

## 前言

### (一)

中国的证券市场是在邓小平理论指导下发展起来的。1978年党的十一届三中全会后，经济体制改革和对外开放逐步推开，在许多领域取得了举世瞩目的巨大成就。金融是现代经济的核心，为适应改革开放和国民经济发展的需要，上海和深圳两个证券交易所相继于1990年12月和1991年6月成立。在金融改革过程中，在能不能学习、借鉴经济发达国家的经验，建立和运用市场机制方面，我们走过一条曲折的道路，既有经验也有教训。尤其是对中国发展证券市场，一些同志心存疑虑，主要表现在对社会主义国家能不能发行股票、股份制姓“资”还是姓“社”、国有企业改制上市是不是搞私有化，会不会造成国有资产流失等问题认识不清。正如邓小平同志指出的那样：“改革开放迈不开步子，不敢闯，说来说去就是怕资本主义的东西多了，走了资本主义道路。要害是姓‘资’还是姓‘社’的问题。”<sup>1</sup>这种思想认识上的顾虑和分歧，在很大程度上制约了中国证券市场的正常发展。

邓小平同志1992年初的南方谈话，在一些重大理论和实践问题上解除了认识上的禁锢，带来了又一次思想解放，为中国证券市场的发展创造了新的机遇。他指出：“计划多一点还是市场多一点，不是社会主义与资本主义的本质区别。计划经济不等于社会主义，资本主义也有计划；市场经济不等于资本主义，社会主义也有市场。计划和市场都是经济手段。社会主义的本质，是解放生产力，发展生产力，消灭剥削，消除两极分化，最终达到共同富裕”，“证券、股市，这些东西究竟好不好，有没有危险，是不是资本主义独有的东西，社会主义能不能用？允许看，但要坚决地试。看对了，搞一两年对了，放开；错了，纠正，关了就是了。关，也可以快关，也可以慢关，也可以留一点尾巴”，“总之，社会主义要赢得与资本主义相比较的优势，就必须大胆吸收和借鉴人类社会创造的一切文明成果，吸收和借鉴当今世界各国包括资本主义发达国家的一切反映现代化生产规律的先进经营方式、管理方法”。那么，股份制是不是人类社会创造的文明成果？是不是反映现代化生产规律的先进经营方式和管理方法呢？回答是肯定的。

马克思在《资本论》中对此做过精辟的论述。他认为股份制度是在资本主义生产方式本身范围内产生的通向一种新的生产形式的过渡形式。“它是在资本主义体系本身的基础上对资本主义的私人产业的扬弃；它越是扩大，越是侵入新的生产部门，它就越会消灭私人产业”，“那种本身建立在社会生产方式的基础上并以生产资料和劳动力的社会集中为前提的资本，在这里直接取得了社会资本（即那些直接联合起来的个人的资本）的形式，而与私人资本相对立，并且它的企业也表现为社会企业，而与私人企业相对立。这

---

<sup>1</sup> 《邓小平文选》，第三卷，人民出版社，1993年版，第372页。

《邓小平文选》，第三卷，人民出版社，1993年版，第373页。

《邓小平文选》，第三卷，人民出版社，1993年版，第373页。

《邓小平文选》，第三卷，人民出版社，1993年版，第373页。

马克思：《资本论》第三卷，人民出版社，1975年版，第496页。

是作为私人财产的资本在资本主义生产方式本身范围内的扬弃”。马克思还高度评价了股份公司在集中社会资金促进经济发展方面的独特作用：“假如必须等待积累去使某些单个资本增长到能够修建铁路的程度，那末恐怕直到今天世界上还没有铁路。但是，集中通过股份公司转瞬之间就把这件事完成了。”因此，我们可以说，发展股份制和证券市场符合马克思主义的基本原理，符合邓小平同志提出的“三个有利于”的标准。

## （二）

正是在邓小平理论的指引下，1992年10月，党中央、国务院决定，成立国务院证券委和中国证监会，统一监管全国证券市场，同时将发行股票的试点由上海、深圳等少数地方推广到全国。之后，在党中央和国务院的正确领导下，按照“法制、监管、自律、规范”的八字方针，我国证券市场迅速发展，成为社会主义市场经济的重要组成部分。在这场改革实践中，江泽民总书记、朱镕基总理针对证券市场发展过程中遇到的各种问题和困难多次做过重要指示，指明了证券市场发展的正确方向，使我们能够排除各种思想干扰，坚持把股票市场试下去。在实际工作中，既坚持解放思想，大胆试验，又注重实事求是，稳步前进；既注意学习借鉴国际先进的管理方法，又注意从中国国情出发，采取符合实际的做法，不断在实践中进行探索，闯过一道道难关，克服了种种困难，积累了一定的经验。

党的十五大报告在认真总结实践经验的基础上，从理论高度对股份制和发展证券市场做出了科学的结论：“公有制实现形式可以而且应当多样化。一切反映社会化生产规律的经营方式和组织形式都可以大胆利用。要努力寻找能够极大促进生产力发展的公有制实现形式。股份制是现代企业的一种资本组织形式，有利于所有权和经营权的分离，有利于提高企业和资本的运作效率，资本主义可以用，社会主义也可以用。不能笼统地说股份制是公有还是私有，关键看控股权掌握在谁手中。”党的十五大报告还明确提出要着重发展资本市场等要素市场。

证券市场近八年的实践也充分证明，在我国现实条件下，只要坚持邓小平理论，认真贯彻党中央、国务院的有关方针政策，股份制和证券市场完全可以为发展社会主义市场经济服务，而且必将发挥越来越大的作用。发展证券市场的好处可以概括为四个“有利于”：

第一，有利于巩固和增强公有制经济的主体地位。到1997年末，境内上市公司共有745家，总市值17529亿元，占GDP的23.4%。这745家上市公司中，国家及国有企业控股的，569家，占76%；集体企业控股的，93家，占13%；股份有限公司和有限责任公司（股东主要是由国有企业或集体企业构成）控股的，73家，占9.7%；而由外资企业间接控股的，只有10家，仅占1.3%。国有和集体经济不仅保持了对企业的控股权，而且吸纳了大量社会资金，增强了公有制经济的控制力和影响力。此外，国有企业在募股时和上市后，通过资产评估、溢价发行等环节使国有资产得到较大的增值。实践

---

马克思：《资本论》第三卷，人民出版社，1975年版，第493页。

马克思：《资本论》第一卷，人民出版社，1975年版，第688页。

《中国共产党第十五次全国代表大会文件汇编》，人民出版社，1997年版，第22页。

证明，国有企业发行股票上市不仅没有导致私有化，反而扩大了公有资本的支配范围，有利于巩固和增强公有制在国民经济中的主体地位。

第二，有利于改革投融资体制，解决国有企业资本金不足的难题。在计划经济体制下，我国长期以来实行单一的间接融资体制，企业融资几乎全靠银行贷款，国有企业资产负债率很高，不利于企业发展和金融风险的防范。发展证券市场，开辟直接融资渠道，符合建立现代企业制度和现代金融体系的要求，同时还扩大了吸引外资的渠道。到 1997 年底，我国上市公司通过境内外证券市场筹集到的资本金共计人民币 2834 亿元，其中通过发行 B 股、H 股和其他外资股共吸引外资 140 亿美元（约合人民币 1160 亿元）。这些资本金的注入，有效改善了上市国有企业的财务状况，使国有企业能够轻装上阵，参与竞争。据统计，1997 年工业类上市公司平均资产负债率为 47.7%，比国有工业企业平均水平 65% 低 17 个百分点。

第三，有利于促进国有企业转换经营机制，建立现代企业制度。国有企业改制上市，要确立法人治理结构，保持较高的透明度，依法定期不定期披露信息，接受股东、监管部门和社会公众的监督。这些要求有利于促进企业转换经营机制，改善管理水平，提高经济效益。我们跟踪调查了 1993 年上市的 51 家上市公司的经营状况，结果显示：这些公司上市前两年年人均产值 18863 元，上市后四年年人均产值 48185 元，是上市前的 2.55 倍。国有上市公司经济效益也高于国有非上市公司。1997 年国有上市公司销售利润率为 8.17%，净资产收益率为 9.5%，分别是国有大中型企业同类指标 2.21% 的 3.7 倍和 2.92% 的 3.36 倍。

第四，有利于促进产业结构调整和社会资源的优化配置。在上市公司发展过程中，证券主管部门认真贯彻国家产业政策，支持国家重点建设，取得了显著成效。到 1997 年底，上市公司国内筹集资金累计 1672 亿元，用于基础产业和高新技术产业 930 亿元，占 56%，加上用于支柱产业的 396 亿元，占 80% 左右。从 1993 年至 1997 年底，国有企业仅通过发行 A 股，就为 107 个国家重点建设项目和 273 个省级重点建设项目提供资金 515 亿元，为 77 个国家技改项目和 170 个省级技改项目提供资金 347 亿元。同时在促进国有企业重组，特别是支持优势国有企业发行股票上市，兼并有发展前景的国有亏损企业方面，发挥了积极作用。目前已有 136 家上市公司兼并了 273 家国有亏损企业。

### （三）

证券市场近八年来取得的成绩是显著的，但从总体上看，我国证券市场还很年轻，还是一个正在成长中的不成熟的市场，存在许多亟待解决的问题：一是上市公司质量不高。近几年，上市公司的总体效益水平呈现滑坡态势，一些公司连续亏损的问题日益突出。其原因是这些企业在上市过程中重筹资、轻转制，领导班子没有调整，经营机制没有转换，产品结构没有改善，在竞争中缺乏活力，成为证券市场健康发展的重大隐患。二是市场运行还存在较大风险。主要是非法证券发行和交易活动危及证券市场的规范运行；中介机构违规经营活动较多，资产质量不高，经营风险很大；股评机构和新闻媒体误导投资者的问题时有发生；弄虚作假、内幕交易、操纵市场等违规活动尚未得到有效控制。三是法制尚不健全。虽然现在已经有了《中华人民共

和国公司法》、《股票发行与交易管理暂行条例》等 250 余部法律法规和规章制度，但证券市场的基本大法《证券法》还没有出台，上述已颁布的法规中部分条款随着改革的深化也亟需修订。四是监管体制和监管力量尚不能适应证券市场的发展要求。随着证券市场规模的迅速扩大，现有监管力量与监管工作实际需要之间的矛盾日益突出，特别是现行证券监管体制，还不能实行集中统一的管理要求，在很大程度上影响了市场监管的力度和效率，致使不少违法违规行为未能得到及时查处。

金融的安全关系到国家的安全。上述问题如不及时采取有效措施加以解决，会危害证券市场的健康发展，并影响整个金融市场的安全运行和社会稳定。为了有效地解决金融和证券市场存在的各种问题，建立和完善现代金融体系，全面推进改革开放和社会主义现代化建设事业，1997 年 10 月，党中央、国务院召开了全国金融工作会议，提出了防范和化解金融风险的一系列重大措施。为贯彻落实全国金融工作会议精神，中国证监会根据“巩固成绩、随时警惕、谨慎小心、及时调节”的方针，采取了相应的措施：第一，深化证券监管体制改革，建立全国统一的证券监管体系，强化监管职能，加强监管力量，提高监管效率；第二，坚决清理整顿证券期货市场，包括整顿和规范证券经营机构，清理非法股票交易场所、证券交易中心和投资基金，清理和整顿期货交易所和期货中介机构；第三，正确发挥证券市场功能，为国有企业的改革和发展服务，实现用三年左右的时间使大多数国有大中型亏损企业基本摆脱困境，并在大多数国有大中型骨干企业初步建立现代企业制度的战略目标；第四，加强法制建设，推动《证券法》早日出台。

此外，还有一条重要措施就是加强证券市场风险教育。目前很多干部、企业领导及市场参与者对证券知识知之甚少，法制和风险意识相当淡薄，这对规范和发展证券市场十分不利。全国金融工作会议明确提出要在全社会开展防范金融风险教育，要求金融系统以及企事业单位、机关、团体都要把学习金融、证券基础知识和法律法规作为一项重要任务。江泽民总书记和朱镕基总理也多次强调要加强证券市场风险教育，向广大干部、群众普及金融证券知识。据此，我们组织中国证监会、上海证券交易所和深圳证券交易所的部分同志编写了《证券知识读本》一书，简要介绍证券基础知识和国内外证券市场的发展状况，宣传党和国家发展证券市场的方针政策及法律法规，解答证券市场的一些热点、难点问题，帮助读者了解证券市场概况，掌握基本技能，增强法制观念，提高风险意识，以利于防范和化解市场风险。由于水平有限，缺点和不足在所难免，敬请广大读者批评指正。

周正庆  
一九九八年五月五日

## 关于《证券知识读本》的批语

实行社会主义市场经济，必然会有证券市场。建立发展健康、秩序良好、运行安全的证券市场，对我国优化资源配置，调整经济结构，筹集更多的社会资金，促进国民经济的发展具有重要的作用。但是，对于证券市场存在的消极因素和可能遇到的风险，我们也必须有清醒的认识。这次东南亚发生金融风波，一个重要原因就是他们的资本市场开放过快，对金融、证券监管不力。我们应从中吸取教训，引为鉴戒，加强风险意识和防范工作，并努力把这次金融风波对我国的负面影响降到最低限度。

搞证券是现代经济中一门复杂的学问。各级党政领导干部、企业领导干部和证券工作者，务必勤学之、慎思之、明察之，务必在认真掌握其基本知识和有关法律法规的基础上，不断提高驾驭和正确运用证券手段的本领。希望大家继续按照巩固成绩、随时警惕、谨慎小心、及时调节的方针，进一步发展和完善我国的证券市场，使之更好地为当前国有企业的解困和发展服务，更好地为改革开放和现代化建设服务。

江 泽 民

一九九八年五月廿八日

## 证券知识读本

## 一、股 票

### 1. 什么是股票？股票有什么特征？

股票是股份有限公司在筹集资本时向出资人发行的股份凭证。股票代表着其持有者（即股东）对股份公司的所有权。这种所有权是一种综合权利，如参加股东大会、投票表决、参与公司的重大决策、收取股息或分享红利等。同一类别的每一份股票所代表的公司所有权是相等的。每个股东所拥有的公司所有权份额的大小，取决于其持有的股票数量占公司总股本的比重。股票一般可以通过买卖方式有偿转让，股东能通过股票转让收回其投资，但不能要求公司返还其出资。股东与公司之间的关系不是债权债务关系。股东是公司的所有者，以其出资额为限对公司负有限责任，承担风险，分享收益。

股票是社会化大生产的产物，已有近 400 年的历史。作为人类文明的成果，股份制和股票也适用于我国社会主义市场经济。企业可以通过向社会公开发行股票筹集资金用于生产经营。国家可通过控制多数股权的方式，用同样的资金控制更多的资源。目前在上海、深圳证券交易所上市的公司，绝大部分是国家控股公司。

股票具有以下基本特征：

（1）不可偿还性。股票是一种无偿还期限的有价证券，投资者认购了股票后，就不能再要求退股，只能到二级市场卖给第三者。股票的转让只意味着公司股东的改变，并不减少公司资本。从期限上看，只要公司存在，它所发行的股票就存在，股票的期限等于公司存续的期限。

（2）参与性。股东有权出席股东大会，选举公司董事会，参与公司重大决策。股票持有者的投资意志和享有的经济利益，通常是通过行使股东参与权来实现的。

股东参与公司决策的权利大小，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量达到左右决策结果所需的实际多数时，就能掌握公司的决策控制权。

（3）收益性。股东凭其持有的股票，有权从公司领取股息或红利，获取投资的收益。股息或红利的大小，主要取决于公司的盈利水平和公司的盈利分配政策。

股票的收益性，还表现在股票投资者可以获得价差收入或实现资产保值增值。通过低价买入和高价卖出股票，投资者可以赚取价差利润。以美国可口可乐公司股票为例。如果在 1983 年底投资 1000 美元买入该公司股票，到 1994 年 7 月便能以 11554 美元的市场价格卖出，赚取 10 倍多的利润。在通货膨胀时，股票价格会随着公司原有资产重置价格上升而上涨，从而避免了资产贬值。股票通常被视为在高通货膨胀期间可优先选择的投资对象。

（4）流通性。股票的流通性是指股票在不同投资者之间的可交易性。流通性通常以可流通的股票数量、股票成交量以及股价对交易量的敏感程度来衡量。可流通股数越多，成交量越大，价格对成交量越不敏感（价格不会随着成交量一同变化），股票的流通性就越好，反之就越差。股票的流通，使投资者可以在市场上卖出所持有的股票，取得现金。通过股票的流通和股价的变动，可以看出人们对于相关行业和上市公司的发展前景和盈利潜力的判断。那些在流通市场上吸引大量投资者、股价不断上涨的行业和公司，可以

通过增发股票，不断吸收大量资本进入生产经营活动，收到了优化资源配置的效果。

（5）价格波动性和风险性。股票在交易市场上作为交易对象，同商品一样，有自己的市场行情和市场价格。由于股票价格要受到诸如公司经营状况、供求关系、银行利率、大众心理等多种因素的影响，其波动有很大的不确定性。正是这种不确定性，有可能使股票投资者遭受损失。价格波动的不确定性越大，投资风险也越大。因此，股票是一种高风险的金融产品。例如，称雄于世界计算机产业的国际商用机器公司（IBM），当其业绩不凡时，每股价格曾高达 170 美元，但在其地位遭到挑战，出现经营失策而招致亏损时，股价又下跌到 40 美元。如果不合时机地在高价位买进该股，就会导致严重损失。

## 2. 什么是股票市场？股票市场有哪些种类？

股票市场是股票发行和交易的场所。根据市场的功能划分，股票市场可分为发行市场和流通市场。

发行市场是通过发行股票进行筹资活动的市场，一方面为资本的需求者提供筹集资金的渠道，另一方面为资本的供应者提供投资场所。发行市场是实现资本职能转化的场所，通过发行股票，把社会闲散资金转化为生产资本。由于发行活动是股市一切活动的源头和起始点，故又称发行市场为“一级市场”。

流通市场是已发行股票进行转让的市场，又称“二级市场”。流通市场一方面为股票持有者提供随时变现的机会，另一方面又为新的投资者提供投资机会。与发行市场的一次性行为不同，在流通市场上股票可以不断地进行交易。

发行市场是流通市场的基础和前提，流通市场又是发行市场得以存在和发展的条件。发行市场的规模决定了流通市场的规模，影响着流通市场的交易价格。没有发行市场，流通市场就成为无源之水、无本之木，在一定时期内，发行市场规模过小，容易使流通市场供需脱节，造成过度投机，股价飙升；发行节奏过快，股票供过于求，对流通市场形成压力，股价低落，市场低迷，反过来影响发行市场的筹资。所以，发行市场和流通市场是相互依存、互为补充的整体。

根据市场的组织形式划分，股票市场可分为场内交易市场和场外交易市场。

股票场内交易市场是股票集中交易的场所，即股票交易所。有些国家最初的股票交易所是自发产生的，有些则是根据国家的有关法规注册登记设立或经批准设立的。今天的股票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。在许多国家，交易所是股票交易的唯一合法场所。在我国，1990 年底，上海证券交易所正式成立，深圳证券交易所也开始试营业。

股票场外交易市场是在股票交易所以外的各证券交易机构柜台上进行的股票交易市场，所以也叫做柜台交易市场。随着通讯技术的发展，一些国家出现了有组织的、并通过现代化通信与电脑网络进行交易的场外交易市场，如美国的全美证券商协会自动报价系统（NASDAQ）。由于我国的证券市场还不成熟，目前还不具备发展场外交易市场的条件。



根据投资者范围不同，我国股票市场还可分为境内投资者参与的 A 股市场和专供境外投资者参与的 B 股市场。

### 3. 什么是资本市场？资本市场与货币市场有什么区别？

资本市场是指证券融资和经营一年以上中长期资金借贷的金融市场，包括股票市场、债券市场、基金市场和中长期信贷市场等，其融通的资金主要作为扩大再生产的资本使用，因此称为资本市场。作为资本市场重要组成部分的证券市场，具有通过发行股票和债券的形式吸收中长期资金的巨大能力，公开发行的股票和债券还可在二级市场自由买卖和流通，有着很强的灵活性。

货币市场是经营一年以内短期资金融通的金融市场，包括同业拆借市场、票据贴现市场、回购市场和短期信贷市场等。

资本市场和货币市场都是资金供求双方进行交易的场所，是经济体系中聚集、分配资金的“水库”和“分流站”。但两者有明确的分工。资金需求者通过资本市场筹集长期资金，通过货币市场筹集短期资金，国家经济部门则通过这两个市场来调控金融和经济活动。从历史上看，货币市场先于资本市场出现，货币市场是资本市场的基础。但资本市场的风险要远远大于货币市场。其原因主要是中长期内影响资金使用效果的不确定性增大，不确定因素增多，以及影响资本市场价格水平的因素较多。

资本市场和货币市场统称金融市场，是我国社会主义市场经济的重要组成部分，受到了政府的高度重视，发展速度很快，目前已初具规模。改革开放以来的实践证明，金融市场的建立和发展，对优化资源配置，搞活资金融通，提高资金使用效率，筹措建设资金，建立现代企业制度，具有重要的意义。

### 4. 股票融资和信贷融资有什么不同？

企业在生产经营过程中，特别是在扩大生产经营规模时，常会碰到资金不足的困难。在企业自有资金不能完全满足其资金需求时，便需要向外部筹资。对外筹资可以有两种方法，一是资金需求者直接借助市场向社会上有资金盈余的单位和个人筹资，二是向银行等金融中介机构申请贷款等。第一种方式一般称为直接融资，第二种方式称为间接融资。

直接融资的主要形式有股票、债券、商业票据、预付和赊购等，其中股票融资和债券融资是最重要的形式。银行信贷融资是间接融资最重要的形式，间接融资中的金融中介机构主要是商业银行。股票融资和信贷融资属于不同的融资方式，在融通资金的性质、作用等方面有很大的不同：

（1）银行提供给企业的资金融通，对企业而言是它的外部债务，体现的是债权债务关系；而企业通过股票融资筹集的资金是企业的资本金，它反映的是财产所有权关系。

（2）信贷融资是企业的债务，企业必须在到期时或到期前按期还本付息，因而构成企业的财务负担；而股票融资没有到期偿还的问题，投资者一旦购买股票便不得退股。

（3）对提供融资者而言，信贷融资是银行提供给企业的信用，银行提供

的借贷资金不论数量多少，都没有参与企业经营管理的权利；而提供股票融资者即成为企业的股东，可以参与企业的经营决策。

(4)从提供融资者收益看，银行的收益是固定(或根据一定的标准浮动)的利息收入，无论企业经营好坏，企业都有义务支付应付的利息；而股票的收益通常是不固定的，它与企业的经营好坏有着密切的关系。

(5)在企业破产清算时，信贷融资和股票融资的清偿顺序不同，银行提供给企业的贷款，不论有无担保，都是对企业的债权，可以在股东之前取得清偿权。

## 5. 股票市场是怎样发展起来的？

股份制度是股票市场之母。要了解股票市场的发展，首先需要了解股份制度的产生和发展。

随着人类社会分工的日益发达，社会化大生产逐渐取代了自给自足的小生产。这时，无论是生产者自身的资本积累，还是有限的借贷资本，都难以满足企业从事社会化大生产所需要的巨额资金。于是股份公司和股份制度应运而生。

股份公司通过面向社会发行股票，迅速集中大量资金，实现生产的规模经营；而社会上分散的资金盈余者本着“利益共享、风险共担”的原则投资股份公司，谋求财富的增值。

最早的股份公司，产生于17世纪初荷兰和英国成立的海外贸易公司。这些公司通过募集股份资本而建立，具有明显的股份公司特征：具有法人地位；成立董事会；股东大会是公司最高权力机构；按股分红；实行有限责任制……。股份公司的成功经营和迅速发展，使更多的企业群起效仿，在荷兰和英国掀起了成立股份公司的浪潮。到1695年，英国成立了约100家新股份公司。

18世纪下半叶英国开始了工业革命，大机器生产逐步取代了工场手工业。在这场变革中，股份制立下了汗马功劳。

随着工业革命向其他国家扩展，股份制也传遍了资本主义世界。

19世纪中叶，美国产生了一大批靠发行股票和债券筹资的筑路公司、运输公司、采矿公司和银行，股份制逐步进入了主要经济领域。到第一次世界大战结束时，美国制造业产值的90%由股份公司创造。

19世纪后半叶，股份制传入日本和中国。日本明治维新后出现了一批股份公司。我国在洋务运动时期建立了一批官办和官商合办的股份制企业。1873年成立的轮船招商局，发行了中国自己最早的股票。

股票的出现，促使股票交易所产生。早在1611年，就有一些商人在荷兰的阿姆斯特丹买卖海外贸易公司的股票，形成了股票交易所的雏形。1773年，在伦敦柴思胡同的约那森咖啡馆正式成立了英国第一个证券交易所，以后演变为伦敦证券交易所。1792年，24名经纪人在纽约华尔街的一颗梧桐树下订立协定，形成了经纪人联盟，它就是纽约证券交易所的前身。1878年，东京股票交易所正式创立，它是东京证券交易所的前身。1891年，香港成立了香港股票经纪协会，后发展为香港证券交易所。1914年，中国当时的北洋政府颁布证券交易所法，1917年成立了北京证券交易所。

进入20世纪之后，股票市场发展迅速，大致经历了以下三个阶段：

(1) 自由放任阶段(1900~1929年)。20世纪前30年中,美英等国的股份公司迅速增加,使股票市场规模和筹资能力迅速扩大。一方面发行市场迅速扩大,流通市场空前繁荣,交易量直线上升,另一方面由于缺乏监管,股票欺诈和市场操纵时有发生,自由放任带来了严重的过度投机。当时主要股票市场的股票价格普遍被抬高到极不合理的程度,远远超过其实际价值。1929年10月29日,资本主义世界发生了严重的金融危机,作为经济晴雨表的各国股票市场相继出现了暴跌,投资者损失惨重。

(2) 法制建设阶段(1930~1969年)。1929年经济危机之后,各国政府对股票市场开始全面加强法制和规范化建设。以美国为例,政府开始从法律上对证券市场加以严格管理,制定了《1933年证券法》、《1934年证券交易法》等一系列严密可行的证券法律。美国1934年成立证券交易管理委员会,直接对股票市场进行监督和管理,为美国证券市场成为世界上最大的证券市场奠定了基础。其他有关国家的证券法制建设也不断加强,股票市场逐渐规范。

(3) 迅速发展阶段(自1970年以来)。进入20世纪70年代之后,随着西方工业发达国家经济规模化和集约化程度的提高,东南亚和拉美发展中国家经济的蓬勃兴起,以及现代电脑、通信和网络技术的进步,股票市场步入了迅速发展的阶段。1986年全球股票市场的市值总额为6.51万亿美元,全球上市公司总数为2.82万家,到1995年年底,市值总额上升到17.79万亿美元,10年间市值增长了近3倍,上市公司增加了1万多家,达到3.89万家。1996年,全球股票市值继续上升,达到20.29万亿美元。在主要发达国家,证券化率(股票市价总值与国内生产总值的比率)已经达到较高的程度。1995年,美国、日本和英国的证券化率分别达到95.5%、83.5%和121.7%。发展中国家的股票市场成长也相当迅速。新兴市场的股票市价总值从1986年的0.24万亿美元增长到1995年的1.9万亿美元,10年间增长了近7倍。在股票市场规模扩大的同时,交易活动也日趋活跃。1986年,全球股票市场的交易金额为3.57万亿美元,1995年达到11.66万亿美元。

## 6. 股票市场有哪些主要功能?

股票市场对推动国民经济迅速增长和世界经济一体化影响巨大,具体有以下主要功能:

(1) 筹集资金。筹集资金是股票市场的首要功能。企业通过在股票市场上发行股票,把分散在社会上的闲置资金集中起来,形成巨额的、可供长期使用的资本,用于支持社会化大生产和大规模经营。股票市场所能达到的筹资规模和速度是企业依靠自身积累和银行贷款所无法比拟的。马克思对此有过生动的评述:“假如必须等待积累去使某些单个资本增长到能够修建铁路的程度,那么恐怕直到今天世界上还没有铁路,但是,集中通过股份公司转瞬之间就把这件事完成了。”

据国际证券交易所联合会(FIBV)统计,1996年各国已上市公司和当年新上市公司在股票市场上筹资总金额达到4380亿美元,比1995年的3199亿美元增长36.9%。

(2)转换机制。对于我国企业来说,股票市场可促进公司转换经营机制,建立现代企业制度。首先,企业要成为上市公司,就必须先改制为股份有限公司,适当分离企业的所有权和经营权,使公司的体制得到规范。其次,由于上市公司的资本来自众多股东,公司必须履行信息披露义务,这就使企业时时处在各方面的监督和影响之中。一是来自股东的监督,股东作为投资者必然关心企业的经营状况和发展前景,并通过授权关系来实施他们的权力。二是来自资本市场的压力,企业经营好坏影响股价,股价高低牵动企业和投资者,经营不善,股价下滑,可能导致企业被第三者收购。三是来自社会的监督,特别是会计师事务所、律师事务所、证券交易所和社会舆论等的监督和制约。所有这些监督和制约促使上市公司必须改善和健全内部运作机制。

在资本主义国家,不少家族企业经过股份制改造,成为上市公司后,突破了私人企业单一资本的限制,获得巨大的成功,得以跻身于世界大公司的前列。如日本松下电器公司,就是通过有效的管理、上市和多次增资扩股,迅速扩大了经营规模,跻身于世界五百强的。

(3)优化资源配置。股票市场的优化资源配置功能,是通过一级市场筹资、二级市场股票的流动来实现的。投资者通过及时披露的各种信息,选择成长性好、盈利潜力大的股票进行投资,抛弃业绩滑坡、收益差的股票,这就使资金逐渐流向效益好、发展前景好的企业,推动其股价逐步上扬,为该公司利用股票市场进行资本扩张提供了良好的运作环境。而业绩差、前景黯淡的企业股价下滑,难以继续筹集资金,以致逐渐衰落、消亡或被兼并收购。

19 世纪下半期股票市场对当时的新技术——铁路给予巨大的资金支持,使铁路迅速在全世界推开。本世纪 90 年代美国股票市场极大地支持了信息技术产业,一大批科技公司进入股票市场筹集资金,一批优秀企业迅速成长,促使美国信息技术产业迅猛发展,其创造的价值在国内生产总值中所占比例逐年上升。据统计,1997 年 6 月底,在美国那斯达克市场(NASDAQ)上市的科技类公司达 918 家,通讯类公司达 380 家,药物与生物科技类公司达 328 家,三者总计达 1626 家。其中的微软公司和英特尔公司的市值分别达到 1514 亿美元和 1157 亿美元,名列世界第五和第七。高科技上市公司的突飞猛进带动了整个科技产业的腾飞,形成了美国经济新的增长点。

(4)分散风险。股票市场在给投资者和融资者提供了投融资渠道的同时,也提供了分散风险的途径。从资金需求者来看,通过发行股票筹集了资金,同时将其经营风险部分地转移和分散给投资者,实现了风险的社会化。例如,美国电话电报公司股东多达 300 万个,该公司经营收益由 300 万个股东共同分享,同时该公司的经营风险、市场风险也由 300 万个股东共同承担。从投资者角度看,可以根据个人承担风险的程度,通过买卖股票和建立投资组合来转移和分散风险。投资者在资金多余时,可以购买股票进行投资,把消费资金转化为生产资金;在资金紧缺时,可以把股票卖掉变成现金以解决即期支付之需。股票市场的高变现性,使人们放心地把剩余资金投入股票市场,从而使闲散资金转化为生产资金,既使社会最大限度地利用了分散的闲置资金,又促进了个人财富的保值增值。

## 7. 什么是普通股?什么是优先股?

普通股是指在公司的经营管理和盈利及财产的分配上享有普通权利的股

份，代表满足所有债权偿付要求及优先股东的收益权与求偿权要求后对企业盈利和剩余财产的索取权。它构成公司资本的基础，是股票的一种基本形式，也是发行量最大、最为重要的股票。目前在上海和深圳证券交易所上市交易的股票，都是普通股。普通股股票持有者按其所持有股份比例享有以下基本权利：

（1）公司决策参与权。普通股股东有权参与股东大会，并有建议权、表决权和选举权，也可以委托他人代表其行使其股东权利。

（2）利润分配权。普通股股东有权从公司利润分配中得到股息。普通股的股息是不固定的，由公司赢利状况及其分配政策决定。普通股股东必须在优先股股东取得固定股息之后才有权享受股息分配权。

（3）优先认股权。如果公司需要扩张而增发普通股股票时，现有普通股股东有权按其持股比例，以低于市价的某一特定价格优先购买一定数量的新发行股票，从而保持其对企业所有权的原有比例。

（4）剩余资产分配权。当公司破产或清算时，若公司的资产在偿还欠债后还有剩余，其剩余部分按先优先股股东、后普通股股东的顺序进行分配。

优先股是公司在筹集资金时，给予投资者某些优先权的股票。这种优先权主要表现在两个方面：优先股有固定的股息，不随公司业绩好坏而波动，并且可以先于普通股股东领取股息；当公司破产进行财产清算时，优先股股东对公司剩余财产有先于普通股股东的要求权。但优先股一般不参加公司的红利分配，持股人亦无表决权，不能借助表决权参加公司的经营管理。因此，优先股与普通股相比较，虽然收益和决策参与权有限，但风险较小。

优先股起源于欧洲，英国在 16 世纪就已发行过优先股。但在以后几百年内，由于生产力水平不高，一般公司为了便于管理，只发行普通股，很少发行优先股。进入 20 世纪后，随着经济发展和技术进步，为了筹集急需的巨额资金，优先股就有了适宜生长的土壤。公司发行优先股主要出于以下考虑：

清偿公司债务；帮助公司渡过财政难关；欲增加公司资产，又不影响普通股股东的控制权。

一些国家的公司法规定，优先股只能在公司增募新股或清理债务等特殊情况下才能发行。到目前为止，我国还没有发行过优先股。

## 8. 什么是绩优股？什么是垃圾股？

顾名思义，绩优股就是业绩优良公司的股票，但对于绩优股的定义国内外却有所不同。在我国，投资者衡量绩优股的主要指标是每股税后利润和净资产收益率。一般而言，每股税后利润在全体上市公司中处于中上地位，公司上市后净资产收益率连续三年显著超过 10% 的股票当属绩优股之列。

在国外，绩优股主要指的是业绩优良且比较稳定的大公司股票。这些大公司经过长时间的努力，在行业内达到了较高的市场占有率，形成了经营规模优势，利润稳步增长，市场知名度很高。

绩优股具有较高的投资回报和投资价值。其公司拥有资金、市场、信誉等方面的优势，对各种市场变化具有较强的承受和适应能力，绩优股的股价一般相对稳定且呈长期上升趋势。因此，绩优股总是受到投资者、尤其是从事长期投资的稳健型投资者的青睐。

与绩优股相对应，垃圾股指的是业绩较差的公司的股票。这类上市公司

或者由于行业前景不好，或者由于经营不善等，有的甚至进入亏损行列。其股票在市场上的表现萎靡不振，股价走低，交投不活跃，年终分红也差。投资者在考虑选择这些股票时，要有比较高的风险意识，切忌盲目跟风投机。

绩优股和垃圾股不是天生的和绝对的。绩优股公司决策失误，经营不当，其股票可能沦落为垃圾股；而垃圾股公司经过资产重组和经营管理水平的提高，抓住市场热点，打开市场局面，也有可能将其股票变为绩优股。这样的例子在我国股票市场上比比皆是。

股票市场中绩优股和垃圾股并存的格局警示着上市公司，上市并不意味着公司从此高枕无忧，股票市场容不得滥竽充数，是绩优股，还是垃圾股，依赖于上市公司本身的努力。

## 9. 什么是蓝筹股？

在海外股票市场上，投资者把那些在其所属行业内占有重要支配性地位、业绩优良、成交活跃、红利优厚的大公司股票称为蓝筹股。“蓝筹”一词源于西方赌场。在西方赌场中，有三种颜色的筹码，其中蓝色筹码最为值钱，红色筹码次之，白色筹码最差。投资者把这些行话套用到股票上。美国通用汽车公司、埃克森石油公司和杜邦化学公司等股票，都属于“蓝筹股”。

蓝筹股并非一成不变。随着公司经营状况的改变及经济地位的升降，蓝筹股的排名也会变更。据美国著名的《福布斯》杂志统计，1917年的100家最大公司中，目前只有43家公司股票仍在蓝筹股之列，而当初“最蓝”、行业最兴旺的铁路股票，如今完全丧失了入选蓝筹股的资格和实力。

在香港股市中，最有名的蓝筹股当属全球最大商业银行之一的“汇丰控股”。有华资背景的“长江实业”和中资背景的“中信泰富”等，也属蓝筹股之列。中国大陆的股票市场虽然历史较短，但发展十分迅速，也逐渐出现了一些蓝筹股。

## 10. 什么是红筹股？

红筹股这一概念诞生于90年代初期的香港股票市场。中华人民共和国在国际上有时被称为红色中国，相应地，香港和国际投资者把在境外注册、在香港上市的那些带有中国大陆概念的股票称为红筹股。

具体如何定义红筹股，尚存在着一些争议。主要的观点有两种。一种认为，应该按照业务范围来区分。如果某个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业务，那么，这家在中国境外注册、在香港上市的股票就是红筹股。国际信息公司彭博资讯所编的红筹股指数就是按照这一标准来遴选的。另一种观点认为，应该按照权益多寡来划分。如果一家上市公司股东权益的大部分直接来自中国大陆，或具有大陆背景，也就是为中资所控股，那么，这家在中国境外注册、在香港上市的股票才属于红筹股之列。1997年4月，恒生指数服务公司着手编制恒生红筹股指数时，就是按这一标准来划定红筹股的。通常，这两类公司的股票都被投资者视为红筹股。

早期的红筹股，主要是一些中资公司收购香港中小型上市公司后改造而形成的，如“中信泰富”等。近年来出现的红筹股，主要是内地一些省市将其在香港的窗口公司改组并在香港上市后形成的，如“上海实业”、“北京

控股”等。红筹股已经成了除 B 股、H 股外，内地企业进入国际资本市场筹资的一条重要渠道。红筹股的兴起和发展，对香港股市也有着十分积极的影响。从 1993 年至 1997 年 6 月底，红筹股公司通过首次发行及增资配股筹集的资金为 115.5 亿美元。1997 年 1 至 6 月，香港股票市场的总筹资额约为 1433 亿港元，其中，红筹股占了 23.8%。

#### 11. 什么是存托凭证（DR）？什么是美国存托凭证（ADR）？什么是全球存托凭证（GDR）？

存托凭证（Depository Receipts，简称 DR），又称存券收据或存股证，是指在一国证券市场流通的代表外国公司有权证券的可转让凭证，属公司融资业务范畴的金融衍生工具。以股票为例，存托凭证是这样产生的：某国的上市公司为使其股票在外国流通，就将一定数额的股票，委托某一中间机构（通常为银行，称为保管银行或受托银行）保管，由保管银行通知外国的存托银行在当地发行代表该股份的存托凭证，之后存托凭证便开始在外国证券交易所或柜台市场交易。存托凭证的当事人，在国内有发行公司、保管机构，在国外有存托银行、证券承销商及投资人。从投资人的角度来说，存托凭证是由存托银行所签发的一种可转让股票凭证，证明一定数额的某外国公司股票已寄存于该银行在外国的保管机构，而凭证的持有人实际上是寄存股票的所有人，其所有的权力与原股票持有人相同。存托凭证一般代表公司股票，但有时也代表债券。

美国存托凭证（ADR）是面向美国投资者发行并在美国证券市场交易的存托凭证。面向新加坡投资者发行并在新加坡证券市场交易的存托凭证叫新加坡存托凭证（SDR）。如果发行范围不止一个国家，就叫全球存托凭证（GDR）。但从本质上讲 GDR 与 ADR 是一回事，两者都以美元标价，都以同样标准进行交易和交割，两者股息都以美元支付，而且存托银行提供的服务及有关协议的条款与保证都是一样的，“全球”一词取代“美国”一词，只是出于营销方面的考虑。

ADR 解决了美国与国外证券交易制度、惯例、语言、外汇管理等不尽相同所造成的交易上的困难，是外国公司在美国市场上筹资的重要金融工具，同时也是美国投资者最广泛接受的外国证券形式。美国法律为了保护国内投资者的利益，规定法人机构以及私人企业的退休基金（其资金仍来源于老百姓）不能投资美国以外的公司股票，但对于外国企业在美国发行的 DR 则视同美国的证券，可以投资。第一张 ADR 出现于 1927 年，由摩根银行发行。到 1961 年，有 150 家外国公司在美国发行了 ADR，1978 年在美国发行的 ADR 达 400 个。由于 80 年代以来美国金融管制的放松，ADR 数量大增，到 1996 年底，共发行了 1301 个 ADR，其中英国占 17.4%，阿根廷占 11.5%，澳大利亚和日本分别占 11.4% 和 11.3%。在 1301 个 ADR 中，仅 426 个可以在美国三大证券交易系统挂牌交易（纽约证交所、美国证交所、NASDAQ），1996 年交易量达 108 亿股，交易金额达 341 亿美元。其余未上市的 ADR 在场外交易市场上流通。自 1993 年以来，我国也有公司在美国发行 ADR，包括在上海证券交易所上市的“轮胎橡胶”、“氯碱化工”、“二纺机”以及深圳证券交易所上市的“深深房”，上述 4 家公司发行的都属一级 ADR，即仅限于柜台市场交易，而无筹资功能。此后，“中国华能国际”、“山东华能”则以三级 ADR

公开募集并在纽约证交所上市。

## 12. 什么是 A 股、B 股、H 股、N 股、S 股？

我国上市公司的股票有 A 股、B 股、H 股、N 股和 S 股等的区分。这一区分主要依据股票的上市地点和所面对的投资者而定。

A 股的正式名称是人民币普通股票。它是由我国境内的公司发行，供境内机构、组织或个人（不含台、港、澳投资者）以人民币认购和交易的普通股股票。1990 年，我国 A 股股票一共仅有 10 只，至 1997 年年底，A 股股票增加到 720 只，A 股总股本为 1646 亿股，总市值 17529 亿元人民币，与国内生产总值的比率为 22.7%。1997 年 A 股年成交量为 4471 亿股，年成交金额为 30295 亿元人民币。我国 A 股股票市场经过几年快速发展，已经初具规模。

B 股的正式名称是人民币特种股票。它是以人民币标明面值，以外币认购和买卖，在境内（上海、深圳）证券交易所上市交易的。它的投资人限于：外国的自然人、法人和其他组织，香港、澳门、台湾地区的自然人、法人和其他组织，定居在国外的中国公民，中国证监会规定的其他投资人。现阶段 B 股的投资人，主要是上述几类中的机构投资者。B 股公司的注册地和上市地都在境内，只不过投资者在境外或在中国香港、澳门及台湾。

自 1991 年底第一只 B 股——上海电真空 B 股发行上市以来，经过 6 年的发展，中国的 B 股市场已由地方性市场发展为由中国证监会统一管理的全国性市场。到 1997 年底，我国 B 股股票有 101 只，总股本为 125 亿股，总市值为 375 亿元人民币，B 股市场规规模与 A 股市场相比要小得多。近几年来，我国还在 B 股衍生产品及其他方面作了一些有益的探索。例如，1995 年深圳南玻公司成功地发行了 B 股可转换债券，蛇口招商港务在新加坡进行了第二上市试点，沪、深两地的 4 家公司还进行了将 B 股转为一级 ADR 在美国柜台市场交易的试点等。

H 股，即注册地在内地、上市地在香港的外资股。香港的英文是 HongKong，取其字首，在港上市外资股就叫做 H 股。依此类推，纽约的第一个英文字母是 N，新加坡的第一个英文字母是 S，纽约和新加坡上市的股票就分别叫做 N 股和 S 股。

自 1993 年在港发行青岛啤酒 H 股以来，我国先后挑选了 4 批共 77 家境外上市预选企业，这些企业都处于各行业领先地位，在一定程度上体现了中国经济的整体发展水平和增长潜力。到 1997 年底，已经有 42 家境外上市预选企业经过改制在境外上市，包括上海石化、镇海化工、庆铃汽车、北京大唐电力、南方航空等。其中有 31 家在香港上市，6 家在香港和纽约同时上市，2 家在香港和伦敦同时上市，2 家单独在纽约上市（N 股），1 家单独在新加坡上市（S 股）。42 家境外上市企业累计筹集外资 95.6 亿美元。

## 13. 什么是国有股？什么是法人股？什么是社会公众股？

按投资主体来分，我国上市公司的股份可以分为国有股、法人股和社会公众股。

国有股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，包括以公司现有国有资产折算成的股份。由于我国大部分股份制企业



都是由原国有大中型企业改制而来的，因此，国有股在公司股权中占有较大的比重。通过改制，多种经济成份可以并存于同一企业，国家则通过控股方式，用较少的资金控制更多的资源，巩固了公有制的主体地位。

法人股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经营的资产向公司非上市流通股权部分投资所形成的股份。目前，在我国上市公司的股权结构中，法人股平均占 20% 左右。根据法人股认购的对象，可将法人股进一步分为境内发起法人股、外资法人股和募集法人股三个部分。

社会公众股是指我国境内个人和机构，以其合法财产向公司可上市流通股部分投资所形成的股份。我国投资者通过 3000 多万股东账户在股票市场买卖的股票都是社会公众股。我国公司法规定，单个自然人持股数不得超过该公司股份的 5%。

我国国有股和法人股目前还不能上市交易。国家股东和法人股东要转让股权，可以在法律许可的范围内，经证券主管部门批准，与合格的机构投资者签订转让协议，一次性完成大宗股权的转移。由于国家股和法人股占总股本的比重平均超过 70%，在大多数情况下，要取得一家上市公司的控股权，收购方需要从原国家股东和法人股东手中协议受让大宗股权。近年来，随着兼并收购、买壳、借壳等资产重组活动的展开，国有股和法人股的转让行为也逐渐增多。例如，1995 年中国第一汽车集团公司协议受让“沈阳金杯”5 亿股国家股，使其控股比例达到 51%，沈阳金杯由此改名为一汽金杯，纳入一汽集团旗下。

除少量公司职工股、内部职工股及转配股上市流通受一定限制外，绝大部分的社会公众股都可以上市流通交易。截至 1997 年底，在上海、深圳两地证券交易所挂牌上市的 A 股、B 股股票共 821 只，上市总股本为 1771.22 亿股，其中可以流通的社会公众股为 567.64 亿股，占总股本比例的 32%。

#### 14. 什么是公司职工股和内部职工股？

公司职工股，是本公司职工在公司公开向社会发行股票时按发行价格所认购的股份。按照《股票发行和交易管理暂行条例》规定，公司职工股的股本数额不得超过拟向社会公众发行股本总额的 10%。公司职工股在本公司股票上市 6 个月后，即可安排上市流通。

内部职工股和公司职工股是两个完全不同的概念。在我国进行股份制试点初期，出现了一批不向社会公开发行股票，只对法人和公司内部职工募集股份的股份有限公司，被称为定向募集公司，内部职工作为投资者所持有的公司发行的股份被称为内部职工股。1993 年，国务院正式发文明确规定停止内部职工股的审批和发行。

据统计，1997 年底，在上海证券交易所挂牌的上市公司中，还有 15.51 亿股不能流通的公司职工股和内部职工股，占总股本的 1.47%。

#### 15. 什么是一线股？什么是二线股？什么是三线股？

根据股票交易价格的高低，我国投资者还直观地将股票分为一线股、二线股和三线股。

一线股通常指股票市场上价格较高的一类股票。这些股票业绩优良或具

有良好的发展前景，股价领先于其他股票。大致上，一线股等同于绩优股和蓝筹股。一些高成长股，如我国证券市场上的一些高科技股，由于投资者对其发展前景充满憧憬，它们也位于一线股之列。一线股享有良好的市场声誉，为机构投资者和广大中小投资者所熟知。

二线股是价格中等的股票。这类股票在市场上数量最多。二线股的业绩参差不齐，但从整体上看，它们的业绩也同股价一样，在全体上市公司中居中游。

三线股指价格低廉的股票。这些公司大多业绩不好，前景不妙，有的甚至已经到了亏损的境地。也有少数上市公司，因为发行量太大，或者身处夕阳行业，缺乏高速增长的可能，难以塑造出好的投资概念来吸引投资者。这些公司虽然业绩尚可，但股价却徘徊不前，也被投资者视为三线股。

#### 16. 什么是配股？什么是转配股？

配股是上市公司根据公司发展的需要，依据有关规定和相应程序，旨在向原股东进一步发行新股、筹集资金的行为。按照惯例，公司配股时新股的认购权按照原有股权比例在原股东之间分配，即原股东拥有优先认购权。

转配股是我国股票市场特有的产物。国家股、法人股的持有者放弃配股权，将配股权有偿转让给其他法人或社会公众，这些法人或社会公众行使相应的配股权时所认购的新股，就是转配股。

转配股目前不上市流通。

转配股虽然能解决国家股东和法人股东无力配股的问题，但它造成国家股和法人股在总股本中的比重逐渐降低的状况，长此以往会丧失控股权。同时，转配股产生了目前不能流通的社会公众股，影响了投资者认购积极性，带来了股权结构的混乱。

为克服转配股的局限性，越来越多上市公司的国家股东和法人股东，纷纷以现金或者以资产折算为现金参加配股，大大提高了公司的实力，既保证股权不被稀释，又鼓舞了社会公众对上市公司的投资信心。

据统计，截至 1997 年年底，上海证券市场未流通的转配股总数为 16.89 亿股，占总股本的 1.59%。

#### 17. 什么是认股权证？什么是备兑权证？它们各有什么特点？

认股权证全称是股票认购授权证，它由上市公司发行，给予持有权证的投资者在未来某个时间或某一段时间以事先确认的价格购买一定量该公司股票的权利。权证表明持有者有权利而无义务。届时公司股票价格上涨，超过认股权证所规定的认购价格，权证持有者按认购价格购买股票，赚取市场价格和认购价格之间的差价；若届时市场价格比约定的认购价格还低，权证持有者可放弃认购。从内容上看，认股权证实质上就是一种买入期权。

备兑权证属于广义的认股权证，它也给予持有者以某一特定价格购买某种股票的权利，但和一般的认股权证不同，备兑权证由上市公司以外的第三者发行。发行人通常都是资信卓著的金融机构，或是持有大量的认股对象公司股票以供投资者到时兑换，或是有雄厚的资金实力作担保，能够依照备兑权证所列的条款向投资者承担责任。

认股权证和备兑权证共同之处：

(1) 持有者都有权利而无义务，即两者都有期权的特征。在资金不足、股市形势不明朗的情况下，投资者可以购买权证而推迟购买股票，减少决策失误可能造成的损失。

(2) 两者都有杠杆效应。持有者只要支付权证的价格就可保留认购股票的权利，因为权证的市场价格大大低于股票的价格，所以，购买权证提供了以小博大的机会。

(3) 两者的价格波动幅度都大于股票。认股权证和备兑权证的价格都随股票的市场价格波动而同向波动，由于杠杆效应，其波幅都大于股票波动幅度。

认股权证和备兑权证除了发行者不一样之外，在以下几个方面也存在差异：

(1) 发行时间。认股权证一般是上市公司在发行公司债券、优先股股票或配售新股之际同时发行，备兑权证发行时间没有限制。

(2) 认购对象。认股权证持有者只能认购发行认股权证的上市公司的股票，备兑权证持有者有时可认购一组股票。同时，针对一个公司的股票，会有多个发行者发行备兑权证，它们的兑换条件也各不一样。

(3) 发行目的。认股权证与股票或债券同时发行，可以提高投资者认购股票或债券的积极性。同时，如果到时投资者据此认购新股，还能增加发行公司的资金来源。备兑权证发行之时，作为发行者的金融机构可以获取一笔可观的发行收入，当然它也要承受股市波动给它带来的风险。

(4) 到期兑现。认股权证是以持有者认购股票而兑现，备兑权证的兑现，可能是发行者按约定条件向持有者出售规定的股票，也可能是发行者以现金形式向持有者支付股票认购价和当前市场价之间的差价。

我国股市的第一个权证，是1992年在上海证券市场推出的大飞乐股票的配股权证。1995年和1996年上海证券市场又推出江苏悦达、福州东百等股票的权证，深圳市场曾推出厦海发、桂柳工、闽闽东等股票的权证。香港市场目前是全球最大的备兑权证市场。特别是1995年以来，备兑权证的发行数量迅速上升，不少金融机构还推出了H股和红筹股的一揽子备兑权证。

#### 18. 什么是每股税后利润？什么是每股净资产值？什么是净资产收益率？

每股税后利润、每股净资产值和净资产收益率是衡量公司投资价值的主要指标。

每股税后利润又称每股盈利，可用公司税后利润除以公司总股数来计算。例如，一家上市公司当年税后利润是2亿元，公司总股数有10亿股，那么，该公司的每股税后利润为0.2元（即2亿元÷10亿股）。

每股税后利润突出了分摊到每一份股票上的盈利数额，是股票市场上按市盈率定价的基础。如果一家公司的税后利润总额很大，但每股盈利却很小，表明它的经营业绩并不理想，每股价格通常不高；反之，每股盈利数额高，则表明公司经营业绩好，往往可以支持较高的股价。

公司净资产代表公司本身拥有的财产，也是股东们在公司中的权益，因此，又叫作股东权益。在会计计算上，相当于资产负债表中的总资产减去全

部债务后的余额。公司净资产除以发行总股数，即得到每股净资产。例如，上述公司净资产为 15 亿元，它的每股净资产值为 1.5 元（即  $15 \text{ 亿元} \div 10 \text{ 亿股}$ ）。

每股净资产值反映了每股股票代表的公司净资产价值，是支撑股票市场价格的重要基础。每股净资产值越大，表明公司每股股票代表的财富越雄厚，通常创造利润的能力和抵御外来因素影响的能力越强。

净资产收益率是公司税后利润除以净资产得到的百分比率，用以衡量公司运用自有资本的效率。还以上述公司为例，其税后利润为 2 亿元，净资产为 15 亿元，净资产收益率就是 13.33%（即  $2 \text{ 亿元} \div 15 \text{ 亿元} \times 100\%$ ）。

净资产收益率可衡量公司对股东投入资本的利用效率，它弥补了每股税后利润指标的不足。例如，在公司对原有股东送红股后，每股盈利将会下降，从而在投资者中造成错觉，以为公司的获利能力下降了。而事实上，公司的获利能力并没有发生变化，用净资产收益率来分析公司获利能力就比较适宜。

## 19. 什么是股东权益？什么是股东权益比率？

股东权益又称净资产，是指公司总资产中扣除负债所余下的部分。例如，“上海汽车”1997 年年底的资产负债表上，总资产为 40.56 亿元，负债是 7.42 亿元，股东权益就为两者之差，即 33.14 亿元，这也是“上海汽车”的净资产。

股东权益是一个很重要的财务指标，它反映了公司的自有资本。当总资产小于负债金额，公司就陷入了资不抵债的境地，这时，公司的股东权益便消失殆尽。如果实施破产清算，股东将一无所得。相反，股东权益金额越大，这家公司的实力就越雄厚。

股东权益包括以下五部分：一是股本，即按照面值计算的股本金。二是资本公积，包括股票发行溢价、法定财产重估增值、接受捐赠资产价值。三是盈余公积，又分为法定盈余公积和任意盈余公积。法定盈余公积按公司税后利润的 10% 强制提取，目的是为了应付经营风险。当法定盈余公积累计额已达注册资本的 50% 时可不再提取。四是法定公益金，按税后利润的 5% ~ 10% 提取，用于公司福利设施支出。五是未分配利润，指公司留待以后年度分配的利润或待分配利润。

股东权益比率是股东权益对总资产的比率。以上海汽车为例，其 1997 年年底的股东权益比率为 81.71%（即  $33.14 \div 40.56 \times 100\%$ ）。

股东权益比率应当适中。如果权益比率过小，表明企业过度负债，容易削弱公司抵御外部冲击的能力；而权益比率过大，意味着企业没有积极地利用财务杠杆作用来扩大经营规模。

## 20. 建立现代企业制度和股票市场有什么关系？

党的十四届三中全会通过的《中共中央关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》明确提出：“以公有制为主体的现代企业制度是社会主义市场经济体制的基础”，要按照“产权清晰、权责明确、政企分开、管理科学”的要求，对企业进行公司制改造。

现代企业制度是同现代市场经济相关联的企业组织形式，其主要形式是股份有限公司，而股票市场又是与股份制联系在一起的。因此，建立现代企业制度与股票市场有着天然的密切联系，二者相互促进，相互推动。这在我国现阶段表现得尤为明显。

通过股票市场允许有条件的股份有限公司上市，是推动建立现代企业制度的重要途径之一。股票市场对国有企业转换机制的支持，是从多方面同时开展的。股票市场可以从资金筹集、运行机制和公司重组等方面同时推动国有企业改革和公司制改造。

第一，国有企业通过改造为上市公司，获得了向市场直接融资的渠道，便利了企业向市场筹资，可以加快企业技术改造的步伐，也为企业规模的壮大和更有效地参与国际竞争创造了条件。据统计，到 1997 年，上市公司通过发行 A 股新股和增资配股所筹集的资金达 1700 亿元，加上发行 B 股、H 股等筹集的境外资金，总筹资额达 2500 亿元以上。通过股票市场筹资，对国有经济最大限度地使用社会资本，扩大国有经济的支配范围等具有重大的意义。

第二，企业上市有利于企业真正成为自主经营、自负盈亏、自我发展、自我约束的法人实体和市场竞争主体。国有企业通过在股票市场上市，可以引进现代企业制度的运行机制和运行环境，规范企业的经营运作。企业上市后，股东们的自身利益与公司绩效紧密地结合在一起，股东的监督，股市价格涨跌的压力，公司运作透明度的提高，以及来自会计师事务所、律师事务所、证券交易所等的监督和制约，不断强化着企业的激励机制和约束机制。这样，既增加了企业改善经营管理的压力，也增强了企业改进绩效的动力，从而对形成有效的公司治理结构具有十分重要的意义。

第三，股票市场为国有企业的重组提供了广阔的舞台，通过收购上市公司，剥离不良资产，将子公司或部分资产先行上市后再将其他资产注入等企业重组活动，实现了优胜劣汰，优化了企业的组织结构，改善了企业的发展机制，提高了企业的整合能力，使企业走上了持续发展的快车道。此外，通过股票市场上的重组活动和引导资金向优势产业流动，对我国产业结构的升级起到了积极的作用。

## 21. 国有企业进行股份制改造是“一股就灵”吗？

深化国企改革，是一项重要而艰巨的任务，它关系着国有经济功能的发挥和国民经济整体结构的改善。江泽民总书记在党的十五大报告中指出，加快国有企业改革，是摆在全党面前的重要任务，要集中力量搞好一批关系国民经济命脉、具有经济规模、处于行业排头兵地位的国有大中型企业的改革和发展，要以三个有利于为标准，努力寻找能够极大促进生产力发展的公有制实现形式。

股份制是现代企业运作和发展的一种形式，也是我国现阶段公有制的一种实现形式。对国有企业进行股份制改造已成为国企改革的重要内容。股份制改造的途径之一，是将企业改组为股份有限公司，或者进一步改组为上市公司。这种改造对国有企业的筹资与改制，对国有企业的发展和壮大具有重要的作用。

然而，在我国近年来的实际经济生活中，由于有些地方对国企股份制改造的理解过于简单，股份制改造往往流于表面形式，以致出现“穿新鞋，走

老路”的现象，不能达到预期效果。这主要表现为：

（1）认识上和行为上的偏差。不少国有企业在股份制改造时，往往存在“重筹资、轻转制”的倾向，仅仅为满足一时或一个项目的需要而筹资，搞短期行为，而忽视了转换经营机制这个重要目标。不少企业在经营中不注重提高业绩，而是靠操纵利润，靠所谓的“包装”，甚至是伪装，这样的股份制改革效果可想而知。

（2）相关的配套改革落后。国有企业改组为股份有限公司后，要求与企业运行相关的计划体制、投资体制、流通体制、劳动人事管理体制等，都要进行相应的改革。目前，这方面的配套改革相对落后，某些政府主管部门仍基本沿用原来管理国有企业的办法管理股份有限公司，因而企业转换经营机制难以取得实质性的进展。

（3）监督机制滞后。国有企业改组为股份有限公司后，虽然相应设立了股东大会、董事会、监事会等决策与监督机构，但总体来看，股东、董事会、监事会以及外部会计师事务所、律师事务所等内外部监督机制仍不健全，不能形成有效的公司治理结构和约束机制。

要保证股份制改造的成功，就必须在采用股份制的组织形式的同时，对企业的整体运行与发展机制和体制环境进行实质性的重新构造。因此，股份制改造是一项复杂的系统工程，无法一蹴而就，不会出现“仅仅换上股份制的外衣，就会立刻产生神奇效果”这样的所谓“一股就灵”的“奇迹”，更不能采取“搞运动”的方式一哄而上。

## 22. 我国股票市场的发展状况如何？为什么我国只建立两个证券交易所？

1990年12月，上海证券交易所成立，深圳证券交易所试营业。此后，我国股票市场取得了较大的发展。发行市场除最初的A股外，1991年开始发行B股，1993年后又出现了H股和N股等境外上市外资股。与此同时，股市迅速扩容，上市公司到1997年12月31日发展到了745家，其中在上海证券交易所上市的为383家，总发行股本975.37亿元，市价总值9218.06亿元，投资者超过1700万人；在深圳证券交易所上市的为362家，总发行股本795.86亿元，市价总值8311.17亿元，投资者超过1500万人。至1997年底，我国共有101家上市公司发行了B股，其中沪市50家，深市51家。

经过近年来的发展，沪、深两地证交所取得了一定的成就。具体表现在：

第一，技术和硬件设备等基础设施建设不断完善。目前，两地证交所已建成了覆盖全国的卫星证券通讯网与数字式数据传输网（DDN）和相应的交易与结算系统，数千个单向广播、双向通信卫星地面站将证券交易的实时行情传遍全国各地并通达海外，基本实现了安全、高效、便捷的证券交易和证券账户管理。

第二，市场规模不断扩大。到1997年12月，上海证券交易所的会员数达到了544家，拥有席位5693个；到1997年11月，深圳证券交易所的会员数为394家，拥有席位1333个。

第三，在加强自身建设，健全内部管理制度，规范市场运作，加强市场监管，完善市场服务，防范市场风险等方面取得了较大的进展。

第四，业务人员的素质和能力也有了很大提高，已形成了知识结构和年

龄层次较合理的业务人员队伍。

从沪、深两证交所的发展情况看，两地证交所已能够满足我国证券市场发展的需要。在这种情况下，我国只建立沪、深两个证券交易所，既符合经济、金融的实际情况，也避免了建立过多的证券交易所而造成的资源浪费和可能引发的恶性竞争与监管混乱。

此外，从各国证券交易所的发展进程看，在证券交易市场日益发展的情况下，证券交易所的数目大多趋于减少，通常一国只有一二家全国性的证券交易所，或者虽有多家证券交易所，但只有一二家成为全国证券交易的中心。各国证券交易所数目趋于减少，反映了证券交易日益集中的趋势，体现了避免无效竞争、提高效率和加强监管的要求。

## 二、债券

### 1. 什么是债券？债券有什么特征？

债券是政府、金融机构、工商企业等机构直接向社会借筹措资金时，向投资者发行，并且承诺按一定利率支付利息并按约定条件偿还本金的债权债务凭证。债券的本质是债的证明书，具有法律效力。债券购买者与发行者之间是一种债权债务关系，债券发行人即债务人，投资者（或债券持有人）即债权人。

债券作为一种重要的融资手段和金融工具具有如下特征：

（1）偿还性。债券一般都规定有偿还期限，发行人必须按约定条件偿还本金并支付利息。

（2）流通性。债券一般都可以在流通市场上自由转让。

（3）安全性。与股票相比，债券通常规定有固定的利率，与企业绩效没有直接联系，收益比较稳定，风险较小。此外，在企业破产时，债券持有者享有优先于股票持有者对企业剩余资产的索取权。

（4）收益性。债券的收益性主要表现在两个方面，一是投资债券可以给投资者定期或不定期地带来利息收入；二是投资者可以利用债券价格的变动，买卖债券赚取差额。

### 2. 什么是债券市场？债券市场有哪些种类？

债券市场是发行和买卖债券的场所。债券市场是金融市场的一个重要组成部分。根据不同的分类标准，债券市场可分为不同的类别。最常见的分类有以下几种：

（1）根据债券的运行过程和 market 的基本功能，可将债券市场分为发行市场和流通市场。

债券发行市场，又称一级市场，是发行单位初次出售新债券的市场。债券发行市场的作用是将政府、金融机构以及工商企业等为筹集资金向社会发行的债券，分散发行到投资者手中。

债券流通市场，又称二级市场，指已发行债券买卖转让的市场。债券一经认购，即确立了一定期限的债权债务关系，但通过债券流通市场，投资者可以转让债权，把债券变现。

债券发行市场和流通市场相辅相成，是互相依存的整体。发行市场是整个债券市场的源头，是债券流通市场的前提和基础。发达的流通市场是发行市场的重要支撑，流通市场的发达是发行市场扩大的必要条件。

（2）根据市场组织形式，债券流通市场又可进一步分为场内交易市场和场外交易市场。

证券交易所是专门进行证券买卖的场所，如我国的上海证券交易所和深圳证券交易所。在证券交易所内买卖债券所形成的市场，就是场内交易市场，这种市场组织形式是债券流通市场的较为规范的形式。交易所作为债券交易的组织者，本身不参加债券的买卖和价格的决定，只是为债券买卖双方创造条件，提供服务，并进行监管。

场外交易市场是在证券交易所以外进行证券交易的市场。柜台市场为场



外交易市场的主体。许多证券经营机构都设有专门的证券柜台，通过柜台进行债券买卖。在柜台交易市场中，证券经营机构既是交易的组织者，又是交易的参与者。此外，场外交易市场还包括银行间交易市场，以及一些机构投资者通过电话、电脑等通讯手段形成的市场等。目前，我国债券流通市场由三部分组成，即沪深证券交易所市场、银行间交易市场和证券经营机构柜台交易市场。

（3）根据债券发行地点的不同，债券市场可以划分为国内债券市场和国际债券市场。国内债券市场的发行者和发行地点同属一个国家，而国际债券市场的发行者和发行地点不属于同一个国家。

### 3. 债券市场是怎样发展起来的？各国债券市场规模如何？

债券市场作为证券市场的一个重要组成部分，是随着社会经济的发展而逐渐发展起来的。债券市场的主要部分是公债或政府债券，而且，各国的债券市场几乎无一例外都是从发行政府债券开始逐渐形成和发展起来的。马克思在《资本论》中指出：“公共信用制度，即国债制度，在中世纪的热那亚和威尼斯就已产生，到工场手工业时期流行于整个欧洲。”

中世纪欧洲的政府债券市场仅具有雏形，发行市场和流通市场都不很发达。17 世纪下半期，荷兰联省共和国公开发行了第一批政府债券，并在阿姆斯特丹交易所上市。后来，欧洲其他国家也纷纷将本国政府债券投放到阿姆斯特丹交易所上市，使得阿姆斯特丹很快成了欧洲最主要的债券市场。

到 18 世纪中后期，英国和法国凭借其资本主义生产和对外贸易的迅速发展，取代荷兰成为新的世界经济和金融中心。欧洲公债市场的重心向伦敦和巴黎转移，英国和法国的债券市场逐渐发展了起来。

在美国，早在独立战争期间，政府就发行了各种临时债券和中期债券，以支付巨大的战争经费开支。1770 年，费城成立了美国第一家证券交易所——费城证券交易所，其中已有债券交易。独立战争胜利后，财政部长汉密尔顿开始着手重建国家财政，特别是解决联邦政府发行的纸币——“大陆币”的急剧贬值问题。1790 年，美国政府按面值赎回“大陆币”，同时发行了新的“公共债券”，以筹集赎买资金。此后，国债交易日渐发达。

19 世纪以后，资本主义经济进入了高速发展阶段，工商企业需要筹集大量资金以支持其长期发展，企业债券开始诞生；同时，国家机构也日益庞大，政府开支膨胀，政府债券规模进一步扩大。在这种情况下，债券市场开始制度化、组织化和规模化。1802 年 3 月，英国证券交易所开设了世界上第一家大型的专业化债券交易中心。美国在 1817 年纽约证券交易所正式成立后，债券的发行与交易也逐渐地走上了规范化的轨道。

在欧美各国债券市场迅速发展的同时，亚洲一些国家的债券市场也在酝酿、形成和发展。日本在明治维新初期就开始发行债券，后来在修建大阪铁路时，首次发行了公司债券。菲律宾、印度尼西亚、马来亚、新加坡、韩国等其他国家的债券市场也在 19 世纪末和 20 世纪初先后形成。

第二次世界大战以后，各国债券市场发展十分迅猛，成为与股票市场相并列的资本市场两大支柱。债券品种日新月异，层出不穷，如中央政府债券、

地方政府债券、政府保证债券、国库券、其他政府部门债券、普通公司债券、可转换公司债券、抵押债券、金融债券、境外债券、外国债券、欧洲债券等。债券的期限结构更加多样化，出现了各种短期、中期、长期债券。

同时，各国债券市场规模空前扩大。在发行市场方面，据经济合作与发展组织出版的《金融市场趋势》统计，1996年当年，美国联邦政府债券、金融机构债券、国内公司债券、外国公司债券发行总额为12644亿美元，与美国当年GDP（国内生产总值）的比率为17%；法国债券发行总额为4752亿法郎，与GDP的比率为6.1%；英国债券发行总额为386亿英镑，与GDP的比率为5.4%。

在市场交易额方面，据国际证券交易所联合会的资料统计，1996年，法国债券交易额达到了115723.96亿美元，与法国GDP的比率为752.8%；德国为21727.29亿美元，与GDP的比率为91.8%；英国为16218.70亿美元，与GDP的比率为146.2%；美国为58588.5亿美元，与GDP的比率为78.9%。

在上市债券市值方面，据国际证券交易所联合会统计，1996年底，美国纽约证交所为28623.82亿美元，与美国GDP的比率为38.5%；德国证交所为21823.53亿美元，与GDP的比率为92.2%；东京证交所为19312.93亿美元，与GDP的比率为41.3%；大阪证交所为18902.48亿美元，与GDP的比率为40.4%；伦敦证交所为11627.96亿美元，与GDP的比率为162.6%；巴黎证交所为8781.51亿美元，与GDP的比率为57.1%。

#### 4. 债券市场有哪些主要功能？

纵观世界各个成熟的金融市场，无不有一个发达的债券市场。债券市场在社会经济中占有如此重要的地位，是因为它具有以下几项重要功能：

（1）融资功能。债券市场作为金融市场的一个重要组成部分，具有使资金从资金剩余者流向资金需求者，为资金不足者筹集资金的功能。我国政府和企业先后发行多批债券，为弥补国家财政赤字和国家的许多重点建设项目筹集了大量资金。在“八五”期间，我国企业通过发行债券共筹资820亿元，重点支持了三峡工程、上海浦东新区建设、京九铁路、沪宁高速公路、吉林化工、北京地铁、北京西客站等能源、交通、重要原材料等重点建设项目以及城市公用设施建设。

（2）资金流动导向功能。效益好的企业发行的债券通常较受投资者欢迎，因而发行时利率低，筹资成本小；相反，效益差的企业发行的债券风险相对较大，受投资者欢迎的程度较低，筹资成本较大。因此，通过债券市场，资金得以向优势企业集中，从而有利于资源的优化配置。

（3）宏观调控功能。一国中央银行作为国家货币政策的制定与实施部门，主要依靠存款准备金、公开市场业务、再贴现和利率等政策工具进行宏观经济调控。其中，公开市场业务就是中央银行通过在证券市场上买卖国债等有偿证券，从而调节货币供应量，实现宏观调控的重要手段。在经济过热、需要减少货币供应量时，中央银行卖出债券，收回金融机构或公众持有的一部分货币，从而抑制经济的过热运行；当经济萧条、需要增加货币供应量时，中央银行便买入债券，增加货币的投放。

#### 5. 债券融资和信贷融资有什么不同？

债券融资与股票融资一样，同属于直接融资，而信贷融资则属于间接融资。在直接融资中，需要资金的部门直接到市场上融资，借贷双方存在直接的对应关系，而在间接融资中，借贷活动必须通过银行等金融中介机构进行，由银行向社会吸收存款，再贷放给需要资金的部门。债券融资和信贷融资不同之处在于：

（1）资金的需求者不同。在我国，债券融资中政府债券占有很大的比重，信贷融资中企业则是最主要的需求者。

（2）资金的供给者不同。政府和企业通过发行债券吸收资金的渠道较多，如个人、企业与金融机构、机关团体事业单位等，而信贷融资的提供者，主要是商业银行。

（3）融资成本不同。在各类债券中，政府债券的资信度通常最高，大企业、大金融机构也具有较高的资信度，而中小企业的资信度一般较差，因而，政府债券的利率在各类债券中往往最低，筹资成本最小，大企业和大金融机构次之，中小企业的债券利率最高，筹资成本最大。与商业银行存款利率相比，债券发行者为吸引社会闲散资金，其债券利率通常要高于同期的银行存款利率；与商业银行贷款利率相比，资信度较高的政府债券和大企业、大金融机构债券的利率一般要低于同期贷款利率，而资信度较低的中小企业债券的利率则可能要高于同期贷款利率。此外，有些企业还发行可转换债券，该种债券可根据一定的条件转换成公司股票，灵活性较大，所以公司能以较低的利率售出，而且，可转换债券一旦转换成股票后，即变成企业的资本金，企业无需偿还。

（4）信贷融资比债券融资更加迅速方便。例如，我国企业发行债券通常需要经过向有关管理机构申请报批等程序，同时还要作一些印刷、宣传等准备工作，而申请信贷可由借贷双方直接协商而定，手续相对简便得多。通过银行信贷融资要比通过发行债券融资所需的时间更短，可以较迅速地获得所需的资金。

（5）在融资的期限结构和融资数量上有差别。一般来说，银行不愿意提供巨额的长期贷款，银行融资以中短期资金为主，而且在国外，当企业财务状况不佳、负债比率过高时，贷款利率较高，甚至根本得不到贷款，而债券融资多以中长期资金为主。因此，企业通过债券融资筹集的资金通常要比通过银行融资更加稳定，融资期限更长。

（6）对资金使用的限制不同。企业通过发行债券筹集的资金，一般可以自由使用，不受债权人的具体限制，而信贷融资通常有许多限制性条款，如限制资金的使用范围、限制借入其他债务、要求保持一定的流动比率和资产负债率等。

（7）在抵押担保条件上也有一些差别。一般来说，政府债券、金融债券以及信用良好的企业债券大多没有担保，而信贷融资大都需要财产担保，或者由第三方担保。

## 6. 什么是金边债券？什么是地方政府债券？

早在 17 世纪，英国政府经议会批准，开始发行了以税收保证支付本息的政府公债，该公债信誉度很高。当时发行的英国政府公债带有金黄边，因此

被称为“金边债券”。在美国，经权威性资信评级机构评定为最高资信等级（AAA级）的债券，也称“金边债券”。后来，“金边债券”一词泛指所有中央政府发行的债券，即国债。

中央政府是国家的权力象征，它以该国的征税能力作为国债还本付息的保证，投资者一般不用担心“金边债券”的偿还能力。为了鼓励投资者购买国债，大多数国家都规定国债投资者可以享受国债利息收入方面的税收优惠，甚至免税。因此，“金边债券”为投资者所热衷，流动性很强，并被广泛地用作抵押和担保。不过，由于国债的风险低、安全性和流动性好，它的利率一般也低于其他类型债券。

政府发行公债，一般有两种情况：一是为国家经济建设筹集资金发行公债，称为“建设公债”，比如我国在建国初期发行的“人民胜利折实公债”等；二是为弥补预算收支差额发行公债，称为“赤字公债”，如我国1981年以来发行的国库券就属于这种性质。在有些情况下，利用举借公债的办法加大经济建设投入，不失为一种积极的发展战略；利用公债来弥补预算收支差额，有时候也是平衡财政收支的一种有效手段。但国债的规模必须控制在适度的范围以内，否则将出现债务危机。

除中央政府发行债券之外，不少国家中有财政收入的地方政府及地方公共机构也发行债券，它们发行的债券称为地方政府债券。地方政府债券一般用于交通、通讯、住宅、教育、医院和污水处理系统等地方性公共设施的建设。同中央政府发行的国债一样，地方政府债券一般也是以当地政府的税收能力作为还本付息的担保。

但是，有些地方政府债券的发行是为了某个特定项目或给企业融资，因而不是以地方政府税收作为担保，而是以债券发行人经营该项目所获的收益作为担保。比如地方政府为解决当地中低收入居民的住房困难，利用发行债券所得收入修建一批大众化的“商品房”，由此获得的租售收入用于偿还债券的本金和利息。

地方政府债券的安全性较高，被认为是安全性仅次于“金边债券”的一种债券。而且，投资者购买地方政府债券所获得的利息收入一般都免交所得税，这对投资者有很强的吸引力。

目前我国地方政府尚不能发行债券。

## 7. 什么是公司债券？公司债券有哪些种类和特点？

公司债券是股份制公司发行的一种债务契约，公司承诺在未来的特定日期，偿还本金并按事先规定的利率支付利息。

公司债券主要有以下几类：

（1）按是否记名可分为：记名公司债券，即在券面上登记持有人姓名，支取本息要凭印鉴领取，转让时必须背书并到债券发行公司登记的公司债券。不记名公司债券，即券面上不需载明持有人姓名，还本付息及流通转让仅以债券为凭，不需登记。

（2）按持有人是否参加公司利润分配可分为：参加公司债券，指除了可按预先约定获得利息收入外，还可在一定程度上参加公司利润分配的公司债券。非参加公司债券，指持有人只能按照事先约定的利率获得利息的公司债券。

(3) 按是否可提前赎回分为：可提前赎回公司债券，即发行者可在债券到期前购回其发行的全部或部分债券。不可提前赎回公司债券，即只能一次到期还本付息的公司债券。

(4) 按发行债券的目的可分为：普通公司债券，即以固定利率、固定期限为特征的公司债券。这是公司债券的主要形式，目的在于为公司扩大生产规模提供资金来源。改组公司债券，是为清理公司债务而发行的债券，也称为以新换旧债券。利息公司债券，也称为调整公司债券，是指面临债务信用危机的公司经债权人同意而发行的较低利率的新债券，用以换回原来发行的较高利率债券。延期公司债券，指公司在已发行债券到期无力支付，又不能发新债还旧债的情况下，在征得债权人同意后可延长偿还期限的公司债券。

(5) 按发行人是否给予持有人选择权分为：附有选择权的公司债券，指在一些公司债券的发行中，发行人给予持有人一定的选择权，如可转换公司债券（附有可转换为普通股的选择权）、有认股权证的公司债券和可退还公司债券（附有持有人在债券到期前可将其回售给发行人的选择权）。未附选择权的公司债券。即债券发行人未给予持有人上述选择权的公司债券。

与其他债券相比，公司债券的主要特点包括：

(1) 风险性较大。公司债券的还款来源是公司的经营利润，但是任何一家公司的未来经营都存在很大的不确定性，因此公司债券持有人承担着损失利息甚至本金的风险。

(2) 收益率较高。风险与收益成正比的原则，要求较高风险的公司债券需提供给债券持有人较高的投资收益。

(3) 对于某些债券而言，发行者与持有者之间可以相互给予一定的选择权。

## 8. 什么是垃圾债券？垃圾债券为什么能在美国风行一时？

垃圾债券一词译自英文 Junkbond。Junk 意指旧货、假货、废品、哄骗等，之所以将其作为债券的一项形容词，是因为这种投资利息高（一般较国债高 4 个百分点）、风险大，对投资人本金保障较弱。

垃圾债券最早起源于美国，在本世纪 20 及 30 年代就已存在。70 年代以前，垃圾债券主要是一些小型公司为开拓业务筹集资金而发行的，由于这种债券的信用受到怀疑，问津者较少，70 年代初其流通量还不到 20 亿美元。70 年代末期以后，垃圾债券逐渐成为投资者狂热追求的投资工具，到 80 年代中期，垃圾债券市场急剧膨胀，迅速达到鼎盛时期。在整个 80 年代，美国各公司发行垃圾债券 1700 多亿美元，其中被称作“垃圾债券之王”的德崇证券公司就发行了 800 亿美元，占 47%。1988 年垃圾债券总市值高达 2000 亿美元。1983 年德崇证券收益仅 10 多亿美元，但到了 1987 年该公司就成为华尔街盈利最高的公司，收益超过 40 亿美元。有“垃圾债券之神”、“魔术师”之称的该公司负责人米尔根 1987 年的薪俸高达 5.5 亿美元，“寻找资金就要找米尔根”成为当时市面的流行语。

垃圾债券 80 年代在美国能风行一时，主要有以下几个原因：一是 80 年代初正值美国产业大规模调整与重组时期，由此引发的更新、并购所需资金单靠股市是远远不够的，加上在产业调整时期这些企业风险较大，以盈利为

目的商业银行不能完全满足其资金需求，这是垃圾债券应时而兴的重要背景。二是美国金融管制的放松，反映在证券市场上，就是放松对有价值证券发行人的审查和管理，造成素质低下的垃圾债券纷纷出笼。三是杠杆收购的广泛运用，即小公司通过高负债方式收购较大的公司。高负债的渠道主要是向商业银行贷款和发行债券，筹到足够资金后，便将不被看好而股价较低的大公司股票大量收购而取得控制权，再进行分割整理，使公司形象改善、财务报告中反映的经营状况好转，待股价上升至一定程度后全部抛售大捞一把，还清债务后，拂袖而去。其中最著名的例子是 1988 年底，亨利·克莱斯收购雷诺烟草公司，收购价高达 250 亿美元，但克莱斯本身动用的资金仅 1500 万美元，其余 99.94% 的资金都是靠米尔根发行垃圾债券筹得的。四是 80 年代后美国经济步入复苏，经济景气使证券市场更加繁荣。在经济持续旺盛时期，人们对前景抱有美好憧憬，更多地注意到其高收益而忽略了风险，商业银行、证券承销商及众多投机者都趋之若鹜，收购者、被收购者、债券持有者和发行人、包销商都有利可获。

然而，巨额的垃圾债券像被吹胀的大气泡，终有破灭的一天。由于债券质量日趋下降，以及 1987 年股灾后潜在熊市的压力，从 1988 年开始，发行公司无法偿付高额利息的情况屡有发生，垃圾债券难以克服“高风险 高利率 高负担 高拖欠 更高风险……”的恶性循环圈，逐步走向衰退。

垃圾债券在美国风行的十年虽然对美国经济产生过积极作用，筹集了数千亿游资，也使日本等国资金大量流入，并使美国企业在强大外力压迫下刻意求新，改进管理等，但也遗留下了严重后果，包括储蓄信贷业的破产、杠杆收购的恶性发展、债券市场的严重混乱及金融犯罪增多等等。

## 9. 什么是长期债券？什么是中期债券？什么是短期债券？

根据偿还期限的不同，债券可分为长期债券、短期债券和中期债券。一般说来，偿还期限在 10 年以上的为长期债券；偿还期限在 1 年以下的为短期债券；期限在 1 年或 1 年以上、10 年以下（包括 10 年）的为中期债券。

我国国债的期限划分与上述标准相同。但我国企业债券的期限划分与上述标准有所不同。我国短期企业债券的偿还期限在 1 年以内，偿还期限在 1 年以上 5 年以下的为中期企业债券，偿还期限在 5 年以上的为长期企业债券。

短期债券的发行者主要是工商企业和政府，金融机构中的银行因为以吸收存款作为自己的主要资金来源，并且很大一部分存款的期限是 1 年以下，所以较少发行短期债券。

企业发行短期债券大多是为了筹集临时性周转资金。在我国，这种短期债券的期限分别为 3 个月、6 个月和 9 个月。1988 年，我国企业开始发行短期债券，截至 1996 年底，企业通过发行短期债券共筹资 1055.08 亿元。

政府发行短期债券多是为了平衡预算开支。美国政府发行的短期债券分为 3 个月、6 个月、9 个月和 12 个月四种。我国政府发行的短期债券较少。

中长期债券的发行者主要是政府、金融机构和企业。发行中长期债券的目的是为了获得长期稳定的资金。我国政府发行的债券主要是中期债券，集中在 3~5 年这段期限。1996 年，我国政府开始发行期限为 10 年的长期债券。

## 10. 什么是固定利率债券？什么是浮动利率债券？

根据债券利率在偿还期内是否变化，可将债券区分为固定利率债券和浮动利率债券。

固定利率债券指在发行时规定利率在整个偿还期内不变的债券。固定利率债券不考虑市场变化因素，因而其筹资成本和投资收益可以事先预计，不确定性较小。但债券发行人和投资者仍然必须承担市场利率波动的风险。如果未来市场利率下降，发行人能以更低的利率发行新债券，则原来发行的债券成本就显得相对高昂，而投资者则获得了相对现行市场利率更高的报酬，原来发行的债券价格将上升；反之，如果未来市场利率上升，新发行债券的成本增大，则原来发行的债券成本就显得相对较低，而投资者的报酬则低于购买新债券的收益，原来发行的债券价格将下降。

浮动利率债券是指发行时规定债券利率随市场利率定期浮动的债券，也就是说，债券利率在偿还期内可以进行变动和调整。浮动利率债券往往是中长期债券。浮动利率债券的利率通常根据市场基准利率加上一定的利差来确定。美国浮动利率债券的利率水平主要参照 3 个月期限的国债利率，欧洲则主要参照伦敦同业拆借利率（指设在伦敦的银行相互之间短期贷款的利率，该利率被认为是伦敦金融市场利率的基准）。如 1984 年 4 月底，前苏联设在英国伦敦的莫斯科国民银行发行了 5000 万美元的 7 年期浮动利率债券，利率为伦敦同业拆借利率加 0.185%。

浮动利率债券的种类较多，如规定有利率浮动上、下限的浮动利率债券，规定利率到达指定水平时可以自动转换成固定利率债券的浮动利率债券，附有选择权的浮动利率债券，以及在偿还期的一段时间内实行固定利率，另一段时间内实行浮动利率的混合利率债券等。

由于债券利率随市场利率浮动，采取浮动利率债券形式可以避免债券的实际收益率与市场收益率之间出现任何重大差异，使发行人的成本和投资者的收益与市场变动趋势相一致。但债券利率的这种浮动性，也使发行人的实际成本和投资者的实际收益事前带有很大的不确定性，从而导致较高的风险。

## 11. 什么是国际债券？什么是欧洲债券？

国际债券是一国政府、金融机构、工商企业或国际组织为筹措和融通资金，在国外金融市场上发行的，以外国货币为面值的债券。国际债券的重要特征，是发行者和投资者属于不同的国家，筹集的资金来源于国外金融市场。国际债券的发行和交易，既可用来平衡发行国的国际收支，也可用来为发行国政府或企业引入资金从事开发和生产。

依发行债券所用货币与发行地点的不同，国际债券又可分为外国债券和欧洲债券。

外国债券是一国政府、金融机构、工商企业或国际组织在另一国发行的以当地国货币计值的债券。如 1982 年 1 月，中国国际信托投资公司在日本东京发行的 100 亿日元债券就是外国债券。

欧洲债券是一国政府、金融机构、工商企业或国际组织在国外债券市场上以第三国货币为面值发行的债券。例如，法国一家机构在英国债券市场上发行的以美元为面值的债券即是欧洲债券。欧洲债券的发行人、发行地以及

面值货币分别属于三个不同的国家。

欧洲债券产生于 60 年代,是随着欧洲货币市场的形成而兴起的一种国际债券。60 年代以后,由于美国资金不断外流,美国政府被迫采取一系列限制性措施。1963 年 7 月,美国政府开始征收“利息平衡税”,规定美国居民购买外国在美发行的证券,所得利息一律要付税。1965 年,美国政府又颁布条例,要求银行和其他金融机构限制对国外借款人的贷款数额。这两项措施使外国借款者很难在美国发行美元债券或获得美元贷款。另一方面,在 60 年代,许多国家有大量盈余美元,需要投入借贷市场获取利息,于是,一些欧洲国家开始在美国境外发行美元债券,这就是欧洲债券的由来。

欧洲债券最初主要以美元为计值货币,发行地以欧洲为主。70 年代后,随着美元汇率波动幅度增大,以德国马克、瑞士法郎和日元为计值货币的欧洲债券的比重逐渐增加。同时,发行地开始突破欧洲地域限制,在亚太、北美以及拉丁美洲等地发行的欧洲债券日渐增多。欧洲债券自产生以来,发展十分迅速。1992 年债券发行量为 2761 亿美元,1996 年的发行量增至 5916 亿美元,在国际债券市场上,欧洲债券所占比重远远超过了外国债券。欧洲债券之所以对投资者和发行者有如此巨大的魅力,主要有以下几方面原因:

第一,欧洲债券市场是一个完全自由的市场,债券发行较为自由灵活,既不需要向任何监督机关登记注册,又无利率管制和发行数额限制,还可以选择多种计值货币。

第二,发行欧洲债券筹集的资金数额大、期限长,而且对财务公开的要求不高,方便筹资者筹集资金。

第三,欧洲债券通常由几家大的跨国金融机构办理发行,发行面广,手续简便,发行费用较低。

第四,欧洲债券的利息收入通常免交所得税。

第五,欧洲债券以不记名方式发行,并可以保存在国外,适合一些希望保密的投资者需要。

第六,欧洲债券安全性和收益率高。欧洲债券发行者多为大公司、各国政府和国际组织,它们一般都有很高的信誉,对投资者来说是比较可靠的。同时,欧洲债券的收益率也较高。

## 12. 什么是扬基债券?什么是武士债券?什么是龙债券?

扬基债券、武士债券与龙债券是外国债券的三个品种。

扬基债券是在美国债券市场上发行的外国债券,即美国以外的政府、金融机构、工商企业和国际组织在美国国内市场发行的、以美元为计值货币的债券。“扬基”一词英文为“Yankee”,意为“美国佬”,由于在美国发行和交易的外国债券都是同“美国佬”打交道,故名扬基债券。扬基债券具有如下几个特点: 期限长、数额大。扬基债券的期限通常为 5~7 年,一些信誉好的大机构发行的扬基债券期限甚至可达 20~25 年。近年来,扬基债券发行额平均每次都在 7500 万到 1.5 亿美元之间,有些大额发行甚至高达几亿美元。 美国政府对其控制较严,申请手续远比一般债券繁琐。 发行者以外国政府和国际组织为主。 投资者以人寿保险公司、储蓄银行等机构为主。

扬基债券存在的时间已经很长,但在本世纪 80 年代以前,扬基债券的发行受到美国政府十分严格的控制,发行规模不大。80 年代中期以来,美国国



会顺应金融市场改革潮流，通过了证券交易修正案，简化了扬基债券发行手续。之后，扬基债券市场有了一定的发展，1992 年扬基债券的发行量为 232 亿美元，1996 年增至 405 亿美元。

武士债券是在日本债券市场上发行的外国债券，是日本以外的政府、金融机构、工商企业和国际组织在日本国内市场发行的以日元为计值货币的债券。“武士”是日本古时的一种很受尊敬的职业，后来人们习惯将一些带有日本特性的事物同“武士”一词连用，“武士债券”也因此得名。武士债券均为无担保发行，典型期限为 3~10 年，一般在东京证券交易所交易。

第一笔武士债券是亚洲开发银行在 1970 年 12 月发行的，早期武士债券的发行者主要是国际机构。1973~1975 年由于受到世界石油价格暴涨的影响，日本国际收支恶化，武士债券的发行相应中断。80 年代以后，日本贸易出现巨额顺差，国内资金充裕，日本放宽了对外国债券发行的限制，武士债券发行量大幅度增加，1996 年发行量达到了 355 亿美元。

我国金融机构进入国际债券市场发行外国债券就是从发行武士债券开始的。1982 年 1 月，中国国际信托投资公司在日本东京发行了 100 亿日元的武士债券。1984 年 11 月，中国银行又在日本东京发行了 200 亿日元的武士债券。

龙债券是以非日元的亚洲国家或地区货币发行的外国债券。龙债券是东亚经济迅速增长的产物。从 1992 年起，龙债券得到了迅速发展。龙债券在亚洲地区（香港或新加坡）挂牌上市，其典型偿还期限为 3~8 年。龙债券对发行人的资信要求较高，一般为政府及相关机构。龙债券的投资人包括官方机构、中央银行、基金管理人及个人投资者等。

### 13. 什么是国债？什么是凭证式国债、无记名（实物）国债、记账式国债？

国债是中央政府为筹集财政资金而发行的一种政府债券，是中央政府向投资者出具的、承诺在一定时期支付利息和到期偿还本金的债权债务凭证。

国债是国家信用的主要形式。中央政府发行国债的目的往往是弥补国家财政赤字，或者为一些耗资巨大的建设项目、以及某些特殊经济政策乃至为战争筹措资金。由于国债以中央政府的税收作为还本付息的保证，因此风险小，流动性强，利率也较其他债券低。

从债券形式来看，我国发行的国债可分为凭证式国债、无记名（实物）国债和记账式国债三种。

凭证式国债是一种国家储蓄债，可记名、挂失，以“凭证式国债收款凭证”记录债权，不能上市流通，从购买之日起计息。在持有期内，持券人如遇特殊情况需要提取现金，可以到购买网点提前兑取。提前兑取时，除偿还本金外，利息按实际持有天数及相应的利率档次计算，经办机构按兑付本金的 2‰收取手续费。

无记名（实物）国债是一种实物债券，以实物券的形式记录债权，面值不等，不记名，不挂失，可上市流通。发行期内，投资者可直接在销售国债机构的柜台购买。在证券交易所设立账户的投资者，可委托证券公司通过交易系统申购。发行期结束后，实物券持有者可在柜台卖出，也可将实物券交证券交易所托管，再通过交易系统卖出。

记账式国债以记账形式记录债权，通过证券交易所的交易系统发行和交易，可以记名、挂失。投资者进行记账式证券买卖，必须在证券交易所设立账户。由于记账式国债的发行和交易均无纸化，所以效率高，成本低，交易安全。

在 1997 年我国发行的国债中，凭证式国债占 68.13%，无记名国债占 16.39%，记账式国债占 14.26%，其他债券占 1.22%。

#### 14. 什么是贴现国债？什么是附息国债？

贴现国债和附息国债是依国债利息的支付方式不同而划分的。

贴现国债，指国债券面上不附有息票，发行时按规定的折扣率，以低于债券面值的价格发行，到期按面值支付本息的国债。贴现国债的发行价格与其面值的差额即为债券的利息。如投资者以 70 元的发行价格认购了面值为 100 元的 5 年期国债，那么，在 5 年到期后，投资者可兑付到 100 元的现金，其中 30 元的差价即为国债的利息，年息平均为 8.57%（即  $100 - 70 \div 70 \div 5 \times 100\%$ ）。美国的短期国库券和日本的贴现国债，都是较为典型的贴现国债。我国 1996 年开始发行贴现国债，期限分别为 3 个月、6 个月和 1 年。

附息国债，指债券券面上附有息票的债券，是按照债券票面载明的利率及支付方式支付利息的债券。息票上标有利息额、支付利息的期限和债券号码等内容。持有人可从债券上剪下息票，并据此领取利息。附息国债的利息支付方式一般是在偿还期内按期付息，如每半年或一年付息一次。

我国发行的国债多数为到期一次还本付息。1993 年第三期国债实行按年付息，成为我国第一期附息国债。1996 年 10 年期国债也实行按年付息。附息国债开始成为我国国债的一个重要品种。

#### 15. 什么是企业债券？企业债券有哪些种类？

企业债券通常又称为公司债券，是企业依照法定程序发行，约定在一定期限内还本付息的债券。企业债券代表着发债企业和投资者之间的一种债权债务关系。债券持有人是企业的债权人，不是所有者，无权参与或干涉企业经营管理，但债券持有人有权按期收回本息。企业债券与股票一样，同属有价证券，可以自由转让。

由于企业主要以本身的经营利润作为还本付息的保证，因此企业债券风险与企业本身的经营状况直接相关。如果企业发行债券后，经营状况不好，连续出现亏损，可能无力支付投资者本息，投资者就面临着受损失的风险。从这个意义上来说，企业债券是一种风险较大的债券。所以，在企业发行债券时，一般要对发债企业进行严格的资格审查或要求发行企业有财产抵押，以保护投资者利益。另一方面，在一定限度内，证券市场上的风险与收益成正相关关系，高风险伴随着高收益。企业债券由于具有较大风险，它们的利率通常也高于国债和地方政府债券。

企业债券按不同标准可以分为很多种类。最常见的分类有以下几种：

（1）按照期限划分，企业债券有短期企业债券、中期企业债券和长期企业债券。根据我国企业债券的期限划分，短期企业债券期限在 1 年以内，中期企业债券期限在 1 年以上 5 年以内，长期企业债券期限在 5 年以上。

(2) 按是否记名划分, 企业债券可分为记名企业债券和不记名企业债券。如果企业债券上登记有债券持有人的姓名, 投资者领取利息时要凭印章或其他有效的身份证明, 转让时要在债券上签名, 同时还要到发行公司登记, 那么, 它就称为记名企业债券, 反之称为不记名企业债券。

(3) 按债券有无担保划分, 企业债券可分为信用债券和担保债券。信用债券指仅凭筹资人的信用发行的、没有担保的债券, 信用债券只适用于信用等级高的债券发行人。担保债券是指以抵押、质押、保证等方式发行的债券, 其中, 抵押债券是指以不动产作为担保品所发行的债券, 质押债券是指以其有价证券作为担保品所发行的债券, 保证债券是指由第三者担保偿还本息的债券。

(4) 按债券可否提前赎回划分, 企业债券可分为可提前赎回债券和不可提前赎回债券。如果企业在债券到期前有权定期或随时购回全部或部分债券, 这种债券就称为可提前赎回企业债券, 反之则是不可提前赎回企业债券。

(5) 按债券票面利率是否变动, 企业债券可分为固定利率债券、浮动利率债券和累进利率债券。固定利率债券指在偿还期内利率固定不变的债券; 浮动利率债券指票面利率随市场利率定期变动的债券; 累进利率债券指随着债券期限的增加, 利率累进的债券。

(6) 按发行人是否给予投资者选择权分类, 企业债券可分为附有选择权的企业债券和不附有选择权的企业债券。附有选择权的企业债券, 指债券发行人给予债券持有人一定的选择权, 如可转换公司债券、有认股权证的企业债券、可退还企业债券等。可转换公司债券的持有者, 能够在一定时间内按照规定的价格将债券转换成企业发行的股票; 有认股权证的债券持有者, 可凭认股权证购买所约定的公司的股票; 可退还的企业债券, 在规定的期限内可以退还。反之, 债券持有人没有上述选择权的债券, 即是不附有选择权的企业债券。

(7) 按发行方式分类, 企业债券可分为公募债券和私募债券。公募债券指按法定手续经证券主管部门批准公开向社会投资者发行的债券; 私募债券指以特定的少数投资者为对象发行的债券, 发行手续简单, 一般不能公开上市交易。

## 16. 什么是金融债券? 金融债券有哪些种类?

金融债券是由银行和非银行金融机构发行的债券。在英、美等欧美国家, 金融机构发行的债券归类于公司债券。在我国及日本等国家, 金融机构发行的债券称为金融债券。

金融债券能够较有效地解决银行等金融机构的资金来源不足和期限不匹配的矛盾。一般来说, 银行等金融机构的资金有三个来源, 即吸收存款、向其他机构借款和发行债券。存款资金的特点之一, 是在经济发生动荡的时候, 易发生储户争相提款的现象, 从而造成资金来源不稳定; 向其他商业银行或中央银行借款所得的资金主要是短期资金, 而金融机构往往需要进行一些期限较长的投融资, 这样就出现了资金来源和资金运用在期限上的矛盾。发行金融债券比较有效地解决了这个矛盾。债券在到期之前一般不能提前兑换, 只能在市场上转让, 从而保证了所筹集资金的稳定性。同时, 金融机构发行债券时可以灵活规定期限, 比如为了一些长期项目投资, 可以发行期限较长

的债券。因此，发行金融债券可以使金融机构筹措到稳定且期限灵活的资金，从而有利于优化资产结构，扩大长期投资业务。由于银行等金融机构在一国经济中占有较特殊的地位，政府对它们的运营又有严格的监管，因此，金融债券的资信通常高于其他非金融机构债券，违约风险相对较小，具有较高的安全性。所以，金融债券的利率通常低于一般的企业债券，但高于风险更小的国债和银行储蓄存款利率。

按不同标准，金融债券可以划分为很多种类。最常见的分类有以下两种：

（1）根据利息的支付方式，金融债券可分为付息金融债券和贴现金融债券。如果金融债券上附有多期息票，发行人定期支付利息，则称为付息金融债券；如果金融债券是以低于面值的价格贴现发行，到期按面值还本付息，利息为发行价与面值的差额，则称为贴现债券。比如票面金额为 1000 元，期限为 1 年的贴现金融债券，发行价格为 900 元，1 年到期时支付给投资者 1000 元，那么利息收入就是 100 元，而实际年利率就是 11.11%（即  $1000 - 900 \div 900 \times 100\%$ ）。按照国外通常的做法，贴现金融债券的利息收入要征税，并且不能在证券交易所上市交易。

（2）根据发行条件，金融债券可分为普通金融债券和累进利息金融债券。普通金融债券按面值发行，到期一次还本付息，期限一般是 1 年、2 年和 3 年。普通金融债券类似于银行的定期存款，只是利率高些。累进利息金融债券的利率不固定，在不同的时间段有不同的利率，并且一年比一年高，也就是说，债券的利率随着债券期限的增加累进，比如面值 1000 元、期限为 5 年的金融债券，第一年利率为 9%，第二年利率为 10%，第三年为 11%，第四年为 12%，第五年为 13%。投资者可在第一年至第五年之间随时去银行兑付，并获得规定的利息。

此外，金融债券也可以像企业债券一样，根据期限的长短划分为短期债券、中期债券和长期债券；根据是否记名划分为记名债券和不记名债券；根据担保情况划分为信用债券和担保债券；根据可否提前赎回划分为可提前赎回债券和不可提前赎回债券；根据债券票面利率是否变动划分为固定利率债券、浮动利率债券和累进利率债券；根据发行人是否给予投资者选择权划分为附有选择权的债券和不附有选择权的债券等。

## 17. 债券的收益率如何计算？

人们投资债券时，最关心的就是债券收益有多少。为了精确衡量债券收益，一般使用债券收益率这个指标。债券收益率是债券收益与其投入本金的比率，通常用年率表示。债券收益不同于债券利息。债券利息仅指债券票面利率与债券面值的乘积。但由于人们在债券持有期内，还可以在债券市场进行买卖，赚取价差，因此，债券收益除利息收入外，还包括买卖盈亏差价。

决定债券收益率的主要因素，有债券的票面利率、期限、面值和购买价格。最基本的债券收益率计算公式为：

$$\text{债券收益率} = \frac{\text{到期本息和} - \text{发行价格}}{\text{发行价格} \times \text{偿还期限}} \times 100\%$$

由于债券持有人可能在债券偿还期内转让债券，因此，债券的收益率还可以分为债券出售者的收益率、债券购买者的收益率和债券持有期间的收益率。各自的计算公式如下：

$$\text{债券出售者的收益率} = \frac{\text{卖出价格} - \text{发行价格} + \text{持有期间的利息}}{\text{发行价格} \times \text{持有年限}} \times 100\%$$

$$\text{债券购买者的收益率} = \frac{\text{到期本息和} - \text{买入价格}}{\text{买入价格} \times \text{剩余期限}} \times 100\%$$

$$\text{债券持有期间的收益率} = \frac{\text{卖出价格} - \text{买入价格} + \text{持有期间的利息}}{\text{买入价格} \times \text{持有年限}} \times 100\%$$

如某人于 1995 年 1 月 1 日以 102 元的价格购买了一张面值为 100 元、利率为 10%、每年 1 月 1 日支付一次利息的 1991 年发行 5 年期国库券，并持有到 1996 年 1 月 1 日到期，则

$$\begin{aligned} \text{债券购买者的收益率} &= \frac{100 + 100 \times 10\% - 102}{102 \times 1} \times 100\% \\ &= 7.8\% \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{债券出售者的收益率} &= \frac{102 - 100 + 100 \times 10\% \times 4}{100 \times 4} \times 100\% \\ &= 10.5\% \end{aligned}$$

再如某人于 1993 年 1 月 1 日以 120 元的价格购买了面值为 100 元、利率为 10%、每年 1 月 1 日支付一次利息的 1992 年发行的 10 年期国库券，并持有到 1998 年 1 月 1 日以 140 元的价格卖出，则

$$\begin{aligned} \text{债券持有期间的收益率} &= \frac{140 - 120 + 100 \times 10\% \times 5}{120 \times 5} \times 100\% \\ &= 11.7\% \end{aligned}$$

以上计算公式没有考虑把获得的利息进行再投资的因素。把所获利息的再投资收益计入债券收益，据此计算出来的收益率，即为复利收益率。它的计算方法比较复杂，这里从略。

#### 18. 为什么要进行债券信用评级？世界上有哪些著名的债券信用评级机构？

进行债券信用评级的最主要原因，是方便投资者进行债券投资决策。投资者购买债券是要承担一定风险的。如果发行者到期不能偿还本息，投资者就会蒙受损失。发行者不能偿还本息是投资债券的最大风险，称为信用风险。债券的信用风险依发行者偿还能力不同而有所差异。对广大投资者尤其是中小投资者来说，由于受到时间、知识和信息的限制，无法对众多债券进行分析和选择，因此需要专业机构对准备发行的债券还本付息的可靠程度，进行客观、公正和权威的评定，也就是进行债券信用评级，以方便投资者决策。

债券信用评级的另一个重要原因，是减少信誉高的发行人的筹资成本。一般说来，资信等级越高的债券，越容易得到投资者的信任，能够以较低的利率出售；而资信等级低的债券，风险较大，只能以较高的利率发行。

目前国际上公认的最具权威性的信用评级机构，主要有美国标准·普尔公司和穆迪投资服务公司。上述两家公司负责评级的债券很广泛，包括地方政府债券、公司债券、外国债券等。由于它们占有详尽的资料，采用先进科学的分析技术，又有丰富的实践经验和大量专门人才，因此它们所做出的信用评级具有很高的权威性。标准·普尔公司信用等级标准从高到低可划分为：AAA 级、AA 级、A 级、BBB 级、BB 级、B 级、CCC 级、CC 级、C 级和 D 级。穆

迪投资服务公司信用等级标准从高到低可划分为：Aaa 级、Aa 级、A 级、Baa 级、Ba 级、B 级、Caa 级、Ca 级和 C 级。两家机构信用等级划分大同小异。前四个级别债券信誉高，违约风险小，是“投资级债券”，第五级开始的债券信誉低，是“投机级债券”。

标准·普尔公司和穆迪投资服务公司都是独立的私人企业，不受政府控制，也独立于证券交易所和证券公司。它们所做出的信用评级不具有向投资者推荐这些债券的含义，只是供投资者决策时参考，因此，它们对投资者负有道义上的义务，但并不承担任何法律上的责任。

## 19. 什么是可转换公司债券？

可转换公司债券（简称可转换债券）是一种可以在特定时间、按特定条件转换为普通股股票的特殊企业债券。可转换债券兼具有债券和股票的特性，含有以下三个特点：

（1）债权性。与其他债券一样，可转换债券也有规定的利率和期限。投资者可以选择持有债券到期，收取本金和利息。

（2）股权性。可转换债券在转换成股票之前是纯粹的债券，但在转换成股票之后，原债券持有人就由债权人变成了公司的股东，可参与企业的经营决策和红利分配。

（3）可转换性。可转换性是可转换债券的重要标志，债券持有者可以按约定的条件将债券转换成股票。转股权是投资者享有的、一般债券所没有的选择权。可转换债券在发行时就明确约定，债券持有者可按照发行时约定的价格将债券转换成公司的普通股股票。如果债券持有者不想转换，则可继续持有债券，直到偿还期满时收取本金和利息，或者在流通市场出售变现。

可转换债券的投资者还享有将债券回售给发行人的权利。一些可转换债券附有回售条款，规定当公司股票的市场价格持续低于转股价（即按约定可转换债券转换成股票的价格）达到一定幅度时，债券持有人可以把债券按约定条件回售给债券发行人。

