

Economic Thoughts on Chinese Stock Market

中国股市的 经济学思考

华 生 / 著



经济科学出版社

Economic Thoughts on Chinese Stock Market

中国股市的 经济学思考

华 生 / 著



经济科学出版社

出版策划：求真工作室

责任编辑：金 梅

责任校对：徐领弟

版式设计：代小卫

技术编辑：董永亭

中国股市的经济学思考

华 生 / 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100036

总编室电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：www.esp.com.cn

电子邮件：esp@esp.com.cn

中国科学院印刷厂印刷

河北三佳集团装订厂装订

880×1230 32 开 11 印张 280000 字

2004 年 1 月第一版 2004 年 1 月第一次印刷

印数：0001—6000 册

ISBN 7-5058-3947-0/F·3250 定价：24.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

序

改革开放之初进入北京大学攻读经济学时，我是目睹了国家之落后，切望以经济报国的。没想到改革时代的狂飙把我推上了北京大学学生会主席的位置，毕业后又被安排到地方政府任职，我以为自己再也无缘于系统的经济学理论的深造了。20世纪90年代初的转折使我又重新选择了学术研究的道路，并有机会于1993年至2000年间先后到美国哈佛大学和英国牛津大学攻读公共管理硕士学位和经济系博士学位，其后又落脚在剑桥大学任教，并与莫里斯爵士（1996年诺贝尔经济学奖得主）一起组建了剑桥中国经济中心。尽管十多年在国外颠簸辗转，但我对活力难抑的中国经济及其研究者的关注，从来未敢间断和懈怠。本书作者，就是我一直注目的、并认为是祖国栋梁之才中的一位。

80年代在中国研究或学习经济学的人几乎没有不知道本书作者和他的伙伴们。1984年9月，正当中国要从计划经济为主、市场调节为辅转入有计划的商品经济的前夕，在浙江省莫干山

召开的全国首届（好像迄今也只有这一届）中青年理论研讨会上，华生和几个年轻的研究生同学提出了放调结合的双轨制价格改革思路，建议用五年左右的时间，完成计划价格体系向市场价格体系的过渡。在经过几个通宵达旦的讨论和辩论之后，双轨制思路脱颖而出，由华生执笔作为会议的主要成果之一上报中央。在得到政府领导们的支持和肯定后，次年初双轨制增量渐进的价格改革作为国家的正式政策开始实施，从而影响了整个中国经济改革的进程和路径。这个即使在今天听起来也是一个传奇的故事自然不会逃脱新闻界的关注。当时的《中国青年》杂志、《中国青年报》乃至《人民日报》等众多媒体上，都有带着那个时代特色的关于双轨制及其倡导者们的激情报道。不过，双轨制从它刚产生的时候起，就不是没有争议的。一些权威的经济学家包括当时世界银行驻中国的某些人士认为它是不合逻辑的怪胎，是在同一条道路上通行左行和右行的双重规则，因而必然会因撞车而失败。后来，随着双轨制在实践中产生的诸多问题，一段时间双轨制几乎成了“官倒”的代名词。双轨制也就失去了它在最初的荣光。

尽管如此，在初次崭露头角之后，华生很快证明他和他的伙伴们在双轨制上的创见并不是偶然的。1986年，一篇“微观经济基础的重新构造”的文章，使作者赢得了孙冶方经济学奖。在文章中华生等人提出，企业改革之所以裹足不前，关键是没有抓住资产这条主线，提出应设立

国有资产管理总局，国家对国有资产的管理集中于资产管理部门，各级资产管理部门全权负责资产的完整、增值和收益，与管人相结合，惟一地对资产的安全性和收益率负责，主张实行资产经营责任制和竞聘企业领导人的改革，并受国务院领导委托，亲赴若干改革试点城市，组织资产经营责任制的试点和实验。这些建议和改革思路，在很大程度上影响了当时和后来的改革决策思想，一些甚至是人们今天还在实施的步骤。1988年，华生等人在《经济研究》上连续发表的三篇经济学长文，对改革的进程进行了全面的回顾和反思，并剖析和预见了当时堪忧的改革前景。这些前瞻性极强的文章在国内外都引起了极大的反响，成为《纽约时报》、《华盛顿邮报》等世界知名媒体头版的标题，同时在国内经济学界也引起了很大的反响和争论。1988年底华生出国到英国牛津大学学习，后来又应聘到剑桥大学作研究教学工作，从而离开了国内经济学界的视野。

