

21世纪

普通高等学校金融学教材

证券投资 理论与实务

何孝星 主编

- 证券投资的收益与风险
- 有效市场理论与资产组合理论
- 资本资产定价模型
- 债券估价与风险分析
- 股票基本面分析与技术分析
- 金融远期、金融期货和金融期权
- 投资组合管理
- 国际证券投资



清华大学出版社

21 世纪普通高等学校金融学教材

证券投资理论与实务

何孝星 主编

清华大学出版社

北 京

内 容 简 介

本书在力求追踪和反映以美国为代表的成熟证券市场上广泛应用的投资理论、投资方法及其最新理论研究成果的同时,立足于我国证券市场与证券投资的现状,对国内外相关的研究成果加以综合、归纳与整理,并对我国证券投资领域的热点、难点问题进行了深入探讨。

本书按照“基础知识—投资理论—基础证券—衍生证券—投资组合管理—国际投资”的逻辑顺序展开,重点突出了对证券投资组合管理的讲述,并从理论模型到实际运用,强调理论与应用的同步性。同时本书还前瞻性地将投资组合管理的视野延伸到国际资本市场。本书主要供高等院校经济类、管理类高年级本科生、研究生和 MBA 教学之用,也可以作为从事证券投资研究人员、企业集团财务管理人员、证券从业人员及个人投资者的参考读物。

版权所有,翻印必究。举报电话:010-62782989 13901104297 13801310933

本书封面贴有清华大学出版社激光防伪标签,无标签者不得销售。

图书在版编目(CIP)数据

证券投资理论与实务/何孝星主编. —北京:清华大学出版社,2004.8
(21世纪普通高等学校金融学教材)

ISBN 7-302-09312-1

I. 证… II. 何… III. 证券投资 IV. F830.59

中国版本图书馆CIP数据核字(2004)第087083号

出 版 者:清华大学出版社 地 址:北京清华大学学研大厦

<http://www.tup.com.cn> 邮 编:100084

社 总 机:010-62770175 客 户 服 务:010-62776966

组稿编辑:杜春杰

文稿编辑:王 飞

封面设计:秦 铭

版式设计:郑轶文

印 装 者:北京鑫海金澳胶印有限公司

发 行 者:新华书店总店北京发行所

开 本:185×230 印张:36.75 字数:790千字

版 次:2004年8月第1版 2004年8月第1次印刷

书 号:ISBN 7-302-09312-1/F·892

印 数:1~5000

定 价:49.00元

本书如存在文字不清、漏印以及缺页、倒页、脱页等印装质量问题,请与清华大学出版社出版部联系
调换。联系电话:(010)62770175-3103或(010)62770174

前 言

现代经济中，投资活动无处不在。投资分为实物投资和证券投资。证券的标准化和流动性特征，使得证券投资比实物投资更加便捷与灵活。有人认为，21世纪是证券投资的新世纪。事实上，20世纪70年代开始，全球证券市场发生了以机构化、自由化、全球化为主题的重大变革。在这场变革中，作为投资发展较早的国家——美国始终走在最前沿。如今，美国拥有世界上最大的证券市场和种类众多的投资工具。当然，这场变革也催助着我国证券市场的诞生与发展，并给我国年轻的证券投资业带来了前所未有的发展机遇。1991年我国诞生了两家证券交易所，标志着我国证券市场试点工作的全面启动。在这短短的13年中，我国的证券市场从无到有，取得了很大的成绩。中国大陆的股市已成为仅次于日本的亚洲第二大股市，包括国债和公司债券在内的债券市场也逐步发展起来。作为证券市场上最重要的机构投资者，我国证券投资基金的规模也已达沪、深两市流通市值的10%以上。

然而，我国目前的证券市场与美国等成熟的证券市场相比，仍存在着很大的差距。我国货币市场证券品种单一，交投不活跃；公司债券市场严重滞后；金融期货、期权、互换等衍生证券的推出还需假以时日；各种金融资产的证券化还有待创新。至于股票市场，流通股与非流通股的人为分割问题依然存在。股权结构的分置，使得我国证券市场从一开始就带着严重的不规范色彩。由此可见，规范发展我国的证券市场尚有较长的一段路要走。其间，证券市场成熟国家的经验可以给我们有益的启示，尤其是证券投资学的基本理论和实务，更值得我们学习和借鉴。

