

ZHONGGUO ZHENGQUAN BAIKE QUANSHU

# 中国证券百科全书

第二卷 股票投资卷

法律·经济大全  
青苹果电子图书系列

# 全国Mini-MBA职业经理双证班



精品课程 权威双证 全国招生 请速充电

十五年品牌教育机构 教委批准正规办学单位 (教证: 0000154160 号)

美华管理人才学校携手中国经济管理大学面向全国举办迷你 MBA 职业经理双证书班, 毕业颁发双证书。

## 招生专业及其颁发证书

认证项目	颁发双证	学费
全国《职业经理》MBA 高等教育双证书班	高级职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修结业证书	1280 元
全国《人力资源总监》MBA 双证书班	高级人力资源总监职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修证书	1280 元
全国《生产经理》MBA 高等教育双证班	高级生产管理职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修结业证书	1280 元
全国《品质经理》MBA 高等教育双证班	高级品质管理职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修结业证书	1280 元
全国《营销经理》MBA 高等教育双证班	高级营销经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修结业证书	1280 元
全国《物流经理》MBA 高等教育双证班	高级物流管理职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育结业证书	1280 元
全国《项目经理》MBA 高等教育双证班	高级项目管理职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修结业证书	1280 元
全国《市场总监》MBA 高等教育双证书班	高级市场总监职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修结业证书	1280 元
全国《酒店经理》MBA 高等教育双证班	高级酒店管理职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修结业证书	1280 元
全国《企业培训师》MBA 高等教育双证班	企业培训师高级资格认证毕业证书+2 年制 MBA 高等教育研修证书	1280 元
全国《财务总监》MBA 高等教育双证班	高级财务总监职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修结业证书	1280 元
全国《营销策划师》MBA 双证书班	高级营销策划师高级资格认证证书+2 年制 MBA 高等教育研修证书	1280 元
全国《企业总经理》MBA 高等教育双证班	全国企业总经理高级资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修结业证书	1280 元
全国《行政总监》MBA 高等教育双证班	高级行政总监职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育结业证书	1280 元
全国《采购经理》MBA 高等教育双证班	高级采购管理职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育结业证书	1280 元
全国《医院管理》MBA 高等教育双证班	高级医院管理职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育结业证书	1280 元
全国《IE 工业工程管理》MBA 双证班	高级 IE 工业工程师职业资格证书+2 年制 MBA 高等教育结业证书	1280 元
全国《企业管理咨询师》MBA 双证班	高级企业管理咨询师资格证书+2 年制 MBA 高等教育结业证书	1280 元
全国《工厂管理》MBA 高等教育双证班	高级工厂管理职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育结业证书	1280 元



### 【授课方式】 全国招生、函授学习、权威双证

我校采用国际通用3结合的先进教育方式授课：远程函授+视频光盘+网络学院在线辅导（集中面授）



### 【颁发证书】 学员毕业后可以获取权威双证书与全套学员学籍档案

- 1、毕业后可以获取相应专业钢印《高级职业经理资格证书》；
- 2、毕业后可以获取2年制的《MBA研究生课程高等教育研修结业证书》；



### 【证书说明】

- 1、证书加盖中国经济管理大学钢印和公章（学校官方网站电子注册查询、随证书带整套学籍档案）；
- 2、毕业获取的证书与面授学员完全一致，无“函授”字样，与面授学员享有同等待遇，证书是学员求职、提干、晋级的有效证明。



### 【学习期限】 3个月（允许有工作经验学员提前毕业，毕业获取证书后学校仍持续辅导2年）



### 【收费标准】 全部费用1280元（含教材光盘、认证辅导、注册证书、学籍注册等全部费用）

函授学习为你节省了大量的宝贵的学习时间以及昂贵的MBA导师的面授费用，是经理人首选的学习方式。



### 【招生对象】

- 1、对管理知识感兴趣，具有简单电脑操作能力（有2年以上相应工作经验者可以申请提前毕业）。
- 2、年龄在20—55岁之间的各界管理知识需求者均可报名学习。



### 【教程特点】

- 1、完全实战教材，注重企业实战管理方法与中国管理背景完美融合，关注学员实际执行能力的培养；
- 2、对学员采用1对1顾问式教学指导，确保学员顺利完成学业、胸有成竹的走向领导岗位；
- 3、互动学习：专家、顾问24小时接受在线教学辅导+每年度集中面授辅导



### 【考试说明】

1. 卷面考核：毕业试卷是一套完整的情景模拟试卷（与工作相关联的基础问卷）
2. 论文考核：毕业需要提交2000字的论文（学员不需要参加毕业论文答辩但论文中必修体现出5点独特的企业管理心得）
3. 综合心理测评等问卷。



### 【颁证单位】

中国经济管理大学经中华人民共和国香港特别行政区批准注册成立。目前中国经济管理大学课程涉及国际学位教育、国际职业教育等。学院教学方式灵活多样，注重人才的实际技能的培养，向学员传授先进的管理思想和实际工作技能，学院会永远遵循“科技兴国、严谨办学”的原则不断的向社会提供优秀的管理人才。



### 【主办单位】

美华管理人才学校是中国最早由教委批准成立的“工商管理MBA实战教育机构”之一，由资深MBA教育培训专家、教育协会常务理事徐传有教授担任学校理事长。迄今为止，已为社会培养各类“能力型”管理人才近10万余人，并为多家企业提供了整合策划和企业内训，连续13年被教委评选为《优秀成人教育学校》《甲级先进办学单位》。办学多年来，美华人独特的教学方法，先进的教学理念赢得了社会各界的高度赞誉和认可。



【咨询电话】13684609885 0451--88342620

【咨询教师】王海涛 郑毅

【学校网站】<http://www.mh.jy.net>

【咨询邮箱】[xchy007@163.com](mailto:xchy007@163.com)



## 【报名须知】

- 1、报名登记表格下载后详细填写并发送邮件至 [xchy007@163.com](mailto:xchy007@163.com) (入学时不需要提交相片，毕业提交试卷同时邮寄4张2寸相片和一张身份证复印件即可)
- 2、交费后请及时电话通知招生办确认，以便于收费当日学校为你办理教材邮寄等入学手续。



## 【证书样本】(全国招生 函授学习 权威双证 请速充电)

(高级职业经理资格证书样本)

(两年制研究生课程高等教育结业证书样本)



