

一部详解中国证券市场的力作

股票发行与股票交易

重大违法违规行为证券事件一瞥

上市公司资产并购重组：资本市场的永恒主题

股权激励创新：MBO、ESOP与ESO

股市转型期的市场结构调整与投资理念变革

# 资本的

钟 瑛 / 著

*From Crazy to Rational*  
— The Capital Market in China

# 激情与理性

改革开放以来的中国证券市场

当代中国出版社

钟 瑛 / 著

# 资本的 激情与理性

——改革开放以来的中国证券市场

当代中国出版社

## 图书在版编目 (CIP) 数据

资本的激情与理性/钟瑛著. —北京: 当代中国出版社, 2003.1

ISBN 7-80170-201-8

I. 资… II. 钟… III. 证券交易-资本市场-研究-中国 IV. F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2002) 第 103120 号

当代中国出版社 出版发行

社址: 北京地安门西大街旌勇里 8 号 邮政编码: 100009

三河东方印刷厂 印刷 新华书店 经销

880 × 1230 毫米 32 开本 19.25 印张 2 插页 462 千字

2003 年 1 月第 1 版 2003 年 1 月第 1 次印刷

定价: 28.80 元

## 序 言 一

中华人民共和国史也称为当代中国史，是一门新兴的交叉学科和综合学科。它与中共党史 1949 年以后的部分，以及当代中国问题的研究之间，既有密切联系又有学科上的区别。中国共产党是中华人民共和国的领导核心，党史无疑是国史的核心部分。但国史是通史，它除了要研究包括中国共产党在内的当代中国政党史外，还要研究当代中国的政治制度史、经济史、文化史、社会史、民族史、外交史、军事史，以至人口、疆域、气候、环境变迁等方面的历史。由于国史是正在不断发展的历史，现实问题与历史问题有时不是分得很清楚，当代中国的政治学、经济学、文化学、外交学等等所要研究的问题，往往也是国史所要研究的。但国史属于史学，它对现实问题的研究只能是从历史角度作为过程来进行的宏观研究，而不能是对现实问题本身的理论、方法、内容等进行的具体研究；它所要回答的只能是：这个问题的来龙去脉怎样？为什么会是这样？其中有什么规律可循？而不能是：这个问题中还有哪些困难需要解决？怎么解决？国史研究的上述两个特点，决定了当代中国证券市场的发展史，尽管时间还不长，尽管还在继续发展，也必然会落入它的研究视野之内。

中华人民共和国成立前夕，新生的人民政权为了回击投机资本

对解放区金融秩序的扰乱，一举查封了投机资本的大本营——上海证券交易所。但就在此后不久，中央财经委员会又批准天津成立了证券交易所，允许棉纺、化工、糖业、盐业等 14 种股票上市交易。这说明，中国共产党领导的人民政府在当时反对的只是利用证券交易搞金融投机，并不反对正常的证券交易。至于后来证券交易所停业，那是由于为了集中力量尽快建立独立完整的国民经济体系而实行计划经济体制和对资本主义工商业进行社会主义改造，以及帝国主义经济封锁等国内国际大环境所决定的。到了“左”倾错误占主导地位的年代，连原本不是资本主义的东西都要被当成“资本主义尾巴”割掉，像证券交易所这种往往被人们当作资本主义标志的事物，当然更无存在的可能性。只是在同西方国家关系正常化，特别是党的十一届三中全会纠正了过去“左”的错误、确立了改革开放的总方针之后，大背景发生了变化，中国才可能形成以公有制为主体、多种所有制经济共同发展的格局，才可能建立社会主义市场经济体制，才可能出现预算外、地方和居民个人可支配财力所占比重大幅度增加的国民收入分配结构，才可能发行国家、企业债券和股票，也才可能重新产生资本市场和证券市场。

