

# 早期股票市场重大事件回顾(上)

□聂庆平

今年是我国资本市场成立20周年。20年来,我国资本市场取得了举世瞩目的成就,自股权分置改革后成为全球最大的新兴市场。从1986年开始出现不规范的股票集资到1992年成立中国证监会,这段时间是我国股票市场发展史中的早期阶段,关于这段历史过程的记忆弥足珍贵。

## 股份制与股票交易始自民间



深圳开展股票市场试点的探索也比较早。1986年,深圳市企业为了扩大经营规模,开始出现股票集资活动。据记载,1983年深圳三和有限公司、银湖旅游中心和宝安县联合投资公司就通过发行股票筹集资金。1987年5月,深圳发展银行率先向社会发行股票。后来有万科、金田、蛇口安达和原野等公司发行股票。

由于有上海、深圳两地股份制和股票发行试点的示范作用,中央也没有明令禁止,从1986年到1992年间,全国各地都开始了企业股份制和股票发行试点,出现“股份制”热和“发股票”热。据国家体改委有关部门的不完全统计,到1991年底,全国有各种类型的股份制试点企业约3220家(不包括乡镇企业中的股份制合作制和中外合资、国内联营企业)。其中:法人持股的股份制试点企业380家,占12%;内部职工持股的股份制试点企业2751家,占86%;向社会公众发行股票的股份制试点企业89家,占2%。其实,当时全国各地已经出现股份制试点“一哄而起”的现象,搞股份制试点的企业家数远大于国家体改委的统计数据。比如,某些省

份一夜之间就冒出数百家股份制试点企业,说明当时各地政府在审批股份制试点企业方面存在失控的情况。

在上个世纪90年代初,我国银行和证券尚未实行分业管理的体制,人民银行是证券市场的主管机关,在股份制和股票公开发行试点政策方面,强调在国家综合信贷计划的总盘子内确定股票公开发行额度,在此额度内再确定股份制试点企业,进行公开发行的股票的试点。试点范围先在上海、深圳、广东、福建和厦门进行,然后逐步扩大到其他省、市。同时,强调按比较规范的股票公开发行程序进行股票发行,要求各地人民银行,尤其是上海、深圳两地的人民银行分行起草好地方性的股份制和股票发行办法后稳妥试点,在中央没有明确股份制和股票市场试点政策之前,股票流通市场试点只限于上海、深圳。很显然,在当时的“股票热”背景下,这种试点步伐是难以满足各地股份制改革要求的。因此,有的省市相关负责人认为股票公开发行管得过死,抱怨“上海、深圳喝汤,我们连馒头都啃不上”。

如何让股份制试点步伐迈得快一点?没有额度怎么办?有些地方和部门就开始了内部职

工持股的股份制试点,说国外有公开发行股票不上市的股份公司,也不需要经证券主管机关注册或审批。此办法一出,一下子就突破了股票公开发行额度的限制,各地的股份制试点企业如雨后天春笋般出现,也的确出现了混乱现象。四川有名的红庙子交易市场,就是当时股票内部发行后,持有者自发进行股票交易的场所。

总体上讲,我国的股份制和股票发行试点可分为两个阶段:1986-1989年为第一阶段。这段时间,全国各地股份制试点处于观望状态,除上海、深圳试点范围稍大一些外,其他省市只选择很少量的企业进行试点,而且多为集体企业和乡镇企业。1989年初,国家体改委、国务院生产办和国家经贸委三部委牵头起草股份制试点规范意见,曾掀起一拨股份制试点热潮,各地开始选择国营企业进行股份制试点,但随后因其他因素的影响而暂停。

