



GUOJIZHENGQUANSHICHANGRONGZI

YUFENGXIANGUIBUSHU

国际证券市场 融资与 风险规避技术

◎ 主编 / 冯兆一 周爱民

◎ 天津人民出版社



数据加载失败，请稍后重试！

本书顾问:

熊性美 史树中 沈国明 陈漓高

本书参编人员:

冯兆一:第五章 第六章 第七章 第八章 第九章

周爱氏:第二章 第三章 第四章 第十章 第十一章

第十二章 第十三章;

盛 斌:第十四章 第十五章 第十六章 第十七章;

李秉勤:第二章 第三章 第四章 第六章 第九章

李海津:第十一章 第十二章 第十三章;

刘 萍:第一章。

**国际证券市场融资
与风险规避技术**

冯兆 · 周爱民 编著

*

天津人民出版社出版、发行

(天津市张自忠路 189 号)

河北省永清县印刷厂印刷

*

850×1168 毫米 32 开本 10.75 印张 265 千字
1997 年 9 月第 1 版 1997 年 9 月第 1 次印刷

ISBN 7—201—02911—8

F·372 定 价：14.80 元

序 言

在我国现代化建设迅速发展、社会主义市场经济体制逐步建立、国内市场和国际市场加速接轨的重要时刻,冯兆一、周爱民等作者共同编写的《国际证券市场融资与风险规避技术》一书出版了。它适应了当前社会主义经济体制和金融体制深化改革的需要,对于投资学领域的理论研究和金融证券市场的实践活动,都具有十分现实的意义。

解放前中国的证券市场很不发达。建国后相当长的时期内我国一直没有利用证券市场来为社会主义建设服务,国内理论界和实业界对这方面的研究也基本上是空白。80年代期间,随着社会主义经济体制改革和金融体制改革的深入进行,证券市场迅速发展起来,相应地国内出版了不少论述或编译有关证券市场的书籍。但内容大多偏重于基本概念和情况的说明以及操作技术的介绍,较为系统地探讨证券市场的发展经验及有关问题的学术性著作尚不多见。90年代以来,我国证券市场得到了长足的发展:交易手段和交易技术大大改善,证券发行方式有很多改革,国内企业融资范围进一步扩大,证券业界的国际合作和经验交流也进一步加强,等等。但与此同时,现实也提出了一系列值得研究解决的问题。如何引导短期投机行为转变为长期投资行为?股票市场和债券市场孰为主辅?如何健全证券立法、规范证券市场、提高监管水平等等。我认为《国际证券市场融资与风险规避技术》一书,以其特定的角度展开问题的讨论,对于我国进一步规范证券市场,从而促进证券市场融资的健康发展,有重要的理论意义和实践意义。

纵观本书大致内容和行文方式,体现出如下几个特点:

首先,对当今世界主要证券市场的介绍能够促使我国借鉴国际证券融资的经验。本书结合美、英、法、德等发达国家和亚洲新兴证券市场的发展历史,重点描述了它们的组织机构、运作机制、法规管理、交易工具,通过对其市场特点的剖析反映出它们之所以获得巨大成功的深层原因。对于中国这样一个利用国际证券市场融资才刚刚起步的发展中国家,向有着几百年悠久历史老牌证券市场的发达国家学习和借鉴是非常重要的任务,也是首要的任务。

其次,本书详尽总结和分析了国际证券市场的融资运作。在经济、技术和信息高速发展变化的金融市场中,证券融资的方式在传统的债券和股票模式上不断创新和发展。欧洲债券市场的兴起和发展,证券市场的自由化,证券投资的基金化,交易手段的多样化等等,这就需要我们的理论工作者和实际工作人员必须适应和赶上这些新的潮流。

第三,本书特别强调了融资的风险管理和风险规避的理论和技巧,这一点抓得很准,也是本书在内容上有别于其他著作的标新立异之处。对证券组合理论和资产定价模型的系统讲解为实践中风险规避技术的应用奠定了坚实的理论基础。金融风险的管理涵盖了债券、股票、期货、期权、汇率和互换交易等多方面的内容,举例说明,易于理解。中国证券市场资金融通的潜力很大,肩负着为我国经济体制的深化改革和现代企业制度的建立提供资金支持的重任,也面临着积极引导投资者由短期投机向长期投资转化的难题,同时在加大监管力度、提高监管水平等许多方面也有许多工作需要我们去作。加强对风险规避技术的研究和创新,显然对创立像美国那样的货币互助基金市场是非常必要的。