## 【学费缴纳方式】(请携带本人身份证到银行办理交费手续，部分银行需要查验办理者身份证)

方式一	学校地址	<p>邮寄地址：哈尔滨市道外区南马路 120 号职工大学 109 室</p> <p>邮政编码：150020      收件人：王海涛</p>
方式二	学校帐号 (企业账户)	<p>学校帐号：184080723702015    账号户名：哈尔滨市道外区美华管理人才学校</p> <p>开户银行：哈尔滨银行中大支行    支付系统行号：313261018034</p>
方式三	交通银行 (太平洋卡)	<p>帐号：40551220360141505      户名：王海涛</p> <p>开户行：交通银行哈尔滨分行信用卡中心</p>
方式四	邮政储蓄 (存折)	<p>帐号：602610301201201234      户名：王海涛</p> <p>开户行：哈尔滨道外储蓄中心</p>
方式五	中国工商银行 (存折)	<p>帐号：3500016701101298023    户名：王海涛</p> <p>开户行：哈尔滨市道外区靖宇支行</p>
方式六	建设银行帐户 (存折)	<p>中国人民建设银行帐户(存折)： 1141449980130106399</p> <p>用户名：王海涛</p>
方式七	农业银行帐户 (卡号)	<p>农业银行帐户(卡号)： 6228480170232416918 用户名：王海涛</p> <p>农行卡开户银行：中国农业银行黑龙江分行营业部道外支行景阳支行</p>
方式八	招商银行 (卡号)	<p>招商银行帐户(卡号)： 6225884517313071    用户名：王海涛</p> <p>招商银行卡开户银行：招商银行哈尔滨分行马迭尔支行</p>

可以选择任意一种方式缴纳学费，收到学费当天，学校就会用邮政特快的方式为你邮寄教材、考试问卷以及收费票据。

---

# 中国证券百科全书

## 第二卷 股票投资卷

# 目 录

## 第一篇 股份制与股份制公司

第一章 股份制度 .....	(3)
第一节 股份制度的产生与发展 .....	(3)
第二节 股份制度的功能与作用 .....	(5)
一、股份制度的功能 .....	(5)
二、股份制度的作用 .....	(7)
第三节 我国实行股份制改革的重大意义 .....	(8)
一、推行股份制有利于现代企业制度的建立 .....	(8)
二、推行股份制有利于增强企业的自我约束机制 .....	(8)
三、推行股份制有利于企业存量资产的重新优化配置 .....	(9)
四、推行股份制有利于企业内部明确权、责、利关系 .....	(9)
五、推行股份制有利于企业筹集资金 .....	(9)
六、推行股份制有利于促进外资的引进 .....	(10)
第四节 股份制公司的种类与形式 .....	(10)
一、无限责任公司 .....	(10)
二、有限责任公司 .....	(11)
三、两合公司 .....	(11)
四、股份两合公司 .....	(11)
五、股份有限公司 .....	(11)
第二章 股份有限公司 .....	(13)
第一节 概述 .....	(13)
一、股份有限公司的概念 .....	(13)

二、股份有限公司的历史沿革.....	(14)
三、股份有限公司的特征.....	(15)
第二节 股份有限公司的设立 .....	(16)
一、股份有限公司设立方式.....	(16)
二、股份有限公司设立条件.....	(19)
三、股份有限公司的设立审批.....	(24)
第三节 股份有限公司的章程 .....	(26)
一、股份有限公司章程的制订.....	(26)
二、股份有限公司章程的内容.....	(26)
第四节 股份有限公司股东和组织机构 .....	(27)
一、股份有限公司股东.....	(27)
二、股份有限公司股东大会.....	(28)
三、股份有限公司董事会.....	(29)
四、股份有限公司总经理.....	(30)
五、股份有限公司监事会.....	(31)
第五节 股份有限公司股份及其发行 .....	(31)
一、股份有限公司股份的发行.....	(31)
二、股份有限公司股票的发行方式.....	(32)
三、股份有限公司股票的发行价格.....	(33)
四、股份有限公司发行新股及条件.....	(33)
五、股份有限公司申请公开发行股票的条件与程序.....	(34)
六、中国股票发行的“三公”原则.....	(36)
七、股份有限公司增值股票和增资股票的发行.....	(37)
八、股份有限公司股东名册.....	(38)
九、股份有限公司招股说明书.....	(38)
十、股份有限公司公开发行股票承销.....	(39)
十一、股份有限公司发行新股的变更登记.....	(40)
第六节 股份有限公司股份的转让与股利 .....	(40)
一、股份有限公司股份转让概述.....	(40)
二、国家股、法人股的流通转让 .....	(41)
三、记名股票的挂失.....	(42)
四、股份有限公司股利概述.....	(43)
五、股份有限公司股利的分配方式与程序.....	(44)
第七节 股份有限公司的上市 .....	(44)
一、上市公司的概念.....	(44)
二、股份有限公司股票上市的条件.....	(45)
三、股份有限公司股票上市的审批程序.....	(46)
四、股份有限公司股票上市公告书.....	(46)

第八节 上市公司的收购与信息披露 .....	(47)
一、收购、控股、控股公司的概念 .....	(47)
二、上市公司收购的有关规定 .....	(48)
三、上市公司信息披露的有关规定 .....	(49)
四、上市公司的定期报告和分红派息公告 .....	(49)
五、上市公司的其他重要信息披露 .....	(50)
第九节 股份有限公司的变更、终止和清算 .....	(51)
一、股份有限公司的合并 .....	(51)
二、股份有限公司的分立 .....	(51)
三、股份有限公司的终止与清算 .....	(52)
第十节 股份有限公司罚则 .....	(53)
一、公司罚则 .....	(53)
二、发起人、股东罚则 .....	(54)
三、董事、监事、总经理罚则 .....	(54)
第十一节 股份公司的资本 .....	(55)
一、资本的含义 .....	(55)
二、资本的三大原则 .....	(55)
三、股份公司缩减资本 .....	(56)
四、减资的程序 .....	(56)
五、缩减资本的方法 .....	(57)
六、股份公司增加资本 .....	(57)
第十二节、股份公司的股份 .....	(58)
一、股份的含义 .....	(58)
二、股份的特点 .....	(58)
三、发行新股的程序 .....	(59)
四、发行新股的方法 .....	(60)
五、股份的转让 .....	(60)
六、股份转让的限制 .....	(61)
第十三节 股份公司的公司债 .....	(62)
一、公司债的概念 .....	(62)
二、公司债的种类 .....	(63)
三、公司债的发行和流通 .....	(63)
四、公司债的消灭 .....	(64)
第十四节 股份公司的会计制度 .....	(65)
一、会计原则 .....	(65)
二、会计假设(会计核算的基本前提) .....	(65)
三、会计核算一般原则 .....	(68)
四、会计要素 .....	(72)
五、股份公司财务会计的结构模式 .....	(74)



