

世紀之交中國將面臨的 金融危機

● 何清漣

中泰兩國經濟背景比較

1997年7月2日泰國中央銀行宣布泰銖實行浮動匯率制以後，當天泰銖應聲下跌20%以上，由此引發的金融危機像颱風一樣席捲東南亞，隨後又襲擊了新加坡、台灣、韓國和香港，整個世界為之震撼。應該說，這次泰國的金融危機是多年來泰國經濟高速發展積累下來的問題的總爆發，整個東南亞世界都受到這次泰銖貶值的株連。而這次危機波及面的邊界在哪裏，誰也無法預測。

國際貨幣基金組織政策研究部的負責人布爾曼指出，金融危機很可能會從一個國家蔓延到另一個國家，從而危及整個國際市場金融體系。可以說，這次泰國金融危機的爆發，不僅是對東南亞「經濟奇跡」的挑戰，也是對中國的一次挑戰。因為泰國金融危機爆發的總背景，與中國有頗多相似之處：

一、投資導向有誤，在房地產業上積壓資金過多。在過去十多年裏，

泰國經濟持續高速增長，吸引了大量的國內外資金，政府未能制訂相應的政策，將資金引向基礎設施建設方面，而是放任讓資金流向價格暴漲的房地產業。據法國《解放報》的統計，泰國的金融機構近幾年在房地產業的投資已達2,300億法郎，無力償還的貸款總額達700億法郎。而另一份資料表明，泰國銀行的呆帳目前已達400億美元。金融業運作困難使得許多金融機構瀕臨破產，這本身就孕育着不穩定因素。在投資導向上，中國與泰國有類似之處：至1996年底止，商品房的積壓已超過6,800萬平方米，由此發生的資金沉澱達1,200萬億元^①。這些沉澱的資金主要來自銀行貸款。對商品房積壓的痛苦，不少投資者（主要是「公」字號投資者）似乎沒有感受到，就在存量還未消化之時，又有大量新增商品房積壓，1996年房地產開發投入3,825.29億元資金，而銷售額卻只有1,340.38億元^②。

二、在金融體制調控機制不健全時過份依賴外資，埋下金融風險隱

1997年7月的泰國金融危機，是多年來泰國經濟高速發展積累下來的問題的總爆發。這不僅是對東南亞「經濟奇跡」的挑戰，也是對中國的一次挑戰。因為泰國金融危機爆發的總背景，與中國有頗多相似之處。

雖然中國總是強調中國國情特殊，不能僅以國際通行標準來判定中國外匯儲備是否過多，但各種指標嚴重偏離常態至少說明中國外匯儲備增長過快，速度應該放緩。因為過量外匯儲備首先會造成通貨膨脹的壓力，使政府抑制通貨膨脹的各種努力的效果降低。

患。1992年，泰國政府取消了沿用幾十年的保護資本市場的管制，成立了曼谷國際銀行，使得泰國公司較易吸收海外資金，從此開始肆意借貸外資。然而就在放寬管制的同時，泰國政府將泰銖的匯率與美元掛鉤。為了保持這兩種貨幣之間的匯率穩定，泰國不得不讓泰銖的貸款保持高利率，其結果是大量的套利短期資金流入，加劇了國內通貨膨脹的壓力。到金融危機爆發時為止，泰國外債已高達850億美元。與此同時，泰國企業產品的國際競爭力正在下降，市場份額正在縮小。

據泰國1997年7月25日公布的一項(到1998年9月這一財政年度為止)預算披露，1996年泰國經常性的項目逆差是14.3億美元。這一切成為金融危機的隱患，一有風吹草動，大量外來短期資金就會抽走，導致金融動盪。

中國和泰國的情況相類似。自從

改革開放以來，中國利用外資的機率大大增長：1991-1996年8月止，利用外資直接投資達1,610.7億美元；1979-1995年，通過各種方式利用外資共2,291億美元。近3年來，中國已成為第三世界的頭號引資大國，是世界繼美國之後的第二大引資大國。

