

上海证券市场透视

—就品种构成论上海证券市场 在我国的作用和发展取向

陈志龙 金亮

一、上海证券市场发展历程

证券在上海的重新出现始于80年代初。1981年中央政府在上海发行了3.6289亿元单位购买国库券，其中有35万流入个人手中。但当时国库券被禁止交易。真正揭开上海证券市场序幕的阶段是1984年—1986年12月。主要标志是上海的一批集体企业以证券这一直接融资工具向社会筹资。到1986年底，共有1500多家企业发行债券和股票2.47亿元。工商银行信托公司静安分公司从1986年9月26日起，开办延中实业有限公司和飞乐音响公司的股票转让买卖业务，开辟了正式的流通市场。此阶段的特点是：发行企业的户数多，金额小；内部集资多，公开发行少；流通金额不大；证券的规范化程度低。

从1987年到1988年4月是上海证券市场的起步阶段。其显著的发展是国营大、中型企业开始进入证券市场直接筹资。到1987年底，又有230多家企业发行了债券和股票，如增发行额达14.5亿元，较前一阶段增加6倍之多。加上新发行的短期融资债券、国家重点建设债券、金融债券，证券总量突破20亿元。交易量也由前阶段不足20万元，上升到4000多万元。这一阶段的特点是：新增发行户数不多，但金额大幅上升。同时，全市设立了8个证券交易点和代理点，促进了交易量的上升。

1988年4月—1990年11月是上海证券市场的成形阶段。1988年4月21日，1985、1986二年个人购买国库券开始上市流通。1987、1988年个人购买国库券也在1990年初上市，极大地扩展了流通规模，使交易量迅速上升，并形成了以国库券为主的二级市场。到1989年底，发行债券，股票的企业累计已达2700多家，新增发行量近25亿元，证券总量又增加了一倍以上。其中可上市的品种达21个；证券网点增至40多个，证券中介机构已形成专营，兼营和代理三个层次。

1990年12月至今。1990年11月上海证券交易所宣布成立，同年12月19日正式开业，标志着上海证券市场步入了正规化轨道，交易所拥有19个本市全员、6个外埠会员，成为上海证券市场的主要成交场所。截止1990年底，上海的证券累计发行量为123亿，累计交易量达35.6亿。全市的证券机构为11个，交易网点达80个，交易量因证券交易所的成立而直线上升。1991年前5个月交易所内的成交额达31.7亿元，超过去年全市的总成交量30%。前5个月的发行量也达6亿多元。

二、上海证券市场品种概述和结构分析

上海证券市场已初具规模。现有上市品种43个，其中有35种在证券交易所挂牌。可上市品种的发行量（面值）达到41.36亿元，市价总规模为53.96亿元。

上海证券市场上的中、长期品种有：国库券、国家重点建设债券和重点企业债券、保值公债、特种公债、企业债券、金融债券及股票；短期品种有：企业短期融资债券和大额可转让存款单。其中，国家重点建设债券和重点企业债券已全部兑付，目前没有流通量。特种公债与单位购买国库券一样，不能上市交易。上市交易的43个品种里，国债14种，金融债券8种，企业债券13种和股票8种。除其中8种国债，其余均在交易所挂牌。

当前的证券结构归纳起来有以下几个特点：

1. 证券的发行已有了较大的规模,但从总体看,内部发行较多,公开发行业少,尽管近期这种形势在得到改善,证券的发行规范化程度仍较低;在公开发行的品种里,上市量小,流动性尚欠,二级市场规模远小于初级市场,使整个证券市场的发行量与交易量的比例很不协调。交易量的升幅很大,但比较发行规模,现在的交易状况尚欠活跃。这里的原因在于:(1)发行市场的规范化程度低,许多品种不具备进入二级市场的条件,比如只有固定股息的内部股票,以实物计利的债券等,都不适于上市流通。(2)主管当局对发行可上市品种限制,比如企业融资券仅限于大、中型国营企业,股票则只限于1家股份制试点单位。(3)主管机关出于稳定市场的考虑,控制上市证券的品种和规模,使许多品种不能顺利进入二级市场。(4)申请上市的手续多、过程长,以及国债发行时间拖得过长,都影响了发行和上市的紧密衔接。二级市场不活,又会反过来影响发行市场的扩大,造成发行市场和流通市场的进一步脱节。因为证券的流通性差,无疑增加了持有者的风险,投资者的购买积极性就会削弱,发行市场的扩大就会出现困难,甚至萎缩。这样就难以使证券市场顺利成长。增加它在宏观经济中的地位和作用。

