

证券市场基础知识读本

上海证券交易所投资者教育中心编

2007年12月

目 录

第一章 证券市场基本知识介绍	- 4 -
一、证券市场主要结构	- 4 -
二、证券市场的参与者	- 6 -
三、证券市场主要产品	- 8 -
四、证券市场主要风险	- 10 -
第二章 股市入门须知	- 13 -
一、如何参与证券市场的操作	- 13 -
二、证券市场的风险	- 15 -
三、如何正确应对证券市场的风险	- 21 -
第三章 浅论证券市场风险防范及价值投资	- 29 -
一、认识和防范风险	- 29 -
二、价值投资介绍	- 37 -
第四章 上市公司投资价值分析方法介绍	- 41 -
一、宏观经济分析	- 41 -
二、行业分析	- 46 -
三、公司分析	- 47 -
第五章 公司治理与股东权利	- 57 -
一、公司治理的基本概念及公司治理的发展	- 57 -

二、公司治理的主要内容	- 60 -
三、股东权利的主要内容及实现	- 66 -
第六章 着力加强投资者教育工作 推动证券市场稳定发展	- 71 -
一、投资者教育重要意义及全球投资者教育发展现状概述	- 72 -
二、我国证券市场投资者教育工作蓬勃开展	- 76 -
三、上海证券交易所投资者教育工作展望	- 82 -
第七章 证券市场发展历史简介	- 84 -
一、世界主要证券市场发展历史	- 84 -
二、中国证券市场发展历史	- 90 -
第八章 周边国家和地区近年证券市场风险案例介绍	- 96 -
一、1990 年台湾股市风险	- 96 -
二、1997 年香港股市风险	- 100 -
三、1990 年日本股市风险	- 104 -
四、1996 年泰国股市风险	- 108 -
五、证券市场风险案例的几点启示	- 112 -
第九章 海外主要证券交易所简介及其发展趋势	- 115 -
一、全球主要证券市场的发展历史和现状	- 115 -
二、证券交易所的功能与作用	- 122 -
三、证券交易所的发展趋势	- 123 -
第十章 十七大深化我国资本市场发展的战略定位与要求	- 126 -

一、 建设一个功能完善、高效安全资本市场的战略任务	- 127 -
二、 以科学发展观为指导，推动我国资本市场和谐发展	- 129 -
三、 十七大之后我国资本市场发展的几点展望	- 132 -
后 记	- 135 -

第一章 证券市场基本知识介绍

证券市场是股票、债券、投资基金等有价值证券发行和交易的场所，体现了一切以证券为对象的交易关系的总和。证券市场的结构是指证券市场的构成及其各部分之间的量比关系。按层次结构分，分为发行市场和交易市场。按品种结构分，主要有股票市场、债券市场、基金市场等。按市场的组织形式可分为场内交易市场和场外交易市场。证券市场的参与者包括证券发行人和证券投资者、证券市场中介、自律性组织和证券监管机构。证券市场主要产品有股票、债券、基金以及金融衍生工具。证券市场的主要风险包括宏观经济政策、利率等系统性风险和上市公司经营、财务、信用等非系统性风险两大类。

一、证券市场主要结构

1、按层次结构分为发行市场和交易市场

这是一种按证券进入市场的顺序而形成的结构关系。证券发行市场又称“一级市场”或“初级市场”，是发行人以筹集资金为目的，按照一定的法律规定和发行程序，向投资者出售新证券所形成的市场。在发行过程中，证券发行市场作为一个抽象的市场，其买卖成交活动并不局限于一个固定的场所。证券交易市场又称“二级市场”或“次级市场”，是已发行的证券通过买卖交易实现流通转让的场所。

2、按品种结构分为股票市场、债券市场、基金市场等

这是依有价证券的品种而形成的结构关系。这种结构关系的构成主要有股票市场、债券市场、基金市场及衍生品市场等。

股票市场是股票发行和买卖交易的场所。股票市场的发行人一般为股份有限公司。股份有限公司通过发行股票募集公司的股本，或是在公司营运过程中通过发行股票扩大公司的股本。股份公司在股票市场上筹集的资金是长期稳定、属公司自有的资本。股票市场交易的对象是股票，股票的市场价格除了与股份公司的经营状况和盈利水平有关外，还受到诸如政治、社会、经济等多方面因素的综合影响。因此，股票价格经常处于波动之中。

债券市场是债券发行和买卖交易的场所。债券的发行人有中央政府、地方政府、金融机构、公司和企业。债券发行人通过发行债券筹集的资金一般都有期限，债券到期时债务人必须按时归还本金并支付约定的利息。债券是债权凭证，债券持有者与债券发行人之间是债权债务关系。债券市场交易的对象是债券。债券因有固定的票面利率和期限，其市场价格相对股票价格而言比较稳定。

基金市场是基金证券发行和流通的市场。投资基金，是一种利益共享、风险共担的集合投资制度，即通过向社会公开发行一种凭证来筹集资金，并将资金用于证券投资。基金根据组织形态的不同，可分为公司型基金和契约型基金。组织形态的不同，可分为公司型基金和契约型基金。基金通过发行基金份额成立投资基金公司的形式设立，通常称为公司型基金；由基金管理人、基金托管人和投资人三方通过基金契约设立，通常称为契约型基金。我国的证券投资基金均为契约型基金。目前我国基金市场主要包括封闭式基金与开放式基金。封闭式基金

在证券交易所挂牌交易,开放式基金投资者通过向基金管理公司申购和赎回来实现流通。

3、按市场的组织形式可分为场内交易市场和场外交易市场

证券场内交易市场是证券集中交易的场所。证券场外交易市场是在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。交易的证券多为未在交易所挂牌上市的证券,但也包括一部分上市证券。

二、证券市场的参与者

证券市场的参与者包括证券发行人、证券投资者、证券市场中介、自律性组织和证券监管机构。这些主体各司其职,充分发挥其本身的作用,构成了一个完整的证券市场参与体系。

1、证券发行人

证券发行人是指为筹措资金而发行债券、股票等证券的政府及其机构、金融机构、公司和企业。证券发行人是证券发行的主体。

2、证券投资者

证券市场的投资者是资金供给者,也是金融工具的购买者。投资者可分为个人投资者和机构投资者。截至2007年5月8日,沪深两市账户总数已达9436万。

个人投资者目前是我国证券市场最广泛的投资者,具有分散性和流动性的特点。机构投资者相对于中小投资者而言拥有资金、信息、人力等优势,他们包括企业、商业银行、非银行金融机构、证券公司、基金、QFII等。

基金是目前市场最主要的机构投资者,分为公募和私募两类。

目前我国一共有 64 家基金公司，管理着不同规模和类型的基金共 439 只，管理的资产总规模突破 3 万亿元。据不完全统计数据测算，以信托、集合理财等方式进入市场的私募基金的规模和公募基金规模相当。

QFII(Qualified Foreign Institutional Investors)：即合格的境外机构投资者制度，是指允许合格的境外机构投资者，在一定规定和限制下汇入一定额度的外汇资金，并转换为当地货币，通过严格监管的专门帐户投资当地证券市场，其资本利得、股息等经批准后可转为外汇汇出的一种市场开放模式。目前共有花旗环球金融集团、瑞士信贷第一波士顿、摩根斯丹利、美林国际等 52 家 QFII 投资中国市场，总额度 99.95 亿美元，已近百亿美元，未来还可能继续扩大。

企业、商业银行、非银行金融机构等机构投资者为实现资本增值或通过市场化模式并购扩张也会参与证券市场投资，成为主要的机构投资者。

3、证券市场中介机构

证券市场中的中介机构主要包括：1、证券交易所。其主要职责在于：提供交易场所与设施；制定交易规则；监管在该交易所上市的证券以及会员交易行为的合规性、合法性，确保市场的公开、公平、公正；2、证券承销商和证券经纪商；主要指证券公司(专业券商)和非银行金融机构证券部(兼营券商)；3、具有证券律师资格的律师事务所；4、具有证券从业资格的会计师事务所或审计事务所；5、资产证券评级机构；6、证券投资的咨询与服务机构。

4、自律性组织

在我国证券自律性组织包括证券交易所和证券协会。我国的证券交易所是提供证券集中竞价交易场所的不以营利为目的的法人。证券业协会是证券业的自律

性组织, 是社会团体法人。它发挥政府与证券经营机构之间的桥梁和纽带作用, 促进证券业的发展, 维护投资者和会员的合法权益, 完善证券市场体系。我国证券业自律性机构是上海证券交易所、深圳证券交易所、中国证券业协会和中国国债协会。

5、证券监管机构

依据《证券法》, 证券监管机构是依法制定有关证券市场监督管理的规章、规则, 并依法对证券的发行、交易、登记、托管、结算, 证券市场的参与者进行监督管理的部门, 主要包括中国证券监督管理委员会和地方证券监管部门。中国证监会是我国证券管理体制中的核心构成部分, 其核心地位由我国《证券法》第 1 条和第 166 条加以明确。第 1 条规定, 国务院证券监督管理机构依法对全国证券市场实行统一监督管理。第 166 条规定, 国务院证券监督管理机构依法对证券市场履行监督管理, 维护证券市场秩序, 保障其合法运行。这两条总括了中国证券会的法律地位: 是我国最高的证券监管机构, 是专门的证券监管机构。

三、证券市场主要产品

证券市场主要产品包括股票、债券、基金以及金融衍生工具。

1、股票是我们大家都比较熟悉的一种金融投资品种。股票作为企业的资金凭证在专业性的证券市场交易, 投资者获利的途径有两种: 一种是享受企业经营的分红, 另一种是搏取市场差价。股票是一种高收益的投资品种, 炒股票需要投资者具有相当专业的金融知识, 不断积累投资技巧, 提高自己的分析能力。

2、债券可分为国债和企业债券两种, 企业债券虽然收益高于国债, 但是投资者要关注企业的信誉、企业的经营状况及企业的偿还能力, 所以投资的安全性

就大大降低了。所以人们更加青睐于国债，国债是政府发行的，安全性高，所以更能赢得投资者的信任，另外国债的收益要比储蓄高。但国债也有其缺点，国债有发行期，提前支取要缴手续费，逾期兑付又不计息，国债仅比储蓄收益略高。另外，由于投资周期长，存在一定的通货膨胀风险，所以只能作为一个保值品种。

3、基金是一种大众化的信托投资工具。投资基金是由基金管理公司或其他发起人向投资者发行受益凭证，将大众手中的零散资金集中起来，委托具有专业知识和投资经验的专家进行管理和运作，并由信誉良好的金融机构充当所募集资金的信托人或保管人，基金经理人将通过多元化的投资组合，降低投资风险，谋求资本长期稳定的增值。投资者按比例分享投资收益与承担投资风险。购买基金主要关注基金管理公司的信誉及其业绩。

在传统的基金之外，创新型基金也倍受市场关注，创新型基金分两类：一类是“交易型开放式指数证券投资基金”（Exchange Traded Fund，以下缩写ETF），简称“交易型开放式指数基金”，又称“交易所交易基金”。ETF是一种跟踪“标的指数”变化、且在证券交易所上市交易的基金。投资人可以如买卖股票那么简单地去买卖跟踪“标的指数”的ETF，并使其可以获得与该指数基本相同的报酬率。它有几大特点：第一，ETF跟踪某一指数，属于被动型投资。第二，既像开放式基金一样可以申购赎回，又能像封闭式基金一样上市交易。第三，存在一级市场和二级市场的套利机会。

此外，为应对基金发展面临的一些问题，我国已开始酝酿推出创新型封闭式基金。

4、金融衍生工具是指建立在基础产品或基础变量之上其价格决定于后者变动的派生金融产品。按基础工具种类，可分为股权式衍生工具、货币衍生工具和利率衍生工具；按产品形态可分为远期、期货、期权和掉期四大类；按风险—收益特性可分为对称型与不对称型两类。

我国主要的金融衍生工具是权证：权证分为认购权证和认沽权证。认购权证赋予持有人在约定的日期以约定的价格认购某种股票的权利，认沽权证赋予持有人在约定的日期以约定的价格卖出某种股票的权利。目前沪深两市中的权证主要是由上市公司股权分置改革对价时而发行的，以及从公司可转债分拆而衍生出的权证。

即将推出的股指期货也是一种金融衍生工具。股票指数期货，就是以某种股票指数为基础资产的标准化的期货合约。买卖双方交易的是一定期期后的股票指数价格水平。在合约到期后，股指期货通过现金结算差价的方式来进行交割。推出股指期货将给市场增加新的投资与获利工具，同时也增加了一种新的避险工具，提升股票市场的价格发现功能和敏感性。由于具有交易成本低、杠杆性强等特点，股指期货对于市场信息反应，要比现货市场更加快捷迅速。随着现货市场信息传导机制加强，最终会使市场流动性增强，不仅不会增加现货市场波动性，反而能够起到对冲不确定性，稳定现货市场的功能。

四、证券市场主要风险

股市有风险，入市须谨慎。高收益伴随着高风险，证券市场的主要风险包括政策、利率等系统性风险和上市公司经营、财务、信用等非系统性风险两大类。

1、系统性风险

宏观经济形势的好坏，财政政策和货币政策的调整，汇率的波动，资金供求关系的变动等，都会引起证券市场的波动。对于证券投资者来说，这种风险是无法消除的，投资者无法通过多样化的投资组合进行证券保值。这就是系统性风险的原因所在。系统性风险的来源主要由政治、经济及社会环境等宏观因素造成。

政策风险：政府的经济政策和管理措施可能会造成证券收益的损失，这在新兴股市表现得尤为突出。经济政策的变化，可以影响到公司利润、债券收益的变化；证券交易政策的变化，可以直接影响到证券的价格。

利率风险：不同的金融工具，存在着不同的风险和收益。在证券交易市场上，证券的交易价格是按市场价格进行，而不是按其票面价值进行交易的。市场价格的变化也随时受市场利率水平的影响。一般来说，市场利率提高时，证券市场价格就会下降，而市场利率下调时，证券市场价格就会上升，这种反向变动的趋势在债券市场上尤为突出。

购买力风险：由于投资证券的回报是以货币的形式来支付的，在通货膨胀时期，货币的购买力下降，也就是投资的实际收益下降，将给投资者带来损失的可能。

市场风险：市场风险是证券投资活动中最普遍、最常见的风险，是由证券价格的涨落直接引起的。尤其在新兴市场上，造成股市波动的因素更为复杂，价格波动大，市场风险也大。因此，盲目的股票买卖是要不得的。

2、非系统性风险

单个股票价格同上市公司的经营业绩和重大事件密切相关。公司的经营管理、财务状况、市场销售、重大投资等因素的变化都会影响公司的股价走势。这

种风险主要影响某一种证券，与市场的其他证券没有直接联系，投资者可以通过分散投资的方法，来抵消该种风险。这就是非系统风险。

经营风险：经营风险主要指公司经营不景气，甚至失败、倒闭而给投资者带来损失。

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。形成财务风险的因素主要有资本负债比率、资产与负债的期限、债务结构等因素。一般来说，公司的资本负债比率越高，债务结构越不合理，其财务风险越大。投资者在投资时应特别注重公司财务风险的分析。

信用风险：信用风险也称违约风险，指不能按时向证券持有人支付本息而使投资者造成损失的可能性。主要针对债券投资品种，对于股票只有在公司破产的情况下才会出现。造成违约风险的直接原因是公司财务状况不好，最严重的是公司破产。

道德风险：道德风险主要指上市公司管理者的道德风险。上市公司的股东和管理者是一种委托—代理关系。由于管理者和股东追求的目标不同，尤其在双方信息不对称的情况下，管理者的行为可能会造成对股东利益的损害。

此外，股票投资运作的复杂性则使投资者面临另一种风险，即投资者由于自己不慎或券商失责而遭致股票被盗卖、资金被冒提、保证金被挪用等风险。

第二章 股市入门须知

股权分置改革实施以来,影响我国资本市场发展的深层次问题获得了基本解决,上市公司的内在价值得到了充分的挖掘,从而吸引了越来越多的投资者进入股市。股票作为证券投资主要对象,受到了越来越多人的关注。不过,对于怎样参与证券交易,投资股票、基金、债券、权证等金融产品,很多投资者还比较陌生,有的人甚至在一知半解的情况下,随大流投身于股市。在入市之际对所涉及的领域做一番研究了解,初步掌握相关的证券投资常识,了解可能遇到的风险和如何规避化解,理应成为证券市场弄潮儿的必修之课。

一、如何参与证券市场的操作

入市前的一些准备:

1、成为合法的证券投资者:

目前,A股的投资者限定为中国的公民和机构,根据《证券法》和沪深证券交易所相关规章制度规定,下列自然人不可开立股票账户,从事股票交易:证券管理机关工作人员;证券交易所管理人员;证券业从业人员;未成年人未经法定监护人的代理或允许;被认定为市场禁入者且期限未满;法律法规规定的其他不得拥有或参加证券交易的自然人。

2、如何办理开户:

投资者进市场的第一步就是开户,因为一般客户是不能直接进入证券交易所进行场内交易的,而要委托券商或经纪人代为进行。开户的具体流程为:

1) 本人携带身份证原件到证券公司填写开户资料，开设上海 A 股股东账户和深圳 A 股股东账户，同时办理资金账户，上海的 A 股股东账户还需要在该券商处办理指定交易。

2) 办好股东账户和资金账户以后随带本人身份证件和股东账户资料在相关银行开设一个银行账户，在银行服务台填写一份银证转账业务资料到窗口办理银证转账业务。

3) 开户手续和银证转帐业务全部办好之后，让银行工作人员直接或本人通过电话委托、网上银行把资金存进该银行帐号后就可以买卖股票了。证券帐户和银行帐户的资金可以根据自己需要随时转帐。

3、了解交易品种、熟知相关费用

目前我国证券市场的主要交易品种有股票，基金，债券，权证。其中股票包括 A 股和 B 股；基金分为开放式基金和封闭式基金；债券涵盖国债、企业债和可转债，权证分为认购和认沽两类。投资者在委托买卖证券时，应支付各种费用和税收，通常包括委托手续费、佣金，过户费、印花税等，详细的交易费用标准也可查询沪深证券交易所网站。

4、委托交易、竞价的方式

目前投资交易主要的委托方式有：当面委托，电话委托，电传委托，传真委托和网络委托。买卖申报分为集合竞价和连续竞价两种。每个交易日早上 9:15-9:25 为集合竞价时间，高过开盘价的买入申报和低于开盘价的卖出申报按开盘价成交，连续交易时间内的申报竞价成交遵循时间优先、价格优先原则。

5、了解股票投资的盈利来源

投资者投资股票获得盈利的主要途径就是股息红股的分派和低吸高抛所获得资本利得。

投资者对股票价值的估计就是对公司未来盈利的一种预期,如果其高于企业未来真实的盈利水平那么投资者就有亏损的危险,如果相反那么该股票价格处于被低估的状态,投资者未来会有丰厚的回报。因此对企业未来盈利能力的预期是造成投资者盈亏的根本原因。

出于对上市公司价值判断的不同,对于其未来可能实现的现金流的预期不同,股票价格存在着波动,这种波动有可能在众多的操作行为的推动下,演变成一种趋势。把握趋势高抛低吸,则成了投资者实现买卖差价,获得盈利的直接来源,同时,一旦判断失误,也形成了最直观的投资风险的认识。

二、证券市场的风险

股市永远风云变幻莫测,有涨就有跌,有赢家也有输家。自古以来,收益与风险就是一对“孪生兄弟”,高收益必然伴随着高风险。有人将股市比喻称为大海,股市确实有如大海,平静的海面下往往暗流涌动,有通坦的航道、也有暗礁密布的险滩,有一派平和的蔚蓝景象,也存在着急风骤雨的夜雨咆哮。在我们进入股市,准备享受投资收益的时候,我们有必要问问自己,有没有考虑到风险因素,有没有做好股海泛舟,激浪搏杀的物质和精神心理准备。任何一个准备或已经参与在证券市场中的投资者,在具体的投资品种面前,在将做出操作选择之际,都应认清、正视收益与风险的辩证关系从而树立风险意识。

1、证券市场风险的定义

狭义的股市风险，就是指由于经济变化的不确定性，或各种事先无法预料的因素的影响，造成股价的波动，从而使预期与实际收益发生偏差，给投资者带来资金损失的可能性。

广义的股市风险：不仅仅包括股价波动带来的投资者可能的资金损失，还包括投资者对证券法规、交易制度、操作规则不了解所带来的资产损失的客观存在。这其中，涵盖了投资者对账户开立到证券交易，对于股票、基金、债券、权证、期货等不同金融产品的不同交易规则理解程度。对投资者进行风险教育，就是要告诫投资者，进入证券市场可能会遇到的风险，并在针对相应风险，建议投资者可以采取的规避和自我保护的措施。

2、正确认识证券市场的风险

证券市场是商品经济高度发展的产物，是市场经济中的一种高级组织形态——虚拟经济的表现。之所以称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，受到政局、利率、汇率、通胀、行业背景、公司经营、投资大众心理等多种因素影响，难以准确估计，这一本质属性，决定了以它为交易对象的证券市场从一开始就具有高风险性。

2) 证券市场运作的复杂性导致了证券价格的波动性。各国证券市场历史表明，股票价格围绕内在价值上下的波动过程，实际也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，市场参与者利益不同，内部运作机制各不相同，不同的时间段，带来不同的价格平衡。

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，投资与投机很难做出明确的界定，并且虚拟经济的不确定也允许投资与投机的转化。资本总是追逐利润的，投机资金的进退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。

4) 证券市场风险控制难度较大。证券市场涉及面广、敏感度高，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。

3、证券市场风险的种类

投资者向证券市场投入资金，买入股票、基金、债券等金融产品，一般的出发点是期待获得高过同期储蓄利息的投资收益回报，然而无论是成熟股市还是新举市场，价格波动总是客观存在的，投资者有可能在盲目投资之下，出现高位买进股票而股价下跌市值受损的局面，收益率未必能如最初所愿。低买高卖是理想的投资操作，然而在经济形势变化、趋势转向、公司基本面变化之际，投资者信心受挫而出现高买低卖的现象也是屡见不鲜。同时，由于对市场规则的不了解、对交易制度未尽心，也可能出现证券交易过程中蒙受不白之损失的情况。为此，我们有必要对现存的风险有一定的认识和分类。从风险与收益的关系来看，证券投资风险可分为市场风险（又称系统性风险）和非市场风险（又称非系统风险）两种。

1) 系统性风险

成熟的股市是“国民经济的晴雨表”。宏观经济形势的好坏，财政政策和货币政策的调整，政局的变化，汇率的波动，资金供求关系的变动等，都会引起股票市场的波动。对于证券投资者来说，这种风险是无法消除的，投资者无法通过

多样化的投资组合进行证券保值，这就是系统风险的原因所在。系统性风险其构成主要包括以下四类：

政策风险：政府的经济政策和管理措施可能会造成证券收益的损失，这在新兴股市表现得尤为突出。经济、产业政策的变化、税率的改变，可以影响到公司利润、债券收益的变化；证券交易政策的变化，可以直接影响到证券的价格。因此，每一项经济政策、法规出台或调整，对证券市场都会有一定的影响，从而引起市场整体的波动。

利率风险：一方面，上市公司经营运作的资金也有利率成本，利率变化意味着成本的变化，加息则代表着企业利润的削减，相关证券的价值反映内在价值，必然会伴随着下跌；另一方面流入证券市场的资金，在收益率方面往往有一定的标准和预期，一般而言，资金是有成本的，同期利率往往是参照标的，当利率提升时，在证券市场中寻求回报的资金要求获得高过利率的收益率水平，如果难以达到，资金将会流出市场转向收益率高的领域，这种反向变动的趋势在债券市场上尤为突出。

购买力风险：在现实生活中，由于物价的上涨，同样金额的资金未必能买到过去同样的商品。这种物价的变化导致了资金实际购买力的不确定性，称为购买力风险，或通货膨胀风险。同样在证券市场上，由于投资证券的回报是以货币的形式来支付的，在通货膨胀时期，货币的购买力下降，也就是投资的实际收益下降，将给投资者带来损失的可能。

市场风险：市场风险是证券投资活动中最普遍、最常见的风险，当整个证券市场连续过度的上涨，股价已远离合理价值区域之后，股价上涨主要依靠资金简

单流入堆砌，即所谓的“投机搏傻”，趋势投机代替了价值投资，但泡沫总有破灭的一天，当后继投资者不再认同没有价值支撑的股价，市场由高位回落便成为自然，这种转折趋势一旦形成，往往形成单边没有承接力的连续下跌，这在过去世界各国的股灾中已被证明，这也是市场参与者无法回避和必然接受的风险。

2) 非系统性风险

单只股票价格同上市公司的经营业绩和重大事件密切相关。公司的经营管理、财务状况、市场销售、重大投资等因素的变化都会影响公司的股价走势。这种风险主要影响某一种证券，与市场的其他证券没有直接联系，投资者可以通过分散投资的方法，来抵消该种风险。这就是非系统风险，主要包括以下四类：

经营风险：证券市场交易股票的价格，从根本上说是反映上市公司内在价值的，其价值的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，经营上潜在着不景气，甚至失败、倒闭的风险，从而造成投资者收益本金的增加或损失。

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。公司财务结构的不合理，往往会给公司造成财务风险。形成财务风险的因素主要有资本负债比率、资产与负债的期限、债务结构等因素。投资在投资股票时，应注意对公司报表的财务分析。

