

普通高等教育经管类专业“十二五”规划教材

证券投资分析

(第2版)

庄新田 高莹 编著
金秀 黄玮强

清华大学出版社

北京

内 容 简 介

本书系统地阐述了证券投资的理论与分析方法,并根据近年来金融市场、投资环境的变化和投资理论的最新进展,对内容和结构做了大幅度的补充和更新。本书的编写坚持易于读者理解的原则,强调理论背后的直观经济含义,注重实际运用和可操作性。“证券投资分析”是一门实践性很强的学科,书中给出了证券投资的实证研究案例,通过对案例的分析与讲解,有助于开拓读者的思路,提高应用能力。各章附有练习题、讨论题,可为读者学习证券投资管理基础知识、掌握投资方法提供有益的帮助和指导。

本书不仅可以作为MBA、研究生、本科生证券投资学课程的教材,还可作为证券分析师和金融机构的培训教材。

本书配有完整的教学课件,读者可在 <http://www.tupwk.com.cn> 网站下载。

本书封面贴有清华大学出版社防伪标签,无标签者不得销售。

版权所有,侵权必究。侵权举报电话:010-62782989 13701121933

图书在版编目(CIP)数据

证券投资分析/庄新田等编著. —2版. —北京:清华大学出版社,2013

(普通高等教育经管类专业“十二五”规划教材)

ISBN 978-7-302-32543-7

I. 证… II. ①庄… III. 证券投资—投资分析—高等学校—教材 IV. F830.91

中国版本图书馆CIP数据核字(2013)第107925号

责任编辑:崔伟 马遥遥

封面设计:周晓亮

版式设计:思创景点

责任校对:成凤进

责任印制:

出版发行:清华大学出版社

网 址: <http://www.tup.com.cn>, <http://www.wqbook.com>

地 址:北京清华大学学研大厦A座 邮 编:100084

社总机:010-62770175 邮 购:010-62786544

投稿与读者服务:010-62776969, c-service@tup.tsinghua.edu.cn

质 量 反 馈:010-62772015, zhiliang@tup.tsinghua.edu.cn

课 件 下 载: <http://www.tup.com.cn>, 010-62796865

印 刷 者:

装 订 者:

经 销:全国新华书店

开 本:185mm×260mm 印 张:21 字 数:460千字

版 次:2008年9月第1版 2013年11月第2版 印 次:2013年11月第1次印刷

印 数:9001~12000

定 价:34.00元

产品编号:

前 言

随着国际经济一体化的发展和证券市场的不断开放，近年我国股票市场得到了迅速发展，股票投资已成为投资者的首选工具。如何培养投资者的专业知识、提高证券投资机构的管理水平，对推动证券市场的健康发展具有重要作用。证券投资理论和证券投资实践是平行发展的，而投资实践又特别强调投资决策和证券市场的实际操作，许多前沿研究课题都是在证券市场交易实践中提出的，对于这些问题的研究，又动摇着原有的理论基础，尤其是在资本预算、资产定价、证券市场效率和价格的可预测性等方面。这些前沿问题的研究，要求证券投资分析要密切地结合证券市场的实际投资活动。

通过本书的学习，可以使读者掌握基本的证券投资理论和投资分析方法，培养独立的投资操作能力，在瞬息万变的市场环境中把握投资机会，为投资实际操作提供有益的帮助和指导。

本书的特色主要体现在：

(1) 在结构设计上按照证券投资分析的整个流程，沿着投资环境、证券市场、投资组合和资本定价的基本理论、证券的价值分析、宏观分析、技术分析、投资者的行为分析、风险管理以及案例分析这一主线，构成了一个完整的证券投资分析体系。

(2) 教材的内容组织方面，在系统地阐述证券投资的基本理论(资产定价理论、投资组合理论)的基础上，增加了证券投资的最新理论(行为金融理论)。

(3) 当前证券投资基金发展迅速，机构投资者正逐渐成为市场投资的主体。结合我国证券市场发展实际，本书新增了有关证券投资基金等资产运用与管理的相关内容。随着我国证券市场股票衍生产品的推出，如何提高投资管理水平，实现风险性、流动性与效益性的优化组合成为各方关注的焦点。本书新增了关于股票指数期货、股票指数期权等金融创新产品的相关内容。

(4) 证券投资分析是一门实践性很强的学科，本书增加了案例分析。结合我国证券市场实际案例的学习，能够培养学生分析问题和解决问题的能力，验证所学理论。通过案例分析，可以活跃读者的学术思想，激发读者对证券投资技术应用的兴趣，以达到理论与实践相结合的教学效果。

在编写过程中，我们参考了大量国内外出版的教材和文献资料，在此对原作者致以衷心的感谢。由于编者水平有限，书中难免挂一漏万，敬请读者批评指正，以使其日臻完善。联系邮箱：cuiwei80@163.com。

目 录

第 1 章 绪论	1	2.3.3 证券交易程序	42
1.1 证券投资概述	1	复习与思考	44
1.1.1 证券和证券投资的概念	1	第 3 章 资产组合理论	45
1.1.2 证券投资的分类	2	3.1 证券投资收益	45
1.1.3 证券投资与证券投机	3	3.1.1 证券投资收益的概念	45
1.2 证券投资工具	4	3.1.2 影响证券投资收益的 因素	45
1.2.1 股票	4	3.1.3 证券投资收益的衡量	47
1.2.2 债券	9	3.2 证券投资风险	50
1.2.3 证券投资基金	14	3.2.1 证券投资风险的概念和 性质	50
1.2.4 金融衍生工具	15	3.2.2 证券投资风险的类型	50
1.3 证券投资过程	18	3.2.3 证券投资风险的衡量	53
1.3.1 确定投资目标	19	3.3 资产组合的收益和风险	55
1.3.2 进行投资分析	19	3.3.1 资产组合的收益	55
1.3.3 构建投资组合	20	3.3.2 资产组合的风险	56
1.3.4 修正投资组合	20	3.3.3 资产组合中的资产数目 对风险的影响	59
1.3.5 评价投资绩效	21	3.4 资产组合的效率边界	60
复习与思考	21	3.4.1 仅有风险资产时的效率 边界	60
第 2 章 证券市场	23	3.4.2 有无风险资产时的效率 边界	63
2.1 证券市场概述	23	3.4.3 效率边界与投资者的 投资选择	66
2.1.1 证券市场的定义及 特点	23	3.5 资产组合的风险分散化 效应	67
2.1.2 证券市场的分类	24	复习与思考	68
2.1.3 证券市场的参与者	25	第 4 章 资本资产定价理论	69
2.1.4 证券市场的功能	26	4.1 有效市场	69
2.2 证券发行市场	28	4.1.1 有效市场成立的前提 条件	69
2.2.1 证券发行的目的	28		
2.2.2 证券发行的程序	31		
2.2.3 证券发行的方式	32		
2.2.4 证券发行价格的确定	34		
2.3 证券交易市场	37		
2.3.1 证券交易市场结构	37		
2.3.2 证券交易方式	40		

4.1.2 有效市场的三种形式	70	6.1.2 影响股票价值的 其他因素	106
4.2 资本资产定价模型	71	6.2 红利贴现模型	108
4.2.1 假设条件	71	6.2.1 基本的股利贴现 模型	108
4.2.2 资本市场线	72	6.2.2 几种特殊的股利 贴现模型	110
4.2.3 证券市场线	74	6.3 市盈率估价法	117
4.2.4 CAPM 模型的应用及其 局限	77	6.3.1 简单估计法	118
4.3 因素模型与套利定价 模型	80	6.3.2 回归分析法	120
4.3.1 因素模型	80	6.3.3 市盈率方法的缺陷	121
4.3.2 单因素套利定价模型	83	复习与思考	122
4.3.3 两因素套利定价模型	85	第7章 证券投资的宏观分析	123
4.3.4 多因素套利定价模型	86	7.1 宏观经济分析概述	123
4.4 套利定价模型和资本资产 定价模型的比较	86	7.1.1 宏观经济分析的 意义	123
复习与思考	87	7.1.2 宏观经济分析的 方法	124
第5章 债券价值分析	89	7.2 宏观经济环境分析	126
5.1 债券的收益与风险	89	7.2.1 影响证券市场的宏观 经济环境因素	126
5.1.1 债券的收益率计算	89	7.2.2 宏观经济环境的经济 指标分析	130
5.1.2 债券的久期与风险 计算	90	7.3 企业经营环境分析	135
5.1.3 收益率曲线与利率期限 结构理论	91	7.3.1 企业外部经营环境 分析	135
5.2 债券的评级	94	7.3.2 公司内部经营环境 分析	139
5.2.1 债券信用评级机构	94	复习与思考	142
5.2.2 债券信用等级标准	95	第8章 企业财务报表分析	143
5.3 债券的价值评估	96	8.1 基本财务分析	143
5.3.1 债券的基本价值分析	96	8.1.1 财务报表简介	143
5.3.2 债券的定价原理	99	8.1.2 财务报表分析的 基本方法	146
5.4 债券的投资策略	99	8.2 财务状况趋势分析	148
5.4.1 债券投资的积极策略	99	8.3 财务比率分析	149
5.4.2 债券投资的消极策略	101	8.3.1 偿债能力分析	149
复习与思考	103		
第6章 股票价值分析	105		
6.1 股票价值的影响因素	105		
6.1.1 影响股票价值的 基本因素	105		

8.3.2	资本结构分析	153	9.4.6	应用切线理论应注意的 问题	196
8.3.3	营运能力分析	154	9.5	形态分析	196
8.3.4	赢利能力分析	156	9.5.1	反转形态	197
8.3.5	投资收益分析	157	9.5.2	整理形态	203
8.4	财务状况综合分析	161	9.5.3	应用形态分析应该注意的 问题	206
	复习与思考	162	9.6	波浪理论	207
第 9 章	证券投资技术分析理论与 方法	163	9.6.1	波浪理论的基础理论	207
9.1	技术分析概述	163	9.6.2	波浪理论的主要内容	208
9.1.1	技术分析的含义	163	9.6.3	波浪理论的应用及 不足	212
9.1.2	技术分析的理 论依据	164		复习与思考	213
9.1.3	技术分析的工具	164	第 10 章	证券投资指标分析	215
9.2	道氏理论	165	10.1	市场趋势指标	216
9.2.1	道氏理论的基本原则	166	10.1.1	移动平均线	216
9.2.2	道氏理论的主要内容	166	10.1.2	移动平均线信道	219
9.2.3	道氏理论的实际应用	170	10.1.3	保历加信道	220
9.2.4	道氏理论的评价	172	10.2	市场动量指标	221
9.3	K 线图分析	173	10.2.1	威廉指标	221
9.3.1	K 线的起源与含义	173	10.2.2	相对强弱指标	222
9.3.2	K 线图的画法	174	10.2.3	随机指标	224
9.3.3	单根 K 线的基本 研判方法	175	10.2.4	动向指标	226
9.3.4	两根 K 线组合及 研判方法	178	10.2.5	乖离率指标和摆动量 指标	229
9.3.5	多根 K 线组合及 研判方法	180	10.2.6	动量指标和变动率 指标	230
9.3.6	K 线组合应用时应注意的 问题	186	10.2.7	平滑异同移动平均 指标	231
9.4	切线分析	186	10.3	成交量指标	233
9.4.1	趋势线	186	10.3.1	成交量动量指标和 成交量变动率 指标	233
9.4.2	轨道线	188	10.3.2	成交量摆动指标	234
9.4.3	支撑线和压力线	189	10.3.3	上涨/下跌成交量 指标	235
9.4.4	扇形原理、速度线和 甘氏线	192	10.3.4	阿姆斯指标	235
9.4.5	黄金分割线和百分 比线	194	10.3.5	成交量平衡指标	236

