



高等院校经济学管理学系列教材  
GAODENG YUANXIAO JINGJIXUE GUANLIXUE XILIE JIAOCAI

# 证券投资 理论与实务

ZHENGQUAN TOUZI LILUN YU SHIWU

王秀芳 ⊙ 编著



 北京  
大学  
出版  
社

F830.91

90

2005

# 证券投资 理论与实务

ZHENGQUAN TOUZI LILUN YU SHIWU

王秀芳 编著



北京大学出版社  
PEKING UNIVERSITY PRESS

**图书在版编目(CIP)数据**

证券投资理论与实务/王秀芳编著. —北京:北京大学出版社,2005.8

(高等院校经济学管理学系列教材)

ISBN 7-301-09069-2

I. 证… II. 王… III. 证券投资-高等学校-教材 IV. F830.91

中国版本图书馆CIP数据核字(2005)第046108号

**书 名:** 证券投资理论与实务

**著作责任者:** 王秀芳 编著

**责任编辑:** 丁传斌 张敏杰 王业龙

**标准书号:** ISBN 7-301-09069-2/F·1118

**出版发行:** 北京大学出版社

**地 址:** 北京市海淀区成府路205号 100871

**网 址:** <http://cbs.pku.edu.cn>

**电 话:** 邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62752027

**电子信箱:** pl@pup.pku.edu.cn

**排 版 者:** 北京高新特打字服务社 82350640

**印 刷 者:** 涿州市星河印刷有限公司

**经 销 者:** 新华书店

787毫米×1092毫米 16开本 15印张 328千字

2005年8月第1版 2006年2月第2次印刷

**定 价:** 22.00元

---

未经许可,不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有,翻版必究

# 前 言

近年来我国经济高速增长,日益成为世界经济增长的重要推动力量。现代社会经济的发展依赖于企业的发展,企业的发展在某种程度上又有赖于资本市场的发展。中国证券市场在短时间内达到如此大的规模,这是中国的奇迹,也是世界的奇迹。它的蓬勃发展伴随着“成长中的烦恼”是不可避免的。2004年2月,国务院发布了《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》,把发展资本市场作为我国一项重要战略任务,并指明了证券市场发展的方向和目标,即把我国资本市场建设成高效、透明、结构合理、机制健全、功能完善、运行安全的资本市场。

证券投资考验的是每个投资者的信心和智慧,而智慧来源于学习。本人经历了十多年证券市场的变迁,又总结了七年证券投资学的教学经验后,谨以此书奉献给各位读者,希望为他们提供一本学习证券理论和实务的较好教材。

本教材紧密结合国内外金融研究、证券理论和实践的最新成果、最新政策,全面阐述了基础理论,并对投资分析、操作技巧提出了独到的见解。

感谢华东政法学院及下属商学院。感谢学校多年来对教学的支持和对出版此书的大力资助。感谢上过这门课和将要学习这门课的学生们,他们不仅是我教学的支持者,而且也是我编写此书的最大动力。最后,感谢我的几位学生,在编写过程中他们给予了极大的帮助,和我一起走过了难忘的日子。

本书在编写中参阅了国内外大量的有关著作和文献,在此表示由衷的感谢。

王秀芳

2005年1月

# 目 录

绪论 .....	(1)
成功投资者应具备的素质 .....	(1)
第一章 证券市场概述 .....	(5)
第一节 证券概述 .....	(5)
第二节 证券市场的含义及其分类 .....	(6)
第三节 证券市场的运行 .....	(8)
本章思考题 .....	(19)
第二章 我国证券市场的产生和发展 .....	(20)
第一节 主要特征和主要事件 .....	(20)
第二节 我国证券市场的制度缺陷 .....	(26)
第三节 我国证券市场的改革与发展 .....	(28)
本章思考题 .....	(43)
第三章 证券市场监管 .....	(44)
第一节 我国证券市场法律体系 .....	(44)
第二节 证券市场监管体系 .....	(45)
第三节 证券市场监管 .....	(47)
本章思考题 .....	(50)
第四章 股票 .....	(51)
第一节 股票概述 .....	(51)
第二节 股票的价值与价格 .....	(57)
第三节 股票价格指数 .....	(61)
本章思考题 .....	(66)
第五章 债券 .....	(67)
第一节 债券的含义及分类 .....	(67)
第二节 债券的定价 .....	(72)
第三节 债券的信用评级 .....	(74)
本章思考题 .....	(77)
第六章 证券投资基金 .....	(78)
第一节 投资基金的特征 .....	(78)



