

证券市场的兴起与发展，
谱写了市场经济体制创新最壮丽的时代乐章

证券的逻辑

中国证券市场20年

曹立◎著

THE LOGIC OF
SECURITIES

China's Securities Market in Two Decades



中国经济出版社

CHINA ECONOMIC PRESS

证券市场的兴起与发展，
谱写了市场经济体制创新最壮丽的时代乐章

证券的逻辑

中国证券市场20年

曹立◎著

THE LOGIC OF SECURITIES

China's Securities Market in Two Decades



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

北京

图书在版编目 (CIP) 数据

证券的逻辑/曹立著

北京: 中国经济出版社, 2011. 11

ISBN 978 - 7 - 5136 - 1010 - 0

I. ①证… II. ①曹… III. ①证券市场—研究—中国 IV. ①F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 173261 号

责任编辑 师少林

责任审读 贺 静

责任印制 张江虹

封面设计 张欣勇

出版发行 中国经济出版社

印 刷 者 三河市佳星印装有限公司

经 销 者 各地新华书店

开 本 710mm × 1000mm 1/16

印 张 21

字 数 321 千字

版 次 2011 年 11 月第 1 版

印 次 2011 年 11 月第 1 次

印 数 1 - 4000 册

书 号 ISBN 978 - 7 - 5136 - 1010 - 0/F · 9012

定 价 58.00 元

中国经济出版社 网址 www.economyph.com 社址 北京市西城区百万庄北街3号 邮编 100037

本版图书如存在印装质量问题, 请与本社发行中心联系调换(联系电话: 010 - 68319116)

版权所有 盗版必究 (举报电话: 010 - 68359418 010 - 68319282)

国家版权局反盗版举报中心(举报电话: 12390)

服务热线: 010 - 68344225 88386794

若想丰富、生动、真切、深刻地感受证券市场，
除了学习证券市场的历史，似乎没有其他更好的方法。

——作者题记



前言

在从计划经济体制到市场经济体制的伟大历史变革中,证券市场的兴起与发展谱写了最壮丽的时代乐章!

从最初“摸着石头过河”,逐步实施计划、价格、国企等方面“松绑”式的改革,到股份制试点和股票的出现,再到1992年党的十四大明确提出“建立社会主义市场经济体制”,我国的经济体制改革势所必然地催生了证券市场。在这一波澜壮阔的历史进程中,发展证券市场是为创建市场经济体制而采取的果敢举措。

1990年,沪、深两家证券交易所开始营业,集中交易的证券市场正式建立。中国证券市场从此获得了快速发展,在法律制度、交易规则、监管体制等方面,走过了成熟市场几十年,甚至上百年的发展历程,至2010年底,上市公司2 000多家,总市值26.5万亿元,一跃成为全球第二大市场,令世界瞩目。

证券市场不负众望,在创建市场经济体制、促进国民经济发展方面做出了突出贡献。市场化资源配置机制的形成与完善,现代金融体系的构建,公司制度的推广,产权制度的变革,达成市场经济体制运行所要求的这些基本条件,需要运用证券市场提供的操作平台。20年来,A种股票融资累计达4万亿元,增强了企业的资本实力,促进了企业的技术创新,推动了经济结构调整,有力地支持了我国的现代化建设。证券市场对经济体制和经济发展有如此深刻的影响,人们或许始料不及。

作为新生事物,证券市场需要在实践中不断自我完善。诞生伊始,证券市场便在持续的改革与创新中探索前进。特别是2004年《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》出台后,股权分置改革、全面提

高上市公司质量、证券公司综合治理、深化发行体制改革、大力发展机构投资者、完善市场法制建设等一系列重大改革的实施,使市场面貌发生了根本性变化。经过不断的改革与创新,中国证券市场已经成为一个可以与成熟市场比肩的新兴市场。

展望未来,历史赋予中国证券市场更伟大的重任,她必将获得更大的发展。“十二五”规划明确提出:显著提高直接融资比重,加快多层次资本市场体系建设。这为证券市场开辟了更加广阔的发展空间。为了进一步完善市场经济体制,构造更加有效的市场化资源配置机制,促进经济发展方式的转变,满足各类企业的融资需求,我们需要建设一个功能更加齐备、运作更加规范的证券市场。

哲人说过,历史永远是最好的老师。为了完成中国证券市场肩负的历史重任,我们需要研究和总结历史经验,在此基础上进一步推动中国证券市场的改革与创新。《证券的逻辑》便是为此而奉献的思考。

本书主要从制度演变的角度来记述中国证券市场的历史。在研究方法上,借助重要历史文献来打开还原历史的窗口;在结构安排上,依证券市场的组织框架及基本活动,分主题介绍中国证券市场的历史面貌;在写作手法上,力求史论结合,缘事析理,让历史记述显得丰满、生动、充实。

苛求一部历史著述完美无瑕也许是不现实的,任何一本回顾历史的书都会有某种缺陷。本书也一样,这只能期待作者的进一步研究来回馈读者。本书还可能存在不少的错误,欢迎尊敬的读者批评指正。倘若本书能为中国证券市场的历史研究打开一个缺口,提供一点可资参考的材料和深入研究的线索,作者将以此诠释收获的快乐。

一切历史研究都是为了明天更美好。让我们大家一道为推动社会主义市场经济体制的不断完善,促进中国证券市场的健康稳定发展而努力!

