
产权明晰化与双层股份制模式

杨 瑞 龙

在国有企业的改革探索中，人们遵循着两条不同的思路：一是通过简政放权让利，硬化利益约束机制，促使企业行为合理化，但因其绕开产权界定而日益受到来自理论与实践的挑战；二是把产权明晰化作为搞活国有企业的根本出路，笔者赞同这一思路。

一、承包制并非国有企业改革的目标模式

近年各种形式的承包制作为实行两权分离、完善企业经营机制的具体形式，获得了迅速的发展。

承包制在我国受到各界青睐是有其深刻的社会经济根源的，可以说它是新旧体制因素的矛盾冲突在一定阶段上达到力量均衡的产物。一方面，体制模式的转换依赖微观基础的再造。改革伊始，简政放权使企业有了较强的利润动机，并感受到了市场的约束力，但大量的行政干预仍然存在，这又软化了企业的预算约束。在双重依赖下，企业行为出现了紊乱。要扭转这一状况，必须深化企业改革。另一方面，在双重体制并存的格局下，新体制因素虽显示出它的生机，但旧体制的运行机制仍居支配地位，企业改革方案因受到旧的利益格局的制约而难以出台，而且即使出台也会由于旧体制因素决定的经济环境的约束而具有较大风险性。正是在这一大背景下，承包制应运而生。承包制是在保持国家所有制的前提下完善企业的经营机制，它既没有与传统的产权制度彻底决裂，又没有打破旧的利益格局，而且具有操作简便、显效较快等特点，从而在推行中遇到的阻力较小。同时，承包又能在一定期限内通过承包合同划清国家与企业之间的收益分配关系，减少经常性的行政干预，赋予承包企业以经营决策权，从而能激发企业活力，有限地达到某些改革目标。

然而，我们的视线不能停留在承包制的近期效果上，还须探究推行承包制的已付代价（因承包制的局限性所引起的问题）、机会成本（是否有更佳的选择方案）、连环效应（它加大了还是减弱了其它环节的改革难度）、远期效果（它是否具有逼近体制改革目标模式的内在趋势）。赵紫阳同志在党的十三大报告中已勾画了新体制的基本轮廓，“新的经济运行机制，总体上来说应当是‘国家调节市场，市场引导企业’的机制。”承包制可能是风险较小的选择，但它没有足够的能量冲破旧体制的重重束缚，反而使旧体制因素在新形式下稳固化，因而承包制

难以成为适应新体制要求的国有企业改革目标模式。

首先，企业成为自主经营、自负盈亏的经济实体是新体制的内在要求，但承包制是以收入刺激为轴心来理清国家与企业在一定期限内的收益分配关系，并没有触及产权制度。因企业并不具有真正的法人资格，也就难以形成合理的企业行为机制。(1)承包企业无权处置企业资产，也就不可能真正对国有资产的损益负责，即产权边界是模糊的。软的财产约束必然伴随着软的预算约束，行政干预的不可避免又助长了企业讨价还价的倾向。如签订承包合同时，在承包基数上讨价还价，承包过程中在价格、信贷、税收、补贴等方面讨价还价，在承包合同时利益的最终兑现讨价还价。(2)承包制因绕开产权界定这一实质性问题，这就在处置承包企业用自有资金追加投资所形成的资产增量的归属时陷入两难困境。资产增量归属企业固然能激发企业的长期行为，但与承包制的宗旨相悖；如果资产增量归属国家，经营者只为所有者无偿增殖资产，则无疑会抑制企业自我积累动机，诱发企业的短期消费倾向。(3)承包制决定了企业只能以上缴税利后的经营收入承担清偿其经营债务的有限责任，无法以不归其所有的企业资产对其经营债务负最终的清偿责任。企业一旦亏损或破产，最终责任还是由作为所有者的国家承担。因此，承包企业实际上是只能负盈不能负亏。(4)企业收益预期受制于承包期的长短，这决定了承包企业的长期发展动机比较弱。