最后,本书另一个可喜之处就是作者们结合中国的实际情况进行了有益的探讨。随着中国经济的迅速发展,中国的企业也越来越多地面临着国际融资的迫切问题。作者们结合实际工作的经验,

分析了我国企业在国际证券市场融资过程中遇到的障碍,也相应提出了自己的一些设想和政策建议,这都是十分值得鼓励的。

本书的两位主编和其他四位作者大都是南开大学国际经济研究所的年轻教师、博士生和在企业担任领导工作的硕士毕业生。他们各自有着不同的学术研究特点,也都表现出比较扎实的基本功和探索精神。他们之间的合作能够优势互补,这可能也是此书取得一定成绩的原因之一。希望他们仍能不断自勉,以科学的精神在这个极具生气的领域再创新的成果。

熊性美

1997. 7. 19

于南开园

第一章 纽约股票交易所的历史

第一节 历史的契机

美国最早的股票交易可以追溯到 1725 年的纽约,那时,在华尔街街角沿伊斯特河一带的拍卖市场上,聚集着许多从事小麦、烟草、皮革等商品的自营商和批发商,他们中间的一些人,同时也从事证券的批发或代客买卖业务。1788 年,即美国独立战争胜利的前一年,自营商们开始在中午会面于华尔街 22 号门前,交易在拍卖者和自营商们中间达成。直到 1790 年时,证券商才开始真正独立于商品自营商的行列。

当时位于曼哈顿半岛南端的纽约市,只有 35000 余居民,不用说与现在的城市相比,就是与当时有着 80 万居民的伦敦相比,也简直算不上是个城市。但早在荷兰人统治时期,这里就是总督府的所在地。1626 年,当时的荷兰总督彼德·明尼特(Peter Minute)用一些大约值 24 美元的珠子、布匹和零七八碎的小饰物,从印地安人手中换来了方圆 31 平方公里的整个曼哈顿半岛。为抵御经常给予殖民地居民重创的英法殖民者,荷兰总督曾下令修起一道栅栏权做城墙,横亘在哈德逊河和伊斯特河之间。这道城墙很好地防止了牛羊走失,但终于没有挡住 1664 年驶入曼哈顿港口的英国船队。

在最后一位荷兰总督斯图维桑不战而降之后,英国殖民者也将司令部及其政权中心设在了这里。栅栏被拆除,而沿栅栏形成的一条城墙小街便发展成了纽约城的一条主街,并理所当然地成了

纽约银行及其它金融机构的所在地。这便是华尔街的历史。

1789年4月23日,美国独立后的第一任总统乔治·华盛顿,在万人空巷的盛大欢迎仪式中坐着装饰豪华的船从水路来到华尔街,并在联邦大厦上宣誓就职。这座英国人时期遗留下来的希腊风格的市政厅,是当时华尔街上、也是整个北美大陆最富丽堂皇的建筑物。

1776年7月的第一个星期一,一位信使由费城而来,带来了在那里由乔治·华盛顿、约翰·亚当斯和托马斯·杰斐逊^①主持的代表大会刚刚通过的独立宣言,这份著名的美国独立宣言就是在这座市政厅的台阶上公诸于世的。

华尔街既经历过殖民时代的蛮荒之战,也曾目睹过美国第一任总统华盛顿就职演说的风采,它作为200年后世界第一大股票交易所NYSE的发祥地,也可以说是一种历史的必然选择。

联邦政府成立后1790的“独立战争债券”和1791美国第一银行所发行的股票,不仅大大地推动了当时美国证券交易与证券市场的发展,同时也为后来纽约金融业的国际化发展伏下了一个契机。当时的第一任国库秘书(相当于财政部长)亚历山大·哈密尔顿(Alexander Hamilton),出于树立新政府信誉的考虑,建议联邦政府用发行8500万美元的“独立战争债券”,来赎买为支付独立战争而发行的“大陆券”。

哈密尔顿出生于西印度群岛的尼维斯岛,曾在当时纽约殖民地的国王学院(现哥伦比亚大学的前身)攻读法律。22岁开始跟随华盛顿将军南征北战,在艰苦的革命岁月里深得华盛顿的赏识,所以才能年仅34岁就任国库秘书这一关键职位。但这一任命遭到了当时银行业、报业等各界巨子的抨击,其原因之一是嫌其好高骛远,狂妄贪婪,二是因为哈密尔顿当时娶了一位富婆,而这显然与

^① Meir Statman, “How Many Stocks Make a Diversified Portfolio”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 22(Sept. 1987).

