

中国股市特色的初步探讨

黄 敏

中国股市从国务院批准成立上海证券交易所、深圳股票交易所和全国证券交易自动报价系统时起,已经正式宣告成立。随着我国经济体制改革的深化,股市必然随之得到发展,并最终形成具有中国特色的股票市场。这不仅是一个重大的社会实践,而且是一个重要的理论课题。我在此仅就中国股市特色进行初步探讨,以求指正。

一、股权必须坚持社会主义公有制占主导地位

股权的社会主义公有制占主导地位,是从全社会来说的一个战略目标概念,即在预定期限内,国家股和全民、集体企事业单位股必须在全部股权中处于控制地位,而个人股和私营企业法人股以及外资股则处于从属地位。

股权社会主义公有制占主导地位,是否“凡国营企业进行公开发行人股和股份制试点,应保持国家和公有制法人股份占60%以上”?^①我认为实行国营企业股份制试点,不仅是指已有的国有企业,而且还包括新建的国有企业,因而情况是各种各样的,应该根据具体情况来规定。如果是已经投产的国有企业为扩大生产或解决流动资金需要或转换经营机制而发行股票,那么,要求国家股(即企业原有资产折股)和公有制法人股权占60%以上是可以办到的;如果是新组建的国有股份制企业,那么,就不应一律要求国家股权和公有制法人股权占60%以上。因为在股票发行分散的条件下,即使国家和公有制法人股权只占5—10%,也可以成为公有

制控股的企业。这也是保持社会主义公有制占主导地位的一种形式。由此可以说明,我们不应机械地在国有企业股份制试点中固守公有制股权占多大比例,主要看公有制股权的主导作用能否发挥。如果在国有企业股份制试点中固守公有制股权占60%以上,那么,不仅会排除当今世界股份企业发展的新特点即控股企业的试点,而且还会影响股份制试点在新建国有企业中推行,从而制约着股市的发展。因为在新建国有企业试行股份制时,考虑公有制股权要占60%以上,在现时国有企业自主支配资金不多的条件下,指望公有制企业法人股权来满足这个要求是不现实的,结果只能由国家 and 地方财政投入,在现时财政困难的条件下,仅有的资金也只能投入不宜实行股份制的企业,所以希望财政投入使新建国有股份制企业的公有制股权占60%以上,也是不现实的。另一方面,由于国有股份制企业对个人和私营企业法人股权所占比例的限制,从而使大量的个人积蓄、私营企业资金和外资不能通过股份制加以利用,不利于国有企业的技术改造和生产扩大,也人为地限制了股市的发展。

坚持社会主义公有制股权占主导,是不是时时都要求一个地区甚至全社会都必须使公有制股权占优势?我认为,公有制股权占优势与公有制股权占主导是不完全一致的。优势的地位可能起主导作用,也可能不起主导作用,如在公有制股权不参与流通的条件下,在股市交易中就只有个人股权、私营企业法人股权和外资股权流动,不论公有制股

权占多高的优势地位，也不会股市交易中起什么作用。没有优势地位的股权，可能不起主导作用，也可能起主导作用。如上所述，在股权分散的条件下，即使公有制股权只占该企业股权的5—10%，也可以控制该企业；在股市交易中，即使公有制股权参与股市交易的数额没有达到优势，在一定条件下，也可以左右股市的价格。许多事物都证明：优势地位与主导作用的关系是不相应的。例如，公有制经济在解放后一段时期里，并没有在全社会占优势地位，以国民收入中各经济类型比重来看，仅资本主义经济和个体经济二者所占比重，直到1955年，还占有高达55.1%的比重，^②可是，在我国人民已掌握政权的条件下，国营经济在所占比重很低时，仍然对整个国民经济起主导作用。由此可见，我们不必时时都要求一个地区甚至全社会都应坚持公有制股权占优势，应该把着重点放在发挥公有制股权主导作用方面。

中国股市是不是坚持了社会主义方向，不能仅仅从公有制股权在全部股权中所占比重大小来证明。主要应该看到我国股市是在已有强大公有制经济基础上产生和发展的，是在社会主义国家政权下发育壮大的。同时还应看到，任何事物的发生和发展都有一个渐进的过程。现时我国经济是以公有制为主体的多种所有制形式并存的经济，股份制在试点和推广过程中，各种经济成分都可以实行股份制，国有和集体企业实行股份制与私营经济和“三资”企业实行股份制不一定是同比例地推进。这不仅对一个地区来说是如此，而且就全社会来讲，有时也会如此。我们知道，国有企业实行股份制不仅在试点阶段而且在推广阶段都会有选择地进行，同时由于各地区经济发展的不平衡，也不可能做到各地区齐步走。而私营企业和“三资”企业实行股份制则不会受到很大限制，因而它们虽然在我国经济中所占比重不大，但当

