

永远的国有股？

2002-6-1 周其仁 阅读4546次

政府宣布停止减持国有股之后，市场出现“井喷行情”。一片叫好声中，也有比较含蓄的批评：“这是纠错机制的继续”——去年6月财政部宣布国有股减持是错，去年10月证监会宣布暂停减持是第一次纠错，本次是纠错的继续。叫好也罢、纠错也罢，我们还是借次机会看一下股市的基本面。

市场基本面

如果说公司的基本面指的是上市公司的业绩和公司创造业绩的行为，那么市场基本面指的是股票市场的基本构造和游戏规则。作为一个在经济改革中应运而生的年轻市场，中国股市规模的扩大令人叹为观止。但是不能因此违言，我们这个市场的基本面仍然存在一些根本的缺陷。

可以拿来举据的，就是那挥之不去的“政策市”特色。是的，这个市场已经具有处理着巨量经济信息的功能，并通过市价的波动反应各参与方交换信息的结果。但是，迄今为止，市场股价的最大起落，仍然不是对公司基本面和其他经济情况变动的反应，而是对政府政策变动的反应。去年宣布减持，市场闻声大跌；今年减持叫停，市场大涨，不过是又一次记录。

要说世界上哪一个市场完全不受所在地政府政策的影响，恐怕是幼稚的想象。问题在于，为什么政府政策不能以单一地维持市场秩序稳定为目标，而非要好戏连台、大起大落来过瘾？我的问答，制度方面的原因是政府一身二任：既是绝大部分上市公司的控股老板，又是市场游戏规则的制定者和执行人。

最近一年来的经验又一次证明了这一点。当财政部作为上市公司国有股的法律持有人，想卖掉部分国有股来充实社保基金的时候，市场就炸了庙。因为历史的缘故，国有股原本是不流通的——这一点已经进入了投资者的预期，也已经被打入了股价。现在国有股从不流通要变流通，投资人的预期大变。

更重要的是，国有股从不流通变流通是市场游戏规则的大变动。游戏规则的变动由参加游戏的一方来主导，好比本届世界杯的规则由南韩足球队来决定，岂能不把人吓着了？我还是老看法，去年宣布减持后市价应声大跌并不意味着市场不赞成“按照市价原则减持”，而是表明，既然如此这般减持，那市场就出一个价看看政府还卖不卖？结果是政府方面不干了，虽然大家容易猜测，这回是政府的另外一个职能——管理市场——的代表机构证监会主导了减持叫停。

“政策市”效果递减

在“国有控股权不交易”的基础上，市场只好靠政策利好来刺激游资入市。其中道理，我在“控制权不买卖的市场”一文里已经讲过了。从这一点看，目前股市离不开“政策市”，不是可以轻易改变的。况且，转型中的政府依然掌控着大量财经资源，拿一点出来“做市”，即便是上市公司基本面很糟糕也照样可以“做”得风起云涌。

但是我们也要看到，“政策市”的招数用得多了，其效果不免在边际上要降低。以本次经验为例，从“减持”到“暂停”用了4个月，再到“全停”又用了8个月，还不是表明政府并不愿意留下朝令夕改的形象？无奈“微调办法”越来越不管用，非“大动作”不能见效。

市场中人当然希望股市服了“全停”药方就一路高开下去。可是，他们真的看不到本次“政策市”代价高昂吗？政府说减持，政府说暂停，政府又说全停。当然你可以说这就是从谏如流。问题是，政府以后还会不会再纠全停的错，会不会再纠“纠全停错”的错？本届政府不会了，下届政府呢？要知道，政府过去的行为督进入市场的记录，构成人们预期未来的基础。从趋势看，政策利好的资源储备越来越少，而效果也将越来越差。

在市场的短期僵局打破之后，“国有股何去何从”的问题仍然盘桓在前，需要一个回答。目前已经被考虑的主要是两种处置办法，其一是部分国有股转由社保基金持有，今后由社保基金来管理并取得分红收益；其二是继续国有股的协议转让。

社保基金“转持”国有股，等于国有股从一个国有机构转到另外一个国有机构。为什么上市公司的控制权换另外一家国有机构持有，就可能改变行为和绩效？是因为机构的名称不同了？是因为机构比较新？还是因为机构被政府赋予了更大的责任？无论怎样想，目前都没有办法得到经验的验证。

从逻辑上想，上市公司大股权仅仅允许国有机构持有，总比允许所有机构——包括国有机构——和个人来持有的成功可能性低。因此，即便社保基金在转持国有股以后，事情也决没有完结。横竖有一条道理很硬：倘若国有股不争气——提供不了正的现金流——无论转多少国有股给社保基金也没有用。只有转持，没有转让——向包括非国有机构和私人在内的潜在对象转让国有股或国有股的管理权——社保基金的首要职责变成“保”国有股，那岂不是开了一个大大的玩笑？

转谈国有股协议转让。与上述道理相通，明确国有股协议转让的受让者应该包括非国有机构和私人，至关重要。另外，仅仅在一个小范围内转让受让、一案一批，效率低下不说，也没有办法在更大范围内根据“出价高者得”的竞争原则发现最好的转让价格。在一个较大的范围内进行国有股的转让和受让，竞争可以持续进行，以便与实体经济世界里企业和产业的重组要求相适应。

水路不通走旱路

讲来讲去，离开了向非国有机构和私人开放，离开了在更大的范围内连续转让和受让，我们实在看不到国有股的前程。说到底，还是需要有一个开放的股权市场。既然目前现成的股市“不适合”流通国有股，水路不通走旱路，考虑另外再开一个市场吧。

不必紧张，我们权当这个“中国上市公司控制权交易市场”设在月亮上。它对一切机构和私人开放、可以从事全套市场交易活动，惟独不与目前A股市场相通——它当然也不会冲击A股市场。在一定条件下，“同股不同市”应该是可以的吧？

读者也不要以为我凭空想象。我国资本市场的历史上早就出现过专门交易“法人股”市场。不过那时候法人股不准私人持有，而对市场利益敏感的私人又不肯放弃其中的机会。结果，法人股市场成了一个“化妆舞会”，查不胜查、防不胜防，被迫关闭。现在，如果在法律和政策上明确非国有机构和私人可以参与国有股交易，发展一个规范市场的条件是具备的。

无论过去和将来，“无心插柳柳成荫”总是可能发生的。国有股被逼到了这个份上，不妨考虑试一把。

For 2002/06/

相关信息：

没有相关信息

相关评论：

没有相关评论 [点这里发表评论](#)



发表、查看更多关于该信息的评论



打印本页

| [北京大学](#) | [中心概况](#) | [BiMBA](#) | [CENET](#) | [联系方式](#) | [站点导航](#) | [繁体版](#) | [ENGLISH VERSION](#) |

Copyright© 1998-2005 北京大学 中国经济研究中心 版权所有

保留所有权利，未经允许请勿挪用，有任何问题与建议请联络：webmaster@ccer.pku.edu.cn

京ICP备05005746