本书所要反映的，就是改革开放以来，证券市场从无到有，从小到大，从不规范不成熟到逐渐规范逐渐成熟的发展过程。它用历史事实说明，上世纪 90 年代产生的中国证券市场，是改革开放不断深化的必然结果，是中国特色社会主义建设的必然要求，是社会主义市场经济体制的必然产物，对于资源的合理配置、建设资金的筹措、企业经营管理机制的优化，起到了而且正在继续起着积极的推动作用。当然，和一切新生事物一样，当代中国的证券市场也还存在许多不完善的地方。但可以肯定的是，在刚刚召开过的党的十六大精神的指引下，以证券市场为主体的我国资本市场，一定会有更好的前景，得到更加健康的发展。

本书作者钟瑛同志是研究财政金融和管理学的博士，到当代中国研究所仅有一年多时间。但她很快就将经济专业的知识与国史学科的研究方法相结合，做出了可喜的尝试。尤其是迄今为止还没有一本系统介绍改革开放以来我国证券市场发展历程的书，使这种尝试起到了填补空白的作用，因而更加值得称道。不过，对于一位立志于国史研究的青年学者来说，取得这点成果只能算是万里长征走出了第一步，今后的道路还很长，其中还会有很多的艰辛。在此，我愿把马克思的一句名言送给钟瑛及一切立志于国史研究的青年学者，并与他们共勉。这句话就是：“在科学上没有平坦的大道，只有不畏劳苦沿着陡峭山路攀登的人，才有希望达到光辉的顶点。”



2002年11月29日于北京

（朱佳木教授，现任中国社会科学院副院长兼当代中国研究所所长。）

## 序 言 二

中国证券市场建立 12 年来成效显著，现在已进入新的规范发展阶段。

作为中国资本市场的组成部分，国债市场起步早、规模大，但市场化程度较低，尤其是公司债市场尚未发展起来。而起步较晚的股市，12 年来发展速度很快，但其中暴露出的一些问题值得关注。

数据显示，2002 年 10 月底，A、B 股市场股票总市值达到 42686.37 亿元、流通市值 13894.88 亿元，总市值占到了国内 GDP 的约 50%，扣除不可流通部分，则不到 20%。而成熟市场的这个比例均超过 100%，亚洲各市场平均水平约为 80%。在 2001 年中国储蓄率高达 38%，这为将储蓄转化为投资创造了条件，未来股市总市值在 GDP 中的比例将会迅速提高。

股市建立之前，中国内地没有直接融资渠道，目前直接融资占整个融资规模的比例也仅为 15% 左右。间接融资比例过高会对银行造成很大压力，而直接融资可以在给钱者和用钱者之间形成直接的制约关系，有利于对资金的使用进行监督。随着中国资本市场的健康发展，直接融资的比例将大幅提高。中国经济经历了二十多年的高速增长，目前关键要调整结构，增强产品的竞争力。股市在这方面能起到非常独特的作用，不仅能通过增量资金调整结构，还可

通过资产重组等方式对存量部分进行调整。而在推动高新技术产业发展和传统产业技术更新改造方面，资本市场也可起到重大作用。

股市建立之初上市企业多为小型集体企业，以后虽允许国有企业进行股份制改造，但上市的企业规模不大。近年来，一批特大型国有企业及银行、证券、保险企业陆续进入或准备进入股市，不仅使市场规模迅速扩大，而且通过注入优质资产，为市场稳定发展创造了条件。过去股市投资者 90% 以上为散户，近几年机构投资者获得了超常规发展。截至 2002 年 10 月底，中国证券市场拥有封闭式投资基金 54 只，开放式基金 17 只，基金净值总额达 1330 亿元，相当于流通市场的 10.50%。与此同时，社保基金形成并发展壮大，保险基金陆续进入市场，中外合资基金管理公司已诞生。

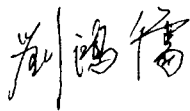
中国证券市场的另一个重要变化出现在证券经营机构方面。在境外证券机构看好国内资本市场的同时，国内券商也在通过整合、重组、扩股、转制逐渐走向成熟。截至 2002 年 10 月底，125 家券商资产总额突破 6500 亿元，注册资本金总额逾 1080 亿元。