第二节	投资基金当事人 .....	(79)
第三节	投资基金的分类 .....	(81)
第四节	投资基金的设立、发行和交易 .....	(85)
第五节	投资基金资产估值和投资策略 .....	(88)
第六节	投资基金的信息披露与监管 .....	(92)
	本章思考题 .....	(93)
<b>第七章</b>	<b>金融衍生工具</b> .....	<b>(94)</b>
第一节	金融期货 .....	(94)
第二节	金融期权 .....	(99)
第三节	其他衍生工具 .....	(101)
	本章思考题 .....	(109)
<b>第八章</b>	<b>证券投资宏观经济分析</b> .....	<b>(110)</b>
第一节	证券投资分析 .....	(110)
第二节	宏观经济因素和政策的分析 .....	(111)
第三节	行业分析 .....	(115)
	本章思考题 .....	(118)
<b>第九章</b>	<b>公司分析</b> .....	<b>(119)</b>
第一节	公司综合分析 .....	(119)
第二节	公司财务分析 .....	(124)
第三节	公司财务比率分析 .....	(127)
第四节	上市公司的分配与再融资 .....	(135)
	本章思考题 .....	(137)
<b>第十章</b>	<b>证券投资市场分析</b> .....	<b>(138)</b>
第一节	牛熊市特征 .....	(138)
第二节	股票价格运作分析 .....	(140)
第三节	实盘操作 .....	(143)
第四节	投资策略 .....	(146)
	本章思考题 .....	(150)
<b>第十一章</b>	<b>证券投资技术分析——K线及其形态</b> .....	<b>(151)</b>
第一节	技术分析概述 .....	(151)
第二节	K线理论 .....	(152)
第三节	形态分析 .....	(163)
第四节	切线理论 .....	(173)
	本章思考题 .....	(178)



<b>第十二章 证券投资技术分析——移动平均线</b> .....	(179)
第一节 道氏理论 .....	(179)
第二节 移动平均线概述 .....	(179)
第三节 移动平均线的运用 .....	(181)
第四节 其他技术分析理论 .....	(188)
本章思考题 .....	(195)
<b>第十三章 证券投资技术分析——技术指标分析</b> .....	(196)
第一节 技术指标概述 .....	(196)
第二节 四大主要技术指标 .....	(198)
第三节 其他技术指标 .....	(209)
本章思考题 .....	(215)
<b>第十四章 现代证券投资理论</b> .....	(216)
第一节 有效市场 .....	(216)
第二节 证券组合理论 .....	(218)
第三节 资本资产定价模型 .....	(221)
本章思考题 .....	(224)
<b>第十五章 海外证券市场</b> .....	(225)
第一节 美国证券市场发展简史 .....	(225)
第二节 英国证券市场发展简史 .....	(227)
第三节 日本证券市场发展简史 .....	(229)
第四节 新兴证券市场 .....	(230)
本章思考题 .....	(234)

# 绪 论

## 成功投资者应具备的素质

成功的投资者没有确切的定义,在我国证券市场上,对个人投资者而言,这个要求不能很高,总体上是“赢”的,就是成功的投资者。据2004年之前的不完全统计,中国证券市场上一般投资者入市后有22%赢利,34%持平,44%亏损。成功的投资者应该是指这22%者。

为什么投资者当中成功者是少数呢?倘若在牛市,或在某个年份,或某一个投资品种上要获利百分之二十左右并不是一件难事,但是市场上的参与者往往是有赢有输,要一直保持获利就是件非常不容易的事。我们来做一道简单的算术题:一位投资者用1000元去投资,赚了一倍,结果变成了2000元。再全额去投资,市场下跌了100%,该投资损失了100%,现在他手中有多少钱呢?答案是零。理财专家把这种现象叫做“上涨和下跌的不对称性”,即在上涨和下跌幅度相同的情况下,投资者是亏损的。由此可见投资获利的难度。长期的投资实践和教学告诉我们,要成为一位成功的投资者必须学习证券投资分析,注重个人素质的培养。

