

韩志国 著

大转折时期的 中国股市

经济科学出版社

责任编辑:高续增
责任校对:董蔚挺
封面设计:张卫红
电脑制作:张卫红
版式设计:代小卫
技术编辑:刘 军

大转折时期的中国股市

韩志国 著

*

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

北京博诚印刷厂印刷

出版社电话:62541886 发行部电话:62568479

经济科学出版社暨发行部地址:北京海淀区万泉河路66号

邮编:100086

*

850×1168毫米 32开 9.5印张 220000字

1997年5月第一版 1997年5月第一次印刷

印数:0001—4000册

ISBN 7-5058-1172-X/F·843 定价:24.10元

图书在版编目(CIP)数据

大转折时期的中国股市/韩志国著.-北京:经济科学出版社,1997.5

ISBN 7-5058-1172-X

I.大… II.韩… III.资本市场-中国 IV.F832.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字(97)第 08320 号

目 录

序	董辅初 1
前言	5
1. 中国股份经济发展的总体战略	19
2. 大转折时期的中国股市	57
3. 按市场经济的内在要求发展和完善证券市场	77
4. 中国股市怎样才能走上健康发展道路	86
5. 股票市场怎样才能走出困境	97
6. 定向募集公司将何去何从	110
7. 股票市场的发展应当符合改革的总体趋势	114
8. 重要的是面对股市现实	121
9. 股市政策明朗化迫在眉睫	124
10. 管理市场首先要尊重市场	128
11. 新股发行应有序进行	131
12. 股票的发行与上市不应联动	136
13. 股市扩容的速度应当放慢	140
14. 股份经济立法的出发点应当转变	145
15. 股份经济与现代企业制度	152
16. 我国的股份经济如何与国际惯例接轨	161
17. 股份经济将给中国带来什么	167
18. 中国发展股份经济的路子应该怎样走	177
19. 发挥证券市场的资源配置功能	189
20. 股份制在中国的产生和发展 ——全国股份经济考察报告	198

21. 股份制：我国新经济体制的基本生长点·····	223
22. 论资本主义基本矛盾的历史演变·····	235
23. 论西方国家股份经济的发展趋势·····	246
24. 日本股份经济考察·····	263
附录 学者·儒商·商儒	
——记著名经济学家韩志国 ·····	王健平 287
后记·····	293

序

董辅初

韩志国同志的《大转折时期的中国股市》是一部研究股份经济的重要著作。这本书的内容涉及到两个问题：股份公司和股票市场。这两个问题都是中国经济体制改革中的重要问题，也是争论最大的问题。至今还有人认为发展股份经济是实行经济的私有化，主张关闭股票市场。正因为这两个问题很重要，争论很大，因而更需要认真讨论和研究。这本书的出版适应了推进改革的需要，从而也具有特殊的意义。

这两个问题实际上涉及到我们要不要实行社会主义市场经济，要不要实行现代的市场经济的问题。在中共中央决定以实行社会主义市场经济作为经济体制改革的目标以后，似乎这两个问题不再成为问题了，其实不然。每当改革深入一步，似乎已经解决了的问题又会以新的形式出现，并且以新的方式展开争论。这并不奇怪。对于这样深刻的改革不可能没有争论，而且争论也不可能一劳永逸地结束。在改革初期，有些人认为，在坚持计划经济的同时，可以允许市场作为计划经济的补充而存在，但反对实行市场经济（当时称为商品经济），以后决定实行市场经济了，有些人可以接受市场经济，但却不能允许股票市场的存在和发展，自然也不能允许股份经济的存在和发展。这似乎很奇怪，其实并不奇怪。因为在有些人的心目中的市场经济不过是以商品市场为主的早期的市场经济而不是现代的市场经济。正如韩志国在文章中

所指出的：现代市场体系的核心和主体是资本市场，特别是股票市场。严格说来，只有形成了资本市场，特别是股票市场，才形成了现代市场经济，而股票市场的形成则是股份经济发展的产物。因为，市场经济是由市场来配置资源的，而这又是通过配置生产要素来实现的。在各种要素中，资本的流动性最强，它媒介着其他要素的流动，并像粘合剂那样把各种要素组合起来，形成生产力。资本市场的形成和发展为资本的流动提供了条件。正因为有了资本市场，便利了、加快了资本的流动和资源的重新配置，市场才能在优化资源的配置中充分发挥其作用。股份经济的产生是社会生产力发展的需要和结果，它不仅促进了资本的社会化和公众化，而且加强了资本的流动性，从而也加强了市场在优化资源配置中的作用，同时，股票市场也成为资本市场的重要组成部分。

