

中国走向市场经济中的 证 券 市 场

——中国证券市场发展国际研讨会文集

1993. 4. 12—14

中国(海南)改革发展研究院编

研讨会由(中国)海南改革发展研究基金会资助

目 录

积极推动中国证券市场的健康发展

——中国证券市场发展国际研讨会综述	(1)
-------------------------	-----

在中国证券市场发展国际研讨会上的讲话	〔联合国开发计划署〕贺尔康(3)
--------------------------	------------------

在中国证券市场发展国际研讨会上的致词	傅丰祥(6)
--------------------------	--------

中国证券市场的回顾和研究	中改院课题组(8)
--------------------	-----------

上海证券市场的回顾及发展对策	中改院课题组(34)
----------------------	------------

深圳股票市场的崛起与思考	中改院课题组(51)
--------------------	------------

武汉证券市场的发展及启示	武汉证券公司(79)
--------------------	------------

新兴证券市场的体制改革	〔世界银行〕罗伯特·帕迪(85)
-------------------	------------------

证券市场在经济增长中的作用:日本 50 年代和 60 年代的经验	
.....〔日本〕玉尾丰光 高桥琢磨(101)	

关于完善股票发行市场问题	方晓丘(113)
--------------------	----------

论股票发行模式的选择	武汉证券公司(117)
------------------	-------------

我国股票发行价格确定办法的探索	张亦春等(121)
-----------------------	-----------

关于法人股流通问题	肖灼基(125)
-----------------	----------

关于股票全额交易问题	迟福林(127)
------------------	----------

公有股进入交易市场的难点与对策	王国刚(129)
-----------------------	----------

加强对中介机构的管理,促进中国证券市场的健康发展	管金生(136)
--------------------------------	----------

设立武汉证交所的重要性和可行性分析	武汉证券公司(141)
-------------------------	-------------

国外证券投资的影响与新兴证券市场的国际化	〔世界银行〕鲁道夫·比基(144)
----------------------------	-------------------

关于完善和发展中国 B 股市场的基本构思	符史峰(149)
----------------------------	----------

股票市场的国际比较	中改院课题组(154)
-----------------	-------------

新加坡证券市场考察报告	中改院证券市场考察团(172)
-------------------	-----------------

马来西亚证券市场考察报告 中改院证券市场考察团(181)

附 录：

中国证券市场发展国际研讨会代表名录 (188)

新闻界对会议的部分报道 (192)

后 记 (207)

积极推动中国证券市场的健康发展

——中国证券市场发展国际研讨会综述

1993年4月12日至14日,中国(海南)改革发展研究院与联合国开发计划署共同举办了中国证券市场发展国际研讨会。

这次会议是我国规模较大、规格较高、涉及面较广的一次证券市场国际研讨会。研讨的重点是:中国证券市场现状、证券市场与经济体制改革、证券发行市场、证券交易市场、政府的作用和证券市场的对外开放。具体内容涉及中国股市与经济发展,证券发行市场的结构、股票发行方式和发行价格的确定,共同基金,交易市场的层次与布局,柜台交易,监管系统,反内幕交易,证券公司和中介机构的发展与健全,公股的流通,证券市场的法规建设,中国股市与国际股市接轨等问题。应邀担任研究院中国证券市场回顾与研究课题组组长的中国证券业培训中心主任许美征女士,代表课题组向会议提交了中国证券市场回顾与研究报告,并作了主旨发言。

会议的内容、观点主要集中在以下几个方面:

一、证券市场与经济体制改革的关系问题。大家的一致看法是,这两者是密切相关的。证券市场的发展会推动经济体制改革的深化,而经济体制改革的深化又会有利于证券市场的发展。要完善社会主义市场经济体系,只有商品市场,没有资本市场是不行的。同时,证券市场和股份制企业的发展对企业体制改革也是一个很大的推动。证券市场的发展也需要经济体制改革来配合。譬如,人民币可兑换的问题解决了,就会为证券市场的发展提供更为有利的条件。所以一方面要利用经济体制改革提供的条件,积极地发展证券市场,同时也要通过发展证券市场来推动经济体制改革的发展。

