

走向 21 世纪工商管理丛书

主 编 罗锐韧

HANDBOOK OF  
CORPORATION LAW  
& CORPORATION PROBLEM'S  
SETTIEMENT

# 公司法 与公司问题 解决手册

第 二 卷



龍 門 書 局

# 公司法与公司问题解决手册

罗锐韧 主编

(第二卷)

龍 門 書 局

# 第一章 股票投资

## 第一节 股票的发行与交易

### 一、股票及其性质和特征

#### (一)股票的概念

股票是一种有价证券,它是股份有限公司发给股东用以证明股东所持股份,并据此获得股息和红利的一种凭证。股份公司的股票持有人是公司的股东,股东投入的认购资本是股本。对股份公司来说股票是筹资工具,而对资金所有者来说股票是一种投资工具。

股票作为一种凭证,它的制作必须依法进行。股票的正面应载明下列主要事项:

- (1)公司名称。
- (2)公司注册成立的日期。
- (3)股票种类、票面金额及代表的股份数。
- (4)股票发行日期和股票的编号。
- (5)其他。

股票背面印有一张表格,表格内有些栏目可供转让股票时签名、盖章、注明有关事项等。

此外,在股票的背面还有发行公司的若干说明等。

#### (二)股票的性质

股票具有以下几个基本性质:

(1)股票是证权证券。证权证券,是指证券所代表的权利原已存在,证券只是起一种权利证书的作用。股票的发行是以股份的存在为前提的,它的作用是证明股东的权利,而不是创造股东的权利,即使股票发生遗失、损毁等,股票所代表的权利也并不因此消失,股东可依法定程度要求股份公司补发新股票。

(2)股票是要式证券。股票应记载一定事项,内容应真实、全面,其制作和发行必须经证券管理机关的审核和批准,任何个人或团体,不得擅自印制发行股票。

(3)股票是一种权益证券。股票的持有人即股东享有多种权利,包括参加股东大会、投票表决,获取股息红利,参加公司剩余财产分配等。

(4)股票是有价证券。它与其所代表的股东权利密不可分。在其流通转让上,转让股票即是转移股东权利,不能只转让股票而保留股东权利。

#### (三)股票的特征

股票主要有以下四个特征:

(1)变现性。股票可以随时流通转让,通过市场交易变现,这样转让股票者脱离股东地位,而购买者成为新股东。股票的变现性,既保持了投资灵活性,吸引投资,又维护了公司资本的完整性。

(2)风险性。股票具有不返还性,投资者购买股票后便不能要求退股收回本金。股票投资者的收益一方面来源于股份公司分派的股息红利,其多少完全取决于公司的盈利状况,如果公司亏损还要承担责任;另一方面则来源于股票市场的交易价差,而股票价格是千变万化的,因此,股票具有很大的风险性。

(3)价格与票面价值的不一致性。股票既然可以流通转让,那它就同商品一样具有价格。股票价格除受公司经营状况影响外,还受政治、经济等诸多因素影响。因此,股票价格处在不断的变化中,常背离其票面价值,这也正为投机者提供了活动条件。

(4)虚拟资本性。股票是虚拟资本,本身没有价值。股票具有两重性:一方面股票所代表的真实资本在股份公司中运动着;另一方面股票从真实资本中分离出来成为虚拟资本进行流通。

## 二、股票的种类

### (一)普通股和优先股

这是按照股东承担的风险和享有权益的大小而进行的股票种类划分。

普通股是股息随公司盈利变动的股票,是股份有限公司最先发行的基本股份。普通股股东在公司

中享有表决权,可以对公司经营管理的重大问题行使表决,但其股息必须在支付了公司债息和优先股股息后才能分配,具有不确定性。在公司因破产或停业进行清算时,普通股股东只能就公司清偿债务、优先股本息后的剩余资产进行分配。

优先股与普通股相对,可以在普通股之前优先得到股息,但其股息往往是固定的。当公司因破产或停业而清算时,优先股可按票面价值比普通股优先分配公司的剩余资产。但是优先股股东不享有投票表决权,不能参与公司的经营决策;同时,由于其股息率事先确定,优先股股东无法享受公司利润增加带来的收益。

优先股本身又有着复杂的形式,具体可划分为:①累积优先股与非累积优先股。②参加优先股与非参加优先股。③可转换优先股与不可转换优先股等,目前鉴于广大投资者在市场中还不需要这方面的知识,这里不再多用篇幅。

#### (二) 记名股票与无记名股票

这是按照股票有无记名为标准进行划分的。记名股票是股票上载有股东姓名,并记入公司股东名册上的股票。记名股票若转让,需将受让人姓名及住所记载于股票票面和公司股东名册上,否则转让无效。

无记名股票是不需要记载股东姓名的股票,凡持有此种股票者,即为公司股东。这种股票仅凭所附息票取股息,可自由转让。目前,中国发行的股票是记名式普通股票。

#### (三) 面值股票与无面值股票

这是以股票有无票面金额而划分的。面值股票,是指股票票面上记载有每股金额的股票,票面额为公司资本的基本单位。目前,中国发行的股票都是有面值股票。

无面值股票又称比例股,其票面上不注明金额,而仅说明占公司总资产的一定比例。由于公司资产不断变动,股票的实际价值也随之变动。

#### (四) 国家股、法人股和个人股

这是以股票的持有主体为标准进行的划分。

国家股,是指国家投资或国有资产经过评估并经国有资产管理部确认的国有资产折成的股份,国家股的股权所有者是国家。中国国家股的构成,主要包括三个部分:①国有企业由国家计划投资所形

成的固定资产,国拨流动资金和各项专用拨款。②各级政府的财政部门,经济主管部门对企业投资所形成的股份。③原有行政性公司的资金所形成的企业固定资产。

法人股,是指企业法人以其依法可支配的资产向股份公司投资所形成的股票,或者具有法人资格的事业单位或社会团体以国家允许用于经营的资产向股份公司投资所形成的股票,前者称为企业法人股,后者称为非企业法人股。

个人股,是指公民个人以其合法财产向股份公司投资所形成的股票,一般为记名有面值普通股。中国法律规定,一个自然人所持股份不能超过公司发行在外的普通股的5%。

此外,还有外资股,又称B股,是外国和港澳台地区投资者以购买人民币特种股票的形式向股份公司投资形成的股份。它以人民币标明股票面额,以美元或港币认购和交易。

#### (五) 其他分类

以上是几种股票的分类方法,此外还有一种针对普通股,以发行公司的业绩和态势、股票的收益和风险为依据的分类方法,如蓝筹股、成长股、周期股、防守性股及投机性股等。

### 三、股票的发行

股票的发行是股票市场运行的开始,也是投资者进入股票市场前应了解的一个重要内容。

#### (一) 股票发行的条件

股票直接关系到公众利益,为了保障投资人的利益,世界各国对股份公司发行股票都是有限制的,只有当公司符合一定条件时,才允许发行股票,如中国1993年发布的《股票发行与交易管理暂行条例》中就对此进行了规定:

(1) 申请发行股票的公司须是采用募集设立方式设立的股份有限公司。

(2) 公司的生产经营符合国家的产业政策,现阶段主要指能源、交通、通讯等国家急需发展的产业。

(3) 发行的普通股仅限一种,同股同权。

(4) 发起人认购的股本数额不少于公司拟发行的股本总额的35%,票面金额不少于人民币3000万元,国家另有规定除外。

(5) 向社会公众发行的部分不少于公司拟发行股本总额的25%,其中公司职工认购的股本数额不

得超过拟向社会公众发行的股本总额的10%。

- (6)发起人在近3年内没有重大违法行为。
- (7)国务院证券委员会规定的其他条件。

### (二)股票发行的程序

中国每年公开发行股票规模是由证券委与计委联合确定的,然后按照各省市的需要和要求分配下去,各省市按照国家产业政策的规定,充分体现择优扶持和限制过热部门发展的原则,选择适合的企业作为股份制改革的重点,批准这些企业公开发行一定规模的股票。目前,中国股票发行方式大致分为两种:内部发行与公开发行;直接发行与委托发行。下面就以与投资者联系紧密的公开委托发行方式为例说明股票发行的程序:

(1)企业申请发行股票应准备好下列文件:①企业营业执照副本。②公司章程。③招股章程。④可行性分析报告。⑤经会计师事务所签证的最近3年和上一季度的财务报表。⑥发起人认购全部股份35%以上的验资证明。

