

# 证券市场概述

## 目录

第一章 证券市场概况.....	2
1.1 证券市场的定义 .....	2
1.2 证券市场的特征.....	2
1.3 证券市场的分类 .....	2
1.4 证券市场参与者.....	3
1.4.1 证券发行人 .....	3
1.4.2 证券投资者 .....	4
1.4.3 证券市场中介 .....	5
1.4.4 自律性组织 .....	5
1.4.5 证券监管机构 .....	5
1.5 证券市场交易标的.....	6
1.5.1 股票 .....	6
1.5.2 债券 .....	6
1.5.3 基金品种 .....	9
第二章 追溯历史道路，回顾中国证券市场.....	9
2.1 中国证券市场的雏形(1842-1949) .....	10
2.1.1 晚清篇：中国证券市场初见端倪 .....	10
2.1.2 民国篇：中国证券市场迂回曲折（1911-1949） .....	12
2.2 中国证券市场的再造(1949-1990) .....	15
2.3 中国证券市场的崛起(1990 至今).....	16
2.3.1 在不断变化的发展进程中寻求统一 .....	17
2.3.2 在发展中规范，在规范中发展 .....	17
2.3.3 证券市场大事记 .....	18

# 第一章 证券市场概况

## 1.1 证券市场的定义

证券市场是有价证券发行、交易以及建立起与此相适应的各种组织和关系的总和。在现代市场经济体系中，证券市场是先进市场体系的重要组成部分，它不仅能反映和调节社会资金的流动情况，而且一般来说对整个国民经济的运行具有重要影响和起到先行的指标作用。

## 1.2 证券市场的特征

证券市场作为有价证券发行交易的场所，具有三个显著的特征：

(1)证券市场是交换价值的场所。从本质上而言，有价证券是价值的直接代表，而证券市场交易的对象为各种类型的有价证券，所以本质上证券市场是价值交换的场所。

(2)证券市场是交换财产权利的场所。作为证券市场交易对象的标的，有价证券本身是一定量财产权利的代表，比如股票代表一定数额财产的所有权、债券代表一定数额财产的债券等等，所以证券市场实际上是交换财产权利的场所。

(3)证券市场是交换风险的场所。由于收益和风险相互联系，有价证券在代表一定收益权利的同时，也代表一定风险，而有价证券的交换过程中，不仅仅转让的是收益权同时也转让有价证券本身所特有的风险，所以从这方面而言，证券市场也是交换风险的场所。

## 1.3 证券市场的分类

最常见的证券市场分类方式有如下三种：

(1)按证券性质不同，分为股票市场、债券市场、基金市场和衍生品市场。债券市场又可进一步分为国债市场、金融债券市场和公司(企业)债券市场。

股票市场是已经发行的股票转让、买卖和流通的场所，包括交易所市场和场外交易市场两大类。由于它是建立在发行市场基础上的，因此又称作二级市场。一般认为股票市场是一个国家或地区经济和金融活动的晴雨表。

债券市场是发行和买卖债券的场所，是金融市场的一个重要组成部分。债券市场是一国金融体系中不可或缺的部分。一个统一、成熟的债券市场可以为全社会的投资者和筹资者提供低风险的投融资工具；债券的收益率曲线是社会经济中一切金融商品收益水平的基准，因此债券市场也是传导中央银行货币政策的重要

载体。可以说，统一、成熟的债券市场构成了一个国家金融市场的基础。

投资基金，是一种利益共享、风险共担的集合投资制度，即通过向社会公开发行人一种凭证来筹集资金，并将资金用于证券投资。其优势在于：①集众多的分散、小额资金为一个整体；②委托经验丰富的专家经营管理；③分散投资，降低风险。投资基金按组织形式，可分为契约型基金和公司型基金；按基金受益凭证可否赎回和买卖方式，则分为开放式基金和封闭式基金。

金融衍生品通常是指从原生资产(Underlying Assets)派生出来的金融工具。由于许多金融衍生产品交易在资产负债表上没有相应科目，因而也被称为“资产负债表外交易(简称表外交易)”。金融衍生品的共同特征是保证金交易，即只要支付一定比例的保证金就可进行全额交易，不需实际上的本金转移，合约的了结一般也采用现金差价结算的方式进行，只有在满期日以实物交割方式履约的合约才需要买方交足贷款。因此，金融衍生品交易具有杠杆效应。保证金越低，杠杆效应越大，风险也就越大。

(2)按组织形式不同，分为场内市场和场外市场。场内市场指的是证券交易所；场外市场则主要指店头市场(柜台市场)，以及第三市场、第四市场。

(3)按证券市场的参与主体和资金需求不同，分为证券发行市场和证券交易市场，即一级市场和二级市场。证券发行市场是有价证券发行人依据相关法律法规和发行程序，以筹集资金为目的向投资者出售有价证券而形成的市场；证券交易市场是已发行的证券通过买卖交易实现流通转让的场所，体现了新老投资者之间投资退出和投资进入的市场关系。

