

第一章 证券市场如何运作

证券市场是金融市场的重要组成部分，是资本形成的主要途径之一。证券市场由证券、市场、筹资人、投资中介和投资者几个要素构成。证券是证明投资者获得未来收入流量或特别资产的所有权凭证。它作为有价证券必须在市场上流动才有生命力，广大投资者也希望通过金融市场投资获利。在现代经济中，投资银行充当投资中介，大大加速了资本流动和证券市场的发展，促进了国民经济的繁荣。本章重点分析证券市场的几大要素及其相互关系，了解证券交易的市场、交易程序及对证券监管的基本经验，以使我们对证券市场的运作机制有一大概的了解。

第一节 证券

一、证券的概念

证券 (Securities) 是证明投资者获得未来收入流量或特别资产的所有权凭证。证券一般是指票据、债券、优先购买权、股票或特定资产所有权等凭证。

债券和典契是典型的债务证券。某人向钱商借钱时，他必须留下某些有价值的物品作抵押品，当他在偿还债务出现问题时，钱商可以卖掉抵押品以抵偿债务，甚至取得利润。借贷双方协定的条件记录在典契上。或者当某人向银行借款购买一栋楼房时，银行常常

握有正式的所有权凭证——房契，直到贷款全部偿还。当借款人还不起债务时，银行可收回楼房，并将它卖掉，以弥补债务。在这种情况下，所有权凭证一般由国家签发以作为贷款的保证。

如果某人借钱不提供任何附属物作为担保物品，只是签写一张到期还本付息的承诺书，这承诺书称为借据，是代表这笔借款的证明。当出现违约时，贷款人可凭借借据把借款人推向法庭，以期收回贷款。

如果是公司借款，它既可以提供附属担保品，又不一定提供附属担保品。例如，某项贷款可以用一些特定财产（例如厂房或设备等）作保证。这是担保贷款——一种很常见的借款方式。如果公司不以特定的财产留置或抵押作担保借债的方式，称为信用借款。以担保方式发行的借款凭证称为担保债券，以信用方式发行的借款凭证称为信用债券。

股票是公司给予投资者按其出资额分享公司利润的凭证，这凭证没有任何东西作保证，这得看公司的经营状况，公司派给股东的任何东西都是合理的。股票持有者都是公司的股东——公司财产的所有者。从理论上说，投资者有权确定公司的董事会成员，通过董事会管理公司的业务。此外，普通股可在证券市场上转让。

总之，证券是代表投资者对某种财产的所有权和行使这些所有权的条件，并在规定的条件下获得未来收益的法律证明书。证券以及由之带来的权利和条件都可以转让给其他投资者。

二、证券的类型

（一）票据

票据是发票人依法发行的，并由自己无条件支付或委托他人无条件支付一定金额的有价证券。票据是按照法律规定的格式，载明受款人可于指定日期，不须给付任何代价，而向付款人支取一定款项的书面债务证券。目前各国银行的票据，主要有汇票、本票和支

票三种。按记载收款人方式的不同，可以分为记名票据和不记名票据。前者在票面上记载收款人的姓名，可由收款人以背书的形式转让，付款人只能向收款人或其指定的人付款；后者则在票面上不记载收款人的姓名，可不经背书而直接以交付票据为转让，付款人可以对任何持票人付款。按付款时间的不同可分为即期票据和远期票据。前者见票据后即须付款，后者则在到期日付款。

票据和普通债券不同，它可以用背书或交付的方式直接将权利转让于他人，不必通告原债务人（发票人）即可在市场上任意流通。票据经背书后可以转让，成为支付手段和流通手段。票据也可以通过贴现和再贴现，成为融资工具。票据贴现是银行的一种重要业务，银行收购未到期票据，扣除一定的贴息后，向票据持有人付现；而银行则取得所有权，凭此到期向出票人收款。由于票据具有通货的作用，为了保护票据流通的安全，国家一般都通过立法对票据进行管理。