信用风险：信用风险也称违约风险，指不能按时向证券持有人支付本息而使投资者造成损失的可能性。主要针对债券投资品种，对于股票只有在公司破产的情况下才会出现。

道德风险：道德风险主要指上市公司管理者的道德风险。上市公司的股东和管理者是一种委托—代理关系。由于管理者和股东追求的目标不同，尤其在双方信息不对称的情况下，管理者的行为可能会造成对股东利益的损害。

3) 其他——交易过程风险：

证券市场投资运作的复杂性，使投资者面临交易过程中的种种风险，包括由于自己不慎或券商失责而遭致股票被盗卖、资金被冒提、保证金被挪用，以及信用交易不受法律保护、买卖操作失误、接受不合规证券咨询导致损失等风险。必须提醒投资者注意交易过程中的有关事项，学会自我保护，尽可能地降低交易过程风险。

选择证券公司不当可能潜在的风险：证券公司及其营业部管理和服务质量的好坏直接关系到投资者交易的效率 and 安全性。如果投资者随意选择一家证券公司的营业部，或单纯就佣金的高低选择不合规范的委托代理机构，就有可能遇上风险。比如因证券公司经营不善招致倒闭的风险、因证券公司经营不规范造成保证金及利息被挪用，股息被拖欠的风险、因证券公司管理不善导致账户数据泄密、股票被盗卖、资金被冒提的风险。

操作性风险：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，大致可分成两类：一类是由于电脑自身软、硬件故障在市场火爆时仍可能导致行情数据、委托交易延误，从而使投资者错过时机，造成投资损失。这类风险分为不可抗风险和可以向券商追索赔偿两种，投资者可以根据是否不可抗力造成，通过法律途径申请自己的正当主张，以降低风险损害程度。另一类，则要从投资者自身的知识层面去寻找问题所在。目前市场中金融创新不断增多，不同交

易品种交易方式存在着不同，比如债券的面值及如何正确报价、权证价格涨跌停幅度如何计算、新股上市以及股改实施后首日复牌价格涨跌幅限制等等，相应的知识需要投资者积极主动地去学习，否则，证券市场中每每发生异常交易，不白的损失结果就有可能发生在你的身上。

不合规的证券咨询风险：随着参与股市的投资者的增加，对咨询及资讯的需求也在上升，证券投资咨询业务受到了空前的重视，证券咨询机构鱼龙混杂，既有正规券商研究机构对相应开户投资者的日常咨询，也存在着非法证券咨询机构利用投资者急于找到“牛”股的心态，以加入会员、缴纳会费、推荐个股的方式吸引投资者，由于法律责任的不明确，投资者可能在其误导下进行了误操作，从而导致不必要的损失和难以明确责任的纠纷。

三、如何正确应对证券市场的风险

证券市场的风险客观存在，与收益相生相伴，广大投资者应在入市之前做好准备，不妨多加学习相关证券投资知识，多了解、分析和研究宏观经济形势及上市公司经营状况，增强风险防范意识，掌握风险防范技巧，提高抵御风险的能力。同时，也须学会以法律武器保护自己，选择规范的证券公司合规操作，选择具有一定公信力的咨询机构辅助指导自己的投资。

1、规避操作流程风险

1) 选择信誉好的证券公司和获得正规咨询服务

证券公司及其营业部管理和服务质量的好坏直接关系到投资者交易的效率 and 安全性。根据国家规定，证券公司及其证券营业部的设立要经过主管部门的批准。投资者在确定其合法性后，可再依据其他客观标准来选择令自己放心投资的

营业部和咨询服务平台。这些标准主要包括：公司规模、信誉、服务质量、软硬件及配套设施、内部管理状况。

2) 签订指定交易等有关协议

投资者选择了一家证券公司营业部作为股票交易代理人时，必须与其签订《证券买卖代理协议》和《指定交易协议》，形成委托代理的合同关系，双方依约享有协议所规定的权利和义务。投资者一旦采用指定交易方式，便只能在指定的证券公司营业部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公司营业部撤销指定交易，并重新指定新的证券公司或营业部进行交易。

3) 切忌进行不受法律保护的信用交易

信用交易又称“保证金交易”，指投资者按照法律规定，在买卖证券时只向证券公司交付一定的保证金，由证券公司提供融资或融券进行交易。目前，我国关于信用交易的法规制度还在探索和制定中，投资者切勿在还没有明确法律保护之际，就急切通过“透支”扩大交易规模，那样做只会无端增加风险。

4) 防止股票盗卖和资金冒提

投资者股票被第三人盗卖及保证金被冒提主要有两个原因：一是股民的相关证件和交易资料发生泄露，使违法者有机可乘；二是因证券公司管理不严等因素使违法者得以进行盗卖。投资者必须在日常投资实践中增强风险防范意识，尤其要注意以下事项：①在证券营业部开户时要预留三证（身份证、股东卡、资金卡）复印件和签名样本；②细心保管好自己的三证和资金存取单据、股票买卖交割单等所有的原始凭证，以防不慎被人利用；③经常查询资金余额和股票托管余额，

发现问题及时处理，减少损失；④注意交易密码和提款密码的保密；⑤不定期修改密码；⑥逐步采用自助委托等方式，减少柜台委托。

5) 认真核对交割单和对账单

目前 A 股交易采用“T+1”交收制度，即当天买卖，次日交割。投资者应在交易日后一天在证券营业部打印交割单，以核对自己的买卖情况。如投资者发现资金账户里的资金与实有资金存在差异，应立即向证券营业部查询核对，进行交涉。投资者在需要时还可向证券营业部索取对账单，核对以往交易资料，如发现资料有误，投资者可向证券营业部进行查询核对。

2、应对证券价格波动的风险

1) 树立正确的投资观念

自从证券市场存在的那一天起，风险就不可避免地存在着，就和每一个证券类媒体所反复强调的那样，“市场有风险，入市需谨慎！”而对于投资者来说，要充分认识到这个市场的本质，从自身的理念上去回避助长风险积累的情况发生。

新股民在进入证券市场之时，以下八个问题，可以测试一下你的风险承受能力水平，选择“是”、“否”还是“不确定”，分别可计 2 分，0 分和 1 分：

①投资的本钱是否是一笔闲置的资金，它对你维持目前生活水平来说有多大影响？()

②你是否不依赖或很少依靠目前投资的收入，不把它作为日常开支的重要来源？()

③你是否有较为充足的其他收入来源，万一投资失败，完全可以弥补失败造成的损失？（ ）

④你是否还年轻，距离退休的时间很长？（ ）

⑤你是否有较强的投机愿望，认为值得为较高的收益去冒较大的风险？（ ）

⑥你对坏消息、对不利情况是否不会过度紧张，心境比较坦然豁达？（ ）

⑦你在投资方面是否具备相当的操作的经验，并且能及时地掌握各种股市信息？（ ）

⑧你对目前股票市场的发展是否比较乐观，认为股市行情预期将会上升？（ ）

得分在 12-16 分，显示你的风险承受能力很强，涉足股海对你也许只是轻松泛舟；当然，你也可能在不经意间遭遇风浪覆舟，你的投资品种可以偏重于收益风险相对较高的股票，可以参与一些短线题材个股的运作。

得分在 8-12 分，显示你有一定风险承受能力，但在心态、投资知识方面还需要进步加强，如果许多不确定在你经历一些风浪之后得到明确的认识，重新再来做做题目，看你是不是适合在股海里冲浪。同时，你的投资对象可以偏重于相对稳健的中长线投资品种，多从基本面选股，中线持有少做短线投机差价也许比较适合你的性格。

得分在 0-8 分，显示你不太适合高风险的投资，建议先从风险比较小投资品种做起，证券投资基金可能是你初涉股海的良师益友。如果直接涉足股海，投资品种选择上可以尽量找一些分红回报较好、股息率较高的长线股。

2) 学习一些必需的投资分析知识

证券市场的本身是一门非常广泛而深奥的学问,当然一般普通投资人很难研究透彻,但是若想成为一个稳健而成功的投资人就必须花些心血和时间去研究些最基本的证券知识,包括对公司的财务分析、包括预测分析市场波动的技术理论等。

3) 认清投资环境,把握投资时机

股市与经济环境、政治环境息息相关,经济衰退、股市萎缩、股价下跌;反之,经济复苏、股市繁荣、股价上涨,政治环境亦复如此。这也就是说在投资前应先认清投资的环境,避免逆势买卖。

4) 确定合适的投资方式

股票投资采用何种方式,因投资人的性格与空闲时间而定,一般而言,不以赚取差价为主要目的,而是想获得公司红利或参加公司经营多采用长期投资方式。本身有职业,没有太多时间关注股票市场,而又有相当积蓄及投资经验的,适合采用中期投资方式。时间较空闲,有丰富经验,市场感觉灵敏的投资者可采用短线交易的方式。

5) 制定周详的资金运作计划

投资者可以根据自身的偏好选择合适的投资品种,股票、基金、债券具有不同的收益和对应不同的风险水平,以投资组合的方式参与证券市场,而不要将所有资金集中于单个股票,树立正确的投资收益预期和止损标准,选股贵在精而不在多。

6) 上市公司的基本面是股价的基础

从本质上讲，股票仅仅是一种凭证，其作用是用来证明持有人的财产权利，当持有股票后，股东不但可参加股东大会，对股份公司的经营决策施加影响，且还能享受分红和派息的权利，获得相应的经济利益，上市公司的盈利能力，所对应的净资产大小，以及未来这种盈利能力和资产变化的趋势预期，反映了股票的内在价值。

股价不可能长期脱离内在价值，价格过度的超越价值必不会长久，也是风险积聚之源，需要投资者提前做出预判，对于经验不是很足的新入市投资者，火中取栗的操作行为还是应该尽量避免。投资者要用动态的眼光看待指数的高低，但股价走势如果已经大幅透支了上市公司未来业绩的增长，此时的风险就要引起警惕。

7) 用技术分析来预判趋势

系统性风险无法回避，如突发事件、政策、经济、军事变化带来投资者心理的波动无法提前预知，但有时证券市场过热后的系统性风险，可以通过确认一些重要信号提前有所警示。投资者对于技术指标的含义，有必要做一定了解和学习，指标分析并不是万能的，在一定阶段可能会失效，但技术分析可以帮投资者了解市场的买卖力量对比、风险收益的平衡，对于把握趋势有较强的帮助。技术分析三要素：历史会重演，但不会简单重复；走势反映了信息的变化；趋势是连续的。

3、一些有益的操作建议

1) 树立良好的投资心态和投资习惯

在股市走势难定，利多利空纷杂之时，投资人应采用某种策略来应对。实现持股与持币动态良性的平衡，是投资立于不败之地的基本功，证券市场的调整下

跌并不可怕，下跌是风险释放的过程，下跌过后将出现逢低买入的良机，但可怕的是投资者不懂得管理投资，满仓或空仓均是在单边市背景下不理性的操作习惯，会面临后继无着，无力自救的危局，定时画出投资收益曲线：收益的变化也如股票 K 线的变化，不会一路飙升，也不会一路走低，在适当的时机，应做好清理投资思路、整合持仓、确定下一步操作方针的工作。

2) 先搜集资讯再投资：

投资人应该花点时间去问“为什么”，探究个股和大盘波动的理由，这些资讯应该在下投资决定、采取行动之前就搜集好，搜集的资讯将成为你拟定有效投资策略的依据。而不是在做出了操作之后，再去找相关信息。投资证券市场，买卖股票操作不能盲目而动，投入资金入市必要的功课有很多，但概况起来，完成一项投资的路径应是清晰的：把握经济局势—认清投资对象—了解证券行情—谨慎选择证券—窥探市场心理—作出最终投资决定。

3) 构建投资组合：

进入证券市场必须记往一个基本原则，证券市场最终会对额外的风险给予报酬，在总体上，承担高风险才能获得高收益，如果追求金融资产的安全性，就只能得到较低的收益，故，管理投资组合的前提，是确定你的收益目标和风险水平，股票、基金、债券，货币，风险由大到小，收益水平也由高到低。

4) 避免过度地、频繁地操作，脚踏实地的从事证券投资

过度操作和沉迷于短线，对于任何投资策略都是致命伤，太多的交易会被短暂的市场波动上搓下洗，很难积累利润，过多的买进卖出，不仅仅交易费用上升，还会引起趋势方向判断的失误，选股上也会顾此失彼，最终导致心态的失衡和投

资的失利。投资策略应保持连续性、需要投资者有连贯的操作思路、保存好你的交易纪录，定期回顾总结经验教训，设好止损、止盈价位，以便养成良好的操作节奏和习惯。

5) 趋涨脱身的要诀：

参加股票投资期待着股价的上升，但是买进了价格正在上升的股票只完成了投资的一半，只有在适当的时机将股票卖出，把现金收回，投资收益也真正实现。选择好的卖点根本在于克制贪心，确定适当的目标心理价格。可选综合策略：当股价上升到一定幅度，可逐步分批卖出，升幅越大，卖出比例越大，直至全部卖出。达到收益和风险的平衡。

6) 反败为胜的技巧：

果断斩仓：出现价格走势与判断相反时，勇于承认错误，快刀斩乱麻止损，总结教训，重新明确投资方向，要注意适用的时机，牛市行情里慎用。止损出局后也要有好的投资方向，避免后悔重新追入。

补仓：摊低成本的方式，以更低的价格买入同种证券，恢复趋势后更快达到盈利目标，但要注意时间和火候，市场趋势的变化，熊市里慎用。不断的补仓从表面看摊低了持仓成本，但增加了投入，如果处于下跌的趋势中，只会将浮动亏损增厚，并且不利于投资方向的纠错。

第三章 浅论证券市场风险防范及价值投资

股市风云变幻，有涨就有跌，有赢家也有输家，高收益伴随着高风险。任何一个准备或已经参与证券市场当中的投资者，在具体的投资品种面前，在做出操作选择之际，都应认清、正视收益与风险的辩证关系从而树立风险意识。

一、认识和防范风险

树立风险意识，树立正确的投资观，有必要对现存的风险有一定的认识 and 了解。从风险与收益的关系来看，证券市场风险主要包括系统性风险、非系统性风险和交易过程风险三大类。

1、系统性风险。系统性风险，又叫不可分散风险，是指由于某种全局性的共同因素引起的投资收益的可能变动，这种因素会对所有证券的收益产生影响。宏观经济形势的好坏，财政政策和货币政策的调整，汇率的波动，资金供求关系的变动等，都会引起证券市场的波动。对于证券投资者来说，这种风险是无法消除的，投资者无法通过多样化的投资组合进行证券保值。这就是系统性风险的原因所在。系统性风险的来源主要由政治、经济及社会环境等宏观因素造成。它包括以下四个方面：

1) 政策风险

指政府有关证券市场的政策发生重大变化或是有重要的法规、举措出台，引起证券市场的波动，从而给投资者带来的风险。政府的经济政策和管理措施可能会造成证券收益的损失，这在新兴股市表现得尤为突出。经济政策的变化，可以影响到公司利润、债券收益的变化；证券交易政策的变化，可以直接影响到证券的价格。

2) 经济周期性波动风险

指证券市场行情周期性变动而引起的风险。这种行情变动不是指证券价格的日常波动和中级波动，而是指证券行情长期趋势的改变，它可分为：看涨市场或称多头市场、牛市和看跌市场或称空头市场、熊市两大类。证券行情随经济周期的循环而起伏变化。在看涨市场，随着经济回升，股票价格从低谷逐渐回升，随着交易量扩大，交易日渐活跃，股票价格持续上升，升至很高水平后，资金大量涌入并进一步推动股价上升，但成交量不能进一步放大时，股价开始盘旋并逐渐下降，标志着看涨市场的结束；看跌市场是从经济繁荣的后期开始，伴随着经济

衰退，股票价格也从高点开始一直呈下跌趋势，并在达到某个低点时结束，在看涨行市中，几乎所有的股票价格都会上涨；在看跌行市中，几乎所有的股票价格都会下跌，因此，盲目的股票买卖不可取。

3) 利率风险

指市场利率变动引起证券投资收益变动的可能性。利率与证券价格呈反方向变化，即利率提高，证券价格水平下跌；利率下降，证券价格水平上涨。利率主要从两个方面影响证券价格：改变资金流向和影响公司的盈利。当市场利率提高时，会吸引一部分资金流向银行储蓄、商业票据等其他金融资产，减少对证券的需求，使证券价格下降；当市场利率下降时，一部分资金流回证券市场，增加对证券的需求，刺激证券价格上涨。另一方面，利率提高，公司融资成本提高，在其他条件不变的情况下净盈利下降，派发股息减少，引起股票价格下降；利率下降，融资成本下降，净盈利和股息相应增加，股票价格上涨。

利率风险是债券的主要风险。当市场利率提高时，以往发行又尚未到期的债券利率相对偏低，此时投资者若继续持有债券，在利息上要受损失；若将债券出售，又必须在价格上作出让步，要受损失。可见，此时投资者无法回避利率变动对债券价格和收益的影响。而对普通股票来说，其股息和价格主要由公司经营状况和财务状况决定，而利率变动仅是影响公司经营和财务状况的部分因素，所以利率风险对普通股的影响不像债券那样没有回转的余地，长期上，取决于上市公司对利率变动的化解能力。

4) 购买力风险

购买力风险又称通货膨胀风险，是由于通货膨胀、货币贬值给投资者带来实际收益水平下降的风险，在通货膨胀的情况下，物价普遍上涨，社会经济运行秩序混乱，企业生产经营的外部条件恶化，证券市场也难免深受其害，所以购买力风险是难以回避的。购买力风险对不同证券的影响是不相同的，最容易受到影响的是固定收益证券，如优先股、债券。而普通股股票的购买力风险相对较小，当发生通货膨胀时，由于公司产品价格上涨，股份公司的名义收益会增加，公司净盈利增加，此时股息也会增加，股票价格随之提高，普通股股东可得到较高收益，部分可减轻通货膨胀带来的损失。一般来说，率先涨价的商品、上游商品、热销或供不应求商品的股票购买力风险较小；国家进行价格控制的公用事业，基础产业和下游商品等股票购买力风险较大。

在通货膨胀初期，企业消化生产费用上涨的能力较强，又能利用人们的货币幻觉提高产品价格，股票的购买力风险相对小些，当出现严重通货膨胀时，各种商品价格轮番上涨，社会经济秩序紊乱，企业承受能力下降，盈利和股息难以增加，股价即使上涨也很难赶上物价上涨，此时普通股也很难抵偿购买力下降的风险了。

2、非系统性风险。非系统性风险，又称可分散风险或可回避风险，指只对某个行业或个别公司的证券产生影响的风险。单个股票价格同上市公司的经营业绩和重大事件密切相关。公司的经营管理、财务状况、市场销售、重大投资等因素的变化都会影响公司的股价走势。这种风险主要影响某一种证券，与市场的其他证券没有直接联系，投资者可以通过分散投资的方法，来抵消这种风险，若投资者持有多样化的不同证券，当某些证券价格下跌，收益减少时，另一些证券可能价格正好上升，收益增加，这样就使风险相互抵消。

非系统风险包括以下四个方面：

1) 信用风险

信用风险又称违约风险，指证券发行人在证券到期时无法还本付息而使投资者遭受损失的风险。它主要受证券发行人的经营能力、盈利水平、事业稳定程度及规模大小等因素影响。债券、优先股、普通股都可能有信用风险，但程度有所不同，债券的信用风险就是债券不能到期还本付息的风险，因为债券是需要按时还本付息的要约证券，故而，信用风险是债券的主要风险。政府债券的信用风险最小，中央政府债券更是几乎没有信用风险，其他债券的信用风险依次从低到高排列为地方政府债券、金融债券、公司债券。股票没有还本要求，普通股股息也不固定，但仍有信用风险，不仅优先股股息有缓付、少付甚至不付的可能，而且如公司不能按期偿还债务，立即会影响股票的市场价格，更不用说当公司破产时，该公司股票价格会接近于零，无信用可言。

在债券和优先股发行时，要进行信用评级，投资者回避信用风险的最好办法是参考证券信用评级的结果，信用级别高的证券信用风险小，信用级别越低，违约的可能性越大。

2) 经营风险

是指公司的决策人员与管理人员在经营管理过程中出现的失误而导致公司盈利水平变化，从而使投资者预期收益下降的可能。公司的经营状况最终表现于盈利水平的变化和资产价值的变化，经营风险主要通过盈利变化产生影响，对不同证券的影响程度也不同。经营风险是普通股票的主要风险，公司盈利的变化既会影响股息收入，又会影响股票价格，当公司盈利增加时，股息增加，股票价格

上涨，当公司盈利减少时，股息减少，股价下降，公司债的还本付息受法律保障，除非公司破产清理，一般情况下不受企业经营状况的影响，但公司盈利的变化同样可能使公司债的价格是同向变动，因为盈利增加使公司的债务偿还更有保障，信用提高，债券价格也会相应上升。

影响公司经营业绩的因素很多，投资者在分析公司的经营风险时，既要把握宏观经济大环境的影响，又要把握不同行业、不同经营规模、不同产品特点、不同管理风格等对公司经营业绩的影响。

3) 财务风险

是指公司财务结构不合理、融资不当而导致投资者预期收益下降的风险，主要表现为无力偿还到期的债务，利率变动风险，再筹资风险等。形成财务风险的因素有资本负债比率、资产与负债的期限、债务结构等。一般而言，公司的资本负债比率越高，债务结构越不合理，其财务风险也就越大。投资股票就是投资于公司，投资者的股息收益与通过股票价格变动获得的资本利得与公司的经营效益密切相关。所以，股票的财务风险将直接取决于公司的经营效益。投资者在投资时应注重公司财务风险的分析。

4) 道德风险

道德风险主要指上市公司管理者的道德风险。上市公司的股东和管理者是一种委托—代理关系。由于管理者和股东追求的目标不同，尤其在双方信息不对称的情况下，管理者的行为可能会造成对股东利益的损害。

3、交易过程风险。即投资者由于自己不慎或券商失责而遭致股票被盗卖、资金被冒提、保证金被挪用等风险。

对于此种风险，建议投资者注意以下有关事项，学会自我保护，尽可能降低交易过程风险。

1) 选择一家信誉好的证券公司的营业部，投资者买卖股票必须通过证券公司的下属营业部进行。因此，证券公司及其营业部管理和服务质量的好坏直接关系到投资者交易的效率 and 安全性。根据国家规定，证券公司及其营业部的设立要经过证券监督管理部门的批准，投资者在确定其合法性后，可再依据其他客观标准来选择令自己放心投资的证券营业部。这些标准包括：公司规模、信誉、服务质量、软硬件及配套设施、内部管理状况。

2) 签订指定交易等有关协议。投资者选择了一家证券公司营业部作为股票交易代理人时，必须与其签定《《证券买卖代理协议》》和《《指定交易协议》》等，形成委托代理的合同关系，双方享有协议规定的权利和义务，指定交易，是指投资者可以指定某一证券营业部作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、查询以及其他服务。

3) 认真核对交割单和对帐单。目前 A 股交易采用 T+1 交收制度，即当天买卖，次日交割。投资者应在交易日后一天在证券营业部打印交割单，以核对自已的买卖情况。如发现资金账户里的资金与实有资金存在差异，应立即向证券营业部提出进行查询核对。

4) 防止股票被盗卖和资金冒提，投资者股票被盗卖和资金被冒提，主要有两个原因：第一、是股民的相关证件和交易资料发生泄露，使违法者有机可乘；第二、是因为证券公司管理不严等因素，使违法者得以进行盗卖或冒提，为保障

投资者的股票和资金安全，维护正常的市场交易秩序，证券公司应建立规范的风险管理体系和健全的内控制度，而投资者也必须在日常投资过程中增强风险防范意识。尤其要注意以下事项：第一、在证券营业部开户时要预留三证（身份证、股东卡、资金卡）复印件和签名样本；第二、细心保管好自己的三证和资金存取单据、股票买卖交割单等所有的原始凭证，以防不慎被人利用；第三、经常查询资金余额和股票托管余额，发现问题及时处理，减少损失；第四、注意交易密码和提款密码的保密；第五、不定期修改密码；第六、逐步采用自助委托等方式，减少柜台委托。

证券投资者的两大目标在于投资收益最大化以及同时风险最小化。股市是一个复杂的投资场所，对于股市投资，许多新股民并没有足够的思想准备和知识准备，对股市风险还缺乏清醒的认识，在投资方式上存在明显的认识误区，认为低价股便宜，ST 就等于要重组。按照规定，上市公司连续三年亏损，将实施退市制度。一旦退市，几元钱的股票，退市后基本上都不到一元。其实，股价高低不是衡量风险大小的依据，低价股很多是亏损的垃圾股，风险远远大于蓝筹股。许多刚入市的股民，在 ST 股票的连续涨停中获利，而大盘蓝筹股却表现平平。这样的经历促使他们产生了一个很大的认识误区，使得缺乏经验的新股民，更偏爱低价股，错误地认为低价股有更多上涨的机会，而忽略了其潜在的风险。垃圾股一般价位较低，容易受主力控制，升得快，跌得也快，如果资金及止损等制定不好的话，容易造成损失，甚至一些绩差公司暴露出来的问题可能仅是冰山一角。此类股票的市盈率、换手率大多远高出市场平均水平，有很强的投机性。然而缺乏实质性的投资价值作支撑，低价股终究风险很大，一旦大盘风云突变，低价股更可能出现以连续跌停方式急剧回落，中小股民根本没有出逃的机会。然而在投

