

现代证券论



0.3

山东大学出版社

《现代证券论》编委会

主任:张宗厚

委员:李 艺 孙悦春 张杰波 吕 芃

刘文平 尹晓利 安丰栋 王建华

执笔:王建华

前 言

党的十四大提出了建立社会主义市场经济新体制,加快发展我国社会主义市场经济的历史任务。这是我们党在新的历史时期,正确估量了当今世界和平与发展的历史大趋势,凝聚起全国人民加快实现四化的共同奋斗目标,最终使中华民族自立于世界民族之林的一项英明决策。

建立和发展社会主义市场经济,首先要建立借助市场机制、合理配置资源的社会主义市场经济新体制。社会主义市场经济新体制,既是一项具有明显的制度色彩或制度意义的经济发展模式,又是人类近代以来在组织社会化大生产、推动社会经济发展的过程中,不断探索、日益明确起来的一种经济理论。对于目前我们这样一个发展中的社会主义公有制国家来说,比起增加和优化物质投入、争取更多的产品产出和经济总量而言,尽快建立和完善一套适合现代社会化大生产需要的资源配置体制或模式,则带有更加紧迫、更具全局性的战略意义。马克思主义特别强调革命推动历史前进的意义,特别强调生产关系以及由此决定的社会经济制度推动生产力发展和经济增长的意义的一整套理论观点和政策思想,系统地论证了体制建构对推动现代经济发展的极端重要性。

社会主义市场经济新体制的构建,首先要立足我国社会主义商品经济发展的现实土地。从概括和总结我国产品经济发展的基本经验中明确前进的方向。改革十几年来,我国最早从解放农业生产

存在的商品市场开始,采取了农村家庭联产承包、工商企业放权让利、自主经营,推动以双重价格并轨为归旨的价格改革,建立技术市场、生产要素市场、劳务市场和资金市场等等推动市场化改革的一系列措施,使我们国家的经济运行以及国家对国民经济的宏观调节,基本上转移到市场调节的基本轨道上来。在这个过程中,金融市场的发生和发展,成为我国社会主义市场经济体制发育中最引人瞩目、最具开拓创新意义的事件。近年来,金融市场发展本身,又以其内在的必然逻辑,一再把证券市场的发展推到金融改革和整个经济体制改革的中心,使其成为全社会从国家的宏观经济决策部门到一个普通的社会公众共同关心的热点。可以预期,我国社会主义市场经济新体制的确立和完善,将会因为我国金融市场特别是我国证券市场的迅速发展而日益充实起来,并且迅速走上成熟。

社会主义市场经济新体制的构建,在一个人类社会历史发展的更为广阔的背景上,它又是人类自身发展、自身解放的漫长过程中的一种最具有决定意义的文化积累。市场的构建作为一项制度建设,它除了要随时倾听市场运作实践的呼声之外,还要批判地继承和吸收自从市场现象发生以来所不断形成的思想材料。在这种讨论市场一般的意义上,市场理论的演进反映着从萌芽状态的市场、到自由资本主义市场、到现代世界市场的典型历程,因而,这种市场理论考察必然是超国度的;同时也因为市场既非资本主义也非社会主义的中性特点,因而带有普遍的、一般的意义。例如现代市场结构中的金融市场,其最早的历史形态,宁可说是反映着血和肮脏的东西的资本运动及其背后的资本家的操纵,但是作为金融市场的一些制度建构、运作环境和运作机理,勿宁说是放之每个不同社会经济制度下的不同经济国度都是适用的。在这方面,恰好是市场经济国家在其漫长的市场经济开拓发展中走过了一个历史时代,并且产生了关于这个问题的最完备的理论设计和操作方案,因

而我们对它们的学习才更加有用。

建立和发展社会主义金融市场与证券市场,并以此带动和推进整个社会主义市场经济体制的建立,日本证券市场的发展模式及其理论分析对我们是极其有用的。日本金融市场和证券市场在世界发展国家的市场经济发展和金融成长中,有着自己独特的历程和运行特点。日本的证券市场从1893年由日本政府颁布第一部证券交易法、走上正常发展的道路开始,到现在刚好有了100年的历史。这与欧美发达的市场经济国家一般在300年以上的证券市场发育过程相比,开始的时间要晚得多,发育时间要短得多。但是,后来居上的日本证券市场,在推动日本经济发展,通过证券市场的拓展、集中和国际化,对世界经济的影响都是举世瞩目的。