1. 银行票据 (Bankers Bill)

指由银行签发或由银行承担付款义务的票据。主要包括银行本票、银行汇票、银行承兑汇票和银行签发的支票等。商业汇票经银行承兑后，银行成为该票据的第一付款人，因此也具有银行票据的性质。银行本票是由发票人（银行）本身签发并到期支付一定金额的票据，用以代替现金。银行汇票是一种汇款凭证，由银行发出，交汇款人寄给异地收款人或者汇款人转往汇入地银行，凭以兑取汇款；有时，银行承兑汇票也被视为银行票据，因为它由银行承担付款责任；银行支票和银行券也是银行的一种债务证券，但与银行本票和银行汇票相比，它能在更大的范围内转让，代替现金流通。因此，银行支票和银行券既是一种债权和债务关系的信用证券，也是一种以信用为基础的货币符号，即信用货币，银行信用一般高于商业信用，因此，银行票据较商业票据易于流通。尤其是大银行和资信良好的银行票据流通范围更广。

2. 银行承兑汇票 (Bank Acceptance Bill)

是商业汇票的一种。是以银行为付款人 票面经银行办理过承兑手续的商业远期汇票。在交易中, 银行应购货人的请求, 在售货人所签发的向购货人索取货款的汇票上签章, 办理承兑手续, 承诺到期付款的票据。银行承兑汇票建立在银行信用的基础上。银行对商业远期汇票承兑, 也就是由承兑银行作出了对汇票金额保证兑现的承诺, 使汇票的商业信用结合了银行信用。由于银行的信用能力一般比提供商业信用的商号或个人强, 因此, 银行承兑汇票比商业承兑汇票具有更广泛的流通性。银行承兑汇票在到期日之前, 可以背书转让。银行承兑汇票已成为货币市场中一种优良的短期信用工具。因为对资金供给者来说, 它安全性大, 有合理的利息收入, 且有公开的贴现市场, 具有较强的流动性; 而对于资金需求者来说, 这种汇票的贴现资金来源并不仅限于商业银行信用, 因为当商业银行资金不足时, 可通过再贴现获得中央银行信用的支持。另外, 中央银行可以通过再贴现及其对再贴现率的调整, 影响市场利率水平。

3. 可转让大额定期存款单 (Negotiable Certificate of Deposit 简称 CD)

是由银行发行的 记载一定存款金额、期限、利率 可以从商业银行取得一定收益并可以流通转让的存款凭证, 是定期存款的一种。存单不记名, 可以转让, 在金融市场上有较强的流通性。利率有固定的 也有浮动的 在存单到期前 投资者需要用款时 可随时将存单在二级市场上转让。存单是资金市场上一种较新的证券, 是银行吸收存款的一条新途径。存款单的面额通常在 2.5 万美元至 1000 万美元之间 大多数为 100 万美元。存单期限固定 多数在一年以内 通常在 3 至 6 个月之间。它虽然也是定期存款, 但与一般的定期存款又有区别: 一般定期存款均为记名式, 不能流通转让, 存款利率固定, 存款金额起点低, 存户于期满前可以提前支取; 而

大额存单为不记名式，可以流通转让，既有固定利率，又有浮动利率。存单金额固定，起点高，期满前不能要求银行支取，但可以在二级市场上自由出售。由于这种存款的流动性不会影响银行资金来源的稳定性，故银行可将之用于中期贷款。对存款人来说，它既可以获得较高的固定利息收入，又能在需要时，在流通市场上出售，兼有定期存款和活期存款的性质，因而颇受存户的欢迎。

4. 商业票据 (Commercial Bill)