资过程中，由于资金量和经验的限制，新股民相当比重的投资集中于低价股和“垃圾股”，这正是当前股市的风险所在。

一般来说，一家上市公司的股票之所以沦落为垃圾股，与企业的现存情况有巨大的关系。因此依靠其自身的力量往往难以改变其垃圾股的状况，大部分须依赖外部力量进行重组才有可能。重组能给企业带来全新的变化和发展动力，对二级市场的股价会产生极大的做多效应，股价也会相应出现上涨，因此，要仔细研究该股之所以沦为垃圾股的原因。有些上市公司由于没有明确主业导致业绩下降；有些上市公司管理不善而导致业绩不佳；有些是由于背负巨额债务而拖累经营情况难以改善，特别是一些上市公司，债务沉重，动辄上十亿，或者官司缠身，这样的垃圾股少碰为妙，即使有人愿意重组，往往面对如此状况也会望而却步。这样的公司往往表现机会不大，应尽量少碰。只有在该公司动了“大手术”之后，才可关注。因此对投资垃圾股应控制好风险，慎之又慎。

二、价值投资介绍

从长期来看，真正让投资者分享股市上涨的仍将是大盘绩优蓝筹股，市场中蓝筹股和低价题材股的涨升其性质是有区别的，因而投资策略也是需要有所不同。它从行业的发展态势入手，立足于预测相关上市公司未来的业务收入和净利润水平，从而选择有潜力的股票进行投资，这种投资模式不管从程序上还是内容上都是科学的、理性的，这种理念就是价值投资。随着我国证券市场制度建设和监管的日益完善，价值投资理念正日益成为主流投资理念，所谓价值投资，是指对影响证券投资的经济因素、政治因素、行业发展前景、上市公司的经营业绩、财务状况等要素的分析为基础，以上市公司的成长性以及发展潜力为关注重点，

从而判定股票的内在投资价值的投资策略。价值投资的真谛就在于通过对股票基本面的经济分析，去估计股票的内在价值，并通过对股价和内在价值的比较去发现并投资那些市场价值低于其内在价值的潜力个股，从而以期获得超过大盘指数增长率的超额收益。进行证券投资分析有利于提高投资决策的科学性，减少盲目性，采用基本分析和技术分析等专业分析方法和手段，指导投资决策，从而保证了在降低投资风险的同时获取较高的投资收益。一般来说，价值投资包括宏观经济分析、行业分析、公司分析。

1、宏观经济分析是价值投资的前提。通过宏观经济分析，可以把握证券市场的总体变动趋势，判断整个证券市场的影响力度与方向，宏观经济分析以国家整体经济走势和经济政策走向为研究基础，主要研究国内生产总值、就业状况、通货膨胀、国际收支等宏观经济指标对证券市场的影响，并结合对财政、货币政策的分析，来分析和预测宏观经济走势，以此来判断大盘的走势。证券市场对国家经济政策十分敏感，近年来，我国宏观经济形势一片大好，经济高速稳定增长，这加速了蓝筹股股票业绩的提升。因此，对国家预算、税收、投资政策、利率和汇率变动的分析是价值投资模式的基础。

2、行业分析是价值投资的基础。从证券投资分析的角度看，宏观经济分析是为了掌握证券投资的宏观环境，把握证券市场的总体趋势，但宏观经济分析并不能提供具体的投资领域和投资对象的建议。行业分析主要是针对行业现状和前景的研究，来判断行业投资价值，揭示行业投资风险，从而为投资者提供投资依据。在进行行业分析时，比较研究法是一种较常用的分析方法。比较研究又分为横向比较和纵向比较，横向比较是取某一时点的状态或某一固定时段（如一年）的指标，在这个横截面上对研究对象及其比较对象进行比较分析；纵向比较是利

用行业的历史数据，如：销售收入、利润、企业规模等，分析过去的增长情况，并据此预测行业的未来发展趋势。利用比较研究法可以直观和方便地观察行业的发展状态和比较优势。投资者通过宏观经济预测和行业经济分析，可以判断当前经济所处的阶段和未来几年内的发展趋势，这样可以进一步判断未来几年内可以有较大发展前景的行业。

3、公司分析是价值投资的关键。公司分析以上市公司财务状况和发展潜力为研究基础。其中，最重要的是公司财务状况分析。财务报表通常被以为是能够发现有关公司信息工具。在信息披露规范的前提下，已公布的财务报表是上市公司投资价值预测与证券定价的重要信息来源。具有投资价值的股票不但要有良好的业绩，更要能长久保持稳定的发展，所以，把公司的行业竞争能力，经理层的管理能力，各种财务指标的综合评价等统筹起来分析，预测公司将来的盈利能力，是价值投资理念分析的重要之重。

龙头股是各行业中最具有投资价值的股票。这类公司往往市场份额很大、竞争优势明显、业绩增长平稳、投资风险较小，因此容易受到机构投资者的青睐。具有很高的投资价值。

另外，投资者要关注公司业绩的持久性。具有投资价值的上市公司，不仅要有良好的业绩，而且要具备长久保持稳定增长的能力，只有这样，投资者才能分享上市公司增长所带来的收益。

同时，业绩并非价值分析的唯一因素。价值投资理念以效率市场理论为基础，认为有效市场的机制会使公司将来的股价和内在价值趋势一致，所以，当股票的内在价值超过其市场价格时，便会出现价值低估现象，其市场价值在未来

必然会修正其内在价值，由于证券市场存在信息不对称现象，所以内在价值和市场价格的偏离也是常见的现象。即使预期业绩优良的公司，如果其股价过高，使其内在价值小于其市场价格，此时，便出现了价值高估的现象，市场机制将使股价下跌到其内在价值的水平。因此，通过上面的分析，投资者可以找出那些内在价值大于市场价格的股票，这类股票也是价值投资所要寻找的潜力个股。

综上所述，当投资清晰地认识到投资交易过程中的各种风险，增强风险防范意识，运用科学的价值投资理念指导自己的投资活动，并时刻保持理性、平和的心态，那么，分享上市公司增长所带来的收益，实现足额甚至超额回报，将不是一句空话，而是会带给投资者实实在在“惊喜”的诺言。

第四章 上市公司投资价值分析方法介绍

从长期来看，一家上市公司的投资价值归根结底是由其基本面所决定的。影响投资价值的因素既包括公司净资产、盈利水平等内部因素，也包括宏观经济、行业发展、市场情况等各种外部因素。在分析一家上市公司的投资价值时，应该从宏观经济、行业状况和公司情况三个方面着手，才能对上市公司有一个全面的认识。

一、宏观经济分析

1、宏观经济运行分析

证券市场历来被看作“国民经济的晴雨表”，是宏观经济的先行指标；宏观经济的走向决定了证券市场的长期趋势。只有把握好宏观经济发展的大方向，才能较为准确的把握证券市场的总体变动趋势、判断整个证券市场的投资价值。宏观经济状况良好，大部分的上市公司经营业绩表现会比较优良，股价也相应会有上涨的动力。

为了把握国内宏观经济的发展趋势，投资者有必要对一些重要的宏观经济运行变量给予关注。

1) 国内生产总值 GDP

国内生产总值是一国（或地区）经济总体状况的综合反映，是衡量宏观经济发展状况的主要指标。通常而言，持续、稳定、快速的 GDP 增长表明经济总体

发展良好，上市公司也有更多的机会获得优良的经营业绩；如果 GDP 增长缓慢甚至负增长，宏观经济处于低迷状态，大多数上市公司的盈利状况也难以有好的表现。我国经济稳定快速增长，2006 年 GDP 同比增长 10.7%；07 年一季度 GDP 同比增长率达到了 11.1%。近一两年来，上市公司业绩的快速增长正是处于宏观经济持续向好、工业企业效益整体提升大背景下的增长，中国经济的快速增长为上市公司创造了良好的外部环境。

2) 通货膨胀

通货膨胀是指商品和劳务的货币价格持续普遍上涨。通常，CPI（即居民消费价格指数）被用作衡量通货膨胀水平的重要指标。温和的、稳定的通货膨胀对上市公司的股价影响较小；如果通货膨胀在一定的可容忍范围内持续，且经济处于景气阶段，产量和就业都持续增长，那么股价也将持续上升；严重的通货膨胀则很危险，经济将被严重扭曲，货币加速贬值，企业经营将受到严重打击。除了经济影响，通货膨胀还可能影响投资者的心理和预期，对证券市场产生影响。CPI 也往往作为政府动用货币政策工具的重要观测指标，今年以来我国 CPI 高位运行，因此在每月 CPI 数据公布前后，市场也普遍预期政府将会采取加息等措施来抑制通货膨胀，引发了股市波动。

3) 利率

利率对于上市公司的影响主要表现在两个方面：第一，利率是资金借贷成本的反映，利率变动会影响到整个社会的投资水平和消费水平，间接地也影响到上市公司的经营业绩。利率上升，公司的借贷成本增加，对经营业绩通常会有负面影响。第二，在评估上市公司价值时，经常使用的一种方法是采用利率作为折现

因子对其未来现金流进行折现，利率发生变动，未来现金流的现值会受到比较大的影响。利率上升，未来现金流现值下降，股票价格也会发生下跌。

4) 汇率

通常，汇率变动会影响一国进出口产品的价格。当本币贬值时，出口商品和服务在国际市场上以外币表示的价格就会降低，有利于促进本国商品和服务的出口，因此本币贬值时出口导向型的公司经营趋势向好；进口商品以本币表示的价格将会上升，本国进口趋于减少，成本对汇率敏感的企业将会受到负面影响。当本币升值，出口商品和服务以外币表示的价格上升，国际竞争力相应降低，一国的出口会受到负面影响；进口商品相对便宜，较多采用进口原材料进行生产的企业成本降低，盈利水平提升。

目前，人民币正处于渐进的升值进程中，出口导向型公司特别是议价能力弱的公司盈利前景趋于黯淡，亟待产业升级，提高利润率和产品的国际竞争力；需要进口原材料或者部分生产部件的企业，因其生产成本会有一定程度的下降而受益；国内的投资品行业能够享受升值收益也会受到资金的追捧。人民币小幅升值，房地产、金融、航空等行业将直接受益，而对纺织服装、家电、化工等传统出口导向型行业而言则带来负面影响。

2、宏观经济政策分析

在市场经济条件下，国家用以调控经济的财政政策和货币政策将会影响到经济增长的速度和企业经济效益，进而对证券市场产生影响。

1) 财政政策

财政政策的手段主要包括国家预算、税收、国债、财政补贴、财政管理体制和转移支付制度等。其种类包括扩张性财政政策、紧缩性财政政策和中性财政政策。

具体而言，实施积极财政政策对于上市公司的影响主要有以下几个方面：

——减少税收，降低税率，扩大减免税范围。这将会直接增加微观经济主体的收入，促进消费和投资需求，从而促进国内经济的发展，改善公司的经营业绩，进而推动股价的上涨。

——扩大财政支出，加大财政赤字。这将会直接扩大对商品和劳务的总需求，刺激企业增加投资，提高产出水平，改善经营业绩；同时还可以增加居民收入，使其投资和消费能力增强，进一步促进国内经济发展，此时上市公司的股价也趋于上涨。

——减少国债发行（或回购部分短期国债）。国债发行规模缩减，使市场供给量减少，将导致更多的资金转向股票，推动上市公司股价的上涨。

——增加财政补贴。财政补贴往往使财政支出扩大，扩大社会总需求、刺激供给增加，从而改善企业经营业绩，推动股价上扬。

实施扩张性财政政策有利于扩大社会的总需求，将刺激经济发展，而实施紧缩性财政政策则在于调控经济过热，对上市公司及其股价的影响与扩张性财政政策所产生的效果相反。

2) 货币政策

货币政策是政府为实现一定的宏观经济目标所制定的关于货币供应和货币

流通组织管理的基本方针和基本准则。其调控作用主要表现在：通过调控货币供应总量保持社会总供给与总需求的平衡；通过调控利率和货币总量控制通货膨胀；调节国民收入中消费与储蓄的比例；引导储蓄向投资的转化并实现资源的合理配置。

货币政策的工具可以分为一般性政策工具（包括法定存款准备金率、再贴现政策、公开市场业务）和选择性政策工具（包括直接信用控制、间接信用指导等）。如果市场物价上涨、需求过度、经济过度繁荣，被认为是社会总需求大于总供给，中央银行就会采取紧缩货币的政策以减小需求。反之，央行将采用宽松的货币政策手段以增加需求。

——法定存款准备金政策。央行通过调整商业银行上缴的存款准备金率，改变货币乘数，控制商业银行的信用创造能力，最终影响市场的货币供应量。如果央行提高存款准备金率，将使货币供应量减少，市场利率上升，投资和消费需求减少，对公司经营产生负面影响，公司股价将趋于下跌。

——再贴现政策。再贴现政策指央行对商业银行用持有的未到期票据向央行融资所作的政策规定，一般包括再贴现率的确定和再贴现的资格条件。当经济过热时，中央银行倾向于提高再贴现率或对再贴现资格加以严格审查，导致商业银行资金成本增加，市场贴现利率上升，社会信用收缩，市场货币供应量相应减少，证券市场上市公司的股价走势趋于下跌。

——公开市场业务政策。当政府倾向于实施较为宽松的货币政策时，央行将会大量购进有价证券，使货币供应量增加，推动利率下调，资金成本降低，从而刺激企业和个人的投资和消费需求，使得生产扩张，公司利润增加，进而推动证

券市场公司股价上涨。

近年来，我国一直坚持实施稳健的财政政策和货币政策，维持经济持续稳定发展，防止出现“大起大落”。近期召开的国务院常务会议提出，当前要继续坚持实施稳健的财政政策和货币政策，货币政策要稳中适度从紧。流动性过剩问题已经成为当前我国经济运行中的突出矛盾，“稳中适度从紧”货币政策的提出在于要努力缓解流动性过剩矛盾。

二、行业分析

由于所处行业不同，上市公司的投资价值会存在较大的差异。进行行业分析，我们需要关注的是：行业本身所处发展阶段及其在国民经济中的地位；影响行业发展的各种因素及其对行业影响的力度；行业未来发展趋势；行业的投资价值及投资风险。

1、行业与经济周期

宏观经济的运行呈现周期性特点，一个经济周期包括繁荣、衰退、萧条、复苏四个阶段。由于不同行业对于经济周期的敏感性不同，其业绩可能会出现比较大的差异。根据行业与经济周期变动关系，可将行业分为增长型行业、周期型行业和防守型行业。增长型行业的运动状态与经济活动总水平的周期及其振幅无关，主要依靠技术的进步、新产品推出及更优质的服务实现增长，如高科技行业；周期型行业的运动状态直接与经济周期相关，如钢铁业、耐用品及高档消费品行业；防守型行业的产品需求相对稳定，受经济周期的影响小，如食品业和公用事业。

2、行业生命周期

通常，行业的生命周期分为幼稚期、成长期、成熟期和衰退期。一般而言，处于幼稚期的公司比较适合投机者和创业投资者；处于成长期的行业，其增长具有明确性，投资者分享行业成长、获取较高投资回报的可能性比较高。

根据行业与宏观经济周期的关系以及行业自身生命周期的特点，投资者应该选择那些对于经济周期敏感度不高的增长型行业和在生命周期中处于成长期和成熟期的行业。

此外，一个行业的兴衰还会受到技术进步、产业政策、产业组织创新、社会习惯的改变和经济全球化等因素的影响。行业内部的竞争结构也决定了竞争的激烈程度，根据哈佛商学院教授迈克尔·波特所提出的波特五力模型，行业内现有的竞争、潜在进入者的威胁、替代品的威胁、买方讨价还价的能力和供应方讨价还价的能力这五种基本竞争力量决定了行业竞争的激烈度以及收益率水平。

三、公司分析

对于上市公司投资价值的把握，具体还是要落实到公司自身的经营状况与发展前景。投资者需要了解公司在行业中的地位、所占市场份额、财务状况、未来成长性等方面以做出自己的投资决策。

1、公司基本面分析

公司行业地位分析：在行业中的综合排序以及产品的市场占有率决定了公司在行业中的竞争地位。行业中的优势企业由于处于领导地位，对产品价格有很强的影响力，从而拥有高于行业平均水平的盈利能力。

公司经济区位分析：经济区位内的自然和基础条件包括矿业资源、水资源、

能源、交通等等，如果上市公司所从事的行业与当地的自然和基础条件相符合，更利于促进其发展。区位内政府的产业政策对于上市公司的发展也至关重要，当地政府根据经济发展战略规划，会对区位内优先发展和扶植的产业给予相应的财政、信贷及税收等方面的优惠措施，相关产业内的上市公司得到政策支持力度较其他产业大，有利于公司进一步的发展。

公司产品分析：提供的产品或服务是公司盈利的来源。产品竞争能力、市场份额、品牌战略等的不同，通常对其盈利能力产生比较大的影响。一般而言，公司的产品在成本、技术、质量方面具有相对优势，更有可能获取高于行业平均盈利水平的超额利润；产品市场占有率越高，公司的实力越强，其盈利水平也越稳定；品牌已成为产品质量、性能、可靠性等方面的综合体现，拥有品牌优势的公司产品往往能获取相应的品牌溢价，盈利能力也高于那些品牌优势不突出的产品。分析预测公司主要产品的市场前景和盈利水平趋势，也能够帮助投资者更好的预测公司未来的成长性和盈利能力。

公司经营战略与管理层：公司的经营战略是对公司经营范围、成长方向、速度以及竞争对策等的长期规划，直接关系着公司未来的发展和成长。管理层的素质与能力对于公司的发展也起着关键性作用，卓越的管理者能够带领公司不断进取发展。

投资者要寻找的优秀公司，必然拥有可长期持续的竞争优势，具有良好的长期发展前景。这也正是最著名的投资家巴菲特所确定的选股原则。以巴菲特投资可口可乐公司股票为例，他所看重的是软饮料产业发展的美好前景、可口可乐的品牌价值、长期稳定并能够持续增长的业务、产品的高盈利能力以及领导公司的

天才经理人。1988年至2004年十七年间，可口可乐公司股票为巴菲特带来541%的投资收益率。

2、公司财务分析

公司财务分析是公司分析中最为重要的一环，一家公司的财务报表是其一段时间生产经营活动的一个缩影，是投资者了解公司经营状况和对未来发展趋势进行预测的重要依据。上市公司公布的财务报表主要包括资产负债表、利润表和现金流量表。资产负债表反映的是公司在某一特定时点（通常为季末或年末）的财务状况，反映了该时点公司资产、负债和股东权益三者之间的情况；利润表反映的是公司在一定时期的生产经营成果，反映了公司利润的各个组成部分；现金流量表则反映公司一定时期内现金的流入流出情况，表明公司获取现金和现金等价物的能力。我们通常采用财务比率分析，用公司财务报表列示的项目之间的关系揭示公司目前的经营状况。

1) 偿债能力分析

——流动比率

$$\text{流动比率} = \text{流动资产} / \text{流动负债}$$

流动比率反映的是公司短期偿债能力，公司流动资产越多，流动负债越少，公司的短期偿债能力越强。一般认为，流动比率应该大于2；但绝对数值并不能解释所有的问题，在运用这项指标的时候，应该将公司的流动比率与行业平均水平、本公司近年来的流动比率进行比较。

——速动比率

速动比率= (流动资产-存货) /流动负债

速动比率与流动比率一样，同样反映的公司短期偿债能力；不同的是在计算时，将存货从流动资产中进行了扣除，因为在流动资产中存货的变现能力最差。一般认为，速动比率应该大于 1；同流动比率的运用一样，需要将其与行业平均水平、本公司历史水平进行比较，以分析变动趋势。

——资产负债率

资产负债率=负债总额/资产总额*100%

资产负债率反映的是公司长期偿债能力，表示在公司总资产中借贷资金所占的比例。资产负债率较低，说明公司长期偿债能力较高，财务风险相对较低。不过，资产负债率过低也会使公司不能充分利用财务杠杆，影响到盈利能力。一般认为资产负债率在 50% 较为合理，但这也并非定式，不同行业的公司资产负债率通常也不太一样。

——利息保障倍数

利息保障倍数=息税前利润/利息费用

利息保障倍数反映的是每一元利息所能得到的公司盈利保障的倍数，也是用于判断公司长期偿债能力的指标。利息保障倍数越高，公司支付利息的能力越强。一般认为，利息保障倍数应该大于 2，但同时也应该注意同行业平均水平、公司历史水平的比较。

2) 营运能力分析

——存货周转率

存货周转率=主营业务成本/平均存货，其中，平均存货=(期初存货+期末存货)/2

存货在流动资产中所占比重比较大，其流动性对公司的流动比率有很大的影响。存货周转率用于衡量存货的变现能力强弱。一般而言，存货周转率越大，存货周转速度越快，存货的占用水平越低，变现能力越强。不同行业的存货周转率会有不同的表现，在运用此指标时也应该同行业平均水平、公司历史水平进行比较。

——应收账款周转率

应收账款周转率=主营业务收入/平均应收账款，其中，平均应收账款=(期初应收账款+期末应收账款)/2

应收账款周转率反映的是年度内应收账款转为现金的平均次数，用以衡量公司应收账款的变现能力。一般而言，应收账款周转率越高，公司应收账款的回收越快。

——总资产周转率

资产周转率=主营业务收入/平均资产总额，其中，平均资产总额=(期初资产总额+期末资产总额)/2

资产周转率反映公司资产总额的周转速度，周转越快，公司销售能力越强。公司如果采用薄利多销的策略，资产周转率会比较高；如果公司主要依靠单位产品的边际利润来创造收益，资产周转率相对就较低。

3) 盈利能力分析

——主营业务毛利率：

$$\text{主营业务毛利率} = (\text{主营业务收入} - \text{主营业务成本}) / \text{主营业务收入} * 100\%$$

主营业务毛利率表示每一元的主营业务收入扣除主营业务成本后所带来的利润额。可以通过与行业平均毛利率的比较，一定程度揭示公司的成本控制及定价策略。

——主营业务净利率

$$\text{主营业务净利率} = \text{净利润} / \text{主营业务收入} * 100\%$$

主营业务净利率表示每一元主营业务收入所带来的净利润，反映了公司主营业务收入的收益水平。一般而言，净利率越高，公司的盈利能力越强。

——资产收益率 (ROA)

$$\text{资产收益率} = \text{净利润} / \text{平均资产总额} * 100\%$$

$$\text{其中：平均资产总额} = (\text{期初资产总额} + \text{期末资产总额}) / 2$$

资产收益率反映公司资产的综合利用效率，比率越高，表明公司资产的利用效率越高，利用资产获利的能力越强。

——净资产收益率 (ROE)

$$\text{净资产收益率} = \text{净利润} / \text{年末净资产} * 100\%$$

净资产收益率反映公司所有者权益的投资报酬率，是在考虑了负债经营因素后的资本回报率。

通过财务分析，不仅可以帮助投资者更好的了解上市公司的经营状况，还有

助于发现上市公司经营中存在的问题或者识别虚假会计信息。在蓝田股份案例分析中，刘姝威教授就运用财务分析方法揭露了蓝田股份提供虚假会计报表的真相：2000年蓝田股份流动比率和速动比率分别是0.77和0.35，说明蓝田股份短期可转换成现金的流动资产不足以偿还到期流动负债，扣除存货后仅能偿还35%的到期流动负债；其流动比率和速动比率分别低于同业平均值大约5倍和11倍，短期偿债能力最低。且从1997年至2000年蓝田股份的固定资产周转率和流动比率逐年下降，到2000年二者均小于1，其偿还短期债务能力越来越弱。再结合公司销售收入、现金流量、资产结构的分析（在此不一一赘述），刘姝威教授得出蓝田股份的偿债能力越来越恶化，扣除各项成本和费用后，公司没有净收入来源；不能创造足够的现金流量以维持正常经营活动和保证按时偿还银行贷款的本金和利息。

3、公司估值方法

进行公司估值的逻辑在于“价值决定价格”。上市公司估值方法通常分为两类：一类是相对估值方法（如市盈率估值法、市净率估值法、EV/EBITDA估值法等）；另一类是绝对估值方法（如股利折现模型估值、自由现金流折现模型估值等）。

1) 相对估值方法

相对估值法简单易懂，也是最为投资者广泛使用的估值方法。在相对估值方法中，常用的指标有市盈率（PE）、市净率（PB）、EV/EBITDA倍数等，它们的计算公式分别如下：

市盈率=每股价格/每股收益

市净率=每股价格/每股净资产

EV/EBITDA=企业价值/息税、折旧、摊销前利润

(其中：企业价值为公司股票总市值与有息债务价值之和减去现金及短期投资)

运用相对估值方法所得出的倍数，用于比较不同行业之间、行业内部公司之间的相对估值水平；不同行业公司的指标值并不能做直接比较，其差异可能会很大。相对估值法反映的是，公司股票目前的价格是处于相对较高还是相对较低的水平。通过行业内不同公司的比较，可以找出在市场上相对低估的公司。但这也并不绝对，如市场赋予公司较高的市盈率说明市场对公司的增长前景较为看好，愿意给予行业内的优势公司一定的溢价。因此采用相对估值指标对公司价值进行分析时，需要结合宏观经济、行业发展与公司基本面的情况，具体公司具体分析。