证券投资分析是人们通过使用各种专业性的分析方法,对影响证券价值或价格的各种信息进行综合分析,包括基本分析和技术分析这两大类。基本分析是通过分析影响证券价格的基础条件和决定因素,判断和预测证券价格的发展趋势。基本分析有助于对整个证券市场的中长期趋势的把握。基本分析包括宏观经济分析、行业和公司分析。技术分析是运用证券现有的价格、成交量等数据,分析、预测证券市场未来的价格变化趋势。此外,投资者必须具备个人良好的投资素质,包括判断能力、个性品质和心理素质。

### 一、要掌握一定的证券理论和政策

证券理论是理解国家证券市场的政策和进行基本面分析的基础,而基本面分析又是把握市场大势的关键所在。当我们有了一定的理论和政策的知识以后,就要把目光转向投资者的市场环境,来研究该市场基本面分析的一些特性。以中国证券市场为例,我们要从由高到低的三个层面去分析证券市场。

第一层面,理论讨论与证券市场。中国是一个新兴加转轨的市场,在整个发展的实践中伴随着反反复复、错综复杂的理论讨论,这些讨论最终会影响市场的发展方向。有时这些讨论会以《人民日报》社论或国务院相关文件作为定论。例如,2001年开始市场上展开的“推倒重来”论和2003年的“股市要有吸引力”的讨论,最终明确方向,不能推



倒重来,要在发展中解决问题。2004年国务院发布的九条意见是一个方向性、纲领性的文件,也引发2004年证券市场重新活跃起来。关于重大制度的改革属于这一层面,如目前正在试行的股权分置改革方案。

第二层面,证券市场调控政策,包括政策调控、证券理论、监管方针、政策的落实和传导机制。政策调控是各国的证券管理机构为了达到一定的宏观目标在关键时候所采取的一系列的政策。对证券市场管理的总目标首先是股价指数的波动应该服从于经济增长。其次是要保证其平稳健康运行,政策对股价指数会起到“削峰填谷”的作用。当股价指数涨幅过大,远超过经济增长水平和企业平均效益增长率时,管理者会出台相应措施,以起到“削峰”的作用,抑制虚拟资本的过度膨胀和防止泡沫经济的形成;当股价指数连续下挫,对投资者信心造成重大打击,严重低估了资本价值或破坏了证券市场功能发挥时,管理者会推出一些有利于证券市场发展的政策,以起到“填谷”的作用。调控政策从形式上说,是一些实质性利多或利空的消息出台;从内容上说,主要是出台相关的制度和监管措施。一是关于证券市场交易规则的重大调整和投资者队伍的扩大或减少的政策。如调整交易印花税、股票价格涨跌停板幅度的调整。此外,扩大或减少机构投资者队伍是对市场资金量供给的调节,对市场发展有一定的影响。二是对上市公司和机构投资者的严厉监管。表现在对上市公司违规的查处,对违规操作的机构投资者的查处。三是大幅度地增加或减少证券的供求量。因为证券供求量会影响资金量,而资金与股价指数是正相关关系。总之,当出现以上三个方面政策调控的强烈信号时,投资者必须调整自己的投资行为。

第三层面,温和调控手段。我国管理者对证券市场的管理目标是不断地提高市场化的程度,但在目前情况下,也采取一些调控措施。这一层面的措施一般不是用于市场巅峰和谷底,而是平时,根据市场的状态而定。例如:加快或放缓发行、上市节奏等。

## 二、要对宏观经济、产业和上市公司发展有一定认识

证券投资者从某种角度来说,也应该是个“准经济学家”。证券市场是经济的晴雨表。越是成熟的市场,与宏观经济的关联度越高。证券投资的目的是分享经济发展带来的利益,所以对宏观经济、行业和公司分析非常重要。当那些处于行业上升时期的公司销售量扩大时,我们的理念就是公司卖产品,我们买它的股票。但是中国是新兴市场,产业变化大,新一轮经济发展会带动一批新产业,新一轮经济发展又带动另一批产业,长期持续、稳定发展的产业并不是很多,所以投资者一定要适时地调整持有的证券。例如,1996年和1997年,家电类行业处于上升期,2003年钢铁、汽车、石化等行业处于上升期,2004年电力行业进入扩张时期等。因此,在1996年和1997年上半年任何时候买四川长虹的股票都是赢家。2000年、2001年买网络概念股和科技股是正确的,但以后的年份这类股票就变成了“一路伤心概念股”。

