数上市公司的背后，都站着各种各样的行政机构，行政部门不但可以以国有股代表的身份插手上市公司，而且还不必为其行为后果承担相应责任。这三个方面的特点，就造成了上市公司严重的行政化倾向，使得上市公司更多地对行政部门负责而不是对市场和投资者负责。解决上市公司的行政化问题，应该从财产关系入手，通过国有股的减持和分散，逐步切断上市公司与行政部门的“脐带”联系，使上市公司真正具有独立的法人财产，并在此基础上形成独立的意志和独立的利益。

二是把上市公司逼进市场。上市公司是市场的主体，是市场经济中资源配置的承担者。只有把上市公司逼进市场，使其成为资本的人格化载体，市场的逐利机制才能产生，资源的优化配置机制也才能发挥作用。为此，就要在资本市场中

全面导入竞争机制，通过竞争性的发行机制、竞争性的上市机制、竞争性的融资机制、竞争性的淘汰机制和竞争性的发展机制的形成和作用对上市公司形成强大的市场压迫，从而使上市公司真正成为资金的“牧羊人”和具有创新功能的人格化资本。

三是把社会公信引入市场。资本市场的有效性首先要求市场的真实性。没有市场的公信，那么市场的公平和公正原则就无从谈起，公开原则也就失去了方向和意义。为了提高我国资本市场的公信度和公信力，不但要强化上市公司和中介机构的信用建设，而且要引入行政问责机制和法律追究机制，从而使守信行为得到张扬，失信行为得到惩处，进而使资本市场的运行更有秩序也更有效率。

三

国有股减持是我国资本市场市场化过程中必须解决的一个重要课题。但在2001年6月12日国有股减持方案推出后诱发了连续4个月的股市暴跌，迫使中国证监会不得不暂停执行这个方案，这就使得国有股减持的困难程度十分突出地显露

出来。由于国有股减持不仅关系到社保基金的资金来源，而且还关系到上市公司股权结构的规范化和法人治理结构的建设，因而对于我国的股份经济改革来说，国有股减持已经是势在必行。要使国有股减持能够顺利地加以推进，就必须从股份经济的运行机理和中国改革的总体目标出发来深刻地把握国有股减持的内涵与外延，全面地分析推进国有股减持的各种因素及其交互作用，并且要有效地克服在国有股减持问题上存在的各种误区，进而使国有股减持能够在遵循市场经济规律和股份经济要求的前提下稳妥地进行。

在我看来，我国的国有股减持之所以连续两次遭受失败的命运，在于目前在国有股减持的理论讨论和方案设计中，主要存在着八个方面的误区。

误区之一，以为减持只是量的变化而不是质的飞跃。实际上，证券界有关国有股减持问题的讨论已经进行几年时间了，2001年以来，讨论的主题更是日益集中，即怎样通过减持来解决我国股市中的类别股份——按投资者出身来把上市公司的股份划分为国有股、法人股和个人股问题，进而解决上市公司中因普遍存在着的“一股独大”而导致公司治理结构失效问题，但在原有的国有