

# 进一步推动上海证券市场发展的几点思考

李 泉 斌

## 一、上海证券市场的形成及其历史背景

作为商品经济发展到一定阶段产物的证券市场，如果以创建于1680年的世界最古老证券交易所——荷兰阿姆斯特丹证券交易所为先驱的话，已有300多年的历史。即便尔后效法其形成的日本（1867年成立证券交易点）、英国、美国、瑞士和香港等国家与地区的证券市场，至今也有百余年历史。近100多年来，特别是第二次世界大战以来，由于商品经济不断发展，国际上先后出现了伦敦、纽约、苏黎世、东京、香港、新加坡、巴哈马和巴林等许多国际性与地区性的证券市场，且大有继续朝国际化、规范化和自由化方向发展之势。

1978年党的十一届三中全会以后，我国确立了对内搞活、对外开放的总方针，从而步入了新的历史发展时期。随着改革开放和商品经济的不断深入与发展，我国的金融业得到了突破性发展。首先，改变了单一的国家银行制的金融模式，形成了以中国人民银行为领导、国家银行为主体、多种金融机构并存、业务上既分工与交叉、又协调统一的社会主义金融体系。其次，社会主义金融市场得到发育并且不断趋于成熟。再次，金融意识逐步得到社会性的建立。凡此种种表明，一方面，仅依靠国家与地方的财政拨款以及银行的信贷款已经不能满足广大企业与人民群众日益发展、要求多样的资金需要与投资欲望，这就客观上甚为迫切地要求建立和发展与之相适应的证券市场，另一方面，作为我国最大的经济中心上海，不仅是我国最重要的产业基地，而且也是我国金融业最为发达的地区，因而在上海形成证券市场既有良好的社会环境又有重大的示范意义。上海证券市场就是顺应了这一形势与要求而逐步孕育和发展起来的。

## 二、上海证券市场的现状特点

通过对上海证券市场现状的调查研究，笔者认为具有四个明显特点：

### （一）发展健康，稳步前进。

如果从1981年国家发行国库券算起，我国的证券市场已有10年历史。而上海一般则以1984年11月飞乐音响公司发行股票为起点，至今亦有7年的发展历史。

上海证券市场的发展，大致可以分为以下四个阶段：1. 初创起步时期。从1984年11月至1986年11月。这一时期的上海证券市场在探索中不断前进，其主要标志是绝迹30多年的股票、债券等重新在上海市场露面。其特点是：参与的企业较多（计1500多家），但大都是中小型的集体企业；集资金额不大（约2.4亿元）；基本属于企业内部集资（无论是“以资带劳”还是“以劳带资”均是一些企业在内部筹措生产发展资金，公开发行的极少）；一般不在市场流通，成交额较小（如工商银行静安证券部为延中实业有限公司和飞乐音响公司办理转让与买卖股票业务，成交量仅有20万元）。另外，发行的证券仅是雏型，尚缺少一些必备要素，不够规范化。2. 稳步发展时期。从1986年12月至1988年3月。这一时期的特点与初创时期几乎完全相反，即参与的企业增加不多（从1500家发展到1700多家，只增加200多家），大多是大中型企业（如金山石化总厂等），集资金额较大（发行的股票、债券等，累计金额达到17亿元，比前一阶段增长8倍以上），交易数量亦有较大幅度增长（据匡算，成交量在4000万元以上），无论是证券的发行、流通，乃至印制，均逐步走上正规。还要指出的是，在这一期间，新设立了8个证券交易点和代理点，中国式的证券交易柜台（亦称OTC市场）基本形成。3. 不断提高时期。从1988年4月至1990年末。发行证券的企业继续增加，到1990年年底，参与企业累计达2700多家，品种增多（有股票、债券、短期融资券、国库券和多种重点建设债券等），发行量扩大（金额达45亿多元），成交量亦与日俱增，雄居全国之冠（累计达35亿多元），经营方式多样（有专营、兼营和代理等3个层次，采用承销、包销、代销和招标等多种发行方式），经营机构增多，交易网点遍布全市，证券市场趋向国际化和规范化，如在证券价格上，有面额发行、贴现发行、

