

浙·江·大·学·现·代·经·济·学·丛·书

证券投资学

——理论、实践与案例分析

Securities Investment

■ 戴志敏 编著



ZHEJIANG UNIVERSITY PRESS
浙江大学出版社

证券投资学

——理论、实践与案例分析

戴志敏 编著



ZHEJIANG UNIVERSITY PRESS
浙江大学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

证券投资学:理论、实践与案例分析 / 戴志敏编著.
杭州:浙江大学出版社, 2009.12

ISBN 978-7-308-07221-2

I. 证… II. 戴… III. 证券投资 IV. F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 220905 号

证券投资学——理论、实践与案例分析 戴志敏 编著

责任编辑 傅百荣

封面设计 刘依群

出版发行 浙江大学出版社

(杭州市天目山路 148 号 邮政编码 310028)

(网址: <http://www.zjupress.com>)

排 版 杭州求是图文制作有限公司

印 刷 德清县第二印刷厂

开 本 710mm×1000mm 1/16

印 张 21.5

字 数 397 千

版 印 次 2009 年 12 月第 1 版 2009 年 12 月第 1 次印刷

书 号 ISBN 978-7-308-07221-2

定 价 43.00 元

版权所有 翻印必究 印装差错 负责调换

浙江大学出版社发行部邮购电话 (0571)88925591

前 言

随着资本市场的发展,人们对证券投资知识的了解日益增加,同时也有大量的公众加入到投资大军中去。在投资实践中,他们迫切需要了解资本市场的运作规律、汲取新的证券投资理念、掌握分析证券市场的方法、懂得如何识别与规避证券市场风险。本书在系统介绍证券投资理论的基础上,通过大量的案例与评价,理论联系实际,为读者展示了全新的证券投资教材体系,它将理论性与实践性相结合,案例与问题思考相结合,历史回顾与发展现状相结合,全方位地展示了证券投资基本原理与实际运用。

本书特点:内容体系完整,涵盖证券投资的各知识点;紧密联系当前国内外证券市场的发展实际;配以丰富的案例和思考题、详实的数据与图表,全面地构筑了证券投资学研究框架,可为高等院校学生与投资者提供有用的学习和实践参考。本书可以用作高等学校本科、研究生教材,也适合社会各界对于证券投资感兴趣的读者使用与参考。在编写本书过程中,作者参考了大量现有文献与资料,在此向这些文献的作者表示谢意。同时,王海伦、刘彦、钟静、刘畅、齐月、陈悦参与了本书的资料收集,也对他们付出的辛勤劳动表示感谢。

本书作者长期从事证券投资学的教学与研究工作,并且具有一定的投资实践经验,本书许多内容也是作者长期的教学研究积累心得,愿与广大读者分享。

由于水平有限,本书必有疏漏与不当之处,也望读者不吝指正。

编 者

2009年10月于浙江大学

目 录

| | |
|---------------------------|----|
| 第一章 证券概论 | 1 |
| 本章学习重点..... | 1 |
| 第一节 证券含义..... | 1 |
| 第二节 证券市场的发展..... | 4 |
| 第三节 证券市场的作用 | 13 |
| 第四节 证券投资与私人理财 | 16 |
| 案例一 宝延事件 | 23 |
| 本章思考题 | 30 |
| 第二章 证券投资工具 | 31 |
| 本章学习重点 | 31 |
| 第一节 股票 | 31 |
| 第二节 债券 | 37 |
| 第三节 证券投资基金 | 45 |
| 第四节 金融衍生工具 | 47 |
| 第五节 股价指数期货与股票期货 | 61 |
| 案例二 股权分置改革 | 70 |
| 本章思考题 | 74 |
| 第三章 证券市场参与主体 | 75 |
| 本章学习重点 | 75 |
| 第一节 个人投资者 | 75 |
| 第二节 证券机构 | 78 |
| 第三节 基金公司 | 81 |
| 第四节 保险公司与社保基金 | 84 |
| 第五节 其他金融投资机构 | 88 |

