

■30 年历程回顾

“老八股”：见证中国股市一段实验史

老八股是一种历史遗产，也是利用或依托资本市场发展来推进我国产权改革的破冰之作。它的历史意义还在于：不仅影响了中国股市早期的试点和后来的发展，而且对中国经济体制改革也产生了深远的影响。老八股的前世今生，既翻开了当代中国证券市场发展的新页，又预示了改革本身就是一场发展。

◎倪小林

编者：改革开放已走过了30年，中国社会经济发生了巨大变化。本版从今日起推出“30年历程回顾”栏目，通过对经济事件的细节观察，解读其历史意义。

中国股市，可以说是30年改革开放中最为抢眼的成果之一。那些停留在人们记忆的激情年代，整夜排队买股票、用麻袋装股票交易凭据，从纸质股票到今天的电子交易，从老八股到上千家企业上市，股市对于经济和社会发展的影响力是有目共睹的。

“老八股”：开启中国股市发展先河

随着时间的推移，人们对中国股市早期发展时期的故事或事件已渐渐淡忘。中国股市发展经历了18个年头，但第一代股票——老八股的问世与前身今生的故事却依然让人感怀。从收藏品市场传出的信息看，目前老八股的纸质股票全套价值已上升。也许，在今天的人看来，这点财富似乎并不算什么，但“老八股”的身价增值本身却说明了这是人们对一个逝去的股市早期发展阶段的一份记忆。

老八股的问世，这是一种历史遗产。由于远去的时光，才让我们感到它们曾经存在过的价值，曾经发挥过的作用，曾经留给我们尚未开化的市场经济的朦胧记忆。这八只早期最令人关注的股票是：上海中华电工联合公司、上海豫园旅游商会股份有限公司、上海飞乐股份有限公司、上海真空电子器件股份有限公司、浙江凤凰化工股份有限公司、上海飞乐音响股份有限公司、上海爱使电子设备股份有限公司、上海延中实业股份有限公司。

这八家企业有些比较共同的特点：一是规模不大，二是多是集体性质企业，还有的地处城市郊区。譬如，上海真空电子器件股份有限公司是上海郊区的第一家发行股票企业，而上海豫园旅游商城股份有限公司前身是老城隍庙商场，是一家集体企业。从以上分析可以看出，在当时中国既没有交易所，也没有真正意义上的股市，“老八股”的出现必然带有强烈的试水性。

上世纪80年代后期，中国经济体制改革转向城市以后，如何搞活企业成了改革中的头等大事。据资

料记载，新中国成立以后，北京证券交易所曾于1950年重新开张，但天津和北京的证券交易所在1952年相继关门。这表明，此后几十年中，我们的经济体在股权问题上只有两种形式存在：一是全民所有制，也就是国有企业，另一是集体企业。改革开放要搞活城市企业，第一道坎便是产权问题。10年前，笔者曾采访过证券界老人龚浩成，他回忆说，当年上海的股份制改革从小到大规模是有历史原因的。

笔者在1984年有幸目睹了北京天桥百货商场股份制改造的全过程，当时的国家体改委和北京市体改委对于天桥百货的设计方案中，争议分歧最大的就是股权的划分，不是非要设计国家股、企业股和职工股，这些股权又如何体现企业的性质。天桥百货商场比那些集体企业又进了一步，是一家全民企业。但是，也还是一家比较靠北京城边的商业企业，规模也无法与王府井相比较。如果说，北京的股份制企业为何会出现在那里，笔者只能用亲身感受的事实来说，当时那家企业的经理很有想法，千方百计想在中国经济改革中做点事情，让天桥百货商场有个大发展。

中国改革初期的社会，有两个条件具备就会在起跑时领先。一是机遇，二是能人。也就是有想法敢于与传统体制叫板的人，机遇当然是际遇到它们存在的大好时光。所以，北京天桥百货商场就成了我国股市的北方代表，继老八股之后到上海交易所上市的企业。

中国股市在不断试错中寻求快速发展

回顾解放后中国股市的发展历程，中国是在解放之初关闭股票市场的。此后，在长达30年的时间里，股市远离了我们的经济生活。也就是说，改革开放中出现的股份制改革和股票市场都是改革的产物。与其他中国经济体制改革一样，中国股市发展也带有很强的试探性。周其仁先生在北大改革30年的座谈会上说，我们很多改革都是“急就章”，是为了解决燃眉之急而不得已采取的一些方式。由于这些方式都对旧有体制和规范形成了冲击，所以改革效果在短时间里也最为明显。当然，以现在的视角看，这必然也为后来我们经济与国际接轨留下了新的挑战。