折价发行和溢价发行等多种形式。4. 步入新时期。以1990年12月19日,建国以后我国第一家证券交易所——上海证券交易所正式开张营业为起始点。金融体制改革的不断深化,上海证券市场健康发展,尤其是开发浦东、开放浦东这个重大契机,呼唤上海证券交易所尽早出台,为其提供配套服务。所以,上海证券交易所的挂牌营业是社会主义商品经济发展和金融改革的必然。同时表明,上海证券市场发展又跨上了一个新的台阶。上海证券交易所采用美国等世界许多国家通用的会员制形式进行管理,各证券经营机构通过先进的电脑系统进行竞价交易,实行价格优先和时间优先的原则连续成交。至于交易量,几乎呈直线上升,1990年12月份,交易量是600万元/天,1991年1月份,达到1500万元/天,1991年2月份,上升到2200万元/天,3月份则增至4000万元/天,到1991年3月底,成交额高达17亿多元,趋日益兴旺之势。另外,在交易结构上,既保持了债券为主(从80%降为60%左右),又推动了股票交易发展(从过去的5%很快上升到20%上下)的局面,完全与初衷相吻合。

### (二) 证券市场运行正常, 初具规模。

所谓证券市场运行正常,主要反映在以下几方面: 1. 证券市场逐步规范化。按国际惯例,批准设立了民间性质的上海远东资信评估公司,规定企业向社会公开发行股票或债券时,必须首先通过资信评估,确定信用等级,在取得A级以上信用等级之后,才有资格向有关部门提出申请,充分体现了超脱性和公正性。此外,在证券发行方式、手段和价格等问题上,也采用国际上一般通用的做法行事。2. 法规先行,以法管理。从证券市场建立之时起,就接连制订和颁布多方面的法律规定,实行严格的社会管理和自律管理。例如,1984年上海市人民政府发布了《关于发行股票的暂行管理办法》,1986年、1987年和1988年又先后制订与颁发了《〈证券柜台交易暂行规定〉》、《〈企业短期融资券管理暂行办法〉》、《〈上海市企业债券管理暂行办法〉》和《〈上海市股票管理暂行办法〉》等。1990年12月,随着证券交易所的成立,上海市人民政府及时公布施行了《〈上海市证券交易管理办法〉》。与此同时,中国人民银行上海分行还批准实施了《〈上海证券交易所章程〉》、《〈交易市场业务试行规则〉》等10余个自律管理规则,使上海证券市场朝着有矩可循、有法可依的方向前进。3. 证券价格走势平稳。成交证券的价格,无论是上海证券交易所成立之前,还是成立之后,基本变动状况是两种态势,即债券价格

缓缓上升,股票价格有升有降,不象国外市场暴涨暴跌、大起大落,即便是香港、深圳证券市场,价格变动幅度也有10多倍乃至几十倍之巨。

目前,上海已经具有包括证券交易所、4家证券公司(申银、海通、万国和财政证券公司)等在内的25家证券经营机构,交易网点多达50余个,布及全市各处。几年来,为上海和在沪企业计2700多家,发行股票、债券等证券45亿多元,如包括在沪发行的国债,证券总量累计达到100余亿多。在市场流通的证券,成交量高达35亿元,占全国的20%左右,国库券的交易量则占到全国的30%左右。

### (三) 信息和行情完全公开, 价格坚持随行就市。

为了使上海证券市场具有“权威性”和“可信性”,取信于民,坚持实行“三公”原则,即做到公开、公平和公正。根据这个精神,上海在发行市场上明确规定,凡需发行股票、债券的企业单位,事先必须在报刊上公开登载章程,同时披露发行数量、价格、方式和时间等,让公众知悉,提高透明度。在流通市场上,各种证券的供求情况和行情、信息等,坚持全面公开,并且充分利用新闻媒介公诸于世,提高市场的公开性。在上海,可以说,在证券面前是人人平等的。中国人民银行上海分行对上海证券市场的价格管理是区别对待的。各类债券的价格基本完全放开,由银行利率和供求关系等主要因素决定市场价格,交易价格按照委托人的意愿而定,即随行就市,买卖自由,贯彻时间优先和价格优先原则成交,至于股票,因其较为敏感,又较热门,故对其是严格管理的,不仅从严掌握发行规模,价格更是严厉把关,经过一段时间实践,目前股票的涨跌幅度在5%~0.5%之间。由于认真贯彻了信息上的公开性、操作上的规范性和价格上的合理性,从整体讲,上海证券市场的公正性得到了较好的贯彻,信誉颇好。

### (四) 坚持证券市场的社会主义性质。

从根本上讲,证券是市场经济的产物。但是,我国是社会主义国家,实行计划经济与市场调节相结合的原则。所以,上海证券市场与国外证券市场在很多方面具有类同性,如实行信息行情公开、价格随行就市、运用市场法则进行证券价格的调节,等等。同时,与国外的证券市场又有明显的不同之处。上海证券市场是地区中央银行执行整个国家宏观金融政策不可分割的组成部分,必须在国家计划指导下,根据总体经济目标,运用市场机制进行资金融通,是宏观计划调控的一种补充手段。例如,