| | |
|---------------------------|-----|
| 案例三 中国资本市场对外开放 | 95 |
| 本章思考题 | 99 |
| 第四章 证券发行 | 100 |
| 本章学习重点 | 100 |
| 第一节 证券发行市场结构 | 100 |
| 第二节 债券发行 | 103 |
| 第三节 股票发行 | 108 |
| 案例四 认购证风波 | 120 |
| 本章思考题 | 123 |
| 第五章 证券流通 | 124 |
| 本章学习重点 | 124 |
| 第一节 证券交易市场概述 | 124 |
| 第二节 证券交易程序 | 133 |
| 第三节 股票价格指数 | 139 |
| 第四节 证券市场信息披露 | 146 |
| 案例五 网络股海外上市热潮 | 151 |
| 本章思考题 | 154 |
| 第六章 证券投资基本理论 | 155 |
| 本章学习重点 | 155 |
| 第一节 资产组合理论 | 155 |
| 第二节 资本资产定价模型 | 160 |
| 第三节 有效证券市场 | 167 |
| 第四节 行为金融与证券投资 | 170 |
| 案例六 巴菲特的投资理念 | 175 |
| 本章思考题 | 177 |
| 第七章 证券投资基本分析 | 178 |
| 本章学习重点 | 178 |
| 第一节 证券投资基本分析概述 | 178 |
| 第二节 宏观经济分析 | 179 |
| 第三节 行业分析 | 187 |

| | |
|-------------------------------|------------|
| 第四节 公司分析 | 192 |
| 第五节 上市公司研究报告基本框架 | 201 |
| 案例七 对中信证券的研究报告 | 204 |
| 本章思考题 | 208 |
| 第八章 证券投资技术分析 | 209 |
| 本章学习重点 | 209 |
| 第一节 证券投资技术分析概述 | 209 |
| 第二节 道氏理论 | 211 |
| 第三节 波浪理论 | 213 |
| 第四节 K 线图分析 | 217 |
| 第五节 常用指标与形态分析 | 224 |
| 案例八 用技术分析个股 | 231 |
| 本章思考题 | 232 |
| 第九章 股票定价方法 | 233 |
| 本章学习重点 | 233 |
| 第一节 收入资本化法与普通股价值分析 | 233 |
| 第二节 股息贴现模型 | 234 |
| 第三节 市盈率法 | 236 |
| 案例九 市盈率之争 | 239 |
| 本章思考题 | 243 |
| 第十章 证券投资风险与组合管理 | 244 |
| 本章学习重点 | 244 |
| 第一节 证券投资收益 | 244 |
| 第二节 证券投资风险 | 250 |
| 第三节 证券资产组合理论 | 259 |
| 案例十 系统性风险——次贷危机引发全球金融危机 | 267 |
| 本章思考题 | 270 |
| 第十一章 证券投资基金 | 271 |
| 本章学习重点 | 271 |
| 第一节 证券投资基金的发展 | 271 |

证券投资学

| | | |
|-------------|------------------|------------|
| 第二节 | 证券投资基金的作用 | 279 |
| 第三节 | 证券投资基金的类型 | 282 |
| 第四节 | 证券投资基金绩效评价 | 290 |
| 案例十一 | “基金黑幕”与思考 | 296 |
| 本章思考题 | | 300 |
| 第十二章 | 证券市场监管与法规 | 301 |
| 本章学习重点 | | 301 |
| 第一节 | 证券市场监管的必要性 | 301 |
| 第二节 | 证券市场监管组织体系 | 309 |
| 第三节 | 证券市场监管的内容 | 313 |
| 第四节 | 证券市场法规体系 | 326 |
| 案例十二 | 杭萧钢构与信息披露 | 328 |
| 本章思考题 | | 331 |
| 参考文献 | | 332 |

