

● 证券理论与实务丛书



(第一分册)

奇特的金融商品： 债券和股票

刘瑜琼 邹小军 著

东北师范大学出版社

前 言

改革的狂涛轰然作响，一阵阵拍打着中国的东海岸。承受它洗礼的神州大地，天高地阔，万木峥嵘，弃旧扬新。

纵观十年改革史，须令人刮目相看的是，过去默默无闻的金融业，而今几乎是一路引领风骚；银行信贷长驱直入固定资产投资领域，活动范围不断拓宽，一些新的间接金融调控手段虽然艰难，但却是步履坚定地行进在现行金融调控体系之中，标志着我国的金融调控机制正经历着质态变化和重大转折，众多的非银行金融机构作为社会主义金融大家庭中的一支新军，正在迅速崛起，几十年来对财政政策和其他宏观经济政策一直处于被动从属地位的货币政策，也神采飞扬地跨上社会经济的大舞台，成为宏观经济调控的主要角色……。经济与金融的联系从来没有像今天这样深，全社会对金融的依存度从来没有像今天样高，人们的金融意识也从来没有像今天这样强。

需要特别指出的是，相对于其他金融改革措施来说，债券、股票的面世和容纳这两种金融资产的证券市场的形成与发展，或许是涉及面更广，层次更深，意义更大，“轰动效应”更为强烈的改革。这不仅打破了间接金融一统天下的传统融资格局，推动了我国宏观经济的运行与成长，而且触动和改变了传统的资金运行原理，加快了金融创新的进程，是

塑造适应有计划商品经济发展的，全新的金融体制的必由之路。可以毫不夸张地说，这是新中国金融发展史上值得大书特书的，带有“革命性”的重大变革。

不过，一个不容回避的现实是，从总体上说，我国经济社会对证券知识还相当陌生，有些人甚至至今不知证券为何物。证券市场在艰难和坎坷中的迅速勃兴以及有计划商品经济对证券市场发展的强烈要求，与社会公众对证券的了解和掌握程度，形成了极为明显的反差。显然，加强证券基本理论与实务知识的普及与研究，提高全体国民的证券意识，已成为中国金融界的当务之急。

沐浴着改革的阳光，站在历史与现实的交汇点上，作为金融界承前启后、继往开来的“新生代”，目睹我国金融运行的现状，远眺包括证券业在内的中国金融业的发展前景，我们心中感奋与困惑共生，希望和忧虑同在。我们深深感受到自己肩上的分量。正是怀着介绍证券、宣传证券、研究证券的宗旨，在强烈的责任感和使命感的驱使下，我们向读者献上了这套《证券理论与实务》丛书。

丛书的出版，得益于现实金融生活为我们提供了广阔的思维空间；

丛书的出版，折射出我们热爱金融事业、振兴金融事业的拳拳之心。

丛书共分五册：第一分册：《奇特的金融商品：债券和股票》；第二分册：《绝妙的艺术：证券投资基本原理与技巧》；第三分册：《西方证券市场金融创新》；第四分册：《东方的新崛起：发展中的中国证券市场》；第五分册：《证券法概要》（另由吉林人民出版社出版）。苑德军同志

设计了丛书的结构体系，并对各分册的初稿进行了认真的修改润色，最后总纂其成。考虑到每一分册结构的完整性和系统性，相关分册之间在内容上有些微重合。

坦率地说，这套丛书还纯属幼稚之作。由于我们缺乏生动、具体的证券业务实践，对有些问题的阐述，在读者看来会有隔靴搔痒之感。书中纰漏之处也在所难免。我们诚恳地期望读者给予热诚的批评指正。

如果这套丛书能够成为一颗弄潮的石子，在新中国证券业的历史长河中溅起小小涟漪的话，如果它能对人们了解证券、认识证券和利用证券有所助益的话，那么，我们将感到欣慰之至。

让我们砺兵秣马，和金融改革的大潮共进！

让我们张开双臂，去拥抱金融发展的未来！

证券理论与实务丛书编写组

1991年6月

编写说明

作为经济体制改革重要组成部分的金融体制改革，已经走过了10年的历程。10年来，处于改革大潮之中的金融业不仅对我国宏观经济的运行与成长发挥了众所公认的、重要的推动作用，而且也极大地改变了其在社会经济生活中的地位，重塑了自身在社会公众心目中的形象。从来没有一个时期像今天这样，使人们感到金融业与经济运行是这样的休戚相关；也从来没有一个时期像今天这样，金融业为社会公众提供了如此多的对金融商品进行复合选择的机会。现在，人们既可以把闲置待用和结余的货币存入银行，也可以用其投资于债券和股票。可以说，产品经济体制下的、以存款为核心的金融商品金字塔已经动摇，取而代之的是各种金融商品的互相融合和互相竞争。

