

## 2000年第42期(总第174期) 国有股上市流通的前景

国有股上市流通的前景

在GOOGLE搜索此内容

2000-6-19 阅读4821次

如果从上海和深圳证券交易所成立算起,我国证券市场到现在已经有十年的历史,规模空前壮大,在国民经济中的地位越来越显著,目前股市总市值占国内生产总值的比重已经超过三分之一。但是,我国证券市场仍然很不完善,一个重要根源就在于上市公司的主体是由国有企业改造而来的国有控股企业,而占上市公司总股本70%左右的国有股和法人股又不能上市流通。现在人们已经认识到这种情况对我国国有企业改革和资本市场健康发展的危害,开始研究如何解决这一棘手问题。当前的主要担心是资本市场容量有限,国有股、法人股上市流通会严重冲击股市,引发投资者难以承受的“股灾”。然而,国有股、法人股上市流通是否会引发股灾,最终取决于国有股、法人股能否为投资者带来合理的投资回报。如果国有股、法人股收益丰厚,再加上解决国有股、法人股上市流通问题的具体政策措施得力,如选择恰当时机,分批上市,同时采取其它配套措施,市场股价自然不会大跌。

对于企业来说,与银行贷款相比,通过资本市场发行股票融资,还本付息的时间约束软。企业效益好可以多分红派息,效益不好则可以少分红派息,甚至暂时取消分红,自由度较大。但是,从购买股票的投资者来说,股票分红收益较银行储蓄或政府债券利息受益的风险大,而且,万一企业破产清算,只有在偿还了企业的各种债务以后,股东才能分得最后的剩余资产,所以,总的来说,企业必须支付比银行利息更高的成本才能吸引资金拥有者来购买股票。目前,我国国有企业资金的主要来源是银行的贷款,利息负担被认为是国有企业绩效差的主要原因之一,如果多数国有企业连支付银行贷款利息都感到吃力,就说明多数国有企业无力为股票投资者提供合理的报酬。一般发达市场经济国家上市公司的市盈率在10到20倍之间,而我国许多上市的国有企业的市盈率在50倍左右,由我国多数上市公司的市盈率推算的股本回报率远低于银行或政府债券利息加上风险贴水所应有的回报率水平。我国上市公司的市盈率这么高,国家和法人持有的股票不上市流通,减少了市场上股票的供应量,是原因之一。但更重要的是,这些上市公司的股票绝大多数是国家持有,国家作为大股东对少数股民的利益不能不管,情况差时国家总会也总能以牺牲自己利益的方式来保护少数股民的利益。如果国有股大量上市流通,这种心理保障的防线很可能崩溃,触发大家担心的股灾。所以,目前我国大规模将国有股上市流通的条件还不成熟。绝大多数上市的国有企业和未上市的企业一样必须先改革,提高企业盈利率,然后才谈得上国有股的大量上市流通。

国有企业效益差是多方面的原因造成的。现代市场经济的中坚力量,早已不是业主制企业,取而代之的是现代的大中型企业。现代大中型企业所有者对于企业的直接控制大大弱化了,所有权和经营权相分离,形成了所有者和管理阶层之间的“委托—代理”关系,由此造成所有者和管理阶层之间的信息不对称、激励不相容等。如果说委托—代理问题是中外任何大中型企业都难以避免的问题,那么,我国国有企业绩效不佳则还有其它独特的先天不足和后天失调的原因。

从计划经济体制向市场经济体制的转型过程中,我国国有企业先天背负着各种政策性负担,由此造成了许多政策性亏损。政策性亏损的责任在于政府的政策,因此,政府必须对这种亏损负责,给予亏损企业各种补贴。由于激励不相容的原因,国有企业会将各种亏损包括经营性亏损也归咎于政府的政策,而由于信息不对称,政府很难将企业的政策性亏损和经营性亏损分清,因此,只好把企业的所有亏损都包下来,形成了“预算软约束”的现象。在预算软约束的保护下,国有企业经理人员的道德风险,经营绩效低下也就不可避免地成为普遍的问题。在国有企业不断向政府要政策、要补贴的情况下,政企不分,现代企业制度难于建立,或建立后难于实行等后天失调的情形也就不难理解。

消除加在国有企业身上的政策性负担是克服信息不对称、激励不相容,提高国有企业经营绩效的前提条件。在没有政策性负担的情况下,国有企业没有向政府要优惠、要补贴的借口,同样的政府也就不能随意干预企业的经营,政企也就有可能分开。而且,国有企业只要正常经营就应该赚取市场上的正常利润,这样国家作为国有企业的所有者也就从国有企业的盈利状况来推知经理人员的努力程度,克服大型企业所有者和经营者信息不对称的问题,进而设计出能够诱使经营者和所有者激励相容的奖惩办法。在国有企业没有政策性负担时,如果国有企业有亏损则是企业自己的责任,预算就不会是软约束。国有企业在正常经营的情况下能够赚取市场上的正常利润,国有股大规模上市流通的条件也就成熟了。所以,要大规模上市流通国有股,必须先消除国有企业的政策性负担。

