

国泰投资银行丛书
GUOTAI TOUZI YINHANG CONGSHU

主编 王益民

投资银行实务： 股票发行与交易

TOUZI YINHANG SHIWU: GUPIAO FAXING YU JIAOYI

汪良忠 程兴华 杨 明 编著

立信会计出版社
LIXIN KUALI CHUBANSHE

—— 国泰投资银行丛书 ——

主编 王益民

投资银行实务： 股票发行与交易

汪良忠 程兴华 杨 明 编著

立信会计出版社

· 国泰投资银行丛书 ·

主编 王益民

投资银行实务：股票发行与交易

汪良忠 程兴华 杨 明 编著

立信会计出版社出版发行

(上海中山西路 2230 号)

邮政编码 200233

新华书店经销

立信会计常熟市印刷联营厂印刷

开本 850×1168 毫米 1/32 印张 8 插页 2 字数 192 000

1998 年 3 月第 1 版 1998 年 3 月第 1 次印刷

印数 1—6 000

ISBN7-5429-0549-X/F · 0509

定价：13.20 元

《国泰投资银行丛书》编纂委员会

顾 问：

陈彪如 华东师范大学教授、博士生导师
金建栋 中国证券业协会理事长、中国国泰证
券有限公司董事长兼总经理

主 编：

王益民 中国国泰证券有限公司执行董事、副
总经理

副主编：

黄亚钧 陈 坚 陈 宪 曹均伟

编 委(以姓氏笔画为序)：

王益民 朱 叶 刘 忠 杨 明 佟江桥
汪良忠 陈 坚 陈 宪 林利军 罗 旭
桂咏评 黄亚钧 曹均伟 程兴华

前言

党的十五大提出的跨世纪宏伟目标为中国资本市场的发展提供了前所未有的发展空间。国有企业的改革、股份制的推进以及证券市场的发展又对中国投资银行业的发展提出了更高更新的要求。

投资银行是对应于传统商业银行发展起来的金融机构。简而言之,传统商业银行的主要业务是吸取储蓄、然后把存款人的钱通过贷款形式让渡给其他投资人使用,因此传统的商业银行业务主要是货币性业务。对比而言,投资银行的主要业务则体现在与投资直接相关的资本性运作方面。投资银行是为企业和自然人提供资本市场方面的中介服务,诸如帮助企业在资本市场中筹措资金、实现收购兼并、代理客户投资和经纪服务等。投资银行另一项重要业务是其自身参与资本市场的运作。可见,投资银行在其业务范围和运作技术上要比一般商业银行更为广泛和复杂。

在中国,投资银行业是在改革开放以后,特别是在证券市场取得一定规模的发展以后逐步发展起来的,其市场功能目前由证券公司、信托投资公司和部分金融投资公司等非银行金融机构所分别承担。随着我国金融体制改革的深入,与国际资本市场接轨的具有完善投资银行功能的中国投资银行业终将会逐步形成。在此过程中,我们需要从理论和实务两个方面结合中国的国情和市场发展实际,对投资银行的市场功能和投资银行业务的开发进行必要

的研究和储备。本着这个指导思想,中国国泰证券有限公司会同上海大学国际商学院、复旦大学经济学院和立信会计出版社共同策划并组织撰写了这套“国泰投资银行丛书”。丛书由《投资银行通论》、《投资银行实务:股票发行与交易》、《投资银行实务:债券发行与交易》、《投资银行实务:资产重组与并购》、《投资银行实务:基金与组合投资》、《投资银行实务:金融工程的设计与运作》等六册组成,丛书的编写者都具有相当理论造诣和实务经验。这套丛书与1996年出版的“国泰金融投资丛书”相比,理论性、专业性和务实性更强,既能适应理论工作者和高校教学工作的需要,也能提供给实际操作部门借鉴参考。企业界的人士和一般读者可以通过阅读本丛书对投资银行的发展方向和各项业务有一个系统的了解。