当时的时尚相抵触。后来果然让别人料中了，仅仅十余年后，少年得志、挟才自傲的哈密尔顿在与其政敌阿伦·伯尔决斗时，重伤不治而亡。

也许是为了保证总额为 8500 万美元的债券发行成功，哈密尔顿力主不仅在美国本土而且要在 13 个美属殖民地全面发行“独立战争债券”。他的这一主张以及用发行债券赎回“大陆券”的方式证明政府信誉的做法，受到了以独立宣言起草人杰佛逊总统为首的南方议员们的干预和反对。

在最后表决的关头，杰佛逊总统的最后一票恰恰成为最关键性的一票，于是哈密尔顿与杰佛逊总统进行了一桩美国历史上最负盛名的弥天交易。他们一个得以全面发行债券，并以其收入赎回“大陆券”，另一个则了却了首都南移的心愿。先是移到了特拉华河畔的费城，10 年后又向南移至波托马克河畔新兴的联邦城市华盛顿。

当时的“大陆券”已大大贬值，以至出现了“不值一张大陆券”的俏皮话。当政府有意按面值收购“大陆券”的消息从国会中泄露出去后，许多经纪人、银行家，还有一些国会议员甚至包括纽约州当时的州长也纷纷派人抢先低价收购“大陆券”和“独立战争债券”，然后再以面值卖给政府以从中牟取暴利。哈密尔顿当然不甘人后，位于华尔街的他家后院，曾一度成为集中交易“大陆券”和“独立战争债券”的黑市。

第一国民银行的股票以面值 \$ 108 美元发行。短短一年内便被炒到了 \$ 195 美元，投机者们在获利回吐之后，迅速退出市场，又使得股价在一个月内急剧地跌回到 \$ 108 美元。人们终于看到了从事证券交易可能获得的巨大收益与风险。

第二节 悬铃木树协定

1792年可以说是美国金融史甚至也是世界金融史上值得永远记住的一年,当时的美国人也许认为,作为总统府的白宫在哥伦比亚特区华盛顿^①的竣工是当年的一件大事,而今天的美国人乃至全世界都知道,纽约股票交易所算起来应是在这一年成立的,虽然说起来它不是全球第一家,甚至算不上是美国第一家股票交易所,但它在200多年的时间里历尽坎坷,顽强成长,最终成功地使美国的金融中心由费城移到了纽约,并为纽约成为世界级金融中心而立下汗马功劳。

1792年3月的一天,24名厌恶了老的交易方式,决心打破拍卖者垄断地位,开始新交易方式的证券经纪人,秘密地在考瑞饭店(Corre Hotel)会面,几经磋商于当年5月17日形成了著名的悬铃木树协定^②。谁也不会想到这份草草写在一张老羊皮纸上的协定,在200年后的今天会作为纽约股票交易所历史上的第一份文件而价值连城,而1792年5月17日这一天也就成了纽约股票交易的诞辰日。在这份协议上简练地写着:

我们,买卖公共股票的经纪人,做为签署者相互庄重地承诺并宣誓,自即日起,我们将不再在少于特定价值0.25%的佣金之下为任何人买卖任何种类的公共股票,我们将在我们之间的协商中,相互给予优惠和便利。签名。1792年5月17日于纽约。

从此,便出现了一种新型的经纪人职业,这种买卖证券的方式通过口头交易,手势交易,板牌交易,一直延续至今,并成为以“价

^① 白宫:White House,美国独立战争后,国民政府下令兴建一个新的联邦城市,即后来的华盛顿特区,1792年白宫在华盛顿特区竣工。

^② 悬铃木树协定:Buttonwood Tree Agreement,也有人将其译作梧桐树协定,其实这里的Buttonwood Tree,是使君子科、悬铃木属、扣状树冠的长青类乔木,是北美、澳洲等地的一种特有树种。

