

如何改变民企股在香港的遭遇？

陈志武 *

《中国新闻周刊》2002年11月11日

内地在香港上市的民营企业股价要涨一起涨、要跌一起跌，这似乎已成为一种规律。尤其是最近因杨斌个人的一起一落，“欧亚农业”的股价也紧跟着一起涨跌。经过香港股市的传送机制，这种波动便成了民企股票在香港的一次全面性小地震。

为什么这些民企股会一损俱损呢？是香港股民不理性？是民企上市公司更“坏”呢？还是因为中国上市公司整体上的不透明，使在香港上市的民企股票首当其冲地成为牺牲品？有什么市场制度机制可帮助改变这种现状？

时下关于民营企业众说纷纭，褒贬不一。一种主流的观点是将民企在香港股市上的经历解释成“民企更坏”的佐证。笔者认为，民企股价的经历并不是由民企单方面造成的，而是中国证券市场和上市公司的整体不透明所造成的。在目前上市公司信息呈整体“浑浊”的情况下，民企一方面可能无法在信息披露上比其它公司超前太多，另一方面它们也成为整体信息浑浊的受害者。

为什么呢？从根本上来讲，这是由证券交易的本质所决定的。尤其在信息披露差、市场不透明的情况下，如果不在制度机制上改进，这种“一损俱损”的现象只会进一步演变成一种恶性循环，迫使真正绩优的民企退市。

道理很简单，股票交易的对象是一种证券、一纸票据，是一种无确定相对人的金融合同。买下股票后，你得到的是一种未来可能获得、也可能不获得任何现金收益的权利，而不是一种实物商品（比如，毛线衣）。如果你买的是毛线衣，你可看看其式样、花色，也可试穿几次，还可检查其针线功夫的优劣。买股票呢？正因为你买的是一种未来可能得到现金收益的权利，而未来是随机的、充满着不确定性，因而唯一能帮助你判断股票价值（或者说，“现金收益权利”的价值）的是关于股票发行公司的信息。如果所有上市公司提供的信息都是不明不白，或是不充分，或是有些公司提供真的而另一些公司提供假的信息，这就会使投资者无所适从，无法对股票作判断，无法区分优劣。于是，只要“欧亚农业”或任一民企有动荡，所有民企跟着波动，产生连动效应。

在一遍浑水中股民无法区分不同股票的优劣。那么，后果如何呢？——后果是“劣币驱赶良币”，甚至是市场关闭。道理是这样的，当张三无法区分股票的优劣时，一个正常理性的张三会每只股票都买（或者，每只都卖），以此来减小因信息不透明而产生的不确定性对其投资业绩的负面影响（亦即，以此来减少风险）。既然如此，张三为任何一只股票愿意付的价格也都基本一样。这使劣股价格相对其应有价值而言过高，优股价格则太低。因为得不到好股价，真正绩优的上市公司就会选择退市，使证券市场上剩下的上市公司都为绩劣的。一旦好的民企选择退市或者干脆就不上市，股民们对剩下的上市民企更是全面不看好，导致股价进一步下跌，迫使原来业绩“较好”的公司也退市。如果这种恶性循环继续下去，民企股市（甚至整个股市）只能最终关闭。

大陆民企在香港股市上的经历并不能说明民企本身比国企更不可信（事实上，在深、沪两所上市的公司中已被证监会认定有虚假陈述的基本都是国企背景的公司），而是中国公司和证券市场整体缺乏透明、缺乏诚信之后果的具体表现。面对这种不加区分地抛售民企股票的事实，可能的反应有多种。第一种是中国企业选择更加少披露，不仅自己更加“闭口不谈”，也不允许媒体追踪报道（正如最近几家上市公司起诉财经媒体和证券分析师所表明的那样）。

作者是美国耶鲁大学管理学院金融经济学终身教授、清华大学经济管理学院特聘教授。

这种选择当然只会使上市公司的信息变得更“浑”，使投资者更加无法区分优劣。结果，我们已看到的民企股价连锁反应只会越加严重。

另一种选择是民企和国企上市公司都增加信息披露、作更准确、全面、完整的信息披露；同时，政府鼓励、法院保护媒体作更广泛、更自由的质疑报道。如果要改变民企股票目前的遭遇，加强媒体对企业的监督、增加上市公司的透明度并从司法上加大虚假陈述（和有意不陈述）的成本是唯一的出路。