10.4	大势型指标	237	12.1.1	股票期权和股价 指数期权的定义	263
10.4.1	腾落指标	237	12.1.2	股票期权和股价 指数期权的分类	264
10.4.2	涨跌比指标	239	12.1.3	股票期权与股价 指数期权的功能	265
10.4.3	超买超卖指标	239	12.1.4	股票期权合约 设计	266
10.5	人气指标	240	12.1.5	股价指数期权合约 设计	269
10.5.1	心理线指标	241	12.1.6	股票期权与股价 指数期权的定价	271
10.5.2	人气指标、意愿指标、 中间指标	241	12.1.7	股票期权和股价 指数期权的应用	278
	复习与思考	244	12.2	股票期货与股价指数 期货	280
第 11 章	证券投资行为分析	245	12.2.1	股票期货与股价 指数期货的定义	280
11.1	投资行为分析	245	12.2.2	金融期货合约的 基本要素	281
11.1.1	行为金融的含义	245	12.2.3	金融期货的功能	282
11.1.2	行为金融学的主要 理论	246	12.2.4	期货与期权的 比较	284
11.1.3	行为金融的意义及 局限性	250	12.2.5	股票期货与股价 指数期货的定价	286
11.2	投资者心理分析	251	12.2.6	股票期货与股 指期货的套期 保值	288
11.2.1	心理偏差的形成 过程	252	12.2.7	股指期货的套利 策略	290
11.2.2	心理偏差及其在 市场中的行为 表现	253	12.3	认股权证	292
11.3	投资者的投资策略与投资 技巧	258	12.3.1	认股权证的定义	292
11.3.1	反转投资策略	259	12.3.2	认股权证的基本 要素	292
11.3.2	动量交易策略	259	12.3.3	认股权证的分类	293
11.3.3	成本平均策略和 时间分散化策略	259	12.3.4	备兑权证与股票 期权的比较	294
11.3.4	小公司投资策略	260			
11.3.5	逆向投资策略	260			
11.3.6	避免自身的认知 偏差和决策失误	260			
	复习与思考	261			
第 12 章	证券衍生产品与风险 管理	263			
12.1	股票期权与股价指数 期权	263			

12.3.5	权证投资价值的 评估	296	13.1.5	证券投资基金与 股票、债券的 比较	313
12.3.6	权证的运用策略	299	13.2	证券投资基金的种类	314
12.4	可转换债券	303	13.2.1	公司型基金与契约型 基金	314
12.4.1	可转换债券的 定义	303	13.2.2	开放式基金和封闭型 投资基金	315
12.4.2	可转换债券的基本 要素	303	13.2.3	国债基金、股票基金、 货币市场基金和 指数基金	317
12.4.3	可转换债券的 定价	305	13.2.4	成长型基金、收入型 基金和平衡型 基金	318
12.4.4	可转换债券的优势和 基本投资策略	306	13.2.5	衍生证券投资基金及 其他基金	319
	复习与思考	308	13.3	证券投资基金的投资 策略	320
第 13 章	证券投资基金	309	13.3.1	积极投资策略	320
13.1	证券投资基金概述	309	13.3.2	消极投资策略	321
13.1.1	证券投资基金的 含义和构成要素	309		复习与思考	322
13.1.2	证券投资基金的 主要特征	311	参考文献		323
13.1.3	证券投资基金的 优越性	311			
13.1.4	证券投资基金的 局限性	312			

第 1 章

绪 论

1.1 证券投资概述

1.1.1 证券和证券投资的定义

1. 证券和证券投资

证券是各类财产所有权或债权凭证的统称，是用来证明证券持有人有权依据券面所载内容，取得相应权益的凭证。例如，股票、国债、市政债券、基金债券、票据、提单、保险单、存款单等都是证券。

投资是经济生活中的一个重要组成部分，其概念比较广泛和复杂。由于投资活动的多元化，如投资主体有国家、集体、个人，投资客体可以是实体资产、虚拟资产，投资目标有经济的、生态环境的、教育的及健康的等，因此，投资是各类投资主体为了实现预期目标运用一定的资产进行运作的行为。我国的经济学家从经济学的角度出发，把投资定义为“经济主体为了获取预期收益，预先垫付一定量的货币或实物以经营某项事业的经济行为”。经济意义上的投资可以分为直接投资和间接投资，直接投资是指经济实体投资，如建工厂、商店等；间接投资则是指本书中所讲的证券投资。

证券投资是指各类经济主体运用其持有的资金，买卖各种有价证券，以此获取收益的经济行为。一国经济发展到一定阶段，必然出现社会化大生产，社会化大生产需要大量的资金，它改变了原有的投资模式和融资方式，由此产生了证券及证券投资，证券投资也就成为投资者的重要投资选择，并对一国的经济发展产生重要的影响。

2. 证券投资要素

证券投资有三大要素：收益、风险、时间。第一，收益。一般而言，证券投资有其明确的收益目标，其收益来自两方面：一是证券持有期间的利息和股息收入，二是证券转让时的差价收入。第二，风险。证券投资的收益有着较大的不确定性，这就构成了证券投资的风险。通常，风险与收益是相伴随的，且两者成正比，即预期收益越大，可能的风险也随之增大。一般债券的收益较小，风险也小；股票的收益较大，其风险也大。第三，时间。证券投资收益与风险的大小又与投资时间的长短有关。投资时间短，收益和风险相对较小；投资时间长，收益和风险相对较大。例如，投资者准备长期持有某一公司的普通股，由于时间跨度长，该公司未来的经营状况不能确定，存在着持续赢利或亏损、倒闭的可能，这样，长期投资者可能获得巨额赢利或遭受巨额亏损。显然，短期投资者将不会出现这样巨大的反差。

1.1.2 证券投资的分类

根据投资的对象、时间、收益方式等，证券投资可以划分为以下不同种类。

1. 直接投资和间接投资

证券直接投资是指投资者直接进入证券市场买卖股票、债券等有价证券；证券间接投资则是指投资者买卖一些金融产品(如证券投资基金)，这些金融产品又是以买卖有价证券来取得收益的。间接投资主体以获得红利或利息的形式实现其投资利益，投资主体不直接参与投资过程的经营管理，也不对投资所形成的企业进行直接控制。从整个经济运转角度看，直接投资和间接投资是互相补充、互相促进的，而不是相互竞争的。

2. 长期投资与短期投资

一般来说，投资周期在1年以下的为短期投资；投资周期1年以上的为长期投资。严格地说，1年至5年或7年为中期投资，5年或7年以上的投资才是真正意义上的长期投资。选择短期投资还是长期投资是很重要的事，它直接涉及投资者的收益、资金周转速度及机会成本等问题。一般来说，短期投资相对于长期投资来说收益率相对低些，如投资于短期国库券(一年以下)比投资于10年期债券收益要低些。但短期投资风险相对小些，资金周转快，也许会从再投资中获取新的收益。进行短期投资还是长期投资，一般是由投资者的投资偏好决定的。另外，长期投资和短期投资是可以转化的。购买股票是一种长期投资，无偿还期，但股票持有者可以在二级市场进行短线操作，卖出股票，这又是短期投资。

3. 固定收益投资与非固定收益投资

进行证券投资，其目的是获取收益。股权种类繁多，其投资性质、期限各有不同，收益高低和支付方式也不同。一般来说，可分为两类，即固定收益投资和非固定收益投资。固定收益投资，是指该种证券预先规定应得的收益，用百分比表示，按期支付，在整个证券投资期内不变。非固定收益投资是指证券的投资收益不预先规定，收益不固定。多数债券和优先股的收益是固定的，而普通股的收益则是不固定的。一般来说，固定收益投资风险小，但收益也小；非固定收益投资风险大，但收益也高。

1.1.3 证券投资与证券投机

在证券投资中，投资和投机均表现为一种证券的买卖行为，都是投入一定的资金以谋取赢利，同时承担本金损失的风险，因而投资和投机很难明确地予以区分。一些学者曾试图用不同的标准把投资和投机加以区分，虽然这些区分都面临着不同的困难，但却有助于我们进一步认识投资的经济属性。

(1) 以风险(本利损失的可能性)的大小作为区分的标准。投资被认为具有有限的风险，投机则具有较高的风险。但风险是一个程度问题，而不是有和无的问题；同时，风险的高与低又是相对的。

(2) 以持有证券的期限作为区分的标准。一般认为投资者的兴趣在于长期持有，目的在于获取到期收益和资本增益；而投机者则热衷于短期的周转交易，获取价差收益。但是，短期周转性交易不一定是投机行为，投机者也可能购买长期证券。

(3) 以交易的动机作为划分的标准。一般认为，投资者的动机在于获取证券的经常收益，而投机者的动机在于获取证券的资本增值。

(4) 以交易者的决策依据作为划分的标准。一般认为，投资者通常须对各种证券进行缜密的分析和评价，以证券的内在价值作为选购证券的尺度；而投机者则不对证券本身进行分析和评估，只注重市场的变动、价格的走势，以此决定买进还是卖出。然而，即使是投机者，他们虽然对价格走势十分关心，但也不是对证券的质量绝不做一点分析，否则其行为具有很大的风险性。

上述划分的矛盾性说明，明确投资与投机之间的界限是十分困难的，一项好的投资往往就是一项成功的投机。

1.2 证券投资工具

1.2.1 股票

1. 股票的定义

股票是一种有价证券，它是股份有限公司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。

股票一经发行，其持有者即为发行股票公司的股东，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，持有者不得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。作为交易对象和常用抵押品，股票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。

2. 股票的种类

(1) 按股东权利划分

① 普通股。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和公司股利政策而分取相应股息的股票。

从经济运行实际来看，普通股股票具有以下特征。

第一，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大都是普通股股票，通过这类股票所筹集的资金通常是股份有限公司资本的基础。普通股股票的发行状况与公司的设立和发展密切相关。

第二，普通股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限制。当然，也不会赋予这些股东以特别权利。

第三，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，而是随公司经营状况、赢利水平和股利政策波动，而且必须是在偿付了公司债务利息及优先股股东的股息之后才能分得。此外，受经济、社会、政治、文化、投资者心理和一些突发性重大事件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。

② 优先股。优先股股票是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。在特别股股票当中，最具代表性的是优先股股票。

由于优先股股票的股息通常事先约定，故其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，这就使得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几个方面。

第一，约定股息率。优先股股票在发行时已约定了固定的股息率，且股息率不受公司经营状况和赢利水平的影响。按照公司章程的规定，优先股股东可以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，即使公司经营状况很好，优先股股东也不能分享公司利润增长的利益。

第二，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、破产等原因进行清算时，优先股股东又可先于普通股股东分取公司的剩余资产。

第三，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。

第四，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，要在优先股市场价格的基础上适当地加价，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，其意义在于公司增发新股票融资，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，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利益有保障，而且投资的收益率要高于公司债券及其他债券的收益率。

(2) 按有无面额划分

① 有面额股票。是指在票面上载明一定金额的股票。

② 无面额股票。又称分权股份，是指在票面上不载明金额，只注明它占股票总

额的比例的股票,故又称比例股。无面额股票的价值随公司财产的增减而增减。

早期的股票大多是有面额股票,无面额股票最早源于美国。1912年,纽约州通过法律,允许发行无面额股票。以后,其他各州纷纷效仿,并传入其他国家,而且有取代有面额股票的趋势。

实际上,有面额股票与无面额股票并无太大的区别。只是有些国家法律规定股票发行价格不能低于面额。这样,有面额股票的票面金额就成为发行价格的最低界限。因而,这两种股票就其实质来说是完全一致的,其差别仅表现在形式上。此外,一些国家还对最低面额作了规定,如日本为500日元。我国目前已发行的股票都是有面额股票,深圳证券交易所目前的股票面额统一为1元,上海证券交易所的股票原有10元、50元、100元三种面额,后来也统一为1元面额。

(3) 按是否记名划分

① 记名股票。是指票面上和公司的股东名册上载有持有者姓名的股票。股票为个人所有时,应记载同一人名;若为政府或法人所有,应记载政府或法人名称,不得另立户名或记载代表人名字。记名股票不能私自转让,在转让时必须到股票的发行公司办理变更股东名册簿记载手续,否则不能行使股东权利。《中华人民共和国公司法》(以下简称《公司法》)规定,公司向发起人、国家授权投资的机构、法人发行的股票,应当为记名股票。

② 无记名股票。是指在股票上不记载承购人的姓名,可以任意转让的股票。凡持有股票者即取得股东资格。无记名股票的特点是占有了股票就等于占有了股票所有权,因此其印刷要求极为严格。

无记名股票在德国较为常见。有些国家或地区(如我国香港地区)虽然允许发行无记名股票,但证券交易所只允许记名股票上市。有些国家则不允许发行无记名股票。我国《公司法》规定,对社会公众发行的股票,可以为记名股票,也可以为无记名股票。

(4) 按股票绩效表现划分

① 蓝筹股。是指一些业绩优良、成绩稳定、具有强大的金融实力、在本行业内占据主要地位的大公司发行的股票。这种股票通常较为稳健,风险较低,较受一般投资者欢迎。

② 成长股。是指销售额、利润等迅速增长,并且其速度快于整个国家经济增长速度及其所在行业增长速度的公司发行的股票。这些公司通常只付较低的红利,留存大量赢利作为再投资以加快公司的扩展。随着公司的成长,股票价格上升较快,投资者可以获得较多的资本利得。