与绝对估值法相比，相对估值法的优点在于比较简单，易于被普通投资者掌握，同时也揭示了市场对于公司价值的评价。但是，在市场出现较大波动时，市盈率、市净率的变动幅度也比较大，有可能对公司的价值评估产生误导。

2) 绝对估值方法

股利折现模型和自由现金流折现模型采用了收入的资本化定价方法，通过预测公司未来的股利或者未来的自由现金流，然后将其折现得到公司股票的内在价值。

股利折现模型最一般的形式如下：

$$V = \frac{D_1}{(1+k)^1} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \frac{D_3}{(1+k)^3} + \dots = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+k)^t}$$

其中， V 代表股票的内在价值， D_1 代表第一年末可获得的股利， D_2 代表第二年末可获得的股利，以此类推……， k 代表资本回报率/贴现率。

如果将 D_t 定义为代表自由现金流，股利折现模型就变成了自由现金流折现模型。自由现金流是指公司税后经营现金流扣除当年追加的投资金额后所剩余的资金。

与相对估值法相比，绝对估值法的优点在于能够较为精确的揭示公司股票的内在价值，但是如何正确的选择参数则比较困难。未来股利、现金流的预测偏差、贴现率的选择偏差，都有可能影响到估值的精确性。

4、新情况带来的新问题

自 2006 年以来，上市公司的业绩出现快速增长，证券市场也随之走强。上市公司业绩高增长的原因，主要是上市公司分享中国经济高速增长成果，在产业升级、消费升级、出口增长的拉动下，企业效益、管理水平等方面都有了明显的提高。但一些非可持续性因素也对上市公司业绩产生了推动作用，如新会计准则的实施导致上市公司会计核算方式发生变化，造成会计利润的波动，在当前经济环境下对其业绩产生正面影响；投资收益的大幅增加助推上市公司业绩高速增长。

1) 新会计准则的影响

在新会计准则的影响方面，对于金融资产和投资性房地产的划分核算最为证券场所关注。以上市公司持有的法人股为例，在股权分置改革前主要以账面价值（历史成本法）计量，限售期结束后获准上市流通的法人股将以公允价值——二级市场价格计量。目前相关股份的二级市场价格普遍高于其账面价值，会计准

则的调整将使持有法人股股权的上市公司所有者权益大幅增加,且在未来出售相关股份时还将给公司带来当期收益的大幅增加。

按照新会计准则,投资性房地产的计量可以采用成本模式或公允价值模式两种模式中的一种,一旦确定不得随意更改。从原有成本模式转为公允价值模式的,公允价值与原账面价值的差额调整留存收益;采用公允价值计量的,不计提折旧或摊销,以资产负债表日其公允价值调整账面价值,公允价值与原账面价值之间的差额计入当期损益。若采用公允价值模式计量,拥有较多投资性房地产的上市公司业绩将更多的受到房地产市场价格波动影响。

新会计准则的采用并不会从本质上改变一个公司的价值,在市盈率、市净率等相对估值法盛行的情况下,由于会计准则的调整可能会带来公司每股收益、每股净资产等指标的波动,从而影响我们对其价值的判断,但是这种会计处理上的变化并不会影响公司的现金流,若采用绝对估值法评估,则公司的价值并不会发生改变。

2) 投资收益的影响

目前,在利润表各构成部分中,部分上市公司的投资收益大幅增加,也直接推动了上市公司净利润的增幅超越主营业务收入的增幅。投资收益的增长主要源于以下几个方面:第一,实体经济的投资收益上升——经济持续增长背景下的企业效益提升给上市公司带来实体经济投资的收益不断增加;第二,股权投资的虚拟资产增值——资本市场行情火爆,上市公司投资股票、基金的投资收益大幅提高以及上市公司交叉持股带来的投资收益大增;第三,会计核算的计量增长——如实施新会计准则后,允许上市公司对原持有的法人股在禁售期后按照公允价值

计量,根据以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产或可供出售金融资产的划分,在当期或出售时将公允价值与账面价值的差额计入损益。

投资者在进行上市公司投资价值分析时,需要结合宏观、行业和上市公司财务状况、市场估值水平等各类信息,同时区别影响上市公司股价的主要因素与次要因素、可持续因素和不可持续因素,对上市公司作出客观、理性的价值评估。

第五章 公司治理与股东权利

一、公司治理的基本概念及公司治理的发展

1、公司治理的基本概念

公司治理问题的提出最早可追溯到 20 世纪 30 年代。1932 年,经济学家伯利和米恩斯出版了《现代公司和私人产权》一书,他们认为:由于现代公司的所有权与经营权已实现了分离,因此管理者的行为偏离股东利益的情况就可能会出现。到 20 世纪 80 年代,由于西方特别是英国有较多著名公司相继倒闭,学术界对

公司治理问题的研究开始大量涌现。2001年,美国“安然公司”财务造假被揭露并最终破产事件再次引发了学术界对公司治理问题的大量研究。

时至今日,学术界已基本形成了公司治理的概念。概括起来,公司治理的概念包含狭义和广义两个方面。狭义的公司治理(或称公司内部治理),是指公司股东对公司经理层的一种监督与制衡机制,即通过一种制度安排来合理地配置所有者与经营者之间的权利与责任关系,目标是保证股东利益的最大化,防止经营者对所有者的利益背离;广义的公司治理(或称公司外部治理)则涉及到广泛的公司利害关系者(包括股东、债权人、供应商、雇员、政府等与公司有利害关系的集团),通过一套包括正式或非正式的、内部的或外部的制度或机制来协调公司与所有利害关系者之间的利益关系,目标是使公司各利害关系者的利益最大化。公司内部治理机制与外部治理机制相互补充,相互支持,构成一个有机的整体。

2、公司治理的进展

20世纪30年代,经济学家 Berle 和 Means 通过对当时美国最大的200家工业公司的考察,发现这些公司的股票所有权分散现象十分显著,管理层事实上已经掌握了公司的控制权。据此,他们首次明确提出了“所有权与控制权相分离”的论点。

在随后的几十年里,公司治理研究主要以委托-代理理论为基础,致力于解决股权分散化下的“弱股东、强管理层”问题。这些研究一般将公司治理机制划分为董事会结构、经理层薪酬和股权结构等内部机制,以及控制权市场和法律监管等外部机制,进而在两个方向上拓展公司治理研究,即:一是研究不同治理机制对公司绩效的影响;二是研究治理机制对管理层更换、投资决策等特定事项的影响。

这些研究称为传统的公司治理研究。

进入 20 世纪 90 年代,大量研究发现,除美国、英国、加拿大等少数国家外,大部分国家的公司都具有集中的所有权结构和控股股东。这一发现彻底动摇了股权分散这一传统公司治理研究的基础,使公司治理研究进入了以公司股权集中为基础的新阶段(称为当代公司治理研究)。

当代公司治理研究认为,公司治理的研究重点不应仅限于股东和经理层之间的代理问题,而应更多地关注大小股东之间的利益冲突和代理问题,并从全球角度比较分析“强大股东、弱小股东”格局对公司绩效和资本市场发展的影响。因此,当代公司治理研究在方法上将法律变量引入金融学的实证研究,试图从法律角度建立比较全球公司治理的统一架构,从而逐渐形成了“法与金融(Law and Finance)”这一新兴研究领域。在实践层面上,当代公司治理研究大大加深了人们对法律和公司治理关系的认识,为各个国家提高公司治理水平指出了一条可行路径。20 世纪 90 年代起全球范围内掀起的公司治理运动,其核心就是通过修改公司法、证券法和破产法,并推出公司治理准则等一系列途径来完善投资者保护的法律体系,以提高公司治理水平,建立高效的资本市场。

20 世纪 80 年代,公司治理问题在实践中得到重视。英国在出现一批著名公司相继倒闭事件后,成立了一些委员会,并由这些委员会制定了一系列公司治理准则。其中最为重要的是在卡德伯瑞 (Cadbury)勋爵领导下制定的《卡德伯瑞报告》(Cadbury Report),关于董事会薪酬的《格林伯瑞报告》(Greenbury Report),以及关于公司治理原则的《汉普尔报告》(Hampel Report)。这些报告成了英国推进公司治理运动的指针,也成了全球推进公司治理运动的发端。

自《卡德伯瑞报告》以后,许多国家、国际组织、中介机构、行业协会纷纷制定了自己的公司治理原则。例如,世界上许多重要证券交易所对上市公司的监管内容不仅包括信息披露,而且还越来越强调上市公司的治理结构,世界交易所联盟目前正在起草有关公司治理准则的指引;世界银行在自己的网站上开辟了专门的公司治理栏目并与 OECD 合作主办了定期性的“全球公司治理论坛”、“亚洲公司治理圆桌会议”等;美国著名的机构投资者加州公职人员退休基金会(CALPERS)发起建立了民间性质的国际公司治理网络,每年举行一次年会,并开辟专门的网站,系统地推出国内和国际公司治理原则。根据戴维斯全球咨询公司的统计,到 2001 年底,有 43 个国家和法律管辖区域推出了 91 个公司治理准则或类似的文件,另外还有 9 个国际性的准则。

全球公司治理的运动在 1999 年 5 月达到了新的高潮,OECD 的 29 个成员国部长通过了 OECD 公司治理准则,接着西方七国财政首脑会议和 22 个主要工业国家首脑会议相继签署认可。OECD 公司治理准则通过之后,拥有 6 万亿资产管理规模的国际公司治理网络成员(ICGN)以及主要的机构投资者如 CalPERS 即对该准则表示支持。OECD 公司治理准则已经逐渐为世界其他国家接受,成为公司治理的国际标准,同时也是各国、各地区公司治理准则的范本,用以衡量公司治理的绩效。OECD 公司治理准则在全球范围内的影响力与日俱增,使得这一准则很有可能成为全球公司治理的普遍准则,对未来全球的公司治理产生深远影响。

二、公司治理的主要内容

1、公司内部治理

公司内部治理机制是公司治理最核心的问题。这一问题包括两个主要方面:

A. 股东与公司管理层之间的关系；B. 控股股东与一般股东之间的关系。

股东与公司管理层之间的关系实际上就是股东与董事会、董事会与经理之间的委托代理关系问题。委托代理关系是一种契约，“在这种契约下，一个人或更多的人(即委托人)聘用另一人(即代理人)代表他们来履行某些服务,包括把若干决策权托付给代理人”。委托代理机制的有效性取决于代理人/经理人的能力和他们的努力程度。在单一业主所有制(经营者与所有者为同一人)企业里,一位能力强且努力工作的业主无疑比缺乏能力且懒惰的业主取得更好的绩效。但在现代企业、特别是股份制企业里,经理人和企业的所有者通常是分离的,因此,虽然经理人的能力和努力同样与企业绩效息息相关,但能力强的经理人的努力工作未必会产生企业绩效最大化的结果。这是因为,在所有者和经理人相分离的情况下,经理人的行为可能会偏离企业所有者的目标,去追求经理人自身利益的最大化,甚至不惜损害企业所有者的利益。因此,对经理人的能力和努力程度还必须作一个限定,即经理人的行为应以企业所有者的利益为归依。

为了使有能力的经理人最大程度地为股东(所有者)的利益努力工作,就需要设计企业的最优内部治理结构。这可以从聘选、激励和监督三方面着手。

科学的聘选机制是最佳内部治理结构形成的前提。竞争上岗、公开聘任管理人员是保证经理人能力、努力程度和其行为符合企业目标的重要条件。有专家指出,在董事会内部设立独立选聘委员会,有助于改进管理服务市场的效率。科学聘选机制的形成有赖于外部经理服务市场的存在。运作良好的经理服务市场可防止经理人员对企业进行无效运作,因为这样将使他们面临失去工作的威胁。

合理的激励机制也是实现最佳内部治理结构的关键。合理的激励机制要解决

的是激励经理人工作的努力程度问题(也包括为谁工作的问题)。一般地,在其他条件不变的情况下,激励越强,经理人工作就越努力,企业绩效也就越好。专家们指出:管理层和董事薪资与公司业绩挂钩的薪酬体系有助于刺激他们提高公司业绩;在董事会内部设立独立薪酬委员会,通过最小化经理人员自我提薪的风险,有助于改进薪酬体系的效率。改善激励机制,主要有两种途径。一是产权改革。产权理论认为,产权明晰企业的产权人有较强的激励动机去提高企业的绩效。产权的核心是公司剩余的占有权,因此,产权改革应包括经理人对剩余利润的分享,这可以通过分红、股票激励等形式实现。二是引入市场竞争。不少经济学家认为,企业绩效主要与市场结构有关,与市场竞争程度有关,他们认为,竞争是企业改善绩效的根本保证,激励机制只能在竞争的条件下才能发挥作用。

有效的监督机制是实现企业最佳治理结构的保证。监督机制着重解决经理人为谁工作的问题(也包括经理人工作是否努力的问题),一般地,监督机制越有效,越能使经理人最大程度地努力为股东利益工作,企业绩效就越好。公司内部的监督机制包括股东、股东会、董事会以及监事会对经理人员的监督。

股东的监督主要表现为两种形式:一是在股东会上通过投票否决各类议案,或者通过投票来替换被人为不称职的董事会成员,进而替换被人为不称职的经理人员;二是在预期公司业绩下滑(预期收益下降)时,通过股票二级市场或其他渠道转让股票/股权,从而退出企业。股东会作为公司的最高权力机构,对公司管理层的监督具有最高的权威性和最大的约束性。公司股东会有权选举和罢免公司的董事和监事,有权查阅公司的账目。但股东会作为监督机构也有其弱点,股东会不是常设机关,其监督权的行使往往交给专事监督职能的监事会或者部分地交给董事会,仅保留对公司经营结果的审查权和决定权,这就在一定程度上削弱了股东会的监

督职能。

董事会的内部监督职能主要表现为董事会对经理层的监督。董事会有权聘任或者解雇经理层人员,有权制定重大发展战略。董事会的这些权利能够有效约束经理层人员的行为,以保证董事会制定的发展计划能够得到公司经理层的贯彻执行,同时确保不称职的经理层人员能够被替换。

监事会是公司专事监督职能的机构,监事会对股东会负责,以出资人代表的身份行使监督权。监事会以董事会和经理层人员为监督对象。监事会可以通知经营管理机构停止违法或越权行为,可以随时调查公司的财务情况,审查文件账册,并有权要求董事会提供情况,可以审核董事会编制的提供给股东会的各种报表,并把审核意见向股东会报告,可以提议召开股东会。

公司内部治理机制的第二个重要方面是控股股东与一般股东之间的关系。根据公司有关的法理论与实践,公司股东之间应彼此负有受托责任,特别是大股东对小股东负有公平交易的责任。例如,大多数国家都对控股股东与公司的关联交易、董事关联交易规定了披露原则、无利益冲突的股东中的多数通过原则和公平性原则,即从程序上加以监督,要求董事对其进行的有关关联交易的行为予以披露和要求无利益冲突的董事和股东对关联交易进行批准,或者由独立实体对关联交易进行公平性审查。美国的司法实践并明确了有关的举证责任:(1)若没有程序上的公正,则居于控制地位的被告就要承担证明义务;(2)即使程序公正得到认可,法院亦不能因此而判定交易有效,但此时原告有义务证明交易在实际结果上对公司是不公正的。

2、公司外部治理

有效的公司治理不仅依赖于健全的公司内部治理结构,而且依赖于良好的外部治理环境和外在制度安排,其中涉及债权人、机构投资者、中介机构和自律组织、经理人市场、公司雇员、供应商、客户、政府等利害关系者。

1) 债权人

债权人是公司借入资本即债权的所有者。理论上讲,由于债权人要承担本息到期无法收回或不能全部收回的风险,因此债权人和股东一样,在公司治理上,有权对公司行使监督权。债权人可以通过给与或拒绝贷款、信贷合同条款安排、信贷资金使用监管、参加债务人公司的董事会等渠道起到实施公司治理的目的,尤其是当公司经营不善时,债权人可以提请法院启动破产程序,此时,企业的控制权即向债权人转移。

2) 机构投资者

在成熟的资本市场,机构投资者对其所投资企业往往能施加重要影响。当一个或少数几个大股东持有公司股份达一定比例(如 10%~20%),他们就有动力去搜集信息并监督经理人员,从而避免了中小股东中普遍存在的“搭便车”现象。机构投资者是上市公司的大股东,往往能够通过拥有足够的投票权对经理人员施加压力,甚至可以通过代理权竞争和接管来罢免经理人员,有效解决代理问题。

3) 中介机构

要强化外部公司治理机制的有效性,就必须减少委托人和代理人之间的信息不对称,提高上市公司透明度。投资者通过上市公司披露的财务报告和其他信息,了解上市公司财务状况、经营成果和管理层的经营业绩,以此作出投资决策。而以管理层为主导编制的财务报告要取得公众的信任,就必须接受各类中介机构,如

会计师事务所、律师事务所、资产评估机构以及投资银行等的审核,并出具鉴证意见。因此,各类中介机构,尤其是对上市公司财务会计信息进行独立审计的会计师事务所以及在上市公司新股发行中承担主承销责任的投资银行,能否充分履行诚信义务,保证财务信息的真实可靠,对提高上市公司治理水平具有积极意义。

4) 经理人市场

经理人市场是一种从外部监督公司管理层的重要机制。对于上市公司的管理层来说,经理市场上职业经理人的供需情况,经理市场的完善与否,直接关系到其被替代或后继者选择的可能性。经理市场主要从以下两个方面对经营者产生约束作用:一是经理市场本身是企业选择经营者的重要来源,在经营不善时,现任经营者就存在被替换的可能性。这种来自于外部乃至企业内部潜在经营者的竞争将会迫使现任经营者努力工作。二是市场的信号显示和传递机制会把企业的业绩与经营者的人力资本价值对应起来,促使经营者为提升自己的人力资本价值而全力以赴地改善公司业绩。因此,成熟经理市场的存在,能有效促使经理人勤勉工作,激励经理人不断创新,注重为公司创造价值。

5) 雇员

公司的雇员是公司的人力资产。一般情况下,雇员的知识 and 经验具有一定的专用性。这种专用性将使雇员难以随便地更换公司,随便地更换发挥自身特长的场所。这从而有利于将雇员个人的命运与公司的命运紧密联系起来,进而起到监督作用。

6) 客户

客户是公司产品或服务的消费者。公司价值和利润能否实现,在很大程度上

取决于客户的选择。客户购买公司的商品后,有权要求公司的经营者保证其所提供的商品能够保障客户人身、财产的安全,当不满意时,有权要求退换或赔偿。当客户认为公司提供的商品或服务不能满足需要时,可以随时替换厂家,从而使公司的销售面临困难。客户的这些权利在一定程度上构成了对公司的外部监督。

7) 供应商

供应商是公司各类生产资料的供给者。一般情况下,供应商与其下游客户相互依存,供应商依赖其下游客户的购买订单来生存,同时下游客户也依靠供应商所供应的生产资料来维持经营。随着经济的发展,供应商与下游客户日益休戚相关,供应商日益关注下游客户的发展状况。供应商已在一定程度上发展成为其下游客户的外部监督者。

8) 政府

政府也有很大的动力对公司进行监督。这首先是由于公司是吸纳就业的主要单位,大部分公司的运营状况的波动会影响社会的就业状况;其次,公司也是政府税收收入的重要来源,公司的盈利状况会影响政府的税收收入;第三,政府要运用经济、法律等政策和手段调控国民经济运行,维护正常的交易秩序,并站在公正的立场上,调解不同所有者、经营者、管理者、劳动者之间以及相互之间的矛盾和冲突。

三、股东权利的主要内容及实现

股东权利是指股东因出资而享有的对公司的权利。各经济发达国家一般都通过各类经济法律法规对股东权利进行界定。我国的《公司法》等法律法规也对股东权利做出了规定。归纳起来,股东权利主要分为以下几类:

1、股东身份权

《公司法》规定：有限责任公司成立后,应当向股东签发出资证明书；有限责任公司应当置备股东名册。

2、参与决策权

《公司法》规定：股份有限公司股东大会由全体股东组成。股东大会是公司的权力机构。股东出席股东大会会议,所持每一股份有一表决权。股东大会作出决议,必须经出席会议的股东所持表决权过半数通过。但是,股东大会作出修改公司章程、增加或者减少注册资本的决议,以及公司合并、分立、解散或者变更公司形式的决议,必须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过。

3、选择、监督管理者权

《公司法》规定：股东大会选举董事、监事,可以依照公司章程的规定或者股东大会的决议,实行累积投票制。

4、资产收益权

《公司法》规定：公司分配当年税后利润时,应当提取利润的百分之十列入公司法定公积金,并提取利润的百分之五至百分之十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百分之五十以上的,可不再提取。公司的法定公积金不足以弥补上一年度公司亏损的,在依照前款规定提取法定公积金和法定公益金之前,应当先用当年利润弥补亏损。公司在从税后利润中提取法定公积金后,经股东会决议,可以提取任意公积金。公司弥补亏损和提取公积金、法定公益金后所余利润,有限责任公司按照股东的出资比例分配,股份有限公司按照股东

持有的股份比例分配。

5、知情权

《公司法》规定：股东有权查阅公司章程、股东名册、公司债券存根、股东大会会议记录、董事会会议决议、监事会会议决议、财务会计报告,对公司的经营提出建议或者质询。

6、提议、召集、主持股东会临时会议权

《公司法》规定：董事会不能履行或者不履行召集股东大会会议职责的,监事会应当及时召集和主持；监事会不召集和主持的,连续九十日以上单独或者合计持有公司百分之十以上股份的股东可以自行召集和主持。

7、优先受让和认购新股权

《公司法》规定：经股东同意转让的出资,在同等条件下,其他股东对该出资有优先购买权；公司新增资本时,股东有权优先按照实缴的出资比例认缴出资。

8、转让出资或股份的权利

《公司法》规定：股东持有的股份可以依法转让。股东转让其股份,应当在依法设立的证券交易所进行或者按照国务院规定的其他方式进行。

股东权利可分为两类：财产权和管理参与权。前者如股东身份权、资产收益权、优先受让和认购新股权、转让出资或股份的权利,后者如参与决策权、选择、监督管理者权、提议、召集、主持股东会临时会议权、知情权、提议、召集、主持股东会临时会议权。其中,财产权是核心,是股东出资的目的所在,管理参与权则是手段,是保障股东实现其财产权的必要途径。

公司股东的权利的实现离不开完善的公司治理架构和健全的中小股东保护机制等要素。

公司治理架构的完善主要是指明确股东 - 股东会、董事 - 董事会、CEO 的职责,建立健全引进外部董事机制、解决管理层和董事交叉的机制、董事会运作后果奖惩机制等等。其中,股东会的职权,即股东出席股东大会并行使表决权的权利内容直接决定着各类股东权力的实现程度和实现质量。例如:股东大会职权中的“决定公司的经营方针和投资计划”可以让股东控制公司财产的风险并确保公司财产的投资收益;“审议批准董事会的报告”权可以让股东了解公司的经营状况和财务情况,并维护公司和股东的合法权益。因此,规范和完善股东大会的职权是实现股东权利的重要途径。在规范和完善股东大会的职权的同时,还应扩充和完善股东大会的表决机制,以确保各类股东都能实现其权利,如推行代理投票制、投票权征集制、累积投票制、分类投票制和远程(电子)投票制等等。

完善的公司治理架构中还应包括健全的独立董事制度。独立董事是指董事会中的部分董事或大部分董事,他们独立于公司的管理和经营活动,与公司不存在任何影响其客观、独立地做出判断的经济关联,在公司战略、运作、资源、经营标准以及一些重大问题上能够做出自己自主的判断。他们的目标是维护公司的整体利益,而不是个别利益集团的利益或其自身的利益。独立董事能够利用其专业知识和经验为公司发展提供建设性的建议,为董事会的决策提供参考意见,从而有利于公司提高决策水平,提高经营绩效。更重要的是,独立董事能够对公司经理层形成监督和约束,因为独立董事能够客观地评价经理层的绩效。较之内部董事,这种监督能够更加超然和有力,能够更好地维护公司股东尤其是中小股东地利益。公司治理架构中引入独立董事制度有助于公司股东权利的实现。

根据同股同权原则,公司的大股东与中小股东应具有相同的股东权利,而唯一的区别是大股东的表决权份数多于一般的中小股东的份数。具有控股地位的大股东有能力也有动机去侵害中小股东的利益。因此,建立健全针对中小股东的保护机制有助于中小股东实现其股东权利。要建立健全中小股东保护机制最重要的是要完善监事会制度。首先是增加中小股东在公司监事会的比例。中小股东由于持股较少,一般难以进入董事会以对公司经理层进行监督。但中小股东可以进入公司的监事会来达到监督的目标。其次,完善监事会的职权,如监事会 有权以公司名义委托注册会计师、职业审计师帮助审计财务,有权代表公司对董事、经理提起诉讼,有权召集股东大会等。

除了完善监事会制度外,保护中小股东权利还应从公司外部加强对公司大股东的监管,如政府有关部门、证监会、证券交易所、甚至媒体等。政府有关部门、证监会、证券交易所等机构对大股东的监管主要立足于建立法律法规,并对上市公司进行制度性检查;媒体等机构的监督手段主要是对大股东违规行为的曝光。外部机构对大股东的监管焦点宜主要集中在公司的财务、关联交易、股权融资、公司重组等领域,因为在这些领域大股东最易侵害中小股东利益。

