

●  
证券理论与实务丛书



(第四分册)

# 东方的新崛起： 发展中的中国证券 市场

苑德军 尹洪举 著

东北师范大学出版社

## 丛 书 编 委 会

主 编：苑德军

副 主 编：阎 力 尹洪举 胡兴盛

编 委：(以姓氏笔画为序)

丁建臣 王 平 尹洪举 刘瑜琼

李青山 陈敏强 邹小军 张胜武

苑德军 阎 力 胡兴盛 徐诺金

栾鹏飞 黄祖祥

## 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之一。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这样高，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。其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，其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份量。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，如果它能让人们了解证券、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3月

## 编写说明

在有计划商品经济的风雨中诞生的中国证券市场，已经走过了十年的里程。尽管目前的证券市场在运行机制、规范化程度和法制建设等方面都还存在着明显的缺陷，但其对中国宏观经济成长和中国金融制度创新起到的积极的推动作用，却是众所公认的。在实行财政、信贷“双紧”政策，贯彻治理、整顿方针的宏观背景下，对我国证券市场的发展实践进行深刻反思，总结证券市场发展过程中的经验教训，并在此基础上探索进一步发展证券市场的对策，既是加强证券市场建设、提高证券市场发育程度的基本要求，同时也为深化经济改革和金融改革所必需。正是基于这种要求，我们向读者献上了这本小书。

本书粗线条地勾画了我国证券市场的发展轨迹，对证券市场的运行机制和管理机制亦给予了较为科学的评价，并在此基础上探索了我国证券市场的发展道路。考虑到国债市场是证券市场的主体内容，因此，本书对国债市场着墨较多。此外，还需指出的是，由于本书只是《证券理论与实务》丛书的一个分册，其容量在客观上受到限制，因此，其不可能无一遗漏地对所有与证券市场有关的理论和实践问题进行深入、细致地阐述。这一点还望读者谅解。

随着有计划商品经济的发展，中国证券市场必将从单调走向丰富，从脆弱走向坚实，从幼稚走向老成。如果这本小书能对这一成长过程有所助益的话，我们将感到欣慰。

苑德军 尹洪举

1990年8月

# 目 录

## 第一章 历史的回顾：旧中国证券市场的兴衰

- 一、旧中国证券市场的出现…………… ( 1 )
- 二、旧中国证券市场的兴衰…………… ( 7 )
- 三、旧中国证券交易所的管理…………… ( 15 )
- 四、对旧中国证券市场的基本评价…………… ( 20 )

## 第二章 我国证券市场的发展实践

- 一、解放初期的证券市场…………… ( 24 )
- 二、有计划商品经济呼唤中国的证券市场…………… ( 29 )
- 三、有计划商品经济制度下我国证券市场的  
崛起…………… ( 39 )

## 第三章 我国证券市场的管理

- 一、证券市场管理的必要性及其原则和方法… ( 59 )
- 二、证券市场的管理机构…………… ( 63 )
- 三、对证券发行市场的管理…………… ( 66 )
- 四、对证券交易市场的管理…………… ( 73 )
- 五、对证券中介机构的管理…………… ( 76 )

## 第四章 我国国债市场的功能、缺陷与矫正

- 一、国债市场的功能…………… ( 79 )
- 二、国债市场的缺陷…………… ( 87 )
- 三、国债市场的矫正…………… ( 90 )
- 四、有关国债发行的三个问题…………… ( 92 )

## 第五章 我国证券市场的发展道路

- 一、债券市场是我国证券市场的主体内容…………… ( 114 )

|                                |         |
|--------------------------------|---------|
| 二、证券发行市场应成为近期证券市场的发展重心 .....   | ( 118 ) |
| 三、开放国债流通市场是开放整个证券流通市场的先导 ..... | ( 120 ) |
| <b>第六章 我国证券市场的成绩、教训与发展对策</b>   |         |
| 一、对证券市场运行的总体评价 .....           | ( 123 ) |
| 二、我国证券市场发展过程中的三点教训 .....       | ( 127 ) |
| 三、发展和完善我国证券市场的对策 .....         | ( 130 ) |