指以信用方式进行买卖商品时，由商号或个人签发的各种票据的统称。它是在实际商品交易基础上发生的票据，是商业信用的工具，也是债权人以商业信用方式出售商品后，为保证其债权债务关系的书面凭证。它是由购货方作为出票人，签发承诺在一定时间付给售货方一定金额的凭证，售货方到期向购货方兑取现款或在未到期前向金融机构贴现以兑取现款。商业票据主要包括：期票、汇票、支票、本票、商业承兑汇票、银行承兑汇票等。商业汇票可以流通转让，但其范围受提供商业信用的企业或个人资信能力的影响而有一定的局限性。一般只能在彼此有经常往来，并相互了解的情况下流通。因此，商业票据往往由它的持有者提请银行贴现，以取得现款，银行则根据票据的可靠性和出票人的资信情况，决定是否贴现。商业票据在转让时需经背书，表明背书人与发票人一样对票据的支付负责。随着金融市场业务的发展，特别在美国等少数西方国家，原与商品交易相联系的商业票据已成为一些信誉较佳的经信用评级机构评定的大公司在证券市场上筹集短期资金的借款凭证。

(二) 债券

债券是政府、金融机构、企业及其他经济主体为筹措资金而向投资者出具的承诺定期支付利息并到期偿还本金的债务凭证。债券上载明发行人、面额、面值货币、利率、偿还期限等内容，是发行人与投资者之间有关借贷的债权债务关系的法律文件，即借贷合

同的一种特殊形式。债券与股票同属有价证券，但两者性质不同：

债券是发行人与投资人之间借贷关系的反映，是一种债权证书；而股票却是持券人与其所投资企业之间所有权关系的反映，是一种所有权证书。②债券投资人不能参与发行单位的经营管理，只能到期请求发行人偿还本息；股票持有人作为股东，享有股权（所有权）有权参与发行单位的经营管理和利润分配，但不能收回本金，不能退股。③债券利息固定，偿还顺序先于股票，风险较小，而股息收入随公司盈利多少变动，不固定，且持股人只有待债券持有人及其他债权人的债务充分清偿后，才能就资产价值的剩余部分进行分配，风险较大。④债券发行人可以是政府、金融机构或企业，而股票发行人只能是股份有限公司。

债券一般具有三个特点：①安全性。债券与其他有价证券相比，投资风险较小，这是因为：第一，债券利率大多在发行时固定，不受市场和利率变动的影响；第二，债券本息的偿还和支付有法律和合同作保障；第三，各国法律对于发行人都有严格规定，对债券发行人数也有一定的限制。②流动性。债券作为有价证券，可以在期满前在市场上转让，具有较强的变现能力，同时还能到银行等金融机构进行抵押，以取得一笔抵押贷款。③收益性。债券规定有固定利率，投资人可定期取得一定利息收入。与储蓄存款相比，债券的利率和收益率比储蓄存款利率要高。债券的安全性、流动性和收益性往往很难同时兼得。如安全性高、风险小、流动性强的债券，人们必然争相购买，于是这种债券的价格必然上涨，从而收益减少；反之，安全性差、风险较大、流动性差的债券，通常价格相对较低，收益率较高。因此，投资人可以根据自己的需要，在这三者当中选择最佳的组合。

1. 政府债券 (Government Securities)

政府债券，无论是一国中央政府发行的中央政府债券，还是由地方政府发行的地方债券，由于发行主体的特殊性，在很多方面表

现出与一般债券有较大的差异。这部分我们将以美国为例，探讨政府债券的一些基本特点。

(1) 中央政府债券。美国长期债券 (Treasury Bonds) 又称国库债券。是由美国财政部发行的期限在 10 年以上的记名式附息票债券。最小面额通常为 1000 美元，按平价发行，附有固定利率息票，每半年付息一次，随时可以上市交易。利息收入可以免交州和地方政府所得税。这种债券与美国中期债券相比，除期限更长以外，其发行常常附有通知条款，规定政府可根据自己的意愿，有权在到期前提前收回债券。另外，一些指定的长期债券，如花债券，可用于缴纳联邦遗产税。长期债券在美国政府债券中所占比重很小。

