

●顾铭德

中国证券市场的飞跃与阵痛

在向市场经济转换过程中，中国大陆的证券市场应运而生。1981年，中国政府恢复了国库券的发行。1984年，上海、深圳陆续开办了股票发行市场和交易市场，并在1990年12月19日和1991年7月3日分别成立了证券交易所，从此，揭开了新中国证券市场新的一页。到1993年初，中国大陆的各类债券余额达3000亿元；各类股份企业约6000余家，其中，在上海、深圳证交所上市的股票品种达70余种，上市股票市值超过2000亿元。中国证券市场崛起过程显示，市场经济的正常运行需要证券市场这一润滑剂，而证券市场的发育成长，应当与渐进中的整体市场经济保持适当的同步，任何超越或停滞都会给市场带来震荡的不良后果。^①

一、市场经济对证券市场的需求

中国改革开放后的证券市场发端于1981年48.66亿元的国库券的发行。当时，政府并没有发展证券市场的长远蓝图，完全是为了弥补财政赤字解决资金困难的权宜之计。1979年起，中国首先从农村跨出了迈向市场经济的步伐。为了支持改革，政府采取了大幅度提高农副产品收购价格和增加城市居民副食品补贴的措施。该措施刺激了农村经济的发展，稳定了城市居民的生活水平，但是增加了政府财政收支平衡的困难。1979—1981年三年期间，政府财政赤字创下了170.6亿、127.5亿和25.5亿元的历史记录。这些赤字不能再向银行透支的方式来解决。因为农产品价格的大幅提高使改革初期的中国蒙上了通货膨胀的阴影，再用“透支”方式弥补赤字已难以为继，国库券的发行被提到议事日程。

1981—1984年，中国政府连续四年发行了国库券、重点建设债券、财政建设债券等，发行额达170亿元左右。国家公债的发行虽然暂时缓和了财政收支的困难，但是，改革继续深入，从农村向城市，社会各经济主体对资金的需求机制发生了根本变化，国民经济各流程相应转换。这种转换需要金融深化，它不仅促使银行、利率杠杆发挥更大的作用，而且要求中国的证券从发行市场向交易市场推进，由单纯的债券向股票市场迈进。

首先，投资体制转换使证券发行主体从政府扩大到广大的企业。改革之前，中国经济中的投资主体是政府部门，投资资金80%来源于各级政府计划预算内的财政拨款(见下表)。

时 期	国家投资总额 (亿元)	国家预算内投资 (亿元)	所占比重%
“一五”时期	588.47	531.18	90.3
“二五”时期	1206.09	944.38	78.3
1963—1965年	421.89	371.74	88.1
“三五”时期	976.03	871.28	89.1
“四五”时期	1763.95	454.72	82.5
“五五”时期	2342.17	1808.49	77.2

当时,企业把90%以上的利润交给国家财政,由中央财政集中安排,统一计划投资。这种投资虽然能够集中资金,保证重点,但使企业失去自我发展的功能,成为政府行政机关的附属品。改革使错位的投资体制发生了巨大的变化。中央政府高度集中的投资体制被打破,企业和地方政府成了投资的主体,这可从投资资金来源比重变动中得到说明。

1989年投资资金来源	比例%
国家预算内投资	8.3
国内贷款	7.3
利用外资	6.6
自筹(企业和地方政府)投资	56.9
其它投资	10.9

上表显示,国家预算内投资已从1979年以前的80%下降到不足10%的比重,企业和地方政府自筹资金逐渐成为投资资金的主要来源。然而,各企业和地方政府从中央财政“减税让利”方针中得到的资金难以胜任大规模和经济快速增长期对投资的需求。如今,企业不但要承担固定资产投资和技术设备的改造资金,而且要增添扩大生产所需要的流动资金。从资料看,大部分企业在上缴所得税和能源税以后,剩下的利润难以满足增添新的机器设备和补充流动资金的需求。改革多年,中国全民所有制固定资产基本折旧率仍然只有4—5%的低水平说明,大多数企业设备落后,缺乏投资,技改资金的总体格局没有改变。

