

# 中国与欧盟国家 国有企业转化为股票上市公司的比较研究

侯立平

国有企业通常指那些由国家拥有(国家控股占企业总股份的 50% 以上), 政府直接控制, 主要依靠出售商品与劳务获取收益, 自我核算, 并拥有独立法人身份的企业, 无论是在中国还是在欧盟成员国, 国有企业均在经济生活中扮演着重要角色。

20 世纪 80 年代初, 欧盟成员国政府通过在股票市场上部分或全部出售国有企业股票的方式, 将国有企业转化为股票上市公司。时至今日, 这一转化运动仍在欧洲保持着强劲势头。

90 年代初, 为了将国有企业转化为以公有制为核心, 多种产权所有形式并存, 产权结构明晰的现代企业, 中国政府决定在国有企业中进行产权转换。此后的 10 年中, 近千家公司国有企业转化成了股票上市公司, 中国的股票市场也在广度和深度两方面获得了长足的发展。

本文拟比较中国及欧盟成员国将国有企业转化为股票上市公司的相似之处及不同之处, 并在比较的基础上归纳出若干结论。

## 一、中国及欧盟成员国国有企业股票上市的相似之处

尽管在经济和社会制度方面差异很大, 中国与欧盟成员国在将国有企业转化为股票上市公司的活动中存在以下相似之处:

1. 中国与欧盟成员国政府将国有企业转化为股票上市公司的动因相同。

(1) 20 世纪 80 年代期间, 西欧各国政府开始放弃鼓吹国家过度干预经济的理论, 认为政府仅应致力于某些向来就由政府从事的“关键性”活动(如维护公共秩序、国家安全、教育、市场规范等), 与资源配置相关的各种决策应当由市场决定。西欧各国政府认为, 国有经济所占比例过大是导致经济效益低下的重要原因, 从而开始在股票市场上向公众出售国

有企业股权。因此, 将国有企业转化为股票上市公司, 是西欧各国重新界定政府在经济活动中的作用的必然产物。

与前苏联的国有企业相似, 中国的国有企业在改革前实际上仅为车间, 并非独立的商品生产者。从 1979 年开始, 中国政府开始逐步扩大企业的经营自主权, 以便改善国有企业的经济效益。1993 年 11 月, 中共中央宣布, 中国经济体制改革的目标是在中国建立社会主义市场经济。此后, 人们对政府介入经济的程度进行了再认识, 并得出了在市场经济中资源配置应当主要由市场进行, 企业必须是独立的生产者的结论。不久之后, 大规模的产权转换运动便在中国国有企业中推行。

(2) 20 世纪 90 年代以来, 许多国有企业经营不善, 日益成为西欧各国政府严重的财政负担。1993 年和 1994 年, 西欧各国政府财政赤字分别占其国内生产总值的 6.5% 和 6%, 而 1989 年仅占 2.5%。出售部分国有企业的产权, 既可减少补贴, 获取收益, 改善财政状况, 又可使许多企业的经营状况有所改观。

90 年代中期, 中国的国有企业也面临严峻挑战。1994 年, 大约 70% 的国有企业发生亏损, 其中 40% 处于持续亏损状态。随着国有企业赢利水平的长期大幅度下降, 政府的财政收入也大幅度萎缩。1979 年, 政府的财政收入和财政开支分别占国民生产总值的 26.7% 和 26.9%; 1994 年, 政府的财政收入和财政开支仅占国民生产总值的 11.6% 和 12.9%。

(3) 将国有企业转化为股票上市公司, 有助于实现企业产权的分散化和社会化。中国政府与西欧各国政府都希望通过公众持有上市公司股票铸就某种具有广泛基础的“股东文化”, 从而将公众的实际利益与企业的经营成效联系起来, 使更多的人关心企业。

(4) 股票上市公司在制定决策方面更为灵活, 而且可以不受政府财政状况的制约, 直接进入资本市场融通资金。如

本文系受欧盟—中国高等教育合作项目的经济资助。作者谨向邀请其赴法从事学术研究的法国里尔科技大学 Universit  des Science - set Technologies de Lille) 经济系教授克里欣·塞斯(Christian Sches) 表示感谢。作者谨向曾对之提供过信息、评论和建议的法国里尔科技大学克里欣·塞斯教授、简·加德雷(Jean Gardrey) 教授、德国柏林经济学院(Berlin Economic School) 吉德·库尔克(Gerd Kalke) 教授、德国柏林科技大学(Berlin University of Technology and Science) 克里斯蒂·库尔克(Christine Kulke) 教授、法国斯加贝·都庞工商信贷银行(CIC Bank, Scalbert Dupont) 里尔城市共同体主任奥利维尔·阿塞林(Oliver Asselin) 先生致敬。毋庸赘言, 文中的所有错误完全应由作者个人负责。

前所述,近年来,中国政府与西欧各国政府都处于财政紧运行状态,因而国有企业很难像过去那样通过政府获得维持竞争力所必需的资金。

(5) 中国政府与西欧各国政府都深切感受到股票市场对于国民经济的重要意义,都希望通过将国有企业转化为股票上市公司,完善与深化本国股票市场。

(6) 经济全球化和经济一体化潮流的驱动。中国政府与西欧各国政府都承担了逐步开放本国市场的义务,都面临着国际竞争的压力。也就是说,经济全球化与一体化正在使政府过分干预经济变得师出无名。例如,私营企业在从事跨国界经营活动时,通常不愿将国有企业作为兼并、收购或合营的对象。