第六章 着力加强投资者教育工作 推动证券市场稳定发展

从我国资本市场发展历程来看，加强投资者教育工作，保护投资者合法权益，增强投资者信心，始终是培育和发展市场的核心课题和最重要的内容。在中国证监会的领导下，在上海证券交易所的积极参与和大力推动下，起步于2000年的中国证券市场投资者教育工程，顺利走过了导入期和发展期两个阶段，正在步入第三个阶段——转型期，取得了令人瞩目的成就。今天，投资者教育的功能已经突破原有的外延边界，逐步演变成中国证券市场制度创新和市场创新的一个

不可或缺的重要组成部分，并实实在在地肩负起为中国资本市场健康发展、保驾护航的重要使命。

一、投资者教育重要意义及全球投资者教育发展现状概述

投资者是证券市场发展的根本力量所在。作为重要的参与主体，投资者构成证券市场赖以生存和发展的核心基础。由于信息的不对称，中小投资者在证券市场这个高风险市场里，天然地处于弱势地位，因此，在市场经济比较成熟的国家，对中小投资者权利保护是证券市场的重要课题，“投资者教育”概念也被人们普遍接受。

投资者教育一般被理解为针对个人投资者进行的旨在传播投资知识、传授投资经验、培养投资技能、倡导理性投资观念、提示投资风险、告知投资者权利及其保护途径、以及提高投资者素质的活动。主要内容包含三方面：投资决策教育、个人资产管理教育和市场参与教育。三者相辅相成，缺一不可。

境外主要证券市场开展投资者教育的历史源远流长。美国证券交易委员会在1994年设立“投资者教育及协助中心”，协调全国的投资者教育活动；英国金融服务局(FSA)在1998年金融服务及市场法实施后，专门成立投资者关系部，开始实施系统的投资者教育战略；日本东京证券交易所将投资者教育作为一项重要工作，在交易所网站里开设“投资者信息”栏目，介绍各类证券产品以及证券市场各类知识，帮助和方便投资者从事证券投资。目前从全球证券市场来看，投资者教育的最新发展呈现以下几个趋势：

1、全球资本市场投资者教育蓬勃开展，交易所行业以及各类国际金融组织均对此高度重视。

近年来，投资者教育在全球资本市场的重要性日益凸现，主要基于以下两方面原因：一是全球资本市场发展迅速。2006年，全球股票市场的总市值达到50万亿美元，且每年平均以10%以上的速度增加，个人投资者持有比例占总市值的40%左右；二是西方主要国家养老金制度正不断改革。改革后的养老金制度要求个人承担自身养老金的大部分，因此，个人投资者需要对各类投资工具更了解，以便更好地进行投资。2005年，国际证券业协会理事会(ICSA)发起成立投资者教育国际论坛(IFIE)，通过加强投资者教育领域的国际合作，并制定一系列准则和最佳做法，在全球范围内推动投资者教育开展。IFIE计划于2007年进一步完善投资者教育准则，加强各类培训，推出系列咨询项目，并丰富网站内容，在全球范围内大力推进投资者教育。经合组织(OECD)也于2003年推出专门的金融教育项目，目的是在经合组织成员国之间强化金融教育的意识，倡导最佳做法，并提出相应政策建议。

2、投资者教育日益注重实效，加强金融文化和投资者教育领域的研究以及先进技术手段的运用并重。

投资者教育的难点在于该项工作难以立竿见影，效果不易度量。资源投入有限的情况下如何提高工作有效性是投资者教育的核心问题。加强对投资者教育领域的研究可以收到开拓更多的有效渠道，加强评估准确性，以及完善教育项目的内容等良好效果。其研究领域一般集中于社会公众的金融文化程度调查、特殊投资者教育项目研究和特殊投资者群体的教育方法等方面。各国交易所对自己在不同制度背景下所开展的投资者教育研究工作的成果进行了交流。纳斯达克研究的重点集中于三个方面：一是研究投资者需求。包括投资者行为特征，投资者对金融教育的需求，投资者金融文化程度以及投资者交流渠道等；二是创新投资者教

育的项目；三是对已经开展的项目进行评估。评估内容包括这些项目是否增强了投资者有关意识，投资者的行为是否发生变化，项目的影响力如何，等等。2007年度纳斯达克研究的重点将放在投资者行为、投资者保护以及如何改善信息披露质量等方面。

以互联网为代表的新技术的运用能有效降低成本，扩大影响力，在投资者教育中日益扮演重要的角色。尤其是，对于个人投资者来说，新技术可以模拟市场交易，获取感性认识，提高个人投资者教育的有效性，因此各交易所加强传统的方式同时，纷纷将新技术运用于投资者教育中去。新加坡交易所个人投资者占证券市场交易量的65.7%，市值占41.7%，十分重视个人投资者的教育。新加坡交易所十分重视在线股票模拟交易（StockWhiz）。这种形式可以增加投资的趣味性，既可以吸引新投资者，也可以丰富现有投资者的知识和技能。芝加哥期权交易所（CBOE）认为交易所的网站可以成为投资者教育的最佳工具。CBOE于2004年10月建立专门的投资者教育栏目（MyCBoE），每月达到200万的访问量，有15万登记用户，其中85%为个人投资者。

3、新兴市场投资者教育发展迅速，各新兴市场交易所均采取多种形式推动投资者教育发展。

新兴市场发展时间一般较短，其金融文化、法律制度、投资者结构等与成熟市场差距较大，市场风险也较高，投资者教育更具有较大迫切性，也具有自己鲜明的特点。新兴市场近年更重视投资者教育，投入的资源更多，方法也更多样。印度作为一个新兴市场经济国家，国内居民对股票市场的接受程度并不高，根据印度国家交易所的预测，2007年度，也只有3%的人口会成为股票投资者，只

有 4% 的家庭储蓄会购买股票，金融资产的种类主要是银行存款、固定收益证券以及各类保底收益产品。在印度投资者中，个人投资者交易量占 60%，目前有 150 万网上交易的投资者。针对这一投资者结构，印度国家交易所主要采取举办投资者讲座、扩大广告宣传、加强金融文化教育、编辑电子图书以及推动证书项目等方式开展投资者教育。印度国家交易所投资者教育的资金主要来自年度预算，部分上市费以及对违规行为的罚款等。未来工作的重点是中学生的金融文化教育，以及将新技术运用于远程教育和证书考试。开罗亚利山大交易所 (CASE) 主要通过资本市场展览和论坛来进行投资者教育。首个展览起源于 2002 年 10 月，展览的对象是所有的市场参与者，当年有 8000 人参观了这一展览。2005 年，展览范围扩大到大专院校的学生，同时 CASE 在开罗大学等埃及的高等院校举办论坛，参加者包括市场参与者、交易所、政府监管机构和社会公众，内容围绕投资理念、投资者权利义务、各类产品介绍以及分散投资理论等，目前 7000 学生参加了论坛，有些学校将资本市场的课程列为核心课程。

4、投资者教育日益关注不同人群特点，未成年人和退休者群体成为重点关注目标。

未成年人因为是潜在的投资者教育对象，如何对未成年人进行资本市场知识的教育受到各国交易所的高度重视。东京交易所主要在以下六方面开展这一工作：一、建立投资者教育学院，目标是个人投资者和教师、学生。该项目 2004 年 6 月成立，目前已经有 6 万 2 千人参加，其中半数以上是教师和学生；二、举办针对教师的研讨会和工作站，研讨会每年举办 3 - 4 次，并同日本银行（日本中央银行）联合举办此类研讨会；三、编辑电子杂志，用电子邮件发给教师（E-mail magazine）。这从 2003 年 4 月开始，内容主要是证券市场新闻和市

场状况，每年编 20 - 30 辑；四、安排学生参观东京交易所。自 1995 年开始安排大学生参观，1998 年开始安排中小學生参观。仅 2005 年就有 66 批，共 3 千多学生参观了东京交易所；五、编辑中学生课本和其他针对大中学生的小册子，向学生免费提供。还与 JASD 等机构联合推出投资者教育方面书籍，2005 年 4 月所出的一本以初中生为目标读者的书，目前已经为 71 所学校选作课本；六、举办股票交易大赛。根据 2005 年数据，68% 参加者为初中生，7% 为大学生，25% 为高中生。

对已退休或将要退休的人群进行投资者教育也备受关注，尤其在发达国家资本市场。这是因为近年发达国家人口老化现象严重，而且人口预期寿命增长，因此退休金已不敷使用。发达国家的调查也显示，退休人员不仅金融知识普遍贫乏（日本的调查显示，29% 的退休人员完全没有保险、年金和税收的知识，71% 对股票债券知识缺乏；澳大利亚 32% 的退休人群认为银行存款是最好的金融工具），往往也没有为退休后的生活准备足够的储蓄。纳斯达克的经验主要是同政府机构，高等院校以及其他工会性组织合作。例如，纳斯达克已经同美国最大的劳工组织美国劳动联合会（Labor Union）以及最大的教育组织全国教育协会（National Education Association）进行合作，开展针对退休或将要退休人群的投资者教育。这两个组织本身都有数百万会员，借助其力量可以起到事半功倍之效。

二、我国证券市场投资者教育工作蓬勃开展

中国证券市场起步较晚。由于投资者文化的趋同性，加之市场体系的接近性，中国内地的投资者教育在吸收西方成熟市场经验、借鉴新兴市场投资者教育模式的同时，结合中国的特点，形成了自己的风格，走过了自己的道路。

1、中国证券市场引入投资者教育的时期

站在保护投资者权益、化解市场风险、维护社会稳定、服务国民经济发展大计的高度上，2000年，中国证监会发起和推动了一场在中国证券市场历史上空前的投资者教育“运动”。通过普及证券投资知识、宣传证券法律法规、介绍投资新品、揭示市场风险等多种途径，增强投资者风险意识和自我保护能力，树立正确投资理念，分清市场主体责任，确保市场的可持续发展和社会稳定。

根据当时中国证监会的统一部署，投资者教育的内容包括：（1）提高全社会的投资者教育意识，宣传中国证监会投资者教育职能和教育方案；（2）普及证券投资基础知识，例如股票市场、债券市场、封闭式基金、开放式基金等；（3）解释和宣传证券期货监管方面新的政策法规；（4）推行风险提示和风险教育，特别是实行股票发行核准制、上市公司终止上市制度以及今后推出创业板或其他新产品时，投资者需要注意的各类风险；（5）提高投资者保护权益的意识，包括如何防止证券欺诈、争端解决途径以及普及对证券法律法规的认识；（6）普及金融投资知识。

2001年6月，中国证监会北京证管办在京举办了规模盛大的投资者教育展览。展览引起了社会的关注。开幕当天，就吸引了上千人前来参观。为期一周的展览结束后，主办方又将展览内容组织到北京地区各证券营业部巡回展出，取得了良好效果。2001年7月，中国证监会于哈尔滨召开全国证券监管系统投资者

教育工作会议，动员全系统推动投资者教育工作。2001年10月，证监会向各派出机构正式发出《关于开展明确证券市场各方责任教育的通知》，同时还印发了《证券市场各方责任教育纲要》和《实施方案》，要求各派出机构集中一段时间，开展明确市场各方责任的教育活动。

上海证券交易所投资者教育的导入过程中发挥了重要作用。针对当时的市场特点，借鉴海外成熟市场的经验，上海证券交易所于2000年10月率先成立了“投资者教育中心”，设专岗、配专人、做专门预算，专事投资者教育工作，以更好地帮助投资者增强市场防范意识，维护自身合法权益：首先，联合证券行业力量，借力证券机构网络，建设投资者教育工作有形网络。2001年7月，上证所联合国泰君安和中国银河证券等19家经纪网点数量众多的会员单位，组建了一个以上海证券交易所为轴心、以证券营业部为触角、覆盖全国的“投资者教育网络”；其次，利用互联网优势，加强信息传播力度，构筑投资者教育工作无形网络。上证所充分利用自身的技术优势，以交易所外部网为基础，正式建立起了“投资者教育中心”二级网站。网站涉及投资者教育的动态信息、投资手册、教育丛书、报刊园地等五大内容。上证所还在“投资者教育网络”30家成员单位网站中有关投资者教育内容的专栏设置链接，而各网络成员单位也将进行彼此链接，从而形成一张覆盖全国投资者教育的无形网络。与此同时，中国证监会培训中心在北京召开投资者教育座谈会、上海证券交易所组织投资者教育网络年会、中国证券报、上海证券报和证券时报等三大证券报开辟投资者教育专栏、中国证监会培训中心与上海证券报联合编写投资者教育基础教材。一场轰轰烈烈的投资者教育工作在中华大地上拉开了帷幕。

这一阶段的投资者教育达到了普及知识，揭示风险的目的。中小投资者对基本知识和市场政策的理解进一步加深，一定程度上减少了盲目的投资观念和“只听消息”的心理。

2、证券市场投资者教育发展期

随着市场走向规范的脚步逐步加快，各类监管措施及配套政策陆续出台，随着中国证券市场连续多年的充分调整，上市公司内在投资价值不断提高，不仅使证券投资基金得到了数量的扩张与规模的膨胀，还吸引了大量的 QFII 资金积极入市，保险资金、企业年金、社保资金等直接入市。市场基本面的变化，赋予投资者教育以新的基础；而制度变革与金融创新又反过来为投资者教育提出了崭新的课题。由此，投资者教育由导入期逐步进入发展期。

这一时期投资者教育赋予了以新的思路和内涵：在普及知识、揭示风险的基础上，引入了“三权”“四促”概念。“三权”即知情权、行权和维权：通过普及知识，告知投资者合法权利；通过制度创新，方便投资者行使权利；通过知情和行权，切实维护投资者权益，增强投资者信心。“四促”即以普及知识促改革，以提示风险促维权，以提升能力促创新，以增强信心促发展。发展两字成为投资者教育的主题词和落脚点。

由于证券市场机构投资者的比例正在增加并渐趋多元化，由此不仅带来证券市场价值投资理念的进一步挖掘和提升，也为投资者教育提供了更为丰富的内容。金融工具、基金产品、理财概念等教育不仅增强了投资者的信心，更促进了证券市场的健康发展。

在由导入期向发展期过渡的过程中，上海证券交易所依然在推进投资者教育的重要主体，上证所及时总结经验，不断完善机制，积极调动行业力量，将投资者教育推进到一个新境界。在股改权证推出初期，上证所就将投资者教育摆在相当重要的位置，并组织券商进行会谈交流，研究投资者教育方案。上证所主动利用自己的资源，大力做好围绕权证的投资者教育活动。交易所专门建设了权证服务中心。根据个人投资者获取信息能力弱、对产品了解不足的特点，及时组织专业人员展开投资者教育服务，通过多种活动和广告等方式，全方位推广宣传权证知识。

上证所也十分注意调动行业的力量。它及时组织券商队伍，要求创新类券商、特别是权证一级交易商在权证服务中心网站披露更多更及时的信息，其中包括发行信息、权证溢价和风险数据等，并在各自的交易系统里揭示权证的投资风险等，帮助投资者充分认识权证的特性和风险，全方位地做好投资者教育工作。与此同时，上证所还通过在证券报上开辟权证投资者教育专栏、一级交易商看市场专栏等，让广大投资者能够通过平面媒体获得相关的知识。

这一时期投资者教育的形式更加丰富，措施更加多样，覆盖范围更加广泛。除了传统的座谈会、网路教育平台和报刊专栏等手段外，还提出了“心系市场、真情服务”的服务口号，并推出了号码为4008888400的公众咨询服务热线电话等多种形式，大大方便了投资者。同时，在股权分置改革过程中，中小投资者运用手中的权利否决一个又一个不合理的改革方案，体现的是这份主动性。中小投资者的踊跃参与，以及在投资者教育中表现出这种态度转变、角色升华及其影响，是七年投资者教育的成果，是投资者成熟的缩影，也是中国证券市场进步的标志。

3、证券市场投资者教育转型期

中国证监会高度重视投资者教育工作，将其视为金融创新与发展的重中之重。2006年12月，在中国金融论坛上，尚福林主席在谈到金融期货筹备工作的日程表时，强调指出，金融期货何时推出要取决于投资者教育工作的成效。在这样的情况下，投资者教育也进入了一个全新的境界，从内容、形式、定位到方法都发生了可喜的变化。

在这一年里，上海证券交易所的投资者教育工作也根据市场发展的新特点和交易所工作的新重点，形成了以“三个性”为主要特征的新变化。

一是创新性。2006年是上证所产品创新和业务创新取得重要突破的一年。为配合创新，投资者教育工作重点也作了相应调整，即紧紧围绕股改权证和分离交易可转债等创新产品、以及新交易规则等创新业务开展。如利用包括推介、报纸、网站、书籍、电视和电台等各种渠道或媒介，广泛介绍证券市场衍生产品和创新服务。

二是及时性。为配合上证所“新交易规则”的实施和“分离交易可转债”的发行与上市，上证所“投资者教育中心”及时地通过上证报市场版和《股民学校》专栏，组织市场宣传和投资者教育。特别是在股改权证这一市场创新试点品种推出前，编印出了《权证知识问答》和《权证投资手册》等投资者教育宣传资料，并免费寄赠全国各证券营业部。同时，上证所还在外部网设立了《权证服务中心》网页，并通过证券报、晚报与晨报、第一财经电视与电台等传媒作了大量的权证知识普及宣传。之后，为跟踪市场和持续宣传，投资者教育中心还在报刊上主办了反映权证市场指标数据的《权证市场统计资料》。

三是针对性。除了日常的普及宣传外，重在首只权证—宝钢权证的发行、创设和行权三个敏感和关键的时点，有针对性地在证券报刊上开设了相关权证知识专栏，作了集中的知识普及和风险揭示工作。如对处于价外的宝钢认购权证，及时提醒风险，避免投资者出现“误行权”现象。对处于价内的武钢认购权证，则提示投资者积极参与行权，以免错失时机而招致损失。对一些持有权证而又长期休眠的账户，或未办理指定交易手续的“悬空账户”，也曾多次要求券商营业部设法通知或请相关媒体刊发公告提醒投资者。

为配合证券市场的“两法”宣传，上证所还与中国投资者保护基金有限责任公司合作，认真选题并组织境内外机构和专家撰稿，在上证报开辟了“投资者保护”专栏，发表了十余篇共十余万字的专题研究和宣传文章，也起到了较好的市场宣传效果。

三、上海证券交易所投资者教育工作展望

随着中国资本市场投资者队伍的不断壮大、多层次市场建设步伐的不断加快、金融创新活力的不断增强、国际化进程的不断加速，上海证券交易所投资者教育工作将迈入一个新阶段。上证所投资者教育工作未来开展的思路已经基本确定，主要集中在以下几个方面：

一是高度重视投资者教育工作，继续加大对该项工作的资源投入，全方位推进投资者教育工作。拟进一步加大投资者教育的工作力度，增加人手、增加预算，拟筹建上证所投资者网络大学；进一步完善和提升上证所投资者服务热线电话，并设专门的接听小组负责解答投资者的咨询和疑惑，归纳和分析问题；进一步加大对中西部地区的重视程度；进一步增加对境外投资者的关注程度。

二是利用先进的技术，多种形式开展投资者教育。借鉴其他国家的经验，展开多种形式开展投资者教育。如举办研讨会、举办证券市场展览、编辑宣传资料以及举办模拟股票交易大赛等多形式，推动投资者教育工作全方位开展。

三是加强与监管部门、交易所和其他相关机构的协作，形成社会合力，共同推动投资者教育事业开展。上证所将加强国内证券监管部门、交易所、投资者保护基金、证券业协会等机构的联系与合作，形成合力，同时，要借助媒体等外部力量，共同推动投资者教育工作开展。

四是注重在青少年中开展投资者教育工作，为未来投资者教育奠定良好基础。青少年将是未来的投资者群体，对其进行早期金融文化教育十分有利于其树立正确的投资理念，丰富金融知识，打好基础。因此，应积极同大专院校，乃至中小学加强联系，加强对青少年的教育工作，从而为未来投资者教育奠定良好基础。

五是进一步调动社会力量，共同做好投资者教育和投资者关系工作。积极推动和促进国内投资者关系管理行业协会的早日问世，促进资本市场健康发展。

第七章 证券市场发展历史简介

一、世界主要证券市场发展历史

世界上最早买卖股票的市场出现在荷兰，时间是 1602 年。因为荷兰海上贸易发达，刺激大量的资本投入，因而产生了股票发行与交易的需求。第一个股份有限公司是荷兰的东印度公司。因为当时还没有完备的股票流通市场，更没有独立的股票交易所，所以只能靠本地的商人们零星地进行股票买卖中介，股票交易也只能在阿姆斯特丹的综合交易所里与调味品、谷物等商品混和在一起交易。

十七世纪后半叶，经济中心转移到了英国，在荷兰创立的股份公司在伦敦得到了飞跃发展。在伦敦最古老的交易所——皇家交易所之中，与商品交易混在一起进行买卖交易的有俄罗斯公司（1553 年创建）、东印度公司（1600 年创建）等

公司的股票。由于买卖交易活跃，所以在皇家交易所进行股票买卖的交易商独立出来，在市内的咖啡馆里进行买卖。1773年在伦敦柴思胡同的约那森咖啡馆中，股票经济商正式组织了第一个证券交易所，即当今伦敦交易所的前身，这就是现代证券市场的原型。1802年伦敦交易所新大厦落成开业，当时在交易所内交易的证券主要是英格兰银行、南海公司和东印度公司的股票。

“南海泡沫事件”是英国证券市场发展史上最重要的事件之一。南海公司成立于1711年，其经营策略主要是通过通过与政府交易以换取经营特权并以此谋取暴利。当时英国战争负债有一亿英镑，为了应付债券，南海公司与英国政府协议债券重组计划，由南海公司认购总价值近1000万英镑的政府债券。作为回报，英国政府对南海公司经营的酒、醋、烟草等商品实行永久性退税政策，并给予对南海（即南美洲）的贸易垄断权。

1719年，英国政府允许中奖债券与南海公司股票进行转换，随着南美贸易障碍的清除，加之公众对股价上扬的预期，促进了债券向股票的转换，进而又带动股价的上升。次年，南海公司承诺接收全部国债，作为交易条件，政府逐年向公司偿还。为了刺激股票的发行，南海公司允许投资者以分期付款的方式购买新股票。当英国下议院通过接受南海公司交易的议案后，南海公司的股票立即从每股129英镑跳升到160英镑；而当上议院也通过议案时，股票价格又涨到每股390英镑。投资者趋之若鹜，其中包括半数以上的参议员，就连国王也禁不住诱惑，认购了10万英镑的股票。由于购买踊跃，股票供不应求，因而价格狂飙，到7月，每股又狂飙到1000英镑以上，半年涨幅高达700%。在南海公司股价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。一时间，股票价格暴涨，平均涨幅超过5倍。

然而当时这些公司的真实业绩与人们期待的投资回报相去甚远，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“泡沫法案”（TheBubbleAct），即“取缔投机行为和诈骗团体法”，自此许多公司被解散，公众开始清醒，对一些公司的怀疑逐渐扩展到南海公司。从7月份起，南海股价一落千丈，12月份更跌至每股124英镑，“南海泡沫”由此破灭。“南海泡沫”事件以及“泡沫法案”，对英国证券市场发展造成了重大影响，之后上百年的时间股票发行都在受到这个法律的制约，使英国股票市场几乎停滞不前，发展极为迟缓。这种情况一直持续到英国的工业革命。

18世纪上半叶，随着英国工业革命的不断深入，大量的基础产业建设需要大量的资金投入，刺激了公司股票发行与交易，股票市场开始逐渐活跃起来。这期间由于产业革命取得成功，英国成为世界上最早的“世界工厂”。为了促进工业品的输出，英国一边对海外进行资本输出，一边在国内发展纺织等行业，进而在1830-1840年代发展重工业。在这个过程中，为了加强产业基础而进行的国家公共事业投资以及银行、保险等公司的数量开始急剧增加。首先以股份公司的形式登场的是运河公司的股票，虽然在股票市场进行培育的进展并不大，但其后铁道公司的股票在全国形成了投机热潮，引发了在全国各地开设证券交易所进行股票交易的热潮。至1914年“第一次世界大战”前英国共有22家地方证券交易所。

进入了50年代，伦敦证券市场再次向海外投资急速倾斜。因为被称之为“商人银行”（MerchantBank）的英国式证券商的活跃，广泛地把美国的铁道债券、印度或澳大利亚的证券等加入了交易对象，从而为确立伦敦作为世界金融中心的地位而迈进了关键性的一步。到1914年，在伦敦交易所上市的证券中有80%是

海外证券。因此，伦敦与其说是因为国内产业资本而成长壮大起来的，还不如说是作为海外资本的市场不断扩充而逐渐地扩大起来的。

与此成为对照的是，美国证券市场首先是为了开发运河、铁道等国内产业基础而坚实地发展起来的。提到美国最初的证券市场可能大家都会自然地联想起华尔街，其实美国最早的证券市场是在宾夕法尼亚州的费城。当时费城不但是美国的政治中心，也是美国的金融中心。华尔街则是 1653 年前后荷兰殖民者们作为交易基地而在曼哈顿岛的南部划分出一部分地方建立起来的。伴随着美国的殖民地经济的发展，华尔街也开始逐步繁荣，证券交易中介商人们所汇集的咖啡馆也不断地增加。最初交易者们聚集在露天街角一起进行买卖，随着经济发展以及投资者上升的热潮所支撑着的证券交易量不断地增加，还特地追加了傍晚的交易时间，同时也出现了刊登着交易价格波动状况的报纸。