## 1.4 证券市场参与者

### 1.4.1 证券发行人

证券市场上的发行人主要有四大类。

(1)政府，包括中央政府和地方政府。中央政府为弥补财政赤字或筹措经济建设所需资金，在证券市场上发行国库券、财政债券、国家重点建设债券等，即国债。地方政府为本地方公用事业的建设可发行地方政府债券。在我国，地方政府不能发行债券，但可以由财政部代为发行。

(2)金融机构。金融机构可以在证券市场上发行金融债券，增加信贷资金来源。近年来，政策性银行发行的金融债券主要为重点建设项目和进出口政策性贷款筹集资金。一般来说，金融债券是由国有商业银行、政策性银行以及非银行金融机构发行的，所筹集到的资金，全部用于特种贷款和政策性贷款，不得挪作他用。

(3)有限责任公司和国有独资公司。它们可以通过证券市场发行公司债来筹集资金。

(4)股份有限公司。股份有限公司是以投资入股的方式把分散的属于不同所有者的资本集为一体，统一经营使用、自负盈亏、按股份分红的企业组织制度。按照《公司法》规定，股份有限公司可以发行股票，股票可以流通，股东所持的股份可以自由转让；同时，股份有限公司也可以发行公司债筹集资金。可以看出，股份有限公司募集新资本的渠道比较宽。

## 1.4.2 证券投资者

证券市场的证券投资者是资金供给者，也是金融工具的购买者。投资者的种类较多，既有个人投资者，也有机构投资者。各投资者的目的也不尽相同，有些意在长期投资，以获取高于银行利息的收益，或意在参与股份公司的经营管理等分享公司的成长果实；有些则意在短期参与，通过买卖证券时机的选择，以赚取市场价差。

### (1)个人投资者

个人投资者是证券市场最广泛的投资者，其特点是：具有分散性和流动性。由于个人投资者的目的是为了资金的保值增值，所以任何投资者都可能根据市场变化状况及自己的需要变换证券种类。虽然个人投资者因投资能力所限，单个投资额不可能很大，但由于社会公众的广泛性，其集合总额却是依然是比较可观的。

### (2)企业(公司)

企业不仅是证券发行者，也是证券投资者。特别是当一个股份公司意欲兼并或控制其他股份公司时，就会购进其他公司的股票，从而成为另一家或另几家发行公司的股票投资者或股东。同样，企业也可以成为债券的投资者。一般来说企业具有较大的购买力，所以单个企业（股份公司）的投资量远远大于个人的投资量。根据 1997 年 5 月 21 日国务院证券委、中国人民银行、国家经贸委联合发布的《关于严禁国有企业和上市公司炒作股票的规定》，我国对国有企业和上市公司进行股票投资作了必要的限制。

### (3)各类金融机构

无论是商业银行，还是各种非银行金融机构，作为专门从事于金融业务的特殊企业，其目的是在证券投资中获利。由于各类金融机构的资金拥有能力和特殊的经营地位，使其成为发行市场上的主要需求者。各类金融机构从事金融业务具体为：商业银行仅限于买卖政府债券；投资基金公司主要运作对象是各类债券和股票以及各种票据；证券公司、信托投资公司的证券部等证券专门经营机构，既可进行股票和债券的代理买卖，也可进行股票和债券的自营买卖；保险公司可在证券市场上对政府债券和限定的股票进行投资。

#### (4)各种社会基金

证券市场为社会上各种公共基金提供了投资场所。信托基金、退休基金、养老基金、年金基金等社会福利团体虽是非营利性的，但这些基金可以通过购买证券主要是政府债券以达到保值、增值的目的。

#### (5)外国投资者

随着经济国际化趋势的不断发展，证券的发行与买卖已超出了国界限制。外国公司、外国金融机构、外国公民等都可以购买别国发行的证券；或者某国发行公司通过跨国公司在境外发行证券，向外国个人或团体募集资金。目前我国有三种股票可供境外投资者认购：1) B股。它的正式名称是“人民币特种股票”，以人民币标明面值，在境内上市的股票。2) H股。它是境内公司发行的以人民币标明面值，供境外投资者用外币认购，在香港联合交易所上市的股票。H股的发行和交易由境内和香港证券管理部门双重监管。3) N股。它是以人民币标明面值，供境外投资者用外币认购，获纽约证交所批准上市的股票。目前几乎所有的外国公司（即非美国公司，但不包括加拿大公司）都采用存股证（DR）形式，而非普通股的方式进入美国市场。存股证是一种以证书形式发行的可转让证券，通常代表一家外国公司的已发行股票。

### 1.4.3 证券市场中介

证券市场中的中介机构主要包括：①证券主承销商和证券经纪商，国内主要指各类证券公司；②证券交易所以及中国证券登记结算有限公司；③具有证券律师资格的律师事务所；④具有证券从业资格的会计师事务所或审计事务所；⑤资产评估机构；⑥证券评级机构；⑦证券投资的咨询与服务机构。

### 1.4.4 自律性组织

自律性组织一般是指行业协会。它发挥政府与证券经营机构之间的桥梁和纽带作用，促进证券业的发展，维护投资者和会员的合法权益，完善证券市场体系。我国证券业自律性机构是中国证券业协会和证券交易所。

