

2010 版

证券市场基础知识

目的与要求

本分册的主要内容包括：股票、债券、投资基金等证券投资工具的基本概念，以及证券市场的结构、证券投资的收益和风险、证券市场法规体系和监管构架、证券业从业人员道德规范等基础知识。通过本部分的学习，要求初步掌握证券和证券市场的基础知识、基本理论、主要法规和职业道德规范。本部分适用对象为所有参加证券业从业人员资格考试的从业人员。书中带星花（*）的内容暂不列入考试范围。

本电子图书由证券从业资格考试网提供，网址：www.gdoff.com。

《中国证券业从业人员业务培训系列教材》前言

《中国证券业从业人员业务培训系列教材》（以下称《系列教材》）第二版的前身是原《中国证券业从业人员资格考试系列教材》第一版。该《系列教材》第一版自1996年8月问世以来，受到了广大读者和证券从业人员的普遍欢迎和较高赞誉。一年多来，中国证券市场发生了一系列重要变化，制度框架、规则体系有进一步完善，市场规模迅速扩大，市场流动性得到了明显的改善，从业人员和投资者人数不断增加，人们对证券市场的认识正在发生深刻的变化，随着国有企业改革的深化，证券市场对国民经济的作用日益明显而重要。在这样的大背景下，加强对证券业从业人员的管理，加快并实行证券业从业人员的资格考试和注册认证制度，就显得比以往任何时候都更加重要、更加迫切。

经过两年多的酝酿、起草、讨论和多次修改，1997年7月4日中国证券监督管理委员会证监机字[1997]2号文件正式对外公布了《证券业从业人员资格培训及考试大纲（试行）》（以下称《考试大纲》），这标志着我国对证券业从业人员的管理正式步入了规范化、制度化的轨道。《考试大纲》的发布，对提高我国证券业从业人员的素质，完善我国证券市场的规则体系，促进证券市场的健康发展，具有深远的意义。

根据新颁布的《考试大纲》的要求，修订后的《系列教材》在保留原有风格的基础上，对第一版的内容和体系作了全面的修改、补充和调整，使其既完全适用于证券业从业人员的业务培训及资格考试，又不失为是一套研究性的学术著作。

为了便于证券业从业人员业务培训并兼顾资格考试的需要，《系列教材》第二版在第一版七个分册的基础上，扩展到现在的八个分册，即：《公司的设立与改组》（第一分册）；《证券市场基础知识》（第二分册）；《证券发行与承销》（第三分册）；《证券上市与交易》（第四分册）；《证券投资分析》（第五分册）；《公司购并原理与案例》（第六分册）；《海外证券市场》（第七分册）；《中国证券法规总汇》（第八分册）。其中第一分册、第二分册、第三分册、第四分册、第五分册和第八分册的部分内容为资格考试的范围，第六分册、第七分册和第八分册的部分内容虽暂不属于资格考试的范围，但仍属于业务培训的内容。从知识的连贯性、系统性、继承性和证券市场发展的角度看，我们认为，有必要保留这些暂不属于资格考试范围的内容。在《系列教材》第二版中，为了便于从业人员学习，不属于资格考试范围的，我们统一用星花（*）标出。

为了方便证券业从业人员业务培训，对照《考试大纲》学习本《系列教材》，我们特别将中国证监会发布的《证券业从业人员资格培训及考试大纲（试行）》收录在本《系列教材》第八分册中。

《系列教材》第二版的修订工作由吴晓求教授（中国人民大学财政金融

学院副院长、金融与证券研究所所长、博士生导师、金融证券专家）主持，赵锡军博士、季冬生副教授、罗金辉博士（中国人民大学财政金融学院），董安生博士、叶林博士（中国人民大学法学院），李焰博士（中国人民大学工商管理学院），方芳副教授（中国人民大学证券业培训中心），李向科副研究员、邓崇云副研究员（中国人民大学金融与证券研究所），龙永红副教授（中国人民大学信息学院），傅敏（国家审计署），魏建华、冯巍（中国人民大学财政金融学院博士生），高亮（中国人民大学国际经济系博士生），查松（中国人民大学法学院博士生），以及崔勇、孙媛、周世武、林妍英（中国人民大学财政金融学院硕士生）等参加了具体的修订、补充工作。中国人民大学金融与证券研究所赵曼、杨祚虎等同志做了大量事务性工作，付出了辛勤劳动。在此一并致谢。

中国证券市场是一个年轻的、富有生命力的市场，较高的成长性和不稳定性是其基本特征。我们将根据实际情况的变化和证券业从业人员考试的实际需要，及时地对《系列教材》的内容进行修订、充实和完善。读者如对《系列教材》有什么意见和建议，可直接向我们反映详细情况，我们的网址是：www.gdoff.com。

中国人民大学金融与证券研究所
中国人民大学证券业培训中心
2010年5月于北京

第一章 证券市场概述

第一节 证券与证券市场

一、证 券

证券是各类财产所有权或债权凭证的通称，是用来证明证券持有人有权取得相应权益的凭证。如股票、公债券、基金证券、票据、提单、保险单、存款单等都是证券。凡根据一国政府有关法规发行的证券都具有法律效力。

证券首先是一种信用凭证或金融工具，它是商品经济和信用经济发展的产物。如债券就是一种信用凭证，无论是企业债券、金融债券还是国债，都是经济主体为筹措资金而向投资者出具的、承诺到期还本付息的债权债务凭证。再如股票，它就是股份有限公司发行的用以证明股东的身份和权益，并据以获得股息的凭证。从筹资的角度看，股份制是一种特殊的信用形式，即通过信用将分散的资金集中起来有效地使用。没有信用的发展，就难有大规模的集资，也不会有股票的发行与交易，股份制就难以确立。基金证券则是同时具有股票和债券的某些特征的证券。投资基金本身就是集资的一种形式，是将分散的资金集中起来创建一个基金，然后委托专门的投资机构从事能保证投资人收益的组合投资，证券持有人则对基金拥有财产所有权、收益分配权和剩余财产分配权。这些作为资本信用手段的证券能定期领取利息或到期收回本金，且具有买卖价格，可以在证券市场上进行转让和流通。除此之外，还有作为货币证券的商业票据。在商品经济和生产社会化发展的过程中，企业为了追求利润最大化，必然要加速资本流通，缩短周转周期，尽量节约资本的使用，为此便产生了商业信用和作为商业信用手段的商业票据，如汇票、支票及本票等。这些商业票据不仅仅是一种信用工具，而且还可以在在一定范围内周转流通，发挥流通手段和支付手段等货币职能。

按照不同的标准，可以对证券进行不同的分类。按其性质的不同，可以将证券分为证据证券、凭证证券以及有价证券。

证据证券是指只是单纯地证明事实的文件，主要有借用证、证据（书面证明）等。在证据证券中，有一种具有特殊效力的证券，被称为“免责证券”，如提单等即属此类。

凭证证券是指认定持证人是某种私权的合法权利者，证明对持证人所履行的义务是有效的文件。如存款单、借据、收据及定期存款存折等就属于这一类。凭证证券实际上是无价证券。其特点是，虽然凭证证券也是代表所有权的凭证，但不能让渡，不能真正独立地作为所有权证书来行使权利。如存款单就是民法中的消费寄存凭证，属单纯的凭证证券，不是有价证券，因为它既没有可让渡性，也没有完全代替存款合同的功能。当然，这也不是一成不变的。60年代，美国的商业银行为了阻止存款额的下降，以企业的富裕资

金为对象，发行一种可以让渡的大额可转让定期存单（即 CD）来征集大量资金，这种存款凭据显然已不同于一般的存款单，它实际上可以看作是金融债券的一种，应该归入有价证券。

有价证券主要是指对某种有价物具有一定权利的证明书或凭证。有价证券通常被分为三类：（1）货币证券，如银行券、票据、支票等；资本证券，包括股票、公司债券等。（2）财物证券，如货运单、提单、栈单等。（3）有价证券，其本身没有价值，因为它不是劳动产品。但是由于它能给持有者带来一定的收益，所以它又有价格，可以在证券市场上自由买卖。

1. 有价证券

有价证券是一种具有一定票面金额，证明持券人有权按期取得一定收入，并可自由转让和买卖的所有权或债权证书。人们通常所说的证券，也就是指这种有价证券。

由于有价证券不是劳动产品，故其自身并没有价值，只是由于它能为持有者带来一定的股息或利息收入，因而可以在证券市场上自由买卖和流通。影响有价证券行市的因素多种多样，但主要因素则是预期利息收入和市场利率。因此，有价证券价格实际上是资本化了的收入；有价证券是虚拟资本的一种形式，是筹措资金的重要手段。

有价证券是商品经济和社会化大生产发展到一定阶段的产物。从资本主义经济发展历程来看，有价证券的正常交易能起到自发地分配货币资金的作用。通过有价证券，可以吸收暂时闲置的社会资金，作为长期投资分配到国民经济各部门，从而优化资源配置。同时，由于有价证券的行市受主客观及国内外多种因素的影响，有价证券的价格经常出现暴涨暴跌、起伏不定的现象，由此引起的投机活动会造成资本市场的虚假供求和混乱局面，这又会造成社会资源的巨大浪费。我国现阶段正处在商品经济和社会化大生产必须大发展的时期，有价证券及其相关市场的建设与发展也显得日益紧迫和必要。但是我们要充分借鉴市场经济国家的成熟经验，吸取其教训，充分发挥有价证券的积极作用，尽可能减少有价证券运行过程中可能产生的不利影响。

2. 有价证券的分类

有价证券的种类多种多样，从不同的角度、按照不同的标准，可以对其进行不同的分类。

（1）按发行主体的不同，可分为政府证券（公债券）、金融证券和公司证券。

1）政府证券。也称政府债券，它是指政府为筹措财政资金或建设资金，凭其信誉，采用信用方式，按照一定程序向投资者出具的一种债权债务凭证。政府债券又分为中央政府债券（即国家债券）和地方政府债券。政府债券也称国债。

我国目前尚不具备地方政府发行债券的条件。中央政府发行债券始于建国初期，60 年代中期内外债还清本息之后，10 多年间未发行过债券。1981

年开始又恢复中央政府债券的发行，债券种类包括国库券、国家重点建设债券、财政债券以及特种国债等，其中主要是国库券。国债发行至今，已累计发行国库券 4 700 多亿元，发行数量较多的年份是在 1993 年之后。1993 年，我国发行国库券 380 多亿元；1994 年高达 1020 亿元；1995 年多达 1500 亿元；1996 年发行约 1950 亿元。国库券发行规模的扩大，不仅可以极大地减轻中央银行被迫向财政透支的压力，弥补巨额财政赤字，筹集大量的建设资金，而且有助于 1996 年 4 月开始运作的中央银行的公开市场操作，从而对改善货币流通状况、抑制通货膨胀具有重要意义。

2) 金融证券。是指商业银行及非银行金融机构为筹措信贷资金而向投资者发行的，承诺支付一定利息并到期偿还本金的一种有价证券。主要包括金融债券、大额可转让定期存单等，尤以金融债券为主。

随着银行业务的不断拓展，尤其是本世纪 60 年代以来金融创新的不断深化，金融证券以其方便、灵活、高收益等优势，深受金融机构和广大投资者的欢迎。如金融债券，其利率就可以比较灵活地安排，也不必过多地受存款最高利率的限制；金融债券的付息方式也可以灵活多样，这使得它对投资者具有强大的吸引力；发行金融债券所筹集的资金，不必向中央银行缴存存款准备金，这又有利于商业银行充分地运用资金。此外，对商业银行来说，由于金融债券具有明确的偿还期，到期之前一般不能提前还本付息，因而筹集的资金具有较强的稳定性；而对于金融债券的持有人来说，它又比其他一些金融资产具有更强的流动性，因为在二级市场比较发达的情况下，凭借商业银行的良好信誉，金融债券可以比较容易地在市场上实现转让。

3) 公司证券。公司证券是公司筹措资金而发行的有价证券。公司证券包括的范围比较广泛，内容也比较复杂，但主要有股票、公司债券及商业票据等。

股票是指股份有限公司依照公司法的规定，为筹集公司资本而发行的，用以证明股东身份和权益的凭证。股票投资者即为股份有限公司的股东，股票的发行主体必须是股份有限公司。股票一经投资者认购，持有者就不能要求公司退还股本，只能通过转让和出售变现。股票虽然能形成市场价格，但它本身却没有价值，不是真实的资本，只是一种独立于实际资本之外的虚拟资本。股票可以充当买卖对象和抵押品，从而成为金融市场上主要的、长期的信用工具。随着股份制经济的不断发展和完善，股票的种类也呈现出多样化的局面，这些股票可以按不同的性质，从不同的角度进行分类。我国自 80 年代中期出现第一张股票以来，股票的种类不断增加，股本总额不断扩大，既为企业筹措到了巨额资金，也为投资者提供了新的金融资产。相信股票在我国现代企业制度的建立和我国国民经济的发展中将会发挥越来越重要的作用。

公司债券指的是股份有限公司或其他类型的股份制企业为筹措资金而发行，并承诺在一定时期内还本付息的债权债务凭证。公司债券持有人是公

公司的债权人；公司债券发行人为债务人，公司债券体现的是一种债权债务关系。与股票相比，公司债券持有人只是公司的债权人，而不是股东，因而无权参与公司的经营管理决策。但公司债券持有人有比股东优先的收益分配权，在分配顺序上优先于股东收入分配；公司破产清理资产时，有比股东优先收回本金的权利。在我国，公司债券常被“企业债券”所取代，而企业债券又是一种不规范的公司债券。仅从发行主体上看，由于界定不清，我国的“企业债券”与规范意义上的公司债券就存在明显的不同。

商业票据则是指在以信用方式进行商品买卖时，由公司、企业或个人签发的，并由出票人无条件支付或委托他人无条件支付一定金额的有价证券。商业票据既是商业信用的工具，也是债权人以商业信用方式出售商品后，为保证其债权而持有的一种证明债权债务关系的凭证。商业票据主要包括期票、汇票、支票及本票等，可以流通转让，但一般只能在彼此经常有往来并相互了解的情况下进行。随着金融市场业务的不断发展，在一些像美国这样的西方发达国家里，原本与商品交易相伴随的商业票据，逐步演变成为一些信誉优良、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。商业票据是以商业信用为基础的。建国后的长时期内，我国禁止商业信用活动，商业票据及其相关业务的发展受到严格的限制。改革开放以来，商业信用活动逐步开展，银行的票据贴现和再贴现业务也恢复运作。1995年，我国出台了《票据法》。商业票据对促进经济的活跃与繁荣发挥着越来越重要的作用。

（2）按所体现的内容不同，有价证券可分为货币证券、资本证券和货物证券。

1）货币证券。指可以用来代替货币使用的有价证券，是商业信用工具。货币证券在范围和功能上与商业票据基本相同，即货币证券的范围主要包括期票、汇票、支票和本票等；其功能则主要是用于单位之间的商品交易、劳务报酬的支付，以及债权债务的清算等经济往来。现在各银行发行的信用卡，其实质也是一种货币证券。

期票是指由债务人向债权人开出，在约定期限支付款项的债务证书。这是在商品交易活动中通用的一种货币证券。期票到期，债务人必须按票面金额向持票人付款。期票在到期之前，经过债权人背书之后可以转让，也可以向银行申请贴现。

汇票是指由出票人签发的，委托付款人在见票时或者在指定日期无条件支付确定的金额给收款人或者持票人的票据。汇票在出票人开出时并不具有法律效力，经债务人或其委托银行签字或盖章后才能成为有效的有价证券。在金融市场开放的国家和地区，汇票经受票人背书后可以转让或向银行贴现。有些国家的银行和邮电局办理接受汇款人的委托签发汇票，由银行、邮电局或汇款人寄交收款人，向指定付款行、局领取款项。按出票人的不同，汇票分为银行汇票和商业汇票。

支票是指由出票人签发的，委托办理支票存款业务的银行或者其他金融机构在见票时，无条件支付确定的金额给收款人或者持票人的票据。开立支票存款账户和领用支票，必须有可靠的资信，并存入一定的资金。支票可分为现金支票和转账支票。支票一经背书即可流通转让，具有通货作用，成为替代货币发挥流通手段和支付手段职能的信用流通工具。运用支票进行货币结算，可以减少现金的流通量，节约货币流通过程中的费用。

本票是指由出票人签发的，承诺自己在见票时无条件支付确定的金额给收款人或持票人的票据。本票的出票人必须具有支付本票金额的可靠资金来源，并保证支付。根据出票人的不同，本票可分为商业本票和银行本票，本票多为银行签发的银行本票。本票经背书后也可以流通转让，部分发挥货币职能。

2) 资本证券。资本证券是有价证券的主要形式，它是指把资本投入企业或把资本贷给企业和国家的一种证书。资本证券主要包括股权证券（所有权证券）和债权证券。股权证券具体表现为股票，有时也包括认股权证；债权证券则表现为各种债券。狭义的有价证券通常仅指资本证券。

资本证券的功能和作用与经济运行中的职能资本既有十分相似之处（都能给其所有者带来盈利），也有非常明显的差别。资本证券并非实际资本，而是虚拟资本。它虽然也有价格，但自身却没有价值，形成的价格只是资本化了的收入。资本证券是独立于实际资本之外的一种资本存在形式，它只间接地反映实际资本的运动状况。

资本证券与实际资本在量上也不相同。在一般情况下，资本证券的价格总额总是大于实际资本额，因而它的变化并不能真实地反映实际资本额的变化。但资本证券的活动可以促使财富的大量集中和资金的有效配置。

3) 货物证券。货物证券是对货物有提取权的证明，它证明证券持有人可以凭单提取单据上所列明的货物。货物证券主要包括栈单、运货证书及提货单等。

（3）根据上市与否，有价证券可分为上市证券和非上市证券。划分为上市证券和非上市证券的有价证券是有其特定对象的。这种划分一般只适用于股票和债券。

1) 上市证券。又称挂牌证券，指经证券主管机关批准，并向证券交易所注册登记，获得资格在交易所内进行公开买卖的有价证券。为了保护投资者利益，证券交易所对申请上市的公司都有一定的要求，满足了这些要求才准许上市。发行股票或债券的公司要在证券交易所中注册其证券，必须符合其注册条件并遵守其规章制度。证券交易所要求申请上市的公司提供的情况主要包括：申请上市的股票或债券的数额和市场价格；股东持有股票的情况；纳税前的收益和股利分配情况等。当上市公司不能满足证券交易所关于证券上市的条件时，交易所所有权取消该公司证券挂牌上市的权利。

证券上市可以扩大上市公司的社会影响，提高公司的名望和声誉，使其

能以较为有利的条件筹集资本，扩大经济实力。对投资者来说，由于上市公司必须定期公布其经营及财务状况，因而有利于投资者做出正确的投资决策。挂牌上市为证券提供了一个连续性市场，证券在市场上的流通性越强，投资者就越愿意购买。证券交易的价格由于竞价买卖，一般都比较合理，因而有利于降低投资者的投资风险。

2) 非上市证券。非上市证券也称非挂牌证券、场外证券。它是指未在证券交易所登记挂牌，由公司自行发行或推销的股票或债券。未上市证券不能在证券交易所内交易，但可以在交易所以外的“场外交易市场”进行交易，有的也可以在取得特惠权的交易所内进行交易。非上市证券由于是公司自行推销的，与上市证券相比，筹资成本较高，难以扩大公司的社会影响，为公司赢得社会声誉。

一般说来，非上市证券的交易比上市证券的交易要多，在交易所里上市的证券种类非常有限，只占整个证券市场证券种类的很小部分。非上市证券多因不符合证券交易所规定的上市条件而未能登记注册，但有些规模大且信誉好的商业银行和保险公司，为了免去每年向交易所付费及呈送财务报表等，即使符合交易所规定的条件，也不愿意在交易所注册上市。更何况现代电子通讯网络技术的不断发展，又为场外非上市证券的交易提供了十分便利的条件。

3. 有价证券的特征

有价证券具有作为金融工具的共有的特征：偿还性、流动性、收益性和风险性。债券一般都规定有偿还期，股票和永久性债券的偿还期可视为无限长；流动性是指迅速变为货币而免受损失的性能，不同证券的变现能力有强有弱，有时差别很大；收益性是转让资金使用权的回报，收益率的高低依证券的品种及其运行方式的不同而有所区别；风险性是指本金遭受损失的可能性，包括静态风险和动态风险、信用风险和市场风险等。不同的证券种类，其风险程度大不相同。

4. 有价证券的经济效用

尽管我国证券业的发展历史较短，但发展速度很快。在我国的经济建设中，有价证券发挥着越来越重要的作用。

(1) 有价证券是企业筹措资金的重要手段。随着经济的发展和生产社会化程度的提高，项目的建设规模和企业生产规模日益扩大，创办新企业和维持现有企业都需要巨额资金，这巨额的资金需求仅靠企业自身的积累和内部的集资远远不能得到解决，必须从企业外部开辟资金来源渠道。企业从外部解决资金短缺的矛盾主要有两条渠道：一是从银行贷款；二是发行有价证券。由于我国企业资金普遍偏紧，银行贷款压力很大，信贷资金来源与运用的矛盾十分突出，因此，发行有价证券（主要是股票和债券）有利于满足企业投资于机器设备及厂房等固定资产上的长期资金需求。

(2) 有价证券有利于促进资金的合理流动，优化资源配置。有价证券

的上述作用是通过投资者和证券发行者两方面的行为发挥出来的。从投资者的角度来看，为了谋求其投资的保值与增值，必然十分关注投资对象的经营状况和财务状况。投资者之所以做出购买某家公司有价证券的投资决策，是因为他经过对投资对象的经营和财务状况进行分析后，认为这家公司能有效地运用资金，投资于这种企业不仅股息或利息有保障，而且能随着企业经济效益的提高分享企业的经营成果。为此，社会资金便流向高效产业部门。从证券发行者的角度看，通过发行有价证券筹集的资金如果得不到合理有效的运用，发行的债券难以按期支付利息，就有可能被清算；发行的股票不能支付或者支付的股利数额很小，股票的价格就要下跌。这样一来，企业用于扩大再生产的资金需要甚至用于维持简单再生产的资金需要都得不到满足。在这种压力之下，企业只能加强内部管理，改善经营状况，以最少耗费生产出尽可能多的适销对路产品，既满足社会需要，又降低资源消耗和浪费，提高了资金的使用效率。从整个社会的角度看，社会资源的配置就得到了优化。

(3) 有价证券有助于促进信用体系的发展与完善。社会主义市场经济条件下，不但要发展间接融资方式，直接融资方式也应予以足够的重视。银行间接融资的一个重要原则就是必须兼顾营利性、流动性和安全性，为此必须实行资产负债的比例管理，即资金的运用必须与资金的来源相适应。银行贷款以短期性的流动资金贷款为主，是因为银行的资金来源多为活期存款，吸收的存款又要缴存存款准备金和留足自存准备，因而贷放资金的能力非常有限；如果企业运用直接融资方式自行发行有价证券，不但能满足其日益增长的资金需要，而且有助于我国信用体系的发展与完善。或者，由银行发行金融债券，与吸收的存款相比，资金来源的稳定性就越高，这不仅能增加银行的贷款能力，而且能优化贷款结构，从而更好地发挥银行的金融中介作用。

(4) 有价证券是国家实现产业政策，进行宏观调控的重要工具。从国内外的情况看，国家对经济生活的干预有加深的趋势，有价证券便是国家干预经济生活的重要工具。

国家干预经济生活首先必须掌握足够的财力资源。西方发达国家财政收入占国内生产总值的比重近年来不断提高，一般都在34%以上；中央财政收入占全部财政收入的比重也增加到了60%以上。尽管这样，这些国家还是滚动式推出品种多、规模大的国债券，以满足政府干预经济生活的资金需要。我国上述两个比重曾严重下降，这对经济实力原本薄弱的国家财政来说，更是承受着巨大的资金需求压力。为了增加国家财力，增强宏观调控能力，调整经济结构，我国近年来连续发行了巨额国债，这将大大增强国家干预经济生活和进行宏观调控的能力。

有价证券对实现国家产业政策也能发挥重要作用。产业政策是国家制定的、利用多种手段通过规划产业结构的目标、干预产业结构的形成等措施，最终实现国民经济各产业部门均衡发展的产业工作指导原则，也是指导投资

者合理、正确投资的依据。投资者按照国家产业政策的要求进行投资，就能在国家实行的各种优惠政策的作用下取得较好的投资效益。因此，投资者会竞相购买那些国家产业政策鼓励的、发展前景广阔、社会经济效益高的产业部门发行的有价证券，向这些部门进行投资。这样会使这些部门得到不断的发展，从而使整个社会的产业结构不断向产业政策要求的方向迈进。而那些不符合产业政策要求的部门和企业，由于其发展前景黯淡，社会经济效益不好，它们发行的有价证券必然受到投资者的冷遇，其正常运作的资金需求得不到满足，其发展也受到限制。

有价证券还能发挥调控货币流通量的作用。货币流通量与货币流通必要量相适应是经济均衡发展的重要前提。货币流通量取决于货币供给量，决定货币供应量的因素有多个，这些因素都直接受社会上有价证券的数量及其流通状况的影响。如果发行的有价证券数量多，流通状况好，则意味着大量的手持现金转化成了证券，从而可以减少流通中的现金量，降低现金漏损率和资金闲置系数。在公开市场上，如果中央银行大量抛售证券，则会减少流通中现金和存款的数量，从而减少货币供应量；反之，如果中央银行大量收购证券，则又会增加货币供应量。此外，有价证券还能影响流通中的货币结构。这主要是指中央银行运用货币政策来改变货币在证券市场与商品市场的流通比例以及在不同地区的流通比例，进而改变货币的流通结构。

二、证券市场

1. 证券市场的定义

证券市场是有价证券发行与流通以及与此相适应的组织与管理方式的总称。证券市场是资本市场的基础和主体，它包括证券发行市场和证券流通市场。在现代发达的市场经济中，证券市场是完整的市场体系的重要组成部分，它不仅反映和调节货币资金的运动，而且对整个经济的运行具有重要影响。

2. 证券市场的特征

与一般商品市场相比，证券市场具有以下基本特征：

(1) 证券市场的交易对象是股票、债券等有价证券，而一般商品市场的交易对象是各种具有不同使用价值的商品。

(2) 证券市场上的股票、债券等具有多重市场职能：既可以用来筹措资金，解决资金短缺的问题，又可以用来投资，为投资者带来收益；也可以用于保值，以避免或减少物价上涨带来的货币贬值损失；还可以通过投机等技术性操作争取价差收益。而一般商品市场上的商品则只能用于满足人们的特定需要。

(3) 证券市场的证券价格，其实质是所有权让渡的市场评估，或者说是预期收益的市场货币价格。它与市场利率关系密切。而一般商品市场的商

品价格，其实质是商品价值的货币表现。它取决于生产商品的社会必要劳动时间。

（4）证券市场的风险较大，影响因素复杂，具有波动性和不可预期性。而一般商品市场的风险很小，实行的是等价交换原则，波动较小，市场前景具有较大的可测性。

3. 证券市场的分类

证券市场的分类很多，最常见的有以下三种：

（1）按证券的性质不同，分为股票市场和债券市场。债券市场又可进一步分为国库券市场、金融债券市场和公司（企业）债券市场。

（2）按组织形式不同，分为场内市场和场外市场。场内市场指的是证券交易所；场外市场则主要指店头市场（柜台市场），以及第三市场、第四市场。

（3）按证券的运行过程和证券市场的具体任务不同，分为证券发行市场和证券交易市场。

三、证券市场的产生与发展

1. 证券市场的产生

证券市场是市场经济不断发展的产物，在简单商品经济条件下，由于社会分工不发达，生产力水平低下，因而信用制度落后简单。随着生产力的发展，社会分工日益复杂，商品经济日益社会化。日益扩大的生产需要，大大促进了信用制度的发展。商业信用、银行信用和国家信用等资金融通方式不断出现。各类信用形式的发展，又导致越来越多的信用工具的出现。

出于资金融通的需要，各类有价证券随着信用制度的发展而不断增加，但提供信用的人所提供的资金未必都是长期闲置的，有时为了急需资金，就必须保证所持有的有价证券具有一定的流动性，以便能出售换取现款。这样，信用工具——各类有价证券的转让流通和买卖，就成为其存在和运用的必要条件。证券的发行和买卖使得证券成为一种金融性商品，从而使证券市场的产生成为必然。

在资本主义发展初期的原始积累阶段，16 世纪的西欧就已有证券交易。当时的里昂、安特卫普已经有了证券交易所，最早在证券交易所进行交易的是国家债券。此后，随着资本主义经济的发展，所有权与经营权相分离的生产经营方式的出现，使股票、公司债券及不动产抵押债券依次进入有价证券交易的行列。在资本主义发展最早的英国，300 多年前，被称为“股票经纪人”的商人就已在他们的主要市场——伦敦交易所从事证券市场的一些简单业务。

在我国，19 世纪 70 年代以后，清政府洋务派兴办了一些企业。随着这些企业股份制的出现，中国企业的股票应运而生，随之而至的便是证券市场

的产生。我国最早的证券交易市场创立于清朝光绪末年上海外商组织的“上海股份公所”和“上海众业公所”。在这两个交易所买卖的证券，主要有外国企业股票、公司债券、南洋一带的橡胶股票、中国政府的金币公债以及外国在上海的行政机构发行的债券等，实际交易偏重于洋商的股票和橡胶股票两种。中国人自己创办的交易所在辛亥革命前还不多见。1912年以后，证券交易规模逐渐扩大。1919年，北京成立了证券交易所，这是全国第一家专营证券业务的交易所；上海成立“上海华商证券交易所”。这标志着中国证券市场开始向正规化发展。

2. 证券市场的发展

20世纪初，资本主义由自由竞争阶段过渡到垄断阶段。正是在这一过程中，证券市场以其独特的形式适应资本主义经济发展的需要，从而有效地促进了资本积累和资本集中；同时也使自身获得巨大发展。在这个时期中，由于资本主义虚拟资本大量膨胀，整个证券业处于高速度发展阶段，具体表现为有价证券的发行总额骤增。从1890年至1900年发行额增加了近5倍。与此同时，这一时期有价证券的结构也起了变化，在有价证券中占主要地位的已不是政府公债，而是公司股票和企业债券。据统计，1900年至1913年发行的有价证券中，政府公债占有价证券发行总额的40%；公司债和各类股票则占60%。

1929年至1933年，资本主义世界发生了严重的经济危机，危机的前兆就表现在股市的暴跌，随之而来的大萧条使证券市场受到严重影响。危机过后，证券市场仍处于萧条之中。第二次世界大战爆发后，虽然各交战国由于战争需要发行了大量公债，但就整个证券市场而言，仍然处于不景气之中。

第二次世界大战结束后，随着欧美和日本经济的恢复和发展，以及各国的经济增长，从而大大地促进了证券市场的复苏和发展。70年代以后证券市场出现了高度繁荣的局面，证券市场的规模不断扩大，证券的交易也越来越活跃。

3. 证券市场发展趋势

(1) 金融证券化。在整个金融市场中，证券的比例越来越大，比重迅速上升。以日本为例，在60年代，日本企业的资金主要依靠银行贷款，靠发行证券筹措的资金占筹资总额的不足20%。到1978年，发行证券筹资所占比例已上升到44%，而且这种上升的趋势还在继续。

与此同时，居民储蓄结构也出现了证券化倾向。出于保值和增加收益的需要，人们将储蓄从银行存款转向证券投资。

(2) 证券交易多样化。随着证券市场的逐步发展，各类有价证券的发行种类和数量以及范围不断扩大，交易形式日趋多样化，这主要表现在：

1) 证券商品化。随着证券市场的发展，证券在某些方面的职能不断更新，种类不断出现。

2) 证券交易方式不断增加。除了普通交易方式，还出现了期权交易、

期货交易、股票指数期货交易等新的交易方式。

3) 证券发行日益大众化。

4) 证券投资者多样化。即认购证券的不仅有个人，而且法人投资者日益增多。

5) 证券投资者法人化。自第二次世界大战以后，证券投资者有所变化。不仅社会公众个人认购证券，更重要的是，法人进行证券投资的比重日益上升。认购证券的法人，从过去主要是金融机构，扩大到各个行业，很多企业都设立了证券部或投资部。据估计，法人投资在世界各国证券市场上占一半左右。

(4) 证券市场国际化。科学技术的发展推动了社会生产的国际化，也引导着资本投资国际化。据联合国跨国公司中心的统计，1977 年主要资本主义国家有跨国公司 1 万多家，其中，美、英、原西德合计约 6000 家。可见，证券投资国际化已成为证券市场发展的主要趋势之一。主要表现在：

1) 世界各主要的证券交易所都已成为国际性证券交易所。它们不仅在本国大量上市外国公司的证券，而且在国外设立分支机构，从事国际性的股票委托交易。

2) 股份公司越来越多地到国外证券市场发行股票。根据有关资料，1975 年美国 220 家销售额在 10 亿美元以上的大公司中，有 80 家在海外的证券交易所挂牌出售股票。

3) 进行证券投资的个人或法人，不仅在国内证券市场上认购外国证券，而且委托本国证券公司在海外证券市场进行买卖证券活动。

(5) 证券市场自由化。从第二次世界大战后到 70 年代前，各国政府为了保护 and 扶植证券市场，采取了种种保护措施，主要限制内容是：1) 实行银行和证券业务分离制，禁止银行经营包括股票在内的证券业务，以避免资金雄厚的银行控制市场；2) 实行委托买卖股票手续费最低限额制，目的是防止证券市场上的过度竞争。进入 70 年代以后，随着金融自由化的发展，以上措施越来越阻碍证券市场的发展，于是各国陆续废除限制条令，实行证券市场自由化。

(6) 证券投资交互化。社会化大生产和科学技术的发展，促进了银行业与工商业、国内证券市场和国际证券市场的相互融合，导致了证券投资的相互扩散和渗透。如美国洛克菲勒财团的主要金融机构——大通曼哈顿银行的股东中，有不少大公司参与持股，该银行与其他各行业的 78 家公司互有兼任董事的关系。

(7) 证券市场计算机化。现代科学技术的迅速发展，为证券市场的发展提供了技术条件。电子计算机从 50 年代下半期开始应用于证券市场，现在世界上的各主要证券市场已基本实现了计算机化，从而大大地提高了证券市场的运行效率。

第二节 证券市场参与者

一、证券市场主体

1. 证券发行人

证券市场上的发行人主要有四大类。

1) 政府，包括中央政府和地方政府。中央政府为弥补财政赤字或筹措经济建设所需资金，在证券市场上发行国库券、财政债券、国家重点建设债券等，即国债。地方政府为本地方公用事业的建设可发行地方政府债券。在我国，地方政府目前还没有发行债券。

(2) 金融机构。金融机构可以在证券市场上发行金融债券，增加信贷资金来源。近年来，政策性银行发行的金融债券主要为重点建设项目和进出口政策性贷款筹集资金，如 1994 年我国开发银行向国家商业银行发行 650 亿元的金融债券。一般来说，金融债券是由国有商业银行、政策性银行以及非银行金融机构发行的，所筹集到的资金，全部用于特种贷款和政策性贷款，不得挪作他用。

(3) 有限责任公司和国有独资公司。它们可以通过证券市场发行公司债来筹集资金。1994 年 7 月 1 日《中华人民共和国公司法》（以下简称《公司法》）生效后，按《公司法》的规定，国有独资公司和两个以上的国有企业，或其他两个以上的国有投资主体投资设立的有限责任公司，可以发行公司债券募集资金。发行资格规定：1) 有限责任公司的净资产额不低于人民币 6 000 万元；2) 累计债券总额不超过公司净资产额的 40%；3) 最近 3 年平均可分配利润足以支付公司债券 1 年的利息；4) 筹集的资金投向符合国家产业政策；5) 债券的利率不得超过国务院限定的利率水平。满足上述条件的有限责任公司和国有独资公司可以申请发行公司债。

(4) 股份有限公司。股份有限公司是以投资入股的方式把分散的属于不同所有者的资本集为一体，统一经营使用、自负盈亏、论股分利的企业组织制度。按照《公司法》规定，股份有限公司可以发行股票，股票可以流通，股东所持的股份可以自由转让；同时，股份有限公司也可以发行公司债筹集资金。可以看出，股份有限公司募集新资本的渠道比较宽。

2. 证券投资者

证券市场的证券投资者是资金供给者，也是金融工具的购买者。投资者的种类较多，既有个人投资者，也有机构（集团）投资者。各投资者的目的也各不相同，有些意在长期投资，以获取高于银行利息的收益，或意在参与股份公司的经营管理；有些则企图投机，通过买卖证券时机的选择，以赚取市场价差。

(1) 个人投资者。个人投资者是证券市场最广泛的投资者，其特点是：具有分散性和流动性。不论男女老幼，也不分文化职业，只要有起码的购买

能力和投资欲望，都可在证券市场上一试身手。由于个人投资者的目的是为了获利，所以任何投资者都可根据市场变化状况及自己的需要变换证券种类。虽然每个个人投资者因投资能力所限，单个投资额不可能很大，但由于社会公众的广泛性，其集合总额却是比较可观的。

(2) 企业(公司)。企业不仅是证券发行者，同时也是证券投资者。特别是当一个股份公司意欲吞并或控制其他股份公司时，就会购进其他公司的股票，这样，该股份公司就成了另一家或另几家发行公司的股票投资者或股东。同样，企业也可以成为债券的投资者。由于企业具有较大的购买力，所以单个企业(股份公司)的投资量远远大于个人的投资量。

根据 1997 年 5 月 21 日国务院证券委、中国人民银行、国家经贸委联合发布的《关于严禁国有企业和上市公司炒作股票的规定》，我国对国有企业和上市公司进行股票投资作了必要的限制。

(3) 各类金融机构。无论是商业银行，还是各种非银行金融机构，作为专门从事于金融业务的特殊企业，都想并能够从购买证券中获取利润。由于各类金融机构的资金拥有能力和特殊的经营地位，使其成为发行市场上的主要需求者。商业银行仅限于买卖政府债券；投资基金公司主要运作对象是各类债券和股票；证券公司、信托投资公司的证券部等证券专门经营机构，既可进行股票和债券的代理买卖，也可进行股票和债券的自营买卖；保险公司可在证券市场上对政府债券进行投资。

(4) 各种社会基金。证券市场为社会上各种公共基金提供了值得选择的投资场所。信托基金、退休基金、养老基金、年金基金等社会福利团体虽是非营利性的，但这些基金可以通过购买证券主要是政府债券以达到保值、增值的目的。

(5) 外国投资者。随着经济国际化趋势的不断发展，证券的发行与买卖已超出了国界限制。外国公司、外国金融机构、外国人等可以购买别国发行的证券；或者某国发行公司通过跨国公司在境外发行证券，向外国个人或团体募集资金。目前我国有三种股票可供境外投资者认购：1) B 股。它是我国股份公司发行的以人民币标明面值，供境外投资者用外币认购的，在境内上市的普通股股票。2) H 股。它是境内公司发行的以人民币标明面值，供境外投资者用外币认购，在香港联合交易所上市的股票。H 股的发行和交易由境内和香港证券管理部门双重监管。3) N 股。它是以人民币标明面值，供境外投资者用外币认购，获纽约证交所批准上市的股票。目前几乎所有的外国公司(即非美国公司，但不包括加拿大公司)都采用存股证(DR)形式，而非普通股的方式进入美国市场。存股证是一种以证书形式发行的可转让证券，通常代表一家外国公司的已发行股票。中国目前在美国成功发行的山东华能和华能国际股票，即是以 N 股 DR 的方式在纽约证交所挂牌交易的股票。

目前，我国正在积极开拓国外市场，与澳大利亚、新加坡、英国等都签署了联合监管备忘录，为外国投资者投资于中国的证券提供了日益丰富的品

种和各种渠道。

二、证券市场中介

证券市场中的中介机构主要包括：（1）证券承销商和证券经纪商，主要指证券公司（专业券商）和非银行金融机构证券部（兼营券商）；（2）证券交易所以及证券交易中心；（3）具有证券律师资格的律师事务所；（4）具有证券从业资格的会计师事务所或审计事务所；（5）资产评估机构；（6）证券评级机构；（7）证券投资的咨询与服务机构。

三、自律性组织

自律性组织一般是指行业协会。它发挥政府与证券经营机构之间的桥梁和纽带作用，促进证券业的发展，维护投资者和会员的合法权益，完善证券市场体系。我国证券业自律性机构是中国证券业协会和中国国债协会。

四、证券监管机构

现在世界各国证券监管体制中的机构设置，可分为专管证券的管理机构和兼管证券的管理机构两种形式，都具有对证券市场进行管理和监督的职能。

美国是采取设立专门管理证券机构的证券管理体制的国家。在美国联邦政府下设有联邦证券管理委员会，具有监督执行美国《证券交易法》、《信托条款法》、《投资公司法》、《投资顾问法》和《公开事业控股公司法》的职能。在联邦政府的监督下，美国各州也有制定证券法的职权；同时，在政府监督下，证券交易所和证券商公会亦具有相当的自主权。这种联邦、各州和专业机构团体多层次的证券管理体制是美国证券管理的特点。

实行专门管理证券机构体制或类似这种体制的国家，还有加拿大、日本、菲律宾等国，但这些国家都结合本国的具体情况进行了不同程度的修改和变通。

英国的证券管理体制传统上由证券交易所“自律”为主，政府并无专门的证券管理机构。证券发行的登记是由英国贸易部下属的公司登记处兼管。英格兰银行只是根据金融政策的需要，才对一定金额以上的证券发行行使审批权。实际上英国的证券管理完全属于伦敦证券交易所的职能。实行类似管理体制的国家还有荷兰、意大利、德国等国。

在我国，对证券市场进行监管的机构主要是国务院证券委员会和中国证券监督管理委员会。经过授权，各省、市、自治区成立的证券管理委员会（证券管理办公室、证券监督管理委员会）也可在一定范围内行使监管职能。

第三节 证券市场的地位与功能

一、证券市场的地位

证券市场是金融市场的重要组成部分，在金融市场体系中居重要地位。但在不同的社会制度、经济基础和传统文化下，证券市场在金融市场中的地位是不相同的。在发达的资本主义国家，股票和债券是金融市场上最活跃、最主要的金融资产，证券市场的交易覆盖了整个金融市场，是金融市场极为重要的组成部分。而中国的金融市场从萌芽到初步形成，由于社会经济制度和传统文化的不同，出现一种独特的格局，即证券市场并非一马当先；相反，却是以银行同业拆借市场为先导，证券市场、票据贴现市场、外汇调剂市场紧随其后的情况出现。这说明中国金融市场的形成与发展有其独特的目标模式，各种子市场都服务于某一特定的领域，有着不可替代的作用。这与发达资本主义国家的金融市场是不同的，中国证券市场也不可能覆盖社会经济的各个方面。因此，在中国未来的金融市场模式中，证券市场只能和其他市场同步协调发展，并按照中国的经济体制来运转。

1. 金融市场体系

金融市场是个整体，这是由各个子市场综合而成的。金融市场体系如图 1-1 所示。

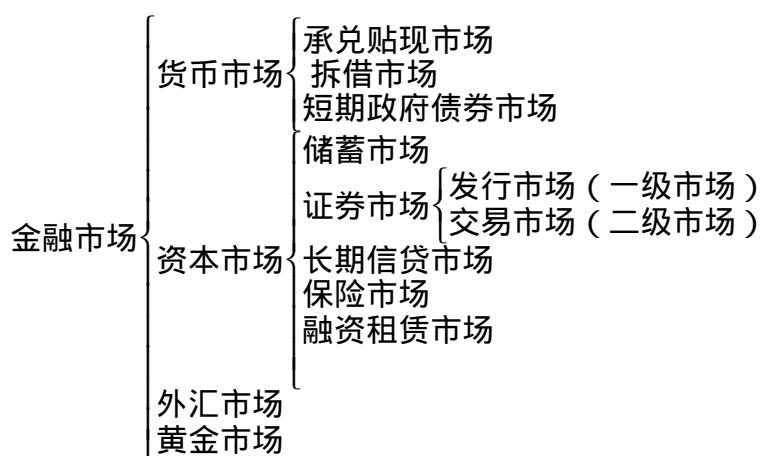


图 1-1 金融市场体系示意图

2. 直接融资与间接融资

社会经济的发展，要求金融手段多样化和灵活化。在我国传统体制中，金融手段严格地以间接金融为主，它表现为以货币为主要金融工具，通过银行体系吸收社会存款、再对企业进行贷款的一种融资机制。间接金融方式的间接性表现为，在间接金融体系下，经济单位不能直接从社会上融资，只能通过银行体系得到资金。间接金融体系的特点是设施和规则简单，比较规范，并极易受国家直接控制。随着市场经济的发展，企业对资金的需求越来越

越多多样化和市场化，间接金融已无法满足社会经济对资金融通的要求。

直接金融是以债券、股票为主要工具的一种金融运行机制。它的特点是经济单位直接从社会上吸收和筹措资金。证券市场虽然有银行的参与，但银行已成为一个执行机构，而不是决策中心。在直接金融体系中，融资决策主体已基本转移到企业和居民身上，特别是股票市场上。直接金融的功能在于补偿间接金融的不足，适应社会经济发展变化的要求，最大可能地吸收社会游资，直接投资于企业生产流转和社会经济建设之中。它的最大特点是，在增加社会金融手段的同时，社会货币总量并没有相应扩大，而且社会资金总量在不同经济主体之间的流动将更趋于合理，并得到最大限度的利用。还应指出的是，间接金融是一种不稳固的资金供给，居民储蓄资金通过银行贷款流入社会经济活动领域，但居民储蓄又有随时兑换现金、冲入消费领域、急剧减少投资资金的可能。而以证券市场为主的直接金融从社会上直接吸收和筹措资金，在一定时间内不但占用资金使用权，而且排斥资金所有者在这一时期的索回权，如企业债券、国债等。而股票形式则更是从此把投资股票资金永久地凝固在生产领域并转化成资本。

从间接金融与直接金融对社会资金的吸引力来说，直接金融的发展虽在间接金融之后，但直接金融的发展步伐大大快于间接金融，其地位和作用不断提高。在一国经济发展初级阶段，一般都采取低利率政策，以鼓励企业投资，促进经济发展。但低利率政策是一种带有相当强制性的措施，在没有其他投资和保值渠道，而社会又存在通货膨胀的条件下，低利率的储蓄是一种奉献行为。由于证券投资风险性大和流动性差等因素，故证券投资的回报率要高于银行储蓄利率。在两者利率差别甚大的情况下，受高收益的诱引，资金源源不断流向证券市场，使直接金融的规模和作用范围急剧提高。

总之，从市场经济发展要求而言，以债券、股票等为骨干的直接金融，是适应市场经济条件下经济运行更富风险性质的一种融资工具，它的发育与成长是一种趋势。市场经济越发展，对直接金融的需求越强烈，则直接金融也就越发展。

二、证券市场的基本功能

证券市场是市场经济中一种高级的市场组织形态，是市场经济条件下资源合理配置的重要机制。世界经济的历史证明，它不仅推动本国经济的迅速发展，而且对国际经济的发展和一体化具有深远的影响。世界上不少证券市场已发展成为国际著名的金融中心。

1. 证券市场是筹集资金的重要渠道 外汇市场

通常说来，人们的闲置资金大多是以存款或储蓄的形式存入银行以获取利息收入，银行再将这些集中起来的资金以贷款的形式贷给企业或其他经济主体。这种间接信用是最常见、最基本的筹资方式。但是，随着生产的不断

发展和企业组织形式的变化，这种方式已不能充分满足经济发展的需要，必须开拓新的筹资方式和渠道。这就是发行有价证券，建立证券市场，通过直接信用方式筹集资金。

在证券市场上进行证券投资，一般都能获得高于储蓄存款利息的收益，且具有投资性质，所以，能吸引众多的投资者。对于证券发行者来说，通过证券市场可以筹集到一笔可观的资金，用这些资金或补充自有资金的不足，或开发新产品、上新项目，有利于迅速增强公司实力。这种在较短时间内迅速筹集到巨额资金的优越性，只有通过证券市场这个渠道才能实现。

2. 证券市场是一国中央银行宏观调控的场所

从宏观经济角度看，证券市场不仅可以有效地筹集资金，而且还有资金“蓄水池”的作用和功能，这种“蓄水池”是可调的，而不是自发的。各国中央银行正是通过证券市场这种“蓄水池”的功能来实现其对货币流通量的宏观调节，以实现货币政策目标。

当社会投资规模过大，经济过热，货币供给量大大超过市场客观需要的货币量时，中央银行可以通过在证券市场上卖出有价证券（主要是政府债券），以回笼货币，紧缩投资，平衡市场货币流通量，稳定币值；而当经济衰退，投资不足，市场流通因货币供给不足而呈现出萎缩状态时，中央银行则通过在证券市场上买进有价证券（主要是政府债券），以增加货币投放，扩大投资，刺激经济增长。

3. 证券市场是资源合理配置的有效场所

证券市场的产生与发展适应了社会化商品经济发展的需要，同时也促进了社会化大生产的发展。从历史上看，现代大工业中产生的新兴产业，以及为工业服务的基础产业部门，都极大地提高了生产社会化程度和资本集中规模，而单个资本既难以筹集现代大工业所需要的巨额投资，也无力承担巨额投资所带来的风险。在这种情况下，资本社会化就成为现代大工业发展的核心问题。如果资本社会化实现不了，那么现代大工业中的新兴产业及基础产业就难以发展，从而产业结构也将停留在原有水平上。而证券市场为资本所有者自由选择投资方向和投资对象提供了十分便利的活动舞台，而资金需求者也冲破了自有资金的束缚和对银行等金融机构的绝对依赖，有可能在社会范围内广泛筹集资金。随着证券市场运作不断高度发达，其对产业结构调整的作用大大加强；同时得到发展的产业结构又成为证券市场的组织结构、交易结构及规模结构的经济载体，促进了证券市场的发展。

从动态上讲，产业结构的变动，表现为部门的产值比重和就业比重的变化。一些产业部门的产值比重增大了，另一些产业部门的产值比重缩小了；一些部门的就业比重增大了，另一些部门的就业比重缩小了。如果从产业发展的角度讲，那么产业结构变动还表现为一些新产业部门的产生，并由此引起的产业间的产值比重和就业比重的变化。但在这些产业结构变动形态的背后，实质上是生产要素在部门间流动的问题。正是由于生产要素的部门间转

移和流动，改变了产业间的生产能力结构，才使部门的产值比重和就业比重发生变化。因此，产业结构变动实质上是生产要素部门配置结构和部门生产能力结构的变动。产业结构变动的核心问题，就是生产要素的部门转移（包括增量和存量转移）和重新结合。然而，生产要素（特别是资产）的部门转移往往会受到两方面的障碍：一方面是资产实物形态的部门转移障碍，由于各部门生产的产品不同，其生产技术和生产工艺以及与此相适应的生产装备也不同，因而除了少数通用设备外，大部分专业性生产装备难以在部门间转移；另一方面是资产部门转移的进入障碍。这两方面的障碍大大降低了资产的流动性，影响了生产要素在部门间的转移和重组，从而对产业结构变动起着制约作用。

证券市场的出现，在很大程度上削弱了生产要素部门间转移的障碍。因为在证券市场中，企业产权已商品化、货币化、证券化，资产采取了有价证券的形式，可以在证券市场上自由买卖。这就打破了实物资产的凝固和封闭状态，使资产具有最大的流动性。一些效益好、有发展前途的企业可根据社会需要，通过控股、参股方式实行兼并和重组，发展资产一体化企业集团，开辟新的经营领域。另外，在证券市场上，通过发行债券和股票广泛吸收社会资金，其资金来源不受个别资本数额的限制。这就打破了个别资本有限难以进入一些产业部门的障碍，有条件也有可能筹措到进入某一产业部门最低限度的资金数额。

因此，在市场经济的社会系统中，生产要素部门间的转移和重组，其核心问题是资金的流动性。资金在部门间的流动和重新积聚，带动其他生产要素的部门转移和重组。如果资金流动性差，其生产要素的部门转移就比较困难。然而，资金流动性在很大程度上取决于融资渠道。证券市场作为一种直接融资渠道，大大提高了资金流动性，为资金流动带动其他生产要素部门转移提供了广阔的可能性空间。可见，证券市场与产业结构调整的关系，就在于它使资产证券化，从而有助于生产要素在部门间的转移和重组。

4. 证券市场有利于国有企业转变机制

（1）企业产权结构的变化。在传统经济体制下，国有企业的经济运行具有行政权、所有权和经营权“三权”合一；高度集中；产权结构单一化的特点，企业产权关系没有理顺，企业产权主体不明确，缺乏人格化的所有权代表，从而企业也没有真正的经营自主权，难以从根本上解决搞活企业的问题。

证券市场建立和发展以后，企业介入证券市场，从各方筹集资金，必须要触及到企业的产权关系，突破过去“三权”合一、高度集中和企业产权结构单一化的状况。在明确企业作为产权主体及其产权关系的基础上，严格界定企业的责、权、利以形成企业自主经营机制，从根本上解决政企职责不分和企业发展中的财产、利益约束问题。现代企业制度明确规定拥有全部法人财产权，实行现代企业制度的企业，应该是出资者（及其代表）、经营者、

生产者，主要以产权关系为纽带而有机结合的完整经济实体。企业以全部法人财产独立享有民事权利，承担民事责任，依法自主经营、自负盈亏，对出资者承担资产保值增值的责任。国有资产的出资者及其他出资者，均按持股比例依法享有股东权益，包括资产受益、重大决策和选择管理者等权利，以出资额为限对企业债务承担有限责任。

企业作为法人财产权代表介入证券市场，通过证券市场发行企业债券和股票，从本企业职工和企业外的社会直接筹集资金。改变了过去企业资金靠财政拨款和银行贷款的来源结构，既减少了企业吃国家财政和银行“大锅饭”的依赖，又可以促进企业自主经营机制的形成。尤其是改组后的股份制企业，是一种不同于计划经济下的产权组织形式，它促进了“三权”分离和企业自主经营，实现产权的人格化和多元化。

(2) 企业经营决策权的变化。企业介入证券市场，尤其是企业发行股票进行股份制改组，必然会促使原始产权和企业法人产权的分离，确立企业法人制度。企业法人制度就是企业对所支配、运营的资产拥有占有权，赋予企业以占有和支配主体的地位，使企业形成责权利完整统一的独立产权。它是企业享有自主经营权的物质基础，其目的是使企业不再是上级决策的被动执行者，而成为自主经营、自负盈亏的商品生产经营者，成为面向市场的产权主体。企业法人制度的确立，使企业能根据提高资产经营效益的需要，自主决定经营资产的出让、更新、技术改造，调整资产的实物形态和结构，实现资产的最优组合。

对于企业来说，发行证券和介入证券市场，既然是一种筹集资金和转变经营机制的行为，因此企业必然要经历集资决策与投资决策的全过程。企业通过集资决策和投资决策，采取最为科学有效的方法，在证券吸引力与筹资成本之间寻求一种合理的均衡；在经营风险与经济利益之间寻求一种合理的均衡。这就是说，企业通过经营决策，寻求最优的资金结构，在保证证券能售出而及时筹足所需资金的前提下，尽量减少企业的筹资成本和经营风险，获取最大的经济利益。企业证券筹资决策，就是企业采用证券方式筹集资金，对发行证券的种类、期限、价格、方式、发行时机等进行多方面的选择，具体表现在以下几方面。

1) 发行证券种类的决策。选择何种证券作为集资手段，主要取决于国家政策和企业对于所需资金的用途。在债券和股票两大类证券中，企业可以按照《企业债券管理暂行条例》经过批准发行债券。如果企业选择发行股票作为集资手段，则会首先涉及到改组为股份制企业，改变企业原有的所有制性质而成为一种联合所有制。

2) 证券期限长短的决策。企业在发行企业债券时，要进行证券期限的决策，要考虑企业所需使用资金的期限和偿还能力。股票不存在期限问题。

3) 发行证券价格的决策。企业在发行证券时，要考虑其证券发行价格，一般是根据证券票面利率、银行同期存款利率、企业经营状况、预期收益、

企业信誉、证券供求和市场其他证券发行价格等因素来确定。此外，股票发行价格，还要考虑股息红利的分配水平。

4) 证券发行方式的决策。证券发行方式有自营发行、委托代理发行、担保发行等多种方式。企业选择何种发行方式，一般取决于企业的特点，并达到降低成本和迅速筹集资金的目的。

5) 证券发售时机的决策。企业证券发售的时机，一般要根据项目用款进度、社会公众认购能力和市场证券发行量等情况进行综合分析，选择最佳的发售时机，以便降低集资成本和提高资金使用效益。

在企业证券集资决策的同时，企业必然要做出企业中长期发展和效益增长等方面的决策。

企业证券投资决策，就是除了对生产投资项目进行决策外，根据现有可支配的资金和证券市场的情况，对所投资证券的证券发行企业、证券的期限和证券收益等多方面进行选择，作为购买何种证券的决策，以达到投资的安全性、灵活性和营利性的目的。企业证券投资，首先要对投资于国库券、金融债券、企业债券和股票进行选择，如果投资于企业债券和股票，必须考虑到经济资信评估机构对评估证券发行企业的资信等级，对证券发行企业的财务报表进行分析，了解其经营情况、资金来源和使用情况、盈亏情况以及发展前景。同时，企业根据自身可支配资金的期限长短来选择不同的证券进行投资，并考虑到证券投资收益率的高低。

(3) 企业规模和重组的变化。

1) 企业规模扩展。证券市场的发展，拓宽了企业的筹资渠道，企业通过发行债券和股票，以直接融资形式去筹集资金，由于债券的投资者不能在债券到期前向企业索回本金，股票的投资者不能退股，因而比银行贷款更具有长期性和稳定性的特点。同时，在证券市场上，企业直接筹集到的社会闲散资金，有利于弥补企业资金不足的缺陷，解决企业资金分散占有与集中需要的矛盾。由于它不受社会财富增长的限制，只是改变社会资金各个组成部分的组合；同时，它不受资金所有者资金数量的限制，既可吸收大额资金，也可吸收一般职工的小额资金，并且不受资金所有者身份的限制，不论是自然人还是法人，不论是企业还是其他各种社会团体，不论是本地的还是外地的、本国的还是外国的，都可以购买证券，因而能迅速地筹集到大笔资金，以满足新建企业和重大成套项目的资金需要。尤其是用股票集资，具有“用内资不举内债”、“用外资不举外债”的功效，可以满足社会效益好的企业技术改造和经营规模扩展的资金需要。特别是一些社会效益好的企业，通过组建股份制企业并向证券市场投资，向其他企业控股或参股，可支配比自身资产更大的资产，取得资金运用上的放大效应和整体效应。因为这类企业聚集和发挥了多家企业的资金、技术、人才和设备的群体优势，通过内部的规划协调和专业化分化，围绕市场需要，发展名特优产品，迅速地扩大生产能力，进行大批量专业化生产，达到适度的规模经济，降低了成本，从而

提高了规模经济效益。同时，这类企业还可以通过技术、物资、信息的合作交流，增强技术改造、技术开发和配套能力，加快产品升级换代，扩大产品出口，参与国际市场竞争，扩展国外市场阵地，增加出口创汇，实现企业自身和群体的更大经济效益。

2) 企业产权转让和企业重组。在传统经济体制下，企业资产依附于各级政府和主管部门，从条条块块的利益出发，使企业资产的流动受到限制，资产存量的重新配置只能由政府 and 主管部门实施计划调拨和行政性的关停并转。这样，在资产存量刚性的约束下，难以实现合理的产权转让，不利于产业结构的调整和资产使用效率的提高。同时，资产增量的权属不明，各级政府对企业资产的随意调拨，损害了企业产权主体的权益，也使得企业资产的合理流动和产权转让更加难以实现。

证券市场的发展，使所有权采取有价证券的方式进入市场，使企业产权货币化和商品化，不仅在技术上解决了实物形式资产转让中的各种困难，而且可以打破所有制、地区和行政隶属关系的界限，按照生产社会化的要求实现生产要素的合理流动，达到生产要素和企业的优化配置、互补组合的需要。具体地说，证券市场的发展，股票在证券市场上流通，可以打破资产的凝固状态，使资产运动起来，形成一种合理调整资产和使生产要素重组的机制。因为证券市场的发展和产权的商品化，资产双重形式的存在，使得企业能够转让资产的实物形式或者贷出资产的价值形式。在这个过程中，仅仅是实物形式资产在不同产权主体之间的转移，而不发生价值形式资产的流失。所以，证券市场的发展，能促进资产存量的调整和重组。同时，企业盈利现状和前景会在证券市场的股票价格上较快地反映出来，为资源合理流动和重组提供了指示器，从而有助于资产由经济效益低的企业向经济效益高的企业转移，有助于产业结构趋于合理，有助于使企业能在经济利益协调的基础上实现转让、合并、改组和重建。

(4) 企业产权约束的变化。股票投资由于投资主体不同，如国家、法人单位、个人作为投资主体，形成国家股、法人股、个人股，从而形成对企业多层次的约束。这种多层次的约束机制，是建立在各投资主体对企业行为和利益的关联性之上的。也就是说，各投资主体约束企业行为的内在动因是基于对自身经济利益的维护。这种约束机制的作用表现在：

1) 投资主体重视和维护自身利益，使它们密切关注企业行为和经营效果。

2) 各投资主体直接代表了各方的利益，各层次的相互约束能形成一个有机统一的制衡整体，并通过合理的权力分配和利益分配使各方处于平等地位。

3) 由于各投资主体的约束权限直接产生于其持有股票的数量，因而各投资主体对企业行为的制约能力与其股票额基本相适应，既有利于体现各投资主体的约束能力，又有助于强化它们实施约束行为的责任，防止不正当的

制约。

国有资产管理机构和投资经营机构代表国家行使所有权，是对企业起重大制约作用乃至决定性作用的主要约束力量。这一机构约束企业行为的出发点，主要是保证企业国有资产的增值，保证国家股股利收入和财政收入的稳定增长。同时，这一机构在执行国有资产所有者的职能和约束企业行为的过程中，还会考虑到宏观调控、产业结构调整和资源优化配置的要求。

企业之外的其他股票持有者对企业也有约束作用。广泛分散于社会的股东，包括法人单位股和个人股的股东，不仅可采取用“手”投票的方式，而且可更多地采取用“脚”投票的方式，即通过证券市场买卖股票的方式，影响股票价格涨落，对企业行为产生不可低估的约束作用。

股份制企业职工购买本企业股票，确认了对企业资产拥有了与其股份额相应的部分所有权，使职工依此分享企业的经营利润，从而使自己股份收益的切身利益与企业的经营盈利状况直接相关，加深了职工同企业相互依存的密切关系，也增强了职工的主人翁责任感和对企业经营行为约束的意识，职工追求股票收益的愿望会转化为提高企业经营管理水平的行动。

5. 证券市场有利于证券价格的统一和定价的合理

证券交易价格，是在证券市场上通过证券需求者和证券供给者的竞争所反映的证券供求状况所最终确定的。

证券市场中证券商的买卖活动不仅由其本身沟通买卖双方的成交，而且通过证券商的互相联系，构成一个紧密相联的活动网，使整个证券市场不但成交迅速，而且价格统一，使资金需求者所需要的资金与资金供给者提供的资金迅速找到出路。证券市场中买卖双方的竞争，易于获得均衡价格，这比市场外个别的私下成交公平得多。证券的价格统一、定价合理，是保障买卖双方合法权利的重要条件。

三、证券市场的运行效率*

证券市场运行效率及其发展规律，标志着证券市场的发展水平。因此，有必要设立一些指标，对证券市场的效率进行度量，以评价证券市场的发展水平。对证券市场的效率度量，不仅需要定性分析，还需要定量分析。一般说来，主要运用市场容延度、市场成熟度、市场透明度和市场调控度来分析证券市场运行的效率。

1. 证券市场容延度

证券市场容延度是指证券市场的容量及广延度。

(1) 证券市场容量分为绝对容量和相对容量。绝对容量是指证券市场的证券流量总额；而相对容量是绝对容量与国民生产净值，或绝对容量与国民储蓄总额的比率。同时，证券市场容量还可以从深度和广度两方面来考察。深度即证券市场以目前市价供应和吸收不同证券的能力；广度则指证券

市场提供与吸收各种不同类别证券的能力。

(2) 证券市场的广延度。表示其在空间范围内外延上的扩散程度。证券市场上各类子市场(如股票市场、债券市场等)的细分、专门化程度和筹资者与投资者的数量与交易规模,以及金融中介机构的发展数目,都是构成证券市场广延度的重要内容。而且,证券市场体系的辐射和扩散能力,也反映出证券市场功能的大小和市场本身的发育程度。不言而喻,证券市场的容量大、专业化程度高、市场交易频繁且规模大、市场体系的开放程度和吸引能力强,即意味着证券市场的运行具有较高的效率。

2. 证券市场成熟度

证券市场成熟度是综合考核市场发育程度的重要指标。其成熟度的评价主要通过市场竞争度、市场有序度和市场运行机制的灵活度,以及市场的操作成本等方面来反映。

(1) 证券市场竞争度。主要是从参与者的市场占有来衡量市场的垄断和竞争程度。证券市场上经济活动的主体主要是筹资者和投资者,筹资者的范围和在筹资总量中所占之比重,以及投资者的范围和个人投资者与机构投资者在证券投资总量中的比重,在很大程度上能够反映出证券市场的垄断和竞争程度。

(2) 证券市场有序度。主要是指受市场内部运行规律制约的市场运行的有序性。证券市场的有序性意味着市场运行中各经济活动主体市场行为的标准化、规范化和合理化。因此,评价证券市场的有序状况主要是以下两方面:1) 市场环境的规范化、条理化、完善化;2) 各经济活动主体对宏观调控和市场规范准则的接受程度和反映程度。

(3) 证券市场运行机制的灵活度。在于测评市场运行的自动平衡与自动调节功能的大小。证券市场运行过程中资金供求关系的变化以及利率和其他市场条件的变动,能否及时、灵敏地反映出来,并能否迅速地得到调节与平衡,是衡量证券市场运行机制灵活度的关键。

(4) 证券市场的操作成本。这是指证券从发行到领取利息的全部过程中所发生的费用。包括发行证券的包销或代销手续费、证券交易的经纪人佣金与印花税、对股息征收的所得税等等。

因此可以肯定,证券市场的竞争度高、有序性强、市场机制灵活、市场操作成本低,也就表明证券市场的成熟、发达和高效率。

3. 证券市场透明度

证券市场作为开放性市场,证券市场上信息接收的容量及其传递速度是评价市场透明度的重要指标。

证券市场透明度指标具体可量化为三类:

(1) 证券市场内的信息传递速度。一般而言,证券市场越发达,其通讯手段现代化程度和普及程度越高;信息传递速度也越快、越广。

(2) 证券市场内信息密集度。指证券市场运行过程中的动态变化状况、

程度、特征等，能否用精练的文字、图表、数字、表格等形式，以最短的时间传递给信息需要者。

（3）证券市场内信息传输的准确性及其抗干扰性。证券市场上传播的信息来自各个不同方面、不同角度，真伪并存，而证券市场的信息传导机制能否迅速地识别失真信号并及时剔除，以保证证券市场运行的稳定性，是衡量证券市场信息流通系统运行效率的关键。不难看出，证券市场透明度的高低，可以从信息流通速度、信息密集度以及信息传递的真实度和准确度中得到反映。

4．证券市场的调控度

证券市场的可控程度，主要表现在市场运行的稳定性和接受控制信号的反应灵敏度两个方面：

（1）稳定性。这是指证券市场既不萧条也不因投机等因素而过于繁荣，呈稳步发展趋势，不会出现大起大落。

（2）接受外部输入控制信号的反应灵敏度。主要是指中央银行货币政策的变动所引起的证券市场上货币供求关系变化的反应时效。可见，证券市场运行的稳定性高，市场接受外部输入控制信号的反应能力强，也即意味着证券市场的可控程度高，证券市场成熟并且发达。

第二章 股票

第一节 股份有限公司

一、股份有限公司的性质

股份有限公司的形式产生于欧洲，德国称为 Aktiengesellschaft；法国称为 Société Anonyme；英国称为 Company Limited by Shares；美国称为 Stock Corporation；日本叫作株式会社。其通常涵义是指由法律规定人数以上的股东组成，全部资本划分成等额股份，股东仅就其认购的股份对公司债务负清偿责任的公司形式。我国《公司法》第 3 条规定：“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”，“股份有限公司是企业法人”。由此可见，我国股份有限公司应当具备以下性质。

1. 股份有限公司是依照公司法的规定设立的企业法人

我国《公司法》对公司的形式作了严格的限定，没有采取国外的两合公司、无限公司等形式，只限于有限责任公司和股份有限公司。《公司法》对这两种类型公司的组织设立形态、内容等都作了比较详细的规定。股份有限公司必须依照《公司法》的规定，履行必备的审批和登记程序才能设立，并且其组织形态、机构设置、财会制度也必须符合《公司法》的要求。股份有限公司一旦成立，则独立于其发起人及股东，取得独立的法人地位，有权以自己的名义参与经济生活、承担责任。由于股份有限公司的成立，是股份投资的结果，其存在的目的，是经营某项或数项业务以获得投资的回报，即以营利为目的，因此其性质上属于企业法人。

2. 股份有限公司的资本由不同的所有者投入，发起人不得少于法定最低人数

设立股份有限公司的一个重要目的是向社会公众广泛筹集资金，如果股东人数过少，显然达不到这一目的；同时，由于股份有限公司在发起时即已涉及到公众投资者的利益和资金安全，如果发起人数过少，一旦某一发起人发生信用危机，则可能殃及广大股东的利益，故《公司法》对发起人的数目也进行了规定。《公司法》第 73 条要求股份有限公司“发起人符合法定人数”；第 75 条规定“设立股份有限公司，应当有 5 人以上为发起人，其中须有过半数的发起人在中国境内有住所。国有企业改建为股份有限公司的，发起人可以少于 5 人，但应当采取募集设立方式”。我国《公司法》未对股份有限公司股东的最低人数做出规定，从国外的情况看，法国规定为 7 人；德国为 5 人；意大利和奥地利为 2 人。理解上应将发起人的最低人数限制也视为公司股东人数的最低限制，如果在公司存续过程中，股东人数少于 5 人，则应作公司形式的变更。

3. 股份有限公司的股本（资本）全部划分为等额股份

股份有限公司的资本划分为若干股份，且每股价值相等，以股票的形式表现，这是股份有限公司的重要特征之一。有的有限责任公司为了便于今后向股份有限公司转换，也将资本划分为等额股份，但这并不意味着其属于股份有限公司。采用等额股份这一作法，对股份有限公司有特殊的法律意义和实际作用：（1）能够推动股份有限公司集资活动的标准化，即由于每股价值相等，投资者可以根据自己的具体情况确定认购的数量，而无须复杂的计算。（2）能够使股份有限公司针对不同类型的潜在的投资者募集资本，即通过确定每股的实际价值，当其价值低时，可吸收大量持有少量资本的投资者；其价值高时，吸收拥有大量资本的股东。（3）便于股东参与特别是投票决定股份有限公司的决策事宜，也利于股息及红利的计算和交付。

4. 股份有限公司的股票可依法自由转让

股份有限公司是最典型的资合公司，在法律上，各股东之间形成共同投资关系，但并不要求股东间的信任关系。这种仅以投资或资本为基础的公司特点，使自由转让股票成为可能。股票的转让只影响到原股东的地位和新投资者的身份，与公司的资本及地位无直接关系，因而股东部分或全部地转让股票，虽使股东人数处于不稳定状态，却可以保持股份有限公司的长期稳定。《公司法》第143条、144条、145条规定：股东持有的股份可以依法转让；股东转让其股份，必须在依法设立的证券交易所进行；记名股票由股东以背书方式或者法律、行政法规规定的其他方式转让。此外，有限责任公司的股东虽可以转让其股份，但受到若干限制，如取得其他股东的同意，其他股东的优先购买权等等。我国有的公司名为股份有限公司，但又禁止股东转让其股份，这不是规范的股份有限公司。

5. 股份有限公司的财产责任形式为有限责任

所谓有限责任，实际上指公司股东民事责任有限，即有限责任公司的股东，仅在其出资范围内对公司债务承担清偿责任。这里的出资范围，指其认购的股份数额，而不是股东实际出资或缴资的数额。如果股东在认股后尚未缴清出资时，公司发生资不抵债的情况，公司有权要求股东补足欠缴的股款。除此之外，股东对公司债务不再承担清偿责任。而由于股份有限公司是法人，故它必须以其全部资产承担无限的清偿责任。例如，某股份有限公司注册资本2 000万元，经过几年发展，资产总额达5 000万元，则该公司承担责任的资产额为5 000万元。应当指出的是，如果在公司经营过程中，发生了股东个人财产与公司财产混同，股东利用公司形式进行欺诈等情形时，国外法律强制股东个人承担无限连带责任，这是公司有限责任的例外，法律上称之为“直索责任”。

二、股份有限公司的设立

股份有限公司的设立，指依照《公司法》、《公司登记管理条例》等法律、法规规定的程序组建股份有限公司，并使其取得法人资格的行为。

1. 股份有限公司的设立方式

依照我国《公司法》第 74 条的规定，股份有限公司的设立，可以采取发起设立或募集设立的方式。

(1) 发起设立方式。是指由发起人共同出资认购全部股份而建立股份有限公司的方式。这是欧洲大陆国家及其他大陆法系国家广泛采用的做法。采用发起设立方式组建的股份有限公司，只能在发起人范围内筹集股本金，设立公司时的股东都是发起人，所以最初的董事、监事只能在发起人中选任。发起设立具有以下法律特征：

1) 认购首期发行股份的人必须是发起人，社会公众不参加到股份认购之中。由于股份的认购人即是发起人，所以发起设立又称为“单纯设立”。

2) 发行人必须认足首期发行的全部股份，不能只认购首期发行股份的一部分。

3) 它是公司设立过程中、设立完成前进行股份认购，属于“创设前认购”，与公司成立后增资认购不同。

(2) 募集设立方式。募集设立是指发起人认购公司的部分股份，其余部分通过向社会公开募集而组建股份有限公司的方式。与发起设立相比，募集设立有三个特点：1) 募集设立是通过社会募集部分股份而进行的设立，也称募股设立，而发起设立完全由发起人认购股份。2) 募集设立时，首先由发起人认购股份，余者向社会募集，发起人认购与社会公众认购有时间前后的顺序，又称渐次设立。3) 募集设立的程序比较复杂，具体步骤不限于认足股份、缴纳股款和选任公司机构，故称复杂设立。很难评判两种设立方式的优劣，应该说各有所长，特别对于设立规模较大的公司来说，募集设立有重大意义。

我国公司法对募集设立没有做出进一步的规定，但根据《股份有限公司规范意见》的规定，募集设立可分为定向募集和社会募集两种形式。

1) 定向募集。所谓定向募集是指股份有限公司发行的股份除由发起人认购外，其余股份向其他法人发行，经过批准，也可以向公司内部职工发行部分股份。具体而言，以下三种方式均属于定向募集方式：一是只向法人定向募集股份；二是只向内部职工定向募集股份；三是既向法人也向内部职工募集股份。

2) 社会募集。所谓社会募集是指股份有限公司发行的股份由发起人认购外，其余股份向社会公众公开发行。本公司内部职工也可以公开认购一定比例的股份。

采用募集方式设立的股份有限公司，公司的股份除了由发起人认购外，其他法人直至社会公众都可以参股，其股东人数比发起设立要多得多，发起人承担的风险也相对分散。

采用发起方式设立和定向募集方式设立的公司，称为定向募集公司，又称内部公司；采取社会募集方式设立的公司，称为社会募集公司，也称公众公司。定向募集公司在公司成立一年以后增资扩股时，经批准可转为社会募集公司。

三、股份有限公司的组织结构

1. 股东大会

股东大会是股份有限公司的全体股东共同组成的，对公司经营管理和股东利益进行最高决策的机构。具有以下特点：

（1）股东大会是股份有限公司必须设置的组织机构。它不同于股东大会会议，股东大会会议只是股东大会行使其权力的具体方式。

（2）股东大会由全体股东共同组成。从属股份有限公司的股东都是公司股东会的成员。由于股份有限公司股东众多，各股东观点和意见不会完全相同。所以，必须组成由全体股东共同参加的一种公司机关，集中反映各公司股东的意志，以决定公司的重大事宜。股份有限公司的机关很多，只有股东大会是由全部股东组成的，其余的公司机关则可由部分股东组成。这是股东会与董事会和监事会的重要区别。

（3）股东大会是公司的最高权力机关。股东大会仅就关系到股份有限公司的一切重大问题，如董事会和监事会成员的任免、利润或盈余的分派、公司章程的修改等做出决议。其权力虽然重大但却只决定公司的共同意志，而不能对内执行公司事务，对外代表公司。因此，股东大会是公司的最高权力机关。

2. 董事会

股份有限公司的董事会，是由公司股东会选举产生的董事所组成的，对内管理公司事务，对外代表公司的执行机关。董事会有以下法律特征：

（1）董事会是股份有限公司的机关之一。首届董事会由发起人在公司设立过程中选定，或经公司创立大会决定，以后各届董事会须依股东大会会议决定。选举和罢免董事都须股东大会决定。

（2）董事会是股份有限公司的执行机关。在股份有限公司中，股东大会虽是最高权力机关，但股东大会主要通过召集会议表决进行工作，其召开不是经常性的，日常经营活动由一个常设机关即董事会承担，它对内管理公司事务，对外代表公司。

董事会是由股份有限公司股东大会会议选举产生的董事共同组成的集体领导机关，我国《公司法》规定董事会成员为5人～19人。为便于表决，一般设奇数人数的董事。董事会设董事长1人，可以设副董事长1人～2人。董事长和副董事长由董事会以全体董事的过半数选举产生。

董事会对股东大会负责，其行使的职权包括：

- (1) 负责召集股东大会，并向股东大会报告工作。
- (2) 执行股东大会的决议。
- (3) 决定公司的经营计划和投资方案。
- (4) 制定公司的年度财务预算方案、决算方案。
- (5) 制定公司的利润分配方案和弥补亏损方案。
- (6) 制定公司增加或者减少注册资本的方案，以及发行公司债券的方案。
- (7) 拟订公司合并、分立、解散的方案。
- (8) 决定公司内部管理机构的设置。
- (9) 聘任或者解聘公司经理；根据经理的提名；聘任或者解聘公司副经理、财务负责人；决定其报酬事项。
- (10) 制定公司的基本管理制度。

3. 监事会

监事会是股份有限公司依法设立的，监督公司业务活动的机构。监事会具有以下两个特点：

(1) 监事会是股份有限公司的常设机构。我国《公司法》规定股份有限公司设监事会，这与国外有的国家的《公司法》不强制性要求股份有限公司设监事会是不同的。

(2) 监事会是股份有限公司的监督机构。监事会的职责是对董事会及公司的业务活动进行监督。从内容看，这种监督既包括一般业务上的监督，同时还包括会计事务上的监督。一般说来，监事会不参与公司的业务决策与管理，对外一般也无权代表公司。

股份有限公司的监事会成员不得少于3人，由股东代表和适当比例的公司职工代表组成，其具体比例由公司章程确定。监事会应在其组成人员中推选一名召集人。监事会中的职工代表由公司职工民主选举产生，也可由职工聘任。监事会中的股东代表由公司董事会选举和聘任。董事、经理及财务负责人不得兼任监事，有关董事资格的限制也同样适用于监事的资格限制。

监事的每届任期3年，任期届满，连选可以连任。

监事会一般不直接参与公司具体业务活动，也不干预董事会正常行使职权。监事会的主要职权是对公司的管理实行监督。我国《公司法》规定，监事会应向股东大会报告工作并行使下列职权：

- (1) 检查公司的财务；
- (2) 对董事、经理执行公司职务时违反法律、法规或者公司章程的行为进行监督；
- (3) 当董事和经理的行为损害公司的利益时，要求董事和经理予以纠正；
- (4) 提议召开临时股东大会；
- (5) 公司章程规定的其他职权。

监事也有权列席董事会会议。

监事会行使职权一般以开会决议的方式进行。监事会的议事方式和表决程序由公司章程规定。监事会为行使职权，必要时可委托律师、注册会计师、审计师等专业人员协助，其费用由公司承担。

监事会成员的责任与董事会成员责任基本相同。监事会成员如果违反公司法、公司章程或者超越职权范围的，必须对公司、股东和债权人承担责任。如果未正确履行监督职责致使公司遭受损失的，对公司负赔偿责任；如果给股东和债权人的利益造成损害的，应当与公司负连带赔偿责任，公司和少数股东均可对监事会成员起诉。

此外，虽然监事会一般不对外代表公司，但当公司董事会成员或全体，或者经理的行为违反了法律、行政法规、公司章程时，或者侵犯了股东利益时，监事会有权以自己的身份独立地提起对公司或对公司董事会及经理的诉讼。

4. 经理

经理即具体掌管和处理公司事务的管理者，对外可以在董事会授权范围内代理或者代表公司进行商业活动。在股份有限公司中，股东大会是最高权力机构；董事会是执行机构；经理是董事会的辅助执行机构，对董事会负责。

(1) 关于经理的设置，我国《公司法》只规定了“股份有限公司设经理”。在实践中，公司既可只设经理1人，副经理若干人，也可以同时设立经理数人。数人为经理的，以1人为总经理，同时还可设副总经理和副经理1人至数人。总经理或经理负责公司日常经营管理活动，有权对公司业务进行总的指导和控制，全权代表公司从事交易活动和处理业务。副总经理或副经理协助总经理或经理工作。

(2) 经理由董事会聘任或者解聘。我国《公司法》未对经理的任职期限做出规定，而留由各公司董事会自行决定。应当说，凡是具有民事行为能力和权利能力的公民，都有权担任公司的经理。当然，有《公司法》第57条规定的不得担任公司的董事、监事、经理的规定情形的，也不得担任公司经理（参见本节对董事资格的论述）。此外，公司的监事也不得兼任经理的职务。

(3) 股份有限公司的经理行使下列职权：

- 1) 主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议；
- 2) 组织实施公司年度经营计划和投资方案；
- 3) 拟订公司内部管理机构设置方案；
- 4) 拟订公司的基本管理制度；
- 5) 制定公司的具体规章；
- 6) 提请聘任或解聘公司副经理、财务负责人；
- 7) 聘任或者解聘除由董事会聘任或者解聘以外的负责管理的人员；
- 8) 公司章程和董事会授予的其他职权。

此外，经理有权列席董事会会议。

四、股份有限公司的财务与会计

1. 股份有限公司会计核算的基本前提

在对股份有限公司的业务进行会计核算时，必须限定会计核算的范围和内容，据以对收集、加工处理的会计信息加以过滤和筛选，保证会计工作的正常进行和会计信息的质量。

(1) 持续经营。会计核算应当以公司持续、正常的生产经营活动为前提，以公司发生的各项经济业务为对象，记录和反映公司本身的各项生产经营活动。公司应单独设置会计机构、配备会计人员。公司发生经济业务应按规定填制会计凭证、登记会计账簿、编制会计报表。公司的会计档案管理，应按《会计档案管理办法》的规定执行。

只有以公司持续经营为前提，才有可能采用历史成本，而不是清算价值来确认和计算公司的资产等要素，所有的资产也将按照预定的目标在正常的生产经营过程中被耗用和出售，它所承担的债务也将如期偿还。

(2) 会计分期。股份有限公司的会计核算应当划分会计期间，分期结算账目和编制会计报表。会计期间分为年度、季度和月份。会计年度自公历1月1日起至12月31日止。季度、月份均按公历起迄时间确定。

(3) 货币计量。是指会计提供信息主要以货币为计量尺度。只有这样，会计核算方能有一个较统一的标准，才能对股份有限公司发生的经济活动进行连续、系统的记录、综合汇总，并对不同时期的会计信息进行比较、分析和评价。会计核算以人民币为记账本位币，以外国货币计算的，应当折合人民币记账，同时登记外国货币金额和折合率。《企业会计准则》规定，业务收支以外币为主的企业，也可以选定某种外币作为记账本位币，但编制的会计报表应当折算为人民币反映。境外企业向国内有关部门编报会计报表，应当折算为人民币反映。

2. 股份有限公司会计核算的一般原则

(1) 对会计核算总体性要求的原则。

1) 可比性原则。会计核算应当按照规定的会计处理方法进行，会计指标应当口径一致，相互可比。

2) 一致性原则。会计处理方法前后各期应当一致，不得随意变更。如确有必要变更，应将变更的情况、变更的原因及其对公司财务状况和经营成果的影响，在财务报告中加以说明。一般来讲，一致性原则体现为公司的各种会计处理方法和会计报表的指标口径、核算内容、编制规则在前各期保持一致，在不同的会计期间要具有连贯性。这样可以防止公司或某些个人利用会计处理方法的变动，人为地操纵成本、利润等会计指标，粉饰企业财务状况和经营成果。

3) 谨慎性原则。谨慎性原则是指公司在处理不确定经营业务时及选择会计处理方法时持保守态度，会计核算尽可能建立在比较稳妥可靠的基础之上。谨慎性原则最典型的应用主要有：加速折旧、计提坏账准备、存货采用成本与市价孰低法计价。坚持谨慎性原则，合理核算和反映企业的经营风险，有利于提高企业抵御市场风险的能力。

4) 客观性原则。指公司的会计核算应当以实际发生的经营业务为依据，如实反映财务状况和经营成果。并且应以证明经营业务发生的合法凭证为依据，如实反映，做到内容真实、数字准确、手续完备、资料可靠。

5) 相关性原则。这也称有用性原则。指会计信息应当符合国家宏观经济管理的要求，满足有关各方——包括股东、社会公众、司法机关、审计机关等了解公司财务状况和经营成果的需要，满足公司加强内部经营管理的需要。

6) 及时性原则。会计核算应当及时进行，会计事项的处理必须于当期内完成，不得提前或延后。所谓及时，既指在会计处理、会计核算上的及时，也包括发布会计信息的及时。

7) 明晰性原则。会计记录和会计报表应当清晰明了，便于理解和利用，同时也便于审计部门对公司的财务状况进行审计。

(2) 对会计要素确认和计量要求的原则。

1) 权责发生制原则。会计核算应当以权责发生制为基础。凡是当期已经实现的收入和已经发生或应当负担的费用，不论款项是否收付，都应作为当期的收入和费用；凡是不属于当期的收入和费用，即使款项已在当期收付，都不应当作为当期的收入和费用。