表1有關中國國際收支狀況的數字值得關注。

雖然中國總是強調中國國情特殊，不能僅以國際通行標準來判定中國外匯儲備是否過多，但表1列舉的各種指標嚴重偏離常態至少說明中國外匯儲備增長過快，速度應該放緩。因為過量外匯儲備首先會造成通貨膨脹的壓力，使政府抑制通貨膨脹的各種努力的效果降低。同時在中國現行的結售匯制度下，只要有外匯流入，央行就得拿出人民幣資金收購——根據近兩年深圳等地銀行透露出來的信息，已發現有國際短期資金大規模流入，「惡意」套取利息。對於國際間的

表1 中國國際收支狀況

	中國	國際警戒線	國際標準	備註
外匯儲備與短期債務比例	617%	80%		印尼73%，馬來西亞186%，菲律賓84%，韓國147%，泰國109%
外匯儲備支持進口時間	7個月		3-4個月	
外債與GDP的比例	15.5%	50%		1995年外債餘額1,065億美元。1979-1995年各種形式利用外資共達2,291億美元
經常項目逆差與GDP的比例	-2.5%			經驗表明，這一比例控制在0.5%時有利於經濟增長，大於5或小於0時不利於經濟增長
外匯儲備增長率與GDP增長率	2倍		0.3-1.2	這一國際標準是指發展中國家，不包括發達國家
外國直接投資+經常項目逆差與GDP的比例	5.7%	-2.5%		

資料來源：(北京)國民經濟研究所1997年5月公布的《中國宏觀經濟分析》報告

這種短期投機，國際金融投機專家索羅斯曾「諄諄告誡」各國政府：「市場中留有投機空間是政府的錯誤。」因為只要政府在市場裏留下了市場投機機會，就會有人來投機——為了抵銷外匯佔款的增加，信貸規模不得不相應收縮，從而使得沒有外匯收入（流入）的部門很難得到貸款，被迫限產甚至停產。而過多外匯儲備，又使得本可以利用的大量外匯資產閒置不用，在客觀上限制了技術進步和經濟增長的速度。國際上通常用將儲備轉化為生產性投資所能增加的產出來表示持有外匯的機會成本。考察中國的實際情況，儘管企業經營效率、投資配置效率，甚至整個經濟體制都很不理想，但這種低效率還不應該低到投入產出比例比外匯存款和購買國外債券的收益還要低的程度。在這種情況下，我國持有過多的外匯儲備的機會成本相當高昂。

還有一點必須提到的是，1996年我國出口貿易不盡如人意，特別是頭6個月的出口貿易更是嚴重滑坡，後半年則稍有回升。有人分析這是因為出口貿易退稅率下調引致。但我國出

口商品國際競爭力與周邊國家和地區相比有下降趨勢也是不可忽視的原因。上述種種，正如法國儲蓄及信託銀行負責新興國家的經濟學家拉庫阿所分析的那樣：東南亞大部分國家都面臨着工業投資過多、房地產危機、進口增加、經濟增長放緩及結構不合理等問題，與此同時，這些國家的貨幣以這種或那種方式同美元掛鉤，使得其貨幣的市值高估，無法反映其國際競爭力與經常項目收支。

大量資本外逃與金融危機的關係

還有一個必須提到的問題，即中國的資本外逃與金融危機生成的關係，這一問題一直是官方諱莫如深的話題。近10年中國資本外逃情況如表2所示。

據研究者指出，中國自1985年以來的資本外逃佔外債增長比例達到了52.3%，超過了80年代世界上15個債務負擔最沉重的國家資本外逃的平均水平，而且在進入90年代以後甚至接

中國的資本外逃與金融危機生成的關係，一直是官方諱莫如深的話題。據研究者指出，中國自1985年以來的資本外逃佔外債增長比例達到了52.3%，超過了80年代世界上15個債務負擔最沉重的國家資本外逃的平均水平，而且在進入90年代以後接近甚至超過了每年新增的外債額。

表2 資本外逃與外債增長：中國與其他國家的比較 單位：億美元

國別	1976-1982	1983-1985	1976-1985	1985-1994	資本外逃／外債增加額 (%)
阿根廷	270	-10	260		62.70
巴西	30	70	100		12.00
智利	0	10	10		6.40
墨西哥	360	170	530		64.80
秘魯	38				32.80
委內瑞拉	250	60	310		101.30
烏拉圭	6				27.30
菲律賓	84				36.10
韓國	61				21.80
中國				402.87	52.30