(2)填写证监会发给的“股票发行申报书”,包括两个部分:①发行说明书。②企业的详细报表和统计资料。

(3)向证券商提出办理委托发行股票的申请,并签订委托合同,对委托事项、各自的权利与义务及经济责任作出明确规定。

(4)印制认购书和股款临时收据,公告认股办法和收款的日期、地点。

(5)缴款、收款结束后,筹备召开股东大会,选举董事、监事;召开董事会选举董事长、副董事长及常务董事。同时,进行股票设计,并将法人代表签章列入股票。

(6)股票经证监会审定盖章后交印刷厂印制,印好后由企业盖齐公章和法人代表私章后,再公告临时收据换取正式股票。

### (三)股票发行价格

股票发行价格,是指股份有限公司在募集公司股份资本或增资发行新股时,公开将股票出售中给投资者所采用的价格。根据发行价格与股票面值的关系,股票发行价格可分为以下几种:

(1)平价发行,即股票的发行价格与股票面额相等,又称等价发行。这种价格一般适用于公司股票的首次发行,其不足之处是公司得不到溢价的好处。

(2)市价发行,即股票的发行价格以股票市场的

即时价格水平为基准加以确定。这种价格能够使公司获得相当一部分溢价增资收益,目前已成为中国新股发行的一种主要定价方式。

(3)中间价发行,是指股票的发行价格在股票的面值和市场价格之间确定,通常使用于公司的面向原股东的增资配股。

(4)折价发行,是指股票发行公司与股票承销商之间经过协议,将股票按面额折扣后发行,其折扣率高低取决于公司的业绩和承销商的能力及市场状况。目前,中国不允许这种定价方式。

### (四)股票的发售方式

目前,中国股份制企业发行股票的方式是将股票委托一家或几家股票承销机构代理发行或承销包销,具体发售方式分为以下三种:

(1)助销,是指筹资人与承销商签订合同,约定如不能将股票全部售出,剩余部分由承销商买进,以保证发行总额的完成。在这种方式下,承销商承担了部分发行风险,但收取的手续费较多,发行公司虽需付出较高的费用,但风险小,筹资金额有保证。这种方式在中国运用较多。

(2)代销,是指股票发行公司自己承担股票发行风险,只是将股票公开发行委托承销商办理,承销商只是作为代理机构,并承诺尽可能多地以委托价格销售股票。到约定时,承销商将所收资金和剩余股票全部交还股票发行公司。在这种方式中,承销商不承担任何风险,但所收取的手续费比助销方式低。

(3)包销,是指承销商先以自己的名义买下全部拟发行的股票,再于适当的时候将所购股票全部转售给公众。承销商一般以略低的价格从发行者手中买进股票,然后再以较高的价格向投资者售出,二者之间的价差构成承销商的收入,减去发行费用后即成为包销利益。股票发行公司可以及时得到资金,不承担风险,但也无法获得可能出现的溢价收益。

### (五)投资者认购股票的方式

中国由于对股票发行的规模控制和不成熟股市的强投机性,使得投资原始新股的风险几乎为零,“买新必赚”的新股神话经久不衰,认购新股成为投资者趋之若鹜的一件事情。在新股认购方式上也经历了数番发展变化,主要有以下几种方式:

(1)无限量发行申请表,公开摇号抽签,中签者按规定认购一定数量的股份。

(2)与银行储蓄存款挂钩,存入一定金额可得一



存单,然后对存单号码进行摇号抽签,中签者可认购一定数量的股票。

(3)全额预缴款,比例配售,余款即退或转存。

(4)上网竞价发行。

(5)上网定价发行,按比例配售或摇号抽签。

#### 四、股票的交易

##### (一)股票交易市场

股票交易市场,又称流通市场、二级市场,是指进行股票交易的场所。由于股票交易市场的存在,使股票持有者可随时出售其持有的股票,获得货币资金;拥有资金的人可随时购入股票,充分利用其货币资金。

股票交易市场和发行市场共同构成股票市场,它们是相辅相成、相互依存的有机整体。发行市场是交易市场的前提,没有发行市场就不可能有交易市场;同时,交易市场是发行市场重要保证,没有交易市场,人们就不能灵活地运用自己的资金,人们就不会愿意持有股票,最终阻碍股票的发行。因此,健全的交易市场是发行市场得以发展的保证。

##### (二)股票的上市

股票的上市,是指股票发行公司在股票发行后,申请将股票在证券交易所公开挂牌买卖。

(1)上市的条件。为了保护投资者利益,证券管理机关和交易所对申请上市的股票要进行严格审查,申请上市的股票只有符合规定的条件,才能被批准在交易所挂牌交易。具体条件是:①股票经国务院证券管理部门批准已向社会公开发行。②公司股本总额不少于人民币5000万元。③开业时间在3年以上,最近3年连续盈利。④持有股票面值达人民币1000元以上的股东人数不少于1000人,向社会公开发行的股份达公司股份总数的25%以上;公司股本总额超过人民币4亿元的,其向社会公开发行股份的比例为15%以上。⑤公司在最近三年内无重大违法行为,财务会计报告无虚假记载。⑥国务院规定的其他条件。

(2)上市股票的暂停上市和终止上市。已上市的股票并非一劳永逸,证券管理机关和证券交易所还要进行定期复查,当上市公司有下列情况之一时,将暂停其股票上市:①公司股本总额、股权分布等发生变化不再具备上市条件。②公司不按规定公开其财务状况,或者对财务会计报告作虚假记载。③公司有

重大违法行为。④公司最近3年连续亏损。

上市公司有上面所列②③项情形之一经查实后果严重的,或者①④项情形之一,在限期内未消除,不具备上市条件的,将终止其股票上市。

##### (三)股票交易的成交原则

股票交易的成交,是指卖方同意卖出股票,买方同意买入股票。它是股票交易的核心步骤。股票交易的成交是以竞争原则进行的,成交竞争原则的核心是价格优先、时间优先和数量优先,这即是股票交易的成交原则。

(1)价格优先,是指买进时较高价格的申报优先满足,卖出时较低价格的申报优先满足。

(2)时间优先,是指当存在多个价格相同的申报时,申报时间在前者优先。

(3)数量优先,是指在交易申报价格相同而且申报时间相同的情况下,申报交易数量较大者优先于申报交易数量较小者。

##### (四)股票交易的竞价方式

在证券交易所交易中,申报买进价和卖出价是成交的中心环节。传统的竞价方式有口头唱报和板牌报价两种,现代社会主要以电脑竞价进行撮合配对。目前,中国上海和深圳两家证券交易所均采用的是电脑撮合竞价。电脑撮合竞价分为集合竞价和连续竞价两种方式。

(1)集合竞价,是指在某一规定的时间内,由投资者自由进行买卖申报后,由电脑交易系统按照“三优先”原则进行排序,并在此基础上寻找一个基准价格,它同时满足三个条件:①成交量最大。②高于基准价格的买入申报和低于基准价格的卖出申报全部满足。③与基准价格相同的买卖双方中有一方申报全部满足。这个基准价格被确定为成交价格,市场上每天的开盘价就是采用集合竞价方式产生的。

(2)连续竞价,是指对申报的每笔买卖委托,由电脑交易系统按照“三优先”原则进行排序,然后按照下面两种情况分别产生不同的成交价格:①买入申报价格 $\geq$ 市场即时揭示的最低卖出申报价格时,成交价格为即时揭示的最低卖出申报价格。②卖出申报价格 $\leq$ 市场即时揭示的最高买入申报价格时,成交价格为即时揭示的最高买入申报价格。

##### (五)股票交易的单位和时间

证券交易所对场内股票交易有具体的规模要

求,一般把买卖股票的最低成交数量叫做交易单位,只有达到交易单位或其整数倍才能进行交易。上海和深圳两个证券交易所均以100股为一个交易单位,简称为“一手”。

交易时间,是指证券交易所开市进行股票买卖的营业时间。上海和深圳两个证券所对开市时间的规定是:每周一至周五开市,每日分前市、后市两部分,前市为9:00—11:30,其中9:00—9:25为集合竞价时间,后市为下午1:00—3:00。法定节假日不开市。

#### (六)股票交易的费用

股票交易本身也是有成本的,又称股票交易的费用,一般由四部分构成:

(1)异地费,是指异地买卖股票须缴纳的长途专线费用,一般规定为5元。

(2)佣金,是指证券商和证券交易所在交易过程中提供各种劳务而收的手续费,按照股票成交金额的3.5%缴纳。

(3)印花税,是指在股票成交完成后,按成交金额的3%缴纳,此项费用由证券交易所代收后上缴国库。目前,基金交易按国家政策不征收印花税。

(4)过户费,是指投资者在交易中办理股票过户手续应缴纳的费用,按成交股票票面金额的1%缴纳。

## 五、进行股票交易的具体程序

### (一)证券帐户和资金帐户的开立

(1)证券帐户,是指投资者为买卖证券交易所证券而在证券登记公司开立的户头。这个帐户的正面标名是证券帐户或股票帐户,按投资者的不同分为个人和法人帐户两种,如上海证券交易所个人与法人帐户分别以“A”“B”打头字样进行区别。

要开立证券帐户的投资者需要到当地证券登记公司办理,首先持个人身份证填写“证券投资人登记表”,按要求填好后连同手续费一并交回,经核实无误后,证券登记公司便予以开户,投资者到次日营业时间即可取卡。

(2)资金帐户,是指投资者为进行证券交易在证券商处开立的存有一定数额资金的专用帐户,它是投资者与证券商进行资金清算往来的工具和凭证。

投资者在开立证券帐户后,只是完成了第一道程序,要进行交易,就必须找到一家证券商,即通常

所说的证券营业部,开立上面所讲的资金帐户,其实际意义就是投资者与证券商之间签订了委托买卖股票的合同,这之后投资者即可开始进行股票交易。

### (二)股票的委托买卖

帐户开立后,投资者即可委托证券商买卖股票。股票的委托买卖就是指投资者在证券商的营业柜台委托证券商代为执行的交易。

#### 1. 中国股票交易的委托方式

(1)当面委托,是指投资者当面以填写委托单的方式委托证券商的营业人员代为买卖股票的委托方式。

(2)磁卡委托,是一种自助委托方式,投资者利用手中的磁卡在证券商交易厅内的磁卡交易机上完成买卖股票,它较之当面委托更为简捷和便利。

(3)电话委托,是指投资者用电话通知证券商买卖股票,其特点是安全、方便、快捷、保密,适用于有一定资金实力,又不能经常进场交易的投资者。

#### 2. 股票委托买卖的限价委托和市价委托

(1)限价委托,是指委托人要求证券商按照限定价格买进或卖出股票,这种方式最为常见,能较好地体现投资者的投资意愿。

(2)市价委托,是指委托人要求证券商按市场即时价格买进或卖出股票。这种委托在证券交易所竞价买卖顺序中最优先,成交的可能性最大,其特点是快捷,便于抓住市场机会,但一旦判断失误,损失的可能性也大。

### (三)股票的清算交割和过户

(1)清算交割,是指投资者买卖股票成交后,买方付出现金取得股票,卖方出让股票取得现金的手续。投资者在办理清算交割的时候,要携带好身份证、股东卡和委托单第二联到营业柜台领取清算交割凭单,上面注明了投资者应支付或收入的现金或股票,还有股票买卖的手续费即费用以及资金和股票的余额。

(2)股票过户,是指投资者买入股票后,办理股权变更的一种手续。在股票交易市场上,股票的过户一般由证券交易所发给投资者的成交过户交割凭单确认完成,也就是由交易所自动完成股权转换的过程。

上面讲的是交易过户,是投资者常接触的,还有一种是非交易过户,就是由非市场行为形成的,如继承、赠予等因素造成的股票持有者有转换。办理非交

易过户,股票受让人首先要开立股票帐户卡(已有则除外),然后在当地证券登记公司出据区、县级以上公证部门开出的公证书,法院裁定的需由区、县级以上法院出据财产判决书,此外还要双方的身份证,接下来填写一份非交易过户申请书,一式三联,第三联加盖业务章后交留受让人,作为受让凭证,过户即告完成。非交易过户需按股票面值的2%缴纳手续费。

#### (四)股票的分红派息

分红派息,是指股份公司取得盈利之后,每年按股份比例支付给股东的股息和红利。目前,分红派息的主要形式有股票分红和现金分红两种。

(1)股票分红,是指股份公司把股息和红利折成股票派发给投资者,主要采用送股和配股两种方式。

①送股。股份公司将所送红股通过证券交易所的计算机系统自动计入投资者帐户,并与原有股份余额合并,投资者不需办任何手续。

②配股,是指股份公司的有偿增资。当股份公司公布配售比例和价格以后,投资者应在缴款期内缴款购股,配售价格一般比市场价格低得多。在配股这一方式中,投资者必须在规定的期限内完成缴款配股,超过期限,就被视为自动放弃配股权,并不再补发。所有被放弃的股权,一般由主承销商负责收购。

(2)现金分红,是指股份公司以现金方式支付股东的股息和红利。现金分红有两种领取方式:登记领取红利和挂牌卖出红利,下面着重介绍一下目前使用较广泛的挂牌卖出红利方式。

这种方式就是证券交易所在规定时间内将股票红利权挂牌,投资者在规定期限内(一般为15天至20天)卖出自己的红利权,通过清算交割的方式完成现金红利的入帐。

此外,在规定期限内没有卖出红利权的投资者还可以到当地证券登记公司申办补领手续。投资者可凭身份证和股权证明,到证券登记公司办理红利登记,由证券登记公司报证券交易所的登记结算公司,3个月后投资者就可到证券登记公司的营业柜台办理领取红利手续了。

#### (五)深圳“8·10”事件

1992年8月7日,深圳市人行、工商管理局、公安局、监察局联合发表7992年新股认购抽签表的发售公告,宣布发行国内公众股5亿股,发售新股认购抽签表500万张,一次性抽出50万张有效中签表,中签率为10%,每张中签表售价100元,可以认购

本次发行公司的股票1000股。按每家发行公司发行股票先后及批准该公司发行股票的总额,再抽签确定该公司股票的号码区间。属于1992年发行规模的中签表,当年认购不完,1993年继续有效,新股认购抽签表于8月9~10日在深圳各银行、保险公司等303个网点发售。

这消息如同一声集合令,一下子把全国包括深圳的100多万股民集合到深圳街头。

尽管离发认购表还有两天时间,深圳市的所有银行、保险公司的门前顿时就排起了长龙,人们不在乎饥饿、炎热和蚊虫叮咬,耐心地等待发财的机会。距离发售时间越近,认购队伍的长龙也越长。

8月9日凌晨,数十条横陈在街上的长龙,少的几百人,多的几万人。尤其是深南路与红岭路交界的十字路口,左边是金融大厦,队伍人达5万名,而右边的红岭大厦也有2万人之众,相隔不远的发展大厦也不低于1.2万人。仅深南路十公里的沿线,排队的人就超过15万,而人数还在不断增长,远远超过官方统计的60万人。

上午8点,深圳已是万人空巷,人们盼望已久的新股认购抽签表终于发售了。

可就在這時,秩序有点乱了。然而保安人员一上来,就不分清红皂白,随意指定以左边一队为列,宣布右边一队无效。同样排了三天三夜得来的位置却要作废,愤怒的人群不肯罢休,一齐挤向左边的队伍,排队的秩序于是彻底混乱,人们拼命地挤向窗口,保安人员就象赶鸭子似地赶他们下台阶,对顽固的人抓起来就往下扔,用电棍打,用扫帚捅。

于是骚乱发生了。排队人群与保安人员发生冲突,政府迅速追加保安力量,出动公安干警、消防人员、检察院和法院的工作人员,警车和消防车沿排队人群排成长长的一列,再用两条粗大的绳索硬性把人群拉成队列的模样。在数万人的场上,这两条若隐若现的绳子在狂浪中早已失去了意义。

骚乱中,深圳分行门前广场上4千多股民随着一片吼叫声向前涌去。人群中有人向台前的保安人员扔出鞋、空塑瓶。人流涌动中,有人当场昏倒,被踩在脚下。100多人因挤压、践踏而成骨伤,甚至有4人惨遭身亡。

下午2点多终于开始卖表。可是卖得很慢,好象是在故意拖延时间。人们不知道葫芦里究竟卖的什么药,只见有些人远远地就被召进去,而且多次重复召见,不用说,这些人是保安人员的关系户或得到了特殊关照。



晚上9点左右,宣布所有的表都已售完。但股民仍滞留在外,谁也不愿离开。他们不相信表已卖完了。《深圳特区报》在公布新股认购抽签表方案的同时就已公布了各网点发售的数量。每个人限购10张也是明文规定的。才卖了那么点人,表就卖完了?