 的逻辑 目录
CONTENTS

序 幕

——证券创造了奇迹

发展证券市场是我国改革开放的重要举措。作为改革开放的产物,证券市场一诞生就站在市场经济改革与发展的最前沿,为中国经济体制创新提供了一个现实的操作平台,在推动金融改革、国企改革和产权制度改革,构建与市场经济体制相适应的经济运行机制等方面,作出了突出贡献。

故事一 借得东风好扬帆

——证券市场发展的方针政策

中国证券市场脱胎于计划经济体制,它的发展壮大需要突破传统观念的束缚。在打破坚冰、实现伟大历史转折的过程中,党中央、国务院关于证券市场发展的方针政策,始终引领着证券市场克服重重困难而不断向前迈进。

- 一、国家领导人的支持 / 7
- 二、党的全国代表大会树立前进灯塔 / 9
- 三、“五年规划建议”绘就发展蓝图 / 12
- 四、三次重要决定演绎时代主旋律 / 14
- 五、三次金融工作会议谋定金融全局 / 16
- 六、国务院出手大决策 / 19
- 七、不能忘却的评论 / 23
- 逻辑点睛 / 24

故事二 天道化作经与纬

——证券市场法制建设的脚步

中国证券市场选择了先制定法律法规、确立“三公”原则,然后再进行实务操作的渐进式发展路径,较好地实现了新旧体制的平稳转换。法制建设在其中功不可没。经过 20 年的探索,以《公司法》、《证券法》为核心,相关部门规章和自律规则与之配套的证券法律体系,日臻完善,奠定了证券市场进一步发展的坚实基础。

一、法制建设的萌芽阶段 / 27

二、法制建设的起步阶段 / 28

三、法制建设的成长阶段 / 31

四、法制建设的发展阶段 / 33

五、法制建设的简要总结 / 37

● 逻辑点睛 / 41

故事三 不可或缺裁判员

——证券监管体制的确立与完善

中国证券市场经历了一个从萌生、成长到逐渐成熟的自然发展。与此相应,中国证券监管体制实现了一个从酝酿、确立到逐步完善的自觉演进。在这样一个过程中,中国证券监管体制的设计与选择,适应了中国国情,引导、规范和促进了证券市场的发展。

一、监管体制诞生的萌芽时期 / 45

二、监管体制形成的过渡时期 / 47

三、监管体制确立的发展时期 / 51

四、舵手与证券市场 / 54

● 逻辑点睛 / 55

故事四 江山九州在何方

——证券市场体系的基本框架

经过 20 年的发展,中国证券市场逐渐从单一层次市场成长为多层次市场。随着多层次市场体系建设的不断完善,证券市场服务国民经济与社会发展的功能,将会得到愈来愈好的发挥。

一、证券交易所市场的创建与发展 / 59

二、金融期货市场的兴起 / 65

三、场外交易市场的由来与演变 / 67

四、证券登记结算机构的发展 / 72

五、自律性组织建设 / 74

● 逻辑点睛 / 75

故事五 吹响资本集结号

——证券的发行与上市

中国证券市场的发行与上市制度在实践中不断改革和创新,其市场化与规范化程度日益提升,逐步形成了核准制下的保荐制、询价制、发行审核委员会制等一整套管理办法,从源头上保障了上市公司的总体素质,并且创造了日益丰富的上市产品,大幅拓展了证券市场功能的广度和深度。

一、A 种股票的发行 / 79

二、B 种股票的发行 / 110

三、可转换公司债券的发行 / 113

四、公司债券的发行 / 117

五、证券投资基金的发行 / 118

六、权证的发行 / 120

七、证券的上市 / 123

八、境外上市回放 / 125

● 逻辑点睛 / 127

故事六 熊牛弄潮谁与评

——证券交易制度的演进

伴随着法律制度的调整 and 信息技术手段的进步,我国证券市场的交易制度不断改革和创新,实现了与国际市场通行规则的接轨,有力地促进了我国证券市场的发展。

- 一、证券交易的委托与申报 / 131
- 二、证券交易的方式 / 139
- 三、证券交易的交割与过户 / 156
- 四、证券交易的佣金与印花税 / 158
- 五、证券交易的限制与股权分置改革 / 163
- 六、上市公司的收购 / 173
- 七、上市公司的退市 / 179
- 八、证券交易的对外开放 / 184
- 九、主要的股票价格指数 / 189
- 十、交易概况与行情周期 / 193
- 逻辑点睛 / 196