90年代苏联的解体和东欧体制的巨变使人们获得了更宽广的舞台来认识和总结计划经济向市场经济的过渡和转轨。俄罗斯的“休克疗法”造成经济的巨大代价和贫富差距的惊人扩大，使人们重新审视蓬勃发展的中国经济及其改革。除了城乡之间的差距之外，中国用了相对较小的代价，平稳地实现了计划经济向市场经济的全面过渡，在财富和机会分配比较公平的基础上，实现了经济和社会的持续发展和令世人瞩目的跨越。国际经济学界开始对中国所走的增量渐进式的改

革道路给予了日益增多的正面评价。其中有代表性的，是曾任世界银行副行长、美国总统经济委员会主席、后来又获得诺贝尔经济学奖的斯蒂格利茨教授，他发表了肯定中国改革的长篇论文（《人民日报》也很例外地全版刊登了该文）。其中专门提到，在中国改革刚开始的时候，中美两国的经济学家们曾经坐在一起，讨论从计划价格体系如何向市场价格体系过渡的难题。后来中国人自己找到了一个天才的解决办法，这就是价格双轨制。他近年来还在多种场合提到，中国经济学家的这一历史功绩是不能抹煞的。正因如此，华生教授在 80 年代的文章，一直被我列为在剑桥大学涉及中国经济研究的博士生们的必读文献。

与双轨制最终成功地完成了中国价格改革的过渡而得到肯定的评价相比，双轨制最初的提出者华生教授的命运则没有那么幸运。90 年代中期从剑桥大学回国后，他在国内最后的工作单位坚决地拒绝接纳他重新开始理论工作，在多方努力无效后，住食无着的这位曾被英国《卫报》誉为中国经济学奇才（Chinese Economic Wizzard）的“国家级有突出贡献的中青年专家”被迫下海经商。尽管经过痛苦的角色转换和多年的艰难创业后，华生教授也成了他自诩的二三流企业家，但这确实是使我们这一代经济学理论工作者中的许多人觉得深为惋惜的。

所以，近年来看到华生教授在实践问题的推动下，又开始理论问题的研究后，我确实深感欣

喜和宽慰。本书的出版，就是作者近年来对中国证券市场发展理论思考的汇集。

华生教授的文章，历来站高望远，引领潮流，思想深刻，创见迭出，而且文采飞扬，推理的结论往往给人以意料之外，情理之中的启迪和共鸣。一般读者觉得茅塞顿开，特别解渴，既是学习，又是享受。行内人读了往往有一种思想和智慧的震撼。关于这些业内业外多有评价，众口皆碑，我也无意再去添加什么溢美之辞。不过读完华生教授的这本书，我确实有两点关联的感想，愿与读者分享和交流。

首先，在本书中我们可以看到，尽管从1997年起，作者就从纷繁变幻的现象之中分离出流通股与非流通股的产权关系这个中国股市的制度症结，但是作者对这个问题认识的深化和分析框架的形成，经历了一个逐步发展的过程。特别是对股权分裂的真正制度成因，对非流通股场外协议转让性质的认识，对场内流通股股东化解股权分裂的特殊功能和作用，对资产溢价和流动性溢价的区分，对采用公开竞价、通过市场化除权来达到各方共识的方案设计，等等，都是作者在跟踪研究多年后才逐步明晰和揭示出来的。作者能够在破解全流通这个有人称之为诺贝尔级的难题上取得突破，自然与作者的理论功底和洞察力有关；但不可否认，这也是他能沉下去在一个专门领域长达六七年的思考、调查和钻研之故。现代经济和经济学的发展，不仅在顶级领域有基础理论经济学和应用经济学之分，而且各自又有

