



潘青木 陈野华 主编

证券市场学

ZHENGQUAN
SHICHANGXUE

PAN QING - MU
CHEN YE - HUA ZHUBIAN
XINAN CAIJINGDAXUE CHUBANSHE

西南财经大学出版社

前 言

《证券市场学》是为适应高等财经院校金融专业、证券专业教学需要而编写的教材,同时可作函大、夜大以及金融干部培训班的教材使用,也可作为广大证券投资者系统了解证券市场知识的参阅书籍。

改革、开放以来,尤其是社会主义市场经济体制确立以后,我国的金融体制和金融运行机制发生了极大变化,其中一个引人注目的内容是证券市场的迅速崛起。发展的实践表明,证券筹资、证券投资已成为我国社会经济活动的重要组成部分,与企业的经营发展和社会大众的经济生活已经密切相关。为适应这种变化需要,目前各高等财经院校纷纷开设证券市场有关课程,并有不少已设立证券专业。本书正是我们在总结近几年教学的基础上写成的。在编写过程中,我们力求按照社会主义市场经济原则,注意处理好系统性、理论性和实际操作性之间的关系,着重于阐述证券市场的运行机制,并突出实务操作方法,避免停留于对国外情况的泛泛介绍,努力联系我国经济关系的特点和反映证券市场在我国的发展状况。

本书的第一、二、三、七章由潘青木撰写,第四、五、六、八章由陈野华撰写。全书由潘青木负责总纂。

由于《证券市场学》作为一门课程在国内开设时间尚不久,教材内容究竟该如何组织尚在探索,同时由于证券市场近几年在我国发展很快,情况变化很大,再加之受编者水平的限

制,本书可能有许多不当之处,恳请专家和读者批评指正。

编者

1994年3月

目 录

第一章 导论

第一节 证券市场的形成与发展	(1)
一、证券金融的出现	(1)
二、证券市场的形成和发展	(5)
三、我国证券市场的建立	(10)
第二节 证券市场的功能	(18)
一、储蓄和投资	(18)
二、证券市场的功能	(20)
第三节 证券市场的构成	(25)
一、发行市场和流通市场	(25)
二、证券市场的参与结构	(29)

第二章 证券的性质和种类

第一节 证券的收益和风险	(33)
一、证券的收益	(33)
二、证券的风险	(36)
第二节 债券	(39)
一、债券的性质和类型	(39)
二、公司债券	(46)
三、政府债券	(54)
四、金融债券	(60)
第三节 股票	(63)
一、股份有限公司	(63)

二、股票的性质和类别	(70)
第三章 证券业	
第一节 证券公司	(79)
一、证券公司的职能和组织	(79)
二、证券公司的业务	(83)
第二节 证券交易所	(93)
一、证券交易所的功能	(93)
二、证券交易所的组织	(96)
三、证券交易所交易的成交原则与竞价方式	(101)
第三节 证券投资基金	(107)
一、证券投资基金的特征	(107)
二、证券投资基金的运作	(112)
第四章 证券的发行	
第一节 企业融资途径的比较选择	(119)
一、证券融资与银行贷款的比较	(119)
二、股权融资与债权融资的比较	(124)
第二节 债券的发行	(130)
一、债券的发行条件	(130)
二、债券的发行方式	(136)
三、债券的发行程序	(140)
第三节 股票的发行	(143)
一、股票的发行方式	(143)
二、股票的发行价格	(148)
三、股票的发行程序	(152)
第五章 证券的流通	
第一节 证券的交易所市场交易	(158)

一、证券的上市	(158)
二、证券买卖的委托过程	(165)
三、证券买卖的交割与清算	(169)
第二节 证券的场外市场交易	(173)
一、场外交易的特点	(173)
二、柜台交易市场	(176)
三、第三市场与第四市场	(181)
四、统一的场外交易市场体系	(183)
第三节 证券交易方式的发展	(190)
一、信用交易	(190)
二、期货交易	(194)
三、期权交易	(202)

第六章 证券的价格

第一节 债券价格	(208)
一、债券的现值、终值与理论价格	(208)
二、实际收益率与债券发行价格的计算	(212)
三、最终收益率与债券转让价格的计算	(215)
第二节 股票价格	(221)
一、股票的内在价值与市场价格	(221)
二、影响股价的基本因素	(225)
三、影响股价的技术因素	(230)
第三节 股价指标	(233)
一、股价平均及其计算	(233)
二、股价指数及其计算	(237)
三、世界主要的股价指数	(240)
四、我国的股价指数	(247)