2. 无论是在中国还是在欧盟成员国,将国有企业转化为股票上市公司均产生出巨大经济收益。

1979-1987 年,英国政府共出售了 41 家国有企业的股票,其中 19 家企业的股票在伦敦股票交易所出售,销售收入为 180 亿英镑;其余的 22 家企业或采用私募方式出售,或由企业管理阶层买断产权。1986-1987 年,法国政府在巴黎证交所出售 10 家国有企业的股票,销售收益为 770 亿法郎。1990-1997 年,奥地利、比利时、法国、德国、希腊、爱尔兰、意大利、荷兰、瑞典、芬兰、挪威、葡萄牙、西班牙、土耳其、英国等欧盟 15 个成员国出售国有企业股票的总收益为 1470 . 882 亿美元。

1992-1995 年在股票市场出售股票的中国国有企业仅 42 家,销售收益 40. 107 亿美元。到 1999 年 10 月,共有 1001 家企业的股票在中国股票市场挂牌交易。其中 893 种股票以人民币交易,其余的 108 种股票以美元或港币进行交易。此外,还有 40 家大型国有企业获准在国际股票市场上出售股票。中国通过在本国和海外股票市场出售股票获得的收益为人民币 4250 . 6 亿元(约 500. 6 亿美元)。

3. 由于股票上市公司拥有较多金融融通渠道,中国与欧盟成员国的国有企业在通过产权转换成为股票上市公司后,对银行的依赖程度明显下降。

众所周知,无论是在中国还是在西欧各国,国有企业均严重依赖政府和银行提供投资与信贷。正因为如此,国有企业对资金的需求很难得到满足。例如,90 年代中期,当中国政府为治理通货膨胀而实行紧缩的金融财政政策时,许多国有企业因银根紧缩而陷入困境。在英国,国有企业成为股票上市公司后,融通资金便可不受由英国政府制定、旨在控制国有企业贷款额度的“公共行业贷款条件(PS BR)”<sup>10</sup>的制约。不仅如此,出售国有企业股票所产生的收益还可降低“公共行业贷款条件”;因为出售国有企业股票的收益通常作为“负公共支出”入账。

业绩良好的股票上市公司可以通过多种方式自我融通资金,如以送股代替分红,或以优惠价格向原有股东配售新股等。在中国,年资本收益率在 10% 以上的股票上市公司即可向股东配售一定数量的新股。

在实行产权转化的过程中,许多股票上市公司,尤其是中国的股票上市公司,获得了巨额资金,因为这些公司在上市时并未出售国有股权,而是向市场发行新股。

某些规模大、效益好的股票上市公司甚至反客为主,成为银行的关注对象。众所周知,银行靠放贷盈利,但又必须保证资金的安全。因此,银行通常要求借方具备以下条件:(1) 拥有可以作为抵押的动产或不动产;(2) 拥有赢利前景光明,同时又相对安全的投资项目;(3) 拥有较强的管理能力。由于效益好的股票上市公司一般都具备上述素质,因而它们往往能顺利地以较低成本获得银行贷款。

大多数新上市公司的资产负债率,即总债务与总资产之比,均有所下降。因为,在实行产权转换之前,国有企业无法通过出售股票融资,只能依赖政府和银行注入资金,债务水准自然居高难下。某些经济学家曾对 9 个西欧国家分布在 19 个行业内的 54 家股票上市公司上市前后的财务和经营状况进行比较,这 54 家公司均为 1961-1990 年期间通过股票公开上市而实现了全部或部分产权转换的国有企业。比较结果表明,在股票上市之后,这些公司的总资产负债率平均下降了 2. 43%。<sup>11</sup>

4. 许多公司在股票上市之后对董事会进行了大规模重组,有些还更换了总经理,股票上市极大地改善了公司的管理效益。

在实行产权转换之前,无论是在中国还是在西欧各国,国有企业高层管理人员的任免均属于政府的权限。很多国有企业经理为了同政府各级监管机构搞好关系,花费了大量时间和精力。

然而,根据欧盟成员国 34 家股票上市公司提供的股票上市前后其董事会构成状况和总经理人选材料,由政府任命国有企业高层管理人员的状况在西欧各国有了很大改变(见表 1)。

表 1 表明,原有董事在公司股票上市后组成的新董事会中的连任率为 56. 8%,这说明新董事会的人员结构有了很大的改变。另外,董事会的规模也会发生变化。在 34 家公司中,有 12 家公司在上市后组建了规模更大的董事会,4 家公司在上市后更换了总经理,更换比例为 11. 8%。这一比例显然低估了总经理的替换程度,因为许多公司早在上市准备期就更换了总经理(这一做法在英国尤其普遍)。<sup>12</sup>

某些经济学家曾将表 1 的 34 家公司分为两组,一组为高董事更换组,其上市后的董事更换率在 50% 以上;另一组

为低董事更换组,其上市后的董事更换率在 50% 以下。结果发现高董事更换组在上市后不仅资产负债率明显下降,而且其赢利率、人均产出率以及雇工人数、投资额率以及分红标准等均明显上升,而低董事更换组在上市后仅人均产出率和分红标准有明显增长。<sup>13</sup> 总而言之,上述考查似乎表明,公司上市后其管理结构的变化越大,其经营成效也越发显著。换言之,改变企业的所有权结构和管理结构,似乎比纯粹由政府控制和由政府向企业注入资金更有助于企业改善经营管理。