第一章 证券概论

本章学习重点

本章是证券概论,介绍一些有关的最基本的知识。首先,介绍了证券的一些基本概念、分类及其特征,接着介绍了全球证券市场的发展历程,其中就美国、英国、日本和我国的证券市场的发展历史各自作了简介,然后详细描述了证券市场的作用,最后介绍了证券投资的相关概念以及银行的私人理财业务。在本章的最后给出了宝延事件的案例供大家讨论学习。

第一节 证券含义

一、证券的概念

证券是指各类记载并代表了一定权利的法律凭证,它用以证明持有人有权按其所持凭证记载内容而取得应有权益。从一般意义上讲,证券是用以证明或者设定权利而形成的书面凭证,它表明证券持有人或者第三者有权取得该证券拥有的特定权益,或证明其曾经发生过的行为。

证券有广义与狭义两种概念。广义的证券包括商品证券(如提货单、运货单等)、货币证券(如支票、汇票等)和资本证券(如股票、债券、基金等);狭义的证券特指资本证券,我们平常说到证券交易、证券市场时,所说的“证券”这个词一般都是指资本证券。我国证券法规定的证券为:股票、公司债券和国务院依法认定的其他债券,其他债券主要包括:基金凭证、非公司企业债券、国家政府债券等。^①

^① 贺强,韩复龄. 证券投资学. 首都经济贸易大学出版社, 2007

二、证券的分类

根据不同的标准,可以将证券分为不同的种类。本书主要介绍以下四种。

(1) 根据证券持有人的收益性不同,可以将证券分为无价证券和有价证券。无价证券又称凭证证券,是指具有证券的某一特定功能,但不能作为财产使用的书面凭证。由于这类证券不能流通,所以不存在流通价值和价格,如收据、借据、提单、保险单、供应证和购物券等。有价证券是一种具有一定票面金额,证明持有人有权按期取得一定收入,并可自由转让和买卖的所有权或债权的书面凭证。

本书所指的都是有价证券。

(2) 根据构成的内容不同,可以将证券分为商品证券、货币证券和资本证券。商品证券是证明持有人有商品所有权或使用权的凭证,取得这种证券就等于取得这种商品的所有权,持有人对这种证券所代表的商品所有权受法律保护,属于商品证券的有提货单、运货单、仓库栈单等。货币证券是指本身能使持有人或第三者取得货币索取权的有价证券,货币证券主要包括两大类:一类是商业证券,主要包括商业汇票和商业本票;另一类是银行证券,主要包括银行汇票、银行本票和支票。资本证券是指由金融投资或与金融投资有直接联系的活动而产生的,证券持有人有一定的收入请求权,它包括股票、债券、基金证券及其衍生品种如金融期货、可转换证券等。狭义的有价证券通常是指资本证券。

(3) 根据发行主体不同,可将证券分为政府证券、金融证券和公司证券。政府证券是指中央和地方政府发行的证券,它以政府信誉作担保,其风险在各种投资工具中是最小的,主要包括国库券和公债两大类。国库券一般由财政部发行,用以弥补财政收支不平衡;公债是指为筹集建设资金而发行的一种债券,有时也将两者统称为公债。中央政府发行的债券称国家公债,地方政府发行的债券称地方公债。金融证券是指银行、信用社、保险公司、投资公司等金融机构为筹集经营资金而发行的证券,包括金融债券和大量可转让存单等。公司证券是指公司、企业等经济法人为筹集投资资金或与筹集投资资金直接相关的行为而发行的证券,主要包括公司股票、公司债券、优先认股权证和认股证书等。

