

社科文献论丛第15辑 / 张好收主编

股票透视



GUPIAOTOUSHI

谢新桃 ◆ 著

线装书局

社科文献论丛第15辑/张好收主编

股票透视

谢新桃 著

线装书局

图书在版编目 (CIP) 数据

股票透视 / 谢新桃著. —北京:线装书局, 2009. 8

(社科文献论丛第 15 辑/张好收主编)

ISBN 978-7-80106-770-8

I. 股… II. 谢… III. 股票—证券交易—研究 IV.
F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 131648 号

股票透视

著 者: 谢新桃

责任编辑: 杜 语 孙嘉镇

排版设计: 秋 水

出版发行: 线装书局

地 址: 北京鼓楼西大街 41 号 (100009)

电 话: 010-64045283 64041012

网 址: www.xzhbc.com

经 销: 新华书店

印 刷: 北京忠信诚胶印厂

开 本: 880mm × 1230mm 1/32

印 张: 5.5

字 数: 160 千字

版 次: 2009 年 8 月北京第 1 版 2009 年 8 月第 1 次印刷

印 数: 1000 册

定 价: 282.00 元 (全 10 册)

目 录 contents

导言	1
第一章 股票和股票市场的本质属性	10
第一节 股份制	10
第二节 股票的本质属性	16
第二章 资本属性	39
第一节 影响投资活动预期收益率的因素	39
第二节 投资的概念和资本的层次分析	40
第三节 资本属性及其生产	56
第三章 “资本化机会”的生产	68
第一节 “公司”和“公司资产”的区别	68
第二节 资本化机会	80
第三节 资本化机会的生产	86
第四章 资本化机会的价值	97
第一节 资本化机会的价值及其在股票交易中的核心地位	97
第二节 公司的资产收益率	100
第三节 资本化机会的定价原理	112
第四节 资本化机会价格的相关计算	118
第五节 几个相关的问题	151
第六节 市盈率	160
主要参考文献	169
后记	172

导 言

一、经济的发展呼唤股票理论创新

上世纪末期到本世纪初,以中国和印度为代表的一批国家经济高速发展,带动了世界经济整体增长速度大大加快。与经济的发展相适应,股票市场也将得到极大的发展。自1990年代起,中国股市快速发展。近年来,中国和印度很多公司、特别是一些大公司的上市,使得亚洲首次公开发行(IPO)数量大幅增长。我们可以想象到亚洲其他一些欠发达国家及非洲、南美的经济高速发展对世界股票市场的影响。我们已经看到,世界股票市场也正在进入高速发展阶段。

经济基础决定上层建筑。任何一门学科,甚至一个观点的诞生,都是由当时的经济和社会的发展状况决定的^①。随着股票市场的高速发展,关于股票的理论也必将得到更大的发展。这是时代的呼唤,也是必然的结果。

本书的目标是:通过建立“资本化机会理论”取代现在的“虚拟资本理

^① 我们常说“某某人是某某学科之父”。那么,“某某学科之母”是谁呢?就是当时的社会经济生活。因为,孕育这门学科的,是那个时代的社会经济生活。任何一种产生了影响的观点,都是那个时代的产物,是那个时代的观点。

论”，深刻揭示股票和股票市场的运动原理，更有力地解释股票市场的诸多现象，指导人们的相关实践活动。

二、股票的两个根本性质

股票有两个最根本的性质：证书性质和交易工具性质。

股票是股份公司发行的、证明其持有者拥有公司相应部分所有权的证书。公司是所有者的公司，公司赚了钱要分配给公司的所有者。但在现代社会里，合股的范围很大，各个股东之间也不全认识，所以，行使所有者权益、领取分红时，需要以股票来证明所有者（股东）的身份。如果你们单位来了一个新会计，不认识你，在领取工资时要你出示工作证，你不会认为是工作证为你带来了劳动报酬吧？就象是劳动而不是工作证为我们带来了劳动报酬一样，给我们带来投资收益的，是我们投入的资金，或者说是我们投资的公司，而不是股票。