2) 配比原则。指公司的收入与其相关的成本、费用应当相互配比。在正常的生产经营活动中，收入和费用的联系一般体现为经济上的因果关系以及时间上的一致关系。收入是由于一定的费用而产生，属于某一期间的费用必须与相同受益期的收入相配比。

3) 历史成本原则。各项财产物资应当按取得时的实际成本计价。除国家另有规定外，不得调整其账面价值。坚持历史成本原则，能够保证会计数据的真实性、客观性和可验性，便于查验和核算。

4) 划分收益性支出与资本性支出原则。凡支出的效益仅及于本年度的，应作为收益性支出；凡支出的效益及于几个会计年度的，应作为资本性支出。对属于收益性的支出应计入当期损益，在当期损益表中反映；对于资本性支出则计列为资本，根据其以后各期收益的关系，将其价值分摊到今后各会计期间。

5) 重要性原则。财务报告应当全面反映企业的财务状况和经营成果，对于重要的经营业务，应当单独反映，即分别核算、分项反映，并在会计报表中重点说明。即使是全面反映，实际上也并非事无巨细一一反映，而是全面性与重要性兼顾，金额不大、影响不大的经营业务，可以不在会计记录或

会计报表上单独反映，或可以合并简化。

五、股份有限公司的合并、分立、破产、解散和清算

1. 公司的合并

公司合并是指两个或两个以上的公司依《公司法》所规定的程序，通过订立合同的形式合并成一个公司的行为。

我国《公司法》规定的公司合并的形式有以下两种：

(1) 吸收合并。就是指在两个以上的公司合并中，其中一个公司因吸收了其他公司而成为存续公司的合并形式。在这类合并中，存续公司仍然保持原有的公司名称，而且有权获得其他被吸收公司的财产和债权，同时承担它们的债务，被吸收公司从此就解散而不复存在。

(2) 新设合并。是指两个或两个以上的公司通过合并时各方解散，在此基础上设立一个新的股份有限公司，这个新设的公司接管原有几个公司的全部资产和业务。

应当指出的是，在美国，吸收合并又称兼并，而新设合并称联合。这两种传统的合并方式正被新兴的四种联合形式所代替，这四种形式分别为：以现金购买资产；以现金购买股票；以股票购买资产；以股票购买股票。

2. 公司的分立

股份有限公司的分立，是指一个股份有限公司因生产经营需要或其他原因而分开设立为两个以上的公司。

公司分立的形式，一般分为两种：(1) 新设分立，是指一个股份有限公司将其全部财产分割为两个部分以上，另新设两个以上公司。(2) 派生分立，是指公司将其财产或营业的一部分分离出去设立一个或数个新的公司，原公司继续存在。在新设分立时，原公司所有的财产和业务都按照新设立公司的性质、宗旨、经营范围进行重新分配；同时原公司解散。在派生分立时，原公司只分出部分财产和营业，而公司的法人地位及营业仍继续存在。原公司需要减少注册资本的，应当依法办理减少注册资本的手续。有的时候，公司的合并和公司的分立会交织在一起，如一个股份有限公司将其财产及营业分割为两个以上部分，分别归入两个以上已经存在的股份有限公司的，实际上就既有分立，也有合并。

3. 公司的破产

我国 1986 年 12 月 2 日通过的《中华人民共和国企业破产法》(试行)(以下简称《企业破产法》)和 1991 年 4 月 9 日通过的《中华人民共和国民事诉讼法》(以下简称《民事诉讼法》)都对破产制度做出了规定。前法适用于全民所有制企业，后者适用于具有法人资格的集体企业、联营企业、私人企业以及设在中国境内的中外合资经营企业、中外合作经营企业和外资企业等。两个法所规定的有关破产制度的内容并不完全一致。由于这两个法

都颁布于《公司法》颁布之前，并且是依企业的所有制性质来确定其调整范围的，因此，股份有限公司破产应当适用何种法律，就成为实践中一个问题。

《企业破产法》规定的破产是指企业因经营管理不善造成严重亏损，不能清偿到期债务而被法院宣告进入破产还债程序的状态。而《民事诉讼法》所规定的破产则是指企业因严重亏损，无力清偿到期债务而由法院根据债权人或债务人的申请依法将债务人的破产财产分配给债权人的制度。这两个法律所规定的破产制度最本质的区别在于：《企业破产法》所规定的引起破产的原因是“因经营管理不善造成严重亏损”，而《民事诉讼法》规定的引起破产的原因则只有“严重亏损”。因此，同样是不能偿还到期债务，适用不同的法律将导致完全不同的结果。《公司法》注意到了这一问题，规定“公司因不能清偿到期债务，被依法宣告破产的，由人民法院依照有关法律的规定，组织股东、有关机关及有关专业人员成立清算组，对公司进行破产清算”。可见，《公司法》所规定的公司破产的原因是“不能清偿到期债务”，而没有附加“因经营管理不善”、“造成严重亏损”等条件。但是，该条文过于简单，其中的“有关法律”的范围也没有规定清楚。有的学者认为，国有独资公司仍适用有关《企业破产法》的相关规定，而股份有限公司和有限责任公司适用《民事诉讼法》的相关规定，但这没有从立法高度解决问题。现在统一的《破产法》正在制定之中，这个问题将在这部法律中得到解决。就目前而言，股份有限公司的破产应适用《民事诉讼法》中有关破产还债的有关规定。

股份有限公司的破产具有以下几个特点：

(1) 破产是其清偿债务的特殊手段。当股份有限公司不能清偿到期债务时，按照法定程序，将该公司的全部资产一次性地分配给全体债权人，债权债务关系宣告了结，债务人的民事主体资格也同时消灭。债权人所得到的通常只是其债权的一部分，但剩余部分也不再清偿了，故这是一种特殊的清偿债务的手段。

(2) 破产必须由法院通过破产程序进行。《民事诉讼法》规定了“企业法人破产还债程序”，破产必须是法院根据债权人或债务人的申请才能依法宣告，所有的破产清算过程都在法院的组织和监督下进行，破产的完成，是以法院的裁定为准。

4. 公司的解散

公司的解散，在《公司法》上就是指公司法人资格的消失。公司解散，也就丧失了进行业务活动的能力，故公司解散时应终止一切业务经营活动。当公司终止了业务活动，结束了对内对外的法律关系，清算了其全部资产以后，正式解散。

5. 公司的清算

公司解散时，应当依法组成清算组，对公司财产进行清理、分配。如果公司是由于公司章程规定的营业期限届满或者公司章程规定的其他解散事

由出现而解散，或是因股东大会决议解散的，清算组由股东大会决定其人选。如果逾期不成立清算组进行清算的，债权人可以申请人民法院指定有关人员组成清算组进行清算。人民法院应当受理该申请，及时指定清算组成员进行清算。

公司合并或分立时不需要进行清算，合并各方的债权和债务，应当由合并后存续的公司或新设的公司承继。公司分立前的债务按所达成的协议由分立后的公司承担。

公司违反法律、行政法规被依法责令关闭而解散的，由有关主管机关组织股东、有关机关及有关专业人员成立清算组进行清算。有关机关一般包括工商部门、税务部门、监察部门、银行、证券管理部门等等；有关专业人员一般指律师、会计师、审计师、评估师等人员。

第二节 股票的特征与类型

一、股票的定义

股票是一种有价证券，它是股份有限公司公开发行的、用以证明投资者的股东身份和权益、并据以获得股息和红利的凭证。马克思曾在《资本论》中指出：“股票，如果没有欺诈，它们就是对一个股份公司拥有的实际资本的所有权证书和索取每年由此生出的剩余价值的凭证。”

股票一经发行，持有者即为发行股票的公司的股东，有权参与公司的决策、分享公司的利益；同时也要分担公司的责任和经营风险。股票一经认购，持有者不能以任何理由要求退还股本，只能通过证券市场将股票转让和出售。作为交易对象和抵押品，股票业已成为金融市场上主要的、长期的信用工具，但实质上，股票只是代表股份资本所有权的证书，它本身并没有任何价值，不是真实的资本，而是一种独立于实际资本之外的虚拟资本。

二、股票与有关概念的比较*

1. 股票与股份、股份制

(1) 股票与股份。股票和股份既紧密相联，又有所差别。股份是股份公司均分其资本的基本计量单位，对股东而言，则表示其在公司资本中所占的投资份额。股份包括三层涵义：1) 它是股份公司一定量的资本额的代表；2) 它是股东的出资份额及其股东权的体现；3) 它是计算股份公司资本的最小单位，不能再继续分割。

股份的表现形式是股份证书。不同类型的股份制企业，其股份证书的具体形式各不相同。其中，只有股份有限公司用以表现公司股份的形式才是股票。股票根据股份所代表的资本额，将股东的出资份额和股东权予以记载，以供社会公众认购和交易转让。持有了股票就意味着占有了股份有限公司的股份，取得了股东资格，可以行使股东权。可见，股票与股份是形式与内容的关系，不能混为一谈。

(2) 股票与股份制。股份制是指通过按股份筹集资本和确认投资者参与经营、分配的权利，建立股份公司，从事商品生产经营的一种企业组织和财产组织形式。它是商品经济和社会化大生产不断发展的产物，在西方有近400年的历史，从最初的无限责任制，逐步发展成现在的有限责任制。股份制有无限公司、有限公司、两合公司和股份有限公司等企业组织形式，其中以股份有限责任制为典型形式，为世界各国的股份有限公司普遍采用。股份制在我国的经济体制改革，尤其是建立现代企业制度中逐步显示出了优势。

《马克思恩格斯全集》，第24卷，387页。

股票是股份制经济的重要组成部分，对股份制的生存与发展具有重要作用。然而，股票并不等同于股份制，并不是任何形式的股份制企业都可以发行股票。按照《公司法》的规定，只有股份有限公司才能发行股票。股票是一种只适用于股份有限公司的有价证券。

2. 股票与股单、认股权证

(1) 股票与股单。股票和股单都是股份制企业中运用的概念，它们都是用来表现股东的出资和股东权的股份证书，同属于所有权证券。然而，两者也存在着以下根本的差别。

1) 两者的适用范围不同。股票是由股份有限公司公开发行的，用以确认投资者的出资份额和股东地位的法律凭证；股单则是有限责任公司发给股东的出资凭证。各自的适用范围非常明确。

2) 两者的性质不同。股票属于有价证券，除了可用以证明股东地位和股东权外，法律还赋予其自由流通性。因此，它可以有自身的市场价格，并能在股票市场上自由交易和转让，从而为持有者带来股息、红利等收益，或者带来交易差价的盈利。股单则仅仅是一种证权证券，只能证明股东出资份额和股东权利，具有很强的人身依附性。股单不是有价证券，本身并不具有价格，故而不能在市场上自由流通，只能依照法定条件和手续转让出资。相应地，股单持有者只能根据其出资从公司获取股息和红利，不能获取交易差价。

3) 两者的表现形式不同。股票通常体现着金额相等的股份，股东依据股票享有平等的股东权。根据需要，股票可以设计不同的类型。股单则不同，每份股单所代表的金额可以不等，每个股东依股单所确认的出资数额享有股东权，并不是按股份取得平等权利。此外，股单必须记名，不存在诸如普通股、优先股的差别。

(2) 股票与认股权证。股票和认股权证经常同时出现在股份有限公司的股票发行过程中，两者既有联系又有区别。股票是确认股东地位和股东权的凭证；认股权证则是购买股票的权利凭证。认股权证仅仅是证明持有者享有在规定时间内，按一定的价格购买一定数额的某股份有限公司所发行股票的权利。从期限上看，股票是在股份有限公司存续期内长期存在的，不存在有效期限；而认股权证则一般有期限，多数认股权证的有效期限为1年~2年。当然，也有少数股份有限公司发行的认股权证是永久性的。在证券交易中，认股权证可以与股票一起发行和买卖，也可能单独出售，由于其价格波动较大，故具有较大的吸引力。

3. 股票与票据

股票和票据同为有价证券，它们具有相同的基本性质。作为有价证券的不同种类，两者又有明显的区别。

(1) 股票与票据的联系。主要是：1) 股票和票据都是将权利证券化，它们所表现的财产权利与证券本身不能分离，权利的行使与证券的持有不能

分离；2) 在股票和票据所表现的财产权实现和转让时，都要求提示和交付票券；3) 股票和票据都是可流通证券，都可以在商品经济活动中买卖或转让；4) 股票和票据都是要式证券，它们的格式、内容以及它们的运用和流通过程都必须遵守法律的直接规定。

(2) 股票与票据的区别。主要是：1) 两者的作用不同。票据是设权证券，制造票据不是为了证明权利，而是创设权利，权利的发生以票据的制作和存在为条件。股票则属证权证券，只是证明持有人享有的股东权和持有者行使股东权的根据。然而股东权的产生并非因为股票的制作，而是因为股东的投资。2) 两者的内容不同。票据是货币证券，代表着与交易商品价值相等的货币权利，以相应数额的金钱给付为标的，并可替代货币使用。而股票则是资本证券，以股东权为内容。3) 两者的目的不同。发行和认购股票的目的在于实现资本信用，股票持有者可向公司行使股东权，获取股息和红利。而持有票据的目的则是为了实现商业信用，持有人向债务人请求给付票据金额，使票据成为一种支付手段。4) 证券权利的实现各不相同。票据中权利的实现，可通过出票人的支付行为，也可能基于第三人的付款行为。随着票据金额的给付，相应的债权债务关系消失，票据的效力也随之丧失。而股票中的股东权则必须向发行该股票的股份有限公司行使才能实现，其实现过程与股份有限公司的存续时间相一致，股息和红利的获取决定于公司的经营状况。此外，股票也不是一次性证券。

4. 股票与公司债券

股票和公司债券同属有价证券中的资本证券，都与股份有限公司密切相关。股票是股份有限公司公开发行、用以证明出资和股东权的证券，而公司债券则是股份有限公司为了筹集资金而公开发行的、承诺到期还本付息的证券。它们既有相同之处，又有质的差别。

(1) 股票与公司债券的相同点。主要是：1) 两者都是投资手段，体现着资本信用。它们既能为投资者带来收益，又能为公司筹集到生产经营所需的资金。对股份有限公司来说，由于股票和债券共同构成其资本总量，因而两者的发行量此消彼长，形成相应的公司资本结构。2) 两者都属于流通证券，可以在证券市场上买卖和转让，其流通价格都要在不同程度上受到银行利率的影响。

(2) 股票与公司债券的区别。主要是：1) 两者所体现的投资性质和所包含的权利不同。股票投资是一种长期性投资，投资者即为公司的股东，股东与公司之间是一种股东权与公司生产经营权的关系；公司债券投资中的债券持有人是公司的债权人，与公司之间形成的是一种借贷性质的债权债务关系。股票持有者享有的是综合性的股东权，即有权从公司的利润中获得收益，有权参与公司的经营决策；公司债券持有者享有的是债权，包括到期收取本金和利息的权利、债务人破产时优先分取财产的权利，以及在证券市场转让债券的权利。2) 两者的收益和风险不同。持股股东的收益是股息和红

利，它们出自公司利润，故事先无法确定，完全取决于公司的经营状况，并随经营状况的好坏而波动。持有公司债券的债权人依法获取的收益则是利息，这一收益不受公司经营状况的影响，无论公司有无盈利，公司债券的持有者都定期收取固定的利息。3) 两者的投资风险程度不同。由于股票投资是没有期限的长期性投资，股东不能要求退股，也获取不了固定的股息和红利，因而股东承担着很大的风险。而公司债券则是风险较小的保守性投资，因为公司债券持有人到期既可以收取固定的利息，又可以收回本金；在收益分配上，尤其是在公司经营亏损或破产时，公司债券持有人都有优先于股东的地位；由公司债券特点所决定，其流通范围和流通频率小于股票，交易价格的变动也较为平稳。

三、股票的性质

股票以法律形式确定了股份有限公司的自有资本以及公司与股东之间的经济关系，具有特定的法律意义。股票的法律性质主要表现在以下几个方面。

1. 股票是反映财产权的有价证券

有价证券是用以证明持券人有权按期取得一定收益的证券，它体现的是持券人的财产权。行使证券所反映的财产权必须以持有该证券为条件。股票正是具有这一法律性质的有价证券，它代表着股东获取股份有限公司按规定分配股息和红利的请求权。虽然股票本身没有价值，但股票代表的请求权却可以用财产价值来衡量，因而可以在证券市场上买卖和转让。

股票所代表的财产权与股票是合为一体的，与股东的人身不可分离。持有股票的人就是股东，出示股票才能行使财产请求权。股票转让，其包含的财产请求权也一并随之转移。在股份有限公司正常经营的状态下，股东行使股票的财产请求权所获得的收益是一种相对稳定的长期的资本化的收入。

2. 股票是证明股东权的法律凭证

股票持有者作为股份有限公司的股东，相对于公司及公司财产，享有独立的股东权。股东权是一种综合权利，包括出席股东大会、投票表决、任免公司管理人员等“共益权”，以及分取股息红利、认购新股、分配公司剩余财产等“自益权”。股票便是证明这些权利的法律凭证。法律确认并保护持有股票的投资者以股东的身份参与公司的经营管理决策，或者凭借手持的多数股票控制股份有限公司。公司必须依法服从股东权，执行股东大会决策的意志。

股票将股东与公司联结起来，形成相应的权利义务关系，这种关系不同于一般的所有权或债权关系。股东只是基于股票享有股东权，却丧失了对其出资的直接支配权；股票虽能代表股东的地位和权利，但由于股票的可流通性，也就只能根据股票的股东权证明作用，通过在股票上署名或股票的持有

来认定股东身份，承认其股东权。可见，股票是一种证权证券。

3. 股票是投资行为的法律凭证

对发行者来说，股票是筹措自身资本的手段；对认购者来说，购买股票则是一种投资行为。股票就是用来证明这种筹资和投资行为的法律凭证。

随着经济的发展，企业的资金需求不断扩大。在自身积累和银行贷款都难以满足需要的情况下，便可组建股份有限公司，通过发行股票筹措自有资金；社会成员要向公司投资，就可以购买其发行的股票，所投资金成为公司的法人财产，不能再要求公司返还或退股。投资者购买股票后即为公司股东，有权获取股息和红利，有权参与公司的经营管理决策。股票便是这种投资和吸引投资的法律依据。

股票是投入股份有限公司的资本份额的证券化，属于资本证券。一般说来，它依股份有限公司的存续而存在。但是，股票又不同于投资本身。通过发行股票筹措的投资，是股份有限公司用于生产和流通的实际资本；而股票则是进行股票投资的媒介，它独立于实际资本之外，凭借它所代表的资本额和股东权益在股市上从事独立的价值运动。可见，股票并不是现实的财富，但它可以促使现实财富的集中。

四、股票的特征

在市场经济运行中股票具有以下特征。

1. 收益性

这是指持有者凭其持有的股票，有权按公司章程从公司领取股息和红利，获取投资的收益。认购股票就有权享有公司的收益，这既是股票认购者向公司投资的目的，也是公司发行股票的必备条件。

股票收益的大小取决于公司的经营状况和盈利水平。在一般情况下，从股票获得的收益要高于在银行储蓄的利息收入，也要高于债券的利息收入。

股票的收益性还表现在持有者利用股票可以获得价差收入和实现货币保值。也就是说，股票持有者可以通过低进高出赚取价差利润；或者在货币贬值时，股票会因为公司资产的增值而升值，或以低于市价的特价或无偿获取公司配发的新股而使股票持有者得到利益。

2. 风险性

股票的风险性是与股票的收益性相对应的。认购了股票，投资者既有可能获取较高的投资收益，同时也要承担较大的投资风险。

在市场经济活动中，由于多种不确定因素的影响，股票的收益就不是事先即已确定的固定数值，而是一个事先难以确定的动态数值，它要随公司的经营状况和盈利水平而波动，也要受到股票市场行情影响。公司经营得越好，股票持有者获取的股息和红利就越多；公司经营不善，股票持有者能分得的盈利就会减少，甚至无利可分。这样，股票的市场价格就会下跌，股票

持有者就会因股票贬值而遭受损失；如果公司破产，则股票持有者连本金也保不住。

由此可见，股票的风险性是与收益性并存的，股东的收益在很大程度上是对其所担风险的补偿。股票收益的大小与风险的大小成正比。

3. 稳定性

包含两方面的涵义：（1）股东与发行股票的公司之间存在稳定的经济关系；（2）通过发行股票筹集到的资金使公司有一个稳定的存续时间。

股票是一种无期限的法律凭证，它反映着股东与公司之间比较稳定的经济关系；同时，投资者购买了股票就不能退股，股票的有效存在又是与公司的存续期间相联系的。对于认购者来说，只要其持有股票，公司股东的身份和股东权益就不能改变。同时，股票又代表着股东的永久性投资，他只有在股票市场上转让股票才能收回本金。而对公司来说，股票则是筹集资金的主要手段，由于股票始终置身于股票交易市场而不能退出，因此，通过发行股票所筹集到的资金在公司存续期间就是一笔稳定的自有资本。

4. 流通性

股票具有很高的流通性。在股票交易市场上，股票可以作为买卖对象或抵押品随时转让。股票转让意味着转让者将其出资金额以股价的形式收回，而将股票所代表的股东身份及各种权益让渡给了受让者。

流通性是股票的一个基本特征。股票的流通性是商品交换的特殊形式，持有股票类似于持有货币，随时可以在股票市场兑现。股票的流通性促进了社会资金的有效利用和资金的合理配置。

5. 股份的伸缩性

这是指股票所代表的股份既可以拆细，又可以合并。

（1）股份的拆细，即是将原来的 1 股分为若干股。股份拆细并没有改变资本总额，只是增加了股份总量和股权总数。当公司利润增多或股票价格上涨后，投资者购入每手股票所需的资金增多，股票的市场交易就会发生困难。在这种情况下，就可以将股份拆细，即采取分割股份的方式来降低单位股票的价格，以争取更多的投资者，扩大市场的交易量。

（2）股份的合并，即是将若干股股票合并成较少的几股或 1 股。股份合并一般是在股票面值过低时采用。公司实行股份合并主要出于如下原因：公司资本减少；公司合并；或使股票市价由于供应减少而回升。

6. 价格的波动性

股票在交易市场上作为交易对象，同其他商品一样，也有自己的市场行情和市场价格。股票价格的高低不仅与公司的经营状况和盈利水平紧密相关，而且与股票收益与市场利率的对比关系密切相联。此外，股票价格还会受到国内外经济、政治、社会，以及投资者心理等诸多因素的影响。从这点上看，股票价格的变动又与一般性商品的市场价格的变动不尽相同，大起大落是它的基本特征。

股票在交易价格上所表现出的波动性，既是公司吸引社会公众积极进行股票投资的重要原因，也是公司改善经营管理、努力提高经济效益、增强公司竞争能力的一个重要的外部因素。

7. 经营决策的参与性

根据有关法律的规定，股票的持有者即是发行股票的公司的股东，有权出席股东大会；选举公司的董事会；参与公司的经营决策。股票持有者的投资意志和享有的经济利益，通常是通过股东参与权的行使而实现的。

股东参与公司经营决策的权利大小，取决于其所持有的股份的多少。从实践中看，只要股东持有的股票数额达到决策所需的实际多数时，就能成为公司的决策者。

股票所具有的经营决策的参与性特性，对于调动股东参与公司经营决策的积极性和创造性，对于建立一个制衡性的、科学合理的企业运行机制和决策机制，具有十分重要的实践意义。

五、股票的类型

股份有限公司为了满足自身经营的需要，根据投资者的投资心理，发行多种多样的股票，这些股票所代表的股东地位和股东权利各不相同。按照不同的标准，股票主要有以下几个基本类别。

1. 普通股股票和优先股股票

按股票所代表的股东权利划分，股票可分为普通股股票和优先股股票。普通股股票是最普通也最重要的股票种类。优先股股票是股份有限公司发行的具有收益分配和剩余财产分配优先权的股票。关于普通股股票和优先股股票，将在本章后面详细阐述。

2. 表决权股股票和无表决权股股票

按照股东是否对股份有限公司的经营管理享有表决权，可将股票划分为表决权股股票和无表决权股股票。

(1) 表决权股股票。这是指持有人对公司的经营管理享有表决权的股票。表决权股票具体又可以分为：1) 普通表决权股股票，即每股股票只享有一票表决权，也称单权股股票。这类股票符合股东权一律平等原则，各国公司法均予以确认，故其适用范围广，发行量也大。2) 多数表决权股股票，即每张股票享有若干表决权的股票，也称多权股票。这种股票一般是股份有限公司向特定的股东，如公司的董事会或监事会成员发行的，其目的在于保证某些股东对公司的控制权，以限制公司外部的股东对公司的控制，或限制股票的外国持有者对本国产业的支配权。这样，持有多数表决权股股票的少数股东，就可能成为大多数持有无表决权股股票的小股东的主宰。现代公司制度中，对持有多数表决权股股票的股东的行为往往也加以限制，有的国家甚至不允许发行多数表决权股股票。3) 限制表决权股股票，即表决权受到

法律和公司章程限制的股票。在股东所持股票达到一定数量后，其享有的表决票数将受到限制。限制的目的在于防止持有多数股票的少数股东利用多数表决权控制公司的经营，以保护众多小股东的权益。4) 有表决权优先股股票。这是优先股股票中的特例。持有这类股票的股东，可以参加股东大会，有权对规定范围内的公司事务行使表决权。

(2) 无表决权股股票。这是指根据法律或公司章程的规定，对股份有限公司的经营管理不享有表决权的股票。相应地，这类股票的持有者无权参与公司的经营管理，但仍可以参加股东大会。在实践中，公司普遍发行表决权股股票，特殊情况下发行无表决权股股票。这类股票多限于优先股股票，特别是累积优先股股票，其实质是以收益分配和剩余资产清偿的优先权作为无表决权的补偿。发行无表决权股股票的目的在于满足那些只为获取投资收益而不愿意参与公司经营管理的投资者的需要，从而加快资本的筹集和公司的设立；同时也有利于少数大股东对公司的控制。由于持有公司经营权是股东权的基本内容之一，是股东地位平等的体现，因此，有些国家的公司法明确规定不允许或有条件地允许存在无表决权股股票。

3. 记名股票和不记名股票

按照是否在票面上记载股东的姓名，股票可区分为记名股票和不记名股票。

(1) 记名股票。这是指将股东姓名记载在股票票面和股东名册的股票。认购记名股票，认购者的姓名不仅要载入股票票面，还要载入发行该股票的股份有限公司的股东名册。如果股票是归一人单独所有的单有股，就记载持有人的本名；如果股票是数人共同享有的共有股，则要记载各共有人的姓名；如果股票为国家机构或法人持有，则应记载国家机构或法人的名称，不得另立户名，也不能仅记载法定代表人的姓名。

记名股票所代表的股东权益归属于记名股东，只有记名股东或其正式委托授权的代理人才能行使股东权。非经记名股东转让及股份有限公司过户的其他持有人，不得行使股东权。如果记名股票遗失，记名股东的资格和权利并不消失，仍可依照法定程序要求公司补发。

认购记名股票的款项可以一次缴足，也可以分次缴纳。一般说来，投资者在认购记名股票时应一次缴足股款，但是由于记名股票确定了公司与记名股东之间的特定关系，有时也可允许记名股东分次缴纳股款。

转让记名股票，必须依照法律和公司章程规定的程序进行，还要符合规定的转让条件。记名股票一般采用背书转让和交付股份证书（股票），或者采取转让证书的形式，有的只要求交付股票。任何一种转让方式都必须经由公司将受让的有关情况载入股东名册，办理股票过户登记手续，这样，受让人才取得记名股东的资格和权利。股份有限公司的股票一般可以自由转让，但对记名股票的转让却往往受到限制，这些限制通常规定在公司章程中，限制的目的是为了维护公司和其他股东的利益。

多数国家的股份有限公司发行的股票可以记名，也可以不记名。但某些特定的股票，如董事资格股票、雇员股票、可赎回股票等，一般要求记名。

(2) 不记名股票。这是指股票票面不记载股东姓名的股票，又称无记名股票。与记名股票相比，只是存在记载姓名与否的差别，股东权的内容并没有变化。不记名股票由两部分构成：一部分是股票的主体，记载诸如公司名称、地址、资本总额、股票所代表的股数等事项；另一部分是股息票，用于结算股息和行使增资权利。股东的姓名、地址不在股息票上记载，也不记入公司的股东名册。

不记名股票的权利属股票持有者所有。不记名股票股东资格的确认，不是以特定的姓名记载为依据，而是依据占有的事实。亦即持有股票的公民或法人就是股东，可以行使股东权，无须再以其他方式加以证明。

不记名股票股东权利的行使也是以持有股票为根据，只要向公司出示股票，即可行使权利。如出示股票可在股东大会上行使表决权，凭股票所附息票可领取股息等。

认购不记名股票必须一次性缴纳足额股款。不记名股票的转让比记名股票更方便、更自由，转让时不需要办理过户手续，只要交付股票，受让人即取得股东资格，其权利不会因转让人的权利缺陷而受影响。

4. 有面值股股票和无面值股股票

按照有无票面价值划分，股票可分为有面值股股票和无面值股股票。

(1) 有面值股股票。这是指在股票票面上记载一定金额的股票，也称有面额股股票。早期的股票基本上都是有面值股股票，现代各国股份有限公司发行的股票仍以有面值的居多。对于有面值股股票的票面金额，很多国家的《公司法》都予以明确规定，一般都限定了发行此类股票的最低票面金额；有些国家则不规定此类股票的票面金额。

有面值股股票的发行，其发行价格原则上与股票票面金额相一致，法律也允许以高于票面金额的价格溢价发行，但一般不允许以低于票面金额的价格折价发行。

股份有限公司增资发行有面值股股票时，往往采取面值发行、时价发行和中间价发行等方法。面值发行，就是按股票票面标明的价值发行，这种方法主要适用于老股东认购；时价发行就是按股票在市场上的实际买卖价格出售新股票，发行价格可能高出票面金额的几倍甚至几十倍，这种方法可以用较少的股票收取较多的资金，以充实自有资本；中间价发行就是由公司董事会根据股票的市场价格，在面值发行价格和时价发行价格之间确定发行价格出售新股票，其价格一般是市场价格的 50% ~ 80%。对于同一次发行的同种股票，发行价格一般要求互相一致。

(2) 无面值股股票。这是指股票票面不记载金额的股票，也称无面额股股票。这类股票不标明固定的金额，但要在票面上表示其在公司资本金额中所占的比例，所以，它又可被称作比例股股票。无面值股股票并不是说股

票没有票面价值，只是由于公司经营状况不断变动，公司资产总额经常发生变化，股票的价值也随公司实际资产的增减而升降。

无面值股股票实质上与有面值股股票相同，它们都代表着股东对公司资本总额的投资比例，它们的股东享有同等的股东权。但由于票面形式上的差异，无面值股股票又有其独特的特点，主要体现在：1) 发行价格更为灵活和自由。无面值股股票没有票面金额的限制，其发行价格可以自由确定，发行价格还能随公司的经济效益而浮动。2) 便于进行股份分割。这类股票没有票面金额的限制，可以顺利地分割股份，划分股东的权利与义务，计算盈余分配比例。由此，这类股票又被称作分权股票。3) 具有更强的流通性。由于公司可以灵活地掌握无面值股股票的发行价格，适时地进行股票的分割；投资者也不会为票面金额所迷惑，而是在认购时便认真计算股份的实际价值，所以，可以提高股票的流通数量和流通速度，具有更强的流通性。

5. 流通股票和非流通股票

所谓流通股票是指可以上市交易的股票，具有极大的流动性，易于被人接受。如我国股份制企业，在股票上市的规定中，其流通股份仅占总股本的25%。所谓非流通股票，是指不能上市转让交易的股票，它仅仅是一种股权的证明，如我国目前股份制企业中的法人股和国有股就属于这一类，但并不意味着它们永远在流通领域之外，也许在合适的时机下，这些非流通股有可能转化为流通股。

6. 其他种类的股票

前面所述都是基本类型的股票，除此之外，还有另外一些种类的股票。

(1) 偿还股股票。这是指在发行时就确定偿还本金的股票。这种股票是公司临时筹措资本而发行的，往往与优先股股票及后配股股票相列。对于发行股票的公司来说，除了分配股息之外，可以免除分红责任；对投资者来说，则能安全地收回投资资本。

根据选择权行使的不同，偿还股股票又可分为任意偿还股股票和义务偿还股股票。任意偿还股股票由公司行使选择权，无论股东的意愿如何，公司都可以在需要时还本收回股票；义务偿还股股票则由股东行使选择权，当股东请求公司偿还本金时，公司有偿还的义务。即使公司经营不善，资金紧张，也要向股东支付本金。

(2) 库藏股票。这是指股份有限公司发行后又收回的股票，又称库存股票。这种股票可由公司在股票市场上买回或由股东向公司赠送，也可由公司的债务人以认购的这种股票抵缴所欠债务。库藏股票由公司存放在财务部门，并可随时再向公众发行。库藏股票不能领取股息，没有表决权，公司发行新股时没有优先认购权，公司清算时也无权分享资产。

公司之所以买入库藏股票，是因为：1) 特定时期公司资金需要量减少，或股息高于银行贷款利率而以贷款取代部分股本，或将股票再发给雇员当作红利；2) 公司股票价格下跌时购入，以维护股票的市场价格；3) 在与其他

公司合并时保持足够的股数或防止被其他公司吞并或控制。

（3）社员股股票。这是指公司向其员工发行的股票，也称员工保留股股票。在我国，这类股票称为内部职工股。发行这类股票的目的在于将员工的经济利益与公司的经营状况直接挂钩，以激发员工的工作热情，提高公司经营效率。这类股票可以是将公司利润按股份无偿分配给公司员工，也可以按低于正常股票票面价值的价格售与员工，还可以利用一部分利润来缴付股票的股款。

（4）储蓄股股票。这是指公司发行的无表决权的优先股股票。发行这类股票的股份有限公司，必须是在证券交易所登记上市的公司。储蓄股股票除了不享有表决权之外，其他权利与普通股股票相同。储蓄股股东不得参加股东大会，也不列入表决计票之列。一般说来，公司高层管理人员及其亲属不得持有储蓄股股票，公司也有权赎回储蓄股股票。

第三节 普通股股票与优先股股票

普通股股票是指每一股份对公司财产都拥有平等权益，即对股东享有的平等权利不加以特别限制，并能随股份有限公司利润的大小而分取相应股息的股票。

一、普通股股票的特征

从经济运行实际来看，普通股股票具有以下特征。

1．普通股股票是股份有限公司发行的最普通、最重要，也是发行量最大的股票种类

股份有限公司最初发行的都是普通股股票，通过这类股票所筹集的资金通常是股份有限公司股本的基础。普通股股票的发行状况与公司的设立和发展密切相关。

2．这类股票是公司发行的标准股票，其有效性与股份有限公司的存续期间相一致

正因为如此，股票持有者就是公司的基本股东，平等地享有股东权利。股东参与公司经营决策的权利，不会被有关方面加以特别限制；当然，也不会赋予这些股东以特别权利。

3．普通股股票是风险最大的股票

尽管持有这类股票的股东有获取股息和红利的权利，但股息和红利收益并不确定，而要随公司经营状况和盈利水平波动，而且必须是在偿付了公司债务和利息及优先股股东的股息之后才能分得。此外，还受经济、社会、政治、文化及投资者心理等各种主客观因素的影响，股票市场的交易价格也会经常大幅度波动，从而给投资者带来重大影响，投资者因此要承受巨大的市场风险。

二、普通股股票的种类*

根据股票发行公司的法律和经济地位、公众形象以及普通股股票的风险让渡、投资功能等的不同，普通股股票又有以下具体种类。

1．蓝筹股股票

“蓝筹”是扑克牌赌博中所用的一种筹码。扑克筹码有蓝、红、白三色之分，蓝筹码所代表的数值最高。蓝筹码就被用来代指最佳股票。蓝筹股特指一些大公司发行的业绩较好的普通股股票。这些大公司一般都是经营和资信良好的优秀企业，具有强大的金融实力，其所发行的普通股股票收益稳定且优厚，投资者乐于认购和持有。同时，这些大公司又在本行业、本部门占据重要的、甚至是支配性的地位。当然，如果公司不再拥有上述优势，则其

股票就不再成其为蓝筹股了。

2. 成长股股票

这是指那些其销售额和收益额的增长幅度高于整个国家及其所在行业增长水平的股份有限公司所发行的股票。这些公司为了谋求进一步的发展，通常将公司盈余的大部分留作发展基金用于扩大再生产，只将小部分作为股息、红利分配。由于公司再生产能力强劲，随着公司的成长和发展，所发行的股票的价格也会上升，股东便能从中受益。

3. 收入股股票

这是指公司能在当前支付较高收益的股票。持有这类股票可以在短时期内取得较高的收入，及时实现投资的获利目的。因此，老年人、退休人员以及一些法人团体（如养老基金组织等）比较乐于认购这类股票。

4. 周期性股股票

这是指股票收益随商业周期而波动的公司所发行的股票。发行此类股票的公司主要有航空、机器制造以及建筑材料等行业的股份有限公司。周期性股票具有以下的特点：在经济繁荣，从而股份有限公司利润增加时，股票收益增加，股票价格也上升；在经济萧条，从而公司利润减少时，则股票收益减少，股票价格也下跌。

5. 防守性股股票

这是一种与周期性股股票相对应的股票，指的是在经济条件普遍恶化时，股息和红利要高于其他股票的平均收益的股票。这类股票具有如下特点：即使经济状况恶化、经济陷入衰退，股票的收益也具有稳定性。一般说来，公用事业、药品等行业的股份有限公司发行的股票就属这一类。

6. 投机性股股票

这是指那些自身价格很不稳定或其发行公司的前景很不确定的股票。基于这些不稳定、不确定因素，股票的价格在短时期内可有巨幅涨跌，因而投机性很强，同时风险也很大。发行这类股票的股份有限公司往往是从事开发性、冒险性事业的公司。一些热门事业的公司所发行的股票或面值较低的石油、矿业公司的股票，也可能成为这种股票。

7. A 类普通股股票和 B 类普通股股票

这是指同一家公司发行的两种不同类型的股票。A 类股票和 B 类股票的区别，主要表现在股票额和股票包含的股东权内容上。从面额看，A 类股票的面额较大；而 B 类股票的面额通常只有 A 类股票的 1/10。从股票包含的股东权内容看，通常是 A 类股票和 B 类股票均为一股一个表决权，也有 A 类股票仅有收益权而无表决权；B 类股票则既有表决权又有收益权的情况。同一公司发行两种普通股股票的目的在于既可以扩大筹资范围，又能保证某些控股公司用较少的投资来控制公司。

我国目前也有同一家股份有限公司同时发行 A 种股票和 B 种股票的情况。不过，我国的情况与这里所说的 A 类股票和 B 类股票不同。我国发行的

A 种股票，即人民币股票，指的是公司经过特定程序发行的、以人民币标明面值供境内居民用人民币购买，并在境内证券交易所上市交易的股票。而 B 种股票即人民币特种股票，指的是在中国境内的股份有限公司经过特定程序发行的、以人民币标明面值、以人民币折合成外汇供境外居民及机构购买，在境内证券交易所上市交易的股票。A 种普通股股票和 B 种普通股股票在票面额和股权内容上都是一样的。

三、普通股票股东享有的权利

持有普通股股票的股东，在公司中处于平等的法律地位，股东间的平等地位不会因为股东的信誉、身份、工作能力及财产状况等条件的差异而变化。在公司存续期间，股东都平等地享有下列权利，对此，法律不加以任何特别限制。

1. 公司经营决策的参与权

公司经营决策的参与权主要通过参加股东大会来行使。普通股股东有权出席股东大会，听取公司董事会的业务报告和财务报告，在股东大会上行使表决权和选举权，从而对公司的经营管理发表意见，选举出公司的董事会成员或监事会成员。有疑问时有权查阅公司的有关账册。如果发现董事违法失职或违反公司章程，损害公司利益，则有权诉诸法律。

普通股股东平等的经营决策的参与权体现在：每持有一股便有一票表决权，购买的股票份数不同，则股东享有的权利也大小不一，持有股票份额多的股东享有的表决权就多。股东可以直接出席股东大会来行使权利，也可以委托代理人出席股东大会代为行使表决权。在实践中，由于股东人数太多，不可能都直接参与公司的经营决策，对公司的经营决策实际上是由少数持股大户直接决策的，其只要根据公司章程规定的表决制度，达到选举董事所需的一定比例的股票份额就可以选派董事，通过这些董事及其选定的管理人来控制股份有限公司。

普通股股东在股东大会上可以采取多数投票制，或者累积投票制来行使表决权。多数投票制下，持有少数股票的股东的表决权没有实际意义；累积投票制下，股东的表决权则按其拥有的股票份数乘以待选董事人数来计算。无论怎样，少数持股大户都可以通过经营参与权的行使来控制股份有限公司的经营。

2. 公司盈余分配权

公司盈余分配权是普通股股东经济利益的直接体现。普通股股东在股东大会审批了董事会的利润分配方案之后，有权从公司经营的净利润中分取股息和红利。根据各国《公司法》的规定，公司经营净利润指的是公司利润总额在支付公司税款、弥补上年亏损、偿还到期债务、扣除法定公积金，以及支付优先股股息后的剩余部分。一般说来，股份有限公司的净利润并不全部

分配给普通股股东，而是要保留一部分盈余用于增加公司资本的投入量，或用于维持未来股息分配的稳定。

3. 剩余资产分配权

在股份有限公司破产或解散清算时，当公司资产满足了公司债权人的清偿权和优先股股东分配剩余资产的请求权后，普通股股东有权参与公司剩余资产的分配。普通股股东享有该项权利的大小，依其所持股票份额的多少而定。普通股股东只负有限责任，即当股份有限公司因经营不善而破产时，股东的责任以其所持股票的股份金额为限。

4. 认股优先权

这是指股份有限公司在为增加公司资本而决定增加发行新的普通股股票时，现有的普通股股东有权优先认购，以保持其在公司中的股份权益比例。股份有限公司增发新的普通股股票，可以采取两种方式：（1）有偿增发，即股东以股票面额或低于股票面额的价格优先认购新发的普通股股票；（2）无偿增发，即股东可优先无偿得到新发的普通股股票。优先认购的股票份额都是按照普通股股东现在持有的股份占公司总股份的比例进行分配。如果以有偿增发的方式发行新的普通股股票，公司要向普通股股东发出“认股权证”，股东依据认股权证，可以在一定时期内以低于股票市价的价格认购新增发的普通股股票。如果股东要认购新股票而认股权数不够时，还可以向其他股东购买认购权。

四、优先股股票的特征

优先股股票是指由股份有限公司发行的、在分配公司收益和剩余资产方面比普通股股票具有优先权的股票。可见，优先股股票是相对于普通股股票而言的。

优先股股票是特别股股票的一种。特别股股票是股份有限公司为特定的目的而发行的股票，它所包含的股东权利要大于或者小于普通股股票。因此，凡权利内容不同于普通股股票的，均可统称为特别股股票。特别股股票当中，最具有代表性的是优先股股票。

由于优先股股票的价格容易受到利率变动的影响，较少受到公司利润变动的影响，因此，优先股的价格增长潜力要低于普通股。然而由于优先股股东享有普通股股东不可比拟的优先权，这就使优先股股票仍能受到普遍而广泛的欢迎。优先股的特征表现在以下方面：

1. 约定股息率

优先股股票在发行时即已约定了固定的股息率，且股息率不受公司经营状况和盈利水平的影响。按照公司章程的规定，优先股股东可以优先于普通股股东向公司领取股息，所以，优先股股票的风险要小于普通股股票。不过，由于股息率固定，因此，即使公司经营状况良好，优先股股东也不能分享公

司利润增长的利益。

2. 优先分派股息和清偿剩余资产

当公司利润不够支付全体股东的股息和红利时，优先股股东可以先于普通股股东分取股息；当公司因解散、破产等进行清算时，优先股股东又可先于普通股股东分取公司的剩余资产。

3. 表决权受到一定限制

优先股股东一般不享有公司经营参与权，即优先股股票不包含表决权，优先股股东无权过问公司的经营管理。然而，在涉及到优先股股票所保障的股东权益时，如公司连续若干年不支付或无力支付优先股股票的股息，或者，公司要将一般优先股股票改为可转换优先股股票时，优先股股东也享有相应的表决权。

4. 股票可由公司赎回

优先股股东不能要求退股，但却可以依照优先股股票上所附的赎回条款，由公司予以赎回。大多数优先股股票都附有赎回条款。发行可赎回优先股股票的公司赎回股票时，要在优先股价格的基础上再加上适当的加价，使优先股股票的赎回价格高于发行价格，从而使优先股股东从中得到一定的利益。

设立和发行优先股股票，对于股票发行公司来说，其意义在于能便于公司增发新股票，也有利于公司在需要时将优先股股票转换成普通股股票或公司债券，以减少公司的股息负担。而且，由于优先股股东一般没有表决权，这又可以避免公司经营决策权的分散。

对投资者来说，优先股股票的意义在于投资收益有保障，而且投资的收益率要高于公司债券及其他债券的收益率。

五、优先股股票的种类*

根据股票具体所包含的权利的不同，优先股股票又有各种不同的类别。

1. 累积优先股股票和非累积优先股股票

累积优先股股票是一种常见的、发行范围非常广泛的优先股股票。指的是可将以往营业年度内未支付的股息累积起来，由以后营业年度的盈利一起支付的优先股股票。它具有股息率固定、股息可以累积计算的特点，股份有限公司如果当年经营状况不佳，没有盈利而不能分派股息，或盈利不够支付全部优先股股息，公司就应对未分派的股息累积计算。而在以后营业年度的利润增加时，累积优先股的股东有权要求公司补付累积股息。

非累积优先股股票指的是按当年盈利分派股息，对累积下来的未足额的股息不予补付的优先股股票。该种股票虽然股息率固定，但只能在本营业年度盈利之内分派。公司本年度如有经营盈利，则股东可以优先于普通股股东分取股息；如果本年度的盈利不够支付全部优先股股息，所欠部分也不累积

计算，也不在以后年度的营业盈利中予以补发。

对投资者来说，累积优先股股票比非累积优先股股票更有吸引力。因此，累积优先股股票发行量大、发行范围广，而非累积优先股股票发行量则相对较小。

2. 参加分配优先股股票和不参加分配优先股股票

参加分配优先股股票指的是那种不仅可以按规定分得当年的定额股息，而且还有权与普通股股东一起参加公司利润分配的优先股股票。也就是说，在股份有限公司的利润增加时，优先股股东除了按固定股息率取得股息之外，还可分得额外红利。根据优先股股东参与公司利润分配方式和比例的不同，参加分配优先股股票，又可分为全部参加分配的优先股股票和部分参加分配的优先股股票。前者指的是在优先取得股息后，还有权与普通股股东共同等额分享本期剩余利润的优先股股票；后者指的则是股东有权按规定额度与普通股股东共同参加本期利润分配的优先股股票。

不参加分配优先股股票指的是只按规定股息率分取股息，不参加公司利润分配的优先股股票。持有这类股票的股东，无论公司的剩余利润有多少，普通股股东分取多少红利，除了领取固定股息外，不能再参加分配。

优先股股票还可以根据需要组合成累积的参加分配优先股股票和累积的非参加分配优先股股票、非累积的参加分配优先股股票和非累积的非参加分配优先股股票。

3. 可转换优先股股票和不可转换优先股股票

可转换优先股股票，是指持票人可以在特定条件下把优先股股票转换成普通股股票或公司债券的优先股股票。这类股票与普通股股票或公司债券有密切的联系，其价格易受普通股股票及公司债券价格的影响。一般说来，对这类股票都规定了转换的条件和转换的比例。转换比例事先根据优先股股票和普通股股票或公司债券的现行价格而确定。持有这类股票的股东可以根据公司的经营状况和股市行情自行决定是否将其转换成普通股股票或公司债券。通常情况下，在公司前景和股市行情看好，盈利增加时，股东愿按规定的条件和价格，将优先股股票换成普通股股票；在公司前景不明朗，盈利明显减少，支付股息有困难时，则会将优先股股票换成公司债券，这时，投资者就由公司股东变成了公司债权人。

不可转换优先股股票则是指不能变换成普通股股票或公司债券的优先股股票。

国际上目前较为流行的是可转换优先股股票，发行这种股票可以吸引更多的投资者。

4. 可赎回优先股股票和不可赎回优先股股票

可赎回优先股股票指的是股票发行公司可以按一定价格收回的优先股股票。大多数优先股股票是可赎回的。可赎回优先股股票的赎回价格在股票上的有关条款中即已规定，赎回价格一般是略高于票面价值。虽然公司有权

收回可赎回优先股股票，但是否赎回，最终由公司决定。赎回股票的目的主要是为了减轻利息负担。所以，公司往往在能够以股息较低的股票取代已发行的优先股股票时予以赎回。

不可赎回优先股股票指的是股票发行公司无权从股票持有人手中赎回的优先股股票。

5. 股息可调优先股股票和股息不可调优先股股票

股息可调优先股股票指股息率可以调整的优先股股票。也就是说，这种股票的股息率不是固定的，而是可以变化的。不过，股息率的变化是随其他证券价格或存款利率的变化而进行调整，与公司的经营状况无关。这种优先股股票是为适应近年来国际金融市场动荡不定，各种有价证券的价格和银行存款的利率经常波动的特点而产生的，其目的在于保护股东的权益，扩大公司的股票发行量。

股息不可调优先股股票。就是股息率不能调整的优先股股票。经济活动中常见的优先股股票一般都是股息不可调优先股股票。

第四节 我国现行的股票类型

我国目前的股票主要有以下四大类。

一、国家股

国家股股票，又称国有资产股股票，是指有权代表国家投资的部门或者机构，以国有资产向股份有限公司投资形成的股票。国家股一般是指国家投资或国有资产经过评估并经国有资产管理部门确认的国有资产折成的股份。国家股的股权所有者是国家，国家股的股权，由国有资产管理机构或其授权单位、主管部门行使国有资产的所有权职能。国家股股票，也包含国有企业向股份有限公司形式转换时，现有国有资产折成的国有股份。

我国国家股的构成，从资金来源看，主要包括三部分：（1）国有企业由国家计划投资所形成的固定资产、国拨流动资金和各项专用拨款；（2）各级政府的财政部门、经济主管部门对企业的投资所形成的股份；（3）原有行政性公司的资金所形成的企业固定资产。

关于国家股的形式，在由国家控投的企业中，国家股应该是普通股，从而有利于国家有权控制和管理该企业；在不需要国家控制的中小企业，国家股应该是优先股或参加优先股，从而有利于国家收益权的强化和直接经营管理权的弱化。

国外一些国家的国家股，在国有企业中发挥着重要的控股作用。如法国的国有企业，全部实行股份制的管理和经营方式。国家有三种控股方式：（1）国家控制企业 100% 的股份；（2）国家控制企业 50% 以上的股份；（3）国家控制企业 50% 以下的股份。国家控股的程度，因企业与国计民生的关切程度不同而异。

国家股股权的转让，应该按照国家的有关规定来进行。

二、法人股

法人股股票，是指企业法人以其依法可支配的资产向股份公司投资形成的股票，或者具有法人资格的事业单位或社会团体以国家允许用于经营的资产向股份公司投资所形成的股票。

法人股是法人相互持股所形成的一种所有制关系。法人相互持股则是法人经营自身财产的一种投资方式。法人股股票，应记载法人名称，不得以代表人姓名记名。法人不得将其所持有的公有股份、认股权证和优先认股权转让给本法人单位的职工。

法人股主要有两种形式：（1）企业法人股，是指具有法人资格的企业把其所拥有的法人财产投资于股份公司所形成的股份。企业法人股所体现的

是企业法人与其他法人之间的财产关系，因为它是企业以法人身份认购其他公司法人的股票所拥有的股权。有些国家的公司法，严格禁止企业法人持有自身的股权。（2）非企业法人股，是指具有法人资格的事业单位或社会团体以国家允许用于经营的财产投资于股份公司所形成的股份。

三、公众股

公众股是指社会个人或股份公司内部职工以个人财产投入公司形成的股份。它有两种基本形式，即公司职工股和社会公众股。

1. 公司职工股

这是指股份公司的职工认购的本公司的股份。公司职工认购的股份数额不得超过向社会公众发行的股份总额的10%。一般来讲，公司职工股上市的时间要晚于社会公众股。

2. 社会公众股

这是指股份公司公开向社会募集发行的股票，向社会所发行的部分不少于公司拟发行的股本总额的25%。这类股票是市场上最活跃的股票，它发行完毕一上市，就成为投资者可选择的投资品种。

四、外资股

外资股是指外国和我国香港、澳门、台湾地区投资者以购买人民币特种股票形式向股份公司投资形成的股份，它分为境内上市外资股和境外上市外资股两种形式。

1. 境内上市外资股

境内外资股是指经过批准由外国和我国香港、澳门、台湾地区投资者向我国股份公司投资所形成的股票。境内外资股又称为B种股票，是指以人民币标明票面价值、以外币认购、专供外国及我国香港、澳门、台湾地区的投资者买卖的股票，因此又称为人民币特种股票。国家股、法人股、公众股三种股票形式又合称为A种股票，是由代表国有资产的部门或者机构、企业法人、事业单位和社会团体以及公民个人以人民币购买的，因此又称为人民币股票。境内外资股在境内进行交易买卖。上海证券交易所的B股是以美元认购；深圳证券交易所的B股是以港币认购。

2. 境外上市外资股

目前我国境外上市外资股有两种：

（1）H股。它是境内公司发行的以人民币标明面值，供境外投资者用外币认购，在香港联合交易所上市的股票。

（2）N股。它是以人民币标明面值，供境外投资者用外币认购，获纽约证交所批准上市的股票。目前几乎所有的外国公司（即非美国公司，但不包

括加拿大公司）都采用存托凭证（DR）形式，而非普通股的方式进入美国市场。存托凭证是一种以证书形式发行的可转让证券，通常代表一家外国公司的已发行股票。

第三章 债券

第一节 债券概述

一、债券的定义和特征

1. 债券的定义

债券是一种有价证券，是社会各类经济主体为筹措资金而向债券投资者出具的，并且承诺按一定利率定期支付利息和到期偿还本金的债权债务凭证。由于债券的利息通常是事先确定的，所以，债券又被称为固定利息证券。

2. 债券的票面要素

(1) 债券的票面价值。

1) 债券票面价值的币种，即债券以何种货币作为其计量单位。币种的选择要依据债券的发行对象和实际需要来确定。若发行对象是国内有关经济实体，可选择本币作为债券价值的计量单位；若发行对象是国外有关经济实体，可选择债券发行地国家的货币或国际通用货币作为债券价值的计量单位。

2) 债券的票面金额。不同的票面金额，可以对债券的发行成本、发行数额和持有者的分布产生不同的影响。如果票面金额较小，就会促进小额投资者的购买，但可能会增加发行费用，加大发行的工作量；如果票面金额较大，债券则会更多地被大额投资者持有，降低发行费用，减轻发行工作量，但是可能会减少债券的发行量。

(2) 债券的价格。

1) 债券的发行价格。债券的发行价格是指债券发行时确定的价格。债券的发行价格可能不同于债券的票面金额。当债券的发行价格高于票面金额时，称为溢价发行；当债券发行价格低于票面金额时，称为折价发行；当债券发行价格等于票面金额时，称为平价发行。债券的发行价格通常取决于二级市场的交易价格以及市场的利率水平。

2) 债券的交易价格。债券离开发行市场进入流通市场进行交易时，便取得交易价格。债券的交易价格随市场利率和供求关系的变化而波动，同样可能偏离其票面价值。

(3) 债券的偿还期限。指从债券发行之日起至清偿本息之日止的时间。债券的偿还期限一般分为三类：偿还期限在1年或1年以内的，称为短期债券；偿还期限在1年以上、10年以下的，称为中期债券；偿还期限在10年以上的，称为长期债券。债券偿还期限的长短，主要取决于以下几个因素。

1) 债务人对资金需求的时限。足够的偿还期限，有助于保证债务人在规定的时间内，有相应的资金作为偿还的来源，这既维护了发行者信誉，也便于发行者从容调配使用资金。

2) 未来市场利率的变化趋势。一般来说，如果市场利率趋于下降，则多发行短期债券；如果市场利率趋于上升，则多发行长期债券。这样可以减少因市场利率上升而引起的筹资成本增多的风险。

3) 证券交易市场的发达程度。如果交易市场发达，债券变现力强，购买长期债券的投资者就多，发行长期债券就会有销路；反之，如果交易市场不发达，债券不能自由变现，投资者便会倾向于短期债券，长期债券就难有销路。

4) 债券的利率。即债券的利息与债券票面价值的比率。例如，某种债券利率为 10%，即表示每认购 100 元的债券，每年就可获得 10 元的利息。影响债券利率的因素主要有：

银行利率水平。银行利率水平提高时，债券利率水平也要相应提高，以保证人们会去购买债券而不是把钱存入银行。

发行者的资信状况。发行者的资信状况好，债券的信用等级高，表明投资者承担的违约风险较低，作为债券投资风险补偿的债券利率也可以定得低些；反之，信用等级低的债券，则要通过提高债券利率来增加吸引力。

债券的偿还期限。偿还期限长的债券，流动性差，变现能力弱，其利率水平则可高一些；偿还期限短的债券，流动性好，变现力强，其利率水平便可低一些。

资本市场资金的供求状况。资本市场上的资金充裕时，发行债券利率便可低些；当资本市场上的资金短缺时，发行债券利率则要高一些。

3. 债券的性质和特征

债券作为一种债权债务凭证，与其他有价证券一样，也是一种虚拟资本，而非真实资本，它是经济运行中实际运用的真实资本的证书。从投资者的角度看，债券具有以下四个特征。

(1) 偿还性。指债券必须规定到期期限，由债务人按期向债权人支付利息并偿还本金。当然，也曾经有例外，如无期公债或永久性公债。这种公债不规定到期时间，债权人也不能要求清偿，只能按期支取利息。历史上，只有英、法等少数国家在战争期间为筹措军费而采用过。

(2) 流动性。指债券能够迅速转变为货币而又不会在价值上蒙受损失的一种能力。一般来说，如果一种债券在持有期内不能任意转换为货币，或者在转换成货币时需要付出较高成本，如较高的交易成本或较大的资本损失，这种债券的流动性就较低。高流动性的债券一般具有以下特点。

1) 发行人具有及时履行各种义务的信誉。

2) 偿还期短，因而市场利率的上升只能轻微地减少其价值。

(3) 安全性。债券安全性是相对于债券价格下跌的风险性而言的。一般来说，具有高流动性的债券其安全性也较高。导致债券价格下跌的风险有两类：

1) 信用风险。指债券人不能按时支付利息和偿还本金的风险。这主要

是与发行者的资信情况与经营状况有关。信用等级高，信用风险就小。信用风险对于任何一个投资者来说都是存在的。

2) 市场风险。指债券的市场价格因市场利率上升而跌落的风险。债券的市场价格与利率呈反方向变化。市场利率上升，债券价格下降；市场利率下降，债券价格上升。债券的有效期（指到期之前的时期）越长，债券价格受市场利率波动的影响越大，随着债券到期日的临近，债券价格便趋近于票面价值。

(4) 收益性。

1) 投资者在持有期内根据债券的规定，取得稳定的利息收入。

2) 投资者通过在市场上买卖债券，获得资本收益。这一点主要是通过市场利率的预期来实现的。

债券的偿还性、流动性、安全性与收益性之间存在着一定矛盾。一种债券，很难同时具备以上四个特征。如果某种债券流动性强，安全性高，人们便会争相购买，于是该种债券价格上涨，收益率降低；反之，如果某种债券的风险大，流动性差，购买者则少，债券价格低，其收益率相对提高。对于投资者来说，可以根据自己的投资目的和财务状况，对债券进行合理的选择组合。

二、债券的分类

对债券可以从各种不同的角度进行分类，并且随着人们对融通资金需要的多元化，不断会有各种新的债券形式产生。目前，债券的类型大体有以下几种。

1. 按发行主体分类

(1) 政府债券。又可区分为中央政府债券、地方政府债券和政府保证债券。政府债券是中央政府和地方政府发行公债时发给债券购买人的一种格式化的债权债务凭证。

(2) 金融债券。这是由银行或非银行金融机构发行的债券。发行金融债券的金融机构，一般资金实力雄厚，资信度高，债券的利率要高于同期存款的利率水平。其期限一般为1年~5年，发行目的是为了筹措长期资金。

(3) 公司债券。这是由公司企业发行并承诺在一定时期内还本付息的债权债务凭证。发行公司债券多是为了筹集长期资金，期限多为10年~30年。

(4) 国际债券。这是由外国政府、外国法人或国际组织和机构发行的债券。它包括外国债券和欧洲债券两种形式。

2. 按偿还期限分类*

债券可以分为短期债券、中期债券、长期债券和永久债券。各国对短、中、长期债券的期限划分不完全相同。一般的标准是：期限在1年或1年以

下的为短期债券；期限在1年以上、10年以下的为中期债券；期限在10年以上的为长期债券。永久债券也叫无期债券，它并不规定到期期限，持有人也不能要求清偿本金但可以按期取得利息。永久债券一般仅限于政府债券，而且是在不得已的情况下才采用。

3. 按计息的方式分类

(1) 付息债券。这是指债券券面上附有各种息票的债券。息票上标明利息额、支付利息的期限和债券号码等内容。息票一般以6个月为一期。债券到期时，持有人从债券上剪下息票并据此领取利息。由于息票到期时可获得利息收入，因此付息债券也被看作是一种可以流通、转让的金融工具，也叫复利债券。

(2) 贴现债券，亦称贴水债券。这是指券面上不附有息票，发行时按规定的折扣率，以低于票面价值的价格出售，到期按票面价值偿还本金的一种债券。贴现债券的发行价格与票面价值的差价即为贴现债券的利息。

(3) 单利债券。这是指债券利息的计算采用单利计算方法，即按本金只计算一次利息，利不能生利。计息的公式是：利息=债券面额×年利率×期限。

(4) 累进利率债券。这是指债券的利率按照债券的期限分为不同的等级，每一个时间段按相应利率计付利息，然后将几个分段的利息相加，便可得出该债券总的利息收入。

4. 按债券的利率浮动与否分类*

(1) 固定利率债券。是指债券利率在偿还期内不发生变化的债券。由于其利率水平不能变动，在偿还期内，通货膨胀率较高时，会有市场利率上升的风险。

(2) 浮动利率债券。是指债券的息票利率会在某种预先规定基准上定期调整的债券。作为基准的多是一些金融指数，如伦敦银行同业拆借利率，也有以非金融指数作为基准的，如按照某种初级产品的价格。采取浮动利率形式，减少了持有者的利率风险，也有利于债券发行人按照短期利率筹集、长期的资金来源。

5. 按是否记名分类*

(1) 记名债券。是指在券面上注明债权人姓名，同时在发行公司的名册上作同样的登记。转让记名债券时，要在债券上背书和在公司名册上更换债权人姓名。债券投资者必须凭印鉴领取本息。它的优点是比较安全，但是转让时手续复杂、流动性差。

(2) 不记名债券。是指在券面上不须注明债权人姓名，也不在公司名册上登记。不记名债券在转让时无须背书和在发行公司的名册上更换债权人姓名，因此流动性强；但缺点是遗失或被毁损时，不能挂失和补发，安全性较差。一般来说，无记名债券的持有者可以要求公司将债券改为记名债券。

6. 按有无抵押担保分类*

(1) 信用债券，亦称无担保债券。它是指仅凭债务人的信用发行的，没有抵押品作担保的债券。一般包括政府债券和金融债券，少数信用良好的公司也可发行信用债券，但在发行时必须签订信托契约，对债务人的有关行为进行约束限制，由受托的信托公司监督执行，以保障投资者的利益。

(2) 担保债券。是指以抵押财产为担保而发行的债券。它包括：

1) 抵押公司债券。指以土地、房屋、机器、设备等不动产为抵押担保品而发行的债券。当债务人在债务到期不能按时偿还本息时，债券持有者有权变卖抵押品来收回本息。抵押公司债券是现代公司债券中最重要的一种。在实践中，可以同一不动产为抵押品而多次发行债券。可按发行顺序分为第一抵押债券和第二抵押债券。第一抵押债券对于抵押品有第一留置权；第二抵押债券对于抵押品有第二留置权，即在第一抵押债券清偿后，它可能用其余额偿付本息。所以，第一抵押又称优先抵押；第二抵押又称一般抵押。

2) 抵押信托债券。是以公司拥有的其他有价证券，如股票和其他债券作为担保品而发行的债券。一般来说，发行这种债券的公司是一些合资附属机构，以总公司的证券作为担保。作为担保的有价证券通常委托信托人保管，当该公司不能按期清偿债务时，即由受托人处理其抵押的证券并代为偿债，以保护债权人的合法利益。

3) 承保债券。指由第三者担保偿还本息的债券。这种债券的担保人一般为银行或非银行金融机构或公司的主管部门，个别的是由政府担保。

7. 按债券形态分类

(1) 实物债券。实物券是一种具有标准格式实物券面的债券。指债券的发行与购买是通过债券的实体来实现的，是看得见、摸得着的债券，且不记名。

(2) 凭证式债券。凭证式债券主要通过银行承销，各金融机构向企事业单位和个人推销债券，同时向买方开出收款凭证。这种凭证式债券可记名、可挂失，但不可上市流通，持有人可以到原购买网点办理提前兑付手续。

(3) 记账式债券。记账式债券没有实物形态的券面，而是在债券认购者的电脑账户中作一记录。它主要通过证券交易所来发行。投资者利用已有的“股票账户”通过交易所网络，按其欲购价格和数量购买。买入之后，债券数量自动过入客户的账户内。

三、债券的偿还方式

1. 到期偿还债券

指债券的本金是在偿还期满时进行偿还。这是绝大多数债券所采取的本金偿还方式。

2. 期中偿还债券

指债券在偿还期满之前由债务人采取在交易市场上购回债券或者直接

向债券持有人支付本金的方式进行本金的偿还。期中偿还债券还可以分为三种：

（1）定时偿还。指自债券发行之日起经过一定时间的冻结期后，定期定额的偿还债券的制度。定时偿还又可以有抽选偿还和买入注销这两种方式。

（2）随时偿还。指债券发行日后经过一定的冻结期后由发债人任意选择部分或全部债券进行偿还的方式。一般来说，这种方式的采用有两个原因：一是发债人发行债券后，市场利率降低较大；二是发债人发债之后，有了剩余资金。

（3）买入偿还，也叫买入注销。它是指发债人通过债券交易市场将其已发行的债券买进予以注销的做法。一般来说，发债人可以在债券发行后至期满前这段时间内的任何时候进行买入方式的偿还。

3．展期偿还

指发债人在发行债券时规定，投资人有权决定在债券到期后继续按原定利率持有债券到某一个指定偿还日期或几个指定日期中的一个日期要求偿还的做法。这种偿还方法的采用往往在市场利率看跌时，投资者才予以接受。

四、债券与股票的比较

1．债券与股票的相同点

债券与股票同属于有价证券，是一种虚拟资本，本身无真实价值，但都是真实资本的证书，都可以凭此获取一定量的收入，并能进行权利的发生、行使和转让活动。它们都具有安全性、流动性、偿还性的特点，都可以成为筹资手段和投资工具。

2．债券与股票的区别

（1）发行主体不同。作为筹资手段，无论国家、地方政府、团体机构，还是工商企业、公司组织，都可以发行债券。而股票只能由一部分股份制的公司和企业发行。

（2）发行人与持有者的关系不同。债券是一种债权债务凭证，它表明发行人与持有人之间存在债务与债权的关系。债权人不拥有对发行人财产的所有权。而股票是一种所有权凭证，持股人即为公司股东，享有参加经营管理的权利。

（3）期限不同。债券一般在发行时都明确规定偿还期限，期满时，发行人必须偿还本金；而股票一经购买，则不能退股，投资人只能通过市场转让的方式收回资金。

（4）价格的稳定性不同。由于债券利息率固定，票面金额固定，偿还期限固定，其市场价格相对稳定。而股票无固定的期限和利息，其价格受公

司经营状况、国内外局势、公众心理以及供求状态等多种因素影响，涨跌频繁并且幅度较大。

（5）风险程度不同。无论公司经营好坏，债券持有人均可以按照规定定期获得利息，并且在公司破产清偿时新股东有优先受偿的权利；但股票持有者，尤其是普通股股票持有者获取股利的多少，要取决于公司的经营状况。倘若公司破产，可能连股本都损失掉。因此，投资股票需承担的风险要高于投资债券的风险。

（6）会计处理不同。发行债券被视为公司负债，其利息支出是公司的固定支出，可计入成本冲减利润。而股票是股份公司为自己筹集的资本，所筹资金被列入资本，股票的股息和红利则是公司利润的一部分，只有在公司盈利时才能支付。

第二节 公债

一、公债的定义和特点

1. 公债的定义和性质

公债，指的是政府为筹措财政资金，凭其信誉按照一定程序向投资者出具的，承诺在一定时期支付利息和到期偿还本金的一种格式化的债权债务凭证。

2. 公债的特点

公债一般具有以下几个特点。

(1) 自愿性。国家在举借国债的过程中，是以法人身份出现的，投资者的购买行为完全是出于自愿，国家不凭借权力强制其购买。

(2) 安全性。由于国债是由中央政府发行的，中央政府是一国权力的象征，它以该国完全的征税能力作保证，因此具有最高的信用地位，风险也最小。当然，利率也较一般债券要低。

(3) 流动性。由于国债具有最高的信用地位，对投资者的吸引力很强，又容易变现。一般来说，国债市场，尤其是短期国债市场的流动性要高于其他同样期限的金融市场。

(4) 免税待遇。大多数国家都规定，购买公债的投资者与购买其他有价证券的投资者相比，可以享受优惠的税收待遇，甚至免税。

由于公债具有较高的安全性和流动性，深受投资者青睐。一般被广泛地用于各种抵押和保证行为中，并且是金融衍生工具的重要相关证券种类。此外，公债还是中央银行的主要交易品种，中央银行通过对公债的公开市场交易，实现对货币供应量的调节，进而实现对最终政策目标的调节。

(5) 收益稳定。公债由于利息率固定，偿还期限固定，所以市场价格相对平稳，收益也就较为稳定。

二、国家债券

1. 国债的分类

国债按不同的标准，可以分为不同的种类。

(1) 按偿还期限划分。可以将国债分为短期国债、中期国债和长期国债。各个国家确定短、中、长期的年限略有不同，如美国把1年以内的国债称为短期国债；10年期以上的称为长期国债。日本称5年~10年期的国债为长期国债；2年~5年期的为中期国债。我国则将1年以内的国债称为短期国债；1年~7年期的称为中期国债；7年期以上的称为长期国债。

(2) 按发行国债的用途划分。

1) 战争公债。是政府为筹集军费而发行的债券。战争时期，政府开支

骤增，战争公债是较理想的筹资方式。

2) 赤字公债。在政府财政收支不平衡，出现财政赤字的情况下，可通过发行赤字公债来平衡财政收支。

3) 建设公债。是政府为了投资于公路、铁路、桥梁等基础设施建设而发行的债券。

4) 特种公债。是政府为了实施某种特殊政策而发行的公债。

(3) 按资金的来源划分。

1) 国内债。即一国政府以本国货币为币种在国内金融市场上发行的国债。其投资者一般为国内的机构、企业和个人。

2) 国外债。即一国政府以外国货币为单位，在国际金融市场上发行的债券。政府在国外发行的外币债券与国外一般借款一起，共同构成一个国家的外债。

(4) 按是否可以流通交易划分。

1) 可流通国债。指国债可以在二级市场上交易。这种债券在一些国家的国债中占主要部分，如美国的可流通国债约占其国债总额的 2/3。

2) 不可流通国债。指在购买条款上规定不能在二级市场上进行买卖的国债。不可流通国债又可以分为投资者为私人的不可流通国债和投资者为机构的不可流通国债。当不可流通国债的发行对象以私人为主时，筹集的资金主要来自个人部门的储蓄，故此类债券可称为“政府储蓄债券”。一般投资于非流通国债的机构主要是政府部门。

(5) 按债券发行本位划分。

1) 货币国债。即以货币计值亦以货币偿付本息的国债。商品经济比较发达的国家，通常发行货币国债。我们在以上所提的分类主要是针对货币国债而言。

2) 实物国债。是以货币计值、按事先商定的商品折价，用实物偿还本金的国债。这类债券通常是在通货膨胀率很高，币值极不稳定的情况下发行。

3) 折实国债。又称折实公债，该种债券的募集和还本付息均以实物作为折算标准。购买时，按照每一单位实物的折合金额用货币购买；还本付息时，仍按付款时每一单位实物的折合金额用货币支付。它实际上是把国债面值与物价指数相挂钩，以增加国债的吸引力。

2. 我国的国债

新中国成立以后，中央政府曾在 1950 年发行过人民胜利折实公债，并于 1956 年 11 月 30 日全部还清本息。1954 年至 1958 年，我国又发行了经济建设公债，于 1968 年底全部还清。这之后的 10 多年里，我国成为无债国。但是随着改革开放的发展，我国政府于 1981 年起又开始发行国库券，迄今已陆续发行了 15 年。

到目前为止，我国发行的国库券，若不考虑期限约有 10 种，其中某些

种类已不再发行。

(1) 人民胜利折实公债。这是一种为解决新中国的财政困难而发行的公债面值与物价指数挂钩的债券。于 1950 年 1 月由中央政府发行，规定公债的募集和还本付息均以实物为折算标准，其单位为“分”。发行对象主要是城市工商业者，并采取对各大行政区域分配额度的形式，凭其经济实力合理分担。为加强管理，规定公债不能流通，不能向国家银行抵押贷款，也不能买卖。至 1956 年 11 月底，此项公债本息全部还清。

(2) 国家经济建设公债。进入第一个五年计划建设期以后，为促进国家经济建设，筹集建设资金，我国于 1954 年开始发行该种债券。至 1958 年共发行 5 次，总金额为 35.39 亿元。发行对象对社会各阶层人士，期限分为 8 年与 10 年两种，定期偿还本金，定期或期满一次支付利息，采用“合理分配，自愿认购”的发行方式。此种债券不记名，不挂失，一概凭债券兑付本息。为加强管理，规定国家经济建设债券不得当作货币流通，不得向国家银行和公私合营银行抵押，亦不得自由买卖。到 1968 年止，该公债本息全部还清。

(3) 国库券。我国于 1981 年第一次发行国库券，发行对象是企业、政府机关、团体、部队，事业单位和个人。票面额分为 1 元、5 元、10 元、50 元、100 元、1000 元、1 万元、10 万元、100 万元 10 种。迄今为止，国库券已经持续发行了 17 年。

(4) 国家重点建设债券。发行国家重点建设债券目的是为国家的基础设施建设筹集中长期的建设资金，用于一些大型项目，以促进经济发展。1987 年我国首次发行该种国债 55 亿元，期限 3 年，发行对象是地方政府、地方企业、机关团体和事业单位，以及城乡居民。按单位和个人利率分别为 6% 和 10.5%，该债券个人持有部分可以转让。国家重点建设债券自 1987 年首次发行后没有再继续发行。

(5) 国家建设债券。它所筹集的资金主要用于国家重点建设。1988 年首次发行 80 亿元，期限为 2 年。发行对象是城乡居民、基金会组织、金融机构和企事业单位。同国家重点建设债券一样，此债券自 1988 年以后没有再继续发行。

(6) 财政债券。是国家为筹集建设资金，弥补财政赤字所发行的一种债券。迄今为止，共发行五次，时间分别是 1988—1993 年。其发行对象主要是各专业银行、综合性银行及其他金融机构，期限除了 1988 年发行了 2 年期和 5 年期两个品种以外，其余年份均为 5 年期，共计发行 337.03 亿元。此种债券一次还本付息，不计复利，并且均采用收款单的形式，可以挂失，可以抵押。

(7) 特种债券。是一种只对企事业单位，不对个人发行的国库券。特种债券的认购者可以是经济条件较好的全民所有制企业、集体所有制企业、私营企业、金融机构、企业主管部门、事业单位和社会团体，以及全民所有

制企业职工退休养老保险基金管理机构等。该债券期限均为 5 年，平价发行，到期一次还本付息，不计复利，采取分配认购方式发行。特种国债采取收款单形式，可以记名挂失，但不得流通。这种债券于 1989 年至 1992 年共发行 4 次，其中 1989 年和 1990 年的特种国债可以向银行抵押贷款。

（8）保值债券。这是 1989 年银行实行保值贴补率政策后，财政部发行的一种带有保值贴补的国债。1989 年首次发行，金额为 125 亿元，期限 3 年，发行对象是城乡居民、个体工商户、各种基金会、保险公司以及有条件的公司。其年利率随中国人民银行规定的 3 年定期储蓄存款利率浮动，加保值贴补率，再外加 1 个百分点。期满 3 年一次还本付息，平价发行，不计复利。个人购买者的利息收入免缴个人收入调节税。保值公债不记名，不挂失，可以向银行抵押，可以在国家指定的场所转让。1993 年，面对着日益高涨的通货膨胀率，自当年 7 月 11 日起，国家决定对若干特定种类的国库券恢复保值。

（9）基本建设债券。与国家建设债券和国家重点建设债券相同，基本建设债券是为满足国家重点建设的需要而发行的一种国债。但从债务人的性质看，已不是由中央政府直接发行，而是由国家专业投资公司发行，即由政府所属机构发行，类似于美国的政府机构债券，而不是标准的国家债券。我国于 1988 年与 1989 年分别发行 80 亿元和 14.59 亿元基本建设债券。1988 年，该债券的发行对象是四大专业银行，期限 5 年，平价发行，到期还本付息，可以上市转让，可以在银行和其他金融机构之间抵押。1989 年，该债券的发行对象是全国城乡个人，期限 3 年，平价发行，给予保值，到期一次还本付息。此期债券不记名，不挂失，可以转让。1991 年，又发行了 200 万元的基本建设债券。1992 年，它与重点企业债券合并为国家投资公司债券。

（10）转换债券。转换债券是 1990 年至 1992 年连续发行的一种转换性质的国债。发行目的是延长偿还期限。1990 年转换债共发行 150.04 亿元，期限 5 年。1991 年转换债是将 1982 年至 1984 年发行、1991 年到期的单位持有国库券及 1986 年和 1988 年发行、1991 年到期的单位持有的国库券转换为等额的 5 年期新债，共 70.83 亿元。1992 年转换债是将单位持有的 1983 年、1984 年和 1987 年发行，1992 年到期的国库券转换为等额的 5 年期新债。因此，我国的转换债是一种到期旧债转换成新债的形式。

三、地方政府债券*

1. 地方政府债券的发行主体

地方政府债券，即由州、市、县、镇等有财政收入的地方政府或其他地方公共机构发行的债券，是政府债券的一种形式。发行地方债券的目的是为当地市政建设，如为交通、通讯、住宅、教育、医院和污水处理系统等公共设施筹措资金。由于地方政府债券在我国尚不多见，在其他国家，尤其是美

国数量很多，这里基本以美国的该种债券为分析背景。

2. 地方政府债券分类

地方政府债券（以美国为例）一般分为三大类：一般责任债券、岁入债券、混合及特种债务债券。

（1）一般责任债券。这是由州、市、镇或县政府发行，以发行者的征税能力作保证，尤其以其最不受限制的征税能力作保证的一种政府债券。这种债券的偿还极少拖欠，投资者能按期收回本金并取得利息。发行这种债券所筹措的资金往往用于修建高速公路、飞机场、公园以及市政设施等。

一般说来，州比市、镇、县具有更大的征税能力，州通常以销售税、汽油税或公路使用税以及个人、公司所得税作为发行债券的保证。市、镇、县等地方政府的征税能力没有州政府大，因此通常是以财产税作为发行债券的保证。一般责任债券包括以下几种：

1) 有限税款债券。发行者只能以法律中规定的有限征税能力来作为发行债券的保证，有的该种债券甚至被规定只能以财产税收入作为保证。

2) 无限税款债券。发行者可以用自己充分的征税能力作为发行债券的保证。因此，该种债券比较而言，本利支付比较有保证，安全性高。

3) 特别税赋债券。发行者以向自己所实施项目的受益人征收的税款作为发行债券的保证。比如说，地方政府在某一个地区用发行地方债券的收入修建了一条高速公路，那么任何一个使用该高速公路的人都是该项目的受益人，都得为此缴纳特别受益费，该受益费就成为该债券还本付息的保证。

（2）岁入债券。是由地方有关机构或委员会发行的一种政府债券。这种债券或是为项目融资而发行；或是为企业融资而发行。债券发行者只以经营该项目本身的收益来偿还债务，而不是以地方政府的征税能力作保证。发行这类债券所筹措的资金，多用于修建桥梁、道路、医院、大学宿舍、下水道、电厂等。

岁入债券由于没有地方政府的征税能力作担保，所以其风险通常要比一般责任债券大。为抵补风险，其息票利率一般也比一般责任债券要高，它主要包括：

1) 工业发展债券。由地方市政当局发行，所筹资金用于建设一些私人投资者所不愿从事的工业项目，然后把它们出租给私人企业，承租企业交付的租金被用于偿还债券持有者的本金和利息。这实际上相当于承租企业以优惠的市政借款利率建设成一个新工厂，从而为承租企业节省了一大笔开支。

2) 污染控制债券。它是由地方市政当局发行，债券发行收入用于建立污染控制设施，然后把它们出租给私人公司管理，私人公司缴纳的租金用于支付债券持有者的本金和利息。

3) 住宅债券。由地方政府发行，债券收入用于建造住宅以出租给低收入阶层的居民使用，由此而获得的租金用于偿还债券的本金和利息，如果所获租金不足以还本付息，那么通过该住宅与工业开发部门代为偿还。

4) 医院债券。它是由州政府、州有关机构及地方政府、市立医院、卫生保健当局及非营利公司发行，债券收入用于建立新的医院或提高现有医院的业务水平。

除此之外，还有航空公司债券、大专院校债券、资源恢复债券等。

(3) 混合及特种责任债券。如某些市政债券尽管具有一般责任债券和岁入债券的一些特点，但也具有一种独特的结构，目的在于保证债券的本金和利息的安全性。

1) 保险债券。它是由商业保险公司所制定的保险政策和市政债券发行者的信用加以支持。如果发生违约，保险公司便负责向债券持有者提供一定数额的款项，用于偿还本金和利息。

2) 道义责任债券。它是由州所发行的一种债券。州立法机构作为法律上的权威机构，为了能够保证债券持有者的权益，必须筹集一笔在一般州税收收入之外的款项以应偿债之需要。

3) 处于困境城市保释债券。这种债券的目的在于使出现严重预算赤字的一些主要的一般责任债券的发行人得到保释，其岁入是来自目的税收的财政收入，否则岁入就得纳入州或城市的一般基金。

除此之外，还有信用证支持的债券、以新偿旧债券等。

3. 地方债券的特点

与其他信用工具比，地方债券具有以下几个特点。

(1) 免缴所得税。投资于地方债券的所得利息收入一般都免缴所得税。因此对于息票利率相同的两种债券（一种为免税债券；另一种为纳税债券），免税债券所能带来的实际收入一般要大于纳税债券，尤其是对于一些高所得税率的投资者来说，免税债券更具有吸引力。在美国，免税债券意味着对利息可免征联邦所得税；在州和地方一级对利息可征税或不征税，但是，联邦政府有权对地方债券的利息征税。

(2) 安全性高。地方债券被认为是除了国家债券以外最安全的一种债券。一般来说，地方政府可以通过各种税收建立各种基金，实力均高于一般公司。另外，地方债券的投资项目往往都具有规模性和效益性，还债资金来源有保证。

(3) 流动性强。地方债券由于信誉良好，安全可靠，因此债券持有人可以在需要的时候，在交易所内或在场外市场进行买进卖出，具有相当的流动性。

(4) 期限灵活。地方债券的期限有长、中、短三种期限选择，可以适应不同投资者的要求。

4. 地方债券的税务风险

地方债券具有一定的免税特征，这是毫无疑问的。在美国，《1986 年税收改革法案》通过以前，购买地方债券的利息收入一律免征联邦所得税。不仅如此，大多数州和地方政府对在本地区范围内发行的地方债券，还免征购

买者的州和地方所得税。该法案生效之后，情况出现了一些变化，有些债券可能会属于联邦所得税的征税范围之内。这些税制方面的变动就会影响到免税地方债券的收益。

免税地方债券可能会承担以下两方面的风险：

（1）联邦所得税率将要下降的风险。所得税率越高，免税特点的价值越大。当所得税率下降时，该种债券的价格就会下降。这就是 1986 年税制改革时发生的情况。

（2）作为免税债券发行的地方债券，最终被宣布为纳税债券时，其免税优点丧失，债券价值就会下降。

因此，免税地方债券具有与其他信用工具不同的税务风险，这是考虑地方债券的风险时必须注意到的问题。

第三节 金融债券与公司债券

一、金融债券的定义及特征

1. 金融债券的定义

金融债券是由银行和非银行金融机构为筹措资金而发行的债务凭证。金融机构通过发行金融债券，有利于对资产和负债进行科学管理，实现资产和负债的最佳组合。

金融机构的主要业务包括负债业务和资产业务。金融机构的负债业务包括吸收存款、同业拆借、向中央银行再贷款、发行金融债券等。存款是银行的重要资金来源，但资金稳定性差，在经济动荡时，易发生挤兑风险；同业拆借和向中央银行借款，只能形成短期的资金来源。比较而言，发行金融债券期限灵活，并且由于到期以前，债券持有人不能要求提前兑付，只能在流通市场上转让，资金稳定性好。因此，发行各种不同期限的金融债券，是金融机构筹措稳定的资金来源的重要途径，并且有助于扩大长期投资性质的资产业务。

2. 金融债券的特征

金融债券作为由银行和非银行金融机构发行的一种特种债券，具有以下特征。

(1) 金融债券与公司债券相比，具有较高的安全性。由于金融机构在经济中有较大的影响力和较特殊的地位，各国政府对于金融机构的运营都有严格的规定，并且制定了严格的金融稽核制度。因此，一般金融机构的信用要高于非金融机构类公司。

(2) 与银行存款相比，金融债券的盈利性比较高。由于金融债券的流动性要低于银行存款（持有人不能在到期以前要求银行兑现，只能在市场上出售），因此，一般来说，金融债券的利息率要高于同期银行存款，否则，人们便会去存款，而不是购买金融债券。

