



目 录

第一章 证券投资导论	(1)
第一节 证券投资概述	(1)
第二节 证券市场概述	(6)
第三节 证券市场的产生与发展	(9)
第二章 股票	(12)
第一节 股票概述	(12)
第二节 股票的分类	(15)
第三节 股票的发行与交易	(20)
第四节 股票的价值与价格	(28)
第五节 股票价格指数	(33)
第三章 债券	(38)
第一节 债券概述	(38)
第二节 债券的发行与承销	(45)
第三节 债券的估值与定价	(50)
第四章 证券投资基金	(54)
第一节 证券投资基金概述	(54)
第二节 证券投资基金的分类	(58)
第三节 证券投资基金的设立、募集、申购与赎回	(66)
第四节 证券投资基金的投资运作	(70)
第五章 金融衍生工具	(78)
第一节 金融衍生工具概述	(78)
第二节 金融期货	(84)
第三节 金融期权与期权类金融衍生产品	(90)
第四节 其他金融衍生产品	(97)
第六章 证券市场	(104)
第一节 证券市场概述	(104)
第二节 证券发行市场	(106)
第三节 证券交易市场	(114)



第七章 证券投资基本分析	(128)
第一节 宏观经济分析	(128)
第二节 行业分析	(132)
第三节 公司分析	(139)
第八章 证券投资技术分析	(154)
第一节 证券投资技术分析理论概述	(154)
第二节 证券投资技术分析主要理论	(159)
第三节 证券投资技术分析主要技术指标	(183)
第九章 证券投资收益与风险	(196)
第一节 证券投资收益与度量	(196)
第二节 证券投资风险	(204)
第三节 证券投资风险的度量	(210)
第四节 证券投资风险防范	(215)
第十章 资产定价理论	(218)
第一节 资本资产定价模型	(218)
第二节 套利定价理论	(230)
第三节 证券投资组合业绩评估	(233)
第十一章 有效市场理论与行为金融理论	(236)
第一节 有效市场理论	(236)
第二节 行为金融理论	(239)
第十二章 证券组合管理理论	(246)
第一节 证券组合管理概述	(246)
第二节 证券组合分析	(249)
第三节 最优风险资产组合	(256)
第四节 无风险借贷对有效集的影响	(259)
第十三章 证券监管	(265)
第一节 证券监管概述	(265)
第二节 证券监管模式	(271)
第三节 证券发行与交易市场监管	(275)
第四节 证券经营机构和中介机构的监管与自律	(279)
主要参考文献	(282)



第一章 证券投资导论

金融是商品经济发展到一定阶段的产物,也是信用制度发展到一定阶段的结果,而证券又是金融进一步发展的产物。人们购买证券,就是采用证券的方式进行投资;持有证券,就是持有的一种可以带来收益的资本。随着市场经济的不断发展,证券市场也日趋发展完善。证券市场的发展又在很大程度上促进了市场经济的快速发展,已成为现在市场经济的重要组成部分。



第一节 证券投资概述

一、证券

(一) 证券的含义

证券是指各类记载并代表了一定权力的法律凭证,用以证明持有人有权按其所持凭证记载内容或约定而取得应有的权益。

证券是一种特殊的资本,是一种虚拟的资本,它是生产经营中实际运用的真实资本的证书,其价值或价格不过是真实资本运用给持券人带来一系列未来收入流量的现值。

从理论上讲,证券包括符合上述证券定义的一切书面材料,一般指商品证券(如货运单、提单等)、货币证券(如支票、汇票、本票等)、资本证券(如股票、公司债券、基金凭证等)和其他证券(如邮票、借据等)。狭义的证券,仅指资本证券。我国《证券法》规定的证券为股票、公司债券和国务院依法认定的其他证券,其他证券主要包括投资基金凭证、非公司企业债券、国家政府债券等。

(二) 证券的分类

根据不同的标准证券可以分为不同的种类,这里主要介绍两种常见的分类方法:

1. 按证券的性质不同,可分为无价证券和有价证券

无价证券包括证据证券和私权证券两种。证据证券指单纯证明事实的凭证,如证据、借据、收据等;私权证券是认定持证人是某种私权的合法享有者,证明对持证人所履行的义务是有效的凭证,如存折、土地所有权证书等。无价证券最显著的特征是不标明票面金额,不代表一定价值,且缺乏市场流通性。

有价证券是指标有票面金额,证明持有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券凭证。有价证券代表一定量的财产权利或收益权利,因而可以在证券市场上买卖和流通。有价证券具有产权性、期限性、收益性、流动性和风险性的特征。

广义的有价证券包括商品证券、货币证券和资本证券;狭义的有价证券通常是指资本证券,也即本书研究的对象。

2. 按证券是否能够上市,可分为上市证券与非上市证券



上市证券又称挂牌证券,是指经证券主管机关核准,并在证券交易所注册登记,获得交易所内公开买卖资格的证券。公司发行股票或债券要想在证券交易所上市,必须符合交易所规定的上市条件,并遵守交易所的其他规章制度。

非上市证券也称为非挂牌证券、场外证券,是指未申请上市或不符合在证券交易所挂牌交易条件的证券。非上市证券不允许在证券交易所内交易,但可以在其他证券交易市场交易。

(三) 证券的特征与功能

证券的特征主要表现在以下几个方面:

1. 产权性

证券的产权性是指有价证券记载着权利人的财产权内容,代表着一定的财产所有权,拥有证券就意味着享有财产的占有、使用、收益和处置的权利。在现代经济社会里,财产权利和证券已密不可分,财产权利与证券两者融为一体,证券已成为财产权利的一般形式。虽然证券持有人并不实际占有财产,但可以通过持有证券,拥有有关财产的所有权或债权。

2. 收益性

证券的收益性是指证券本身可以获得一定数额的收益,这是投资者转让资本使用权的回报。证券代表的是对一定数额的某种特定资产的所有权,而资产是一种特殊的价值,它要在社会经济运行中不断运动、不断增值。由于这种资产的所有权属于证券投资者,投资者持有证券也就同时拥有取得这部分资产增值收益的权利,因此证券本身具有收益性。有价证券的收益表现为利息收入、红利收入和买卖证券的差价。收益的多少通常取决于该资产增值数额的多少和证券市场的供求情况。

3. 流动性

证券的流动性又称变现性,是指证券持有人可按自己的需要灵活地转让证券以换取现金。流动性是有价证券的生命力所在,它不但可以使有价证券持有人随时把有价证券转为现金,而且还为有价证券持有人根据自己的偏好灵活选择有价证券品种提供了方便和可能。证券的流动性是通过发行、贴现、交易得以实现的。

4. 风险性

证券的风险性是指证券持有人面临着预期投资收益不能实现,甚至使本金也受到损失的可能。这是由于未来经济的发展变化有些是投资者无法预测的。因此,投资者难以确定他所持有的证券将来能否取得收益和能够取得多少收益,从而使持有证券具有风险。

证券是资本运动的载体,具有以下两个基本功能:

1. 筹资功能

筹资功能就是为经济的发展筹措资本。通过证券筹措资本范围很广,社会经济活动的各个层次和方面都可以利用证券来筹措资本。如企业通过发行证券来筹集资本,国家通过发行国债来筹集财政资金等。

2. 配置资本的功能

配置资本的功能就是通过证券的发行与交易,按利润最大化的要求对资本进行分配。资本是一种稀缺资源,如果有效地分配资本是经济运行的根本目的。证券的发行与交易起着自发地分配资本的作业。通过证券发行,可以吸收社会上的闲置货币资本,使其重新进入经济系统的



再生产过程发挥作业。证券的交易是在价格的诱导下进行的,而价格的高低取决于证券的价值。证券的价值又取决于其所代表的资本的实际使用效益,因此,资本的使用效益越高,就越能从市场上筹集资本,使资本的流动服从于效益最大化的原则,最终实现资本的有效配置。

二、投资

(一)投资的含义及特点

投资指的是用某种有价值的资产,其中包括资金、人力、知识产权等投入到某个企业、项目或经济活动,以获取经济回报的商业行为或过程。投资的含义很广泛:一家公司购买机器设备是投资;在艺术品市场购买艺术品是投资;企业聘请培训师对员工培训是投资;在证券市场购买股票、基金等也是投资,如此等等。

所有这些投资方式具有以下几个共同特征:

第一,投资首先要有一定数量的货币。即投资者把前期积累的货币没有用于当期消费,而是用于投资。

第二,投资是一种延迟的消费。投资者是为了未来更多的消费而放弃了当前消费。

第三,投资是将一定的货币转换为资产。实体投资是将货币转换为实物资产,证券投资是将货币转换为证券资产,它们都是通过对这些资产的运用才能获得增值的消费价值。

第四,投资收益的获得需要一定的时间。一方面,原来的投资价值只有经历一定的时间才能得到增值;另一方面,在这段时间内存在着无法预测的风险,这种风险可能导致原有价值的损失。

(二)投资的分类

1. 根据投资的内容不同分类

根据投资的内容不同,可将投资分为实体投资和金融投资。

实体投资是指对设备或建筑物等固定资产的购置以形成新的生产能力。最终的结果是增加了社会物质财富和经济总量。从经济学上来理解,总体上不能增加社会经济总量的行为都不能算作投资。金融投资是指投资者为了获得收益而通过购买股票、债券、基金等金融资产,让渡资金使用权进而获取收入的行为过程。

实体投资有以下自身的特点:(1)投资的购置对象主要是实物资产;(2)投资的过程是形成具有新的生产能力的实体资本;(3)投资的结果是通过运用新的生产能力获得增加的产品,在价值上表现为增加的社会经济总量。

金融投资有以下自身的特点:(1)投资购置的主要对象是金融资产;(2)投资的过程仅仅表现为金融资产的交易过程;(3)投资的结果表现为金融资产价值的增减;(4)金融的初始投资表现为投资者将资金的使用权让渡给实物投资者,后续投资则表现为有价证券在投资者之间的相互买卖;(5)金融投资的交易过程大多数在特定的场所(交易所)内进行交易。