如果要完整地把我拥有的一个公司卖给你，我们通常是通过订立合同、办理相关过户手续来完成交易的。如果我只是把这个公司的一部分卖给你呢？我们也可以通过订立合同、办理相关手续来完成。但如果大量的投资者需要经常地、频繁地买卖本公司（大小各异）的部分所有权，则前述交易方法就显得太麻烦，就得借助股票这种工具。股票，是我们完成上市公司部分所有权交易的工具（之一）。某公司共有 100 万股股票，我拥有其中的 1 万股，现在我把这 1 万股股票卖给你，实际上就是把该公司的 1% 卖给了你，股票，是我们完成这笔交易的工具，而不是我们交易的内容。

有人说：“股票不是人类劳动产品，本身没有价值，但因为它可以给其持有者带来一定的投资收益，所以它又有价格。”^①这句话可真是错透了。股票没有价值，也没有价格，但股份公司既有价值又有价格（对公司的整体买卖也是经常发生的——大到跨国公司，小到路边小卖店、农村小作坊），股票并不能给我们带来任何收益，给我们带来收益的，是我们投资的公司——换一个角度看，可以认为是我们投入的资金。

三、股票发行中新老股东之间的经济关系

我发现了一个好生意，市场广阔，要充分占领市场，需要（可容纳）1000

^① 吴晓求主编：《证券投资学》，中国人民大学出版社，2004 年 2 月第二版，第 17 页。

万元资金,可我自己只有 500 万元资金,所以需要请人合股。而你手里刚好有 500 万元资金没地方投资,于是我就请你来合伙(入股)做这笔生意。但生意是我发现的——也可以说是由我创造条件让这笔生意能做得成的,一方面,你也不好意思白白地坐享现成,另一方面,想跟我合股的人也很多,你面临着激烈的竞争(这可是一个“好生意”,很赚钱啊),所以,分红的时候你得让我多分点吧?于是,你入股的时候,股票价格得高于每股净资产值,入股后,你的一部分钱就属于我了,而我呢,就获得了“创业者利润”。

“资本”的本质特征是能实现增值。在市场经济^①条件下,由劳动所创造的社会财富^②,有一部分要实行“按资分配”,这是资本能实现增值的原因。但市场分配规律在进行“按劳分配”时只关注在社会财富创造过程中发挥了作用的劳动,在进行“按资分配”时也只关注在社会财富创造过程中发挥了作用的资金。因此,资金要实现增值——要分享新增加的社会财富,就必须投入到社会财富的创造过程中去。也就是说,只有投入到了社会财富创造过程中的资金才是真正的“资本”。你手里有一笔一定时间内不需要用于消费的钱,你很想将其投入到社会财富的创造过程中去——去“做生意”,以实现增值,但你还没有找到合适的项目,你的钱还没能成功地进入社会财富的创造过程,所以你的钱还没有获得分享新增加的社会财富的权利,还不是真正的资本。此时,你手里的钱还只是“亚资本”而已。参与我发现的这个生意,你的钱就可以成为真正的资本,获得分享社会财富的权利,实现增值。但想让手里的亚资本成为真正的“资本”的人很多,你面临着竞争。最后,你通过让股票价格高于净资产值一定幅度,击败了竞

① 市场经济的本质特征是:社会财富的分配,主要通过市场机制来进行。至于资源的配置,那是由财富分配的结果决定的:如果市场觉得某个领域需要增加资金和劳动的投入,它在进行财富分配时就向该领域倾斜,使该领域的资金和劳动能得到较高的报酬,人们就将很自然地按照市场的意志增加该领域的资金和劳动的投入。

② 毫无疑问,财富是由劳动创造的——站在价值论的角度就是劳动创造价值。奇怪的是,这个正确的观点正受到越来越多的怀疑,越来越多的人转向认同所谓的“生产要素创造价值”。如果有一个小学生,在语文课或逻辑课的课堂上说“被害人是杀人犯和刀子一起杀死的”、“饭是被我和筷子共同吃掉的”,他很可能害他的同学笑掉小牙,当然肯定会被老师纠正。但在经济学课堂上,人们说出类似“劳动和资本共同创造财富”、“工人和机器一起生产了产品”之类同等荒唐的话来,却会被认为是真理,真难以理解。