国有企业股份制在很小范围试行时，私营企业法人股和“三资”企业法人股权加上个人股权就可以占有较大比重。从当前上海、深圳股市交易来看，在公有制股权不流通的情况下，个人股权的流通几乎占据着整个股票交易市场。这一情形虽然与上述情形有一定差别，但也可以证明不必时时处处固守公有制股权占优势。

在股市发展过程中不追求每时每地或一时全社会的公有制股权占优势，会不会影响公有制股权的优势地位呢？这要看股份制在国有经济中推广的程度，如果股份制在除极少部门外都推行并公开发行股票，那么，公有制股权以及公有制股权在股票交易中都将占优势。因为公有制经济在我国经济中占优势地位，国有大型企业实行股份制，公有制股权必然占优势，同时公有制股权还可以对其他企业实行控股。

与上述问题相联系的一个问题是，可否允许公有制股权的股票上市流通。在股市起步阶段，一般规定“国家股不得随意出售，如果为了平衡和调节股市，而需要进入股市时，报国有资产管理部门批准。”^③同时还规定法人股在股票发行一定时期后才能上市流通。我认为这些规定过严，国家股权上市流通需要有国有资产管理局的批准是应该的，但不只是为了平衡和调节股市才允许上市流通，在一般的情况下也应允许上市流通。公有制法人股票，应与个人股一样，发行后就可以上市流通。这不仅有利于国家进行产业结构调整 and 平衡与调节股市供求矛盾，而且有利于公众对国有企业监督。我们知道，一个股份制企业的股票价格高低反映着该企业经营的好坏，公众对该企业股票的需求大小是公众对该企业的评价，该企业可以据此来改进工作。如果不允许公有制股票随便上市流通，那么，就会缺乏这种公众监督机制，特别是对公有制股权占有很大比例的国有企业来说尤为突出。公有制股票不能

随时上市流通，在其股票价格上涨时，不能获得涨价的收益；在其股票价格下跌时，不能避免损失。由此会影响国有企业投资入股股份制企业的积极性。我们不要怕国家股权和公有制法人股权上市流通后会转变为个人、私营企业法人和“三资”企业法人股权，因为国家可以采取防止这种情况发生，即使不采取防止措施，发生了上述转变，也无碍大局，因为在发生股权转移后，国家和国有企业得到了价款，可以用于投资新的产业或用于购买个人、私营企业和“三资”企业法人股权。这种股权的转移只会使国家拥有的资财更多，而不会更少，因为国家和国有企业与个人一样，不会主动去做亏本生意。公有制股票上市流通，也不必担心极重要的国有企业旁落而影响公有制经济的主导地位与作用，因为什么企业实行股份制并公开发行人股票是受国家决策制约的，如有极重要的国有企业落入私人之手，问题不是出在它的股票上市流通上，而是由于国家的决策不当。

总之，股权的公有制占主导地位是中国特色股市的特征之一，我们必须坚持。但在中国股市形成过程中，不宜以公有制股权占企业或全地区或全社会股权比重大小，作为衡量中国股市这一特色的唯一标准，也不宜规定公有制股权不上市流通来维护公有制股权的主导作用。应该注意研究如何充分发挥公有制股权的主导作用，来发展中国股市的特色。

二、股市收益必须在国家分配制度中处于补充地位

社会主义分配制度是以按劳分配为主体，其他分配形式为补充的分配制度。我国城乡人民凭借劳动取得收入是生活的主要来源，因而按劳分配是我国分配制度的主体。此外，个人凭借所有的房产及其他物品的出租还可以得到租金；个人凭借经营管理才能还可以得到风险收入，如承包经营的收入；

个人还可以从各种收入中结余一部分货币存入银行、购买债券和股票，然后凭借这些金融资产取得利息、股息和红利；个人凭借资本等取得相应的收入。所有这些分配形式在整个社会分配制度中，只是处于补充的地位。由此可见，股市收益在国家分配制度中处于补充地位；是一个总体上的概念，而不是从某个人来说的，也不是要求每个人都应如此。