(4) 根据是否上市发行,可以将证券分为上市证券和非上市证券。上市证券又称挂牌证券,是指经证券主管机关核准,并在证券交易所注册登记,获得在交易所内公开买卖资格的证券。为了保护投资者的利益,证券交易所对申请上市的证券都有一定的要求,公司发行的股票或债券要想在证券交易所上市,必须符合交易所规定的上市条件,并遵守交易所的其他规章制度。非上市证券也称非挂牌证券,是指未申请上市或不符合证券交易所挂牌交易条件的证券,非上市证券不允许在证券交易所内交易,但可以在其他证券交易市场交易,一般来说,

非上市证券的种类比上市证券的种类要多,在非上市证券中,有些是规模大且信誉好的商业银行和保险公司,它们为了免去每年向证券交易所付费及呈送财务报表等,即使符合证券交易所规定的条件,也不愿意在交易所注册上市。

三、证券的特征

证券具有以下几个方面的特征:

1. 证券的产权性

证券的产权性是指有价证券记载着权利人的财产权内容,代表着一定的财产所有权,拥有证券就意味着享有财产的占有、使用、收益和处置的权利。在现代经济社会里,财产权利和证券已密不可分,财产权利与证券两者融为一体,证券已成为财产权利的一般形式。虽然证券持有人并不实际占有财产,但可以通过持有证券,拥有有关财产的所有权或债权。

2. 证券的收益性

证券的收益性是指持有证券本身可以获得一定的收益,作为投资者转让资本使用权的回报。证券代表的是对一定数额的某种特定资产的所有权,而资产可以通过社会经济运行不断增值,最终形成高于原始投入价值的价值。由于这种资产的所有权属于证券投资者,投资者持有证券也就同时拥有取得这部分资产增值收益的权利,因此,证券本身具有收益性。有价证券的收益可表现为利息收入、红利收入和资本利得。收益的多少通常取决于该资产的收益和证券市场的供求状况。

3. 证券的流通性

证券的流通性又称变现性,是指证券持有人可按自己的需要灵活地转让证券以换取现金。流通性是证券的生命力所在。流通性不但可以使证券持有人随时把证券转变为现金,而且还使持有人根据自己的偏好选择持有证券的种类。证券的流通是通过承兑、贴现、交易实现的。

4. 证券的风险性

证券的风险性是指由于未来经济状况的不确定性,而导致证券持有者面临着预期投资收益不能实现,甚至使本金也受到损失的可能。在现有的社会生产条件下,未来经济的发展变化有些是投资者可以预测的,而有些则无法预测,因此,投资者难以确定他所持有的证券将来能否取得收益和能获得多少收益,从而就使持有证券具有风险。

5. 证券的期限性

债券一般有明确的还本付息期限,以满足不同筹资者和投资者融资期限以及与此相关的收益率需求。债券的期限具有法律约束力,是对融资双方权益的

保护。股票一般没有期限性,可以视为无期证券。

第二节 证券市场的发展

一、世界主要证券市场发展简史

(一)美国证券市场发展^①

1. 美国证券市场的建立(18世纪)

美国证券交易的初次繁荣开始于联邦政府成立时发行的战争债券。在当时,证券交易几乎都在路边进行,1792年5月17日,24名主要经纪人签名通过了一份可视为纽约交易所历史上第一部章程的协定,即《梧桐树协定》。其主要条款提到:其一,取消拍卖制,交易只在经纪人之间完成;其二,固定佣金,交易手续费固定为0.25%。

室内交易始于1793年,证券交易从华尔街68号名为Buttonwood的树下搬进Tontine Coffee House的室内大厅。经纪人在交易所内设有座位。这是向交易正规化迈出的重要一步。1817年3月8日纽约经纪人成立了正式的经纪人联合会,后更名为纽约证券交易所(见图1-1)。

2. 美国证券市场的早期发展(19世纪)