日益发展的专门化的学科和领域。以现在知识和信息的爆炸式增长，一个人要同时在很多领域内都独具慧眼，发表的看法都具有真知灼见显然不太可能。中国在改革开放之初，由于多年的政治挂帅和极左思潮的泛滥，经济学家资源极为稀缺，许多常识性的经济学道理都被搅得是非颠倒、混乱不堪。因此当时分科不细，大家齐心协力拨乱反正，是历史条件使然。但是，在二十多年后的今天，要真正在学术研究上做出有价值的贡献，没有专业领域的分工和锲而不舍的精神，经济学家不深入研究专业问题，还在到处抛头露面，对不同领域的问题发表宏论，显然是不行的。

其次，我们进入了市场经济的时代，经济研究、经济学家都会进入市场评价，有市场价值，这并不奇怪，重要的是形成正确的评价体系。中国是世界上最早建立科举考试制度选拔官吏和人才的国家，但八股文式的标准，并不能选拔真正的人才，而且堵塞了科学技术人才的进阶之路。中国在即使是计划经济时代也能在若干体育项目上夺取世界冠军，就是因为在这个领域引入了符合国际规则的人才选拔和评价标准。非商业化的理论研究，是一种开放式的信息交换平台，它节省了市场定价的交易成本。但为了推动理论和学科本身的发展，它也需要进行价值评价、保护知识产权和激励创新。任何科学和理论的研究，讲究的都是建立在前人成果之上的边际贡献。现代西方经济学研究中普遍采用的匿名审稿制度、文

献索引制度，以及严格按照经得起时间检验的开创性贡献设立各类奖项包括诺贝尔经济学奖等，就是为了公平确定这种边际贡献而形成的评价体系。坦率地说，在中国，这样一种相对客观的评价体系和学术规范尚未形成。这一方面是由于分科不细，跨领域的人太多，因而根本不清楚别人在这个领域已经做了什么工作。另一方面是由于缺乏学术评价体系，因而良莠不分。这样就使理论研讨往往成为没有多少方向性进展而只是同一水平面上的各自各说，甚至借用改编，重新归纳，便成大作。当然这种情况多少也与中国目前的经济理论研究大多是在应用经济学领域相关联。因为应用经济学的课题，往往不仅需要理论的阐述，而且需要实践的验证。尽管如此，尊重开创性的研究，客观地评价每个严肃的研究者的边际贡献，对于一个学科的健康发展，仍然至关重要。我们看到，书中录入的华生教授在1998年初发表在《经济研究》上的论文，在人们还普遍关注二级市场炒作、资金供求和政策变动这些现象层次时，就首次明确提出股权分裂的分析框架，指出流通股与非流通股的产权关系不清是理解中国股市的制度症结。而这些概念和分析框架，只是在若干年后，特别是到国有股减持讨论中才逐步为人们所熟悉和接受，这不能不说他的研究非常具有前瞻性和开创性。但是，如果我们的学术氛围和评价体系还更多参照身份、地位甚至曝光频率，而不是以开创性的研究以及能经过时间或实践检验的理论为尺度或标准，这就很难

推动经济学研究在中国的深入发展，也会对年轻人产生误导。

一个经济学家能够像华生教授这样，在改革开放之初，顺应产品市场从计划经济向市场经济转变的需要，开创性地提出双轨制增量渐进价格改革思路，并使其为政府所接受，亲眼看到了它在一个伟大国家中的实践和成功，是已经足够幸运了。十多年过后，作者不仅仍然不离理论前沿，又能率先提出股权分裂的观点和分析架构，提供了在逻辑上比产品市场更深入一步的中国资本市场的市场化思路，这确实太难得了。我们已经看到，华生教授在六年多前独自提出中国股市股权分裂的分析框架，今天几乎成为业界和学界考察股市的共同视点和语言。所以，无论他所揭示的破解全流通之道能否再次影响中国资本市场改革的航标，我衷心地希望，中国经济和经济学的土壤能够更有利于作者特别是类似于作者的更年轻一代“奇才”的成长，而这正是中国经济学和中华民族的复兴所需要的。