争对手,以付出一部分钱给我做“创业者利润”为代价,让你的另一部分钱(与每股净资产值相对应的那一部分)变成了资本。成为我的“创业者利润”的那一部分钱,是你为购买使另一部分钱变成资本的“资本化机会”而支付的价格。而对于我来说,“创业者利润”是我出售“资本化机会”的收入。自然,所谓的“创业”,就是生产资本化机会。

现在,请把“我”理解为一群人——上市公司的老股东们;把“你”也理解为一群人——股票的发行对象、上市公司的新股东们。

于是,对于在发行股票的时候,上市公司的新股东们和老股东们之间是一种什么样的经济关系,我们有了更深刻的理解,我们不再把股票发行理解为简单的“融资”了。

四、“资本化机会”的实质

你攒够了100万元钱,现在要办一个工厂——你要“创业”,你要做些什么呢?你首先要通过市场分析找准项目,然后要围绕着生产项目:招聘员工,建立职工队伍;采购一堆相互适应、搭配合理的物资(如厂房、机器、原料等),再将这些物资合理地组装起来;建立原材料供应渠道;建立产品的销售渠道……最后,工厂建立起来了,除去在创业过程中花费掉的投资费用——假设是5万元,工厂拥有95万元净资产。你通过付出5万元投资费用,付出一定数量的投资劳动,并承担一定的投资风险,将你的95万元“钱”,加工成了95万元“资本”。这个将“资金”(或者说“财富”)加工成“资本”的过程,我们称之为“创业”。

一台机器,当它刚被生产出来,摆在商店里等着别人去购买的时候,这台机器只是“物质形态的财富”而已。一旦它被成功地安装到了一个一切都健康的工厂里,它就不再只是“物质形态的财富”,而是一台“生产设备”了。作为“生产设备”的机器,它和相关配套设施(厂房、其它机器等)建立了有效的生命联系,还和劳动者、原材料、消费者、政府部门等相关因素建立起了生命联系。成为了生产设备的机器,就能够在社会财富的创造过程中发挥作用了,它所代表的那一部分价值,就有权分享新增加的社会财富,就是“资本”了。所谓“创业”,就是建立这种生命联系:把机器变成设备,把财富变成资本。

“资本化机会”的实质就是前述“生命联系”:不管是货币形态的财富还

是物质形态的财富,拥有这种生命联系,就是资本,失去这种生命联系,就只是财富而已(对于货币形态的财富来说,就只是“钱”而已,当它在有投资意识的人手里,准备进行投资时,我们称之为“亚资本”)。

我们人是由很多分子组成的。如果各个分子之间、组成人的物质与外界相关因素之间失去了特定的生命联系,我们人就不再是有生命的人了,而是一堆物质。由资产组成的公司,和由物质组成的人体一样,是一个“生命体”。就象作为一个生命体的“一匹马”的价格,不能等于组成马的马肉、马骨、马毛……的价格之和一样,公司的价值不等于净资产值。公司的价值有可能高于净资产值,也有可能低于净资产值。

五、股票市场的性质

在股票的一级市场,当新股东们花一定数量的钱(股票的价格),以股票为工具(以“买股票”的形式),买下上市公司的一部分所有权的时候,他花的钱中,有一部分用于购买上市公司的相应部分资产(每股净资产值),有一部分用于购买上市公司的相应部分资本化机会。于是我们知道,公司 = 资产 + 资本化机会,股票的价格 = 每股净资产值 + 每股资本化机会的价格(我们已能理解:“股票的价格”实际上是上市公司的相应部分所有权的价值。但为了方便,我们采用通俗的说法)。

当一级市场的投资者把他手里的股票卖给二级市场的投资者时,二级市场的投资者支付的价款,也同样有一部分是用来购买上市公司的资产,一部分是用来购买资本化机会的。

上市公司的资产,不论是机器还是厂房或库存材料等,一方面,它们在上市公司值这么多钱,它们在别的地方也是值这么多钱,其价格不需重估;另一方面,这些资产在你的上市公司有,在别的地方也有,投资者如果是想买这些资产,没必要找你上市公司。于是我们能够理解,投资者的目标是你上市公司的资本化机会,至于资产,只是随资本化机会的交易在进行简单的转手(价格都不需重估)罢了。