# 第一章 历史的回顾：旧中国 证券市场的兴衰

## 一、旧中国证券市场的出现

“证券”这个名词的出现，在我国已经有近百年的历史了。寻根溯源，在汉语中并没有这样一个名词，只是到了清朝末年，才由日文转用而来。但是，在使用这个名词以前，旧中国就已经出现了股票和债券。伴随着商品经济和信用制度的发展，证券的品种、数量也不断增加，进而逐步形成了买卖证券的场所——证券市场。

证券和证券市场作为一种社会经济现象，其产生和发展都有着深刻的社会经济根源。考察旧中国证券市场的历史，可以清楚地看到：它具有浓厚的半殖民地、半封建的色彩。鸦片战争爆发后，帝国主义列强用战舰和大炮，打开了清帝国的大门，同时，也把资本主义国家资本积累的重要手段——集股筹资的作法带入中国，以进行经济掠夺。旧中国证券市场的出现也和旧中国的银行、保险公司的出现一样，首先出现的是“洋人”开办的证券市场，然后才有中国人自己开办的证券市场。

### （一）外商证券交易所的出现

19世纪末20世纪初，资本主义已经发展到帝国主义阶段。帝国主义各国的国内市场和投资场所被垄断，出现了大

量相对“过剩”的资本，从而使资本输出有了特殊的意义。帝国主义对殖民地的要求日益迫切。像中国这样一个幅员广大，物产丰富，在政治上和经济上都极其落后的国家，特别为帝国主义各国所注目。鸦片战争以后，帝国主义各国已逐渐把它们的势力延伸到中国。除政治特权以外，它们还攫取了财政、金融、贸易、运输、工矿等方面的经济特权，控制了中国的经济命脉。

鸦片战争以后，在华外商控制了中国外贸总额的百分之九十。经营内贸的华商在外商垄断下，已带有浓厚的买办性。工矿企业投资总额的百分之七、八十掌握在外资手中。铁路运输的百分之九十，内河航运总吨位的百分之七、八十以及全部运洋航线，都被帝国主义以及它们的在华公司所垄断。适应这种疯狂的经济掠夺，帝国主义各国纷纷在中国设立银行，并利用特权在中国发行纸币，吸收私人存款，掌握雄厚的金融实力，参与工矿企业投资，修筑铁路，经营贸易以及其他经济活动。同时，还通过对清政府大量借债来控制其财政命脉。可见，帝国主义已经把在华银行作为其对中国进行政治投资和经济侵略的中心。

帝国主义国家在中国的带有超经济掠夺性质的投资，除少部分来自于外商之外，其中很大一部分来自于对中国本土的掠夺。它们不断地吸收中国的资本来扩大它们的在华资本。例如，上海几个大的外资纱厂，如老公茂、怡和、鸿源、瑞记等厂，全都有中国的股东。更有些企业直接为中外合办，其经营管理权都掌握在帝国主义者手中。

在中国社会由自给自足的封建经济逐步转化为半殖民地半封建经济的过程中，中国资本主义也获得了产生和发展的客观条件。清光绪初年，李鸿章、盛宣怀创办招商局、电报

局、纺织厂等，就仿照洋人集股募资方式，发行了股票。至光绪廿年，国内又始发债券，称“息借商款”，以支付甲午战争的军需。光绪廿四年，又发行类似公债的“昭信股票”。可见，在中国尚未出现“证券”一词时，受帝国主义经济的影响，证券已经渐见端倪，这就为旧中国证券市场的产生做了准备。