2. 在发行和上市交易的品种里,债券的量占大头,股票取末;在债券中又以国债,尤其是国库券为主。形成这种结构的原因在于:(1)国债发行最早,发行阻力小,发行量最大。(2)管理当局控制企业债券、股票和其他新品种的发行,并对已发行品种的上市加以限制。(3)国债的上市部分多为个人持有,因其安全性高,价格稳定,交易方便,总的上市规模又大,在交易中独占鳌头;而其他债券的购买者中单位的比重大,因而交易不如国债活跃。(4)股票的发行量不大,又以内部发行居多,加之管理当局的限制,近年的发行量趋小,可上市量就更小,使股票的交易量只占整个交易量的很小一部分。但随着一些促使股票交易上升措施的实施,以及股票上涨带来的股市规模的迅速扩张,股票的交易比重趋于上升。

目前的结构使证券市场的风险性较小,总体价格水平不会有大的波动。但市场的过份平稳也是交易不够活跃的表现。以债券尤其以国债为主的结构说明证券市场作为长期资本市场的作用还十分有限,股票和长期企业债券的小比重意味着企业没有把证券市场作为获取更新、改造、发展的长期生产资金的主要来源,证券市场所吸纳的资金,只有小部分直接转化为生产投资。办之证券市场本身的规模还十分有限,它对国民经济的作用程度就非常小。所以说,上海证券市场尚处于初级发展阶段,有待深化。

3. 期限档次单一。这点尤其表现在可上市交易的品种上。目前发行的证券中,短期的只有3—12个月的大额可转让存单和3至9个月的短期融资券,这部分基本上不进入流通市场。1982—1984年的国库券目前有7—9年三种期限,但交易不大。所以,上市品种里短、长期较少,主要集中在3—5年的中期品种。

期限档次单一最不利的一点是不能充分吸收闲资。投资者持有的资金期限长短不一,对证券期限长短的要求也不一样。短期融资债券基本不对个人发行,大额可转让存单中有相当一部分对单位发行,因此个人投资者难以涉足短期品种。而且短期品种的总量不大,使短期资金很少进入证券市场。如果投资者以短期资金购买长期证券,收益和变现能力都得不到保证。而对于长期投资者来说,所能投资的对象只有少量股票,根本不能满足要求。

证券期限结构单一,使投资者不能适当地选择投资组合,分散风险。通常投资者在投资中、长期证券时,总保持一定比例的短期证券,以维持一定的变现能力,确保资产的安全性。

期限单一,还会导致流通不畅。一是由于这不能满足投资者对期限转换的要求,投资者一旦改变对期限、收益和变现能力的要求,往往很难找到合适的转换品种。二是由于短期品种的变现能力,收益比较稳定,因此流动性大,而投资者中又以短期资金持有者居多,现在的品种期限过于集中在3—5年期,不利于活跃交易。

4. 债券的利率以固定利率为主。少数金融债券也采取累进利率的形式,即利率随持有年限的增加而上升。某些债券还附有保值补贴,但由于通货膨胀率的下降,保值补贴已形同虚设。此外,个别债券还采用零息折扣发行、到期按票面还本的方式。

目前的利率组合序列不尽合理,没能按照债券风险的大小,期限的长短来确定不同的利率档次,同时发行的债券利率都处于同一水平线上。债券的发行应按质论价,信用好,期限短的,利率就该稍低;反

之,利率则需要适当上浮。否则,发行者所负担的成本就不尽合理。投资者对风险和收益的偏好各不相同;需要拉开风险和收益的档次,以满足他们的要求。理性投资者能对风险和收益的关系作出正确的判断,所以只有把利率和风险相匹配,才能使证券具有适销性。

采用固定利率固然使终期收益的计算简便明了,但也容易造成债券价格随市场利率的变化而波动。对持有者和发行者来说,都有利率风险。当市场利率高于票面利率时,持有者就会蒙受损失;当市场利率低于票面利率时,发行者付出的筹资费用就高于当前的市场平均成本。这两年我国的银行利率调整频繁,对债券利率的确定和价格变动的影 响较大。如90年国库券的利率为14%,远高于目前二年期7.56%的储蓄存款利率。这一方面增加了政府的利息支出,另一方面使90年代国库券的价格急剧上升,当同期收益率低于同期储蓄利率后,价格又回落,目前价格仍在徘徊中。大起大落的结果使部分投资者获暴利,也使部分短期投资者蒙受损失。这种情况不利于市场的稳定发展。

5. 上市品种里以本市占绝大多数,目前仅有的外埠证券是浙江凤凰化工股票。这主要是由于上海证券市场的发育程度不高,与外埠的证券市场尚欠沟通,以及本身的吸引力不强。说明上海证券市场的辐射力还很弱。当然表面上只有一种外埠证券进入,但实际的进出量还是有一定比重的。上海各证券机构与外埠均有大宗的国库券交易,仅1989年流入上海的国库券就达3亿元人民币。但要上海成为本地区,乃至全国的证券交易中心,发挥上海的金融中心作用,这方面的开拓还有待加强。