投资体制转换使企业对资金的需求量激增。对此需求,中央政府无能为力。因为,“放权让利”政策使中央财政收入占国民收入的比例逐年下降,从1978年的37%下降到目前的20%左右。在此期间,中央政府用于文教科研、行政管理、物价补贴等费用又随物价水平上涨等因素逐年增加。改革以来,中央财政赤字有增无减,中央财政不可能再包揽大部分企业的投资项目。于是,经济增长对资金的需求转到了银行系统。80年代后期改革中心移向城市以后,中国各级银行投放的货币量猛增,对经济建设的贷款总额一直大幅增长(见下表)。

年 份	1984	1985	1986	1987	1988	1989
贷款总额增长率	28	21	41	18.9	16.8	17
国民收入增长率	3.6	3.5	7.7	10.2	11.3	3.3
工农业产值增长率	15.2	16.5	9.7	15	17.3	7.5

上表显示,中国各级银行已经充分利用了贷款资金对经济建设的促进作用,贷款总额增长率一直高于实物经济增长速度。很显然,继续扩大银行贷款规模以满足企业对资金的需求,势必扩大货币发行量,加剧通货膨胀。80年代后期的中国发生了奇特的现象,一方面是各级银行贷款规模连年扩大,通货膨胀渐趋严重;另一方面是大量企业资金困难,告贷无门。在这种情况下,企业经过地方政府的默许,纷纷逼上了证券集资的道路。1984年间,上海、沈阳、深圳等地的企业开始大规模在企业内部发行不规范的企业债券和股票。从此,中国证券发行的主体从中央政府转向了广大的国营和集体企业。

其次,企业体制转换对股票市场的需求。80年代以来,中国企业机制沿着市场经济需求

的方向不断改革，大致过程是：健全厂长负责制；贯彻按劳分配原则；拉开劳动者收入差距；提高利润留成比例；上缴利润改为税收；企业对政府实行承包制等等。这些改革扩大了企业的权限，调动了企业经营的积极性。但是，这些改革并没有触动深层的企业产权机制。在产权机制模糊的条件下，企业经营缺乏有效的社会监督机制和内在的长远发展的动力，企业经营者难以培育应有的责任和竞争精神。在市场经济竞争的环境中，国营、集体企业处于不利的地位。80年代中后期，国营企业亏损或微利面达到1/3左右。国营企业的效益比集体企业差，而集体企业又不如私营和中外合资或外资企业的经营业绩。这些状况提醒企业界，改革必须向产权明晰的机制深入，而股份制经济则是产权明晰，又能保持公有制主体地位的有效形式。于是，各类股份制企业陆续出现在上海、深圳等城市中。企业随之产生了发行股票集资的内在动力。最初，股票只是在上海、深圳少数企业试点发行。随后，购买股票的持有者要求开辟兑现的场所。这样，股票交易市场不可避免地在中国大陆重新出现。

另外，社会分配向居民倾斜使中国证券市场的产生有了现实性。证券市场是社会广大公众参与投资的场所。它在一国的产生与发展有赖于该地区居民收入水平的提高和投资资金的增多及投资意向的加强。中国的改革使这一条件逐步具备。一般讲，居民收入分为三大部分：即期消费、银行存款和个人投资的资金。这三大部分依次递进逐步发展。居民只有满足第一层次即期消费需求之后，才会有相应的储蓄行为及动机。同样，居民的存款额只有大幅度超过即期消费需求即达到一定数额时，才会产生投资需求。改革以来，中国居民平均银行储蓄额相比平均消费的比重逐年提高(见下表)。

年 份	1978	1985	1990
①居民平均消费额(元)	175	407	713
②居民年末人均存款额(元)	21.9	153.3	615.2
②与①的比例%	12.5	37.7	86.2

