

我国股票市场定位与经济可持续发展的关系

孙洛平

(中山大学岭南学院经济学系 广州 510275)

摘要：本文试图论证，我国股票市场定位于为国有企业改革融资，虽然可以在短期解国有企业一时之困，但是在长期将不可避免地导致银行不良资产比率过高，从而增大我国金融体系的风险。

关键词：股票市场；可持续发展；金融风险

中图分类号：F **文献标识码：**A

一、问题的提出

美国纽约股票市场的道·琼斯工业平均数，从1929年9月3日的最高点381.17，到9月30日的343.45，一个月跌幅达10%，引发了上个世纪30年代的经济大萧条。与之不同的是，1987年10月19日，道·琼斯工业平均数由前收盘点2246.74降至当日的收盘点1738.74，下降幅度达22.61%，却对美国的实体经济没有什么大的影响。是什么原因导致股票市场实体经济影响的以上两种截然不同的结果？根本的原因在于，大萧条前夕美国股票市场上的投资者可以借钱买股票，从而将银行经营与股票收益联系在了一起。

在美国，借给投资者买股票的钱是股票经纪人用短期贷款的方式从银行获得的，然后再将其转借给股票购买者。只要股票价格在攀升，以不多的一些自有资金做本钱，就可以通过股票保证金帐户不断地由股票经纪人作为中介借入银行贷款，购买越来越多的股票，这就是著名的金字塔效应。可是一旦股票价格下跌，一切都将反过来起作用。投资者的金融资产结构若达不到股票经纪人要求的最低自有资金比率，就只能被迫出售股票，引发股票价格新的下跌，将更多的人拖入被迫出售股票的行列，致使股价下跌进入恶性循环。这个恶性循环的最后结果是银行贷款无法清偿，引起大量银行破产，再把整个经济拖入萧条。

大萧条前夕，美国的自有资金比率为10%左右，全部股票中约有40%是以间接借入银行贷款的方式购买的。到1932年，道·琼斯工业平均数降至40点，与大萧条前夕相比跌去约90%，其间引发三次银行倒闭风潮，在美国的约5万家银行中破产了一万多家。1933年罗斯福上台，把维护银行体系安全和整顿证券市场作为他的重要工作。1934年的证券法规将购买股票的自有资金比率的决定权上收并加以限制。自此以后，购买股票的自有资金比率一般都在50%以上，最高的时候甚至干脆为100%（1946年）。这个证券法规将证券市场与银行体系分隔开来，有效地维护了一国银行体系的安全。只要股票市场不直接与银行体系联系在一起，股票市场的不稳定性就不会转化为一国的金融风险。1987年美国纽约股票市场崩盘没有对实体经济产生重大影响就是一个很好的例证。

不过，如果认为上述美国股票市场与银行体系之间关系的情形也适用于我国，那就错了。

我国股票市场在创建之初有意无意地借鉴了美国的经验，在一般情况下，都不允许银行资金直接或间接进入股票市场。历史的经验也似乎证明，我国股票价格乏善可陈的走势似乎一点也没有影响到实体经济的持续高速增长。要是依据这些表面的现象得出股票市场对于实体经济不会产生什么大的影响的结论，那么将会给我国经济的可持续发展带来严重的后果。

本文要论证的结论是，我国股票市场的不正确定位已经使我国的金融体系形成了巨大的风险隐患，使实体经济发展具有很高的不稳定性。基本的形成机制是，股票市场定位于国有企业改革融资，使股票投资失去价值，迫使居民只能以单一银行存款的方式进行储蓄，表现为企业资本结构中过高的银行贷款比率，由此形成银行不良贷款比率上升，降低了我国银行体系抵御风险的能力。随着金融业的日益开放，银行体系的高风险性将是引发实体经济不稳定的最重要原因。下面论证我国的股票市场定位引致银行金融风险的机制。

二、股票市场与银行体系风险的关系

我们先来说明以下机制，即一个经济系统企业的整体平均自有资本比率越低，银行体系的风险就越大。然后以此为基础，说明股票市场总体的收益越低，企业整体的自有资本比率将会越低。

以一个代表性的企业为例。假定企业的总资产规模为 K ，它由事先的投资决策给定，相应的总成本为 C ，它也是事先确定的。不确定的是事后实现的销售收入 R ，意味着企业的利润是有风险的。设企业的自有资本占总资产的比率为 a ，满足 $0 \leq a \leq 1$ ，则自有资本的数量为 aK 。简化分析，假定总资产由自有资本、债券和银行贷款三部分构成，并假定债券和银行贷款的利率相等，均为 i 。总的经营成本中还要计入贷款利息，即 $i \times (1-a)K$ 。可以得到企业的资本利润率为

$$r = \frac{R - C - i \times (1-a)K}{aK} \quad (1)$$

式中除了销售收入 R 以外，其他的变量都是事先给定的，因此，企业经营的风险来自于 R 。

假定企业的经营风险可以用资本利润率的标准差来量度。资本利润率的标准差越大，企业事后利润率为负值的可能性也越大，破产清算的概率也越高，表明企业经营的风险也越大，参见图 1。设企业的总资产收益率为 R/K ，其风险为 $ST(R/K)$ ，其中的 $ST(\cdot)$ 表示标准差函数。利用 (1) 式，可以得到企业资本利润率的标准差

$$ST(r) = \frac{ST(R/K)}{a} \quad (2)$$

对于一个给定的时期，企业总资产收益率的标准差水平 $ST(R/K)$ 是相对确定的，它取决于经济体系结构方面的因素。由 (2) 式不难看出，一国企业平均的自有资本比率 a 越低，企业整体的经营风险也就越高，违约拖欠和不能清偿银行贷款的风险也就越大，或银行体系的不良贷款率也会越高。