六、企业股份制改造前资产评估的账务处理	(77)
七、国有企业参股前的账务处理	(78)
八、集体、私营企业参股前的账务处理	(78)
九、组建股份公司吸收股份的会计处理	(79)
十、股份公司股票发行的会计处理	(80)
十一、认股权证的会计处理	(82)
十二、购股权证的会计处理	(82)
十三、优先股转换为普通股的会计处理	(83)
十四、长期债券转换为普通股的会计处理	(83)
十五、库存股票的会计处理	(83)
十六、股份公司合并的会计处理	(84)
十七、股份公司分立的会计处理	(85)
十八、股份公司库存现金的核算	(86)
十九、股份公司备用金的核算	(87)
二十、股份公司银行存款的核算	(87)
二十一、股份公司其他货币资金的核算	(88)
二十二、股份公司应收票据的核算	(91)
二十三、股份公司应收账款的核算	(92)
二十四、股份公司短期投资的核算	(94)
二十五、股份公司待摊费用的核算	(95)
二十六、股份公司债券投资的核算	(95)
二十七、股份公司股票投资的核算	(98)
二十八、股份公司其他投资的核算	(99)
二十九、股份公司固定资产增加的核算	(100)
三十、股份公司固定资产折旧的核算	(101)
三十一、股份公司固定资产修理的核算	(102)
三十二、股份公司固定资产清理和清查的核算	(102)
三十三、股份公司无形资产的核算	(103)
三十四、股份公司递延资产的核算	(105)
三十五、股份公司应付金额确定的流动负债的核算	(106)
三十六、股份公司应付金额视经营情况而定的流动负债的核算	(107)
三十七、股份公司金额需估计的流动负债的核算	(109)
三十八、股份公司长期借款的核算	(110)
三十九、股份公司债券发行的核算	(110)
四十、股份公司应付债券费用的处理	(111)
四十一、股份公司长期应付款的核算	(112)
四十二、股份公司股利的核算	(113)
四十三、股份公司产品成本计算的主要方法	(114)
四十四、股份公司期间费用的核算	(116)

四十五、股份公司营业收入的账务处理 .....	(117)
四十六、股份公司营业成本的结转 .....	(118)
四十七、股份公司营业外收入和营业外支出的账务处理 .....	(119)
四十八、股份公司投资收益的财务处理 .....	(119)
四十九、股份公司利润的核算 .....	(120)
五十、股份公司利润结转的账务处理 .....	(120)
五十一、股份公司利润分配的核算 .....	(121)
五十二、股份公司的会计报表 .....	(123)
五十三、股份公司的资产负债表 .....	(124)
五十四、股份公司的利润表 .....	(127)
五十五、股份公司的财务状况变动表 .....	(130)
五十六、股份公司会计报表的分析 .....	(133)
五十七 股份公司解散清算的会计处理.....	(135)
五十八、股份公司破产的会计处理 .....	(138)

### 第三章 企业的股份制改组..... (139)

第一节 企业股份制改组的目的.....	(139)
一、股份制改组目的 .....	(139)
二、没有达到预期目的的表现及原因 .....	(141)
第二节 股份制改组的条件.....	(141)
一、《公司法》规定条件 .....	(141)
二、国家行政法规规定条件 .....	(142)
三、国家政策规定条件 .....	(142)
四、国有企业改组为上市公司的规定 .....	(143)
第三节 企业改组为境内上市公司的程序.....	(144)
第四节 企业改组为境外上市公司的程序.....	(144)
第五节 提出股份制试点申请与批准.....	(145)
一、在企业提出股份制试点申请之前必须考虑的因素 .....	(145)
二、政府部门在审查过程中对相关因素的考虑 .....	(147)
第六节 制定改制总体方案.....	(147)
一、资产重组设想 .....	(147)
二、股票发行设想 .....	(148)
三、需要请示政府明确的问题 .....	(148)
第七节 选聘中介机构.....	(149)
一、选聘中介机构 .....	(149)
二、各中介机构任务 .....	(149)
三、中介机构选任 .....	(150)
四、开好第一次中介机构协调会 .....	(150)

第八节 股份有限公司设立.....	(151)
一、以发起方式设立股份有限公司步骤 .....	(151)
二、设立境内上市公司步骤 .....	(152)
三、设立境外上市公司步骤 .....	(153)
 第四章 企业股份制改组中财务与法律 .....	(155)
第一节 企业股份制改组的资产评估及产权界定.....	(155)
一、资产评估意义和范围 .....	(155)
二、评估机构和人员资格确认 .....	(156)
三、资产评估程序 .....	(158)
四、资产评估报告 .....	(159)
五、资产评估方法 .....	(161)
六、境外募股公司资产评估 .....	(162)
七、资产评估中应注意的问题 .....	(163)
第二节 企业股份制改组的财务审计.....	(164)
一、财务审计含义 .....	(164)
二、财务审计机构和人员资格确认 .....	(164)
三、财务审计程序 .....	(168)
四、审计报告 .....	(170)
五、盈利预测 .....	(171)
六、境外募股财务审计 .....	(172)

---



---

## 第二篇 股票基本知识

---



---

第一章 股票概述 .....	(177)
第一节 股票的概念和特征.....	(177)
一、股票的含义和特征 .....	(177)
二、股票的形式和内容 .....	(178)
第二节 股票的法律性质.....	(179)
第三节 股票与相关概念的比较.....	(181)
一、股票与股份、股份制.....	(181)
二、股票与股单、认股权证.....	(182)

三、股票与票据 .....	(183)
四、股票与公司债券 .....	(184)
五、股票与储蓄存款 .....	(185)
第四节 股票的历史发展 .....	(186)
一、股票的早期发展史 .....	(186)
二、股票的近代发展史 .....	(187)
三、股票在 19 世纪以后的高速发展 .....	(188)
四、现代股票制度的特点和发展趋势 .....	(189)
第五节 股票制度的作用 .....	(191)
一、股票是筹集资金的有效方法 .....	(191)
二、股票是提高和完善企业经营管理水平的有效手段 .....	(192)
三、股票是分配和组合社会资金的信用工具 .....	(193)
四、股票是吸引和利用外资的重要途径 .....	(193)

## 第二章 股票种类 .....

第一节 普通股股票 .....	(195)
一、普通股股票的法律性质 .....	(195)
二、普通股股东享有的权利 .....	(196)
三、普通股股票的种类 .....	(197)
第二节 特别股股票与优先股股票 .....	(199)
一、优先股股票的含义和优先股股东的优先权 .....	(199)
二、优先股股票的种类 .....	(200)
三、其他特别股股票 .....	(202)
第三节 表决权股股票和无表决权股股票 .....	(203)
一、表决权股股票 .....	(203)
二、无表决权股股票 .....	(204)
三、限制表决权股股票 .....	(204)
第四节 有面额股股票和无面额股股票 .....	(205)
一、有面额股股票 .....	(205)
二、无面额股股票 .....	(206)
第五节 记名股票和不记名股票 .....	(206)
一、记名股票 .....	(207)
二、不记名股票 .....	(208)
第六节 其它类型的股票 .....	(208)
一、库藏股票 .....	(209)
二、偿还股股票 .....	(209)
三、社员股股票 .....	(209)