1990-1992年为第二阶段。这是因为大家看到中国的改革开放政策并没有变,上海、深圳的股票市场试点也没有停止。而且,小平同志在1992年发表了重要的南巡讲话:证券、股市,这些东西究竟好不好,有没有危险,是不是资本主义独有的东西,社会主义能不能用?允许看,但要坚决地试。看对了,搞一两年对了,放开;错了,纠正,关了就是了。关,也可以快关,也可以慢关,也可以留一点尾巴。怕什么,坚持这种态度就不要紧,就不会犯大错误。”受老人家南巡讲话的鼓舞,我国掀起了第二拨企业股份制试点的热潮。

这个时期的股份制和股票发行还非常不规范。一是我国当时处于改革开放初期,无论是国务院,还是地方政府都没有股份制度的立法,企业的股份制属于试点观察阶段,企业资产也未进行折股,因此,说是企业搞股份制,其实并没有真正进行股份制改造。二是当时发行的股票既保底又分红,即入股者既可以获得同期银行存款利息的保障,还可以按股分红,债务证券与权益证券的特征混淆。三是股票发行没有面值,没有实行一元一股。四是股票规定了偿还期限,通常为5年期。五是股票发行没有严格的招股说明书和必要的信息披露。

一是以关联交易为核心,对上市公司的股份制改造要求更为明确,在股权明晰方面要求更为细致,更为彻底。因为国有企业进行股份制改造以后,通常要进行资产剥离,由集团公司作为控股公司,然后再设立准备上市的公司。但是集团公司和股份公司之间是怎样的法律关系,它们之间的权利义务如何界定,在我国股份制初期并不是很明确和严格。但现在要到香港上市,因为涉及到大股东是否侵害小股东的利益问题,所以对于股份公司,尤其是上市公司与控股公司之间的关系,就必须在法律上进行权利义务的界定。

二是通过海外上市,开始强调上市公司的董事诚信责任。因为开始搞股份制试点时,还没有董事诚信责任的概念,也不清楚上市公司作为公众公司应对全体股东负责的责任内容。西方的法律制度当中,对于董事的诚信责任,高级管理人员的诚信责任,都有一套系统的规定,要求高级管理人员必须勤勉尽责。我国企业海外上市过程当中借鉴了勤勉尽责规定,在相应法律法规中进行了补充,丰富和完善了我国的证券市场立法。

三是企业海外上市促进了我国股票市场监管。在股份制试点初期,我国企业的财务审计和会计报表的审计,主要由国内的会计师事务所进行,执行国内财务会计准则,其要求相对宽松。企业海外上市以后必须执行国际会计准则。由于国际会计准则在会计核算标准、会计处理方法和会计审计要求等方面更为严格,海外上市对促进国内有企业的会计准则向股份制企业会计准则的转换,乃至最终向国际会计准则靠拢,形成股份公司会计制度,起到了积极作用。

四是在海外上市过程中,借鉴境外监管规则,进一步细化了有关关联交易、同业竞争和信息披露方面的立法。在我国股票市场设立初期,对关联交易和同业竞争没有严格的定义,更不清楚具体的监管规定。因此,我国证券立法中关于关联人以及关联交易应该披露的标准、关联交易的披露方式、关联交易的产生及其界定,都在H股上市监管过程中逐步提出并细化,相应的信息披露规则为进一步完善A股发行制度和信息披露制度起到了较大的借鉴作用。

我国的企业股份制和股票市场试点最初是自下而上搞起来的,由地方集体企业和乡镇企业自行进行不规范的股票集资,自发产生了改革开放后最早的股票发行和股票流通。

1984年-1985年间,我国进行了一次宏观调控。当时提出了“调整、改革、整顿、提高”八字方针,背景是在经历了1978年的改革开放后,我国经济发展很快,信贷急剧膨胀,出现比较严重的通货膨胀,需要进行调整。