二、股票发行市场问题。对此,到会的专家学者和证券商在会上交流了自己的看法、经验。许多专家认为,中国的股票发行,可以借鉴马来西亚、泰国、新加坡等国采取预付款的办法,即申请购买股票的人先把钱存在银行里冻结起来,一旦中签了,就由银行把这部分钱寄给发行公司。这种把抽签与预付款结合起来的办法,既有利于限制一些没有钱的人也来要申请表,造成转卖、炒卖申请表,又可杜绝采取发售申请表可能导致的各种舞弊行为,而且克服了平均配售或按比例配售的平均主义思想,可以充分吸纳富裕人士的资金投资。一些专家和证券商还提出了无限量公开发售认购抽签表、招标投标、发行可转换为认购权证的抽签卡、预交保证金和加速企业股份制改造、增加上市公司的数量等建议。

三、股票交易市场问题。会上,比较多的发言者都谈到,根据我国幅员广阔、经济发展不平衡、交通通讯条件差的特点,还需要建立多层次的股票交易组织,比如说有全国

性的证券交易所,地区性的证券交易所,还有场外交易等。对场外交易,与会者有不同看法。有的认为场外交易搞不好容易出问题。但也有人认为,如果象美国采用电子计算机联网进行场外交易的方式而不是采用原始的柜台交易,这也是可行的。

在谈到证券交易的监督和管理时,大家一致认为,要健康地发展股票市场,很重要的一点就是要制订法规,依法进行监督和管理。此外,有了法,还要严格执法。只有这样,反欺诈、反内幕交易,才能有力有效。

四、公股流通问题。公股不流通不行,这是与会者的一致看法。很多发言者分析说,现在不让公有股流通,主要是担心公股流失,公股的比例降低。但是,用凝固不变的办法,既不能保留公股的价值,也不能增值和保持其原有的比例。只有流通,才能使公股保值增值。同时,公股不流通,大量的国有资产的存量就不能经过市场运行重新组合,达到优化结构的目的,而且证券市场的发展是很不全面的。公股流通后,怎样保持国家控股?一些专家提出,可以采取两头的办法解决:一头是国家对某一类企业可确定适当控股比例,如 25%、30%或者更大些;另一头,是股权的分散化,比如说非公有股的比例不能超过百分之几。这样就保证了国家对企业的控制。还有一些专家建议,成立一些控股公司作为国有股的主体掌握国有股;让公有股分期分批上市,避免产生股市震荡等等。

五、政府的作用问题。与会者总的看法是,政府对证券市场要发挥作用,不能不管,但是不能直接干预市场。政府很重要的工作是制订法规,依法管理,即通过制订法、执行法保证证券市场公正有效地运转,而不去干涉市场运转中的具体问题,如股票价格、如何发行等问题。

六、证券市场的对外开放问题。多数发言者认为,要抓住国外有很多资金的时机,开放证券市场,吸引外国资金进来。过去,吸引外资主要采取外资直接投资的办法,但国外很多资金不一定用于在中国直接办厂经商。通过海外基金,发行 B 股等办法能更加灵活地吸引国外资金。会上,大家还对目前在境内发行 B 股的效果、如何与公开到境外证券市场上市相协调、境外投资者如何分步骤地进入中国证券市场等问题发表了各自的看法。

在中国证券市场发展国际研讨会上的讲话

A. N. 贺尔康

能参加这个研讨会我十分高兴。这个研讨会讨论的问题对中国企业改革的成功，对社会主义市场经济的发展及其功能的正确运用都具有极为重要的意义。

1981年，从中国重新开始发行国库券并确立证券发行市场到现在，12年时间已经过去了。作为公债第二市场的证券交易所直到1988年才建立起来。至于股票，从1984年至今，中国只是在有限的范围对股份制进行试验。据估算，到目前为止，只有大约4000家企业引入了股份制。中国举办上海和深圳两个股票市场的经验更为有限——只有大约两年的时间。所以，中国在证券交易、股份制、证券业的管理与调控等方面的经验都是很有限的。考虑到这个原因，考虑到中国正在出现的资本市场在继续改革和持续快速发展经济过程中将要发挥的极端重要的作用，这个国际研讨会开得非常及时，非常重要，它将有助于中国建立充满活力、结构合理的社会主义市场经济。