一是日本证券市场的迅速发展及其重大作用在现代世界经济格局下特别突出。日本证券市场在战后的1949年重新开市后,在50年代和60年代一直保持了迅速发展的势头,直接推动日本经济经过高速增长阶段进入成熟时期,并且借助证券市场的国际化推动了资本的国际化 and 世界经济一体化。在70年代以后,又依托日本经济低速增长和相对稳定的背景,巩固和深化了日本的金融市场,增加了市场潜力,并且以日元坚挺、汇价高,日元债券利率低的优势吸引了大量的国际游资。目前日本证券交易所又成为与纽约证券交易所、伦敦证券交易所相并列的世界第三大证券交易所,而日本的股票交易市场又成为仅列美国纽约之后的第二大股票交易市场。日本的金融市场和证券市场已经成为现代世界金融市场的中心,并且带动日本经济成为世界经济的发展极。

二是日本证券市场发展和市场管理的特点在现代证券市场中独树一帜。50年代初期,在日本战后经济恢复的特定背景下,经济复兴的任务同时伴随着市场经济体制的重建,其中重建的日本证券市场的规范化程度是特别周密细致的。日本政府精心安排了证券交易所的布局,制定了证券交易市场的交易规则。80年代后期,

日本政府关于国内证券市场与国外证券市场的对接,关于推动证券市场国际化的问题同样作了十分具体的规定。就目前日本证券市场的实际运行和管理操作而言,日本证券市场具有许多明显的特点或优点,这些特点一般认为特别适合于发展中国家在经济成长初期金融深化刚刚开始阶段的证券市场管理和市场发展。例如,关于要坚持证券业与银行业分业管理的问题,关于从筹集社会资金的实际需要和具体环境出发重点发展证券市场中的债券市场的问题,关于普遍发行股票而只组织和允许极少量股票上市以维持证券市场的安全与稳定的问题,都对初开证券市场的国家,例如我们这样的社会主义市场经济国家具有重要意义。

近年来关于现代证券市场的理论文献多得不可胜数。其中日本经济学家杉江雅一等的《证券论 25 讲》就是其中较有影响的一种。该书关于日本与西欧证券市场发展过程的详细叙述,关于证券市场操作手段的具体的极具指导意义的详细介绍,关于当代证券市场的结构、机制和发展前景的极具说服力的理论论证,都给读者留下深刻的印象。本书《现代证券论》参阅了《证券论 25 讲》的重要内容,综合了多种日文和英文的众多研究现代证券的丰富文献资料,汇成 21 个章节,着眼于我国当前证券市场的发育情况,突出介绍了当今日本和欧美证券市场发展的历史和现状;金融体系与证券市场、金融自由化与证券市场、证券发行与证券本质等金融经济学的理论背景;以及股票发行市场的组织与机能,股份公司的证券发行,公债市场、股票市场及股票上市操作,企业情报及股市价格,股市价格决定、股票交易、公司债交易、银行与证券的分业,信用交易与投机,证券投资的安全保护,证券业的本质,证券市场组织,股市价格,个人投资与机构投资,证券投资理论,机构投资的资产运用等问题,凡所必需的理论提示大都简洁明确,大量操作细节的叙述不觉得复杂反而饶有兴味。本书最后,关于证券市场的国际化,关于股票期权及金融期货交易,以及证券市场前景的叙述,高瞻远

瞩目地预示了未来世界经济一体化中现代证券市场的发展方向。纵观全书,这本篇幅不大的《现代证券论》,应该包括着巨大的信息量,使其成为我国开拓和发展证券市场的借鉴。

山东省金融学会会员、山东省青岛市人民银行金融研究所青年研究人员王建华同志,以他长期在日本进修时对日本证券市场运作的实际考察,和他熟练驾驭日语的能力,应我国证券市场开拓中广大证券业务人员和金融政策研究人员,以及金融意识逐渐增强并随时准备投入股市的广大社会公众的要求,在百忙中利用业余时间编译了这本书。应该说,这本书包含了作者关于当代证券理论与实务的全面理解,包含着作者转述译介现有文献中的再创造。相信这本书的编译出版,将会成为推动开发我国的证券市场,带动我国金融改革和社会主义市场经济的体制建设的有益借鉴,成为千千万万关心并希望了解、希望投入股市的广大群众的爱不释手的向导和指南。

山东省金融学会 房郁琴

1993年5月5日

目 录

第一章 证券市场与金融体系

1. 股份公司及股票市场的产生..... (1)
2. 欧美证券市场的形成..... (3)
3. 日本证券市场的历史..... (4)
4. 资金市场与资本市场..... (6)
5. 资金的筹集与资产的运用..... (9)
6. 证券市场在金融体系中的地位..... (10)
7. 金融自由化的发展..... (11)
8. 日本的金融自由化..... (12)
9. 金融自由化对证券市场的影响..... (14)
10. 金融自由化与证券市场国际化..... (15)