其次，新经济机制有效运行的客观前提是市场机制能自动协调微观决策，这就必须具备以下条件：一是企业成为市场主体，并受市场约束；二是充分竞争；三是市场信号清晰透明。承包制难以创造出以上三个条件。承包制固然在一定程度上把企业推向市场，但由于财产预算的软约束，企业又无权处置资产，企业利润的实现与其说取决于市场的约束，倒不如说主要取决于与有关部门的讨价还价。企业对市场与国家的双重依赖性决定了企业对市场的反应不仅不敏感，而且往往不合理，市场信号便会以歪曲的形式来反映市场供求状况，企业间的公平竞争因来自行政和不规范市场的双重限制而难以展开。由于具有盈亏自负非对称性的企业还没成为真正的市场主体，市场机制必然是残缺不全的，在这背景下强化利益刺激，可能反而会会引起企业行为的紊乱。

再次，形成合理的产业结构转换机制是建立新体制的重要条件。产业结构优化可通过资产存量调整和新增投资来实现，而承包制很可能会包死产业结构。(1)承包企业无权处置国有资产，从而不管市场发生什么变化，企业都不能转让和重组在寿命期内的固定资产。(2)承包企业也可运用留利及贷款从事投资，其投资方向选择一是受预期利润率的制约，二是受承包期限的约束，即追加投资能在承包期内增加企业与职工的收入。因为短线产品的固定价格一般较低，这使企业预期利润率下降；短线投资一般回收期长、风险大，这不符合企业的短期偏好；再加上企业只有较少的资金量和较薄弱的技术力量，很难突破进入壁垒，因此企业投资更多地进入价高利大收益快的长线部门，这就会强化重要投资品的供给约束。(3)承包制无法克服传统投资体制的弊端。资产收益及税收上交财政后，国家仍是最主要的投资决策主体，而资产存量和增量的产权边界又是模糊的，投资决策中的责任与利益就难以对称化，投资饥渴症便有了赖以滋生的条件，从而会加大产业结构的倾斜度。

最后，新经济运行机制要求国家主要运用经济手段对企业实施间接控制，而承包制并不能为宏观控制方式的转轨创造必要的微观基础。推行承包制后，政府仍身兼宏观调控者和资

产所有者双重身份。作为调控者，政府要实现总体社会目标；作为所有者，则要关心每一个企业的经营状况。当双重职能发生冲突时，政府往往通过加强对企业的行政干预来直接实现宏观调控目标，其代价是微观效率的损失。而且国家与企业通过一对一的谈判确定承包基数和收益分配比例，产权不规则。在一户一率的条件下，市场机制必然被扭曲，这就增加了国家通过市场中介对企业实施间接控制的难度，于是只能更多地采用直接控制方式。

二、产权制度创新：双层股份制模式

承包制的内在缺陷难以通过完善承包制本身获得圆满的解决。因为“承包制的症结不在于操作”^①，而在于它无法克服传统国有制“所有权虚置”的根本弊端。因此，深化企业改革的关键在于使产权明晰化。

在探索产权明晰化的思路时，人们的视线不约而同地转向股份制。股份制作为与社会化大生产相适应的企业组织形式，可以包容不同的所有制形式和经营方式。它通过协调和平衡所有者与经营者的利益关系，使具有法人资格的股份公司能占有与支配不归其最终所有的企业资产，为企业提供了筹集资金的新渠道，为投资者提供新的投资手段，并有助于完善市场机制，促使资源优化配置。我们可以作出这样的判断：股份制代表了我国产权制度创新的方向。

