

# 我国股票市场若干重要事件的历史回忆

中国证券金融股份有限公司党委书记、董事长

聂庆平

\*该文出自《中国证券》2018年第12期

“改革开放四十周年暨资本市场28周年”专刊

今年是我国改革开放40周年和资本市场建立28周年。1990年9月报经党中央、国务院同意，中国人民银行正式批复上海证券交易所成立，这是我国实行改革开放后建立股票市场的里程碑。1991年7月中国人民银行又正式批复深圳证券交易所成立，沪深两地证券交易所的设立，开启了我国资本市场改革开放的伟大征程。

## 一、股份制与股票交易始自民间

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擅自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年至1985年间，我国进行了一次宏观经济调整，记得当时提出“调整、改革、整顿、提高”的八字方针，背景是我国经济在经历了1978年的改革开放以后，经济发展很快，信贷急剧膨胀，出现比较严重的通货膨胀，需要进行国民经济调整。

经济调整怎么搞？在传统经济体制下就是搞“一刀切”，实行财政信贷紧缩政策，严格控制信贷总规模和固定资产投资规模。1978年我国实行经济体制改革后，企业的所有制结构已经发生了很大改变，不完全是国营企业，当时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”的紧缩政策下可以优先得到贷款，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，企业资金周转困难，只能靠自筹。在那时就出现了“以资

代劳、集资入股、发行内部债券和股票”等企业筹集资金方式，当时称为“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和股票发行，包括北京的天桥股份、沈阳的金杯股份、上海的真空电、大飞乐、小飞乐等。



上海飞乐音响公司股票

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，企业债券和股票在上海开始出现。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的股票。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（B种股票）1亿元（100万股），溢价420元/股发行，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。



上海真空电子器件股份有限公司人民币特种股票

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85%；向社会公众发行股票的股份制试点企业89家，占3%。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，我国的银行监管和证券监管尚未实行分业管理的体制，中国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的额度，然后在此额度内再确定股份制试点企业，进行公开发行股票试点。试点范围先在上海、深圳、广东、福建和厦门，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、深圳两地进行。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，有的地方省市相关负责同志讲“上海、深圳喝汤，我们连骨头都啃不上”，抱怨股票公开发行管得过死。

如何将股份制试点步伐快一点，没有额度怎么办？有些地方和部门就提出了内部职工持股的股份制试点，说是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春笋般出现，也的确出现了混乱现象。四川有名的红庙子股票交易市场，就是当时股票内部发行后，擅自进行股票交易的情况反映。



四川红庙子曾经的股票交易盛况

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，全国各地搞股份制试点处于观望状态，除上海、深圳进行股份制试点范围稍大一点外，其他省市只是选择很少量的企业进行股份制试点，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开始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1989年政治风波的影响停了下来。

1990—1992年为第二阶段。这是因为1989年政治风波后，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并没有停止，邓小平同志在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。”受讲话鼓舞，我国掀起了第二拨企业股份制试点的热潮。

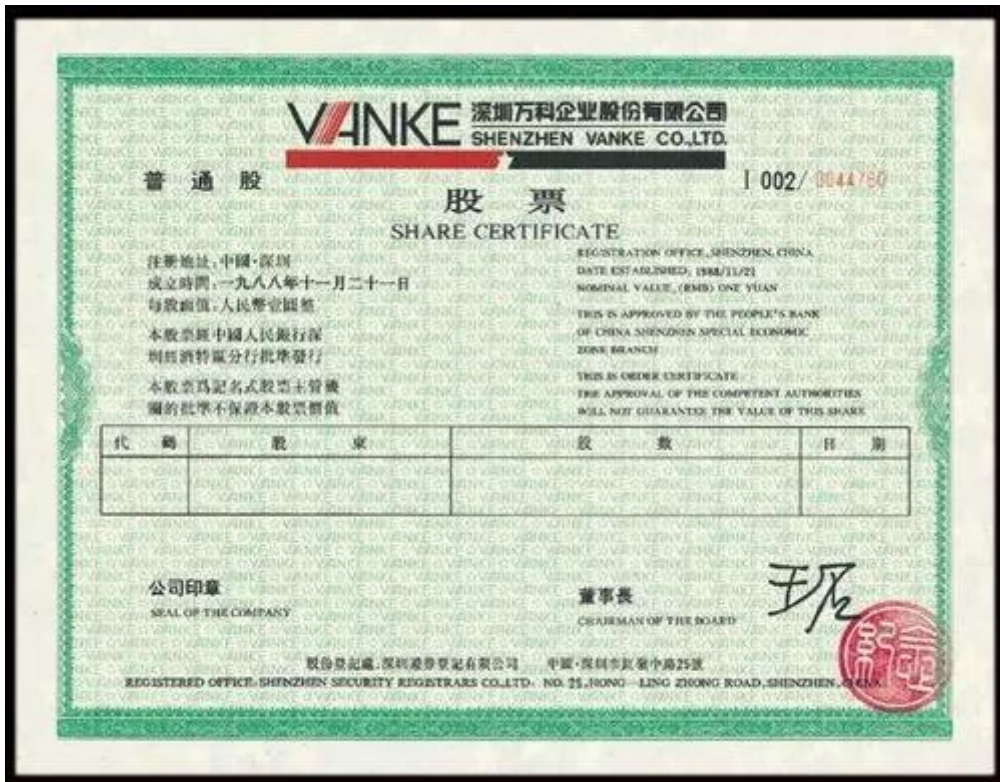
这个时期的股份制和股票发行还是非常不规范的。一是我国当时处于改革开放的初期，无论是国务院，还是地方政府都没有股份制度的立法，企业的股份制属于试点观察阶段，企业资产也未进行折股，因此，说是企业搞股份制，其实并没有真正进行股份制改造。二是当时发行的股票既保底、又分红，入股者既可以获得同期银行存款利息的保障，还可以按股分红，债务证券与权益证券的特征混淆。三是股票发行没有面值，没有实行一元一股。四是股票规定了偿还期限，通常为5年期。五是股票发行没有严格的招股说明书和必要的信息披露。