希望这套“国泰投资银行丛书”能给广大读者提供及时有效的知识和信息;也期待读者在阅读后提出意见,以便在再版时修改补充。

中国国泰证券有限公司 王益民

1998年元月

目 录

1. 发行机制	1
1.1 概念与功能	1
1.2 整合过程与原理	7
1.3 风险规避	10
2. 发行市场参与主体与市场管制	26
2.1 发行人	26
2.2 中介机构	30
2.3 发行管制	36
3. 发行程序	42
3.1 发行市场分析	42
3.2 资产重组	45
3.3 发行定价	49
3.4 发行方式	55
4. 文件编制准则与技巧	58
4.1 文件编制准则	58
4.2 形象设计与创新	63
4.3 文件编制技巧	69
【案例 4.1】 西安飞机国际航空制造股份有限公司(筹)招股	

说明书概要	74
5. 交易机制	122
5.1 交易市场运作原理	122
5.2 交易市场结构	130
5.3 上市股票交易程序	144
5.4 风险形成机理	152
6. 交易市场参与主体及其行为特征	157
6.1 自然人主体及其行为特征	157
6.2 法人主体及其行为特征	161
6.3 中介主体及其行为特征	164
6.4 证券经纪人及其行为特征	167
7. 股票收益与价格波动规律	174
7.1 股票收益及其测度	174
7.2 股票交易价格及其指数	179
7.3 股票价格波动规律	198
8. 交易技巧	204
8.1 股票选择技巧	204
8.2 时间选择技巧	209
8.3 风险规避技巧	215
【案例 8.1】 痛饮高价“金杯”苦酒的警示	220
【案例 8.2】 饱尝暴涨暴跌苦果的启示	221
9. 交易管制	225
9.1 概念与功能	225

9.2 管制对象与内容	227
9.3 交易管制法律通论	236
附录 新刑法中与股票交易有关的“证券犯罪”条款 简介	243
后记	245

发行机制

股票发行是股票本身和股票市场的创造过程,它是股票作为一种交易对象,作为一种价值增值存在实体,并进入市场流通的第一步。股票发行是一个非常复杂的过程。它既是一个需要不断创新的业务开拓领域,又是一种有板有眼的实务运作。同时,各个国家的股票发行无不受政府严厉的管制,一般都有严格的法律规范、实施细则、操作准绳和审批程序。股票发行具有国别差异,但本质上却是一样的。世界各国有关股票的法律约束与行政管理,对整个发行政程序的基本规定和过程环节,都有一定的区别。但这些区别主要是业务运作上的不同规定。以下将重点结合我国股票发行的实践来介绍股票发行机制。

1.1 概念与功能

1.1.1 有关股票发行机制的两个概念

(1) 股票发行

股票发行,通俗地讲,就是股票的销售,也就是说,把股票按一定的价格、标准,依照有关法律法规,通过市场进行销售。但股票发行与一般商品销售的一个最大区别是,它的发行过程也就是市场创造过程,无发行就无市场,股票销售市场被称为发行市场,也叫做一级市场。股票发行与市场创造同一,这就是股票发行与发行市

场的一般关系,发行市场往往无固定的场所,一般依发行载体、发行对象和发行范围而定。

(2) 股票发行机制

股票发行机制是以股票为客体对象,由发行主体、中介机构、投资主体三者通过市场而形成的有机联系。它以股票的销售为最高目标,以创造市场为实现方式。发行主体即股份有限公司,简称发行人。通常,发行主体是为了筹集资金而发行股票的。中介机构包括承销商、律师事务所、会计师事务所、资产评估事务所、审计事务所等,它们在股票发行过程中起承前启后的作用,是为股票发行提供服务的各种专业机构,其中最重要的是主承销商。主承销商通常是证券公司或投资银行。它们是专门承担股票(也包括其他有价证券)发行业务的非银行金融机构,是整个发行机制的联系中介,也是其他中介性机构的牵头人和组织者。投资主体就是股票的购买主体,其目的就是通过购入股票而实现自己的投资需求,并使自己的资本增值。发行机制就是这三种主体为实现股票创造与流转而形成的全部关系的总和。