第七节 我国现行的股票类型.....	(210)
一、国家股 .....	(210)
二、法人股 .....	(210)
三、公众股 .....	(211)
四、外资股 .....	(211)
 第三章 股票价格和股票的股息、红利.....	(213)
第一节 股票价格的形成和种类.....	(213)
一、股票的价值与价格 .....	(213)
二、股票价格的种类和确定方法 .....	(214)
第二节 影响股票价格变化的诸因素.....	(217)
一、股份有限公司自身因素:影响股票价格的首要因素.....	(217)
二、影响股票价格的市场因素 .....	(218)
三、影响股票价格的政治、经济和社会因素.....	(219)
第三节 股票价格指数.....	(220)
一、股票价格指数的含义和作用 .....	(220)
二、世界上几种有影响的股票价格指数 .....	(221)
第四节 股息、红利的来源及其影响因素 .....	(224)
一、股息、红利的含义和来源.....	(224)
二、影响股息、红利的因素.....	(225)
第五节 股息、红利的分派 .....	(226)
一、股息、红利的分派原则和法律限制.....	(226)
二、分派股息、红利的形式.....	(227)
三、分派股息、红利的程序.....	(228)

---

## 第三篇 股票的发行与承销

---

第一章 证券发行的一般理论 .....	(233)
第一节 证券发行的概念及其分类.....	(233)
一、证券发行的概念 .....	(233)
二、证券发行的特征 .....	(233)
三、证券发行的分类 .....	(234)

四、证券发行市场的构成 .....	(235)
第二节 我国证券发行与承销的基本原则 .....	(236)
一、计划性原则 .....	(237)
二、公开性原则 .....	(237)
三、公平诚信原则 .....	(237)
四、核准性原则 .....	(238)

## 第二章 股票发行市场概述..... (239)

第一节 股票发行市场的构成 .....	(239)
一、股票发行市场的特征 .....	(239)
二、股票发行市场的构成 .....	(239)
第二节 股票发行的目的 .....	(243)
一、筹集资本, 组建公司 .....	(243)
二、追加投资, 扩大经营 .....	(244)
三、无偿配股, 股东分益 .....	(244)
四、提高自有资本率, 改善资本结构 .....	(244)
五、实现证券的转换 .....	(245)
六、股票派息 .....	(245)
七、将准备金纳入资本金 .....	(245)
八、分割股份 .....	(245)
九、合并股份 .....	(246)
十、兼并公司 .....	(246)
第三节 股票发行的条件 .....	(246)
一、股票发行的一般条件 .....	(247)
二、初次发行股票的特殊条件 .....	(247)
三、增资发行股票的特殊条件 .....	(248)
第四节 我国发行股票的基本原则 .....	(248)
一、计划性原则 .....	(248)
二、自愿性原则 .....	(248)
三、核准性原则 .....	(249)
四、平等性原则 .....	(249)
五、广泛性原则 .....	(249)
六、规范性原则 .....	(249)

## 第三章 股票发行方式、程序和规则..... (250)

第一节 股票发行方式 .....	(250)
一、股票发行方式的分类 .....	(250)

二、公开间接发行与不公开直接发行的利弊比较 .....	(251)
三、各种具体的发行办法 .....	(252)
第二节 股票发行程序 .....	(254)
一、发行准备阶段 .....	(254)
二、发行实施阶段 .....	(256)
第三节 股票发行规则 .....	(258)
一、新股发行的基准 .....	(259)
二、违法发行的处理 .....	(260)
三、股票转让的权限 .....	(260)
四、股票回收的限制 .....	(261)
 第四章 股票的发行成本、发行价格及推销方式 .....	 (262)
第一节 股票发行成本 .....	(262)
一、股票印制费 .....	(262)
二、发行手续费 .....	(263)
三、宣传广告费 .....	(263)
四、发行价格与票面面额的差额 .....	(264)
五、其他发行费用 .....	(264)
第二节 股票发行价格 .....	(264)
一、几种主要发行价格 .....	(265)
二、时价发行 .....	(267)
三、股票发行价格的确定方法 .....	(268)
第三节 股票发行的推销方式 .....	(271)
一、股票发行的包销方式 .....	(271)
二、股票发行的代销方式 .....	(273)
三、股票发行的自销方式 .....	(274)
 第五章 中国的股票发行市场 .....	 (275)
第一节 中国股票发行市场的形成和发展现状 .....	(275)
一、中国股票发行市场的形成 .....	(275)
二、中国股票发行市场的发展现状 .....	(276)
第二节 中国企业股票发行的具体操作 .....	(277)
一、中国股票的种类 .....	(277)
二、企业发行股票的目的 .....	(278)
三、中国企业发行股票的条件及审批程序 .....	(279)
四、中国企业股票发行的承销 .....	(281)
五、中国企业股票发行的价格 .....	(282)

第六章 股票的发行与承销实务 .....	(284)
第一节 股票发行与承销准备 .....	(284)
一、承销人资格的取得 .....	(284)
二、股票承销前的尽职调查 .....	(287)
三、股票发行与上市辅导 .....	(288)
四、募股文件的准备 .....	(289)
五、我国股票发行的上报与批准 .....	(296)
第二节 股票发行与承销的实施 .....	(299)
一、承销方式 .....	(299)
二、承销协议与承销团协议 .....	(301)
三、发行方式 .....	(302)
四、股款缴纳、股份交割 .....	(305)
五、股东登记与承销报告 .....	(306)
六、股票承销的风险因素 .....	(306)
七、股票承销中的禁止行为 .....	(307)
八、发行费用 .....	(308)
第七章 外资股股票的发行与承销 .....	(309)
第一节 发行外资股股票申请和审批 .....	(309)
一、外资股分类 .....	(309)
二、发行外资股申请和审批 .....	(309)
第二节 承销准备工作 .....	(314)
一、市场调查和发行人选择 .....	(314)
二、中介机构选择 .....	(315)
三、资产评估 .....	(317)
四、财务审计 .....	(319)
五、法律意见书 .....	(322)
六、招股说明书 .....	(323)
七、组织承销团 .....	(325)
八、发行人推广材料 .....	(326)
第三节 承销程序 .....	(327)
一、承销推广程序与作用 .....	(327)
二、国际股票承销几种方式 .....	(330)
三、国际股票承销一般程序 .....	(332)
四、售股收款及股份登记 .....	(335)
五、发行成本与上市费用 .....	(337)



第四节 股票第二上市.....	(339)
一、定义 .....	(339)
二、公司寻求第二上市的出发点 .....	(339)
三、第二上市计划牵涉到的交易清算体系 .....	(340)
四、建立第二上市计划的基本程序(引进方式下) .....	(340)
<b>第八章 股票发行与上市的信息披露制度.....</b>	<b>(342)</b>
第一节 招股说明书.....	(342)
一、招股说明书内容 .....	(342)
二、招股说明书确定 .....	(351)
三、招股说明书刊登 .....	(351)
第二节 上市公告书.....	(352)
一、上市公告书内容 .....	(352)
二、上市公告书格式 .....	(352)
三、上市公告书刊登 .....	(352)
第三节 配股说明书.....	(353)