不过，尚且不能令人满意的是，债券、股票作为我国金融大家族中近年来崛起的一支新军，大多数人对其还比较陌生。不说普通的城乡居民对其了解不多，即使是金融机构的一些工作人员，对债券、股票的一些基本知识也是若明若暗，懵懵懂懂。这种状况继续存在下去，不仅会严重阻碍我国社会主义商品经济下的证券市场的进一步拓展和深化，而且也不利于投资公众在各种金融商品的比较中做出理智的投资抉择。因此，正是考虑到经济社会和广大投资公众迫切需要了解证券知识的现实状况，我们向读者献上了《债券和股

票：奇特的金融商品》这本小书。

本书从理论和实际的结合上，较为全面、系统地阐述了债券和股票的发行与交易、债券和股票市场的运行与管理等方面的基本知识。对我国债券、股票市场的现状及改革对策，也多有涉及。本书在结构安排和语言的调动上，也力求明快、生动、形象，以增强本书的可读性和对读者的亲切感。

由于我们水平有限，书中纰漏在所难免，诚望读者批评指正。

刘瑜琼 邹小军

1990年5月

目 录

第一章 从历史到现实：股票、债券的发展轨迹	
一、美国铁路公司开创股票纪元	(1)
二、中国历史长河中的股票和债券	(5)
三、“满川风雨看潮生”——中国大地 上的股票、债券复苏热潮	(8)
第二章 股票、债券的一般原理	
一、股票、债券诠释	(15)
二、股票和债券的基本特征	(18)
三、五光十色的“债券王国”	(22)
四、充满魅力的股票	(36)
第三章 千变万化的股票行市	
一、股票价格及其理论决定	(44)
二、股息—培植股份公司与股东稳定关 系的纽带	(49)
三、衡量股票价值的几个指标	(52)
四、股票价格指数一瞥	(55)
五、股票价格的形成与变异	(61)
第四章 债券利率与债券行市	
一、债券利率体系	(73)
二、衡量债券收益大小的指标	(84)
三、债券行市的不确定性	(89)

第五章 股票、债券发行的有序化

- 一、发行市场为急需资金者带来机会…………… (97)
- 二、发行什么更为有利…………… (99)
- 三、具备成熟的发行条件…………… (101)
- 四、发售决策的选择…………… (105)
- 五、信誉评估公司为发行者招徕生意…………… (111)
- 六、发行的综合性技术…………… (117)

第六章 股票、债券的交易实务

- 一、流通市场矫正着市场发育的跛足
现象…………… (123)
- 二、交易程序…………… (133)
- 三、投资者应把“赌注”下在哪种交
易方式上…………… (140)

第七章 股票、债券市场的管理

- 一、证券市场的管理目标…………… (152)
- 二、证券市场管理的第一层次——政府
管理…………… (154)
- 三、证券市场管理的第二层次——自我
管理…………… (157)

第一章 从历史到现实：股票、 债券的发展轨迹

蝉变往往是出人意料的：昨天几乎没有人怀疑股票、债券是资本主义制度的“金融专利品”，与优越的社会主义公有制格格不入；而今天，它们已成为活生生的金融存在，跻身于我国金融经济生活之中。像人们讨论公有制的其他形式那么自然，讨论股票、债券等与商品经济相联系的融资形式也是题中应有之义。

一、美国铁路公司开创股票纪元

探索股票的发展轨迹，离不开对股份公司的认识。这就好比婴儿的成长离不开母体的哺育一样。如果我们仅仅从形式上来观察，股份制的出现可以追溯到几千年前的古希腊和古罗马社会。到15~16世纪，随着商品经济的进一步发展，在地中海沿岸的一些城市出现了邀请公众入股的城市商业组织。这种性质的股份经济组织一般由官方出面组织并监督其业务，股份不得转让，但投资者可以收回。显然，这与现代意义的股份公司存在着很大的差别。但它已开始把筹集资金作为股份制的基本内容，并把筹集的资金用于经济的发展，这是一个不可忽视的巨大进步。随后，英国在重商主义政策引导下，股份制继续从初级形式向现代化形式过渡。大约在17世纪中