在西方国家，由于商业银行与其他金融机构同样采取股份公司的组织形式，故其发行的债券与公司债券一样，受同样的法律约束。日本则有所不同，其金融债券的管理受制于特别的法规。我国对于金融债券的发行和管理有不同于企业债券的特殊规定。

3. 金融债券的种类*

从不同的角度出发，金融债券可有不同的分类。

(1) 按利息的支付方式分类。

1) 付息金融债券。是指在金融债券上附有多期息票的债券。此种债券期限一般为3年或5年，其利息支付以及本金偿付办法同一般息票债券。

2) 贴现金融债券是指期限为1年的短期金融债券，折价发行，对利息收入进行课税。贴现金融债券不能在证券交易所上市，经过批准，可以在金

融中介机构进行柜台交易。

(2) 按照发行条件分类。

1) 普通金融债券。是一种定期存单式的债券，期限有1年、2年和3年三种，到期一次还本付息，平价发行，不计复利。普通金融债券在形式上类似于银行定期存款，但利息率要高些。

2) 累进利息金融债券。是一种浮动期限式、利率与期限相挂钩的金融债券。其期限最短为1年，最长为5年。债券持有者可以在最短和最长期限之间随时到发行银行兑付，其利率也按照债券的期限分为不同的等级，每一个时间段按相应利率计付利息，然后将几个分段的利息相加，便可得出该债券总的利息收入。

3) 贴现金融债券。它是指债券发行时按规定的折扣率，以低于票面价值的价格出售，到期按票面价值偿还本金的一种债券。

二、公司债券的定义及特征

1. 公司债券的定义

公司(企业)债券，是股份制公司或企业发行的有价证券，是公司为了筹措长期资金而发行的一种债务契约，承诺在未来的特定日期，偿还本金并按照事先规定的利率支付利息，在西方国家公司债券即企业债券。在我国，对各种所有制的企业发行的债券均称为企业债券。

对于一个企业来说，可能会因为种种原因而需要筹措资金，包括筹建新项目、一般业务发展、购并其他企业或者弥补亏损。而当企业的自有资本金不能完全满足企业的资金需求时，需要向外部筹资。企业向外部筹资主要有三个途径：(1) 发行股票、对外借款和发行债券。从企业的角度看，发行股票，对企业的要求较高，发行成本也较高，对二级市场也有一定的要求。

(2) 向金融机构等借款，获得的资金期限一般较短，资金的使用要受到债权人的干预，有时还有一定的附加条件。(3) 采用发行债券的方式成本较低，对市场要求也低，同时筹集的资金期限长，数量大，资金使用自由，弥补了股票和借款方式筹资的不足，因此是许多公司偏好的一种筹资方式。

2. 公司债券的特征

公司债券除了具有债券的一般性质外，与其他债券相比还具有以下特征。

(1) 风险性较大。公司债券的还款来源是公司的经营利润。如果公司经营不善，就会使投资者面临利息甚至是本金损失的风险。因此在发行公司债券时，对发债公司要进行严格的信用审查或进行财产抵押，以保护投资者的利益。

(2) 收益率较高。投资于公司债券要承担较高的风险，其收益率也较高。正是这一原因吸引了许多的投资者。

(3) 债券持有者比股票持有者有优先索取利息和优先要求补偿的权力。公司债券的持有人只是公司的债权人，不是股东，因而无权参与公司的经营管理。但是公司债券持有人比股东有优先的收益分配权，并且在公司破产清理资产时，有比股东优先收回本金的权利。

(4) 对于部分公司债券来说，发行者与持有者之间可以相互给予一定的选择权。如在可转换债券中，发行者给予持有者将债券兑换成本公司股票的选择权；在可提前赎回的公司债券中，持有者给予发行者在到期日前提前偿还本金的选择权。当然，获得该种选择权的当事人必须向对方支付一定的费用。

三、公司债券分类

1. 信用公司债

是指发行这种债券不须有实物作抵押，也不用找担保单位，只凭发行者的信誉作为担保。一般而言，只有那些信誉卓著的大公司，才有资格发行信用公司债。因为大公司实力雄厚、盈利多、知名度高，发行无担保公司债券也不妨碍债权人的合法权益。信用公司债券一般期限短，但利率较高。

2. 不动产抵押公司债券

这是指以实际不动产的留置权为担保的债券。若发债公司破产了，抵押债券的持有人可获得所抵押的财产（如房屋、地产、铁路等）的所有权，从而持有人可依法定程序，有权行使其留置权，拍卖抵押物以资抵偿。

3. 证券抵押信托公司债

这是指以公司的其他有价证券为担保发行的债券。作为担保的各种有价证券，通常委托信托银行保管，主要是为了保证债权人的利益。

4. 保证公司债

这是指由第三者作为还本付息担保人的一种公司债。担保人一般为公司的主管部门或银行。也就是说某一公司对发行公司发行的公司债的还本付息予以保证。一般来说投资者比较愿意购买保证公司债。保证行为常见于母子关系，也就是由母公司对子公司发行的公司债予以保证。

5. 设备信托公司债

这种债券来源于美国的若干铁路公司。它是指债权人和受托人签订信托契约，将所购置的设备由受托人代债权人取得所有权，再由受托人和发行公司签订租赁契约，把设备租赁给发行公司，并由发行公司出具分期偿还的本票。发行公司将全部本息偿还后，才能取得设备的所有权。

6. 分期公司债

这是指规定在债券发行期限内的一定时间（如半年或一年），偿还债券的一部分，到预定年限终了，公司债券全部清偿，也就是分期偿还。

7. 收益公司债

这是指以债券发行公司收益状况为条件而支付利息的公司债。发行公司支付债券持有人的利息多少，要取决于发行公司的经营状况，公司经营获利就支付利息，否则就不支付利息。就获利方式而言，收益公司债券具有股票性质，就其最终要到期还本又仍属于债券性质。

8. 按债券持有人是否参与公司利润分配分类

(1) 参加公司债。指除了可以获得预先规定的利息收入以外，还可以在在一定程度上参加公司利润的分配。此种债券兼有债券和股票的性质。发行人大多是经营一般，声誉不太高的企业。

(2) 非参加公司债。指债券持有人只能按照事先约定的利率获得利息，无权参与公司利润的分配。它是公司债券的主要形式。

9. 按债券可否提前赎回分类*

(1) 可提前赎回公司债券。指发行者从持有者那里获得了一种期权，在债券到期前购回全部或部分债券。此种债券又分为必须定期赎回预定数额的债券和可以随时赎回任意数额乃至全部数额的债券两种。

(2) 不可提前赎回公司债券。即一次到期的公司债券。该种公司债券只能在到期满时才能偿还本金和利息。

10. 按发行债券的目的分类*

(1) 普通公司债券。是以固定利率、固定期限为主要特征的债券。这是公司债券的主要形式，目的在于筹资以扩大公司的生产规模。

(2) 改组公司债券。是为清理公司债务而发行的债券，也叫以新换旧债券。此债券可以用旧公司债兑换，也可以用现金购买。

(3) 利息公司债券。也称调整公司债，指经营业绩不佳，存在债务信用危机的股份公司为防止破产并重整公司，经债权人同意，为换回原来较高利率的旧债券而发行的较低利率的新债券。

(4) 延期公司债券。指原公司在债券到期时无力归还，又不能发新债还旧债，在征得债权人同意后可延长期限的公司债。其目的在于延长期限，暂时缓解财政困难。债券延期时可根据适当情况，提高或降低利率。

11. 按发行人是否给予债券持有人选择权分类

(1) 附有选择权的公司债券。这是指在一些债券发行中，债券发行者给予持有者一定选择权，如：1) 可转换公司债。指债券持有人有权把债券按某种规定的转换比率转化为该发行公司的普通股票，或转换为与债券发行公司不同的某个公司的普通股票。转换比率总是随股票的股息和价格而不断调整。2) 有认股权证的公司债。指债券发行时附带一些认股权证，凭该认股权证，债券持有人可以购买债券发行公司或另一家公司的普通股票或某种债务。这种认股权证可以同债券分开，并且分别出售。3) 可退还公司债。指债券持有人有权在指定日期按票面价值将债券回售给债券发行公司，以避免因利率提高而导致债券价格下跌的风险。

(2) 不含有持有者选择权的债券。指在债券发行中，债券发行人未给

予债券持有者上述有关的权力。相应地，此种债券的价格比含有期权的债券来说要低一些。

12. 按是否记名分类*

(1) 记名公司债。这是在债券上登记持有人姓名，支取本息时要凭印鉴领取，转让时必须在债券上背书，同时到发行公司登记的公司债券。

(2) 不记名公司债。是在债券上没有载明持有人姓名，还本付息时仅以债券为凭，转让时不需登记的债券。此种公司债券的流动性要优于记名公司债券。

四、我国的企业债券

我国的企业债券是指在中国境内具有法人资格的企业在境内按法定程序发行的约定在一定期限内还本付息的有价证券。发行企业债券的目的是为落实国家产业政策，完成在建工程和收尾工程，解决企业资金的不足。发行企业债券，须经过有关部门审批，并且发行额要严格控制在国家下达的指标范围内。所筹资金应当严格遵循审批机关批准的用途使用。如果用于固定资产投资，必须依照国家有关固定资产投资的规定办理。

我国的企业债券主要有六种：重点企业债券、地方企业债券、企业短期融资券、企业内部债券，以及 1992 年发行的住宅建设债券与地方投资公司债券。

1. 重点企业债券

这是从 1987 年开始发行的。目的是为了弥补国家计划内重点建设资金的不足。该年度重点企业债券共发行 45 亿元，由中国人民建设银行代理电力、钢铁、有色金属、石油化工与部门所属企业，面向企业和事业单位发行。债券到期由筹资企业还本付息，债券期限为 3 年～10 年，年利率较低。大部分债券是以平价能源、原材料等来偿还本息。1988 年以后，重点企业债券改由各专业银行代理国家专业投资公司发行。各部门、地方政府及单位，按当年自筹资金的一定比例认购，并允许个人购买其中某些债券。1990 年以后，我国重点建设项目和重点企业的资金基本上都采用地方企业债券的形式募集，重点企业债券的发行改为国家专业投资公司发行。于是，发行重点企业债券的数字开始统计入国家投资公司债券。1992 年起，它与基本建设债券分开，成为国家投资公司债券。

2. 地方企业债券

这种债券从 1985 年开始发行，一般为 1 年～5 年期，利率略高于同期银行的存款利率，发行对象主要是个人。个人购买企业债券的利息收入，要交纳 20% 的个人收入调节税。比较规范的地方企业债券主要有三种类型。

(1) 付息票企业债券。即在债券上附有各期息票，期限为 5 年左右，一般 1 年支付一次利息。息票到期时，由原代理发行债券的金融机构将其剪

下并代为支付利息，债券到期时，持券人凭债券券面部分向代理发行的金融机构兑取本金。

(2) 利还本清的存单式企业债券。该种债券最为普遍，期限为1年~5年，平价发行，到期一次支付本息。该债券不记名，不挂失，发行后可以转让和抵押，发行对象是企事业单位和城乡居民。

(3) 产品配额企业债券。该种债券利息很低或者没有利息，由发行企业根据投资人认购债券的数额，按期向投资人提供一定数量的本企业产品，等价清偿部分或全部本息。其发行对象一般为相关的企业。

3. 企业短期融资债券

1987年在上海首先发行，并于1989年在全国推广，发行短期融资债券的目的是为企业筹集短期流动资金。期限多为3个月、6个月和9个月。发行对象是单位和个人，利息低于1年期的储蓄存款，所筹资金必须用于短期流动资金支出，不能用于固定资产投资或满足长期流动资金需要。

4. 内部债券*

这种债券从1988年开始发行，发行对象主要是企业内部职工。所筹资金对于国有企业来说，用于补充流动资金；对于集体企业来说，用于增加铺底资金。

5. 住宅建设债券

这是从1992年开始发行的，当年发行6.43亿元，所筹资金主要用于地方的居民住宅建设。

6. 地方投资公司债券

这种债券从1992年开始发行的一种新的企业债券，当年发行4.37亿元。筹资主体是一些地方性的投资公司，筹措资金主要用于地方重点建设项目。

我国的企业债券经历了一个曲折发展的过程。早在1984年，我国就已出现企业债券，当时主要是企业自发向社会和内部职工发行债券，债券很不规范。1987年，国务院颁布了《企业债券管理暂行条例》，使企业债券的发行和管理逐步走向规范化。1989年，国务院颁布了《关于加强企业债券管理的通知》。1990年，又制定了《企业债券的申报审批制度》，加强了对地方企业债券的计划管理工作。1991年开始，各地试行了企业债券的承购包销发行方式，组织承购团，进行异地发行。1993年，国务院重新制定了《企业债券管理条例》使得企业债券的管理工作更加适合新的经济状况，使之更加趋于完善。1995年末，中国石化、中国铁路、华北电力、吉林石化、广梅汕五种企业债券相继发行，给我国的企业债券市场带来了新的生机。

由于历史的原因，目前我国企业债券主要集中于沈阳、大连、上海、河北、武汉和广东等几个地区。这些地区企业债券发行规模较大，市场也比较活跃。但从总体看，我国企业债券尚不成规模，还需走过一条漫长的发展道路。

第四节 国际债券

一、国际债券的定义

国际债券是一国政府、金融机构、工商企业或国际性组织为筹措中长期资金而在外国金融市场上发行的、以外币为面值的债券。国际债券的发行者与发行地点不属同一国家，因此它的发行者与投资者分属于不同的国家。国际债券是一种在国际间直接融通资金的金融工具。

二、发行国际债券的原因

一般来说，各国运用国际债券来筹集资金的主要目的有以下五个方面。

1．用以弥补发行国政府财政赤字

对于一国政府来说，弥补财政赤字除了可以用国内债券的方式外，还可以通过发行国际债券的形式筹集资金，作为国内债券的补充。

2．用以弥补发行国政府国际收支的逆差

发行国际债券所筹集的资金在国际收支平衡表上表现为资本的流入，属于资本收入，因而有利于减少国际收支逆差。在 1967 年至 1968 年的石油危机冲击中，许多西方工业国家都采用发行国际债券方式来弥补由于石油价格上涨而造成的国际收支逆差。

3．用以为大型或特大型工程筹集建设资金

这主要由一些国际金融机构或公司集团组成的投资机构来发行。

4．用以为一些大型的工商企业或跨国公司增加经营资本来筹措资金，从而增强其实力

大型企业为增强其实力，故需要大量资金的支持。

5．用以为一些主要的国际金融组织筹措活动资金

例如世界银行就曾多次发行外国债券，以筹措巨额资金，实施其开发计划。

三、国际债券的特点

国际债券与国内债券相比，有以下三方面特点。

1．资金来源比较广泛

国际债券是在外国金融市场上发行的，面对众多的国外投资者，市场潜力很大。

2．期限长、数额大

通过国际债券方式筹措资金与用国际贷款方式筹措资金相比，其期限更长，数额更大，而且债券所筹资金的使用不受投资者的干涉，也没有附加条

件，并且通过国际债券方式筹资，有利于促使其负债结构的多样化。

3. 资金的安全性较高

在国际债券市场筹措资金，通常可得到一个主权国家以普通责任能力或“付款承诺”的保证，其安全性高，吸引力也大，因而有利于减轻或稳定还本付息的负担，有利于吸收中长期的资金。

四、国际债券的种类

1. 外国债券

外国债券是一种传统的国际债券。即由一国政府、公司企业、银行或非银行金融机构及国际性组织为借款人在另一国的债券市场上发行的债券。此种债券的票面金额和利息都以债券发行市场所在国家的货币表示。有的债券发行者属于一个国家，债券面值的货币和债券的发行地同属另一个国家。比如说，美国的扬基债券、日本的武士债券都是外国债券。目前世界上主要的外国债券市场在美国、日本、瑞士和德国。一般来说，外国债券偿还期限长，所筹资金可以自由运用，但是由于其发行会引起两国之间的资金流通，发行时一方面要受到本国外汇管理条例的制约；另一方面还要得到发行地所在国货币当局的批准，遵守当地的有关债券的管理规定，因此手续比较繁琐，限制也比较多。外国债券的发行方式主要有两种：公募发行与私募发行。公募债券发行后可以上市流通；私募债券被特定有限的投资者购买后，不能上市，或在一定期限内不能转让。目前，大多数的外国债券都是公募债券。

2. 欧洲债券

欧洲债券是由一国政府、金融机构、工商企业及国际性金融组织在另一国金融市场发行的，不以发行地所在国货币，而以另一种可以自由兑换的货币为面值的债券。它的发行者属于一个国家，发行地则属于另一个国家，而面值货币又属于第三个国家。当然，欧洲债券的面值货币，除了用单独的货币发行外，还可以用综合性的货币单位发行，如用 SDR_s，ECU 等。

欧洲债券自从 60 年代产生以来，发展极其迅速。目前在国际债券市场上，欧洲债券所占的比例远大于外国债券所占的比例。欧洲债券具有吸引力的原因来自以下六方面的特征。

(1) 欧洲债券市场不属于任何一个国家，因此债券发行者不需要向任何监督机关登记注册，可以回避许多限制，因此增加了其债券种类创新的自由度与吸引力。

(2) 欧洲债券市场是一个完全自由的市场，无利率管制，无发行额限制。由于筹措的是境外货币资金，所以不受面值货币所在国法律的约束，市场容量大而且自由灵活，能满足发行者的筹资要求。

(3) 债券的发行常是由几家大的跨国银行或国际银团组成的承销辛迪加负责办理，有时也可能组织一个庞大的认购集团，因此发行面广；同时，

它的发行一般采用不经过官方批准的非正式发行方式，手续简便，费用较低。

（4）欧洲债券的利息收入通常免缴所得税，或不预先扣除借款国的税款。另外，欧洲债券是以不记名的形式发行，并可以保存在国外，可以使投资者逃避国内所得税。

（5）欧洲债券市场是一个极富活力的二级市场。债券种类繁多，货币选择性强，可以使债券持有人比较容易地转让债券以取得现金，或者在不同种类的债券之间进行选择，规避汇率和利率风险，因此其流动性较强。

（6）欧洲债券的发行者主要是各国政府、国际组织或一些大公司，他们的信用等级很高，因此安全可靠，而且收益率又较高。

欧洲债券的发行人具有某种极端的创造性，设计出种种票据以适应自己的需要，比如固定利率债券、浮动利率债券、附有认股权证的债券、可转换债券、再投入债券等。其中浮动利率债券的利息每隔3个月或6个月调整一次，其息票利率是伦敦银行同业拆借利率加一个拟定差额，附利率上限条款的浮动利率债券，附最小最大利率水平的浮动利率债券，或者附利率下限的浮动利率债券和在利率到达指定水平时自动转换为固定利率债券的浮动利率债券。这些都是浮动利率债券的变种。再投入债券，允许把利息投入到债券之中，并且与原始债券的条件和条款相同，因此可以定期生成更多的债券，有利于发行人进一步筹集资金。

欧洲债券市场并不是个地理范围上的概念，它实际上包括了亚洲、中东地区的国际债券市场。因此，欧洲债券市场是指任何在票面上所用货币和发行国国境之外发行的国际债券，所以又称“境外债券”。

五、我国的国际债券

我国是从1982年进入国际资本市场的。1982年1月，中国国际信托投资公司以私募方式在日本东京发行了100亿元的日本武士债券。1984年11月，中国银行以公募方式在日本东京发行了10年期200亿日元的武士债券。两次发行标志着我国金融机构开始进入国际债券市场。迄今为止，我国进入国际债券市场的主体主要有各商业银行、信托投资公司以及财政部。发行国际债券的币种有美元、日元和德国马克。在计息方式上，浮动利率与固定利率方式平分秋色。而发行市场则主要集中于日本、新加坡、英国、德国、瑞士和美国。

第四章 投资基金

第一节 投资基金概述

一、投资基金

1. 投资基金的概念

投资基金是一种利益共享、风险共担的集合投资制度。它通过发行基金证券，集中投资者的资金，交由基金托管人托管，由基金管理人管理，主要从事股票、债券等金融工具的投资。

2. 投资基金与股票、债券的区别

(1) 基金证券的概念。基金证券或称投资基金证券，是指由基金发起人向社会公开发行的，表示持有人按其所持份额享有资产所有权、收益分配权和剩余资产分配权的凭证。按照基金的发起和建立方式的不同，基金证券可分为“基金受益证券”和“基金股票”两种。

(2) 基金证券与股票、债券的区别。基金证券是一种有价证券。虽然它自身并没有价值，但由于它代表着证券持有人的资产所有权、收益分配权以及剩余财产分配权等诸多权益，因而也能在市场上进行交易，并在交易过程中形成自己的价格。作为有价证券，基金证券有着与股票、债券共同的特征。

基金证券又有着与股票、债券之间的明显区别。这些区别主要体现在以下几个方面。

1) 权利关系不同。基金证券是由基金发起人发行的。如果基金是发起人按照契约形式发起的，则投资购买基金证券的持有人与发起人之间是一种契约关系；如果基金是按照公司形式发起的，则通常先要组成基金公司，并由发起人组成董事会，由董事会决定基金的发起、设立、中止以及选择管理人和托管人等事项。证券持有人虽然也是公司的股东之一，但都不参与基金的运用。发起人与管理人、托管人之间完全是一种信托契约关系；股票是由股份公司发行的，股票持有人是股份公司的股东，有权参与公司的经营管理决策，股东对公司是一种股权关系；债券则是由政府、银行及企业等诸家发行主体发行的，债券的投资者与发行者之间形成的是一种债权债务关系。

2) 投资者的经营管理权不同。通过发行股票筹集到的资金，完全可由发行股票的股份公司掌握和运用，股票持有人也有权参与公司的经营管理决策；通过发行债券筹集到的资金，也是由发行债券的公司自主支配。而投资基金的运作机制则有所不同。无论是哪种类型的基金，其发起人和投资人都直接从事基金的运作，而是委托管理人营运。同时，投资基金信托又不同于个人信托。个人信托是单个投资者委托证券公司买卖证券，这种委托业务完全体现着投资者个人的意志，即完全按照投资者的指令买进或卖出。而投

资基金信托则是一种集中信托，受托的管理人本着“受人之托，代人理财，忠实服务，科学运用”的精神，按照基金章程规定的投资限制，对该基金自主地加以运用，并保证投资者获得丰厚的收益。投资者只分享基金的盈利和分红，不干预基金的管理和操作。

3) 风险和收益各不相同。投资基金是委托专门的投资机构进行分散组合投资，因而可以分散和降低投资风险。从风险程度上看，投资于基金证券的风险要小于对股票的投资，但大于对债券的投资。投资于基金证券的收益是不固定的，这一点不同于债券而类似于股票。从收益水平上看，基金证券的投资收益一般小于股票投资，但大于债券投资。因此，人们一般认为基金证券是一种风险低于股票、收益高于债券的有价证券。

4) 存续时间不一致。每一种类型的投资基金都规定有一定的存续时间，期满即终止。这一点类似于债券投资。与债券投资所不同的是，投资基金经持有人大会或基金公司董事会决议，可以提前终止，也可以期满后延续。封闭式基金在存续期间不得随意增减基金券，持有人只能通过交易市场买卖基金证券。从这一点看，投资于基金证券又类似于股票投资。与股票投资所不同的是，开放式基金可以随时增加或减少基金券，持有人可以按基金的资产净值向公司要求申购或赎回其所持有的单位或股份。

二、投资基金的产生与发展

1. 投资基金的兴起

英国于 1868 年创立了世界上第一个基金机构，即“海外和殖民地政府信托组织”。当时正是英国产业革命成功之时，工商业高度发达，殖民地和对外贸易遍及全球。由于国内资金积累过多，国内市场相对狭小，资金苦于无出路，便纷纷转向海外发展。首创的这家投资基金机构专以分散投资于殖民地的公司债为主，投资地区远及南北美洲、中东、东南亚以及意大利、葡萄牙和西班牙等国。

在起步阶段，由于投资者缺乏投资的基本知识和经验，一些“骗财公司”乘虚而入，骗财事件时有发生。投资者吸取教训，开始寻求规范化的投资途径与方式，政府也支持，并出面组成了投资公司，委托具有专门知识的代理人代为投资，并分散风险，让中小投资者也能和大投资者一样享受国际投资的丰厚报酬。这种集合众人资金委托专家经营的投资方式，很快就受到广大投资者的热烈欢迎和响应。

2. 现代基金的形成

虽然投资基金最早出现在英国，但现代意义上的基金却是 1924 年在美国出现的。此后的几十年中，基金得到了充分的发展与繁荣。

1924 年，美国的第一个共同基金——“马萨诸塞投资信托基金”在波士顿设立。该基金设立时只有 5 万美元的资产，由哈佛大学的 200 名教授出资。

一年后，资产增加为 39.4 万美元。直到今天，这个基金依然存在，其资产已超过 10 亿美元，有 85000 个基金投资人。

如今，投资基金已成为美国最普遍的投资方式，投资基金的资产总额已近 8000 亿美元，登记在册的各种基金将近 3000 个，这些基金被 2500 万人持有，即每 4 户人家就有 1 户向投资基金投资。

在金融较为发达的国家中，日本属于后起之秀。虽然它的基金业起步较晚，但自建立以来，一直得以高速、顺利地发展。

日本投资基金萌芽于 1930 年。这一年，日本人寿保险公司为防止因纽约股市暴跌而引发的日本股市下滑，共同出资组建了“生命证券”投资公司，这是一个具有法人性质的公司。到了 1937 年，经纪人藤本创立了名为“藤本票据经纪商”的有价证券投资组织，这个组织以每户 500 元，每 10 万元为一组，向一般投资者募集资金，用以购买股票和债券，并将所获收益分配给投资者。“藤本票据经纪商”已具备了证券投资信托的性质，一般认为它是日本投资基金的第一个正式法人组织。

随着金融市场的发展和投资者需求的多样化，日本的投资基金进入 70 年代以后不断扩大。1980 年推出中期国债基金这一划时代的投资商品，把长期投资与中期投资结合起来。其后，债券投资信托基金不断推出适合自然人和法人多样化需求的新品种，如 1975 年股票投资信托推出目标型高收益基金；1983 年推出追加型基金、为法人服务的无手续费基金，还有以工资预扣方式认购基金的累积型基金等，它们都普遍受到投资者的欢迎。1988 年，后来居上的日本超过美国，成为全球基金投资业最为发达的国家。

3. 我国投资基金的发展*

随着我国经济的高速发展，人均收入水平迅速提高。1995 年，国民生产总值达到 5.77 万亿元，居民储蓄存款余额将近 3 万亿元。随着收入水平和风险意识的增强，人们需要有更多的投资种类和投资机会，他们已不再满足于银行储蓄和国债等固定利息的投资。但由于个人的零散资金不能形成规模投资，而所需资金规模起点较低的股票投资，又因时间、精力及专业知识的限制而难以驾驭，风险较大。这样一来，投资基金作为汇集广大投资者的零散资金，交由专门投资机构经营的大众式集合投资制度便应运而生。

我国金融机构最早接触投资基金业务是在 1987 年。当时，中国银行和中国国际信托投资公司首先开展了这一业务。从 1991 年开始，基金业务有了实质性进展。1991 年 10 月，武汉证券公司发起设立了我国第一家基金——“武汉证券投资基金”；1992 年，我国开始出现了投资基金热潮，沈阳、大连、上海、广东、浙江、黑龙江等地推出了多个不同种类的基金；1992 年 11 月，由中国农村发展信托投资公司和淄博市信托投资公司等机构发起的“淄博乡镇企业投资基金”由人民银行总行批准设立，这是我国第一家规范化的国内基金，其整套运作均按国际惯例进行。

现在，投资基金已逐步为公众所认识和熟悉，相关的法律、法规也正在

酝酿出台，相信这一投资方式将在金融市场上发挥日益重要的作用。

三、投资基金的特点

投资基金的基本功能是汇集众多投资者的资金，交由专门的投资机构管理，由证券分析专家和投资专家具体操作运用，根据设定的投资目标，将资金分散投资于特定的资产组合，投资收益归原投资者所有。代理投资机构作为基金的管理者，只收取一定的服务费用。其特点就是：集合投资、分散风险、专家操作管理。具体说来，是由代理投资机构把众多的、非特定的投资者的资金集中起来，组成一个共同的财产进行投资。代理投资机构根据与投资客户商定的投资最佳收益目标和最小风险，把集中的资金再适当分散投资于各种证券和其他金融商品。根据各国和地区的不同情况，投资的对象既可以是资本市场上的上市股票和债券，也可以是货币市场上的短期票据和银行间的同业拆借，还可以是金融期货、黄金、期权交易以及不动产等。

四、投资基金的分类

1. 基金的类型

基金业发展到今天，数量不断增加，名目亦趋繁多。但不管怎样变化，基本上都是仿效英美两国早期的基金投资制度发展起来的。这些基金按其法律地位进行分类，可以分为契约型与公司型两大基本类型。

(1) 契约型基金。是根据一定的信托契约原理组织起来的代理投资制度。也就是由委托者、受托者和受益者三方订立信托投资契约，由经理机构（委托者）根据契约运用信托财产进行投资，由受托者（信托公司或银行）负责保管信托财产，而投资成果则由投资者（受益者）享有的一种基金类型。

契约型基金具体又可以分为两类：

1) 单位型。单位型基金的设定是以某一特定货币总额单位为限来进行资金的筹集，并以此组成一个单独的基金来进行管理。某一特定货币总额的资金筹集工作结束后，投资者如果还要参加基金投资，就只能参加委托者设定的另一个单位的信托投资基金。这类基金的设定往往要规定一定的期限，每年分配一次收益。一旦期限终止，信托契约便告解除，并退回本金与收益。如果信托契约的期限未到，则不准解约，即不能退回本金，也不得追加投资。单位型基金又可细分为固定型和半固定型两种。固定型基金是指基金按投资计划投资，所投资的证券资产经编定后，不论价格如何变化，只要证券发行公司不发生合并或撤销，基金经理公司就不得以出卖等方式任意改变已编定的证券资产。半固定型基金投资的证券资产经编定后，经理公司在一定的条件和范围之内，可以变更基金的资产内容。

2) 基金型。这类基金的筹资和投资活动没有进行一个单位与另一个单

位互相独立的划分，而是综合为一个基金。这类基金有的有总金额限制，有的则没有。在期限设定上，又有15年和20年等的区别，而且由于期限可以再延长，所以实际上往往是无期限设定。基金的代理投资机构往往根据其投资持有的债券及股票的市场价格，计算出每一份受益凭证的净值，再加上管理费 and 手续费等因素，最后公布出受益凭证的买价和卖价。这样，原投资者既可以买价把受益凭证卖回给代理投资机构，以解除信托契约，抽回资金；也可以卖价从代理投资机构买入受益凭证，建立信托契约，进行投资。

(2) 公司型基金。与契约型基金不同的是，公司型基金不是按照一定的信托契约，而是按照公司法组成以营利为目的的股份有限公司进行营运。投资者经由购买公司股份成为股东，由股东大会选出董事、监事，再由董事、监事投票选出该公司的总经理，并选定某一投资管理公司来管理该公司的资产。这种基金股份的出售一般都委托专门的承销公司来进行。

公司型基金通常包括四个当事人：投资公司、管理公司、保管公司及承销公司。投资公司是公司型基金的主体，它以发行股票的方式筹措资金，其股东即为受益者，相当于契约型基金的受益凭证的持有者。管理公司在与投资公司订立管理契约之后，既要办理一切管理事务并收取管理报酬，又要为投资公司充当顾问，提供调查资料和服务。保管公司一般由投资公司指定的信托公司或银行充当。保管公司在与投资公司订立保管契约之后，负责保管投资的证券，并办理每日每股资产净值的核算，配发股息并办理过户手续等。保管公司收取保管报酬，与契约型基金的受托者大致相似。承销公司负责推销和回购公司股票。投资公司的股票首先由承销公司承销，再作次级分配给零销商，由零销商分售给投资大众。股东如果要退出基金而请求公司购回股票、返还资金时，也由承销公司办理。

公司型基金具体可以分为以下两类：

1) 封闭型。封闭型基金是通过投资者购买公司股份组成股份公司进行营运的。该公司发行的股票可以在证券交易所上市交易，其价格由市场的供求关系决定。公司发行的股份数量是固定不变的，发行期满后基金就封闭起来，不再增加股份。投资者购买股票后不得退股，即不得要求基金公司购回股票，同时也不允许增加新投资。投资者若想将股票变现，就必须将股票拿到证券交易所去转让。

2) 开放型。与封闭型基金明显不同的是，开放型基金的投资公司原则上只发行一种股票（普通股），持股者可以根据市场状况和自己的投资决策，自行决定退股（即要求公司把自己持有的股票退回）或是扩大公司股份的持有比例。也就是说，公司的基金总额不是封闭的，而是可以追加的。有人又因此将其称为“追加型投资基金。”

2. 根据投资标的划分

(1) 国债基金。国债基金的主要投资对象是信用等级较高、流动性较强的各种国债，其目的是保证资本金安全，追求的是当期收入，是一种低风

险的收益型基金。虽然这类基金的安全系数较大，但基金股份的价格在市场上仍然会波动，因为债券本身的价值就会随市场利率的波动而变化。此外，基金投资组合中所持国债偿还期限的长短也牵涉到风险问题。

(2) 股票基金。股票基金是最基本的基金品种之一，投资基金的投资对象就是股票，它通过风险不同类型的股票投资选择，达到追求资本的增值和最大限度地规避风险。

五、投资基金的业务种类

目前，全世界的基金业务发展很快，基金的数目也在不断增加。这些基金的具体业务可以从不同的角度进行不同的分类。

1. 按投资目标分类

可将基金分为收入基金、成长基金、收入和成长基金、积极成长基金、新兴成长基金以及平衡型基金和特殊基金。

(1) 收入基金。主要是将资金投资于各种可以带来收入的有价证券，以获取最大的当期收入。这种基金虽然成长的潜力小，但其损失本金的风险也低，因而比较受保守的投资者以及退休人员的欢迎。收入基金通常分为两种，即固定收入基金和股票收入基金。固定收入基金的主要投资对象是债券和优先股股票，因而尽管收益率较高，长期成长的潜力却比较小，而且，当市场利率发生波动时，基金净值还容易受到影响。股票收入基金的成长潜力比较大，但易受股市波动的影响。

(2) 成长基金又称“长期成长基金”。它重视资金的长期成长，因而往往把资产投向信誉好而且长期有盈余的公司，或者是有长期成长前景的公司，一般还要求这些公司的成长水平高出整个股市的平均水平。正因为如此，成长基金的股利收入通常要比收入基金少。

(3) 收入和成长基金。这是通过投资于可带来收入的证券及有成长潜力的股票，来达到既有收入又能成长的目的。在收入与成长当中，这类基金偏重于成长；但是为了顾及收入，基金投资的股票又必须能够分配股利。收入和成长基金的投资策略要比成长基金保守，往往将资金投资于股价波动较小的股票。因此，资金不多的小额投资者最乐意选择这种基金。

(4) 积极成长基金又称作“高成长基金”、“资本增值基金”或“最大成长基金”。它追求的是资本的最大增值，一般是把基金的资产投资于具有高成长潜力的股票或其他证券。这类基金的票券通常只付很少的股利或根本不付利息，公司为了追求成长，往往将盈利滚入资本投资。

(5) 新兴成长基金。它与积极成长基金有些相似，追求的是成长而不是收入。所不同的是，新兴成长基金的投资重点是新兴行业中具有成长潜力的小公司，或是诸如高科技等具有高成长潜力行业中的小公司。因此，这种基金又常被人们称为“小公司基金”。这种基金比较适合愿意承担较大风险

的投资者。

(6) 平衡型基金。它类似收入和成长基金，既要谋取当期的收入，又要追求资金的长期成长。所不同的是，收入和成长基金的投资对象主要是股票，而平衡型基金则是把资金分散投资于股票和债券。平衡型基金较为保守，故风险较低，这比较适合于资金不多的投资者。

(7) 特殊基金。这是 1981 年才开始流行起来的新型基金，它是为吸引对某种特定行业有很大兴趣的投资者而设立的，这些行业包括医疗保健业和一些公用事业等。这种基金的波动性相当大，风险也比较高。

2. 按投资对象分类

可分为货币市场基金、公用债券基金、政府公债基金以及黄金基金。

(1) 货币市场基金。是将筹措来的资金投向货币市场中的短期金融工具，如商业本票、可转让定期存单以及其他短期票券。这种基金和其他投资于股票的基金的最大区别就是基金的股份价格固定不变，也就是说，向这类基金投资，投资的报酬就不断地累积并增加投资者所拥有的股份。一般说来，这种基金的收益率要比银行等机构的各种现金投资工具的获利水平高，因为它增强资金流动性的中间环节少；同时，它的风险程度也较低，因为投资于短期金融工具既可以生息又能及时变现。

(2) 公用债券基金又称免税基金。在美国，它所投资的公债是由州、市等地方政府发行的，投资所获的利息收入免征联邦税。这种基金对那些收入高适用税率也高的投资者来说非常有利。

公司债券基金是一种特殊的收入基金，它通常把 60% 以上的资金投资于公司债券。对投资者来说，投资于公司债券基金，不仅能获得比政府债券基金高的收益，还能以较少的资金间接投资于债券市场。不同的公司债券基金有不同的投资策略。很多基金都把大多数资金投向 A 级以上的债券，有的是投向 BBB 级以上的债券；有的基金则不然，而是将大量资金投向垃圾债券，目的是获取更高的报酬。

(3) 政府公债基金。一般只能投资于直接或间接由联邦政府担保的有价证券。虽说这类基金的安全系数较大，但基金股份的价格在市场上仍然会波动，因为债券本身的价值就会随市场利率的波动而变化。此外，基金投资组合中所持公债偿还期限的长短也牵涉到风险问题。因此，投资于政府公债基金同样有损及本金的风险。

(4) 黄金基金。通常又被划归为特殊基金。因为这类基金总是把资金集中投入特定的领域，最典型的是投资于金矿公司的股票。投资于黄金基金要比直接购买黄金好。因为当金市看好时，金矿公司可以赚钱，投资者可以分到股利，直接购买黄金就没有这种待遇。此外，基金可以将资金分散投资于各国的金矿公司，既增加收益的机会又分散投资风险，这又是直接购买黄金所实现不了的。

3. 按投资的国界分类

可将基金分为国内基金和国际基金。

(1) 国内基金。是指在本国筹资并投资于本国金融工具的基金。也就是说，国内基金的资金来源于国内投资者，基金资产的运用也在境内进行。上面介绍的基金大都属于国内基金。

(2) 国际基金。是指在一国筹资，主要投资于另一国金融商品（主要是股票）的基金。国际基金有多种。除了主要投资于外国证券之外，也对本国证券进行投资的国际基金被称为“环球基金”；完全投资于外国证券的国际基金则被称作“海外基金”。国际基金当中还有一类以基金投向国或投向国某地命名的“国家基金”，如印度基金、加拿大基金、日本基金等。1990年11月，由法国东方汇理银行与上海市合作，在香港和欧洲设立了“上海基金”，成为以我国内地的证券为投资对象的第一个国际基金。

六、基金的费用

在投资基金的酝酿、发行、日常经营过程中，要发生各种各样的费用，这些费用均从基金投资的盈利中扣除，即由投资者来承担；同时，这些费用又分别是基金管理人、经纪人等的收入来源。一般来讲，与基金有关的费用主要有以下几种：

1. 前期费用

指基金证券正式发行前和发行时所发生的费用，包括宣传费、招募章程费、申请费等等。在英国，基金的前期费用是基金管理人的收入来源，一般相当于发行金额的5%，如果是由辛迪加承购团认购的封闭式基金，该费用是根据发行规模的不同，一般为发行金额的3%~7%。在美国，基金证券销售费用最高限规定为8.5%。

2. 管理费用

管理费用也是基金管理人的收入，以该基金资产净值的一定百分比计算。由于以资产净值为基数，因此，基金经营得越好，资产净值越大，管理人得到的收入越多。在英国，基金的管理费一般为资产净值的1%，封闭式基金根据基金规模不同，从0.4%~2%不等。如果基金经营得非常出色，还可以向管理人颁发一定奖金。在美国，投资管理费为0.5%~2%。

3. 保管与交割费用

保管费是一项固定费用，按托管资产金额的一定百分比计收。交割费是指每笔买卖移动或转移票证所发生的费用，一般按交割证券的资产净值的一定百分比计算，在美国，托管费、法律费、会计费及转换代理成本，每年约占净资产的1%左右。根据美国法律，基金的财务报表必须列明每股总费用，以及占基金净资产的百分比。

4. 经纪人费用

指经纪人代客买卖时，按交易所的规定计收的费用。

七、基金资产的估值与净资产的计算

1. 基金资产的估值

基金资产的估值是指对基金的净资产值按照一定的价格进行估算。通常基金经理（管理公司）必须在每一个营业日或每周一次或至少每月一次计算，并公布基金的净资产值。

2. 基金净资产值的计算

基金的净资产值是衡量一个基金经营好坏的主要指标，也是基金单位买卖价格的计算依据。根据规定、基金经理公司须在每一营业日计算并公布基金净资产值。

基金净资产价值总额，按一般公认会计原则，以基金总资产价值扣除总负债计算。其计算方法是：

（1）上市股票、公债、公司债、金融债等。以计算日证券交易所的收盘价格为准。

（2）未上市公债及金融债券。以其面值加计至计算日止应收的利息为准，投资所产生其他利息或收益时，应予列入资产价值内。

（3）短期票券。以买进成本加计自买进日起至计算日止应收的利息为准，投资所产生其他利息或收益时，应予列入资产价值内。

（4）若第1条规定的计算日无收盘价格，则按其前的收盘价格计算。

（5）现金与相当于现金的资产，应收款项、已付（如果其未在未计算日或其前扣除的话）及迟延费用应列计其全价或市价。

（6）经理公司会同会计师如认为有任何资产可能无法全部收回时或基金有或将有负债时，可以预留适当的折价或提列准备

（7）尚未履行的资产取得或处分契约，应视同已履行。

（8）债务应包括依信托契约规定至计算日止对保管公司或经理公司应付未付的报酬。

（9）债务应以逐日提列方式计算。

（10）如遇特殊情况而无法或不宜依上述标准确定净资产价值时，经理公司应依照主管机关规定办理。

每个受益权单位净资产价值以计算日的基金净资产价值总额，除以已发行在外受益权单位总数，计算至币值分为单位，不满一分者四舍五入。

但如果与基金资产有关的证券交易所不是因为例假日而停止营业，或证券交易受限制或暂停，通常使用的通信中断，或非经理公司所能控制的其他事由发生，导致不能计算基金净资产价值或计算有实质困难的话，经理公司可以暂停计算基金净资产价值。

基金净资产值是基金单位价格的内在价值，因此，基金单位价格与其净资产值一般是趋于一致的，净资产值增长，基金单位的价格也跟着增长，特

别是开放式基金，基金单位的认购或购回的价格都是直接以净资产价值计价。但是，有时二者也会产生偏离，由于封闭型基金是在证券交易市场上市，其价格除了受净资产价值影响外，还要受到市场供求情况、经济形势、政治环境等多方面因素的影响，因此，二者不可避免地会产生偏差，有时甚至是反向趋势。

就基金净资产价值本身来看，由于基金投资的各种有价证券，特别是股票的市场价格与其内在价值常常背离，因此建立在这一基础上的基金净资产价值必然含有“水分”，尤其是在股市大起大落之时。从这个意义上说，基金净资产价值并没能真正反映某个基金的资产拥有情况。

一般说来，在“牛市”的时候，基金投资组合中股票的成分越多，净资产中“水分”就越大；反之，在“熊市”当道期间，基金的净资产值中，“水分”的因素就会少一些。

若从投资的收益—风险角度看，基金净资产值中“水分”越大，收益与风险就同时递增。

所以，对于各种基金的净资产值的多寡孰好孰坏，很难有一个统一的评判标准。主要应该根据以下几个标准来看：

（1）基金投资的有价证券质量。如果投资者想购买的基金所选择的投资对象以收益稳定、市场价格波动幅度小的有价证券时，基金净资产值当然越高越好。

（2）基金投资的目的在于获利，其中资本利得是不可忽视的因素。这项收入本身就靠有价证券在市场“低进高出”获取的。从这一标准看，基金净资产值中“水分”太小也是不行的。在此情况下，基金的净资产值应该在资产结构，特别是有价证券组合结构方面常有变化。这种变化表明基金的操作者在证券投资方面比较注意有价证券的市场价格变化，在投资中采用了比例较大的短线作业。收益与风险的可能同时增长。

八、封闭式基金的期限

每一种类型的投资基金都规定有一定的存续时间。封闭式基金的期限是按照基金章程规定的期限，期满即终止，在此期间投资者不可赎回基金，需到规定期限期满后，投资者才可以直接向基金公司赎回。

九、基金证券的发行、上市和流通*

1. 基金证券的发行

（1）基金证券的发程序。基金证券的发程序是指发行人从筹备发起基金、申请报批、销售基金证券直至基金证券上市的全过程，主要包括以下几个步骤。

1) 设立前的准备工作。主要是熟悉有关法律法规；了解基金发行的有关事项；起草可行性研究报告及设立基金所需的整套文件等。

2) 申报与审批。即基金发起人向主管机构提出正式设立基金的申请，并报送有关文件，主管机构进行审查后给予批复。

3) 签订承销协议。基金一经主管机构批复，即可委托证券商承销基金证券。证券承销前，基金发起人与证券商须就承销方式、承销价格、手续费率、划款时间以及违约处罚等内容签订承销协议。如果基金证券由承销团承销，则主承销商还须就上述内容与分销商签订分销协议。

4) 刊登发行说明书。基金发行前，发起人还必须在指定报刊上刊登发行说明书；如果以私募方式发行，则应让定向投资者在认购前获悉招募说明书的有关内容。

5) 按照协议组织销售。前期准备工作就绪后，承销商要制定发行方案，公告销售网点，并及时向投资者宣传和解释。基金证券销售后，则要将证券认购款项汇至基金指定账户。基金募集期满时，如果募集的资金未能达到有关规定的要求，则基金不能成立，所募集的资金还要连同利息退还给基金认购者。

6) 做好上市前的准备工作。如果基金准备在证券交易所上市或在其他证券交易中心挂牌，则承销商还要做好投资者的登记开户及股东卡的发放工作。

(2) 基金证券的发行原则。随着基金业的不断发展和完善，基金发展初期证券随意发行的现象已消失，人们逐渐总结出证券发行应遵循的一些原则。

1) 规范化原则。即投资基金的设立和基金证券的发行必须严格遵守有关法律、法规，同时还要借鉴国外的成熟经验和规范化的做法。

2) 规模适当原则。投资基金规模的确定既要考虑到基金的投资方向和投资组合，又要考虑到市场状况和投资者的购买力水平。

3) 风险最小原则。这一条对承销商承销方式的选择尤为重要。一般说来，承销商应尽可能地将基金证券全部推销给投资者，自己留下的基金存货越少越好，这样才能保证风险最小。

(3) 基金证券的发行方式。

1) 私募。私募是指基金证券通过电话、信函等在一些老客户或亲朋好友之间认购，这样就不必刊登发行说明书或招募章程，也不必进行广告宣传。在英国，认购人数在 50 人以下可算私募，超过 50 人则必为公募。

2) 公募。公募有三种形式，即包销、代销和自销。自销是由基金发起人自行销售；包销和代销则要通过一定的中间人。中间人可以是银行。也可以是经纪人。如果是经纪人，则经纪人要与发起人签订经销合同，限定双方的权利和责任；如果合同规定经销方式为包销，则意味着经纪人要用自己的资金将基金证券悉数买下，然后按照定好的发行价格向投资者出售。如果基

金证券未能全部售出，剩余部分就要由经纪人自己认购。在这种方式下，由于经纪人承担的风险大，因而收费也高。如果合同规定经销方式为代销，则经纪人只需尽最大努力销售基金证券，售出多少算多少，无须对剩余部分负责。如果预测销售量达不到一定规模，就只能取消发行。

(4) 基金证券的发行风险。基金证券的发行风险是指基金从发起设立到承销商承销，以至于到出售给基金投资人这一过程当中所面临的风险。发行风险主要有三类：政策风险、决策风险和市场风险。了解并掌握发行风险是为了规避这些风险。

1) 政策风险。在法制相对完善的市场上，发起设立投资基金并没有太大的政策风险。在证券市场建设相对落后的我国，政策风险的存在就有较大的现实可能性。虽然到目前为止，我国已有 60 多只基金，但由于关于投资基金的立法仍未出台，因此，这些基金在发行、管理以及托管等方面存在诸多不规范的因素。由此可见，在我国发起设立新的投资基金必然面临政策风险。

2) 决策风险。基金证券的发行过程一般由证券商承销完成。基金证券承销商在承销前首先要对以下内容做出决策，如选择哪种基金承销；选择什么承销方式；承销数量应该多大以及承销时机如何把握等。一个正确的决策是建立在对以往经验的科学总结以及对证券市场的充分理解和把握之上的。如果决策失误，则带来的不仅仅是经济上的损失，更严重的是信誉的损失。

3) 市场风险。基金证券承销的风险主要还是来源于市场。市场风险包括：一是价格风险。确立基金证券的发行价格是一个至关重要的问题。通常承销商与发起人之间都要对基金证券的发行价格进行反复谈判，尤其是对那些非初次发行的基金和开放式基金就更是如此。对基金证券的定价如果不合理，则会对基金的销售产生不利的影响。二是包销风险。包销意味着证券商必须在既定的发行条件下先将基金证券悉数买下，并在规定的时间内将认购款项金额划入发起人指定的账户。如果证券商不能在发行期内将基金证券全部销出，剩余部分就要用自有资金认购。这样一来，证券商不仅要被证券存货占压一笔资金，而且基金证券上市后能否在理想的价位上出手并抵消成本、发生盈余，这些都无法准确预料。因此，采用包销方式的证券商必须是实力比较雄厚的公司。

2. 基金证券的上市

基金正式成立后，就可以向主管机关提出基金证券的挂牌交易申请，经主管机关批准后，还要向主管机关指定的交易场所的上市委员会提出上市申请，经上市委员会审查批准，即可确定具体的挂牌时间。

(1) 基金证券上市的意义。基金证券上市，无论是对基金公司还是对投资者，都有很大的好处。主要是：1) 对基金公司来说，基金证券上市有利于公司筹措资金，加速企业的成长；有利于公司股权的分散，有助于认股

权的销售；能够提高公司的信誉和知名度；可以开辟增资新渠道，降低发行成本；有利于基金证券价格的决定；能促使基金公司健全公司财务，改善经营管理，提高经济效益。2) 对投资者来说，投资于上市基金证券可以取得较高的投资收益；有利于做出正确的投资决策，减少投资风险；上市基金证券买卖便利，成交价格公平合理；成交行情公布迅速，便于投资者投资；交易所监督机制完善，投资者无后顾之忧，以及上市基金证券可以获得更好的变现性等。

正因为基金证券上市有许多好处，因此，多数基金在正式设立后都积极申请基金证券的上市。如我国第一家规范化的基金——淄博乡镇企业投资基金公司，在其基金证券的发行说明书中就提出，基金证券发行后，基金公司将向上海证券交易所或全国电子证券交易系统申请基金证券的上市转让。

目前，全球最大规模的中国基金——“中国环球基金”，也于1993年9月8日在纽约证券交易所挂牌交易，正式上市。筹资额达2.5亿美元的中国环球基金以美国为基地，由世界著名的美林证券有限公司担任承销商，为封闭型基金，主要投资于市盈率低、投资回报率高的港、台地区和内地的上市公司股票，以及在香港联合交易所上市的“中国概念股”、红筹股、H股和中国的B股等。

(2) 基金证券上市的规则。对于基金证券的上市，除了主管机关和上市委员会要审批外，证券交易所还要制定有关基金证券上市的规则，以规范基金的上市行为，维护证券市场秩序，保护投资者的合法权益。证券交易所通常从以下几个方面提出上市规则。

1) 上市申请和审查。主要有：证券交易所要对申请上市的基金提出一系列的必备条件，如基金募集总额应达到的规模、基金存续的最低期限、经理人所经由批准的机关、经理人净资产的最低限额、基金托管人的性质及其净资产规模，以及基金投资方向和投资结构是否符合有关规定和信托契约的要求等。基金申请上市还须有上市推荐人推荐，在基金经理人由主管机关批准并提出上市申请之后，上市推荐人还要协助基金经理人提交全部上市申请文件。在上市委员会批准基金的上市申请之后，上市基金的有关当事人要与证券交易所签订上市协议，确定上市日期；对不具备上市条件的基金，证券交易所将退回其上市申请。

2) 信息的披露。证券交易所要求上市基金在上市之前将经过审查的上市公告书登载在指定的报刊上。上市基金还必须定期在指定报刊上公布其资产净值，每个会计年度至少应公布中期报告及年度报告，中期报告和年度报告必须在指定的时限内公布。

3) 停牌与除牌。在上市基金发生下列情况时，证券交易所通常要对基金证券实行停牌，甚至除牌：上市基金未按证券交易所的要求通知或披露有关信息；发生收购事项以及其他基于正当理由应予停牌的事项。只有当停牌事由消除，且又符合上市条件之后，才可以给予复牌。此外，在上市基金期

限届满清算前的一定时期内，或封闭式基金转为开放式基金后的一定时期内，证券交易所要对基金证券予以除牌。如果发生异常情况或确属必要，在经理人自行向证券交易所申请停牌或除牌并得到批准之后，也可以实行停牌或除牌。

4) 处罚。如果上市基金违反证券交易所制定的上市规则，证券交易所要视情节轻重，对基金处以警告、罚款、责令改正以及停牌或除牌的处罚。

3. 基金证券的流通

投资基金经有关主管机构审查批准发行上市后，就可以在证券市场上流通。

(1) 流通市场规模分析。在证券市场上，基金证券本身是一种投资工具，可以自由买卖和转让，从而也就形成了投资基金的流通市场。投资基金的流通市场虽然在很大程度上与股票和债券的流通市场相似，但也有与股票和债券的流通市场大为不同的以下特点。

1) 投资基金流通市场的规模取决于投资基金发行市场的发达程度。证券的发行市场是流通市场存在和发展的基础。目前我国投资者的基金投资清淡，基金证券交易规模小，主要是因为我国的基金数量小，只有 60 余个基金，其发行规模也偏小。世界上美国发行的基金最多，近 3000 个，投资基金的资产总额也接近 8000 亿美元，因此，美国的基金流通市场也最发达。在美国，无论是在金融业中，还是在证券业中，投资基金都处于绝对优势地位，基金业对整个国民经济的运行都具有举足轻重的作用。

2) 投资者的金融意识和投资兴趣、投机者的交易行为和基金经营单位的业绩好坏，都会对投资基金的流通产生影响，进而影响着流通市场的规模。投资基金是一种集合投资制度，也是一种特殊的投资方式。如果投资者通过比较认为，基金投资比其他投资方式的风险更小、成本更低、收益却更大，就会极大地激发投资者向基金投资的热情和兴趣。随着投资基金优越性的不断显现，它不但深受个人投资者的欢迎，而且能吸引越来越多的机构投资者。机构投资者的大量涌入，又极大地促进了投资基金发行和流通规模的扩展，也使基金的投资结构发生着重大变化。

3) 许多发展中国家和地区（如亚洲“四小龙”及东盟等国）为了推动其经济的发展，普遍组建了各种不同类型的投资基金，促进了亚洲投资基金市场的发展。如印度早在 60 年代即引入了投资基金；韩国参与投资基金的投资者占其总人口的 10%，普及率居发展中国家之首；我国台湾省四家规模庞大的投资基金，在 80 年代末用了不到 3 年的时间即筹集资金 20 多亿美元；香港至今已有近 900 只注册的投资基金。各国和各地区经济发展水平和证券市场发育程度的差异，导致发展中国家和地区投资基金成长的层次不同，规模大小也各异。目前证券市场国际化的迅猛发展，使各类基金在日本等地的市场上占有越来越大的份额，从而对亚洲地区证券市场的繁荣及其经济的发展起着越来越大的作用。

(2) 基金证券的交易程序。从某种意义上说，投资基金是一种股权式投资。在封闭式基金的存续期内，投资者不能赎回股金，只能在市场上进行交易和转让。而且封闭式基金发行的基金证券的总量是固定的，发行期满后，基金即封闭起来，投资者不得追加购买或购回。封闭式基金证券的交易程序相对说来比较简单。

开放式基金的基金总额可以变动，投资者可以中途追加投资或撤回投资，其交易程序则相对复杂。

投资于开放式基金，投资者可以直接向基金管理公司购买或委托投资顾问代为购买。由于开放式基金在设立后还可以不断追加投资或赎回基金证券，因此就有必要对某一时点上基金证券实际代表的价值即基金资产净值进行估值，在基金资产净值的基础上再加一定的手续费，便得出基金证券的买价和卖价。通常情况下，对基金证券的报价是既报买入价又报卖出价，价格较高者为投资者购买基金证券的价格；较低者为投资者出售基金证券的价格。有时只报一种价格，即基金证券的资产净值。投资者购买这类基金证券，还须支付一定比例的首次购入费。

基金证券的持有人如果要出售基金证券，可以随时将签过字的基金证券交回基金管理公司，并能在较短时间内收到售券款项。几乎所有的投资基金都向投资者保证，在正常情况下基金会按照市场价格随时买回任何数量的基金证券，并以现款支付投资者。投资者出售基金证券时，可以利用多种结算方式从基金账户中提取部分资金，直接转入投资者的银行账户。

(3) 证券的价格波动和基金转移。有些投资基金在其投资者支付一定费用后可以灵活地转移其投资。当市场利率上升时，投资者可以出售股票基金从而实现投资向货币市场基金的转移。

有的国家，如美国为实现最佳利润（前提是确保资金的安全性和流动性），实行了 12% 投资法，即在货币市场基金利率从 13% 降至 12% 时，就要把资金转移到股票基金；在利率由 12% 上升到 13% 时，资金则从股票基金转移到货币市场基金。在这里，12% 是资金转移的临界点，而利率 10% 则是心理作用变化的关键点。当利率跌至 10% 时，人们预期利率会继续下降，从而应该把资金悉数投入股票基金，从而使这种股票基金的资产净值升高；利率一高过 10%，资金则开始向货币市场基金转移。12% 投资法在美国被广为接受，是投资转移的标准。我国的投资基金刚刚起步不久，基金证券的流通市场还很不完善、不规范，因而有必要借鉴国外的先进经验和做法，加快我国基金证券流通市场的建设。

第二节 投资基金管理与托管机构

一、基金管理人

基金管理人对于契约型基金而言也叫基金经理公司，是基金的经营机构、对采用公司型基金来说，就叫基金管理公司，尽管称呼不一，但作为基金管理人，他们的职能是基本一致的。其主要业务就是负责基金的具体投资操作和日常管理，收取管理费作为业务收入。其实质即为基金股份公司，也就是为组建基金而专门成立的金融性股份公司，是基金的经营机构。它的性质与普通的股份公司一样，唯一不同的是它所经营的业务是证券投资信托业务，它通过自身发行普通股票募集投资者的资金，投资者为公司股东，公司设有董事会，负责制定基金投资政策，管理证券资产，并选聘投资顾问和公司经理。一个投资公司的实权往往掌握在公司的创办机构手中，创办机构可以是投资银行业务公司、投资咨询商号、经纪商行或保险公司。公司的所有事务包括行政、财会、股票销售和投资管理一般由公司自己的工作班子来承担，但基金的投资管理有时也聘请其他经理公司来操作，再委托某个金融机构保管基金的财产。

投资公司的职能可以概括为以下几点：（1）以特殊形式广泛筹集社会公众的零星款项，通过投资于各种证券形成经济发展所需要的长、短期资金，有利于国民经济的发展。（2）充分发挥其专业职能。可以通过其所拥有的经验丰富、精力充沛的证券投资业务专门人才，为个人投资者提供各项咨询、服务工作。（3）作为特殊的中介机构分散一定的投资风险，避免个人投资者所固有的缺陷。（4）作为机构投资者，能够按照国家宏观金融调控政策对证券市场上的股市交易秩序进行有效的制约，以便于证券市场的管理。（5）在新的金融形势下，能利用自身的业务特点，根据新时期金融事业发展的需要，进行开拓性的金融业务创新，不断创造出新的投资工具，尽可能地吸收社会闲散资金，通过有效的宏观管理，对经济发展起到促进作用。

二、基金托管人（信托人）

基金托管人是指对基金投资操作进行监督及保管基金资产、确保基金证券持有人利益的金融机构。一般是投资公司指定银行或信托公司为基金托管人，签订保管契约，保管投资的证券，并办理每日每股资产净值的核算，配发股息和过户手续费。

第五章 金融衍生工具

随着我国金融业的对外开放和金融市场的迅速发育，金融衍生工具已经通过各种途径进入了我国的金融市场。随着金融市场衍生工具品种的不断丰富，规模的不断扩大，金融衍生工具必将对我国经济的发展产生越来越重要的影响。

所谓衍生工具，是指一种价值取决于其他基本相关变量的工具；而金融衍生工具则是指股票、债券等传统金融工具基础上派生出来的新型金融工具。

金融衍生工具以传统金融工具为存在前提，以这些金融工具为交易对象，价格也由这些金融工具决定。那些能够产生金融衍生工具的传统金融工具被称为基础工具。

金融衍生工具主要有金融期货、金融期权及其他一些工具。其中，金融期货包括外汇期货、利率期货和股票指数期货三类；金融期权包括现货期权和期货期权两大类，也是主要以外汇、利率及股票指数为基础工具；其他一些金融衍生工具则主要包括可转换债券、认股权证以及备兑凭证等，一般认为这些属于期权的变通形式。

金融衍生工具是从本世纪 70 年代开始发展起来的，它们的产生与发展既是经济发展推动的结果，也是金融业自身生存与发展的内在需要。金融衍生工具的产生一方面促进了金融市场的证券化，大大地推动了国际债券和货币市场的发展，促使金融产品不断丰富，金融机构不断完善，金融服务不断提高，从而推进了金融的国际化进程；另一方面，金融衍生工具又给金融体系带来了一些负面影响。比如，金融衍生工具在消除市场阻碍的同时，也强化了因市场依存性增强而增加的脆弱性，任何源于某一市场的冲击都会快速地被传递到其他市场；金融衍生工具的表外交易形式会使银行从事这方面业务的增量风险加大；作为金融创新的产物，有些金融衍生工具本身就是用以规避金融管制的，加上场外交易规模的不断扩大、品种的不断增多，情况也越来越复杂，从而进一步增加了金融监管的难度。

金融衍生工具是一把既有独特功能又有一定负作用的“双刃剑”，我们既不能因其负面作用而因噎废食，也不能因其独特功能而放松管制。关键在于要对金融衍生工具扬长避短，使得这些在发达国家行之有效的新型金融工具在我国的市场经济建设中发挥应有的作用。

第一节 金融期货与期权

一、金融期货

1. 金融期货的定义

金融期货也称金融期货合约，是指买卖双方在有组织的交易所内以公开竞价的形式达成的，在将来某一特定时间交、收标准数量特定金融工具的协议。

金融期货主要包括外汇期货、利率期货和股票指数期货三种。

2. 金融期货的产生和发展

金融期货的产生有其深刻的社会背景。70 年代初期，世界经济格局发生了重大变化，布雷顿森林体系彻底崩溃，浮动汇率制取代了固定汇率制。与此同时，以美国为首的西方发达国家因经济迅速发展而积存的通货膨胀的压力也进一步增加，利率的波动幅度和波动频率进一步加大。利率和汇率波动的加大，使得经济活动的不确定性和经济运行的风险也随之增加。为了保证资产价值又因捉摸不定的利率和汇率的剧烈波动而遭受损失，许多公司和金融机构都想方设法要用新的手段来减少甚至避免利率和汇率风险。而投机者也想通过对风险投下赌注谋求巨额利润。在这种形势下，金融期货便应运而生。此外，70 年代后期的西方国家进入了低经济增长阶段，企业活力下降，企业成长缓慢，这使企业的成本意识大力增加，纷纷寻找新的金融手段来保护自身利益，例如为避免现有资本降价而进行套期保值等，这也刺激了金融期货市场的进一步发展。当然，计算机和信息处理技术的改进及其在金融领域的运用，不仅使金融期货的产生有了技术上的可能，而且为金融期货在世界范围内迅猛发展创造了必要的条件。

1972 年 5 月，美国芝加哥商品交易所（CME）在该交易所内另设专门从事金融期货业务的部门，即国际货币市场（IMM），并首次上市标准化通货期货合约，这是第一笔金融期货合约在交易所内上市交易，使期货交易产品从实物商品扩展到金融期货商品。继 CME 首次推出通货期货合约之后，1975 年 10 月，美国芝加哥交易所（CBOT）上市第一笔利率期货合约。随后，其他类型的期货合约也纷纷引入到场内进行交易。到 70 年代末期，这项由美国市场引发的创新工具因许多国际性大银行和证券公司的积极运用而开始走向国际市场。1981 年，美国 CME 开始引进 3 月期的欧洲美元存款利率期货合约。随后，伦敦国际金融期货交易所（LIFFE）、东京股票交易所（TSE）以及新加坡国际货币交易所（SIMEX）都引入了欧洲美元利率期货合约。1982 年 2 月，美国堪萨斯市交易所（KCBOT）首次推出股价指数期货，随后，伦敦 LIFFE 也开始上市股价指数期货。1986 年 5 月，香港期货交易所推出恒生指数期货；同年 10 月，新加坡 SIMEX 开始交易日经 225 种股票指数期货。到 80 年代中期，已有美国、英国、德国、法国、荷兰、加拿大、澳大利亚、新西兰、日本、新加坡、香港及巴西等 12 个国家和地区的交易所进行了金融期货交易。

由于金融期货交易具有成本低，流动性强以及杠杆作用大等特征，目前许多金融期货的交易额都已经超过了与之相对应的现货市场交易额。1991 年，德国政府债券期货合约和法国政府债券期货合约的年周转额，分别是与

之相对应的现货市场交易额的 440%和 250%；1995 年，世界期货交易量达 15 亿张合约，其中利率期货相当于全球交易量的 57%，有 40 个品种。而在金融期货诞生前的 1971 年，美国期货交易所只成交了 1460 万张合约。由此可见，金融期货市场已经开始在整个经济生活中扮演日益重要的角色。

3. 金融期货的特征

由于金融期货是以特定的金融工具为基础工具的期货，因而它具有既区别于现货又区别于非金融期货的特征。主要体现在以下几个方面：

(1) 金融期货的交易对象是标准化的金融工具凭证，如外汇、股票、利率等。

(2) 金融期货的交易过程是在现在完成，但却在未来某个规定的时间进行交割。

(3) 金融期货的交易价格是通过公开的市场竞争形成的，并不会随着金融工具的市场价格的变化而变化。

(4) 金融期货的交易合约在规定的交割日期到来之前，可以在市场上任意转让。

4. 金融期货的主要种类

被称作金融期货的金融衍生工具有好几种，人们普遍认为最主要的是三种，即外汇期货、利率期货和股票指数期货。

(1) 外汇期货。

1) 外汇期货概述。外汇期货是一种在期货市场上通过标准化外汇期货合约来买卖外汇和回避汇率风险的金融工具。而外汇期货合约实际上就是一种在交易所达成的标准化的、规定在将来某一特定的时间和地点交收一定数额外汇，并在合约有效期内每日都进行盈亏结算的外汇交易工具。

随着国际贸易和交流的不断增长和世界各国经济联系的日益密切，不同国家的货币交换也在频繁地进行，而且规模日益扩大。汇率作为一种货币与另一种货币的交换比例和价格，其波动和变化对世界各国经济的影响日益关键和重要。

70 年代初以来，国际外汇体制发生了重大变化，原来以美元为中心的固定汇率制由于美国经济的严重滞胀、美国国际收支状况的日益恶化、美元的迅速贬值而告崩溃。1973 年 3 月起，西方各工业化国家开始实行由市场供求关系决定货币价格的浮动汇率制，各国政府都不再规定本国货币的含金量，也不维持本国货币对外币的汇价。浮动汇率制普遍实行之后，国际外汇市场上的汇率波动日趋剧烈而频繁，有时一日之内的波幅竟高达 5%，这就给从事国际贸易和国际融资的企业及投资者带来了极大的汇率风险。为了有效地规避外汇汇率风险，期货交易机制就被引入了外汇市场，从而为广大工商企业、金融机构和投资大众提供了一种规避汇率风险的有效工具。

世界上第一张标准化的外汇期货合约是在 1972 年 5 月由美国芝加哥商品交易所首先推出的。当时，芝加哥商品交易所为了适应经济形势发展的需

要，在其内部建立了国际货币市场分部，主要进行英镑、澳大利亚元、加拿大元、德国马克、法国法郎、瑞士法郎和日元的期货合约交易。

外汇期货交易是在外汇现货交易基础上发展起来的，它与现货交易相互结合、相互补充、共同发展。现货交易通过期货交易转移风险并进行保值，期货交易又进一步促进了现货交易的不断增长。外汇期货自从在美国推出之后，立即被迅速推广到世界各地的期货市场，在短短 20 多年的时间内，交易量迅猛增加，并逐渐超过了许多传统商品期货的交易量。

(2) 外汇期货的种类及其交易方式。到目前为止，在世界主要外汇期货市场上，几乎所有世界主要货币的期货交易都已经开办起来。如在美国期货市场上，就有英镑、澳元、加元、德国马克、日元、瑞士法郎、法国法郎、欧洲货币单位等的期货。

外汇期货交易是指买进和卖出不同交割期限的外汇的买卖活动，主要有外汇掉期交易和外汇套期保值交易这两种形式。外汇掉期交易是指交易者利用不同的交割日期、交易品种和汇率的差额进行外汇买空卖空的交易方式，它常同外汇套利交易一道配合运用，是外汇期货市场中十分独特的交易方式。目前外汇市场上为避免外汇风险而最常使用的做法则是利用外汇期货市场进行套期保值，如对国际贸易中的应收款、给国外附属机构贷款、货币市场存款等，都可以在外汇期货市场上进行套期保值。

(3) 外汇期货合约。与其他期货合约相比，外汇期货合约无论是在结构上还是在内容上都有其自身的特点。

外汇期货合约的交易单位一般是用一定数量的外币计价单位来规定的。不同的外汇币种其期货合约的交易单位也不同。如美国芝加哥商品交易所不同币种期货合约的交易单位为：英镑期货合约 62500 英镑/张；瑞士法郎期货合约 125000 瑞士法郎/张等。

交易所一般还要对不同币种的外汇期货合约规定不同的最小变动价位。如芝加哥商品交易所规定：英镑期货的最小变动价位为 0.0002 英镑，每张合约 12.50 英镑；马克期货的最小变动价位为 0.0001 马克，每张合约 12.50 马克。设置最小变动价位是为了保护交易者的利益，保障外汇期货交易的安全。最小变动价位是在期货交易所进行外汇期货交易时的最低报价单位，外汇期货报价必须是最小变动价位的整数倍。

期货交易所还要进行每日波动限制，即对外汇期货价格的每日最大的允许波动幅度做出一定的规定和限制。如芝加哥商品交易所规定的每日价格最大波动限制是：英镑期货为 500 点；德国马克 150 点等。每日波动限制是为了有效地保护外汇期货交易者免遭外汇汇率的突发性剧变带来的风险，并保证期货交易所和会员单位的财务安全。

交易所还要对上市交易的外汇期货合约规定相同的合约到期月份的循环周期，合约月份的安排主要依据外汇交易者的实际用汇习惯和外汇收支结算特点等因素而定，以最大限度地方便交易者进行套期保值和风险投资活

动。

外汇期货合约中的最后交易日是期货交易所允许该期货合约进行交易的最后期限，过了这一期限的未平仓外汇期货合约必须进行外汇现汇交割。

外汇期货合约中还规定了交割日期和交割地点。所有到期的不平仓外汇期货合约都必须在交割日期进行现汇交割；交割地点一般是票据交换所指定的货币发行国银行。

（2）利率期货。

1) 利率期货概述。利率期货是一种在期货市场上通过标准化利率期货合约的买卖来规避利率风险的金融工具。而利率期货合约则是指在有组织的交易所内，买卖双方通过公开竞价而达成的在未来某一日期按成交价格交收标准数量特定金融凭证的标准合约。

利率期货的产生是缘于规避利率风险的需要。在金融市场上，借款人向贷款人开具的载明借款金额、利率水平和还款日期的单据是一种金融凭证，这种金融凭证是一种生息资产，可以在市场上买卖。既然可以买卖，就必然有价格，其价格取决于多种因素，但基本因素是市场利率。当市场利率高于凭证上标明的利率时，凭证的价格就会下跌；反之，其价格则会上涨。因此，当市场利率波动较大时，就给凭证的买卖双方带来了风险，这就是利率风险。利率风险的存在，使买卖双方都有可能遭受损失。因此，金融市场上的借贷双方、金融凭证的买卖双方都迫切需要一种工具来减少甚至避免这种利率风险。

利率期货最早出现在本世纪 70 年代的美国。此前尽管美国金融市场的资金短缺，货币供应量明显不足，但由于美国政府及金融部门的限制，金融市场的利率水平一直比较低，美国财政部当时发行的长期公债券的利率水平也比较平稳。但进入 70 年代之后，由于石油危机的冲击，像其他西方国家一样，美国经济也开始出现“滞胀”。为此，美国政府大幅度提高了资金利率。这虽然暂时延缓了通胀的速度，但实质上却又加剧了美国经济的停滞，造成失业率上升和产业结构不平衡。金融部门又不得不降低利率，以求经济发展速度的回升。利率如此频繁的波动，使金融市场上有关金融凭证，尤其是国家债券的买卖双方的风险越来越大，投资者的经济利益也无法得到基本的保证。

为了解决上述问题，1975 年 10 月，美国芝加哥商品交易所首次推出了利率期货——美国国民抵押协会的抵押证期货。这种利率期货的推出并交易成功在美国及世界各地引起了强烈的反响。1967 年，美国芝加哥商品交易所又推出美国政府 90 天期的国库券期货交易，第二年又推出长期债券的期货交易。美国推出利率期货之后，西方各国竞相效仿，英国伦敦、日本东京等地也相继开办了利率期货。1990 年 2 月 7 日，香港期货交易所开办了港元利率期货；1993 年 10 月 25 日，上海证券交易所首先正式开办了国债期货交易。

2) 利率期货的种类。随着利率期货交易的迅速发展，利率期货交易无

论是在数量上还是在品种上都形成了一定的规模。从品种上看，不仅有短期的货币期货，还有长期的资本期货。其中货币期货主要有短期国库券期货、欧洲美元期货及定期存单期货等；资本期货则主要有中、长期公债期货等。迄今为止，美国是世界上最大的利率期货交易市场，交易品种多，交易规模大。特别是美国联邦政府和地方当局目前发行的短期国库券、中期政府债券、长期政府债券、市政债券以及抵押证券等，建立在这些基础工具上的利率期货品种具有十分重要的代表性。

3) 利率期货合约。利率期货合约由交易所设计推出，投资者必须按照标准合约进行交易。因此，利率期货合约的设计是否科学合理，决定了投资者的期货交易能否顺利进行，交易所的经营管理能否成功。经过几十年的实践，美国的利率期货合约具有一定的示范价值。这里介绍美国的两种主要利率期货合约。

美国 90 天短期国库券期货合约，其标的物为美国 90 天短期国库券；每份合约面值为 100 万美元；交割日通常在交割月（3 月、6 月、9 月、12 月）的第三周；国库券以贴现方式发行；其收益率是国库券的面值与市场价格之差；短期国库券期货按照“国际货币市场指数”报价，用短期国库券的收益率与 100 的差额表示；最小变动价位是 25 美元；每日价格变动不能超过前一个交易日最高价的 50 点（即 1250 美元）；或不能超过最低价的 100 点（即 2500 美元）。

美国长期国库券期货合约，每份基本交易单位为面值 10 万美元；收益率为 8%；交割月为 3 月、6 月、9 月和 12 月；交割日为交割月的任何工作日；以 100 美元的面值报价；每日价格最大波动幅度限制为上一交易日收盘价格的 24/32 个百分点；初始保证金为 3000 美元。

（3）股票指数期货。

1) 股票指数期货概述。股票指数期货是一种在期货市场上通过标准化股票指数期货合约的买卖来规避股票市场系统性风险的金融工具。而股票指数期货合约则是由协约双方同意在将来某一日按约定的价格买卖股票指数的可转让合约。

股票市场是一个风险相当大的金融市场，股票市场的风险主要有两大类：一类是微观风险，与上市公司的财务经营状况有关，也称非系统性风险。另一类是宏观风险，与整个社会、经济、政治形势及股民的群体心理因素有关，亦称系统性风险。对于前一种风险，投资者可以通过股票组合投资的方式加以分散；而后一种风险投资者则很难避免，因为在市场上所有股票价格都下跌的情况下，投资者手中掌握的股票种类再多也无济于事。系统性风险可以通过股票的期货合同来缓解，但一个人却又无法买卖所有股票的期货合同。人们便想到要把股票价格指数改造成一种可以买卖的商品，利用这种商品的期货合约对整个市场的股票进行保值，因为股票价格变动指数基本上代表了整个市场股票价格变动的趋势和幅度。

随着 70 年代西方国家股票市场波动的日益加剧，投资者对创造股票价格指数期货的要求越来越迫切。1977 年，美国堪萨斯农产品交易所向当局提出申请开办股票指数期货业务，直到 1982 年 2 月 16 日，这项申请才得到批准，中间经过整整 5 年的时间。拖延的关键原因在于无法解决期货合约到期交割的问题。到 1981 年，出现了“欧洲美元存款”期货，其交割方式采用的是现金交割办法。借鉴这种办法，股票指数期货的交割问题才最终得到了解决。因为股票指数同其他实物商品或金融工具不同，它是由一揽子抽样股票计算而成；实物期货和其他金融期货可以在合约期满时交割实物，而股票指数期货在这方面则存在困难。以现金作为最后交割方式则扫清了最后一个障碍。

2) 股票指数期货的利弊。股票指数期货没有任何实物形式，交割以现金方式进行，不发生商品所有权的转移，其交易是一种买空卖空的现金交易。股票持有者可以运用股票指数期货来减少自己投资于某种具体股票的风险；非股票持有者也可以投入这一市场，并且可以不必选择某种具体的股票而获取股市丰厚的利润，因为股票指数期货是一种保证金买卖，交易双方只需支付每份合约总值 10% 左右的保证金即可开始进行交易，这使手持货币不多的投资者有了以小搏大的可能。当然，也存在着预付保证金血本无归的危险。

虽然股票指数期货交易可以脱离具体的股票而存在，但由于是以股票指数为交易基础，因而它实际上是一种间接买卖股票的经济活动。相对于具体股票的交易而言，股票指数期货交易具有规避风险能力强、投资成本低、盈利水平高以及手续相对简单等优势。但股票指数期货也有其弱点。比如，公司发行股票可以筹集资金来加速企业的发展，这对社会经济具有实质性的意义，而股票指数期货则是投资于一种无形的东西，具有一定的赌博性质；股票指数期货合约不能像股票那样长期持有，投资者也无法分得股息和红利。但从总体上看，股票指数期货是在股票市场的基础上发展起来的，它对推动股票交易发展和股票市场效率提高方面的积极作用还应该肯定。

3) 股票指数期货合约。在股票指数期货的交易过程中，既没有股票的转手，也不是交易的抽象的股票指数，而是代表一定价值的股票指数期货合约。合约的内容主要有以下几个方面：

交易单位。股票指数期货合约的核心是股票指数，其交易单位是股票指数数字乘以规定的金额，如 100 美元或 500 美元等。

最小变动价位。这是指某一合约交易中所允许的最小价格变动值，也称最小价格波动。每次报价时，加减的额度必须是最小变动价位的整数倍。最小变动价位在股票指数期货合约中常以指数点表示，指数点乘以规定的金额，即为每张合约的最小变动价值。

每日价格最大波动幅度限制，俗称每日交易限价或每日交易停板额。它是由交易所逐日为每种期货合约规定的最大价格变动幅度，目的是防止由

于价格过分波动对期货市场造成冲击。每日交易停板额是通过在某一合约的前一交易日结算价格的基础上增加或减少一定金额计算得出的。

合约月份是指合约到期的月份，一般根据交易对象的特点而定。

最后交易日是指期货合约到期月份中进行交易的最后一天。在最后交易日，空盘股指期货合约必须采用现金结算方式予以平仓或对冲。

合约到期日指的是合约到期进行结算的具体日子，是合约有效的最后一天。

股票指数期货合约以现金方式进行交割，这是股票指数期货的一大特色。

5. 金融期货的功能

金融期货之所以能在短短 20 多年的时间里迅猛发展，与它所具有的多方面功能密切相关。金融期货的功能可以从社会功能和经济功能两个方面来考察。

(1) 从社会功能看：首先，金融期货有利于社会资源的合理配置和经济效率的不断提高。在金融期货市场上，闲置资金得到了广泛的利用，众多的交易者、标准化的合约和公开竞价的交易方式能极大地提高交易效率和经济效益；其次，金融期货有利于政府加强对经济的宏观调控。期货市场上集中了当前和未来的市场价格信息，形成了比较准确的具有连续性和超前性的市场价格，这有利于改变因现货市场价格信号不准所带来的调控政策的滞后性，提高宏观调控的科学性和有效性；第三，金融期货有利于促进一国经济的国际化发展。金融期货市场的公开竞争性提高了市场的透明度，消除了市场准入的地域、国界的限制，而标准化的期货合约又有利于形成国际间的统一价格和统一市场，使一国经济迅速成为世界经济的有效组成部分。

(2) 金融期货还有两个最基本的经济功能，即风险转移功能和价格发现功能。

1) 风险转移功能。风险转移是金融期货市场最主要的经济功能。所谓风险转移是指将价格变化的风险，通过一定的机制和方法从一部分人身上转移到另一部分人身上，转移是通过套期保值来实现的。而套期保值就是通过买进或卖出与现货数量相等但方向相反的期货合约，以期在未来某一时间通过卖出或买进期货合约来补偿因现货市场价格波动而带来的实际价格风险。

套期保值规避价格波动风险的基本原理在于，期货和现货价格变动关系存在平行变动性和合二为一性，即影响某一商品的现货价格和期货价格的经济因素是相同的，而且市场走势还具有趋合性，即当期货合约临近交割时，现货价格和期货价格趋于一致，二者的基差接近于零，这是因为期货合约临近交割时，期货与现货价格若不一致，就会产生套利交易，促使两者趋合。因此，对期货和现货进行逆向操作就能规避大部分的市场风险，套期保值者只需承担较小的基差风险。

2) 价格发现功能。金融期货的价格发现功能源于其独特的交易方式。期货交易所作为有组织的正规化的统一市场，聚集了众多的买方和卖方，他们带来了成千上万种关于期货合约标的物的供求信息 and 市场预期，而期货交易又必须以公开竞价的方式进行，这就使得所有的买方和卖方都能获得同等的交易机会，也能在此基础上形成一种市场均衡价格。这一价格包含了影响期货价格的所有信息，体现了参加交易各方对期货商品的来源、市场供求以及对利率、汇率变化的看法，综合了大多数交易者的预测结果，因而能够比较真实、客观地反映现货市场的供求状况及其变动趋势，加上期货价格又具有连续性和公开性的特点，因此，在期货市场上形成的价格就成为一种权威性的报价，成为经济生活中重要的参考价格。这一竞争性价格通过现代化的通讯手段迅速传递到世界各地，又形成了世界性的价格，成为国内贸易定价的重要依据和世界商情研究的重要对象。

二、金融期权

1. 金融期权的定义

金融期权是指在未来特定的期限内，按照特定的协议价格买卖某种金融商品的选择权。金融期权是在商品期权的基础上产生的。

期权实际上是一种选择权，就是买进或卖出期货合约的选择权利。在期权交易中，期权购买者向期权出售者支付一定数量的保险金后，即取得在规定时期内按协定价格向期权出售者购买或出售一定数量的某种商品（实物商品、金融商品等）合约的权利。对于购买方来说，期权只是一种权利而不是义务，他可以在到期前的任何时候行使、转卖或放弃这种权利，其最大损失只是购买期权的费用；对期权的出售方来说，由于收取了期权保险金，则要承担到期或到期前交割履约的义务和责任。

2. 金融期权的产生和发展

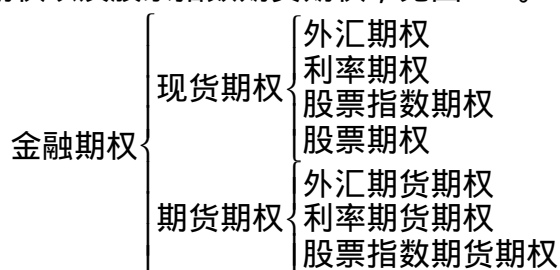
本世纪 70 年代以前，由于条件的限制，金融期权的交易很少，并且几乎都是在场外市场进行。例如早在本世纪 20 年代，美国就已经出现了股票期权交易，只是由于当时的交易环境和交易条件太差，因而成交量非常有限，交易规模很小，对股票市场的影响也不大。

到了 70 年代，动荡不定的国际金融形势和世界经济形势，以及跌宕起伏的利率和汇率刺激了期权交易向规范化的场内市场发展。1973 年 4 月 26 日，美国芝加哥期权交易所（CBOE）成立，推出了标准化的股票期权并正式挂牌交易，这标志着现代意义上的金融期权的诞生。以后，美国各大交易所都开办了股票期权业务，交易规模也越来越大。1982 年 10 月，芝加哥期权交易所又推出了期货合约的期权交易，为进一步扩大期权业务开辟了新的天地。现在，芝加哥的三大交易所已经成为世界上最大的金融期权交易市场，全球 70% 以上的金融期权交易都在这里进行。

到目前为止，伦敦、阿姆斯特丹、蒙特利尔、费城、悉尼以及香港等地都相继引进了金融期权交易，这一交易已在全球范围内迅速展开。

3. 金融期权的种类

按照不同的标准，可以对金融期权进行不同的划分。根据交易对象的不同，可以将金融期权分为现货期权和期货期权两大类。其中现货期权包括外汇期权、利率期权、股票指数期权以及股票期权；期货期权则包括外汇期货期权、利率期货期权以及股票指数期货期权，见图 5-1。