旧中国证券业始于上海。考其原因，主要在于上海是“中外通商大埠”。“上海开商业风气之先。国外新式事业，与最先介绍至上海”。正由于这一得天独厚的条件，使外商首先在上海办起了证券交易所。在上海的证券交易所主要有两个，即：“上海众业公所”和“上海取引所”。

外商开办的“上海众业公所”，是光绪三十一年（1905年），遵照香港政府有限公司条例正式开办的。其前身为光绪十七年（1891年）成立的“上海股份公所”。组织形式为会员自由买卖制，会员共计100名。其中外商占87人，华商占13人。营业范围以伦敦和纽约的股票为主体，兼营南洋地区外商的橡胶股票。从其性质来考察，实属纯粹的证券交易市场。

1937年8月13日，日本帝国主义在上海发动了侵略战争，该所曾宣告停业。至同年12月，即行复业。至1940年，由于投机狂热，股价上涨，“众业公所”达到了全盛时期。1941年5月，随着第二次世界大战战事的扩大，外国股票交易受限，“众业公所”遂告停业。至此，在经营多年之后，无形解体。

“上海取引所”由日本政府支持，于1918年冬开业，主要经营证券业务。开业后，只有1919年下半年和1920年上半年有所盈余，其余年份亏损居多。至1922年，一千万日元的

资本亏耗残尽，难以继续维持下去，只得自动清算。

## （二）华商证券交易所的出现

证券交易所是资本主义社会化大生产的产物。我国是一个长期遭受封建制中央集权统治的国家，历代封建王朝实施的闭关锁国政策，成了资本主义因素及商品生产发展的桎梏。帝国主义的入侵，使中国的大量财富被掠夺。但是，与此同时，也给中国资本主义因素的生长造成了某些客观条件和可能。官僚资本通过办洋务，办外交、购买军火、借洋债等，从中捞取大量财富；买办资本凭借他们对外国资本主义企业比较接近和熟悉的便利条件，“附股搭办”，从中渔利；商业资本也随着通商口岸的增加和进口贸易的扩大而获得发展，并且一部分商业资本开始投资于产业，转变成近代产业资本。但是，旧中国的半封建、半殖民地地位，决定了中国自办的企业，多半还是官办、“官督商办”或“官商合办”。这种“官掌大权、商经亏损”的不平待遇又限制了商人投资。畸型发展的商品经济，使旧中国从证券产生到证券交易所面世，经过了几十年的漫长过程。直至辛亥革命后，建立中华民国，证券种类和数量依然寥寥可数。当时，只限于江浙铁路债券、招商局汉冶萍煤铁厂矿公司、中兴煤矿、大生纱厂等几种股票以及后来加入的商务印书馆、华商电气等股票，远不及洋股种类之多。尽管如此，证券交易终究还是启动了。光绪末年，上海绅士王一亭、郁屏翰在南京市关桥开办“公平易”。稍后，孙静山又在九江路办起“通信公司”。这些，是华商最早经营证券买卖的机构，可谓证券市场的萌芽。

旧中国证券市场的形成，经历了三个阶段。

### 第一阶段：“茶会时代”的证券市场

辛亥革命以后，在上海出现了中国最早的股票掮客。一些茶商、皮货商和一些商品经纪人在办理自营业务的同时，开始兼营证券的买卖。他们人数不多，常集散于茶肆之中，如上海大新街、福州路转角处的“惠芳茶楼”，就是他们日常集合之地，所以称之为“茶会”。其基本作法是：每日上午到茶会聚会，互通信息，所有买卖，亦于品茶之时口头成交。下午，则各奔走于银行和客户之间，以兜揽生意。与此同时，客户携带证券，来茶会求售之事也时有发生。“茶会时代”的一切交易，都是现期买卖，价格一经双方同意，买卖即可成交，手续也很简便。随着证券买卖日渐发展，股票掮客的数量也日益增加。