叶，英国出现了一种较为稳定的公司组织。这种公司的股本演变为长期投资的对象，股息定期发放，股票的出售市场也已出现。传统的股份制度逐渐过渡为现代化的股份公司。

现代股份公司作为一种社会化大生产的组织形式，在资本主义制度下获得了充分伸展的空间和条件，并作为一种解决生产社会化和资金相对分散且为不同的所有者占有这种矛盾的有益形式，而得到广泛的承认和扶持，其对资本主义经济的发展起到了众所公认的重要作用。而最具划时代意义的是美国铁路公司在19世纪末对修建铁路而大量发行的铁路股票。铁路股票的问世，不仅巩固了股份公司在美国资本主义经济生活中的坚实地位，也使股票的发行进入了一个可以载入史册的崭新时代。这应验了马克思在《资本论》中的精辟论断：“假如必须等待积累去使某些单个资本增长到能够修建铁路的程度，那末恐怕直到今天世界上还没有铁路。但是，集中通过股份公司，转瞬之间就把事完成了。”股票的重要性使我们联想到这样一个事实：1957年，苏联发射了第一颗人造地球卫星，标志着全球性信息革命的开始。因此，苏联人造卫星的真正重要性并不在于它带来了航天时代，而在于它开启了全球卫星通讯的时代。同样道理，是否可以说，美国铁路公司开创股票新纪元的真正重要性，并不在于它聚集了资金，而在于它揭示了股票对资本主义商品经济的巨大推动力，开创了一个股份经济的全新时代。因此，对美国的这段历史作一个简要回顾，显然是必要的。

美国是一个后来居上的资本主义国家。当英国开始进行工业革命时，美国还是英国的殖民地。但是，独立战争后，特别是1885年美国内战后，美国工业史上出现了一个高速发展

的鼎盛时期。美国工业以惊人的速度飞快地发展，到了1894年已跃居世界第一。

许多人对美国经济这段不到30年就后来居上、突飞猛进的历史大感兴趣。奥秘何在？除了资源、历史等原因外，这个时期财雄势大的工业股份公司的广泛发展，不失为一个重要原因。尤其是交通运输股份公司优先进行的交通运输业的改革。而铁路建设则美国成了带动19世纪经济发展的中心环节。当时的美国，人口不断地向西部流动。随着西部地区经济的开拓，美国人对沟通东部和西部从思想到行动都达成了一致性的迫切要求。这自然使横贯东西部的交通问题引起了举国上下的重视。联邦政府和各州政府都拨出大量土地资助铁路建设，规定每修1英里铁路线，拨给铁路公司路线两侧各10英里的土地，并给予1.6万美元到4.8万美元的补助金。政府还给铁路公司特殊的银行信贷便利，并颁发特许状，允许铁路享有长期或短期的免税特权。此外，政府对铁路还加强管理。以上的扶持，对铁路股份公司的设立起了推动作用。自从1828年建成第一条铁路之后，铁路公司纷纷兴起，但多属中小铁路公司。从1849到1858年，美国资本构成中铁路占15%。到了1860年前后，大铁路公司有31家。它们是当时美国大企业的代表。铁路股份公司向社会筹集资本，1876年达22.4亿美元。其中州和县政府也扩大它们对铁路兴建的财政支援。手段之一是用现金购买股票。另外，美国的投资者（主要是东方的大型投资银行和国内小规模私人投资者）也提供了一部分资金，借购买股票加以支持。通过发行股票，铁路公司中最有势力的股东成为后来美国垄断财团的代表人物。铁路公司股票还通过摩根（银行）公司远销欧

洲，把外资引进美国铁路建设中去，使得欧洲投资者成了美国铁路资金筹措的主要力量。他们以购买铁路股票的形式提供全部私人资本的 1/4 或更多一些。在 19 世纪最后 30 年内，美国全境铺设了“联合太平洋”、“北太平洋”、“大北方”、“芝加哥——圣保罗”四条干线。全国建成铁路网的总里程超过当时欧洲铁路里程的总和，等于当时世界铁路总长的 1/3。新的铁路的建成，不仅沟通了东西部，还为美国经济发展助了一臂之力。