与依赖银行透支和银行贷款的传统方法相比，债券和股票市场有许多重要的优越性。下面仅举数例：

——地方私人存款能够重新导向生产性投资，同时缓和通货膨胀的压力。

——容易筹集国外存款，甚至在国外投资者不能或不愿承担实际管理责任的时候也是如此。

——通过发行债券和股票，企业就被推向市场。在市场的密切监督下，它们就会改善经营，进行技术更新，提高效率和利润。

——通过股份制，一切可用来投资的资金都可导向效率较高、市场和盈利看好的企业，从而实现资本使用的合理与优化。

中国国营企业改革的核心是企业经营与集权式行政管理的分离。解决这一问题的关键在于所有制形式以及管理职责和产权的明晰化，让企业管理人员放开手脚，承担起有效经营企业（包括盈亏在内）的全部责任。证券市场 and 股份制能够帮助明确所有制、产权和管理职责方面的问题，有助于企业经营机制的转换。

中国正在致力于发展全国性的证券业，并为其建立了一个法律框架，以处理证券发行与交易、各种不同形式企业组织（特别是股份制实体）的创立与管理、全国性股票交易所的创立与运作以及银行业、财会结算和审计在证券市场有序发展中的重要地位等问题。

为了抛砖引玉,与大家共同讨论在具有公众信任的环境中怎样继续发展中国的证券业和资本市场,怎样使它们顺利发挥其功能,我想谈谈下面几点看法:

1. 中国的证券业应该具有操作简便、透明度高的特点。证券市场的投资者应该有权了解与证券市场相关的法规,应该能够在理解的基础上遵循从事证券交易的程序。不必要的复杂性和不可预测性会有害于人们对证券市场的信心,诱导过高投资回报的期待,导致资本交易成本过高,资本利用率太低,从而不利于鼓励投资,也不利于加快经济发展。

2. 中国的证券业和资本市场应该尽可能用全国统一的法规来管理。最近一段时间,地方性证券法规大有泛滥之势,大有造成不必要复杂性和地区间不一致性的危险。这会损害资本市场的效率,使潜在的投资者放弃参与投资的打算。中国应该稳步地朝着全国统一的证券市场的方向发展。

3. 中国的证券市场应该具有充分的周转率,使投资者能够简便而迅速地卖掉手中的投资证券。缺乏退出证券市场灵活性的投资者会期待很高的投资回报,从而升高资本成本,降低资本市场的效率和作用。在中国,在注意满足抑制短期行为法规需要的同时,致力建立全国性而不是区域性或地区性的证券市场就会提高市场周转率。

4. 中国的证券市场应该包括高效信息网络,通过广为接受的公告方式随时提供可靠的、关于发行证券企业的最新信息。恰当的公告方式有助于提高投资者的信心,加强市场的稳定,减少无耻的“内部交易”的机会。缺乏关于在证券市场上市企业的透明度也会使投资者期待过高的资本回报,降低资本市场的效率和作用。

5. 中国证券市场的全国性调控体系应该通过杜绝亏损企业进入证券市场,以继续保护相对缺乏经验的投资者。但是,为了避免判断错误,为了扫除合格企业进入的障碍,为了杜绝腐败行为,为了杜绝亏损企业上市,应该具有客观的、易于理解的书面标准。由经验丰富的专业人员管理国内综合性合股基金,也有助于保护有愿望参与证券市场、但信息相对不灵的小额投资者。

中国政府最近刚刚制定了新的法规,这些法规涉及股票发行管理、二级市场的作用、公开上市企业的情况、股票交易中心的管理、收购和销售股票的国家股市公司的管理以及怎样杜绝滥用职权进行内部交易。其它有助于证券市场顺利发挥作用的法规也正在制定中。希望在未来的几天中听到更多关于这些法规的介绍。

