

深圳股市的崛起与运作

陈慕华

王喜义
雷志卫 著
肖世优

中国金融出版社



深圳股市的 崛起与运作

王喜义 雷志卫 肖世优 著

中国金融出版社

(京) 新登字 142 号

责任编辑：毛春明

60265/17

深圳股市的崛起与运作

王喜义 雷志卫 肖世优 著

*

中国金融出版社出版发行

新华书店北京发行所经销

北京外文印刷厂印刷

*

850×1168 毫米 1/32 13.5 印张 336 千字

1992 年 12 月第一版 1992 年 12 月第一次印刷

印数：1—5000

ISBN 7—5049—0999—8/F·611 定价：平装：9.60 元
精装：14.60 元

前 言

十三年前，党中央、国务院批准在深圳这个落后的边陲小镇创办社会主义中国第一个综合性经济特区，举世为之瞩目；而当深圳经济特区按照自身经济发展的要求，建立起众多的股份制企业，并开始进行股票市场试点的时候，人们更是倍加关注。可喜的是，如同深圳特区在党中央、国务院的正确指导下，在有关部、行、委、局和省、市、自治区的大力支持下，以公认的“深圳速度”和“深圳效益”迅速发展起来一样，深圳特区股市试点在各方面的努力下，也异军突起，初见成效。

“事非经过不知难”。所有关心、支持深圳股市试点的各级领导和同仁，所有亲身参与这项巨大试验工程的特区人，无不慨叹于这项改革的艰辛。我作为这中间的一员，亲身参与了从第一家上市公司的诞生、第一家证券公司的成立、到深圳证券交易所的筹组与运作、深圳近几年A股、B股的发行与管理等过程中的一些具体工作，也体会到了其间的酸甜苦辣。

如果从第一家上市公司——深圳发展银行发行股票算起，即从1987年5月开始，至今股市试点已经5年多了；如果从深圳第一家证券商——深圳经济特区证券公司筹组算起，这项试点的萌芽则已经七年了。

记得1985年7月至1986年1月，我从总行调到深圳工作了半年。那时在罗显荣行长的主持下，我们向总行写了一个成立深圳经济特区证券公司的报告，有关主管司局的领导给否定了。为此我专程去了总行。当时几个领导正在参加中央会议，找不到人。

后来在参加曹菊如老行长的追悼会上，我找到了刘鸿儒副行长，说明了情况。他给当时主管金融管理的童贻银副行长打了电话，才由童副行长签发批准了。带回来批文不久，我就又调回到了总行，所以在我的印象中深圳经济特区证券公司正式成立已七年了。但在1992年9月29日深圳经济特区证券公司成立五周年的纪念会上要我讲话时，我才弄清楚了她的诞生是五年而不是七年。因为总行批准后，时隔一年多，横跨了三个年头，该公司才筹组运作起来。

至于后来深圳的第一家上市公司——深圳发展银行筹组时，我已经回到总行了。应当说，离开了深圳这块改革开放的热土，我是颇不情愿的。尽管回到了总行，总还是“身在曹营心在汉”；对深圳经济特别是金融方面的一些事，我总是倍加关注的。当时，对成立深圳发展银行有不同意见。因为深圳发展银行是在深圳一部分农村信用社的基础上联合组建的，有一些同志持反对意见；当时的总行副行长刘鸿儒同志是支持的。后来，邱晴副行长和当时陈慕华行长的秘书殷介炎同志亲自到深圳实地作了考察了解，向陈慕华行长提出了建议，帮助完善了方案，最后才经陈慕华行长拍板批准。记得在审批过程中，深圳市委李灏书记带着当时发展银行的副总经理王健去总行汇报。由于意见上的分歧，王健要我帮助做做工作。应当说，深圳发展银行的设立，我是极力支持并尽力游说的。就在殷介炎去深圳考察以前，我还同他交换了倾向性的意见和看法。