三、金融期货与期权的区别

金融期货和金融期权买卖的都是远期交货的标准化合约，都要通过公开竞价进行交易，这是两者的共性。但金融期货和金融期权也存在明显的区别，主要体现在以下几个方面。

1. 标的物不同

金融期货交易的标的物是金融商品或期货合约，而金融期权交易的标的物则是一种金融商品或期货合约选择权的买卖权利。

2. 投资者权利与义务的对称性不同

期权是单向合约，期权的买方在支付保险金后即取得履行或不履行买卖期权合约的权利，而不必承担义务；期货合同则是双向合约，交易双方都要承担期货合约到期交割的义务。如果不愿实际交割，则必须在有效期内对冲。

3. 履约保证不同

金融期货合约的买卖双方都要交纳一定数额的履约保证金；而在期权交易中，买方不需交纳履约保证金，只要求卖方交纳履约保证金，以表明他具有相应的履行期权合约的财力。

4. 现金流转不同

在金融期权交易中，买方要向卖方支付保险费，这是期权的价格，大约为交易商品或期货合约价格的 5% ~ 10%；期权合约可以流通，其保险费则要根据交易商品或期货合约市场价格的变化而变化。在金融期货交易中，买卖双方都要交纳期货合约面值 5% ~ 10% 的初始保证金，在交易期间还要根据价格变动对亏损方收取追加保证金；盈利方则可提取多余保证金。

5. 盈亏的特点不同

金融期权买方的收益随市场价格的变化而波动，是不固定的，其亏损则只限于购买期权的保险费；卖方的收益只是出售期权的保险费，其亏损则是不固定的。金融期货的交易双方则都面临着无限的盈利和无止境的亏损。

6．套期保值的作用与效果不同

金融期货的套期保值不是对期货而是对期货合约的标的金融工具的实物（现货）进行保值，由于期货和现货价格的运动方向会最终趋同，故套期保值能收到保护现货价格和边际利润的效果。金融期权也能套期保值，对买方来说，即使放弃履约，也只损失保险费，对其购买资金保了值；对卖方来说，要么按原价出售商品，要么得到保险费也同样保了值。可见，期权的套期保值可以在不增加风险的情况下仍抓住市场变化有利于自己的盈利机会，而且只须做一笔买入看涨期权或买入看跌期权。这与期货要做两笔交易才能达到套期保值的效果相比，在操作上要简便得多。

第二节 可转换证券

一、可转换证券的概念*

可转换证券就是指可以根据证券持有者的选择，以一定的比例或价格转换成普通股的证券。

当公司发行债券和优先股缺乏良好的投资信誉，而且预期普通股的前景较为乐观的时候，有两种改善其发行条件的方法可供选择，以提高债券和优先股的吸引力，这就是发行可转换证券和购股权证书。这两种方法都有可能使债券和优先股通过增加收益和股息获得高于普通股的收益。可转换证券发行后，持有者可以根据自己的意愿在公司债或优先股与普通股之间做出选择。若持有人喜欢持有普通股，那他就必须放弃原先持有的公司债或优先股。换句话说，可转换公司债或可转换优先股的持有人可以根据需要，将手中的公司债或优先股转换为普通股，而这时对于股份公司来说就增发了新的普通股。

从国内外的情况看，尤其是从我国近年来的经济实践看，可转换证券一般是指可转换公司债券，简称可转换债券。

可转换债券在发行时就明确规定，债券持有者可选择有利时机请求发行公司按照发行时规定的价格将债券转换为公司的普通股股票；若不想转换，则可继续持有，直至偿还期满时收回本金和利息。对于上市流通的可转换债券，在发行公司的股票价格上涨时，债券持有者可以通过在证券市场上抛售债券来实现收益，并不一定要转换成股票。

二、可转换证券的意义

由于可转换证券是一种兼有债权和股权双重性质的独特的融资工具，因而无论是对证券发行公司还是对证券投资者都有独到的好处。

1. 可转换证券对发行公司的意义

可转换证券对发行公司来说主要有以下益处：

(1) 低成本筹措资金。由于这种证券可以转换成股票，作为发行公司给予投资者可将债券转为股份权利的回报，投资者愿意接受比直接债券更低的利率。因此，可转换债券的票面利率通常要比一般债券低 30% 左右，这就降低了发行公司的筹资成本。此外，发行可转换债券无须资产抵押，公司易于掌握资产处置和追加借贷资金等方面的自由权等。

(2) 获得转换溢价。可转换债券是以转换溢价转为股票的，一旦发生转换，实质上就等于是公司在将来以高于当前市价的价格发行新股，从而可获转换溢价。与此相对照，直接发售新股通常要按当前股票市价的一定折扣（如配股）售出。

(3) 扩大股东基础，增加长期资金来源。可转换债券的期限一般都比较长，这符合大中型投资项目的资金需要，有利于公司的长远经营。此外，在有些国家中机构投资者和投资基金大部分都不允许投资于外国公司的股票，可转换债券则能解决这个问题。因而这类债券的发行能扩大发行公司的股东基础，同时还能扩大公司的影响，树立公司的国际地位，拓展公司业务，为公司进一步在海外市场融资打下良好基础。

(4) 可以实现合理避税。可转换债券的利息可以作为固定开支，在确定计税收入时予以扣减，而股票红利是不作税扣减的。因此，从税收扣减的目的来看，公司发行可转换债券比直接发行新股更为有利。

(5) 无即时摊薄效应。在可转换债券转换成股份以前，公司现有股权结构没有变化，故与出售普通股份不同，不会立刻产生大面积摊薄每股盈利的负面影响。在一般情况下，可转换债券的持有者会在股票市价高于转换价格时行使转换权，而市价表现往往与公司盈利状况息息相关。因此，一旦发生债务转为股份，其摊薄效应会因公司盈利的增加而得以相对抵消。

2. 可转换证券对投资者的意义

除了对发行公司具有积极意义之外，可转换证券对投资者而言，也有特殊的益处：

(1) 可转换债券的双重性质使得投资者可以具备双重身份。债券转换之前，投资者是公司的债权人，获取固定的债券利息收入；如果发生转换，投资者就从原来的债权人转变为公司的股东，从而可以分享公司的股息和红利。

(2) 可转换债券可以使投资者在低风险下获得高收益。在公司的经营状况不稳定的情况下，投资者可以稳收债券的利息收入，即使公司破产倒闭，投资者也能比优先股和普通股先得到收回公司所欠债务的权力；而在公司股票上扬或股利收入高于债券收入的情况下，投资者又可以及时将债权转换成股票，从而获得更高的收益。

三、可转换证券的特点

可转换证券具有债权性、股权性以及可转换性三大特点。

1. 债权性

与其他债券一样，可转换债券也有固定的利率和期限。不过，可转换债券的票面利率通常要低于同等条件下的普通债券，以此来反映出可转换债券转换期权价值。

2. 股权性

可转换债券在转换之前是纯粹的债券，持有者只按固定的利率领取利息，利息的多少与企业的经营状况无关；转换之后，原债券持有者就成为公司的股东，有权参与公司的红利分配和企业的经营管理，收益的大小则受公

司业绩的影响。当然，对于上市流通的可转换债券，在公司股票价格上涨时，债券持有者也可以在证券市场上抛售债券来实现收益，并不一定要转换成股票，但在实质上，这种收益还是源于可转换债券的股权性。

3. 可转换性

可转换债券在约定的期限内，可以由债券持有者按预定的价格转换成发行公司的股份。实现转换不必发生货币的支付，而是投资者以可转换债券换成一定数量的公司股份。可转换债券的转换期权可以确保债券持有者分享股票持有者的任何未来的增长利益。

四、可转换证券的要素

关于可转换证券，其要素有许多个，其中最主要的是转换比例、转换期限和转换价格。

1. 转换比例

转换比例是指每一份可转换债券可以换取多少股普通股股票。从实质上看，转换比例也是转换价格的另一种表现。

2. 转换期限

转换期限是指可转换债券持有者有权将债券转换成公司股份的有效时间区域。从实际看，转换期限通常为可转换债券发行日之后的若干年起至债券到期日止。

3. 转换价格

转换价格是指在发行可转换债券时即已确定的、将可转换债券转换为股票的价格。转换价格一般不作任何调整，除非发生诸如发售新股、配股、送股、派息、股份的拆细与合并，以及公司兼并、收购等特殊状况。

五、与可转换证券发行有关的中介机构*

可转换证券的作用日益为越来越多的企业所认识。有些公司正在筹备或创造条件筹备发行可转换债券。在可转换债券的发行过程中，必然要与一系列的中介机构发生联系，这些中介机构主要包括：

1. 主经办人

可转换债券的整个发行工作是由主经办人会同其他承销团成员统筹安排的。主经办人主要负责分析市场形势，订立最终发行条款等工作，以确保发行工作的顺利进行与最终完成；而其他承销团成员只是参与可转换债券的销售工作。

2. 受托人

受托人主要是根据受托协议代表投资者的权益，他们的工作是要确保可转换债券的发行公司履行应承担的义务。

3. 代理支付人

代理支付人代表可转换债券的发行公司向投资者发付利息和本金，并存放发行公司的年报以供投资者查阅。

4. 上市协调人

上市协调人的主要工作是辅导可转换债券发行公司的上市工作。

5. 律师

律师要负责准备所有与债券发行有关的协议文本。并对发行过程中遇到的法律问题提供专业意见。除国内律师外，必要时还可以聘请国外律师。

6. 审计师

审计师的工作是审计可转换债券发行公司的财务报表并出具审计报告。

六、我国对可转换证券的实践

由于可转换债券具有债权性和股权性的双重性质，具有股票和债券的双重优点，无论是对债券发行公司还是对投资者都具有积极的意义，因而它引起了我国专家学者和实际部门的高度重视。

从 1991 年 8 月起，我国先后有琼能源、成都工益、深宝安、中纺机、深南玻等发行了可转换债券，其中琼能源 3000 万元可转换债券中的 30% 转换成功，1993 年 6 月转为 A 股在深圳证券交易所上市。成都工益 5922.5 万元可转换债券于 1993 年 5 月转为 A 股，1994 年 1 月 3 日在上海证券交易所上市。深圳证券交易所在 1992 年 10 月发行了“宝安可转换债券”，有效期为 1993 年 1 月 1 日至 1995 年 12 月 31 日，但由于转换价格过高，到 1995 年底，只有 2.7% 的可转换债券转换成了宝安股份。详情见表 5—1。

表 5—1 国内上市公司发行可转换债券统计表

公司	发行时间	发行数额 (万元)	上市地	票面利率 (%)	期限 (年)	转换价格 (元)	主承销商
琼能源	1991 年 8 月	3000	海南证券 交易中心	10	1	10	农行 海南信托
成都工益	1992 年 6 月	5 922.52	—	—	—	2.5	—
深宝安	1992 年 10 月	50 000	深交所	3	3	25	中银深圳 国际信托
中纺机	1993 年 11 月	3 500 万 瑞士法郎	瑞士银行 柜台交易	1	5	US \$ 0.43	瑞士银行
深南玻	1995 年 6—7 月	4 500 万 美元	瑞士银行 柜台交易	5.25	5	HK \$ 5.15	瑞士银行
粤电力	1993 年 下半年	30000	不上市	—	2	—	南方金融 服务公司

资料来源：《中国证券报》1995 年 12 月 29 日。

尽管我国可转换债券工作起步较晚，直到 1997 年 3 月 25 日才由国务院证券委发布了《可转换公司债券管理暂行办法》，但随着理论研究的进一步深入，实践经验的进一步丰富，这方面的工作将迅速走向成熟。

1. 可转换公司债券的发行主体

根据国务院证券委发布的《可转换公司债券管理暂行办法》的规定，我国可转换公司债券的发行主体仅限于上市公司和重点国有企业。

(1) 上市公司发行可转换公司债券的条件。上市公司发行可转换公司债券，应当符合下列条件：

- 1) 最近 3 年连续盈利，且最近 3 年净资产利润率平均在 10% 以上；属于能源、原材料、基础设施类的公司可以略低，但是不得低于 7%；
- 2) 可转换公司债券发行后，资产负债率不得高于 70%；
- 3) 累计债券余额不超过公司净资产额的 40%；
- 4) 募集资金的投向符合国家产业政策；
- 5) 可转换公司债券的利率不超过银行同期存款的利率水平；
- 6) 可转换公司债券的发行额不少于人民币 1 亿元；
- 7) 国务院证券委员会规定的其他条件。

(2) 重点国有企业发行可转换公司债券的条件。重点国有企业发行可转换公司债券除应当符合上述第 (3) (4) (5) (6) (7) 项条件外，还应当符合下列条件：

- 1) 最近 3 年连续盈利，且最近 3 年的财务报告已经具有从事证券业务资格的会计师事务所审计；
- 2) 有明确、可行的企业改制和上市计划；

- 3) 有可靠的偿债能力；
- 4) 有具有代为清偿债务能力的保证人的担保。

2. 申请发行可转换公司债券应报送的文件

对于我国的上市公司或重点国有企业来说，如果要申请发行可转换公司债券，首先必须向中国证监会报送下列文件：

- 1) 发行人申请报告；
- 2) 股东大会做出的发行可转换公司债券的决议或者国有企业主管部门同意发行可转换公司债券的文件；
- 3) 省级人民政府或者国务院有关企业主管部门的推荐文件；
- 4) 公司章程或老企业组织章程；
- 5) 可转换公司债券募集说明书；
- 6) 募集资金的运用计划和项目可行性研究报告；
- 7) 偿债措施、担保合同；
- 8) 经会计师事务所审计的公司最近 3 年的财务报告；
- 9) 律师事务所出具的法律意见书；
- 10) 与承销商签订的承销协议书；
- 11) 中国证监会要求报送的其他文件。

3. 可转换公司债券的募集说明书

与招股说明书和债券募集说明书相比，可转换公司债券的募集说明书更为复杂，其复杂之处主要体现在转换条件、赎回条款以及回售条款等方面。这一点可以从可转换公司债券募集说明书中看出。

一般说来，可转换公司债券的募集说明书必须包括以下内容：

- 1) 发行人的名称；
- 2) 批准发行可转换公司债券的文件及其文号；
- 3) 发行人的基本情况介绍；
- 4) 最近 3 年的财务状况；
- 5) 发行的起止日期；
- 6) 可转换公司债券的票面金额及发行总额；
- 7) 可转换公司债券的利率和付息日期；
- 8) 募集资金的用途；
- 9) 可转换公司债券的承销及担保事项；
- 10) 可转换公司债券的偿还方法；
- 11) 申请转股的程序；
- 12) 转股价格的确定和调整方法；
- 13) 转换期；
- 14) 转换年度有关利息，股利的归属；
- 15) 赎回条款及回售条款；
- 16) 转股时不是一股金额的处理；

17) 中国证监会规定的其他事项。

上述内容中，“赎回条款”的涵义是当公司股票价格在一段时期内连续高于转换价格达到某一定幅度时，发行公司可按事先约定的价格赎回全部流通在外的可转换公司债券。

“回售条款”则是指当公司股票价格在一段时期内连续低于转换价格达到某一定幅度时，可转换公司债券的持有者有权按事先约定的价格将所持债券回售给发行公司。

募集说明书中列举的诸如转股价格（即转换价格）、转换期间以及转换股份的种类等，都是属于转换条件的范畴。转换条件中最重要的要素是转换价格。转换价格是指可转换公司债券转换成每股股份（股票）所支付的价格。转换价格虽然是在可转换公司债券发行时即已确定的，但在特定情况下却必须调整。比如在转换期间内，若公司以低于时价的价格发行新股，就会引起股票价格的下跌。为了维护可转换公司债券持有者的利益，就必须对转换价格进行必要的调整。

4. 对我国可转换债券实践的思考

社会主义市场经济的发展需要市场体系尤其是证券市场的发育与完善，而证券市场的发育与完善又有赖于证券品种的丰富和证券交易的繁荣。对于年轻的中国证券市场来说，可转换债券无疑是一个极具发展潜力的新的金融工具，这是由其特有的功能所决定的。此外，可转换债券也是国际资本市场上比较成熟的金融工具，这为我国开发和利用这一工具提供了重要的参考价值。

90年代初，在我国建国后第一家证券交易所成立后不久，即出现了可转换公司债券。尽管可转换债券的发行者数量不多，发行规模不大，运作行为也不尽规范，其中即有成功的经验，也有失败的教训，但毕竟开始了可贵的探索。这些探索对于总结经验、吸取教训，最终使之走向成熟无疑具有重大意义。对可转换债券的探索还要扎实、稳妥地进行下去。

我国《公司法》第172条规定：上市公司经股东大会决议可以发行可转换公司债券，并在公司债券募集办法中规定具体的转换办法。1996年国务院证券委第六次会议提出，要选择有条件的公司进行可转换债券的试点。先试点、后铺开，这既是我国进行一系列改革的惯常做法，是对我国改革事业的经验总结，也是改革事业循序渐进的客观需要。我国在证券、期货市场的发展过程中，都曾吃过“先发展，后规范”的亏。可转换债券看起来简单，其实际运作却十分复杂。对于这样一种新型金融工具，应该在起步之时就让它走上规范化的道路。及时制定有关的法律法规是可转换债券规范发展的保证。1997年3月25日，国务院证券委发布了《可转换公司债券管理暂行办法》对发行主体、发行条件、发行规模、申报格式、审批渠道等都做出了较为明确的规定，这使得可转换公司债券的运作与管理都能有法可依。

相关法律法规的出台能够保证可转换债券的规范发展，却不能消除市场

风险。对此，发行者和投资者都应有明确的认识和充分的心理准备。从理论上讲，可转换债券对发行者来说非常有利，不管能否转换成功，对发行公司都有益处，因而发行公司对发行可转换债券有强大的利益驱动，只要有发行机会，它们就要利用并用足。而实践证明，发行时机的选择对公司却非常重要。如在股市熊市时发行可转换债券就非常不利，不仅转换价格高不上去，债券利率还不能低，尽管如此，也不能保证投资者有兴趣购买；而在牛市尤其是牛市顶峰时发行，则又会使投资者蒙受巨大损失。此外，利用可转换债券这种低成本的融资途径，发行公司有可能大上项目、大铺摊子，资金的利用效率和企业的整体经济效益就难免下降。对投资者来说，可转换债券的债权性和股权性的双重特性可能使其以为持有这种债券犹如上了双保险，进可攻退可守，却没有意识到由于转换价格过高或转换不成功后遭受到的低利息收入的损失，尤其是由于股价波动而调整转换价格所带来的风险。

由此可见，可转换债券的发行与交易，已经不仅仅是发行公司与投资者之间的筹资与投资的关系，而是关系到企业与投资者的正当权益能否得到保护、证券市场能否健康发展、资本资源能否得到合理配置的问题。这就需要有关各方的协调与配合。首先应当让那些符合国家产业政策的投资规模大、项目周期长、潜在收益高的基础性产业充分利用这一筹资工具的优势，这一点已在国务院证券委的办法中有了明确的体现，其次要对发行公司和投资者的行为进行规范和引导。让企业不仅从技术处理上用好用这一工具，使企业行为与证券市场及企业长远发展相一致；而且要让投资者培养起风险意识，并采取措施确保投资者的合法权益。

第三节 其他衍生工具

一、存托凭证

1. 存托凭证的定义

存托凭证是指在一国证券市场上流通的代表外国公司有价证券的可转让凭证。存托凭证一般代表的是外国公司的股票，有时也可代表公司的债券。

存托凭证起源于 1927 年的美国证券市场，它是为便利美国投资者投资于非美国股票而产生的。因此，直到现在国际上的存托凭证也主要是以美国存托凭证（American Deposit Receipt，以下简称 ADR）的形式存在着，即主要是面向美国投资者发行并在美国证券市场上交易的存托凭证。

2. 美国存托凭证的种类

存托凭证的种类有很多，其中最主要的是美国存托凭证。美国存托凭证又可分为有担保和无担保两大类：

（1）无担保的 ADR。无担保的存托凭证没有存券协议，存券银行不是通过发行公司而是自行向投资者存券，这类存托凭证目前已很少使用。

（2）有担保的 ADR。有担保的存托凭证是通过发行公司和存券银行签订存券协议，明确双方的权利与义务，以便发行公司从总体上掌握存托凭证的数量及其他要素。有担保的存托凭证又可分为一级、二级、三级公募 ADR 和美国 144A 规则下的私募 ADR。这四种有担保的 ADR 各有不同的特点和运作惯例，美国的相关法律也对其有不同的要求。

3. 存托凭证的优点

作为一种新式金融工具，存托凭证，尤其是美国存托凭证所具有的优点日益为企业及投资者所认识和接受。近年来，美国各大交易所及有关证券市场中，存托凭证的交易量每年都以 40% 的速度增长，几乎所有赴美上市的外国公司都以美国存托凭证的形式进入美国股票市场。我国也有企业已经或正在准备以这种方式进入美国。这是因为，存托凭证具有以下显著优点：

（1）市场容量大，筹资能力强。以美国存托凭证为例，美国证券市场最突出的特点就是市场容量极大，市场率水平很高。这使公司能在短期内筹集大量的外汇资金。此外，由于 ADR 克服了美国的互助基金等不能直接投资于外国公司股份的法律障碍，为外国公司拓宽了股东基础，有利于保持公司的资本市值并提高其长期筹资能力。

（2）上市手续简单，发行成本低。对股份公司而言，采用存托凭证方式筹资，既可以避免其股票直接在国外上市的繁琐程序，又可以绕过当地严格的上市要求，简化上市手续，从而降低发行成本。而美国一级有担保的存托凭证和 144A 规则下的 ADR 计划，还享受一定程度的监管豁免，更是可以节约上市成本。

(3) 提高知名度，为日后在国外上市奠定基础。以存托凭证的形式直接进入国外的证券市场，尤其是在几个国家的市场上同时出售证券，可以迅速提高公司的知名度，拓展海外市场。由于场外交易市场（OTC）与欧洲清算公司（Euroclear）相互联通，ADR 可以在美国和欧洲同时出售，这就有利于运用 ADR 的公司海外业务计划的顺利展开，公司也能在更为广泛的范围内被人知晓。公司逐渐被人认同之后，就能较为顺利地获得在国外证券交易所上市的资格。

(4) 避开直接发行股票债券的法律要求。直接在国外市场上发行股票和债券，不仅要受本国相关部门的监督和约束，更要受国外相关法律的制约。如美国的法律对证券的发行就规定得相当完备。在美国发行股票债券的公司必须满足四个层次的条件，必须履行严格的信息披露义务等等。而存托凭证只是证券的代表，并不是证券的直接发行，因此可以避开直接发行时近乎苛刻的法律要求。

(5) 有较强的规避市场风险的能力。*存托凭证可以使投资者在本国市场投资他国证券，并按本国标准进行清算和交割，这样可以免付国际托管费用。存托凭证以美元或上市国货币标价，股息和红利按外币兑换率兑换为美元或上市国货币支付，这又与其他上市证券的条件一致。有些存券协议甚至规定了存券银行为公司承担派息时美元相对外国货币的汇率风险。

目前我国国内现有的 B 股中，已有上海氯碱、二纺机、轮胎橡胶以及深房产等以一级有担保的存托凭证形式在美国上市；上海石化、仪征化纤、庆铃汽车以及马钢等则以 144A 私募形式上市。这一方面扩大了这些公司在融资场所的国际知名度；另一方面还能使这些公司以国际上市公司的标准来规范自己的行为，从而有助于我国的股份公司转换经营机制，并为我国的证券市场与国际接轨创造条件。

4. ADR 的市场运作

ADR 的市场运作主要分为 ADR 的发行和 ADR 的交易两个阶段，涉及到一系列的业务机构。

(1) 有关的业务机构。与 ADR 的市场运作相关的业务机构主要有主经办人（即存券银行）、财务顾问、律师及审计师等。主经办人要对 ADR 市场运作的全过程负责；财务顾问主要提出有关财务报表，进行盈利预测，分析税收对企业效益的影响等；律师负责所有有关的协议文本，并对市场运作过程中遇到的法律问题提供专业意见。ADR 的市场运作过程中，一般要有两位法律顾问，一位是中国国内的法律顾问；另一位是境外的法律顾问。审计师主要是审计公司的财务报表，出具审计报告。

(2) ADR 的发行。ADR 的发行过程一般可分为四个阶段，我们以 B 股建立一级有担保的 ADR 为例来说明：第一阶段是初步准备阶段。在这一阶段，首先，公司董事会出于建立 ADR 计划的战略考虑，在专业机构的协助下将申报材料呈送国家证券主管部门，并获得批准。其次，公司要聘请 ADR 计划的

中介机构，包括主经办人（存券银行）、国内财务顾问、国内律师、国际律师、审计师等。第二阶段是实质性准备阶段。这一阶段公司要详细制定 ADR 计划与工作时间表；草拟存券协议，向美国证券与交易委员会（SEC）提交 12g—2（b）规则所需要的豁免申请表；准备公告、法律文件、审计师同意函；请求“证券统一编号”（CUSIPnumber）；完成存券协议与 F—6 注册表格并呈送 SEC，ADR 便告制作完成；SEC 同意 12g—2（b）项豁免，F—6 注册生效。第三阶段是销售阶段。这一阶段要完成清算交割系统；那斯达克证券市场（NASDAQ）和场外交易市场（OTC）同意交易；推介；交易开始，当地做市商报价，做市商通知存券银行，生成 ADR。最后一个阶段是销售后阶段。这一阶段是将 ADR 公告信寄给机构投资者、研究人员和投资顾问群。

（3）ADR 的交易。存券银行在购入公司股票之后，即将代表若干股票的存托凭证发售给其本国或他国投资者，投资者之间便可进行存托凭证的正常交易了。不过，存券银行也可以代投资者在凭证流通市场上进行存托凭证的交易。存托凭证的股息和红利则通过存券银行在当地的托管银行收取并发放给投资者。此外，由于存托凭证是记名证券，因此存券银行还要承担存托凭证的代理过户，以及将存托凭证投资者的名单登记入册的职责。

在存托凭证的市场萎缩、需求锐减而要取消时，存券银行又要及时收回存托凭证，并通知其托管银行在当地售出存托凭证所代表的股票，然后将出售股票的款项支付给存托凭证的持有者。

二、认股权证

1. 认股权证的定义

认股权证是指由股份有限公司发行的、能够按照特定的价格、在特定的时间内购买一定数量该公司股票的选择权凭证，其实质是一种有价证券。持有这一证券者可以在规定的期限内，以事先确定的价格买入公司发行的股票。

一般说来，股份有限公司可以在发行公司债券、优先股股票以及普通股股票的同时发行认股权证。但在实践中，认股权证多与公司债券或优先股股票同时发行。80 年代以来才逐渐出现与普通股股票同时发行的认股权证，通常做法是每一股普通股附一股认股权证。

由于公司股票的市场价格通常要高于认股权证确定的特定买价，因此，认股权证本身也可以形成市场价格。股份有限公司通过发行认股权证，就可以顺利地筹集到大笔资金。不过，由于认股权证的价格要随公司股值的变化而波动，因此，认股权证的持有者就要承担相当大的风险。

2. 认股权证的要素

股份有限公司发行认股权证，都要从多个方面对认股权证进行约定，约定的基本内容主要包括数量、价格、期限等。

(1) 认购数量。这是指认股权证认购股份的数量。认购数量可以用两种方式进行约定：一是确定每一单位认股权证可以认购若干公司发行的普通股；二是确定每一单位的认股权证可以认购多少金额的普通股。开宗明义地约定认购数量，对于股票发行公司增发股票，对投资者认购和交易认股权证都有重要意义。

(2) 认股价格。认股权证在发行时，发行公司即要确定其认股价格。认股价格的确定一般以认股权证发行时，发行公司的股票价格为基础，或者以公司股价的轻微溢价发行。如果出现公司股份增加或减少等情况，就要对认股权证的认股价格进行调整。有的公司甚至这样约定：当公司股票市价过度明显上扬时，其发行的认股权证的认股价格可以按预定公式自动上调。这样做的目的在于保护认股权证持有人的利益，进而保护公司的权益。

(3) 认股期限。认股期限是指认股权证的有效期。在有效期内，认股权证的持有人可以随时认购股份；超过有效期，则认股权失效。认股期限的长短因不同的国家，不同的地区和不同的市场而差异很大，主要是根据投资者和股票发行公司的要求而定。有的国家还对认股期限制定了最长和最短限制。从当前实际来看，认股期限多为3年至10年。一般说来，认股期限越长，认股价格就越高。

(4) 赎回权。*发行认股权证的股份有限公司大都制定了赎回权条款，即规定在特定情况下，公司有权赎回其发行的认股权证。比如，所发行的认股权证大部分都实行了认股，这时公司就有权对剩余的部分认股权证持有者提出要求，要求他们要么在短期内实现认股，要么就放弃认股权。

(5) 认股价格的调整。*通常情况下，认股权证按既定的认股价格运作。但在诸如送股、配股等特定情况下，认股权证的发行公司就必须对认股价格进行调整。认股价格的调整还因公司对认股数量约定的不同而有所不同。如约定的认股数量是每一单位认股权证认购若干普通股，则公司在调整认股价格的同时，还要向认股权证持有者同比例增加或减少认股权证，为的是保持认股权证持有者可认购的公司股份的比例不变。

(6) 收购权益。*在对认股权证进行的约定中，往往还有这样的条款，即如果有购买者对某家上市公司提出了收购要约，那么收购方还要对这家上市公司已经发行在外的认股权证提出收购要约。这样一来，认股权证的持有者便能立即实现认股并接受收购要约中应有的利益。当然，认股权证还可以被有意识地用来支持公司的反收购行为。

3. 认股权证的发行

认股权证一般可以采取两种方式发行。最常用的方式是认股权证应在新发股份或新发债券之后发行，对发行的认股权证投资者无须支付认购款项，以此来增强公司股份或债券对投资者的吸引力。以这种方式发行时，认股权证将随同股份或债券凭证一同寄往认购者。在无纸交易制度下，认股权证将随同股份或债券一并由中央登记结算公司划入投资者账户。

认股权证的另一种发行方式是单独发行。在这种方式下，认股权证的发行与股份或债券的发行没有内在的联系，仅仅是认股权证发行公司对老股东的一种回报。具体做法是按老股东的持股数量以一定比例对其发放。

4. 认股权证的交易

认股权证的交易既可以在交易所内进行，也可以在场外交易市场上进行。认股权证的具体交易方式与股票相类似，如：认股权证的最低交易量为一手；也有买入价和卖出价；交易双方也要支付佣金、印花税、交易征费和特别征费；也是在交易后 24 小时内交割。

通常在新闻媒体上登载的认股权证或成交表中，有一项是“行使价”，这是指以认股权证换取普通股的成本价。行使价的计算公式如下：

$$\text{行使价} = \frac{\text{认股权证的市价} \times \text{每手认股权证的数目}}{\text{每股认股权证可换的普通股数目}} + \text{认股价}$$

式中，分子是买入每手认股权证的货币额，公式得出的是用认股权证换取的普通股每股所应分担的认股权证的费用，这一费用加上认股价，得到的就是用认股权证换取每股普通股的费用。

5. 认股权证的价值

认股权证的价值可以从两个方面进行考察：一方面是考察认股权证本身的内在价值；另一方面是看其投机价值。

(1) 内在价值。从理论上讲，内在价值是认股权证的最低价值。如果以 P 代表公司发行的普通股的市价；E 代表认股权证的认股价格；N 代表换股比率，则：

$$\text{内在价值} = (P - E) \times N$$

影响认股权证内在价值的主要因素有：1) 普通股的市价。市价越是高于认股价格，认股权证的价值就越大；市价的波动幅度越大，市价高于认股价格的可能性也越大，认股权证的价值就越大。2) 剩余有效期间。认股权证的剩余有效期间越长，市价高于认股价格的可能性就越大，认股权证的价值就越大。3) 换股比率。认股权证的换股比率越高，其价值就越大；反之，则越小。4) 认股价格的确定。认股价格定得越低，认股权证持有者为换股而支付的代价就越小，普通股市价高于认股价格的机会就越大，认股权证的内在价值也就越大。

(2) 投机价值。认股权证的内在价值在很大程度上取决于普

通股的市价。如果普通股的市价高于认股价格，则认股权证的内在价值就可能大于零；如果普通股的市价等于认股价格，则认股权证的内在价值就可能等于零。但认股权证的内在价值不会小于零，因为认股权证本身还具有投机价值。如果普通股的现行市价低于认股价格，这应看作是一种暂时现象，它并不意味着股价会永远低于认股价格。只要认股权证一日没有到期，股价就仍有超越认股价格的机会。

6. 认股权证的作用*

认股权证自出现以来，受到了包括发行公司、公司股东以及投资者的欢迎，其原因在于认股权证在客观上能发挥其独特的作用。

(1) 促进公司筹措资金，培养潜在增资来源。发行认股权证有助于公司筹措资金。对有增长潜力的公司来说，其发行的认股权证比较容易被投资者接受，即使认股价格高于现行的股票市价，投资者仍有机会在股价上扬时通过行使认股权而获益。故投资者愿意投资。

对于那些财务状况不甚理想的企业来说，投资者一般不愿意承担过大的投资风险，企业也就很难筹到资金。但是如果企业将认股权证与公司债券或股票同时发行，投资者在购买股票或债券的同时也得到认股权证，使他们在将来分享企业的资本收益，这就能增强投资者对企业的信心，从而向企业投资。

此外，当认股权证持有人在行使其权力，即将认股权证转换成股票时，公司又可以因此而筹到一部分资金。

(2) 弥补债券持有人的损失，维护债券持有人的利益。公司如果单独发行认股权证，债券利率就有可能因为认股权证补偿价值的存在而适当压低，债券持有人就会因此受到损失。为了维护债券持有人的利益，公司就可以将认股权证附着于债券一起发售。这样，即使公司压低债券利率，债券持有人的损失也能因为认股权证补偿价值的存在而得到弥补。

(3) 补偿股东利益。股份有限公司在发行新股和向老股东配售股份时，通常以附着于股份的认股权证对股东进行补偿。有的上市公司甚至在年度分配时向老股东发送认股权证，以代替发送红股和现金分红。

7. 认股权证与期权等的关系*

(1) 认股权证与期权。从内容看，认股权证实质上就是一种期权，尤其类似于美国式的期权。它具有期权所具有的各种特性，主要体现在以下几个方面：1) 交割价或施权价。认股权证所有者按此价格向公司支付现金，公司则按此价格向认股权证所有者交割股票。认股权证的交割价格通常要比公司普通股股票的市场价格高 10% ~ 30%。2) 认股权证的有效期间。在这一期间内的任何时间，认股权证持有人有权行使相应的权利；有效期间过后，这些权利失效。3) 交割比例。这是一个规定每份认股权证可以转换成多少股股票的比例，这相当于一份期权合同所规定的购买股票的数量。4) 交易价格。认股权证在市场交易中可以形成它自己的交易价格。

然而在交易所里，认股权证和期权的交易又是很不相同的，两者的差别主要表现在：1) 认股权证的有效时间比期权的到期时间要长得多。多数认股权证的有效期间为 1 年至 2 年，有的可以是 5 年至 10 年，有的认股权证甚至是始终有效的。2) 期权可以由多种机构发行，既可以是相关股票的发行公司发行，也可以不是；而认股权证则必须由发行股票的公司发行。为此，期权的实施往往导致股票所有权的转移，而认股权证的实施则意味着发行新股。新股的发行通常导致股息的稀释，这成为计算认股权证价格时必须考虑

的因素。

(2) 认股权证与股票分红、股票拆股。认股权证一般不受股票分红保护，也就是说，当公司支付股息造成股票价格下跌，致使认股权证“价值”下降时，认股权证持有者只有自己承受这一损失。但认股权证却受股票拆股保护，亦即当公司股票拆股时，认股权证的交割价格要作相应的调整，如市价每股 80 元的股票进行 1 变 2 的拆股，拆股后每股价格 40 元，这样一来，原认股权证规定的交割价格也要相应调整，如果原定价格是 100 元，则应调整为 50 元，其目的是保护认股权证所有者的利益。

三、优先认股权*

1. 优先认股权的意义

优先认股权是公司增发新股时为了保护老股东的利益而赋予老股东的一种特权。拥有优先认股权的老股东可以按低于股票市价的特定价格购买公司新发行的一定数量的股票。这种股票发行方式叫配股发行。

配股发行时，为了保证老股东的持股比例保持不变，公司允许老股东按照目前持有的公司股票数占公司已发行股票数的比例，以特定价格购入相同比例的新股。

2. 优先认股权与认股权证的比较

优先认股权和认股权证是两个不同的概念，两者存在着明显的差别；但优先认股权和认股权证都是公司在发行股票时出现的，它们本身都不是股票，却与股票相关，因此，两者之间又有一定的联系。

(1) 优先认股权与认股权证的区别。

1) 认股权证是由公司发行的，能够按照特定的价格在特定的时间内购买一定数量该公司股票的选择权凭证，其实质是一种有价证券；而优先认股权则是公司在增发新股时为了保护老股东的利益而赋予老股东的一种特权。老股东可以凭此权按特定的价格购买新股。

2) 认股权证是与股票同时发行的，但发行后则可与股票独立，形成自己的市场和价格；优先认股权则是在配股登记日前要附着在股票上进行交易，登记日之后，优先认股权才脱离股票可以在市场上独立交易。

3) 两者的目的不同。优先认股权是赋予老股东的特权，允许老股东按其原来的持股比例购买新股；认股权证的发行则主要是为了更多地筹措资金，培养潜在的增资来源。

(2) 优先认股权与认股权证的联系。

1) 优先认股权和认股权证都是一种凭据，凭此可以在规定的时间内按照特定的价格购买一定数量的股票，都是由股票发行公司推出的，与股票直接相关。

2) 优先认股权和认股权证都可以进行交易，并在交易中形成自己的价

格。

3) 无论是优先认股权还是认股权证都具有买入期权的性质，因而具有一般意义上的期权的诸多特点。

3. 优先认股权的价值

(1) 附权优先认股权的价值。优先认股权的存续期分为附权期与除权期两个部分。从公司宣布配股之日到配股登记日止，这是优先认股权的附权期；从配股登记日起到到期日止，则是优先认股权的除权期。

在附权期，优先认股权附着在股票上进行交易，股票交易中包含优先认股权的价值。这时股票的价格就要上升。

(2) 除权优先认股权的价值。在除权期，原来的附权优先认股权的价值就分成股票的价值和优先认股权的价值两部分，优先认股权与普通股一样在市场上进行交易。

(3) 优先认股权的投机价值。优先认股权是一种买入期权，故可以形成自己的价格，且价格随股票价格的变化而变化，因而具有投机价值。

四、备兑凭证*

1. 备兑凭证的涵义

备兑凭证实际上是认股权证的一种新的表现形式，它是认股权证进一步发展后的产物。认股权证是某一特定的股份有限公司发行的，认股权证持有人只对该公司及其发行的股票行使权力。而备兑凭证则不同。

备兑凭证是由上市公司以外的第三者发行的、用以购买上市公司一定量股票等的一种权利凭证。

2. 备兑凭证的特点

(1) 备兑对象的发行人与备兑凭证的发行人不一致。备兑凭证通常由一家信誉卓著的金融机构发行，该金融机构以其所持有的某类股份或者以其自身的资金实力作担保，依据备兑凭证列明的条件向备兑凭证持有人承担未来认股责任。也就是说，备兑凭证的未来认股对象是某上市公司的股票，但并非由该上市公司充当凭证的发行人。备兑凭证与其备兑对象的发行公司毫无关系，备兑凭证的发行也无须征得备兑对象发行公司的同意。

(2) 备兑对象多种多样。备兑凭证的备兑对象可以是某上市公司的股份，也可以是若干上市公司股份的组合，甚至还可以是某个股票市场的综合指数或分类指数。

(3) 备兑对象的买卖可以双向进行。与认股权证不同的是，认股权证是单向的，而备兑凭证却是双向的。有些备兑凭证规定其持有人有权在未来一定时期内以一定的价格买入股份；还有一些备兑凭证则同时还规定其持有人可以按照一定条件卖出股份。

备兑凭证由于可以用来对所持股份进行套期平衡，或者利用杠杆效应进

行投机色彩较浓的投机活动，因而对投资者具有较强的吸引力。1995 年以来，香港各大投资银行在备兑凭证的多种认股期限、不同认股价格等方面不断创新，设计出了各种既满足各层次投资者需要又尽量降低自身风险的备兑凭证，既筹集了大量资金，又方便了投资者，还活跃了金融市场。

3. 备兑凭证的要素

备兑凭证一般要求包括以下内容：

(1) 备兑对象。可以是某上市公司的单一股票，也可以是股票组合，甚至可以是股票市场的综合指数或分类指数。从实践中看，备兑对象多为交易活跃的绩优股。

(2) 有效期限。即备兑凭证的权利期限。在这一期限之内，备兑凭证的持有人可以随时要求将其备兑凭证与备兑对象相兑换。

(3) 兑换比例。备兑对象为股票时也称换股比例，是指每一份备兑凭证可以兑换的正股数量。

(4) 行使价。也称换股价，具备备兑凭证持有者行使选择权时的结算价格，相当于一般标准期权的敲定价格。

(5) 发行溢价。是发行时备兑凭证的价格，通常以百分比表示，一般为行使价的 5% ~ 30% 不等。

4. 备兑凭证的作用

(1) 为发行者筹集资金、减少风险。通过发行备兑凭证，可以使其手持正股以发行溢价的方式提前套现，既筹集大量的资金又获得可观的收益；此外，发行者还能通过备兑凭证的发行为手中持有的股票套期保值，以减少持股风险。

(2) 为投资者创造新的投资渠道和规避风险的工具。对投资者来说，备兑凭证的出现无疑为他们增加了一个以小搏大的投资工具，虽说备兑凭证的高杠杆功能会使其收益与损失同时放大，但备兑凭证的风险限定功能又会使广大投资者在股市跌宕时转而购买备兑凭证。即使选择不履约，最大的损失也只限定在最初购买凭证的费用之上，由此可以避免股票交易中可能带来的风险。

(3) 为繁荣我国证券市场发挥作用。备兑凭证的发行不涉及新股发行，不会稀释股权，易于吸引投资者，增强证券市场的流动性，为一级市场的顺利扩容创造条件；同时，这种新型的金融工具吸引的大量资金，又会推动我国证券市场的进一步繁荣。

第六章 证券机构

第一节 证券经营机构

一、证券经营机构的定义

证券经营机构也称证券商，是由证券主管机构批准设立的在证券市场上经营证券业务的金融机构，在证券市场上扮演着主要角色。资金供求双方通过证券经营机构实现对资金余缺的融通和调剂。它们对资金供求双方，提供适合各自需要的各种金融产品，并为买卖证券的双方提供服务。

二、证券经营机构的产生和发展

从证券经营机构从事的主要业务来看，证券经营机构的产生和发展与债券及股份制的产生、发展紧密相联，债券在历史上最早是以国家公债的形式出现的，随着国债大规模的发行，国债流通转让能否顺利进行，就需要有一批信誉可靠、实力雄厚的金融机构参与，以保证政府源源不断的财源，这样证券经营机构随之产生。另一个因素是股份制度的发展与成熟也促进了证券经营机构的产生，由于股份公司的广泛出现，股票和债券成为证券交易所的主要交易对象，股份公司股票的发行，由于政府对其管理，逐渐由投资性证券的发行机构代理发行，这种机构具有某种程度的发行信用，一般是从银行的发展过程中分化而来。随着金融体系的逐步健全，非银行的金融机构专营证券买卖业务，正是由于这种专业化分工，证券经营机构宣告产生。

三、证券经营机构的类型

1. 分离型

在本世纪 30 年代以前，各国真正专营证券的机构很少，证券业务都附属在银行系统内。美国在 1933 年以前，对银行业务和证券投资业务没有严格的划分。1921 年以后，由于高额利润的刺激，大多数商业银行开始扩大他们的投资业务，从事认购和销售有价证券业务。1929 年，纽约证券市场发生大崩溃，致使美国有近 1 万家商业银行倒闭。30 年代初，美国经济开始衰退，进而对金融业再次发生冲击，导致全国范围的金融危机。为此，1933 年，美国国会通过了“格拉斯-斯蒂格法”，明确将银行业务与投资业务分开。法律规定，任何以吸收存款为主要来源的商业银行，除了可以进行投资代理、经营指定的政府债券，用自有资金有限制地买卖股票、债券外，不得同时经营证券投资等长期性投资业务。同时经营长期性投资业务的金融机构，也不准经营吸收存款等商业银行业务。这样就从法律上确定证券经营机构的独立

存在，至此以后，涌现出了大批的证券经营机构。

将经营银行业务与经营证券投资业务的机构分开的原因，除其特殊的历史原因外，主要是：

（1）减少风险。债券股票市场（特别是股票市场）的价格波动较大，证券交易商至少在其库存资金方面要承担由价格波动形成的风险。美国在1929年至1933年期间，大批银行倒闭的直接原因是这些银行进行了证券投资。证券业与银行业机构分开，可以使银行避免证券市场的大起大落的风险。

（2）保护投资者利益。银行业务与证券业务兼为一体的金融机构，就会将资金投放在利润较大的证券上，使得银行贷款受到限制，短期资金长期使用，一旦出现风险，客户利益将无法保证。

（3）促使证券投资专业化。建立专门从事证券投资业务的经营机构，将提高证券投资的效率，促进证券市场的迅速发展。美国和日本证券市场发展如此迅速，证券经营机构在其中发挥了巨大的作用。

2．综合型

这是指一些金融机构既经营证券业务、保险业务，又从事银行业务，是综合性的金融机构，这样可以降低成本、扩大规模、占领市场，具有综合效益。以德国为代表的欧洲大陆国家，实行综合银行制度。在综合银行制度下，银行业务与证券业务之间没有界限划分，各种银行都可以全盘经营存放款、贴现、证券买卖、担保等商业银行业务与证券投资业务。

3．中国证券经营机构的类型

中国目前的证券经营机构主要有以下两类：

（1）专营机构。这是指专门从事与证券经营有关的各项业务的证券公司。截止到1997年6月底，中国证券公司累计共有96家，其中北方地区共计有25家，约占总数的26%；东南沿海地区共计有37家，约占总数的39%；内陆和欠发达地区共计有27家，约占总数的28%；西北地区共计有7家，约占总数的7%。其中规模和势力比较大的证券公司有华夏证券公司、南方证券公司和国泰证券公司，这三家证券公司是全国性的大证券公司，其他证券公司均属地方或区域性证券公司。

（2）兼营机构。这是指除了经营其他金融业务之外，还兼营证券业务的机构，主要是信托投资公司、信托咨询公司、综合性商业银行总行附属的信托投资公司，它们通过下设的证券业务部、证券营业部（均为非独立法人）从事部分证券业务，这类兼营证券业务的公司目前我国数量是相当多的，远远超过专营机构的数量。

四、证券经营机构的地位和作用

证券经营机构是证券市场的重要组成部分，是证券市场的主体和中介，

有证券市场，就必然有证券经营机构，不存在没有证券经营机构的证券市场。一方面，证券经营机构伴随着证券市场的产生而产生，伴随着证券市场的发展而发展，证券市场孕育了证券经营机构；另一方面，证券机构一旦产生，作为一股独立的力量，通过其经营活动，极大地促进了经济发展和证券市场的完善、稳定和发展。

证券经营机构的作用主要表现在：

1．促进储蓄转化为投资

一国经济增长率与投资率成正比例关系，投资率越高，经济增长率越高；反之则越低。而投资率的高低取决于储蓄（这里指广义储蓄，即收入或消费后的剩余）转化为投资的程度。证券交易活动的背后是资金的运动。需要资金的工商企业可以通过发行和出售股票和债券，以筹集所需资金。而社会各阶层成员中有过剩资金或闲置资金者，则可以通过购买证券为闲置资金寻求出路，并获得投资收益。证券经营机构通过在证券市场上积极活动，以代理发行和买卖证券的形式，为资金供应者和需求者牵线搭桥，从而满足储蓄与投资双方的需要，把社会各阶层的闲散资金广泛地动员起来用于长期投资，既繁荣了证券市场，又促进了投资增加和经济增长。

2．分散证券市场的风险

证券市场种类和层次的多样性，形成了错综复杂的交易关系和债权债务关系。众多的交易主体参与交易活动，其交易动机多种多样，利益需求各不相同，由此便形成了风险和收益的差别。这种证券市场上的直接融资活动比通过金融中介机构的间接融资活动既更复杂，又更具有风险，这是因为：（1）间接融资的金融机构不仅数量有限，而是对其管理也很严密，其经营行为比较规范，可控程度较高；（2）间接融资资金供需双方有金融中介机构的转换和调节，金融中介机构既要承担资金供应方承担全部的责任，又要承担资金运用风险损失的责任，因此，其自身行为约束较硬。相比之下，以直接融资为主要特征的证券市场不仅可控性差，而且风险性大，在这种情况下，如果不增强证券市场的可控性，减少或分散证券的风险性，则证券市场就不可能获得长期稳定的发展。证券市场中的证券经营机构能够在某种程度上分散证券市场上的风险。例如，作为主要承销商的投资银行，在包销证券时，买下发行公司所拟发行的证券，到它们将这些证券再出售给公众，需要间隔一段时间，在这期间里会发生未预料的市场条件变化，从而使承购包销的证券不能顺利售出。在这种情况下，投资银行实际上承担了证券发行风险。也正是由于有投资银行承担证券发行风险，才有利地促进了新证券的发行和分销。

3．有利于促进证券市场平稳发展

在证券业务高度发达的国家里，证券市场是社会政治、经济等变化的晴雨表。影响证券价格的一些基本因素，如：宏观经济因素、行业因素、公司因素等，以及影响证券价格的技术因素，如证券交易量、卖空者数量、大户的买进卖出情况、市场阻力水平，市场宽度等，都在影响着证券价格的变化。

若证券价格在一定幅度内变化，则属正常情况，对证券的市场能力没有影响或影响不大，若证券价格大起大落，就会影响证券的市场能力，阻碍证券买卖的顺利进行。所以，若要增强证券的市场能力，创造连续市场，就必须保持证券价格的相对稳定。而证券经营机构就具有平抑证券价格的责任和能力。如美国证券交易委员会要求专业经纪商必须拥有雄厚的资本和相当数量的证券，并要求专业经纪商起稳定证券市场的作用，防止证券价格暴涨暴跌。当某种证券大量出售，供过于求，有可能引起该种证券价格猛烈下跌时，专业经纪商应出来收购，缩小供求差距，保持价格平稳；反之，当某种证券出现抢购风潮，这种证券在市场上又供不应求时，专业经纪商就应出售该种证券，以缓和购销矛盾。

五、证券经营机构的主要业务

1. 承销

证券承销商是经营代理证券发行业务的证券经营机构，是证券初级市场上发行者与投资者之间的媒介，其作用是受发行者的委托，寻找潜在的投资公众，并通过广泛的公关活动，将潜在的投资人引导成为真正的投资者，从而使发行者募集到所需要的资金。

(1) 证券的发行方式。证券的发行即证券由发行者向投资者手中转移的具体过程。不管是何种证券，发行人一般有以下两种选择。

1) 直接发行。又称直接募集或自销发售，是由筹资者自己组织发行工作，必要的时候可以请发行中介机构进行协助。这种方式能使发行公司直接控制发行过程，实现发行意图，同时成本较低。但是，对绝大多数发行者来说，由于缺乏必要的专业知识和销售渠道，往往导致筹资时间过长，社会影响也较小。因此，通常只有那些信誉卓著并拥有专门人才和机构的大企业，以及销售网点众多的金融机构才采用这种方式，而且仅限于一些建设债券、金融债券。

2) 间接发行。又称间接募集或委托发行，是由筹资者委托市场上的中介机构——证券承销商担任发行工作，后者根据双方签订的合同条款办理一切发行事务，承担相应的责任并得到相应的报酬。这种方式由于需要寻找适当的中介机构，需要支付一定的手续费，从而增加了发行成本，但同时它又有直接发行所不具备的四个优点：发行不必耗费过多的人员、时间和精力；可以通过承销商的宣传扩大企业的社会知名度；专门的证券承销机构网点广、经济信息灵、熟悉有关规定、专业人才多，经验丰富，可以促使发行成功；在以后的证券转让（股票上市）及其他相关事务中，该承销机构可以利用其专业优势为发行人继续出谋划策。因此，近年来间接发行倍受重视和欢迎，已经成为当今世界各国证券发行的主要方式。

2. 经纪

证券承销商在一级市场上代理企业发行证券，证券经纪商则活跃在二级市场即有价证券的交易市场上，他们的活动是证券得以流通的重要基础，对促进交易和发行，进而促进整个市场的发展都起着不可忽视的作用。

(1) 证券经纪商的作用和特点。众所周知，有价证券的转让是其生命力之所在，转让市场是投资者之间进行证券买卖的场所。长期以来，随着证券尤其是股票发行规模的扩大和转让的经常化、规范化，证券的转让方式逐渐分为两类：1) 有组织、集中在某个场所的、大批量的转让；2) 非统一组织的、分散的、不同交易地点的、零售式的转让。前者在交易所里进行，可称为集中交易；后者在交易所之外，在各个专门从事证券买卖的证券商处或直接在买卖双方之间进行，可称为柜台交易或场外交易。在集中交易制度下，一般投资者不能直接进入证券交易所从事证券买卖，而必须通过一个代理人——证券商来进行，这个证券商即为证券经纪商。

(2) 证券经纪商的种类。证券经纪商依法接受投资者的委托，代理客户买卖有价证券，其利润来源为向委托买卖证券的投资人收取的手续费，称为佣金。

在美国，作为证券市场的中介人，证券经纪商一般有三类。

1) 佣金经纪商。这是直接代理买卖双方进入交易所参加交易并收取佣金的经纪人，他们一般代表某一家证券经纪商。佣金经纪商往往在许多地方设有营业所，客户与营业所联系，发出委托指令，这些指令就由营业所通知其在场内的代表具体执行。佣金经纪商按价格优先、时间优先的原则进行交易。由于在证券交易所从事证券买卖的只能是交易所的会员，非会员想从事证券股票投资便要通过经纪商来进行。佣金经纪商约占纽约交易所会员的一半，场内大部分股票交易是在他们之间做成的。按照规定，他们只能代理交易，不得用自己的资金为自己买卖股票。

2) 场上经纪商。这是指交易所大厅内为佣金经纪商所雇佣，在佣金经纪商业务繁忙或其业务代理发生困难时，代其进行证券买卖并收取佣金的经纪人，因最初每成交 100 股固定收取 2 元佣金，故又称为“两元经纪人”，以后佣金标准多次变动。1976 年 5 月起又改为双方协议，但习惯称呼没有变化。他们不接受一般客户的委托，可以自行买卖证券，偶尔也可以代理在交易所没有席位的经纪商参加交易，但是为了保护投资者利益，交易所一般规定，禁止“两元经纪人”从事与客户委托的同一证券的同一价格的买卖。

3) 债券经纪商。纽约交易所上市股票与债券分设在两个交易厅，债券交易厅进行公司企业债和政府公债的交易。债券经纪商就是在债券交易厅中代理客户买卖债券，并从中收取佣金的经纪商。它是纯粹的代理，不得为自己买卖债券。

3. 自营

这是指自行买卖证券，独立承担风险，从自行买卖的证券中得到差价收益。我国的证券经营机构一般都有自营业务。在美国，纽约证券交易所中的

自营商有两种。

(1) 自营交易商。他们不与投资者发生联系，直接为自己买卖证券。自营交易商一般经验丰富，对市场有深刻的研究，通过预测市场行情的变动趋势，低价购入，高价售出，以赚取价差。他们往往在一般客户大量低价抛售时乘机购入，又在一般客户哄抬抢购时伺机抛出，因此自营交易商的存在客观上有利于促进证券供求平衡。但由于他们所处的有利地位，其交易活动对整个市场影响很大，有关管理部门一直对其活动有所限制，规定他们必须公开自己的所有交易。

(2) 零股交易商。零股交易是指每笔交易额不足 100 股的小额交易，或大宗交易中不足 100 股部分的交易。零股交易商就是专做这类买卖的交易所会员，其交易对象为佣金经纪人。佣金经纪人接到不足一个成交单位的零星买卖委托后，大多数委托给零股交易商，后者可以将零星股票凑成整数后再卖给佣金经纪人，在需要时，也可以将买进的整股单位化整为零卖给其他经纪人。买卖零股与买卖整股的价格不同，这一差价称为零股价差，作为零股交易商代理零股交易支付的额外补偿。

4. 我国国债一级自营商

国债一级自营商，是指具备一定资格条件，并经财政部、中国人民银行和中国证券监督管理委员会共同审核确认的银行、证券公司和其他非银行金融机构。国债一级自营商可直接向财政部承销和投标国债，并通过开展分销、零售业务，促进国债发行，维护国债市场顺畅运转。

(1) 国债一级自营商享有的权利。

- 1) 直接参加每期由财政部组织的全国性国债承购包销团。
- 2) 享有每期承销合同规定的各项权利。
- 3) 享有在每期国债发行前通过正常程序同财政部商议发行条件的权利。
- 4) 企业发行股票一次超过 8000 万股的，在同等条件下，优先由取得国债一级自营商资格的证券经营机构担任主承销商。
- 5) 优先取得直接与中国人民银行进行国债公开市场操作的资格。
- 6) 自动取得同中国人民银行进行国债回购交易等业务的资格。
- 7) 优先取得从事国债投资基金业务资格。

(2) 国债一级自营商履行的义务。

- 1) 必须连续参加每期国债发行承购包销团，且每期承销量不得低于该期承销团总承销量的 1%。
- 2) 严格履行每期承购包销合同和分销合同规定的各项义务。
- 3) 承购包销国债后，通过各自的市场销售网络，积极开展国债的分销和零售业务。
- 4) 维护国债二级市场的流通性，积极开展国债交易的代理和自营业务。
- 5) 国债一级自营商在开展国债的分销、零售和进行二级市场业务时，

要自觉维护国债的声誉，不得利用代保管凭证超售国债券为本单位筹集资金。

6) 国债一级自营商有义务定期向财政部、中国人民银行、中国证券监督管理委员会提交有关国债承销、分销、零售以及二级市场上国债交易业务的报表和资料。

7) 已获得国债一级自营商资格的金融机构，参加某期国债承销后被取消一级自营商资格的，仍须履行该期承销合同规定的各项义务。

8) 国债一级自营商有办理到期国债本息兑付业务的义务。

5. 兼并收购

证券经营机构在公司兼并与收购(M&A)活动中是很活跃的。广义的兼并收购活动不仅包括兼并、收购与接管，还包括杠杆收购(LBC)、公司改组与再资本化、破产公司的重组等。证券经营机构参与这些活动的主要方式有：

(1) 发现潜在的兼并收购的参与各方。

(2) 为兼并公司和目标公司分别提供关于交易的价格及非价格条件的咨询。

(3) 为兼并公司融资提供帮助。

6. 基金管理

对采用公司型投资基金来说，其经营机构的主体是投资公司。投资公司的实质即为基金股份公司，也就是为组建基金而专门成立的金融性股份公司。它专门经营证券业务，公司设有董事会，负责制定基金投资政策，管理证券资产，实现基金资产的组合投资。

7. 咨询服务

根据客户的要求，投资咨询公司把咨询分析建立在科学的基础分析和现代技术分析基础之上，通过捕捉大量信息资料予以加工，向客户提供分析报告，帮助客户建立有效的投资策略及确定投资方向。

8. 其他业务

证券经营机构除可进行上述业务之外，还可在营业范围内进行其他业务。如代理债券的还本付息和代为发放股息红利；经营有价证券的代保管及鉴证等业务。

六、证券经营机构的发展趋势

(1) 金融机构业务交叉。过去西方主要工业化国家，除原联邦德国、瑞士等实行“全能”银行制度外，多数都将商业银行业务与投资银行业务严格分开，美国即为典型例子。这种分工界限已随着70年代以来金融创新与金融管制逐渐放宽而逐步缩小，如美国1984年以后允许不是联邦储备系统会员银行的中小银行从事证券业务。这种融合的趋势既提高了金融服务质

量，也强化了金融业中的竞争。

（2）证券经营机构职能的分离。证券商作为买卖中介，其对象包括个人和团体两部分，二者原无大的区别，但随着经济的发展，证券市场发生了很大的变化，表现为团体投资者在证券市场上的重要性日益增强，使证券经营机构的职能发生了分离：即分化出了专门对团体投资者服务的证券经营机构。第三市场，即“已上市证券的场外交易市场”的形成与迅速发展便是明证。该市场的参加者多为各类投资机构，如银行的信托部、养老基金会、保险公司等，交易量不多，但每笔成交数额大，且经纪商的佣金费一般低于交易所内交易的费用。这一市场使已上市的证券出现了多层次的市场，强化了证券业的竞争，在此形势下，如何改变证券经营机构的某些职能，采取更多便利交易的新措施已成为新的课题。

第二节 证券服务机构

一、证券登记结算公司

1. 证券登记结算公司的职能

(1) 配合证券市场的运作，为本地证券商和投资者提供证券登记、过户、托管、清算、代保管等服务。

(2) 协助主管机关，为地区内部股票提供登记、过户、分红派息等服务。

(3) 协助本地区公开发行证券的上市公司到有关证券交易所挂牌上市。

(4) 协助主管机关规范本地区证券市场的运作。

2. 证券登记结算公司的业务

(1) 开户。是指登记机构为了便于准确记载、清算、交割有关货币或有价证券的投资行为而给投资者设立的账面户头，亦称账户。投资者欲进入证券市场，必须将其基本资料提交证券登记清算机构，建立证券账户。可以说，证券账户卡是通向股市的必经之路。

开户分为自然人开户和法人开户。

1) 自然人开户，须按要求填写证券账户登记卡，内容包括：股东姓名、身份证号码、联系地址及电话等，登记员将有关资料录入电脑后，打印证券账户卡，并发给投资者。

2) 法人开户须提供营业执照副本复印件、法人授权委托书，代办人身份证复印件，登记员将登记的资料录入电脑后，打印证券账户卡，并发给投资者。

(2) 托管登记。是指投资者将其持有的有价证券经过办理一定的确认手续后委托给证券托管机构进行保管，包括实物股票托管、股权托管、证券转托管。

1) 实物股票托管。指证券托管机构根据证券市场“无纸化”要求，将已上市和准备上市的以实物为表现形态的股票实行收回存管，在实物股票托管之前，投资者首先必须开设证券账户卡，然后凭证券账户卡、身份证、实物股票办理托管手续，证券登记机构收回股票即在电脑中进行股权登记，同时为投资者打印股票托管确认书。

2) 股权托管。指证券登记清算机构根据证券市场电子化运作要求，将投资者拥有的股权用电脑账的形式进行登录。已经发行了实物股票的股权托管，投资者必须交出实物股票，获得股权证持有卡。新发行股票的股权托管，在发行时就已实行“无券发行”，毋需再实物托管。

3) 证券转托管。是指投资者将其拥有的股份从一个会员证券商账户转移到另一个会员证券商账户，投资者在转出证券商处填写转托管申请书，在

证券登记机构办理转托管手续，由证券登记机构每周四上午将转托管净值表通过传真卡（MODEM）传给深圳证券登记公司，深圳登记公司根据转托管净值表，核加及核减各证券商清算账户。投资者则可于次周一到转入证券商处委托交易，投资者在转托管手续办理期间，其股份由转出证券商冻结，不能参加交易。

（3）非交易过户。指没有通过场内或场外交易的形式，而使股票的所有权在出让人和受让人之间的过户，包括赠与、继承、协助执行司法判决。

1）赠与。有些证券持有人愿将其持有的证券全部或部分赠与他人，办理此类业务时，须受赠双方携带身份证证件及经出证机关出证的赠与协议。

2）继承。证券持有人死亡后，其财产继承人有权继承其名下的证券，办理此类业务时，须提供继承人的身份证，出证机关出具的遗产处理证明书。

3）协助执行司法判决。证券持有人对证券的所有权有时被司法机关强行判给他人，而接受方又不可能通过交易过户程序得到其应收的证券，办理此项业务时，须持接收方身份证、司法机关出具的判决协助执行书、接收方证券账户卡。

（4）挂失。包括证券账户卡挂失、股权证持有卡挂失。

1）证券账户卡挂失时，须投资者本人持身份证填写挂失申请书，登记机构确认无误后，为维护投资者的合法权益，可为投资者作更号处理，并同时通知证券商。若身份证、证券账户卡同时丢失，投资者须先到所在地公安机关办理身份证挂失，凭公安机关出具的遗失证明到登记机构办理证券账户卡挂失；

2）股权证持有卡挂失时，须投资者本人持身份证填写挂失申请书。经确认无误后，由登记机构对该投资者的股份予以冻结，同时要求投资者在报纸上刊登遗失声明，如一个月后无人提出异议，可为投资者补发股权证持有卡。

（5）债券实物代保管。指在交易所上市的实物债券的存管、提取与兑付，投资者将持有的实物债券交证券商办理托管手续，证券商定期将实物债券交登记机构集中保管，证券商在办理存券手续时，须填写存券单，由登记机构将存券情况通知交易地登记机构或交易所记账，使其据此记加券商债券一级账户，券商收到债券记账通知书后，可接受投资者的卖出委托，提券与存券操作过程相类似。

（6）清算。指在交收前决定一项买卖的双方在证券和资金两方面应收应付数量的一种计算核定的过程。目前我国有两个全国性的证券清算系统：上海证券清算系统和深圳证券清算系统。

1）上海证券清算系统。其股份清算在各投资人、证券商、上海证券中央登记结算公司之间直接进行，不涉及证券登记机构，其资金清算程序是由异地资金集中清算中心（又称结算会员）同上海中央结算公司进行地区净额

清算（一级清算）；由券商同异地结算会员在当地进行净额清算（二级清算）；由投资者同券商进行资金清算（三级清算）。

2）深圳证券清算系统。其股份清算实行净额交收制度，登记公司将每天股份应收取券商的股份数目与应付予券商的股份数目相抵后的净额，通过电脑账面的股份清算账户以增减该券商清算账户余额的方式完成证券的一级清算。证券的二级清算与交易过户由各券商所在地的证券登记机构完成，其资金清算在深交所和各会员券商之间进行，现暂不涉及证券登记机构。随着深圳证券中央登记结算公司的设立，深圳证券市场的资金清算也将过渡到三级清算的模式。

（7）分红派息。分红是指股份公司将红利分配给除权登记日前登记在册的股东，是股份公司股东应享受的一种权利。

1）当上市公司的股权登记日已确定时，该日买进股份者有分红派息及配股的权利，而卖出股份者则失去分红派息权利。目前，由于深圳和上海模式不同，分红派息的方法也存在着差异。深圳是通过中央结算公司派发给证券登记机构；登记机构派发给券商；券商再派发给股东的形式而完成分红派息业务的。上海则只直接将红股记入股东账户，而现金派发则是股东通过交易系统卖出现金红利权而完成的。对于过期未卖出现金红利权的股东，由证券登记机构负责汇总并补发红利。

2）对定向募集股份公司的分红派息的做法并不统一，具体按照登记机构与股份公司签订的协议执行。

（8）股东资料查询业务。是证券登记机构为方便投资者而设立的一项业务，投资者如果是入深圳股市，则同投资人填写查询申请书，登记机构可直接通过电脑对投资人的证券账卡、股东账户等进行查询。投资人若是入市上海股市，可通过各地证券登记机构进行上海股东账户查询，由各证券登记机构将投资者的姓名、账号等传真至上海证券中央登记结算公司代办处，由上海证券中央登记结算公司将有关查询资料反馈给各证券登记机构。再由证券登记机构为投资者提供查询服务。

（9）股份管理。此业务的设置，主要是对上市公司的股权结构及股份账目，以及已托管登记的定向募集股份公司的股份进行管理，同时按股份公司要求提供有关服务。主要有：

1）就上市公司的除权登记日的确定与上市公司及深圳登记公司联系。

2）除权登记日确定之前，由中央登记公司、上市公司、证券登记机构三方对账，保持三方股本结构一致。

3）上市公司在分布中期报告之前，为上市公司提供前十大股东名册及高层管理人员持股名册。

4）其他股份公司要求提供的其他服务。

综上所述，登记机构的业务内容主要包括以上几点。当前，各登记机构的业务不完全相同，证券登记机构也可根据证券市场的需要，扩大或调整业

务面，开拓出新的路子使证券登记机构在促进我国股份制稳健发展中起到积极的作用。

3. 证券登记结算公司模式的比较

(1) 从全国性证券市场看，目前存在着三种证券登记清算模式。

1) 深圳市场的“集中式清算、分布式登记”模式。深圳证券市场是一个以深圳证券交易所为核心的全国性证券市场，深交所作为深圳证券市场的集中交易场所，吸收全国各地合格证券商为会员，接纳全国各地合格股份公司挂牌上市，深圳证券登记有限公司是为市场服务的中央登记结算机构，所有上市股份都必须进入中央结算系统，并以一个共用代理人名义持有，来实现上市股份的集中交易和清算，形成深圳市场的中央结算与中央存管体系。同时，因股份制改革的地域性特点，主要以行政区域划分权责的各地股份登记机构，负责当地股份公司的股份登记管理，为当地投资者开设证券账户及管理其股份变更记录，成为当地存管代理人和登记机构，从而构成深圳证券登记公司为中央结算负责证券总账和地区金额账面。地方登记机构负责本地区证券明细账的分层次股份登记模式。1990年8月深圳证券登记公司作为全国第一家证券登记机构正式成立，目前全国各省市已成立登记机构57家，深圳市场的集中清算与分布式登记体系已初步形成。

2) 上海市场的“集中式登记清算”模式。以上交所为核心的上海证券交易市场采用的集中式登记清算方式。上海中央结算登记公司直接为上交所服务，负责全国各地投资者的股票账户开设及账户管理，所有在上交所挂牌的股份公司都必须在上海中央结算登记公司统一登记并进入上海证券交易系统，投资者都必须在中央登记账户系统中取得股票账户进行股票交易。上海市场的集中交易及集中管理证券账户的特点，决定了集中清算统一登记模式。

3) 法人股市场的登记结算模式。STAQ和NET系统都是全国性的法人股交易市场，在系统内上市的法人股股份登记通过系统内会员即证券商进行，系统内对证券商实行集中清算，证券商对投资者和股份公司实行分散清算及登记。此种模式因法人股市场本身的原因，其影响远远不如深沪两大登记结算模式，因此，通常所说的证券市场的两种登记模式也是指深沪模式。下面谈到的即是深沪模式的比较。

(2) 深沪证券登记结算模式的比较如下：

1) 上市股份登记的区别。

深圳的分散式登记。深圳证券市场登记运作规则规定，在深交所上市的股份公司必须由当地登记机构对其全额股份进行登记确认，界定其股权结构和股份性质，出具上市审查中的股份登记确认意见，并向中央结算公司报送股权结构作为其建账依据。这种分散式登记确立了分层次的托管体系，即中央托管和地方托管，将股份登记所涉及的相关责任分散到各地登记机构，减轻了中央托管人的压力，便于证券市场一体化发展。

上海的统一登记。在上交所上市的股份公司的股份则由中央结算登记公司统一登记确认，其作为中央托管人承担了所有股份登记托管的责任。

2) 账务设置的区别。

深圳的多层次账户体系。深圳市场账务设置包括两个方面，即流通股份和非流通股份账务设置。流通账务设置共分两个层次三个方面，即中央登记结算公司管理各上市股份的证券商总账；各地登记机构管理当地投资者的股份变更明细记录和由此产生的当地证券商总账；当地证券商设置在其委托交易的投资者股份明细账。中央登记结算公司与当地登记机构定期核对总账，当地登记机构与证券商定期核对明细账，形成了账户管理体系中的监管。

上海的单一化账户设置。上海市场则是由上海中央结算登记公司直接记录投资者的股份变更明细记录，其账务是中央托管直接对投资者的单一化设置。

3) 投资者开设及使用证券账户的区别。

深圳投资者证券账户的地域性。深交所交易系统设置是以证券商席位号成交，投资者的证券账户号不进入深交所交易系统，而是与证券商报入场内的委托序号一一对应。因此，深圳证券市场可建立地域性的投资者账户体系，投资深股的股民须在当地登记机构开设一个证券账户，而且只限于在当地使用。

上海投资者证券账户的通用性。上交所交易系统设置是以投资者股票账户号成交，上海市场的投资者账户系统统一由中央登记结算公司掌握管理，账户号码集中统一分配，投资者开设的股票账户，可在全国范围内通用。

4) 投资者选择交易地点方面的区别。

投资深股交易地点选择的相对固定性。深圳的分布式登记和多层次的账户结构，决定了投资者入市前，必须指定交易券商，在哪儿买进必须在哪儿卖出，如果投资者想改换交易地点，必须到登记机构进行变更登记及办理转托管手续。

投资沪股交易地点选择的随意性。上海模式统一集中的账户系统，可使投资者对交易券商的选择不受限制，投资者一旦开设了上海股票账户，即可在全国范围各券商处统买统卖。

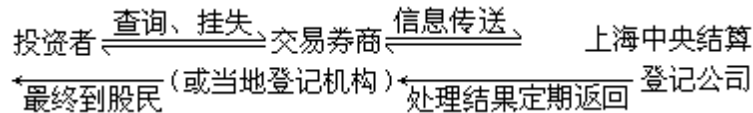
5) 存管业务处理的区别。查询股票账户金额、追索交易记录，挂失股票账户等都是投资者经常面临的问题，深沪模式就此类存管业务都制定有相应的规则和处理办法，但有以下很大区别：

深圳的直接处理办法。深圳市场的查询、挂失业务直接由投资者所在地登记机构办理，即：

投资者 $\xrightarrow[\text{处理结果即时返回}]{\text{查询、挂失证券账户等}}$ 当地登记机构

具有直接性，异地投资者也能够第一时间实现对自己账户的保护。

上海本地的直接做法及异地的间接做法。上海做法对本地、异地投资者来说有较大区别，本地投资者可直接向上海中央结算登记公司办理查询、挂失业务，处理结果即时返回。而对异地投资者则要经过中间环节，处理结果往往相当一段时间之后方能返回，即：



业务处理方式使异地、本地投资者对其账户的保护不具备同等条件。为改变这种现状，上海推出电话查询业务，虽为异地投资者提供了直接的业务处理渠道，但实际运用仍存在通讯条件的限制和影响。

6) 股份清算与资金清算的区别。

深圳的股份二级清算和资金二级清算。深圳登记公司作为深圳市场的中央结算公司，在中央清算系统内为每个证券交易券商开立证券账户，用以记录存放证券商为其客户挂有的各种证券，证券商代客户进行的交易，将以净额形式以中央结算公司为共同交收双方在系统内通过账面划拨来达成交收，实现集中式的一级股份清算，即证券商层面的清算。各登记处根据证券商报送投资者买卖股份的明细变化情况，进行投资者股权变更处理和确认登记，实现分散式的二级股份清算，即投资者层面的清算。

深圳的资金清算是交易所与证券商之间的净额交收和证券商与投资者之间的交割构成的二级资金清算。

上海的股份清算和资金清算。上海中央登记结算公司作为所有投资者的托管人，直接负责每个投资人股份记录的保管和变更确认，形成其股份的一级清算即直接到投资者层面的清算。上海资金清算存在本地异地两种不同的做法。随着上交所与异地交易中心联网计划的推行，上海的异地资金清算逐步将以往一级净额交收的集中式清算，改为利用各地交易中心或登记机构与中央结算公司进行分散式的一级净额交收；各交易中心或登记处与证券商进行二级净额清算；证券商与投资者进行三级清算，构成三级清算格局。这种资金结算方式大大减少了证券商在途资金占用，提高了资金运用效率。而在上海本地则仍保留着中央结算公司与证券商的一级清算和证券商与投资者的二级清算。随着磁卡业务的试行及推广，投资人凭磁卡可直接利用银行账户中的资金买卖股票，最终实现股票和资金的即日结算而无须再通过证券商，这将大大提高市场运作效率，同时又将本地、异地投资者置于不同的起跑线上。

4. 深沪模式的利弊分析

评价一个登记清算制度优劣的准则应是公平、安全、高效以及便捷等方面，深沪两种模式各有以下利弊：

(1) 从公平方面讲。上海的集中登记清算模式由于技术手段的限制，使得本地、异地投资者在查询、挂失等存管业务及资金清算方面存在较大的

优劣势差异，尽管上海利用银行电子联网系统及各地登记机构的能力，极力缩小这种差距，但在目前通讯落后，银行机制不发达的条件下，让遍布全国各地的几百万投资者享有同样投资条件谈何容易？上海市场造成的地域投资者之间的差异还可能长期存在，市场的公平性很难充分发挥。

深圳模式则将登记工作全部交给各地登记机构，使其可为当地投资者提供适时全面的服务，异地投资者始终与深圳股民处于同一服务层面，使公平得以保证。

（2）从安全方面讲。深圳模式确立了中央结算公司与证券商各地登记机构与证券商、中央结算公司与各地登记机构这样一个封闭式的账务监管体系，三方互相制约，共同承担对投资者证券账户的管理和责任，有利于控制风险，相对来说比较安全。

上海模式的安全性则亟待提高。统买统卖容易产生纠纷，券商挪用客户股票和资金及客户透支的情况时有发生。最近上海推出的指定交易以及磁卡功能的发挥，将可能大大增强上海模式的安全性。

（3）从效率方面讲。上海的登记清算运作方案因其集中式模式，便于根据市场变化作相应调整，显得比较灵活，利于市场高效运转。

而深圳的分布式登记模式涉及到各地登记机构的配合，各地登记机构的业务素质及通讯条件，都会影响整个运作方案的效率。因此深圳市场需要在提高整个登记机构体系的素质上下功夫，同时利用业务素质较强的登记机构推行运作效率高的方案，带动整个市场高效运转。

（4）从便捷方面看。上海的一卡走遍天下，实现了统买统卖，为投资者提供随时随地交易股票的便利；而其集中的单一的账户设置则令异地股民感到查询、挂失等方面的不便。而深圳的多层次账户管理结构令异地股民享有与深圳股民同等的存管服务，同时又限制了股民对交易地点的选择，改变交易地点，要经过历时一周的转托管，其间有多少投资机会可能错过，令股民大感头疼。

就券商而言，上海推行的三级资金清算大大提高了异地券商的资金运用效率，而深圳在此方面尚未进行改进。

深沪模式因两大交易市场设置不同而设，各有千秋，相信随着交易市场的变化发展，两大模式都将会取长补短，有所改进。

二、证券投资咨询公司

1. 证券投资咨询公司的特点

证券投资咨询公司在西方国家中称为投资顾问，是证券投资的职业性指导者，包括机构和个人。主要是向顾客提供参考性的证券市场统计分析资料，对证券买卖提出建议，代拟某种形式的证券投资计划等，并收取相应的咨询费。我国的证券投资咨询事业刚刚开始发展。

证券投资咨询公司最大的特点，就是根据客户的要求，把咨询分析建立在科学的基础分析和现代技术分析基础之上，通过捕捉大量信息资料予以加工，向客户提供分析报告，帮助客户建立有效的投资策略及确定投资方向。

2. 证券投资咨询机构的业务

(1) 接受政府、证券管理机关、有关业务部门和境内外机构的委托，提供宏观经济及证券市场方面的研究分析报告和对策咨询服务。

(2) 接受境内外证券投资者的委托，提供证券投资、市场法规等方面的业务咨询。

(3) 接受公司委托，策划公司证券的发行与上市方案。

(4) 接受证券经营机构的委托，策划有关的证券事务方案，担任顾问。

(5) 编辑出版证券市场方面的资料、刊物和书籍等。

3. 证券投资咨询机构的作用

证券投资咨询机构的出现，一方面适应了证券专业化的要求；另一方面也符合证券市场的公开、公平原则。其作用是：(1) 咨询人员的专业知识与技能可以增加证券市场的透明度；(2) 咨询机构可以为市场上的发行人、投资人出谋划策，帮助他们选择筹资、投资的最佳方案，减少盲目性，也减少了浪费；(3) 可以增强投资者的风险意识，用事实、数据来引导投资者摆正投资的态度。

三、其他证券服务机构

1. 信用评级机构

证券信用评级机构是专门从事有价证券评级业务的机构，一般为独立的、非官方的机构。它的出现与证券这一商品的特性有关，证券的特性就是收益与风险紧密相联，追求高收益必然要承担高风险；反之承担的风险较小。因此，一方面投资者要做出最佳投资组合，必然要对各种证券进行比较和分析；另一方面，就证券发行后能否被批准上市、已上市证券的继续发行对投资者是否有吸引力等，都与证券的等级评定结果有着千丝万缕的联系。

(1) 证券评级公司的作用。其主要作用是：1) 承销商可以依据证券级别的高低来决定发行价格、发行方式、承销费用以及采取何种促销手段。2) 自营商可以根据各种证券的信用等级来评定其经营风险的大小，调整证券投资组合，这样，有利于其自身的风险管理，也有利于内部管理部门对其经营的监督，防止因风险过大而危及自身安全。3) 经纪商在从事信用交易时对不同的证券等级给出不同的证券代用率。

证券质量的评定对发行者、投资者和证券商都是十分重要的。目前，国际上比较著名的证券评级机构有：美国的穆迪投资服务公司、标准-普尔公司；日本的债券评级研究所；英国的国际银行业和信贷分析公司等等。这些公司评出的证券等级，比较客观地反映了证券发行者及证券本身的资信程

度。它们一般是完全独立的，不受政府和任何机构干预，但又同证券管理机构有着非常密切的联系，评级机构的业务活动本身就形成了对证券市场参与者活动的一种监督。许多国家有关当局都对不同级别的证券发行人在证券市场活动范围作了不同的限制，能够取得最高等级的发行者一般可以较低的成本发行证券，筹集资金，其证券在市场上也较受欢迎。

(2) 证券评级的内容。对证券的评级由两部分构成：对债券的评级和对股票的评级。

1) 债券的评级。除了信誉特别高的国债外，公司债券发行者、外国政府债券发行者等都自愿向专门从事证券评级业务的评级机构申请级别评定。评级公司在评级过程中主要考虑四个原则： 证券发行公司的偿债能力； 证券发行公司的资信； 投资者承担的风险； 公司债务的法律性质。各国对债券评级的方法与债券级别的划分大致相同。

2) 股票的评级。严格讲，股票的评级是对股票进行编类排列，即按照各种股票的股息和股东分红不同水平、股票的盈利与风险、股票的涨跌前景等，对股票进行分类排列，作为股东调整经营决策的参考性信息和依据，因此它与债券评级是不同的。

证券评级机构对申请者拟发售债券的评定只负道义上的义务，而无法律上的责任，它们对某些债券评级较高，并非向投资者推荐这些债券，只是评价该种债券的发行质量、债券发行者的资信、投资者承担的风险，对股票的评级更不具备“定性”作用，归根结底要由投资者做出选择。

2. 会计事务所

这是指对公开发行股票的企业、机构和场所进行财务审计、咨询及其他相关专业服务的专门机构。

(1) 从事证券业务的注册会计师应具备的条件。注册会计师是依法取得注册会计师证书并接受委托从事审计和会计咨询、会计服务业务的执业人员。对于具有高等专科以上学校毕业的学历，或者具有会计或者相关专业中级以上技术职称的中国公民，可以申请参加注册会计师全国统一考试；对于具有会计或者相关专业高级技术职称的人员，可以免于部分科目的考试。参加全国注册会计师统一考试成绩合格，并从事审计业务工作两年以上的，可以向省、自治区、直辖市注册会计师协会申请注册。

对于从事证券业务的注册会计师除了具备和符合上述条件外，还必须符合下列条件：

1) 具备必要的证券、金融、法律等有关知识。其中，执行国内发行 B 股和境外股票上市业务的注册会计师和助理人员，必须具有一定的外语水平；

2) 具有良好的职业道德记录和声誉。在以往三年内没有发生过严重工作失误和违反职业道德的行为。

凡申请从事证券业务许可证的注册会计师，须向财政部和证监会提交

《注册会计师从事证券业务许可证申请报》。财政部和证监会经过审核后，对于符合条件者，联合颁发从事证券业务许可证，并予以公布。

对于未经批准，没有取得许可证的会计师以及其他机构和人员，不得从事证券业务。对于根据《注册会计师执行股份制试点企业有关业务的暂行规定》，经财政部批准，已取得执行股份制试点企业社会募集公司业务许可证的注册会计师，还应向财政部和证监会补充提交《执行证券业务专业人员持有股票情况呈报表》，并由财政部和证监会共同进行复核，复核通过后，才能进行证券业务的财务审计工作。

(2) 从事证券业务的会计师事务所应具备的条件。会计师事务所可以由注册会计师合伙设立。合伙设立的会计师事务所的债务，由合伙人按照出资比例或者协议的内容约定，以各自的财产承担责任。合伙人对会计师事务所的债务承担连带责任。

申请设立会计师事务所，申请者应当向审批机关报送下列文件：

- 1) 申请书；
- 2) 会计师事务所的名称、组织机构和业务场所；
- 3) 会计师事务所章程；
- 4) 注册会计师名单、简历及有关证明文件；
- 5) 会计师事务所主要负责人和合伙人的姓名、简历及有关证明文件；
- 6) 负有限责任的会计师事务所的出资证明；
- 7) 审批机关要求的其他文件。

会计师事务所的审批由国务院财政部门或省、自治区、直辖市人民政府财政部门进行。在收到申请文件之日起 30 日内决定批准或者不批准。省、自治区、直辖市人民政府财政部门批准的会计师事务所，应当报国务院财政部门备案。国务院财政部门发现批准不当的，在收到备案报告之日起 30 日内通知原审批机关重新审查。

凡申请许可证的会计师事务所，须向财政部和证监会提交下列材料：

- 1) 会计师事务所从事证券业务许可证申请表；
- 2) 会计师事务所从事证券业务助理人员情况呈报表；
- 3) 会计师事务所从事证券业务其他专家和技术人员情况呈报表；
- 4) 执行证券业务专业人员持有股票情况呈报表；
- 5) 职业责任保险或事业发展基金及风险准备基金情况；
- 6) 会计师事务所的审计工作程序样本、工作底稿及编制说明材料；
- 7) 会计师事务所从事证券业务职业道德和工作纪律的保证书；
- 8) 会计师事务所认为应当申报或财政部与证监会认为需要了解的其他情况。

所有的会计师事务所均可根据上述规定，向所在的省、自治区、直辖市的财政主管机关提出从事证券业务的书面申请，并提交以上所列资料一式两份，经财政主管机关审查属实并签章后，连同会计师事务所呈报的资料分别