据调查,1994 年初,在 330 家中国股份制企业中,有 40% 的董事会和 34% 的总理由政府任命。<sup>14</sup> 这同样意味着巨大的变化,因为过去中国国有企业的领导干部完全由政府任命。

不久前,中国政府要求所有大型股份制企业的总经理必须通过政府设置的考试,以取得上岗证。另外,1999 年,在上海和深圳股票市场,共有 61 家上市公司因为受到兼并而出现第一大股东变更的状况,这说明股票上市公司的经营管理受市场影响的程度正在上升。<sup>15</sup>

表 1 股票上市后董事会的规模及构成变化

项目 公司名称	上市日期	调查 年度	上市前董事会构成		上市后董事会构成			原有董事在新董事 会中留任人数	
			董事会 人数	政府控股 额度(%)	调查年度 (年)	董事会 人数	政府控股 额度(%)	人数	比重(%)
意大利飞机制造公司	1986 年 5 月	1986	14	100	1988	14	84	10	71
法国哈瓦斯广告代理公司	1986 年 5 月	1985	20	50.3	1987	15	0	4	26
英国阿莫西姆国际公司	1982 年 2 月	1982	9	100	1983	11	0	7	64
意大利商业银行	1985 年 8 月	1984	11	88	1986	11	67	9	82
法国工业和不动产银行*	1987 年 3 月	1987	15	100	1988	7	0	1	14
巴厘巴银行*	1987 年 5 月	1985	15	100	1987	13	0	1	8
英国机场管理公司(BAA)	1987 年 7 月	1987	10	100	1990	13	0	7	54
英国航天公司	1981 年 2 月	1980	15	100	1983	14	48	10	71
英国煤气公司	1986 年 12 月	1986	12	100	1987	11	0	11	100
英国钢铁公司	1988 年 12 月	1988	14	100	1990	17	0	13	76
英国电讯公司	1984 年 10 月	1984	14	100	1988	14	49.8	7	50
苏伊士金融公司[法]	1987 年 10 月	1987	14	100	1988	16	0	3	19
法国商业信贷银行	1987 年 4 月	1987	15	100	1988	20	0	6	33
意大利房地产信贷	1985 年 7 月	1985	11	100	1987	11	79	7	64
德意志房地产银行*	1989 年 10 月	1989	3	100	1989	6	52	2	33
德意志交通信贷银行	1988 年 5 月	1988	11	100	1989	11	75	11	100
埃尔夫石油公司[法]	1986 年 9 月	1985	18	66.8	1988	18	55.8	15	83
德国房地产公司(IVG)	1986 年 10 月	1986	20	100	1987	22	55	20	91
荷兰航空公司(KLM)*	1986 年 4 月	1986	10	55	1989	10	39	5	50
丹麦矿山机械公司(Kryolit Selskabet Oeresund)	1985 年 12 月	1985	19	59	1986	9	0	5	56
意大利重型机械公司(Nuovo Pignone)	1986 年 9 月	1986	11	100	1987	11	86	11	100
奥地利石油公司	1987 年 12 月	1987	10	100	1989	10	75	9	90
罗尔斯·罗伊斯汽车制造公司[英]	1987 年 5 月	1986	12	100	1988	14	0	10	71
意大利石油公司(saipem)	1984 年 7 月	1984	5	100	1985	4	80	4	100
圣·戈班[法]	1986 年 11 月	1985	18	100	1987	15	0	0	0
意大利电讯公司(Sirti)	1986 年 6 月	1986	14	95	1990	14	55	2	14
法国兴业银行	1987 年 7 月	1986	18		1988	16		5	31
索吉纳银行[法]	1987 年 3 月	1987	15	100	1988	14	0	7	64
瑞典钢铁公司	1989 年 6 月	1989	14	68.8	1990	14	52.3	9	64
德国矿山机械公司(VeBAAG)	1965 年 4 月	1965	19	100	1966	32	36	16	50
奥地利电器公司(Verbund)	1988 年 10 月	1988	24	100	1990	28	51	19	68
德国机械公司(VIAG)	1986-1987 年	1986	20		1989	20		12	60
大众汽车制造公司[德]	1961 年 3 月	1960	15	100	1962	17	20	10	59

说明:表中(\*)表示上市后新任命了总经理,但更换总经理的原因不详。

为了进一步强化公众投资者对上市公司的监管,中国政府不久前还决定将更多的国有股权出售给公众,这将使政府对中国上市公司的平均持股额度由 62% 下降到 51%。<sup>16</sup>

上述这些措施均有助于改善中国股票上市公司的经营管理。

5. 近十年来,规模浩大的国有企业股票上市使中国与欧

盟各成员国的股票市场迅速发展,这种发展表现在如下几个方面:

(1) 国有企业股票上市唤醒了公众的股票投资意识。在国有企业股票上市之前,英国拥有股票的公众约 200 万人,1987 年初,英国成年人口的 23% (约 920 万人) 拥有股票,约 160 万人拥有自己所工作的那家公司的股票。<sup>17</sup>

