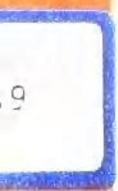


证券经营与市场

董力为 童臻衡 李乃良等

ZHENG QU YING
YING YING YU SHI CHANG



证券经营与市场

董力为 童臻衡 李乃良等

中国财政经济出版社

(京)新登字038号

证券经营与市场

董力为 童臻衡 李乃良等

中国财政经济出版社出版

(北京东城大佛寺东街8号)

新华书店北京发行所发行 各地新华书店经售

通县西定安印刷厂印装

787×1092毫米 32开 9印张 133 000字

1992年1月第1版 1992年5月北京第2次印刷

印数: 5101—10100 定价: 4.10元

ISBN 7-5005-1585-5/F·1495

编者的话

银行业务的扩展，金融组织的企业化，新金融机构的产生，……预示着我国金融体系的转换；企业租赁、承包，股份制的深化，……导致企业财务（金融）体系的转换；存款利率的调整，保值储蓄的出现，国债交换市场的形成、商品房的问世，收入的增加，……个人（家庭）的经济活动也在转换。证券，做为转换的中介之一，已成为政府加强宏观调控、治理经济环境的经济杠杆，成为企业金融的主要手段，它步入每个家庭的消费生活，并成为中国经济学家亟需研究的课题。

本书从我们身边的最常见的经济生活入手，描述各群体、各部门与证券的联系，力求融知识普及、实用技巧介绍及理论探讨于一书，使读者对证券有进一步的认识。

需略作说明的是，国际金融的中心曾从伦敦移至纽约，现又辗转东京，因而本书以日本证券活动的实践及理论研究，为主要参考对象。

参加本书编写的人员主要有童臻衡、李乃良、陈超、罗鹏、张海萍、杨静和董力为等。

由于我们对证券的研究刚刚起步，因而难免出现不妥当的观点和错误，欢迎广大读者提出批评，并恳切希望得到这方面的专家、学者的指教。

1991年4月

目 录

第一章 证券与证券市场的演变	(1)
第一节 金融生活.....	(1)
第二节 证券与股份公司的产生.....	(8)
第三节 证券市场的演变过程.....	(14)
第四节 我国证券市场.....	(28)
第二章 证券的种类及证券业	(38)
第一节 证券的一般概念.....	(38)
第二节 股票及其种类.....	(41)
第三节 债券及其种类.....	(51)
第四节 证券经营组织及业务.....	(61)
第三章 证券融资方	(79)
第一节 证券发行主体.....	(79)
第二节 股票发行.....	(86)
第三节 债券发行.....	(95)
第四节 世界主要国家的证券发行现状及动向...	(110)
第四章 证券投资方	(117)
第一节 证券投资分析.....	(117)
第二节 证券投资机构.....	(126)
第三节 投资报酬及证券的选择.....	(132)

第四节	投资风险及其防护·····	(153)
第五章	证券市场分析·····	(166)
第一节	证券和证券市场·····	(166)
第二节	证券市场的构成和管理·····	(172)
第三节	股票市场·····	(179)
第四节	债券市场·····	(187)
第五节	证券市场的风险分析·····	(196)
第六章	股市行情预测及股价指数分析·····	(202)
第一节	股市行情的预测·····	(202)
第二节	股价指数分析·····	(214)
第三节	影响股市行情变化的因素·····	(224)
第七章	政府、企业及居民投融资决策·····	(234)
第一节	投融资手段的再探讨·····	(234)
第二节	家庭、个人金融资产选择·····	(239)
第三节	公司金融手段、资本构成的若干探讨·····	(262)
附 录	·····	(270)
	《企业债券管理暂行条例》	
	(1987年3月27日国务院发布)·····	(270)
	《国务院关于加强股票、债券管理的通知》	
	(1987年3月28日)·····	(274)
	《北京市企业股票、债券管理试行办法》	
	(1986年11月)·····	(276)