另外，可转换债券的发行人拥有强制赎回债券的权利。一些可转换债券在发行时附有强制赎回条款，规定在一定时期内，若公司股票的市场价格高于转股价达到一定幅度并持续一段时间时，发行人可按约定条件强制赎回债券。

由于可转换债券附有一般债券所没有的选择权，因此，可转换债券利率一般低于普通公司债券利率，企业发行可转换债券有助于降低其筹资成本。但可转换债券在一定条件下可转换成公司股票，因而会影响到公司的所有权。

可转换债券兼具债券和股票双重特点，较受投资者欢迎。我国证券市场早期进行过可转换债券的试点，如深宝安、中纺机、深南玻等企业先后在境内外发行了可转换债券。1996 年，我国政府决定要选择有条件的公司进行可转换债券的试点，并于 1997 年颁布了《可转换公司债券管理暂行办法》。

## 20. 企业为什么要发行企业债券？如何选择债券发行种类和发行条件？

企业在生产经营过程中，可能会由于种种原因需要使用大量资金，如扩

大业务规模，筹建新项目，兼并收购其他企业，以及弥补亏损等。在企业自有资金不能完全满足其资金需求时，便需要向外部筹资。通常，企业对外筹资的渠道有三个：发行股票、发行债券和向银行等金融机构借款。

由于股票经常是溢价发行，故股票筹资的实际成本较低，而且筹集的资金不用偿还，没有债务负担。但股票发行手续复杂，前期准备时间长，还要公布公司财务状况，受到的制约较多。此外，增发股票还导致股权稀释，影响到现有股东的利益和对公司的控制权。

向银行等金融机构借款通常较为方便，能较快满足企业的资金需求，但信贷的期限一般较短，资金的使用范围往往受到严格的限制，有时信贷还附有一定的附加条件。而且，在企业经营情况不佳时，银行往往不愿意提供贷款。

相对而言，发行债券所筹集的资金期限较长，资金使用自由，而且购买债券的投资者无权干涉企业的经营决策，现有股东对公司的所有权不变，从这一角度看，发行债券在一定程度上弥补了股票筹资和向银行借款的不足。因此，发行债券是许多企业非常愿意选择的一种筹资方式。但是，债券筹资也有其不足之处，主要是由于公司债券投资的风险性较大，发行成本一般高于银行贷款，还本付息对公司构成较重的财务负担。企业通常权衡这三种方式的利弊得失后，再选择最恰当的形式筹集所需资金。

企业在决定通过债券筹集资金后，接着就要考虑发行何种类型的债券以及发行债券的条件。债券发行的条件指债券发行者发行债券筹集资金时所必须考虑的有关因素，具体包括发行额、面值、期限、偿还方式、票面利率、付息方式、发行价格、发行费用、有无担保等。由于公司债券通常是以发行条件进行分类的，所以，确定发行条件的同时也就确定了所发行债券的种类。适宜的发行条件可使筹资者顺利地筹集资金，使承销机构顺利地销售出债券，也使投资者易于做出投资决策。在选择债券发行条件时，企业应根据债券发行条件的具体内容综合考虑下列因素：

（1）发行额。债券发行额指债券发行人一次发行债券时预计筹集的资金总量。企业应根据自身的资信状况、资金需求程度、市场资金供给情况、债券自身的吸引力等因素进行综合判断后再确定一个合适的发行额。发行额定得过高，会造成发售困难；发行额太小，又不易满足筹资的需求。

（2）债券面值。债券面值即债券票面上标出的金额，企业可根据不同认购者的需要，使债券面值多样化，既有大额面值，也有小额面值。

（3）债券的期限。从债券发行日起到偿还本息日止的这段时间称为债券的期限。企业通常根据资金需求的期限、未来市场利率走势、流通市场的发达程度、债券市场上其他债券的期限情况、投资者的偏好等来确定发行债券的期限结构。一般而言，当资金需求量较大，债券流通市场较发达，利率有上升趋势时，可发行中、长期债券，否则，应发行短期债券。

（4）债券的偿还方式。按照债券的偿还日期的不同，债券的偿还方式可分为期满偿还、期中偿还和延期偿还三种或可提前赎回和不可提前赎回两种；按照债券的偿还形式的不同，可分为以货币偿还、以债券偿还和以股票偿还三种。企业可根据自身实际情况和投资者的需求灵活做出决定。

（5）票面利率。票面利率可分为固定利率和浮动利率两种。一般地，企业应根据自身资信情况、公司承受能力、利率变化趋势、债券期限的长短等决定选择何种利率形式与利率的高低。

(6) 付息方式。付息方式一般可分为一次性付息和分期付息两种。企业可根据债券期限情况、筹资成本要求、对投资者的吸引力等确定不同的付息方式，如对中长期债券可采取分期付息方式，按年、半年或按季度付息等，对短期债券可以采取一次性付息方式等。

(7) 发行价格。债券的发行价格即债券投资者认购新发行的债券时实际支付的价格。债券的发行价格可分为平价发行（按票面值发行）、折价发行（以低于票面值的价格发行）和溢价发行（以高于票面值的价格发行）三种。选择不同发行价格的主要考虑因素是使投资者得到的实际收益与市场收益率相近。因此，企业可根据市场收益率和市场供求情况相机抉择。

(8) 发行方式。企业可根据市场情况、自身信誉和销售能力等因素，选择采取向特定投资者发行的私募方式、还是向社会公众发行的公募方式；是自己直接向投资者发行的直接发行方式、还是让证券中介机构参与的间接发行方式；是公开招标发行方式、还是与中介机构协商议价的非招标发行方式等。

(9) 是否记名。记名公司债券转让时必须在债券上背书，同时还必须到发行公司登记，而不记名公司债券则无需如此。因此，不记名公司债券的流动性要优于记名公司债券。企业可根据市场需求等情况决定是否发行记名债券。

(10) 担保情况。发行的债券有无担保，是债券发行的重要条件之一。一般而言，由信誉卓著的第三者担保或以企业自己的财产作抵押担保，可以增加债券投资的安全性，减少投资风险，提高债券的吸引力。企业可以根据自身的资信状况决定是否以担保形式发行债券。通常，大金融机构、大企业发行的债券多为无担保债券，而信誉等级较低的中小企业大多发行有担保债券。

(11) 债券选择权情况。附有选择权的公司债券指在债券发行中，发行者给予持有者一定的选择权，如可转换公司债券、有认股权证的公司债券、可退还的公司债券等。一般说来，有选择权的债券利率较低，也易于销售。但可转换公司债券在一定条件下可转换成公司发行的股票，有认股权证的债券持有人可凭认股权证购买所约定的公司的股票等，因而会影响到公司的所有权。可退还的公司债券在规定的期限内可以退还给发行人，因而增加了企业的负债和流动性风险。企业可根据自身资金需求情况、资信状况、市场对债券的需求情况以及现有股东对公司所有权的要求等选择是否发行有选择权的债券。

(12) 发行费用。债券发行费用，指发行者支付给有关债券发行中介机构和服务机构的费用。债券发行者应尽量减少发行费用，在保证发行成功和有关服务质量的前提下，选择发行费用较低的中介机构和服务机构。

## 21. 我国债券市场是怎样发展起来的？基本状况如何？

我国首次发行的债券，是 1894 年清政府为支付甲午战争军费的需要，由户部向富商巨贾发行的，当时称作“息借商款”，发行总额为白银 1100 多万两。甲午战争后，清政府为交付赔款，又发行了公债，总额为白银 1 亿两（当时称“昭信股票”）。

自清政府开始发行公债以后，旧中国历届政府为维持财政平衡，都发行



了大量公债。北洋政府、广东国民政府、武汉国民政府、粤汉政府以及蒋介石政府先后发行了数十种债券。

新中国成立后,我国中央人民政府曾于1950年1月发行了人民胜利折实公债,实际发行额折合人民币为2.6亿元,该债券于1956年11月30日全部还清本息。1954年,我国又发行了国家经济建设公债,到1958年共发行了5次,累计发行39.35亿元,至1968年全部偿清。此后20余年内,我国未再发行任何债券。

1981年,为平衡财政预算,财政部开始发行国库券,发行对象是企业、政府机关、团体、部队、事业单位和个人,到1997年已连续发行了17年。

1987年,为促进国家的基础设施建设,为大型项目筹集中长期建设资金,我国发行了3年期的国家重点建设债券,发行对象是地方政府、地方企业、机关团体、事业单位和城乡居民,发行总额为55亿元。

1988年,为支持国家重点建设,我国发行了2年期国家建设债券,发行对象为城乡居民、基金会组织、金融机构和企事业单位,发行额为80亿元。

1988年,为弥补财政赤字,筹集建设资金,我国又发行了财政债券,至1992年共发行了5次,发行总额为337.03亿元。除1988年发行的是2年期和5年期债券外,其余年份均为5年期债券。发行对象主要是专业银行、综合性银行及其他金融机构。

1989年,我国政府发行了只对企事业单位、不对个人的特种债券。该债券从1989年到1992年共发行了4次,期限均为5年。

1989年,银行实行保值贴补率政策后,财政部开始发行带有保值贴补的保值公债。计划发行额为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,其年利率随银行3年期定期储蓄存款利率浮动,加保值贴补率,再外加1个百分点。1989年保值公债实际发行了87.43亿元,未发行完的部分,转入1990年继续发行。

1988年,我国国家专业投资公司和石油部、铁道部也发行了总额为80亿元的基本建设债券,发行对象是四大国家专业银行,期限为5年。1989年,又发行了14.59亿元的基本建设债券,发行对象为全国城乡个人,期限为3年。1992年,该债券与重点企业债券合并为国家投资公司债券。

1992年,我国还开办了国债期货交易,但由于国债期货投机现象严重,且风险控制滞后,监管力度不足,1995年5月17日,经国务院同意,国债期货市场暂时停止交易。

随着国债市场的发展和壮大,我国金融债券和企业债券市场也应运而生。1984年,我国开始出现企业债券,当时主要是一些企业自发地向社会和企业内部职工筹资。1987年,我国一些大企业开始发行重点企业债券。1988年,重点企业债券改由各国家专业银行代理国家专业投资公司发行。以后,我国又陆续出现了企业短期融资债券、内部债券、住宅建设债券和地方投资公司债券等。

1985年,中国工商银行、中国农业银行开始在国内发行人民币金融债券。此后,各银行及信托投资公司相继发行了人民币金融债券。1991年,中国人民建设银行和中国工商银行共同发行了100亿元的国家投资债券。1994年,随着各政策性银行的成立,政策性金融债券也开始诞生。1996年,为筹集资金专门用于偿还不规范证券回购债务,部分金融机构开始发行特种金融债券。

1982年，我国开始在国际资本市场发行债券，当年中国国际信托投资公司在东京发行了100亿日元的武士债券。此后，财政部、银行与信托投资公司、有关企业等相继进入国际债券市场，在日本、美国、新加坡、英国、德国、瑞士等国发行外国债券和欧洲债券。目前，我国债券市场正日益走向成熟和壮大。这表现在：

(1) 市场规模迅速扩大，一级市场和二级市场均取得了长足的发展。1996年，我国国内债券发行总额为3172.29亿元，兑付额为1358.94亿元，其中，国债发行额为1847.77亿元，兑付额为786.64亿元，期末余额为4361.43亿元，上海证交所成交额为17401.54亿元，深圳证交所为636.35亿元。1996年，我国企业债券发行额为268.92亿元，兑付额为317.80亿元，期末余额为597.73亿元，上海证交所成交额为116.12亿元，深圳证交所为2997万元；政策性金融债券发行额为1041亿元，兑付额为254.50亿元，期末余额为2399.30亿元；其他金融债券发行额为14.60亿元，期末余额为109.89亿元；国家投资债券期末余额为139.39亿元，国家投资公司债券期末余额为119.19亿元。1996年，我国对外债券发行总额达到了17.28亿美元，期末余额为11.18亿美元。

(2) 债券品种与期限结构进一步多样化。以国债为例，1996年相继推出了贴现国债、附息国债等新品种，在期限上，推出了3个月期限的短期国债和7年、10年期的长期国债，初步形成了合理的国债期限结构。

(3) 债券市场的监管和法制建设逐步完善，先后颁布了《企业债券管理条例》、《中华人民共和国国库券条例》、《禁止证券欺诈行为暂行办法》、《中华人民共和国国债一级自营商管理办法（试行）》、《可转换公司债券管理暂行办法》等法律和法规，初步形成了较合理的债券市场监管制度与法规体系。

## 22. 企业债的利息收入和国债的利息收入是不是都要纳税？

世界上大多数国家都规定，购买国债所获的利息收入不纳税，购买企业债所获利息收入应纳税。我国也规定国债利息收入免税，企业债的利息收入应按有关规定纳税。

国债是中央政府发行的债券，国家可以在国债市场上筹资弥补财政赤字，或者为国家重点项目融通资金，还可以利用国债市场调节货币流通量。为了鼓励投资者购买国债，促进国债市场的发展，各国一般都规定投资者购买国债所获得的利息收入不纳税。

投资者投资企业债券所获取的利息收入，属于投资者的证券投资收入，在没有特殊的减免税规定时，均须按章纳税。此外，企业发行债券的利息支出是纳入企业成本的，在税前支付。对企业而言，在其发放债券利息前的利润中，用于支付债券利息的那部分实际上是免税的，这也是投资者获取的债券利息应纳税的原因之一。

国债利息收入的免税待遇对投资者，尤其是收入较高的投资者，有很大的吸引力。因为大多数国家的税率都是逐级累进的，投资者购买国债，可以不用担心自己的收入增加而使税率再上一个等级。相反，企业债券的利率虽然高，却有可能使投资者按更高的税率纳税，税后收益反而可能下降。

### 三、期 货

#### 1. 什么是金融衍生产品？它包括哪些种类？

衍生产品是英文(Derivatives)的中文意译,其原意是派生物、衍生物的意思。金融衍生产品通常是指从原生资产(UnderlyingAssets)派生出来的金融工具。由于许多金融衍生产品交易在资产负债表上没有相应科目,因而也被称为“资产负债表外交易(简称表外交易)”。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,只有在满期日以实物交割方式履约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,可以分为远期、期货、期权和掉期四大类。

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的种类、数量、质量作出了统一规定。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。

掉期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,掉期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(CashFlow)的合约。较为常见的是利率掉期合约和货币掉期合约。掉期合约中规定的交换货币是同种货币,则为利率掉期;是异种货币,则为货币掉期。

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、质量原生资产的权利。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。

(2) 根据原生资产大致可以分为四类,即股票、利率、汇率和商品。如果再加以细分,股票类中又包括具体的股票和由股票组合形成的股票指数;利率类中又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;货币类中包括各种不同币种之间的比值;商品类中包括各类大宗实物商品。具体见表3-1:

表3-1 根据原生资产对金融衍生产品的分类

对象	原生资产	金融衍生产品
利率	短期存款	利率期货、利率远期、利率期权、利率掉期合约等
	长期债券	债券期货、债券期权合约等
股票	股票	股票期货、股票期权合约等
	股票指数	股票指数期货、股票指数期权合约等
货币	各类现汇	货币远期、货币期货、货币期权、货币掉期合约等
商品	各类实物商品	商品远期、商品期货、商品期权、商品掉期合约等

(3) 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履约担保责任的特点。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有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。但是，由于每个交易的清算是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客户。掉期交易和远期交易是具有代表性的柜台交易的衍生产品。

据统计，在金融衍生产品的持仓量中，按交易形态分类，远期交易的持仓量最大，占整体持仓量的 42%，以下依次是掉期（27%）、期货（18%）和期权（13%）。按交易对象分类，以利率掉期、利率远期交易等为代表的有关利率的金融衍生产品交易占市场份额最大，为 62%，以下依次是货币衍生产品（37%）和股票、商品衍生产品（1%）。1989 年到 1995 年的 6 年间，金融衍生产品市场规模扩大了 5.7 倍。各种交易形态和各种交易对象之间的差距并不大，整体上呈高速扩大的趋势。

## 2. 什么是期货交易？期货交易有什么特征？

期货交易是一种集中交易标准化远期合约的交易形式。即交易双方在期货交易所通过买卖期货合约并根据合约规定的条款约定在未来某一特定时间和地点，以某一特定价格买卖某一特定数量和质量的商品的交易行为。期货交易的最终目的并不是商品所有权的转移，而是通过买卖期货合约，回避现货价格风险。

从历史过程看，期货交易是由现货交易发展而来的。在 13 世纪比利时的安特卫普、17 世纪荷兰的阿姆斯特丹和 18 世纪日本的大阪，就已经出现了期货交易的雏形。现代有组织的期货交易产生于美国芝加哥。1848 年，芝加哥期货交易所（CBOT）开始从事农产品的远期买卖。为了避免农产品价格剧烈波动的风险，农场主和农产品贸易商、加工商一开始就采用了现货远期合约的方式来进行商品交换，以期稳定货源和销路，减少价格波动的风险。随着交易规模的扩大，现货远期合约的交易逐渐暴露出一些弊端：一是现货远期合约没有统一规定内容，是非规范化合约，每次交易都需双方重新签订合同，增加了交易成本，降低了交易效率。二是由于远期合约的内容条款各式各样，某一具体的合约不能被广泛认可，使合约难以顺利转让，降低了合约的流动性。三是远期合约的履行以交易双方的信用为基础，容易发生违约行为。四是远期合约的价格不具有广泛的代表性，形不成市场认可的、比较合理的预期价格。因此，早期的芝加哥期货交易所经常发生交易纠纷和违约，使商品交易受到很大制约，市场发展受到一定限制。为了减少交易纠纷，简化交易手续，增强合约流动性，提高市场效率，1865 年芝加哥期货交易所推出标准化的期货合约交易，取代了原有的现货远期合约交易，后又推出履约保证金制度和统一结算制度。

与现货交易相比，期货交易的主要特征是：

- (1) 期货合约是由交易所制订的、在期货交易所内进行交易的合约。
- (2) 期货合约是标准化的合约。合约中的各项条款，如商品数量、商品质量、保证金比率、交割地点、交割方式以及交易方式等都是标准化的，合约中只有价格一项是通过市场竞价交易形成的自由价格。
- (3) 实物交割率低。期货合约的了结并不一定必须履行实际交货的义务，买卖期货合约者在规定的交割日期前任何时候都可通过数量相同、方向相反的交易将持有的合约相互抵销，无需再履行实际交货的义务。因此，期货交易中实物交割量占交易量的比重很小，一般小于 5%。
- (4) 期货交易实行保证金制度。交易者不需付出与合约金额相等的全额货款，只需付 3% ~ 15% 的履约保证金。
- (5) 期货交易所为交易双方提供结算交割服务和履约担保，实行严格的结算交割制度，违约的风险很小。

### 3. 什么是期货合约？什么是上市品种？

期货合约指由期货交易所统一制订的、规定在将来某一特定的时间和地点交割一定数量和质量实物商品或金融商品的标准化合约。期货合约的标准化条款一般包括：

- (1) 交易数量和单位条款。每种商品的期货合约规定了统一的、标准化的数量和数量单位，统称“交易单位”。例如，美国芝加哥期货交易所规定小麦期货合约的交易单位为 5000 蒲式耳（每蒲式耳小麦约为 27.24 公斤），每张小麦期货合约都是如此。如果交易者在该交易所买进一张（也称一手）小麦期货合约，就意味着在合约到期日需买进 5000 蒲式耳小麦。
- (2) 质量和等级条款。商品期货合约规定了统一的、标准化的质量等级，一般采用被国际上普遍认可的商品质量等级标准。例如，由于我国黄豆在国际贸易中所占的比例比较大，所以在日本名古屋谷物交易所就以我国产黄豆为该交易所黄豆质量等级的标准品。
- (3) 交割地点条款。期货合约为期货交易的实物交割指定了标准化的、统一的实物商品的交割仓库，以保证实物交割的正常进行。
- (4) 交割期条款。商品期货合约对进行实物交割的月份作了规定，一般规定几个交割月份，由交易者自行选择。例如，美国芝加哥期货交易所为小麦期货合约规定的交割月份就有 7 月、9 月、12 月，以及下一年的 3 月和 5 月，交易者可自行选择交易月份进行交易。如果交易者买进 7 月份的合约，要么 7 月前平仓了结交易，要么 7 月份进行实物交割。
- (5) 最小变动价位条款。指期货交易时买卖双方报价所允许的最小变动幅度，每次报价时价格的变动必须是这个最小变动价位的整数倍。
- (6) 每日价格最大波动幅度限制条款。指交易日期货合约的成交价格不能高于或低于该合约上一交易日结算价的一定幅度，达到该幅度则暂停该合约的交易。例如，芝加哥期货交易所小麦合约的每日价格最大波动幅度为每蒲式耳不高于或不低于上一交易日结算价 20 美分（每张合约 1000 美元）。
- (7) 最后交易日条款。指期货合约停止买卖的最后截止日期。每种期货合约都有一定的月份限制，到了合约月份的一定日期，就要停止合约的买卖，准备进行实物交割。例如，芝加哥期货交易所规定，玉米、大豆、豆粕、豆

油、小麦期货的最后交易日为交割月最后营业日往前数的第七个营业日。

除此之外，期货合约还包括交割方式、违约及违约处罚等条款。

期货上市品种，指期货合约交易的标的物，如合约所代表的玉米、铜、石油等。并不是所有的商品都适于做期货交易，在众多的实物商品中，一般而言只有具备下列属性的商品才能作为期货合约的上市品种：

一是价格波动大。只有商品的价格波动较大，意图回避价格风险的交易者才需要利用远期价格先把价格确定下来。如果商品价格基本不变，比如，商品实行的是垄断价格或计划价格，商品经营者就没有必要利用期货交易固定价格或锁定成本。

二是供需量大。期货市场功能的发挥是以商品供需双方广泛参加交易为前提的，只有现货供需量大的商品才能在大范围进行充分竞争，形成权威价格。

三是易于分级和标准化。期货合约事先规定了交割商品的质量标准，因此，期货品种必须是质量稳定的商品，否则，就难以进行标准化。

四是易于储存、运输。商品期货一般都是远期交割的商品，这就要求这些商品易于储存、不易变质、便于运输，保证期货实物交割的顺利进行。

根据交易品种，期货交易可分为两大类：商品期货和金融期货。以实物商品，如玉米、小麦、铜、铝等作为期货品种的属商品期货。以金融产品，如汇率、利率、股票指数等作为期货品种的属于金融期货。金融期货品种一般不存在质量问题，交割也大都采用差价结算的现金交割方式。我国禁止金融期货交易，只进行商品期货交易的试点，上市品种主要有铜、铝、大豆、小麦和天然橡胶等。

现附两种期货合约供参考。

#### 芝加哥期货交易所（CBOT）小麦期货合约

交易单位	5000 蒲式耳
最小变动价位	每蒲式耳 1/4 美分（每张合约 12.50 美元）
每日价格最大波动限制	每蒲式耳不高于或不低于上一交易日结算价
波动限制	20 美分（每张合约 1000 美元），现货月份无限制
合约月份	7、9、12、3、5
交易时间	上午 9 30～下午 1 15（芝加哥时间），到期合约最后交易日交易截止时间为当日中午
最后交易日	交割月最后营业日倒数第七个营业日
交割等级	2 号软红麦、2 号硬红冬麦、2 号黑北春麦、1 号北春麦，替代品种价格差距由交易所规定

#### 海南中商期货交易所（CCFE）天然橡胶合约

交易单位：每张 5 吨

最小变动价位：每张合约 25 元

每日价格最大波动限制：每张合约价格波动不高于或不低于上一交易日结算价 2000 元

合约月份：1、3、4、5、6、8、9、10、11  
交易时间：每周一至周五上午 10 00 ~ 11 30( 北京时间，节假日除外)  
最后交易日：交割月最后营业日往前数第十个营业日  
票据交换日：交割月最后营业日往前数第三个营业日  
交割等级：符合 GB8081-87 国产一级标准橡胶（SCRS），国际标准绿皮进口 3 号橡胶（RSS3）  
交割地点：海口、上海、湛江、青岛、天津、昆明  
交易保证金：交易金额的 5%  
交易手续费：每张 15 元  
实物交割手续费：每张 100 元

#### 4. 什么是商品期货？商品期货主要有哪些品种？

商品期货是指标的物为实物商品的期货合约。商品期货历史悠久，种类繁多，主要包括农副产品、金属产品、能源产品等几大类。具体而言，农副产品约 20 种，包括玉米、大豆、小麦、稻谷、燕麦、大麦、黑麦、猪肚、活猪、活牛、小牛、大豆粉、大豆油、可可、咖啡、棉花、羊毛、糖、橙汁、菜籽油等，其中大豆、玉米、小麦被称为三大农产品期货；金属产品 9 种，包括金、银、铜、铝、铅、锌、镍、钨、铂；化工产品 5 种，有原油、取暖用油、无铅普通汽油、丙烷、天然橡胶；林业产品 2 种，有木材、夹板。

各国交易的商品期货的品种也不完全相同，这与各国的市场情况直接相关。例如，美国市场进行火鸡的期货交易，日本市场则开发了茧丝、生丝、干茧等品种。除了美国、日本等主要发达国家以外，欧洲、美洲、亚洲的一些国家也先后设立了商品期货交易所。这些国家的期货商品，主要是本国生产并在世界市场上占重要地位的商品。例如，新加坡和马来西亚主要交易橡胶期货；菲律宾交易椰子期货；巴基斯坦、印度交易棉花期货；加拿大主要交易大麦、玉米期货；澳大利亚主要交易生牛、羊毛期货；巴西主要交易咖啡、可可、棉花期货。

新中国成立前，中国期货市场主要的期货商品包括：金、银、皮毛、花纱布、粮油、面粉、麸皮、棉布等。现在的中国期货市场起步于 90 年代初，目前上市的商品期货有农产品、有色金属、化工建材等 35 个品种，其中正式品种 10 个，试运行品种 25 个，从交易情况看，铜、铝、大豆、天然橡胶、绿豆等少数品种期货交易比较活跃。

#### 5. 什么是金融期货？金融期货主要有哪些品种？

金融期货（Financial Futures）指以金融工具为标的物的期货合约。金融期货作为期货交易中的一种，具有期货交易的一般特点，但与商品期货相比较，其合约标的物不是实物商品，而是传统的金融商品，如证券、货币、汇率、利率等。

金融期货交易产生于本世纪 70 年代的美国市场。1972 年，美国芝加哥商业交易所的国际货币市场开始国际货币的期货交易，1975 年芝加哥商业交易所开展房地产抵押券的期货交易，标志着金融期货交易的开始。现在，芝加哥商业交易所、纽约期货交易所和纽约商品交易所等都进行各种金融工具

的期货交易，货币、利率、股票指数等都被作为期货交易的对象。目前，金融期货交易在许多方面已经走在商品期货交易的前面，占整个期货市场交易量的 80% 以上，成为西方金融创新成功的例证。

与金融相关联的期货合约品种很多。目前已经开发出来的品种主要有三大类：

（1）利率期货，指以利率为标的物的期货合约。世界上最先推出的利率期货是于 1975 年由美国芝加哥商业交易所推出的美国国民抵押协会的抵押证期货。利率期货主要包括以长期国债为标的物的长期利率期货和以三个月短期存款利率为标的物的短期利率期货。

（2）货币期货，指以汇率为标的物的期货合约。货币期货是适应各国从事对外贸易和金融业务的需要而产生的，目的是借此规避汇率风险。1972 年美国芝加哥商业交易所的国际货币市场推出第一张货币期货合约并获得成功。其后，英国、澳大利亚等国相继建立货币期货的交易市场，货币期货交易成为一种世界性的交易品种。目前国际上货币期货合约交易所涉及的货币主要有英镑、美元、德国马克、日元、瑞士法郎、加拿大元、法国法郎、澳大利亚元以及欧洲货币单位等。

（3）股票指数期货，指以股票指数为标的物的期货合约。股票指数期货是目前金融期货市场最热门和发展最快的期货交易。股票指数期货不涉及股票本身的交割，其价格根据股票指数计算，合约以现金清算形式进行交割。

## 6. 什么是股票指数期货？股票指数期货有什么特点？

股票指数期货（以下简称股指期货）是一种以股票价格指数作为标的物的金融期货合约。股市投资者在股票市场上面临的风险可分为两种。一种是股市的整体风险，又称为系统风险，即所有或大多数股票的价格一起波动的风险。另一种是个股风险，又称为非系统风险，即持有单个股票所面临的市场价格波动风险。通过投资组合，即同时购买多种风险不同的股票，可以较好地规避非系统风险，但不能有效地规避整个股市下跌所带来的系统风险。进入本世纪 70 年代以后，西方国家股票市场波动日益加剧，投资者规避股市系统风险的要求也越来越迫切。由于股票指数基本上能代表整个市场股票价格变动的趋势和幅度，人们开始尝试着将股票指数改造成一种可交易的期货合约并利用它对所有股票进行套期保值，规避系统风险，于是股指期货应运而生。

利用股指期货进行套期保值的原理是根据股票指数和股票价格变动的同方向趋势，在股票的现货市场和股票指数的期货市场上作相反的操作来抵消股价变动的风险。股指期货合约的价格等于某种股票指数的点数乘以规定的每点价格。各种股指期货合约每点的价格不尽相同，比如，恒生指数每点价格为 50 港元，即恒生指数每降低一个点，则该期货合约的买者（多头）每份合约就亏 50 港元，卖者每份合约则赚 50 港元。

比如，某投资者在香港股市持有总市值为 200 万港元的 10 种上市股票。该投资者预计东南亚金融危机可能会引发香港股市的整体下跌，为规避风险，进行套期保值，在 13000 点的价位上卖出 3 份 3 个月到期的恒生指数期货。随后的两个月，股市果然大幅下跌，该投资者持有股票的市值由 200 万港元贬值为 155 万港元，股票现货市场损失 45 万港元。这时恒生指数期货亦



下跌至 10000 点，于是该投资者在期货市场上以平仓方式买进原有的 3 份合约，实现期货市场的平仓盈利 45 万港元 $[(13000 - 10000) \times 50 \times 3]$ ，期货市场的盈利恰好抵消了现货市场的亏损，较好地实现了套期保值。同样，股指期货也像其他期货品种一样，可以利用买进卖出的差价进行投机交易。

股指期货除具有金融期货的一般特点外，还具有一些自身的特点。股指期货合约的交易对象既不是具体的实物商品，也不是具体的金融工具，而是衡量各种股票平均价格变动水平的无形的指数；一般商品和其他金融期货合约的价格是以合约自身价值为基础形成的，而股指期货合约的价格是股指点数乘以人为规定的每点价格形成的；股指期货合约到期后，合约持有人只需交付或收取到期日股票指数与合约成交指数差额所对应的现金，即可了结交易。比如投资者在 9000 点的位置买入 1 份恒生指数期货合约后，一直将其持有到期，假设到期日恒生指数为 10000 点，则投资者无须进行与股票相关的实物交割，而是采用收取 5 万元现金 $[(10000 - 9000) \times 50]$ 的方式了结交易。这种现金交割方式也是股指期货合约的一大特点。

## 7. 什么是利率期货？利率期货有什么特点？

利率期货是指以债券类证券为标的物的期货合约，它可以回避银行利率波动所引起的证券价格变动的风险。利率期货一般可分为短期利率期货和长期利率期货，前者大多以银行同业拆借市场 3 月期利率为标的物，后者大多以 5 年期以上长期债券为标的物。利率波动使得金融市场上的借贷双方均面临利率风险，特别是越来越多持有国家债券的投资者，急需回避风险、套期保值的工具，在此情形下，利率期货应运而生。最早开办利率期货业务的是美国。70 年代末，由于受两次石油危机的冲击，美国和西方各主要资本主义国家的利率波动非常剧烈，使借贷双方面临着巨大的风险。为了降低或回避利率波动的风险，1975 年 9 月，美国芝加哥商业交易所首先开办了利率期货——美国国民抵押协会抵押证期货，随后又分别推出了短期国库券、中长期国库券、商业银行定期存款证、欧洲美元存款等金融工具的利率期货。进入 80 年代，英国、日本、加拿大、澳大利亚、法国、德国、香港等国家和地区也分别推出了各自的利率期货。

影响利率期货价格波动的因素主要有：货币供应量。当货币供应不足时，利率上升；货币供应过剩时，利率下跌。经济发展速度。当经济发展速度较快，贷款需求旺盛时，利率会升高；经济发展速度放慢，贷款需求减少时，利率会下跌。政府的财政收入。当出现财政赤字时，利率会受到一定的影响。其他国家利率水平。由于当今国际间资本流动十分频繁，因此一国的利率水平很容易受到其他国家利率水平的影响。最明显的是美国利率对其他国家利率的影响。其他因素。社会政治环境、失业率等。

利率期货有以下特点：利率期货价格与实际利率成反方向变动，即利率越高，债券期货价格越低；利率越低，债券期货价格越高。利率期货的交割方法特殊。利率期货主要采取现金交割方式，有时也有现券交割。现金交割是以银行现有利率为转换系数来确定期货合约的交割价格。

## 8. 什么是货币期货？货币期货有什么特点？

货币期货又称外汇期货，它是以汇率为标的物的期货合约，用来回避汇率风险。

本世纪 70 年代初“布雷顿森林体系”的解体使固定汇率体制被浮动汇率体制所取代，主要西方国家的货币纷纷与美元脱钩，汇率波动频繁，市场风险加大。同时经济的全球化使得越来越多的企业面临汇率波动的风险，市场迫切需要规避这种风险的工具，货币期货就是在这种背景下产生。

最早的有形货币期货市场是成立于 1972 年 5 月的国际货币市场（International Monetary Market），简称 IMM，它是芝加哥商业交易所的一个分支。开始，主要交易品种是六种国际货币的期货合约，即美元、英镑、加拿大元、德国马克、日元、瑞士法郎，后又增加了上述货币的期权交易。伦敦国际金融期货期权交易所是另一家重要的货币交易所，它成立于 1982 年，主要交易品种有英镑、瑞士法郎、德国马克、日元、美元的期货合约及期权。此后，澳大利亚、加拿大、荷兰、新加坡等国又陆续成立了多家货币期货交易所，开展货币期货交易，但仍以芝加哥、伦敦两家交易所的交易量最大。

货币期货交易与远期外汇交易相比，具有以下几个特点：市场参与者不同。远期外汇交易的参与者主要是银行等金融机构及跨国公司等企业，货币期货交易则以其灵活的方式为各种各样的企业提供了规避风险的管理工具。流动性不同。远期外汇交易由于参与者在数量上的局限性，一般而言合约的流动性较低，货币期货交易则由于参与者众多，且有大量的投机者和套利者，流动性较好。交易手段不同。远期外汇交易的市场是无形的，是由金融机构与其客户用各种通讯手段构建的，货币期货交易则是在专门的交易所中进行的，是有形市场交易。合约的标准化程度不同。远期外汇交易的合约内容是由金融机构与客户根据其要求协商而定的，货币期货交易的合约则是标准化的合约，交易品种、单位、变化幅度、涨跌停板、交割时间等项目都是事先确定的。信用风险不同。远期外汇交易双方的交易主要建立在对方信用的基础上，相对而言风险较大，货币期货交易由交易所或结算机构做担保，风险由交易所承担。履约方式不同。远期外汇交易的履约主要是外汇的全额现金交收，货币期货交易则大多采取对冲方式了结交易，一小部分采取现金交割方式。

## 9. 什么是期权交易？

期权（Options）是一种选择权，期权的买方向卖方支付一定数额的权利金后，就获得这种权利，即拥有在一定时间内以一定的价格（执行价格）出售或购买一定数量的标的物（实物商品、证券或期货合约）的权利。期权的买方行使权利时，卖方必须按期权合约规定的内容履行义务。相反，买方可以放弃行使权利，此时买方只是损失权利金，同时，卖方则赚取权利金。总之，期权的买方拥有执行期权的权利，无执行的义务；而期权的卖方只有履行期权的义务。

期权主要有如下几个构成因素：执行价格（又称履约价格）。期权的买方行使权利时事先规定的标的物买卖价格。权利金。期权的买方支付的期权价格，即买方为获得期权而付给期权卖方的费用。履约保证金。期权卖方必须存入交易所用于履约的财力担保。看涨期权和看跌期权。看涨期

权，是指在期权合约有效期内按执行价格买进一定数量标的物的权利；看跌期权，是指卖出标的物的权利。当期权买方预期标的物价格会超出执行价格时，他就会买进看涨期权，相反就会买进看跌期权。

按执行时间的不同，期权主要分为两种：欧式期权和美式期权。欧式期权，是指只有在合约到期日才被允许执行的期权，它在大部分场外交易中被采用。美式期权，是指可以在成交后有效期内任何一天被执行的期权，多为场内交易所采用。

举例说明：

（1）看涨期权：1月1日，标的物是铜期货，它的期权执行价格为1850美元/吨。A买入这个权利，付出5美元；B卖出这个权利，收入5美元。2月1日，铜期货价上涨至1905美元/吨，看涨期权的价格涨至55美元。A可采取两个策略：

行使权利——A有权按1850美元/吨的价格从B手中买入铜期货；B在A提出这个行使期权的要求后，必须予以满足，即便B手中没有铜，也只能以1905美元/吨的市价在期货市场上买入而以1850美元/吨的执行价卖给A，而A可以1905美元/吨的市价在期货市场上抛出，获利50美元（ $1905 - 1850 - 5$ ）。B则损失50美元（ $1850 - 1905 + 5$ ）。

售出权利——A可以55美元的价格售出看涨期权，A获利50美元（ $55 - 5$ ）。

如果铜价下跌，即铜期货市价低于敲定价格1850美元/吨，A就会放弃这个权利，只损失5美元权利金，B则净赚5美元。

（2）看跌期权：1月1日，铜期货的执行价格为1750美元/吨，A买入这个权利，付出5美元；B卖出这个权利，收入5美元。2月1日，铜价跌至1695美元/吨，看跌期权的价格涨至55美元。此时，A可采取两个策略：

行使权利——A可以按1695美元/吨的市价从市场上买入铜，而以1750美元/吨的价格卖给B，B必须接受，A从中获利50美元（ $1750 - 1695 - 5$ ），B损失50美元。

售出权利——A可以55美元的价格售出看跌期权。A获利50美元（ $55 - 5$ ）。

如果铜期货价格上涨，A就会放弃这个权利而损失5美元，B则净得5美元。

通过上面的例子，可以得出以下结论：一是作为期权的买方（无论是看涨期权还是看跌期权）只有权利而无义务，他的风险是有限的（亏损最大值为权利金），但在理论上获利是无限的。二是作为期权的卖方（无论是看涨期权还是看跌期权）只有义务而无权利，在理论上他的风险是无限的，但收益是有限的（收益最大值为权利金）。三是期权的买方无需付出保证金，卖方则必须支付保证金以作为必须履行义务的财务担保。

期权是适应国际上金融机构和企业等控制风险、锁定成本的需要而出现的一种重要的避险衍生工具。1997年诺贝尔经济学奖授给了期权定价公式（布莱克-斯科尔斯公式）的发明人，这也说明国际经济学界对于期权研究的重视。

## 10. 什么是掉期交易？

掉期交易(SwapTransaction)是指交易双方约定在未来某一时期相互交换某种资产的交易形式。更为准确地说,掉期交易是当事人之间约定在未来某一期间内相互交换他们认为具有等经济价值的现金流(CashFlow)的交易。较为常见的是货币掉期交易和利率掉期交易。货币掉期交易,是指两种货币之间的交换交易,在一般情况下,是指两种货币资金的本金交换。利率掉期交易,是指同种货币资金的不同种类利率之间的交换交易,一般不伴随本金的交换。掉期交易与期货、期权交易一样,是近年来发展迅猛的金融衍生产品之一,成为国际金融机构规避汇率风险和利率风险的重要工具。

1981年,IBM公司和世界银行进行了一笔瑞士法郎和德国马克与美元之间的货币掉期交易(如图3—1所示)。当时,世界银行在欧洲美元市场上能够以较为有利的条件筹集到美元资金,但是实际需要的却是瑞士法郎和德国马克。此时持有瑞士法郎和德国马克资金的IBM公司,正好希望将这两种货币形式的资金换成美元资金,以回避利率风险。在所罗门兄弟公司的中介下,世界银行将以低息筹集到的美元资金提供给IBM公司,IBM公司将自己持有的瑞士法郎和德国马克资金提供给世界银行。通过这种掉期交易,世界银行以比自己筹集资金更为有利的条件筹集到了所需的瑞士法郎和德国马克资金,IBM公司则回避了汇率风险,低成本筹集到美元资金。这是迄今为止正式公布的世界上第一笔货币掉期交易。通过这项掉期交易,世界银行和IBM公司在没有改变与原来的债权人之间的法律关系的情况下,以低成本筹集到了自身所需的资金。

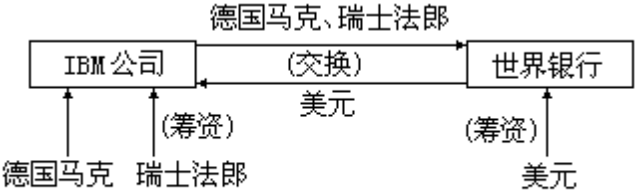


图 3-1 IBM公司与世界银行的货币掉期交易

1982年德意志银行进行了一项利率掉期交易(如图3—2所示)。德意志银行对某企业提供了一项长期浮动利率的贷款。当时,德意志银行为了进行长期贷款需要筹集长期资金,同时判断利率将会上升,以固定利率的形式筹集长期资金可能更为有利。德意志银行用发行长期固定利率债券的方式筹集到了长期资金,通过进行利率掉期交易把固定利率变换成了浮动利率,再支付企业长期浮动利率贷款。这笔交易被认为是第一笔正式的利率掉期交易。

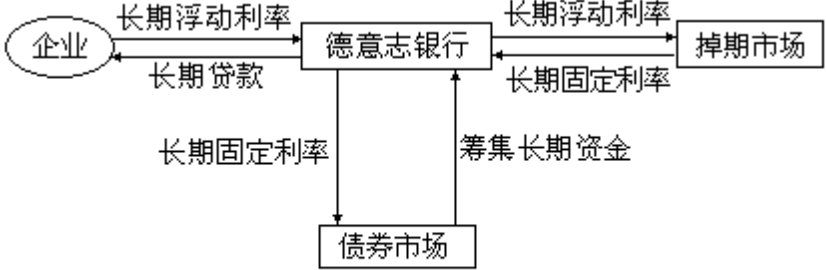


图 3-2 德意志银行进行的利率掉期交易

在国际金融市场一体化潮流的背景下,掉期交易作为一种灵活、有效的避险和资产负债综合管理的衍生工具,越来越受到国际金融界的重视,用途日益广泛,交易量急速增加(见表3—2)。近来,这种交易形式已逐步扩展

到商品、股票等汇率、利率以外的领域。由于掉期合约内容复杂，多采取由交易双方一对一进行直接交易的形式，缺少活跃的二级市场和交易的公开性，具有较大的信用风险和市场风险。因此，从事掉期交易者多为实力雄厚、风险控制能力强的国际性金融机构，掉期交易市场基本上是银行同业市场。国际清算银行（BIS）和掉期交易商的国际性自律组织国际掉期交易商协会（ISDA），近年来先后制定了一系列指引和准则来规范掉期交易，其风险管理越来越受到交易者和监管者的重视。

表 3-2 1996 年主要国家掉期交易的名义交易额

单位：亿美元

货币种类	利率掉期		汇率掉期	
	交易金额	与上年同 比增减	交易金额	与上年同 比增减
美元	58275	33	5593	34
日元	44418	53	2898	35
法国法郎	15609	28	565	39
德国马克	24862	73	1215	2
英镑	13670	60	686	50
意大利里拉	8072	99	450	24
加元	3315	51	532	6
欧洲货币单位	3024	36	401	-3
瑞士法郎	4536	37	643	-15
澳元	2587	33	614	36

资料来源：国际掉期交易商协会（ISDA）。

## 11. 什么是外汇按金交易？

外汇按金交易，是指在金融机构之间及金融机构与投资者之间进行的一种远期外汇买卖方式。在交易时，交易者只付出 1% ~ 10% 的按金（保证金），就可进行 100% 额度的交易。

这种外汇交易方式 80 年代产生于伦敦，后流入香港，90 年代初我国的一些个人和机构曾参与这类交易。除了与期货交易一样也实行保证金制度外，外汇按金交易还有不同于期货交易的特点：一是外汇按金交易的市场是无形的、不固定的，在客户与银行之间直接进行，中间没有交易所这样的中介机构；二是外汇按金交易没有到期日，交易者可以无限期持有头寸；三是外汇按金交易的市场规模巨大，参与者众多；四是外汇按金交易的币种丰富，所有可兑换货币都可作为交易品种；五是外汇按金的交易时间是 24 小时不间断的；六是外汇按金交易要计算各种货币之间的利率差，金融机构须向客户支付或从客户按金中扣除。

下面通过一个实例来说明外汇按金交易的过程。某客户存入 10 万美元做按金委托银行进行交易，该银行规定保证金比例为 10%（这意味着客户的最大交易额度为 100 万美元）。1 月 10 日，客户与银行成交一笔美元/德国马克的按金交易，客户以 1 美元兑换 1.7740 马克的价格卖出 100 万美元，买进 177.4 万马克。次日，该客户以 1 美元兑换 1.773 马克的汇价向银行卖出 177.4 万马克买回 1000564 美元。则该客户实现盈利 564 美元[即（1000564-

1000000) ]。如果当时美元年利率高于德国马克利率 1 个百分点，则甲客户的盈利中需扣除利息差额（具体数额为 100 万 × 0.01/365=27.4 美元）。由于该客户实际只支付了 100000 美元的保证金，因此该笔交易的实际年收益率为 195%（即  $\frac{564 - 27.4}{100\,000} \times 365$ ）。

按金交易属于一种高风险的金融杠杆交易工具，从其自身特点来分析，风险主要来源于三个方面：

（1）高杠杆性。由于按金交易的参与者只支付一个很小比例的保证金，这样外汇价格的正常波动都被放大几倍甚至几十倍，这种高风险带来的回报和亏损都是惊人的。

（2）外汇市场频繁波动的背景。国际外汇市场的日成交金额可以达 1 万亿美元以上，众多的国际金融机构和基金参与其中，各国经济政策随时变化，各种突发性因素时有发生，这些都可能成为导致汇率大幅度波动的原因。

（3）监控的难度。无论是交易者还是市场监管者，在介入按金交易之后都充分认识到风险监控的难度。由于没有固定的交易场所以及汇价的大幅波动，客户经常发生巨额亏损。这固然有交易者自身的原因，但也有许多问题是来自于这种松散型的市场结构。香港证监会在通过一段时间的摸索之后制定出《按金外汇买卖条例》及相关规则，可以认为是到目前为止较为完备的规章制度。

早在 1994 年 11 月，中国证监会、国家外汇管理局、国家工商行政管理局、公安部就联合下发了《关于严厉查处非法外汇期货和外汇按金交易活动的通知》，表明我国政府管理机构是禁止在我国从事外汇按金交易的。

12. 期货价格是怎样形成的？

期货价格是指在期货市场上通过公开竞价方式形成的期货合约标的物的价格。期货市场的公开竞价方式主要有两种：一种是电脑自动撮合成交方式，另一种是公开喊价方式。在我国交易所中，全部采用电脑自动撮合成交方式。在这种方式下，期货价格的形成必须遵循价格优先、时间优先的原则。

所谓价格优先原则，是指交易指令在进入交易所主机后，最优价格最先成交，即最高的买价与最底的卖价报单首先成交。时间优先原则是指在价格一致的情况下，先进入交易系统的交易指令先成交。交易所主机按上面两个原则对进入主机的指令进行自动配对，找出买卖双方都可接受的价格，最后达成交易，反馈给成交的会员。

下面用大豆期货交易的实例来说明期货价格的形成过程。某月某日大豆期货交易的买卖双方报价及入市时间的情况如表 3—3 所示：

表 3-3

买家报价	交易量	时 间	卖家报价	交易量	时 间
A. 2625 元\吨	200 手	( 9 10 )	a. 2630 元\吨	150 手	( 9 02 )
B. 2630 元\吨	80 手	( 9 05 )	b. 2635 元\吨	150 手	( 9 12 )
C. 2630 元\吨	100 手	( 9 03 )	c. 2635 元\吨	130 手	( 9 18 )

根据价格优先原则，买方的最优报价为 C 的 2630 元/吨和 B 的 2630 元/吨，卖方的最优报价为 a 的 2630 元/吨。根据时间优先的原则，在买方报价

中，C 的入市时间最早，因此，C 先与 a 撮合成交 100 手，形成大豆期货成交价 2630 元/吨；然后是 B 的 80 手与 a 剩下的 50 手以 2630 元/吨撮合，成交量为 50 手。

期货价格的频繁波动，是受多种因素影响而成的。在大豆期货交易中，天气的好坏、种植面积的增减、进出口数量的变化都将在很大程度上影响价格的波动。在股票指数期货交易中，人们对市场利率升降、公司业绩好坏的预期，都会影响指数期货价格的变化。由于期货价格是由众多的交易者在交易所内通过集中竞价形成的，市场参与者的报价充分体现了他们对今后一段时间内，该商品在供需方面可能产生变化的预期，在这种价格预期下形成的期货价格，能够较为全面、真实地反映整个市场的价格预期，具有预期性和权威性。

期货价格中有开盘价、收盘价、最高价、最低价、结算价等概念。在我国交易所中，开盘价是指交易开始后的第一个成交价；收盘价是指交易收市时的最后一个成交价；最高价和最低价分别指当日交易中最高的成交价和最低的成交价；结算价是全日交易加权平均价。

### 13. 期货市场发现价格功能是怎样实现的？

在市场经济中，生产经营者根据市场提供的价格信号做出经营决策。价格信号的真实、准确程度，直接影响到他们经营决策的正确性，进而影响经营效益。

在期货交易和期货市场产生以前，生产经营者主要是依据现货市场上的商品价格来进行决策的，根据现货价格的变动来调整自身的经营方向和经营方式等。由于现货交易多是分散的，生产经营者不易及时收集到所需要的价格信息，即使收集到现货市场反馈的信息，这些信息也是零散和片面的，其准确、真实程度较低，对于未来供求关系变动的预测能力也比较差。当用现货市场的价格指导经营决策时，现货价格的滞后性往往会造成决策的失误。例如，长期以来，我国的粮食流通市场受到粮价低时卖粮难、高时买粮难的困扰，部分原因就是粮食生产经营单位缺乏以远期价格指导生产销售的机制。

自期货交易产生以来，发现价格功能逐渐成为期货市场的重要经济功能。所谓发现价格功能，指在一个公开、公平、高效、竞争的期货市场中，通过期货交易形成的期货价格，具有真实性、预期性、连续性和权威性的特点，能够比较真实地反映出未来商品价格变动的趋势。

期货市场之所以具有发现价格功能，主要是因为期货价格的形成有以下特点：

第一，期货交易的透明度高。期货市场遵循公开、公平、公正“三公”原则。交易指令在高度组织化的期货交易所内撮合成交，所有期货合约的买卖都必须在期货交易所内公开竞价进行，不允许进行场外交易。交易所内自由报价，公开竞争，避免了一对一的现货交易中容易产生的欺诈和垄断。

第二，供求集中，市场流动性强。期货交易的参与者众多，如商品生产商、销售商、加工商、进出口商以及数量众多的投机者等。这些套期保值者和投机者通过经纪人聚集在一起竞争，期货合约的市场流动性大大增强，这就克服了现货交易缺乏市场流动性的局限，有助于价格的形成。

第三，信息质量高。期货价格的形成过程是收集信息、输入信息、产生价格的连续过程，信息的质量决定了期货价格的真实性。由于期货交易参与者大都熟悉某种商品行情，有丰富的经营知识和广泛的信息渠道及一套科学的分析、预测方法，他们把各自的信息、经验和方法带到市场上来，结合自己的生产成本预期利润，对商品供需和价格走势进行判断、分析、预测，报出自己的理想价格，与众多对手竞争。这样形成的期货价格实际上反映了大多数人的预测，具有权威性，能够比较真实地代表供求变动趋势。

第四，价格报告的公开性。期货交易所的价格报告制度规定，所有在交易所达成的每一笔新交易的价格，都要向会员及其场内经纪人及时报告并公诸于众。通过发达的传播媒介，交易者能够及时了解期货市场的交易情况和价格变化，及时对价格的走势做出判断，并进一步调整自己的交易行为。这种价格预期的不断调整，最后反映到期货价格中，进一步提高了期货价格的真实性。

第五，期货价格的预期性。期货合约是一种远期合约，期货合约包含的远期成本和远期因素必然会通过期货价格反映出来，即期货价格反映出众多的买方和卖方对于未来价格的预期。

第六，期货价格的连续性。期货价格是不断地反映供求关系及其变化趋势的一种价格信号。期货合约的买卖转手相当频繁，这样连续形成的价格能够连续不断地反映市场的供求情况及变化。

由于期货价格的形成具有上述特点，所以，期货价格能比较准确、全面地反映真实的供给和需求的情况及其变化趋势，对生产经营者有较强的指导作用。世界上很多生产经营者虽未涉足期货交易，也没有和期货市场发生直接关系，但他们都在利用期货交易所发现的价格和所传播的市场信息来制定各自的生产经营决策。例如，生产商根据期货价格的变化来决定商品的生产规模；在贸易谈判中，大宗商品的成交价格往往是以期货价为依据来确定的。

#### 14. 期货市场套期保值功能是怎样实现的？

套期保值（Hedging）是指以回避现货价格风险为目的的期货交易行为。套期保值的基本形式有两种，即买入保值和卖出保值。两者是以保值者在期货市场上买卖方向来区分的。

（1）买入保值。它是指交易者先在期货市场买入期货，以便将来在现货市场买进现货时不致因价格上涨而给自己造成经济损失的一种套期保值方式。这种用期货市场的盈利对冲现货市场亏损的做法，可以将远期价格固定在预计的水平上。买入套期保值，是需要现货商品而又担心价格上涨的客户常用的保值方法。例如，在3月1日，某铜加工厂一个月后需用50吨铜作原材料。当前铜现货价每吨17000元。为锁定成本，回避价格上涨的风险，该厂在当日买进4月份交割的铜期货50吨，价格是每吨17100元。到4月1日时，现货价格涨到每吨17100元，期货价格涨至17200元。此时该厂卖出已持有的50吨期货合约，平仓盈利是5000元[即 $(17200-17100) \times 50$ ]，即该厂在期货市场共赚5000元。同时，该厂在现货市场买进50吨现货作原料，而此时的现货价格每吨已涨100元，所以，在现货市场又多付出5000元，盈亏相抵，该厂不亏不赚，避免了价格波动的影响。

（2）卖出保值。它是指交易者先在期货市场上卖出期货，当现货价格下



跌时以期货市场的盈利来弥补现货市场的损失，从而达到保值目的的一种套期保值方式。卖出保值主要适用于拥有商品的生产商或贸易商，他们担心商品价格下跌使自己遭受损失。例如，某铜冶炼厂计划在4月份卖出50吨铜锭，当时现货价格为17000元/吨，由于担心4月份铜价下跌造成损失，于3月1日以每吨17100元的价格卖出4月份交割的铜期货进行保值。一个月后，铜现货价格跌至每吨16900元，期货价格跌至每吨17000元，该公司在现货市场发生亏损5000元[即 $(16900-17000) \times 50$ ]，在期货市场获利5000元[即 $(17100-17000) \times 50$ ]，正好抵销。

套期保值交易之所以能有助于回避价格风险，达到保值的目的，是因为期货市场上存在一些可遵循的经济规律。

(1) 同种商品的期货价格走势与现货价格走势基本一致。

现货市场与期货市场虽然是两个各自独立的市场，但由于某一特定商品的期货价格和现货价格在同一时空内，会受相同的经济因素的影响和制约，因而一般情况下两个市场的价格变动趋势相同。套期保值就是利用这两个市场上的价格关系，分别在期货市场和现货市场做方向相反的买卖，取得在一个市场上出现亏损的同时，在另一个市场上盈利的结果，以达到锁定成本的目的。

(2) 现货市场与期货市场价格随期货合约到期日的临近，存在两者合二为一的趋势。

期货交易的交割制度，保证了现货市场价格与期货市场价格随期货合约到期日的临近而逐渐接近，最终合二为一。期货交易规定合约到期时，必须进行实物交割或差价结算。到交割时，如果期货价格与现货价格不同，例如期货价格高于现货价格，就会有套利者买入低价现货，卖出高价期货，以低价买入的现货在期货市场上高价抛出，在无风险的情况下实现盈利。这种套利交易最终使期货价格与现货价格趋于相同。

正是上述经济原理的作用，使得套期保值能够起到为商品生产经营者最大限度地降低价格风险的作用，保障生产经营活动的稳定进行。

## 15. 什么是期货交易所？

期货交易所是专门进行期货合约买卖的场所，一般实行会员制，即由会员共同出资联合组建，每个会员享有同等的权利与义务。交易所会员有权利在交易所内直接参加交易，同时必须遵守交易所的规则，交纳会费，履行应尽的义务。

会员制期货交易所是一种不以营利为目的的经济组织，主要靠收取交易手续费维持交易设施以及员工等方面的开支，费用节余只能用于与交易直接有关的开支，不得进行其他投资或利润分配。期货交易所的宗旨就是为期货交易提供设施和服务，不拥有任何商品，不买卖期货合约，也不参与期货价格形成。

期货交易所对于期货交易的正常开展，具有十分重要的作用：

(1) 统一制订期货合约，将期货合约的条款统一化和标准化，使期货市场具有高度流动性，提高了市场效率。

(2) 为期货交易制定规章制度和交易规则，并保证和监督这些制度、规则的实施，最大限度地规范交易行为。

(3) 监督、管理交易所内进行的交易活动，调解交易纠纷，包括交易者之间的纠纷、客户同经纪人或经纪公司之间的纠纷等，并提供仲裁程序和仲裁机构（仲裁委员会）。

(4) 为交易双方提供履约及财务方面的担保。期货交易中的买方和卖方都是以期货交易所为对手的，不必考虑真正的成交对手是谁。这是由于期货交易机制要求交易所作为“买方的卖方和卖方的买方”，承担最终履约责任，从而大大降低了期货交易中的信用风险。

(5) 提供信息服务，及时把场内所形成的期货价格公布于众，增加了市场的透明度和公开性。

(6) 为期货交易提供结算、交割服务，如向会员追缴和清退保证金、收取交割货款和提货单（仓单）等。

(7) 为期货交易提供一个专门的、有组织的场所和各种方便多样的设施，如先进的通讯设备等。

## 16. 什么是期货经纪商？

期货经纪商是指依法设立的以自己的名义代理客户进行期货交易并收取一定手续费的中介组织，一般称之为期货经纪公司。作为交易者与期货交易所之间的桥梁，期货经纪公司具有如下职能：根据客户指令代理买卖期货合约、办理结算和交割手续；从事期货交易自营业务；对客户账户进行管理，控制客户交易风险；为客户提供期货市场信息，进行期货交易咨询，充当客户的交易顾问。

由上可见，期货经纪商是客户和交易所之间的纽带，客户参加期货交易只能通过期货经纪商进行。由于期货经纪商代理客户进行交易，向客户收取保证金，因此，期货经纪商还有保管客户资金的职责。为了保护投资者利益，增加期货经纪商的抗风险能力，各国政府期货监管部门及期货交易所都制定有相应的规则，对期货经纪商的行为进行约束和规范。

在我国，对期货经纪商的行为规定主要有以下内容：如实、准确地执行和记录客户交易指令；不得挪用客户资金；为客户保守商业秘密；不得制造、散布虚假信息等进行信息误导；不得接受客户的全权交易委托；不得承诺与客户分享利益和共担风险；禁止自营期货交易业务；必须严格区分自有资金和客户资金；不得在交易所场外对冲客户委托的交易。

期货经纪商在我国包括专门从事期货代理业务的期货经纪公司和可兼营期货代理业务的交易所会员。根据国务院有关规定，我国对期货经纪公司实行许可证制度，凡从事期货代理的机构必须经中国证监会严格审核并领取《期货经纪业务许可证》。目前，获得期货代理业务资格的期货经纪公司必须符合下列条件：符合《中华人民共和国公司法》的规定；有规范的公司章程；有固定的经营场所和合格的通讯设施；注册资本在人民币 1000 万元以上；有一定数量且具备资格的专业和管理人员；有完善的业务制度和财务制度。

## 17. 什么是建仓、持仓和平仓？

期货交易的全过程可以概括为建仓、持仓、平仓或实物交割。建仓也叫开仓，是指交易者新买入或新卖出一定数量的期货合约。在期货市场上，买

入或卖出一份期货合约相当于签署了一份远期交割合同。如果交易者将这份期货合约保留到最后交易日结束，他就必须通过实物交割或现金清算来了结这笔期货交易。然而，进行实物交割的是少数，大部分投机者和套期保值者一般都在最后交易日结束之前择机将买入的期货合约卖出，或将卖出的期货合约买回，即通过一笔数量相等、方向相反的期货交易来冲销原有的期货合约，以此了结期货交易，解除到期进行实物交割的义务。这种买回已卖出合约，或卖出已买入合约的行为就叫平仓。建仓之后尚没有平仓的合约，叫未平仓合约或者未平仓头寸，也叫持仓。交易者建仓之后可以选择两种方式了结期货合约：要么择机平仓，要么保留至最后交易日并进行实物交割。

#### 18. 什么是多头、空头？

建仓时，买入期货合约后所持有的头寸叫多头头寸，简称多头；卖出期货合约后所持有的头寸叫空头头寸，简称空头。

例如，1997年12月26日，某客户在开户之后，以16620元/吨的价格买入上海金属交易所20手（1手=5吨）1998年2月交割的电解铜期货合约，这一交易行为就是建仓。此后，交易者便持有20手电解铜多头头寸，处于持仓状态。假设在1月12日该客户在16790元/吨的价位上，以平仓方式卖出15手，实现盈利12750元（ $(16790 - 16620) \times 15 \times 5$ ），并将剩余的5手未平仓电解铜合约保留至1998年2月最后交易日。则该客户通过平仓了结了20手中的15手期货合约，未平仓的5手合约必须在交割日以买入25吨电解铜现货的方式了结。

#### 19. 什么是期货保证金？保证金的作用是什么？

在期货市场上，交易者只需按期货合约价格的一定比率交纳少量资金作为履行期货合约的财力担保，便可参与期货合约的买卖，这种资金就是期货保证金。

在我国，期货保证金（以下简称保证金）按性质与作用的不同，可分为结算准备金和交易保证金两大类。结算准备金一般由会员单位按固定标准向交易所缴纳，为交易结算预先准备的资金。交易保证金是会员单位或客户在期货交易中因持有期货合约而实际支付的保证金，它又分为初始保证金和追加保证金两类。

初始保证金是交易者新开仓时所需交纳的资金。它是根据交易额和保证金比率确定的，即初始保证金=交易金额×保证金比率。我国现行的最低保证金比率为交易金额的5%，国际上一般在3%~8%之间。例如，大连商品交易所的大豆保证金比率为5%，如果某客户以2700元/吨的价格买入5张大豆期货合约（每张10吨），那么，他必须向交易所支付6750元（即 $2700 \times 50 \times 5\%$ ）的初始保证金。

交易者在持仓过程中，会因市场行情的不断变化而产生浮动盈亏（结算价与成交价之差），因而保证金账户中实际可用来弥补亏损和提供担保的资金就随时发生增减。浮动盈利将增加保证金账户余额，浮动亏损将减少保证金账户余额。保证金账户中必须维持的最低余额叫维持保证金，维持保证金=结算价×持仓量×保证金比率×k（k为常数，称维持保证金比率，在我国通

常为 0.75)。当保证金账面余额低于维持保证金时，交易者必须在规定时间内补充保证金，使保证金账户的余额  $\text{结算价} \times \text{持仓量} \times \text{保证金比率}$ ，否则在下一交易日，交易所或代理机构有权实施强行平仓。这部分需要新补充的保证金就称追加保证金。仍按上例，假设客户以 2700 元/吨的价格买入 50 吨大豆后的第三天，大豆结算价下跌至 2600 元/吨。由于价格下跌，客户的浮动亏损为 5000 元（即  $<2700-2600> \times 50$ ），客户保证金账户余额为 1750 元（即  $6750-5000$ ），由于这一余额小于维持保证金（ $=2700 \times 50 \times 5\% \times 0.75=5062.5$  元），客户需将保证金补足至 6750 元（ $2700 \times 50 \times 5\%$ ），需补充的保证金 5000 元（ $6750-1750$ ）就是追加保证金。

期货交易保证金对于保障期货市场的正常运转具有重要作用。

（1）保证金交易制度的实施，降低了期货交易成本，使交易者用 5% 的保证金就可从事 100% 的远期贸易，发挥了期货交易的资金杠杆作用，促进套期保值功能的发挥。

（2）期货交易保证金为期货合约的履行提供财力担保。保证金制度可以保证所有账户的每一笔交易和持有的每一个头寸都具有与其面临风险相适应的资金，交易中发生的盈亏不断得到相应的处理，杜绝了负债现象。因此这一制度的严格执行为期货合约的履行提供了安全可靠的保障。

（3）保证金是交易所控制投机规模的重要手段。投机者和投机活动是期货市场的润滑剂，但过度的投机则会加大市场风险，不利于期货市场的稳健运行。当投机过度时，可通过提高保证金的办法，增大入市成本，以抑制投机行为，控制交易的规模和风险。反之，当期货市场低迷、交易规模过小时，则可通过适量降低保证金来吸引更多的市场参与者，活跃交易气氛。

## 20. 什么是期货交易的涨跌停板制度？其作用是什么？

涨跌停板制度，是指期货合约在一个交易日中的成交价格不能高于或低于以该合约上一交易日结算价为基准的某一涨跌幅度，超过该范围的报价将视为无效，不能成交。在涨跌停板制度下，前一交易日结算价加上允许的最大涨幅构成当日价格上涨的上限，称为涨停板；前一交易日结算价减去允许的最大跌幅构成价格下跌的下限，称为跌停板。因此，涨跌停板又叫每日价格最大波动幅度限制。涨跌停板的幅度有百分比和固定数量两种形式。如上海金属交易所的铜、铝涨跌停板幅度为 3%，涨跌停板的绝对幅度随上日结算价而变动；而郑州商品交易所绿豆合约则是以昨日结算价为基准，上下波动 1200 元/吨作为涨跌停板幅度。

涨跌停板制度与保证金制度相结合，对于保障期货市场的运转，稳定期货市场的秩序以及发挥期货市场的功能具有十分重要的作用。

（1）涨跌停板制度为交易所、会员单位及客户的日常风险控制创造了必要的条件。涨跌停板锁定了客户及会员单位每一交易日可能新增的最大浮动盈亏和平仓盈亏，这就为交易所及会员单位设置初始保证金水平和维持保证金水平提供了客观准确的依据，从而使期货交易的保证金制度得以有效地实施。一般情况下，期货交易所向会员收取的保证金要大于在涨跌幅度内可能发生的亏损金额，从而保证当日在期货价格达到涨跌停板时也不会出现透支情况。

（2）涨跌停板制度的实施，可以有效地减缓和抑制突发事件和过度投机

行为对期货价格的冲击，给市场一定的时间来充分化解这些因素对市场所造成的影响，防止价格的狂涨暴跌，维护正常的市场秩序。

（3）涨跌停板制度使期货价格在更为理性的轨道上运行，从而使期货市场更好地发挥价格发现的功能。市场供求关系与价格间的相互作用应该是一个渐进的过程，但期货价格对市场信号和消息的反应有时却过于灵敏。通过实施涨跌停板制度，可以延缓期货价格波幅的实现时间，从而更好地发挥期货市场价格发现的功能。在实际交易过程中，当某一交易日以涨跌停板收盘后，下一交易日价格的波幅往往会缩小，甚至出现反转，这种现象恰恰充分说明了涨跌停板制度的上述作用。

（4）在出现过度投机和操纵市场等异常现象时，调整涨跌停板幅度往往成为交易所控制风险的一个重要手段。例如，当交割月出现连续无成交量而价格跌停板的单边市场行情时，通过适度缩小跌停板幅度，可以减小价格下跌的速度和幅度，把交易所、会员单位及交易者的损失控制在相对较小的范围之内。

## 21. 什么是期货交易的逐日盯市制度？其作用是什么？

期货交易，一方的盈利必然来源于另一方的亏损。但盈亏结算并不直接在交易双方间进行，而是由交易所通过在双方保证金账户划转盈亏来实现。当亏损方在交易所保证金账户中的资金不能承担其亏损（在扣除亏损后保证金余额出现负数）时，交易所作为成交合约的担保者，必须代为承担这部分亏损，以保证盈利者能及时地得到全部盈利。这样，亏损方便向交易所拖欠了债务。为防止这种负债现象的发生，逐日盯市、每日无负债结算制度（简称逐日盯市制度）便应运而生了。

逐日盯市制度，是指结算部门在每日闭市后计算、检查保证金账户余额，通过适时发出追加保证金通知，使保证金余额维持在一定水平之上，防止负债现象发生的结算制度。其具体执行过程如下：在每一交易日结束之后，交易所结算部门根据全日成交情况计算出当日结算价，据此计算每个会员持仓的浮动盈亏，调整会员保证金账户的可动用余额。若调整后的保证金余额小于维持保证金，交易所便发出通知，要求在下一交易日开市之前追加保证金，若会员单位不能按时追加保证金，交易所将有权强行平仓。

逐日盯市的结算制度对于控制期货市场风险，维护期货市场的正常运行具有重要作用。

（1）逐日盯市制度对所有账户的交易及头寸按不同品种、不同月份的合约分别进行结算，保证每一交易账户的盈亏都能得到及时的、具体的、真实的反映，为及时调整账户资金、控制风险提供依据。

（2）由于这一制度规定以一个交易日为最长的结算周期，在一个交易日中，要求所有交易的盈亏都得到及时的结算，保证会员保证金账户上的负债现象不超过一天，因而能够将市场风险控制在全过程的一个相对最小的时间单位之内。

## 22. 什么是限仓制度？什么是大户报告制度？

限仓制度，是期货交易所为了防止市场风险过度集中于少数交易者和防

范操纵市场行为，对会员和客户的持仓数量进行限制的制度。为了使合约期满日的实物交割数量不至于过大，引发大面积交割违约风险，一般情况下，距离交割期越近的合约月份，会员和客户的持仓限量越小。根据不同的目的，限仓又分为以下几种：

（1）根据保证金的数量规定持仓限量。限仓制度最原始的含义，就是根据会员承担风险的能力规定会员的交易规模。在期货交易中，交易所通常会根据会员和客户投入的保证金的数量，按照一定比例给出持仓限量，此限量即为该会员在交易中持仓的最高水平。例如海南中商期货交易所实行浮动基础保证金制度，根据会员缴纳的结算准备金的多少，确定会员最大的可持仓量，如果会员要超过这个最大持仓量，则必须按比率调整其结算准备金。

（2）对会员的持仓量限制。为了防止市场风险过度集中于少数会员，我国期货交易所一般规定一个会员对某种合约的单边持仓量不得超过交易所此种合约持仓总量（单边计算）的 15%，否则交易所将对会员的超量持仓部分进行强制平仓。此外，期货交易所还按合约离交割月份的远近，对会员规定了持仓限额，距离交割期越近的合约，会员的持仓限量越小。例如，大连商品交易所大豆期货合约，一般合约月份净持仓限量为 7000 手，交割月份前一个月的第一个交易日起为 1200 手，交割月份前一个月的第十个交易日起为 800 手，交割月份为 200 手。

（3）对客户的持仓量限制。为了防止大户过量持仓，操纵市场，大部分交易所对会员单位所代理的客户实行编码管理，每个客户只能使用一个交易编码，交易所对每个客户编码下的持仓总量也有限制。例如，大连商品交易所大豆期货合约一般合约月份每个客户编码下的净持仓量（多头持仓量与空头持仓量之差）不得超过 2000 手，交割月份前一个月的第一个交易日起为 600 手，交割月份前一个月的第十个交易日起为 400 手，交割月份为 200 手。在执行限仓制度的过程中，对于某一会员或客户在多个席位上同时有持仓的，其持仓量必须合并计算。

大户报告制度，是与限仓制度紧密相关的另外一个控制交易风险、防止大户操纵市场行为的制度。期货交易所建立限仓制度后，当会员或客户投机头寸达到了交易所规定的数量时，必须向交易所申报，申报的内容包括客户的开户情况、交易情况、资金来源、交易动机等等，便于交易所审查大户是否有过度投机和操纵市场行为以及大户的交易风险情况。例如上海商品交易所的大户申报制度规定，当交易者的持仓量达到交易所限仓规定的 80% 时，会员或客户应当向交易所申报其交易头寸和资金等情况。对于有操纵市场嫌疑的会员或客户，交易所必须随时限制其建立新的头寸，或要求其平仓，直至由交易所实行强制平仓。

### 23. 期货交易是怎样进行结算的？浮动盈亏和实际盈亏是如何计算的？

期货结算是指期货结算机构根据交易所公布的结算价格对客户持有头寸的盈亏状况进行资金清算的过程。期货结算的组织形式有两种，一种是独立于期货交易所的结算公司，如伦敦结算所（London Clearing House）同时为伦敦的三家期货交易所进行期货结算；另一种是交易所内设的结算部门，如日本、美国等国期货交易所都设有自己的结算部门（以下统称“结算机构”）。我国目前采用的是交易所内设结算机构的形式。独立的结算所与交易所内设

结算机构的区别主要体现在：结算所在履约担保、控制和承担结算风险方面，独立于交易所之外，交易所内部结算机构则全部集中在交易所。独立的结算所一般由银行等金融机构以及交易所共同参股，相对于由交易所独自承担风险，风险比较分散。

期货交易的结算大体上可分为两个层次：一个是交易所对会员进行结算；另一个是会员公司对其所代理的客户进行结算。由于期货交易是一种保证金交易，具有以小博大的特点，风险较大，从某种意义上讲，期货结算是风险控制的最重要手段之一。交易所在银行开设统一的结算资金账户，会员在交易所结算机构开设结算账户，会员在交易所的交易由交易所的结算机构统一进行结算。

期货结算机构对所有的期货市场上的交易者起到第三方的作用，即对每一个卖方会员而言，结算机构是买方；对每一个买方会员而言，结算机构是卖方。结算机构通过对每一笔交易收取交易保证金，作为代客户履约的资金保证，在制度上保证了结算机构作为期货交易最终履约担保人的地位。由于期货合约的买卖双方不必考虑交易对手的信用程度，因而使期货交易的速度和可靠性得到大大提高。

期货结算业务最核心的内容是逐日盯市制度，即每日无负债制度。具体而言有以下两个方面：

(1) 计算浮动盈亏。就是结算机构根据当日交易的结算价，计算出会员未平仓合约的浮动盈亏，确定未平仓合约应付保证金数额。浮动盈亏的计算方法是：浮动盈亏 = (当天结算价 - 开仓价格) × 持仓量 × 合约单位 - 手续费。如果是正值，则表明为多头浮动盈利或空头浮动亏损，即多头建仓后价格上涨表明多头浮动盈利，或者空头建仓后价格上涨表明空头浮动亏损。如果是负值，则表明多头浮动亏损或空头浮动盈利，即多头建仓后价格下跌，表明多头浮动亏损，或者空头建仓后价格下跌表明空头浮动盈利。如果保证金数额不足维持未平仓合约，结算机构便通知会员在第二天开市之前补足差额，即追加保证金，否则将予以强制平仓。如果浮动盈利，会员不能提出该盈利部分，除非将未平仓合约予以平仓，变浮动盈利为实际盈利。

(2) 计算实际盈亏。平仓实现的盈亏称为实际盈亏。期货交易中绝大部分的合约是通过平仓方式了结的。

多头实际盈亏的计算方法是：

$$\text{盈/亏} = (\text{平仓价} - \text{买入价}) \times \text{持仓量} \times \text{合约单位} - \text{手续费}$$

空头盈亏的计算方法是：

$$\text{盈/亏} = (\text{卖出价} - \text{平仓价}) \times \text{持仓量} \times \text{合约单位} - \text{手续费}$$

当期货市场出现风险，某些会员因交易亏损过大，出现交易保证金不足或透支情况，结算系统处理风险的程序如下：通知会员追加保证金；如果保证金追加不到位，首先停止该会员开新仓，并对该会员未平仓合约进行强制平仓；如果全部平仓后该会员保证金余额不足以弥补亏损，则动用该会员在交易所的结算准备金；如果仍不足以弥补亏损，则转让该会员的会员资格费和席位费；如果仍不足以弥补亏损则动用交易所风险准备金，同时向该会员进行追索。

## 24. 什么是实物交割？什么是现金交割？

一般来讲，期货交割的方式有两种：实物交割和现金交割。

实物交割，是指期货合约的买卖双方于合约到期时，根据交易所制订的规则和程序，通过期货合约标的物的所有权转移，将到期未平仓合约进行了结的行为。商品期货交易一般采用实物交割的方式。

实物交割的一般程序是：卖方在交易所规定的期限内将货物运到交易所指定仓库，经验收合格后由仓库开具仓单，再经交易所注册后成为有效仓单，也可以在市场上直接购买有效仓单；进入交割期后，卖方提交有效仓单，买方提交足额货款，到交易所办理交割手续。交易所对买卖双方任何一方的违约，都有一定的罚则。

买方在接到货物的一定时间内如果认为商品的数量、质量等各项指标不符合期货合约的规定，可提出调解或仲裁，交易所对此均有明确的程序和解决办法。

由于期货交易不是以现货买卖为目的，而是以买卖合约赚取差价来达到保值的目的，因此，实际上在期货交易中真正进行实物交割的合约并不多。交割过多，表明市场流动性差；交割过少，表明市场投机性强。在成熟的国际商品期货市场上，交割率一般不超过 5%，我国期货市场的交割率一般也在 3% 以下。

现金交割，是指到期未平仓期货合约进行交割时，用结算价格来计算未平仓合约的盈亏，以现金支付的方式最终了结期货合约的交割方式。这种交割方式主要用于金融期货等期货标的物无法进行实物交割的期货合约，如股票指数期货合约等。近年，国外一些交易所也探索将现金交割的方式用于商品期货。我国商品期货市场不允许进行现金交割。

现金交割的具体办法，可用香港恒生指数期货为例进行说明。假设某投资者在 10 月份以 11000 点的价格卖出 12 月份交割的恒生指数期货合约 1 手，至 12 月末最后交易日仍未平仓。如果该合约的最终结算价为 10000 点，则该投资者交割时盈利： $(11000 - 10000) \times 50 \text{ 港元} = 50000 \text{ 港元}$ （不考虑手续费）。相同的情况下，如果交易方向相反，不是卖出 1 手，而是买入 1 手恒生指数合约，则该投资者亏损 50000 港元。

## 25. 什么是期货投机交易？投机交易与套期保值、发现价格的关系是什么？

期货投机交易指在期货市场上以获取价差收益为目的的期货交易行为。投机者根据自己对期货价格走势的判断，做出买进或卖出的决定，如果这种判断与市场价格走势相同，则投机者平仓出局后可获取投机利润；如果判断与价格走势相反，则投机者平仓出局后承担投机损失。由于投机的目的是赚取差价收益，所以，投机者一般只是平仓了结期货交易，而不进行实物交割。

适度的投机交易，在期货市场上有增加市场流动性和承担套期保值者转嫁风险的作用，有利于期货交易的顺利进行和期货市场的正常运转。它是期货市场套期保值功能和发现价格功能得以发挥的重要条件之一。主要表现在：

（1）投机者是期货风险的承担者，是套期保值者的交易对手。期货市场



的套期保值交易能够为生产经营者规避风险，但它只是转移了风险，并不能把风险消灭。转移出去的风险需要有相应的承担者，期货投机者在期货市场上正起着承担风险的作用。期货交易运作的实践证明，仅套期保值者之间交易很难达到转移风险的目的。如果只有套期保值者参与期货交易，那么，必须在买入套期保值者和卖出套期保值者交易数量完全相等时，交易才能成立。实际上，多头保值者和空头保值者的不平衡是经常的，因此，仅有套期保值者的市场，套期保值是很难实现的。投机者的参加正好能弥补这种不平衡，促使期货交易的实现。在利益动机的驱使下，投机者根据自己对价格的判断，不断在期货市场上买卖期货合约，以期在价格波动中获利。在这一过程中，投机者必须承担很大的风险，一旦市场价格与投机者预测的方向相反时，就会造成亏损，这种亏损正是套期保值者所力求回避的那部分风险。如果期货市场上没有投机者或没有足够的投机者参与期货市场，套期保值者就没有交易对手，风险也就无从转嫁，期货市场套期保值回避风险的功能就难以发挥。

（2）投机交易促进市场流动性，保障了期货市场发现价格功能的实现。发现价格功能是在市场流动性较强的条件下实现的。一般说来，期货市场流动性的强弱取决于投机成分的多少。如果只有套期保值者，即使集中了大量的供求信息，市场参与者也难以找到交易对方，少量的成交就可对价格产生巨大的影响。在交易不活跃市场形成的价格，很可能是扭曲的。投机者的介入，为套期保值者提供了更多的交易机会，众多的投机者通过对价格的预测，有人看涨，有人看跌，积极进行买空卖空活动。这就增加了参与交易人数，扩大了市场规模和深度，使得套期保值者较容易找到交易对手，自由地进出市场，从而使市场具有充分的流动性。

期货交易所以每交易日的交易结算价反映出当天的综合价格水平，这是所有市场参与者对未来市场走向预测的综合反映，它将影响供求的诸因素通过套期保值者和投机者的交易行为统一转化为交易价格。期货投机者为了使自己的投机活动获利，就必须不断地运用各种手段，通过各种渠道，收集、传递、整理所有可能影响商品价格变动的信息资料，并将自己对未来价格的预期通过交易行为反映在期货价格之中。同时，投机者在市场中的快进快出，使得投机者能够及时修正自己对价格的判断，进一步影响期货价格的形成。因此，在流动性较好的市场中，由于适度的投机交易的存在，期货价格的连续性得到保证，能相对准确、真实地反映出商品的远期价格。

（3）适度的期货投机能够减缓价格波动。投机者进行期货交易，总是力图通过对未来价格的正确判断和预测来赚取差价利润。当期货市场供过于求时，市场价格低于均衡价格，投机者低价买进合约，从而增加了需求，使期货价格上涨，供求重新趋于平衡；当期货市场供不应求时，市场价格则高于均衡价格，投机者会高价卖出合约，增加了供给，使期货价格下跌，供求重新趋于平衡。可见，期货投机对于缩小价格波动幅度发挥了很大的作用。

另外，期货市场的投机者不仅利用价格短期波动进行投机，而且还利用同一种商品或同类商品不同季节、不同交易地区的差价变动来投机牟利。这种投机，使不同品种之间和不同市场之间的价格，形成一个较为合理的结构。

当然，减缓价格波动作用的实现是有前提的。一是投机者需要理性化操作，总是背离市场的客观规律进行操作的投机者最终会被淘汰出期货市场。二是投机要适度，操纵市场等过度投机行为不仅不能减缓价格的波动，而且

会人为地拉大供求缺口，破坏供求关系，加剧价格波动，加大市场风险，使市场丧失其正常功能。因此，遏制过度投机，打击操纵市场行为是各国证券监管机构的主要工作之一。

## 26. 什么是操纵市场？防止操纵市场的主要措施是什么？

操纵市场行为是指参与市场交易的机构、大户为了牟取暴利，故意违反国家有关期货交易规定和交易所的交易规则，违背期货市场公开、公平、公正的原则，单独或合谋使用不正当手段，严重扭曲期货市场价格，扰乱市场秩序的行为。操纵市场者主要是利用其在资金、商品、信息等方面的优势，违规大量建仓，影响期货市场的价格和制造期货市场假象，从而操纵市场价格，牟取暴利。其采用的主要手段有：

（1）分仓。交易所会员或客户为了超量持仓，以影响价格，操纵市场，借用其他会员席位或其他客户名义在交易所从事期货交易，规避交易所持仓限量规定，其在各个席位上总的持仓量超过了交易所对该客户或会员的持仓限量。

（2）移仓（倒仓）。交易所会员为了制造市场假象，或者为转移盈利，把一个席位上的持仓转移到另外一个席位上的行为，叫移仓（倒仓）。例如，甲会员席位上有 10 手大豆多头持仓，买入时的价格是 2800 元/吨，当市场价格上涨为 2850 元/吨时，甲会员的浮动盈利为 50 元/吨（2850—2800），这时甲会员在自己席位上以 2850 元/吨的价格卖出 10 手大豆合约平掉原来的多头持仓，实现盈利 50 元/吨，同时在与自己有关的乙席位上，以 2850 元/吨的价格买入 10 手大豆合约，这样甲会员总的持仓仍为 10 手多头持仓，但是浮动盈利已经转换为实际盈利。

（3）对敲。交易所会员或客户为了制造市场假象，企图或实际严重影响期货价格或者市场持仓量，蓄意串通，按照事先约定的方式或价格进行交易或互为买卖的行为。例如，期货市场大豆期货合约最新成交价是 2800 元/吨，而甲会员以 2850 元/吨的报价卖 100 手合约，如果事先没有约定，不可能有人按此高价买入甲卖出的合约。乙会员则事先和甲会员约定，按报价 2850 元/吨买入 100 手合约，于是由计算机撮合成交，这时市场就出现了 2850 元/吨的成交价格，把原来的市场价格拉高了 50 元/吨。

（4）逼仓。期货交易所会员或客户利用资金优势，通过控制期货交易头寸或垄断可供交割的现货商品，故意抬高或压低期货市场价格，超量持仓、交割，迫使对手违约或以不利的价格平仓以牟取暴利的行为。根据操作手法不同，又可分为“多逼空”和“空逼多”两种方式。

多逼空。在一些小品种的期货交易中，当操纵市场者预期可供交割的现货商品不足时，即凭借资金优势在期货市场建立足够的多头持仓以拉高期货价格，同时大量收购和囤积可用于交割的实物，于是现货市场的价格同时升高。这样当合约临近交割时，迫使空头会员和客户要么以高价买回期货合约认赔平仓出局；要么以高价买入现货进行实物交割，甚至因无法交出实物而受到违约罚款，这样多头头寸持有者即可从中牟取暴利。

空逼多。操纵市场者利用资金或实物优势，在期货市场上大量卖出某种期货合约，使其拥有的空头持仓大大超过多方能够承接实物的能力，从而使期货市场的价格急剧下跌，迫使投机多头以低价位卖出持有的合约认赔出

局，或因无资金实力接货而受到违约罚款，从而牟取暴利。

当出现操纵市场的情况时，往往造成期货价格的剧烈波动，使广大的中小散户发生巨大亏损。为了避免更大的损失，或者保证金已经亏损到交易所或经纪公司规定的最低水平，而且又没有再追加保证金的能力时，不得不平仓认赔出局，这就是斩仓。如果期货价格出现连续的同方向涨跌停板时，客户即使想认赔斩仓出局，也无法成交，客户的亏损进一步加大，最终保证金账户全部亏光甚至出现赤字（负数），当无力追加而形成透支状态时，称为穿仓或爆仓。

强制平仓一般是指交易所或期货经纪商根据保证金制度或持仓限额制度，当会员或客户的保证金亏损至规定的水平时或者客户违反限仓规定时，对会员或客户的持仓强制进行平仓的行为，主要目的是为了控制交易风险。在操纵市场现象发生时，强制平仓又被交易所作为减少巨量持仓、降低市场风险的一种手段。

操纵市场行为严重扭曲期货市场价格，阻碍了期货市场发现价格和套期保值功能的发挥，危害极大。所以，各国监管部门和期货交易所都采取严厉措施，防范和打击操纵市场行为。经常采用的措施有：

（1）严格控制非法资金流入期货市场。期货交易所和期货经纪公司制定严格的制度，对会员和客户的资金来源进行审查，防止信贷资金及来源不明的资金流入期货市场。

（2）完善期货保证金制度。这是期货交易所控制风险的最有效的手段，所以必须完善和严格执行保证金制度。操纵市场者主要是凭借其资金优势来大量建仓，影响价格。当发现市场上有人试图操纵市场时，期货交易所应该适当对多空双方或某一方提高保证金，提高其交易成本，使操纵市场者知难而退。对进入交割月份的合约，为防止逼仓，可实行分阶段逐步提高保证金的办法，保证实物交割的顺利进行。

（3）严格执行限仓制度和大户报告制度。为防止大户操纵市场，交易所必须针对会员和客户规定某一期货合约的最大持仓量。如果会员、客户超过规定的持仓量，期货交易所或采取强行平仓的措施，或加收额外的保证金。同时，期货交易所也必须规定每个会员和客户的合理持仓量，当超过规定的持仓量时，会员和客户必须向交易所报告其交易目的、资金情况等。

（4）严格执行交割制度。期货交易所合理确定期货商品的交割等级，以便进行实物交割的交易者在现货市场很容易找到符合期货交割标准的商品。在交割制度的设计上，应该保证只要商品符合交割标准就可以交割的原则，不能以任何理由限制实物交割，并尽可能降低交割成本、简化交割程序，使实物交割简单易行，从而减少大户逼仓的可能性。

## 27. 世界上主要的期货交易所及交易品种有哪些？

现代有组织的商品期货交易，以美国芝加哥期货交易所（CBOT）和英国伦敦金属交易所（LME）之成立为开端。除了这两家交易所外，在世界上影响较大的期货交易所还有芝加哥商业交易所（CME）、伦敦国际金融期货期权交易所（LIFFE）等。

芝加哥期货交易所是当前世界上交易规模最大、最具代表性的农产品交易所。19世纪初期，芝加哥是美国最大的谷物集散地，随着谷物交易的不断

集中和远期交易方式的发展，1848 年，由 82 位谷物交易商发起组建了芝加哥期货交易所。该交易所成立后，对交易规则不断加以完善，于 1865 年用标准的期货合约取代了远期合同，并实行了保证金制度。芝加哥期货交易所除了提供玉米、大豆、小麦等农产品期货交易外，还为中、长期美国政府债券、股票指数、市政债券指数、黄金和白银等商品提供期货市场，并提供农产品、金融及金属的期权交易。芝加哥期货交易所的玉米、大豆、小麦等品种的期货价格，不仅成为美国农业生产、加工的重要参考价格，而且成为国际农产品贸易中的权威价格。

伦敦金属交易所是世界上最大的有色金属交易所，伦敦金属交易所的价格和库存对世界范围有色金属生产和销售有着重要的影响。在 19 世纪中期，英国曾是世界上最大的锡和铜的生产国，但随着时间的推移，工业需求不断增长，英国又迫切地需要从国外的矿山大量进口工业原料。在当时的条件下，由于穿越大洋运送矿砂的货轮抵达时间没有规律，所以金属的价格起伏波动很大，金属商人和消费者要面对巨大的风险。1877 年，一些金属交易商人成立了伦敦金属交易所并建立了规范化的交易方式。从本世纪初起，伦敦金属交易所开始公开发布其成交价格并被广泛作为世界金属贸易的基准价格。世界上全部铜生产量的 70% 是按照伦敦金属交易所公布的正式牌价为基准进行贸易的。

芝加哥商业交易所前身为农产品交易所，由一批农业经销商于 1874 年创建。当时在该交易所上市的主要商品为黄油、鸡蛋、家禽和其他非耐储藏农产品。1898 年，黄油和鸡蛋经销商退出农产品交易所，组建了芝加哥黄油和鸡蛋交易所，重新调整机构并扩大上市商品范围，后于 1919 年将黄油和鸡蛋交易所易名为芝加哥商业交易所。1972 年，该交易所为进行外汇期货交易而组建了国际货币市场部分（IMM），推出世界上第一张金融期货合约。此后，在外汇期货基础上又增加了 90 天短期美国国库券期货和 3 个月期欧洲美元定期存款期货合约交易。该交易所的指数和期权市场部分成立于 1982 年，主要进行股票指数期货和期权交易。该部分最有名的指数合约为标准·普尔 500 种股票指数（S&P500）期货及期权合约。1984 年，芝加哥商业交易所与新加坡国际金融交易所率先在世界上进行了交易所之间的联网交易，交易者可在两个交易所之间进行欧洲美元、日元、英镑和德国马克的跨交易所期货交易。

伦敦国际金融期货期权交易所成立于 1982 年，1992 年与伦敦期权交易市场合并，1996 年收购伦敦商品交易所，交易品种主要有英镑、德国马克、美元、日元、瑞士法郎、欧洲货币单位、意大利里拉的期货和期权合约，70 种英国股票期权、金融时报 100 种股票指数期货和期权以及金融时报 250 种股票指数期货合约等。该交易所虽然成立时间较晚，但发展速度惊人，截至 1996 年，已成为欧洲最大、世界第三的期货期权交易所。

继美、英之后，日本、法国、德国等主要工业发达国家都相继建立了期货市场，并展开了激烈的争夺期货交易中心地位的角逐，新加坡、巴西、南非、菲律宾等新兴国家和中国香港也先后建立了自己的期货交易所，韩国、泰国、印度和我国的台湾省等也正在紧锣密鼓地筹建期货交易所。据不完全统计，截至 1996 年底，全世界从事期货交易的交易所共 77 家，其中，综合性期货交易所 11 家，从事商品期货和金融期货期权交易；商品期货交易所 32 家，专门从事商品期货期权交易；金融期货交易所 34 家，从事金融期货

期权交易。1996 年交易量列世界前十位的期货交易所分别是：美国芝加哥期货交易所、美国芝加哥商业交易所、英国伦敦国际金融期货期权交易所、巴西商业期货交易所、美国纽约商业交易所、法国国际期货交易所、英国伦敦金属交易所、德国期货交易所、日本东京金融期货期权交易所和西班牙股票交易所。

## 28. 国际期货市场的发展趋势是怎样的？

自 19 世纪中叶美国芝加哥期货交易所创办以来，期货市场已有 150 年的历史。但期货市场的大发展还是本世纪 70 年代金融期货出现以后的事情。国际期货市场的近期发展主要呈现以下几个趋势：

（1）品种不断更新。期货市场发展的前一个世纪基本上都是围绕商品期货交易进行的，主要有农产品、金属、能源等大宗商品。本世纪 70 年代后，随着利率、股票和股票指数、外汇等金融产品期货期权交易的推出，全球期货市场进入了一个崭新的时代。目前，新的金融衍生产品仍不断出现。

（2）期货交易所合并。各国期货交易所进行竞争的重要手段之一是通过合并的方式扩大市场规模，提高竞争能力。如日本的商品期货交易所最多时曾达 27 家，到 1990 年，通过合并减少到 16 家，1997 年 11 月减至 7 家，形成以东京工业品交易所、东京谷物商品交易所为中心的商品期货市场。在欧洲，伦敦国际金融期货期权交易所于 1992 年兼并了伦敦期权市场，1996 年又收购了伦敦商品交易所，其 1996 年的交易量首次超过历史悠久的芝加哥商业交易所，成为仅次于芝加哥期货交易所的世界第二大期货交易所。在美国，1994 年，纽约商业交易所与纽约商品交易所实现合并，成为以金属和燃料油为主的期货交易所，1996 年起，芝加哥期货交易所与芝加哥商业交易所也开始酝酿合并事宜。

（3）期货交易的全球化越来越明显。进入 80 年代以来，各期货交易所为了适应日益激烈的国际竞争，相互间联网交易对方的上市品种已成为新潮。联网交易就是期货交易所之间通过电脑撮合主机的联网方式，使交易所会员可以在本交易所直接交易对方交易所上市合约的一种交易形式。联网后，各交易所仍保持独立法人的地位。先后联网的交易所有：新加坡国际金融交易所分别与芝加哥商业交易所、纽约商业交易所、国际石油交易所、伦敦国际金融期货期权交易所和德国期货交易所联网，伦敦国际金融期货期权交易所分别与芝加哥期货交易所和东京期货与期权交易所联网，香港期货交易所分别与纽约商业交易所和费城股票交易所联网，纽约商业交易所与悉尼期货交易所联网等。

（4）科学技术在期货交易中扮演越来越重要的角色。交易所间的联网和异地远程交易，首先需要解决的是技术问题。在 90 年代初，为了满足欧洲及远东地区投资者在本地时间进行芝加哥期货交易所和芝加哥商业交易所上市合约交易的需要，这两家交易所与路透社合作，推出了全球期货电子交易系统（GLOBEX）。此后，其他交易所纷纷效仿，并开发出各自的电子交易系统，如伦敦国际金融期货期权交易所的 APT 系统、法国国际期货交易所的 NSC 系统等。这些系统不仅具有技术先进、高效快捷、操作方便等特点，而且使全球 24 小时不间断进行期货交易成为现实。

（5）加强监管、防范风险成为期货市场的共识。作为一个高风险的市场，

各国政府监管部门对期货市场无一例外地进行严格监管。特别是 1995 年具有百年历史的英国巴林银行，因其交易员在新加坡国际金融期货交易所从事日经 225 股票指数期货交易时，违规操作，造成数十亿美元的损失，最终导致该银行倒闭的严重事件发生后，从监管部门到交易所以及投资者都对期货市场的风险更加重视，对期货交易中的合约设计、交易、结算、交割等环节进行深刻的反思和检讨，以求控制风险，更好地发挥期货市场的功能。

## 29. 我国的期货市场是怎样发展起来的？

80 年代后期，随着改革开放不断深化，计划经济逐步向社会主义市场经济过渡，分散决策的生产体制与传统的商业流通体制发生尖锐矛盾。商品多时卖难、少时买难，供求关系扭曲，价格波动剧烈，各种商品大战此起彼伏，涨多跌少的循环反复出现。为了解决价格调控的滞后性问题，满足供求双方在组织生产和销售时对远期价格信息的需要，有关机构和专家开始从理论上对我国开展期货交易进行探讨。1988 年 3 月 25 日七届全国人大第一次会议上的《政府工作报告》中提出“加快商业体制改革，积极发展各类批发市场，探索期货交易。”

中国期货市场的初始阶段是从 1990 年 10 月 12 日郑州粮食批发市场成立开始的。郑州粮食批发市场交易的品种主要有小麦、绿豆、玉米等。从一开始，郑州粮食批发市场就以期货市场为目标，并引入了交易会会员制、代理制、合同转让、统一结算等期货市场机制。之后，各地纷纷组建了一批带有期货交易性质的市场。其中，1991 年 6 月 10 日成立的深圳有色金属交易所最早以期货交易所形式进行期货交易，并在同年 9 月 28 日推出我国第一个商品期货标准合约——特级铝期货合约。

同期货交易所的历史相比，期货经纪商在我国出现得更早。从 70 年代起，我国一些有进出口权的大型国营公司在国际市场参与期货交易，其主要目的在于套期保值，它们在自营的同时也为本系统企业代理期货业务。专门从事代理业务的期货经纪公司是 90 年代初以来陆续组建的，如中国国际期货经纪有限公司、金鹏期货经纪有限公司等。

我国期货市场发展初期，由于没有明确行政主管部门，有关部门间缺乏协调沟通，各自为政，期货市场的配套法律、法规严重滞后，从而使得我国期货市场从一开始就出现了盲目发展的势头，主要表现为：一是交易所数量过多。到 1994 年初，全国已有 60 余家期货交易所相继开业，接近全世界商品期货交易所数量的总和。二是品种重复，仅钢材期货就有 15 家交易所同时上市交易，有 9 家交易所开展铜、铝的交易。三是法律、法规建设严重滞后，缺乏统一监管机构。四是管理滞后，运作不规范。多数交易所和经纪公司缺乏严格的规章制度和专业人才，管理松懈，运作不规范。五是盲目开展境外期货。国内一些期货经纪公司，尤其是与境外合资的经纪公司，甚至包括一些期货咨询公司等非经纪公司，被高额代理费所驱动，盲目从事境外期货代理。由于信息不灵、手段落后等原因，多数参与境外期货的国内公司和个人遭受巨大损失。六是地下期货泛滥，期货诈骗严重。此期间，许多非期货经纪公司或冒充经纪公司，或超范围从事期货代理，大肆从事非法地下期货活动。特别是一些公司与港台不法商人勾结，以从事境外期货交易为名进行诈骗活动，严重扰乱了金融秩序，破坏了社会稳定。

针对期货市场存在的混乱局面和盲目发展的问题，1993 年底以来，根据国务院关于坚决制止期货市场盲目发展的指示精神，中国证监会对我国期货市场采取了一系列规范整顿措施，取得了一定成效。到 1997 年底，通过关、停、并、转，期货交易所由最初的 60 多家减少到 14 家，刹住了各地一哄而上盲目兴建期货交易所的势头。对期货经纪机构进行了清理整顿，实行了许可证制度，各类期货经纪公司由近千家压缩到现在的 294 家。取消了境外期货交易和外汇按金交易，禁止了以中远期合同为名的变相期货交易。停止了金融机构从事期货业务的资格，禁止了国有企事业单位从事的期货投机交易。停止了国债、钢材、白糖、石油等 20 个期货品种的交易。与 1995 年交易量相比，1996 年交易量下降了 10%，1997 年交易量又比 1996 年下降了 27%，与前几年交易量成倍上涨情况相比，连续两年出现了负增长，市场泡沫成分大为减少。通过规范试点，有色金属、大豆等个别品种初步发挥了期货市场发现价格、套期保值的功能。经过四年的整顿，期货市场盲目发展的势头得到了有效遏制，过度投机行为受到了严厉打击，混乱无序的局面有所改观，期货市场试点开始步入正轨。

### 30. 为什么我国期货市场目前必须坚持有限度试点的原则？

经过几年的规范试点，我国期货市场在如何发挥市场正常功能方面作了一些有益的探索，有色金属等个别品种的期货交易在发现价格和套期保值方面发挥了一些积极作用。但从整体情况看，我国正处于从计划经济向社会主义市场经济过渡时期，市场经济体系还没有完全建立起来，目前我国还不具备大力发展期货市场的条件。

（1）现货市场还不够发达和完善。主要表现为一些适于期货交易的大宗商品的价格还没有放开或未充分放开；市场的地区分割和部门分割，阻碍了资源和商品的顺畅流通；相关的交通和通讯条件还跟不上；农业生产的商品率还不高；以农户为单位的小规模农业在进入市场中存在着先天的困难等。

（2）套期保值需求较小，保值者尚未在市场经济中形成一个群体。由于我国还未建成高效、健全的市场机制，国有企业改革还面临许多问题，作为在市场经济中的独立决策主体的企业，对如何利用期货市场进行套期保值、规避经营风险还缺乏主观上的认识和客观上的迫切需求。这是现阶段制约我国发展期货市场的不可逾越的外在条件。

（3）期货法律法规严重滞后。作为一个高风险市场，相对于其他市场而言，期货市场更需要依据法律、法规进行监管和规范，国外也大多是先立法、后发展。目前，我国期货市场法规建设尚不健全，监管机关缺乏有效的监管手段。

（4）期货市场组织者和参与者还不够成熟。一些市场参与者为了牟取暴利，蓄意违规，联手操纵市场，造成期货价格异常波动。少数期货交易所为利益所驱动，盲目追求交易量，放松管理，默许甚至纵容操纵市场的行为。在公有制条件下，一些机构和个人利用国有资产、银行贷款不负责任地进行期货投机，非但没有使期货市场很好地发挥发现价格、套期保值的功能，反而成为过度投机的场所，人为地加大了市场风险，造成国有资产的流失。

除上述原因外，我国期货市场上不断出现的操纵市场案件和一些品种的换手率与国际上成熟期货品种相比普遍偏高的现象，都说明过度投机问题仍

然没有得到根本性解决。进一步遏制期货市场的投机成分，从而更好地发挥期货市场的正常功能，是目前期货市场试点工作的重点。因此，在相当长的一段时间里，我国期货市场只能坚持有限度试点的原则。

### 31. 为什么我国目前禁止进行金融期货交易？

期货交易是市场经济发展到一定阶段的产物，其特有的套期保值和发现价格的功能在商品交易和金融业务中发挥着重要作用，成为商品生产经营者和金融服务部门的管理者最重要、最有效的风险管理工具与投资工具之一。随着改革开放的不断深入和我国社会主义市场经济的不断发展，我国的商品流通体制和金融体制正在发生着深刻的变化，期货交易逐步为人们所认识和利用。现阶段，我国确定的是有限度地进行商品期货交易试点政策，金融期货交易尚不具备条件。

（1）从国内外期货发展历史看，每一个期货交易品种的推出，都必须具备特定的条件，如该品种的价格可以自由浮动、存在较大的市场风险、有众多的市场参与者等。我国目前的金融体制尚不具备开展金融期货交易的条件，如利率市场化进程刚刚开始探索，资本项目下的货币可兑换尚未实现，利率和外汇市场中还不具有回避价格风险需求的内在动力。

（2）作为一个高风险市场，相对于其他市场而言，期货市场更需要依据法律、法规进行监管和规范，国外也大多是先立法、后发展。在法律、法规和监控体制不健全的条件下，盲目引入金融期货交易会造成很大的制度性风险，甚至成为引发金融危机的隐患。

（3）我国的金融体制改革还远未到位，现代货币市场和资本市场尚在建立健全过程中，健全的市场机制还未完全形成，市场的内部监管和外部监管还相当薄弱，整个金融体系还不适应金融衍生产品的发展。

（4）我国股票市场目前处于发展的初级阶段，上海、深圳两个股票市场也都有代表各自股市行情的股票指数。但客观地说，我国发展股票指数期货的条件还不够成熟，一是由于我国股票市场仍处于发展的初级阶段，市场投机成分较高，离规范成熟标准还有很大差距；二是由于股票市场参与者多为散户，大量持有股票的机构投资者通过期货市场来回避股票现货市场风险的需求并不强烈；三是交易所和监管部门对市场风险的控制手段还比较薄弱，对金融期货的风险控制也缺乏经验，搞得不好会事与愿违，加大股票市场波动，增大市场风险。

（5）金融期货对金融体系影响很大，控制不力，可能会引发金融风险。1995年发生在我国的“2·23”国债期货风波曾使市场风险几乎达到了无法控制的地步，非但没有发挥期货市场的功能，反而造成现货市场的混乱，社会影响十分恶劣。由于有关部门的措施及时、得力，才没有给以后的现券发行带来很大影响。1997年下半年发生在东南亚地区的金融危机再次证明，期货市场是把“双刃剑”，监管不力、利用不好，会给现货市场带来极大的消极影响，加剧危机的发展。

因此，我国目前只能坚持有限度的商品期货试点，摸索经验。待金融体制改革进一步深化，金融市场体系逐步成熟，现货市场对期货市场的客观需求加大时，再慎重考虑引进金融期货的问题。



### 32. 为什么我国目前对境外期货交易要实行严格的审批制度？

在我国期货市场兴起初期，我国某些机构对境外期货一哄而上，1993、1994 年达到顶峰。当时境外期货交易主要有四种情况：一是 70 年代开始，在开展国际贸易中，一些国家级大型进出口公司和少数银行为回避国际市场商品价格和外汇汇率变动的风险，通过境外代理商在国际期货市场从事套期保值业务，并逐步开展了为本系统的企业进行境外期货交易的代理业务。二是 1992 年至 1994 年间，各地方政府批准成立的期货经纪公司绝大部分从事境外期货交易，当时在地方各级工商行政管理部门登记注册的近 300 家期货经纪公司中，三分之二以上从事境外期货交易业务。三是各类期货咨询公司、地下期货经纪公司非法进行境外期货交易活动，这类公司规模不大，但数量很多，辐射面很广。四是一些国外不法经纪商趁我国改革开放、发展市场经济的机会，涌入我国市场，以开展境外期货业务为幌子，大肆进行诈骗活动。

针对境外期货交易所引起的大量经济违法案件、外汇资金大量流失到国外、非法套汇和国有资产的大量流失，以及境外期货在社会上引起的极其不良影响，1994 年国务院办公厅转发国务院证券委员会《关于坚决制止期货市场盲目发展若干意见请示的通知》明确规定，停止所有期货经纪机构的境外期货业务，确有境外保值业务的全国性进出口公司，经中国证监会重新审核批准，可为本系统在境外期货市场进行套期保值业务，但必须在中国证监会指定的境外期货交易所进行交易，交易品种和境外交易商须经中国证监会认可。1994 年 10 月 28 日和 12 月 8 日，中国证监会、国家外汇管理局、国家工商行政管理局、公安部联合下发了两个关于严厉查处非法外汇期货和外汇按金交易活动的通知，有关部门和地方政府坚决贯彻国务院文件精神，严格规范期货市场，有力打击非法期货交易，并三令五申不允许开展境外期货交易、外汇期货和外汇按金交易，非法境外期货交易受到了严重打击，期货市场得到了净化。