因此,从根本性质上说,股票市场是“以股票为交易工具进行资本化机会交易的场所”。

六、“资本化机会”的价值与价格

“每股净资产值”是明摆着的,所以,判断股票值多少钱,实际上是要判

断每股资本化机会值多少钱。

从价值论出发,“资本化机会”的价值的决定,和其它一切物质产品和劳务产品的价值的决定原理是一样的。从市场交易的角度看,每股资本化机会值多少钱,相当于问:新股东为了使相当于“每股净资产值”那么多钱(亚资本)成为资本,应该付多少钱给老股东做“创业者利润”。显然,与“亚资本”和“资本化机会”双方的供求状况相关,也与作为交易目标的资本化机会的质量相关。有资本化机会出售的公司不止一家,需要资本化机会让手里的亚资本资本化的人也不止一个,大家通过自由竞争,决定了资本化机会的价格。

“股票作为虚拟资本的典型形态,其价格是由产生利润的资本(产业资本)转化为产生利息的资本(生息资本)形成的。……当投资者出售股份时,确定股票出售价格的基础就是由红利作为利息来决定的虚拟资本价值,股票价格超出实体资本价值的部分应等于每股红利率与市场利率之间的差额。因此,这种由出售股票所形成的特殊收益部分就是创业者利润。”^①

站在股东的角度看(与从全社会的角度看结果不同),这一段话里的“产生利润的资本”,就是上市公司的净资产,而“产生利息的资本”则是投资股市的亚资本(亚资本有多种类型,可细分为很多层次)。“确定股票出售价格的基础就是由红利作为利息来决定的虚拟资本价值”,这句话里的“红利”要改为“每股收益”(只有从长期来看,每股纯收益才会与股息、红利之和相等)。某公司的净资产收益率为12%,由市场行情决定的投资股市的亚资本的利率为6%,则意味着该公司的1元资本相当于2元亚资本。如果该公司的每股净资产值为2.5元,则其股票的合理价格应为每股5元,也就是说,其“每股资本化机会”也值2.5元。以此价格成交,市盈率是6%的倒数,投资者手里的资金(亚资本)能得到6%的收益率。

七、“市场利率”的取值

在市场上发挥作用的利率,有存款利率、贷款利率、债券利率等,并且各种利率又被划分为很多个档次。这些利率都是由“市场行情”决定的,所以,我们看得见的“市场利率”有很多种。投资于股票市场的亚资本的“市

^① 戴晓凤主编:《证券投资学》,湖南人民出版社,2001年8月,第11~12页。

场利率”，也就是其“预期收益率”，应该等于多少呢？

站在资金所有者的角度看，和存银行相比，投资股市，要求资金应有一定规模，资金可离开消费领域的时间比较长，要承担较大风险，要具备较多知识，要付出较多投资劳动（经常关注股市、跑证券公司），要付出较多的费用。

站在资金使用者（筹资者）的角度看，和债权资金（银行贷款、债券筹资）相比，股权资金在使用上限制最小，因没有还本压力从而给公司带来的风险也最小，并且愿和老股东原来的自有资金承担一样的风险。

因此，投资股市的亚资本的“市场利率”，不仅应高于银行存款利率，而且要高于银行贷款利率，当然也要高于绝大部分债券的利率（但不一定高于风险非常大的垃圾债券的利率）。认为市盈率等于银行存款利率的倒数时股票就“有投资价值”（可理解为“值得投资”、“收益率合理”吧），是没有道理的。

八、股票的系统性风险、非系统性风险与预期收益

证券的风险有“系统性风险”和“非系统性风险”。现在的经济学理论认为，系统性风险与证券投资的收益水平相关，“高风险高收益”，而非系统性风险则因可通过投资分散化予以消除，所以与证券投资的收益水平不相关^①。这个结论是错误的。在专著《风险收益原理》里，本人用一节的篇幅专门论证了“高风险高收益”是市场在对社会财富进行分配时遵循的一条分配规律。市场在进行“按劳分配”和“按资分配”时，只关注与社会财富创造相关的劳动和资金，同样，市场在按“高风险高收益”的原则调节社会财富的分配时，也只关注与社会财富的创造相关的风险（象买彩票赌博等活动中的风险则因与社会财富的创造无关而与收益水平无关）^②。但只要是与社会财富创造相关的风险，则不论是“系统性风险”还是“非系统性风险”，都必然会受到市场分配规律的关注，“高风险高收益”。