20 世纪 90 年代初期,西欧各国因其国内资本市场尚小,必须通过国际资本市场销售国有企业股票,并密切关注相邻国家股票上市的信息,以避免本国股票与别国新上市股票“撞车”。近年来,随着本国公众股票投资意识的不断强化,许多欧盟成员国甚至还规定了外国投资者购买本国股票的最高限额。

目前中国约有 40000000 万中小股票投资者,然而在 10 年前,政府往往要求干部带头购买股票,以支持社会主义新生事物。<sup>18</sup>

(2) 在过去的 20 年中,国有企业股票上市不断促使欧盟各成员国机构投资者的投资重点由债券投资向股票投资转移。同时,为了调动机构投资者从事股票投资的积极性,许多西欧国家政府正在考虑进一步放宽对机构投资者,尤其是对保险公司和养老基金从事股票投资的限制。

目前中国约有 17 家国有投资基金,其资金总额约 410 亿元人民币(约合 50 亿美元)。<sup>19</sup> 这些投资机构均可享受优先申购新股,减、免税等优惠。

(3) 国有企业股票上市使中国与欧盟成员国的股票市场发生了深刻变化。许多国家的股票市场不仅进一步完善了自动交易、自动清算体系,而且还进行了深刻的结构调整。此外,中国与欧盟成员国均制订了与证券交易相关的法律和法规,界定并严惩操纵市场的行为。

## 二、中国与欧盟成员国国有企业股票上市的不同之处

在将国有企业转化为股票上市公司的过程中,中国与欧盟成员国存在以下这些不同之处:

1. 中国与欧盟成员国对国有企业产权转换的理解存在着很大差异。

在过去 20 年中,欧盟各成员国经历了大规模的国有企业产权转换,即将国有企业转化成股票上市公司。发达资本主义国家的某些经济学家认为,这一转换意味着企业脱离国家直接所有制,将导致国家部分或全部丧失在企业中的股权。因此,国有企业产权转换在发端之初,即被西方经济学家冠以“私有化”的头衔。

恰恰相反,“私有化”在中国却很不受欢迎。即使在中国也大规模致力于国有企业产权调整之际,中国政府仍反复强调“私有化”不是国有企业产权调整的方向,中国国有企业的

产权转换用“公司化”来表述可能更为妥贴。

上述理解差异由以下这些因素导致:

(1) 根据字典的释义,“私有”意味着属于某一特定的个人或集团,或由某一特定的个人或集团专用或专有<sup>20</sup>。然而,作为特定的西方经济学术语,“私有化”迄今为止尚无统一的释意。有些西方经济学家将其阐释为,“将公共资产的所有权全部或部分转让给民营部门”<sup>21</sup>。因此,这些经济学家认为“私有化”有可能导致国家全部或部分丧失对企业的所有权。然而,另一些经济学家则认为,战后以来,无论是在工业化国家还是在发展中国家,政府在经济生活中的影响不断增长,而“私有化”则指对这一倾向的否定<sup>22</sup>。

(2) 在发达资本主义国家,“国有”的反义词通常为“私有”。在中国,“私有”的反义词通常为“公有”,而“公有”又可细分为“国有”和“集体所有”。

(3) 在中国,股份公司这种入股集资、联合从事生产经营,资本使用权与资本所有权相对分离的企业组织形式,通常被视为私人资本和资本主义生产方式的对立物,是对传统的、典型的私有制的自我扬弃或自我否定。因为,任何人均可持有股份制公司的股票并分享公司利润,但却无权处置与其股票价值相当的公司的资产。

(4) 许多中国经济学家认为,作为具有法人资格的社会实体,股份公司相对于国有企业而言具有明显优势。这些优势是:第一,股份公司通过所有权的明确化和人格化协调国家、企业和个人的利益,可以克服国家财产人人有份,但却无人负责的弊病;第二,在股份公司内部,所有者、管理者和生产者均按照合同规定各司其责,从而实现工作程序的合理化;第三,股份公司可以通过让职工持有公司股票唤起职工关注公司经营状况的热情和兴趣;第四,股份公司可以汇聚社会闲置资金,使这些资金得到合理利用;第五,持有股票意味着承受风险,因而股份公司可以有效地遏制对投资的过度需求。<sup>23</sup>

### 2. 中国与欧盟成员国公开发行的新股的方式不同。

一般而言,公开发行的新股的方式主要有两种:一种为定价发行,另一种为竞价发行。定价发行指申购人按照规定的价格申报想要购买的股票数量,竞价发行指由申购人申报想要购买的股票的数量和价格(不得低于最低限价)。申报结束后,股票发行当局便可以决定成交价格,申报价格低于成交价格的申购宣告无效。如果市场均衡价格高于最低竞价,成交价格可以与市场均衡价格相等或略低于市场均衡价格。如果市场均衡价格低于最低竞价,股票发行当局便应限制股票上市的数量。

自上海和深圳股票交易所开业以来,中国的股票上市公司大都以定价销售方式发行新股。申购成功与否,完全由随

机选择决定。由于申购数量远远超过新股发行数量,新股上市首日的交易价格往往大大高于申购定价。

在欧盟各成员国,新股发行既可采用竞价方式,也可采用定价方式。例如,英国绝大多数新股以定价方式发行,但也有部分股票以竞价方式发行。在法国,正式挂牌上市的新股均采用竞价方式发行,但在第二板市场,竞价发行的新股仅为1/3,其余的则以定价方式发行。作为最常用的股票发行方式之一,定价发行具有透明度高、促进股票市场发展,壮大股票投资者队伍等优点。然而,定价发行又具有低估股票价值的倾向,其表现为股票价格在二级市场上市首日大幅上升。表2反映了20世纪80年代英国主要国有企业股票在上市首日的交易状况。