在我国推行股份制应避免以下几种选择。一是试图在维持现有产权制度和利益格局条件下推行股份制。这样，股权高度集中，股份企业仍难以摆脱作为最大股东的国家的经常性干预，从而很可能成为换汤不换药的选择。二是试图通过全面转让国有资产实行股份化。这固然能分散股权，但须以改变生产资料占有主体为代价。看来任意分化国有资产在理论上和实践中都缺乏客观依据。三是试图完全移植现代西方股份制模式，这是不足取的。西方股份制是高度发达的商品经济的自然产物，其经济主体是资本家私有制，明确个人财产关系是股份经济运行的基础。我国是在公有制和商品经济不发达的基础上培育股份经济，因而在西方看来行之有效的产权规则、股份经济运行机制在我国不一定有效。这就必须对它进行一番改造，使之适合我国国情。

现实留给我们的选择空间是只能在不改变生产资料公有制性质的基本前提下推行股份制。但股权分散化又是公司产权独立化乃至股份经济正常运行的前提条件。困难在于：如何协调国有资产所有权的一元化与股权必须分散化的矛盾，以及解决由这一矛盾派生出的一系列难题。我认为，推行双层股份制可能是一个比较好的选择。双层股份制模式既能确保社会主义公有制性质和国家利益的实现，又能明确产权边界，形成股份经济有效运行的一般规则，从而可以成为国有企业改革的目标模式。

双层股份制模式是由在空间上并存、在内容上既相关联又有差别的双层股票市场及四重权限分离环节所构成的新型产权制度。

第一层次，通过发行准股票的形式，分散国家股的股权。它作为推行双层股份制模式的

^① 杜海燕：《承包制：国有企业体制改革的初始选择》，《经济研究》1987年第10期。

首要步骤，其作用是在保持国家在法律上拥有资产所有权的条件下，通过引入准股票市场使国家股的股权分散化，为股份公司产权的独立化创造前提条件。它包括两个权限划分环节：

第一个环节，宏观调控权与资产所有权相分离。两者分离的必要性在于：（1）两者遵循的目标函数不同。政府作为调控者，以实现宏观经济目标为己任；作为所有者，则追求单位资产价值收益最大化。双重目标在同一时点上常常难以完全统一，这会使决策标准二重化，降低宏观决策效率。（2）两者作用的对象不同。作为调控者，它以宏观经济变量为调控对象，为企业创造平等竞争的环境；作为所有者，则以微观主体为管理对象，即它要分别关心每一个归其所有的企业的资产经营状况。（3）两者管理的方式不同。作为调控者，它只能通过市场中介间接贯彻社会偏好；作为所有者，则可直接对企业实施财产约束，直至直接经营企业。当双重职能合二为一时，政府就容易凭借所有者的身份，通过向国有企业直接分解指令性指标或进行行政干预等方式来实现宏观调控目标。其后果是既使产权边界模糊不清，企业缺乏活力，又使宏观调控目标因缺乏良好的市场环境而更难实现。因此，所有权与调控权相分离是产权明晰化的第一个关键性步骤。

政府双重职能分离后，全国人大立法机关行使经济立法权，规范经济行为。由国务院有关部门运用科学的方法制订切合实际的中长期经济计划，向企业预示经济的发展趋向，并将计划信息输入调控职能机构。财政部、中央银行集中掌握宏观调控权，通过统一的财政政策和货币政策把经济参数输入市场，然后由经过宏观调节的市场机制自动协调微观决策，把企业经营间接纳入与社会偏好相一致的轨道。另外，政府仍保留属于基础设施、非盈利性企业的所有权，并从事这方面的投资。税利分离是政府职能分离的必然结果，财政部以统一的税率征税，并形成经常性财政支出。因此，原则上政府不再是盈利性投资的主体。

资产所有权由国有资产管理局(以下简称资产局)代表国家依法拥有。国有资产由存量和新增流量构成。资产局首先必须重新评估国有资产存量的价值。在评估过程中，既要考虑固定资产的原值及折旧程度，又要考虑近年来企业的资金利润率及产品销售等技术经济状况，使资产评估值反映其当前的市场价值。国有资产经评估后按一定面额折成股票，国家凭借所有权获取股息。股息流归资产局，并形成增殖国有资产的投资基金。资产局的宗旨是保证国有资产价值的完整性和增殖性，追求资产收益最大化。