为什么动用如此庞大的警力和公检法队伍竟然整不好排队秩序?为什么原本好好的两列非要任意取舍、重新组合,使秩序彻底混乱?现在股民终于茅塞顿开:原来乱有乱的妙处,乱可以掩人耳目。如果秩序井然地卖,这点表要不了2个小时就卖空,这就等于明白告诉股民们:大量的表已经走了“后门”,真正通过窗口卖的只是一小部分,如今这么一乱一治,再慢条斯理地发,磨蹭到晚上9点钟,让外界听起来感到可信。股民们感到被愚弄了,非常愤慨,一股颇具危险性的不安、躁动情绪,在市内各处迅速蔓延。

于是在8月10日回收认购表的那天,发生了游行示威活动。下午4时左右,深圳电视台称500万张认购表的回收工作可望在下午6时全部完成,但稍后,深圳市银行方面又发布通告,宣布回收时限推迟到8月11日11点。这一通告在股民看来意味着,大量从后门出来的表一时搞不到足够的身份证,或来不及高价卖出(当天的认购申请表已卖到500元一张)。于是当天晚上,忍无可忍的股民们终于走上街头,打出“反对贪污、要求公正”、“反对欺骗,要公平,惩办营私舞弊者”等横幅,到市政府门前请愿游行。

自然,市政府组织了大量公安干警维持秩序,也使用了催泪弹,将人群驱散了。事后为了弥补,决定增发50万张抽签兑换券。8月11日,数十万人排队认购,部分股民已转向老股市场。郑良玉市长发表电视讲话,号召市民识大体,顾惜特区来之不易的安定团结局面。

据统计:全市300个发售点中,有95个点受到群众举报。9月底以前,深圳有关方面共收到投诉件2900件。通过整理这些举报、投诉,深圳市委、市政府联合调查组对其中62条重大线索进行了重点核查。

市民投诉反映最多的是深圳市农行南头支行。联合调查组初步查出来的结果是:该支行证券部副经理黄里康8月8日就将45万元人民币存入金库,用于私下购表。9日,窗外的股民正为一张表挤得死去活来,黄里康却悄悄地让部下截留了一箱表,用矿泉水纸箱一遮,便扛到2楼的办公室。这截留下的5000张表,另外2人分得1000多张,黄里康分得3250张。他的朋友、亲戚、关系户中大肆散发,他自

己买了300张,然后又用940张向他人换了身份证300个,用于自己办理购买抽签表手续,其中,南山工商所副所长康友爱是负责监管该支行营业部发售点的,可他先后两次私下购买抽签表850张。

市农行南头支行内部共截留私买抽签表达10274张,占应公开发售总数的29.35%。33名职员中,除2名刚分配来的大学生缺乏资金投入,其余31名都不同程度地卷了进来。

市建行城东支行人民北路办事处,截留、私分、走后门的问题也相当严重。

8月8日晚上,该办事处人员就不约而同将钱(多的有好几万)存入金库。卖表的过程中,就有一个办事员将13本表放在保险箱里。同时,不断有人从后门进来购表。由于窗外购表的钱抓成一团,湿淋淋,办事员数起来十分费劲费时,后来,走后门的干脆凭良心,自己放钱进箱,然后自己去拿抽签表。据办事员回忆,幕后卖出一个派出所副所长150张;一个分局科长100张,一个武警100张。9日晚,窗外汹涌着尚未购到表的人群,办事处的人在公安干警护送下离开办事处。晚上10点多钟,等到外面的人散去后,办事处的人再回来,从主任到看门的,还有保安仔,每人50张大肆分表。

这个点共发售1万张抽签表,被集体私分和幕后购买的就有4650张,占总数的46.5%。14个工作人员均有染,该点的8个监督人都都参与私购,其中7人各得150张,1人得250张。

到12月10日为止,全市自查出内部截留私买的抽签表达10万余张,涉及金融系统干部、职工4180人。其中金融系统职工私买6万4千多张,占61.4%;执勤、监管人员私买2万多张,占19.9%,给关系户一万九千多张,占18.7%。

12月7日,33名处、科级干部因“8·10”发售新股抽签表舞弊肥私,分别受到处分、处罚。

#### (六)美国的两次概念股投机狂潮

从早期的收购概念、拆细概念、浦东概念到目前最时市的转券概念,我国股市一浪接一浪的题材已使投资者对“概念股(Concept Stock)”这一概念津津乐道。这是理论分析的结果亦或过度投机的根源仍待讨论,而美国在本世纪60年代和80年代发生的概念股狂潮对于我国股市不无借鉴意义。

60年代中期,美国出现了大量进军股市的共同基金,这些基金若想在激烈的竞争中吸引到更多的投资者,只能靠创造出优异的投资业绩。另外,企业

的养老基金也被职工要求减少对固定收入债券的投资而转向股票,甚至连大学的基金亦面临同样要求。在这些巨大的压力下,基金的经理人们只能挖空心思发掘投机机会以图暴利,这种高度投机的狂潮使对“概念股”的炒作应运而生。这次炒作热潮有如下几个特点:①追求近期盈利,因基金的盈利表现是每月公布一次,长期表现是否优异对此毫无用处;②集中资金炒作少数几种股票,并不断用增值率最高的股票代替;③选股原则为,只买那些具有“激动人心而且有说服力的题材”的概念股;④交易前要确保这些题材已被市场充分确认和传播。

在这种原则指导下,各机构投资者开始了对概念股的搜寻、发掘甚至创造的过程。那些基金经理们被戏称为“职业杀手(Gunslanghter)”,喻其整天在市场上穿梭,一发现机会即用从一般投资者手中积聚的大量资金疯狂炒作以牟暴利。这其中比较著名的有 Enterprise 基金、Drefus 基金和 Fidelity 基金等几家,它们当时以善于发掘“高增长率”概念股并大码购入而闻名华尔街,并且起初的业绩十分可观。以 Enterprise 基金为例,其年回报率(包括股利和资本利得)在 1967 年高达 117%,在 1968 年仍有 44%,而同期按 S&P's500 指数计算的年回报率仅有 25%和 11%。如此高的回报率吸引了大量投资者购入基金股份,如 Fidelity 基金的一名经理人在决定自己成立一个基金后,原计划发行 2500 万美元的股份,但发行第一天市场收购额即达 27.4 亿美元。市场中还有一大批追随者完全模仿这些“杀手”们的指令进行交易。他们对传统的基本分析和企业业绩实地考察作法嗤之以鼻,认为“一个好的故事情节便已足够”,更重要的是,发掘出一个题材后,“必须使市场上一般投资者均认为一般投资者均相信这一点”。一名基金经理人在阐述其投资决策时说:“我们的目标首先在于提前获取故事,其次要预测未来几天内有多少人听到同样的故事并采取同样的行动。”

受这些心态的驱使和上市公司的迎合,美国股市中涌现了一批概念股,其中最荒唐的一个是 NSM 公司。该公司刚成立不久,主要向青年学生提供书籍、服装和职业介绍等商品与劳务。公司总裁把所有的时间花在同金融界和报界的访谈、交流与推介上,声称该公司前景光明并正在向资产达 7 亿美元的大

公司迈进等。这一公司的业务定位与当时流行的大学生人数将剧增等论调十分符合,正是机构投资者们渴望发掘的极佳题材,于是纷纷大举购入该公司股票,如上文那位经理人的基金即购入 500 万美元的股票,还带动大批模仿者跟风购入,连诸如信孚银行、摩根信托公司等最保守的机构和一些养老基金、甚至大学(如哈佛、芝大等)也加入这一投机行列,将 NSM 股票在 1968 年时的市盈率最高推到超过 100 倍。