故事七 万丈高楼赖基石

——上市公司的治理与监管

我国上市公司在现代企业制度建设方面进行了积极探索,起了示范和带头作用,为此做出了突出贡献。经过20多年的培育与发展,我国上市公司的产业结构不断优化,整体实力不断增强,已经成为带动国民经济发展的中坚力量。

- 一、上市公司章程的规范 / 199
- 二、股东大会制度的完善 / 201
- 三、独立董事制度的引入 / 209
- 四、监事会制度的调整 / 211
- 五、股权激励制度的探索 / 214
- 六、关联交易的规制 / 217
- 七、上市公司的现金分红 / 224

- 八、募集资金使用监管 / 226
- 九、信息披露制度的演进 / 234
- 十、上市公司的重组 / 240
- 十一、上市公司的再融资 / 244
- 逻辑点睛 / 251

故事八 一彪人马修路桥 ——证券中介和服务机构的成长

证券市场的蓬勃发展,促成了证券中介和服务机构的快速成长。各类机构数量增加,规模扩大,运营管理日趋规范,专业化程度和服务水平显著提升。尤其是,证券公司和基金管理公司积极进行业务创新、产品创新和组织创新,各种新业务和新产品不断涌现,实现了跨越式发展。

- 一、证券公司的监管与发展 / 255
- 二、基金管理公司的成长 / 277
- 三、证券投资咨询机构 / 279
- 四、会计师事务所 / 281
- 五、资产评估机构 / 283
- 六、律师事务所 / 284
- 逻辑点睛 / 286

故事九 防波堤下俱欢颜 ——投资者利益保护制度

我国证券市场自诞生以来,一直十分重视对投资者利益的保护。从出手行政处罚开始,到引入民事赔偿机制,再到实施刑罚惩戒,我国证券市场不断积累了投资者利益保护的实践经验,并将其运用在上市公司治理机制的设计方面。与此同时,采取创建投资者保护基金、设置投资者适当性制度等措施,进一步完善了对投资者利益的保护。

- 一、行政处罚与投资者利益保护 / 289
- 二、民事赔偿与投资者利益保护 / 298
- 三、刑罚威慑与投资者利益保护 / 301
- 四、上市公司治理机制设计与投资者利益保护 / 308



五、证券投资者保护基金 / 311

六、投资者适当性制度 / 313

● 逻辑点睛 / 316

尾 声

——站在新的历史起点上

中国证券市场的发展已经取得了举世瞩目的辉煌成就。站在新的历史起点上，它面临着新的机遇与挑战。只要主动适应新形势和新环境，进一步深化改革和加强基础性制度建设，它就一定能够迎来更加美好的明天！

后 记

参考文献



序 幕

——证券创造了奇迹

一粒种子可以改变世界,农学家如是说。一张证券也可以改变世界,经济学家如是说。如同改良的种子会使作物果实的品质和产量发生巨变一样,代表资本关系的证券会使社会的经济运行机制发生巨变。

20年前,当证券的发行还只是星星之火的时候,谁能预见到看似普通的一张证券会给社会带来怎样的影响?蓦然回首,20个春秋过去了。如今,华夏大地到处都有证券的足迹。

20年间,中国证券市场从无到有,从小到大,从无章可循到制度不断完善,上市公司从最初的十几家到如今的两千多家,投资者开户数上升至1.8亿户,总市值已位居世界第二。

证券市场的兴起与发展,开辟了一个崭新的天地——由市场经济体制所决定的经济运行机制。

证券的发行使社会的资本形成机制发生了根本转变。倘若没有证券的发行,一般只能依靠单个企业的自我积累来扩大社会的生产规模。而发行证券,则可以突破单个企业的局限,将社会众多的中小资本汇集起来,迅速地形成大资本,并立即进行实际的投入。社会扩大再生产的规模与速度空前地提高了。20年来,A种股票的发行,累计筹措资金约4万亿元。这种社会化的资本形成机制,对于加速我国的社会主义现代化建设起到了不可估量的重要作用。

证券的发行构造了一种由市场调节的资源配置方式。传统的计划经济体制,主要是依据国家计划来分配社会有限的资源,而发行证券,可以直接扩大发行人的生产与经营规模,从而以市场化的方式调节了社会的资源配置。不言而喻,哪里在发行证券,哪里就在获得资源配置。市场经济体制的核心是市场对资源配置起基础性作用。从这一意义上说,发行证券,创建证