1.1.2 股票发行机制的功能

发行机制的功能可以从五个方面加以考察。

(1) 从整个社会看

发行机制的功能是集中和积聚社会化资本,而且是闲置资本。或者,从一个更宽广的层次看,发行机制的功能在于它实现这样的资源的转变,即把社会消费剩余资金转化为再生产资源,从而为整个经济增长输入增长动力,这种动力输入最重要的一个方面是货币资本,也就是说把货币转化为货币资本。而且,其他闲置资源在向经营性再生产资源转变时,通常也是通过货币媒介而实现的。清算货币、闲置货币作为社会消费剩余的一般代表,其向资本,即货币资本的转化,是社会经济增长最重要的增量投入要素。正如马克思所说的一样,这是社会经济发展的第一推动力和持续推动力。

(2) 从发行主体也即发行人看

发行机制的功能在于它创造了一种特殊的融资技术、载体和市场,使发行主体能根据自己的经营要求,适时地筹集到足够的资金。在这种筹资功能实现的另一方面,是发行主体对新的利润增长点的甄别和企业规模结构功能的优化。对前者来说,发行主体可以根据对未来利润增长的预期,把利润增长的潜在可能性转化为现实可能性。在实现的过程中,还伴随技术进步、高新技术产业化等等推动或引发整个经济结构升级和技术经济关系进一步紧密化、效率化的投资机会,把获取垄断利润的经营机遇转化为现实的获利运营。对后者来说,可以引起企业资产存量结构和组织结构的优化,提高边际生产力,甚至实现整个行业或跨行业的产业组织革命和存量结构优化革命。总之,无论从哪一个方面分析,其结果是为发行主体实现其经营目标提供了最具支撑作用的保障。

(3) 从投资主体看

发行机制的功能在于它把社会公众转化为投资者,并通过投资而达到分享经济成果的目的。同时又为资产的运营创造了一种社会化约束机制。投资主体,无论是法人机构投资主体和自然人投资主体,它们之所以进行投资,其核心且直接的目标无外乎是让自己闲置资本资产或消费剩余资产获利并增值。这是因为,要让处在闲置的资本资产以及消费剩余资产实现增值,只有让其进入营利领域,或者说,转化为特定主体的经营性活动,才能实现这一目标。然而,闲散的资本资产或消费剩余资产,要么是受其所有者经营能力的局限,要么是资产过少难以达到经营规模,从而难以实现其增值的目的。股票发行机制在这里的功能,恰恰在于它为投资主体创造了一种投资工具,在社会公众提供了投资选择机会,使其可以根据自己的要求而实现其投资目的的同时,使社会性闲置分散的经济资源,特别是货币资源,聚集为可以规模化使用的经营实体。另外,与这一过程同时进行的,是形成了经营的社会化约束机制。

这是因为股票发行内在的市场标价机制使旨在获得最大投资报酬的投资者能拥有特殊的选择权。正是这种选择权创造了经营主体的外在的强力约束条件。

(4) 从中介主体看

发行机制创造了特定产业功能,降低了资源的社会化配置成本,提高了整个资源的配置效率。首先,发行机制建立了新的分工系统,提高了资本的配置效率。社会资本的配置与再配置极其复杂,涉及层面宽,对经济运行的深层影响大,因而降低社会资本配置与再配置过程中的社会成本,就成了社会经济运行过程中资本配置系统赖以存在的基础,而发行机制有效地解决了这一矛盾。这是因为,发行机制形成了以主承销商为主导的中介服务体系,并在此基础上形成了相互独立而又相互配合的分工体系。众所周知,分工的发展与高级化是降低社会成本最有效的措施。其次,发行机制有效地降低了风险。风险巨大是金融系统特别是资本配置系统运作的主要特征。从绝对意义上说,风险足可以摧毁整个金融体系。因此,只有把风险降低到金融系统运行最低要求的水平,金融系统才能真正履行社会经济运行的造血和输血功能。股票发行机制在这方面,具有独特的功效。这是因为发行机制本身就是一组风险防范措施的整合。最后,发行机制促进了产业结构的高级化。产业结构高级化表现在许多方面,但服务的深化和全面化是产业结构高级化的重要标志。如许多高度发达的国家,以中介产业为主体的第三产业的增加值已占 GDP 的 70% 以上。股票发行机制在这方面发挥了重要功能,不但因为它本身是现代市场经济中产业体系的不可或缺的组成部分,更主要的是它促进了其他中介产业的发展,如资产评估业、律师业等等。