三、各类证券的作用

1. **国债** 目前市场上的国债包括国库券、特种公债,和保值公债。上市交易的为个人购买国库券和保值公债。国债的信用度高,流通性强,收益也高于同期的储蓄存款利率,加之交易方便,变现能力强,因而对投资者具有吸引力。国债在发行和交易市场都占主导地位,从而抑制了证券市场的风险,有助于证券市场的健康发展。国债一方面为政府提供了财政资金,支持了国家的重点建设,也给大量的闲散资金创造了出路。政府通过发行国库券来平衡财政预算,较以前通过向银行透支和增加货币发行量来弥补赤字,是一个巨大的进步。这对于金融市场的健康发展,消除通货膨胀因素,稳定经济发展起到了有利的作用。

国债的主要问题在于品种单调,表现在期限集中于中长期。市场上流通的国库券中:1982—1984年是7—9年期,1985—1987年是5年期,1988—1990年是3年期。1989年保值公债也为3年期。期限虽趋于缩短,但品种的单一化仍未改变。关键在于缺乏一年以内的短期国债。

期限单一不仅不利于充分吸收资金和使政府承受利率风险,而且使投资者的预期比较保守。因为期限较长,变现力和价格的稳定性都受到影响。在利率浮动频繁的情况下,投资者就不大会看好中、长期品种,这就会给长期国债的发行增加困难,交易的活跃程度亦会下降。对于短期资金持有者,他们更希望能投资短期国债,而非中、长期。

缺乏短期国债,也使中央银行不能以公开市场业务为调节手段。而在美国等发达国家公开市场业务为中央的银行的主要政策工具。进行公开市场操作必要的条件是市场上有大量的短期国债在流通。短期国债作为货币市场的融资工具,具有安全性高,流动性大,收益和价格稳定的特点,通常对短期利率有引导作用,通过买卖短期国债能迅速产生连锁的政策效果。而其他债券则没有这样的功能,如果中央银行以中、长期国债为操作对象不仅效果不显著,而且风险徒增,平添金融市场的不稳定因素。

国债的发行量虽然很大,但单位购买的国库券和特种公债不能上市,使国债的流通规模大为缩小。而且由于不能转让、抵押,使购买单位的资金长期搁死,极大挫伤了各单位的购买积极性。

2. **企业债券** 企业通过这个直接融资工具获得了新的筹资渠道,密切了企业与证券市场的联系。在当前银根收紧的情况下,债券市场为企业创造了一个缓冲地带。市场筹资强化了企业的融资概念和外部约束力,促使企业改善经营管理,提高资金使用效益,宏观上则起到优化产业结构的作用。企业债券为证券市场提供了一个极为重要的品种,是形成中的长期资本市场的一部分。由于企业债券的长期性和资本化,必然受到国家建设规模和投资计划的控制,因而发展较慢。上海证券市场上的企业债券品种少,数量更少。无论在发行和交易量上都处于弱位。考虑到维护投资者利益和保证证券市场的稳定,上海市人民银行对发行

企业债券的审批作严格掌握。所以,企业想在银行贷款之外,以企业债券的形式吸收长期生产资金还比较困难。对投资者来讲,企业债券还不是经常性的购买对象,尤其是个人投资者。企业债券的发行量不大,单位购买又较多,因而进入二级市场的流通量较小,在交易中还不是活跃角色。

3. 股票 股票的发行是中国经济体制改革的一次突破。也为上海证券市场注入了一支生力军。股票是建立长期资本市场必不可少的一环。发股集资是企业开发长期资金来源的新尝试。股金无须还本,一旦投入企业就成为稳定的来源。随之带来的是企业经营管理体制的改革。股份企业的管理体制体现了政企职责分开,经营与所有权相分离的原则,有利于提高经营管理的效率,也为其他企业起到了示范作用。股东通过入股,获得了对企业经营的参与权和取得红利的权利。持股人还可以通过资本增值而获利。这样,企业的经营绩效与公众紧密相联,体现了股份制企业的公开性,激发了股民对企业的拥有感,也吸引了广大潜在投资者对股份企业和股票的关注。更重要的是,股票改善了上海证券市场的结构,体现了证券市场的长期资本市场作用。此外,股票对宏观经济的影响还表现在:(1)为经济体制改革,尤其是所有制改革,为搞活企业找到了有效途径。(2)有助于引导诸资源要素的合理流动和有效配置,利于产业结构的合理化。(3)推动横向经济联系和纵深拓展。通过互相参股,打破地区、部门的分割,消除行政等级和地位高低之分。谁的股份大,谁的权利和利益就大,责任和风险也大。