实体投资于金融投资既具有不可分割的联系,又有着明显的区别。

第一,实体投资的运行必须依赖于金融投资为其提供巨大的资本资源。实体投资是社会经济赖以生存和发展的基础。人类社会得以生存的基本条件是维持简单再生产,要维持简单再生



产就必须不断地更新已耗费的生产资料,这种更新必须依赖于实体投资。而社会的发展则必须依赖于扩大再生产,这个过程需要更大规模的实体投资才有可能实现。然而,现代经济已经发展到单个项目的投资规模远远超过一般经济个体所能积累的财富规模,这种投资门槛意味着投资者个人无法依靠自我积累完成项目的投资,而必须依靠社会财富的积累。这种借用社会积累来完成投资项目的投资形式主要通过资本市场来实现。金融资产的投资者通过购买有价证券将资产使用权让渡给实体投资者,实体投资者再用于实体投资,这个过程就是通过资本市场由实体投资者发行证券、金融投资者购买证券的方式加以实现的。可见,现代投资活动离不开发达的资本市场。

第二,金融投资提高了实体投资的筹资效率。由于现代资本市场具有发达、规范、专业、信息透明、投资者多元化的特点,在这样的市场中筹资,不论实体投资者的具体条件如何,都能很快地找到相应的金融投资者提供资金,其速度和效率要远远高于实体投资者完全靠自己寻找投资合伙人的过程。

第三,金融投资者为实体投资者提供了分散风险的载体。如果实体投资的资金来源于直接投资者个人的积累,一旦投资失败其损失则完全由直接投资者个人承担。有了金融投资者的间接投资,直接投资者的失败就由不同的金融投资者按出资比例承担损失。

第四,实体投资和金融投资又有明显的区别:(1)实体投资是投资者把资金直接投资向实体资产,金融投资是投资先用资金购买金融资产,资金转移到实体投资者或委托人手中,再由实体投资者或委托人用于实体投资。这中间多了一个资金转换的环节。投资者持有的金融资产可以在金融市场中买卖,这与直接投资中的投资者欲实体资产的一一对应关系也是不同。(2)实体投资的过程是实物资产的购置过程,投资者关注的是新的资本品能够形成;金融投资者的过程是金融资产的买卖过程,投资者关注的是持有的金融资产能否保值和增值。(3)实体投资的最终结果是新的资本品,它的转让是不可分割的;而金融投资的最终结果就是分割得很小的资本证券,其转让非常方便。

2. 根据投资的方式不同分类

根据投资的方式不同分类,投资可以分为直接投资和间接投资。

直接投资是指投资者直接开厂设店从事经营,或者投资购买企业相当数量的股份,从而对该企业具有经营上的控制权,直接投资是投资的主要方式。直接投资的主要形式有:(1)投资者开办独立企业,并独立经营。(2)与当地企业合作开办合资企业或合作企业,从而取得直接经营企业的权利,参与企业管理。(3)投资者投资资本,不参与经营,必要时可派人员任顾问或指导。(4)投资者在股票市场上购买现有企业一定数量的股票,通过股权获得全部或相当部分的经营权,从而达到收购该企业的目的。其主要判断标准为是否拥有经营控制权。

间接投资是指投资者不直接投资办厂,因而对企业资产不具有直接的所有权和经营权,也无控制权,仅凭持有的股票和债券获取一定的收益。其主要表现为股票投资和债券投资。间接投资的实质是资金所有者和资金使用者的分离,是资产所有权和资产经营权的分离运动。

3. 根据投资的期限不同分类

根据投资的期限不同分类,投资可以分为长期投资和短期投资。期限的长短划分一般以一年为界,在一年以上的投资称为长期投资,一年以内的投资称为短期投资。如债券,有的到期还



本期限较长,可以长达10年之久;有的债券,如短期国债、商业票据等偿还期限很短,都在一年以内。从投资的角度来看,长期投资与短期投资只是一个相对的概念,只要能转让,投资者就能将长期投资转化为短期投资。

三、证券投资

(一)证券投资的含义

证券投资是投资主体通过分析金融市场风险,买入或卖出股票、债券、基金等有价证券及其衍生品以期获得收益的投资行为。证券投资是货币收入及其他财富所有者,放弃当期消费而购买金融证券以期在未来实现价值增值的活动,是市场经济下实现资源配置最有效的方式。证券投资可使社会上的闲散资金转化为投资资金,也可使一部分待用资金和信贷资金进入投资领域,对促进社会资金合理流动,促进经济增长具有重要作用。

(二)证券投资与证券投机

证券投机是指在证券市场上,短期内买进或卖出一种或多种证券,以获取收益的一种经济行为。它是证券市场上常见的证券买卖行为,当投机者预测证券价格要上涨时,就以较低的价格买进证券,待证券价格确实上涨以后就卖出,以赚取差价。投机者参与交易是在预测未来价格变动的基础上进行的。这种投机不是欺骗伪造、违法乱纪、操纵价格的交易,而是遵守交易规则的基础上,利用自己对价格变动的预测进行交易,并试图赚取较大的收益。因此,投机是以获取较大收益为目的,并且承担较大风险的买卖行为。

在证券市场上,投资者既可以从事证券投资,也可以从事证券投机。但二者还是具有很大的区别:

1. 对风险的态度不同

投资者是风险厌恶者,希望回避风险,将风险降到最低程度,偏爱预期收益稳定、本金相对安全的证券;投机者是风险的喜爱者,希望从证券价格的涨跌中牟取厚利,偏爱高风险、高收益的证券。

2. 投资期限长短不同

投资者着眼于长远利益,买入证券后长期持有,以获取股息和资本增值;投机者热衷于短线操作,从买卖中获取差价收益。

3. 交易方式不同

投资者一般从事现货交易并实际交割;投机者往往从事信用交易,买空卖空,或不进行现货交割。

4. 分析方法不同

投资者注重证券的内在价值,一般使用基本分析法;投机者正好相反,他们不注重证券本身的价值,只关心市场价格的变动,多用技术分析。

四、证券投资过程

证券投资过程描述的是投资者投资政策的选择、投资目标目标的确定、投资对象的筛选、投



资机会的把握和投资操作的监控等。这一系列的投资过程一般包括五个步骤。

(一) 确定证券投资政策

证券投资政策是投资者为实现投资目标而遵循的基本方针和基本准则,包括确定投资目标、投资规模和投资对象三方面的内容以及应采取的投资策略和措施等。投资目标是投资者在承担一定风险的前提下,期望获得的投资收益率。由于证券投资属于风险投资,而且风险和收益之间呈现出一种正相关关系,所以,投资目标的确定还应当包括收益和风险两项内容。投资规模是指用于证券投资的资金数量。投资对象是指投资者准备投资的证券品种,它是根据投资目标确定的。

(二) 进行证券投资分析

在确定投资政策后,投资者就要进行有针对性的投资分析,进而确定所要投资的证券品种。这种分析首先是明确这些证券的价格形成机制以及影响证券价格波动的各种因素及其作用机制等,其次是要发现那些价格偏离其价值的证券。证券投资分析的方法主要有基本分析和技术分析两种。基本分析的重点是分析证券,特别是股票的内在价值;技术分析主要是根据证券市场过去和现在的统计资料研究证券市场未来的价格波动趋势。

(三) 构建投资组合

构建投资组合主要是确定具体的证券投资品种和在组合证券中的投资比例。在构建投资组合时,投资者需要注意个别证券选择、投资时机选择和多元化三个问题。个别证券选择主要是预测个别证券的价格走势和波动情况;投资时机选择涉及预测和比较各种不同类型证券的价格走势和波动情况;多元化是指在一定的现实条件下,构建一个在一定收益条件下风险最小的投资组合。

(四) 调整投资组合

调整投资组合实际上是前面三个步骤的重复。随着时间的推移,证券市场也在发生变化,过去构建的证券组合可能已不再是最优组合,这就需要投资者对现行的组合进行必要的调整,以确定一个新的最优组合。

(五) 评估组合绩效

评估组合绩效主要是定期评估投资的表现。这里不能简单地将投资收益率作为评估依据,还要同时考虑投资者所承担的风险,获得较高收益可能是建立在承担较高风险的基础之上的。因此,对证券投资组合的绩效进行评估时,应综合衡量投资收益和所承担的风险大小。



第二节 证券市场概述

一、证券市场的含义与特征

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。证券市场作为资本市场的基础和主体,通常包括证券发行市场和证券流通市场。在发达的市场经济中,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。

与一般商品市场相比,证券市场具有以下三个特征:

1. 证券市场是价值直接交换的场所

有价证券都是价值的直接代表,它们实质上是价值的一种直接表现形式。虽然证券交易的对象是各种各样的有价证券,但由于它们是价值的直接表现形式,所以证券市场本质上是价值的直接交换场所。

2. 证券市场是财产权利直接交换的场所

证券市场上的交易对象是作为经济权益凭证的股票、债券、投资基金等有价证券,它们本身是一定量财产权利的代表,所以,代表着对一定数额财产的所有权或债权以及相关的收益权。证券市场实际上是财产权利的直接交换场所。

3. 证券市场是风险直接交换的场所

证券市场对各种影响因素的变化反应十分敏感,证券价格波动幅度较大,交易风险相对一般商品市场也要大得多。有价证券的交换在转入出一定收益权的同时,也把该有价证券的风险转让出去。

二、证券市场的分类

1. 发行市场和流通市场

按证券进入市场的顺序不同,可以把证券市场分为发行市场和流通市场。证券发行市场又称一级市场或初级市场,是发行人以筹集资金为目的,按照一定的法律规定和发行程序,向投资者出售新证券所形成的市场。证券流通市场又称二级市场、交易市场或次级市场,是已发行的证券通过买卖交易实现流通转让的市场。

2. 场内交易市场和场外交易市场

按市场组织形式和规范程度的不同,可以把证券市场分为场内交易市场和场外交易市场。场内交易市场是由证券交易所组织的集中竞价交易市场,它有固定的交易场所和交易时间,以符合有关法规的上市证券为交易对象,交易者为具备一定资格的会员证券公司及特定的经纪人和证券商,一般投资者只能通过证券经纪商进行证券交易。场外交易市场,又称柜台交易市场,指在交易所外进行证券交易的市场。场外交易市场通常不要求有固定的交易场所,是一种分散的市场。