### 1.4.5 证券监管机构

现在世界各国证券监管体制中的机构设置，可分为专管证券的管理机构和兼管证券的管理机构两种形式，都具有对证券市场进行管理和监督的职能。

美国是采取设立专门管理证券机构的证券管理体制的国家。在美国联邦政府下设有联邦证券管理委员会，具有监督执行美国《证券交易法》、《信托条款法》、《投资公司法》、《投资顾问法》和《公开事业控股公司法》的职能。在联邦政府的监督下，美国各州也有制定证券法的职权；同时，在政府监督下，证券交易所和证券商公会亦具有相当的自主权。这种联邦、各和专业机构团体多层次的证券

管理体制是美国证券管理的特点。

实行专门管理证券机构体制或类似这种体制的国家，还有加拿大、日本、菲律宾等国，但这些国家都结合本国的具体情况进行了不同程度的修改和变通。

英国的证券管理体制传统上由证券交易所“自律”为主，政府并无专门的证券管理机构。证券发行的登记是由英国贸易部下属的公司登记处兼管。英格兰银行只是根据金融政策的需要，才对一定金额以上的证券发行行使审批权。实际上英国的证券管理完全属于伦敦证券交易所的职能。实行类似管理体制的国家还有荷兰、意大利、德国等国。

在我国，对证券市场进行监管的机构主要是中国证券监督管理委员会以及各地派出机构。中国证券监督管理委员会是国务院直属的证券监督管理机构，依照相关法律法规对证券市场进行集中统一的监管。

## 1.5 证券市场交易标的

### 1.5.1 股票

我国证券市场交易的股票分为 A 股和 B 股：

A 股,即人民币普通股，是由我国境内公司发行，供境内机构、组织或个人（不含台、港、澳投资者）以人民币认购和交易的普通股股票。

B 股,即人民币特种股票，是以人民币标明流通面值，以外币认购和交易的特种股股票。

### 1.5.2 债券

上海证券交易所交易的债券分为债券现货和债券回购，债券现货包括国债、地方政府债、企业债、公司债、分离债、可转换债和资产证券化品种，债券回购包括债券质押式回购和国债买断式回购。

#### 1.5.2.1 债券现货

(1)国债即国家债券，它是国家为筹措资金而向投资者出具的书面借款凭证，承诺在一定的时期内按约定的条件，按期支付利息和到期归还本金。特点是：安全性高、流动性强、收益相对低。我国的国债专指财政部代表中央政府发行的国家公债，由国家财政信誉作担保，信誉度非常高，稳健型投资者喜欢投资国债。按券面形式我国国债可分为记帐式国债、凭证式国债、实物国债和其他四种，上海证券交易所挂牌国债为记帐式国债。

(2)地方政府债是指由财政部代理发行并代办还本付息、以省、自治区、直辖市和计划单列市人民政府为债务人，承担按期支付利息和归还本金责任的可流通记账式债券。其特点如下：①信用可类比国债。财政部在 2009 年 3 月 17 日答

记者问中明确指出，“由财政部代理发行并代办还本付息和支付发行费”。财政部已为地方政府债的偿付提供了担保；②免税特点；③期限主要集中在3年期；④与国债相比，单只地方政府债规模小、发行不连续且不确定，具有正的流动性溢价。

(3)企业债在我国特指国家发展改革委员会核准发行的以企业或公司作为发行主体，按照法定程序公开发行人并约定在一定期限内还本付息的有价证券。它反映发行债券的公司和债券投资者之间的债权、债务关系。

(4)公司债在我国特指中国证券监督管理委员会核准发行的以公司作为发行主体，按照法定程序发行的期限在一年期以上的还本付息的有价证券。它反映发行债券的公司和债券投资者之间的债权、债务关系。公司债不限公司主体、不强制担保、不限筹集资金使用用途、可采用一次核准分期发行的方式。试点期间，公司债券在交易所市场采取网上发行和网下发行相结合的方式。参与上海证券交易所网上发行的投资者须持有在中国证券登记结算有限责任公司上海分公司开立的首位为A、B、D、F的证券账户。债券上市后，投资者可在上证所竞价交易系统和固定收益证券综合电子平台进行交易。

(5)可转债是指一种可以在特定时间、按特定条件转换为普通股股票的公司债券。可转换债券兼具有债券和股票的特性，含有以下三个特点：①债权性。与其他债券一样，可转换债券也有利率和期限。投资者可以选择持有债券到期，收取本金和利息。②股权性。可转换债券在转换成股票之前是纯粹的债券，但在转换成股票之后，原债券持有人就由债权人变成了公司的股东，可参与企业的经营决策和红利分配。③可转换性。可转换性是可转换债券的重要标志，债券持有者可以按约定的条件将债券转换成股票。转股权是投资者享有的、一般债券所没有的选择权。可转换债券在发行时就明确约定债券持有者可按照发行时约定的价格将债券转换成公司的普通股股票。如果债券持有者不想转换，则可继续持有债券，直到偿还期满时收取本金和利息，或者在流通市场出售变现。