老八股连同上海证券交易所，在

当时人们都很难用“规范”两个字去评价。尽管我们在操作中总是要求企业按照规范去做，但实际上我们手里并不没有规范的成功范式，因若只有依靠创造性思维和发明取寻求发展基于。据上海交易所的老人强纪英撰文回忆，当时上海交易所的交易方式都是临时发动职工想办法设计出来的方案，从每日从用麻袋装交易票据，到后来的记账式交易，那个记账的表格也都是他们自己画出来的。

这就是当时对改革充满憧憬的一代人，在经济改革中依然靠着“战天斗地”的精神，创造性地发明了中国式市场经济的土产品和土规则。当时，在老八股上市不久，交易所就因为设计上存在着缺陷，无法容纳如此多的交易资金，股票数量过少导致了上海股市从1990年12月开始试点，1992年年底就上升到了780点，平均年涨幅达到179%；深圳股市从1991年4月开始试点，1992年底也涨到了241点，年均涨幅也有68.5%。

与世界上的资本市场一样，中国股市发展初期也经历了因上市股票缺乏而导致了股价的大幅波动。只是，历史给了它们数百年的成熟时间，而我们到现在为止才18年。同样，中国股市成长也有一个特征：在议论中发展，在议论中成长。从股市的性质到股市的作用，从股市的操作流程到法规的出现，这些问题都曾引起过不同的议论与争议。可以说，中国股市是在“反复试错纠错，再试错再纠错”中成长的。如前所述，从无到有“老八股”，都表现出了当时人们对于发展中国股市是抱着试试看的心里。由于“老八股”都是一些集体企业或国有小企业，即便它们试点不成功，也无关乎国民经济发展大局。所以，“老八股”本身之所以能走那么远，是与我国改革开放的大背景密不可分的。

后来的事实也证明，企业寻求公开上市的好处比人们想象得多，对我国经济体制改革也大有裨益。从某种程度上讲，股市所具有的巨大融资效应，在很长时间内主导并影响了我国经济体制改革的步骤和方法。例如，“老八股”的试点，实现了通过市场融资渠道解决企业经营困境的目的，这一示范效应也推动了大批国有企业纷纷进入股市，股市解困说“由此而起”。还有，利用或依托资本市场发展推进我国的产权改革。另外，股市发展也成为发展大企业的重要支撑之一，并促使一批大型企业走向海外市场。尽管当时很多投资者对一些企业“吃完财政吃银行，吃完银行吃股市”的融资倾向表示不解，但当时却很难回避这些缺陷。因为，我们的改革一是在旧体制上破旧立新，不可推倒重来。一切改革方略都必然带有历史的印痕。

老八股：为中国股市早期发展提供成功范例

现在，我们回过头来看会发现，早期中国股市发展过程中留下的一个遗憾是缺乏关注市场投资者利益

保护问题。如何建立市场的“公开、公平、公正”原则，却因股市改革的一些具体目标而被长期推迟。直到2005年以后，市场各方才开始关注到投资者在中国股市发展中的重要性。

可以说，中国股市是在试错中不断发展的，包括各种针对股市发展的言论与争论。例如，在邓小平南巡讲话中有关股市如果“搞不好可以关掉”的说法下，才基本解决了涉及意识形态方面争议的一些股市问题。在1995年3月，发展证券市场又第一次写进了政府工作报告中。这些都极大地鼓舞和振奋了关注股市成长的那些人们。