## 第四篇 股票交易

<b>第一章 证券交易基础 .....</b>	<b>(357)</b>
第一节 证券交易概述.....	(357)
一、证券交易的概念 .....	(357)
二、证券交易的本质 .....	(358)
三、证券交易的原则 .....	(358)
四、证券交易种类 .....	(360)
第二节 证券交易场所.....	(362)
一、集中交易市场 .....	(363)
二、分散交易市场 .....	(366)
三、证券交易所的基本职能 .....	(367)
四、证券交易所的消极作用 .....	(368)
五、股票交易所的组织结构 .....	(370)
六、股票交易所的成员 .....	(372)

七、股票交易所的管理 .....	(375)
<b>第二章 股票上市 .....</b>	<b>(380)</b>
第一节 股票上市与上市公司 .....	(380)
一、股票上市 .....	(380)
二、上市公司 .....	(382)
三、上市公司及其对投资者的吸引力 .....	(383)
第二节 股票上市的条件 .....	(385)
一、股票上市的条件 .....	(385)
二、不同的证券交易所对股票上市条件的不同规定 .....	(386)
三、股票上市条件的演进 .....	(387)
第三节 股票上市的筹备 .....	(389)
一、为满足上市条件而筹备 .....	(389)
二、股票上市前的决策 .....	(392)
第四节 股票上市的优劣 .....	(394)
一、股票上市的好处 .....	(394)
二、股票上市的缺点 .....	(399)
<b>第三章 股票交易方式 .....</b>	<b>(400)</b>
第一节 现货交易 .....	(400)
一、现货交易的产生 .....	(400)
二、股票现货交易的概念 .....	(401)
三、股票现货交易的原则 .....	(401)
四、股票现货交易的过程 .....	(401)
五、股票现货交易的交割和清算 .....	(402)
六、股票现货交易的禁止性规定 .....	(402)
七、中国的股票现货交易 .....	(403)
第二节 股票期货交易 .....	(403)
一、股票期货交易的概念 .....	(403)
二、股票期货交易的产生 .....	(404)
三、股票期货交易的参加者 .....	(404)
四、股票期货交易的方法——多头和空头 .....	(405)
五、股票期货交易的进行 .....	(407)
六、股票期货交易的实质 .....	(408)
第三节 股票价格指数期货交易 .....	(408)
一、股票价格指数期货交易的产生 .....	(408)
二、股票价格指数 .....	(409)

三、几种权威的股票价格指数 .....	(410)
四、股票价格指数期货交易的特点 .....	(411)
第四节 股票期权交易 .....	(413)
一、股票期权交易的概念 .....	(413)
二、股票期权交易合同的基本要素 .....	(413)
三、股票期权交易合同的具体执行过程 .....	(414)
四、进行股票期权交易的优越性 .....	(417)
第五节 股票信用交易 .....	(418)
一、股票信用交易的概念 .....	(418)
二、股票信用交易的基本特征 .....	(418)
三、保证金多头交易 .....	(419)
四、保证金空头交易 .....	(421)
 第四章 股票交易程序 .....	 (422)
第一节 股票交易的基本过程 .....	(422)
一、交易所的股票交易程序简介 .....	(422)
二、交易所的股票交易过程简介 .....	(423)
三、场外市场交易过程简介 .....	(424)
第二节 股票交易的开户 .....	(425)
一、开户的条件 .....	(425)
二、可选择的几种账户 .....	(425)
第三节 股票交易的委托 .....	(426)
一、怎样向经纪商发出买卖委托 .....	(426)
二、确定作出何种交易委托 .....	(427)
三、委托的执行 .....	(428)
第四节 股票交易的成交方式 .....	(429)
一、议价买卖 .....	(429)
二、拍卖标购 .....	(429)
三、竞争买卖 .....	(430)
四、卖空 .....	(431)
五、股票交易过程中的一些行话和俚语 .....	(432)
第五节 股票交易的清算与交割 .....	(434)
一、清算 .....	(434)
二、交割 .....	(436)
第六节 股票的过户 .....	(437)
一、在什么情况下必须办理过户手续 .....	(438)
二、股票过户技术 .....	(438)
三、办理股票过户应注意的事项 .....	(439)

四、股票过户的当事人 .....	(440)
五、几种特殊情形下的股票过户 .....	(440)
六、停止过户 .....	(440)
七、股票除息与除权的处理 .....	(441)
八、店头交易简介 .....	(441)

## 第五章 场外交易 ..... (443)

第一节 场外交易的特点、形成 .....	(443)
一、场外交易的特点 .....	(443)
二、国外场外交易的形成 .....	(444)
三、中国场外交易的形成 .....	(448)
第二节 场外交易的方式.....	(450)
一、国外(美国)的场外交易方式 .....	(450)
二、中国的场外交易方式 .....	(452)
第三节 场外交易的功能.....	(453)
一、直接交易 .....	(453)
二、迅速成交 .....	(453)
三、价格合理 .....	(453)
四、便利上市 .....	(454)

## 第六章 股票交易形式 ..... (455)

第一节 股权转让.....	(455)
一、股东转让股票权力的股票转让 .....	(455)
二、免除发行公司与初始认购人之间权益的股票转让 .....	(458)
三、转让人所有权有欠缺的股票转让 .....	(459)
四、转让登记和发行股票引起的禁止否认问题 .....	(461)
五、股票所有权何时转移 .....	(464)
第二节 股票出售.....	(464)
一、出售合同 .....	(464)
二、转让证书 .....	(466)
三、在证券交易所的股票出售 .....	(466)
第三节 其他形式的股票交易.....	(467)
一、赠与 .....	(467)
二、抵押 .....	(468)
三、信托 .....	(470)

## 第五篇 股票投资实务

第一章 入门指导 .....	(473)
第一节 入市须知 .....	(473)
一、必要知识 .....	(473)
二、股票的一二级市场 .....	(474)
三、二级市场的组成 .....	(474)
第二节 入市手续 .....	(475)
一、开立股票账户 .....	(475)
二、开立资金账户 .....	(476)
三、选好证券商 .....	(476)
第三节 交易程序及操作 .....	(476)
一、交易程序 .....	(476)
二、交易操作 .....	(477)
第四节 股票交易基本技巧 .....	(477)
一、集合竞价与优先原则 .....	(477)
二、涨跌停板制度 .....	(478)
第二章 股市基本分析 .....	(480)
第一节 基本分析的理论与应用 .....	(480)
一、股市分析的作用及分类 .....	(480)
二、基本分析综述 .....	(481)
三、基本分析应用实例 .....	(482)
第二节 基本分析主要内容——企业分析 .....	(483)
一、企业分析的目的和必要性 .....	(483)
二、企业分析的内容和途径 .....	(483)
第三节 企业分析的核心——财务分析 .....	(483)
一、财务文件通用格式与分析系统揭示 .....	(483)
二、财务状况揭示与股民财务分析现状 .....	(484)
三、基本财会知识 .....	(485)
四、财务报告——概念与解读 .....	(489)
五、财务指标分析 .....	(490)