1988年5月我正式调到了深圳，一来深圳就参加了深圳资本市场领导小组。我作为副组长，首要的任务就是学习证券股票方面的知识。当时由深圳证券市场的顾问——香港新鸿基公司的常务董事、专家等到深圳授课，我自己也从当一名小学生开始，边学、边干、边参与领导和管理。另一个任务是组织专家组，收集翻译有关法规，结合深圳的特点制定深圳的有关法规。应当说，资

本市场领导小组工作伊始，还是有声有色的。到了1990年初，分散的柜台交易及证券商自营的一些弊端开始暴露了。后来在一次讨论是否成立交易所的会上，发生了意见分歧。一部分同志，特别是有的证券商从自身利益出发，反对成立交易所，认为条件不成熟；而另一部分同志认为，市场需要就是条件，力主抓紧成立交易所，以解决当时市场存在的弊端。当时，我是坚持后一种意见的。主持会议的资本市场领导小组组长、张鸿义副市长也支持后一种意见。最后还是由深圳李灏书记和郑良玉市长现场拍板决定筹组，深圳证券交易所才于1990年12月1日开始试营业，于1991年7月1日正式成立了。

从上面这段历史可以看到，几乎在股市试点的每一个重要环节，人们都会有不同的认识，这是不足为怪的。毕竟股市试点的历史还只有五年，人们的观念有一个更新的过程，认识有一个提高的过程，知识有一个增长的过程。在这个过程中，需要有热心的参与者和有远见的推动者，需要有胆识、敢于开拓、肯担风险的领导人。所幸的是，深圳股市试点过程中，这样的领导和同志大有人在。

1990年4月到1991年9月，深圳股市渡过了一个大起大落的艰难时期。这一阶段，各方面的议论很多，在深圳特区领导和管理股市试点，任务艰巨，压力很大。在这个关键时刻，中央及国务院有关部委的领导同志又给予了特区极大的鼓励。

就在深圳证券交易所正式成立的同时，我同当时总行金融管理司副司长黄莺飞同志以中国金融学会金融市场分会负责人的名义主持召开了一个“中国股票市场发展研讨会”。会议期间，陈慕华同志、刘鸿儒同志、尚明同志等都应邀与会并作了发言，对深圳股市试点与运作给予了支持和指导。这次会议的召开，一是为了开展金融市场分会的工作；二是为了配合深圳证券交易所的成立；三是在我力所能及的范围内为深圳股市的试点多做一点工作；

四是为了澄清一些看法，这也是最主要的。因为当时的理论界、实务界对股票市场试点是认识不同、看法不一的。有人当着我的面直接批评说，“深圳的股票市场是为新兴的资产阶级培植土壤的”；有人还问我“深圳的红旗还能打多久”？也有人在查深圳股票市场试点的依据。一次，在张劲夫同志考察深圳时，我向他反映了这个情况，他说这是国务院决定的，是指定他主持会议讨论的。后来周健南同志考察深圳股市时，向我们要了一些材料，客观地向中央领导反映了一些问题和看法，这些都对深圳的股市试点支持很大。之后不久即1991年10月，中国人民银行总行和国家体改委联合在深圳举办了证券市场研讨会，有关部委的同志也参加了。这次会上，与会人员的认识较为一致，对推动深圳股市的发展起了很大的作用。1992年春，小平同志南巡发表谈话，再次肯定了股票市场试点的意义，结束了“姓资姓社”的争论，中国股份制改造和股票市场试点的方向才最终确定，才能沿着正确的方向，大胆地试点，大步地前进了。