格优先,时间优先,交易量优先”为基本原则,借助于计算机撮合的现代化证券交易的基础。

纽约出版的《日志》(Diary)和《伦敦年鉴》(London's Register),在这一年的3月份开始出现关于NYSE的最早记载。从一开始,人们对这些新型经纪人的交易方式与作派便倾注了过多的钦羡,刊物上提到了他们的交易方式、交易地点、交易时间、甚至他们绅士的风范与派头。这种派头最终形成了证券经纪人典型的卡通形象:高顶礼帽,文明棍,白手套,燕尾服和条纹裤。

正象中国19世纪末最早的股票交易出现于茶馆一样,美英两国最早的股票交易都曾在咖啡屋进行。

1793年的一个天气晴朗的日子里,一群头戴高顶礼帽,着深色燕尾服,持短柄手杖的人聚集在一家刚刚落成的咖啡屋门前高台上,像是一些绅士们在那里闲谈,来来往往的行人们并没有特别地注意他们。更没有意识到这是一组金融界的先驱者,是美国纽约股票交易所最早期的证券经纪人们。他们所从事的职业在200年后的今天已经成为最热门的职业之一,然而对当时的人们来说还是十分陌生的。

这座刚刚落成的建筑物,位于华尔街22号。它的设计独具匠心,装潢十分时髦,异常讲究,为华尔街又增添了一处新的街景。它的门前有一高台,既宽敞又漂亮,经纪人们在天气好的日子里,更愿意在这儿进行他们的证券交易。

这座名为汤廷的咖啡屋(Tontine Caffee),是这些新型经纪人们的第一室内总部兼交易场所。在此之前的3年里,他们总是于中午在这个条街68号门前的那棵高大的悬铃木树下进行交易的。现在不同了,这座典雅舒适的咖啡屋,将为他们遮风蔽雨。经纪人们每天来到这里后所做的第一件事便是把带来的委托人的指令写在一一张纸上,作为行情挂起来。于是,List这个词从此便有了新的含义:挂牌上市。

若论历史的长短,英国的伦敦股票交易所 LSE^① 要比 NYSE 早成立 20 年,甚至在美国国内也有比 NYSE 早成立两年,并一度成为 NYSE 学习楷模的费城证券交易所 PHSE^② 若论年交易量和市场规模的大小,从 1990 年开始坐头把交椅的就已不再是 NYSE 了,而是日本的 TSE^③。但无论是就目前在世界金融市场上所起到的作用、对世界经济的影响力、规模与管理的模式,还是就其在 70 年代兴起的金融创新活动中的领先地位以其一波多折的发展历史来看,NYSE 都是全球首屈一指的股票交易所。

第三节 在磨难中求发展

1792 年至 1817 年可以算得上是 NYSE 的初创时期,梧桐树协定前后开始出现的集中市场似乎标志着证券交易由自发转向自我组织的一个良好开端,但是,此后直至 1817 年,成绩并不显著。

可喜的是,1815 年 3 月 10 日,《纽约商业广告》(New York Commercial Advertiser)开始刊载当时 24 种挂牌股票的行情,虽然其中大部分是政府债券及银行股票,仅有一家制造业公司,而且当时的交易量还很小,但是公众舆论界到底开始了对证券市场的关注。

1817 年,又有 8 家公司在 NYSE 挂牌,19 个会员参加进来。此时越来越多的公司组建起来了,同时,整个国家的经济开始好转,为股票发行与交易带来了空前的机会。但正是在这个时候,NYSE 的经纪人们才刚刚发现,他们已经远远地落在了自 1790 年就已组建的费城经纪人组织协会 OBB 的后面了。费城那里设有主

① LSE:London Stocks Exchange,即英国的伦敦证券交易所,成立于 1772 年,1987 年建立国际证券交易所,即 International Stock Exchange。

② PHSE(Philadelphia Stocks Exchange),即费城股票交易所,前身为成立于 1790 年的费城经纪人组织协会 OBB(Organized Board of Brokers)。