报财政部和证监会，由财政部会同证监会共同审定其执业资格。

财政部和证监会在收到申请材料后，应对会计师事务所的工作程序、工作底稿、客户资料、专业人员从业资格、财务状况、职业责任保险或事业发展基金及风险准备金等进行审核。符合条件者，财政部会同证监会联合颁发从事证券业务许可证，并予以公布。经审核不符合标准，不予批准者，财政部或者证监会应当向申请人说明原因。财政部和证监会在收到申请材料 60 天之内未提出意见者，视为不予批准，申请人可向国务院证券委员会提出申诉。

未经批准，没有取得许可证的会计师事务所不得从事证券业务。公开发行与交易股票的企业、机构和场所聘请没有取得许可证的会计师事务所所进行的财务审计和编报的财会资料，一律无效。

根据《注册会计师执行股份制试点企业有关业务的暂行规定》，经财政部批准，已经取得执行股份制试点企业社会募集公司业务许可证的会计师事务所，应向财政部和证监会补充提交“执行证券业务专业人员持有股票情况呈报表”、职业责任保险或事业发展基金及风险准备基金情况和会计师事务所的审计工作程序样本、工作底稿及编制说明材料，并由财政部和证监会共同复核，复核通过后，才能从事证券业务。

取得从事证券业务许可证的会计师事务所，应于每个会计年度结束后 90 日之内，向财政部和证监会报送上一年度从事证券业务情况、专业人员培训情况等资料以及自上一次报送资料后发生变化的有关会计师事务所和注册会计师的最新材料，供财政部和证监会对其资格重新进行确定。

(3) 对从事证券业务的注册会计师和会计师事务所行为的管理。

1) 对从事证券业务的注册会计师行为的管理。注册会计师的业务是审查企业会计报表，出具审计报告，验证企业资本；出具验资报告；办理企业合并、分立、清算事宜中的审计业务，并出具有关的报告；法律、行政法规规定的其他审计业务，还可以承办会计咨询、会计服务业务等。

注册会计师承办业务，由其所在的会计师事务所统一受理并与委托人签订委托合同。会计师事务所对本所注册会计师依照以上承办的业务，承担民事责任。

注册会计师与委托人有利害关系的，应当回避；委托人有权要求其回避。对在执行业务中知悉的商业秘密，注册会计师应有保密义务。

注册会计师在从事证券业务时，必须严格执行有关证券和证券市场、会计、财务审计、注册会计师的有关法律、法规及专业准则。

取得证券业务许可证的注册会计师在从事证券业务时，接受财政部和证监会的监督。注册会计师在执行证券业务时出现重大疏漏、严重误导、欺诈舞弊以及其他违反证券和证券市场有关法规的行为时，证监会可建议财政部予以处罚，亦可吊销其从事证券业务许可证，并予以公布。

2) 对从事证券业务的会计师事务所行为的管理。会计师事务所不得从

事与委托人有利害关系的审计业务，委托人有权不同意有利害关系的会计师事务所对其财务情况审计。会计师事务所应对其在执行业务中知悉的商业秘密保密。

会计师事务所出具的专业报告、意见书的格式与内容，必须符合财政部和证监会的规定和要求。

取得证券业务许可证的会计师事务所，必须严格执行有关证券和证券市场、会计、财务审计、注册会计师的有关法律、法规及专业准则。在该会计师事务所执行的专业人员每年必须按照《注册会计师教育要求和培训制度》的规定，继续接受有关的专业培训。

已取得证券业务许可证的会计师事务所在出现达不到前述规定的从事证券业务的会计师所必须符合的条件时；在不严格执行前述财政部和注册会计师协会制定发布的有关规定、规则和程序时；在发生违背职业道德的行为时；在不按时报送前述财政部和证监会要求报送的上一年度从事证券业务情况、专业人员培训情况等资料；以及自上一次报送资料后发生变化的有关会计师事务所的最新资料时；或根据会计师事务所自身的请求，财政部可会同证监会吊销其从事证券业务的许可证，并予以公布。

取得许可证的会计师事务所在从事证券业务时，接受财政部和证监会的监督。会计师事务所及其专业人员在执行上述业务时出现重大疏漏、严重误导、欺诈舞弊，以及其他违反证券和证券市场有关法规的行为时，证监会可以建议财政部予以处罚，亦可吊销其从事证券业务许可证，并予以公布。

3. 律师事务所

证券法律业务是指为发行和交易证券的企业、机构和场所所作的各种证券及相关业务出具有关法律意见书，审查、修改、制作各种有关法律文件等活动。对从事证券法律业务的律师及律师事务所的管理，有助于证券发行、交易活动的客观、公正进行，有利于保障筹资者的正当权益和社会公众的基本利益。1993年1月12日，中华人民共和国司法部和中国证券监督管理委员会联合发布了《关于从事证券法律业务律师及律师事务所资格确认的暂行规定》（以下简称《规定》）。《规定》和以前颁布的《中华人民共和国律师暂行条例》，是对从事证券法律业务律师及律师事务所活动管理的准绳。

（1）从事证券法律业务的律师应具备的条件。从事证券法律业务的律师除必须符合《中华人民共和国律师暂行条例》和国家有关律师资格的规定外，还必须符合以下条件：

1）由本人提出申请，省、自治区、直辖市司法厅（局）审核报司法部，经司法部会同中国证券监督管理委员会批准并发给从事证券法律业务的资格证书。

2）申请从事证券法律业务的律师应具备：三年以上的从事经济、民事法律业务的经验，熟悉证券法律业务或有两年以上从事证券法律业务、研究、教学工作经历；有良好的职业道德，在以往三年内没有受过纪律处分；

经过司法部、证监会或司法部、证监会指定或委托的培训机构举办的专门业务培训并考核合格。

(2) 从事证券法律业务的律师事务所应具备的条件。凡从事证券法律业务的律师事务所，除必须符合《中华人民共和国律师暂行条例》和国家有关律师事务所的规定外，还必须符合以下条件：

1) 有三名以上(含三名，下同)取得从事证券法律业务资格证书的专职律师。

2) 由律师事务所申请，省、自治区、直辖市司法厅(局)审核报司法部，经司法部会同证监会审核批准并发给从事证券法律业务许可证。申请报告一式三份，应当包括如下内容：申请单位的名称、地址、主管部门；法定代表人的姓名、职务；登记注册文件复印件；专业人员人数及结构；主要业务范围；专业人员持有股票的详细情况；三名以上取得从事证券法律业务资格证书律师的简历及资格证书复印件；司法部和证监会认为需要提供的其他文件。

(3) 对从事证券法律业务律师及律师事务所的行为及其他方面的管理。向证监会及公众提供有虚假、误导性的内容或重大遗漏的法律文件(包括法律意见书)且拒不纠正的律师，由证监会会同司法部吊销该律师从事证券法律业务资格证书或停止其一年至三年从事该业务的资格。

当律师事务所在具有从事证券法律业务资格证书的专职律师因调离、吊销资格证书或停止从业资格等原因不满三名时，应及时向司法部和证监会报告。司法部与证监会有权要求该律师事务所在具有从事证券法律业务资格证书的专职律师增至三名以上之前，停止从事证券法律业务。

司法部、证监会应当对从事证券法律业务的律师事务所及律师的活动进行监督。

具有从事证券法律业务许可证的律师事务所，必须根据规定提取职业责任风险准备金或者购买职业责任保险，职业责任风险准备金的年度提取比例不低于从事证券法律业务净收入的10%。

对于协助中国企业到境外发行股票和股票上市交易的外国律师事务所必须向司法部、证监会备案，提交该律师事务所的主要情况。司法部、证监会审核认可后予以公布。已获得认可的外国律师事务所每年须重新申报一次。

4. 资产评估机构

从事证券业务的资产评估机构是指对股票公开发行、上市交易的企业资产进行评估和开展与证券业务有关的资产评估业务。加强对资产评估机构的管理，有利于保证资产评估工作的客观公正性，促进高效、统一、公平、公正的证券市场的建立。1993年3月20日国家国有资产管理局、中国证券监督管理委员会联合下发了《关于从事证券业务的资产评估机构资格确认的规定》，此规定的颁布和实施有利于加强从事证券业务的资产评估机构的管

理。

(1) 从事证券业务的资产评估机构应具备的条件。申请从事证券业务资产评估机构必须具备以下基本条件：

1) 必须是已取得省级以上国有资产管理部门(或受托的计划单列市国有资产管理部门)授予正式资产评估资格的评估机构。兼营评估业务的机构必须设有独立的资产评估业务部门。

2) 在具有正式资格的资产评估机构中，必须是业务水平高、职业道德好、社会信誉高并拥有丰富评估经验的机构，以往没有发生过明显工作失误或违反职业道德的行为。

3) 评估机构中的专职人员不得少于 10 人，其中职龄人员(非离退休人员)不得少于 5 人。专职人员超过 17 人的评估机构，其中职龄人员所占比例不少于 1/3。

4) 评估机构中的专职人员必须具有较高的资产评估水平、经验和技能，并具有较丰富的证券业务及相关金融、法律、经济方面的知识，其中骨干人员参加过股份制改造的资产评估工作。

5) 评估机构的实有资本金不得少于 30 万元人民币，风险准备金不得少于 5 万元人民币，自取得从事证券业务资格之日起，每年从业务收入中计提不少于 4% 的风险准备金。

申请从事证券业务的资产评估机构，需呈报以下资料：

- 1) 资产评估机构从事证券业务许可证申请表；
- 2) 资产评估机构从事证券业务专业人员持有股票情况呈报表；
- 3) 能够代表该机构水平的资产评估报告书两份；
- 4) 实有资本金和风险准备金情况证明文件；
- 5) 资产评估机构从事证券业务遵守职业道德和工作纪律的保证书；
- 6) 国家国有资产管理局与中国证券监督管理委员会认为需要了解的其
他有关材料。

申请从事证券业务的资产评估机构持上述所列资料一式两份；首先向所在省、自治区、直辖市(或受托的计划单列市)的国有资产管理部门提出申请，经审查同意并签章后，上报国家国有资产管理局进行审核。中央所属欲从事证券业务资产评估的机构直接向国家国有资产管理局申请，并由国家国有资产管理局进行审核。审核工作按照公平、公开的原则进行。

国家国有资产管理局审核同意后会同证监会对申请机构的证券评估资格进行联合确认，并由国家国有资产管理局和证监会联合颁发证券业务资产评估许可证，同时向社会公告。

获得证券业务资产评估许可证的国内资产评估机构(包括中外合资评估机构)，每个会计年度结束后 90 日内，需向国家国有资产管理局和证监会报送其上个年度从事证券业务情况、专业人员培训情况、国有资产管理部门年检结论，以及资产评估机构变化的其他有关资料，由国家国有资产管理局

会同证监会重新确认其证券业务评估资格。

境外及外国的资产评估机构，欲在中国境内从事证券业务资产评估或为协助境内企业到境外发行、交易证券而对境内企业进行资产评估的，需先向国家国有资产管理局提出申请，提交该评估机构主要情况的资料，由国家国有资产管理局进行审核，同意后会同证监会确认。经确认后，方可接受委托，从事证券业项目的资产评估。

(2) 对从事证券业务的资产评估机构行为的管理。取得证券业务资产评估许可证的评估机构，必须严格执行有关证券和证券市场、资产评估方面的法律、法规、业务准则。

资产评估机构在从事证券业务时，必须接受国家国有资产管理局和证监会的监督。资产评估机构及其人员在执行上述业务时出现重大疏漏、严重误导、弄虚作假及其他违反职业道德、工作纪律和证券市场有关法规的行为时，证监会可建议国家国有资产管理局予以处罚，情节严重的可由审定方吊销其资产评估资格许可证，直至追究经济和法律责任。

股票公开发行与上市交易的企业，有权自行选择已取得证券业务资产评估许可证的机构进行评估，任何部门不得进行干预。

没有取得证券业务资产评估许可证的专业资产评估机构和兼营资产评估业务的其他机构，不得从事证券业资产评估业务。

对同一股票公开发行、上市交易的企业，其财务审计与资产评估工作不得由同一机构承担，以利于股票发行的公正性。

5. 证券信息公司

证券信息公司是对证券市场的信息进行管理与传播，以保证证券市场信息传播的正确性、公正性、公开性和公平性。证券信息公司管理、传播的信息的共同特点是客观性，它不带有信息公司任何的主观色彩。

第七章 证券市场运行

第一节 证券发行和流通市场

一、证券发行市场

证券的发行与流通，使证券市场得以形成，而证券市场的形成与发展，又为证券本身职能的充分发挥提供了必要的条件。

证券的首要职能是为生产者提供了筹资的可能，为投资者提供了投资机会，从而使货币资金得到充分利用。证券的另一个重要职能是可以分散生产性投资的风险，使生产过程不致因风险过分集中于某个环节而时刻受到崩溃的威胁，从而调动生产性投资者的积极性。在证券市场的交易中，证券的持有人在分享了一定的投资收益的同时，也有条件地承担了由于生产的风险而带来的投资风险。由于购买证券者甚众，使经济运行中风险承担者的人数大大增加，自然使风险得以分散，从而使每个投资者所承担的风险大大减少。同时，由于投资者面临一定的风险，因此他们在进行投资时，就会尽力地选择效益高风险小的项目，从而保证资金流向的合理性，促进全社会经济效益的提高。

证券市场的存在为证券这两个职能的发挥提供了条件。筹资和分散风险两个职能在初级市场上就得以体现，但仅有一级市场是无法保证这两个重要职能得到充分发挥的。持有闲散剩余资金的人，有时其剩余资金的期限往往短于投资的周期，在购买了某种证券后，很可能在该资产期限到来之前发生突如其来的资金需求，或者发现其他证券的收益可能大于目前持有的证券。这样，不少投资者就不愿或者少购买各类证券，从而使剩余资金的利用受到极大限制。

为了解决这个问题，就必须建立这样一种机制，使持有证券的人在必要时可以将手中的证券进行转让。这样可以弥补初级市场的缺陷，于是二级市场的出现就成为必然。

二级市场的存在，一方面使得闲散资金的持有者，尤其是短期资金的持有者敢于购买长期证券，使资金效益提高，同时，使筹资者不必担心投资者提前要求收回资金而影响生产；另一方面，这种转让机制还可以让一些敏感的投资者能及时抽回资金，投资于一些有巨大发展潜力的项目，从而促进社会资金的合理分布和经济结构的调整。

1. 证券发行市场的定义

证券发行市场是政府或企业发行债券或股票以筹集资金的市场，是以证券形式吸收闲散资金，使之转化为生产资本的场所。由于证券是在发行市场上首次作为商品进入证券市场的，因此，证券发行市场又被称为一级市场。一级市场或发行市场与证券流通市场相辅相成，构成统一的证券市场。

2. 证券发行市场组成

证券发行市场是一无形市场，不存在具体形式的固定场所。从理论上说，证券发行人直接或者通过中介人向社会进行招募，而认购人购买其证券的交易行为即构成证券发行市场。由此可见，证券发行市场是由发行人、投资人和中介人等要素组成。

（1）发行人。证券发行人是指符合发行条件并且正在从事证券发行或者准备进行证券发行的政府组织、金融机构或者商业组织，它是构成证券发行市场的首要因素。为了保障社会投资者的利益，维护证券发行市场的秩序，防止各种欺诈舞弊行为，多数国家的证券法都对证券发行人的主体资格、净资产额、经营业绩和发起人责任设有条件限制。我国的《股票发行与交易管理暂行条例》、《企业债券管理暂行条例》和有关的法规，对证券发行人也规定了严格的条件要求。

从证券法制的实践来看，证券发行人是证券上权利义务关系的当事人，是证券发行后果与责任的主要承担者。因此，发行人存续之合法与确定、发行人的初始资产能力、发行人的原有经营业绩、发行人的违法记录、发行人的财产责任范围等事项，对于投资人来说是至关重要的因素，也是确保发行人未来承担持续性义务与责任的基础。证券法对于发行人设定主体条件要求的目的在于保障证券发行行为的安全与公平。

（2）投资人。证券发行中的投资人是指根据发行人的招募要约，已经认购证券或者将要认购证券的个人或社团组织。它是构成证券发行市场的另一基本要素。在证券发行实践中，投资人的构成较为复杂，它可以为个人，也可以为金融机构、基金组织、企业组织或其他机构投资者，它可以是未来享有股权的投资者，也可以是持股代理人，也可以是仅以承销为目的的中介人。

投资人也是证券权利义务关系的当事人，在法律上应当具备主体资格之确定性与合法性。证券发行中投资人的认购行为具有完成双方法律行为的意义，具有承诺证券发行条件和相关法律文件（特别是发行人公司章程和招股说明书）的效力。因此，在采取公司授权资本制的国家中，认股行为仅使投资人负有缴纳股款之有限责任；但在采取公司实收资本制的国家中，认股行为实际上到投资人缴清股款时方告完成。

（3）中介人。这里所称的中介人主要是指媒介证券发行人与投资人交易的证券承销人，实践中又称之为“金融中介人”、“投资中介人”、“证券承销商”等等。它通常是负担承销义务的投资银行、证券公司或信托投资公司。证券承销人也是证券发行市场中重要的构成要素。在现代社会的证券发行中，发行人通常并非把证券直接销售给投资人，而是由证券承销人首先承诺全部或部分包销，即使是在发行人直接销售证券的情况下，往往也需要获得中介人的协助。也就是说，证券发行过程首先是发行人与证券承销人之间的某种非标准化交易，只是在这一交易条件确定的基础上，才可能由证券承销人将标准化的证券分售给社会投资人。应当说，证券承销人作为经营证

券的中介机构，在证券市场上起着沟通买卖、联结供求的重要的桥梁作用。我国现行法规明确规定，股票与企业债券的公开发行应当由证券经营机构承销。

证券承销人虽然不一定是证券上权利义务关系的当事人，但是根据法律规则和商业利益，其负有对发行人经营状况的尽职审查义务，并且对其承销证券的招募说明书之真实性和完整性负有连带性责任。

根据我国的证券法规和许多国家的证券法规，在证券发行中，相关的律师事务所、会计师事务所和资产评估机构也是法定的中介机构。此类中介机构的义务和责任在于：1）它们根据委托关系，负有以专业技能协助完成证券发行的准备工作和股改工作之义务；2）根据法定规则，它们负有以专业人员应有的注意，完成尽职审查的义务；3）根据法定规则，它们负有公正客观地出具结论性意见，并以之作为招募说明书根据或附件之义务；4）此类中介机构对于经其确认的法律文件和由其出具的结论性意见之真实性、合法性和完整性负有持续的法律义务。由上可见，此类中介机构具有不同于证券承销人的非商业交易人的身份。它们的中介作用，对于保障证券发行的合法顺利进行，对于有效确定证券交易条件，对于减小证券承销风险及避免可能发生的纠纷，都是非常必要的。事实上，由于我国股份公司股票与债券的发行多以企业股份制改组过程为基础，这就使得此类中介机构的专业服务作用变得极为重要。

3. 证券发行市场的基本功能

（1）筹资功能。一级市场的筹资功能，表现在通过发行证券将闲散资金转化为生产资金。

在市场经济运行过程中，货币在社会经济体系中的运动，实际上是货币在国民经济各部门之间的循环与流动。在这种循环与运动中，任何一个时期不同类型的货币收支单位的货币收支，不可能都完全相等。在现实生活中，无论是企业、居民、部门，都常会发生资金闲置或资金不足的情况。在证券市场上，资金的需求者和供给者运用证券信用的方式，通过发行证券来筹资，以便将储蓄转化为投资。与二级市场相区别，一级市场的筹资是生产者向投资者直接筹资，将资金运用于生产；而二级市场则是投资者之间的相互融通资金。

（2）产权复合功能。一级市场使货币转化为生产资本，将货币的所有者转化为资本的所有者，也即为生产资料的所有者提供了可能，这尤其突出地表现在股票市场上。一级股票市场为产权的分割、融合与重组创造了条件。在没有证券市场的情况下，人们积累的货币资产向投资的转化，不可能导致产权的分割。一级股票市场使投资者通过购买股票，首先占有或取得金融资产，借以间接占有物质资产，以获取股息、红利等收益，形成股票所有者共同的复合产权结构，从而引起产权制度方面的深刻变化。与二级市场相区别，一级市场使产权分割的复合形式得以产生；二级市场则使产权复合不

断重组，使得产权的复合得以持续。

4. 证券发行市场与经济发展*

证券发行市场对经济的影响及其本身的运作水平，主要表现在一级市场对储蓄向投资转化的促进作用。证券发行市场与经济的全面联系，集中表现在引导储蓄转化为投资，投资带动经济增长这一动态的传导过程中。

储蓄是指对现时消费过程的推迟，是收入与支出的差额，即储蓄=收入-支出。以投资为目的的储蓄行为具有重要的经济意义。通过投资，闲散的资金成为生产资金，一个经济实体的生产能力便得到迅速扩大。储蓄和投资的重要性，主要表现在以下两方面。

(1) 储蓄和投资对经济增长潜在力的影响。虽然经济增长是一个复杂的问题，涉及到社会、政治和经济各个方面，但最重要的因素之一是投资。1970年，西方经济学家麦迪森(A. Madison)选取22个发展中国家1950年至1965年的统计资料，测算出这些国家投资扩张对经济增长的贡献为55%，增加了对体现新技术的工厂和设备以及其他类型的投资，成为经济发展的基础。但是，没有储蓄，投资是不可能的。

(2) 储蓄和投资总量对经济稳定和商业循环的影响。储蓄和投资在数量上的平衡是影响短期经济稳定的基本因素。储蓄与投资在数量和结构上是否平衡，直接影响生产与消费的平衡。对发展中国家而言，经济要起飞，要使一些关键的产业部门得到发展，就必须为这些部门筹集大量的资金并进行投资。著名的哈罗德-多马模式认为，在经济增长的其他因素一定时，只有资本积累才是促进经济增长的中心环节，而在资本产出比率一定时，社会总储蓄率越高，则国民收入增长率也就越大。由此可见，社会总储蓄率的提高直接影响经济的增长。

(3) 概括地说，证券发行一级市场对经济发展的作用，主要表现在：

1) 促进社会闲散资金向投资的转化，增加资金总量。一级市场为筹资和投资提供了场所，有利于沟通资金供给者与需求者的联系，提高储蓄率或投资率，加快经济增长速度。

2) 优化投资结构和产业结构。投资者对未来盈利的追求，使得证券的发行者必须努力提供收益良好的证券，众多投资者的判断，使得投资决策的准确性提高，从而促使投资结构得以优化，进而优化产业结构。一级市场使得这种传导机制功能进一步加强。

二、证券交易所

1. 证券交易所的定义

证券交易所是依据国家有关法律，经政府证券主管机关批准设立的证券集中竞价交易的有形场所。各类有价证券，凡符合规定的都能在证券交易所挂牌上市，由证券经纪商进场买卖。它为证券投资者提供了一个稳定的、公开交易的高效率市场。

证券交易所是法人，它本身并不参与证券买卖，只提供交易场所和服务，同时也兼有管理证券交易的职能。

2. 证券交易所的发展*

证券交易所作为一个历史范畴，是社会化大生产和市场经济的必然产物。在原始资本积累时期，由于只存在少量经营殖民地贸易的股份公司，因此当时证券交易所内周转的股票有限。资本主义制度确立初期，股份公司尚未广泛流行，所以虽然证券交易所获得了进一步的发展，但直到 18 世纪 60 年代以前，其作用远未得到充分发挥，交易所内的交易主要是国家的有价证券。19 世纪末，股份公司如雨后春笋般发展起来，有价证券发行数量急剧增多；同时由于货币资本的迅速积累和食利阶层的增加，对有价证券的需求也越来越大。于是，资本主义股份公司的股票就取代了国家公债在交易所中的地位，从而使证券交易所成为金融市场上具有决定意义的因素。在当今世界，证券交易所是国际金融市场的重要组成部分，证券市场行情的狂涨和暴跌都会对各主要资本主义国家发生深刻影响。

本世纪 30 年代以后，受国家干预经济等因素的影响，证券市场通过发行证券而聚集资金的功能受到一定的削弱，通过证券制度控制经济运行的功能得到加强。其结果是，证券市场的中心由发行市场转向流通市场。与此同时，政府证券市场的作用和规模在不断扩大。第二次世界大战后，证券市场的结构发生了显著变化，其趋势是越来越国际化。

证券交易所是市场经济发展的必然产物。它的产生和发展为证券买卖创立了一个常设市场，成为聚集社会资金、调节资金投向和转换的中心。各国对证券交易所都有比较严格的规定，交易所的设立须经政府批准，并应有完备的组织章程和管理细则。交易所应在指定的地点公开营业，经营业务应限于章程所规定的业务范围，不得擅自经营范围之外的业务，一切交易必须在场内公开作价成交，并每天向顾客公布证券交易的行市、数量等信息。股票一经在证券交易所上市，发行股票的企业便被视为一流企业，在社会上具有较高的信誉。

目前，世界上著名的证券交易所主要有美国的纽约证券交易所、英国的伦敦证券交易所、日本的东京证券交易所、香港的联合证券交易所、法国的巴黎证券交易所等。我国目前有上海证券交易所、深圳证券交易所两个交易所。

3. 证券交易所的特征

综合各国关于证券交易所的立法规定，可以看出证券交易所具有以下特征。

(1) 证券交易所仅以证券作为交易对象。证券交易所是交易所的一种具体形式，主要用来促进大规模证券交易的实现。但是在市场经济高度发达的现代社会，大规模交易活动绝非仅以证券为对象，某些商品交易同样要借助类似于证券交易所的交易市场，从而导致统一的交易所概念的出现。一般

来说，交易所是指依法设立，并用于买卖有价证券的依照标准物买卖商品的各类市场。按照交易所交易活动对象的不同，交易所分为证券交易所和商品交易所两种。其中，证券交易所是进行有价证券买卖的市场，商品交易所则是进行某些商品大宗交易的场所。

有价证券是一种资本证券，与普通商品（包括依照标准物确定的商品）在表现形式和所反映的权利属性等方面均存在差别，这也在客观上导致了有价证券和普通商品在交易环节上的区别。因此，证券交易所和商品交易所在交易对象上明显不同，证券交易所不能进行商品交易，商品交易所同样也不能进行证券交易。

（2）证券交易所拥有固定的交易场所。证券交易所是证券交易市场的重要组成部分，但与同属证券交易市场的店头交易市场等场外交易市场相比较，却有明显的区别。场外交易市场可以泛指除证券交易所外进行证券交易活动的市场，它可以没有交易大厅，没有交易柜台，也可以没有现代证券交易所惯常采用的电话、电脑等设备。但证券交易所却必须具备相应的物质条件。以伦敦证券交易所为例，该交易所位于百老汇大街和斯鲁莫斯顿街之间，设在伦敦金融城的一栋 26 层的大楼内。大楼底层是交易大厅，大厅内设有 16 个六角形平顶交易台，交易台配有一大排电脑终端设备，交易台里面的证券商每人身边都有 10 余部电话。

证券交易所有固定的场所和完备的设施，不仅是为了保证证券交易活动安全、合理和迅捷地完成，而且也是有关法律如《公司法》的强制性要求。因此，拥有固定的交易场所是证券交易所的基本特征之一。

（3）证券交易所是组织化的证券交易市场。证券交易市场有场内交易市场（证券交易所）和场外交易市场之分。两种交易市场所遵循的交易规则存在重大差别。例如，证券交易所所遵循的“时间优先”规则就不能适用于场外交易市场。场外交易市场的交易规则通常就是普通的合同法规则，交易活动参加者的权利义务可直接依照相互达成的合同确立，每项交易成交的合同内容以及签订都会有所差别。证券交易所的交易规则却在相当程度上区别于依照《合同法》进行的证券交易。一方面，证券交易所的活动必须遵守国家统一确立的交易规则，证券交易所无权修改或拒不执行法定规则；另一方面，证券交易所的活动必须遵守证券交易所或有关行业协会确定的“自律规范”，不得违反自律规范而参与证券交易活动。否则，行为人将受到严厉的惩罚。

（4）证券交易所是一种特殊的法律主体。证券交易所作为证券交易市场的重要组成部分，无疑具有经济学理论上“市场”的一般属性。但是，证券交易所绝不单纯是市场的一种具体表现方式，同时也是一种特殊的法律主体。现代西方国家设立的证券交易所，大多数分别采用公司制和会员制两种组织形式。根据我国台湾《证券交易所法》第五条规定，证券交易所可根据设立地的商业情况以及买卖物品的种类，分别采取股份有限公司形式或者同

业公员组织形式。无论采取哪一种具体的组织形式，证券交易所都将在法律上享有权利和承担义务，具备作为法律主体的主要特征，并以法律主体的身份参与证券交易活动。正是由于证券交易所是法律主体，它才可能媒介证券交易各方的交易活动，才可能在相当程度上起到调整证券交易关系的实际作用。

简言之，证券交易所是有组织地进行证券交易的固定市场，同时具有经济学和法学上的双重性质。

4. 证券交易所的组织形式

证券交易所是证券市场的核心。证券交易所以何种形式设立，对于发挥它的功能作用是非常重要的。从西方各国证券交易所创建以来的历史和演进过程观察，有两种基本组织形式：一是股份制公司交易所，就是按股份有限公司组织形式成立的证券交易所；二是会员制交易所，就是以会员协会组织形式成立的证券交易所。目前，世界上多数国家的证券交易所都采取会员制的单一组织结构，少数国家和地区也允许根据证券交易所的具体情况，分别采取会员制和公司制组织结构。公司制和会员制证券交易所各有利弊，现分别加以介绍。

（1）公司制证券交易所。是指以营利为目的，为证券商提供证券交易所所需的交易场地、交易设备和服务人员，以便利证券商独立进行证券买卖的证券交易所形式。

公司制证券交易所一般是按照《公司法》和《证券交易法》的规定设立的，具有如下特点：1）证券交易所是独立的法律主体，虽然证券交易所可以由证券商投资兴办，但在法律上与证券商的地位相互独立。2）证券交易所是独立的经济实体，它只为证券商从事证券交易活动提供所需的物质条件和服务，证券交易所的职员不参与具体的证券交易活动。3）证券交易所所有权向证券发行公司索取证券上市费，并向证券商收取证券成交的其他费用，具体收费比例按照证券交易所的规定执行，亦可以采取合同约定。

由于证券交易所是以向证券商提供服务为主要业务的经济实体，故此组织结构与股份公司极其类似，通常都必须设有股东大会、董事会、监事会、董事长和总经理等机构。同时，因为证券交易所的特殊业务要求，其机构设置也要反映证券交易活动的实际需要，常设有业务部、财务部、仲裁部、研究部和文秘部，分别提供与证券交易有关的各环节服务。其中股东大会是证券交易所的最高决策机构，主要确定证券交易所的长期发展规划，决定董事会人选以及其他有关重大事宜。董事会是证券交易所的常设机构，其主要职责是审定重要业务和财务方针，拟定预决算及盈余分派计划，核定证券商名单，核定收取费用的数额，核议证券交易人员的资格并办理有关登记手续，审定向股东大会提出的议案和各项报告，高级职员的选聘和解聘，以及决定其他依照证券交易所章程应予决定的事项。监事及其所组成的监事会，是由股东大会选举产生的常设监督机构，其主要职责是监督董事会执行股东大会

决议，具体包括审查年度决算报告，监督证券交易所业务，检查交易所活动所涉及账目等。经理机构包括总经理，是由董事会聘请产生的、负责证券交易所日常业务活动的机构，直接对董事会负责。

公司制证券交易所的组织结构，如图 7-1 所示。

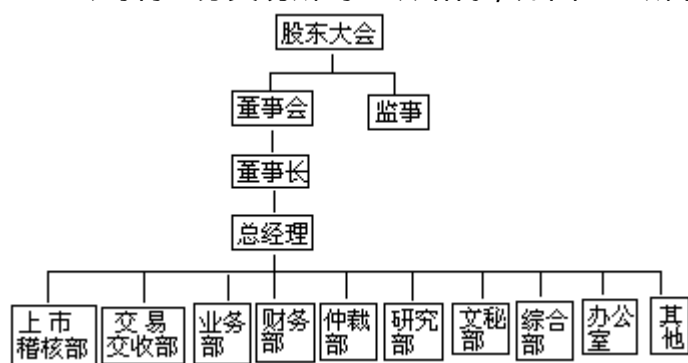


图 7-1 公司制证券交易所组织结构图

公司制证券交易所因其本身不直接参与证券买卖，在证券交易过程中处于中立地位，故有助于保证交易的公平；同时，由于它的主要职责是提供交易所所需的各种物质条件和服务，业务活动比较单纯，有利于向证券商提供尽可能完备的交易设施和服务。但是，公司制证券交易所也具有某些缺点。由于公司制证券交易所的收入主要来自于买卖双方的证券交易成交额，证券交易额的多少与交易所利益直接相关，从而使证券交易所成为独立于证券买卖双方以外的第三人。证券交易所为了增加收入，可能会人为地推动某些证券交易活动，容易形成在证券交易所影响下的证券投机，进而影响证券交易市场的正常运行。与此同时，有的证券交易参加者为了避开公司制证券交易所的昂贵上市费用和佣金，可能会将上市证券转入场外交易市场去交易。

(2) 会员制证券交易所。是指由若干证券商自愿组成的非营利证券交易所形式。目前，世界上许多著名的证券交易所都采取会员制证券交易所形式。

会员制证券交易所不同于公司制证券交易所，具有如下特点：

1) 会员制证券交易所是非营利的事业法人。这种证券交易所虽然也起到媒介证券交易的作用，但证券交易所不向证券交易各方收取相当于成交额一定比例的佣金。为了维持证券交易所的日常营业，证券交易所只向证券交易所会员收取会费。会费的数额和缴纳由证券交易所章程形式确定。例如东京证券交易所的会员就分为定额会费和浮动会费两种。

2) 会员制证券交易所由证券商组成。证券商实际上就是各种依法成立的证券公司。如依照日本证券交易所立法，设立证券交易所必须是取得大藏大臣颁发的营业许可的证券公司。这样，证券公司既是证券交易所的会员，也是媒介证券交易活动的证券商，同时具备两种身份。非证券公司既不能充

当证券商，也不能作为证券交易所的会员。

3) 会员制证券交易所强调自律性原则的管理方式。所谓“自律”是指证券交易所通过自行确定规则的方式实现对证券交易所的管理，立法机关和政府多不加干预。采取“自律自治”的管理方式曾经是英国证券交易所的重要特点。但在本世纪 30 年代初，由于发生多起证券交易丑闻以及单位信托的发展，以“自律自治”为主的传统封闭性管理体制逐渐变化，形成以自律自治和国家干预的双轨制管理体制。虽然政府对证券交易所的行政管理有所加强，但与公司制证券交易所相比较，会员制证券交易所仍具有自律自治的特点。

会员制证券交易所因其在组织形式上不同于公司制证券交易所，故在组织结构上也有别于公司制证券交易所。由于会员制证券交易所的成员并非投资者或股东，其最高权力机关通常称为会员大会而非股东大会，证券交易所的执行机构则称为理事会而非董事会。除此之外，会员制证券交易所和公司制证券交易所的组织结构基本相同，如图 7-2 所示。

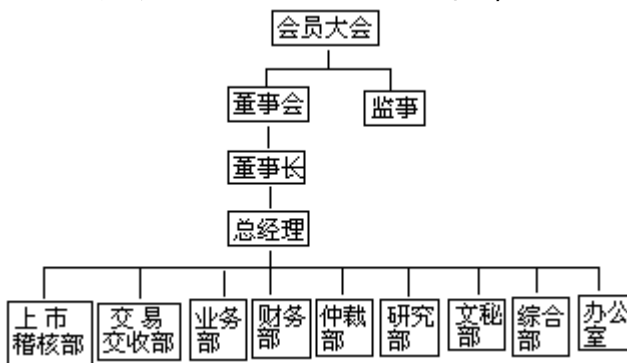


图 7-2 会员制证券交易所组织结构图

由于会员制证券交易所采取会员自律自治制度而不以营利为目的，因此证券交易佣金和证券上市费比较低，有利于扩大证券交易所交易的规模和数量，防止上市证券流入场外市场进行交易。但由于证券交易所的会员同时也是证券商，是证券交易活动的直接参加者，证券商的营利性有可能导致证券交易过程中出现不公正现象。此外，由于参与证券交易活动的双方都只限于取得证券交易所会员资格的证券商，非会员证券商若要进入某证券交易所进行交易，必须首先获得原有会员的同意。这种状况是一种事实上的垄断，它不利于形成公平竞争的环境，也会影响证券交易服务质量的提高。

毫无疑问，公司制和会员制证券交易所各有利弊，接受任何形式的证券交易所也就意味着同时接受此种证券交易所优点和缺点。从世界范围来看，早期成立的证券交易所大多数采取了公司制形式，而目前多数国家和地区的证券交易所逐渐采取了会员制形式，只有少数国家和地区的证券交易所立法允许采取公司制形式。我国现有的上海证券交易所和深圳证券交易所也都是按照会员制事业法人的方式设立的。这种趋势是与各国经济生活的快速发展

和变化相适应的。经济生活的迅速变化在客观上要求加快证券交易的速度，会员制形式可以在一定程度上克服公司制证券交易所凭借其独立地位而影响和阻断证券交易的弊端，从而减少了交易环节并降低了交易成本，实现了证券交易的高效率。同时，各国证券交易所立法还同时改革了会员制的某些传统特点，从而使会员制更具生命力。

5. 证券上市制度

所谓证券上市，就是指证券交易所承认并接纳某种证券在交易所市场上挂牌交易。所谓证券上市制度，就是证券交易所和政府有关部门制定的有关证券上市的一系列规则。它包括证券上市条件、证券上市申请程序、证券上市公告书、证券上市费用等的一系列规定，对于股票和债券都有各自明确的上市制度。

6. 证券交易所的功能

(1) 保证证券市场运行的连续性，实现资金的有效配置。在证券交易所里，既有大宗的卖出，也有大宗的买进。由于供求高度集中且又直接见面，在交易所开市期间，大宗交易可迅速成交，每日的成交价格也不会涨落过大，这便是所谓证券市场的连续性。市场的连续性与证券市场的能力是紧密相关的，凡买卖迅速且能在某一价格变动范围内完成大量交易者，就是市场能力较强的证券。由于证券交易所是各种股票和债券转让、买卖的集中地，工商企业可通过它发行和出售股票以筹集生产资金，社会各阶层成员可通过买卖证券获得收益，因而不仅能满足储蓄与投资双方的需要，而且能把社会各阶层的闲散资金广泛动员起来用于长期投资。另外，在交易所内，交易者对价格极为敏感，当某些企业盈利甚多时，会导致资金大量流入，从而促进企业高速成长；而经营不善、利润下降的企业，股价则出现下跌情况。此外，由于交易者还特别关注企业盈利潜力和前景，因此当某些新兴产业出现后，其良好的发展前途和盈利前景会吸引大量资金，从而加速这些新兴产业的发展。

(2) 证券交易所能够较正确地反映出股票的供求关系。这是通过股票价格来表明的。股票交易集中在交易所内进行，股票的价格便能在很大程度上显示各种股票的优劣。如果股票交易是分散在不同的地点、不同的时间里进行的，那么，各种偶然因素必然扭曲股票的优劣表现。因此，资金的流动也就不可能正确地反映社会的需求。由于证券交易所能够维持证券的市场能力，创造连续市场，因而在充分竞争条件下，通过买者和卖者之间的竞争，证券交易所可以形成公平合理的价格。同时，由于证券交易所的经纪商熟悉证券的收益能力，可以避免一般投资者因不熟悉投资业务而盲目买卖所造成的证券价格与真实价值的偏离状况。

(3) 减少证券投资风险。由于证券交易所为证券持有人在需要时随时投资或收回其资金提供了便利，因此减少了投资者持有证券的风险。投资人就会乐意通过购买有价证券，把他的资本投入到国家和企业的生产建设上。

这样就可以把原来分散的短期资金集中为大量的长期资金，并通过证券交易所分配给国民经济各部门和国家财政使用。同时，证券交易所和整个信用制度也是密切联系的。各种有价证券的发行，可以使短期的信用资金投入到有价证券，即转成了长期的信用资金。

(4) 证券交易所是调节资金市场的一种有效机制，是反映市场经济运行状态的晴雨表。

1) 人们购买股票主要是考虑股票所带来的收益，而股票收益好坏则由企业的经营状况决定。一家公司要集资就必须把本公司的资产、业绩和盈利前景公布于众。如果一种股票的收益高，人们就会大量购买；反之则无人购买，生产难以为继。这样就促使社会资金向有发展前景的部门和企业流动，从而提高社会资金的使用效率，起到资金流向的调节作用。某一企业经营的好坏；社会公众对该企业前景的判断；经济领域内任何其他风吹草动及政治谣言、自然灾害等等，都能很快从证券交易所价格的涨跌反映出来。

2) 证券交易所能直接或间接反映出一国货币供给量的变动。尤其当一国出现货币紧缩或松动时，证券交易所的价格就会剧烈波动，因而它又是一国金融形势的灵敏温度计。

3) 由于有大量证券在交易所内交易，人们能了解各种股票、债券的状况及金融投资机会，交易者通过彼此互相买卖，还可互相了解各企业的有关情况。

(5) 证券交易所是管理和控制整个股票市场的有效机构。在资本主义发展历史上，股票市场曾是各种赌徒、冒险家的乐园。美国 1929 年证券市场大崩溃就是由于盲目的投机和欺诈所致。30 年代大危机之后，西方各国制定了许多法律和规章，开始对股市进行全面干预和管理，缓解了股票对经济的消极作用。如美国国会在 1933 年通过了《证券法》；1934 年通过了《证券交易法》，以保护投资者，重建公众对证券市场的信心。这些法律，尤其是其“公开原则”的规定，对现代各国证券管理的立法有很大影响。目前，凡是设立证券交易所的国家和地区都十分重视对证券市场的管理。实践证明，证券交易所是管理整个股票交易市场极有利的场所，控制了它就等于控制了整个股票交易市场。

7. 世界三大证券交易所*

(1) 纽约证券交易所。当人们谈到美国的证券市场时，首先想到的是纽约证券交易所 (New York Stock Exchange)。因为证券交易所是有价证券交易市场的最典型的组织形式，而纽约证券交易所不仅是美国 10 余家全国性的证券交易所中规模最大、最具代表性的证券交易所，而且也是世界上规模最大，组织最健全，设备最完善，管理最严密，对世界经济有着重大影响的证券交易所。

1) 纽约证券交易所概况。纽约证券交易所是当前资本主义世界规模最大的买卖公债、公司债券、股票等有价证券的市场，对资本主义金融市场有

重大影响。它成立于 1792 年 5 月 17 日，起初是由 24 个拍卖商在华尔街上的一棵梧桐树下买卖证券，他们议订了一个“君子协定”，规定每周几个上午在梧桐树下聚会，商定交易价格和手续费等。交易所就是在此基础上成立的。当时在市场交易的除了美国政府发行的“公共股票”（即 1790 年美国国会批准发行的为偿还战争债款的 8500 万美元债券性股票）外，还有美国第一国民银行、北美洲银行及纽约银行股票。1793 年，由室外移到室内，转移到沙迪咖啡馆进行交易。1863 年，正式使用纽约证券交易所名称。1871 年迁到华尔街 40 号。1903 年又迁到华尔街 11 号。

纽约证券交易所是由一个自发组织起来买卖联邦债券和州、市、公司债券的社团逐步发展起来的，它对股份公司的发展起了积极的推动作用。它通过发行股票和债券，为建设铁路、公路；修建运河、桥梁；开发矿山；发展现代工业、高科技工业；开办火险、水险、人身保险等筹集了大量资金，推动了美国经济的繁荣，也使纽约证券交易所自身得到了发展。1879 年，在纽约证券交易所上市的证券只有 174 种，市场交易量也不大。到本世纪 80 年代，已发展成世界最大的证券交易所和金融中心。目前有 1700 多家美国公司和外国公司的股票在这里挂牌上市，上市股票达 2400 种。另外还有美国政府、公司和外国政府、公司及国际银行的 3611 种债券在纽约证券交易所上市交易。

纽约证券交易所的主要部分是交易大厅，面积约有足球场的 3/5。大厅中有许多组交易柜台，称为交易站。这个交易所在 80 年代以前共有 22 个交易站，每个交易站都有约 100 种股票在那里交易。从 1980 年到 1983 年，交易所耗资 7000 万美元，添置了先进的电子设备。14 个崭新而宽敞的交易站代替了原来的 22 个交易站。在交易站柜台上方安装了许多电视屏幕。在屏幕上显示出在那里交易的股票名称和最近一次的成交价格。在价格后面通常都标有正、负号，正号表示最近一次成交价格较前一次上涨；负号则表示价格下跌。新的电子设备促进了该所交易量的迅速上升。

交易厅周围有许多电话或电传间，里面装有电话或电传，它们是这个交易所的神经系统。顾客和各经纪人公司的指令、指示通过这些电话或电传传递到交易厅，交易厅的交易情况也通过它们传给有关公司和个人。交易厅四周醒目处装有股票行情牌，随时显示股票价格的变化情况。整个交易厅都装备着现代化的办公及通讯设备。

2) 纽约证券交易所的组织形式。纽约证券交易所创立于 1792 年，1863 年首次采用纽约证券交易所的名称，现在美国 10 余家交易所构成的市场中居领导地位。历年来，该所的证券交易金额平均占全体证券交易所交易总值的 80% 以上。由于该所创建较早，因而其自治与自律规则也为其他交易所所仿效。

纽约证券交易所是会员制的法人团体。它由正式会员和准会员组成，正式会员的身份通常用“席位”表示。正式会员席位有 1366 个，正式会员本

人所属证券公司的有投票权的股东，经交易所董事会批准后，可以成为准会员，准会员不能进入交易所的营业大厅参与交易。要想在纽约证券交易所从事专门的场上交易，必须先申请成为该交易所的正式会员，即取得该交易所的“席位”。纽约证券交易所的会员全部由个人组成，投资银行或经营证券业务的金融公司，只能选派其股东或经理人员代表其所在单位申请正式会员资格，参加证券交易所的场上交易活动，而其所在单位的其他人员则不能代表行使场上交易活动的权力。按照有关规定，欲成为该交易所正式会员者，必须是年满 21 岁以上的美国公民，申请正式会员资格的申请书递交给交易所，交易所便对其身世、性格和信用等进行调查，审查合格后，便在交易所董事会上表决，如果超过 2/3 的票数表示同意，则接纳其为交易所正式会员。与此同时，正式会员申请人还必须支付一笔相当的费用，即买入“席位”的费用。

(2) 东京证券交易所。东京证券交易所经过战后 40 多年的不断完善和发展，现已与纽约、伦敦证券交易所并列成为三大国际性的证券交易中心之一。

1) 东京证券交易所的特点。东京证券交易所的发展有以下四个显著的特点。

发行市场尚未充分发展。长期以来，大量的公众储蓄都依赖金融机构进行间接投资，使证券交易具有整批性、数量大等特点，同时也造成发行市场狭小，仅面向少数金融机构，使股票、债券的发行市场形成抽象的无形市场，与发达的流通市场相比较落后。

债券市场比较发达，股票市场相对落后。虽然日本只有一部分债券在交易所上市，但债券发行条件灵活，发行期长，个人认购额大，所以债券流通市场高度发达，促使债券市场得以迅速发展。日本大量过剩资本也吸引外国在日本发行日元债券筹集资金。因此，每年通过债券市场筹集的资金大大超过股票市场。

间接投资相对发达。一方面公众积累资金大部分存入金融机构；另一方面银行借助“窗口指导”，大大促进了经济高速增长，使企业严重依赖银行借款，形成大量债务资本。但近年来，经济高速发展使单一资金来源远远不能满足要求，于是证券市场得以迅速扩展，成为新的筹资渠道。

国家资本的直接投入占较大比重。由于日本是后起的资本主义国家，经济跳跃式发展的大量资金必须依靠国家筹集和分配。因此，大量国债仍将是东京证券交易所的主要交易对象。

2) 东京证券交易所的发展趋势。

交易业务国际化。70 年代以来，日本经济实力大增，成为世界经济强国。为适应日本经济结构和经济发展的国际化需要，日本证券市场的国际化成为必然趋势。为此，日本政府自 70 年代以来全面放宽外汇管制，降低税率，以鼓励外国资金进入日本证券市场，使国际资本在东京证券市场的活动

日益频繁。1988 年，日本政府允许外国资本在东京进入场外交易；1989 年，又允许外国证券公司进入东京证券交易所，使东京证券交易所在国际上的地位大大提高。

市场管理自由化。1975 年以后，日本政府逐步放宽对银行和证券公司的管制，允许银行参与证券业务。1987 年 6 月，大藏省允许都市银行、地方银行、长期信用银行、信托银行、信用金库、信用组合从事股票信用买卖业务，使证券市场管理趋向自由化。

证券投资机构化。战后一段时期，个人投资者一直是推动证券交易的主体。但近年来，日本机构投资者购买股票、债券的比重逐年增加。1987 年，机构投资者所占比重已达 50.5%，大大超过了个人投资者（占 36.1%）。随着证券市场上竞争日益激烈和风险不断增大，机构投资者的地位将进一步上升，逐步取代个人投资者成为证券交易的主体。

债券市场进一步扩大。主要是：a. 伴随着日本经济发展速度的放慢，一方面要求大量的公共投资以刺激经济发展；另一方面又由于税收减少，公共投资缺乏资金来源。为了填补这一投资缺口，日本政府势必逐年增加国债发行量，促进债券市场以国债为中心进一步扩大。b. 转换公司债的大量流行，将取代部分股票成为股份公司的筹资手段，并因其自由转换股票的灵活性而进一步得到推广。

（3）伦敦证券交易所。伦敦证券交易所是世界著名的证券交易所，是世界主要证券交易中心之一。它在世界三大证券交易所（纽约证券交易所、东京证券交易所、伦敦证券交易所）中历史最久，已有 300 年的历史。

伦敦证券交易所起源于 17 世纪末的伦敦交易街的露天市场，是当时买卖政府债券的“皇家交易所”。1773 年该露天市场迁入司威丁街的室内进行交易，并取名为“伦敦证券交易所”。1973 年，伦敦证券交易所同设在英国格拉斯哥、利物浦、曼彻斯特、伯明翰和在爱尔兰的都柏林等地的证券交易所合并，称为伦敦证券交易所。

目前的伦敦证券交易所位于百老汇大街和斯鲁莫斯顿街之间，设在伦敦金融城的一栋 26 层的大楼里。伦敦证券交易所在英国的证券交易所中是鹤立鸡群的。英国全国一共 200 家证券经纪人公司，从业人员 1.5 万人。伦敦证券交易所的 124 家会员公司中，就有 110 家证券经纪人公司，占 50% 以上，另外 14 家为证券批发商公司。在英国的 7 家证券交易所中，只有伦敦是全国性的证券交易所，其他 6 家都是地方性的证券交易所。伦敦证券交易所在交易额方面仅次于纽约证券交易所和东京证券交易所，但其周转额却居世界第一位，其上市证券种类繁多，主要有：英国政府债券、国有化工业债券、英联邦及其他外国政府债券，地方政府、公共机构、工商企业发行的债券和股票，其中外国证券约占一半以上。

伦敦证券交易所划分为 8 座交易台，上市证券分属各交易台。在进行证券交易时，当客户对某种证券的买卖委托到达经纪人手中后，经纪人立刻到

交易厅该种证券的交易台，要求营业员分别提出买价与卖价，经纪人从各买卖商的喊价中，向出价最高者卖出；向出价最低者买进。证券行情的喊价权，属于交易所营业人员，经纪人无喊价权。客户（包括企业或个人）买卖股票、债券等证券都要通过经纪公司，即法人经纪人。客户要求买卖证券可以通过电话通知经纪公司，也可以通过书信与交易所信息部联系，由信息部向客户推荐合适的经纪人。无论采取电话还是书信通知，都必须指明买进或卖出证券的种类与数量。伦敦证券交易所的证券交易的基本方式是现货交易和期货交易。各类证券中，政府债券的交易必须当天交割。除现货和期货交易方式外，还有选择权交易（Options）、选择权买卖（Traded Option）、记账买卖与补差转期等交易方式。

伦敦证券交易所一直保持着世界最大的“金边市场”的称号。政府债券在整个证券交易中占绝大比重是伦敦证券交易所的一大特色。英国政府通过英格兰银行在伦敦证券交易所的经纪人买进卖出金边债券，既可以为财政筹集资金，弥补其赤字预算，又可以通过债券的买卖来控制货币供应量，干预市场利率。

三、场外交易市场

1. 场外交易市场的定义

场外交易市场亦称柜台交易市场或店头交易市场（Over-the-counter Market），是证券市场的一种特殊形式，它是指证券经纪人或证券商不通过证券交易所，将未上市的证券或已上市的证券直接同顾客进行买卖的市场。

2. 场外交易市场的特征

（1）分散性。场外交易是各证券商的店头交易，而证券商又分散于全国许多地区或一个城市的许多不同地域，且场外交易又是在各证券商之间进行的，所以它具有分散性。

场外交易市场没有像证券交易所那样设立的中央市场；但它实际上遍布于各地，通过电讯、邮政系统等联结起来。

（2）无形的交易市场。场外交易业务的大部分是通过证券商之间的电讯联系进行的；通过营业厅的柜台直接与客户交易只是其一小部分，所以，就整个交易市场而言，相对于证券交易所来说，场外交易是无形的。

（3）买卖的证券。证券交易所交易的证券必须是经过批准登记的证券，交易所每年对这些证券进行评定，未批准上市的证券不得在证券交易所内交易。柜台交易的证券大量的的是未在交易所登记上市的证券，少量上市的证券也可在柜台交易进行买卖。在场外交易市场上交易的证券大大多于在交易所交易的证券。

（4）场外交易风险大。尽管有些场外交易市场经营也很好，红利也丰厚。但尚未在交易所挂牌的股票很多是不被允许在交易所上市的质量较差的股票。这些股票的发行公司或太小、或经营不佳、或利润较薄。总之信誉不

如挂牌股票的发行公司好，所以经营这种股票可能会冒较大的风险。

另外，还由于场外交易的非集中竞价、信息阻塞等原因，造成场外交易的不公平，从而增加交易的风险。

(5) 场外交易的报价与询价之间的时间间隔较长。由于场外交易的分散性，使交易不能集中竞价，只能通过个别议价来进行，所以时间间隔较长。

(6) 证券交易的数额单位。证券交易所交易的证券必须有一定的数额为一个单位，即最低交易额，而且必须是整数。柜台交易中无起点和单位限制。

(7) 证券价格与行市。证券交易所的价格和行市是采用拍卖方式得出来的，经纪人不断报出买进和卖出价格，随着情况的变化，价格不断变动。柜台交易则用协议价格，交易双方通过协商决定价格，形成行市。

(8) 同一时间交易存在差价。由于交易的分散进行，各证券商的买卖价格报价不一，客户就可能在各证券商报出的价格之间进行对比选择，所以在场外交易市场上，成交的价格总会出现差异。

(9) 场外交易的价格不像交易所挂牌的证券价格那样每小时都有波动。交易所集中竞价由于时间的先后，成交的价格时刻都在波动；而场外交易，特别是证券的自营买卖，总是在一定时间内（一般为一天）确定一个买卖价格，并在一天内相对不动，所以其波动就不像交易所内的价格那么频繁。

3. 场外交易市场的类型*

场外交易市场主要有三类：

(1) 柜台交易或称“店头市场”。在二级市场上，不少证券交易并不是在证券交易所完成的，而是在许多分布广泛的证券中介机构，如证券公司中进行的。很多证券公司设有专门的证券柜台，通过柜台进行证券交易这就是柜台交易市场。

(2) 第三市场。是指在店头市场上从事已在交易所挂牌上市的证券交易。近年来，由于这部分交易量增大，特别是其中的债券交易量增加更多，其地位日益提高。严格地讲，第三市场既是场外交易市场的一部分，又是证券交易所市场上的一部分，准确地说，它是“已上市证券的场外交易市场”。第三市场的出现是与证券交易所固定佣金制密切相关的。固定佣金制使证券交易的成本非常昂贵，而交易所之外的证券商则不受证券交易所佣金制的约束，因而大量证券交易都在交易所之外的第三市场上进行。

(3) 第四市场。是指投资者和筹资者不经过证券商直接进行的证券交易。第四市场目前只有美国有所发展，其他一些国家正在尝试和刚刚开始出现这种市场。第四市场的主要吸引力在于：

1) 交易成本低。这是因为买卖双方直接交易而不需要中间人。有时即使需要中间人，通过第三者来安排，佣金也要比其他市场少得多。据统计，在美国利用这种方式进行场外交易，比在交易所进行交易可节省佣金 70%。

2) 有利于保持交易的秘密性。

3) 由于双方直接谈判，所以可望获得双方满意的价格。

4. 场外交易市场的参与者

场外交易市场的参与者与证券交易所的参与者不同。在证券交易所内，只允许交易所会员从事证券交易。场外交易市场的参与者，包括投资者、证券商和代理银行三者。

(1) 投资者。投资者包括团体投资者和个人。团体投资者，包括银行、信托公司、保险公司、基金会投资银行及企业公司等等，有各自的投资目的和投资计划，有庞大的资金，如遗产信托基金、退休金、互助基金等等，是场外市场最重要的投资力量。

(2) 证券商。场外交易市场的证券商规模很大，它们可以分为以下几种：

1) 自营商（包括自营经纪商）。一般来说，这类商号既是交易所的会员，又直接参加场外交易。因为自营商从事两类业务，即新发行证券的成批购进（分销）和销售，旧证券的买进或卖出。两种活动均系短期投资。由于风险较大，若证券市场稍有波动，就会遭受损失，故自营商除了在交易所参加交易外，还自设营业处所从事场外交易。由于它买卖各种证券，又与同业金融机构、客户和其他证券商等保持着密切的往来，多不愿保持大量存货，所以是店头市场的主要参与者。

2) 店头证券商。即非证券交易所会员，但是经过批准设立的证券营业机构，以买卖未上市证券（小企业的证券）及公债券为主要业务。

3) 自营银行和承销商。前者不是交易所会员，只从事债券的买卖业务，不买卖股票；后者专门承购推销新发行的证券，它既上市推销，也在场外推销。

4) 证券交易所会员经纪商。此类经纪商以在证券交易所交易为主，但也设立独立机构经营店头市场业务，收取佣金。

5) 政府债券商。这类证券商专门买卖政府债券，包括中央和地方政府债券。

6) 地方共同团体债券商。这类证券商专门买卖地方共同团体债券。

(3) 投资银行和代理银行。投资银行代理股票和公司债券的承销发行事宜，同时也从事场外证券交易，且交易额很大。

代理银行主要指商业银行和信托银行。美国证券法禁止商业银行等金融机构从事证券业务，但商业银行代理政府发行公债和从事政府公债交易是允许的。代理银行为政府公债和地方政府公债创造市场。

参加店头市场交易所得的店头收入包括承销报酬、股息、利息、佣金以及差价利润等项目。凡是承销新发行的证券者，以较低价格承购，以较高价格推销，获得承销报酬。凡购买了证券不再卖出者，获得股息或红利；凡代客买卖者获得佣金；凡以较低价买进、以较高价卖出者获得自营差价利润。

5. 场外交易市场的交易对象

场外交易市场经营的证券范围很广，规模很大，种类繁多。在场外市场进行交易的有小规模无名气的公司的证券，也有在交易所挂牌的大公司的证券。按产业的性质划分，大致可以把在场外市场交易的证券分为以下几种：

- (1) 银行与信托公司的股票。
- (2) 外国公债。
- (3) 保险公司的股票。
- (4) 政府公债与票据。
- (5) 铁路等公用事业股票。
- (6) 登记的公司债券。
- (7) 市政公债。
- (8) 铁路设备公司债券。
- (9) 地产证券。

在有组织的交易所内，交易采用公开竞价方式决定价格，而场外交易价格是协商决定的。其种证券究竟适合于哪种市场交易，应看具体情况而定。通常，具有以下特征的证券趋向于场外交易。

(1) 金融机构发行的股票和债券。由于金融机构的证券是高级证券，故其吸引力较大，多为团体投资者购买，一般不需要进入证券交易所交易，而在场外交易。

(2) 大公司或大企业的股票和债券。当其发行量少时，常不办理上市手续，而在场外交易。

(3) 在交易所中不易成交的债券。因为在交易所讨价还价，差距很大，很难成交。因此，只有通过店头市场进行交易。

(4) 买卖双方愿意按净值来交易的证券。即不考虑其价格波动，愿意认其净值成交。

(5) 上市发行，分期还本付息的公司债券和公债券。这类债券价格较平稳，流通性不强，适宜在场外进行交易。

(6) 级别较差的证券。这类证券在证券交易所很少有人购买，有的被迫下市，于是只有在场外寻求出路。这类证券的发行者一般处在危难之中，是风险较大、获利又少的证券。

此外，场外交易中出现的还有一些小公司的达不到上市标准的证券。

6. 场外交易市场的功能

场外交易的主要功能如下：

(1) 为已发行的证券提供转让的场所。这一点是场外交易市场作为证券流通市场一部分的基本功能。

(2) 通过承销机构，场外交易市场将公开发行的新证券分售给投资公众。

(3) 巨额证券次级分配。所谓次级分配，是指巨额证券的持有者，如

信托基金，保险公司与养老基金等，以包销或协议的方式清算其投资，以防止压低市价。

目前，世界各国证券柜台交易业务量大大发展。美国的场外交易最为发达，有上百年历史，近几十年来发展极快，出现了三级市场和四级市场。在美国，柜台交易的地位已超过美国证券交易所仅次于纽约证券交易所居第二位。

第二节 证券价格和价格指数

一、股票的价格

1. 股票的理论价格

股票代表的是持有者的股东权，这种股东权的直接经济利益，表现为股息、红利收入。而所谓的股票理论价格，就是为获得这种股息、红利收入的请求权而付出的代价（机会成本），是股息资本化的表现。

静态地看，股息收入与利息收入具有同样的意义，对于投资者来说，是把资金投资于股票还是存于银行，这首先取决于哪方的投资收益率高。按照等量资本获得等量收入的理论，如果股息率高于利息率，人们对股票的需求就会增加，股票价格就会上涨，从而股息率就会下降，一直降到股息率与市场利息率大体一致为止。按照这种分析，即可以得出股票的理论价格公式为：

$$\text{股票理论价格} = \frac{\text{股息红利收益}}{\text{利息率}} \quad (7-1)$$

股票的理论价格不等于股票的市场价格（实际交易价格），甚至两者有相当大的差距。但是，它对于预测股票市场价格的变动趋势，提供了重要依据。同时，也是股票市场价格形成的一个基础性因素。

2. 股票价格的形成机制

股票交易价格也称股票转让价格或股票市场价格，指的是在股票市场上股票实际成交时的价格。狭义的股票价格，通常指的就是这种股票交易价格。广义的股票价格则包括股票的发行价格和交易价格这两种价格形式。还有一种外延更为宽广的股票价格，它包括股票的票面价值、账面价值、清算价格、理论价格和发行价格，以及交易价格。在股票投资活动中，经常运用的是狭义的股票价格概念。

按实际成交时间的不同，股票交易价格分为开盘价格、收盘价格、最高价格、最低价格、平均价格等。开盘价格指的是证券交易所每个营业日开市后，交易所第一笔成交的价格。如果开市后一段时间内（一般为半小时内），某种股票没有交易，则以该股票前一个营业日的收盘价作为当日此种股票的开盘价。如果某种股票几日内都无交易做成，通常是用证券交易所的场内中介经纪人和证券商交易员根据客户对该种股票买卖委托的价格趋势定出指导性价格，促其成交，并将这种成交价格作为开盘价格。在我国深、沪两个

交易所，由于其开盘前实行集合竞价，所以，当天开盘前的集合竞价所形成的价格就是当天的开盘价。收盘价格指的是证券交易所每个营业日闭市前最后一笔成交的价格。最高价格和最低价格，分别指的是证券交易所每个营业日成交的最高价格和最低价格；而平均价格则是最高价格与最低价格的简单平均。

股票交易价格的最大特点为事先的不确定性，表现于总是处在不断变动中，而且这种变动是连续性的、非间断性的。这与票面价值、账面价值、清算价格和发行价格显然不同。股票的票面价值、账面价值、清算价格和发行价格一般都是事先确定的，即使在不同时期、不同条件下会有所变化，但这种变化也只是非连续性的、间断性的。股票交易价格的这一特点，正是股票最吸引人之处。因为，只有交易价格的不断变化，投资者才有可能通过不停地买卖股票而获得差价收益。

股票的交易价格处在何种水平上，一般不受其发行价格的制约，也不受股份公司的直接支配，而是取决于股票市场的供求关系，随股票供求关系的变化而变化，这与普通商品的市场价格受其市场供求关系的影响一样。股票交易价格的高低，不直接影响发行公司的资本额，只影响交易双方的经济利益。

3. 股票的价值和价格

(1) 股票的票面价值。指在股票票面上标明的金额。它的主要功用是确定每股股票在公司中所占的份额。例如，某公司发行股票的总面值为 10 万元，每股的票面价值为 10 元，那么，一股股票就代表该公司的 1/10000。有些公司发行股票时，不在票面上标明股票的票面价值，但在招股说明书上却一定要注明票面价值是多少。此外，面值与一些法律规定有关。许多国家的法律规定，公司第一次发行的股票价格不得低于其票面价值。如公司发行股票的价格低于票面价值，就有可能出现问题。因为有些国家的法律规定，这类股票的持有人在出现财政困难时有责任补足股票价格与票面价值的差价。在美国，票面价值的高低与赋税也有关系。对于公司发行的股票，州政府有权以票面价值为基础征收国内消费税和特许权费。该项规定的目的就是鼓励公司发行小额票面价值的股票。

(2) 股票的账面价值。这一指标大体反映每股普通股所代表的公司实际资产，又称“股票净值”。股票的账面价值可用下列公式计算：

$$V_a = \frac{T - P}{N_c}$$

式中， V_a 为股票的帐面价值； P 为优先股票的总面值； T 为公司资产的净值； N_c 为普通股票的总股数。

公司资产净值是指公司的资本额（股票面值总额），加上公积金与保留盈余所得的数额。其中，各种公积金和保留盈余尽管没有以股利形式分派出来，但所有权是属于股东的。因此，净资产也称为“股东权益”。对于经营

状况好，财务健全的公司，股东所享有的权益大，其账面价值必然大于票面价值。换一句话说，净值较高的股票的股东能享有的权益也较大。因此，股票净值的高低，可作为投资分析的参考依据之一。对于长期投资者，以净值作为投资评估依据，是一种既安全又基础的做法，因为“净值”是公司长时间积累的成果。

(3) 股票的清算价值。在公司撤销或解散时，资产经过清算后，每股所代表的实际价值。在理论上，清算价值等于清算时的账面价值，但实际情况是，由于公司的大多数资产只有低价才能售出，再扣除清算费用，清算价值往往小于账面价值。一般投资者当然不希望被自己持股的公司撤销或被解散，故忌讳这个概念。股市分析专家也只是偶尔用到这个术语。

(4) 股票的市场价格。即股票在股票市场上买卖的价格。股票市场可分为发行市场与流通市场，因而，股票在市场上的价格也就有发行价格与流通价格的区分。股票的发行价格就是发行公司与证券承销商议定的价格。股票的发行价格有三种情况：1) 股票的发行价格就是股票的票面价值；2) 股票的发行价格以股票在流通市场上的价格为基准来确定；3) 股票的发行价格在股票面值与市场流通价格之间，通常是对原有股东有偿配股时采用这种价格。国际股市上发行价格的参考公式为：

股票发行价格 = 市盈率还原值 × 40% + 股息率还原值 × 20% + 每股净值 × 20% + 预计当年股息与一年期存款利率还原值 × 20%

这个公式全面地考虑了影响股票发行价格的若干因素，如利率、股息、流通市场的股票价格等，值得借鉴。

股票在流通市场上的价格，才是完全意义上的股票的市场价格，一般称为股票市价或股票行市。对于投资者而言，股价是生命线，它可以使投资者破产跳楼，也可以使投资者转瞬之间身价倍增。股价表现为开市价、收市价、最高价和最低价等形式。其中收市价最重要，它是人们分析股市以及制作股市行情表时采用的基本数据。人们之所以分析股价，就在于股价的敏感善变使得人们的收益也不稳定。但影响股价的因素很多而且很复杂，于是人们力图找出特定时期影响股价的主要因素，以把握股价的走势。

上面介绍了好几种股票的价值形式，下面我们来看一看股票的市场价值、账面价值、票面价值三者之间的关系。

票面价值如前所述，它实质上不过是一个法律术语。票面价值一经确定，就很稳定，如果不考虑拆股的情形，几乎是一成不变。市场价值或大于票面价值，或小于票面价值，背离甚远的现象一点也不奇怪。账面价值与面值的关系通过其计算公司已显示无遗。账面价值随着公司的发展而不断增加，可以反映公司经营状况的好坏。但对投资者一般作用不大，因为投资者几乎不可能抽回账面价值。但是，如果每股所代表的资产价值很大，这一事实无疑是对持有人的慰藉。在一定程度上，账面价值对市场价值有支撑作用。以前普通股东唯一信任的是账面价值，不过一次大危机粉碎了这一信

念。另一方面，如公司破产清算，以低于账面价值的市价购买股票的投资者则可能因此而获益匪浅。

表 7-1 引用了一份关于美国主要大公司的票面价值、市场价值以及账面价值的统计资料。这些资料清楚地表明，三者之间没有多大的联系。

表 7-1 票面价值、账面价值、市场价值对比*

续前表

公司名称	票面价值	账面价值	市场价格(元)
埃克森公司		56.00	44 ~ 29
通用汽车公司	$1\frac{2}{3}$	86.00	58 ~ 35
IBM 公司	$1\frac{1}{4}$	51.00	73 ~ 49

*单位均为美元。每种股票的较大数为最高价；较小数为最低价。

(5) 股票的内在价值。股票的内在价值即理论价值，也即股票未来收益的现值，取决于股票收入和市场收益率。股票的内在价值决定股票的市场价格，但市场价格又不完全等于其内在价值。由供求关系产生并受多种因素影响的市场价格围绕着股票内在价值波动。

二、债券的价格

1. 债券的理论价格

债券的理论价格指的是，投资者为获得债券在未来一定时期内的利率收入而在理论上应支付的价格。它的决定变量有以下三个。

(1) 债券期值。债券期值指的是债券到期时的总价值或总收入，包括本金和利率两部分。其计算公式为：

$$\text{债券期值} = \text{债券面额} + (\text{债券面额} \times \text{票面利率} \times \text{有效期限}) \quad (7-2)$$

(2) 债券期限。对投资者来说，债券期限有两种：有效期限，指债券发行日至最终偿还日止这段时间；待偿期限。指债券进入交易市场后由本次交易日起至最终偿还日止这段时间。债券的有效期限，一般用于债券发行价格的计算，而债券的待偿期限则用于计算债券的交易价格。

(3) 利率水平。指债券市场上绝大多数买卖双方都能接受的债券收益水平。

对任何一种债券，只要已知上述三个变量就可以计算出它的理论价格，但由于债券有各种计息方式和不同的付息次数，因而其现值也将是各种不同的结果。下面，我们分别给出有关债券理论价格的计算公式。

2. 付息票债券交易价格的理论计算*

按付息发行，到期时一次还本付息或分次付息，即通常所指的附息票债券（剪息债）的价格公式。我们根据付息频率不同，分别进行介绍。

（1）一次还本付息，即利随本清债券交易价格的计算公式为：

$$P = \frac{D}{(1+i)^N} \quad (7-3)$$

（2）按年付息债券交易价格的计算公式为：

$$P = A \sum_{t=1}^N \frac{1}{(1+i)^t} + \frac{D}{(1+i)^N} \quad (7-4)$$

（3）半年付息债券交易价格的计算公式为：

$$P = A \sum_{t=1}^{2N} \frac{1}{(1+\frac{i}{2})^t} + \frac{D}{(1+\frac{i}{2})^{2N}} \quad (7-5)$$

（4）按季付息债券的交易价格的计算公式为：

$$P = A \sum_{t=1}^{4N} \frac{1}{(1+\frac{i}{4})^t} + \frac{D}{(1+\frac{i}{4})^{4N}} \quad (7-6)$$

3. 贴现债券交易价格的理论计算*

按贴现付息发行，到期时偿还票面金额的即为贴现债券，其交易价格的计算公式为：

$$P = V_p \left(1 - \frac{i_2 N}{360} \right) \quad (7-7)$$

在式（7-3）至（7-7）中，各种符号的涵义如下：P 为债券交易价格（现值）；D 为债券期值， $D = V_p (1 + i_1 N_1)$ ，其中 i_1 为债券名义利率， N_1 为债券有效期限；A 为每次付息额， $A = D i_1$ ； V_p 为债券票面值；i 为债券市场利率；N 为债券待偿期限； i_2 为债券贴现率。

在计算过程中只要给定利率和期限，便可以通过查表找到相对应的 $1/(1+i)^N$ 和 $\sum_{t=1}^N 1/(1+i)^t$ 的数值，将其代入公式，便能很方便地得出债券交易的理论价格。

[例] 1985 年我国财政部向个人发行的国库券有效期为 5 年，年利率单利为 9%。问：如果 1988 年 5 月 1 日转让一张面值为 100 元的此种国库券其交易价格应是多少？

解：这显然属于附息发行、到期一次还本付息债券计算类。到 1988 年 5 月 1 日待偿期为 2.1667 年，而且市场利率在 10% 左右（1988 年初我国各种债券利率大致在 9.5% ~ 10%，故市场利率为 10%）。其交易价格应为：

$$P = \frac{D}{(1+i)^N} = \frac{V_P(1+i_1N_1)}{(1+i)^N}$$

$$= \frac{100(1+9\% \times 5)}{(1+10\%)^{2.1667}} = 117.95(\text{元})$$

根据上述计算公式，我们可以做出如下简单总结：

债券交易的理论价格取决于它的期值、待偿期限和市场收益率。其中，期值基本是已定的；待偿期限也是已知的；最活跃的便是市场收益率。市场收益率的升高或降低对债券交易价格有直接影响，而且成反比关系。如果市场收益率上升，则交易价格下跌；反之亦然。

值得说明的是，上述债券交易价格计算公式，同时也适用于发行价格公式的计算，只是其中 N 的涵义不同。在发行价格公式中， N 代表债券的有效期限。

另外，根据上述公式关系，在期值已定，待偿期限已知的条件下，只要能预计出债券的交易价格，便可以计算出债券的市场收益率，亦即此债券能为购买或持有该债券的投资者所提供的年收益率。

4. 债券期货交易价格的理论计算*

债券在期货交易中，价格计算与上述不同。由于债券期货交易在实际交割时有几种情况，相应地债券交易价格也有以下不同计算方法。

(1) 交割结算的交易价格公式，即如果债券买卖双方直到最终交易时未发生反方向买卖交易，则可按现货结算，其公式如下：

$$P = P_{\text{单}} \times \frac{V_P}{100} + A - S \quad (7-8)$$

(2) 差额结算的交易价格公式，即如果债券买卖双方在最终交易日之前又进行了相应方向的买卖，则可以只结算其差额，公式如下：

$$P = (P_2 - P_1) \times \frac{V_P}{100} - S \quad (7-9)$$

在式 (7-8) 和 (7-9) 中， P 为最终结算金额； $P_{\text{单}}$ 为交割单价； S 为委托手续费； P_2 为卖出价； P_1 为买进价。

$$P_{\text{单}} = (\text{最后结算价} \times \text{换算系数}) + (\text{预约价格} - \text{最后结算价格}) \quad (7-10)$$

委托手续费分别发生于卖出时和买进时，无论收或付都要支付。

在上述计算中，没有考虑缴税因素。由于篇幅所限，委托保证金的初次缴纳和追加方法的计算公式，在此一并略去。

5. 债券在回购协议交易中的价格计算*

回购协议交易因有付息票和贴现之分，故价格计算公式也有所不同。

(1) 付息票债券回购协议交易价格公式为：

$$\text{回购单价} = \frac{100}{V_p} \left[(\text{卖出价} + \text{卖出时应计利息}) \times (1 + \text{筹资成本}) \times \frac{\text{卖出天数}}{360} - \text{购回时应计利息} \right] \quad (7-11)$$

$$\text{卖出单价} = \frac{100}{V_p} \left[\frac{\text{购回价格} + \text{购回时应计利息}}{1 + \text{筹资成本} \times \frac{\text{回购期限}}{360}} - \text{卖出时应计利息} \right] \quad (7-12)$$

$$\text{筹资成本} = \frac{360}{\text{回购期限}} \times \frac{(\text{购回价格} + \text{购回时应计利息}) - (\text{卖出价格} + \text{卖出时应计利息})}{\text{卖出价格} + \text{卖出时应计利息}} \quad (7-13)$$

(2) 贴现债券回购协议交易价格公式为：

$$\text{回购单价} = \frac{100}{V_p} \left[\text{卖出价} \times (1 + \text{筹资成本} \times \frac{\text{回购期限}}{360}) \right] \quad (7-14)$$

$$\text{卖出单价} = \frac{100}{V_p} \times \frac{\text{回购价格}}{1 + \text{筹资成本} \times \frac{\text{回购期限}}{360}} \quad (7-15)$$

$$\text{筹资成本} = \frac{\text{回购价格} - \text{卖出价}}{\text{卖出价}} \times \frac{360}{\text{回购期限}} \quad (7-16)$$

三、股票价格指数

1. 股票价格指数

股票价格指数，简称股价指数，指的是金融服务机构编制的，通过对股票市场上一些有代表性的公司发行的股票价格，进行平均计算和动态对比后得出的数值。股票价格指数，是对股市动态的综合反映。

编制股票价格指数的作用在于，综合考察股票市场的动态变化过程，反映股票市场的价格水平，为社会公众提供股票投资和合法的股票增值活动的参考依据。购买股票是一种投资行为，收益和风险并存。为了帮助投资者实现投资目的，建立正常的、规范的投资环境，客观上需要一种能够综合反映股票市场发展变化和股市水平的指标作为决策依据。股票价格指数就是这样一种具有决策依据功能的指标。

2. 股票价格平均数

在编制股票价格指数之前，必须计算平均股价。平均股价也称股价平均数，指的是股票市场全部股票或采样股票的平均价格，主要用来反映股票市场的价格水平。

平均股价的计算方法通常有以下几种。

(1) 简单算术平均法。即把采样股票某一时点的价格加总，然后以简单算术平均，其所得的平均值即为平均股价。其计算公式为：

$$\bar{P} = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n P_i$$

式中， \bar{P} 为平均股价； P_i 为某一时点第 i 种采样股票的价格； n 为股票样本数。

用简单算术平均法计算出的平均股价，虽然有利于判断股票投资的获利情况，进而知道平均股价在利率体系中是偏高还是偏低。但是，它的缺陷也是很明显的，由于它没有考虑股票分割权数不同等因素的影响，所以，不能反映股价一般的、长期的和动态的变化，也容易受发行量或交易量较少的股票价格的涨落所左右，难以真实反映股市动态。这种方法通常只在证券交易所开办之初尚未有除权因素时使用。

(2) 加权平均法。即考虑采样股票的发行量或交易量权数影响的一种计算方法。以发行量为权数的加权平均股价，等于采样股票的时价总额除以采样股票发行量，而以交易量为权数的加权平均股价，则等于采样股票的成交总额除以采样股票交易量。两者的计算公式为：

$$\bar{P} = \frac{\sum_{i=1}^n P_i Q_i}{\sum_{i=1}^n Q_i} \quad (7-18)$$

式中， Q_i 为第 i 种采样股票的交易量（成交量）或发行量；其他符号定义与公式 7-17 相同。

(3) 修正平均法。修正平均法与简单算术平均法的一个重要区别，就在于除数的变化，因此这一方法也称为新除数法或弹性除数法。

修正平均法基本原理是：1) 将更换或分割的股票每股市场价格加上其他没有变换或分割的股票每股市场价格，得到一个新的股票价格合计数；2) 用这个新的股票价格合计数除以变换或分割前的各种股票价格平均数，得到一个常数，这个常数就是新除数或弹性除数；3) 再用新的股票价格合计数除以这个新除数，即得到与变换或分割前相同的股价平均数。其计算公式为：

$$\bar{P} = + \frac{\sum_{h=1}^m P_h + \sum_{R=1}^n P_R}{\beta} \quad (7-19)$$

其中：

$$\beta = \frac{\sum_{h=1}^m P_h + \sum_{R=1}^n P_R}{\bar{P}_S} \quad (7-20)$$

在式(7-19)和(7-20)中， \bar{P} 为修正法股价平均数； \bar{P}_S 为变换或分割前的股价平均数； P_h 为未变换或未分割的股票市场价格； P_k 为已变换或已分割的股票市场价格； \bar{P} 为新除数或弹性除数。

运用修正平均法计算平均股价，其目的在于消除股票分割、股票分红、增发发行新股票等因素的影响，弥补由此带来的平均股价数列的断裂现象，保持数列的连续性和股市变动指标的真实性。

应当指出，用修正平均法计算的股价平均数，已经与原来意义上的平均股价分离，其计量单位不再是货币单位，而是以“点”来表示。

道-琼斯股价指数是最早运用修正平均法计算的股价指数。

3. 股票价格指数的编制方法*

平均股价虽然计算方便、简单明了，能够反映股票市场的价格水平，但由于它不能反映股价涨落的变动程度，有关金融服务机构和证券交易所在逐期发布平均股价的基础上，还编制并及时公布股价指数，以弥补平均股价的不足。

股票价格指数，是报告期的股价与某一基期相比较的相对变化指数。它的编制首先假定某一时点为基期，基期值为100（或为10；或为1000），然后用报告期股价与基期股价相比较而得出。其计算方法主要有以下几种。

(1) 简单算术平均法。即在计算出采样股票个别价格指数的基础上，加总求其算术平均数。其计算公式为：

$$P^I = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n \frac{P_{li}}{P_{0i}} \quad (7-21)$$

式中， P^I 为股价指数； P_{0i} 为基期第*i*种股票价格； P_{1i} 为报告期第*i*种股票价格；*n*为股票样本数。

(2) 综合平均法。即分别把基期和报告期的股价加总后，用报告期股价总额与基期股价总额相比较。其计算公式为：

$$P^I = \frac{\sum_{i=1}^n P_{li}}{\sum_{i=1}^n P_{0i}} \quad (7-22)$$

式(7-6)中符号定义如前所述。

(3) 几何平均法。即分别把基期和报告期的股价相乘后开*n*次方，再用报告期与基期相比。其计算公式为：

$$P^I = \frac{\sqrt[n]{P_{11} \cdot P_{12} \cdot \dots \cdot P_{1n}}}{\sqrt[n]{P_{01} \cdot P_{02} \cdot \dots \cdot P_{0n}}} \quad (7-23)$$

式中符号定义如前所述。

(4) 加权综合法。无论是简单算术平均法，还是综合平均法或几何平均法，在计算股价指数时，都没有考虑到各采样股票权数对股票总额的影响，因而，难以全面真实地反映股市价格变动情况，需要用加权综合法来弥补其不足。

根据权数选择的不同，计算股价指数的加权综合法公式有以下几种。

1) 以基期交易量 (Q_{0i}) 为权数的公式，即：

$$PI = \frac{\sum_{i=1}^n P_{1i} Q_{0i}}{\sum_{i=1}^n P_{0i} Q_{0i}} \quad (7-24)$$

2) 以报告期交易量 (Q_{1i}) 为权数的公式，即：

$$PI = \frac{\sum_{i=1}^n P_{1i} Q_{1i}}{\sum_{i=1}^n P_{0i} Q_{1i}} \quad (7-25)$$

3) 以报告期发行量 (W_{1i}) 为权数的公式，即：

$$P^I = \frac{\sum_{i=1}^n P_{1i} W_{1i}}{\sum_{i=1}^n P_{0i} W_{1i}} \quad (7-26)$$

(5) 加权几何平均法。在股价指数计算中，人们为了调和交易量在基期和报告期的不同影响，提出了加权平均法公式，即：

$$P^I = \sqrt[n]{\frac{\sum_{i=1}^n P_{1i} Q_{0i}}{\sum_{i=1}^n P_{0i} Q_{0i}} \cdot \frac{\sum_{i=1}^n P_{1i} Q_{1i}}{\sum_{i=1}^n P_{0i} Q_{1i}}} \quad (7-27)$$

式 (7-27) 是对公式 (7-24) 和 (7-25)、(7-26) 的进一步修正。其原理是英国经济学家费雪 (I. Fisher) 1922 年在其《指数编制法》一书中提出的。人们通常把这一公式称之为理想公式。

在式 (7-24) 至 (7-27) 中，选择不同时期的权数是一个较为复杂的问题。在指数的具体编制过程中，人们一般都认为，以基期同度量因素为权数

的拉斯贝尔公式 (Laspegres Formula) 未能反映同度量因素的变化, 而考虑周全的费雪理想式 (Fisher's ideal Formula), 则计算过于繁琐并存在增资除权时的修正困难, 因此, 世界各国多采用报告期时点权数的贝氏公式 (Pasche Formula) 进行计算, 如式 (7-25) 和 (7-26) 所示。

4. 股票除权过程与除权价的计算*

上市公司将股票的红利和股息分配给股东时, 在技术上有一个对股票价格进行除权的过程。

(1) 股票价格的除权过程。当一家上市公司宣布上年度股利分配方案时, 在股利尚未分派之前, 该种股票被称为含权股票。要办理除权手续的上市公司先要报主管机关核定, 在准允除权后, 发行公司公布除权日期, 让投资者有充分的时间办理过户手续。凡在过户截止日前办好过户手续的, 享有领取股利的权利。除权日当天叫除权基准日, 在除权基准日后要有一段时间停止过户, 公司整理股东名单, 送配股等新股票经主管部门批准后按比例配划上市。除权基准日确定后, 从理论上说, 除权当天会出现有一个除权价或除权报价。

(2) 除权价的计算。除权价的计算因有无偿送股与有偿配股之分而不同, 也会因送配股和股息分配是否同时进行而不同。大体说来, 除权价的计算公式有以下几种:

1) 在无偿送股条件下, 除权价的计算公式为:

$$P^C = \frac{P^{C-1}}{1 + R^S} \quad (7-28)$$

2) 在有偿配股条件下, 除权价的计算公式为:

$$P^C = \frac{P^{C-1} + P^P \cdot R^P}{1 + R^P} \quad (7-29)$$

3) 送股和配股同时进行, 除权价的计算公式为:

$$P^C = \frac{P^{C-1} + P^P \cdot R^P}{1 + R^S + R^P} \quad (7-30)$$

4) 送配股与股息分派同时进行, 除权价的计算公式为:

$$P^C = \frac{P^{C-1} + P^P \cdot R^P - e}{1 + R^S + R^P} \quad (7-31)$$

在式 (7-28) 至 (7-31) 中, P^C 为除权价; P^{C-1} 为除权日前一天的收盘价; P^P 为配股价; R^P 为配股比率; R^S 为送股比率; e 为每股派发的股息。