第二章 证券的性质及类别

1. 有价证券的概念及机能..... (18)
2. 股票的性质及种类..... (20)
3. 公司债的性质及种类..... (22)
4. 证券概念的变化..... (24)

第三章 发行市场的机能与组织

1. 发行市场的机能..... (26)
2. 资本的证券化与证券的资本化..... (26)
3. 发行市场的机构..... (27)
4. 证券发行的各种方式..... (28)
5. 有价证券申请制度..... (31)

第四章 股份公司的资金融通及证券发行

1. 企业金融的构造与变化 (33)
2. 新股票的发行 (36)
3. 公司债的发行 (39)

第五章 公共债的发行市场

1. 公共债的大量发行及其背景 (43)
2. 国债的种类及发行方式 (47)
3. 地方债、政府担保债的发行 (48)

第六章 股票的公开及流通市场

1. 股票的公开 (51)
2. 中小企业的发展及投机资本的出现 (53)
3. 店头市场的登记与交易 (55)

第七章 股票的上市

1. 上市的意义 (59)
2. 上市资格 (60)
3. 上市的效果 (62)
4. 企业的成长及重复上市 (64)

第八章 企业情报公开

1. 企业情报公开的目的 (67)
2. 发行市场上的企业情报公开制度 (68)
3. 流通市场上的企业情报公开制度 (70)
4. 公司决算公开与效率市场 (72)

第九章 证券交易所的股票买卖

1. 证券交易所交易的特征 (75)
2. 证券交易所交易的成立 (79)
3. 股票交易的转帐清算制度 (83)

第十章 公司债的买卖

1. 店头市场与交易所市场 (87)
2. 以国债为中心的流通市场 (91)
3. 期货交易 (92)

第十一章 信用交易与投机

1. 证券市场上的投机交易 (96)
2. 信用交易 (97)
3. 有关投机金融的几个问题 (99)

第十二章 证券流通的市场组织

1. 主要国家证券交易市场集中化 (102)
2. 证券交易向中央市场集中的必然性 (107)
3. 证券流通的市场组织 (110)

第十三章 证券市场的国际化

1. 国际收支结构变化与证券市场国际化 (112)
2. 日本证券市场的国际化 (113)
3. 证券交易的全球化 (120)

第十四章 股票期权及金融期货市场

1. 股票期权交易的规范化及其流通市场的形成 (122)

2. 期权交易的基本内容及经济效果·····	(123)
3. 金融期货市场的形成·····	(126)
4. 金融期货交易的经济机能·····	(128)
5. 日本的金融期货、期权交易·····	(129)

第十五章 个人投资者与机构投资者

1. 投资者的分类·····	(131)
2. 个人持股比例的低下及其问题·····	(132)
3. 股票的分布结构及流通市场上的法人化现象·····	(138)
4. 机构投资者的产生与发展·····	(140)
5. 机构投资者的投资风险回避·····	(143)
6. 银行的证券投资——从保护存款者利益出发受到严格限制·····	(144)
7. 人寿保险公司的证券投资——拥有长期而稳定的资金来源·····	(145)
8. 投资信托的证券投资——分散投资的起源·····	(147)
9. 企业养老金的证券投资——实行自主运用是主要课题·····	(149)

第十六章 对证券投资者的保护

1. 保护投资者的必要性·····	(153)
2. 保护投资者的制度·····	(154)
3. 投资者保护的限度及投资者的责任·····	(157)

第十七章 证券公司业务及银行参与证券业

1. 证券业的发展·····	(158)
2. 证券公司的业务及机能·····	(160)
3. 银行业务与证券业务的差别·····	(167)

4. 银行参与证券业务的疑点…………… (169)
5. 融资证券化与银行参与证券业务…………… (171)
6. 主要国家银行参与证券业务情况…………… (172)

第十八章 股票价格决定的理论

1. 证券交易所是自由竞争的市场…………… (175)
2. 股票的价值(心理价格)…………… (176)
3. 凯恩斯的美人投票论…………… (178)
4. 随机理论与技术证券分析…………… (179)

第十九章 股价平均及股价指数

1. 股价统计的基本概念…………… (181)
2. 算术平均股价指数…………… (182)
3. 几何平均股价指数…………… (185)
4. 加权平均股价指数…………… (186)

第二十章 证券投资的资产组合理论

1. 回避风险与分散投资…………… (188)
2. 资产组合(Portfolio)的收益及风险—H·Markowitz
的E—V投资基准…………… (189)
3. W·Sharpe的 β 理论…………… (191)
4. 资产或资本评价理论(CAPM)的展开…………… (195)