深圳股市试点的展开，既要有上级领导的支持，也要靠特区人自身的努力。1991年10月我主持人民银行深圳经济特区分行的全面工作，明知山有虎，也得虎山行，我的很大一部分精力自然落到抓股市试点的工作上。在市委、市政府和市证券市场领导小组的领导下，在有关部门配合下，经过同志们的共同努力，各方面的工作取得较快进展：一是在两个月内集中时间把11只A股和8只B股推出。李贵鲜行长于1992年12月18日还亲自参加了B股承销协议签字仪式，这对深圳的股市发展和运作推动很大。二是扩大证券商队伍，发展了一批异地会员，并陆续批准在深圳营业，批准了多家海外证券商承销深圳和内地发行的B股。三是扩大证券市场的对外开放，与香港、新加坡及温哥华的交易所进行了接触，研究了到这些交易所上市股票的途径，研究解决一些问题，克服一些困难，进展是可喜的。同时同一些海外机构

投资者和个人投资者进行了广泛接触，探讨了在深圳发展业务的渠道和方式。四是起草共同基金公司管理章程，成立了几个基金管理公司，并陆续开始运作；增加了证券融资的新品种，发行了可转换股票债券。五是着手调查原野股份有限公司的问题，把它纳入依法管理的轨道，以维护广大股东的合法权益，并为今后上市公司的运作与监管提供了可以借鉴的经验教训。

在股市试点取得明显进展的同时，我们工作中的失误和失败也是不少的。最大的失败应该是1992年新股发行的方案设计和具体组织工作，特别是众多主、客观因素的影响，诱发了“8.10”股市风波。对此，作为参与者之一，我是十分痛心的。国务院领导同志也很重视，一方面要求深圳总结经验教训，完善管理；另一方面强调要继续坚决试，大胆试，这对深圳是一个极大的鞭策和鼓励。李贵鲜行长及总行其他副行长在听取了我的汇报后，对股市风波的产生表示理解，但同时也要求我们做好今后的工作。深圳市长郑良玉同志也和大家一道，进行了认真的总结，并主动承担责任，这种精神很使我们感动，激励我们更加努力工作。

总之，在深圳股票市场试点中，我个人尽管在不同方面、不同程度上参与了这一改革的实践，做了一点工作，为领导做了些参谋，但仍自感不足，不尽人意。其间既有成功后分享到的喜悦；也有失误中强咽的苦果；更有在围攻、谩骂，甚至威胁中受到的困扰。改革之路，本来就是一条充满荆棘之路；因而，走上了这条路的人，就只得勇往直前，一无反顾了。既要经得起成功的考验，不骄傲自满；又要经得起失误和挫折的考验，不灰心气馁。

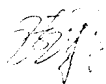
深圳的股市还是一个不成熟的股市，还处在试点过程中，有许多问题还有待于在探索中继续解决。目前主要的问题是：领导管理体制不健全，关系没有理顺；证券法规还得补充、修定和完善；在新股的发行方式、首发股票价格的确定等方面，如何把国际惯例和中国国情特点结合好；市场的中介机构需发展、扩充和

提高质量；对上市公司、证券商、交易所的监管机构如何完善；要改善服务，提高运作效率和服务质量；怎样建立清算中心；等等。

上述问题，有些要尽快解决，有些要从长计议，就是说要有轻重缓急和统筹规划；但无论如何，在指导思想上有紧迫感。尽管将来要走的是银行业与证券业分业管理的路子。但在目前，我作为深圳市证券委员会的一名成员，作为交易所的理事长，作为还在过渡时期的证券主管机关负责人，只要工作需要，改革需要，事业需要，就要有敢于开拓创新的勇气，就要有坚强不息的奋斗精神，把自己所分担的这部分工作很好地画上一个句号。

为使关心、爱护和亲身参与了深圳股市的人们对股市试点的前前后后以及股市的运作、管理等方面，有一个更全面、更清晰的了解，并更好地参与和指导这项试点工作，我们根据自己工作的体会写成《深圳股市的崛起与运作》这本书。需要说明的是，这不是一个股市发展的经验总结，因为深圳股市还处在发展的初级阶段，股市试点还远谈不上成功；它更多地是对试点工作的评价与反思，对今后股市发展规划的设计以及对国外一些实践经验的学习与借鉴。如果此书在帮助读者了解深圳股市的同时，还能借以增强股民的金融意识、投资意识、风险意识，使其能在投资股票和参与股市的过程中，更好地促进股市的健康发展，我们将更感到欣慰。