第一章

证券与证券市场的演变

随着金融证券化、国际资本证券化的进程，证券市场交易量不断增大，种类繁多的证券已进入千家万户，在经济生活中发挥着巨大作用。什么是证券？如何理解证券的作用？证券与政府、企业、家庭有什么关系？诸如此类的问题引起更多人的关注。本章结合欧美、日本等国在证券理论研究和实践方面的成果，从发生在人们身边的经济现象、金融生活入手，介绍证券及其市场的起源和演变过程，以利读者了解政治、经济和社会环境等因素对证券的影响。

第一节 金融生活

人们的经济生活、经济活动发展到商品经济后，其经济循环（物流）状况基本可描绘成下页图1-1。

这个图以封闭性经济、外贸不占重要地位为前题。首先，把经济活动分为政府、公司（指股份公司，下同）、家庭三部分，三部分之间的物质流动是持续的。我们可以看出：家庭只是付出劳动，取得相应的物质（报酬）；公司只是从家庭、个人那里得到劳动，从政府得到支持，再为个人、政

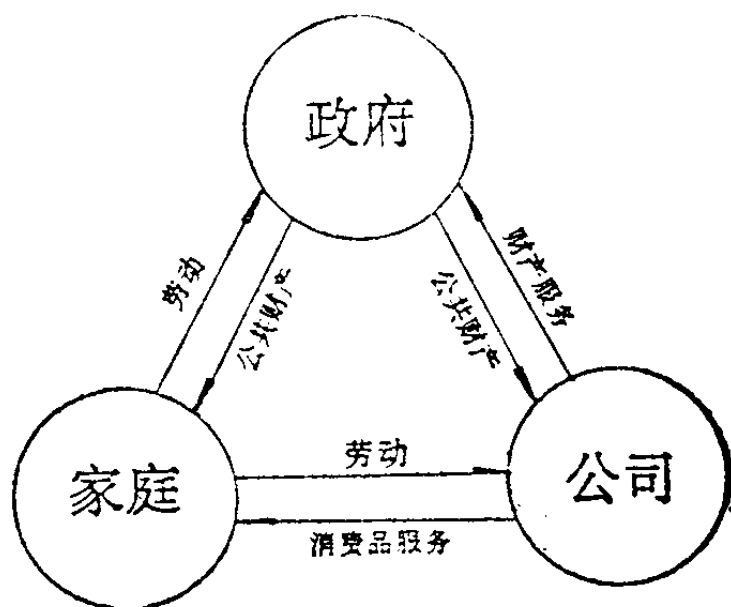


图 1-1

府提供物质或服务，这种过于简单的经济活动循环，事实上是根本不存在的。特别是有了公司这种组织之后，缺少劳动价值、分配价值的衡量手段，缺少交换手段等，将无法真实地反映物质的流转、积存、再分配等活动。因而若把图1-1用资金形式表示为图 1-2，便可描绘更近乎实际的经济活

