

第 一 篇

总 论

1992 年上海股票市场综述

周 芝 石

上海自 1984 年以来,逐步建立社会主义金融市场,引进市场机制,在发展同业资金拆借、票据贴现、外汇调剂与证券交易四个市场方面作出努力,取得一定的成效。据统计,1992 年同业资金拆借交易总量高达 1 697 亿元,较上年增长 84.36%;票据贴现累计达 150 亿元,市人民银行接受再贴现的票据达 50 亿元;外汇调剂交易额达 35.5 亿美元,比上年增长 34.98%,居全国同业之首;证券交易成交量达 760 亿元,比上年增加 6 倍多。这 4 个市场的实绩,都有较大的突破,是经济、金融体制改革的产物,也是社会主义商品经济发展的客观要求。实践证明,只有建立社会主义市场经济体制,才能搞活金融,推动金融改革更快地深入发展,最大限度地用好社会资金,加速社会主义现代化建设的步伐。笔者将择上海股票市场作回顾分析,并对今后发展趋势提出设想与建议。

一、1992 年上海股票市场是市场经济最活跃,调控手段最有成效的一年

(一) 转换思想,统一认识,增强力度,加快步伐,使上海股票市场走上新台阶。

1992 年是贯彻落实邓小平同志南巡重要讲话和党的十四大精神的重要一年。邓小平同志南巡重要讲话中指出“计划和市场同属调控经济的一种手段,而不是区分社会制度的标志。计划经济不是社会主义仅有,资本主义也有;市场经济不是资本主义仅有,社会主义也有”。“改革开放胆子要大一些,敢于试验,看准了的,就大胆地试,大胆地闯。”“改革开放迈不开步子,不敢闯,说来说去就是怕资本主义的东西多了,走了资本主义道路。要害是姓‘资’还是姓‘社’的问题。判断的标准,应该主要看是否有利于发展社会主义的生产力,是否有利于增强社会主义国家的综合国力,是否有利于提高人民的生活水平。”这些重要讲话使我们开了窍,解除疙瘩,转换脑子,统一思想,深感到必须思想更解放一点,胆子更大一点,步子更快一点,抓住机遇,真抓实干,把上海股票市场搞上去。

学习党的十四大报告,知晓建立市场经济必须抓牢 4 个相互联系的重要环节,一是转换国有企业特别是大中型企业的经营机制,把企业推向市场,增强活力,提高素质,使企业真正成为自主经营、自负盈亏、自我约束、自我发展的法人实体和市场竞争的主体;二是加快市场体系的培育,积极培育包括债券、股票等有偿证券的金融市场,发展技术、劳务、信息、房地产市场,尽快形成全国统一开放的市场体系;三是深化分配制度和保障制度的改革;四是加快政府职能的转变。我深感到转换思想,提高认识必须要抓好三个方面:(1)把企业推向市场,面向社会,开辟多层次,多渠道,全方位的筹资、投资、融资的市场;(2)要化大力气培育市场体系,逐步探索、反复实践,不断完善成熟起来;(3)加强宏观经济调控功能,健全市场经济的法规建设,充分运用税收、利率、汇率等经济杠杆来实施间接调控,让企业增强自主经营、自负盈亏、自我约束和自我发展的能力。

(二) 促进了企业经营机制的转换,推动扩大股份制试点的进展。

回顾上海从1984年第一家股份制企业诞生到1991年底,历时7年多,全市仅有12家比较规范的股份制公司,其中7家公开面向社会发行股票,个人股仅6 000多万元面额,步子走得很缓慢。

1992年3月,中央有一位领导同志指出我们上海在股份制试点上进展缓慢,股票发行的单位都是小厂小店,零打散敲,有6个方面不如深圳,这是对我们上海有力批评与鞭策,促使急起直追,明确要按照建立全国证券中心的高起点考虑,努力扩大市场规模,全年就有53家大中型企业经批准转换为股份制企业,都属于大厂大店,如氯碱化工股份公司,轮胎橡胶集团股份公司,第二纺织机械股份公司,嘉丰棉纺织股份公司,中国纺织机械股份公司,上海第一百货股份公司,华联商厦股份公司……等等,股本总额达111.22亿元,其中公开发行个人股6.83亿元面额,企业法人股11.65亿元面额,溢价实收资金达85.62亿元。另外有九家企业发行人民币特种股票(简称B股)上市总额达8.05亿元面额,溢价实收资金达36.84亿元,折合外汇6.22亿美元进入发行企业帐户。

到1992年底,上市股票达38个(A股29个、B股9个),与1991年底相比,股票品种上增加30个。上市总额达到46.94亿元,增长16.98倍,股票市价总额558.4亿元,增长17.98倍,解决长期困扰股票数量少、盘子小、交易量难以扩展的情境,使1992年市场交易活跃,交投呈明显上升,全年股票交易量高达494亿元,比1991年增长29.64倍,股票交易占证券交易量的比重,从1991年17.7%,提高到1992年76.3%。

这一切标志着上海股票市场为搞活大中型企业,促进经营机制的转换,开辟市场渠道,为企业提供宽松的资金环境加快速度,加大力度,加紧步伐,取得一定的效果。

(三) 立足市场,加强管理,促进股市的发行和交易健康地发展。

为了配合新股的发行,解决上年发行股票中的难题——影响交通,危及社会治安问题,同时要充分体现公开、公平、公正性,让社会各界人士都能看到摇号抽签,同市工商银行一起在市府领导支持下推行“92上海股票认购证”的做法,事前无人知晓年度发行股票总量及认购证可由多少人购买,结果有207.7万张认购证出售,全年内组织了四次摇号抽签及新股认购交款活动,顺利地完成了股票发行任务,受到广大投资者的欢迎。