12 年来证券市场交易品种不断增加，而研究之中的创业板市场、金融期货及统一债券市场，将会使中国资本市场呈现多元化发展趋势。

相对于成熟市场来说，处于转轨经济中的我国证券市场还存在着这样或那样的问题。但证券市场发展中出现的问题，要在发展中解决。首要的问题是提高上市公司质量和发展机构投资者。上市公司是资本市场的基石，而证券市场成熟的标志，是从散户为主向机构投资者为主的转变，短线投机为主向长期投资为主转变。规范和发展是一个过程的两个方面，不发展无从规范，而不规范就不是真正的发展。不断地暴露风险，不断地出台法规进行规范，这是一个动态的、长远的过程。党的十六大报告明确了“推动资本市场的改革开放和稳定发展”的精神，这将对我国证券市场的发展更具有实

质性的推动作用。相信在“三个代表”重要思想的指导下，与时俱进，中国证券市场发展必将开创新局面。

本书的作者力图站在一个尽量全面的角度，对中国证券市场12年来的历史发展与现实构成进行了总结回顾，并对目前存在的一些问题做出了颇有深度的探讨分析，对中国证券市场发展体系的系统研究及其理论研究框架的构建与完善，做出了开拓性的探索。作者钟瑛博士是一位白族青年、中国民主建国会会员，富有朝气的青年学者，曾在深圳、珠海特区从事过十年的经济工作。希望她再接再厉，继续发扬严谨求实的研究精神，对中国证券市场这一经济领域更进一步深入研究。与此同时，也希望全国有越来越多的中青年学者，对于中国证券市场的发展从理论上予以更多的关注与探索。



2002年11月16日于北京

（刘鸿儒教授，曾任中国人民银行常务副行长、国家经济体制改革委员会副主任、中国证监会首任主席，现任全国政协经济委员会副主任、中国金融策划师协会（筹）主席。）

# 目 录

|           |     |
|-----------|-----|
| 序言一 ..... | 朱佳木 |
|-----------|-----|

|           |     |
|-----------|-----|
| 序言二 ..... | 刘鸿儒 |
|-----------|-----|

|                            |     |
|----------------------------|-----|
| 导 论 改革开放以来中国资本市场发展概况 ..... | (1) |
|----------------------------|-----|

|                             |     |
|-----------------------------|-----|
| 一、我国资本市场的发展阶段及其主要功能体现 ..... | (3) |
|-----------------------------|-----|

|                         |     |
|-------------------------|-----|
| 二、我国证券市场体系的初步形成过程 ..... | (7) |
|-------------------------|-----|

|                    |      |
|--------------------|------|
| 三、我国证券市场发展现状 ..... | (12) |
|--------------------|------|

|                     |      |
|---------------------|------|
| 第一章 股票发行与股票交易 ..... | (19) |
|---------------------|------|

|                       |      |
|-----------------------|------|
| 1-1 股票发行市场的发展演变 ..... | (19) |
|-----------------------|------|

|                    |      |
|--------------------|------|
| 1-2 股票的国际化发行 ..... | (36) |
|--------------------|------|

|                    |      |
|--------------------|------|
| 1-3 股票交易市场体系 ..... | (48) |
|--------------------|------|

|                       |      |
|-----------------------|------|
| 1-4 证券登记结算体系的建设 ..... | (71) |
|-----------------------|------|

|                    |      |
|--------------------|------|
| 第二章 债券、基金与期货 ..... | (83) |
|--------------------|------|

|                           |      |
|---------------------------|------|
| 2-1 债券市场发展概况与国债市场体系 ..... | (83) |
|---------------------------|------|

|                        |      |
|------------------------|------|
| 2-2 企业债券与可转换公司债券 ..... | (99) |
|------------------------|------|

|                             |       |
|-----------------------------|-------|
| 2-3 证券投资基金业的发展与“基金黑幕” ..... | (114) |
|-----------------------------|-------|