现代证券投资理论创立于20世纪50年代。1952年，马克维茨（Harry Markowitz）在其发表的论文《资产组合的选择》中，第一次用均值衡量资产的预期收益，用方差衡量资产的风险，从而开创了不确定性下资产组合投资的理论和方法。从此，证券投资学彻底从描述性的科学走向分析型的科学。1964年，夏普（William Sharpe）提出以 β 系数作为度量证券风险指标的资本资产定价模型（CAPM）。该模型不仅大大简化了马克维茨模型中风险值的计算，而且可以对过去难以估价的证券资产的风险价格进行定价。1976年，罗斯（Stephen Ross）从无风险套利的角度考虑套利与均衡，推导出均衡市场中的资本资产定价关系，建立套利定价模型（APT）。资本资产定价模型和套利定价模型的诞生，标志着现代证券投资理论开始日渐成熟。而最具里程碑意义的成果，则是1973年布莱克（Fischer Black）和舒尔斯（Myron Scholes）在CAPM模型的基础上提出的第一个完整的期权定价模型，从而为期权在证券投资理论与实务中的广泛运用扫清了道路。这些理论极大地丰富了现代证券投资理论的内涵，使之真正成为一门科学。近几十年来，西方学者一直致力于对这些理论模型的检验和修正，进行了大量的实证研究。这些研究成果正日益成为投资者进行证券投资活动的实用工具。

“他山之石，可以攻玉”。本教材的写作本着“洋为中用”、“学以致用”理念，在力求反映以美国为代表的成熟证券市场上广泛应用的投资理论、投资方法及其最新理论研究成果的同时，立足于我国证券市场与证券投资的现状，对国内相关的研究成果加以归纳整理，对我国证券投资领域的热点、难点问题加以探讨，并用于指导国内市场的证券投资。这无疑对我国证券投资学的教学、科研都具有积极的推动作用，从而使本书具有较高的学术价值。

本书按照“基础知识—投资理论—基础证券—衍生证券—投资组合管理—国际投资”的逻辑顺序展开，全书分为6篇共20章：第1~2章介绍证券市场及其工具、投资风险与收益等基础知识；第3~6章阐述有效市场理论、资产组合理论、资本资产定价模型、因素模型与套利定价模型等证券投资理论；第7~11章考察固定收益证券与权益证券的估值与投资分析；第12~14章讨论期权、期货与其他衍生产品的收益风险特征与定价问题；第15~18章分析证券投资基金及其投资组合管理的理论与实务，以及投资组合的业绩评估等；第19~20章将投资组合管理延伸到国际视角，探讨国际证券投资分析和管理。与以往的教材不同，本教材突出了证券投资组合管理的阐述，并从理论模型到实际运用，强调理论与应用的同步性。在目前我国证券市场普遍存在的机构投资者“坐庄”、散户“跟风”的情形下，突出投资组合管理理论与实务对促进我国证券投资者（特别是机构投资者）投资理念的改变、投资方法与投资策略的成熟具有一定的积极意义。同时本书还前瞻性地将投资组合管理的视野延伸到国际资本市场。本书主要供高等院校经济类、管理类本科生、研究生和MBA教学之用，也可以作为从事证券投资研究人员、企业集团财务管理人员、证券从业人员及个人投资者的参考读物。

本书由厦门大学金融系教授、博士生导师何孝星主持编写大纲并担任主编，徐宝林博士和陈善昂副教授任副主编。各章的写作分工如下：何孝星——第3、9、15章；何孝星、郑智哲——第7、10章；何孝星、徐象杰——第12章；徐宝林——第16、17、18、19、20章；陈善昂——第1、2章；刘雅莉——第4、5、6章；郑智哲——第8、11章；徐象杰——第13、14章。各章小结、关键词和习题均由上述各章撰写人员编写。全书最后由何孝星总纂定稿。