经济调整怎么搞,就是实行“一刀切”,实行信贷紧缩政策,严格控制信贷总规模和固定资产投资规模。在1978年我国实行经济体制改革后,企业的所有制结构发生了很大改变,不完全是国营企业,已经发展了乡镇企业、城镇集体企业和个体企业,出现多种所有制结构。国营企业在“一刀切”的紧缩政策下可优先得到贷款,但集体企业和乡镇企业受宏观调控的影响就可能得不到贷款,资金周困难,只能靠自筹。那时就已出现了“以资代劳”、集资入股”、发行内部债券和股票”等企业筹资方式,一时被称为“乱集资”。也正是这种擅自集资行为,才有了我国第一批股份制企业 and 股票发行,包括北京的天桥股份,沈阳的金杯股份,上海的电真空、大飞乐、小飞乐等。

上海是最早比较系统进行企业股份制改造和股票公开发行业试点的城市。从1984年至1986年11月,由于一批新的集体企业筹集资金的需要,企业债券和股票开始在上海出现。1984年,上海飞乐音响有限公司在上海发行股票50万元。1987年1月,上海真空电子公司发行股票2亿元,这是上海第一家国营企业发行股票。1991年,经中国人民银行批准,上海兴业房产股份有限公司、上海飞乐音响股份有限公司、上海爱使电子股份有限公司、上海浦东大众出租汽车股份有限公司、上海异型钢管股份有限公司、上海众城实业股份有限公司向社会公众公开溢价发行股票1.3亿元,其中个人股3370万元。此外,经国务院同意,中国人民银行批准,上海真空电子器件股份有限公司向海外投资者发行人民币特种股票6种股票1亿元(100万股),这是我国最先发行的B股,也是第一家以海外参股投资形式开办的中外合资企业。

企业股份制试点和股票发行自下而上啦啦搞起来后,如何规范,真正进行企业制度的变革,在当时成为突出的问题。我国长期实行以公有制为特点的计划经济,一下子搞股份制,没有相应的办法和制度规定,在当时的思想认识水平下如何建立起适合中国特点的股份公司制度和股票发行与交易制度,成为推进改革的关键。从1989年初开始,国家体改委就协调国务院各个部委制订股份公司的规章制度,汇编成一本制度汇编,俗称“黄皮书”,用来指导各地的股份制试点和股票发行工作,在推进我国股票市场和股份制的发展方面作出了比较重要的贡献。总体来讲,我国股份制和股票市场的法律体系建设大体上经历了三个阶段:

第一阶段,股票发行无法可依的阶段。最初我国的股票发行和股份制改造,是自下而上进行的,应该说在1985年到1990年这这期间,股票发行还处于非常散乱的状态,主要由地方政府发布通知,各自自行审批进行股票发行,基本没有统一的股票发行立法。后来,各种股票发行越来越多,国务院赋予人民银行管理权限,通过管理非法集资或乱集资活动,相应管理股票发行和其他各种证券发行,并作为金融管理的一项内容;进行立法,制定规章,最早通过两个途径来实现:一是人民银行总行在修改企业债券管理条例的过程中,增加股票发行的相关要求和规定。二是由人民银行各地方分行在经各省市人民政府同意的情况下,发布本地区股票发行和股份制管理规定。所以早期的立法主要是就规范股票发行方面来展开,当时的法律规定也比较简单。

当时的立法主要是对股票的基本特性进行了规范:一是要实行股份制的企业才能发行股票,不是股份制的企业不能发行股票,国有企业不改制不能发行股票。二是强调股票的发行一定要经过审批,也就是说要进行相关的信息披露,不能什么企业都可以向社会公开发股票。如果公开发行业股票,必须有严格的额度控制,一定要经过国务院主管部门的审批。三是规范了股票的形式,要求股票必须具有面值,不能保本保息,不能保分红。应该说在各地股份制和股票发行已经自发发展起来后,这一阶段的立法立规都是应急性质的,主要是由人民银行及各省市分行颁布相应的股票发行和交易方面的规定。

第二个阶段,股份制试点出现热潮,需要对股份公司进行立法的阶段。在这个阶段,国家体改委起草了《股份公司规范意见》和《有限责任公司规范意见》。这两个规范意见在我国股份制和股票市场发展过程中起了非常重要的作用。因为当时我国只有国有企业,并没有股份制企业,更没有股份公司和有限责任公司的概念。所以,在我国搞股份制或者搞股票发行,理论上探

