

上海财经大学 證券期貨學院 丛书

contemporary
securities

Market

当代中国

证券市场

金德环 主编

上海财经大学出版社

上海财经大学证券期货学院丛书

当代中国证券市场

金德环 主编

上海财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

当代中国证券市场/金德环主编. —上海:上海财经大学出版社, 1999. 7

(上海财经大学证券期货学院丛书)

ISBN 7-81049-341-8/F · 289

I. 当… II. 金… III. 证券交易-金融市场-中国 IV. F832. 5

中国版本图书馆 CIP 数据核字(1999)第 26427 号

DANGDAI ZHONGGUO ZHENGQUAN SHICHANG

当代中国证券市场

金德环 主编

责任编辑 黄磊 封面设计 周卫民

上海财经大学出版社出版

(上海市中山北一路 369 号 邮编 200083)

上海市印刷七厂一分厂印刷装订

1999 年 7 月第 1 版 1999 年 7 月第 1 次印刷

850mm×1168mm 1/32 17.75 印张(插页:2) 445 千字

印数 1—3 000 定价:32.00 元

总 序

龚浩成

我国的证券市场从1984年发行第一张股票算起,至今已有12年了;从第一家证券交易所成立算起,至今也将近6年。这期间,我国的证券市场迅速发展。仅以上海流通市场为例,在1984年至1985年间,年交易量仅20万元;而1991年上海证券交易所成立后的第一年里,交易量就达到了63亿元(以单向统计计算),增长了3万多倍。1994年上海证券交易所成交量达25 000亿元,比1991年又增长了400倍。至1995年,上海证券交易所交易金额达55 153亿元,又比1994年翻了一番多。可以想见,随着我国市场经济体制的不断确立和推进,证券市场仍将以较快的速度向前发展。

证券市场的快速发展对证券业人才的培养提出了新要求。与其他相关行业比较,证券业从业人员总体知识水平不算低,其中也不乏大学本科学历以上的从业人员。但也应该看到,我国的证券市场是在近几年内发展起来的新生事物,从业人员大多是从其他行业转入的,即使具有本科以上学历的人员,相当一部分人的知识结构也与证券业所需的知识结构存在很大差距。所以,加快培养大批合格的证券期货专门人才,已成为我国证券期货市场健康发展的关键因素。有鉴于此,上海证券交易所与上海财经大学合作创办了我国第一家证券期货学院,旨在为我国证券市场的发展提供教学、科研和培训等方面的配套服务。目前,学院正在本科教育、研究生教育和社会从业人员培训三个方面进行着卓有成效的工作。

学校以教学、科研为主,教材是教学的基础,而科研则是教师提高教学质量的保证。学院成立后的第一件事就是抓教材建设,并

鼓励教师多出科研成果。为此,学院根据教学科研的需要,及时组织教师撰写有关的专著、译著及专业教材,继今年年初已在上海三联书店出版发行了《证券投资学》、《基金管理学》、《商品投资学》、《金融期货与期权》、《社会保障经济理论》等五本专著、专业教材后,目前学院又有一批专著、译著、专业教材已进入出版、撰写阶段。

这一系列教材和专著的出版,对系统总结证券市场发展过程中的理论和实践,促进证券投资学科体系的建设,加速培养成熟的证券投资与经营管理人才,具有重要的理论意义和现实意义。证券市场在西方已有上百年的历史,而在我国则是一个新兴的蓬勃发展的市场,它在快速发展过程中必然暴露出种种不成熟的弱点,系统的理论指导就成为迫切需要的营养。我相信这套丛书的出版必将对我国证券市场的健康发展起到积极的促进作用。只要每一个市场参与者经过认真的学习与培训,把握了市场的运作规律,在法规的约束下冷静、理智地进行投资,我国的证券市场必然进一步得到规范的发展。

前 言

《当代中国证券市场》终于能与读者见面了，我负重的心情顿时感到一阵轻松。希望本书能为读者理解中国证券市场的全貌——它的广度、深度以及未来的发展趋势，提供有益的帮助。

近十年来，中国证券市场发展之迅速，世人有目共睹。各种有关证券投资的书籍，可算得上是我国图书新品种中增长得最快的种类之一。记得五年以前，我到各大书店去寻觅证券类书籍，可谓异常困难；而现在，各种证券类图书多得简直让人无从选择。证券类书籍的质量有了极大的提高，特别是一批高质量的国外原版书和翻译本的面世，更进一步提升了证券类图书的档次，为广大证券研究和实际工作者提供了优质的精神粮食。