我情不自禁地要为海南省政府的创新精神大唱赞歌,他们利用股份方式融资,帮助海南省航空公司购买了4架价值1.2亿美元的喷气式飞机,还大大提高了中国人民建设银行海南省分行的投资资本总额,使其能为海南全岛的房地产开发重点工程融资。我相信,这种为事关未来发展的基础设施建设融资的股份方式将会被越来越多的省市所采用。

参加这个研讨会的代表中有许多在证券市场运作方面经验丰富、学识渊博的海内外专家。我们期待着大家就加快建设具有中国特色的证券市场的途径展开热烈的讨论。

(殷仲义 译)

在中国证券市场发展国际研讨会上的致词

傅丰祥

我记得在 1991 年 12 月,也是在这个会场,我们举行了一个中国金融体制改革国际研讨会。在这个会议上,“中国的证券市场”也是其中的议题之一。经过一年多的时间,中国的改革,特别是中国的证券市场得到了新的发展。这可以从数字上看起来,我们在上海、深圳两个交易所,1991 年上市的企业只有十几个,到现在已经有 60 个企业挂牌上市。在 1991 年开始时,还没有国外的资金进入我国证券市场,到 91 年底 92 年初发展了人民币特种股票——B 股,现在已经有 20 个 B 股在交易所上市。这两个交易所的交易量也是十几倍二十几倍地增加。1991 年,两个交易所的交易量只有 51 亿元,到 1992 年增加到 900 亿元,今年第一季度,交易量已超过 1000 亿元。发展速度是非常快的。同时中国证券市场的国际化发展,也是很快的。除了我们已有 20 个 B 股,同时还有十几个境外的基金到中国来投资。我们现在正在组织中国的大型企业到境外去发行股票和上市。

当然,中国的证券市场还是一个年轻的、不成熟的市场,中国的股票市场建立不到三年的时间,还非常年轻。作为股票市场的基础,我们的股份公司,特别是公众公司的股份制改造还很不规范。股市波动比较大,股市的参与者短期投机的比较多,长期投资的比较少。根本的原因在哪里呢?就在于我们有关证券方面的法律和法规还不健全,在于证券监管的体系还没有建立和健全,在于缺乏高素质的人才。因此,在 1993 年,中国政府决定要加强和加快这方面的工作。现在我们已经建立中国证券市场的管理机构——国务院证券委员会和在其管理下的中国证券监督管理委员会,这就为我们建立中国证券业的监管体系打下了组织基础。这两个委员会的成立到现在还不到 5 个月的时间,但已做了大量工作,主要是制定有关证券方面的法规,特别是股票的发行和交易的法规,对交易所管理的法规,对股票经营机构管理的法规。这些法规很快就要公布。这些法规的制定和贯彻,将为中国证券业的发展起到非常重要的作用。中国政府已经决定在今年扩大公开发行业股票的试验。过去,只是在上海、深圳两个城市进行企业公开发行股票,今年将允许每一个省、自治区和计划单列市进行公开发行股票。所以我们说今年是我国证券市场发展的非常重要的一年,在这一年里,我们将要健全法规,将要健全一套证券监管的体系,将要加强人才的培训及社会大众投资方面知识的普及教育。通过这些工作,中国的证券市场将会走向规范、走向成熟。

今天,我们在这里举行高层次的、规模相当大的国际研讨会,目的也是为了汲取国际上这方面的经验,使中国证券市场的发展更好地借鉴国外和许多地区的好的经验。这就是我们这次会议的一个宗旨。我还要特别指出,这次会议得到了国务院证券委员会、中国人民银行、中国银行、中国交通银行和海南省政府、海南省证券委等单位的支持,并得到联合国开发计划署的支持和帮助,在此表示衷心的感谢。同时我还要对本次会议的主办者,中国(海南)改革发展研究院表示衷心的感谢。预祝大会圆满成功。