从美国经济的发展轨迹来看，股份制至少在以下几个方面具有积极意义：（1）以资本联合所有代替资本单个所有的融资作用。股份公司突破了单个资本家拥有的货币资本的限制，股票发行使其能在短期内筹集到数额庞大的资金，从而扩大了企业规模并有效地提高了社会资金的利用率。可以说，这种融资行为为美国经济在短期内赶上并超过其他一些资本主义国家起到了加速器的作用。（2）面向社会招贤纳良，改进企业管理和技术水平的激励作用。股份公司实现了所有权和经营权的分离，其面向社会招聘人才，改进经营管理，提高技术水平。它一方面可以发挥高度集中领导和生产、技术、市场等方面的优势，强化了企业和企业各股东的责任心；另一方面，由于多方入股，使各种不同经济主体的利益溶合为一体，在企业经营上产生了一种具有凝聚力和向心力的动力机制。（3）股份公司促进了资本的高度集中。这种集中一般通过两个途径：一是发行股票，吸收社会资金；二是收买其他公司的控制股票，进而吞并或合并对方。尤其是在股份公司以小额股东为主，股票分散的条件下，掌握某个公司的部分股票，就可以影响甚至支配这个公司的经营管

理，从而就可以数额较小的资本控制数额较大的资本，实现更大规模的资本集中和市场垄断。（4）对经济结构调整的促进作用。股票买卖使社会资金流向产品销路好，经济效益高的经济部门和企业，促进这些企业扩大生产，改进经营，从而促进了经济结构和工业结构的调整和优化，使资金分布更为合理。

二、中国历史长河中的股票和债券

（一）旧中国的证券市场为股票买卖洞开方便之门

中国历史上的股票交易出现年代不算太晚。无论是证券交易所还是股票买卖都渊源于上海。19世纪60年代，上海率先出现了买卖外国公司企业股票的掮客，经营外商在中国开设的公司的股票。在我国证券交易所尚未成立以前，西方商人和日本商人早已捷足先登。上海一隅已有交易所的组织。1891年上海洋商掮客组成了已具交易所雏形的“上海股份公所”。其后，洋商于1905年遵照香港地区股份有限公司的条例，正式开办了“上海众业公所”。当时，中国的茶商、钱商、皮货商也开始兼营股票买卖。经营的股票有中国、交通、中国通商、浙江兴业等银行的股票，以及大生纱厂、中兴煤矿、南洋烟草等工矿的股票。有的商号还挂出了“××股份公司”的牌子。

我国证券交易所的萌芽始于20世纪初叶。1916年，虞洽卿与孙中山认为我国如不自设交易所，外人将有越俎代庖之势，因而提出组织上海交易所股份有限公司。此事尚在酝酿

中，日商操纵的北京证券交易所忽于1918年宣告成立。此为
中国自设的第一家交易所。随后几经周折，北洋政府在1920年
批准成立了“上海证券物品交易所”。其资本为500万元，经
营对象除有价证券外，还有金银、花纱布、皮毛、粮油等物
品。开业半年间盈余即达到50余万元。同年，在1914年组成
的“上海股票商业公会”决定改组为“上海华商证券交易
所”。资本为300万元，经纪人55名，交易对象以北洋政府
发行的公债为最多。这两个交易所营业以后，生意兴隆，盈
利颇多，股价均飞涨。于是同声附和者风起泉涌。在1920年
夏秋间为交易所极盛时期。各种各样的证券交易所在上海应
运而生，共计156家。

在上海成立交易所的影响下，各地如汉口、广州、南
京、苏州、宁波等处也相继仿效。1921年2月经北洋政府农
商部批准，成立了“天津证券、花纱、粮食、皮毛交易股份
有限公司”。开业后盛极一时。但1922年因受上海交易所倒
闭影响而停业。1937年日本入侵后，在汪伪政权和日本帝国
主义操纵下，于1943年11月在上海成立了官商合办的“上海
证券交易所”。经纪人达200人，上市股票180种。开始只
做现货交易，后来增加了期货交易。日本投降后才停止营业。

抗日战争胜利后，国民党政府在上海恢复了“上海证券
交易所”，从事现货交易，资本共10亿元。由交易所出资
60%，由中国、交通两银行和中央信托、邮政储业两局投资
40%。天津国民党政府在停业待命的“华北证券交易所”的
基础上，于1948年初将其改为“天津证券交易所”，资本总
额为10亿元。解放后，我国只剩下唯一的一个交易所，即天
津市证券交易所。证券种类为股票。上市的股票主要有启新

洋灰、滦州矿务、江南水泥等诸多企业的股票。有法人资格的经纪人以及个人经纪人39人。为防止投机，限现货交易，严禁买空卖空。由于全国统一财经政策及为维持金融物价的稳定，政府认为通过证券交易所吸引游资的意义已不复存在，因此于1952年做出决定，关闭了“天津证券交易所”。