第二十一章 证券市场的未来

1. 金融经济与商品经济的发展…………… (197)
2. 证券市场的发展趋势…………… (198)
3. 金融制度改革与证券业…………… (200)

第一章 证券市场与金融体系

1. 股份公司及股票市场的产生

17 世纪初,在荷兰的阿姆斯特丹诞生了世界上首家股份公司——东印度公司。东印度公司发行了世界上最早的股票,并在社会公众之间买卖,从而出现了股票市场。

当时的欧洲社会冒险者很多,他们把不断发现的亚洲、非洲、美洲大陆划作自己的殖民地,并与本国之间广泛地开展贸易活动。其中荷兰与英国都设立了以东印度公司命名的国家公司,负责承揽这些贸易活动。当初的东印度公司每次出海时都要招募出资者,航海成功了就在出资者之间进行利益分配,然后出资者自动解散,从这一角度看,东印度公司带有“临时性企业”的特点。

1602 年荷兰联邦议会赋予东印度公司特权,荷兰东印度公司就先于英国东印度公司作为永久性股份制公司诞生了。由于受当时客观条件的约束,东印度公司不象今天的股份公司这样完备,但它具备了股份公司所必须的基本条件,可以称它为世界上最早的股份公司。

股份公司所必须具备的基本条件是:一要确立出资者的有限责任。以前公司都是在无限责任下经营的,1602 年特别许可令颁布之后确立了董事会的有限责任,继而又确立了全部出资人的有限责任。二要确立董事会是股份公司的一个机构。1602 年以前一般投资者只能通过公司董事间接出资,许可令颁布之后可以直接出资,董事会作为公司的执行机构得到确立。三要发行可以自由转让的股票。1602 年以前,对出资人持有的股份能否自由转让没有明确规定,许可令颁布之后,股票不仅可以自由转让,而且操作方

法非常简单。

可以自由转让股票的发行，对股票市场的形成与发展起到了至关重要的作用。根据 1602 年的特许令，荷兰东印度公司享有殖民地贸易的垄断权。人们预测这种垄断权会给公司带来巨额利润，并同时带来可观的股息分配，因此就开始了公司股票的投机买卖。再加上当时公司的分红率是董事们随意决定的，与公司收益变化趋势关系不大，围绕分红率变化，东印度公司股票的投机买卖越来越严重。

这里需要特别指出的是 1610 年荷兰联邦议会颁布了一个法令，禁止东印度公司股票的空买空卖。股票空买空卖是指在签订买卖契约的同时不进行股票的过户，而是约定一段时间后进行差额清算的投机交易。东印度公司设立仅仅 8 年之后，就由专门的现货交易发展到现货、期货交易并行，不得不令人惊奇。

世界上最早从事农作物期货交易的是荷兰，时间也是 17 世纪初。恐怕当时那些富有农作物期货交易经验的商人，把这种交易方式拿来运用于东印度公司股票的交易上，因而构成股票期货交易发展的最主要原因。

股票一开始就成为投机的对象被空买空卖，的确是一件不幸的事情。随着资本主义的发展，股份公司大批设立，并已成为资本主义企业体系中的核心，股票筹资也逐渐普遍化，股票交易的投机色彩也越来越浓，股票市场成了投机的主要场所。

当然，股票成为投机对象并不是一无是处，相反它促进了交易手段的开发，为股票市场的发展与完善做出了重要贡献。东印度公司成立之后，阿姆斯特丹股票市场上开发出了各种各样的交易手段。这些手段应用在今天看来都毫不逊色。

2. 欧美证券市场的形成

17 世纪后半叶,荷兰的经济发展如日西下,英国渐渐地取代荷兰取得霸权地位。虽然当时英国还没有出现象荷兰东印度公司那样比较规范的股份公司,但未经国王或议会特许批准而遵照公司章程设立的经纪人公司则随处可见。它们也发行可自由转让的股票,从这一点来看,与荷兰的股份公司没有多大差别。

1690 年约翰·亨通创办了《股票行情新闻》,国家也颁布了禁止经纪人活动的法律,英国的证券市场似乎逐渐完善起来,但好事多磨,18 世纪初的 20 年间,出现了设立大公司热,股票投机也一再膨胀。在众多的公司中,1711 年设立的专门以投机为目的的南海公司最为出名。南海公司的董事们为了从股价上升中谋求更高的收益,不断地刺激股票的投机。

股票投机热在 1720 年达到高峰点,南海公司的股价也在短短的 4 个月内上跳了 3 倍以上。但到了年末,股价开始大幅下跌,从而使股票投机热象“南海泡沫”一样消失了。