資料來源：王軍：〈中國資本流出的總量和結構分析〉，《改革》，1996年第5期。

中國國有獨資銀行所面臨的危機在很大程度上是由於它和國有企業那種剪不斷、理還亂的關係引起的。近兩年，各種傳媒時而透露出的一些不完整的數據，已足以讓人看到這一問題引起金融危機的現實性。

近超過了每年新增的外債額。換言之，在中國政府大量向國外舉債的同時，卻有超過一半的資本通過各種途徑流失，也許是永久性地「消失」在國外。英國倫敦皇家國際問題研究所顧問沃爾先生在一份給經濟合作與發展組織的研究報告中指出，從1989至1995年間，中國長期資本外流的總量可能超過1,000億美元，其中約有500億美元是未經政府批准的：「不是所有長期資本外流都經過政府批准。大部分長期資本是通過非法轉移的形式流到國外的。這從國際收支資本帳戶中出現的大量『誤差和漏洞』中反映出來。這種資本的數額從1989年的3.3億美元上升到1995年的178億美元（包括直接投資和證券投資）。」沃爾還指出，到1994年為止，中國在海外共建立了將近一萬家企業，遍布全世界各地，但投資主要集中在香港、澳大利亞、加拿大和美國。事實證明，中國非法的資本外流是香港等地的重要資金來源，據估計，到1995年為止，中國企業和個人在香港投入了300-400億美元的資本^③。

大量資本外逃毫無疑問對中國經濟產生了極大的負面影響：在國家付出高額的機會成本借貸外資的同時，卻不斷有巨額資金流出並消失在國外。可以肯定這種資本外逃是構成金融危機的源頭之一，墨西哥金融危機的產生與其國內資本大量外逃就有直接關係。

國企負債與國有銀行的困境

中國國有獨資銀行所面臨的危機在很大程度上是由於它和國有企業那種剪不斷、理還亂的關係引起的。近

兩年，各種傳媒時而透露出的一些不完整的數據，已足以讓人看到這一問題引起金融危機的現實性。

自從中國對國有企業實行「撥改貸」以後，許多國有企業的固定資產投資和流動資金幾乎全部來源於銀行貸款，國企差不多等於白手起家，無本經營。這就造成了國有企業高達75%以上的負債率及利息成本（1997年中的數據表明負債率平均高達80%），而且這些債務來源單一，主要來自銀行貸款。由於企業和銀行的歷史關係如此，兩者之間的這種借貸關係一方面使銀行不堪重負，另一方面也使企業嘖有煩言，認為不少利潤轉化成融資成本，利息與利潤的變化加重了企業的負擔：1980年利息與利潤比率是1：0.033；1990年是1：1；1995年是1：1.73^④。這樣就在銀行和企業之間形成了一種惡性循環：企業需要銀行借貸，而借貸的高利率加上借貸成本（如信貸員的「回扣」、銀行負責審批者的「好處費」以及借貸關係建立過程中的大量「交際費用」等等），又使企業不堪重負，於是從拖欠貸款到逃廢利息，銀行的爛帳不斷增多，信貸資金過多沉澱，金融風險不容忽視。據統計，到1996年底，死帳及呆帳累計達6,000億元以上，再加上企業賴帳及拖欠等，銀行的不良債務比率已高達25%左右。自「撥改貸」以來，國有銀行自有資產的比率就一直處於下降地位。據資料，在「撥改貸」前夕，國有銀行自有資產比率佔70%左右，以後隨着國有企業債台高築，銀行自有資產比率一直處於下降狀態，截至1996年底，國有銀行自有資金比率下降到只有3%左右^⑤。而美國銀行的負債率為50%，亞洲國家除日本之外都比我國要低。

其實只要平時留心讀取各種信息，就會發現金融危機早已在局部地區露出蛛絲馬迹：廣東揭陽市一家銀行下屬的城市信用社，自1995年起拖欠大批存戶近兩億元人民幣的欠款，有關人員被政府當局於1997年7月扣留調查^⑥。據傳媒透露，這種地方銀行分支機構已發生不少問題。1996年8月，廣東某市體改部門對轄內的金融機構進行了一次調查，發現各家國有商業銀行資產流通延緩，風險上升（見表3）。該次調查涉及的金融機構（含網點）共有870個，總的存款餘額（帳內外）64.37億多元，總的貸款額（帳內外）71億多元。按資產負債比例管理規定，64.37億元存款，該市可用的信貸資金只有48.3億元，而實際貸款餘額為71億元，存貸比例失調，各家銀行為彌補逆差，採取拆東牆補西牆的辦法平衡，超負荷經營十分嚴重。