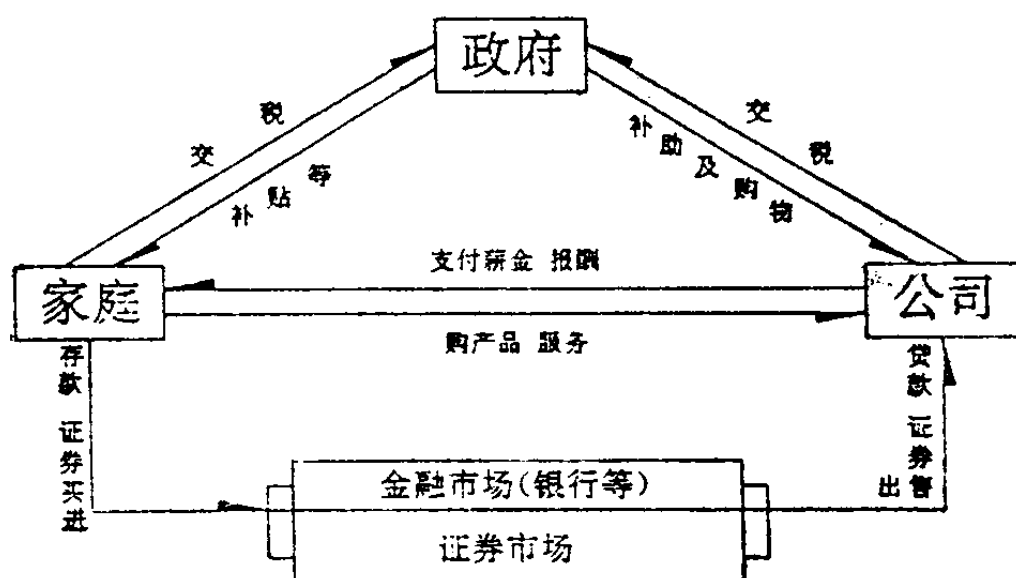


图 1-2

动。

从图1-2可看出：第一，政府通过税收形式汇集公司及家庭的资金做公共事业等政府支出用资金。公司以从家庭获得的出资及劳动，购买机械、工具、原材料、燃料等进行生产活动，再把生产出的消费品及服务销售给家庭，把生产的工业品销售给其它企业，并有少量部分的消费品由政府购买。同时付给提供资金、劳动的家庭以薪金、报酬（包括本金、利息、股利等），并支付法人税等给政府。家庭得到薪金等报酬后，一般要支付所得税给国家。经济生活的实践告诉我们，上述政府、公司、家庭三个经济部门，经常分别出现资金不足和盈余，学术上称月或年的顺差、逆差。典型的状态是：财政收支平衡、家庭顺差（资金有余）公司逆差（资金不足）。从而引出了家庭剩余资金的处理及公司资金欠缺部分的筹集问题。第二，由于家庭的剩余资金具有储备和再投资（消费）等去向，企业公司的资金欠缺部分，不只依靠国家支持，还有诸多筹集渠道，从而经济循环以资金形式表现，便存在家庭投资、公司融资的银行、证券市场，存在这一循环环节。金融市场（包括证券市场）成为资金循环不可缺少的一部分。

一、个人金融（家庭金融）

首先从家庭方谈起，它的剩余资金向公司的移动是初始的资金融通。若用图来表示家庭方的剩余资金处理意愿（只是意愿，因为持货币未必全部投资，存在伺机持币的情况）的话，可描绘成图1-3的形状。

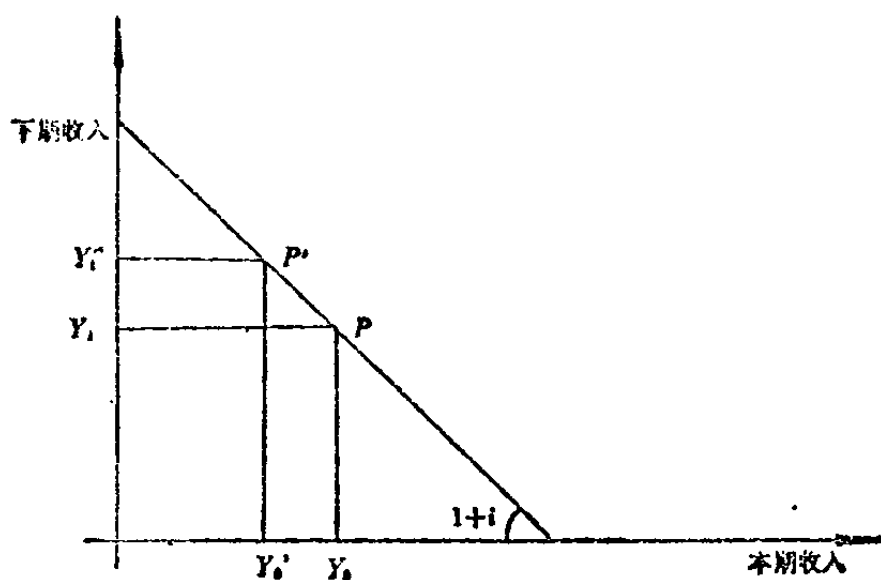


图 1-3

图中 Y_0 : 本期收入 Y_1 : 下期收入

$1+i$: 下期收入与现在收入的交换比

P: 现在的状态 P': 当事者希望的状态

这里首先表现出家庭的延期消费动机，先使本期收入降至 Y'_0 处，把剩余资金存入银行或投入证券市场，使 $Y_0 - Y'_0$ 部分增大效益， $Y'_1 - Y_1$ 最大；反之用借入或卖出证券的手段而获得的资金，冒付出利息的风险，来扩大现在的消费，如办实业等。这与延期消费（牺牲现在的消费）是相辅相成的，缺哪一方其动机、意愿也不能兑现。