## 二、深圳股市“狂热”事件

上海和深圳是我国改革开放后最先进行股票交易试点的城市。深圳于1988年开始进行股票交易市场试点，最早在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。万科于1988年12月进行股份制试点，当时主要做实业和贸易，还没有进入到房地产业。金田于1988年2月进行股份制试点，以做贸易为主。深圳发展银行是在1987年5月人民银行作为金融改革的试点，把深圳的13家农村信用社进行合并，组建成股份制银行，也就是把信用社的股金直接转化为深圳发展银行的股份，当时的注册资本一千万，设立了深圳发展银行。



1987年深圳发展银行发行的股票



1988年深圳万科发行的股票

最早的股票交易就是这样起来的。开始没有人看重股票，股票交易并不活跃。到 1990 年，随着企业股份制试点在全国热起来，人们买卖股票也逐步活跃起来，进行股票交易的人越来越多。深圳的股票柜台交易逐步升温，股价不断上涨，出现拥挤，柜台买卖股票不得不靠发号进行，许多人一大早排在特区证券公司红荔路营业部的门前拿号，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，确实就像我们在电影或小说里描述的最初股票交易的情形，像纽约的梧桐树下的交易，英国的咖啡馆里的交易。



1990 年，深圳证券公司内，股票行情在黑板上公布。

为什么 1988 年前深圳股票柜台交易比较冷清，到了 1990 年开始出现“炒股”狂热的现象呢？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，受 1989 年政治风波的影响，一部分舆论把股份制等同私有制，私有制等同自由化，老百姓觉得股市看不准，所以持观望态度，股市也不活跃。1990 年初，国务院李鹏总理视察深圳，强调继续办好深圳特区，人们的观望、疑惑就打消了，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，所以整个股票买卖是完全凭着相互之间的信誉来进行的。比如说，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，比如发展银行股票，今天成交 27 元一股，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，发生争执和斗殴的情况。不过炒股的影响很大，很多人跑到深圳特区证券公司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“狂热”现象引起了中央重视。事情是这样的，当时有名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，后来采取了措施，是改革开放产生的新东西，应该要引起中央的高度重视，不能让这样“狂热”下去。但是没想到，这个动态清样在编辑时把后面采取的措施部分给去掉了，只把前面的骇人听闻的炒股“狂热”现象给列举出来了。比如深圳股市炒股“狂热”，已经达到“万人空巷”的状况，机关干部、群众不去上班，就是去炒股，暴利极其高。深圳股市“狂热”涉及是否关闭深圳股票市场试点问题。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。

我当时刚刚从伦敦股票交易所培训回来，7 月 1 号被派去深圳调查。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肖远才副司长、刘学敬副处长和人民银行金融管理司金建栋司长、以及金颖处长和聂庆平副处长。这次调查的报告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，我国就没有资本市场，就没有后来成立的证券交易所，也就没有股票的全国发行，也就不会一直发展到现在的资本市场。

调查组的调查报告认为，深圳的股市为什么会“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水平，老百姓当然就愿意买股票了。虽然当时股票是一个新生事物，有风险，但是首先看到的不是风险，看到的是它的回报，所以能造成深圳股市炒股“狂热”。其次是股价天天涨，而且又有送红股和配送股份，价差这一块远远超过红利的水平，只要能买到股票就赚钱，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，到十多倍的市盈率，赶快就把股票卖了；炒家不看市盈率，敢投机冒险，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，将入股农信社的股金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，等到炒得很高的时候，最后卖掉了，结果是最高点卖掉的。所以说专家不如炒家，炒家不如坐在家，这就是当时的情况。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 个亿，但是股票的总股本才 1.25 个亿，80 个亿对 1.25 个亿，加上还有不断涌入的外地游资，造成深圳股市股票和资金的供求关系极不平衡。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，还容易产生纠纷，可能有打架、斗殴；比如没有完整的法律，也没有相应的交易制度。

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的地区，真正进行国有企业股份制改造，允许进行公开发行股票股份制试点。第二是加强证券交易的税收制度，研究征收交易税和资本利得税。第三要逐步建立集中交易的股票交易所。