我国之所以要对境外期货交易实行严格限制，其主要原因有：过去我国参与境外期货市场的绝大部分为投机活动，造成了国家外汇的大量损失。实践证明，在缺乏人才和经验的情况下，盲目参与境外期货市场的投机活动对我国的经济建设有百害而无一利。由于目前我国还没有实现人民币资本项目下的可兑换，企业和个人进行境外期货市场投资有悖现有外汇管理规定。由于我国期货交易及有关法律、法规不健全，监督管理机制不完善，对市场违法违规行为缺乏严格监督制约，投资者的利益得不到有效保护。我国的现代企业制度正在建立之中，国有企业还不是真正意义上的市场主体，企业行为缺乏有效约束，如贸然允许企业进入境外期货市场投资，将会使国有资产面临巨大风险，甚至导致国有资产的流失。

### 33. 我国哪些期货品种较好地发挥了积极作用？

我国有 14 家期货交易所，经中国证监会批准正式运行的期货品种有 10 个，试运行的品种有 25 个。目前比较活跃的商品期货品种有：绿豆、大豆、红小豆、天然橡胶、铜、铝等。从近几年的实践来看，铜、铝、大豆等品种的套期保值、发现价格功能发挥得较好。铜、铝期货交易是较为成功的例证。

铜、铝期货价格发现的功能，可以通过其期货价格与现货价格、国内期

货价格与国际期货价格的统计分析比较得以验证。通过统计方法对 1994 年 1 月 ~ 1997 年 8 月铜现货价格与对应的交割月份期货价格相比较,得出期货价格与现货价格的相关系数为 0.9831,证明期货价格完全预测了未来现货价格的趋势;用同样的方法可以得出,铝现货价格与交割月份期货价格的相关系数为 0.9664。1994 年 5 月 ~ 1997 年 7 月国内期货交易所铜期货价格与英国伦敦金属交易所 (LME) 3 个月铜期货价格的相关系数为 0.9024,铝期货价格的相关系数为 0.9402。由于国内铜、铝期货价格与现货价格和国际市场价格具有高度的相关性,这两个品种的期货价格已成为国内有色金属生产、加工、贸易企业最为关注和权威性的价格。继 1995、1996 年后,1997 年国家计委仍发文规定,1997 年国家统配铜、铝价格根据上海金属交易所每月第一个星期实物交割的加权平均价核定执行,国内有色金属现货市场仍继续参照上海金属交易所的期货价格进行现货交易。

我国铜、铝期货市场在提供套期保值工具、回避市场风险方面也发挥了重要作用。1996 年在国内期货市场实物交割的铜达到 26 万多吨,约占全国年产量的 25%。上海金属交易所 14% 的会员单位是我国大中型生产和加工企业,29% 是流通和外贸企业,全都参加套期保值交易。珠江三角洲的近 200 家铝型材加工厂,每月所消耗的 4 万 ~ 5 万吨铝,基本上都是通过期货场做 2 ~ 3 个月保值购进,既锁住价格,确保利润,又避免了现货市场供求变化大、运输困难、价格波动频繁的风险。1996 年 10 月,国家机械工业部在总结上海电线、电缆集团公司成功参与期货交易的基础上发文,建议全国电线、电缆、机电行业在 1997 年中要积极参与上海金属交易所等有色金属期货市场的套期保值交易。

在农产品中,大豆是期货功能发挥比较好的一个品种。通过对 1996 年 1 月 ~ 1997 年 12 月的期货价格和现货价格的统计分析,得出两者的相关系数为 0.8900,期货价格基本预测了未来现货价格走势。1997 年国内大豆期货交易量相当于美国芝加哥期货交易所大豆交易量的 20%,二者价格走势的相关系数为 0.9175,表明国内的大豆价格与国际市场价格具有较高的相关性。据统计,1997 年参与大豆期货交易的 8500 多个客户中,粮食企业占 53%;每月交割大豆达 5 万多吨,其中粮油企业交割的数量占 88%。越来越多的粮食生产、贸易、加工企业利用期货市场进行买进或卖出保值,在一定程度上解决了农产品买难卖难的问题,现货经营中经常遇到的质量和合同履行这两个难题在期货市场得到了较好解决。

### 34. 我国期货市场近年来发生了哪些重大违规案件?

近年来,中国证监会依据国家有关规定,严厉查处了一批违规案件,有力地打击了操纵市场行为,维护了期货市场“公开、公平、公正”的原则。其中比较重大的违规案件有下列三起:

#### (1) 天津联合期货交易所红小豆 9609 合约操纵市场案件

1996 年 7 至 9 月间,天津市金属材料物产公司经理、新信行(天津)国际贸易有限公司及其负责人和天津天利粮油土产制品有限公司及其负责人在天津联合期货交易所红小豆 9609 合约的交易中,集中资金 2.8 亿元,统一调度,利用天津金谷期货经纪有限公司等 4 家会员的席位分仓接货,并将仓单通过大连中农信期货经纪有限公司等 6 家公司违规抵押资金 2.3 亿元,继续

在天津红小豆其他月份合约上以对敲、移仓、超量持仓等手段操纵市场、制造市场假象、牟取暴利。

中国证监会根据国家有关规定，宣布三家操纵市场的公司和个人为期货市场禁入者，并处以 800 万元的罚款，同时责成天津联合期货交易所取消 5 家违规公司的会员资格。

#### （2）上海商品交易所胶合板 9703 合约操纵市场案件

1996 年 11 月至 1997 年 3 月间，广西壮族自治区桂林地区物资发展总公司及其负责人、自然人关某筹集 6.7 亿元资金，在多个席位上，操纵 9703 胶合板期货合约的交易。他们利用分仓、双向持仓等手段连续买卖，扭曲市场价格，制造市场交易量和持仓量的假象。并在市场价格对其不利时，利用套期保值额度，超量建仓和持仓，迫使无货空方纷纷平仓，其持仓量曾一度达到同期同品种期货合约市场总持仓量的 93% 以上，并使胶合板期货合约的价格严重扭曲。

中国证监会根据国家有关规定，宣布广西壮族自治区桂林地区物资发展总公司等 7 家公司及有关负责人、自然人关某为期货市场禁入者，并对违规的公司和个人处以总额达 835 万元的罚款。

#### （3）海南中商期货交易所天然橡胶 9708 合约操纵市场案件

1997 年 7 至 8 月间，邵某、谈某、陈某、何某、谢某以及中国黑色金属材料公司江苏公司、上海华隆实业总公司，在天然橡胶 9708 合约交易中，集中 3 亿多元资金，采取统一行动，相互套用资金，利用分仓、倒手等方式，联手大量买进天然橡胶 9708 合约，操纵市场价格。

上海申物期货经纪有限公司以其职工谈某个人名义开户直接从事期货交易，是操纵市场的主要成员单位；海南中期期货经纪有限公司在 9708 合约交易中，主动为操纵市场者在 19 个席位上分仓，为操纵市场者提供便利和条件。

云南三峡经济开发有限公司等 6 家国有企业，超出自身的生产量卖出期货合约或者超出自身的消费量买入期货合约，违反国家有关规定，从事橡胶期货投机交易。

海南金达实业联合有限公司等 9 家公司或违规出租席位，或非法从事期货代理业务，或接受大户分仓，为操纵市场者提供便利和条件。

中国证监会根据国家有关规定，宣布上述 6 个自然人和上海华隆实业总公司、中国黑色金属材料公司江苏公司为期货市场禁入者，没收违法所得共计 7000 万元；取消上海申物期货经纪有限公司、海南中期期货经纪有限公司的期货经纪业务资格，吊销其期货经纪业务许可证；对上海中期期货经纪有限公司等 6 家期货经纪公司处以警告；责成海南中商期货交易所取消云南三峡经济开发有限公司等 6 家公司的会员资格。

## 四、基金

### 1. 什么是投资基金？投资基金有哪些种类？

投资基金是一种利益共享、风险共担的集合投资方式，即通过发行基金单位，集中投资者的资金，由基金托管人托管，由基金管理人管理和运用资金，从事股票、债券、外汇、货币等金融工具投资，以获得投资收益和资本增值。投资基金在不同国家或地区称谓有所不同，美国称为“共同基金”，英国和香港称为“单位信托基金”，日本和台湾称为“证券投资信托基金”。

根据不同标准可将投资基金划分为不同的种类：

（1）根据基金单位是否可增加或赎回，投资基金可分为开放式基金和封闭式基金。开放式基金是指基金设立后，投资者可以随时申购或赎回基金单位，基金规模不固定的投资基金；封闭式基金是指基金规模在发行前已确定，在发行完毕后的规定期限内，基金规模固定不变的投资基金。

（2）根据组织形态的不同，投资基金可分为公司型投资基金和契约型投资基金。公司型投资基金是具有共同投资目标的投资者组成以盈利为目的的股份制投资公司，并将资产投资于特定对象的投资基金；契约型投资基金也称信托型投资基金，是指基金发起人依据其与基金管理人、基金托管人订立的基金契约，发行基金单位而组建的投资基金。

（3）根据投资风险与收益的不同，投资基金可分为成长型投资基金、收入型投资基金和平衡型投资基金。成长型投资基金是指把追求资本的长期成长作为其投资目的的投资基金；收入型基金是指以能为投资者带来高水平的当期收入为目的的投资基金；平衡型投资基金是指以支付当期收入和追求资本的长期成长为目的的投资基金。

（4）根据投资对象的不同，投资基金可分为股票基金、债券基金、货币市场基金、期货基金、期权基金、指数基金和认股权证基金等。股票基金是指以股票为投资对象的投资基金；债券基金是指以债券为投资对象的投资基金；货币市场基金是指以国库券、大额银行可转让存单、商业票据、公司债券等货币市场短期有价证券为投资对象的投资基金；期货基金是指以各类期货品种为主要投资对象的投资基金；期权基金是指以能分配股利的股票期权为投资对象的投资基金；指数基金是指以某种证券市场的价格指数为投资对象的投资基金；认股权证基金是指以认股权证为投资对象的投资基金。

（5）根据投资货币种类，投资基金可分为美元基金、日元基金和欧元基金等。美元基金是指投资于美元市场的投资基金；日元基金是指投资于日元市场的投资基金；欧元基金是指投资于欧元市场的投资基金。

此外，根据资本来源和运用地域的不同，投资基金可分为国际基金、海外基金、国内基金、国家基金和区域基金等。国际基金是指资本来源于国内，并投资于国外市场的投资基金；海外基金也称离岸基金，是指资本来源于国外，并投资于国外市场的投资基金；国内基金是指资本来源于国内，并投资于国内市场的投资基金；国家基金是指资本来源于国外，并投资于某一特定国家的投资基金；区域基金是指投资于某一特定地区的投资基金。

### 2. 什么是证券投资基金？证券投资基金有什么特点？

证券投资基金是一种利益共享、风险共担的集合证券投资方式，即通过发行基金单位，集中投资者的资金，由基金托管人托管，由基金管理人管理和运用资金，从事股票、债券等金融工具投资。在我国，基金托管人必须由合格的商业银行担任，基金管理人必须由专业的基金管理公司担任。基金投资人享受证券投资基金的收益，也承担亏损的风险。证券投资基金的特点有：

（1）证券投资基金是由专家运作、管理并专门投资于证券市场的基金。我国《证券投资基金管理暂行办法》规定，证券投资基金投资于股票、债券的比例，不得低于该基金资产总值的 80%。基金资产由专业的基金管理公司负责管理。基金管理公司配备了大量的投资专家，他们不仅掌握了广博的投资分析和投资组合理论知识，而且在投资领域也积累了相当丰富的经验。

（2）证券投资基金是一种间接的证券投资方式。投资者是通过购买基金而间接投资于证券市场的。与直接购买股票相比，投资者与上市公司没有任何直接关系，不参与公司决策和管理，只享有公司利润的分配权。投资者若直接投资于股票、债券，就成了股票、债券的所有者，要直接承担投资风险。而投资者若购买了证券投资基金，则是由基金管理人来具体管理和运作基金资产，进行证券的买卖活动。因此，对投资者来说，证券投资基金是一种间接证券投资方式。

（3）证券投资基金具有投资小、费用低的优点。在我国，每份基金单位面值为人民币 1 元。证券投资基金最低投资额一般较低，投资者可以根据自己的财力，多买或少买基金单位，从而解决了中小投资者“钱不多、入市难”的问题。

基金的费用通常较低。根据国际市场上的一般惯例，基金管理公司就提供基金管理服务而向基金收取的管理费一般为基金资产净值的 1% ~ 2.5%，而投资者购买基金需缴纳的费用通常为认购总额的 0.25%，低于购买股票的费用。此外，由于基金集中了大量的资金进行证券交易，通常也能在手续费方面得到证券商的优惠；而且为了支持基金业的发展，很多国家和地区还对基金的税收给予优惠，使投资者通过基金投资证券所承担的税赋不高于直接投资于证券须承担的税赋。

（4）证券投资基金具有组合投资、分散风险的好处。根据投资专家的经验，要在投资中做到起码的分散风险，通常要持有 10 个左右的股票。投资学上有一句谚语：“不要把你的鸡蛋放在同一个篮子里”。然而，中小投资者通常无力做到这一点。如果投资者把所有资金都投资于一家公司的股票，一旦这家公司破产，投资者便可能尽失其所有。而证券投资基金通过汇集众多中小投资者的小额资金，形成雄厚的资金实力，可以同时把投资者的资金分散投资于各种股票，使某些股票跌价造成的损失可以用其他股票涨价的盈利来弥补，分散了投资风险。如我国最近颁布的《证券投资基金管理暂行办法》规定，1 个基金持有 1 家上市公司的股票，不得超过该基金资产净值的 10%。换言之，如果某基金将其 80% 的资产净值投资于股票的话，它至少应购买 8 家公司的股票。

（5）证券投资基金流动性强。基金的买卖程序非常简便。对开放式基金而言，投资者既可以向基金管理公司直接购买或赎回基金，也可以通过证券公司等代理销售机构购买或赎回，或委托投资顾问机构代为买入。国外的基金大多是开放式基金，每天都会进行公开报价，投资者可随时据以购买或赎回。我国试点的封闭式基金都在证券交易所上市交易，买卖程序与股票相似。

### 3. 什么是股票基金？股票基金有哪些特点？

股票基金是以股票为投资对象的投资基金，是投资基金的主要种类。股票基金的主要功能是将大众投资者的小额投资集中为巨额资金，投资于不同的股票组合，是股票市场的主要机构投资者。

股票基金作为一种投资工具，在股市中占有重要地位。以美国为例，1993年美国股票基金为7490亿美元，占美国共同基金总值的36%，占全部股票市值的13%，1996年增加到17501亿美元，占美国共同基金总值的49%，占全部股票市值的17%。

股票基金按投资的对象可分为优先股基金和普通股基金，优先股基金可获取稳定收益，风险较小，收益分配主要是股利；普通股基金是目前数量最大的一种基金，该基金以追求资本利得和长期资本增值为目的，风险较优先股基金大。按基金投资分散化程度，可将股票基金分为一般普通股基金和专门化基金，前者是指将基金资产分散投资于各类普通股票上，后者是指将基金资产投资于某些特殊行业股票上，风险较大，但可能具有较好的潜在收益。按基金投资的目的还可将股票基金分为资本增值型基金、成长型基金及收入型基金。资本增值型基金投资的主要目的是追求资本快速增长，以此带来资本增值，该类基金风险高、收益也高。成长型基金投资于那些具有成长潜力并能带来收入的普通股票上，具有一定的风险。股票收入型基金投资于具有稳定发展前景的公司所发行的股票，追求稳定的股利分配和资本利得，这类基金风险小，收入也不高。

股票基金具有以下特点：与其他基金相比，股票基金的投资对象具有多样性，投资目的也具有多样性。与投资者直接投资于股票市场相比，股票基金具有分散风险、费用较低等特点。对一般投资者而言，个人资本毕竟是有限的，难以通过分散投资种类而降低投资风险。但若投资于股票基金，投资者不仅可以分享各类股票的收益，而且可以通过投资于股票基金而将风险分散于各类股票上，大大降低了投资风险。此外，投资者投资于股票基金，还可以享受基金大额投资在成本上的相对优势，降低投资成本，提高投资效益，获得规模效益的好处。从资产流动性来看，股票基金具有流动性强、变现性高的特点。首先，股票基金的投资对象是流动性极好的股票，基金资产质量高、变现容易。其次，对投资者来说，股票基金本身的流动性也较好。目前，许多国家的股市都有涨跌停板的限制，投资者手中所持股票易出现被“套牢”的情况，造成资金流动困难。投资于股票基金，则可以有效地避免这一问题的发生。对投资者来说，股票基金经营稳定、收益可观。一般来说，股票基金的风险比股票投资的风险低，因而收益较稳定。不仅如此，封闭式股票基金上市后，投资者还可以通过在交易所交易获得买卖差价。基金期满后，投资者享有分配剩余资产的权利。股票基金还具有在国际市场上融资的功能和特点。就股票市场而言，其资本的国际化程度较外汇市场和债券市场为低。一般来说，各国的股票基本上在本国市场上交易，股票投资者也只能投资于本国上市的股票或在当地上市的少数外国公司的股票。在国外，股票基金则突破了这一限制，投资者可以通过购买股票基金，投资于其他国家或地区的股票市场，从而对证券市场的国际化具有积极的推动作用。从海外股票市场的现状来看，股票基金投资对象有很大一部分是外国公司股

票。

#### 4. 什么是债券基金？债券基金有哪些特点？

债券基金是一种以债券为投资对象的证券投资基金，它通过集中众多投资者的资金，对债券进行组合投资，寻求较为稳定的收益。

随着债券市场的发展，债券基金也发展成为证券投资基金的重要种类，其规模仅次于股票基金。如在美国，1997年初债券基金资产总额为886亿美元，占美国基金资产总额的25%，而同期股票基金所占的比例为49%；在香港，1997年初债券基金资产总额为70.5亿美元，占香港基金资产总额的17%，同期股票基金的比例为60%。

债券基金与利率的走势紧密相关。市场利率的波动会导致债券价格和收益率的变动，债券基金投资于债券，其收益水平当然会受到利率变化的影响。这一点在利率高度市场化的美国表现得尤为明显。1985年，由于美国当年利率下调，增加了债券投资的吸引力，当年流入美国政府公债基金的新增资金从74亿美元激增到428亿美元，比上年增加了6倍。而1996年由于利率上调，债券投资的吸引力下降，当年流入政府公债基金的资金比上年减少138亿美元。债券基金的收益和所投资债券的信用等级也有密切关系。有的债券基金大量投资于信用等级较高的债券，风险较低但收益也不高。有的债券基金主要投资于垃圾债券（如标准·普尔3B以下、穆迪Baa以下的债券），风险较大但收益也相对较高。

按所投资的债券种类不同，债券基金可分为以下四种：政府公债基金，主要投资于国库券等由政府发行的债券；市政债券基金，主要投资于地方政府发行的公债；公司债券基金，主要投资于各公司发行的债券；国际债券基金，主要投资于国际市场上发行的各种债券。

债券基金有以下特点：低风险，低收益。由于债券收益稳定、风险也较小，相对于股票基金，债券基金风险低但回报率也不高。费用较低。由于债券投资管理不如股票投资管理复杂，因此债券基金的管理费也相对较低。收益稳定。投资于债券定期都有利息回报，到期还承诺还本付息，因此债券基金的收益较为稳定。注重当期收益。债券基金主要追求当期较为固定的收入，相对于股票基金而言缺乏增值的潜力，较适合于不愿过多冒险、谋求当期稳定收益的投资者。

相对于直接投资于债券，投资者投资于债券基金主要有以下优点：风险较低。债券基金通过集中投资者的资金对不同的债券进行组合投资，能有效降低单个投资者直接投资于某种债券可能面临的风险。专家经营。随着债券种类日益多样化，一般投资者要进行债券投资不但要仔细研究发债主体，还要判断利率走势等宏观经济指标，往往力不从心，而投资于债券基金则可以分享专家经营的成果。流动性强。投资者如果投资于非流通债券，只有到期才能兑现，而通过债券基金间接投资于债券，则可以获取很高的流动性，随时可以将持有的债券基金转让或赎回。

#### 5. 什么是货币市场基金？货币市场基金有哪些特点？

货币市场基金是指投资于货币市场上短期有价证券的一种基金。该基金

资产主要投资于短期货币工具如国库券、商业票据、银行定期存单、政府短期债券、企业债券等短期有价证券。

货币市场基金最早创设于 1972 年的美国。到 1986 年底为止，美国共有 400 多个货币市场基金，总资产超过 2900 亿美元。在美国，货币市场基金按风险大小可划分为三类： 国库券货币市场基金，主要投资于国库券、由政府担保的有价证券等。这些证券到期时间一般不到 1 年，平均到期期限为 120 天。 多样化货币市场基金，就是通常所说的货币市场基金，通常投资于商业票据、国库券、美国政府代理机构发行的证券、可转让存单、银行承兑票据等各种有价证券，其到期时间同前述基金类似。 免税货币基金，主要用于短期融资的高质量市政证券，也包括市政中期债券和市政长期债券。免税货币基金的优点是可以减免税收，但通常比一般的货币市场基金的收益率低（大约低 30% ~ 40%），税率不高时投资者选择该基金并不划算。

货币市场基金与传统的基金比较具有以下特点： 货币市场基金与其他投资于股票的基金最主要的不同在于基金单位的资产净值是固定不变的，通常是每个基金单位 1 元。投资该基金后，投资者可利用收益再投资，投资收益就不断累积，增加投资者所拥有的基金份额。比如某投资者以 100 元投资于某货币市场基金，可拥有 100 个基金单位，1 年后，若投资报酬是 8%，那么该投资者就多 8 个基金单位，总共 108 个基金单位，价值 108 元。 衡量货币市场基金表现好坏的标准是收益率，这与其他基金以净资产价值增值获利不同。 流动性好、资本安全性高。这些特点主要源于货币市场是一个低风险、流动性高的市场。同时，投资者可以不受到期日限制，随时可根据需要转让基金单位。 风险性低。货币市场工具的到期日通常很短，货币市场基金投资组合的平均期限一般为 4 ~ 6 个月，因此风险较低，其价格通常只受市场利率的影响。 投资成本低。货币市场基金通常不收取赎回费用，并且其管理费用也较低，货币市场基金的年管理费用大约为基金资产净值的 0.25% ~ 1%，比传统的基金年管理费率 1% ~ 2.5% 低。 货币市场基金均为开放式基金。货币市场基金通常被视为无风险或低风险投资工具，适合于将资本短期投资生息以备不时之需，特别是在利率高、通货膨胀率高、证券流动性下降、可信度降低时，可使本金免遭损失。

## 6. 什么是开放式基金？什么是封闭式基金？二者的主要区别有哪些？

根据基金是否可以赎回，证券投资基金可分为开放式基金和封闭式基金。开放式基金，是指基金规模不是固定不变的，而是可以随时根据市场供求情况发行新份额或被投资人赎回的投资基金。封闭式基金，是相对于开放式基金而言的，是指基金规模在发行前已确定，在发行完毕后和规定的期限内，基金规模固定不变的投资基金。

开放式基金和封闭式基金的主要区别如下：

（1）基金规模的可变性不同。封闭式基金均有明确的存续期限（我国为不得少于 5 年），在此期限内已发行的基金单位不能被赎回。虽然特殊情况下此类基金可进行扩募，但扩募应具备严格的法定条件。因此，在正常情况下，基金规模是固定不变的。而开放式基金所发行的基金单位是可赎回的，而且投资者在基金的存续期间内也可随意申购基金单位，导致基金的资金总额每日均不断地变化。换言之，它始终处于“开放”的状态。这是封闭式基



金与开放式基金的根本差别。

(2) 基金单位的买卖方式不同。封闭式基金发起设立时, 投资者可以向基金管理公司或销售机构认购; 当封闭式基金上市交易时, 投资者又可委托券商在证券交易所按市价买卖。而投资者投资于开放式基金时, 他们则可以随时向基金管理公司或销售机构申购或赎回。

(3) 基金单位的买卖价格形成方式不同。封闭式基金因在交易所上市, 其买卖价格受市场供求关系影响较大。当市场供小于求时, 基金单位买卖价格可能高于每份基金单位资产净值, 这时投资者拥有的基金资产就会增加; 当市场供大于求时, 基金价格则可能低于每份基金单位资产净值。而开放式基金的买卖价格是以基金单位的资产净值为基础计算的, 可直接反映基金单位资产净值的高低。在基金的买卖费用方面, 投资者在买卖封闭式基金时与买卖上市股票一样, 也要在价格之外付出一定比例的证券交易税和手续费; 而开放式基金的投资者需缴纳的相关费用(如首次认购费、赎回费)则包含于基金价格之中。一般而言, 买卖封闭式基金的费用要高于开放式基金。

(4) 基金的投资策略不同。由于封闭式基金不能随时被赎回, 其募集得到的资金可全部用于投资, 这样基金管理公司便可据以制定长期的投资策略, 取得长期经营绩效。而开放式基金则必须保留一部分现金, 以便投资者随时赎回, 而不能尽数地用于长期投资, 一般投资于变现能力强的资产。

## 7. 什么是契约型投资基金? 什么是公司型投资基金? 二者的主要区别有哪些?

证券投资基金根据其组织形式不同, 可分为契约型投资基金和公司型投资基金。我国最近颁布的《证券投资基金管理暂行办法》所规定的基金是契约型基金。

契约型投资基金也称信托型投资基金, 是根据一定的信托契约原理, 由基金发起人和基金管理人、基金托管人订立基金契约而组建的投资基金。基金管理公司依据法律、法规和基金契约负责基金的经营和管理操作; 基金托管人负责保管基金资产, 执行管理人的有关指令, 办理基金名下的资金往来; 投资者通过购买基金单位, 享有基金投资收益。英国、日本和我国香港、台湾地区多是契约型基金。

在国外, 契约型基金依据其具体经营方式又可划分为两种类型:

(1) 单位型。它的设定是以某一特定资本总额为限筹集资金组成单独的基金, 筹资额满, 不再筹集资金。它往往有一固定期限, 到期停止, 信托契约也就解除, 退回本金与收益。信托契约期限未满, 不得解约或退回本金, 也不得追加投资。如香港的单位信托基金就属于此类。

(2) 基金型。这类基金的规模和期限都不固定。在期限上, 这类基金是无限期的; 在资本规模上, 可以有资本总额限制, 也可以没有这种限制。基金单位价格由单位基金资产净值、管理费及手续费等构成, 原投资者可以以买价把受益凭证卖给代理投资机构, 以解除信托契约抽回资金, 也可以以卖价从代理投资机构那里买入基金单位进行投资, 建立信托契约。日本的开放型投资信托或追加型投资信托属于基金型投资信托。

公司型投资基金, 是具有共同投资目标的投资者依据公司法组成以盈利为目的、投资于特定对象(如各种有价证券、货币)的股份制投资公司。这

种基金通过发行股份的方式筹集资金，是具有法人资格的经济实体。基金持有人既是基金投资者又是公司股东，按照公司章程的规定，享受权利、履行义务。公司型基金成立后，通常委托特定的基金管理公司运用基金资产进行投资并管理基金资产。基金资产的保管则委托另一金融机构，该机构的主要职责是保管基金资产并执行基金管理人指令，二者权责分明。基金资产独立于基金管理人和托管人的资产之外，即使受托的金融保管机构破产，受托保管的基金资产也不在清算之列。美国的基金多为公司型基金。

契约型投资基金与公司型投资基金的主要区别有以下几点：

（1）法律依据不同。契约型基金是依照基金契约组建的，信托法是契约型基金设立的依据；公司型基金是依照公司法组建的。

（2）法人资格不同。契约型基金不具有法人资格，而公司型基金本身就是具有法人资格的股份有限公司。

（3）投资者的地位不同。契约型基金的投资者作为信托契约中规定的受益人，对基金如何运用所做的重要投资决策通常不具有发言权；公司型基金的投资者作为公司的股东有权对公司的重大决策进行审批，发表自己的意见。

（4）融资渠道不同。公司型基金由于具有法人资格，在资金运用状况良好、业务开展顺利、又需要扩大公司规模、增加资产时，可以向银行借款；契约型基金因不具有法人资格，一般不向银行借款。

（5）经营财产的依据不同。契约型基金凭借基金契约经营基金财产；公司型基金则依据公司章程来经营。

（6）基金运营不同。公司型基金像一般的股份公司一样，除非依据公司法到了破产、清算阶段，否则公司一般都具有永久性；契约型基金则依据基金契约建立、运作，契约期满，基金运营也就终止。

从投资者的角度看，这两种投资方式没有太大的区别，至于一个国家采取哪一种方式好，要根据具体情况进行分析。目前，许多国家和地区都采用两种形态并存的办法，力求把两者的优点都利用起来。

## 8. 什么是对冲基金？对冲基金的主要特点是什么？索罗斯的量子基金是怎么回事？

对冲基金的英文名称为 HedgeFund，意为“风险对冲过的基金”，起源于 50 年代初的美国。其操作的宗旨，在于利用期货、期权等金融衍生产品以及对相关联的不同股票进行实买空卖、风险对冲的操作技巧，在一定程度上可规避和化解证券投资风险。

在一个最基本的对冲操作中，基金管理者在购入一种股票后，同时购入这种股票的一定价位和时效的看跌期权（PutOption）。看跌期权的效用在于当股票价位跌破期权限定的价格时，卖方期权的持有者可将手中持有的股票以期权限定的价格卖出，从而使股票跌价的风险得到对冲。在另一类对冲操作中，基金管理人首先选定某类行情看涨的行业，买进该行业中看好的几只优质股，同时以一定比率卖出该行业中较差的几只劣质股。如此组合的结果是，如该行业预期表现良好，优质股涨幅必超过其他同行业的股票，买入优质股的收益将大于卖空劣质股而产生的损失；如果预期错误，此行业股票不涨反跌，那么较差公司的股票跌幅必大于优质股，则卖空盘口所获利润必高

于买入优质股下跌造成的损失。正因为如此的操作手段，早期的对冲基金可以说是一种基于避险保值的保守投资策略的基金管理形式。

经过几十年的演变，对冲基金已失去其初始的风险对冲的内涵，HedgeFund 的称谓亦徒有虚名。对冲基金已成为一种新的投资模式的代名词，即基于最新的投资理论和极其复杂的金融市场操作技巧，充分利用各种金融衍生产品的杠杆效用，承担高风险、追求高收益的投资模式。现在的对冲基金有以下几个特点：

（1）投资活动的复杂性。近年来结构日趋复杂、花样不断翻新的各类金融衍生产品如期货、期权、掉期等逐渐成为对冲基金的主要操作工具。这些衍生产品本为对冲风险而设计，但因其低成本、高风险、高回报的特性，成为许多现代对冲基金进行投机行为的得力工具。对冲基金将这些金融工具配以复杂的组合设计，根据市场预测进行投资，在预测准确时获取超额利润。或是利用短期内市场波动而产生的非均衡性设计投资策略，在市场恢复正常状态时获取差价。

（2）投资效应的高杠杆性。典型的对冲基金往往利用银行信用，以极高的杠杆借贷（Leverage）在其原始基金量的基础上几倍甚至几十倍地扩大投资资金，从而达到最大程度地获取回报的目的。对冲基金的证券资产的高流动性，使得对冲基金可以利用基金资产方便地进行抵押贷款。一个资本金只有 1 亿美元的对冲基金，可以通过反复抵押其证券资产，贷出高达几十亿美元的资金。这种杠杆效应的存在，使得在一笔交易后扣除贷款利息，净利润远远大于仅使用 1 亿美元的资本金运作可能带来的收益。同样，也恰恰因为杠杆效应，对冲基金在操作不当时往往亦面临超额损失的巨大风险。

（3）筹资方式的私募性。对冲基金的组织结构一般是合伙人制，基金投资者以资金入伙，提供大部分资金但不参与投资活动；基金管理者以资金和技能入伙，负责基金的投资决策。由于对冲基金在操作上要求高度的隐蔽性和灵活性，因而在美国对冲基金的合伙人一般控制在 100 人以下，而每个合伙人的出资额在 100 万美元以上。由于对冲基金多为私募性质，从而规避了美国法律对公募基金信息披露的严格要求。由于对冲基金的高风险性和复杂的投资机理，许多西方国家都禁止其向公众公开招募资金，以保护普通投资者的利益。为了避开美国的高税收和美国证券交易委员会的监管，在美国市场上进行操作的对冲基金一般在巴哈马和百慕大等一些税收低、管制松散的地区进行离岸注册，并仅限于向美国境外的投资者募集资金。

（4）操作的隐蔽性和灵活性。对冲基金与面向普通投资者的证券投资基金不但在基金投资者、资金募集方式、信息披露要求和受监管程度上存在很大差别，在投资活动的公平性和灵活性方面也存在很多差别。证券投资基金一般都有较明确的资产组合定义，即在投资工具的选择和比例上有确定的方案，如平衡型基金指在基金组合中股票和债券大体各半，增长型基金指侧重于高增长性股票的投资；同时，共同基金不得利用信贷资金进行投资，而对冲基金则完全没有这些方面的限制和界定，可利用一切可操作的金融工具和组合，最大限度地使用信贷资金，以牟取高于市场平均利润的超额回报。由于操作上的高度隐蔽性和灵活性以及杠杆融资效应，对冲基金在现代国际金融市场的投机活动中担当了重要角色。

美国金融家乔治·索罗斯旗下经营了五个风格各异的对冲基金。其中，量子基金是最大的一个，亦是全球规模较大的几个对冲基金之一。量子基金

最初由索罗斯及另一位对冲基金的名家吉姆·罗杰斯创建于 60 年代末期，开始时资产只有 400 万美元。基金设立在纽约，但其出资人皆为非美国国籍的境外投资者，从而避开美国证券交易委员会的监管。量子基金投资于商品、外汇、股票和债券，并大量运用金融衍生产品和杠杆融资，从事全方位的国际性金融操作。索罗斯凭借其过人的分析能力和胆识，引导着量子基金在世界金融市场一次又一次的攀升和破败中逐渐成长壮大。他曾多次准确地预见到某个行业和公司的非同寻常的成长潜力，从而在这些股票的上升过程中获得超额收益。即使是在市场下滑的熊市中，索罗斯也以其精湛的卖空技巧而大赚其钱。经过不到 30 年的经营，至 1997 年末，量子基金已增值为资产总值近 60 亿美元的巨型基金。在 1969 年注入量子基金的 1 万美元在 1996 年底已增值至 3 亿美元，即增长了 3 万倍。

索罗斯成为国际金融界炙手可热的人物，是由于他凭借量子基金在 90 年代中所发动的几次大规模货币狙击战。量子基金以其强大的财力和凶狠的作风，自 90 年代以来在国际货币市场上兴风作浪，常常对基础薄弱的货币发起攻击并屡屡得手。量子基金虽只有 60 亿美元的资产，但由于其在需要时可通过杠杆融资等手段取得相当于几百亿甚至上千亿资金的投资效应，因而成为国际金融市场中一个举足轻重的力量。同时，由于索罗斯的声望，量子基金的资金行踪和投注方向无不成为规模庞大的国际游资所追随。因此，量子基金的一举一动常常对某个国家货币的升降走势起关键的影响作用。对冲基金对一种货币的攻击往往是在货币的远期和期货、期权市场上通过对该种货币大规模卖空进行的，从而造成此种货币的贬值压力。对于外汇储备窘困的国家，在经过徒劳无功的市场干预后，所剩的唯一办法往往是任其货币贬值，从而使处于空头的对冲基金大获其利。在 90 年代中发生的几起严重的货币危机事件中，索罗斯及其量子基金都负有直接责任。

90 年代初，为配合欧共体内部的联系汇率，英镑汇率被人为固定在一个较高水平，引发国际货币投机者的攻击，量子基金率先发难，在市场上大规模抛售英镑而买入德国马克。英格兰银行虽下大力抛出德国马克购入英镑，并配以提高利率的措施，仍不敌量子基金的攻击而退守，英镑被迫退出欧洲货币汇率体系而自由浮动，短短 1 个月内英镑汇率下挫 20%，而量子基金在此英镑危机中获取了数亿美元的暴利。在此不久后，意大利里拉亦遭受同样命运，量子基金同样扮演主角。

1994 年，索罗斯的量子基金对墨西哥比索发起攻击。墨西哥在 1994 年之前的经济良性增长，是建立在过分依赖中短期外资贷款的基础之上的。为控制国内的通货膨胀，比索汇率被高估并与美元挂钩浮动。由量子基金发起的对比索的攻击，使墨西哥外汇储备在短时间内告罄，不得不放弃与美元的挂钩，实行自由浮动，从而造成墨西哥比索和国内股市的崩溃，而量子基金在此次危机中则收入不菲。

1997 年下半年，东南亚发生金融危机。与 1994 年的墨西哥一样，许多东南亚国家如泰国、马来西亚和韩国等长期依赖中短期外资贷款维持国际收支平衡，汇率偏高并大多维持与美元或一揽子货币的固定或联系汇率，这给国际投机资金提供了一个很好的捕猎机会。量子基金扮演了狙击者的角色，从大量卖空泰铢开始，迫使泰国放弃维持已久的与美元挂钩的固定汇率而实行自由浮动，从而引发了一场泰国金融市场前所未有的危机。危机很快波及到所有东南亚实行货币自由兑换的国家和地区，迫使除了港币之外的所有东

南亚主要货币在短期内急剧贬值。东南亚各国货币体系和股市的崩溃，以及由此引发的大批外资撤退和国内通货膨胀的巨大压力，给这个地区的经济发展蒙上了一层阴影。

## 9. 证券投资基金和股票、债券各有什么区别和联系？

证券投资基金是一种利益共享、风险共担的集合证券投资方式，即通过发行基金单位，集中投资者的资金，由基金托管人托管，由基金管理人管理和运用资金，从事股票、债券等金融工具投资。

股票是股份公司签发的证明股东所持股份的凭证，是公司股份的形式。投资者通过购买股票成为发行公司的所有者，按持股份额获得经营收益和参与重大决策表决。

债券是指依法定程序发行的，约定在一定期限还本付息的有价证券，其特点是收益固定，风险较小。

证券投资基金与股票、债券相比，存在以下的区别：

(1) 投资者地位不同。股票持有人是公司的股东，有权对公司的重大决策发表自己的意见；债券的持有人是债券发行人的债权人，享有到期收回本息的权利；基金单位的持有人是基金的受益人，体现的是信托关系。

(2) 风险程度不同。一般情况下，股票的风险大于基金。对中小投资者而言，由于受可支配资产总量的限制，只能直接投资于少数几只股票，这就犯了“把所有鸡蛋放在一个篮子里”的投资禁忌，当其所投资的股票因股市下跌或企业财务状况恶化时，资本金有可能化为乌有；而基金的基本原则是组合投资，分散风险，把资金按不同的比例分别投于不同期限、不同种类的有价证券，把风险降至最低程度。债券在一般情况下，本金得到保证，收益相对固定，风险比基金要小。

(3) 收益情况不同。基金和股票的收益是不确定的，而债券的收益是确定的。一般情况下，基金的收益比债券高。以美国投资基金为例，国际投资者基金等 25 种基金 1976~1981 年 5 年间的收益增长率，平均为 301.6%，其中最高的 20 世纪增长投资者基金为 465%，最低的普利特伦德基金为 243%；而 1996 年国内发行的 2 种 5 年期政府债券，利率分别只有 13.06% 和 8.8%。

(4) 投资方式不同。与股票、债券的投资者不同，证券投资基金是一种间接的证券投资方式，基金的投资者不再直接参与有价证券的买卖活动，不再直接承担投资风险，而是由专家具体负责投资方向的确定、投资对象的选择。

(5) 价格取向不同。在宏观政治、经济环境一致的情况下，基金的价格主要决定于资产净值；而影响债券价格的主要因素是利率；股票的价格则受供求关系的影响巨大。

(6) 投资回收方式不同。债券投资是有一定期限的，期满后收回本金；股票投资是无限期的，除非公司破产、进入清算，投资者不得从公司收回投资，如要收回，只能在证券交易市场上按市场价格变现；投资基金则要视所持有的基金形态不同而有区别：封闭型基金有一定的期限，期满后，投资者可按持有的份额分得相应的剩余资产，在封闭期内还可以在交易市场上变现；开放型基金一般没有期限，但投资者可随时向基金管理人要求赎回。

虽然几种投资工具有以上的不同，但彼此间也存在不少联系：

基金、股票、债券都是有价证券，对它们的投资均为证券投资。基金份额的划分类似于股票：股票是按“股”划分，计算其总资产；基金资产则划分为若干个“基金单位”，投资者按持有基金单位的份额分享基金的增值收益。契约型封闭基金与债券情况相似，在契约期满后一次收回投资。另外，股票、债券是证券投资基金的投资对象，在国外有专门以股票、债券为投资对象的股票基金和债券基金。

#### 10. 投资基金对经济发展和证券市场有哪些作用和影响？

投资基金作为一种集中资金、专家经营、组合投资、分散风险的投资制度，自诞生以来就备受投资者的青睐，对社会经济的发展起到了重要的作用。

（1）投资基金为中小投资者拓宽了投资渠道。对中小投资者来说，储蓄或买债券是较为稳妥的投资渠道，但收益率较低。投资于股票有可能获得较高收益，但风险也较大。而且对于手中资金有限、投资经验不足的中小投资者来说，投资股市有很多障碍。一是投资股市需要一定的资金量，小额资金入市较难；二是资金量有限的情况下，很难做到组合投资、分散风险。此外，股市变幻莫测，中小投资者缺乏投资经验，加上资讯条件限制，很难在股市中获得很好的投资收益。而投资基金作为一种新型的投资工具，把众多投资者的资金汇集成巨额资金进行组合投资，由专家来管理和运作，经营稳定，收益可观，可以说是专门为中小投资者设计的间接投资工具，大大拓宽了中小投资者的投资渠道。在美国，目前有 37% 的家庭拥有投资基金，投资基金占有家庭资产的 36%；在英国，约有 10% 的人口投资于投资基金。

（2）投资基金通过把储蓄转化为投资，有力地促进了产业发展和经济增长。投资基金有吸收各种投资者闲散资金的特点，促使证券市场的进一步发展，为企业在证券市场上筹集资金创造了良好的融资环境。实际上，投资基金起到了把储蓄资金转化为生产资金的作用。这种把储蓄转化为投资的机制为产业发展和经济增长提供了重要的资金来源。而且随着投资基金的发展壮大，它所起的作用越来越大。目前，全球约有 30 万亿美元的基金资产。其中，美国的投资基金的资产规模超过 4 万亿美元，仅次于商业银行的 4.6 万亿美元资产。尤其进入 90 年代以来，投资基金发展速度相当快，从 1990 年到 1996 年，投资基金增长速度为 218%。因此，随着投资基金的发展，它对推动经济增长将起到越来越大的作用。

投资基金对证券市场的发展意义更加重大。

（1）投资基金的发展，有利于证券市场的稳定。证券市场稳定与否和市场的投资者结构紧密相关。个人投资者由于专业知识有限、投资经验不足，加上受资讯条件限制，往往会盲目跟风、追涨杀跌，其不成熟的投机行为通常会加剧证券市场的波动。投资基金的出现和发展，能有效地改善证券市场的投资者结构，成为稳定市场的中坚力量。一方面，投资基金理性的投资行为有利于证券市场的稳定。投资基金由专家来经营管理，他们精通专业知识，投资经验丰富，信息资料齐备，分析手段先进，所有投资决策都基于对上市公司的深入分析和对宏观经济的详细研究，投资行为十分理性，因而不会过多地受市场波动的影响，客观上起到稳定市场的作用。另一方面，投资基金长远的投资战略有利于证券市场的稳定。投资基金注重资本的长期增长，多

采取长期的投资行为，而不会频频在证券市场上进进出出，因此能减少证券市场的波动。同时投资基金作为长期的战略投资者，往往会在市场低迷时入市而在行融市场上自由流动，寻找最佳的投资机会。这些少数人的决策和动向，在一定情况下也可以成为影响经济、金融的重要因素。

## 11. 世界各国投资基金的发展概况如何？

证券投资基金起源于 19 世纪的欧洲，在本世纪初传入美国后，得到极大的普及和发展。今天，美国的证券投资基金拥有世界上最大的资产管理量和最复杂的管理系统。英国基金业的发展程度虽不及美国，但在欧洲各国中具有较强的代表性。日本的证券基金是以欧美的基金为模本发展起来的，其资产管理量和系统的完备程度在亚太地区占据领先地位。

(1) 美国投资基金发展概况。美国投资基金的发展起源于 20 世纪 20 年代中期。第一个具有现代证券投资基金面貌的开放式基金“马萨诸塞投资信托”，1924 年诞生于波士顿。这支基金成立的第一年只有 200 名投资者，总资产不足 40 万美元。投资基金出现后，由于 30 年代初期的大萧条和第二次世界大战，发展较为缓慢。1940 年制定的《投资公司法》是世界上第一部系统地规范投资基金的立法，为美国投资基金的发展奠定了基础。第二次世界大战后，美国经济在五六十年代的高速增长，带动了投资基金的发展。1970 年时，美国已有投资基金 361 个，总资产近 500 亿美元，投资者逾千万人。70 年代美国经济出现滞胀，高失业率伴随高通胀率，投资基金的发展亦进入一个低迷阶段，在投资者数量和管理资产方面都出现萎缩。进入 80 年代后，美国国内利率逐渐降低并趋于稳定，经济的增长和股市的兴旺亦使投资基金得以快速发展。尤其在 80 年代中后期，股票市场长期平均收益高于银行存款和债券利率的优势逐渐显出，投资基金的发展出现了一个很大的飞跃。进入 90 年代，世界经济一体化的迅速发展使得投资全球化的概念主导了美国投资基金的发展，同时克林顿执政时代国内经济的高速增长使得股市空前高涨，股票基金也得以迅速膨胀。今天，美国的证券投资基金 [在美国称为共同基金 (Mutual Fund)] 的资产总量高达 4 万亿美元，有大约 4000 万持有者。

美国的共同基金分为封闭式和开放式。封闭式基金的起源略早于开放式基金，但开放式基金以其方便投资者的优点很快超过了封闭式基金。目前，封闭式共同基金大约只有 500 个，多为债券基金和国家基金，而开放式基金的数目则高达 5000 余个，种类多种多样，从投资组合上分，包括股票基金、债券基金、平衡基金（股票、债券均衡组合）；从投资区域上分，有国内市场基金和国际市场基金；从投资目的上分，可分为收入型和成长型等。

(2) 英国投资基金发展概况。英国是现代投资基金的发祥地。19 世纪中期，英国确定了作为世界贸易和金融王国的地位，产业革命接近终场，国内投资机会锐减；另一方面，海外对资本的需求高涨，追求利润的人们开始把资金投向海外。其中，既无知识又不具备调查能力的中小投资者寻求如何能够尽量回避风险而享受利益的投资方式，投资信托因此应运而生。1868 年，世界上第一个投资信托“外国和殖民地政府信托”在英国诞生。该基金成立时募集 100 万英镑，其操作方式类似于现代的封闭式契约型基金，通过契约约束各当事人的关系，委托代理人运用和管理基金资产。随后，1873 年第一家专业管理基金的组织“苏格兰美洲信托”成立，1879 年英国股份有限

公司法发布，从此投资基金从契约型进入股份有限公司专业管理时代。第一个具有现代开放式基金雏形的基金，在 1931 年出现。1943 年，英国成立了“海外政府信托契约”组织，该基金除规定基金公司以净资产价值赎回基金单位外，还在信托契约中明确了灵活的投资组合方式，标志着英国现代证券投资基金的发端。

英国的封闭式基金一般以投资信托公司股份的形式向公众募资，而开放式基金一般以单位信托基金的形式存在。单位信托基金向投资者出售基金单位，并承诺以基金净值赎回基金单位。单位信托基金的普及性和管理资产总量，超过了投资信托公司。截至 1997 年底，英国有单位信托基金管理公司 154 个，管理单位信托基金近 1600 个，管理资产超过 1500 亿英镑；而投资信托公司有 570 多个，管理资产 580 亿英镑。

(3) 日本投资基金发展概况。投资基金在日本称作证券投资信托基金。证券信托投资业务在 30 年代已在日本出现，但在 50 年代之前发展极不规范。第二次世界大战后，日本股市极度萧条，给战后经济复兴和企业融资带来巨大困难。为应付这种局势，日本证券界研究通过了有效利用投资信托制度将大众资金引进证券市场的方案，于 1951 年 6 月公布实行了证券投资信托法，确立了以战前的投资信托的结构为参考的契约型投资信托制度，日本四大证券公司野村、日兴、大和和山一率先注册开展基金业务。因此，日本投资信托的产生有强烈的政策性，与英、美等国在经济发展的过程中自然发生的背景大不相同。

1957 年信托投资行业的自律机构“日本投资信托协会”的成立，为日本现代投资基金的发展进一步铺平道路。1959 年 12 月基金业务从证券公司分离，四大投资信托公司由此诞生。1961 年专注于债券投资的债券基金开始出现。1970 年投资基金开始对海外投资。90 年代初，日本泡沫经济崩溃，投资基金资产急剧减少，投资基金行业面临严峻局面，从而导致 1994 年的投资基金制度改革。改革措施主要包括：加强对投资者保护，放宽对基金资产运用的限制，以及允许投资基金管理公司兼营专项代理投资业务等，以便促进投资基金的复兴。

日本的投资基金以契约型开放式为主，绝大部分不上市交易，政府的监管指导力较强，投资信托协会的自律管理较为有效。截止到 1997 年 6 月，日本有基金管理公司 44 家，管理基金 5300 多个，管理资产近 45 万亿日元，其中股票基金和债券基金分别占 24% 和 76%。四大信托投资公司占据主导地位，管理资产占总资产的 58%。

## 12. 我国港、台地区投资基金发展现状如何？

(1) 香港特别行政区基金的发展现状。投资基金出现在香港，最早是在 1960 年。但由于经济发展水平的局限以及投资者对基金并不了解等原因，70 年代以前基金市场的发展并不理想。直到进入 80 年代以后，投资基金的发展才呈现生机，基金数目和资产总值迅速上升，成为除日本以外亚洲最大的基金管理中心。进入 90 年代，香港投资基金的发展承接了 80 年代末期的强劲势头，截至 1997 年底，香港共有 46 家基金管理公司、788 个投资基金，基金资产总值约为 638.59 亿美元。

1997 年，投资于不同地区的香港投资基金业绩表现差别较大，如欧洲股



票基金收益率 17.33%，美国股票基金收益率 13.57%，债券基金收益率 7.4%，香港股票基金收益率-19.36%，日本股票基金收益率-24.97%，东盟基金（东南亚基金）收益率-51.37%。其中，香港、日本及东盟基金所投资的股票因东南亚金融危机的影响，股价大幅下跌，严重影响了基金的业绩表现。

（2）台湾省基金的发展现状。台湾省的投资基金诞生于 1983 年。时间虽短，但发展速度很快，经历了组建有外资股份的基金管理机构并在岛外募集基金，投资于岛内证券市场，设置“指定用途信托基金”，以及推出投资岛外证券市场的国际基金等发展过程，并取得了很大成就。截至 1997 年底，台湾投资基金共有 156 个，基金资产总值为 163.81 亿美元。以股票投资为主要对象的基金 115 个，以债券投资为主要对象的基金 37 个，其他基金 4 个，其中股票型基金的资产总值为 96.02 亿美元，占整个基金资产总值的 58%。

台湾目前共有 21 家基金管理公司，平均管理资产为 7.80 亿美元。1997 年，台湾基金的平均收益率为 26.26%。

### 13. 什么是基金发起人？基金发起人需要具备什么条件？

基金发起人是指发起设立基金的机构，它在基金的设立过程中起着重要作用。国外基金的发起人大多数为有实力的金融机构，可以是一个也可以是多个。

在我国，根据《证券投资基金管理暂行办法》的规定，基金的主要发起人为按照国家有关规定设立的证券公司、信托投资公司及基金管理公司，基金发起人的数目为两个以上。依据《证券投资基金管理暂行办法》及中国证监会的有关规定，基金发起人主要职责包括：

（1）制定有关法律文件并向主管机关提出设立基金的申请，筹建基金。

基金发起人必须对国家的经济、金融政策、市场状况、大众的投资心理等进行研究分析，在此基础上对拟设立的基金进行策划，如确定基金的主要投向、基金的类型、基金的存续期限以及基金的募集规模等。基金发起人要代表基金持有人与基金管理人、基金托管人签订基金契约，约定基金各方当事人的权利、义务。同时，基金发起人还需要制作管理机关要求的其他相关文件，如招募说明书等。确定发行方案，选定销售机构。向主管机关提出设立申请，并报送主管机关要求的有关文件。设立申请获得批准后，进行公告。

（2）认购或持有一定数量的基金单位。基金发起人须在募集基金时认购一定数量的基金单位，并在基金存续期内保持一定的持有比例，从而使基金发起人与基金持有人的利益结成一体，保证基金发起人以维护投资人的合法权益作为其行为准则，不从事有损于投资者利益的活动，以切实保护投资者的利益。

（3）基金不能成立时，基金发起人须承担基金募集费用，将已募集的资金并加计银行活期存款利息在规定时间内退还基金认购人。

由于基金发起人对基金的设立有重大影响，因此，一些国家和地区对发起人应具备的条件都有较为严格的要求。

我国《证券投资基金管理暂行办法》规定，基金发起人必须具备以下条件：主要发起人是按照国家有关规定设立的证券公司、信托投资公司及基金管理公司；基金发起人必须拥有雄厚的资本实力，每个发起人的实收资本不

少于3亿元人民币；基金的主要发起人有3年以上从事证券投资的经验及连续盈利的记录；基金发起人有健全的组织机构和管理制度，财务状况良好，经营行为规范等等。

#### 14. 证券投资基金是如何设立的？成立的条件有哪些？

基金是由基金发起人发起设立的。根据《证券投资基金管理暂行办法》的规定，在我国发起人申请设立基金，一般要完成以下工作：

（1）基金发起人申请设立基金，首先必须准备各种法律文件，如设立基金的申请报告、发起人协议书、基金契约、基金托管协议、基金招募说明书等。

其中，申请报告主要包括：基金名称、拟申请设立基金的必要性和可行性、基金类型、基金规模、存续期间、发行价格、发行对象、基金的交易或申购与赎回安排、拟委托的基金管理人和基金托管人等。

发起人协议应包括拟设立基金的基本情况、发起人的权利和义务、发起人认购基金单位的数量、拟聘任的基金管理人和基金托管人、发起人对主要发起人的授权等内容。

基金契约、托管协议、招募说明书的内容与格式，中国证监会在《证券投资基金管理暂行办法》实施准则中都有详细规定。发起人应严格按照要求起草上述文件。

（2）基金发起人准备好各种文件后，应上报中国证监会。中国证监会收到文件后对基金发起人资格、基金管理人资格、基金托管人资格以及基金契约、托管协议、招募说明书以及上报资料的完整性、准确性进行审核，如果符合有关标准，则正式下文批准基金发起人公开发发行基金。

（3）基金发起人收到中国证监会的批文后，于发行前三天公布招募说明书，并公告具体的发行方案。

在《证券投资基金管理暂行办法》及其实施准则中，对申请设立的基金本身也作了一些规定，如发起人可申请设立开放式基金，也可申请设立封闭式基金，并规定封闭式基金存续期不得少于5年，最低募集数额不得低于2亿元等，发起人申请设立基金的申报材料中有关内容必须符合上述规定，基金才有可能获中国证监会批准。基金经批准向社会公众公开发售后，并不表明基金已正式成立，基金要正式成立，还必须满足一定的条件：对封闭式基金来说，自该基金批准之日起，3个月内募集的资金超过批准规模的80%；对开放式基金来说，批准之日起3个月内净销售额不得少于2亿元。有关募集资金的数额，需经会计师事务所出具验资证明。基金正式成立前，募集资金只能存入商业银行，不能动用。基金正式成立后，基金管理公司才能正式承担基金资产管理的责任，使用募集资金，进行投资运作。基金不能成立时，基金发起人必须承担基金募集费用，并将募集的资金连同活期存款利息返还给投资者。

#### 15. 证券投资基金的发行方式一般有哪几种？投资者如何申购和交易投资基金？

证券投资基金的发行也叫基金的募集，它是指基金发起人在其设立或扩

募基金的申请获得国家主管部门批准之后，向投资者推销基金单位、募集资金的行为。发行方式就是指基金募集资金的具体办法。

在国外，常见的基金发行方式有四种：直接销售发行。直接销售方式，是指基金不通过任何专门的销售部门直接销售给投资者的销售办法。包销方式。包销方式，是指基金由经纪人按基金的资产净值买入，然后再以公开销售价格转卖给投资人，从中赚取买卖差价的销售办法。销售集团方式。销售集团方式，是指由包销人牵头组成几个销售集团，基金由各销售集团的经纪人代销，包销人支付给每个经纪人一定的销售费用的销售方式。计划公司方式。计划公司方式，是指在基金销售过程中，有一公司在基金销售集团和投资人之间充当中间销售人，以使基金能以分期付款的方式销售出去的方式。

在我国，证券投资基金的发行方式主要有两种：上网发行方式和网下发行方式。

上网发行方式，是指将所发行的基金单位通过与证券交易所的交易系统联网的全国各地的证券营业部，向广大的社会公众发售基金单位的发行方式。网下发行方式，是指将所要发行的基金通过分布在一定地区的证券或银行营业网点，向社会公众发售基金单位的发行方式。

上网发行时，投资者申购基金的程序主要可以分为两个步骤：

第一步，投资者在证券营业部开设股票账户（或基金账户）和资金账户，这就获得了一个可以买基金的资格。基金发行当天，投资者如果在营业部开设的资金账户存有可申购基金的资金，就可以到基金发售网点填写基金申购单申购基金。

第二步，投资者在申购日后的几天内，到营业部布告栏确认自己申购基金的配号，查阅有关报刊公布的摇号中签号，看自己是否中签。若中签，则会有相应的基金单位划入账户。

如果是网下发行，投资者在规定的时间内到当地的证券登记公司开设股票账户（或基金账户），并将申购资金直接存入指定的银行或证券营业网点；之后，负责发售的机构按照规定的程序进行比例配售。投资者获得配售的基金将自动转入账户，未获配售的余款将在规定的时间内退还给投资者。

基金的交易是在基金成立之后进行的买卖活动。封闭式基金一般是在证券交易所申请挂牌上市的。由于封闭式基金的封闭性，即买入的封闭基金是不能卖回给发起人的，投资者若想将手中的基金出手，只能通过证券经纪商再通过证券交易所的交易主机进行撮合转让给其他投资者；若想买入，也要通过证券交易所从其他投资者手中买进。开放式基金一般不到证券交易所挂牌上市交易，而是通过指定的销售网点进行申购或赎回。开放式基金的开放性对于投资者来说，就是可以随时从基金发起人和基金管理公司买入（术语叫申购）或卖出（术语叫赎回）基金。

## 16. 什么是基金的上市？上市之后的基金交易价格受哪些因素影响？

基金上市是针对封闭式基金而言，开放式基金是通过投资者的申购和赎回来实现流通的。基金的上市，是指符合证券交易所上市条件的基金，经批准在证券交易所内挂牌交易。目前，我国基金上市的场所主要是上海证券交易所和深圳证券交易所。在国外，基金主要为开放式基金，封闭式基金数量

较少，而我国在基金试点阶段主要以封闭式基金为主，因此，基金的上市工作尤其显得重要。基金的上市，将使基金的运作更规范，信息披露更及时、更充分，对投资者来说，有利于获取基金运作各方面的资料，了解基金的运作状况，并便于交易。

封闭式基金上市后，其价格主要受下列因素影响：

（1）基金单位资产净值。基金单位资产净值是基金单位的内在价值，是决定基金价格的最重要因素。基金单位资产净值高，基金价格就会相应较高，反之基金价格就会较低。基金单位资产净值主要受三个因素影响：基金管理人的管理水平。如果基金管理人专业水平较高，实践经验丰富，能把握市场的变化，决策正确，操作适当，其所管理的基金业绩就会较好，基金的单位资产净值也会较高。证券市场的走势及活跃程度。证券投资基金主要投资于证券市场，影响证券市场的因素同时也影响着基金的收益及单位资产净值，最终影响着基金价格。如果证券市场活跃，市场呈牛市特征，股票价格不断上升，基金的投资收益也会不断提高，从而提高基金的单位资产净值。

基金的所得税政策。在国外，基金的收益一般不需交纳所得税，但如果政府决定对基金的收益征收所得税，将会减少基金的单位资产净值。

（2）基金市场的活跃程度。一般来说，基金的价格和基金市场有着密切的关系，活跃程度的大小直接影响着基金交易的活跃程度及基金价格。影响基金市场交易活跃的因素主要有三点：基金交易成本，主要包括基金交易佣金标准和基金交易印花税政策等。如基金交易佣金和基金交易印花税调高，将增加基金的交易成本，减少基金的投机性，对基金的价格有负面影响。投资者的投机心理。如果大多数投资者偏重投机，追高杀跌，将加剧基金价格的波动。基金市场的供求关系。如果想投资于基金的人较多，市场需求大，而基金发行的规模较小，基金供不应求，将刺激二级市场基金价格的上升，反之，基金价格将会下跌。

（3）银行存款利率。对投资者来说，有着许多投资选择，如将手头的钱存入银行，或者直接投资于证券市场，或购买基金等。如果银行存款利率提高，将增加银行存款对投资者的吸引力，部分投资者将增加银行存款，减持基金，从而使基金价格回落。反之，如果调低银行存款利率，将使基金价格趋升。

总的来说，影响基金价格的因素很多，除上述几项因素外，还包括其他各种政治、经济和人文因素，如外汇市场汇率的变化、资金市场利率的变化、投资者的心理因素、各种突发事件以及基金本身的封闭期限长短等。

## 17. 什么是基金管理人？基金管理人需要具备什么条件？如何申请设立基金管理公司？

基金管理人，是指凭借专门的知识与经验，运用所管理基金的资产，根据法律、法规及基金章程或基金契约的规定，按照科学的投资组合原理进行投资决策，谋求所管理的基金资产不断增值，并使基金持有人获取尽可能多收益的机构。

基金管理人在不同国家（地区）有不同的名称，例如，在英国称投资管理公司，在美国称基金管理公司，在日本多称投资信托公司，在我国台湾称证券投资信托事业。但其职责都是基本一致的，即运用和管理基金资产。我

国《证券投资基金管理暂行办法》规定，基金管理人的职责主要有：按照基金契约的规定运用基金资产投资并管理基金资产；及时、足额向基金持有人支付基金收益；保存基金的会计账册、记录 15 年以上；编制基金财务报告，及时公告，并向中国证监会报告；计算并公告基金资产净值及每一基金单位资产净值；基金契约规定的其他职责；开放式基金的管理人还应当按照国家有关规定和基金契约的规定，及时、准确地办理基金的申购与赎回。

基金管理人是基金资产的管理和运用者，基金收益的好坏取决于基金管理人管理运用基金资产的水平，因此必须对基金管理人的任职资格做出严格限定，才能保护投资者的利益，只有具备一定的条件的机构才能担任基金管理人。各个国家或地区对基金管理人的任职资格有不同的规定，一般而言，申请成为基金管理人的机构要依照本国或本地区的有关证券投资信托法规，经政府有关主管部门审核批准后，方可取得基金管理人的资格。审核内容包括：基金管理公司是否具有一定的资本实力及良好的信誉，是否具备经营、运作基金的硬件条件（如固定的场所和必要的设施等）、专门的人才及明确的基金管理计划等。

在日本，根据 1951 年颁布的《证券投资信托法》，信托公司必须是注册资金 5000 万日元以上的股份有限公司。发展初期，一般是由证券公司兼营基金管理业务，随着业务的发展，由于出现难以避免的利益冲突等问题，信托公司逐渐与证券公司脱离，成为具有独立法人资格的基金管理机构。

在我国，根据《证券投资基金管理暂行办法》的规定，设立基金管理公司，应当具备的条件是：主要发起人为按照国家有关规定设立的证券公司、信托投资公司；主要发起人经营状况良好，最近 3 年连续盈利；每个发起人实收资本不少于 3 亿元人民币；拟设立的基金管理公司的最低实收资本为 1000 万元人民币；有明确可行的基金管理计划；有合格的基金管理人才；以及中国证监会规定的其他条件。

申请设立基金管理公司一般应向证券管理部门提交有关文件，由证券管理部门审核，对符合条件的基金管理公司，由证券管理部门予以批准、注册后，基金管理公司才能开业。例如，在美国，基金管理公司受《投资顾问法》的约束。基金管理公司的审查批准机构是美国证券与交易委员会（SEC）。在日本，任何公司想成为基金管理公司（信托公司）都必须从大藏省获得许可证，基金管理公司（信托公司）只有获得大藏省颁发的许可证才能签定涉及证券投资基金的契约。

根据我国《证券投资基金管理暂行办法》及中国证监会《关于申请设立基金管理公司有关问题的通知》的规定，申请设立基金管理公司需要经过以下程序：

（1）申请设立基金管理公司应至少有两个符合条件的发起人发起，由主要发起人作为申请人向中国证监会提出申请。

（2）设立基金管理公司应经过筹建和开业两个阶段，基金管理公司的筹建和开业必须经过中国证监会批准。

（3）申请筹建基金管理公司，应由主要发起人作为申请人向中国证监会提交以下申请材料：申请报告；可行性报告；发起人情况；发起人协议；负责筹建工作的人员名单、简历；以及中国证监会要求提交的其他材料。其中发起人协议主要包括：发起人的基本权利及义务、发起人认购基金单位的出资方式及首次认购和在存续期间持有基金单位的份额、发起人对主要发起人

的授权等。

(4) 经中国证监会批准筹建的基金管理公司的筹建期限为 6 个月。如遇特殊情况，经中国证监会批准可适当延长，但最长不得超过 1 年。在筹建期限内，不得开展基金管理和其他业务活动。

(5) 基金管理公司筹建就绪，由申请人向中国证监会提出开业申请，并提交以下申请材料：筹建情况、验资证明、人员情况、内部机构设置及职能、管理制度、公司章程、营业场所及技术设施、基金管理计划与业务规则以及中国证监会要求提交的其他材料。其中公司章程应按照中国证监会颁发的《证券投资基金管理暂行办法》实施准则第四号《基金管理公司章程必备条款指引》制定。

(6) 经批准设立的基金管理公司，应持中国证监会的批准文件到工商行政管理部门办理登记注册手续，并凭工商行政管理部门核发的营业执照和中国证监会的批准文件领取中国证监会颁发的《基金管理公司法人许可证》。

(7) 经批准设立的基金管理公司，由中国证监会统一在指定的报纸上向社会公告，公告费用由被公告的基金管理公司支付。

#### 18. 什么是基金托管人？基金托管人要具备什么条件？

在基金的运作中，有两个重要的机构，即基金管理人和基金托管人。为了保证基金资产的安全，基金应按照资产管理和保管分开的原则进行运作，并由专门的基金托管人保管基金资产。基金主要投资于证券市场，为保证基金资产的独立性和安全性，基金托管人应为基金开设独立的银行存款账户，并负责账户的管理，即基金银行账户款项收付及资金划拨等也由基金托管人负责，基金投资于证券后，有关证券交易的资金清算由基金托管人负责。基金管理人的主要职责是负责投资分析、决策，并向基金托管人发出买进或卖出证券及相关指令。因此，不管银行存款账户的款项收付，还是证券账户的资金和证券清算，基金托管人都是按照基金管理人的指令行事，而基金管理人的指令也必须通过基金托管人来执行。从某种程度上来说，基金托管人和基金管理人是一种既相互合作，又相互制衡、相互监督的关系。鉴于基金托管人的重要性，有人把基金托管人誉为“基金安全的守护神”。

一般来说，基金托管人主要有以下职责：安全保管全部基金资产；执行基金管理人的投资指令；监督基金管理人的投资运作，如果发现基金管理人违法违规行为，有权向证券主管机关报告，并督促基金管理人予以改正；

对基金管理人计算的基金资产净值和编制的财务报表进行复核。为了明确各自的职责，保证基金资产的安全，基金管理人和基金托管人应根据《证券投资基金管理暂行办法》及其实施准则、基金契约等有关规定，签订基金托管协议，就基金资产的保管、基金的管理和运作、以及相互监督等事宜做出具体规定。在实际运作中，双方应诚实、勤勉、尽责，严格遵守基金托管协议的有关条款。

由于基金托管人在基金运作中扮演着非常重要的角色，在外国，对基金托管人的任职资格都有严格的规定，一般都要求由商业银行及信托投资公司等金融机构担任，并有严格的审批程序。在我国，根据《证券投资基金管理暂行办法》的规定，基金托管人必须经中国证监会和中国人民银行审查批准，并具备下列条件：应为商业银行；实收资本不少于 80 亿元人民币；设

有专门的基金托管部门； 有足够的熟悉托管业务的专职人员； 具备安全保管全部基金资产的条件； 具备安全、高效的清算、交割能力。在现阶段，符合上述条件的只有五家商业银行：中国工商银行、中国建设银行、中国银行、中国农业银行和交通银行。基金在运作过程中如要更换基金托管人，新任基金托管人应经中国证监会和中国人民银行审查批准。经批准后，原任基金托管人方可退任。如果基金托管人因故必须退任，而基金找不到新任基金托管人时，基金应当终止并予以清盘。

## 19. 什么是基金收益？基金收益一般如何进行分配？

基金收益是基金资产在运作过程中所产生的超过自身价值的部分。具体地说，基金收益包括基金投资所得红利、股息、债券利息、买卖证券价差、存款利息和其他收入。

（1）红利：是基金因购买公司股票而享有对该公司净利润分配的所得。一般而言，公司对股东的红利分配有现金红利和股票红利两种形式。基金作为长线投资者，其主要目标在于为投资者获取长期、稳定的回报，红利是构成基金收益的一个重要部分。所投资股票的红利的多少，是基金管理人遴选投资组合的一个重要标准。

（2）股息：是指基金因购买公司的优先股权而享有对该公司净利润分配的所得。股息通常是按一定的比例事先规定的，这是股息与红利的主要区别。与红利相同，股息也构成投资者回报的一个重要部分，股息高低也是基金管理人遴选投资组合的重要标准。

（3）债券利息：是指基金资产因投资于不同种类的债券（国债、地方政府债券、企业债、金融债等）而定期取得的利息。我国《证券投资基金管理暂行办法》规定，一个基金投资于国债的比例，不得低于该基金资产净值的20%，由此可见，债券利息也是构成投资回报的不可或缺的组成部分。

（4）买卖证券差价：是指基金资产投资于证券而形成的价差收益，通常也称资本利得。

（5）存款利息：指基金资产的银行存款利息收入。这部分收益仅占基金收益很小的一个组成部分。开放式基金由于必须随时准备支付基金持有人的赎回申请，必须保留一部分现金存在银行。

（6）其他收入：指运用基金资产而带来的成本或费用的节约额，如基金因大额交易而从证券商处得到的交易佣金优惠等杂项收入。这部分收入通常数额很小。

基金收益一般应作如下分配：

（1）确定收益分配的内容。确切地说，基金分配的客体是净收益，即基金收益扣除按照有关规定应扣除的费用后的余额。这里所说的费用一般包括：支付给基金管理公司的管理费、支付给托管人的托管费、支付给注册会计师和律师的费用、基金设立时发生的开办费及其他费用等。一般而言，基金当年净收益应先弥补上一年亏损后，才可进行当年收益分配；基金投资当年净亏损，则不应进行收益分配。特别需要指出的是，上述收益和费用数据都须经过具备从事证券相关业务资格的会计师事务所和注册会计师审计确认后，方可实施分配。

（2）确定收益分配的比例和时间。一般而言，每个基金的分配比例和时

间都各不相同，通常是在不违反国家有关法律、法规的前提下，在基金契约或基金公司章程中事先载明。在分配比例上，美国有关法律规定基金必须将净收益的 95% 分配给投资者。而我国的《证券投资基金管理暂行办法》则规定，基金收益分配比例不得低于基金净收益的 90%。在分配时间上，基金每年应至少分配收益一次。

（3）确定收益分配的对象。无论是封闭式基金还是开放式基金，其收益分配的对象均为在特定时日持有基金单位的投资者。基金管理公司通常需规定获得收益分配权的最后权益登记日，凡在这一天交易结束后列于基金持有人名册上的投资者，方有权享受此次收益分配。

（4）确定分配的方式。一般有三种方式：分配现金。这是基金收益分配的最普遍的形式。分配基金单位。即将应分配的净收益折为等额的新的基金单位送给投资者。这种分配形式类似于通常所言的“送股”，实际上是增加了基金的资本总额和规模。不分配。既不送基金单位，也不分配现金，而是将净收益列入本金进行再投资，体现为基金单位净资产值的增加。我国《证券投资基金管理暂行办法》仅允许采用一种形式，我国台湾省则采用和相结合的分配方式，而美国用得最多的方式却是和。

（5）确定收益分配的支付方式。这关系到投资者如何领取应归属于他们的那部分收益的问题。通常而言，支付现金时，由托管人通知基金持有人亲自来领取，或汇至持有人的银行账户里；在分配基金单位的情况下，指定的证券公司将会把分配的基金单位份额打印在投资者的基金单位持有证明上。

需要补充说明的是，尽管基金通过组合投资分散风险，通常能使投资者以较低的风险（比股票低）获得较高的收益（比债券高），但是，基金管理人对其基金的未来收益是不作任何保证的。事实上，某些基金由于管理人运作不成功，也会发生收益极低甚至亏损的情况。

## 20. 什么是基金管理费？什么是基金托管费？

在基金的运作过程中，有一些必要的开支需基金承担，其中基金管理费和基金托管费是基金支付的主要费用。

基金管理费是支付给基金管理人的管理报酬，其数额一般按照基金净资产值的一定比例，从基金资产中提取。基金管理人基金资产的管理者和运用者，对基金资产的保值和增值起着决定性的作用。因此，基金管理费收取的比例比其他费用要高。基金管理费是基金管理人的主要收入来源，基金管理人的各项开支不能另外向基金或基金公司摊销，更不能另外向投资者收取。在国外，基金管理费通常按照每个估值日基金净资产的一定比例（年率），逐日计算，定期支付。

管理费费率的高低与基金规模有关，一般而言，基金规模越大，基金管理费率越低。但同时基金管理费率与基金类别及不同国家或地区也有关系。一般而言，基金风险程度越高，其基金管理费率越高，其中费率最高的基金为证券衍生工具基金，如认股权证基金的年费率为 1.5% ~ 2.5%。最低的要算货币市场基金，其年费率仅为 0.25% ~ 1%。香港基金公会公布的其他几种基金的管理年费率为：债券基金年费率为 0.5% ~ 1.5%，股票基金年费率为 1% ~ 2%。在美国等基金业发达的国家和地区，基金的管理年费率通常为 1% 左右。但在一些发展中国家或地区则较高，如我国台湾的基金管



理年费率一般为 1.5%，有的发展中国家的基金管理年费率甚至超过 3%。我国目前的基金管理年费率为 2.5%。

为了激励基金管理公司更有效地运用基金资产，有的基金还规定可向基金管理人支付基金业绩报酬。基金业绩报酬，通常是按照所管理的基金资产的增长情况规定一定的提取比率。至于提取的次数，香港规定每年最多提取一次。

基金托管费，是指基金托管人为基金提供服务而向基金或基金公司收取的费用。托管费通常按照基金资产净值的一定比例提取，逐日计算并累计，至每月末时支付给托管人，此费用也是从基金资产中支付，不须另向投资者收取。基金的托管费计入固定成本。基金托管费收取的比例与基金规模和所在地区有一定关系，通常基金规模越大，基金托管费费率越低。新兴市场国家和地区的托管费收取比例相对要高。托管费年费率国际上通常为 0.2% 左右，美国一般为 0.2%，我国内地及台湾、香港，则为 0.25%。

必须指出的是，基金管理费和托管费是管理人和托管人为基金提供服务而收取的报酬，是管理人和托管人的业务收入。管理费和托管费费率一般须经基金监管部门认可后在基金契约或基金公司章程中订明，不得任意更改。基金管理人和托管人因未履行或未完全履行义务导致的费用支出或基金资产的损失，以及处理与基金运作无关的事项发生的费用，不得列入基金管理费和托管费。

## 21. 当前我国发展证券投资基金有哪些主要政策？

由于基金业的发展对于国家经济发展和证券市场的稳定和规范都具有重要意义，因此，世界各国一般都对基金实行各种优惠政策，扶持基金业发展。

世界基金业较发达的国家和地区对基金实施的优惠政策很多，主要包括减免基金税收和降低基金的有关费用等。

从税收情况看，在所得税方面，各国一般不对基金的收益实行双重征税，只对基金投资者征税而不对基金管理人征税。投资者在取得基金分配的收益后所需缴纳的所得税，可由基金管理公司代缴，也可由投资者自缴。例如，美国 1942 年的税法规定，投资公司在满足一定条件时，其股息收入、利息收入和任何资本增值是免税的。在英国，资本的增值是免税的。在日本和荷兰，基金管理公司不必缴纳所得税。我国的香港和台湾也是如此。香港不对基金管理公司征收所得税。台湾对投资基金利得不征收所得税，对投资者个人征收的税收也有优惠。此外，在香港和台湾，基金交易的印花税是免征的。

基金运作过程中涉及的费用很多，主要有管理费、托管费、发行费用、交易费用和上市费用等。其中，管理费和托管费是基金的主要费用。在基金业发达的国家和地区，管理费一般是规定最高上限的，大都按不超过基金资产净值的 3% 提取；而且，管理费的提取比例一旦在招募说明书中公布是不能再调整的。

在我国，对基金实行优惠政策，原因是多方面的。从发展环境和条件来看，基金发展面临着许多严峻的困难和挑战。例如，我国基金业的发展较为缓慢，投资者对基金的认识不够；基金运作的人才、技术、经验都较欠缺；我国传统意识中存在着不愿将自己的钱委托给别人代管的思想等等，这些都是对基金发展的不利因素。此外，发展基金对于我国经济 and 证券市场的稳定

发展都具有重要意义。因此，扶持基金的发展是非常必要的。

我国对基金的扶持，也主要体现在税收和费用两方面。从国内基金税收情况看，我国现行税收政策只对基金管理公司征收所得税和营业税，不对基金和基金投资人征税，不存在重复征税的问题。在印花税上，投资者买卖基金是免征印花税的。从未来发展情况看，基金的税收政策的发展方向是，使基金投资者通过基金管理公司或经营场所买卖证券的实际税负不高于投资者直接投资于证券的税负。

从国内基金的有关费用方面看，对基金实行优惠政策，原则是尽量减少基金和基金管理公司的负担。例如，发行费用尽可能降低，基金的交易费用和上市费用尽可能减免等等，使基金的运作成本降到最低。

## 22. 什么是风险资本？它是如何运作的？它有什么作用？

风险资本（VentureCapital）是一种以私募方式募集资金，以公司等组织形式设立，投资于未上市的新兴中小型企业（尤其是新兴高科技企业）的一种承担高风险、谋求高回报的资本形态。它和共同基金、单位信托等证券投资基金截然不同，在投资、募集等运作方式上有其自身的特点。国内有些部门提出的产业投资基金实际上就是风险资本。

风险资本在许多国家业已发展成熟，并具有成型的运作方式。

风险资本的投资对象是处于创业期的未上市新兴中小型企业，尤其是新兴高科技企业。在美国，风险资本约80%的资金投资于创业期的高科技企业。这些企业着重开发创新产品，市场前

景不好预期，不像成熟产业部门中的企业能从银行、证券市场募集资金，只能借助风险资本寻求资金支持。

风险资本以高风险和高回报著称。风险资本的投资一般需要4~6年才可能收回投资，期间通常没有收益，一旦失败血本无归，而如果成功，则可获得丰厚的回报。据《美国风险资本1998年鉴》介绍，部分风险资本扶持的上市公司，上市后即有良好表现，有些涨幅甚至达到283%，这在成熟的证券市场并不多见。

风险资本均以私募方式筹资。由于风险资本风险大、收益很难预见，一般投资者难以承受，只能向银行、保险等风险承受能力较强、愿冒风险以追求高回报的特定投资群体私募。据统计，1997年美国风险资本的资金，有54%来自于退休和养老基金，有30%来自于金融机构，7%来自私人投资家。国外有关法规也明确规定，风险资本只能采取私募方式。例如，美国《1934年投资公司法》规定风险资本不得向公众募集资金。英国、日本等国家和台湾地区均有类似规定。

风险资本多以公司的形式设立。根据各国的情况，风险资本的组织结构主要有两种：一是有限合伙制，由投资者（有限合伙人）和基金管理人（主要合伙人）合伙组成一个有限合伙企业，投资者出资并对合伙企业负有限责任，管理人在董事会的监督下负责风险投资的具体运作并对合伙企业负无限责任。在美国和英国，相当部分风险资本就是根据《有限合伙企业法》设立的。二是公司型，指风险资本以股份公司或有限责任公司的形式设立。例如，在美国，风险资本可以依照《投资公司法》设立。

风险资本通常采取渐进投资的方式，选择灵活的投资工具进行投资。对

于所投资企业，风险资本通常先注入部分资金，待企业发展前景有所明朗后视情况再追加投资。在投资工具的选择上，风险资本较多投资于非上市企业的可转换优先股、可转换公司债，既可确保优先获取股息、债息的有利地位，又可在企业上市前转换为普通股。

风险资本有确定的套现机制，一般有三种方式，一是促使所投资企业上市；二是所投资企业回购其股份；三是向其他战略投资者（包括别的风风险资本）以协议方式转让股份。

风险资本的作用主要表现为：

（1）风险资本在扶持高科技产业的发展方面功不可没。以美国为例，美国风险资本的 70%都投向了以信息技术为主的高科技产业，微软公司（Microsoft）、网景公司（Netscape）等成功的高科技企业在发展历程中均得到风险资本的扶持。

（2）风险资本能促进经济增长。受风险资本支持的企业一般都属于新兴行业，发展前景良好，增长势头强劲，成为经济的新增长点。1990～1994 年间，英国受风险资本支持的企业的营业收入累计达到 830 亿英镑，年均增长率为 34%，是同期代表伦敦《金融时报》指数的 100 家企业的 5 倍多。利润与资产净值的增长率分别是这 100 家企业的 3 倍多和 2.5 倍。在美国，风险资本对促使经济实现产业升级起了重要作用，1997 年，共有 134 家公司在风险资本的扶持下上市，而其中信息技术企业就占 70 家。目前，信息技术已成为美国经济增长的主要推动力，1994～1996 年，在美国的国内生产总值的增量中，高科技占了 27%，而传统的支柱产业住宅建筑业只占 14%，汽车业只占 4%。

（3）风险资本有力地促进了证券市场的成长。风险资本通过扶持新兴企业成长与壮大并推动其上市，给证券市场注入了生机。据调查，1992～1995 年，通过风险资本辅导和培育而在伦敦股票交易所上市的企业占新上市企业数的 40%，而且这些公司代表着产业升级和发展的方向，其业绩表现优于上市公司各项平均值，是证券市场的重要组成部分。从发展趋势看，风险资本在证券市场发展中还将起着越来越重要的作用。

### 23. 美国共同基金市场的状况和特点如何？

美国的共同基金出现于 1924 年。1950 年时共同基金资产仅 25 亿美元，1990 年时已增至 10669 亿美元，1997 年更上升为 44897 亿美元，约占当年全球共同基金资产的 62.7%。至 1998 年 4 月，共同基金资产已突破 50000 亿美元。基金数目则由 1950 年的 98 只增加到 1997 年的 6778 只，约占当年全球共同基金数目的 19.6%。基金股东账户数则由 1950 年的 90 万增加到 1996 年的 1.36 亿。1997 年，美国有 37.4%的家庭拥有共同基金，投资于基金的资产约占其金融资产的三分之一。目前，美国共同基金市场不论在基金数量、投资者人数，还是在基金资产总值上，都高居世界第一。

美国共同基金市场有以下几个特点：

（1）基金法规完善。美国基金业由证券与交易委员会（SEC）监管。包括银行在内的任何机构从事基金业务都必须获得美国证监会认可，并遵守基金法规。美国的基金法规主要包括 1940 年的《投资公司法》、《投资顾问法》，1933 年《证券法》和 1934 年《证券交易法》等。美国基金法规非常严密、

周全，在一定程度上促进了基金业的发展。

(2) 以公司型基金为主。1940 年后，根据《投资公司法》，美国的共同基金均要求以公司形式注册。每个基金在法律意义上都是一个具备法人资格的公司，有其董事会和股东，股东就是共同基金的持有者。

(3) 以开放式基金为主。30 年代大萧条中，封闭式基金的投资者损失惨重，大部分被终止或改造为开放式基金。此后美国的开放式基金迅速发展，封闭式基金逐渐萎缩。目前美国以开放式基金为主（1997 年约占 93.5%）。共同基金一般也仅指开放式基金。

(4) 种类繁多。美国共同基金数目之多，种类之全，规模之大，是其他任何国家和地区都不可比拟的。投资者可以根据其对基金投资目标、方向和性质的不同偏好在 6000 多只共同基金中选择。曾有人称，在美国，你有什么样的投资目标，就有什么样的投资基金适应你。

(5) 为投资者提供全面便捷的服务。在美国，共同基金的发展已相当成熟。金融创新的促进以及现代电讯设备的使用，使基金为投资者提供服务的全面性领先于其他国家和地区。主要的服务包括提供投资顾问服务、基金间交易账户和支票服务等。

#### 24. 英国单位信托基金市场的状况和特点如何？

英国是投资基金的发源地。在发展初期，投资基金基本上是以契约型封闭式基金为主；目前，主要以单位信托基金为主。

所谓单位信托基金是通过向投资者出售信托单位，管理人将所募的资金投资于多种多样的公司证券，购买者则依其所持有的单位按比例分享从资产组合投资中所获得的收益的组合投资行为。基金单位总数是不固定的，投资者可以随时通过经纪人或按报纸登的征购广告买卖基金单位。所以，单位信托被称为“开放式”信托。

英国单位信托基金最早出现于本世纪 30 年代，但其发展是在 50 年代以后，80 年代后发展尤为迅速。1959 年，单位信托基金仅有 50 个，拥有总资产 1.2 亿英镑。到 1996 年底，基金资产规模已达 1319 亿英镑，持有人超过 800 万。

英国大多数单位信托基金是由大的金融机构管理的，如银行、保险公司和投资集团等，1997 年底，管理单位信托基金的机构共有 154 家，但其中最大的 20 家机构管理着三分之二的单位信托基金。

总的来说，英国单位信托基金有如下特点：

(1) 基金类型主要以股票基金为主。从不同基金类型所拥有的基金数量看，大约 90% 的基金属于股票基金。从基金管理的资产规模看，1996 年 7 月英国基金规模为 1230 亿英镑，股票基金就有 610 亿，相当于总规模的二分之一。而债券基金仅为 48 亿英镑，约占总规模的 3.8%，货币市场基金规模为 68 亿英镑，约占 5.5%。

(2) 投资方向以普通股为主。无论在国内还是海外，英国单位信托基金主要是投资于普通股。例如，在 1989 年，英国单位信托资产总规模为 434 亿英镑，其中，国内为 271 亿英镑，海外为 163 亿英镑。在国内，投资于公司所发股票和债券的基金资产为 262 亿英镑，其中，普通股占了 244 亿英镑；在海外，投资于公司所发股票和债券的基金资产为 160 亿英镑，其中，普通

股投资为 154 亿英镑。

（3）基金监管以自律为主。在英国的监管体制中，英国证券投资委员会（SIB）属非政府机构，负责英国投资业监管的总体控制，确立监管标准；日常管理是由该委员会下的自律性组织——专门负责监管投资管理的投资管理监管组织（IMRO）完成的，该组织负责对投资管理业的公司进行直接监管，包括注册管理，确立规则，同时负责管理、监控和实施。

## 五、发 行

### 1. 什么是证券发行？什么是发行人？发行人的种类有哪些？

证券发行是指政府、金融机构、工商企业等以募集资金为目的向投资者出售代表一定权利的有价证券的活动。任何一个经济体系中都有资金的盈余单位（有储蓄的个人、家庭和有闲置资金的企业）和资金的短缺单位（有投资机会的企业、政府和有消费需要的个人）。为了加速资金的周转和利用效率，需要使资金从盈余单位流向短缺单位。在实际经济生活中，资金的流动和分配有两种形式：一种是间接融资，即储蓄者把他们盈余的钱存入银行，银行再把这部分资金贷给借款者；另一种是直接融资，即投资者通过购买政府、企业和金融机构发行的各种有价证券，将资金直接投入短缺单位。

发行人是指为筹措资金而发行证券的政府、金融机构、工商企业等，它们是证券的供应者和资金的需求者。发行人的多少和发行证券数量的多少，决定了发行市场的规模和发达程度。

一般而言，发行人主要包括以下四大类：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，这些即是国债。地方政府可为本地公用事业的建设发行地方政府债券。我国目前禁止地方政府发行债券。股份公司。对筹设中的股份有限公司而言，发行股票是为了达到法定注册资本从而设立公司；而对已经成立的股份有限公司而言，发行股票和债券的目的是为了扩大资金来源，满足生产经营发展的需要。金融机构。商业银行、政策性银行和非银行金融机构为筹措资金，经过批准可公开发行金融债券。企业。非股份公司的企业经过批准，可在证券市场上发行企业债券筹集资金。

### 2. 什么是公开发行？什么是私募发行？

政府、金融机构、工商企业等在发行证券时，可以选择不同的投资者作为发行对象，由此，可以将证券发行分为公募和私募两种形式。

公募又称公开发行，是指发行人通过中介机构向不特定的社会公众广泛地发售证券。在公募发行情况下，所有合法的社会投资者都可以参加认购。为了保障广大投资者的利益，各国对公募发行都有严格的要求，如发行人要有较高的信用，并符合证券主管部门规定的各项发行条件，经批准后方可发行。采用公募方式发行证券的有利之处在于：公募以众多的投资者为发行对象，筹集资金潜力大，适合于证券发行数量较多、筹资额较大的发行人；

公募发行投资者范围大，可避免囤积证券或被少数人操纵；只有公开发行的证券方可申请在交易所上市，因此这种发行方式可增强证券的流动性，有利于提高发行人的社会信誉。然而，公募方式也存在某些缺点，如发行过程比较复杂，登记核准所需时间较长，发行费用也较高。

私募又称不公开发行或内部发行，是指面向少数特定的投资人发行证券的方式。私募发行的对象大致有两类，一类是个人投资者，例如公司老股东或发行机构自己的员工；另一类是机构投资者，如大的金融机构或与发行人有密切往来关系的企业等。私募发行有确定的投资人，发行手续简单，可以节省发行时间和费用。私募发行的不足之处是投资者数量有限，流通性较差，

而且也不利于提高发行人的社会信誉。

公募发行和私募发行各有优劣，一般来说，公募是证券发行中最基本、最常用的方式。然而在西方成熟的证券市场中，随着养老基金、共同基金和保险公司等机构投资者的迅速增长，私募发行近年来呈现出逐渐增长的趋势。目前，我国境内上市外资股（B股）的发行几乎全部采用私募方式进行。

在我国，1992年颁布的《股份有限公司规范意见》将股票发行分为社会募集和定向募集两种形式。社会募集是指公司发行的股份除由公司发起人认购外，其余股份应向社会公众公开发行；定向募集是指公司发行的股份除由发起人认购外，其余部分不向社会公众公开发行，但可以向其他法人发行部分股份，经批准也可以向本公司内部职工发行部分股份。1994年7月1日生效的《中华人民共和国公司法》取消了定向募集股份公司这一公司组织形式，1997年10月生效的《中华人民共和国刑法》则更严厉地禁止未经批准擅自发行证券。

### 3. 什么是溢价发行？什么是平价发行？什么是折价发行？

股票有许多不同的价值表现形式，票面面额和发行价格是最主要的两种。票面面额是印刷在股票票面上的金额，表示每一单位股份所代表的资本额；发行价格则是公司发行股票时向投资者收取的价格。股票的发行价格与票面面额通常是不相等的。发行价格的制定要考虑多种因素，如发行人业绩增长性、股票的股利分配、市场利率以及证券市场的供求关系等。根据发行价格和票面面额的关系，可以将证券发行分为溢价发行、平价发行和折价发行三种形式。

平价发行也称为等额发行或面额发行，是指发行人以票面金额作为发行价格。如某公司股票面额为1元，若采用平价发行方式，那么该公司发行股票时的售价也是1元。由于股票上市后的交易价格通常要高于面额，面额发行能使投资者得到交易价格高于发行价格时所产生的额外收益，因此绝大多数投资者都乐于认购。平价发行方式较为简单易行，但其主要缺陷是发行人筹集资金量较少。目前，面额发行在发达证券市场中用得很少，多在证券市场不发达的国家和地区采用。我国最初发行股票时，就曾采用过面额发行。如1987年深圳发展银行发行股票时，每股面额为20元，发行价也为每股20元。

溢价发行是指发行人按高于面额的价格发行股票，因此可使公司用较少的股份筹集到较多的资金，同时还可降低筹资成本。溢价发行又可分为时价发行和中间价发行两种方式。时价发行也称市价发行，是指以同种或同类股票的流通价格为基准来确定股票发行价格，股票公开发行通常采用这种形式。在发达的证券市场中，当一家公司首次发行股票时，通常会根据同类公司（产业相同，经营状况相似）股票在流通市场上的价格表现来确定自己的发行价格；而当一家公司增发新股时，则会按已发行股票在流通市场上的价格水平来确定发行价格。中间价发行是指以介于面额和时价之间的价格来发行股票。我国股份公司对老股东配股时，基本上都采用中间价发行。

折价发行是指以低于面额的价格出售新股，即按面额打一定折扣后发行股票，折扣的大小主要取决于发行公司的业绩和承销商的能力。如某种股票的面额为1元，如果发行公司与承销商之间达成的协议折扣率为5%，那么该

股票的发行价格为每股 0.95 元。目前，西方国家的股份公司很少有按折价发行股票的。在我国，《中华人民共和国公司法》第一百三十一条明确规定，“股票发行价格可以按票面金额，也可以超过票面金额，但不得低于票面金额。以超过票面金额为股票发行价格的，须经国务院证券管理部门批准。”

#### 4. 什么是承销？什么是代销？什么是包销？

当一家发行人通过证券市场筹集资金时，就要聘请证券经营机构来帮助它销售证券。证券经营机构借助自己在证券市场中的信誉和营业网点，在规定的发行有效期限内将证券销售出去，这一过程称为承销。它是证券经营机构的基本职能之一。根据证券经营机构在承销过程中承担的责任和风险的不同，承销又可分为代销和包销两种形式。

代销是指证券发行人委托承担承销业务的证券经营机构（又称为承销机构或承销商）代为向投资者销售证券。承销商按照规定的发行条件，在约定的期限内尽力推销，到销售截止日期，证券如果没有全部售出，那么未售出部分退还给发行人，承销商不承担任何发行风险。在代销过程中，承销机构与发行人之间是代理委托关系，承销机构不承担销售风险，因此代销佣金很低。代销发行比较适合于那些信誉好、知名度高的大中型企业。它们的证券容易被社会公众所接受，用代销方式可以降低发行成本。

包销是指发行人与承销机构签订合同，由承销机构买下全部或销售剩余部分的证券，承担全部销售风险。对发行人来说，包销不必承担证券销售不出去的风险，而且可以迅速筹集资金，因而适用于那些资金需求量大、社会知名度低而且缺乏证券发行经验的企业。与代销相比，包销的成本也相应较高。包销在实际操作中有全额包销和余额包销之分。全额包销是指发行人与承销机构签订承购合同，由承销机构按一定价格买下全部证券，并按合同规定的时间将价款一次付给发行公司，然后承销机构以略高的价格向社会公众出售。在全额包销过程中，承销机构与证券发行人并非委托代理关系，而是买卖关系，即承销机构将证券低价买进然后高价卖出，赚取中间的差额。对发行人来说，采用全额包销方式既能保证如期得到所需要的资金，又无须承担发行过程中价格变动的风险，因此全额包销是西方成熟证券市场中最常见、使用最广泛的方式。

余额包销是指发行人委托承销机构在约定期限内发行证券，到销售截止日期，未售出的余额由承销商按协议价格认购。余额包销实际上是先代理发行，后全额包销，是代销和全额包销的结合。

《中华人民共和国公司法》规定，股份有限公司向社会公开发行新股，应当由依法设立的证券经营机构承销，签订承销协议。承销包括包销和代销两种方式，承销协议中应当载明承销方式。承销期满，尚未售出的股票按照承销协议约定的包销或者代销方式分别处理。

#### 5. 什么是承销团？证券发行在什么情况下需要组建承销团？

对于一次发行量特别大的证券，例如国债或者大宗股票发行，一家承销机构往往不愿意单独承担发行风险，这时就会组织一个承销集团，由多家机构共同担任承销人，这样每一家承销机构单独承担的风险就减少了。在我国，



大宗股票和部分国债的发行也经常采用承销团形式。

承销团的结构取决于发行规模、发行地区和上市地区的选择。当发行规模较小，且仅在一个国家发行、上市，那么仅选择该国家的一些承销商组成承销团就够了。当发行规模很大，并且在几个国家同时发行、上市时，那么就可能需要根据实际情况组成多个承销团。

承销团的发起者为证券承销的主承销商，一般由实力雄厚的大型证券经营机构充当。发起者的任务包括： 组建承销团； 代表承销团与发行者签订承销合同和有关文件； 决定承销团内各成员的承销份额； 负责组织签订内部成员的合同和有关文件； 选择证券分销商和零售商； 负责稳定发行市场的证券价格。

在选定承销团成员后，承销团发起者应负责签订成员间的分销协议，以明确各自的权利和义务。分销协议大致包括以下内容： 本次证券发行和担保情况的介绍； 分配各成员推销的证券数量及应得报酬； 各成员应承担的职责； 各成员保证推销其份额的许诺； 承销团及其合同的终止时间。

与单个机构进行证券承销相比，承销团方式具有很多优点： 承销团可突破单个机构的规模限制，能够满足大额证券发行的需要； 承销团由数量众多的机构组成，可以分散包销发行风险； 多个成员促销可加快证券发行速度。

国务院 1993 年 4 月发布的《股票发行与交易管理暂行条例》规定：“ 拟公开发行股票的面额超过人民币 3000 万元或者预期销售金额超过人民币 5000 万元的，应当由承销团承销。主承销商由发行人按照公平竞争的原则，通过竞标或者协商的方式确定。 ”

## 6. 企业为什么要发行股票？所有企业都能发行股票吗？

企业发行股票的直接目的是筹集资金。但由于各个企业的实际情况千差万别，因此它们发行股票的主要原因和目的也不尽相同。具体来说，主要包括：

（1）筹集资本，成立新公司。新的股份公司成立时，需要通过发行股票来筹集股东资本，达到预定的资本规模，从而为公司开展经营活动提供资金来源。

（2）追加投资，扩大经营。现有股份公司为了扩大经营规模、增加投资或筹措周转资金，可以通过发行股票筹措所需资金。这类股票发行称为增资发行。

（3）提高自有资本比率，改善财务结构。自有资本在资金来源中所占比率的高低是衡量一个公司财务结构和实力的重要指标。企业为了保证自有资本与负债的合理比率，提高企业的经营安全程度和竞争力，可以通过增发新股来提高自有资本比率，改善企业的财务结构。

（4）其他目的。如为了扩大产品销路，引进其他公司的先进生产技术，将新股发售给某些流通企业或战略合作者。又如用发放股票股利（通常称作“送股”）的方式代替现金分红，或通过增发新的股票用来换取其他公司的股票，实现换股兼并，等等。

发行股票虽然对许多企业具有吸引力，但并不是所有的企业都可以发行股票。为使社会资金得到合理高效的运用，防止股票发行过程中的欺诈行为，

保护投资者的合法权益和社会公众利益，有些国家对股票发行人的资格做出了严格的限制。在我国，根据《中华人民共和国公司法》、《股票发行与交易管理暂行条例》及其他相关法规的规定，股票发行人必须是已经成立的股份有限公司，或者经批准拟成立的股份有限公司，并需根据不同情况满足所规定的条件：

（1）新设立股份有限公司。新设立股份有限公司申请公开发行股票，应当符合下列条件： 产业政策。为了使社会资金得到合理高效的运用，同时贯彻国有企业“抓大放小”的改革战略，公司的生产经营必须符合国家产业政策。在选择发行人时，将重点支持能源、交通、农业、通讯、原材料等基础产业和高新技术产业，从严控制一般加工工业及商业流通性企业，暂时限制金融、房地产等行业。 股本结构。申请公开发行股票的股份有限公司，其股本结构必须满足如下一些条件：（a）为保护社会公众投资者的利益，公司发行的普通股应限于一种，且同股同权；（b）为了加强发起人设立、经营新公司的责任感，达到保护中小投资者利益的目的，发起人认购的股本数额不少于公司拟发行的股本总额的 35%，并且认购的总数不少于人民币 3000 万元，国家另有规定的除外；（c）为保障公司股票流通性，吸引公众广泛参与并有效地利用社会闲散资金，同时加强对公司经营管理行为的严格监督，发起人向社会公众发行的股票应不少于公司拟发行的股本总额的 25%，公司发行的股本总额超过人民币 4 亿元的，中国证监会可以酌情降低向社会公众发行部分的比例，但是最低不少于公司拟发行的股本总额的 15%；公司职工认购的股本数额不得超过拟向社会公众发行的股本总额的 10%。 经营及财务状况。发起人在近 3 年内无重大违法行为，并且近 3 年连续盈利。

（2）原有企业改组设立股份有限公司。通过“原有企业改组”这一形式设立股份有限公司，并且申请公开发行股票，发行人除了应当符合上述对公司质量的要求外，还必须具备下列两个实质性条件： 公司在发行前一年末，净资产在总资产中所占比例不低于 30%，无形资产在净资产中所占比例不高于 20%； 公司具备良好的经营业绩，近 3 年连续盈利。

## 7. 股票发行的成本如何计算？与银行贷款相比谁高谁低？

企业在生产经营过程中，经常遇到资金不足的问题。为了筹集资金，企业需要对不同筹资方式的筹资成本进行比较，从而实现成本最小化和利润最大化的经营目标。

企业最常用的筹资方式是向社会发行股票、债券和向银行申请贷款。企业发行债券和借银行贷款，都属于企业对外借债，其借债成本有相似之处。企业发行债券的成本是债券的利息和债券的发行费用，借银行贷款的成本即贷款利息。

发行股票的成本较为复杂，它一般包括两个方面：一是纯粹的发行费用，即股票发行人在发行过程中支出的相关费用，如股票印刷费用、承销费用、宣传费用、其他中介服务机构的费用等；二是发行公司每年对投资者支付的股息。因此，发行股票的成本与实际筹资额的比率等于股息除以扣除纯粹发行费用后的发行价格，用数学公式表示为：

$$\text{发行股票成本比率} = \frac{\text{股息}}{\text{发行价格} - \text{发行费用}} \times 100\%$$

由于发行费用一般相差不大，因此股票筹资的成本主要取决于发行价格和企业每年对投资者支付的股息。在实践中，新股发行一般都以超过面值的价格溢价发行，在股利一定的情况下，这就大大降低了股票筹资的成本。如某家企业的股票面值为 1 元，发行过程中的费用支出折合为每股 0.2 元，公司对股东按每股 0.1 元支付股利，那么，按面值计算的股票筹资成本比率为  $12.5\% = \frac{0.1}{1-0.2} \times 100\%$ 。但如果该企业是以每股 5 元的价格溢价发行的，那么，扣除纯粹发行费用后，企业实收资金为每股 4.8 元，故实际股票筹资成本比率尚不到 2.1%。

从实际情况来看，股票筹资成本与银行贷款成本相比谁高谁低，取决于各个国家的金融环境、利率政策、证券市场发育程度以及公司股权结构等很多因素。例如，日本在六七十年代曾大力实行低利率的信贷政策。在这一时期，股票筹资的成本要普遍高于银行贷款的成本。而在 90 年代美国信息产业高速增长的过程中，由于大部分高技术公司的股东希望将利润留在公司进行再投资，因此公司较少发放现金股息。在这种情况下，股票筹资的成本显然比银行贷款低。

从我国情况看，由于大部分上市公司规模较小，它们都希望扩张股本，增强公司抵抗外部冲击的能力，因此，发放现金股息的较少，更多的是采用送红股的形式来分配公司盈余。因此，发行股票的成本明显低于银行贷款的成本。

另一方面，从企业筹资的财务负担看，发行股票的成本也要低于银行贷款。因为接受银行贷款对企业而言是负债，体现的是债权债务关系，必须按期还本付息，所以成为公司较重的财务负担；而通过发行股票筹集的资金是企业的资本金，它反映的是财产所有权关系，没有到期之日，一经购买便不得退股，企业不用偿还，因而财务负担较轻。

当然，公开发行股票也有其不利之处，如企业必须定期公布经营情况和财务状况，接受证券主管机关和公众投资者的监督，企业控制权也将发生分散和转移。由于这些原因，国外一些家族企业往往不愿意对外公开发行股票。所以说，不是所有的企业都可以发行股票，也不是所有的企业都适宜发行股票。

## 8. 股票发行价格是如何确定的？

股票发行价格的确定是股票发行计划中最基本和最重要的内容，它关系到发行人与投资者的根本利益及股票上市后的表现。若发行价过低，将难以满足发行人的筹资需求，甚至会损害原有股东的利益；而发行价太高，又将增大投资者的风险，增大承销机构的发行风险和发行难度，抑制投资者的认购热情，并会影响股票上市后的市场表现。因此发行公司及承销商必须对公司的利润及其增长率、行业因素、二级市场的股价水平等因素进行综合考虑，然后确定合理的发行价格。

从各国股票发行市场的经验看，股票发行定价最常用的方式有累积订单方式、固定价格方式以及累积订单和固定价格相结合的方式。累积订单方式是美国证券市场经常采用的方式。其一般做法是，承销团先与发行人商定一个定价区间，再通过市场促销征集在各个价位上的需求量。在分析需求数量

后，由主承销商与发行人确定最终发行价格。固定价格方式是英国、日本、香港等证券市场通常采用的方式。基本做法是承销商与发行人在公开发售前商定一个固定的价格，然后根据此价格进行公开发售。累积订单和固定价格相结合的方式主要适用于国际筹资，一般是在进行国际推荐的同时，在主要发行地进行公开募集，投资者的认购价格为推荐价格区间的上限，待国际推荐结束、最终价格确定之后，再将多余的认购款退还给投资者。

目前，我国的股票发行定价属于固定价格方式，即在发行前由主承销商和发行人根据市盈率法来确定新股发行价：

新股发行价=每股税后利润×发行市盈率

因此，目前我国新股的发行价主要取决于每股税后利润和发行市盈率这两个因素：

（1）每股税后利润。每股税后利润是衡量公司业绩和股票投资价值的重要指标：

$$\begin{aligned}\text{每股税后利润} &= \frac{\text{发行当年预测利润}}{\text{发行当年加权平均股本数}} \\ &= \frac{\text{发行当年预测利润}}{\frac{\text{发行前}}{\text{总股本数}} + \frac{\text{本次公开}}{\text{发行股本数}} \times \frac{12 - \text{发行月份}}{12}}\end{aligned}$$

（2）发行市盈率。市盈率是股票市场价格与每股税后利润的比率，它也是确定发行价格的重要因素。发行公司在确定市盈率时，应考虑所属行业的发展前景、同行业公司在股市上的表现以及近期二级市场的规模供求关系和总体走势等因素，以利于一、二级市场之间的有效衔接和平衡发展。目前，我国股票的发行市盈率一般在 13 至 15 倍之间。

总的来说，经营业绩好、行业前景佳、发展潜力大的公司，其每股税后利润多，发行市盈率高，发行价格也高，从而能募集到更多的资金；反之，则发行价格低，募集资金少。

## 9. 股票发行前需要做哪些方面的准备？

公司在发行股票之前，必须就发行股票的目标、时机、条件，发行股票的种类、价格，发行市场的状况和发行方式等进行咨询、研究和分析，制定初步发行方案，并着手有关文件资料的准备，向证券管理机关提出发行申请。实践表明，上述发行准备工作的质量对于股票发行的成功具有至关重要的影响。

股票发行前的准备工作主要包括以下几个方面：

（1）制定资金使用计划。为保证新股发行的顺利进行和募集资金的有效利用，发行公司需要认真制定资金使用计划，对募集资金的使用方向、投资项目的可行性等进行周密科学的研究。确定使用方向。例如，如果发行新股是为了筹建新公司，就要明确生产什么产品；如果发行新股是为了扩充设备，就要明确是增加原有产品数量，还是生产新产品。对投资项目进行可行性研究，包括对人员配置、技术要求、生产成本、产品销售、市场环境以及有关法律和政策进行分析，并对经营中可能遇到的困难做出估计，对资本需求和资金募集量进行预计和测算。