在股市交易上运用“三个结合”的方法即掌握发展与稳定相结合;走小步与不停步相结合;增强投资观念与风险意识相结合。充分发挥市场机制,在操作上采取一系列宏观调控措施,如上半年先后作了4次操作上的改进,先是在2月18日放开2只股票价格,投石问路,取得成效;4月13日有3只股票涨跌停幅度由1%提高到5%,取消3%流量控制,受到股民欢迎;5月5日对其余9只股票亦采取同样做法,直到5月21日将14只股票全部放开价格,实施一个多月来,上海证券交易所指数涨跌有序,交投活跃,市场繁荣,股民情绪稳定,显示出走小步,不停步取得成效,使上海股市进入一个新的发展阶段。

不可否认,放开股价有带来活力的一面,亦使股市发生大起大落的一面,自7月开始上海股价指数从最高1 400多点跌至394点,时间持续数月,总跌幅达72%,最高一天跌幅为13%,直到11月下旬开始强力反弹。在这段时间反复宣传要增强长期投资意识,减少短期投机行为,要始终保持“股市有风险,入市应谨慎”的态度,上海股市经受这次严峻考验,没有出现大的社会问题,同时为上海证券市场向规范和成熟方向更前进一大步。

扩大覆盖面,努力把上海证券交易所办成全国统一的证券市场做好准备。我们采取“请进来”,“走出去”办法吸引外地各省市证券经营机构经批准来沪作为上海证券交易所会员,

到1992年底,会员数量已达171个,比1991年增加142个,其中外地会员增加122个,本地会员增加20个,目前外地会员已占到全部会员数量的76.6%,遍布全国26个省、自治区、直辖市的证券经营机构。同时本市证券公司亦纷纷赴外地开设营业部,使上海开始出现证券商的“万商云集”,安营扎寨,为形成国内证券交易中心奠定基础。

(四) 开拓B股市场,健全清算规程,吸收海外证券商,推进市场的国际化、规范化。

一年内,先后组织9家公司发行B股及9家公司上市交易,上市总额8.05亿元人民币面额,全年累计交易额28.92亿元人民币。实践证明B股的发行与上市交易具有6个方面意义:(1)标志着中国经济体制改革的重大突破;(2)反映出中国扩大金融对外开放的又一创新;(3)把企业推向国际市场去接受检验,参与竞争;(4)给企业转换经营机制,加速技术改造,引进设备增强活力;(5)标志着上海证券市场开始迈入国际证券领域,让更多的海外投资者了解上海,投资上海;(6)创造了一种以股权投资形式吸引外资的好方法。

按照“上海市人民币特种股票管理办法”及其“实施细则”的规定邀请有关方面反复研讨建立二级清算制,其中一级清算明确由交通银行上海分行承担,二级清算明确由美国花旗银行上海分行负责,开立帐户,建立制度,健全清算操作程序,并不断吸收海外分销商及代理商,经过审核批准有22家国际金融机构担任分销商,52家担任代理商分布在英、美、法、瑞士、荷兰、日本、韩国、香港、台湾等国家与地区,这是上海金融界立足于扩大金融对外开放所取得的成效。

(五) 建立市证券管理机构,加强宏观管理,认真细致地领导好股票市场。

自从市府组建由市计委、市体改办、市国有资产管理局、市人民银行等单位参加的市证券管理委员会以来,上海证券市场由一个专门机构来进行统一宏观管理,促使指导协调和监督上海证券市场健康发展,对完成全年股票巨额发行,推进股份制企业的建立,切实调控上海股市,维护投资者的权益起了显著的作用。

(六) 改善市场运作条件,发展交易所硬件建设。

一年来,交易所投入巨大的财力,化大力气解决基础设施,新开辟第二交易大厅,扩大交易场地,席位达到564个,比1991年底的46个席位增长12倍。并二次更新电子计算机系统,以大容量、高效率的新系统替代原有计算机系统,使交易配对速度提高到每秒300笔,解决业务上升后的“瓶颈”牵制,畅通通讯线路,开通市内和异地专线电话,为外地交易的股民提供信息,活跃交投。同时交易所与市工商银行联系,推出磁卡帐户和资金交存银行自动结转的做法,取得一定效果。

年内曾一度发生证券网点不足导致“买卖难”,股民反映强烈,在市府领导下,选择文化广场临时设摊服务委托买卖,进场的会员最多时高达80多家,客户人数最多一天达4万人次,不仅缓解了“买卖难”的情况,而且也为证券网点的增设创造了条件。

二、要化大力气抓好当前股票市场上存在一些问题

由于股票市场发展迅猛,交易量激增,股民扩大,会员增多,营业网点增加,证券从业人员已达数千,而在内部管理上尚有不尽人意之处,离开法制化、规范化、国际化还有很多差距,表现在:一是体制上不够理顺,多头管理,政出多门现象尚属存在;二是职责不清,制度不够严密,证券涉及全社会信用规划,宏观上管理究竟由哪一个部门来管不够明确,财政、体改、银行、计委各管某一方面证券,那么全社会信用规划谁来管理,资金流向又由谁来反映及监管呢?三是法规上不健全,处理上较困难。全国性的法规尚未出台,原有的地方性规章制

度内容已起变化,这段空间地带如何处理,摆在面前问题不少;四是操作上不够科学,漏洞较多,如信用交易,帐户透支早就违反证券管理规定,违反证券机构交易处理手续,应令行禁止,但还有证券机构犯规冒险。

三、对上海股票市场发展的几点设想

党的十四大报告指出:“以上海浦东开发开放为龙头,进一步开放长江沿岸城市,尽快把上海建成国际经济、金融、贸易中心之一,带动长江三角洲和整个长江流域地区经济的新飞跃。”党中央的这一重大战略决策,确定了上海在我国改革开放和经济建设中的地位与作用,明确了90年代及今后更长一段时期上海的战略目标。想化20年左右时间,分三步加以实施:即远期发展目标是到2000年,初步形成国际经济、金融、贸易中心之一的框架;近期发展目标是到1995年,为建设国际经济、金融、贸易中心之一奠定基础。联系上海股票市场的实际,抓住机遇,扩大开放,加快步伐,展望今后工作有几点设想:

(一) 围绕建成国际金融中心之一的战略目标出发,上海股票市场应实现三个转变。一是由目前的地区性市场向全国性、国际性市场转变,辐射面应渗透到国际上去,实现国内市场与国际市场接轨;二是把目前以人民币股票为主转变到本、外币股票并举,扩大发行A股的同时,深化B股的发行与交易数量,探索到境外发行外币股票,大型企业到香港或海外上市交易;三是深化市场的管理朝公平、高效、统一方向转变,加强市场监管,保障投资者的权益。

我们要坚持在国家宏观调控下继续扩大发行,促进企业经营机制的转换,推进股份制扩大试点,力争在每年发行总额上有较多的增长。

(二) 健全法规,完善制度,加强内部监督检查。

国家将在近期内陆续出台一批法规及规章制度,如“公司法”、“证券法”、“证券交易法”、“证券机构管理暂行办法”、“投资基金管理试行办法”。地方应抓紧制定有关实施细则,有些属地方性法规及规章制度也要紧紧跟上,切实做到有法可依,执法可严,违法必究,处罚有据。

要抓紧实现银行业与证券业分工管理。对证券经营机构的自营业务必须严加管理,不得用信贷资金供证券机构作任何拆放、透支以及炒股票。要杜绝信用交易,不准通过透支来赚取手续费,更不准依靠银行贷款来扩大证券业务,造成货币失控和泡沫经济。

证券主管部门要不定期地组织检查,加强对证券经营机构进行监管,违纪违法的要追查负责人及有关人员的责任,必要时移交司法部门处理。

(三) 健全组织,充分发挥市证管会对上海证券市场进行宏观管理的职能。

要切实贯彻国务院办公厅1992年68号文件精神,按照证券市场的法律、法规组织拟订本市地方性法规和政府规章的草案;研究制订有关调控本市证券市场的政策措施;统一协调股票、债券的发行交易事宜;指导、监督、协调和检查证券市场各项工作,切实维护市场的公开、公正、公平原则,归口管理上海证券交易所。

上海证券市场在有关方面的领导关心下,一定能在发展与完善社会主义市场经济中乘风破浪,勇往直前,使她在加快实现国际金融中心中发挥应有的功能与作用。

1992年上海证券交易所回顾与展望

尉文渊

一九九二年回顾

1992年是上海证券市场建立以来情况最为复杂、发展最快的一年。上海证券交易所在市委、市府以及各有关部门的领导下,在会员单位的大力支持配合下,认真贯彻执行邓小平同志南巡讲话和“十四大”的精神,抓住时机,积极进取,取得了可喜的成绩。

第一, 坚持以金融中心为目标,大力开拓市场,活跃交易

一年来,交易所始终按照建立金融中心的要求,努力扩大市场规模和覆盖面,促进地区性市场向全国性市场转化。至1992年底,上市证券品种达到73个,其中上市股票38个,国债4个,金融债11个,企业债20个;上市总额130.51亿元;市价总值646.75亿元,分别比1991年增长了82.50%、104.52%和535.50%。与1991年相比,上市股票数量增加了30个,股票上市总额达到46.94亿元,增长了16.98倍,股票市价总值558.40亿元,增长了17.98倍。在浙江凤凰化工股票上市的基础上,1992年又推出了相当于数十个凤凰化工股票规模的金杯汽车股票及其认股权证上市交易,开创了异地大型企业股票上市和依托上海市场筹资的先例。还于年内推出了国债期货交易,使上海证券市场从原来完全的现货市场进入了期货领域。

一年来,交易所在人民银行的支持下,扩大吸纳新会员。至1992年底,会员数达171个,比1991年增加142个,增长近五倍。目前外地会员已占全部会员数的76.6%,遍布于全国除西藏、内蒙、青海、宁夏外的全国各个地区,已进场交易的会员为全部会员数的80%强。适应会员数量的增加,交易所大力开展人员培训工作,全年培训合格交易员1200人。

交易所积极改善股市帐户开立工作,满足投资者的入市需要。至1992年底,登记在册的投资者已近130万人,比1991年净增100万人,其中外地投资者约占50%。

一年来,市场交易活跃,交投量剧增,全年累计证券成交近200万笔,比1991年增长10.56倍,交易额达648亿元,比1991年增长6倍多,且表现出越来越快的增长趋势,第四季度的交易额占全年交易额的46.6%。交易结构也有明显的变化,股票的交易额和增长速度大大超过债券。1992年股票交易额达494亿元,比1991年增长29.64倍,占各类证券交易额的比例,从1991年的17.7%提高到76.3%,市场迅速从以国库券交易为主转变成以股票交易为主。

第二, 健全市场机制,在市场调节的基础上稳定和发展市场

一年来,交易所把健全市场机制作为一项核心工作。从2月18日开始,首先放开延中、大飞乐股票的价格,继后又采取先放宽限价幅度,再取消股价限制的办法,分五次逐步取消了对股票价格的涨(跌)停控制,把上海股市推入了市场调节的轨道。由此,股票市场一改以往僵死的局面,股价自由波动,交投日趋活跃,投资者风险意识大为增强,上海股市进入了一个新的发展阶段。

进入下半年,因多方面原因引发,上海股价出现了大幅度波动,股价指数从最高1400多点跌至390点,时间持续五个多月,总跌幅达72%,最高一天的跌幅为13%左右,一度引起投资者的恐慌和海内外强烈的关注。

面对前所未遇的困难局面,交易所坚持市场调节的原则,在发展中求稳定。一是合理安排新股上市。针对大量新股云集等待上市令投资者感到恐慌的情况,通过减缓上市,提前预告新股上市时间、增强市场透明度以及新股组合上市等,并在市证管会的支持下,推迟法人股上市,不断调整新股上市的节奏、方式和竞价办法,逐步消化一级市场发展过于集中造成的冲击。经过一段时间的努力,在大跌势中实现了16个新股上市,而且比较有效地扭转了投资者惧怕新股的心态。二是加速新会员进场和新投资者入市,开放机构投资者和会员的自营业务,构造市场新的平衡。