### 三、设立国务院股票市场办公会议

在确定了上海和深圳继续进行公开发行的试点城市以后，除两市的人民政府负有管理责任外，在国务院层面主要由人民银行担负监管职责。但是，人民银行觉得这件事情非常复杂，因为发行股票要进行股份制改组，要实行新的会计制度，要进行相应的工商登记变更，如果是三资企业，还要经过外经贸部的同意。由于人民银行只管股票公开发行额度，企业股份制和股票市场试点的其他政策还需要国务院的其他部门配合，所以当时人民银行向国务院提出《关于建立股票市场办公会议制度的请示》，经国务院领导同意，设立了我国最早的证券市场决策机构——股票市场办公会议。

股票市场办公会议由国务委员兼中国人民银行行长李贵鲜同志召集，李贵鲜同志不在时，由人民银行副行长郭振乾同志召集。参加股票市场办公会议的成员

有：中国人民银行、国家体改委、国家计委、财政部、国家外汇管理局、国家税务总局、国有资产管理局等部委的有关领导。

股票市场办公会议的常设机构设在人民银行，主要任务是：确定全国股票市场发展的重大方针、政策，报国务院批准后执行；审定全国股票发行规模，根据国家计划确定上海、深圳公开发行股票额度；审定全国股票市场的管理办法；协调各部门关系；通报上海、深圳股票市场运作情况，研究解决有关重大问题。

第一次股票市场办公会议讨论了上海、深圳股票公开发行额度问题，既然确定上海、深圳两地进行股票市场的试点，买的人又这么多，只能给上海、深圳额度，扩大股票公开发行数量，要求上海、深圳选择合适的股份制试点企业。由于当时并没有股票公开发行和股份制方面的法律法规，中国人民银行总行只好起草了关于股票公开发行的一些基本要求，主要内容来自中国香港、英国、美国的证券法律。比如说，公开发行的股份不得低于 25%；企业应该进行股份制改制，把资产折成股份，不能资产还是国有企业的老样子，要资产评估后折成股份，要改制，要从有限责任公司变成股份有限公司；实行股份制的企业发行的股票不能够担保红利回报，还原股票风险性的股权投资属性，以前发行的股票都担保 10% 的派息率，就不能再这样搞了。既然要规范，就写到当时的股票发行管理办法中去；发行的股票面值必须统一，必须一元钱一股，明确股票面值，这是基本的条件。当然还有信息披露，招股说明书等等。

按照当时股份制与股票公开发行规定的这几条，上海、深圳负责挑选企业，由第一次股票市场办公会议根据上海、深圳选的企业确定股票发行额度。我记得当时深圳做的报送材料比较好，准备得比较充分，12 家报送企业，每家厚厚的一本，内容包括股票发行申请、招股说明书、经审计的财务报表、股改方案和股票发行方案。股票市场办公会议上大家一看，像回事，真的像搞股份制了。上海市只是由人民银行上海分行和上海市经济体制改革办公室报送了《关于报送上海市一九九一年股份制试点企业名单的请示》，选定 22 家企业进行股份制试点，其中 4 家是新组建的，18 家是改组设立的。此外，还有 2 家股份公司拟发行股票，即上海真空电子器件股份有限公司发行 1 亿元人民币面值的 B 种股票，上海

兴业房产股份有限公司发行 500 万元人民币股票。另外，2 家股份公司增发人民币股票，上海飞乐音响增发 335 万元，上海爱使电子增发 230 万元。

考虑到上海报送的材料缺乏企业股份制改制方案，最后股票市场办公会议原则同意了深圳 12 家企业的股票发行方案，给了相应的股票公开发行额度，大概是两亿多人民币。原则同意上海真空电子的 B 股发行额度和 3 家企业的股票公开发行，其他申请的企业则需制定好股份制试点方案后再定。

#### 四、深圳发行股票认购证“8.10”事件

由于深圳拿到股票公开发行额度后，在股票公开发行额度和股份制试点资格审批方面一直协调不下来，结果准备批股份制试点的企业得不到股票公开发行的额度，而得到股票公开发行额度的企业又得不到股份制改制的批复，因此，额度给深圳很久，股票却迟迟不能进行公开发行。

当时深圳市政府成立了证券市场领导小组，负责协调股份制试点和股票发行工作。领导小组的主要职责：一是领导和推动深圳市证券市场筹建和发展；二是领导制定深圳证券市场有关方针政策、法规及工作计划，并对实施情况进行检查和指导；三是审批上市公司的发行计划及资信，查处证券业违法行为；四是定期或不定期地向市政府报告证券市场发展情况，提出解决问题的措施和建议。

1992 年，老百姓一听说深圳要发行股票，早就闻风而动，全国出现股民大量收购农村身份证的现象，一麻袋一麻袋的去收购。因为按照当时的股票发行办法，需要用居民身份证购买股票认购证，股票认购证限量发行，规定一张身份证只能买多少张认购证。另一方面，为了排队购买股票认购证，大量的股民涌向深圳，大概聚集了上十万人，男的女的，老的少的都有。想买认购证的人多了，交通也成了问题，许多人从广州直接坐火车去不了深圳，就绕道从珠海坐船，那时候珠海的船票八块钱一张，头等最多十二块，后来涨到三十多块，很多人倒船票也赚了不少钱。当时还有人倒卖塑料凳子，因为认购证在深圳大剧院前的工行、建行营业网点发售，需要排队，不能一天老站着，三、五块钱一个的塑料凳，后