（2）拟定新股发行计划。根据公司筹集资金的需要、股票在市场上的推

销前景以及发行成本等因素，拟定发行何种股票、发行数量、发行价格和大致的发行时间。

（3）聘请中介机构。根据股票发行的惯例和许多国家的法律要求，企业股票的发行和上市，往往要求有资产评估机构、承销商、律师事务所、会计师事务所等中介机构参与进行。由于我国的企业在进行实质性的发行准备之前，通常需要进行复杂的股份制改组工作，因此，聘请有经验的中介机构和专业人员协助发行准备工作就显得更为必要。

（4）对原有企业进行股份制改组。股票发行的基本前提是发行人已经完成了股份有限公司的设立登记，或者已经完成了股份有限公司的筹建手续。从我国情况来看，大部分股份有限公司的设立往往伴随着对原有企业进行股份制改组，即在中介机构的协助下，对原有企业的资产、经营业务、组织结构等进行必要的调整，保证企业在资产负债、损益和经营领域等方面符合股票发行和上市的基本标准。

（5）制作有关文件资料。由具有证券业从业资格的资产评估机构、会计师事务所、律师事务所等中介机构，对企业的资信、资产、财务状况进行审定、审计、评估，完成发起人到位资金验资报告、审计报告、评估报告和国家股及法人股的确认报告，并就有关事项出具法律意见书。具有证券承销资格的证券经营机构则负责组织编写股票发行申报材料、制订股票发行承销方案、与企业签定承销协议、制作招股说明书等。

（6）股票发行申请与审核。发行公司将申报材料呈报政府主管部门和证券管理机关，接受发行资格与条件的审查。审查工作的内容包括：提交的各项文件资料如公司财务报告、承销协议、招股说明书等是否齐全。股票发行的初审完成后，要将初审材料与初审结果提交中国证监会股票发行审核委员会复审，决定股票发行申请方案是否符合有关规定。如果复审通过，就可通知发行公司，具体实施新股发行计划。

## 10. 股票发行为什么要经过审批？初次发行股票要经过哪些申报、审批程序？

对股票发行的审批既是股票市场管理的基础，也是保证发行公司质量的前提。

由于企业发行股票进行筹资对社会资金流动、固定资产投资规模、资源配置以及股票流通市场行情等都有一定的影响，因此，证券主管部门必须对企业发行股票进行严格审批。另一方面，股票的公开发行和认购涉及成千上万投资者的利益，若缺乏严格的发行审批制度，一些企业可能制作不真实的财务报告和资产评估证明等材料，使不知情的投资者遭受损失，从而对证券市场发展和社会稳定造成极坏的影响。为了确保证券发行的公正性，保证发行公司的质量，必须通过发行审批制度把不合格的企业排除在股票市场之外。

各国股票市场的证券发行审批制度可分为注册制和核准制两种形式。

注册制是指发行人在准备发行证券时，必须将依法公开的各种资料完全、准确地向证券主管机关呈报并申请注册。证券主管机关的职责是依据信息公开原则，对申报文件的全面性、真实性、准确性和及时性作形式审查。至于发行人营业性质，发行人财力、素质及发展前景，发行数量与价格等实

质条件均不作为发行审核要件。证券主管机关无权对证券发行行为及证券本身做出价值判断。申报文件提交后，经过法定期间，主管机关若无异议，申请即自动生效。在注册制下，发行人的发行权无须由国家授予。

核准制是指发行人在发行股票时，不仅要充分公开企业的真实状况，而且还必须符合有关法律和证券管理机关规定的必备条件，证券主管机关有权否决不符合规定条件的股票发行申请。证券主管机关除了进行注册制所需求的形式审查外，还对发行人的营业性质，发行人财力、素质及发展前景，发行数量与价格等条件进行实质审核，并由此做出发行人是否符合发行实质条件的价值判断。在核准制下，发行人的发行权由审核机构以法定方式授予。

注册制通常适用于发达证券市场，而核准制较适用于证券市场历史不长、投资者素质不高的国家和地区。我国目前对股票发行实行严格的核准制，即股票的发行必须符合国家相关法规的规定条件，并需获得中国证监会的批准。

根据我国现行证券法规的规定，拟发行公司在申请公开发行股票时，一般要经过下列申报和审批程序：

（1）申请上市公司在征得地方政府或中央企业主管部门（按照行政隶属关系）同意后，向所属证券管理部门正式提出发行股票的申请。

（2）公司公开发行股票的申请报告由所属证券管理部门受理，审查汇总后进行预选资格初步审定。

（3）被初步选定股票公开发行的公司向所属证券管理部门呈报企业总体情况资料，经审核同意转报中国证监会核准发行额度后，公司可正式制作申报材料。

（4）公司向准备挂牌上市的证券交易所呈交企业总体情况资料，提出上市申请，证券交易所上市部初审通过后，出具上市承诺函。

（5）有关证券管理部门收到公司申报材料后，根据有关法律法规，对申报材料是否完整、有效、准确、合法等进行初步审查，审核通过后，转报中国证监会复审。

（6）中国证监会收到复审申请后，由发行部对申报材料进行初审，审核通过后提交给中国证监会股票发行审核委员会复审。

（7）公司股票发行申请经中国证监会股票发行审核委员会复审通过后，由中国证监会出具批准发行的有关文件，并就公司股票发行方案进行审核。

## 11. 发行 H 股、B 股需要具备哪些条件？如何申报？

国内公司向境外投资人发行的、以外币认购的股份，称为外资股。H 股和 B 股都属于外资股。

根据 1996 年 6 月发布的《关于推荐境外上市预选企业的文件、程序及所需文件的通知》和其他相关法规的规定，企业发行 H 股需具备以下条件：

（1）符合国家产业政策。重点支持符合国家产业政策的大中型企业，向能源、交通、原材料等基础设施、基础产业和高新技术产业及国家支持的重点技改项目倾斜，适当考虑其他行业。企业应属于国家允许外商投资的行业。

（2）企业有发展潜力，急需资金。企业发行股票所募资金应有明确用途，主要用于企业生产发展，应符合实现集约化经营的要求，部分资金也可用于调整资产负债结构、补充流动资金等。原则上企业应有基本落实的资金使用

计划。属于基建、技改项目建设的，应符合国家关于固定资产投资和技术改造立项的规定。有经国务院批准急需使用外汇的重大技改项目的企业，可优先考虑。

(3) 企业具有一定规模和良好的经济效益。申请企业应有连续 3 年的盈利业绩；对国家支持发展的基建项目，接受挂牌上市申请的境外证券交易所对业绩有豁免的，可以不需要连续 3 年盈利业绩；预选企业需要达到一定规模：企业改组后投入上市公司部分的净资产规模一般不少于 4 亿元人民币，经评估或估算后的净资产税后利润率达到 10% 以上，税后净利润规模达到 6000 万元以上；募股后国有股一般应占控股地位，对于国家政策要求绝对控股的行业或企业，企业发行股票后国有股比例应超过 51%。

(4) 对国务院确定的现代企业制度试点企业，试点取得明显进展的，同等条件下适当优先考虑。

(5) 企业发行境外上市外资股筹资额预计可达 4 亿元人民币（折合约 5000 万美元）以上。

(6) 企业有一定的创汇能力。创汇水平一般需达到税后净利润额的 10% 以上，属于基础设施等行业的可适当放宽，但应征得有关外汇管理部门的同意。

(7) 企业有一定的知名度和经营管理水平。

根据《国务院关于股份有限公司境内上市外资股的规定》及相关法规规定，以募集方式设立公司申请发行 B 股的，应当符合下列条件：

(1) 所募资金用途符合国家产业政策。

(2) 符合国家有关固定资产投资立项的规定。

(3) 符合国家有关利用外资的规定。

(4) 发起人认购的股本总额不少于发行后的公司股本总额的 35%，发起人出资总额不少于 1.5 亿元人民币。

(5) 拟向社会发行的股份达公司股份总数的 25% 以上，拟发行的股本总额超过 4 亿元人民币的，其拟向社会发行股份的比例达 15% 以上。

(6) 改组设立公司的原有企业或者作为公司主要发起人的国有企业，最近 3 年连续盈利，在最近 3 年内没有重大违法行为。

公司增加资本申请发行 B 股时，除应当符合上述 (1)、(2)、(3) 项的规定外，还应当符合下列条件：

(1) 公司前一次发行的股份已经募足，所得资金的用途与募股时确定的用途相符，并且资金使用效益良好。

(2) 公司净资产总值不低于 1.5 亿元人民币。

(3) 公司前一次发行股票到本次申请期间没有重大违法行为。

(4) 公司最近 3 年连续盈利，原有企业改组或者国有企业作为主要发起人设立的公司，可以连续计算。

以发起方式设立的公司首次增加资本，申请发行 B 股的，还应当符合前述以募集方式设立公司申请 B 股发行时所列的第 (5) 项条件。

发行外资股时需要经过严格的审批。其中发行 H 股的申报程序如下：

(1) 申请发行 H 股的公司向所在地的省级人民政府或者向所属国务院有关企业主管部门（直属机构）提出申请。

(2) 地方企业由企业所在地的省级人民政府、中央部门直属企业由国务院有关企业主管部门（直属机构）以正式文件向中国证监会推荐。省级人民

政府和国务院有关企业主管部门可联合推荐企业。

(3) 中国证监会在征求行业主管部门的意见后初步确定预选企业，报国务院批准。

(4) 国务院同意后，由中国证监会发文通知省级人民政府或国务院企业主管部门，企业开始进行发行、上市准备工作。

发行 B 股的申报程序包括：

(1) 发起人或者公司先向省、自治区、直辖市人民政府或国务院有关企业主管部门提出申请，由省、自治区、直辖市人民政府或国务院有关企业主管部门向中国证监会推荐。

(2) 中国证监会会同国务院有关部门选定可以发行境内上市外资股的公司。

(3) 被选定的公司将申报材料报中国证监会复审(同时核定发行额度)。

(4) 经中国证监会审核批准(发行面值总额超过 3000 万美元的，报国务院批准)，公司可发行 B 股。

## 12. 什么样的证券经营机构才具有股票承销资格？

承销商是股票发行人和投资者之间的桥梁，它对于筹资活动的顺利进行和规范运作具有重要作用。因此，并非所有的证券经营机构都具有股票承销资格。根据 1996 年 6 月发布的《证券经营机构股票承销业务管理办法》的规定，证券经营机构必须取得中国证监会颁布的《经营股票承销业务资格证书》，才能从事股票承销业务。未取得资格证书或资格证书已失效的证券经营机构，除作为分销商并以代销方式从事股票承销外，不得从事股票承销业务。

证券经营机构申请从事股票承销业务，应同时具备下列条件：

(1) 证券专营机构具有不低于人民币 2000 万元的净资产，证券兼营机构具有不低于人民币 2000 万元的证券营运资金。

(2) 证券专营机构具有不低于人民币 1000 万元的净资本，证券兼营机构具有不低于人民币 1000 万元的净证券营运资金。

(3) 三分之二以上的高级管理人员和主要业务人员获得中国证监会颁发的《证券从业人员资格证书》，在未取得《证券从业人员资格证书》前，应具备下列条件：高级管理人员具备必要的证券、金融、法律等有关知识，近两年内没有严重违法违规行为，其中三分之二以上具有 3 年以上证券业务或 5 年以上金融业务工作经历；主要业务人员熟悉有关的业务规则及业务操作程序，近两年内没有严重违法违规行为，其中三分之二以上具有 2 年以上的证券业务或 3 年以上金融业务的工作经历。

(4) 证券经营机构在近一年内无严重的违法违规行为或在近两年内未受到取消股票承销业务资格的处罚。

(5) 证券经营机构成立并且正式开业已超过半年；证券兼营机构的证券业务与其他业务分开经营、分账管理。

(6) 具有完善的内部风险管理与财务管理制度，财务状况符合规定的风险管理要求。

(7) 具有能够保障正常营业的场所和设备。

证券经营机构从事股票承销业务过程中担任主承销商的，除应当具备上



述条件外，还应同时具备下列条件：

（1）证券专营机构具有不低于人民币 5000 万元的净资产和不低于人民币 2000 万元的净资本。证券兼营机构具有不低于人民币 5000 万元的证券营运资金和不低于人民币 2000 万元的净证券营运资金。

（2）取得证券承销从业资格的专业人员或符合前述关于从事承销业务条件要求的第三条规定的主要承销业务人员至少 6 名，并且应当有具有一定的会计、法律知识的专业人员。

（3）参与过 3 只以上股票承销或具有 3 年以上证券承销业绩。

（4）在最近半年内没有出现作为发行人首次公开发行股票的主承销商而在规定的承销期内售出股票不足公开发行总数 20% 的记录。

具备上述条件的证券经营机构可以向中国证监会申请取得《经营股票承销业务资格证书》，经中国证监会审查符合条件的，颁发资格证书。资格证书的有效期为 1 年。证券经营机构需保持其股票承销业务资格的，应在证书失效前 3 个月内向中国证监会申请换发。

此外，根据中国证监会发布的《境内及境外证券经营机构从事外资股业务资格管理暂行规定》的规定，证券经营机构从事外资股的承销、主承销业务，须具备下列条件：

（1）境内证券经营机构从事外资股的承销和主承销业务，须取得中国证监会颁发的《经营外资股业务资格证书》。取得该证书的基本条件是有外汇经营权、有足够的资本金、业绩和专业人员等。

（2）在境外注册的、并且依照所在地法律可经营有关证券业务的、具有独立法人资格的投资银行、商人银行、证券公司和其他金融机构，从事境内上市外资股即 B 股的主承销（包括副主承销和国际协调人）业务的，也要取得中国证监会颁发的《经营外资股业务资格证书》，基本条件与境内证券经营机构大致相同，且须有熟悉中国业务的人员。

### 13. 如何选择股票主承销商？

当一家企业决定发行股票后，往往会有几家、十几家甚至几十家证券经营机构去争取担任主承销商，竞争十分激烈。企业面对众多的证券经营机构，必须综合考虑各方面的因素，从中选择一家信誉好、实力强的证券经营机构作为自己的主承销商，保证股票发行和筹资工作的顺利进行。

一般来说，企业在选择主承销商时主要应考虑如下一些因素：

（1）资信状况及融资能力。主要指证券经营机构的股本大小、资信状况、资金实力等。如是否有其他有信誉的机构的支持、是否有较强的融资能力、以往承销股票的业绩等等。

（2）专业资格和工作小组的能力。证券经营机构必须具有股票承销业务资格，其股票发行工作小组的成员应具备优良的素质和丰富的经验。

（3）承销能力。一流的证券经营机构都拥有广泛的客户和投资者基础及分布在各地的分支网络，与客户和投资者保持着经常的联系，这有利于增强其承销能力。

（4）研究力量。证券经营机构研究力量的强弱往往决定其服务质量的优劣。有广泛深入的研究支持的发行业务，可以使投资者和市场获得信心。

（5）公司上市前辅导能力和上市后的跟踪服务能力。股票发行和上市仅

是企业长远发展战略的第一步。承销商在企业上市后应继续为企业提供服务，如为企业接触可能的商业伙伴，与投资者保持密切的联系，定期撰写研究报告向投资者介绍公司情况等。

（6）工作建议书质量。证券经营机构通常结合发行企业的实际情况，根据有关的法律法规，对企业的股份制改造和发行上市，撰写出全面的工作建议书，企业可以通过工作建议书的质量，对证券经营机构的水平做出初步判断。

（7）费用。中国证监会规定券商的承销费为承销金额的一定比例，但这个比例的上下弹性比较大，具体比例或收费标准可以由企业与承销商在规定的范围内谈判确定。费用问题是企业选择承销商时考虑的因素之一，但一般不是最主要的因素。

#### 14. 为什么要制作招股说明书？如何制作招股说明书？

企业发行股票的对象是千千万万分布在各地的投资者，为使他们了解企业的真实状况和股票发行的基本情况，就需要制作并公布招股说明书，尽可能广泛、迅速地向投资大众披露与股票发行相关的重要信息，以方便其做出合理的投资决策。此外，招股说明书还是公开发行股票的必备申报材料之一。

《中华人民共和国公司法》和《股票发行与交易管理暂行条例》要求，公司申请公开发行股票，必须向地方政府或中央企业主管部门，以及中国证监会报送招股说明书等文件材料。公司经批准向社会公开发行新股时，必须在承销期开始前2~5个工作日内，在至少一种中国证监会指定的信息披露报刊上公告《招股说明书概要》。

招股说明书通常由股票发行人和主承销商共同编制，它们对招股说明书中披露信息的真实性、准确性和完整性负责，保证招股说明书没有虚假、严重误导性陈述或者遗漏，并承担连带责任。

根据中国证监会1997年1月6日颁布的《招股说明书的内容与格式》，完整的招股说明书的内容与格式包括：封面、目录、正文、附录和备查文件五大组成部分。其中，正文是招股说明书的核心部分，主要内容包括：

（1）主要资料。这一节是以较少篇幅，把招股说明书中关键内容摘要刊登在招股说明书之首，以使投资人尽快了解说明书提供的主要信息。本节包括发行人简介、本次发行情况介绍、主要会计数据、预计发行时间表等内容。

（2）释义和绪言。释义对招股说明书中具有特定含义的词汇做出明确的定义、解释和说明。绪言中必须载入《招股说明书的内容与格式》所要求的内容与文字。

（3）发售新股的有关当事人。这些当事人包括发行人、财务顾问、承销商、推荐人以及发行人和主承销商的律师事务所、发行人的会计师事务所、资产评估机构等等。需列出这些当事人的机构名称、所在地、电话传真及与本次发行有关的联系人姓名等。

（4）风险因素及对策。介绍本次发行中可能存在的经营风险、行业风险、市场风险、政策性风险和其他风险因素。在陈述完各项风险之后，还可说明发行人采取或准备采取哪些措施来减少上述风险的影响。

（5）募集资金的运用。说明对募集资金的计划用途、投资项目的情况、对可能存在的资金缺口的落实情况等。

(6) 股利分配政策。说明发行人关于股利分配的各项政策。如果发行人为已经存在的股份有限公司，还应披露历年分红派息情况。

(7) 验资报告。注册会计师对发起人投入所筹备的股份有限公司的股本以及其他净资产项目进行验证后出具验资报告。

(8) 承销。说明与本次承销和发行有关的事项，包括承销方式、承销期的起止日期、发行方式、发行地区、发行对象、股票种类、定价方式、承销成员的名称及其承销量、发行费用等。

(9) 发行人情况。简要介绍发行人的全面情况，包括发行人的名称、成立日期、住所、历史情况、组织结构和管理结构、员工情况、业务范围、主营业务及产品、投资项目情况等等。

(10) 发行人公司章程或公司章程草案的摘录。摘录包括发行公司章程或章程草案中的主要内容，如股东大会的职权和议事规则、董事会和监事会的组成、职权和议事规则等。

(11) 董事、监事、高级管理人员及重要职员的基本情况。

(12) 经营业绩。主要介绍发行人在过去至少三年中的经营状况和业绩表现。

(13) 股本情况。介绍公司的股权结构和董事、监事以及高级管理人员的持股情况。

(14) 债项。陈述发行人的主要借款情况，包括银行贷款、公司债及对外担保等情况。

(15) 主要固定资产。介绍发行人拥有或占有的主要固定资产的种类、用途、折旧情况等。

(16) 财务会计资料。全文引用具有证券业从业资格的会计师事务所出具的审计报告以及发行人编制的财务报表。

(17) 资产评估。介绍发行人根据国家有关法规要求，聘请有资格从事证券相关业务的评估机构对其资产进行有效评估的情况。

(18) 盈利预测。如果发行人认为有提供盈利预测的需要，并确信有能力对最近的未来期间的盈利情况做出比较切合实际的预测，则发行人可在招股说明书中提供盈利预测数据，但发行人应提醒投资者不要过于依靠该项资料进行投资判断。

(19) 公司发展规划。介绍发行人已经制定的、有一定依据的、比较现实可行的发展计划与安排。

(20) 重要合同、重大诉讼事项和其他重要事项。简要介绍发行人已签订的重要合同和作为一方当事人的尚未做出判决的重大诉讼事项，并披露发行人认为对投资者做出投资判断有重大影响的其他事项。

(21) 董事会成员及承销团成员签署的意见。

## 15. 我国新股发行方式有哪些？股票上网定价发行究竟是怎么回事？

我国的新股发行方式经历了一个不断探索的过程。1991 年和 1992 年采用限量发售认购证方式，1993 年开始采用无限量发售认购证方式及与储蓄存款挂钩方式，此后又采用过全额预缴款、上网竞价、上网定价等方式。在总结经验教训的基础上，中国证监会规定目前国内新股的发行方式主要采用上网定价与全额预缴、比例配售、余款即退这两种方式。由于上网定价发行具

有高速、安全和低成本等特点，它已成为我国企业公开发行股票的主要方式。

上网定价方式是指主承销商利用证券交易所的电脑交易系统，由主承销商作为股票的唯一“卖方”，投资者在指定的时间内，按规定发行价格委托买入股票的方式进行股票认购。主承销商在网上定价发行前应在证券交易所设立股票发行专户和申购资金专户。申购结束后，根据实际到位资金，由证券交易所主机确认有效申购数。

投资者“上网”申购的具体程序为：

(1) 申购当日，投资者按委托买入股票的方式，以发行价格填写委托单，进行申购，并由证券交易所反馈申购受理情况。

(2) 申购日后的第一天，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内。

(3) 申购日后第二天，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。如果有效申购总量等于股票发行量，那么每个投资者都可以按其有效申购量认购股票；若有效申购总量小于股票发行量，投资者按其有效申购量认购股票后，余下未申购的部分根据承销协议处理；而当有效申购总量大于股票发行量时，那么就需要对有效申购数进行连续配号，由交易所电脑主机自动按每 1000 股确定为一个申报号，证券交易所随后公布中签率（ $\text{中签率} = \text{股票发行量} \div \text{有效申购量}$ ）。

(4) 申购日后的第三天，由主承销商负责组织摇号抽签，并于当日公布中签结果，交易所根据中签结果办理清算交割和股东登记。

(5) 申购日后第四天，交易所将认购款项划入主承销商指定账户，并对未中签部分的申购款予以解冻。

(6) 申购日后第五天，主承销商将认购款项划入发行公司的指定账户，股票发行筹资活动结束。

## 16. 发行股票需要支付哪些费用？

股票发行涉及众多复杂的专业问题，这些问题将由各中介机构协助企业予以解决。企业必须向各中介机构支付一定的费用，作为对其提供服务的回报。

一般而言，在股票发行过程中，企业将支付以下一些费用：

(1) 承销费用。股票承销费用又称发行手续费，是指发行公司委托证券承销机构发行股票时支付给后者的佣金，在股票发行费用中所占的比重最大。承销费用一般按企业募集资金总额的一定百分比计算，由承销商在投资者付给企业的股款中扣除。决定和影响股票承销费的主要因素包括：发行总量。股票发行量的大小决定了承销机构业务量与承销费的高低，发行量越大，承销费越高。发行总金额。一般来说，承销费与股票筹资额成正比，股票筹资额越大，收取的承销费越多。发行公司的信誉。发行公司的信誉越好，发行股票的销路就好，收取的承销费就较低。发行股票的种类。不同种类股票的特点、风险互不相同，从而收取的承销费也不一样。承销方式。承销商在不同的承销方式下承担的责任和风险有所不同，因此发行人支付给承销商的承销费也不尽相同，通常以包销方式承销时的承销费要高于以代销方式承销时的承销费。发行方式。例如，网下发行的承销费用一般略高于上网定价发行的承销费用。

目前，我国企业发行股票的承销费是按照承销金额的一定比例来计算的。根据 1996 年 12 月中国证监会发布的《关于股票发行工作若干规定的通知》的规定，承销费用的收费标准与承销金额和发行方式挂钩，具体标准如下：

承销金额	收费标准
2 亿元以内	1.5% ~ 3%
3 亿元以内	1.5% ~ 2.5%
4 亿元以内	1.5% ~ 2%
4 亿元以上	除特殊情况，不得超过 900 万元（采用上网定价发行方式），或不得超过 1000 万元（采用网下发行方式）

（2）其他中介机构费用。股票发行过程中必然会涉及评估、财务和复杂的法律问题，因此，企业自股票发行准备阶段起就必须聘请具有证券从业资格的评估师、会计师和律师参与发行工作。此类中介机构的费用也是股票发行过程中必须支付的，收费标准基本上按企业规模大小和工作难易程度来确定。

（3）印刷费用。企业必须为发行申报材料、招股说明书、上市公告书等文件的印刷付出印刷费用，这笔费用将依印刷频率、数量和质量而定。

（4）宣传广告费。在发行股票时，为了使股票能顺利发售出去，实现预定的筹资目标，发行公司往往会做一些广告、宣传工作，这无疑需要支出一定的费用。

（5）其他费用。除上述费用外，发行人在股票发行过程中可能还需支付其他一些费用，如采用上网定价发行方式的公司需支付上网发行费用，向代收款银行和股票登记托管机构支付费用等等。

## 17. 上市公司配股需具备哪些条件？影响配股实施的因素有哪些？

配股是指上市公司向原有股东发行新股。配股是上市公司扩大股本、进行再筹资的一项重要活动，具有实施时间短、操作简单、成本较低等优点。

根据中国证监会发布的《关于 1996 年上市公司配股工作的通知》（以下简称《通知》），为规范上市公司的配股行为，保护投资者利益，上市公司向股东配股必须符合以下条件：

（1）配股募集资金的用途必须符合国家产业政策的规定。

（2）前一次发行的股份募足，并间隔 1 年以上。

（3）公司在近 3 年内的净资产收益率每年都在 10% 以上，属于能源、原材料、基础设施类的公司可以略低，但不低于 9%。

（4）公司在近 3 年内财务会计文件无虚假记载或重大遗漏。

（5）本次配股募集资金后，公司预测的净资产收益率应达到同期银行个人定期存款利率。

（6）配售的股票限于普通股，配售的对象为股权登记日登记在册的全体普通股股东。

（7）公司一次配股发行股份总数，不得超过该公司前一次发行并募足股份后普通股总数的 30%，公司将本次配股募集资金用于国家重点建设项目和技改项目的，在发起人承诺足额认购的情况下，可不受 30% 比例的限制。

作为面向老股东的再筹资活动，上市公司的配股能否顺利实施要受到许

多因素的影响，主要有：

（1）公司是否符合配股条件。符合《通知》所要求的配股条件，是上市公司实施配股的前提。《通知》对拟进行配股的公司配股间隔时间、盈利水平、配股比例等方面都做出了较为严格的规定，尤其对盈利能力有较高的要求。

（2）公司是否有配股筹资的需求。公司是否有配股筹资的需求，是影响配股实施的重要因素之一。实践中尽管有一些公司能够达到配股条件，但公司资金比较充裕，现有资金已能满足经营发展计划的需要，而且财务状况良好，在这种情况下，公司会放弃配股。

（3）公司老股东对实施配股的态度。上市公司要向股东配股，必须先召开股东大会就配股具体事项进行表决，股东对配股的态度直接决定了配股能否顺利实施。由于股东在对公司发展前景的预期和自身偏好等方面存在差别，对公司配股提案的反应也各不相同。例如，有些股东可能会因配股将导致公司每股盈利下降而反对配股、尤其是高比例配股，有些股东则因配股的除权效应而积极支持配股。

（4）二级市场因素。股票在二级市场的活跃程度，是上市公司实施配股时的一个重要考虑因素。上市公司进行配股时，往往希望配股价格能尽可能提高，所有股票能在尽可能短的时间内销售出去，但这一愿望能否实现与二级市场的活跃程度有很大关系。市场行情越火爆，股票市场价格越高，愿意认购配股的投资者就越多，股票越容易以较高的价格销售出去；行情低迷时，情况则相反。这就是牛市中配股公司多、熊市中配股公司少的根本原因。

#### 18. 企业发行债券需具备哪些条件？债券发行的审批程序有哪些？

与股票筹资的不可偿还性不同，企业债券有固定的存续期限，发行人必须在到期时向投资者支付本金，并按预定的利率水平支付利息。因此，各国都对企业债券的发行制定了严格的限制条件，以确保发行人的偿债能力，保护投资者的合法利益。

在 1993 年 8 月以前，我国企业债券的发行人主要是国有大中型企业。自《企业债券管理条例》于 1993 年 8 月生效之后，企业债券发行主体由国有企业扩大到一切有法人资格的企业。1994 年 7 月 1 日《中华人民共和国公司法》生效后，其中规定，有三类公司可以发行公司债券：一类是股份有限公司；一类是国有独资公司；还有一类是两个以上的国有企业或者其他两个以上的国有投资主体投资设立的有限责任公司。

除了必须具有企业债券发行的主体资格外，发行人还必须满足以下法定条件，才可获准发行企业债券（《中华人民共和国公司法》第一百六十一条）：

（1）股份有限公司的净资产额不低于人民币 3000 万元，有限责任公司的净资产额不低于人民币 6000 万元。

（2）累计债券总额不超过净资产额的 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）筹集资金的投向符合国家产业政策。

（5）债券的利率不得超过国务院规定的利率水平。

（6）国务院规定的其他条件。

此外，发行公司债券募集的资金，必须用于审批机关批准的用途，不得

用于弥补亏损和非生产性支出。凡有下列情形的，不得再次发行公司债券：

（1）前一次发行的公司债券尚未募足的。

（2）对已发行的公司债券或者其债务有违约或者延迟支付本息的事实，且仍处于继续状态的。

由于我国企业债券的发行总量须纳入国家信贷计划，发行审核程序也就随信贷计划而设定。《中华人民共和国公司法》第一百六十四条规定，“公司债券的发行规模由国务院确定。国务院证券管理部门审批公司债券的发行，不得超过国务院确定的规模。”因此，企业发行债券时需要经过配额审核与资格审核两个环节。

（1）配额审核程序。申请公司债的发行配额审核要经过下列环节：

发行人在发行债券前，须向其行业主管部门提出申请，只有在行业主管部门正式批准并且推荐的前提下，才能申请发行债券；

该企业主管部门向省、自治区、直辖市或计划单列市的人行分行、计委申报发行配额；

省、自治区、直辖市或计划单列市的人行分行、计委共同编制当地全国企业债券年度发行计划，并报中国人民银行总行和国家计委审核；

中国人民银行总行、国家计委综合各地申报的发行计划，共同编制全国企业债券年度发行计划，并报国务院批准；

全国企业债券年度发行计划被批准之后，由中国人民银行总行、国家计委联合将发行配额分给各省、自治区、直辖市和计划单列市；

各省、自治区、直辖市和计划单列市人行分行与计委共同将发行配额分给企业或主管部门，企业获得发行配额，需得到中国人民银行各省、自治区、直辖市和计划单列市分行发放的“发行企业债券申请表”；

发行债券所筹的资金如果用于固定资产的投资，还必须被列入我国的“固定资产投资规模”之中。

（2）资格审核程序。《中华人民共和国公司法》规定，公司在得到债券发行的配额之后，应向有权审核发行申请的国务院证券管理部门报送相关的申请文件。中央企业发行企业债券，由中国人民银行会同国家计委审批；地方企业发行企业债券，则由中国人民银行省、自治区、直辖市、计划单列市分行会同同级计划管理部门审批。

证券管理部门在对发行申请进行审核时，主要考虑三个方面的问题，即发行人的资格、发行条件、禁止发行事由，在对这几个方面进行审查之后，做出批准发行或不予批准的决定，并且就不批准发行的理由向企业做出说明。

#### 19. 发行可转换公司债券需具备哪些条件？一般在何种情况下发行可转换公司债券？

1997年3月发布的《可转换公司债券管理暂行办法》（以下简称《管理办法》）对可转换公司债券的发行人和企业发行可转换公司债券应具备的条件作了明确的规定。根据《管理办法》的规定，可转换公司债券的发行人包括上市公司和重点国有企业。

（1）上市公司。上市公司发行可转换公司债券，应当符合下列条件：

最近3年连续盈利，且最近3年净资产收益率平均在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%；

可转换公司债券发行后，资产负债率不高于 70%；

累计债券余额不超过公司净资产额的 40%；

募集资金的投向符合国家产业政策；

可转换公司债券的利率不超过银行同期存款的利率水平；

可转换公司债券的发行额不少于人民币 1 亿元。

(2) 重点国有企业。重点国有企业发行可转换公司债券除应当符合上述、  
、  
、  
项条件外，还应当符合下列条件：

最近 3 年连续盈利，且最近 3 年的财务报告已经过具有从事证券业务资格的会计师事务所审计；

有明确、可行的企业改制和发行计划；

有可靠的偿债能力；

有具有代为清偿债务能力的保证人的担保。

有下列情形之一的，不得发行可转换公司债券：

前一次发行的债券尚未募足的；

对已发行的债券有延迟支付本息的事实，且仍处于继续延迟支付状态的。

除需具备以上条件外，企业发行可转换公司债券必须报经有关部门批准。未经批准，不得发行可转换公司债券。上市公司发行可转换公司债券，应当经省级人民政府或国务院有关企业主管部门推荐，报中国证监会审批；重点国有企业发行可转换公司债券，应当由发行人提出申请，经省级人民政府或国务院有关企业主管部门推荐，报中国证监会审批，并抄报国家计委、国家经贸委、中国人民银行、国家国有资产管理局。对符合《管理办法》规定条件的，中国证监会予以批准。

国务院证券委于 1997 年 3 月宣布，现阶段将选择若干家重点国有企业进行发行可转换公司债券的试点，选择范围为国家确定的 500 家重点国有企业中的未上市公司，上市公司暂不列入试点范围。

在实践中，企业一般在股市低迷、银行利率较高的情况下选择发行可转换公司债券。这是因为，股市低迷、银行利率高时往往是经济周期的萧条期，社会资金紧张。若从股市筹资，由于股票市价较低，新股发行价或配股定价不高，筹集的资金量相对较少。如果向银行申请贷款，由于贷款利率偏高，公司资金使用成本高，筹资代价太大，公司一般较难承受。

这时，如果采用发行可转换公司债券的方式进行融资，则往往容易被市场认同接受，公司筹资计划比较容易实现。因为此时的投资者因股市低迷而观望，希望寻求一种相对安全并具一定潜在收益的投资渠道，而兼有债券和股票性质的可转换公司债券正是这种既相对安全、又具有较大潜在获利机会的投资品种。

## 20. 我国国债发行的方式有哪些？

改革开放以来，我国国债发行方式经历了从 80 年代的行政分配，90 年代初的承购包销，到目前的定向发售、承购包销和招标发行并存的发展过程，总的变化趋势是不断趋向低成本、高效率的发行方式，逐步走向规范化与市场化。



(1) 定向发售。定向发售方式是指向养老保险基金、失业保险基金、金融机构等特定机构发行国债的方式，主要用于国家重点建设债券、财政债券、特种国债等品种。

(2) 承购包销。承购包销方式始于 1991 年，主要用于不可流通的凭证式国债，它是由各地的国债承销机构组成承销团，通过与财政部签订承销协议来决定发行条件、承销费用和承销商的义务，因而是带有一定市场因素的国债发行方式。

(3) 招标发行。招标发行是指通过招标的方式来确定国债的承销商和发行条件。根据发行对象的不同，招标发行又可分为缴款期招标、价格招标、收益率招标三种形式：

缴款期招标。缴款期招标，是指在国债的票面利率和发行价格已经确定的条件下，按照承销机构向财政部缴款的先后顺序获得中标权利，直至满足预定发行额为止。

价格招标。价格招标主要用于贴现国债的发行，按照投标人所报买价自高向低的顺序中标，直至满足预定发行额为止。如果中标规则为“荷兰式”，那么中标的承销机构都以相同价格（所有中标价格中的最低价格）来认购中标的国债数额；而如果中标规则为“美国式”，那么承销机构分别以其各自出价来认购中标数额。

举例来说，当面值为 100 元、总额为 200 亿元的贴现国债招标发行时，若有 A、B、C 三个投标人，他们的出价和申报额如表 5-1 所示，那么，A、B、C 三者的中标额分别为 90 亿元、60 亿元和 50 亿元，在“荷兰式”招标规则下中标价都为 75 元，而在“美国式”招标规则下，中标价分别是自己的投标价，即等于 85 元、80 元和 75 元。

由上可见，“荷兰式”招标的特点是“单一价格”，而“美国式”招标的特点是“多种价格”。我国目前短期贴现国债主要运用“荷兰式”价格招标方式予以发行。

收益率招标。收益率招标主要用于付息国债的发行，它同样可分为“荷兰式”招标和“美国式”招标两种形式，原理与上述价格招标相似。

表 5-1 “荷兰式”招标与“美国式”招标  
中标额和中标价的比较

投标人	投标人 A	投标人 B	投标人 C
投标价(元)	85	80	75
投标额(亿元)	90	60	100
中标额(亿元)	90	60	50
“荷兰式”招标中标价(元)	75	75	75
“美国式”招标中标价(元)	85	80	75

招标发行将市场竞争机制引入国债发行过程，从而能反映出承销商对利率走势的预期和社会资金的供求状况，推动了国债发行利率及整个利率体系的市场化进程。此外，招标发行还有利于缩短发行时间，促进国债一、二级市场之间的衔接。基于这些优点，招标发行已成为我国国债发行体制改革的主要方向。

## 21. 国际上股票发行价格确定的基本因素和方式是什么？

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。根据发行价与票面金额的不同，股票发行可以分为面值发行与溢价发行。面值发行指股票发行价格等于股票面值。溢价发行指股票发行价格超过股票的面值。

国际上决定股票发行价格的因素有：

(1) 净资产。主要发起人经评估确认的净资产所投股数，以及上市前后各年度的每股税后利润可作为定价的重要参考。

(2) 盈利水平。公司税后利润水平直接反映了一个公司的经营能力和上市时的价值，税后利润的高低直接关系着股票发行价格。在总股本和市盈率已定的前提下，税后利润越高，发行价格也越高。

(3) 发展潜力。公司经营的增长率（特别是盈利的增长率）和盈利预测是关系股票发行价格的又一重要因素。在总股本和税后利润量既定的前提下，公司的发展潜力越大，未来盈利趋势越确定，市场所接受的发行市盈率也就越高，发行价格也就越高。

(4) 发行数量。不考虑资金需求量，单从发行数量上考虑，若本次股票发行数量较大，为了能保证销售期内顺利地将股票全部出售，取得预定金额的资金，价格应适当定得低一些；若发行量小，考虑到供求关系，价格可定得高一些。

(5) 行业特点。发行公司所处行业的发展前景会影响到公众对本公司发展前景的预期，同行业已经上市企业的股票价格水平，剔除不可比因素以后，也可以客观地反映本公司与其他公司相比的优劣程度。如果本公司各方面均优于已经上市的同行业公司，则发行价格可定高一些，反之，则应低一些。此外，不同行业的不同特点也是决定股票发行价格的因素。

(6) 股市状态。二级市场的股票价格水平直接关系到一级市场的发行价格。在制定发行价格时，要考虑到二级市场股票价格水平在发行期内的变动情况。若股市处于“熊市”，定价太高则无人问津，使股票销售困难，因此要定得低一些；若股市处于“牛市”，价格太低会使发行公司受损，股票发行后易出现投机现象，因此可以定得高一些。同时，发行价格的确定要给二级市场的运作留有余地，以免股票上市后在二级市场的定位会发生困难，影响公司的声誉。

股票发行价格确定的方式主要有以下几类：

(1) 美国——协议定价。美国新股的发行定价主要采用同类上市公司比较法。承销商在承销新股时，将准备详尽的可比上市公司对照表，将发行公司与可比上市公司的一些重要数据、资料比较，包括市盈率、主要财务指标（流动比率、速动比率、资产负债比率、每股收益、销售增长率等）、股利政策、股息收益率等重要数据、资料。通过比较，确定一个比较稳定的备案价格范围，以引起投资者关注，再根据投资者的需求，由承销商和发行人商定发行价。发行价一般不低于在美国证监会的备案价。

(2) 法国——封标竞价。投资者以不低于票面的价格集中申购，申购结束后，由发行公司董事、承销商和交易所理事组成的定价委员会汇总申购情况，排除无效申购，然后根据有效申购的市场预期，确定一个他们认为合理的价格，发行价比市场价低 2%~5%，并据此确定每一价位段的配售比例。

(3) 日本——部分招标竞价。日本从 1989 年开始采用部分招标方式，

即公募股票的一部分（>50%）以招标竞价的方式出售。股票的发行价格是通过以下程序确定的：通过与同类的公司相比较，决定发行底价；招标竞价；依据招标的结果，协商确定发行价格。计算发行底价的基本公式为：

$$P = P^* (A/a + B/b) / 2$$

式中：P=发行底价

P\*=同类公司的价格

A=发行公司的每股纯利

a=同类公司的每股纯利

B=发行公司的每股净资产

b=同类公司的每股净资产

在引进招标竞价方式之前，用上述公式计算的价格即为发行价格，现在则成为招标的底价。招标时，按投资者报价的高低顺序中标，各投资者的购买价格分别是他们的中标价格，因此，通过招标发行会出现多种发行价格。招标部分外剩余的部分（<50%），由承销商负责公募销售，其公募价格以前取中标价格的平均值，但这样使承销商没有自己掌握判断的余地，因此一般是以招标情况为基准，由承销商与发行公司共同协商。从实例来看，基本上是取中标价格的加权平均值与最低价格之间的值。

（4）中国台湾省——拟定价。中国台湾省新上市公司股票发行价格的确定，首先是算出参考价格，然后在此基础上公司与承销商协商确定。其参考价的计算公式为：

$$P = A \times 40\% + B \times 20\% + C \times 20\% + D \times 20\%$$

式中：P=参考价格

A=发行公司每股税后纯利 × 可比公司最近3年的平均市盈率

B=发行公司每股股利 ÷ 可比公司最近3年平均股利率

C=发行公司最近期每股资产净值

D=预计每股股利 ÷ 一年期存款利率

发行公司和承销商根据参考价格议定发行价格。议定之后还需会计师、证券分析师及财务分析师分别表示意见。此外，台湾“证监会”规定新上市股票的发行价格计算过程及采用的数据，应于股票上市前在业绩公告中报告，使投资人充分了解股票发行价格的计算过程和采用的数据。

## 22. 国际上债券发行应考虑的主要因素是什么？

一般来说，国际上债券发行应考虑下列因素：

（1）发行金额。债券的发行额是根据发行人所需资金的数量、资金市场供给情况、发行人的偿债能力和信誉、债券的种类以及该种债券对市场的吸引力等方面的因素来确定的。

（2）期限。债券的期限是根据发行人的资金需求的性质、未来市场利率水平的发展趋势、流通市场的发达程度、物价的变动趋势、债券市场上其他债券的期限构成以及投资者的投资偏好这些因素来确定的。

（3）债券的偿还方式。债券偿还方式直接影响到债券的收益率高低和风险大小，在偿还方式中，要规定偿还金额、偿还的具体日期以及偿还形式等。

（4）票面利率。票面利率直接影响着发行者的筹资成本。在确定票面利率时，一般要考虑以下几个因素，如债券期限的长短，市场利率的高低，债

券的信用等级、利率支付方式以及证券管理部门对票面利率的管理和指导。

(5) 付息方式。发行者在选择债券付息方式时，应把降低筹资成本与增加债券对投资者的吸引力结合起来。

(6) 债券发行价格。债券发行价格可分为面值发行和折价发行。发行人在确定发行价格时，应综合考虑利率、期限、发行额等因素。

(7) 债券的税收效应。债券的税收效应主要是指对债券的收益是否征税。债券的税收效应直接影响债券的收益率，发行时必须考虑此因素。

(8) 发行费用。发行费用是指支付给有关中介机构的各种费用。债券发行人应尽量减少发行费用。

(9) 有无担保。发行债券是否需要担保，也是应当考虑的因素之一。有信誉卓著的第三者担保或用发行者的财产作抵押，有助于增加债券的安全性，保证债券的发行。

### 23. 什么叫做股票发行的路演？什么情况下可实施“绿鞋”的安排？

路演 (RoadShow) 也有人译做“路游”，是股票承销商帮助发行人安排的发行前的调研活动。一般来讲，承销商先选择一些可能销出股票的地点，并选择一些可能的投资者，主要是机构投资者。然后，带领发行人逐个地点去召开会议，介绍发行人的情况，了解投资人的投资意向。有时，会计师和投资顾问也参加这一活动，而大多数情况下，一些基金经理人会参加这一活动。承销商和发行人通过路演，可以比较客观地决定发行量、发行价及发行时机等。

绿鞋 (GreenShoe) 是一种包销商在获得发行人许可下可以超额配售股份的发行方式，其意图在于防止股票发行上市后股价下跌至发行价或发行价以下，达到支持和稳定二级市场交易的目的。发行股票时，包销商与发行人达成协议，允许包销商在既定的股票发行规模基础上，可以视市场具体情况使用发行人所授予的股份超额配售权。包销商一旦使用这种超额配售权，就处于卖空位置，这样一旦股价下跌至发行价时，包销商就可以按发行价格购买抛售之股票，从而达到支撑股价的目的。如果这种超额配售未得到发行人许可，一旦股票上市后股价上涨，包销商就必须以高于发行价的价格购回其所超额配售的股份，从而遭受经济损失。发行人的许可使得包销商超额配售的股份有了来源保证，不必花高价去市场购买，只需发行人多发行相应数量的股份给包销商即可。如果超额配售未获发行人许可，则被称为“光脚鞋” (BareShoe)，它常被包销商将其与绿鞋一起合用，以增大卖空空间和市场支撑能力。

绿鞋主要在市场气氛不佳、对发行结果不乐观或难以预料的情况下使用。

## 六、上 市

### 1. 什么是股票上市？股份公司发行股票后为什么要上市？

股票上市是指已经发行的股票经证券交易所批准后，在交易所公开挂牌交易的法律行为。股票上市，是连接股票发行和股票交易的“桥梁”。在我国，股票公开发行后即获得上市资格。

股票之所以要上市，是因为上市可以给公司带来以下好处：

（1）可以推动企业建立完善、规范的经营管理机制，以市场为导向自主运作，完善公司治理结构，不断提高运行质量。

（2）上市后股票价格的变动，形成对公司业绩的一种市场评价机制。那些业绩优良、成长性好的公司的股价一直保持在较高的水平上，使公司能以较低的成本筹集大量资本，进入资本快速、连续扩张的通道，不断扩大经营规模，进一步培育和发展公司的竞争优势和竞争实力，增强公司的发展潜力和发展后劲。

（3）各国对公司股票上市都制定了明确的标准，公司能上市，表明投资者对公司经营管理、发展前景等给予了积极的评价。同时，公司证券的交易等信息通过中介、报纸、电视台等各种媒介不断向社会发布，扩大了公司的知名度，提高了公司的市场地位和影响力，十分有助于公司树立产品品牌形象，扩大市场销售量，提高公司的业务扩张能力。

### 2. 股票上市需要具备什么条件？

股票上市后，股份公司的一举一动都和千百万公众投资者的利益密切相连。因此，世界各国证券交易所都对股份公司上市做出了严格的规定，如必须有符合要求的业绩记录、最低的股本数额、最低的净资产值、最低的公众持股数和比例等。在严格的规定下，能够在证券交易所上市的股份公司事实上只占很小一部分。

根据《中华人民共和国公司法》及《股票发行与交易管理暂行条例》的有关规定，股份公司申请股票上市必须符合下列条件：

（1）经国务院证券管理部门批准股票已向社会公开发行。

（2）公司股本总额不少于人民币 5000 万元。

（3）公司成立时间须在 3 年以上，最近 3 年连续盈利。原国有企业依法改组而设立的，或者在《中华人民共和国公司法》实施后新组建成立的公司改组设立为股份有限公司的，其主要发起人为国有大中型企业的，成立时间可连续计算。

（4）持有股票面值达人民币 1000 元以上的股东人数不少于 1000 人，向社会公开发行的股份不少于公司股份总数的 25%；如果公司股本总额超过人民币 4 亿元的，其向社会公开发行股份的比例不少于 15%。

（5）公司在最近 3 年内无重大违法行为，财务会计报告无虚假记载。

（6）国家法律、法规规章及交易所规定的其他条件。

对于已上市公司，国务院证券管理部门有权决定暂停或终止其股票上市资格。当上市公司出现下列情况之一时，其股票上市即面临被暂停的危险：

（1）公司的股本总额、股权分布等发生变化，不再具备上市条件；

- (2) 公司不按规定公开其财务状况，或者对财务会计报告作虚假记载；
- (3) 公司有重大违法行为；
- (4) 公司最近 3 年连续亏损。

当上市公司出现下列情况之一时，其股票上市可被终止：

- (1) 上述暂停情况的(2)、(3)项出现时，经查实后果严重；
- (2) 上述暂停情况的(1)、(4)项出现时，经查实后果严重，不具备上市条件，在证券管理部门限定的时间内未能消除暂停上市原因；
- (3) 公司决议解散、被行政主管部门依法责令关闭或者被宣告破产。

### 3. 企业债券上市需要具备什么条件？

与股票不同，企业债券有一个固定的存续期限，而且发行人必须按照约定的条件还本付息，因此，债券上市的条件与股票有所差异。为了保护投资者的利益，保证债券交易的流动性，证券交易所在接到发行人的上市申请后，一般要从以下几个方面来对企业债券的上市资格进行审查。

(1) 债券的发行量必须达到一定的规模。这是因为，如果上市债券流通量少，就会影响交易的活跃性，而且价格也容易被人操纵。

(2) 债券发行人的经营业绩必须符合一定条件。如果发行人的财务状况恶化，就会使发行人的偿债能力受到影响，从而可能发生债券到期不能兑付的情况，使投资者的利益受到损害。

(3) 债券持有者的人数应该达到一定数量。如果持有者人数过少，分布范围很小，那么即使债券的发行量大，其交易量也不会太大，从而影响债券的市场表现。

在目前还没有统一的债券上市规则的情况下，上海和深圳证券交易所分别制定了基本相同的上市规则。以上海证券交易所颁布的《上海证券交易所企业债券上市交易规则》为例，申请上市的企业债券必须符合下列条件：

- (1) 经国家计委和中国人民银行批准并公开发行；
- (2) 债券的实际发行额在人民币 1 亿元以上（含 1 亿元）；
- (3) 债券的信用等级不低于 A 级；
- (4) 最近 3 年平均可分配利润足以支付发行人所有债券 1 年的利息；
- (5) 累计发行在外的债券总面额不超过发行人净资产额的 40%；
- (6) 债券须有担保人担保；
- (7) 募集的资金用于本企业的生产经营，其投向符合国家产业政策及发行审批机关批准的用途；
- (8) 债券的期限在 1 年以上（含 1 年）；
- (9) 债券持有人不得少于 1 万人；
- (10) 债券的利率不得超过国务院限定的利率水平；
- (11) 其他条件。

### 4. 什么是上市公司？股票上市后上市公司要承担哪些义务？

上市公司是指依法公开发行股票，并在获得证券交易所审查批准后，其股票在证券交易所上市交易的股份有限公司。上市公司是股份有限公司，具有股份有限公司的一般特点，如股东承担有限责任、所有权和经营权

相分离、股东通过选举董事会和投票参与公司决策等。

与一般公司相比，上市公司最大的特点在于可利用证券市场进行筹资，广泛地吸收社会上的闲散资金，从而迅速扩大企业规模，增强产品的竞争力和市场占有率。因此，股份有限公司发展到一定规模后，往往将公司股票在交易所公开上市作为企业发展的重要战略步骤。从国际经验来看，世界知名的大企业几乎全是上市公司。例如，美国 500 家最大公司的 95% 是上市公司，其销售额占全美销售额的 68%，对美国经济有着举足轻重的影响。

近年来，随着国企改革的深化和证券市场功能的发挥，我国上市公司的发展取得了显著的成绩，上市公司家数从 1990 年的 10 家增加到 1997 年底的 745 家；地域分布覆盖了除台湾省之外的全国各个省、自治区和直辖市；产业结构方面转向以机械、冶金、化工、电子等基础原材料工业、支柱产业以及交通能源等基础设施产业为主导；上市公司的市场竞争力和规模经济水平不断提高，为国有企业的改革和发展做出了有益的探索。

上市公司面向社会公开发行股票，其投资者由成千上万的社会公众所构成，因此，上市公司又被称为公众公司，上市公司的业务经营同广大公众投资者的利益和社会稳定紧密相联。可见，公司在证券交易所上市只是进入证券市场的第一步，它还必须承担上市后的持续性义务。

上市公司首先要按照“产权明晰、权责明确、政企分开、管理科学”的现代企业制度要求，切实转换经营机制，规范运作；其次，上市公司应切实履行对投资者和监管机构的信息披露义务，确保及时、全面、真实、准确地披露可能对股票交易产生影响的重要信息；再次，上市公司还必须按照《中华人民共和国公司法》和国际惯例，建立由股东大会、董事会、监事会和经理层共同组成的法人治理结构，有效地行使决策权、执行权和监督权，保障股东的利益和上市公司的规范经营运作。

上市公司只有认真履行上市后的义务，才能在市场上树立起公司的良好声誉和形象，才能不断吸引新的投资者，为进一步顺利筹资打下基础。

## 5. 什么是两地上市？什么是第二上市？

两地上市就是指一家公司的股票同时在两个证券交易所挂牌上市。对一家已上市公司来说，如果准备在另一个证券交易所挂牌上市，那么它可以有两种选择：一是在境外发行不同类型的股票，并将此种股票在境外市场上市。我国有些公司既在境内发行 A 股，又在香港发行上市 H 股，就属于此种类型。另一种形式是在两地都上市相同类型的股票，并通过国际托管银行和证券经纪商，实现股份的跨市场流通。此种方式一般又被称为第二上市，以存托凭证（ADR 或 GDR）在境外市场上市交易就属于这一类型。

从证券市场的实际运行情况来看，将股票在两个市场同时上市具有许多优点：每一个国际性证券交易所都拥有自己的投资者群体，因此，将股票在多个市场上市会迅速扩大股东基础，提高股份流动性，增强筹资能力；公司股票在不同市场上市还有利于提高公司在该上市地的知名度，增强客户信心，从而对其产品营销起到良好的推动效果；企业往往选择市场交易活跃、平均市盈率高的证券交易所作为第二上市地，通过股份在两个市场间的流通转换，使股价有更好的市场表现；为满足当地投资者对于公司信息披露的要求，公司须符合第二上市地的法律、会计、监管等方面的规则，从而

为公司的国际化管理创造条件，有利于公司提高经营管理水平。正因为两地上市具有这些优点，所以国际上许多著名的跨国企业，如“奔驰汽车”、“汇丰银行”等都分别同时在全球的不同交易所上市交易。

目前，我国企业已开始采用两地上市模式。H 股中，已有 8 家企业在两地上市，其中 6 家是在香港、纽约同时上市，2 家是在香港、伦敦同时上市。B 股中，有 1 家在国内和新加坡同时上市，1 家在国内和伦敦同时上市，4 家在国内和美国同时上市。

## 6. 什么是买壳上市？什么是借壳上市？

与一般企业相比，上市公司最大的优势是能在证券市场上大规模筹集资金，以此促进公司规模快速增长。因此，上市公司的上市资格已成为一种“稀有资源”，所谓“壳”就是指上市公司的上市资格。由于有些上市公司机制转换不彻底，不善于经营管理，其业绩表现不尽如人意，丧失了证券市场进一步筹集资金的能力。要充分利用上市公司的这个“壳”资源，就必须对其进行资产重组。买壳上市和借壳上市就是更充分地利用上市资源的两种资产重组形式。

所谓买壳上市，是指一些非上市公司通过收购一些业绩较差、筹资能力弱化的上市公司，剥离被购公司资产，注入自己的资产，从而实现间接上市的目的。国内证券市场上已发生过多起买壳上市的事件。

借壳上市是指上市公司的母公司（集团公司）通过将主要资产注入到上市的子公司中，来实现母公司的上市。借壳上市的典型案例之一是强生集团的“母”借“子”壳。强生集团由上海出租汽车公司改制而成，拥有较大的优质资产和投资项目。近年来，强生集团充分利用控股的上市子公司——浦东强生的“壳”资源，通过三次配股集资，先后将集团下属的第二和第五分公司注入到浦东强生之中，从而完成了集团借壳上市的目的。

买壳上市和借壳上市共同之处在于，它们都是一种对上市公司“壳”资源进行重新配置的活动，都是为了实现间接上市。它们的不同点在于，买壳上市的企业首先需要获得对一家上市公司的控制权，而借壳上市的企业已经拥有了对上市公司的控制权。

从具体操作的角度看，当非上市公司准备进行买壳或借壳上市时，首先碰到的问题便是如何挑选理想的“壳”公司。一般来说，“壳”公司具有这样一些特征，即所处行业大多为夕阳行业，其主营业务增长缓慢，盈利水平微薄甚至亏损；此外，公司的股权结构较为单一，以利于对其进行收购控股。

在实施手段上，借壳上市的一般做法是：第一步，集团公司先剥离一块优质资产上市；第二步，通过上市公司大比例的配股筹集资金，将集团公司的重点项目注入到上市公司中去；第三步，再通过配股将集团公司的非重点项目注入进上市公司，实现借壳上市。与借壳上市略有不同，买壳上市可分为“买壳——借壳”两步走，即先收购控股一家上市公司，然后利用这家上市公司，将买壳者的其他资产通过配股、收购等机会注入进去。

买壳上市和借壳上市一般都涉及大宗的关联交易。为了保护中小投资者的利益，这些关联交易的信息皆需要根据有关的监管要求，充分、准确、及时地予以公开披露。



## 7. 什么是上市公告书？上市公告书的内容是什么？

上市公告书是公司股票上市前的重要信息披露资料。一般来说，公司在发行股票、注册登记后，可以向证券交易所提出上市申请。证券交易所在收到公司上市申请文件后，在 20 个工作日内做出审批决定，确定具体上市时间，并将审批文件报证券主管机关备案。上市公司在获得上市批准后，必须在股票挂牌交易日之前的 3 天内，在中国证监会指定的上市公司信息披露指定报刊上刊登上市公告书，并将公告书备置于公司所在地、挂牌交易的证券交易所、有关证券经营机构及其网点，就公司本身及股票上市的有关事项，向社会公众进行宣传 and 说明，以利于投资者在公司股票上市后，做出正确的买卖选择。此外，公司还需将上市公告书一式十份报送中国证监会，以供公众查阅。

由于在股票发行与上市之间往往存在间隔时间，如果公司股票自发行结束日到挂牌交易的首日不超过 90 天，或者招股说明书尚未失效的，发行人可以只编制简要上市公告书。根据《公开发行股票公司信息披露的内容与格式准则》，简要上市公告书的内容应包括：

- (1) 发行人股票发行责任和承诺的声明；
- (2) 发行人股票获准在证券交易所上市的日期和批准文号；
- (3) 股票发行情况、股权结构和前 10 名股东的名单及持股数量；
- (4) 公司创立大会或股东大会同意公司股票在证券交易所上市交易的决议；
- (5) 发行人已经披露的目前仍然有效的招股说明书所刊登的报刊名称和刊登时间；
- (6) 自招股说明书披露至上市公告书刊登期间所发生的重大事项、重大变化等；
- (7) 证券交易所要求载明的其他事项。

若公司股票自发行结束日到挂牌交易的首日超过 90 天，或者招股说明书已经失效的，发行人必须编制内容完整的上市公告书，根据《公开发行股票公司信息披露的内容与格式准则》，上市公告书主要包括以下内容：

- (1) 公司股本规模、上市地、上市时间、上市推荐人；
- (2) 股票获准在证券交易所上市的日期和批准文号；
- (3) 公司主要发起人简介和发行人的历史沿革；
- (4) 股票发行情况及承销情况；
- (5) 董事、监事及高级管理人员简历及持有本公司股票的情况；
- (6) 发行人与控股公司或被控股公司之间的关联关系和关联交易；
- (7) 股权结构以及前 10 名股东的名单与持股数量；
- (8) 公司近 3 年或者成立以来经注册会计师事务所审计的经营业绩和财务状况以及对下一年的盈利预测；
- (9) 募集资金的运用计划及风险、收益预测；
- (10) 发行人董事会的上市承诺与责任声明；
- (11) 重要合同、重大诉讼和其他重大事项；
- (12) 证券管理部门和证券交易所要求载明的其他事项。

## 8. 为什么国有企业股票上市是公有制的一种重要实现形式？

江泽民总书记在党的十五大报告中指出：“公有制实现形式可以而且应当多样化。一切反映社会化生产规律的经营方式和组织形式都可以大胆利用。”在公有制的多种实现形式中，国家或集体控股的上市公司是一种重要形式：

（1）国有企业股票上市有利于巩固和增强公有制经济的主体地位。党的十五大报告指出，股份制作现代企业的一种资本组织形式，资本主义可以用，社会主义也可以用。股份制是公有还是私有，关键看控股权掌握在谁的手中。上市公司几年来的实践证明，国有企业股票上市不仅没有导致私有化，反而扩大了公有资本的支配范围，有利于巩固和增强公有制在国民经济中的主体地位，有利于国有资产的保值和增值。

上市公司中公有制成分居绝对主导地位。1996 年末的 530 家上市公司中，国家及国有企业控股的 373 家，占 70.3%；集体企业控股的 83 家，占 15.7%；股份有限公司和有限责任公司（股东主要由国有企业或集体企业构成）控股的 66 家，占 12.5%；外资企业间接控股的 8 家，仅占 1.5%。在 530 家上市公司总计 1219 亿股本中，国有股占 53%。通过发行股票上市，国有和集体经济不仅保持了对企业的控股权，而且吸纳了大量社会资金，有利于增强公有制经济的实力和影响力。

国有企业股票上市使国有资产得到保值增值：一是改制时评估增值。上市的国有企业通过评估，资产增值率一般为 33%。二是初次公开溢价发行增值。从 A 股市场看，向社会公众发行股票的价格每股平均为 6 元左右，是发行前企业每股净资产的 4 倍，国有资产享受的增值率为 84%。三是经营增值。1990～1996 年，上市公司年平均净资产利润率为 13.9%，实现了国有资产稳步增值。四是配股增值。上市公司配股价格一般比每股净资产值高 50% 以上，使国有资产能够进一步增值。

（2）股票上市有利于搞好国有大中型企业，促进两个根本性转变。政企不分，资本金不足，技术改造乏力，经济效益低下等问题是长期困扰国有大中型企业的难题，部分国有企业股票上市为解决这些问题创造了较好的条件，找到了一条新的途径。

股票上市，开辟了企业直接融资渠道，为解决国有企业资本金不足问题提供了一条重要途径，从国内外吸引了大量建设资金，优化了国有企业资产负债结构，有力地支持了国有大中型企业的改革和发展。截至 1997 年 8 月底，我国上市公司通过境内外证券市场筹集资本金共计人民币 2560 亿元，其中通过发行 B 股、H 股和其他外资股共吸引外资 135.4 亿美元。这些资本金的注入，有力地改善了国有控股上市公司的资产负债结构，为国有企业轻装上阵参与市场竞争提供了较好的财务基础。1996 年，工业类上市公司平均资产负债率为 50.37%，比国有工业企业平均水平 65.29% 低 14.92 个百分点。随着股票市场的发展和股票发行办法的改善，国有重点大中型企业发行股票上市的也越来越多。截至 1997 年底，在国家 512 家重点企业中，已经上市 181 家，占总数的 35%；120 户试点企业集团中，核心企业已经上市 57 家，占 48%；100 户现代企业制度试点企业中，已经上市 40 户，占 40%。

股票上市，有利于促进国有企业转换经营机制，建立现代企业制度。在建立现代企业制度的过程中，上市公司起到了较好的示范作用。国有企业在上市前的改制过程中，要经过资产重组、评估和审计，要按公司法等国家有

关法规确立法人治理结构，要明确募集资金的用途，并将上述信息公诸于众。上市后，要依法定期和不定期披露信息，接受股东的监督和国家证券监管部门的监管。这些要求和做法有利于推动政企分开，促进企业转换经营机制，建立现代企业制度。从实际情况看，办得好的上市公司初步理顺了产权关系，建立了产权约束机制，并形成了一定的内部制衡机制和外部约束机制，决策相对科学，管理相对规范，经营管理基本转移到以市场为导向、以提高经济效益为中心的轨道上来，逐步成为自主经营、自负盈亏、自我发展、自我约束的法人主体和市场竞争主体。

股票上市后，国有企业经济效益明显提高。1996年，国有控股上市公司销售利润率为9.7%，是国有大中型企业销售利润率1.8%的5倍；国有控股上市公司净资产收益率为9%，是国有大中型企业净资产收益率1.5%的6倍；国有控股上市公司资产总额只占国有企业资产总额的3%，但利润却占国有企业利润的23%。

证券市场作为大公司的“孵化器”，在我国上市公司中初现端倪。例如，上海石化通过在国际国内证券市场融资66亿元，1996年企业净资产达到119.4亿元，主营业务收入达到122亿元，名列石化企业前茅，居上市公司榜首。四川长虹先后从证券市场上筹集资金近30亿元，1996年长虹牌彩电实现销售收入105亿元，产品份额占全国市场的27%，取代日本松下成为我国市场上销量最大的彩电品牌。许多国有企业股票上市后，抓住机遇，快速发展，成为行业发展的排头兵。在彩电、空调、冰箱、印刷、化工、石化、化纤、医药、电力、纺织、钢铁、建材、商业、航空、摩托车、工程机械等行业，上市公司都是骨干企业，居主导或重要地位。例如，1996年电子百强企业中，前10名均是上市公司，其销售额占全行业的30%。

(3) 国有企业股票上市有利于促进产业结构的调整和社会资源的优化配置。几年来，在上市公司的发展过程中，证券主管部门把贯彻国家产业政策，支持国家重点建设，促进产业结构调整，优化资源配置，提高资本集中度作为工作重点，收到了一定成效。

支持了农业、能源、交通、通讯、原材料等基础产业和高新技术产业的发展。基础产业和高新技术产业长期面临资金短缺的难题，证券市场的发展为其提供了一条有效的筹资渠道。截至1997年8月，上市公司通过发行A股筹集资金1384亿元，用于基础产业和高新技术产业的761亿元，占55%，加上用于支柱产业的347亿元，占筹资额的80%以上。

支持了国家重点建设和技术改造。从1993年至1997年6月，国有企业仅通过发行A股，就为79个国家重点建设项目和206个省级重点建设项目提供了415亿元资金，为54个国家技改项目和111个省级技改项目提供了256亿元资金。通过证券市场，提高了资本集中度，促进了产业结构调整，优化了资源配置。

促进了企业的收购兼并和资产重组。“大而全”、“小而全”和低水平的重复建设一直是我国经济生活中的一个顽症。上市公司由于经营机制不同，追求低成本的扩张，有着兼并重组的内在动力和能力，加之政策的因势利导，产品经营和资本经营相结合，既使自身较快成长为控制力、竞争力强的大企业，又有利于带动和搞活一批处于困境的国有企业。截至1997年底，已有136家上市公司兼并273家国有困难企业。辽河化工通过发行股票募集资金6.68亿元，以注入资本金、承担债务方式兼并锦西天然气化工厂，使锦

天化资本金增加到 5.59 亿元，资产负债比例由 97% 下降到 66%，扭亏为盈，焕发出新的活力。同时，辽河化工通过兼并锦天化，总资产从 21 亿元增加到 42 亿元，主要产品尿素年产量由上市前的 48 万吨上升到 100 万吨，市场占有率由 3.5% 增长到 7%，增加了竞争力，成为全国最大的化肥生产基地之一。深康佳是一家拥有资金、技术和品牌优势的企业，1992 年上市后面临着如何扩大生产规模和市场占有率的问题。通过证券市场募集资金，康佳以收购、兼并、重组等方式与内地同行业国有亏损企业进行联合，组建了几家控股子公司，实现了优势互补、共同发展，使主要产品康佳牌彩电年产能力由 1992 年的 88 万台上升到 1996 年的 250 万台，市场占有率由 1992 年的 1.84% 上升到 1996 年的 13%，在激烈的市场竞争中，既壮大了自己的力量，又救活了一批国有亏损企业，走出了一条产业化、低成本扩张的路子。

## 9. 为什么国有股和法人股目前暂不上市？

国有股、法人股和社会公众股的股权结构，是我国股票市场在特定条件下形成的历史遗留问题。以股权主体来区分股票并享有不同权利（国有股和法人股不能上市流通），是我国证券市场的独特现象。我国的上市公司大都是由国有企业改制而来，因此在股权结构中，国有股和法人股占有很大的比例。以上海证券交易所上市的公司为例，截至 1997 年底，国有股总额为 399.57 亿股，占沪市发行总股本的 37.61%；法人股总额为 257.92 亿股，占发行总股本的 24.28%。诚然，国有股和法人股不能上市流通的状况对市场的规范化建设有一定影响，但应当看到，我国目前正处在经济体制转轨和法制完善的过程中，国有股和法人股暂不上市是有其特殊原因的。

（1）目前国有股和法人股的数量非常巨大，如果简单地允许国有股和法人股大量上市流通，相当于股市扩容数倍，市场无力承受，可能引起股价大幅下跌，造成市场恐慌，影响我国证券市场的健康发展和社会稳定。

（2）目前我国的国有资产管理体制尚处于改革阶段，国有股运作的股权代表和操作制度尚未完全建立，在这种情况下，国有股匆匆上市，有可能导致国有资产的大量流失和被侵吞。

（3）上市公司的行业涉及面较广，其中有些行业，如重点原材料产业、公用事业、高科技产业等，属于关系国民经济命脉的重要行业，国有股和法人股暂不上市流通有利于保持国有经济的主导作用，保证国家对关键行业的控股地位。

根据中国证监会《关于 1996 年上市公司配股工作的通知》的规定：“在国务院作出新的规定前，国家拥有的股份和法人持有的未流通股份，以及这些股份的配股权和红股出让后，受让者由此增加的股份暂不上市流通。”国有股和法人股的流通，应结合股权结构的调整和改革，在认真研究可行性方案的前提下，精心准备、审时度势、循序渐进地加以解决。

## 10. 股票市价总值、流通市价总值是什么意思？它们有什么用处？

对一家上市公司来说，它的股票市场价格乘以发行的总股数，即为该公司在市场上的价值，也就是公司的市价总值或市值。例如，有一家公司共发行了 1 亿股股票，在年底时股价为每股 30 元，那么，该公司在年底时的市价

总值就为 30 亿元。一般来说，公司规模越大，股票在市场上的价格越高，那么该公司的市值也越大。因此，公司的市价总值，可用来衡量一个公司的经营规模和发展状况。根据 1997 年 5 月底的统计资料，全球市值最大的公司为美国的“通用电气”，其市价总值达到了 1980.9 亿美元，显示了其强大的经营规模和竞争实力。

把所有上市公司的市值加总，就可得出整个股票市场的市价总值。与公司的市值一样，股市的市价总值也可作为衡量一个国家股票市场发达程度的重要指标。截至 1997 年 5 月底，全球市价总值最大的 5 个股票市场分别是：美国、日本、英国、德国和瑞士，它们的市值分别达到 66054 亿、21669 亿、12769 亿、6051 亿和 4031 亿美元。

股票的市场价格瞬息万变，公司的市值和整个股市的市值也就每时每刻处在变动之中。在某些情况下，由于经济或政治形势发生较大的变化，导致股价突然大幅下跌，从而市值也大量减少，“黑色星期一”就是这样的例子。而在另外一些情况下，股价可能会脱离经济基础而大幅上涨，导致市值急剧膨胀，“泡沫经济”时期的日本就经历了这样的过程。1985 年末日本股市的市价总值只有 196 兆日元，而在 4 年之后，其股市总市值就膨胀了 434 兆日元，对经济造成了严重的影响。

我国股票市场是在经济体制转轨的特殊时期发展起来的，公司的国有股和法人股还不能在证券交易所上市流通，真正在市场上流通的股票只是发行股本的一部分，称为流通股本。至 1997 年底，流通股本占总股本的比重为 32%。把这一部分股本的数量乘上股价，就得到公司在股市上的流通市值。随着国企改革的深化和证券市场的不断发展，我国股市的市价总值和流通市值近几年增长迅速（表 6—1 为各年年末的统计数据），总市值从 1991 年底的 109.19 亿元猛增到 1997 年底的 17529.24 亿元，流通市值也增长到了 5126.33 亿元，充分显示了作为一个新兴场所具有的高成长性。

表 6-1 我国股市的市价总值和流通市值

	市价总值（亿元）	流通市值（亿元）
1991 年	109.19	--
1992 年	1048.13	--
1993 年	3531.01	--
1994 年	3690.62	964.82
1995 年	3474.27	937.94
1996 年	9842.37	2867.02
1997 年	17529.24	5126.33

11. 上海和深圳两证券交易所目前有哪些上市品种？

上海和深圳证券交易所进行多样化的投资活动，吸引更多的投资者进入市场，这和商品丰富的商店会吸引更多的顾客是同一个道理。

在发达证券市场上，上市交易的证券品种丰富多样，不但有股票、国债、企业债券、基金等现货交易品种，而且还存在着大量金融衍生产品，如备兑权证、股票指数期货、股票指数期权、股票期权等。证券交易所就像一个琳琅满目的“金融百货商店”，能够满足不同投资者的多种需求。

改革开放以来，随着股份制改革的深化和证券市场功能的日益完善，我国证券市场上的上市品种也迅速增多。1990 年底，上海、深圳两个证券交易所只有 10 家 A 股在市场上交易，而到 1997 年底，上市品种已达到了 889 个（见表 6—2），包括了 A 股、B 股、国债现货、国债回购、企业债券、基金等多个品种，有力地促进了证券交易所功能的完善，拓宽了投资者和筹资者的选择范围。可以预料，随着金融体制改革的深入，金融创新的开展以及证券市场的快速发展，沪、深两个证券交易所的上市品种还会不断增加。

表 6-2 上海、深圳两证券交易所上市品种

	A 股	B 股	国债现货	国债回购	企业债券	基金	合计
上交所	372	50	9	8	6	15	460
深交所	348	51	9	9	2	10	429
合计	720	101	18	17	8	25	889

## 12. 股票上市的费用和上市后的费用有哪些？

对一家公司来说，股票在证券交易所挂牌上市是发展过程中的一个飞跃。证券交易所为股票的交易提供了必需的场所、技术设施和其他有关服务，因此上市公司必须向证券交易所支付一定的费用。

一般来说，上市公司须支付的费用有两种，即上市初费和上市月费。上市初费是公司上市时一次性支付的费用，一般在上市前两天支付给证券交易所。上市月费则是上市后按月计算向证券交易所支付的费用，可以按月支付，也可以按年支付。

在我国，上海证券交易所（简称上交所）、深圳证券交易所（简称深交所）分别规定了各自的上市费用。其中，上交所的上市初费按公司总股本的万分之三（ $3‰$ ）支付，但最多不超过 30000 元；而深交所的上市初费统一规定为 30000 元。在上市月费方面，上交所按每月 500 元计，全年 6000 元；而深交所则根据不同的公司规模收取不同的上市月费，其中股本在 5000 万元以下的为 500 元/月，此后股本每增加 1000 万元增收 100 元的月费，但最高限额不超过 2500 元/月，如表 6—3 所示。

表 6-3 上海、深圳两证券交易所的上市费用

上市初费		上市月费
上交所	总股本的 $3‰$ 最高限额为 30000 元	500 元\月
深交所	30000 元	5000 万元股本以下为 500 元\月 每增加 1000 万元股本增收 100 元\月 最高限额为 2500 元\月

## 13. 上市公司为什么不能搞“终身”制？

上市公司中有些人存在一些不切实际的幻想，误以为上市公司是改革开放的新生事物，代表着国有企业改革的方向，因此不会被淘汰出局，上市后

能够一劳永逸。

作为现代市场经济体系的重要组成部分，证券市场的“游戏规则”就是优胜劣汰。投资者选择股票的最重要依据是公司的盈利水平和财务状况。在一个有效的股票市场上，只有那些业绩优良、发展潜力大的公司才能获得投资者的青睐，才能在市场上获得更好的发行和配股机会，不断地实现公司业绩的提高和规模的扩大；而那些经营不善、业绩较差的公司则不可能吸引投资者，股票价格必然不断跌落，从而不能充分获得筹资机会；另一方面，当股价跌到一定程度时，比如说跌到每股净资产以下，外部投资者会认为收购该公司是有利可图的，那么就有可能通过大量购入该公司的股票而进行兼并活动。

可见，如果一个上市公司将上市作为终点，不努力转换经营机制，不善于经营管理，将会坐吃山空，由兴转衰。为了保证股票市场的质量，保护大众投资者的利益，根据有关法规，上市公司如果连续3年亏损，并且不能在一定的期限内扭亏的，将被依法摘牌，即取消其上市资格，重新回到非上市公司的行列。如果亏损严重，达到资不抵债的地步，那就不仅仅是摘牌，而且要面临破产的厄运。此外，上市公司如不珍惜上市这一宝贵的机会，上市后肆意违法，造成严重后果的，也将被终止上市资格。

从我国上市公司的实际情况来看，由于机制转换不彻底，运作质量不高，一些上市公司业绩平平，甚至已经出现亏损。根据《中华人民共和国公司法》的有关规定，上市公司连续三年亏损，就被摘牌。上市公司的发展和前途是市场机制运行和选择的结果，一个没有发展前途，业绩持续下滑的上市公司，指望政府直接出面帮助它挽回败局，既没有法律依据，也不符合市场经济运作的内在要求。

#### 14. 为什么说上市公司是股票市场健康发展的基石？

上市公司是股票市场健康发展的基石，这已被股票市场发展的实践所证明。

（1）上市公司是股票的发行主体，也是股市投资的对象，投资者根据公司的业绩和成长潜力做出投资决策。如果上市公司普遍经营管理不善，业绩不佳，股票将缺乏投资价值，受到投资者的冷落，处于高位的股价水平将由于缺乏实质性因素的支撑而形成巨大“泡沫”，面临着不断下滑的压力，导致原有投资者损失惨重，并可能引发巨大的社会金融危机。股市也因此会低迷不振，甚至萎缩。

（2）上市公司的不断发展壮大是股票市场发展的根本目标。股票市场的资金筹集能力和资源配置功能，使得上市公司能较快地增加技术投入，改善管理水平，实现规模经营，从而获得持续的发展。上市公司的不断发展壮大，反过来又促进了股票市场规模的扩大、质量的提高以及功能的完善，从而支持了股票市场的健康发展。

（3）上市公司在股票市场中处于核心地位。股票市场的参与者可分为投资者、中介机构和上市公司。其中，投资者直接或间接出资购买上市公司的股票；中介机构是沟通投资者和上市公司的桥梁，其承销、咨询等业务也是围绕上市公司进行的。

因此，上市公司是股票市场健康发展的基石，上市公司的规范运作具有

重要意义。但由于我国股票市场是在经济转轨时期建立和发展起来的，思想认识上的模糊、制度的不健全和改革的不配套，使得上市公司的运作和发展还存在不少亟待解决的问题。这些问题主要表现在以下三个方面：

（1）对公司上市缺乏正确的认识，存在重筹资、轻转制的倾向，单纯为了筹资解决资金不足的燃眉之急的现象比较普遍。部分公司上市后实际上还在“穿新鞋走老路”，对于如何通过证券市场调整产业结构，转换企业经营机制，提高企业盈利能力等方面考虑不够，缺乏对投资者负责的意识，因而给公司的经营管理带来了不利后果。

（2）不按标准推荐企业和不进行严格筛选的情况时有发生。有些地方和部门为了搞平衡、讲人情，或是要求特殊照顾，解决特殊困难，忽视了上市企业的基本条件和标准，推荐不合格的企业上市；有的企业甚至在上市过程中弄虚作假，严重影响了上市公司的质量和股票市场的长远发展。

（3）公司上市后行为不规范问题较为突出。有的上市公司在财务报告中弄虚作假，欺骗投资者；有的上市公司擅自更改招股说明书或配股说明书中承诺的资金用途；还有的上市公司进行不正当的关联交易，损害小股东利益。

上述这些问题严重损害了上市公司的形象，影响了股票市场的质量，削弱了股票市场的投资价值，如不采取有效措施加以解决，将会影响股票市场的健康发展，从而不利于为国有企业改革服务，也不利于社会主义市场经济的建立和发展。

#### 15. 上市公司分红有哪些形式？送红股和转增股本有什么区别？

分红即是上市公司对股东的投资回报。一般来说，分红包括股息和红利两种基本形式。其中，股息就是股票的利息，是指公司按照票面金额的一个固定比率向股东支付利息。红利虽然也是公司分配给股东的回报，但它与股息的区别在于，股息的利率是固定的，而红利数额通常是不确定的，它随着公司每年可分配盈余的多少而上下浮动。因此，有人把普通股的收益称为红利，而股息则专指优先股的收益。然而在实际工作中，股息和红利有时并不加以仔细区分，而是被统称为股利或红利。

公司红利也有两种形式，其中最为常见的是现金红利，即公司直接向股东支付货币作为红利；此外，公司还可用送红股的形式分配红利，即公司在分配红利时并不支付现金，而是向股东赠送股票，从而将本年度利润转化为新的股本，留在公司里进行再投资。

对一家上市公司来说，如果在某个营业年度结束时有盈余，那么它应当先拿出一部分来弥补往年的亏损，再提取10%的法定公积和5%~10%的法定公益金，最后的剩余额才能用于股东分红。由于各公司的经营业绩、增长速度各异，又属于不同行业，分红形式也就各不相同，需要根据本公司的具体情况来决定。在具体决策时，应着重考虑两方面的因素。

首先是要考虑公司的增长性与投资机会。一般来说，当公司处于成长期时，投资机会较多，业绩增长性高，需要进行资本扩张，这时公司分红以送红股为佳，以便将利润留下来，投入到新的项目中。反之，当公司发展步入成熟期后，其投资机会减少，成长性降低，这时公司应更多地将以现金形式派发给股东。

其次是要考虑不同资金来源的成本。公司的资金来源有税后留利、发行



新股（配股）、向银行借款等。当募集新股与负债的资金成本都较低时，公司一般会发放现金股利；反之，公司则会向股东送红股，从而将利润用于再投资。

从我国的实际情况来看，经济发展迅速，上市公司规模普遍偏小，大多数公司都有扩张股本的强烈愿望，因而上市公司的分红一般采用派发现金、送红股、派现与送股相结合这三种形式，其中又以送红股较为普遍。据统计，在 1996 年度，沪、深股市有 40.6% 的上市公司将送红股或送股与派现相结合作为分红形式。此外，公司在推出分红方案时，往往把增资配股、转增股本也列为方案的一部分，前一个时期也受到投资者的认同。

不少投资者把送红股、配股以及转增股本混为一谈，其实三者是有区别的。送红股是上市公司将本年的利润留在公司里，发放股票作为红利，从而将利润转化为股本。送红股后，公司的资产、负债、股东权益的总额及结构并没有发生改变，但总股本增大了，同时每股净资产降低了。配股是指公司按一定比例向现有股东发行新股，属于发行新股再筹资的手段，股东要按配股价格和配股数量缴纳配股款，完全不同于公司对股东的分红。而转增股本则是指公司将资本公积转化为股本，转增股本并没有改变股东的权益，但却增加了股本规模，因而客观结果与送红股相似。转增股本和送红股的本质区别在于，红股来自于公司的年度税后利润，只有在公司有盈余的情况下，才能向股东送红股；而转增股本却来自于资本公积，它可以不受公司本年度可分配利润的多少及时间的限制，只要将公司账面上的资本公积减少一些，增加相应的注册资本金就可以了，因此从严格意义上来说，转增股本并不是对股东的分红回报。

我国大部分上市公司以送红股的方式对股东进行回报，这在国外成熟股市上是较为少见的。对中国投资者把高比例送配股作为“利好”消息，外国投资者难以理解，他们更注重现金红利，所以发行 H 股的公司多采取现金分红。

## 16. 上市公司进行资产重组有什么意义？

在激烈竞争的市场经济条件下，企业一般可以通过两种基本方式进行发展，一是通过内部投资新建方式扩大生产能力；二是通过兼并、收购等形式吸收外部资源，通过外部扩张扩大企业经营规模。资产重组就是指企业为了提高公司的整体质量和获利能力而通过各种途径对企业内部和外部的已有业务进行重新组合或整合。外部购并扩张是资产重组的核心内容之一。

在早期商品经济社会中，内部发展方式是企业发展的主要途径，但随着社会化大生产的发展和社会资本的不断集中，通过资产重组进行外部扩张已成为现代企业发展壮大的重要途径。正如诺贝尔经济学奖获得者乔治·斯蒂格勒所说，没有一个美国公司不是通过某种程度、某种方式的兼并而成长起来的，几乎没有一家大公司主要是靠内部积累成长起来的。

从我国证券市场的实际情况看，上市公司由于经营机制灵活，追求低成本的高速扩张，有着资产重组的内在动力和能力，加之政策的因势利导，因而在证券市场上已出现了一系列资产重组活动。在经济结构调整持续进行、国有企业改革不断深入的背景下，资产重组具有非常重要的现实意义。

（1）从全社会的角度看，长期以来，我国经济建设重外延扩张，轻内涵

发展，搞“大而全”、“小而全”和低水平的重复建设，造成了社会资源的巨大浪费。通过资产重组实现生产要素的合理流动和重新组合，可以优化产业、行业和企业规模结构，提高经济运行质量和资源配置效率，从而推进国有经济的战略性重组和产业结构调整。

(2) 从单个企业的层面上看，通过资产重组，可以使企业迅速扩张资产规模，并以资本为纽带，通过市场机制形成跨地区、跨行业、跨所有制和跨国经营的、规模经济显著和市场竞争力较强的大企业集团。

然而，证券市场是高风险市场，上市公司的资产重组活动是在高度透明的证券市场上进行的，如果不成功会对市场造成较大的影响。因此上市公司的资产重组是一项政策性和技术性都很强的工作，需要在不断总结经验的基础上，抓好试点，稳步推进，尤其应当正确认识 and 处理好以下三方面的问题。

(1) 要正确认识资产重组和产品经营的关系。产品经营是资本经营的基础和前提，为资产重组提供了内在要求和推动力，出色的产品经营是外部资产重组成功的重要保证；而资产重组为产品经营上规模、上档次提供了更宽广、更深厚的基础和更巨大的空间。因此，资产重组和产品经营是相互补充、相互促进、相得益彰的一个有机整体。在现实中，大凡资产重组成功的企业，其产品经营也必定卓有成效，反过来，产品经营困难丛生的企业，其资产重组也必定差强人意。上市公司的资产重组，必须以扎实、成功的产品经营为基础，以搞好生产经营、壮大企业实力为终极目的，而不能脱离产品经营进行资产重组，陷入投机炒作之中。

(2) 上市公司进行资产重组应当具备一定原则。一是坚持存量调整和增量投入相结合，实现优势互补，共同发展；二是坚持资产重组和经济结构调整相结合，实现产业组织和产业结构的合理化，增强企业的长期发展能力；三是坚持资产重组与推进国有企业建立现代企业制度、转换经营机制相结合，对被兼并企业实施再造工程，使被兼并企业焕发新的活力。另外还应做好与地方政府部门的利益协调，安置好富余人员的工作，使重组活动既减少社会震荡，又使被重组企业能轻装上阵，参与市场竞争。

(3) 上市公司可以灵活运用兼并、收购、联合、租赁及托管等多种形式开展资产重组。在目前的实践中，比较典型的有下面两种方式：

兼并收购，以强带弱。实施收购兼并的具体方法有三种：一是对于因缺少资本金，债务负担过重的亏损企业，可选择承担债务的方式进行兼并。辽河化工收购锦西天然气化工厂、仪征化纤收购佛山化纤就是成功运用了这一方式。二是出资收购停产企业，苏常柴出资收购江苏两家已经停产的企业，利用它们闲置的厂房和生产场地，建成了两家年产量达 90 万台的柴油机生产基地，实现了产品结构调整和技术革新的目标。三是通过收购股权实施兼并。上海巴士股份从 1996 年 8 月上市以来，利用募股资金先后收购了同行业 24 家企业的全部或 50% 以上股权，成为专业化、低成本快速扩张的成功范例。

联合重组，优势互补。上市公司在产品品牌、质量、资金、营销、管理和经营机制等方面具有优势，而同行业的其他企业虽然有较好的技术设备和技术力量，但是由于缺乏知名品牌，缺乏销售网络，经营机制落后，管理低效等而面临困境。上市公司与这些企业可通过资产重组联合，实现优势互补，快速扩张，增强盈利能力。

## 17. 上市公司有哪些信息必须披露？如何披露？

与一般企业不同，上市公司的投资者是社会公众。他们购买股票的目的，是分享公司业绩增长的成果，从而获得资金的增值。为了对投资风险和收益做出合理判断，做出正确的投资选择，投资者需要了解和掌握上市公司的经营状况等有关信息。因此，上市公司必须认真承担对投资者的信息披露义务；同时，上市公司必须将公司发生的重要事项，及时向中国证监会及证券交易所报告，以保证市场监管的有效进行。

从各国证券市场的实际情况看，上市公司信息披露的内容主要有两类：一类是投资者评估公司经营状况所需要的信息；另一类则是对股价运行有重大影响的事项。

根据《公开发行股票公司信息披露实施细则（试行）》第四条规定，我国上市公司信息披露的内容主要有四大部分，即：招股说明书（或其他募集资金说明书）、上市公告书、定期报告、临时报告。其中，前两者为公司上市前的信息披露内容，帮助投资者对股票发行人的经营状况和发展潜力进行细致评估；后两者为公司上市后的持续性信息披露内容，以确保迅速披露可能对上市股票的价格动向产生实质性影响的信息。

（1）招股说明书。招股说明书应当根据《公开发行股票公司信息披露的内容与格式准则》第一号编制，并应在承销期开始前二至五个工作日内刊登，其原则是公司应充分披露与股票发行有关的信息，以利于投资者更好地做出股票认购决策。

（2）上市公告书。上市公告书是公司股票上市前的重要信息披露资料。

（3）定期报告。定期报告是上市公司信息持续披露的最主要形式之一，包括中期报告与年度报告两种形式。公司应于每个会计年度中期结束后 60 日（2 个月）内编制完成中期报告，每个会计年度结束后 120 日（4 个月）内编制完成年度报告，在中国证监会信息披露指定报刊上公布，并报中国证监会和证券交易所备案。

（4）临时报告。如果上市公司在经营过程中发生了某些重要事件，这些事件可能对股价产生影响，但广大投资者却尚未得知，这时公司应立即将该重大事件报告证监会及证券交易所，并在得到核准后以临时报告的形式向社会公众说明事件的实质。

在向监管机关及公众投资者披露信息时，上市公司还必须保证信息披露文件的完整、真实和准确，公司的全体发起人或者董事必须保证公开披露的信息内容没有虚假、严重误导性陈述或重大遗漏，并就此保证承担连带责任。

在法制健全的证券市场上，公开披露的信息成为上市公司与投资者、市场监管者之间的主要交流内容，有利于保证证券市场的公平、公正和高效运行。

## 18. 为什么上市公司必须公开披露募集资金的投向和使用状况？

与一般企业相比，上市公司的优势是拥有在证券市场上的筹资能力，从而能为其生产经营提供强有力的资金支持。然而，这并不意味着上市公司可以随意更改募集资金的投向和使用状况，这是因为：

（1）招股说明书和配股说明书是上市公司对投资者做出的一种法律承诺文件，投资者据此做出投资与否的判断。如果投资者决定投资，就等于与上

上市公司签订以招股说明书或配股说明书为内容的投资合同，约定投资人出资，公司方面负责经营管理。因此，上市公司必须依法履行其在招股说明书或配股说明书中对投资者所承诺的事项。

（2）投资者购买股票其实质就是在购买公司的未来，而公司的未来如何主要取决于募集资金的用途是否恰当，以及投资项目所能产生的预期收益。公司应当根据国家宏观产业政策、企业经营战略和自身的运作能力，对投资项目做出充分的可行性论证，以确保投资者的资金得到合理利用。

（3）上市公司是股东以其持股份额共同组成的，股东大会是对公司经营管理和股东利益做出最高决策的机构，董事会只是受股东大会之托行使对公司的管理权，而管理层只是受雇于董事会，因此，不经过股东大会批准同意，上市公司的董事会或经理层，都无权擅自变更募集资金的用途。

但是，在实际工作中，募集资金的用途并不是绝对不可以变动的。当管理层发现招股说明书或配股说明书的全部或部分资金用途，因客观条件发生变化而无法实施时，有义务向董事会报告并提出建议；董事会如发现上述问题，不得以任何理由为借口，隐瞒事实，而必须尽诚信义务，开会研究拿出方案，同时召集股东大会并提交变更募集资金用途的提议，由股东大会讨论和做出决议。如果股东大会同意更改募集资金用途，并向社会如实披露股东大会决议，董事会便可责成经理班子执行。只有经过上述程序，更改募集资金用途才是合法的。

#### 19. 公司上市后股东可以通过哪些方式来监督和影响公司的经营和管理？

作为现代公司制的高级形式，上市公司的一个显著特点是企业的所有者和经营者、所有权和经营权之间发生了分离。在此情况下，以股东身份出现的所有者和负责企业经营的管理层之间，既存在利益的一致性，又存在利益的矛盾和冲突。从企业运行的角度看，上市公司能否实现长期有效的发展，最为重要的就是股东要有足够的动力、能力和机制去监督和影响公司的经营和管理，建立股东和管理层之间的良好关系，使得管理层既能充分地经营公司，又能自觉地从股东的长远利益出发，追求公司长远稳定的发展。用现代企业理论的术语来讲，也就是要建立合理的公司治理结构。

具体而言，股东可以通过以下一些方式来监督公司的经营管理：

（1）股东可以通过参与股东大会来决定公司的经营方针和投资计划，选举和更换董事、监事，督促董事会和监事会有效行使职权。

（2）股东可以通过董事会对公司的经营管理业绩做出客观、公正的评价，从而对公司管理层发挥激励、监督、奖惩等职能。如果发现公司存在较大的管理漏洞、经营业绩下滑和其他各种重大问题，董事会就会对公司管理层采取必要的监督和处罚行动，迫使其改善公司的经营管理。

（3）股东还可通过监事会对公司董事会和管理层的工作情况进行监督。

（4）由于上市公司的股票在市场上比较容易转让，因此，当股东认为公司经营业绩不佳时，他们就会在证券市场上抛售股票，导致股价下跌，从而影响公司在证券市场上的筹资能力，甚至招致其他企业的收购。股东在证券市场中的抛售行为，将对管理层形成强大的压力，激励他们以股东利益为出发点，尽力提高企业的经营业绩。

(5) 股东还可通过股票期权计划来激励董事和经理为股东利益努力工作。在这种形式下, 公司董事和高层经理有权在特定日期以前, 以某一固定价格(通常高于现行市场价格)购买一定数量的公司股票, 若公司经营业绩良好, 股价不断上涨, 那么董事和经理就会得到巨额的股票溢价报酬; 反之, 若公司经营管理不善, 股价一直不能上涨或不断下跌, 那么股票期权将一文不值, 董事和经理的报酬就会落空。

由于受股权结构、股票市场发展水平、金融制度以及文化传统的影响, 股东对公司经营管理的监督形式随国家不同而有所差异。总的来说, 可分为以美国、英国为代表的外部监督型, 以日本、德国为代表的内部监督型两种形式。

近年来, 随着各国金融制度的改革和股票市场重要性的日益提高, 上述两种股东监督方式在某些程度出现了融合的趋势。在美国, 董事会的职能得到不断强化, 尤其是越来越多的外部人开始进入公司董事会, 这些外部董事中, 有的是其他公司富有经验的领导人, 有的是机构投资者的代表, 还有的则是社会知名人士和行业专家。这些外部董事的加入, 有效地加强了董事会的内部监督和咨询功能。另一方面, 在日本和德国, 利用股票市场对公司进行外部监督的形式也受到了越来越多的重视。

从我国内地上市公司目前的实际情况看, 由于证券市场尚处于规范发展的过程中, 缺乏完善的法规体系, 部分公司改制不够彻底, 国家股和法人股尚不能流通, 因此股东监督上市公司经营管理的途径和能力也受到了一定程度的限制, 存在董事会在观念上未能适应新的形势需要, 小股东的利益缺乏有效保障, 监事会未能有效发挥监督作用等问题。上市公司的业绩和整体素质是股票市场发展的基石, 建立有效的股东监督方式, 促进上市公司的经营管理, 保障上市公司的经营业绩和质量, 是促进证券市场健康发展的一项重要措施, 也是迫切需要解决的重要问题。

## 20. 上市公司应在什么情况下召开股东大会和临时股东大会? 股东大会可以行使哪些职权?

投资者在购买公司股票成为股东以后, 就成为公司财产的所有者, 既要对公司债务负有限责任, 同时也有权参与盈利分配和公司重要事务的管理。然而, 应该看到, 数目众多的股东不可能全部参与公司事务, 直接参与管理, 所以客观上需要建立一个机构来表达股东们的意愿, 决定公司的重大事项, 这个机构就是股东大会。

股东大会由全体股东组成, 是公司的最高权力机构。股东行使权利主要通过参加股东大会, 对有关重大事宜进行表决来实现。

随着股份制经济的不断发展, 大型股份公司相继出现, 这些公司的股东人数多达数十万甚至上百万, 而且分布地域也非常广, 有的股东甚至来自国外。在这种情况下, 股东出席股东大会的花费相当可观, 因而对小股东而言, 他们往往并不愿意参加股东大会, 这就造成股东与公司的联系越来越松散, 导致股东大会成为一种形式上的最高权力机构, 而实际上董事会成了公司行政管理的核心部门。因此, 从 60 年代后期开始, 世界各国的公司立法都相应采取了一些改进措施, 强化了董事会的执行权限, 适当缩小股东大会的执行权限, 而相应扩大了股东大会的监督权限。这样既可以保护股东的合法权益,

又可以使公司组织健全，提高运作效率。

在股东大会上，参与表决的普通股股东在股东表决时拥有与自己持有的普通股比例相一致的投票权，每股一票，股股平等；而不是股东每人一票，人人平等。股东大会分为股东年会和临时股东大会两种形式，其中，股东年会每年至少召开一次，并应在上一个会计年度结束之后的6个月内进行。

临时股东大会通常由董事会认为有必要时召开，一般是为了解决特别重要的问题。根据《中华人民共和国公司法》的规定，公司在下列情况发生之日起两个月内应召开临时股东大会：

（1）董事人数不足《中华人民共和国公司法》规定的法定最低人数，或者少于公司章程所定人数的三分之二时；

（2）公司未弥补的亏损金额达股本总额的三分之一时；

（3）持有公司有表决权股份总数10%（不含投票代理权）以上的股东书面请求时；

（4）董事会认为必要时；

（5）监事会提议召开时；

（6）公司章程规定的其他情况。

股东大会是股份有限公司的最高决策机构，对公司的重大事项做出决定。根据《中华人民共和国公司法》和《上市公司章程指引》的有关规定，股东大会可依法行使下列职权：

（1）决定公司经营方针和投资计划；

（2）选举和更换董事，决定有关董事的报酬事项；

（3）选举和更换由股东代表出任的监事，决定有关监事的报酬事项；

（4）审议批准董事会的报告；

（5）审议批准监事会的报告；

（6）审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案；

（7）审议批准公司的利润分配方案和弥补亏损方案；

（8）对公司增加或减少注册资本做出决议；

（9）对发行公司债券做出决议；

（10）对公司合并、分立、解散和清算等事项做出决议；

（11）修改公司章程；

（12）对公司聘用、解聘会计师事务所做出决议；

（13）审议代表公司发行在外有表决权股份总数5%以上的股东的提案；

（14）审议法律、法规和公司章程规定应当由股东大会决定的其他事项。

## 21. 上市公司内部控制制度是什么？

内部控制制度是指一个公司的各级管理部门，为了保护经济资源的安全完整，确保经济信息的正确可靠，协调经济行为，控制经济活动，利用公司内部因分工而产生的相互制约、相互联系的关系，形成一系列具有控制职能的方法、措施和程序，并予以规范化、系统化，使之组成一个严密的、较为完整的体系。

内部控制制度按工作范围分类，可以分为内部管理控制制度和内部会计控制制度。内部管理控制制度是以提高经营效率、工作效率为目的，用于行

政和业务管理方面的方法、措施和程序。如劳动组织、劳动工资等人事内部控制制度，电子计算机操作内部控制制度，材料供应、产品生产、产品销售内部控制制度等。内部会计控制制度是以保护财产物资和确保会计资料可靠性为目的，用于会计业务和与之相关的其他业务管理方面的方法、措施和程序。如现金、银行存款内部控制制度，成本、费用内部控制制度，会计凭证保管、整理、归档内部控制制度，会计电算系统内部控制制度等。内部控制制度按建立的目的分类，可分为保护财产物资的内部控制制度、保证会计资料可靠性和正确性的内部控制制度以及保证经济活动合法性和效益性的内部控制制度。此外，内部控制制度按控制方式可分为预防性内部控制制度和察觉性内部控制制度。

由于每个公司的性质、业务、规模等方面的不同，内部控制制度的具体内容也不尽相同。概括起来，内部控制制度的内容包括以下几个方面：

（1）合规、合法性控制。建立和健全内部控制制度必须符合国家财经政策和法规制度，即每一项经济业务活动必须在合规、合法的范围内开展。

（2）授权、分权控制。现代企业规模不断扩大，生产环节日益增多，业务种类纷繁，作为企业高层领导不可能事必躬亲，因此，必须将事权进行合理划分，对下级授权、分权。在授权、分权范围内，授权者或分权者有权处理有关事务；未经批准和授权，不得擅自处理有关事务。

（3）不相容职务控制。建立内部控制制度，必须对某些不相容职务进行分离，即分别由两人以上担任，以便相互核对、相互牵制，防止舞弊。例如，为了保护资产的安全完整，资产记录与保管职务不得由一人担任。

（4）业务程序标准控制。对每一项业务活动，按授权、主办、核准、执行、记录和复核六个步骤建立标准化业务处理程序，不仅有利于使实际业务活动按照事先规定的程序进行，而且有利于对实际业务活动进行事前、事中和事后的控制。

（5）复查核对控制。为了保证会计信息的可靠性，对业已完成的经济业务记录进行复查核对，以免发生差错和舞弊。

（6）人员素质控制。内部控制制度实施是否有效，关键取决于实施人员的素质。人员素质的控制，除了对人员本身素质（如良好的思想品德和职业道德、较高的业务素质和专业技能、较广博的知识水平等）提出较高要求外，还应对人员的选择、使用和培训采取一定的措施和办法。

## 22. 上市公司财务状况异常是怎么回事？特别处理是什么意思？

根据我国证券交易所上市规则，上市公司有下列情形之一的，为财务状况异常：最近两个会计年度的审计结果显示的净利润均为负值；最近一个会计年度的审计结果显示其股东权益低于注册资本（每股净资产低于股票面值）。

对有上述财务状况异常情形的上市公司，证券交易所应实行特别处理。特别处理不属于对公司的处罚。所谓特别处理是指：对该公司在交易所挂牌上市的股票及其衍生品种的交易行情另板公告（在其名称前加上“ST”），以明显区别于其他股票；该股票的报价日涨跌幅限制为5%；实行特别处理期间，必须审计该公司的中期报告。

财务状况异常的公司，在证券交易所对其实施特别处理期间（一般不少

于 12 个月)内,如果其年度财务状况恢复正常而且注册会计师审计的结果也表明公司异常情况已不存在,可向其所在的证券交易所申请取消特别处理。证券交易所依据最大限度地保护投资者权益和严格控制股票市场风险的原则,根据公司的实际改善程度,决定是否取消特别处理。财务状况异常的公司,在特别处理期间内,如果财务状况仍无明显改善,且已构成 3 年连续亏损的,证券交易所将暂停该公司股票交易,并向中国证监会提交暂停该公司股票上市的建议。

### 23. 上市公司利润调节和利润操纵是怎么回事?

利润调节指上市公司出于某种目的,通过经营、财务、会计等手段多计或少计利润的行为。利润调节本身是一个中性词,公司应当在法律和法规允许的范围内调节利润,但目前我国上市公司利润调节已不同程度地逾越了有关法律和法规允许的范围,突出表现为采取提前确认收入、推迟确认费用、潜亏挂账、变更会计方法等手段多报利润多交所得税,或者推迟确认当期损失而放弃所得税优惠。这种超越法律法规允许范围的利润调节行为被贬称为利润操纵。究其原因,主要有三个目的: 为了提高新股发行价格; 为了达到配股资格的要求; 为避免连续 3 年亏损而摘牌。

### 24. 上市公司会计报表有哪些?

上市公司会计报表包括资产负债表、利润表和现金流量表三张基本报表,此外还包括股东权益增减变动表、应交增值税明细表、利润分配表以及分部营业利润和资产表。

资产负债表是反映某一特定日期公司财务状况,即资产、负债和所有者权益及其相互关系的会计报表。它表明公司在某一特定日期所拥有或控制的经济资源、所承担的现有义务和公司所有者对净资产的要求权。资产负债表主要作用包括: 能够提供某一日期资产的总额,表明公司拥有或控制的经济资源及其分布情况,为分析公司生产经济能力提供重要资料; 能够反映某一日期的负债总额以及结构,表明公司未来需用多少资产或劳务清偿其债务; 能够反映所有者权益的总量和结构情况,表明投资者在公司资产中所占的份额; 能够提供变现能力、偿债能力、获利能力等财务分析所需的基本资料。

利润表又称损益表,是反映公司一定期间生产经营成果的会计报表。利润表把一定时期的收入与同一会计期间相关的成本费用进行配比,以计算出公司一定时期的税后净利润。利润表主要作用包括: 能够反映公司在一定期间的收益情况、成本耗费情况和经营成果,明确投资者投入资本的完整性; 作为衡量公司管理人员经营绩效的工具; 能够预测公司未来利润的发展趋势和获利能力; 为管理当局提供未来经营决策信息。

现金流量表是以现金及约当现金为基础编制的财务状况变动表,它以现金的流入和流出反映公司在一定期间内的经营活动(如销售商品或提供劳务、购买货物、接受劳务等)、投资活动(如取得或收回权益性证券投资、购建和处置固定资产等)和筹资活动(如吸收权益性资本、借入资金等)的动态情况,表明公司获得现金和约当现金的能力。现金流量表的主要作用包



括：能够说明公司一定期间内现金流入和流出的原因；能够说明公司的偿债能力和支付股利的能力；能够分析公司未来获取现金和约当现金的能力；能够分析公司投资和理财活动对经营成果和财务状况的影响；能够提供不涉及现金的投资和筹资活动的信息。

## 25. 什么是合并会计报表？

合并会计报表，又称合并财务报表，是以母公司和子公司组成的企业集团为一会计主体，以母公司和子公司单独编制的个别会计报表为基础，抵销内部会计事项对个别会计报表的影响，由母公司编制的综合反映企业集团经营成果、财务状况及其现金流转情况的会计报表。合并会计报表主要包括合并资产负债表、合并利润表、合并利润分配表和合并现金流量表。

合并会计报表具有如下特点：合并会计报表反映的内容是母公司和子公司所组成的企业集团整体的财务状况和经营成果，反映的对象是由若干个法人企业组成的会计主体，是经济意义上的会计主体，而不是法律意义上的主体；合并会计报表由企业集团中对其他企业具有控制权的控股公司或母公司编制，并不是企业集团中所有企业都必须编制合并会计报表，更不是社会上所有企业都需要编制合并会计报表；合并会计报表是以个别会计报表为基础编制，它不需要在现行会计核算方法体系之外，单独设置一套账簿；

合并会计报表的编制方法不同于汇总会计报表，汇总会计报表主要采用简单加总方法编制，合并会计报表则必须采用抵销内部投资、内部交易、债权债务等内部会计事项对个别会计报表的影响后编制。

## 26. 关于上市公司股利政策和公司价值的关系有哪两种基本理论？

关于股利政策对公司价值的影响，有两种不同的观点：

（1）股利无关论。股利无关论认为，股利政策对公司的市场价值或股票价格不会产生影响。这一理论建立在如下假设之上：不存在个人或公司所得税；不存在股票的发行和交易费用；公司的投资政策与股利政策彼此独立；公司的投资者和管理者可相同地获取关于未来投资机会的信息。股利无关论要点是：投资者并不关心公司股利的分配；股利的支付比率不影响公司的价值。

（2）股利相关论。股利相关论认为，在现实生活中，不存在股利无关论提出的假设前提，公司的股利分配是在种种制约因素（如法律、股东、公司等因素）下进行的，公司不可能摆脱这些因素的影响，因此，股利政策与公司的市场价值或股票价格并非无关而是相关的。