### 第二阶段：“公会时代”的证券市场

随着华商股份有限公司的日渐增多，股票的流通也日渐广泛。1914年夏，上海有人提出了组织公会的建议，后呈准当时的农商部，同年秋，成立了上海股票商业公会。股票商业公会的会址位于上海九江路渭水坊，并有股票交易市场附设于内。公会成立时，会员只有十三家。从形式看，“公会”和“茶会”没有大的区别，仍然是集散于茶肆之中，备茶备水以供会员之用。但从制度上看，同业之间已开始互订规约。规约主要包括以下内容：规定每日聚会时间为上午九时至十一时；买卖佣金，也定有标准；行情逐日向同业公布，印送行市单，等等。这些都说明在“公会时代”，交易所的制度已经日趋完备。股票商业公会成立以后，证券交易曾盛极一时。至1917年，不包括兼营证券的小钱庄在内，股票同业已增至六十多家。由此可见，“公会时代”虽无华商证券交易所之名，而已有证券交易所之实。

### 第三阶段：“交易所时代”的证券市场

我国创办交易所的动机，开始于光绪年间梁启超组织“股份懋迁公司”的倡议。在此之后，中华民国的农商部、财政部也屡有开设交易所的提议，但由于种种障碍，均未见诸事实。

1916年冬，孙中山先生和上海著名商人虞洽卿，鉴于设立交易所的必要，提出了组织“上海交易所股份有限公司”的动议，呈请农商部核批。这个交易所起初打算既办证券交易，也办物品交易。1917年2月，农商部在批复时以不能多种经营为由，只准经营证券交易一项。在这以后的两年间，上海交易所一直为证券、物品两项分办和合办问题争执不休，筹备工作也因此停顿下来。而正是在这段时间内，由王璟芳、岳守堃、曲卓新、李景铭等人发起，经农商部批准，于1918年夏，在北京成立了北京证券交易所，成为旧中国第一家正式开业的证券市场。北京证券交易所成立以后，北洋政府所发行的公债成为大宗的交易，由于受当时证券种类和数量的限制，营业并不兴旺。

北京证券交易所成立以后，极大的触动了上海的证券业。上海证券业于1919年2月，召开全体大会，大会议决组织证券交易所。因为该所单一经营证券交易，很快就得到了农商部的批复，同时，筹备工作也很快完成。于是，在上海股票业公会的基础之上，正式成立了“上海华商证券交易所”，集资300万元，经纪人55人，并定于1920年5月正式营业。在此期间，最早由孙中山和虞洽卿等人发起的“上海交易所”也始蒙批准，经过一年多的紧张筹备，于1920年7月1日，“上海证券物品交易所”正式宣告开业。开业后，经营状况很好，仅仅在半年之内，盈余竟达50余万元。上海

华商证券交易所和上海证券物品交易所成立以后，业务兴隆，盈利很高，很快引起了社会各界的极大兴趣，一时群起效仿，形成了办交易所的热潮，再加上放宽批准权限，北京农商部、上海工部局、上海各领事署，淞沪护军使署，会审公廨等都握有批准设立的权力，使交易所数量急剧增加。至1921年夏秋之间，仅在上海一地就设有交易所140余家。天津、汉口、宁波等地也纷纷建立，最后，终于酿成了“交易所风潮”，各地有大批交易所被迫关闭。

## 二、旧中国证券市场的兴衰

从1918年北京证券交易所面世，到中华人民共和国建立前夕，旧中国证券市场几经兴衰消长，在动荡中走完了三十多年崎岖坎坷的里程。

### （一）“信交风潮”的冲击

当旧中国的证券市场还处于萌芽阶段，上海就曾发生过“橡皮股票”大骗案。当时，人们对南洋树胶有着极大的投机兴趣。只要有洋人发布购得胶园或垦地种胶的计划，人们就会辗转委托，争相买进股票，而且还可以加价卖出。这种投机狂热持续了一段时间以后，由于橡皮股票多数属于脱空，使洋人大发横财，至1910年，终于酿成“橡皮股票风潮”。但这一风潮并没有影响旧中国证券市场的发展。自北京证券交易所、上海华商证券交易所和上海证券物品交易所开业以后，天津等大城市也有证券交易所面世。各地证券交易所开业之后，业务兴旺，获利很高。一时间，人们都把办交易所当作发财的捷径，办交易所风潮席卷全国。行业不论