可以从三个方面为投资者提供经济、行业、公司分析的切入口。

1. 要关注国家宏观经济和行业景气报告,注意国家扶助和调控的行业,把握宏观经济和行业发展的趋势。

2. 要关注各大投资机构对各行业的分析报告。借助于机构的分析,可以深入了解每一时期各行业的景气程度。

3. 关注各大投资机构所选的投资目标所处的行业或者具体公司。QFII 在 2003 年第一单买了四家公司股票:中兴通讯、上港集箱、外运发展、宝钢股份。2004 年标准普尔公司公布了亚洲强力选股组合,推出了亚太地区 5 个市场 15 支热门股,分别属于能源类、资源类、航空业、电力行业、电信服务、IT 和金融业,还有食品行业等。2003 和 2004 年中国开放式基金投资的行业也有变化,反映在它们公布的投资组合中持股结构有所调整。投资者既可以参考机构投资者的筛选,也可以通过分析,从整体上把握行业、公司分析的方向。

### 三、要有一定的投资理念和投资技术

首先是投资理念。它是一种指导投资的策略和方法。任何一个市场都有占主导地位的投资理念,而最高的理念应该属于价值投资理念。中国证券市场已经结束了多年来热衷于炒概念股的投资理念,逐渐与国际市场接轨,倡导一种价值投资理念。所谓价值投资,是指以对影响证券投资的政治经济因素、行业发展前景、上市公司的经营业绩、财务状况等要素的分析为基础,以上市公司的成长性以及发展潜力为关注重点,以判定证券的内在投资价值为目的的投资策略。它的创始人是美国证券分析师协会首任主席本杰明·格雷厄姆。格雷厄姆是巴菲特的老师。格雷厄姆在美国股市大崩盘年代几近破产,因此他与多德先生合作历时 4 年完成的《证券分析》一书,具有一种反思的意义,也阐明了价值投资的理念。巴菲特阅读了这本书后有一种如遇神明的感觉,从此师从于格雷厄姆。在以后的学习中,巴菲特深刻体会了老师的投资理念:在投资与投机中,务必选择以本金安全为前提,以回报率为价值取向的投资。任何股票都有公司的内在价值作为支撑,它与市场的价格不同。任何股票只有当其市场价格低于其内在价值,出现了“安全空间”时,才有投资价值。巴菲特成功地找到了许多具有“安全空间”的股票,以 100 美元的投入在四十多年间创造了超过 120 亿美元的财富,更重要的是他和他的老师的价值投资理念深入人心。所以投资者必须树立价值投资理念,才可能立于不败之地。当然,在以价值投资理念为本的前提下,还应兼顾市场上流行的其他投资理念。

其次是投资技术分析。在基本面一定的情况下,技术面分析起着重要的作用。技术分析就是对价格走势的分析。实践证明,技术分析能把握市场的趋势,具有先人一步的敏锐性。技术分析可以在风险相对较小的时候进场,风险较大的时候离场。当然,技术分析有一定的局限性,它是用前面的结果预测未来,而未来又受现实的不确定因素影响,所以未来是可预测但又不能确定的,只有等市场有所表现后才能确定。但无论怎样,它的局限性是次要的。

### 四、要具备良好的个人素质

首先是独立的判断能力。从某种角度说,证券市场是信息最多、最乱,也是变数最



大的地方。所以投资者必须培养独立的判断能力和应变能力。对于公开的市场信息要能估计出它对市场的影响程度,以便理清思路应对市场的变化。

其次是投资者的性格和心理素质。西方流行这样的箴言:证券是针对人性弱点而设计的金钱游戏。市场是最好的学校,自以为是、自命不凡的人,经过证券市场的洗礼,会认识到自己的不足。侥幸、缺乏耐心、恐惧等都是人性的弱点,表现在投资证券时一旦失败就一筹莫展,难以承受;一旦获利,也同样心绪不宁,稳不住阵脚,所以赚点蝇头小利就卖出。