中国证券市场的回顾和研究

中国(海南)改革发展研究院中国证券市场回顾与研究课题组

一、我国证券市场的现状

从1981年到现在经过10年多的发展,特别是这两年的高速发展,我国的证券市场已经发展壮大起来,并呈现出繁荣兴旺的良好势头。

1. 市场规模不断扩大。从1981年到1992年我国各类有价证券累计发行3817亿元,其中国库券1084亿元,财政债券397亿元,特种国债和保值公债200亿元,国家投资债券(包括国家建设债券、国家重点建设债券、基本建设债券等)407亿元,企业债券960亿元,金融债券610亿元,股票159亿元。1992年证券发行额则达到1280亿元,其中国库券410亿元,国家投资债券127亿元,企业债券379亿元,金融债券255亿元,股票109亿元。1992年的发行额比1981年的48.7亿元增长了25倍,比1991年的624亿元增长了1倍。在证券发行市场上,政府债券是主体,占到32.03%,如果再加上由财政担保的国家投资债券则占到41.95%。

证券流通市场去年也空前活跃,集中交易市场的交易总额为1044.1亿元,其中债券(主要是国债)交易额为351.27亿元,北京STAQ系统、上交所、武汉证券交易中心分别占38.25%、32.74%和2.01%。股票交易额为692.83亿元,比去年的51.55亿元增长了12.4倍,其中深圳证券交易所为440.05亿元,上海证券交易所为248.57亿元,北京STAQ系统为4.21亿元。

去年年底上海证券交易所有29只A股、9只B股、1只股权证、4种债券上市交易,股票市价总值为558.4亿元,综合股价指数为780.39点。深圳证券交易所有23只A股、9只B股、1只股权证上市交易,股票市价总值为482.88亿元,综合股价指数为241.2点。北京STAQ系统有3只法人股、4种债券上市交易,股票市价总值为4.5亿元。

2. 交易市场体系初步形成。我国证券交易市场初步形成集中交易和分散交易相结合的格局。集中的交易市场包括“两所”、“一网”、“三中心”,“两所”即上海证券交易所、深圳证券交易所,“一网”即全国证券交易自动报价系统,“三中心”即天津证券交易中心、武汉证券交易中心和沈阳证券交易中心。在“两所”上市交易的主要是上市公司的个人股,北京STAQ系统同时进行国库券交易和法人股流通试点,“三中心”则主要是进行国库券和投资基金债券的交易。分散的交易市场是散布在全国各地的3000个

证券营业网点,包括证券公司、信托投资公司证券业务部的网点及银行、信用社的证券代办网点,进行债券的柜台交易。

3. 证券管理体系初步形成。去年10月,国务院证券委员会(简称证券委)和中国证券监督管理委员会(简称证监会)宣告成立。证券委是国家对全国证券市场进行统一宏观管理的主管机构,证监会是证券委的监管执行机构,由有证券专业知识和实践经验的专家组成。同时国务院有关部门和地方政府也具有一定的证券管理职权。国家计委负责证券计划的编制和综合平衡;财政负责国债有关事宜,并归口管理注册会计师和会计事务所;人民银行负责证券经营机构的审批和管理;地方政府归口管理证券交易所。证券行业自律性组织主要有中国证券业协会和中国国债协会。

4. 证券经营和中介机构迅速发展。随着证券业务量的不断扩大,可以经营证券业务的金融机构和为证券业服务的中介机构也不断增加。1992年底,可以经营证券业务的金融机构,证券公司有85家,信托投资公司386家,银行和信用社的代办网点2000多个。证券中介机构有500多家,主要是会计事务所、审计事务所、律师事务所、资产评估事务所、信用评级公司或事务所、证券投资咨询公司等。上海、深圳证券交易所的会员也不断增加。去年年底,上海证券交易所有会员171家,深圳证券交易所有会员151家。

二、证券市场的发展阶段

从全国范围来看,证券市场的发展经历了以下几个阶段:

1. 证券市场的起步阶段,即1981年至1988年。这一阶段的特点是国债市场的出现,少数企业开始向市场融资

建国初期,我国曾发行过政府债券,1958年以后就停止发行,政府的收入来自于税收和国营企业的上缴利润。1979年开始的经济体制改革,使国民收入的分配格局发生了变化,社会资金的分配趋向分散化,由政府集中的资金相对减少。为了适应变化了的形势,政府于1981年开始发行政府债券筹集资金,主要用于经济建设。