這次調查對「三項貸款」的分析表明，「三項貸款」所佔比例逐年增加，實際上能按時、安全還回來的貸款所剩無幾。整個銀行系統的經營效益並不比國有企業好多少，調查顯示，該市銀行1995年虧損3.5億元，1996年上半年的數字是2.86億元，其中國有商業銀行虧損2.44億元，佔85.35%。1995年，5家國有商業銀行的綜合年

收息率為28.69%，1996年上半年下降到18.64%，銀行經營舉步維艱。貸款回流率和信貸資金周轉率下降，無形中減少了可用資金，使銀行的資金運作更加困難。而大量銀行信貸資金的沉澱，削弱了銀行的應急償付能力，一旦觸發擠提存款風潮，就會由於難以確保提現而觸發支付危機，進而導致金融風波。有關人士透露，目前廣東除廣州、深圳之外，大多數地方的銀行經營不盡如人意，潛在的金融危險是存在的^⑦。廣東在全國的銀行中還算是實力雄厚者，其他省的銀行狀況大多比廣東更差。據《中華工商時報》登載的一條消息，某省人民銀行一項調查結果使人觸目驚心：該省三年累計破產企業479家，破產時資產總額22.7億元，而積欠銀行貸款本息高達26.6億元，銀行信貸資產面臨極大風險^⑧。而另一份調查也指出企業「破」銀行「產」的潛在可能性：某地到1996年6月末，有54戶企業正式破產，資產總額達2.212億元，而負債總額卻高達4.9413億元，資產負債率高達223%，資不抵債的情況相當嚴重。值得注意的是，這些破產企業積欠銀行貸款本息3.8315億元，是破產企業資產總額的1.73倍。在已清償完畢的42戶企業中，銀行所得微乎其微，清償率只有3.3%。照此推算，全部企

表3 廣東某市對金融機構的調查情況

	1993年	1994年	1995年	1996年
三項貸款佔總貸款比重 (逾期貸款、呆帳貸款、 呆滯貸款)	50%	60%	70%	
貸款回流率(收回貸款與 發放貸款之比)			73.3%	
信貸資金周轉率	0.82次	0.75次	0.53次	

業清償完畢的話，銀行也只能得到1,265萬元的清償，將有3.705億元的信貸資產付諸東流^⑨。總而言之，國有資產的經營狀況令人擔憂：國有企業資產損失和資金掛帳問題突出，空殼企業佔全部企業總數的1/4，國有企業、國有銀行、國家財政難以步入良性循環。而國有企業負債率過高這一事實，已使人們預感到：如果再不着手解決國有企業的深層次問題，任其將危機轉嫁，最終的結果是拖垮銀行，導致金融危機。國有企業對銀行的負債所造成的嚴重後果其實早已是大家心知肚明的事情，這一點有國際貨幣基金組織官員的看法為證：「對中國來說，比人民幣自由兌換更重要的是國有企業的改革」，「因為國有企業的改革直接影響到宏觀經濟政策和資本市場的發育，而宏觀調控的好壞和資本市場發育的程度是一個國家能否實行資本項目可兌換的決定因素。墨西哥的金融危機就是前車之鑒」^⑩。

1997年7月，中國人民銀行提供的金融統計資料表明，中國銀行城鄉居民儲蓄存款42,771.2億元。近幾年不少奏摺派經濟學家都在琢磨如何將這隻「虎」引出來，以轉移危機，於是又將「用股份制重組國有資產」提到了日程上，各大傳媒都在惡炒「用股份制重組國有資產」這一政治題材（絕非經濟題材）。