美国中期债券 (Treasury Notes) 又称国库期票。是由美国财政部发行的期限在 1 年以上、10 年以下的附息票债券。面额为 5000 至 5 亿美元，一般按平价发行，每半年付息一次，到期还本。这种债券可以在证券市场上自由转让，交易活跃，但期满前不能要求偿还本金。这种债券的利息收入可以免交州和地方政府所得税。在美国证券市场可流通证券中，中期国债所占的比重是最大的。

美国短期债券 (Treasury Bills) 又称国库票据。是由美国财政部发行的期限在 1 年以内的短期债券，主要是短期国库券。这种债券以竞争性招标方式出售，不记名、无担保、不附息票而以拍卖方式按面额折价发行。3 个月和 6 个月期的短期债券每周由联邦储备银行拍卖一次，9 个月和一年期的短期债券每月拍卖一次。这种债券的面额在 1 万到 100 万美元之间，利率较低。这种债券因为没有信用风险，流动性强，利息收入虽然要缴纳联邦税，但可免交州和地方政府所得税，期限较短，灵活性大，因而颇受投资者欢迎。财力雄厚的大投资者往往购买巨额短期债券，作为对付通货膨胀的最佳保值手段。美国联邦储备银行也经常通过公开市场业务，买进或卖出短期债券，以收紧或放松银根。

(2) 美国市政债券 (US Municipal Bonds)。美国各州、县、市

镇及其他公共机构为筹集市政建设资金而发行的地方政府公债。市政债券主要有两种：一是“普通责任债券”。它以州和地方政府的税收为担保，所筹资金通常用于提供教育、警察和防火等基本市政服务。这种债券资信级别较高，收益率较低，票面额为 100 至 5000 美元。二是“收益担保债券”。债券本息以当地政府所建项目的收益来偿还。债券质量依所建项目经营好坏而定，所筹资金主要用于收费公路、收费桥梁和涵洞、污水处理、市政电厂或大学宿舍的兴建等。由于这种债券不如普通责任债券安全，风险系数较大，所以，其收益率要比同质量、同期限的普通责任债券高出许多（约高 20%）。市政债券的最大特点在于免缴联邦所得税和大多数地方所得税，因而人们普遍称之为“免税债券”。美国投资人往往用它作为名正言顺的逃税手段。投资者的税级越高，市政债券越有吸引力。由于市政债券免缴联邦所得税，所以债券利率低于同期不免税债券，收入较低的投资者较少购买。市政债券的期限种类很多，短的 1 年，长的可达 30 年，附有息票，每年或每半年付息一次。市政债券一般采用公募方式进行，由投资公司、商业银行和证券经营商组成承销团承销，承销团向发行人认购后，再转售给投资者，认购价格与转售价格的差额即为承购人的报酬。确定认购价格有两种方式，其中大部分通过竞争投标方式确定，小部分通过双方协商办法确定。市政债券的投资者主要是商业银行、财产保险公司、灾害保险公司以及高收入高纳税阶层的个人。

2. 公司债券(Corporation Bonds)

公司债券是股份公司为筹措长期资金而发行的债券。发行公司债券是股份公司筹措长期资金的重要手段之一。公司债券一般期限较长，大多为 10 至 30 年，其目的是为了筹措兴建新厂等大型项目所需的资金。公司债券既不同于股票也不同于普通借据和本票。公司债券代表的是对公司的债权，而不像本票那样是 1 年期以下的短期票据。此外，公司债券的发行须经证券管理当局批准，这

一点也不不同于票据。公司债券与其他债券相比具有两个主要特点：第一，收益率高。由于公司筹集的资金直接用于公司经营，没有中间环节 再加上与政府公债相比 风险较大 故收益率较高 公众进行长期投资，一般选择公司债券者为多 第二 投资安全性较大。投资于公司债券的安全性虽然比不上政府债券，但由于公司在发行债券时一般都经过严格的审查和财产抵押程序，因此，公司债券的安全性还是比较大的。