## 27. 如何进行上市公司会计报表分析？

会计报表分析是指以会计报表为主要依据，对公司的财务状况和经营成果进行评价和预测的一种手段。会计报表的真正价值是通过对其分析来预测未来的盈利、股利、现金流量及其风险，以帮助报表使用者做出科学决策。会计报表分析具有以下重要意义：评价公司的财务状况和经营成果，揭示财务活动中存在的矛盾和问题，为改善经营管理提供方向和线索；预测公司未

来的报酬和风险，为投资者、债权人和经营者的决策提供帮助；检查公司预算完成情况，考察经营管理者的业绩，为完善合理的激励机制提供帮助。

会计报表分析的主要方法是比率分析。财务比率的比较方式有三种：同一年份会计报表的财务比率分析；不同时期的财务比率比较；公司之间的财务比率比较。财务比率通常分为以下五类：

（1）反映公司获取利润能力的收益比率，如销售净利率、销售毛利率、资产净利率、净值报酬率和已获利息倍数等。

（2）反映公司财务风险和长期偿债能力的比率，如资产负债率、产权比率、有形净值债务率等。

（3）反映公司变现能力和短期偿债能力的比率，如流动比率、速动比率等。

（4）反映公司资产管理效率的比率，如存货周转率、应收账款周转率、流动资产周转率、总资产周转率等。

（5）反映公司资金获得和资金流转的比率，如速动资产够用天数、资金流转对债务的比率等。

## 28. 什么是暂停上市和终止上市？

暂停上市是指，上市公司出现下列情况之一，由中国证券监督管理委员会决定暂停其股票上市： 公司股本总额、股权分布等发生变化不再具备上市条件，即发行在外的股本总额小于 5000 万元或公开募集的股份小于股本总额的 25%； 经有关部门查实公司不按规定公开其财务状况或者对财务会计报告做虚假记载； 公司有重大违法行为； 公司最近三年连续亏损。

终止上市是指，上市公司有上述 、 条所述的行为之一，并且后果严重的；或者公司存在上述 、 条所述的情形之一，在限期内未能消除，不具备上市条件的，由中国证监会决定终止其股票上市。

公司决议解散、被行政主管部门依法责令关闭或者被宣告破产的，由中国证监会决定终止其股票上市。

暂停上市、终止上市是《公司法》规定的一项对上市公司的淘汰制度，是防范、化解证券市场风险，抑制过度投机，保护广大投资人利益的重要措施。

## 29. 上市公司破产应履行哪些法律程序？

根据《中华人民共和国公司法》，上市公司因不能清偿到期债务，被依法宣告破产的，执行下列程序：

（1）由人民法院依照有关法律的规定，组织股东、有关机关及有关人员成立清算组，对公司进行破产清算。同时，由中国证监会决定终止其股票上市。

（2）清算组应自成立之日起 10 日内通知债权人，并于 60 日内在报纸上至少公告三次。债权人应当自接到通知书之日起 30 日内，未接到通知书的自第一次公告之日起 90 日内，向清算组申报其债权。

（3）清算组在清理公司财产、编制资产负债表和财产清单后，应制定清算方案，并报股东大会或者有关主管机关确认。

(4) 公司财产拨付清算费后,按照下列顺序清偿债务: 应付未付的职工工资、劳动保险费等; 应缴未缴国家的税金; 尚未偿付的债务,不足清偿同一顺序债务的,按照比例清偿; 剩余的财产,股东按其所持股份的比例分配。

(5) 清算结束后,清算组应当制作清算报告,报股东大会或者主管机关确认,并报送公司登记机关,申请注销公司登记,公告公司终止。

### 30. 什么是上市公司的资本经营? 从事资本经营应注意何种事项?

资本经营是围绕企业产品经营进行的集中和调整资本的活动。资本经营是产品经营发展到一定阶段的内在要求,要为产品经营服务。资本经营主要通过三种途径: 一是企业自身积累,利用经营利润转作资本; 二是发行有价证券募集社会资本,进入资本市场筹资; 三是通过收购兼并,扩大存量资本支配范围。在现代市场经济条件下,利用资本市场开展资本经营可以有效促进产品经营,表现为四个方面的功能: 一是集中资本的功能,把分散在社会公众手中的闲置资金转化为生产建设资金; 二是优化资源配置的功能,利用市场机制,有效地调整生产资本结构,重新配置资源,满足社会需求,减少物质资本在生产转换过程中的浪费,实现集约化经营; 三是调整产业、产品结构的功能,促进社会资源在不同行业和企业间的合理分配,使有限的资本最大限度地为社会生产服务; 四是培育大型现代企业的功能,促进企业充分利用资源,摆脱生产规模和市场分割的约束,实现最有效率的生产。20 世纪初,资本主义进入垄断时期,国际分工越来越细,市场竞争加剧,能否迅速调整资本结构,降低生产成本,占领市场,成为企业成败的关键。一时间收购兼并风起云涌,普遍出现资本的分割、聚集和重组,一批小企业不复存在,少数大公司横空出世,产业资本迅速调整,一是横向整合,同行业企业纷纷聚合,造就一批行业巨头; 一是纵向整合,上下游企业相互兼并,出现具有产业主导地位的大型企业。通过资本经营壮大企业实力,是现代企业成长的重要方式。

资本经营可以开拓市场,提高市场占有率,实现规模经济,但资本经营不是“灵丹妙药”,不能“包治百病”。资本经营走入误区,就会形成金融投机,最终导致企业毁于一旦。因此,上市公司开展资本经营应当注意以下几个问题: 资本经营要立足于为产品经营服务; 资本经营要突出主业;

资产重组要实现优势互补; 资本经营要提高产业集中度; 资本经营要与转换企业经营机制相结合; 资本经营要培育新的经济增长点; 资本经营要量力而行,循序渐进; 资本经营要避免上市公司低水平重复建设; 资本经营避免变为金融投机。

## 七、交 易

### 1. 什么是证券交易市场？

证券交易市场也称二级市场、次级市场，是指对已经发行的证券进行买卖、转让和流通的市场。在二级市场上销售证券的收入属于出售证券的投资者，而不属于发行该证券的公司。

在国外一些发达国家，证券交易市场有场内交易市场和场外交易市场两种形式。

（1）场内交易市场。指由证券交易所组织的集中交易市场，有固定的交易场所和交易活动时间，在多数国家它还是全国唯一的证券交易场所，因此是全国最重要、最集中的证券交易市场。证券交易所接受和办理符合有关法令规定的证券上市买卖，投资者则通过证券商在证券交易所进行证券买卖。

证券交易所不仅是买卖双方公开交易的场所，而且为投资者提供多种服务。交易所随时向投资者提供关于在交易所挂牌上市的证券交易情况，如成交价格 and 数量等；提供发行证券企业公布的财务情况，供投资者参考。交易所制定各种规则，对参加交易的经纪人和自营商进行严格管理，对证券交易活动进行监督，防止操纵市场、内幕交易、欺诈客户等违法犯罪行为的发生。交易所还要不断完善各种制度和设施，以保证正常交易活动持续、高效地进行。

（2）场外交易市场。又称柜台交易或店头交易市场，指在交易所外由证券买卖双方当面议价成交的市场。它没有固定的场所，其交易主要利用电话进行，交易的证券以不在交易所上市的证券为主，在某些情况下也对在证券交易所上市的证券进行场外交易。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，他可以把自已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，又可以客户代理人的身份向别的自营商买进卖出证券。近年来，国外一些场外交易市场发生很大变化，它们大量采用先进的电子化交易技术，使市场覆盖面更加广阔，市场效率有很大提高。这方面，以美国的那斯达克市场为典型代表。

国外各种场外交易市场有一个共同特点，就是它们都是在国家法律限定的框架内，由成熟的投资者参与，接受政府管理机构的监管。目前我国的证券市场还处于发展初期，法律不健全，监管力量和监管经验不足，缺乏成熟的理性投资者，应该首先办好证券交易所市场，而不能盲目发展其他非交易所市场，以免引发市场风险。

### 2. 什么是证券交易所？证券交易所有什么功能？

证券交易所是证券市场发展到一定程度的产物，也是集中交易制度下证券市场的组织者和一线监管者。

根据我国《证券交易所管理办法》规定，证券交易所是指依法设立的，不以营利为目的，为证券的集中和有组织的交易提供场所、设施，履行国家有关法律、法规、规章、政策规定的职责，实行自律性管理的会员制事业法人。与证券公司等证券经营机构不同，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职能。

从组织形式上看，国际上的证券交易所可分为会员制证券交易所和公司制证券交易所。会员制证券交易所是以会员协会形式成立的不以营利为目的的组织，主要由证券商组成。只有会员及享有特许权的经纪人，才有资格在交易所中进行交易。会员制证券交易所实行会员自治、自律、自我管理。会员制证券交易所最高权力机构是会员大会，理事会是执行机构，理事会聘请经理人员负责日常事务。目前大多数国家的证券交易所均实行会员制。我国法规规定，证券交易所必须是会员制的事业法人。目前我国的上海、深圳证券交易所都实行会员制。公司制证券交易所以营利为目的，它是由各类出资人共同投资入股建立起来的公司法人。公司制证券交易所对在本所内的证券交易负有担保责任，必须设有赔偿基金。公司制证券交易所的证券商及其股东，不得担任证券交易所的董事、监事或经理，以保证交易所经营者与交易参与者的分离。瑞士的日内瓦证券交易所、美国的纽约证券交易所都是公司制。

一般来讲，作为证券市场的组织者，证券交易所具有以下功能：提供证券交易场所。由于这一市场的存在，证券买卖双方有集中的交易场所，可以随时把所持有的证券转移变现，保证证券流通的持续不断进行。形成与公告价格。在交易所内完成的证券交易形成了各种证券的价格。由于证券的买卖是集中、公开进行的，采用双边竞价的方式达成交易，其价格在理论水平上是近似公平与合理的，这种价格及时向社会公告，并被作为各种相关经济活动的重要依据。集中各类社会资金参与投资。随着交易所上市股票的日趋增多，成交数量日益增大，可以将极为广泛的资金吸引到股票投资上来，为企业发展提供所需资金。引导投资的合理流向。交易所为资金的自由流动提供了方便，并通过每天公布的行情和上市公司信息，反映证券发行公司的获利能力与发展情况，使社会资金向最需要和最有利的方向流动。

### 3. 什么是无形市场？为何要采用电子化证券交易？

无形市场是相对于有形市场而言的。传统的证券市场都设有交易大厅，证券商在其中派驻出市代表，俗称“红马甲”，投资者的买卖委托由场内的“红马甲”代理完成。证券交易市场没有应用计算机之前，“红马甲”要用特定手势来传递各自的买卖申报，交易大厅就和我们一些电影中看到的那样，人声鼎沸，十分热闹。采用计算机撮合投资者买卖申报之后，“红马甲”不再需要打手势传递报价，但一些交易所仍保留了交易大厅，“红马甲”仍然需要在场内接受证券商营业柜台的买卖指令，再申报到交易所撮合系统中去，这种方式也属于有形市场，如香港联交所等。

随着电子计算机技术和通讯技术的发展，一些交易所在证券商营业柜台到交易所计算机系统之间也开辟了电子通讯渠道，从而形成了无形市场模式。无形市场不设交易大厅作为交易运行的组织中心，投资者利用证券商与交易所的电脑联网系统，可直接将买卖指令输入交易所的撮合系统进行交易。投资者委托买卖、成交回报、股份资金的交割，均通过证券商与交易所的电脑联网系统实现。

在无形市场中，电脑主机取代了交易大厅成为交易运行的组织中心，传统的交易大厅不复存在，喧闹热烈的交易场景永久消失，“红马甲”也“消失”了。投资者直接利用证券商和交易所的电脑联网系统进行证券交易，消

除了人工报盘易出错、排长队而产生的不公平的缺陷，减少了通过“红马甲”转报盘的中间环节，减少了交易成本，缩短了报盘时间，使证券市场运作效率大大提高。

由于无形市场的交易方式具有高效、经济的优势，已日益为世界各国主要证券市场接纳并采用，成为当今世界证券市场发展的潮流。目前我国深圳证券交易所已基本达到无形市场的标准，上海证券交易所也正在向无形市场的方向发展。

#### 4. 什么是会员？会员应具备哪些条件？

所谓会员，是指经国家有权部门批准设立、具有法人资格、依法可从事证券交易及相关业务并取得上海、深圳证券交易所会籍的境内证券经营机构。

会员在证券市场上占有重要地位，其主要职能是联接证券供求双方，参与证券流通市场业务，发挥中介职能。只有具备会员资格的证券经营机构才能在证券交易所进行场内交易；投资者也只有通过会员才能进行证券买卖。

会员在证券交易所既享有权利，也承担义务。按上海、深圳证券交易所章程规定，会员有权参加会员大会，享有选举权和被选举权及对证券交易所事务的建议权和表决权，参加证券交易所场内交易，享受证券交易所提供的服务，对证券交易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。会员也需履行义务，这些义务是：开展证券经营业务时遵守法律、法规，平等竞争；遵守证券交易所章程和制度，执行证券交易所决议；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；按规定交纳经费和有关部门信息资料；接受证券交易所的监管等。

在会员制证券交易所中，会员大会是证券交易所的最高权力机构。会员是会员大会的当然成员。会员大会有权修改证券交易所章程；有权选举和罢免会员理事；证券交易所的财务预算、决算报告需经会员大会审议和通过。

会员经会员大会选举可当选为会员理事。会员理事应指派法定代表人为理事代表参加理事会。会员理事更换法定代表人时，会员的理事资格不变。

要想成为证券交易所会员需具备一定的条件，向证券交易所提出申请，经证券交易所理事会批准后，方可成为该所会员。上海、深圳证券交易所章程规定，申请会员必须具备下列条件：

- (1) 经有权部门依法批准设立，具有法人地位的境内证券经营机构；
- (2) 注册资本在人民币 1000 万元（含 1000 万元）以上；
- (3) 具有良好信誉和经营业绩；
- (4) 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；
- (5) 承认本所章程和业务规则，按规定交纳各项会员经费。

会员资格可以因一定事由而终止。这些事由包括：会员向证券交易所提出终止会员资格的申请，并经证券交易所理事会批准；会员法人实体解散、被撤销或依法宣告破产；不再符合证券交易所章程规定的会员条件等。

#### 5. 什么是交易席位？什么是有形席位和无形席位？

交易席位原指交易所交易大厅中的座位，座位上有电话等通讯设备，经纪人可以通过它传递交易与成交信息。证券商参与证券交易，必须首先购买席位，席位购买后只能转让，不能撤销。拥有交易席位，就拥有了在交易大厅内进行证券交易的资格。随着科学技术的不断发展，通讯手段日益现代化，交易方式由手工竞价模式发展为电脑自动撮合，交易席位的形式也发生了很大变化，已逐渐演变为与交易所撮合主机联网的电脑报盘终端。世界各国证券交易所都向证券商提供交易席位，如美国最大的纽约证券交易所现有的席位超过 1300 个。

我国证券交易所为证券商提供的交易席位有两种，即有形席位和无形席位。有形席位，指设在交易所交易大厅内与撮合主机联网的电脑报盘终端。证券商通过有形席位进行证券交易，采用的是人工报盘方式，即由证券营业部里的柜台工作人员通过热线电话将投资者的委托口述给证券交易所交易大厅内的出市代表，出市代表用席位上的电脑报盘终端再将委托输入撮合主机，通过单向卫星接收实时行情和成交回报数据。无形席位，指证券商利用现代通讯网络技术，将证券营业部里的电脑终端与交易所撮合主机直接联网，直接将交易委托传送到交易所撮合主机，并通过通讯网络接收实时行情和成交回报数据。无形席位采用的主要通讯方式是技术水平较高、传输速率较快、安全可靠较好的双向卫星，以适应我国幅员辽阔、投资者分散的特点。

无形席位实际上是交易所为证券商提供的与撮合主机联网用的通讯端口，不再具有席位的原始形式。如果全部采用无形席位交易，在交易所交易大厅我们将看不到证券商出市代表，甚至连交易大厅也不需要。一个无形席位与证券商柜台电脑服务器相联后，可以连接几十台报盘终端，也就是说，一个无形席位的效率相当于几十个有形席位。

对于无形化交易市场来说，证券商的报盘终端可以与交易所撮合主机相联，因此，每个从证券营业网点通过电话委托、自助委托或柜台委托的投资者，都相当于场内的出市代表，投资者输入的委托直接进入交易所电脑主机进行撮合。证券商一般可以用少量的几个无形席位来代替有形市场的几十个有形席位，且无需在场内派驻出市代表，大大节约了经营成本，更重要的是省去了人工报盘的中间环节，从而减少了差错，提高了效率。无形席位具有有形席位无法比拟的优势。我国在这方面处于世界领先地位，深圳证券交易所已全部采用无形席位，上海证券交易所也已开始向无形席位转变。

## 6. 什么是特别席位？什么情况下使用特别席位？

所谓特别席位，即上海证券交易所和深圳证券交易所内开设的 B 股特别席位，是指证券交易所批准的境外特许经纪商在证券交易所交易大厅内使用的只能从事 B 股交易的专用席位。特别席位的说法是与普通席位相对而言的。说其特别，一是因为特别席位的使用者不是证券交易所的会员，二是因为特别席位只能用于从事 B 股交易。

一般来讲，证券交易所的席位只供证券交易所的会员使用，成为证券交易所的会员是取得交易席位使用权的前提。尽管我国法律规定了境外特许经纪商可从事 B 股交易，但是，由于境外特许经纪商不能成为国内证券交易所的会员，证券交易所不能向其提供普通的交易席位，因此，证券交易所需要

为境外特许经纪商从事 B 股交易提供另外的解决办法。授予境外特许经纪商 B 股特别席位的使用权，特别席位就是在这种情况下产生的。

境外特许经纪商从事 B 股交易有两种方式：一是以客户的身分，通过证券交易所的会员为其代理买卖 B 股；二是申请获得 B 股特别席位使用权后，直接通过该席位买卖 B 股。因此，在境外特许经纪商希望不通过证券交易所会员买卖 B 股而是自己进入证券交易所的交易大厅直接买卖 B 股的情况下，需要使用特别席位。

境外特许经纪商要申请获得 B 股特别席位的使用权，必须具备以下条件：一是经国家证券主管机关批准的境外特许经纪商；二是在国际证券市场上有良好的信誉，本身的财务状况健全；三是在 B 股市场上无违法经营的记录。此外，上海、深圳证券交易所还各有不同的要求：上海证券交易所规定，境外特许经纪商只能通过证券交易所的会员获得 B 股特别席位的使用权，即特别席位是记在证券交易所会员名下，境外特许经纪商要获得某 B 股特别席位，必须与拥有该 B 股特别席位的某证券交易所会员签署协议，约定该席位由境外特许经纪商使用，并由境外特许经纪商向该会员交纳有关费用，双方对该席位上发生的交易清算负连带责任。深圳证券交易所则规定，境外特许经纪商可以直接向证券交易所申请使用 B 股特别席位，对席位上发生的交易清算责任由境外特许经纪商独立负责。在上海、深圳证券交易所，境外特许经纪商要获得 B 股特别席位的使用权，都要交纳席位费，如要使用席位进行交易，则要交纳相应的保证金和保持一定的清算头寸。

## 7. 什么是专家经纪人制度？

专家经纪人（Specialist），是证券交易所指定的特种会员，其主要职责是维持一个公平而有秩序的市场，即为其专营的股票交易提供市场流通性并维持价格的连续和稳定。纽约证券交易所的专家经纪人制度具有典型代表性，纽约证券交易所上市的每只股票均由一个专家经纪人负责，每个专家经纪人可负责多只股票的专营事务，但对特别大的上市公司，则其专家经纪人仅负责该公司一家的专营事务，专家经纪人在股票交易过程中发挥的作用，是纽约证券交易所所有别于世界上其他交易所的重要特征之一。具体而言，专家经纪人主要有以下两项职能：

（1）组织市场交易。在纽约证券交易所，交易站（TradingPost）是特定的某种或某几种股票的交易中心，专家经纪人是这些交易站的主持人，所有的股票交易均是在专家经纪人的组织、协助或参与下完成的。每日开市或停市后恢复交易时，专家经纪人组织集中竞价，产生其专营股票的开盘价。其后要继续组织连续竞价过程。专家经纪人接受证券商买卖申报，按交易所规则确定并连续报出专营股票的买价和卖价，作为市场的有效竞价范围。当经纪人接到委托指令后，可直接与专家经纪人的报盘成交。如委托价格超出专家经纪人确定的报价范围，经纪人可将委托转交给专家经纪人，当市场上价格变动到限价委托的价位时，由专家经纪人代为执行委托。因此，专家经纪人又被称为“经纪人的经纪人”。

（2）维持市场均衡。当市场买卖申报不均衡，出现暂时的交易不畅时，专业经纪人有责任加入较弱的一方，用自己的账户买入或卖出股票，以改善市场的流通性，维持市场均衡，保证交易有序地进行。



需要指出的是，尽管专家经纪人可以为自己的账户买卖股票，但是在成交时须保证客户委托优先于自己账户同价位的报单。虽然采用了专家经纪人制度，纽约证券交易所仍是一个客户报单驱动（Customer-driven）的市场，而不是一个交易商报价驱动（Dealer-driven）的市场，约 88% 的交易量实际是在客户之间达成的，只是通过专家经纪人的作用，使得市场整体交易更为顺畅、平稳。

纽约证券交易所现有 1366 个会员，其中大约 450 位专家经纪人为 38 家专家经纪人公司工作。由于专家经纪人的特殊地位和作用，交易所要求专家经纪人公司具有十分充足的资本，并对其专营股票的买卖价差及价格波动的连续性有严格的规定，专家经纪人如不能正确行使其职能，其所在公司将受到交易所的罚款、谴责等处罚。

## 8. 什么是做市商制度？

做市商制度（MarketMaker）是不同于竞价交易方式的一种证券交易制度，一般为柜台交易场所采用。做市商是指在证券市场上，由具备一定实力和信誉的证券经营法人作为特许交易商，不断地向公众投资者报出某些特定证券的买卖价格（即双向报价），并在该价位上接受公众投资者的买卖要求，以其自有资金和证券与投资者进行证券交易。做市商通过这种不断买卖来维持市场的流动性，满足公众投资者的投资需求。做市商通过买卖报价的适当差额来补偿所提供服务的成本费用，并实现一定的利润。

做市商制度以纳斯达克市场（NASDAQ）最为著名和完善。全美证券商协会（NASD）规定，证券商只有在该协会登记注册后才能成为纳斯达克市场的做市商；在纳斯达克市场上市的每只证券至少要有两家做市商做市（目前平均每只证券有 10 家做市商，一些交易活跃的股票有 40 家或更多的做市商）。在开市期间，做市商必须就其负责做市的证券一直保持双向买卖报价，即向投资者报告其愿意买进和卖出的证券数量和买卖价位。纳斯达克市场的电子报价系统自动对每只证券全部做市商的报价进行收集、记录和排序，并随时将每只证券的最优买卖报价通过其显示系统报告给投资者。如果投资者愿意以做市商报出的价格买卖证券，做市商必须按其报价以自有资金和证券与投资者进行交易。

做市商制度的优点是能够保证证券市场的流动性，即投资者随时都可以按照做市商的报价买入、卖出证券，不会因为买卖双方不均衡（如只有买方或卖方）而无法交易。但是，由于做市商的利润来自其买卖报价之间的价差，在缺乏价格竞争的情况下，做市商可能会故意加大买卖价差，使投资者遭受损失。为此，全美证券商协会规定，做市商的买卖价差不能超过全美证券商协会定期决定和发布的最大买卖价差，并从 1997 年起引入投资者报价机制，以提高证券市场的公正性。

## 9. 国际上常用的股票委托报价方式有哪些？

目前，国际上常用的委托报价方式主要有：

（1）限价委托（LimitOrder）。客户向证券经纪商发出买卖某种股票的指令时，不仅提出买卖的数量，而且对买卖的价格做出限定，即在买入股票

时，限定一个最高价，只允许证券经纪人按其规定的最高价或低于最高价的价格成交；在卖出股票时，限定一个最低价，只允许证券经纪人按其规定的最低价或高于最低价的价格成交。限价委托的一个最大特点是，股票的买卖可以按照投资人希望的价格或者更好的价格成交，有利于投资人实现预期投资计划，谋求最大利益。

（2）市价委托（MarketOrder）。市价委托只指定交易数量而不给出具体的交易价格，但要求按该委托进入交易大厅或交易撮合系统时以市场上最好的价格进行交易。市价委托的好处在于它能保证即时成交，相对于其他类别的委托报价方式而言，它消除了因价格限制不能成交时所产生的价格风险。根据各国股市交易的经验，机构投资者基于对市场信息的判断而对交易的即时性要求很高，这类投资者普遍采用市价委托报价方式；从买卖双方的交易比例来看，卖出时使用市价委托的比例要高于买进时的比例，表明投资者在出货时对时机的即时性要求较高，而进货时更多地使用限价委托。

（3）定价即时交易委托（ImmediateorCancel）。客户根据市场上现行的价格水平，要求经纪人按照给定的委托价格立即到市场上进行交易。如委托进入市场时，市场上的价格正好是委托价格或比委托价格更好的价格，则可马上成交，否则其委托自动取消。这种委托报价方式与限价委托方式的主要区别是，它要求即时交易而不等待。

（4）定价全额即时委托（FillorKill）。客户根据市场上现行的价格水平，要求经纪人按照给定的委托价格和交易数量立即到市场上进行交易。如委托进入市场时，市场上的价格正好是委托价格或比委托价格更好的价格，同时又能全额满足，则可马上成交，否则其委托自动取消。与定价即时交易委托方式相比，定价全额即时委托要求必须是全额交易。

（5）止损委托（StopOrder）。这种委托要求经纪人和交易商在市场价格达到一定水平时，立即以市价或以限价按客户指定的数量买进或卖出，目的在于保护客户已获得的利润。在实际运作中，限价委托和止损委托经常结合运用。比如，客户在给出一个10元买进A公司股票的限价委托时，可加上一个12元按市价买进的止损委托。当市场价格从12元的价位继续回落时，交易可按10元的价格进行，这样客户买卖A公司股票的理论投资收益就是其实际成交价格与12元止损报价之间的价差额，达到降低投资风险的目的。

（6）开市和收市委托（MarketatOpenandClose）。开市和收市委托要求经纪人在开市或闭市时按市价或限价委托方式买卖股票。与前五种委托报价方式相比，开市和收市委托的主要区别在于限定成交时间，而对具体的报价方式没有严格要求。

各国股票市场，由于历史成因和交易制度的差异，在交易委托方式的选择上各有侧重。纽约证券交易所几乎涵盖了上述各种委托报价类型；而市价委托和限价委托则在世界主要证券市场普遍采用。一般说来，电子竞价方式的广泛采用和高科技通讯手段的出现，证券市场的委托报价形式也将趋于简单化。

## 10. 什么是牛市？什么是熊市？其市场特征是什么？

所谓“牛市”，也称多头市场，指市场行情普遍看涨，延续时间较长的大升市。所谓“熊市”，也称空头市场，指行情普遍看淡，延续时间相对较

长的大跌市。

道·琼斯根据美国股市的经验数据，总结出牛市和熊市的不同市场特征，认为牛市和熊市可以各自分为三个不同期间。

牛市第一期。与熊市第三期的一部分重合，往往是在市场最悲观的情况下出现的。大部分投资者对市场心灰意冷，即使市场出现好消息也无动于衷，很多人开始不计成本地抛出所有的股票。有远见的投资者则通过对各类经济指标和形势的分析，预期市场情况即将发生变化，开始逐步选择优质股买入。市场成交逐渐出现微量回升，经过一段时间后，许多股票已从盲目抛售者手中流到理性投资者手中。市场在回升过程中偶有回落，但每一次回落的低点都比上一次高，于是吸引新的投资人入市，整个市场交投开始活跃。这时候，上市公司的经营状况和公司业绩开始好转，盈利增加引起投资者的注意，进一步刺激人们入市的兴趣。

牛市第二期。这时市况虽然明显好转，但熊市的惨跌使投资者心有余悸。市场出现一种非升非跌的僵持局面，但总的来说大市基调良好，股价力图上升。这段时间可维持数月甚至超过一年，主要视上次熊市造成的心理打击的严重程度而定。

牛市第三期。经过一段时间的徘徊后，股市成交量不断增加，越来越多的投资人进入市场。大市的每次回落不但不会使投资人退出市场，反而吸引更多的投资人加入。市场情绪高涨，充满乐观气氛。此外，公司利好的新闻也不断传出，例如盈利倍增、收购合并等。上市公司也趁机大举集资，或送红股或将股票拆细，以吸引中小投资者。在这一阶段的末期，市场投机气氛极浓，即使出现坏消息也会被作为投机热点炒作，变为利好消息。垃圾股、冷门股股价均大幅度上涨，而一些稳健的优质股则反而被漠视。同时，炒股热浪席卷社会各个角落，各行各业、男女老幼均加入了炒股大军。当这种情况达到某个极点时，市场就会出现转折。

熊市第一期。其初段就是牛市第三期的末段，往往出现在市场投资气氛最高涨的情况下，这时市场绝对乐观，投资者对后市变化完全没有戒心。市场上真真假假的各种利好消息到处都是，公司的业绩和盈利达到不正常的高峰。不少企业在这段时期内加速扩张，收购合并的消息频传。正当绝大多数投资者疯狂沉迷于股市升势时，少数明智的投资者和个别投资大户已开始将资金逐步撤离或处于观望。因此，市场的交投虽然十分炽热，但已有逐渐降温的迹象。这时如果股价再进一步攀升，成交量却不能同步跟上的话，大跌就可能出现。在这个时期，当股价下跌时，许多人仍然认为这种下跌只是上升过程中的回调。其实，这是股市大跌的开始。

熊市第二期。这一阶段，股票市场一有风吹草动，就会触发“恐慌性抛售”。一方面市场上热点太多，想要买进的人反而因难以选择而退缩不前，处于观望。另一方面更多的人开始急于抛出，加剧股价急速下跌。在允许进行信用交易的市场上，从事买空交易的投机者遭受的打击更大，他们往往因偿还融入资金的压力而被迫抛售，于是股价越跌越急，一发不可收拾。经过一轮疯狂的抛售和股价急跌以后，投资者会觉得跌势有点过分，因为上市公司以及经济环境的现状尚未达到如此悲观的地步，于是市场会出现一次较大的回升和反弹。这一段中期性反弹可能维持几个星期或者几个月，回升或反弹的幅度一般为整个市场总跌幅的三分之一至二分之一。

熊市第三期。经过一段时间的中期性反弹以后，经济形势和上市公司的

前景趋于恶化，公司业绩下降，财务困难。各种真假难辨的利空消息又接踵而至，对投资者信心造成进一步打击。这时整个股票市场弥漫着悲观气氛，股价继反弹后较大幅度下挫。

在熊市第三期中，股价持续下跌，但跌势没有加剧，由于那些质量较差的股票已经在第一、第二期跌得差不多了，再跌的可能性已经不大，而这时由于市场信心崩溃，下跌的股票集中在业绩一向良好的蓝筹股和优质股上。这一阶段正好与牛市第一阶段的初段吻合，有远见和理智的投资者会认为这是最佳的吸纳机会，这时购入低价优质股，待大市回升后可获得丰厚回报。

一般来说，熊市经历的时间要比牛市短，大约只占牛市的三分之一至二分之一。不过每个熊市的具体时间都不尽相同，因市场和经济环境的差异会有较大的区别。回顾 1993 年到 1997 年这段时间，我国上海、深圳证券交易所经历了股价的大幅涨跌变化，就是一次完整的由牛转熊，再由熊转牛的周期性过程。

## 11. 什么是波浪理论？

波浪理论是在 1934 年由美国一位已退休的会计师艾略特所建立的一套有关股票价格波动和投资技术的理论。艾略特经过多年对美国道·琼斯工业平均指数运动的形态、调整比率及时间周期的详尽统计，运用数学原理进行分析，力图客观地描述股价运动的基本规则，从而达到预测股市运动趋势的目的。

波浪理论的基本思想是：股价趋势是大众心理的反映，虽然人的心理活动千变万化，难以捉摸，但大众群体心理活动的总体效应却呈现出某种规则，这种总体效应反映在市场上，就形成了价格的波动。通过数学与图表的结合，分析这种规则，把握市场的变化，就能做出正确的投资决策。由于波浪理论主要反映大众心理，因此参与市场的人愈多，其准确性愈高。

波浪理论的基本内容是：

(1) 股市波动的基本形态是由一个上升主波和一个调整波所构成，一个上升主波又由 5 个浪所组成，调整波则由 3 个浪所组成，因此，这 8 个浪便形成一个完整的艾略特周期。此外，主波的 5 个浪还可以分出 21 个小浪，调整波的 3 个浪也可以分出 13 个小浪，再细分下去就出现一个由 144 个小浪构成的完整的大周期。由此可见，艾略特波浪可由一个超级大波一级一级分出无数的细微小浪。

(2) 股价的一个运动趋势形成后必有相反运动趋势发生，即上升与下跌交替进行。

(3) 市场形态并不随时间改变，波浪时而伸展时而压缩，但其基本形态不变。

作为波浪理论中的许多方法和结论是以奇异数字组合为依据，奇异数字组合是由 1 开始，直至无限，数学组成如下：1, 1, 2, 3, 5, 8, 13, 21, 34, 55, 89, 144.....此数学组成具有下列有趣而又重要的特性：

(1) 任何一个数都是由前两个数之和构成。

(2) 除了最初的四个数 (1, 1, 2, 3) 之外，任何一个数除以其后的一个数，结果都趋向于 0.618 (即黄金比率)。

(3) 除了最初的四个数之外，任何一个数除以其前的一个数，结果都趋

向于 1.618。

艾略特认为：将奇异数字组合中 0.618 及 1.618 的黄金比率应用于波浪分析，能够较准确地预测股市的升降目标位置、调整幅度及运行周期。自然界的许多事物都暗合着黄金比率，古埃及人就利用这个比率建造了世界闻名而又充满神秘色彩的金字塔。除了建筑，其他如音乐、美术和生物学方面乃至宇宙星云的旋转都充满着这个神秘的比率。因此，许多人认为波浪理论的主要特点便是它的普遍性及准确性。普遍性表现在大部分时间里都能对市场进行预测，许多人类活动也都遵守波动原理；准确性表现在运用波浪理论分析市场变化方向时常常显示出惊人的准确率。

经过后来者的的发展，波浪理论已成为众多股市技术分析流派中最具综合性的经典理论，拥有众多的信徒，这与其以往的业绩是分不开的。在 1935 年美国股市一片低迷，投资者丧失信心之际，艾略特本人曾运用波浪理论，以道·琼斯工业平均指数作为研判对象，指出熊市已结束，牛市将来临并会持续相当长时间，1929 年所创下的高点将不会成为阻力。后来的事实与艾略特的预言相符。1991 年间，他也曾多次准确地预测了港股涨落，使波浪理论在港台市场一时声名崛起。

波浪理论是一种预测股票价格总体走势的分析手段，是根据对长期市场表现进行统计、归纳而形成的股票投资理论之一，具有一定的适用前提、条件和范围，适用于股市长期趋势的描述和预测。例如，由于我国股市发育时间短、规模小，投资者心态远未成熟，市场化程度不够高，在运用波浪理论分析时会看到较多的非常规形态。波浪理论自己也承认，没有人可以在任何情况下都丝毫不差地确知未来市场。

## 12. 什么是 K 线图？阳线指什么？阴线指什么？

所谓 K 线图，就是将各种股票每日、每周、每月的开盘价、收盘价、最高价、最低价等涨跌变化状况，用图形的方式表现出来。K 线又称阴阳线、棒线、红黑线或蜡烛线，它起源于日本德川幕府时代（1603～1867 年）的米市交易，用来计算米价每天的涨跌，后来人们把它引入股票市场价格走势的分析中，目前已成为股票技术分析中的一种重要方法。

图 7—1 分别是 K 线图上的阳线和阴线。



图 7-1 K 线图上的阳线与阴线

K 线最上方的一条细线称为上影线，中间的一条粗线为实体，下面的一条细线为下影线。当收盘价高于开盘价，也就是股价走势呈上升趋势时，我们称这种情况下的 K 线为阳线，中部的实体以空白或红色表示。这时，上影线的长度表示最高价和收盘价之间的价差，实体的长短代表收盘价与开盘价之间的价差，下影线的长度则代表开盘价和最低价之间的差距。当收盘价低于开盘价，也就是股价走势呈下降趋势时，我们称这种情况下的 K 线为阴线，

中部的实体为黑色。此时，上影线的长度表示最高价和开盘价之间的价差，实体的长短代表开盘价比收盘价高出的幅度，下影线的长度则由收盘价和最低价之间的价差大小所决定。需要说明的是，阳线、阴线与人们通常讲的涨跌有所不同。一般人们讲的涨跌是指当日收盘价与上个交易日收盘价之间的比较。当K线为阳线时，并不意味着股价比前一天涨了，只是表示当天收盘价高于当天开盘价。例如某只股票前一个交易日收盘价为20元，当日开盘价、最高价、最低价和收盘价分别为18元、21元、17元、19元，则该只股票比前一个交易日跌了1元，K线图为一个上影线长度2元，下影线长度1元，实体为1元的阳线。

一般而言，阳线表示买盘较强，卖盘较弱。这时，由于股票供不应求，会导致股价的上扬。阴线表示卖盘较强，买盘较弱。此时，由于股票的持有者急于抛出股票，致使股价下挫。同时，上影线越长，表示上档的卖压越强，即意味着股价上升时，会遇到较大的抛压；下影线越长，表示下档的承接力道越强，意味着股价下跌时，会有较多的投资者利用这一机会购进股票。

与其他类型的技术图表相比，K线图包含了更多、更大的信息容量，表现方式也更加形象和直观。从K线图中，人们可以比较明显地看出买卖双方力量的消长，市场主力的动向以及股市中涨、跌、盘等三种基本行情的变化。K线图经过国外许多专家的统计、分析、整理后，发现其中蕴含着一定的规律性，即某种图形可能代表着某种市场行情，在出现了某种图形组合后，有可能会出现某种新的走势。因此，K线图目前已成为许多投资者十分重视的一种股票技术分析工具。

然而，K线图往往受到多种因素的影响，用其预测股价涨跌并非能做到百分之百的准确。另外，对于同一种图形，许多人也会有不同的理解，做出不同的解释。因此，在运用K线图时，一定要与其他多种因素以及其他技术指标结合起来，进行综合分析和判断。

### 13. 什么是基础面？什么是技术面？什么是政策面？

概括地说，所谓“面”，就是指一种状况和形势。而基础面、技术面、政策面，则指那些对股票市场走势产生影响的各种因素的具体状况。

所谓基础面，是指对影响股票市场走势的一些基础性因素的状况，通过对基础面进行分析，可以把握决定股价变动的基本因素，是股票投资分析的基础。基础面因素主要包括：

（1）宏观经济状况。从长期和根本上看，股票市场的走势和变化是由一国经济发展水平和经济景气状况所决定的，股票市场价格波动也在很大程度上反映了宏观经济状况的变化。从国外证券市场历史走势不难发现，股票市场的变动趋势大体上与经济周期相吻合。在经济繁荣时期，企业经营状况好，盈利多，其股票价格也在上涨。经济不景气时，企业收入减少，利润下降，也将导致其股票价格不断下跌。但是股票市场的走势与经济周期在时间上并不是完全一致的，通常，股票市场的变化要有一定的超前，因此股市价格被称作是宏观经济的晴雨表。

（2）利率水平。在影响股票市场走势的诸多因素中，利率是一个比较敏感的因素。一般来说，利率上升，可能会将一部分资金吸引到银行储蓄系统，从而减少了股票市场的资金量，对股价造成一定的影响。同时，由于利率上

升，企业经营成本增加，利润减少，也相应地会使股票价格有所下跌。反之，利率降低，人们出于保值增值的内在需要，可能会将更多的资金投向股市，从而刺激股票价格的上涨。同时，由于利率降低，企业经营成本降低，利润增加，也相应地促使股票价格上涨。

（3）通货膨胀。这一因素对股票市场走势有利有弊，既有刺激市场的作用，又有压抑市场的作用，但总的来看是弊大于利，它会推动股市的泡沫成分加大。在通货膨胀初期，由于货币供应增加会刺激生产和消费，增加企业的盈利，从而促使股票价格上涨。但通货膨胀到了一定程度时，将会推动利率上扬，从而促使股价下跌。

（4）企业素质。对于具体的个股而言，影响其价位高低的主要因素在于企业本身的内在素质，包括财务状况、经营情况、管理水平、技术能力、市场大小、行业特点、发展潜力等一系列因素。

（5）政治因素。指对股票市场发生直接或间接影响的政治方面的原因，如国际、国内的政治形势，政治事件，国家之间的关系，重要的政治领导人的变换等等，这些都会对股价产生巨大的、突发性的影响。这也是基础面中应该考虑的一个重要方面。例如，美国四年一次的总统选举对其股市涨落就有重大影响。据统计，从1968年至1992年间，美国股市在总统竞选年中的平均涨幅是13.7%，其他年份则只有4.2%。

所谓技术面，指的是用来观察和预测股票市场走势和内在规律的一些指标和方法。主要包括：

（1）交易量。它是股票市场的一个重要指标，对市场走势有很大影响。交易量的突然放大和缩小往往预示着市场走势即将发生转折，或是由上涨转为下跌，或是由下跌转为上涨。

（2）股价的新高点或新低点。指某种股票上涨或下跌到过去从未有过的高点或低点。从创新高点和新低点的股票数量的对比中，可以判断股票市场的强弱。一般说，创新高点的股票多于创新低点的股票时，股市走势将上升；反之，将下跌。

（3）技术图形。根据K线理论、形态理论、波浪理论等技术分析方法，通过具体的图形、指标和计算方法，对大市及个股进行分析判断，并预测未来走势。

所谓政策面，是指对股市可能产生影响的有关政策方面的因素。主要可以分为三方面：

（1）宏观导向，如政府的经济方针、长远发展战略以及体制改革和国企改革有关思路与措施。

（2）经济政策，包括政府在财政政策、税收政策、产业政策、货币政策、外贸政策方面的变化。

（3）根据证券市场的发展要求而出台的一些新的政策法规，如涨跌停板、投资基金管理办法等。

#### 14. 什么是市盈率？它和股票价格有什么关系？

市盈率又称股份收益比率或本益比，是股票市价与其每股收益的比值，计算公式是：

$$\text{市盈率} = \frac{\text{当前每股市场价格}}{\text{每股税后利润}}$$

市盈率是衡量股价高低和企业盈利能力的一个重要指标。由于市盈率把股价和企业盈利能力结合起来，其水平高低更真实地反映了股票价格的高低。例如，股价同为 50 元的两只股票，其每股收益分别为 5 元和 1 元，则其市盈率分别是 10 倍和 50 倍，也就是说其当前的实际价格水平相差 5 倍。若企业盈利能力不变，这说明投资者以同样 50 元价格购买的两种股票，要分别在 10 年和 50 年以后才能从企业盈利中收回投资。但是，由于企业的盈利能力是会不断改变的，投资者购买股票更看重企业的未来。因此，一些发展前景很好的公司即使当前的市盈率较高，投资者也愿意去购买。预期的利润增长率高的公司，其股票的市盈率也会比较高。例如，对两家上年每股盈利同为 1 元的公司来讲，如果 A 公司今后每年保持 20% 的利润增长率，B 公司每年只能保持 10% 的增长率，那么到第十年时 A 公司的每股盈利将达到 6.2 元，B 公司只有 2.6 元，因此 A 公司当前的市盈率必然应当高于 B 公司。投资者若以同样价格购买这家公司股票，对 A 公司的投资能更早地收回。

为了反映不同市场或者不同行业股票的价格水平，也可以计算出每个市场的整体市盈率或者不同行业上市公司的平均市盈率。具体计算方法是用全部上市公司的市价总值除以全部上市公司的税后利润总额，即可得出这些上市公司的平均市盈率。

影响一个市场整体市盈率水平的因素很多，最主要的有两个，即该市场所处地区的经济发展潜力和市场利率水平。一般而言，新兴证券市场中的上市公司普遍有较好的发展潜力，利润增长率比较高，因此，新兴证券市场的整体市盈率水平会比成熟证券市场的市盈率水平高。欧美等发达国家股市的市盈率一般保持在 15~20 倍左右，而亚洲一些发展中国家的股市正常情况下的市盈率在 30 倍左右。另一方面，市盈率的倒数相当于股市投资的预期利润率。因此，由于社会资金追求平均利润率的作用，一国证券市场的合理市盈率水平还与其市场利率水平有倒数关系。例如，同为发达国家的日本股市，由于其国内的市场利率水平长期偏低，其股市的市盈率也一直居高不下，长期处于 60 倍左右的水平。

市盈率除了作为衡量二级市场中股价水平高低的指标，在股票发行时，也经常被用作估算发行价格的重要指标。根据发行企业的每股盈利水平，参照市场的总体股价水平，确定一个合理的发行市盈率倍数，二者相乘即可得出股票的发行价格。从我国几年来新股发行情况看，新股发行时的平均市盈率水平大致维持在 15~20 倍左右。

#### 15. 什么是换手率？换手率的高低与股票交易有什么关系？

“换手率”也称“周转率”，指在一定时间内市场中股票转手买卖的频率，是反映股票流通性强弱的指标之一。其计算公式为：

$$\text{周转率（换手率）} = \frac{\text{某一段时期内的成交量}}{\text{发行总股数}} \times 100\%$$

例如，某只股票在一个月內成交了 2000 万股，而该股票的总股本为 1 亿股，则该股票在这个月的换手率为 20%。在我国，股票分为可在二级市场流通的社会公众股和不可在二级市场流通的国家股和法人股两个部分，一般



只对可流通部分的股票计算换手率，以更真实和准确地反映出股票的流通性。按这种计算方式，上例中那只股票的流通股本如果为 2000 万，则其换手率高达 100%。在国外，通常是用某一段时期的成交金额与某一时点上的市值之间的比值来计算周转率。

换手率的高低往往意味着这样几种情况：

（1）股票的换手率越高，意味着该只股票的交投越活跃，人们购买该只股票的意愿越高，属于热门股；反之，股票的换手率越低，则表明该只股票少人关注，属于冷门股。

（2）换手率高一般意味着股票流通性好，进出市场比较容易，不会出现想买买不到、想卖卖不出的现象，具有较强的变现能力。然而值得注意的是，换手率较高的股票，往往也是短线资金追逐的对象，投机性较强，股价起伏较大，风险也相对较大。

（3）将换手率与股价走势相结合，可以对未来的股价做出一定的预测和判断。某只股票的换手率突然上升，成交量放大，可能意味着有投资者在大量买进，股价可能会随之上扬。如果某只股票持续上涨了一个时期后，换手率又迅速上升，则可能意味着一些获利者要套现，股价可能会下跌。

一般而言，新兴市场的换手率要高于成熟市场的换手率。其根本原因在于新兴市场规模扩张快，新上市股票较多，再加上投资者投资理念不强，使新兴市场交投较活跃。换手率的高低还取决于以下几方面的因素：

（1）交易方式。证券市场的交易方式，经历了口头唱报、上板竞价、微机撮合、大型电脑集中撮合等从人工到电脑的各个阶段。随着技术手段的日益进步、技术功能的日益强大，市场容量、交易潜力得到日益拓展，换手率也随之有较大提高。

（2）交收期。一般而言，交收期越短，换手率越高。

（3）投资者结构。以个人投资者为主体的证券市场，换手率往往较高；以基金等机构投资者为主体的证券市场，换手率相对较低。

世界各国主要证券市场的换手率各不相同，相差甚远，相比之下，中国股市的换手率位于各国前列。

## 16. 什么是开市价、收市价、最高价、最低价？

开市价又称开盘价，是指某种证券在证券交易所每个交易日开市后的第一笔买卖成交价格。世界上大多数证券交易所都采用成交量最大原则来确定开盘价。如果开市后一段时间内（通常为半小时）某种证券没有买卖或没有成交，则取前一日的收盘价作为当日证券的开盘价；如果某证券连续数日未成交，则由证券交易所的场内中介经纪人根据客户对该证券买卖委托的价格走势提出指导价，促使成交后作为该证券的开盘价。在无形化交易市场中，如果某种证券连续数日未成交，以前一日的收盘价作为它的开盘价。

收市价又称收盘价，通常指某种证券在证券交易所每个交易日里的最后一笔买卖成交价格。如果某种证券当日没有成交，则采用最近一次成交价作为收盘价。初次上市的证券，以其上市前公开销售的平均价格作为收盘价。如果证券交易所每日开前、后两市，则会出现前市收盘价和后市收盘价，一般来说，证券交易所后市收盘价为当日收盘价。在我国深圳证券交易所和上海证券交易所，股票收市价的确定有所不同，深圳证券交易所股票收市价是

以每个交易日最后一分钟内的所有成交加权平均计算得出的，而上海证券交易所则以最后一笔成交价格作为收盘价。

**最高价**，指某种证券在每个交易日从开市到收市的交易过程中所产生的最高价格。如果当日该种证券成交价格没有发生变化，最高价就是即时价；若当日该种证券停牌，则最高价就是前收市价。如果证券市场实施了涨停板制度或涨幅限制制度，则最高价不得超过前市收盘价  $\times (1 + \text{最大允许涨幅比率})$ 。

**最低价**，指某种证券在每个交易日从开市到收市的交易过程中所产生的最低价格。如果当日该种证券成交价格没有发生变化，最低价就是即时价；若当日该种证券停牌，则最低价就是前收市价。如果证券市场实施了跌停板制度或跌幅限制制度，则最低价不得超过前市收盘价  $\times (1 - \text{最大允许跌幅比率})$ 。

在证券报刊上，我们常常可以见到以月或年为时间段的开市价、最高价、最低价和收市价，这些价格都是以交易日的四种价格为基础统计出来的。如月开市价是指当月第一个交易日的开市价，月收市价是指当月最后一个交易日的收市价，月最高价与月最低价以此类推。此外，在某种证券价格的统计中，经常会用到历史最高价和历史最低价，前者是指该种证券上市以来的最高成交价格，后者是指该种证券上市以来的最低成交价格。

## 17. 成交价是如何确定的？

成交价，是经由买卖双方充分参与，在一定的撮合原则下，由市场供需决定的公平、合理的价格。

目前世界所有证券或证券衍生产品市场，基本上可依价格形成是否连续分为连续市场与集合市场两种。连续市场，是指当买卖双方投资人连续委托买进或卖出上市证券时，只要彼此符合成交条件，交易均可在交易时段中任何时点发生，成交价格也不断依买卖供需而出现涨跌变化。集合市场，是指买卖双方投资人间隔一段较长时间，市场累积买卖申报后才作一次竞价成交。随着证券市场的发展，世界多数证券市场在大部分交易时间均采用连续竞价方式交易。

连续市场依形成价格的直接主导力量，区分为委托单驱动市场和报价驱动市场。委托单驱动市场的主要特点，是市场价格直接反映市场投资者供需，如日本、韩国、新加坡等国家和我国香港的证券市场均是委托单驱动市场，我国的上海、深圳证券交易所也属于委托单驱动市场。报价驱动市场的主要特点是市场价格直接反映市场中介人的多寡，如美国的 NASDAQ、英国伦敦等证券市场均是报价驱动市场。

目前，上海、深圳证券交易所同时采用集合竞价和连续竞价两种竞价方式，即对每个交易日上午 9:15 至 9:25 电脑撮合系统接受的全部有效委托进行集合竞价处理，对其余交易时间的有效委托进行连续竞价处理。

集合竞价是这样确定成交价的：系统对所有买入有效委托按照委托限价由高到低的顺序排列，限价相同者按照进入系统的时间先后排列；所有卖出有效委托按照委托限价由低到高的顺序排列，限价相同者按照进入系统的先后排列。系统根据竞价规则自动确定集合竞价的成交价，所有成交均以此价格成交；集合竞价的成交价确定原则是，以此价格成交，能够得到最大

成交量。系统依序逐步将排在前面的买入委托与卖出委托配对成交，即按照“价格优先，同等价格下时间优先”的成交顺序依次成交，直到不能成交为止，即所有买委托的限价均低于卖委托的限价。未成交的委托排队等待成交。

集合竞价后的新委托逐笔进入系统，与排队的委托进行连续竞价撮合。连续竞价是这样确定成交价的：对新进入的一个买进有效委托，若不能成交，则进入买委托队列排队等待成交；若能成交，即其委托买入限价高于或等于卖委托队列的最低卖出限价，则与卖委托队列顺序成交，其成交价格取卖方叫价。对新进入的一个卖出有效委托，若不能成交，则进入卖委托队列排队等待成交；若能成交，即其委托卖出限价低于或等于买委托队列的最高买入限价，则与买委托队列顺序成交，其成交价格取买方叫价。这样循环往复，直至收市。

## 18. 什么是股价指数？它是怎样计算出来的？

股价指数是运用统计学中的指数方法编制而成的，反映股市总体价格或某类股价变动和走势的指标。

根据股价指数反映的价格走势所涵盖的范围，可以将股价指数划分为反映整个市场走势的综合性指数和反映某一行业或某一类股票价格走势的分类指数。例如，恒生指数反映的是香港股市整体走势，而恒生国企指数反映的是在香港上市的H股价格走势，恒生红筹股指数则反映香港股市中红筹股的价格走势。按照编制股价指数时纳入指数计算范围的股票样本数量，可以将股价指数划分为全部上市股票价格指数和成份股指数。前者是指将指数所反映出的价格走势涉及的全部股票都纳入指数计算范围，如上海证券交易所发布的上海证券交易所综合指数，就是把全部上市股票的价格变化都纳入计算范围，上海证券交易所工业股价格指数、商业股价格指数等则分别把全部的工业类上市股票和商业类上市股票纳入各自的指数计算范围。成份股指数，是指从指数所涵盖的全部股票中选取一部分较有代表性的股票作为指数样本，称为指数的成份股，计算时只把所选取的成份股纳入指数计算范围。例如，深圳证券交易所成份股指数，就是从深圳证券交易所全部上市股票中选取40种，计算得出的一个综合性成份股指数。通过这个指数，可以近似地反映出全部上市股票的价格走势。深圳证券交易所发布的工业股成份指数，是从深圳证券交易所上市的工业股中选取20家成份股为代表计算得出的。在编制成份指数时，为了保证所选样本具有充分的代表性，国际上惯用的做法是，综合考虑样本股的市价总值及成交量在全部上市股票中所占的比重，并要充分考虑到所选样本股公司的行业代表性。指数公布后，还要根据市场变化状况定期或不定期地更换样本股。

股价指数的计算方法，有算术平均法和加权平均法两种。算术平均法，是将组成指数的每只股票价格进行简单平均，计算得出一个平均值。例如，如果所计算的股票指数包括3只股票，其价格分别为15元、20元、30元，则其股价算术平均值为 $(15+20+30)/3=21.66$ 元。加权平均法，就是在计算股价平均值时，不仅考虑到每只股票的价格，还要根据每只股票对市场影响的大小，对平均值进行调整。实践中，一般是以股票的发行数量或成交量作为市场影响参考因素，纳入指数计算，称为权数。例如，上例中3只股票的

发行数量分别为 1 亿股、2 亿股、3 亿股，以此为权数进行加权计算，则价格加权平均值为  $(15 \times 1 + 20 \times 2 + 30 \times 3) / (1 + 2 + 3) = 24.16$  元。

由于以股票实际平均价格作为指数不便于人们计算和使用，一般很少直接用平均价来表示指数水平，而是以某一基准日的平均价格为基准，将以后各个时期的平均价格与基准日平均价格相比较，计算得出各期的比值，再转换为百分值或千分值，以此作为股价指数的值。例如，上海证券交易所和深圳证券交易所发布的综合指数基准日指数均为 100 点，而两所发布的成份指数基准日指数都为 1000 点。

在实践中，上市公司经常会有增资和拆股、派息等行为，使股票价格产生除权、除息效应，失去连续性，不能进行直接比较。因此在计算股价指数时也要考虑到这些因素的变化，及时对指数进行校正，以免股价指数失真。

#### 19. 什么是道·琼斯指数？什么是日经指数？什么是伦敦金融时报指数？

道·琼斯指数，即道·琼斯股票价格平均指数，是世界上最具有影响、使用最广的股价指数。它以在纽约证券交易所挂牌上市的一部分有代表性的公司股票作为编制对象，由四种股价平均指数构成，分别是：以 30 家著名的工业公司股票为编制对象的道·琼斯工业股价平均指数；以 20 家著名的交通运输业公司股票为编制对象的道·琼斯运输业股价平均指数；以 15 家著名的公用事业公司股票为编制对象的道·琼斯公用事业股价平均指数；以上述三种股价平均指数所涉及的 65 家公司股票为编制对象的道·琼斯股价综合平均指数。在四种道·琼斯股价指数中，以道·琼斯工业股价平均指数最为著名，它被大众传媒广泛地报道，并作为道·琼斯指数的代表加以引用。道·琼斯指数由美国报业集团——道·琼斯公司负责编制并发布，登载在其属下的《华尔街日报》上。历史上第一次公布道·琼斯指数是在 1884 年 7 月 3 日，当时的指数样本包括 11 种股票，由道·琼斯公司的创始人之一、《华尔街日报》首任编辑查尔斯·亨利·道（Charles Henry Dow 1851~1902 年）编制。1928 年 10 月 1 日起其样本股增加到 30 种并保持至今，但作为样本股的公司已经历过多次调整。道·琼斯指数是算术平均股价指数。

日经指数，原称为“日本经济新闻社道·琼斯股票平均价格指数”，是由日本经济新闻社编制并公布的反映日本东京证券交易所股票价格变动的股票价格平均指数。该指数的前身为 1950 年 9 月开始编制的“东证修正平均股价”。1975 年 5 月 1 日，日本经济新闻社向美国道·琼斯公司买进商标，采用修正的美国道·琼斯公司股票价格平均数的计算方法计算，并将其所编制的股票价格指数定为“日本经济新闻社道·琼斯股票平均价格指数”。1985 年 5 月 1 日在合同满十年时，经两家协商，将名称改为“日经平均股价指数”（简称日经指数）。日经指数按其计算对象的采样数目不同，现分为两种：一是日经 225 种平均股价指数，它是从 1950 年 9 月开始编制的；二是日经 500 种平均股价指数，它是从 1982 年 1 月开始编制的。前一种指数因延续时间较长，具有很好的可比性，成为考察日本股票市场股价长期演变及最新变动最常用和最可靠的指标，传媒日常引用的日经指数就是指这个指数。

伦敦金融时报指数，是“伦敦《金融时报》工商业普通股票平均价格指数”的简称。由英国最著名的报纸——《金融时报》编制和公布，用以反映英国伦敦证券交易所的行情变动。该指数分三种：一是由 30 种股票组成的价

格指数；二是由 100 种股票组成的价格指数；三是由 500 种股票组成的价格指数。通常所讲的英国金融时报指数指的是第一种，即由 30 种有代表性的工商业股票组成并采用加权算术平均法计算出来的价格指数。该指数以 1935 年 7 月 1 日为基期日，以该日股价指数为 100 点，以后各期股价与其比较，所得数值即为各期指数，该指数也是国际上公认的重要股价指数之一。

## 20. 什么是恒生指数？什么是国企指数？什么是红筹股指数？

恒生指数、国企指数以及红筹股指数是香港股票市场中三个不同的指数。

恒生指数，由香港恒生银行全资附属的恒生指数服务有限公司编制，是以香港股票市场中的 33 家上市股票为成份股样本，以其发行量为权数的加权平均股价指数，是反映香港股市价格趋势最有影响的一种股价指数。该指数于 1969 年 11 月 24 日首次公开发布，基期为 1964 年 7 月 31 日，基期指数定为 1000。恒生指数的成份股具有广泛的市场代表性，其总市值占香港联合交易所市场资本额总和的 70% 左右。为了进一步反映市场上各类股票的价格走势，恒生指数于 1985 年开始公布四个分类指数，把 33 种成份股分别纳入工商业、金融、地产和公共事业四个分类指数中。恒生指数成份股的选取原则如下：

（1）按股票市值大小选择，必须居于占联交所所有上市普通股份总市值 90% 的排榜股票之列（市值指过去 12 个月的平均值）。

（2）按成交额大小选择，必须居于占联交所上市所有普通股份成交额 90% 的排榜股票之列（成交额乃指过去 24 个月的成交总额）。

（3）必须在联交所上市满 24 个月以上。

根据以上标准初选出合格股票后，再按以下准则最终选定样本股：

（1）公司市值及成交额之排名。

（2）四个分类指数在恒生指数内各占的比重需大体反映市场情况。

（3）公司在香港有庞大业务。

（4）公司的财政状况。

恒生指数计算公式是：

$$\text{现时指数} = \frac{\text{现时成份股的总市值}}{\text{上日收市时成份股的总市值}} \times \text{上日收市指数}$$

国企指数，又称 H 股指数，全称是恒生中国企业指数，也是由香港恒生指数服务有限公司编制和发布的。该指数以所有在联交所上市的中国 H 股公司股票为成份股计算得出加权平均股价指数。设立恒生中国企业指数的目的，是要为投资者提供一个反映在香港上市的中国 H 股企业的股价表现的指标。该指数的计算公式与恒生指数相同。

国企指数于 1994 年 8 月 8 日首次公布，以上市 H 股公司数目达到 10 家的日期，即 1994 年 7 月 8 日为基数日，当日收市指数定为 1000 点。指数追溯计算至 1993 年 7 月 15 日，亦即首家中国企业在联交所上市的日期。

红筹股指数，指香港恒生指数服务有限公司编制和发布的恒生红筹股指数。该指数于 1997 年 6 月 16 日正式推出，样本股包括 32 只符合其选取条件的红筹股，而非所有红筹股。指数以 1993 年 1 月 4 日为基日，基日指数定为 1000 点。红筹股指数成份股选取标准是：

(1) 内地国有机构、省市单位直接或间接持有该红筹股不少于三成半权益。

(2) 在联交所上市满 12 个月。

(3) 被内地国有机构、省市单位或有关机构收购满 12 个月。

(4) 在过去一年内，除非公司停牌交易，否则不可超过 20 个交易日无成交。

(5) 不是国企 H 股。

恒生红筹股指数的计算公式与恒生指数相同。

21. 什么是上证综合指数？什么是深证综合指数？什么是上证 30 指数？  
什么是深证成份股指数？

上证综合指数，是上海证券交易所编制的，以上海证券交易所挂牌上市的全部股票为计算范围，以发行量为权数的加权综合股价指数。该指数自 1991 年 7 月 15 日起开始实时发布，基准日定为 1990 年 12 月 19 日，基日指数定为 100 点，1992 年 2 月 21 日第一只 B 股上市后，又增设了上证 A 股指数和 B 股指数，分别反映全部 A 股和全部 B 股的股价走势，上证综合指数综合反映上交所全部 A 股、B 股上市股票的股价走势。上证 A 股指数仍以 1990 年 12 月 19 日为基准日，基日指数定为 100 点。上证 B 股指数以 1992 年 2 月 21 日为基准日，基日指数定为 100 点。1993 年 6 月 1 日起，上海证券交易所又正式发布了上证分类指数，包括工业类指数、商业类指数、房地产类指数、公用事业类指数和综合业类指数。

深证综合指数，是深圳证券交易所编制的，以深圳证券交易所挂牌上市的全部股票为计算范围，以发行量为权数的加权综合股价指数。该指数以 1991 年 4 月 3 日为基日，基日指数定为 100 点。深证综合指数综合反映深交所全部 A 股和 B 股上市股票的股价走势。此外还编制了分别反映全部 A 股和全部 B 股股价走势的深证 A 股指数和深证 B 股指数。深证 A 股指数以 1991 年 4 月 3 日为基日，1992 年 10 月 4 日开始发布，基日指数定为 100 点。深证 B 股指数以 1992 年 2 月 28 日为基日，1992 年 10 月 6 日开始发布，基日指数定为 100 点。

上证 30 指数，是上海证券交易所编制的一种成份股指数，是从上市的所有 A 股股票中抽取具有市场代表性的 30 种样本股票为计算对象，并以流通股数为权数计算得出的加权股价指数，综合反映上海证券交易所全部上市 A 股的股价走势。该指数取 1996 年 1 月至 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 指数选取样本股时综合考虑以下几种因素：行业代表性；流通市值的规模；交易活跃的程度；财务状况和经营业绩；地区代表性。在同等条件下，优先考虑下述股票：股本规模较大的股票；成长性较好的股票；已发行 H 股或 B 股的股票。出现下述情况的股票不予考虑：不以中国为主要业务基地，即不考虑第二上市的股票；出现违纪违规行为，情节严重；发生经营性亏损；近期发生被兼并、被收购等重大事件。定出符合资格的股票后，再根据以下原则作最终评选：行业分布；地区分布；流通市值排名；成交金额排名。上证 30 指数的样本股将根据市场情况，由专家委员会按照样本稳定与动态跟踪相结合的原则适时调整，但调整时一般不超过样本总数的 10%。

深证成份股指数，是深圳证券交易所编制的一种成份股指数，是从上市的所有股票中抽取具有市场代表性的 40 家上市公司的股票作为计算对象，并以流通股为权数计算得出的加权股价指数，综合反映深交所上市 A、B 股的股价走势。该指数取 1994 年 7 月 20 日为基日，基日指数定为 1000 点。成份股指数于 1995 年 1 月 23 日开始试发布，1995 年 5 月 5 日正式启用。40 家上市公司的 A 股用于计算成份 A 股指数及行业分类指数，40 家上市公司中有 B 股的公司，其 B 股用于计算成份 B 股指数。深证成份股指数，还就 A 股编制分类指数，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。深证成份股指数选取样本时考虑的因素有：上市交易日期的长短；上市规模，按每家公司一段时期内的平均总市值和平均可流通股市值计；交易活跃程度，按每家公司一段时期总成交金额计。确定初步名单后，再结合以下各因素评选出 40 家上市公司作为成份股：公司股票在一段时期内的平均市盈率；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；公司的地区、板块代表性等。为保证指数的代表性，必须视上市公司的变动更换成份股，深圳证券交易所定于每年 1、5、9 月对成份股的代表性进行考察，讨论是否需要更换。1997 年 12 月 26 日，深圳证券交易所对成份股样本进行调整。

在编制方法上，上证综合指数、上证 30 指数、深证综合指数和成份股指数均采用派氏加权综合价格指数公式计算。两种综合指数的权数为上市公司的股份总额，即以发行量为权数。两种成份股指数的权数为成份股的可流通股本数，即以流通量为权数。计算公式：

$$\text{即日综合指数} = \frac{\text{即日指数股总市值（流通市值）}}{\text{基日指数股总市值（流通市值）}} \times \text{基日指数}$$

日常工作中，用“每日连锁方法”计算。具体做法是，在每一交易日集合竞价结束后，用集合竞价产生的股票开市价（无成交者取上日收市价）计算开市指数，然后用连锁方法计算即时指数，直至收市。

每日连锁计算公式：

$$\text{当日即时综合（成份）指数} = \frac{\text{上日收市指数}}{\text{上日收市指数}} \times \frac{\text{当日即时指数股总市值（流通市值）}}{\text{经调整上日指数股收市总市值（流通市值）}}$$

## 22. 投资者如何买卖股票？怎样办理开户、委托和交割？

投资者买卖股票的基本程序包括：开户、委托、交割三个方面。

（1）开户。投资者买卖股票首先要开设证券账户和资金账户，只有开设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，其他任何自然人或法人持有效证件，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。个人开户只需持公安机关颁发的有效居民身份证。未满 18 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。外国及港、澳、台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，用于存放投资人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。由于目前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。

（2）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。委托是指投资者决定买卖股票时，以申报单、电话、电报或信函等形式向证券商发出买卖指令。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、电脑终端委托等多种自助委托方式。

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（无形市场）输入证券交易所的电脑终端机，每一笔买卖委托由 委托序号（即股民委托时的合同序号，由电脑自动产生）； 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“价格优先，时间优先”原则自动配对撮合成交。投资者委托的买卖一旦成交，则不得反悔。在未成交以前，也可以撤单，撤单程序与买卖委托的过程基本相同。

（3）交割。交割即买卖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证券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证。

### 23. 什么叫机构投资者？它和个人投资者相比，有什么特点？

在证券市场上，凡是出资购买股票、债券等有偿证券的个人或机构，统称为证券投资者。机构投资者从广义上讲是指用自有资金或者从分散的公众手中筹集的资金专门进行有偿证券投资活动的法人机构。在西方国家，以有偿证券投资收益为其重要收入来源的证券公司、投资公司、保险公司、各种福利基金、养老基金及金融财团等，一般称为机构投资者。其中最典型的机构投资者是专门从事有偿证券投资的共同基金。在中国，机构投资者目前主要是具有证券自营业务资格的证券经营机构，符合国家有关政策法规的投资



管理基金等。

在证券市场发展初期，市场参与者主要是个人投资者，即以自然人身份从事有价证券买卖的投资者。本世纪 70 年代以来，西方各国证券市场出现了证券投资机构化的趋势。有关统计数据表明，机构投资者市场份额 70 年代为 30%，90 年代初已发展到 70%，机构投资者已成为证券市场的主要力量。在我国，机构投资者近年来有所发展，但与个人投资者相比，机构投资者所占比重仍然偏小。截至 1997 年底，中国证券市场机构投资者开户数占总开户数比例不到 1%。为了改变这种投资者结构失衡的状况，我国正采取措施，在完善立法的前提下，逐步培育和规范发展机构投资者，发挥证券投资基金支撑市场和稳定市场的作用，促进证券市场健康持续稳定的发展。1997 年 11 月 14 日，国务院证券委员会颁布了《证券投资基金管理暂行办法》。1998 年上半年，开元、金泰、兴华、安信四家证券投资基金相继公开发行上市。可以预见，未来几年将是我国机构投资者获得稳步发展的时期。

机构投资者与个人投资者相比，具有以下几个特点：

(1) 投资管理专业化。机构投资者一般具有较为雄厚的资金实力，在投资决策运作、信息搜集分析、上市公司研究、投资理财方式等方面都配备有专门部门，由证券投资专家进行管理。1997 年以来，国内的主要证券经营机构，都先后成立了自己的证券研究所。个人投资者由于资金有限而高度分散，同时绝大部分都是小户投资者，缺乏足够时间去搜集信息、分析行情、判断走势，也缺少足够的资料数据去分析上市公司经营情况。因此，从理论上讲，机构投资者的投资行为相对理性化，投资规模相对较大，投资周期相对较长，从而有利于证券市场的健康稳定发展。

(2) 投资结构组合化。证券市场是一个风险较高的市场，机构投资者入市资金越多，承受的风险就越大。为了尽可能降低风险，机构投资者在投资过程中会进行合理投资组合。机构投资者庞大的资金、专业化的管理和多方位的市场研究，也为建立有效的投资组合提供了可能。个人投资者由于自身的条件所限，难以进行投资组合，相对来说，承担的风险也较高。

(3) 投资行为规范化。机构投资者是一个具有独立法人地位的经济实体，投资行为受到多方面的监管，相对来说，也就较为规范。一方面，为了保证证券交易的“公开、公平、公正”原则，维护社会稳定，保障资金安全，国家和政府制定了一系列的法律、法规来规范和监督机构投资者的投资行为。另一方面，投资机构本身通过自律管理，从各个方面规范自己的投资行为，保护客户的利益，维护自己在社会上的信誉。

#### 24. 什么是柜台委托？什么是电话委托？什么是电脑委托？

投资者买卖股票须委托证券商办理，目前，上海、深圳证券交易所会员接受客户买卖委托的形式主要有柜台委托、电话委托和电脑委托。

柜台委托又叫“柜台递单委托”，指投资者到证券部营业柜台填写书面买卖委托单，委托证券商代理买卖股票的方式。投资者填写委托单，必须写明证券账户号码，资金账户号码，委托人，买入或卖出方式，买卖证券品种、数量、价格、日期等。投资者办理柜台委托时，须出示本人身份证（或代理人证件）和证券账户卡，法人委托须出示法人证件（营业执照或其他证明文件）和法人证券账户卡。证券部工作人员审核上述证件并确认委托单填写内

容后即可接受委托。证券商可以通过电话告知其在交易所大厅内的出市代表，将客户的委托输入交易所电脑自动撮合系统。有的也可以通过与交易所主机联网的电脑终端，直接将委托指令输入交易所交易撮合系统。交易完成后，交易所电脑系统立即将成交情况传递到证券商的营业部，投资者可以在证券部的柜台通过成交回报终端查看成交结果。

电话委托，是指投资者通过电话向证券商计算机系统输入委托指令，以完成证券买卖委托和有关信息查询的委托方式。开设电话委托的证券商，需要具备一个将计算机系统和普通电话网联结的电话自动委托交易系统。投资者必须首先开设电话委托专户方可进行电话委托。开户时，投资者要和证券商签订电话委托买卖契约，明确双方的权利和责任，填写专门的电话委托开户表，并亲自在柜台输入自己的电话委托交易密码。开设电话委托专户后，投资者可在任何一个地方直接拨通证券商的电话委托热线，电话委托交易系统会自动用标准普通话提示投资者通过电话机上的数字键输入密码、股票种类、数量、价格等，并自动将投资者委托情况复述一遍，提示投资者确认回答是与否，该系统会自动将复述及确认内容打印以备查验。只有在投资者确认而且系统回答委托完毕后，该委托才生效，并将委托输入交易所电脑系统。

电脑委托，是指投资者通过与证券商自动委托交易系统联结的电脑终端，按照系统发出的指示输入买卖委托指令，以完成证券买卖委托和有关信息查询的一种先进的委托方式。证券商一般在其营业部为电脑委托客户提供电脑终端，目前也有个别客户使用自己的电脑设备与证券商系统进行远程联结。证券商的电脑委托系统可以提供多种服务，投资者通过电脑不仅可以进行买卖委托，还可以查看行情和详细的个股分析资料，这有助于投资者及时、准确和详细地了解市场状况以及下达买卖指令。

## 25. 什么是托管？什么是转托管？

托管是在托管券商制度下，投资者在一个或几个券商处以认购、买入、转换等方式委托这些券商管理自己的股份，并且只可以在这些券商处卖出自己的证券；券商为投资者提供证券买卖、分红派息自动到账、证券与资金的查询、转托管等各项业务服务。

托管券商制度是深圳证券交易所采用的股份存管结算及交易服务制度。在这种制度下，投资者要将其托管股份从一个券商处转移到另一个券商处托管，就必须办理一定的手续，实现股份委托管理的转移，即所谓的转托管。投资者在转托管时，可以是一只证券或多只证券，也可以是同一只证券的部分或全部。投资者在原托管券商处办理转托管手续，交易所当日（T 日）收市后即处理到账，同时将处理结果传送给转出转入券商，投资者第二个交易日（T+1 日）就可以在转入券商处（新的托管券商）卖出证券。

它与上海证券交易所采用的指定交易制度相比，其主要特点表现在：

（1）托管券商制度下，投资者可以在多家券商处委托买卖。而指定交易制度下，投资者只能指定唯一一家券商委托买卖证券。

在托管券商制度下，投资者可以将每只证券托管在不同的券商处，也可以将同一只证券分量托管在多个券商处，而不受已有托管券商的限制。显然，这对投资者是很方便的。有的投资者为了方便就近操作，将自己的股份分别托管在工作地与住宿地的券商处，或其他任何方便地方的券商处。

(2)无论是托管券商制度还是指定交易制度,实际都有一个“证券托管”到某一个券商处的概念。但在托管的具体实现上,两者却有本质的不同。托管券商制的“股份托管”是自动实现的,投资者在任一券商处认购新股或买入证券,这些股份或证券也就自动托管在该券商处,并不需要同券商签订什么协议。从这个意义上讲,托管券商制对于证券的买入是“通买”的,投资者可以利用同一个证券账户在国内任何一个证券营业部买入证券(当然,买卖证券时还需要开设一个保证金账户)。在指定交易制度下,投资者必须与券商签署指定协议。

(3)托管券商制度下的中央存管系统,实行股份集中管理,由登记结算公司直接管理证券商的证券总账及其名下的投资者明细证券,同时证券商也管理投资者名下的明细证券。而指定交易制度下的中央结算系统,券商信息只登记到股东资料一层。

由于托管券商制度下同一投资者的同一只证券或多只证券可以在多家券商处托管,所以与指定交易制度下同一投资者的所有证券都必须指定在同一券商处相比较,股份管理相对复杂。托管券商制度下,登记结算公司与证券商共同管理明细股份,每日进行对账,使投资者购入与托管的股份有了“双重”备份和保险,不易出现股份盗卖现象。

与指定交易制度相比,托管券商制度下的结算系统在系统功能上更加复杂,所需的存贮空间也要大得多,系统运行的时间也要长些。这方面投资者是感觉不到的,券商系统也相差不大,主要负荷都压在中央结算系统上。因此,在托管券商制度下对中央结算系统的硬件设施要求更高。

深圳证券交易所施行的托管券商制度的运作模式与目前国外大多数证券市场相比,较为明显的区别是:深圳证券登记结算系统是直接登记、托管、结算到具体投资者名下,而不只是经纪人名下。与国际国内其他市场推行“通买通卖”或“指定交易”制度相比,深市要求投资者购入和托管的股份全部要托管在证券商处,强化证券商和投资者之间稳定的业务关系,在确保股份安全的基础上,又保持了运作上的灵活性,方便了投资者根据自己的需要自由选择托管证券商。

## 26. 什么是指定交易?

一般来说,指定交易这一概念是特别针对上海证券市场的交易方式而言的。

所谓指定交易,是指投资者可以指定某一证券营业部为自己买卖证券的唯一的交易营业部。在与该证券营业部签定协议并完成一定的登记程序后,投资者便可以通过指定的证券营业部进行委托、交易、结算、查询以及享有其他市场服务。投资者一旦采用指定交易方式,便只能在指定的证券商处办理有关的委托交易,而不能再在其他地方进行证券的买卖。当然,投资者也可以在原来的证券商处撤销指定交易,并重新指定新的证券经营机构进行交易。

在上海证券交易所成立之初,交易系统和清算交收系统是合为一体的。上海证券交易所的电脑系统不但进行交易撮合,同时也承担着交易前和交易后的登记、存管、清算和过户等一系列职能。在这一前提下,采取了中央托管、一级账户制度,即上交所在自己的主机系统上为每一个投资者设立证券

账户，直接掌握着每一个账户的证券余额及变更资料，并在交易过程中进行即时的核对和过户。由于上交所直接面对每一个最终的持股人，因而在各个证券商处并无具体投资者的股份资料。投资者无论在哪一家证券商处买卖股票，其股份的增减都由交易所的存管系统直接进行实时处理。因此，投资者可以在任何一处证券经营柜台发出自己的委托买卖指令，即可以进行所谓的“通买通卖”操作。可以说，上交所的这种特殊的账户制度及通买通卖的做法，在各国证券市场的发展历史上是绝无仅有的。在我国证券市场发展初期，当大量涌入的个体投资者与相对缺乏的交易场所发生矛盾时，这种可以随处买卖的交易方式对于便利股民、吸引投资者起到了一定的作用。同时，由于通过交易所在主机上对每笔交易进行核对，也避免了卖空现象的发生。但是，随着我国证券市场的迅速发展，证券数量和品种越来越多，投资者队伍不断扩大，面对上千万的股民和由此形成的巨大的各类业务流量，由于通讯手段、系统容量及自动处理等方面的局限，导致上交所在一些涉及股东的服务如股份查询等方面变得十分困难，周期也很长。特别是通买通卖的做法给一些不法分子以可乘之机，使盗卖股票的事件屡有发生。在这种情况下，上海证券交易所于1994年6月6日起，开始实行了可选择性的指定交易制度。这种指定交易是依据投资者自愿选择的原则，投资者可以选择这种交易方式，也可以不选择这种交易方式，而仍旧采用原来的通买通卖的操作。可选择性的指定交易制度推出以后，对于控制和防范股票盗卖等事故的发生起到了一定的作用。但由于是可选择性的，大部分股民都没有采用这种交易方式，因而无法从根本上杜绝股票盗卖现象。同时，在这种交易方式下，证券经营机构依然没有股民的持股明细资料，也无法提供进一步的服务。

为了更有效地遏止股票盗卖现象的发生，保障市场运行的安全性，上海证券交易所从1998年4月1日起，实行全面指定交易制度。即所有在上海证券市场从事证券交易的投资者，都必须事先指定一家证券经营机构作为其委托交易和清算的代理机构。投资者如不办理指定交易，上交所的电脑交易系统将自动拒绝其发出的交易申报指令。这意味着所有的证券交易都必须在指定交易的方式进行，所以称为全面指定交易。与此同时，上交所在每日收市后，将投资者当日的交易数据传送到其指定的证券营业部，从而为证券商对投资者提供进一步的服务创造了条件。随着这一交易制度的最终实现，无疑将在增强市场监管和提高风险的防范能力，有效地保证投资者证券的安全性，进一步完善现行交易机制，更好地促进证券商为投资者提供全方位服务等方面起到越来越积极的作用。

## 27. 什么是信用交易？透支交易有什么危害？

信用交易又称“保证金交易”，指客户按照法律规定，在买卖证券时只向证券商交付一定的保证金，由证券商提供融资或融券进行交易。客户采用这种方式进行交易时，必须在证券商处开立保证金账户，并存入一定数量的保证金，其余应付证券或价款不足时，由证券商代垫。信用交易分为融资买进（即买空）和融券卖出（即卖空）两类。

信用交易中无论融资买进或融券卖出，都涉及到保证金问题。在允许信用交易的国家和地区，一般都要由政府批准，成立一家专门的证券融资公司，对证券商提供融资融券，收取利息。证券商向证券融资公司借入资金和证券

后，再为客户提供融资和融券服务。投资人在以保证金方式买卖证券时支付的保证金比率，以及证券商取得证券融资的条件和数量限制，必须由中央银行或证券主管机关规定。受货币信用松紧、通货膨胀以及证券成交量多少的影响，不同国家和地区、不同时期对保证金比率的规定有所不同。客户缴纳的保证金按缴纳时间不同，分为起始保证金和维持保证金两种。起始保证金是交易前缴纳的保证金，其实质是客户从证券商融资或融券的抵押金。维持保证金是交易后缴纳的，为弥补因证券价格发生变化造成亏损而追加的保证金。为了保证提供融资融券的证券商能够有效控制风险，法规一般规定证券商在客户不能按期支付融入的资金和证券时，有权直接变卖客户保证金账户中的证券予以抵偿。

目前，我国的法规禁止信用交易，客户支付的保证金实际上为全额保证金，即投资者的每笔交易都必须有足额的资金才能进行。信用交易目前在我国属于透支交易，是一种违规活动。透支交易指客户在没有自有资金或自有资金不足的情况下买入证券，使其资金账户透支，差额部分由证券商垫付。从事透支交易的客户，往往事先与证券商达成了协议或者经过其默许。双方之所以能够达成透支协议，在客户一方是为了获取差价利益，而证券商则是为了获取更多的佣金收入和透支款高额利息。透支交易在当前中国证券市场属非法交易，其行为不受法律保护。透支交易这种违规活动的危害主要有：

（1）透支交易是一种纯粹的过度投机行为，会助长市场盲目投机和虚假市场需求，侵蚀、冲击甚至扰乱正常的市场秩序，不利于现阶段我国证券市场的健康稳定发展。

（2）我国证券市场上的投资者和证券商都还不成熟，市场运作也还没有达到规范化要求，市场价格波动比较大，隐藏着一定的市场风险。透支交易活动对股市有明显的助涨助跌特点，在股市上涨时，投资者利用透支交易大量购买股票，过分扩大了市场需求，推动市场价格盲目上涨；在股市下跌时，以透支交易方式买入股票的投资者又害怕造成损失而不计成本地抛售，加剧市场下跌速度。因此，透支交易会助长股市的暴涨暴跌，加大证券市场的风险。

（3）目前我国法律明确禁止透支交易，在有关融资买入股票所有权归属、证券商强制平仓是否侵权、透支协议的法律约束力等问题上没有法律规定。在缺乏规范化制度的情况下，违规从事透支交易活动极易产生纠纷，有的甚至利用透支交易进行诈骗犯罪活动，给投资者和证券商双方都可能带来重大损失。

## 28. 什么是买空、卖空？

买空、卖空是信用交易的两种形式。买空，是指投资者用借入的资金买入证券。卖空，是指投资者自己没有证券而向他人借入证券后出卖。目前我国法律明确禁止买空、卖空行为。在发达国家的证券市场中信用交易是一个普遍现象，但对信用交易都有严格的法律规定并进行严密监管。

在买空交易中，如果投资者认定某一证券价格将上升，想多买一些该证券但手头资金不足时，可以通过交纳保证金向证券商借入资金买进证券，等待价格涨到一定程度时再卖出以获取价差。由于这一交易方式投资人以借入资金买进证券，而且要作为抵押物放在经纪人手中，投资人手里既无足够的

资金，也不持有证券，所以称为买空交易。

操作上，买空交易包括三个主要步骤：投资人与证券商订立开户契约书，开立信用交易账户。投资人按法定比例向证券商缴纳买入证券所需要的保证金，证券商按客户指定买入证券，并为客户垫付买入证券所需的其余资金，完成交割。融资期间，证券商对客户融资买入的证券有控制权，当融资买进的证券价格下跌时，客户要在规定时间内补交维持保证金，否则他可以代客户平仓了结。在融资期内，客户可以随时委托证券商卖出融资买进的证券，以所得价款偿还融资本息，或者随时自备现金偿还融资。到期无法归还的，证券商有权强制平仓了结。

在卖空交易中，当投资人认定某种证券价格将下跌时，可以通过缴纳一部分保证金向证券商借入证券卖出，等价格跌到一定程度后再买回同样证券交还借出者，以牟取价差。由于这一交易方式投资人手里没有真正的证券，交易过程是先卖出后买回，因此称为卖空。

卖空交易一般包括以下几个步骤：开立信用交易账户。客户进行融券委托，并按法定比例向证券商缴纳保证金，证券商为客户卖出证券，并以出借给客户的证券完成交割。卖出证券所得存在证券商处作为客户借入证券的押金。委托卖出的证券价格上涨时，证券商要向卖空客户追收增加的保证金，否则将以抵押金购回证券平仓。当证券跌到客户预期的价格时，客户买回证券，并归还给证券商，若客户不能按时偿还所借证券，证券商可以强行以抵押金代其购回证券平仓。

买空、卖空这种以融资或融券方式进行的交易，主要有以下几种：

（1）纯粹的投机性交易。这类交易纯粹是为了获得价差利益而进行的，如交易者本身不拥有证券，而是从别人或证券商处借入证券供交割时使用。

（2）保值性交易，即以保值为主要目的的交易。客户如对某种证券的买进多于卖出，但这种证券的价格又趋于下跌，于是他就可从事其他种类证券的空头交易，从中获取利润来抵补前种证券可能带来的损失。

（3）技术性交易，指出于某种技术方面的原因而进行的交易。客户虽然持有某种证券，但因已经质押出去或其他方面原因无法流通，为了抓住交易机会，暂时从其他方面借入该种证券卖空。

（4）套买性交易，指交易者利用各地证券市场的价差，从较低的市场借入，然后在价格较高的市场卖出，等待价格下跌后再购回的交易。

## 29. 什么叫除权、除息？填权和贴权是怎么回事？

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。

例如，公司原来股本为 1 亿股，每股市价为 10 元，现公司每股盈利 1 元。若公司决定以原来的公积金转增股本，向股东按每一股送一股的比例实施，则该事实完成后企业实际价值没有发生任何变化，但总股本增加到 2 亿股，也就是说转增股本后的两股相当于此前的一股所代表的企业价值，每股盈利变为 0.5 元，其市价应相应除权，调整为 5 元。这样，除权前后企业的市价总值不变，都为 10 亿元。如果企业不是决定转增股本，而是决定将每股

盈利 1 元全部作为红利派发，那么实施送红利之后，每股实际价值将减少 1 元，应当对其市价除息，相应调整为 9 元。

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，其计算办法是：

（1）除息基准价的计算办法为：

除息基准价=股权登记日收盘价-每股所派现金

（2）除权基准价计算分为送股股权和配股股权：

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

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

（3）有送红、派息、配股的除权基准价计算方法为：

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。倘若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。

30. 什么是佣金？什么是股票交易印花税？

所谓佣金，是证券商为投资者代理买卖证券时按成交金额计算向其收取的费用。在国际上，一般是由证券管理部门或证券交易所确定一个统一的佣金比率或上下浮动界限。美国在 1975 年通过一项法律修正案，规定实行佣金谈判制，即由经纪商根据代理业务具体情况与客户商定一个佣金比例。目前我国证券商收取佣金的标准，是经物价管理部门批准，由上海、深圳两证券交易所分别制定的，具体标准见表 7-1。

表 7-1 上海、深圳证券交易所现行佣金率标准

市 场 品 种	上海证券交易所	深圳证券交易所
A 股	3.35 ‰，起点：人民币 10 元	3.3075 ‰，起点：人民币 5 元
B 股	7 ‰，起点：美元 20 元	4.3 ‰
国债现货	2 ‰，起点：人民币 5 元	2 ‰，起点：人民币 5 元
企业债券	3 ‰，起点：人民币 5 元	2 ‰，起点：人民币 5 元
国债回购	0.25 ‰ ~ 1.5 ‰	0.4 ‰ ~ 1.4 ‰

股票交易印花税是从普通印花税发展而来的，我国税法规定，对证券市场上买卖、继承、赠与所书立的股权转让书据，按书立时实际市场价格计算的金额征收印花税。1992年6月12日，国家税务总局和国家体改委下发《关于股份制试点企业有关税收问题的暂行规定》，明确对公开发行股票进行转让的，交易双方各征千分之三的印花税，由交割单位代扣代缴。1997年国务院做出上调股票交易印花税率的决定，自当年5月10日起，将印花税率调整为千分之五。1998年6月12日，国务院做出决定，将股票交易印花税率调整为千分之四。

一般而言，征收股票交易印花税的目的有两个，一是作为普通印花税的一个税目，对股票交易行为征收。二是在股票交易所得税难于征收的情况下，以印花税作为股票交易所得税的替代税种。为了鼓励证券投资者长期持有股票，国外一般对股票买卖双方实行差别税率，即对卖出方实行较高税率，对买入方则实行较低税率或者免征。我国对股票买卖双方实行同一税率。

### 31. 什么是 T+1 交收？国外证券结算的时间一般为多长？

结算是在一笔证券交易达成之后的后续处理，包括清算和交收两项内容，是证券市场交易持续进行的基础和保证。T+1 交收是指交易双方在交易次日完成与交易有关的证券、款项收付，即买方收到证券、卖方收到款项。

交易市场竞价成交完成以后，证券清算机构依据成交记录，按照净额清算原则，对同一会员在同一结算日的全部买卖进行汇总清算，计算出各券商应收、应付证券或款项的净额，即为清算。清算完毕后，进行款项的划拨和股票的转移，即从应付证券方划出股份至应收证券方，从应付款项方划出款项至应收款项方，这一过程为交收。至此，结算完成。

由于各国传统及交易方式的差异，交收日安排方式及交收期不尽一致，因此产生了证券结算时间的差异（主要国家、地区证券市场结算情况见表 7-2）。目前在交收日安排上可分为两种方式。一是会计日交收，这是指一个时期发生的所有交易在交易所规定的特定日期交收。如比利时根据交易所排定日期安排交收，奥地利证券市场交易安排在次周一交收，印度证券市场交易每周安排一次交收。二是滚动交收，这是指所有交易的交收安排于交易日后固定天数内完成，如美、英、日等大多数国家和我国香港的证券市场，交收期短到 T+1 日、长到 T+40 日不等。由于尽早地完成交收，对提高市场效率、防止发生结算风险有重要意义，采用滚动交收方式并缩短交收期，最终实现 T+0 交收，是国际证券界倡导的方向。80 年代以来，针对各国证券市场特点，国际 30 人小组 G30 提出了统一证券市场清算与交收制度的九点建议，其中一项就是在 1992 年以前将交收期统一为 T+3 日。目前，大多数证券市场经过努力已采用了滚动交收方式，交收期亦缩短为 T+3、T+2 日。

我国上海、深圳证券交易所对 A 股实行 T+1 交收，对 B 股实行 T+3 交收。



表 7-2 1997 年世界主要国家（或地区）证券市场结算时间

国别 (或地区)	结算时间	国别 (或地区)	结算时间
美 国	T+3	巴 西	T+2
英 国	T+5	墨西哥	T+2
日 本	T+3	匈牙利	T+5
德 国	T+2，或：即时至 T+40 不等	印 度	每周一次
法 国	T+3，或：每月一次	韩 国	T+2
加拿大	T+3	新加坡	T+6
澳大利亚	T+5	印 尼	T+4
意大利	T+5	马来西亚	T+5 至 T+8 不等
比利时	根据比利时证券交易所日历 安排，交收期为 5 天	泰 国	国内：T+3； 国外：T+3 至 T+7 不等
奥地利	次周一	菲律宾	T+4
丹 麦	T+3	中国香港	T+2
卢森堡	T+3	中国台湾	T+2
瑞 士	T+3	中 国	A 股：T+1；B 股：T+3

### 32. 为什么要制定股票价格涨跌幅限制？国外对股价涨跌限制的措施有哪些？

制定股票价格涨跌幅限制的目，是防止股价剧烈波动，维护证券市场的稳定，保护中小投资者的利益。经中国证监会同意，上海、深圳两交易所自 1996 年 12 月 16 日起，分别对上市交易的股票（含 A、B 股）、基金类证券的交易实行价格涨跌幅限制，即在一个交易日内，除上市首日证券外，上述证券的交易价格相对上一交易日收市价格的涨跌幅度不得超过 10%；超过涨跌限价的委托为无效委托。

国际证券市场对股价涨跌的限制措施主要包括：

（1）委托限价。即一笔委托不能高于或低于某个特定成交价的一定幅度，否则委托无效，以防止股价的过快上升或过快下跌。根据对这一特定成交价的不同规定，具体可分为：对个股的每日变动限制，即特定成交价为前日收市价，与之相比，超过波动范围的为无效委托。如东京证券交易所规定每日股价涨跌的最大变动范围，如果撮合成交价超出限价范围，买卖委托不能成交；亚洲新兴股票市场，大多数采取个股价格每日涨跌幅度限制的措施。我国上海、深圳两个交易所实行的价格涨跌幅限制就属此类。在波动范围和方式的限制上，各国有所差别，东京证券交易所是根据每股价格水平制定每日价格波动绝对值，而韩国、泰国、中国等新兴市场规定了个股价格波动的相对值，即波幅，各市场波幅从 6% 至 50% 不等。对个股的每笔变动的限制，特定成交价为前一笔成交价，与之相比，超过波动范围的为无效委托。如东京证券交易所除上述每日最大变动范围规定外，还根据不同的股价水平规定了相邻两笔交易之间价格涨跌最大变动幅度，超过这一幅度则需等待一段时间，不能成交。如果一直不能在限价范围内成交，再逐步放宽限制幅度。

（2）委托延迟撮合。纽约证券交易所规定，当 S&P500 指数期货交易下跌 12 点时（大致相当于道·琼斯指数下跌 100 点），所有电脑程序自动报出的市价委托单推迟 5 分钟后再进入撮合系统，对撮合的方式和条件也有相应限制。

（3）涨跌停板制度。即一种股价或是整个股市指数涨跌到一定幅度，就暂停一种股票或整个股市的交易。如纽约证券交易所原来规定，当道·琼斯指数在一个交易日内比前一个交易日下跌 350 点时，纽约交易所全部上市股票的交易暂停 30 分钟；若下跌达到 550 点时，全部上市股票的交易暂停 1 小时。1998 年 2 月初，纽约证券交易所建议将这一制度改为根据指数跌幅确定停板时间，当道·琼斯指数下跌 10% 时，停止交易 1 小时，下跌 20% 时，停止交易 2 小时，下跌 30% 时停止全天交易。这项建议如能得到美国证监会正式批准，将从 1998 年 5 月起开始实行。纽约证券交易所还规定，当某一只股票买卖委托出现不平衡时，做市商可请求交易所暂停这只股票的交易，并向市场公布具体情况，直到买卖委托达到平衡，能够产生正常成交价格为止。

目前，在我国证券市场上许多人将涨跌幅限制制度与涨跌停板制度混为一谈。实际上，涨跌幅限制是一种委托价格限制，在证券价格达到波动限制时，并不停止交易，只是越过波动范围的委托为无效委托。而在涨跌停板制度下，证券价格达到波动限制时，就立即暂停交易。

## 八、机 构

### 1. 什么是证券中介机构？它有哪些种类？

证券中介机构，是指为证券市场参与者如发行人、投资者等提供各种服务的专职机构。按提供服务的内容不同，证券中介机构可以分为：证券经营机构；证券投资咨询机构；证券结算登记机构；证券金融公司；可从事证券相关业务的各类事务所。

（1）证券经营机构，即由证券主管机关依法批准设立的，在证券市场上经营证券业务的金融机构。在传统的证券市场上，按其经营的业务，一般将证券经营机构划分为三种类型，即证券承销商、证券经纪商和证券自营商。证券承销商的基本职能，是专门从事代理证券发行业务，帮助证券发行人筹集所需资金；证券经纪商的基本职能，是接受投资者委托，代理买卖有价证券；证券自营商的基本职能，是自行买卖证券，从中寻求差价回报。当代各国的证券经营机构，一般已经将这三种类型合而为一。我国的证券经营机构，可分为证券专营机构（即证券公司）和证券兼营机构（即信托投资公司）。

（2）证券投资咨询机构，即为证券市场参与者提供专业性咨询的机构，主要有证券投资咨询公司和证券评级机构。

证券投资咨询公司在西方国家称为投资顾问，其主要职能已经演化为帮助投资者了解市场、分析投资价值 and 引导投资方向。证券市场主管机关对投资咨询公司的设立、对投资咨询人员的条件和投资咨询报告的发表都规定了严格的条件。我国也开始加强对投资咨询和信息传播的管理，国务院证券委员会于 1997 年 12 月 25 日颁布了专门的管理办法。

证券评级机构的基本职能，是为证券市场上的机构和证券的信用状况进行评定，以客观真实地反映证券发行人及其证券的资信程度。国际上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、加拿大的债务评级服务公司、英国的爱克斯坦尔统计服务公司，等等。

（3）证券结算登记机构，其基本职能是从事证券登记、存管、过户和资金结算与交收。证券结算登记机构是证券市场的重要组成部分，结算登记业务是保障证券交易连续进行必不可少的环节。世界各国的证券交易，都有其专门的证券结算登记系统，该系统的运转好坏、效率高低、稳定程度，对证券市场安全、高效、有序运行有着极其重要的影响。

（4）证券金融公司，也称证券融资公司，源于信用交易制度，是一种较为特殊的中介机构。证券金融公司主要吸收证券公司、交易所或其他证券机构的存款和存券，向证券机构借出信用交易所需的资金和证券。在成熟的市场中，证券金融公司的融资融券活动可提高证券市场交易的活跃程度，这一机构主要存在于日本和我国的台湾。美国的融资融券业务，是通过交易双方的借贷行为完成的。我国目前的法规不允许此类业务，也不存在专门的证券金融公司。

（5）可从事证券相关业务的事务所，主要包括会计师事务所、资产评估事务所、律师事务所。

### 2. 什么是证券公司？它与投资银行有什么关系？

证券公司，是由证券主管机关依法批准设立的在证券市场上经营证券业务的金融机构。其业务主要有以下六个方面：代理证券发行；代理证券买卖或自营证券买卖；兼并与收购业务；研究及咨询服务；资产管理；

其他服务，如代理证券还本付息和支付红利，经批准还可以经营有价证券的代保管及鉴证、接受委托办理证券的登记和过户等。

目前，我国经营证券业务的金融机构基本上有两种类型：一类是证券专营机构，即专门从事与证券经营有关的各项业务的证券公司；另一类是证券兼营机构，即通过设立的证券业务部经营证券业务的信托投资公司。

我国的证券公司，多是集承销、经纪、自营三种业务于一身的综合性经营机构。截至 1997 年底，我国共有专营证券业务的证券公司 90 家，兼营证券业务的信托投资公司 237 家，证券经营机构下设的证券业务部 2000 多个，在证券经营机构从事证券业务的人员十万多人。

投资银行就是我们通常所说的证券公司。其所以叫“投资银行”，这是人们为区别商业银行而形成的一个理论上的称谓。这种称谓起源于 30 年代大危机之后，美、英等主要国家采取了银行业与证券业相分离的金融体制，将以证券业务为核心的投资银行业务和以存贷业务为核心的商业银行业务截然分开，因而产生了现代意义上的投资银行。在实际业务中，投资银行并不称作“××投资银行”，而是叫做“××证券公司”，或“××公司”，例如摩根·斯坦利公司、美林证券公司、野村证券公司、高诚证券公司等等，它们都是投资银行。

### 3. 投资银行从事的业务有哪些？

投资银行从事的业务，狭义上讲，就是指投资银行作为证券承销商在证券发行市场上的承销业务和作为证券经纪商在证券交易市场上的经纪业务。广义上讲，投资银行的业务还包括公司购并、项目融资、资产管理、投资咨询、创业资本融资等。

投资银行在西方国家已有了近百年的发展历史，投资银行业务也从初期仅限于证券承销和证券经纪业务，发展到现在的几乎涉及资本市场的所有业务。

1929 年以前，投资银行主要从事证券承销业务。由于当时世界经济正处于一个快速增长时期，企业的直接融资规模不断扩大，投资银行业得到了飞速发展。在发展初期，投资银行业的利润很高，既可获得发行价差，又可获得经纪佣金。经济利益的驱动使各类金融机构，尤其是商业银行全面向投资银行领域渗透，此时的商业银行与投资银行已没有了业务界限，两者业务的交叉融合使得大量的短期资金被运用于风险较大的证券市场上，最终导致了一场严重的金融危机。

1929 年 10 月美国证券市场暴跌后，1933 年 3 月 9 日美国国会通过了 1933 年银行法，即《格拉斯-斯蒂格尔法》。这部法律的主要贡献在于，在银行业和证券业之间设置了一道“金融防火墙”，将银行业与证券业完全分离，标志着现代投资银行和商业银行的诞生。第二次世界大战后，许多国家也开始形成商业银行与投资银行业务分离的格局。正是由于在相当长的一段时期内，商业银行与投资银行业务的明确划分和严格限制，使得投资银行得以垄断证券市场，业务得以迅速发展。投资银行业不断推陈出新，发展了公司兼

并、资产管理、投资咨询等多种新业务。

现代投资银行的业务主要包括：证券承销、证券经纪、公司并购、项目融资、资产管理、投资咨询、创业资本融资等。证券承销是投资银行传统核心业务，公司并购是投资银行另一核心业务。

证券承销。它是投资银行传统核心业务。投资银行在证券一级市场以承销商的身份依照协议包销或者分销发行人的股票、债券等有价值证券的行为。

证券经纪。它是投资银行传统业务。投资银行在证券二级市场代理客户买卖有价值证券的行为。

公司并购。投资银行在企业实施兼并收购中充当顾问的角色。他们运用自己的专业知识和丰富经验为企业设计战略方案、机会评价和选择、资产评估、并购结构设计、价格确定及收购资金的安排等；统一协调参与收购工作的会计、法律、专业咨询人员，最终形成并购建议书，并参加谈判。

项目融资。投资银行在长期的经营活动中，与当地的各类股东和公共部门建立了广泛和深入的联系，他们可以发挥自身的优势在项目融资中作为中介人，把项目融资中的有关各方联系在一起，并组织相关专业人员共同进行项目的可行性研究，最终为项目投资筹措融通所需的资金。

资产管理。投资银行在证券市场充当承销商和经纪人，在经营活动中积累起来的丰富理财经验，加上自身的专业知识，为其充当资产管理人提供了重要的保障。投资银行通过建立附属机构接受客户的委托，为其管理资产。

公司理财。它是投资银行作为客户的金融或经营管理顾问，向其提供的一种投资咨询业务。这种咨询业务分为两类：根据客户的要求，对某一行业、市场、产品或者某种证券进行深入研究分析，提供决策参考资料；由于宏观经济环境发生变化，投资银行为企业重新制定发展战略、重建财务制度等提出建议，提供可行性研究报告。

创业资本投资。创业资本是指企业在创业初期所融通的资金。创业资本投资是指投资银行不仅作为中介者为新公司融资或管理创业资金，而且也直接对新公司进行股权投资。由于创业资本成功的概率很小，大多数投资银行一般偏向于向成长后期的新兴公司提供创业资本。

#### 4. 什么是证券经纪业务？从事证券经纪业务需要具备哪些条件？

证券经纪业务，是指通过收取佣金作为报酬，促成买卖双方交易行为而进行的证券中介业务。证券经纪业务是随着集中交易制度的实行而产生和发展起来的。由于在证券交易所内交易的证券种类繁多，数额巨大，而交易厅内席位有限，一般投资者不能直接进入证券交易所进行交易，因此只能通过特许的证券经纪商作中介来促成交易的完成。

目前世界各国都是根据本国证券交易制度特点，来对证券经纪业务做出限定和分类。如纽约证券交易所将经纪业务分为五类，专门有五种经纪人来办理：佣金经纪人，专门代理客户买卖证券收取佣金；二元经纪人，接受佣金经纪人的委托买卖证券；专业经纪人，专门买卖交易所某一柜台的一种或几种证券；零股经纪人，专门办理一股至九十九股之间的证券交易；

债券经纪人，在债券交易厅中代理客户买卖债券从中收取佣金。伦敦证券交易所将经纪业务分为两类，由两种经纪人来完成：证券经纪商，纯粹代理客户买卖证券，从中收取佣金，本身不买卖证券；证券买卖商，主要为

自己买卖证券以获取利润，有时也代理客户买卖证券收取佣金，证券买卖商必须严格区分自营买卖与代理买卖，且须向客户说明。

我国证券经纪业务有其自身的特点，这是由我国独特的交易制度所决定的。目前从上海、深圳两个证券交易所实际运作情况看，我国证券经纪业务可分为两大类。第一类是 A 股、基金及债券代理买卖业务，所有证券经营机构依法设立的证券营业部都可经营此项业务。第二类是 B 股代理买卖业务，由 B 股特许证券商来代理。B 股特许证券商又分为境内 B 股特许证券商和境外特许证券商。境内 B 股特许证券商代理 B 股买卖业务，可在其已开通交易的 A 股席位上进行；境外特许证券商可通过其拥有的 B 股特别席位完成代理买卖业务，也可以委托境内 B 股特许证券商完成代理买卖业务。

国际上对从事证券经纪业务资格的管理有两种做法。一是美国的登记制度，只要申请者符合法定条件，并申请登记注册，都可以被批准从事证券经纪业务。二是以日本为代表的特许制度，即对申请从事证券经纪业务者，除考察是否符合规定的条件，还要经过主管机关的特许批准。我国实行的是特许制度。

我国证券经营机构从事证券经纪业务，都是通过下设的证券营业部来实施的。证券营业部的设立由所在地人民银行分行进行审批，根据中国人民银行《证券交易营业部管理暂行办法》的规定，证券经营机构设立证券交易营业部须具备下列条件：

- (1) 经营状况良好。
- (2) 有不少于人民币 500 万元的证券营运资金。
- (3) 有合格的业务人员。
- (4) 有固定的交易场所和必要的交易设施。

按照 1997 年全国金融工作会议精神，证券经营机构的审批和监管由中国证监会负责。

## 5. 什么是证券自营业务？从事证券自营业务需要具备哪些条件？

证券自营业务，简单地说，就是证券经营机构以自己的名义和资金买卖证券从而获取利润的证券业务。证券经营机构的自营业务按业务场所一般分为两类：即场外（如柜台）自营买卖和场内（交易所）自营买卖。场外自营买卖是指证券经营机构通过柜台交易等方式，由客户和证券经营机构直接洽谈成交的证券交易；场内自营买卖是指证券经营机构在集中交易场所（证券交易所）自营买卖证券。在我国，证券自营业务一般是指场内自营买卖业务。

国际上，对场内自营买卖业务的规定较为复杂，如在美国纽约证券交易所，其经营证券自营业务的从业者（既可以是机构，也可以是个人）又分为交易厅自营商和自营经纪人。前者只进行证券的自营买卖业务，而不办理委托业务；后者则在自营证券买卖业务的同时兼营代理买卖证券，但其代理的客户仅限于交易厅里的经纪人与自营商。自营经纪人自营证券的目的并不像自营商那样追逐利润，而是为其所专业经营的几种证券维持连续市场，防止证券价格的暴跌与暴涨。