然而，外国的东西毕竟是外国的，中国的证券市场不同于外国，它有许多自己的特殊性。我们学习外国的东西必须加以消化。这就首先要了解自己，知道自己的“消化能力”。不然的话，生搬硬套，只能因噎废食。有感于此，我总觉得目前缺少一本能全面反映中国自身证券市场全貌和发展动态的书籍。虽然有少量书籍也论述中国证券市场，但由于出版时间较早而使其资料 and 观点都远远落后于当前的市场发展。为此，我经过仔细考虑，决定撰写这样一本书，希望能弥补目前的市场空缺。

本书的目标定位是：立足于中国证券市场实际，反映中国证券市场的真实面貌和现实问题，分析原因，提出解决问题的思路、方法和未来发展方向。本书的写作框架和提纲都是围绕这一定位拟定的，之后经过了多次修改。提纲确定以后，大家分工撰写，初稿于一年以前完成，然后进行了两次修改（期间还以“中国证券市场研

究专题”的方式在研究生班上试用过部分内容),直到今天总算修改、校对完毕。

原来以为并不复杂的事在写作与修改过程中却遇到了意想不到的困难。由于中国证券市场的飞速发展,许多法律、规章、组织制度以及市场运作机制都在不断发生变化。不少今天落笔的文字,过了几天却已经发现过时了,只得赶快更新。但是,写作永远也赶不上快速发展的实践,最后我只能承认,我们无法把最新的实践全部反映在书稿中。书中的绝大部分资料截止到1998年年底,留下的遗憾只能将来再版时修订。

本书写作的人员分工为:第一章金德环;第二章包建祥;第三章秦毅、金德环;第四章金德环、陈丰;第五章金德环、洪流;第六章孙智伟、金德环;第七章金德环、孙明明;第八章孙雷;第九章伍龙辉;第十章马晓生、金德环。本书虽经修改,但受作者的观点、学识和资料的限制,仍难免存在错误,敬请读者指正,以便再版时修订。

书稿付印了,但我惊奇地发现今年以来中国证券市场又大踏步地向前发展了。5月份以来,中国证券市场掀起了一波大行情,这显然有着它必然发动的深刻政治和经济背景。其中,《证券法》的实施、国企改革和反通货紧缩的意向起着十分重要的作用。当然,要对它展开充分讨论恐怕还有待时日,在本书中只好留下遗憾了。

中国证券市场正步入跨世纪发展的关键时刻,我愿所有关心这个市场的人都爱护它、培育它,使它更快地成熟起来。

金德环

1999年6月10日

上海财经大学证券期货学院丛书
编委会

主编 龚浩成

编委 (以姓氏笔划为序)

丛树海 朱元 朱沪生 刘波 杨祥海
陈观烈 沈重英 吴雅伦 金德环 徐亚萍
霍文文

目 录

总序	(1)
前言	(1)
第一章 绪 论	(1)
第一节 资本市场与证券市场	(1)
第二节 中国证券市场与中国经济改革	(10)
第三节 中国证券市场发展沿革	(14)
第四节 中国证券市场面临的问题与展望	(29)
第二章 中国股票市场	(35)
第一节 股票概述	(35)
第二节 股票发行市场	(45)
第三节 股票流通市场	(56)
第四节 中国股票市场现存问题探讨	(70)
第五节 发展中国股票市场的战略思考	(93)
第三章 中国债券市场	(106)
第一节 债券概述	(106)
第二节 中国债券市场发展的历史回顾	(112)
第三节 中国国债一级市场	(121)
第四节 中国国债二级市场	(133)
第五节 中国企业债券市场	(146)
第六节 中国债券市场现存问题及对其之思考	(158)

