

## 证券市场：现状、问题与对策

证券市场的产生和发展，在客观上已经打破了传统的资金分配格局，成为在财政、银行之外的又一重要资金融通分配渠道。分析证券市场的发展现状和问题，对今后的发展方向和措施进行探索，已经成为证券市场理论研究中的重要课题之一。本文拟就此谈一点个人的认识和管见。

### (一)

从1981年国家发行国库券算起，我国的证券市场发展已有十年的历史。十年间，随着经济体制改革的深入进行和国民经济的逐步发展，通过市场机制和市场方式融通资金的证券市场得到了迅猛的发展。

(1) 证券发行市场已经全面形成。这主要表现在：一是证券发行数量已初具规模。截止到1990年六月底，我国已累计发行各类有价证券1900亿，待偿余额1630亿，相当于全国银行吸收储蓄的1/3，有效地集中了社会闲散资金。二是证券发行主体多元化。国家财政部、各专业银行、各专业投资公司及企业都相继成为证券发行主体，特别是近几年来，企业的主体地位越来越突出。三是证券种类系列化。目前已经出现的有财政债券、金融债券、国家建设债券、重点企业债券、企业债券、替换债券、股票等十几个种类，筹集各种用途资金有价证券序列。四是证券发行程序初步规范化。经过治理整顿，从今年开始，企业债券发行在国家计委和人民银行的共同管理下实行了额度控制办法和较为规范的审批程序，金融债券、大面额可转让存单也按人民银行的要求正式发行，同时股票发行也开始程序化、规范化。五是证券发行方式多样化。除了国家债券的行政派购方式外，还存在着金融债券的自行推销方式、企业债券的委托推销方式和企业内部债券的自由认购和行政推销相结合等多种发行方式。

(2) 证券交易市场逐步活跃。由于前几年国库券不准转让的人为限制和社会公众证券投资意识的淡薄，证券交易市场不仅在起步时间上，而且在发育程度上都落后于证券发行市场。但是近年来，随着国库券等国家债券的陆续到期和国家进一步明确有关鼓励和扶持证券交易市场发展的政策规定，证券交易市场逐渐注入了活力，显示出蓬勃生机。一是证券交易数量直线上升。据统计，1988年全国证券交易总额为26亿元，1989年为23亿元，而1990年上半年的全国证券交易总额就达43.4亿元，1990年全年证券交易总额可望达到70亿元，比1989年要翻两番左右。二是证券交易机构已遍布全国各地，初步形成证券交易网络。目前全国各种证券公司、证券交易网点或代办点已发展到1000多家，一些大的证券公司和专业银行都各自建立了证券交易信息系统，这些都为证券交易市场的发展创造了必要的条件，并且上海、深圳和沈阳等中心城市已经形成了立足本地、辐射全国的证券交易市场。三是股票交易市场异军突起，发展势头令人注目。1989年全国股票交易总额仅2300万元，而1990年以来，由于上海、深圳等地将股票交易纳入了合法化、正规化的轨道，使上半年的股票交易一举突破了4亿元大关，占有价证券交易总额的10%以上。

另外，证券市场管理正在逐步地强化和完善。经过近几年的努力探索和实践，目前一个国家宏观管理与证券业自律性管理相结合的证券市场管理体系正在构造和形成之中，在国家有关主管部门加强了计划管理的同时，证券业的自律性管理制度正在逐步建立和完善，特别是上海等地在证券交易市场初创之时，就实行了证券交易柜台定期例会制度，以此来加强证券交易机构的自我管理。

## (二)

可以看出，证券市场发展的基本形势是好的，是值得大家肯定的。但是我们也应该清楚地认识到，同其他任何事物的发展过程一样，处于初期发展阶段的我国证券市场也存在着许多亟待解决的问题。它们主要是：

(1) 证券发行市场的严重行政推动与证券交易市场的人为限制使得这两个市场之间存在极其明显的反差，影响了证券市场体系的协调发展和市场机制的全面完善。一方面，占证券市场主导地位的国家债券完全采用行政派购的办法强制发行，使证券发行市场在行政力量的推动下迅猛扩展；而另一方面，国家债券的上市转让和各种基金会、保险基金等机构投资者进入证券市场进行交易活动又受到种种限制，致使证券交易不仅品种少、而且交易范围十分狭窄。当前证券交易活跃固然有社会公众证券投资意识增强的因素作用，但最主要的原因还是大量的国家债券即将到期兑付。绝大多数人卖出债券是为了变现，证券投资基本上为证券交易机构所承担，他们买进债券后就很少再卖出，因而债券的周转率（累计交易额与累计发行额之比）非常之低，只有5%，这与西方国家每年的交易额是发行额的10倍左右的发达状况相比，差距是不言而喻的。