第三章 形态分析 .....	(495)
第一节 形态分析 .....	(495)
一、形态分析概念和方法 .....	(495)
二、M 头 .....	(496)
三、W 底 .....	(498)
四、三重顶、三重底、多重顶和多重底 .....	(499)
五、头肩顶 .....	(501)
六、头肩底 .....	(504)
七、复合头肩顶与复合头肩底 .....	(507)
八、对称三角形 .....	(509)
九、上升三角形 .....	(510)
十、下降三角形 .....	(512)
十一、上升楔形 .....	(514)
十二、下降楔形 .....	(515)
十三、上升旗形 .....	(517)
十四、下降旗形 .....	(519)
十五、矩形 .....	(520)
十六、圆弧顶 .....	(522)
十七、圆弧底 .....	(523)
十八、潜伏顶 .....	(524)
十九、潜伏底 .....	(526)
二十、反三角形(喇叭形) .....	(528)
二十一、菱 形 .....	(529)
二十二、V 形反转(V 形顶与 V 形底) .....	(530)
第二节 K 线 .....	(532)
一、什么是 K 线 .....	(532)
二、K 线的表示 .....	(532)
三、周 K 线、月 K 线、年 K 线及其他 .....	(533)
四、K 线实例 .....	(534)
五、K 线形式归纳 .....	(535)
六、阳线和阴线 .....	(535)
七、K 线长度与 K 线实体长度 .....	(536)
八、上影线和下影线 .....	(537)
第三节 实践中的 K 线观 .....	(539)
一、实践中的 K 线观与 K 线要素 .....	(539)
二、各种形式 K 线相互关系与 K 线转化图 .....	(539)
三、影线变化导致的 .....	(541)

四、K 线组合分析新思维 .....	(542)
五、K 线组合的分析 .....	(542)
第四节 K 线组合与趋势 .....	(547)
一、趋势中的 K 线组合 .....	(547)
二、K 线图中趋势线的画法 .....	(548)
三、K 线组合在趋势中的特殊形态:缺口与岛形反转 .....	(549)
第五节 线形图和宝塔线.....	(555)
一、线形图(直线图)原理与应用 .....	(555)
二、K 线图与线形图 .....	(556)
三、宝塔线 .....	(556)
第六节 ○×图.....	(557)
一、○×图画法 .....	(557)
二、○×图应用 .....	(557)
第七节 形态结语.....	(560)
一、形态分析探索——N 形线 .....	(560)
二、形态结语 .....	(561)

## 第四章 数值分析 .....

(563)

第一节 黄金分割比例.....	(563)
一、黄金分割比例并不神秘 .....	(563)
二、费波南兹数列的主要数学特征及应用 .....	(563)
三、黄金分割比例在股市数值分析中的应用 .....	(564)
第二节 其他数值分析比例.....	(565)
一、其他分数比例和整数比例 .....	(565)
二、甘氏比例 .....	(565)
第三节 数值分析理论与应用.....	(565)
一、数值分析理论 .....	(565)
二、数值分析应用实例 .....	(566)
第四节 数值分析中的成交量分.....	(568)
一、成交量分析 .....	(568)
二、时间分析 .....	(569)
第五节 数值分析应用中的误区.....	(569)
一、数值分析的神化 .....	(569)
二、比例分析的滥用 .....	(569)

第五章 指标分析 .....	(573)
第一节 移动平均线(MA) .....	(573)
一、移动平均线 MA 原理与计算 .....	(573)
二、MA 分类与作用 .....	(577)
三、葛南维移动平均线法则 .....	(578)
四、移动平均线的特点 .....	(579)
五、利用移动平均线操作要点 .....	(581)
六、MA 的不足与 MA 系统 .....	(583)
第二节 乖离率(BIAS) .....	(583)
一、乖离率 BIAS 原理与计算 .....	(583)
二、BIAS 特性 .....	(584)
三、BIAS 买卖信号 .....	(584)
四、由乖离率预测股价数值 .....	(585)
五、影响乖离率研判的因素 .....	(585)
六、乖离率应用(见图 5.5.3) .....	(586)
第三节 指数平滑异同移动平均线(MACD) .....	(587)
一、指数平滑异同移动平均线 MACD 原理与计算 .....	(587)
二、MACD 特性 .....	(587)
三、MACD 意义 .....	(588)
四、MACD 买卖信号 .....	(588)
五、MACD 的优点和不足 .....	(588)
六、MACD 应用 .....	(589)
第四节 移动平均乖离(MB) .....	(589)
一、移动平均乖离 MB 原理与计算 .....	(589)
二、MB 特性 .....	(590)
三、MB 买卖信号 .....	(590)
四、MB 应用 .....	(590)
第五节 多空指标(BBI) .....	(591)
一、多空指标 BBI 原理与计算 .....	(591)
二、BBI 特性 .....	(592)
三、BBI 买卖信号 .....	(592)
四、BBI 应用 .....	(592)
第六节 相对强弱指标(RSI) .....	(592)
一、相对强弱指标 RSI 原理与计算 .....	(592)
二、RSI 的周期 .....	(593)
三、RSI 的数值范围和作图 .....	(594)
四、RSI 的买卖信号 .....	(594)



五、RSI 的分布特征 .....	(595)
六、RSI 有关研究 .....	(597)
七、RSI 优点与不足 .....	(597)
八、BSI 应用 .....	(599)
第七节 随机指标(KD) .....	(599)
一、随机指标 KD 原理与计算 .....	(599)
二、KD 的周期 .....	(600)
三、KD 的数值范围和作图 .....	(600)
四、KD 的买卖信号 .....	(600)
五、KD 的不足 .....	(601)
六、KD 的应用 .....	(602)
第八节 威廉指标(%R) .....	(602)
一、威廉指标 %R 的原理与计算 .....	(602)
二、%R 的周期、数值范围与作图 .....	(603)
三、%R 的买卖信号 .....	(603)
四、%R 的不足 .....	(603)
五、关于 %R 的研究 .....	(604)
六、%R 的应用 .....	(604)
第九节 心理线(PSY) .....	(605)
一、心理线 PSY 的原理与计算 .....	(605)
二、PSY 的周期、数值范围与作图 .....	(605)
三、PSY 的买卖信号 .....	(605)
四、使用 PSY 的注意事项 .....	(606)
五、PSY 的应用 .....	(606)
第十节 动向指标(DMI) .....	(607)
一、动向指标 DMI 的原理与计算 .....	(607)
二、DMI 的周期、数值范围和作图 .....	(609)
三、DMI 的分布特征与买卖信号 .....	(609)
四、DMI 的不足与改进 .....	(610)
五、DMI 的应用 .....	(610)
第十一节 人气指标(AR) .....	(611)
一、人气指标 AR 原理与计算 .....	(611)
二、AR 周期、数值范围和作图 .....	(611)
三、AR 买卖信号 .....	(612)
四、AR 的不足与改进 .....	(612)
第十二节 意愿指标(BR) .....	(613)
一、意愿指标 BR 原理与计算 .....	(613)
二、BR 周期、数值范围和作图 .....	(613)
三、BR 买卖信号 .....	(613)