本书在写作过程中参阅并借鉴了大量的国内外学者的研究成果，在此表示衷心的感谢！本书的出版得到了清华大学出版社的王俊峰先生、李华君先生和编辑杜春杰女士的大力支持和帮助，同时得到了厦门大学金融系国家级金融学重点学科研究基金的资助，在此一并表示衷心的感谢！鉴于本书作者学识有限，书中错漏之处在所难免，恳请读者批评指正。

何孝星

2004年3月18日

目 录

第 1 章 证券市场	1
1.1 证券市场的形成与发展	1
1.2 证券市场的构成与分类	9
1.3 证券市场的功能	21
本章小结	26
关键词	27
习题	27
第 2 章 证券投资的收益与风险	28
2.1 收益的计算	28
2.2 风险与风险溢价	40
2.3 风险厌恶与投资选择	46
本章小结	50
关键词	51
习题	51
第 3 章 有效市场理论	53
3.1 有效市场理论及其分类	53
3.2 有效市场理论的检验	57
3.3 中国证券市场的有效性检验	61
本章小结	66
关键词	67
习题	67
第 4 章 资产组合理论	68
4.1 资产组合理论的产生与发展	68
4.2 资产组合的收益与风险	70
4.3 最佳资产组合	78
4.4 无风险资产与投资组合	82
本章小结	86

关键词	86
习题	87
第 5 章 资本资产定价模型	91
5.1 资本市场线	91
5.2 证券市场线	95
5.3 资本资产定价模型的扩展	100
5.4 资本资产定价模型的实证检验评述	102
本章小结	106
关键词	106
习题	107
第 6 章 因素模型和套利定价理论	109
6.1 因素模型	109
6.2 套利定价理论	115
6.3 套利定价理论与资本资产定价模型比较	119
本章小结	122
关键词	122
习题	123
第 7 章 固定收益证券	125
7.1 货币市场工具	125
7.2 中长期国债、联邦机构债券与市政债券	129
7.3 公司债券	135
7.4 资产证券化债券	137
7.5 优先股	157
本章小结	158
关键词	159
习题	159
第 8 章 债券估价与风险分析	161
8.1 债券定价原理	161
8.2 债券收益率	168
8.3 利率期限结构	175
8.4 债券风险与债券信用评级	185
本章小结	191

关键词	192
习题	192
第 9 章 股票基本面分析	194
9.1 宏观经济分析	194
9.2 行业分析	201
9.3 公司财务报表分析	208
本章小结	225
关键词	226
习题	226
第 10 章 股票技术分析	229
10.1 技术分析简介	229
10.2 技术分析中的两个重要理论	230
10.3 图形分析	243
10.4 技术指标分析	255
10.5 技术分析的实证研究	261
本章小结	262
关键词	263
习题	263
第 11 章 股票估价	264
11.1 会计方法对股票价值的评估	264
11.2 股利折现模型	265
11.3 市盈率分析	278
11.4 自由现金流折现模型	282
11.5 通货膨胀与股票估价	284
本章小结	287
关键词	287
习题	288
第 12 章 金融远期和金融期货	289
12.1 几类主要的金融远期合约	290
12.2 金融期货	294

12.3 几类主要的金融期货合约	299
12.4 远期价格和期货价格的决定	306
本章小结	311
关键词	312
习题	312
第 13 章 金融期权	314
13.1 金融期权概述	314
13.2 几类主要金融期权合约	319
13.3 期权定价	325
本章小结	344
关键词	344
习题	344
第 14 章 金融互换、认股权证和可转债	347
14.1 金融互换	347
14.2 认股权证	361
14.3 可转换公司债券	365
本章小结	369
关键词	370
习 题	370
第 15 章 证券投资基金	372
15.1 证券投资基金的概念和特征	372
15.2 证券投资基金的功能和作用	375
15.3 证券投资基金的类型	378
15.4 证券投资基金的运作	387
15.5 证券投资基金的治理结构	398
15.6 证券投资基金的收益与风险	405
15.7 中国证券投资基金的发展历程及前瞻	407
本章小结	415
关键词	416
习题	416
第 16 章 积极的投资组合管理：若干模型	418
16.1 证券选择模型	418