(2) 在证券市场上占统治地位的国家债券透明度不高，大大挫伤了社会投资的兴趣和积极性，也影响了证券市场的正常发展。截止到1990年6月底为止，已经累计发行了国家财政债券900亿元，占全社会证券累计发行额的47.4%以上，名义上这部分债券是为筹集国家建设资金、平衡国家预算和弥补财政赤字，但实际上这部分资金具体用途，恐怕谁也说不清楚，据有关部门初步估计，有相当一部分债券资金用于了一般性财政开支，也就是用于了消费性支出，化作了“吃饭钱”，虽然债券发行增长速度较快，但财政用于经济建设的支出比重却在不断下降。国家投资公司发行的基本建设债券和重点企业债券占整个债券累计发行额的10%左右，这部分债券资金虽全部用于生产性投资，但由于筹资和项目完全脱节，资金用途也很不明确，因而社会把它们也视同国家财政债券，购买意愿十分淡薄。这些都在很大程度上阻碍了国家各种债券的正常发行，以致于不得不在很多时候采取行政派购手段来强制发行。

(3) 全国各地证券分散化、割断式交易格局严重阻碍着证券市场的进一步发育和完善。目前证券交易机构虽然已经遍布了全国绝大多数省市，尤其是一些中心城市，但是由于地域上的分散和系统间的分离，又缺乏必要的信息沟通技术条件，我国证券交易总体上还基本处于分散化、割断式的交易格局之下。这样，不仅证券交易规模受到了限制，而且证券市场机制也无法有效地形成。同时，清算交割手段仍然基本上采用柜台手工操作，异地成交还必须肩扛手提，客观上交易的困难和风险限制了异地证券交易机构的全方位多样化的证券交易，证券交易也因此缺乏应有的活力和流动性，难以真正地活跃起来。

(4) 证券市场利率的调节使得不合理价格体系下的资金分配结构更加不合理，在资金

分配结构合理化与市场法则之间,发展证券市场的初衷和运行结果之间存在着一定的矛盾。发展证券市场的一个重要目的和出发点,就是要通过市场机制的作用,调整长期以来所形成的不合理的资金分配使用结构,发展短线产品生产,抑制长线产品的继续扩张。但是在我国目前不合理的价格体系下,经济效益好、利润率高、偿债能力强、在证券市场上具有较强筹资竞争力而符合市场法则要求的往往是那些国家产业政策所要限制发展的一般加工工业,而那些建设周期长、占用资金多、经济效益平平而社会效益好的短线产业,如能源、交通、原材料等,就几乎被市场法则排斥在证券市场之外,这样证券市场对改善资金分配使用结构所应有的作用客观上受到了限制。另外,由于缺乏必要的协调管理,各证券发行主体在发行市场上各行其是,既加剧了供求关系非对称性条件下的资金争夺,造成利率水平的相互攀比和急速上扬,也扭曲了发行主体的资信、证券期限、流动性及风险性与利率结构之间的有机联系,造成利率结构的严重不合理。

(5)全国统一性法规建设滞后,证券市场管理基本上还处于无法可依、无章可循的状态,影响了全国统一证券市场的形成和规范发展。除1988年国务院颁布的《企业债券管理暂行条例》外,目前全国性的证券市场管理法规还几乎是一片空白,证券市场管理还主要由各地主管部门按各自制定的管理办法和暂行条例实行行政性管理。在这种状况下,一方面,标准化管理规则的缺乏使得政府主管部门既无法有效约束证券市场各参与主体,也无法有效管理全国分散的证券市场;另一方面,管理上的各自为政也限制了发育程度不同的区域市场之间的相互渗透,加剧了市场的区域割断,阻碍了分散的市场向统一集中的方向发展。

### (三)

针对上述问题,我认为,我们应当充分把握和利用证券市场正处于兴起和发展的有利时机,在顺应证券市场发展趋势,采取一系列措施促进市场发展和完善的同时,要不断地强化和完善证券市场的计划管理工作,加强证券市场法规制度建设,推动证券市场向规范化和科学化方向发展。