1981年至1988年政府发行的债券是期限较长的国库券,1985年以前发行国库券期限为10年,1985年以后发行的期限为5年。发行对象是国营和集体企业、企业主管部门和地方政府、事业单位、城乡个人以及个体工商户和私营企业等。1985年以前发行的国库券,单位和个人持有国库券的利率分别为4%和8%,1985年、1986年,两种利率分别提高为5%、9%和6%、10%。

政府债券的发行主要采取派购的方式,即由财政部确定债券的发行数额后,由各级财政部门根据各单位预算外资金或集体企业税后留利的一定比例分配任务,然后由各级银行及其所属的营业机构代为办理收、交款手续。对个人的派购任务也由各级财

政部门根据城乡个人收入的一定比例分配认购任务,然后由认购人所属单位及其开户银行代为办理收、交款手续。

所以。这个时期政府债券市场是很不完善的,存在着很强的计划经济的烙印。首先,政府债券的发行采取行政摊派的方式;其次,发行的政府债券不允许转让、流通;第三,向企业发行和向个人发行的国库券利率不统一,企业持有的国库券利率很低,比同期银行存款利率要低个百分点,这样低的利率是不可能使企业自愿购买的。因此,这个时期的政府债券市场只能说是一个起步,市场运行很不规范,带有很深的计划经济的烙印。

在这一阶段,一些企业也开始发行债券筹资,有的是面向社会发行债券,但多数是向本企业的职工筹集资金,特别是一些乡镇企业往往采取“以资代劳”的方式,即某人向企业投资若干,就可以获得进厂工作的就业机会。1989年,电力、冶金等重点企业还发行了重点企业债券,发行对象是企业,发行者往往以自己的产品作为债息偿付给债券的持有者。这种以劳动就业换取资金,或以统配产品换取资金的做法,反映了债券的非市场性,反映了债券市场尚处在起步阶段。

与此同时,在一些改革先行的地区,出现了企业发行股票筹集资金,但数量很少,如深圳宝安联合投资公司、上海的飞乐音响公司和延中实业公司,北京的天桥股份有限公司等。特别是1986年开始,一些国营企业也开始股份制改革,公开向社会发行股票,如上海的真空电子器件有限公司、飞乐股份有限公司、沈阳的金杯汽车有限公司、深圳的发展银行等。除了这些少数企业之外,这期间发行的股票多数是在企业内部或行业系统内发行,而且发行的股票不规范,有的既是股票,又象债券。

值得提出的是在这一阶段,沈阳、上海等地进行了企业债券和股票转让的试验。1986年8月,沈阳市依托投资公司试办了企业债券转让、抵押、签证业务。同年9月,中国工商银行上海信托投资公司静安业务部开办了代理股票买卖业务。这些都为证券二级市场的开放提供了宝贵的经验。

总之,1981年中国的证券市场起步了,国库券的发行,企业债券、金融债券、股票都出现了,而且开始了二级市场的试验。但是,这个时期,证券的发行不仅数量少,而且很不规范。因此,这个阶段可称之为证券市场的起步阶段。

2. 国库券二级市场出现,证券市场进入发展阶段。1988年至1990年,以国库券二级市场的开放为契机,大大推进了证券市场的发展

自1981年恢复发行政府债券以来,至1988年,国库券的发行量已达到455亿元,但是,由于国库券发行采用派购的方式,而且不许转让,致使国库券的信誉不高,在黑市转让的国库券其价格大大低于面值。为了提高国库券的信誉,完善政府债券市场,在上海、沈阳试办证券转让取得经验的基础上,1988年4月,经国务院批准,首先在沈

阳、上海、重庆、武汉、广州、哈尔滨和深圳进行国库券转让市场的试点。同年6月转让市场扩大到28个省市的54个大中城市,1988年底国库券的转让业务基本上在全国铺开,100多个城市办理了此项业务。最初只允许1985年和1986年发行的国库券进入流通,以后扩大至各年发行的国库券均可以进入流通市场,但企业和单位持有的国库券至今尚未进入流通市场。国库券二级市场开放后发展很快,1988年国库券交易额为23.8亿元,1989年因政治原因交易量的增长受到影响,1990年交易额达115亿元,1991年达414亿元。