16.2	Treynor-Black 模型 (简称 TB 模型)	424
16.3	EGP 模型	429
16.4	EGP 模型的扩展: 通货膨胀下的最佳组合	433
	本章小结	438
	关键词	439
	习题	439
第 17 章	投资组合管理应用分析	441
17.1	投资组合管理概述	441
17.2	权益投资组合管理	444
17.3	债券资产组合管理	463
17.4	衍生证券在组合管理中的应用	480
	本章小结	495
	关键词	496
	习题	496
第 18 章	投资组合业绩衡量与评估	498
18.1	衡量组合收益的各种方法	498
18.2	业绩的风险调整	502
18.3	证券选择能力和市场时机选择能力	511
18.4	业绩贡献分析	518
	本章小结	520
	关键词	521
	习题	521
第 19 章	国际证券投资分析	526
19.1	全球股权市场结构与特征	526
19.2	全球债券市场结构与特征	535
19.3	国际证券投资风险与收益	540
	本章小结	545
	关键词	546
	习题	546
第 20 章	国际证券投资管理	548
20.1	国际平价关系: 通胀、利率与汇率	548
20.2	汇率的决定与预测	552

20.3 汇率风险管理	556
20.4 政治风险的评估及其防范	564
20.5 国际证券投资策略	567
本章小结	570
关键词	571
习题	571
参考文献	572

第1章 证券市场

1.1 证券市场的形成与发展

1.1.1 证券市场的概念与特点

1. 证券的定义与性质

(1) 证券的定义与分类

证券（Securities）是各类财产所有权或债权凭证的通称，是用来证明证券持有人有权取得相应权益的凭证。我们日常生活中所见到的股票、债券、基金证券、存款单、票据、保险单、提单等都是证券。从法律的角度看，证券反映的是某种法律行为的结果，本身必须具备合法性，它所包含的特定内容具有法律效力。因此，凡根据一国政府有关法规发行的证券都应具有法律效力。从经济的角度看，证券是商品经济和信用经济发展的产物，它所反映的是各个主体之间的一系列社会经济关系。比如，股票作为股份有限公司发行的用于证明股东的身份和权益，并据以获得股息的凭证，它所反映的是股份公司与股东之间的投融资关系；债券是筹措资金的经济主体向投资者出具的、承诺到期还本付息的凭证，它所反映的是债权人与债务人之间的借贷关系；基金证券是证明投资者委托基金管理人进行投资，持券人定期获取投资收益的凭证，它所反映的是委托人和受托人之间的委托代理关系。简言之，证券是一种信用凭证或金融工具。

现实生活中，证券的种类多种多样。按照证券的性质不同，可以分为凭证证券和有价证券。

凭证证券是指认定持券人是某种私权的合法权利者，证明对持有人所履行的义务是有效的文件。顾名思义，这类证券的基本功能就是用于对某种权益提供证明。

有价证券是指标有票面金额，能定期为持有人带来一定收益，并可以在市场上自由流通转让的所有权或债权凭证。这类证券本身没有价值，因为它能为持有者带来一定的股息或利息收入，并通过市场上的流通转让而具有价格。现实生活中影响有价证券价格的因素多种多样，致使其价格的变化飘忽不定，难以预测。然而，由于有价证券的价格是资本化了的收入，即预期股息收入或利息收入的贴现值之和，因而影响其价格的主要因素是预期收入和市场利率。

有价证券是商品经济和社会化大生产发展到一定阶段的产物，并随着商品经济的不断发展，其种类变得越来越多。根据不同的标准，可以对有价证券进行不同的分类。其中，最主要的是按其权力及用途划分，可以把有价证券分为商品证券、货币证券和资本证券三类。