除权日的开盘价不一定等于除权价, 除权价仅是除权日开盘价的一个参考价格。当实际开盘价及走势高于这一理论价格时, 就称为填权, 在册的股东即可获利; 反之, 实际开盘价及走势低于这一理论价格时, 就称为贴权, 在册参与送配的股东将受损失。填权与贴权是股票除权后的两种可能, 它与

整个市场的状况、上市公司的经营状况、送配的比例等多种因素有关。但一般来说，上市公司股票通过送配以后除权，其单位价格下降，流动性进一步加强，上升空间也相对增加。这也是一些上市公司偏好送配股、期待出现除权后填权效应的一个原因。不过，这并不等于上市公司可以任意送配股，它必须从企业自身经营状况和国家有关法律法规出发来规范自己的行为。

5. 我国主要股票价格指数

(1) 上证综合指数。上证综合指数的全称是：上海证券交易所股票价格综合指数。该指数的前身为上海静安指数，是由中国工商银行上海市分行信托投资公司静安证券业务部于 1987 年 11 月 2 日开始编制的。而上证综合指数是上海证券交易所于 1991 年 7 月 15 日开始编制和公布的，以 1990 年 12 月 19 日为基期，基期值为 100，以全部的上市股票为样本，以股票发行量为权数进行编制。其计算公式为：

$$\text{本日股价指数} = \text{本日股票市价总值} \div \text{基期股票市价总值} \times 100$$

具体计算办法是以基期和计算日的股票收盘价（如当日无成交，延用上一日收盘价）分别乘以发行股数，相加后求得基期和计算日市价总值，再相除后即得股价指数。遇上市股票增资扩股或新增（删除）时，则须相应进行修正，其计算公式调整为：

$$\text{本日股价指数} = \text{本日股票市价总值} \div \text{新基准股票市价总值} \times 100$$

式中

$$\text{新基准股票市价总值} = \text{修正前基准股票市价总值} \times (\text{修正前股票市价总值} + \text{股票市价总值}) \div \text{修正前股票市价总值}$$

随着上市品种的逐步丰富，上海证交所这一综合指数的基础上，从 1992 年 2 月起分别公布 A 股指数和 B 股指数，1993 年 5 月 3 日起正式公布工业、商业、地产业、公用事业和综合五大类分类股价指数。

(2) 深圳综合指数。该指数全称为深圳证券交易所股票价格综合指数，是由深圳证券交易所于 1991 年 4 月 4 日开始编制发布的。它以 1991 年 4 月 3 日为基期，基期值为 100，采用基期的总股本为权数计算编制。该指数以所有上市股票为采样股，当有新股上市时，在其上市后第二天纳入采样股计算；若采样股的股本结构有所变动，则改用变动之日为新基日，并以新基数计算；同时，用连锁的方法将计算得到的指数溯源至原有基日，以维持指数的连续性。其计算公式为：

$$\text{今日即时指数} = \text{上一营业日收市指数} \times \text{今日现时总市值} \div \text{上一营业日收市总市值}$$

式中，今日现时总市值=各采样股的市值×其已发行股数；上一营业日收市总市值，是指据上一营业日采样股的股本变动而作调整的总市值。

(3) 深圳成份股指数。

1) 综合指数的缺陷。在实际运作和反映股市实际运行状态方面，深圳综合指数存在以下较明显的缺陷。

用总股本作为权数不尽合理。中国股市目前只是个人股市场，国家股和法人股皆不能上市流通。如果用总股本作权数，容易产生偏差。

新股上市影响指数走低。

结构变动频繁。每次新股上市即纳入指数计算，从最初的 5 只增加到开始编制成份股指数时的 142 只，每只股票对指数的影响在不断降低，内部结构在不断变化，指数前后的可比性不强。

除权时的调整计算有偏差。由于采用总股本计算除权价，如果国家股、法人股、个人股分红方案不同，则这种除权价对于个人股来说往往不是一个有效的指标，用来计算指数会产生偏差。有时填权股票会使指数下跌；贴权股票却使指数上升。

正是因为深圳综合指数存在上述缺陷，所以，深圳证券交易所从 1995 年 1 月 3 日开始编制深圳成份股指数，并于同年 2 月 20 日实时对外发布。

2) 成份股指数的编制方法。

成份股指数是通过对所有上市公司进行考察，按一定标准选出一定数量有代表性的公司编制成份股指数，采用成份股的可流通股数作为权数，实施综合法进行编制。

成份股指数为派氏加权价格指数，即以计算日成份股实际可流通 A 股数和可流通 B 股数作为权数进行加权计算。其计算公式为：

即日指数 = 即日成份股可流通总市值 ÷ 基日成份股可流通总市值 × 1000

B 股用上周外汇调剂平均汇率将港币换算为人民币，用于计算综合指数。B 股指数仍采用港币计算。

每一交易日集中竞价结束后，用集中竞价产生的开盘价（无成交者取昨日收市价）计算开盘指数，然后用连锁方法定时计算即时指数，直至收市。

每日连锁计算公式为：

今日即时指数 = 上日收市指数 × 今日现时成份股可流通总市值 ÷ 经调整上日收市成份股可流通总市值

成份股可流通总市值 = 成份股可流通 A 股总市值 + 成份股可流通 B 股总市值

成份股可流通 A 股总市值 = (成份股 A 股股价 × 成份股可流通 A 股数)

成份股可流通 B 股总市值 = (成份股 B 股股价 × 成份股可流通 B 股数) × 上周外汇调剂平均汇率

成份股指数按照股票种类分 A 股指数和 B 股指数。A 股指数按其所属行业分，包括工业分类指数、商业分类指数、金融分类指数、地产分类指数、公用事业分类指数、综合企业分类指数。每个分类指数至少用 3 家成份股编制。

3) 成份股的选择原则。选取成份股的一般原则是：有一定上市交易时间。为了考察上市股票的市场表现和代表性，需要股票有一定的上市交易

时间。新股上市之初交易不太稳定，最初一段数据应予剔除。有一定上市规模。以每家公司一段时期内的平均总市值和平均可流通股市值作为衡量标准。交易活跃。

根据以上标准定出初步名单，再结合下列各项因素评选出一定数量的上市公司（同时包括 A 股和 B 股）作为成份股：公司股票在一段时间内的平均市盈率；公司的行业代表性及所属行业的发展前景；公司近年的财务状况、盈利记录、发展前景及管理素质等。

成份股不搞终身制。交易所将定期考察成份股的代表性，及时更换代表性降低的公司，选入更有代表性的公司。当然，变动不会太频繁，考察时间为每年的一、五、九月。

截止到 1996 年 6 月底，深圳交易所编制成份股指数的成份股（1995 年 1 月 3 日起使用）是：

工业类（18 家）：深南玻、深康佳、深中华、武凤凰、白云山、粤美的、桂柳工、粤美雅、猴王、豫白鸽、湘中意、赣江铃、银广夏、陕长岭、琼海药、川老窖、新大洲、粤甘化。

商业类（3 家）：津国商、苏物贸、昆百大。

金融类（3 家）：深发展、新宏信、陕国投。

地产类（5 家）：深深房、琼珠江、琼金盘、黔中天、粤宏远。

公用事业类（4 家）：深招港、粤华电、皖皖能、琼南洋；

综合企业类（7 家）：深万科、深能源、深宝安、深华宝、康达尔、琼民源、鲁石化。

B 股（6 家，已包含在以上成份股中）：深万科、深南玻、深康佳、深中华、深招港、深深房。

经中国证监会批准，深圳证券交易所于 1997 年 12 月 29 日对成份股指数的样本进行调整，具体内容如下：

调整后成份股样本数量不变，更换了 16 家代表性降低的样本。

根据上市公司行业结构状况，对各类成份股样本的数量作了适当调整。

新成份股样本（同时包含 A 股和 B 股）如下：

工业类（24 家）：深科技、一汽轿车、新大洲、深康佳、泸州老窖、粤美的、湘酒鬼、辽通化工、唐钢股份、粤美雅、武凤凰、通化金马、小天鹅、陕长岭、锌业股份、苏常柴、猴王、银广夏、江铃汽车、深南玻、广东甘化、白云山、湘中意、桂柳工。

商业类（3 家）：鄂武商、苏物贸、西安民生

金融类（1 家）：深发展

地产类（4 家）：深振业、深长城、粤宏远、深深房

公用事业类（4 家）：深能源、粤电力、琼南洋、皖能电力

综合企业类（4 家）：深万科、深宝安、中色建设、鲁石化

B 股（8 家，已包含在以上 40 家成份股中）：深深房、深南玻、江铃汽车、小天鹅、苏常柴、深康佳、粤电力、深万科

4) 成份股指数的指数基日与基日指数。

成份股指数及其分类指数的基日定为 1994 年 7 月 20 日。成份股指数的基日指数定为 1000 点，主要是基于以下考虑：指数“点”只是一种计量单位，可大可小。国外有先例。深圳股市波动较小。因此，在设计成份股指数时，用较小的“千分点”作为计量单位，将基日指数定为 1000，其用意是想较直观地反映股价走势。便于指数期货的运作和结算。在指数期货交易，一个“指数点”代表一定数量的现金。减小指数的计量单位，相当于减少指数期货中平仓与交割时的结算单位。可以使结算工作更加准确，便于指数期货的开展。

5) 编制成份股指数的意义。

该指数可以克服原有综合指数的不足。该指数采用流通股市值较大、交投活跃、具有行业代表性的股票作为成份股，用可流通股数加权计算，可以克服原有综合指数的不足，为投资者提供一个更合理的参考指标。

该指数有助于证券市场的健康发展。成份股中大多数都是大盘股、一线股，在股市中起着举足轻重的作用。用成份股编制的指数，能够消除其他因素的影响，反映市场的主流和大势走向。

该指数有助于新交易品种的开发。国外股票指数期货和期权交易大多数采用成份股指数，其原因是成份股指数内部结构比较稳定，投资者容易计算出成份股和指数之间的关系，从而能够在利用指数期货和期权规避风险时进行合理的投资组合。

6) 成份股指数的内容与发布编码。深圳交易所从 1995 年 2 月 20 日开始，以新证券挂牌方式从行情中实时发布成份股指数，成份股指数（不含分类指数）发布名称、编码见表 7 - 2。

表 7-2

名称	编码	涵义
深证成指	9901	深证成份股指数
成份 A 指	9902	成份 A 股指数
成份 B 指	9903	成份 B 股指数

以上指数的发布内容包括前日收市、今日开市、最高指数、最低指数和当前指数。

（4）上证 30 指数。“上证 30 指数”是由上海证券交易所编制，以在上海证券交易所上市的所有 A 股股票中选取最具市场代表性的 30 种样本股票为计算对象，并以流通股数为权数的加权综合股价指数，取 1996 年 1 月至 1996 年 3 月的平均流通市值为指数的基期，基期指数定为 1000 点。“上证 30 指数”以“点”为单位。

这 30 家样本股的选定是根据既定的样本股选择原则，同时按照定性分析与定量分析相结合，总量分析与结构分析相结合的方法，通过对各种资料的翔实分析后进行综合考虑，由专家委员会采用讨论的方式选出。

“上证 30 指数”样本股名单

工业 青岛海尔 春兰股份 四川长虹 上海石化 仪征化纤

湖北兴化 上柴股份 福建豪盛 远洋渔业 中国嘉陵

华北制药 通化东宝 青岛啤酒 新疆众和 广钢股份

伊利股份

商业 中百一店 王府井 杭州解百 兰生股份

房地产业 陆家嘴 广州珠江

公用事业 申能股份 原水股份 国脉通信 大众出租

综合 爱建股份 东方集团 梅雁股份 吉发股份

4. 境外主要股票价格指数

(1) 道-琼斯股票价格平均指数。这是国际上历史最悠久、最有影响而又最为公众所熟悉的股价指数。早在 1844 年 7 月 3 日，道-琼斯公司的创始人根据美国的 11 种有代表性的股票编制股票价格平均数，并把它发表于该公司所编的《每日通讯》上。以后该公司在编制股票价格平均指数时，对其采样股票种类和数目及编制方法都作过多次改变。《每日通讯》也于 1889 年改为《华尔街日报》。目前，道-琼斯股价指数是以 1928 年 10 月 1 日为基期，基期指数为 100，以后各期股票价格同基期相比算出的百分数，就成为各期的股价指数，以“点”来表示。

目前，道-琼斯指数由 4 种股价平均指数组成：30 种工业股票价格平均指数；20 种运输业股票价格平均指数；15 种公用事业股票价格平均指数和综合前三组 65 种股票价格平均指数而得出的综合指数。其中，第一组 30 种工业股票价格平均指数，是纽约股票市场最有影响、最有代表性的股价指数，报刊上经常引用的道-琼斯指数，一般指的就是该组指数。

道-琼斯指数虽然在世界上久负盛名，为世界各股票交易所和股票投资者所重视，但它们存在的弱点遭到一些经济学家的批评。道-琼斯指数的弱点主要表现在：采样股票数目较少，且多是热门股，缺乏广泛的代表性；没有考虑权数影响，致使少数几种流通性较小的股票价格的大幅度涨落对平均数产生很大影响。

(2) 标准-普尔股票价格指数。也称斯坦达德-普尔股票价格指数，其英文名称是 Standard & Poors Stock Price Indexes。它是美国最大的证券研究机构标准-普尔公司编制发表的，用以反映美国股票市场行情变化的股价指数。

标准-普尔指数 1923 年开始编制。最初的采样股票共 233 种。1957 年采

样股票扩大到 500 种：其中工业股票 425 种；铁路股票 15 种；公用事业股票 60 种。1976 年 7 月 1 日又作了改动，采样股票仍为 500 种，但其构成变为工业股票 400 种；运输业股票 20 种；公用事业股票 40 种；金融业股票 40 种。标准-普尔公司采用高速电子计算机，每小时计算并公布一次，美国《商业周刊》每期都刊载该指数。

标准-普尔指数的计算方法是加权平均法，以 1941 年至 1943 年间的平均市价总额为基期值，以“10”作为基期的指数值，以上市股票数为权数进行计算。该指数具有如下特点：（1）该指数 500 种采样股票，其市价总额约占纽约证券交易所所有股票价值的 80%，有很广泛的代表性；（2）它考虑了许多影响股价变动的因素，因而，有很高的敏感性；（3）在股票分割等情况下，由于只是股份的增加，股票的市价总额并未发生变化，因此，在计算指数时不需要作调整；（4）能为投资者提供多达 95 类股票的价格指数。由于上述特点，标准-普尔指数在美国倍受重视。美国商业部出版的《商情摘要》一直把它作为经济周期变化的 12 个先行指标之一。

（3）纽约证券交易所股票价格指数。*该指数是由纽约证券交易所编制的，在美国颇有影响的股价指数之一。

该指数包括在纽约证券交易所上市的 1570 家公司的所有股票（1570 种）。它除了有综合股价指数之外，还包括由 1093 种股票组成的工业股票价格指数；223 种金融、投资、保险、不动产业等股票组成的金融业股票价格指数；189 种股票组成的公用事业股票价格指数；65 种股票组成的运输业股票价格指数。

该指数的计算方法和调整方法与标准-普尔指数相同，所不同的只是基准的确定时间和基期值。该指数的基期为 1965 年 12 月 31 日，基期指数值为“50”。1966 年开始计算公布，每半小时公布一次。

（4）《金融时报》股票价格指数，即由英国伦敦《金融时报》编制发表的、反映伦敦证券交易所工业和其他行业的股票价格变动的指数。

该指数的采样股票分为三组：第一组在伦敦证券交易所上市的英国工业有代表性的 30 家大公司的 30 种股票；第二组和第三组分别由 100 种股票和 500 种股票组成，其范围包括各行各业。

该指数以 1935 年 7 月 1 日为基期，基期值为 100。它以能及时反映伦敦股票市场动态而闻名于世。

（5）日经股票价格指数。该指数是一种股票价格平均数，是由日本经济新闻社编制并公布的、反映日本股票市场价格变动的股票价格平均数。其计算方法采用的是美国道-琼斯指数所用的修正法，基期为 1950 年 9 月 7 日。

按计算对象和采样数目不同，该指数分为两种：1）日经 225 种平均股价。其所选样本均为在东京证券交易所第一市场上市的股票，这些采样股票原则上是固定不变的。由于日经 225 种平均股价是自 1950 年开始并一直延续下来的，具有可比性和连续性，成为考察分析日本股票市场股价的长期演

变及其趋势最常用、最可靠的指标。2) 日经 500 种平均股价，从 1982 年 1 月 4 日开始编制。该指数样本不是固定的，每年 4 月，根据前三个结算年度各股份有限公司的经营状况、股票成交量、时价总额等情况为基本条件更换采样股票。日经 500 种平均股价所选样本多，具有广泛的代表性，因而，能比较全面、真实地反映日本股市行情的变化，还能反映日本产业结构的变动。

经日本经济新闻社与美国道-琼斯公司协商，从 1985 年 5 月 1 日起，日经-道-琼斯指数改为“日经指数”或“日经平均股价”。该指数每天刊登在《日本经济新闻》上。

(6) 东证股票价格指数。*全称是东京证券交易所股票价格指数，是由日本东京证券交易所编制和公布的，反映该证券交易所第一市场全部上市股票的价格指数。该指数 1969 年 7 月 1 日开始编制，采用加权平均法和基数修正法进行综合计算，以 1968 年 1 月 4 日为基期，基期指数值为 100。

除东证股价指数外，东京证券交易所还编制、公布了规模不同的股价指数：上市股数在 2 亿股以上的大型股；上市股数在 6 000 万以上的中型股和上市股数在 6 000 万以下的小型股等股价指数，以及第二市场的股价指数。

由于东证股价指数的计算对象分布面广，不仅包括上市条件高的第一市场的全部股票，而且还从第二市场中选取了 300 种股票作样本，所以，代表性较强；又因为在计算方法上既考虑到权数的作用，同时采用了基数修正法以及时适应市场变化，所以，该指数又能正确、客观地反映日本股票市场的交易规模和股价的变动，具有较高的准确性和敏感性。

(7) 恒生股票价格指数。该指数是由香港恒生银行编制、反映香港股票市场股票价格变动的指数，也是香港股票市场历史最为悠久、影响最大的一种股价指数。它从 1969 年 11 月 24 日开始发布，其基期为 1964 年 7 月 31 日，基期值为 100，计算方法为修正加权综合法。

恒生指数的采样股票，是从香港上市公司中挑选出来的 33 家有代表性的大公司的股票。这 33 种采样股票分成四大类：金融业股票 4 种；公用事业股票 6 种；房地产业股票 9 种；其他工商业包括航运业、酒店业等股票 14 种。计算过程是：将 33 种股票按每天的收盘价乘以各自的发行股数为报告期的资本市值，再与基期的资本市值相比较，乘以 100 就得出当天股价指数。

恒生指数所包含的 33 种股票占香港上市股票总值的 68.8%。恒生指数由于采样面广、基期选择恰当，能够真实地反映香港股市的变动。

第三节 证券投资的收益和风险

一、证券投资收益

1. 股票投资收益

(1) 股息。指股票持有人定期从股份公司中取得的一定利润。利润分

配的标准以股票的票面资本为依据。股票按股东权利分为普通股和优先股。优先股是按固定的股息率优先取得股息，它是固定的，不以公司利润的多少或有无而变动。普通股通常不获股息，而是取得股利。普通股的股利，一般是支付了优先股的股息之后，再根据剩下的利润数额确定和支付，因而是固定的，甚至在公司发行亏损时，很可能分不到股利。公司发放股息的原则是：1) 必须依法经必要的扣除后有盈余时才能分配，当公司有盈利时，需交纳税款、弥补亏损、提取公积金后才能分配股息。2) 股息的分配，原则上以股东持有的股份比例为依据，公司章程另有规定者除外。3) 股息的分配要严格遵守股东平等原则，应按股东持有股份比例进行分配。股息作为股东的投资收益，可以有多种形式，即现金股息、股票股息、财产股息。

(2) 资本损益。上市股票具有流动性，投资者可以在股票交易市场上出售持有的股票收回投资、赚取盈利，也可以利用股票价格的波动低买高卖赚取差价收入。股票买入价与卖出价之间的差额就是资本损益。当股票卖出价大于买入价时为资本收益，当卖出价小于买入价时为资本损失。

(3) 资本增值收益。股票投资资本增值收益的形式是送股，但送股的资金不是来自于当年可分配盈利而是公司提取的公积金。公司提取的公积金有法定公积金和任意盈余公积金。公司以法定公积金或任意公积金转入资本时，相应地发行新股并按老股东的持股数平等地摊配，这种做法与股票派息的做法相似。

2. 债券投资收益

(1) 债息。指债券持有人凭债券向债券发行人领取的定期利息收入，亦即债券发行人为筹措资金发行债券而向投资者支付的报酬。它是债券收益的表现形式。债券利息的多少取决于债券利率的高低，而在一般情况下，债券利率在发行债券时已明确规定。

(2) 资本损益。债券投资的资本损益是指债券买入价与卖出价或买入价与到期偿还额之间的差额，当卖出价或偿还额大于买入价时，为资本收益；当卖出价或偿还额小于买入价时，为资本损失。

二、证券投资风险

1. 系统风险

系统风险是与市场的整体运动相关联的。通常表现为某个领域、某个金融市场或某个行业部门的整体变化。它断裂层大，涉及面广，往往使整个一类或一组证券产生价格波动。这类风险因其来源于宏观因素变化对市场整体的影响，因而亦称之为“宏观风险”。

(1) 政策风险。各国的金融市场与其国家的政治局势、经济运行、财政状况、外贸交往、投资气候等息息相关，国家的任一政策的出台，都可能造成证券市场上证券价格的波动，这无疑会给投资者带来风险。

(2) 市场风险。这是金融投资中最普遍、最常见的风险，无论投资于股票、债券、期货、期权等有偿证券，还是投资于房地产、贵金属、国际贸

易等有形资产，几乎所有投资者都必须承受这种风险。这种风险来自于市场买卖双方供求不平衡。

(3) 购买力风险。购买力风险也就是通货膨胀风险，是指由于通货膨胀而使证券投资收益的实际价值即购买力下降的风险。通货膨胀的存在使投资者在货币收入增加的情况下并不一定能使他的财富增值。这要取决于他的名义收益率是否高于通货膨胀率。证券的名义收益是指投资的货币收益，名义收益是投资者不考虑通货膨胀影响的货币收益。从名义收益中剔除通货膨胀因素后的收益即为实际收益。对投资者更有意义的是实际投资收益。

(4) 利率风险。也可称为货币风险或信用风险，是指由于货币市场利率的变动引起证券市场价格的升降，从而影响证券投资收益率的变动而带来的风险。

股票的收益率同货币市场利息率密切相关。市场利息率高低对于股票收益产生的影响有：1) 影响人们的资金投向，如利息率低，则人们愿意把资金投向股票；2) 影响企业的盈利，绝大多数企业，均向银行借贷大量的资金，如果利息率高，则企业的盈利就减少，盈利的减少使得每股股票的收益下降，从而使股票价格下降。因此，利率与股票价格成反比例关系，利息率高，股票价格就下跌；利息率低，股票价格就上涨。

债券的价格与货币市场利率亦紧密相连。利率的变动对于不同计息方式的债券价格影响也不同。就固定利率债券而言，其价格与市场利率成相反的关系，即市场利率低，债券的价格上升；相反，利率调高，债券价格就下跌。通过价格的上升或下跌，调节债券的投资收益率，使其与货币市场利率保持合理的幅度。

利率变动引起已发生的债券的价格发生变动，从而造成风险。当市场利率上升时，新发行的债券以较高利率支付债息，可使已发行的债券的价格下跌，从而引起原来的债券持有者损失投资收益甚至本金的风险。近年来由于利率水平起伏较大，不少企业采取浮动利率办法将债券利率与某一市场利率挂钩，随市场利率的变动而变动（除保值贴补外）。但与固定收益债券相比，又产生了对市场利率预测的风险。

2. 非系统风险

非系统风险，基本上只同某个具体的股票、债券相关联，而与其他有价证券无关，也就同整个市场无关。这种风险来自于企业内部的微观因素，因而亦称之为“微观风险”。

(1) 信用风险。信用风险又称违约风险，指证券发行人在证券到期时无法还本付息而使投资者遭受损失的风险。信用风险实际上揭示了发行者在财务状况不佳时出现违约和破产的可能，它主要受证券发行者的经营能力、盈利水平、事业稳定程度及规模大小等因素的影响。

(2) 经营风险。指企业的决策人员与管理人员在经营管理过程中出现的失误导致企业亏损、破产而使投资者遭受损失的可能性。经营风险来自内

部因素和外部因素两个方面。内部因素包括：1) 项目投资决策失误。现代企业的项目投资一般数额较大，如果未对项目可行性作充分的研究分析，一旦失误后果严重。2) 产品周期风险。产品存在更新换代的生命周期，如果公司未能进行积极开发研究新产品，为市场上出现更实用、科学的新产品替代时，就会导致产品过时，遭受损失。3) 技术更新风险。科学技术是企业得以发展的动力，只有科学技术的进步，才能提高产品质量，降低生产成本，使产品具有竞争力。4) 市场风险。由于对产品销售市场的预测不准，或使产品积压，或使产品脱销。前者将使产品积压造成资金的浪费；后者将使盈利相对减少。

经营风险的外部因素有三个方面：1) 产品关联企业的不景气造成风险。如生产零部件产品的企业和成品企业之间，由于成品企业经营的不景气而造成生产零部件企业的产品积压；反之，零部件企业不景气而无货供应给成品企业造成的风险。2) 竞争对手的变化而形成的风险。由于竞争对手的条件发生变化而导致自己企业在竞争中处于劣势，使产品缺乏竞争力而缩小市场，造成盈利下降。3) 政府政策调整所造成的风险。例如限制某些产业的发展，使生产经营造成困难；调整税收政策，使企业失去往日政府扶持的优势而使盈利减少。

(3) 财务风险。指企业财务结构不合理所形成的风险。形成财务风险的因素主要包括以下几方面：1) 资本负债比例。负债经营是现代企业所必须的，这样可以用借贷资金来实现盈利，它可弥补自有资本的不足；但是如果借贷资金与自有资本超过一定比例，则财务风险增大，一旦借贷资金来源受到影响，则使整个财务发生危机。2) 资产与负债的期限。如果一个企业用短期负债采用以短接长的方法投资于长期项目，此时风险甚大。一旦遇到收紧银根，则会使项目处于停顿甚至失败状态。3) 债务结构。债务结构应做到债务与所需资金相一致，如果债务大于所需资金则造成成本支出增加，因此，要注意长短债务应与资金所需用期限相一致。此外还应注意债务的币种结构，并且根据实际支付币种与汇率变动随时调整币种，以减少汇率风险。

3. 收益与风险的关系

投资和风险是证券投资的核心问题，投资者的投资目的是为了得到收益，但与此同时又不可避免地面临着风险，一般地说，风险较大的证券，收益率相对较高；反之，收益率较低的投资品，风险相对也较小。证券投资的收益与风险同在，收益是风险的补偿，风险是收益的代价。

第八章证券市场法规体系 与监管构架

第一节 证券市场法规体系

一、国家法律

主要有：（1）《中华人民共和国公司法》；（2）《中华人民共和国刑法》。

二、行政法规

主要有：（1）《股票发行与交易管理暂行条例》；（2）《中华人民共和国国库券条例》；（3）《企业债券管理条例》；（4）《国务院关于股份有限公司境内上市外资股的规定》；（5）《国务院关于股份有限公司境外募集股份及上市的特别规定》。

三、部门规章

主要有：（1）《股份有限公司境内上市外资股规定的实施细则》；（2）《禁止证券欺诈行为暂行办法》；（3）《证券交易所管理办法》；（4）《证券经营机构股票承销业务管理办法》；（5）《证券经营机构证券自营业务管理办法》；（6）《境内及境外证券经营机构从事外资股业务资格管理暂行办法》；（7）《证券业从业人员资格管理暂行规定》；（8）《公开发行股票公司信息披露的内容与格式》；（9）《证券市场禁入暂行办法》。

第二节 证券市场监管体系

一、证券市场监管的意义和对象

证券市场监管是指国家通过立法对证券市场业务和从事证券业的机构和个人的监管。证券市场中的证券发行与交易是一种相当复杂的融资活动，它涉及面广、内容复杂、影响广泛。改革开放以来，我国的证券市场得到恢复并有了较快发展。证券市场的建立和发展，对于筹集资金，优化资源配置，调整产业结构，转换企业经营机制，促进社会主义市场经济发展具有积极的作用。

概括地说，证券市场监管的主要目的在于保护投资人利益，保障合法证券交易活动，督促证券交易机构依法经营，禁止违法交易行为，防止个别企业垄断操纵和扰乱证券市场，维持证券市场的秩序；根据国家宏观经济管理的需要，采用多种方式来调控证券市场的交易规模，引导投资方向，支持重点产业，促进国民经济持续、快速、健康发展；充分发挥证券市场的积极作用，限制其消极影响，保障证券市场的健康发展。简言之，证券市场监管的意义就是要建立一个公平、有秩序、有效率的证券市场。

在自由资本主义时期，资本主义国家对证券市场采取不干预主义，对证券市场的交易活动基本上是放任不管。这就助长了证券市场中的买空卖空、垄断、欺诈、投机者和证券市场交易机构职员内外勾结的投机活动。特别是

随着资本主义发展到帝国主义时代，生产的集中和垄断促进了银行的集中和垄断，少数金融寡头垄断和操纵证券市场，与投机者互相勾结成集团，通过各种手段，哄抬操纵证券市场交易价格，散布各种谣言进行欺诈，低价买进高价卖出，牟取暴利，导致了大批中小投资者的破产，扰乱了证券市场和经济的稳定。有名的法国密士西比公司和英国南海公司诈骗案是最典型的例子。1927年至1929年美国纽约证券市场刮起投机之风，出现的大混乱、大恐慌，则直接诱发了1929年的世界经济危机。为此，资本主义国家开始制定证券市场监管制度。特别是1929年世界经济危机后，资本主义国家普遍对经济采取干预政策，相应地对金融市场管理也开始立法。如美国在战后由国会制定颁布了《证券法》、《证券交易法》、《信托法》、《投资顾问法》等一系列的金融立法，对金融市场，特别是证券市场进行了全面的干预和管理。资本主义国家对金融市场转变为受政府控制的有组织的金融市场。在一定程度上使投资者的利益得到了保护，使少数金融寡头垄断操纵证券市场进行投机欺诈的不法行为受到了制约，建立了正常的金融市场秩序，限制了消极影响，促进了金融市场的进一步发展。

在我国，证券市场是社会主义市场经济中的一个重要组成部分。到目前为止，我们的市场管理体制、宏观调控手段、市场法规建设、市场工具及操作还处于初创和起步阶段。为了更好地发挥证券市场的积极作用，限制其消极影响，重视和加强对证券市场的监管是十分必要的。

1. 保护投资人利益的需要

证券投资是高收益、高风险的投资，特别是企业债券和股票的投资风险更大。证券市场除了企事业单位、银行及其他金融机构以外，个人也是重要的投资者。为了使投资者能正确选择投资，减少因为对筹资者经营情况和证券市场行情不够了解以及缺乏投资知识带来的风险，国家应该通过立法和各种管理措施，监督筹资者向社会如实公开经营和财务状况。组织专门机构对筹资者的资信公正地进行评级。对弄虚作假的行为要相应给予处罚。另外，对投资者的合法收益也应通过立法加以确认和给予保护，对侵害投资者合法利益的行为加以制裁。为市场的正常运行提供必要的规则和条件，必须对证券市场进行监督和管理。

2. 保护正当交易，维护证券市场正常秩序的需要

发展社会主义证券市场，必然要建立竞争机制，由于市场供求规律的作用，市场价格经常会发生波动，可能有少数投资者采用不正当手段来哄抬证券市场价格，买空卖空，牟取暴利；有些公司伪造各种文件欺骗公众，骗取公众的资金；有些证券商利用受客户之托的机会，运用客户资金为自己牟取暴利；有些证券从业人员与投机分子内外勾结进行内幕交易，操纵市场。为此，国家必须加强对证券市场的监管，对其活动检查监督，对非法的证券交易活动严厉进行查处，以维护证券市场的正常秩序，促进证券市场的健康发展。

3. 健全证券市场体系的需要

证券市场按金融商品可分为债券市场和股票市场；按功能的不同可分为发行市场和转让交易市场；按组成证券市场的机构职能可以划分为投资机构、发行机构、交易机构、咨询机构等。证券市场系中的不同市场和机构各有其运行的规律和特点，又相互联系和制约。这就需要国家根据它们不同的特点和运行规律，以及它们之间的客观内在联系，根据整个经济发展的需要，来统筹规划，建制立法，加强监督和管理才能促进整个证券市场体系不断完善和协调发展，充分地发挥证券市场的作用。

4. 及时提供信息，提高证券市场效率的需要

及时、准确、可靠、全面的信息是证券市场参与者进行交易决策的重要依据。因此，一个发达的高效率的证券市场必须是一个消息灵通发达的市场。这主要指：（1）它必须要有一整套现代化的信息通讯设备系统；（2）必须要有一个组织严密的科学的信息网络机构；（3）必须要有一整套收集、分析、交换信息的制度和技术及管理人员。这些只有通过国家的统一组织和管理才能实现。

二、证券市场监管的原则与内容*

为实现证券市场监管目标，证券市场管理一般要坚持下列基本原则：

1. 公开性原则

就是在法律和规章制度上，保证有关证券发行和上市企业的信息公之于众，为保证这些信息的真实，防止出现弄虚作假的现象，主管部门要求这些信息要经过权威部门的审核鉴定，并通过新闻媒介向社会公布。使投资者在获得全面、准确信息的基础上，做出自己的投资选择，以防止出现欺诈舞弊，使投资者上当受骗。公开发行证券的公司必须向公众提供公司营业状况、财务状况、财产状况、主要证券持有人情况、公司董事及主要职员情况，以及发行证券的种类、数量、发行日期、发行方式、发行价格、发行所得资金的用途、可预见的风险因素和盈利分析、注册人与注册资料、有关部门对以上内容真实性的鉴定意见和对有关责任、风险的意见等。同时，对资料欠缺和弄虚作假的，明确规定了应负的责任及应受的处罚。

2. 公平性的原则

就是通过有关法律和法规，保证每个投资者都享有平等的权力和地位，严格禁止内幕交易和一部分人的内部交易，在证券交易中，要贯彻“时间优先、价格优先、客户优先”的原则，即在卖出时，出价低者优先成交；在买进时，出价高者优先成交；在出价相同时，先出价者优先成交；在兼营代理买卖和自营买卖时，委托买卖的客户优先成交；证券从业人员不能进场或上柜为自己买卖证券；证券主管机构、交易所、证券经营机构中与证券管理与经营有直接关系的人员，不能为自己买卖证券，也不能向其他人透露有关价格涨跌的机密性信息；证券商不能相互勾结，操纵市场买卖及价格；公开发行的证券必须全部向社会出售，本企业职工、法人不能先行认购，经批准后，

其认购部分不能超过发行总量的一定比例，而且不能立即转让。这些规定的目的就是使公众具有平等的投资权力与竞争地位，保护全体投资者的利益。

3. 公正性原则

就是通过相应的法律和法规，保证证券的发行和交易能够规范地进行，证券经营机构能够依法从事证券经营活动，证券管理和监督机构要依法对其进行管理和监督。

证券管理部门通过制定各项制度、政策、法规和办法对证券市场进行管理，管理的内容归纳起来大致可分为以下几个方面。

1. 资格审查

这是指对从事证券业务的机构和个人进行的审查，判定其是否有资格从事证券业务或从事与证券有关的某项业务；具体包括：

（1）对证券交易所设立的审查。我国在目前情况下证券交易所设立必须经过国家证券主管机关许可，未经许可的任何单位与个人，不得采用类似证券交易所集中竞价买卖方式进行证券交易。证券交易所的章程、业务规则和其他管理制度由证券交易所制定，但必须报主管机关批准后方可施行。证券交易所还必须按规定向主管机关报送市场行情、交易统计资料及证券行情报告书等。主管机关为保护公共利益和投资者的合法权益，可责令交易所变更章程、业务规则、营业细则和其他规章，或停止、禁止、变更、撤销其决议案或处分。

（2）对上市公司的资格审查。证券能否进入交易所挂牌买卖，一般由各证券交易所根据其规定，检查发行证券公司的公司资产、公司股东、公司的营业状况等必须符合一定的条件，才允许进入交易市场。

（3）对证券商的审查。证券商是指专门经营或兼营证券业务的机构，其主要职能是：代理发行有价证券、代理买卖或自营有价证券、证券的咨询、保管及代理还本付息、开立与证券有关的结算业务等。我国目前的证券商主要分为两种：1）具有企业法人地位的机构，即证券公司，它必须是经中国人民银行批准的可以办理投资业务的金融机构；2）不具有企业法人地位的机构，即证券部，它一般是证券公司设置的分支机构或其他金融机构设置的证券交易营业部。从事证券商业务必须有一定的条件，即必须有熟悉业务的从业人员和管理人员，有固定的经营场所和必要的设施，有一定数量的实收货币资本金或证券营运资金。

2. 公开制度

主要指以下两个方面：

（1）公开发行。发行新证券的公司要提出申请，申报材料中最主要的部分是招股说明书和债券集资章程。申请公开发行如获批准，发行公司应于证券发行前若干天在证券主管机关规定的报刊上刊登债券发行章程或招股说明书，主管机关认为披露不充分时，可要求发行公司将其他相应文件补充公告。

(2) 持续公开。公司的证券发行和上市以后，公司的经营状况必须持续不断地公布于众。公司要定期地向证券管理部门递交各种报告。对公司的重大变化和重大事件也要及时公开，股份公司的扩股和拆股均须经主管部门确认后方可执行。

3. 交易管理

证券交易管理的主要内容有两个方面：(1) 禁止内部交易，即内部人员利用公司信息和情报所进行的以获利为目的的交易。(2) 防止交易中的蒙骗、欺诈和操纵行为。

4. 场外市场管理

证券主管部门对有价值证券的场外交易（又称柜台交易）有一些规定。凡章程规定可转让的政府债券、金融债券、公司债券、公司股票和可转让大额存单，原则上均可在批准经营证券转让买卖业务的金融机构办理柜台交易，但必须以现货为限。其中股票必须是经主管部门及其授权单位批准向社会公开发行的。经营证券柜台交易的金融机构对证券买卖双方成交时可收取一定的手续费。企业不得在金融机构购买本企业的股票。

三、证券市场监管的方式与手段

1. 证券市场监管的方式

为了履行管理监督的职责，证券监管机构必须采用有效的管理方式。我国目前主要采用行政管理监督、自律性管理监督、公开性监督和社会公众监督相结合的方式，把运用法律手段与运用经济手段、行政手段结合起来。

行政管理监督是一种最主要的管理监督方式，当然也是比较有力和有效的方式。行政管理监督机构主要有国务院证券委员会、中国证券监督管理委员会、国家计委、中国人民银行、财政部、国家外汇管理局等有关部门。行政管理监督不同于证券交易所的管理监督，也不同于证券买卖双方及中介机构的自我管理监督，更不同于公众监督。行政管理监督具有法律性、强制性和全面性的特点。它具有法律依据和保障。与证券市场活动有关的机构、个人及事项，都必须无条件接受监督管理。如果监督管理机构不遵照法律，或者出现执法不适当的情况，被管理监督者可以按法律程序提出诉讼，而如果被监督管理者有违法行为，监督机构有权依法处罚或提出法律诉讼，交由法律部门制裁。行政监督管理既监管证券发行，也监督证券交易；既监管公开发行，也监管内部发行；即监管证券的上市交易，也监管证券的柜台交易；既监管证券的发行与上市公司，也监管所有的证券经营机构、证券商和经纪人，以及投资者的交易行为。行政监督管理包容了所有与证券市场活动的有关方面。

自律性管理监督主要指交易所、证券经营机构及证券行业协会等建立一套自律性规章制度。它们根据国家的有关法规和政策，根据证券主管机构的要求，制定相应的经营与运作规章、细则等，对其内部以及证券的发行与交

易，实行严格的监督管理。每个证券交易所和证券经营机构，都制定有自己的章程，并经过证券主管机构的批准或确认。交易所或经营机构章程对其性质、宗旨、业务范围、会员条件及其权利义务、会员大会、内部组织机构、经费、分配、财务会议等事项，都有较明确的规定。交易所对会员资格、证券上市、场内交易以及结算交割等，也都有具体的要求。由此可见，交易所既是一个证券交易的经营与服务机构，也是一个监督管理机构，具有监督管理证券交易活动的职能，是一种非官方的，带有自律性的监督管理。

公开性监督是指每个证券发行和上市公司，必须根据公开原则，公开证券主管机构及证券交易所要求提供的文件资料；资产评估机构要对发行和上市公司的资产进行评估，并签署资产评估报告；信用评级公司要对其信用进行评级，并出具信用等级证明；会计事务所注册会计师要对公司的财务报告进行审核，并签署财务审核意见书；证券主管机构和交易所要对所有文件资料进行审核，提出最后审批意见。与此同时，上述文件和资料还要登载在指定的报刊上，公之于众。每一个公开发行证券的公司，都必须接受这一监督。

社会公众的监督是指投资者为了维护自己的权益，对证券发行和上市交易以及对发行公司、证券经营机构实行监督。公众监督的主要方式有：（1）对发行上市公司进行评价和监督，即投资者通过阅读所公开的文件和资料，对该公司进行分析和评价，来决定是否购买证券。（2）投资者认购证券特别是股票，也就成为该公司的股东，而作为股东特别是普通股股东，有权参加股东大会；有权参加投票和检查公司账簿记录；有权参与公司的管理监督。（3）新闻媒介、投资团体或机构投资者的监督。

2. 证券市场监管手段

证券市场监管手段主要有以下三种：

（1）法律手段。指通过制定一系列的证券法规来管理证券市场。

（2）经济手段。指通过运用利率政策、公开市场业务、税收政策、保证金比例等经济手段对证券市场进行干预。

（3）行政手段。指通过制定计划、政策等对证券市场进行行政性的干预。这种手段比较直接，但可能违背市场规律而遭到惩罚。

四、证券市场监管模式*

证券市场监管是金融监管的重要组成部分。它是指一国证券主管机关或证券监管执行机关，根据证券法规对证券发行和交易实施的监督与管理，以确保证券市场的有序运行。

从全球范围看，一个国家采取何种证券监管模式并无定论。这主要取决于以下两个基本因素：（1）证券市场的发展阶段、发育程度与证券市场的自由度；（2）政府对经济运行的调控模型。由于各国具体情况不同，监管的模式也不大一样，综合各国证券市场管理体制，大体上有三种模式：集中立法管理型；自律管理型；分级管理型。

1. 集中立法管理型

在这种模式下，政府积极参与证券的管理，并在证券管理中占主导地位，而各种自律性组织，如证券交易所、券商同业公会等只起协助政府管理的作用。这种模式以美国为典型代表，故又称为美国模式。许多人都认为这种模式是一个高度科学化的证券市场运作与监管系统，所以为许多国家或地区的证券市场所推崇和仿效。在此，我们主要介绍这种监管模式。

美国对证券管理制定有专门的法律，在证券管理上注重公开的原则，其主要证券管理的法规有 1933 年的《证券法》、1934 年的《证券交易法》、1940 年的《投资公司法》等。这些法规由美国联邦证券管理委员会负责统一执行。另外，美国的各州也制定有自己的证券法。各种自律性组织（民间机构）在政府的监督下，也保留有相当的自治权。这是一种联邦、州及民间组织所组成的既统一又相对独立的管理模式。这种监管模式有如下好处：

（1）实行统一的集权管理，有利于证券市场的安全和秩序。美国联邦证券管理委员会是美国统一监管证券市场的、稳定的、非党派的准司法性质的机构，它的使命是执行由国会制定的，保护投资者利益和维护证券市场秩序的法律。根据证券市场的发展状况，制定专门规则，以确保法律的贯彻实施。所以，尽管美国各州有较大的独立性，可以单独制定法律。但是，美国联邦证券管理委员会作为全国证券市场的立法与执法机构，将全国证券市场纳入统一监管之下，有利于证券市场的安全与秩序。

（2）证券监管机构有制定和执行法律、法规、制度或规则的职能，为证券市场的“自由性”创造了条件。美国证券管理委员会完全超脱于市场，对具体业务不加干涉。一旦证券市场出现问题，证券管理委员会以后发治人的方式体现出监管机构的权威。

（3）美国联邦证券管理委员会的工作以预防性措施为核心。其主要业务活动是通过对证券市场信息的公开，实现保护投资人的目的。它的一切活动宗旨在于确保证券市场各行为主体依法办事，以防止证券市场不法行为的发生，使证券市场健康发展。

（4）美国联邦证券管理委员会兼有立法、执行和准司法权，所以保证了其对证券市场管理的权威性和有效性。

鉴于美国对证券市场的监管模式较好地处理了立法与执法、中央监管与各州监管、政府与市场的关系，所以，许多国家也都仿效美国，采用了这种集中立法管理型的证券监管模式。这些国家有日本、韩国、巴基斯坦、埃及、土耳其、以色列、加拿大、新加坡、马来西亚、菲律宾和印度等。

2. 自律管理型

在这种模式下，政府对证券市场的干预较少，政府也不设专门的证券管理机构。证券的管理完全由证券交易所协会及证券交易商会等民间组织自行管理。这种模式以英国为典型，又称为英国模式。实行这种管理模式的国家 and 地区还有荷兰、香港、德国、意大利等。

英国自我管理的组织核心是英国证券业理事会和证券交易所协会。证券

业理事会是 1978 年根据英格兰银行建议设立的，主要负责制定、解释有关证券交易的各项规章制度，如《证券交易商行动准则》、《大规模收购股权的准则》等。证券交易所协会管理伦敦及其他 6 个地方性交易所的具体业务，实际控制和管理全国的证券交易活动。

3. 分级管理模式

分级管理模式包括二级管理和三级管理模式。二级管理指政府和自律机构相结合的管理。三级管理指中央和地方两级政府加上自律机构的管理。

分级管理一般有两种方式：（1）政府与自律机构分别对证券进行管理，形成官方与民间的权力分配和制衡；（2）中央与地方分别对证券进行管理，形成政府间、政府与民间的权力分配与制衡。

目前，世界上多数国家和地区都开始采取分级管理模式，如美国、法国、意大利等国也逐步向二级、三级管理模式靠拢。其主要原因是以行业公会为主的自律性管理，容易形成行业垄断和利益集团，引起社会投资者的反对。

4. 我国证券市场监管模式

我国证券市场起步较晚，历史短暂，正处于发育时期。我国证券市场有如下几个特点：（1）我国证券市场是非自由的市场，在相当长的一段时间内，不可能发展成为发达资本主义国家的那种高度自由化的市场。（2）我国证券市场是相对独立的、非统一的市场。证券交易所归属地方政府和中央证券主管部门双重管理。不同的证券交易场所有不同的制度、办法和运作规则，是一种封闭式的、地方割据的市场。（3）证券市场缺乏统一、完善的证券法律体系，缺乏完整的证券监管制度。（4）证券市场自律功能尚未充分发挥。我国的政府行为过于刚性，市场自律管理软弱，使许多应由市场进行的自律管理转归政府管理，市场和企业依赖政府。（5）政府直接参与经济活动。可以说，我国证券管理体制还未能完全摆脱政府审批经济的模式，计划的渗透力十分强大。政府审批企业股份制改造；决定证券发行数量与规模；审批企业的发行、上市与交易。即使纯粹应由市场机制调节的证券行为，也渗透着计划与审批的因素。（6）证券市场的管理由政府诸多部门进行。部门之间的权利分配不均衡、不科学、不规范，往往产生不必要的摩擦与内耗，从而影响市场管理效率。

所以，我国证券监管模式的设计，只能是在渐进中逐渐接近市场管理模式，不可能一下子形成美国那样的监管模式。我国的证券监管模式从我国实际情况出发，应该是在政府集中统一管理、调控、监督、指导下，充分发挥地方政府的作用和证券市场自律功能，综合运用法律手段与市场调节手段，实行中央监管、地方监管与市场自律相结合的管理模式。要正确处理国家证券主管机关与其他相关部门之间的关系；中央证券主管机关与地方政府的关系；政府监管与证券市场的关系；政府监管与证券市场自律的关系。

五、证券监管与自律机构

证券监管机构的设置取决于证券监管模式。各个国家和地区证券管理机

构千差万别，但大体可分为自律性监管机构和政府监管机构两类。

1. 政府对证券市场的监管机构

世界各国对证券市场监管机构的设置各不相同，大体有独立机构管理和兼管机构管理两种情况。

(1) 独立机构管理。它是指以中央一级的独立机构对证券业进行的管理。主要有以下三类：

1) 以美国联邦证券管理委员会为代表，它执行、监督国会的立法，独立于立法、司法和行政三权之外。美国政府证券管理实行双轨管理制度，即联邦政府与各州政府管理。其中，各州政府管理先于联邦政府管理。在联邦政府机构成立以前，各州依据各州的公司法和证券立法管理州内的证券市场。联邦政府管理机构成立后，各州的证券管理作用降低，主要负责州内的一部分证券市场管理活动。联邦政府为了管理证券市场，成立了证券与交易委员会，它是唯一的法定机构，负责监管美国证券市场以及管理资料披露系统。

美国证券交易委员会于1934年7月在华盛顿成立。它是根据1934年《证券交易法》的要求和授权建立的。证券交易委员会主要职责是执行美国有关证券法，保护投资者，维持一个公平而有秩序的证券市场。证券交易委员会与其他美国政府机构不同，它是一个独立机构。它的费用直接由美国国会调拨。证券交易委员会不受美国总统或美国国会的管辖。但证券交易委员会每年要向国会就其年度工作进行汇报，该报告应总结一年来的工作，并提出明年的工作计划。

2) 以法国证券交易所管理委员会为代表，它隶属于行政内阁，成为相对独立的行政管理部门。

3) 以意大利全国公司与证券交易所管理委员会为代表，它是与证券业相关的政府管理部门组成的协调机构（挂靠财政部），由于各部门利益不一致，协调力弱，自律机构是证券业的主要监管机构。

(2) 政府机构兼管。政府机构兼管主要有：财政部兼管、中央银行兼管、财政部和中央银行共管等多种情况。其中实行中央银行兼管、财政部和中央银行共管的国家较少。一般由财政部兼管证券业的情况分为两种类型。

1) 以日本大藏省证券局为代表的行政技术管理型。该部门被赋予相当大的权威，以指导和监督证券业的运行。

2) 以荷兰财政部证券司监管下的证券交易所自律机构为代表的自律指导监管型。财政部只对证券业自律机构作一般性监管，不作实质性干预。

2. 自律性监管机构

英国是以自律管理为主的国家，居主导地位的是英国证券业理事会和证券交易所协会。证券业理事会主要负责制定和解释有关证券交易的各项规章制度。理事会下设一个常设委员会，负责调查证券业内人士根据有关规章进行的投诉。证券交易所协会管理包括伦敦和全国其他6个地方性交易所的具

体业务，实际控制和管理全国日常的证券交易活动。在此之下，由各证券交易所根据其交易规则，对上市公司及有关人士进行管理。在证券业理事会和证券交易所协会的自律管理基础上，英国贸易部下设公司登记处兼管公司股票发行登记，还对非交易所会员的证券商实行一定的监管。英格兰银行对一定金额以上的股票发行权进行审批。

在美国，自律机构包括各证券交易所、证券商协会、清算机构、市政证券立法委员会等。各个交易所均订有规则监管在其市场的买卖及营运活动。这些交易所依照 1934 年《证券交易法》实施自我监管，并据此承担责任，以确保市场公平及其成员均能遵守联邦证券法。纽约证券交易所是美国最著名的自我监管市场，负责监管其会员公司的内部运作。全国证券交易商协会是美国最大的注册证券协会。1934 年《证券交易法》视这类证券协会为经纪及交易商的自我监管组织。该协会负责监管所有非纽约交易所及美国证券交易所会员的证券经纪公司，并管理美国的场外市场的交易活动。此外，市政证券立法委员会（由联邦证券管理委员会根据 1934 年《证券交易法》设立，借以防止欺诈行为以及就有关市政证券交易的纠纷作出审定）注册的结算机构，为其成员制定须予遵守的内部规则。美国证券管理机构如图 8-1 所示。

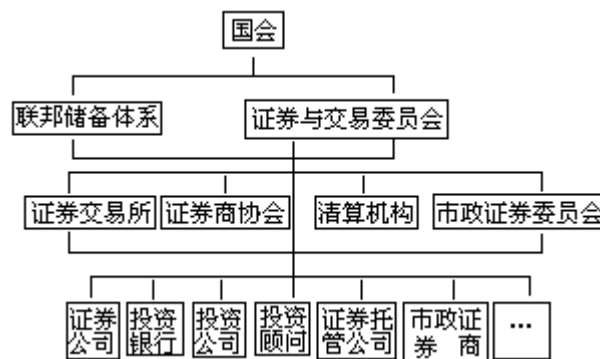


图 8-1 美国证券机构结构示意图

六、中国的证券监管机构

我国证券市场刚刚起步，有关证券市场的法律、法规和监督体系还不健全，建立各级证券管理部门，加强对证券市场的监管是非常必要的。目前，我国证券监管机构主要有：

1. 国务院证券委员会

简称证券委，是国家对全国证券市场进行统一宏观管理的主管机构。成立于 1992 年 10 月。证券委实行委员制，由国务院 14 个部（局）委的部长或局长担任委员，其下设办公室，负责日常工作。证券委的主要职责包括：负责组织拟订有关证券市场的法律、法规草案；研究制定有关证券市场的方针、政策和规章；制定证券市场发展规划和提出计划建议；指导、协调、监督和检查各地区、各有关部门与证券市场有关的工作；统一安排和审批国内企业到海外公开发行股票和上市；审核申请设立的证券交易场所，报国务院批准；配合国家计委下达证券市场的年度规模；归口管理中国证监会。

2. 中国证券监督管理委员会

简称证监会，是国务院证券委员会对全国证券业和证券市场进行监督管理的执行机构，属于国务院直属的事业单位。

证监会由有证券专业知识和实践经验的专家组成。设发行部、交易部、上市部、机构部、法律部、稽核部、信息统计部、海外上市部、期货部、人事部和办公室等主要的职能部门，分别具体行使证监会的各种职责权限。证监会还下设相对独立的发行审核委员会，由聘任的社会上的专家和证监会有关人员组成，负责复审申请公开发行股票的企业招股说明书和基金发行说明书。根据需要，证监会还将在上海、深圳和其他一些中心城市设立派出机构。

3. 地方证券监管部门

我国《股票发行与交易管理暂行条例》没有规定省、市、自治区一级证券管理机构的设置。所以，目前国内省级证券管理部门在机构设置、职责权限等方面的关系尚未完全理顺，各地之间有所差异。其中比较普遍的做法是依照中央证券主管部门，即证券委和证券会的设置，在省、市、自治区设立地方性证券管理委员会和证券管理办公室。地方性证券管理委员会是地方人民政府对当地证券市场进行宏观管理的机构；地方性证券管理办公室是其常设执行机构，负责日常管理和监督工作。目前，采用这种体制的包括上海、深圳等地，具有典型的代表意义。

七、中国的自律监管机构

1. 证券业协会

于 1991 年 8 月 28 日正式成立，是依法注册的具有独立社会法人资格的、由经营证券业务的金融机构自愿组成的行业性自律组织。它的设立是为了加强证券业之间的联系、协调、合作和自我控制，以利于证券市场的健康发展。中国证券业协会采取会员制的组织形式，凡依法设立并经特许可以从事证券业务经营和中介服务的专业证券公司、金融机构、证券交易所及类似机构，承认协会章程，遵守协会的各项规则，均可申请加入协会，成为协会会员。

中国证券业协会现有团体会员 122 个，个人会员 35 人，其最高权力机构是会员大会，由会员大会产生出协会的会长、副会长、理事会理事等成员。理事由 100 人组成，其中常务理事 15 人。下设办公室、培训部、业务开发部、对外联络部，负责处理日常事务。中国证券业协会的职能是：根据党和国家有关政策、规划，拟定自律性管理规则；统一会员的交易行为，维护市场秩序，斡旋、调解会员间的纠纷；接受主管部门的授权，仲裁会员与顾客间的争议；监督、审查会员的营业及财务状况，并对会员进行奖励和处罚；组织从业人员的各类培训，提高从业人员的业务技能和管理水平，并负责从业人员的奖励和处罚等。

2. 证券交易所

(1) 上海证券交易所。上海证券交易所于 1990 年 11 月 26 日经中国人民银行批准正式宣告成立，并在同年 12 月 19 日正式营业。

1) 上海证券交易所的组织结构。上海证券交易所按照国际通行的会员制方式组成，不以营利为目的，是实行自律性管理的事业法人。其宗旨是促进社会主义市场经济的发展，创建公平、稳定、高效的证券市场，维护投资者的合法权益。上海证券交易所的职能是：提供证券集中交易的场所和设施；组织和管理上市证券的交易活动；依法对上市公司和会员的业务经营活动进行监督；国家证券主管机关许可或委托的其他职能。目前上海证券交易所由会员、会员大会、理事会和总经理组成。

会员。同时具备下列条件的法人，提供必要文件，并向该所提出申请，经理事会批准后，可成为其会员：一是经有关部门依法批准设立、具有经营证券业务资格的金融机构；二是注册资本在人民币 500 万元以上（含 500 万元）；三是具有良好信誉和经营业绩；四是组织机构和业务人员符合证券主管机关和本所规定的条件；五是承认该所章程和业务规则，按规定交纳各项会员经费。

会员有下列权利：参加会员大会；有选举权和被选举权；有对该所事务的提议权和表决权；参加该所的场内交易，享受该所提供的服务；对该所事务和其他会员的活动进行监督；在保留至少一个交易席位的情况下，有权转让交易席位；其他相应的权利。

会员承担下列义务：遵守国家的有关法律、法规和规章，依法开展证券经营活动；遵守该所章程和各项规章制度，执行该所的决议；派遣合格代表入场从事证券交易活动；维护投资者的合法权益，促进交易市场的稳定发展；按规定交纳各项经费和提供有关信息资料；接受该所的监管；其他相关的义务。

会员因下列事由可退出该所：由会员提出并经该所理事会批准；会员法人实体解散；其他法定事由。

会员大会。会员大会是该所的最高权力机构。该所会员为会员大会的当然会员。

会员大会行使下列职权：制定、修改或废除该所章程；选举和罢免理事；审议批准总经理的工作报告；审议批准该所的财务预算、决算报告；决定该所的其他重大事项。

会员大会每年召开一次，须有 2/3 以上的会员出席。在会员大会闭会期间，经理事会或半数以上会员提议，可召开会员大会特别会议。会员大会由理事长召集，主席由理事长担任，理事长缺席时，由理事长指定的常务理事担任。

会员向会员大会提交议案，至少需要 10 名会员联名提出，方可付诸审议。

会员大会的决定事项以出席会议过半数以上表决同意方能通过。表决采

用无记名投票方式，每一会员一票。

理事会。该所设理事会，为会员大会日常事务的决策机构，对会员大会负责。理事会具有下列职责：执行会员大会的决议；拟定、修改本所的业务规则；聘任总经理和根据总经理的提名聘任副总经理；批准接纳会员；决定对会员“暂停参加场内交易”以上的处分；决定设立专门委员会；会员大会授予的其他职责。

理事会成员不少于 13 人，其中会员理事人数不少于 9 人，非会员理事人数不少于 4 人。会员理事会由会员大会选举产生，非会员理事由国家规定的有关机构提名，会员大会选举产生。会员理事、非会员理事任期 3 年，可连选连任。

理事会设理事长 1 人，常务理事 5 人。理事长由国家规定的有权机关提名，由理事会选举产生。理事长、总经理为理事会的当然常务理事，其他常务理事由理事会选举产生。理事长主持理事会工作。理事长因故不能履行职责时，由理事长指定的常务理事代其履行职责。

理事会一般每季度召开一次会议。遇特殊情况，由理事长决定召开特别会议。

理事会会议须有 2/3 以上理事出席，其决议须经出席会议的理事 2/3 以上表决通过方为有效。

总经理。该所设总经理 1 人，为该所法定代表人；设副总经理若干人，协助总经理工作。总经理、副总经理任期 3 年，可以连任。总理由理事长按照国家规定的程序提名，理事会聘任。副总经理由总经理提名，理事会聘任。

该所实行理事会领导下的总经理负责制。总经理具有下列职责：组织实施会员大会和理事会决议，并向其报告工作。主持本所的日常工作；提名副总经理和聘任部门负责人；代表本所对外处理有关事务；理事会授予的其他职责。总经理因故不能履行职责时，由总经理指定的副总经理代其履行职责。

2) 上海证券交易所的运作。上海证券交易所的运作包括以下几个方面。

证券上市。上海证券交易所目前上市的证券主要是国家发行的各类国债、省级地方政府发行的建设债券、金融机构发行的金融债券、全国各地公开发行的公司债券和股票。

证券上市必须先由发行人提出申请，经上海证券交易所审查同意，并报证券主管机关批准。证券上市申请内容包括：上市申请书和报告书（报告书须说明申请上市公司的主要业务状况、财务状况、证券发行与转让状况）；批准发行证券的文件；有关章程和企业注册证明。若是申请发行企业债券要求上市，还须提供债券实际发行数额说明，债券资信评估说明；若是申请股票上市，还须提供申请上市的董事会决议和股东名册；经会计师事务所注册会计师签证的企业最近两年和当年 1 月至申请日前一个月的资产负债表和损

益计算表；以及交易所会员的推荐证明和经营状况公告事项的说明。若是申请金融债券上市的金融机构，可由发行者或委托其在上海的分支机构，按照申请企业债券上市的基本要求提出申请。国债和上海市人民政府发行的各类建设债券豁免上市申请、审查及收费等手续，由国务院有关部门决定，并以证券主管机关的通知为准。

上海证券交易所在管理上市企业提出的证券上市申请后的 15 日内提出审查意见。对于符合上市条件的证券，交易所报证券主管机关核准，而后出具《上市通知书》通知申请者，并予以公告。证券上市的企业，必须向交易所交纳上市初费和月费。上市初费按发行面值总额的 0.3% 交纳，起点 3000 元，上限 1 万元；上市月费一般按发行面值总额的 0.01% 交纳，起点 100 元，上限 500 元。

场内交易。主要包括：

a. 委托程序。公众投资者欲买卖上海证券交易所的上市证券，必须委托具有会员资格的证券商代理进行。客户首先须持身份证与印鉴在证券商处办理名册登记。名册分个人名册与法人名册，主要内容包括客户的姓名、性别、身份证号码、家庭地址、职业、联系电话，并留存印鉴和签名样卡。法人名册主要包括法人证明，法定代表人授权证券交易执行人的书面授权书和法定代表人与证券交易执行人的姓名、性别等。客户正式委托时，可通过当面、电话、电报、传真、信函等方式进行。委托价格有市价委托和限价委托。前者为随行就市的价格；后者为买卖必须在限定价格或比限定价格有利的价格时执行交易。从期限上分，委托可分为当日委托和 5 日委托。委托书的内容包括买卖证券的名称、数量、出价方式、价格、委托期限、交割种类等。委托数量必须以一个交易单位或其倍数（股票 100 元，债券 1000 元为一个交易单位）给出。上海证券交易所实行交易保证金制度，对于债券交易，买入债券须交纳 20% 的保证金，卖出债券须交纳相当于卖出额 20% 的债券。对于股票交易，委托人必须将买入所需款项或卖出应交付的股票金额交付给证券商作为保证。

b. 交易方式与程序。上海证券交易所的开市日为周一至周五，例假日不开市。上午 9 时 30 分至 11 时为前市；下午 1 时 30 分至 3 时为后市。开市、闭市均以鸣锣为准。上海证券交易所目前只采用现货交易方式，开业初期以债券交易为主，同时进行股票交易，以后逐步转为债券交易与股票交易并重。目前规定股票交易全部进场，集中在交易所内进行，债券交易 2000 元以上的全部进场。同时规定证券商之间不得联手交易，同一证券商不得有两人同时对一笔交易申报竞价；同一证券商同时接受两个以上委托人为证券种类、数量、价格相同的买进与卖出委托时，不可自行成交，必须分别进场申报。上海证券交易所实行价格优先、时间优先的竞价原则。买进证券时，申报价格高者优先成交；卖出证券时，申报价格低者优先成交；同价位时，先申报者优先成交；市价买卖优先于限价买卖。上海证券交易所场内交易采用

集中竞价方式进行，具体分为电脑竞价、口头竞价、书面竞价三种方式。目前以电脑竞价为主。

第一，电脑竞价交易程序。是证券商在接受客户委托后，按顺序将各种买卖指令输入计算机终端，通知场内交易员。场内交易员在接到指令后，将信息储存并编号，再一并输送至交易所的计算机主机，交易所主机接到买卖申报后，按证券券种排列申报买卖的价格和数量，并按申报要求撮合成交，成交后通过主机向场内买卖双方交易席上的终端机发出成交信号，场内买卖双方应立即到中介经纪人处，在场内成交单上签盖印章完成交易。

第二，口头竞价交易程序。是场内交易员接到本公司发来的交易指令后，按顺序编号填写证券买卖记录单，并到交易所规定的区域内进行口头竞价。竞价成交后，由卖方填写场内成交单，买卖双方签盖印章后完成交易。

第三，书面竞价交易程序。是场内交易所接到本公司发来的交易指令后，填写证券买卖记录单，将第一联交由中介经纪人收执。中介经纪人收到申报后，按顺序登记于申报记录表上，并按交易原则撮合成交。

c. 清算交割程序。上海证券交易所的清算交割可分为 3 种。当日交割，即交易双方在当日成交后就进行价款和证券的收付；普通日交割，指证券商在上海证券交易所买卖证券成交后，按从买卖成交日算起的 4 天内进行价款和证券的收付；特约日交割，即证券商在证券买卖成交后，交易双方根据实际情况商定从买卖成交日算起，在 15 天以内某一特定契约日进行证券和价款的收付。上海证券交易所的清算交割统一按“净额交收”的原则处理。也就是说，每一证券商在一个清算期内，对价款的清算，在其应收、应付价款相抵后，只计算余额。证券商办理证券和价款的交割时，在证券交易所清算部以及指定的开户银行的存款账户中无足够的余额；或在证券交易所的有价证券集中保管库内无足够的应付证券数量；以及不能将应付证券如数按规定期限送至证券交易的清算部，均属清算交割中的违约行为。上海证券交易所的清算包括价款的清算和证券的清算两部分。在每一个营业日闭市时，交易所清算部依据场内成交单所记载的各证券商买卖各种证券的数量、成交价格，计算出各证券商应收、应付数量相抵后的差额，编制出当日清算交割汇总表和各证券商的清算交割表送交各证券商。然后，由他们核对无误后，编制出各公司当日的交割清算单，按照“差额清算”的方法，各证券商在交易所统一进行证券和价款的清算交割。证券交易的交割也包括价款的交割和证券的交割两部分，价款的交割通过证券商在交易所所属的清算公司或清算所开设的清算帐户划账进行。证券的交割由交易所清算部分别通过有价证券集中保管库库存证券账目的转划来完成。

(2) 深圳证券交易所。深圳证券交易所于 1989 年 11 月 15 日开始筹建，经中国人民银行批准于 1991 年 7 月正式营业。

1) 深圳证券交易所的组织结构。深圳证券交易所按照国际惯例，以会员制方式组成，为非营利性的事业法人。其宗旨是提供证券集中交易场所，

创造公开、公平、公正的市场环境，保护投资者的合法权益，促进我国证券事业的发展。该所注册资金为 1000 万元人民币，其业务范围为：提供证券交易的场所和设施；制定有关证券交易的规则；审核批准证券的上市申请；对证券交易市场进行监管；对上市公司及会员进行监管；办理或委托办理上市证券交易的清算交割、上市证券的过户及集中保管；提供证券市场的信息服务；国家证券管理部门许可或委托的其他业务。深圳证券交易所由会员、会员大会、理事会、总经理、上市委员会和监察委员会组成。其内容与上海证券交易所类似，这里不再赘述。

2) 深圳证券交易所的运作。参加交易所集中买卖证券者，必须是同交易所订立参加集中交易合同，并起码购买交易所一个交易牌的证券经纪商和证券自营商。凡持有一个交易牌的证券商可委派 3 名出市人员，其中代表人有签单权；代理人无签单权。权限由证券商自定。

证券上市。证券上市必须先由发行人提出申请，经深圳证券交易所上市委员会批准。

场内交易。深圳证券交易所场内证券交易分下列 3 种：普通交割买卖，即交易于成交后的第一个营业日结束前办理交割；成交日交割买卖，即须经买卖双方以书面表示，于成交当日办理交割；特约日交割买卖，其办法由交易所拟订，报请主管机关批准后实施。初次上市证券竞价买卖时，按申报买卖该证券的数量及价格决定其开盘价格。申报买卖证券的数量，须为一交易单位或其整数倍。申报买卖证券的价格，股票以一股为准，债券以面额百元为准。申报买卖价格的升降单位依照下列规则：股票为 5 分；债券一律为 1 分。证券每日市价升降幅度，债券价格以涨至或跌至前一日收盘价格 100 个价位为限。

结算与交割。深圳证券交易所市场买卖成交的证券，均由深圳证券登记公司负责与有关证券商办理一级结算与交割手续。资金的一级清算和交割由交易所清算部门与有关证券商办理。普通交割的买卖，以同一营业日成交者为一结算期。一级交割，一律采取余额交割。逢星期一至星期五，交易所依据当日场内成交单记载各证券商买卖证券的数量及金额，应收应付相抵后的余额（即净额），编制交割清算表。各证券商必须在交易所统一开设结算账户，并在账户中始终保证足够清算即日交割的现金余额，余额不足清算支付时，其差额将由交易所按人民银行清算透支时的罚息标准罚息。

八、证券监管的法律规范*

1. 国外证券监管的法律制度体系

为了使证券市场健康发展，必须排除或防止证券市场隐藏的欺诈、内幕交易、不良投机和人为操纵等缺陷，以使证券市场发挥最大效能，从而培养投资者的信心，促进经济发展。为此，各国都先后颁布了有关的证券管理法律。根据西方国家证券法规的特点，可将各国证券管理的法律大体分为三个

体系：一是美国证券法体系；二是英国证券法体系；三是欧陆证券法体系。

(1) 美国证券法体系。美国体系的特点是对证券及其交易管理制度制定有专门法律，并注重公开原则。美国证券法律主要有 1933 年《证券法》、1934 年《证券交易法》、1935 年《公共事业控股公司法》、1939 年《信托契约法》、1940 年《投资顾问法》、1940 年《投资公司法》及 1970 年《证券投资者保护法》。这些法律由联邦证券交易委员会负责统一执行。此外，各州都制定了本州的证券法，即蓝天法。在政府的监督下，证券商自律性组织保留相当的自律权力，可以制定证券交易规则，从而形成了联邦立法、州立法和自律组织规则完整的证券体系，在世界上最具代表性。基本上属于该体系的国家有日本、加拿大、菲律宾等。

在美国，任何人在证券交易中受到不法侵害，都可在普通法（Common Law）或衡平法（Equity Law）、州蓝天法中及联邦证券法明示或默示赔偿请求权的规定中，选择其一提起诉讼。

1) 普通法、衡平法中的法律责任。普通法和衡平法中的法律责任有三种：违反保证。由于《统一商法典》（UCC）第 2 条至 105 条的“货物”一词不含“投资证券”，故基于买卖担保责任而产生的保证责任，对于股票、债券而言，只保证所有权和证券种类真实，其他保证不为所问。解约，包括违约抗辩。解约的要件是被告提供为原告所信赖的“重要事实”系“不实陈述”。但是，原告无须就不实陈述与损害间的因果关系、损害事实及其相关事实负举证责任。欺诈。除上述解约条件外，原告应证明损害的明知（Scienter）。三种责任中，解约只涉及恢复原状。违反保证和欺诈才有赔偿损失计算问题。

2) 蓝天法中的法律责任。各州证券法规的重点并不完全一致，归纳起来，基本上有四种类型：以防止证券欺诈为重点。主要以行政手段乃至刑事诉讼手段防止证券发行与交易中的不正当行为。以管理证券商为重点。规定任何证券商在本州境内营业，必须向州政府主管机关注册并领取执照，如有违约行为，可吊销执照，禁止营业。强调公开原则。如纽约州规定，所有证券商在开始营业时必须发出公告，在销售新证券时也必须发出公告。州检查官有权随时对各种证券进行调查，发现违法者立即处罚。注重实质管理型。管理当局不过多地介入证券的发行与交易，主要以监督和裁定证券市场中的争议为主。长期以来，各州的蓝天法不尽一致。1956 年 8 月，全国统一州法会议通过了一项统一证券法，旨在作为改善各州证券法的样板。该法分为四大部分，即关于欺诈等非法行为的规定；证券交易各方的注册规定；关于证券本身的注册规定；罚则。从此之后，各州证券法趋向统一，在执行过程中效果较好。但是，州证券法只在本州境内有效，对于州际证券交易的管理则鞭长莫及。因此，美国还在联邦政府的层次上制定了全国性的证券监管法规，其基本框架为美国 1933 年《证券法》和 1934 年《证券交易法》。

3) 美国《证券法》和《证券交易法》中的法律责任。

《证券法》的法律责任。《证券法》有两个基本目标：一是为投资者提供与证券公开发行有关的重大信息；二是防止证券公开发行过程中的误导、欺诈和虚假行为。实现这些目标的主要手段是通过注册登记证券的发行、销售过程中公开该公司的财务信息，以便投资者做出购买与否的决策，使投资者避免由于接受不真实、不完整的信息而上当受骗。至于正常情况下可能产生的投资风险，则应由购买证券者自己负责，不在该法保障范围之内。该法的主要内容包括：

a. 发行证券必须办理注册登记手续。注册登记的内容通常包括该公司的财产和业务状况；陈述即将发行证券的重要条款，以及同该公司其他资本证券的关系；有关该公司管理层的信息；经独立的公共会计师签证的财务报表。该法律规定，注册登记表填好后的第 20 天开始生效。当证券委为保护投资者和公众利益认为必要时，有权提前生效日。证券委有权根据公开要求对注册登记表实行检查。如果登记表有重大的不完全或不准确，证券委通常要用信件方式通知注册登记的公司，让公司有机会更改或补充。但是，一旦证券委发现重要陈述有误导、不准确或不完全时，有权拒绝或推迟任何注册登记的生效。证券委若发现一些注册登记表试图掩盖、误导重要信息，可以发出“停止令”，拒绝或推迟这种登记表的生效。

b. 某些证券的发行享有登记豁免权。享有这种权力的证券是美国财政部发行的国库券、政府公债和其他联邦机构发行的债券，以及州或地方政府发行或担保的证券，还有私募发行的证券、短期商业票据。

c. 对违法者给予制裁。

《证券交易法》的法律责任。该法要求所有在全国性证券交易所上市和挂牌的证券实行公开法则，这项法律保障了证券市场公平有序地运作。该法的要点是：

a. 公司报告制度。要求任何寻求公开发行证券，并上市交易的公司，必须在证券交易所和证券委填写登记申请表。在证券注册登记后，公司必须填写年度报告和其他周期性报告，以原始表的格式提供最新资料。另外，公司必须按股东要求发送特定的报告给股东。

b. 股票代理制度。公司在选举董事和决定其他措施行动时，可实行代理投票。无论是管理层还是少数股东都必须公开股票持有人问到的所有重大信息，以便投票。持有人必须有机会对所有问题做出“是”或“否”的投票。涉及到公司管理层的有关内容，规则要求公开所有代理“参加人”的姓名和股权。这样，持有人能够理智地进行投票。证券委规则规定，拟定代理书的内容必须与公开要求一致，并提前填写，以备证券委检查。另外，规则允许股东对年度会议的投票提出建议。

c. 投标受理制度。1970 年国会进一步修正了 1968 年的《证券交易法》，规定凡通过投标或收购方式获得一个公司股权 5% 以上的控股公司，必须实

行报告制度和公开制度。

d. 禁止内部交易。禁止内部交易的目的在于抑制滥用重大的内部信息。而这些信息也是一般投资者得不到的。在《证券交易法》中规定，内部交易构成欺诈罪。1984 年，《内部交易制裁法》开始实施，该法允许对内部信息的使用者处以违法金额 3 倍的罚款。证券交易法还要求所有官员、公司董事、持有证券超过 10% 以上的持有人，必须在证券委填写最初报告。如果为上市证券还须在交易所注册，以表明持有一个公司的股权数量。一旦持有的股权发生变化，还须按月填写报告。

e. 交易和销售惯例。在证券交易所和柜台市场上的证券交易和销售惯例遵循证券交易法条款，旨在保护投资者和公众的利益，在于抑制错误陈述、欺诈、市场操纵和其他欺骗行为及惯例，试图建立和维持证券交易行为的公平合理，以维持一个公开、公平和有序的市场。这一条法规定义了《证券交易法》中所禁止的，构成“操纵、欺诈或图谋不轨”的行为和惯例，对买空卖空及类似活动，以及证券作为担保贷款的活动进行管理，对证券商的财务责任提供保护。

f. 证券交易所及其他机构的注册登记。1934 年《证券交易法》要求在证券委注册登记的机构有：全国性证券交易所、跨州从事证券业务的证券经纪商与证券自营商、证券登记过户机构、证券清算机构、联邦及市政证券经纪商和自营商、证券信息服务与咨询。为了获得注册登记，证券交易所必须表明，它有能力遵守证券交易法条款和证券委各项条例和规则；进行注册登记的交易所也必须表明，它所制定的规则公正且充分，足以保证交易活动公平地进行，能保护投资者利益。

g. 证券商注册登记。《证券交易法》要求证券商必须在证券委注册登记。一旦证券商的财务状况和其他方面发生重大变化，也必须进行补充登记。登记表和补充登记表由证券委检查。证券商必须遵守为保护投资者利益而制定的 1934 年《证券交易法》和证券委制定的各种业务规则和标准。也必须遵守全国证券协会制定的各项公平交易规则。另外，证券商违反了各项规则，可能被证券委取消或推迟注册登记，也可能被自我管理机构推迟注册或取消资格。

(2) 英国证券法体系。英国法律制度源于普通法，它体现在证券立法中最主要的特点是没有专门的证券法规，而是由《公司法》中有关公开说明书的规定，有关证券商的登记、防止欺诈条例和有关资本发行的管理等法规组成。对证券交易所及其会员则采取自由放任的态度。在传统上，伦敦证券交易所是完全自治的，不受政府的干预。这与历史上的伦敦证券交易所对本所的业务规定有严格的交易规则，并且拥有较高水准的专业性证券商和采取严格的注册制度和公开说明书制度进行自律分不开。属于这一体系的国家基本上是英联邦的成员国。

(3) 欧陆证券法体系。欧陆体系各国对证券采用严格的实质性管理，

并在《公司法》中规定有关新公司成立与证券交易等方面的规章。欧陆体系对证券发行人的特殊利益有所限制，它要求公司股东的实际出资一律公平，这一点比美英体系较为严格。但在公开原则的实行方面，欧陆体系做得则不够。如证券的发行人通常只在认股书中对公司的章程与证券的内容稍作披露，缺少充分的公开。此外，该体系的部分国家还缺少对证券进行全面性管理的专门机构。基本上属于该体系的国家除欧洲大陆的西方国家外，还有拉丁美洲和亚洲的一些国家。

2. 我国有关证券监管的法规

我国改革开放以来，证券市场得到较快发展，证券立法也开始走向正轨。从 1981 年开始，中央和地方人民政府及有关主管机关，先后制定了若干相关法规和行政规章。其中，全国性的法规主要有《国库券管理办法》、《企业债券管理办法》、《国务院关于加强股票、债券管理的通知》、《证券公司管理暂行办法》、《跨地区证券交易管理暂行办法》、《公司法》、《股票发行与交易管理暂行条件例》、《证券交易所管理暂行办法》、《禁止证券欺诈行为暂行办法》、《公开发行股票公司信息披露实施细则》等。各地证券法规也纷纷出台，其中以《上海市证券交易管理办法》和《深圳市股票发行与交易管理暂行办法》最为引人注目。其内容涉及股票与债券的发行与交易、管理体制、信息公开制度、证券市场各类主体行为的规范、证券业服务机构、上市公司的收购、违规违法行为的调查和处罚、证券业监管和从业人员的纪律和守则、争议和纠纷的仲裁、证券市场信息传播的管理等方面。

我国的这些证券法规为了确保证券发行与上市的质量，确保投资者的利益，体现“公开、公正、公平”的原则，对证券的发行程序、交易程序都作了较为严格的规范。

(1) 对发行程序的规范。我国股票发行、上市的程序是：经过批准的股份制试点企业，经证监会认可的资产评估机构和会计师事务所进行资产评估和财务审核后，向企业所在地的省级或计划单列市人民政府提出公开发行上市股票的申请，地方企业由省级或计划单列市人民政府在国家下达给该地的规模内审批；中央企业由其主管部门会同企业所在地的省级或计划单列市人民政府在国家下达给该部门的规模内审批；被批准的发行申请送证监会进行资格复审后，由上海、深圳证券交易所发行上市委员会审核批准，报证监会备案（同时抄报证券委），15 日内无异议即可发行。至于何时上市，由证券交易所发行上市委员会确定。除股票外，其他证券发行的管理职责分工是：国债由财政部负责；金融机构债券、投资基金证券由中国人民银行负责审批；中央企业债券由中国人民银行和国家计委负责审批；地方企业债券、地方投资公司债券由省级或计划单列市人民政府负责审批。证券的发行必须按上述程序和职责分工，在国家下达的规模内，经过严格财务审核、信用评级，按照产业政策的要求从严掌握。任何地区和部门不得越权审批、突破规

模。在遵守国家有关规定的前提下，发行主体和代理单位可自主签订合同，并承担相应的责任，各地区、各部门不得干预其正常业务活动。

在发行市场上，以往的国库券发行主要靠行政手段，1991年改为由金融单位承销团包销后，政府的管理工作主要放在对承销团资格的审核、承销活动的监督和承销差价的审批等工作上。政府对企业债券的发行监督管理的主要任务是：组织专门机构对企业资产进行评估，对企业信誉进行评级，制定科学的产业政策，为债券的发行提供依据。此外，政府还要审查发行单位的担保证明，对符合产业政策的发行单位给予必要的扶持。对股票的发行，政府要加强对规定发行价格、发行形式、发行办法、发行时限、发行对象和发行数量的管理；要审查发行目的、发行股票的种类；要审核承销资格、承销方式、收费标准等。政府还有义务运用必要的行政法律手段，保证国有股在垄断性行业中居控股地位，以保护国有资产不受损害。

(2) 对交易市场监管的有关法规。在交易市场上，对集中交易管理的基本目的是：保护国有资产不受损害，保护投资者的合法权益，保证政府法规的有效实施，制止不公平交易。具体内容包括：对设立证券交易所进行充分的可行性论证；对交易所工作人员和领导机构组织人员进行必要的审批，保证工作人员有应具备的业务素质和道德素质；对经纪商的资格、行为做必要的限制，对经纪商的佣金、自营商的加价比率，做出明确详尽的规定，保护交易各方的权益；要求交易所指定的新闻媒介，按日公布每日的交易情况，以便投资者有均等的机会了解行情的变化，做出投资决策；为保护国有资产不受损害，应禁止法人用国家拨款、贷款从事买卖。另外，政府还规定了加强对场外交易的管理，制止场外的非法交易。

第三节 证券市场监管的主要内容

一、对证券发行市场的监管

1. 证券发行审核制度

世界各国法律对证券发行的调控都是通过审核制度来实现的。审核制度分为二种：一种是以美国联邦证券法为代表的注册制度；一种是以美国部分州的证券法及欧洲大陆各国的《公司法》为代表的核准制度。

(1) 证券发行注册制度。注册制指的是发行人在发行证券之前，首先必须按照法律规定申请注册。注册制实质上是一种发行证券的公司的财务公布制度。它要求发行证券的公司提供关于证券发行本身，以及同证券发行有关的一切信息，并要求所提供的信息具有真实性、可靠性。在此制度下，某种证券只要按照发行注册的一切手续，提供了所有情况和统计资料，并且所提供的信息完全属实，它就可以公开上市发行。

1) 证券发行注册制的国家证券发行资格与责任。美国 1933 年《证券法》和 1934 年《证券交易法》规定，凡是在证券交易所公开上市的证券，必须

向证券交易委员会和证券交易所进行发行注册。对在场外交易市场上进行的证券发行，只要发行公司的资产超过 100 万美元，股东人数超过 500 人，也须向证券交易委员会办理发行注册。美国实行双重注册制度，即证券发行公司既要在证券交易委员会注册，又要在证券上市的那家证券交易所注册。两者注册的内容和程序大致相同。

证券发行注册经过证券交易委员会批准生效后，承担相应的责任。如果证券发行者在注册申报书中有意谎报、漏报本公司的情况，并蒙骗证券交易委员会，使注册生效发生，则根据《证券法》规定，证券购买者有权提起诉讼，对下列各方当事人追究民事责任：证券发行人；承购并分销证券的投资银行；参与“证券注册申报书”起草与审定，并在其上签章证明属实的会计师、工程师和其他专家。如经法庭调查，确实由于“证券注册申报书”中谎报、漏报情况而造成购买者经济损失的，上述所列各方必须承担经济赔偿责任。赔偿金额确定时一般考虑以下因素：投资者购买证券时所付出的金额；购买者（投资者）提起诉讼以前该种证券的市场价格和提起诉讼以后的市场价格；投资者的实际损失。各国证券法对应承担赔偿责任的各方当事人的赔偿限额一般也有规定。例如，证券发行者的最高赔偿金额，不能超过该种证券公开发行的价格总额，负责编制、审核注册申报书的会计师和工程师，只对自己经手的有关部门承担民事责任等等。

2) 证券发行注册的内容。一般包括三部分：发行说明书，对公司情况作一般介绍。公司财产的详细报告和统计。证明材料，包括发行者、发行证券及与包销有关的各种证明文件和原始凭证等。

注册批准与否采取自动生效形式，即在一定期限内主管机构不提出异议，则期满自动生效。

3) 证券发行注册的程序。美国 1933 年《证券法》规定了证券发行审核程序和行政程序。从审核程序看，证券发行注册分为三个阶段：

注册申报书送达前阶段。在注册申报书送达证券交易管理委员会之前，发行者、承销商和自营商不得有任何推销证券的行为。不得组织承销集团，不得发表与此次发行有关的新闻或作其他市场布置。但是，发行人与承销商之间，承销商相互之间作技术性的初步谈判，研究发行数量，准备注册文件，商议费用分配，发行最高或最低价等事宜不受此限。该立法的意义是防止投资者利用证券发行信息，提前出售未发行证券。

等待阶段。指注册申报书送达，尚待确定生效与否阶段。注册申报书送达后 20 日不允许做成证券发行交易。因为，此时许多证券发行信息亦可能披露外界。等待阶段的作用是放慢审核程序，使证券自营商及潜在投资者与发行者接触。此期间可从事以下行为：作出口头要约；作简单广告，其内容包括发行人、证券种类、价格及何处取得公开说明书等；制定初步公开说明书，该文件是申报注册文件的一部分，包括发行价格、承销报酬以外的公开说明书的全部内容。

生效阶段。此阶段可从事证券发行并订立合同，但必须适时提交公开说明书。其他补充宣传文件也可于此阶段使用，但必须于事前或同时交付公开说明书，以防止投资者被夸大的宣传所迷惑。

从美国证券发行审核行政程序看，申报程序分为两个阶段：

正式行政程序。证券发行注册申报书送交证监会审查，由证监会指明文件缺陷，并要求补正或正式拒绝，或阻止生效。依据 1933 年《证券法》第 8 条第 2 款规定：如注册申报书有重大缺陷，证监会应于注册生效前，发出“拒绝命令”，拒绝申报生效，直到注册申报书依此命令补正为止。同条第 4 款规定：注册内容有重大不实、遗漏或误导之处，证监会可随时发出“停止命令”，以阻止其生效。此行政程序仅适用于重大案件，且需给予注册人以申辩的机会，直到上诉有管辖权的联邦法院。

非正式行政程序。由证监会的公司财务部的会计、律师或其他专家审核。审核方式包括：a. 不予评论。如注册申报书准备不充分或有其他严重问题，不再予以审核。通知申请人的律师，也不予评论，并且拒绝提前生效。若纵容其生效，注册人有随时接到拒绝命令或被采取其他司法或行政措施的危险；b. 初步审查。在注册申报书给予初步审查后，通知注册申请人的律师，不再给予口头或书面评论。如申请发行公司为第一次注册，应由公司行政负责人、审计及承销经理提出书面说明，以表示了解初步审查的性质和证券法人的责任；c. 详细审查。证监会财务部将审核发现的问题以“补正通知书”的方式通知其补正法定文件。20 日的等待期于补正书送达后重新起算。如果审查无法及时完毕或注册人于 20 日内无法提出补正书，可由注册申请人省略非重要内容，于 20 日内提出“延期补正书”。如果注册书已合乎要求，则于最后一次补正时，宣布于当日或次日生效，无须等待 20 日。

4) 美国证券发行注册豁免。

发售。对于不涉及证券发行者、证券承销商或者证券自营商的证券销售；某些证券的特殊转让，如证券商之间的证券销售，不涉及证券发行者，证券在证券承销商与经纪商之间的销售；证券发行者持有证券在交易所进行的证券发行；证券发行者不公开发行证券，采用私募发行都可以豁免注册。美国 1933 年《证券法》第 2 条第 3 款规定：发售包括任何将证券或证券上的权益予以出售或处分并获得代价的契约。发售或处分证券或证券权益的契约行为，必须以证券或证券利益为对象。所以，像证券赠予、以发行新股充股息、或以现金股息或股票股息供股东选择，都不构成“发售”。

豁免证券。根据 1933 年《证券法》第 3 条第 1 款规定，以下证券豁免注册：a. 《证券法》修订或修订后 60 日内发行人发售或处分、或正式向公众要约发售的任何证券；b. 政府或银行发行或担保的证券；c. 短期商业票据；d. 非营利的宗教、教育或慈善团体发行的证券；e. 法定机构发行的证券；f. 受州际商务委员会监督的运送人发行的证券；g. 经法庭许可，由破产管理人发行的证券；h. 由政府机构监督下发行的担保单、捐款单及年金契约；i.