(6)可分离债是指上市公司公开发行的认股权和债券分离交易的可转换公司债券。上市后，市场上可能同时流通三种不同类型的证券：认股权证、公司债和附认股权证公司债。可分离债事实上赋予上市公司两次筹资机会：先是发行附认股权证公司债，这属于债权融资；然后是认股权证持有人在行权期或者到期行权，这属于股权融资。与可转债的区别是：①债券与认股权证相分离。其实质就是一种债权加认股权证的投资组合。发行之后债券不再具有转股功能，而作为纯企业债与发行的权证分别交易。债券部分由于不再附着权证，其流动性将受到一定影响。②转债股票期权部分的价值将得到充分体现。即发行的认股权证价格远大于一般可转债期权部分的价值。这主要是因为不可分离转债的附着权证部分的隐含

波动率远远小于可分离转债权证隐含波动率的结果。③可分离转债债券票面利率低于市场利率，出现折价发行。由于权证的价值较高，相应的企业在不影响融资前提下有意愿降低融资成本。

(7)资产证券化是指发起人将缺乏流动性、但又可以产生稳定可预见未来现金收入的资产或资产组合(即基础资产)出售给特定的发行人，或者将该基础资产信托给特定的受托人，通过创立一种以该基础资产产生的现金流为支持的金融工具或权利凭证(即资产支持证券)，在金融市场上出售变现该资产支持证券的一种结构性融资手段。根据产生现金流的资产证券化类型不同，常常把资产证券化划分为资产支持证券(简称 ABS)和住房抵押贷款证券(简称 MBS)。MBS 与 ABS 之间最大的区别在于：前者的基础资产是住房抵押贷款，后者的基础资产是除住房抵押贷款以外的其他资产。与 MBS 相比，ABS 的种类更加繁多，具体可以细分为以下几个品种：汽车消费贷款、学生贷款证券化；信用卡应收款证券化；贸易应收款证券化；设备租赁费证券化等等。目前我国的资产证券化品种处于停发状态。

#### 1.5.2.2 债券回购

(1)债券质押式回购是指在将债券质押的同时，将相应债券以标准券折算比率计算出的标准券数量为融资额度进行质押融资，并约定在回购期满后返还资金和解除质押的交易。

①标准券：指由不同债券品种按相应折算率折算形成的，用以确定可利用质押式回购交易进行融资的额度。

②质押券：申报提交结算公司作为质押物的债券。

③标准券折算比率：指各债券现券品种所能折成的标准券金额和面值之比，简称折算率。折算率由交易所每周调整，周三公布，下周一起执行。

标准券金额=债券面值×折算率

债券回购有两个交易主体分别为，一个是，融资方（正回购）即债券的持有方另一个是，融券方（逆回购）即资金的贷出方。在回购中存在两次交易行为，初始交易和回购交易。目前，国债、符合一定条件的公司债、企业债都可作为质押券。

表 1 沪深交易市场债券回购交易的品种

回购类别	深市品种	沪市品种
国债回购	1 天	1 天
	2 天	2 天
	3 天	3 天
	4 天	4 天
	7 天	7 天

	14 天	14 天
	28 天	28 天
	28 天以上	28 天以上
企业债回购	1 天	1 天
	2 天	
	3 天	3 天
	7 天	7 天

(2) 国债买断式回购是指国债持有人在将一笔国债卖出的同时，与买方约定在未来某一日期，再由卖方以约定价格从买方购回该笔国债的交易行为。融资方和融券方在成交当日须按一定比率缴纳履约金，履约金由中国结算上海分公司管理，在买断式回购到期并完成清算交收前，双方不得动用。

$$\text{履约金} = \text{首次结算金额} \times \text{履约金比率}$$

买断式回购的市场参与者限定为机构投资者，即持有中国证券登记结算有限责任公司（简称“中国结算”）上海分公司 B、D 账户的投资者。此外，在买断式回购业务推出初期，试行交易权管理制度，经过核准的会员公司方可以自营或代理参与买断式回购业务。机构投资者进行买断式回购交易必须拥有足额的资金或相应的国债。目前，推出回购期限有 7 天、28 天和 91 天三个回购品种，买断式回购代码为“203xxx”。

### 1.5.3 基金品种

封闭式基金采用封闭式运作方式的基金，是指经核准的基金份额总额在基金合同期限内固定不变，基金份额可以在依法设立的证券交易场所交易，但基金份额持有人不得申请赎回的基金。

开放式基金采用开放式运作方式的基金，是指基金份额总额不固定，基金份额可以在基金合同约定的时间和场所申购或者赎回的基金。

交易所交易基金 (ETF) 经依法募集的，投资特定证券指数所对应组合证券的开放式基金，其基金份额用组合证券进行申购、赎回，并在证券交易所上市交易。

## 第二章 追溯历史道路，回顾中国证券市场

提及证券市场的变迁，除了 1602 年成立的荷兰阿姆斯特丹第一个股票交易所、1773 年在伦敦柴思胡同的乔纳森咖啡馆成立的英国第一家证券交易所，以及 1792 年 5 月 17 日 24 名经纪人在华尔街的一颗梧桐树下商定了著名的“梧桐树协议”外，中国证券市场的起源与发展情况又是怎样的情况呢？