四、BR 的不足与改进 .....	(614)
第十三节 动向指标(MTM) .....	(614)
一、动向指标 MTM 原理与计算 .....	(614)
二、MTM 周期、数值范围和作图 .....	(615)
三、MTM 买卖信号 .....	(615)
四、MTM 有关改进 .....	(615)
第十四节 震荡点(OSC) .....	(616)
第十五节 均量线(MV) .....	(616)
一、均量线 MV 原理与计算 .....	(616)
二、MV 特性 .....	(617)
三、MV 买卖信号 .....	(617)
四、MV 不足 .....	(618)
第十六节 涨跌比率(ADR) .....	(618)
一、涨跌比率 ADR 的原理与计算 .....	(618)
二、ADR 周期、数值范围和作图 .....	(618)
三、ADR 买卖信号 .....	(619)
四、ADR 的不足与改进 .....	(619)
第十七节 超买超卖指标(OBOS) .....	(620)
一、超买超卖指标 OBOS 原理与计算 .....	(620)
二、OBOS 周期、数值范围和作图 .....	(621)
三、OBOS 买卖信号 .....	(621)
四、OBOS 的不足 .....	(621)
第十八节 腾落指数(ADL) .....	(622)
一、腾落指数 ADL 原理与计算 .....	(622)
二、ADL 特性 .....	(623)
三、ADL 买卖信号 .....	(623)
四、ADL 的不足 .....	(623)
第十九节 抛物线转向系统(SAR) .....	(623)
一、抛物线转向系统 SAR 的原理与计算 .....	(623)
二、SAR 特性 .....	(624)
三、SAR 买卖信号 .....	(625)
四、SAR 不足 .....	(625)
第二十节 逆势操作系统(CDP) .....	(625)
一、逆势操作系统 CDP 原理与计算 .....	(625)
二、CDP 理论要点 .....	(626)
三、CDP 不足 .....	(626)
第二十一节 能量潮(OBV) .....	(627)
一、能量潮 OBV 的原理与计算 .....	(627)
二、OBV 特性 .....	(628)

三、OBV 买卖信号 .....	(628)
四、OBV 的不足 .....	(629)
第二十二节 指数点成交值(TAPI) .....	(629)
一、指数点成交值 TAPI 的原理与计算 .....	(629)
二、TAPI 特性 .....	(629)
三、TAPI 买卖信号 .....	(630)
四、TAPI 不足 .....	(630)
第二十三节 容量比率(VR) .....	(630)
一、容量比率 VR 原理与计算 .....	(630)
二、VR 的特性 .....	(631)
三、VR 买卖信号 .....	(631)
四、VR 的不足与改进 .....	(631)
第二十四节 逆时钟曲线.....	(632)
第二十五节 道·琼斯理论.....	(633)
一、道氏理论的形成、作用和主要内容.....	(633)
二、道·琼斯股票价格指数 .....	(633)
三、道氏趋势理论 .....	(634)
四、道氏理论的优点与不足 .....	(635)
第二十六节 循环周期理论.....	(636)
一、循环周期原理 .....	(636)
二、循环周期理论实战要点 .....	(637)
三、循环周期的分析 .....	(637)
四、循环周期理论的实战特点与研究 .....	(638)
五、循环周期理论的实战应用 .....	(639)
第二十七节 其他理论简介.....	(641)
一、相反理论 .....	(641)
二、散兵坑原理 .....	(643)
三、随机漫步理论 .....	(643)

## 第六章 实战操作战术 .....

第一节 实战能力综述.....	(645)
一、丰富的知识 .....	(645)
二、适合于自己的分析方法 .....	(645)
三、明智而成体系的操作策略 .....	(646)
四、健康的心身 .....	(646)
五、完善的资金管理 .....	(646)
六、有效的应变措施 .....	(647)

第二节 分析理论的作用	(647)
一、分析理论的综合应用	(647)
二、分析理论的作用与其局限性	(649)
第三节 实战操作战术综述	(651)
一、操作战术与战略安排	(651)
二、趋势发展过程与其特征	(652)
三、买入时机	(658)
四、卖出时机	(663)
五、选择股票	(667)
六、重要技术和实用手段——观察	(674)
七、即时盘中的股价形态定式	(678)
八、休整的时机	(693)
第四节 上海和深圳股市中股票的板块	(694)
一、板块是市场中自然形成的	(694)
二、板块的特性	(694)
三、板块的分类	(695)
第五节 实战问题	(695)
一、金字塔操作法	(695)
二、摊平操作法	(695)
三、止损操作	(696)
四、股票箱操作	(697)
五、扩大型投资与维持型投资	(697)
六、其他问题	(698)

第七章 附 录	(703)
---------	-------

附录一 与股票相关的基本概念	(703)
附录二 主要国际证券市场	(762)
附录三 四大证券交易所	(764)
一、纽约证券交易所	(764)
二、伦敦证券交易所	(764)
三、东京证券交易所	(765)
四、香港联合证券交易所	(765)
附录四 世界主要股票交易所	(766)
附录五 1998 年排名：世界前十大证券交易所	(769)
附录六 中国证券公司资本金、总资产和利润额排名（1997 年）	(770)
附录七 中国证券经营机构名录	(771)

## 第一篇

# 股份制与股份制公司

# 第一篇

# 第一章 股份制度

股票是股份公司发行的一种有价证券,它是大众进行证券投资最主要的一种投资工具。股票与股份制度有着千丝万缕的联系,因此要想了解股票,必须首先了解股份制度。

股份制度亦称股份公司制度,它是指以集资入股、共享收益、共担风险为特点的企业组织制度。股份公司一般以发行股票方式筹集股本,股票投资者依据于他们所提供的生产要素份额参与公司收益分配。在股份公司中,各个股东所享有的权利和义务是与他们所提供的生产要素份额相对应的。