来也涨到十几块。为了防止排队买认购证的人插队和队伍被挤散，排队的人也不分男女，相互紧紧搂着，当时香港的报纸还把排队的情况刊登出来，场面的确很混乱。



### 深圳“8.10”事件

当时深圳市在如何发行股票问题上有两种方案：一种是实行凭预交款存单抽签认购 1992 年新股的方案。预交款存单采取在银行整存整取，活期计息，为记名式的特种存款单，并以存款号码作为认购股票的抽签号码。存户中签后以存单交付股款，多退少补。存单只对 1992 年期内上市的新股有一次中签的机会，未中签可参加 1992 年度下一家新股上市的抽签。具体意见是：印制从 0000001 开始顺序的定额存单 300 万份，每份等额为 5000 元，以存款单的顺序号参加抽签。存单购买对象为个人，每个名字可够 2 张，购买者必须 18 周岁以上（1974 年 12 月 31 日以前出生）。另一种方案是深圳市 1991 年曾经使用过的抽签表方案。

深圳最初准备采用预交款存单抽签方案，但由于这一方案的酝酿时间过长，社会各方意见不一。据说当时有很多人纷纷向深圳市政府信访办、市长专线电话、市政府《每日快报》、《深圳特区报》、《深圳商报》等部门反映。认为预交款抽签方式不行，强烈要求仍采取 1991 年购买抽签表发售的方式。深圳市不得不

重新研究了包括预交款、发行债券、特种储蓄、竞价投标和购表抽签等五种方案。最后，深圳市组织专题座谈，7月4日讨论确定“买表抽签”方案。

在发行认购抽签表的具体方式上，当时也是有争论的。有的认为应该无限量发售股票认购证，然后通过抽签确定股票的认购；有的认为无限量很难准备认购证，印刷多了是浪费，印刷少了一时也很难加印，还是限量发行比较好。最后，深圳市采用了限量发行认购证的方式，确定为500万张，一次性抽出50万张中签表，中签率为10%，每张中签表可认购1000股，每人一次最多可持有10张身份证购买10张认购证。每张认购证最初确定为50元。后来担心买表的人太多，提高到100元一张。

深圳市 1992 年度  
新股认购抽签表

下联 K1102903300

认购股数： 壹仟股

认购申请人姓名： \_\_\_\_\_

认购申请人身份证号码： \_\_\_\_\_

**注意事项**

1. 购表者必须为中华人民共和国年满十八岁以上的公民。
2. 凭国内身份证购表，壹张表人民币 100 圆。
3. 本表冠字号码为抽签号码。
4. 身份证号码不得重复，否则均作无效处理。
5. 凡与身份证姓名、号码不一致一律作废，不得写错别字(含同音、谐音)，身份证号码不得短位、缺数，不得涂改。
6. 本表必须由发表单位加盖印章，否则无效。
7. 中签后请携带原件身份证(无原件者，均作无效处理)，股东代码卡，存折，凭本中签表在规定时间内前往指定地点交款认购，过期作废。
8. 本表每张限中签一次，重复中签无效。
9. 本表不挂失，不补发，不得以任何形式流通转让。

收表单位盖章

下联由申请人填写后留存，中签后本联为交款依据。

深圳市 1992 年新股认购抽签表

按照认购抽签表的方案，1992年8月7日，深圳人民银行、公安局、监察局、工商局联合通过新闻媒体向社会公告：于8月9日至10日两天，在303个网点发售新股抽签表，并公布了每个网点的发售数量、区间号码。公告发布后的当天下午，许多网点出现了“人龙”，直到9日发售的当天晚上，还有大量外地人员争相涌入深圳。据统计，排队认购抽签表的人数超过120万人。认购证大概是上午9点钟开始卖，不到10点钟就全部卖完了，很多人就没有买到。开始还没觉得什么，大家以为认购证发完就完了，但到10日晚上就出事了。一些人感到，排了两天两夜的队，厕所也没上，饭也没吃，还没买到认购证，心里很不平衡。于是就开始闹事，很多排队的人游行，出现了混乱的局面。据当时的调查报告讲，滋事分子殴打执勤干警、群众，设置路障，破坏交通设施，砸毁车辆和商业门店，这在当时是很大的事情。记得深圳市临时决定增加印500万张认购证，并采取措施，组织人员在8月11日下午开始发售，才平息了购表群众的不满情绪，全市社会治安、工作和生活秩序恢复正常。



大量外地人员争相涌入深圳，许多网点出现了“人龙”

当时北京正在京西宾馆召开全国证券工作会议，深圳发生的事情很快就报告到北京，朱镕基副总理在会议上讲，这个事件惊动了中央。为了加强对股票市场

的集中管理，在“8.10”事件后不久，国务院决定单独设立中国证券监督管理委员会。

## 五、上海、深圳证券交易所成立的前后经过

1990年初，我国的股票市场尚处于探索阶段，联办曾提出在北京设立证券交易委员会和成立北京股票交易所的建议。这个建议就是联办的“白皮书”。从当时的情况来看，在北京设立证券交易所和设立证券交易管理委员会（类似美国的SEC），虽然由联办提出来，但人民银行批准实际面临很多困难，主要有这么几个方面的原因：