|            |                                     |              |
|------------|-------------------------------------|--------------|
| 2-4        | 开放式基金：资本市场迈向成熟的象征 .....             | (132)        |
| 2-5        | 中外合资基金：证券市场对外开放的热身 .....            | (141)        |
| 2-6        | 私募基金：为浮出水面的说法 .....                 | (148)        |
| 2-7        | 期货市场发展概述与国债期货市场 .....               | (158)        |
| <b>第三章</b> | <b>证券立法与证券监管 .....</b>              | <b>(177)</b> |
| 3-1        | 证券法律法规体系 .....                      | (177)        |
| 3-2        | 证券监督管理体制 .....                      | (192)        |
| 3-3        | 上市规则与上市公司信息披露 .....                 | (210)        |
| 3-4        | 上市公司治理与独立董事制度 .....                 | (222)        |
| 3-5        | 上市公司特别处理与退市制度 .....                 | (239)        |
| 3-6        | 投资者教育与投资者权利保护 .....                 | (251)        |
| 3-7        | 重大违法违规证券事件一瞥 .....                  | (262)        |
| <b>第四章</b> | <b>上市公司、证券中介机构及其<br/>焦点透视 .....</b> | <b>(273)</b> |
| 4-1        | 上市公司、证券中介机构发展状况 .....               | (273)        |
| 4-2        | 上市公司“圈钱”行为透析 .....                  | (292)        |
| 4-3        | 上市公司财务信息造假行为透析 .....                | (310)        |
| 4-4        | 上市公司资产并购重组：资本市场的<br>永恒主题 .....      | (323)        |
| 4-5        | 券商的嬗变：增资扩股——兼并重组<br>——国际化 .....     | (357)        |
| 4-6        | 银证混业经营的走近：网上证券交易与<br>银证合作 .....     | (384)        |
| 4-7        | 注册会计师行业诚信危机现象透析 .....               | (395)        |
| 4-8        | 聚焦：股市庄家与操纵市场 .....                  | (405)        |

---

|                                      |       |
|--------------------------------------|-------|
| 第五章 证券市场若干现实问题探讨 .....               | (429) |
| 5-1 债转股：逐步走入证券市场 .....               | (429) |
| 5-2 国有股减持及其国有股协议转让 .....             | (441) |
| 5-3 入世抉择与证券市场对外开放 .....              | (459) |
| 5-4 告别政策市与暴利时代? .....                | (473) |
| 5-5 资本市场迈向蓝筹股时代 .....                | (491) |
| 第六章 证券市场未来发展的若干思考 .....              | (504) |
| 6-1 统一股价指数与市场创新发展 .....              | (504) |
| 6-2 资产证券化：前景光明的金融创新 .....            | (522) |
| 6-3 股权激励创新：管理层收购、员工<br>持股与股票期权 ..... | (535) |
| 6-4 股市转型期的市场结构调整与投资<br>理念变革 .....    | (557) |
| 6-5 证券市场稳定机制与配套政策分析 .....            | (575) |
| 结语：由激情渐进理性的中国证券市场 .....              | (588) |
| 参考文献 .....                           | (600) |
| 后记 .....                             | (604) |

## 导论 改革开放以来中国 资本市场发展概况

现代市场作为一个系统，是由众多既相互联系、相互依存又相互独立、相互制约的商品市场、资本市场、劳动力市场、技术市场等多种市场组成的有机整体。在这个整体中，资本市场居于中枢、轴心地位。在宏观经济学中，资本市场与劳动力市场、技术市场、土地市场并称为生产要素市场，是与产品市场、劳动市场并列的三个主要的总量市场之一。“资本市场”（Capital market）作为具有特定意义的市场，与“市场”本身的定义一样，包含两层意思：一是指进行资本交易是场所，二是指资本供给和对资本有支付能力需求的关系。资本市场具有使资金从没有生产性投资机会的人（如储蓄者）那里流向有这种机会的人（投资者）手中的基本功能。而这一基本功能的实现来自复杂得多的资本市场要素和金融工具的组合，以及一系列运行机制。