随着我国经济体制改革的深入，随着市场经济的发展，股份经济发展起来了，股票市场发展起来了，资本市场发展起来了。尽管在发展中出现过许多问题，甚至出现过一些严重的问题，但这是在我国向市场经济转变中不可能完全避免的，不能因此就否定发展股份经济、发展股票市场、发展资本市场的必要，甚至怀疑或否定发展市场经济的必要。只要认真地认识这些问题，研究这些问题，解决这些问题，就可以推进和完善股份经济，推进和完善股票市场，推进和完善资本市场，从而推进和完善市场经济。韩志国正是以这样的态度来认识、研究这些问题并寻求解决问题的办法的。

《大转折时期的中国股市》是一本很有特色的书。韩志国过去是从事经济理论研究的，有较深的理论功底。他在研究中的特点是，看问题相当敏锐，善于发现问题，并能深刻地分析问题。近年，他进入商海，把理论用于实践，成绩斐然，而且在经商中不忘研究。因此，有人称他是儒商，有人称他是商儒。儒商也好，商

儒也好，都是说他把经济研究和经商紧紧地结合起来，做到了两不误，双促进。这本书正充分地体现了这一点。书中的许多见解，只作研究的理论家写不出，因为他们缺乏实践经验；埋头经商者甚至股评家也写不出，因为他们缺乏理论素养。韩志国还有一个突出的特点，就是直言不讳，具有巨大的理论勇气和批评的勇气。对经济中的问题，无论是实际运行中的问题，还是理论探讨中的问题，或是行政管理中的问题，他都敢于直言不讳地指出，提出自己的意见。人们可以不同意他的某些意见，但他的这种为了推进改革、探索理论、改善管理的态度和精神却是不能不令人赞赏的。须知，在经济改革和发展中，问题层出不穷，没有足够的勇气去探索、去研究、去批评，改革如何能成功？经济如何能顺利发展？其实，在经济的实际运行中，在理论的探讨中，在行政管理中，发生一些问题是不可避免的，对这些问题提出各种意见应当提倡，即使有些意见不大合适，又有何妨？何况有些意见是否正确只有在日后的实践中才能得出结论。我自己也有过这样的经历。改革刚开始时，我提出要改革所有制，特别是要改革国有制，有些人就批评为自由化。可是，在大家都认识到改革所有制特别是国有制是经济体制改革的重要环节以后，有人又说我提得太早了，真让人啼笑皆非。

对于韩志国的这本书中的整体内容我在这里不作评述。见仁见智，读者会有自己的判断。我只想指出，其中有三篇代表性的论文集中地阐述了他的见解。一篇是他与刘纪鹏合写的《股份制在中国的产生和发展》。这篇文章写于1990年，那时股份经济在我国刚刚兴起不久，许多人还不懂得股份、股份公司、股票、股票市场为何物，出现了不少混乱和问题。当时，这篇文章对股份经济的各个方面作了相当充分的论述，对我国股份经济的健康发展具有指导性意义，其实，即使现在也还有其价值。另一篇是

《大转折时期的中国股市》，文章谈的是我国的股票市场，涉及的问题相当广泛。在我看来，它是近期我国有关股票市场的文章中最好的文章之一。当然，这篇文章中的论述是否都恰当，人们会有不同看法，也有待实践去检验，但文章确实提出了一些值得我们认真思考和研究的问题。仅就这一点来说，它也是颇有价值的。还有一篇是《中国股份经济发展的总体战略》，这是最近写作和发表的。据我所知，韩志国是我国最早提出要研究股份经济发展战略的经济学家，这也是我国第一篇系统、全面地论述股份经济发展战略的文章，其中有许多非常重要也非常精辟的思想，很值得一读。我深信，关心我国股份经济和股票市场的健康发展的读者可以从这本书得到一些有益的启发。

前 言

我国的经济体制改革，是以带有浓厚的自然经济色彩的产品经济体制为起点、以改造传统体制为内容、以建立市场经济体制为目标的。完成这样一个规模宏大的系统工程，是一项长期的和艰巨的任务，需要在企业制度、市场体系和宏观调控方面作出坚韧不拔的努力。企业制度、市场体系和宏观调控这三者之间有着相互依存的内在联系，其中，建立新的、与市场经济要求相适应的企业制度，在体制改革中处于基础地位。这样，引进股份经济机制，按照市场经济的内在要求对国有企业进行改造，就是一个不能回避的重要问题。