第二个环节，国有股票的收益权与操作权相分离。国有资产折股后，便获得了两方面的股权：一是收益权，即凭借投资入股的凭证获取股息；二是股票操作权，即通过在股东大会上“用手投票”和在股票市场上“用脚投票”对股份公司施加财产约束，实现资产收益最大化。如果股票收益权与操作权由资产局独家控制，股权必然高度集中，资产局便可通过垄断股票市场或直接选派董事长和董事支配公司的日常经营活动，最终会模糊产权边界，使股份公司徒有虚名。为了解决这一难题，可以设想资产局只保留股票的收益权，而把股票的操作权委托给分散化的国有股票控股公司，两者通过准股票市场分清责、权、利关系。

1. 经法律机关审核和国家财产部门批准，在全国各地成立相互独立的分散化和竞争性的控股公司。控股公司向资产局发行一定量与国有股票额相同的准股票，以获得股票操作权。准股票类似于优先权股票，它具有以下特征：（1）它是资产局投入股的凭证，表明资产局对这一票面价值的资产拥有法律上的所有权，准股息是所有权在经济上的实现形式。（2）资产

局不是用资金而是用国有股票购买准股票，资产局按照控股公司所承诺的准股息率按期获取股息，准股息率越高，获得的股息越多。(3)资产局在购买准股票的同时转让了国有股票的风险和操作权，即准股票只具有收益权，资产局不再能对股份公司施加直接的财产约束。(4)准股票只在资产局与控股公司之间单向流动，它不进入真正的股票市场，而且准股票具有一次成交性，即资产局一旦购买准股票就不再转让，只是按期取息，除非控股公司破产才凭借准股票向其索赔。因此，准股票价格始终与其面值一致，准股息率一经确定就不再变动。准股票的发行和购买便形成准股票市场，它只反映资产局与控股公司之间的经济关系。准股息率在准股票市场上的形成过程类似于竞争中标过程，控股公司根据对某一股份公司的国有股票价格及股息率变动趋向的预期，确定由其发行的准股票的股息率。如果准股息率定得太低，公司在获取股票操作权的竞争中会处于不利境地，如果定得太高，则可能在支付准股息后公司所得无几，甚至亏本。在控股公司之间的充分竞争中，会形成适度的准股息率。一般来说，准股息率的上限是由其对应的股票在股市上的最高股息率，下限是银行中长期贷款的平均利率。资产局比较各控股公司所承诺支付的准股息率的高低及它们的信誉和实力，有选择地用国有股票购买其一定量的准股票。成交之后，资产局还履行监督之职，如限制控股公司违法或侵蚀国有资产的行为，必要时(如破产)可强制收回其控股权，并要求它承担相应的资产损失责任，但它无权干预控股公司权限范围内的股票操作行为。

2. 控股公司是自主经营、自负盈亏的经济实体。它只要按照承诺的准股息率按期向资产局交纳股息，承担股票操作风险，便可象一个股东那样控制国家股的股权，包括重新组合股票结构，对股份公司施加财产约束。操作股票的风险收入是公司盈利的主要来源，在风险尽量小的前提下追求收益最大化是控股公司的经营动机。因上交准股息的量是一定的，如果控股公司控股行为合理，便有助于促进股份公司不断提高利润率。利润总量增加，则按照股票面额所分得的股息也会相应增加，这便可提高控股公司的风险收入。而股息增加便意味着股票价格上涨，由于以准股票表示的资产局对资产价值拥有量是与面额一致的，股票价格的上涨无疑会增加归属控股公司的虚拟资产。另外，风险收入扣除成本和税收后形成公司留利，留利转化为积累便能形成公司自有资产。以上结果都能增强公司清偿债务的能力，在获取控股权的竞争中居有利地位。反之，如果公司控股行为失当，引起股息率和股票价格下降，公司便会陷入困境，甚至破产。因此，在利益动机刺激下，控股公司会寻求最佳的控股方式。