3. 股票市场、债券市场、基金市场和金融衍生品市场

按交易对象的不同,证券市场可以分为股票市场、债券市场、基金市场和金融衍生品市场等。这部分内容在后面章节会作详细的介绍。

三、证券市场的参与者

(一) 证券发行人

证券发行人是指为筹集资金而发行债券、股票等证券的政府及其机构、金融机构、公司和企业。证券发行人是证券发行的主体。证券发行是把证券向投资者销售的行为。证券发行可以



由发行人直接办理,这种证券发行称为自办发行或直接发行。证券发行也可由证券发行人委托证券公司发行,又称承销或间接发行。按照发行风险的承担、所筹集资金的划拨及手续费高低等因素划分,承销方式有包销和代销两种。

证券包销是指证券公司将发行人的证券按照协议全部购入,或者在承销期结束时将售后剩余证券全部自行购入的承销方式。包销可分为全额包销和余额包销两种。全额包销是指承销商先全额购买发行人该次发行的证券,再向投资者发售,由承销商承担全部风险的承销方式。余额包销是指承销商按照规定的发行额和发行条件,在约定的期限内向投资者发售证券,到销售截止日,如投资者实际认购总额低于预定发行总额,未售出的证券由承销商负责认购,并按约定实际向发行人支付全部证券款项的承销方式。

证券代销是指证券公司代发行人发售证券,在承销期结束时,将未售出的证券全部退还给发行人的承销方式。

(二) 证券投资者

证券投资者是指通过证券而进行投资各类机构法人和自然人。证券投资者是证券市场的资金供给者,也是金融工具的购买者。证券投资者可分为机构投资者和个人投资者两大类。

1. 机构投资者

机构投资者是指相对于中小投资者而言拥有资金、信息、人力等优势,能影响某个证券价格波动的投资者,主要有政府机构、金融机构、企业和事业法人及各类基金等。机构投资者一般都具有投资的资金量大、收集和分析信息的能力强、注重投资的安全性、可通过有效的资产组合以分散投资风险、对市场影响大等特点。

2. 个人投资者

个人投资者是指从事证券投资的社会自然人,他们是证券市场最广泛的投资者。个人进行证券投资应具备一些基本条件,这些基本条件包括国家有关法律、法规关于个人投资者投资资格的规定和个人投资者必须具备一定的经济实力。

(三) 证券市场中介机构

证券市场中介机构是指为证券的发行与交易提供服务的各类机构,包括证券公司和其他证券服务机构,通常把两者合称为证券中介机构。中介机构是连接证券投资者和筹资人的桥梁,证券市场功能的发挥,很大程度上取决于证券中介机构的的活动。

1. 证券公司

证券公司又称为券商,是指依照《中华人民共和国公司法》规定和经国务院证券监督管理机构批准经营证券业务的有限责任公司或股份有限公司。证券公司的主要业务有证券承销、经纪、自营、投资咨询以及购并、受托资产管理和基金管理等。

2. 证券登记结算机构

证券登记结算机构是为证券提供集中的登记、托管和结算服务的专门机构。根据《中华人民共和国证券法》规定,证券登记结算机构是不以盈利为目的的法人。

3. 证券服务机构

证券服务机构是指依法设立的从事证券服务业务的法人机构,主要包括证券登记结算公



司、证券投资咨询公司、会计事务所、资产评估机构、律师事务所、证券信用评级机构等。

(四) 自律性组织

自律性组织包括证券交易所和证券业协会。

1. 证券交易所

根据《中华人民共和国证券法》规定,证券交易所是为证券集中交易提供场所和设施,组织和监督证券交易,实行自律管理的法人。其主要职责有:提供交易场所与设施;制定交易规则;监管在该交易所上市的证券以及会员交易行为的合规性、合法性、确保市场的公开、公平和公正。

2. 证券业协会

证券业协会是证券行业的自律性组织,是社会团体法人。证券业协会的权利机构是由全体会员组成的会员大会。根据《中华人民共和国证券法》规定,证券公司应当加入证券业协会。证券业协会应当履行协助证券监督管理机构组织会员执行有关法律,维护会员的合法权益,为会员提供信息服务,制定规则,组织培训和开展业务交流,调解纠纷,就证券业的发展开展研究,监督、检查会员行为,以及证券监督管理机构赋予的其他职责。

(五) 证券监管机构

在我国,证券监管机构是指中国证监会及其派出机构。中国证监会是国务院直属的证券管理监督机构,按照国务院授权和依照相关法律法规对证券市场进行集中、统一监管。它的职责是:依法制定有关证券市场监督管理的规章、规则,负责监督有关法律法规的执行,负责保护投资者的合法权益,对全国的证券发行、证券交易、中介机构的行为等依法实施全面监管,维持公平而有序的证券市场。

第三节 证券市场的产生与发展

一、证券市场的产生

证券市场是商品经济高度发达的产物,也是信用制度发展到一定程度的结果。在自给自足的小生产经济中,生产所需资本极其有限,不需要向社会融资,也就没有证券市场存在的基础。随着商品经济的迅速发展,股份公司的产生和信用制度的深化以及国家机构的逐步扩大是形成证券市场的基础。

早在16世纪英国和荷兰就出现了近代的股份公司。1600年英国由伊丽莎白一世特许成立了“东印度公司”,1602年荷兰也成立了“荷兰东印度公司”,随后法国、瑞典、丹麦、普鲁士等也相继效仿。于是股份公司不断涌现,通过发行股票和债券在短时间内从民间筹集大量资金,来满足大规模生产组织对资本的需求,形成资本证券化。随后这种全新的企业融资方式和企业制度逐渐在世界范围内铺开,奠定了全球证券市场发展的基础。

证券市场最早出现在16世纪的欧洲,1680年荷兰的阿姆斯特丹出现了世界上第一家正式的证券交易所,成为证券市场产生的标志。1698年伦敦出现了挂牌证券交易所和经纪人。



1742年法国建立了本国的第一家证券交易所,巴黎证券交易所。1792年,24名商人约定专门在华尔街梧桐树下进行交易,这就是著名的“梧桐树协议”,从而诞生了美国最早的股票市场。次年,露天股票市场移进一家新落成的汤迪咖啡馆,即当今纽约证券交易所的前身。1863年,纽约证券交易所正式成立。

到19世纪后半叶,股份公司制度开始传入中国。中国清政府开始兴办一些股份制度企业,股票和证券市场也随之产生。1872年,由李鸿章等人举办的轮船招商局发行股票,这是中国最早的现代股票。1894年,户部发行债券,这是中国最早的现代政府债券。在光绪末年出现了中国最早的“上海股份公所”和“上海众业公所”。1912年以后,证券交易规模逐渐扩大。1918年,北京成立了证券交易所,这是中国第一家专营证券业务的交易所。1920年,在孙中山先生的倡议下,中国成立了上海证券物品交易所。

新中国成立后,还保留着天津和北京两家证券交易所,短期进行过股票买卖活动。1952年,两家交易所先后撤销。此后,中国实行高度集中的计划经济体制,证券交易所全部被取消。

1978年,中国实行改革开放政策,金融市场逐步放开。1981年,中国开始发行国库券。1984年,上海飞乐音响公司开始发行股票。1990年12月和1991年7月,上海证券交易所和深圳证券交易所分别正式营业。1998年12月,《证券法》颁布,为证券市场的规范提供了法律依据。

二、证券市场的发展

从全球证券市场的发展来看,大致可以分为三个阶段。

(一)自由放任阶段

从17世纪初到20世纪20年代,证券发行量得到迅速增长。特别是从19世纪末20世纪20年代初,资本主义自由经济阶段向垄断竞争阶段过渡,证券规模日益扩大,有效地促进了资本积累和资本集聚,但由于缺乏管理而导致了一场空前的危机。到了20世纪30年代,有价证券的发行量高达6000亿法郎。同时,证券结构也出现了变化,股票和公司债券分别取代了公债和国库券占据了主要地位。但是,由于缺乏对证券发行和交易的管理,当时的证券市场处于一个自由放任的状态,各种证券鱼龙混杂,证券价格远离其实际价值,证券欺诈和证券投机现象十分严重。加上1929年资本主义经济大危机爆发,于是资本主义世界发生了严重的金融危机。

(二)法制建设阶段

从20世纪30年代到60年末,市场危机促使各国政府开始全面制定法律,证券发行和交易活动开始进入法制化管理。例如,美国对证券市场实行了统一立法,分别在1933年和1934年颁布了《证券法》和《证券交易法》。这些证券法律和法规的制定,为证券市场的健康发展奠定了坚实的基础,推动证券市场逐步走上规范发展的道路。

(三)迅速发展阶段

自20世纪70年代以来,随着发达国家经济规模化和集约化程度的提高,发展中国家经济的蓬勃兴起以及计算机、通信、网络技术的进步,证券市场进入了迅速发展阶段,其作为资本市场核心及金融市场重要组成部分的地位由此确立。时至今日,证券市场经过规范化、完整化和



现代化的发展后,出现了一些新的特点,这些特点主要表现在以下几个方面:

1. 证券交易多样化

主要表现为证券种类繁多,发行数量和范围不断扩大;交易品种除了股票、债券、基金等传统工具外,期权交易、期货交易、互换交易和股指期货交易等在证券市场中的地位不断上升,浮动利率债券、可转换债券、认股权证、分期债券、复合证券等证券新品种陆续涌现,融资方式不断翻新;证券投资者多样化,随着国民收入的提高,社会各阶层积极参与证券市场的投资活动,法人投资日益增多,养老基金、保险基金、投资基金等机构投资者大规模入世。

2. 交易技术电子化

现代科学技术的发展,使得电子计算机在证券行业中广泛地被应用并得到普及。现代化手段基本取代了原来的手工操作,信息传递快捷,证券交易准确,买卖成交后的事物处理自动化,使以计算机为技术核心的证券市场的运行效率大大提高。

3. 金融证券化

在整个金融市场中,证券的比例越来越大,居民储蓄结构也出现了证券化倾向,由存款向证券投资,以利于保值和增值。

4. 证券市场自由化

20世纪70年代以后,随着国际贸易一体化和金融自由化的发展,传统的限制性条令越来越不利于证券市场的发展,各国政府陆续废除了银行和证券业的分离制、交易费用的最低限制等规定,开放本国的证券市场,方便国际间的证券交易,实行证券市场自由化。