投资者还要具备一定的素质,例如睿智、果断、勇敢、坚韧等。勇敢中不鲁莽,谨慎中不拘泥;有时要甘于寂寞,有时要投身于轰轰烈烈的市场热点中。在市场低迷时要坚韧,在决策时靠睿智,在投入时要果断和勇敢,在风险来临时要谨慎。

最后,成功的投资者需要时间的磨炼。一般的投资者可能花两三年的时间才找到对市场的感觉,然后继续学习和实践。当你踏进证券市场的那天起,你的新学习就此开始了。证券市场容不得略知皮毛。实践的含义不仅指操作实践,更是一个永无止境的学习过程。

# 第一章 证券市场概述

## 第一节 证券概述

### 一、证券的含义、分类

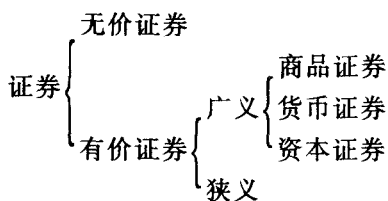
#### 1. 证券的含义

证券是经济权益凭证的总称,即证券持有者拥有商品和财产的所有权,或收益的请求权、债权并以此取得一定收入的各种凭证。

#### 2. 证券的分类

证券分为无价证券和有价证券。无价证券包括证据证券和私权证券。证据证券只是单纯地证明某种事实,如借据、收据等,它不标明票面金额,不代表一定价值。私权证券则是认定持证人是某种私权的合法享有者,如土地所有权证书等。

有价证券是证明一定财产权的证书,又分广义和狭义两种。广义的有价证券包括商品证券、货币证券和资本证券。商品证券是商品所有权或领用权的凭证,如提货单、运货单、仓库栈单等。货币证券是代表一定的货币额或对货币索取权的凭证,如汇票、支票、本票。资本证券是表示投资的事实,持券人对发行者有一定收益请求权的凭证,如股票、债券、基金、期货合约等。狭义的有价证券就是指资本证券。



### 二、证券的基本特征

1. 收益性。从投资者的角度说,它是投资的目的。收益来自于股息、红利、债息等,也来自于资本利得(买卖差价获利)。

2. 流通性。证券在公开的场所进行交易,有变现能力,也使得避险有了可能。

3. 虚拟性。虚拟性表现在三个方面:

(1) 虚拟资本与真实资本在质上不同。虚拟资本以有价证券的形式存在,如股票、债券、不动产抵押单等,并能够给持有者带来一定收益。证券本身不是真实资本,它间接反映实际资本运动状况。证券发行上市后就与实际资本相分离,实际资本由股份公司运作,证券的持有者只有通过公司披露的信息来了解公司运作的情况,或者是在股东

大会上行使权力。

(2) 虚拟资本与实际资本在数量上不同。虚拟经济是指以资本化定价为基础,具有内在波动性的一套特定的价值系统。全球虚拟经济的总规模远远超过实体经济,大约是实体经济的5倍。虚拟资本的数量等于各种证券的价格总和,其变动取决于股票、债券等证券的发行数量及价格水平。而证券的交易价格经常高于实际资本的价格,它是“实际资本预期收益的货币折现”。

(3) 实体经济与虚拟资本定价的方式不同。实体经济以成本定价,而虚拟资本的定价方式很大程度上取决于人们的预期和心理。证券的价格不仅与公司过去的投资质量有关,更与未来投资项目的预期收益有关,股票的价格特别能反映人们的预期。所以虚拟经济也是一种预期经济,易产生“泡沫”,它的风险来自于“泡沫”过大,即证券价格远高于公司未来的收益。