首先,表2表明,英国大多数国有企业的股票,尤其是大型国有企业的股票,其价值均在发行过程中被低估。表2第8栏中的数据显示了股票发行价值与股票上市首日收盘价的

差额,即第2栏中股票发行收益乘以第6栏的变化百分比。第8栏中的数据表明,各上市公司股票价值被低估的总和为30亿英镑。如果将第6栏中的变化百分比加权平均,则可知被低估总值相当于股票发行收益(按一次付清价格计算)的18.4%。如果按分期付款价格计算(英国的股票申购款可以分三次付清),被低估总值甚至可以达到股票发行总收益的30%以上。而同期英国民营企业股票上市的平均升值幅度仅为12%。

其次,表2表明,股票价值被低估的程度,与股票的发行方式息息相关。以定价方式发行的股票,其上市首日价格变化率相当于其总收益的21.1%(如分期付款则相当于40%)。然而,以竞价方式发行的股票,由于其价格由市场供求关系决定,其上市首日价格变化率仅相当于股票发行总收益的-1.9%。

表2 英国上市公司股票交易价格

(1) 公司名称	(2) 股票发行收益(百万英镑)	(3) 定价发行/竞价发行(便士)	(4) 上市交易日期	(5) 上市首日收盘价(便士)	(6) 收盘价相对定价发行或竞价发行价格的变化百分比	(7) 申购倍数	(8) 股票贬值(升值)(百万英镑)
<b>定价发行</b>							
阿莫西姆国际公司	63	142	1982年2月25日	188	32	25.6	20
英国海港联合	22	112	1983年2月16日	138	23	35	5
英国航天公司	149	150	1981年2月20日	171	14	3.5	21
英国航天公司	550	375	1985年5月14日	420	12	5.4	66
英国机场管理公司*	919	245	1987年7月28日	291	19	8	173
英国航空公司	900	125	1987年2月11日	169	35	32	315
英国煤气公司	5 603	135	1986年12月8日	147.5	9	4	519
英国石油公司	290	363	1979年11月12日	367	1	1.5	3
英国电讯公司	3 916	130	1984年12月3日	173	33	5	1 295
英国汽油公司	450	185	1985年12月8日	207	12	10	54
英国电报公司	224	168	1981年11月6日	197	17	5.6	39
英国电报公司	602	587	1985年12月13日	590	0.5	2	3
美洲豹汽车制造公司	294	165	1984年8月10日	179	8	8.3	25
罗尔斯·罗斯汽车制造公司	1 360	170	1987年5月20日	232	36	9.4	496
信托储蓄银行	1 360	100	1986年10月	135.5	35.5	8	48.3
<b>竞价发行</b>							
英国海港联合	52	270	1984年4月19日	272	0.7	N/A	0.3
英国机场管理公司*	362	290	1987年7月29日	291	0.3	6	1
英国石油公司	565	435	1983年9月26日	441	1	2.7	8
英国汽油公司	548	215	1982年10月23日	196	-9	0.3	-2
英国电报公司	275	275	1983年12月5日	273	-1	0.7	-2
工业燃油公司	393	185	1984年7月2日	185	0	0.7	0

资料来源:英国国家审计署(1985年审计报告,1987年审计报告a,1987年审计报告b)。

说明:\*英国机场管理公司的股票同时以定价和竞价两种方式发行。

第三,表2罗列的公司中,英国电讯、英国煤气、英国航空等公司的股票价值被低估的幅度最大,因为这些公司对英国证券市场而言完全是新面孔,找不到定价参照系。

对于英国国有企业股票上市过程中所存在的缺陷,可用以下方式弥补:

(1)应当尽量利用市场力量决定股票价格,既然竞价发行比定价发行更能准确反映股票价值,那就应当尽可能地采

用竞价发行方式。在美国,即便某一股票已经决定采用定价方式发行,证交所仍会拨出一定数量的股票,让股票中介机构对之进行竞价试购。

(2)当某一股票的价格难以确定时,多次上市胜过一次销售。第一批股票售出后,以后上市的股票便可较准确地定价。

(3)与股票上市相关联的开支同样可通过市场竞争大幅

度降低。股票上市需要支付各种费用,如挂牌费、所得税费、聘请律师、会计师和投资银行的费用。这些开支均可通过竞争降低。例如,西班牙规定上市公司必须通过竞争程序聘用各类专业顾问,从而使股票公司上市成本下降了75%<sup>25</sup>。