5. 证券市场国际化

目前,纽约证券交易所、东京证券交易所和伦敦证券交易所三大主导性的证券交易所已经成为全球性的证券交易所,它们以发达的现代通信技术和先进的业务经验连接世界各大金融中心的证券市场。另外,证券市场国际化也包括市场参与者的国际化,不但有大银行和各国政府,也有普通的金融企业和私人投资者,国际证券交易的准入门槛也越来越低。



课后练习

1. 证券有哪些特征和功能?
2. 证券投资和证券投机有什么区别?
3. 证券市场是如何分类的?
4. 简述证券市场的产生与发展。



第二章 股票

商品经济发展到一定阶段产生了股份公司,股票是与股份公司相伴而生的。在证券市场中,股票扮演着非常重要的角色。在本章中,将系统地介绍股票及其分类、发行与交易、价值与价格、股票价格指数等基本知识。



第一节 股票概述

一、股份公司

股份公司是随着商品经济和社会化大生产的发展而形成的,它是一种以盈利为目的,以投资入股方式把分散的属于不同所有者的生产要素集中起来,统一经营,按比例分配收益的法人经济实体。股份公司对外享有独立的民事权利、承担民事义务、负有民事责任、依法独立经营。

按照国际通行的分类法,依据股东负担的责任不同,股份公司分为无限责任公司、有限责任公司、两合公司和股份有限公司四种。

(一)无限责任公司

无限责任公司是由两个以上的出资者投资组建的对公司债务负连带无限清偿责任的公司。其特点是:股东对公司债务负担连带责任或无限责任,即当公司负债过多而破产时,在公司用本身的资产不足以清偿债务时,股东还必须用自己的其他财产清偿债务。无限责任公司股东责任大,风险大,不利于保护投资者利益,这类企业目前在西方国家数量并不多。

(二)有限责任公司

有限责任公司是由若干出资人投资,每个出资人以其投资额对公司债务负责而组建的公司。其特点是:股东对公司债务负责仅以投资额为限,公司以其全部资产对其债务承担责任;有限责任公司一般股东人数少,不公开发行股票,也不在交易所交易。这类公司在组建上比较简单,是目前数量最多的股份公司。

(三)股份两合公司

股份两合公司是由无限责任股东和有限责任股东出资组建的公司。其特点是:两种股东的责任权利不同,无限责任股东对公司债务负担无限连带清偿责任,有限责任股东对公司债务负担有限责任。这类公司在西方国家也有不少。

(四)股份有限公司

股份有限公司是通过法定程序,向社会公开发行股票筹集资本而组建的公司。其特点是:公司的全部资本分成若干等额股份,股份以股票的形式向社会公开发行,股票可以自由转让和



买卖;股东对公司债务负责以出资额为限,公司以其全部资产对公司债务负责。这类公司形式由于股权高度分散,责任和风险有一定界限,有利于大众投资参与,对大型企业适应性强,是现代经济社会普遍采用的一种企业组织形式。

从现实来看,股份有限公司是现代经济中最普遍最典型、最具代表性的企业组织形式。本书所指的公司也主要是这种公司。

二、股份与股票

股票是与股份紧密联系在一起。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。可以从三个方面进行理解:第一,股份是股份公司一定量的资本额的代表;第二,股份是股东的出资份额及其股东权益的体现;第三,股份是计算股份公司资本的最小单位,不能再进行分割。

不同类型的股份公司,其股份证书的具体形式也不同。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流通转让。

因此,股票是股份有限公司发行的,表示其股东按其持有的股份享受权益、承担义务的可转让的凭证,是股本、股份、股权的具体体现。

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风险。作为交易对象和抵押品,股票已经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。

股票作为一种所有权凭证,有一定的格式。我国《公司法》规定,股票采用纸面形式或国务院证券管理部门固定的其他形式。股票应载明的事项主要有:公司名称、公司登记成立的日期、股票种类、票面金额及代表的股份数、股票的编号。股票由董事长签名,公司盖章。

三、股票的性质

(一)股票是一种有价证券

虽然股票本身没有价值,但其代表着股东对股份公司按规定分配股息和红利的请求权,所以股票反应和代表着一定的价值。另外,股票及其代表的股东权利有不可分离的关系,二者合二为一。股东权利的转让应与股票的转移同时进行,不能只转移股东权利而不转移股票,也不能只转移股票而保有原来的股东权利。

(二)股票是一种要式证券

股票的具体表现形式是股票证书,它是经过国家主管机关核准发行的,具有法定性。股票作为要式证券,表现在股票的制定程序、记载内容及方式都必须符合法律的规定和公司章程规定;股票的制作和发行,必须经过主管机关的审批,并受到国家的严格控制。我国《公司法》对股票应记载的内容作了具体规定,如果缺少相应的要件,股票就无法律效力。



(三) 股票是一种证权证券

证券可以分为设权证券和证权证券。设权证券是指证券所代表的权利本来不存在,而是随着证券的制作而产生,即权利的发生是以证券的制作和存在为条件的。证权证券是指指证券是权利的一种物化的外在形式,它是权利的载体,权利是已经存在的。股票代表的是股东权利,它的发行是以股份的存在为条件的,股票只是把已经存在的股东权利表现为证券的形式。因此,股票不是创造了股东权利,而是证明股东权利。

(四) 股票是一种资本证券

股份公司发行股票是一种吸引认购者投资借以筹措公司自有资本的手段,对于认购者,购买股票就是一种投资行为。所以,股票是投入股份公司的资本份额的证券化,属于资本证券。但股票又不是一种现实的财富,只是凭借着它所代表的资本份额和股东权益在股票市场上进行独立的价值运动,是一种虚拟资本。

(五) 股票是一种综合权利证券

股票持有者即股份公司的股东,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、分配股息和红利等。但股票不属于物权证券,也不属于债券证券。股东虽然是公司财产的所有人,但对于公司的财产不能直接支配处置,另外股东在性质上是公司内部的构成分子,也不是公司的债权人。

四、股票的特征

一般来说,股票具有下面几个特征:

(一) 流动性

流动性是指股票作为一种可以自由转让的投资工具,可以在证券交易所或柜台市场上出售。在股票出售时,出售者收回投资,将股票代表的股东权利让渡给购买者。股票持有者虽然不能直接向股份公司退股,但在股票交易市场上出售股票来兑现,因此股票是流动性很强的证券。

(二) 收益性

收益性是股票最基本的特征,它是指持有股票可以为持有人带来收益的特性。股票的收益包括股息、红利和资本利得等,可以分为两种。一是来自于股票公司。认购股票后,持有人对发行该股票的公司就享有经济权益,这种经济权益的实现形式是从股份公司领取股息和分享股份公司的红利。二是来自于股票流通。股票持有人可以持股票在市场上进行交易,当股票的市场价格高于买入价格时,卖出股票就可以赚取差价收益,这种差价收益称为资本利得。

(三) 永久性

永久性即股票的不可偿还性,是指股票是无偿还期限的有价证券,股票代表着股东的永久性投资。对于投资者来说,购买了股票就不能退股;对于股份公司来说,由于股东不能要求退股,因此股份公司通过发行股票筹集到的资金,在公司存续期间就是一笔稳定的自有资金。理



解股票的永久性还应注意两点:其一,购买股票虽然属于永久性投资,但从流动性特征可以看到,股票持有人可以出售股票而转让其股东身份;其二,一旦股份公司不再存在,其发行的股票也就分文不值。

(四) 风险性

风险性是指股票带来预期收益的不确定性。股票尽管可能给股票持有人带来收益,但这种收益是不确定的,认购了股票就必须承担一定的风险。股东能否获得预期的股息红利收益,取决于公司的盈利情况,利大多分,利小少分,无利不分,亏损则承担责任,破产时可能连本金都保不住。股票市场价格的影响因素有很多,如果股价下跌,股票持有人会因股票贬值而蒙受损失。因此,股票的风险性和收益性是并存的,并且从理论上讲,股票收益的大小和风险大小是成正比的。

(五) 附属性

附属性是指股本并不是必须偿还的。当公司破产或解散,所有债务均需偿还时,对股本的偿还则视公司的清偿能力而定。按照破产法的规定和清偿惯例,股份有限公司宣布清偿时要首先偿还除股本外的所有公司债权人的债务,例如银行贷款、未付工资、政府税款、债券本息等。只有在上述一系列债权人的债务分别清偿完毕后,法律才允许公司将剩余的固定资产和其他有形资产变现成货币来偿还股东的股本金。

(六) 参与性

参与性是指股票持有人有权参与公司重大决策的特性。这种参与不一定亲自作出决议或者指挥经营,而是有一定的途径,基本方式就是有权出席股东大会,通过选举公司董事会来实现其参与权。不过,股东参与公司经营决策的权利大小取决于其持有股票份额的多少。在实践中,如果某股东持有的股票份额达到决策所需的有效多数时,就有实际的最大决策权。

(七) 同一性

同一性是指同一种类的每一股份在权利和收益上是相同的,体现了投资的公平与公正。股东参与公司经营管理的决策权取决于他持有股份的多少,股东持有有一个公司的股份越多,其参与公司经营决策的权利越大。公司在分配利润时也按股份计算,股份持有人凭每一股份获得公司的剩余利润。

第二节 股票的分类

根据不同的分类方法,股票可以划分为多种类型。

一、根据持有者的权利和义务分类

(一) 普通股

普通股是股票最基本、最普遍的形式,是股份公司发行的无特别权利的股票。普通股也是风险最大的股票,其红利是不固定的,随着公司经营状况而变动,其期限与公司共始终。另外,



普通股股东只有在满足了所有债权人偿付要求及优先股股东的收益权后,才能获取企业盈利和剩余资产的索取权。目前,在上海证券交易所和深圳证券交易所上市交易的股票都是普通股。

普通股的股东在股份公司的存续期间,可以享受以下股东权利:

1. 公司重大经营决策参与权。普通股股东有权参加股东大会,对企业经营管理中重大决策有发言权、表决权,对公司管理人员有选举权和被选举权。按规定,每持一股就有一份投票权,不是一人一票,而是一股一票。股东大会通常定期召开,一般每一年或每半年召开一次。

2. 公司盈余和剩余资产的分配权。普通股股东的公司盈利和剩余资产的分配权表现在两个方面:一是他们有权要求从股份公司经营的利润中分配股息和红利;二是他们在股份公司解散清算时,有权要求取得公司的剩余资产。

