

中国(海南)改革发展研究院编

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

民主与建设出版社

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

中国(海南)改革发展研究院编

民主与建设出版社

图书在版编目(CIP)数据

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/中国(海南)改革发展研究院编. —北京:民主与建设出版社,1995.10

ISBN 7-80112-041-8

I. 中...

Ⅰ. 中

Ⅲ. 证券交易—金融市场—中国—国际会议:讨论会—文集

Ⅳ. F832.5

责任编辑:汪 云

封面设计:陈所华

民主与建设出版社出版发行

(地址:北京市东城区王府井大街22号 邮编:100006)

海南省琼海市印刷厂印刷

开本:850×1168 1/32 印张:8.7

1995年10月第1版 1995年10月第1次印刷

字数:222千字 印数:0001—1000 定价:12.00元

编辑委员会成员：

迟福林

孙秀平

夏汛鸽

朱华友

朱 丽

中国证券市场发展概况

目 录

中国证券市场发展概况

- 中国证券市场的回顾和研究…………… 中改院课题组(1)
- 上海证券市场的回顾及发展对策…………… 中改院课题组(39)
- 深圳股票市场的崛起与思考…………… 中改院课题组(65)
- 武汉证券市场的发展及启示…………… 武汉证券公司(106)

证券市场与经济体制改革

- 新兴证券市场的体制改革…………… [世界银行]罗伯特·帕迪(115)
- 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(138)

证券发行市场

- 关于完善股票发行市场问题…………… 方晓丘(154)
- 论股票发行模式的选择…………… 武汉证券公司(159)
- 我国股票发行价格确定办法的探索…………… 张亦春等(165)

证券交易市场

- 关于法人股流通问题…………… 肖灼基(171)
- 关于股票全额交易问题…………… 迟福林(174)
- 公有股进入交易市场的难点与对策…………… 王国刚(177)
- 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(187)

设立武汉证交所的重要性和可行性分析…… 武汉证券公司(193)

证券市场国际化

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(197)

关于完善和发展中国B股市场的基本构思 符史峰(205)

股票市场的国际比较..... 中改院课题组(213)

新加坡证券市场考察报告..... 中改院证券市场考察团(240)

马来西亚证券市场考察报告..... 中改院证券市场考察团(252)

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(262)

在中国证券市场发展国际研讨会上的致词..... 傅丰祥(266)

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..... (268)

附 录

中国证券市场发展国际研讨会代表名录..... (271)

后 记..... (277)

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多年的发展,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. 证券市场管理体系初步形成。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,公开发行的股票的试点由上海、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。

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 1 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。上海、深圳作为股票市场的试点城市,分析这两个市场的历史发展过程对指导我国证券市场的发展是有意义的。

上海股票市场

上海历史上曾经是金融中心,证券市场的发展有着良好的基础。上海证券市场同全国证券市场的发展一样,直到1981年国库券恢复发行,证券市场才慢慢发展起来。而股票市场是在1984年才起步。从那时开始,上海股票市场的发展经历了以下3个阶段:

第一阶段(1984年11月至1989年底),股票市场5年处于试验、起步阶段。1984年11月,上海飞乐音响公司首次公开发行股票,此后“延中”、“爱使”等公司相继公开发行股票,开始了上海股份制改革和股票市场的试验。1986年上海股票开始挂牌交易,并相继成立了万国、海通和申银三家证券机构,开设了11家代理点。进入柜台交易的股票只有延中和实业2只,交易价格为股票面额加上预测的股息和红利。1987年上市股票增加到4只,交易价格由买卖双方商定。

这一阶段股市较为清冷。上海工商银行信托投资公司以1987年11月2日为基日,编制了上海静安股价指数。该指数值在1988年1月升至115点之后急速下跌,1989年1月第二次升至117.60。此后,指数再度下跌,1989年4月降到100,11月更跌至83左右。

这一阶段股份指数的两次上升,都是由于2家股份公司分红引起的,但这一时期,股市处于冷落状态。造成这种状态的原因是多方面的。与深圳相比,上海在市场启动初期缺乏一个高分红率来吸引股民。在深圳,由于深圳发展银行及其他几家上市公司的高收益给股东带来了丰厚的红利,刺激了人们对股市的兴趣,而在上