4. 风险性。投资风险按是否可以分散而分为系统性风险和非系统性风险。系统性风险是指某种因素会给市场上所有的证券带来损失的可能性,如政局波动、利率变动等。它的特点是投资者不能通过购买具有各种特征的证券来分散风险,只能凭对宏观经济的预测等来避开风险。非系统风险是指某些因素对单个证券造成损失的可能性,属微观层面上的风险,如某上市公司财务、信用、经营管理等风险。它是可以通过制定投资组合来分散或转移的风险。高风险市场指非系统风险系数高达60%以上的市场。发达国家的非系统风险大约在20%~30%,新兴市场达到45%左右。

新兴市场的风险主要来自三个方面:

(1) 来自上市公司的风险。包括由上市公司经营管理不善带来的财务等方面的风险,信息披露不规范带来的风险等。

(2) 来自政策的风险。首先是宏观经济政策,特别是利率的变动;其次是证券市场定位的不确定性;再次是发展的非连续性,具体政策反复调整。

(3) 来自市场过度投机的风险。例如,来自于社会游资冲击的风险;来自于市场的过度炒作,庄家盛行的风险;来自于地下证券黑市和非法证券交易的风险。

## 第二节 证券市场的含义及其分类

### 一、证券市场的含义

证券市场是股票、债券、基金单位等有价值证券及其衍生产品(如期货、期权等)发行和交易的场所,主要由发行人、投资者、金融工具、交易场所、中介机构、监管机构和自律组织等要素构成。

### 二、证券市场的构成要素

#### (一) 发行人

证券发行人是证券市场上的资金需求者和证券提供者。



1. 企业。企业通过发行股票可以补充公司的资本金,改善公司的资本结构。发行股票所募集的资金成为企业的资产,可以用来进行固定资产投资等规模较大的长期投资。

2. 政府部门。政府部门是主要的资金需求者和证券发行者。政府债券在我国主要是中央政府债券,又称为国债。

3. 金融机构。金融机构通过发行金融债券等筹集资金,然后通过贷款、投资等形式,运用这部分资金以获取收益。

## (二) 投资者

投资者是证券市场上的资金供给者,也是金融工具的需求者、购买者和交易者。

1. 个人投资者。个人投资者是指从事证券买卖的居民。个人投资者买卖证券是对其剩余、闲置的货币资金加以运用的一种投资方式。个人投资者除了注重证券的收益性之外,还对证券流动性有较高的要求,以满足随时变现的要求。

2. 机构投资者。机构投资者是指从事证券买卖的法人单位,主要是非金融企业、金融机构和政府部门等。非金融企业不仅是证券发行者,而且也是证券投资者。它们投资的目的,有的是为了资产的保值、增值,有的是通过投资实现对其他公司的参股、控股。金融机构是证券市场主要的需求者和机构投资者,大约可分为三类:一是商业银行和保险公司;二是证券经营机构;三是基金。目前,在我国,基金主要有证券投资基金、社会保险基金和企业年金基金等。此外,中央银行在国债市场上进行证券买卖,主要是为了公开市场操作、调节货币供给以调控宏观经济。

## (三) 金融工具

金融工具是指证券市场上的融资工具和交易品种。金融工具主要有股票、债券、基金和金融衍生产品。

1. 股票。股票是股份有限公司发行的,用以证明股东身份,证明股东对公司拥有相关的财产权的证书。

2. 债券。债券是政府、企业、金融机构等组织发行,并且承诺按约定时间向持有人还本付息的债权债务凭证。

3. 基金。基金是由基金发起人向不特定投资者公开发行的,表示持有人按其所持份额享有资产所有权、收益分配权和剩余资产分配权的一种凭证。证券投资基金是由不同的投资者,不等地出资汇集成一定规模的信托财产,由专家理财,收益按投资者出资比例分享的一种投资工具。

4. 金融衍生产品。金融衍生产品是指在传统金融工具基础上衍生出来的,通过预测股价、利率、汇率等未来行情、走势,采用保证金交易或签订远期合同等交易形式的新兴金融工具,如期权、期货等。

## (四) 管理者

管理者主要是指政府监管者和自律组织,前者是政府行政部门,例如证监会、财政部、国资委、证券交易所等,后者主要是指证券业协会等。

### 三、证券市场分类

#### 1. 按市场的职能分为发行市场和流通市场

发行市场又称一级市场,是证券发行者与投资者之间形成的市场。流通市场又称二级市场,是已上市的证券在投资者之间进行转让、买卖交易的市场。

#### 2. 按交易的对象分为股票市场、债券市场和基金市场

股票市场是发行和买卖股票的市场,属于长期资本市场。它又分为发行市场和流通市场。债券市场是债券发行和流通的市场。基金市场是基金发行和流通的市场。一般来说,封闭式基金在交易所挂牌交易,开放式基金由投资者直接与基金管理公司或代销机构交易。