上海发行的股票中,很多为内部股,仅限于内部职工持有,不能上市转让。持有者没有投票权,只拿固定股息。有的股票甚至有期限,到期还本,规范化程度极差。

国家对股份制改革持慎重态度,使之仅限于集体所有制企业和少数国营企业。目前上海总共有11家企业被允许进行正规的股份制改革试验,其中包括7家股票上市企业。无论是进行股份制改革,还是发行的或增发股票,均需经国家体改委和人民银行总行批准。因而,股份制企业在此形势下的发展极为缓慢。一方面这不利于发挥股份企业的优势,另一方面使股票的品种太少,股票发行趋于缩小,不利于证券市场的壮大和证券结构的合理化。股市目前对经济既没有带动作用,也不能反映当前经济形势的好坏。

股票的发行少,上市量不足,交易情况难以乐观。由于股票供不应求,常造成有行无市的局面。股市规模太小,使之极为大户所操纵。1990年大量深圳资金的涌入,把上海股市炒了个天翻地覆,股价陡起陡落,使许多盲目跟进者蒙受巨额损失。这既不利于证券市场的健康发展,也使广大投资者心有余悸。

号外,股票面额过大的缺点随着股价的上升逐渐暴露出来。如豫园股票每股的市价达900多元,使许多小额、零星投资者望而却步。

4. 金融债券 金融债券以其良好的债信,为证券市场增加了一个准金边品种。金融债券在扩大市场规模、活跃交易方面起到了很好的作用。目前金融债券在发行和交易方面的地位仅次于国债,而居第二。银行通过金融债券补充了信贷资金,并以此来改善自身的资产负债结构。并且,金融债券对银行用好、用活资金有促进作用。

5. 企业短期融资券 从1987年到1990年底,融资券已累计在上海发行了15亿。企业藉此弥补流动资金不足,收效显著。同时许多企事业单位,也为大笔的短期闲置资金找到了出路。

短期融资券的购买对象基本为单位,个人购买比重较小。因其利率高于企业存款利率而又低于委托贷款的利率,对发行和购买的双方都有利。但融资券的期限短,购买者多为正好持有相同期限闲置资金的企事业单位,所以几乎没有什么流通转让。加之上市交易须再向市人行申请,发行单位为一笔短期筹资多费周折,颇多不愿。

短期融资券所受的限制主要是:发行单位须为国营大,中型企业;须经远东资信评估公司评定信用等级达A级以上。每笔发行额度须在500万—3000万之间,超过3000万须经人行总行批准。这些限制阻碍了许多企业利用短期融资券来弥补流动资金不足,尤其是中、小企业和集体企业。

6. 大额可转让存款单 该品种尚属初创阶段,主要是为了适应个人和单位短期投资的需要。尽管截止到1989年底的发行量已达7.29亿,但由于和融资券相同的原因,几乎没有什么交易,因此对证券市场的作用很小。

四、关于证券市场作用的规范分析

分析证券市场的作用,必须把它放到整个金融市场和宏观经济体系的运行中,才有实际意义。

发达国家的经济中都有一个较完善的金融市场,并且以之作为经济运行的核心,金融市场的作用举足轻重,没有金融市场,就没有现代经济。

证券市场是金融市场必不可少的组成部分,两者的联系极为紧密。随着金融票据化的加强,证券市场的作用日趋重要。

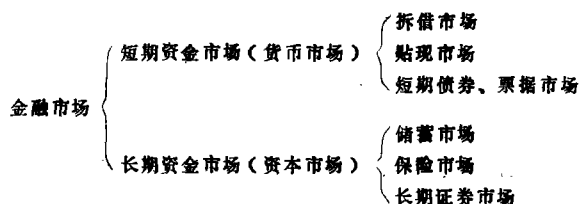
证券市场是企业与公众联系的渠道。如美国的企业多采用股份公司制。社会大众通过投资各项证券,获得对企业的各项权利,企业则通过证券市场获得生产、经营所需的资金。

证券市场也是各企业、各金融机构沟通联系的管道。企业通过持有别的企业的股票或债券等来影响它的行为;金融机构则是各项证券业务的操作者。金融机构通过参与证券市场来发挥它的枢纽作用,同时也通过对有价证券的投资来调整资产结构,保证资金的有效运转。

证券市场的借贷作用,在发达国家的经济运行中是必不可少和不可替代的。

我国经过十年的经济体制改革,从原来的单一计划经济,转向有计划商品经济的轨道。随着商品经济的深入发展和整个市场体系的完善,金融市场的作用将日益重要。证券市场的发展正是金融市场的深化而引起的。