第四章 中国投资基金市场	(167)
第一节 投资基金概述.....	(167)
第二节 中国投资基金的发展历史与现状.....	(174)
第三节 中国投资基金的组织管理.....	(184)
第四节 中国投资基金的运作现状及存在的问题.....	(191)
第五节 对中国投资基金发展问题的思考.....	(199)
第五章 中国 B 股市场	(214)
第一节 中国 B 股市场的产生与沿革	(214)
第二节 中国 B 股市场的运作	(223)
第三节 中国 B 股市场存在的问题及对策研究	(244)
第四节 中国 B 股市场未来发展模式选择	(253)
第六章 中国证券交易市场	(262)
第一节 中国证券交易市场分类.....	(262)
第二节 证券交易所.....	(267)
第三节 地区证券交易中心及其他.....	(298)
第四节 证券登记、清算、托管与转托管.....	(310)
第七章 中国证券市场监管	(327)
第一节 中国证券市场监管体系.....	(327)
第二节 证券市场主体监管.....	(338)
第三节 证券发行监管.....	(365)
第四节 证券交易监管.....	(373)
第五节 证券市场其他行为监管.....	(381)
第八章 中国证券境外发行与上市	(391)
第一节 证券境外发行与上市的经济功能与背景.....	(391)

第二节	中国国际债券发行的市场背景、沿革与发展 …	(399)
第三节	国际债券发行策略与运作程序……………	(411)
第四节	中国企业境外上市模式与实践……………	(419)
第五节	中国企业境外上市的现存问题与对策思考……	(431)
第六节	中国企业境外上市的证券存托凭证……………	(436)
第七节	中国企业境外直接上市的操作与方案……………	(441)
附录一	标准普尔和穆迪的评级等级与相互关联……………	(449)
附录二	前四批内地企业境外上市预选名单……………	(450)
第九章	香港证券市场……………	(452)
第一节	香港证券市场概述……………	(452)
第二节	香港证券市场的运作机制……………	(455)
第三节	香港证券市场的监管构架……………	(471)
第四节	香港股票与债券市场……………	(478)
第五节	香港其他证券市场……………	(488)
第六节	香港证券市场与内地证券市场的合作现状 及发展前景……………	(496)
第十章	台湾证券市场……………	(507)
第一节	台湾证券市场的产生与发展……………	(507)
第二节	台湾证券市场的组织结构……………	(514)
第三节	台湾股票市场……………	(521)
第四节	台湾债券市场……………	(532)
第五节	台湾共同基金……………	(539)
第六节	台湾对证券市场的管理……………	(546)
参考文献 ……………		(555)

第一章 绪 论

第一节 资本市场与证券市场

一、资本市场

进入 90 年代以来,“资本市场”一词已越来越多地出现在我国的经济类书刊杂志和传媒报道中。这是我国改革开放不断深入、市场经济体制逐步确立所产生的必然结果。

然而,究竟什么是资本市场,对此仍然存在着各种不同的解释。在日常经济生活中,人们常常把证券市场说成是资本市场,这似乎已成习惯用法。但要真正从理论上廓清其内涵和外延则并非如此简单。

经济学界对资本市场的解释并没有十分严格的定义。按照资本市场外延的涵盖范围,我们大体上可以把它归纳为两类:即广义的资本市场和狭义的资本市场。

广义的解释认为,资本市场是一种资金交易市场。它应包括信贷市场、股票市场、债券市场和外汇市场,甚至还包括期限在 1 年以下的货币市场。资本市场顾名思义是资本买卖的场所,其融通的资金用于调剂资本的余缺。

因此,从严格意义上说,资本市场是融通长期资金的场所。但是,持广义资本市场观点的人认为,1 年期以下的资金融通实际上

也是一种资本交易,许多从资本市场上筹集的长期资本,其来源往往是短期的货币资金。而且,在资本存续期间,资本证券的转让,其资金也往往来自货币市场。因此,研究资本市场不应把短期资金市场割裂开来。另外,外汇市场虽然只是国际货币的买卖而非实质上的资金融通,但外汇交易的后果之一就是引起国际资本的流动,由此也应对其进行研究^①。

狭义的解释则认为,资本市场就是融通长期资金的交易市场。它是指证券融资和经营1年期以上中长期资金借贷的金融市场,包括股票市场、债券市场、基金市场和中长期信贷市场,其融通的资金主要作为扩大再生产的资本使用^②。按照这种观点,经营1年期以内短期资金融通的货币市场被排斥在外,它包括同业拆借市场、票据贴现市场、回购市场和短期信贷市场。这种解释主要是从资金筹集的角度来进行划分的,即筹集长期资金通过资本市场,筹集短期资金通过货币市场,两者分工明确。资本市场和货币市场构成了整个金融市场。