由于市场交易混乱与竞争无序，1792 年，当时交易量最大的 24 位经纪商经过秘密协商，制定出了停止不当竞争，只在 24 人之间进行证券买卖交易，最低手续费为 0.25%，每日在梧桐树下聚会交易等正式协议，这就是著名的“梧桐树协议”。这成为美国最早的股票市场，也就是纽约证券交易所的前身。1817 年，这些经纪人通过一项正式章程，并定名为“纽约证券交易会”，至此一个集中的证券交易市场基本形成。1863 年，“纽约证券交易会”易名为“纽约证券交易所”。

1820 年代到 1830 年代，美国的工业化浪潮为证券业带来了新的发展机遇。这一时期发展水陆运输成为美国经济发展的中心环节。为了筹集道路、桥梁、运河等土木事业的资金，美国发行了联邦债券、州政府债券、民间事业债券、股票等，使证券市场的交易量大大幅度地增加，当时市场上最热门的股票就是伊利运河

公司的股票。紧跟在运河热之后的交易热点是铁道股票热。Mohawk&Hudson 铁道公司是最初上市的铁道股票，其交易从 1830 年就开始了。之后铁道股票的上市持续地增加，使得在交易所内进行的买卖交易更加活跃。这种情形一直持续直到 1837 年股价暴跌，其后 5 年左右华尔街一直是处在一种非常低迷的状态之下。

在 1842-1853 年期间，电报的发明与建设，加利福尼亚的黄金开采热（美国的西部大开发），对墨西哥战争等因素造成的景气扩大，再次唤醒了美国的经济活力，证券市场也开始逐渐地活跃起来了。其所交易的证券从以铁道股票为中心，逐步扩大到了包含银行股票、保险股票、运河股票等，股票数量与交易量都明显地增加，证券交易中介商人也急剧地增加了。1865 年，随着美国南北战争的结束，中断了的铁道建设再度开始继续，经济也开始达到了前所未有的发展。

1920 年代，美国经济的高速发展刺激股票市场走强，美国进入“飞扬的二十年代”。1921 年 8 月到 1929 年 9 月，道琼斯指数上升了 468%。那时人们可以进行保证金交易，即可以用 10% 的保证金融资购买股票，而股市的繁荣极大地刺激了保证金交易的数量，到 1929 年 10 月初，经纪人贷款总额激增至 68 亿美元的顶峰，比 1928 年 1 月的 38 亿美元高出约 80%。

1929 年 7 月，美联储将贴现利率从 5% 提高到 6%。与此同时，美国经济在 8 月到达顶峰后疲态初露，商品批发价格出现了下降，个人收入和工业产值开始停止增长。但市场对此视而不见，终于在经历了长达十多年的牛市后美国股市从 9 月 3 日的 386.1 点开始掉头向下，到 1929 年 10 月 29 日，美国历史上最大的股灾爆发了，单日下跌达 18.5%，美国股市由此进入漫长的熊市。1932 年 6 月 30 日，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。

在这场股灾中，数以千计的人跳楼自杀。20 世纪前期美国最富盛名的大经济学家欧文·费雪几天之中损失了几百万美元，顷刻间倾家荡产，从此负债累累，直到 1947 年在穷困潦倒中去世。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。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，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。

此后，经过罗斯福新政和二次大战对经济的刺激，美国股市逐渐恢复元气，到 1954 年终于回到了股灾前的水平。其后美国经济持续发展，股市欣欣向荣，继续向上，走出了数轮持续十多年的超级大牛市。期间虽然经历了 1973 年石油

危机、1987年股市崩盘、1998年全球金融危机、2000年网络泡沫破灭、“911恐怖袭击”、安然公司和世界通讯公司财务丑闻等事件等，但美国证券市场依然健康发展。近年来，随着金融创新产品的不断推出，投资人化解市场风险的能力大大提高；全球普遍的低利率带来了资金流动性大大增加；以及大规模金融资产涉足资产重组对市场产生很大的刺激作用，使证券市场的资金和吸引力不断增强，促进了美国证券市场的蓬勃发展，道琼斯指数在突破万点之后继续奋发向上，至今已突破一万三千点关口。

二、中国证券市场发展历史

1978年，中共十一届三中全会确立了改革开放的大政方针政策，由此开启了中国快速经济发展的新局面。在中国经济发展与快速增长的情况下，中国当代证券市场适应我国市场经济发展的需求应运而生。1981年财政部首次发行国库券，揭开了新时期中国证券市场新发展的序幕。

上个世纪80年代，随着国民经济发展对社会资金的巨大需求，国家开始了股份制改革试点工作，并率先在上海、深圳等地展开。改革开放后国内第一只股票——上海飞乐音响于1984年11月诞生。1986年9月26日，新中国第一家代理和转让股票的证券公司——中国工商银行上海信托投资公司静安证券业务部宣告营业，从此恢复了我国中断了30多年的证券交易业务，开始上海股票的柜台交易。1988年，深圳特区尝试对一些企业进行股份制改制，选择了5家企业作为股票发行上市的试点，其中包括一家由深圳几家农村信用社改组而成的股份制银行——深圳发展银行，由此产生了经人民银行批准公开发行上市的中国第一支股票。同年，深圳经济特区证券公司成立，开始了深圳股票的柜台交易。与此

同时，全国各地也开始仿效上海和深圳进行股份制改革试点，并相继设立证券公司或交易部进行柜台交易，提供证券交易服务。

由于投资者对股票的需求旺盛，所以交易非常活跃。但是当时的交易很原始，极为不规范，没有交易记录，没有成交确认制度，没有过户交割机制，没有交易监控制度，没有信息披露制度等等，市场极为混乱，纠纷不断，于是尽快成立规范的证券交易所就迫在眉睫。1990年，国务院批复上海浦东新区开发政策，同意在上海设立证券交易所。同年11月，上海证券交易所经国务院授权，人民银行批准，正式宣告成立。第二年，即1991年4月，深圳证券交易所得到批准正式成立。沪深交易所成立后，本地发行的股票开始进场交易，这就是所谓的上海“老八股”和深圳“老五股”。之后国内其它地方发行的公司股票开始陆续在沪深两个证券交易所上市交易，国内证券交易开始逐步规范化。

刚开始，上海交易所对股票的交易价格进行管制，将股票交易的涨跌幅严格限制在1%以内。1992年1月20日，邓小平南巡，肯定股票试点作用，造就了国内证券市场一轮大行情。由于股票供不应求，市场迅速上升，而股市的上升带来的“财富效应”进一步刺激了投资大众对股票的需求，于是国家开始加大股票供给，以发行股票认购证进行摇号抽签的形式发行新股，沪深股票市场规模开始迅速扩大。1992年5月21日，上海证券交易所全面放开股价，实行自由竞价交易，大盘开始快速上涨，沪深股市上涨超过200%。

1992年8月10日，是中国证券市场发展史上一个重要的日子。当时在“邓小平南巡讲话”的激励下，中国证券市场的合法地位正式确立，沪深股票市场走出了一轮气势磅礴的牛市行情，其中深圳股市涨幅超过2倍，股票供不应求。为

平抑股价，增加供给，8月7日深圳市宣布当年发行5亿股公众股，发售500万张抽签表，中签率为10%，每张抽签表可以购1,000股。但是当时市场极度热烈，对股票的需求量及其巨大，5亿股股票无疑是杯水车薪，于是出现了百万人争购抽签表的局面，并且引发了内部人营私舞弊暗中套购认购表的行为，结果多数人因为没有买到中签表而到市政府示威，从而引发了震惊全国的“8·10事件”。该事件的爆发使得国家管理高层极度震惊，引发了对社会稳定的担忧，并触发了公众投资者对证券市场存废问题的忧虑，导致沪深股市深幅狂泻，上海市场三天之内暴跌400余点。

“327国债事件”是中国证券市场又一个重要的历史事件。1993年，为抑制经济过热和通货膨胀，国家开始进行宏观调控，沪深股票市场开始反复走低，投资者关注的重点开始转移到国债期货市场。国债期货市场是上交所于1992年12月建立，开始只允许部分券商进行自营买卖。1993年10月25日，上交所向个人投资者开放了国债期货交易，国债期货交易日渐活跃。到了1994年秋天，国债期货发展的政策环境出现了重大的变化，面对高达两位数的通货膨胀率，央行出台储蓄保值贴补政策，国债的固定利率也变成了浮动利率，国债期货的价格波动加大，全国各地投资者趋之若鹜，成交额明显放大，交易所国债期货清算保证金高达140亿元。与此同时，上交所管理层对经济与政策环境变化后的风险扩大缺乏足够的认识，没有作出相应的调整，终于在1995年2月发生了“327国债期货事件”。

“327”是1992年发行的3年期国库券的代号，240亿元的327国债1995年6月到期，它的9.5%的票面利息加上保值补贴率，每百元债券到期应兑付132元。但是，“327”国债的价格却一直在148元上下波动，因为市场认为与同期银行储

蓄存款利率 12.24% 相比，“327”的回报太低，财政部可能到时会提高利率，以 148 元的面值兑付。1995 年 2 月 23 日，财政部发布提高“327”国债利率的消息，多方趁此逼空。当时空方主力万国证券在 148.5 价格封盘失败后，在交易最后 8 分钟大量透支操作，用 700 万手价值 1400 亿的空单，直接把价格打到 147.5 元收盘。“327 国债”合约价格暴跌 3.8 元，当日开仓的空头全部爆仓。最终上交所宣布当日最后 8 分钟的交易无效。“327 国债”事件之后，国债期货市场仍是动荡不安，5 月 17 日，中国证监会暂停国债期货交易试点。

开展国债期货交易是我国进行金融衍生产品创新的一次重要的开拓性尝试，极大地提高了国债在投资者心中的地位，促进了我国国债市场的发展，改变了以往国债乏人问津的局面。虽然这次创新最终以失败而告终，但它作为我国开展金融衍生产品创新的第一次实验，为我们提供了重要的研究样本，为今后开展金融衍生产品创新业务时如何进行风险控制提供了很好的借鉴作用。

与此同时，在 1994-1995 年，国家采取各种政治、经济措施反通货膨胀并取得重要成果。到 95 年下半年，物价逐步稳定并慢慢回落至正常水平。市场开始预期宏观调控将要结束，央行将采取降息等措施以刺激经济发展，于是在 1996 年第二季度沪深证券市场开始恢复性上涨。到 12 月中旬，在 9 个月的时间内沪深股市累计上涨 300% 以上，涨幅惊人。由于担心股市过快上涨冲击实体经济危害社会安全与稳定，12 月 14 日《人民日报》发表题为《正确认识当前股票市场》的特约评论员文章批评股市存在的严重过度投机，同时沪深交易所开始实行涨跌幅限制，导致沪深股市暴跌，部分投机者损失惨重。其后股票开始一轮又一轮冲高与回落，周而复始。

2001年6月14日，国务院出台减持国有股筹集社会保障资金管理辦法引发了投资者对股票市场股权分置等内在结构性缺陷的担忧，由此引发股市下跌，结束了长达5年的牛市。在其后的4年中沪深股市进入漫漫熊途，受企业经营业绩下滑、大股东或实际控制人占款甚至侵害上市公司利益、股权分置等众多不利因素的影响，上证指数一度击穿1000点的整数关口，一些公司的股票价格大幅下降到不到前期高点的十分之一，证券市场极为萧条，投资融资功能遭受了极大的破坏。一些投资者信心遭受严重打击，投资者甚至喊出了“远离毒品、远离股市”的口号，证券市场投融资等基本功能几乎丧失殆尽。

在这样情况下，为促进证券市场的健康发展，国务院发布了《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》，大力发展资本市场。2005年5月，在经过全面讨论与广泛论证之后，股权分置改革工作终于全面推出。三一重工、清华同方等纳入第一批股改试点范围。在股改对价、证监会加强上市公司监管提高清欠力度、贸易资本双顺差而导致的流动性过剩、人民币升值、上市公司业绩提升等一系列利好因素的影响下，中国证券市场开始步入新一轮牛市。截止2007年5月，沪深股市累计升幅达到300%以上，部分个股更是上升10倍以上。一些缺乏业绩支撑的股票在所谓整体上市、资产注入、重组等题材的刺激下大幅上升，涨幅惊人。由于短期升幅过大，证券市场已经累积了不少风险，投资者应注意采取措施加以防范，不要盲目追涨杀跌，以免遭受经济损失。长期来看，由于我国是一个新兴市场，经济发展潜力巨大，因此证券市场发展前景十分广阔。

纵观国内外证券市场的发展历史，我们可以得出三点结论。第一，在证券市场的发展过程中，繁荣与危机总是相生相伴的，市场的暴涨和暴跌总是如影随形，既没有只涨不跌的市场，也没有只跌不涨的市场。第二，虽然存在许许多多的波

折，但证券市场发展的总体趋势是健康向上的，“前途是光明的，道路是曲折的”，因此长期来看，只有那些坚定持有具有长期投资价值的公司股票的投资人，才能获利成为市场最终的胜利者。第三，每一次的经济大发展与大繁荣，都会带来证券市场的大发展与大繁荣。美国飞扬的“二十年代”造就了 1920-1929 年的十年大牛市，从而也为 1929 年的市场崩溃埋下了祸根。二战之后世界经济的飞速发展创造了美国证券市场长达二十年的大牛市，也导致了 1973 年的石油危机与股市危机。目前，中国经济自改革开放以来经历了长达二十多年的快速增长，因此我国证券市场走出目前的大牛市也不足为奇。然而，投资者也不能因此掉以轻心，应时刻注意防范风险。

第八章 周边国家和地区近年证券市场风险案例介绍

每一个新兴市场在其发展过程中都不可避免地遇到这样或那样的问题,尤其是我国证券市场在十几年的时间内走完了发达国家证券市场几十年,甚至上百年的道路,快速发展同时不得不需要面对和解决各种各样有“中国特色”的问题。但是市场的“后起性”使我们能够通过分析周边国家和地区近年证券市场风险产生的背景、过程、后果和原因等,让投资者清醒的认识到股票市场出现泡沫的风险和引导投资者树立正确的投资理念。

一、1990 年台湾股市风险

1、发生背景

自上世纪 50 年代,台湾政府大力发展纺织工业,积极鼓励出口。美国、日本把劳动密集型产业向台湾转移,台湾因此而逐步建立起一个以出口加工区为依托,以轻纺、家电等加工工业为核心的产业支柱,带动了岛内经济的高速发展。1951 年—1987 年,台湾年均经济增长达 9%,为世界之首,并成为“亚洲四小龙”之一。

劳动密集型出口导向模式为台湾赚取了大量外汇。1988 年底,台湾外汇储备达 760 亿美元,仅次于日本,是当时人均外汇储备最高的经济体。但与此同时,美国经常项目逆差急剧增加,不断对日本、台湾等顺差经济体施加压力,迫使这些经济体实施货币升值。台湾货币当局对新台币缓慢升值,上百亿美元的国际投

机性资金在升值预期下，开始大举流入岛内。

由于岛内经济的高速发展，岛内居民财富快速增长，储蓄率不断升高。1981年台湾国民储蓄额为 5530 亿元新台币，1987 年达到了 1.2 万亿，平均每年递增 21.46%，一度占到台湾 GNP 的 38.5%。

新台币升值导致境外热钱流入，加之多年沉淀厚积的高额储蓄额因利率不断走低而从银行体系外流，造成岛内游资充沛。在投资渠道缺乏之下，大量资金流入股市，股市大涨。

2、主要过程

台湾股票加权指数自 1986 年 10 月 17 日台湾有股票市场 25 年后首次突破 1000 点，从此便出现了全球罕见的加速屡创新高的牛市行情。不到 9 个月，指数跃上 2000 点，随后的 2 个月内，指数接连突破 3000 点和 4000 点。虽然 1987 年全球股灾也同样重创台股，指数重挫 51%，到 1987 年 12 月跌至 2298 点，但台湾牛市行情远没有结束。

1988 年 6 月，台指反弹突破 5000 点大关，7 月突破 6000 点，8 月涨至 8000 点。9 月，台湾“财政部”为抑制股市泡沫出台征收资本利得税政策重创市场，指数至年底跌到 5000 点以下，岛内股民一度要求台当局为股市下跌负责。由于台币升值趋势未变、市场热情并没有减弱，开户人数由 1985 年的 40 万户增至 1988 年底的 160.6 万户。1989 年 6 月上旬指数快速收复失地，创 9000 点新高，并在随后的几天内突破万点。1990 年 2 月，股市开始了最后的疯狂，创出了 12495 点的历史新高。

这种前所未有的泡沫式疯涨使得台湾股市成为一个不产生实际价值和合理

资源配置功能的赌场，任何一个人采取随机选股策略都可以获得平均 8.5%的月回报率。赚钱效益快速吸引越来越多的人参与股市，活跃交易账户从牛市开始的不到 60 万激增至 460 万，日平均交易量也从不足 1000 万美元飙升至最高 56 亿美元，年换手率从不到 2 倍到最后达到 6 倍，显示出极度短线投机气氛，而且 90%的交易量都是由散户创造。

在投机气氛浓烈的市场格局下，最有效的盈利模式就是操纵股价，一些在其它市场本应摘牌退市的公司因是小盘，筹码易于控制，股价被炒上天。相反，当时台湾少数几家基本面优良，在国际上竞争力都领先的大公司股票却得不到市场的青睐，如台塑。

面对着不断狂飙的股市，台湾当局积极出台应对措施。在放松外汇管制，拓宽投资渠道、积极引导岛内企业对外投资、连续加息、大幅提高存款准备率和再贴现率和打击非法金融等一系列组合拳之后，台股牛市的根基，即流动性过剩开始动摇，加上 1990 年突然到来的海湾战争，最终彻底击垮了台湾股市。台湾股市从 1990 年 2 月 11 日开始一路狂泻，不到 8 个月，台湾加权指数由 12495 点狂泻至 2485 点彻底的崩盘，而那些海外热钱早已在此之前获利出逃，所有损失都由台湾本土投资者，尤其是个人投资者承担。

3、主要经济后果

台湾股市泡沫破灭，使台湾股市严重受挫，交易清淡，成交量从 1989 年的 25.41 万亿缩至 1992 年的 5.92 万亿，上市公司总市值占 GNP 的比重从 1989 年的 155.6%降至 1992 年的 48.1%。股价下跌后，土地价格也开始暴跌。房地产平均单价从 1990 年最高峰时每坪 23.61 万元新台币降至 1991 年的 15.92 万元，下

跌了 67.43%。

股市低迷，地价下跌使得银行金融系统开始发生经营危机。台湾商业银行的放款额趋于减少，尤其是对不动产的融资大幅下降，许多融资对象相继倒闭，造成土地融资呆帐，而被股票、土地套牢的企业也因缺乏资金，营运陷入困境，同时银行的坏账、呆账也大幅增加。

同时，台湾实体经济受到重创，经济前景呈现暗淡。由于社会资产大幅缩水，资金转趋短缺，台湾经济建设计划所需的资金无法筹集到位，有些项目不得不推迟，大规模的建设计划不得不停滞，以至重新修订。90 年代初期台湾经济亮起了危险信号，工矿业生产已连续出现下滑趋势，出口严重衰退，经济一蹶不振，景气降至历史最低水平。

4、主要原因分析

1) 始作俑者——国际游资

台湾经济在经历 50 年代到 80 年代的高速增长后，经济实力大幅上升。在美国保护主义的压力下，台湾当局被迫在汇率政策上采取缓慢升值的策略。与美元的兑换率从 1985 年的 39.85 上升至 1986 年的 35.50；1987 年进而突破 30 大关，1992 年达历史新高 25.40。新台币的升值预期，吸引了大量的国际游资和所谓的“热钱”进入台湾，试图获取汇兑收益。

这些以投机为目的的国际游资，为了获取高额利润，并非直接去购汇套汇，而是纷纷投向更具有升值和投机机会的土地和股市。他们开始撬动土地、股票价格的急剧上扬，本缓慢增长和较均衡的土地、股票市场，开始失衡，市场价格严重脱离价值，投机之风开始盛行。

2) 投机盛行，供求失衡

股市的暴涨和暴利，吸引了更多的投资者和投机者的进入。从1986年10月的1000点，到1990年2月的12495.34点，净涨了11倍多。股市的暴涨和暴利，自然让更多的民众、机构和企业法人急功近利，心态失衡，投机欲望高涨，理性也变得非理性了。本来平静的社会资金开始不断的被吸引到了股票市场。

高储蓄率和连年贸易顺差的共同作用使得台湾岛内资金流动性严重过剩。在股市投机缺口被打开后，其必将泛滥而一发不可收。相反，在股市供给方，其上市公司数量在1990年也未超过200家。在投机炒作者的蓄意撬动下，数千亿的游资，去追逐百余家上市公司的股票，其供求关系急剧扭曲。于是，股票价格就不断的向上翻腾。

3) 政策偏差，风险聚集

台湾当局一直奉行金融自由化政策，放松了对金融秩序的约束，甚至对金融机构、证券公司在业务上出现的混业也不加干预，使整个金融体系处于较为混乱的状态，为国际游资的进入、民间盲目投资和疯狂投机提供了便利条件。地下投资公司、大家乐、六合彩都曾经盛极一时。在泡沫经济形成初期，这种现象往往被忽视，但是，当投资回收发生困难、投机状态难以继续维持时，各机构和个人，想方设法把危机向其他经济领域蔓延和转嫁。

纵观台湾股灾，虽然台湾当局在最初股价疯狂上涨、风险累积之际，几次政策干预，但由于政策引导和监管不力，都未能将股价平稳，以致市场投机心态加剧，股价暴涨暴跌，泡沫不断加大、破裂，最终不可收拾。

二、1997年香港股市风险

1、发生背景

上世纪 50 年代，香港还只是个转口港，其主要以转口贸易和纺织工业的发展为支撑，60-70 年代，其旅游业、房地产业和金融业开始迅速发展起来。

80 年代，随着国内的改革开放，香港的转口贸易和金融业更加不断的增强，1987 年经受国际股灾的冲击后，香港联交所进行了较大的改革措施，1991 年开始走上了比较正规的道路。

1992 年邓小平南巡后，大陆的改革开放加快步伐。但由于内地公司较难去国外上市，香港就自然成了国内企业筹集外资的一个极好平台。1993 年开始，国内的一些大型国有企业如上海石化公司，青岛啤酒公司等开始纷纷来香港上市。而国外如美国很多投资资金，在其国内经济发展放缓，缺少投资机会时，不断的看好香港的经济以及大陆改革开放的时机，不断的涌入香港这个日益崛起的金融中心。

来自内部经济需求和前期经济快速增长的惯性，1994 年—1996 年香港 GDP 年均增长率 4.5%。1996 年香港楼市回升，住宅楼价逐步从上年 10 月的谷底走出，商业楼宇(尤其是甲级写字楼)销售市场转趋兴旺。劳工市场持续稳定，就业增长率维持在 3%左右。通货膨胀放缓，工资上升有限，企业营运成本上升压力趋缓。尽管更多资金投向地产和股市，但港元银行存款和贷款在 1996 年均有一定程度的增长，市场资金充裕，商业活动的繁荣。

2、主要过程

以 1990 年 8 月 24 日 2918 点为起点，香港恒生指数开始一路走高。1993 年，美国投资银行摩根士丹利不断的提高港股在其全球投资组合中的比重，引发美国

等国际基金纷纷涌入香港股市。于是，香港恒生指数开始飙升，1993年12月10日突破了10000点，1994年2月4日为历史新高12157点，相比90年2918点，历时3年多，涨幅达316.66%。而后，开始下调，到1995年1月13日下调为7252点。

随着97年香港政权回归的日益临近，许多政治经济事务中的不明朗因素逐步消除，投资者对香港前途充满信心。1996年香港主要市场交易活跃，经济活动增加，气氛明显上升。1995年12月29日，恒生指数又突破了10000点，1997年6月20日突破了15000点，1997年8月7日达到了最高点16673点，相比90年2918点，历时7年，涨幅659%。

1997年5月，泰国金融危机爆发，同年10月17日台湾弃守新台币，10月20日开始，国际游资开始疯狂沽空港元，使香港汇市剧烈动荡起来。在以后几天内，港元现货汇价迅速低过7.75:1的预定警戒线，一度降低到7.8:1的新低点。

在这种情况下，特区政府开始了捍卫行动。一方面通过外汇基金在市场上抛售美元吸纳港元；另一方面宣布加息，最优惠利率由8.75厘提高到9.5厘。这些措施在汇市取得明显的效果，港元汇价随即反弹到7.5:1的高位，并且在一段时间内保持着比较稳定的局面。

但是加息和减少港元供应量却直接导致了股市、楼市的下跌。1997年10月8日恒生指数为14838点，1997年10月28日跌为9059点，历时13天(除去市场休息日)，下跌了5578点数，平均每天下跌444点多。

到1998年1月中旬，恒生指数已经跌破8000点，但国际游资仍不罢休，8

月份又开始了新的大规模的冲击。量子基金和老虎基金开始炒卖港元，首先向银行大量购入远期美元抛出远期港元，推高银行同业拆借利息，换来美元借出以赚取利息，另一方面又抛出恒指期货与股票现货，以压低股票价格。前者会使利率急升，导致股市下跌，从而在期货市场获利；同时一旦港元下跌，他们也可以同时在外汇市场获利。到8月中旬，恒生指数跌穿7000点，最低跌至6660点。