3. 认股优先权。如果公司增资扩股,在发行股票时,原有普通股股东有权按其持股比例,以低于市价的配股价优先购买新发行的股票。若股东不想购买新股,则可以通过权证转让认购权。

(二) 优先股

优先股,对应于普通股而言,是指股东享有某些优先权利的股票。与普通股股东一样,优先股股东也不能要求退股(可赎回优先股除外)。

优先股的优先主要表现在两个方面:其一,当公司派发红利时,优先股股东比普通股股东先分红,而且能够享受到固定数额的股息,即优先股的股息通常是固定的;其二,当公司宣布破产清算时,优先股股东可以在债权人之后,普通股股东之前,优先获得公司剩余资产的分配权。但是,优先股一般不能上市流通,优先股股东也无权干涉公司的经营,不具有参与公司经营的表决权。

可以从以下几个特点更好地理解优先股:

1. 股息率固定。普通股的股息事先不是固定的,它取决于股份公司的经营状况和盈利水平;但优先股在发行时就约定了固定的股息率,无论公司的经营状况和盈利水平如何,该股息率固定不变。

2. 股息分派、剩余资产分配优先。在股份公司盈利分派顺序上,优先股排在普通股之前。依据《公司法》规定,公司盈利首先应支付债权人的本金和利息,其次支付优先股股息,最后才分配普通股股利。当股份公司因破产清算时,在对公司剩余资产的分配上,优先股股东也是排在债权人之后、普通股股东之前。

3. 一般无表决权。优先股股东通常不享有公司的经营参与权。在一般情况下,他们没有投票表决权,从而就无法参与公司的经营管理。

二、根据是否在票面上标明金额分类

(一) 有面额股票

有面额股票即在股票的票面记载一定的金额,该金额又称为票面金额、票面价值、股票面值。大多数国家的股票都是有面额股票,且一般以国家主币为单位。我国《公司法》规定,股份



有限公司的资本划分为股份,每一股的股票面值相等,一般为 1 元。

(二)无面额股票

无面额股票又称为比例股票、份额股票,是指在股票票面上不记载股票面额,只注明它
在公司总股本中所占比例的股票。无面额股票的价值随股份公司净资产和预期未来收益
的增减而相应增减。无面额股票具有发行或转让价格灵活、便于股票分割等特点。

三、根据是否记载股东姓名分类

(一)记名股票

记名股票是指在股票票面和股份公司的股东名册上记载股东姓名或名称的股票。记名股
票不仅要求股东在购买时登记姓名或名称,而且要求股东转让股票时需要向公司办理股票过户
手续,除了记名股东外,任何人不得凭此对公司行使股东权。记名股票不得私自转让,在转让过
户时,应到公司提交股票,改换持有人姓名或名称,并将转让人的姓名或名称记载于公司股东名
册上。

我国《公司法》规定,股份有限公司向法人、发起人发行的股票应当为记名股票,并应当记载
该发起人、法人的名称或姓名。

(二)无记名股票

无记名股票是指在股票票面和股份公司股东名册上均不记载股东姓名的股票。无记名股
票也称不记名股票,与记名股票的差别不是在股东权利等方面,而是在股票的记载方式上。无
记名股票发行时一般留有存根联,它在形式上分为两部分:一部分是股票的主体,记载了有关公
司的事项,如公司名称、股票所代表的股数等;另一部分是股息票,用于进行股息结算和行使增
资权利。

我国《公司法》规定,发行无记名股票的,公司应当记载其股票数量、编号及发行日期。

无记名股票的转让、继承无需办理过户手续,只要将股票转交给受让人,就可以发生转让
效力。

四、根据股票的投资者和上市地点分类

(一)A 股

A 股即人民币普通股票,是指由我国境内公司发行,以人民币标明票面金额,在上海、深圳
证券交易所上市,供境内(不包括港澳台)投资者和合格境外机构投资者以人民币认购和交易的
股票。

(二)B 股

B 股即人民币特种股票,也被称之为境内上市外资股,是指由我国境内公司发行,以人民
币标明票面金额,在上海、深圳证券交易所上市,供境外或港澳台投资者以外币认购和交易的股
票。在上海证券交易所用美元进行交易;在深圳证券交易所用港币进行交易。2001 年 2 月,我
国 B 股市场开始对境内居民个人开放,境内投资者也逐渐在 B 股市场中扮演着重要的角色。



(三)H股、N股、S股、L股等

H股、N股、S股、L股等统称为境外上市外资股,是指在中国境内注册的公司在国外证券交易所上市、向境外投资者发行的股票。H股是指我国境内公司在香港上市发行的股票。以此类推,N股是指我国境内公司在纽约证券交易所上市发行的股票;S股是指我国境内公司在新加坡证券交易所上市发行的股票;L股是指我国境内公司在伦敦证券交易所上市发行的股票,等等如此。

五、根据投资主体的性质分类

(一)国家股

国家股是指有权代表国家投资的部门或机构以国有资产向公司投资形成的股份,包括公司现有国有资产折算成的股份。在我国企业的股份制改造中,原来一些全民所有制企业改组为股份公司。从性质上讲,这些全民所有制企业的资产属于国家所有,因此在改组为股份公司时,就折成国家股。另外,国家对新组建的股份公司进行投资,也构成了国家股。国家股由国务院授权的部门或机构持有,或根据国务院决定,由地方人民政府授权的部门或机构持有。

国家股从资金来源上看,主要有三个方面:第一,现有国有企业改组为股份公司时所拥有的净资产;第二,现阶段有权代表国家投资的政府部门向新组建的股份公司的投资;第三,经授权代表国家投资的投资公司、资产经营公司、经济实体性总公司等机构向新组建股份公司的投资。

国家股是国有股权的一个组成部分,而国有股权的另一个组成部分是国有法人股。

(二)法人股

法人股是指企业法人或具有法人资格的事业单位和社会团体以其依法可支配的资产投入公司形成的股份。法人持股所形成的也是一种所有权关系,是法人经营自身财产的一种投资行为。法人股股票以法人记名。

如果是具有法人资格的国有企业、事业单位及其他单位以其依法占用的法人资产向独立于自己的股份公司出资形成或依法定程序取得的股份,可称为国有法人股。国有法人股和国家股一起组成国有股权。

作为发起人的企业法人或具有法人资格的事业单位和社会团体在认购股份时,可以用货币出资,也可以用其他形式的资产,如实物、工业产权、非专利技术、土地使用权等作价出资。但对其他形式资产必须进行评估作价,核实财产,不得高估或者低估作价。

(三)社会公众股

社会公众股是指社会公众依法以其拥有的财产投入公司时形成的可上市流通的股份。在社会募集方式下,股份公司发行的股份,除了由发起人认购一部分外,其余部分应该向社会公众公开发行。我国《证券法》规定,社会募集公司申请股票上市的条件之一是:向社会公开发行的股份达到公司股份总数的25%以上;公司股本总额超过人民币4亿元的,向社会公开发行股份的比例为10%以上。

这种特殊的分类方法是源自于我国股票市场上的股权分置现象。在股票市场发展初期,由



于受当时对资本市场功能和国有资产保值增值片面认识的影响,我国在上市公司股权结构上形成了股权分置的局面。所谓股权分置是指公司在上市之前就把其股票分成三份,期中三分之一是社会公众股,它们可以上市交易,属于实际流通股;另外的三分之二是国有股和法人股,这些不可上市流通,属于非流通股。股权分置的现象导致我国上市公司的股票“同股不同权”,与规范的资本市场运行要求还有相当的差距。

直到2005年4月29日,中国证监会宣布启动股权分置改革试点工作,允许非流通股上市流通,但有一定的限售期限。2006年年底我国股改基本完成。“大小非”便是由此产生的。根据中国证监会颁布的上市公司股权分置改革管理办法,自改革方案实施之日起,公司原非流通股股份在12个月内不得上市交易或者转让;持有上市公司股份总数5%以上的原非流通股股东,在前项规定期满后,通过证券交易所挂牌交易出售原非流通股股份,但出售数量占该公司股份总数的比例在12个月内不得超过5%,在24个月内不得超过10%。这意味着持股在5%以下的非流通股份在股改方案实施后12个月即可上市流通,市场因此以5%作为区分大小非的标准;持股量在5%以下的非流通股股东所持股份被称为小非,持股量在5%以上的非流通股股东所持股份被称之为大非。

六、根据股票风险程度的和投资功能分类

(一) 蓝筹股

蓝筹股是指一些在其所在行业内占有重要的、甚至支配性地位,并且具有优良的经营业绩,实力强大、成交活跃、股利优厚的公司股票。“蓝筹”源于扑克牌读博中所用的一种筹码。扑克筹码有蓝、红、白三色之分,蓝筹股所代表的数值最高,所以蓝筹股喻指股票值钱。

(二) 红筹股

红筹股仅指在我国香港股票市场上对含有中国大陆背景股票的流行说法。对其定义两种观点:一是按业务范围定义,如果上市公司的主要业务在中国大陆,其盈利中的大部分也来自该方面的业务,该公司股份即为红筹股;二是按权益多少定义,如果上市公司权益中的大部分直接来自中国大陆,或具有大陆背景,则该公司股份称为红筹股。香港最为有名的红筹股有中国电信、中信泰富、粤海投资、招商局海虹、上海实业等。

(三) 绩优股

绩优股是指经营业绩优良的股份公司的股票。我国一般是指每股税后利润在上市公司中处于中上地位,净资产收益率连续超过10%的股票。绩优股具有较高的投资价值和投资回报,股价相对稳定且呈上升趋势。

(四) 垃圾股

与绩优股相对应,垃圾股是指经营业绩较差的公司股票。这类公司或由于行业前景暗淡,或由于经营不善,利润较少甚至亏损,因此分红少甚至不分红,股价走低,交易不活跃,市场表现萎靡不振。

(五) 成长股

成长股是指一些销售收入和利润在迅速增长,并且其发展速度快于整个国家及其所在行业



增长的公司发行的股票。一般来说,这些公司留有大量利润作为再投资以促进其资本扩张,因此这些公司往往只支付较低的股利,当前收益虽低,但随着公司的成长,投资者可以从中获得大量资本利益的好处。

(六) 防守股

在宏观经济环境恶化时,其收益却比平均的好,并且在面临不确定性和经济衰退时,其收益具有稳定性。证券投资者认为最典型的防守性股是公用事业公司发行的股票。因为即使在经济衰退期间,人们对水、电、交通等也具有稳定的需求。