（三）股票

股票是股份有限公司发行的证明股东投资入股并据以取得股息收入的财产证明书。股份有限公司的资产按一定的标准分为相等的份额，这种股份以一定数量的货币单位表示，这货币单位通常就是股票的面值。投资者拥有一定数量的股票，意味着他拥有一定比例的某公司的资产。股票持有者称为公司的股东。

股票的基本特征有 ① 变现性。股票是一种资本所有权的证明书 但它作为买卖对象和抵押品，成为资金市场的主要长期信用工具，如同商品一样具有价格，股东可以根据市场行情和实际需要出售或转让股票，随时将其换成现钞。 价格波动性。股票价格除受企业的经营管理状况影响外，还受经济、政治、社会和心理等多种因素的影响而处于不断波动的状态之中。股价的波动性为投机活动提供了条件。 风险性。购买股票实质上是股东向股份公司的永久性投资，股票一经购买，便不能退股。股票投资者能否获得预期的报酬，取决于企业的盈利情况和市场行情，企业盈利，股东可获得红利，还会引起资本升值；企业亏损甚至破产时，股东可能连本金都保不住。

投资者在交易买卖证券时 如不特别标明 都是上市公司“普通股”。

优先股 又称特别股 是相对于普通股而言。优先股的最大特点是优先获得派发股息（即在普通股获派股息之前获得分派）和优

先在公司破产或结业清算时获得分配剩余资产的两项权利。一般的优先股是定息的，即无论公司的经营业绩如何，股东也只能分享指定数目的股息。从优先股的投资者特点来看，它是一种介于普通股和债券之间的折衷性证券，因其报酬率颇类似债券，又因某些优先股在若干情况下能获得投票权，故又与普通股性质相近。

第二节 证券市场

证券市场由一级市场 也称发行市场或初级市场 和二级市场（也称流通市场或次级市场）构成。

一. 一级市场

证券发行的实质是少数借款人向社会众多的非特定投资者筹措资金，把社会众多的、零星的、短期的资金变成长期的巨额的资金。一级市场是原始证券的发行市场，它的作用表现在：一是提供筹资的便利，即给资金需求者（即筹资者）提供发行证券而获取资金的便利；二是提供投资机会，即给予资金多余者提供投资获利的机会。

一级市场的组成有三个因素：①证券发行者，即资金需求者。

证券承购包销商，一般是指投资银行或证券金融公司等专门机构。 证券投资者，包括所有的机构投资者和个人投资者。其中证券包销商是发行人和投资者之间的中介，是一级市场上重要的中心。概括地说，证券发行者和证券承购包销商及证券投资者，三者的相互关系和活动构成证券的一级市场。

（一）证券的发行方式

一级市场的证券发行 通常以“直接发行”和“间接发行”两种方式为主。直接发行就是由筹集资金的企业自行发行，或只要求投资公司或金融机构适当协助，发行者在市场上一次性直接将证券

销售给投资者 而不通过包销商、证券公司作中介。在直接发行中，销售风险由发行者自行承担，所以风险性较大。一般来说，发行额较小的中小企业较多采用直接发行这种形式。而间接发行是指发行者求助于投资银行或证券公司或包销商作为中介办理证券发行和销售，向社会筹集资金。一般发行数量较大的证券都采取间接发行的方式。

一级市场是证券发行的基础。一级市场的特点主要在于：一是无固定场所，可在投资银行或金融公司发行，也可在市场上公开出售；二是没有统一的发行时间，由证券发行者根据自身的需要和市场行情趋势自行决定发行时间。

（二）投资银行在资本形成中的作用

投资银行有雄厚的资金和密布的销售网，它的主要业务是代为发行、代购代销股票、债券 从中赚取买卖差价和手续费。美林银行和所罗门兄弟银行就是美国银行界最有名的两个投资银行。投资银行作为证券发行机构和投资大众之间的中介人，他们擅长于为企业筹集长期成长所需要的资金，引导企业走向大众化，并协助这些企业与证券市场打交道。因此，投资银行在资本形成中发挥着重要的作用。