当前我国的金融市场可列示如下:



我国的货币市场已基本开放,拆借和贴现的资金融通量已相当可观。部分资本市场也已开放,唯独证券市场尚处于起步阶段,未完全开放。

由于长期受计划经济思想的影响,我国对金融市场的作用一直采取抑制政策,金融处于短浅状态,未能对经济的运行起轴心作用。有计划商品经济的发展和改革的深入,急切要求金融体制的改革,以创造一个完善,高效发达的金融市场。

由于长期的金融压抑政策,我国的金融资产种类单一,融资工具缺乏。因此,金融市场的深化,必然推动证券市场的开放和壮大,藉以进行金融创新和扩展金融市场。

证券市场的作用体现在以下几个方面:

1. 为产业部门开辟资金来源。这包括两方面:提供短期资金,以弥补季节性或突发性因素造成的临时性周转资金不足;提供长期资本,为企业的创立,发展和改造提供资金。作为资本市场的作用是证券市场的首要作用。

我国的企业自有资金少,积累率低,自我改造和发展的能力有限。一俟需要长期生产投资,就只能指望政府拨款和银行贷款。国家的财政资金有限,银行贷款受信贷计划因素的制约,企业,尤其是中、小企业很难从这两个渠道获得资金。那么,通过证券市场向社会筹资,发行债券和股票,就成为可被选择的有途径,企业在直接融资的过程中,熟悉了证券市场,密切了彼此间的联系。

证券市场不仅为产业部门,也为政府部门提供了财政资金。政府通过发行国债弥补预算赤字,或为某项公共工程提供资金,或用以扶植某个重点企业或行业,以达到其宏观经济政策的目的。

2. 吸收游资,引导投资。对资金持有者来说,都希望通过适当的投资途径来获利或使资本增值。大多数投资者不可能进行直接投资。一方面是由于单独持有的款项有限,很难独立成为一笔直接投资;另一方面,大多数投资者非职业资本家,无暇参与投资事务,只能通过证券市场购买各种证券进行间接投资。这

样做,不仅方便迅速,而且收益和资金的可控性大,风险较直接投资小。证券市场在这里的作用就是汇溪而成河川,把小额零星的投资聚拢,假以各类证券进入实际投资领域。

从宏观经济的角度看,如何把储蓄转化为投资是经济增长的关键。理论上的储蓄就是收入中除去消费的剩余部分。在现实经济中,这部分款项的持有者对收益,安全性

$$\text{GNP} = \text{C} + \text{I}$$

$$\text{GNP} = \text{C} + \text{S}$$

支出法

收入法

$$S = I$$

和流动性的偏好是不同的,因此需要各种形式的金融资产与之匹配。作为证券市场,其作用就是提供门类齐全和数量充足的证券,把储蓄有效地转化为投资,为国民经济发展充当传送带。

在我国,由于金融资产,尤其是证券的量少,结构不合理,使这一转化过程显得迟滞和不充分,阻碍了国民经济的稳定持续发展。因而深化金融市场,特别是开拓证券市场就显得尤为迫切。

3. 提高资金使用效率,优化产业结构。

证券的价格,资金的流动都受到资金价格——利率的制衡。由于利率的杠杆作用,资金总是流向收益高,安全性可靠的证券。这些证券通常代表着有发展前途,盈利状况好,信用高的企业或行业。发行证券对企业有较强的约束力,企业不得不改善经营,提高资金利用效率,增强盈利能力,才能承受使用资金所需支付的价格。这就是说,经营好,盈利大的企业才能得到资金,否则就难以继。市场融资的作用就体现在这里,好的企业和行业能不断得到资金发展壮大,经营不善的企业和夕阳产业则被逐渐淘汰。在市场自身的调节下,产业结构被维持在一个较为合理的范围内。一个优良的产业结构意味着一个高效的资本产出比,这对于GNP的增长速度是至关重要的。

中国的企业主要以银行贷款为资金来源,但资金价格缺乏市场性。利率固定且偏低,不能反映供求关系,因而不具备甄别和杠杆作用,不能保证资金流向的最优化。信贷分配按计划进行,专业银行没有贷款自主权,也不负平衡信贷的责任。使得有些企业极易获得贷款,而且越来越多,完全靠在银行身上。不顾资金使用情况造成呆帐比例很高,银行资产结构恶化。而有些企业,特别是有发展前途的新兴中、小企业则难以得到资金,发展困难。

在目前资金总量不平衡的情况下,应该发挥证券市场的融资功能,开辟资金来源,并让市场价格来调节资金流向,确保资金的使用效果,促使失衡的产业结构走向合理。如果证券市场不断发展、成熟,资金价格市场化,反过来也能促使银行利率的市场化,推动金融市场的规范发展。