也有人把牺牲现在的消费，谋求将来效益增大，即欲达到 P' 的活动称为“投机”。从这种意义上讲“投机”一词绝非贬义，不等同于“赌博”。

图1-3所涉及到的只是家庭经济活动(金融生活)动机的一个方面，即只考虑了收益性问题，还有安全性、风险性诸项目都还要陆续接触 探讨。值得说明的是，这里讲的家庭

金融生活是做为投资方代表来叙述，而真正的投资方还可能是企业公司、政府、金融机构等等，他们都存在剩余资金的处理问题。况且在商品及金融商品的市场买卖时，当事人很有可能既是投资方，又是融资方，既买也卖，因而此书对证券投资的研究，并不局限于家庭方面。

二、直接金融与间接金融

一涉及到公司、政府的金融活动就比个人金融复杂多了。为了帮助理解公司筹资的一般途径、渠道（家庭投资途径研究包括在内）请参考虚拟的图1-4案例。

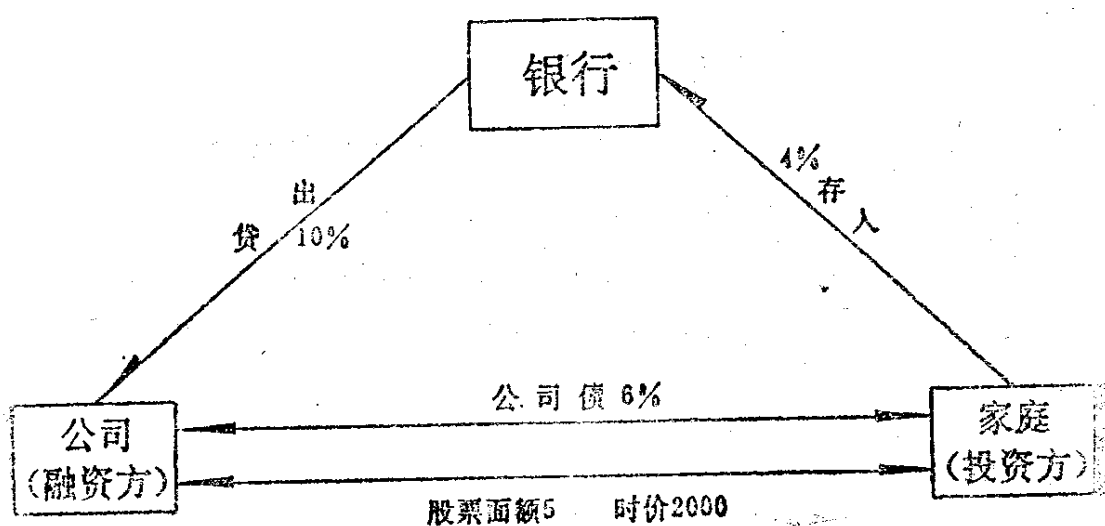


图 1-4

按图1-4所示，家庭把钱存入银行，银行把家庭存入款项贷给公司，是间接金融的基本概念。家庭通过购买债券及股票等直接把资金转移到公司的方式叫直接金融。假定家庭存入银行的利息率为4%，银行贷给公司的利息率为10%，而

债券利率便约为6%，由于股票的额面价格与时价通常有一定差距，因而暂按面额5元、时价2000元为例。无疑，做为家庭投资方要选择最理想的投资方案，一般指收益高、风险小的方案，但安全、风险小的投资收益也小，如上例的银行存款利息便很低。但是人是多类型的，有好冒险承担风险的，也有不好承担风险的；再者个人、公司、政府不同群体对风险与安全的看法也不一致。因而种种类型的人、种种不同的经济群体的不同投资意愿及方式的选择，构成了投资方的研究对象。