由上表可见，中国居民的平均收入已接近一半用于即期消费，一半用于银行储蓄的水平。在上海和深圳，居民的人均存款已超过了3000元。居民手持现金和存款额的增加，必然要求获取更多的资金收益，这就产生相应的投资意识和投资行为。现代社会，投资行为分为两大类，一类是实物投资，即建厂经商，第二类是证券投资。第一类投资不仅需要更多的资本，而且需要专门管理才能、业务知识、职业允许条件等。这对大多数居民来讲是可望不可及的。所以，证券投资很容易为广大居民所接受。特别是在中国，大多数居民在实业方面难以作为，但可以在证券方面一展天地。当居民平均收入水平达到相当部分可以不用于即期消费时，居民投资各类证券的意识和行为随之产生。中国证券市场的形成便有了资金来源。

二、跳跃式进展与先天条件不足的阵痛

中国证券市场的成长可分为两大阶段。第一阶段的特点是证券市场的债券化。从1981年到1991年，中国政府和企业及金融机构平均每年新发行的债券都在数百亿元左右，1991年，中国各类债券余额达2000余亿元。其中1000多亿元是各类国债，主要是国库券，1000亿元是企业债券和金融债券。同期股票市场还处在少量的试点阶段。1984—1991年的七年之中，在上海和深圳两个市场上市的股票品种总共只有14种，股本总额3.0亿元，股票市值110亿

元。1991年，沪、深两地股票总成交量只有51.9亿元，办过股东帐户的人数只有35万人。

从1992年起，中国证券市场进入第二阶段，其特点是证券市场向股票化趋势演进。尽管1992年债券发行数量达1000多亿元，股票发行量只有100多亿元，但交易市场的重心已转向股票市场。1992年中国债券交易额为351.27亿元，而股票交易额为1377.24亿元，比1991年增长了25倍左右。进到1993年，中国证券市场的股票化倾向势头更猛，上海、深圳两地证交所股票日成交量分别达到10亿元和8亿元左右，占证券成交总额的比重高达80%以上。沪、深两地已形成了向全国各地辐射的股票交易市场；两地的股本总额和股票市值在1993年2月份分别达到了80亿元和1200亿元之多；两地证交所的会员机构激增到340家，并且还在快速增加；在两地证交所办过股票帐户的股民已超过300万人。中国的证券市场特别是股票市场已经初具规模，它的迅猛发展已引起了海内外证券业的广泛重视。

中国股价指数目前有上证指数和深圳指数。两地指数分别产生于1990年12月19日和1991年7月3日。中国股市处在初生之期，股民投资意识和股市运作体系还未进入规范和稳定阶段。所以，股价波动频繁，呈大起大落状态。上证指数在1992年5月上旬还未达到500点，到5月下旬，上证指数已超过1400点，其后，上证指数猛降到11月份的400点。这种经济大环境相对稳定，股价上下波动几倍的状况在国际股市中并不多见。

中国股票种类结构分为：国有股、企业集体股、企业法人股和个人股。其形成过程大致是，原来的国营、集体企业向上级部门和体改委提出改组为股份有限公司的申请，经过主管部门批准后，由资信评估公司把原来的国营或集体企业的净资产值折股作为国有股权和企业集体发起法人股权，再向其它企业法人及社会个人出售一部分国有股权或吸收其它企业法人及社会个人出资加入新股。这样，原先的国营或集体企业就转变成具有四种股权结构的股份有限公司。1992年底，中国股票的面值都折细为1元。从币种或流通范围分类，中国股票可分为A、B、H股。A股是在中国大陆交易用人民币买卖的股票。B股的发行，限于香港、澳门、台湾以及国外的法人和自然人。B股买卖采用外汇的结算方式。H股是指中国股票在海外证券交易所上市的股票，如中国华晨汽车股份有限公司的股票在美国纽约证交所上市交易。中国的股票，一般都采用普通股的形式。