(5) 从自身功能看

除了上述四个功能外,发行机制还有一个跟其他经济运行机制不同,可以说是独具特色的一种功能,这就是市场创造功能。在

通常意义下的市场与市场机制的关系,后者实际上是由前者已经存在的关系而形成的一种反馈作用机理。比如市场上的供给和需求在市场相互作用下构成价格机制,价格机制反过来又调节它们之间的关系。但股票的发行机制不一样,它本身就是市场关系的创造者,发行机制的作用过程恰恰是市场的创造过程。也就是说,发行过程与市场创造过程同一。没有发行就没有发行市场。跟一般市场与市场机制的关系恰恰相反,发行机制创造市场的功能,关键在于它把市场主体创造出来并调节它们的活动,正是在这一过程中,才确定了发行市场的实质性存在。发行机制和发行市场创造是共生共存的同一过程的这一特性,使发行机制自身构成了发行市场的有意识、有目的的创造主体。

1.1.3 股票发行机制的运作特征

股票发行,正与其他证券的发行一样,是一组法权权利的社会化过程,也就是说,它是把一组特定的所有权权利,通过特定的市场创造,形成不同主体之间相互依赖和相互制约的市场行为关系。因此,股票发行机制的运作,具有自己独立的特征。而这些特征,主要又滋生于股票的所有权证书性质和对股票发行的有关法律法规的规范与约束。

① 股票发行是一种符合特定条件的法人机构以股票筹集货币资本的法人组织的融资行为。世界各国对股票发行主体都从法律上对资格、标准、条件、原则作了明确的规定,如我国规定:“股票发行人必须是具有股票发行资格的股份有限公司。”“股份有限公司,其全部资本分为等额股份,股东以其所持股份为限对公司承担责任,公司以其全部资产对公司的债务承担责任。”“公司的股份采取股票的形式。股票是公司签发的证明股东所持股份的凭证。”“股份的发行,实行公开、公平、公正的原则,必须同股同权,同股同利。”

② 股票发行是一种社会化筹资行为。所谓社会化筹资行为,

就是具有发行资格的发行人依照有关法律法规的规定向不特定的社会法人和自然人签发的要约。在这里,每一股票发行的行为表现为同等单位、同等量值和同一发行价格的股票。“同次发行的股票,每股的发行条件和价格应当相同,任何单位或者个人认购的股份,每股应当支付相同的价格。”“股票发行价格可以按票面金额,也可以超过票面金额,但不得低于票面金额”等。因此,股票发行实际上是股票作为标准化的交易对象而进入市场交易的行为。

③ 股票发行是权益关系的社会化过程。股票发行实际上是发行主体将公司的资产权益和未来的资产收益权益以标准化交易方式售卖给社会投资人的行为。而投资主体则在获得一种特殊的股东身份的同时,把对相应财产的所有权权益转化为对公司收益的特定索取权以及其他相关权利。“公司股东作为出资者按投入公司的资本额享有所有者的资产受益、重大决策和选择管理者等权利。”

④ 中介机构是发行市场效率的核心。股票发行作为一种市场创造行为,具有很强的技术性,环节很多,涉及面广,权益关系非常复杂,有严格的、必须遵守的操作规范和程序。因此,股票发行能否做到公开、公平和公正,并在这原则下实现充分的运作效率,在很大程度上取决于中介机构的效率。从一定意义上看,股票发行是一种以直接盈利为目的的商业行为,作为商业行为,就必须考虑成本与效益的关系,也就是说,对发行人而言,其必须以较小的成本来实现筹资目的。对中介机构而言,其在获得等同利润的条件下应使运营费用最小。股票发行成本,实际上具有双重涵义:从发行人来看,是其资本经营成本的重要构成部分;从社会来看,又直接是一种社会成本,它表明整个社会把一定的闲置货币转化为运营货币所需要的成本。在股票市场的发展过程中,以投资银行为服务于股票发行的主要专业职能机构,其专业技术服务水平的高低直接决定了整个股票发行的市场效率。这是因为,中介机构实质上是股