—

我国的国有企业改革必须坚定地走股份经济道路，这是从十几年的改革中得出的一个基本结论。之所以作出这样的判断，既是根据现有国有企业制度的基本缺陷，也是基于我国改革的现有状况和发展趋势。

我国现行的国有企业制度，是与原有的经济体制相配套的，它与市场经济之间存在着内在的矛盾。现行的国有制企业，主要有三个方面基本的缺陷：一是权利与义务的倾斜。从本质上说，市场经济关系是一种权利义务关系。在社会经济交往中，权利与义务是对称的，一方的权利就是他方的义务，有什么权利就要承

担相应的义务。而在现行的国有企业制度下，政府与企业的权利与义务却处于倾斜状态，政府对企业享有权利但却不承担相应的义务，企业对政府负有义务却很少享有权利。在这种权利与义务不对称的格局中，企业很难成为市场的主体，市场经济关系是很难发展起来的。二是政企不分。国家的宏观调节职能、行政管理职能和资产管理职能是三位一体的，这一方面使政府陷入繁重的事务圈子，不能真正担负起整个国民经济的调节者和组织者的责任，另一方面又使企业成为各级行政部门的附属物，不能真正具有独立的意志和独立的利益。三是产权关系模糊。在这种企业制度下，人人都是生产资料的所有者，但又没有人真正对财产的增殖负责，这一方面使企业不必担心破产倒闭的风险，感受不到市场竞争的压力，另一方面又导致资源配置效率的低下，使有限的资源不能得到充分和合理的利用。

从1983年开始，我国在城市改革中引进了承包制。承包经营责任制等改革措施使企业制度有了一定的改进，但远没有从根本上解决现行企业制度中固有的矛盾。承包经营责任制的主要优点，是减少了政府对企业的行政干预，企业的自主权扩大了，其经营实绩与其自身的利益也有了一定的联系。但是，这种经营方式本身也存在着很大的弊端，主要是：（1）承包指标的确定，采用的是基数法，即以企业历年的经营实绩为基数，经过政府与企业之间的讨价还价，最后确定承包指标。且不说企业历年的经营实绩是否能反映企业经营的真正实力和真实状况，就是从操作上来说，也有很多不合理之处。它不但使政府与企业陷入一轮又一轮的讨价还价之中，而且还因原有基数的差异，出现“鞭打快牛”的现象，使得有些原来经营实绩好、因而基数高的企业不如原来经营实绩差、因而基数低的企业得到的收益多，导致分配不公。（2）承包总是有期限的，承包者为了在承包期内获得最大的收益，往往

采取拼设备、拼人力的办法，形成短期行为。尽管政府可以在承包合同中对企业提出各种要求，但由于政府对企业的内部情况不可能都十分了解，因而承包者绕开政府的监督而扩大短期收益是极为容易的。(3) 不加区别地普遍推行承包制，会导致生产长线产品与生产短线产品的企业一齐包，而推行承包制是以承包企业增产增收为宗旨的，因而必然会使各种企业一起上，争原料、争资金，这样，就可能进一步加剧产业结构的矛盾，达不到优胜劣汰的目的。(4) 一户一率的承包办法，使得企业难以在进入市场、从事市场活动和退出市场的整个过程中遵循统一的规则，从而就难以克服社会经济运行中的无序现象；同时，由于一户一率，而每个企业承包基数的确定都有弹性，因而政府部门通过调高或调低承包基数就可以直接或间接地控制企业，使企业难以真正摆脱行政部门的各种干预。(5) 按照我国现行经济合同法的规定，国家政策的调整属于人力不可抗力事件，当这种事件发生时，合同双方都有权要求修改或解除合同。目前，我国正处在改革的进程中，国家的经济政策会经济地进行调整。在这种情况下，承包合同必然会不断地受到冲击，使社会经济生活处于经常的波动之中。从我国的实际情况来看，承包经营责任制被引入城市，是出于两个目的：一是为了增加财政收入，缓解财政矛盾，减少企业亏损；二是为了完善企业经营机制，提高企业的生产效率。从近年的实践来看，这两个目的都未能实现。据统计，1996年，全国独立核算的工业企业的亏损额比上年上升48%，增幅高出上年19个百分点；利润总额下降35%左右，降幅高出上年25个百分点；企业亏损率近60%，高出上年近20个百分点。在这同时，企业的负债率却大幅上升，由1980年的18.7%上升到1990年的58.4%和1995年的80%，企业的不良资产呈显著上升趋势，环环相扣、理不开的“三角债”成为我国经济的一个独特景观。实践已经表明，