中国股票的交易市场集中在上海和深圳的证券交易所。证券交易所采用会员基金的财产组织形式，加入交易所的会员需缴纳一定的入会费，收益不分红，属非盈利性的事业法人。中国证交所不吸收个人会员入所，其会员限于法人机构的经纪商和自营商两种。证交所的一般职能是，提供证券交易所需的交易厅、经纪人办公室等场地、通讯、电脑行情显示等设备和清算交割、股务处理、证券寄存等服务；调解和仲裁交易所会员之间或会员与客户之间的交易争端；传递和公布证券市场信息，包括汇集分析每日证券行情数据，编制证券价格指数；提供有关证券业务的培训。证交所还兼有监管职能，如对会员及证券商交易行为的监督，审查会员的财务状况，对不遵守规章制度的会员进行纪律处分或经济制裁；组织对上市证券的资格审查，对初次上市股票的价格评审；及时通过报刊等途径公开上市公司的经营业绩和财务状况，间接监督上市公司的经营行为等等。

中国的证券公司或证券营业部是专门从事证券业务的法人机构或交易所的会员机构。证券公司不仅充当股票买卖的经纪商和自营商，而且承办股票的代理发行、销售业务，并代理支付股息红利，承办投资咨询业务等等。上海主要的证券公司有：申银、万国、海通及财政证券公司。深圳有深圳特区证券公司及各银行下属的证券营业部。1992年中国成立了大型的

跨地区的证券公司即南方证券公司、国泰证券公司、华夏证券公司。中国的证券公司身兼数项职能决定了它们既是股票市场的组织者，又是股票市场的最大参与者。它们的资金实力少则千万元，多则数亿元，其投资意向和决策对广大的个人投资者具有导向作用。

中国的个人股票投资者按办过股东帐户的核算，1992年底约200万人。其中在上海证交所注册的约120万人，在深圳的约80万人。个人投资者根据资金拥有量，可分为大户和散户两大类。大户的资金一般在20万元以上，多者达40万元。各证券公司和证券部为了稳定客户来源和保证交易量，专门为大户开办了委托买卖的场所，又称大户室。在大户室内，股民委托买卖股票的条件比散户优越。他们不需要像散户那样排长队，特别在股价剧烈波动时，大户室的条件更加优越。中国股票族中的大户一般是中国居民中的最早致富者，他们资金主要通过经商或早期股票聚集而成。他们中的大多数是职业的炒股手。他们的投资意向对广大的散户具有“领头羊”的作用。

散户是中国股市的主要投资者，他们大多数是工薪阶层，用于投资股票的资金一般在5千元至10万元左右。散户人数多，委托条件差。在证券公司委托网点赶不上投资者人数增加速度的时候，散户委托买卖的必要途径是排长队。为了解决散户排长队的苦恼，上海曾经开辟过专门为散户服务的“文化广场股票集市”。中国散户投资股票的年限较短，缺乏专门的股票投资知识和技巧，盲目跟随大户操作是他们的投资特点。这种盲目性加剧了中国股价的剧烈波动。短期性是中国散户投资的另一特点。他们平均持股的期限不超过一个月。经常在第一天买进，第2—3天之内卖出同一股票，以赚取其中的差价。这种短期投资行为使中国股票的换手率极高。统计表明，1992年，深圳和上海上市股票年周转率都超过100%。这种周转率明显超过了西方国家和地区股票平均周转率。

中国股票市场还没有达到国际规范化程度，国内两大股票市场上海和深圳也没有进入一体化的高度，两大股票市场在各方面都有所差异，比较明显的是，深圳证券机构中，专门成立了证券登记公司。该公司负责办理股东帐户、股票过户、企业发行股票登记、保管股东名册、代理分红等事项。这种分工使证券交易所和证券公司可以集中精力应付交易市场中的种种问题，又使大量与发行市场有关的业务有了专门负责的机构。相比之下，上海由于缺乏专门的登记公司，证交所和证券公司既要兼顾交易市场，又要应付大量与发行市场有关的股东帐户、分红派息等业务。随着股票市场规模的扩大，上海建立与深圳证券登记公司类似的机构应提到议事日程。最近上海也建立了类似深圳的证券登记公司。另外，深圳于1991年6月份之后，允许企事业法人资金进入个人股市场，上海则禁止企业法人进入个人股股票市场。还有，两地股市的管理规则、股份有限公司有关条例、股票市盈率、企业效益、股民成熟度等都存在一定的区别。