(七) 周期股

周期性股是指那些收益随着经济周期而波动的公司发行的股票。其特点是每当宏观经济条件改善,公司的利润随着恢复和增长,股价上升;反之,经济衰退,股价则下降。如房地产股、钢铁股、建材股、商业股等。

第三节 股票的发行与交易

一、股票发行

按购买人划分,证券发行方式有私募和公募两种。目前我国人民币普通股发行采用公募、核准制。从我国的有关规定和实践来看,公募发行方式主要有网上发行和网下发行,具体包括以下四种:

(一) 认购证方式

认购证方式,即认购证抽签发行方式,具体操作方法如下:

1. 承销商与招募时向社会公众投资者公开发售股票认购申请表(即认购证),每一单位的认购证代表一定数量的认购权利,并标明号码。
2. 投资者申请并购买认购证。
3. 承销商根据“公开”、“公平”、“公正”的原则,在规定的日期,在公正机关监督下,按照规定的程序,对所有股票认购申请表进行公开抽签。
4. 确认中签号并按规定程序公告,投资人持中签申请认购表在指定地点缴纳股款。

从发售认购证到最后缴款,整个过程约一个月左右。由于该方式发行环节多,工作量大,认购成本过高,发行时间较长,现已不采用。

(二) 储蓄存单方式

储蓄存单方式是通过发行储蓄存单抽签决定认股者的发行方式。具体操作方法如下:

1. 承销商在招募期间通过指定的银行机构无限量的向社会公众投资者发售专项定期定额存单,由社会投资者认购。
2. 承销商根据存单的发售数量、批准发售股票数量及每张存单可认购股份数量确定中签率,通过公开摇号抽签方式决定中签者。



3. 中签者按规定要求办理缴款手续。采取与储蓄存款挂钩发行方式,其存款期不得超过3个月,每股费用不得超过0.1元,发行收费总额不得超过500万元。储蓄存单方式虽可避免认购证带来的额外费用,但是由于采用实际缴存的方式,实际往往伴随巨额现金流动,现已很少采用。

(三) 网上定价、竞价方式

网上发行是指利用证券交易所的交易系统,新股发行主承销商在证券交易所挂牌销售,投资者通过证券经纪商进行申购的发行方式。

1. 网上定价发行

网上定价发行是事先规定发行价格,再利用证券交易所系统来发行股票的发行方式,即主承销商利用证券交易所的交易系统,按已确定的发行价格向投资者发售股票。

具体操作方法如下:

(1) 证券交易所设立股票发行专户和申购资金专户。

(2) 投资者在申购委托前把申购全额存入与办理此次发行的证券交易所联网的证券营业部指定的交易保证金账户。

(3) 上网申购当日(T+0),投资者按委托买入股票的方式,以发行价格,填写委托单申报认购。证券交易所在申购日起3个工作日内冻结所有投资者的申购资金。

(4) 申购后的第一天(T+1),由证券交易所的登记结算公司将申购资金冻结在申购专户中。

(5) 申购后的第二天(T+2),证券交易所的登记结算公司配合主承销商和会计师事务所对申购资金进行验资,由会计师事务所出具验资报告,以实际到位资金作为有效申购进行连续配号,由证券交易所将配号传送至各证券营业部,并公布中签率。

(6) 申购后的第三天(T+3),由主承销商负责组织摇号抽签,并于当日公布中签结果。证券交易所根据抽签结果进行清算交割和股东登记。

(7) 申购后的第四天(T+4),证券交易所将认购款项划入主承销商指定账户;主承销商次日将款项划入发行公司指定账户,对未中签部分的申购款予以解冻。

采用网上定价发行具有成本低和发行速度快的特点,近年来为多数发行人和承销商采用。

2. 网上竞价发行

网上竞价发行在国外是指一种由多家承销商通过招标竞争确定股票发行价格,并在取得承销权后向投资者推销股票的发行方式,也称招标采购方式。在我国,网上竞价发行是指主承销商利用证券交易所的交易系统,以自己作为唯一的卖方,按照发行人确定的底价将公开发行的股票的数量输入其在证券交易所的股票发行专户;投资者则作为买方,在指定时间通过证券交易所会员交易柜台,以不低于发行底价的价格及限购数量,进行竞价认购的一种发行方式。

具体操作方法如下:

(1) 在规定的发行期内,由投资者以不低于发行底价的价格竞价购买。再由交易系统主机根据投资者的申购价格,按照价格优先、同价位时间优先的顺序从高价位到低价位依次排队。承销商根据实际认购总额应当等于拟发行总量的原则累计计算,当认购数量恰好等于发行数量时的价格,即为发行价格。凡高于或等于该价格的有效申报均可按发行价认购,由交易系统自



动成交。

(2)承销商将股票发行价和竞价发行结果按规定程序公告。如果发行底价之上的有效认购低于发行数量,则发行价格等于发行底价,认购不足的剩余部分按承销协议处置。

网上竞价发行将市场机制引入发行环节,通过市场竞争最终确定较为合理的发行价格,因此由投资者竞价产生的发行价格反映了市场供求的平衡点,与二级市场上的交易价格无多大的差别,进而竞价发行保证了发行市场和交易价格的连续性,实现了发行市场和交易市场的平稳顺利对接。但网上价格发行也存在一些缺点。例如,股价容易被机构大资金操纵,从而增大了中小投资者的投资风险,特别是发行规模较小的股票,发行价格被大资金操纵的可能性较大。

网上定价发行与网上竞价发行主要有两点不同之处:一是发行价格的确定方式不同。定价发行方式事先确定价格;而竞价发行方式是事先确定发行底价,由发行时竞价决定发行价格。二是认购成功者的确认方式不同。定价发行方式按抽签决定;竞价发行方式按价格优先、同等价位时间优先原则决定。

(四)全额预缴、比例配售方式

全额预缴款、比例配售方式是指投资者在规定申购时间内,将全额申购款存入主承销商在收款银行设立的专户中,申购结束后全部冻结,在对到账资金进行验资和确定有效申购后,根据股票发行量和申购总量计算配售比例,进行股票配售的发行方式。全额预缴、比例配售方式包括“全额预缴款、比例配售、余款即退”方式和“全额预缴款、比例配售、余款转存”方式。

1. “全额预缴款、比例配售、余款即退”方式

本发行方式分为申购、冻结及验资配售、余款即退三个环节。具体操作方法如下:

(1)承销商与收款银行协议开设预缴股款专户,并在招募中向社会投资者公开发行股票认购方法。

(2)投资者在规定的申购时间将全额申购款存入在收款银行开设的专户中,其中机构股票账户的申购数量不得超过公司发行后总股本的百分之五,个人股票账户的申购量不应超过公司发行后总股本的千分之五。

(3)于申购期满时,对存入收款银行预缴股款专户中的全部资金进行冻结,由具有证券从业资格的会计师事务所对冻结专户中的申购资金进行验资并出具验资报告;在验资报告的当日,由主承销商按到账资金进行核查验证,确定有效申购总量和配售比例 α 。其公式为:

$$\text{配售比例 } \alpha = \text{股票发行量} / \text{有效申购总量}$$

(4)由主承销商根据所确定的配售比例对每一申购人进行配售计算,其公式为:

$$\text{可认购量} = \text{有效申购量} \times \text{配售比例}$$

如该配售比例不能满足法律规定的“千人千股”要求,则可随机抽出1000名申购者,每户配售1000股,并进一步计算配售比例 β ,其公式为:

$$\text{配售比例 } \beta = (\text{股票发行量} - 100 \text{万股}) / (\text{有效申购总量} - 100 \text{万股})$$

(5)配售结束后,主承销商应当随机解冻申购资金余款,并在指定报刊上公布申购结果及配售比例和退款或转存款公告。配售结束后第一天,主承销商将扣除发行费用后的认购款划至发行公司账户上。申购余款划至收款银行,由各收款银行退给投资者。



2. “全额预缴款、比例配售、余款转存”方式

本发行方式是与“储蓄存款挂钩”方式和“全额预缴款、比例配售、余款即退”方式的结合。其在全额预缴、比例配售阶段的有关规定与“全额预缴款、比例配售、余款即退”方式的有关规定相同,但申购余款转为存款,利息按同期银行存款利率计算。该存款为专项存款,不得提前支取。具体操作方法可类比“全额预缴款、比例配售、余款即退”方式。

2000年以后,我国新股发行出现过多种形式,如网上定价发行、网上累计投标询价发行、对一般投资者网上发行和对法人配售相结合方式、向二级市场投资者按市值配售等。其中,网上累计投标询价发行和网上定价市值配售也都属于网上定价发行模式。

自2005年1月1日起,我国开始实行首次公开发行股票的询价制度。根据有关制度规定,首次公开发行股票的公司及其保荐机构应通过向询价对象(指符合中国证监会规定条件的机构投资者)询价的方式确定股票发行价格。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通过初步询价确定发行价格区间,通过累计投标询价确定发行价格;同时,发行人及其保荐机构应向参与网下累计投标询价的询价对象配售规定数量的股票。累计投标询价完成后,发行人及其保荐机构应将剩余股票以相同的价格按照发行公告规定的原则和程序向社会公众投资者公开发售。

2006年5月19日,深圳证券交易所和中国结算公司共同发布《资金申购上网定价公开发行股票实施办法》;2006年5月20日,上海证券交易所和中国结算公司共同发布《沪市股票上网发行资金申购实施办法》。2009年6月,深圳证券交易所、上海证券交易所和中国结算公司对这两个文件又做了进一步修订。从这两个文件规定的内容看,主要是采用了新股发行现金申购制度。

另外,根据我国《证券发行与承销管理办法》规定,首次公开发行股票,应当通过向特定机构投资者询价的方式确定股票发行价格。询价分为初步询价和累计投标询价。发行人及其主承销商应当通过初步询价确定发行价格区间,在发行价格区间内通过累计投标询价确定发行价格。首次发行的股票在中小企业版上市的,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。从这些规定看,现行的股票发行仍属于定价发行。