承包经营责任制等改良措施不能从根本上解决现行企业制度中存在的问题，要使企业成为真正的商品生产者，就必须推进企业改革的进一步深化。

企业改革的基本方向是什么？在这方面，大多数经济学家的认识已渐趋一致，这就是走股份制的道路。现行企业制度中的各种缺陷，都可以通过规范化的股份制来解决。(1) 股份有限公司和有限责任公司是当代股份经济的两种主要的企业形式。作为法人企业，它们的共同特征是具有独立的人格，这种独立的人格，表现为独立的意志和独立的利益，企业的各种经营决策，它在市场上的扩张和收缩，都完全由自己决定。在竞争中，它们都只服从于市场的权威而不服从于其他任何权威。因此，按照市场经济的内在要求，引进股份经济机制，有利于克服现行国有企业制度中的政企不分的弊病，把企业从行政机构附属物的地位上解放出来，使其真正成为自主经营、自负盈亏、自我发展和自我改造的商品生产者。(2) 在股份公司中，股东的权利与义务是统一的，股东既要承担投资的风险，又可以分享企业的收益；既要承担相应的义务，也有参与公司各种决策的权利，这就体现了市场经济的本质要求。(3) 股份公司在其运行的过程中，必须遵循统一的规则，公司的设立原则、设立方式和设立条件，公司的权力结构、监督机构和制约关系，公司的会计制度、资本制度和分配方式，公司股票上市的条件、上市程序和企业内容公开的原则、方法，在立法上都有明确的规定，这就有利于在社会经济活动中贯彻统一的运行规则，避免原有体制下无规则、承包制下多重规则的现象，使社会经济运行有序化。(4) 在股份经济中，投资主体是多元的，既可以是国家，也可以是企业和个人，这就形成了一种社会化的投资格局；同时，由于股票的发行和买卖可以跨越地区甚至国家的限制，超越时间和空间的界限，因而又可以形成一种社会化的投

资网络。这种社会化的投资格局和网络，既是与生产社会化的发展趋势相一致的，又可以克服我国原有体制下单纯由国家投资的状况，消除投资膨胀这个传统体制下的顽症。

二

发展股份经济的核心是建立资本机制，而资本机制的建立，正是我国当前改革与发展的客观要求。

实现两个转变——经济体制由传统的计划经济转向市场经济、经济增长方式由粗放型经营转向集约型经营——已经成为“九五”期间我国改革与发展的主题，并且引起了理论界与实际部门的广泛关注。在我看来，这两个转变实际上包含着同一的内容，即资源配置由非市场化向市场化转变，使资本机制得以产生并且在资源配置中发挥主导和核心作用。传统的计划经济体制的最大弊端，就在于用行政手段来配置资源，使得资本的生成机制、资本的组合机制、资本的竞争机制和资本的增殖机制都无从产生和发挥作用；传统的经济增长方式之所以会是粗放经营，也恰恰在于这种经济增长是没有以资本为核心和纽带的缺乏经济约束和激励的增长，这种经济体制和经济增长方式的组合，就必然导致经济发展中的僵化而无效率。改革以来，我们在建立资本机制方面也做了一些工作，但始终也未能取得突破性的进展，相反，目前我国的资本市场，却是资本本性（追求利润）不明显的市场，是市场特点（排斥行政机制）不突出的市场，是资本机制和市场机制被双重扭曲的市场，这样的资本市场，是不能担负起合理配置和有效配置资源的重任的。因此，可以说，经过十几年的改革，中国的改革已经走到了这样的关节点上：选准改革的突破口，在建立资本机制方面取得实质性的进展，我们的改革就能大大向前推

进一步，资源配置就可能出现一个全新的局面；否则，我们的改革就可能徘徊不前，也就不可能实现经济体制和经济增长方式的双重转换。

资本机制包括微观机制和宏观机制。就我国目前的状况来说，在微观上建立资本机制有着十分重要的意义，因为我国的企业长期处于传统的计划经济的统制之下，虽然经过十几年的改革，企业组织制度和财产所有权关系都进行了相应的调整，但在整个国民经济中占主导地位的国有企业仍然没有成为真正的市场主体，产权关系不顺，经营机制不当，企业效益低下等问题仍然困扰着这些企业，使它们不可能成为真正的商品生产者和经营者。在微观上建立资本机制，应着力从四个方面取得进展：一是建立资本的生成机制。在市场经济中，资本本身是一种特殊的资源，它的特殊性在于，这是一种追逐利润、能使自身不断增殖的资源。资源的稀缺性和自身增殖的有效性的有机统一，使得资本在市场经济中处于一种极为特殊的地位，如何使资金转化为资本，如何建立起一个完善的资本生成机制，是摆在我国企业特别是国有企业面前的一个重大课题。二是建立资本的组合机制。资本本身可以作多种分类，从宏观方面说，它可以分为产业资本和金融资本；从微观方面看，它可以分为生产资本和流通资本以及货币资本、生产资本和商品资本，各种形态的资本的组合作方式，不仅影响企业的微观效益，而且还直接影响整个社会的宏观效率，在企业乃至整个社会都形成一个合理的和有效的资本组合机制，对资源的合理配置和有效配置有着十分重要的意义。三是建立资本的竞争机制。资本的竞争不同于产品的竞争，它不仅限于一个企业和一个产业，而是一种跨企业和跨产业的竞争，特别是在企业进入股票的发行市场和流通市场以后，资本竞争的这种特点就更为明显。资本的生成机制和组合机制的状况直接影响资本的竞争实力和竞