第七章 证券投资

第一节 证券投资的决策	(251)
-------------------	-------

一、证券投资的决策原则	(251)
二、单一证券选择和最适证券投资组合	(257)
第二节 股票投资的基本分析法	(262)
一、基本分析法的特点和内容	(262)
二、公司财务分析	(272)
第三节 股票投资的技术分析法	(286)
一、技术分析法的特点和一般内容	(286)
二、常用的几种技术分析方法	(291)

第八章 证券的管理

第一节 证券市场的管理体制	(301)
一、证券市场管理的类型与内容	(301)
二、证券市场管理的意义	(302)
三、证券管理的组织体系	(304)
四、证券市场的管理法规	(308)
第二节 证券发行和交易的管理	(311)
一、证券发行的审核	(311)
二、证券的评估与公开制度	(315)
三、证券交易制度	(322)
四、证券交易行为的管理	(324)
第三节 证券组织机构的管理	(328)
一、证券交易场所的管理	(328)
二、证券机构的管理	(332)

第一章 导 论

第一节 证券市场的形成与发展

一、证券金融的出现

证券市场是金融市场中以股票、公司债券和政府债券为有价证券形式的长期资本市场,它形成于资本主义商品经济初期。股份公司的出现,信用制度的发展和虚拟资本证券的形成是证券市场产生的基础。

(一) 股份公司的出现

股份公司是商品经济发展和社会化生产的产物。商品经济发展初期,生产力水平和社会分工还处于较低层次,与此相适应,企业的组织形态表现为个体独资和封建家族形式。随着资本主义生产关系的出现和生产力的发展,要求企业的生产规模不断扩大,产生了巨额的资本需求,传统的个体独资方式和封建家族式的经营已经不能胜任这种规模生产的要求,代之以2人以上共同出资、共负盈亏的合伙经营组织形式,并由合伙组织形式逐步演变为股份公司。

股份公司制度之所以对大规模企业生产有着独特的贡献,是导因于它具有的下述特性:

1. 资本增大采取资本集中的方式。股份公司资本的扩大

不需要依靠逐步地将自身一部分剩余价值资本化,而可以通过资本集中的途径,采取股份方式在极短时间内把分散在社会上的货币资本迅速聚集到一起,从而达到大规模经营生产所需的巨额资本量。

2. 股东责任有限。在股份有限公司内,股东所负责任实行以出资额为限的原则,由此使股份可以做到分散化和小额化。由于股东负担的风险小,进而投资意愿强,股份公司可以由成千上万个互不相识的股东组成,使所需的巨额资本容易筹集。

3. 公司所有权与经营权分离。公司规划、组织、领导与经营的具体工作由专业管理人员承担,而拥有公司所有权并有直接利益关系的股东则可以处于监督地位,不必参与直接经营。这样的结果是既使公司能够包容众多的股东,又能保证那些具有高超管理才能,深谙生财之道的经理人员得以在公司内充分施展技能和才干。

4. 股权自由转让。实行股权自由转让制度一方面是为吸引更多投资者,而更重要的意义则是使公司资本的稳定性不受影响,以保证企业的组织生命可以永久延续和发展。

股份公司的上述特性,使其在演变过程中要求股份有价证券化成为股票。股票具有虚拟资本证券的性质。一旦公司股份成为让渡自由的资本证券,股份公司制度即可以股票为媒介而实现与信用制度的结合。换言之,公司可以向社会发行股票,在接纳众多股东的同时而将社会上的闲置资本作为自有资本集中起来;另一方面,作为股东的投资者可以通过出售股票而脱离股东地位。股票的出现,为证券市场的形成奠定了重要的物质内容基础。

股份公司的企业组织形式起源于中世纪的欧洲,其出现的直接导因是贸易的兴旺和风险分散的要求。早期的资本主义国家就是在海外扩张、掠夺性贸易中产生了最初的股份公司。1600年,英国创立东印度公司,形成了现代股份公司的雏形。1602年,荷兰组建的东印度公司在全国发行股票筹资,招募股东,成为世界上第一个永久性的股份公司。18世纪后期,英国产业革命的爆发导致大机器生产逐步取代了工场手工业,股份公司进一步加速发展,至19世纪后期股份公司已普遍存在于各产业部门。随着股份公司的发展,股票交易开始在全社会流行。