在我国，证券自营业务专指证券经营机构为自己买卖上市证券的行为。上市证券包括：在证券交易所挂牌交易的 A 股、基金、认股权证、国债、企业债券等。

证券经营机构从事证券自营业务，必须取得中国证监会认定的证券自营业务资格并领取中国证监会颁发的《经营证券自营业务资格证书》。根据中国证监会《证券经营机构证券自营业务管理办法》的规定，证券经营机构申请从事证券自营业务，应当同时具备下列条件：

（1）证券专营机构（即依法设立并具有法人资格的证券公司）具有不低于人民币 2000 万元的净资产，证券兼营机构（即依法设立并具有法人资格的信托投资公司）具有不低于人民币 2000 万元的证券营运资金。证券营运资金，是指证券兼营机构专门用于证券业务的具有高流动性的资金。

（2）证券专营机构具有不低于人民币 1000 万元的净资本，证券兼营机构具有不低于人民币 1000 万元的净证券营运资金。净资本的计算公式为：

净资本=净资产-（固定资产净值+长期投资）×30%-无形及递延资产-提取的损失准备金-中国证监会认定的其他长期性或高风险资产

（3）三分之二以上的高级管理人员和主要业务人员具备必要的证券、金融、法律等有关知识，熟悉有关的业务规则及业务操作程序，近二年内没有严重违法违规行为，同时还必须具有二年以上证券业务或三年以上金融业务的工作经历。

（4）证券经营机构在近一年内没有严重违法违规行为，或在近二年内未受到取消证券自营业务资格的处罚。

（5）证券经营机构成立并且正式开业已超过半年，证券兼营机构的证券业务与其他业务分开经营、分账管理。

（6）设有证券自营业务专用的电脑申报终端和其他必要的设施。

（7）中国证监会要求的其他条件。

为了规范证券经营机构自营业务行为，维护证券市场秩序，降低市场经营风险，保护投资者合法权益，中国证监会在《证券经营机构证券自营业务管理办法》中还明确规定，证券经营机构必须将证券自营业务和证券经纪业务分开操作，严格禁止从事违反有关证券法规的内幕交易、操纵市场、欺诈客户等行为。

## 6. 什么是资产管理业务？从事资产管理业务需要具备哪些条件？

资产管理业务，一般是指证券经营机构开办的资产委托管理，即委托人将自己的资产交给受托人，由受托人为委托人提供理财服务的行为。资产管理业务是证券经营机构在传统业务基础上发展的新型业务。国外较为成熟的证券市场中，投资者大都愿意委托专业人士管理自己的财产，以取得稳定的收益。证券经营机构通过建立附属机构来管理投资者委托的资产。投资者将自己的资金交给训练有素的专业人员进行管理，避免了因专业知识和投资经验不足而可能引起的不必要风险，对整个证券市场发展也有一定的稳定作用。

资产管理业务的一般运作程序如下：

（1）审查客户申请，要求其提供相应的文件，并结合有关的法律限制决定是否接受其委托。委托人可以是个人，也可以是机构。但商业银行由于不能从事信托和股票业务，因此不得成为委托人。还有一些基本要求，如个人委托人应具有完全民事行为能力，机构委托人合法设立并有效存续，对其所委托资产拥有合法所有权，一般还须达到受托人要求的一定数额。一些按法

规定不得进入证券市场的资金，如信贷资金、上市公司募集资金和一些国家指定专款专用的资金都不得用于资产委托管理。

(2) 签订资产委托管理协议。协议中将对委托资金的数额、委托期限、收益分配、双方权利义务等做出具体规定。

(3) 管理运作。在客户资金到位后，便可开始运作。操作中应做到专户管理、单独核算，不得挪用客户资金，不得骗取客户收益。同时还应遵守法律上的有关限制，防范投资风险。

(4) 返还本金及收益。委托期满后，按照资产委托管理协议要求，在扣除受托人应得管理费和报酬后，将本金和收益返还委托人。

在国际上，对证券经营机构从事资产管理业务都有较为严格的规定。目前，我国只对资产管理业务中的证券投资基金制定了专门的法规。

根据《证券投资基金管理暂行办法》的规定，证券经营机构申请从事基金管理业务、设立基金管理公司，应当具备下列条件：

- (1) 主要发起人为按照国家有关规定设立的证券公司、信托投资公司。
- (2) 主要发起人经营状况良好，最近三年连续盈利。
- (3) 每个发起人实收资本不少于 3 亿元。
- (4) 拟设立的基金管理公司的最低实收资本为 1000 万元。
- (5) 有明确可行的基金管理计划。
- (6) 有合格的基金管理人才。
- (7) 中国证监会规定的其他条件。

## 7. 什么是按揭证券公司？

按揭证券公司，是指专门从事购买商业银行房地产按揭贷款，并通过发行按揭证券募集资金的中介机构。按揭证券公司是第二按揭市场的资金提供者，它主要的服务对象是商业银行。

按揭证券公司是在住房按揭需求不断增加，按揭贷款资金快速增长的情况下产生并发展起来的。为了分散风险，降低利息，在商业银行按揭贷款的基础上，产生了按揭证券公司。按揭证券公司在发展初期一般都会得到政府的支持，如美国的按揭证券公司——联邦国民按揭协会在成立之初就得到了美国中央银行（联邦储备委员会）的低息贷款和直接注资支持；1997 年香港也正式成立了按揭证券公司，首先由政府注入 10 亿港元作为按揭证券公司的资本金，随后在 1998 年 1 月再次通过香港外汇基金向按揭证券公司提供 100 亿港元的循环备用信贷。随着第二按揭市场的深入发展，按揭证券公司将逐步与政府分离，最终成为一个纯粹的商业机构。

按揭证券公司的存在，有利于增加按揭贷款资金，降低按揭贷款利率，分散银行风险，促进债券市场发展。

一方面，按揭证券公司通过向商业银行购入按揭，将各项按揭组成“标准组合”，再包装成按揭证券出售给债券投资者，从而有利于提高资金运作效率，相对增加按揭贷款资金。另一方面，商业银行把按揭出售给按揭证券公司，借给按揭客户的资金便可回笼，商业银行的资金充裕，按揭利率自然降低，更多的市民就有能力购买住房，从而有利于提高置业自居率。

随着住房按揭贷款需求的不断增加，商业银行作为第一按揭市场的主要资金提供者承担着越来越大的风险，这主要体现在资金流动性风险和贷款过



分集中风险两方面。发展第二按揭市场，通过按揭证券公司向商业银行购入第一手按揭，然后据此发行按揭证券，就可把商业银行的按揭风险分散到投资者身上。按揭证券公司从事按揭投资业务所承担的信贷风险、利率风险、提前还款风险及运作风险可以通过妥善管理进行化解。按揭证券公司可以运用与国际基准按揭组合标准看齐的审慎收购准则防范信贷风险，可以通过建立完善的内部控制体系和人工智能体系防范运作风险，可以通过发行最优惠利率长期票据或最优惠利率与商业银行同业拆息调期票据等衍生产品来防范利率风险。提前还贷风险的管理虽然较为复杂，但按揭证券公司仍可以根据人口统计、利率变动、经济趋势等资料，利用经济模式预测提前还贷行为。

按揭证券公司通过发行按揭证券筹集社会闲散资金，按揭证券的发行成功与否，不但取决于按揭证券公司购入的一手按揭的标准组合，而且一个成熟高效的债券市场也是其重要的前提条件，按揭证券公司客观上推动了债券市场的发展。

目前我国尚未成立按揭证券公司，个人住房按揭贷款主要由经中国人民银行批准设立的商业银行和住房储蓄银行办理，随着经济的发展和住房制度改革的进一步深化，发展我国第二按揭市场的需求也会越来越紧迫。

## 8. 什么是投资公司？投资公司有什么作用？

投资公司，是指汇集众多资金并依据投资目标进行合理组合的一种企业组织。广义的投资公司，既包括信托投资公司、财务公司、投资银行、基金公司、商业银行和保险公司的投资部门等金融机构，也包括涉足产权投资和证券投资的各类企业。其业务范围包括购买企业的股票和债券、参加企业的创建和经营活动、提供中长期贷款、经营本国及外国政府债券、基金管理等，资金来源主要是发行自己的债券、股票或基金单位，从其他银行取得贷款，接受委托存款等。狭义的投资公司，则专指公司型投资基金的主体，这是依法组成的以营利为目的的股份有限公司，投资者经由购买公司股份成为股东，由股东大会选定某一投资管理公司来管理该公司的资产。

从世界范围看，美国的基金几乎都属公司型，日本、韩国及我国台湾地区的投资基金均属契约型。我国目前已上市或在柜台交易的基金都是契约型封闭式基金，公司型基金在我国也出现过。如深圳南山基金在 1992 年创设时是以公司型封闭式运作的，1996 年 5 月改组为契约型封闭式。

投资公司作为将投资者的资本汇集起来并进行专业性投资管理，以此分散风险、提高收益的公司，在证券市场上的重要作用是：它作为机构投资者，有利于证券市场的稳定，使市场向有序化方向发展。它作为一种重要的投资方式，能改善证券市场的投资结构，促进金融改革深化。投资基金发展到今天，对证券市场的渗透力已远远超过其他金融商品。以美国为例，1992 年美国新注入股票市场的资金中约有 96% 来自投资基金，美国目前有 25% 的人参与基金市场，投资总额达 8000 亿美元。投资公司把更多的人吸引到证券市场中来，使个人资产更多地以无形的金融资产形式出现，强化了金融在社会经济生活中的作用。投资公司作为一种国际上通行的投资载体，有利于促进证券市场国际化进程。例如，一些新兴工业国如韩国、新加坡、泰国，都是通过设立国家投资公司，吸引外资投资于本国证券市场，既吸引了外资，也有利于实现本国证券市场与国际证券市场的接轨。

## 9. 什么是投资咨询公司？投资咨询公司有什么作用？

投资咨询公司在西方国家中称为投资顾问，是证券投资者的职业性指导者，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。

证券投资咨询公司最大的特点，就是根据客户的要求，收集大量的基础信息资料，进行系统的研究分析，向客户提供分析报告和操作建议，帮助客户建立投资策略，确定投资方向。此类公司的咨询业务主要包括：接受政府、证券管理机关和有关业务部门的委托，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；接受证券投资者的委托，提供证券投资、市场法规等方面的业务咨询；接受公司委托，策划公司证券的发行与上市方案；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；编辑出版证券市场方面的资料、刊物和书籍等；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过公众传播媒体和电信设备系统提供证券投资咨询服务。

证券投资咨询机构的出现，一方面适应了证券市场专业化的要求，另一方面也符合证券市场的公开、公平、公正原则。其作用是：咨询人员运用自身专业知识和丰富经验，通过对证券市场各相关因素的系统分析和研究，形成报告公布给投资者，从而有利于提高证券市场的透明度；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，从而有利于减少投资者的盲目性，提高资金运作效率；咨询机构结合宏观经济因素，运用大量的事实数据对上市公司经营情况进行分析研究，引导投资者理性投资，从而有利于证券市场稳定发展；咨询机构通过对上市公司的深入研究，并在有关媒体发表分析报告文章，对规范上市公司经营运作也起到一定的监督和促进作用。

对证券投资咨询机构进行严格管理是证券市场监管的重要内容。世界各国证券主管机关，都制定了相关的规定来规范投资咨询活动。我国证券市场还处于初级发展阶段，中小投资者占绝大比重，他们的专业投资知识和经验相对不足，迫切需要专业投资咨询服务。为了加强对证券、期货投资咨询机构的管理，规范投资咨询活动，保障投资者的合法权益，1997年12月25日，国务院证券委员会发布了《证券、期货投资咨询管理暂行办法》，该办法对证券投资咨询的业务范围、从业机构和人员的基本条件及资格审批程序、从业机构和人员的管理、有关违规罚则等均作了明确的规定。该办法的颁布施行，必将规范证券投资咨询公司的行为，使其在引导投资人行为方面发挥更加积极的作用。

## 10. 什么是主承销商？什么是上市推荐人？

主承销商，是指在股票发行中独家承销或牵头组织承销团经销的证券经营机构。国际上，主承销商一般由信誉卓著、实力雄厚的商人银行（英国）、投资银行（美国）及大的证券公司来担任。在我国，一般则由具有资格的证券公司或兼营证券的信托投资公司来担任。

主承销商是股票发行人聘请的最重要的中介机构。它既是股票发行的主

承销商，又是发行人的财务顾问，且往往还是发行人上市的推荐人。如果发行人向全球发行股票，这时的主承销商又是为发行人发行股票的全球协调人。概括地说，主承销商在发行人发行股票和上市过程中主要有以下作用：

与发行人就有关发行方式、日期、发行价格、发行费用等进行磋商，达成一致。编制向主管机构提供的有关文件。组织承销团。筹划组织召开承销会议。承担承销团发行股票的管理。协助发行人申办有关法律方面的手续。向认购人交付股票并清算价款。包销未能售出的股票。做好发行人的宣传工作和促进其股票在二级市场的流动性。其他跟进服务，如协助发行人筹谋新的融资方式或融资渠道等。在我国，主承销商一般还担任发行人上市前后的辅导工作。

在我国，国家对承销业务的实施及承销资格的认定均有明确的规定，根据《证券经营机构股票承销业务管理办法》（下称《管理办法》）的规定，当拟公开发行或配售股票的面值总额超过人民币 3000 万元或预期销售总额超过人民币 5000 万元时，应当由承销团承销。承销团由 2 家以上证券经营机构组成，其中牵头组织承销团的证券经营机构称为主承销商。当承销团由 3 家或 3 家以上证券经营机构组成时，可设 1 家副主承销商，协助主承销商组织承销活动。承销团中，除主承销商、副主承销商以外的证券经营机构，称为分销商。主承销商由发行人按照公平竞争的原则，通过竞标或者协商的方式确定。主承销商与副主承销商、分销商之间，通过签订承销团协议，具体规定承销过程中相互间的权利与义务。

根据《管理办法》，从事股票承销业务的证券经营机构，必须取得中国证监会颁发的《经营股票承销业务资格证书》。证券经营机构申请承销业务资格，必须具备一定的净资产、净资本、专业从业人员和正式营业日期，具有完善的内部风险管理与财务管理制度和保障正常营业的场所及设备等等。主承销商资格的条件更加严格，除要求申请者具备经营股票承销业务资格外，还要求证券经营机构必须具备 5000 万元以上的净资产和 2000 万元以上的净资本，证券兼营机构必须具备 5000 万元以上的证券营运资金和 2000 万元以上净证券营运资金；取得承销业务资格的从业人员 6 名以上；具备承销股票 3 只以上或 3 年以上的承销业绩；以及最近半年内没有出现作为发行人首次公开发行股票的主承销商而在规定的承销期内售出不足本次公开发行股票总数 20% 的记录等。

根据《管理办法》，证券经营机构如持有发行公司 7% 以上股份，或是其前五大股东之一，不得担任该企业的主承销商或副主承销商。取得股票承销业务资格，但未取得主承销商资格的证券经营机构，不得担任任何发行公司的发行辅导人和上市推荐人。只能作为分销商，从事股票承销业务。

在我国，公司股票上市均实行上市推荐人制度。发行公司向证券交易所申请股票上市，必须由一至二名经证券交易所认可的机构（即上市推荐人）推荐并出具上市推荐书。上市推荐人，在香港等地又称保荐人，是申请上市人依据证券交易所上市规则的规定委任的作为其上市推荐（保荐）的机构或人士。上市推荐人（保荐人）一般为证券交易所的会员或交易所认可的其他机构或人士。

根据上海、深圳交易所的上市规则，上市推荐人必须是证券交易所的会员，而且每年都必须向证券交易所提出资格申请，经证券交易所审查确认后，才具有上市推荐人资格。证券交易所审核上市推荐人资格，申请人必须是交

易所会员和中国证监会认可的主承销商，且从事股票承销工作一年以上并信誉良好，最近一年内无重大违法违规行为，熟悉交易所各项业务规则等等。

上市推荐人的职责主要有：确定发行人符合上市条件；辅导发行公司董事了解并承担公司上市的各项责任与义务；协助起草上市申请书、上市推荐书，确保上市文件真实、正确、完整，协助股票上市；在上市一年内对股票发行人提供咨询，履行上市推荐协议规定的其他义务等。

由于主承销商在公司股票发行承销过程中已对发行公司有较深了解，所以常同时担任发行公司的上市推荐人。有些发行公司的上市推荐人由主承销商和其他具有上市推荐人资格的证券经营机构共同承担，也有些发行公司的上市推荐人单独由其他具有上市推荐人资格并对发行公司有充分了解的证券经营机构承担。

## 11. 什么是国债一级自营商？

国债一级自营商，是指具备一定资格条件，经财政部、中国人民银行和中国证监会共同审核确认的银行、证券公司和其他非银行金融机构。其主要职能是参与财政部国债招标发行，开展分销、零售业务，促进国债发行，维护国债市场顺畅运转。

实行国债一级自营商制度是国际上较为通行的做法。我国从 1993 年底开始实行的国债一级自营商制度，对完善我国国债发行与流通的市场机制，推动国债市场的发展，起了重要的促进作用。首先，促进了国债发行方式逐步完善，使国债发行从原来单纯的行政摊派发展为承购包销、公开招标等方式，形成了一个较为规范的发行市场体系。尤其是公开招标拍卖发行方式的顺利实施，是以国债一级自营商制度为基础的。其次，促进了国债利率市场化，国债品种多样化。由于国债发行采取收益率或价格招标的方式，在国债发行中引进竞争机制，从而使国债利率更趋向于市场利率。同时，由于发行机制的灵活性和多样化，国债的品种也逐步由中长期结构发展为短中长期兼备（如 1996 年就发行了期限分别为 3 个月、6 个月、1 年、3 年、5 年和 10 年等品种的国债），避免了国债品种的单一化，也为中央银行公开市场操作提供了现实条件。第三，提高了发行效率，降低了发行成本。实行国债一级自营商制度后，通过招标方式发行记账式国债，募集资金到账快，克服了其他发行方式发行期限长、发行成本高的缺点。

《中华人民共和国国债一级自营商管理办法（试行）》（下称《办法》）对国债一级自营商的资格与条件作了规定。经中国人民银行批准设立的金融机构，如证券公司，可以从事有价证券经营业务的信托投资公司，除政策性银行以外的各类银行以及可以从事国债承销、代理交易、自营业务的其他金融机构，只要具备以下条件，均可申请成为国债一级自营商：

- （1）具有法定最低限额以上的实收货币资本。
- （2）有能力且自愿履行国债一级自营商的各项义务。
- （3）在中国人民银行批准的经营范围內依法开展业务活动，在前二年中无违法和违章经营的记录，具有良好的信誉。
- （4）在申请成为国债一级自营商之前，有参与国债一级市场和二级市场业务一年以上的良好经营业绩。

国债一级自营商资格的审查和确认事宜由财政部、中国人民银行与中国

证监会共同负责，并颁证。

《办法》规定，国债一级自营商享有的权利主要有：

(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。

(3) 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。

(4) 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。

(5) 优先取得从事国债投资基金业务资格等。

《办法》规定，国债一级自营商须履行的义务主要有：

(1) 连续参加每期国债发行承销、包销团，且每期承销总量不得低于该期承销团总承销量的 1%。

(2) 严格履行各项承销、包销合同和分销合同规定的义务。

(3) 承销、包销国债后，通过各自的销售网络，积极开展国债分销和零售业务。

(4) 积极开展国债交易的代理和自营业务。

(5) 履行国债本息兑付业务的义务。

颁证机关每年对国债一级自营商进行一次复审。对违反国家有关法律法规，未履行国债一级自营商法定义务的，颁证机关随时有权在一定时间内暂停或吊销其国债一级自营商资格及与其相关的权利。

截至 1997 年，我国共有国债一级自营商 40 余家。

## 12. 什么是证券结算公司？证券结算公司有什么功能？

证券结算公司，是指专门为证券与证券交易办理存管、资金结算交收和证券过户业务的中介服务机构。

目前，世界上最主要的证券结算模式分为三种：

(1) 单一市场中的证券结算模式。我国香港和台湾都只有一个证券交易所，因而结算系统相对简单。香港中央结算公司利用自身中央结算地位，充当买卖双方的交收对手，并为净额交收提供保证，交收风险完全由中央结算公司控制。上海证券交易所实行的证券结算制度与香港较为相似。台湾实行的是较为独特的“证券集中保管账簿划拨制度”，通过建立证券集中保管公司，采用多层次账户管理模式，投资者的集中保管账户由证券商管理，称为二级账户，证券商的保管划拨账户由集中保管公司管理，称为一级账户，实行净额交收方式。深圳证券交易所的结算制度在一定程度上与之相似。

(2) 多个市场中的证券结算模式。美国和日本等国家都有多个证券交易所，也曾相应存在各个自成体系的证券结算系统。近年来，随着证券市场统一趋势的发展，证券结算系统也逐步合并。如 1991 年 10 月成立的日本证券托管中心同时为日本八大交易所进行证券结算业务，美国国家证券结算公司 (NSCC) 集中了纽约交易所、美国交易所、NASDAQ 等市场的上市股份的托管和结算业务。

(3) 跨国证券结算模式。塞德尔 (CEDEL) 和欧洲清算系统 (EUROCLEAR)，是两大国际证券结算机构。他们充分利用各国现有的证券结算机构作为其代理，使客户可在 24 小时内投资于不同国家的证券市场，极大地方便了国际间

的证券交易。

我国目前上海、深圳两个证券交易所各自具有自成体系的结算系统，证券存管、结算与交收分别由上海证券中央登记结算公司和深圳证券结算公司来承担，并通过净额结算方式，在成交后的次一工作日完成资金的划拨和证券的交收。

证券结算公司的功能有：中央登记、中央存管和中央结算。

结算公司作为证券市场所有上市证券的集中登记机构，负责管理和提供最终的投资者名册。中央登记功能包括：统一管理投资者证券账户，包括开立证券账户及证券账户的挂失、补发及修改开户资料；上市证券的发行登记，包括新股发行登记、遗留问题股份登记；上市证券非流通股份的管理，包括股份的抵押、冻结及法人股、国家股股权的协议转让过户；股东名册管理。

结算公司为每个结算会员开设证券存管账户，该账户下设两个子账户：托管账户与自营账户，分别用以记录托管于该结算会员名下及其自身拥有的证券余额以及变更情况。中央存管功能包括：上市证券的股份管理；证券托管与转托管；权益派发；配股认购。

证券结算公司作为所有交易买方和卖方的交收对手，通过与交易所、清算银行和结算会员的电子联网，对在交易所达成的买卖，以净额结算方式完成证券和资金收付。中央结算功能包括：证券交易的清算过户；证券交易的资金交收；新股网上发行的资金清算。

### 13. 什么是证券信息公司？证券信息公司有什么功能？

证券信息公司，是依法设立的，对证券信息进行搜集、加工、整理、存储、分析、传递以及信息产品、信息技术的开发，为客户提供各类证券信息服务的专业性中介机构。

目前，证券信息公司所从事的业务主要有以下几个方面：

（1）证券信息资源建设。它主要指对各类证券信息进行搜集、整理、加工、存储。信息资源一般包括国家宏观经济政策、相关法律法规、上市公司基础资料（包括年度及中期报告、重大信息披露等等）、证券经营机构基础资料、证券交易行情信息以及其他与证券市场相关的各类信息资料。证券信息公司通过搜集整理大量的基础证券信息资料，建立一套完整的处理、考核和市场反馈体系，对基础信息进行分析、加工并形成可供客户使用的最终信息产品。证券信息资源建设是证券信息公司从事信息服务的基础工作。

（2）证券信息产品开发。它是指对原始信息资源提炼加工、分析研究、形成客户所需的最终信息产品。信息产品主要有书面文字资料和电子数据资料两种形式。目前常见的证券信息产品有：证券信息电脑查询系统、声讯台信息系统、图文电视信息系统、实时行情无线接收系统和各类证券报刊杂志出版物等。单纯的信息产品往往与信息传播技术和信息应用软件技术相互结合，形成综合性的信息服务产品。

（3）证券信息传播服务。由于证券市场具有风险高、变化快、专业性强等特点，人们对证券信息的准确性、及时性和专业性的要求也日益提高。目前，证券信息传播方式主要有电子数据传播和书面文字数据传播两种方式。随着计算机和通讯技术的迅猛发展，电子数据传播方式已成为证券信息传播

最主要的方式。证券信息公司可以利用现有的通讯网络，准确及时地将信息传递到客户手中。常见的通讯网络主要有：国际互联网、卫星通讯网络、电脑局域网、图文电视及无线发射接收系统等。通讯技术的革命，极大地开拓了证券信息传播渠道的广度和深度。

（4）信息技术的开发、应用、推广。证券信息技术，主要指证券信息处理技术、信息传播技术和信息应用技术等。信息处理技术是信息加工整理的基础技术，信息传播技术是实现证券信息服务的基本手段，信息应用技术是证券信息公司最终向客户提供信息服务的技术。证券信息公司通过研究开发或者引进推广国外先进技术，推动了信息技术的不断发展。

全球最大的两家财经新闻信息传播机构，是路透社和道·琼斯德利财经。它们是综合性的财经信息服务机构，所开发的信息产品路透财经资讯系统和德利财经资讯系统在全球范围内享有盛誉，用户几乎遍及全世界各个角落。目前，我国的证券信息服务行业才刚刚起步，专业性证券信息服务公司还不多，规模实力较小，只能从事上述主要业务中的一项或几项工作。

证券信息公司的功能，主要体现在为证券市场参与者提供准确、及时的证券信息服务。证券信息服务满足了投资者对准确、及时、全面、系统的证券信息的各种需求，客观上帮助投资者树立理性的投资理念，有利于投资者控制和降低投资风险；对证券经营机构和上市公司来说，证券信息服务使他们从繁杂的资料整理工作中解脱出来，节省了大量的人力和时间，直接迅速获得高质量的信息产品，有利于提高管理者的决策质量；准确、及时的证券信息服务，有利于证券管理机构提高对市场的把握能力和市场监管水平；新闻机构、研究机构对证券信息服务的需要则更为广泛和迫切，证券信息服务为他们的工作带来了极大的便利。

为加强证券期货市场信息传播管理，1997年12月12日，中国证监会、新闻出版署、邮电部、广电部、工商局、公安部联合下发了《关于加强证券期货信息传播管理的若干规定》，这对于证券信息传播市场规范运作和稳定发展具有积极的促进作用。

#### 14. 会计师事务所 在证券市场上发挥什么作用？

会计师事务所，是指依法独立承办注册会计师业务，实行自收自支、独立核算、依法纳税的中介服务机构。它是注册会计师执行业务的工作机构。注册会计师是通过注册会计师资格考试，依法取得注册会计师证书并接受委托从事审计业务和会计咨询、会计服务业务的专业人员。注册会计师审计是会计师事务所最主要的职能。

注册会计师的最初产生，是由于英国股份经济发展的需要。1721年，因虚假财务信息而引发的“南海公司事件”引起了英国议会的关注，议会委托会计师对“南海公司”进行审计并提出查账报告，从而宣告了注册会计师的诞生。1845年，英国政府对《公司法》进行了修改，规定股份公司必须聘请独立于公司经营者与股票持有者之外的第三者，即独立会计师办理账目的审查工作，从此，注册会计师作为一种社会监督的职业，以法律的形式确立了社会地位。经过一百多年的发展，扮演“经济警察”角色的会计师事务所已经成为现代社会经济监督体系中不可缺少的组成部分，它是证券市场形成公开、公平、公正市场环境的必要环节。

1980 年，为了深化改革和对外开放的需要，我国重新恢复了注册会计师制度。多年来，随着我国经济的不断发展，注册会计师事业有了长足的进步。到 1996 年底，我国已有注册会计师 3 万多人，会计师事务所 3000 多家，其中经财政部和中国证监会审查批准可从事证券相关业务的会计师事务所超过 100 家。

随着我国证券市场的发展，会计师事务所的职能也进一步增强。从投资人的角度看，无论是对发行股票公司盈利能力的判断，还是对公司发行债券偿债能力的了解，都需要以注册会计师对发行人财务资料的审查和鉴证结论为必要前提；从发行公司来看，既需要注册会计师进行改制计划和策略的编制，也希望通过注册会计师的审计报告，揭示企业财务报表的公信力，以便吸引更多的投资人与资金，求得公司的稳步快速发展；从国家宏观经济管理的角度看，为了维护正常的市场秩序，保证市场健康发展，也要求注册会计师对企业的财务报表进行客观、公正的审查并提出报告。因此，在证券市场上，注册会计师执行的业务与会计师事务所发挥的作用，已经不仅要对某个公司的投资人和债权人负责，而且还要面向社会，发挥社会公证的作用。

为了更好地发挥会计师事务所在证券市场上的重要作用并加以正确引导，财政部、中国证监会于 1997 年 12 月颁布了《关于注册会计师执行证券期货相关业务实行许可证管理的暂行规定》，对从事证券相关业务的会计师事务所实行许可证管理制度。

会计师事务所申报从事证券相关业务许可证时必须符合下列条件：

- (1) 已经与挂靠单位脱钩。
- (2) 依法成立 3 年以上，内部控制健全，并在以往 3 年内没有违反法律、法规和执业准则、规定的行为。
- (3) 具有 8 名以上取得证券、期货相关业务资格考试合格证书或已经取得许可证的注册会计师（不含分支机构注册会计师）。
- (4) 专职从业人员不少于 40 人（不含分支机构人员），其中职龄人员不少于 30 人。
- (5) 注册资本、风险基金及事业发展基金总额在 300 万元以上。

#### 15. 注册会计师审计与政府审计、内部审计的区别是什么？

相对于审计客体而言，政府审计和注册会计师审计均是外部审计，都具有一定的独立性。但两者在许多方面存在差别： 审计方式不同。政府审计是强制审计，政府审计部门可以依法对各级政府财政收支情况及公共资金的收支、运用情况进行审计，无需被审计单位同意；注册会计师审计是受托审计，只有接受委托后方能对被审计单位进行审计。 审计对象不同。政府审计的对象主要是各级政府财政收支情况及公共资金的收支、运用情况，注册会计师审计对象则包括一切营利及非营利单位。 审计监督的性质不同。政府审计可以根据审计结果发表审计处理意见，如被审计单位拒不采纳，政府审计部门可以依法强制执行；注册会计师审计根据其审计结论发表独立、客观、公正的审计意见，以合理保证审计报告使用者确认经过审计的会计报表的可靠程度。 审计实施的手段不同。政府审计是行政监督，是政府行为，所以是无偿审计；注册会计师审计是由中介组织——会计师事务所进行的，是有偿审计。 审计独立性不同。在我国，政府审计机构隶属于国务院和各



级人民政府领导，因此在独立性上体现为单向独立，即仅独立于审计第二关系人（被审计单位）；而注册会计师审计表现为双向独立，既独立于第三关系人（审计委托人），又独立于第二关系人（被审计单位）。

内部审计与注册会计师审计都是现代审计体系的组成部分，注册会计师审计为了提高审计效率往往需要借助内部审计，而内部审计部门也经常要求注册会计师提供管理建议书。但注册会计师审计与内部审计有很大区别：审计独立性不同。内部审计受本部门、本单位直接领导，仅仅强调与其他职能部门相对独立，与双向独立的注册会计师审计不可同日而语。审计方式不同。内部审计根据本部门、本单位经营管理的需要自觉施行，而注册会计师审计则是受托进行。审计内容和目的不同。内部审计的内容主要是审查各项内部控制制度的执行情况，提出各项改进措施；而注册会计师审计依据独立审计准则，主要围绕会计报表进行，是对审计后的会计报表发表审计意见。审计职责和作用不同。内部审计的结果只对本部门、本单位负责，对外不起鉴证作用，并向外界保密；而注册会计师审计需要对投资者、债权人以及社会公众负责，对外出具的审计报告具有鉴证作用。

#### 16. 注册会计师职业道德的基本准则有哪些？

注册会计师的职业道德，是指注册会计师在执业时所应遵循的行为规范，包括在职业品德、职业纪律、专业胜任能力及职业责任等方面所应达到的行为标准。

我国注册会计师职业道德的基本准则包括：

- （1）恪守独立、客观和公正的原则；
- （2）保持和提高专业胜任能力；
- （3）遵守独立审计准则等职业规范，合理运用会计准则及国家其他相关技术规范；
- （4）在维护社会公众利益的前提下，竭诚为客户服务；
- （5）与同行保持良好的工作关系，配合同行工作；
- （6）维护职业形象，不得有可能损害职业形象的行为。

#### 17. 什么是注册会计师的审计责任和被审计单位的会计责任？

注册会计师的审计责任是指注册会计师应对其出具的审计报告的真实性和合法性负责。具体而言，审计报告的真实性的指应如实反映注册会计师的审计范围、审计依据、实施的审计程序和应发表的审计意见；审计报告的合法性是指审计报告的编制和出具必须符合《中华人民共和国注册会计师法》和《独立审计准则》的规定。而公司所负的会计责任，是指上市公司管理当局有责任建立健全内部控制制度，保护资金的安全、完整，并保证会计资料的真实、合法和完整。

分清会计责任和审计责任，关键在于明确：注册会计师的审计责任不能替代、减轻或免除被审计单位的会计责任；为切实履行审计责任，注册会计师应具备足够的专业胜任能力，遵守应有的职业道德，并保持应有的职业谨慎态度；注册会计师的审计意见应合理地保证会计报表使用者确定已审会计报表的可靠程度，但不应被认为是对被审计单位持续经营能力及经营

效率、效果做出的承诺。

#### 18. 注册会计师的法律责任是什么？

注册会计师因违约、过失或欺诈给被审计单位或其他利害关系人造成损失的，按照有关法律和规定，注册会计师须承担相应的法律责任。注册会计师的法律责任包括行政责任、民事责任和刑事责任。行政责任是指注册会计师违反了法律、法规的有关规定，政府主管部门将依法对其进行行政处罚，包括对会计师事务所给予警告、没收违法所得、罚款、暂停执业、撤销等，以及对注册会计师给予警告、暂停执业、吊销注册会计师证书和宣布为市场禁入者等。民事责任是指会计师事务所给他人造成经济损失的，应予以赔偿。民事责任又包括对委托人的责任和对第三者的责任。刑事责任是指注册会计师犯有刑律禁止的行为（如欺诈），将会受到刑事追究（如判处一定期限的徒刑）。

#### 19. 什么是审计报告？审计意见的基本类型有哪些？

审计报告是注册会计师根据独立审计准则的要求，在实施了必要的审计程序后出具的，用于对被审计单位年度会计报表发表审计意见的书面文件。审计报告一般包括标题、收件人、范围段、意见段、签章、会计师事务所地址和报告日期等基本内容。

注册会计师根据审计结果和被审计单位对有关问题的处理情况，形成不同的审计意见，出具四种基本类型审计意见的审计报告：

（1）无保留意见的审计报告。无保留意见是指注册会计师对被审计单位的会计报表，依照中国注册会计师独立审计准则的要求进行审查后确认：被审计单位采用的会计处理方法遵循了会计准则及有关规定；会计报表反映的内容符合被审计单位的实际情况；会计报表内容完整，表述清楚，无重要遗漏；报表项目的分类和编制方法符合规定要求，因而对被审计单位的会计报表无保留地表示满意。无保留意见意味着注册会计师认为会计报表的反映是合法、公允和一贯的，能满足非特定多数利害关系人的共同需要。

（2）保留意见的审计报告。保留意见是指注册会计师对会计报表的反映有所保留的审计意见。注册会计师经过审计后，认为被审计单位会计报表的反映就其整体而言是恰当的，但还存在着下述情况之一时，应出具保留意见的审计报告：个别重要财务会计事项的处理或个别重要会计报表项目的编制不符合《企业会计准则》和国家其他有关财务会计法规的规定，而且被审计单位拒绝进行调整；因审计范围受到局部限制，无法按照独立审计准则的要求取得应有的审计证据；个别会计处理方法的选用不符合一贯性原则。

（3）否定意见的审计报告。否定意见是指与无保留意见相反，认为会计报表不能合法、公允、一贯地反映被审计单位财务状况、经营成果和现金流量情况。注册会计师经过审计后，认为被审计单位的会计报表存在下述情况之一时，应当出具否定意见的审计报告：会计处理方法的选用严重违反《企业会计准则》和国家其他有关财务会计法规的规定，被审计单位拒绝进行调整；会计报表严重歪曲了被审计单位的财务状况、经营成果和现金流量情况，而且被审计单位拒绝进行调整。

(4) 无法(拒绝)表示意见的审计报告。无法表示意见是指注册会计师说明其对被审计单位会计报表的合法性、公允性和一贯性无法发表意见。注册会计师在审计过程中,由于审计范围受到委托人、被审计单位或客观环境的严重限制,不能获取必要的审计证据,以致无法对会计报表整体反映发表审计意见时,应当出具无法表示意见的审计报告。

## 20. 律师在证券市场上发挥什么作用?

世界各国律师参与证券市场的形式并无实质性区别,最主要的都是以法律咨询的形式参与其中,向证券市场参与主体(主要是证券发行和交易的公司)提供法律帮助。若以律师与证券市场联系的密切程度以及是否形成专业的“证券律师”来划分,国际上律师参与证券市场的形式大致可分为两种:第一种是通常方式,即律师通过法律咨询的形式参与证券市场,他们以其知识和经验为客户提供法律帮助,律师不仅要审定公示文件的真实性、准确性和完整性,有时还要亲自起草“强制公开原则”所要求的为证券经销所必需的文件。采用通常方式的有英国、意大利、澳大利亚、新加坡等国。第二种是“证券律师”式,是指律师参与证券市场,提供法律咨询并起草证券经销所必备的文件,承担大量的监督责任,并由此形成一批专业化的“证券律师”及其自治组织“证券律师协会”。这种方式在美国最为典型。所谓证券律师,是指那些以其对法律的精通和对证券事务的特殊经验而受雇于专门处理与证券业务有关的法律事务,并承担一定的对证券市场的监督责任的律师。证券律师在帮助证券市场参与主体(主要是上市公司)遵守法律方面的作用非常广泛,几乎涉及证券业务的各个方面,由于美国证券法的“强制公开”原则对上市公司信息披露的要求范围很广,而几乎所有公示文件均需要律师主持或帮助编制,并需以律师意见作为佐证,律师不得不花大量精力于证券事务上,这样的律师业务逐渐专业化,最终产生了证券律师。

在我国,律师事务所从事证券法律业务的内容主要有以下两个方面:为公开发行和上市股票的企业出具有关法律意见书。承办律师应在审查有关事实和材料的基础上,依据法律规定、本行业公认的业务标准和道德规范,按照中国证监会规定的标准格式,草拟法律意见书初稿,经两位承办律师共同复核商定后,送律师事务所主任审批,并以公函发送委托人。律师及所在事务所应对出具的法律意见书的真实性、准确性及完整性进行核查和验证。如果出具的法律意见书虚假,或者有严重误导性内容和重大遗漏,律师及律师事务所应承担相应责任。审查、修改、制作上述机构的各种有关法律文件。此类文件包括:可行性研究报告、改组方案设计、公司章程草案等公司创立文件;招股说明书、企业债券发行章程等证券发行文件;证券承销协议等合同性文件;上市申请书、上市公告书等证券上市文件。律师在审查、修改、制作有关法律文件时,对其内容的真实性、准确性、完整性和合法性负有核查、验证的义务。

律师事务所的工作,是推动整个证券市场法制化建设的重要组成部分。从证券发行人的角度看,其创立、改组、发行、承销、上市等几乎一切环节都需要律师参与,上市公司资产重组协议的签订、起草和审查,日常股权纠纷的处理等具体事务也离不开律师。从证券投资人的角度看,其一切投资行为均以律师出具的法律意见书及律师审查、修改、制作的有关法律文件为根

本依据，投资人在交易过程中产生的交易纠纷也需要律师参与处理。从证券承销人角度看，其承销证券的资格、能力和资信状况都要经过律师的审查，企业申报材料的内容是否完备、合法也要律师把关。从证券管理机关的角度看，需要律师谨慎、诚实和勤勉尽责地履行职责，保障法制、法规的正确实施，推进证券市场形成公开、公平、公正的市场环境。

为了对律师事务所在证券市场活动加以正确引导，司法部、中国证监会于1993年1月12日发布了《司法部、中国证券监督管理委员会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》。规定从事证券法律业务的律师事务所必须有三名以上取得从事证券法律业务资格证书的专职律师，申请从事证券法律业务的律师应符合以下条件：有三年以上从事经济、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、中国证监会或司法部、中国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。

目前，我国具有从事证券业务资格的律师事务所300多个，具有从事证券业务资格的律师1000多人。

## 21. 什么是资产评估事务所？资产评估事务所在证券市场上发挥什么作用？

资产评估事务所，是指组织专业人员依照国家有关规定和数据资料，按照特定的目的，遵循适当的原则、方法和计价标准，对资产价格进行评定估算的专门机构。在资本市场上进行股票发行、上市公司收购兼并及财务报告的披露，一般都要进行资产评估。

资产评估作为对公司资产价格评定估算的过程与管理活动，具有以下几个基本特征：资产评估是将公司资产商品化和市场化的社会经济活动。资产评估是专业人员模拟市场对资产价格所进行的评定与估测。资产评估及其结果只是对资产在某一时点上价格的估计和说明。

由于资产评估的结果是确定交易价格（如折股数、收购价格等）的关键，因此要得到交易双方或多方的确认，就必须由大家公认的、独立的、专业化的机构来进行，这一机构就是资产评估机构。

国际上对资产评估机构的划分较为专业化，如我国香港的评估机构就分为房地产、机器设备和无形资产等几类，通常的名称为“测量行”、“测计师行”、“仲量行”、“物业顾问有限公司”等。目前，我国从事资产评估业务的机构，既有专业的资产评估事务所，也有具有资产评估资格的会计师事务所。

我国资产评估业是随着经济体制改革，特别是国有企业管理体制改革而产生的，近几年来发展迅猛，在证券市场上发挥着越来越重要的作用：

（1）国有企业的股份制改造需要进行资产评估。国有企业改革的主要形式是建立现代企业制度，而现代企业制度的最主要特征，一是法人财产制度，即由国家出资构造国有企业法人，企业拥有法人财产权，并且能自主处置法人财产，使企业做到有人负责，有能力负责。二是有限责任制度，即企业以其全部法人财产对其债务承担责任，出资者以其出资额为限，对企业承担责任。企业法人财产额以及出资者、经营者有限责任的确定，都必须对所拥有

或占有的资产价值进行评定估算。国有企业在改制上市发行新股时，为了防止国有资产流失，保护投资者的合法权益，对国有企业作为出资的实物、工业产权、非专利技术或土地使用权等，必须评估作价，核实财产，折合成股份。既不能高估作价，损害投资者利益，也不能低估作价，任由国有资产流失。因此，由独立的资产评估机构依据公平、科学、客观、独立的原则对国有企业的整体或部分进行资产评估已成为不可或缺的重要环节。

（2）上市公司资产重组需要进行资产评估。在现代市场经济中，一个公司的价值组成是极其复杂的，既包括有形资产，也包括无形资产，如商誉、字号、品牌等。因此，上市公司在进行收购、兼并等资产重组时，对有关企业的资产，包括整体资产或部分资产，都需要进行资产评估才能确认其真实价值，并且评估结果要由参与各方共同确认，才能达成协议。此外，一些上市公司增发新股或进行配股时，也需要进行资产评估。

（3）上市公司年度报告也可能涉及资产评估。上市公司每年公布年度报告或中期报告时，如果公司资产价值发生非经营性因素的变动，如土地使用权的增值等，也需要进行资产评估。

从 1990 年开始，我国有价证券市场逐步扩大，评估机构急剧增加。为加强规范化管理，国有资产管理局、中国证监会于 1993 年 3 月制定了《关于从事证券业务的资产评估机构资格确认的通知》，规定资产评估机构在从事证券业务时必须接受国资局和中国证监会的监督管理，申请从事证券业务资产评估的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三分之一。

（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，其中骨干人员应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年起，每年从业务收入中计提不少于 4% 的风险准备金。

## 22. 证券从业人员资格管理有哪些规定？

1995 年 4 月 8 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》（下称《暂行规定》），决定在我国建立证券从业人员资格考试和注册认证制度，由中国证监会负责实施。在证券市场规范化、法制化道路上迈出了重要一步。

《暂行规定》对从业人员的界定、申请条件、资格培训和考试、申请程序、资格维持、违规处罚等做出了规定。

证券从业人员是指证券中介机构（包括证券公司、信托投资公司、证券清算登记机构、证券投资咨询机构以及其他可经营证券相关业务的机构）中一些特定岗位的人员，可分为两类：

（1）管理人员，包括证券中介机构的总经理及负责证券业务的副总经理，证券经营、清算、登记、投资咨询机构内设各证券业务部门的正、副经理，及证券经营机构下设的证券营业部的正、副经理。

（2）专业人员，包括证券经营机构中从事证券代理发行、自营业务和投资咨询业务的人员，上市代表和各证券中介机构的电脑管理人员。中国证监会还可对认为有必要进行资格确认的人员提出要求。

从业人员必须取得证券从业人员资格证书方可从事相关证券业务。从业人员申请资格需同时具备： 基本条件。即具有中华人民共和国国籍，年满21岁且具有完全民事行为能力，品德良好，承诺遵守国家有关法规和行业规定，接受证监会监管。 必备条件。即最近五年内未受过刑事处罚或严重的行政处罚，具有规定的学历或工作经验，并通过了证监会统一组织的资格考试。

条件具备后可按《暂行规定》有关要求向证监会提出资格申请。

资格证书分为证券代理发行从业资格、证券经纪从业资格、投资顾问从业资格、证券中介机构电脑管理从业资格以及中国证监会认为需要认定的其他类别。前文所述的证券从业人员的管理人员中，正、副总经理需取得其中两类资格证书，业务部门正、副经理需取得相关资格证书；专业人员则需取得与所从事业务相对应的资格证书。

证券从业人员所在机构要及时向中国证监会报告所聘人员情况，如违规、任职变化等，中国证监会也将对已取得资格人员进行定期、不定期的检查。在资格申报过程中弄虚作假和取得资格后违反国家法规或《暂行规定》，中国证监会将给予不同程度的处罚。证券中介机构不得聘用不具备相应资格证书的人员从事相关证券业务。

对于从事证券相关业务的律师事务所、会计师事务所、审计师事务所和资产评估机构从业人员的资格管理，中国证监会会同财政部、国家审计署、国有资产管理局等有关部门颁布了相应的规定。

## 九、风 险

### 1. 为什么说证券市场是高风险市场？

证券市场是商品经济、信用经济高度发展的产物，是市场经济中的一种高级组织形态。其所以说证券市场是高风险市场，是因为证券价格具有很大的波动性、不确定性。这是由证券的本质及证券市场运作的复杂性所决定的。

(1) 证券的本质决定了证券价格的不确定性。从本质上说，证券是一种价值符号，其价格是市场对资本未来预期收益的货币折现。其预期收益受利率、汇率、通货膨胀率、所属行业前景、经营者能力、个人及社会心理等多种因素影响，难以准确估计，表现在价格上具有较强的不确定性。证券的这一本质属性，决定了以它为交易对象的证券市场从一形成起就具有高风险性。

(2) 证券市场运作的复杂性导致了证券价格的波动性。证券市场的运作过程，实际上是市场供给与需求之间由不平衡到平衡、由平衡到不平衡的循环往复过程，但与其他商品市场不同的是，证券市场的供需主体及决定供需变化的因素与机制更加复杂。从市场参与者来看，从政府到企业、从机构到个人，形形色色，非常广泛，他们在市场中的地位、对市场的熟悉程度、对市场的要求千差万别。从市场构成来看，包括发行主体、交易主体、中介机构等等，代表着不同的利益群体，内部运作机制各不相同。从交易工具来看，有债券、股票、基金及金融衍生商品等，各类工具在性质、交易方式、价格形成机制等方面既自成体系又彼此联系。在这一环境中，证券市场的价格表现得更加难以捉摸，不断波动甚至暴起暴落。

(3) 投机行为加剧了证券市场的不稳定性。在证券市场的运作过程中，投资与投机行为是相互伴生的。投机资本追逐利润的行为，加剧了市场价格波动。当投机行为超过正常界限，变成过度投机，则市场风险突现。例如，20 年代末美国股市出现投资大众化浪潮，投资者最少只需交 10% 保证金即可购买股票，信用交易条件之宽、规模之大空前绝后。股价逐日飚升，市场投机气氛炽热，道·琼斯指数从 1926 年的 120 点飞速达到 1929 年的最高点 386 点。最终，疯狂的投机导致更大幅度的灾难性暴跌，到 1932 年，道·琼斯指数下降 85%。

(4) 证券市场风险控制难度较大。客观上，证券市场涉及面广、敏感度高，社会、文化生活中的许多变化都会对市场风险的积聚产生影响，任何重大政治、经济事件都可能触发危机，对市场中的所有风险因素难以全面把握、控制。主观上，受监管能力及自律程度的局限，各类甘冒风险博取盈利的不规范、不自律行为难以杜绝，而对违规行为的发现、纠正则需有一段过程。诸如英国巴林银行因一个交易员大量进行日经指数期货投机而倒闭，香港百富勤公司因大量持有印尼债券而陷于财务困境最终清盘等事例，都说明证券市场风险无处不在、无时不在。

(5) 证券市场风险对社会、经济的冲击力、破坏力较大。证券市场是经济、社会的焦点，证券市场风险是各种经济矛盾、问题的集中体现。例如，美国 1929 年股市崩溃加剧了银行体系混乱，触发了信用危机。1929 年至 1930 年间有 6000 多家银行倒闭。股市崩溃后，投资者损失惨重，生产积压更为严重，失业人口达到 5000 万人。1929 年美国国民收入为 880 亿美元，1932 年

降至 400 亿美元。随着全球经济一体化的发展，资本可以在全世界流动，证券市场已从局部、区域性市场发展成全国性乃至国际性市场，国际政治、经济的风云变幻更可以通过证券市场这个链条在全球范围内迅速传播、扩大。

同成熟市场相比，我国证券市场起步晚，还处于初级阶段，上市公司、证券公司等市场参与者素质有待提高，投资者风险意识相对薄弱，监管手段有待完善，管理市场的经验还不成熟，市场所隐含的风险更大。所以，我们要充分认识防范和控制市场风险的必要性，把风险防范与控制当作市场建设过程中长抓不懈的重要工作。

## 2. 上市公司财务风险是什么？如何防范财务风险？

财务风险是指公司因筹措资金而产生的风险，即公司可能丧失偿债能力的风险。上市公司财务风险主要表现有：

（1）无力偿还债务风险。由于负债经营以定期付息、到期还本为前提，如果公司用负债进行的投资不能按期收回并取得预期收益，公司必将面临无力偿还债务的风险，其结果不仅导致公司资金紧张，也会影响公司信誉程度，甚至还可能因不能支付而遭受灭顶之灾。

（2）利率变动风险。公司在负债期间，由于通货膨胀等的影响，贷款利率发生增长变化，利率的增长必然增加公司的资金成本，从而抵减了预期收益。

（3）再筹资风险。由于负债经营使公司负债比率加大，相应地对债权人的债权保证程度降低，这在很大程度上限制了公司从其他渠道增加负债筹资的能力。

财务风险按发生的原因可分为自然风险、政治风险和经济风险，按风险影响范围的大小可分为系统风险和非系统风险，按财务风险强弱可分为轻度风险、中度风险和破产风险。

防范财务风险的具体措施很多，主要有以下三种：

（1）有意回避法。在调查研究的基础上，设法回避一些风险程度大而且很难把握的财务活动。

（2）多角化风险控制法。即多投资一些不相关的项目，多生产、经营一些利润率独立或不完全相关的商品，使高利和低利项目、旺季和淡季、畅销商品和滞销商品在时间上、数量上互相补充或抵销，以弥补因某一方面的损失给公司带来的风险。

（3）风险转移法。即采用保险、担保等方法将部分风险转嫁的做法。

## 3. 证券公司的风险有哪些？

从我国证券市场的运行情况来看，证券公司主要面临以下五个方面的风险。

第一，承销风险。承销风险主要有以下三个方面：证券公司往往要花费很多时间和精力来力争成为上市公司发行新股主承销商，但由于竞争激烈，许多证券公司即使投入再大，也难以获得一家主承销商资格；已成为主承销商的证券公司，也面临一个能否实现承销计划的问题，特别是在二级市场低迷的情况下，还存在因认购不足而不得不自己认购的可能；在包销



配股的情况下，证券公司极可能买下销售不出去的股票，甚至对认购的转配股作长期投资，这就是配股承销风险。

第二，自营风险。同一般的投资者一样，证券公司在二级市场上从事自营业务同样面临着多方面的风险。由于对市场上的行情判断失误，买进或卖出股票的时机不对，以及证券投资组合不当等等，都可能遭受损失。

第三，资金流动性风险。资金流动性风险，是以高负债水平为特征的金融机构面临的共同难题。证券公司的资金流动性风险，是指证券公司不能如期满足客户提款取现（如客户提取股票交易保证金），或不能如期偿还流动负债而导致的财务困境。香港百富勤集团的倒闭，就是因为流动性风险的爆发而引致的。目前我国投资者从事 A 股、国债和基金交易时，资金的清算和结算都是通过委托证券公司来完成的，资金账户也设立在证券公司，这给证券公司非法挪用客户保证金进行自营，允许客户透支或进行其他获利行为创造了机会，同时也潜伏着极大的流动性风险。如何解决这一问题，是进一步规范证券公司行为的重点内容之一。

第四，内部管理风险。其表现形式多种多样，如交易电脑系统出现故障，业务人员工作疏漏造成交易差错，业务人员从事内幕交易和违法违规操作而造成巨额损失，业务往来中金融诈骗，重大项目投资或新业务决策失误等等。随着证券公司分支机构的不增加和证券公司业务的逐步多元化，证券公司内部管理风险将越来越大。

第五，生存风险。我国目前小的证券公司资产额仅有几千万元，较大的证券公司如申银万国、国泰、南方、华夏等全国性证券公司的注册资本也都在 10 亿元左右，与发达国家的证券公司相去甚远。且大部分证券公司仅仅经营证券经纪业务，过分依赖于单一的佣金收入。一旦交易变淡，这些证券公司的佣金收入就会锐减，一些证券公司维持自身的运营都存在较大压力。

#### 4. 证券结算的风险有哪些？

证券结算的核心，是买卖双方能够按照约定条件足额、及时履行交收责任。因此，证券结算的风险，归根到底表现为交收责任不能正常履行的风险。从形成原因来划分，证券结算的风险有四类：信用风险、流动性风险、操作性风险和系统性风险。

（1）信用风险。它是因交易一方不能履行或不能全部履行交收责任而造成的，这种无力履行交收责任的原因往往是破产或其他严重财务问题。信用风险可进一步分为本金风险和重置风险。如当一方不足额交收时，另一方有可能收不到或不能全部收到应得证券或价款，造成已交付的价款或证券的损失，这就是本金风险；违约方违约造成交易不能实现，未违约方为购得股票或变现需再次交易，因此可能遭受因市场价格变化不利而带来的损失，这就是重置风险。

例如，甲、乙为交收对手，T 日以每股 10 元的价格成交 1 万股股票，约定 T+1 日交收。甲方在 T+1 日支付了乙方 1 万股股票，不料，T+1 日乙方因出现严重财务问题而破产。经过执法机关处理，后来甲方索回了 5 万元债款，另 5 万元就无法追回，甲方因此遭受了乙方不足额交收而带来的 5 万元损失。除此以外，甲方预期该只股票在 T+1 日会跌至每股 9 元，本打算在 T+1 日收到价款后低价买进，但由于 T+1 日应收资金未入账，甲方因此又损失了 1 万

元。乙方破产给甲方带来共计 6 万元的两种损失，其中 5 万元为本金损失，1 万元为重置损失。

（2）流动性风险。它是因交易一方不能及时履行交收责任而造成的。同信用风险比较，流动性风险是交收的时效性不够而引致的风险。流动性风险一般不会产生本金亏蚀，但会增大重置风险，给被违约方造成严重的经济损失。资产是讲求流动性的，如果所购得的证券或账面上的现金不能动用，会极大限制所有者的资产支配权并给其带来损失。实际生活中，如果一方不能及时交付证券或价款，造成其对手所得证券不能及时卖出，或者价款不能及时动用，被违约方往往为了保证其他合约的履行，而到市场上变现其他资产、拆借资金或证券，不仅被动且增大了成本。

例如，甲方与乙方约定最迟在周三向乙方支付某项工程款 10 万元，甲方没有其他筹资渠道，只能于周一在证券市场上以 10 元价格卖出 1 万股 A 股股票，交收对手为丙。丙本应在周二向甲付款，不幸因某种原因只能延迟到周五。结果，周二甲未能按约向乙划款，这就是流动性风险。

（3）操作性风险。它是因结算运作过程中的电脑或人为的操作处理不当而导致的风险。过去实物股票运作中，由于手工处理较多，存在严重的操作性风险，特别当交易量突然增大时，极易造成交收延误。证券无纸化后，手工操作已大为减少，但不能忽视因电脑自身软、硬件故障而导致的结算延误。

（4）系统性风险。受上述三类风险的影响可能不止一、两个当事证券公司或当事人，有时可能对整个证券业、甚至整个经济领域产生连锁性的不利影响，这时候市场就会产生系统性风险。

结算风险的大小与市场结算制度、结算系统软硬件配置、信用制度等方面的完善程度密切相关。中央结算公司、证券无纸化、净额清算、货银兑付、滚动交收等都为防范和化解结算风险提供了组织与制度保证。目前，我国证券市场采取中央结算模式，结算公司作为买卖双方对手保证交收，并采用净额清算和 T+1 交收制度完成与会员间的日常结算，对于控制结算风险起到了一定作用。值得注意的是，由于现时证券商自律管理不严，存在一定数量的透支交易和其他非法经营行为，隐含着诱发信用风险的可能性；我国银行资金调度效率、准确性在一定程度上也对结算速度产生不良影响；在技术系统快速发展过程中，系统性能也存在着一定的不稳定性，这些都给结算公司甚至市场带来了风险。当前防范结算风险，一要加强会员备付金和证券账户的管理，防止出现买空、卖空；二要注重技术系统的改进和维护，提高资金运作效率，保障数据安全；三要建立市场风险基金。此外，还要加强市场监管，规范市场主体行为，增强市场参与者自律意识和风险意识。

## 5. 各种金融工具的风险和收益有哪些内在联系？

金融工具是在信用活动中产生的能够证明资产交易、期限、价格的“书面文件”，它对于债权债务双方所应承担的义务与享有的权利均有法律约束意义。

随着信用关系和信用形式的不断发展，金融工具日益增多。在现实经济活动中，人们往往采取不同的方法和标准，对种类繁多的金融工具进行分类：

按期限长短划分，有货币市场金融工具和资本市场金融工具。前者期限短，一般为 1 年以下，如商业票据、短期公债、银行承兑汇票、可转让大额定期

存单、回购协议等；后者期限长，一般为1年以上，如股票、企业债券、国库券等。按发行机构划分，有直接融资工具和间接融资工具。前者如政府、企业发行或签署的国库券、企业债券、商业票据、公司股票等；后者如银行或其他金融机构发行或签发的金融债券、银行票据、可转让大额定期存单、人寿保险单和支票等。按投资人是否掌握所投资产品的所有权划分，可分为债权凭证与股权凭证。按金融工具的职能划分，有股票、债券等投资筹资工具和期货合约、期权合约等保值投机工具等。

任何一种金融工具都具有风险性和收益性双重特点。金融工具的风险性，是指购买金融工具的本金遭受损失的可能性。本金受损一般来自两个方面：一是债务人一方不履行合约，不按期偿还，这种风险称为信用风险；二是指由于金融工具的市场价格下跌，导致本金亏蚀，这种风险称为市场风险。金融工具的收益性，是指金融工具能为持有者定期或不定期带来的收益回报。它也包括两个方面：一是固定收益，如债券持券人可按债券票面上注明的利率取得固定利息收益；二是即期收益，如股票按市场价格出卖时，获得的差价收益。

然而，不同金融工具的收益和风险及其内在联系是有很大差异的。一般来说，资本市场金融工具收益高于货币市场金融工具收益，直接融资金融工具收益高于间接融资金融工具收益，股权凭证收益高于债权凭证收益。各种金融工具的收益与风险呈正相关关系，高收益的金融工具往往风险也高，低收益的金融工具往往风险亦低。各种金融工具收益与风险的内在联系如图9-1所示：

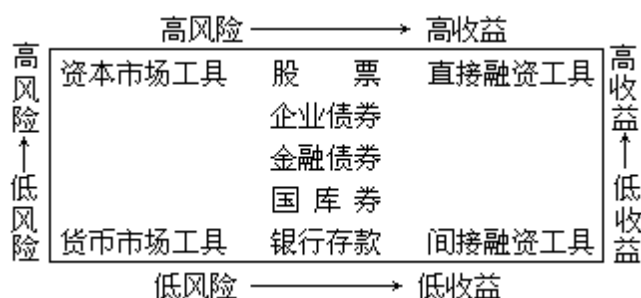


图9—1

各种金融工具存在不同的风险与收益，是由不同金融工具的本质特征决定的。货币市场金融工具期限短，如银行活期存款的偿还期几乎为零，因而风险小；而资本市场金融工具期限长，如股票的期限则无限长，故风险大。政府以外的直接融资金融工具发行人，信用度不如银行等金融机构，因而信用风险相对大；反之，间接融资金融工具风险就小得多。金融工具表现出的风险与收益的对应关系，是由债权人或投资者的心理和行为决定的。在收益相同的情况下，债权人或投资者绝不会选择高风险的金融工具。为了追求较大的收益，投资者必然要承受更高的风险。

## 6. 为什么要对投资者进行风险教育？个人投资者进入证券市场可能会遇上哪些风险？

对投资者进行风险教育，是指通过各种行之有效的途径和方式，让投资者掌握证券市场投资知识，提高风险意识，增强防范风险和承受风险的能力。

(1) 风险教育是保护投资者利益的需要。保护投资者利益,是我国证券市场发展与监管的重要内容。保护投资者利益,一方面要靠规范运作,防止市场过度投机,避免市场大起大落,减少投资者不应有的损失。另一方面则有赖于加强风险教育,提高投资者自身防范风险和抗风险的能力。这是因为我国证券市场还是一个新兴市场,市场发育与市场监管都还不成熟,影响市场的不确定性因素很大,从而加剧了市场风险。如果投资者缺乏风险意识和防范风险的能力,就会被市场波动和各种真假信息、传言搞得晕头转向,一有风吹草动,就会惶恐不安,不知所措。这一方面可能使一些投资者错过难得的投资机会,另一方面也可能造成较大的经济损失,甚至引起心理失衡,由此产生不良的后果。因此,从保护投资者利益出发,风险教育势在必行。

(2) 风险教育是帮助投资者了解和认识市场的需要。据统计,在我国现有 3000 多万个个人投资者中,有 70% 左右是 1996 年以后入市的。这些投资者对证券市场了解甚少,认识就更有限。许多投资者不懂得投资技巧与方法,也不会作宏观分析、企业分析、市场分析。轻信市场传言,盲目跟风,追涨杀跌,这就大大增加了入市的风险性。风险教育的目的就在于帮助投资者了解市场,认识市场,让投资者懂得证券市场投资的基本规则,学会分析、判断与操作的方法,提高风险意识,增强防范风险的能力,做一个理性的、成熟的、高素质的投资者。

(3) 风险教育是保证证券市场健康发展的需要。证券市场是以承受高风险、追求高收益为驱动力的,极易诱发冒险之风。证券市场风险的积聚和爆发,会极大地损害证券市场的健康发展。1929 年 10 月前的美国纽约股市,个人投资者蜂拥入市,机构投资者兴风作浪,掀起了一场疯狂的投机浪潮,投资者用自己的冒险投机行为推动了股市暴涨,累积了日益增大的市场风险,结果导致了股灾的发生,不仅投资者损失极为惨重,而且美国股市也几乎崩溃。因此,对投资者进行风险教育,培养理性投资,减少投资风险,有利于减少和化解市场风险,从而有利于保证证券市场健康发展。

对投资者进行风险教育的一个重要方面,就是要告诫投资者,进入证券市场可能会遇到的风险。这些风险主要有:

(1) 市场价格波动风险。无论是成熟股市,还是新兴股市,价格波动风险都是存在的。因为波动是股市的本质特征,是不可避免的。但在新兴股市,价格波动大,风险也大。在大的价格波动中,盲目的股票买卖往往给投资者特别是短线投资者带来巨大损失,尤其是在高位跟进的个人投资者可能长期得不到解套减亏的机会。

(2) 上市公司经营风险。证券市场交易的股票本身没有使用价值,仅仅具有交换价值,其交换价值大小由上市公司的经营业绩决定。然而,上市公司本身的经营是有风险的,经营业绩有很大不确定性。在我国,亏损的上市公司不乏其例,净资产收益率达不到同期银行 1 年期存款利率的更不是少数。这将直接影响其股票的市场价格。有的上市公司公布业绩后,股票价格连续几个跌停板,就是上市公司经营风险造成的。

(3) 政策风险。政策风险在新兴股市表现得尤为突出。首先,作为新兴市场,从试点到规范运作,有一个政策、法规出台和调整过程。每一项政策、法规出台或调整,对证券市场都会有一定的影响,有的甚至会产生很大的影响,从而引起市场较大波动。其次,经济政策调整,如银行利率的提高或下调,产业或区域政策的调整,税率的变化等,这些经济政策调整的本意不是

针对股市的，但对股市却有较强的影响，股票价格有可能出现较大幅度的上涨或下跌，政策风险也就显示出来了。

## 7. 信用评级与风险防范有什么关系？

证券市场的风险来源于不确定性，而不确定性主要是由市场上各参与者之间市场信息不完全和信息不对称引起的。如果人们能充分、及时地收集和传播信息，就能把不确定性减少到最低限度，有效地控制风险。信用评级就是弥补信息不完全性和不对称性的一项重要制度。在西方发达国家，信用评级制度已成为证券市场风险监控的主要手段之一。

信用评级制度对证券市场风险防范和稳定发展的作用，主要体现在以下几方面：

（1）信用评级的结论以简单明了的方式传递给投资者，帮助投资者迅速判别某些债券是否能满足自己的投资风险策略，减少不确定性，降低信息成本，方便投资者根据自己风险收益的偏好选择投资组合。一旦信用评级机构在市场上站住脚，树立了权威性，机构投资者和中小投资者都愿意利用其评价结论，市场盲目性就会减少。

（2）信用评级的结论可供市场监管者用于机构的风险管理。信用评级中最重要的内容，是对评价对象的风险性进行评估。根据信用评级的结论，市场监管者对风险隐患的大致方位和强度心中有数，有利于采取及时措施进行监控。在英国，如果证券经纪人和交易商经营的债务工具被评为投资级，则监管当局对其投资组合中资本对资产的比例要求较低。在美国，评级机构在减少政府直接干预，通过市场机制保持金融体制稳定方面，发挥了重大作用。

（3）证券市场信用评级，有助于筹资者筹资和金融中介机构的操作。评级可以扩大筹资渠道，并使之更稳定。如果评级的结果广为传播，被大的投资者所接受，则小投资者势必跟进，有利于债券的销售。投资者越多，筹资者寻求评级的动力就越大。评级还可防止处于优势地位的证券承销商对筹资者施加苛刻的发行条件。信用评级可以帮助银行、证券公司等中介机构为其客户的债券寻求更多的投资者，还可帮助他们在证券经营中进行风险管理和市场定价。

西方发达国家的信用评级制度已相当发达。世界上著名的信用评级公司主要有穆迪公司和标准·普尔公司，其业务遍及全世界。我国的信用评级制度刚刚起步，现有的 50 多家评级机构中只有 20 多家是独立法人，其中经中国人民银行总行批准的全国性评级机构只有两家：中国诚信证券评估有限公司和大公国际资信评估有限公司。我国目前信用评估中存在的主要问题是：评级机构受行政干预多，评级缺乏统一的规范，可比性差，相关法律不健全，专业人才缺乏，评估的准确性较差。随着我国证券市场规模的不断扩大，我国的信用评级制度亟待完善。

## 8. 外汇市场风险与证券市场风险有什么关联？

外汇市场风险，分为一般性外汇市场风险和突发性外汇市场风险。一般性外汇市场风险，是指在开放经济条件下，由于汇率的日常波动而引起的收益损失。突发性外汇市场风险，是指一国货币在国际货币市场上出现大幅度

贬值，外国投资者和投机者争相抛售该国货币的可能性。这种可能性一旦变为现实，就成为人们经常所说的金融危机或货币危机。从某种程度上讲，一般性外汇市场风险，不会对社会经济产生严重影响。因此，人们把更多的注意力放在突发性外汇市场风险上。

突发性外汇市场风险对国民经济的发展会造成难以弥补的消极影响。一旦一国的经济出现问题，国际外汇炒家就会乘虚而入，疯狂炒卖该国货币，使之贬值。在这种情况下，外国投资者会纷纷撤离以回避风险。该国货币在外汇市场上承受越来越大的贬值压力。为了拯救本国货币，政府一般都拿出巨额外汇储备在市场上抛售，如果还不能平衡国际市场上本国货币的供求关系，金融危机就不可避免地来到了。金融危机严重时可以摧毁一国的经济，短期内可引发通货膨胀，推高利率，打击国内经济，加重外债和动摇外国投资者信心。

外汇市场风险和证券市场风险是紧密联系在一起的，尤其是在开放程度较高的经济中，它们可以说是互为因果。当一国的货币贬值时，外国投资者为了规避汇率风险和市场风险，减少贬值给他们带来的损失，会撤走热钱（短期国际资本），造成证券市场的剧烈波动。

现实中的股票市场风险和外汇市场风险，是由整个国家的宏观经济运行状况决定的。例如，自1997年下半年开始，东南亚地区一些国家在政局不稳的同时，经济增长放缓、企业倒闭频繁、金融机构坏账骤增等不利消息又接二连三地出现，以致各股市首当其冲，股价跌至新低。影响所及之处，外资纷纷撤离，造成货币市场动荡不安，给国际外汇投机者以可乘之机，最终形成了波及全地区的金融风暴，各国货币纷纷大幅贬值。在香港市场上，国际投机者同时向外汇市场和证券市场发起攻击，企望双管齐下击败港元，从中获得暴利。由于香港经济状况良好，中国政府和香港特别行政区政府下决心采取措施维护联系汇率制度，香港的汇市和股市才没有受到太大的伤害。

虽然在开放经济中证券市场和外汇市场的风险是紧密相关的，但发展证券市场对于减少外汇市场风险却具有相当重要的作用。如果通过证券市场的直接融资能够满足长期投资需要，对短期外国资本的依赖就会减少。亚洲一些国家习惯于依赖短期外国贷款来促进投资，其银行和非银行金融机构又热衷于投资不动产，这是亚洲一些国家经济发展中的一大问题。

我国现阶段外汇市场和证券市场都是保持适度有限开放的。外汇市场风险和证券市场风险的联系，还没有达到东南亚某些开放国家的密切程度，但我们应未雨绸缪，防患于未然。因此，在推进外汇市场和证券市场进一步深化改革时，应密切注意两者间的内在联系。

## 9. 什么是泡沫经济？泡沫经济有什么危害？

泡沫经济是指一种或一系列资产在经历一个连续的涨价过程后，其市场价格远远高于实际价值的经济现象。在泡沫经济的形成过程中，开始的价格上升会使人们产生还要涨价的预期，于是又吸引了新的买主，这些新的买主一般只是想通过未来价格的变化牟取利润，并不关心这些资产本身的状况和盈利能力。当这种行为成为一种普遍的社会现象时，社会资产所表现的账面价值大大高于其实际价值，于是就形成一种所谓的“泡沫经济”。

“泡沫经济”一般通过股票市场和房地产市场得以直观地反映。以日本

为例，1986年初，日本的日经225股票指数为13000点，到了1989年则上涨到39000点；该年第四季度，在东京证券交易所上市的股票市价总值达到了600万亿日元，为日本当时的名义国民生产总值的1.5倍。同期日本房地产价格也急剧上涨，1985年日本土地资产额为176万亿日元，1989年达到521万亿日元，4年间价格上升近2倍。

泡沫经济一旦形成，对经济发展的危害是很大的。泡沫经济影响国民经济的平衡运行，破坏国民经济的结构和比例。泡沫经济是由虚假的高盈利预期的投机带动起来的，它并不是实际经济增长的结果。它的产生和形成使国民经济的总量虚假增长、结构扭曲。价格总要回归价值，泡沫经济也总有破灭的一天。一旦泡沫破灭，在泡沫形成过程中发生的债权债务关系就难以理顺，形成信用危机，这将给国民经济的运行带来相当大的冲击和危害。以日本为例，泡沫经济崩溃后的第一大难题就是出现了金融机构大量的不良债权。经过五六年的消化，日本的银行至今还有30万亿日元的不良债权，这就像一颗定时炸弹，威胁着金融系统的安全。上市公司也受到打击。股价下跌后，其筹资能力和偿债能力会大大削弱。助长投机行为，并导致贫富两极分化。对股票或房地产的狂热投机行为，打击了实业投资者的积极性，同时加大了社会的两极分化。

#### 10. 什么是股灾？股灾对金融市场和经济发展有什么影响？

股灾是股市灾害或股市灾难的简称。它是指股市内在矛盾积累到一定程度时，由于受某个偶然因素影响，突然爆发的股价暴跌，从而引起社会经济巨大动荡，并造成巨大损失的异常经济现象。

股灾不同于一般的股市波动，也有别于一般的股市风险。一般来说，股灾具有以下特点：突发性。世界各个国家和地区发生的每次股灾，几乎都有一个突发性暴跌阶段。破坏性。股灾毁灭的不是一个百万富翁、一家证券公司和一家银行，而是影响一个国家乃至世界的经济，使股市丧失所有的功能。一次股灾给人类造成的经济损失，远超过火灾、洪灾或强烈地震的经济损失，甚至不亚于一次世界大战的经济损失。联动性。一是经济链条上的联动性，股灾会加剧金融、经济危机。二是区域上的联动性，一些主要股市发生股灾，将会导致区域性或世界性股市暴跌。不确定性。在股灾发生之前，人们很难准确预测或判断股灾会在什么时候发生，股市暴跌幅度有多大和持续时间有多长，也很难预期股灾对金融和经济乃至人们的社会心理产生多大的负面影响。股灾的不确定因素很多，就如同地震难以准确预测一样。

股灾对金融市场影响极大。作为金融市场一部分的证券市场，每次股灾，必将对整个金融市场带来重大影响。股灾表现为股票市值剧减，使流入股市的很大一部分资金化为乌有；股灾会加重经济衰退，工商企业倒闭破产，也间接波及银行，使银行不良资产增加；在股市国际化的国家和地区，股灾导致股市投资机会减少，会促使资金外流，引发货币贬值，也冲击着金融市场。总之，股灾会从多个方面导致金融市场动荡，引发或加剧金融危机。例如，1929年美国股灾，首先受冲击的就是金融市场。美国倒闭破产的银行，从1929年的659家增至1931年的2294家，从而使得整个金融市场陷入极度混乱状态。

股灾对经济发展的影响也很巨大。股市是国民经济的“晴雨表”，股灾

的发生往往是经济衰退的开始。股灾引起人们对经济前景极度悲观，导致投资锐减，社会总需求下降，生产停滞，国民收入减少，经济陷入恶性循环。1929 年股灾导致全球经济危机就是一个典型例子。美国私人投资由 1929 年的 160 亿美元减至 1933 年的 3.4 亿美元，工业生产 1933 年比 1929 年下降了 50%，国民收入由 1929 年的 878 亿美元降至 1933 年的 402 亿美元，下降了 54.22%。受美国经济危机的影响，又爆发了世界性经济危机，英国、法国、德国等经济发达国家无一不陷入严重的经济困境之中，整个西方世界经济倒退了几十年，直到 20 多年后才得以恢复。

## 11. 南海泡沫事件是怎么形成的？

南海泡沫事件是世界证券市场首例由过度投机引起的经济事件。“泡沫经济”或“气泡经济”一词也是源于南海泡沫事件。

南海泡沫事件的始作俑者是英国的南海公司。南海公司成立于 1711 年，成立之初，为支持英国政府债信的恢复，该公司认购了总价值近 1000 万英镑的政府债券。作为回报，英国政府对该公司经营的酒、醋、烟草等商品实行了永久性退税政策，并把对南美的贸易垄断权给予了它。南海公司在成立之初就有一个众所周知的企图，这就是攫取蕴藏在南美东部海岸的巨大财富。当时，人人都知道秘鲁和墨西哥的地下埋藏着巨大的金银矿藏，只要能把英格兰的加工商送上海岸，数以万计的“金砖银石”就会源源不断地运回国内。社会公众对南海公司的发展前景充满了信心，同时股票供求关系严重失衡，使得南海公司的股票多年来一直十分抢手，价格不断上涨。

1719 年，英国政府允许中奖债券与南海公司股票进行转换。同年年底，南美贸易障碍的扫除，加上公众对股价上扬的预期，促进了债券向股票的转换，进而带动了股价上升。从 1720 年 1 月起，南海公司的股票价格直线上升，从 1 月的每股 128 英镑上升到 7 月份的每股 1000 英镑以上，6 个月涨幅高达 700%。

在南海公司股票价格扶摇直上的示范效应下，全英 170 多家新成立的股份公司的股票以及所有的公司股票，都成了投机对象，社会各界人士，包括军人和家庭妇女，甚至物理学家牛顿都卷入了这股漩涡。人们完全丧失了理智，他们不在乎这些公司的经营范围、经营状况和发展前景，只相信发起人说他们的公司如何能获取巨大利润，人们唯恐错过大捞一把的机会。一时间，股票价格暴涨，平均涨幅超过 5 倍。

然而，南海公司的经营并未如愿，赢利甚微，公司股票的市场价格与上市公司实际经营前景完全脱节。

1720 年 6 月，为了制止各类“泡沫公司”的膨胀，英国国会通过了“反泡沫公司法”（The Bubble Act）。自此，许多公司被解散，公众开始清醒过来。对一些公司的怀疑逐渐扩展到南海公司身上。从 7 月份开始，外国投资者首先抛出南海股票，撤回资金，军队下达了要求军人回到岗位的命令。随着投机热潮的冷却，南海股价一落千丈，9 月份直跌至每股 175 英镑，12 月份最终跌为 124 英镑。“南海气泡”终于破灭。

1720 年底，政府对南海公司资产进行清理，发现其实际资本已所剩无几，那些高价买进南海股票的投资者遭受了巨大损失。“南海泡沫”事件使许多地主、商人失去了资产，也引发了政治问题。此后较长一段时间，民众



对参与新兴的股份公司，闻之色变，对股票交易也心存怀疑。直到一个世纪以后，股份公司和股票市场才得以重新正名。

## 12. 1929 年美国股灾及其危害是什么？

1929 年 10 月发生的纽约股灾，是美国历史上影响最大、危害最深的经济事件。这场股灾持续时间长达 4 年之久，影响波及英国、德国、法国、意大利、西班牙等国家，最终演变成西方资本主义世界的经济大危机。

股灾前的美国经济，呈现一派繁荣的景象，股市交投也异常活跃。1929 年 1 月 2 日，纽约证券交易所新年开市的第一天，买单就像雪片一样飞来，股市价格大增，华尔街沉浸于一片兴奋和狂热之中。

然而，9 月 5 日，股市出现了一次严重的下挫，这是几个月来连续上升过程中的第一次下跌，使投资者信心开始动摇。

10 月 24 日，恐慌性抛售高达近 1300 万股。纽约数家主要银行迅速组成“救市基金”，纽约证券交易所总裁理查德·韦尼亲自购入股票，希望力挽狂澜。但大厦将倾，独木难支。10 月 28 日，道·琼斯指数再次下跌约 50 点。10 月 29 日，道·琼斯指数一泻千里，至此，股价指数已从最高点 386 点跌至 298 点，跌幅达 22%。11 月，股市跌势不止，滑至 198 点，跌幅高达 48%。

翌年，股市凭借残存的一丝牛气，在 1~3 月大幅反弹，并于 4 月重新登上 297 点。此后又急转直下，从 1930 年 5 月到 1932 年 11 月，股市连续出现了 6 次暴跌，道·琼斯指数跌至 41 点。与股灾前相比，美国钢铁公司的股价由每股 262 美元跌至 21 美元，通用汽车公司从 92 美元跌至 7 美元。

这次股灾彻底打击了投资者的信心。人们闻股色变，投资心态长期不能恢复。直至 1954 年，道·琼斯指数才重新回到 1929 年的高点。股市危机、银行危机与整个经济体系的危机，是个相互推动的恶性循环。股市暴跌后，投资者损失惨重，消费欲望大减，商品积压更为严重。同时，股市和银行出现危机，使企业找不到融资渠道，生产不景气，反过来又加重了股市和银行的危机，国民经济雪上加霜。由于美国在世界经济中占据着重要地位，其经济危机又引发了遍及整个资本主义世界的大萧条：5000 万人失业，无数人流离失所，上千亿美元财富付诸东流，生产停滞，百业凋零。

纽约股市崩溃发生之后，美国参议院即对股市进行了调查，发现有严重的操纵、欺诈和内幕交易行为。1932 年银行倒闭风潮，又暴露出金融界的诸多问题。在痛定思痛、总结教训的基础上，从 1933 年开始，罗斯福政府对证券监管体制进行了根本性的改革，建立了一套行之有效的以法律为基础的监管构架，重树了广大投资者对股市的信心，保证了证券市场此后数十年的平稳发展，并为世界上许多国家所仿效。这样，以 1929 年大股灾为契机，一个现代化的、科学的和有效监管的金融体系在美国宣告诞生。经历了大混乱与大崩溃之后，美国股市终于开始迈向理性、公正和透明。

## 13. 1987 年全球股灾是怎么回事？

1987 年的全球股灾，是指以美国纽约股市暴跌为开端，并迅速引起西方主要国家股票市场连续大幅下挫的过程。这是迄今为止影响面最大的一次全

球性股灾。

这次股灾是从 1987 年 10 月 19 日开始的。上午 9 时 30 分，纽约股市一开盘，道·琼斯指数经过一段颤动后突然下跌，惊慌失措笼罩了整个纽约股市，投资者纷纷抛售股票，急迫到不计价格的地步。一直到休市，道·琼斯指数暴跌 508.32 点，跌幅达 22.62%，超过了 1929 年 10 月 29 日纽约股市暴跌的纪录。如果将抽象的指数折算成货币，这一天纽约股市下跌使市场丧失了 5000 亿美元的市值。这个数目几乎相当于当年美国国内生产总值的八分之一。

美国股市暴跌，迅速蔓延全球。10 月 19 日，英国伦敦《金融时报》指数跌 183.70 点，跌幅为 10.8%，创下了英国股市日最大跌幅；日本东京日经指数 10 月 19 日跌 620 点，20 日再跌 3800 点，累计跌幅为 16.90%；10 月 19 日香港恒生指数跌 420.81 点，下跌 11.2%。10 月 19 日或 20 日，法国、荷兰、比利时和新加坡股市分别下跌 9.7%、11.8%、10.5%和 12.5%，巴西、墨西哥股市更是暴跌 20%以上。

经过 10 月 19 日、20 日暴跌后，全球股市危机并没有结束。10 月 23 日，心慌意乱的投资者又开始在外汇市场上抛售美元，抢购硬通货，造成美元大幅贬值。10 月 26 日，受美元贬值和周边市场股市暴跌不止的影响，道·琼斯指数再次暴跌 156.63 点，跌幅为 8.03%；日本日经指数下跌 4.75%，法国、瑞士、联邦德国股市分别下跌 7.0%、10.0%和 10.1%。香港股市在被迫停市 4 天之后，26 日上午 11 点复市，积压数日的抛单汹涌而出，市场根本无法接单。至休市，香港恒生指数暴跌 1120.7 点，日跌幅高达 33.33%，创世界股市历史上的最高跌幅纪录。

整个 1987 年 10 月，股灾造成了世界主要股市的巨大损失。美国股票市值损失 8000 亿美元，日本损失 6000 亿美元，英国损失 1400 亿美元，台湾损失 320 亿美元，香港损失 300 亿美元。这次股灾共造成世界主要股市损失达 17920 亿美元，相当于第一次世界大战直接和间接经济损失 3380 亿美元的 5.3 倍。

1987 年全球股灾，是一系列因素共同促成的必然结果：自 1983 年起，美国以至整个西方经济进入了一个持续增长期，同时整个西方国家的股市也进入了前所未有的全面牛市之中。1982~1987 年，美国道·琼斯指数上涨了 2 倍多，意大利、日本、联邦德国股市也分别上涨了 3.56 倍、3.51 倍和 1.6 倍。但在 1987 年，西方国家的经济已出现了经济衰退的迹象，它已无法支持股市上涨。美国经济债台高筑，外贸赤字增加。1986 年，美国财政赤字 2210 亿美元，外贸赤字 1562 亿美元，外债更是高达 2636 亿美元。美国已沦为世界最大债务国。大量游资涌入美国，一旦投资者对前景看淡时，曾经造成股市大幅上扬的游资在经济衰退时就会撤资离场，从而成了股票狂泻和美元贬值的动力。西方各国在协调经济发展中不断发生摩擦，这必然会影 响世界经济和股市的稳定。

#### 14. 美国储蓄信贷协会危机是怎么回事？

美国的储蓄信贷协会（S&L），是一种在政府支持和监管下专门从事储蓄业务和住房抵押贷款的非银行金融机构，通常采用互助合作制或股份制的组织形式。美国共有 4700 家储蓄信贷协会，其中 55%在联邦政府注册，45%

在州政府注册。第一家储蓄信贷协会于 1831 年诞生在宾夕法尼亚州。从第二次世界大战结束到 70 年代，美国住房市场需求旺盛，给储蓄信贷协会的发展带来了一段黄金时期。到 70 年代末，美国储蓄信贷协会的总资产已突破 6000 亿美元，成为美国的金融巨头之一。然而，谁也无法料到，几年以后，美国的储蓄信贷协会就陷入了重重危机。1989 年 2 月，布什总统亲自宣布了处理美国储蓄信贷协会危机的紧急计划。根据这一计划，美国人民需要在今后 30 年时间里花费大约 4000 亿~5000 亿美元，才能彻底还清储蓄信贷协会所带来的巨额债务。

是什么力量使得这个曾经圆了千千万万美国人民乔迁新居美梦的金融机构遭到如此的毁灭呢？美国储蓄信贷协会原来的角色是协助推行政府的住房政策，为购房者提供长期定息贷款。美国政府设立了一个存款账户，以低于住房贷款利率的利息率向协会提供资金。同时，还允许协会以高于市场水平的利率吸收存款。因此，美国储蓄信贷协会带有国营色彩，拥有制度性的垄断利润。然而，进入 70 年代末期，美国社会的通货膨胀率和市场利率不断升高，储蓄信贷协会的大量贷款被套在低于通货膨胀率的利率水平上，实际贷款率变为负值，大多数协会出现亏损。到 80 年代初，协会的亏损已超过 500 亿美元。1980 年，美国国会又通过法案取消了各金融机构在存款利率方面的差别性条例，致使储蓄信贷协会失去了大量存款，经营更加困难。为了使储蓄信贷协会重新回到盈利状态，从 1980 年 3 月开始，美国国会和联邦住房贷款银行管理委员会相继出台了一系列法规措施，放宽对储蓄信贷协会的限制。允许其在房地产、证券、保险等几乎所有领域与其他商业银行竞争。不幸的是，长期处于政府保护下的储蓄信贷协会，并不具备相应的管理能力，信息系统和硬件设备从事高风险投资，加上政府监管乏力、内部管理混乱，松绑的结果是出现了大量的呆账坏账、投资亏损和欺诈行为。协会在亏损的泥潭里越陷越深，从 1982 年到 1985 年，有 25% 的协会持续亏损，10% 的协会事实上已经破产。在马里兰州和俄亥俄州，储蓄信贷协会的失败使两州存款保险基金破产。在得克萨斯州，有一个协会甚至参与了非法交易，使纳税人损失了 300 多万美元。尤其是在美国西南地区，几乎所有的协会都破产或濒于破产。到 1989 年，一直苦苦支撑着信贷储蓄协会的联邦储蓄信贷保险公司终于宣布破产。同年 8 月，联邦住房贷款银行管理委员会被解散，其职能由一个新成立的机构取代。美国政府专门成立了一个机构清理破产的协会。与此同时，司法部也专门组织力量起诉储蓄信贷协会中的犯罪分子。

储蓄信贷协会的问题发展到如此严重的程度，其原因要从美国政治和监管体制两方面来分析。在政治方面，储蓄信贷协会在美国社会中是一支强大的政治力量。协会成员分布在全国各选区，为当地带来就业与繁荣，还为各选区的国会议员捐献了大笔竞选资金，协会的宗旨也代表了美国中产阶级的利益。因此，储蓄信贷协会在华盛顿极具影响力，一直处于国会的保护之中，多位国会议员甚至公开干预了对协会的审计和监管。在金融监管方面，协会的监管机构——联邦住房贷款银行管理委员会形同虚设，没有力量监管众多协会的高风险贷款和投资。更为严重的是，该委员会与协会具有利益关联，委员会同时扮演了监管和推销储蓄信贷协会的角色。正是这种角色上的冲突，才使得有关法案一再被修改，亏损的储蓄信贷协会得以继续经营。美国信贷储蓄协会危机从单纯的亏损事件开始，演变成席卷全美的金融风暴和政治风波，暴露出了当时美国政治和金融监管的弱点。

## 15. 美国桔县财政是如何破产的？

桔县位于美国西海岸，是加利福尼亚州的一个美丽富饶、瓜果飘香的县，地处加州首府萨克拉门托和旧金山之间，因其盛产柑桔而得名。它曾是美国最富裕的县之一。然而，1994 年 12 月，县政府突然宣布损失 17 亿美元，不得不接受破产清算。这就是闻名于国际金融界的桔县破产案。

桔县破产案发生的根本原因在于该县财政官员罗伯特·西春（Robert Citron）缺乏风险意识，盲目自信。西春在动用政府资金进行投资时，只追求高额利润而忽视了其中巨大的风险。西春的具体做法是：用政府的资金购买大批债券；进行回购交易，将债券临时出售给银行，同时向银行保证在一定时间内用高于出售价的价钱买回债券；用债券回购所得的资金再购买债券。

回购交易是质押贷款的一种方式，通常用在政府债券上。债券经纪人向投资者临时出售一定的债券，同时签约在以后一定时间以稍高价格买回来。债券经纪人从中取得资金再用来投资，而投资者从价格差中得利。回购交易长的有几个月，但通常情况下只有 24 小时，是一种超短期的金融工具。自从 1982 年美国两家涉及大量回购交易的证券公司破产后，回购交易的风险开始被人们所认识。

西春通过回购交易筹得巨资后，又将其投资于债券市场。他所购买的债券是由政府担保的按揭贷款所支持的，其中很多属于一种被称为反向浮动利率期票的债券。当利率升高时，对这种债券的付息减少。这种反向浮动利率期票比通常的债券具有更高的风险。当利率上升时，普通债券的价格下跌，而反向浮动利率期票则会付出双倍的损失，因为不但期票的价格下降，而且所得的利息也要下降。西春通过债券回购交易共筹集 195 亿美元资金，其中 115 亿投资于长期国债和政府机构债券，80 亿美元投资于反向浮动利率期票。由于短期利率大幅上升，造成桔县财政亏损 20 亿美元，被迫宣布破产。

在桔县破产案中，有许多可供吸取的教训，主要可归纳为以下三条：

（1）政府资金的长期投资策略应着眼于资金的安全性，应重点考虑具有稳定收益的最小风险投资组合。

（2）政府资金的管理，应具有可靠性和远见性。在桔县的资金管理中，没有人对西春的风险投资提出任何质疑。在利率普遍攀高的环境中，购买反向浮动利率期票，希望市场逆向变化，是缺乏远见的。

（3）要相信市场，不要太自负。在一个有效的市场中，没有人能够总是获得超额的报酬。为了获得超额利润，必须承担成倍的风险，这对于政府资金管理者来说，是绝对不能做的。

## 16. 巴林银行是如何破产的？

1995 年 2 月 17 日，世界各地的新闻媒体都以最夺目的标题报道了一个相同的事件：巴林银行破产了。

巴林银行集团是有 232 年历史的老牌英国银行，在全球拥有雇员 1300 多人，总资产逾 94 亿美元，所管理的资产高达 460 亿美元，许多的英国王室显贵，包括英女王伊丽莎白二世和查尔斯王子都是它的顾客，曾被称为英国

的皇家银行。巴林银行经历了 1986 年伦敦金融市场解除管制的“大爆炸”，仍然屹立不倒，已成为英国金融市场体系的重要支柱。然而，巴林银行长达两个多世纪的辉煌业绩，却在 1995 年 2 月毁于一旦。

巴林银行破产的直接原因，是其新加坡分行的一名交易员——尼克·李森违规交易造成的。李森，事发时刚满 28 岁。1992 年，李森由摩根士丹利的衍生工具部转投巴林，被派往新加坡分行。由于工作勤奋、机敏过人而被重用，升任交易员，负责巴林新加坡分行的衍生产品交易。期货交易的成功使李森深受上司的赏识，地位节节上升，以至被允许加入由 18 人组成的巴林银行集团的全球衍生交易管理委员会。

李森的工作，是在日本的大阪及新加坡进行日经指数期货套利活动。然而，李森并没有严格地按规则去做，当他认为日经指数期货将要上涨时，不惜伪造文件筹集资金，通过私设账户大量买进日经股票指数期货头寸，从事自营投机活动。然而，日本关西大地震打破了李森的美梦，日经指数不涨反跌，李森持有的头寸损失巨大。若此时他能当机立断斩仓，损失还是能得到控制，但过于自负的李森在 1995 年 1 月 26 日以后，又大幅增仓，导致损失进一步加大。

1995 年 2 月 23 日，李森突然失踪，其所在的巴林新加坡分行持有的日经 225 股票指数期货合约超过 6 万张，占市场总仓量的 30% 以上，预计损失逾 10 亿美元之巨。这项损失，已完全超过巴林银行约 5.41 亿美元的全部净资产值，英格兰银行于 2 月 26 日宣告巴林银行破产。3 月 6 日，英国高等法院裁决，巴林集团由荷兰商业银行收购。

巴林银行破产的原因是多方面的，概括起来主要有：

（1）巴林银行内部管理不善，缺乏风险防范机制。在新加坡分行，李森既是清算部负责人，又是交易部负责人，一身二职，说明巴林银行内部管理极不严谨。同时，巴林银行也没有风险控制检验机构对其交易进行审计。巴林银行管理层知道李森在关西大地震后仍在增加仓位，却继续在 1995 年 1 月至 2 月间将 10 亿美元以上资金调拨给新加坡分行，充分说明巴林银行风险意识薄弱。巴林银行设立新加坡分行，在组织形式上也欠周详考虑，如果注册为全资子公司而不是分公司，也就不会招致巴林银行全军覆没的后果。

（2）新加坡国际金融交易所存在监管漏洞。巴林银行新加坡分行所持的未平仓期货合约占整个市场未平仓合约总数的三分之一。单一的经纪行为占有如此大的市场比重，新加坡交易所也没有采取措施制止，明显存在监管漏洞。

（3）过度从事期货投机交易。稳健经营的机构，都应严格控制衍生产品的投资规模，完善内部监控制约机制。许多投资衍生产品遭受灭顶之灾的，都与超出自身财务承受能力从事过度投机有关。

## 17. 墨西哥金融危机是怎样发生的？

1994 年 12 月至 1995 年 3 月，墨西哥发生了一场比索汇率狂跌、股票价格暴泻的金融危机。这场金融危机震撼全球，危害极大，影响深远。

1994 年 12 月 19 日深夜，墨西哥政府突然对外宣布，本国货币比索贬值 15%。这一决定在市场上引起极大恐慌。外国投资者疯狂抛售比索，抢购美元，比索汇率急剧下跌。12 月 20 日汇率从最初的 3.47 比索兑换 1 美元跌至

3.925 比索兑换 1 美元，狂跌 13%。21 日再跌 15.3%。伴随比索贬值，外国投资者大量撤走资金，墨西哥外汇储备在 20 日至 21 日两天锐减近 40 亿美元。墨西哥整个金融市场一片混乱。从 20 日至 22 日，短短的三天时间，墨西哥比索兑换美元的汇价就暴跌了 42.17%，这在现代金融史上是极其罕见的。

墨西哥吸收的外资，有 70% 左右是投机性的短期证券投资。资本外流对于墨西哥股市如同釜底抽薪，墨西哥股市应声下跌。12 月 30 日，墨西哥 IPC 指数跌 6.26%。1995 年 1 月 10 日更是狂跌 11%。到 3 月 3 日，墨西哥股市 IPC 指数已跌至 1500 点，比 1994 年金融危机前最高点 2881.17 点已累计跌去了 47.94%，股市下跌幅度超过了比索贬值的幅度。

为了稳定墨西哥金融市场，墨西哥政府经过多方协商，推出了紧急经济拯救计划：尽快将经常项目赤字压缩到可以正常支付的水平，迅速恢复正常的经济活动和就业，将通货膨胀减少到尽可能小的程度，向国际金融机构申请紧急贷款援助等。为帮助墨西哥政府渡过难关，减少外国投资者的损失，美国政府和国际货币基金组织等国际金融机构决定提供巨额贷款，支持墨西哥经济拯救计划，以稳定汇率、股市和投资者的信心。直到以美国为主的 500 亿美元的国际资本援助逐步到位，墨西哥的金融动荡才于 1995 年上半年趋于平息。

墨西哥爆发金融危机绝不是偶然的，有其深刻的社会经济原因：金融市场开放过急，对外资依赖程度过高。墨西哥通过金融开放和鼓励外资流入，1992~1994 年每年流入的外资高达 250 亿~350 亿美元。而外贸出口并未显著增长，外贸进口占国内生产总值的比重则从 1987 年的 9.4% 增至 1993 年的 31%，结果造成国际收支经常项目的赤字在 230 亿美元的高水准徘徊，使得整个墨西哥经济过分依赖外资。政局不稳打击了投资者信心。1994 年下半年，墨西哥农民武装暴动接连不断，执政的革命制度党总统候选人科洛西奥和总书记鲁伊斯先后遇刺身亡，执政党内部以及执政党与反对党之间争权斗争十分激烈。政局不稳打击了外国投资者的信心，进入墨西哥的外资开始减少，撤资日益增多。墨西哥不得不动用外汇储备来填补巨额的外贸赤字，造成外汇储备从 1994 年 10 月底的 170 亿美元降至 12 月 21 日的 60 亿美元，不到两个月降幅达 65%。忽视了汇市和股市的联动性，金融政策顾此失彼。墨西哥政府宣布货币贬值的本意在于阻止资金外流，鼓励出口，抑制进口，以改善本国的国际收支状况。但在社会经济不稳定的情况下，极易引发通货膨胀，也使投资于股市的外国资本因比索贬值蒙受损失，从而导致股市下跌。股市下跌反过来又加剧墨西哥货币贬值，致使这场危机愈演愈烈。

#### 18. 俄罗斯的 MMM 公司是如何在股市上行骗的？

1994 年 7 月，俄罗斯爆发了席卷全国的 MMM 公司利用股市欺诈性集资的重大事件，涉及金额达数千亿卢布，先后有 1000 多万人被卷入其中。这起事件在一定程度上动摇了人们对俄罗斯经济体系稳定的信心。

苏联解体后，俄罗斯开始了被称之为“休克疗法”的经济改革，希图在较短时间内实现由计划经济向市场经济的体制转变。为了解决在国民经济中占绝对地位的国有企业长期缺乏活力的问题，1992 年 7 月 1 日，叶利钦总统签署了一项命令，决定将俄罗斯大部分国有企业改造为股份公司，除国有农

场在 1992 年内禁止实行股份制改造外，所有的国有企业都应在 1992 年 11 月 1 日以前改造为开放性的股份公司。1992 年 8 月 21 日，叶利钦总统宣布向 1.48 亿俄罗斯公民发放每人一张面值 1 万卢布的私有化证券，并规定俄罗斯将有 6000 家企业允许公民用国家发放的私有化证券购买企业股票。

在这种急剧变革的经济形势下，以马夫罗季为首的马氏三兄弟立即迎合了政府改革的趋势。1994 年初，马氏三兄弟先期注册的资本金仅为 10 万卢布的合作社转眼之间变成了由马夫罗季任董事长，以其三兄弟名字命名的“MMM 投资公司”，声称其目标是将之建成全俄最大的投资基金，专营股票的发行。从此，MMM 公司开始了股市行骗：

（1）利用舆论媒体大做欺诈性虚假广告。在当时，俄罗斯正处于一种无序的变革状态，一切言论和出版皆缺乏严格监管。这恰恰为 MMM 公司利用广告大肆渲染自己提供了广阔的活动空间。1994 年 2 月，MMM 公司发动了一场声势浩大的广告宣传攻势。几乎俄罗斯所有著名的广播、电视、报纸、杂志都刊登了 MMM 公司的集资广告，其中俄罗斯 5 家著名的电视台平均每 30 分钟的节目就有一次 MMM 公司的广告。马夫罗季的名字和 MMM 公司的名字在舆论媒体中出现的频率远远超过了俄罗斯总统叶利钦等政坛要人。一时间，MMM 公司成了俄罗斯家喻户晓的大公司，马夫罗季成了俄罗斯人们心目中的中心人物。

（2）宣称并承诺高回报以诱使投资者上当受骗。MMM 公司在莫斯科、圣彼得堡等城市开办了大量分支机构发售股票，其负责人向公众承诺，只要向 MMM 公司投资 100 美元，就可在半年内收回 500 美元，此外还有高达 400% 的年终回报率。如投资者想撤回投资，可将手中的 MMM 公司股票，在任何一天拿到该公司的任一销售点兑换。在强大的舆论攻势和高回报的诱使下，谁也没有去考虑高回报率的虚假性，人们相信只要购买 MMM 公司股票就能发财。人们纷纷抢购 MMM 公司的股票，不少人甚至动用了全部退休金，以期获得丰厚的回报。

（3）营造迷人的金字塔，促使股票价格狂涨，诱使投资者盲目跟风。从 2 月 1 日起，一张张印有马夫罗季头像，面值为 1000 卢布的原始股涌向社会，掀起了一场席卷整个俄罗斯的股票投机狂潮。2 月 1 日 MMM 公司股票每股买入价为 1400 卢布，收市价为 1600 卢布。到 6 月份，MMM 公司股票价格每股已达 37500 卢布，较面值上涨了 36.5 倍。面对二三十倍的投资回报，整个俄罗斯投资者都为之心动。仅半年时间，MMM 公司凭借它的“金字塔”式投资返还方案，吸收了数千亿卢布的资金，发展成为俄罗斯赫赫有名的商业金融集团公司。它在全国 60 多个城市设有代理处，其交易周转金占全俄罗斯交易周转金的一半，每天出售股票获得的收入高达 400 亿卢布。

然而，这种金字塔式的投资行骗隐含着日益巨大的风险。一旦投资者的信心发生动摇，停止投资、抛售股票或要求兑付，金字塔就会倒塌，那些较晚参与投资的股东将血本无归，成为欺诈的最大牺牲品。1994 年 7 月 22 日，一直对 MMM 公司态度暧昧的俄政府突然公开声明，政府对 MMM 公司许诺的 400% 的年回报率持怀疑态度，政府也不保证对 MMM 公司投资的安全。随后，MMM 公司突然宣布，除其莫斯科总部外，其他分部不再从投资者手中购回股票。至此，投资者才意识到诱人的承诺不过是一种欺骗，人们纷纷抛售股票或参与挤兑狂潮，其股票价格仅 7 月 27 日就暴跌了 50%。MMM 公司的神话彻底破灭。

## 19. 东南亚金融危机产生的过程及原因是什么？

自 1997 年 7 月起，爆发了一场始于泰国、后迅速扩散到整个东南亚并波及世界的东南亚金融危机，使许多东南亚国家和地区的汇市、股市轮番暴跌，金融系统乃至整个社会经济受到严重创伤。1997 年 7 月至 1998 年 1 月仅半年时间，东南亚绝大多数国家和地区的货币贬值幅度高达 30%~50%，最高的印尼盾贬值达 70% 以上。同期，这些国家和地区的股市跌幅达 30%~60%。据估算，在这次金融危机中，仅汇市、股市下跌给东南亚国家和地区造成的经济损失就达 1000 亿美元以上。受汇市、股市暴跌影响，这些国家和地区出现了严重的经济衰退。

这场危机首先是从泰铢贬值开始的。1997 年 7 月 2 日，泰国被迫宣布泰铢与美元脱钩，实行浮动汇率制度，当天泰铢汇率狂跌 20%。和泰国具有相同经济问题的菲律宾、印度尼西亚和马来西亚等国迅速受到泰铢贬值的巨大冲击。7 月 11 日，菲律宾宣布允许比索在更大范围内与美元兑换，当天比索贬值 11.5%。同一天，马来西亚则通过提高银行利率阻止林吉特进一步贬值。印度尼西亚被迫放弃本国货币与美元的比价，印尼盾 7 月 2 日至 14 日贬值了 14%。

继泰国等东盟国家金融风波之后，台湾的台币贬值，股市下跌，掀起金融危机第二波。10 月 17 日，台币贬值 0.98 元，达到 1 美元兑换 29.5 元台币，创下近十年来的新低，相应地当天台湾股市下跌 165.55 点。10 月 20 日，台币贬至 30.45 元兑 1 美元，台湾股市再跌 301.67 点。台湾货币贬值和股市大跌，不仅使东南亚金融危机进一步加剧，而且引发了包括美国股市在内的大幅下挫。10 月 27 日，美国道·琼斯指数暴跌 554.26 点，迫使纽约交易所 9 年来首次使用暂停交易制度。10 月 28 日，日本、新加坡、韩国、马来西亚和泰国股市分别跌 4.4%、7.6%、6.6%、6.7% 和 6.3%。特别是香港股市受外部冲击，香港恒生指数 10 月 21 日和 27 日分别跌 765.33 点和 1200 点，10 月 28 日再跌 1400 点，这三天香港股市累计跌幅超过了 25%。

11 月下旬，韩国汇市、股市轮番下跌，形成金融危机第三波。11 月，韩元汇价持续下挫，其中 11 月 20 日开市半小时就狂跌 10%，创下了 1139 韩元兑 1 美元的新低；至 11 月底，韩元兑美元的汇价下跌了 30%，韩国股市跌幅也超过 20%。与此同时，日本金融危机也进一步加深。11 月，日本先后有数家银行和证券公司破产或倒闭，日元兑美元也跌破 1 美元兑换 130 日元大关，较年初贬值 17.03%。

从 1998 年 1 月开始，东南亚金融危机的重心又转到印度尼西亚，形成金融危机第四波。1 月 8 日，印尼盾对美元的汇价暴跌 26%。1 月 12 日，在印度尼西亚从事巨额投资业务的香港百富勤投资公司宣告清盘。同日，香港恒生指数暴跌 773.58 点，新加坡、台湾、日本股市分别跌 102.88 点、362 点和 330.66 点。直到 2 月初，东南亚金融危机恶化的势头才初步被遏制。

这次东南亚金融危机持续时间之长、危害之大、波及面之广，远远超过人们的预料。然而，危机的发生绝不是偶然的，它是一系列因素共同促成的必然结果。从外部原因看，是国际投资的巨大冲击以及由此引起的外资撤离。据统计，危机期间，撤离东南亚国家和地区的外资高达 400 亿美元。但是，这次东南亚金融危机的最根本原因还是在于这些国家和地区内部经济的矛盾



性。东南亚国家和地区是近 20 年来世界经济增长最快的地区之一。这些国家和地区近年来在经济快速增长的同时暴露出日益严重的问题：以出口为导向的劳动密集型工业发展的优势，随着劳动力成本的提高和市场竞争的加剧正在下降。上述东南亚国家和地区经济增长方式和经济结构未作适时有效的调整，致使竞争力下降，对外出口增长缓慢，造成经常项目赤字居高不下。1996 年，泰国国际收支经常项目赤字为 230 亿美元，韩国则高达 237 亿美元。

银行贷款过分宽松，房地产投资偏大，商品房空置率上升，银行呆账、坏账等不良资产日益膨胀。泰国金融机构出现了严重的现金周转问题，韩国数家大型企业资不抵债宣告破产，日本几家金融机构倒闭，印度尼西亚更是信用危机加剧。以上这些经济因素从各个方面影响了汇市和股市。经济增长过分依赖外资，大量引进外资并导致外债加重。泰国外债 1992 年为 200 亿美元，1997 年货币贬值前已达 860 亿美元，韩国外债更是超过 1500 亿美元。