下面让我们回顾一下自 1840 年鸦片战争爆发以来历经百年坎坷的中国证券

发展历史，感受自 1990 年以来，二十年中国证券市场的变迁。

## 2.1 中国证券市场的雏形(1842-1949)

中国的商品经济萌芽于封建社会时期，由于长期的闭关自锁政策，发展十分缓慢，自给自足的自然经济占据着主导地位，一直到明末清初，伴随着资本主义生产关系萌芽，商品经济才日趋活跃。此时，中国早期重要的信用机构——票号开始出现，其中以山西票号最为著名。票号为筹措资金，除积极吸收存款或合伙经营外，还面向社会招股，从而成为中国股份制经济的源头。<sup>①</sup>

### 2.1.1 晚清篇：中国证券市场初见端倪

#### 2.1.1.1 缘起一：外强入侵，被迫开放

1840 年爆发的鸦片战争，当时的日不落帝国英国用军舰和炮火打败了已是风雨飘摇的满清政府，迫使其签订了近代史上第一个屈辱的不平等条约——《南京条约》，上海成为最早对外通商口岸之一。一时间，上海滩上涌现出越来越多的洋面孔，他们不仅带来了西洋镜般的生活方式，也将其集股筹资的经营理念逐渐渗入到中国社会，被称为“洋股”的外商股票、英美等国公债、伦敦汇票等逐步为国人认知和接受。

随着帝国主义对我国进行大规模的资本输出，外商在华组织的专门的证券市场也发展起来了，一方面为外商在华企业筹集资金，另一方面也成为少数外商欺诈操纵的投机场所。

#### 2.1.1.2 缘起二：自强求富，效仿发展

当时的满清统治者既要扑灭太平天国起义这团内苑之火，又要抽身应对西方列强的肆意欺凌，割地赔款，国库空虚，苛捐杂税，民怨载道。以李鸿章等人为首的洋务派，本着“师夷长技以制夷”的原则，开始效仿西方，以官督商办、官商合办、商办方式建立了一批中国近代企业，试图以兴办军用工业自强，举办民用工业求富，早日摆脱内忧外困的泥沼。

#### 2.1.1.3 第一张华商股票的诞生

1872 年，中国第一家发行股票公开筹资的股份制企业——上海轮船招商局开始筹办，次年正式成立，意味着第一张华商股票的诞生。轮船招商局是清末最早设立的官督商办轮船航运企业。

其后十年间，股份制企业如雨后春笋般涌现，这些企业的股票纷纷在上海滩出售。

---

<sup>①</sup> 郑振龙《中国证券发展简史》，经济科学出版社 2000 年版第 113 页

#### 2.1.1.4 列强觊觎——开平矿务局的兴衰

下面，让我们透过中国证券市场较早发行的一张股票，看看当时背景下的中国企业兴衰。



開平礦務局光緒七年（1881）發行的股票

Stock issued by Kaiping Mining Administration in 1881

这是一张迄今为止存世最早的一张中国股票，由开平矿务局于光绪七年（1881年）发行。

开平矿务局是中国最早实行股份制经营的企业之一。鸦片战争后，清政府中有见识的当权者打出求强、求富旗号，掀起洋务运动，先后创办一批军事和民用企业。这些企业的创办，刺激了对煤炭的需求，创办煤矿成为当务之急。

光绪二年（1876）年，北洋大臣、直隶总督李鸿章委派轮船招商局总办唐廷枢到直隶（今河北）唐山开平镇勘测，主持办矿事宜。

光绪七年（1881），开平矿务局正式投产，年产煤 1600 余吨，次年产煤 3.8 万吨。光绪九年（1883），上海爆发的金融风潮对中国近代企业造成极大冲击，开平矿务局也不例外。据《申报》记载，开平股票由每股 240-250 两左右跌至 80 两上下。但随着当年煤产量增至 7.5 万吨，投资者信心恢复，股票价格再次回升。

光绪七年（1881），开平矿务局修建了中国第一条自办铁路——唐胥铁路用于煤炭运输；

光绪十四年（1888），开平矿务局以中国铁路公司的名义将铁路修至大沽；

光绪十五年（1889），购买了第一艘运煤船，随后增至四艘，煤炭外销，开始争夺其他煤炭市场。

纵观这一阶段的开平矿务局的发展历程，它的成功之处在于：一是技术上坚持西法开采；二是解决了运输问题；三是财务制度公开化。

此外，开平矿务局十分注重企业的形象，有重大活动时，必定登报加以宣传。

开平矿务局的一步步成功，使得洋煤在京津地区的优势渐渐失去，逐渐无法立足，引起了列强尤其是英国的关注，以武力和经济实力做后盾，一场资本掠夺开始了：

光绪二十四年（1898），英国商人勾结开平矿务局内贼，以该局全部财产做抵押，举借英款，从而使英国人进入开平矿务局；

光绪二十六年（1900）八国联军入侵中国，一方面以共组中英合办公司，按英国律例注册以保护矿务利益为诱饵，鼓吹改组，另一方面又以矿务局久欠英款，胁迫矿务局招收洋股。同年，在英国炮舰的胁迫下，由英国商人、内贼、买办共同策划，英商不费分文就将开平矿务局的全部财产乃至清政府给予的一切优惠政策全部攫取。