## 国家体改委汇编“黄皮书”

讨可以,实际操作的时候,确实没有国务院哪一部门有相应的制度规定。从公司的注册形式来看,当时国家工商局没有股份公司的注册栏目。如果国家工商局不给注册,我国就不可能有合法的股份公司存在,这就需要国家工商局进行相应的制度改革。从国有资产的管理角度来看,那个时候财政部和国家国有资产管理局是国有企业的管理部门,但都是以财政拨款和企业财务管理的方式对国营企业进行行政管理,没有国有控股股份公司的相关管理政策。也就是说,在当时我国的企业结构和经济管理结构中本身就没有股份制形式。如果这些部门不设定相应的规定和管理办法,搞企业股份制和股票市场,也是搞不起来的。

国家体改委关于股份制改革的“黄皮书”比较全面地记载了当时我国推行股份制改革的政策规定。“黄皮书”主要包括国家体改委在1992年2月制定的《关于股份制企业组建和试点的规范意见》以及10个附件,明确了当时在我国发展股份制和股份公司的具体政策规定,包括股份有限公司的试点规范、有限责任公司的试点规范、股份制试点企业财务管理若干问题的暂行规定、股份制试点企业的会计制度、股份制企业国有资产管理暂行办法、股份制企业审计办法、股份制企业登记管理暂行规定、关于股份制试点企业劳动工资管理的办法、关于股份制企业试点有关征税问题的暂行规定、关于股份制试点企业物资供应和产品销售的意见。可以看出,这10个文件从国民经济管理和企业管理的角度,对我国的股份制和股份制试点进行了规范,在一些重大政策问题上实现了突破。

一是明确了企业制度改革中国营企业承包制与股份制的本质区别,强调了国营企业和其他经济形式的股份制改革,必须进行股份制规范,打破了国营企业不能搞股份制的“禁区”。国营企业能否进行股份制,关键在于国有资产能否折股以及国有股权由谁管理。当时财政部和国家国有资产管理局关于国营企业改制的政策和规定,为建立股份公司制度迈出了关键的一步,也为建立股权明晰的股份制迈出了关键一步。记得当时财政部和国有资产管理局规定,国营企业实行股份制必须进行企业资产评估,按照评估后的净资产值的70%进行折股,这样可以把过去无形的、没有数量化的企业资产转化成股份资产,在股权管理上明晰相应的权利义务关系,打开了国营企业股份制改革的大门。

二是实行了股份制企业会计与财务制度。在规范意见中,第一次提出了国营企业财务制度和会计制度如何适应股份制要求的规定,这是很重要的。如果国有企业没有分红制度,如果财政部没有股份制企业的相关财务制度,那就没法分红,股份制也就无法实施。允许国营企业

股份制后进行分红,是对国有企业管理重大的政策突破。执行什么样的会计制度也是推动股票市场发展的关键问题。会计制度实质上是股票市场的一把尺子,上市公司的好坏就像衣服长短一样,它是需要进行比较和衡量的,这个比较和衡量的基础就是需要同样的会计制度和会计核算方法。只有在相同的会计制度和会计核算方法下,我们才能够看出哪个企业的盈利高,哪个企业的盈利不好,哪个企业的财务状况健康,哪个企业的财务状况不健康,这样才能够建立起股票市场信息披露的标准和信息披露制度,才能够让投资者区分好的上市公司和坏的上市公司。在过去,国有企业没有这方面的比较和核算。要实行这个转化,财政部要制定新的适应股份公司的会计制度,而且这个会计制度不仅要符合国内的财务会计要求,还要符合国际的会计准则。当时财政部会计司做了大量的工作,通过比较国际会计制度方面的要求和国内会计制度的差异,临时摸索出一套我国企业应当遵循的股份制会计制度,对于建立股票市场信息披露制度,建立股票市场严格的会计核算管理起到了制度性的变革作用。至于劳动工资、税收、物资供应和产品销售方面,“黄皮书”也有相应的制度规定,突破了过去计划经济管理模式的限制,为企业实行股份制提供了政策依据。

