

股权分置改革后中国证券市场国际化的目标定位

<http://www.criifs.org.cn> 2006年2月28日 文宗瑜

中国证券市场是在一种特定的政治经济社会背景下，为支持国有企业融资而设计并建立的。“流通的社会公众股”与“非流通的国有法人股”的股权分置，是中国证券市场最大的中国特色。随着全球经济一体化进程的加快，尤其是中国企业全球化程度的提高，迫切要求中国证券市场尽快与国际惯例接轨并对外开放。中国证券市场的长期封闭低迷及日渐严重的边缘化，不仅拖累了中国经济的发展，而且阻滞了中国企业的全程化进程。可以说，股权分置改革就是为了启动中国证券市场国际化的闸门。因此，应该跳出国有资本保值增值及国有股收益最大化的思维定势，去理解并把握股权分置改革的正确方向，防止股权分置改革偏离目标。可以说，在股权分置改革过程中及改革后，国有股应承担并履行繁荣中国证券市场的职责。国有股的管理及上市公司的运营，应该能够支持并推动中国证券市场国际化进程的加快。与此相适应，上市公司董事会及经营班子应时时关注本公司股价及市值，执行董事及经营班子成员的薪酬也应与公司股价及市值挂钩。

一、中国证券市场国际化进程滞后及被边缘化的风险

从市场经济发达国家的经验及发展中国家的教训看，一个国家或地区经济国际化、企业全球化的程度，主要不是表现在本国或本地区的企业完成了多少宗跨国并购，而是表现在本国或本地区资本市场的开放程度。具体来看，就是作为资本市场核心的证券市场是不是已经成为一个国际化的证券市场？如果以中国证券市场的现状及态势，作为评价标杠，那么，可以说中国经济国际化、企业全球化的程度仍然很低。证券市场不仅仅是国家经济景气变化的晴雨表，而且还是国家经济国际化、企业全球化程度的风向标。

之所以认为中国证券市场不是国际化的证券市场，是因为：第一，中国证券市场的上市公司仍局限于中国内地的公司。一个国际化的证券市场对全世界所有企业都是开放的，上市对象没有国界、没有洲界。例如，美国纽约证券交易所、美国NASDAQ、香港联合证券交易所等就是符合公认标准的国际化证券市场。第二，中国证券市场的投资者仍基本上是中国内地的资本（资金）所有者。一个国际化的证券市场，应该允许并吸引世界各地的投资者来买卖股票。例如，美国NASDAQ就是不限投资者国籍的国际化证券市场，世界上78个国家和地区的投资者可以通过38万个交易终端及10余家双向联网的证券交易所不出国门而买卖美国NASDAQ的股票。当然，目前中国证券市场非国际化仍主要在于其自身的“中国特色”，具体表现为其先天而生的“股权分置”。

中国证券市场的“中国特色”支持了中国国有企业的发展，尤其是为1400余家国有企业及其母公司提供了低成本的资金。也恰恰是这样一种支持，延迟了中国证券市场国际化的进程。在中国经济国际化、企业全球化内在规律作用下，中国证券市场国际化进程滞后带来的是中国证券市场被边缘化的危险。中国证券市场的边缘化表现在两个方面。

其一，是国内优质企业纷纷选择国际证券市场上市。

证券市场的国际化带来的是证券市场之间更加激励的竞争，各个证券市场都力图吸引全世界最好或者最有增长潜力的公司（企业）前来上市，而中国证券市场与一些国际化证券市场相比，对国内优质企业缺乏吸引力。据某中介机构对国内500家拟上市企业的问卷调查看，82%的企业首选国际证券市场上市，有47%企业表示，如果国际证券市场上市不成，可退选国内证券市场上市。可以说，国内优质企业选择国际证券市场上市的意愿越强而且上市的越多，中国证券市场被边缘化的程度越高。

其二，是国内投资者选择其他证券市场投资而导致资本溢出。

证券市场包括国际证券市场阶段性低迷是正常的，有涨有跌或者“牛市”“熊市”交替是证券市场自身的内在规律。但是，中国证券市场连续4年多的长期低迷，意味着外在力量或外在环境作用而导致证券市场内在规律的调节作用丧失。由此导致的是投资者选择其他证券市场投资。在目前中国外汇管制的条件下，投资者往往是通过移民或地下钱庄运做资金而转投其他国家或地区的证券市场。