三是加强宣传,增强投资者理性,鼓励中、长期投资和对后市的信心,加快推出股票拆细等技术性措施。最终市场在11月中旬趋向稳定,下旬开始强力反弹。值得肯定的是,上海股市经受住了这次严峻的考验,并且,市场在大动荡中迅速发展,投资者经过锤炼更加成熟和理智;股市大波动充分暴露出市场各个环节存在的问题,管理层和上市公司等从中得到不少启发,摸索了有益的经验。

第三, 大力加强基础设施建设,改善市场运作方式和条件

一年来,交易所投入很大的财力、物力和精力,扩充了原有的交易大厅,新开辟启用了第二交易大厅,使交易场地面积扩大一倍多,交易席位达到564个,比1991年底的46个增长了12倍,第三交易大厅和在浦东陆家嘴地区建造新的证券大厦的前期准备工作已就绪。针对因柜台网点不足导致的“买卖难”,严重影响投资者权益的问题,交易所组织开辟了文化广场大型临时委托柜台,从最初条件所限只能办委托卖出逐步转成双向委托,进场受理委托的会员最多时达到80多家,客户人数最多一天近4万人次,对解决买卖难、保持交易渠道的畅通发挥了十分重要的作用。

一年中,交易所两次更新电子计算机系统,提前近2个月时间完成了HP电子计算机更新换代及其全部应用软件的开发工程,使容纳交易用户的数量从年初的100个提高到1200个以上,新增了许多辅助功能,通过即时完成过户,加快了交易流通的节奏,交易配对的速度从过去每秒最高成交6笔提高到每秒300笔,克服了制约市场发展的一大“瓶颈”,以及因交易不畅导致的股价不合理波动,为今后市场的高速成长奠定了最为关键的技术基础。

在电讯部门的支持下,交易所大力扩充远程通讯网络,连通了全国22个省、市、自治区的33个城市,基本覆盖了全国省会以上的城市和部分中心城市。

交易所积极推行资金交收银行自动结转制度,发放磁卡帐户近60万张,在7个柜台试行磁卡交易结算方式,并对会员之间的一级清算全面实行了磁卡自动转帐办法,取得了良好效果。

第四, 努力完善B股市场,推进市场国际化的进程

从交易所率先推出我国第一个B种股票上市交易至1992年底,上市的B种股票已达到9个,上市总额8亿多元人民币,全年累计交易额28.92亿元人民币。由于上海股市建立时间短,市场体系不完善,缺乏经验,对国际规范不很了解,B股市场的发展遇到较大的困难,9个B股的价格一度全部跌至发行价以下,B股指数最低仅56.81点。

针对B股市场存在的问题,交易所认真摸索总结解决的办法,取得了一些进展。一是初

步建立起一套 B 股交易的体系,包括拟定 B 股交易规则,建立独立的 B 股电子计算机交易系统,发布 B 股指数,加入路透社 IDS 高速行情数据传输网,使上海 B 股的行情进入了世界主要股市行情的行列。二是不断改善 B 股登记结算工作。在年初 B 股清算办法的基础上,建立了托管银行和代理人(Nominee)制度,改进 B 股过户办法,提供对帐服务等,着手建立相对独立、符合 G 30 建议要求的“上海证券中央登记结算公司”,获得境内外 B 股证券商、托管银行、清算银行的一致赞同。三是加强宣传和信息沟通工作,方便海外投资者了解 B 股市场和 B 股上市公司,促进对 B 股的投资。

1992 年交易所的对外宣传、接待工作也有较大的提高。《上海证券交易所专刊》的发行量从 1991 年底的 5 万份跃升到 15 万份,对沟通与投资者的联系,引导市场,提高投资者素质,起到了积极推动作用,并于年内从内部发行转为公开发行。1992 年共接待来访宾客近两万人,江泽民、杨尚昆等党和国家领导人视察了交易所并题了字,一些国家的元首和政府首脑等高层人士也来访参观,扩大了交易所的对外影响。

但是,我们清醒地看到一年工作中存在的很多问题,将在新的一年中认真加以解决。

一九九三年展望

1993 年交易所将面临更高的工作要求和更为艰巨的任务。因此要继续坚定不移地贯彻执行邓小平同志南巡讲话和“十四大”的精神,团结依靠广大会员和投资者,推动市场不断发展完善。

一、立足于建立全国统一的证券市场,继续扩大市场规模和辐射能力,活跃交易,保持市场高速、稳定发展

1. 做好新股上市工作,扩大股票上市规模。

1993 年的上市工作面临较大的压力。交易所要认真总结 1992 年上市工作正反两方面的信息,积极稳妥地组织好新股上市。要修订《上市规则》,提高上市条件和市场发展水准。加紧建立发行上市委员会,严格把好新股发行和上市的审核关。坚持上市条件,保证上市质量,充分保证新投资者的权益。要根据市场供需状况,适当加快并注意及时调整新股上市的节奏,保证二级市场在稳定的基础上不断扩充。

2. 进一步吸收新会员,扩大投资者队伍。

交易所要积极拓展市场,促使提高市场。在年初发展 45 家新会员的基础上,坚持条件,进一步扩大会员队伍。鼓励有条件的会员在当地增设营业网点,方便投资者入市。要研究改进开户工作的方式,在一些重点城市和地区设立专门的开户代办机构,加快进度,适应全国性市场的需要。针对入市新人多、地区之间金融意识差距大的实际情况,通过各种途径,加强证券投资知识和风险意识的宣传,倡导中、长期投资,提高投资者群体的素质。同时开放机构投资者入市,配合做好“共同基金”的出台和入市工作,改善投资者队伍的构成,增强市场抗波动的能力。

3. 加强与深圳证券交易所和其它证券交易组织的合作,探索互相开放市场,互补互利。

立足于促进建立全国统一的证券市场,方便投资者,交易所愿在主管机关的支持下,加强两所的合作,互相开放会员,互相利用投资者开户的资料,两所电脑网络连网,相互汇集和传送投资者买卖两地上市股票的数据和行情,方便投资者通过当地的证券柜台买卖两地的