商品证券是证明持有人对特定商品的所有权和各种请求权，持有人可据以占有、使用或支配

该商品的证券。商品证券总是与特定的商品相联系，该商品既是商品证券的权益标的，更是该商品证券得以存在的基础。诸如提货单、货运单、仓库栈单等都属于商品证券的范畴。

货币证券是指能使持有人或第三者取得货币索取权的有价凭证。货币证券具有一般等价物的特征，能代替货币作为流通手段和支付手段，因此货币证券的使用可以加快货币的流通速度，节约流通成本。金属货币时代的货币证券主要是金银券，而在纸币为货币的时代，货币证券主要包括两类：一类是商业货币证券，主要包括商业汇票和商业本票；另一类是银行货币证券，主要包括银行汇票、银行本票和支票。

资本证券是证明金融投资活动的凭证，代表了持有人对特定资本的所有权和收益权。最常见的资本证券有股票、债券、基金证券等。资本证券和商品证券、货币证券的最大区别在于，资本证券能为持有人带来收益。比如股票能为股东带来股息红利和资本增值收入，债券能为债权人带来利息收入，基金证券也能为基金投资者带来投资收益。而商品证券、货币证券则分别是特定商品或货币的代表，不具有收益特征。

以上对证券的划分是从广义的角度进行的，狭义角度的证券必须具有收益性特征，因此狭义的证券仅指资本证券。本书讨论的重点是资本证券，因此，以下所指的证券都指资本证券。

(2) 证券的性质

证券是一定社会经济关系的体现，是一种信用凭证或金融工具，因此它具有与信用凭证、金融工具相似的性质。

① 虚拟性。证券本身仅是一种投资凭证，是虚拟资本，而不是实际资本本身。证券价格受到多种因素的影响，如预期收益、市场利率、宏观经济状况、行业前景等，造成其与实际资本的价值往往相距甚远，实际资本的价值经常被严重低估或高估。比如股票，它代表的实际资本是公司总股本中的份额，实际资本的价值为每股净资产，而股票的市场价格往往几倍于每股净资产。再比如债券，它所代表的实际资本的价值等于债券的面值，而市场流通中的债券的价格通常围绕着债券面值上下波动。证券的虚拟性由此可见。证券的虚拟性使得证券代表的资本收益权和其他权力得以转让，投资活动得以不断的延续下去。然而，虚拟资本的价格如果不切实际地高涨，意味着市场存在着泡沫，将会使社会经济出现不稳定因素。

② 权力性。证券作为一种财产所有权或债权凭证，赋予证券持有人相应的权力。比如股票持有人作为公司的股东，有权获取股票股息和股票红利，有权参加公司股东大会、选举公司董事等。债券持有人作为债权人，拥有定期获取债券利息、到期获取本金的权力，以及公司破产时剩余财产的优先索偿权。

③ 收益性。收益性是指证券能为持有人带来一定的收益，这是转让资金使用权的回报。收益性是证券投资的目的，也是证券发行的前提。证券的收益包括经常性收益和资本性收益两部分。经常性收益是指持券人可以定期得到的利息和红利，比如股票持有人的经常性收益就是每年派发的股息和股利，债券持有人的经常性收益是每年或每半年根据票面利率计算的利息。资本性收益则是持券人买入和卖出证券的价格差异，如果持券人卖出证券的价格高于买入证券的价格，持券人的资本

性收益为正，反之则为负。

④ 流通性。证券可以在市场上转让、流通，此为证券的流通性或流动性。流通性使证券持有者可以提前收回投资，从而将不同期限的投资者联系起来，形成对企业或国家的长期投资。其次，证券只有通过流通才能达到增值的目的，通过流通才能合理确定证券的价格。因此，证券的流通性对于证券的发行人和持有人都意义重大，流通性使证券更具有吸引力。衡量一种证券流通性的强弱主要是看该证券转换为货币的能力，如果某一证券一经需要可随时出售变现，交易费用很低，而且不必承担本金的损失，该证券的流通性就较强。反之，证券的流通性就较弱。影响证券流通性强弱的因素主要有证券的种类、偿还期限的长短、证券市场行情的好坏以及证券发行人的经营业绩、信誉、知名度等。