第一，在当时的背景下，股份制和股票市场的试点还处于试点摸索的初期阶段，虽然上海和深圳进行了股票交易的试点，但是国家并没有明确政策，将股票市场试点在全国铺开。所以在这种背景下，无论是从股份制试点和股票市场的发展状况看，还是从讲政治的要求看，在当时批准设立证券交易所条件都不成熟。

第二，北京本身是一个敏感的地方，是我国政治、经济、社会、文化的中心。所以当时提出在北京设立股票交易所或者说证券交易所也不一定是可接受的，本身就存在争论。到底是在上海设立，还是在北京设立，没有人敢表态，也是“白皮书”建议没能付诸实现的原因。

第三，设立证券交易所是改革开放的一件大事，也是金融改革的一件大事。在当时的背景下，由联办直接主导发起组建证券交易所，人民银行能不能受理也是很敏感的问题。因为从1987年我国开始在七个沿海开放城市进行国库券流通试点后，上海、深圳等许多省市都提出了设立证券交易所的方案，因没有明确的政策，人民银行一直未予表态。而且设立证券交易所，通常是由地方人民政府提出申请，国务院进行决定，人民银行才能审批。





上海证券交易所旧址

设立上海证券交易所是我国改革开放的一个标志性事件，也是中国资本市场的起点。到底是最先有上海证券交易所，还是最先有深圳证券交易所，这个问题的争议意义其实不大。如果硬要说谁先谁后，深圳证券交易所是“先运营，后有照”，上海证券交易所是“先有照，后运营”。从当时的实际情况来看，经国务院同意，并由人民银行正式批复，设立上海证券交易所在前，开业仪式也是上海证券交易所在前。深圳证券交易所筹建和试营业早于上海，当时深圳证券交易所筹备组经人民银行深圳分行向人民银行总行报送了设立深圳证券交易所的申请，因政策原因人民银行总行没有批复，只是说先别叫“交易所”，可以先以“深圳证券市场”的名义试着干，深圳市政府自己拍板试营业，但正式经过中国人民银行总行批准设立开业确实在上海证券交易所之后。所以，从履行申请和批复来看，我国是先设立上海证券交易所，后有深圳证券交易所。



1990年12月1日上午9点整，王健敲响深交所试营业的钟声

上海证券交易所的设立也是根据上海市的股份制和股票市场的发展情况而设立的。在此之前，其实上海市已经在开始着手考虑设立股票交易所问题，当时成立了关于建立上海证券交易所的研究小组，这个小组由人民银行上海市分行和上海市体改办组成，共同研究上海证券交易所方案。

我这里有上海证券交易所最初发起设立时的申请文件资料，从当时考虑的情况来看，在设立上海证券交易所方面有这么几层考虑：首先，上海证券交易所成为全国证券交易的中心，所以采用集中交易的模式设立，这种集中模式只适用上海和深圳两家证券交易所。也就是说在最初我国设立证券交易所的时候，只考虑设立上海和深圳两家证券交易所，并把它们作为全国的证券交易中心。其次，在当时的情况下，证券交易所是以国债交易为主，因为当时股票发行量很小，考虑到交易所开业以后仅仅只有几只股票进行交易，同样还希望有其他的债券也可以进入，所以最初上海证券交易所设立的宗旨是以国债交易为主，以股票交易为辅。最后，上海证券交易所也像全球其他交易所一样，实行会员制方式设立。

上海证券交易所的章程和深圳证券交易所的章程内容大体一致。像章程的总则部分，都是讲为完善证券交易制度，加强证券市场管理，促进我国证券事业的发展，维护国家、企业和社会公众的合法权益，特设立证券交易所，而且都定义证券交易所是会员制的非盈利性机构。在管理权上当然有一点区别，深圳证券交易所写的是接受深圳市人民银行以及深圳市人民政府的领导、管理、协调、监督和稽核。上海证券交易所写的是接受中国人民银行上海市分行的领导、管理和监督。从当时的情况来看，股票市场设立初期，两家证券交易所是分别隶属于上海和深圳地方政府管理的。

上海、深圳证券交易所最初的注册资金都是一千万元人民币。从业务职责看，一是提供集中交易的场所，二是管理上市证券的买卖，三是办理上市证券交易的清算交割，四是提供上市证券的过户和集中保管服务，五是提供证券市场的信息服务，六是中国人民银行许可和委托的其他业务。

上海证券交易所刚设立时对会员的资格要求不高，经中国人民银行或者一级分行批准设立，可以经营证券业务的金融机构就可以作为会员。会员资本金的要求为一百万元人民币以上，证券经营连续盈利两年以上，有符合条件的组织机构和人员就可以作为上海证券交易所的会员。

1990年11月24日到11月26日，上海证券交易所在上海的华南宾馆召开了预备会议，这个会议通过了设立上海证券交易所的决议。会议认为，建立上海证券交易所是我国坚持改革开放，开放浦东的重要措施，对进一步推动我国证券市场的发展，促进社会主义现代化建设事业具有积极的作用。当时有22家金融机构作为首批会员，签字联合发起建立上海证券交易所。