投资银行经销证券的大致步骤为：①投资银行对发行证券的公司进行财务状况调查并感满意后，便对公司发行证券的类型、发行价格、发行时间等问题提出建议，并充当投资顾问。投资银行与发行公司签定承销合同。③如果发行证券的规模太大，为分散风险，投资银行会邀请其他投资银行组成承销集团，共同完成销售任务。

证券承销通常有包销和代销两种形式。包销是指证券商以约定的价格将发行者的证券全部买下来，然后再零售给投资大众。包销商的报酬是买卖差价。代销只是代理发行人销售，其报酬是约定的手续费或佣金。在一般的情况下，承销商多愿意采取代销的方

式，因为代销的风险较小。如有剩余，可根据承销商与发行公司事前签定的契约规定，处理或退回发行公司，或将剩余部分给特定的承销商。承销商在承销前，对发行公司的实况有详尽的调查，对业绩良好、财务健全、有发展前途以及发行公司负责人信誉高、能力强，采取包销方式并无风险。采取包销方式，在承销期过后如有剩余，则由承销商自行认购下来继续销售。

投资银行一般都拥有一大批精明能干、经验丰富的新发行证券的推销人员以及推销证券的专门机构。而且，投资银行信誉卓著，很容易吸引投资者购买。有了投资银行的配合，公司就能迅速地筹集到长期发展的资本。

当发行公司的证券经由证券商卖给投资者后，证券价格即在二级市场上随供求变动情况而上下波动。

二、二级市场

二级市场是与证券的一级市场相对而言的，二级市场是已发行证券转让、买卖的场所。一级市场的功能是使整个社会证券的绝对数量增加，而二级市场则不同，它的运行不影响社会证券总量，只是影响证券所有权的再分配。二级市场上交换的证券，都是在初级市场发行过的、已分配在社会公众手中的证券的易手。一级市场所提供的证券及其发行的种类、数量与方式决定着二级市场上流通证券的规模、结构与速度，而二级市场作为证券买卖的场所，对一级市场起着积极的推动作用。组织完善、经营有方、服务良好的二级市场将对一级市场上发行的证券快速地分配与转让，并为证券的变现提供现实的可能。此外，二级市场上的证券供求状况与价格水平等都将有力地影响一级市场上证券的发行。因此，没有一级市场就没有二级市场，二级市场不存在则一级市场不能正常运行。只有已发行的证券在二级市场上正常买卖并形成市场价格之后，证券的再次发行才有可能顺利进行。此外，如果证券的发

行超过了投资所需要的额度，则整个流通市场就会崩溃。因此，一级市场和二级市场关系密切，互相依赖，互相牵制，有机地结合在一起，共同发挥作用。

证券的二级市场主要由交易所市场和场外交易市场两部分构成。交易所市场是高度组织化的市场，是证券买卖流通的中心。它有固定的交易场所和严格的立会时间；投资者不能进入场内直接买卖，参加交易的都是具有一定资格的会员证券公司，证券公司接受和办理那些符合标准、允许上市的证券的买卖、结算与交割。场外市场则是半组织化或未经组织的交易场所，是交易所市场的重要补充。场外市场没有固定的交易所和时间，却有众多的交易对象，大部分的非上市证券都在这里买卖，部分上市证券包括政府公债等也在这里交易。

（一）证券交易所

证券交易所是有组织地为证券买卖双方提供有秩序的交易和公平的价格的交易场所。证券交易所市场是证券流通市场的主要构成部分。证券交易所具有管理严格、组织健全、设备完善、交易迅速的特点。目前世界上著名的交易所有：美国的纽约证券交易所（New York Stock Exchange）和美国证券交易所（American Stock Exchange）英国的伦敦证券交易所（London Stock Exchange），日本的东京证券交易所（Tokyo Stock Exchange）等。这些交易所不仅历史悠久，交易量大，而且设备完善，管理严格。