#### 3. 按组织形式分为交易所市场和场外交易市场

交易所市场是由证券交易所会员集中交易的市场,是证券流通市场的核心。场外交易市场是一种分散的、无形的市场,通过遍布各地的电话、电传、计算机网络等连接起来。

#### 4. 按地位和作用分为主板市场、二板市场、三板市场和四板市场

主板市场是指交易所市场。二板市场是为新兴企业或高科技公司提供融资渠道和交易的市场。三板市场是那些已经上市交易的证券却在证券交易所以外进行交易而形成的市场,是场外交易市场的一部分,在我国是指“代办股份转让系统”和原法人股交易系统,前者事实上是退市公司交易系统。四板市场是近年来美国出现的场外交易形式,也称第四市场,是指证券交易不通过经纪人进行,而是通过计算机网络直接进行大宗证券交易的场外交易市场。

## 第三节 证券市场的运行

### 一、证券发行市场

#### (一) 证券发行市场的含义与构成

##### 1. 证券发行市场的含义

证券发行市场,是指证券发行人向投资者出售证券以筹集资金的市场,一方面为资本的需求者提供筹集资金的渠道,另一方面为资本的供应者提供投资场所。由于发行活动是证券市场一切活动的源头和起始点,故又称一级市场或初级市场。证券发行市场的特征是无固定场所、无统一的发行时间。

##### 2. 证券发行市场的构成

(1) 发行人。证券发行人是指符合发行条件并且正在从事证券发行或者准备进行证券发行的政府组织、企业或金融机构,它是构成证券发行市场的首要因素。大多数国家的证券法规对证券发行人的主体资格、净资产额、经营业绩和发起人责任设有条件限制,以保证证券发行的安全与公平。



(2) 投资人。投资人是根据发行人的招募要约,已经认购或者将要认购的个人或机构投资者,它是发行市场的另一基本要素。投资人的构成较为复杂,它可以是个人、金融机构、基金、企业或其他机构投资者,也可以是未来享有股权的投资者、持股代理人等。投资人也是证券投资关系的当事人,在法律上应当具备主体资格的确定性和合法性。

(3) 中介机构。中介机构是证券发行的承销者和服务者,代理证券发行、向投资者推销证券。中介机构在证券发行市场上占有重要地位。中介机构主要包括证券承销商、会计师事务所、律师事务所、资产评估机构等。

## (二) 证券发行方式

证券发行的方式有许多种,常见的有以下几种。

### 1. 按发行对象不同,可分为公募发行与私募发行

(1) 公募发行。又称公开发行业。它是指发行人向社会公众投资者发售证券。为保障投资者的利益,政府对证券的公募发行控制很严,要求发行人具备较高的条件。公募发行能使发行者在较短的时间内筹集到大量资金。公募证券除了少数政府债券外,大多可以上市流通,具有较高的流动性。它的不足是手续比较复杂,发行成本较高。

(2) 私募发行。又称不公开发行业、内部发行。它是指发行人向少数特定的投资者发行证券的一种方式。发行对象一般是与发行者有特定关系的投资者,如发行人的职工或与发行者有密切关系的金融机构、公司、企业和个人等。发行者的资信情况为投资者所了解,不必取得证券资信级别评定。私募发行手续比较简单,可节省发行费用,但私募证券一般不允许上市流通。

### 2. 按发行有无中介分,可分为直接发行和间接发行。

(1) 直接发行。它是指发行人不通过证券承销机构而自己发行证券的一种方式。直接发行可节约发行成本,但发行者自身要担负较大的发行风险。这种发行方式并不普遍采用,一般仅适用于发行风险小、手续较为简单、发行数量较少的证券。