国库券流通市场的开通大大提高了国库券的信誉,如在上海交易的1985年百元面值的国库券价格是142.13元,收益率为12.1%,1986年百元券价格为125.15元,收益率为17%,但是在流通市场未开放前,国库券的黑市价往往只有面值的70%。

国库券二级市场的开放不仅推动了政府债券发行市场发展,而且促进了整个证券市场的发展。国库券的流通,国库券收益率的提高,改变了人们的观点,即认购国库券是一项支持国家建设的政治任务,而今认识到购买国库券、购买其他证券都是获得收益的投资活动,于是,过去用行政摊派的国库券的发行方法被人们的自愿购买所代替。从1988年以后,不仅国库券发行数量增加,而且增加了政府债券的品种,如国家重点建设债券、财政债券、保值公债、特种国债等。1989年、1990年,政府债券发行额分别达到201.84亿元和234.16亿元。

这一时期,企业债券市场也有了发展。1987年以前相比,这时发行的债券是以向社会公开发行为主,而1987年以前债券的发行是以企业内部集资为主。其次,发行的债券比较规范,1987年3月国务院发布了《企业债券发行条例》,引导企业债券发行市场趋于规范。再次,债券发行者不只是小企业、乡镇企业,国营企业、经济效益好的集体企业,以及中外合资企业都进入债券市场,发行债券筹集资金。如1990年经人民银行总行批准发行企业债券的大中型企业有100家,共发债券30亿元。当年上海市发行的各种企业债券达14.46亿元,这些企业包括金山石化总厂、上海氯碱总厂和上海石化厂等大型国营厂。其他城市的一些大厂也进入债券市场筹集资金,如武汉钢铁公司、邯郸钢铁公司、金杯汽车有限公司等。这些情况说明国营大中型企业开始转向金融市场筹资,而不是完全依靠财政拨款和国家银行贷款。

这个时期的股票市场,特别是股票交易市场有了较快的发展,这主要在上海、深圳两市,因为国务院规定,只允许上海、深圳两地进行股票上市转让、交易的试验。上海自1984年首次公开发行股票,并在1986年试验了2家企业的股票转让后,至1990年已有7家股份公司的股票上市交易,在2.4亿多元的股本总额中,个人股金0.66亿元,上市交易的主要是个人股。1990年上海证券交易所成立前所有股票成交量不足1亿

元。

深圳发行股票迟于上海,但其股市发展迅速。1987年深圳发展银行首次公开发行,经过2年的派息分红,丰厚的收益引起深圳市民投资股票的需求,上市股份制企业增加到5家,股票交易迅速增长,1988年交易额400万元,1989年增加到2300万元,1990年增加到17.6亿元。

当时深圳、上海的证券交易均为柜台交易、场外进行。当股票需求猛增,而股票发行市场却处于停滞的状况,严重的供需矛盾引起股市价格上扬,为此上海、深圳均采用限价措施,结果黑市交易猖獗。

在这个时期,金融债券的发行也扩大了范围。1985年各专业银行发行了金融债券,1988年以后其他金融机构也开始发行金融债券。

3. 证券交易向统一集中方向发展。以1990年12月上海证券交易所成立为标志,我国的证券市场由场外交易进入场内交易,由分散交易进入集中交易

上海证券交易所开业初期,以债券交易为主,以后转为债券交易与股票交易并重,股票交易全部进交易所交易,债券交易2000元以上的都要在交易所交易。在交易所交易的各类债券、股票共31种,其中股票8种。1991年达39种,全年证券交易额91亿元,其中债券75亿元,股票交易额16亿元。

上海证交所的成立不仅使交易进入场内,而且交易手段实行了电脑化无票交易,一举走完了西方股市近百年、亚太地区数十年的技术发展过程,使电脑配对成交和过户同时完成。这不仅大大提高了效率,而且从根本上杜绝了黑市交易,使交易所成立前的交易秩序混乱、黑市交易猖獗的问题得到了彻底的解决。