对资本市场的上述两种解释可以在大多数的专业书籍和理论文章中找到。这种不同的解释各有自己的出发点和研究范围,我们不能简单地判定孰是孰非,而应根据具体情况恰当地加以运用。然而,我们同样可以在许多书籍和文章中看到前面提到的习惯上的解释,即把证券市场等同于资本市场的提法。他们所说的资本市场,实际上就是作为融资工具交易的证券市场;或者他们在解释资本市场的概念时,用的是广义的或狭义的概念,但在阐述具体内容的时候却只有证券市场的内容而没有银行信贷的内容。对于这种现象该如何解释?资本市场究竟是否等于证券市场?两者的区别在哪里?下面的讨论会涉及这个问题。

^① 参见陈彪如主编:《当代国际金融市场》,华东师范大学出版社1992年版,第25页。

^② 参见周正庆主编:《证券知识读本》,中国金融出版社1998年版,第5页。

二、证券市场

证券市场是有价证券进行交易的市场。这里的交易包括发行交易和流通交易。有价证券是证明持券人有权按期取得一定收入并可自由转让和买卖的所有权或债权凭证。其本身虽没有价值,但由于代表着一定的财产权利,持有人就可凭此取得一定的收入,并可在市场上以一定的价格进行转让,于是客观上形成了相应的交易价格。这种自身没有价值,不能在生产过程中起增值作用,却能以一定的价格在市场上交易的特点,是有价证券的一大特征。有价证券包括商品证券、货币证券和资本证券。然而,在证券市场上进行交易的主要是资本证券。资本证券又包括了股票、债券及其衍生品种。因此,可以说,证券市场是资本证券交易的场所,资本证券属于狭义的有价证券范畴。

如前所述,资本市场是融通长期资金的交易市场。它包括了股票市场、债券市场、基金市场和银行中长期借贷市场。这实际上就是证券市场和银行中长期借贷市场。可见,资本市场与证券市场存在着极其密切的关系。但资本市场的外延要比证券市场大,因此,资本市场不能直接与证券市场划等号。那么,人们又为什么常常把证券市场直接视为资本市场呢?其主要原因,首先是当今证券市场在资本市场中具有最重要的地位和影响力。80年代以前,国际资本市场上的主要融资方式是银行贷款。到80年代初期,国际债务危机的发生使以贷款为主的融资方式发生了动摇。传统的银行借贷活动受到严重冲击,投资者对银行的信心下降。而80年代以来世界经济开始出现持续增长势头,许多公司急欲扩大投资规模,于是纷纷采用直接融资方式吸引了一大批国际资本进入证券市场。1983年,国际债券融资额首次超过银团贷款额,初次改变了国际资本市场的基本结构。80年代中期开始,各发达国家又普遍放松了金融管制,为证券融资提供便利。自此,证券市场在资本市场中

的比重迅速增加。到 90 年代中期,美、日、英等国的证券化率分别达到 95%、83%和 120%以上。其他新兴市场国家的证券市场也发展迅速。大量新设公司的初次融资都采取发行股份的直接融资方式。因此,证券市场已成为资本市场主要的和核心的组成部分。其次,证券的发行和交易涉及大量的投资者和证券经营机构,每天都有媒体和投资咨询机构作大量的宣传与咨询。投资者谈论最多的是证券市场而不是银行借贷市场,这就使证券市场的影响力远远超过银行借贷市场。于是人们就习惯于将证券市场直接称为资本市场,将资本证券的经营场所与资本市场等同起来。事实上,这种习惯提法并不严密。证券市场是资本市场的核心组成部分但不等于资本市场。

证券市场与一般的商品市场相比,其交易对象为有价证券,具有市场流动性强、定价机制复杂和实现资源优化配置的特点。人们在证券市场上买卖的不是具有使用价值的实物商品,而是股票、债券等有价证券,其目的是为了获取股息、利息和资本增值收益。在商品市场上,商品的交易只是为了实现其价值,消费者购买后只是为了使用它;而证券持有者在证券市场上交易的目的不是为了消费,而是直接从市场上获取收益。因此,证券市场的流动性要远远高于商品市场。商品定价的主要依据是社会生产成本和一定的利润率;而证券的定价要受到发行人的经营状况、发展前景以及社会政治、经济甚至投资者心理状态等多种复杂因素的影响,再加上市场供求关系变动迅速,致使证券价格不断上下波动,从而增加了风险。一般的商品市场只是产业资本循环中的一个阶段,其作用是实现商品的价值,使社会资本不间断地循环下去,使社会经济不断增长;而证券属于虚拟资本,它无法直接参与社会资本的循环,但由于证券代表了一定实物资产的所有权或债权,证券市场的运行可以引导社会资本流向经济效率高的企业、行业或部门,因此可以实现社会资源的优化配置,加快社会经济增长。