我们相信在刚刚结束的党的十四大精神指引下，按照发展社会主义市场经济的目标模式认真总结，大胆试验，一个规范化、区域化、国际化的股市，一定会在深圳形成；一个有中国特色的成熟的深圳股市，一定会屹立在神州大地，傲立在世界股市之林。



一九九二年十月于深圳

目 录

前 言

第一章 股票市场的基础——企业股份制 (1)

第一节 从股份制的源起看其性质 (1)

第二节 马克思主义股份经济观 (4)

第三节 企业股份制——我国经济改革的重要抉择 (11)

第四节 股份经济的自然法则与国际比较 (26)

第五节 股份经济试点与观念更新 (36)

第二章 曲折前进的深圳股市 (47)

第一节 股市何以在深圳首先开放 (48)

第二节 深圳股市的风云变幻 (55)

第三节 深圳股市试点的进展与成效 (76)

第三章 深圳股市试点引发的思考 (95)

第一节 中国股市的难点与特色 (95)

第二节 先天不足的股市 (105)

第三节 初级阶段的股市与政府角色 (111)

第四节 股市的廉政建设及内幕交易管理 (120)

第五节 “8.10 风波”的反思 (125)

第六节 散户与机构投资者 (139)

第七节 公有股的流通与增殖 (142)

第四章 三位一体的运作架构	(148)
第一节 证券商队伍的形成与壮大	(149)
第二节 分散经营向集中经营的转化	(152)
第三节 深圳证券交易所的建立及其运作	(157)
第四节 深圳证券登记公司的成立及其运作	(163)
第五节 证券投资咨询有限公司的设立	(172)
第六节 重组股市运作机制的成效与启示	(175)
第五章 深圳股票市场的管理	(178)
第一节 管理架构现状及完善目标	(178)
第二节 股市管理的内容	(185)
第三节 股市管理的手段	(194)
第六章 深圳股票的发行与交易	(202)
第一节 深圳股份有限公司的设立	(202)
第二节 深圳股票的发行	(209)
第三节 深圳股票的交易	(227)
第七章 深圳股市的基础建设	(250)
第一节 证券法规的健全	(250)
第二节 会计制度的改革	(259)
第三节 周边机构的建立	(263)
第四节 人员素质与信息传播	(270)
第八章 股票市场与吸引外资	(274)
第一节 深圳股市开放的战略选择	(274)
第二节 深圳 B 股市场的起源与方案设计	(282)

第三节 深圳 B 股的发行	(285)
第四节 B 股的交易与清算	(290)
第五节 深圳 B 股市场的完善	(293)
第九章 国外股市实践与深圳股市	(297)
第一节 美国股票市场的历史与启示	(297)
第二节 香港股票市场的历史与启示	(306)
第三节 深圳股票市场的发展方向	(315)
附 录	
附录一 深圳市股票发行与交易管理暂行办法	(324)
附录二 深圳市股份有限公司暂行规定	(342)
附录三 深圳市人民币特种股票管理暂行办法	(381)
附录四 深圳市上市公司监管暂行办法	(387)
附录五 深圳市证券机构管理暂行规定	(406)

第一章

股票市场的基础——企业股份制

近几年，举凡来深圳经济特区考察工作的国内外企业界、金融界及其他有关人士，无不对深圳特区蓬勃发展的股票市场表现出浓厚的兴趣。股份有限公司、股票市场、证券交易所、证券商、上市公司、股票价格指数……这些一度在社会主义新中国销声匿迹了数十年的名词，仿佛一夜之间又重新冒了出来，并成为人们茶余饭后谈论的主要话题。