票发行机制的联接中介,而发行费用最主要部分又恰恰发生在中介机构介入之后。

1.2 整合过程与原理

1.2.1 发行机制的整合过程

机制是一种相互关系的因果作用过程,发行机制也如此。在发行市场上,发行机制的重要功能就是把市场参与主体的行为整合为一个有机统一体。发行机制的作用贯彻于两个过程:一方面,发行机制是发行主体、中介机构、投资主体三者行为的整合过程。这一过程实质上是三种主体之间目标的对接过程。发行主体为了实现经营目的而要求融资;中介机构作为社会中介服务职能的承担者,必须通过向发行主体和投资主体提供服务而获得收入;投资主体以自己的资本增值目的而进行投资抉择。只有当三者之间的目标能形成协调一致的“中和反应”时,股票的发行才能最终完成,也就是说,只有如此,发行机制才算真正发挥作用并实现了自己的功能。另一方面,发行机制贯穿于环环相扣、具有逻辑上的因果关系的四个阶段,这四个阶段依次是:发行策划、文件编制、上报审批、发行上市。四个阶段各自具有不同的工作任务和要求。可以说,发行机制的实现过程,就是完成这些任务和要求的過程。

(1) 发行策划

发行策划是整个发行工作的第一阶段,既是发行市场创造的第一阶段,又是发行机制实质性发挥作用的第一阶段。在这一阶段,主要活动着发行主体和主承销商。这一阶段的主要任务是项目决策和发行初始设计。发行股票的目的是筹资,筹资必须有投向,因而投资项目的选择是股票发行的第一步,也是发行主体最主要和最基本的工作。在项目决策时,发行人也可以就有关事项咨询投资银行,特别是在财务决策和融资可行性方面,取得投资银行的支

持是非常重要的,甚至是整个发行取得成功的关键。项目决策主要核准三个方面:a. 项目的产品已有市场或可以创造市场;b. 技术是成熟的或是可以开发或是可以迅速商品化的;c. 财务收益和风险水平可以吸引投资者。为了确保股票发行成功并保证筹集的资金在以后能为投资者创造良好的报酬水平,最好是请投资银行出具专门的财务报告。

在项目决策完成之后,可以进行股票发行的初始设计。在这里需要完成的主要任务是:股票发行成功的可行性分析,股票发行规模的确定,股票要素(如面值、价格等)的设计,发行主体财务状况、资产资信以及相关经营状况的确认和分析。匡定这些方面的情况主要是勾画出股票发行的整体框架,编制发行可行性报告并进行设计。在这里要指出的一点是:股票发行所筹资金除了投资以外,也可以是为了其他目标而发行的。如为进行企业产品结构调整,为进行兼并收购而筹资等行为,因此,在股票发行时,应对准备实施的目的性行为效果和风险进行分析。从这里可以看出,股票发行的服务目标是多重的,这些目标往往又是同时进行的。从实践看,同一公司的股票再次发行,往往是服务于除投资以外的目标。所以,在发行策划这一阶段,必须根据不同的目标,编制不同的可行性报告并进行论证。

(2) 文件编制

股票发行受到严格的管制,管制的方法是首先制定标准和条件,然后据以进行审核。一般而言,只要达到既定的标准和符合条件,就可以获得发行资格,而审核的对象是发行人上报的编制文件。因此,文件的编制对股票发行的成功与否具有重大影响。根据笔者的经验,股票发行需要报审的文件很多,编制过程都很具体。虽然规定程序和标准是一样的,但发行人的情况千差万别,所以在文件编制中,不时地要根据具体情况进行。一般的原则是:首先对照发行标准和条件逐一校对,以判断是不是基本上能够达到标准