每一时期发行的债券和股票等,应严格控制在国家批准的计划之内。同时,各种证券上市均须经过证券主管机关的批准许可。不仅如此,而且还明文规定所筹资金只得用于支持国家计划之内的重点与重要项目建设和国营大中型企业的生产发展与技术改造等方面。另外,为了确保社会上广大群众的投资利益,一些证券价格的涨跌幅度是有所限制的。

### 三、上海证券市场进一步发展中的几个问题

为了使上海证券市场更加活跃和繁荣,向规范化、科学化和国际化迈进,需要采取切实措施,以进一步促进上海证券市场的完善和发展。

#### (一) 做好宣传工作,更新市民的金融观念,增强金融意识,提高证券投资意愿。

这是当前繁荣上海证券市场的重要任务。因为,人们金融观念的更新和金融意识的加强,必然会诱发证券投资热情,进而推动证券市场繁荣发展。1952年7、8月,天津、北京证券交易所被撤消后,“证券”在中国大地上已经消声匿迹了几十年,广大群众对此十分陌生。另外,建国以后的数十年时间里,照搬苏联的模式,将一切融资集于国家银行,群众只习惯于银行的单一存贷款。加上长期以来人们把证券交易当作资本主义的产物,是投机倒把的代名词,甚至与跳黄浦、坠高楼联系起来,更不了解证券投资对国家和个人的积极意义,致使市民们既无证券投资观念,又缺乏证券投资的风险意识,这在中老年和妇女中尤为突出。从有关方面的随机抽样调研发现,目前全市参与证券活动的人数约是100万人次,约占全市总人口的10%弱。乍看起来,这是个不小的数据和规模,深入分析后发觉,真正参与的人数并不多,与参加银行储蓄相比,差距甚大、甚远。至于和证券市场发达国家比较,简直是小巫见大巫。例如美国,1980年参加证券交易的约达4800多万人次,即5个人中间,就有3人参加证券(股票)交易。日本的情况也大致相仿。总之,在全市范围内积极开展宣传教育,让大家了解证券,熟悉证券,知晓发展、繁荣证券市场与振兴上海、开发浦东的关系,是进一步发展上海证券市场的重要一环。

#### (二) 积极增加债券和股票的品种与数量,扩大证券的发行和流通领域。

目前,上海上市的股票仅8种(本地7种、浙江凤凰化工1种),各种债券20多种,合计不过30

多种。上海已发行的股票总额约2.4亿元,260万股,大头为国家所控,占170万股,企业的法人股也占可观比例,到个人手头可以上市的仅67万股,按全市人口计,每20人才分得1股。就美国纽约股票市场言,参加上市交易的,经常在1600种以上(至于参与场外交易的更有数万种之巨),日本东京股市,亦有1400多种股票参加交易,筹码多,数额大。相比之下,上海则是“僧多粥少”,不但满足不了广大市民的投资需求,还会使投机活动与黑市买卖有可乘之隙。笔者认为,可先在国内股份制企业里扩大股票品种与数额的发行,这不仅增加了证券市场的交易筹码,而且也不会影响这些企业的社会主义方向与性质(当然,其份额分配和股东的确定等方面要有所控制和安排)。除此之外,开发与开放浦东,据初步估算约需资金600亿元。国家与地方的投资和银行信贷能够提供的资金大约是100亿元,其他则要依靠全方位、多渠道的集资来解决。因此,可否设立“上海发展基金”(或称“浦东开发基金”),采用发放债券形式向国内外广泛筹措建设资金,既可望解决资金不足,又可实现利用外资而不增加外债,利用内资而不增加内债。繁荣上海证券市场,还有一个重要方面是加强地区间的联系与合作,有计划、有组织地设法形成“立足上海、依托华东、面向全国”的区域证券市场体系,扩大上海的辐射面。据了解,加盟于上海证券交易所的外地会员仅涉及北京、沈阳、安徽、江西、福建、广东和海南等9个地区,不仅数量少,而且应该亦完全可能通过改进通讯设施和采用必要的行政手段来加强联络、沟通信息、改进服务、提供资源、扩大业务往来,以便把各地区分散的、封闭的证券市场转变成比较集中统一的上海证券市场网络。

#### (三) 完善上海证券市场体系和健全运行机制,向国际化、科学化和规范化迈进。

根据上海证券市场现状,目前有几件工作要做。1. 发育良好的证券市场,参与者应该包括证券公司、经纪人(商)和众多的投资者等数个层次,而上海证券市场目前缺少经纪商这样一个重要层次,对于扩大交易、搞活市场、平抑价格等方面极为不利,抓紧制定政策,鼓励建立与发展经纪商(可以是机构投资者,也可以是经济力量较为雄厚的个体经纪商),可谓是发展上海证券市场的当务之急。2. 完善发行程序,改进发行方式。对于发行债券,尤其是股票的企业,要按国际惯例,完全公开财务报表和价格指标等内容,其中包括公开企业主要管理人员的底细,企业生产经营状况、利