中国证券市场被边缘化，导致了中国证券市场集中或集聚资本功能的弱化，影响了中国经济的发展与增长。必须清醒意识到，任何一个经济繁荣国家尤其是一个以自主创新与技术进步为主导的经济繁荣国家，都有一个或几个高度具有活力的证券市场作支撑或支持。中国证券市场的持续低迷，会严重拖累中国企业的自主创新与技术进步。

二、股权分置改革为中国证券市场国际化创造了条件

中国证券市场国有法人股与社会公众股的股权分置，阻碍了中国证券市场的国际化进程，制约了中国证券市场内在规律调节作用的发挥。而股权分置改革，拉开了中国证券市场国际化的序幕，为中国证券市场国际化创造了条件。但是，这不意味着股权分置改革可以自动推进中国证券市场的国际化进程。如果政府主管部门及相关强势利益集团不转变国有股权及国资管理的思维，并采取积极的措施，股权分置改革仍然无法阻止中国证券市场被边缘化的程度。因此，股权分置改革对中国证券市场国际化的推动作用，必须建立在两个最基本政策理念与国资管理理念的基础上。

其一，国有股及国资管理应承担并履行繁荣中国证券市场的职责。

中国证券市场设立之初，是担心公有制基础受到动摇及支持国有企业发展的理念而设计出了“中国特色”的股权分置架构。当党的决议明确了“股份制是公有制经济的主要实现形式”后，股权分置改革不再存在“政治疑惑”。但是，目前被强化的国有股及国资必须保值增值的理念，极易导致股权分置改革偏离目标。可以说，国有股及国资保值增值与繁荣中国证券市场相比较，应该把振兴与激活中国证券市场放在头等重要的位置，国有股及国资管理应承担并履行繁荣中国证券市场的职责。要坚决反对把“国有股及国资保值增值政治化”的想法与做法，国有股应该与流通股一样，共同承担中国证券市场长期低迷而导致的资产（财产）损失。除此以外，国资管理部门不可通过行政意志去影响各上市公司国有法人股对价送股的决策，应尊重市场公平规则，尊重中小投资者的意志。可以说，坚持公平并允许“国有股与流通股共同承担中国证券市场长期低迷而产生的资产（财产）损失”，就能够实现振兴与激活中国证券市场的目标。

其二，国资即国有股应在股权分置改革后公平增值。

在股权分置的条件下，中国证券市场的持续低迷带来的是这样一种财富效应：国有股保值增值而社会公众的财富流失。股权分置改革，是新老划断，不再追究历史。但是，在股权分置改革后，如果继续片面强调与追求国有股及国资的保值增值，可能会以毁灭中国证券市场为代价。可以说，在股权分置改革完成后3~5年，是中国证券市场的转型期，要么，以“国际化进程加快”而繁荣，要么，以“行政化导向加大”而毁灭。必须重视与强调，国资管理部门在股权分置改革后的3~5年，要履行支持中国证券市场繁荣的职责。为此，必须从根本上转变理念：国资即国有股应与公众股公平增值。如果，在股权分置改革后的3~5年内随着国有股高价变现而中国证券市场陷入新的长期低迷，那么，国资即国有股的增值是以公众股的财富流失为代价，将转变为股权分置改革后的不公平增值。

股权分置改革要能够推动中国证券市场的繁荣，必须得到国资管理部门的支持，这是共识。这种共识，不仅要求明确以上两个最基本的政策理念与国资管理理念，而且还要对国有股管理采取切实可行的措施。第一，尽快建立与完善全国统一的上市公司国有股权预算体系；第二，国有股权的交易及变现应申请与备案；第三，国资部门对相关公司的业绩考核应引入上市公司市值参数；第四，国有股权分红收益上缴及统一调配。之所以要求对股权分置改革后的国有股管理采取切实可行的措施，是为了防止非法或不合规的投机利益。中国证券市场现有上市公司中的96%隶属某一国有集团或家族集团，这些集团不仅仅与行政力量有很好的个人关系，而且与证券公司、媒体等有相互依存的利益关系。追逐某一个集团利益或个人利益的最大化，完全可以让一些强势利益集团突破或超越监管。如果国资部门再片面强调国有股的保值增值，可能为某些强势利益集团的违法违规找到借口或推辞。在股权分置改革后3~5年过渡期内，作为承担与履行繁荣中国证券市场职责的管理部门，应通过条例或文件明确国有股管理的基本政策导向：业绩好及分红收益高的上市公司，其国有股要长期持有；业绩差及分红收益低的上市公司，其国有股要尽快变现。国有股管理要强调投资，反对或弱化投机。惟有如此，才能引导上市公司董事会、经营班子关心业绩与股价的同步增长。除此以外，国资管理部门要通过统一的上市公司国有股权预算体系，打击与抑制中国证券市场的过分投机行为。