根据现行制度规定,新股资金申购网上发行与网下配售股票同时进行。对于通过初步询价确定股票发行价格的,网下配售和网上发行均按照定价发行方式进行。对于通过网下累计投标询价确定股票发行价格的,参与网上发行的投资者按询价区间的上限进行申购。网下累计投标确定发行价格后,资金解冻日网上申购资金解冻,中签投资者将获得申购价格与发行价格之间的差额部分及未中签部分的申购余款。

二、股票交易

股票交易是以股票为对象进行的流通转让活动,可以在证券交易所中进行,也可以在场外交易市场进行。前者称为上市交易,后者可称为柜台交易。目前,我国公开发行的股票都在证券交易所中进行。

投资者买卖股票的基本程序可分为开户、委托、交割三个方面。



(一) 开户

投资者买卖股票首先要开立证券账户和资金账户,只有开立了证券账户和资金账户之后,才能进行股票买卖。

证券账户相当于投资者的证券存折,用于记录投资者所持有的证券种类和数量。除了国家法规禁止的一些自然人和法人之外,其他任何自然人和法人持有效证件,到证券登记机构填写证券账户申请表,经审核后即可领取证券账户卡。这个过程俗称办股东代码卡。个人开户只须持公安机关颁发的有效居民身份证。未满 18 周岁者不能开立个人证券账户。法人开户需提供的材料包括:有效法人证明文件(营业执照)及其复印件、法人代表证明书及其居民身份证。外国及我国港、澳、台地区在中国内地的独资企业不可开立 A 股账户。个人开户可自己办理,亦可委托他人办理。机构开户可由法人代表亲自办理,也可委托他人办理。受托办理个人或机构开户的代办人须出示其本人有效身份证件和开户人出具的授权委托书。

资金账户是投资者在证券商处开设的资金专用账户,用于存放投资者买入股票所需的资金和卖出股票取得的价款等。已开设证券账户的投资者应当持证券账户、银行存折和身份证到自己选择的证券商处设立资金账户。初期由于我国证券商营业网点接待客户的能力不足,一些证券商规定,投资者必须在资金账户中存入相当数量的资金方可允许其开设资金账户。随着证券市场的发展,证券商营业网点不断增加,现开设资金账户已经没有资金的限制。

(二) 委托

投资者买卖股票不能亲自到交易所办理,必须通过证券交易所的会员(即证券商)进行。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。所谓委托买卖,是指证券经纪商接受投资者委托,代理投资者买卖证券,从中收取佣金的交易行为。委托买卖是证券经纪商的主要业务。

投资者办理委托买入证券时,须将委托买入所需款项全额存入资金账户;办理委托卖出证券时,必须是账户中实有的股票、债券或将债券足额交给证券经营机构,不得融资融券,不得采用透支用证券经营机构的资金买卖证券,未经授权不得动用他人名下的资金或证券。个人投资者如委托他人买卖证券,必须有书面委托书,并且出示委托人、受托人的身份证件。证券公司办理经济业务不得接受客户的全权委托而决定证券买卖、选择证券种类、决定买卖数量或买卖价格。投资者决定买卖股票时,以申报、电话、函电、自助委托等形式向证券商发出买卖指令。我国目前采用限价委托的方式。委托的内容包括证券名称、代码、买入或卖出的数量、价格等。传统的委托方式是,投资者到证券商营业柜台填写书面委托。随着交易技术的不断发展,许多证券商为投资者开办了电话委托、触摸屏委托、函电委托、自助委托等多种委托方式。证券商在接受委托后,将股民的买卖委托指令通过“红马甲”(有形市场)或者直接输入证券交易所(无形市场)的电脑终端机,每一笔买卖委托由委托序号、买卖区分、证券代码、买卖股数、买卖价格五项信息组成。证券交易所的电脑主机根据输入的委托信息进行竞价处理,按照“价格优先、时间优先”的原则自动配对撮合成交。投资者委托的买卖一旦成交,则不能撤回。在未成交前,可以撤单,撤单程序与买卖委托的过程基本相同。



(三)交割

交割即股票成交后货银兑付的过程,也就是买卖双方通过结算系统实现一手交钱、一手交货。投资者在委托买进证券并成交后,必须交纳所需款项,才能领取所买进的股票。同样,投资者在委托卖出股票并成交后,应交纳卖出的股票,才能领取应得的价款。

我国禁止信用交易,投资者在买进证券时必须在资金账户上存有足够的保证金;在卖出证券时,证券账户上必须有相应的证券。中国证券市场自1992年开始实行“无纸化制度”,实物股票不再流通。投资者所持证券体现为其证券账户中的电子数据记录。因此交割只是投资者账户中证券数据和资金账户中资金数据的账面记加记减。目前中国证券市场A股采用“T+1”交收制度,即当天买卖,次日交割。投资者T+1日可在证券商处打印交割清单,以核对其T日的买卖活动。若有疑问,亦可向证券结算公司及证券登记机构查询。

三、其他与股票交易相关的内容

(一)股票交易的基本术语

1. 牛市

股市的前景看好,股票的价格持续上升的行情。

2. 熊市

股市的前景看淡,股票普遍持续下跌的行情。

3. 多头

投资者预期未来价格上涨,以目前价格买入一定数量的股票,等价格上涨后,高价卖出,从而赚取差价利润的交易行为,特点为先卖后买的交易行为。

4. 空头

预期未来行情下跌,将手中股票按目前价格卖出,待行情下跌后买进,获得价差利润。其特点为先卖后买的交易行为。

5. 盘整

通常指股价变动幅度较小,比较稳定,最高价与最低价之间不超过2%的行情。

6. 反弹

股票价格在下跌趋势中因下跌过快而回升的价格调整现象。回升幅度一般小于下跌幅度。

7. 割肉

即斩仓,指在买入股票后,股价下跌,投资者为避免损失扩大而低价卖出股票的行为。

8. 套牢

预期股价上涨而买入股票,结果股价却下跌,又不甘心将股票卖出,被动等待获利机会的出现。

9. 跳水

指股价迅速下滑,幅度很大,超过前一交易日的最低价很多。

10. 停板

因股票价格波动超过一定限度而停做交易。其中因股票价格上涨超过一定限度而停做交



易叫涨停板,因股票价格下跌超过一定限度而停做交易叫跌停板。目前我国规定 A 股涨跌幅度为 10%,ST 股为 5%。

11. 平开、低开、高开

某股票的当日开盘价与前一交易日收盘价持平的情况称为平开;某股票的当日开盘价低于前一交易日收盘价的情况称为低开;某股票的当日开盘价高于前一交易日收盘价的情况称为高开。

12. 跳空

股市受强烈的利多或利空消息影响,开盘价高于或低于前一交易日的收盘价,股价走势出现缺口,跳空;在股价之后的走势中,将跳空的缺口补回,称之为补空或缺口。

(二)送股与配股

1. 送股

送股是股份有限公司向股东以股票形式分配股利的行为。根据我国《公司法》和相关政策法规的要求,上市公司实施送股应当符合以下实质性条件:

- (1)已按规定弥补亏损、提取法定盈余公积金和公益金。
- (2)动用公积金送股后留存的法定盈余公积金不少于注册资本的 25%。
- (3)发送的股票限于普通股,发送的对象为根据股东大会决议而规定的日期在册的本公司全体普通股股东。

(4)因送股增加的股本额与同一财务年度内配股增加的股本额两者之和不超过上一个财务年度截止日期时的股本额。

我国目前的上市公司一般通过证券交易所的清算系统进行送股交割。不同类型股份的红股发放交割过程有所不同,其具体操作流程如下:

(1)已托管股份的红股的派发以股权登记日(R 日)经清算公司确认的股东资料为依据,由结算公司向证券商签发红股登记通知书给证券商。将红股划入股东在证券商开出的证券账户。红股于股权登记日后的第三个营业日(R+3)可开始交易。

(2)内部职工股红股的派发由指定登记处按正常托管程序直接记入托管的内部职工股职工名下。公众股实物股票的红股先分到指定证券商名下,再由证券商分到实物股票持有人名下,并向结算公司出具股份证明书。红股于 R+3 日后开始交易。

(3)国有股和法人股红股的可流通部分的派发与内部职工股、公众股实物股红股的派发程序相同。国有股、法人股的不可流通部分,由指定登记处打印股份证明书。

2. 配股

配股是指上市公司在获得有关部门的批准后,向其现有股东提出配股建议,使现有股东可按其所持股份的比例认购配售股份的行为,它是上市公司发行新股的一种方式。在集资的意义上,配股集资具有实施时间短、操作简单、成本较低等优点。同时配股也是上市公司调整财务结构的一种手段。

根据现行的《公司法》及有关配股的法规,上市公司的配股需按照规定程序报请主管机关批准,然后按其上市的证券交易所规定的运作方案实施。具体地,可以把配股过程分为决策程序、审批程序和运作程序。决策程序是指须由董事会拟定配股方案,提请股东大会审议表决并形成



股东大会决议,股东大会形成决议后,上市公司应聘请证券商、会计事务所、律师事务所等制作配股申报文件。审批程序是指将已拟定的配股申请报告及配股方案,提交公司所在地证券主管机关批准;按《上市公司配股复审材料的标准格式(试行)》向中国证监会报送配股复审材料,并取得中国证监会的复审意见书,向所上市的证券交易所、登记公司报送材料,确定配股运作方法。运作程序是指配股运作程序由上市公司于证券交易所、登记公司根据证券交易所和登记公司颁发的配股运作办法协商确定。

配股过程一般包括以下内容:

- (1)确定股权登记日,核定股东的配股资格。
- (2)配股权证开始交易。
- (3)配股缴款。
- (4)所配股份开始上市流通。

(三)除权与除息

由于公司股本增加或者向股东分配红利,每股股票所代表的企业实际价值(每股净资产)有所减少,需要在发生该事实之后从股票市场价格中剔除这部分因素。因股本增加而形成的剔除行为称为除权,因红利分配引起的剔除行为称为除息。

上市公司在送股、派息或配股时,需要确定股权登记日,在股权登记日及此前持有或买进股票的股东享受送股、派息或配股权利,是含权(含息)股。股权登记日的次交易日即除权除息日,此时再买进股票已不享受上述权利。因此,一般而言,除权除息日的股价要低于股权登记日的股价。

除权(除息)股与含权(含息)股的差别就在于是否能够享受股利、股息,这也决定了两者市场价值之间存在差异。除权日当天开市前要根据除权除息具体情况计算得出一个剔除除权除息影响后的价格作为开盘指导价,这也称为除权(除息)基准价,其计算方法是:

1. 除息基准价的计算方法

$$\text{除息基准价} = \text{股权登记日收盘价} - \text{每股所派现金}$$

四、除权基准价计算分为送股股权和配股股权

$$\text{送股除权基准价} = \frac{\text{股权登记日收盘价}}{1 + \text{每股送股比例}}$$

$$\text{配股除权基准价} = \frac{\text{股权登记日收盘价} + \text{配股价} \times \text{配股比例}}{1 + \text{每股送股比例}}$$

第十一章 送红、派息、配股的除权基准价计算方法

$$\text{除权基准价} = \frac{\text{收盘价} + \text{配股比例} \times \text{配股价} - \text{每股所派现金}}{1 + \text{送股比例} + \text{配股比例}}$$

在除权除息后的一段时间里,如果多数人对该股看好,该只股票交易市价高于除权(除息)基准价,即股价比除权除息前有所上涨,这种行情称为填权。如果股价上涨到除权除息前的价格水平,就称为充分填权。相反,如果多数人不看好该股,交易市价低于除权(除息)基准价,即股价比除权除息前有所下降,则为贴权。股票能否走出填权行情,一般与市场环境、发行公司的



行业前景、公司获利能力和企业形象有关。

第四节 股票的价值与价格

一、股票的价值

股票的价值与一般商品价值或货币价值是有区别的。后者都有特定的含义,可以准确地下一个定义,前者则在不同的场合其含义也不同,很难下一个准确的定义。

(一)票面价值

股票的票面价值又称面值,即股票票面上标明的金额。只有有金额的股票才有票面价值,无金额的股票即无票面价值。股票票面金额的作用:其一,在于确定每一股份的金额及其应缴付的股金,是发行公司筹集资本的依据;其二,确定每一股份对企业财产占有权的比例;其三,依票面价值确定每股的红利率。尽管如此,但对普通股来说,票面价值已无多大意义。股票的票面价值仅在初次发行时有一定意义,如果股票以面值发行,则股票面值的总额即为公司的资本总额。随着时间的推移,公司的资产会发生变化,股票的市场价格会逐渐背离面值。股票的票面价值也逐渐失去原来的意义。但对优先股来说,票面价值较为重要,因为其固定股息是按票面价值计算的。

(二)账面价值

账面价值又称为股票净值或每股净资产,是指每股股票代表的实际资产的价值。账面价值是一个会计概念,是公司按照其会计分录所反映的价值,通过从总资产中扣除一切负债计算来的,余额代表总账面价值。总账面价值也称为净资产。在公司报表中,账面价值通常以股份为单位来表示,若某公司总账面价值是人民币 50 万元,且该公司已发行 1 万股股票,则其账面价值就是每股人民币 50 元。普通股的账面价值可按下面公司确定:

$$\text{普通股账面价值} = (\text{公司净资产} - \text{优先股总面值}) / \text{普通股股份数}$$

不过运用每股账面价值来进行股票估价存在缺陷。因为,一方面,账面内的资产项目,如厂房、机器设备、土地等固定资产项目,其账面价值通常不等于其市价;另一方面,每股账面价值是运用会计准则,将资产的购置成本分摊到一定年限的结果,而股票的市场价值则是把公司当作一个持续经营的实体,反映出公司预期的未来现金流量的贴现值。因此,在通常情况下,每股账面价值与每股市场价值是不相等的。如果某公司股票的市场价格高于其账面价值,并不代表该公司股票被高估了,还应仔细研究一下该公司股票的内在价值,并将其与市场进行比较。

有些投资者可能会把每股账面价值当作股票价格的底线,但实际上,在很多情况下,公司股票的市场价格会高于其每股账面价值。但是并非所有股票的市场价格都会高于其每股账面价值,市场中还是会出现一些例外的情况。因此,每股账面价值并不总是股票市场价格的底线。

(三)清算价值

股票的清算价值是指在公司撤销或解散时,公司清理后每一股份所代表的实际价值。公司清理时要变卖全部资产,其变卖收入在清理全部债务后的余额,再支付优先股的股金,其剩余部



分除以全部普通股份,二者之商便是股票的清算价值。

从理论上讲,股票的清算价值应与账面价值一致,实际上并非如此简单。只有当清算时资产实际出售额与财务报表所反映的账面价值一致时,每一股的清算价值才会和账面价值一致。在公司清算时,由于资产的专有性等原因,其资产往往只能压低价格出售,再加上必要的清算成本,大多数公司的实际清算价值总是低于账面价值。

相对于每股账面价值来说,每股清算价值则能更好地反映公司股票市场价格的底线。因为如果公司的清算价值高于其市值,该公司通常会成为被收购接管的目标。公司并购者可以收购该公司的大量股票,取得该公司的控股权,进而直接清算该公司,从中获利。

(四)内在价值

股票的内在价值又称预期价值,是一种理论价值,它是人们经过分析后得出的股票所能真正代表的价值,即人们通过对公司财务状况、盈利前景及其他影响公司增长的因素的分析,并对其进行评估之后确定的股票价值。

股票的内在价值是决定其市场价格高低的基础。股票的市场价格总是围绕股票的内在价值波动。一般来说,投资者总是购买那些内在价值大于市场价格的股票,而抛售内在价值等于或小于市场价格的股票。

股票内在价值的计算方法有很多,采用红利贴现模型较多。红利贴现模型是运用收入资本化理论来决定普通股内在价值的方法。按照收入资本化理论,任何资产的内在价值取决于持有该资产期望带来的未来净现金流入的现值之和。由于未来的现金流取决于投资者的预期,其价值采用未来值的形式,所以需要贴现将未来现金流调整为他们的现值。投资者持有股票预期可获得的未来现金流包括红利现金流和资本利得,将其按照一定的贴现率转化为现值并加总即可得到对股票内在价值的估值。

根据对股利增长率的不同假定,红利贴现模型可分为零增长模型、稳定增长模型和阶段增长模型。

1. 零增长模型

零增长模型是红利贴现模型的一种特殊形式,也是最简单的一种。假定未来每期的红利是固定不变的,即红利的增长率 g 为零。股票的内在价值公式为:

$$V = \frac{D_0}{k}$$

式中, V 表示股票的内在价值, D_0 表示在未来每期支付的股息红利水平, k 表示贴现率。

例如:某投资在预期某公司每年支付的股利将永久性地固定在 1 元,假设该公司的市场资本化比率为 12.5%,则该公司股票的内在价值就等于 $1/0.125$ 元,即 8 元。如果该公司股票当前的市场价格为 10 元,说明该公司股价被高估了,投资者应减持该公司股票或者卖空该公司股票;如果该公司股票当前市场价格为 6 元,那么就说明该公司的股价被低估了,投资者可以继续持有或追加对该公司股票的购买。

零增长模型的应用受到相当的限制,毕竟对某一种股票永远支付固定的红利这一假设是不合理的,但在特定的情况下,对于决定普通股票的价值仍然是有用的。而在决定优先股的内在价值时,这种模型相当有用,因为大多数优先股支付的红利是固定的。



2. 稳定增长模型

稳定增长模型是由戈登所推广普及,因此又称为戈登模型。戈登模型有下列几个假设:

- (1) 红利增长率是一个常数;
- (2) 所评估的股票会支付红利,并且是永久性的;
- (3) 市场资本化率 k 保持不变,且必须大于红利增长率,即 $k > g$ 。

股票的内在价值公式为:

$$V = \frac{D_1}{k - g}$$

式中, D_1 为第一年支付的红利。

例如:某公司的红利增长速度 g 为 5%,最近一期的红利支付为 3.81 元,则未来第一年支付的红利为 $3.81 \times (1 + 5\%) = 4.00$ 元。如果该公司的市场资本化率为 12%,那么用稳定增长模型算出该公司股票的内在价值为 $4 / (0.12 - 0.05)$ 元,即 57.14 元。

在稳定增长模型的公式中,当红利增长率为零时,稳定增长模型就变成零增长模型,因此,零增长模型是稳定增长模型的一种特殊形式。另外,由公式可知股票的内在价值由以下三个因素决定:最近一期的预期红利 D_0 ;市场资本化率 k ;预期的红利增长率 g 。这些因素对股票内在价值有以下影响:在其他因素不变的情况下,预期的未来每股红利越多,股票的内在价值越高;公司的市场资本化比率越低,股票的内在价值越高;红利增长率越高,股票的内在价值就越高。

在应用稳定增长模型时,需要满足上述三个假定条件,而这三个假定条件的使用都有一定的局限性:

第一个假定对于成熟型的公司,比如公用事业公司来说是合理的,这些公司的现金流比较稳定,红利的增长比较稳定,可以假设红利是按稳定增长速度增长的。但对于成长型的公司来说,比如互联网业和通信业就不太适合了,因为这些公司现在的红利很低,甚至没有红利,但是这些公司未来的赢利增长潜力很大,未来的红利增长率会比较高。因此,稳定增长率的假设一般不符合对成长型公司的估值。

第二个假定意味着公司被假定是永续经营的,在所有权和经营权分开之后,公司的经营不会因为所有者的消亡而消亡。持续经营假设为评估公司价值奠定了基础,公司的价值是未来永续经营期内产生的现金流的净现值。但是,很少有公司能够存活 100 年以上,在美国纳斯达克上市的公司有 50% 以上存活不到 5 年。如果公司不能够永续经营,投资者得到的红利就是有限的而不是无限的。显然,这个模型不适合评估陷入财务困境中的公司的股票内在价值。

第三个假定是折现率必须大于红利增长率,否则无法得到股票的估值,这在理论上没有意义。但在实际中,如果我们考察诸如微软、雅虎等公司的增长率,就会出现一定时期,公司的增长率可能高达 30% 以上,增长率远远超出了必要回报率。因此,对于高增长的公司,稳定增长率的红利折现模型也是不适用的。

3. 阶段增长模型

稳定增长模型有一个重要的假定,就是红利增长率是一个常数,这使得该模型只适用于对红利呈固定增长的公司进行估价。而公司是存在生命周期的,在生命周期的不同阶段,公司的红利政策会存在或大或小的差异。一般来说,在公司的早期,因为有广阔的高收益的再投资机