证券市场主要是资本证券交易的场所,其构成要素包含发行者、投资者、中介机构、交易工具、交易组织、监管机构和自律管理机构。

发行者系指证券的发行者和资金的需求者,主要有企业、金融机构和政府部门。企业可以通过发行股票筹集公司的权益资本,通过发行公司债券筹集公司的债务资本。这种直接融资方式可以解决企业数量较大的资金需求,减少复杂的银行贷款审批手续,提高资金使用的自主性,因此大量的企业愿意在证券市场融资。金融机构也常常在证券市场融资,通过发行股票筹集资本金,提高资本充足率;通过发行金融债券增加可运用资金,以获取存贷利差收益。政府部门在证券市场主要通过发行债券融资,以弥补财政赤字,扩大公共项目投资。中央政府发行的债券称为国债,地方政府发行的债券称为地方政府债券或市政债券。我国目前规定地方政府不可以发行政府债券。

投资者系指证券的购买者和资金的供应者,主要有个人投资者和机构投资者。个人投资者是指依据法律规定允许从事证券买卖的公民。他们一方面为了获取收益而将闲置资金购买证券;另一方面在客观上满足了发行者的资金需求,将社会闲置资金纳入到生产经营系统,增加了社会财富的产出,促进了社会经济的增长。个人投资者在证券市场上可以通过证券经纪商直接买卖证券,也可以通过买卖基金证券的方法间接地从事证券投资。机构投资者是指法律规定允许从事证券买卖的法人单位,一般包括工商企业、金融机构和政府部门。工商企业进行证券投资,有的是为了直接从证券市场获利,有的是为了企业的兼并收购或重组。金融机构从事证券投资可以分四种情况:一是中央银行。中央银行在证券市场上买卖国债,其目的是进行公开市场操作,调节货币供应量和稳定币值,实现宏观经济的调控。二是商业银行和保险公司。商业银行为了保持资产的流动性和分散风险,一般投资于期限短、信用级别高的政府债券。保险公

司进行投资既要考虑本金的安全,又希望提高收益率,故通常选择期限较长、收益率较高的证券。三是证券经营机构。证券经营机构除了进行证券承销、经纪和资产管理等业务外,还进行大量的证券自营业务以获取收益。四是投资基金。投资基金将个人投资者的资金集中起来,由基金经理人进行组合投资。在成熟的市场经济国家,投资基金是证券市场中最重要机构投资者。

中介机构系指为证券发行者和投资者提供服务的各类专业机构,它是沟通发行者和投资者之间的桥梁,是连接证券市场各方参与者的纽带,主要包括证券经营机构、证券投资咨询机构以及各类证券业务有关的事务所。证券经营机构在证券市场上所起的中介作用主要是代理证券发行、证券买卖经纪以及为企业兼并收购业务提供咨询和策划等服务。证券投资咨询机构系指为证券市场参与者提供专业咨询的机构,主要包括证券投资咨询公司和证券评级机构。证券投资咨询公司的主要职能是进行投资价值分析,指导投资方向,以帮助投资者了解证券市场,确定有利的投资目标,减少市场风险。证券评级机构主要是对各类证券的信用状况进行评定,以使投资者真实地了解证券发行人及其证券的资信状况。与证券业务有关的事务所主要有会计师事务所、律师事务所和资产评估事务所。它们主要是对证券发行者的经营状况及有关资料以书面的形式作出鉴证,以确保市场“三公”原则的贯彻,保护广大投资者的利益。

交易工具系指证券市场上买卖的各种不同的证券品种,也称投资客体。其主要种类是股票、债券、基金和其他衍生工具。有关不同交易工具的解释将在后文阐述。

交易组织系指证券交易市场的组织机构。根据交易组织结构的不同,可以分为集中的证券交易组织和分散的证券交易组织。证券交易所是集中组织起来的证券交易场所,又称场内交易市场,是一个国家最重要、最集中的证券交易场所,是证券流通市场的核