③ 收入股。是指能支付较高股息但增长潜力不大的股票,其购买者通常是老年人、退休者以及一些法人团体(如信托基金、养老基金)等。

此外还有一些股票种类，如后配股、干股等。后配股，又称递延股，是指利润分配和剩余财产分配在普通股之后，而与普通股具有同样权利的股票。干股是指无偿赠送的股票。它一般是作为对发起人的酬劳而无偿赠送给发起人的，因此也称“发起人股”。

3. 股票的特征

(1) 收益性

收益性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，获取投资收益。持有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经营状况和赢利水平。一般情况下，投资股票获得的收益要高于银行储蓄的利息收益，也高于债券的利息收益。

股票的收益性还表现在持有者利用股票可以获得价差收益并实现货币保值。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，股票会因为公司的增值而升值，有的情况下股票持有者还拥有以低于市价的特价或无偿获取公司配发的新股而得到的利益。

(2) 风险性

股票的风险性是与其收益性相对应的。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，股票的收益不是事先确定的固定数值，而是一个难以确定的动态数值，它随公司的经营状况和赢利水平而波动，也受到股票市场行情的影响。公司经营得越好，股票持有者获取的股息和红利一般就越多；公司经营不善，股票持有者能分得的股息和红利就会减少，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，则股票持有者可能连本金也保不住。由此可见，股票的风险性是与其收益性并存的，股东的收益在很大程度上是对其所担风险的补偿。

(3) 稳定性

稳定性有两方面的含义：一方面，股东与发行股票的公司之间存在稳定的经济关系；另一方面，通过发行股票筹集到的资金有一个稳定的存续期间。

股票是一种无期限的法律凭证，它反映着股东与公司之间的比较稳定的经济关系。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，它只有在股票市场上转让才能获得流动性。对公司来说，股票则是筹集资金的主要手段，由于股票一经认购便不能退回，因此，通过发行股票所筹集到的资金在公司存续期间内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源的合理配置。

(5) 股份的伸缩性

股份的伸缩性是指股票所代表的股份可以分割,又可以合并。

① 股份的分割。即将原来的1股分为若干股。股份分割并没有改变资本总额,只是增加了股份总数,并相应降低了每股净资产和每股收益。当公司利润增多或股票价格上涨后,持有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,就可以通过股份分割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价格过低、公司合并等情况下采用。

(6) 价格的波动性

股票在交易市场上作为交易对象,与其他商品一样,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赢利水平密切相关,而且与股票收益和市场利率的对比关系紧密相连。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和一些突发性重大事件等诸多因素的影响。从这点上看,股票价格的变动又与一般商品的市场价格变动不尽相同,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外部因素。

(7) 经营决策的参与性

根据有关法律的规定,股票持有者即是发行公司的股东,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。股票持有者的意志和享有的权益,通常是通过其所持有股份的多少来决定。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,就能成为公司的实际决策者。

股票所具有的经营决策参与性特征,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、科学合理的公司治理机制,具有十分重要的意义。

1.2.2 债券

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收益证券。

债券的票面要素有：①债券的票面币种。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，有利于小额投资者购买，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，可以降低发行费用，减轻发行工作量，但可能会减少债券的发行量。

2. 债券的类型

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，会有各种新的债券形式不断产生。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。政府债券是中央银行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。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年至5年，发行的目的是筹措长期资金。

③ 公司债券。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。公司债券的风险相对于政府债券和金融债券要大一些。发行公司债券多是为了筹集中长期资金。

④ 国际债券。国际债券是由外国政府、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、长期债券和永续债券。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。永续债券也叫无期债券，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。永续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。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1年或6个月为一期。债券到派息日时，持有人从债券上剪下息票并据此领取利息。

② 贴现债券。亦称贴水债券，是指券面上不附有息票，发行时按一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及利息的一种债券。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。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。

④ 累进利率债券。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，当通货膨胀率较高时，投资者会面对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的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中长期的资金，降低筹资成本。

(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进行同样的登记。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。是指在券面上不需注明债权人姓名，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公司名册上更换债权人姓名，因此流动性强，但缺点是债券遗失或被毁损时，不能挂失和补发，安全性较差。

(6) 按有无抵押担保分类

① 信用债券。亦称无担保债券，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，但在发行时必须对债务人的有关行为进行约束和限制，利率一般高于担保债券。

② 担保债券。是指以抵押财产为担保而发行的债券。它按照担保品的不同又可分为不动产抵押债券、动产抵押债券、信托抵押债券、第三者担保债券等。其中不动产抵押债券是指以土地、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。不动产抵押债券是现代公司债券中最重要的一种。在实践中,可以将同一不动产作为抵押品而多次发行债券,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,可用抵押品余额偿付本息,因此要求的利率相对较高。

(7) 按债券形态分类

① 实物债券。实物债券是一种具有标准格式、实物券面的债券。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子账户中作一记录。记账式债券主要通过证券交易所来发行,投资者利用已有的证券交易账户通过交易所网络,按其欲购价格和数量购买。买入之后,债券数量自动记入客户的账户内。

3. 债券的基本特征

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。从投资者的角度看,债券具有以下4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,也曾有过例外,如无期公债或永续公债。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,只有英国、法国等少数几个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:一是发行人具有及时履行各种义务的信誉;二是偿还期短,市场利率的上升只能轻微地减少其价值。

(3) 安全性。债券的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:一是信用风险。指债务人不能按时支付利息和偿还本金的风险。这主要与发行者的资信情况和经营状况有关。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。二是市场风险。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,债券价格下跌;市场价格下降,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。投资者可以在持有期限内根据债券的规定,取得稳定的利息收入。投资者还可以通过在二级市场上买卖债券,获得资本收益。这一点主要是通过对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的矛盾。一种债券很难同时具备以上4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、风险收益偏好和财务状况,对债券进行合理的选择组合。

4. 政府债券

政府债券即通常所说的“公债”、“国债”,是指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。公债一般具有以下几个特点。

(1) 自愿性。政府在举借政府债的过程中,投资者购买行为完全是出于自愿,政府不凭借权力强制其购买。

(2) 安全性。以国债为例,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。一般而言,公债利率较一般债券要低。

(3) 流动性。以国债为例,由于国债具有最高信用地位,对投资者吸引力很强,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。

(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。

由于公债具有较高的安全性和流动性,深受投资者青睐。公债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,进而实现最终政策目标。

5. 公司债券

公司债券是公司发行的有价证券,是公司为了筹措长期资金而发行的一种债权债务凭证,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。公司债

券一般具有以下几个特征。

(1) 风险性大。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本金损失的风险。因此, 在发行公司债券时, 对发行债券的公司要进行严格的信用审查或进行抵押担保, 以保护投资者的利益。

(2) 收益率较高。公司债券持有人要承担较高的风险, 其收益率也较高。正因为如此, 公司债券才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利。公司债券的持有者比股东有优先的收益分配权, 并且在公司破产清理资产时, 有比股东优先清偿的权利。

(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, 发行者给予持有者在一定期限内按照一定的转换价格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。

6. 金融债券

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权债务凭证。金融机构发行金融债券, 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。金融债券一般具有以下几个特征。

(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运行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) 金融债券与银行存款相比, 具有较高的赢利性。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, 而不去购买金融债券了。

7. 国际债券

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国际金融市场上发行的以外国货币为面值的债券。由于国际债券的发行者与发行地点不属同一国家, 因此其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直接融通资金的金融工具。国际债券一般具有以下几个特征。

(1) 资金来源比较广泛。国际债券是在国际金融市场上发行的, 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,有利于吸收中长期资金。

1.2.3 证券投资基金

1. 证券投资基金的含义

证券投资基金是指一种利益共享、风险共担的集合证券方式。即通过发行基金证券集中投资者的资金,交由专家管理,以资产的保值增值等为本目的,从事股票、债券等金融工具投资,投资者按投资比例分享其收益并承担风险的一种制度。其包含两层含义:①证券投资基金是一种投资制度,它从广大的投资者那里聚集巨额资金,交给基金管理公司进行专业化管理和经营。在这种制度下,资金的运作受到多重监督。②证券投资基金发行的基金券是一种面向社会大众的投资工具,投资者通过购买基金完成投资行为,并凭之分享证券投资基金的投资收益,承担证券投资基金的投资风险。

2. 证券投资基金的性质

(1) 证券投资基金是一种金融市场的媒介。它存在于投资者与投资对象之间,起着把投资者的资金转换成金融资产,通过专门机构在金融市场上再投资,从而使货币资产得到增值的作用。证券投资基金的管理者对投资者所投入的资金负有经营、管理的职责,而且必须按照合同(或契约)的要求确定资金投向,保证投资者的资金安全和收益最大化。

(2) 证券投资基金是一种资金信托形式。它与一般资金信托关系一样,主要有委托人、受托人、受益人三个关系人,其中受托人与委托人之间订有信托契约。但证券投资基金作为资金信托业务的一种形式,又有自己的特点。如还有一个不可缺少的托管机构,它不能与受托人(基金管理公司)由同一机构担任,而且基金托管人一般是取得基金托管业务资格的大型商业银行或其他金融机构,具有较高的信用和管理水平;基金管理人并不对每个委托人的资金都分别加以投资运用,而是将其集合起来,形成一笔巨额资金再加以组合、运作。

(3) 证券投资基金本身属于有价证券的范畴。它发行的凭证即基金券(或受益凭证、基金单位、基金股份)与股票、债券一起构成有价证券的三大品种。但证券投资基金与股票、债券所反映的关系是不同的,由此带来的收益和风险也是不同的。股票反映的是一种产权关系,其收益取决于多种因素的影响,因此其投资收益是不固

定的，风险性较大。证券投资基金反映的是一种信托关系，除公司型基金外，购买基金券并不是取得所购进基金券发行公司的经营权，也不参加证券的发行、销售工作；同时证券投资基金是由投资专家进行操作，按照投资组合理论进行分散投资，因而能把非系统风险降到最低限度，把收益提到最高程度。从债券方面来说，债券反映的是债权人和债务人之间的一种借贷关系，双方通常事先确定利率，债务人到期必须还本付息于债权人，因此债权人的收益是固定的。证券投资基金则不同，不论是公司型证券投资基金还是契约型基金，其收益都是不固定的。在法律关系上，公司型基金持有人是发行公司的股东，而契约型基金则是一种信托关系，不同于借贷关系。总体而言，证券投资基金的投资风险小于股票但大于债券，因而其收益一般也大于债券投资。

3. 证券投资基金的主要类型

证券投资基金因各国的历史、社会、经济、文化等环境不同，呈现出各种各样的形态。世界各国的基金虽然形式多样，但仍然可以根据不同的标准来对它们进行分类。如果按其组织形式和法律地位来分类，证券基金基本有两种类型，即契约型和公司型。公司型的证券基金以美国为代表，美国的证券投资基金多按公司形式组成，也称共同基金。契约型的证券基金以日本为代表。可以说，目前世界上的各种证券基金基本上都可以归到这两种类型中。当然，在这两种类型的基础上，又演变出其他不同的类型。

根据基金是否可自由赎回和基金规模是否固定，可将基金划分为开放式证券投资基金与封闭式证券投资基金。

根据投资风险与收益的目标不同，可将投资基金划分为积极成长性投资基金、成长性投资基金、成长及收入型投资基金、平衡投资基金和收入性投资基金。

根据投资对象不同，可将投资基金划分为股票基金、债券基金、选择权基金、指数基金、期货基金和认股权证基金等。

根据投资来源和运用的地域不同，可将投资基金划分为国内基金、国际基金、海外基金、国家基金和地域基金等。

根据投资计划的可变更性，可将投资基金划分为固定型投资基金、半固定型投资基金和融通型投资基金。

根据基金是否收费，可将投资基金划分为收费基金与不收费基金。

1.2.4 金融衍生工具

1. 金融衍生工具的主要类型

金融衍生产品的共同特征是保证金交易，即只要支付一定比例的保证金就可进

行全额交易,不需实际上的本金转移,合约的了结一般也采用现金差价结算的方式进行,只有在到期日以实物交割方式履行的合约才需要买方交足货款。因此,金融衍生产品交易具有杠杆效应。保证金越低,杠杆效应越大,风险也就越大。国际上金融衍生产品种类繁多,活跃的金融创新活动接连不断地推出新的衍生产品。金融衍生产品主要有以下三种分类方法。

(1) 根据产品形态划分

根据产品形态,可以分为远期、期货、期权和互换四大类。

远期合约和期货合约都是交易双方约定在未来某一特定时间以某一特定价格买卖某一特定数量和质量的资产的交易形式。

期货合约是期货交易所制定的标准化合约,对合约到期日及其买卖的资产种类、数量、质量做出了统一规定。远期合约是根据买卖双方的特殊需求由买卖双方自行签订的合约。因此,期货交易流动性较高,远期交易流动性较低。