(4) 低价出售股票并非壮大中小股票投资者队伍的妥善方式。在英国,政府完全可以通过下调储蓄利率,降低股票交易税率,来达到鼓励公众投资股票的目的。

3. 在欧盟成员国,国有企业股票上市的收益主要归政府所有。

在中国,股票销售收益大都成为上市公司的自有资金。中国国有企业在通过产权转换成为股份公司时,并没有出售国有股份,而是向社会公众发行新股,股票发行收益便成为这些公司的自有资本。自有资本的增长,可以使股票上市公司减少对银行贷款的依赖,增加从事战略性投资或结构调整的自由度。但是,如果使用不当,自有资金也可能成为上市公司的包袱。例如,1999年度中国上市公司的中期财务报告显示,在四川省省会成都市的18家股票上市公司中,有11家出现亏损,亏损率为61%。<sup>26</sup>这11家亏损公司从向社会公众增发新股到股票正式上市交易,均经历了2~3年的时间滞后。在此期间,这些公司不仅未进行结构调整,反而将因新股发行价格严重偏低而并不充裕的资金用于维持企业的日常开销,结果在股票上市之后不久,这些企业都陷入亏损。

在考察国有企业股票上市对欧盟成员国政府财政收支的影响时,有必要将短期影响与长期影响区别开来。就短期影响而言,将国有企业转化为股票上市公司不仅可使政府摆脱对亏损企业注入资金的负担,而且还可以使政府获得股票上市收益。但是,盈利国有企业在上市后,政府财政收入将随之减少。因此,国有企业转化为股票上市公司的总体效益,将主要由政府投资开支,上市公司的利润总额,以及股票销售收益的相对规模决定。

就长期影响而言,如果企业的行为方式并没有因股票上市而有所改变,股票上市仅仅意味着政府将逐年获取企业红利的权利转化成一次性收益。在上市股票定价准确,且没有交易成本的前提下,政府的纯收益将不会发生变化。然而,在实际运作中,股票上市价格往往严重偏低,股票上市成本,如挂牌费用、专业咨询费用、承销包销费用等,也十分高昂。政府的长期经济地位必将因股票定价偏低和支付股票交易成本而受到损害。

如果股票上市有助于企业改善经营管理,上市公司向政府缴纳的税赋必将超过公司作为国有企业向政府上缴的利润。这样,公司的经营成效和政府财政收入都将因国有企业股票上市而有所改善。也就是说,国有企业股票上市能否产生积极的经济影响,将主要取决于公司上市后的经营管理能

否有所改善。

4. 近年来,欧盟成员国政府似乎更为重视调动中小股票投资者的投资积极性。

90年代中期,机构投资者因其资产数量大,投资股票往往出于更新产业结构,开展综合经营的目的而受到发达资本主义国家证券监管当局的青睐。机构投资者开始被视为股票市场的主导力量,其股票持有额直线上升,1993年曾高达当年股票公开上市额的80%。近年来,发达资本主义国家政府开始强调个体投资者在维持二级市场股票价格、确保股票市场变现能力方面的重要性,认为机构投资者往往在确信个体投资者对某一股票有较大需求时,才会大规模持有这种股票。为了促成个体投资者与机构投资者相互竞争的局面,欧盟各成员国政府普遍对个体投资者认购、持有股票给予以下这些鼓励和优惠:

(1) 新股上市时,对个体投资者的售价往往低于对机构投资者投资者的售价。

(2) 如果个体投资者承诺在某一特定时期内持有股票,其购买新股的价格将更为优惠。

(3) 某些国有企业在其股票上市时,可能承诺对认购股票的个体投资者提供某些价格优惠的服务。

(4) 个体投资者在认购新股时,可以购买防止股票价格下跌保险,可以优惠利率申请新股申购贷款或分期付款贷款。

### 三、结论

通过对中国和欧盟成员国国有企业产权转换进程的考察,我们可以得到以下这些结论:

1. 将国有企业转化为股票上市公司并非改善企业经营的唯一途径。

对于那些在行业中拥有垄断地位的国有企业而言,开展行业内竞争至少与转换所有权结构同样重要。因为,缺乏竞争将导致企业滥用垄断权力,从而损害消费者权益,并最终危害企业的经营管理和生存能力。英国电讯公司就是一个极好的例证。

1984年11月,英国电讯公司成为英国公用行业中第一家股票上市企业。英国电讯公司上市股票总额为30余亿股,占其总股本的50.2%,每股售价130便士,新股申购款可以分三次付清。1984年12月3日,英国电讯公司股票上市交易,股票收盘价大大高于股票发行价。然而,由于行业内缺乏有力的竞争,英国电讯公司的垄断地位并没有因为股票上市而发生实质性变化。据统计,1984-1987年,英国电讯公司的实际资本回报率为18.4%,而同期英国政府债券利率为11%。<sup>27</sup>单就盈利水平而言,英国电讯公司在股票上市后确有良好的表现。

然而,盈利水平应当与服务质量结合起来考察。根据英国消费者协会1987年7月发表的报告,在英国公共服务行业中,英国电讯公司的工作差错最多,装机速度最慢,处理公众投诉最不得力。此外,还有不少消费者认为英国电讯公司收费过高。当然,英国消费者协会的指控,并非全部都有事实根据,不过英国电讯公司早在其股票上市前夕,便已停止公布服务质量记录。与此同时,英国电讯办公室公布了英国电讯公司到1986年3月为止5年来的服务质量内部统计(其中也包括电讯办公室搜集的统计数据)。这家专门监控英国电讯行业经营状况的非行政性政府机构在其统计报告中认为,英国电讯公司的服务质量在股票上市后没有下降,但也没有改善。就电讯行业技术飞速进步的状况而言,英国电讯公司的盈利水平和服务质量均不能令人满意。