以公司为主的融资方也同样，很难轻易断言是通过银行贷款好，还是通过发行证券（股票债券）好。从银行贷款需支付10%的利息，债券支付得少，若把股票按时价发行，即按交易市场价格发行，那支付得便更少了。但是尽管如此，付息较高的银行贷款，也不是任意可得，银行要考察公司的实力，关心公司的偿还能力，比如观察流动比率等指标。还要看公司借款是否对公司的发展有利，是否符合政府的意图，是否符合银行的考察标准等。再者显而易见的债券发行，从资本成本上考虑低于银行贷款，但是这要靠公司自身实力、信誉，即要看公司资信评级优劣，具有一定级别的公司，其债券才可步入证券市场，使筹资计划实现。而表面上看资本成本最小的股票发行似乎对公司最为有利，还有优于债券的、无需还本之优，但是从公司角度看，利用股票筹资是最为复杂的。首先，各国都制定了复杂、繁琐的发行办法、程序，走这一套程序需时间及费用，从而使发行成本增大。其次，不拥有一定资本、股东数等等实力，不能为经纪人、代理

人所接受，并且“上场制度”也会有极大的限制，即一定的资本、经营效益、管理水平等是能否在交易市场公开买卖的依据。此外若增资发行还要看股东的收益是否受损，要倾听股东的意见等。总之，融资渠道中，付息高的间接金融，其支出是有形的简单的；付息低的直接金融，无形的筹集条件及支出代价也是不小的。为此我们在后面单独列一章来研究融资方的若干问题。

三、家庭与公司的矛盾

处于如图1-2描述的资金循环中的家庭与公司经济部门，在剩余资金的使用和欠缺资金的筹措上，必然各自站在自己的立场来考虑。

长期的实践告诉我们，一个公司要想生存发展 首先要有抢手产品、有一定市场占有率的产品，而欲得此产品，大都取决于先进的技术及优良的机器设备（当然包括有相应素质的人材）。这就需要相应的好资金。好资金指能满足公司长期和短期不同的资金需要，且资金成本要低于使用收益的资金，在此基础上便出现有层次的融资组合，满足其组合是进行筹资的直接目的。从公司资本结构上看，长期的资金占融资组合的主导地位，因而可以说公司的筹措资金，首先希望时期较长。其次，数额要大 而且付利息要低，但公司的这种融资要求，与家庭的投资、消费要求是不一致的。一般讲，家庭投资要求获取利息要大，要可靠，即收益要大，并且投资期限要短（相同利率情况下），即变现能力要强。此外还希望能以较少的零散资金参与证券类的交易，即要满足

投机欲望。长期、大量、利息少的融资方要求，与短期、少量零散、利息高的投资方要求的不一致，代表了整个经济循环、如图1-2所示的资金循环中，投、融资双方的一般矛盾。对双方要求的满足，对其矛盾的剖析、解决过程，也是证券市场乃至金融市场的发展、完善过程，证券类金融业务、金融手段的更新、扩展过程。

第二节 证券与股份公司的产生

一、股份公司制度的产生和发展

资本主义初期，由于社会经济的发展和经济规模的扩大，家族式独资企业难以集中巨额资本，而新产生的股份公司，通过发行股票、债券向社会筹集资金，实现资本的集中，用于扩大经营规模，从而使独个资本家无力组建的企业能够迅速建立起来。股份公司的产生，必然带来证券的产生和为证券市场的形成提供了基础。

在十二、三世纪，资本主义经济制度开始在意大利萌生。威尼斯、热那亚、佛罗伦萨等几个城邦凭借其优越的地理条件，开始了以地中海为通道的海上贸易活动。经过几个世纪的自由贸易和资本主义经济制度在西欧的发展，到十五世纪末，各资本主义国家为资本原始积累，开始向海外进行大规模殖民掠夺，正是在这种掠夺性贸易中产生了最早的股份公司。