(1)继续严格控制证券发行规模,合理引导资金流向,促进证券发行市场规范化。这是近期内证券市场管理的最基本着眼点。在目前情况下,证券市场还只是一个资金补充渠道,因而证券市场的发展应当在不影响社会信贷基本平衡的前提下有限地进行,这就需要各级计划部门加强综合平衡职能,根据社会资金的分布状况和市场承受能力,严格控制证券发行规模。具体地说:一是要适当控制国家债券发行的总规模,并逐步将用于生产建设的国债与弥补财政赤字的国债区分开来,实行国债与项目挂钩,专款专用,增强国债的透明度,保证国家债务收入的生产性投入,增强公众投资意愿。二是按行政手段与经济手段相结合的原则,对不同用途的国家债券实行不同的发行办法:财政债券筹资弥补财政赤字,由银行、金融中介结构和地方政府认购;建设债券筹资用于生产建设,按产业政策序列和相应的比例向企业派购;替换债券筹资偿还旧债,可在市场上换回到期债券或直接向社会公开出售。三是适当延长并固定国家建设债券期限,使债券期限与资金使用期限相一致,避免短债长用所可能造成的债务危机,同时要减少替换债券和财政债券的发行数额,以利于控制债券发行规模。四是严格控制企业债券、金融债券、企业内部集资和股票的发行规模。企业债券和金融债券的发行要严格按照现行管理办法,加强额度控制,不允许任意突破,并且逐步压缩企业内部集资规模,促进企业集资证券化和市场化,股票的发行要严格限制在股份制试点企业,

由体改部门会同人民银行统一组织安排和管理，并逐步纳入计划管理轨道。五是在国家价格体系尚未理顺以前，采取必要的行政措施，按产业政策的要求，扶持和鼓励那些国家支持发展并具有一定偿还能力的企业在证券市场上筹资，限制那些生产滞销产品、生产方式落后、严重浪费资源的企业的筹资要求。

(2) 大力发展证券交易市场，完善证券市场体系和市场机制，促进证券市场协调发展。从西方国家证券市场发展历史来看，证券交易市场与发行市场是相伴而生、相互制约的。发行市场决定交易市场、交易市场支撑和促进发行市场，两者应当协调同步发展。为此，一是要按国际化、通用化和规范化的原则来治理整顿和构造证券交易市场，以适应近年来国际金融市场上出现的传统银行贷款向可转让证券转让，国际资本流动更侧重于证券的趋势。二是在整顿交易市场的基础上，加强对保留下来的证券交易机构的管理，有重点地扶持和培养合格的证券交易商和经纪商，建立合法的经纪人制度，并对进入证券交易市场的机构和证券实行资格审查制度。三是围绕国库券的流通和转让，在加强信息管理、改善信息处理技术手段的基础上，逐步建立起依托北京、上海、广州等中心城市，联结全国各大中城市，集报价、分析、交易、结算和交割等功能于一体的统一的证券交易系统，促进分散化、隔断式的区域市场发展成为全国统一的交易市场。

(3) 在借鉴西方国家证券市场管理经验和做法的基础上，按照我国计划经济与市场调节相结合的经济体制模式的要求，建立有中国特色的国家宏观管理与证券业自律性管理相结合的证券市场管理体系。为此，首先要加强综合计划部门与财政、银行等职能部门之间的协调工作，明确各自的职能分工，强化对证券市场的统一管理；其次要积极引导和鼓励民间证券交易机构成立联合自治组织和自我管理制度，特别是要注意发挥各地正在筹建并即将投入运转的证券交易所在证券市场管理中的积极作用；再次要发挥各专业银行和统计、审计部门对证券市场的监督职能，建立对证券市场运行的监测体系。

(4) 根据社会信用状况和证券市场状况，按证券期限的长短、流动性、风险性和发行方式统筹协调考虑证券利率水平，适当拉开利率档次，同时要相应地制定证券市场利率管理政策，切实加强对证券市场利率的管理。根据目前情况可以考虑按以下三个利率档次掌握：一是采用行政派购方式发行的国家债券利率，可以与同期储蓄存款利率持平或略低一些；二是在市场自由发行的国家债券和金融债券的利率，可以比同期储蓄存款利率高一至二个百分点；三是在市场上自由发行的股票和企业债券利率，可以比同期自由发行的国家债券和金融债券略高一些，因为这些股票和债券具有一定的市场风险性。另外，各专业银行和企业要严格执行中央银行利率政策，不得擅自提高债券或股票利率水平，避免对国家信贷计划的冲击，也确保国家债券的顺利发行。

(5) 大力加强证券市场法规建设。证券市场是一个广泛而复杂的体系，参加者从政府机构、金融机构到企业、公司和广大社会公众，涉及面非常之广，而且相互之间又都有着不同的经济利益关系。市场的风险将直接影响到各个参与者的切身利益和社会经济的稳定，因而必须有完善严格的法规来规范约束各种参与主体的市场行为，创造公平交易，合理竞争的市场环境，以保护各参与主体的正当权益，维持市场的有效运转。当前要抓紧进行的是要在地方证券管理政策条例的基础上，尽快推出全国性的管理法令条例，对证券市场的发行、交易方式、证券的发行主体和交易主体、证券发行条件、资金的来源和运用，金融中介机构等作出明文规定，以实现证券市场的标准化统一管理，促进证券市场规范化发展。