1990年11月26日上海证券交易所成立大会举行

为什么上海证券交易所会设立的那么快？对于中国到底应不应该搞股份制和股票市场，在上海证券交易所设立之前都是存在争议的。到底股份制是姓资还是姓社，存在一定的政治风险。所以在当时的情况下，虽然上海和深圳两个地方都开始了股票的柜台交易，尤其是深圳还采用集中交易的方法，相当于建立股票交易所，但是最后能否得到中央认可，当时还是看不准的。上海证券交易所成立的一个重要的契机是中央关于开发浦东的十条意见当中的最后一条，中央同意在上海设立证券交易所。有了中央的决定，这样大家就没有顾虑了，才使上海证券交易所设立顺利完成。

在筹备的过程中，上海证券交易所审批过程非常之快，在我的记忆当中，当时设立上海证券交易所的请示过程，都是用传真的方法进行会签的。上海市分管副市长、市长签字同意以后，传真到人民银行总行，人民银行总行领导签字同意以后报国务院，国务院很快同意设立上海证券交易所请示。上海证券交易所于1991年12月19日正式挂牌成立，成为中国股市发展的一个里程碑。



1990年12月19日上海证券交易所举行开业庆典

## 六、成立国务院证券委和中国证监会

随着我国股份制试点和股票市场的发展，如何建立证券监管体制是我国股票市场早期所探讨的重要问题。在没有成立中国证监会之前，人民银行既承担了证券监管的职责，对证券发行与交易进行监管，也承担了中央银行的职责，对银行进行监管。所以随着市场的发展，我国是否需要实行分业的证券管理体制，把证券市场监管的职责从人民银行分离出来，是在当时十分关注和讨论的重要问题。

在此之前，人民银行也对设立单独的证券管理机构进行过探讨，主要在这样几个方面：一是我国究竟实行哪个国家模式设立证券监督管理机构比较好。从世界各国情况来看，一种是美国模式。美国的证券交易委员会是独立于中央银行和财政部的，是直接隶属于国会的一个独立的证券管理机构。第二种是日本模式。

日本的证券监督管理机构是在日本大藏省下面分设的一个局，由大藏省来行使对证券市场的最高管理权限。第三种就是中央银行下的模式。比如像英国，在英格兰银行下面设立证券金融监管局对证券市场进行监管。

最初人民银行提出设立证券监督管理机构的意见，是在人民银行下设类似于国家外汇管理局性质的国家证券监督管理委员会。为了探讨在我国建立证券监管体制问题，我记得当时中国人民银行领导还在深圳银湖度假村召集香港方面有关专家进行研讨，像恒生银行董事长利国伟先生，香港交易所李业广先生，还有其他的一些知名人士也都出席会议，提出意见和建议。第二种设想，设立独立的证券监管机构，主要是以国家体改委所提出的意见为主。也就是说类似于采用美国模式，包括像联办也是主张成立独立的证券监督管理体制。

最初在设立证监会的时候实行两个层次，一是把股票市场办公会议制度转化成国务院证券委员会，国务院证券委员会由国务院相关部委的领导同志所组成。这个委员会主要是负责发展资本市场，或者说发展证券市场的宏观决策和政策协调。就像我在前面介绍的一样，企业股份制改制涉及到公司设立、国有股权的折股、工商登记、实行新的会计制度、实行新的计划管理等诸多方面，不是人民银行一家能够协调的，有必要成立国务院证券委员会。同时也考虑在国务院证券委下面单设中国证监会，证监会主要负责日常监管。这种体制是我国不同于其他国家所形成的一种比较特别的证券监管制度。



1992年10月25日中央电视台播放成立国务院证券委和中国证监会

证监会是在1992年10月设立的。在最初设立证监会的章程上，考虑借鉴国外经验，不想把证监会作为一个国务院的所属部门来设立。因为在国外，证券监管机构都是专业性的管理部门，它们通常是社会化的，采用聘用制的方式来设定，而且不是政府机构，但由政府赋予其监管职权，督促上市公司进行信息披露和对证券交易行为进行监管。所以证监会最初采用的是这种模式，是半政府机构性质的证券监督管理机构。

当时筹建的时候非常困难，因为既没有经费，也没有人员。最初的办公经费还是借的。在筹建证监会的时候，主要由三方面的人员组成。第一方面人员是来自于人民银行的人员，因为这部分人员对证券市场的监管以及早期证券市场的试点和股票发行的情况比较了解，也懂得金融管理的基本要求和基本规范，所以这部分人聘用以后主要是在资本市场发展的政策制定和监管方面履行一些职责。第二方面人员是来自于市场，主要是联办的人员，因为这部分人员大部分是从海外学成归来的居多，对于国际市场的了解，对于国外海外投行的运作规律，对于国外资本市场的监管规则都比较了解，有利于他们把国外的经验带回来，结合中国的实际制定相关的管理规则和相应的管理办法。第三方面人员是来自于政府各个部门的人员，主要是从国家体改委过来的一部分人，这部分人员从事过企业股份制改革和经济改革的规范制定。