三是推动了我国股份制配套改革。“黄皮书”汇集的股份制规范意见,是我国建立规范的股份制和股票市场的早期系统性文件,其特点是国家体改委牵头,会同国务院其他各个部委,共同制定与股份制相关的法律法规和政策,初步形成从企业改制到股票发行、从股票上市到持续监管、从老三会(股东会、经理会和职代会)到新三会(股东会、董事会和监事会),从利润上缴到明确税收分红的一整套股份制配套政策和制度。

在这一阶段还有一个重要的特色是先行进行地方的股份制立法,再过渡到国家层面的股份制立法。由于国家体改委与国务院其他部门的股份制管理规定只是属于部门规章,而且是专业性的,这就需要综合性的股份制管理规定。当时全国人大采取了授权方式解决股份制立法问题,同意上海、深圳两地人大起草、审议批准股份制试点法规。上海地方人大本身有立法权,深圳市人大当时还没有立法权,是全国人大临时授予可以制定股份制法规的权限。记得当时《上海市股份制与股票发行管理办法》和《深圳市股份制与股票发行管理办法》先由两地有关部门负责起草,然后由国家体改委和人民银行具体审定,最后由两市地方人大审议通过并公布。

第三个阶段,借鉴海外市场立法,完善我国股份制法律制度阶段。1992年,经国务院同意,我国出台大型国有企业发行H股到海外上市的

## 深圳股市“狂热”事件

深圳于1988年开始进行股票交易市场试点,最早是深圳经济特区证券公司红荔路营业部开办了深圳五家企业股票的柜台交易。这五家企业是深圳发展银行、深圳金田股份有限公司、深圳万科股份有限公司、深圳蛇口安达运输股份有限公司和深圳原野股份有限公司。

开始时,没有人看重股票,所以交易并不活跃。到1990年,随着企业股份制试点在全国热起来,股票买卖也逐步活跃,进行股票交易的人越来越多。深圳的股票柜台交易不断升温。随着股价的不断上涨,出现拥挤现象,柜台买卖股票不得不靠发号进行,许多人一大早就排在特区证券红荔路营业部门前拿号。据说,当时每天发200个号,领到号的200人就可以到场内报价配对成交,买卖价格写在黑板上。

为什么1988年前深圳股票柜台交易还比较冷清,到了1990年就开始出现“炒股”热潮呢?其实,在1988年底,全国的企业股份制与股票发行试点本来已经开始出现高潮,但因意外因素影响,有人把股份制等同私有制,私有制等同自由化,于是老百姓觉得看不准,所以对股市持观望态度。1990年初,国务院领导视察深圳,强调继续办好深圳特区,人们的疑虑就打消了,又都去证券公司柜台看行情,买卖股票。最初,深圳缺乏严格的股票交易制度,所以整个股票买卖完全凭相互之间的信誉来进行。比如,张三的股票卖给李四,成交后,他们把身份证号码互相记下来,股票就交割了。由于深圳股市早期的股票价格涨得很快,如深发展股票,今天成交还是每股27元,第二天就涨到30元以上了。那时也没有涨跌停板制,张三可能就不干了,要反悔,不卖出已成交的股票,这样就会发生争执和斗殴等情况。不过炒股的影响很大,很多人跑到深圳特区证券红荔路营业部门口去排队、围观,很快就出现了深圳炒股狂热现象。