另一个例子发生在“四季护理中心”的股票上。该公司热衷于盲目扩张规模,而主要的资金来源是发行债券。为增加吸引力,债券上附有认股权证,即允许持券人在未来按某一价格买入该公司发行的新股。机构投资者们在该公司上发掘的题材是“健康护理”概念,因当时美国人口的老龄化趋势日益明显,而且联邦政府和私人公司均出台了健康保险计划,将增加医疗及护理开支。在这种猜测的基础上,包括美林公司在内的投资者们纷纷抢购该公司的这种债券,最后连欧洲那些保守稳健的机构如罗思柴尔德、法国信贷商业银行等也加入这一行列中。该公司总裁兴奋地宣称“若没有这些大机构的支持,我们不可能增长如此之快”。在这个过程中,没有任何机构对该公司的负债率飞速上升的危险表示质疑,因为新的游戏规则——概念就是一切。结果到 1970 年,该四季护理中心依据《破产法》第八条申请债务重组。

这种概念股狂潮对证券市场造成了极大的危害:首先,借概念而离奇炒作的市价完全脱离企业的盈利,一旦被证实后必然急剧下泻,会极大损害投资者、尤其是小额投资者的利益,而大机构倒通常提前获利出局了;其次,这种不正当、缺乏理性的投资风气会诱导或助长上市公司管理人员把精力放在对公司利益的侵占或盲目经营上,同时积极在金融界扮演推介者的角色以掩盖自身的失职,并诱骗更多的投资者。已有调查表明,概念股企业的管理人员涉及欺诈等犯罪行为的比例远高于其他企业。NSM 公司的总裁最终被控犯有“股票欺诈罪”而被判入狱 8 个月及罚款。最后,熊市来临时,概念股往往以比其上升速度更快的速度下跌,加剧投资的损失。以上两家公司股价及有关数据的变动情况见下表。

表 7.1.1 两只概念股的悲喜剧

证券名称	1968—69 年 最高价	最高价时 的市盈率	1969 年底时 机构投资者数	1970 年 最低价	下跌比率 (%)
NSM	\$ 35.75	117.70	21	\$ 0.875	98
四季护理中心	90.75	113.40	24	0.200	99

10 年后的 1980 年,概念股投机狂潮在美国卷土重来。这次挟电脑技术与生物技术的发展为契机的热潮来势更加凶猛,因为先进尖端的科学技术对企业盈利巨大的影响已令一般民众深信不疑,正可被利用来推动“概念”。尽管如《商业周刊》之类的刊物一再呼吁投资者客观对待那些离应用还有很长距离的新技术,狂热的投资者们仍在机构的引导下争购一宗又一宗高科技企业的股票,这其中尤以生物化学企业概念股最受青睐。投资者们似乎已看到“基因分裂”等技术已具备了带来数十亿美元利润的条件。如对一家生产抗癌药物的公司,证券分析师们即预测 1992 年其销售额将超过 10 亿美元(而该产品直到 1989 年的销售额才 2 千万美元),使其股价飞速上扬,结果 1990 年其销售额远未达到预测水平,但此时分析师们又在忙于对新的概念企业进行寻找与预测了。这一时期的投机狂潮达到空前阶段,甚至 60 年代时最疯狂的预测方法都不能与这次的相比。如 60 年代的概念股的市盈率一般为 50 倍上下,到 80 年代,对一些生物化工企业股价的衡量已不用市盈率了,而改用企业销售额的倍数,而且同样有 50 倍。但是,一些新成立的生物高科技企业甚至在今后几年内都不可能盈利,于是分析师们又推出一种所谓的“产品资产评估法”,即根据某企业的科研成果,首先预测其产量,再预测其销售额与利润率。如对某种新药进行预测时,先预测其“预期临床指标”,再预测潜在病人服用人数、价格范围等等,最终得以决定该公司股票的价格(结果其中一些产品甚至连管理当局,如 FDA 的批准生产都未能通过)。这种预测完全不考虑产品安全性、专利保护情况、竞争压力及营销状况等因素,但仍然拥有众多信徒。如 Genentech 公司股票 1980 年上市后,前 20 分钟股价就涨到几乎是发行价的 3 倍。该公司是制药行业中的领头人之一,同时也拥有一些拳头产品,但其市盈率被推到 100 多倍则完全是该公司管理层和机构投资者共同作用的结果。前者热衷于公关活动,频频夸

大公司产品的功效和未来的业绩,后者则对此予以肯定并推波助澜,并率先购入大量股份。结果该股票的真实价值一旦被认清后,价格急剧下跌,1987 年跌到 65 元,到 1989 年仅为 18 元。主要原因在于该公司的拳头产品后来在竞争中终于败北。不过,即使该公司的预测属实,100 倍以上的市盈率仍是过度投机的产物。

这次概念股狂潮终于在 1987 年美国股市的暴跌中受到了严重打击,即使在 1988 年股市复苏后仍未能恢复。美国的投资者终于改变了过去那种“寻找故事”的观点和对“概念”的疯狂追逐,变得更加理智,开始青睐那些低市盈率高股息率的股票。但是,从最近美国股市的表现来看,这一浪潮又有所抬头,不过最新的概念似乎变成了“INTERNET”概念,经营生产与 INTERNET 紧密相关的电脑公司(尤其是软件公司)成为其中的主角。如 1996 年 4 月 12 日,美国 YAHOO 电脑公司(为 WWW 万维网开发软件)的股票在 NASDAQ 上市时,定价为 13 元,但一开盘就升到 24.5 元,当天最高达 43 元,按收盘价计算的总市值高达 8.48 亿美元,而其 1995 年最后 9 个月的收入仅为 140 万美元。另外,1995 年 8 月上市的另一家这类企业 NETSCAPE 公司的总市值达 22 亿美元,年盈利亦只有数百万美元。这是否预示著第三次概念股投机狂潮的来临?我国股市应从中吸取什么教训?

## 第二节 股票价格与股价指数

### 一、股票的价值和价格

股票是一种特殊的商品,它有自己的价值和价格,这是因为股票能够给持有它的人带来股息收入,是一种依托资本所有权而获得股息和红利的凭证。下面就介绍股票主要的价值价格形式。

### (一) 股票的面值

股票的面值,即股票票面上标明的金额,它的主要作用是确定每股股票在公司中所占的份额。例如,某公司发行股票总额为100万元,每股的票面价值为100元,那么每一股股票就代表对该公司1/10000的所有权。股票票面价值的作用仅在于它代表一定的所有权和表决权,同时也代表一定的股利要求权,在股票上市流通后,股票的票面价值就会与市场价格发生很大偏离,实际上并无意义。

### (二) 股票的帐面价值

帐面价值是每股股票所代表的公司的净资产。它是用股份公司投资资产减去负债,再除以股份数得出的商数,又称股票净值。帐面价值是一个会计概念,对普通股来说,它是普通股每股所含实际资产的价值,其计算公式为:

$$\text{普通股每股帐面价值} = \frac{\text{公司资产净值} - \text{优先股代表资产}}{\text{普通股股份数}}$$

对投资者来说,帐面价值的意义在于股票实际代表的资产价值究竟有多少。所以,投资者在进行长期投资决策时,会对股票的帐面价值有兴趣,而一般投资者更关心的则是每股股票收益的多少。

### (三) 清算价值

清算价值,又称清偿价值,是指公司破产清算时,每一普通股所含的实际价值。从理论上讲,普通股每股的帐面价值应与清算价值相一致,但实际上却并非如此。大多数情况下,清算价值总是小于帐面价值,因为一般公司资产在清算时只有压低价格才能出售。只有当清算时资产的实际作价销售金额与财务报表所反映的帐面价值一致时,每股股票的帐面价值才能等于清算价值。

### (四) 市场价格

股票的市场价格,是指股票在市场上买卖的价格。它是最变动不拘的,其敏感善变使得投资者的收益也不稳定。影响股票价格的因素很多也很复杂,在理论上,股价直接取决于预期股息和银行利息率,它与预期股息的大小成正比,与银行存款利率的高低成反比。用公式表示为:

$$\text{股票价格} = \frac{\text{预期股息}}{\text{利息率}}$$

影响股价的其他因素还无法作定量分析。

票面价值并无实际意义,一经确定,就很稳定,在不拆细的情况下,是一成不变的。市场价格一般与票面价值不一致,甚至背离甚远。帐面价值则随公司的发展而不断增加,可以部分地反映公司的经营状况,对投资者买卖股票有一定参考作用,但实际资产意义不大。在一定程度上,帐面价值对市场价格有支撑作用,当二者接近时,意味着市场价格已到达或接近谷底

## 二、股票价格的决定

股票作为在市场上交易的商品,其价格像一般商品一样也是取决于内在的价值和外部的供求关系两个方面。这是股票价格决定与商品价格决定的共同点,所不同的是股票的内在价值特殊,供求关系也特殊。