⑤ 风险性。证券的风险性是指证券持有者面临的预期投资收益的不确定性（Uncertainty）。预期投资收益的不确定性主要包括预期经常性收益的不确定性和预期资本性收益的不确定性，前者主要是由宏观经济状况和公司经营状况的不确定性所决定，而后者主要是由公司经营状况、市场利率和证券市场的状况等不确定性所决定的。风险是与收益相对应的，因此证券的风险性是普遍存在的。一般来说，证券投资者面临的风险主要有市场风险、利率风险、信用风险、财务风险、经营风险等，其中又以市场风险和经营风险为主。

2. 证券市场的概念与特点

（1）证券市场的概念

证券市场（Securities Market）是股票、债券等有偿证券发行与流通以及与此相适应的组织和管理方式的总称。

金融市场体系是由相互联系各个金融子市场构成的整体系统，广义的金融市场包括货币市场、资本市场、外汇市场和黄金市场等。其中，货币市场是融通短期资金的市场，资本市场则是融通中长期资金的市场。资本市场又可以进一步分为中长期信贷市场和证券市场。可见，证券市场是金融市场的重要组成部分，在金融市场体系中是不可或缺的一员。但在不同的社会制度、经济基础和文化传统下，尤其是不同的融资模式下，证券市场在金融市场中的地位是不相同的。

在以直接融资为主的国家，经济主体主要通过发行股票或债券直接从社会上吸收和筹措资金，股票和债券是金融市场上最活跃、最主要的金融资产，这极大地促进了证券市场的发展，使证券市场的交易几乎覆盖了整个金融市场，成为金融市场中极为重要的组成部分，在金融市场中占据非常重要的地位。

而在以间接融资为主的国家，银行是社会融资的关键环节，它通过各个分支机构广泛吸收社会闲散资金，再对企业进行贷款。在这种融资模式下，中长期信贷市场便是金融市场中极为重要的组成部分。而由于社会上发行的股票、债券数量有限，使证券市场的发展较为滞后，成为中长期信贷市场的补充。但是，从市场经济发展的要求来看，以股票、债券等为主的直接融资，是适应市场经济条件下经济运行更具灵活性和吸引力的融资工具，它的发展是不可阻挡的趋势，因此，证券市场的地位必将随之而不断得以巩固和提升。

(2) 证券市场的特点

分析证券市场的特点必须将证券市场与金融市场中的其他子市场进行比较,这里主要对证券市场与货币市场、信贷市场进行比较。

① 证券市场与货币市场相比较,其不同特点是:

第一,期限不同。货币市场上一般交易的是期限在一年以内的金融工具,最短的,如同业拆借市场,期限只有几天甚至只有几个小时。而证券市场上交易的工具一般期限都在一年以上,期限长的,如长期国债,可达数十年,有的甚至期限无限长,如股票。

第二,交易主体不同。货币市场上的交易主体主要为法人机构,这是因为货币市场每笔交易额较大,如同业拆借市场、回购市场等都是在金融机构之间进行交易,一般公众投资者没有足够的资金量参与货币市场的交易。而证券市场的交易主体不仅包括法人机构,还包括公众投资者,而且,公众投资者是证券市场上不可或缺的投资主体。

第三,作用不同。从货币市场融通的资金,大多用于满足金融机构或工商企业短期资金周转的需求,因此,货币市场的主要功能是提供金融资产的流动性。而从证券市场融通的资金则大多用于企业的创建、更新、扩充生产规模等,其作用不仅创造流动性,更重要的是提高资金的收益率。

第四,风险程度不同。货币市场的交易工具,由于期限较短,流动性较高,因此价格不会发生剧烈变化,风险较小。而证券市场的交易工具期限较长,流动性较低,因此价格变化也较大,风险较高。

② 证券市场与信贷市场相比较,其不同特点是:

第一,交易的性质不同。信贷市场的交易分为两个环节,其一是资金的供给者将资金存入商业银行,其二是商业银行将资金贷给资金需求者。在这两个环节中,商业银行分别通过存款单和贷款合同与存款人和贷款人进行交易,本质上,这两个交易都是资金的借贷关系,通过交易让渡的只是资金的使用权。而证券市场上的交易则是实实在在的买卖关系,证券的买卖转让的是资本的所有权、收益权以及其他相关权力。

第二,交易双方关系的确定性不同。在信贷市场上,一旦存款单发出,存款人与银行之间的资金借贷关系就确定下来,同样地,贷款合同一旦签订,银行与借款人的借贷关系也得以确定。而且这些关系在合同到期前是不可变更的。而在证券市场上,由于证券的可流通性,证券一经交易,股权所有者或债权人就发生变更。因此证券市场上资金供给者与需求者之间的关系是不固定的。

第三,收益的来源不同。信贷市场上资金供给者把资金的使用权让渡给银行所取得的收益是存款利息,银行把资金使用权让渡给企业所取得的收益是贷款利息。对于存款人和银行来说,在没有信用风险的情况下,他们获得的收益是确定性的。而在证券市场上,证券的持有人所得到的收益不仅来自股息和红利等经常性收益,而且还来自证券价格波动的资本性收益。

第四,承担的风险不同。信贷市场上,资金供求双方是间接金融关系,银行作为投融资活动的中介,成为投资风险的集中地,它所承担的风险主要是借款人的违约风险。作为资金供给者的存款人则基本上不必承担任何风险,因而存款人所得到的利息收益也就较小。而在证券市场上,资金供

求者是直接金融关系,作为资金供给方的证券投资者理所当然要承担投资风险,不仅如此,证券投资者还要承担证券价格波动的市场风险。

1.1.2 证券市场的形成与发展

1. 证券市场在国际上的形成与发展

(1) 证券市场的形成

证券市场是商品经济和社会化大生产不断发展的产物。在自然经济条件下,由于生产力处于较低水平,生产所需的资本十分有限,单个生产者的积累就能满足扩大再生产的需要,不需要对外融资,因而也就不存在证券和证券市场。随着生产力的发展,人类进入了商品经济社会。在简单商品经济时期,生产力有了一定的发展,社会分工开始出现,社会上出现了资金盈余部门和资金短缺部门,但由于当时的信用制度比较落后,扩大再生产所需的资金只能通过并不多见的资本借贷来满足,证券市场也无法形成。随着生产力的进一步发展,商品经济不断成熟,社会分工日益复杂,社会化大生产所需的资金越来越多,借贷资本越来越不能满足资金需求,客观上需要创造出新的融资手段。并且此时的信用制度已经极大发展,商业信用、银行信用和国家信用等信用形式不断出现,创新出各种新的资金融通方式,导致了越来越多的信用工具的出现,其中就包括股票、债券等资本证券。证券的产生为证券市场的形成创造了前提条件,由于证券持有者的资金并不都是长期闲置的,有时急需资金,证券持有者必须把证券转让出去,换取现款。随着证券相互转让流通的渐趋频繁,客观上需要固定的场所为证券流通提供便利,因此证券市场的形成也就成为必然。

从证券市场形成过程来看,信用制度的发展至关重要。证券市场的形成还与股份公司的产生密切相关。生产力的不断发展,生产规模逐渐扩大,传统的独资经营方式和家族企业经营方式已经不能适应经济发展的要求,于是在12世纪初,意大利就出现了合伙经营的企业组织形式。到了15世纪,美洲新大陆的发现使航海贸易迅速发展,对企业资金规模和抗风险能力的要求提高了,于是以入股方式经营的企业组织形式应运而生。随后,股份公司为实现资本的集中壮大,通过向社会公众发行股票、债券等证券筹集资金。由此可见,股份公司的产生是证券和证券市场产生所不可或缺的微观基础。