3. 形成控股公司相互竞争格局后，投资决策主体也发生了转换。为了提高投资效益，资产局并不直接扮演投资者的角色，而是使获得的股息通过购买准股票来拥有资产增量法律上的所有权和收益权的方式，把投资决策权转让给控股公司，在这里资产局直接用资金购买准股票。因此，控股公司同时兼任了投资公司的角色。由于只有当投资收益率高于准股息率时才能增加公司收入，控股公司必然会仔细研究产业结构的变动趋势及市场行情，以投资效益为标准选择投资方向。

第二层次，国家股的股权分散化后推进到真正意义上的股份经济。其核心内容是，通过分散股权形成一个有效率的股票市场，促使股份公司产权独立化，并在财产和市场双重约束下确保股份公司经济行为的合理化。它也包括两个权限划分环节。

第一个环节，股权与物权相分离。以股票形式存在和运动的虚拟资产归股东所有，他拥

有股票处置权，承担股票资产的风险和获取股息。以实物形式存在和运动的企业资产则归股份公司占有和支配。两者通过股票市场明确责、权、利关系。

1 股权分散化是相对的，这不排除少数重要的大型企业因股权集中在几家有实力的控股公司手中而演化成基本不上市的股份公司，以达到对关键企业的有效控制。但大部分公司的股权是分散的，成为股票上市的股份公司。其原因在于：（1）为了促使公司产权独立化，防止控股公司对某一产业或某一类产品生产的垄断性控制以及对企业的过多干预，资产局在向控股公司出让某一行业和一般性国有企业的控股权时遵循着分散化的原则。（2）控股公司通过承担控股风险获得风险收入，因此它会根据产业结构变化趋势及市场行情，不断抛出或买进股票，使股票并不集中在同一产业或同一股份公司，以分散风险，这使股权进一步分散化。（3）在股票市场上出现了多样化的持股主体。除控股公司外，最主要的是机构持股者，如各类基金会、保险公司、民间融资机构、工商银行等。其资金来源，一是各种专项基金，二是某些专项性财政拨款，三是各种存款及缴纳的保险金，四是居民委托某机构进行股票投资的资金等。各类机构既可在股票市场上购买控股公司出让的股票，也可购买股份公司发行的股票，通过不断调整股票结构进行股票无风险投资。另外，股份公司之间可以相互持股，劳动者个人也可购买股票。多元化的持股主体必然有利于分散股权。

2. 股权分散化后，没有一家股东能实际控制或支配上市公司的资产营运，股份公司产权便独立化了。公司作为不依赖于其资产终极所有者而独立存在的法人，可以象一个所有者那样占有、支配和使用公司财产，享受资产权利，承担民事义务，与其他法人或自然人发生各种经济关系。公司以利润最大化为经营目的，其销售收入扣除固定和可变成本后，首先按统一的税率纳税，然后用净利润支付股息，余额构成公司未分配利润。净利润率提高便会引起股息率和股票价格上升，从而能吸引更多资金；反之，公司则会陷入困境，甚至破产。公司作为直接投资的决策主体，具有追求公司长期发展的内在动机。投资分为两类，一类是重置投资，其资金来源是折旧费及公司根据市场行情调整资产存量时出让固定资产获得的资金；另一类是净投资，其资金来源是：（1）在股市上发行股票集资，也可为了促使职工关心公司的长期发展，在公司内部发行一定量非上市股票；（2）发行公司债券；（3）向金融机构贷款；（4）公司未分配利润。发行债券和贷款都须在一定期限内还本付息，这会在短期内减少净利润。运用公司未分配利润投资会直接减少近期股息支付。但如果负债适量和投资规模适度，则有助于增强公司的实力和市场竞争力，引起股票价格上涨，这会增加股东的资产价值和远期股息收入，符合股东的根本利益。当然，如果投资规模过大，因股东近期收益下降过多而可能引起股市波动，影响公司声誉。产权独立后，公司能在短期和长期之间寻找最佳均衡点。