股票。

4. 以国债期货交易为突破口,搞活国债市场。

要搞活目前市场,保持上海同位市场的传统优势,重点是发展同位期货交易。在完善国债期货交易业务规则的基础上,加速向社会开放国债期货市场,加强期货交易知识的宣传,扩大市场基础。交易所将大幅度降低国债期货和现货交易的场内经手费标准,鼓励会员开展国债的经营和交易业务。在搞好国债期货业务的同时,探索期权交易等新的金融工具。

二、强化管理,改善服务,保障公正、公平交易

一是会员的自律管理。要依靠会员公司的领导搞好自律管理,坚决破除少数单位和柜台擅自订立的土政策、以及自订的收费标准,维护业务经营规范的统一性;对外地所开设的异地证券柜台交易所要依托当地的有关单位进行必要的监督管理,并加强巡回调查,及时发现和纠正存在的问题。安全意识的投资行为要进一步加以规范。

二是上市公司的市场监管。要完善上市规则,充实管理性条款,重点是加强上市公司法定披露义务的执行监管。进一步改进上市公司上市报告和财务情况公告办法,坚持信息披露的充分性和真实性。严格实行重大事项第一时间报告的制度,保证信息披露渠道、方式符合公开、公正、公平的要求,遇有外界广为流传的影响股价波动的上市公司重要事项的情况,交易所将采取临时停牌的措施。要求上市公司结束内部工作人员的相关行为。

三是交易所要大力改善服务工作。即将成立以为会员公司服务为宗旨,不以盈利为目的的专门经营机构,提供各种服务。加强队伍的廉政建设,改进工作作风。

三、进一步改善基础设施和交易装备,保证市场扩充的需要

重点是搞好通讯网络的建设。加强与邮电通讯部门的合作,尽快完成正在实施的 DDN 高速光纤通讯网络工程。加速专用卫星系统的建设,力争在上半年前建成中心发射和小站接收网络并投入使用。充分利用公共传播媒介的优势,大力发展公共行情播出系统。在尽快完成第三交易大厅 1200 个席位目标的工程,力争四、五月份投入使用。并组织实施好浦东证券大厦的施工建造工作,力争 1994 年底交易大厅部分率先投入使用。

四、大力改善 B 股市场,加速市场国际化的进程

一是做好新 B 股的上市工作,扩大 B 股市场的规模。二是积极推动 B 股管理法规的改进,使市场架构具有更高的开放性。增加 B 股境内经营商和境外代理商,广开 B 股渠道。三是进一步改善交易和清算体系。尽快实现 B 股的回转交易,研究建立做市商制度,增强 B 股市场的流通性。加强 B 股市场宣传和行情传输工作。争取经过批准,吸收部分海外证券经营机构为会员,以减少 B 股交易环节,沟通交易渠道。要抓紧建设中央登记结算公司,在三月份投入营运,完善 B 股的登记、中央存管和清算体系,提高市场的国际规范水平。

尽管 1993 年的工作任务繁重而艰巨,但是,我们有信心在各级政府和证券主管机关的领导下,依靠团结广大的会员和投资者,艰苦奋斗,勇于实践,敢于创新,开拓前进,努力完成各项工作目标。

上海股票市场的运作及发展

王 华 庆

上海股票市场自 1984 年发行第一张股票算起,至今已 8 年有余。在这 8 年中,上海股市发展的经验教训是什么?有何特点及存在问题,今后应如何加强,这些都是值得我们从理论上给以系统阐述的问题。

一、上海股票市场的产生及发展

1. 上海股票市场的产生

上海股票市场是在我国经济改革初次高潮到来之际诞生的。从总体上来说,其思想背景在于 1984 年发表的《中共中央关于经济体制改革的决定》,但在实际工作中,它不是一个经过理论设计的“计划内”的产物,而是一个实践自发的,带有鲜明市场导向的“计划外”的产物。80 年代初,上海涌现了大量的新办集体企业,这些企业从一开始就处于国家计划外的境地,因而其资金来源就自然而然地必须到计划外去寻找,即向民间集资、向职工集资,这样,各种各样的“股金券”、“内部股票”、“债券”就大量出现;同时,一些想扩大生产规模的老企业由于得不到计划内的资金供应,便也开始了民间集资;还有一些企业出于变相提高职工福利的目的,也发行了各种“股金券”。这些完全自发的证券就成为上海股票市场的源头。出于保护投资者利益,维护金融秩序及探讨改革的目的,1984 年 7 月,中国人民银行上海市分行制定了《关于发行股票的暂行管理办法》,承认了股票在社会主义经济体系中的地位,而且谨慎地承认并严格规范了股票的交易。1984 年 9 月上海第一家股份制企业华宁实业公司定向募集股金 300 万元,1984 年 11 月飞乐音响股份有限公司成为上海第一家公开发行股票的企业,由此,上海股票市场正式诞生了。

2. 上海股票发行市场的发展过程

股票市场的发展可从发行市场和交易市场两方面来观察。从上海股票发行市场的发展过程来看,其大致可划分为二个阶段:

第一阶段:起步阶段(1984—1988),在这个阶段中可分为两个时期,第一时期(1984—1986)主要是一些新办集体企业为主,发行额多为规模较小,总发行量较少。1984 年为 50 万,1985 年为 530 万,1986 年为 0,在发行管理上颁布了一系列暂行规定,如 1985 年颁行了《企业申请发行股票(债券)或内部集资须知》等。但这一时期股票和债券还没有严格区分,印制不规范,公开发行的很少,发行方式是单一的代销方式,发行价格为原始的面值发行。投资者主要看中股票发行企业与自己关系和较高的年利分配。第二时期(1987—1988),在这一时期,一些较大的国营企业也开始了发行股票,发行规模有明显增大,1987 年股票发行额达 78 555 万元,1988 年为 6 353 万,在发行管理上开始区分股票与债券,股票印制开始统一规范。