(二) 信用制度的建立

证券市场的产生和发展离不开信用制度的发展,只有当货币资本与企业资本相分离,货币资本取得一种社会性质时,信用工具才能被充分运用。而信用制度越发展,就越能动员更多的货币收入和储蓄转化为货币资本,投入到证券市场中去。

信用是商品经营活动中的延期付款和货币的借贷行为。在前资本主义社会,它的基本形式是高利贷,随着资本主义生产关系的建立,信用形式有了进一步的发展。首先是建立在以商业票据为工具的商业信用规模的扩大。商业信用虽然使资本家能够运用他人的资本来扩大生产规模,但由于其固有的局限性,无法满足社会化大生产发展对资金需要量大、灵活性强、社会化程度高的要求,于是在商业信用发展的基础上产生了银行信用。银行信用的出现,使社会各个方面的闲置资金得以大量集中于银行,再以银行为中介提供给职能资本家充当企业资本使用,这就极大地提高了资金的社会化程度。银行信用的出现,同时也意味着在以追求利润为目的的资本运动中

形成了追求利息的独特资本——生息资本。16世纪前后,在欧洲的商业中心商人银行纷纷兴起。自此,资本主义经济开始表现出对信用制度的依赖。

商业信用、银行信用是资本主义初期信用发展的主要形式,除此之外,我们看到股份公司制度一旦与信用制度结合起来,还导致公司筹措资本的方法更加多样化。其中,股份公司发行的公司债是筹措资本的一个重要形态。公司债券作为公司的一种筹资形式,属于生息资本范畴,是随资本主义生产关系产生而从古代高利贷信用转化而来的。公司债并非只有股份公司才能发行,不过,在资本主义发展初期,非股份公司的企业规模都很小,发行债券一般只以交易伙伴为对象,范围较窄。因此,实际上当时只有股份公司,即只有规模较大的企业才可能在社会范围内发行债券。当规模较大的股份公司准备为筹集资本,尤其是为扩大固定资本起债时,同每个投资家分别缔结合同是困难的,它只能以相同的条件,缔结债务总额为一体的合同,而在这一总额下细分为标准的额度。每个投资家则在总体债权中拥有一定比例的投资额。为了维护总额一体的债权债务关系这一性质,每个公司债券的债权人都可以根据各自的情况,允许通过出售债券而脱离债权人的地位。这样,即使公司债债权人发生了变化,也不会改变总额一体的债权债务关系。因而公司债债权必须成为让渡自由的公司债券。

公司债债权一旦变成让渡自由的有价证券,与单纯借贷关系中的债权相比,出现了以下几点变化:第一,让渡自由在制度上得到确保;第二,让渡的条件是以当时市场的一般利率为基准;第三,在发行新的公司债时,根据市场上一般利率来决定发行条件。在这样一些条件下,股份公司有可能通过

发行债券,将社会范围内的生息资本作为他人资本集中起来归自己使用。

在资本主义信用关系的基础上,西方各国的公债制度也出现了大的发展。公司债券是以私人信用为基础的债务(权)的证券化;相反,公债是建立在以权力为基础的政府信用之上的债务。公债的出现比公司债券早,在16、17世纪欧洲资本主义工场手工业时期,政府发行公债的方式已广为流行。随着资本主义的成长,国家对内统治、对外战争的负担加重,国家的职能越来越膨胀,税收更是不能满足财政支出的需要,使公债筹资越来越显得必要。另方面,资本主义经济的发展也导致社会闲置资金的增多,扩大了公债的购买力。在这种条件下,政府开始运用金融市场的机制来管理公债,公债运行被纳入了资本主义的信用关系中,公债债权也表现为让渡自由的有价证券。

公司债券、政府债券的大量出现,为证券市场的形成进一步奠定了重要的物质基础。

二、证券市场的形成和发展

(一) 证券市场的形成

股票、公司债券、政府债券一开始出现,证券买卖即自然产生。通过买卖,实现有价证券的转手和过户。随着参与证券买卖的人增多,需要有中间人寻找买方和卖方。同时由于证券交易价格的确定,尤其是股票价格的确定,很大程度上依赖在许多人参与竞争的过程中实现,这更突出了中间人的作用,并要求中间人及买卖证券的商人应当聚集在一定的场所,充分交换信息,进行买卖活动。这些中间人,即是早期的证券经纪