这些资本主义国家的原始积累，在十五世纪末之前新大

陆未被发现、新航路尚未开辟时，主要是通过对本国人民的掠夺和剥削。这时，资本家个人及其家族的独资企业发展了起来，但它受到了市场和原始积累规模的限制。当达·伽马、哥伦布等海上冒险家发现了新的大陆(印度和美洲)，开辟了新的航路时，资本家们和他们的国家便高举“自由贸易”的旗帜，向海外开始殖民掠夺。原来称霸于地中海上的意大利被异军突起的西班牙、葡萄牙、荷兰和英国所代替。这些国家凭借军事力量对殖民地进行征服，并在大西洋上展开了角逐。由于远洋殖民活动需要建造大型而坚实的货轮，需要坚船利炮的保护，因此，需要大规模的投资，仅靠个别资本家的力量是无法进行的。这就要求将这些资本家手中的资本集中起来，形成新的组织形式来进行海外殖民贸易。首先，英国产生了合伙经营的组织，几个资本家经协商共同出资，并按出资比例分享贸易成果。但这种组织只是暂短的联合，每次贸易结束时，即可抽回资本，并且贸易失利时，要负无限责任(以个人财产偿付债务)。随着海外贸易的扩大，合伙组织逐渐演变为股份公司的形式。1600年，英国女王伊丽莎白一世特许成立东印度公司。之后，荷兰、法国、瑞典、丹麦和普鲁士也纷纷成立了一批海外贸易公司。起初，这些公司只是一种松散的股份联合，还带有合伙组织的特点，每次航程结束后，投资者收回投资，分享利润。后来，公司逐步加紧联合，加强公司的实体性和资本的完整性。英国的东印度公司，于1613年筹资42万多英镑，从事4次航程；于1617年筹资170万英镑，从事7次航程。到1657年，该公司成为特许权可以转期的持续经营的机构，并获得发行债券的权

利。

由于英国资产阶级革命和资产阶级君主立宪制的建立，为进一步扩大海外殖民地铺平了道路。到十七世纪末，英国新成立了约100家外贸股份公司，英国的股份制经济在欧洲占据领先地位。从十七世纪末到十九世纪初，股份公司制度在银行、交通运输及一些公用事业中得到发展。

1694年，英国成立了英格兰银行，是最早的一家股份银行，资本额为120万英镑，并享有银行券发行权。到1865年，英国的股份银行增加到200多家。

英国的矿业资本家为了降低自己经营的矿产的运输成本，在1730—1790年间，开始修筑新运河，最终修成42条新河，耗资450万英镑。为修筑运河，成立了股份公司，公司的资金完全是由发行股票筹集的。这与早先的股份公司做法不同，象1602年成立的荷兰东印度公司，主要是由一批冒险商人合股集资，以后的公司筹集资金时，也很难分清是合股集资，还是发行股票集资哪个为主。英国运河股份公司的做法，标志着证券成为股份公司筹集资金的主要手段，也标志着证券发行市场的开端。

与此同期，1724年法国建立了巴黎证券交易所，1785年荷兰组建“推销证券交易协会”。

到十九世纪中期，英国的制造业中普遍建立起股份公司。这时股份经济形式已渗透到各个经济部门。正是由于股份公司普遍建立，股票、债券等证券的随之出现，产生了最初的证券市场。

二、信用制度的发展

股票、债券与票据具有相同的性质，即生息的功能。证券的发行、交易实质上是一种信用活动，它是信用制度发展的结果，又丰富了信用制度的形式和内容。

当货币资本与企业资本相分离时，证券便能够当作信用工具被充分运用，信用机构也得到了适当的发展。信用机构由单纯的中介信用发展为直接信用，可以对企业直接投资，或可以通过购买证券进行间接投资，或可以通过经营证券使金融资本渗透到企业，从而控制产业资本。同时，金融资本渗透到证券市场，控制证券市场。因此，信用制度越发展，越能够吸收更多的货币收入和储蓄，将其转化为货币资本投入证券市场。

早期的信用活动主要是以实物、高利息的形式进行的贷款活动。随着社会的发展，资本主义商品生产和商品交换的扩大，企业资本家和商业资本家为了扩大生产、经营的规模，需要筹集资本、追加资本，并用货币支付利息，就造成了新型的借贷活动——货币资本的借贷，并形成了借贷资本市场，使高利贷逐步向借贷资本转化。

我们知道，股份公司发行股票是为了长期使用他人资金，或者说个人资金长期被股东集体共用，发行债券也是为了能更多更好地使用他人资金即若干债权人的全体资金，而仅仅依靠信用机构的借贷，长期使用他人资金是不可能的，因而发展出股票、债券这类证券做为新型信用工具。但是，这类证券若不能进行买卖，长期、大量使用他人资金就是不