8月中旬特区政府动用外汇基金直接入市护盘，到8月28日特区政府停止入市为止，共动用1181.2亿港元。香港政府果断的直接入市及有关监管措施的强化，稳定了证券市场的信心，使股指很快止跌回升，并迫使国际炒家不得不以较高的价格补入抛空的股票和期指，最后是国际炒家以严重损失被彻底击退。

3、主要经济后果

香港股市风险泡沫，给国际“金融大鳄”以可乘之机，在其打压之下，恒生指数从1997年8月7日16673点开始急剧下跌，1997年10月28日就跌破10000点，跌幅达45.6%，股市市值两个月之内蒸发21,000亿，缩水三分之一。1998年继续下跌，同年8月13日达到6660低点。

股灾后，香港楼市在短短一年内，大跌七成，超过10万名业主成为“负资产”，在很长一段时间里，楼市都未能恢复元气，整体楼价只有1997年的60%以下，并仍有逾6,000名业主未脱离“负资产”之列。

另外当时港元的汇价相对于亚洲已经贬值的货币明显偏高，香港产品出口和香港的旅游、零售业也受到冲击。这就不可避免地造成通货紧缩、需求下降、失业增加、市场萧条，整个经济处于严重的衰退局面。

4、主要原因分析

1) 国际游资恶意攻击

这场 97 年东南亚金融危机波及香港的直接原因是国际游资在香港汇市、股市和期市上的联合攻击。以索罗斯为首的量子基金和老虎基金疯狂炒卖港元，另一方面又抛出恒指期货与股票现货，以压低股票价格。这些国家游资在恶意攻击下，使香港股市急剧下跌，从而在期货市场上获利。而之前在股市泡沫的形成中，也是少不了他们相反的炒作，例如 1993 年美国投资银行摩根士丹利对港股的大肆炒作。

2) “积极不干预主义”的经济政策

长期以来香港实行的是自由放任的自由主义经济政策，港英政府的“积极不干预主义”经济政策使得在 97 年东南亚金融危机中，国际游资有空可钻，疯狂炒卖沽空港元。而香港的联系汇率制也为量子基金等国际游资的进入创造了条件，购入美元抛空港元，人为推高利息赚取利差，并在期货市场进行相反操作，以保证港元下跌时外汇市场的获利。所以正是这样自由放任的自由主义经济政策使得国际游资有机可乘，导致了这场由抛空港元引发的股市下跌。

三、1990 年日本股市风险

1、发生背景

二战后，日本经济创造了奇迹，经济迅速从废墟中发展起来，经济增值率高居发达国家之首，成为了仅次于美国的超级大国。至 80 年代末，日本汽车已称霸全世界，日本的产业在西欧、拉美遍地开花，几乎所有的国家都逼伏在日本强大的经济实力之下。

1985年9月，西方5国财长在美国签订著名的“广场协议”，决定提高其它货币对美元的汇率。由于日本与美国贸易摩擦最为剧烈，日元首当其冲，日元兑美元的汇价从1984年的237日元上涨到1989年的138日元。

日元升值使日本的出口主导型经济受到极大冲击，为了刺激经济的回升，并实现由出口主导型向内需主导型经济结构的转变，日本政府实行了金融缓和与自由化的政策。从1986年1月到1987年2月，日官方连续5次调低贴现率，使之降低至低于同期西方各国贴现率2.5%的水平。这虽然使许多受日元升值影响的企业迅速摆脱了困境，但同时也种下了恶果。

自从日本采取金融缓和政策后，企业的资金使用成本迅速降低，企业一般收益率从1986年的-17.2%，一跃而为1987年上半年的33.5%，下半年的50.9%。企业收益率的提高也极大地提高了对企业股票的评估价值，进而影响了投资者的心理预期。

日本国内储蓄一直很高，加之金融缓和造成的货币供应扩张以及外汇盈余的骤然膨胀，产生了一股庞大的过剩资本。除了一部分寻找海外投资市场外，其大部分在国内涌入投资收益相对较高的资本市场。1985年至1990年间，日本企业投资总额为406万亿日元，但只有148万亿日元（即总量的36%）用于企业生产资料的投资，而其中64%的资金即258万亿日元流向了证券市场和房地产。过多的资金流入推动了股票价格和房地产价格的急剧上升。法人投机股市源自于1984年制订的“特定金钱信托制度”，它使日本大企业能够将巨额委托给信托银行和证券公司，从事金融交易。因此，除了机构投资者的狂势投机，法人资本的投机也成为股市膨胀的一大动力，并最终导致股市失控。

2、主要过程

自从1986年日本“平成景气”以来，日经指数由1985年的12000点，开始持续上升。1987年世界股市危机中，日经指数稍有下降，但很快的率先“复活”起来，股价开始一路上涨，并带动全球股市的回升。1980年个人持股比例为8.84%，1988年上升到的14.5%；1987年末，日本股市个人股东已达2000万人，相当于日本国民人口总数的1/5。到1989年底，日本的股票资产额已是国民生产总值的1.3倍，资产价格如此急剧膨胀意味着经济泡沫的存在。

日本的房地产泡沫更是达到了登峰造极的程度，由于心理预期良好、投机活动增多，炒买炒卖土地的现象非常严重，地价飞快上扬，地价的暴涨使投资者不断对企业资产重新进行估价，拥有大片土地的大型企业身价倍增，股价大幅飚升，成为股市持续上扬的领头羊。到1988年底，日本的土地资产额是国民生产总值的1.4倍；在泡沫最严重的1989年，日本大东京一地的房地产价格总和就超过美国全国的房地产价格总和。

1989年5月，由于意识到了经济过热的压力，日本政府开始紧急实施金融紧缩政策，提高贴现率，到1990年已由1989年的2.5%提升至6.0%。贴现率的急剧提高直接影响了资本的市场收益率，股价开始下跌。

1990年4月大藏省对房地产业也进行严厉的限制，一方面严格控制融资，另一方面加征地价税，使地价冷落下来。地价的下跌减少了企业的实有资产值，更促使股价下跌。同时由于资本成本不断的上升，企业增收的能力将大受制约，企业收益前景的黯淡给投资者的心理蒙上一层阴影，预期开始恶化。投机炒作者乘机抛售股票，进一步引起恐慌。

1989年12月29日，是这一年的最后一次交易日，日经指数高收38915点。1990年开市后，股市即开始暴跌，到1990年4月2日日经指数跌至28002点，历时4个月，跌幅达23%。1990年10月1日日经指数跌至20221点，跌幅达48%，也即10个月内将近跌去了一半的市值。1991年上半年略有反弹，旋即转入更猛的跌势。1992年8月18日日经指数再创14309点新低，基本上回到了1985年的水平。

3、主要经济后果

“泡沫经济”破灭后，日本经济一蹶不振，连续数年呈负增长或零增长。

银行等金融机构，在股市和房地产上的持股和贷款，不断的成了不良资产，成了呆账死账。1994年至2004年银行信托方面的金融机构破产倒闭的就有179家。

股市从此长期低迷，1993年一季度仍徘徊于16000-17000点之间，1994年年末略有上浮，上摸20000点，以后直到1995年12月底，即又过14个月后才再次突破20000点。可99年再度下跌，其断断续续的阴跌长达10多年。

4、主要原因分析

1) 贴现率的不断降低导致股票投机热情高涨

“广场协议”后，日元不断升值，这使日本的出口主导型经济受到极大冲击，为了刺激经济的回升，日本政府实行了金融缓和与自由化的政策。从1986年1月到1987年2月，日官方连续5次调低贴现率，从而企业的资金使用成本迅速降低，企业的收益率也就不断的攀高，对企业股票的估值也就更高，对其预期也

加大。加上当时对经济发展和日币升值的预期，从而引发起对股票的疯狂投机。

2) 企业法人相互持股导致股价不正常上涨

二战前，日本的股票以个人持有为主，法人持股占极少部分；战后，日本政府推行了“解散财阀”改革，20世纪五十年代以后，法人持股迅速发展。1950年法人的持股比例为23.6%，1955年为32.7%，1960年为40.9%，1970年增至54%，从此日本的股票所有结构进入以法人持股为主的时期。

20世纪60年代后，日本推行了按时价发行股票的方式，股价越高，企业通过发行股票的方式筹集的资金越多，以致当时的日本企业都致力于抬高自己企业的股价。另一方面，日本企业通过相互持股从市场上不断的购买浮动的股票，增加市场上对股票的需求量，而相互持股的稳定股东在股价上升的情况下也不出售股份，使得供需更加的失衡，结果自然是股价上升。

四、1996年泰国股市风险

1、发生背景

1984年6月30日，泰国政府宣布实行钉住“一篮子货币”的汇率制度，即主要是钉住美元的制度。1984-1995年，由于美元对主要货币持续贬值，泰铢实际有效汇率大幅下降，提高了泰国的出口竞争力，出口的快速增长有力地推动了泰国经济发展。在此期间，泰国GDP以每年超过8%的速度增长，成为令世界瞩目的亚洲奇迹。1986-1994年，泰国制造业出口年增长30%，制造业出口占总出口的比重由36%上升到81%，制造业占GDP的比重从22%增加到29%。

90年代初，泰国政府基本取消了对资本流动的管制，实现了本币的全球可自

由兑换；1993年3月，泰国政府批准在曼谷开设了期权金融中心，并随之放宽了外国银行在泰国设立支行的限制，允许外国资本在曼谷期权金融中心进行交易。1989年，外国私人资本面向泰国的流出与流入分别在1000亿泰铢左右，1994年分别达到15000亿泰铢左右，4年间增加了10多倍。并且，在这些资本中，短期资本所占比较大、增长较快，1995-1996年，非居民泰铢存款、经由BIBF的企业短期美元借款、股票市场的国外投资等急剧增加。仅从对银行的债务余额看，1996年底的701亿美元债务中就有65.2%为短期债务。

2、主要过程

从证券市场看，1993年，外资对泰国证券的投资为30多亿美元，1994-1995年上升到60多亿美元。从房地产市场看，1996年底，泰国商业银行和金融机构的房地产贷款分别占总贷款的8.8%和24.4%，其中相当一部分资金是经由BIBF（曼谷国际金融安排）从海外借入。

大量外国资本流向股票市场和房地产市场，引起股票价格和房地产价格飞涨。从1987年12月11日243点起，到1990年7月25日涨到了1143点，净涨了900点，涨幅达370%，平均每年都翻了一番；而后到1994年1月4日，达到了历史最高1753点，其间1993年9月29日由966点涨至1753点，历时仅3个月，涨幅竟达82%。

1995年，国际外汇市场出现逆转，美元对主要货币的汇率由贬值转升值。由于美元持续、大幅度升值，泰铢实际有效汇率跟随美元不断走强，削弱了泰国的出口竞争力，1996年泰国出口增长从1995年的24%下降到3%。出口下降导致泰国经常项目逆差迅速扩大。1995年泰国经常账户赤字达到162亿美元，占

GDP 比率超过 8%。

1996 年，房地产泡沫破灭造成商业银行和金融公司经营状况恶化。6 月底，泰国商业银行不良资产达到 1 兆 7800 亿泰铢，不良资产率达到 35.8%。巨额不良资产使泰国金融市场更加动荡。

1997 年 1 月份，以乔治·索罗斯为首的国际投机资本开始对觊觎已久的东南亚金融市场发动攻击，开始抛售泰铢，买进美元，泰铢开始直线下跌。

5 月份，国际货币投机资本开始大举沽售泰铢，泰铢兑美元汇率大幅下跌。面对国际投机资本的进攻，泰国央行与新加坡央行联手入市，三管齐下，企图捍卫泰铢阵地，他们动用了 120 亿美元吸纳泰铢，禁止本地银行拆借泰铢给离岸投机者，同时大幅提高息率，泰铢的地位暂时性保住了。

6 月份，投机商开始出售美国国债，筹集资金，再度向泰铢发起致命打击。此时的泰国央行已弹尽粮绝，仅有的 300 亿美元的外汇储备早已花光，泰国央行被迫宣布实行浮动汇率制，放弃长达 13 年之久的泰铢与美元挂钩的汇率制。当天，泰铢重挫 20%，7 月 29 日，泰国央行行长伦差·马拉甲宣布辞职，8 月 5 日，泰央行决定关闭 42 家金融机构。

随着货币市场的剧烈波动和经济的不断恶化，泰国的证券市场也就雪上加霜，以 1996 年 2 月 6 日的 1415 点为拐点，股市开始暴跌；1996 年 5 月至 1997 年 5 月，泰国股指下跌幅度超过 60%；此后，股市继续下跌，到 1998 年 9 月 4 日达到了最低 207 点，相对于 1994 年历史最高 1753 点，跌破了 88%；泰国的经济从此受到了严重的打击。

3、主要经济后果

直接引发东南亚金融危机。其后菲律宾、印度尼西亚、马来西亚台湾、香港、新加坡、日本、韩国等国迅速受到泰国金融危机的巨大冲击，货币发生贬值，股市遭受重挫。

泰国的股市从此一蹶不振，长期维持在三、四百点左右，直到 2003 年 10 月才突破 600 点。这次金融危机对泰国股市的影响特别深刻。

这场危机沉重地打击了泰国经济发展，造成泰国物价不断上涨，利率居高不下，企业外债增加，流动资金紧张，经营困难，经济衰退，失业人口增加，人民生活日落千丈。

4、主要原因分析

1) 金融政策的严重失误

泰国政府实行钉住“一篮子货币”的汇率制度，由于泰铢汇价被人为固定，失去了调节贸易差额和国际收支的功能，面对不断扩大的经常账户赤字，泰国政府实际上只能有一种选择，即加快资本市场开放步伐，通过各种各样的优惠政策，以及高利率政策，吸引更多的国外资本流入。钉住制度与高利率政策结合，使投机性资本可以实现无风险套利，从而为国外资本大量涌入泰国提供了制度激励。80 年代末以前，泰国一直实行较为严格的外汇管理制度。90 年代以后，为了吸引外资，泰国在资本账户开放方面采取了更加“自由化”的措施。一是开放了离岸金融业务，推出了曼谷国际金融安排 (BIBF)。二是泰国允许非居民在泰国商业银行开立泰铢账户，进行存款或借款，并可以自由兑换。到 1996 年，泰国资本项目已经基本放开。

为了维持钉住美元的固定汇率、为了防止外资流出、为了抑制资产价格泡沫，

泰国中央银行被迫继续实行紧缩性货币政策,不断收紧银根,持续提高利率。1996年,泰国利率达到13.25%,为当时亚洲国家和地区最高水平。高利率政策进一步抑制了投资和消费,加剧了经济衰退,造成了商业银行的巨额不良资产。高利率加大了企业债务负担,迫使企业转而向国际金融市场寻求低成本筹资,从而进一步扩大了对外负债规模。1997年泰国外债达到900亿美元,相当于GDP的50%,其中,短期外债占到了60%。

2) 国际炒家的伺机炒作

盯住美元的固定汇率制度使得泰铢在明显出现高估后,便会成为国际“金融大鳄”猎取的目标。1997年1-7月,在索罗斯等“国际金融大鳄”们的投机攻击下,使得泰国经济更是致命一击。

五、证券市场风险案例的几点启示

“股市今天发生的事情以前发生过,以后会再度发生。”不同的国家和地区的证券市场风险发生的经济、政治和国际环境等都是不一样的,但是,我们希望能从以上证券市场风险案例回顾和分析中吸取经验教训,找出各个风险案例中本质的、根源的和共性的东西,从而能够正确认识我国当前证券市场的形势,在市场引导和市场参与过程中做出正确的决策和行动。

1、坚决抑制股市“泡沫”的膨胀

从以上周边国家和地区近年的股市风险案例可以看出,股市泡沫一旦形成,股市风险越推越高,其后果也就是不可避免的“股灾”了。

我们应该清楚的认识到的,在市场泡沫开始形成之初,就应当坚决的抑制泡沫

和风险的膨胀。当风险、泡沫聚积到高点时，才慌忙采取措施，只能事与愿违，投机炒作者将会大肆抛售股票，沽空股指，双双获利。日本当时在股市泡沫不断膨胀时，迟迟不肯推出货币紧缩政策，直到 1989 年 5 月股市泡沫快顶峰时才紧急刹车，但其时已晚，却让投机炒作者乘机逃脱。

2、警惕国际游资对金融体系的冲击

泡沫是资本市场价格严重超出其内在价格的产物，泡沫形成的根源是投机风潮的涌现。

产生投机风潮的始作俑者，就是在国际间游荡、寻找时机已久的“Hot Money”（热钱或游资）。他们总是利用其股票市场本身存在着的经济上的泡沫、既定的预期以及制度上的漏洞，乘机而入，大肆炒作，哄抬股价，引发“羊群效应”，吸引更多的机构和中小投资者进入；一旦得手，在适当之时又相反炒作，尽数抛卖股票，沽空股指。其本质是投机炒作而非“价值投资”。

据国际货币基金组织估计，目前活跃在全球金融市场上的游资在 7.2 万亿美元以上，相当于全球国民生产总值的 20%；每天有 1.2 万亿美元以上的游资在全球外汇市场上寻求机会，相当于实物交易的近百倍。再加上一定的“杠杆”效应，其在泰国、香港等地的惊人“业绩”也就不足为奇了。所以，对于国际游资我们得慎之又慎。

3、坚决规范市场行为

在国际间的巨额游资的冲击和撬动下，本相对平衡和稳定增长的股票市场开始沸腾，股价不断攀高，当地的资金大户相互勾结，频频坐庄，轮番炒作；银行资金违规入市，证券机构、新闻媒介推波助澜，中小投资者盲目跟风，整个市

场行为一片混乱。

于是，上述国家和地区的当局开始采取紧缩政策，提高利率、提高银行准备金、贬低本币、征收交易所所得税和引导资金对外投资等等收缩货币供应量的策略，但是其结果是收效不大，不能根本解决了股市继续疯狂飙高的势头。因为如果投机炒作等违规行为继续存在，他们依然可以通过轮番炒作，让股价翻腾而上。案例中的国家和地区在股市风险发生后，都相应的采取了紧缩的政策和疏通的策略，虽都起到了一定的功效，但都没能从根本上解决。

市场泡沫、风险的根源是短期投机炒作等违规行为。我们要汲取这些股市风险案例中的经验教训，从根本出发，坚决规范股票市场行为。规范市场行为，就是打击那些以恶意投机炒作为主的违规行为，一方面通过提高印花税、交易中介费等手段来增大轮番炒作的成本，来引导资金进行长期的价值投资；另一方面，提高监管力度，并对查获的蓄意违规炒作行为进行最严厉的惩罚。规范市场行为，并不是干涉市场，干涉投资自由。规范市场行为，是要以前瞻性的规划、机制、法律和技术为前提的。

第九章 海外主要证券交易所简介及其发展趋势

证券交易所是证券市场发展到一定程度的产物,是为证券集中交易提供服务的组织机构。从组织形式来看,证券交易所分为公司制和会员制。公司制证券交易所依据公司法设立,以营利为目的,交易所以投资者认购或发行股票的形式筹集资金,投资者是交易所的股东,但不一定是交易所的会员,交易所本身可以上市。会员制证券交易所是由会员发起设立的非营利性法人,证券公司是其主要的会员,交易所的筹建费用及营运资本由会员以缴纳会费的形式筹集,交易所不向会员之外的投资者融资,也不可以上市。许多证券交易所在成立之初采用的是会员制,后来又转变成了公司制。目前国际上主要的证券交易所,如纽约证券交易所、纳斯达克、伦敦证券交易所、东京证券交易所以及香港交易所采用的都是公司制,大多数证券交易所都已经上市。

一、全球主要证券市场的发展历史和现状

1、纽约证券交易所

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。

由于一次世界大战的爆发, 交易所在1914年7月被关闭, 但同年11月又重新开放, 各种债券的自由交易, 有力地支持了美国的一战。1929年10月的“黑色星期四”导致美国股票市场崩溃, 股价下跌引起的恐慌又引致了美国经济的大萧条。交易所随后推出的恢复投资者信心的计划, 重振了资本市场, 对美国经济的复苏和发展功不可灭。1971年2月18日, 纽约证券交易所成为非营利性法人团体。2005年4月, 纽约交易所宣布收购电子交易运营商 Archipelago 控股公司。纽约交易所从非营利性法人团体转化为营利性公司, 合并后的新公司名为纽约证券交易所集团公司, 集团的股票在纽交所上市。2006年6月1日, 纽约证券交易所宣布与泛欧证券交易所合并组成纽约 - 泛欧证券交易所。2007年4月4日, 纽约 - 泛欧证券交易所于正式成立, 总部设在纽约, 由来自5个国家的6家货币股权交易所以及6家衍生产品交易所共同组成, 其上市公司总数约4000家, 总市值达28.5万亿美元(21.5万亿欧元), 日平均交易量接近1020亿美元(77亿欧元)。

在200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, 也是世界上规模最大、对世界经济有着重大影响的证券交易所。

2、纳斯达克证券市场

纳斯达克 (NASDAQ)，全称为全美证券交易商协会自动报价系统(National Association of Securities Dealers Automated Quotations，简称 NASDAQ)，是一个基于电子网络的无形市场，目前大约有 3200 家公司在该市场挂牌上市，是美国上市公司最多、股份交易量最大的证券市场。

1968 年，美国证券商协会 (National Association of Securities Dealers Inc. 简称 NASD) 为解决场外交易 (OTC 市场) 的分割问题，决定创建“全美证券商协会自动报价系统”。1971 年，该交易系统正式启动，NASD 把 500 多个做市商的交易终端和数据中心连接起来，形成一个数据交换网络，并从 OTC 市场挑选出 2500 多家规模、业绩和成长性都名列前茅的股票，规定做市商把这些股票报价列示于该系统，供投资者参考。1975 年，NASD 提出了上市标准，彻底割断了与其它 OTC 股票的联系，成为一个完全独立的上市场所。2000 年，纳斯达克通过私募发行股票，并于 2002 年开始在 OTC 市场交易。2005 年 2 月，纳斯达克在自己的市场上挂牌交易。2007 年 5 月，纳斯达克以 37 亿美元收购北欧证券市场 OMX 公司，联合组建一个跨大西洋的交易平台。新公司命名为纳斯达克 OMX 集团，总市值高达 71 亿美元，其中纳斯达克拥有 72% 的股权，OMX 公司股东拥有 28% 的股权。

纳斯达克市场分为纳斯达克全球市场、纳斯达克资本市场和纳斯达克全球精选市场三个层次。1982 年开始，NASD 逐渐把高市值股票同其它小型股票分离开来，组建了纳斯达克全国市场 (后更名为纳斯达克全球市场) 和纳斯达克小型资本市场 (后更名为纳斯达克资本市场)，并规定了各自的上市标准。全球市场的

对象是世界范围的大型企业和经过小型资本市场发展起来的企业；资本市场的对象是高成长的中小企业，其中高科技企业占有相当的比重，上市标准低于全球市场。2006年，纳斯达克又推出了全球精选市场，号称是全球首次上市最高标准的市场板块，对公司财务和股票流通性的要求都比较高。目前，纳斯达克全球精选市场、纳斯达克全球市场、纳斯达克资本市场分别拥有约1200、1450和550家上市公司。纳斯达克资本市场自1970年初诞生以来，因其更为宽松的上市条件和快捷的电子报价系统，受到新兴中小企业尤其是高科技企业的欢迎，聚集了一批全球最出色的高科技公司，如微软、英特尔、思科、雅虎及戴尔等，在美国新经济的崛起中却发挥了巨大的作用。

纳斯达克的一个重要特点是拥有自己的做市商制度(Market Maker)。做市商是一些独立的股票交易商，为投资者承担某一只股票的买进和卖出。这一制度安排对于那些市值较低、交易次数较少的股票尤为重要。每一只在纳斯达克上市的股票，至少要有两个以上的做市商为其股票报价，一些规模较大、交易较为活跃的股票做市商往往能达到40-45家。这些做市商包括美林、高盛、所罗门兄弟等世界顶尖级的投资银行。

3、伦敦证券交易所

伦敦证券交易所是世界上历史最悠久的证券交易所之一，其历史可以追溯到300年前。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”。1761年，伦敦150名股票交易商自发组成一个俱乐部以买卖股票。1773年露天市场交易迁入司威丁街的室内进行，并正式更名为“伦敦证券交易所”。

证券交易所的成立为英国工业革命提供了重要的融资渠道,为促进当时英国经济的兴旺发挥了重要作用;而英国工业的强劲发展也促进了交易所自身的壮大,从而确立了英国世界金融中心的地位。截至第一次世界大战之前,伦敦交易所一直是世界第一大证券交易市场。在长期的发展过程中,英国的证券交易所进行了多次重组合并。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,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11个交易所与伦敦证券交易所合并。进入20世纪80年代以来,随着英国国内和世界经济形势的变化,伦敦证券交易所的竞争力逐渐下降。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,其中包括改革固定佣金制,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、东京交易所联机,实现24小时全球交易等等。这些改革措施巩固了其在国际证券市场中的地位。2000年,伦敦证券交易所经股东投票决定转变为一个公众公司,并于2001年7月在自己的主板上市交易。