经历过18世纪末的狂躁后,直到19世纪30年代以前,美国证券市场持续低迷。到了19世纪末,随着美国的西部开发和工业化进展,证券市场出现了几次高潮。

(1)19世纪30年代铁路热潮

1830年美国发行了最早的铁路股“Mohawk and Hudson Railroad”。紧接着,铁路、银行、运河及公路公司争相来纽约交易所上市。到1838年,总计发行了1.75亿美元的股票。过度的投机造成了股票市场的泡沫,并在1836年因粮食歉收以及次年的地价暴跌而破灭,直到19世纪40年代,纽约交易所才渐渐恢复过来。

(2)19世纪50年代的淘金热潮

19世纪50年代早期,加利福尼亚发现了金矿,引发了淘金热。这次矿业和铁路股票成为热门货。到1854年,美国各类公司的证券发行总额达到11.78亿美元。银行的放贷和透支再一次助长了投机,狂热历时1年多后,伦敦突然开始

^① 陈红. 美国证券市场发展的历史演进. 经济经纬, 2006(1)

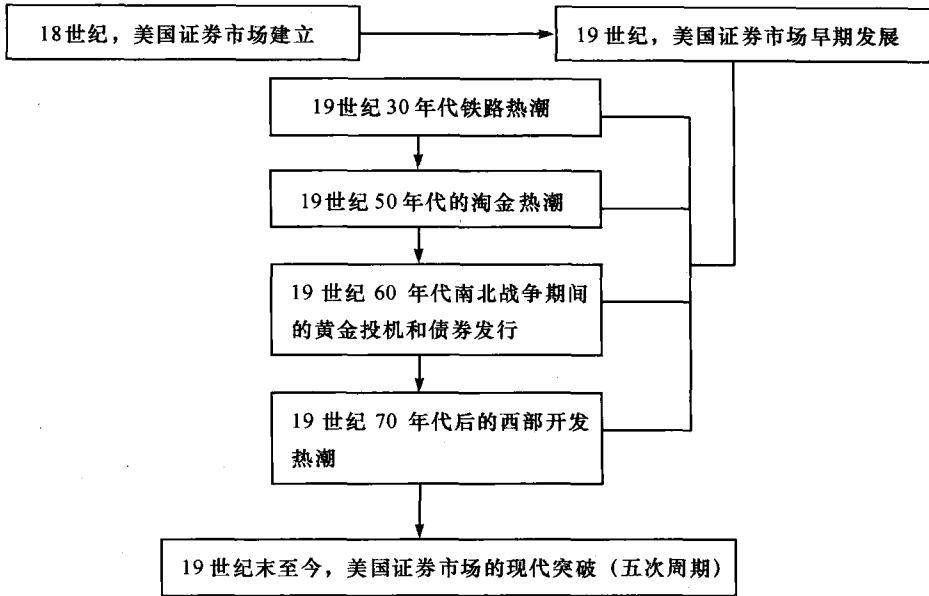


图 1-1 美国证券市场发展简图

抛售美国股票，接着银行收回放贷，市场瞬间崩溃。到 1853 年底，市场气氛如瘟疫袭击过一般，交易所几近难以生存。

(3) 19 世纪 60 年代南北战争期间的黄金投机和债券发行

美国的南北战争令证券市场掀起了一次空前的投机热，证券、黄金、商品交易空前活跃，抢购黄金成为风潮。直到 1869 年 9 月，政府宣布将卖出黄金，金交所内金价才开始狂跌。战争期间至少有四家交易所运营，纽约交易所 (New York Stock Exchange) 也从此得名。

(4) 19 世纪 70 年代后的西部开发热潮

19 世纪 70 年代，随着工业化进展，西部大开发等题材以及公司数量和公司组织形式的变化，都刺激了证券业的发展。此时，纽约交易所的会员增加到 1060 个。交易所制定了新的章程，一个集执行、立法、司法职能于一身的管理委员会成立。随后经济再度陷入严重衰退。危机使 4 万多家企业倒闭，300 万工人失业，同时，纽约交易所的 57 个交易会员和一些大公司也应声而倒。惊慌笼罩华尔街，交易所甚至被迫关门，此后几年交易都难以恢复。