三、中国证券市场国际化与中国企业全球化的同步推进

以股权分置改革加快中国证券市场国际化的进程，但是，中国证券市场的国际化不可能单独推进，要求同步推进中国企业的全球化。一个国际化的证券场所承载的是全球化公司，只有当越来越多的中国企业实现全球化并首先选择在中国证券市场上市时，中国证券市场才能真正转变为一个国际化的证券市场。当然，中国证券市场也应尽早对其他国家或地区的企业开放。那么，中国企业的全球化有什么标志呢？

其一，应该能够在全全球范围内利用资源与配置资源。

二十世纪90年代跨国公司在全球范围内的重新分工，把大多数的中国企业（包括中国的上市公司）变成了跨国公司的加工工厂或加工车间，而跨国公司转变为控制技术与销售两端的技术销售主导型公司。中国企业通过高价进口设备、过度消耗资源、低价出口产品或贴牌，实现了企业自身规模与中国国民生产总值的做大。但是，这样的做大，是以中国自然资源的过度消耗与大多数中国工人持续多年的绝对低工资为代价的，由此而产生的是生态环境过度恶化与劳资矛盾过分尖锐的社会

经济问题。中国企业的全球化，应该首先要转变的是企业资源配置战略，具备条件的企业要实施资本与劳动力的同步输出的战略，到自然资源丰富的地区进行购并或投资新设公司，同时，输出中国劳动力。可以说，跨国公司走进中国，是资本的输入；而中国企业走出国门，应该是资本与劳动力同步输出。劳动力丰富是中国绝对占有优势的资源。凭借中国的劳动力、市场、资本，利用东道国的自然资源而实现全球范围内的资源配置，可以塑造中国企业全球化后的相对竞争优势。当然，中国证券市场的国际化要能够为全球化的中国企业提供资金支持。

其二，建立完善治理准则与治理文化并举的现代公司治理。

各个国家或地区公司治理准则的趋同，加快了经济全球化的进程。就中国目前关于治理准则的相关法律法规及条例看，治理准则借鉴了北美、西欧、东亚等国家或地区的经验，甚至在某些规定上照搬了国外的一些条款。可以说，在中国公司治理准则问题上，国际非政府组织、专家学者及政府职能部门一些官员都主张与国际惯例接轨。不同国家或地区的公司尤其上市公司的公司治理，应该接受一些共同的基本理念和基本原则。公司治理在世界范围内的趋同、在不同国家或地区的趋同，是一种不可改变的规律。但是，各个国家或各个地区也强调治理文化的差异。中国企业的全球化，决定了其必须建立治理准则与治理文化并举的现代公司治理，并强调治理准则的趋同性与治理文化的差异性。具体说，中国企业的公司治理完善，要尽可能推行与其他国家或地区相近或相同的治理准则，淡化公司治理准则的“中国特色”；同时，允许与支持中国企业培育与其他国家或地区不同的治理文化，强调治理文化的“中国特色”。

其三，按照社会文明进步要求自觉强化企业行为道德。

知识经济时代与工业经济时代相比，是社会文明已经发展与成熟到一个新阶段。与此相适应，对企业的评价不再仅仅是看其盈利能力，而是看其用什么样的方式提高盈利能力。非正常方式或不道德方式盈利的企业，不仅得不到社会认可，而且得不到竞争对手的认可。可以说，“不择手段”的竞争或“不择手段”的追逐利润最大化，已经随着工业经济时代的结束被越来越多的企业所抛弃。“文明竞争”成为全球化企业的口号与主旨，“道德利润”成为社会文明进步的标准与实践。因此，中国企业的全球化是以其自身的行为道德自觉强化为条件之一。企业行为道德不再仅仅是一句口号，而是企业运营不同层面的具体行为指导。在中国企业行为道德自觉强化中，作为执行董事、经营班子成员的企业家发挥着决定性作用，与企业行为道德自觉强化相同步的是企业家自身行为道德水平的提高，企业家不仅在管理企业中依法行为与合规行为，而且在个人生活行为上要成为遵守社会公共道德的楷模。

(转载或刊发请与文宗瑜博士联系，电话13901154906)

文章来源： (责任编辑： wx)