证券交易所的组织形式及功能：

从西方资本主义国家证券交易所成立以来的历史和演进过程来看，证券交易所主要有两种组织形式：一是以股份有限公司形式设立的证券交易所，以盈利为目的；另一种是以会员形式设立的证券交易所，它不以盈利为目的，以服务为主。这两种形式各有利弊。今天大多数西方国家的证券交易所，均以会员形式组织。证券交易所本身不参与证券买卖，也不能决定成交价格，只为投资者提供一

个有组织的交易场所。成交价格是由买卖双方通过集中竞价的方式形成的。证券交易所在证券流通中发挥着不可代替的功能。其主要功能有：

第一 创造了一个连续而流动的市场。证券交易集中了大量的买方和卖方，投资者能自由地参与投资，随时买入证券或把持有的证券出手套现。

第二 形成一个公平而合理的价格。与柜台交易不同 集中交易是在证券交易所开设的集中交易市场内，根据“三公”——公平、公正、公开的原则 按照‘三优先’等规定 进行的证券竞价买卖。其次，集中交易不像柜台一对一交易在一时一地会产生很多种不同的交易价格，从而引起投机风行。而且集中交易互相竞争、互相监督 实现真正的‘三公’以确保投资者的利益。此外 集中交易是一种服务和管理职能，可在一定程度上避免商业职能中的营私舞弊。

第三 协助企业筹措长期发展资本。证券交易所在这方面的功能主要表现在两个方面：其一，在企业以认股权证筹资方面，证券交易所为这些认股权证创造了市场。当股权持有者由于各种原因不再认购新股票时，他可以在交易所将其拥有的认股权转让给他人。其二，在发行新股方面，如果发行公司的股票在交易所上市，其新发行股票的销售肯定会相当顺利。换句话说，交易所加强了发行市场的基础，有利于企业或政府通过发行证券以筹措长期发展资本。

第四，引导资金合理流向。证券交易所作为一个公开的市场，各类上市公司的财务状况及经营状况必须经过严格的审查并且公开，特别是现代科技提供了各种准确和及时的信息资料，投资者可利用这些公开的信息资料，根据自己的判断和需要对不同的证券加以比较，进行投资选择。因而那些经济效益好的公司，经常受到投资者的追捧，经营不善的公司往往受到冷落和抛售的压力。

第五 经济晴雨表。股票的价格往往取决于企业未来的利润前景，企业的利润又受整个宏观经济形势的影响。从西方的经验来

看，股票价格的变化往往领先于整个经济变动 3 个月至两年。因此，证券交易所实际上起到经济晴雨表的作用，大多数企业和个人投资者都根据证券交易所价格变动所反映出来的信息来调整各自的投资行为。

（二）场外交易市场

场外交易是指在交易所市场以外的市场进行证券交易的总称。包括在“非正式市场”、“自由市场”、“店头市场”、“第三市场”、“第四市场”等市场上所进行的证券交易都属于场外交易。

场外交易之所以产生，是因为证券要在交易所内挂牌上市，必须遵守一系列严格复杂的规定，以维护整个证券市场的秩序，保障投资者权益。这样，某些证券在发行以后因不符合条件而不能在证券交易所内挂牌上市，也可能由于佣金等原因而在交易所以外的市场进行交易。与场内交易相比较，场外交易有其自身的特点：第一，交易场所分散于各地，规模大小不等，没有交易大厅，不存在“中央市场”。第二，交易对象众多，不仅包括交易所市场不经营的所有非上市证券，还包括部分已上市证券。第三，与股票大部分在证券交易所内交易不同，大多数的债券都在场外交易。第四，场外交易是一对一的交易，即证券公司和客户之间或证券公司与证券公司的交易。第五，场外交易的证券种类、数量、价格及交付条件都由买卖双方协议确定。第六，场外交易手续简便，交易量大，交易成本较低。