3. 美国证券市场的现代突破(19 世纪末至今)

(1) 19 世纪末到 20 世纪初

19 世纪 70 年代，以电力和内燃机发明为标志的第二次产业革命，大大推进

了美国的工业化步伐,与此同时,美国的企业组织结构也发生了巨大变化,在所有重要工业部门都出现了大托拉斯垄断的情况。在银行资本和工业资本融合的基础上,诞生了一批新兴金融巨头,他们出生于铁路家、银行家和工业家,如摩根家族(J. R. Morgan)、洛克菲勒家族(Rockefeller)、卡耐基家族(A. Carnage)等。

1914年8月,第一次世界大战爆发,欧洲交战国对军需品订单的剧增,世界市场上竞争者的减弱,使得美国的经济和贸易赶上了千载难逢的机遇。战争也刺激了证券市场,但股票市场仅得到稍稍恢复。在随后的1920—1921年中,经济再度衰退,股价降到了新低点。

(2)20世纪20年代中期

在经历了1920—1921年短暂而严重的衰退后,美国垄断公司利用几百亿美元的战争利润,大规模地更新固定资产和扩大生产,汽车、化学、电器、人造丝等部门也迅速发展,房地产的投资也欣欣向荣。股票也随之扶摇直上。道·琼斯工业指数1921年低位时只有63.90点,1929年9月道指达到最高点386.1点,是1921年低点时的6倍,股价大大偏离了实际价值。随着生产与消费矛盾的激化,证券市场变得异常脆弱,信心开始动摇。

从1929年10月下旬开始,道·琼斯工业指数劲跌,从1930年5月到1932年11月,股市连续出现了6次暴跌。道·琼斯指数1932年7月最低跌至40.92点,相比1929年最高点386.1点下跌89%。市场总值从高点时的897亿美元跌至156亿美元。“新纪元”就此结束,熊市足足持续了五年之久,许多银行纷纷倒闭,美国经济遭到破坏的严重程度在历史上也是空前的。

1929年以前,美国政府奉行的是经济自由主义,在大危机的背景下,国家直接干预的要求成为必然。1933年罗斯福入主白宫后,立即宣布实行“新政”(New Deal),借助国家干预措施来拯救濒临崩溃边缘的美国经济。四部重要的联邦法律在此期间出台:《银行业法案(1933)》、《证券法案(1933)》、《证券交易所法案(1934)》、《公用设施公司法案(1935)》。《格拉斯—斯蒂格尔法案》(Glass—Steagall Act)也获得通过。一系列“新政”对缓和危机起了一定作用,但不久又发生了1937—1938年衰退,美国股市也一直在低谷中徘徊。

(3)20世纪50—60年代

第二次世界大战为美国经济发展提供了巨大的需求推动,使经济保持平稳上升。进入20世纪50年代后,美国经济发展进入一个较为迅速的时期,证券市场也随之迎来有史以来最长的牛市,历时整个50年代和60年代。股市也从1960年后快速上升,1966年2月道指最高上摸1000点以上。1973年12月,美国因石油危机而引发严重经济衰退,进入了长达10年的经济“滞胀”。道指从1973年的1050点左右的高峰跌到1974年底570点的谷底,跌幅达45%左右。

这是进入 20 世纪后美国第三次股市周期的终结。

(4) 20 世纪 80 年代

1981 年里根上台后提出的《经济复兴计划》，经济从 1982 年底走出衰退，到 80 年代中美国已走出了滞胀。经济的持续上升带动了股市的繁荣。1982 年中期新一轮牛市启动，1987 年 8 月见顶于 2746.65 点。1987 年 10 月 19 日是美国股市的黑色星期一，道·琼斯工业平均指数单日下跌 508 点，跌幅达 22.6%。股市暴跌后，政府采取了一些措施，包括美联储放宽信贷、保证给商业银行提供充分资金等，1988 年下半年道指重新站稳 2000 点并拾级而上，1989 年 8 月以后几次上冲 1987 年的制高点并获突破。