发行人及证券持有人自愿的证券交换行为；j. 于公司重整时，由公司法或行政当局许可的证券发行；k. 在向某一州或准州居民发行或出售的证券。以上 b~h 项所发行的证券，由于发行人具有特殊性质，该类证券为永久性豁免。其他情形属豁免交易，只对本次发行交易豁免。

豁免交易。除以上豁免证券中的最后三项为豁免交易外，豁免交易还包括：a. 小额交易豁免。1933 年《证券法》第 3 条第 2 款规定，证监会可以豁免 500 万美元以下的证券发行。证监会规则 A 规定了小额交易豁免的条件。b. 私募发行豁免。构成私募发行具有二重因素：一是被招募或劝诱的人数。依照美国证监会的观点，对 25 人以下进行招募构成私募，可豁免注册。二是被招募人或劝诱人的特定性，如果被招募人或劝诱人与发行公司关系密切，甚至可以接近发行公司及其证券信息，可以保护自己，则构成私募。但如果直接对了解公司内容的股东、员工、债权人进行招募或发售证券，如无特别证据时，上述人士可以构成“公众”，仍应申报注册。

区别豁免证券与豁免交易十分重要。豁免证券于发售或第二次发行时，无须依法注册，为永久性豁免。而豁免交易则只有本次发行出售行为豁免，其第二次发行行为仍然要依法注册。

总之，注册制下证券发行注册豁免有以下三种：a. 基于发行人的法定特殊身份发行的证券豁免。如发行人为政府，以及发行证券由本人或第三人提供担保者，可以豁免。b. 对于小额发行豁免审核或简化审核手续，目的是使发行者免除审核手续引起的费用、时间及其他负担。c. 实行注册制的国家，如美国、日本对私募发行予以豁免。但对了解发行公司信息的股东、员工、债权人的证券发行，仍需注册。

5) 注册制的理论机制。

申请发行者必须提供发行者本身及与证券发行相关的一切信息，并对该信息的真实性、全面性、准确性、及时性承担法律责任。

假设所有投资者都有依据公开信息做出正确投资判断的能力。如果投资者自愿上当，法律也不予干预或纠偏，因为甘愿受损被视作投资者的权利。

证券发行只受信息公开制度的约束。其他因素，如发行者的财力与素质，已发行证券的数量、质量以及对市场的影响，均不作为证券发行审核的要件。

证券管理机构的职责是审查信息资料的全面性、真实性、准确性与及时性，以保证信息公开制度贯彻始终。管理者无权对证券发行行为及证券本身做出价值判断。

发行人在申报后法定时间内，未被证券管理机构拒绝注册，发行注册即为生效。证券发行无须政府授权。

在发行过程中，如果证券管理机构发现发行人公开信息有虚伪、误导、不实和欺诈等情形，可以颁布“停止令”，阻止证券发行，并要求发行

者承担法律责任。

，投资者要求发行人承担法律责任的条件。为发行者违反信息公开义务和注册制度，其他因素不构成承担责任的理由。

6) 对注册制的评价。注册制作为一种法律制度，它所表现出来的价值观念反映了市场经济的自由性、主体活动的自主性和政府管理经济的规范性和效率性。在这一制度下，任何个体的行为都是自由的，发行者只要符合法律公开原则，即使无价值的证券也可进入市场，在自由抉择下的盈利或损失，都由投资者自己承担。在这种制度下，证券管理机构只对申请文件作形式审查，不涉及发行申请者及发行证券的实质条件，不对证券及其发行行为作任何价值判断，因而降低了审核工作量。申报文件提交后，经过法定期间，申请即可生效，从而免除了繁琐的授权程序。但是，必须指出：

证券注册并不能成为投资者免受损失的保护伞。证券管理机构无权确认申请注册证券缺乏实质要件，否则将构成违法。证券注册的唯一标准是信息完全公开。至于发行价格、发行者或承销商利益等实质要件，不能构成证券发行合法性的先决条件。

证券发行注册的目的，是向投资者提供据以判断证券实质要件的形式资料，以便做出投资决定。如果公开方式适当，证券管理机构不得以发行证券价格、或其他不公平条件、或发行者提出的公司成功前景不尽合理等理由拒绝注册。对于投资者来说，只要发行公开要素具备，则投资风险自负。

注册程序不保证注册申报书和公开说明书中陈述事实的准确性。所以，注册制并非无懈可击。该制度是建立在信息公开原则基础上，它是假定投资者只要能够得到有关证券发行的一切信息，即可自主做出投资决定，并得以自我保护，证券管理机构无权阻止其交易。但事实上大多数投资者很难具备充分的证券投资知识与经验。况且，有许多投资者根本不可能或无机会获得该信息，加上发行人故意夸大证券价值、或规避潜在的不利因素，都可使投资者受损。所以，从投资安全角度看，公开原则并不能完全保护投资者利益。

(2) 证券发行核准制度。核准制指的是规定证券发行的基本条件的同时，要求证券发行者将每笔证券发行报请主管机关批准。这种制度以维护公共利益和社会安全为本位，不重视行为个体的自由权。因此，在很大程度上带有国家干预的特征，只不过这种干预是借助法律工具来完成，使干预形式蒙上了合法与制度的外衣。实行证券发行“核准制”，一般都规定出若干证券发行的具体条件，经主管机关审查批准才可发行证券。这些具体条件有：发行公司的营业性质；管理人员的资格能力；发行公司的资本结构是否健全合理；发行人所得报酬是否合理；公开的资料是否充分、真实；事业有否合理的机会等。只有符合上述条件的发行公司，经证券主管机关批准，才可在证券市场上发行证券，取得证券发行资格。

(3) 证券发行核准制的法律机制。

1) 核准制不排除注册制所要求的形式审查。证券发行以发行者信息资料的完全、准确、公开为其构成要件。

证券发行者的排除。通常，根据规定，公司有连年亏损记录，资产不足抵偿债务者，不得公开发行新股；对于已发行的特别股约定股息，未能按期支付者，不得发行具有优先权的特别股。

证券发行的实质审核。审核机构应在公开原则基础上，考察发行者的营业性质、管理人员资格、资本结构、是否有合理的机会等，并由此做出是否符合发行实质条件的价值判断。

发行者的发行权，由审核机构以法定方式授予。申请发行者只有取得审核机构的授权文件后，才可进行有价证券的募集与发行活动。

审核制严格排除不适法及无价证券的发行。发行公司获取公开发行新股核准后，如发现核准事项有违法或虚假情形，核准公司可撤销其核准。

2) 核准制的评价。衡量一种制度科学与否，应全面、客观、公正地得出结论。评价证券发行审核制度，应当包括公正、合理、安全和效率四种价值判断要素： 公正。指的是审核制度应对发行申请者与公众投资者给予同等保护。在证券管理机构与证券申请发行者、公众投资者之间建立和谐、平衡的关系。管理机构应在某一审核制度下科学运作，以形成证券市场的公平、秩序状态。 合理。指的是制度设计的前提与假设应当科学、客观，并由此演绎出的结论应当符合逻辑及其客观现实。 安全。指的是制度以宣示形式向行为者展示后果，并为超越制度以外的一切后果预先提供调整工具与手段。就审核制度而言，安全指某一审核体制应当具有预见性，使申请人可以预见其行为后果，并对超越法律预见或对证券市场造成不良影响的行为予以矫正。 效率。指的是证券发行审核活动中，对时间和劳动的节约。效率原则要求在不违反立法宗旨的前提下，使审核程序尽量简短，使证券管理机构的工作卓有成效。

3) 证券发行核准制的好处。证券发行核准制指证券管理机构的严格实质审查，剔除不良证券，稳定了证券市场秩序，维护投资者利益。但是核准制并未摒弃公开主义思想，它吸收了公开主义的精髓，并使其成为核准制的核心内容，从而使投资者利益获得双重保障。一方面，投资者可以获得发行人公开的信息资料，知悉公司状况，并做出投资判断；另一方面，政府制定公开发行证券的实质标准，使投资者投资的证券具有一定水准。

4) 核准制存在的问题。

与效率原则相悖。因为每一种证券发行均须审核机构的批准，势必旷费时日，不能适应股份有限公司设立与增资的需要。随着证券市场的发育，证券筹资将成为融资的重要手段，证券发行量将会剧增，所需证券管理人员势必日益增加，加上核准必须通过政府机构进行，这与精简政府机构的原则不符。

挫伤发行公司竞争和进取的积极性。注册制使发行公司以公开企业信

息方式争取更多的投资者，为此，发行公司必将竞相提高企业管理水平与经营能力。如果采用核准制，能否发行由审核机构决定。一旦发行公司达到发行条件，则再无激励机制刺激竞争，因而不利于发挥公司的主动性。

审核机构的价值判断未必完全准确。倘若核准有误，可能导致公司无法从证券市场筹到资金，影响企业经营与发展或者损害投资人的合法权益。

状态各异的公司适应同一发行标准，对于发行人过于机械、苛刻。另外，法定发行条件是否科学、合理也值得怀疑。

由于审核机构事先核准，使公众投资者极易产生依赖心理，误认为政府对公开资料的安全性、真实性、准确性及证券品质等已做出保证，无须投资者自我判断。这样，一方面不利于培养投资者成熟的投资心理与投资技能；另一方面，当发行人以欺骗手段获得核准时，则置投资者于毫无防备状态，投资者受损无疑。此外，即使核准时公开信息与核准判断均无问题，但是经过一段时间，企业情况与审核时对比，已发生较大变化，而这种变化为审核机构始料不及。此时，如果投资者过于相信核准机构的权威，忽视企业动态变化，也往往导致损失。其最终结果是使核准机构背上证券保证包袱。更为严重的是，公众投资者的依赖心理与审核机构的失误，往往使投资者将投资风险直接归咎于政府，甚至诱发非经济行为的发生。

（4）我国证券发行审核制度。

1) 我国证券发行审核制度的模式。目前我国证券市场尚不成熟，正处于由计划经济向市场经济的过渡阶段。所以，我国证券发行审核制度，应在辩证分析不同体制的基础上，广泛借鉴国外证券制度成熟经验，以公正、公平、合理、效率、安全的审核方式为理想模式，结合我国证券市场与政府行为等实际情况予以建立。基于我国的实际情况，我国证券发行审核制度与证券市场较为发达的国家有以下不同：在一段时间内，将计划、行政等手段有限度地运用于经济活动。对于我国证券市场的发展是不可缺少的。我国证券市场的法律、财务、会计、资产评估制度尚未独立发挥作用，政府肩负着双重职能：一要制定各种法律规范，以保证市场发育过程中的良好秩序。二要在投资者的投资心理、投资技巧、自我保护意识和风险观念尚未成熟阶段，通过政府对发行证券的审核，保证证券品质优良，维护投资者的合法权益，从而产生了投资者对政府核准的过分依赖心理。有鉴于此，今后我国证券发行审核制度应当引入注册制，以提高审核效率，还要减轻证券管理机构的审核压力，对申请人的资信、资产、财务及法律状态进行评估、核定和提出意见，应交由证券管理机构确认的律师、会计师、资产评估人员处理，以实现发行活动的专业化管理。另外，为了防止投资者产生对政府核准的过分依赖心理，应当通过必要的法律手段和宣传媒介告知公众，证券管理机构的审核只保证申请者申请时符合法定发行程序，发行权的授予，不意味审核机构担保证券投资风险。

2) 我国对证券发行人的管理。证券管理部门除要对证券发行人进行资

格审查外，还必须进行其他相应的管理，其管理内容主要有：

证券发行的计划管理。计划管理总的要求是，证券管理部门要根据国民经济发展以及货币增长情况，预测编制证券发行的规模计划，并在与综合信贷计划平衡后组织执行。证券发行计划应与有关计划，如基建计划、产业政策要求等配套。证券发行的计划管理包括：对以财政部为发行主体的国债发行的计划管理；对以国家专业投资公司和有关部门为发行主体的基本建设债券和国家重点企业债券发行的计划管理；对以银行和其他金融机构为发行主体的金融债券发行的计划管理；对以地方企业为发行主体的企业债券发行的计划管理；对企业股票发行的计划管理。

证券发行的方式、时间、数额的管理。主要指：a. 证券发行方式的管理，即根据我国有关规定，必须遵守自愿、互利和有偿原则，严禁以摊派方式发行。b. 证券发行时间管理，即对发行证券的单位发行时间选择上的控制与监督。我国规定企业债券发行的时间要在国家债券发行任务完成以后，不能同时或超前发行。c. 证券发行数额的管理，指金融管理部门对每个发行单位证券发行规模的控制。每一个企业发行债券总额，不得大于该企业自有资产的净值，以防止资不抵债现象发生。每一个股份企业发行股票总额，也不得大于批准的财务预算计划。

证券工具的规范化管理（证券要式的管理）。指每个发行单位发行的证券必须符合规范化要求。目前，我国企业发行的股票、债券格式，须经人民银行审查同意。票面式样美观，排字合理，印刷、纸质要精良等；票面要具备规定的要素。

证券收益率管理。指金融管理部门对发行单位确定所发行证券收益时所作的限制和规定。目前我国对国债、金融债券实行统一固定利率。并规定，企业债券利率最高不得超过同期储蓄利率的 40%；对股票收益率尚无统一规定。

实行发行证券前的评级制度。指在证券发行之前，由资信评级机构对发行单位的资金、经营和信用度，按一定的标准分别评定等级的行为，即对其进行资信评估，这是搞好证券市场管理的一项基础工作。一般情况下，除对政府公债不予资信评估外，其他证券发行都要予以资信评估，只有通过评级方可获准发行。我国资信评估工作刚刚起步。对企业资信评估主要从四个方面着手：评估资金信用状况；评估经济效益；评估经营管理能力；评估企业发展潜力。债券等级一般要达到 A 级以上才能获准发行。

2. 证券发行信息披露制度

证券发行信息披露制度是公开发行的有价证券者，以维护公司股东或债权人合法权益为宗旨，将公司信息完全、准确、及时地公开，以供证券投资价值判断的法律制度。证券发行披露制度是公司信息披露制度的组成部分。

（1）证券发行信息披露制度的起源与发展。披露制度起源于英国 1844 年《公司法》，指的是证券发行公司依照公司法和证券交易法的规定，办理

有关发行审核手续，将其财务资料及其他足以引起投资人决策的情报公布于众，并对所提供信息的真实性、可靠性承担法律责任。该《公司法》旨在通过公司信息的完全公开，防止欺诈或架空公司的行为发生，防止公司经营不当或财务制度混乱，维护股东和投资者的合法权益。英国《公司法》的公开制度，为美国 1933 年《证券法》和 1934 年《证券交易法》所采纳。

根据现代投资观念，披露制度要求所提供的信息做到以下几点：

1) 正确性，即要求发行公司所披露的内容正确无误。为此，证券法应规定主管机关对公开书的审查权、会计师对财务报告的审核监督、做成虚伪不实公开书的关系人所应承担的民事、刑事责任等。

2) 新颖性，即要求发行公司披露最新事实及动态，为达此要求，证券法应规定，要求公开发行有价证券的公司，在最快且适当的期限内申报并公告年度财务报告、半年度财务报告、每月营运报告书，以及发生对股东权益或证券价格有重大影响事件的临时报告书。

3) 便利性，即公布的资料应便利非专业人员阅读，并应置放于便利的场所，以示公众。为此，证券法应规定发行公司的有价证券申报书或财务报告书等公开书类有虚伪记载时，应提出修正申报书或修正报告书并予以公告，以便提出的事实众所周知。

(2) 证券市场与披露信息制度的关系及披露信息制度的意义。

1) 证券市场与披露信息制度的关系。关于证券市场与披露信息关系的理论，主要有以下三种。

随机理论。认为尽管股票的价格是随时波动的，但是，如果投资者事前了解某种信息，该信息就确实会影响股价。假如投资者得知发行公司盈利欠佳，投资者必将通过股价对此信息做出反应。这说明了随机波动的股价与信息之间的内在关联性。

效率资本市场假设理论。认为证券市场的效率建立在证券价格能够全面反映与证券市场相关的有用信息基础之上。效率即为信息的充分利用。从社会水平考察，市场效率意味着市场依赖信息分配资源。在市场经济条件下，资本以反映社会价值的方式流向最佳盈利的投资领域。从单一投资者考察，任何投资者都不可能仅仅利用市场信息去机械地判断证券价格。因为依据证券市场有用信息形成的价格为理论价格，而实际交易价格与理论价格有偏差。只有证券市场全面反映市场信息时，证券市场才具有完全的效率性。

现代证券组合理论。该理论把投资风险区分为系统风险与非系统风险。系统风险指某种因素对市场所有证券都会带来投资损失的可能性。包括利率风险、市场风险、汇率风险、购买力风险等。系统风险是共同的、整体性的风险。它与证券市场所有证券存在系统性的联系，每一种证券都会受到它的影响，投资者无法回避或消除这种风险。非系统风险指存在于某个公司或某一行业的风险。它只对某些证券投资有造成损失的可能性，而不与整个市场发生系统联系。非系统风险包括违约风险和经营风险，该风险可以通过

证券投资组合等分散风险的方法，使证券投资收益提高，以弥补或抵消不同证券投资风险。依据现代证券组合理论，系统风险和非系统风险都可能对证券投资产生影响。因此，在分析证券投资风险时，不能仅着眼于与该证券相关的信息，而且应当了解与整个证券市场相关的系统风险信息。这样，才可能对证券投资风险做出科学计量。

上述理论从不同角度分析了证券市场与证券信息之间的联系。证券市场与相关信息之间结合的内在机制表现为两个方面：

第一，证券投资者通过活跃的证券投资分析，以确定反映证券市场信息的价格波动趋势。为此，必须寻求并获得新的信息来源。在新的信息尚未公开之前，迅速做出证券买、卖或继续持有的决定，这一程序表明证券价格迅速表现未公开披露信息的机制。价格表现信息分为两个层次：一是信息未公开时，某一投资者利用该信息，做出投资决定及确定单一交易价格。二是信息公开时，整个证券市场价格对信息的反映。当某一投资者依据提前获取的信息做出符合未来市场价格趋势的投资决定时，其投资结果将是获益。

第二，内幕交易机制。单一投资者在获取非公开信息时，其交易价格必然反映该信息。假若公司股东或主要经营利用工作便利，获取公司未公开的内幕信息，并交易该公司证券，知内幕信息者将获取较一般公众投资者有利的信息优势。内幕交易者可以利用非公开的内幕信息，准确预测未来证券价格走势，从而比一般公众拥有更多的投资获利机会。

通过以上分析，可以得出以下结论：证券市场价格波动与证券市场信息及其公开程度密切相关。信息公开程度不同，获得信息的投资者的获利程度也不同。完全公开的信息，对单一投资者获利程度影响不大。只有提前获取信息者或者知内情者，才可以利用信息优势获取较高投资收益。从信息范围看，影响证券市场的信息群，不仅指与证券本身相关的信息，还包括其他可能影响证券市场的信息。所以，仅以公开公司财务资料的方式，表现公司某一时静止状态的财务或经营状况，不可能完全对证券市场投资者形成实质性保护。因此，证券法律制度担负的任务是：a. 使可能影响证券市场的一切信息完全公开，并保证信息的真实性、准确性和及时性。b. 保证每一投资者有均等、公平的获取信息机会，以使所有投资者的获利、受损机会均等。c. 为保证公开信息的真实性，应当对证券欺诈、误导、虚假陈述等不法行为予以法律制裁，并使受损者得到必要的经济补偿。d. 禁止知内幕信息者利用信息、滥用信息进行交易，获取不正当利益，破坏证券市场的公平、公正性。

2) 公开信息制度的意义。为了确保信息公开，各国均以法律强制功能保证信息公开。可以说，强制信息公开制度，是信息公开制度生命力之所在。强制信息公开制度的意义如下：

有利于投资判断。从投资者角度看，投资获利是唯一的目的。要从种类繁多的有价证券中，选择最有利的投资机会，投资人应当对发行公司的资信财力及其公司运营状况有充分了解。从证券价格形成角度看，除发行者营

业收入外，还受公司合并、经营权转移、新资源及新产品开发等公司经营状况的影响。因此，只有使投资者公平取得发行公司信息，才可能择优做出投资判断，以达到最大收益、最小风险之功效。

防止信息滥用。公平的证券市场，投资者有均等获得信息的权利和投资获益的机会。股票和公司债券的发行是股权或公司债权转移的过程，也是风险分化的过程。如果没有信息公开制度，发行者则可能散布虚假信息、隐匿真实信息或滥用信息操纵市场，或以其他方式欺骗投资者、转嫁风险，使证券市场无法显示证券的真正价格，市场弊端将由此产生。

有利于经营与管理。信息公开主要是公司财务制度的公开。在企业长期的经营管理活动中，国际上已经形成一整套科学完整的会计制度。运用国际会计制度管理企业，将使发行公司管理机制趋向国际化、规范化。通过公开制度的实施，还可以扩大发行公司的社会影响，提高企业知名度，实现广告宣传的附属效应。

防止不当竞业。在公司制度的演化过程中，股份有限公司的内部关系采用了政治上的分权模式，将企业所有权与企业经营权相分离。公司董事会掌管企业经营权。为保证经营权的合理行使，维护股东和公司债权人的利益，一些国家的公司法规定董事有勤勉义务、忠实义务和竞业禁止义务。a. 勤勉义务指公司董事、监事行使经营与监督权时，应尽其职责。b. 忠实义务指董事执行职务与本公司利益发生冲突时，应以公司利益为优行考虑。c. 竞业禁止义务指公司董事为自己或第三人从事属于公司营业范围的交易时，必须公开有关交易的重要事实，并须得到股东大会的许可。因为董事从事竞业行为可能夺取公司的交易机会，牺牲公司利益，或利用职务上知道公司机密的便利，对公司造成损害。因此，以法律规定董事承担竞业禁止义务，是维护公司和股东权益的重要手段之一。

提高证券市场效率。证券发行与证券投资是实现社会资源配置的过程。这一过程，主要依靠市场机制进行调节。排除管理机构的监管因素，公司有偿证券何时发行、发行何种、发行多少，取决于市场要求及投资者的投资能力。证券投资是一个选择过程。如果企业资信良好，实力雄厚，管理甚佳，盈利丰厚，其发行的证券必为广大投资者所青睐。因此，为使投资者科学选择投资证券，实现资源的合理配置，必须建立完备的信息公开系统。信息公开是提高证券市场效率的关键因素。

(3) 信息公开的法律标准。证券法律制度的信息公开标准，是衡量信息公开的基本尺度。信息公开的标准需要通过法律规范完整地表述出来，实施者依照这一标准衡量或约束自己的行为。违反或未达到该标准的，其发行及其他证券行为或归于无效；或应受到法律制裁。我们都知道，企业的活动是复杂多样，变化异常的。所以要以稳定的法律规范形式规范这些复杂的经济现象，无疑是十分困难的。因此，在具体的衡量过程中，需要对标准作具体的解释，以克服立法非周延的缺陷。使作为法律的标准，既明确、具体、

易于执行，又高度凝练、涵盖广泛，以达到以不变应万变的目的，从而为法律解释与实施留下相应的空间。故理论上，信息公开的法律标准应当概括为：信息的全面性、资料的真实性、时间的时效性、空间的易得性、内容的易解性、形式的适法性。

1) 全面性。指凡是供投资人判断证券投资价值的有关资料，应全部记载于法定文件中，并予以公开。如果公开资料有隐瞒、遗漏情形，则提交的文件或交付证券取得人的文件不发生法律效力。怎样才能具备信息公开的完全性，涉及一系列复杂问题。其中最重要的是信息公开范围和公司保守商业秘密的界限划分。前者指如果法律制度确定的公开范围失之过宽，则制度形同虚设；如果失之过窄，又难以达到保护投资者的目的。任何法律规范必须以现实的可行性为存在前提。依据行为责任自负的公理，信息公开的主体只能是证券发行者。信息公开的范围应限定于证券发行公司内部一切与投资判断相关的资料。至于市场和政策等因素，发行者无此公开义务。后者指涉及证券发行人保守商业秘密与公众投资者要求信息公开、提高发行人透明度的冲突。化解这一矛盾的关键不在于使公司信息毫无保留地彻底公开，而是应当以法律制度界定免于披露的商业秘密或其他企业信息的界限，使信息公开范围明晰化。因此，所谓企业信息公开的完全性也是相对的。

2) 真实性。指发行者公开的信息资料应当准确、真实，不得虚伪记载、误导或欺骗。为保证公开信息的真实性，证券法律制度应从四个方面予以规范。

保证义务。信息公开为证券发行或上市的必备法律要件，发行公司应依法负有保证公开信息真实的义务。在实行证券发行注册制的国家，如果公开者虚假陈述、误导或重大遗漏，发行注册申请或上市申请归于无效。在实行核准制的国家，如果公开者未尽真实保证义务，则不得获得发行或上市核准。保证公开信息真实，既是证券发行人的义务，又是证券行为的生效条件。

审核监管制度。不同的审核体制，对信息公开文件真实性的监管采取不同的方式。在实行注册制的国家，自证券发行人提出证券发行申请开始，至效力发生时止为等待期间。此间，证券监管机构应就注册申请文件记载事实加以审查，如有虚假或欠缺重要事实的记载，则令申请人重新修正，必要时可以停止申报效力。在实行核准制的国家，证券监管机构专设审查部门，就公开资料的真实性进行实质审查。符合条件者，核准证券发行。

公开资料签证制度。公开资料，如资产负债表、损益表或其他财务、法律文件等，应经独立、公认的会计师、律师机构签证，以保证公开资料的真实性。西方国家对会计师、律师及其机构有完整的资格认证和监管制度。其中，中立、独立的法律地位是保证其签证真实、公正、有效的关键因素。

法律责任保障制度。如果公开资料虚假、欠缺，即使通过审核，也将面临随时终止效力的危险。法律制度将对虚假陈述、重大遗漏的当事人，科以民事、刑事处罚。对从事证券业务的会计师、律师将处以停止营业、撤销

从业资格等处分，甚至刑事处罚。

3) 时效性。指向公众投资者公开的信息应当具有最新性。公开资料反映的公司状态为现实公司状况，公开资料交付的时间不超过法定期限。理论上，投资者的期望收益取决于公司将来的获利能力。为了预测将来公司的营业前景，必须依据目前公司的营业状况、收益程度及其发展潜力判断。如果影响证券市场价格的重要信息因素，在发生后相当时间内才得以公开，公开信息作为投资判断依据的价值将不复存在。为保证公开信息的有用性，必须以资料公开的最新性、现实性和时效性作为衡量标准。

公开信息时效性的标准，是一个动态概念，即从证券发行前到上市后的持续经营活动期间，向公众投资者披露的资料应当始终是最新的和及时的。为此，法律制度规定的公开分为发行公开与持续公开。前者为证券发行前、交付前或交付时，向投资者提交的法定公开资料。后者指证券发行后，在经营期间内，随时依法公开的企业信息，以保证公开资料的持续性。为保证公开资料的时效性，法律制度应作以下必要约束：公开说明书的内容应当反映公司现实财务、营业及其他公司状态。如果提交的资料符合法定时间，而内容反映的是企业过去状态，则违反时效性标准。应当规定交付公开说明书的有效期限。通常，应当在投资人取得或买入证券之前或同时，将公开说明书交付投资人。如果投资人在买进或取得证券后，才得到公开说明书，此文件为回顾书。该资料只能作为判断已取得或买入证券是否可以继续持有或转让的判断依据。向投资者交付公开文件的法定时间，美国《证券法》要求于证券出售后交付证券前，或同时交付。日本《证券交易法》规定，发行者、有偿证券销售者、承购人及证券公司通过募集或销售，使他人取得或销售有偿证券，必须事先或同时提交申报书和公开说明书。我国《上海市证券市场交易管理办法》第19条规定，发行者应于证券发行7日前，在证券主管机关指定的报刊上，刊登证券发行章程或招股说明书。股票发行者应于发行前，向应募者交付招股说明书。

4) 易得性。指公开资料容易为一般公众投资者所获取。实践中，资料公开方式有三种：由证券发行者或出售者直接向投资者交付债券发行章程、招股说明书等公开资料。将有价证券发行申报书、公开说明书等公开文件备置证券主管机关、证券交易所、证券发行公司、证券公司等一定场所，供公众阅览。通过公众新闻媒介，如报纸、电视等传播。

上述这三种资料公开方式各有弱点。直接交付方式难以保证公开范围具有广泛性，即不能为广大公众容易得到；而且，如果交付证券同时交付公开说明书，投资者将失去投资判断时间。固定地点备置方式除了证券商利益与一般投资者利益冲突弊端不能克服外，条件局限性颇大，还有公开范围狭窄，公众不易取得的弊病。唯有大众新闻媒介宣传广泛，容易为一般投资者知晓。但这种方式具有公开者支付费用较高，新闻媒介不确定等缺陷。所以，要确保公开资料易得，就要求：资料传播广泛，信息易为广大公众所获得；

公开资料保持原状，以维护投资者利益。故为克服这些公开方式的缺陷，法律应当要求指定新闻媒介传播公开资料，并且结合直接交付和固定地点备置等方式公开信息。

5) 易解性。指发行公司公开的资料为投资者所容易认识、理解、掌握和运用。公司制度的形成和发展，产生了严格、规范的财务、会计制度。由此制度所产生的各类反映公司营业及财务状况的报告和资料，很难为一般投资者所理解。从公平保护投资者角度出发，公开资料不仅应当为专业投资者使用，也应为非经专业训练的一般投资者所认识。因此，法定公开资料应以鲜明的形式，简洁凝练的语言，易于为普通投资者理解的专业术语，向投资者公开信息。易解性的专业标准与公开的形式要求联系密切。法定公开文件的形式要求，应当贯彻易解性的衡量准则。

6) 适法性。指公开资料的形式符合法律规定。通常，公开资料以公开说明书为主。美国《证券法》的公开说明书指通过书面形式，或通过电台或电视，为出售证券报价或确认任何证券出售的任何说明书、通知、通告、广告、信件或以通讯手段传达的信息。企业公开不仅指向公众公开，也包括向证券主管机关公开。证券发行人在申请证券发行审核时，应向管理机构提交发行申请书及资产负债表、损益表、股东权益变动表、财务状况变动表等。法律应就文件具体编制格式和要求予以规定。

公开文件有两种方式：列举式是以法律条文明示列举公开文件应当公开的事项种类。列举式又分为限定型列举和开放型列举。前者为公开者依法将列举事项统一规定于公开文件。法律未列举事项不予公开；后者指除法律公开文件列举事项外，允许公开者将其他非列举事项列入公开文件。例示式指法律未明确列举文件事项，由证券管理机构规定公开文件式样。由于经济活动复杂多样，法律不可能逐项详尽列举公开事项，否则，极易产生立法不周详的隐患。所以，为适应经济变化需要，应当排除限定列举方式。至于例示式，存在法律约束力较弱，不易规范等弱点。有鉴于此，我国应当采用开放型列举式。首先由法律明示列举各类文件必要规定事项。其次为符合公开原则，应当允许证券管理机构视情况增列公开事项。公开者也可以在法定公开事项之外，增列对投资者有利的公开事项，并对公开文件不详尽或易于误解之处，做出必要说明。

(4) 证券发行公开制度的基本原理。隐藏在强制性公开制度背后的原理，是通过充分和公正的公开制度来保护公众投资者，使其免受欺诈和不法操纵行为的伤害。上市公司不应该对公众隐瞒，而经营和运用投资者资金的上市公司管理人员，应对投资者负责并要坚守高标准的信托责任。在这个公开制度里，政府起着很重要的监督作用。美国证券交易委员会的工作人员由于力量有限，通常是有选择性地审查一些典范或特殊上市公司的财务报告及有关资料，以求保证上市公司遵循证券法的公开披露法规充分地公正地向公众公布有关公司的资料。如果在审查中发现不法欺诈、隐瞒，或忽略公

开重要资料，证券委员会可以诉诸法律，起诉公司有关管理人员。后果可能是罚款、监禁或两者都有。然而，政府的作用是有限的。它绝对不认可或担保任何证券，亦不允许被误解对任何证券的认可或担保。而美国公开制度本身也有效地限制政府对合法企业正常运作的干预，并将之减到最少程度。现时的美国公开法规细则，是由证券交易委员会根据 1933 年《证券法》的基本精神及其所授权力逐年发展起来的。当证券交易委员会认为符合公众利益或有利于保护投资者时，它就有权修改和补充有关公开法规的细则。

美国证券制度是贯彻公开制度的典范。1933 年《证券法》规定的证券发行公开制度，以注册申报书为公开工具。注册申报书具有双重作用：1) 作为向美国证券交易委员会申报发行证券的法律文件。2) 向潜在的投资者提供投资判断的信息。注册申报书包括两部分：前一部分为公开说明书，该部分包括关于发行公开最为重要的信息，形成单独简短文件，于证券交付之前或同时提交投资者；后一部分包括向美国证券交易委员会提供的补充信息。通常，注册申报书对公司情况作一般介绍。主要包括发行目的、发行条件、公司近 3 年资产与负债总额及其变化、产品销售额及其变化趋势、盈利和分红水平、公司股份总额和结构、公司股东权益、公司产品介绍、公司债务清偿情况、公司董事、监事及经理人员名单和详细情况等。注册申报书包括发行公司的各种详细财务报表和统计资料。主要有：发行公司申报前不超过 90 天的资产负债表、反映发行公司最近 5 年纯收入的损益表、公司各种资金来源与运用情况、公司意外负债和对公司资产流动性因素的分析、申报发行股票的面值、发行价格、预计股息红利收入、支付承销的佣金、该发行股票与发行公司其他证券的关系、公司经营管理报告、会计师对有关财务报表或报告进行全面核实的说明。会计师核实有关资料必须依照美国通用会计准则要求，对其准确性和公正性做出签证。

(5) 证券发行信息披露制度的主要内容。美国现时公开制度所要求披露的上市公司资料相当广泛，而且通常是明确指定的业务细节。它们被认为是进行明智的投资分析所必需的资料。美国《证券法》中的公开法规内容丰富，包罗万象且技术性很高。这些资料分为一般公开资料和财务会计资料两大类。

1) 一般公开资料。上市公司一般需要公开的资料主要分为五大部分：公司业务和生产设施状况的说明；公司证券及其市场信息的说明；公司财务资料和财务报表；管理阶层对公司财务状况和经营业绩的讨论和分析；高级管理人员的经验、报酬及利益冲突等有关资料。公司业务的说明主要能使投资者充分明白公司所经营的业务，它还应该清楚地阐明那些与投资决策有关的营业风险。而作为业务说明的一个良好开端，首先应检讨过去经营的情况，提供一个历史性的回顾，有助于投资者估计公司的将来。

债券投资决策着重于宏观经济因素，而股票投资决策着重于微观经济因素，也就是有关公司的实际资料。所以在公司业务说明中，对于从整体上理

解公司经营状况起重要作用的所有资料，都要加以详尽阐述。有关资料通常包括如下几个方面：

公司目前的主要产品和服务，它们的主要市场和销售方法，它们对公司总收入的贡献百分比。

对于公司已经公开的新产品的有关最新发展情况。

公司生产的主要原材料的来源及其来源的稳定性和可靠性。

公司所拥有的任何专利权、商标、特许权、特许经营权等。

公司季节性营业的范围和程度。

流动资金需求和使用情况。

公司是否依赖单个或多个客户，而失去这些客户，对公司营业有无显著不良效果。

公司最近订单数量与去年同期订单数量的比较。

公司在市场上的竞争地位和策略。

公司过去 3 年内每年的研究费用。

(11) 政府环境保护法对公司的影响。

(12) 公司雇员人数。

(13) 公司过去 3 年每年的出口销售额。

这类信息对投资者评估公司的业务、市场营销、对个别客户的依赖程度、原材料供应的可靠性或软弱性、竞争能力及其发展潜力等有关方面的状况是至关重要的。如果公司经营多种性质很不相同的业务，每个业务都要加以详细的描述和说明，更要披露每种业务过去 3 年的收入、营业利润及资产使用情况。由于每种业务都有不同的增长前景，获利能力和风险程度，为了帮助投资者能够做到从整体上准确地评估公司经营状况，公司有必要披露每种业务的具体资料。为了让投资者了解公司厂房设备的适用性、充足性，生产能力及其利用程度，公司有责任清楚地解释公司生产设施的布置和特性。如果公司牵涉到任何法律纠纷或诉讼，公司有义务将事件公开，可能的话，还要预计案件对公司的影响。公司证券的现有交易市场、价格、股息和红利等有关资料理应公布。公司证券拥有者所特有的权利，像股息权、转换权、投票权以及其他权益，也应一一加以详尽解释。

2) 财务会计资料。上市公司有义务向投资大众提供充足的财务会计信息，以便帮助其做出投资决策，而这些决策是直接影响社会资本和资源的配置。会计被定义为将经济信息加以计量和传递，从而使这些信息的使用者据以做出知情判断和决策的一个过程。而财务会计是编制为外部使用者所需的财务报告的过程。在这一过程中，一个企业的经济活动被用一个标准货币单位加以计量、整理和报告。财务报告对整个国民经济发展关系重大。它提供的信息能够运用于资本市场，帮助投资者和债权人做出影响全社会资本资源配置的决策。如果这些决策是根据有用和准确的财务会计信息而制定的，整个国民经济将会变得更有效益，进而造福于社会和人民。

有些财务会计信息对投资者来说是十分重要的，关系到准确判断公司的过去和估计公司的将来走向，进而做出合理的投资决定。这些数据通常包括公司过去5年每年的销售净额、营业收入或亏损、总资产、长期负债、净资产，以及其他任何有助于加强对公司财务状况和经营业绩的了解，以及突出其发展趋势的信息。公司的财务会计报告也属所需公开的财务资料。它们提供极其详尽的会计信息。从分析这些会计信息中，投资者能测量公司的资产变现能力、偿还债务能力和盈利能力。财务会计报告通常包括：

过去两个财政年度已经独立会计师审计的年度资产负债表。

过去3年已经审计的年度收益表。

过去3年已经审计的年度现金流转表。

财务会计报表的附注。

公司财务会计报告必须是遵循美国公认会计准则和财务报表规则而编制的。美国公认会计准则和财务会计报表规则相当复杂。

3) 有关管理人员资料。一家公司的好坏，很大程度上取决于管理阶层。公开管理人员及对公司极有影响力的大股东的有关资料，有助于投资大众评估管理阶层的管理能力，以及他们的诚实和廉正程度。应公开的有关资料包括：

所有董事会成员及公司高级管理人员的姓名、年龄和工作经历。

所有董事和高级管理人员直接或间接的薪酬。

如果董事或高级管理人员牵涉法律诉讼或纠纷的有关详细情形。

董事、高级管理人员和大股东的控股情况。

任何其他有关资料。

4) 公司财务状况和业绩的讨论与分析。财务会计报表的技术性相当高，一般投资大众难以明白。而财务会计报表对公司状况和业绩的数字上的描述，就算加上报表附注所提供的简单资料，对一个投资者判断公司经营状况和将来发展趋势而言，可能仍是不够的。为了弥补此不足，美国《证券公开法》要求上市公司在其募股说明书和年度报告中，提供公司管理部门对公司状况和业绩的讨论与分析。公司管理人员因在法律上有责任，再加上证券交易委员会的工作人员对这一点特别关注和十分小心审查这一类的披露，所以公司管理人员一般都在这一讨论和分析里如实报道公司情况。这些讨论与分析作用相当大，十分受投资者的欢迎。他们可以使投资者从管理人员角度考察公司，加强对管理人员的决策和计划的了解。美国证券交易委员会最近曾多次做调查研究，力求提高这些讨论与分析的素质，加强它的有用性。理解到它对投资者的重要性，多家世界性的会计公司也曾提出管理人员的讨论与分析，应当作为公司核定财务会计报表的一部分。

这一文字上的讨论与分析，主要着重于解释为什么在财务会计报表上所描述的公司财务状况和营业结果会是这样的。为了使投资者容易明白公司的运行和评估公司的价值，这些讨论与分析必须指出哪些是关键的易变因素、

质量因素和数量因素。哪些会对公司将来的经营和将来的财务状况造成实质性影响的趋势、承诺、偶然事件或不稳定因素，都应予以清楚地披露，特别是那些已知的重要事件或不稳定因素，会使现已公布的公司财务信息不再代表或显示公司将来业绩或财务状况，公司都必须给以详细的描述。投资者对公司将来业绩和将来走向最感兴趣，因为他自己要对此做出判断，进而决定现时的投资策略。

分析的重点应放在比较过去公司 3 年收入和支出的每项组成部分的变动，判断任何异常事件或交易，以及任何会对公司的收入和支出带来实质性影响的趋势和事件等方面。如果公司经营多种业务，对每种业务都应加以详细分析。这样有助于投资者充分了解公司的销售组合和生产成本组合，特别是每种业务的销售和成本组合，与其他相同公司加以比较，使他能做出适当的知情投资决策。讨论公司财务状况的重点应放在公司的短期和长期资金周转、资金支出的承诺和资金来源方面。从现时的财务情况和财务承诺可以估计到公司的将来资金周转、需求及其发展方向。

5) 股票发行的有关资料。除了上述资料需要公开之外，公开发行证券的公司，还要向投资者阐明投资于其股票的有关风险和投机因素。为了对投资大众负责，公司有责任对出售证券所筹资金的目的和使用方向加以说明。如果新股票是以溢价发行，对新股东产权所引起的摊薄和削弱作用给以足够的解释。公司还应公布证券发行的包销和销售计划，包括主要包销商的名字、包销形式、包销报酬，以及公司与包销商之间生意上或股权上的一切关系。除了这些明确要求的资料之外，为了使这些募股说明书和年度报告等文件清楚明了和不致于令人误解，证券交易委员会还可能为谨慎起见，要求更进一步的资料披露。

美国一切信息披露制度设计均以公司完全、充分公开为核心。由于我国证券发行市场与美国证券发行市场差距较大，我国证券发行信息披露制度，一方面必须保证信息披露原则的贯彻；另一方面，必须与核准制的实质条件相吻合。披露只是手段，发行人符合发行条件才是实质。我国证券的信息披露，既要披露公司过去与现实的信息，又要披露公司未来股份收益预测的信息；既要客观披露公司发展与盈利的肯定因素，又应表明投资风险等否定因素，以使投资者得以综合判断。我国信息披露制度以法律强制实行，赋予证券管理机构必要的权利，以解释和补充法定公开要求是完全必要的。这些管理机构的任务，就是要通过信息披露的法律形式，核查公司的真实情况，以及投资者对上述披露信息的利用程度。通过法律强制实行证券发行披露原则，确保披露信息的全面性、真实性、时效性、易得性、易解性和适法性。

二、对证券交易市场的监管

1. 证券上市制度

证券上市指发行人发行的有价证券，依法定条件和程序，在证券交易所

公开挂牌交易的法律行为。某种有价证券一旦获准在证券交易所上市或挂牌买卖，就是上市证券或挂牌证券，该种有价证券的发行公司就是上市公司。

证券上市，是连接证券发行市场和证券交易所的“桥梁”，它使投资者在证券交易所转让证券成为可能。证券发行是证券上市的前提，证券上市是继证券发行后证券行为的延伸。在证券发行市场上，证券种类繁多，既有政府证券和公司证券，又有股票和债券等；在证券流通市场上，既有进行证券集中交易的证券交易所，又有包括店头交易市场在内的各种场外交易市场。场外交易市场是一个开放型证券交易所，各种证券投资者都可以直接或间接地在这一市场中买卖各种有价证券，各种有价证券都可以成为场外交易的对象。但是，证券交易所却是一个封闭型的交易场所，有权进入证券交易所交易大厅的人受到资格限制；能够成为证券交易所交易对象的证券，同样受到种种限制。证券上市就在于确定哪些有价证券可以进入证券交易所并公开挂牌买卖。

证券上市依照上市程序不同，可以划分为以下两种：（1）授权上市。是指由证券发行公司申请并由证券交易所依照规定程序批准的证券上市，上市发行者主要是股份有限公司，上市证券则是由股份有限公司发行的各种股票和债券。授权上市的条件和程序非常严格，证券交易所在接受证券上市申请时，要进行严格的资格审查，并有权拒绝不符合本证券交易所上市条件的上市申请，也有权在公司股票和债券上市后终止其继续在本交易所上市。

（2）认可上市，也称认可买卖。是指直接经证券交易所认可后就可以进入本证券交易所上市。认可上市的证券仅限于各种政府证券，最常见的就是政府发行的各种债券，如国库券。这种证券可以豁免申请而直接成为证券交易所的交易对象，证券交易所也无权拒绝或终止这种证券的上市。由于政府证券可以豁免申请而成为证券交易所交易对象，没有严格的审查条件和程序，证券上市并无特殊意义。本章所述的证券上市主要指证券的授权上市。

（1）证券上市条件。考察各国证券交易所上市条件可以发现，上市条件的纵向历史演变，受一国企业经营与管理思想及其认识水平的限制。各国证券交易所上市条件的横向差异，与该交易所所处国度的经济发展水平、历史进程及社会经济环境相关。所以，各个证券交易所确定的在本证券交易所中的证券上市条件不完全相同。甚至一个国家的若干证券交易所也会在证券上市条件上存在某种差异。一般来说，证券上市条件中的主要项目有：

1) 上市公司的资本额规定。公司资本有注册资本、实缴资本、实有资本等多种不同涵义。在证券上市条件中，公司资本一般是指公司的实有资本或有形净资本。将公司资本限制在实有资本范围内，可以保证将来上市的实际需要。各国证券法和证券交易所都规定有公司资本额的最低数额，不足最低资本数额的公司将不被接受上市。但有的证券交易所又规定，若公司有形净资本不足最低资本数额时，可用上市证券的总值补足。

2) 上市公司的盈利能力。盈利能力通常是指公司申请证券上市前若干

年来的公司税前盈利。公司盈利能力的高低往往标志着公司证券上市后的交易活跃程度，也意味着证券投资者投资收益的高低。证券交易所往往要求申请上市的公司盈利额应当持续上升。如纽约证券交易所的证券上市条件规定，申请证券上市的公司在最近一个财政年度的税前利润最低不得少于 250 万美元；最近两个财政年度内的税前利润不得少于每年 200 万美元。

3) 上市公司的资本结构。资本结构主要指公司自有资本和借入资本的构成比例状况。自有资本比例高，则借入资本少，负债比率低。负债比率大小直接影响证券投资者收益率的高低。在经济增长时期，公司利润增加，利率水平降低，负债经营多能为投资者增加收益；在经济衰退时期，公司盈利减少，利率水平上升，负债经营就会大幅度减少投资者收益。

4) 上市公司的偿债能力。偿债能力是反映公司经济实力和前途的综合指标。公司偿债能力高低，直接关系到证券交易的活跃程度和股东权益。偿债能力越强，公司债权人的利益越有保障，证券投资者的收益前景就会越好，公司证券的交易状况也会越稳定；反之，证券交易就会受阻，投资者收益水平就会受到影响。

5) 上市公司的股权分散状况。股权分散状况表现为持有公司证券的人数和社会公众持有公司证券的总额。公司股权分散必须达到一定比例或数值，这对于保证证券特别是股票有足够的流通性，避免证券主要持有人直接影响或操纵股票交易价格，有着十分重要的作用。纽约证券交易所规定，公司最少应由公众持有 100 万股股票，且最少有 2000 名股东每人持有 100 股以上。

6) 申请上市的证券市场价值。证券市场价值是与上市公司有关的多种因素的综合作用指标，它甚至比公司资本额的条件要求更为重要。从一定意义上讲，公司证券的市场价值是公司资本等因素的动态反映。如果申请上市的公司恰好在市场急剧下跌时提出证券上市请求，则可能使原本符合条件的公司无法上市。

7) 上市公司的开业时间。开业时间是指公司获准成立的时间。刚成立的公司往往会将主要精力放到如何开展业务方面，其证券市值、盈利能力、偿债能力都无法充分地反映出来。为了保证证券投资者的利益，促进公司的健康发展，各国证券交易所都有关于公司开业时间的规定。如日本东京证券交易所规定，申请上市公司的开业时间应在 5 年以上。

有关证券上市条件的上述项目，都是通过一定的具体数值加以确定的，是证券获准上市的强制性指标。但是，证券交易所在接受证券上市申请以前，往往还要结合公司的行业特点及可能的竞争能力、公司保持符合上市标准的能力和可能等情况，对上市申请详加审查并最终决定是否同意该公司上市。这些被称为“软指标”的条件往往决定了一些上市申请的接受与拒绝。

(2) 上市契约和上市公司的义务。在美国、日本和香港等证券交易所，证券准许上市时，上市公司应当与证券交易所订立上市契约，以此作为确定

上市公司与证券交易所权利、义务的依据。依此契约，上市公司承诺接受证券交易所的管理，承担上市契约准则或交易所自律规章的义务，上市公司证券有权在证券交易所集中交易市场挂牌买卖，并成为交易所规制对象。上市契约准则对订约人具有自始约束力，订约者不得违反。上市契约准则也区别于法律规范，因为其并非国家立法。它也不同于一般法人的自律规章，因为其中包含了若干法定上市条件，而且，自律规章只以内部营业为限，不包括对外缔约者的规范。

证券发行获准上市后，应依证券法律规范、上市契约准则及证券交易所业务规则，承担如下义务：

1) 上市公司须于法定期限内向社会公布上市公告书，定期公布会计师事务所注册会计师签证的财务报表。上市报告书除招股说明书要求的内容外，应记载下列事项：公司上市的日期和获准上市的批准文号；股份发行情况和股权结构；创立大会或股东大会有关上市决议的重要事项；董事、监事和高级管理人员简况及持股情况；招股后的业务和财务状况，以及最近一年的预测报告；其他重要事项。

2) 上市公司应履行持续公开义务。包括提供年度报告书、中期报告书、季度报告书和临时报告书等。当上市公司发生法定报告情形时，应遵循证券交易所的适时公开政策，提供有关公开报告。

3) 上市公司依证券交易所规定费率，交纳上市费用。上市费用分为上市初费和上市月费。

4) 承担法律和证券交易所规则规定的其他义务。

(3) 证券上市程序。证券上市程序由各国《证券法》或者《证券交易所法》做出基本规定，同时由各证券交易所视具体情况加以补充规定。但是，证券交易所的补充规定不得与法律强制规定相抵触，有的补充规定还必须获得政府主管部门的批准。证券交易所应按照证券上市程序办理证券上市。

1) 提出证券上市申请。证券发行公司申请证券上市的，应当以书面申请方式呈报证券交易所。呈报文件除书面申请书外，还应同时提供法律规定的其他书面文件，作为证券上市申请书的附件。申请书及其附件应当由证券发行公司盖单。申请书的附件内容和种类主要有：

主管机关准许公司公开发行证券的批准文件或其影印件。发行新股的，要提供发行新股的批准文件；发行债券的，还要提供相应的全部批准文件。

注册会计师签证的公司近年度的财务报告。

公司董事会关于证券上市决议的抄件。

股权分散表和公司债权分散表。

证券样张以及授权使用的董事印鉴。

证券交易所认为必要的其他文件，如证券发行公司当证券承销商达成的证券包销或代销合同副本、证券上市合同的草稿等。

2) 证券上市申请的审查。证券交易所在接到证券发行公司的证券上市申请书及其附件后，应当依据证券上市审查准则的规定，确认文件的完整性，有关内容的真实性以及是否合格。上市审查准则是证券交易所成立时制定的，由主管机关批准的规范性文件，主要包括证券上市条件和种类等内容。凡经证券交易审查合格的上市申请，即可获得批准。

3) 证券上市合同的订立和核准。在证券上市申请审查合格后，证券交易所应当与获准上市的证券发行公司订立证券上市合同（契约）。证券上市合同应当包括以下主要内容：

证券发行公司将在规定时间内将经注册会计师签证的营业报告书、资产负债表和损益表等文件提交证券交易所。

证券发行公司将按规定委托股票鉴证机构和设立证券过户机构，并将严格办理证券过户登记。

证券发行公司应将公司分红派息，认股权分派以及其他影响股东权益的决定，立即通知证券交易所。

证券发行公司应当在因分派股息红利而停止办理过户期间的规定日期，立即通知证券交易所。

证券发行公司保证尽快或按时向证券交易所报告有关资本变化、业务变化、高级职员变换、财务往来特殊情况、重大灾害和涉诉的情况。

证券发行公司主要持股人、董事、监事的持股及变化情况，应及时报告证券交易所。

证券交易所和证券发行公司订立的上市合同，不得与上市合同准则相抵触，并应当报政府主管部门批准后，方可生效。

4) 证券上市费用的缴纳。在证券上市申请获准并订立上市合同以后，证券发行公司应向证券交易所缴纳上市合同规定的上市费用。证券发行上市费用的费率应获得政府主管机关的核准，其缴纳时间也按照上市合同的约定加以确定。证券发行公司缴纳上市初费后，其证券即可在证券交易所挂牌买卖。

（4）证券上市的暂停和终止。

1) 证券上市的暂停。是指已上市证券在遇有特殊情况下，被暂时取消上市资格。上市暂停有三种形式：法定暂停上市。指发生证券法或证券交易所规定的暂停上市原因时，证券交易所暂时停止该证券在交易所集中交易市场交易的情形。申请暂停上市。指由上市公司向证券交易所请求暂停上市交易的行为。自动暂停上市。指遇有法定情形时，上市证券免除申请或其他法定程序，自动暂停上市交易。自动暂停上市一般只适用于上市公司增发证券或发放股息红利期间。

暂停上市的原因主要有以下几方面：

公司发生重大改组或经营有重大变更而不符合证券交易所上市条件。

公司不履行法定的公开义务，或者公司财务报告和呈报证券交易所的文件有不实记载。

公司董事、监事、经理人所持股份与实发股份额在一定比例以上，股东的行为损害公众的利益。

最近一年内月平均交易不足一定数额或最近一个时期内无成交。

公司在最近若干年内连续亏损。

公司面临破产。

公司不按期缴纳上市费用。

公司因信用问题而被停止与银行的业务往来。

其他必须暂停的原因。

被暂停上市的证券在暂停原因消除以后，可以恢复上市。证券恢复上市时，首先要由证券交易所出具“恢复上市通知书”，并报政府主管机关备案。

2) 证券上市的终止。也称“停牌”，是指上市公司被取消上市资格。证券发行公司终止上市后可以在终止上市原因消除后重新申请上市。上市终止也有如下三种：法定终止上市。如果法定暂停上市情形造成严重后果，在暂停上市期间未能消除被暂停的原因，公司解散或破产清算，或有其他必须终止上市的原因，证券交易所或主管机关可依法决定证券终止上市。自动终止上市。债券于本息兑付日前一定期间自动终止上市。申请终止上市。由于申请终止上市涉及到公司上市与否的自由权及上市契约的效力，此问题值得研究。

证券上市终止的原因主要有以下几方面：

证券上市的暂停原因持续时间较长，并已造成严重后果或暂停期间内未消除被暂停的原因。

企业解散或破产清算。

企业债券的本息兑付。

其他必须终止上市的原因。

证券上市终止是证券交易所对上市公司采取的最严厉措施，应报请政府主管部门核准。证券上市终止的决定一旦做出，原上市公司在经过法定时间的善后交易后，应当完全停止证券挂牌买卖。

由于证券上市的暂停和终止直接影响到证券发行公司和证券投资者的利益，证券交易所往往对此十分慎重，并应呈报政府主管机关批准；同时，上市证券经上市公司申请或由证券交易所主动采取暂停或终止措施的，其暂停上市、恢复上市和终止上市均应以公告形式予以公布。

(5) 我国股票上市制度及其监管。

1) 上市条件。股份有限公司申请其股票上市，应符合以下条件：

其股票已公开发行。

发行后的股本总额不少于人民币 5000 万元。

持有面值人民币 1000 元以上的个人股东不少于 1000 人，个人持有股

票面值不少于人民币 1000 万元。

公司有最近 3 年连续盈利的记录，原有企业改组设立的，原企业有最近 3 年连续盈利记录，但是新设立的股份有限公司除外。

国务院证券委规定的其他条件。

2) 上市的程序。

申请。符合条件的股份有限公司，向证券交易所的上市委员会提出申请。申请时除递交申请书外，还应报送公司登记注册文件、股票公开发行的批准文件、审计报告、证券交易所会员的推荐书、最近一次的招股说明书以及证券交易所要求的其他文件。

审核。根据《股票发行与交易管理暂行条例》及其他有关法规的规定，上市委员会应当自收到申请之日起 20 个工作日内作出审批，确定具体上市时间。审批文件报证监会备案，并抄报证券委。

上市。在获得证券交易所批准后，股份公司的股票可以在证券交易所上市交易；同时，上市公司应当向社会公众公布其上市公告。上市公告的主要内容包括：股票获准在证券交易所交易的日期和批准文号；股票发行情况；股权结构和最大 10 名股东的名单及持股数额；公司创立大会或者股东大会同意公司股票在证券交易所交易的决议；董事、监事和高级管理人员简历及其持有本公司证券的情况；公司近 3 年或者成立以来的经营业绩和财务状况，以及下一年的盈利预测文件；另外还包括证券交易所要求载明的其他事项。

2. 上市公司信息持续性披露制度

信息持续性披露制度是公开原则在证券市场中的集中表现。国外证券法律制度将持续披露公司信息的规定，称为持续公开原则。信息持续性披露文件包括证券发行公司的年度报告书、中期报告书、季度报告书等定期报告文件，以及临时报告书和为执行证券交易所及时、公开政策而公开的各类报告文件。

(1) 年度报告书制度。

1) 依照各国证券法规，证券发行公司负有向证券管理机构提交年度报告的义务。由于发行公司情况复杂，上市与否、规模大小、股东人数多寡不一，各国证券制度规定的提交报告义务的方式也有所不同，从世界范围看，主要有两种规定方式：以美国《证券交易法》为代表，以发行公司资产值、持股人数等公司外形标准确定公司报告义务。以日本《证券交易法》为代表，以发行公司募集、出售行为及证券上市作为报告义务确定标准。

1934 年美国修正后的《证券交易法》规定：在证券交易所上市的证券发行公司，以及在事业年度终了时其资产总额为 100 万元以上，股东名簿上记载股东人数为 500 人以上的公司，不问其有价证券是否基于 1933 年《证券法》注册，即应当在事业年度终了 90 日内，将年度报告书提交美国证监会。同时，将依据 1933 年《证券法》进行有价证券发行注册的发行公司的公开

义务，改为依 1933 年《证券法》注册的公开募集公司，在提交注册申报书的年度，及股东名簿上的股东人数为 300 名以上的年度，始终承担持续公开义务。这一修正案标志着美国证券制度以企业外形标准（包括公司资产和股东人数）作为发行公司承担持续公开义务依据的确立。只要发行公司具备法定公开要件，发行公司就必须依法承担持续公开义务。美国的这种依照发行公司外形标准规定提交年度报告书义务的规定方式，有以下几方面的缺陷：

发行公司承担提交年度报告书义务的外形标准的确定较为困难。因为发行公司股票交易频率与公司规模及股东人数无直接必然关系。以美国《证券法》为例，即使发行公司总资产在 100 万美元以下，股东人数少于 500 人时，其股票交易均可经常进行。因此，依外形标准确定公开义务，不能实现以公开方式保护投资者的目的。

不利于对发行公司持续监管。发行公司因为提交年度报告，会使股东人数增减至法定人数以上或以下，可导致发行公司在不同时期提交报告书义务的不同，从而造成对发行公司监管的困难。

证券发行公开制度应与发行公司年度报告书制度相互衔接，从而形成完整的信息公开制度。如果有价证券于募集或出售后，其发行公司不具备法定提交年度报告义务，则使发行与发行后持续公开制度间断，投资者无从了解证券发行后的公司信息，投资判断无据可依，不利于投资者利益的保护，对发行公司监管功能也相应削弱。

1971 年修正的日本《证券交易法》规定，只要是申报募集或出售有价证券的发行公司，每一事业年度均有向大藏大臣提交报告的义务。只要发行公司申报注册的有价证券有募集与出售行为，就应承担持续公开义务。至于公司规模、证券持有人数多寡、证券分散程度等，均不构成持续公开的依据。日本这一法规将发行公司持续公开义务与证券上市、注册、募集与出售行为联系起来，将发行公开与发行后的持续公开衔接，以保护投资者利益为立法价值取向，克服了美国立法的不足，是确定年度报告义务标准的较好立法模式。

2) 年度报告书的内容。对股东而言，年度报告书比招股说明书和代理人报告更重要，它被视作股东与经营者交流的最有效的工具。虽然不同国家年度报告书的内容也不尽相同，但报告编制要求却具有共同性。通常，报告内容及编制要求包括：

公司一般概况、公司财务状况、经营业绩等应当真实、详细记载。

公司财务报告记载的会计事实必须明确，以防止影响利害关系者投资判断。

财务报告的会计原则与方法应当统一。如果有变动或调整，应于报告中说明其影响。

美国年度报告书的内容如下：

a. 公布最近两个营业年度的资产负债表和最近三个营业年度的损益

表，并表明每一营业年度财务变化状况。

b. 陈述会计师对会计账目和财务公开资料的不同观点。如果发行人由于原会计师持不同观点而变更会计事务所，年度报告必须说明不同观点的存在及其性质，以及原会计师所用会计方法对财务报告的影响。

c. 公布公司管理人员对公司财务状况和经营结果的讨论与分析。内容包括资本来源与流动性、通货膨胀影响、收支比率、公司经营目标等。

d. 选择部分财务数据公开。如过去 5 年内的纯销售额与营业收入额、每股收益及其总收益、长期债务、每股现金分红及其他项目。

e. 公司股东、管理人员及其雇员的主要业绩。

(2) 中期报告书制度。中期报告书是公开制度的又一表现形式。它使证券发行公司某一营业年度前 6 个月的营业与财务状况公开，并向投资者提供预测该营业年度业绩的中期资料，以确保证券发行公司信息公开的最新性。

中期报告书的内容通常与年度报告书内容相似。美国立法要求记载公司总销售量、营业收益、租税扣除前后的纯利益、特殊事项等。日本立法要求记载资本额变动、大股东状况、股价及股票交易量的走势变化、董事和监事人员变动、员工情况、与前半期及前年同期生产经营业绩的比较、设备变动、设备添置计划的执行及其财务状况等。

(3) 季度报告书制度。为保证公司信息公开的及时性，自本世纪 70 年代以来，一些国家或地区的证券制度要求发行公司公开 3 个月的营业情况，这就是季度报告书制度。季度报告书的内容主要包括未经会计稽核的财务报告、证券承销新进展、股东投票权等事项。其中，财务报告内容主要包括销售量或收入额、纯利润、纳税、非定期收支、偶发事件（包括涉诉情况）、会计变化、财务状况的重大变动（如资本结构变化等）。美国证券交易法规定发行公司于年度第一、二、三营业季度结束后 45 天内，向证监会提交季度报告书。

(4) 临时报告书制度。定期报告书制度的缺陷是信息公开滞后，不能及时满足公司信息公开的最新性与迅速性需要。尤其在公司发生对证券投资判断有影响的特别事项时，定期报告书难以适应证券市场变动，不利于投资判断。为此，美国、日本实行临时报告书制度，以利于临时发生重大事件的信息迅速传递给投资人。

1) 提交临时报告书的特定事项。美国《证券交易法》规定，在发生对证券投资判断有特殊影响的事项时，应将临时报告书提交美国证券交易委员会。这些事项包括：发行公司的支配权发生变动；在正常营业外的发行公司或控股公司重要资产的得或失；重要诉讼手段的开始与终结；以注册证券作为担保的资产的重要撤销或变换行为；有关发行公司或重要从属公司以前发行证券的重要不履行行为；发行公司已发行的证券有 5% 以上的增加或减少；发行公司或从属公司的证券有 5% 以上的股票买卖选择权的授予或延

长；发行公司或其重要从属公司资产的重新评估或注册的资本证券的重要评估变更；应由证券持有人投票的事项。日本《证券交易法》规定，发行以下情形时，发行公司应立即向大藏大臣提交临时报告：该公司发行的有价证券，其募集或出卖是在本国以外的地域开始时；发行价额在1亿日元以上的有价证券，不依募集发行，而有董事会、股东会的决议时；母公司或特定子公司有异常变动时；主要股东有异常变动时；重要灾害发生的场合，而在该灾害停止时。

2) 临时报告书提交的时间。美国临时报告书提交的时间，规定在发生应提出报告事实的第2个月的10日前。日本要求在事实发行时应立即提交临时报告书。所谓立即，并不要求于某一特定时间内必须提交，而应尽可能迅速提交。

美国于1969年修正《证券交易所规则》时，将季度报告书与临时报告书合二为一。要求凡依《证券交易法》注册证券的公司，以及依《证券法》提出注册申报书而发生效力的公司，在每季度终了时，应将原应于临时报告书记载的事项及财务情况摘要记载于季度报告书，并提交证监会。因而从事实上否定了临时报告书制度。

(5) 证券交易所公开政策的披露。由于定期报告信息的滞后性与临时报告提交的特定事件的限定性无助于投资者判断，所以以证券交易所的信息公开政策作为证券法公开制度的补充手段，一方面可以提高证券交易市场的透明度；另一方面，也可达到防止内幕交易的功效。纽约证券交易所在其“公司便览”、美国证券交易所在其“公司指南”上都有适时公开政策的要求，即发生对有价值证券的投资判断有重要影响的事件时，不问信息对公司营业成绩或财务状况有利与否，发行公司都应迅速向证券交易所公布真实情况。

(6) 我国的信息披露制度建设。近几年，我国的信息披露制度建设正在逐步走向规范化。从1993年起，中国证监会先后发布了《公开发行股票公司信息披露实施细则（试行）》（1993年6月12日）；《公开发行股票公司信息披露的内容与格式准则》第2号《年度报告的内容与格式（试行）》（1994年1月10日）；第3号《中期报告的内容与格式（试行）》（1994年6月30日）；第4号《配股说明书的内容与格式（试行）》（1994年10月27日）；第5号《公司股份变动报告的内容与格式（试行）》（1994年10月27日）；第6号第一部分《法律意见书与律师工作报告的内容与格式（试行）》，以及第二部分《上市公司配股法律意见书的内容与格式（试行）》（1994年10月28日）等规范性文件。

(7) 信息披露文件虚假或重大遗漏的归责。信息披露文件是向证券监管机构或公众投资者提交或交付的法律文件。信息披露文件的真实、准确和完整是公开原则的具体要求，也是证券投资安全的基本保证。证券发行人或与信息披露文件制作、签证相关者，应当对信息公开文件的真实性、准确性、完整性承担相应的法律责任。

1) 责任主体。各国证券法律制度关于信息披露文件责任主体，主要包括以下四类：

发行人及公司发起人。

发行公司重要职员，包括董事、监事、经理及在文件中签章的其他职员。

会计师、律师、工程师、评估师或其他专业技术人员。

承销商。

上述主体应依其地位及在证券文件中标明所应承担责任的全部或部分，承担相应及连带法律责任。

2) 信息披露文件虚假或重大遗漏的归责。承担发行证券真实保证义务，以发行公司或发起人（公司成立前）责任为最重。各国法律一般规定承担无过失责任。只要信息披露文件有虚假或重大遗漏事项，除发行人或发起人证明原告取得证券时知悉外，应就整个文件内容承担绝对责任。

关于发行人或发起人以外的公司董事、监事、经理人及其他在文件中签章的职员责任，各国或地区法律差异较大。美国 1933 年《证券法》第 11 条，对发行人以外的其他人的免责事由做出明确规定。即对文件中应负责任的部分，如果在生效前，本人已脱离职务、资格或与文件记载无关系，且书面通知证管会或发行人者，可以行使抗辩权。此外，将文件或文件有关部分依据是否经专家编制或签证区分。未经专家编制或签证部分，只有经过充分合理调查，相信文件无重大虚假记载时，方得免责。已经专家编制或签证部分，无须合理调查，即可免责。而日本法对于发行公司高级职员免责不区分文件是否经专家编制或签证，一律要求给予“相当注意而仍未知情”，方能免责。

关于会计师、律师、评估师、工程师或其他与证券文件制作、签证相关的技术人员对文件虚假或重大遗漏的归责或免责，美国仍引用 1933 年《证券法》第 11 条的规定。

3) 我国对信息披露虚假的处罚。我国《禁止证券欺诈行为暂行办法》禁止任何单位或者个人对证券发行、交易及其相关活动的事实、性质、前景、法律等事项做出不实、严重误导或者含有重大遗漏的、任何形式的虚假陈述或者诱导、致使投资者在不了解事实真相的情况下做出证券投资决定。

虚假陈述行为。包括以下方面：

a. 证券发行人、证券经营机构在招募说明书、上市公告书、公司报告及其他文件中作出虚假陈述；

b. 律师事务所、会计师事务所、资产评估机构等专业性证券服务机构在其出具的法律意见书、审计报告、资产评估报告及参与制作的其他文件中做出虚假陈述；

c. 证券交易场所、证券业协会或者其他证券业自律性组织做出对证券市场产生影响的虚假陈述；

d. 证券发行人、证券经营机构、专业性证券服务机构、证券业自律性组

织，在向证券监管部门提交的各种文件、报告和说明中做出虚假陈述；

e.在证券发行、交易及其相关活动中的其他虚假陈述。

对虚假陈述行为的处罚。包括三个方面：

a.对证券经营机构、专业性证券服务机构，根据不同情况，单处或者并处警告、没收违法所得、罚款、暂停其证券经营业务、其从事证券业务或者撤销其证券经营业务许可、其从事证券业务许可。证券交易场所、证券业协会和其他证券业自律组织有虚假陈述行为的，按照有关规定处罚。

b.对证券发行人，根据不同情况，单处或者并处警告、责令退还非法所筹资金、没收违法所得、罚款、暂停或者取消其发行、上市资格。

c.对与虚假陈述有关的直接责任人员，根据不同情况，单处或者并处警告、没收违法所得、3万元以上30万元以下的罚款、撤销其从事证券经营业务的许可或者资格。

三、对证券经营机构的监管

1. 证券经营机构设立的监管

(1) 注册制。证券经营机构注册制以美国为代表。根据美国1934年《证券交易法》的有关规定，证券商必须注册。申请注册时，应说明财务状况，注册者应有经营能力，应符合法定培训、经验、能力等其他条件，要求证券商最低资本金及成员的资历限制合乎规定的，才可自由从事证券业务。

美国《统一证券法》第204条(b)第(6)款规定，各种类型的申请者只有依法通过管理机构书面或口头考试方可注册。除考试外，凡有下列情形者，管理机构拒绝注册，或者宣布注册无效、暂缓、注销或者撤销。

于文件有效提交日或因命令拒绝生效后的任何文件提交日，其提交申请注册文件在资料或陈述方面有欠缺者；

任何故意违反或不遵循本法、判例法、或其他任何法规及依本法或判例法发布命令者；

在过去10年内，被宣告在证券或证券经营方面有不法行为，或犯有任何重罪者；

被法院宣告永久或暂时性不适合从事、或继续从事与证券交易相关行为者；

申请证券商和代理人，被管理机构发布拒绝、暂缓或确认无效命令者；

在过去5年内被其他州的证券管理机构或证券交易委员会发布拒绝或宣布无效命令者，或者依据1934年《证券交易法》被证券交易委员会暂停或开除全国证券商协会资格，或被美国行政机构宣告犯有欺诈行为命令者；

从事非诚信或非道德的证券交易行为者；

被确认资不抵债，或者其负债已经超过其资产，或者到期未履行债务者，但是，管理机构未发现证券商或投资顾问资不抵债，且未依据本款规定发布禁止令者除外；

不具备从事证券业务的培训、经验知识水准者，法律另有规定者除外，如果管理机构认为禁止令是以公共利益为目的，或者本法所述事项由于申请或注册者所致，可以发布拒绝、暂缓、宣告注册无效命令；

证券商对其代理人、投资顾问对其雇员未作适当管理者；

(11)未交付注册费用者，但是管理机构依据本法规定唯一发布拒绝命令，并且欠款费用补交后，证券管理机构放弃这样的命令的情形除外。

上述规定适用申请注册者或已注册者，包括证券商、投资顾问、办公人员、董事、取得相似职位或发挥相似作用的任何人，或者直接或间接控制证券商或投资顾问者。

(2) 特许制。特许制以日本为代表，实行特许制的国家主要有日本以及东亚、东南亚和欧陆国家。日本《证券交易法》规定，证券公司未经大藏大臣特许，不得经营证券业务，并从证券业务角度划分，将特许分为自营、经纪、承销以及募集和销售代理四种，每种特许应分别获得，或允许取得一项以上的业务特许。

1) 日本大藏大臣在授与证券公司经营许可时考虑的主要因素有：

关于公司财产状况及收支前景。要求申请者必须拥有足以顺利实现其经营业务的财产基础和良好的业务收支前景，以保证证券市场的安全性。如果申请者依据其许可种类、业务状况及营业所所在地情况，达不到法定保护社会公益和大众投资者需要的最低资本金时，大藏大臣有权拒绝许可。为评价公司财产状况，大藏大臣应当审查公司资产负债比率、负债与资产净值比率，以及审查资金及有价证券借入、受托或贷出情况，或者有价证券及其他资产存有状况。为审查公司收支前景，应从公司可靠预期收入中扣除必要支出，看是否可以得到合理利润。证券公司应有足够能力应付呆滞期过长的证券市场。

关于公司人员构成及其素质。为保证证券业务的公正与准确，申请者的组成人员应具备充分的知识、经验和信誉。公司管理机构的设置与管理方式应当合理。日本《证券交易法》第 32 条规定，除最低资本金限制外，有下列情形者，不得给予有价证券买卖许可：a. 申请公司依据《证券交易法》规定被判罚金处罚，该处罚执行终了或免于执行之日起满 5 年时；b. 被取消已取得的全部许可或被取消与所申请许可同一种类的许可，自该取消之日起未满 5 年时；c. 申请公司的董事（包括公司拥有与董事同等以上支配权者，不论其名称为顾问或者其他任何名称）或监事有下列情况时：尚未得到复权的破产者；被处以监禁以上刑罚或按本法律规定处以罚金，自该处罚执行终了后或免于执行之日起 5 年者；证券公司被取消全部许可时，在该取消之日以前 30 日内提任该公司董事，自该取消之日起未满 5 年者；被解除董事或监事职务，自受该处分之日起未满 5 年者。

关于证券公司在该地区从事证券业务合理性标准。申请许可的证券公司，应参考其营业地区的有价证券交易情况，证券公司数目以及该地区的其

他经济情况，应当是必要且得当者。合理性判断因素包括：原有证券公司与新设立证券公司共同参与竞争并得到相应保护；能促进有价证券流通和提高证券业务效率；通过证券公司卓有成效的工作，使大众投资者利益得到保护。

2) 特许制下的证券经营机构设立条件的特点。

采取控制设立政策，严格规定设立条件，只有具备合法条件且取得主管部门许可者，方可从业。

从业种类采取分类特许方式。如日本允许证券公司兼营多种证券业务，证券经营机构可分别取得一种以上许可。台湾采取证券商分业政策，即证券公司的承销、自营、经纪业务资格，只能取得一种。

设立制度与证券经营机构经营制度分别立法。设立制度强调证券机构成立资格及程序。经营管理制度以禁止性规范来约束证券机构的行为。

设立保证金交付制度，但是不以保证金交付为取得从业许可的条件。

3) 注册制下的证券经营机构设立条件的特点。

证券商设立采取自由开放政策，凡符合条件且注册者，皆可从业，但其注册条件有日趋严格之势。

注册制即是证券商设立条件与程序，又是从业管理方式。

强调证券商的个人责任。

以保证金缴付作为注册的必要条件，以担保证券商从业中对他人损害的赔偿责任。

2. 证券经营机构行为的监管

综观各国的证券法律制度，证券经营机构的行为管理可以概括为：证券经营机构的定期报告制度；证券经营机构的财务保护制度；证券经营机构行为禁止制度；证券经营机构内部人员管理制度；证券经营机构变更、解散及其他法定事项通报制度。下面以美国为例做详细介绍。

(1) 证券经营机构定期报告制度。设立证券商文件报告制度的目的，是通过证券主管机构对提供文件的审查、监管活动，全面掌握证券经营机构经营及财务状况，以确保证券经营机构安全营业，忠实履行业务。通常，证券监管机构审查的主要事项包括：1) 证券经营机构有无欺诈或违反法定义务的行为。2) 公司财务状况。美国《证券交易法》第 17 条 A 款第 5 项要求，证券经营机构必须定期填写核心报告。核心报告包括财务与业务资料，在证券委指定的作为检查机构的自我管理机构填写，这些核心报告不要求进行审计。该规则还要求证券经营机构在每个财政年度末，在证券委和其指定的检查机构填写经审计的报告。经审计的报告包括：资产负债表、损益表、财务状况变动表、股东权益变化表、从属债务变化表等。连同这些审计报告，证券经营机构还要填写补充报告，由会计师对任何重大的不充足的地方进行补充。该规则最后要求，证券经营机构应将顾客账户连同经审计的资产负债表及有关信息送交顾客。另外，美国《证券交易法》第 17 条 A 款第 11 项授权

证券委和证券经营机构的检查机构，对证券经营机构面临的财务与业务问题，应及时通告证券委和其检查机构。3) 证券经营机构负债总额与净资产总额的比率。4) 从业人员资格。5) 法定存档文件保存情况等。

(2) 证券经营机构财务保证制度。建立此项管理制度的目的，是以财务的适法性和资产保证来维护证券经营机构的信誉。防止因发生证券事故，损害投资者的利益，并使受损害的投资者得以获得损失赔偿。财务保证制度的主要内容有：1) 最低资本额限制。此项限制指证券经营机构设立时，法定自有资产的最低限额低于此限额时，证券经营机构不得注册或不能获得营业许可。这一规则主要是为了维护证券经营机构债权人利益。这个最低限额各国都有不同的规定。2) 负债比率的限制。美国规定，证券交易委员会对直接受其管理的非自律团体会员的证券经营机构，其对外负债总额不得超过其净资本额的 10 倍。在场外市场从事交易的证券经营机构其负债总额不得超过净资本总额的 15 倍。美国《证券交易法》第 15 条 C 款第 3 项规定了净资本的计算方法为：证券经营机构根据通用会计准则运用计算机计算其资产净值，加上其附属债务；证券经营机构减去不能变现的资产，诸如固定资产、交易所席位价值和绝大多数没有担保的应收款；证券经营机构再减去其持有证券规定比例的市场价值。这个结果数据就是证券经营机构的净资本，它反映证券商目前的流动性状况，即其偿付所有债务的能力。3) 顾客保护规则。这一规则主要是保护证券经营机构所持有的顾客资金与证券。该规则分为两部分：第一部分要求证券经营机构拥有或控制所有顾客的超额保证金的证券。证券经营机构必须按日计算顾客的超额保证金，确保顾客和证券经营机构遵守这一规则。第二部分是关于顾客资金，要求证券经营机构定期计算证券经营机构所持有的顾客资金，或者使用顾客证券所获得的资金，即债权。根据这个数据，证券经营机构减去顾客欠款，或者其他证券经营机构的顾客欠款，即债务。如果债权超过债务，证券经营机构必须将超额部分存在联邦储备银行的特别账户中，让顾客得到专门的受益，如果债务超过了债权，证券经营机构则不必要存款。

(3) 行为规范。证券经营机构的行为规范，依其类别不同而有所差异。

自营商。自营商是自行买卖证券、独立承担风险的证券经营机构，法律一般对这类证券商进行较严格的资格限制。美国证券法中对证券经营机构的限制也主要针对自营商，无论是美国国会制定的 1934 年《证券交易法》，还是各交易所在自律机制基础上制定的规章，都严格限制证券的自营买卖。美国《证券交易法》对证券自营商所采取的限制办法主要有：建立自营商登记制度；自营商不得在同一交易期内对同一证券同时接受委托和自行买卖；禁止自营商做扰乱市场的交易；自营商在购买证券时的出价如果与场外顾客相同，尽管自营商叫价较早、订单较大，仍应以顾客优先。

承销商。从美国法律来看，对承销商的规范主要有：禁止商业银行参与公司证券的承销，以防止商业银行利用其证券附属部门及存款进行投机牟

利；承销人对公开说明书的虚伪、欠缺应负民事责任，但可因证明自己已尽义务而免责；承销合同及承销商报酬情况必须予以公开；承销商在承销期间如从事稳定价格的行为，必须依照证券管理委员会的规则行事。

经纪商。经纪商本身并不经营证券，只是完成委托人的委托。证券经纪商是证券市场的中坚力量，起着极为重要的作用。各国有关法律一般都规定，一般的投资人不得进入交易所亲自参加交易，必须由经纪人代理交易。对经纪商的营业一般有两种法律规定：一种是以美国为代表的登记制；另一种是以日本为代表的特许制。关于证券经纪商的资格，日本规定必须是公司形式，而其他许多国家，如美英等国均无这种限制。经纪商出于“中间人”的特点，往往会因此做出舞弊行为，故证券法强调经纪商应公开交易，禁止任何欺诈违法行为。