英国剑桥大学
中华经济研究中心主任
张 炜
2003 年 12 月

答《中国证券报》记者问^①

董辅弼

华生于1985年转到中国社会科学院经济所工作。当时我是所长。他希望做我的博士生。之前，我怕误人子弟，也不愿因我之故，牵连他人，从不招博士生和硕士生。所以他的要求，我也没答应。但经不住他情意真切，终于收他为我的第一个博士生。那时，经济所形成了宽松的学术研究的环境，为年轻人的发展创造了良好的土壤。一时间，不少年轻的、有才华的经济学家，纷纷来到经济所。其中的佼佼者有华生、何家成、张学军、杜海燕等一批人。其中以华生、何家成为核心形成了一个研究集体，以此为核心还聚集了所外的一批富有才华的年轻经济学家，如张少杰、边勇壮、罗小朋等。这个研究集体不断提出具有创新性的研究成果，在国内声名鹊起。举例而言，在价格改革方面，他们提出实行价格的双轨制，作为由政府一计划定价向由市场定价

^① 这是董辅弼教授赴美治病期间，答复《中国证券报》记者马朝阳几个问题的电子邮件复函。

的过渡，这个建议为政府所采纳。价格双轨制作为价格改革的一项措施，是有缺陷的。一种产品既有计划价又有市场价，甚至更多的价格，价格之间的差额又很大，造成了一些不良后果，例如一些人利用计划价和市场价的价差倒卖钢材而暴富；有些官员则利用手中的权限为人牟利而腐败。但是，在实行渐进式改革的我国，价格改革也只能经历一段双轨制才能由政府一计划定价转向由市场定价。价格双轨制比有些人主张的价格放开、一步到位，即全面同时放开价格，不仅符合我国选择的渐进式改革的道路，而且更具可操作性，付出的改革代价也更小。而一步到位的价格改革则带有“休克疗法”的影子，1988年试图“价格闯关”，即全面放开价格导致的一场风波和经济大动荡更从实践上证明其不可行。又如，在全国国有企业推行“承包制”的热浪中，他们提出了实行资产经营责任制，使经营者的承包指标与国有资产的经营状况挂钩，他们的方案曾在一些企业试行。尽管资产经营责任制也没有触动国有企业的产权制度改革，但比起“承包制”则要好，它在某种程度上有助于避免实行“承包制”带来的承包者不惜损害国有资产以完成和超额完成承包任务，从而获取高额报酬的短期行为。这个集体及其研究成果受到中央的重视，不时听取他们的意见，华生更参加了中央领导人到各地的视察。可惜，在1989年后，改革一度遇到困难，学术研究的环境一度不那么宽松，经济所在改革中建立的宏观经济研究室、微

观经济研究室、发展经济研究室也被认为是资产阶级自由化而撤销。华生等人更成为攻击的重点，他们的文章“莫须有”地被批判为鼓吹“私有化”。在这种形势下，这些年轻有为、富有才华的经济学家，纷纷离开了研究所，放弃了他们热爱的经济研究工作。其中大多数人下海经商。华生在此之前已到牛津大学念书，以后又到剑桥大学工作，无法回来继续他的经济研究。回想起这段历史，我为他们深深惋惜，甚至痛惜。

以后，形势好转，华生回国了，但他不是回来做他热爱和擅长的研究工作，而是回来经商。这显然是不得已的选择。回来后，他的行为异常低调，不露声不露色，连我也极少联系。即使这样，有些人仍对他耿耿于怀。起初他经商并不顺利，但毕竟有经济理论的基础，渐渐地上了轨道，办起了牛津—剑桥国际集团，拥有一批企业，控股一家上市公司。作为书生经商，应该说取得了成功，虽然还谈不上辉煌。他秉性难移，在办企业取得成功后，又拾起了研究工作。起初用的是化名，只是近两年，才亮出华生的本名，发表的文章也多起来了，人们又听到了沉寂多年的华生的声音。他在证券市场等方面一连写出了一批有分量的文章，更引人注目。经商办企业无疑耽误了他从事研究的时间，按照他的功底，如果他一直从事研究，他在学术方面的成就一定会大得多；但经商办企业，也使他对实际经济生活有了更深的了解，使他的研究有了更扎实的基础。从他近年来写的有关证券市场方面的文