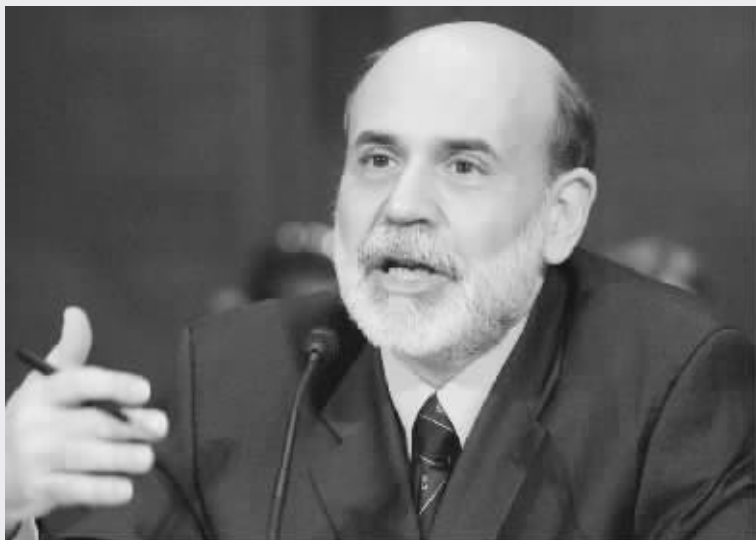
值得庆幸的事情是，老八股的早期实验，为我们提供了非常宝贵的经验。除了上述所言对我国体制改革有试水效果外，还有一个方面值得一提。根据上海财汇信息的统计数据显示，虽然上证指数多次调整，在沪深两市千余只股票中，复权后达到千元的股票共有16只（包括送配、转增、增发及各级分红）。其中，复权后股

价超过万元的4只股票均出自“老八股”，尤其是申华控股，更是达到了6.95万元。这从一个侧面也反映了经历了10多年发展的中国股市对财富积累的积极效应。

目前，“老八股”中除一家即将谢幕以外，大多数能够存活到今天这一事实，即是改革成功的见证。例如，方正科技前身是延中实业，方正科技是借壳上市企业。其实，壳资源本身就是中国改革与市场经济原则相互妥协的产物。成熟市场经济国家上市公司经营不善亏损只有一条路下课退市，而在中国改革中既要向前冲，也要兼顾企业员工的利益和投资者的利益，最终中国智慧创造了一种壳资源。因此，壳资源很有中国特色，也有时代特征。眼下，公司退市必然会成为一种趋势。

尽管“老八股”已成为一种历史或收藏品，但却预示着中国股市已经翻开了新的一页；它们的前世今生，也暗示了改革本身就是一场发展观。

■本期人物话语



应采取措防止金融危机再次发生

伯南克（美联储主席）4月10日在弗吉尼亚州里士满发表讲话说，市场监管者必须在应对目前这场金融危机的同时采取措施，防止今后再次发生类似的危机。很多必要的改革内容已经确定，这些措施将为金融市场正常化进程提供重要支持。如果改革建议得以实施，将可以降低未来金融危机发生的可能性，并能使市场参与者更好地抵御危机的冲击。

■多声道

中国不会因次债危机改变金融开放目标

刘明康（中国银监会主席）4月12日在出席博鳌亚洲论坛2008年年会所举办的“金融改革与创新：风险与机遇”专题分会时强调，中国将吸取美国次级债危机产生的教训，但不会改变扩大银行业对外开放、促进金融自由化发展的目标。中国金融业改革的最终目标是进一步对外开放，这一根本方向不会因为国际金融市场的一些波动发生调整。但美国次级债危机也使中国认识到，金融行业的对外开放必须采取循序渐进的方式进行，把该做的事情都事先做好，才有能力应对和解决金融开放带来的风险和问题。制定好规则是中国金融业对外开放的前提和基础，而利率自由化、汇率自由化、人民币可兑换等则是属于操作层面上的问题，千万不能本末倒置。

中国能源低价现状不会长期持续

傅成玉（中国海洋石油总公司总经理）4月12日在出席博鳌亚洲论坛2008年年会“绿色能源：政府与企业的合作”会议针对中国石油、水和电等价格便宜可能导致资源浪费、能效低等问题时指出，很便宜的能源价格应该说会导致浪费和效率不高，但相信在中国这是阶段性的问题，不是一个长久的政策。这个问题是中国目前面临的挑战之一，这个挑战是多方位的，既和能源、环境以及能源效率相关，又涉及国内的通货膨胀、人民生活水平不能够保持，特别是中国还有一大批比较贫困的民众。所以，当中国政府考虑这个问题的时候，不能仅从能源效率、能源安全这个角度考虑。

美国应控制通胀水平

保罗·沃克（前美联储主席）4月9日在哈佛大学肯尼迪政治学院新闻政治中心举办的一次会议上称，美联储官员不可忽略其基本任务，即保持通胀处于可控范围之内。即使在目前的危机时期，美联储也不能逃避控制通胀水平的职责。虽然不能采取一贯的加息措施来抑制通胀，但美联储仍应在解决危机问题的同时保持通胀水平。美元兑其他主要汇率下跌将有助于重组美国经济，但同时稳定的美元对全球贸易繁荣来说十分重要。