銀行的系統性風險及政府對策評析

與大多數亞洲新興市場經濟國家的銀行相比，中國國有銀行受國家的控制程度要高出許多。英國《經濟學家》(The Economist) 周刊曾發表一組數字，以國有銀行資產佔銀行資產比率這一指標來反映銀行受國家控制程度，中國的這一比率接近100%，印度為70%，台灣接近60%，俄羅斯為25%左右，韓國為18%左右。這一數據表明兩個問題，一是中國對金融業的調控能力特別強，正因如此，在各項有關金融的經濟指標嚴重偏離常態時，中國還能使金融危機處於蟄伏狀態；二是表明中國銀行系統確實存在巨大的系統性風險，這種風險一俟時機成熟，就會成為現實性風險，其勢頭絕不會小於墨西哥與泰國。

世界上擺脫金融危機的辦法通常有幾個，如讓貨幣貶值、降低利率以提高本國產品的國際競爭力等，但中國由於種種政治經濟因素的限制，採用這些辦法的風險大且難以奏效（利率其實已經於1996年連續兩次降低，1997年10月又再次降低。銀行存款利息相對於通脹率來說其實已是負利率）。所以大家只能將目光對準近幾年來朝野關注的中國城鄉居民儲蓄。1997年7月，中國人民銀行提供的金融統計資料表明，中國銀行城鄉居民儲蓄存款42,771.2億元^⑪。另一份同樣是中國人民銀行的統計數據表明，到1995年底，中國城鄉居民儲蓄存款約佔五萬多億銀行貸款的60%^⑫。近幾年不少奏摺派經濟學家都在琢磨如何將這隻「虎」引出來，以轉移危機，從1996年動員老百姓買車、買房相繼失敗以後（主要沒有這兩樣「消費品」的

老百姓購買力不行，有購買力的則大都有了車和房），於是又將「用股份制重組國有資產」提到了日程上，各大傳媒都在惡炒「用股份制重組國有資產」這一政治題材（絕非經濟題材）。其目的已有部分經濟學家說得非常直白，如國有資產管理局研究所所長魏傑就談到：「目前財政已背着巨大的財政赤字，而且財政支出中能用於經濟建設，尤其是能用於國有企業投資的資金，已非常之少，因而財政與國有企業相互依存的因果鏈條正在發生斷裂，財政無力再成為國有企業的資金源泉。」接下來他又列舉了一連串數據，說明金融危機確實存在，而股份制則是一條擺脫危機的現成路子^③。

由此可見，這次用股份制重組國有資產的目的和前幾年股份制改造顯然有很大的不同。最根本的差異在於改制的主要動機不同。當年的股份制改造目標在於改善國有企業的經營機制（有不少國有企業雖經改制卻未達到這一目標），股份制本來的集資功能倒被放在次要地位。而今年的主要動機卻是籌集資金，目的是為了緩解銀行危機。那麼運用這種辦法能否成功呢？

從居民儲蓄存款的總量和國有資產的總量來看，是有可能成功的。在這42,771.2億元城鄉居民儲蓄存款中，除了40%集中於不到10%的高收入者手中^④外，有相當部分分散在中小儲戶手中。根據對全國四萬餘戶居民家庭記帳調查和相關資料測算，1996年全國城鎮「萬元戶」已達到6,642萬戶，佔全部城鎮居民家庭的76%^⑤。國有資產管理局則公布，截至1996年底，國有資產總量57,106.4億元^⑥，1997年6月又公布說，國有資產評估後淨值達32,411.81億元^⑦。這兩組數據表明：

對國有企業進行股份制改造，確實有民間資金作為支撐。

現在的問題倒不在於討論這個「藥方」的合理與否，應該予以考慮的是如下兩個問題：第一，前幾年股份制改造結果不理想的原因何在？第二，十五大以後各地一窩蜂地搞股份制改造的做法是否妥當？

先剖析第一個問題。平心而論，在不放棄「只有國營大中型企業才能救中國」的「社會主義」前提下，企業改制從利改稅、放權讓利到所有權與經營權適當分離，從單項改革到多項改革，進而到建立現代企業制度，風風雨雨十幾年，甚麼藥方都用過了，一直找不到包醫國有企業頑症的靈丹。時至今日，換誰去進行診斷，也開不出甚麼更好的藥方。有人將股份制改造比作我國國有企業改制的「最後一張王牌」，確實是恰當的描述。對於經濟學家們來說，現在要做的事是將經濟決策的事後反應（包括不良反應）說清楚，認真總結前些年股份制改造流於形式的種種經驗教訓，否則將會導致這次大規模企業改革流產。