（二）渊源流长话债券

我国的公债有很深的历史渊源。早在春秋战国时代，就有公债。不过，正式的公债发行却是始于前清同治四年。当时因与俄国缔结伊犁条约，赔偿损失，向英伦银行订借英金40余万镑，遂开举外债之端。清朝政府发行的第一次公债是1894年的息借商款。这次息借商款虽没有完全具备现代公债的形式，但却成了中国公债史的开篇。其发行目的是应付甲午战争军费之需，规定分二年半还清，月息7厘。清朝政府举借的第二次内债是1898年发行的“昭信票”。其比第一次的息借商款更具有现代公债的特色。其发行目的是为了偿还“马关条约”的第四期赔款。发行总额1亿两，年息5厘。但总共募得款项不足2000万两。到戊戌政变时，因流弊众生，遂停办。辛亥革命爆发后的1912年，发行爱国公债，定额3000万元，年息6厘，但还没发行完，清王朝已被推翻。

中华民国初年，临时大总统孙中山决定发行“中华民国军急公债”1亿银元，年息八厘。但实际只发行730余万元。北洋政府大量发行内债是从1912年开始的。从1912年到1926年，北洋政府总共发行了27种内债，预计发行总额8.76亿元，实际只发行了6.12亿元，其中绝大部分是1914年后发行

的。以上仅指正式发行的债券而已。此外，还有各种记名和不记名的国库券和银行的短期借款、垫款、透支等。

国民党统治时期的公债发行分三个阶段：第一阶段从1927年到1937年抗战爆发。这一阶段共发行内债额达29亿元之巨，债信宣告破产二次。第二阶段从1938年到1945年。这一阶段发行了救国公债、国防公债和金公债等。计值货币有国币（法币）、英镑、美金等，五花八门，无所不包。第三阶段从1946年到1949年。日本投降后，通货膨胀愈演愈烈，一发不可收拾。这给国民党一个意料不到的好处，即可以将以前的债务以低于实值万分之一、十万分之一的纸币一下子清偿，而后再以美金、金元甚至黄金的形式继续举借新债。

新中国成立后，于1950年1月首次发行了“人民胜利折实公债”，随后5年间多次发行国家经济建设公债。从1958年起即中止发行公债，目的是要把我国造就成为“既无内债，又无外债”的国家。

三、“满川风雨看潮生”——中国大地上 股票债券复苏热潮

新中国成立后不久，股票和债券几乎在中国960万平方公里的大地上绝迹。造成这种状况的根本原因在于：长期以来我国缺少股票和债券生长的机制和环境。建国以来，我国一直按产品经济模式来塑造和设计我国的经济制度和经济生活，否认在社会主义条件下发展商品经济的必要性。在这种情况下，服务和受制于经济制度的金融体制，也必然被深深地打上产品经济的印记。纵观传统的金融体制，是一个以大

一统的银行信用为外在表现形式，以资金融通方式简单、金融资产内容简单、信用流通工具简单为内在特征的封闭型金融体制。这种金融体制由间接金融一统天下，视直接融资方式为社会主义金融的异己力量，完全排斥和否定股票、债券等信用工具。其所容纳的信用是单层次的、呆板僵硬的。从构成信用活动的各个侧面，诸如信用时间、信用空间、信用数量和信用质量等方面看，也都和产品经济息息相关，带有明显的产品经济色彩。显然，在资金尚未被赋予“商品”属性，还只能作为“产品”分配的产品经济机理下，股票、债券根本不具备跨上金融经济生活大舞台的经济条件。

然而，长期被认为和社会主义金融制度绝对无缘的股票、债券，却在经历了一段被遗忘的沉寂之后，突然热闹起来，开始闯入千家万户的生活。

（一）重新思考：股份制打开了充满风险的“潘多拉盒子”

商品经济是社会主义发展不可逾越的阶段。我国经济是有计划的商品经济这一理论命题的确立，是对建国后近30年产品经济的实践进行深沉反思之后而在认识上产生的质的飞跃，是对科学社会主义理论的重大发展。既然从理论上已经明确我国经济是有计划的商品经济，那么，商品经济本身所固有的产物重新进入中国经济的大舞台，也就是客观的，必然的。

有计划的商品经济的理论和实践，为股份制这一过去被认为是和社会主义格格不入的经营形式的出现，提供了基本的理论前提和现实背景。