(2) 间接发行。也称承销发行。它是指发行人委托证券承销机构发行证券的一种方式。这些机构一般为投资银行、证券公司、信托投资公司等。采用间接发行方式可在较短时期内筹集到所需资金,发行人风险较小,但需要支付一定的费用,并接受受托发行机构的要求,提供证券发行所需要的相关资料。根据受托机构对证券发行责任的不同,间接发行又可分为包销、代销和助销发行。

## (三) 股票发行市场

### 1. 股票发行的目的

(1) 为设立新的股份公司而发行股票。新的股份公司的建立需要资本金,通过股票市场筹集注册资本是一个有效的途径。股份公司的设立一般有两种方式:一种是发起设立,即在公司设立时,由发起人出资后,公司即告设立完成。另一种是募集设立,指由发起人认购一部分股份,其余部分向社会公众公开募集。发起人最初至少要认购股份总数的一定比例,而且要等到筹足预定的注册资本额后才能成立公司,所以设立的时间比较长。在我国,为了规范股票发行和提高上市公司质量,一般要求新设立的股份公



司先以发起方式设立,运作一段时间后,符合相关的要求后,才允许公开向社会募集资金,扩大注册资本额。

(2) 现有公司为扩大资本规模而再度发行股票。上市公司为扩大公司资本规模而再度发行新股,一般出于这样几个目的:① 扩大经营,增加投资。上市公司为扩大经营规模或范围、提高公司的竞争能力、新建投资项目等,可以再度发行新股而达到筹资的目的,这种追加投资的方式被称为增发新股。上市公司增发新股时一般是面向全体市场投资者发行的,公司老股东享有一定比例的优先购买权。② 调整公司财务结构,保持合理的资产负债比率。公司负债比率是反映股份公司经营效率的一个指标,而这个比率又取决于负债和股本加借入资本之比。负债比率过高,公司有经营状况不佳,甚至资不抵债之虞。为保证公司拥有合理的负债比率,提高公司的安全运营程度和竞争力,有必要发行新股提高自有资本的比率,改善公司财务结构。

(3) 维护股东利益。一些经营较好的公司着眼于长远发展,在股利分配时不是以现金股利发放的方式,而是以发放新股的(俗称“送红股”)方式进行分配。公司还可以将积累的资本公积金和任意公积金,依照法律规定转成公司资本金,按比例无偿地发给原有股东(俗称“转赠股”)。

(4) 满足股份公司股票上市标准。股份公司股票在证券交易所上市的条件之一就是,股份公司的注册资本达到一定的标准,流通股本占总股本的份额要达到一定的比例。所以股份公司为了能够达到股票在证券交易所上市的标准,可以通过发行新股票来扩大公司资本额和流通股数量。

(5) 其他目的。如可转换公司债的转换请求权生效后,股份公司需按照事先承诺,发行新股票兑换可转换公司债;在公司减资时发行新股替换原股票。

## 2. 股票发行方式

(1) 初次发行。初次发行是指组建股份公司、非股份制企业改制为股份公司、非上市公司转为上市公司时,公司首次公开发行股票。首次公开发行简称 IPO(Initial Public Offer)。初次发行一般是发行人在满足发行人必须具备的条件,并经证券主管部门审核批准或注册后,通过证券承销机构面向社会公众公开发行股票。通过初次发行,发行人不仅募集到所需资金,而且完成了股份有限公司的设立或转制。

(2) 增资发行。增资发行是公司来达到增加资本金的目的而发行股票的行为。按照股东取得股票时是否缴纳股金来划分,可分为有偿增资和无偿增资发行。

有偿增资具体分三种:① 配股。公司按持股比例向原股东分配新股认购权,准其优先认购增资股份。这种新股发行价格一般低于市场价格。原股东对公司的配股,没有必须应募的义务。② 公募增资,也称增发新股。它是股份公司向社会公开发售新股票而实现增资的方式。公募增资的目的除了增加公司的资本金以外,还可以扩大股东人数、分散股权、增加股票的流通性。增发新股的价格一般以市场价格为基础,一般略低于市场价格。③ 私人配售。即向股东以外的特定人员出售新股。新股的价格可以是股票市价,也可以低于市场价格。

无偿增资具体分三种:① 股票分红。股份公司将赠送股票的形式向股东分配红