期权交易是买卖权利的交易。期权合约规定了在某一特定时间以某一特定价格买卖某一特定种类、数量、质量的原生资产的权利而非义务。期权合同有在交易所上市的标准化合约,也有在柜台交易的非标准化合同。

互换合约是一种由交易双方签订的在未来某一时期相互交换某种资产的合约。更为准确地说,互换合约是当事人之间签订的在未来某一期间内相互交换他们认为具有相等经济价值的现金流的合约。较为常见的是利率互换合约和货币互换合约。

(2) 根据原生资产划分

根据原生资产大致可以分为三类,即股票类、利率类、汇率类。

如果再加以细分,股票类又包括具体的股票和由股票组合形成的股票指数;利率类中可分为以短期存款利率为代表的短期利率和以长期债券利率为代表的长期利率;货币类衍生产品主要是用于对冲货币的汇率风险。

(3) 根据交易方法划分

根据交易方法,可分为场内交易和场外交易。

场内交易,又称交易所交易,指所有的供求方集中在交易所进行竞价交易的交易方式。这种交易方式具有交易所向交易参与者收取保证金,同时负责进行清算和承担违约担保责任的特点。此外,由于每个投资者都有不同的需求,交易所事先设计出标准化的金融合同,由投资者选择与自身需求最接近的合同和数量进行交易。所有的交易者集中在一个场所进行交易,这就增加了交易的密度,一般可以形成流动性较高的市场。期货交易和部分标准化期权合同交易都属于这种交易方式。

场外交易,又称柜台交易,指交易双方直接成为交易对手的交易方式。这种交易方式有许多形态,可以根据每个使用者的不同需求设计出不同内容的产品。同时,为了满足客户的具体要求,出售衍生产品的金融机构需要高超的金融技术和风险管理能力。场外交易不断产生金融创新。由于每个交易的清算由交易双方相互负

责进行的，交易参与者仅限于信用程度高的用户。掉期交易和远期合约交易是具有代表性的柜台交易的衍生产品。

近年来，金融衍生产品市场规模不断扩大，整体上呈高速扩大的趋势。

2. 金融衍生工具的功能

(1) 转移风险

现货市场的价格常常是短促多变的，处于不断的波动之中，这给生产者和投资者带来了价格波动的风险。以期货交易为代表的衍生工具的产生，就为投资者找到了一条比较理想的转移现货市场上价格风险的渠道。衍生工具的一个基本经济功能就是转移价格风险，这是通过套期保值来实现的，即利用现货市场和期货市场的价格差异，在现货市场上买进或卖出基础资产的同时或前后，在期货市场上卖出或买进相同数量的该商品的期货合约，从而在两个市场之间建立起一种互相对冲的机制，进而达到保值的目的。正是衍生工具市场具有转移价格波动风险的功能，才吸引了越来越多的投资者，这也是其生命力所在。

(2) 形成权威价格

在市场经济中，价格信号应当真实、准确，如果价格信号失真，必然影响经营者的主动性和决策的正确性，打击投资者的积极性。现货市场的价格真实度较低，如果仅仅根据现货市场价格进行决策，则很难把握未来价格变动的方向。期货市场的建立和完善，可形成一种比较优良的价格形成机制，这是因为期货交易是在专门的期货交易所进行的。期货交易所作为一种有组织的正规化统一市场，聚集了众多的买方和卖方，所有买方和卖方都能充分表达自己的愿望，所有的期货交易都是通过竞争的方式达成，从而使期货市场成为一个公开的自由竞争的市场，影响价格变化的各种因素都能在该市场上体现，由此形成的价格就能比较准确地反映基础资产的真实价格。在期货价格和即期价格之间存在比较稳定的“资产存置费用”价格差异，这笔存置费用包括储存成本、利息支出、折旧费用等，通过资产存置费用就可以从期货价格观察即期市场价格。

(3) 调控价格水平

期货交易价格能准确地反映市场价格水平，对未来市场供求变动具有预警作用。如果某一工具价格下降，则反映其在市场上的需求疲软；反之，则反映该工具的市场需求旺盛。投资者可根据不同工具的市场价格的水平变化，选择自己的投资策略。同时，管理部门也可根据期货市场价格的变化，选择自己的调控策略。

(4) 提高资产管理质量

就投资者来讲，为了提高资产管理质量，降低风险，提高收益，就必须进行资产组合管理。衍生工具的出现，为投资者提供了更多的选择机会和对象。同时，工商企业也可利用衍生工具达到优化资产组合的目的。例如，通过利率互换业务，就

会使企业降低成本，以实现资产组合最优化。

(5) 提高资信度

在衍生市场的交易中，对方的资信状况是交易成败的关键之一。资信评级为 AA 级或 A 级的公司很难找到愿意与他们交易的机构。但是，并非只有少数大公司才可进入衍生工具市场，因此该市场提供了制造“复合资信”的机制，即由母公司对子公司的一切借款予以担保，再经过评估机构的参与，子公司的资信级别会得到提高。此外，还有许多种小公司通过与大公司的互换等交易，无形中提高了自己的信誉等级。

(6) 可使收入存量和流量发生转换

收入存量是指人们拥有财富的数量，而收入流量是指财物给人们带来的定期的收入或支出。收入的存量和流量给人们带来的效用是不同的。一般来讲，中年人对额外的收入流量的需要程度很低，而老年人则对收入的存量需要不高。从存量和流量的关系看，虽然有了存量才有流量，但两者却可以分离。黄金储蓄只有存量无流量。英国的永久性公债仅有流量而无存量，因而永远不还本付息，当然，如果将其在二级市场抛售，则流量可重新转为存量。

能够提供流量和存量之间转换的衍生工具是除息债券，它的基础资产是长期国债。除息债券将本金索取权和利息索取权一分为二，投资者既可保留利息索取权，又可出售本金索取权，这对老年人来讲是一个很好的投资选择。

3. 金融衍生工具的缺陷

金融衍生工具虽然是为了规避投资风险和强化风险管理目的而设计并发展的，但由于发展时间较短和金融衍生工具具有的某些特性，导致金融衍生工具的大量运用对社会金融经济发展存在潜在的负面影响，有成为新的巨大风险源的可能性。

首先，金融衍生工具的杠杆效应对基础证券价格变动极为敏感，基础证券的轻微价格变动会在金融衍生工具上形成放大效应。其次，许多金融衍生工具设计上实用性较差，不完善性明显，投资者难以理解和把握，存在操作失误的可能性。最后，金融衍生工具集中过高，影响面较大，一旦某一环节出现危机会形成影响全局的“多米诺骨牌效应”。

1.3 证券投资过程

投资过程描述的是投资者应如何决定投资哪些金融证券，怎样投资以及何时投资的问题。投资决策过程大致可以分为 5 个步骤：①确定投资目标；②进行投资分析；③构建投资组合；④修正投资组合；⑤评价投资绩效。以上 5 个步骤是一个动态循环的过程，绩效评价的结果可能导致投资目标及投资组合构成的修正。

1.3.1 确定投资目标

制定投资目标是投资过程的第一步，需要考虑收益和风险两方面的内容，由于风险和收益呈正比例关系，所以，仅把收益最大化作为投资的目标是不恰当的，合理的目标应该是在风险一定的情况下，实现收益的最大化；或是在收益一定的情况下，实现风险的最小化。

个人和机构投资者由于各自具体的目的和要求，其目标是不相同的。个人投资者的目标受到财务状况、年龄、健康状况、家庭负担、受教育程度、对风险的偏好程度、投资知识和技能等诸多因素的影响。例如，一个拥有财产或收入较高的人，有较宽裕的资金用以投资，有较高的风险承担能力，那么他就可能把目标定在高收益、高风险的证券上，如普通股票。相反，一个既无资产、收入又低的人，难以拿出资金用以投资，风险承担能力较低，因此，他的投资目标有可能定在现时收入稳定、本金安全的政府债券上。机构投资者的性质与个人投资者相比，在资金来源、投资目标和投资政策上有很大的不同。例如，商业银行主要是经营资金存贷业务的机构，保证储户资金的安全是其首要责任，它的赢利资产必须具有高流动性和安全性，因此，商业银行的投资政策受到政府法规和本身业务性质的约束，这就决定了商业银行必须选择安全性和流动性高的政府债券作为投资对象。故而，商业银行的投资目标就是靠投资于贷款和可流通证券来获得超过这些资金成本的收益。

1.3.2 进行投资分析

投资分析是投资过程的第二步，包括对各种投资机会的研究，其目的在于寻找那些被市场错误定价的证券。投资分析的方法有很多，归纳起来不外乎两类：一类是技术分析法；另一类是基本分析法。

基本分析的前提条件是所有金融资产的“内在价值”等于该资产所有者的所有预期收益流的现值。据此，投资分析人员试图预测这些现金流的时间和数量，然后再利用合理的折现率把它们折算成现值。以普通股票为例，投资分析人员不仅必须预测折现率，而且还必须预测股票未来的股息现金流，这相当于预测公司的每股收益和派息率。股票内在价值一旦确定，就可以用它来与该股票的市场价格进行比较，从而鉴别股票的定价是否合理。如果内在价值低于股票的市场价格则认为其价格被高估了；如果内在价值高于股票的市场价格则认为其价值被低估了。内在价值和市场价格差异的大小也是一项重要的信息，它部分地影响着投资分析人员对股票价格偏离的判断，分析人员从理性的角度相信任何较大的价格偏离都会被市场纠正，即价值低估的股票价格会上升，价值高估的股票价格会下降。由于股票的价值受到宏观面、行业面和公司面三个层面因素的影响，对这三个层面因素的分析也就构成了

基本分析的主要内容。

技术分析法是根据证券市场过去的统计资料来研究证券市场未来的价格走势。这种投资理念认为,所有影响股票价格变动的因素,无论是利多还是利空,最终都会反映在股票的“价”、“量”、“时”、“空”这四大要素上。奉行这一观念的技术分析人员往往只注重市场内部的因素,不大理会市场以外的影响因素,他们试图套用过去的价格趋势和模式来确定正在出现的价格趋势,以此来预测股票的未来价格走势。显然,这种方法的前提是“历史会再现”。

1.3.3 构建投资组合

构建投资组合是投资过程的第三步。人们可以在投资分析的基础上,选择与投资目标政策相协调的投资组合战略。投资组合战略包括消极的和积极的两种:消极投资组合战略是假设市场上证券的价格已经反映了所有可得信息,市场定价是有效率的,不存在错误定价的证券,进行积极的择时和择券是徒劳的,因此,只需简单地模仿市场指数分散投资即可实现预期的投资目标。积极投资组合战略则认为市场是低效的,存在被市场错误定价的证券,通过积极的择时和择券的努力就能跑赢大市,获得超额绩效。积极战略的实质是投资管理者优先考虑能够对影响某类资产收益和风险的因子进行预期。对普通股而言,积极的管理包含对公司未来收益、股息或价格收益比的预测;对固定收入证券投资组合而言,预期包含对未来利率的预测;如果投资组合包含国外证券则需要对未来汇率进行预测。

在积极的和消极的两种极端战略之间存在着若干种将两种战略搭配而成的混合形式,如有的机构投资者对投资组合中的核心资产进行消极的管理,对剩余资产则进行积极的管理。

究竟怎样在消极的、积极的以及消极和积极混合的管理战略中作选择,取决于下列因素:①投资者对市场定价效率的看法;②投资者对风险的承受程度;③投资机构债务的性质。在选择合适的投资战略后,投资者就可以确定具体的资产和资金在各种资产中的分配比例。

1.3.4 修正投资组合

对投资组合进行适时的修正是投资过程的第四步。随着时间的推移,投资者会改变投资目标,从而使当前持有的资产组合不再为最优,为此,需要卖出现有组合中的一些证券并买进一些新的证券以形成新的组合,亦即投资目标变了,投资战略就要跟着调整,结果就是对投资组合构成的修正。修正投资组合的另一个动因是通过投资分析,原来不具吸引力的一些证券现在变得有吸引力了,而另外一些原来有吸引力的证券则变得无吸引力了,这样,也会导致投资者在原有投资组合的基础上

加入和剔除一些证券。显然，修正投资组合就是对之前三个步骤进行定期调整，调整的程度和范围主要取决于交易成本的大小和修正组合后投资前景的改善状况。

1.3.5 评价投资绩效

评价投资绩效是投资过程的第五步，主要是评价投资组合的结果，并将该结果与基准水平相比较从而评价投资绩效的优劣。所谓基准是指为了便于绩效评价而事先设定的证券集合的绩效表现。基准通常是指市场上公认的股票价格综合指数，机构投资者亦可自己开发满足客户要求的基准。投资绩效包含投资的收益和风险两个方面，投资绩效的评价就是将投资组合的收益、风险与基准的收益、风险进行比较，从而达到评价绩效、分析原因的目的。从这个意义上说，修正投资组合不仅包含了前三个步骤，而且还应包含最后一个步骤。当然，“最后一个步骤”的提法仅仅是为了叙述的方便，投资过程实际上是一个动态的、持续的和循环往复的过程。