1. 店头市场 (Over-the-counter Market, OTC)

店头市场是场外交易的一种形式，它不通过证券交易所，而是由证券商办理的自营买卖业务。

店头市场与交易所市场最主要的差异在于其客户委托执行的方式，交易所实行双向竞价买卖，而店头市场则通过洽商议价的方式成交。此外，其交易不在固定的场所和固定的时间内进行，而主要通过电话成交。

证券自营商及证券经纪人利用电讯设备互相联系、报道行情、从事买卖,互相之间买卖股票价格是“协商价格”。所以,绝大多数交易都是按“净价”基础进行。所谓“净价”就是不收佣金,而是赚取买卖之间的差价。买卖之间的价差称为“加价”。这种加价在美国最高限额规定为 5%,而且在和顾客交易时,自营商要宣布他的“加价”是多少。某些证券公司在送给客户的确认书时自动地注出他的加价幅度。店头市场是美国历史上最悠久、也是最大的证券市场。现在店头市场上经营的证券种类非常多,一些久负盛名的大公司股票,甚至目前一些最热门的股票也同时在店头市场上买卖。

许多在 OTC 市场上交易的热门股票的行情,每天都登在《华尔街日报》及其他全国性的报纸上。市场价格和交易量由进行交易的经纪商报由“全国证券交易商协会自动报价”系统(NASD Automated Quotation System, NASDAQ)提供,该系统每天对 2400 多种未上市股票报出当日要价和出价的资料,由约 500 家 OTC 经纪商提供。

2. 第三市场

第三市场是指在柜台上从事已在交易所挂牌上市的证券交易市场。第三市场是适应大额投资者的需要而发展起来的。一方面,机构投资者的买卖证券的数量往往以千万计,如果将这些证券的买卖交由交易所的经纪人代理,这些机构投资者就必须按交易所规定支付标准佣金。机构投资者为了减低费用,往往倾向于寻找交易所以外的柜台市场。另一方面,一些非交易所会员的证券商为了招揽业务,赚取较大利润,常常以较低廉的费用吸引机构投资者。

近年来,第三市场交易数量大增,其地位日益提高,许多人都把它视为独立的市场。

3. 第四市场

大金融机构偶尔也有个人大投资者,多年以来都彼此直接买卖证券或交换证券,这类交易称为第四市场。出现第四市场的主要

原因是为了获得更好的价格，节省佣金，以及不需要在证券和交易委员会登记就可以进行买卖。这类交易的数量无人确切知道。

第三节 交易过程

一、经纪人和自营商

投资者买卖股票，必定直接或间接地与各种证券交易人员打交道。西方各国的证券交易所，一般都规定只有证券交易所的会员才允许进入证券交易所交易。进入交易所交易的会员基本上分为两种：一是证券经纪人，二是证券自营商。下面简述他们各自的职能。

（一）证券经纪人

经纪人与顾客的关系是代理与被代理的关系，经纪人只代顾客买卖，收取佣金。非会员投资者如想在交易所买卖证券，就必须委托经纪人代为买卖。根据经纪人业务范围的不同，经纪人还可以分为：

1. 佣金经纪人 (Commission Broker)

佣金经纪人是证券公司派往交易大厅里专门代客买卖的出市代表。证券公司往往在许多地方设有营业部，顾客如需要买卖证券，就可以直接到证券公司的营业部委托，然后由证券公司通过电传或电话热线等传给交易大厅的出市代表进行买卖。交易完成后，他们赚取佣金。

这类经纪人占会员的大多数，证券交易所的大量交易是通过他们完成的。

2. 二元经纪人 (Floor Broker)

二元经纪人又称交易所经纪人或经纪人的经纪人。二元经纪人就是专门代交易所其他会员买卖证券并收取佣金的证券经纪