人,而中间人和一些商人时常聚会的场所即是证券交易所的前身。证券经纪商机构和证券交易所的出现,标志着证券市场的形成。最早产生证券市场的国家都是早期海外贸易发达的国家。据有文献的记载,早在1611年已有一些商人在荷兰的阿姆斯特丹进行荷兰东印度公司的股票生意,并在1680年成立了世界上第一个证券交易所。英国在威廉三世时期出现了非正式的证券经营活动,到1773年,股票商在伦敦的约那森咖啡馆正式组织了英国第一个证券交易所,即现今伦敦证券交易所的前身。美国的证券交易是以政府债券为开端。在独立战争中,政府发行了各种中期债券和临时债券,开始人们是相约聚集在马路边的一棵树下从事交易,到1792年才正式成立证券交易所。

到了19世纪后期,以美国伦敦和荷兰阿姆斯特丹为代表的西方国家证券市场已经发展到具有相当的规模。那里不仅存在着买方和卖方之间直接的股票转让,而且也存在越来越多的通过证券经纪人进行的间接股票转让。当时已经产生了期货交易形式和信用交易形式,并在这些交易形式基础上产生了大量专营证券买卖的职业投机家。随着证券商机构的出现,证券中间人的作用已经延伸到证券的发行事务中,发行证券的公司大部分不再是自行直接向社会募集,而是采取由证券中间机构委托代理销售的行为,从而使证券发行市场也开始完善起来。大约在1710年后,伦敦的银行家开始自己购买公司债券,并将其作为流动的现金准备。在整个18世纪,债券不仅为大公司提供了大量的货币资本,也是银行的现金准备。需要指出的是,在西方证券市场的发展初期,虽然股票交易所中人们的态度已表现出狂热和兴奋的精绪,但主要的投

资渠道既非股票,也非公司债券,而是由政府发行的各种债券。这反映出政府债券的大量发生是西方国家证券市场最初发展的主要动因。而其原因在于,在资本主义的成长初期,国家信用是这些国家用来进行资本积累的最强有力的手段之一。

西方国家证券市场的成长发育,都表现为危机与立法交替进行的过程。英国证券市场兴起之初,完全依靠自律管理机制,并没有国家权力和立法的介入。但是,在18世纪初期股份公司热潮中,虚假、诈骗行为几乎将证券市场推上了崩溃的边缘,1720年终于爆发了南海泡沫案,使众多的小投资者在这场危机中遭到惨重的损失。针对于此,英国政府经过长期争论,终于决定要以立法手段干预证券的发行,从而在1844年制定的公司法中,详细规定了公司公开募股所应遵循的条件,并在1867—1900年之间,又先后以立法形式补充制定了与公开制度有关的进一步细则。这些立法,既结束了英国证券市场完全无政府干预的历史,也为证券市场的立法管理开创了先例。美国证券市场在形成之初最先也是采取自律管理方式,而后出现各州的证券立法。第一次世界大战后,美国迅速增长的经济促进了证券市场的繁荣,但与此同时,也出现了投机者操纵哄抬股价,交易所内部人员与证券商联手合谋,投资者滥用银行贷款进行股票投机的严重现象,虚假证券、欺诈行为处处皆是,股市失去控制,终于在20年代末期爆发了历史上第一次股市大危机。鉴于此,美国联邦政府决定干预证券市场的活动,于是从1933年开始制定了一系列有关证券发行和交易的管理法规。从英美等西方各国的情况看,证券市场形成和发展的历史同时也是各种证券法规不断确立和完善的过程。一方

面危机表现出不可避免,另一方面立法干预也是不可缺少。危机为人们提供教训,而立法则使市场逐步走向规范和健全。

（二）证券市场的发展

进入 20 世纪以来,尤其是战后,证券市场在西方工业国家中高速发展。股份公司和金融持股公司急剧增加,融资体系中证券融资所占比例大幅上升,依靠发行证券已成为企业筹措长期资金的主要渠道,银行信用资金也大量投入证券市场,证券的流通交易也呈现出高度的活跃和繁荣景象。西方各国证券市场的发展不仅表现在规模的迅速扩大,同时出现了如下几方面重要特征:

1. 证券市场多样化。证券市场发展的深化和市场竞争的加剧,证券市场呈现出多样化的发展态势。

首先,证券商品的品种呈现出多样化。在日益激烈的市场竞争中,证券发行者为筹集资金,不断推出各种各样的证券品种以满足投资者的投资偏好,吸引更多的投资者。股票品种除原有的普通股和优先股外,推出了诸如无面额股、无表决权股、后配股、转换股等各种新型股票。债券发行的品种更是花样翻新,增加了浮动利率债券、可转换公司债券、附加新股认购权债券,以及属于国际债券的欧洲美元债券、日元债券等。

其次,证券交易的类型呈现出多样化。在普通的现货交易外,出现了信用交易、期货交易、期权交易等方式。

再次,证券投资者表现出多样化。证券的买方不再仅限于个人投资者,机构投资者也异军突起,并且占有极为重要的地位。机构投资者中不仅包容了各类企业,更引人注目的是银行、保险以及各类储蓄机构对证券市场的介入。证券投资的大众化和证券市场的社会化,大大增强了证券市场发展的广度

和深度。

2. 证券交易采用现代化技术。现代科学技术的迅猛发展,推动了证券市场的创新和革命。目前,世界各国的证券市场正在逐步实现电子计算机化。证券市场通讯、服务系统的计算机化,加快了市场行情传递的速度,提高了证券买卖交易的灵活性和买卖成交业务处理的效率,从而大大地增加了证券市场交易的规模。证券市场的现代化,标志着证券市场的发展已进入一个崭新的阶段。

3. 证券市场国际化。现代证券交易越来越趋于国际化,现代技术的应用更加速了这一趋势。当今,世界各大金融中心的证券市场已相互联接,形成了一个全球性的昼夜 24 小时连续交易的世界证券市场体系。在世界几个主要证券交易所上市的公司中,外国公司所占比例不断上升。与此同时,国际债券的发行出现了大幅度增长,从 1986 年起,开始超过了国际银行贷款,已成为国际主要的融资方式。值得注意的是,进入 80 年代以来,金融自由化的浪潮席卷整个西方世界,证券市场的发展也呈现出自由化趋势。西方各国纷纷放松金融管制,放宽证券交易的限制,对外开放证券市场,使国际间的资本输出、输入和证券交易变得更加灵活、自由,这无疑将进一步推进证券市场的国际化。

4. 场外交易市场发展迅速。自证券市场形成后,交易所逐步发展成为证券流通的主要场所,尤其股票的交易更是依赖交易所。但近 20 年来,随着国际债券业和国内债券业的发展,以及股票发行数量的扩大,使交易所这种有形的交易场所难以容纳。同时,由于证券市场的通讯手段和结算手段均逐步实现了电子计算机化,从而克服了场外交易原来在地域上和

时间上存在的缺陷,使证券交易不用在交易所上市即可在大范围内集中议价。1971年,美国的自动报价系统问世,可以将全国各地的3万个证券自营商号联接起来,构成一个统一的场外交易市场。这样,就使大量的证券交易不再依赖场内进行,而是由代表买卖双方的证券商在场外直接洽谈成交,或是通过全国统一的自动报价系统成交。正因为如此,当今的场外市场表现出极为发达,异常活跃。

三、我国证券市场的建立

(一) 我国证券市场的历史考察

证券业在我国的出现已有100多年的历史,它基本上是个“舶来品”,连证券一词本身也是由日文引用过来的。鸦片战争以后,外国经济势力在中国不断扩张,从商品输出到资本输出,对中国进行掠夺性的投资。由于外国人兴办的企业多为股份公司形式,也就随之出现了股票的发行和交易。因此,旧中国金融市场上最早出现的股票是外商股票。1873年,李鸿章、盛宣怀等人采取发行股票募集资金的方式创建成立了上海轮船招商总局,这是由中国人自己组建的第一家股票公司,也是最早由中国人自己发行的股票。

正如股票是由外国人传入的一样,近代中国的公债制度也是清朝后期由外国传入的。1894年,为了应付甲午战争军费,清政府听从了向“富商巨贾”借款的建议,办法是发行面额100两白银的债券,总计借款1100万两白银,这是中国首次发行的国内债券。

随着清朝末年股票和债券的出现,市场上也出现了证券买卖活动,由最初茶馆聚会的不规则的交易方式逐步发展到