复习与思考

1. 简述证券投资的概念、要素和分类。
2. 简述证券投机的概念及其作用。
3. 简述证券投机与证券投资的区别。
4. 股票有哪几种主要类型？
5. 证券投资基金与股票、债券有哪些异同？
6. 金融衍生工具的主要功能有哪些？
7. 简述证券投资过程的主要内容。

第 2 章

证券市场

2.1 证券市场概述

2.1.1 证券市场的定义及特点

1. 证券市场的定义

证券市场(securities markets)是股票、债券、投资基金等有价值证券发行和交易的场所。证券市场是金融市场的重要组成部分，在金融市场体系中处于基础地位。广义的金融市场包括货币市场、资本市场等。货币市场是融通短期资金的市场，资本市场是融通长期资金的市场。资本市场又可以进一步细分为中长期信贷市场和证券市场。证券市场通过证券信用的方式融通资金，通过证券的买卖活动引导资金流动，有效、合理地配置社会资源，支持和推动经济发展。因而，证券市场是资本市场的核心和基础，是金融活动的重要组成部分。

2. 证券市场的特点

总体上看，证券市场具有3个基本特征：①证券市场的交易对象是股票、债券等有价值证券，不是普通的商品。②证券市场上的股票、债券等有价值证券具有多重功能，它们既可以用来筹措资金，解决资金短缺问题；又可以用来投资，为投资者带来收益；还可以用于保值，以避免或减少价格上涨带来的货币贬值损失。此外，有价值证券还能用于投机，获取差价收益。因此，它们具有筹资、投资、保值和投机等功能。③证券市场上证券价格的实质是对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，与市场利率密切相关。证券市场的风险较大，影响因素复杂，具有波动性和不可预测性。

2.1.2 证券市场的分类

证券市场按其职能、对象、交易场所，可以分为不同的类型。

1. 根据基本职能划分

按基本职能的不同，证券市场可以分为发行市场和流通市场。

证券发行市场又称为初级市场或一级市场，是新发行的股票、债券等证券的转让市场。在发行市场上，证券发行者为扩充经营资本，按照一定的法律规定和发行程序，向投资者分销新证券。它与流通市场不同，并没有一个特定的市场。有时证券的出售是发行者与投资者直接进行的，但更多的则是通过证券经营机构来进行。因此，发行市场是由发行者、证券经营机构和投资者三者构成的。

流通市场也称为次级市场或二级市场，是现有证券买卖的市场。证券经过发行市场后，拥有证券的投资者向另一个投资者转让、并且重复多次在投资者之间不断买卖的场所就是证券的流通市场。它由证券交易所市场和场外交易市场两部分组成。通过证券流通市场，各类有价证券得以顺利流通，并形成一個公正、合理的价格，以实现货币和证券资本的相互转化。

2. 根据交易对象划分

按交易对象的不同分类，证券市场可分为股票市场、债券市场、基金市场等。

股票市场是进行各种股票发行和买卖交易的场所，属长期资金市场。按其基本职能划分，又可分为股票发行市场和股票流通市场。公司发行股票必须得到证券主管机关的批准。新设立的股份公司发行股票可直接到发行市场销售，也可委托证券公司办理。如果是老公司发行增资股票，一般先向原股东招股，其次才向市场销售。

债券市场是进行各种债券发行和买卖交易的场所，又可分为债券发行市场和债券流通市场。债券发行市场是债券发行的场所。政府、银行和工商企业等为筹集资金，根据有关法律规定，可委托证券公司向社会发行债券，发行的对象一般是社会企业、团体和个人。债券流通市场是债券买卖转让的场所。债券流通市场的交易活动并不增加社会投资额，但可使债券具有流动性和变现能力，可以推动各类新债券的发行，活跃债券市场。

基金市场就是基金发行和流通的市场。封闭型基金在证券交易所挂牌交易，是一个集中交易市场；开放型基金如果要赎回，只能卖回基金管理公司，因此是一个分散的交易市场。现在又出现了LOF基金，它们既可以像封闭型基金那样在证券交易所挂牌交易，也可以像开放型基金那样卖回基金管理公司。

3. 根据交易场所划分

按交易场所的不同，证券市场可分为交易所交易市场和场外交易市场等。

交易所交易市场是在证券交易所进行证券交易所形成的市场。交易所交易必须根据国家有关证券交易的法律规定，有组织地、规范化地进行证券交易。交易所所有严密的组织、严格的管理，并有进行集中交易的固定场所。场外交易市场是指在证券交易所以外，利用各种手段进行交易所形成的市场，根据具体交易品种和交易手段的不同，又可以分为多种市场。一般来说，场外交易市场只有松散的联系，没有证券买卖的集中地点，在场外交易市场进行交易的证券大多是没有在证券交易所挂牌上市的证券。

2.1.3 证券市场的参与者

证券市场的发行、投资、交易和证券的管理都有不同的参与主体。一般而言，证券的参与者包括证券市场主体、证券中介、自律性组织和证券监管机构四大类。这些主体各司其职，充分发挥其本身作用，构成了一个完整的证券市场体系。

1. 证券市场的主体

证券市场主体包括证券发行人和证券投资者。

(1) 证券发行人

证券发行人主要包括政府、金融机构、有限责任公司、国有独资公司及股份有限公司，其中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政府债券。地方政府为本地方公用事业的建设可发行地方政府债券，亦称市政债券。金融机构可以在证券市场上发行金融债券，引入稳定的长期资金来源。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，所筹集到的资金用于特种贷款和政策性贷款，不得挪作他用。按照《公司法》的规定，国有独资公司和两个及两个以上的投资主体投资设立的有限责任公司，可以按规定发行公司债券募集资金。股份有限公司可以发行股票，同时也可以发行公司债券筹集资金。

(2) 证券投资者

证券投资者包括个人投资者和机构投资者。居民个人作为证券投资的主体就称为个人投资者，也称散户投资者，他们是证券市场最广泛的投资者。如果参与证券投资的主体是法人实体，就称为机构投资者。按照参与证券投资的动机和目的的不同，机构投资者还可分为以下两大类型：一是一般的机构投资者，如证券投资信托机构、保险公司、养老金组织和一些商业银行等，它们往往有稳定的证券投资资金，以纯粹的投资为目的，持续地或经常地从事证券投资活动，其主要目的是为了获取证券投资的收益；二是特殊的机构投资者，这类机构投资者主要不以直接获取证券投资收益为目的，不把证券投资作为固有的业务，而是因为某种特殊的目的而进行证券买卖。属于这类机构的有生产型企业、政府部门、中央银行及一些商业银

行等。它们买卖证券，或是为了协作联合，兼并其他企业；或是为了进行公开市场操作，调节货币供给；或是为了辅助产业，总之是出于投资或投机以外的特殊目的。

2. 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，主要是取得相关资质的证券公司；②证券交易所以及交易中心；③具有证券律师资格的律师事务所；④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。

3. 自律性机构

自律性组织一般是指行业协会，它发挥着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主要有中国证券业协会和中国国债协会等。

4. 证券监管机构

现在世界各国证券监管体制的机构设置，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，它们都具有对证券市场进行管理和监督的职能。

在我国，对证券市场进行监管的机构主要是中国证券监督管理委员会。经过授权，中国证券监督管理委员会的派出机构也可在一定范围内行使部分监管职能。

2.1.4 证券市场的功能

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。世界经济的历史表明，它不仅推动本国经济的迅速发展，而且对国际经济一体化也具有深远的影响。证券市场的功能，是指证券市场客观具备的功效与能力。证券市场的功能主要包括以下6点。

1. 资金融通的功能

资金融通的功能，即容纳和调剂社会资金的功能。证券市场以它的方式和功能，在地区、产业、企业与居民间进行资金余缺的调剂，不断解决资金供求之间经常出现的矛盾。在证券市场上进行证券投资，一般都能获得高于储蓄利息的收益，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。要在较短时间内迅速筹集到巨额资金，只有通过证券市场这个渠道才能实现。

2. 合理配置资源的功能

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，它的出现在很大程度上削弱了生产要素在部门间转移的障碍。因为在证券市场中，企业产权已商品化、货币化，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市场需要，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。在市场经济条件下，资本存量与增量的配置是以利润率为导向的。利润率低的行业便会发生资本存量的萎缩，或者向利润率高的行业转移。其转移机制是：通过股票所有权的转让，使企业的产权从一个行业或企业转向利润率高的行业或企业，从而提高资源的利用效果。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从而难以进入一些产业部门的障碍，使其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。这样，证券市场就为资本所有者冲破自有资金的束缚和对银行等金融机构的绝对依赖创造了条件，从而有可能在社会范围内广泛筹集资金。随着证券市场的不断发展，其对产业结构调整的作用将大大加强，同时得到发展的产业结构又成为证券调拨组织结构、交易结构、规模结构的经济载体，促进证券市场的发展。这种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。

3. 积累财富的功能

证券市场在积累财富方面发挥的功能，主要包括两个方面：一是证券市场为个人或家庭的财富积累创造条件。家庭或个人购买能够带来利息和红利的有价证券，就能实现保值和增值，从而真正达到积累财富的目的。当然，购买有价证券也会遇到风险，蒙受损失。二是证券市场为整个社会财富的积累创造条件。证券市场可以最大限度地动员社会暂时闲置的资本，并可把短期资本转化为长期资本，这样便可为最大限度的资金投入创造条件，从而促进财富的快速积累。

4. 调节经济运行的功能

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，“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“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的。

经济运行是个动态的过程，有时出现“过热”，有时出现衰退。这两种情况都会影响一国经济发展，影响社会稳定。这就需要国家运用财政政策和货币政策等手段去干预和调节。其中货币政策的“三大法宝”，即存款准备金率、再贴现率和公

开市场业务是调节经济的有效手段,而运用最为频繁的公开市场业务发生作用的前提是具有较发达的证券市场。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。

5. 信息传递功能

进入证券市场的投资者来自四面八方、各行各业,各种有关政治、经济和社会的信息都在证券市场上迅速地扩散。这些信息高度灵敏地影响着证券价格,影响着股票市场动态。反过来,人们也根据股票市场观察政治和社会动态。正因为如此,人们把股票市场看做经济的“晴雨表”。

6. 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最终确定的。证券商的经营不仅由其本身进行沟通使买卖双方成交,而且通过证券商的互相联系构成一个紧密联系的活动网,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,易于形成均衡价格,这比私下成交公平得多。证券价格的统一,定价合理,是保障买卖双方合法权益的重要条件。

2.2 证券发行市场

为了筹集资金等目的,就需要发行各类证券,从而也就产生了证券发行市场。证券发行市场又称初级市场或一级市场,它是指发行人向投资者出售证券筹集资金的市场,是新证券发行的场所。证券发行市场通常作为一个抽象的市场,其发行和行为并不局限于一个固定的场所,它是一个无形的市场。证券发行市场是新证券以包销或者承销等方式易手的市场。为了保证新证券的顺利发行,必须解决证券发行目的、发行程序、发行方式、发行价格等问题。

2.2.1 证券发行的目的

证券发行主要包括债券发行、股票发行。

1. 债券发行的目的

债券发行主体不同,其发行债券的目的也不同。一般来说,政府发行债券的目

的主要是为了弥补财政赤字和扩大公共事业投资；地方政府发行债券的目的是为了筹集建设资金；金融机构发行债券的目的主要是为了扩大投融资的规模，增加其资金的流动性。一般企业发行债券的目的比较复杂，涉及多个方面，主要表现如下。

(1) 扩大资金来源渠道，降低筹资风险。企业的资金来源既可以是本身赢利的积累、金融机构的贷款，也可以是通过发行债券这一渠道。筹资渠道的多样化扩大了资金来源，并且使各种筹资方式的不足得到了一定的弥补，降低了筹资风险。同时，企业债券的存在增加了证券市场投资人的选择余地，也满足了某些投资者的需要，还能弥补有的投资者由于法规上的规定不能直接投资股票而丧失参与证券市场投资机会的遗憾。