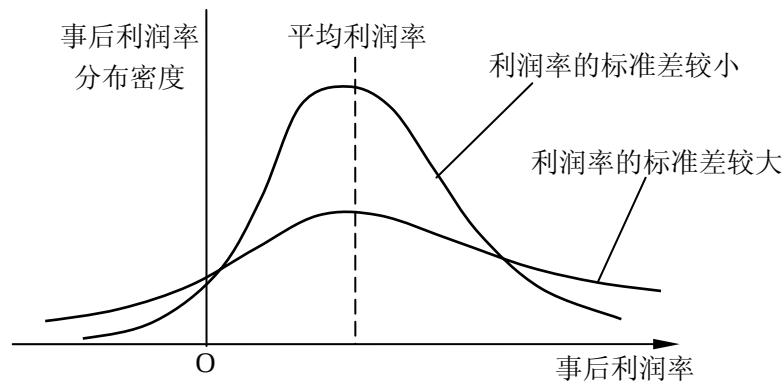


图 1：资本利润率的标准差越大，企业经营落入破产清算状态的可能性也越大。

我们再来分析企业整体自有资本比率的决定。对于个别企业来说，可以自由地选择其总资产中有多少是自有资本，有多少是债务。同样，对于个别银行来说，可以自由决定是否为企业提供贷款，从而影响企业的自有资本比率。不过，对于整个经济系统来说，情况却不是这样。比方说，如果居民更愿意以资本所有权的形式持有其资产，而不愿意持有更多的银行存款，那么即便企业和银行双方都愿意提高企业总资产中的贷款比例，也无法达到其意愿的水平。同样，如果居民只愿意以存款的方式持有资产，就算是企业整体的负债率已经过高，银行之间的竞争也会迫使银行将手中的资金尽量贷出，造成企业整体的自有资本比率水平过高。

一国企业整体的自有资本比率水平取决于居民在不同资产之间的选择。假定一国的总资产数量为 K ，从资产的金融形态来看，我们把它可以分解为股票、银行存款、债券和保险。人们购买保险的资产一般被保险公司再投资于股票和债券，因此，我们可以略去保险资产，将总资产分解为股票、银行存款和债券。居民对于持有的金融资产的选择取决于各种资产的收益率。借助于资本资产定价模型，居民持有资产的结构及其选择可以用图 2 来说明。图中的 I 为居民的收益-风险偏好的无差异曲线， M 为股票的市场组合点，代表股票市场的平均收益和风险。图 2 中的 A 点为具有较高收益的股票市场对应的最优金融资产结构， B 点表示一个较低收益的股票市场的最优金融结构。不难看出， A 点的金融资产结构对应的企业自有资本比率为 $0a_H/a_M$ ，而 B 点的金融资产结构对应的企业自有资本比率等于 $0a_L/a_M$ 。相对于较高收益的股票市场来说，较低收益的股票市场具有更高的企业自有资本比率。¹

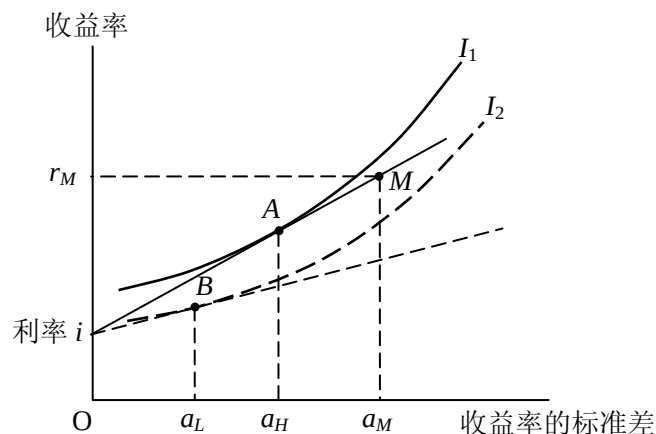


图 2：居民持有的金融资产结构的选择

是否可以通过市场利率来调节对银行贷款的供求，以实现企业和银行各自意愿的贷款水平？一般来说，做不到，原因是利率同时影响资金的供给和需求两个方面。不妨假定中央银行放弃货币政策，任由市场自己决定利率水平。当企业对银行贷款的需求增加致使利率提高时，较高的利率会刺激居民将钱存入银行，使得银行贷款的供给也增加，形成使利率降低的力量。或者说，企业对银行贷款的需求会产生对银行贷款自身的供给。