光绪二十七年（1901）2月19日，开平矿务局正式改名为开平矿务有限公司，在英国注册，实际成为英国资本的企业。

#### **2.1.1.5 稚嫩的华商证券交易市场**

华商最初以购买洋股的形式，介入外商证券交易，以奔走股票交易为专业的股票掮客应时而生。

第一家由华商经营股票买卖的上海平准股票公司在1882年9月宣告成立。平准公司开业后每隔几天就会在《申报》刊登轮船招商局、开平煤矿等二十几种股票的价格，一时间人们购买非常踊跃，股票行情看涨。但是毕竟当时华资以招股形式开办企业还属首创，不少地方企业还在筹备阶段，规模比较小，利润是否有保障，技术上是否有把握，均是个未知数，很多投资者也非使用自己的闲置的资金，而是风闻购股票有利可图，便临时向钱庄筹借。偏偏又赶上1883年席卷全上海的金融风波，当时很多企业倒闭收场，投资者大量的抛售股票，在这种情况下，原来开局良好的平准股票公司在风暴过后就夭折了。当初不惜功本购买股票而惨遭损失的经历，使人们对股票市场心有余悸，此后十几年，一直到民国初年，一般商人听到了“纠股集资”四个字，仍然是“无不掩耳而走”。

中日甲午战败后，“设厂自救”、“抵制外货”的呼声迫使清政府放宽了对自办企业的限制，一批如商务印书馆、苏浙铁路等民族资本企业在这一建厂热潮中经营得颇有起色。

1910年前后，人们又开始踊跃地购买股票，上海滩又出现了专事股票买卖的商号，如“公平易”、“信通公司”等。同时，那些兼营股票买卖的掮客们，约定俗成似的，每日下午相聚在惠芳楼，一面互通消息，一面在品茗之际口头拍板成交。在这段时间，股票交易尚处于原始状态，一切交易都是股票现货，还没有约期和定期交易。

### **2.1.2 民国篇：中国证券市场迂回曲折（1911-1949）**

证券及证券市场作为金融工具及金融组织，虽然在清代已经出现，但当时的国民对其认识还比较肤浅。到了民国时期，随着中国工商业的发展，中国证券市场的发展具备了比较坚实的产业经济基础，而近代新式银行及其它金融机构的兴起和发展，又给中国证券市场扩大规模和功能辐射提供了极为便利的条件。

### 2.1.2.1 南京临时政府和北洋政府时期（1911-1927）

1911年，辛亥革命爆发，翌年，中华民国宣告成立。随着六厘公债发行、苏浙铁路收归国有，上海市场上可供买卖的证券越来越多，从事股票交易的掮客也不断增加。1914年，掮客们联合备文，呈请农商部同意，仿照西商上海众业公所形式，成立了上海股票商业公会，会所设在九江路渭水坊。公会建立后，除专设统一的股票买卖市场外，还对集会时间、佣金标准、行情、代客买卖等具体事项进行了统一规定，交易方式较茶会时期有所发展。而且经过公会会员多年苦心经营，总结出了一套交易方法和规章制度，为上世纪二十年正规化证券交易所的建立打下了基础。

按照当时国情，创建证券交易所还是一件很超前的大事。由此不得不提到对此颇有远见的两位人物。一位是近代启蒙思想家梁启超，是他首倡设立股份懋迁公司，也就是证券交易所，并多次撰文向国人介绍伦敦、巴黎市场上股票发行、资本筹集的情况。另一位是近代民主革命家孙中山，是他最早提出在上海设立证券物品交易所的构想，以便为革命筹措充足经费。

正是一批有识之士的奔走呼告，1914年底，北洋政府颁布了《证券交易所法》，次年5月颁行了《证券交易所施行细则》，1916年，华商自办的第一家证券交易所汉口证券交易所成立，1918年，北京证券交易所成立。两年后，上海证券物品交易所与在股票公会基础上筹备的上海华商证券交易所相继成立，标志着经历了近半个多世纪起起落落的上海华商证券市场正式形成。此后一年多时间，中国交易所风起云涌，仅上海一地就设立有136家交易所、12家信托公司。但是，这些交易所、信托公司开设后，大多违规经营，投机取巧，形成了巨大的经济泡沫。1921年冬，泡沫终至破灭，酿成了近代中国经济史上最严重的金融危机之一“信交风潮”，绝大多数交易所歇业关张，最早成立的那两家交易所也只能勉强维持。

风潮过后，华股信誉扫地，无人问津，大量游资转向公债买卖，公债市场日趋活跃，约占到上海交易所开拍成交证券98%以上。然而，公债市场并非风平浪静，一些有政治背景的集团和个人故意制造谣言，兴风作浪，操纵市场，推波助澜，使得本来信誉最佳的公债也变成了投机买卖的对象，公债风波可谓是接二连三。