(2) 保持对公司的控制。公司发行债券既可以取得资金，获得经济方面的好处，又不会削弱公司股东对公司的控制力。这是因为股票是一种所有权证书，表明持有者作为股东对公司拥有一定的权益，公司发行股票，存在着股权进一步分散、股权结构变化、原有股东对公司的控制权削弱的风险，而发行债券则无此风险，因为债券的持有者与公司之间只存在债权债务关系，债权人无权参与公司经营管理，无论债券发行多少、持有者结构如何，都不会分散原股东对公司的控制权，公司控股股东仍然能够维持对公司的控制。

(3) 增强企业的经济实力，发挥自有资金的财务杠杆作用。公司债券的发行，使企业获得了债务资金。企业可以利用少量的自有资金，吸引较多的外来债券资金的投入，增强了企业的经济实力，在企业进行投资的报酬率大于债务成本率水平的情况下，将产生正的财务杠杆作用，从而会使企业赢利增加。同时，举债筹资也增强了企业对借债需求的风险约束，促使企业更好地安排债务资金的运作，发挥自己拥有资金的财务杠杆作用，增加企业按期偿还债券本金和利息的能力和自觉性。

(4) 转移通货膨胀风险，减少税收支出。在通货膨胀严重的时候，如果企业采用发行股票方式筹资，为了保持每期股息的实际价值大致相当，必须大幅度提高股息的水平，但这会增加企业的负担。如果企业以发行债券的方式来筹资，因为利息一般是固定的，并且按照券面金额还本付息，在通货膨胀情况下，不会增加企业的压力和负担，相反，发行债券等于把通货膨胀的风险转移给债券投资者。与此同时，发行债券时，企业所支出的债券利息一般在税前列支，而股票的股息通常作为企业利润的一部分，必须在企业所得税后列支，这样，企业发行债券就比发行股票少了一项税收支出。

2. 股票发行的目的

(1) 股票发行的一般目的。股票发行的一般目的是为了筹集资金。为筹集资金而发行股票可以分为以下两种情形：一种情形是为建立新的股份公司而发行股票。另一种情形是已设立的股份公司为进一步发展而发行股票，扩大注册资本规模。已

设立的股份公司为了扩大经营规模,增加对外投资,提高市场竞争力,再度发行股票是一种有效的途径。

(2) 股票发行的特定目的。股份公司为了某种特定的目的,满足相关需要而发行股票,这种为特定目的而发行股票的情况主要有以下几种。

① 为扩大经营、增加投资而向某些特定投资者发行股票。已设立的股份公司为了提高市场竞争力,扩大原有经营业务的规模,或者为了开拓新的经济增长点,需要进行新的投资,而为了增加投资、扩大原有经营的效率,已设立的公司向与公司未来经营相关的投资者定向发行股票,这些特定的投资者往往是作为战略投资者而存在,它们较长期地持有股份公司增发的股票。股份公司定向发行股票给这些战略投资者,是希望利用这些战略投资者的市场网络、技术力量等,提高自己的经营效益。

② 为老股东的利益而发行股票。股份公司根据法律规定和公司运作情况提留法定公积金和盈余公积金,考虑到股东利益,可以将这部分积累的一部分转入公司资本金,并按照增加的资本金发行股票,按比例无偿地交付给原有股东。一些股份公司根据公司长远发展和现金流量状况,在股利分配时不进行现金股利发放,而是以发放新股票代替现金股利给予老股东,以此方式增加老股东的控股地位。此外,由于股份的增多,也增加了其他投资者在二级市场上收购该股份公司的难度,对老股东的利益起到了一定的保护作用。

③ 调整公司财务结构、保持合理的资产负债比例而发行股票。股份公司财务结构会影响股份公司的营运成本,影响股份公司的经营效率。过高的负债水平会影响公司的对外形象,因为如果股份公司的债务负担过重,公司赢利会受负面影响,并且公司有资不抵债的担心。而自有资本在股份公司资金来源中所占比例的高低是衡量公司财务结构的实力的重要因素,在资产规模一定的条件下,自有资本的多少也影响股份公司的资产负债比例的大小。为了保持股份公司合理的资产负债比例,提高股份公司的信誉和安全运作程度,可以通过发行新股票来提高自有资本的比例,同时也可以利用所筹资金来改善公司的财务结构,提高股份公司的经济效益。此外,增加自有资本还有利于扩大股份公司的负债规模,进一步拓展股份公司的业务。

④ 满足股份公司的股票上市标准而发行股票。作为股份公司,其股票在证券交易所上市的条件之一是股份公司的注册资本或流通股本达到一定的规模。股份公司为了使自己的股票能够在证券交易所挂牌上市,就要通过发行新股票的办法来扩大公司的注册资本和流通股本,满足公司股票上市的标准。

⑤ 其他目的而发行股票。股份公司还可以为其他目的而发行股票。例如,股份公司发行的可转换公司债券在转换请求生效后,股份公司必须按照事先的承诺,办理发行新股票兑换可转换公司债券;在公司合并中,存续公司或新设立公司要发行新股票来代替解散公司的股票,原有各公司的股票则因为取得新股票而成为存续公司或新设公司的股东。

2.2.2 证券发行的程序

证券发行的程序一般包括制定筹资方案,选择证券发行种类,选择、确定证券中介机构,确定证券发行条件,向证券主管机构提交相关证券发行文件,经证券主管机构审批之后,选择适当的发行方式组织证券推销,发行结束后向证券主管机构登记发行情况和结果,并且以适当的方式披露相关情况。以下就在证券发行种类已定的情况下,结合我国实际,分别阐述公司债券发行、公司股票发行的一般程序。

1. 公司债券发行程序

(1) 公司权力机构作决定。公司债券的发行应由公司的权力机构作决定。股份有限公司、有限责任公司发行公司债券,由董事会制定方案,股东大会或者股东会做出决议;国有独资有限责任公司发行债券,由国家授权投资的机构或者国家授权的部门做出决定。

(2) 请国务院证券管理部门批准。国务院证券管理部门审批公司债券的发行。公司向国务院证券管理部门申请批准公司债券发行时,应提交下列文件:①公司登记证明;②公司章程;③公司债券募集办法;④资产评估报告和验资报告。

(3) 公告公司债券募集办法。发行公司债券的申请批准后,应当公告公司债券的募集办法。在债券募集办法中,一般还包括该公司债券经证券主管机构指定的评估机构评定的债券等级。

(4) 债券承销机构承销。债券承销应签订承销合同,承销合同的主要事项有:①合同当事人的名称、地址和法定代表人;②承销方式;③承销债券的名称、数量、金额和发行价格;④债券发行的日期和承销的起止日期;⑤承销付款的日期和方式,承销费用的计算和支付方式及支付日期;⑥剩余证券的退还方法;⑦违约责任和其他需要约定的事项。

2. 股票的发行程序

(1) 做出发行公司股票的决定。拟设立的股份有限公司首先应得到政府有关部门关于公司设立的批准,然后由股份有限公司发起人办理股票发行申请手续;已设立的股份有限公司发行新股,首先由董事会就新股发行问题做出决议,然后召开股东大会表决。在新股发行前及发行后的一段时间内,应由有资格的证券咨询机构给予有关辅导。

(2) 准备报批文件,办理报批。股票发行申请人聘请具有证券业务资格的会计师事务所、资产评估机构、律师事务所等专业机构,对其资信、资产、财务状况进行审定、评估,并就有关事项出具与新股发行有关的文件,随同招股说明书、股票发行承销方案等文件,向证券发行主管部门提出申请、报请审批。

(3) 向证券交易所提出申请。证券发行主管部门审批同意后, 申请人应向其拟上市的证券交易所提出申请, 经同意后才可发行股票。

(4) 公告招股说明书, 实施承销协议。股份有限公司的股票发行人公告按照证监会规定的格式制作的招股说明书、证券承销机构实施协议。申请以配置形式发行新股的, 按照证监会的有关规定实施。股票承销协议与前述债券承销协议基本一致。招股说明书应包括的主要事项如下: 公司的名称、住所; 发起人或者发行人简况; 筹资目的; 公司现有股本总额, 本次发行的股票种类、总额, 每股的面值、售价, 发行后的每股预期资产值, 发行费用和佣金; 初次发行的发起人认购股本的情况、股权结构及验资证明; 承销机构的名称、承销方式与承销数量; 发行的对象、时间、地点及股票认购和股金缴纳的方式; 所筹资金的运用计划及收益、风险预测; 公司近期发展规划和经注册会计师审核并出具审核意见的公司下一年度的赢利预测文件; 重要的合同; 涉及公司的重大诉讼事项; 公司董事、监事及其简历; 最近三年或者成立以来的生产状况和有关业务发展的基本情况; 经会计师事务所审计的公司最近三年或者成立以来的财务报告和由两名以上注册会计师及其所在事务所签字、盖章的审计报告; 增资发行的公司前次公开发行股票所筹资金的运用情况; 证监会要求载明的其他事项。

2.2.3 证券发行的方式

证券发行方式多种多样, 不同的发行方式会对证券的销售产生不同的影响。所以, 适当的发行方式对于及时筹集足够的资金是非常关键的。

1. 按发行对象的不同分类

按发行对象的不同, 证券发行可以分为公募发行和私募发行。

(1) 公募发行

公募发行是指公开向不特定的投资者广泛募集资金的证券发行方式。我国的公开发行业类似于公募发行。公募发行有如下特点: ①发行的证券数量大、金额高, 于是在市场上公开发行业, 投资者众多, 因而筹资潜力大, 而且有利于提高筹资主体在社会上的知名度; ②往往采用间接发行的方式, 委托证券公司代理发行; ③发行的证券流动性高, 一般可以在证券流通市场上转让; ④筹资成本高、发行过程复杂。因为要做广告宣传, 还要支付给证券公司代理发行手续费等, 所以筹资成本相对较高。此外, 公募发行往往需要准备众多的文件和资料, 并公开自己的有关信息, 发行过程比较复杂。

(2) 私募发行

私募发行是指向特定投资者募集资金的一种证券发行方式。如有些筹资者向内部人员发行证券, 或向市场、技术关联的单位发行证券。私募发行有如下特点:

①发行的证券数量少、金额小；②一般不通过证券公司，由筹资主体自己解决销售；③私募发行的证券一般不允许上市转让，证券的流动性差；④由于有确定的投资者，所以筹资主体不担心发行失败；⑤由于自营发行证券，可以节省广告宣传费用和证券公司代理手续费，所以发行成本相对较低；⑥私募发行时，为鼓励购买，往往向内部投资者提供特殊、优厚的条件，如较高的利息等。

2. 按发行主体的不同分类

按发行主体的不同，证券发行可以分为直接发行和间接发行。

(1) 直接发行

直接发行是指证券发行者不委托其他机构，而是由自己组织认购、进行销售，直接向投资者发行证券筹措资金的行为。直接发行有如下特点：①发行量小，筹集资金的规模有限；②社会影响不大，难以提高筹资者的知名度；③不需向社会公众提供有关资料；④由于筹资主体自己办理发售，可以省去委托公司发行的手续费等费用；⑤投资者大多是与发行者有业务往来的机构。直接发行方式也有明显的缺点，主要是自己负担发行证券的责任和风险，得不到证券公司的帮助，若发行不成功，影响资金筹集及其生产经营的顺利进行。

(2) 间接发行

间接发行是指证券发行单位委托中介机构代理出售证券的发行方式，又称为委托代理发行。根据证券发行机构所承担的发行责任的大小不同，可分为包销发行、代理发行和承销发行。

① 包销发行。这是指证券发行单位与证券发行受托机构签订购买合同，由证券发行受托机构将所有的证券全部买下，然后再转售给社会众多投资者的发行方式。包销发行有如下特点：第一，发行风险全部由发行受托机构承担；第二，发行单位可以及时、全额取得所筹资金；第三，发行单位的信誉一般较高；第四，社会影响比较大，可以进一步树立筹资主体的形象；第五，因发行受托机构在向社会发行前，已经将款项全额划给发行单位，构成先垫付资金，所以发行的手续费较高。

② 代理发行，也称代销。它是受托者只代理发行证券的单位发售证券的一种发行方式。发售到约定期时，受托方要将收入的资金或连同未销出去的证券全部还给证券发行者。代理发行有如下特点：第一，证券公司不承担任何风险，而由筹资主体自行承担；第二，如果筹资主体知名度不高或信誉不够好，有可能发售不畅，筹资单位就不能及时筹足资金；第三，由于证券公司不承担风险，因此发行手续费比其他方式都要低；第四，发行的社会影响大。代理发行比较适合于那些信誉好、知名度高的大中型公司，它们的证券容易为社会公众所接受，且发行成本低。