人们首先关心的是，社会主义新中国的企业能否实行股份制？企业股份化是否必然要导致股票证券化和证券市场化？股票市场，这个资本主义经济的“宠儿”，是否也能为我国的经济制度所接纳并能很好地发挥其作用？

国内外股份制的历史和实践是最好的回答。

第一节 从股份制的源起看其性质

股份经济的源起

当今世界，股份经济发展最快的当数西方发达的资本主义国家。但从其起源来看，股份经济并非资本主义的孪生子，而是商品经济发展的必然产物。

早在 3000 年前，在古希腊、罗马社会包税人的股份委托公司中，我们就看到了股份经济的雏形。13 世纪末叶，科隆的一些贵族家族就组织了按固定股份分配利润的公会。而在整个中世纪，欧洲商人为减少海上长途贩运带来的风险，也大都采取了联合经营、共担风险、共享利润的经济形式。

中世纪这种联合经营海上运输的经济组织主要有两种形式：一种是家族式营业团体，即由有同一血统关系的人共同合作、共同经营；另一种是契约式企业，又称康枚达，即契约一方将金钱或商品委托给契约另一方，由后者经营，其所得利润由双方按契约共享，委托人的责任仅以所出财物为限。随着商业的发展，这两种最初仅用于海上运输的经营形式逐渐“上岸”？并成为当时工商业生产经营的主要方式。此后，家庭营业团体演变成合伙企业，康枚达则渐次变成股份公司。这就是现代股份公司的萌芽。

至于我国古代商品经济发展时期，带有股份经济萌芽的合伙经济形式则出现得更早。春秋战国直到秦汉，合伙的商人集团便纷纷出现。《吕氏春秋·悔改》中就有郑国商人弦音和奚施两人合伙经营远程贩运的记载。元曲中更是有明确的叙述：“本想寻个相识，合伙做买卖，营运生理”。到资本主义萌芽的明末清初，这种合伙经营形式更进一步扩展到农业商品生产等领域。

由此可见，早在奴隶社会末期和封建社会初期，随着商品经济的萌芽和发展，就已经出现了合伙的经营形式。尽管这种经济形式尚没有明确的规范，也不完全具备现代意义上股份公司的基本特征，但在两个方面它已发挥着与股份公司同等的作用：其一是分散经营风险；其二是扩大经营规模。

也正因如此，到了资本主义社会，随着商品经济进一步发展和生产社会化程度的提高，企业生产经营规模扩大的要求更为强烈，风险负担更重，起始于合伙经营的现代意义上的股份公司才得以产生。17 世纪上半叶，英国詹姆士一世统治时期，第一次确

认了公司作为一种独立法人的观点。1657年英国出现了一种较为稳定的股份公司组织。自此时算起，现代股份公司已有近340年历史。此后，以股份公司形式组织的银行业、工业、交通运输业、能源以及公共事业等部门得到迅速发展。其中尤以需要资本额较多、风险较为巨大的银行业和铁路建设得益于股份经济最为明显。

股份经济发展历史表明，股份经济并无阶级性，它是与商品经济发展相联系，与社会化大生产相适应的中性经济范畴。哪里有商品生产，哪里就有经营的风险和对资本不断增加的需求，于是也就存在着通过股份经济形式分散风险和集中资本的土壤。这就是为什么千百年来，股份经济在不同的程度上、以不同的形式，贯穿于奴隶社会、封建社会和资本主义社会的根源。

社会主义经济制度的建立是人类历史发展的伟大进步。其所以如此，是因为它克服了资本主义社会制度自身无法克服的基本矛盾即生产社会化和生产资料资本主义私人占有之间的矛盾，建立了以公有制为主体的经济制度。但是，社会主义经济制度的建立，并不意味着对商品经济关系的否定；相反，即使是在我国极“左”路线错误最为严重的“大跃进”时期及十年动乱期间，商品经济关系也从没有彻底消失过。既然如此，作为与商品经济有着必然联系的股份经济形式，也依然以这种或那种形式存在于社会主义经济的舞台。