继上海证交所之后,深圳证交所经过1990年的筹备和试运转,于1991年7月正式营业。1991年共有6种股票上市交易,全年交易总额为35.55亿元。深圳交易所的交易手段和交易程序与上海证券交易所相同。

在上海证券交易所开业不久,另一个场外集中交易市场——全国证券交易自动报价系统于1990年12月5日在北京开通运行。它是依托电脑网络进行证券交易的场外集中交易市场,把分散在全国各地的证券机构通过电脑网络联结起来,通过计算机终端进行集中的证券交易。1991年有6种债券在这个系统内交易,当年成交额16.37亿元。

两个证券交易所和证券交易自动报价系统共同组成了证券集中交易市场的主体。证券交易所的成立和证券交易自动报价系统的开通使我国的证券市场发展进入了一个新的历史阶段,为建立一个公平、公正和高效率的证券市场创造了条件,从而推动我国的证券市场向规范化的、统一的市场迈进。

在这个时期,证券发行市场也进行着改革并得到发展。在发行市场上的一项重大

改革是对部分国库券的发行采用承购包销的方式,即由 58 家证券公司和依托投资公司组成承销团,向财政部承购国库券,然后由他们向购买者推销,承销额 25 亿元,占当年国库券发行额 14.7%。一些地方财政部门也部分试行了国库券承购包销的方式。这项改革使债券的发行趋向市场化。

在股票发行市场上,除了增加新股票发行外,一项重要的改革是发行人民币特种股票,开拓了运用股票市场吸引外资的新渠道。1991 年上海真空电子器件股份有限公司发行了面值 1 亿元的人民币特种股票,并且采取溢价发行,实收股本 7000 万美元。深圳南方玻璃股份有限公司溢价发行了面值为 1600 万元的人民币特种股票,收实股本 8480 万港币。

4. 加快发展阶段。1992 年初,小平同志南巡发表了重要讲话,要求加快改革开放的步伐,肯定了股份制和证券市场改革的方向。小平同志的讲话强有力地推动了改革开放的进程,证券市场在和整个经济体制改革的相互作用中进入了加快发展阶段

企业体制改革加快,把企业推向市场,转变经营机制,企业股份制改革加快,并且按照国家体改委公布的股份有限公司的规定进行组建和改组,使股份制企业进入规范化的发展阶段。与此同时,国务院又批转了国家体改委关于股份和股票市场扩大试验的报告,公开发行股票试点由上海、深圳两市扩大到广东、福建、海南 3 个省,这一系列的改革措施为扩大股票的发行市场提供了坚实的基础。这一年,上海公开发行股票 4 批共 53 家,深圳公开发行股票的公司有 10 家。

在改革的推动下,国债市场、企业债券市场都得到较快的发展。从发行市场看,1992 年全国范围内各类有价证券的发行总量为 1280 亿元(不包括内部发行的股票),其中国债 410 亿元,投资债 127 亿元,企业债 379 亿元,金融债 255 亿元,股票 109 亿元,其中有人民币特种股票 12 亿多元。同时一些新的金融商品开始出现,如沈阳、大连、重庆、厦门先后发行了多种基金和受益投资债券;深圳宝安公司发行了中期认股权证和可转换债券,淄博乡镇企业投资基金和深圳天骥基金都经批准而顺利发行。

国库券发行市场继续推行承购包销的改革,并首次进行无券发行。全国 73 家金融机构组成 1992 年国库券无券发行承销团,承销了 5 年期国库券 36.45 亿元,并按划缴券款的日期的先后竞争承销额,使承销券款的日期大大提前,并且降低了国家筹资成本。

在发行市场规模扩大的同时,证券流通市场也得到很大发展。1992 年全国证券集中交易市场的总金额达到 1044.1 亿元,其中债券(主要是国债)交易额为 351.27 亿元,股票交易额为 692.83 亿元。这一年,股票异地上市也有了发展,到深交所异地上市的公司有武汉商场、海南新能源、港澳、化纤和珠江实业等 5 家股份有限公司;在上海证交所的新增异地上市公司有沈阳金杯股份有限公司。