我们先考察债券市场。债券有系统性风险，如通货膨胀风险、利率风险等。债券也有非系统性风险，如各个发债主体的信用风险。事实明明白白地摆在我们面前：非系统性风险较小的国债预期收益水平较低，非系统

① 陈保华主编：《证券投资原理（第二版）》，上海财经大学出版社，2003年8月，第263～264页。

② 谢新桃：《风险收益原理》，人民日报出版社，2004年4月，第27～32页。

性风险较大的公司债券的预期收益水平就较高,而一些信誉不怎么好的小公司发行的“垃圾债券”,非系统性风险特别高,其预期收益水平也最高。

债券的预期收益水平主要与非系统性风险相关,我们也没有理由认为,股票的非系统性风险“因可通过投资分散化予以消除,所以与收益水平无关”。

九、股票回购的原因和方式

公司是一个生命体,和一切生命体一样,要经历“出生——成长——成熟——衰老——死亡”的过程。在公司的成长阶段,因为业务拓展,公司规模不断扩大,需要不断地融资;在公司的衰退阶段,由于公司业务萎缩,公司规模缩小,就需要“反向融资”;当市场完全消失时,公司就该主动清算解散。不遵循这条客观规律,不顾实际市场环境而勉强追求“永续经营”,是众多公司被动地走向破产、造成重大损失的原因。我们要按客观规律办事,根据情况主动地、有计划地将公司的规模缩小,甚至清算解散,不冒不值得冒的风险,减少被动破产的比例,减少不必要的损失。而国家的相关管理制度,则要为此提供必要的条件。

对于银行贷款和发行债券筹来的资金,“反向融资”的方法很简单。对于股权资金(包括公司的自身积累)的“反向融资”,其最普通、副作用最小的方法是,正常地、甚至加速地计提折旧,所得款项不再用于购买新的设备,而是分配给股东,或用所得款项回购公司的股票注销。如果以前面的方法进行反向融资,尚不能适应市场萎缩的速度,则可以是变卖公司部分资产,将所得款项分配给股东或进行回购注销。

除了“反向融资”的需要外,有时,公司股票价格严重低于其内在价值,为了维护公司的市场形象,也为了减少被并购的风险,公司也会有回购股票的需要。回购注销,要求公司有多余的资金,先回购,待价格回升以后再卖出,又难以监管,容易造成上市公司炒作自己的股票获利的后果。相比之下,“回购配售”的模式可较好地解决这些矛盾。

十、公司并购的价值与价格

当A公司要并购B公司时,B公司的股票价格通常就会大涨,而并购价格也通常会大幅度高于并购前的股价。原因之一是B公司原来的股价可能低于其内在价值,并购消息唤醒了投资者重估其价值,使其价格向价

值靠拢,甚至超越价值。但这只是次要原因:(1)不能认为每个被并购公司的价值都被低估;(2)价值平均被低估的幅度也不会有那么大;(3)一旦并购被取消,股价通常会大幅往回跌^①。

难道说公司的并购通常是“不等价交换”——并购价要高于被并购公司的内在价值?“价格高于价值”的现象偶然存在是可能的,但经常地、甚至必然地存在,却是说不通的。

导致被并购公司在并购中涨价、并购价高于其内在价值的真正原因是,并购行为使被并购公司的资产和并购公司的资产、员工等因素建立了生命联系,并改善了同消费者(借助并购公司的品牌效应,或是由并购公司对被并购公司进行改造,使其产品更符合消费者需要)、投资者、政府等各方面的生命联系,使被并购公司的资本化机会质量有了提高,有时还能使并购公司原有资本化机会质量提高^②。

并购中的生产性成果要由并购双方分享,被并购公司(的所有者)因分享到了一部分并购成果,在出售公司时得到了高于公司内在价值的收入。现实中我们可以看到,实施并购的公司的股价也会因并购消息的公布而上涨,也是因对分享并购成果的预期。