## 2. 仓促地将国有企业全部卖掉必然导致灾难性的经济后果。

东德的国有企业私有化进程便是极好的例证。1990年6月,德国政府决定尽快将东德国有资产卖掉。为此,当时的西德政府专门成立了其任务为出售前东德国有企业的国有资产信托局(Treuhand),决定由国有资产信托局将前东德的几乎所有国有企业出售给西德的实业家,销售收益将作为国有资产信托局的活动经费,并用于支付其他相关费用。正如德国《经济周刊(Wirtschaftswoche)》的编辑部文章所言:“东德将自掏腰包支付统一费用”<sup>28</sup>。

1993年7月即国有资产信托局成立三周年之后,这家机构便卖掉了东德国有资产的95%。<sup>29</sup>同中国和欧盟成员国的国有企业产权转换进程比,东德的国有企业私有化具有以下独特之处:(1)大多数东德国有企业状态极差,其中有些甚至债台高筑。在欧盟成员国,国有企业在股票上市之前,就已开始实行现代公司制度。在中国,国有企业也事先经历了10年的改革,即扩大经营自主权和政企分开。(2)东德国有企业主要以西德实业家作为直接销售对象,而欧盟成员国的国有企业则通过发达的金融市场向公众发售股票。中国也存在发展迅速的新兴股票市场。(3)东德的国有企业私有化进展迅速,三年左右便已基本完成。中国和欧盟成员国的国有企业产权转换则以缓慢、渐进的方式推行,持续时间均已超过10年。

然而,上述独特之处没有给东德的国有企业私有化带来积极经济后果。

首先,由于西德实业家宁可在西德扩大生产规模,也不愿意冒险在经济环境陌生的东德开设子工厂,德国国有资产信托局一直处于入不敷出的困境,其财政赤字1991年为198.82亿马克,1992年为299.66亿马克,1993年约为384亿马克。<sup>30</sup>不言而喻,这些财政赤字将由政府以缴纳税赋的方式分摊给德国公众。

其次,当1990年夏季东德开始国有企业私有化时,许多德国政府的经济顾问认为,只要注入必要的启动资金,国有资产私有化就将使东德经济步入上升轨道。然而,东德经济却迟迟未能复苏。西德实业家通过购买东德企业,或者通过在东德开设新企业,确实向东德注入了部分资金,无奈数量太少,尚不足以启动东德经济。另外,东德企业的设备多数已经老化,更新设备的资金却非常欠缺。据估计,更新东德企业的设备约需154亿马克,而1991年仅到位99亿马克。同计划经济正常运转的1989年相比,东德1990年的生产水平仅为45%。<sup>31</sup>

第三,为了满足买方的条件,德国国有资产信托局经常在东德企业中大规模辞退工人。东德的公开失业人口,在1990年7月为25万,1990年10月为50万,1991年7月为100万,1993年为130万,而1989年的东德基本上不存在公开失业人口。<sup>32</sup>

## 3. 因国有企业股票上市而发展迅速的股票市场必将有力地推动中国与欧盟成员国高新技术产业的发展。

虽然很多年以前,股票市场与银行就已在大多数发达资本主义国家中存在,它们的作用却并不相同。以股票市场为基础的金融体系先与在19世纪时率先完成产业革命的英国紧密相联,随后又在20世纪与高技术产业居于领先地位的美国紧密相联。以银行为基础的金融体系主要与法国、德国和日本等紧密相连。

就公司管理而言,以银行为基础的金融体系在很多方面强于以股票市场为基础的金融体系。以银行为基础的金融体系可以使公司经理避开缺乏远见的投机者的干扰,从而杜绝短期行为,使公司经理致力于企业的长远发展。以银行为基础的金融体系可以在监控企业的财务状况的同时,源源不断地向企业注入必要的资金,从而大大降低企业财务的脆弱性。为了防范可能出现的敌意兼并和控股,主要贷款银行通常要严密监控公司的所有权结构,尤其是股权分布状况,从而可以确保公司的体制稳定。

但是,股票市场可以唤起广大投资者对企业进行检测的积极性,此为以股票市场为基础的金融体系拥有的最大优势。在高技术产业部门,企业要面临许多十分复杂的问题,人们对于企业的经营方略也见解各异。受时间和财力的限制,信息的分享程度也极为有限。这样,检测企业的经营战略是否正确便成为实现资源合理配置的关键。

与股票市场的反复检测优势相反,银行对企业进行检测的次数非常有限,检测通常仅在贷款时进行。当人们对某一企业的经营方略已不存歧义,关键在于确保这一经营方略的实施时,银行便能够对这一企业进行有效的监控。也就是说,银行宜于介入制造业等经营方略几成定式的行业,而股票市

场则应当成为高技术行业或寡头垄断行业融通资金的场所。

股票市场的检测优势对国有企业同样具有重要意义。无法对决策进行反复检测为国有企业的一大弱点。国有企业经理可能获得各种与企业经营相关的信息,但往往要在很久之后才能发现某些信息与实际情况并不相符。国有企业成为股票上市公司之后,市场分析专家便可能持续不断地研讨企业的经营方针和必要的替代战略。

当英国在19世纪通过工业革命缔造铁路和其他新兴工业部门时,伦敦股票交易所为之提供了源源不断的资金。美国纽约股票交易所也曾有力地推动汽车、航空、电子和计算机产业的发展。目前,股票市场又成为生物技术等新兴产业部门的资金来源地。