1992年1月	上海	深圳	1992年12月	上海	深圳
上市股票品种(个)	8	6	上市股票品种A股(个)	29	22
上市股本总额(亿元)	2.7	9	上市股本总额(亿元)	44	24.2
上市股票市值(亿元)	30	80	上市股票市值(亿元)	500	434
1991年股票交易量(亿元)	16	35.9	办过股东帐户(万人)	120	80
办过股东帐户人数(万人)	10	26	会员机构(家)	171	164

1992年之前，中国股票市场的中心在深圳，1992年以来，中国股票市场的中心正在向上海转移，上列两表数据可作参考。

上表显示，上海股票市场的规模正在超过深圳，这种超势是由上海国民生产总值、居民人口、居民存款总额及总体经济实力强于深圳所决定的。只要上海保持改革开放的强劲势头，上海就能保持中国股票市场的中心地位，并能重现远东金融中心的雄风。

中国证券市场特别是股票市场的大飞跃，表明了中国经济在向市场经济转变过程中，对证券集资即直接金融体系的内在需要。然而，这种需要并不是证券市场健康、稳定发展的充分必要条件。综观世界各国和地区，证券市场的健康、稳定发展，不但需要内在的经济推动力，而且需要各方面、各环节相应条件的配合。这些条件包括：适应国情且又相对规范化的证券法规和条例；健全的企业财务体制和社会评估监督系统；企业上市规则及信息公开体制；证券机构自营与经纪商规则等等。中国是传统经济向市场经济转变的国家。在转变过程中，中国虽然具备了发展证券市场的资金来源和内在需求的动力，但是上述条件在中国却先天不足。这种状况决定了中国证券市场处在特殊的互为矛盾的大环境之中，一方面内在动力具备使中国证券业发展迅猛，目前中国证券市场在电脑配对成交、交割手续、硬件设备等方面已经与发达国家相差无几；另一方面先天条件的不足，又使快速发展的中国证券市场发生了种种的摩擦和剧烈的阵痛。

事例之一，1992年7月7日深圳原野股票被停牌。主管部门对此解释为：原野股份有限公司的股本投入不实、创造出的利润总额不实和愈期贷款过多等等。原野停牌虽然对股市没有造成大的震荡，但是，它在使原野2万多股民遭受资金套牢损失的同时，揭示了中国资产评估机构和会计师事务所以及监督系统的缺陷。中国股份企业的前身有各种类型的所有制之分，其财务统计方法也各有所异。这些企业在短短几个月之内摇身一变为股份有限公司时，其财务体系还不可能在短期内规范化或一体化。这就造成反映股份企业资产、利润、成本等经济指标的失真或紊乱。在缺乏监督体制的条件下，弄虚作假的事例和程度就会明显高于规范化股市的国家和地区，原野停牌只是比较突出和已经暴露的事例。

事例之二，深圳股市1992年“8.10”购买股票登记表的风波。当时，聚集在深圳的各省、市股民已达100多万人。从8月7日起，深圳银行等各网点的门前已经排起长达几十米的长龙队。该年深圳计划发行的登记表约500万张，分摊在3031个销售点。从正常的填表、购买效率估算，500万张登记表需要三天左右的销售时间。然而，遗憾的事情发生了。当天上午，拥挤不堪的人群中传出了登记表已经售完的传闻，于是，股民们被激怒，忿忿不平，少数人趁机闹出了非法的示威游行，甚至打、砸、抢恶性的社会骚乱事件。该事件的导火线是大批登记表被内部人员从“后门”中侵吞，清查结果发现，涉及金融等有关人员约4000余人。该事件反映了中国股票发行体制的缺陷及中国证券业对内部和有关人员缺乏有效的法律监管体制。