(5) 20 世纪 90 年代至今

“海湾战争”初期，由于担心再次爆发石油危机，美国消费者信心下跌，美国经济从 1990 年夏天开始衰退，8 月股市出现崩盘，两个月就下跌了 30%。但“海湾战争”的胜利提高了美国的威望，大量外资涌入，道·琼斯 30 种工业股票平均首次收在 3000 点以上。以“海湾战争”胜利为契机，美国经济于 1991 年 3 月走出衰退，1992—1995 年的年均增长为 3.1%，1996—2000 年五年年均增长达 4%，进入了一个高增长、低通胀、低失业率的“新经济”时期。这次经济长周期的形成，与 80 年代中后期从美国开始的以微电子技术为核心的第四次科技革命密切相关。同时，1993 年克林顿上台后采取的财政、货币、科技、产业和贸易政策，也有利于当时的经济和技术发展。随着美国经济的持续增长，美国股票市场也走上了十年的大牛市之路。

90 年代中期开始的对新经济的鼓噪宣传、过分的乐观情绪也造成人们风险意识的下降、个人和公司投资过度、金融机构信贷无度。这一切也引发了股市的“非理性繁荣”。2000 年 3 月美国股票市场攀升到顶峰，纳指最高达 5132.52 点，道指最高达 11119.9 点。就在股指升到历史新位不久，首先是纳指出现持续巨幅下跌，到 2000 年年底已跌至 2470 点。受纳指惨跌影响，道指也开始下跌，2001 年 3 月美国经济进入衰退后，道指出现明显下挫。有不少人认为，美国股票市场有机会在消除泡沫后会继续走好。但是，此后发生的一连串事情，如“9.11”事件、2001 年的财务丑闻及信任危机、“倒萨战争”，再加上 2007 年发生的次贷危机，都致使美国经济和股市复苏缓慢，至今无甚起色。

(二) 英国证券市场^①

1. 英国证券市场的生成

英国证券市场的起源可以追溯到 1553 年成立的俄罗斯公司的股票交易和

^① 贺智华. 海外证券市场. 经济日报出版社, 2002

1600年成立的东印度公司的股票交易,而正式开展证券交易并产生市场规则是17世纪末以后的事情。1694年的英格兰银行和1711年的南海公司等股票公司以及发行可自由转让股票的大多数公司在这段时期之前都先后诞生了,而且证券掮客也出现了。但是1720年随着南海公司股票投机(想将已发债券转换成南海公司股票意图)的失败,许多在创建公司热潮中创建的“皮包”公司也相继出现了破绽(被称之为南海泡沫)。这期间,为防止类似事件发生,制定了泡沫公司禁止法(泡沫法)。在随后的100多年里,一般不允许再建立股份公司(除非有议会和国王的特许)。

尽管有为数不多的几家特权公司在继续从事股票交易,然而从18世纪到19世纪初大量向特权公司供给证券的却是政府。7年战争、美国独立战争以及拿破仑战争等使政府财政紧张。政府在以特权换取公司借款的方式中选择了通过发行国债筹集资金的方式,在国债的销售和交易中,公债承接人和证券掮客起到了重要的作用,证券交易开始出现市场组织化的尝试,并于1773年使用证券交易所的称呼,同时还诞生了由使用者会员组成的委员会。1812年最早的证券法律文本诞生。

2. 19世纪英国证券市场的发展

国债曾经成为英国证券交易的中心,但自拿破仑战争后到第一次世界大战前,它已不再重新发行。但是,由于这种统一的、可交换的国债(统一公债)质量相同,大量存在,而且具有很高的信用,成为一种流动性很强的安全证券并成为人们的投资对象。后来,国内公司证券和海外证券取代国债呈现出发行增长的势头。