第二阶段:初步规范阶段(1989—今)在这一阶段首先在发行方式做了改进,采用了组建承销团进行联合包销的方式。在购股者不多时,由证券公司购进销不掉的股票;在股票供不应求,社会上“股票热”已出现时,则采用了购股者抽签和证券公司代销余额包销或返还发

行公司的办法。随后,为了体现股票发行的“三公”原则,又采取了“股票认购证”的方法,即向社会公开发行人认购证,一次发行,全年有效,然后公开摇号购买。在发行企业的规范上,则加强了对企业的要求,系统规范了发行企业所需的文件种类及其内容,其中对招股说明书做了特别详尽的规定。在发行价格上,也采用了溢价发行的方式。在证交所成立前,溢价发行的标准主要根据公司资产增值及公司的利润,并考虑一定的市场供求状况来确定;在证交所成立之后,则采用了国际惯用的新股首次发售时,根据股票市场平均市盈率、某行业市盈率及红利的派发情况来确定溢价程度,并使溢价后得出的市盈率低于证券主管机关掌握的某一适中的市盈率标准,以保护投资者利益。在发行规模上,这一阶段表现了一定的不平衡。1989—1990年没有新的公司发行股票,1991年只有1家,股本总额为13 268万元(包括增资股票),1992年为54家公司新发行股票,股本总额达117.72亿元。

在这一阶段中,上海股票市场还在1991年11月30日发行了人民币特种股票(即B股),至1992年底在上海股市发行的B股已达10种。面值8.55亿元人民币,净吸收外资6.2亿美元。B种股票的发行不但使上海股票市场与国际证券市场开始了“接轨”,而且扩大了上海吸引外资的渠道。B股的发行还直接推动了上海股票市场的规范进程,提高了股份公司的规范化程度,如在B股的发行中,证券发行的有关主管部门特别制定了一系列有关规定,规范了发行公司所要提交的文件。

纵观上海股票发行市场的发展过程的两个阶段,我们可以简单地将其发展规律概括为:先集体,后全民;先自发,后规范;先国内,后境外。上海股票发行市场形成这样的发展特点不是偶然的。从整体上说,这里反映了在社会主义传统计划体制下,“体外”资金市场形成的一般规定性。反映了它是一个改革试验的产物,它的发展受改革动向的影响极大,这一点从股票发行额的年度分布的极度不均衡已可看出。

3. 上海股票交易市场的发展过程

上海股票交易市场的特点在于它几乎是与发行市场同时产生的,即股份制企业在上海一出现,股票交易就自发地产生并得到了政府的允许。概括来说,上海股票交易市场的发展经历了四个阶段:

第一阶段(1984.11—1986.9)1984年11月飞乐音响股份有限公司发行股票后,持有人开始提出转让要求,有些人并进行了自发的实际转让。对此,人民银行上海市分行及时做了规定:持有人要转让需自找对象,在找到受让人后,到代理发行的工商银行上海信托投资公司静安分公司办理转让手续。其转让价格为市人行统一规定的票面金额加银行活期储蓄利息。截止到1986年底,在这一阶段中实际转让的股票共有11 453股,转让额57.5万元。这是新中国成立以来最早的股票转让。

第二阶段(1986.9—1987.11)1986年9月26日,上海建立了第一个证券柜台交易点,即工商银行上海信托投资公司静安证券业务部,开始接受委托,办理由其代理发行的延中实业和飞乐音响两家公司的股票代购、代销业务,即不再需要股票持有人自找交易对象了。对转让价格市人行仍做了规定:票面金额加上至成交时预测的股息和红利。实行这一制度后的3个月内,成交1 367股,约占当时社会公开发行股票额的1.1%,1987年全年上海企业股票转让额达262万元,为1986年的4.56倍。

第三阶段(1987.11—1990.11)1987年11月市人行公布了《证券柜台交易管理办法》,规定股票必须在市人行批准的证券柜台交易点进行转让买卖,价格实行放开,随行就市,出

买卖双方商定;同时允许证券经营机构可在柜台直接自营证券的买卖。在这一阶段中,股票交易额逐年上升,1988年交易额为445万元,1989年为777万元,1990年为4963万元。1988年全国第一个股价指数诞生——静安平均股价指数开始公布,该指数以1987年11月2日为基数,到1990年11月末,达到357.18点。

第四阶段(1990.12—今)这一阶段以上海证券交易所成立为标志而开始,至今可分为两个时期。第一时期为限价时期,从1990年12月至1992年5月20日。在这一时期,上海证券交易所从无到有,宣告成立,使上海的股票交易实现了集中交易、集中过户,电脑配对,竞价交易和股票交易无纸化,从而在根本上消除了黑市交易,在很短的时间里走完了西方国家近百年的过程。在价格管理上,为了防止股市投机过度,实行了限价管理,即规定每个交易日的股价涨跌控制在5%以内,以后调低到1%,并实行3%的流量控制。在这一时期后期,为了改变运用行政手段管理市场经济——股市而造成的股价缺乏弹性,大户以“吊价位”凑数推动价格上升的局面,在1992年2月18日,延中、大飞乐二只股票价格放开,1992年4月13日放宽真空、小飞乐和凤凰化工的涨跌幅度控制,从而为全面放开股价,使行政管理向市场调控转轨打下了基础。第二时期为价格放开时期,即从1992年5月21日开始至今。在这个时期,价格全部放开,流量控制取消,使市场机制真正回到了股票交易市场。在交易手段上则采取了除权、除息和认股权证交易的方法,从而保证了股份公司分红送股及其增资配股时交易正常运行,使配股顺利完成。1992年为进一步改善股市的交易条件,上证所两次更新电子计算机系统,从每秒成交6笔达到了每秒300笔的水平。在这个阶段中,以1990年12月19日作基数的上证指数开始使用,1992年12月31日该指数已达780.4点。