证券经营机构的注册登记管理。证券经营机构监管的一个重要方法，就是对证券经营机构实行注册登记制度。根据美国《证券交易法》第 15 条 B 款第 8 项，证券经营机构必须在证券委注册登记，并且成为已注册登记的全国性证券交易所的会员，或者成为全国性证券交易所自我管理机构的会员。否则视为非法。美国《证券交易法》第 15 条 A 款也包括了两个法定的注册登记豁免条款。豁免注册登记适用于：证券经营机构从事的证券业务在本州内部；为证券经营机构工作的各种自然人（这类“关联人士”需要在全国性的证券交易所或者证券协会注册登记）。美国《证券交易法》第 15 条 A 款还排除了从事特定证券业务的注册登记。从事商业票据，银行承兑汇票等的证券经营机构不要求进行注册登记。

a. 注册登记的程序是，证券经营机构必须在证券委填写表格 BD，进行注册登记。表格 BD 适用于 48 个州的证券经营机构注册登记，也适用于全国证券经营机构协会或者其他自律机构会员的注册登记。表格 BD 规定了证券经营机构的名称、所在地；公司打算从事的证券业务、业务性质；附属机构的名称；公司控制人员；公司受过处分的历史等一系列必须提供的信息。表格 BD 还要求提供最新的未经审计的财务报表，提供有能力遵守证券委净资本规则的证据。后一类信息一般不公开，公众无权查阅。除非证券经营机构完成在证券委和自律机构的注册登记，证券经营机构不得对外营业。

b. 当已注册登记的证券经营机构不再从事证券业务时，该证券经营机构应该在证券委和自己作为会员的自我管理机构中填写表格 BDW。这种表格要求公开证券经营机构欠顾客的资金或证券的数量，以及证券经营机构是否是任何法律官司中的对象。同时，载明详细的财务报表的核心报告也必须附上。要求证券经营机构对上述内容进行公开的目的，是为了确保证券经营机构不再营业后，顾客能收回其资金和证券。另外，如果证券委发现某个券商不再从事证券业务时，也可以取消该证券经营机构的注册登记。

c. 有关证券经营机构“关联人士”的注册登记管理，也是证券经营机构注册登记管理的内容之一。“关联人士”是指证券经营机构的任何官员、董

事、职员、或者任何受证券经营机构经常控制或者控制证券经营机构的任何人。排除证券经营机构中纯粹的办事、行政人员。这类“关联人士”在证券经营机构的自我管理机构进行注册登记，而不是在证券委登记。这类人士必须在证券经营机构选择的自律机构填写表格 U—4。表格 U—4 包括了填表人各方面的信息，也包括了根据美国《证券交易法》第 3 条 A 款第 39 项中规定以下的“法定不合格”的任何纪律处分或其他制裁措施。

一是法定不合格的人员和机构。它们指：被自律机构开除、辞退或取消会员资格的人员或机构；在 12 个月内被证券委否决或推迟注册的人员或机构；被有关证券委发现其行为造成该证券经营机构的开除或推迟资格的人员或机构；同这个证券经营机构相关联的下列人员：承认有意违反了联邦证券法律或条例的人员；在 10 年内被法院判为重罪犯或严重行为失当，并承认指控的人员；被法院命令终止成为证券经营机构或其他受管机构的机构；有意在证券委或任何自律机构填写错误资料，或者造成错误资料的人员。对以上这些人员或机构未经证券委特别批准，不得成为证券经营机构或者任何一个自律机构的会员。

二是对外制裁措施。除了上述列举人员和机构要接受制裁外，1990 年，美国国会通过的《国际证券执法合作法》，增加了对“法定不合格”定义中由“外国金融管理当局”发现的个人制裁措施。如果“外国金融管理当局”发现美国证券经营机构的有关人员有下列行为，将实施制裁措施：在外国金融管理当局填写的注册登记表或报告中，有错误陈述或误导的说明；违反外国有关证券与商品业务中的法律或条例条款；协助或造成他人违反外国证券或商品业务的法律、法规条款，或者未能监督他人承认违反了该类条款。新的证券立法授权证券委对上述人员实施制裁的措施做了规定。

三是重新注册登记的申请。上述法定不合格的人员和机构如果希望重新进入证券业，必须根据美国《证券交易法》第 19 条 H 款的规定和程序，向自律机构提出申请。如果自律机构认为，从公众利益出发，可以允许该人或机构成为自己的会员，那么，自律机构应将此情况通知证券委。然后，证券委审查自律机构的判断，如无异议则生效。如果证券委认为必要，可以指令自律机构不允许申请的人员和机构从事证券业务。

四是资格考试。对证券经营机构“关联人士”进行注册登记的另一种方式是对个人进行资格考试。在合格地成为可以从事证券业务的人员以前，“关联人士”应通过全国证券商协会举办的一系列考试，检验其人员关于证券业务、证券法律法规（包括顾客保护和公平业务行为）等方面的知识。

（4）禁止制度。其内容包括：1）禁止不正当投资劝诱和过量交易。2）禁止自营与经纪业务混合操作。自营与经纪业务混合操作是指证券商在有价证券买卖中，既为交易一方的被委托人（经纪商），又为该项交易的当事人（自营商）的证券交易行为。混合操作行为的危害是，证券商以双重身份从事该项交易，使自己处于利益冲突之中。证券商为保护自己利益，牺牲交易

委托人的利益。因此，混合操作行为为法律所禁止。

(5) 证券经营机构自律制度。证券市场活动是复杂的经济行为和管理行为系统。在这一系统中，政府运用行政机制依法管理市场，使市场行为合法与非法的界限分明，管理手段具有刚性约束。但是，也会有一些领域，政府的行为很难奏效，必须借助证券经营机构的自律行为，予以行业或道德约束，以维护投资者利益，促进市场的公平、公正和竞争秩序的建立。这种行业道德约束的手段就是自律管理。证券经营机构的自律管理有两种形式：1) 证券经营机构协会的自律管理；2) 由会员证券经营机构组成的证券交易所的自律管理。

美国实行证券主管机构监管和证券经营机构自律结合的管理模式。1934年的《证券交易法》和1938年的《证券交易法修正案》，分别赋予证券交易所和证券经营机构协会以最大限度的自治权。美国证券业自律性组织除证券经营机构协会外，还有证券交易所会员公会、美国投资银行家协会、投资公司协会、共同基金组织协会、美国投资顾问协会、不动产股票发行人协会、期权证券商协会等。美国证券经营机构协会是场外交易的自律组织，它的宗旨是：经营机构建立场外交易自律组织；监督和管理场外交易市场；督促场外交易的参加者遵守联邦和州的证券法和有关规定；防止场外交易中的欺诈、误导或操纵行为；保证场外交易在公平有序的环境中进行。经营机构寻求证券交易委员会与场外市场中证券发行者、投资者、交易者之间的沟通和联系；利用证券经营机构协会建立准确、及时的信息交流渠道，促进证券活动的管理者和被管理者的相互了解和配合；协助发行者、投资者、交易者在证券活动中做出准确判断和决策。

证券经营机构协会的主要管理职能是：负责所有参加证券经营机构协会的会员注册，包括注册考试及注册调查事项；提供大型自动统计、报价、转账、清算系统，指导证券投资方向和资金流向，监督场外交易中各种证券交易和证券价格的涨跌变化，防止不正当交易发生；贯彻、执行证券交易委员会的管理政策和管理制度，制定证券经营机构协会规则并监督执行；检查、监督会员的日常经营活动。协会要求会员按期提交经营报告及有关统计，处理违法交易案件，有权给予违法会员以罚款、暂停或注销会员资格等惩罚。

作为场外市场主要自律组织的全国证券经营机构协会，其会员包括：证券发行公司、投资银行或个人证券经纪人、证券交易商等场外市场经营者。协会内部以理事会为最高权利机构，理事会成员由民主选举产生。协会经费来源于会员注册费，及其会员按经营利润的一定比例上缴的会员费。证券经营机构协会在美国证券交易委员会注册，并置于其指导之下。证券交易委员会有权建议、修改甚至废止证券经营机构协会的管理规则；有权对协会活动进行检查、监督和管理。证券经营机构协会设有一整套的市场监视系统。美国场外市场主要是一个电话和电脑联网交易系统。证券经营机构协会设立了

一个电脑监视系统，与该电脑联网，以便以第一时间观察该电脑联网的交易情况，作为“市场制造者”的证券经营机构的报价变动和最近交易价和交易量的变化依据。当有关变化超越既定正常指数的范围，这个监视系统就会发出警报。这个系统还有能力让监察人员重建不正常的交易模式，或者追索所有“市场制造者”过去的报价和交易情况。另外，证券经营机构协会为了履行其监管责任，会对属下证券经营机构成员作不定期的现场检查，检查证券经营机构的有关记录、实际操作，以及对其下面的证券经纪人和其他从业人员的监管。证券经营机构协会负责监察的工作人员，对在电脑监视系统所侦察出来的，或者在现场突击检查中发现的、或者从其他方面发觉的不正常事件，都会做进一步调查研究，以求一个合理解释。较为常用的调查方式包括：审查目前的新闻公报和该股票过去的交易记录；会见和征询有关证券商、“市场制造者”、专家和发行公司的主管人员；向有关发行公司和证券经营机构做书面调查。

按规定，所有在场外从事证券买卖的证券经营机构，都必须成为全国证券经营机构协会的成员。证券经营机构申请注册登记被证券交易委员会批准后，凡在场外市场交易的证券经营机构，必须在 45 天内向全国证券经营机构协会申请成为成员。

自我监管组织每年都会对其属下成员证券经营机构作一次财务审计，对其销售业务和销售手法等方面进行检查。所有这些检查都是突然性的，没有事先通知。当检查人员向证券经营机构指出其一些违法行为和事件后，该证券经营机构必须向检查人员保证这些违法问题将会得到妥善的解决，或者向检查人员就有关行为和事件作满意的解释。检查人员还会将该证券经营机构的名单入册，将该违法行为和事件转交自律组织的执法部门，作进一步的调查或执法处理。

3. 我国对证券经营机构的监管

(1) 对证券经营机构的监管内容。对证券经营机构监管的内容有两个方面。

1) 资格。我国的证券经营机构只要经过主管机关的特许就可开始营业。证券经营机构开业的条件主要有：最低资本限额制。通常对证券承销商、证券经纪商、证券自营商及混合证券经营机构有不同的标准。我国现有规定没有明确划分经营不同业务的证券经营机构资本金标准，只是要求设立证券公司须有 1000 万元资本金，兼营机构的证券部须有 500 万元的营运资金。

从业人员的资格限制。不管是否发放从业人员资格证书，都要求从业人员必须具有相当的证券业务知识且信誉良好。其他限制条款。如是否有过严重背信、欺诈或违反交易规范记录者；是否受破产宣告不足一定年限者等。

2) 业务。指规定从事具体的证券业务时应遵循的规范。制定这些规范时的原则是：保护投资者利益；信息公开；禁止操纵、欺诈活动；限制内幕人员活动。1) 对证券经纪商的要求有：遵守关于接受客户委托买卖时的程

序，对委托书的填制、与客户签订受托契约的规定；不得违背投资者的委托；不得在代理买卖证券过程中有任何欺诈行为；将客户的账户单独保管，不得随意挪用；对手续费率不得随意提高，也不得随意降低，造成证券经营机构的恶性竞争，影响证券经营机构的安全经营等。2) 对证券承销商的要求有：应与发行人一起，认真检查招股说明书中有无遗漏与不实；必须严格执行承销协议及合理取酬；承销结束后应向证券管理部门提交有关报告等。3) 对证券自营商的要求有：具有实际操作经验，熟悉有关的规则与业务；不得于同一交易期内对同一证券同时接受委托和自行买卖；禁止扰乱市场的交易活动等。

(2) 具体的监管方法。

证券管理机构可以随时要求证券经营机构提供有关机构财务与营业的报告材料。

证券管理机构可随时检查证券经营机构的营业、财产、账簿及其他情况。

在收到投诉、举报或在日常抽检时发现问题后，组织专门人员进行深入调查。

通过对自律机构的监管进行监督和检查，从而对证券经营机构进行间接监管。如交易所要对其全体成员进行日常检查，而证券主管机构对这些检查进行抽查。

(3) 证券经营机构的风险监管。对证券经营机构的风险监管主要是通过风险控制来实现的，对证券承销商的规定为：

1) 证券专营机构负债总额与净资产之比不超过 10 : 1。证券兼营机构从事证券业务发生的负债总额与证券营运资金之比不超过 10 : 1。

2) 证券经营机构从事股票承销业务，其流动性资产占净资产或证券营运资金的比例不得低于 50%。

3) 证券经营机构以包销方式承销股票，其每次包销总金额应符合以下要求：

上年末净资产为 1 亿元以下的证券经营机构，包销金额不得超过 5000 万元。

上年末净资产为 1 亿元以上，5 亿元以下的证券经营机构，作为承销团中主承销商的，包销金额不得超过 7500 万元。

上年末净资产为 5 亿元以上的证券经营机构，作为承销团中主承销商的，包销金融不得超过 1 亿元。

4) 证券经营机构从事证券业务，应当保持风险意识，贯彻稳健经营原则，制定和执行风险管理制度，严格监督和约束内部各职能部门和下属机构，加强内部风险控制。当发现风险超过规定要求时，应立即向证监会报告提出调整办法。对证券经营机构的自营业务的规定如下：

证券专营机构负债总额与净资产之比不得超过 10 : 1，证券兼营机构

从事证券业务发生的负债总额与证券营运资金之比不得超过 10 : 1。

证券经营机构从事证券自营业务，其流动性资产占净资产或证券营运资金的比例不得低于 50%。

证券经营机构证券自营业务账户上持有的权益类证券按成本价计算的总金额，不得超过其净资产或证券营运资金的 80%。

证券经营机构从事证券自营业务，持有一种非国债类证券按成本价计算的总金额不得超过净资产或证券营运资金的 20%。

证券经营机构买入任一上市公司股票按当日收盘价计算的总市值不得超过该上市公司已流通股总市值的 20%。

证券经营机构证券自营业务出现盈利时，该机构应按月就其盈利提取 5% 的自营买卖损失准备金，直至累计总额达到其净资本或净营运资金的 5% 为止。此处指自营买卖损失准备金除用于弥补证券自营买卖损失之外，只能用于形成非股票类高流动性资产，不得用作其他用途。

证券经营机构从事证券自营业务，应当保持风险意识，贯彻稳健经营方针，防范各种风险因素，制定证券自营风险控制和每日风险自查制度，在内部设立专门机构和人员对风险状况进行检查。

证券经营机构从事证券自营业务，应当以公司名义建立证券自营账户，并报证监会备案。

证券经营机构同时经营证券自营与代理业务，应当将经营两类业务的资金、账户和人员分开管理，并将客户存入的保证金在 2 个营业日内存入指定银行的信托账户，将公司证券自营资金设立专门账户单独管理核算。

证监会对证券经营机构从事证券自营业务情况以及相关的资金来源和运用情况可进行定期或不定期的检查，并可要求证券经营机构报送其证券自营业务资料以及其他相关业务资料。

(11) 证监会和由证监会授予监管职责的地方证券期货监管部门对从事证券自营业务过程中涉嫌违反本办法和国家有关法规的证券经营机构，可进行调查，并可要求提供、复制或封存有关业务文件、资料、账册、报表、凭证和其他必要的资料。

对证监会和被授权的地方证券期货监管部门的检查和调查，证券经营机构不得以任何理由拒绝或拖延提供有关资料，或提供不真实、不准确、不完整的资料。在调查过程中，证券经营机构的主要负责人和直接相关人员不得以任何理由逃避调查。证监会和被授权的地方证券期货监管部门还可要求证券经营机构有关人员在指定时间和地点提供有关证据。

(12) 证监会可聘请具有从事证券业务资格的会计师事务所、审计事务所等专业性中介机构，依据本办法有关条款并在证监会要求的事项内对证券经营机构从事证券自营业务情况进行稽核。证券经营机构对此处所称稽核，应视为对证监会的检查并予以配合。

(13) 证券自营业务原始凭证以及有关业务文件、资料、账册、报表和其

他必要的材料应当至少妥善保存 7 年。

(4) 证券经营机构外资股业务的监管。

1) 境内证券经营机构申请从事外资股经纪业务，应当具备下列条件：

证券专营机构具有不少于 5000 万元人民币的净资产，证券兼营机构具有不少于 5000 万元人民币的证券营运资金；

具有国家外汇管理部门批准的外汇业务经营权；

具有能够保障涉外业务正常开展的通讯设施、营业场所、设备等技术手段；

具有五名以上能够从事涉外证券业务的专业人员；

遵守国家有关法律、法规，最近 2 年内未受到吊销资格证书的处罚；

证券兼营机构的证券业务与其他业务分开经营、分账管理；

证监会要求的其他条件。

2) 境外证券经营机构通过与境内证券经营机构签订代理协议，或者证券交易所规定的其他方式申请从事境内上市外资股经纪业务，应当具备下列条件：

依照所在地法律可以经营证券经纪业务；

受到所在地证券监管部门的有效监管；

具有相当于人民币 5000 万元以上的净资产或者由依照境外法律可提供担保，并经证监会认可的机构出具相应的担保；

具有 2 年以上从事国际证券业务的经验；

最近 2 年财务状况的各项指标符合所在地监管部门的风险控制要求；

拥有广泛的营业网络；

执行董事及其他高级管理人员具有 5 年以上的证券业从业经验和良好的职业信誉；

最近 2 年中没有因严重违反有关法规受到境外证券监管部门处罚；

遵守中华人民共和国有关法律、法规；

具有 2 名以上熟悉中国证券市场以及相关的政策、法律的专业人员；

(11) 证监会要求的基础条件。

3) 境内证券经营机构申请从事外资股承销业务，应当具备下列条件：

证券专营机构具有不少于 8000 万元人民币的净资产，证券兼营机构具有不少于 8000 万元人民币的证券营运资金；

依照《证券经营机构股票承销业务管理办法》已经取得股票承销业务资格；

具有国家外汇管理部门批准的外汇业务经营权；

具有能够保障涉外业务正常开展的通讯设施、营业场所、设备等技术手段；

具有 10 名以上有证券承销经验的专业人员，其中熟悉国际金融业务、会计业务和相关法律的专业人员至少各 1 名；

具有 1 年以上从事证券承销业务或参与承销 1 只以上股票的经历；
证监会要求的其他条件。

4) 证监会收到完整申请资料后，根据本规定对申请文件进行审查。经审查符合条件的，由证监会颁发资格证书；经审查不符合条件的，不予颁发资格证书，并且半年内不再受理其申请。

5) 资格证书自证监会颁发之日起 2 年内有效，2 年后自动失效。证券经营机构需要维持其经营外资股业务资格的，应当在资格证书失效前的 3 个月内，向证监会提出申请并报送前 2 年财务报告、业务开展情况说明书和证监会要求的其他文件，经证监会审核通过后换发资格证书。

6) 取得资格证书的境内、境外证券经营机构须按资格证书规定的事项从事有关业务；未取得资格证书或资格证书失效的机构，不得从事本规定的外资股业务。

7) 取得资格证书的境内、境外证券经营机构，应当于每年 1 月 31 日前向证监会报送上上年度从事外资股承销和经纪业务情况的报告。从事境外上市外资股承销业务的境外证券经营机构，应当在每次承销活动结束后 30 日内向证监会报送业务报告。

8) 从事外资股业务的境内、境外证券经营机构应当将承销业务原始凭证、交易记录以及有关业务文件、资料、账册、报表和其他必要的材料至少妥善保存 7 年。

9) 证监会对境内、境外证券经营机构从事外资股业务情况可进行定期或者不定期的检查，并可以随时要求其报送相关业务资料。

10) 境内、境外证券经营机构有下列行为之一者，视情节轻重单处或并处警告、没收违法所得、罚款、暂停从事外资股业务半年至 1 年、吊销资格证书的处罚；罚款数额参照《证券经营机构股票承销业务管理办法》执行：

以欺骗或者其他不正当手段获得资格证书；

未取得资格证书或者在资格证书失效后从事或者变相从事外资股业务；

不按规定上报从事外资股业务情况报告；

不接受、不配合证监会检查；

违反国家有关法规和本规定的其他行为。

四、对证券从业人员的监管

1. 证券从业人员的分类

根据国务院证券委员会 1995 年 4 月 18 日发布的《证券业从业人员资格管理暂行规定》，我国证券业从业人员主要分为以下几大类：

(1) 证券专营机构的正、副总经理，证券兼营机构或与证券有相关业务的机构中负责证券业务的副总经理。

(2) 证券经营机构中内设各证券业务部门的正、副经理。

- (3) 证券经营机构下设的证券营业部的正、副经理。
- (4) 证券经营机构从事证券代理发行业务的专业人员。
- (5) 证券经营机构中从事证券自营业务的专业人员。
- (6) 证券经营机构和证券投资咨询机构中从事为客户提供投资咨询服务的从业人员。
- (7) 证券经营机构在证券交易所内的出市代表。
- (8) 证券清算、登记机构内各业务部门的正、副经理。
- (9) 证券投资咨询机构内设各业务部门的正、副经理。
- (10) 各类证券中介机构的电脑管理人员。
- (11) 证监会认为需要进行资格确认的其他从业人员。

从国际经验看，对证券业从业人员实行注册认证制度的重要条件，就是对从业人员进行资格考试。

2. 资格考试与注册制度

我国证券市场规范化建设的一项重要内容，就是通过职业化教育和专业资格培训，使我们的证券业从业人员具有较强的法律意识、规范的职业道德和良好的业务素质。根据国际通行的做法，对证券业从业人员进行资格考试和注册认证，是提高证券业从业人员素质和加强管理的一项非常重要的制度。美国、英国、日本、加拿大、新加坡、澳大利亚、韩国等证券市场较为成熟的国家，实行这种制度已经多年，取得了良好的效果。我国证券业从业人员从总体上看，具有年纪轻、学历高、闯劲足的特点，因而具有很大的潜能，但由于我国证券市场发展历史较短，许多从业人员在上岗之前没有也不可能受过系统的专业教育和职业规范培训，面对证券这个政策性、规范性和技术性要求都很高的行业来说，他们就显得缺乏足够的理论素养、实践经验和规范意识。这种情况需要从制度上加以改变，否则，势必阻碍我国证券市场规范化建设的进程。针对这种情况，1995年4月18日，国务院证券委员会发布了《证券业从业人员资格管理暂行规定》，决定在我国正式建立证券业从业人员资格考试和注册认证制度，在我国证券市场规范化建设的进程中，迈出了重要一步；对于提高证券业从业人员的业务素质、法律意识和职业道德水准，提供了重要的制度保障。

对证券业从业人员实行资格考试和注册认证制度，其目的主要在于：

- (1) 通过资格考试和注册认证制度，制定从业人员的从业资格、岗位标准、管理内容和奖惩规则，使从业人员明确自己的业务职责、工作要求、评价标准和努力方向，从而使对证券业从业人员的管理走向规范化、国际化和制度化；
- (2) 通过资格考试和注册认证制度，促使从业人员学习专业知识和相关法律、法规，提高业务水平和综合能力，从而使我国证券业从业人员的总体素质达到较高的水平；
- (3) 通过加强从业人员的管理和提高从业人员的素质，促进我国证券市场的健康发展，保护投资者的合法权益。

资格考试由证监会统一组织，资格考试与资格培训由证监会指定的培训

机构举办。按照《证券业从业人员资格管理暂行规定》规定，证券业从业人员必须按照规定取得证券业从业人员资格证书后，方可在各项证券专业岗位上工作。证监会将对获得资格证书的人员予以注册登记并向社会公布。

五、对证券交易所的监管

1. 证券交易所的管理模式

证券交易所的管理模式主要划分为三种。

(1) 结合型管理模式。这种管理模式既重视政府权力对证券交易所的监管，也充分考虑证交所的自律管理。英国、日本、加拿大、韩国等国主要采取这种模式，其主要以美国为代表，故又称“美国体制”。美国在 1934 年以前，没有证券交易的统一管理机构，政府很少管制证券交易所，自我管理是其主要特点。但 1929 年的股市暴跌促使政府开始重视对证券业的国家控制。联邦政府和各州政府纷纷颁布有关法律法规，以期实现证券交易所的稳定发展，如 1933 年《证券法》和 1934 年的《证券交易法》等。根据 1934 年《证券交易法》的规定，联邦政府成立了统一管理全国证券活动的最高管理机构——证券交易管理委员会，该委员会下设联邦证券交易所，它作为一个半管理和半经营的机构，执行证券交易管理委员会的部分职能，主要管理全国的证券交易所。美国政府在加强国家对证券交易所行政监督管理的同时，也为各种自律性组织，如证券商同业公会等保留了相当大的自治权。

(2) 自律型管理模式。该种模式的证券交易所特别强调证券商和证券交易所的自我管制。该模式以英国为代表，采用这种模式的国家还有英联邦的一些国家。

英国早期的证券业自律型管理系统，是由“证券商协会”、“收购与合并问题专门小组”以及“证券业理事会”三个机构组成的。其中，证券协会是由证券交易所内的自营商和经纪商组成，主要管理伦敦和其他证券交易所内的业务。它所制定的《证券交易所管理条例和规则》是各种证券交易的主要依据。收购与合并问题专门小组，由参加“伦敦工作小组”的 9 个专门协会发起组成。该专门小组是一个非立法机构，其制定的《伦敦市场收购与合并准则》也不是立法文件。但该专门小组所从事的有关公司、企业收购与合并问题的管理，对上市证券公司的股权收购行为十分重要，而且受到证券交易所、贸易部、英格兰银行以及专业机构的支持。证券业理事会是于 1978 年由英格兰银行提议成立的新自律组织，由 10 个以上专业协会的代表组成。它虽然是一种非官方组织，但却在修改及执行若干重要的证券交易规则中，起到极其重要的作用。英国的三个自律机构是与政府机构相互独立的，但在查处证券交易违法活动方面却与政府机构密切配合，形成了一种政府指导下的自律型管理模式。

(3) 行政型管理模式。该模式的最大特点是强调政府权力对证券交易所的外部管理。目前，欧洲大陆多数国家采取这种管理模式，故也称为“欧

陆模式”。

法国是这种管理模式的重要代表者之一。在法国，政府管理证券交易所主要是通过证券交易所管理委员会进行的。该管理委员会成立于 1967 年，是法国政府的一个公共机构，接受财政部长的监督，并由其任命管理委员会的成员，但财政部长一般不干预管理委员会的业务决策。该管理委员会的主要职责是：提出修改各种有关证券规章制度的议案；负责监督证券市场的营业活动；审查证券交易所的不公正行为；决定证券交易所的交易程序；决定报价的承认和撤销；核定佣金标准和比率；确保上市公司及时公布有关信息并审核其真实性。

2. 证券交易所的管理原则

在对证券交易所实施管理的过程中，必须充分考虑到对证券投资者利益的保护，这是各国证券交易所立法所确立管理原则的核心和归宿。在证券交易所交易中，充分公开原则是证券交易所管理的基本原则。充分公开是指上市公司和证券交易所必须把与证券交易有关的资料和信息，全面、真实和准确地提供给社会公众，不得采取欺诈、垄断、操纵和内幕交易等手段影响证券交易的正常进行。具体概括如下：

（1）证券上市公司必须向社会公众和证券投资者公布有关证券发行的所有资料。按照美国 1934 年《证券交易法》的规定，证券发行公司的股票上市时，必须提交年度登记表格和其他定期报告，如公司年度营业报告书、年度资产收益表等，以接受社会公众的检查。否则，证券上市将受到拒绝。

（2）证券交易所必须向证券交易的行政主管机关办理注册登记，将其所有活动，包括会员注册、证券注册、证券交易数量及结构变化等情况，按期报送证券管理机关。

（3）禁止证券交易所会员进行内幕交易。证券交易所必须为所有参与证券投资的人提供平等的竞争机会，而不能允许内幕人士私下进行内幕交易。在美国，公司董事、行政负责人以及其他能够得到其雇主公司内幕消息的行政人员和技术人员，被称为“内幕人士”。按照法律规定，禁止内幕人士从事本公司证券的交易活动。上市公司董事、有关行政人员和技术人员以及拥有公司 10% 以上股份的人，都必须按月填写报告表，申报其持有该上市公司所发行的证券数量变动情况。这种“内幕人士”报告必须在大众传播媒介上公开发表。

（4）禁止采取欺诈、垄断、操纵和其他不法手段经营证券业务。证券交易所公开的内容必须真实、可靠。如果上市公司和证券交易所有谎报、漏报有关资料和信息的行为，证券交易管理机关有权暂停或取消其注册资格，有权对违反行为人提起民事诉讼并协助法庭调查，参与判决意见。违法行为人要受到非常严厉的法律制裁。当法院发现当事者编造了欺骗性的报告以后，可发出命令中止该行为，并有权责令行为人承担包括赔偿损失在内的民事责任。对蓄意违反法律构成犯罪的行为，法院还有权在证券交易管理机关的

协助下，追究行为人的刑事责任。

3. 证券交易所的管理制度

(1) 对证券上市公司的管理。证券上市公司即证券发行公司，是证券发行市场的主体，严格地说，不属于证券交易所管理的范围。但证券一经上市，证券发行公司的证券就会在流通市场上不断地买进或卖出，证券发行公司的状况直接影响到证券在交易所内的转让，所以在广义上仍属证券交易所管理的组成部分。对证券上市公司的管理，主要体现在以下方面：

证券上市交易的证券注册。任何公司只要其所发行的证券在证券交易所上市，就必须向证券交易主管机关进行证券交易登记，否则，证券不能进入证券交易所交易。

证券上市公司统计和财务报表的申报。拟上市的公司在进行证券交易注册后，必须按照证券交易主管机关和证券交易所的要求，如实地填写反映该公司资产、负债、盈利等财务状况的统计表格和财务报告，并递交主管机关。

证券发行公司要承担不诚实填报有关报表所产生的法律责任。对谎报、漏报公司财务状况的发行公司，除要向受害人赔偿损失外，司法机关还有权追究责任人员的刑事法律责任。

(2) 对证券交易所的管理。对证券交易所的管理直接涉及到有序的市场交易关系的确立，无论会员制或者公司制证券交易所，都要受到证券交易主管机关和证券交易自律组织的双重管理。一般来说，会员制证券交易所比较强调自律管理；公司制证券交易所则重视政府行政管理。

证券交易所的成立必须取得行政主管机关的批准。证券交易所主管机关有权审查证券交易所的各项文件及活动的合法性。尤其是在采取特许制的国家，证券交易所的设立必须征得政府主管机关的特许。

证券交易所的活动必须接受行政主管机关和自律组织的监督。行政主管机关虽不得干预证券交易所的业务，但却有权对证券交易所进行定期和不定期检查，并要求其定期汇报规定的营业和财务报告。自律组织也有权根据自律组织的规范来监督证券交易所的活动。

(3) 对证券交易行为的管理。行政主管机关和自律组织有责任维持证交所的市场交易秩序，并对证券交易所内的证券交易实行交易行为管理。对证券交易行为的管理包括反欺诈、反垄断和反内幕交易等内容。

反欺诈的核心是，禁止证券交易过程中的欺诈、假冒和其他蓄意损害交易对方利益的行为。对于虚报价格、散布虚假信息和采取蒙骗、威吓等手段，使证券投资者买进或卖出证券的行为，证券交易主管机关和自律组织有权在其职权范围内予以处理。

反垄断的目的在于，禁止证券交易市场上垄断交易价格的行为，制止哄抬或哄压交易价格以及其他故意造成证券交易价格波动的行为，如禁止证券交易者与他人共谋并以约定价格替代竞价而大量买进或卖出证券，以影响

市场行情。

反内幕交易的核心内容是，建立证券交易所市场中的公平交易关系，禁止公司内幕人士利用其掌握内情的便利，损害其他证券投资者利益的行为。对于内幕交易，证券交易主管机关和自律组织应协助法院进行审查和处理。

(4) 对场内交易券商的管理。券商被看成是市场创造者，其活动是否合乎证券交易规范，直接影响到证券交易市场的稳定。各国证券法和证券交易法规定的证券自营商和经纪商管理制度，主要有注册登记制度、营业范围制度、资本控制制度、财务会计制度、交易程序和方式制度以及惩罚制度等。

4. 证券交易所的自律管理

美国证券市场采用的是双重监管系统，即除了主要依赖自律机构对证券交易市场作第一线的监管，证券交易委员会还对市场作直接的监管。通过这样的双重监管，证券交易委员会希望能保证证券市场的公开、公平和公正，从而达到保护投资者的目的。

(1) 自律组织的登记和管理。任何美国证券交易所只有向证券交易委员会注册登记后才可以开始营业。在登记的时候，交易所必须向证券交易委员会提交有关交易所的规则，及其监管成员的组织和方法的资料。

作为自律规则的证券交易所，要清楚地规定适当的准则和职业道德守则，督促和监视其成员遵循这些准则行事。此外，交易所也要设立一些可行和效率高的监察系统，监视成员遵守交易所的有关规则和有关证券法规，能及时对违犯者做出警告和处分，从而使交易所能真正履行其自我监管的责任。交易所也要制定一些其所有成员必须遵守的职业道德标准，以维护投资大众的利益。这样可以提高证券业的信誉，增强社会和投资大众对证券业从业人员的信心。交易所对在该所上市的公司的监管方面，除了要求公司严格遵守证券法的有关披露要求外，还可能要求其他方面的披露，例如某股票交易大增或股价波动剧烈，交易所可能要求公司向公众解释其原因。

随着证券市场的发展变化，交易所制定的规则可能会过时，对于这些规则的修改要经过一个相当严谨的过程。首先由自律机构的工作人员提出建议；然后由该组织专设一个委员会审核工作人员的建议；再由该组织专设一个委员会审核工作人员的建议；再将该建议提交自律组织的董事局决定；最后还要得到自律组织成员大会的通过。再将建议上交证券交易委员会审批。证券交易委员会通常会公开向公众及有关人士征询意见，然后再根据有关证券法规和公众意见决定同意或反对该建议。当证券交易委员会同意该修改建议，自律组织规则的修改才正式生效。如果证券交易委员会否定自律组织规则修改建议，自律组织有权向联邦法庭寻求法律仲裁。自律组织的规则必须清楚到对违反规则和证券法规的成员及其他有关人士，实施开除、停职和处罚等制裁的程序和手续。

(2) 自律组织的监察程序。作为自我监管功能的一部分，交易所等自律组织有责任建立和维持各种各样的监视系统，以便监察证券的交易和买卖。当这些监视系统侦察出股价或交易额不正常的波动，或其他不正常的交易行为，这些自律组织的有关工作人员就会对该事件作进一步的调查研究，直到找出满意的答案为止。当工作人员经初步调查后认为有必要对该事件作深入调查，他们会将该事件提交自律组织的执法部门或美国证券交易委员会处理。这些违法交易包括：

内部人员的交易。交易者利用其内部人员的特权获得情报和信息，从事证券交易进而赚取利润或避免损失。

操纵市场的行为。某些交易用来影响股价的上升或下跌。

证券商先己后人的不道德交易行为。证券商优先交易自己的买卖订单，然后再执行投资大众的订单，违反了证券业先客后己的职业道德守则。

保持严密监视和侦察市场股价和交易额的不正常波动情况，便于发现可疑的交易活动，从而警惕自律组织的工作人员可能正在发生的内部交易或其他操纵市场行为。通常这样的市场监察行动，是通过利用特别设计的电脑监察程序来执行。电脑里储存了很多市场过去的资料，包括股价和交易额等，经过详细分析过去资料从而得出一些正常的波动范围，从而决定一些指数作为标准。每个自律组织对每一种证券和整个交易市场的交易都设有一些正常指数。当新的交易资料进入电脑后，电脑会自动按照所定程序，整理有关资料，并以此对比过去的资料和正常指数，以判断交易的正常与否。如果任何一种证券的交易价或交易量超出既定正常指数范围，自律组织的工作人员就会对此现象有所警戒，着手作进一步调查，以求水落石出。另外，交易所还要对交易大堂的交易行为作严密的监视，以保证市场交易的公平和公正。特别是监视专家经纪人有否执行其维持公平股票市场秩序和保持市场持续运行的责任。专家经纪人也有责任把自己的利益放在第二位，先发出和执行公众指令。交易所工作人员可能利用电脑记录的资料及其他数据，将一些已做交易重新建立，以侦察该交易的交易程序和涉及的人员，最终决定该交易是否牵涉任何违法行为。通过这些和其他一些监视和侦察技巧，交易所可以发现专家经纪人违法或违例的事件，以便做出适当处理。交易所工作人员还可定期对专家经纪人作突击性全面审查。工作人员会审查专家经纪人的有关记录，以确定该专家经纪人在为公众执行买卖时，是否以最好价格成交，以及是否遵循交易所的其他规则。

六、对证券投资者的监管

证券投资者的投资行为直接影响证券市场的稳定，为正确引导和调节投资者的投资规模和投资方向，防止利用不正当手段操纵或影响证券市场，使形成一个公平合理、正常有序的投资环境，各国一般都对证券投资者进行管理。

1. 对个人投资者的监管

个人投资者购买证券必须符合国家有关规定，不符合规定的应加以解释和劝阻。目前以下几类人员不得直接或间接为自己买卖证券：党政机关干部；现役军人；证券主管机关中管理证券事务的有关人员；证券交易所管理人员；证券经营机构的从业人员；与发行者有直接行政隶属或管理关系的工作人员；其他与股票发行或交易有关的知情人。个人投资者从事证券投资必须符合政府有关部门的规定的范围内进行，不得进行私下非法买卖。

2. 对机构投资者的监管

根据国家有关规定，各级党组织和国家机关、非独立核算的单位、外国组织和外商在华投资企业不得购买我国企业的股票。对机构投资者买卖证券，要审查其用于购买证券的资金与买入的证券是否一致，对机构投资者买卖证券行为规定：禁止两人或两个以上单位或个人私下串通、内外勾结，同时买卖一种证券，制造证券的虚假供求，扰乱市场价格；禁止利用内幕消息从事证券买卖；禁止以操纵市场为目的，连续抬价买入或压价卖出同一种证券，影响市场行情；禁止为诱使他人参与交易，制造或散布虚假的容易使人误解的信息等。

七、对证券欺诈行为的监管

1. 对操纵市场的监管

(1) 操纵行为的方式。所谓证券市场中的操纵行为，指一个人或某一组织，背离自由竞争和供求关系确定证券价格，迫使他人交易证券的行为。也就是采取不正当手段人为控制证券交易价格的行为。操纵行为对证券市场的危害很大，主要表现为：1) 以人为创造的虚假投资参数代替证券市场的真实投资参数，使证券价格不能以价值规律为基础，真实反映市场供需关系。2) 对于依据创制参数进行证券交易的投资者，操纵性价格和操纵性交易量成为操纵者欺诈的工具。3) 操纵证券市场行为对于银行信用波动及证券抵押贷款也会构成影响。因此，美国 1934 年《证券交易法》的反操纵条款，开创了禁止操纵市场和市场保护的立法先河。

操纵市场的方式主要有：

1) 洗售。它是最古老的证券市场操纵形式。指以影响证券市场行情为目的，人为创造证券交易虚假繁荣，从事所有权非真实转移的交易行为。洗售构成的要件有二：行为入主观上有创造市场虚假繁荣，诱导公众投资者盲目跟进，达到影响市场行情的目的；行为入客观上达成交易，但证券未交割，财产所有权未转移。在西方国家证券市场上，洗售的手法有三种：一种是交易双方同时委托同一经纪商，于证券交易所相互申报买进卖出，并作相互应买应卖，其间并无证券或款项交割行为。另一种是投机者分别下达预先配好的证券委托给两位经纪商，经由一经纪商买进；另一经纪商卖出，所有权未发生实质性转移。第三种手法是洗售的人或组织（称为做手）卖出一

定数额的股票，由预先安排的同伙配合买进，继而退还证券给做手，取回价款。

2) 相对委托，又称合谋。相对委托指行为人意图影响市场行情，与他人同谋，由一方做出交易委托；另一方依知悉的对方委托内容，在同一时间、地点，以同等数量、价格委托，并达成交易的行为。相对委托的客观要件是交易双方有通谋行为，其委托在时间、价格、数量上具有相似性。

3) 扎空。指证券市场上的某一操纵集团，将证券市场流通股票吸纳集中，致使证券交易市场上的卖空者，除此集团之外已无其他来源补回股票，扎空集团借机操纵证券价格的方式。通常扎空发生于卖空交易情形。当股票价格上涨超过其价值时，部分投机者即认为该股价已上涨过头可能下跌。于是，投机者借券卖空，而借券来源于证券市场上的操纵集团。证券价格上涨后，卖空者继续卖空。操纵者将证券市场上卖出的股票继续收购，收购的股票再提供给卖空者继续卖空，最后形成融券股数超过流通在外股数的情形。当此情形继续到卖空者开始警觉或感到绝望试图补回卖空股票时，操纵者也同时要求收回借出股票。此时，卖空者已无其他证券来源，只好与操纵者了结，价格由操纵者随意决定。这称为操纵性轧空。还有一种自然扎空是指形成于数个集团争夺同一公司控股权时，股票价格因此上场，不知情者开始卖空，最后遭到操纵性扎空的结果。

4) 连续交易操纵。指为促使他人购买或出售该项证券，而自行与一个或更多的他人对在交易所上市的任何证券，作一个连续的买卖，造成该证券真实或表面的繁荣交易，或抬高、或压低该项证券价格的行为。所以，连续交易操纵构成要件有二：一是连续交易导致一定的市场表象或价格变化；二是行为者的目的在于诱使他人买入或出售证券。

5) 联合操纵。指两个或两个以上的人，组成临时性组织，联合运用操纵手段操纵证券市场。该组织可以集合资金、交易技巧、经验、及相关人才、信息等合作，以达到市场操纵的目的。联合操纵有两种形式：联合交易操纵者。指联合操纵者所需股票，由操纵集团经理人直接在公开市场以最有利价格买进，然后高价出售。期权联合操纵。指操纵集团的发行公司、大股东、董事、银行、业务主管，将某一供应量有限、信誉较佳且对客户具有吸引力的股票期权购入，以控制该股票的交易权；然后，透过经纪商不同的账户交易股票，造成买单居多趋势，并通过公司董事、经纪商及投资顾问刊物的宣传，造成股票价格上扬势态。最后由操纵集团行使选择权，将股票高价抛售或进一步卖空，迫使股价下跌，再乘机补回股票。

6) 恶意散布、制造虚假信息或不实资料。虚假、误导信息也可以直接影响证券价格。借助于散布或制造信息方式操纵市场的目的，是吸引公众投资者对该种股票的买入兴趣，一直维持到操纵者将其持股全部出清为止时，然后促成股价下跌。该操纵行为的特征是：陈述涉及公开上市证券；陈述涉及的重要事实有虚假误导性；陈述目的是劝诱他人买入或出售该证券；虚

假误导陈述者为证券商及正在买卖证券的其他人。

美国 1934 年《证券交易法》禁止以上操纵市场行为。这些操纵行为均为非法。

(2) 操纵市场监管机制。市场操纵行为的监管可分为两种：

1) 事前监管。指证券市场在发行操纵行为之前，证券管理机构采取必要手段以防止损害发生。为实现这一目的，各国证券立法和证券管理机构都在寻求有效的约束机制。例如美国《证券交易法》第 21 条赋予证券管理机构以广泛的调查权，以约束种类繁多的市场危害行为。同时，证券管理机构也在不断规范和改进证券交易监管制度。

2) 事后救济。指证券管理机构对市场操纵行为者的处理，及操纵者对受损当事人的损害赔偿。主要包括两个方面：对操纵行为的制裁。如证券商的操纵行为被查实后，证券管理机构可以暂停或取消其注册资格，取消证券交易所会员资格，或对证券商交易数量加以限制，或命令停止部分或全部交易。情节严重者，应承担刑事责任。香港《证券条例》对于从事操纵行为应属犯罪的，经诉讼程序处罚款 5 万港元及监禁 2 年。对操纵行为受害者给予赔偿损失救济。日本《证券交易法》规定，从事假现买卖，操纵市场行情者，应当依该违法行为形成的价格，在向证券市场上买卖该有价证券者，或办理委托买卖所遭受的损害者负赔偿责任。赔偿请求权自请求权人知道违法行为时起 1 年内，或自该行为发行时起 3 年内有效。超过时效，请求权消失。

2. 内幕交易的监管

所谓内幕交易，又称知内情者交易，指公司董事、监事、经理、职员或主要股东、证券市场内部人员及市场管理人员，利用其地位、职务等便利，获取发行人尚未公开的、可以影响证券价格的重要信息，进行有价证券交易，或者泄露信息，以获取利益或减少经济损失的行为。按照英国 1948 年《公司法》的规定，内幕人士是指与公司有联系或由于从事该公司证券的交易而拥有内幕信息的个人。在美国，凡公司的董事、行政负责人及其能得到其雇佣公司内幕消息的行政人员和技术人员都是内幕人士。

证券内幕交易是一种严重侵害投资者利益的违法犯罪行为。为了防止内幕交易，各国证券法均规定了严格的法律制裁措施。如 1978 年原联邦德国《关于不正当证券交易条例》规定，从事内部交易的人和组织，应当受到罚款，承担民事责任，或撤销任职资格，或吊销营业执照。处罚内幕交易立法最完善的是英国。美国在 1934 年《证券交易法》和《证券交易委员会规则》中就有了反内幕交易条款。1984 年和 1988 年美国国会又颁布了《内部交易制裁法》和《内部交易和证券欺诈执行法》。前法规定，一旦某人利用非公开的内部消息买卖证券，证券交易委员会可以对他或帮助、教唆他违法的人追究民事责任；地方法院可以对他们处以罚款，但罚款金额不得超过非法交易所得数额或避免损失的 3 倍。对从事非法交易的自营商，证券交易委员会

有权限制其活动，暂停其营业一年甚至取消注册登记。美国《内部交易和证券欺诈执行法》还规定了管理者的民事责任。该法规定透露信息者和非法接受信息者对非法交易负连带责任。证券交易委员会可以追索二者共同支付民事罚款。如果接受信息者又非法透露信息给第三人，法院可视第三人的非法所得数额追加第一个透露人的罚款额。同时，对管理者未能发现和阻止内幕交易也进行处罚，但管理者只对直接接受信息的人负连带责任。

内幕交易的构成要件。主要包括以下方面：

（1）内幕交易行为主体。其范围有日益扩大的趋势。主要包括公司内部人员、准内部人员、第一手直接获取信息者及公务人员。公司内部人员指上市公司董事、监事、经理、其他高级人员、从业人员、代理人以及具有控制关系的股东。准内部人员指依据公司业务或契约关系，知悉公司内幕信息的会计师、律师、公司顾问、评估公司职员、证券承销商等。第一手直接获取公司信息的人员指从上述内部人员、准内部人员处直接获取公司信息的人员，包括内部人员、准内部人员的家属、朋友、亲戚、新闻记者、证券分析家等。但是，上述人员须认识到自己从内部人员或准内部人员处接受信息，且此信息为法律所规定的重要事实并尚未公开。上述人员从知悉信息开始，即成为内幕交易行为主体。公务人员指依法对公司行使职权的人员，如行使搜查权的警方人员和检察官、行使审判权的法官、行使仲裁权的仲裁员、国家税务人员、证券监督管理机构的工作人员、证券交易所管理人员、与发行人有直接隶属关系的国家工作人员等。

（2）内幕信息。是指有关发行人、证券经营机构、有收购意图的法人、证券监督管理机构、证券业自律性管理组织以及与其有密切联系的人员所知悉的、尚未公开的和可能影响证券市场价格的重大信息。信息未公开指公司未将信息载体交付或寄送大众传播媒介或法定公开媒介发布或发表。如果信息载体交付或寄送传播媒介超过法定时限，即使未公开发布或发表，也视为公开。

（3）内幕交易的行为方式。主要表现为：行为主体知悉公司内幕信息，且从事有价证券交易或其他有偿转让行为，以及泄露内幕信息或建议他人买卖证券的行为。至于知内情者的获利目的与动机，以及行为人是否利用内幕信息从事交易，不为所问。既不要求内幕信息与交易行为之间有内在关联性及其因果关系，也无需证明交易者从事交易的主观心理及交易行为后果。

3. 对欺诈客户的监管

（1）禁止任何单位或者个人在股票交易活动中欺诈客户。欺诈客户行为是指：

- 1) 证券经营机构将自营业务和代理业务混合操作；
- 2) 证券经营机构违背委托人的指令为其买卖股票；
- 3) 证券经营机构不按国家有关法规和证券交易场所业务规则的规定处理股票买卖委托；

- 4) 证券经营机构不在规定时间内向被代理人提供股票买卖书面确认文件；
- 5) 证券经营机构以多获取佣金为目的，诱导顾客进行不必要的股票交易；
- 6) 证券经营机构在客户的账户上翻炒股票；
- 7) 证券经营机构保护客户的交易收益或者允诺赔偿客户的投资损失；
- 8) 证券登记、清算机构不按国家有关法规和本机构业务规则的规定办理清算、交割、过户及登记手续；
- 9) 证券登记、清算机构擅自将顾客委托保管的股票作抵押或借与他人；
- 10) 证券经营机构挪用客户保证金；
- 11) 证券经营机构在代理客户买卖股票活动中，与客户分享股票交易的利润或者分担损失；
- 12) 股票发行公司或者发行代理人将股票出售给投资者时未向其提供招股说明书；
- 13) 其他违背客户真实意愿、损害客户利益的行为。

(2) 对欺诈客户行为的处罚。

1) 证券经营机构、证券登记或清算机构以及其他各类从事证券业的机构有欺诈客户行为的，根据不同情况，单处或并处警告、没收违法所得、罚款、限制或者暂停其经营证券业务，或者撤销其证券经营业务许可。

2) 证券经营机构、证券登记或者清算机构，以及其他各类从事证券业机构中有欺诈客户行为的直接责任人员和机构主管人员，根据不同情况，单处或并处警告、或 3 万元以上 30 万元以下的罚款、或撤销其证券经营业务许可。

3) 实施欺诈客户行为的责任者，因其欺诈行为给投资者造成损失的，应当依法承担赔偿责任。

4. 我国对操纵市场与内幕交易的监管机制

(1) 对操纵市场的监管。我国《禁止证券欺诈行为暂行办法》禁止任何单位或者个人以获取利益或者减少损失为目的，利用其资金、信息等优势或者滥用职权操纵市场，影响证券市场价格，制造证券市场假象，诱导或者致使投资者在不了解事实真相的情况下做出证券投资决定，扰乱证券市场秩序。

1) 操纵市场的行为。

- 通过合谋或者集中资金操纵证券市场价格；
- 以散布谣言等手段影响证券发行和交易；
- 为制造证券的虚假价格，与他人串通，进行不转移证券所有权的虚买虚卖；
- 出售或者要约出售其并不持有的证券，扰乱证券市场秩序；
- 以抬高或压低证券交易价格为目的，连续交易某种证券；

利用职务便利，人为地压低或抬高证券价格；
其他操纵市场行为。

2) 对操纵市场行为的处罚措施。

证券经营机构、证券交易场所以及其他从事证券业的机构有操纵市场行为的，根据不同情况，单处或者并处警告、没收违法所得、罚款、限制或者暂停其证券经营业务，或者撤销其证券经营业务许可。

除证券经营机构、证券交易所和其他从事证券业的机构以外的机构有操纵市场行为的，根据不同情况，单处或者并处警告、没收违法所得及罚款；已上市的发行人有操纵市场行为，情节严重的，并可以暂停或取消其上市资格。

个人有操纵市场行为的，根据不同情况，没收其非法获取的款项和其他违法所得，并处以 5 万元以上 50 万元以下的罚款。

(2) 对内幕交易的监管。

1) 内幕信息。主要包括：

证券发行人订立重要合同，该合同可能对公司的资产、负债、权益和经营成果中的一项或者多项产生显著影响；

证券发行人的经营政策或者经营范围发生重大变化；

证券发行人发生重大的投资行为或者购置金额较大的长期资产的行为；

证券发行人发生重大债务；

证券发行人未能归还到期重大债务的违约情况；

证券发行人发生重大经营性或非经营性亏损；

证券发行人资产遭受重大损失；

证券发行人的生产经营环境发生重大变化；

可能对证券市场价格有显著影响的国家政策变化；

证券发行人的董事长、1/3 以上的董事或者总经理发生变化；

(11) 持有证券发行人 5% 以上的发行在外的普通股的股东，其持有该种股票的增减变化每达到该种股票发行在外总额的 2% 以上的事实；

(12) 证券发行人的分红派息，增资扩股计划；

(13) 涉及发行人的重大诉讼事项；

(14) 证券发行人进入破产、清算状态；

(15) 证券发行人章程、注册资本和注册地址的变更；

(16) 因证券发行人无支付能力而发生相当于被退票人流动资金的 5% 以上的大额银行退票；

(17) 证券发行人更换为其审计的会计师事务所；

(18) 证券发行人债务担保的重大变更；

(19) 股票的二次发行；

(20) 证券发行人营业用主要资产的抵押，出售或者报废一次超过该资产

的 30%；

(21) 证券发行人的董事、监事或者高级管理人员的行为可能依法负有重大损害赔偿责任；

(22) 证券发行人的股东大会、董事会或者监事会的决定被依法撤销；

(23) 证券监管部门做出禁止证券发行人有控股权的大股东转让其股份的决定；

(24) 证券发行人的收购或者兼并；

(25) 证券发行人的合并或者分立等。

需要注意的是，内幕信息不包括运用公开的信息和资料，对证券市场做出的预测和分析。

2) 内幕人员。内幕人员包括：

证券发行人的董事、监事、高级管理人员、秘书、打字员以及其他可以通过履行职务接触或者获得内幕信息的职员；

证券发行人聘请的律师、会计师、资产评估人员、投资顾问等专业人员，证券经营机构的管理人员、业务人员以及其他因业务可能接触或者获得内幕信息的人员；

根据法律、法规的规定对证券发行人可以行使一定管理权或者监督权的人员，包括证券监管部门和证券交易场所的工作人员，证券发行人的主管部门和审批机关的工作人员以及工商、税务等有关经济管理机关的工作人员等；

由于本人的职业地位，与证券发行人的合同关系或者工作联系，有可能接触或者获得内幕信息的人员，包括新闻记者、报刊编辑、电台主持人以及编排印刷人员等。

内幕人员还包括其他可能通过合法途径接触到内幕信息的人员。

3) 内幕交易行为的种类。

内幕人员利用内幕信息买卖证券或者根据内幕信息建议他人买卖证券；

内幕人员向他人泄露内幕信息，使他人利用该信息进行内幕交易；

非内幕人员通过不正当手段或者其他途径获得内幕信息，并根据该信息买卖证券或者建议他人买卖证券。

内幕交易行为还包括内幕人员或者非内幕人员以其他途径、手段获取并利用内幕信息进行证券发行、交易活动的行为。

4) 对内幕交易行为的处罚规定。我国《股票发行与交易管理暂行条例》第 72 条规定：“内幕人员和以不正当手段获取内幕信息的其他人员违反本条例规定，泄露内幕信息，根据内幕信息买卖股票或者向他人提出买卖股票建议的，根据不同情况，没收非法获取的股票和其他非法所得，并处以 5 万元以上 50 万元以下的罚款。”

我国《禁止证券欺诈行为暂行办法》对内幕交易行为规定了更为具体的

处罚。《禁止证券欺诈行为暂行办法》第 13 条规定：“内幕人员和以不正当手段或者其他途径获得内幕信息的其他人员违反本办法，泄露内幕信息，根据内幕信息买卖证券或者建议他人买卖证券的，根据不同情况，没收非法获取的款项和其他非法所得，并处以 5 万元以上 50 万元以下的罚款。内幕人员泄露内幕信息，除按前款的规定予以处罚外，还应当依据国家其他有关规定追究其责任。”第 14 条规定：“证券发行人在发行证券中有内幕行为的，根据不同情况，单处或者并处警告、责令退还非法所筹款项、没收非法所得、罚款、停止或者取消其发行证券资格。”

第九章 证券业从业人员的道德规范和行为准则

证券业从业人员的行为规范既有一般性的行为规范特点，同时又有本行业行为的特殊性。因此，证券业从业人员的道德规范和行为准则，既体现了一般性职业道德的要求，同时又体现了本行业行为的特殊性要求。

第一节 证券业从业人员的道德规范

一、一般性职业道德的基本原则和基本规范

1. 一般性职业道德的基本原则

职业道德是同人们的职业活动密切相关的、有着自身职业特点的道德活动现象、道德意识现象和道德规范现象。它是社会道德在职业活动中的具体化。因此，任何职业道德，都有着体现一般性职业道德的共同特征的内容。具体地说，它包括如下四个方面：

（1）在内容上，职业道德总是鲜明地表达着职业义务、职业责任、以及职业行为上的道德准则。同时，职业道德在一定的意义上总是一定的社会道德的反映，但它并不是一般性地反映着社会道德的要求，而是着重从职业本身的特殊利益要求，以及职业行为自身的特点来体现社会一般性道德的要求。职业道德是从特定的职业行为和行为传统以及行为实践的基础上形成的。因而，长期的某一职业的行为习惯，造成不同的行业人们的行为以及心理习惯和道德品性，往往有“隔行如隔山”之感。

（2）在形式上，职业道德往往比较具体、灵活多样，总是从本职业的活动和交往的内容和方式出发，提出对本行业的从业人员的道德要求并适应于本行业的客观环境和具体条件。因而，它不仅是原则性的规定，而且比较具体，易于实行。如采取规章制度、条约守则以及条例等简明形式等。这样做比较容易为从业人员所接受，比较易于形成本行业的道德行为习惯。

（3）在调节范围上，职业道德主要是为了约束本职业的从业人员的，概括地说，职业道德既规范从行人员的职业行为，同时又调节两个方面的关系：一是从事同一职业的人的内部关系；二是从业人员与职业对象之间的关

系。现代科学技术的发达，使得各种职业活动都相应地要求精确化和技术化，而这种精确化和技术化本身就不仅仅是一种技术性要求，同时也是对于从业人员的行为规范要求。同时，各种行业为了维护自身的利益，为了维护自己的职业信誉和职业尊严，不但要求从业人员内部要有良好的群体关系，因而设法确立确定的道德规范，以调节自己内部人员的关系，同时注意满足社会各相关方面的要求，以相应的道德规范来调节或约束本行业的从业人员。从而调节本职业与社会各方面的关系。因而，职业道德规范往往有很强的针对性，而对职业之外的行为则起不到调节行为的作用。

（4）在效果上，职业道德一方面使一定社会的道德原则和规范职业化；另一方面，又使个人的道德品质“职业化”。这是因为，尽管职业道德是在特定的职业环境中形成和发展起来的，但是，在任何社会，职业道德都不可能脱离一定的社会道德环境独立存在，或者说，不可能有独立于特定社会的职业道德。职业道德既受到一定的社会道德总体上的或根本性的制约，因而职业道德总是一定社会道德的表现，同时又是与人们的职业活动密切相关，从而使得人们的道德行为，又总是表现出职业性质的特点，在比较稳定的职业心理与职业习惯中，呈现出一种比较稳定的道德行为习惯。

职业道德的上述一般性的特征，决定了职业道德原则与一般性道德原则之间的关系。道德是在人类的社会经济生活和社会关系中发展起来的，用以调节人们在社会关系中发生的矛盾和冲突的一种特殊的道德现象。道德所直接调节的关系，就是个人与个人、个人与社会集体以及集体之间的关系，而这些相互关系之所以要由道德来调节，是因为不论是个人与个人之间，还是个人与社会之间，都存在着基本的利益关系以及需要相应的原则来加以调节。道德主要是从利益关系上来进行调节。职业道德是一定社会道德的体现，或者说，它在总的精神上体现着占主导地位的社会道德要求，因此，一定社会的道德决定了一定社会中的职业道德的根本原则，或者说，一定社会占主导地位的道德原则，也就是一定社会中的职业道德的基本原则。

道德原则又称为道德的基本原则或者根本原则。它是处理个人利益与社会集体利益关系的根本准则，是调节人们相互关系的众多规范和范畴的最基本的出发点和最重要的指导原则。在各种类型的道德规范系统中，道德原则总是居于首要地位，起着主导作用，成为贯穿于各种道德规范系统的总纲。或者说，各种道德规范和范畴，包括职业道德规范在内的道德要求，都是从道德原则派生出来的，或者说，都从根本精神上体现了道德原则。

就社会主义的道德体系而言，它所奉行的道德原则是社会主义的集体主义。作为社会主义道德原则的集体主义，是广大社会成员在确立道德理想、选择道德行为、从事道德评价、进行道德教育和个人道德修养时应自觉遵循的道德原则。因此，从根本意义上看，社会主义的集体主义这个最一般的原则，也就是我们职业道德的基本道德原则。

作为职业道德原则的社会主义集体主义，总的目标就是要在社会主义社

会中，使集体利益与个人利益能够辩证地有机地统一起来。这种利益的统一，是社会主义社会的道德原则所追求的目标，因而，也是它的核心内容。具体来说，它的主要内容表现为两个方面：

1) 社会整体利益或国家利益高于职业团体利益，职业团体利益高于个人职业劳动者个人利益；社会整体利益、职业团体利益和个人利益从根本上是一致的，但也有各自相应的利益边界。一般而言，在现代社会，职业集团或者说企业与国家的利益关系，是由法规来确定的；而个人与职业集团之间的利益关系，也应有可操作性的规定来确定。然而，利益关系并不是这些规定可以概括得了的。个人对职业的尽职尽责，由此增进职业利益，就从职业活动本身体现了职工与企业之间的利益关系。企业自觉服从国家法规，从而增进国家利益；或是偷税漏税，由此造成国家利益的损失。因此，集体主义原则所要求的，就是个人利益应当自觉服从职业团体利益，职业团体利益应当自觉服从社会利益和国家利益。

2) 在保障职业利益、特别是社会利益和国家利益的前提下，职业团体要照顾和保障职业劳动者的个人正当利益。一方面，我们要看到，集体利益不等于个人利益的简单相加；另一方面，集体利益是个人利益的总和的载体，是个人利益的最集中、最直接的代表。也就是说，集体利益要成为真实的集体利益，就是个人利益的代表，并向个人利益负责。在一种集体中，如果个人利益得不到实现，集体不能保障个人的利益，那这种集体利益对于组成这个集体的个人而言，就是虚幻的、不真实的。而个人利益得不到保障，又必将影响个人的劳动积极性，从而最终影响集体利益的实现。因此，个人利益与集体利益之间存在着一种辩证统一的关系。

2. 一般性职业道德的基本范畴

对于各行业的职业道德而言，不仅一般性的职业道德原则起着主导性的作用，同时一般性的职业道德范畴，也具有普通适用性。这些基本道德范畴有：职业理想、职业态度、职业义务、职业技能、职业纪律、职业良心、职业荣誉、职业操守。

(1) 职业理想。就是一个人职业活动中自己的职业追求目标。这种追求目标，是每一个从事职业活动中的人为自己所规定的努力方向和所应达到的境界。职业理想有很强的专业性和职业性，但同时也应看到，职业理想包含了道德方面的内容。一定的职业理想包括了一定的职业形象与职业道德的追求，因而，职业理想体现着从业人员对完美人格的追求。就道德方面的内容来看，职业理想可以归纳为：1) 努力做好本职工作，力图做得尽善尽美；2) 努力提高自己，不断向新的境界攀登；3) 努力为社会服务，或者说，全心全意为人民服务。这几个方面，应当看作是职业道德的灵魂。当然，任何正当职业，都是社会的需要，但并不一定意味着是从业人员合适的职业选择。每个人来到这个世界上，总是受到各种各样的具体条件的限制，或者是也可能处在各种有利的条件中，实际上，所谓有利的条件本身也是一种限

制。因此，每个人对于职业的选择，很难说都是那么理想，在一定的意义上这是一种谋生的需要。在这样一种前提下，就需要以社会责任心来作为自己行为的动力。同时应当看到，任何人来到这个世界上，总是要有一种谋生的手段，在任何岗位上，都可以使自己的人生得到一种完善。只要我们肯于付出汗水，全心全意为人民服务，在任何职业岗位上都可以完善我们的人生。

（2）职业态度。从本质上看，职业态度就是劳动态度。社会主义职业态度的最基本的要求，就是树立主人翁的劳动态度。任何一个从业人员只有把自己看成是职业活动的主人，也就是把自己看成是主动的活动主体，而不是被动的听从命令者，才会焕发出应有的劳动激情。因此，一个人只有发挥自己的自觉性与主动性，才能在自己的岗位上进行创造性的劳动。

（3）职业义务。一般而言，职业义务就是职业团体和职业从业人员对社会、对人民大众所承担的职业责任。

（4）职业责任。包括职业团体的责任和从业人员的责任。任何一个职业团体，都是拥有一定的责、权、利的社会团体。社会团体对于社会所负的责任，是一个社会健康发展的基本条件。而权和利则是职业团体对于社会履行责任的条件。就个人而言也是如此。每个人在一定的职业岗位上，既负有一定的责任，同时也有一定的利与权。而所谓职业道德义务，也就是职业团体的法人代表或者是从业人员，能够自觉意识到自己所负的职业责任。这种职业义务或者说职业责任是一种客观存在，职业义务与团体法人代表和从业人员相融合而自愿履行的时候，客观的职业义务就有了道德意义，就转化为行为个体的义务感。

（5）职业技能。职业道德不仅要求有自觉的职业道德义务感，而且要求有相应的职业技能。只有具备过硬的职业本领，才能胜任职业工作，完成职业责任，更好地为人民服务。

（6）职业纪律。职业纪律是一种行为规范。它要求从业人员在职业活动中遵守规则、严守秩序、履行职责、执行命令。职业纪律是职业活动得以顺利进行的道德条件。没有职业纪律，职业活动的秩序就难以维持，职业生产的正常活动就难以开展。应当看到，养成自觉地遵守职业纪律的习惯，是职业道德的最起码的要求。没有职业纪律的素养，其他一切职业道德的要求都无从谈起。

（7）职业良心。职业良心就是人们内心所具有的自觉的责任意识。职业良心在职业活动中起着重要作用。首先，在从业人员进行职业活动前，职业良心促使个人对自己的行为动机进行道德上的检查，对于符合职业道德要求的动机给予肯定；对于不符合者给予抑制或否定，从而做出正确的动机选择。其次，在职业行为过程中，职业良心起着职业活动的监督保证作用，使人们能够排除各种私心杂念的影响以及抵制各种有害的干扰。最后，在行为过程之后，职业良心能够对行为进行自我反省或自我评价。对于遵守了职业道德的行为，能够给予肯定的评价，表现出内心的满足与欣慰；对于没有做

到的，表现出内疚、悔恨等情绪。因此，不难看出，职业良心对于职业行为发挥着巨大的作用，成为从业者的内在“守护神”。

（8）职业荣誉。职业荣誉包括着两个方面的内容：1）社会 and 职业用以评价从业者的行为的社会和职业的价值尺度，也就是社会对于这一行业的褒贬；2）从业者自己的职业荣誉感。概括起来，就是所谓职业荣誉，也就是对于一定的职业的社会评价和自我评价。应当看到，这两个方面不是绝对对立或者截然分开的。一定的职业形象或者说职业荣誉以及社会的评价如何，关键取决于从业人员对自己职业形象的维护。从业人员自己的尊严与自爱，是维护自己职业荣誉的内在保障。而如果从业人员自己不维护自己的职业形象，也难于赢得社会的良好评价。

（9）职业操守。是指从业人员在其职业生活中所表现的一贯态度。职业操守是职业道德在从业者职业生活中的习惯性表现。它是从业人员在长期的职业行为中所形成的一种稳定的行为习惯和行为倾向。同时，应当看到，职业操守是职业习惯的集中体现。它集中反映了职业道德对职业的要求，并自觉地化为从业人员的一贯行为。

二、证券业从业人员的道德规范

在我国，证券业作为一种新兴的行业，正处在日益发展壮大的历史时期。证券业从业人员的行为，如同任何行业人员的行为一样，都有着职业道德的规定性。证券业从业人员的职业道德，是证券这一行业对于从业人员的行为要求。它一方面表现在具体的行为实践中，通过从业人员的自发的习惯性的行为方式固定下来另一方面，它又是在证券业的广大同仁对于这种职业要求的自觉认识的基础上，经过集中概括，然后见之于从业人员的实践，形成从业人员普遍遵循的行为准则。证券行业的职业道德是从证券业的行为实践中产生，并通过长期的行为实践确立下来的。证券业的职业道德起着规范从业人员的行为的作用，同时又协调着从业人员内部的关系以及从业人员与服务对象的关系。因此，证券业职业道德对于证券业活动的开展起着精神保障的作用。

证券业从业人员的职业道德不仅包括一般性的职业道德原则和一般性的职业道德规范；同时还有相应的职业道德规范和行为准则。证券业从业人员的道德规范有：正直、诚信、勤勉、尽责、廉洁、保密、自律、守法。职业道德规范是职业道德对从业人员的行为规定。而它同时又体现在人们的为实践活动中，在行为者个人那里，道德规范就表现为个人的德性。或者说，个人的品德与品行。

1. 正直

正直作为证券业从业人员的行为规范，它要求从业人员公正而不偏私，处理问题不带个人成见和感情用事，而坚持原则办事。正直作为一种个人的品德，是最基本的德性要求。正直之所以是一种最基本的德性，是因为有了正直的德性才会有其他的德性。一个正直的人，就是一个敢于按原则办事的

人，一个秉公办事的人，一个不偏私的人，一个光明磊落的人。因此，一个不正直的人，他所缺乏的就不仅是正直，而且可以说是德性的全部。没有正直的德性，可能在一时或某事上满足自己的私欲，但这样不仅败坏自己，而且有益于他人的事业。正直也在于刚正不阿。一个正直的人，也就是勇于抵制来自于各方面的违反原则指令的人。不正直的人在这方面可能得利一时，但最终将有害于他自己的事业。因而，正直所要求的是一颗公心，一种对于事业的忠诚心，而不是一种私心。

2. 诚信

诚信二字从字义上解释，诚者，真诚、诚实也；信为人言，表信用、信任、信誉之意。许慎《说文解字》中，将诚信互为诠释，可见诚信具有内在的因果关系。诚信可说是对人的行为的普遍性的要求。凡一个人的言行，均可说有一个诚信的问题。诚信实际上是人的行为的重要因素。孔子说：“人无信不立”，可见诚信的重要。而在证券业从业人员的活动中，诚信同样有着重要的意义。证券活动是建立在基本信用关系上的活动，没有诚信，证券活动就失去了最基本的价值依托。欺诈行为干扰证券活动的正常秩序，给证券交易活动带来信誉与经济的损失，失去股民对证券交易机构的信任。而普遍的欺诈活动只能使证券交易活动处于全面的瘫痪，使其失去存在的根基。因此，对客户的欺诈活动，从来都被认为是一种违法行为。而诚信道德可说是证券行业的命脉所在。离开了诚信也就没有证券行业生存的余地。

3. 勤勉

勤勉对于职业工作而言，也就是自觉主动地完成自己所担负的任务。它是职业责任心的体现。没有职业责任心，没有一定的职业理想，也就不可能有勤奋工作的精神和态度。同时，证券业从业人员在一定的职业责任与义务的要求下，自觉主动地完成自己所担负的任务，并长期持之以恒，这种责任心就转化为一种工作态度，一种职业习惯。这就是勤勉的工作态度与习惯。因此，一定的职业责任心与义务感，是勤勉工作的内在动因，而长期的工作态度，同时又是职业责任心的见证，并使这种职业责任感得到巩固。

4. 尽责

尽责与勤勉在本质上是一致的，是对一种职业行为的不同方面的描述。一个勤奋工作的人，也就一定是一个尽责的人，而决不会只忙忙碌碌而不尽责尽心的人。尽责也就是尽其全力搞好自己的本职工作，全心全意地把自己的工作做得尽善尽美。

5. 廉洁

廉洁作为一种规范要求，是指一个人在非分的收益面前，保持自己应有的德操。所谓“非分”，即不是自己的正当合法的收入。对于合法收入之外或自己劳动应得收益之外的钱财，是否能够保持清正廉洁的品德，而决不伸手或决不沾手，对于一个从事证券业工作的人而言，同样是一个至关重要的德性。这是因为，证券行业随时都充满这种诱惑的可能，因而，一个称职的

证券业工作人员，要把廉洁放在首要位置，而不图谋非分的私利。

6. 保密

保密即保守机密。既指保守在从业过程中接触到的有关客户的和证券经营机构的商业秘密，也包括保守有关国家机密。

7. 自律

自律要求证券从业人员对于证券业的职业道德规范和法规性政策性规定，都能自觉执行。尤其是在无人监督的情况下，应当以一个从业人员的职业良心来约束自己，不做损害国家利益与客户利益的事情。

8. 守法

证券业是一类法规性很强的职业活动。证券从业人员的法律意识，是证券业的经济活动得以顺利进行的条件之一。守法要求证券从业人员不仅要熟悉有关政策法规，而且要自觉执行所有政策法规。

第二节 证券从业人员的行为准则

一、证券从业人员行为准则的依据

证券从业人员的行为准则，指证券从业人员在从事证券业务的过程中应当遵循的行为标准。这些行为标准最初是在证券业的发展过程中逐步地、自发地形成的自律规则，是证券市场的参与者在经过长期的实践后总结出来的标准，随着证券市场和证券管理的发展，逐步由国家颁布法令确立了一些强制性的行为准则。完善的行为准则，不仅是维护证券市场的经营秩序，保护证券从业人员和客户利益的工具，更是关系整个证券市场存亡的关键。可以想像，如果证券从业人员的行为严重偏离社会一般的价值观念，严重损害客户的利益，最终的结果必然是导致公众信心丧失，从而损害证券业的根本利益，严重阻碍证券市场的健康发展。

目前，我国证券从业人员的行为准则主要来自两个方面：（1）有关的法律、行政法规及部门规章。从我国证券市场建立以来，我国先后颁布了《公司法》、《刑法》、《股票发行与交易管理暂行条例》、《禁止证券欺诈行为暂行办法》、《关于加强证券从业人员犯罪预防工作的通知》、《证券市场禁入暂行办法》等法律、法规及部门规章，这些规范确定了证券从业人员的基本行为准则及相应的法律责任。（2）各证券机构制定的自律性的规范。我国的证券交易所、证券业协会、各证券经营机构为了规范自身的运作，也先后制定了一些自律性的规范。这些规定对保证该机构范围内从业人员行为的规范起到了积极的作用。

一般而言，证券从业人员的行为准则规定的内容包括保证性行为和禁止性行为。

二、保证性行为

保证性行为又称为积极性行为，是作为证券从业人员应当做到的行

为，是从事证券业务的基本要求。这些行为包括：

1. 热爱本职工作，准确执行客户指令，为客户保密

热爱本职工作是从事任何职业的基本要求，只有在对某一职业充满兴趣和热爱的前提下，才有可能熟悉该领域的业务并取得事业上的成功。证券业在我国是新兴的行业，充满了机会和竞争，同时也有巨大的风险。如果仅仅是羡慕在证券业中成功人士的收入或地位，希望通过正当及不正当的途径迅速获取高额收入，是不可能做好证券业务的。

证券业，尤其是证券业中代客经营的业务属于金融中介业务，从业人员的基本职责是为了客户的利益提供最好的服务。客户的指令是客户指示从业人员买卖证券或进行其他证券业务的命令，证券市场瞬息万变的行情变化，要求从业人员及时、准确、完整地执行客户的指令。

从业人员有替客户保守机密的义务。证券业从业人员在从事证券业务过程中所接触到的一些有关客户的账户、资金、头寸、经营状况等一些经济信息，以及客户个人的私人信息都属于客户的商业秘密或隐私范围，除了司法机关依照法定的程序进行调查以外，从业人员不得向任何人透露，也不得利用该信息从事任何营利性活动或有损于客户利益的行为。

2. 努力钻研业务，提高自己的业务水平和工作效率

除了较高的职业道德和对本职工作的热爱外，良好的业务水平也是从事证券业务的重要保证。证券业务涉及到经济、金融、法律、会计、通讯、计算机、信息、工商、税收等诸学科，还需要对心理学、社会学有一定的了解，所以从业人员应当努力钻研业务，不断加强学习，提高自己的业务水平和工作效率。

3. 遵守国家法律和有关证券业务的各项制度

法律是人们普遍遵守的行为准则，对法律的违反必然导致受到法律的制裁；同时，法律也是使证券市场按照既定的“游戏规则”运行的保证。如果怀着侥幸的心理希望“打擦边球”，必然会引起市场秩序的混乱。在我国 80 年代后期开始建立证券市场以来，一段时期内证券市场犯罪较为严重，司法机关立案查处的证券业从业人员利用职务之便挪用客户股票、保证金或单位炒作股票以及贪污、受贿等犯罪案件逐年上升，犯罪数额大、影响面广、犯罪手段高智能化、隐蔽性强、危害极大。因此从业人员应当自觉遵守国家法律和有关证券业务的各项制度，坚决抵制客户的不合法要求，更不要心存侥幸，以身试法。

4. 积极维护投资者的合法利益，珍惜证券业的职业荣誉

证券法的首要价值在于维护公众投资者的利益，这是证券市场健康存在和发展的根本条件。如果形成证券经营机构与大户联手操纵市场的情况，短期内可能给操纵者带来巨额的利润，但从长远看，必然使公众投资者丧失信心，毁坏证券业的职业荣誉。因此，证券业从业人员应当积极维护投资者的合法权益，为公众投资者在证券买卖过程中遇到的各种问题积极提供帮助和

意见，树立其所供职的证券机构和整个证券业的良好职业形象和职业荣誉。

5. 文明经营、礼貌服务，保证证券交易中的公开、公平与公正

证券业从业人员的个人举止是证券业的窗口，文明、大方的行为方式，礼貌、客气的待人态度，细致入微的服务是证券业从业人员成功的开端。今后，证券业的竞争会越来越多地从比硬件到比服务，因此，从业人员应当努力做到文明、礼貌经营、为客户提供优质、周到的各项服务。

“公开、公平、公正”——证券交易中的三公原则是对证券从业规则的基本概括，具体到证券业从业人员，是指认真执行法律所要求的信息披露，对待客户一视同仁，严格按照法律的规定处理各项事务。

6. 服从管理、服从领导，自觉维护证券交易中的正常秩序

服从管理、服从领导是保证正常经营秩序的基本要求，从业人员不得因个人理由扰乱正常的办公环境和经营秩序。如果认为问题系由于管理和领导的过错所致，应当通过正当的行政或司法途径加以解决。

7. 团结同事，协调合作，合理处理业务活动中出现的各种矛盾

从业人员还应当自觉处理在业务活动中出现的与上级、与同事、与客户等之间发生的各种矛盾，有理有节地处理问题。

8. 热心公益事业，爱护公共财产，不以职谋私，不以权谋私

关心社区建设，热心社会公益事业，爱护公共财产，积极从事对社会公共福利有益的活动，不仅是证券业从业人员的社会责任，也是证券业从业人员较高素养的体现和证券机构企业行为的标志。证券业从业人员应当通过提供劳务获取正当、合法的收入，不能利用职权牟取私利。

三、禁止性行为

禁止性行为，指根据法律的规定证券业从业人员不得从事的行为。禁止性行为是经过多年的司法实践，被公认对证券市场有严重危害性的行为。证券业从业人员如果从事了这些行为，将受到法律的制裁和处罚。

概括地说，禁止性行为包括以下几个方面：（1）不得以获取投机利益为目的，利用职务之便从事证券的买卖活动；（2）不得向客户提供证券价格上涨或下跌的肯定性意见；（3）不得与发行公司或相关人员间有获取不当利益约定；（4）不得劝诱客户参与证券交易；（5）不得接受分享利益的委托；（6）不得向客户保证收益；（7）不得接受客户的买卖证券的种类、数量、价格及买进或卖出的全权委托；（8）不得为达到排除竞争者目的，不正当地运用其在交易中的优越地位限制某些客户的业务活动。

根据我国法律、法规的规定，禁止性行为又可以分为五大类：

1. 内幕交易行为

根据《禁止证券欺诈行为暂行办法》的规定，禁止任何单位或个人以获取利益或减少损失为目的，利用内幕信息进行证券发行、交易活动。所谓内幕信息，指为内幕人员所知悉的、尚未公开的和可能影响证券市场价格的重

大信息。由于证券经营机构的管理人员、业务人员有可能因为业务原因或其他原因接触到内幕信息，所以构成法律上的内幕人员。证券业从业人员不得从事的内幕交易行为包括：

- (1) 利用内幕信息买卖证券或根据内幕信息建议他人买卖证券；
- (2) 向他人泄露内幕信息，使他人利用该信息进行内幕交易；
- (3) 其他非法利用内幕信息的行为。

2. 操纵市场的行为

《禁止证券欺诈行为暂行办法》禁止任何单位或者个人以获取利益或者减少损失为目的，利用其资金、信息等优势或者滥用职权操纵市场，影响证券市场价格，制造证券市场假象，诱导或者致使投资者在不了解事实真相的情况下做出证券投资决定，扰乱证券市场秩序。

证券业从业人员不得从事的操纵市场的行为包括：

- (1) 通过合谋或者集中资金操纵证券市场价格；
- (2) 以散布谣言等手段影响证券发行和交易；
- (3) 为制造证券的虚假价格，与他人串通，进行不转移证券所有权的虚买虚卖；
- (4) 出售或者要约出售其并不持有的证券，扰乱证券市场秩序；
- (5) 以抬高或者压低证券交易价格为目的；
- (6) 利用职务便利，人为地压低或者抬高证券价格；
- (7) 其他操纵市场的行为。

3. 欺诈客户行为

欺诈客户行为指以隐瞒事实真相，捏造事实等手段，违反国家的规定，违背客户真实意志，损害客户利益的行为。从广义上讲，内幕交易、操纵市场及虚假陈述行为均属于欺诈行为，但根据《禁止证券欺诈行为暂行办法》，证券业从业人员不得进行的欺诈客户行为主要包括：

- (1) 将自营业务与代理业务混合；
- (2) 违背代理人的指令为其买卖证券；
- (3) 不按国家有关法律和证券交易场所业务规则的规定处理证券买卖委托；
- (4) 在规定时间内不向客户提供证券买卖书面确认文件；
- (5) 不按国家有关法规和本机构业务规则的规定办理清算、交割、过户、登记手续；
- (6) 擅自将客户委托保管的证券转移或用作质押；
- (7) 以多获取佣金为目的，诱导客户进行不必要的证券买卖，或者在客户的账户上翻炒证券；
- (8) 保证客户的交易收益或者允诺赔偿客户的投资损失；
- (9) 向客户提供证券交割上涨或下跌的肯定意见；
- (10) 向客户收取利益；

(11) 其他欺诈客户的行为。

4. 虚假陈述行为

根据《禁止证券欺诈行为暂行办法》的规定，禁止证券业从业人员对证券发行、交易及其相关活动的事实、性质、前景、法律等事项做出不实、严重误导或者含有重大遗漏的任何形式的虚假陈述或者诱导，致使投资者在不了解事实真相的情况下做出投资决定。

证券业从业人员不得从事的虚假陈述行为包括：(1) 在招股说明书、上市公告书、公司报告及其他文件中做出虚假陈述；(2) 在证券发行、交易及其相关活动中的其他虚假陈述。

四、其他禁止行为

(1) 与客户委托有关的禁止行为包括：1) 接受分享利益的委托；2) 接受客户的买卖证券的种类、数量、价格及买进卖出的全权委托。

世界各国对证券业从业人员是否可以接受客户的全权委托规定并不一致，在我国现行的法律体制中，客户在下达指令时，应当明确所买卖的证券种类、数量、价格及买卖方向，委托不完全的，证券业从业人员不得接受。

(2) 为了达到排除竞争者的目的，不正当地运用其在交易中的优越地位限制某些客户的业务活动。

(3) 抗拒、阻挠或者严重干扰证券监督部门监督检查的行为。

(4) 违反国家规定直接或间接持有股票、买卖股票的行为。

(5) 其他类型的禁止行为。

五、法律责任

1. 民事赔偿责任

证券业从业人员实施欺诈客户等禁止性行为，给投资者造成损失的，应当依法承担民事赔偿责任。

应当看到，证券交易的过程比较复杂，损失的计算标准和认定幅度难以准确把握，需要立法机构和司法机构进一步完善。

还应当注意到，证券业从业人员都是以某一证券经营机构雇员的身份出现，因此，当产生民事赔偿责任的时候，是证券经营机构首先承担责任，即投资者的诉讼对象是证券经营机构（当然也可以将直接责任人同时作为被告），投资者胜诉后，承担赔偿责任的首先是证券经营机构，然后再由证券经营机构与证券业从业人员解决他们之间责任分担的问题。

2. 行政责任

(1) 内幕交易的行政处罚。根据不同情况，没收非法获取的款项或其他非法所得，并处5万元以上50万元以下的罚款，暂停或撤销其从业资格。

(2) 操纵市场的行政处罚。根据不同情况，没收其非法获取的款项和其他非法所得，并处5万元以上50万元以下的罚款，暂停或撤销其从业资格。

(3) 欺诈客户行为的行政处罚。根据不同情况，单处或者并处警告，

并处 3 万元以上 30 万元以下罚款，暂停或撤销其从业资格。

（4）虚假陈述的行政处罚。根据不同情况，单处或者并处警告、没收违法所得，并处 3 万元以上 30 万元以下的罚款，暂停或撤销其从业资格。

（5）其他禁止行为。证券从业人员有上述其他禁止行为的，依据不同情况，单处或并处警告、没收违法所得、罚款、暂停或撤销其从业资格等。其中违反国家规定持有或买卖股票的，根据不同情况，单处或者并处警告，没收违法所得，并处 5000 元以上 5 万元以下的罚款。

（6）关于市场禁入制度。1997 年 3 月 3 日，中国证券监督管理委员会发布了《证券市场禁入暂行规定》，引入了市场禁入制度。证券经营机构（包括分支机构）高级管理人员及其内设业务部门负责人，证券登记、托管、清算机构、证券投资基金管理机构、证券投资咨询机构的高级管理人员及其内设业务部门负责人，有上述禁止行为的，将视其情节，被认定为市场禁入者，除其所在机构应予以解职外，自中国证监会宣布决定之日起 3 年～10 年内不得从事任何证券业务和担任上市公司高级管理人员，情节特别严重者，永久性不得从事任何证券业务。

3. 刑事责任

根据我国刑法的规定，进行内幕交易，制造虚假信息扰乱市场以及操纵市场，情节严重的，处 5 年以下有期徒刑或者拘役，并处或者单处违法所得 1 倍以上 5 倍以下罚金。进行内幕交易情节特别严重的，处 5 年以上 10 年以下的有期徒刑，并处违法所得一倍以上 5 倍以下罚金。进行虚假陈述情节特别恶劣的，处 5 年以上 10 年以下有期徒刑，并处 2 万元以上 20 万元以下罚金。

后记

本分册第一版的书名为《证券与证券市场》。为了适应中国证券业从业人员业务培训及资格考试的需要，第二版更名为《证券市场基础知识》。

本分册第二版对第一版作了全面修改，进行了结构性调整，充实了部分新内容，删去了与中国证券业从业人员业务培训关系不大的内容。对原有章节，按《证券业从业人员资格培训及考试大纲》的要求，全部作了调整。本书第一版的作者是吴晓求、陈雨露、魏建华、方芳、李焰和孙媛。第二版的修订工作由方芳具体负责，魏建华、龚群、查松、傅敏等参加了新增内容的撰稿工作。最后由吴晓求、方芳审读了该书的全部修订稿并定稿。

《中国证券业从业人员业务培训系列教材》修订小组

2010年5月