当时这三方面人员在一起负责起草国务院68号文件《关于加强证券市场管理的意见》和国务院《股票发行与交易管理条例》。这是我国股票市场最重要的两个基础性文件，也是里程碑式的文件。因为这两个文件是新中国成立以后，自1978年实行经济体制改革以来，第一个以国务院名义下发的关于股票市场的文件，等于是党中央、国务院肯定了股票市场试点，肯定了股票发行，肯定了国有企业的股份制改造和股份制试点，所以是一个标志性的文件。也正是有了这个文件，我国的股份制试点和股票的公开发行才从由各个地方发行发展到全国统一发行，对全国铺开股份制试点起到非常重要的作用。文件明确了国家对于证券市场，尤其是对于股票的公开发行实行集中监管制度，确定了股票公开发行的规模，允

许股票公开发行从上海、深圳试点扩大到全国的其他省市。国务院颁布的《股票发行与交易管理条例》，也结束了各地方政府制定股份制试点和股票发行法律法规的做法，由地方分散进行证券立法过度到集中由国家统一立法。证监会成立以后，不断扩大股票公开发行的额度，1993年50亿元，1994年55亿元，1996年150亿元，1997年300亿元，股票公开发行在全国范围内展开，从此，我国的资本市场在短短的20年内得到了空前的发展，不仅我们没想到的，当时同我们一道搞H股上市外国投资银行家与我谈起这段历史时也都表示没想到，认为中国股市是个奇迹。

## 七、几点启示

回顾历史，关键在于总结经验教训，规划中国股市的未来。从我国股票市场早期发展遇到的问题、挫折和经验看，有几个根本性的问题需要我们去研究，去探讨，进一步深化我国资本市场改革发展。

一是股票市场改革的核心是市场化。从我国股票市场跌宕起伏的20年历史看，深化行政审批和行政监管改革始终是我国资本市场改革发展的关键环节。如何处理好市场与政府行政监管的关系，一直是股票市场改革发展政策选择的难题，回顾我国股票发行制度的经过，可以看出这一点。最初是上海深圳给额度，后来给额度的范围从上海、深圳扩大到全国。额度制的缺陷是明显的，国家每年确定额度，然后在全国按照行政区划，把股票的额度切到各个省市。额度到省市后，省市又把额度往下细切到企业，切到恰好满足股票公开发行必须占公司总股份25%的零界点上。在这种股票发行管理体制下，股票发行筛选的企业都是小企业。大型企业为什么都到海外去上市，主要是由股票发行审批制度造成的，海外上市不要额度，所以各省市都推荐大企业。香港联交所跟我们商谈H股的时候，就明白的讲要大企业，要有中国概念，能代表中国的大企业到香港上市。后来发现额度管理不行，就采用家数控制，但还是指标管理。股票发行不能市场化，定价就不能市场化，定价机制没有了，股票发行一级市场和二级市场的市盈率可以相差20-30倍，会造成股票市场价格严重扭曲。所以，我国股票市场基础性市场制度改革，是股票发行审批制度改革。近年来，我国在询价制改革方面迈出了可喜的步伐，基本具备了境外成熟市场的做法，只要再往前走一步，就可以实现市场化



的股票发行方法。只有股票发行审批放开了，才有利于理顺目前股票市场的各种利益关系，遇到的各种矛盾也好化解，强化市场约束。

市场化是解决股市大起大落问题的最好良方。股市有其自然的运行规律，根据学术上的统计，成熟股票市场的涨跌一般有自己的规律性，通常4—5年一个周期。当股市处于熊市时，银行利率和固定收入证券市场会相对较高投资回报。若股市处于牛市时，则是股票投资回报升高，银行利率和固定收入证券的收益齐下降。近年来，随着资本市场的全球化，这一周期间隔有所缩短。长期以来，我国股市都被人们视为“政策市”，这是与我国股市几次大的涨跌都与政府出台政策相关联而形成的。政策市会扼杀股市的自然反弹机制，也会扼杀中小投资者信心。当投资者普遍预期政府政策时，影响股市涨跌的其他因素都会处于无效状态，股市的“羊群效应”也无法产生，投资者对上市公司业绩的预期，对股价涨跌的技术性分析预期都会为零，其结果是股市的自然动力趋于零，而对政策预期的动力极大化。因此，要想让股市成为有效性的市场，必须明确市场参与者的风险预期机制，涉及股市风险的政策应具有透明性，让中小投资者的利益通过市场的有效性获得保护。

二是证券监管的核心理念是什么？提高信息披露透明度、防止不正当的关联交易和严厉处罚股票市场操纵，历来是证券监管的核心原则和主要内容。在成熟资本市场，严格要求市场参与者进行信息披露，不断提高市场的透明度；防止不正当的关联交易，禁止上市公司董事和高管人员侵占中小股东利益；严格执法，打击证券市场上的各种虚假和操纵行为是资本市场监管的基本任务。大家对我国股市的普遍认识是“新兴+转轨”的市场。“新兴”是没有错的，因为我国股市还属于发展中的市场，但“转轨”如何理解就值得思索了。“转轨”有两种。一种是实行市场经济制度国家的新兴市场向成熟市场的转轨；另一种是实行计划经济制度国家的新兴市场向成熟市场的转轨。我国属于后一种转轨的国家。从理论上讲，第一步是从计划经济制度向市场经济制度转轨，第二步是从新兴市场向成熟市场转轨。但我国股市发展的实际是先走第二步，先建立股票市场，然后才是监管体制和方法的逐步转轨。这样，我国股市发展始终面临一个矛盾，监管制度和内容是市场经济的，甚至是借鉴英美最成熟市场的监管要求，但监管的方法是