住房改革要坚持市场化方向

姜伟新（住房和城乡建设部部长）日前接受人民日报记者专访时表示，要进一步深化改革，坚持正确发挥政府和市场的力量，建立和完善市场调节和政府保障相结合的住房政策体系。一要合理确定保障性住房保障范围和保障水平。随着中国经济的发展，应该逐步扩大覆盖范围，提高保障水平。二要从中国未来一段时期的实际情况出发，增加中低价位、中小套型普通住房的供应。帮助那些既不属于保障性住房保障对象，又没有能力进入市场的家庭解决住房问题。三要多种途径改善困难群体的住房条件，建立多渠道的投融资机制，进一步完善住房公积金制度，加快棚户区的改造步伐。

■美加观潮

国内朋友，拿什么礼物给你

◎何徂

一年一度，回国给亲友买些什么礼物？这个问题变得越来越头疼了。想去看看名牌西装，于是来到了哈罗罗盛。不料，这家开了多年的名店换上了WINNERS的名号。真是天一地啊。都知道MWINNERS是卖便宜货的连锁店。名字起得好，用咱中国话讲就是“双赢”（注意他用的是复数）。店家赢，赢在它把各种滞销货以最便宜价格收拢来再卖出去；买家也赢，毕竟可以买到挑剩下的名牌货。

说不上，还可以解释为“多赢”。因为，那些大商店的滞销货品被处理掉了，CASH FLOW的问题改善了，这也是一种赢。这样的店能租得起最豪华的办公大楼两层铺面，只能说明它们还有赢利空间。

但如果你走进这家店，凡是物美价廉的货品肯定标有MADEINCHINA无疑。买国产的东西再带回中

国，是不是有点“脑子进水”的意思？不过，现在你真有点难以避免这种徒劳往返的壮举了。因为，据说加拿大最受欢迎的西洋参也是从我国东北地区进口的。

于是，还有一条路可走，就是买药。以往总是买大量的营养品和维生素带回去，这既便宜又体面。这次，弟媳却告诉我不要带了。善存（Centrum）在上海的合资企业专门调查了中国人的营养状况，针对中国人每日对维生素和微量元素的需求改造了善存配方。价格也贵不到那里去。

至于什么深海鱼油，很多中国都生产了。据说山东有家司生产的营养品可以改善记忆力。产品卖得不好，但他们为美国药厂生产深海鱼油，然后运到美国包装后的营养品生意却红红火火。这些营养品都有可能再卖给我们这些“喜欢买药的人”。这句话为什么打引号呢？有个故事。那天我们去“救死扶伤”买药。碰到一西人也在那排货架前转，他可能是店里负责这

片的工作人员。他问我们，为什么中国人喜欢大量买药，是不是中国人的寿命很长？”我们相顾无语。显然，中国人大量买药已经引起他们销售部门的重视，说不定以后要印中文说明书了。

但中国人是否就此特别长寿，我没有正面回答，我说中国的人均寿命已经达到世界先进水平，我们买药主要是孝敬老人的。声明一下，并不是所有的药都是中国生产或中国加工。但美国政府公布的GDP中70%是服务性行业而非制造业创造的，今天下降的30%的百分比都用得差不多了。

借用我们搞投资的术语来说，欧洲和北美（包括加拿大）经济都处在Down Trend，而中国经济却处在Up Trend中。这是“无可奈何花落去”的现实。我们还是轻装上阵，带上一颗孝心之心“常回家看看吧”。

■经济新观察

全球社会责任投资：一个历史回顾

◎乐嘉春

社会责任投资起源的历史是相当悠远的，但社会责任投资运动只是在最近几十年里才得到了快速发展。

按照西方研究者的划分，社会责任投资运动的发展历史大致可以分为三大阶段：第一个阶段是宗教团体的伦理投资，第二个阶段是非事件促进了社会责任投资发展，第三个阶段是非事件之后至今社会责任投资的快速发展。

从历史起源来看，宗教因素对社会责任投资运动的产生与发展具有深刻和广泛的基础性影响。发端于美国和英国的早期宗教组织的伦理投资发展是社会责任投资的早期形态，也构成了社会责任投资运动发展历史的第一个阶段。