③ TSE(Tokyo Stocks Exchange),即东京证券交易所,成立于 1943 年。

席、秘书,并制定了一整套法规,比起纽约的经纪人们来说,显然要正规得多。

为了抓住机遇,自我发展,NYSE 决定派出代表团到费城交易所去参观学习。这是美国历史上唯一的一个最精简干练的代表团,包括政府及民间组织已经或将要派出的,因为代表团只有一个人。参观代表带回了费城完整的经验,从此纽约股票交易所才开始有了自己的第一个名字:纽约股票与交易所协会(New York stocks and Exchange Board)。

机构设立了,主席选举了,法规确定了,其中之一是禁止狂抛(Wash Sales)行为,同时将佣金翻番,提高到了 0.5%,并决定不再在汤廷咖啡屋中的办公室里进行交易了,而是以每年 200 美元的租金,租下了位于华尔街 40 号的一大间带家具及看门人的房子做为交易场所,从此 NYSE 便开始了它那漫长的室内交易时期。

此后,交易开始正规起来,有 30 来种上市股票,作为主席的经纪人^①组织其它经纪人们依次叫价。交易开始于上午 11 点半钟,结束于下午 1 点钟,2 点 15 分开始清算交割。当年经纪人的初费仅有 25 美元,直到 1827 年将柜台搬到了纽约批发商交易所大楼里后才提高到 100 美元。

19 世纪 30 年代是 NYSE 的多事之秋,1830 年 3 月 16 日,NYSE 创下了仅成交了两种证券,总共 31 股,市值仅为 3470 美元的最低记录。直到 8 月份,莫霍克公司(Mohawk Corporation)和哈德逊公司(Hudson Corporation)的铁路股票上市,方才把 NYSE 拖出低谷。到 1838 年,总价值达 1.75 亿美元的证券由铁路、运河、银行及收税公路通过 NYSE 柜台发行,给 NYSE 带来一片繁忙。

这一次,是铁路救了 NYSE,正象 10 年前伊利运河救了

① 这里指萨缪尔·比伯:Samuel J. Beebe NYSE 早期的主持人。

NYSE 一样。1825 年,纽约州平坦的地势使工程师们没有超出预算一分钱,只花了 700 百万美元便将哈德逊河与西面 300 多英里的伊利湖连结起来。还没等运河盈利,强劲的需求便使伊利运河股票自发行伊始,短短几个月价格便上升了 2 倍、然后是 3 倍。

运河之后,便是铁路。1825 年,大西洋那头的英国人创造了蒸汽机,美国人没有丝毫的犹豫,便开始大修起铁路来。欧洲大量的剩余资本纷纷涌入美洲大陆,投入这一冒险但利大的行业,更使这股势头愈演愈烈。从 1830 年到 1850 年短短 20 年间,运河由 1277 英里增加到 3689 英里,翻了一番多,而铁路更是由 73 英里增加到 8979 英里,翻了七番。

同时,土地投机的兴起,也带动了股市的发展。但是好景不长,纽约股票交易所就经历了 1835 年的大火。这是纽约的经纪人们所经历的第二场大火,第一次是在半个多世纪前的 1776 年,一场大火烧毁了经纪人们所在市场的近 500 多幢房舍。而这次大火恰好将 NYSE 所在的纽约批发商交易所化为灰烬,城门失火,殃及池鱼,从此经纪人们开始了长达 7 年颠沛留离的生活。在这 7 年里,NYSE 几经努力,试图安身立命而未果,为了有一个集中的交易场所,曾经借用过别人马厩中的草料棚。直到 1842 年新的批发商交易所竣工交付使用,NYSE 才得以重新安顿下来。

1836 年由伊利公司股票大战(见下节)所引发的金融危机对四处漂泊的 NYSE 来说,无疑是雪上加霜,银行倒闭,政府拒绝兑付公债,破产者巨,交易降到了零线,NYSE 经历了第一次大劫难。

1842 年,发生了两件大事对 NYSE 来说都是至关重要的。第一件大事是 NYSE 结束了长达 7 年的流浪生活,搬到了新的批发商交易所。此后的第一个新举措,就是以 2000 美元年薪聘用交易所主席,这一制度保持了 14 年,于 1856 年被取消。直到 1938 年 NYSE 重组后才卷土重来,直到如今。