4. 为宏观经济调控提供政策工具。

证券市场一旦成为资金流通的枢纽管道,金融市场和宏观经济的运行必受其连带。这样就能通过影响证券市场来调节经济运行。这一作用体现在两方面:政府的直接介入和中央银行的间接调控。

政府的直接干预就是通过发行各种类型的公债,直接进入证券市场。政府的干预作用在于改变资金的流向,使资金通过公债流向政府设定的部门。由于资金被引至特定的范围,其方向性和规模会相应地引起就业结构、产业结构、经济增量等诸多方面的变化,政府就能以此来实现既定的政策目标。

中央银行的间接调控是指公开市场业务。这一操作的原理在于买卖短期公债能改变货币流通量。当中央银行卖出政府公债时,就回笼了货币,减少了货币流通量;买入公债时,就等于向市场投放货币而增加流通量。货币流通量的变化必然影响到资金运动,反映出来的就是利率指标的变动,这样金融市场不得不调整其行为以适应变化,金融市场所具有的辐射力将使整个经济发生相应的变动。中央银行就此达到了间接调控的目的。

中国的宏观经济调控偏重于计划,但人为干预的后果往往是违背了经济的内在规律,扭曲了经济的宏观运行。显然通过适当的政策工具,如证券市场,进行间接调控,以市场本身的调节来影响经济运行会更有效和合理。

5. 加强横向的经济联系。

6. 增加金融资产,深化金融市场。证券市场的发展不仅本身是对金融市场的一种拓展,同时也为其他

金融业的发展创造条件。比如说信托业。信托投资是一种间接投资,需要众多可供选择的金融资产,尤其是证券,作为其投资对象。因此,信托业能否顺利发展,在一定程度上依赖于证券市场的成长。

7. 对宏观经济的指示作用。

证券市场要发挥这一作用须达到一定的规模和发达程度,特别是股市应有适当的规模,并在GNP中占有一定的比重。这样证券才能成为主要的金融资产,证券市场才能成为主要的融资渠道。证券市场作为资本市场的作用方能充分体现,对宏观经济才具备较强的作用力。显然,经济运行的方方面面都会在一个发达的证券市场得到反映。证券市场本身的运行也会作用于经济运行。通过分析证券市场的各种趋势,就能对经济的概貌和某一行业或某一企业的情况有所了解。股市对宏观经济的指示尤为强烈,往往与经济的盛衰相伴随。所以观察股市,有助于对未来经济形势的判断。

五、关于上海证券市场的展望

从上文实证和规范两方面的分析中可以看出,就品种和结构而言,上海证券市场最主要的问题是:规模小——品种和数量不足;结构不合理——股市以及企业债券的比重欠小。上海证券市场的规模占国民生产总值的比重不足1%,对经济的作用力甚小;加之结构不合理,作为资本市场的作用不能发挥,因而对经济的作用力更小。所以,上海证券市场的发展取向,就应着眼于扩大市场规模和调整结构,以力争增强其在经济中的作用。

从规模上讲,上海的证券市场存在着扩展的潜力。其主要来源是大量的储蓄存款。截止到1991年3月上海的储蓄存款余额为287.05亿元,较去年同期增加29%,而且目前的增长势头不减。这部分资金为1990年上海证券发行量的15倍,容量极大。储蓄的超常增长,增加了银行的经营成本,也使潜在的通货膨胀压力上升,因为资金的来源不稳定。如果把存款储蓄转为持券储蓄,就可以迅速把超常的储蓄转化为投资,减轻银行负担,并且固着资金,减轻通货膨胀压力。据抽样调查,目前54.4%的上海市民储蓄的目的是为“吃利息”,那么购买证券所得的收益通常高于储蓄,扩大证券的发行规模对大多数投资者是具有吸引力的。

因此,我们建议:

1. 扩大股市。提到股市的扩大,必须涉及到股份制改革,这里的难点之一是产权问题。解决这一难点的首要问题是观念上的突破。

股份制是商品经济社会化发展的必然产物。在我国多种所有制形式下的有计划商品经济中,股份制的出现体现了投资主体多元化的客观需要。股份制可以建立利益主体多元化的企业财产关系,其优点在于可以明确产权、利益和责任的关系,减少投资者的风险。而在经营中,由于所有权和经营权相分离,能够真正确立企业的独立法人地位,提高经营效率,对深化企业改革有积极意义。