从发展历程看，伦理投资所涉及的相关问题可以追溯到圣经时代和犹太教法限制高利贷的早期历史时期。卫理公派创立者韦斯利（1700年）关于“你可以挣钱”、“但不能损害道德”、“不能损害邻居的财富”和“不能损害邻居的健康”等思想至今仍有重大影响。

伦理投资的鲜明特征之一是宗教团体运用其宗教教义和信仰的价值作为股票筛选所依据的基本标准，避免投资一些“罪恶股票”，如将从事军火、烟草、赌博和色情等行业的相关企业剔除在股票投资组合外。

根据历史学家的研究显示，现代伦理投资和社会责任投资运动起源于1920年代中期的美国，当时由教会组织发起设立的先驱者基金（1928年）是最早的伦理投资基金（或言社会责任投资共同基金）。后来，英国卫理公会教派也成立了“责任信托基金”（1970年代早期）。于是，伦理投资开始在美国和英国传播开来。

不过，全球社会责任投资运动还有一个现代渊源，即1960年代后期和1970年代早期发生在美国的一些社会政治运动。这些社会运动促进了西方社会产生了对社会、环境和经济及企业对社会和环境责任等相关问题的一些公共意识，并扩展和丰富了社会责任投资的范畴及实践范围。这是导致“伦理投资”转向“社会责任投资”的一个时代大背景。

在社会责任投资发展第二个阶段（1970年代至1990年代）中，社会责任投资已从主要基于宗教道德戒律或教义基础之上的狭隘范围，转向集中于越南战争和南非事件等更为宽泛的社会问题关注上。例如，美国帕斯世界基金（1970年）是第一个将那些利润来自于越南战争的企业剔除在投资组合外的伦理基金，并在西方投资市场中掀起了一股社会责任投资基金发展的新潮流。多米尼社会责任指数基金（1990年）得以创建就是一个标志性事件。在1984年至1990年，英国伦理基金数量也得到了快速发展。

像社会责任投资基金一样，南非事件也促使更多的养老基金和其他非社会责任投资基金也开始社会责任投资所关注的一些问题和筛选标准，也开始考虑除经济因素之外的一些伦理和社会因素对证券投资的巨大影响。例如，大量养老基金和共同基金开始将沙利文原则（1977年）作为一种投资指引，限制投资或完全将在南非从事商业活动并获取利润的企业剔除在投资组合外。

在多米尼等研究者看来，南非事件是一个具有标志性的历史事件，客观上大大促进了社会责任投资运动的发展，并推动了社会责任投资在1970年代至1990年代成为西方投资市场中一股新的主流投资方式。从1993年至今，社会责任投资运动步入了第三个发展阶段。在这一阶段中，经济全球化所带来的环境、人权、可持续发展和公司治理等问题，也逐渐成为社会责任投资所关注的一些焦点问题。

后来，又形成了社会责任投资进行股票筛选所遵循的一些基本标准。例如，世界环境与发展委员会的布兰德报告（1987年）、经合组织（OECD）的《跨国公司投资协议》（1977年）、《联合国全球契约》（1999年）中的九个标准和原则、《可持续发展报告指南》（1999年）及其他企业社会责任的全球化标准等。这些标准后来都在不同程度上推动了全球社会责任投资运动的快速发展。

在过去15年中，全球社会责任运动得到了快速发展，并形成了社会责任投资的各种工具——负面筛选、正面筛选、股东行动和社区投资。

其中，负面筛选是基于价值和道德原则的一种股票筛选方法；正面筛选是基于观察上市公司的社会（人权、劳工、平等机会及社区影响）和环境（环境保护、消费品安全）表现作为衡量标准的一种股票筛选方法。此外，社会责任投资还使用股东行动和社区投资的策略或方法，以促进企业在社会、环境和公司治理等方面更负有责任。目前，社会责任投资更关注企业的公司治理、透明、责任和信息披露更加完善等方面问题。

综上所述，社会责任投资大致经历了上述三大发展阶段。在第三发展阶段中，伴随着大型机构投资者不断加入，它们将公司治理和可持续发展等标准加入到股票筛选标准中，这些投资理念和策略与目前西方金融市场中的主流投资理念和策略实现了融合。从这个意义上讲，社会责任投资也成为当今西方投资市场中新的主流投资方式之一。