德国在19世纪也取得了长足的工业进步,但其技术的新颖性和独创性均不能与先行一步的英国相提并论。同样地,20世纪的日本也获得了许多重要成就,但这些成就主要从业已存在的产业部门,而不是从崭新的产业部门中取得。正因为如此,在当时的德国和日本,股票市场的生存环境不及英国和美国,而银行业的生存环境却优于英国和美国。

综上所述,鉴于高技术的新颖性和独创性,中国和欧盟成员国必须缔造充满活力的股票市场,才能完成发展高技术产业的重任。与此同时,银行仍将在确保技术成熟的基础产业部门的发展方面具有不可替代的重要作用。

#### 注释:

约翰·雷里斯(John Nellis)、桑利塔·基克利(Sanita Kikeri):《公共行业改革:私有化与世界银行(Public reform: privatization and the World Bank)》,载《世界发展(World Development)》,第17卷,1989(5),659页。

14 吴振先(Wu Zhenxian):《中国的国有企业改革非常成功吗?(How Successful has State-owned enterprise reform been in China?)》,载《欧亚研究(Europe-Asia Studies)》,第49卷,1997(7),1239~1240、1253~1254、1243页。

无名氏:《经合组织成员国国有企业股份化与股票市场(Privatization and capital markets in OECD countries)》,载《金融市场动态(Financial Market Trends)》,第60卷,1995年2月号,15页。

蒂姆·吉肯逊(Tim Jenkinson)、科林·迈尔(Colin Mager):《法国和英国的国有企业股份化进程(The Privatization Process in France and the UK.)》,载《欧洲经济评论(European Economic Review)》,1988年,第232卷,482页。

斯特尔彭·内斯特(Stilpon Nestor)、埃琳娜·密特娃(Elena Miteva):《国有企业股份化的近期趋势(Privatization: recent trends)》,载《金融市场动态(Financial Market Trends)》,第70卷,1998年6月号,150页。

亨利·吉本(Hery Gibbon):《1992-1995年国有企业股份化概述(Summary of major privatizations 1992-95)》,载《1996年国有企业股份化年鉴(Privatization yearbook 1996)》,38~52页。

18 苏贵友:《中国股市有法可依,百姓炒股不再是梦》,载《欧洲时报》,1999-10-09,第8版。

10 17 24 27 约翰·维克尔斯(John Vickers)、乔治·亚罗(George Yarrow):《国有企业股份化的经济分析(Privatization - An Economic Analysis)》,英国米特出版社(The MIT Press),158、189、160、227页,1988。

11 威廉·麦金森(William L. Megginson)、罗伯特·南希(Robert C. Nash)、马休斯·范登堡(Matthias Van Randenborgh):《对新上市公司的财务和经营状况的国际实证分析(The financial and operating performance of newly privatized firms: an international empirical analysis)》,载《金融期刊(The Journal of Finance)》,第49卷,1994年6月第2期,439~440页。

12 本表系作者根据《对新上市公司的财务和经营状况的国际实证分析(The financial and operating performance of newly privatized firms: an international empirical analysis)》,载《金融期刊(The Journal of Finance)》,第49卷,1994年6月号第2期,442~444页中提供的数据计算并制作。

13 威廉·麦金森(William L. Megginson)、罗伯特·南希(Robert C. Nash)、马休斯·范登堡(Matthias Van Randenborgh):《对新上市公司的财务和经营状况的国际实证分析(The financial and operating performance of newly privatized firms: an international empirical analysis)》,载《金融期刊(The Journal of Finance)》,第49卷,1994年6月第2期,441~442页。

15 赵文友:《控股权变更实证分析》,载《人民日报(海外版)》,1999-12-11,第7版。

16 无名氏:《强化国企业竞争力,决释出国有股》,载《欧洲日报》,1999-12-09,第7版。

19 无名氏:《中国证券市场发展概况》,载《人民日报(海外版)》,1999-12-11,第6版。

20 《威氏新百科词典(Webster's New Encyclopedic Dictionary)》,803页,美国布兰登列文索出版公司(Black Dog&Leventhal Publishers Inc.)。

21 卡尔逊·拜尔托夫特(Karsten Biloft):《国有企业股份化的新趋势(Privatization: recent trends)》,载《金融市场动态(Financial Market Trends)》,第66期,1997(3),33页。

22 亨利·拜伦(Henry Bienen)、约翰·沃特伯利(John Water-bary):《发展中国家国有企业股份化的政治经济学(The Political economy of privatization in developing countries)》,载《世界发展(World Development)》,17卷,1989(5),617页。

23 高尚全(Shangquan Gao):《中国的经济改革(China's Economic Reform)》,89页,英国安东尼·罗依出版公司(Antong Rowe Ltd),1996。

25 无名氏:《国有企业股份化的新趋势(Privatization: recent trends)》,载《金融市场动态(Financial Market Trends)》,第70期,1998年6月号,160页。

26 侯海文、张文:《从1999年中报透视成都上市公司》,载《成都商报》,1999-09-02, B1版。

28 29 30 31 32 加格·罗斯伦:《德国东部的私有化(Privatization in Eastern Germany - experience with the Treahand)》,载《欧亚研究(Europe-Asia Studies)》,46卷,1994(3),507、509、507~508、509、509~510页。

(作者单位:西南财经大学经济系 成都 610074)  
(责任编辑:金萍)