事例之三，上海股市1992年夏秋之季的大崩盘。“8.12”，上海股市在连续一个月小幅盘跌的情况下，猛跌100点，从此，上海股市一路下泻，“9.8”、“10.27”和“11.9”几次狂跌浪潮的跌幅都达到了10%左右。上海股民痛心疾首，80%以上的股民遭受程度不同的经济损失。上海股市的崩盘与上海经济同期内大发展的状况形成了鲜明的反差。它反映出上海股市大踏步前进与先天条件不足引起的摩擦阵痛。1992年，上海股票发行量大幅度突破原计划，是前七年总和的20多倍。反映股市规模的几大指标如股本总额、市值、股民人数、股票日交易额等都分别升增了几十倍乃至上百倍。上海股市实现了惊人的一跃，世界为之注目。然

而，使股市相对稳定发展的其它条件都显不足。比如，股民购买力增长速度的相对迟缓，中长期投资意识的薄弱，公有股合理流通问题没有解决等等。

事例之四，B股市场萎靡不振。发行B种股票是我国证券市场走向国际化的一个重要手段。1992年，中国上市的B种股票已达19只。年初邓小平南巡，令海外投资者看好中国的政治和经济前景，纷纷成立中国基金，专门投资于中国B股。一时间B股发行市场热闹红火。然而，B股上市以后却由热转冷，不少B股价格跌破发行价，令海外投资者不知所措。B股市场低迷反映了境外投资者对中国股份企业效益状况缺乏了解，对财务审计缺乏信任度。另外，B股清算系统复杂、不方便也抑制了境外投资者的购股热情。它说明，在缺少健全的中央级清算交割系统和规范化的财务审计体系条件下，中国证券难以跻身于国际股市。

事例之五，国债惨跌。国库券在各国、各地区都被誉为保险的“金边债券”。然而，在新兴的中国债券市场中，它却陷入由旺转萧的境地。国库券的发行量1992年为400亿元，1993年只有300余亿元，其价格却一再下降。1992年的国库券市场价格从发行初期的102元降到93元。且成交量明显萎缩。在上海、深圳两地证交所上市证券品种中，债券的成交量逐渐减少。这种减少反映了中国证券市场快速发展中的不平衡。进一步的原因在于，中国居民手持现金和存款余额的年增长率在15%左右，略快于经济增长的速度。按目前10000亿元的现金和居民存款总额推算，中国居民每年新增的现金和存款余额为1500亿元左右，其中，能够用于证券投资的追加资金大约为1000亿元。这1000亿元的资金既是中国证券市场规模逐年扩大的基本血液，又是中国证券市场渐进或稳步发展的基本依据。1992年股票市场大发展，股票暴利吸引了大批资金，从而使投资债券的资金相对减少，债券市场萎靡不振。很显然，中国的各类有价证券，还没有形成合理的风险与收益相对称的收益率，这就必然产生一部分市场畸型发展，另一部分市场难以开拓的不平衡状况。

综上所述，由于市场经济的内在动力，中国证券市场取得了跳跃式进展，然而，先天条件的不足，又使跳跃进程中充满了摩擦和阵痛。减缓摩擦阵痛的途径在于，横向比较发达国家和地区规范化证券市场的经验和做法，探寻中国现状的不足与健康发展的基本思路。

三、中国证券市场的缺陷与进一步发展的总体思路

当我们把视线从中国拓展到国际证券市场的现状及发展趋势时，就会进一步发现中国证券市场先天条件不足引起的各种缺陷之处。中国证券市场进一步推进的思路主要在于认清和克服横向比较中的各种缺陷，沿着规范化和市场化的方向稳步地前进。