汇率制度僵化。在近年美元对国际主要货币有较大升值的情况下，东南亚国家和地区的汇率未作调整，从而出现高估的现象，加剧了产品价格上涨和出口锐减。因此，这些国家和地区货币贬值势在必行。而货币贬值又导致了偿还外债的能力进一步下降，通货膨胀压力加剧，从而促使股市下跌。在开放条件和应变能力尚不充分的情况下，过早地开放金融市场，加入国际金融一体化，当国际游资乘机兴风作浪时，一些东南亚国家和地区不知所措或措施不力，完全处于被动地位。

## 20. 1997 年日本为什么会有那么多证券公司破产？

1997 年，日本出现了很多金融机构破产事件。主要包括两类：第一类是证券公司的破产，日本第四大证券公司山一证券公司于 11 月 24 日宣布破产，日本第七大证券公司三洋证券公司于 11 月宣布破产，规模较小的小川证券公司于 5 月申请自动停业；第二类是银行的破产，京都协荣银行于 10 月倒闭，日本排名第十的北海道拓殖银行于 11 月 17 日宣布破产，德阳城市银行于 11 月 26 日宣布破产。在这些金融机构破产案例中，山一证券的破产成为日本历史上破产案中规模最大的一起，北海道拓殖银行的破产是第二次世界大战后日本都市银行破产的首案。1997 年日本金融机构破产，其原因是多方面的。

第一，日本泡沫经济崩溃后，证券市场长期处于低迷状态，使金融机构的经营出现危机。自日经 225 种股票指数从 80 年代末 90 年代初近 40000 点的顶峰滑落以来，日本的股票市场每况愈下，此间虽有反复，但始终不能摆脱弱势。从宏观经济来看，尽管日本的官方贴现率自 1995 年夏季以来始终徘徊于 0.5% 的极低水平，但经济复苏步伐总是较人们的预期慢得多。随着 1997 年 4 月份起消费税的提高以及企业特别减税的取消，日本经济再次出现了徘徊不前的局面。由此带来的后果是证券市场信心严重不足，股市抛压沉重，交易量锐减，进而导致证券公司的交易佣金大幅下降，收益恶化。

第二，日本的金融机构让具有黑社会性质的“总会屋”（专以破坏公司股东大会相要挟讹诈的组织）非法获利的丑闻冲击市场，金融界尤其是证券业遭受重创。日本的四大券商野村、大和、日兴和山一证券在这场丑闻中没有一家能独善其身。这不仅使得整个日本证券业声誉受到极大影响，而且受到了大藏省的经济惩罚。在股市原本就不景气的前提下，这些丑闻和对违法行为的处罚无异于雪上加霜。四家证券公司均被取消了政府公债的招标资

格，野村还被禁止以自营账户进行股票交易。由于信誉受到影响，客户纷纷转向欧美券商，导致日资券商在市场上的占有率下降。据东京证券交易所1997年10月的交易统计显示，美林（日本）公司和摩根士丹利（日本）公司将一直居垄断地位的日本四大券商抛在了身后，两公司在东京证券总成交中分别占到了8.05%和7.52%。

第三，东南亚金融风波的影响。1997年下半年以来东南亚金融危机以及韩国金融形势的急转直下，加剧了日本金融机构的压力。这一方面是因为日本与上述国家、地区有着相当大的金融和贸易往来，另一方面还在于日本在许多地方与这些国家有着类似的缺陷，诸如坏账呆账数目巨大，房地产投资过旺等。此番亚洲大范围的危机，令日本金融界在内部环境没有改善的同时又丧失了利用外部条件东山再起的机会。山一证券在亚洲金融风波期间，出现1065亿日元的外汇亏损和1583亿日元的证券交易亏损。

第四，金融机构负债率高并有大量不良债权。1997年北海道拓殖银行坏账达9374亿日元，占其贷款余额的13%；三洋证券公司的不良债权达800多亿日元，公司负债总额为7764亿日元；山一证券的负债高达3.2万亿日元（约290亿美元），这使得日本金融机构的流动性风险升高，而抗风险能力则较低。

第五，社会经济发展背景不佳。进入90年代以来，日本经济已连续七年低迷，面临着诸多困难：金融动荡，股市暴跌，企业破产增加，个人消费萎缩，工业生产不稳，失业率上升，经济增长放慢，日元持续贬值。几年来，日本出口持续减少，这对依赖外向型经济发展战略推动经济增长的岛国日本，是致命的一击。这些社会经济发展背景，酿成了日本金融机构的破产。

## 21. 深圳“八一”事件、上海327国债期货事件和1996年股市过热给我们什么教训？

（1）1992年深市的“八一”事件。1992年8月7日，中国人民银行深圳市分行，深圳市工商行政管理局、公安局和监察局发表了1992年新股认购抽签表发售公告。为了抢购新股认购抽签表，一百多万人涌入深圳，数十万人通宵排队待购。8月10日，500万张抽签表不到半天发售完毕；由于很多人排队三天三夜也未购到抽签表，于是，当晚集结街头，游行示威。政府于第二天加售50万张新表，事态才得以平息。事后，政府对各单位售票情况进行了调查，对33名处、科级干部在发售新股认购抽签表过程中的舞弊行为进行了处分。

（2）1995年沪市的327国债期货事件。上海证券交易所在1993年10月25日向社会公众开放国债期货交易。最初，国债期货交易未被投资者所认识，市场规模较小，行情波动也不大。1994年10月以后，中国人民银行提高3年期以上储蓄存款利率和恢复存款保值贴补，国库券利率也同样保值贴补，保值贴补率的不确定性为炒作国债期货提供了空间，大量机构投资者由股市转入债市，国债期货市场行情火爆，成交迭创新高，市场成交规模急速扩大。多空双方对峙的焦点，始终是围绕对327国债期货品种到期价格的预测。1992年3年期国库券到期的基础价格已经确定，为票面价值100元加上3年合计利息28.50元（年息为9.50%），合计为128.50元。此外，其到期的预测价格还受到保值贴补率和是否加息的影响，市场对此看法不一。多空

双方在 148 元附近大规模建仓，327 品种未平仓合约数量逐渐加大。市场潜伏的危机已经到了触一发即发的地步。1995 年 2 月 23 日，空头主力上海万国证券公司在收市前 8 分钟内抛出 1056 万口卖单，这一数字相当于 327 国债期货的本品——1992 年国库券发行量的 3 倍多，并将 327 国债期货价位从 150.30 元打压到 147.50 元，希望以此来减少其已持有的巨大空头头寸的亏损。这完全是一种蓄意违规行为。为避免事态进一步扩大，上海证券交易所宣布最后 8 分钟交易无效，从 2 月 27 日开始休市，并组织协议平仓。最后，上海万国证券公司等有关违规当事人受到严肃查处。1995 年 5 月 18 日，鉴于我国开放国债期货市场的条件尚未成熟，国务院决定暂停国债期货交易。

(3) 1996 年股市的过度投机。1996 年 10 月初到 12 月 12 日，我国股市达到狂热程度。股价不断上涨，成交量连续增大，投资者盲目跟风，再加之以一些机构的违规行为，市场上投机气氛渐浓。全国热钱流入股市，上海、深圳两个交易所成交最高达到 400 亿元的巨量。一时间，几乎所有股票全面飘红，有的股票甚至创下了日涨幅 100% 的纪录。在市场失去理性的情况下，中国证监会及有关部门在不到两个月时间内，连下 12 道“金牌”，严厉打击过度投机。12 月 16 日，《人民日报》发表了题为《正确认识当前股票市场》的特约评论员文章，才使投机势头得以遏制。

我国股票市场发生的上述三场风波给我们的教训是深刻的：首先，我国证券市场必须严格遵守“法制、监管、自律、规范”八字方针，才能有条不紊地发展。只讲发展，不讲规范，其结果是欲速则不达。其次，证券市场是高风险市场，必须对投资者进行实实在在的风险教育，使全体投资者明确“入市自愿，投资自主，赚钱自得，风险自担”的道理。第三，市场的发展必须循序渐进，不能一哄而起。第四，对蓄意违规者，必须严加处理，才能使市场长治久安。

## 22. 何谓百富勤事件？

1998 年 1 月 14 日，香港百富勤集团因财务危机破产清盘，称为百富勤事件。百富勤事件的直接原因是百富勤集团向印尼一家出租车公司提供 2.6 亿美元的无担保贷款，以寻求为该公司包销一笔高息债券，但由于缺乏对该公司财务状况的认真分析，在东南亚金融危机日益加剧的情况下，该出租车公司无力发行债券，使百富勤资金周转陷入困境，财务出现严重危机。

为解决资金周转问题，百富勤曾于 1997 年 11 月 16 日宣布引进苏黎世中心集团（ZCI）作为策略性股东，苏黎世中心集团承诺认购金额为 2 亿美元的可赎回可换股优先股。1997 年 12 月 16 日，百富勤又宣布美国第一芝加哥银行根据与苏黎世中心集团相同的条款，认购面值 2500 万美元的百富勤可赎回可换股优先股。然而，自 1998 年初以来，亚洲金融危机进一步恶化，印尼盾兑美元的比价急剧下挫。在此背景下，苏黎世中心集团和美国第一芝加哥银行于 1998 年 1 月 9 日分别宣布取消已承诺认购百富勤的可赎回可换股优先股，从而导致百富勤财务状况恶化，业务被迫中止，申请自动清盘。

百富勤事件反映百富勤集团在业务运作和管理方面存在着严重问题，主要表现在：盲目发展高风险的投资业务；内部没有严格的规章制度，缺乏权力制衡机制；忽视市场风险防范，在市场发生重大动荡时，抵御风险的能力很弱。

### 23. 何谓正达事件？

1998 年 1 月 20 日，香港法院宣布正达投资集团及其属下的 5 家公司清盘，同时，正达投资集团的控股公司中太集团向联交所自动申请停牌，称为正达事件。正达事件是继百富勤事件后香港金融市场上发生的又一重大事件，曾引发香港投资者纷纷从证券投资公司提取股票。

正达事件的原因是正达投资集团出现财务危机。正达投资集团下属的正达证券公司将客户寄放在公司的股票转至正达财务公司，正达财务公司把价值约 10 亿港元的客户股票抵押给银行，获取 5.7 亿港元的贷款后，再把这笔款项转贷给母公司和个人，用于炒卖房地产和股票。随着当时楼市和股市大幅下跌，炒作者损失惨重，致使正达财务公司无法还贷，爆发财务危机，最终倒闭。在股票价格持续下跌的情况下，用作抵押的客户股票被贷款银行出售，导致正达客户纷纷要求赔偿，由此引发“股票纠纷”。

正达事件暴露的主要问题是香港财务公司业务缺乏监管。根据当时的香港法规，香港财务公司既不受银行法规约束，也不受证监会条例监管，只须向香港公司登记处注册，便可从事向其客户提供“保证金”贷款业务，监管工作出现“真空”地带。

正达事件引起香港特区政府的高度重视。1998 年 1 月 21 日，特区政府专门成立了由财经事务局、证监会、金管局、联交所和律政司联合组成的工作小组，研究如何监管证券公司下属财务公司的问题。港府并决定使用联交所的赔偿基金对正达客户进行一定数额的赔偿。

## 十、法 规

### 1. 证券市场法制建设的重要性是什么？

各国的经验教训充分说明，加强证券市场的法制建设，做到有法可依、有法必依、执法必严、违法必究，是保证市场健康稳定发展的重要基础。我国的证券市场还刚刚起步，亟需制定法制建设规划，在实践基础上制定新的法规，修改完善已有的法规，同时加强执法与检查工作，逐步建立适合我国证券市场长期、稳定发展的法制体系。证券市场法制建设的重要性在于：

（1）法律制度是证券市场各参与主体的行动指南。法律制度对于行为主体具有指引作用，它规定行为主体可以做什么、不可以做什么。行为主体的任何行为都不能与法律制度相抵触，否则要受到相应的制裁。

（2）法制建设是证券市场赖以存在和健康发展的基础。世界各国证券市场发展的历史表明，证券市场法制建设搞得好，证券市场中违规事件就少，对投资者的保护就完善，投资者对证券市场的信心就强，证券市场就能健康发展。反之，证券市场中欺诈、操纵市场、内幕交易等案件就多，对投资者保护不力，常常引起证券市场的不稳定。美国 1929 年的股市大崩溃，部分原因就是因为没有认真进行证券市场的法制建设。

（3）法制建设是制裁证券违法犯罪行为，保护投资者利益的有力武器。证券市场中严重违法犯罪行为主要有：内幕交易、操纵市场、证券欺诈以及其他涉及证券市场的经济犯罪。这些违法犯罪行为严重侵害投资者利益，特别是中小投资者利益，损害证券市场声誉，阻碍证券市场健康发展，必须使用法律手段予以坚决打击。

### 2. 证券市场法律制度主要包括哪些内容？

证券市场法律制度主要包括证券发行制度、信息披露制度、证券交易制度、证券机构监管制度、禁止证券欺诈行为制度和证券法律责任制度等。

（1）证券发行制度。证券监管机关对证券发行的审核管理，是证券法律制度的重要内容之一。我国《股票发行与交易管理暂行条例》所提出的证券发行审核体制，是在充分认识中国国情、广泛吸收国际惯例基础上确立的，具有中国特色的发行审核制度。

（2）信息披露制度。它是管理证券市场的重要手段，是证券市场贯彻公开原则的具体体现，是保护投资者、促使上市公司走向规范化的重要保障。根据《股票发行与交易管理暂行条例》的有关规定，股份有限公司公开发行股票或其股票在证券交易场所交易，必须公开披露信息。

（3）证券交易市场监管制度。目前，我国证券交易只能在法定交易所进行，上海证券交易所和深圳证券交易所是经国家批准成立的合法交易所。国家依法对证券交易所实施监督管理，《证券交易所管理办法》的出台，是我国证券交易市场监管规范化建设中迈出的重要一步。

（4）证券经营机构和证券专业服务机构的监管制度。为加强对证券经营机构的管理，目前我国制定了相关的法律法规，对证券经营机构的审批程序，证券经营机构从事股票承销、自营业务的资格确定以及从业人员的资格管理做出了规定。对证券专业服务机构，国家也制定了相关的法规和条例进行监

管。

(5) 禁止证券欺诈行为制度。证券市场是以公开、公平、公正为原则的市场，所有投资者都应以平等的地位参与证券投资。在证券市场中，贯彻诚实信用原则，禁止证券欺诈行为，具有重要意义。禁止证券欺诈行为是我国证券法律制度的一项重要内容。《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》、新《刑法》等对证券欺诈行为的种类、表现形式以及处罚等都作了明确的规定。

(6) 证券法律责任制度。它是证券市场法律制度的重要内容。法律责任是法律制度不可分割的组成部分，同时，它在法律制度框架内处于相当重要的地位。所谓证券法律责任，是指证券市场行为主体对其行为所应承担的法律后果。根据行为主体行为的性质及违法的程度，其应承担的法律责任通常分为三种，即民事责任、行政责任、刑事责任。有关这三种法律责任的规定明确写在我国所有的证券法律制度中，例如，我国《股票发行与交易管理暂行条例》第七十七条规定：“违反本条例规定，给他人造成损失的，应当依法承担民事赔偿责任。”该条例七十八条规定：“违反本条例规定，构成犯罪的，依法追究刑事责任。”

### 3. 我国主要有哪些证券法规？

我国高度重视证券市场法制建设工作，强调在完善立法的基础上规范发展证券市场，先后制定出台了 250 多个证券法规、规章和制度。下面就其中的重要法规作简要介绍。

(1) 《中华人民共和国公司法》，第八届全国人民代表大会常务委员会 1993 年 12 月 29 日通过，自 1994 年 7 月 1 日起施行。它规定了股份有限公司设立、发行股票、上市、组织结构、财务会计等重要事项，是规范股份有限公司活动的主要法律。

(2) 《股票发行与交易管理暂行条例》，国务院于 1993 年 4 月 22 日发布，是我国股票市场上第一个全国性正式成文法规，其制定和出台在法律上填补了一个空缺，是我国证券立法的一个里程碑。

(3) 规范发行外资股的法规，包括：《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》（1994 年 8 月 4 日国务院发布），对境内企业到我国香港及纽约、伦敦等国外证券交易所发行股票及上市作了规定；《国务院关于股份有限公司境内上市外资股的规定》（国务院 1995 年 12 月 25 日发布）和《股份有限公司境内上市外资股规定的实施细则》（国务院证券委 1996 年 5 月 3 日发布），对境内企业发行以外币认购的股票，并在国内证券交易所上市的有关问题作了规定。

(4) 《证券交易所管理办法》，1997 年 12 月 10 日国务院证券委发布实施。该办法除对证券交易所的设立、职能、组织机构等事项做出规定外，还明确了中国证监会对证券交易所的直接管理，进一步理顺了证券市场的管理体制。

(5) 《证券投资基金管理暂行办法》，国务院证券委 1997 年 11 月 5 日发布。对证券投资基金的设立、募集与交易、基金管理人和基金托管人等进行了详细规定。该办法出台，对培育证券市场理性投资者、减少过度投机有重要意义。

(6) 专门规范信息披露的文件, 包括《公开发行股票公司信息披露实施细则(试行)》, 中国证监会 1993 年 6 月 10 日发布, 对公开发行股票的公司必须公开披露的信息做出了明确规定; 《公开发行股票公司信息披露的内容与格式准则》(第 1~7 号), 对招股说明书、年度报告、中期报告、配股说明书、公司股份变动报告、法律意见书和律师工作报告、配股之法律意见书、上市公告书的内容与格式做出了详细规定。

(7) 打击证券市场违规行为的法规。为更好地保护广大投资者利益, 建立正常的证券市场秩序, 有关部门制定出台了一系列严厉打击证券市场中各种违规行为的法规, 包括《禁止证券欺诈行为暂行规定》(国务院证券委 1993 年 8 月 15 日发布)、《证券市场禁入暂行规定》(中国证监会 1997 年 3 月 3 日发布)、《证券期货投资咨询管理暂行办法》(国务院证券委 1997 年 12 月 25 日发布)、《中华人民共和国刑法》中有关金融犯罪的规定等。

#### 4. 《公司法》中有关证券市场的主要内容有哪些?

《中华人民共和国公司法》中有关证券市场的主要内容有:

##### (1) 股份有限公司的设立

股份有限公司的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。

设立股份有限公司, 必须经过国务院授权的部门或者省级人民政府批准, 可以采取发起设立或者募集设立的方式。发起设立是指由发起人认购公司应发行的全部股份而设立公司, 发起人缴纳全部出资后即可选举董事会和监事会, 向公司登记机关申请设立登记。募集设立是指由发起人认购公司应发行股份的 35% 以上, 其余部分向社会公开募集而设立公司。公开募集股份时必须报经国务院证券管理部门批准, 公告招股说明书。全部股份募足之后应当举行公司创立大会, 选举公司董事会, 再向公司登记机关申请设立登记。无论采取哪种方式设立, 都应当有 5 个以上发起人, 且其中有半数以上在中国境内有住所。国有企业改建为股份公司的, 发起人可少于 5 人, 但必须以募集方式设立。

##### (2) 股份有限公司的组织结构

股份有限公司由股东组成股东大会。股东大会是公司的权力机构, 股东出席股东大会, 所持每一股份有一表决权。董事会对股东大会负责, 董事长为公司的法定代表人。经理对董事会负责, 由董事会聘任或者解聘。董事、经理应当遵守公司章程, 忠实履行职务, 维护公司利益, 不得利用在公司的地位和职权为自己谋取私利。公司设监事会, 对公司内部运作行使监督职权。

##### (3) 股份有限公司的股票发行

公司经批准向社会公开募集股份, 必须公告招股说明书和财务会计报表及附属明细表, 并应当由依法设立的证券经营机构承销, 签订承销协议。股票的发行, 实行公开、公平、公正的原则, 必须同股同权, 同股同利。同次发行的股票, 每股的发行条件和价格应当相同。股票发行价格可以按票面金额, 也可以超过票面金额, 但不得低于票面金额。公司发行新股, 必须具备法定条件。

##### (4) 股份有限公司股票的上市与转让

股票上市是指股份有限公司发行的股票经国务院或国务院授权证券管理

部门批准在证券交易所上市交易。股份有限公司申请其股票上市交易，应当报经国务院或者国务院授权证券管理部门批准，依照有关法律、行政法规的规定报送有关文件。股份有限公司申请股票上市必须符合法定条件。

股东持有的股份有限公司的股票可以依法转让，但必须在依法设立的证券交易场所进行。公司不得收购本公司的股票，但为减少公司资本而注销股份或者持有本公司股票与其他公司合并除外。

#### （5）公司债券

公司债券是指公司依照法定程序发行的、约定在一定期限还本付息的有价证券。股份有限公司、国有独资公司和两个以上的国有企业或者其他两个以上的国有投资主体投资设立的有限责任公司，为筹集生产经营资金，可以发行公司债券。发行公司债券筹集的资金，必须用于审批机关批准的用途，不得用于弥补亏损和非生产性支出。发行公司债券，必须符合法定条件。

公司债券可以转让，但应当在依法设立的证券交易场所进行。

上市公司经股东大会决议可以发行可转换为股票的公司债券。发行可转换债券除具备发行公司债券的条件外，还应当符合股票发行的条件，且应当报国务院证券管理部门批准。公司应当按照其转换办法向债券持有人换发股票，但债券持有人对转换股票或者不转换股票有选择权。

#### （6）其他

公司应当依照法律、行政法规和国务院财政主管部门的规定建立本公司的财务、会计制度。在每一会计年度终了时制作财务会计报告，并依法经审查验证。

公司分配当年税后利润时，应当提取利润的 10% 列入公司法定公积金，并提取利润的 5% 至 10% 列入公司法定公益金。公司法定公积金累计额为公司注册资本的 50% 以上的，可不再提取。

公司合并或者分立，应当由公司股东大会做出决议，并经国务院授权部门或者省级人民政府批准，公司合并可以采取吸收合并和新设合并两种形式。公司分立，其财产作相应的分割，分立前的债务按所达成的协议由分立后的公司承担。

公司破产、解散或违反法律、行政法规被依法责令关闭而解散，应当由人民法院或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，对公司进行清算。

制作虚假的招股说明书、认股书、公司债券募集办法发行股票或公司债券的，未经批准擅自发行股票或公司债券的，公司向股东和社会公众提供虚假的或者隐瞒重要事实的财务会计报告的，承担资产评估、验资或者验证的机构提供虚假证明文件的，以及其他违反本法的行为，除由主管机关责令其依法改正外，还将被处以罚款，构成犯罪的，依法追究刑事责任。

### 5. 《股票发行与交易管理暂行条例》的主要内容是什么？

《股票发行与交易管理暂行条例》（以下简称《条例》）适用于在中华人民共和国境内从事股票及具有股票性质、功能的证券的发行、交易及其相关活动。其主要内容包括：

#### （1）股票发行

《条例》规定，股票发行人必须具有股票发行资格的股份有限公司，



还规定了申请公开发行股票股份有限公司的条件。

申请公开发行股票的程序是：申请人向地方政府或中央企业主管部门提出申请，被批准后，送中国证监会复审；经中国证监会复审同意的，申请人应当向证券交易所提出申请，经同意接受其上市后，方可发行股票。

《条例》还就招股说明书的制作、证券经营机构承销股票的方式和过程提出了具体要求。

## （2）股票交易

《条例》规定，股票交易必须在依法设立的证券交易场所进行。《条例》就股份有限公司申请其股票在证券交易所交易规定了具体条件。

股份有限公司的董事、监事、高级管理人员和持有公司 5% 以上有表决权股份的法人股东，将其所持有的公司股票在买入后 6 个月内卖出或者在卖出后 6 个月内买入，由此获得的利润归公司所有。该规定适用于持有公司 5% 以上有表决权股份的法人股东的董事、监事和高级管理人员。

未依照国家有关规定获得批准，股份有限公司不得购回其发行在外的股票。

未经中国证监会批准，任何人不得对股票及其指数的期权、期货进行交易。任何金融机构不得为股票交易提供贷款。证券经营机构不得将客户的股票借与他人或者作为担保物。

## （3）上市公司的收购

任何个人不得持有一个上市公司 5% 以上的发行在外的普通股；任何法人直接或者间接持有一个上市公司发行在外的普通股达到 5% 时，应当在该事实发生后 3 个工作日内向该公司、中国证监会和证券交易所做出报告并公告，此后其持股的增减变化每达到该种股票发行在外总额的 2% 时，亦应报告并公告，该法人在做出报告并公告之日起 2 个工作日内和做出报告前，不得再行买入或卖出该种股票。

发起人以外的任何法人直接或者间接持有一个上市公司发行在外的普通股达到 30% 时，应当自该事实发生之日起 45 个工作日内，向该公司所有股票持有人发出收购要约。发出收购要约前，不得再行购买该种股票。

收购要约的有效期不得少于 30 个工作日，收购要约期满，收购要约人持有的普通股未达到该公司发行在外的普通股总数的 50% 的，为收购失败；收购要约期满，收购要约人持有的普通股达到该公司发行在外的普通股总数的 75% 以上的，该公司应当在证券交易所终止交易；达到该公司股票总数的 90% 时，其余股东有权以同等条件向收购要约人强制出售其股票。

## （4）上市公司的信息披露

上市公司应当向中国证监会和证券交易场所提供中期报告和经注册会计师审计的年度报告。发生可能对上市公司股票的市场价格产生较大影响、而投资人尚未得知的重大事件时，上市公司应当立即将有关该重大事件的报告提交证券交易场所和中国证监会，并向社会公布，说明事件的实质。在任何公共传播媒介中出现的消息可能对上市公司股票的市场价格产生误导性影响时，该公司知悉后应当立即对该消息做出公开澄清。上市公司应当将要求公布的信息刊登在中国证监会指定的全国性报刊上。

上市公司还应当按照证券交易所的规定提交有关报告、公告、信息及文件，并向所有股东公开。

## 6. 《企业债券管理条例》的主要内容是什么？

为了加强对企业债券的管理，引导资金的合理流向，保护投资者的合法权益，国务院在 1987 年 3 月 27 日发布了《企业债券管理暂行条例》。随着企业债券市场规模的扩大，国务院于 1993 年 8 月 2 日以中华人民共和国国务院第 121 号令发布施行了《企业债券管理条例》（以下简称《条例》），这个条例发布后，原发布的《企业债券管理暂行条例》同时废止。《条例》的主要内容包括：

### （1）企业债券的定义

企业债券是中华人民共和国境内具有法人资格的企业（以下简称企业）依照法定程序发行，约定在一定期限内还本付息的有价证券（不包括金融债券和外币债券）。除企业外，任何单位和个人不得发行企业债券。企业发行短期融资券，按照中国人民银行有关规定执行。

企业债券的票面应当载明：企业的名称、住所；企业债券的面额、利率、还本期限和方式、利息的支付方式；企业债券发行日期和编号；企业的印记和企业法定代表人的签章；审批机关批准发行的文号、日期。

企业债券持有人有权按照约定期限取得利息、收回本金，但是无权参与企业的经营管理。企业债券持有人对企业的经营状况不承担责任。企业债券可以转让、抵押和继承。

### （2）发行管理

国家计委会同中国人民银行、财政部、中国证监会拟订全国企业债券发行的年度规模和规模内的各项指标，报国务院批准后，下达各省、自治区、直辖市、计划单列市人民政府和国务院有关部门执行。未经国务院同意，任何地方、部门不得擅自突破企业债券发行的年度规模，并不得擅自调整年度规模内的各项指标。

中央企业发行企业债券，由中国人民银行会同国家计委审批；地方企业发行企业债券，由中国人民银行省、自治区、直辖市、计划单列市分行会同同级计划主管部门审批。

### （3）企业发行企业债券必须符合的条件

- 企业规模达到国家规定的要求；
- 企业财务会计制度符合国家规定；
- 具有偿债能力；
- 企业经济效益良好，发行企业债券前连续三年盈利；
- 所筹资金用途符合国家产业政策，并用于审批机关批准的用途；用于固定资产投资，依照国家有关固定资产投资的规定办理；不得用于房地产买卖、股票买卖和期货交易等与本企业生产经营无关的风险性投资；
- 按条例要求制定发行章程，经审批机关批准后正式公布；
- 企业发行企业债券的总面额不得大于该企业的自有资产净值；
- 企业债券的利率不得高于银行同期限居民储蓄定期存款利率的 40 %；

- 企业发行企业债券，应当由证券经营机构承销；

- 企业发行企业债券，可以向经认可的债券评信机构申请信用评级。

### （4）企业债券的交易

企业债券的转让，应当在经批准的可以进行债券交易的场所进行。非证

券经营机构和个人不得经营企业债券的承销和转让业务。中国人民银行及其分支机构和国家证券监督管理机构，依照规定的职责，负责对企业债券的发行和交易活动，进行监督检查。

任何单位不得以财政预算拨款、银行贷款和国家规定不得用于购买企业债券的其他资金购买企业债券；办理储蓄业务的机构不得将所吸收的储蓄存款用于购买企业债券。

## 7. 《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》的主要内容是什么？

1994年8月4日国务院第160号令发布了《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》（以下简称《规定》），与后来中国证监会根据《规定》制定的《到境外上市公司章程必备条款》一起，构成了规范境内企业到境外上市的主要法规。《规定》的主要内容有：

### （1）境外上市外资股

股份有限公司（以下简称公司）向境外投资人募集并在境外上市的股份（以下简称“境外上市外资股”），采取记名股票形式，以人民币标明面值，以外币认购。境外上市外资股在境外上市，可以采取境外存股证形式或者股票的其他派生形式。

### （2）发行境外上市外资股的审批

公司向境外投资人募集股份并在境外上市，应当提出书面申请并附有关材料，报经中国证监会批准后，可以向境外特定的、非特定的投资人募集股份，其股票可以在境外上市。

### （3）境外上市外资股的监管

中国证监会可以与境外证券监督管理机构达成谅解、协议，对股份有限公司向境外投资人募集股份并在境外上市及相关活动进行合作监督管理。

### （4）发行境外上市外资股时不适用《中华人民共和国公司法》部分条款的重要规定

国有企业或者国有资产占主导地位的企业按照国家有关规定改建为向境外投资人募集股份并在境外上市的公司，以发起方式设立的，发起人可以少于5人；该公司一经成立，即可以发行新股。

公司在发行计划确定的股份总数内，分别发行境外上市外资股和内资股的，应当分别一次募足；有特殊情况不能一次募足的，经国务院证券委员会批准，也可以分次发行。

公司增资发行境外上市外资股与前一次发行股份的间隔期间，可以少于12个月。

公司在发行计划确定的股份总数内发行境外上市外资股，经国务院证券委员会批准，可以与包销商在包销协议中约定，在包销数额之外预留不超过该次拟募集境外上市外资股数额15%的股份。预留股份的发行，视为该次发行的一部分。

公司章程应当载明公司章程必备条款所要求的内容，公司不得擅自修改或者删除公司章程中有关公司章程必备条款的内容。

此外，该《规定》还规定了公司章程的效力、股东名册管理、股东大会、公司聘用会计师事务所、股利支付、信息披露等内容。

## 8. 《国务院关于股份有限公司境内上市外资股的规定》的主要内容是什么？

1995 年 12 月 25 日，国务院第 189 号令发布了《国务院关于股份有限公司境内上市外资股的规定》（以下简称《规定》）。《规定》的实施细则已于 1996 年 5 月 3 日发布实施。《规定》的主要内容包括：

### （1）发行 B 股的审批和主管机关

经中国证监会批准，股份有限公司（以下简称公司）可以发行 B 股；但是，拟发行 B 股的面值总额超过 3000 万美元的，由中国证监会报国务院批准。

中国证监会依照法律、行政法规的规定，对 B 股的发行、交易及相关活动实施管理和监督。

### （2）B 股的投资人

B 股投资人限于：外国的自然人、法人和其他组织；中国香港、澳门、台湾地区的自然人、法人和其他组织；定居在国外的中国公民。

### （3）申请发行 B 股应当符合的条件

以募集方式设立的公司申请发行 B 股，其所筹资金用途需符合国家产业政策，符合国家有关固定资产投资立项的规定，符合国家有关利用外资的规定；公司发起人认购的股本总额不少于公司拟发行股本总额的 35%，出资总额不少于 1.5 亿元人民币；拟向社会发行的股份达公司股份总数 25% 以上，拟发行的股本总额超过 4 亿元人民币的，其拟向社会发行股份的比例达 15% 以上；改组设立的公司的原有企业或者作为公司主要发起人的国有企业，最近三年无重大违法行为且连续盈利。

公司增加资本申请发行 B 股，其前一次发行的股份必须已经募足，所得资金的用途与募股时确定的用途相符，并且资金使用效益良好；公司净资产总值不低于 1.5 亿元人民币；从前一次发行 B 股到本次申请期间无重大违法行为；最近三年连续盈利。

此外，本《规定》还就申请发行 B 股时上报中国证监会文件种类、B 股上市公司的信息披露、会计、流通、股利支付、外汇账户等问题做出了规定。

## 9. 《禁止证券欺诈行为暂行办法》的主要内容是什么？

1993 年 8 月 15 日国务院批准了《禁止证券欺诈行为暂行办法》，并于 9 月 2 日由国务院证券委员会发布实施。该《暂行办法》主要内容是规定哪些行为属证券欺诈行为以及相应的行政处罚措施和民事责任。

该《暂行办法》中所称证券欺诈行为包括：证券发行、交易及相关活动中的内幕交易、操纵市场、欺诈客户、虚假陈述等行为。

内幕交易包括下列行为：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的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，处以没收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。发行人

在发行证券中有内幕交易行为的，根据不同情况，单处或者并处警告、责令退还非法所筹集款项，没收非法所得、罚款、停止或者取消发行证券资格。

操纵市场，是指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，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，影响市场价格，扰乱证券市场秩序的行为。证券经营机构、证券交易场所以及其他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、没收非法所得、罚款或者暂停其证券经营业务、撤销其证券经营业务许可或者从事证券业务许可。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非法所得，并处以 5 万元以上 50 万元以下的罚款。

欺诈客户，是指证券经营机构、证券登记结算机构和发行人或者发行代理人，在证券发行、交易及相关活动中违背客户意志，损害客户利益的欺诈性行为。它包括：证券经营机构将自营业务和代理业务混合操作、违背被代理人的指令为其买卖证券、不按规定处理证券买卖委托、不在规定时间内为被代理人提供证券买卖书面确认文件、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炒作证券、保证客户的交易收益或者允诺赔偿客户的投资损失；证券登记结算机构不按规定办理清算、交割过户、登记手续，擅自将顾客委托保管的证券用作抵押；发行人或者发行代理人将证券出售给投资者时未向其提供招股说明书；其他违背客户意志、损害客户利益的行为。对上述机构及其直接负责人，根据不同情况，单处或者并处警告、没收非法所得、罚款、撤销其证券经营业务许可、其从事证券业务许可等。给投资者造成损失的，依法承担赔偿责任。

虚假陈述，是指对证券发行、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、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的行为。它包括：发行人、证券经营机构在招股说明书、上市公告书、公司报告及其他文件中做出虚假陈述；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、审计报告及参与制作的其他文件中做出虚假陈述；证券交易所、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；发行人、证券经营机构、专业性服务机构、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；在证券发行、交易及其相关活动中的其他虚假陈述。证券经营机构、专业性证券服务机构有虚假陈述行为的，根据不同情况单处或者并处警告、没收非法所得、罚款、暂停其证券经营业务、暂停其从事证券业务，或者撤销其证券经营业务许可、其从事证券业务许可。发行人有虚假陈述行为的，根据不同情况单处或者并处警告、责令退还非法所筹集资金、没收非法所得、罚款、暂停或取消其发行、上市资格。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、3 万元以上 30 万元以下的罚款、撤销其从事证券业务许可或者资格。

证券欺诈行为构成犯罪的要依法追究刑事责任。

#### 10. 《证券交易所管理办法》的主要内容是什么？

1993 年 7 月 7 日，经国务院批准，国务院证券委员会发布了《证券交易

所管理暂行办法》，并于 1996 年和 1997 年两次修订完善。1997 年 12 月 10 日，国务院证券委员会发布了新的《证券交易所管理办法》（以下简称《办法》）。《办法》的主要内容是：

#### （1）证券交易所的定义及其管理机关

证券交易所是指依本《办法》规定条件设立的，不以营利为目的，为证券的集中和有组织的交易提供场所、设施，履行国家有关法律、法规、规章、政策规定的职责，实行自律性管理的会员制事业法人。

证券交易所由中国证监会监督管理。证券交易所设立的证券登记结算机构，应当接受中国证监会的监督管理。

#### （2）证券交易所的职能

证券交易所应当创造公开、公平、公正的市场环境，保证证券市场的正常运行。其职能包括：提供证券交易的场所和设施；制定证券交易所的业务规则；接受上市申请、安排证券上市；组织、监督证券交易；对会员进行监管；对上市公司进行监管；设立证券登记结算机构；管理和公布市场信息。

证券交易所不得直接或者间接从事下列业务：以营利为目的的业务；新闻出版业；发布对证券价格进行预测的文字和资料；为他人提供担保；未经中国证监会批准的其他业务。

#### （3）证券交易所的组织

证券交易所设会员大会、理事会和专门委员会。会员大会是证券交易所的最高权力机构，每年召开一次，由理事会召集。理事会是证券交易所的决策机构，由会员理事和非会员理事组成。会员理事由会员大会选举产生，非会员理事由中国证监会委派，理事长、副理事长由证监会提名，理事会选举产生。理事会下设监察委员会和其他专门委员会。总经理在理事会领导下负责证券交易所的日常管理工作，为证券交易所的法定代表人。

#### （4）证券交易所对交易活动的监管

证券交易所应当制定具体的交易规则，公布即时行情，编制并向社会公布日报表、周报表、月报表和年报表。保证投资者有平等机会获取证券市场的交易行情和其他公开披露的信息，并有平等的交易机会。证券交易所所有权依照有关规定，暂停或恢复上市证券的交易，并保证其业务规则得到切实执行，对违反业务规则的行为要及时处理。

#### （5）证券交易所对会员的监管

证券交易所应当制定具体的会员管理规则，其会员应当是有关部门批准设定并具有法人地位的境内证券经营机构。证券交易所应当对会员的代理和自营等业务实施监管，有权要求会员提供有关业务、报表、账册、交易记录及其他文件资料，并可以根据证券交易所章程和业务规则对会员的违规行为进行处理。

#### （6）证券交易所对上市公司的监管

证券交易所应当根据有关法律、行政法规的规定，制定具体的上市规则，与上市公司签订上市协议，复核、审查并监督上市公司公布上市公告书、年度报告、中期报告、特殊报告等公开说明文件，对上市公司未按规定履行信息披露义务的行为，可以按照上市协议的规定予以处理，并可以就其违反证券法规的行为提出处罚意见，报中国证监会予以处罚。

#### （7）证券登记结算机构

证券交易所应当设立一个证券登记结算机构，为证券的发行和在证券交

易所的证券交易活动提供集中的登记、存管、结算与交收服务。

证券登记结算机构应当为证券市场提供安全、公平、高效的服务，并接受证券交易所对其业务活动的监督。其业务范围和职能包括：股权登记；证券持有人名册登记和证券账户的设立；记名证券的存管和过户；证券交易所的所有上市品种交易后的结算与交收；代理证券的还本付息或者权益分派及其他代理人服务；实物证券的保管；与上述业务有关的咨询、培训等服务。

#### （8）对证券交易所的监督管理

证券交易所的总经理、副总经理由中国证监会任免，中层干部的任免报中国证监会备案，财务、人事部门负责人的任免报中国证监会批准。证券交易所的总经理离任时要进行离任审计。证券交易所工作人员不得在会员公司等兼职。

中国证监会有权派员监督检查证券交易所和证券登记结算机构的业务、财务状况，或者调查其他有关事项；有权要求证券交易所和证券结算机构对其章程和业务规则进行修改。

证券交易所、证券登记结算机构应当定期向中国证监会报告财务状况，业务状况，国家有关法律、法规、规章、政策的执行情况和中国证监会要求的其他事项。遇有重大事项，比如有关人员严重违法或违规，某种原因导致停市，对证券市场有重大影响但国家有关法律、法规、规章、政策未作明确规定的重大事项等，应随时向中国证监会报告，必要时报证券交易所所在地人民政府。

### 11. 《公开发行股票公司信息披露实施细则》的主要内容是什么？

《公开发行股票公司信息披露实施细则（试行）》（以下简称《细则》）是中国证监会 1993 年 6 月 10 日发布实施的。凡在中国证监会登记注册、公开发行股票的公司，以及持有一个公司 5% 以上发行在外普通股的法人和收购上市公司的法人，均须按照细则的要求披露信息。《细则》主要包括：

#### （1）必须公开披露的信息

股份有限公司公开发行股票，并将其股票在证券交易场所交易，必须公开披露的信息包括（但不限于）：招股说明书；上市公告书；定期报告，包括年度报告和中期报告；临时报告，包括重大事件公告和收购与合并公告。

公开披露的信息应当用中文表述。发行 B 股的公司公开披露信息，如有必要，还应当用英文表述；英译文本的字义和词义与中文本有差异时，以中文本为准。

#### （2）有关人员的责任

公司的全体发起人或董事，必须保证公开披露文件内容没有虚假、严重误导性陈述或重大遗漏，并就其保证承担连带责任。

公开披露文件涉及财务会计、法律、资产评估等事项的，应当由具有从事证券业务资格的会计师事务所、律师事务所和资产评估机构等专业性中介机构审查验证，并出具意见。专业性中介机构及其人员，必须保证其审查验证的文件的内容没有虚假、严重误导性陈述或者重大遗漏，并且对此承担相应的法律责任。

承销股票的证券经营机构，必须对招股说明书内容的真实性、准确性、完整性进行认真核查，保证经其核查的文件内容没有虚假、严重误导性陈述

或者重大遗漏，并且对此承担相应的法律责任。

### （3）招股说明书与上市公告书

招股说明书的具体内容与格式，见《公开发行股票公司信息披露的内容与格式准则》（以下简称《准则》）第一号。招股说明书需经省或计划单列市级地方政府或中央企业主管部门批准后，报中国证监会复审。获准公开发行股票后，发行人及其承销商应当在承销期开始前 2 至 5 个工作日内，将招股说明书概要（1 万字左右）刊登在至少一种由中国证监会指定的全国性报刊上。

股份有限公司股票获准在证券交易场所交易时，上市公司应当编制上市公告书或简要上市公告书，向社会公开披露有关信息。

发行人在其股票挂牌交易首日前 3 个工作日内，应当将上市公告书全文或不超过 1 万字的上市公告书概要，刊登在至少一种由中国证监会指定的全国性报刊上。

招股说明书和上市公告书，应备置于发行人所在地、拟挂牌交易的证券交易场所、有关证券经营机构及其网点，供公众查阅，同时报送证监会一式十份，以供备案和投资公众查阅。

### （4）中期报告与年度报告

中期报告和年度报告的内容与格式，应执行中国证监会颁布的定期报告的内容与格式准则的规定。公司应当于每个会计年度的前 6 个月结束后 60 日内编制完成中期报告，并将不超过 4000 字的报告摘要刊登在至少一种由中国证监会指定的全国性报刊上。公司应当在每个会计年度结束后 120 日内编制完成年度报告，并将不超过 5000 字的报告摘要刊登在至少一种由中国证监会指定的全国性报刊上。

### （5）重大事件公告

公司发生重大事件，应当编制重大事件公告书向社会披露。重大事件是指可能对公司的股票价格产生重大影响的事件，包括（但不限于）以下情况：

《股票发行与交易管理暂行条例》（以下简称《条例》）第六十条所列事项；

公司章程的变更、注册资金和注册地址的变更；

发生大额银行退票（相当于被退票人流动资金的 5% 以上）；

公司更换为其审计的会计师事务所；

公司公开发行的债券担保或抵押物的变更或者增减；

股票的二次发行或者公司债到期或购回，可转换公司债依规定转为股份；

公司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%；

发起人或者董事的行为可能依法负有重大损害赔偿责任；

股东大会或者公司监事会议的决定被法院依法撤销；

法院做出裁定，禁止对公司的控股股东转让其股份；

(11) 公司的合并或者分立。

未作规定但确属可能对公司股票价格产生重大影响的其他事件也应当视为重大事件。

### （6）公司收购公告

任何法人直接或者间接持有一个上市公司发行在外的普通股达 5% 时，



应当按照由中国证监会制定的准则规定的内容和格式，将有关情况刊登在至少一种由中国证监会指定的全国性报刊上。

发起人以外的任何法人直接或者间接持有有一个上市公司发行在外的普通股达 30% 时，除按照该条规定做出报告外，还应当自该条所列事实发生之日起 45 日内向该公司所有股东发出收购公告书，将不超过 5000 字的收购公告书概要刊登在至少一种由中国证监会指定的全国性报刊上。

上市公司除应当遵照《细则》的各项规定公开披露信息外，还应遵守其股票挂牌交易的证券交易场所关于信息披露的规定。凡违反《细则》的个人和机构，按照条例第七章有关条款处理。

## 12. 《证券投资基金管理暂行办法》的主要内容是什么？

1997 年 11 月 5 日，经国务院批准，国务院证券委员会发布了《证券投资基金管理暂行办法》（以下简称《办法》）。该《办法》自发布之日起施行，主要包括：

### （1）证券投资基金的定义

证券投资基金（以下简称基金）是一种利益共享、风险共担的集合证券投资方式，即通过发行基金单位，集中投资者的资金，由基金托管人托管，由基金管理人管理和运用资金，从事股票、债券等金融工具投资。

### （2）基金的设立、募集与交易

基金的设立，必须经中国证监会审查批准。基金发起人可以申请设立开放式基金，也可以申请设立封闭式基金。《办法》还规定了申请设立基金的条件。

封闭式基金的募集期限为 3 个月，自该基金批准之日起计算。封闭式基金自批准之日起 3 个月内募集的资金超过该基金批准规模的 80% 的，该基金方可成立。开放式基金批准之日起 3 个月内净销售额超过 2 亿元的，该基金方可成立。

开放式基金只能在符合国家规定的场所申购、赎回。封闭式基金成立后，基金管理人、基金托管人可以向中国证监会及证券交易所提出基金上市申请。

### （3）基金托管人和基金管理人

经批准设立的基金，应当委托商业银行作为基金托管人托管基金资产，委托基金管理公司作为基金管理人管理和运用基金资产。基金托管人必须经中国证监会和中国人民银行审查批准。基金托管人、基金管理人应当在行政上、财务上相互独立，其高级管理人员不得在对方兼任任何职务。

基金托管人应当具备的条件是：设有专门的基金托管部；实收资本不少于 80 亿元；有足够的熟悉托管业务的专职人员；具备安全保管基金全部资产的条件；具备安全、高效的清算、交割能力。

基金托管人应当履行的职责包括：安全保管基金的全部资产；执行基金管理人的投资指令，并负责办理基金名下的资金往来；监督基金管理人的投资运作，发现基金管理人的投资指令违法、违规的，不予执行，并向中国证监会报告；复核、审查基金管理人计算的基金资产净值及基金价格；保存基金的会计账册，记录 15 年以上；出具基金业绩报告，提供基金托管情况，并向中国证监会和中国人民银行报告；基金契约、托管协议规定的其他职责。

申请设立基金管理公司，必须经中国证监会审查批准。设立基金管理公司应当具备的条件是：主要发起人的证券公司、信托投资公司，经营状况良好，最近三年连续盈利；每个发起人实收资本不少于 3 亿元；拟设立的基金管理公司的最低实收资本为 1000 万元，等。

基金管理公司经批准，可以从事基金管理业务和发起设立基金。

基金管理人应当履行的职责是：按照基金契约的规定运用基金资产投资并管理基金资产；及时、足额向基金持有人支付基金收益；保存基金的会计账册、记录 15 年以上；编制基金财务报告，及时公告，并向中国证监会报告；计算并公告基金资产净值及每一基金单位资产净值；基金契约规定的其他职责。

开放式基金的管理人还应当按照国家有关规定和基金契约的规定，及时、准确地办理基金的申购和赎回。

#### （4）基金持有人的权利和义务

基金持有人享有的权利有：出席或者委派代表出席基金持有人大会；取得基金收益；监督基金经营情况，获取基金业务及财务状况的资料；申购、赎回或者转让基金单位；取得基金清算后的剩余资产。

基金持有人应当履行的义务有：遵守基金契约；交纳基金认购款项及规定的费用；承担基金亏损或者终止的有限责任；不从事任何有损基金及其他基金持有人利益的活动。

#### （5）投资运作与监督管理

基金的投资组合应当符合规定的条件。

基金托管人、基金管理人应当执行国家财务会计制度，依法纳税。开放式基金必须保持足够的现金或者国家债券，以备支付赎回金。基金收益分配应当采用现金形式，每年至少 1 次。基金收益分配比例不得低于基金净收益的 90%。

基金封闭期满，未被批准续期的；基金经批准提前终止的；因重大违法、违规行为，基金被中国证监会责令终止的，基金应当终止。

未经批准，擅自设立或者募集资金的，擅自设立基金管理公司或擅自从事基金管理业务或托管业务及其他违反该《办法》的行为，都将依法受到处罚。

### 13. 《证券、期货投资咨询管理暂行办法》的主要内容是什么？

为规范投资咨询行业，保护投资者利益，促进证券市场的稳定健康发展，经国务院批准，国务院证券委员会于 1997 年 12 月 25 日发布了《证券、期货投资咨询管理暂行办法》（以下简称《办法》），自 1998 年 4 月 1 日起施行。

《办法》的主要内容是：

#### （1）监管执行部门

中国证监会及其授权的地方证券、期货监管部门负责对证券、期货投资咨询业务的监督管理，并负责本《办法》的实施。

#### （2）证券、期货投资咨询业务

证券、期货投资咨询，是指从事证券、期货投资咨询业务的机构及其投资咨询人员，以下列形式为证券、期货投资人或者客户，提供证券、期货投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：

接受投资人或者客户委托，提供证券、期货投资咨询服务。

举办有关证券、期货投资咨询的讲座、报告会、分析会等。

在报刊上发表证券、期货投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券、期货投资咨询服务。

通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券、期货投资咨询服务。

### （3）从业机构资格

证券、期货投资咨询机构申请取得证券、期货投资咨询从业资格，必须具备以下条件：

分别从事证券或者期货投资咨询业务的机构，有 5 名以上取得证券、期货投资咨询从业资格的专职人员；同时从事证券和期货投资咨询业务的机构，有 10 名以上取得证券、期货投资咨询从业资格的专职人员；其高级管理人员中，至少有 1 名取得证券或者期货投资咨询从业资格。

有 100 万元人民币以上的注册资本。

有固定的业务场所和与业务相适应的通讯及其他信息传递设施。

有公司章程。

有健全的内部管理制度。

### （4）从业人员资格

证券、期货投资咨询人员申请取得证券、期货投资咨询从业资格，必须具备下列条件：

具有中华人民共和国国籍。

具有完全民事行为能力。

品行良好、正直诚实，具有良好的职业道德。

未受过刑事处罚或者与证券、期货业务有关的严重行政处罚。

具有大学本科以上学历。

证券投资咨询人员具有从事证券业务两年以上的经历，期货投资咨询人员具有从事期货业务两年以上的经历。

通过中国证监会统一组织的证券、期货从业人员资格考试。

### （5）禁止事项

证券、期货投资咨询人员不得从事下列活动：

代理投资人从事证券、期货买卖。

向投资人承诺证券、期货投资收益。

与投资人约定分享投资收益或者分担投资损失。

为自己买卖股票及具有股票性质、功能的证券以及期货。

利用咨询服务与他人合谋操纵市场或者进行内幕交易。

此外，《办法》还详细规定了机构和个人申请从事证券、期货投资咨询业务资格的程序、需提交的文件，以及对从业机构和人员实行年检，对违反《办法》规定者实行民事和刑事处罚等。

## 14. 什么是证券市场禁入制度？证券市场禁入制度的主要内容是什么？

1997 年 3 月 3 日，中国证监会发布了《证券市场禁入暂行办法》（以下简称《暂行办法》），标志着证券市场禁入制度的正式建立。该制度是指因进行证券欺诈活动或者有其他严重违反证券法律、法规、规章以及中国证监

会发布的有关规定的行为，被中国证监会认定为市场禁入者，在一定时期内或者永久性不得担任上市公司高级管理人员，或者不得从事证券业务的制度。其中证券业务，是指为证券发行人和投资者进行证券发行、交易及其相关活动提供中介服务或者专业服务的行为。

证券市场禁入制度的建立，可以将证券市场中从事操纵股价、内幕交易、欺诈等违法违规活动的“害群之马”暂时或永久性地清除出场，从而产生巨大的威慑力。这对切实保护广大投资者利益，规范上市公司、证券经营机构和其他从事证券业务的专业性机构及其相关工作人员在证券市场上的行为，维持证券市场的正常秩序具有重要意义。

禁入制度的主要内容是：

（1）上市公司的董事、监事、经理和其他高级管理人员有下列行为之一或对该行为负有直接责任或直接领导责任的，可以认定其为市场禁入者：公司采用欺骗或者采用不正当手段获准发行证券或获准证券上市交易的；公司不履行信息披露义务或在信息披露时有虚假、严重误导性陈述或者重大遗漏的行为，严重损害投资者利益的；利用职务之便进行内幕交易，为公司、个人或他人获取利益的；利用公司资金买卖本公司证券的；利用资金、信息等优势以及其他手段操纵证券市场价格的；个人累计3次受到中国证监会或其授权的地方证管办警告以上行政处罚的。

（2）证券经营机构和证券登记、托管、清算机构高级管理人员及其内设业务部门负责人，有下列行为之一或对该行为负有直接责任或直接领导责任的，可以认定其为市场禁入者：在证券发行活动中，组织或参与策划、编制含有虚假、严重误导性内容或有重大遗漏的文件或信息的；利用职务之便进行内幕交易，为机构、个人或者他人进行内幕交易的；利用资金、信息等优势以及其他手段操纵证券市场价格的；将自营业务与代理业务混合操作、挪用客户资金、擅自将客户证券出售、质押以及有其他严重欺诈客户行为的；抗拒、阻挠或严重干扰证券监管部门监管检查的；个人累计3次受到中国证监会或其授权的地方证管办警告以上行政处罚的。

（3）从事证券业务的律师、注册会计师、资产评估人员如有下列行为之一的，可以认定其为市场禁入者：出具的专业文件有虚假、严重误导性陈述或者重大遗漏的；利用内幕信息为机构、个人或他人谋取利益的；个人累计3次受到中国证监会警告以上行政处罚的。

（4）证券投资基金管理机构和证券投资基金托管机构的高级管理人员及其内设业务部门负责人，有如下行为之一或对该行为负有直接责任或直接领导责任的，可以认定其为市场禁入者：不履行信息披露义务或信息披露时有虚假、严重误导性陈述或者重大遗漏的行为，严重损害投资者利益的；利用职务之便进行内幕交易，为机构、个人或他人获取利益的；利用资金、信息等优势或者其他手段操纵证券市场价格的；挪用管理或托管的基金资产的；违反基金章程、信托契约等规定进行投资，造成重大经济损失的；个人累计3次受到中国证监会或其授权的地方证管办警告以上行政处罚的。

（5）证券投资咨询机构的高级管理人员及其投资咨询人员，有如下行为之一或对该行为负有直接责任或直接领导责任的，可以认定其为市场禁入者：制造、传播虚假信息、市场传言或者以虚假信息、市场传言为依据向客户提供投资咨询，严重损害投资者利益的；利用咨询服务与他人合谋操纵市场价格的；利用内幕信息为机构、个人或他人获取利益的；个人累计3次受

到中国证监会或其授权的地方证管办警告以上行政处罚的。

(6) 一旦被认定为市场禁入者,自中国证监会宣布决定之日起,3~10年内不得担任任何上市公司和从事证券业务机构的高级职务,并不得从事证券业务;情节特别严重者,永久性不得担任任何上市公司和证券业务机构的高级管理人员职务,并永久不得从事证券业务。

(7) 被中国证监会认定为市场禁入者的人员,中国证监会将通过指定报刊和其他信息传播媒介向社会公布;该人员除不得继续在原机构任职外,也不得在其他任何从事证券业务的机构中任职;上市公司或者从事证券业务的机构,聘用被中国证监会宣布为市场禁入者的人员的,中国证监会将依法给予相应的行政处罚。

(8) 申请公开发行证券并上市的证券发行人违反《暂行办法》的有关规定的,中国证监会将视情节轻重,在3~10年内停止受理其证券发行或上市的申请;情节特别严重的,永久性不受理其证券发行和上市的申请。

上市公司违反《暂行办法》有关规定的,中国证监会将不受理其任何事项的审批申请;情节严重的,可责令证券交易所在一定期限内暂停其股票交易。

## 15. 我国《刑法》规定的证券犯罪行为有哪些?

1997年3月14日第八届全国人民代表大会第五次会议对《中华人民共和国刑法》做了重大修订。修订后的《刑法》对证券犯罪做出了明确规定,在第二编“分则”之第三章规定了“破坏社会主义市场经济秩序罪”,对证券犯罪行为的定罪和量刑,分别在第三节“妨害对公司、企业的管理秩序罪”和第四节“破坏金融管理秩序罪”中规定了六条七种证券犯罪行为。新《刑法》于1997年10月1日起实施。

(1) 欺诈发行股票、债券罪。它是指在招股说明书、认股书、公司、企业债券募集办法中隐瞒重要事实或者编造重大虚假内容,发行股票或者公司、企业债券,数额巨大、后果严重或者有其他严重情节。个人犯该罪的,处五年以下有期徒刑或者拘役,并处或者单处非法募集资金额百分之一以上百分之五以下罚金;单位犯该罪的,对单位判处罚金,并对其直接负责的主管人员和其他直接责任人员,处五年以下有期徒刑或者拘役。(《刑法》第一百六十一条)

(2) 提供虚假财务会计报告罪。它是指公司向股东和社会公众提供虚假或者隐瞒重要事实的财务会计报告,严重损害股东或者其他入利益。对公司直接负责的主管人员和其他直接责任人员,处三年以下有期徒刑或者拘役,并处或者单处二万元以上二十万元以下罚金。(《刑法》第一百六十一条)

(3) 擅自发行股票和公司、企业债券罪。它是指未经国家有关主管部门批准,擅自发行股票或者公司、企业债券,数额巨大、后果严重或者有其他严重情节。个人犯该罪的,处五年以下有期徒刑或者拘役,并处或者单处非法募集资金额百分之一以上百分之五以下罚金;单位犯该罪的,对单位判处罚金,并对其直接负责的主管人员和其他直接责任人员,处五年以下有期徒刑或者拘役。(《刑法》第一百七十九条)

(4) 内幕交易、泄露内幕信息罪。它是指证券交易内幕信息的知情人员或者非法获取证券交易内幕信息的人员,在涉及证券的发行、交易或者其他

对证券的价格有重大影响的信息尚未公开前，买入或者卖出该证券，或者泄露该信息，情节严重。个人犯该罪的，处五年以下有期徒刑或者拘役，并处或者单处违法所得一倍以上五倍以下罚金；情节特别严重的，处五年以上十年以下有期徒刑，并处违法所得一倍以上五倍以下罚金。单位犯该罪的，对单位判处罚金，并对其主管人员和其他直接责任人员，处五年以下有期徒刑或者拘役。内幕信息和知情人员的范围依照法律、行政法规的规定确定。（《刑法》第一百八十条）

（5）编造并传播影响证券交易虚假信息罪。它是指编造并传播影响证券交易的虚假信息，扰乱证券交易市场，造成严重后果的行为。个人犯该罪的，处五年以下有期徒刑或者拘役，并处或者单处一万元以上十万元以下罚金。（《刑法》第一百八十一条第一款）

（6）诱骗他人买卖证券罪。它是指证券交易所、证券公司的从业人员，证券业协会或者证券管理部门的工作人员，故意提供虚假信息或者伪造、变造、销毁交易记录，诱骗投资者买卖证券，造成严重后果的。个人犯该罪的，处五年以下有期徒刑或者拘役，并处或者单处一万元以上十万元以下罚金；情节特别恶劣的，处五年以上十年以下有期徒刑，并处二万元以上二十万元以下罚金。单位犯该罪的，对单位判处罚金，并对其直接负责的主管人员和其他直接责任人员，处五年以下有期徒刑或者拘役。（《刑法》第一百八十一条第二款）

（7）操纵证券市场罪。它是指操纵证券交易价格，获取不正当利益或者转嫁风险，情节严重的行为。具体有四类情形：单独或者合谋，集中资金优势、持股优势或者利用信息优势，联合或者连续买卖，操纵证券交易价格；与他人串通，以事先约定的时间、价格和方式相互进行证券交易或者相互买卖并不持有的证券，影响证券交易价格或者证券交易量的；以自己为交易对象，进行不转移证券所有权的自买自卖，影响证券交易价格或者证券交易量的；以其他方法操纵证券交易价格的。个人犯前罪的，处五年以下有期徒刑或者拘役，并处或者单处违法所得一倍以上五倍以下罚金；单位犯前罪的，对单位判处罚金，并对其直接负责的主管人员和其他直接责任人员，处五年以下有期徒刑或者拘役。（《刑法》第一百八十二条）

## 16. 美国证券市场的主要法规有哪些？

美国证券市场的立法，经历了从各州分别立法到联邦政府统一立法的进程。1911年，堪萨斯州通过了一部管理证券发行的综合性法律，史称《蓝天法》。此后，各州纷纷效仿，制定了与《蓝天法》类似的法律，后来被统称为《蓝天法》。《蓝天法》要求证券发行人必须公布财务报告并接受银行专员检查。但各州分别立法被实践证明不能有效地同欺诈活动作斗争，许多证券发行者利用州与州之间法律的不同和州与州之间的竞争，逃避证券法律的管理。然而，直到1929年股票市场崩溃后，公众才意识到证券市场需要联邦政府的统一立法。

从1932年到1934年，在罗斯福总统的第一个任期内，参议院金融与货币委员会多次举行股票交易与证券市场实践听证会，了解为什么证券价格下降如此之快，怎样才能防止另一次股票市场崩溃。其直接结果是通过了《1933年银行法》，其中规定银行要么从事存贷款业务，要么从事证券业务。从此，

商业银行与投资银行正式分离。同年，又通过了联邦证券法系列中的第一部法律——《1933 年证券法》，开始主要运用联邦立法对证券市场进行规范。

在所有证券法规中，最重要的是《1933 年证券法》（主要针对证券发行）和《1934 年证券交易法》及其历年修正案（主要针对证券交易）。下面简要介绍这些法规的主要内容。

（1）《1933 年证券法》，又称为《证券诚实法》。其实质是通过建立“证券发行注册制度”，强制要求发行证券的公司按要求向投资者提供有关证券公开发行的重大信息，防止证券发行中的误导、欺诈、虚假行为。证券发行人必须填写专门的注册表册，包括四方面的内容：注册人的财产及业务状况；将要发行证券的重要事项，以及该证券与注册人的其他资本证券间的关系；有关注册人经营管理状况的资料；经公共会计师审查过的财务报表。《1933 年证券法》的制定和施实对保护投资者的利益，加强对证券一级市场的监管，防止证券发行中的欺诈行为，起到了积极的作用。

（2）《1934 年证券交易法》及其修正案。该法要求建立一个专门的机构——证券与交易委员会（以下简称证券委）。并给证券委广泛授权，管理股票交易所，对绝大多数证券经纪商和自营商进行注册登记。该法规定在全国性证券交易所上市交易的证券，其发行公司必须实行连续的信息披露，包括年度报告和季度报告等；禁止证券市场上的各种操纵活动；禁止上市公司职员和董事为短期利润买卖本公司证券；证券交易信用放款不能超过一定比例等。该法颁布后，为适应证券市场不断发展的客观要求，曾经多次修改和补充完善。1938 年国会对该法进行修改，把证券委对证券市场的管理扩大到柜台交易市场（OTC），建立“全国证券商协会”，实行自律管理，促进柜台交易市场按公平原则运作。1964 年国会对该法再作修正，将注册登记、财务公开以及其他保护性措施扩大到柜台交易市场上的证券。1968 年国会通过了威廉斯法（并于 1970 年进行了修正），要求公司在现金标购、交易所拍卖、大规模股权购买业务中实行信息公开，并授权证券委管理公司接管活动。1975 年国会对证券法的修正，结束了证券商的固定佣金制度，把注册登记要求和会计账册保存要求扩大到清算机构、登记过户机构和证券托管机构。1984 年的《公司内部交易制裁法令》和 1988 年的《内幕交易与证券欺诈实施法》，对证券交易法禁止公司内部交易的规定进行了补充，增加了刑事处罚等内容。1986 年国会通过《政府证券法》，以修正 1934 年的《证券交易法》，加强了对政府证券交易的管理。

（3）《1935 年公共事业控股公司法》。该法授权证券委管理公共事业控股公司的重组事务，对这类控股公司组织机构的一体化等方面作了规定。该法还包括股息支付的管理、控股公司之间的贷款、申请委托代理、项目审批和其他授权事宜，对公司内幕信息交易的规定等。

（4）《1939 年信托契约法》。该法规定了管理“信托契约”的各项要求；明确了债务证券持有人的权利，证券发行主体的义务，并授权证券委审查债务证券的发行。

（5）《1940 年投资公司法》。该法要求投资公司在证券委注册登记，并对投资公司的董事会结构、投资公司业务活动的监管以及其分支机构业务等做出明确规定。

（6）《1940 年投资顾问法》。该法加强了对投资顾问的管理。要求以向他人提供证券投资咨询而取得收益的个人或法人，必须在证券委注册，并

向顾客充分公开自身的证券交易情况，禁止欺诈顾客。

(7) 《1970 年证券投资者保护法》。该法规定设立证券投资者保护公司 (SIPC)，为符合一定条件的证券经纪商和自营商的顾客提供保险保护，使这些顾客在其证券商失去偿付能力时能得到赔偿。

除此以外，与美国证券市场有关的法规还有《公司法》(各州不同)、《银行持股公司法》、《破产法》、《国内收入法》等。进入 90 年代，又增加了《证券实施补充与股票改革法》、《市场改革法》、《证券法 1990 年修正案》。

## 17. 英国证券市场的主要法规有哪些？

英国证券市场的管理以“自律原则”闻名，其自我管制机构在证券市场中充当了重要角色。这从英国证券业自律监管系统的分工中可见一斑。该系统分为两级，第一级由证券交易商协会、收购与合并问题专门小组、证券业理事会组成，以上三个机构会同政府的贸易部、公司注册署共同对市场实施监督管理；第二级是证券交易所，证券交易所不受政府的直接控制，但须在贸易部、英格兰银行等的指导下进行自律管理。

规范证券市场的法规，包括专门的证券法案和与证券业相关的法案，主要有：《反欺诈(投资)法》(1958 年)、《公司法》(1948 年和 1967 年)、《公平交易法》(1973 年)、《财务服务法案》(1988 年)、《金融服务法》(1986 年)。自律监管机构制定的自律性规定，主要有：《证券交易所监管条例和规则》、《伦敦城收购与合并准则》及证券业理事会制定的一些规定。

下面简单介绍英国证券市场的主要法规：

### (1) 国家立法

《财务服务法案》。该法案把监督有偿证券市场的责任分成两大部分：一是“自律监管组织”，负责对投资业务的授权并监督获得授权者同客户之间的关系；一是“核准的投资交易所”，负责操作交易市场以及该市场内的投资公司业务。

《金融服务法》。该法涉及所有类型的投资活动。对处于相互竞争地位的各类金融服务业给以同等待遇，将对自动调节的依赖限制在法律制度范围之内。该法只适用于投资业务，共分十个主要部分，主要内容包括：投资业管理的主要原则；贸易和工业国务大臣在何种情况下可以对被授权人的事务进行干预，甚至在必要时给予取缔；定义和规定“共同投资计划”的运作；要求自动调节组织将他们的规则呈交给公平交易总理事；等等。

### (2) 由自律监管机构制定的自律性规定

《证券交易所监管条例和规则》，由证券交易商协会制定。对交易、新上市及发行证券公司进行连续的信息公开、在收购合并时公司财务资料公布及其他特殊情况做出了规定。

《伦敦城收购与合并准则》(简称《伦敦城准则》)，由主要从事有关企业、公司收购合并等问题的管理、具有立法地位的非立法机构——收购与合并问题“专门小组”(以下简称“专门小组”)制定。该准则不是立法文件，但是如果企业在收购文件或招股书中有欺骗、隐瞒等违反《伦敦城准则》的行为，仍要承担相应的法律责任。证券交易所、贸易部、英格兰银行及其他专业机构对“专门小组”对违反《伦敦城准则》的制裁给予全力支持。



证券业理事会制定的文件。证券业理事会是 1978 年成立的私人组织，在自律监管体系中处于中心地位。该组织成立后，对《伦敦城准则》和《公司法》中关于内幕交易和上市的规定进行了修改，并且负责制定、解释和监督实施《证券交易商行动准则》、《基金管理人交易指导线》、《大规模收购股权准则》等规则。

总之，英国证券市场的法制建设突出的特色是强调“自律原则”，证券市场虽没有专门的立法体系，却有较为完善的管理体系。

## 18. 日本证券市场的主要法规有哪些？

早在 1874 年，日本就制定了《证券交易条例》。1893 年又制定了《证券交易法》。这一阶段的立法，主要借鉴了英国的证券立法经验。

后来，日本的证券立法更多地借鉴了美国的做法。日本现行的《证券交易法》即是以美国 1933 年证券法和 1934 年证券交易法为蓝本，于 1948 年 5 月颁布的。该法是日本立法管制中最重要和最系统的法律之一。该法的制定，实际上是第二次世界大战后日本证券制度改革中的一项中心内容。这次改革，吸取了美国 1929 年大危机前允许商业银行从事证券业务，在危机中由于股票价格大跌而蒙受巨额损失，导致损害存款者利益的经验教训，特别强调禁止银行和信托公司承购除政府及政府担保的债券以外的任何证券，将证券的经营业务集中于证券公司。日本《证券交易法》自颁布至今已先后进行过 40 多次的修订。其内容主要包括：关于有偿证券募集或发售申报的规定；关于有偿证券公开收购申报的法律规定；关于证券公司及其证券业务活动的规定；关于证券商协会和证券交易委员会的规定；关于证券交易所设立、组织及其会员的规定；关于证券交易规则及其活动管理的规定；关于证券业务纠纷的调解及裁决的规定；关于违反证券交易法行为的处罚规定。

为实施证券交易法，日本还制订许多补充规则，比较重要的包括：关于流通证券上市的通知的政府条例；关于募集或发行外国政府债券的登记等事项的政府条例；关于募集或发行外国投资信托债券的登记等事项的政府条例；关于证券认购要约的登记等事项的政府条例；关于证券公司的政府条例；证券公司资信可靠的标准；关于证券交易所的政府条例；基于稳定周转目的而进行的证券交易的登记；关于证券卖空的规定；关于全权委托的证券交易账目的规则；(11)关于财务报表的用语、格式及编制方法的规则；(12)关于财务报表审计证明的规则。

除此之外，日本其他有关证券交易的法律还有：《商法典》；《民法典》；《证券投资信托法》；《担保债券信托法》；《外汇和外贸管理法》；《外国证券公司法》；《合格公共会计师法》；《证券中央总库和清算法》。下面主要就前五项法律作简单介绍。

《商法典》：制定于 1899 年，迄今已历经数十次修订。《商法典》主要对日本公司的组成和管理，股票和债券的发行以及外国公司的某些活动进行了规定。此外，还包括关于管理机关的责任、股东和债权人利益的保护以及公示的要求、无担保债券等内容。

《民法典》：制定于 1896 年，该法典主要是契约法部分涉及证券交易的一些内容。

《证券投资信托法》：该法和《担保债券信托法》，是日本资本市场比

较重要的两个法律。证券投资信托是于 1951 年由一些重要的证券公司引进到日本的。日本证券投资信托的类型，限制在该法许可的范围之内。

《担保债券信托法》：颁布于 20 世纪初，旨在鼓励日本公司发行国外担保债券，但实际上也适用于日本公司发行国内债券。

《外汇和外贸管理法》：1967 年以后，日本的国际证券交易日趋活跃。东京证券交易所于 1970 年加入证券交易所国际联盟。日本政府于 1971 年颁布了旨在管理外国证券公司的法规——《外汇和外贸控制法》，这就是外汇和外贸管理法的前身。为了进一步促进对外交易的自由化，1980 年日本政府在《控制法》的基础上修订出台了《管理法》。《外汇和外贸管理法》较先前的规定要简单和宽松。根据最近对《外汇和外贸管理法》修订的结果，下述两种情况必须预先向大藏省呈送通知：一是在日本国外发行，由当地居民认购的证券；另一种是在日本国内发行，由非当地居民认购的证券。

日本对证券市场的管理比较多地借鉴了英、美两国的经验，在立法管理方面甚至比美国更为严格，但同时也注意吸取了英国自律监管制度方面一些合理的做法。

## 19. 香港证券市场的主要法规有哪些？

1891 年，香港成立“香港股票经纪协会”，专门从事股票交易，成为香港历史上的第一家证券交易所。1986 年 4 月 2 日，香港联合交易所的正式运作，标志香港证券市场进入一个新的发展时期。

香港证券市场极为重视证券规范化的工作，证券法规比较系统全面。主要包括：

（1）《证券条例》。它是香港政府的第一个也是对证券业进行全面监督管理的条例，于 1974 年 2 月 13 日颁布，当年 3 月 1 日起生效。主要内容包括： 证券及期货事务监察委员会，可在咨询联合交易所的基础上，制定与上市及市场运作有关的规则。 禁止任何人士未经许可经营证券交易所，或使用证券交易所的名义；禁止证券商在许可之证券交易所以外进行任何证券交易。 证券及期货事务监察委员会在一定情况下，可下令关闭证券交易所，但关闭期不得超过 5 个工作日。 证券商及其代表、投资顾问及其代表，必须注册并获得认可，遵守各项有关规则。 设立一项赔偿基金，以便使因证券经纪未履行职责而蒙受损失的客户可获得赔偿，保障投资者的利益。 禁止各种不正当的交易活动，如兜售证券、抛空、制造假市，以及内幕交易等等。

（2）《保障投资者条例》。1974 年 2 月 13 日与《证券条例》同时颁布，于当年 3 月 1 日同时生效。主要内容包括： 禁止有关人士运用欺诈或误导手段，引诱投资者买卖证券，违例者可被罚款 100 万港元及入狱 7 年； 对有关宣传投资的刊物发行实施管制，凡未经香港证监会事前核准的招人投资广告，一律禁止擅自刊登，否则可被判罚款 50 万港元及入狱 3 年。

（3）《证券交易所合并条例》。由 1977 年成立的以政府证券监理专员施伟贤为首的“四会”合并工作小组草拟，于 1980 年 8 月 6 日立法局通过颁布。主要内容是规定将香港原有的香港证券交易所、远东交易所、金银证券交易所和九龙证券交易所等四家证券交易所合并为一家联合交易所之方法、步骤。

(4)《证券及期货事务监察委员会条例》。1987年10月股灾后，根据证券业检讨委员会报告书关于成立证券及期货事务监察委员会的建议制定。1989年4月12日立法局通过并颁布实施。其主要内容是规定证券及期货事务监察委员会的职能、监管权力、经费来源等等。

(5)《证券(公开权益)条例》。亦称《公开持股法》，1988年7月13日立法局通过，1991年9月1日正式生效实施。主要内容包括：任何持有一家香港注册上市公司的10%股权的人士，包括通过基金或代理人等形式而持有实益股权者，均须公开持股量，而后持有该公司的股票数量占总股数的比例每增减1%，即须呈报，否则将受到惩罚。有关的董事及行政人员除要公开他们在公司及联营公司的持股量外，所持有的债务也需公布。而有关人士的家庭成员的权益也需公开。任何有公开股权责任的人士须于5日内向有关上市公司呈报，而有关公司须于接获报告的翌日通知联合交易所，并且保存一份档案供公众人士查阅。条例还授予联合交易所及其有关职员一项法定豁免权，即由于处理大量呈报的消息容易出现差错，只要非属有意，即使发表了错误消息，可以免受起诉，毋须负法律责任。准许大股东及董事要求其他股东提供所持股权的资料。授权财政司可以委托调查员，追查有关人士在公司的股权情况。法庭可以限制有关股份的转让。在这种情况下，有关股份的转让将没有法律效力，而有关股份的投票权及派发的股息也将受到冻结。

(6)《证券(内幕交易)条例》。于1990年7月25日立法局通过，1991年9月1日与《证券(公开权益)条例》同时生效实施。它规定了内幕交易的范畴及惩处措施。

(7)《证券(在证券交易所上市)规则》。亦称《证监会上市规则》，最初制定于1976年2月，1986年初为配合四家证券交易所合并为一家联合交易所的新形势，进行了重订，并于1986年2月1日正式发表。主要内容包括：证券上市所需遵守的条件和申请程序；证券上市公司应向交易所做出经指定的保证，承担发布透露有关资料的持续责任，以保障投资者利益；凡遇到违反规则时或为维持一个有秩序的市场而需要取消某项证券上市时，香港证监会有绝对权力反对、停止或取消该证券的上市申请或地位。

(8)《香港公司收购及合并守则》。它是由香港证监会制定的专门监管上市公司收购及合并活动的非法定守则。它以60年代中期英国公司收购守则为本，最初制定于1975年8月。后来，曾多次进行修订。守则内所载各项基本原则及程序都是有关商业上收购及合并的认可标准。

(9)《香港公司购回本身股份守则》。它是由香港证监会制定的专门规范上市公司购回本身股份的非法定守则。1991年2月6日颁布，于当年5月13日起生效实施。

(10)《香港单位信托及互惠基金守则》。它是由香港证监会制定的专门监管单位信托基金及互惠基金的非法定守则。它最初公布于1978年7月3日。守则的主旨是保障投资者的利益。

## 20. 台湾证券市场的主要法规有哪些？

始于60年代初的台湾证券市场是亚洲新兴市场之一，30多年来，台湾地方当局先后颁布实施了50余项证券法规。现将主要法规介绍如下：

(1)《台湾证券交易法》。它是台湾证券市场最主要的证券法规，颁布实施于1989年1月29日，其后几经修改。主要包括：规定有价证券的募集、发行和买卖等行为准则。规定证券中介机构，包括证券承销商、证券自营商、证券经纪商之权利义务。规定证券交易所行为准则。

(2)《证券商管理办法》。最早颁布于1961年6月21日，其后几经修改。主要内容是规定证券发行公司、承销商及经纪人之条件及行为准则。

(3)《台湾证券商设置标准》。颁布实施于1988年5月17日。主要包括：规定证券商设置条件。其中承销商、自营商、经纪商的最低实收资本分别为新台币4亿元、4亿元、2亿元。规定金融机构申请兼营证券业务，只可在证券承销、自行买卖、代理买卖等业务中选择其一。规定证券分支机构的设置标准。

(4)《台湾证券交易所管理规则》。颁布实施于1990年10月16日。主要包括证券交易所的设立许可或特许条件，以及对证券交易所的管理与监督规定。

(5)《台湾公开发行公司年报应行记载事项准则》。颁布实施于1988年6月7日。主要内容是规定上市公司的信息披露行为准则。

(6)《台湾证券发行人募集与发行有价证券处理准则》。颁布实施于1988年7月26日。主要内容是规定募集发行新股的申报生效条件与程序、申请核准标准；规定募集发行公司债的条件与程序等等。

(7)《台湾复华证券金融股份有限公司对证券商转融通业务操作办法》。颁布实施于1990年11月5日，是台湾证券市场融资融券、信用交易的重要法规之一。主要包括：规定融资、融券的条件、标准及程序；融通账户的设立；融通的申请及偿还；融通担保品的补缴及处分等等。

(8)《台湾证券集中保管事业管理规则》。颁布实施于1989年8月18日，是台湾证券市场存管业务的根本性制度。主要内容是：规定证券集中存管的要求和标准；规定证券集中存管机构的设立条件和行为准则；等等。

## 十一、监 管

### 1. 我国发展证券市场的八字方针是什么？

我国发展证券市场的“八字方针”就是“法制、监管、自律、规范”。八字方针中的法制强调的是立法，监管强调的是执法，自律强调的是守法和自我约束，规范强调的是证券市场需要达到的运作标准和运作状态，是证券市场运行机制和监管机制的完善和成熟。八字方针完全符合我国证券市场发展的实际情况，是保证证券市场健康发展的长期指导方针。

八字方针揭示了证券市场过程中各因素之间的相互关系。八字方针的四个方面相辅相成，相互作用，缺一不可。其中，规范是目的，法制是基础，监管和自律是手段。证券市场的规范化是八字方针的核心，而要实现证券市场的规范化，就必须依靠法制、监管和自律，法制、监管和自律围绕实现规范化的目的而展开，具体表现在：

第一，规范是目的，是做好证券市场工作的基本出发点，也是八字方针的核心。规范的证券市场，能够引导社会资源用于生产效率较高的经济部门，促进国民经济发展。而一个秩序混乱的证券市场，则可能破坏国民经济的正常发展进程，甚至引起社会动荡。没有规范，也就不可能实现真正的发展。因此，八字方针把证券市场的规范化建设作为核心任务，具有非常重大的意义。

第二，法制是基础，法制建设是保证市场沿着正确轨道健康发展的基本条件。没有规矩，不成方圆。证券市场的建立、规范和发展，要以科学完整的法律制度为基础。证券市场是市场经济的一个重要组成部分，必须以法律制度来规定市场参与者的权利和义务，约束各种危害社会整体利益的行为，维护正常的市场秩序。没有健全的法律制度，证券市场只能处于盲目无序状态，不可能健康发展。

第三，监管和自律是手段，国家监管和行业自律是证券市场法制能够得到落实的根本保障。有规矩而不依，法制就成为空话，规范也无从谈起。国家监管和行业自律是相互补充、共同作用的。各国证券市场的发展经验表明，为了有效地控制风险，推动证券市场的健康发展，需要一个强有力的监管机构对市场实行有效管理。我国证券市场发展时间短，法制不完善，市场参与者不成熟，证券监管的重要性也更加突出。

在注重法制和国家监管的同时，证券市场还必须强调自律，发挥证券市场组织者、参与者自我管理、相互监督的作用。首先，证券市场参与者众多、运作程序复杂、相关因素广泛，仅靠国家监管机构的监管是不够的，必须要求证券市场所有利益主体进行相互监督和自我约束；其次，进行自律也是市场组织者和参与者自身利益的需要。

总之，“法制、监管、自律、规范”的八字方针，就是要求在法制的基础上，通过监管、自律达到证券市场规范化的目的，促进我国证券市场健康发展，使之更好地为我国国民经济发展服务。

### 2. 各国证券市场的监管模式有哪些？

证券市场的监管，是国家金融监管的重要组成部分。由于各国证券市场

发育程度不同，政府宏观调控手段不同，所以，各国证券市场的监管模式也不一样。概括起来，主要有以下两种类型：

（1）国家集中统一监管模式。在这种模式下，由政府下属的部门，或由直接隶属于立法机关的国家证券监管机构对证券市场进行集中统一监管，而各种自律性组织，如证券交易所、行业协会等只起协助作用。集中统一监管模式以美国、日本、韩国、新加坡等国为代表。美国根据 1934 年《证券交易法》设立了证券交易管理委员会（SEC），它直接隶属于国会，独立于政府，对全国的证券发行、证券交易、券商、投资公司等依法实施全面监管。日本的证券主管机关是大藏省，具体执行职能则由隶属于大藏省的证券局、证券交易监视委员会和金融检查部行使。

集中监管体制有如下优点：能公平、公正、高效、严格地发挥其监管作用，并能协调全国各证券市场，防止出现过度投机的混乱局面；具有统一的证券法规，使证券行为有法可依，提高了证券市场监管的权威性；监管者地位超脱，更注重保护投资者的利益。

集中监管的不足之处是：证券法规的制定者和监管者超脱于市场，从而使市场监管可能脱离实际，缺乏效率；对市场发生的意外行为反应较慢，可能处理不及时。

（2）自律模式。自律模式有两个特点：通常没有制定直接的证券市场管理法规，而是通过一些间接的法规来制约证券市场的活动；没有设立全国性的证券管理机构，而是靠证券市场的参与者，如证券交易所、证券商协会等进行自我监管。英国、德国、意大利、荷兰等国是自律模式的代表。以英国为例，英国没有证券法或证券交易法，只有一些间接的、分散的法规；英国虽然设立了专门的证券管理机构，称为证券投资委员会，依据法律享有极大的监管权力，但它既不属于立法机关，也不属于政府内阁，实际监管工作主要通过以英国证券业理事会和证券交易所协会为核心的非政府机构进行自我监管。

自律体制具有如下优点：能充分发挥市场的创新和竞争意识，有利于活跃市场；允许证券商参与制定证券市场监管规则，从而使市场监管更切合实际，制定的监管法规具有更大的灵活性，效率较高；自律组织对市场发生的违规行为能做出迅速而有效的反应。

但是，自律模式也存在缺陷，主要表现在：通常把重点放在市场的有效运转和保护证券交易所会员的经济利益上，对投资者利益往往没有提供充分的保障；由于没有立法作后盾，监管手段较软弱；由于没有统一的监管机构，难以实现全国证券市场的协调发展，容易造成混乱。

由于这些原因，不少原来实行自我监管的国家，现已开始逐渐向集中监管模式转变。例如，1996 年，英国政府宣布，要彻底改变证券市场的传统监管方式，加强政府监管力量。其他一些实行自律模式的国家，如德国、意大利、泰国、约旦等，也开始走向集中监管模式。

### 3. 世界主要国家的监管机构如何运作？

世界各国对证券市场监管的目标主要有三个：充分运用和发挥市场机制的积极作用，限制其消极影响；防止人为操纵市场，禁止证券欺诈等不法行为，增强投资者的信心，保护投资者的利益；引导居民储蓄转化为投

资，促进经济发展和社会稳定。实现监管目标的方法就是对证券市场参与者进行多层次、多方面、多渠道的管理。监管手段主要有经济手段、行政手段和法律手段。

从世界主要发达国家的监管体制看，因各国证券市场发展的历程及所在国政府对经济运行的调控方式以及受其他国家或地区监管模式的影响程度不同，监管体制有着不同的特点，监管机构的运作也有明显的差别。下面主要概述美国、英国、日本、德国等国家的监管体制及其运作。

（1）美国。集中立法管理体制的典型代表。美国对证券市场的管理有一套完整的法律体系，其证券管理法规主要有 1933 年的《证券法》、1934 年的《证券交易法》、1940 年的《投资公司法》等。在管理体制上，实行以“证券交易管理委员会”（SEC）为全国统一管理证券经营活动的最高管理机构。同时，成立“联邦交易所”和“全国证券交易协会”，分别对证券交易所和场外证券业进行管理，形成了以集中统一管理为主、辅以市场自律的较为完整的证券管理体制。

SEC 在证券管理上注重公开原则，对证券市场的监管主要以法律手段为主。如对证券交易的监管，主要依据 1934 年《证券交易法》中的反垄断条款，反欺骗、假冒条款和反内部沟通条款进行，对违法者的处罚主要采取刑事处罚。值得注意的是，美国已开始重视行政手段的运用。1990 年 11 月，美国国会通过了证券市场改革方案，1991 年 3 月布什总统签署生效，其主要内容是加强证券市场管理部门的权力。改革方案的目的是以行政手段创造一个较公平的投资环境，增强中小投资者的信心。

（2）英国。与美国的“集中立法”管理体制不同，英国实行的是“自我管理”（或称“自律管理”）体制。其主要特点是政府对证券市场的管理实行以自律管理为主，辅以政府有关职能部门实施监督管理的体制。

英国证券自律管理系统。主要由“证券交易所协会”、“股权转让与合并专业小组”和“证券业理事会”组成，其中，证券交易所协会是英国证券市场的最高管理机构，主要依据该协会制订的《证券交易所管理条例和规则》来运作。自律管理的主要内容有：a. 市场参与者规定。证券交易所对其成员——经纪商和交易商实行广泛的监督，包括会计监督、财务监督、审计和定期检查。b. 上市规定。证券交易所规定了批准证券上市和在证券交易所买卖的条件。这些条件主要体现在《证券上市的批准书》中，其中主要是“批准要求”和“上市协议”两个规定。c. 持续的信息公开规定，也称持续的公示规定。按“上市协议”规定，在证券交易所上市的证券应广泛遵守持续公示规定。

政府有关部门的监督管理系统。如：英格兰银行（英国中央银行）负责监督管理商业银行的证券部等；贸易工业部负责监督管理保险公司；证券投资委员会（SIB）负责注册、管理证券公司。

立法管制。尽管英国证券业实行与其他西方国家（如美国）所不同的自我管理制度，但立法管制也是政府管理证券市场的手段之一。英国制订的一系列不同的证券法案和与证券业相关的法案既是自我管制的指导，又是自我管制的补充，这些法案有 1958 年的《反欺诈（投资）法》、1948 年和 1967 年的《公司法》、1973 年的《公平交易法》以及 1988 年的《财务服务法案》等等，这些法案对证券交易行为、股份公司行为、内幕交易行为等多方面都作了规定。

(3) 日本。日本实行以大藏省证券局、证券交易审议会、证券交易监视委员会、日本银行（中央银行）等机构为主体的证券管理体制，同时辅以证券业协会、公司债券承兑协会、证券投资信托协会以及证券情报中心等团体的自律管理体制。其特点是在参照美国证券管理模式的基础上，遵循“公开原则”，加强政府行政直接或间接参与证券市场的指导和干预，且管理更集中、更严格。

日本也十分重视立法管理。其证券法规主要有：《商典法》、《公司法》、《证券交易法》、《证券投资信托法》、《外国证券公司法》、《外汇和外贸管理法》、《担保债券信托法》以及有关行政规章制度和自律机构章程等。

尽管日本实行的是以大藏省证券局为主体的管理体制，对证券市场的管理，也采用法律手段、经济手段和行政手段等方法，但和美国以法律手段为主不同，日本证券监管机构更倾向于采用行政指导和直接干预的方式来管理，如日本中央银行对证券市场的管理主要采取直接或间接的行政指导和干预的办法。

(4) 德国。对证券市场的管理实行联邦政府制度和颁布证券法规，各州政府负责实施监督管理与以交易所委员会、证券审批委员会和公职经纪人协会等自律管理相结合的证券管理体制。该体制比较强调行政立法监督管理，又相当注意证券业者的自律管理。德国对证券业的管理监督，主要通过地方政府组织实施。但州政府尽可能不采取直接的控制和干预，很大程度上依靠证券市场参与者的自我约束和自律管理。州政府对证券管理主要体现在：州政府有权批准证券交易所董事会制定的证券交易所条例；任命公职经纪人；批准建立和撤消当地的证券交易所；由州政府任命一名专员，监督交易所对有关证券法规和条例的实施；对银行为客户代理买卖证券的行业进行监督管理等。

尽管德国有一个比较完整的监管体制和法律体系，但侧重于强调自律和自愿的方式，尤其是对一些法律规章的执行，往往是非强制性的，如证券交易专门委员会 1970 年颁布的《内幕的交易背景条例》和《交易商和证券顾问条例》等。其结果是对市场参与者保护不够，这也是德国证券市场管理者受到非议较多的原因。

#### 4. 什么是自律组织？自律和政府监管之间是什么关系？

证券市场的监管主要有三个层次：一是隶属于政府的证券监管部门的集中监管；二是自律组织对证券业本身的管理；三是证券经营机构的内部监管。

自律，即自我监管。自律组织就是通过制定公约、章程、准则、细则，对证券市场活动进行自我监管的组织。自律组织一般实行会员制。符合条件的证券经营机构及其他机构，可申请加入自律组织，成为其会员。

目前，我国证券业自律组织主要有：证券交易所及其证券登记结算公司；中国证券业协会和地方性的证券业协会。

自律组织对其会员的监管一般有两种方式：一是对会员公司每年进行一次例行检查，包括对会员的财务状况、业务执行情况、对客户的服务质量等的检查；二是对会员的日常业务活动进行监管，包括对其业务活动进行指导，协调会员之间的关系，对欺诈客户、操纵市场等违法违规行为进行调查处理等。



自律和政府监管既有区别，又有联系，两者之间存在着相互补充、相互促进的关系。两者的区别有：

（1）性质不同。政府监管机构的监管带有行政管理的性质，自律组织对证券市场的监管具有自律性质。

（2）监管依据不同。政府监管机构依据国家的有关法律、法规、规章和政策来进行监管，自律组织除了依据国家的有关法律、法规和政策外，还依据自律组织制订的章程、业务规则、细则等对证券市场进行管理。

（3）监管范围不同。政府监管机构负责对全国范围的证券业务活动进行监管，自律组织主要对其会员、上市公司及交易活动进行监管。

（4）监管的具体内容不同。政府监管机构主要是制定全国性证券法规，拟定监管条例，监管自律组织及证券中介机构，对重大违规案件进行查处等。自律组织主要是对其会员或上市公司及证券交易等进行一线监管。

（5）两者采用的处罚不同。政府监管机构可以对违法违规的证券经营机构采取罚款、警告的处罚，情节严重的可取消其从事某项或所有证券业务的资格，对违法违规的上市公司可以决定终止其上市；自律组织对其会员或上市公司的处罚较轻微，包括罚款、暂停会员资格、取消会员资格等，情节特别严重的可提请政府主管部门或司法机关处理。

两者的联系有：

（1）监管目的一致，都是为了确保国家有关证券市场的法律、法规、规章和政策得到贯彻执行，维护证券市场的“三公”原则，保护投资者的合法权益。

（2）自律组织在政府监管机构和证券市场之间起着桥梁和纽带作用。自律组织为其会员提供了一个相互沟通、交流情况及意见的场所，可以将会员面临的困难、遇到的问题、对证券市场发展的意见和建议向政府监管机构反映，维护会员的合法权益。政府监管机构还可通过自律组织对证券业务活动进行检查监督。

（3）自律是对政府监管的积极补充。自律组织可以配合政府监管机构对其会员进行法律法规政策宣传，使会员能够自觉地贯彻执行，同时对会员进行指导和监管。

（4）自律组织本身也须接受政府监管机构的监管。自律组织的设立需要政府监管机构的批准，其日常业务活动要接受国家监管机构的检查、监督和指导。

## 5. 中国证券监督管理委员会的职责是什么？

中国证券监督管理委员会（以下简称中国证监会）依照法律、法规的规定对全国证券市场进行统一监管。

中国证监会成立于1992年10月。目前下设14个部门和上海、深圳两个监管专员办事处。中国证监会的主要职责有：

（1）起草证券、期货法规，拟定管理规则和实施细则；

（2）对有偿证券的发行、上市、交易及相关业务进行监管；

（3）对证券、期货交易所进行直接管理，提名理事长、副理事长，任命总经理、副总经理，管理证券、期货交易所的业务活动；

（4）对证券、期货机构（包括中介机构）进行审批，对其高级经营管理

人员、从业人员进行资格审查；

(5) 对证券投资基金的设立、发行、交易进行审批和统一监管；

(6) 与地方政府一起对地方证券管理部门实行双重领导，以中国证监会为主；

(7) 对向社会公开发行股票的公司实施监管；

(8) 对境内企业直接或间接向境外发行股票等有价证券以及在境外上市进行监管；

(9) 与境外监管机构进行合作与交流；

(10) 对违反证券、期货法律法规的行为进行调查处理。

## 6. 如何理解规范和发展的关系？

规范和发展是我国证券市场运作的两大主题。规范与发展二者之间是辩证的关系，是对立统一的关系。

(1) 规范与发展是证券市场的两个不同方面，规范侧重的是证券市场的质，发展在侧重质的同时，亦强调证券市场的量。证券市场规范的基本要求和特征，是证券市场运行机制和监管机制的不断完善和成熟，基本标志是市场规则的法制化和监督管理的有效性；而发展的基本表现是证券市场的扩容和规模的扩大。

(2) 规范与发展又是统一的，二者相互联系，相互促进。

首先，规范是证券市场进一步发展的前提，发展必须以规范为基础。证券市场是一个高风险市场，投资者承担的风险较大，如果不对证券市场进行规范，投资者的利益就得不到保护，投资者对证券市场的信心就会动摇，证券市场的发展也就成了无本之木、无源之水。

从国际经验来看，每次规范都为发展创造了条件。如 1929 年以前美国证券市场的规范程度较差，1929 年股市大崩溃后，美国政府开始加强证券市场的规范建设，先后制定了一系列法律法规，成立了独立的证券监管机构。此后，美国证券市场得到了迅速发展，成为世界上最大的市场。从我国证券市场的发展情况看，在 90 年代初，由于我国证券市场尚处于探索阶段，规范和监管不完善，1992 年爆发了股市风潮，出现了各种操纵市场现象，严重影响了证券市场的健康发展。1992 年成立国务院证券委员会和中国证券监督管理委员会后，监管工作开始加强，先后制定和实施了一系列法律规范，证券市场在每一次规范后都得到了迅速发展。

国内、国外证券市场的发展历程表明，规范是证券市场健康发展的前提，在规范的基础上发展才是符合证券市场长期发展要求的正确道路。以牺牲规范化为代价的发展，虽然可能带来一些短期利益，但实际上潜伏着很大风险，是不可能长久持续下去的。

其次，发展为规范创造了条件，发展推动证券市场不断规范。没有发展就没有真正意义上的规范。如果证券市场规模太小，较小规模资金的进出就会导致证券价格上下剧烈波动，就容易出现随意操纵价格的现象，难以培育投资者的理性投资行为，只能助长证券市场的过度投机和短期投机行为。只有市场容量扩大了，“抗冲击”能力提高了，才能培育出正确的投资理念和理性的机构投资者。只有市场发展了，才能有相应的规范，规范化水平才能提高。

## 7. 为什么需要对证券市场实行集中统一的监管？

对证券市场实行集中统一监管的首要目的，是为了有效地控制风险，推动证券市场的健康发展。证券市场参与者多、投机性强、敏感度高，是一个高风险的市场，而证券市场的风险又具有突发性强、影响面广、传导速度快的特点。因此，必须建立一个强有力的专业监管机构进行监管，以便及时发现和处理各种异常情况，有效防范和化解市场风险。

证券市场中存在着多个利益主体，筹资者与投资者、上市公司与股东、证券经营机构与客户等之间有着各自不同的利益，存在着种种矛盾和冲突，也需要通过监管机构的集中统一监管，规范各市场主体的行为，维护市场秩序。

各国证券市场的发展经验表明，证券市场的健康发展需要一个强有力的监管机构对市场实行集中统一监管。以美国、日本、英国和我国香港为例：美国政府在 1929 年经济危机后采取的重要措施之一就是成立了证券交易委员会，对证券发行、证券交易、证券经营机构等进行集中统一监管，此后，美国证券市场得到了长足的发展。日本在经历了股市丑闻和泡沫经济的严重打击之后，于 1992 年成立了相对独立的证券交易监视委员会，并从 1996 年开始再次酝酿改革证券监管体制，进一步走向集中统一监管。英国也正在准备强化现有监管部门的权力，加强对证券市场的集中统一监管。香港证券市场也是在经历股灾之后，建立了高度集中的监管体制，市场才得到长期健康的发展。

近几年来，我国证券市场在市场规模和规范化建设方面取得了较大进步，但是作为新兴市场，还存在不少问题，还很不成熟。我国证券市场中不仅有各国普遍面临的风险，还存在着一些特殊风险，需要特别重视风险防范和化解工作。因此，迫切需要完善集中统一的国家监管体制，以加强国家对市场发展的监管，监督和引导市场主体依法行事，实现市场的规范化。

## 8. 我国为什么实行银行与证券分业管理制度？

银行与证券分业管理制度起源于经济危机后的美国。1929 年，西方国家出现严重经济危机，经济一片萧条，银行纷纷倒闭。从 1929 年到 1933 年，美国银行倒闭达 9000 家。美国国会对这次危机进行了调查，认为银行倒闭的重要原因就是银行从事了大量高风险的证券业务。于是，美国国会于 1933 年通过了《格拉斯—斯蒂格尔法案》，率先实行了银行与证券的分业管理制度。后来，英国、瑞典、日本等国也实行了分业管理制度。

80 年代以后，西方金融界掀起了自由化的浪潮，随着新技术和金融创新的迅速发展，银行业和证券业的业务界限越来越模糊，美国、英国、日本等国也开始放松了对分业管理的有关规定，银行业和证券业出现重新融合的趋势。

我国证券市场在发展初期实行的是证券与银行合业管理。当时，国内绝大多数证券经营机构都是由银行全资或控股设立的，这对我国证券业早期的建立和迅速发展起到了积极作用。然而，随后几年的实践表明，银行与证券合业管理引发了许多问题。因此，我国 1995 年通过的《中华人民共和国商业

银行法》第四十三条明确规定：“商业银行在中华人民共和国境内不得从事信托投资和股票业务，不得投资于非自用不动产。商业银行在中华人民共和国境内不得向非银行金融机构和企业投资。”该法奠定了我国银行业与证券业分业管理的法律基础。

1997 年上半年，一些机构从各种途径违规拆入银行信贷资金用于新股申购和股票炒作，造成沪、深股票市场大幅飚升，投机盛行，广大中小投资者的利益受到严重损害。在此情况下，中国人民银行下发了《关于禁止银行资金违规流入股票市场的通知》、《关于各商业银行停止在证券交易所回购及现券交易的通知》。这些政策文件对于杜绝银行信贷资金进入股市投机，切实贯彻我国《商业银行法》确立的银行、证券两业分离政策，起到了积极作用。

现阶段，我国尚不具备银行和证券业合业管理的条件，只能实行银行与证券业分业管理制度，主要原因如下：

（1）我国证券市场发育不成熟，两业融合会助长证券市场的投机。近年来，我国证券市场表现有很大的投机性。1995 年上海 A 股市场流通股换手率高达 519%，1996 年底，深圳市场平均市盈率高达 55 倍。在这种情况下，如果银行与证券合业管理，银行资金会大量流入证券市场，势必扩大对证券的需求，造成市场的虚假繁荣，加剧证券市场的波动和投机，不利于证券市场的长期稳定健康发展。

（2）两业融合会影响中央银行货币政策的执行。在现阶段，我国证券市场还不成熟，企业融资仍以间接融资为主。在银行资金总量一定的情况下，大量银行资金流入股票市场，不仅打乱了股票市场的均衡机制，还挤占了经济发展所需要的信贷资金。一旦经济体系中资金需求大量增加时，会迫使中央银行加大基础货币的投放量，使货币发行失控，对经济发展和社会稳定造成严重危害。

（3）银行资金实力强，两业合一易产生垄断，不利于证券市场的发展。同发达国家相比，我国商业银行的数量较少。如果允许银行利用自己的信贷便利从事证券业务，必将产生垄断，形成不公平竞争。此外，证券经营机构过分依赖银行，也不利于证券经营机构自身的发展。

（4）我国银行自我控制能力较弱，两业合一不利于银行体系的安全。我国国有银行商业化进程还未完成，银行本身的预算约束软化，防范风险的机制不完善。如果允许银行用其信贷资金购买并炒作股票，会把股票市场的投机风险引入银行体系，增加银行的流动性风险，危及整个银行业的安全。我国银行的资金来源主要是社会公众存款，银行业不稳会使广大存款者遭受损失，进而危及社会稳定。

（5）我国金融业缺乏严格的法律约束，两业合一会引起金融秩序的混乱。从西方国家银行证券合业的实践来看，银行兼营证券的重要前提是金融证券法规比较完善，银行兼营证券的风险可以控制在较安全的范围内。由于我国的证券法律法规尚不完善，两业合一会给我国现行的金融秩序带来混乱。

9. 为什么说保护投资者利益是市场监管的核心任务？什么是证券市场的“三公”原则？

保护投资者利益是证券市场监管的核心任务。在证券市场参与各方中，投资者是证券市场的基础和支柱。没有投资者的积极参与，就不会有证券的发售和交易，证券市场的基本功能就难以实现。投资者对证券市场的信心，是证券市场得以存在和发展的基本保证。只有真正保护投资者利益的市场，才能给投资者以安全感和投资信心，证券市场才能得到长久发展。像我国这样处于发展初期的新兴证券市场，中小投资者占绝大多数，这一点尤为重要。因此，保护投资者利益是发展证券市场的核心任务，也是我们规范证券市场的根本目的。

保护投资者的利益，关键是要建立起公平合理的市场环境，为投资者提供平等的交易机会和获取信息的机会，使投资者能够在理性的基础上，自主地决定交易行为。因此，建立和维护证券市场的公开、公平、公正的“三公”原则，是保护投资者合法利益不受侵犯的基本原则，也是保护投资者利益的基础。“三公”原则的具体内容包括：

（1）公开原则，又称信息公开原则。公开原则的核心要求是实现市场信息的公开化，即要求市场具有充分的透明度。公开原则通常包括两个方面，即证券信息的初期披露和持续披露。信息的初期披露，是指证券发行人在首次公开发行证券时，应完全披露有可能影响投资者做出是否购买证券决策的所有信息；信息的持续披露，指在证券发行后，发行人应定期向社会公众提供财务及经营状况的报告，以及不定期公告影响公司经营活动的重大事项等。信息公开原则要求信息披露应及时、完整、真实、准确。

信息公开原则是公平、公正原则的前提。证券市场中的投资活动是一连串信息分析的结果，只有市场信息能够公开地发布和传播，投资者才能公平地做出自己的投资决策。也只有如此，才能防止出现各种证券欺诈和舞弊行为，保证市场公正。

（2）公平原则。证券市场的公平原则，要求证券发行、交易活动中的所有参与者都有平等的法律地位，各自的合法权益能够得到公平的保护。这里，公平是指机会均等，平等竞争，营造一个所有市场参与者进行公平竞争的环境。按照公平原则，发行人有公平的筹资机会，证券经营机构在证券市场有公平的权利和责任，投资者享有公平的交易机会。对证券市场的所有参与者而言，不能因为其在市场中的职能差异、身份不同、经济实力大小而受到不公平的待遇，而要按照公平统一的市场规则进行各种活动。

（3）公正原则。公正原则是针对证券监管机构的监管行为而言的，它要求证券监督管理部门在公开、公平原则基础上，对一切被监管对象给以公正待遇。公正原则是实现公开、公平原则的保障。根据公正原则，证券立法机构应当制定体现公平精神的法律、法规和政策，证券监管部门应当根据法律授予的权限公正履行监管职责。要在法律的基础上，对一切证券市场参与者给予公正的待遇。对证券违法行为的处罚，对证券纠纷事件和争议的处理，都应当公正进行。

“三公”原则是贯穿证券市场运行过程的基本原则。建立公开、公平、公正的市场环境，保证所有的市场参与者都能按照市场经济的原则，在相互尊重对方利益的基础上进行投融资活动，是证券市场规范化的一个基本要求，也是保障投资者合法利益的前提和基础。

#### 10. 怎样看待股票市场的投机行为？如何抑制过度投机？

如何看待股票市场的投机行为，理论界有两种截然不同的观点：一种观点将投机视为洪水猛兽和泡沫经济的根源，认为投机就是赌博，应坚决取缔或禁止；另一种观点则对投机持肯定态度，认为投机是市场经济的必然产物，有利于稀缺资源的优化配置，政府不应予以限制，应顺其自然。

股票市场的投机，是指通过预期股票价格涨跌而从中赚取价差收益的短期股票交易行为。与投机相对立的是投资，投资是指以获取未来收益为目的，预先垫付一定量的资本，经营某项事业的行为。从理论上说，股票市场投资与投机是有明显区别的，主要表现在以下几个方面：从购买股票的动机看，投资的目的是为了获得股息，而投机则主要是为了赚取股票买卖价差；

从股票持有期的长短看，投资的期限一般较长，而投机的期限一般较短；

从承担风险的情况看，投资的风险与上市公司生产经营业绩相联系，而投机的风险则直接取决于股票价格的波动；从当事人对本金和预期收益的态度看，投资者不愿承担较大的风险，希望得到一笔稳定的收入，而投机者愿意承担较大的风险，希望较快地获得大笔收入；从当事人对股市变化的反应看，投资者希望股市繁荣活跃，但股价相对平稳，而投机者则希望股价大幅波动，以便从中赚取价差；从当事人对股票发行公司的态度看，投资者通常较关心公司的经营管理、财务状况等综合指标和长期指标，而投机者则更关注市场短期供求状况。

然而，在现实生活中，特别是在股票市场上，投机和投资有时是很难区分的。首先，当事人购买股票的动机只有当事人自己知道，难以明确界定；其次，投资和投机在一定条件下可以相互转换。例如，原本为“投资”买入的股票，可能会因情况变化需在短期内卖出而变为“投机”；或者原来为“投机”买入的股票，可能会因股价大幅下跌，出售无利可图，而变为持有时间较长的“投资”。