这次投机热,不仅发生在英国、法国,荷兰也毫不例外。英国以此为契机,制定了《泡沫公司禁止法》,严格禁止未经许可而设立从事中间买卖业务的公司(这项法规一直使用到 1825 年)。这个法律实际上是阻碍了证券市场的发展,因为只有股票中间买卖人的日趋活跃,才使得证券市场不断发展。于是这些中间人纷纷走出长期活动的咖啡馆,于 1773 年设立了伦敦证券交易所,为在产业革命中充分发挥证券市场的作用做好了先期准备。

产业革命使社会化大生产成为必然。企业规模的扩大,进一步推动了股份制企业的产生与发展。另一方面,为了支持 18 世纪末的对法战争,政府发行了大量债券。这一切使伦敦证券市场逐步具备了资本市场的点。

1840年,英国又兴起了铁路建筑热,证券业者的业务分工更加细致,出现了专门经营顾客委托业务的经纪人和专门从事自营业务及经纪人间委托业务的证券商。从1840年到现在,尽管证券自营业务与委托业务有合一的趋势,但是这种职能划分一直是英国证券商最突出的特点。

下面再考察一下美国证券市场的起源。现在美国拥有值得夸耀的世界最大规模的证券市场即华尔街市场。原来的美国,土地价格低廉,土质肥沃,这对于农民来讲比经营矿业、制造业更具魅力。因此美国的股份公司发展较晚,证券市场主要是联邦债券买卖的市场。

独立后的美国,于1777年首次出现了以联邦债券为中心的投资热。1790年美国在费城设立了第一家证券交易所。其后华尔街的咖啡馆里专门从事债券和股票交易的经纪人根据1792年达成的“洋梧桐树协议”,建立了专门供自己买卖的交易场所,从而产生了有组织的纽约证券市场。现在纽约证券交易所的前身即真正从事证券交易的市场则是1817年建立的。

美国真正的产业革命是进入19世纪以后从运河公司和铁道公司的公司热中开始的,更大规模的产业革命,则是在南北战争之后。美国证券市场在19世纪取得了显著发展,这为今天美国证券市场的发达奠定了良好基础。

3. 日本证券市场的历史

日本发展资本主义制度始于明治维新。德川时代,日本尚无资本主义企业,明治时代出现的股份公司是直接照搬国外的。1869年设立的通商公司和汇兑公司是日本最早的股份制公司。这些公司是在大多数日本人对资本主义知之甚少,股份制公司制度尚未确定下来的情况下匆忙设立的,因此还没有发挥什么作用就消失

了。

1877年以后,日本真正兴起了股份公司热。但没有走过象欧洲、美国那样的由股份公司设立到股票买卖市场形成再到股票交易所成立的曲折道路,而是在明治初期就设立了交易所,使发行的大量公债流通起来。交易所设立的具体时间是1878年,尽管当时称作股票交易所,交易的对象却是各种各样的公债。

1873年明治政府为了清理废藩置县以后从旧藩中继承下来的债务,发行了新旧公债,第二年发行了秩禄公债。这些公债在经过兑换商之手产生的公债市场上买卖交易,使公债市场更有组织性,同时也促进了股票交易所的设立。

日本的股票交易所在成立之后主要是买卖新、旧公债、秩禄公债及交易所自身发行的股票。但经过1881年铁道公司的公司热之后,交易所买卖的对象渐渐地由债券转到股票,从而股票交易所也开始真正地发挥其本来应有的职能。

这里需要注意的是,从19世纪80年代到太平洋战争末期,日本股票交易所的交易绝大部分都是期货交易,始终带有浓厚的投机色彩,这一点与欧洲的股票交易可谓同出一辙。

虽然日本的证券市场发展比欧美要迟缓得多,但商品市场的发展却毫不逊色。日本的独特交易方式,在很久很久以前就与欧美不同,这一点在世界上也值得自豪。其中稻米期货市场在元禄时代就广泛兴起了,1730年堂岛米市场得到了德川幕府的承认。

米期货市场的最大特点是交纳一点点保证金就可以参与期货交易,而且清算时只结算米价的变动差额即可,这为利用期货交易进行投机的商人开辟了广阔的道路。德川时代米期货市场遭到了有识之士的攻击,但其交易制度却被明治时期的股票交易所几乎原封不动地继承下来,公债、股票和米一样都采用了期货交易,其结果使股票市场成了价格变化不定极富冒险性的投机市场。

随着时代的变迁,大正、昭和时代日本的资本主义得到了飞速