

新兴的市场

——中国证券市场的兴起与发展

高尚全 迟福林 主编



海南出版社

琼新登字 03 号

新兴的市场
——中国证券市场的兴起与发展
高尚全 迟福林 主编

海南出版社出版发行

海南建印刷厂印刷

开本:850×1168毫米 1/32 印张:7.3 字数:16万

1994年6月第1版第1次印刷

ISBN7-80617-018-9/F·2

定价:(精)20.00元(平)9.80元

走向市场经济的中国
丛书编委会：

高尚全
迟福林
陈克勤
孙秀平
朱华友

走向市场经济的中国丛书

序 言

中国,正在走向市场经济。

1992,邓小平南巡讲话,吹响中国向市场经济进军的号角,掀起中国新一轮改革开放的热潮。

党的十四大召开,确立了社会主义市场经济目标。这是十几年改革实践的伟大总结,这是历史性的突破和飞跃,这是一个新的里程碑,它昭示着中国从此进入一个新阶段,沿着改革开放的道路坚定走下去,勇敢探索,开拓创造。

市场经济目标,连接着中国与世界,连接着现在与未来。中国,正以她古老的智慧、全新的视野和宏伟的气魄,从历史的新起点上跨步、超越,在世界和未来的天地间,开创社会主义现代化建设的宏图大业!

前进的道路不可能是坦途,更何况中国走的是一条独辟的蹊径。改革,是中国的第二次革

命；社会主义市场经济，是本世纪人类最辉煌的实验。中国走向市场经济，必然是一个复杂而又艰难的历程，它需要我们不断地摸索，不断地探索，不断地总结经验，不断地突破创新。

变革的时代渴求变革的思想，改革的实践呼唤改革的理论。中国（海南）改革发展研究院，正是伴随着时代的梵音，在中国迈步走向市场经济的时候诞生。中国走向市场经济的改革伟业，给中改院的研究事业带来了莫大的机遇和挑战，也赋予了中改院光荣而又艰巨的历史使命。

为了促进改革开放事业的顺利发展，为中国走向市场经济倾心服务、贡献力量，中国（海南）改革发展研究院，从建院一开始，就抓住改革实践中的热点和难点问题，展开研究，大力探索。在建院不到两年时间里，成功地与联合国开发计划署、世界银行、国际劳工组织、国家体改委、海南省政府等共同举办了一系列大型国际研讨活动，开展了中国走向市场经济的理论与现实、中国金融体制改革、中国社会保障制度改革、中国股份制改革、中国证券市场发展、九十年代中国经济特区发展等重要课题的研讨，提

交了一些研究报告,这些都在国内外产生一定反响。

在中改院开展的一系列研讨、交流活动中,许多国内国外的著名专家、知名学者贡献出珍贵的学术理论、思想和观点,发表了许多独到的见解。为了把这些新思想、新观点奉献给广大读者,为了反映中国(海南)改革发展研究院开展研讨活动所产生的重要成果,我们组织编写了这套丛书。

这套丛书以“走向市场经济的中国”为主题,较为系统地研究和探讨了中国走向市场经济的重要课题,如中国走向市场经济的基本问题、金融体制改革、社会保障改革、国有企业改革、宏观调控改革、国有资产管理、农村经济改革、特区经济改革与发展等问题。丛书共十册,于近期分批推出。

这套丛书不同于一般的学术专著,更不是教科书,它是以我国改革开放的丰富实践为基础,研究和探讨实践中遇到的困难、矛盾和突出问题,寻求解决问题的突破口和操作方案,努力做到探索性与对策性相结合,前瞻性与可操作性相结合。

在中国走向市场经济的过程中,无疑会遇到许多新情况、新问题。因此,在这套丛书完成后,中国(海南)改革发展研究院还将继续推出系列丛书,不断地研究新情况,解决新问题,为中国的改革开放和现代化建设服务。

中国,正在向市场经济大举推进。

八十年代的市场取向改革,取得了全世界瞩目的巨大成就。而始于九十年代的、走向市场经济的跨世纪步伐,必将使古老东方的巨龙,傲然腾飞全球。

在中国走向市场经济的伟大征程中,中国(海南)改革发展研究院,将以赤诚的奉献,高昂的热情,开拓的精神,充分发挥它应有的作用,作出历史的贡献。

走向市场经济的中国丛书编委会

一九九三年九月

目 录

走向市场经济的中国丛书序言	1
第一章 中国证券市场的发展及面临的问题	1
一、中国证券市场发展过程、现状及面临的问题	1
二、上海证券市场的回顾及发展对策	23
三、深圳股市的发展与思考	38
第二章 证券发行市场	48
一、中国股票发行市场面临的问题	48
二、股票发行的模式比较	52
三、股票公开发行价格的确定	61
第三章 证券交易市场及其监管	80
一、我国证券交易市场层次和布局	80
二、中国证券交易市场的监管系统	90
三、证券交易市场的反欺诈交易	96
第四章 公股流通问题	107
一、公股进入市场的必要性与难点	107
二、公股上市流通的模式	117
三、公股上市流通的若干配套措施	121