券市场,是中国经济体制改革最为重要的实验与创新。

证券的发行带来了一种全新的资产估值与定价机制。传统体制下的资产估值与定价,往往基于企业的净资产或者账面价值,缺乏公开、有效的市场平台来实施竞价,难以形成与企业资产价值相符的价格。而在证券发行中,主要由企业未来的盈利能力来决定资产的交易价格,股票市值、市盈率成为定价的重要参照。这是资产估值理念与估值方法的革命性转变,对于促进企业的购并重组和产业组织的调整具有非常重要的现实意义。

证券的发行极大地加速了社会的技术创新活动。任何形式的技术创新,都会存在风险,可能成功,亦可能失败。若由单个资本来独立完成,那将承担全部的风险,使其犹豫不决,踌躇不前。如果发行证券,由联合起来的单个资本进行投入,即由众多的投资者来分担风险,那将大大降低单个资本所要承担的损失,从而坚定技术创新的信心,促成现实的技术创新活动。20年来,技术创新始终引导着上市公司4万亿元募股资金的投入,有力地推动了我国经济发展方式的转变。试想,若不是募股资金,能进行如此大规模的技术创新尝试吗?不能。可见,证券的发行,构建了一种全新的、与市场经济体制相适应、有利于生产力发展的技术创新机制。

证券的发行使公司制成为社会最普遍的企业组织形式。建立公司制度要求企业实施三大变革:资本变革(企业的投资主体多元化)、产权变革(企业的产权分解为股权、法人财产权和经营权)、治理变革(建立股东大会、董事会、监事会,分权制衡)。不发行证券固然也可以实施这样三个方面的变革,但是,那将是一个缓慢的过程,发行证券则使这一过程急剧地提速,并且使这种变革迅速地扩展到了全社会的范围。两千多家上市公司不仅率先探索了公司制,而且推动全社会实行公司制,社会的微观组织由此重构。国有企业的公司化改造若无证券发行的推动,是难以实现的。从这一意义上说,证券发行是公司制度得以推广的催化剂。

证券的发行使社会的信用体系发生了历史性变革。在原有的企业与企业、企业与客户之间的直接信用的基础上,在原有的以银行为代表的间接信用的基础上,证券的发行创造出一个上市公司对于整个社会的直接信用,创造出发行人对于众多投资者的直接信用。社会的金融体系与金融机制悄然发生了改变,直接融资的比例在不断提升,避免了金融风险过分集中于银行。这种信用关系是不曾有过的。证券交易所、证券公司、登记结算机构、

会计师事务所、律师事务所等等,在其中起着中介的桥梁作用。信息披露制度则成为这种信用关系的基本形式。不难发现,人们今天已经生活在一种全新的社会信用体系之下。

证券的发行还引入了一种全新的财富分配方式。发行人的股东可以获得资本溢价收入,以及股份按市值变现的收益。投资者可以获得股份红利以及买卖证券的差价收益。已经有越来越多的人,借助买卖证券而享有财产性收入。应当看到,证券市场的财富效应正在改变人们的理财观念和理财方式。在创造条件让更多群众拥有财产性收入方面,在实现全民共同富裕的历史目标方面,证券市场肩负着特殊的历史重任。中国证券市场的发展正在为广大人民群众创造愈来愈充分、愈来愈公平的取得财产性收入的机会。

证券就是这样创造了构建市场经济运行机制的奇迹。这种奇迹极大地促进了我国市场经济体制的建立与完善,极大地促进了我国的国民经济发展。这种奇迹蕴藏在证券市场丰富、生动、壮阔的历史发展过程之中,演绎着市场经济体制运行的逻辑。



故事一 借得东风好扬帆

——证券市场发展的方针政策

“东风不与周郎便，铜雀春深锁二乔。”万事万物的发生，都要有一定的条件。试想，若无东风相助，当年的帅哥周瑜怎能取得赤壁大战的胜利？看今朝，证券市场的兴起与发展，若无党中央、国务院方针政策的指引，又怎能有今天的喜人局面？在过去20年波澜壮阔的历史中，党中央、国务院一系列正确的方针、政策，始终引领着证券市场克服重重困难而不断向前发展。当此20周年之际，首先让我们来回顾一下证券市场发展的方针政策，重新奏响那反映时代精神的主旋律。

历史关键点

- 1992年1月，邓小平南巡讲话。
- 1995年12月，朱镕基提出“八字方针”。
- 1998年5月，江泽民作重要批示。

发展大事件

- 4次党的全国代表大会。
- 党的中央全会5次提出关于“五年规划”的建议。
- 党的中央全会3次作出关于改革与发展的重要决定。
- 3次全国金融工作会议定下金融体制改革蓝图。
- 1992年12月，《关于进一步加强证券市场宏观管理的通知》。
- 2004年1月，《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》。