

演讲 NO: 2018 年 2 月

上市公司治理问题的严重性不亚于一般公司

李扬 时间: 2018-02-25

来源: 新浪财经

演讲背景:“中国经济 50 人论坛 2018 年年会”于 2 月 25 日在北京举行, 主题为“从高速增长到高质量发展”, 国家金融与发展实验室理事长李扬出席并发言。

李扬团队做的上市公司研究表明, 上市公司治理问题的严重性不亚于一般公司——绝大部分的上市公司开不了股东大会, 财务状况在恶化。“去年我们发现上市公司资产负债表中, 现金资产增加了 20%”。

李扬分析称, 由于货币刺激政策等等, 很多的信贷流向了上市公司, 上市公司拿到钱后, 没有东西投, 所以增加了现金资产, 恶化了资产负债表。“上市公司募集的资金不能使用, 要去炒地王, 去干别的事, 上市公司现在好多的问题很大”。

以下是发言实录：

在十九大里面，关于金融改革讲得很少，就是三句话：第一句话是发展资本市场的重要性；第二句话是股市；第三句话是关于防范风险。在这么一个文件当中，三个意思，就把资本市场放在了里面，表明这是一件非常重要的。

关于发展资本市场的重要性有很多的论证，现在又增加了一个原因，就是因为资本市场不发达的话，我们的杠杆率就会不断上升，影响我们主权信用等级，所以要发展资本市场。所以发展资本市场，这几句话都要给它一个位置。但是下来之后我们看不到有新的思路，因为发展资本市场，大家都知道，从上世纪，凡是谈金融改革，一定是有发展资本市场这样一个内容在那里。等到这么多年下来，中国的资本市场还是发展的不够。最近有几个事态让我们觉得很担心，一个就是资本市场有一段时间大家全部冀望于注册制，刘士余主席说条件不成熟，虽然说它改变了 IPO 动不动就停的这种局面，但是注册制还是不能实施。

最近我们做了一个中国上市公司的研究，按照我们这样一个逻辑推理，上市公司应该是中国最好的公司。但是现在上市公司的问题，它的严重性不亚于一般的公司。比如上市公司和它的股东关系疏远，上市公司变成一个独立的怪兽，它和它的投资者没有关系，绝大部分的上市公司开不了股东大会。上市公司的财务状况在恶化，去年我们

发现上市公司资产负债表中一个很大的变化，就是它的现金资产增加了 20%。因为国家政策是鼓励政策，货币刺激政策，信贷给上市公司，上市公司拿到钱没有东西投，于是又增加了它的现金资产，恶化了他的资产负债表。上市公司募集的资金大量的不能使用，要去炒地王，去干别的事，上市公司现在好多的问题很大。最近又有人很大胆的提出了，在上市公司当中还要去治理僵尸企业问题，僵尸都到上市公司去了。我们指望上市公司能够把我们整个金融市场完善一下，结果那是僵尸企业重生的地方。

所以我觉得资本市场发展的问题，恐怕我们要重新理顺这个思路。首先是观念问题，发展资本市场不能有除了提高效率之外的其他目标，现在我们的资本市场从一开始就有其他目标，提高资源配置效率，提高资金使用效率都不是首要目标，一开始就是结合的。我们靠什么提高效率？自己创造了一个机制，希望能改变传统体制的一些弊端，结果他创造出更大的弊端。所以发展资本市场，首先要非常清楚的理解上市公司是用来提高资源配置效率的，不是用来干其他的。

在明确这样一个前提下，在发展资本市场上要拓宽眼界，我们不能局限于几个 A 股、小板、创业板和新三板。因为中国这个结构是倒三角的，是不可持续的。组织上最完善的市场到最不完善的草根市场，我们是倒三角，是不稳定的。所以这个问题，我觉得应当解决。至少有几个问题要解决，要放开对信用的统治和管制，我们的经济中，其

实很多的问题是存在于我们对信用是统治的，不允许其他人干，只允许特许的这样一些机构去干。因为在草根层面上，资本的形成就是要破除这个统治。要放开私募，私募形式上更加完善一些。要允许地方在资本市场上有更多的作为，因为现在就是地方的企业，地方的项目，但是现在这些权利基本上不在他们手里。

所以我觉得，第一个要解决的思路就是要完善我们现在这样一个股市的结构，完善它的思路就是要把这个倒三角正过来，要让草根，让地方的资本形成能够有更宽阔的平台。另外发展资本市场不能局限于股市，应当高度重视长期信用机构的建设，特别是权益性的投资，可以由机构来生成。在中国我们现在是商业银行不许做投资，其他的长期信用机构曾经有一点，但是后来慢慢的在萎缩，我觉得这个事情也要引起高度公式。事实上十八届三中全会决定里面就谈到了这个问题，谈到了在住房领域中要有长期信用机构，谈到了在城市基础设施建设中要有长期信用机构，谈到了在城市化过程中要有长期信用机构，这几个都是要长期制定的，都是要吸收大量股权性资金的。你靠这么薄的一个资本市场，靠这么广大的商业银行又不去投资，你解决不了这三个领域中的资金需求问题，特别是解决不了权益类基金的需求。当然，你只有坐看地方融资平台的发展。所以应当把这个事情提出来。

对于金融创新，我觉得还是要有一个正确的看法。曾几何时金融创新是受到上上下下的追捧，互联网金融等等。但是现在又受到上上

下下的围剿，无论是过度的吹捧还是现在过度的围剿都是不对的，都基于我们对金融创新，对影子银行等等不正确的认识。去年我们到法国，去 OECD 的统计署跟他们交流，他们关于影子银行有非常多的研究。虽然说对影子银行的监管现在都是对各国当局最重要的任务之一，但是他们的监管是要发展的。我们现在对这个监管，实际上没有非常明确的说，但是在大部分的意义上是要围剿他，要把他消灭掉。

我们以前做过一个研究，就是中国的影子银行实际上是银行的影子。就是说一开始创新就有问题，其实与我们整个高度统治的金融监管是密切相关的。所以很多的金融创新，就是在影子银行的名义下的金融创新，它做的事情是把债务性资金转换为权益性资金。仔细看看，这正是我们需要的。所以对于这样一些影子银行等等这样一些金融创新，我们要有一个科学的态度，要从中间甄别，要让那些能够健康的发展，没有金融创新，哪有整个经济的创新？哪有从高速增长高到质量发展？

我们整个股市还要整一整，股市一个是准入的问题，还有一个是退出的问题。只有准入，没有退出，这个股市还是没有效率的。退出现在大家都已经很明确地说了，这里面有很多的僵尸企业，能不能让它退出？如果不能让它退出？这个市场我们做什么？

我想可以从这几个方面着手。总的来说，当我们在新时代，从高速增长到高质量发展，重提发展资本市场的时候，要充分注意到中国

的特色。美国式资本市场是绝不可能在中国产生，我们经常说我们的市场不规范，美国市场是机构为主，中国市场是散户为主。散户为主的状况改变不了，中国没有改进的途径，中国整个机构投资者散户化。所以这些问题，一定要考虑到中国特别的国情。所以我们要筹集资本，从根本上，从金融制度上，根本上降低提高杠杆率的这样一个基础，还要考虑到一些机构的发展问题，考虑到其他的那几个方面的问题。谢谢！