所谓公有制并非单一的国家所有制,而股份制也并非资本主义私有制的必然产物,它是一种中性的企业组织形式和产权制度。除去少数集股、分股的私有性质企业,代表现代股份制主流的股份有限公司可被看作另一种公有形式。因为股份有限公司的财产由大量、分散的社会股东共同占有,非任何个人所有。企业的存在是由于资金的联合,非人与人的联合。企业的运营是根据代表股东的董事会的集体决策,而非个人意志,股份制企业利益的分享和责任的归属也体现了公共占有的性质。就管理看,最显著的是消除了私人资本家与劳动者的对立,而劳动者本身也可能成为企业的所有者之一。

对于股份制企业,国家、集体仍可以国家股和单位股的形式保持必要的所有权,并对企业的经营方针进行控制。所以,股份制不会改变社会主义的公有性质。

观念上的改变才能带来股份制改革的深入,使股份企业的数量增多,从而给股票品种和数量的增加,股市的扩展创造可能性。

从发行品种看,为避免所有权结构的变动,可通过发行优先股来增加股本和市场规模。为增加吸引力,优先股可具备一定的转换性或红利参与权。此外,还可以分类股的形式避免控制权的分散。即把股票分为甲、乙两类。甲类股票的收益和分享剩余资产的顺序均优于乙类股,但没有或只有限制投票权。

就目前而言,扩大股市的捷径是让部分国家股和单位股上市。因为国家或集体持有的股份只要在一定比例以上,就不会丧失对企业的控制,所以不必担心出售多余股份会丧失控制权。而且出售后,仍可以从市场上购回。

目前上市股票的面额过大,不利于吸收小额投资,应进行拆股,把大面额分割为小面额,也能间接扩大股市,活跃交易。

上海应设法扩大外地股票在上海的发行和交易规模,这对于建立上海的金融中心地位具有重要意义。从规范化角度看,应禁止内部股的发行,消除不规范股票的有害影响,保护正常股市。

2. 放宽对企业债券、融资券的限制。首先是扩大发行单位的范围,应允许某些状况较好的集体企业进入债券市场。并且可放低发行限额,使那些资金需求量不太大的中、小企业也能发行融资券和企业债券。对那些信用等级稍欠的单位,可让其发行次级信用债券和抵押债券,高风险,高利率,同样能吸引投资者。企业在发行企业债券时,可根据需要拉开期限档次,并配以适当的利率。对于较长期的债券,发行单位可规定提前收回条款或是可掉换条款,也可采用浮动利率,以避免利率风险。

3. 发行短期国债,实现国债期限多样化。由于国家建设需要大量资金,所以国债的着眼点应在中、长期,但鉴于前文分析中所指出的客观需要,短期国债亦须兼顾。发行短期国债也是为了更好地发行中、长期国债。方法是:(1)在中、长期国债兑付高峰期,发行一年内偿还的短期转换国债来偿付到期中、长期国债,以减轻财政压力;(2)以短期国债偿还旧债,达到以债养债、短期资金长期利用的目的。

国债的发行还可采用零息拍卖的形式,这尤其适合短期国债。通过买方的相互竞争而获得最佳的市场价格。

为了提高国债资金的使用效率,可把国债分为财政性国债和建设性国债两大类。以前者弥补政府预算中经常性项目的赤字,期限较短。以期限较长的后者用于政府支持的投资。这部分国债可以所投资项目的收益还本付息,这样可减轻政府的财政负担。

此外,面对目前大量的储蓄存款和潜在的通货膨胀压力,政府可发行利率较高的储蓄公债。该种公债不能流通,只能向政府发行机构兑现,因而具有沉淀不流动资金,减轻通货膨胀压力的作用。

4. 发展地方公债。上海的城市改造和浦东开发需要大量的资金。国家投资和上海的自有资金有限,外资又是远水难解近渴,所以市政府不妨通过发行地方建设公债来筹措资金。发行的地方建设公债应针对具体项目,以确保资金用途的公开性和使用效率,用项目收益支付本息。

区、县一级的政府亦可探索进入公债市场。因为这一级政府的财力有限,从事区内的公共项目建设往往力不从心,有必要通过发行公债进行集资建设。

5. 发展国内基金,吸收外地资金。国内基金可由市政府发行,也可由证券或其他金融机构发行。前者不明确使用的详细方向,但可有大致的分类或组合,由市政府统一安排使用。后者要进行再投资,由发行机构按照一定的组合投资于上海证券市场的各类品种。基金可采用契约式,亦可为票据式。后者本身作为一种证券,在条件成熟时,可上市交易。国内基金的发行有助于增加上海金融市场对周邻地区的影响力。

6. 简化短期融资券和大量可转让存款单的上市手续,扩大短期品种的交易量。这样做,主要是为了便于发行的扩大。拿大额可转让存单说,尽管没有记名,可以私下转让,但没有交易市场,很难在需要资金时找到出让对象,这势必影响到投资者的购买欲望。扩大交易规模,也能使资金的流动保持顺畅。