决定股票内在价值的不仅有每股的最初投资量,还有企业微观的经济因素、国家及国际的宏观经济因素以及社会政治因素。影响股票供求关系的不仅有市场扩容节奏等改变市场总供给的因素,更主要的是投资者对股票价格涨落预期的差异程度和交易态度,即买入和卖出股票人数的力量对比。

决定股票内在价值的因素,又称股价决定基本因素,它由公司微观经济因素、国家宏观经济因素和社会政治因素组成。影响股票供求关系的因素又称影响股价技术因素,包括投资者的心理预期、资金供求变化等。基本因素是中长线投资者重点分析的对象,短线投资者则必须随时密切注意技术因素的变化。

### (一) 股票价格的微观决定因素

股价的微观决定因素是指从内在价值角度影响股票价格的股份公司本身的经济状况,其中主要包括以下几个方面:

(1) 每股股息和市盈率。传统的股价理论是股票价格等于每股股息除以年利率,它虽然不能反映交易现实,却不失为一种基本方法,股息越多则股票价格越高。市盈率是股价除以股息,可与利率的倒数相比较,市盈率高出的幅度越大,则购买股票的风险越大,因而会抑制股价的上涨,反之亦然。

(2) 公司的经营状况和盈利能力。公司经营状况越好,盈利水平越高,其股票价格就会越趋于上升。

(3) 公司的资产净值,又称股票帐面价值,每股平均的公司净资产越多,股价的下跌支撑线就越高。

(4)公司的成长性,这意味着公司的发展前景,是股价长期趋势的决定因素。发展前景好,股票价格就可能升得多,跌得少。

#### (二)股票价格的宏观经济影响因素

微观因素是决定股票价格高低的基础,但在同一基础上,如果其他因素不同,也会引致股票价格发生很大变化。除了股份公司自身的条件外,宏观经济因素也对股票价格有普遍影响。影响股票价格的宏观经济因素有:

(1)经济周期波动。国民经济发展总是呈现周期状态,一般分为危机、萧条、复苏、高涨四个阶段。当国民经济从谷底开始复苏时,投资增加,企业利润增加,股价趋于上升;当经济从高峰下滑时,股价趋于下跌。

(2)利率政策。其基本关系是股票价格与利率成反比,这在成熟股市表现尤为强烈。

(3)通货膨胀率高低。通货膨胀率升高,股份公司的销售收入和名义收益率一般来说会增加,因而可能使股价上升;同时,股票的帐面价值也会增值,从而抬高股价的支撑线。但通货膨胀率升高时,投资者收益的购买力又会下降,造成实际投资收益率的下降。

(4)国有股份的流通政策。目前,国有资产越来越多地采用股份形态进行管理,从同股同权的原则出发,国有股有流通要求,但因其量巨大,如参与流通会造成股票供给大量增加,股市供求严重失衡,导致股价下跌。

#### (三)股票价格的社会政治影响因素

股票价格的社会政治影响因素,泛指国内外政治军事、科学技术、文化艺术、思想观念以及自然灾害等非经济的影响股票价格的因素,它与宏观、微观经济因素一样都是决定股票价格的基本因素,它们的影响是在中长期内起作用的,因而又称之为中长期因素。

#### (四)股票价格的技术性影响因素

它又称为股票价格市场行为因素,是指在股票市场内的交易过程中产生的影响股票价格的因素,其内容主要包括股票市场扩容速度和计划,投资者对股价看涨看跌的人数比例,投资者的交易经验和成熟程度以及一些消息和传言等。技术因素虽然是短期影响因素,但对股票价格的涨落波动影响很大,

在价格的形成过程中起着举足轻重的作用。

### 三、股票价格指数及其计算

#### (一)股票价格指数

在股票市场上,时时刻刻都在进行着股票交易,在同一时间内,股票价格或涨或跌,涨跌幅度各不相同。在这种情况下,仅用一种或几种股票价格来描绘整个股市,甚至作为说估和预测国民经济形势的依据,都是不准确的。这时就需要一个衡量股市的标准和预测经济形势的指示器,它就是股票价格指数。

股票价格指数,是指通过选择若干具有代表性上市公司的股票,经过计算其在某一段时间内成交市价的平均值而编制的一种价格指数。它是一个平均数和百分比数,通常以某一个具体日期为基期,基期股价指数定为100或1000,以后各期股价平均值与基期股价平均值相比,即为各期的股价指数。由于它反映的是一种相对水平,因而没有计量单位,常以“点”称之。

世界上各大证券交易所基本上都有自己的股票价格指数。通过股价指数,人们可以了解股票市场涨跌幅度及变动情况,投资者通过分析、比较,对股市作出合理预测,确定投资选择。股票价格指数还被称为国民经济的“晴雨表”,经济统计部门通过分析股价指数的波动情况能够洞察经济形势的状况,从而为宏观调控决策提供参考。

#### (二)股票价格指数的计算步骤

股票价格指数的计算分为四个步骤:

(1)选定基期。基期的选择是决定股票价格指数质量好坏的关键,一个比较适合的基期应符合这样的原则:在基期的前后一段时间内,股市成交值大致均匀,价格比较平稳,涨跌动态平衡。

(2)确定股票样本,即选取一定数量的代表性股票作为编制指数的成份股票,它们须是具有行业代表性的大公司股票,其总市值在整个股市市值中占较大比重,其涨跌情况在很大程度上能影响股市的行情。当然,股票样本也不是一经选定永远不变,而是根据“最具代表性”这一根本原则,进行定期或不定期的调整。

(3)计算报告期股价水平与基期股价水平的对比值,乘以基期指数(一般为100或1000)即可得到报告期的指数。

(4)为保证股票价格指数的连续性,还需要对股



价平均数进行弹性调整,如环比调整法,股价调整法等。将在后面的股价指数计算方法中具体说明,这里不再详述。

### (三) 股票价格指数的计算方法

股票价格指数的计算方法有三种:算术平均法,加权平均法和几何平均法,这里只介绍算术平均法和加权平均法及其调整方法。

(1) 算术平均法,基本公式为:

$$I_t = \frac{A_t}{A_0} \times I_0$$

式中:  $I_t$  —— 报告期指数

$I_0$  —— 基期指数

$A_t$  —— 报告期股价平均数

$A_0$  —— 基期股价平均数

其调整可按下面公式进行计算

$$I_{t+1} = \frac{\sum_{i=1}^n P_{i,t+1} / n}{\sum_{i=1}^n P_{i,t} / n} \times I_t$$

上式中,当第  $t$  期出现送股、配股等情况变化时,  $I_t$  表示调整前股份指数,  $P_i$  是上述情况发生后对  $t$  期股票的标价。

(2) 加权平均法。通过这种方法得到的股价指数称为加权平均指数,即计算报告期股价加权平均数与基期股价加权平均数之比得到的指数。其权数分为基期的股票上市量或发行量,报告期的股票上市量或发行量。因此,其计算公式也略有不同。

以基期发行量或上市量为权数公式:

$$I_t = \frac{\sum_{i=1}^n P_i Q_i^0}{\sum_{i=1}^n P_i^0 Q_i^0} \times I_0$$

以报告期发行量或上市量为权数公式:

$$I_t = \frac{\sum_{i=1}^n P_i Q_i^t}{\sum_{i=1}^n P_i^0 Q_i^t} \times I_0$$

当样本股发生变化时,调整公式为:

$$I_{t+1} = \frac{\sum_{i=1}^n P_{i,t+1} Q_{i,t+1}}{\sum_{i=1}^n P_i^0 Q_{i,t+1}} \times I_t$$

也可简化为:

$$\text{今日股价指数} = \frac{\text{今日成份股总市值}}{\text{昨日成份股调整总市值}} \times \text{昨日收市指数}$$

(3) 小结。算术平均法的优点是算法简便易行,但它过于简单,忽略了各种股票在市场中地位和作用上的相互差异,而加权平均法就弥补了这一不足。

利用加权平均法计算股票价格指数,权数大的股票对股价指数的影响大,股价指数总是趋于权数较重的那一种股票。

## 四、我国股价指数的发展

股价指数在我国出现于 80 年代和 90 年代交替之际。这是我国资本市场改革和发展的结果。股价指数属于价格指数的范畴,是社会经济指标的重要组成部分。过去 40 年,我国研究价格指数时,只研究物价指数,不研究股价指数,是因为当时还没有股票流通市场。现在,股价指数已成了社会经济活动中一项受广大投资者和管理部门十分关注的指标。人们关心它如同关心物价指数一样,表明股价指数在我国社会主义市场经济发展过程中的地位日趋重要。因此,研究股价指数的理论,研究我国股价指数的发展实践是十分必要的。