中国证券市场的首要缺陷在于，市场经济的观念比较淡薄，特别是政府主管部门，常常有意无意地运用传统计划模式来“指导”证券市场的发展。比如，股票市场的发展，它主要取决于一国经济增长对资本市场特别是股票市场内在的需求。随着经济的增长，股票市场规模会相应的逐步地扩大。然而，中国股票市场的发展轨迹往往与经济增长及资本市场的内在需求相脱节，它更多地取决于政府部门的“计划性”或主管领导层次的“随意性”。当政府主管部门对股票市场重视时，股票市场的发展会在短期内迅速加快，反之股票市场会陷入长期的停滞状态。比较明显的事例是，上海股票市场早在1984年就诞生，在随后的七年中，上海股票市场的上市股票一直局限在几千万元之内。上海经济增长非常缺乏资金，对股票市场规模的扩大有着实实在在的需求。可是，上级的意图只是“试点”不是扩大规模。这种主观“计划性”使上海股票市场难以根据经济的需求正常地成长发育。1992年，邓小平南巡讲话

后，中国主管部门对发展股票市场的观念有了大转变。股票市场的发行规模一年内扩大几十倍，其市值一年内增加了几百倍。这种发展速度同样是国际股市中罕见的。股票市场的跳跃式进展同样会带来一系列不利因素，比如，股份公司发行股票应当具备的规模条件和从发行到上市必须执行的要求和规定期限无法保证。各种不符合发行股票和上市条件的“公司”先后出现。其结果，会降低股民投资的信心，引发股价惨跌的大股灾。上海股市1992年是大发展的一年，同样，上海股市也是有史以来跌幅最大的一年。这种不稳定状态与主观计划性脱离市场发育规律有关。

从国际比较看，中国股份企业的运行机制存在明显缺陷。

首先，中国股份企业的组织机构不规范。股份企业与其它企业的不同特点在于，它的资产属全体股东所有，股东大会是公司最高权利机关，董事会应由股东大会选举产生，总经理应由董事会依公司章程任命产生。但在中国，大部分股份企业的董事长和总经理实际上由政府机关任命，并不需要通过股东大会选举通过。在上海，董事长和总经理往往由一人兼任，这种兼任的方式不利于董事会对总经理的监督机制。当然，中国大部分的股份制企业，国家股权占有60—70%的比重，国家有权对这些企业任命董事长和总经理。但是，这种任命不应在原属集体企业内一视同仁。上海和深圳的少数股份企业，是从原来的集体所有制改组而来。这些企业董事长和总经理的任命应当由股东大会决定。国家股东不能凌驾于股东大会和董事会之上，应当以普通的股东身份参与股份企业的决策事项。

其次，中国股份企业的财务税收体制不规范。在同一股票市场上市的股份企业，其财务体制应当统一，这样，各企业的效益状况才有可比的基础，股民才能根据统一的财务报表，了解企业的业绩，决定投资方向。然而，中国股份企业的财务体制五花八门，各有所异，有的按照国营企业的资产负债统计法，有的采用集体企业的计算法，有的则按照中外合资企业的财务方法。由于税率不一致，企业成本计算方式不一致，企业财务报表反映的每股税后利润就缺少可比性。这种不规范使股份企业缺乏公平的竞争条件，使股民难以掌握企业的确切业绩，并使股票的相对价格脱离实际效益。由于企业财务体制不规范，企业在财务报表方面弄虚作假的事例屡见不鲜，有些企业把亏损或呆帐打入“库存”或“应收未收”科目，有些重大事件或合同隐藏不报、欺骗股民等等，这些都与财务体制不规范有关。

还有，股份企业在人事体制、工资福利、项目扩建等经营活动中，其实际权限非常有限，其运行带有明显的旧体制痕迹。比如，企业对税后利润的分配，即使股东大会通过，董事会一致赞同，但还必须经主管部门批准才可执行。股东大会并没有实际的权限，仅仅是摆设。在股东大会中，个人股东的作用更加微小，有些企业甚至阻挡个人股东参加股东大会。比如，1992年上海电真空股份公司，在发出的股东大会公告中，竟规定持有当时股价1000多元的电真空股票3万股才具备参加大会的资格。这个规定把99%以上的股东拒之门外。在中国股市中，类似这种忽视股东权益、弱化股东大会职权的事例举不胜举。