股份经济的性质

从股份经济发展的历程来看，股份制只不过是企业财产的组织形式，是企业财产所有制的外部表现；它不改变原有产权的所有制性质，只是把不同产权主体的企业组合起来经营而已，是经营机制的转换。

由此延伸开去，在社会主义初级阶段，我们承认以公有制经济为主体，多种经济成分并存的格局，鼓励发展私人经济及合资企

业，以作为社会主义公有经济的补充，同时也就肯定了把不同经济成分组合在一个企业内经营的股份制形式。

不论我们承认与否，股份经济在已有的各种社会制度条件下都同样能够，并且已经发挥了重要的作用。道理就在于：股份经济姓“商”，它与商品经济相伴而生，而同社会制度没有必然的联系。它为资本主义所利用，以私有制为主导，就姓“资”；它为社会主义所利用，以公有制为主导，就姓“社”。它之所以历经千百年而不衰，并日渐繁盛，正是因为它是人类商品经济文明所创造的共同财富；任何社会制度，只要发展商品经济，也就没有理由排斥它。

第二节 马克思主义股份经济观

恐惧的根源

新中国成立近三十年，人们对股份制心存芥蒂，对股票市场谈虎色变；改革后十多年来，这两项试点也是举步艰难，如履薄冰。这里，一个很重要的原因，就是在高度集中的计划经济体制下，人们对马克思关于股份经济有关论述的理解产生偏差或误解。这种误解至今尚未彻底消除。

高度集中的计划经济体制否定“商品”、“价值”、“货币”、“市场”等一系列“资本主义”的经济观，产品经济观念深入人心，商品经济受到抑制。企业结构搞“一大二公”，生产经营搞统购包销；货币只是记帐结算的符号；资本增殖包括利息收益都被视为剥削而加以排斥。在这样的环境下，股份经济成分即使存在，也被限制在很狭窄的范围之内。

对股份经济的偏见，从理论上讲，则根源于对马克思有关股份经济论述的理解上的偏差。马克思写道：“它再生产出了一种新

的金融贵族，在发起人、创业人和徒有其名的董事的形式上，再生产出了一种新的寄生虫，并由公司的创立、股票的发行和股票的买卖，引出了一整个体系的欺骗和诈欺。那是一种没有私有财产统制的私有的生产。”^①他又指出：“所有权在这里是存在于股票的形式上，所以它的运动和转移就纯粹变成了证券交易所赌博的结果；在这种赌博上，小鱼为大鱼所吞，羊为证券交易所的豺狼所杀。”^②

马克思对当时资本主义股票市场投机性的这些形象而精辟的描述，加深了传统观念中对股份经济尤其是股票市场的戒心和恐惧感；而1929年至1933年资本主义世界股市过份投机所造成的灾难性后果在一些人的脑海中更是记忆犹新。

那么，从马克思主义的理论和观点来分析，股份经济对生产的发展到底是利大于弊还是弊大于利呢？社会主义制度应不应该以及能不能够发展股份制？

肯定的回答

诚然，从不同的角度来看，任何经济现象和事物都不可能是绝对有益而无害或有害而无益的，19世纪中期资本主义处于发展时期的股份经济更是如此。当时资本主义国家对经济进行干预的能力十分有限，股票交易基本上处于放任自流的状态，各种消极作用和混乱现象在股票交易所的活动中暴露得特别充分，在很大程度上影响了股份公司及股票市场积极作用的发挥。而即便如此，马克思在《资本论》及其他文献中，也还是以辩证唯物主义的 worldview 客观地剖析了股份经济的两重性。他在看到其消极作用的同时，也以极大的兴趣观察和充分地肯定了其积极的一面；而且总起来看，他对股份经济的评价还是认为利大于弊的。

① 马克思：《资本论》，第3卷，第504页。人民出版社1953年版。

② 同上，第506页。