

从上海证券交易所 的成立看我国证 券市场的发展

宋运肇

1990年12月9日,上海证券交易所正式开业,这标志着我国社会主义经济体制改革的新突破。它不仅对我国证券市场的发展和今后金融体制的改革产生深刻的影响,而且有可能改变21世纪亚太地区金融竞争的格局。

就国内证券市场来说,上海证券交易所的成立标志着中国证券市场开始步入规范化发展的阶段。在此以前,上海已经有了一定数量的证券,包括国库券、重点建设债券、企业债券、金融债券、股票等等,可上市证券总量超过30亿人民币,并有了一批证券中介机构,但原来的证券交易主要采取柜台交易的形式。为促成上海证券市场的健康发展和证券交易所的建立,上海市人民政府公布了全国第一部《证券交易管理办法》(《上海证券交易管理办法》),制订了证券交易所的自律管理办法共12个,包括上海证券交易所的章程,会员管理办法,证券上市规划,证券受托买卖的规定,证券交易所场内交易管理办法,证券交易所清算交割管理办法等。上海证券交易所的成立体现了立法和规例先行的稳健风格,并向全世界表明,上海证券市场从一起步就朝着规范化、制度化和国际化的方向努力,尽量避免重蹈一些发展中国家新兴市场“先发展、后规范”的教训。

上海地处亚太中心,三十年代曾经是该地区的国际金融和商业贸易中心。目前亚太地区的金融角逐十分激烈。香港的国际金融中心地位正受到新加坡、日本的严重挑战和竞争,最近台北宣布要在五

至十年发展成为区域性的国际金融中心。日本、台湾和南朝鲜的资金实力比较雄厚,但过去在体制上历来控制很严。自八十年代开始它们一直在大力推行金融体系和金融市场的所谓“自由化、制度化和国际化”运动,并取得了卓著的成效。东南亚的泰国在印支地区实现和平以后极有可能发展成为该地区的金融中心,马来西亚、印尼等国为了吸引外资,也在政府扶植下大力发展证券市场。因此,上海证券交易所的开办从一方面来说,是适应亚太金融发展的变化趋势,积极参与亚太融资活动的重要环节和必要步骤;从另一方面来说,虽然现在尚不足以对亚太区其它金融市场构成任何威胁,但从发展趋势看,却涉及到21世纪亚太地区国际金融中心分工和竞争格局的重组。

现在上海和整个中国证券市场的主要任务是如何使它良好运作,向国际显示社会主义国家也能利用证券市场来筹集建设资金和调整产业结构,并能有效防范证券投资可能对社会带来的消极影响。

目前中国证券市场的发展存在这样两个值得正视的问题:一是上市股票过少。在居民投资意识萌发,社会闲资较多并存在通货膨胀压力的情况下,供求过于悬殊容易引起投机、黑市交易和股价暴涨暴跌。二是如果调控监管过严,又会窒息市场活力,造成有行无市,使证券市场不能发挥应有的作用。这两个问题本身就处于矛盾之中。

第一个问题又涉及到两个方面。首先,中国是社会主义国家,要坚持公有制为主体的所有制结构,

因此现阶段不可能象西方证券市场那样以股票唱主角,只能以国库券和各类债券为主要投资工具,今后逐步发展成国家债券、企业债券和股票并重的格局。问题在于以国债为主发展证券市场是否行得通?其次,是如何克服上市股票过少的问题,增加上市股票的数量标准或参照系是什么?