7. 利用证券市场吸收外资。这三个途径:

(1) 改组现有的合资企业。由于合资企业基本上采用契约式,合资年限一到就会清算解散,原先投入的外资将抽回。如果把合资企业股份化,把外资折成股本,则可以避免企业的解体和外资流出,而永久地吸收外国投资。改组所遇的困难也较小,因为合资双方的投资比例早已明确,因此确定双方的持股份额不成问题。当然发股时,因企业资产可能增值而须重新进行资产评估。至于利润和税收问题,均可参照现行合资企业的有关规定。

(2) 在国外证券市场上发行外币股,外币股为外国投资者购买,在国外证券市场上交易,(下转第72页)

意见的情况下,特别要防范政府工作人员涉及内幕交易和黑市交易。

在具体监管方法上,则要避免过多地用行政命令进行干预,要学习运用市场规律进行调控。目前由政府对上市公司的股息红利规定上下限,对市场升跌幅作行政性限制的情况要尽量改为调控市场供求的间接监管。在组织结构上也要根据我国特点建立相应的证券监管机构。

另外,上海证券交易所的成立虽然有利于集中管理,但从国外经验来看,随着证券化和大众化的发展,柜台交易不仅不会消失,反而因它有交易所无法替代的灵活性而得到长足发展,对上海这样一个开放型的国际性城市来说,目前的证券交易柜台、交易点的数目和活动范围不是多了,而是需要更多的发展。当然在同时也必须加强对它们的管理。

除了体制上和市场结构上的因素外,目前证券市场不够活跃的主要原因还在于上市交易的证券品种不多。在这方面,国库券除目前的中期(3年)债券外,还应增设短期(3个月至一年)和长期(5年至10年)两档。在利率上,去年银行定期储蓄利率连续下调,使国库券和其它债券利率与其差距拉大。三年期间国库券的利率要比同期银行存款利率高出近六个百分点。这一情况引起储蓄搬家,不利于金融的稳定,也增加了国债融资成本。今后

可考虑发行与银行存款利率挂钩的浮动国库券,它与银行存款利率保持一个固定的比例(比如三个百分点)。特别是在这几年通胀虽有所控制,但仍存在复燃压力,国家需要利用利率政策实行灵活的宏观控制的情况下,这种国债利率设计可以使群众和国家两不亏。

在近期货上市股票不可能太多的情况下,更应该鼓励在现有品种的基础上借鉴国外最新发展,进行金融创新。例如,近年国外很流行的单位信托基金是适应市场利率、汇率和股市风险而形成的一种新的投资工具。这种投资工具将零星闲置资金集中起来,由专业人员将汇集的资金分散投资于全世界不同的市场和不同风险与收益的股票、债券,起到分散风险,保证收益的作用,很受投资者欢迎。在这两年的股灾和股市波动中,经统计各种基金的投资风险和损失是最小的。在80年代,国际上各类机构投资者已取代个人投资者,占市场的份额已经从70年代的30%上升到70%。我国如引进这类工具不仅可以据此参与国外市场投资,弥补国内市场品种少的缺点,而且通过这种形式让个人投资者通过机构投资者进行间接投资,更适合于我国个人投资资金额不大,投资知识和信息不足的现实。既有助于市场的稳定和活跃,也便于宏观管理。

(责任编辑 沈晓冰)

(上接第69页)不会对国内证券市场发生直接影响。同时外币股的投票权多受到限制,这可以防止本国企业为外国资本所控制。当然发行外币股需要解决汇率和红利汇出的问题。

(3)在海外市场发行国家和地区基金,如中国基金或上海基金。这种基金具有股票性质,可转让,但不能抽走资金,即不需还本。它比借外债或发外币股有优势。基金缴集后,由发行机构再投资于国内证券。由于所投资的证券是不同品种的组合,基金购买者对其中的某一种证券不具有权利,因此不存在外资控制国内企业的问题。购买者的收益来源于基金的红利和增值。基金在境外交易,不影响国内证券市场。基金的优点还在于能吸收零星的外资,因此在目前借大笔外债约束大的情况下,利用基金吸收外资大有可为。当然这里的前提是国内证券市场的繁荣。

8. 发展期货市场。期货、期权和期货合约在世界主要证券市场上十分流行,它们对于目前尚在初级阶段的上海证券市场还不适合,但作为未来的发展方向,它们又是必然的趋势。关键在于目前的证券市场要不断发展、完善,尤其是健全法规和管理,才能为开辟期货市场创造条件。

(责任编辑 沈晓冰)