争能力，而资本的竞争机制又会反过来作用于资本的生成机制和组合机制，促使其更加完善和有效率。四是资本的增殖机制。追求资本增殖，是整个资本机制的全部要义和灵魂。资本的生命在于运动，只有在运动中才能实现增殖。因此，必须创造一个能使资本正常流动、合理流动和有效流动的宏观和微观环境，从而使企业在聚财、用财、生财方面形成一个不间断的和有效的因果链条，从整体上提高资本的运作效率。

从宏观上来看，建立资本机制，使资源的配置从行政方式转向市场方式，意义则更为重大。首先，宏观资源配置效率低下远甚于微观。“七五”期间，国有单位固定资产投资累计完成 19746 亿元，但到“七五”末期，30 多年形成的全部国有资产才只有 16500 亿元，30 多年形成的国有资产还不如“七五”这 5 年投下去的多；“八五”期间，国有单位固定资产投资累计完成 4.3 万亿元，但到“八五”末期，国有资产总额才将近 4 万亿元。失误的投资决策导致国有资产被白白浪费，无孔不入的“寻租”活动造成国有资产大量流失，即使是国有资产的增量部分，有许多还是从土地、建筑物的评估中增殖的，而不是投资产生的效益增加。就资产与负债的关系来说，目前国家的资产负债表，实际上已处于资不抵债的状况。这种客观的现实，迫切要求在宏观上转换资源配置机制，提高资源的配置效率。其次，我国经济改革的目标是建立市场经济体制，为了达到这样的目标，就必须压缩行政功能，放大市场功能，而我国目前经济运行中的最主要问题，就是行政的力量与市场的力量对抗，市场的力量抵御不过行政的力量，如果不采取措施，加快在宏观上建立资本机制，从宏观上产生对行政命令的抗逆机制，那么，我国的市场体制建设就很难走上健康发展的轨道，经济体制的转换和经济增长方式的转换就会成为空谈。

要在宏观上建立资本机制，就必须对现有的宏观经济体制进

行全面改革。国家宏观经济管理部门必须树立资本意识，把国有资本增殖作为其经济行为的首要目标，特别是要把目前单纯的捍卫国有资产行为改变为国有资本的经营行为，在转变资源配置机制上作出切实的努力。为了真正从宏观上实现这种转换，我认为还应从国家体制上进行更深层次的改革，特别是要把每年全国人代会上的关于财政收支状况的报告改为资产（或资本）经营状况的报告。资产特别是净资产的增加是一个国家经济实力增强的集中表现。一个企业的状况，要通过资产负债表、利润及利润分配表和财务状况变动表中反映出来，这三张表，缺一不可，特别是不能没有资产负债表。我国每年在人代会上所作的关于财政收支状况的报告，仅相当于这三张表中的利润及利润分配表，仅仅是财政收支状况的变化，不能反映国家宏观效益的状况，也不能反映国家经济实力的强弱，因此，有必要把关于财政收支状况的报告改成资产（或资本）经营状况的报告，这样，就可以在全国人民的有效监督下，从宏观上促进资源配置机制的转换，并从而在宏观上提供一个考核各级政府业绩的客观标准。无论是在微观上还是在宏观上，我国过去几十年来延续的那种只投资而不形成资产特别是净资产的状况都不能再维持下去了！

三

1990年11月和1991年7月上海证券交易所和深圳证券交易所的成立，表明我国的股份经济开始了全面的试验阶段。1994年7月1日《公司法》的正式实施，标志着我国股份经济从试验阶段转向发展阶段。经过几年的发展，我国的股份经济已初具规模，在国民经济中的地位和作用也在日益提高。截止1996年底，在深沪两市上市的A股已达513家，B股85家，分别比1992年