三、股票市场定位对于经济可持续发展的影响

我国的股票市场经历试探性的初创阶段之后，很快就发现了股票市场的融资功能，这一功能更因我国股民的高投机性使股票价格高企不下而强化。政府利用对上市资源的控制，股票市场优先为国有企业改革开放。与此同时，为了使国有企业上市后仍然是国有（控股）企业，我们人为地制造出股权分置现象，这样，社会公众股东根本制约不了上市公司的圈钱行为。这个定位的后果就是股票投资的收益率低下，甚至为负。久而久之，即便是投机热情也会消磨殆尽。这就是中国股票市场不能给社会公众股东以回报的根本原因。现在有关部门已经开始意识到股票投资没有回报的问题，提出的解决办法仍然是“只有分红的公司才能增资配股”。这个办法的本质仍然是向投资者要钱，只是先给投资者一点“回报”，然后再加倍收回而已。

我国股票市场不当定位的不利影响远不止于股票市场本身，它危及我国金融体系整体的安全。除了上面指出的增大银行体系风险的机制之外，我国保险业的正常发展也深受其影响。保险业健康发展的条件是其保费收入有一个良好的投资去向，它一方面要求保险资产能够增值保值，另一方面又要求有较好的兑现能力，股票投资就是最重要的选择。可是这一点在我国却行不通，原因是我国的股票从整体上来说没有投资价值。这样一来，我国的保险业与外国的保险业将难以处于同样的竞争基点上，除非我国的保险公司能够将保费投入国外的股票市场。这样而来的问题有两点：其一，我们没有外国的保险公司了解外国的股票市场，由此而来的是保险资金的经营风险；其二，大量保险资金外流的不良影响将是显而易见的。可以预见，随着经济的增长，保险产业在国民经济中的比重会越来越大，加之外国保险业的不断进入，这一弱点会根本性的制约我国金融体系的健全和完善发展。

当经济发展的水平较低时，人们没有多少储蓄，银行存款相对于社会资本的比率一般较低²，企业的自有资本比例也较高。同时，在较低的经济水平阶段，资本是至关重要的生产要素，得到银行扶持的企业一般更容易获得较好的效益。因此，银行经营的风险几乎没有什么可以引起注意的地方。随着经济发展水平的提高，人们的收入增加，居民的投资、储蓄和保险也开始占有越来越重要的地位。正是在这样的条件下，股票市场的影响才变得日益重要。除非在未来的时代，借债消费倾向成为社会的主流，³到那时，银行体系的风险反而也会下降。但至少这种情况对我国目前的发展来说还不成立。可以这么说，没有一个能够获得正常收益的股票市场，就不可能建立一个稳定高效的金融体系，也就难以保持经济持续有

效的发展。

股票市场的不正确定位还导致上市公司经营行为的扭曲。一方面，只要国有股是多数，国家控股的上市公司与上市前的国有企业没有本质上的不同，企业的一切仍由政府有关部门说了算，差别仅仅在于多了一些没有实际发言权的出资人和国家只对企业的经营后果承担部分责任。从一定的意义上说，这还不如原来的国有企业，因为国家起码要对全资的国有企业的经营后果负全部责任。另外，低廉的融资成本导致上市公司几乎都在进行多元化经营，这与国外企业专业化程度在不断提高形成鲜明的反差。我们很难设想这些受到特别关照的圈养企业能够在激烈的市场竞争中表现良好，如同指望受宠的孩子能够早日成人一样。

从世界范围来看，我国的产业优势在于加工制造业，建立在此基础上的经济增长模式若不能及时转化为以创新为主导的经济发展模式，未来的增长和发展势头一定会受到遏制。创新主导的发展模式的一个特点是企业之间的差异性增大，表现为企业总资产收益率的风险增大。因此，即便没有股票市场因素的影响，可以预见创新时代银行体系的风险也会增大，更何况一个没有投资价值的股票市场引起的自有资本比率减小的影响会进一步扩大。

我个人以为，股票市场定位于主要为国有企业改革融资，是健全和完善我国金融体系的最大障碍，也是间接导致我国金融体系风险的最重要原因，还是经济可持续发展的最大的软环境制约因素。

The Relation of China's Domestic Stock Market's Focus and the Sustainable Economical Development

SUN Luo-ping

(Lingnan college of SUN YAT-SEN University, Guangzhou, 510275)

Abstract: This article attempts to prove that, our country's stock market currently concentrates on financing for the state-owned enterprises' reform. Although in the short-term we may solve these enterprises' difficulties; but in the long-term, this will inevitably cause the bank's bad property ratio to be excessively high, thus increases the risk of our country's financial system.

Key Words: stock market; sustainable economical development; risk of financial system

收稿日期：2004-12-30

¹ 具体的分析可以利用希克斯的方法，将股票市场收益率变化的影响分解为收入效应和替代效应来说明。

² 计划经济时代的企业是个例外，那时的国营企业也不存在经营风险，当然也不存在银行体

系的金融风险问题。

³ 虽然借钱的人多了，但银行贷款占社会总资产的比率反而会减小，原因是人们的银行储蓄供给减少了。