大小，几乎都有交易所，造成包括证券交易在内的交易所的一片混乱。大多数发起人尽是些乌合之众，“除商人之外，有官僚，有文人，而娼优隶卒，屠狗贩夫之流，亦出入其间……极尽投机之能事”。当时，不仅有日间营业的交易所，更为新奇的是大世界内还设有“夜市交易所”，以及星期日交易所。

由此可见，当时证券交易所之狂热。而与此同时，浙江、北京、汉口等处也在加紧活动，步上海的后尘，筹划设立众多的证券交易所。

分析当时交易所过热，投机生意兴旺的原因，主要有以下三点：其一，游资充斥。当时，正处于第一次世界大战结束不久，各国经济都很不景气，旧中国的进出口贸易也大多减少。国内战争连绵不断，经济萧条，正当投资受到阻滞，再加上外国在华银行倒闭而造成大量游资，出路只有用于投机。其二，暴利引诱。证券交易所成立初期，投机者获利很多，股票价格飞涨，致使投资于证券交易所者蜂拥而至。其三，盲目投机。证券交易所经营的对象除少数国内债券外，大多数是股票。翻手为云，覆手为雨的投机者，施展各种手段，进行股票的违法买卖，买空卖空，以虚带实，以获巨利。其四，管理混乱。就批准设立机关来看，就有农商部、上海工部局、上海各领事署，淞沪护军使署、会审公廨等，政令纷歧，根本没有统一的管理办法。1921年11月底，上海的112家交易所中，领到北洋政府农商部执照的只有6家，正在办理的有2家，其余都是恃仗租界庇护开办的。

鉴于当时信交事业狂热的状态，有识之士曾大声疾呼：交易所基础薄弱，投机风行，决不可以久远。北洋政府官员也提出非议，并禁止非法交易所设立。但由于租界存在，禁

令未能实施。

在半殖民地、半封建的旧中国，根本不具备证券交易所大规模发展的社会经济基础。上海虽然是中外通商巨埠，工商业云集，但是，也无法容纳这样众多的交易所。金融界虽然看出其中蕴藏的危机，但也无可奈何。1921年2月，渐近年关，银根发紧，银行、钱庄开始收缩信用，不敢放款。投机者尔虞我诈，互相倾轧的内幕，也逐渐败露出来。在这种情况下，交易所只面临着倒闭的一条死路。至1922年3月，倒风大起，上海的140多家交易所仅存12家照常营业。待来势迅猛的“信交风潮”过后，仅存6家。其他各地交易所的命运也大抵如此，几乎天天都有交易所解散停业的消息。最后，仅存北京证券交易所等少数几家。交易所兴之盛，败之速，形成了旧中国证券市场的第一次大起大落，可称之为证券市场的“动乱时期”。

## （二）风潮过后的公债市场

“信交风潮”过后，旧中国的证券交易所由狂热发展进入了一个相对平稳发展的阶段。从旧中国的证券市场——上海证券市场来看，在“信交风潮”中能够不卷入旋涡而继续营业者，也仅有证券物品交易所、上海华商证券交易所等6家。当时证券市场上市证券，全部为公债。特别是在民国十六年，国民政府北伐成功，发行公债愈益增多，证券交易所已经成为政府推销公债的市场。一直到抗日战争爆发，证券交易对象差不多都是公债，股票的交易规模极其有限。

政府公债成为证券市场的主要交易对象，究其原因有二：其一，中国的股份公司不发达，股票发行规模很小，且