在第四阶段里,B股交易也开始进行,1992年2月21日电真空B股上市,至今上海股票市场上已有B股10只,在B股的交易上,采用美元计价,实行的是二级经纪人制度,即境外投资者只能通过境外证券商(上海股票市场的次级经纪人)办理开户,然后由他们发出指令给境内证券商(上海股票市场的经纪人),再买卖B种股票。目前,人民银行上海市分行已批准40多家境外证券商为上海B股市场的二级经纪人。现在交易所已单独设立B种股票电脑自动对盘系统,同时,采用了国际通行的市价总额加权平均方法编制了B股指数,1993年2月底的上证B股指数为94.92。

还应指出,1990年证交所成立时,相当一批外省市会员的加入,使这一阶段的上海证券交易市场辐射扩大到全国,从而使上海股票市场既具有区域意义,也具有了全国意义。

上述上海股票交易市场发展的过程说明:上海股票交易市场从其产生开始就被严格行政管制,而后逐步放开转向市场自身调控,它的成长相对一级市场而言受到的行政管理更严,这种严格的以行政管理培育股票交易市场的成功既是必要的,也是有效的,但也是有一定教训的。从其逐年变化看,上海股票交易市场的发展极为迅速;交易量突飞猛进的增长,而且与发行市场的相关关系不明显(见表1)。可以认为,上海股票交易市场的发展与股民的培养及其冀盼在短时间内获利的投资(投机)心理分不开,与改革的大环境变化分不开。而从发行市场与交易市场的关系看,在1991年之前,还可以说主要是发行市场推动交易市场,在1991年之后,则呈现出交易市场推动发行市场的趋势。

二、从比较中看上海股票市场

分析上海股票市场的发展,必须将其与国内外的其它股市进行比较研究。

1. 与国外股市的比较

表 1 1986—1992 年上海股票发行、转让统计表

单位: 万元

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
股票发行	580	78 555	6 353	2 325	900	13 268	1 230 375
股票转让	57.5	262	445	777	4 963	162 000	4 943 700

(1) 发行数包括新发行和增资发行。

(2) 1986 年发行额为 1984、1985 年累计发行数额。

(3) 1987 年发行额中包括交通银行上海分行。

股票市场,是工业文明、市场经济体系产生之后的产物。尽管各国的股市千差万别,形态、规模、结构都不相同,但作为对经济发生作用的资本市场,它却是各国所不可缺少的。毫无疑问,对比股票市场发达的国家,我国的股票市场,包括上海的股票市场还处在极为初级的水平上,这一点主要体现在:首先,我国的股票市场还远没有达到发达国家所具有的较高水平的行业自律状态,政府对股市还处在“建造”而不是监管的位置,换句话说,我国当前股市的发展还不是主要以经济发展,特别是市场经济发展为转移,还基本上处在以政府的政策偏好为转移的阶段;其次,我国股票市场还远没有起到合理调节资本在行业、部门、企业之间的流动的作用,远没有起到促进企业转为市场机制的作用,目前,我国股票市场的作用及其对发行企业、投资者的吸引力主要是可获得丰厚的近期差价收益,而这种收益又主要是由非市场机制的因素决定的;再次,我国股票市场的运作现状突出表现了一国股票市场初兴时的投机性,统计表明,1992 年上海、深圳两地的股票全年周转率近乎达到 100%,而一般发展中国家此项指标仅为 20%,发达国家为 50—60%,过度投机,在一国股市的初建时期总是不可避免的,而我国股市投机性高的现状正说明我国的股市还刚刚起步,监管还很不完善。最后,在法规上,在管理机构上,在股民素质及通讯、技术手段上我国股市与发达国家存在的差距也是十分明显的。

上述比较而言的结论,一方面反映了我国股市(包括上海股市)建立的时间尚短,另一方面也反映了深刻的体制差异,当然这些差异是适应了我国特殊情况下的股票市场而产生的,具体来说:

第一,上海股市是在计划体制与市场机制的双重作用下产生和发展的,这一点与西方国家的股市均是在纯市场条件下产生和发展的不同。在纯市场条件下,股票市场的发展是与国家的整个金融资本市场共处于一个均衡的体系中,其发展的建设、规模与资本的需求有着比较直接的关系。在比较透明的、合理的监控条件下,其所具有的投机性与投资性必然会有一个相对均衡的结合。因此,政府对股市只会着重于以法规等形式保证股市运作的公正,而不必去注重对其规模的控制,更不必去限定何种地区、何种行业和何种时间发展股份制企业及股票市场。对比而言,一个在计划体制外的夹缝中成长的股票市场,不但不能与计划体制内的资本供给体系保持均衡,而且其成长还极可能“扰乱”计划体制的资本供给体系,这一点体现在宏观上既是对整个金融体制的改革,体现在微观上既是国有股、法人股的流通问题,正是因为有这一点,所以,股票市场在我国诞生以来,“规模”问题就一直成为政府管理股市的焦点。

第二, 股份经济在国外是以聚集大规模资金的目的出现的, 在我国却是以“改革”的意义出现的。这种股份经济出现的不同目的突出的反映在: 国外的股份经济在产生时主要是集中在公路铁路、海运、矿山、大贸易公司、银行、保险公司等, 而投资者购买这些股票主要是为投资, 而不是为投机, 因而交易市场比较平稳, 其波动与经济波动基本一致。而我国的股份经济在产生时虽然也包含聚集资金、扩大生产的目的, 但总体来说, 为改革而“试点”, 为短期收益而投资的倾向相当明显, 这样, 股份经济主要出现在加工工业、中小企业并伴随着极大的投机性就不足为怪了。交易市场受政策的左右, 而与经济波动无关。这种状况的产生虽有其合理的一面, 但毕竟与股份经济的本质特征相去甚远。我们应该明确提出: 股份经济在现实中并不仅仅是为了“改革”而提出的, 它更主要的应是从经济发展的本身要求提出的, 强调这一点对于防止“股份制拜物教”很有必要。