### 2.1.2.2 南京国民政府时期（1927-1949）

南京国民政府成立后，军费开支日益扩大，财政连年赤字，只能靠继续发行库券和公债弥补。

#### (1) 国民党统治区证券

截至 1931 年末，须偿还公债和库券共有 30 种，结欠本息总计 11.28 亿元，除去北洋政府结欠数，南京国民政府结欠本息将近 10 亿元，而当时国内一年的税收还不过 6 亿元。当年广东、广西等省纷纷扣留国税，债市不断下跌，公债止付风波甚嚣尘上。虽然风波最终平复，上海证券物品交易所却在这场风波中严重受创，岌岌可危，终于在政府干预下，于 1933 年同上海华商证券交易所合并。第二年，华商证券交易所将汉口路 422 号原有房屋改建为八层大厦“上海证券大厦”，现在，这栋大楼虽几易其主，但还是被完整地保存下来，就在延安路隧道入口东侧。在当时，那可是国内唯一进行证券交易的专门建筑，也是中国乃至远东最大的证券交易所，见证了上海作为远东金融中心的短暂繁荣。

随着国内局势陡转直下，华商证券交易所在 1937 年“八一三”日军入侵上海前一日奉命停业。八年孤岛期间，上海证券市场历经了“中国股票推进会”、民间自发自由交易和伪华商证券交易所三个阶段发展，在近代中国证券市场发展史上占据特殊地位。

说其特殊，首先是它创造了许多记录：专门经营股票的交易的公司曾经达到了 150 家；上市交易的股票种类最多时达到 199 种，而且全是华商股票，一举改变和结束了抗战前证券市场基本上以政府债券为主的所谓“财政市场”的性质；还有，通过这期间上海华商证券市场的资本运动，出现了跨行业跨领域的大型华商资本企业集团“企业公司”，而且不止一家，不止一个行业。这些现象，在旧中国证券市场上可以说都是唯一的特例。

日本战败投降后，伪华商证券交易所旋即解散，但股票交易需求一时却无法遏制，证券黑市屡禁不止。为重建和稳定重要都市资本市场，1946 年 9 月，“上海证券交易所”宣告成立并正式营业。然而国民党挑起内战事端，民心已失，大势已去，败局已定，金圆币值改革的失败更加速了其溃败进程。不到三年，交易所停止营业，近代上海证券市场由此悄然闭幕。

#### (2) 革命根据地和解放区证券

1927 年 8 月 1 日发动南昌起义，标志着中国共产党独立领导的革命开始。根据地、解放区出于革命战争和经济建设的需要，对证券发行也进行了尝试和利用。

根据地、解放区政府先后发行过 69 种公债，其中用于支援革命战争的公债 39 种，用于经济建设的公债 20 种，用于赈灾等其他方面的公债 4 种。

发行股票是根据地组织银行、合作社和私营及公私合营企业资金来源的重要手段。

在抗战根据地和解放区内，还存在私营股份制企业，这些企业发行的股票，也是根据地和解放区证券的一部分。

根据地、解放区的证券由于规模小、品种少，发行面窄，靠群众自觉购买，发行后又不能流通，所以在根据地和解放区还不能形成证券交易市场，但这并不影响对根据地、解放区的证券和证券实践活动的肯定。

## 2.2 中国证券市场的再造(1949-1990)

1949年，新中国的成立结束了近代中国百年的屈辱历史，中国人民开始了新中国百废待兴的建设历程。由于意识形态原因，此后三十余年间，除新中国建立初期北京、天津证券交易所短暂复业以及资本主义工商业改造前少量股票转让外，我国有组织的股票交易市场不复存在。

十一届三中全会确立改革开放路线后，我国才为证券发行与交易扫清了意识障碍，沉寂三十余年的证券市场终于再次被注入鲜活的血液，重新绽放出浴火重生的青春。

1981年，改革开放以来第一批国债——48.66亿元国库券发行。1984年7月，全国第一家股份制企业——北京天桥百货股份有限公司正式成立；同年11月，上海飞乐音响公司成立并首次向社会公开发行股票，这是新时期第一张比较规范且具有现代意义的股票。两年后，邓小平同志特别将它作为珍贵礼物赠送给当时来访的纽约证券交易所主席约翰·菲尔霖先生，国际社会为此发出了“中国与股市握手”的惊呼。旋即，企业股份制改革试点在各地铺开，股票发行数量和发行需求不断增加，随之而来，股票上市流通需求也日益高涨。

根据当时有关规定，转让股票须代理发行的公司代为寻找受让方，这就大大限制了股票流动性，阻碍了正常交易的活跃程度。正是在这样的时代背景下，社会上再次出现了百年前的股票掮客们，他们活跃在外滩、黄埔公园等处，又干起了股票自发转让的中介买卖。但是，这种无组织、无纪律的自发市场初具规模后，坑蒙拐骗、哄抬价格、欺行霸市等一系列问题接踵而至，冲击了正常的经济秩序，社会影响也极为恶劣。证券黑市问题引起了当地政府的高度重视。如何整治黑市、规范统一市场成为当务之急。

但是当时柜台交易的固有缺陷使得消灭黑市的目标并未达成，由于各个网点信息分割，不同柜台上的同一股票交易价格可能会不同，在没有集中价格信息显示的情况下，很容易就会出现内幕交易等不规范情形，破坏证券市场公平、公正、公开的基本原则。由此，借鉴西方发达证券市场成立经验，建立现代化证券交易所的想法逐渐成熟。因特殊历史原因中断数十年后，中国证券市场再次走向集中和规范，迎来了新时代的春天。