③ 承销发行，又称促销发行或助销发行方式。它是指证券发行的受托机构对在规定的发行期内不能全部发行的剩余部分由自己收购的一种发行方式。这种发行方

式有如下特点：第一，发行单位的筹资金额有保证，不会因发行额不足而产生筹款不足的情况；第二，证券发行风险由发行受托机构承担；第三，社会影响大，有助于提高筹资主体的信誉；第四，发行机构只有在社会公众购买后有多余部分时才可以购买剩余的证券，而不得预留部分证券自行购买；第五，发行风险由发行受托机构承担，因此手续费比代理发行方式高。

3. 按发行保证的不同分类

担保发行是指发行证券单位为了提高证券信誉，增加投资人的信心，提高证券的吸引力，采用某种方式承诺，保证到期支付证券收益的一种发行方式。担保发行主要适用于债券的发行。按发行保证的不同，证券发行可以分为信用担保发行、实物担保发行、产品担保发行和证券担保发行四种方式。

(1) 信用担保发行方式。信用担保发行方式是指发行债券者没有任何担保品，全凭信用发行债券。它包括自身信用担保发行和保证人信用担保发行两种方式。

(2) 实物担保发行。实物担保发行是指发行债券者用自己的实物作为抵押或补偿，保证债券到期还本付息的发行方式。发行者一旦到期不能或无法按约支付债务时，必须用担保实物进行补偿。

(3) 产品担保发行。产品担保发行是指用发行者的产品作为发行债券的担保品来保证债券本息偿还的发行方式。

(4) 证券担保发行。证券担保发行是指发行者用自己所持有的其他单位或政府债券作为担保品来发行债券。

2.2.4 证券发行价格的确定

1. 股票发行价格的确定

(1) 发行价格的种类及基本规定

股票发行价格指股份有限公司将股票公开发售给特定或非特定投资者所采用的价格。一般而言，在确定股票发行价格时应综合考虑公司的赢利水平、公司潜力、发行数量、行业特点以及股市状态等影响股价的基本因素。

(2) 确定发行价格的方法

确定股票发行价格的方法主要有市盈率法、净资产倍率法、贴现现金法和竞价确定法等。

第一，市盈率法。市盈率又称本益比，是指股票市场价格和每股收益的比率。其计算公式如下：

$$\text{市盈率} = \frac{\text{股票市价}}{\text{每股净赢利}}$$

$$\text{每股净赢利} = \frac{\text{税后利润}}{\text{普通股股数}}$$

每股税后利润的计算通常有两种方法：一种是完全摊薄法，即用发行当年预测全部税后利润除以总股本，直接得出每股税后利润；另一种是加权平均法。不同的方法得到不同的发行价格。每股税后利润的确定采用加权平均法较为合理，因为股票发行的时间不同，资金实际到位的先后将对企业效益产生较大影响，同时投资者只有在购股后才享有应有的权利。

加权平均法计算每股税后利润的公式如下：

$$\text{每股净赢利} = \frac{\text{发行当年预测净利润}}{\text{发行前总股本数} + \text{本次公开发行股本数} \times (12 - \text{发行月份}) \div 12}$$

通过市盈率法确定股票发行价格，首先应根据专业会计师审核后的预测计算出发行人的每股净赢利；其次可根据二级市场的平均市盈率、发行人的行业情况（同类营业公司的股票市盈率）、发行人的经营情况及其成长性等拟订发行市盈率；最后根据发行市盈率与每股净赢利的乘积决定发行价。

发行价的计算公式如下：

$$\text{发行价} = \text{每股净赢利} \times \text{发行市盈率}$$

第二，净资产倍率法。净资产倍率法又称资产现值法，指通过资产评估（物业评估）和相关会计手段确定发行人拟募股资产的净现值和每股净资产值，然后将每股净资产值乘以一定的倍率或一定的折扣，以此确定股票发行价格的方法。

净资产倍率法常用于房地产公司或资产现值有重要商业意义的公司的股票发行。以此种方式确定每股发行价格不仅应考虑公平市值，而且还须考虑市场所能接受的溢价倍数或折扣倍率。其公式如下：

$$\text{发行价格} = \text{每股净资产值} \times \text{溢价倍数(或折扣倍率)}$$

第三，竞价确定法。竞价确定法是指投资者在指定时间内通过交易柜台或者证券交易所交易网络，以不低于发行底价的价格并按限购比例或数量进行认购委托。申购期满后，由交易所的交易系统将所有有效申购按照价格优先、同价位申报按照时间优先的原则，将投资者的认购委托由高价向低价排队，并由高价到低价位累计有效认购数量，当累计数量恰好达到或超过本次发行数量的价格，即为本次发行的价格。

如果在发行底价仍不能满足本次发行股票的数量，则竞价的底价即为发行价。

发行底价也可由发行人和承销商根据发行人的经营业绩、赢利预测、投资的规

模、市盈率、发行市场与股票交易市场上同类股票的价格及影响发行价格的其他因素,共同研究协商确定。

(3) 我国股票市场首次公开发行股票询价制度

2004年12月7日,中国证监会发布了《关于首次公开发行股票试行询价制度若干问题的通知》。通知决定自2005年1月1日起,我国股票市场首次公开发行股票的公司(发行人)及其保荐机构应通过向询价对象询价的方式确定股票发行价格。询价对象包括符合中国证监会规定条件的证券投资基金管理公司、证券公司、信托投资公司、财务公司、保险机构投资者和合格境外机构投资者(QFII)以及其他经中国证监会认可的机构投资者。发行申请经中国证监会核准后,发行人应公告招股意向书,开始进行推价和询价。

询价分为初步询价和累计投标询价两个阶段。发行人及其保荐机构应向不少于20家询价对象进行初步询价,并根据询价对象的报价结果确定发行价格区间及相应的市盈率区间。询价对象应在综合研究发行人内在投资价值和市场状况的基础上独立报价。公开发行股票数在4亿股(含4亿股)以上的,参与初步询价的询价对象应不少于50家。

发行价格区间确定后,发行人及其保荐机构应在发行价格区间内向询价对象进行累计投标询价,并应根据累计投标询价结果确定发行价格。累计投标询价是指如果投资者的有效申购总量大于本次股票发行量,但超额认购倍数小于5倍时,以询价下限为发行价;如果超额认购倍数大于5倍时,则从申购价格最高的有效申购开始逐笔向下累计计算,直至超额认购倍数首次超过5倍为止,以此时的价格为发行价。

2010年10月12日,证监会发布了《关于修改<证券发行与承销管理办法>的决定》,将第十四条修改为:“首次发行的股票在中小企业板、创业板上市的,发行人及其主承销商可以根据初步询价结果确定发行价格,不再进行累计投标询价。”

2. 债券发行价格的种类及确定

(1) 债券发行价格的种类

债券的发行价格,是债券投资者认购新发行的债券时实际支付的价格。债券发行价格有以下三种方式。

- ① 平价发行,即债券发行价格与票面名义价值相同。
- ② 溢价发行,即发行价格高于债券的票面名义价值。
- ③ 折价发行,即发行价格低于债券的票面名义价值。

(2) 债券发行价格的确定

举债人在准备发行债券时,通常要按市场收益率来确定债券的票面利率,但资金市场的利率是不断变化的,市场收益率也随之变化。市场收益率在短时间内可能上升或下降,从而使事先确定的票面利率与债券发行时的市场收益率发生差异,如

果仍按票面发行债券,就会使投资者得到的实际收益率与市场收益率不相等。因此,需要调整债券发行价格,以使投资者得到的实际收益率与市场收益率相匹配。债券发行价格的计算公式随利息支付方式的不同而不同,下面仅以单利计息、按年付息的债券为例来说明债券发行价格的计算公式。

$$\text{发行价格} = A \sum_{t=1}^N \frac{1}{(1 + \text{市场收益率})^t} + \frac{\text{面值}}{(1 + \text{市场收益率})^N}$$

式中, N 为债券有效期限; A 为年息。

2.3 证券交易市场

2.3.1 证券交易市场结构

证券流通市场主要由场内交易市场(证券交易所市场)和场外交易市场(也称柜台交易市场)构成,此外还有第三市场和第四市场。

1. 场内交易市场

场内交易市场是指通过证券交易所进行证券买卖流通的组织方式。证券交易所是由证券管理部门批准的,为证券的集中交易提供固定场所和有关设施,并制定各项规则以形成公正、公开、公平的交易局面的正式组织。与证券公司等金融机构不同,证券交易所本身并不从事证券买卖业务,只是为证券交易提供场所和各项服务,并履行对证券交易的监管功能。具体而言,证券交易所的职能如下。

(1) 证券交易所向市场提供买卖证券的交易席位和有关交易设施。在美国,交易席位可分为4种类型:佣金经纪人,即经纪公司在交易所场内的代理人;特种会员,兼经纪人和自营商,他们的功能是完成佣金经纪人无法立即完成的客户的委托,寻机适时执行(也称为经纪人的经纪人),并通过自营等方式,维持市场交易的连续性;场内经纪人,在场内自由行动,协助佣金经纪人处理积压指令;场内交易者,仅为自己寻机投资获利。

交易所的会员可分为经纪人和自营商两种,他们的作用是不同的。经纪人是代表投资者进行交易的实体,在本质上经纪人是投资者的代理人。从事经纪活动并不要求经纪人购买并贮存金融资产,也不要求他们在交易需要时出售库存的金融资产。相反,经纪人只是接收、传递和执行投资者的委托单,并为此收取佣金。佣金的存在会使成交价格略微偏离市场均衡价格。

自营商的重要作用之一是提供交易的即时性,并维持短期价格的稳定(连续或平

稳)。在连续型市场上,并不能保证在每一时刻委托单都得到执行,比如会出现只有买单而没有卖单的情形,这时候委托单无法即时执行;或者买单和卖单之间的价格差异太大,急于买入者要支付过高的价格,在这种时候,自营商通过提供对应交易不仅使委托单迅速执行,而且保证了同一种证券的前后两笔交易价格的稳定。此外自营商还为市场提供更好的价格信息,并在某类市场中提供拍卖师的服务,维护市场的秩序和公正。

经纪人和自营商的存在,使交易所将指令驱动制和报价驱动制成功地结合起来,形成以投资者通过各自的经纪人报价竞价为主,以自营商充当做市商维持交易为辅的交易制度。

(2) 证券交易所制定有关场内交易的各项规则,如上市、交易、清算、交割、过户等各项规则。证券交易所内设有固定场地,备有各种服务设施(计算机、行情板、电视屏幕、电话、电传等),配备了必要的管理人员与服务人员(如“红马甲”等),集中进行公开、公正、公平的股票、债券和其他证券交易。

(3) 收集、编制、公布有关证券交易资料,定期召开交易场会员大会汇报工作,对于股票二级市场的交易情况较为重要。

证券交易所应做到有法必依、执法必严,坚决执行各项规则,对于违纪现象做出相应处理。如宣布严重违规者在若干年内为“市场禁入者”,甚至可以协助司法机构对证券诈骗案主犯进行法律制裁。

2. 场外交易市场

场外交易是相对于证券交易所的场内交易而言的,凡在证券交易所之外的交易活动均可划入场外交易范畴。它又分为柜台交易市场或店头交易市场、第三市场、第四市场。在场外交易市场中的证券商兼具证券自营商和代理商的双重身份。作为自营商,他把自己持有的证券卖给顾客或者买进顾客的证券,赚取买卖价差;作为代理商,以客户代理人的身份向别的自营商买进或卖出证券,从中收取一定比例的佣金。

最初的有价证券买卖,由于证券交易所尚未建立或完善,因此大多是在银行进行,投资人买进或卖出证券都直接在银行柜台上进行交易,随着银行业和证券业的分离,这种交易转由证券公司承担,在证券公司的柜台前交易,所以称为柜台交易(over the counter, OTC)。随着通信技术的发展,目前许多场外交易不直接在证券公司的柜台前进行,而是由客户和证券公司通过电话和电传进行业务交易,也称为电话交易市场。

随着证券交易所的产生和发展,证券市场上的交易方式有了一定程度的改进,但是场外交易市场还能够继续存在与发展,主要有以下原因:证券交易所可以容纳的上市证券十分有限,使得很大一部分证券只能在证券交易所之外的场合进行交易。

同时，证券交易所规定的上市条件比较严格，有些一般的发行公司的证券不能进入交易所内买卖，而这些有价证券也需要流通，所以只能在场外完成交易。由于申请上市的手续比较复杂，而场外交易市场不必经过繁琐的上市程序，也不要填写委托书等，所以有的发行公司即使符合上市条件，也不愿申请上市，而只在场外进行交易。随着科技的发展，场外交易市场的交易方式、交易程序和交易设备都有了很大的改进，提高了交易的效率。所以，场外交易市场是证券交易市场不可缺少的重要组成部分。