### (一) 股价指数的意义和在社会经济中的作用

80 年代以来,我国企业进行了股份制改革,发行股票是股份公司筹资的重要途径之一,随着股份公司的的发展,股票发行规模迅速扩大。为了配合股份制的改革,有利于股票流通转让,90 年代,上海和深圳证券交易所先后成立,股票流通市场迅速发展。至 1994 年年底,在上海、深圳证交所上市的股票品种分别为 203 种和 142 种,上市股本总额分别为 418 亿元和 170 亿元,市价总额分别为 2597 亿元和 1071 亿元。上市公司已从单一产业向多种产业、从一般企业向重点企业转化,从上海、深圳的企业向全国各省市企业发展。一些规模庞大的国民经济支柱产业股票陆续上市,改变了我国股市上市公司的分布和结构。目前,沪深两地股市行情可达到除台湾以外全国所有的省、市、自治区,股票市场已越来越广泛地吸引遍及全国的投资大众。

股票市场是一个高收益伴随高风险的投资场所,由于政治、经济、社会心理等因素的影响,股票价格始终处于不停的变动之中。就单个股票而言,股价变动极易判别,但从整个股票市场或某一行业的股票来看,有些股票上涨,有些则下跌,而且,涨跌幅度各不相同。如何判别整个股票市场或某一行业的股票是涨是跌?很明显,单用一种或几种股票价格来描绘整个股市的变动状况,是不准确和不真实的。只有从股市中抽取大量的有代表性的股票样本,以此为依据来作为衡量股票市场动向的标准,由此产生了股价平均数和股价指数。

股价平均数是股票市场多种股价的一般水平,均以具体金额表示。通过不同时期股价平均数比较,可以显示股价的涨跌动态,但不能看出股价波动幅度。后来产生了股价指数,它是报告期股价总值对基准期股价总值的比值,用点数表示,可以衡量出报告期股价与基期相比的变动方向及其幅度,从而显示某一时期的股价较之基准时期股价增减率。由于股价指数是一个相对指标,因而就一个较长时期来看,股价指数比股价平均数更能准确地反映股价的变动情况。

股价指数是衡量和反映所选择的一组股票的价格变动的指标。股价指数通常表示一个股票市场或某一行业股票价格的平均涨跌情况和幅度。股价指数是报刊上的经济贸易消息中经常报道的一项重要统计指标。人们根据股价指数的升降,可清楚地了解股市的变动趋势,以便对股市的走势作出合理的预期,确定投资策略。股价指数是为投资者提供的参考依据,被称为股票市场的指示器。因此,股价指数必须具有其自身的特点,即客观性、代表性、敏感性和连续性。客观性指的是客观而准确地反映股票市场的价格变动情况;代表性指的是计算股价指数时所采样的成份股票能包括若干种不同行业的具有代表性的股票;敏感性指的是当多数股票价格发生变动时,股价指数能敏感地反映这种变化;连续性指的是股价指数能连续地反映股票市场的价格变动情况,这就要求股价指数不应有任何间断,否则不同时期的股价指数将失去可比性,也就违背了确定这种标准的初衷。

由于股价受多种因素的影响,股价指数包含了政治、经济、社会及其各种因素变化状况,它能为政府部门的经济预测提供服务。在资本主义国家中,股市是预测国家经济形势的最灵敏的工具。预测国民经济发展趋势的工具和方式很多,如计算国民生产总值、物价指数、通货膨胀率、失业率以及股市的变化状况,但其中股票市场的反应最灵敏。美国战后第八次经济危机就很可能说明股票市场的作用。1981年初,道·琼斯工业平均指数曾达1000点,然后连续下跌,远在美国政府和经济学家证实经济进入衰退之前,就预报了第八次经济危机将要来临。第八次经济危机从1981年7月至8月开始,一直持续到1982年夏,失业率、国民生产总值、工业生产指数等各项经济活动指标都显示经济在衰退。8月13日道·琼斯工业平均指数跌到788点,当时人们忧心忡忡,判断不出经济发展前景。但在股票市场上,道·琼斯工

业平均指数开始从788的低点回升,10月21日上升到1036点,11月3日又升到1065点,创历史新高。这表明股票市场成功地预告了美国战后第八次经济危机的结束。美国战后近四十年的经济发展和八次经济危机表明,股价指数与经济发展周期有着惊人的相关性。在经济离衰退前平均约6个月时,股价指数升至最高点,然后回落。其间离衰退起点最近的一次最高点是1个月,最远的一次是1年。股价指数在经济开始复苏前平均约5个月时跌到低点,然后回升。股票市场与经济周期的密切关系表明,它是研究和预测经济形势的一个有效工具。经济统计部门通过分析股价指数在一段时间内的波动状况,判断经济形势,进而制订下一步宏观调控政策。因此,股价指数通常成为一些国家国民经济形势的先行指标。例如,英国最具权威性和代表性的伦敦《金融时报》指数被称为预示英国政治、经济、社会情况的“晴雨表”。

我国股市目前尚处于发展的初级阶段,法律法规尚不完善,股市规模容量尚不够充分,股票的供求关系尚未能保持较长时期的平衡和稳定,这就导致了目前的股价指数并不完全能起到“晴雨表”的作用。然而,政治、经济、社会上的重大事件,毕竟能从股价指数上得到反映。可以预见,随着我国股市的不断扩大和完善,我国的股价指数在社会经济中的地位和作用将越显显著。

## (二)我国股价指数发展概述

我国股价指数的产生和发展是与我国股市发展的历程同步的。可将股价指数的发展分为四个阶段,每个阶段有其不同的特点和意义。

### 1. 第一阶段

这一阶段,我国第一个股价指数——静安指数产生。

静安指数是由中国工商银行上海信托投资公司静安营业部(现为上海申银证券公司)参考道·琼斯股价平均数的编制方法计算的,于1990年1月23日。静安指数的公布在我国大陆尚属首次,该指数综合反映了当时上海股市的实际情况。当时上海的股票进入流通市场的方式是柜台交易,上市的全部股票共七种,全部作为静安指数的样本。以1987年11月2日为基期,以该天的股市价格为基准价格,指数的基数为100,股价采用平均成交价计算,而不是收盘价,用算术平均法编制。具体的计算方法是:

(1)以加权综合法计算单种股票平均成交价格:

$$P_i = \frac{\sum_{j=1}^m P_{ij} Q_j}{\sum_{j=1}^m Q_j}$$

式中:  $P_i$ —第  $i$  种股票某一交易日平均成交价格;

$P_{ij}$ —第  $i$  种股票某一交易日第  $j$  次成交单价;

$Q_j$ —第  $i$  种股票某一交易日第  $j$  次成交数量;

$m$ —第  $i$  种股票某一交易日成交次数。

(2) 算术平均法计算股价指数:

$$I = \frac{\sum_{i=1}^N P_i}{N}$$

式中:  $I$ —静安指数;

$N$ —采用的股票种数。

对由于发放股利、增资扩股或减资等非市场因素对股价的影响,用除数变更法加以调整。静安指数没有考虑权数的因素,不能完全合理地反映上海股市的总体走势。静安指数适应了当时柜台交易反映的股市行情变化,意味着我国大陆股市向规范化迈进了一步。

## 2. 第二阶段

随着上海证券交易所和深圳证券交易所的先后成立,上证指数与深证指数相继推出。证交所的成立标志着股票二级市场的真正确立,上证指数和深证指数的产生则反映了股票流通进入了一个新的时期。

(1) 上海证券交易所股价指数。上海证券交易所于 1991 年 7 月 15 日推出上海证券交易所股价指数(简称上证指数),基期为上海证券交易所的开业日——1990 年 12 月 19 日,基数为 100,指数的成分股为在上海证券交易所上市的所有股票,以股票发行量为权数,采用 L 氏公式。遇到新股票上市、配股除权和派发红利等非交易性因素变化时,对前日市价总额作相应调整。