现在我们能够理解,资产重组为什么会使重组双方的股价都上涨。

但从理论上说,双方或一方的股价也可能因消息公布而下跌,那是因为投资者预期其重组不会产生好的结果。

① 可口可乐收购汇源的出价高于市价近两倍,我们固然可以认为汇源当时的股价被低估,但无论如何也不能认为低估 66% 吧。微软宣布放弃对雅虎的收购后的第一个交易日,雅虎的股价一开盘就下跌 19%,收盘时下跌了 15%,但仍比提出收购计划前的股价高 5 美元,评论认为“这反映出市场中的许多人仍然相信这笔交易没有结束”(法新社新闻:《雅虎股价大幅回落》,《参考消息》2008 年 5 月 7 日第 4 版)。

② 可口可乐公司收购汇源果汁,出价高于汇源当时的市价近两倍,就是因为,对于汇源来说,可以与可口可乐的营销技术、营销网络、管理能力、资金实力、品牌形象等因素建立起生命联系,对于可口可乐来说,通过并购汇源,可以完善其产品品类,以最直接便捷的途径涉足果蔬汁市场,有助于实现其战略目标,双方的资本化机会都能大大升值。有人提出要参考可口可乐对汇源果汁的出价去重新评估中国 A 股的价值,这是没有道理的。还有人提出以同样的价格、甚至更高的价格去和可口可乐竞购汇源,那很可能是不值得的。对于可口可乐来说汇源值这么多钱,对于别人来说汇源不一定值得了这么多钱。相关原理见第七章。

第一章 股票和股票市场的本质属性

股份制和股票是人类的重大发明,它的出现,使得能够参与到投资活动中来的人和资金大大地增加了,使更多的投资机会得到了利用,从而对人类经济的发展产生了极大的推动作用。

在这一章里,我们将深刻地揭示现代股票的本质,并进而认识到股票市场的本质,为理解股票和股票市场的运动原理、解释股票市场诸多现象提供理论基础。

第一节 股份制和股票市场的产生

下一节我们将讲到股票的两个根本性质,即“证书”性质和“交易工具”性质。为了深刻地理解股票和股票市场的性质,我们先要简单地了解一下股份制的含义及其发展过程,同时了解股票市场产生的过程,理解其产生的历史必然性。

一、“股份制”的基本含义

“股”,是指事物的分支或一部分。股份制,简单地理解就是多个经济

主体合股进行经济活动的一种经济制度。即：两个以上的自然人或法人共同付出代价做成某事，所获成果大家大体上根据所付出代价的多少按比例分享。

合股的具体内容和实现形式是多种多样的。论人们在经济活动中的付出，首先当然就是劳动。两个以上的人共同付出劳动做成某事，然后大体上以所付出劳动量的多少为依据按比例分享所得成果，也是股份制。所有的股东都既出资金又出劳动，劳动者和投资者是同一些人，所获收益按出资的数量和付出的劳动量的多少分享，也是一种在生活中经常出现的股份制形式。

“经济活动”包括生产活动，也包括消费行为，股份制也同样可以存在于消费领域。常见的如大家集资购买彩票搏彩^①；多人按相同或不同的比例出资买彩票，中奖后大家按比例分享。

但原始社会的“分工协作、共同劳动、共享收益”不是股份制，这是因为其分享收益的机制不符合股份制的特征：他们不是根据付出的劳动量按比例分配，而是既考虑到个人的需要，也考虑到群体生存、种族延续的需要，实行“按需分配”。

二、现代股份制

本义上的股份制历史悠久、范围广泛，但现在人们通常所讲的股份制范围要小得多，有广义和狭义之分。从广义上说，股份制是以入股的方式把分散的、属于不同经济主体的资金集中起来，统一使用，共同经营，共负盈亏的一种经济形式；从狭义上说，股份制是指通过发行股票建立股份公司来筹集资本，进行生产和经营的一种经济组织制度，这是股份制的高级形式。

股份制度，是指依照一定的法律程序，按照章程的规定，发行不同类别份额的股票，建立股份公司筹集资本，进行联合生产与经营活动，并按投入资本的份额参与公司的管理、分配，并承担相应的权利和义务的一种经济

^① 购买彩票搏彩的行为从性质上说是一种消费行为，见本人的专著《风险收益原理》第126~152页。

组织形式和产权制度。它是由股份公司、股票和股票市场三要素组成的，由此而构成的股份制度，是典型意义的现代股份制度。（陈阿兴、胡锦涛主编：《证券与期货》，中国商业出版社，1996年6月第1版，第16页）