第二件大事对 NYSE 来说更为重要,这就是费城的美国第二

银行宣布倒闭。这家银行原先受权处理联邦政府的银行业务,由于该银行倒闭,许多银行储备金开始转移到纽约华尔街来。这样,纽约地区聚集了大量的资金,证券业务随之兴旺起来。纽约之所以成为美国最大的同时也是全球最大的国际金融市场,除了当初哈密尔顿提供的契机外,这也是其中一个相当重要的原因。

当然,纽约股票交易所主导地位的确立,与1823年伊利运河的开工有很大关系。伊利运河的开工刺激了纽约的贸易活动,与贸易有关的商业票据越来越多地聚集到纽约的银行。这些银行也因而吸纳了更多的存款,于是它们有能力从事大量的早赎贷款业务^①,为证券销售活动筹资。这些贷款颇受银行家们欢迎,因为它们多为流动性很强的短期贷款。如果不是这许多原因,华尔街能否有今天这样的地位,还是个问题。因为直到1840年,其它地区的金融市场与纽约市的证券市场是处于同等地位的。当时,波士顿的国家大街(State Street)和费城的橡树街(Chestnut Street)与华尔街享有同样的声誉。

1848年,成员已增加到75名,交易时间开始延长,并设为前后两市。日均交易量开始上升,达5000多股,当年收入1万多美元并开始有了千余元的可观盈余。50年代早期,美国开始出现柜台外交易,银行开始为投资者提供个人信用帐户,经纪人在存入1500美元现金后,可支取10至30万美元的数额。按现在的说法,这一保证金比率低达1%左右。

这一升平景象一直保持到1853年。突然。伦敦交易所开始狂抛美国证券,消息传来,华尔街一片叫卖声。银行紧缩信用额度,并开始催还贷款,纽约股票交易所又经历了一次大劫难,几乎第二交关门。

^① 早贷贷款:经济人为补充委托人的证券头寸向银行借款。经纪人借款利率一般比诸基金利率和短期国库券利率之类的短期利息率高,由于经纪人贷款可被通知在24小时内还款,故也称早赎贷款或通知贷款。

第四节 最早操纵股市的枭雄

自从有了证券市场,就有了操纵市场的人。透过 NYSE 的发展历史,我们可以领略到这样一个事实,即要想有一个成熟的市场,必须先有一个成熟的法律去约束这个市场以及市场中的主体投资者和投机者。即使是这样,也仍然有人试图钻法律的空子,打乱稳定的秩序和结构,操纵市场以牟取暴利。华尔街上叱咤风云的造市者,无一不是对这些技巧烂熟于胸的。

一代枭雄卡芒都尔·范德比尔特(Commodore Vanderbilt),伊利铁路公司、纽约中央铁路公司和哈德逊铁路公司的老板,既是铁路巨人,又是远洋业大亨和建筑业大亨。这位全美头五位富人之一的显赫人物,曾是恩格斯称为富翁中最大的富翁^①,是个跺跺脚华尔街就会颤抖的大操纵手。在与德鲁大叔(Daniel Derru)、精明的古尔德(Jay Gould)和轻浮的菲斯克(Jim Fisk)几十年操纵华尔街同时又尔虞我诈、勾心斗角的生涯中,几乎战无不胜。直到 1877 年 1 月 5 日凌晨逝世,享年 82 岁。

范德比尔特生于曼哈顿湾对岸的一个小乡村,早年靠走私军火发迹。在他 23 岁时,已拥有上万美元和一个不大不小的远洋船队,因而博得了“海军准将”的绰号。从 19 世纪 30 年代开始,他便独具慧眼地看中了铁路。不仅单干一条差不多与伊利运河平行的铁路,还颇具匠心地将不同的铁路线连结起来,修筑成纽约中央铁路、哈德逊铁路和横跨密西西比河的范德比尔特铁路。就是这位精明的大亨,在与年近不惑才来到华尔街的乡巴佬德鲁大叔的较量中,险些翻船。

丹尼尔·德鲁,出生在纽约北面约 50 英里的乡村,虽也算是

^① 见恩格斯《论美国资本的积蓄》。