中国各地区股市的法规条例不统一。从国际比较看，各国股市运行规则和条例尽管有所区别，有所侧重，但是，在一国之内的不同地区，其运行规则和条例都呈统一趋势。这种统一表明一国经济的一体化和股市运行从地区性发展为全国性的成熟度。在中国，深圳和上海股市诞生以来，其关联度在不断加强，其一体化是最终趋势，但目前阶段还远远没有达到一体化的成熟度。两地股市的法规条例、市盈率计算方法、对法人机构投资股市的规定、B股市场的活跃度等等，都有明显的地区性差异。这种差异是中国证券市场进入国际化的一大

障碍。因为国内各地区证券市场尚未接轨，与国际市场接轨的难度就会增大。

市场结构及参与者的缺陷。在中国股票种类结构中，公有股包括国有股和法人股占70%以上，个人私有股不足30%。但在交易市场上，流通的主要是个人股，法人股只有三个品种在北京的STAQ系统进行交易。同样，中国股票市场的参与者也是以广大个人股东为主，企事业单位（除深圳外）还不能进入股票市场。这种缺角的市场结构与缺角的市场参与者在我国试点期的股市中，还具有某种合理性，但从国际股市成长发育的一般过程看，缺角的市场结构必然向健全的市场结构发展。这是因为：股市愈发展，同股同权的原则愈是受到重视。同一企业股票的不同所有者，应当享有相同的权与利。如果只允许一部分股票上市流通，势必损害另外的股票持有者的利益。就是说，禁止公股上市流通，必然损害企业法人和国家应当享有的股本权益。同样，禁止法人入市，也会影响股市的正常发育。因为，居民个人投资资金有限，其收入增长速度不可能赶上股市规模的扩张，如果长期禁止法人资金流入股市，交易市场必然发生购买力不足现象。从国际比较看，法人作为经济实体，相对独立的商品经营者，完全具备投资股票的能力和权限，人为地禁止入市，必然扭曲市场结构。

市场公正方面的缺陷。由于法规条例没有健全与完善，中国股市中违反公正的事例极其普遍，并没有受到主管当局的重视。比如，在国际股市中，机构自营买卖有严格的规定，其内容主要是机构委托的“跑道”必须与股民的“跑道”严格分开，如果使用同一条跑道，则在股民之后。在中国，深圳股市对机构自营的监督比较严格，但上海股市对机构自营缺乏有效的监管。上海不少证券机构与股民使用同一条“跑道”，当行情变动，股民委托单大量增加时，常常发生证券机构与股民抢“跑道”的事例。特别在股价跳跃上升或暴跌之时，不少股民因“跑道”被证券机构自营占据而遭受损失。又如，在分红配股的方案中，常常可以见到这样的公告，即同样的普通股、国有股与个人股的配、送股数量不同，国有股或法人股只享有送股权，而没有配股权。股份企业和主管部门对这种违反同股同权的分配方案一般不作特别的解释，使股民产生国有股或法人股可以少分红的感觉，从而淡化同股同权的意识。至于利用职权、内幕交易、黑市买卖等事项，在成熟股市中也难以避免，不过中国股市中证券机构的工作人员或关系户利用职权和方便条件进行不公正交易具有半公开特点。这说明，中国股市对证券机构关系人员的监管体制比较薄弱。

综上所述，新兴的中国大陆证券市场存在着各种不尽人意的缺陷，这些缺陷是中国以传统计划经济向市场经济过渡时难以避免的阵痛。克服缺陷继续前进的总体思路在于，完善市场经济的大环境，进一步实行金融体制自由化、规范化和国际化的配套改革；根据资本市场的实际需求，稳妥地逐步扩大市场规模；先实行国内各地区证券市场、法规条例、财务体制的一体化，然后逐步与国际市场接轨；健全证券市场的监管体制，使各项保证市场公平的法规条例都能顺利执行；改变市场结构，使公有股和企事业单位法人在市场中发挥更大的作用；加强股份制企业的机制改革，使中国证券市场的发展有更稳定的基础性条件。

注：①本文引用资料均来自《中国统计年鉴》、《上海证券报》、《中国证券报》。