在股市存在的条件下，某些参加股市交易的人可能从股票投机活动中获取大量的收益，从而股市收益会成为他们个人收入的唯一或基本的来源。虽然这种情况不会改变我国分配制度的基本格局，但要采取措施防止食利阶层的形成和发展。特别是会由此而引起一些社会问题，如这些人在股市投机中所得收益，是来自参加股市另一些投机者，这部分投机者会因损失而发生悲剧。依靠股市不正当投机取得大量收益，与允许一部分人先富起来然后达到共同富裕的政策，从本质上看，是根本不同的。股市的不正当投机不是以劳动和合法为前提，而允许一部分人先富起来是以劳动和合法取得收入为前提的。上海、深圳有的人炒股票发了大财，据《金融时报》第354号（1991年9月7日）所刊“股票市场在中国”一文报导说：“在上海的近十万股民中，杨百万是最有名的，却不是最富的。”“据有关人士介绍，在深圳，通过买卖股票，如今成了百万富翁的，数以百计，炒到一二十万元的很普遍，炒得几万元算是不太灵光的，赚几千元的更是不足挂齿。”按照国际股市常规，既有炒股票大发其财的，又有炒股票破产上吊的，风险大，收益可能大，损失也可能大。可是，在我国股市起步阶段出现了上述奇特现象，并且也很难讲这些炒得大利者是搞了不正当投机，也就是说，很难讲他们所得是非法的，因为直到现在，还没有完善的证券交易法出台，即使各地都出台了一些法规，但漏洞较

多，人们利用这种机会大炒股票也就不足为奇了。同时，在我国股市起步阶段有许多因素为炒股票者大面积获利创造了环境。一是国家为了保证股份制试点的成功，公开发行的股票的股份制只在少数有发展前途的大中型企业中进行，又享有其他企业所不能享受的优惠政策，所以这些企业的利润率一般高于平均利润率，为高股息和高红利提供了物资基础，从而使股票价格的抬高有了根基。二是股市供求严重失衡。全国居民银行存款和手持现金高达万亿元以上，即使拿出百分之一来购买股票，也有百多亿元，而全国公开发行的股票的总额也不过几十亿元。三是人们的股票投资意识由弱变强，在深圳、上海炒股票发财效应的推动下，甚至形成一股狂热，加上有关部门乘机捞一把，以致出现不炒股票，只炒认购券也可以大发其财，这在世界上都是罕见的。

上述情况必须在短期内加以解决，否则就会造成不良后果，最终会影响中国股市的正常发育。我认为，第一，国家关于股票发行及市场交易的法规要针对我国现时情况加以完善，如对各种不正当投机活动明确界限；允许公有制股票上市流通等。第二，在股票发行中，严格纪律，坚持公开性、公正性和公平性，杜绝不正之风。在有权代理买卖上海、深圳上市股票的城市设立一个点发行股票，按户（集体户按人）存入一定金额后取得购买股票的资格，每户和集体户个人都不能重复开户，存款不计息，存期内的利息作为发行手续费，然后按存款单号码公开摇号，中号者凭存款单换取股票，未中号者的存款开始计活期利息，取者付现。这样可以杜绝发购买券的一切弊端，也节省了购买者的财力和精力，也可以做到公开、公正和公平。第三，在公开交易市场要严格控制炒股票专业户，严格税收制度，打击暴利获得者。第四，控制股息和红利的数额，只允许股息和红利高出银行利率的一定比例，余下

的利润主要用于扩大再生产和建立风险基金，以保证在股份制企业利润率下降或无红利情况下，使持股人的利益不致大幅度下降。

三、一国两制股市的联合

以上是仅就我国实行社会主义制度的大陆股市而言的。我国除大陆股市外，还有实行资本主义制度的香港股市和台湾股市。股市的一国两制必然会随着形势的发展相互联合。这种联合既不可能形成象其他国家的国内几个相同社会性质股市的合作；又不能象一种社会性质国家的股市与另一种性质国家的股市的合作，或同种性质的一国与另一国的股市合作。大陆股市与港、台股市的联合是世界一种特殊类型的联合或合作。这种联合的特殊性就在于一国股市两种制度。中国股市的这一特色在含义上与上述大陆股市的特色是不同的，但它对大陆股市的发展具有重要意义。也就是说，我们在推动中国大陆股市发展中，要吸收国际上股市发展的经验，特别是要吸收港、台股市发展的经验。既要有利于保持大陆股市特色，又要有利于大陆、香港、台湾三个地区股市联合的这一特色。我们知道，股市的重要作用在于优化资源配置，并且这一作用不仅是要在一个国家范围内发挥，而且是要在世界范围内发挥。这就要求股市首先要覆盖全国，而不是某一地区，使之首先在全国优化资源配置，然后走向世界。基于这一认识，这里就大陆、香港、台湾股市联合的基础和可能谈点认识。