這些問題，筆者在〈中國股份制：社會主義的免費午餐〉一文曾涉及。要言之，以往股份制改造結果不理想的原因在於：

一、沒有建立有效約束經營者的外部機制。前幾年「股份制」這張王牌失靈的原因，主要在於沒有解決「企業無上級」的問題。在正統的股東主權模式中，經理層的無能、怠惰以及道德風險都是通過外部股東來校正的，外部股東要發揮作用，則要通過一個有效率的、具有評定公司價值和轉移公司控制權的功能的資本市場。除此之外，還要通過一些其他的制度

前幾年「股份制」這張王牌失靈的原因，主要在於沒有解決「企業無上級」的問題。在正統的股東主權模式中，經理層的無能、怠惰以及道德風險都是通過外部股東來校正的，外部股東要發揮作用，則要通過一個有效率的、具有評定公司價值和轉移公司控制權的功能的資本市場。

現階段中國股份制企業經營層的任命機制，決定了這些股份制企業的經營層和國有企業的廠長、經理們一樣，「經營領導」（即維繫好自己與上級部門的關係）比「經營企業」更重要。在這類股份公司裏面，股東的身分由國家變為企業法人或者個人，只意味着將資產風險從國家那裏轉移給其他的法人或個人股東。

安排，如競爭性的「買賣」經理人員和職工的勞動市場。但我國目前的轉軌經濟中，競爭性的資本市場與勞務市場都是缺少的。改制後的企業經理層基本上還是通過上級行政命令指派，一些地區搞所謂「國有資產委託經營」，受委託人其實也還是由政府按任命幹部的方式挑選，並且基本上是委託給原來的經營班子。這一點和國有企業並無差別，可以說現階段中國股份制企業經營層的任命機制，決定了這些股份制企業的經營層和國有企業的廠長、經理們一樣，「經營領導」（即維繫好自己與上級部門的關係）比「經營企業」更重要。面對現行任用、考察股份制企業經營者和董事會成員的方式與標準，這些經營者必然要產生對上的依附性、服從性和被動性。他們必須在「眼睛朝上」還是「眼睛朝下」之間作出選擇。在廠長、經理們還是「官員」、政企還未分開的利益機制牽引下，「經營領導」和領導還會被「經營」，不僅是中國國有企業，還是所有換上股份制招牌的「翻牌公司」頑症的根源。因為被「經營」的領導往往憑關係親疏、個人好惡來選拔企業經營者，不幸的是企業的利益往往和官員們的私人利益相背離，其結果就是出現了「內部人控制失控」的「代理危機」，企業資產處於不斷流失之中。

二、國有企業那種財產權利的私人化和財產責任的公開化弊病在這些國有股佔大頭的股份制企業裏一如其舊，在董事會成員兼經理人員與企業財產之間，並沒有建立起一種將財產權利和財產責任結合起來的機制，經理層還照樣享有支配財產的權利卻不用承擔資產責任和財產損失，他們所要對之負責的事實上仍然是上級而不

是股東。股東大會不可能因經營層的經營表現不佳或有貪污腐敗等道德風險行為而將他們解職，因為任免經理層以及董事會成員的決定權不在股東手中，而在最大股東——國有資產管理部門手中。在這些股份公司裏面，股東的身分由國家變為企業法人或者個人，只意味着將資產風險從國家那裏轉移給其他的法人或個人股東。而這一張牌打出去以後如未收到期望的效果，其後果之嚴重可預想而知。