第五章	政府在证券市场中的作用	126
	一、政府在培育证券市场中的职能	126
	二、政府在培育证券市场中的政策抉择 ...	129
	三、政府在市场监管方面的政策抉择	133
	四、证券市场的规范化和法制建设问题 ...	134
	五、充分发挥政府作用,完善中国证券 管理体制	139
	六、政府如何发挥作用的国际经验	146
第六章	证券市场的国际化	156
	一、证券市场的对外开放	156
	二、外国证券投资的影响与新兴证券市场 的国际化	162
	三、中国 B 股市场的发展与完善问题	168
	四、中国证券市场国际化的障碍与对策 ...	179
第七章	证券市场的国际比较	184
	一、股票市场发展演变的模式	184
	二、股票市场的国际比较	190
	三、各国股票市场问题分析	207
	四、世界证券市场发展趋势	213
后 记		222

第一章

中国证券市场的发展 及面临的问题

一、中国证券市场发展过程、现状及 面临的问题

(一)我国证券市场经历起步、发展、集中交易、 加快发展诸阶段

专家认为,我国证券市场的发展过程,大体可划分为四个阶段:

第一阶段是证券市场的起步阶段,即 1981 年至 1988 年。这期间,最早出现的是带有计划经济烙印的、很不规范的政府债券市场,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有企业的上缴利润。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。发行对象是国有和集体企业、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年和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。

专家们认为，这个时期政府债券市场是很不完善的，市场运行不规范，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比同期银行存款利率要低，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。

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、冶金等行业

的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，一些国有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的转让、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。

第二阶段是证券市场的发展阶段，即1988年至1990年。这期间以国库券二级市场的开发为契机，大大推进了证券市场的发展。

专家认为，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。在这一时

期,企业债券市场也有了发展。与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,国有企业、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年经中国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等大型国有企业,其他城市的一些大企业也进入债券市场筹资,如武汉钢铁公司、邯郸钢铁公司、金杯汽车有限公司等。这些情况说明国有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,主要在上海、深圳两市,因为国务院规定,在上海、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年试验了两家企业股票转让后,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。

深圳股票迟于上海,但发展迅速,1987年深圳发展银行首次公开发行,经过两年的派息分红,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五家,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年跃至17.6亿元。

当时深圳、上海的证券交易均为场外进行的柜台交易。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。

第三阶段是由场外分散交易进入场内集中交易阶段。此阶段以1990年12月上海证券交易所成立为标志，我国证券交易由分散交易向统一集中方向发展。

上海证券所开业初期，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。

上海证券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。

继上海证券所之后，深圳证券所经过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、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 家证券公司和信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,实收股本 8480 万港币。

第四阶段是证券市场的加快发展阶段。此阶段的标志是 1992 年初邓小平同志南巡讲话。邓小平同志充分肯定了股份制和证券市场改革的试验,强有力地推动了改革开放的进程,证券市场在整个经济体制改革的相互推进中进入了新的发展时期。

1992 年 3 月初,国家体改委、国务院经贸办在深圳召开了

“股份制试点经验总结会”。根据这次会议总结的经验，国务院发文肯定了股份制试点的积极意义。此后国家体改委与有关部门共同颁发了《股份有限公司规范意见》和其它十几个单项法规，对股份制改革试验向法制化、规范化方向发展起到了积极推动作用。

企业体制改革加快，把企业推向市场，转变经营机制，企业股份制改造加快，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，公开发行的股票试点由上海、深圳两市扩大到广东、福建、海南三省，全国实行股份制改革、公开发行股票和定向募集股份的企业累计已达 5000 多家，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。1992 年，上海公开发行股票四批共 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，投资债券 27 亿元，企业债券 379 亿元，金融债券 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 92 年国库券无券发行承销团，承销了五年期国库券 36.45 亿元，并按划缴券款的日期的先后竞争承销额，使承销券款的日上缴期大大提前，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。1992年股票异地上市也有了发展,到深交所的异地上市公司有武汉商场、海南新能源、港澳、化纤和珠江实业等五家股份有限公司,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。股票交易规模进一步扩大。

在市场规模扩大的同时,证券中介机构得到迅速发展,全国约有证券机构1000多家,比1991年增加了一倍。

为了加强对迅速发展的证券业的领导,1992年10月,国务院证券委员会和中国证券监督管理委员会成立,这是中国证券业管理走向规范化的历史性步骤。

(二)证券市场发展的规模不断扩大,交易市场和证券市场管理体系初步形成

专家们概括了我国证券市场的五大特点:

1. 证券市场规模不断扩大。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年证券发行额达到1280亿元。在证券发行市场上,政府债券是主体,占到近三分之一,如果再加上由财政担保的国家投资债券则超过40%。

证券流通市场在1992年也空前活跃,集中交易市场的交易