现代的股份制合股的内容主要是资金，商誉、技术等可以入股，但不是主流，而且通常也是以折算成资金数的形式入股。《中华人民共和国公司法》里就有这样的规定：“股东可以用货币出资，也可以用实物、知识产权、土地使用权等可以用货币估价并可以依法转让的非货币财产作价出资”、“对作为出资的非货币财产应当评估作价，核实财产，不得高估或者低估作价”（第二十七条）^①。

现代意义上的狭义的股份制，其出现至今才只有400余年的历史^②。

需要发行票据作为入股的凭证了，说明股份制已发展到了一定的程度。

在小农经济时代，人们合股进行生产经营活动往往是短时间的，事先讲好合股的条件——通常是口头协议，必要时订立书面合同——就行了。即使是进行长时间的合股，也因合股的对象往往是亲戚好友，人数不多，范围不大，只需要订立一个书面合同（契约）就可以了。这种契约的作用是避免日后对合股条件的争议，通常并不起“证明合股人身份”的作用，在领取分红和参与决策时也不需出示。随着社会经济的发展，社会化大生产的出现，把合股范围局限在亲戚好友范围内已不能满足需要，于是产生了在全社会或较大范围内动员资源，互不相识的社会成员共同合股进行生产经营活动的需要。大范围内众多素不相识的人合股进行生产经营活动，当然要订立严格的合同，而人与人既不认识，当然就只好“认证不认人”了，于是就需要建立某种凭证来证明持有人的股东身份，股票便应运而生。此时合同

① 《中华人民共和国公司法》，2006年1月1日起施行

② “1602年荷兰组建东印度公司在全国筹资，是第一个永久性的股份公司。”陈阿兴、胡锦涛主编：《证券与期货》，中国商业出版社，1996年6月第一版，第3页

的主要内容就表现为《公司章程》，小部分内容则格式化为股票^①，狭义的股份制经济出现了。因此，狭义的股份制经济是社会经济发展到一定阶段的产物，并随社会经济的发展而不断发展。

现在人们所讲的股份制，通常仅指这种狭义上的股份制。本书所研究的也主要是这种狭义的股份制，后文在提到“股份制”时，如无特别说明，都将仅指这种发行了正式的股票是现代狭义的股份制^②。本书在讨论股票和股票市场的本质属性时，主要以发行了股票并公开上市的上市公司为研究范围。

三、股票市场的产生

现在大家都知道，股票有一个重要的特点就是“流动性”，即股票可以在投资者中转手买来买去（当然，股票市场上交易的对象其实并不是股票，后面将说明），股票持有者可以随时将手中的股票变现成钱。而股票的流动当然离不开股票市场。但实际上，最初发行的股票并不具有流动性，股票流通市场也是后来才有的东西。

在早期，由于股票流通市场还没有建立起来，股票还不具有流动性，不能随时变现，所以，只有真正能长时间闲置的资金才可能会被动员起来投资于股份制公司，而人们一旦将自己的钱投入到股份制公司变成了股票，一般也就没有打算退股，只是一心等着股份公司通过经营活动获利分红。但随着股份制经济的发展，股份公司的规模大了、数量多了，投资股份制公司的投资者多了、时间长了，就难免会出现意料之外的情况：某投资者本来估计他的某笔钱可以有较长时间不要用，便将其投资到了某个股份公司，后来出现了意料之外的情况需要用这笔钱，他很可能就会心生后悔：当初不去入股就好了。然后，他很可能就会跑到公司去要求退股。有时候通过协商能够退股成功，问题就可以得到解决，但也有很多时候退股不成功。

① 协议中的多少内容要通过《公司章程》来规定，多少内容标注在股票票面上，在不同时期是不同的。总体上说来，在股票票面上标注的内容是越来越少。“早期的股票票面内容往往很简单，多数股票只是一纸协议或合同。随着现代股份制度的逐步完善，股票的票面形式才逐步趋于多样化、规范化。”（陈阿兴、胡锦全主编：《证券与期货》，中国商业出版社，1996年6月第一版，第26页）

② 现代股份制的内容是众所周知的，前文之所以讲这么多，仅是为下节理解股票的“证书”性质做准备。