## 2.3 中国证券市场的崛起(1990 至今)

1990年12月19日，上海证券交易所浦江饭店举行了开业典礼，敲响了第一声开市锣。上交所开市第一天，直接采用了股票电脑自动交易系统，由各证券公司入场经纪人，也就是人们常说的红马甲，根据接进场的客户委托指令下单。

1991年7月，继上交所成立之后，已运行大半年的深圳证券交易所正式举行了开业典礼；同年八月，中国证券业协会在北京成立；1992年10月，国务院证券委员会和中国证监会也正式成立。自此，按照国际惯例构建又具有中国特色的新中国证券市场组织架构基本形成。下图为上海证券交易所成立时上市的八支股票，俗称“老八股”。



上海延中实业有限公司股票



上海飞乐音响公司股票



上海爱使电子设备公司股票



上海豫园商场股份有限公司股票



上海飞乐股份有限公司股票



上海申华电工联合公司股票



上海真空电子器件股份有限公司股票



浙江凤凰化工股份有限公司股票

### 2.3.1 在不断变化的发展进程中寻求统一

直到 1997 年 8 月，国务院决定将沪、深交易所划归中国证监会统一监管之前，沪深交易所还主要是一个地方性的证券市场。场外交易市场并没有因为证券交易所的出现而消失殆尽。

1992 年，北京开通了 STAQ 和 NET 两个交易系统，专门提供一般法人股的交易服务。此后，各地开始建立区域性交易所，并自发地探索证券在场外流通的渠道。截至 1997 年 11 月，全国共有 100 多个大大小小的地方性股票交易市场，其中挂牌本市以外公司且影响较大的有淄博、天津、武汉、青岛等十多个地方性交易市场。然而，由于场外市场秩序混乱、交易不透明、违规问题较多，在 1997 年亚洲金融风暴的大背景下，国家开始对地方性场外市场进行了清理。1999 年 10 月，全国规模最大、股民人数最多、辐射范围最广的淄博证券交易自动报价系统关闭，自此地方性非法股票交易市场清理工作基本完成。随后，北京的 STAQ 和 NET 系统也相继关闭。

目前，我国只存在证券公司代办股份转让和一些产权交易所，但它们交易的对象十分有限，业务限制严格，交易量也非常小，还称不上真正意义上的 OTC 市场。

可以说，中国证券市场经历了一个由自发形成的地下交易到有组织的柜台交易，再到以沪深两大证券交易所为中心、场外交易并存，最后到只有沪深证券交易所场内交易的发展历程。

各地证券交易中心的关闭和集中，直接原因在于运作不规范、监管不到位、风险较大，这也是当时国务院决定清理场外交易中心的主要原因。

但从事物发展的角度来开，这些证券交易中心的变动有着更深层次的原因。一方面是证券市场发展的必然结果。分散的证券市场必然集中到一个或少数几个大型证券交易所，美国等成熟市场用了超过百年的时间，而我国在几年内就迅速实现了这一集中。另一方面是地方政府和中央政府行政权力博弈的必然结果。中国改革开放以来的经验表明，在新兴市场领域，地方政府有着更大的发展冲动。但当新生的市场发展成为重要的经济活动场所后，中央行政权力出于维护稳定、集中行政资源等因素考虑，必然依靠行政力量剥夺地方政府的权力，将这些重要的经济资源纳入自身的控制之下。

### 2.3.2 在发展中规范，在规范中发展

1997 年 8 月沪、深交易所收归中国证监会统一管理标志着全国性集中的证券市场正式形成。

2001 年中国证券市场开始进入了一个强化监管的新阶段。1 月份证监会查处

了中科创业、亿安科技股价操纵案。同年8月和9月，证监会又查处了包括银广夏、张家界等在内的多达40余起上市公司违规案件。当时股市持续低迷，上市公司诸多问题集中暴露，改革必须触及公司深层结构性矛盾。继2001年“证券监管年”之后，中国证券市场又迎来了“中国公司治理年”。2002年初，中国证监会联合国家经贸委共同开展了上市公司建立现代企业制度检查，颁布了“中国上市公司治理指引”，集中对上市公司治理缺陷和违规行为进行了行政处罚和整改。

从此以后，中国上市公司治理的内容更多地集中在了国资管理体制、投资者保护、上市公司高管责任、控股股东约束、董事会建设、信息披露、股权激励等一些基础性的制度建设方面，为上市公司治理改善提供了一个坚实的制度基础。

### **2.3.3 证券市场大事记**

- 1990年12月19日，上海证券交易所正式营业
- 1991年7月3日，深圳证券交易所正式营业
- 1991年8月，中国证券业协会在北京成立
- 1992年10月，中国证券监督管理委员会成立
- 1994年1月1日，《中华人民共和国公司法》实施
- 1999年7月1日，《中华人民共和国证券法》实施
- 2005年4月29日，股权分置改革试点工作启动
- 2007年8月31日，证券公司综合治理目标基本实现
- 2009年10月30日，深圳证券交易所创业板开市
- 2010年3月31日，融资融券试点交易正式展开