在资本主义发展初期的原始积累阶段,证券交易就已经在西欧出现了。15世纪的意大利,在商业发达的城市中已经出现了商业票据的流通。到了16世纪,里昂、安特卫普已经有了证券交易所,当时在此进行交易的是国家债券。16世纪中叶,股票、公司债券及不动产抵押债券依次进入证券交易的行列。1602年,荷兰的阿姆斯特丹成立了世界上第一个股票交易所。1698年,在英国已经有大量的商人从事证券经纪业务,伦敦柴思胡同的“乔纳森咖啡馆”就因为有着众多的证券经纪人在此交易而闻名于世,到1773年,英国的第一家证券交易所在该咖啡馆成立,1802年这家交易所获得英国政府的正式批准,它就是现在伦敦证券交易所的前身。美国的第一个证券交易所——费城证券交易所成立于1790年,1792年5月17日,24名经纪人在华尔街的一棵梧桐树下聚会,订

立了一个有关证券商之间以及证券商与公众之间开展证券交易活动的正式协定，人们称之为《梧桐树协定》，18世纪末至19世纪初，一些经纪人在华尔街的一家名叫汤迪的咖啡馆经常聚面，把此地作为证券交易的办公地点。直到1817年，纽约的经纪商们把他们的团体“经纪人会”改组成接近现代证券交易所的形式，定名为“纽约证券交易会”，1863年又把名称正式改为现名纽约证券交易所，并在1903年把交易所的所在地搬到华尔街与百老汇大街交界处的现址。

（2）证券市场的发展

到20世纪初，西方主要发达资本主义国家都已建立了证券市场。随着资本主义由自由竞争阶段过渡到垄断阶段，证券市场从20世纪初叶开始，进入了发展阶段。在这一时期中，股份公司数量迅速增加。以英国为例，1901—1910年建立的股份公司有5万家，1911—1920年建立了6万4千家，1921—1930年建立了8万6千家，至此，英国90%的资本都处于股份公司控制之下。同时，有价证券的发行数量也飞速膨胀。20世纪20年代全世界发行的有价证券相比19世纪90年代增加了近5倍。股份公司和有价证券的数量增加，促进了证券市场的极大发展。

1929年美国股市暴跌，在随后的几年里，资本主义世界发生了严重的经济危机。在这个大萧条的时期里，证券市场受到了严重的影响。第二次世界大战爆发后，交战各国为弥补军费开支发行了数额巨大的公债，但整个证券市场并没有因此而走出低谷，仍然处于不景气之中。第二次世界大战结束之后，欧美和日本经济的恢复和发展，以及各国经济的增长，使得企业证券发行逐步增加，证券交易渐趋活跃，从而极大地促进了证券市场走出低谷，开始复苏和发展。

20世纪70年代以后，证券市场出现了高度繁荣的局面，证券市场的规模不断扩大，证券交易越来越活跃。不仅如此，证券市场的运营机制也发生了很大变化。近年来，亚洲、南美洲、东欧等新兴证券市场日益活跃，全球证券市场发展日益成熟，逐步显示出一些新的趋势和特点。

第一，证券交易多样化。随着证券市场的发展，有价证券的种类不断增加，各种新的交易品种不断创新出来。同时，证券交易的方式也越来越丰富，出现了期货交易、期权交易、股指期货交易等新的交易方式。

第二，证券投资者法人化。第二次世界大战以后，法人进行证券投资的比重逐步上升。证券市场中的法人投资者，由过去主要是金融机构，扩大到各行各业，很多企业都设立了证券部或投资部。据估计，法人投资在世界各国证券市场上占一半左右。

第三，证券交易手段现代化。现代科学技术的高速发展，为证券市场的发展提供了先进的技术手段。目前计算机已广泛应用于证券业，证券的发行、集中竞价、下达交易指令、证券交割、信息传播和咨询等都充分利用了计算机技术、网络技术、卫星通信等领域的最新科技成果。

第四，证券市场的国际化。现代化的交易手段和各国金融市场的逐步开放，为证券市场的国际化提供了条件。世界各国的证券交易所相应成为国际性证券交易所，越来越多的股份公司到国外证券市场发行股票，筹集资金，越来越多的投资者投资于国外证券市场，寻求更高的收益。

2. 证券市场在中国的发展

在中国，证券市场的发展经历了一条曲折的道路。