在市场经济条件下，投机有其存在的必然性。因为在市场上，价格始终受供求关系和价值变动等因素的影响，而不断地上下波动。既然价格会波动，就必然存在希望通过低买高卖或高卖低买获取差价的投机活动。股市的价格千变万化，当然也会有投机。

对投机的评价不能采取极端否定的态度，不能一概而论，必须区分是合法投机还是非法投机，是合理投机还是过度投机。

合法投机，指投机者利用正常途径得到的信息，根据自己对未来股价走势的预测，依法进行股票低买高卖或高卖低买的操作，以期获得差价利润的行为。合法投机对市场股价的稳定有积极的作用，因为当市场股价偏低时，投机者预期市场均衡机制的作用将使股价回升，因此大量买入股票；反之，在股价过高时，则预期股价将回落而提前抛出股票。这两种行为都有助于股价的回稳。

非法投机，主要是指通过内幕交易和操纵市场，非法获取股票买卖差价的行为。非法投机违背了股票市场的公开、公平、公正的基本原则，必须予以严厉制裁，我国《刑法》对此也作了相应规定。

既然投机在市场经济条件下有其存在的合理性，对投机就应该有一种正确客观的认识。对合法投机，应予以积极引导，以趋利避害；对非法投机，则应严格禁止，从严处理。

即使是合法投机，如果投机过量，也会从合理投机变为过度投机，从而

形成泡沫经济，扰乱金融市场，甚至导致股市和经济的崩溃。过度投机主要有三种表现形式：股价出现暴涨暴跌。股价的暴涨暴跌增加了股市的风险，不利于股市的健康稳定发展和社会的稳定。我国在未实行涨跌停板制度之前，个别股票一天之内涨幅高达 100%，投机现象严重。市盈率过高。市盈率越高，股市风险越大，投机性就越强，股价就越是背离其赖以支撑的经济基础。股票换手率过高。股票换手率越高，短期买卖越频繁，投机现象就越严重。我国在实行 T+0 交易制度期间，曾出现过一天换手率高达 170% 的惊人纪录，显然存在着过度投机。

对于过度投机，要坚持“法制、监管、自律、规范”的八字方针，进行合理抑制。具体说来，应做好以下几个方面的工作：第一，加强风险管理和风险教育，做好舆论导向工作；第二，加强监管，实行统一集中的监管体制，加强交易所的一线监管工作；第三，执法必严，建立证券市场禁入制度，严肃处理违规事件；第四，平衡市场供需，在股市过热时增加供给；第五，完善市场基础建设，如实行涨跌停板制度，强化市场信息公开制度等。

#### 11. 为什么要加强证券交易所的一线监管？

证券交易所的一线监管，是指证券交易所按照既定的规则对证券发行、上市与交易各方的相关活动进行监管。它是证券交易所自律的基本职能。加强证券交易所的一线监管，对维护市场秩序，保护投资者利益，具有重要的意义。具体表现在：

（1）加强证券交易所的一线监管，是证券市场监管的客观需要。由于证券市场的监管是一项相当复杂而艰巨的任务，涉及面广，没有证券交易所和证券业协会等的配合，国家监管部门难以实现有效监管。因此，当今世界上，即使实行集中监管体制的国家，也比较注重证券交易所和证券业协会的自律，以充分发挥证券交易所作为第一道监管闸门的作用。

（2）证券交易所的角色和职能决定了要加强证券交易所的一线监管。证券交易所是证券市场的组织者，为筹资者提供证券发行的场所，为投资者提供证券交易的场所，提供与证券发行和交易相关联的各项服务。因此，它必须承担起对会员、上市公司和证券发行与交易的一线监管责任。根据《证券交易所管理办法》，我国证券交易所的具体监管内容包括：对证券交易活动的监管，如规定交易证券的种类和期限，证券交易方式和操作程序，交易中的禁止行为，清算交割事项，上市证券的暂停、恢复与取消交易，异常情况的处理等。对会员的监管，如规定取得会员资格的条件和程序，席位管理办法，与证券交易和清算业务有关的会员内部监督、风险控制、电脑系统的标准及维护等方面的要求，审查会员的业务报告，监督会员所派出的代表在交易场所内的行为规范等。对上市公司的监管，包括规定具体的上市规则，证券上市的条件、申请和批准程序，上市协议与上市公告书的内容及格式，上市推荐人的资格、责任、义务，违反上市规则行为的处理等。

（3）证券交易所一线监督的地位，是其他任何机构所不能代替的。证券交易所是上市证券集中交易的场所，容易及时发现问题，能够对整个交易活动进行全面的实时监控。因此，只要证券交易所加强股市实时监控，就能及时发现和查处上市公司、机构投资者存在的问题，防止风险和危害的扩大。

## 12. 我国为什么严厉禁止场外交易市场？

场外交易，指在证券交易所市场外进行的证券交易，又称“店头交易”或“柜台交易”，即证券投资者通过证券商的柜台，或通过面谈、电话、电报、电传、电脑等方式直接进行的证券交易。进行场外交易的市场即场外交易市场，它通常是非集中交易的市场。其所以会存在场外交易市场，是因为证券交易所的上市条件较严格，而事实上相当一部分证券是不符合这些条件的。

我国的股票交易市场，在 80 年代只有场外交易市场，自上海、深圳两家证券交易所成立后，股票交易开始集中在证券交易所市场内进行。我国《股票发行与交易管理暂行条例》第二十九条明确规定，股票交易必须在经国家证券主管部门批准可以进行股票交易的证券交易场所进行。但在这以后，场外交易并未能完全禁止。

场外交易比较简便、灵活，便利了一些中小企业筹集资金，但由于我国股票市场不健全、不成熟，目前发展场外交易也存在着不少问题，主要有：

（1）场外交易没有统一的法律法规，缺乏有效的监管，投资者利益难以得到保障；

（2）场外交易往往没有固定的集中统一的场所，组织性较差，在流动性和稳定性方面都不如交易所内交易，比较容易发生不正当交易行为；

（3）由于场外交易市场一般采取议价方式个别成交，或按挂牌价格成交，因而，其价格只反映单一证券供需双方的价格情况，不能反映整体市场状况；

（4）股票在场外市场交易的公司，难以遵守有关上市公司信息披露规定，实施公开、公正和及时的信息披露。

从我国的实际情况看，一些地方企业利用各地证券交易中心非法发行股票集资，造成了金融秩序的紊乱，潜伏着极大的金融风险。

场外交易在我国这样一个股票市场还不够成熟的国家，尚不具备发展的条件，放开场外交易必然会造成管理混乱，对维护正常的金融秩序和保护投资者的合法利益造成不利影响。因此，我国有关管理部门三令五申，严禁任何形式的股票场外交易，规定全部可流通的上市公司股票，均必须集中在上海、深圳两家证券交易所交易，未流通的上市公司股票和未上市公司的股票均不得以任何形式在场外交易。

## 13. 什么是内幕交易？内幕交易有什么危害？

内幕交易主要包括下列行为：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的行为；内幕人员向他人泄露内幕信息，使他人利用该信息获利的行为；非内幕人员通过不正当的手段或者其他途径获得内幕信息，并根据该内幕信息买卖证券，或者建议他人买卖证券的行为。这里的内幕人员，是指上市公司的董事会、监事会人员及其他高级管理人员，证券市场的主管机关和证券中介机构的工作人员，以及为该上市公司服务的律师、会计师等能够接触或者获得内幕信息的人员。

内幕信息是指为内幕人员所知悉的，尚未公开并可能影响证券市场价格的重大信息。所谓重大信息，主要包括：证券发行人订立了可能产生显著



影响的重要合同； 发行人经营政策或者经营范围发生重大变化； 发行人发生重大的投资行为或购置金额较大的长期资产等行为； 发行人发生重大债务； 发行人未能偿还到期重大债务等违约情况； 发行人发生重大经营或非经营性亏损； 发行人资产遭受重大损失； 发行人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； 发行人的董事长、30%以上的董事或者总经理发生变动；(11)持有发行人 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对外发行总额的 2%以上的事实；(12)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)发行人进入破产、清算状态；(15)发行人的收购或兼并、分立等。

内幕交易在世界各国都受到法律明令禁止。内幕交易虽然在操作程序上往往与正常的操作程序相同，也是在市场上公开买卖证券，但由于一部分人利用内幕信息先行一步对市场做出反应，因而具有以下几个方面的危害性：

(1) 违反了证券市场的“三公”原则，侵犯了广大投资者的合法权益。证券市场上的各种信息，是投资者进行投资决策的基本依据。内幕交易则使一部分人能利用内幕信息，先行一步对市场做出反应，使其有更多的获利或减少损失的机会，从而增加了广大投资者遭受损失的可能性，因此，内幕交易最直接的受害者就是广大的投资人。

(2) 内幕交易损害了上市公司的利益。上市公司作为公众持股的公司，必须定期向广大投资者及时公布财务状况和经营情况，建立一种全面公开的信息披露制度，这样才能取得公众的信任。而一部分人利用内幕信息，进行证券买卖，使上市公司的信息披露有失公正，损害了广大投资者对上市公司的信心，从而影响上市公司的正常发展。

(3) 内幕交易扰乱了证券市场、乃至整个金融市场的运行秩序。内幕人员往往利用内幕信息，人为地造成股价波动，扰乱证券市场的正常秩序。

#### 14. 什么是关联交易？我国对关联交易有什么规定？

关联交易就是企业关联方之间的交易。根据财政部 1997 年 5 月 22 日颁布的《企业会计准则——关联方关系及其交易的披露》的规定，在企业财务和经营决策中，如果一方有能力直接或间接控制、共同控制另一方或对另一方施加重大影响，则视其为关联方；如果两方或多方受同一方控制，也将其视为关联方。

这里的控制，是指有权决定一个企业的财务和经营政策，并能据以从该企业的经营活动中获取利益。所谓重大影响，是指对一个企业的财务和经营政策有参与决策的权力，但并不决定这些政策。参与决策的途径主要包括：在董事会或类似的权力机构中派有代表，参与政策的制定过程，互相交换管理人员等。凡以上关联方之间发生转移资源或义务的事项，不论是否收取价款，均被视为关联交易。

关联交易在市场经济条件下广为存在，但它与市场经济的基本原则却不相吻合。按市场经济原则，一切企业之间的交易都应该在市场竞争的原则下进行，而在关联交易中由于交易双方存在各种各样的关联关系，有利益上的牵扯，交易并不是在完全公开竞争的条件下进行的。关联交易客观上可能给企业带来或好或坏的影响。从有利的方面讲，交易双方因存在关联关系，可

以节约大量商业谈判等方面的交易成本，并可运用行政的力量保证商业合同的优先执行，从而提高交易效率。从不利的方面讲，由于关联交易方可以运用行政力量撮合交易的进行，从而有可能使交易的价格、方式等在非竞争条件下出现不公正情况，形成对股东或部分股东权益的侵犯。

正是由于关联交易的普遍存在，以及它对企业经营状况有着重要影响，因而，全面规范关联方及关联交易的信息披露非常有必要。

我国十分重视关联交易的信息披露。《企业会计准则——关联方关系及其交易的披露》对有关关联方关系及关联交易的定义与信息披露等，都做了详细规定。1997年6月28日，中国证监会在《关于上市公司编制1997年度中期报告若干问题的通知》中又规定，若上市公司存在关联交易，应在财务报表附注中，按照财政部颁布的上述准则的要求予以披露。

### 15. 什么是过度包装？为什么要反对过度包装？

对于股份有限公司来说，上市后以何种形象出现在公众面前对于其今后的发展有很大影响。因此，股份公司借上市的机会进行适当的包装，有利于塑造更好的企业形象，增强对投资者的吸引力。然而，有些公司为了多募集资金，在改制和发行过程中，不认真挖掘企业的特点与优势，而是在财务数据上弄虚作假，在文字介绍上哗众取宠，冠之以“这个第一”、“那个之最”等，误导投资者。这种现象就被称为过度包装。

从我国目前的实际情况看，上市公司的过度包装主要有以下表现形式：

（1）每股收益包装。股票的发行价由每股收益和发行市盈率两个因素决定。为了尽可能多地筹集资金，上市公司在承销商的配合下，往往在企业的每股税后利润上大做文章，通过缩股、折股等方式来提高每股盈利。然而，公司的业绩最终是由经营管理来决定的，包装过分，可能勉强支撑一时，但终究会真相暴露，使企业形象一落千丈。

（2）行业包装。新股上市应当符合的条件之一是“其生产经营符合国家产业政策”，有的股份公司在上市前通过收购其他公司，改变自身的产业属性或募集资金投向的产业属性，以与国家产业政策“相一致”，达到包装上市的目的。

（3）盈利预测包装。新股发行或上市时对未来盈利进行预测，有助于投资者做出正确的投资选择。然而，为了给社会公众以绩优的形象，提高公司声誉，有些公司不切实际地提高每股盈利预测，但上市不久免不了露出马脚，使招股书上“言之凿凿”的盈利预测，变成大言不惭的道歉书，给二级市场带来不稳定因素。

可见，过度包装实质上是弄虚作假，贻害无穷。过度包装不仅欺骗了投资者，最终也必然影响上市公司的信誉和企业形象。因此，证券监管部门须严格发行审批，坚决反对证券市场的过度包装行为，以有效地保证上市公司的质量。

### 16. 哪些行为是操纵市场行为？为什么要禁止操纵证券市场行为？

证券市场中的操纵市场行为，是指个人或机构背离市场自由竞争和供求关系原则，人为地操纵证券价格，以引诱他人参与证券交易，为自己牟取私

利的行为。中国证监会于1996年11月颁布的《关于严禁操纵证券市场行为的通知》，对操纵市场的行为进行了明确界定。这类行为包括：通过合谋或者集中资金操纵证券市场价格；以散布谣言、传播虚假信息等手段影响证券发行、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；以自己的不同账户在相同的时间内进行价格和数量相近、方向相反的交易；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，人为地压低或者抬高证券价格；证券投资咨询机构及股评人士利用媒介及其他传播手段制造和传播虚假信息，扰乱市场正常运行；上市公司买卖或与他人串通买卖本公司的股票。

操纵市场行为，人为地扭曲了证券市场的正常价格，使价格与价值严重背离，造成虚假供求关系，误导资金流向，不能真实反映市场供求关系，损害了广大投资者的利益。如果任其发展下去，将会腐蚀证券市场的健康肌体，扰乱市场秩序，影响市场的健康发展。因此，各国对操纵市场的行为都是明令禁止的，并均在证券立法中制定了严厉的制裁条款。

禁止操纵市场行为是中国证券市场规范化建设的一个重要内容，也是我国证券市场健康发展的客观需要。依法从严惩处操纵市场行为，对于防止证券市场出现过度投机现象，保护广大投资者的合法利益，促进我国证券市场健康和规范发展，具有十分重要的意义。

#### 17. 上市公司为何不能买卖本公司股票？

在我国，上市公司不能买卖本公司的股票。《中华人民共和国公司法》明确规定：“公司不得收购本公司的股票，但为减少公司资本而注销股份或者与持有本公司股票的其他公司合并时除外。公司依照前款规定收购本公司的股票后，必须在十日内注销该部分股份，依照法律、行政法规办理变更登记，并公告。”《股票发行与交易管理暂行条例》也规定“未依照国家有关规定经过批准，股份有限公司不得收购其发行在外的股票”。

不允许上市公司买卖本公司股票，目的是为了保护广大投资者的合法权益，维护市场“公开、公平、公正”的“三公”原则，维护证券市场的正常秩序。具体来说，主要是为了防止上市公司通过买卖、炒作本公司股票的方式进行内幕交易。上市公司的董事、监事、经理、职员或主要股东，由于其地位、职务等便利，在获取有关公司经营与发展的内部消息方面比一般投资者有优势。如果允许上市公司买卖本公司股票，他们很可能会通过这种方式利用内幕消息来牟取非法收益。因此，不允许上市公司买卖本公司股票是防止内幕交易的重要措施之一。

#### 18. 我国对包括董事和监事在内的公司高级管理人员持有本公司股票有什么规定？

根据《中华人民共和国公司法》及中国证监会和证券交易所的有关规定，公司的高级管理人员指公司的董事、监事、经理、董事会秘书和其他相关人员。

我国有关法律、法规和交易所的业务规则，对公司高级管理人员持有本

公司股票，有如下规定：

（1）《中华人民共和国公司法》规定，公司董事、监事、经理应当向公司申报所持有的本公司的股份，并在任职期间内不得转让。

（2）沪、深证券交易所股票上市规则规定，上市公司高级管理人员在任职期内应按照有关规定向交易所申报持股变动情况，且不得转让其所持有的本公司股份，包括由于公司送股、公积金转股、配股、购入（受让）等新增股份；上市公司的高级管理人员离职半年后，可向沪、深证券交易所提交相关申请文件，申请其所持有股份上市流通。

（3）上市公司高级管理人员应按有关要求如实披露持有本公司股份及其变动的情况，任职期间及离职 6 个月内不得出售持有的本公司股份；上市公司高级管理人员持股被锁定后，对他们通过二级市场购入的本公司股票，将采用即时锁定的办法；上市公司高级管理人员持股被锁定后，严禁以变通的手段（例如利用未申报的其他股票账户，借用亲属股票账户等）买卖本公司股票，一经查实，将予以严肃处理；证券交易所应对实际锁定的股数进行核查，如核查结果证明他们已抛出股票（以上市时申报数加上历次送股及实际配股为基准），要求其申报说明，并报证券主管部门处理；上市公司的高级管理人员必须加强自律，自觉遵守持股锁定的有关规定，有关人员的持股情况应每年在公司股东大会上进行通报。

#### 19. 我国对公司到境外上市是如何监管的？对红筹股上市有哪些规定？

境外上市是指境内股份有限公司或境外注册且由中资控股的公司的股票在国外或我国香港的证券交易所挂牌上市。我国对境内公司到境外上市采取了较严格的监管，先后制定和颁布了一系列规范境外上市的法规，包括《中华人民共和国公司法》、《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》、《到境外上市公司章程必备条款》。同时，财政部、国家税务总局等部门也颁布了规范我国境内企业境外上市的相应配套政策与法规。这些法律和法规对境内企业境外上市的主要监管规定如下：申请到境外上市的境内公司必须向中国证监会提交境外上市申请书及要求的上市文件，必须经国务院证券委审批，取得境外发行上市的预选资格。企业取得预选资格后，必须做好发行上市前的准备工作，包括制定合理的公司重组方案，做好资产评估及财务审计工作，拟定发行上市的初步方案及上市时间的初步安排。企业境外上市的准备工作情况要报送中国证监会，经中国证监会正式批准并确认上市的时间安排后，才可在境外发行上市。

为了加强对境内企业境外上市的监管，中国证监会与香港特别行政区、美国、新加坡、澳大利亚和英国的证券监管机构签署了监管合作备忘录。为加强境内企业在香港上市的监管合作，内地与香港的监管机构根据监管合作备忘录建立了联络会议制度，定期就相互关注的事项和重大问题交流意见。

在境外上市的股票中，注册地在境外，且由中资直接控制并在香港上市的公司所发行的股票，称为红筹股。红筹股最初是以借壳上市的形式出现的，第一家上市的红筹股是中信泰富。鉴于借壳上市的方式必须投入大量的资金，代价高昂，国务院 1993 年发布的《关于暂停收购境外企业和进一步加强境外投资管理的通知》规定，禁止境内机构和企业通过购买境外上市公司的控股股权的方式进行买壳上市。1997 年 6 月 20 日，国务院发布了《关于进

一步加强在境外发行股票和上市管理的通知》。根据该通知的精神，国家对红筹股上市主要有以下几项规定：

（1）凡在境外注册、中资控股的境外上市公司进行分拆上市、增发股份等活动，中资控股股东的境内股权持有单位应事后将有关情况报中国证监会备案，并加强对股权的监督管理。

（2）在境外注册的中资非上市公司和中资控股的上市公司，以其拥有的境外资产和由其境外资产在境内投资形成并实际拥有三年以上的境内资产，在境外申请发行股票并上市，其境内股权持有单位应按照隶属关系事先征得省级人民政府或者国务院有关主管部门的同意；其不满三年的境内资产，不得在境外申请发行股票和上市，如有特殊需要的，报中国证监会审核批准。

（3）凡将境内企业资产通过收购、换股、划转以及其他任何形式转移到境外中资非上市公司或境外中资控股上市公司在境外上市，以及将境内资产通过先转移到境外中资非上市公司再注入境外中资控股上市公司在境外上市，境内企业或者中资控股股东的境内股权持有单位应按隶属关系事先经省级人民政府或者国务院有关主管部门同意，并报中国证监会审批。

（4）禁止境内机构在境外买壳上市。

（5）对违反规定的，以擅自发行股票论处，并追究有关人员的责任。

## 20. 中国证监会对证券、期货违法违规案件的稽查程序是什么？

根据《中华人民共和国行政处罚法》及有关法律法规的规定，中国证监会（以下简称证监会）对涉嫌违反证券、期货法律、法规行为的稽查按以下程序进行：

（1）分工。证监会各业务部、室负责本部、室主管业务范围内的证券、期货违法违规行为（未立案者）的调查处理工作。

证监会稽查部（以下简称稽查部）负责组织对重大证券、期货案件，涉及几个部、室的综合性案件和跨省、跨部门综合性案件以及证监会领导交办的证券、期货案件的调查工作。稽查部还可根据有关规定，将部分案件转交地方证券、期货监管部门调查处理。

（2）立案。任何单位和个人对证券、期货违法违规行为的控告和检举，证监会都予以受理。证监会各部、室对于举报或外单位转来的材料以及日常监管中发现的问题，应迅速进行审查或初期调查。经审查或初期调查认为需要立案查处的，应当填写立案建议书，同时附上相关材料（检举材料、控告材料等）报分管副主席批准后，由稽查部立案组织调查。对已立案的证券、期货案件，因情节严重，需要采取紧急措施的，经证监会主席或主席授权副主席批准，可依法暂停被调查人从事证券、期货活动或依法采取其他措施。

（3）调查。对已立案的证券、期货案件，应当根据案情指定专人或组成调查组，对案件实施调查。调查取证应当由两名以上调查人员参加。调查人员认为自己与本案有利害关系或者有其他关系，应当申请回避。被调查人认为调查人员与本案有关或者有其他关系可能影响公正办案，有权申请有关人员回避。调查时，调查人员应出示本人工作证和证监会的证明文件。调查人员收集证据应符合法定程序，对证据应认真审查，发现证据存在疑点，应当重新取证或补充证据。被调查人经两次合法通知，拒不接受调查或者拒不执行向证监会报送有关文件、材料命令的，证监会可依法暂停其从事证券、期

货业务活动。调查人员在案件调查过程中应严格遵守保密制度。

(4) 处理。经过调查,发现被调查人没有违法违规行为的,经证监会主席或主席授权副主席批准,应当撤销案件;对于情节轻微,并且被调查人已承认错误并妥善处理善后工作的,经证监会主席或主席授权副主席批准,可依法酌情处理。对查证属实的证券、期货违法违规行为,由稽查部提出处罚意见;对重大违法违规案件,稽查部应与有关部门集体讨论提出处罚意见。

证监会在做出行政处罚决定之前,稽查部应依法告知当事人做出行政处罚决定的事实、理由及依据,并告知当事人依法享有的权利。当事人要求听证的,证监会应依法履行听证程序。对于当事人在听证申辩中提出新的证据从而可能导致改变处罚意见的,稽查部应当及时向分管副主席报告,并重新研究处罚意见。对于当事人不要求听证或者当事人在听证申辩中未提出新证据而无需改变处罚意见的,稽查部也应及时向分管副主席报告,并将证监会的处罚决定正式印发并执行。

(5) 执行。稽查部负责执行证监会对证券、期货违法违规案件的处罚决定。当事人对证监会处罚决定不服的,可在收到处罚决定之日起15日内向证监会提出行政复议;也可在收到处罚决定之日起3个月内直接向有管辖权的人民法院提起行政诉讼。复议和诉讼期间,处罚决定不停止执行。

## 21. 证券违法违规案件行政处罚的种类有哪些?

《中华人民共和国行政处罚法》规定,行政处罚原则上由法律和行政法规规定。国务院各部、委员会制定的规章可以在法律、行政法规规定的给予行政处罚的行为、种类和幅度的范围内做出具体规定。国务院可以授权具有行政处罚权的直属机构依照上述要求规定行政处罚。根据行政处罚设定的原则和要求,《公司法》、《股票发行与交易管理暂行条例》、《证券投资基金管理暂行办法》、《证券、期货投资咨询管理暂行办法》、《禁止证券欺诈行为暂行规定》等法律、行政法规和规章性文件对证券市场违法违规行为的行政处罚做了明确规定,主要种类有:

(1) 警告,即证券监管机构对违法违规的单位和个人给予的警示和告诫。警告不涉及被处罚人的实体权利,只是对被处罚人精神上的一种惩戒。警告可以独立行使,也可以和其他罚则合并适用。

(2) 罚款,即证券监管机构要求违法违规的单位和个人强制缴纳一定数量货币。罚款是对被处罚人的一种经济制裁。罚款的数额必须严格按照法律和行政法规的规定来确定。

(3) 责令退还非法所筹股款、基金资金,即证券监管机构对于未经批准擅自或变相发行股票、基金等证券的,要求有关责任单位或个人退还非法所筹集的股款和基金资金及其利息。

(4) 没收非法所得,即证券监管机构将违法违规行为单位和个人的非法所得,包括非法获取的股票、基金等证券,依法收归国有。

(5) 停止股票发行资格,即证券监管机构依法取消违法违规的有关公司发行股票的资格,该公司不能向社会发行股票。

(6) 暂停证券业经营、从业许可,即证券监管机构对违法违规的证券经营机构及其他证券从业机构,依法停止其一定期限内证券业务经营、从业的许可,证券经营机构及其他证券从业机构在规定期限内不能进行证券业务经

营、从业活动。

(7) 撤销证券业务经营、从业许可，即证券监管机构对违法违规的证券经营机构及其他证券从业机构，依法撤销其证券业务经营、从业资格，证券经营机构和其他证券从业机构不得进行证券业务经营、从业活动。

(8) 法律、法规规定的其他行政处罚。

## 22. 中国证监会是如何执行行政处罚案件听证制度的？

根据《中华人民共和国行政处罚法》和《中国证券监督管理委员会行政处罚听证程序暂行办法》的规定，中国证监会对违反证券、期货法律法规案件的行政处罚应依法履行听证程序。符合听证要求的行政处罚包括：停止发行股票资格的；限制、暂停证券、期货经营业务或暂停从事证券业务的；撤销证券、期货经营业务许可，或撤销其从事证券业务许可的；对公民处以罚款人民币 3 万元（含本数）以上的；对法人或者其他组织处以罚款人民币 40 万元（含本数）以上的；法律、法规规定可以要求听证的其他处罚。

中国证监会在调查终结以后，应将拟处罚决定意见书和听证告知书送交被处罚单位和个人。被处罚单位和个人有权在 3 天内决定是否要求听证。如果要求听证，中国证监会应及时安排听证的时间和地点并提前 7 天通知被处罚单位和个人。当事人应按期参加听证，若有正当理由，要求延期的，可准许延期一次。当事人未按期参加听证的，视为放弃听证权利。当事人可以亲自参加听证，也可以委托一至两人代理。听证会应由中国证监会主席或主席授权副主席指定的非本案调查人员主持，中国证监会有关部、室负责人和案件调查人员参加。当事人认为主持人与本案有直接利害关系的，有权申请回避。听证除涉及国家秘密、商业秘密或者个人隐私外，应当公开举行。举行听证时，调查人员应向当事人提出其违法违规的事实、证据、处罚依据及行政处罚建议。当事人有权就案件的事实进行陈述和申辩，对调查人员提出的证据进行质证，并提出有关证据。通过听证，当事人如果提出了自己没有违法违规或者减轻处罚的事实和证据，证监会应予复查核实，并根据查实情况重新研究处罚意见。

《中华人民共和国行政处罚法》实施以后，中国证监会于 1996 年 10 月 4 日举行了第一次听证会，截至 1997 年底，共举行了 18 次听证会。实践表明，认真实施行政处罚案件的听证制度具有十分重要的意义，一方面，可以保证监管机构在做出行政处罚时，注意以事实为根据，以法律为准绳，防止和减少错误，保证严格执法；另一方面，从当事人角度来看，既可以保证当事人通过行使申辩权利，利用听证程序充分发表自己的意见和主张，提出对自己有利的事实和证据，从而维护自己的实体权利，又可以帮助当事人真正认识到自己行为的违法性质，有利于教育当事人提高法制观念，自觉遵纪守法。

## 23. 我国证券市场有哪些主要违法违规行为？

证券市场违法违规行为是指证券市场的参与者、管理者违反法律、法规、规章的规定，在从事证券的发行、交易、管理或者其他相关活动中，扰乱证

券市场秩序，侵害投资者合法权益的行为。主要包括以下行为：

（1）证券欺诈行为。指在发行、交易、管理或者其他相关活动中发生的内幕交易、操纵市场、欺诈客户、虚假陈述等行为。

内幕交易。指内幕人员和以不正当手段获取内幕信息的其他人员违反法律、法规的规定，泄漏内幕信息，根据内幕信息买卖证券或者向他人提出买卖证券的行为。

操纵市场。指以获取利益或者减少损失为目的，利用资金、信息等优势或者滥用职权，影响证券市场价格，制造证券市场假象，诱导投资者在不了解事实真相的情况下做出证券投资决定，扰乱证券市场秩序的行为。

欺诈客户。指证券经营机构，证券登记、清算机构及证券发行人或者发行代理人等在证券发行、交易及其相关活动中诱骗投资者买卖证券以及其他违背客户真实意愿、损害客户利益的行为。

虚假陈述。指行为人对证券发行、交易及其相关活动的事实、性质、前景、法律等事项做出不实、严重误导或者有重大遗漏的陈述或者诱导，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的行为。

（2）其他违规行为。证券市场违规行为还有其他多种表现形式。随着市场的不断发展，违规行为还会出现新形式，呈现新特点。目前，我国证券市场常见的其他违规行为主要有以下几种：

擅自发行证券。指未经国家有关主管部门批准，擅自发行股票或者公司、企业债券的行为。“未经批准”既包括根本未向主管部门提出申请；也包括虽提出申请，但由于不符合条件或者其他原因未经批准；还包括批准后发现不符合条件，又予以撤销的；以及不按照批准的方式、范围、额度等发行股票或公司、企业债券的行为。

为股票交易违规提供融资及透支交易。为股票交易违规提供融资是指证券经营等金融机构违反国家有关法规，为股票交易提供融资的行为。透支交易又称信用交易，是指证券经营机构以鼓励或默许的方式，允许投资者透支购买证券或延长交割时间，然后收取高额利息的行为。

上市公司违规买卖本公司股票。指上市公司违反《公司法》的有关规定，未经有关部门批准，擅自回购、买卖本公司股票的行为。

上市公司擅自改变募股资金用途。指上市公司根据招股说明书募集到资金后，未经法定程序，将所募资金改变用途，挪作他用的行为。

银行资金违规入市。指银行为了追求高额利润，违反国家有关规定，为他人的股票申购、交易提供融资的行为。

## 24. 琼民源案件是怎么回事？

琼民源案件是我国证券市场自建立以来最严重的一起证券欺诈案件。

（1）琼民源案背景。1997年1月22日和2月1日，海南民源现代农业发展股份有限公司（以下简称琼民源）在《证券时报》上刊登的年度报告和补充公告称，1996年该公司实现利润5.7亿余元，本年度资本公积金增加6.57亿元。琼民源的年度报告刊登后，市场反映强烈，该公司股价波动异常。琼民源公司全部董事在讨论琼民源利润分配的股东大会上集体辞职，导致琼民源无人申请复牌。为此，国务院证券委会同审计署、中国人民银行、中国证监会组成联合调查组，对琼民源公布的1996年公司业绩进行了调查。



(2) 已查实的违规问题。经查实,琼民源 1996 年年度报告和补充公告所称 1996 年“实现利润 5.7 亿余元”,“资本公积增加 6.57 亿元”的内容严重失实,虚构利润 5.4 亿元,虚增资本公积 6.57 亿元。其中 5.4 亿元虚构利润是琼民源在未取得土地使用权的情况下,通过与关联公司及其他人签订的未经国家有关部门批准的合作建房、权益转让等无效合同编造的;而 6.57 亿元资本公积,是琼民源在未取得土地使用权、未经国家有关部门批准立项和确认的情况下,对四个投资项目的资产评估而编造的。琼民源的上述行为,严重违反《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》以及国家土地管理制度和会计制度,欺骗股东和社会公众。其行为误导了广大投资者,严重损害琼民源股东和社会公众的合法权益,在社会上造成了极其恶劣的影响,已涉嫌构成向股东和社会公众提供虚假财务报告的犯罪行为。该公司提供虚假财务报告的主要责任人已涉嫌犯罪。1997 年 7 月公安机关已将犯罪嫌疑人依法拘留,已移交检察机关处理。

为琼民源出具 1996 年年度财务审计报告和资产评估报告的两家会计师事务所,因其所出具的文件含有虚假、严重误导性内容,亦构成虚假陈述行为。

调查组同时发现琼民源的控股股东民源海南公司与深圳有色金属财务公司联手,于琼民源公布 1996 年中期报告“利好消息”之前,大量买进琼民源股票,1997 年 3 月前大量抛出,获取暴利。这两家公司的行为严重违反了有关金融、证券法规,构成了操纵市场行为。

### (3) 处理结果。

将制造虚假财务数据的有关材料移交司法机关,依法追究有关人员的刑事责任并建议其所在公司依照法定程序撤销其各项职务;对琼民源公司及有关董事处以警告。

建议由琼民源的控股股东民源海南公司的主管部门组成清理整顿小组,负责处理琼民源的日常工作,并依法召开琼民源临时股东大会,选举新的董事会。在新的董事会对已公布的虚假财务报告进行更正并重新披露后,依照有关规定向深交所申请复牌。

建议有关主管部门撤销直接为琼民源进行审计的海南中华会计师事务所,吊销其主要负责人的注册会计师资格证书。对中华会计师事务所处以警告,暂停其从事证券业务资格 6 个月,对该事务所在琼民源财务审计报告上签字的注册会计师,暂停其从事证券业务资格 3 年。对海南大正会计师事务所罚款 30 万元,暂停其从事证券相关资产评估业务的资格 6 个月,对负有直接责任的注册会计师,暂停其从事证券业务资格 3 年。

对民源海南公司和深圳有色金属财务公司分别处以警告、没收违法所得 6651 万元和 6630 万元,并各罚款 200 万元。建议有关部门对深圳有色金属财务公司的主要负责人和直接责任人给予行政处分。

## 十二、国际

### 1. 我国为什么不能在近期对外开放证券市场？

证券市场的对外开放主要包括：开放外资投资证券市场、开放外资设立证券公司、基金公司等中介机构从事证券市场业务。到目前为止，中国仅开放了 B 股市场供外国人投资，而且 B 股市场与 A 股市场是完全分割的，外国人也无法介入中国的债券市场。

以下几个方面的原因决定了我国不能在近期开放证券市场：

（1）中国证券市场发展历史较短，法规建设及监管机制相对滞后。《证券法》尚未颁布，发行、交易、信息披露、风险管理的法规还不完善，尚未做好开放市场的准备工作。

（2）中国证券市场在许多方面与国际证券运行惯例尚未完全接轨。如目前中国依投资者的不同将股票分为国家股、法人股和个人股。国家股、法人股尚不能上市流通，其与个人股在认购成本、流通条件方面都存在较大差异。

（3）市场规模、市场容量、市场运作，特别是上市公司运作尚不具备开放的基础。到 1997 年底沪、深两个证券交易所的流通市值仅 5000 多亿元人民币，尚不及香港汇丰控股一家的市值。上市公司的运作还不规范，不少公司尚未真正实现经营机制转换。

（4）中国还缺乏一批成熟的机构投资者。投资基金刚刚放开，保险基金、社会保障基金、住房基金规模还不小，且不允许进入股市。在国内证券市场缺乏稳定的投资机构的情况下，贸然开放市场必然导致证券市场的剧烈动荡，不利于保护小额投资人利益。

（5）国内证券中介机构尚属规范整顿和培育阶段。除了商业银行与证券公司脱钩以外，信托投资公司也在清理规范，目前的证券中介机构规模尚小，还不能与国外的证券机构站在同一起跑线上竞争。

（6）中国还缺乏证券风险管理的人才和技术。东南亚金融危机的一个重要启示，就是要加强对国际游资冲击的防范，加强对短期资本流动的管理，在我们着手进行人才培养及强化股市风险控制之前，不宜盲目对外开放市场。

（7）人民币尚未成为完全可自由兑换的货币，资本项目的开放尚需时日。

以上因素决定了中国证券市场在相当长的一段时间内主要任务仍是搞好国内证券市场的建设，壮大证券市场的规模和机构的实力并规范市场行为，搞好制度建设。随着条件的逐步成熟，中国证券市场将有步骤、有条件地对外开放。

### 2. 什么是新兴市场？什么是成熟市场？两者有什么区别？

新兴市场（Emerging Markets）指的是发展中国家的股票市场。按照国际金融公司的权威定义，只要一个国家或地区的人均国民生产总值（GNP）没有达到世界银行划定的高收入国家水平（1995 年的标准是人均 9386 美元），那么这个国家或地区的股市就是新兴市场。有的国家，例如韩国，尽管经济发展水平和人均 GNP 水平已进入高收入国家的行列，但由于其股市发展滞

后，市场机制不成熟，仍被认为是新兴市场。1996 年，国际金融公司认定的新兴市场有 158 个，主要集中在亚洲、非洲、拉丁美洲和前苏联东欧地区。我国内地股市和台湾股市都属于新兴市场。

成熟市场（Developed Markets）是与新兴市场相对而言的高收入国家或地区（即发达国家或地区）的股市。1996 年，国际金融公司认定的成熟市场有 51 个，主要包括西欧、北美、日本、澳大利亚和新西兰的股市。我国的香港股市也属于成熟市场。

从整体上看，新兴市场与成熟市场有以下几个方面的区别：

（1）新兴市场规模小，但发展迅速。1995 年，新兴市场所在的国家 and 地区的人口占全世界人口的 84%，国民生产总值占 19%，股市市值却只占 11%。然而，新兴市场的规模扩张迅速。本世纪 70 年代以来，发展中国家在经济自由化浪潮的冲击下，纷纷调整了原有的发展战略，更加重视证券融资，而发达国家则在经济全球化的背景下，通过证券方式大量向新兴市场投资，促使新兴市场得以迅速发展。1987 年，新兴市场的市值仅占世界股市总市值的 4%，以后逐年增长，1994 年超过了 12%，1995、1996 年稳定在 11% 的水平。新兴市场的崛起，正在深刻地改变国际证券市场的格局。

（2）从市场运行特征看，新兴市场换手率高，波动程度大，高风险与高收益并存，呈现出较强的投机性和不稳定性。据国际金融公司统计，1996 年全球 5 个换手率最高的股市中，新兴市场占据了前 4 位，其中我国内地股市和台湾股市分别以 328.6% 和 204.1% 的换手率名列第 1 和第 2 位。成熟股市的换手率相对较低，如美国股市当年的换手率为 92.8%，日本股市仅为 37.1%。从衡量市场波动性的股价指数月度标准差来看，1991 年 12 月至 1996 年 12 月，国际金融公司拉美新兴市场指数的月度标准差为 7.10，亚洲新兴市场指数为 5.54，而同期美国标准·普尔 500 种股价指数仅为 2.51，英国金融时报指数也只有 4.00，反映出新兴市场有较高的风险性。

（3）从市场规范化程度看，新兴市场普遍存在法规不健全、执法力度不够、监管技术落后等问题，内幕交易、股市操纵和欺诈行为较为严重，因此规范化程度不高，影响了股市的“公开、公平、公正”和市场运行效率。而成熟股市经过多年的发展，基本上都拥有一套行之有效的法律规范行为和相应的监管机构及技术手段，规范化程度较高。

（4）从投资者构成看，新兴市场通常以个人投资者为主。在成熟市场上，由于投资基金的发展时间长，社会保险制度较为完善，因此以投资基金和社会保险基金为代表的机构投资者构成了市场投资者的主体，这大大提高了成熟市场的稳定性，并提高了投资行为的理性化程度和市场的运行效率。

### 3. 国际证券筹资有什么特点？

国际证券筹资是伴随着证券市场国际化发展起来的新的筹资途径，与国内证券筹资相比，它有如下特点：

（1）筹资方式的多样性。自本世纪 70 年代以来，随着金融的国际化 and 自由化，国际资本市场获得了长足的发展，证券融资工具不断推陈出新，企业在筹资方式的选择上具有很大的自由度。迄今为止，我国企业已成功地试行了多种国际证券筹资方式。除了普通的债券融资外，还发行了境内上市公司的 B 股、香港联交所上市的 H 股、新加坡上市的 S 股、美国纽约证券交易

所上市的 N 股等。深圳的南玻公司、上海的二纺机等企业在国际上发行了可转换债券；深圳的深房集团发行了美国存托凭证（ADR）；还有的企业实现了境外借壳上市或造壳上市。

（2）筹资对象的机构性。与国内 A 股上网发行直接面对个人投资者不同，国际证券筹资的对象主要是投资基金、退休基金等大的机构投资者。他们有丰富的投资经验，成熟的投资理念，严密的管理制度，投资的理性化程度较高，对公司经营和财务的稳健性、信息披露的透明度、管理层的素质以及公司所处行业的发展前景有严格的要求。所以，企业欲在国际证券市场筹资，必须按照国际惯例，规范自身的股权关系、经营机制和财务状况。另外，从行业选择看，经营稳定的基础性产业，如原材料、电力和交通产业，比较容易得到海外机构投资者的认同。

（3）筹资风险的复杂性。国际证券市场在全球各种事件和消息十分敏感。近年来，由于国际金融体系的不稳定性日渐增高，证券市场的波动程度也日益加剧，筹资的时机、成本和成败更加难以把握。除通常的证券市场风险外，国际证券筹资还面临外汇风险问题，这一点在债券筹资中表现得尤其明显。由于企业筹集到的资金以外币计价，到期还本付息用的同样是外币，从借入到偿还之间有一个期限，这一期间本币与外币之间的汇率很有可能发生较大的变化，给借款人造成严重的经济损失。我国企业不熟悉国际证券市场，经验不足，筹资活动所面临的风险就变得更为复杂。

#### 4. 什么叫证券化率？发达国家、发展中国家的证券化率目前处于什么水平？

证券化率，指的是一国各类证券总市值与该国国民生产总值的比率，实际计算中证券总市值通常用股票总市值来代表。证券化率越高，意味着证券市场在国民经济中的地位越重要，因此它是衡量一国证券市场发展程度的重要指标。

发达国家由于市场机制高度完善，证券市场历史较长，发展充分，证券化率整体上要高于发展中国家。根据世界银行提供的数据计算，1995 年末发达国家的平均证券化率为 70.44%，其中美国为 96.59%，英国为 128.59%，日本为 73.88%。发展中国家的平均证券化率为 37.29%，其中印度为 39.79%，巴西为 25.46%。我国证券市场起步晚，发展滞后，证券化率在全球处于较低水平，按照 1997 年末市场市值与当年国民生产总值计算，为 23.4%，不仅低于大多数发达国家，也低于发展中国家的平均水平，说明中国证券市场还有广阔的发展空间。有专家估计，在未来的十多年内，我国股票总市值的增长速度将显著超过我国国民生产总值的增长速度，从而使证券化率不断提高，预计 2000 年将达到 30%~40%，2010 年将达到 60%~80%。

用证券化率这一指标分析各国证券市场发展的程度与潜力时，需要注意以下两个问题：

（1）证券化率并非完全与经济发展水平成正比，它还受到国家金融体制、经济政策等因素的影响。例如，德国传统上以银行融资为主，证券融资发展缓慢，因此虽然经济高度发达，1995 年末的证券化率却只有 25.63%。而一些发展中国家，由于重视证券融资，证券化率提高很快。1995 年底，马来西亚的证券化率为 284.38%，智利为 124.87%，在世界上都处于前列。

(2) 证券化率在短期内具有不稳定性。因为证券化率与股市市值相关, 股市市值又与股票价格相关, 而股票的价格水平短期内波动性较大, 在新兴市场尤其如此。所以证券化率的提高, 与股价水平的上涨有密切关系, 并不一定表明证券市场在国民经济中地位的提高。

#### 5. 国际证券市场筹资成本与国内证券市场相比哪个高?

筹资成本是发行费用与筹资总额的比率。即单位资金筹资费用。筹资费用包括发行过程中的各类中介费, 如承销商的佣金、付给会计师事务所的审计费用、律师事务所的律师费及其他中介机构费等。筹资总额是发行价格与发行股数的乘积, 而发行价格则是根据每股盈利和发行市盈率决定的。由此可以得出:

$$\text{单位资金筹资成本} = \frac{\text{发行费用}}{\text{筹资总额}} = \frac{\text{承销费} + \text{律师费} + \text{会计师费} + \text{其他中介费}}{\text{发行市盈率} \times \text{每股盈利} \times \text{股本}}$$

上述计算公式表明, 在发行股本与每股盈利一定的情况下, 单位资金筹资成本与发行费用成正比, 与发行市盈率成反比。

从发行费用的角度看, 由于境外中介机构的收费标准普遍高于境内机构, 因此可以说国际筹资成本比国内高。从发行市盈率来看, 一些发展中国家的国内市场为新兴市场, 目前正处在快速成长期, 市盈率普遍高于国际股票市场, 投资人所能接受的发行市盈率和发行价格也高于国际市场, 因此企业在国内发行股票筹资成本比较低。例如, 1996~1997年, 我国A股发行市盈率在15~20倍之间, 而作为我国海外筹资主要地点的香港股市、二级市场市盈率为11.46倍。从我国企业筹资的实践看, 同样发行A股、B股和H股的企业, A股的发行价格都比较高, 平均为B股发行价的3倍左右。显然, 在同样一个企业, 如果同时发行A股、B股和H股, A股的筹资成本最低。

#### 6. “二部上市”或者“第二板”是怎么回事? 设立第二部或者第二板有什么作用?

“二部上市”或称“第二板”, 是与“第一部市场”或“第一板”相对应而存在的概念。证券交易所设立“第二板”, 是为了将这些公司的状况如营业期限、股本大小、盈利能力、股权分散程度等与“第一板”区别开来。一般来说, “第一板”上市的公司, 在股本规模和交易活跃程度上都强于“第二板”。随着时间的推移, 有的证券交易所对“第一板”和“第二板”还分别采取了不同的交易方式, 并明确规定了进入“第一板”上市的条件和标准。目前, 日本、韩国、新加坡、台湾(1997年7月前)等证券交易所都开设有“二部市场”或“第二板市场”。

在日本, 东京、大阪、名古屋三个全国性交易所从1961年起就设有第二部市场。如在东京证交所第一部上市要求上市股份在2000万股以上, 前十位大股东(或特殊利益者)持股数在70%以下, 股东要求在3000人或3000人以上。而在第二部上市(如发行人在东京注册)则上市股票仅要求400万股以上, 前十位大股东持股数在80%以下, 股东在800人以上即可。至于新上市公司都会被编入第二部上市, 若年度评估显示该公司符合规定标准, 则会升格至第一部。1993年在东京证券交易所第一部市场上市的公司有1233家,

在第二部市场上市的有 427 家。

1975 年 1 月 1 日，新加坡证券交易所也实行新的交易制度，将上市证券分为两类。第一类证券的上市标准是：已发股本和实缴资本额不少于 500 万新元，股东人数不少于 500 人，《公司法》规定的大股东不得拥有超过全部已发股本和实缴资本额 75% 的股本，公司每年支付不少于 5% 的红利。对以上各项规定不符合者，列入第二类。

近年来，为给正在成长的小公司提供一个有序和有效的交易环境，美国证券交易所（AMEX）1992 年开设了一个新兴公司市场（ECM），NASDAQ 也设立了一个小型公司市场（Small-capMarket）从而与其全国性市场（NationalMarket）相呼应。伦敦证券交易所 1995 年 5 月还专门设立了替代投资市场（AIM，其前身是 SEAQ 板），上市标准极低，到 1997 年 3 月其上市公司已达 265 家。此后，法国、德国、比利时、荷兰等国的证券交易所相继建立了新市场，具有成长性的小型企业和高科技企业在这个新市场中可以相互挂牌上市（统称欧洲新市场，Euro-NewMarket）。这些小公司市场或新市场虽然未称第二板，但实际上具有与二部或第二板上市相同的性质。

将上市证券分为一部上市和二部上市，不仅使投资人对证券的流通性、公司规模有一个大致的了解，而且建立了相应的淘汰和激励机制，有利于促进上市公司的竞争和规范化经营。那些经营不善或其财务状况发生重大变故而又达不到终止上市条件的公司则进入第二板市场，这既对这些公司是个提醒，又可以观察一段时间，督促其改善经营管理；而那些规模较小的公司通过努力也可晋升至一板市场之列，从企业由小到大的发展历程来看，建立二板制，可成为第一板大公司市场的预备市场。

## 7. 国际证监会组织（IOSCO）和国际证券交易所联合会（FIBV）是什么样的组织？

国际证监会组织（International Organization of Securities Commissions，简称 IOSCO）是国际间各证券暨期货管理机构所组成的国际合作组织。总部设在加拿大的蒙特利尔市，正式成立于 1983 年，其前身是成立于 1974 年的证监会美洲协会。目前共有 81 个正式会员、10 个联系会员和 45 个附属会员。该组织的宗旨是：通过交流信息，促进全球证券市场的健康发展；各成员组织协同制定共同的准则，建立国际证券业的有效监管机制，以保证证券市场的公正有效；并共同遏止跨国不法交易，促进交易安全。

其组织结构包括：主席委员会、四个地区常设委员会（亚太、欧洲、美洲和非洲/中东地区委员会）、执行委员会（下设技术市场委员会和新兴市场委员会）、秘书长和咨询委员会。其中执行委员会是证监会国际组织的日常管理委员会，执委会由 12 个正式会员及 4 个区域委员会各一名代表组成，委员任期两年。秘书长负责日常事务，由执行委员会提名、主席委员会任命，任期为 3 年，服从于执委会并接受执委会主席的直接领导。咨询委员会由全部 45 个附属会员组成，多为各重要的证券交易所、金融机构或金融公司。我国的上海证券交易所、深圳证券交易所于 1996 年 9 月加入其咨询委员会。IOSCO 每年召开一次大会。

中国证监会在国际证监会组织 1995 年的巴黎年会上加入该组织，成为其正式会员。按地区划分，中国证监会属亚太地区委员会正式成员。按市场发

展状况划分，中国证监会是新兴市场委员会的正式成员。

中国台北证券暨期货管理委员会(原名证券管理委员会)于1987年成为证监会国际组织的正式成员，其英文名称原为“TAIPEI-CHINA”，中国证监会入会后，其英文名称改为“CHI-NESETAIPEI”。台湾证券交易所于1993年成为IOSCO附属会员。

中国证监会代表团曾参加了1995年第20届年会(巴黎)、1996年第21届年会(加拿大蒙特利尔)及1997年第22届年会(中国台北)。此外，中国证监会还派遣代表团出席了1996年在华沙、1997年在南非举行的两届新兴市场委员会会议，并于1997年4月在北京承办了国际证监会组织亚太地区委员会及其执行会议。

国际证监会组织作为专业性国际组织，强调非政治原则，所有会议不悬挂国旗、不奏国歌。

国际证券交易所联合会简称为FIBV(取之于法文词头)，成立于1961年，永久会址设在巴黎。其前身是1957年欧共体8个成员国成立的“欧洲证券交易所协会”，随着伦敦及其他证券交易所的加入，1961年该协会重组为“国际证券交易所联合会”，1966年和1970年纽约和东京证券交易所分别加入该协会后，该联合会成为世界主要证券交易所的国际性组织。FIBV对会员的市场规模、法制化建设等诸方面都有严格的要求，因此取得FIBV会员资格被各国证券监管机构及市场参与者作为其证券市场达到国际认可标准的一种认同。FIBV的宗旨是：促进成员之间的紧密合作；为跨国证券交易和公开发售建立统一标准；宣传交易所自律在整个监管体系中的重要性；支持新兴市场的发展，使之最后达到FIBV的会员标准；促进全球证券市场规范化的进程。

FIBV的决策机构为执行委员会，负责政策拟定、专案选定、会员大会准备及主要管理上的决策。14位执行委员会成员采用轮流制，两年一任，依地区代表性和发达市场与新兴市场综合考虑而定，但纽约、伦敦、巴黎、东京、德国证交所是永久会员。会费的缴纳依各交易所的市值及交易值的综合排行大小收取。

在1996年香港年会之前，FIBV规定一个国家仅能有一个证券交易所成为正式会员，其他交易所为正式会员的联系会员且无投票权。1996年11月在香港举行的年会则取消了每个国家只有一个会员的限制。到1997年底FIBV有51个会员，来自51个证券交易所，其涵盖的证券市值占全球证券总市值的97%。此外，FIBV还有16个待正式入会的附属会员和30个联系会员(联系会员均来自新兴证券市场)。

香港联合交易所于1986年、台湾证券交易所于1989年成为FIBV的成员。近年来，随着我国证券市场的迅速发展，上海与深圳证券交易所与FIBV有些业务上的接触，但目前尚未入会。FIBV第36届年会曾于1996年11月在北京举行过国际研讨会。

## 8. 公司境外上市的费用有哪些？

公司境外上市费用种类和数量因上市地、上市证券类型、发行人情况不同而存在较大差别。一般而言，中国企业境外上市的费用主要包括：支付给交易所的上市费和支付给各类中介机构的中介机构费。

上市费包括：入市费、上市年费和附加上市费。

入市费是公司证券初次上市时一次性缴付给交易所的费用。各交易所一般依据上市证券股本总额制定入市费收取标准，上市规模大则费用较高，但不少交易所都制定最高限额。在计算方法上，有的交易所根据发行公司上市股数大小分档设定费用标准，如香港联合交易所。有的则是区分基本费用和浮动费用，即设定一基本费用，再根据上市股数分档收取浮动费用，如NASDAQ。除此之外，有的交易所还收取一定额度的上市申请费（或上市材料审阅费），如果公司上市申请成功，将在基本费用中冲减。若申请未获批准，这笔费用将不再退还。

上市年费，是发行公司在上市以后每年缴付给交易所的固定费用。各交易所上市年费的计算依据、类别及是否设定限额等问题的处理上基本与入市费相同。

附加上市费，是指如果发行公司采取诸如收购、合并或重组，私募发行，交换发行，股东优先认购或预约发行，公开发行等行为时，发行公司需要支付给交易所的附加费用。此项费用一般按次收取或按发行股数收取，多数设有上限。

现列举 NASDAQ 上市费类型及标准如下：

（1）入市费：不超过 50000 美元。

基本费用：5000 美元（一次性），包括上市申请费 1000 美元；

浮动费用：发行股数 1 至 500 万股，每股 0.005 美元；

发行股数超过 500 万股之部分，每股 0.0025 美元；

发行股数超过 1500 万股之部分，每股 0.001 美元。

（2）上市年费，不超过规定费用：

基本年费（如表 12-1 所示）：

表 12-1 NASDAQ 上市年费

股票总数 (以百万股计)	费用(美元)	股票总数 (以百万股计)	费用(美元)
1 或以下	5250	9 ~ 10	9750
1 ~ 2	5750	10 ~ 11	10250
2 ~ 3	6250	11 ~ 12	10750
3 ~ 4	6750	12 ~ 13	11250
4 ~ 5	7250	13 ~ 14	11750
5 ~ 6	7750	14 ~ 15	12250
6 ~ 7	8250	15 ~ 16	12750
7 ~ 8	8750	超过 16	13250
8 ~ 9	9250		

浮动年费：只适用于股本总额超过 1 亿美元的发行公司。计算方法为，超过 1 亿美元每 1000 美元股本收取 0.025 美元，设有上限。

（3）附加上市费：每次 2000 美元，或者每股额外发行收取 0.02 美元，以较高者为准，但每次最高收费不超过 17500 美元。

中介机构费是指企业到境外上市而必须支付给包销商、律师、会计师、银行、股票登记机构等中介机构的费用。这项费用并不是固定的，视多方因素如发行规模、改组难度、具体工作量等确定。



现列举在香港联交所上市中介机构费用如下（见表 12-2）：

表 12-2 香港联交所上市中介机构费用

中介机构	费 用
包销商佣金	发行额的 2.5 %左右
律师费	0 至 100 万港元
会计师费	50 万至 100 万港元
收款银行费	10 万至 40 万港元
股票登记费	40 万至 60 万港元
估值师费	10 万至 40 万港元
公关费	具体商定
印刷费	视具体情况而定

## 9. 什么是国际游资？

国际游资是在世界范围寻找盈利机会的国际短期资本的一部分，又称“国际热钱”，其投资对象主要是外汇、股票及其衍生产品市场。国际游资具有停留时间短、反应灵敏、隐蔽性强等特点。据国际货币基金组织估计，目前活跃在全球金融市场上的这类资金在 72000 亿美元以上。近年国际游资的活动甚嚣尘上，已引起全世界的关注。

国际游资按投机性大小大致可分为两种类型：一种是一般的套汇、套利或证券投资资金，投机性不强。其持有人主要是各种基金、跨国公司、证券经营机构。其主体是发达国家的各种互助基金、养老基金、保险基金等。多数基金为盈利及分散风险需要将其资金的 15% 投放于国外，并将投放于国外市场资金的 10% 注入新兴市场。另一种是投机性很强的资金，如美国的对冲基金，其规模较小。这种资金直接冲击、操纵或垄断一国的外汇和股票市场，造成市场大幅振荡，从中牟取暴利。最有名的是由索罗斯管理的量子基金。1992 年索罗斯大举抛售英镑、里拉等弱势货币，迫使英镑和里拉贬值后暂时退出欧洲货币体系，为量子基金赚进 10 亿美元。索罗斯坚信金融市场是有缺陷的，必然会大起大落，并一以贯之，使量子基金成为有史以来最成功的基金之一。1969 年 1000 美元的量子基金，如果将历年分红重新投入，到 1997 年可赚 200 多万美元。

国际游资的发展壮大，是多种因素促成的。70 年代和 80 年代各国政府全面放松金融管制，取消对资本流入、流出国境的限制，使大规模国际游资的形成成为可能；新技术革命加速了金融信息在全世界的传播，极大地降低了资金在国际间调拨成本，提高了资金流动速度；以远期外汇、货币互换和利率互换、外汇期权和利率期权、远期利率协议、浮动利率债券为代表的金融创新，为国际游资提供了新的投资品种，降低了交易成本，创造了新的市场操作手段和获利机会；战后世界经济一体化的发展，跨国公司和跨国银行的发展壮大，促进了对外投资的发展。这些因素加速了金融市场全球一体化进程，使全球国际资本流动总量大量增加。1988 年国际资本流动总量已达 4535 亿美元，1992 年更达 6097 亿美元。与之相伴，国际游资的规模和影响也越来越大。

国际游资对一国经济的冲击有两种基本形态。一种是“吸引——逃离型”。当一国经济过热时，为抑制通货膨胀，货币当局实行高利率，在

汇率保持不变或波幅很小情况下，吸引大量国际游资流入，从事套汇、套利或投资活动，迫使其货币升值，引发外贸逆差。与此同时，证券价格与房地产价格也节节上升，形成“泡沫化”经济。高估的币值和恶化的贸易形势，使外汇市场产生货币贬值的心理预期，引发资本（包括国际游资）外流，并使货币进一步贬值，形成恶性循环。货币贬值到一定程度，证券市场和房地产市场上的外资开始出逃，价格下跌，经济泡沫破裂。另一种是“蓄意投机型”。当国际游资发现某国汇市或证券市场上的获利机会时，便综合运用信贷、期货、现货等多种金融手段，调集大量资金，大肆进行投机活动。1992 年对英镑和里拉的冲击是蓄意投机型的典型案例。1994 年墨西哥金融危机及 1997 年东南亚金融危机则是国际游资两种冲击方式复合运用的结果。

对国际游资的危害性要有全面客观的认识。由国际游资冲击引起的金融危机给所在国经济造成了极大的困难。发生金融危机的国家，经济增长率普遍下降，失业和通货膨胀上升。凡因国际游资冲击而引发金融危机的国家，其自身经济均存在问题，特别是其金融系统均无力承受外资大量撤离引起的房地产、股市和汇市大幅下挫。

目前，我国人民币汇率对美元保持长期基本稳定，国内外利差较大，一些国际游资利用经常项目等途径渗透到国内，牟取利差和汇差。为防止国际游资对我国的过度冲击，目前对资本账户实行严格控制是非常必要的。对短期外债要继续利用，不能因噎废食，但必须控制在合理的规模。要改进利率的形成机制，增强代表性。从长远看，金融和服务业的自由化是关贸总协定追求的目标之一，坚持资本控制将面临越来越大的国际压力。因此，防止国际资本冲击造成严重后果的长远和根本之策是保持国内经济的健康发展。

## 10. 什么是香港联系汇率制度？

所谓香港联系汇率制度，是指将香港本地的货币与某种特定的外币相挂钩，按照固定的汇率进行纸币的发行与回收的一种货币制度。在香港，纸币是由汇丰、渣打和中银三家指定的商业银行发行的。根据香港的法律，在联系汇率制度下，发钞银行需要向香港金融管理局交付美元，换取负债证明书，并将其拨入外汇基金账户，用以作为发行纸币的依据，再按照香港财政司规定的固定汇率，以 1 美元兑 7.8 港元的汇率发行等值的港币。其他银行（在香港称作持牌银行）则可以同样的汇率向发钞银行存入美元，并获得等值的港币。反过来，在回收港币时，外汇基金、发钞银行和持牌银行之间也按 1 7.8 的固定汇率进行方向相反的操作。由此不难看出，以美元作为港币发行的基础和依据，并使二者保持固定的汇率，是香港联系汇率制度的两个基本要点。

自 1935 年以来，香港共实行过六种汇率制度，每次变动的原因都与当时国际货币体系的变化有关。但联系汇率制的实施，却有着更深层的政治及经济原因。1982 年 9 月，中英就香港前途问题正式开始谈判。由于最初谈判进展缓慢，导致谣言四起，人心浮动，房地产市场崩溃，港元不断贬值。其间，香港各阶层人士多次呼吁港府出面挽救港元，但港英当局以种种理由进行推诿。1983 年 9 月 24 日，港元在外汇市场上暴跌，对美元汇价逼近 1 10，港汇指数也锐挫至 57.2 的历史最低水平。在如此严峻的形势下，港英当局不得不放弃其完全不干预货币市场的原则，转而接受经济学家格林伍德的建议——

—建立一个钉住美元的浮动汇率制。据说，当时有人提议将汇率固定在 1 : 8 的水平，因为它有着象征“发”的吉利谐音。但此建议被当时的财政司长彭励治否定，而将汇率定为 1 : 7.8。

联系汇率制度的实施，迅速地稳定了香港货币。十多年来，香港联系汇率制度受到多次的挑战。其间，经历了 1987 年的全球性股灾、1990 年的海湾战争、1991 年国际商业银行倒闭、1992 年欧洲汇率机制风暴、1995 年墨西哥货币危机以及 1997 年下半年以来的东南亚金融危机，但香港货币都能一一化解风险，成功地经受住了考验。港币信誉卓著，坚挺稳定。与此同时，香港经济运行良好，其国际金融中心、国际贸易中心和国际航运中心的地位不断得到巩固和加强。所有这些，联系汇率制度都起到了重要的、不可磨灭的作用。实践表明，联系汇率制度已经不仅仅局限于当初“政治应急”的作用，而发展成为使香港能够有效地承受来自外部的金融震荡和政治冲击的经济手段。对香港而言，由于其典型的外向型经济的特点，决定了其经济对外有着强烈的依附性，外资和外贸在经济中占有极大的比重。因此，本地经济的增长往往受到各种无法预料和控制的外部因素的影响和制约。在这种情况下，用港元钉住美元，稳定汇率，减少了国际贸易和经济生活中大量存在的外汇风险，有利于各类长期贸易及经济合同的缔结及国际资本的集系，从而给香港带来了更多的利益和机会。这些也可以说是导致联系汇率制度得以产生并持续下来的内在根源。

当然，香港的联系汇率制度也有其自身的一些缺点。它使得香港的利率和货币供应受制于美国的利率政策和货币政策，从而严重地削弱了这两个经济杠杆的调节能力。联系汇率制度还被认为造成香港高通货膨胀和实际上的负利率并存的主要原因。由于实行了联系汇率，也无法通过汇率的手段来调节国际收支状况等等。但是，尽管存在着种种缺陷，香港的联系汇率制度有着深刻和坚实的经济基础，历史也肯定了其稳定经济和市场的的作用，同时，经过十多年的风雨和考验，这一制度本身也日趋完善。

## 11. 什么是货币局制度？

货币局制度是一种汇率机制，它有两项基本原则：一是本国货币汇率钉住一种作为基准的外国货币；二是所发行的货币保证完全以外汇储备作为后盾。

传统的货币局制度起源于 19 世纪中期，是英、法等国海外殖民体系的货币发行方式，在本世纪初较为流行。本世纪五六十年代，随着政府积极干预经济的盛行，同时由于货币局带有明显的殖民时代经济色彩，原先实行货币局制度的国家纷纷采取中央银行制度。

货币局制度近年来又有回潮的势头。1983 年，港元贬值的波动，促使港英当局决定重建货币局制度，将港元和美元挂钩。1991 年，阿根廷也建立了货币局制度，用以控制国内的高通货膨胀，稳定币值，恢复经济。立陶宛、爱沙尼亚等国在经济转型的过程中，先后建立了货币局制度来稳定经济和重建货币体系。

货币局制度与中央银行制度的主要区别是：在严格的货币局制度下，货币发行完全受货币局的外汇储备限制；而在中央银行制度下，政府和商业银行都可通过向中央银行借款发放货币，而不受外汇储备的限制。因此，可以

说中央银行在制定货币信贷政策方面，自由度要比货币局大得多，如中央银行可以控制本国利率，可以充当“最后贷款人”的角色向政府提供贷款，而货币局却没有这些功能。

在货币局制度下，当国际收支出现持续逆差时，当局发行货币的外汇储备就会减少，国内货币供应量也将随之减少，利率就会偏高。这将有助于减少进口需求，减缓国内经济增长速度。国内工资、物价的下跌，也会降低生产成本，增加出口竞争力。同时，货币局制度相对稳定的汇率有助于稳定投资者的信心，保持国际贸易的稳定发展。

货币局制度也有其自身的不足：政府不能控制货币供应和利率，利率由基准货币发行国制定，货币总量取决于收支平衡，以及银行体系中的货币乘数；政府不能利用汇率来调整外来因素对本国经济的影响，如进口价格的上涨、资本流通的转移等，而只能调整国内工资和商品价格；正统货币局制度不会像传统的中央银行那样，帮助周转困难的银行平息危机。香港实行的联系汇率制度，实际上是一种货币局制度。

## 12. 我国为什么要和其他国家和地区签署证券期货市场监管备忘录？

中国证监会自 1992 年底成立以来，十分重视与有关国家和地区的证券、期货监管机构的交流与合作。到 1997 年底，已先后与我国香港特别行政区和美国、新加坡、澳大利亚、英国、日本、马来西亚、巴西、乌克兰、法国等九个国家的证券期货监管机构签署了监管合作备忘录。

中国证监会与其他国家和地区签署证券期货市场监管备忘录的主要目的是：

（1）为中国企业海外筹资提供便利。利用国际资本市场筹集资金是我国企业利用外资的重要途径，自 1993 年国内企业获准海外上市以来，到 1997 年底，已先后有 42 家企业成功地在海外发行股票和上市，共筹集资金 95.6 亿美元。今后还将有更多的企业在海外发行股票与上市，为使企业能顺利地发行上市，就需要与当地的证券监管机构签署合作协议，就工作中可能遇到的一系列问题建立信息提供与定期磋商的渠道。

（2）保护投资者利益的需要。海外筹资作为中国政府的一项重要对外开放政策，要做好这项工作，既要注意选择好的企业到境外发行，又要监督发行人及中介机构遵守有关法规确保其具有合乎标准的业务能力和职业道德准则，还要协助调查内幕交易、操纵市场及其他在证券交易和上市公司的活动中出现的欺诈行为，并对此采取制裁措施。为更好地保护海外投资者的合法权益，维持证券市场的公平、有序和高效，监管机构开拓国际合作是极其必要的。

（3）借鉴外国证券市场，特别是成熟市场的监管经验。中国证券市场建立的历史不长，为不断完善证券监管机制，促进中国证券市场的规范化建设，很有必要借鉴外国证券市场的发展经验和监管经验。为此，需要开展人员培训、交流与互访，需要外国在法律法规、市场监管和监管标准等方面进行技术援助。

随着中国证券市场规模的扩大，中国证监会与其他证券监管机构的联系将会日益密切，签署监管合作备忘录的对象将不限于成熟证券市场的监管机构，也要与更多的发展中国家的证券监管机构展开交流与合作。

### 13. 1997 年世界前十大证券交易所都是哪些？

衡量证券交易所的“大”、“小”，有两个主要指标，一是交易所上市证券的市值，二是交易所的成交金额。

截至 1997 年 9 月底，以当地上市公司的股票市值计算，世界前十大证券交易所依次是：美国的纽约证券交易所，总市值为 87282 亿美元；日本的东京证券交易所，总市值为 26978 亿美元；日本的大阪证券交易所，总市值为 22117 亿美元；美国的芝加哥证券交易所，总市值为 21373 亿美元；英国的伦敦证券交易所，总市值为 20769 亿美元；美国的那斯达克证券市场，总市值为 18252 亿美元；德国的证券交易所，总市值为 8269 亿美元，法兰克福交易所是该交易所的主体部分；法国的巴黎证券交易所，总市值为 6407 亿美元；加拿大的多伦多证券交易所，总市值为 6033 亿美元；香港联合交易所，总市值为 5666 亿美元。

截至 1997 年 9 月底，以股票和基金的成交金额计算，世界前十大证券交易所依次是：纽约证券交易所，成交总金额为 51086 亿美元；那斯达克证券市场，成交总金额为 39973 亿美元；伦敦证券交易所，成交总金额为 19512 亿美元；巴黎证券交易所，成交总金额为 10382 亿美元；台湾证券交易所，成交总金额为 9026 亿美元；德国证券交易所，成交总金额为 8996 亿美元；东京证券交易所，成交总金额为 8043 亿美元；大阪证券交易所，成交总金额为 6133 亿美元；香港联合交易所，成交总金额为 5152 亿美元；瑞士证券交易所，成交总金额为 4030 亿美元。

### 14. 纽约证券交易所的产生、发展和上市条件是什么？

纽约证券交易所是目前世界上规模最大的有价证券交易市场。在美国证券发行之初，尚无集中交易的证券交易所，证券交易大都在咖啡馆和拍卖行里进行。1792 年 5 月 17 日，24 名经纪人在纽约华尔街和威廉街的西北角一咖啡馆门前的梧桐树下签订了“梧桐树协定”，这是纽约交易所的前身。到了 1817 年，华尔街上的股票交易已十分活跃，于是市场参加者成立了“纽约证券和交易管理处”，一个集中的证券交易市场基本形成。1863 年，管理处易名为纽约证券交易所，此名一直沿用至今。

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。1867 年，美国电报公司将第一部股票行情自动收报机与纽约交易所联接，其便捷与连续性激发了大众对股票的兴趣。1869 年，纽约证券交易所实现与伦敦证券交易所的电缆连接，使交易所行情迅速传到欧洲大陆，大大提高了欧洲和世界其他地区投资者对美国证券市场的兴趣。在 1900 年以前，纽约证券交易所交易方法已基本成熟。随着美国工业化进程中股份制被普遍采用及证券市场大众化程度的提高，纽约证券交易所交易量急剧增加，到 20 世纪 20 年代，纽约证券交易所开始取代伦敦证券交易所成为世界上最大的证券市场。

在二百多年的发展过程中，纽约证券交易所为美国经济的发展、社会化大生产的顺利进行、现代市场经济体制的构建起到了举足轻重的作用。到目前为止，它仍然是美国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，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。1997 年末，在纽约证券交易所挂牌的上市公司数量为 3046 家，股票市值 11 万亿美元，上市股票数近 2070 亿股，平均每天成交 5 亿多股、220 亿美元。

纽约证券交易所对美国国内公司的上市条件主要有：

- (1) 公司最近一年的税前盈利不少于 250 万美元；
- (2) 社会公众手中拥有该公司的股票不少于 110 万股；
- (3) 公司至少有 2000 名投资者，每个投资者拥有 100 股以上的股票；
- (4) 普通股的发行额按市场价格计算不少于 4000 万美元；
- (5) 公司的有形资产净值不少于 4000 万美元。

作为世界性的证券交易场所，纽约证交所也接受外国公司挂牌上市，上市条件较美国国内公司更为严格，主要有：

- (1) 由社会公众持有的股票数目不少于 250 万股；
- (2) 持有 100 股以上的股东人数不少于 5000 名；
- (3) 公司的股票市值不少于 1 亿美元；
- (4) 公司必须在最近 3 个财政年度里连续盈利，且在最后一年不少于 250 万美元、前两年每年不少于 200 万美元或在最后一年不少于 450 万美元，3 年累计不少于 650 万美元；
- (5) 公司的有形资产净值不少于 1 亿美元；
- (6) 对公司的管理和操作方面的多项要求；
- (7) 其他有关因素，如公司所属行业的相对稳定性，公司在该行业中的地位，公司产品的市场情况，公司的前景，公众对公司股票的兴趣等。

#### 15. 伦敦证券交易所的产生、发展和上市条件是什么？

作为世界第三大证券交易中心，伦敦证券交易所是世界上历史最悠久的证券交易所。它的前身为 17 世纪末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 年由露天市场迁入司威丁街的室内，并正式改名为“伦敦证券交易所”。1802 年，交易所获得英国政府正式批准。此后，在英国其他地方也出现了一些证券交易所，高峰时期达 30 余家。1967 年，英国各地交易所组成了 7 个区域性的证券交易所。1973 年，伦敦证券交易所与设在英国格拉斯哥、利物浦、曼彻斯特、伯明翰和都柏林等地的交易所合并成大不列颠及爱尔兰证券交易所，各地证券交易所于 80 年代后期停止运作。1995 年 12 月，该交易所分为两个独立的部分，一部分归属爱尔兰共和国，另一部分归属英国，即现在的伦敦证券交易所。

伦敦证券交易所曾为当时英国经济的兴旺立下汗马功劳，但随着英国国内和世界经济形势的变化，其浓重的保守色彩，特别是沿袭的陈规陋习严重阻碍了英国证券市场的发展，影响了市场竞争力。在这一形势下，伦敦证券交易所于 1986 年 10 月进行了重大改革，例如，改革固定佣金制；允许大公司直接进入交易所进行交易；放宽对会员的资格审查；允许批发商与经纪人兼营；证券交易全部实现电脑化，与纽约、东京交易所连机，实现 24 小时全球交易。这些改革措施使英国证券市场发生了根本性的变化，巩固了其在国际证券市场中的地位。

与世界上其他金融中心相比，伦敦证券交易所具有三大特点：上市证

券种类最多，除股票外，有政府债券，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，其中外国证券占 50% 左右；拥有数量庞大的投资于国际证券的基金，对于公司而言，在伦敦上市就意味着自身开始同国际金融界建立起重要联系；它运作着四个独立的交易市场。

加入伦敦证券交易所交易活动的途径有三条：挂牌上市；发行债券；加入 SEAQ（证券电子自报价）系统国际板。

挂牌上市的主要条件为：

（1）公司一般须有三年的经营记录，并须呈报最近三年的总审计账目。如没有三年经营记录，某些科技产业公司、投资实体、矿产公司以及承担重大基建项目的公司，只要能满足伦敦证交所《上市细则》中的有关标准，亦可上市。

（2）公司的经营管理层应能显示出为其公司经营记录所承担的责任。

（3）公司呈报的财务报告一般须按国际或英美现行的会计及审计标准编制，并按上述标准独立审计。

（4）公司在本国交易所的注册资本应超过 70 万英镑，且至少有 25% 的股份为社会公众持有。实际上，如想通过伦敦证交所进行国际募股，其总股本一般要求不少于 2500 万英镑。

（5）公司须按伦敦证券交易所规范要求（包括欧共体法令和 1986 年版金融服务法）编制上市说明书，发起人需使用英语发布有关信息。

发行债券一般指通过伦敦证券交易所发行欧洲债券，其要求明显低于股票发行要求。因为债券的市场行情变化一般不取决于发行人的经营表现，而更多的是受利率和通货变动的影响。

SEAQ 系统国际板是指针对国际股票市场的电子实时屏幕报价系统。有两条途径可以取得在 SEAQ 系统国际板上报价的资格：一是已获准在伦敦证券交易所挂牌上市的证券；二是属于发展中市场区的证券。所谓发展中市场区是指那些尚未符合伦敦证券交易所关于加入 SEAQ 系统国际板标准的交易所或交易场所，它建立于 1992 年 9 月，主要包括拉丁美洲、俄罗斯、印度和我国台湾的证券。

证券要在发展中市场区获得报价资格以便进入 SEAQ 系统国际板，还须满足以下条件：

（1）该证券必须在属于国际证券交易所联合会的成员或通讯成员的证券交易所挂牌上市；

（2）该证券必须有伦敦证交所成员行号或经认可的人士同意为伦敦证交所就其挂牌担当联络人；

（3）伦敦证券交易所的成员行号必须让伦敦证交所确信，该发行证券的公司已至少对在其当地的证券交易所及时披露信息的工作有妥善安排；

（4）对每一种发展中市场证券，必须至少有两个双价制定人（确定性报价和指导性报价）接受登记。

SEAQ 报价系统的股价行情是双价制定人直接输入伦敦证交所的中央计算机系统，再随即发送给各大行情传播机构，由其将信息传遍世界。收视 SEAQ 的报价不受限制，任何人都可通过某个行情传播机构掌握行情。

16. 东京证券交易所的产生、发展和上市条件是什么？

东京证券交易所是目前仅次于纽约证券交易所的世界第二大证券交易所。1878年5月，日本政府制订了《股票交易条例》，并以此为基础设立了东京、大阪两个股票交易所，其中的东京股票交易所也就是东京证券交易所的前身。从1878年开始建立股票交易所到第二次世界大战前夕的几十年间，日本股票市场得到一定程度的发展，并对日本现代产业的建立和发展起到了一定的推动作用。第二次世界大战爆发后，日本进入了战时统制经济，股票交易所名存实亡。战后，在美国的推动下，于1949年4月重新开设了东京证券交易所。随着战后日本经济的起飞，企业筹资对证券市场的依赖大为增加。在1955~1961年的“神武景气”和“岩户景气”中，日本股票市场急剧扩张，年股票交易量从38亿股猛增至483亿股。由于日本实行的是股票投资信托制度和股票信用交易方式，极易产生“泡沫经济”，因此，在1965年、1990年和1997年，日本先后爆发了三次较大的“证券危机”。在经历了一次又一次的“证券危机”后，东京证券交易所日趋成熟，特别在组织管理上，既吸取英国自主管理的“自律”原则，又摒弃其管理较松的做法，参照美国管理模式建立了严格的管理制度。目前，东京证券交易所的上市公司数近2000家，其中外国公司近100家，仅次于伦敦证券交易所上市公司数，居世界第二位，上市股票市值近30000亿美元，仅次于纽约证交所的上市市值，居世界第二位。

东京证券交易所的会员仅限于达到一定标准的证券公司，其会员从业务性质上分为三类：正式会员、中介会员和特别会员。正式会员以日本的证券公司为主，也有少数外国证券公司；中介会员为担当会员之间在交易所内买卖的中间人，它不办理一般客户的买卖委托，原则上也不能自己买卖证券；特别会员只有一家，即日本协荣证券公司，其任务是负责日本各交易所之间买卖交易的协调工作。

东京证券交易所对公司股票上市设定了一些标准，达到标准的公司，其股票才能上市。东京证券交易所制定上市标准的特点是：在交易所内分设第一部和第二部，其中，第二部的上市标准低于第一部。也就是说，第一部上市的都是收益好的一流企业，而新上市公司股票一般要先在第二部挂牌，然后才有可能进入第一部。反之，如果第一部上市的公司股票指标下降到低于第一部的上市标准，则有可能降至第二部。在日本的八家证券交易所中，除东京证券交易所外，大阪、名古屋证券交易所也实行第一部和第二部上市标准，其余五家则无此区分。

东京证券交易所的上市条件（实际上指在其第二部挂牌）是相当苛刻的，外国公司到东京证券交易所上市的主要条件为：

（1）公司提出上市申请日前一年的公司净资产必须达到100亿日元以上；

（2）公司最近三年的税前利润每年都要达到20亿日元以上；

（3）公司提出上市的前一年必须进行红利分配，而且要能显示公司今后具有良好的红利分配前景；

（4）公司提出上市申请的前一年度最后一天为止，该公司应设立股份有限公司至少五年，但若是民营企业，则需有五年经营业绩，且提交了东京证交所认为合适的财务文件，才可申请上市；

（5）公司的上市股数须按超过以下标准交易单位区分的股数标准进行交



易：2000 万股的交易单位为 1000（余下类推），100 万股为 500，200 万股为 100，100 万股为 50，20 万股为 10，2 万股为 1；

（6）公司股票如已在其他交易所上市，且流通状况良好，上市时的公司股东人数须达到 1000 人以上，如仅在东京证交所上市，在日本国内的股东人数须达到 2000 人以上；

（7）公司必须提供近三年每年的年度和中期财务报告，且要有注册会计师签字的审计报告，所有财务报告不能有虚假的记载；

（8）公司必须承诺，对公司股票的转让不作任何限制；

（9）公司须制定符合东京证交所规定的股票样式；

（10）公司须提交经认可的各种有重要影响的合并、收购和分离的财务文件。

## 17. 香港联合交易所的产生、发展和上市条件是什么？

香港最早的证券交易可以追溯至 1866 年。香港第一家证券交易所——香港股票经纪协会于 1891 年成立，1914 年易名为香港证券交易所。1921 年，香港又成立了第二家证券交易所——香港证券经纪人协会。1947 年，这两家交易所合并为香港证券交易有限公司。到 60 年代后期，香港原有的一家交易所已满足不了股票市场繁荣和发展的需要，1969 年以后相继成立了远东、金银、九龙三家证券交易所，香港证券市场进入四家交易所并存的所谓“四会时代”。1973~1974 年的股市暴跌，充分暴露了香港证券市场四会并存局面所引致的各种弊端，如四会竞争造成上市公司质量下降，四会各自独立运作造成交易效率降低，当局监管不易，市场投机成分过重等等。为加强对香港证券市场的统一管理，香港当局从 1974 年起提出四大交易所合并的设想。1986 年 3 月 27 日，四家交易所正式合并组成香港联合交易所。4 月 2 日，联交所开业，并开始享有在香港建立、经营和维护证券市场的专营权。

联交所开业即采用电脑辅助交易方式，是东南亚地区第一家利用电脑买卖证券的交易所。1986 年 9 月，联交所被接纳为国际证券交易所联合会会员，开始建立与世界各交易所之间的广泛合作。联交所的成立，使香港证券市场进入了一个新阶段，但 1987 年的股灾也暴露出了香港联交所及整个证券期货业组织、管理和运作上的一些问题。自 1988 年 7 月开始，在香港政府委任的专门委员会的检讨和政府的指导下，联交所先后采取重组行政构架、成立香港中央结算公司、修改章程等一连串改革措施。这些措施大大提高了联交所的决策公正性、对市场的监管能力和市场运作组织能力。自 90 年代初，顺应中国内地改革开放及国企改革筹资需要，联交所参与签定了《中港证券监管合作谅解备忘录》，并积极推动国企在港筹资和挂牌上市。可以说，从 1986 年香港联交所成立至今，其间虽经历了多次大暴跌，但香港证券市场却日趋成熟，市场规模成倍的扩张，上市公司的行业分布也渐趋合理，国际地位显著提高，同时还发展成为中国内地国有企业改制募集资金的重要场所。

根据联交所制定的《证券上市管理规则》，香港联交所对公众公司上市需要满足的基本条件大致如下：

（1）公司上市时的股票总市值不少于 1 亿港元，而由公众持有的股票的市值不少于 5000 万港元；

（2）每发行 100 万港元的股票，须有不少于 3 名的股东，而股东的总数

不得少于 1000 名；

(3) 除非公司的股票总市值高于 40 亿港元，公众持有的股份至少要占总股本的 25%；

(4) 公司必须在实质相同的管理层人员的经营管理下，有不少于三年的足够和合适的业绩；

(5) 公司及其业务须具备联交所认为适合的上市条件；

(6) 公司的控股股东（持有公司股份 35%或以上者）不能拥有可能与上市公司的业务构成竞争的业务；

(7) 公司须委任至少两名独立于控股股东的董事，以代表公众股东的利益；

(8) 公司应有足够的管理层人员常驻香港，一般来说，至少要有两名执行董事通常在香港居住（对于来港上市的中国企业，有一定程度的豁免）；

(9) 公司的秘书必须通常居住于香港，有足以执行公司秘书职务的知识和经验，并具有规定的专业资格。

联交所对来香港上市的中国内地企业，除了满足上述基本条件外，还有以下一些特殊要求：

(1) 中国发行公司必须是在中国正式注册或以其他方式成立的股份有限公司，公司必须受中国法律、法规的制约；

(2) 中国发行公司在上市后，最少在三年之内必须聘用保荐人（或联交所接受的其他财务顾问），保荐人除了要确定该公司是否适合上市之外，还要向该公司提供有关持续遵守联交所上市规则和其他上市协议的专业意见；

(3) 中国发行公司必须委托两名授权代表，作为上市公司与联交所之间的主要沟通渠道；

(4) 中国发行公司可依循中国会计准则及规定，但在联交所上市期间，必须在会计师报告及年度报表中采用香港或国际会计标准，上市公司的申报会计师必须是联交所承认的会计师；

(5) 中国发行公司必须委任一人于其股票在联交所上市期间代表公司在香港接受传票及通告；

(6) 中国发行公司必须为香港股东设置股东名册，只有在香港股东名册上登记的股票才可在联交所交易；

(7) 中国发行公司在联交所上市前要与联交所签署上市协议，另外，每个董事和监事需向联交所作规定的承诺，招股书披露的资料必须是香港法例规定披露资料。

## 18. 新加坡证券交易所的产生、发展和上市条件是什么？

新加坡早在 19 世纪就有股票交易活动。1930 年新加坡证券交易所的前身——新加坡证券业协会成立。1973 年 5 月 24 日，新加坡证券交易所有限公司（以下简称新证交所）成立，6 月 4 日，开张营业。

1975 年，新证交所开始实施二部类上市挂牌制度。1978 年至 1983 年间，新证交所设立证券金融公司、证券结算与电脑服务公司和保证金交易机制，此举提高了市场资金周转率，加速了交易进程并降低了管理成本。1986 年，根据新加坡法律，调整理事会构成，增加非经纪理事，赋予理事会在新证交所经营目标、执行决策方面的广泛权力，促进了交易所自我调节机制建

设。1990 年，新证交所为国际性或地方性证券的上市交易开设克劳白国际市场（CLUB International，自动撮合国际市场）。经过十几年发展，到 1996 年，新证交所上市公司数达 226 家，总市值 2559 亿新加坡元，成为亚洲仅次于东京、香港的第三大交易所。

由于历史原因，新证交所的形成和发展过程与马来西亚证交所有着密切联系，在初期更是共为一体。1910 年橡胶和锡矿业繁荣时期，股票交易成为两地区经济生活中共同的主要内容。从证券业协会成立直至 1973 年 5 月之前，新加坡和马来西亚两国一直共有一家证券交易所，两国将各自证券在两地联合挂牌，以直线电话相连，在交易中采用记分牌制度。1973 年，马来西亚政府决定终止马新两国之间的货币互换协定，两地共用的交易所因此分家，但两国企业仍在两交易所双重挂牌上市。从 1990 年 1 月 1 日开始，两国企业互相交叉挂牌停止，作为替代，新证交所允许除牌的马来西亚公司在克劳白国际市场上市交易。

新证交所全权决定每一家公司的上市申请，一家公司要在新证交所申请上市，一般要符合以下条件：

- （1）其缴足的资本额不少于 1500 万新加坡元；
- （2）至少 400 万新加坡元或 25% 的缴足资本（以较高者为准）由不少于 1000 名股东持有；
- （3）公司应有良好的经营业绩；
- （4）公司的财务状况必须稳健，营运资金不得短缺，在公司挂牌上市前，公司董事与其所控制的其他公司以及主要股东所欠集团的债务必须偿清；
- （5）公司的管理层若近期有任何变动，必须提供令人信服的证据，证明新的管理层具有必备之专才，公司董事会至少要有两名非执行董事，并与发行人无任何商业和财务联系；
- （6）所有获得该公司已发股票的经销商必须作为持票人登记，其代理人登记的持股数不得超过此种股票总数的 10%；
- （7）在获得交易所和证券行业委员会同意之前，公司不得发布招股章程。

新证交所还欢迎外国公司的股票前去作第二上市，其条件为：

- （1）公司已经或即将在另一股票交易所或受承认的场外市场上挂牌；
- （2）公司的股票必须已经具备一个公开市场，拥有该公司股票的全球股东不得少于 2000 人；
- （3）公司最近连续三年的综合税前盈利必须不少于 5000 万新加坡元，或者三年中的任何一年税前盈利不少于 2000 万新加坡元，而且其有形资产的价值不少于 5000 万新加坡元。

## 19. 那斯达克市场是怎么回事？它是怎样发展起来的？

那斯达克（NASDAQ）是指美国“全国证券交易商协会自动报价系统”，其英文全称为“The National Association of Securities Dealers Automated Quotation System”，缩写为 NASDAQ，中文直译为那斯达克。

那斯达克证券市场创立于 1971 年。自动报价系统是一套电子信息系统，专门收集和发布证券自营商买卖非上市证券的报价。在此之前，这些场外交易的行情是通过全国报价局（National Quotation Bureau）的印刷品公布的，

粉红色纸公布股票行情，黄色纸公布公司债券行情。由于这些公告每天只印刷一次，投资者不能随时掌握时刻变动着的市场行情，因而极不利于证券的交易。为了解决场外交易中的信息不灵和价格不透明等问题，1964年，美国证监会请了一名叫阿瑟·D·利特尔的人设计自动报价系统。1971年2月，自动报价系统开发成功，它通过计算机网络将股票经纪人、做市商、投资者和监管机构联系起来，从而成为世界上第一个电子化证券市场。

目前，那斯达克市场利用现代最新的计算机和电子通讯技术，联接全国所有市场参与者，并使各家证券公司在计算机屏幕的无形化市场上相互竞争，其功能包括行情查询、委托及交易、结算、信息传播和市场监管等。那斯达克市场与纽约证券交易所相比，具有服务时间长、交易精度高、速度快、收费低等优点，因而成为全美发展最快的证券市场。目前该系统在美国境内共有50万个终端工作站，在海外有20多万个销售终端，向美国及世界各个角落的交易商传递5000多种证券的全面报价和最新交易信息。投资者可以电话的形式通过全国证券交易商协会（NASD）的会员公司参与交易。

那斯达克自动报价系统提供三种层次的信息服务。第一层只在终端屏幕上显示NASDAQ证券的最高买价和最低卖价。这两种报价信息向潜在的证券买方和卖方报告当前的行情。根据市场交易的价格优先原则，出价高的买入者或者出价低的卖出者能够优先成交。第二层为零售交易商（RetailTrader）所用，这一层信息服务不仅提供市场的当前报价，而且还提供做市商的信息，并具有执行定单的功能。交易商可以从终端上看到在NASDAQ挂牌的任一家公司的买卖价格，了解市场的最好报价，而且能看到报出买卖价的做市商的名字。这样，交易商就可以有针对性地为证券的买卖下定单。第三层为做市商所用。做市商（MarketMaker），首先必须是全国证券交易商协会的会员公司并遵守全国证券交易商协会的各项运作和管理规定。每一只挂牌证券至少要有两家做市商为其“做市”，主要是随时保持对该只证券的买卖报价，以保证其他投资人随时都可以寻找到交易对手，保证市场流通性。做市商按其在那斯达克证券市场计算机屏幕上报出的价格和数量，同投资者进行那斯达克挂牌证券的买卖。自动报价系统向做市商提供每一种证券的当前报价和所有报价的做市商的名字。那斯达克证券市场的做市商约有490位，他们通过那斯达克证券市场工作站（NASDAQ Workstation）进行交易。

那斯达克证券市场的独特之处有两个：一是基于计算机网络的自动报价系统；二是其做市商系统。这两个特点不仅使那斯达克成为独具特色的证券市场，也使它成为世界上最成功和发展最快的证券市场。但是，由于NASDAQ属于单纯的报价驱动市场，投资者买卖证券只能按照做市商报出的最优价格成交，因而有些学者认为做市商在报价过程中存在故意抬高卖出价、压低买入价的问题。为此，按照美国证券交易委员会的要求，NASDAQ在1997年起开始改革其传统的交易制度，逐步允许除做市商之外的其他投资者参与报价，引入价格竞争机制，进一步促进市场的公开、公平和公正。

那斯达克原来与新加坡和伦敦证券交易所联网，现在已不再与前者联网。作为全球第一家电子化交易市场，那斯达克1994年初以美元计价的成交额领先于伦敦和东京，列世界第二，在上市公司的数量上已经超过任何证券交易所，名列世界第一。由于NASDAQ证券市场使投资者可以在任何时间和任何地点通过电脑系统进行证券交易，因而被许多人看作是未来全球交易市场的原型。

## 20. 国外股份公司在因特网上发行和交易股票是怎么回事？

面临世纪之交的今天，因特网（Internet）正在冲击着人们生活的各个角落，证券市场作为电子化技术应用最为广泛的领域，如何充分利用因特网促进市场发展已成为一个重要课题。国外发达国家的证券业已敏锐地觉察到，因特网这一集信息技术和传播媒体于一体的新生事物将给证券业的发展带来新机会。

近两年来，国外证券业纷纷利用因特网为客户提供信息服务。1996年4月，美国培基证券（Prudential Securities）公司提供网上服务，允许客户检查账户及成交情况，并与经纪商交换电子邮件。9月，美林证券也提供了类似的服务。许多大证券公司如摩根斯坦利、J·P·摩根、富达等都已上网开展业务，证券交易所也开始在因特网上建立站点，传播股市行情和上市公司业绩。如美国证券交易所已在网上设址，为投资者提供一个有价值的免费资源，另外，通过美国NASDAQ、QDECK以及道·琼斯的站点，可以使用户获得全球交易行情，而且能够获得与交易相关的新闻、述评等背景资料。1997年，深圳证券交易所也开始在因特网上提供市场行情、上市公司资料等方面的信息服务。

一些发达国家还率先将因特网技术应用到证券业的实际操作中，从证券的发行上市到订单委托、证券托管、股东登记开户甚至清算交割等环节，都有依托于互联网络的服务。

1996年，美国的春街公司首次利用因特网上的专用软件发行股票，从而创造了一种新的证券发行方式。利用因特网进行证券发行，可以不通过传统的承销商或代理商，而只是经有关的会计师事务所、律师事务所对要上市的公司或证券进行审计，即可通过网上BBS或其他技术方式上网，供更大范围的投资者选择购买。

美国经纪交易商IPONet经美国证券与交易委员会批准，开始在网上提供新股发行服务。美国证券与交易委员会不但允许这家公司在公开的网络上作私人股份配售，而且还发表了一份完整的“不采取行动”的文件。现在该公司网址上登记的投资者有4000名，认可会员150名，在小投资者眼中，该网址已建立起信誉。美国一些公司还成立了网上证券经纪行，以便于股票发行与交易。例如USInvest公司就利用因特网作为全球营销及发售证券的工具，提供多种经纪服务。瑞典的Scarab公司允许投资者将个人计算机连通到该公司站点上，直接在网上登记开户。投资者还可通过电子邮件和网上浏览等方式登记交割，借助信用卡通过因特网支付交易所需的资金。

由此可见，因特网已经开始深入到证券发行、交易活动的各个环节。投资者在不远的将来，只要能将自己的机器连到网上，能够连通交易所，那么就意味着委托柜台就在自己家中，网上交易将成为现实。但是，由于技术、法规、监管等方面还不能完全适应或跟上因特网迅速发展的步伐，目前国外在因特网上发行与交易证券也仅处于尝试阶段，还没有取得合法地位，对诸如投资者利益保障、市场风险控制等问题还没有有效的解决方式，这也是制约因特网在证券业应用的一个重大难题。

## 21. 国际上著名的财经资讯机构有哪些？

目前，国际上著名的财经资讯系统主要有：

(1) 英国的路透系统 (Reuters)

路透系统由路透通讯社创立，总部设在伦敦，路透社拥有的地面线路和卫星传输相结合的信息收集网络，联系着全球 5000 家银行和金融机构，200 多家交易所，从而 24 小时昼夜不停地由总部发出各种经济信息和金融信息，客户可以随时获得从外汇、债券到期货、股票、能源在内的各金融市场的实时行情。用户遍及全球 163 个国家和地区，共有近 40 万个终端用户。

今日的路透系统已经成为一个高度综合的信息服务提供者，路透系统的产品已经覆盖了从信息到分析、交易、风险管理的整个金融运作过程。路透系统的产品线，从最早期的 MONITOR 发展到 2000 系列，以至最新推出的多媒体系列（涵盖路透财经电视 RFTV，路透商业资讯 RBB，关系数据库 RDB，路透网 RWEB，路透电子邮件 Reuter Mail），信息和产品的覆盖从广度向深度发展，以满足专业人士需求。路透所属的 INSTINET，已经成为在全球证券市场上提供经纪代理服务的一个电子交易系统。

路透系统从 80 年代开始进入中国，目前已经在北京、上海、广州、大连、深圳、成都等国内主要经济金融城市设立办事机构，用户达 500 多家。在向国内用户提供高质量的信息服务的同时，将国内各交易所的实时行情通过全球信息网络传向世界各地。

(2) 美国的德励信息系统 (Telerate Dow Jones Global Information)

德励信息系统由美国的 Telerate 公司开发和创立，1990 年与 Dow Jones 公司合并。德励系统是提供全球 24 小时金融市场信息服务的系统，以实时系统功能见长，按内容分为报价系统、新闻系统、评论系统、分析系统和交易系统。目前该产品和服务在全球已形成网络，用户逾 10 万家，遍及 80 多个国家和地区。

德励财经评论系统是德励多语言种类市场分析及评论系统。用户可接收不同语言种类的市场评论，包括中文、日文和英文，同时，用户还可以根据新闻种类或关键字对新闻标题进行检索、查看详细的新闻内容。

德励财经中文系统是一套专门为亚洲地区的金融专业人员设计的实时中文财经资讯系统（总部设在香港）。它内容覆盖面广，采用视窗操作，简便易用，结合了道·琼斯在财经市场的经验以及德励在提供实时金融数据上的专长，主要向用户提供中国商品报价、证券市场行情、国家外汇资讯、走势技术性分析、市场评论及报道。

(3) 美国的彭博系统 (Bloomberg Financial Markets Commodities News)

彭博系统由美国的全球性资讯服务经销商 Bloomberg 推出，总部设在普林斯顿，用户有 2 万多个，遍及全球 62 个国家和地区。该系统为多媒体实时系统，集股票、债券、外汇、期货、期权等的实时报价、图表分析以及新闻于一体，即时性、多媒体载体及历史性是该系统的三大特点。

(4) 美国的“美联社与道·琼斯新闻服务系统” (Associated Press Dow Jones)

“美联社与道·琼斯新闻服务系统”由美联社和道·琼斯新闻公司共同组建，总部设在纽约，信息网遍及 100 个国家和地区，提供 12 组经济、金融信息服务。该系统特别重视以最先进的电子和通讯技术装备自己，可做到几

秒钟以内把捕捉到的信息传遍全世界。据测算，该系统提供的 12 组信息容纳了国际金融市场和商品市场行情的大部分信息。

#### (5) 日本的“快讯”系统 (Japan Express)

“快讯”系统是由日本经济新闻社及主要汇款公司、计算机厂商合资兴建的，原以传递股票信息为主，1986 年 9 月后有了新的发展，形成了包括外汇、债券行情和专家述评、预测等内容的综合经济金融信息系统。

### 22. 国际证券市场的发展趋势如何？

70 年代以来，世界经济发生的一系列重大变化，科学技术的迅猛发展，对国际证券市场的发展产生了重大的影响，证券市场的传统模式正在发生着重大的变革。这种变革的趋势主要有四个方面：一是以计算机技术为手段的交易模式无形化；二是随着全球经济一体化的证券市场一体化；三是随着国际资本流动加快而来的证券衍生产品化；四是投资者机构化。

(1) 证券交易模式无形化。建立以现代技术为依托的无形化交易系统，已成为世界各国证券市场发展的潮流。无形化的交易系统就是改变传统的交易方式，采用计算机实行交易的自动撮合，并且变有形席位为无形席位，即投资者利用计算机终端可以自行进行交易。目前，在美欧以及一些新兴证券市场，如新加坡、韩国、我国的深圳、上海大都实行电子指令交易方式，与此同时，世界上各大证券交易所如伦敦证券交易所、香港联合交易所都在向自动化交易系统发展。辛辛那提 (Cincinnati) 股票交易所是美国目前少有的一所全自动交易所。另外，加拿大最大的股票交易所——多伦多股票交易所 (Toronto Stock Exchange, 简称 TSE) 从 1990 年以来，已经开发出了集交易和市场监管于一体的一系列应用软件，使其成为世界上最先进的自动化股票交易所之一，为了达到完全自动化的目标，TSE 目前已计划在经纪商的办公室建立交易商工作站，提供对交易的远程访问，最终取代交易厅。

在证券交易自动化发展趋势下，证券市场网络化正在迅速发展。证券市场是市场经济的前沿，具有高风险、高智力等特点，利用网络发展证券市场是大势所趋。现有的证券市场正在广泛利用网络技术迅速扩张，证券市场旧的组织方式受到冲击，并开始形成新的网络市场。

(2) 全球市场一体化。全球金融市场一体化，是国际金融发展的一个重要趋势。在一体化过程中，全球性金融管制放松的浪潮以及现代信息技术在金融业中的应用和推广，促进了这一趋势的发展。80 年代，证券业借助电子信息技术跨越了各民族传统和经济法规的限制，证券市场得以迅速国际化。据美国西北大学经济系多莫维兹教授统计，全球 50 多个最大的自动交易系统覆盖了 16 个国家和地区，由于时差和部分系统夜间开业 (GLOBEX、APT、SYCOM 等系统)，从运行时间上把全球证券市场连成一个日夜不停的一体化市场，其中有 7 个大系统是跨国界的自动交易系统。与此同时，第四市场也迅速朝国际化发展。迄今为止，一个以路透社为信息传输骨干的无国界的电子证券市场业已形成，这一体系已在 129 个国家和地区装置了 20 万个终端，经营着几百种世界级证券和上万种欧美各国公司的股票。虽然全球证券市场一体化还有许多阻碍，但已成为不可逆转的潮流。

(3) 证券衍生产品化。证券的衍生产品化，是伴随着国际债务危机、金融管制放松和国际资本流动加快而逐步发展起来的。在金融证券市场信息

化、国际化的环境下，投资风险日益加剧，为了规避、分散和降低投资风险，不断满足投资者和筹资者日益增长的新需求，金融工具不断推陈出新，证券衍生品种层出不穷。70 年代以来，各种证券期货、期权、期指等证券衍生产品迅速发展，成为国际金融市场的重要品种。可以预见，随着金融衍生产品市场的发展，一系列新的证券衍生产品将会不断出现。

（4）投资者趋向机构化。随着市场规模的扩大，愈来愈多的小投资者将其资金转向集资投资型的证券，使得此类型的投资机构得以成长。成熟市场中投资者结构已发展到以机构投资者为主，新兴市场将逐步由以分散的小投资者为主转向以机构投资者为主。

### 23. 欧元的启用对欧洲证券市场有哪些影响？

欧洲货币联盟（EMU）将于 1999 年 1 月 1 日正式启动，届时，其成员国将采用单一的货币——欧元（EURO），并且银行和证券市场均以欧元计价交易。从 2002 年 1 月 1 日起，各成员国的货币不再流通，欧元将成为唯一的法定货币。

欧洲单一货币的出现，对欧洲统一市场的形成和欧洲经济一体化具有直接的推动作用，并对世界经济产生深远的影响。

欧元的启动将对欧洲的证券市场产生最直接和最明显的影响：

（1）促进证券市场的一体化。欧元启动后，证券市场的汇率风险消除、信誉差异抵消，有利于以欧元计价短期合约市场跨国交易，并促进整个欧洲证券市场的一体化。

（2）降低证券市场交易成本。1999 年开始，欧洲证券市场将使用欧元统一报价、统一结算，降低了投资人不同货币之间的汇兑风险，减少了中间环节，提高了交易与结算效率。

（3）有利于投资人利用证券市场实现资产的多样化组合。货币多样化的消失，投资者和金融机构将会借助更广泛的欧元面值证券甚至利用欧元区以外的资产来实现其资产多样组合，并促进证券市场的流动性。此外，欧元的启动将会促进成员国机构投资者资产规模扩大与经营的多样化。

（4）将会降低政府发行债券的费用和投资人的投资成本。外汇风险消除、交易费用的减少将会降低政府债券的发行费用和投资人的投资成本，并会促进各成员国政府债券的供给，刺激投资人的需求。

（5）加速欧洲统一的公司债券市场的形成。目前，由于过分的管制，公司债券的高差异性，以及缺乏深厚的机构投资人基础，增大了公司债券的发行费用和投资成本。随着统一货币的形成，将会逐步降低发行费用和投资成本，有利于机构投资人的发展壮大，从而加速欧洲统一的公司债券市场的形成。

（6）促进银行同业拆借市场与回购市场发展。在未来货币联盟体系中，回购协议将成欧洲央行执行货币政策的主要工具，回购操作实行分权制。

欧元的启动将对成员国的国债市场和期货期权市场造成一定的压力。1999 年开始，所有新发行的国债和票据（至少是二级市场上交易的那部分）将以欧元计价，但是各国将有机会选择是否对已发行的债券重新以欧元估价，新欧元面值债券与旧的以各国货币为面值的债券“双轨”并行，会割裂政府债券市场并降低其流动性。同时，各发行国在力图保证国家、私人投资



者的收益率时会掀起定价竞争，竞争有可能为国债市场进一步一体化增加压力。欧元的启动会加剧欧洲的 16 个期货期权交易所的竞争。因为单一货币的实施，货币利率产品由过去的各国货币利率变为单一欧元利率，其衍生产品的品种与合约将会相应减少，原来以各国货币为基础的众多衍生产品随之消失，从而期货期权交易所之间竞争加剧。

总之，欧洲货币的单一化将使欧洲金融市场发生结构变化，对国际间资产重组和资本流动产生重大影响。欧元一定程度上被视作储备货币，它也将发挥储备货币作用。事实上，它的作用将远超过原来各国货币总和，这将使欧元成为世界上继美元以后第二个重要的储备货币，欧洲货币联盟范围内的市场会越来越统一，资本流入流出会更频繁。后 记

本书由周正庆同志亲自主持写作、修改、定稿。陈耀先、王益同志负责组织和审稿工作。参加本书编写的主要人员有陈耀先、王益、张育军、刘洪涛、胡继之、赵小平、胡汝银、李凤梧、姚刚、张晋生、刘建平、谢联胜、司徒大年、廖志刚、施东辉、刘逖、何杰、肖立见、赵岑、范岳、马奔、黄红元、刘春旭。黄炜、邓映翎、王建军、叶春和、刘鑫、吴清、靳从树、徐明、陆文山、徐毅林、夏雪、苏耀良、费加航、牛文婕、毛祥富、方海跃、叶国喻、汤劲松、许小松、吴永和、高基生、许韬、金立扬、王森、兰丽权、聂皖生、夏峰、王文立、张兆义等同志参与了本书的编写工作。

上海、深圳证券交易所以及中国证监会有关部室的负责同志对编写工作给予了大力支持和帮助，并提出了许多修改意见。林义相同志也对本书的修改提出了宝贵意见。证监会、上交所、深交所打字室承担了文字打印工作。中国金融出版社为此书的编辑出版做了大量工作，并对修改工作提出了一些好的建议。在此一并表示感谢。

作 者

一九九八年七月十八日