第三, 股份经济的收益机制的本质在于共享, 因而对股份公司、对股票市场的管理在本质上是各投资人权责分明的共同参与, 这一点在国外常常表现在对股票市场的管理上, 政府、行业自律组织及公众的共同参与、共同监督, 特别是政府处在监管者而非操作者、受益者的位置上。目前, 国外代表政府对股票市场进行管理的大多是财政部门(如法国、日本)、中央银行(如新加坡)或是独立的代表政府的监管部门(如美国的 SEC), 对比这种情况, 我国及上海对股市的监管还远没有做到共同参与, 即使是政府部门内部也还是职责不清、管理较乱。造成这种状况的原因虽有时间短, 没经验等, 但更多的是由于政府内部职权不清。

第四, 从具体运作来看: 交易、清算、交割和托管均是证券交易能否保护投资人利益的非常重要的问题。目前, 国际上沿用“G 30”来衡量交易所对投资者而言的安全、保障和高效率。下面以东京证券交易所与上海证券交易所 G30 建议的比较。

比较项目	东 京	上 海
一、交易程序比较	交易所自动化	交易所自动化
二、非会员公司之间的交易程序比较	非自动化, 依赖人手操作, 并透过电话与对方确定细节	不适用。必须透过交易所会员或特许的境外经纪进行
三、托管(入帐、无帐本)	Jasdec(于 1991 年 10 月起启用)	自动化, 无需帐本
四、交易净算系统	于交易所进行	无交易净算系统
五、交割付款	无真正的交割付款系统	于交易所外进行
六、同日基金	次日基金	B 股于纽约花旗银行进行
七、交易日后第 3 个营业日 = 结算日	对	对
八、股票借贷	无“灰色地带”	无
九、ISIN 号码 (标准密码)	东京将于 1993 年 7 月采用	当地密码

按照 G30 的建议, 东京和上海各有长短。东京证交所将在下述方面实施改进, 即实施交易所会员与非会员之间的自动化交易程序比较; 建立真正的交割付款制度, 采用划一密码及采用电子系统联系世界股票市场及清算程序。上海证交所则针对自己登记、结算、托算方面的弱点, 将在近期成立中央登记结算公司, 先办理 B 种股票的开户、登记和托管, 并办理交易成交后的资金清算和款项交割。

第五,科学确定股票发行价格。股票发行价究竟如何确定,是股票发行中的一个重要问题。在西方国家,股票的发行由证券公司包销,其价格的决定是发行公司与包销商之间谈判的结果,价格当然是根据市盈率来决定,但有些国家规定,一旦证券公司包销的股票销不掉,只能降价销售而不能充作库存,因此股票发行价格的确定对证券商的风险是很大的。

我国股份制试点同西方国家股份化经济有一个最大差异,即我国是在原国营企业(当然也有其他所有制的企业)基础上改制的,且不是把原股份卖掉,而是向社增量发行新的股票。此外,由于上海的股份制主要是向社会公开发行股票,在股票市场刚刚建立、证券市场法规不健全、会计国际化标准不完善、发行股票总体上处于供不应求的局面、证券商的非企业化或独立状况比较差等情况下,股票价格的确定就极难有一个比较规范的约束机制。发行公司总是希望有高一一些的溢价,而证券公司为了揽到业务,就可能给予较高的包销价,因为,一是市场是供不应求的,不怕没人买;二是即使卖不出去,也可作为库存。对B股来说,尽管包销商是境外证券公司,但它们都希望能够进入上海市场,因此常常在竞争中许诺给以较高的市盈率,并且由于境外许多基金(如欧美上千亿美元的基金)都缺少对中国的投资,上海的B股又是一个新兴的市场,所以也愿意以较高的价格购买。而较高的发行价无疑会造成对股票二级市场的困难,所以需要证券主管机关核价,这正是我国股票市场刚刚发展的一种特殊情况。

1992年后上海股票发行价格是由发行公司和承销商确定,然后报人民银行金融行政管理处。人民银行根据会计师事务所鉴证的1991年底和预期的1992年底的利润数,得出每股税后利润,然后以此来乘以一个适中的市盈率(市盈率则依据工业型低、第三产业适当高一一些的国际惯例),从而得出发行价,最后同发行公司、承销商协商确定。这样,定价的问题又转为什么市盈率才是适中的。

在A股的核价中,发行公司、证券公司往往和证券主管机关意见不一致,当然前二者都需要有较高的市盈率,以取得较高的发行价。而证券主管机关则认为,考察一个地区的市盈率,离不开所处市场的情况。1992年发行的51家公司,从第一家批准日2月份起到8月份最后一家,这段时期上海股票市场的最低平均市盈率为155.47倍,最高为372.73倍(指每一家股份有限公司批准其发行股票时当日的上海股票市场平均市盈率)。其中有近50%是300倍以上,15%在200倍以上。1991年我们把新发行股票的市盈率定在25—50倍,而计算的基础,即每股税后盈利率已经把今年新发行的股份算入总股本,因此实际的市盈率还要低于这个数,大约仅为市场平均市盈率的1/7,而1992年的市盈率则不得超过25倍(大约是批准日市场平均市盈率的1/10)。当然,也有些股份公司的1991年市盈率比较高,超过50倍,这种情况往往是一些承包性企业,1991年利润特别低,1992年利润特别高。如完全按会计报表核定价格,则一是股票发行价格不能确切地反映该公司状况,二是对股市不利,会出现1992年市盈率超低的情况。遇到这种情况,在核价时就告知对方,今年不得上市(因为上海证券交易所是按1991年市盈率公布的),并在招股说明书上载明。这样既能解决定价不合理状况,又能照顾到市场状况。可以说,目前上海股票发行价格的确定是符合中国目前股市发展状况的。

对B股来说,由于境外承销商是国际证券商,所以他们一般坚持一个国际市场应有的市盈率。但如前文所说,由于中国股票市场刚对外开放,许多境外承销商怕失去承销上海B股的机会,就会对企业许之以较高的市盈率,以提高竞争能力,上海已经发行的10个B股中就