关于以国库券为主体来发展证券市场这在国际上是有先例可循的。历史上不少国家的证券市场都是在战争或战后财政极度困难,国债大量发行,为使国债的发行和流通互为促进,使债务纳入良性循环而创建和发展起来的。就亚太国家的证券市场来说,日本股市历来上市流通的数量与其市场规模相比就很不协调。这是因为,在日本公司的持股结构中,大财团内部和相互之间持股比重很高,这部份股票往往不拿出来上市流通,因此真正上市的股票不多。有很长一段时期证券市场上主要以国债为主。在战后日本金融管制较严的情况下,正是国债流通市场的发展,对整个金融市场从封闭走向开放和变革形成了突破口。因为国债的发行和流通往往有许多优惠,如利率和税收等,一旦形成规模,就会在利益攀比和示范效应下对原来受严格的利率管制和业务限制的银行和非银行金融机构形成冲击和竞争压力。当然日本证券市场的结构和特点是造成股价过高和引起日美贸易摩擦的原因之一。不过它说明在受各种原因制约上市股票不多的情况下,可以通过发展国债流通市场来推进证券市场的发展并带动整个金融体系的变革和发展。

不过,既然改革开放是相对于原有体制和相对于世界市场而言的。那么,从亚太金融角逐和证券市场本身的运行和吸引力来说,目前我国上市的股票确实太少了。日本和其它亚洲新兴市场的经验都证明,供求过于悬殊,容易造成股价暴涨暴跌和非法投机。相比之下,中国的供求矛盾更为突出。目前我国城乡居民储蓄共有六千亿元左右,已发行的各种证券总额为二千三百亿元左右,其比例大约为4.5:1,美国的这一比例是2:1,香港为3:1。这一数字表面上看相去不远,实际上,这里有三个因素要注意:一是我国发行的证券中只有一部分是可以上市流通的,二是我国居民(特别是农村居民)的手持现金余额很高;三是我国各地收入和货币持有量存在较大的差异。例如1989年底深圳市的银行存款总额为40亿人民币,当时股票总额为1.62亿,其比例为

24:1。

因此,中国目前大规模推行股份制的条件不一定成熟,但上市股票不能仅仅停留在这样寥寥数只。从增加上市股票的数量界限来说,很难有一个具体的标准,但从国内、国际环境来看,大体可以把握这样两条原则。第一,股份制企业的数量不至于影响我国公有制占主导地位的所有制格局;第二,上市公司的数量,不能低于亚洲新兴证券市场(尤其是东南亚等刚起步发展的证券市场)的规模。否则就可能在未来的地区性金融竞争中丧失吸引力。这两个标准在近期来看不至发生矛盾。

在推出上市公司方面可以有这样三种考虑和选择:一是为吸引外资投入,活跃股市,显示突破,可选择极个别较有影响的大型国营企业实行股票上市;第二种情况,则以目前濒临破产,面临严重困难的企业,通过股份制重组试验它对企业制度改革的成效;第三种情况不是将原有国营企业股份化,而是选择社会迫切需要发展的行业,通过股票集资建立新的股份公司。例如建立城市住宅建筑有限公司,国家对它不持股或少控股,不过规定其经营范围,筹集的资金必须专门用于发展居民住宅用房。这样既可缓解城市住宅紧张,又可减少国家在这方面的投资。

关于对证券市场要不要监管,监管会不会过严的问题,也有两个方面。首先,就国际趋势来看,八十年代金融发展的总趋势是债务证券化、证券大众化。因此,为了保护广大投资者的利益,维持社会稳定,在社会舆论压力下,各国在推行金融自由化和放松管制的同时,从来都没有放松过对市场必要的监管。各国市场的自律也得到加强。即使在资本主义国家,非法操纵市场和内幕交易因损及大部分投资者的利益。一经披露也会激起社会公愤和舆论的强烈谴责,甚至会引发政治和社会问题。因此,目前成熟的证券市场已不同于二、三十年代那种投机赌博盛行的股票市场,而是有“规矩”可循的。当然,资本主义国家的非法交易的各类丑闻还是时有所闻,但应当承认比过去已明显收敛和减少了。因此,我们不能走一些发展中国家那种“先发展、后规范”的路子,在低层次上照搬国外的经验,而应该避免少走弯路,从现在比较成熟的有严格宏观监管的市场上多借鉴一些。从一开始就要有监管和自律意识。在当前群众对党风和社会风气有

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)