首先，按照金融由经济所决定的原理看，大陆、香港、台湾股市之所以必须联合也能够联合，是由经济上必须联合也能够联合所决定的。大陆、香港、台湾在经济上的互补性强是客观存在的事实。大陆的物质资源（包括原材料、土地资源）和劳动力资源非常丰富，这正是香港和台湾所缺乏的；香港、台湾的资金充裕、技术先进和先进管理经验又是大陆在进行“四化”建设中所必需

的。三个地区之间交通运输方便，距离近，成本低；三个地区之间的文化传统相同，民族风俗一样。可见，三个地区的经济联合具备天时地利人和各种条件。自大陆改革开放以来，三个地区之间的经济贸易、文化交往日益加强，经济联合在实际上已经展开，人们提出“大中华经济圈”、“大中国经济圈”等构想在一定程度上反映了上述联合。可以预见，随着形势的发展，我国三地区的经济联合必将成为一国两制中的基础。随着大陆、香港、台湾将来形成的经济联合，必然带来三个地区股市的联合。因为相互投资会随着经济的联合日益扩大，通过股市的股票交易来使资本相互流动是保持这种投资旺盛所必要的一个条件。三个地区股市联合的必要性也在于此。

其次，大陆、香港、台湾三个地区股市联合的可能性也是存在的。第一，股市的国际化早已成为事实，一个国家内的两种不同制度的股市的联合不会比不同国家之间的联合更难。如果说三个地区政治经济制度的不同和人们生活水平的差异能够阻碍股市的联合，那么，股市的国际化就更加不可能出现。我国三个地区股市的联合，实际上是要保持资本在地区之间的流动，以达到各地区资源的优化配置，经济制度和生活水平的差异不仅不会成为股市联合的根本障碍，反而会成为三个地区股市联合的条件。第二，我国大陆股市虽然还处于起步阶段，并且如前所述还具有社会主义的特色。但是，一国两制是三个地区股市联合的前提，不会因为股市的联合而改变那个地区股市的性质。相反，在一国两制前提下，大陆股市会在成长中吸收国外经验的同时，更多地吸收香港、台湾股市的管理经验和操作方法。这样就会为三个地区股市的将来联合奠定技术操作方面的基础，使三个地区的股民对三个地区股市的操作不会感到陌生。第三，大陆、香港、台湾股市的联合使人们担心的还有货币

制度方面的差异。大陆的货币制度与香港、台湾的货币制度有很大的差别，主要是大陆的人民币不是自由兑换货币。这一点也不是根本性的障碍，现在大陆与香港的相互投资，以及台商在大陆的投资的事实，都证明人民币是非自由兑换货币不会妨碍资本的流动，从而也不会妨碍将来股市的联合。当然，为了更便于将来三个地区股民在三个地区自由投资买卖股票，人民币在适当的时候改为自由兑换货币是必要的，至少可以改为在我国三个地区流通是完全必要的和可能的。现时，大陆允许港币和新台币兑换人民币，香港已视人民币为大陆唯一合法流通货币，台湾当局也把人民币列为有价证券。这就是说，三个地区都已互相承认各方的货币为合法，这就为人民币在香港、台湾有条件的流通奠定了基础，也为人民币首先在三个地区改为自由兑换货币开辟了道路。可以预见，随着大陆地区的改革开放，人民币终将成为自由兑换货币。第四，大陆股市现时得到香港联合交易所从各方面帮助，以及大陆企业正积极准备在香港上市的事实，在一定程度上说，大陆股市与香港股市的联合已经开始。

总之，中国股市的发展，从长远的观点看，既要坚持大陆股市的中国特色社会主义，又要在两国两制的前提下把中国三个地区的股市联合成一种具有中国特色的股市，以便促进整个中国三个地区经济的发展。

注释：

① 聂庆平：《关于建设有中国特色股票市场的探讨》，《金融时报》1991年10月14日第885号，第3版。

② 《伟大的十年》。

③ 《股票市场与股市运作技巧》，新世纪出版社1991年10月版，第251页。

（责任编辑 曾德国）