1992 年 8 月,为准确反映上海 A 股、B 股及整个股市情况,上海证交所编制和公布 A 股指数、B 股指数和综合指数,每天同时公布三个股价指数。当时上海股市有 19 个 A 股,9 个 B 股上市,三个股价指数分别以上市的全部 A 股,全部 B 股,以及全部 A、B 股的市价总值加权平方法编制。A 股及综合股价指数的基期为 1990 年 12 月 19 日,B 股指数的基期为 1992 年 2 月 21 日,其中 B 股的市价总值一律用美元计算,与每次的汇率调整无关。B 股是对境外投资者发行的,B 股的发行标志着我国股市走向国际化。由于我国国情不同于发达国家,同一个上市公司的股票分为 A、B 股,形成了 A 股指数和 B 股指

数,这也是我国股票市场的特色。

到 1993 年 4 月 30 日,上海股市已有 60 家股票上市,由于不同行业的股票有其特有的特性,仅有上证综合指数已无法准确反映某一行业股票价格变动,于是,上海证券交易所于 1993 年 5 月 1 日推出分类指数,共分成五类,具体为工业类、商业类、地产类、公用事业类和综合类。编制方法与上证指数的相同,只是基期不同,定为 1993 年月 30 日。与此同时,上海证券交易所还将根据各上市公司的主营范围、投资方向的变化,不定期调整分类指数的成分股构成。

分类指数的产生标志着我国股价指数的发展又上了一个台阶,如果说上证指数反映了全部股价的趋势,那么分类股价指数则分别反映了各种产业分类股价的趋势。从分类指数我们可以发现它们的趋势和增跌幅度上的差异,可从一定程度上反映出各类产业在国民经济中的地位及发展速度。

(2) 深圳证券交易所股价指数。深圳证券交易所于 1991 年 4 月 4 日开始发布深圳证交所股价指数(简称深证指数)。深证指数以所有在深圳证交所上市的股票为样本股,以基期的发行量为权数,采用综合法计算的,基期为 1991 年 4 月 3 日,基数为 100。深证指数是专门反映深圳股市行情及其趋势的一种统计指标。如果样本股的股本结构有所变动,为维持指数的连续性,以“连锁”的方法计算。其计算公式为:深圳股价指数为今日现时总市值乘以上一营业日收市股价指数再除以上一营业日收市总市值。

以后,深圳证交所也推出了三个股价指数——A 股指数、B 股指数和综合指数。计算方法如上所述。与上海 B 股不同的是,深圳 B 股股价以港元计价,原因是深圳与香港毗邻,B 股的投资者主要是香港的机构和居民。以港元计价,可使香港投资者避免港元对美元的汇率风险。

## 3. 第三阶段

如果把第二阶段看作是两个交易所股价指数独立存在的时期,那么第三阶段则可理解为两者合一的阶段,即站在更高的角度,即站在全中国股票市场这一位置上来编制股价指数。这一阶段产生了两个股价指数——中华股价指数和新华股价指数。

(1) 中华股价指数。中华股价指数是由上海和深圳的证交所联合编制和发布的,同时还有中华 A 股和 B 股指数。中华股价指数属发行量加权平均指数(市价总额股价指数),以在两所上市的所有股票发行股数为权数计算。A、B 股指数的采样股也采用两

所上市全部 A 种股票和 B 种股票,基期为 1993 年 1 月 4 日,基数为 100。计算中华股价指数的市价总值以人民币为单位,其中的 B 股单位以两所当地适用的上周外汇调剂汇率换算到人民币后并入计算,每次汇率的调整,因不影响权数的增加,故对基日市价总额不作修正。中华 B 股指数的市价总额均采用美元为单位,避免了人民币对美元汇率波动对指数的影响。遇新股上市、终止上市、除权、暂停上市和恢复上市等非交易性变动情况,将对基日市价总额作相应修正,以保持指数的连续性。

(2)新华股价指数。新华指数是由新华社和北京大学联合设计,分新华 A 股和 B 股指数。新华指数是一个综合指数,与我国现有的股价指数相比,对股票进行了抽样,即从交易所上市的全部股票中选择若干种股票作为计算对象。B 股因上市股数不多,目前没有选择,但对 A 股进行选择。A 股指数的成份股包括在上海、深圳上市股票所在的各个行业,如工业、商业、房地产业、公用事业、金融业和综合商社等,共选 30 种 A 股股票,综合考虑上市股票的行业分布、股票规模、市场影响力、交易数量和发行股票公司的业绩,选取的样本将符合典型性、普遍性和一定影响力。新华 A 股指数的基期为 1992 年 9 月 30 日,由于这一交易日前后,股票市场较为平稳正常,使股价指数具有较好的代表性和稳定性。新华 B 股指数的基期为 1993 年 3 月 22 日,基期指数为 100。采用加权平均法和基期修正法进行综合计算。由于条件的限制,新华指数仅公布收盘指数。

#### 4. 第四阶段

这一阶段,我国第一个由证券交易所发布的成份股指数——深圳证券交易所成份股指数产生。

1995 年 1 月 3 日,深圳证券交易所正式发布成份股指数,它是选取一部分有代表性的上市公司的股票编制而成的一种指数。深圳证交所编制和公布成份股指数、成份股 A 股指数和成份股 B 股指数,每天公布三个成份股股价指数,原来的综合股价指数同时发表。三个成份股股价指数分别以上市的成份股的市价总值加权平均方法编制,其中 B 股的市价总值一律用港元计算,与每次的汇率调整无关。基期为 1994 年 7 月 27 日,基期指数确定为 1000 点。可以注意到,1994 年 7 月 27 日的深圳综合股价指数是 99.7 点,成份股指数是综合指数的 10 倍。

深圳股市推出成份投指数的背景是,原有的深圳综合股价指数有如下不足之处:

第一,用总股本作为权数不尽合理。我国股市目

前只是社会个人股流通市场,国家股和法人股不能上市流通。有些上市公司总股本很大,但上市的个人股只占很小的比重,如果用总股本作权数,容易产生偏差。如粤电力,总股本 7.2 亿股,对指数的影响是除发展和宝安外的第三名,比重为 3.63%,但上市的可流通股本 8780 万股,只占总股本的 12%。深深房名列第四,总股本为 7.43 亿股,在指数中的比重为 3.54%,但可流通的个人股只有 1.112 亿股,占 14.97%。这类大盘股的可流通股本并不大,但股价变动却对指数有较大影响,不太合理,并存在指数被人操纵的可能。

第二,新股上市影响走低。目前用全部股票计算指数,新股上市第二天即纳入指数计算,由于新股上市后价格不太稳定,获利套现较多,如果开高走低,往往拖累指数下跌。

第三,结构变动频繁。每次新股即纳入指数计算,从最初的 5 只增加到目前的 141 只,每只股票对指数的影响在不断降低,内部结构在不断变动,指数前后的可比性不强。

第四,除权时的调整计算有偏差。由于采用总股本计算除权价,如果国家股、法人股、个人股分红方案不同,则这种除权价对于个人股来说往往不是一个有效的指标,用来计算指数会产生偏差。有时填权股票会使股市下跌;贴权股票却使指数上升。例如,1994 年 8 月 16 日同时除权除息的股票有两只:琼海药和川天歌。琼海药分红方案为:国家股、法人股、内部职工股 10 送 5 派 1 元,个人股 10 送 2。8 月 15 日收市价为 6.33 元,按总股本计算除权参考价为 4.39 元。8 月 16 日收市价为 5.06 元,看起来是填权,并使指数上升。但用市场上流通的个人股计算,除权价应为 5.53 元,除权后应为贴权,股价下跌应使指数下跌,反过来,川天歌分配方案为:法人股 10 派 3 元,公众股 10 股送 3 股。8 月 15 日川天歌收市价为 6.34 元按总股本计算的除权参考价为 5.41 元。8 月 16 日收市价为 5.05 元,看起来是贴权,并使指数下降。但用市场上流通的公众股计算的除权价应为 4.88 元,收市价高于除权价,表明有填权效应,指数应上升。由此可见,用总股本计算的除权参考价编制指数容易出现误差。在国家股、法人股和个人股分配方案相同问题不大,分配方案不同时肯定会出现误差,且误差可能比较大。

综上所述,综合指数将全部股票纳入计算,并用总股本作权数,这对于我国目前这个只有部分股票可流通、国家股和法人股不能流通的市场来说,是不