伦敦是世界上最国际化的金融中心之一,不仅是欧洲债券及外汇交易领域的全球领先者,还受理超过三分之二的国际股票承销业务。伦敦证券交易所也以其国际化著称,其外国公司股票的交易量和市值都超过了本国公司的股票,这在其他交易所是罕见的。截至2007年4月,在伦敦证券交易所上市的公司有1585家,市值达45.67亿英镑;其中外国公司320家,市值25.83亿英镑,外国公司的市值超过交易所上市公司总市值的56%。

4、东京证券交易所

东京证券交易所的发展历史虽然不长,但作为日本最大的证券交易所,其
在世界证券交易市场上具有举足轻重的地位。东京证券交易所的股票交易量占日本
全国交易量的 80%以上。如果按上市的股票市场价格计算,它是仅次于纽约证券
交易所的世界第二大证券市场。

东京证券交易所的前身是 1879 年 5 月成立的东京证券交易株式会社。由于
当时日本经济发展缓慢,证券交易并不兴旺。1943 年,东京证券交易所与日本其
它主要城市的 10 个股票交易所合并,成立了半官方的日本证券交易所。二次大
战前,日本的资本主义虽有一定的发展,但由于军国主义向外侵略,重工业、兵
器工业均由国家垄断经营,纺织、海运等行业也由国家控制,这是一种战争经济
体制并带有浓厚的军国主义色彩。那时,即使企业发行股票,往往也被同一财阀
内部的企业所消化。因此,证券业务难以发展。二次世界大战日本战败后,交易
所在美军的占领下于 1946 年被解散。1949 年 1 月美国同意东京证券交易所重新
开业。随着日本战后经济的恢复和发展,东京证券交易所也逐步繁荣起来。1983
年至 1990 年是东京证券交易所史无前例的发展时期。1990 年,东京证券交易所
吸引了全世界 60%的股票市场资本,成为当时世界最大的证券交易所。虽然随着
证券泡沫的破灭,东京证券交易所已不再有往日的辉煌,但目前仍是世界上最大的
证券交易所之一。2001 年,东京证券交易结束了以前的会员制,将自己改造成
成了一家上市公司。不过,东京证券交易所还没有像伦敦证券交易所及纽约证券交
易所一样上市。

与伦敦证券交易所与美国证券交易所不同,东京证券交易所挂牌的基本上都
是日本的公司,国外上市公司相当少。东京证券交易所目前有 2,416 家上市公司,

其中有 25 家外国公司在东京证券交易所挂牌，2007 年 4 月的总市值为 556 万亿日元。

5、香港交易所

香港交易所由香港联合交易所有限公司、香港期货交易所有限公司和香港中央结算有限公司于 2000 年 3 月合并而成，提供包括公司上市、股票交易、结算交收、信息服务以及市场监管等各项服务，香港交易所于 2000 年 6 月 27 日上市。

1970 年前后，随着上市公司数量增加，香港成立了三家证券交易所：远东证券交易所、金银证券交易所、九龙证券交易所，加上原有的香港证券交易所，时称“四会”。“四会”的独立运作和过度竞争，导致了证券交易效率下降，监管不力，投机过度，最终由于“假股票事件”引发了 1973 年 3 月-1974 年 12 月香港史上的第一次危机。香港政府遂采取了一系列控制证券交易所和保护股东权益的措施，于 1974 年成立了香港证券交易所联合会并于 1980 年 7 月将四个交易所合并成立香港联交所，实行会员制。合并后的香港联合交易所有限公司取得在香港建立、经营和维护证券的专营权。1988 年联交所进行全面整顿，成为一家非营利性的私营公司。1986 年 9 月 22 日，香港联交所被接纳为国际证券交易所联合会会员，与世界各主要证券交易所建立了广泛联系和合作。2000 年 4 月，联交所和期交所以及中央结算公司合并成立香港交易所，实行公司制并上市。

2000 年 5 月，有 7 只美国纳斯达克股份在香港挂牌及买卖，香港交易所成为亚洲区首个提供纳斯达克股份在亚洲地区买卖的交易所。截至 2007 年 4 月，香港交易所发行总股本 9103 亿股，总市值 141291 亿港元，按市值排名全球第七。2007 年 4 月平均每天成交 701 亿港元，日均成交额 549 亿港元。

二、证券交易所的功能与作用

1、证券交易所的主要功能

证券交易所是证券交易的组织者，但本身不从事证券的买卖。具体而言，证券交易所在证券交易中发挥以下功能：

1) 提供交易场所。证券交易所为证券交易各方提供交易设施和服务，如通信系统、电脑设备、办理证券的结算和过户等，使证券交易各方能迅速、便捷地完成各项证券交易活动。交易所的存在，为筹资者提供了便捷的融资渠道，也为投资者提供了多种投资工具和有序的交易场所。证券的集中交易有利于保持证券的流通性，提高资金的配置效率。

2) 形成市场价格。集中交易汇集了买方和卖方的各种信息，需求和供给的均衡形成市场价格，市场价格反映了当时的供需状况，从而传递了一个反映各方观点的汇总信号，因此证券市场也被视为经济的晴雨表。

3) 制定交易规则。有规矩才能成方圆，公平的交易规则才能达成公平的交易结果。交易规则主要包括上市退市规则、报价竞价规则、信息披露规则以及交割结算规则等。不同交易所的主要区别关键在于交易规则的差异，同一交易所也可能采用多种交易规则，从而形成细分市场，如纳斯达克按照不同的上市条件细分为全球精选市场、全球市场和资本市场。

4) 维护交易秩序。任何交易规则都不可能十分完善，并且交易规则也不一定能得到有效执行，因此，交易所的一大核心功能便是监管各种违反公平原则及交易规则的行为，使交易公平有序地进行。

5) 提供交易信息。证券交易依靠的是信息，包括上市公司的信息和证券交易信息。交易所对上市公司信息的提供负有督促和适当审查的责任，对交易行情负即时公布的义务。

2、证券交易所对资本市场发展的作用

证券交易所的本质属性是要发展资本市场。证券交易所有助于保证证券交易的连续性，形成合理的价格，实现资源的有效配置，通过交易工具和交易方式的创新促进资本的高效流动和资本市场深化。

1) 方便融资和投资。证券交易所集合了大量的证券和资金需要者，有助于保证证券交易的连续性，为投资者进入和退出资本市场提供了极大的方便，从而可以将广泛的资金吸引到资本市场上来，为公司的发展提供所需的资金，扩大企业的直接融资渠道。从历史发展来看，证券交易所是因为融资和投资的需求而产生，反过来，证券交易所的发展促进了融资和投资的发展，进而带动整个经济的发展。

2) 有助于公平交易，形成市场价格，引导资源配置。证券交易所通过公平的交易规则，为证券的集中交易提供了一个有序的平台，市场交易有利于反映各种供求信息，形成合理的市场价格。市场价格体现了公司的业绩和发展前景，引导资金向最有效率的方向流动，从而实现资源的有效配置。

3) 促进资本市场创新。从国际经验来看，证券交易所是资本市场创新的开拓者和引领者。证券交易所根据市场情况，不断推出各种新的金融产品，以提高市场的流动性，满足各种投资需求。

三、证券交易所的发展趋势

从全球主要证券交易所的发展来看,证券交易所作为一个竞争性企业的定位越来越明确。如伦敦证券交易所将其战略表述为:在金融交易的全球竞争中成为被顾客选中的市场,努力发展现行业务并通过合适的业务创新、收购、合营、联合等扩大自身的经营规模。与其竞争性企业定位相适应,全球的证券交易所正朝着公司化、联合重组、产品多元化和加快技术进步等方向发展。

1、公司化与上市

在发展初期,证券交易所是一个为会员提供集中交易服务的机构,因而采用了会员制的组织形式。后来,交易所作为公司制的组织形式被普遍接受,1993年斯德哥尔摩证券交易所成为第一家改组为股份公司的证券交易所,1998年10月,澳大利亚证券交易所挂牌上市,成为全球首家挂牌交易的证券交易所。目前,国际上主要的交易所都已经上市,如纽约、伦敦、法国、德国,包括亚洲的新加坡和中国香港。东京证券交易所也正在谋求上市。

2、联合重组

即使到了上世纪90年代以前,人们还是很难将交易所理解为一个相互竞争的企业。通常来看,证券交易所提供的产品具有公共物品的特性,似乎应该成为一个自然的垄断者。然而,随着技术的飞速发展和资本市场的全球化,地域和信息的间隔都已不再成为障碍,2006年纽约交易所与泛欧交易所的合并以及2007年纳斯达克与瑞典OMX公司的合并有力地表明了这种趋势。2006年6月,纽约证券交易所(NYSE)与泛欧证交所(Euronext)达成总价约100亿美元合并协议,组建全球第一家横跨大西洋的纽交所-泛欧证交所公司。

3、跨境上市与产品多元化

除了交易所之间的合并外，各交易所之间对上市资源的争夺也日趋激烈，特别是对新兴市场的上市公司，各大证券交易均不肯轻易放弃。伦敦证券交易所，新加坡交易所都曾来大陆路演，向大陆的拟上市公司放出了友好的信号；东京、韩国交易所在中国也很活跃；纽交所虽然距离很远，但也主动上门去争取，其 CEO 塞恩曾在大陆举办活动，与一些企业家见面；香港行动得更早，早在其回归之前的 1993 年，H 股就存在了。

除了吸引公司跨境上市外，各交易所不再满足于单纯只交易股票的现货市场，而是纷纷扩大交易产品的类别，朝跨产品的方向发展。泛欧交易所收购伦敦国际金融期货期权交易所 (LIFFE) 就是为了衍生品交易，希望藉此以整合衍生品交易市场；此外，还收购了欧洲债券交易所 (MTS)。而在美国市场上，期货交易所设立个股票交易所或股票交易所设立期货交易所都取得了突破。香港交易所也正在研究从股权领域向货币、利率和汇率以及商品期货等领域拓展。

4、加快技术系统改进步伐

证券市场交易和结算系统的优劣直接影响到证券市场的安全性、流动性及交易成本，故各交易所近来纷纷投入包括人力和财力在内的巨大资源改进技术系统，提高自身的核心竞争力。韩国交易所就十分注重技术系统建设，在其整合后的 680 多名员工中，全职的 IT 技术人员就占到 130 名，目前韩交所正计划在 2006 年对市场整合后的交易系统进行升级。澳大利亚交易所也计划在 2006 年推出新一代交易平台“CLICK XTTM”，这一系统可以将目前包括股票、权证、利率期权和股票期权、股指期货、股指期权和商品期货等在内的全部澳交所的交易品种整合在同一个交易平台上交易，从而为市场参与者提供更好的服务和交易机会。

5、高度重视投资者教育

各交易所重视投资者关系和投资者教育，为市场奠定了牢固的投资者基础。东京交易所目前员工共有 717 人，而负责“投资者关系”的部门人数则为 40 人。在改造后的交易大厅位置上，东京交易所新设立的若干设备先进的教室，专门为投资者教育之用。而澳大利亚交易所早在 1970 年代就开设了一系列有关投资者教育的研讨会和课程讲座，甚至还为中学生准备了相应的股票市场知识讲座。目前，澳交所正提供 10 个投资者教育的网上课程并备有许多相关出版物，过半数的澳大利亚中学生参加过澳交所开设的网上模拟投资活动。

第十章 十七大深化我国资本市场发展的战略定位与要求

党的十七大是在我国改革发展关键阶段召开的一次十分重要的大会。十七大报告，对我国经济建设、政治建设、文化建设、社会建设和党的建设作出了全面部署，是我们党团结带领全国各族人民坚定不移走中国特色社会主义道路、在新的历史起点上继续发展中国特色社会主义的政治宣言和行动纲领。本文谈谈十七大报告中与资本市场发展有关的阐述，并对十七大之后我国资本市场的发展作些总体展望。

一、 建设一个功能完善、高效安全资本市场的战略任务

十七大报告要求，深化对社会主义市场经济规律的认识，从制度上更好发挥市场在资源配置中的基础性作用。资本市场是我国社会主义市场经济的重要组成部分，因此建设一个功能完善、高效安全的资本市场是实现全面建设小康社会奋斗目标的重要战略任务。

1、 十七大报告要求建立现代金融体系，优化资本市场结构

十七大报告提出，“推进金融体制改革，发展各类金融市场，形成多种所有制和多种经营形式、结构合理、功能完善、高效安全的现代金融体系。”这是党的报告中第一次用到“现代金融体系”这个提法。一个发达的现代金融体系涵盖了资本市场、货币市场、外汇市场、金融衍生品市场等各类金融市场和银行、证券、保险这三个主要金融行业，这其中资本市场是现代金融体系的重要组成部分。

资本市场发挥着优化资源配置的功能，将社会资金有效转化为长期投资，运用资本市场分散风险和风险补偿机制，不仅可以为促进企业的资本形成提供更加有效的渠道，防范社会融资的结构性缺陷，而且促使整个经济和金融体系的运行更富有弹性和活力。正是从这个意义上，欧洲银行协会主席、德意志银行首席经

济学家沃特指出：“从全球经济发展的潮流来看，世界正在逐步走向以资本市场为主导的经济发展模式。”

2004年2月出台的《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》中指出“大力发展资本市场是一项重要的战略任务，对我国实现本世纪头二十年国民经济翻两番的战略目标具有重要意义。”随着我国资本市场的不断发展，其对于经济发展重要意义的认识将进一步不断深化。

在资本市场发展的具体要求方面，十七大报告要求“优化资本市场结构，多渠道提高直接融资比重。”截至9月底，沪深股市上市公司达1517家；前三季度，A股市场融资约4779亿元，创历史新高。今年我国企业直接融资比例将超过10%，不过，目前国际上日、德、美等发达国家企业直接融资比重已分别达到50%、57%和70%。与之相比，我国直接融资比例还偏低。因此，需要加快发展多层次资本市场，提高直接融资比例，以平衡直接融资与间接融资之间的关系。

2、十七大报告要求建设创新型国家，资本市场在其中担当重任

十七大报告指出，要提高自主创新能力，建设创新型国家。这是国家发展战略的核心，是提高综合国力的关键。建设创新型国家是我国经济长期内可持续发展的必然选择，创新是长期内经济增长的最主要动力源泉，资源禀赋及环境条件决定了未来我国必须走自主创新的发展道路。

创新型国家的建设最终要落实到企业自主创新能力的提高上，而企业的创新活动本质是一种长期的投资行为，需要投入大量的资金，因此离不开金融市场的支持。资本市场不仅为创新企业提供发展所需的资金，也为其提供各种其他社会资源，使其迅速形成竞争优势。资本市场帮助创新企业形成良好的公司治理结构

和激励机制；为创新企业提供的一流投资银行家的专业财务和管理顾问服务，使其一举脱离传统作坊式的经营方式，成为真正现代意义上的企业；同时，资本市场也为创新企业进行并购和扩大业务范围提供融资便利。可见，资本市场在实现经济、科技、金融三大领域的互动中处于核心地位，美国的高科技产业在很大程度上就是依托资本市场发展起来的。

因此，在实施创新型国家发展战略的过程中，我国资本市场要走在前面，为整个创新体系的建立和完善提供充足的资金和制度支持。

3、十七大报告要求创造条件让更多群众拥有财产性收入

十七大报告首次提出，“创造条件让更多群众拥有财产性收入”。这一新提法表明，财产性收入与勤劳工作的收入一样，都是国民增加财富收入的来源。

根据发达国家的经验，在人均 GDP 突破 2000 美元、人民手中积累了一定财富后，财产性收入就会逐渐成为我国国民新的重要收入来源。居民财产性收入占可支配收入的比重，是衡量一个国家公民富裕程度的重要尺度。以美国为例，财产性收入占可支配收入比重约为 40%，90%以上的公民拥有股票、基金等有价值证券。截至今年 10 月初，我国股票投资开户数约为 1.2 亿户，基金投资账户约为 9000 万户，两者相加合计约为 1.3 亿户。

资本市场是涉及金融投资领域最直接、最广泛的场所，能够为投资者提供增加创造财富的机会。因此，要积极推进资本市场健康发展，使广大投资者公平、公正共享经济增长的成果，提高投资回报率，让老百姓的金融资产获得更高的收益，这是现代金融体系要解决的一个艰巨任务。

二、以科学发展观为指导，推动我国资本市场和谐发展

十七大报告指出，科学发展观，是我国经济社会发展的重要指导方针，是发展中国特色社会主义必须坚持和贯彻的重大战略思想。在推动我国资本市场发展的过程中，需要全面把握科学发展观的科学内涵和精神实质，增强贯彻落实科学发展观的自觉性和坚定性，着力转变不适应不符合科学发展观的思想观念，着力解决影响和制约科学发展的突出问题，把科学发展观贯彻落实到资本市场发展的各个方面，实现资本市场的持续稳定健康发展。

1、充分认识我国资本市场“新兴加转轨”的阶段性特征

20 世纪 90 年代以来，我国资本市场从无到有，从小到大，取得了显著的成效，市场规模和水平都有较大的提高，实现了跨越式发展。然而我国资本市场是伴随着经济体制改革的进程逐步发展起来的，由于建立初期改革不配套和制度设计上的局限，资本市场原存在着一些深层次问题和结构性矛盾，制约了市场功能的有效发挥。近年来，我国资本市场加大了基础性制度建设的力度，股权分置改革基本完成，解决了长期影响中国资本市场健康发展的重大历史遗留问题。随着中国资本市场的各项制度、法律法规建设的全方位跟进，制约资本市场发展的一些制度性问题正逐步解决，我国资本市场和谐发展基础渐渐得以夯实。

目前，沪深两市总市值超过 30 万亿元，短短的两年时间市值增长了 10 倍。按照 2006 年我国的 GDP 总额 21 万亿元来测算，目前我国的证券化率超过了 140%。A 股市场不仅在极短时间内成为全世界最大的新兴市场，也是全球最活跃的市场之一。股市的经济“晴雨表”作用正在呈现，资本市场在国民经济中的地位越来越重要。

但正如中国证监会主席尚福林指出的那样，影响我国资本市场发展的内外部

制约因素没有发生根本改变，资本市场建设不适应国民经济发展的需要，基础性制度薄弱的问题仍然突出，“新兴加转轨”的基本阶段性特征没有发生根本性的变化，我国资本市场总体上还处在继续夯实发展基础的阶段。

作为“新兴加转轨”的市场，资本市场的规范发展是一个各种问题逐步探索、各种认识逐步统一、解决措施逐步完善的过程。在实际工作中，我们既要坚持发展与规范并重的原则，又要坚持与时俱进，当规范成为矛盾的主要方面时，要加大监管力度；当发展成为矛盾的主要方面时，要因势利导，在规范的前提下加快发展。

2、采取各种举措，提升资本市场发展的质量和水平

首先，健全资本市场结构，不断拓展资本市场广度和深度。以建立证券交易所、场外交易市场、产权交易市场和代办股份市场为主体的多层次证券市场体系为目标，在规范发展主板市场的同时，推进创业板建设；改进和规范证券公司代办股份转让系统，适度拓展转让系统功能；扩大公司债市场规模，大力开发低风险固定收益类产品，研究推出期权、期指等金融衍生产品。发挥资本市场配置作用，满足多层次、多样性融资和风险管理的需求。

其次，培育资本市场主体。一是提高上市公司的质量，支持优质企业辅导上市，积极鼓励上市公司通过吸收合并、注入优质资产等方式进行以市场为主导的、有利于公司持续发展的并购重组。温家宝总理指出，政府应从宏观上推进企业的发展和改革，特别是要进行公司治理结构的改造，使企业能够发展和盈利，并且能够可持续发展和盈利，这是决定股市最基础的东西。二是鼓励证券期货经营机构开展产品创新和服务创新，探索新的盈利模式，提高市场竞争力。三是规范引

导社保基金、企业年金、保险资金、境外资金有序进入资本市场，发展以基金管理公司、保险公司和合格境外机构投资者为主导的机构投资者队伍。

第三，继续加强市场的基础性制度建设。面对市场的迅速发展，进一步提升市场运行安全和效率的任务依然艰巨。随着市场发展，违法违规和损害中小投资者利益行为呈现新特点。新入市个人投资者增长较快，对市场风险缺乏足够认识。针对这些问题，进一步加强法律法规体系的建设，加大执法力度，严格信息披露制度，提升透明度，不断改进和加强监管，完善市场相互制衡、自我约束和创新发展的机制，推动我国资本市场形成真正的资本约束和激励机制。

3、加强和改进金融监管，防范和化解金融风险

十七大报告指出，“加强和改进金融监管，防范和化解金融风险”，这不仅对建立安全高效的金融市场至关重要，而且对保护中小投资者利益具有重大意义。近年来我国资产证券化、货币化程度的快速提高，未来需要防止股市市值增长过快，确保市场健康、可持续性发展，避免市场出现反复，防范金融风险。

此外，2007年以来投资者入市踊跃，特别是新入市的个人投资者比重较大。一部分投资者尤其是新入市的投资者对证券知识缺乏系统了解，风险意识淡薄，风险承受能力较低，自我保护能力不足。在“赚钱效应”的驱动下，市场非理性投资行为上升，风险有所积聚。针对近期市场运行的新情况、新特点，持续深入开展投资者教育工作，强化风险揭示、识别、防范和化解。投资者教育有助于培育成熟的投资理念，增强投资者风险意识，培育理性健康的股市文化，对于促进资本市场稳定运行和健康发展具有重要的现实意义。

三、十七大之后我国资本市场发展的几点展望

十七大报告提出，要确保到二〇二〇年实现全面建成小康社会的奋斗目标，其中人均国内生产总值到二〇二〇年要比二〇〇〇年翻两番。这将给我国资本市场发展带来新的机遇和空间。

1、市场规模将持续上升

我们预计，未来3年中国GDP仍有望保持年均10%以上的实际增长，名义增长速度将达到15%以上。2010年，股票总市值占GDP的比重有望达到150%，基本与目前M2与GDP的比例相当。股票总市值规模将接近59万亿元，相当于目前的2倍。

2、金融创新将层出不穷

创业板市场有望在不久后推出，为风险投资提供便利的退出渠道，从而极大地推动自主创新的发展。股指期货推出后，市场功能将更加完善。备兑权证的推出将进一步活跃市场。股指期货和备兑权证推出将为市场创新提供最基本的工具，各种产品创新有望真正兴起。融资融券业务在准备良好的情况下，也会在近年适时推出。

3、对国民经济的作用越来越大

2007年，市场的融资规模将突破6000亿元，其中首次发行占60%左右；未来3年，市场融资规模将以15%左右的速度增长，2010年的融资规模将可能达到9000亿美元；未来央企的整体上市会使增发的规模突破首次发行。创业板的推出将为自主创新的开展起到关键作用，有力推动我国创新型国家的建设。在我国金融体系中，直接融资的比重会有较大幅度的提升。上市公司将成为我国国民经济的中坚力量，资本市场也将有力推动我国产业结构的调整与升级。

4、对外开放的步伐将加快

证券市场的对外开放包括通过证券市场实行资本流动的对外开放和证券服务业的对外开放两个方面，前者是指 B 股市场开放、境内企业海外上市、外资企业在中国上市、实行 QFII 和 QDII 制度等，通过循序渐进的方式，最终实现人民币的可自由兑换和资本项目下的完全开放；后者是指券商、基金管理公司、投资咨询公司等证券服务业的“引进来”和“走出去”，属于 WTO 承诺中有关服务业贸易的内容。

在资本市场对外开放方面：2002 年 11 月，《合格境外机构投资者境内证券投资管理办法》即 QFII 正式出台。2007 年 6 月，中国人民银行宣布允许符合条件的银行、基金公司、保险机构可采取各自方式，按照规定集合境内资金进行相关境外理财投资，QDII 正式启动。2007 年 8 月，宣布“港股直通车”计划。

在证券服务业对外开放方面：2002 年 6 月，中国证监会发布《外资参股证券公司设立规则》和《外资参股基金管理公司设立规则》，并于 7 月 1 日正式实施。2007 年 5 月，中美第二次战略对话宣布，中国将在 2007 年下半年恢复审批证券公司的设立，逐步扩大符合条件的合资证券公司的业务范围，将 QFII 投资总额度提高至 300 亿美元；允许具有经营人民币零售业务资格的外资法人银行发行人民币银行卡。2007 年 12 月，中美第三次经济战略对话中，双方金融服务业开放又取得重大突破。

随着今后对外开放程度的加深，我国资本市场和证券业将进一步全球化、国际化。

后 记

2007 年是中国证券市场快速发展的一年。随着市场规模扩大、形势日渐复杂、参与者热情不断高涨，投资者教育工作愈发凸现出其重要性。针对这一情况，根据证监会的统一部署，上证所投资者教育中心组织了“证券市场基础知识十讲”，刊发于上海证券报等权威媒体，得到了市场各方的广泛肯定。现将此系列文章编印成册，以进一步普及证券投资知识，服务于广大投资者。

本书内容涵盖了证券市场结构、股市投资步骤、价值投资方法、公司治理理论、投资者教育、证券市场历史、国际市场风险案例、交易所的发展、我国资本市场战略等多个方面，相信会为读者全面认识证券市场、做出正确投资决策有所帮助。

本书在编写过程中，得到了申银万国证券研究所、国泰君安证券风险监管总部、国泰君安证券研究所、上海证券公司研发中心、平安证券综合研究所、东方证券、机构投资者服务有限公司、上海世基投资顾问有限公司等业内知名机构的鼎力协助，在此一并致谢。

由于本书涉及内容较多，各章作者来自不同单位，加之编撰时间仓促，书中难免有不妥之处，敬请读者批评指正。