3. 公司产权独立后的财产约束机制。对少数股票上市率较低的股份公司来说，直接财产约束居于主导地位，即股东可通过操纵董事会直接支配或影响公司的重大决策。但由于股东追求资产收益最大化，这依赖于公司利润最大化目标的实现，因此只要公司决策不违背股东的根本利益，股东不会随便干预。对于股权分散化的公司来说，直接财产约束相对较弱，股东在股东大会上按股行使投票权，选举董事会，制定公司章程，决定公司长期发展目标。董事会展开独立工作后，则不受任何一个股东的支配。但因股票上市率很高，间接财产约束增

强了，即在股票市场上股东“用脚投票”对公司施加财产约束。如果股东对公司的现状不满意，则会抛售股票，引起股票价格下跌，使公司陷入困境；反之则抢购其股票，股票价格便上升。因此，公司要获得长期稳定的发展，其经营决策必须反映股东的利益。

第二个环节，在股份公司内部实行法人所有权与经营权相分离。董事会是公司产权的法人代表，它由股东代表大会推举产生，并向股东负责，独立控制公司产权。董事会成员的收入与公司资产的营运效率挂钩，并承担资产损益责任。董事会依据股东大会上制定的公司章程和长期发展规划确定公司的中期发展目标，掌握公司的重大决策，如处置资产，发行股票或债券，任免、监督、奖罚公司高级管理人员，考核公司实绩等。公司的日常经营决策权由董事会聘任的总经理行使，再由总经理招聘对其负责的中级管理人员。总经理向董事会负责，实现既定的公司目标，其收入与公司的净利润率直接挂钩。总经理在授权范围内的日常经营决策，董事会不得随便干预。

三、战略选择：由承包制向双层股份制模式过渡

双层股份制并不是与自由竞争式的早期商品经济相对称，而是适应有计划商品经济内在要求的新型社会主义产权制度。它同承包制相比，具有明显的优越性。

首先，双层股份制模式通过明确产权边界，克服了传统国有制“所有权虚置”的弊端，既能保障国有资产价值的完整性和增殖性及资产所有者收益的稳定增长，又能使具有独立产权的股份公司真正成为自主经营、自负盈亏的经济实体，在财产与预算硬约束条件下自动追求公司的长期发展。这样，承包制难以解决的一系列难题在这里便迎刃而解，如多头行政干预，资产存量调整刚性，具有双重依赖性的企业负盈不负亏及行为短期化，企业间难以兼并等等。

其次，实行双层股份制后，企业由双重依赖转化为对市场的单一依赖。在利润动机刺激下，企业间必然在市场上展开充分竞争，而一旦形成众多行为合理、灵敏度高的市场主体后，又有利于市场信号的明晰化和市场体系的完善化，这就会强化市场机制的调节功能。

再次，双层股份制同时创造出新的投资体制，形成合理的产业结构转换机制。投资决策权相对分散后，由于准股票市场和股票市场的双重约束，投资决策责任与利益呈对称性，多元化的投资主体具有合理的投资行为。股份公司因具有资产处置权，就能进行资产存量调整，以适应市场需求的变化。再加上国家的宏观调控和产业政策的诱导，能够实现产业结构合理化，促使供给结构与需求结构相适应。

最后，实行双层股份制后，形成了有利于宏观控制方式转轨的微观基础。又因调控权与所有权相分离，宏观调控可为企业的公平竞争创造必要的经济环境，并通过向市场输入体现社会偏好的经济参数，把企业经营活动间接纳入与宏观计划相一致的轨道。