国有企业的政策性负担包括两个方面:一是社会性政策负担,另一是战略性政策负担。社会性政策负担包括国有企业中的养老保险和冗员等。改革前,政府给工人的工资只够支付当前的消费,退休养老到时由政府透过统收统支的财政制度直接支付。改革后,养老保险的负担逐渐转嫁到企业而成了企业的政策

性负担。另外，改革前的重工业优先发展战略没有创造出足够的就业机会，为了解决城市中就业的需要经常把国有企业里的一一个工作岗位指派给三个工人来做，在取消了统收统支的财政制度后，冗员也同样成了国有企业的一个社会性政策负担。除了社会性政策负担外，许多大型国有企业所在的产业和所采用的技术，资金密集程度太高，和我国要素禀赋所决定的比较优势不相符合，国家为了发展战略的目标而把它们建立下来。然而，这些不符合比较优势的产业在完全自由竞争的市场环境下是没有自生能力的，改革前国家通过压低各种要素的价格来减低它们的建设和生产成本，同时给予他们在产品市场上的垄断地位，并排除了国外同类产品在国内市场上和它们的竞争，靠这些支持和保护它们能够生存下来。改革后上述支持和保护条件逐渐消失，国有企业缺乏自生能力的问题也就显现出来。这些国有企业的投资是国家战略决策的结果，并非企业的自主选择，所以这种负担是战略性政策负担。

无论是解决国有企业的委托—代理问题，还是提高国有企业的盈利能力问题，都需要首先解除国有企业的政策性负担，使国有企业能够和其它类型的企业在市场上公平竞争。过去在计划体制下人为压低工人工资，社会保障费用并不包括在工资之中，而是被国家通过低工资的方式拿去作为积累。国有企业的冗员也是国家将社会的积累拿去投资到创造就业机会少的资本密集型产业的结果，责任也在国家。对于国有企业承担的社会性负担，本来就是国家应该承担的责任，现在实行市场经济，国家有责任尽快把社会性负担从国有企业中分离出来，对国有企业的老工人和冗员进行社会保障方面的补偿，承担起建立社会保障体系的责任。有些人可能会担心现在国家财政已经很难，那有能力来建立社会保障体系，然而实际的情形是现在经由企业支付的养老和冗员的负担到最后总都是国家的负担，将这种负担从企业剥离由国家直接来承担，国家所需要支付的费用不会比经由企业来支付多，而且，由企业来承担时，这种负担成为企业预算软约束的借口，企业会把各种亏损也算在这个帐上，由国家直接来支付可能还会有节省。对于战略性负担，应该区别三类对待。第一类是，在国防安全上绝对必要的军工企业，尽管资金密集，不一定符合我国要素禀赋决定的比较优势，但是因为其产品不能通过从国外进口得到满足，这类型企业应该由国家财政包起来，由于其生产、经营必须保密，不能有信息披露，所以其股份也就不可能上市流通。第二类是，资本密集型国有企业，其产品不再是必要的军品，也没有什么国内市场，要提高这类型企业的自生能力就只能让其转产，生产符合国内比较优势、在国内市场上适销对路的产品。这类型企业过去是国家重点企业，通常有技术人才的优势，如能让其转产，许多企业可以成为在国内市场上很有竞争力的企业，四川的长虹、嘉陵等就是例子。如果通过转产而提高了竞争力和盈利能力，其股票也就可以上市流通。最后一类是，那些资金密集度很高、资金需求规模很大，同时其产品又存在广阔的国内市场的企业，对于这类型企业，可以考虑利用市场换资金的方式，让这些企业以合资或到国外资本市场上市的方式直接利用国外较为廉价的资金，避开国内资本稀缺的要素禀赋限制，以提高其市场竞争能力。我国彩色胶卷产业和柯达的合资、中国电讯和中国石化到国外的上市就是例子。这类型企业的股份如果要上市流通，一来由于国内的资金成本比国外高，二来，资金规模超过国内的市场容量，因此，主要应该考虑在外国资本市场上市。

在消除了政策性负担，对已上市的国有企业来说，只要正常经营就应该能赚取正常利润，国家持有的大量国有股和法人股是可以上市流通的。而且，对未上市的国有企业进行了现代企业制度改造后，政企分开，自生能力和盈利能力提高，也同样有了上市的条件。

国有股上市流通和国有企业上市，既是国有企业利用资本市场融资扩大生产和技术、产业升级的手段，而且是实现国有资产证券化，收回国家投资的一个方式。国有企业的资产有相当一部分是国家通过低工资拿走原本应该付给工人的社会保障资金，由国家代为积累、进行投资形成的。因此，国家应该把国有股上市流通变现筹集来的资金，主要用来作为建立社会保障体系的资金。

---

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](mailto:webmaster@ccer.pku.edu.cn)

京ICP备05005746