章的深度来看，如果他仅有书本的知识是达不到的；当然如果他仅有实践的经验，没有理论的积累，也是达不到的。应该说，对他而言，办企业和从事学术研究是相得益彰的。依我看来，经商与学术研究相比，他更适合做学术研究，取得的成就会更大，当然既然已经经商了，也不必放弃经商，在企业已经走上轨道后，他应该逐渐地拿出更多的时间从事学术研究。至于在经商办企业的同时，他执着于学术研究的出发点和目的何在？这需要他自己回答。我想，可能一个是出于对国家的使命感和责任感，要为国家的改革开放建言，出一点力；一个是出于学术研究的兴趣和习惯，因为他毕竟是从做研究工作转到经商的，研究的兴趣他不能忘怀，即使是办企业，也要从中思考一些理论问题，悟出一些道理，有了一得之见，就想提出来与人探讨。还有一个，可能是为了把自己的企业办得更好，但从他已发表的文章看，这一点并不明显。

他近两年发表的文章，我并未都看，有些化名的文章更可能没有看过。给我印象最深的是关于证券市场方面的文章，其中尤以《全流通改革几个要点的理论说明》和《破解全流通的迷局：方案》为最。中国上市公司的股权分裂为非流通股和流通股是特定历史条件下形成的。中国证券市场在创立之初，遭到一些人的强烈反对，他们对国有企业改组为股份公司已经认为是私有化，如果再允许国有股流通，以至可能使国有股失去控股地位，恐怕连证券市场也会遭扼杀。但是股

权的这种分裂给中国证券市场带来了许多问题。这个问题拖得越久，解决起来越困难，给中国证券市场和中国经济带来的负面影响也越大。解决股权的全流通问题已成为中国证券市场乃至中国经济能否在市场经济轨道上顺利发展的一个重大问题。自从国有股按流通股的市场价减持失败后，对全流通问题的讨论很热烈，众说纷纭。韩志国、吴晓求、林义相、刘纪鹏等发表了许多有益的见解，提出了可供考虑的解决方案。华生的这些文章从理论方面对全流通问题做了深入而又全面的分析，令人豁然开朗，他又以此为依据提出了解决的方案，颇具可操作性。尽管大家仍有不少分歧，但渐渐地在一些问题上形成了共识。全流通问题，说复杂确实很复杂，因为它涉及众多方面的利益，各种关系交织在一起，牵一发而动全身，稍有不当，就会造成巨大震荡；但说简单也很简单，其核心就是如何在非流通股转为可流通股时，如何处理好各方面的利益关系，特别是保护好作为流通股股东的主体的中小投资者的利益，找到利益的平衡点，使各方面实现多赢。进一步说，就是非流通股按什么价格转为可流通股以及以什么方式确定价格，因为正是价格涉及各方面的利益。这些问题在华生的文章中都有清晰的论述。我觉得，现在已经到了解决全流通问题的时候了。尽管各方面在认识上还有分歧，在如何操作上提出的办法也不尽相同，但是以已经取得的共识为基础，取长补短，可以形成各方面所接受的解决方案。为了达到多赢，需要坚持

一些基本原则（一些基本原则在华生的文章中已有论述，当然，那些基本原则是否就是华生的文章中所提出的，还可讨论），而在此前提下，利益相关的各方面从全局出发，从长远利益出发，可能都需要做点让步和妥协。这也是在处理经济关系中常用的办法。要看到全流通问题拖得越久，对各方面都越不利，损失都越大。机不可失，现在是主管部门下决心的时候了。

2003年12月19日