双层股份制模式是变革旧产权制度的产物，它比推行承包制有更大的难度和风险性，但产权明晰化又是国有企业改革的必经之路。正视目前全国各地正掀起承包热这一现实，我们可以把承包制作为产权明晰化的起点，即在承包制中注入新的因素，使之成为新产权制度的雏型，并逐步过渡到双层股份制模式，以此减小产权制度改革过程中的风险及利益摩擦。

第一，在推行承包制过程中便可着手分离调控权与所有权。中央通过职能机构集中掌握宏观调控权，并逐步用间接控制取代直接控制。为了使调控措施规范化并覆盖全国，有必要把已下放到地方和部门的宏观调控权收归中央，以便促成全国性统一市场的形成，为企业创造公平竞争的环境。国家同时筹建国有资产管理机构，承包企业只向国有资产管理机构负责并履行与之签订的承包合同，不再与财政部门或地方行政机构发生契约关系，避免对企业的多头行政干预和使国有企业演化为事实上的部门所有制或地方所有制。

第二，企业家个人承包主要适用于小型或微利亏损的国有企业，由招标竞争产生的承包者与国有资产的分支管理机构签订承包合同。对于大中型国有企业则不宜实行个人承包，可行的办法是在企业中设置竞争产生的董事会，由董事会与国有资产管理机构签订企业长期发展合同，其中主要包括资产增殖和上缴收益的目标。董事会作为所有权的法人代表，拥有企业资产的占有、支配和使用权，决定企业发展的大政方针。董事会再以竞争招标方式直接向社会招聘经营者，即经营者与董事会建立承包关系，实现由董事会确定的企业中期发展目标，独立履行日常经营决策权。作为双层股份制中法人代表雏型的董事会能缓冲和排除行政部门的干预，使产权逐渐明晰化。

第三，实行双层股份制的必要前提是重新评估国有资产价值并折成股票，但目前普遍推行的企业承包制主要是以上缴利润为承包指标，没有理清企业实际占用的国有资产价值量，这就不利于向双层股份制过渡。可行的办法是用资产经营责任制取代企业承包制，因为资产经营责任制是以重新评估国有资产为前提，以此决定企业增殖资产及上缴利润的责任。尽管初次评估可能不十分准确，但经过逐步修正可以逼近资产的市场价值，一旦条件成熟便能折成股票，过渡到双层股份制模式。

第四，在推行承包制时便可使税利分流。财政部以统一的税率征税，承包企业的上缴利润则流归国有资产管理机构，形成增殖国有资产的投资基金。为了提高投资效益，资产部门并不直接从事投资，而是通过购买准股票的形式把投资决策权委托给竞争性和盈利性的国家投资公司，投资公司通过选择正确的投资方向和投资方式，使投资收益率高于准股息率，以增加公司收益。随着向双层股份制模式过渡，投资公司便逐渐演变为控股公司。

第五，在推行承包制的同时，便可有步骤地在资金市场相对发达的地区选择一批国有和集体企业试行股份制，尤其应鼓励以股份为媒介的企业间横向联合。有条件的承包企业经过审核也可发行一定数量的股票，以筹集社会闲置资金。投资公司通过投资入股方式向企业追加投资，可使承包企业含有股份经济成分。有关机构、企业和个人从事股票投资，可形成多元化的持股主体。通过以上措施，可逐步培育股票市场，为最终实行双层股份制模式积累经验和创造条件。

第六，创造推行双层股份制模式的外部经济条件。如推进政治体制改革，实行党政分离和政企分离；有步骤地开放生产资料市场和生产要素市场，理顺价格体系，为企业提供可靠的决策环境；完善宏观间接调控系统；尤其重要的是必须健全经济立法和司法制度，尽快制订出股份公司法、股票市场管理法等法规，发挥法律手段的调节作用。

1988年1月

(作者系中国人民大学经济学研究所博士研究生)