再來看十五大以後各地一窩蜂而起的「用股份制重組國有資產」熱潮。在相對富裕的地區和省份，如深圳和廣東省，有關方面動員職工買本企業的內部股票時，職工們雖不太情願，但因現在就業艱難，出於與企業「休戚與共」的考慮，再加之由企業拿出公積金來「貼補」的誘惑（如每購1萬元內部股，由公積金貼補40%，即職工出6,000元可得1萬元股票，各企業貼補率不一樣），推行「職工內部持股」倒還不太困難。但在內地一些虧損多年的國有企業，職工們連工資都很難按時足額領到，他們對企業的經營者也早已喪失了信心，在此情況下，還要職工籌資來購買他們早已不抱希望的「空殼」企業，自然要引起職工們的不滿。在這些企業，「用股份制重組國有資產」就只有依靠行政命令的權威來進行：有的規定不買「內部股」的職工將被「優化組合」，失去工作；能發出工資的企業則規定逐月扣除工資以充購「內部股」的資金。不少地方演出了一齣齣「拉郎配」式的「用股份制重組國有資產」的活劇。一些「理論家」的主張更為滑稽：他們不去認真總結前幾年「股份制改造」的教訓，反而大談應如何在股份制企業裏保持國

有股佔控制地位的問題，認為只要讓國有股在企業裏佔主導地位，企業就能姓「社」，「用股份制重組國有資產」就能成功。從這些「理論家」的主張看，彷彿國有企業的問題是「國有化」不夠所引起的。殊不知這主張在邏輯上首先不通：國有資產佔100%的企業都連年虧損，在不改變企業機制的情況下，國有股佔優勢的企業又怎能「扭虧為盈」，實現資產的「保值增值」？

總之，股份制經濟不僅僅是一種企業資產組織方式，而是市場經濟體制的一種產物。它需要一整套完整的制度才能有效運作。按照國際慣例，股份制企業通過終極所有權與法人所有權分離而形成的獨立法人資產，以及股份公司的法人地位等權利，都必須由法律賦予並加以保證。其他諸如股權的分散化、終極所有權、法人所有權、經營權的分離、股票的上市發行與自由轉讓等等，均牽涉到非常複雜的外部關係和內部關係。要處理好這些關係，需要相當完備的經濟立法，諸如證券交易法、公平競爭法、證券投資保護法等。如沒有一個完善的法治環境和配套法規，必然導致混亂。

經過18年改革，所有深諳中國國情的學者其實都應明白一件事，那就是發達國家和發展中國家最大的不同就在於：發達國家出台一項法規極不容易，但一旦出台，執行起來則相當嚴格；而所有的发展中國家則都遇到相同的困擾：出台法規政策並不難，難就難在執行過程中的嚴重變形走樣。我國現在最大的問題並不在於立法的艱難性，而在於執法的隨意性。在中國，法律制度的不斷完善不等於「法治」的建立。懂得了這一點，介入

決策的學者們就應該在制度設計時，提出種種限制變形的有力措施，以免「淮橘成枳」的局面再次出現。而這一次希望用股份制重組國有資產來減輕銀行壓力的政策如未收到預期效果，便有可能引起危機共振。

發達國家和發展中國家最大的不同就在於：發達國家出台一項法規極不容易，但一旦出台，執行起來則相當嚴格；而所有的发展中國家則都遇到相同的困擾：出台法規政策並不難，難就難在執行過程中的嚴重變形走樣。

註釋

①②⑧⑨⑩⑪⑫⑬ 《中華工商時報》，1997年6月13日；1997年3月7日；1996年11月7日；1996年12月4日；1997年7月22日；1996年12月24日；1997年6月12日。

⑭ 英國《金融時報》，1996年12月27日：「中國成為世界資本的重要來源」，轉摘自《參考消息》，1997年1月8日。

⑮⑯ 國家經貿委副主任陳清泰1996年7月31日在山西太原召開的「全國試點城市兼併與破產會議」上的講話中所引的數據。參《粵港信息日報》，1996年8月4日。

⑰ 魏傑：〈國資股份化如箭在弦〉，《南方周末》，1997年8月29日。

⑱ 《深星時報》，1997年7月25日。

⑲ 《粵港信息日報》，1996年8月16日。

⑳ 1997年5月國際貨幣基金組織調研部副主任拉森在「世界經濟展望」發布會上的講話。參《中華工商時報》，1997年5月22日。

㉑ 《報刊文摘》，1996年2月26日，解放日報社主辦。

㉒ 《中國市場經濟報》，1995年7月26日。

㉓ 《新聞報》，1997年7月4日。

何清漣 1988年復旦大學經濟系畢業，獲經濟學碩士學位。主要著作有《人口：中國的懸劍》、《中國的陷阱——轉型期經濟社會問題研究》及論文多篇。