对于一国的经济发展来说，无论从理论还是从实践中看，资本的筹集和配置都是经济发展的中心问题。特别是对于我国这样一个处于社会主义初级阶段的发展中大国，资源的开发和经济建设需要投入大量的资金，能否筹措到必需的巨额资金并有效的利用，更是实现国民经济工业化和现代化的关键问题。而且适当的筹资机制的

形成是经济成熟和经济发达程度的最显著标志之一，尤其是在现实经济中，其体现了经济制度的成熟程度。因而，在发达的市场经济中，资本市场是长期资金的主要配置形式。资本市场可以通过资本资产价格的波动使资本资源直接在不同的企业和行业之间进行分配。在一个高效率运作的资本市场中，能够形成一个完善的市场定价机制，资本资源价格能够反映其稀缺程度，资本可以配置到高产出的企业中去。另外，在发达的资本市场中，为数众多的金融工具使资金供给者和需求者在一起进行竞价交易，减少了寻找资本的信息成本，提高了资本资源的配置效率。

改革开放以来，我国资本筹集与分配方式发生了深刻的变化，首先由改革之初的单一财政渠道投资和使用方式逐渐转变为政府主导的银行融资占主导地位的融资模式，随后又开发了债券和股票市场，使资本的来源渠道实现了多样化。这些改革适应了经济发展的需要，顺应了国民收入格局的变化和金融深化进程，在一定时期里促进了储蓄向投资的转化。迄今为止，我国的商品市场（包括消费品市场和生产资料市场）已经基本发育成熟，但是包括资本、土地、劳动力、技术等在内的生产要素市场却只是初步发育，其中资本市场发育严重不足，与市场体系建立的要求相距甚远。

作为资本市场的主力，承担着中长期信贷及一些相关业务（占资本流通总量的 80% 以上）的银行等金融机构，还没有形成与市场经济相适应的高效系统，一直不能摆脱大量呆坏帐和不良资产的困扰；作为资本市场重要组成部分的证券市场总量规模还偏小，资本市场发育程度较低。近几年，我国的证券业（包括股票、国债、企业债券、银行承兑汇票）虽然有了较快的发展，目前的证券市场的总市值占 GDP 的比重接近 50%，并且，我国上市企业的大部分股份是不能流通的国家股、法人股和内部职工股，只有占总量 1/3 左右的社会公众股才能上市交易，绝大多数的国债和企业债券也不

能在证券交易所进行交易。若扣除不能上市交易的部分,我国证券流通市值与 GDP 的比例不足 20%。一般来说,经济越发达的国家,国民经济的资产证券化率越高,证券市场的市价总值占 GDP 的比重也就越高。一个国家证券市场总市值占 GDP 比重的高低可以从一个侧面反应一个国家经济发展水平的高低。成熟市场的资产证券化率一般在 100% 以上。

十二年来我国企业从资本市场筹集了 7727 亿元,直接融资的比重仍然偏低,直接融资占整个融资规模的比例也仅在 15% 左右,这说明企业作为融资主体在资本市场上通过股票和债券形式融资水平仍然较低。我国国民生产总值在今后的十年里要翻一番,从资产证券化率来看,未来的中国资本市场的规模扩张的空间巨大,证券市场将会保持一个较快的扩容速度。

### 一、我国资本市场的发展阶段及其主要功能体现

证券市场是市场经济的有机组成部分。在现代经济生活中,证券场所具有的资源配置、价格发现、风险管理和公司治理等功能已经在其上百年的发展历史中被无数次地验证了。证券场所具有的这些功能也是其他任何市场都无法取代的。虽然我国的证券市场带着新兴市场和转轨市场所有的烙印,但这个市场为我国成功实现现代化建设“三步走”战略的第一步、第二步目标做出了不可替代的贡献。

1. 改革开放以后,中国资本市场到目前为止,其发展经历了两个阶段:

第一阶段始于 1979 年国家对基本建设项目实行由财政拨款改为银行贷款(“拨改贷”)的试点,银行信贷由此开始替代财政拨款,正式涉足固定资产投资领域;1981 年国家决定发行国库券支持国家建设,证券开始进入资本市场;1984 年全面推行“拨改贷”