行政性的，这里不仅仅指证券监管部门，正如我在前面提到的，股票市场监管实际上牵涉到整个政府管理部门。受制于整个经济体制的转轨进程，市场监管的行政化会降低市场的弹性和透明度，会退化股市的市场选择功能，从根本上讲，我国股市的监管方式和监管制度在如何提高信息透明度、加强对关联交易的监管，以及完善法制与执法等方面面临艰巨的任务，市场化的监管程度并不高，需要深化改革。

三是建立上市公司运行与信息披露的特别机制。上市公司，尤其是国有控股上市公司的运行机制应遵循股市的“特别规定”，股市才有长久增长的动力。要想防止上市公司的“圈钱”和“造假”行为，必须要有约束上市公司运行的机制。同其他经济改革一样，我国股市也具有“双轨制”的特征，上市公司外部的经济运行与审批管理仍然是行政管理，上市公司本身则应遵循市场要求进行经营管理。我国上市公司市场化经营的内在要求与外部行政监管的矛盾成为上市公司监管的体制性原因。股市要求具有较高的透明度和上市公司的好业绩才能保持持续发展，这都与外部的制度环境或者说“体制”因素密切相关，将政府与股市的联系规范化，是推动我国证券市场创新与发展的关键环节。我国在H股试点时实行了“特别规定”的尝试，我认为这种“特别规定”的作法仍可沿用于现行的我国A股市场改革。所谓“特别规定”，就是中国企业到香港上市时，对于国有企业习以为常的管理方式和方法，如有不适用于香港上市规则和公司法规要求的内容，以“特别规定”的形式规定下来，由国有企业和政府部门遵照执行，从而使计划经济模式下的国有企业运行符合境外上市的特别要求，解决好股市与体制的矛盾。这些特别规定包括：董事及高级管理人员的任命及诚信责任，关联交易和同业竞争的信息披露与监管要求，中小股东利益保护和股东诉董事的法律程序，严格的会计标准和审计责任，须予披露的交易和持续信息披露要求。

股权分置改革为我国股市解决体制性、制度性问题奠定了基础，但在国有上市公司还不能完全转化为个人持股的条件下，深化政府部门对上市公司的规范化、市场化管理方式和管理内容的改革，将有利于从制度上提升我国股市的市场化程度和竞争能力。从目前股市运行的经验看，一是必须深化上市公司的人事制度改革，形成上市公司高管人员的筛选、聘任、考核、激励和辞退机制。二是必须深

化政府的行政审批改革，在上市公司领域进行“市场化”改革试点，探索上市公司工商注册、劳动人事、投资项目审批、收购合并、财务税收、合作合资等“人、财、物”经营管理权限的改革，变审批为监管。三是必须实行严格的审计制度，虚假交易都要受到法律制裁。

四是资本市场的“问责制度”必须法制化。完善董事诚信责任和现代金融企业法律制度，是我国证券市场创新与发展的基本要求。提高上市公司质量，防范虚假交易和市场操纵，保护中小投资者权益，关键是强化对上市公司董事及高级管理人员的法律约束。有法律界的人士讲，我国股份公司制度中所有人缺位问题并不是关键问题，关键是我国公司法沿用了大陆法系的委托代理制，又采用了英美法系信托责任的有关内容，但不完整。因此，从法律上细化上市公司股东、董事和高级管理人员的诚信责任，对我国资本市场长期稳定发展具有基础性的作用。从成熟股市的经验看，董事的法律责任是严格的完善的，主要是对欺诈行为追究相应的刑事责任。为什么在西方的证券市场把刑事责任规定得这样具体呢？关键在于上市公司融资是一种公共财产利益关系，必须受到法律的制约和保护。因此，任何发起人和高级管理人员一旦涉足于证券市场，都负有法律责任，股票发行与交易法律必须具有明确的刑事处罚规定。从建立完善的市场经济制度要求看，我国迫切需要完善上市公司监管的刑事法律制度，形成严格的股市法制环境。

说明：因版面有限，本文仅选取《我国股票市场若干重要事件的历史回忆》原文的部分内容刊登。

作者简介：聂庆平，男，1961年出生。现担任中国证券金融公司党委书记、董事长。曾担任中国人民银行金融管理司副处长，中国证监会发行部、海外上市部和国际业务部副主任，光大证券有限责任公司党组书记代总裁，中国光大控股有限公司董事总经理，中国证券业协会副会长兼秘书长（2002年7月—2007年1月）、中国证监会机构监管部巡视员、融资融券工作小组办公室主任。聂庆平先生1988年在中国人民银行研究生部获金融学硕士学位，2000年在武汉大学获经济学博士学位，2002年在北京大学获经济学博士后。主要研究方向为资本市场、国际资本流动与国际货币体系、金融监管体制比较研究和投资银行实务。出

版专著《看多中国：资本市场历史与金融开放战略》、《中国股票市场探索》，主编《证券借贷理论与实务》，翻译《英汉金融与投资术语词典》，发表 50 多篇金融领域学术文章，聘为中国社会科学院研究员，在清华大学和中国社会科学院研究生院担任讲座教授。