润、资本(金)、经营管理和财务帐目等一系列内容(这里会涉及到我国现行的“两头轧平”的财会制度,但不属本文探讨的内容)。这一点颇为重要,它不但是“三公”的具体要求,而且是提高债券发行透明度、调动投资者积极性以及保护其合法权益的重要之举,决不能可有可无,必须创造条件,逐步实施起来。从国债发行以来,我国一直采用行政摊派认购的做法,这既发难了各级领导,尤其是具体执行的业务部门,又调动不起广大群众认购的积极性。作者建议,国债发行的推销方式要彻底改变过来,逐渐过渡到完全采用市场发行的做法。随着人们认识的提高、投资意识的增强以及利率的合理调整等,可以预料,争购国债的人数与热情必然会大大地增多和提高。

3. 根据我国实行计划经济与市场调节相结合的经济模式的特点,应当加强计划部门和财政与银行等职能部门间的协调配合及职能分工,强化对证券市场的统一协调管理,同时要积极发挥各专业银行和统计、审计及工商行政等部门对证券市场的监督职能,尽快建立起对证券市场运行的监测体系。

#### (四) 继续加强法规和行政措施建设,完善上海证券市场管理体系。

对照证券市场发达国家的做法,为使上海证券市场有个良好的社会环境,以便能公平交易、合理竞争,保护投资者的正当权益,需做好如下工作:

1. 继续抓紧立法工作,制订证券管理系列法规,实现以法管理。据了解,美国是世界上以最完备的法规管理证券市场的国家之一,计有7个法律条文。至于日本,也大致如此,不过基本上是以美国为蓝本的。结合我国国情和上海市情,拟有3个法规需制订。第一,《上海市证券交易管理办法修正案》。这是对上海市人民政府1990年12月公布的《上海市证券交易管理办法》的补充,要明文规定欲申请发行债券和股票的企业单位,必须向公众公布本企业的财务状况和其他有关资料,抑制其欺骗、作假、虚假和舞弊等行为,提高透明度,实现真正的“公开”,有效地保护投资者的合法权益,使证券交易管理办法具有真实性。第二,《投资公司法》,使各个证券公司和证券经营的业务部门有法可依,抑制公司的各种弊端以及公司顾问、董事

和其他负责人、办事员等的职责和行为,使其在证券交易委员会及其法律规定管辖下进行。第三,《证券投资者投资法》,对投资者的行为既要有法律规范方面的要求,也要有法律的保护,做到合情、合理、合法。另外,对在参与证券交易过程中取得的利益(利润)亦要有按规定交纳税金的条款。据悉,上海已经涌现出在证券交易中赚取了大钱(几十万或上百万元人民币)的暴发户,由于没有“证券投资者投资法”,故至今无需交纳税金,更不必受到法律追究。

2. 行政措施上也有工作要抓。明显的是两个方面:一是一批“黄牛”掮客业已辞去正常工作,混迹于证券市场,且相互串通一气,联合租借了房屋,公开进行证件倒卖,而且印刷散发“个体投资者”名片,招摇撞骗,堂而皇之地进行证券的黑市买卖活动,却无人管理。二是由于地理位置、金融观念、交通运输和信息网络等方面的差异,加之全国尚未形成统一的证券市场,导致证券的地区差价颇大(每百元,从几角到十几元不等),至今没有职能部门负责协调和管理。笔者认为,上海和全国(起码是全国的大中城市)必须尽快建立证券交易管理委员会,统一而有效地管辖这方面的工作。

3. 证券经营机构的自律管理。这方面,尚有不少工作要做。上海四大证券公司(申银、海通、万国和财政)和其他20余家证券经营机构间,除了有个“上海证券交易所”理事会,平时不定期地举行些理事会议,研究一些情况与问题,进行某些交流沟通外,全市至今没有一个统一的领导机关(市人行仅是业务上的指导机构),基本上是各自为政,离开信息沟通、资源共享、提高服务、风险共担、通力合作、共同繁荣等要求甚远。此外,证券机构内部尚缺少一套可以遵循的规则、制度和必要措施等。看来,上海有必要建立一套官方的证券管理机构,把整个证券市场和各证券经营机构纳入地方政府的统一管理之中。与此同时,在同行业之间,应迅速建立联合型的自律管理委员会(如行业协会),形成固定的例会制度,互通信息,预测行情,交流经验,协调做法,解决纠纷。至于证券经营机构内部,也要从速建立起行之有效的管理条例和思想政治工作条例等。