以后，中长期信贷成为中国资本市场上最主要的融资方式。

第二阶段始于 80 年代中期，首先是企业债券和股票初露头角，开始柜台交易；1990 和 1991 年上海和深圳证券交易所先后成立之后，中国证券市场特别是股票市场开始飞速发展；在 1992 年我国经济发展进入新的高速增长时期后，我国金融资产的数量迅速增长，金融资产与国民生产总值（GNP）之比从 1978 年的 0.94 上升到 1998 年的 2.78，已高于美国、德国、英国等发达国家 90 年代初期的水平。同时，高于多数新兴工业国家，远远高于一般发展中国家。<sup>①</sup>

2. 我国经济发展的实效说明了资本市场具有筹集资金、优化资源配置和实现体制创新的主要功能：

（1）筹资功能。1981～1999 年，我国固定资产投资利用中长期信贷筹集资金 23516 亿元，累计发行国债筹资 16083 亿元，累计发行企业债券筹资 2911 亿元，累计发行股票筹资 4502 亿元。上述各类市场共计筹资 47012 亿元，占同期全社会固定资产投资累计额的 23.6%。各类资本市场筹资功能的发挥，对我国 1981～1999 年国内生产总值年均增长 9.3%（不变价）和全社会固定资产投资年均增长 19%（现价），起到了重要的作用。<sup>②</sup>

（2）资源配置功能。在股票市场上，股票发行筹资基本符合国家产业政策的要求。据统计，到 1997 年 8 月，上市公司通过发行 A 股筹集资金 1384 亿元，其中用于基础产业和高新技术产业的有 761 亿元，占 55%，加上用于支柱产业的 347 亿元，占到 80% 以

---

① 数据来源：《经济发展中金融的贡献与效率》（王广谦著），插表 1，中国人民大学出版社，1997 年。

② 数据来源：《中国金融年鉴 1998 年》、《中国证券期货统计年鉴 1998 年》、《中国统计年鉴 2000 年》。

上。<sup>①</sup>这种投资取向在一定程度上促进了基础设施建设的迅速发展,并逐步消除了对国民经济的“瓶颈”制约。但是,由于制度与政策原因的限制,我国资本市场的资源配置功能还没有像筹资功能那样得到充分重视和有效发挥。例如,在对上海、深圳两个交易所1994年上市的178家公司1994~1997年间财务状况的研究表明,这些上市公司的每股收益率和每股净资产的走势,基本上都划出了一条抛物线:公司上市第一年经济效益略有提高,但从第二年开始下滑,到1997年的中期报告公布,这些公司上述两个指标均下降了70%左右。<sup>②</sup>从上市公司亏损情况来看,1994年有2家企业亏损,亏损面为0.68%,平均每股亏损0.13元;而到1997年有41家亏损,亏损面为5.70%,平均每股亏损0.53元,亏损额达到47.5亿元,平均每家公司亏损1.18亿元,后两项指标比上年增长129%和76%。由此可见,我国资本市场资源配置功能还需要不断改善。

(3) 体制创新功能。我国资本市场的发展改变了国有企业投资资金由国家单一供给的状况,增加了来源渠道;多个出资者或所有者的监督,会促进企业注重经济效益,面向市场改进管理,推进国有企业产权体制和管理机制的创新。我国发展股票市场的目的之一,也是要通过把一些国有企业改组为股份公司并发行股票,以实现企业资产所有者主体多元化、建立规范的治理结构以及促进广大投资者对公司投资与经营活动的监督。但目前,我国许多企业把发行股票当作一种“圈钱”的工具,有些上市公司内部还没有建立起规范的股份公司治理结构,企业内部和外部也没有建立起有效的约

---

<sup>①</sup> 数据来源:“积极稳妥发展证券市场,进一步做好股票发行上市工作”(周正庆),《上海证券报》1997-10-16。

<sup>②</sup> 资料来源:“关于我国证券市场风险及其管理的五个问题”(李扬),《国际经济评论》1998年1-2期。