英国国内证券的发行首推铁道证券的发行。随着19世纪三四十年代证券投机风潮的兴起和衰败,证券市场得到了扩大,由于一般工商企业设立股份公司受到限制,所以推迟了这些企业的证券进入证券市场。但是自从1855年认可股东有限责任和1862年制订公司法之后,股份公司的兴建得到了增加。重工业的发展出现了资本规模扩大和集中、兼并的态势,这似乎也促进了公司股份化的进程。到第一次世界大战前夕,在伦敦证券交易所上市的公司达到了2000家的规模。

3. 证券市场在战争中变化

20世纪20年代,在欧洲复兴需要资金的背景下,证券也开始在海外重新发行。英国在第一次世界大战后,由于它在国际上经济地位的降低,使得它作为世界资本市场的作用也相应降低,到20世纪30年代,由于世界经济萧条和地区经济一体化,使得海外证券发行状况低迷,许多商人银行都终止了海外证券的发行。随着海外证券的减少,国债和国内公司证券成为英国的证券市场主流,并经

历了 20 世纪 20 年代后期到 30 年代中期的股票发行高峰。而且,证券市场还出现了新的动向:证券掮客开始接手国内公司证券,并涌现出大量的投资信托公司。

4. 第二次世界大战后的证券市场

英国经济在第二次世界大战中遭到沉重打击,随着英国经济地位的下降,英国的殖民统治体系也走向崩溃,英联邦的不断瓦解使得一直依靠殖民收入作为主要海外资金来源的英国不得不变卖海外资产。到了 60 年代,英国被迫对证券市场的外国债券进行严格限制。这一阶段,英国的海外证券投资不断衰退,国内也因政府公债的累积抑制了民间资本的形成,证券市场处于萎缩状态。但在 70 年代以后,随着英国经济的恢复,外国对英国的股票投资及英国对北美西欧的股票投资有了长足进展,伦敦证券市场的国际性地位也随之逐步增强。

5. “大爆炸(Big Bang)”与证券市场改革

为了适应国内证券市场的发展,参与国际证券业的竞争,恢复伦敦在国际证券业的地位,经过反复酝酿,伦敦证券交易所终于在 1986 年 10 月 27 日进行了大改革。人们用天文学家描绘宇宙在形成的一刹那所发生的巨大裂变——“大爆炸”(Big Bang)这个词来形容英国证券市场的这次改革。

改革的主要内容:(1)取消证券市场的最低佣金制,变固定佣金制为浮动佣金制,经纪商与客户通过谈判确定佣金,这种自由竞争的方法可以降低交易成本。(2)打破证券经纪商(Broker)和造市商(Jobber)之间的界限,将两者合二为一。(3)打开长期封闭的证交所大门,放宽对会员资格的审查,允许银行、保险公司、投资基金等金融机构以及外国证券商进入市场参加交易。(4)运用先进的电子计算机技术和设备进行交易,建立了“证券交易自动报价系统”,该系统与纽约证交所、东京证交所的电脑中心联网,实现了 24 小时全球证券交易。

英国证券市场在变革中不断发展,其伦敦证券交易所早已成为世界上第三大证券交易中心。

(三) 日本证券市场^①

日本的证券市场最早可以追溯到明治维新时期。当时政府在 1878 年颁布了《证券交易所管理条例》,随即在东京和大阪建立了证券交易所。到 1891 年日本共建立 137 家证券交易所,它们大都是私有的赢利性股份公司。从 19 世纪 90 年代开始,证券公司开始交易国债和股票。但是由于当时日本的经济为家族式财阀所垄断,作为投资大众化载体的证券市场并不发达,特别是股票交易采取

^① 参考自李硕远《中韩日证券市场研究》(上海交通大学出版社 2003 年版)和邢天才、王玉霞《证券投资学》(第二版)(东北财经大学出版社 2007 年版)