深圳股市的狂热现象引起了中央重视。事情是这样的:当时有个记者写了一份动态清样,本意是想反映深圳出现了股票交易市场,存在一些混乱情况,但后来采取了措施。股市是改革开放产生的新东西,应该要引起中央的高度重视,加以引导,不能这样“狂热”下去。但是没想到,这个动态清样在编辑时后面的措施部分被去掉了,只把前面骇人听闻的赚钱“狂热”现象给列举出来了。比如深圳炒股,已经达到“万人空巷”的状况,机关干部、群众不去上班,都去炒股,暴利极高。还说香港的老鸨都不做了,改去深圳炒股。深圳股市“狂热”涉及是否关闭深圳股票市场的的问题,按照中央领导批示精神,先由国家审计署和人民银行组成调查组,派人去调查。

我当时刚从伦敦股票交易所培训回来,1990年7月1日被派去深圳调查。当时调查组由审计署和人民银行的五位同志组成,包括审计署财政金融司副司长、副处长和人民银行金融管理司司长以及相关处长和副处长。这次调查的意见对深圳股市试点至关重要,因为当时有意见认为深圳搞股票市场试点是资本主义的东西,不应该任其发展。如果那个时候关掉了,中国就没有资本市场,就没有后来成立的证券交易所,也就没有股票的全国发行,更不会一直发展到现在这样。当时关掉完全有理由,因为舆论上认为股票是资本主义自由化的东西。

最终深圳的股市试点东住了,我认为可能有以下几点原因:第一,调查组给国务院写了《关于深圳股市“狂热”的调查报告》,指出深圳股市“狂热”根本原因在于供求不平衡,有很多不规范的问题,建议在加强税收、增加股票供应量和完善证券交易制度方面采取措施。国务院领导圈阅了调查报告,深圳股票流通试点也就维持现状。第二,据证监会首任主席刘鸿儒回忆,当时他作为国家体改委的副主任去深圳进行了调查,在参加深圳和珠海特区10周年纪念活动回京的飞机上,他向江泽民总书记做了汇报。总书记表示“可以把上海、深圳这两个试点保留”下来,继续试验不能撤,但是暂不扩大,谨慎进行,摸索经验。”第三,刘鸿儒主席的《突破》一书中记载江泽民总书记当时还委托一位老同志专门在深圳做了一个月的调查,起草了相关报告,对保住深圳的证券市场起到了很重要的作用。最后,深圳市政府本身也认识到这个事情对深圳改革的重要性,积极向中央和国务院有关部门汇报深圳股市的情况,也起了作用。

调查组的报告认为,深圳股市之所以会“狂热”,首先就是高分红。因为那个时候深圳股票分红的水平超过了银行的同期储蓄存款利率,老百姓当然愿意买股票了。虽然当时股票是一个新生事物,有风险,但是普通百姓首先看到的不是风险,而是它的回报。其次是股价天天涨,而且又送红股又配送股份,价差这一块远远超过红利的水平,只要能买到就能赚钱。当时流行一句话:专家不如炒家,炒家不如坐在家。意思是专家当时看市盈率,达到十多倍的市盈率,就赶快把股票卖了;炒家不看市盈率,敢投机冒风险,等股票炒高了后才卖;最赚钱的就是深圳的渔民,在组建深圳发展银行时,将入股农信社的股票折成深圳发展银行的股份。渔民不懂股票交易,股票压在箱子里也不去问,也不去炒,等到股价很高的时候去卖,结果就卖在了最高点。第三个因素是股市供求不平衡。据当时的调查,深圳的储蓄存款80亿元,但是股票的总股本才1.25亿元,加上还有不断涌入的外地游资,造成深圳股市供求关系极不平衡。当然其他方面的缺陷也存在,比如税收问题;比如没有集中交易的场所,相应的股东权益得不到保证,容易产生纠纷;比如没有完整的法律,也没有相应的交易制度等。

国家审计署和人民银行调查报告提的建议是:第一,要增加股票发行量,把上海和深圳作为试点地区,真正进行国有企业股份制改造,允许进行公开发行业股票的股份制试点;第二,加强证券交易的税收制度,研究征收交易税和资本利得税;第三,逐步建立集中交易的股票交易所。

(注:作者就职于中国证监会)