场外交易比证券交易所上市的条件宽、门槛低、管制较松、灵活方便。很多小型的创业型高新技术公司等进入场外交易。但这些特点也使该市场存在着组织不严密、信息不均衡对称、价格大起大落等缺点。美国为此于1937年建立了全国证券交易商协会(NASD)的组织，在证券交易委员会的监管下管理场外交易市场。1971年该组织开通了电子报价系统——全国证券交易商协会自动报价系统，这就是有名的纳斯达克(NASDAQ)市场。该市场系统发展极快，成交量已超过纽约证交所，成为第一大市场，但此市场的波动极大。如从1999年至2004年6月，美国纽约证券交易所的股票指数一直在10 000万至11 000万点之间波动，而纳斯达克指数却从几年前的1000点涨到5000余点，又在几年中跌到1100多点，而后又上涨到1900点。

纳斯达克市场具体又分为国内市场和小型市场。纳斯达克国内市场上市标准较高，成交量大且活跃，包含了4400多种股票，世界著名的大公司微软、英特尔、戴尔、世界通讯等都在此上市；而纳斯达克小型市场设立于1992年，现有股票1800多只，上市标准低，且没有业绩要求，在此上市的公司达到一定标准之后可进入纳斯达克国际市场。

1990年美国柜台交易市场下设立了布告栏市场，并为之开通了电子报价系统，但证券交易仍采取电话协商方式。为了提高交易效率，柜台交易布告栏市场在2003年第三季度为更高级的公告板交易所取代，在公告板交易市场交易的股票大部分来自柜台交易布告栏市场，但启用了类似于纳斯达克的交易系统，实行自动报价与成交。

此外，美国还有红粉单交易系统，它不是一个自动报价系统，而是由经纪商与至少三个做市商询价之后选择一个最佳报价的做市商成交。由此可见，红粉单交易系统的效率最低，流动性最差。

按照等级、层次由高到低的顺序排列，美国场外交易体系可表示为：纳斯达克国内市场→纳斯达克小型市场→柜台交易布告栏市场(或公告板交易市场)→粉红单交易系统。

但是NASDAQ市场只能提供部分柜台交易市场的股票价格，其他柜台交易市场的证券价格需要通过NASD的柜台交易市场的价格简报(称为“粉红单”)等渠道获得有关信息。

3. 第三市场

严格地说,第三市场也是场外交易市场的一部分,指已在正式的证券交易所内上市却在证券交易所之外进行交易的证券买卖市场。第三市场的参与者主要为各类投资机构,如养老基金会、互助基金、保险公司、投资公司等。

第三市场的出现是因为证券交易所不允许随意降低佣金,这样当每笔股票成交数额很大时,经纪人收取的佣金就会很高,加大了股票的交易成本。由于能够上市的股票往往信誉较好,所以,很多投资机构就和非证券交易所会员的证券商在证券交易所之外买卖上市股票。通常,在第三市场上的经纪人收取的佣金费用低于交易所的费用,这就使投资者的交易成本降低,而且投资机构和证券商都彼此了解,可以节约其他费用,如市场分析、信息传递等。

第三市场的存在,不仅丰富了股票市场的形式,加强了证券业的竞争,而且还满足了不同投资者的需求,使投资者的交易成本降低,减少了投资的总费用。

第三市场最早出现在美国的20世纪60年代,一度大受欢迎。但1975年美国取消固定佣金制,佣金立即下浮,大宗交易还可以有更大幅度下浮,成交速度加快,第三市场的吸引力才有所下降。

4. 第四市场

第四市场是指投资者和金融资产持有人(大多为大机构及个人大户)绕开通常的证券经纪人,彼此之间利用计算机网络直接进行大宗的股票交易。这种形式的市场最早出现在美国。在美国,第四市场主要是一个计算机网络,想要参加第四市场交易的客户可以租用或加入这个网络,各大公司把股票的买进价和卖出价都输入此计算机系统。客户在购买或出售股票时,可以通知该系统,计算机屏幕即可显示出各种股票的买卖价,并通过计算机终端设备进行交易。

第四市场充分利用了先进的计算机技术,把分散在各个地区的交易行情通过一个全国性或地区性的证券交易自动报价系统集中起来,使客户能够及时、迅速地进行交易。同时,第四市场绕开了证券经纪人,基本上是双方直接交易,所以不需要中介人费用,即使通过第三方安排,佣金也较为便宜。而且,第四市场进行的都是大宗的买卖交易,如果在证券交易所交易,必然会对股价造成一定的冲击,而在第四市场交易,因为不是公开交易,从而避免了这种冲击。这种计算机网上交易对证交所市场和场外交易市场形成了很大的竞争及压力,促使前述市场加强服务,提高质量,降低佣金。

2.3.2 证券交易方式

在交易市场不断发展的过程中,证券的交易方式也在不断变化和创新。

1. 现货交易

现货交易亦称现金现货交易。它是指证券的买卖双方，在谈妥一笔交易后，马上办理交割手续的交易方式，即卖出者交出证券，买入者付款，当场交割，钱货两清。它是证券交易中最古老的交易方式。

最初证券交易都是采用这种方式进行，后来由于交易数量的增加等多方面的原因使得当场交割有一定困难。因此，在以后的实际交易过程中采取了一些变通的做法，即成交之后允许有一个较短的交割期限，以便大额交易者备款交割。在不同的国家，证券交易所规定的交割期也各有不同，有当日交割、次日交割、例行交割等。

现货市场有以下几个显著的特点：第一，成交和交割基本上同时进行。第二，实物交易，即卖方必须实实在在地向买方转移证券，没有对冲。第三，在交割时，购买者必须支付现款。第四，它反映了购入者有进行较长期投资的意愿，而不是为了获取证券买卖差价的利润而进行的投机。

2. 期货交易

期货交易是指交易双方证券成交后签订契约，按约定价格在约定的交割日里进行交割清算的一种交易方式。在期货交易中买卖双方签订合同，并就买卖证券的数量、成交的价格及交割期达成协议。买卖双方签订合约后不用付款也不用交付证券，只有到了规定的交割日买方才交付货款，卖方才交出证券。结算时按照买卖契约签订时的证券价格计算，而不是按照交割时的价格计算。

期货交易根据合同清算方式的不同又可分为两种。第一种是期货交割交易，指在合同到期时，买方需交付现款，卖方则需交出现货即合同规定的证券；第二种是差价结算交易，在合同到期时，双方都可以做相反方向的买卖，并准备冲抵清算，以收取差价而告终。这两种交易方法统称为清算交易。

20世纪70年代，出现了有组织的金融期货市场，买卖对象是一种标准化的契约，其交易品种、数量、期限都按统一标准，以便于买卖。我国曾在1992年年底推行国债期货，但是由于资本市场不完善，在1993年造成国债“3·27”风波，震惊全国，之后我国就取消了证券期货。然而随着我国证券市场的高速发展，证券期货的推出只是早晚的事了。

3. 信用交易

信用交易是指投资者在进行证券买卖时，向经纪人交付一定数量的现款或证券作为保证金，其余不足的部分由经纪人垫付进行交易的方式。信用交易分为融资买进(买空)和融券卖出(卖空)两种。由于经纪人的垫款通常是从银行以可赎回资金的利率贷款得来，所以投资者借款的总成本是银行利率加上服务费。所有用保证金信贷购买的证券都必须由经纪人保管，因为该证券被用来作为贷款的抵押。

利用保证金信用交易,投资者要交一定数量的现款或证券作为保证金,证券管理机关会对用保证金购买的证券数量进行限制,通常用保证金与买卖证券的总值之比(保证金率)来表示,多数国家规定要30%以上。保证金又分为起始保证金和最低维持保证金。起始保证金是指交易前缴纳的保证金;最低维持保证金是指交易后缴纳的,为弥补因证券价格发生变化造成亏损而追加的保证金。此外,信用交易中投资者与经纪商之间的抵押借贷关系一般定为6个月,不可以无限推迟下去。

4. 期权交易

期权交易也称为选择权交易,是指投资者与特定的交易商签订合同,投资者有权在特定的时期内按协议的价格买进或卖出一定数量的证券,而不管此时的证券价格如何变动。期权交易的合同中要规定期权的有效期、证券的种类和数量、证券的价格(协定价格)、期权的价格(购买期权的费用)、期权合同的种类(买进期权和卖出期权)。

投资者购买买进期权,是因为其认为证券价格看涨,将来可以获利。当证券价格高于协议价格和期权费之和(不考虑佣金等其他费用)时,买方选择执行期权,以协议价格和数量买入证券,在现货市场按市价卖出,从中赚取利润;当证券价格低于协议价格时,买方选择不执行期权,此时买方的损失只有期权费用和佣金等其他费用。

投资者购买卖出期权,是因为他认为证券价格看跌,将来可以获利。当证券价格低于协议价格时,买方选择执行期权,以协议价格和数量卖出证券,在现货市场按市价买进,从中赚取利润;当证券价格高于协议价格时,买方选择不执行期权,此时买方的损失只有期权费用和佣金等其他费用。期权交易的方式有两个好处:一是风险较小,买方的损失是已知的和固定的;二是只需缴纳少量的期权费就可以做大额交易,而且利润比现货交易高。

5. 其他交易方式

除了以上介绍的几种主要的交易方式,还有其他一些交易方式,如股票指数期货交易(以股票价格指数为标的物进行期货交易)、股票指数期货期权交易(允许买方在一定时期内按协定价格向卖方购买或出售特定的股票指数期货合约)等。

2.3.3 证券交易程序

不同品种的证券,其交易程序也不尽一致。我国目前证券市场上的证券品种主要有A股、B股、国债和基金等。现以A股买卖交易为例进行说明,国债与基金的交易原理大致相同。

鉴于目前我国的证券委托买卖业务绝大部分是通过交易所完成的,因此,以交

易所场内交易为前提来介绍证券买卖的程序。从事证券交易，一般的程序要经过开户、委托、竞价、成交、清算交割、过户等环节。

1. 开设交易账户或股东账户

依照现行法律规定，每个投资者欲从事证券交易，须先向证券登记公司申请开设股票账户，办理股东代码卡(实质上为交易账户)。另外，根据有关规定，禁止多头开户，个人和法人在同一证券交易所只能开立一个证券账户。

2. 开设资金账户

投资者委托买卖股票，必须向具体的证券公司申请开设资金账户，存入交易所所需的资金。

3. 委托买卖

投资者开立了股票账户和资金账户后就可以在证券营业部办理委托买卖。其整个过程是：投资人报单给证券商；证券商通过其场内交易员将委托人的指令输入计算机终端；各证券商的场内交易员发出的指令一并输入交易所主机，由主机撮合成交；成交后由证券商代理投资人办理清单、交割和过户手续。

在证券委托交易中，委托有现价委托、市价委托和限价委托等；委托指令的形式有柜台委托和非柜台委托两大类。柜台委托是指委托人亲自或其代理人到证券营业部交易柜台，根据委托程序和必需的证件采用书面方式表达委托意向，由本人填写委托并签章的形式。非柜台委托主要有电话委托、函电委托、自助终端委托、网上委托(互联网委托)等形式。

4. 竞价成交

证券商在接到投资人的买卖委托后，应立即通知其场内交易员申报竞价。证券交易所的竞价方式有两种，即集合竞价和连续竞价，这两种方式是在不同的交易时段采用的。集合竞价在交易日每天开始的前一段时间用于产生第一笔交易，这笔交易的价格成为开盘价。产生开盘价后，以后的正常交易就采用连续竞价的方式进行。

证券交易按价格优先、时间优先的原则竞价成交，其结果可能出现全部成交、部分成交和不成交三种情况。

5. 清算、交割、过户

(1) 清算

清算是指证券买卖双方证券交易所进行的证券买卖成交以后，通过证券交易所将各证券商之间买卖的数量和金额分别予以抵消，计算应收应付证券和应收应付金额的一种程序。清算包括资金清算与股票清算两个方面。

(2) 交割

交割是指证券卖方将卖出证券交付买方,买方将买进证券的价款交付卖方的行为。由于证券买卖者是通过券商进行的,买卖双方并不直接见面,证券成交和交割等均由券商代为完成。因此,证券交割分为券商与委托人之间的交付和券商与券商之间的交付两个阶段。

(3) 过户

过户就是指在记名证券交易中,成交后办理股东变更登记的手续,即原所有者向新所有者转移有关证券全部权利的记录手续。

复习与思考

1. 简述证券市场有哪些功能。
2. 证券市场的参与者有哪些?
3. 证券发行的目的各有不同,请分别说出都有哪些目的。
4. 证券发行方式如何分类?
5. 简述证券上市的一般程序。
6. 证券交易市场如何分类?
7. 如果打算投资证券,交易程序是什么?