## 第一节 股份制度的产生与发展

股份制度是随着商品经济发展而萌发出来的一种企业制度。如果追溯股份制发展历史的话,那么我们会发现,早在古罗马帝国时期的股份委托公司,就是现代股份公司的最初形式。在中世纪又出现了手工业者以人、财、物等生产要素为联合内容,共同进行合伙经营的经济组织,在这种合伙经营的经济组织中,每一个参与者都占有一定比例的资产份额,并按照这种资产份额分配收益。这种合伙经营的经济组织,完全是自发产生的,组成这类经济组织的出资人之间,在合伙资格、合伙内容、合伙经营方式、收益分配等方面,并不做出受到法律认可和保障的允诺。所以这类经济组织与现代股份制企业之间是有许多明显区别的,但是这类合伙经营的经济组织,无疑是现代股份制的原始形式。

在历史上促成股份制最后发育成熟的重要因素是西方资本主义的原始积累。我们知道,资本原始积累是资本主义社会化大生产的前提,而资本原始积累的重要方式是海外殖民掠夺。正是这种为资本原始积累而进行的海外殖民掠夺,成了股份制迅速发展和走向成熟的一个历史契机。

15 世纪末期,美洲新大陆的发现使得世界贸易的格局发生了很大的变化,欧洲的西班牙、葡萄牙、荷兰和英国迅速成为实力强大的从事海外贸易的国家。这些海外贸易国之间相互竞争,争夺新的海外市场。在这个过程中,参与国之间的冲突和它们在殖民地遇到各种抵抗,都是不可避免的,“单枪匹马”从事世界贸易,使世界贸易的拓展受到很大的限制。这就在客观上要求有与之相适应新的经济组织,能够有效地开展世界贸易活动。这个经济组织,不能是少数人组成和由少数人经营的,而应是由较多的人参与,并且由较多的人共同经营。只有这样,才

能具备开展世界贸易的经济实力。

1600年,英国率先成立了从事东印度贸易活动的商人参与的“东印度贸易公司”。该公司就是以股份的形式组建起来的,组建时股本为6.3万英镑,到1680年,股本增至160万英镑,股东达500人。英国组建东印度贸易公司的第三年,即1602年,荷兰也在全国以集资入股的形式筹集资金,建立了专门从事世界贸易活动的“东印度贸易公司”。荷兰的这家贸易公司总资本达650万荷兰盾,有60名董事。随着英国和荷兰率先组建海外贸易公司,类似的海外贸易公司不断出现。这些通过集资入股形式而建立起来的海外贸易公司,基本上已经具备了现代股份公司的主要特征,如像现代股份公司一样筹集资金的范围很广,股东来自社会的各个阶层,在公司的内部已经有较完备的管理机构及相应选举办法等。只是在利益分配上这些公司与现代股份公司存在区别,比如在红利分配的同时还偿还股本,继续保持股东地位需要重新入股等。

从事海外贸易的股份公司,通过各种形式牟取暴利,从而为资本原始积累和资本主义生产方式的建立提供了大量资金,同时也为投资者带来了丰硕的收益。因而从一开始,这种企业制度形式就表现出强大的生存能力和发展潜力。

在海外贸易领域迅速发展股份公司之后,发达的欧洲国家在金融领域也开始出现了实行股份公司制度的银行。据资料记载,在英国,仅英格兰和威尔士两地,1841年股份银行为115家,1865年已达到250家。在金融领域的竞争中,股份制银行明显占据优势,很快统治了英国的金融市场。在生产领域,股份公司的发展也很快。特别是最先在英国兴起的产业革命浪潮,为股份公司发展创造了前所未有的社会经济条件。在产业革命中,机械大工业在规模和范围上都突破了传统生产方式的界限。发展社会大生产所要兴办的大型工程,如矿山的开采,铁路的铺筑,是单个私人资本力所不能及的,在这种情况下,能够把零散的资本集中到一起的股份公司,自然就成了一个具有生命力的企业制度。通过股份公司把分散的资本集中到一起,使兴办大型工程不受私人资本的限制。因而,我们可以说,股份公司实现的资本集中,在客观上为产业革命所创造的社会化大生产方式提供了资本保证。如果没有股份公司制度,很难想象产业革命推动社会生产力能那样高速发展。

19世纪中期,发生了比英国第一次产业革命规模更大的第二次产业革命。像第一次产业革命一样,这次产业革命极大地提高了社会分工和协作水平,促进了企业规模迅速扩大。在此背景下,只有众多的私人资本集中起来,才能从事这些大企业的生产经营活动,于是股份公司集中资本的范围进一步扩大,集中资本数量也越来越多。在英国1862—1886年平均每年新建的股份公司就有1041家,仅1897年一年,英国就组建了4975家股份公司。

第二次世界大战后,在西方国家发生了第三次产业革命,这次产业革命比前两次产业革命的规模更大,影响更为深远。科学技术在生产领域的广泛应用,使生产经营活动和资本运用开始超越国界,新型企业跨国公司大量涌现,这就对资本的进一步集中提出了更为迫切的要求。于是,明显带有垄断特性、各类企业相混合的股份公司迅速发展起来。

经过几百年的成长和发育,股份公司在发达的西方国家已成为一种普遍通行的企业组织形式,在全部企业中占统治地位。据有关资料统计,1980年,美国已有271万家股份公司,其营业收入占美国全部企业收入的88.9%;1982年,英国已有股份公司60多万家,其生产总值占全国生产总值的51%;在日本,1983年拥有资本1000万日元以上的股份公司达23万多家,约占同类规模企业总数的87%,拥有资本1亿日元以上的股份公司16891家,占同类规模企



业总数的 99%。

伴随着股份制度的发展,有关法律制度也逐渐完善起来。在这个过程中,西方各国通过制定商法、证券法、公司法、破产法、海商法等一系列经济法律,来规范经济行为,协调经济关系,限制、克服和消除股份制度的消极因素,以利其积极作用的发挥。

在我国,股份制度最早是随着帝国主义的入侵而被带进来的,最先出现在列强在我国开办的工商、金融企业中。例如 1862 年在上海开办的美国旗昌轮船公司,1872 年创立的英商太古轮船公司,都实行了股份制集资,股份多数为华商购买。1873 年在上海开办的上海轮船招商总局,是由中国人自己创办的第一家股份公司。但是在民族资本企业内部,股份公司形式并不发达,股份制度始终没有占据主要地位。这主要是因为旧中国腐败的社会制度所决定的,外国资本和官僚政权的压迫,以及商品经济和信用关系没有真正发达起来,使用股份制度难以发展。

通过对股份制的历史考察,不难发现,商品经济和社会化大生产的发展,是股份制产生、存在和发展的根本原因。

马克思曾对股份公司制度进行过精辟的论证。他认为:

首先,股份公司制度是商品经济和社会化大生产的产物。股份公司产生和发展的经济根源在于存在着私人资本积累的有限性同发展社会化大生产要求巨额资本之间的矛盾。生产的社会化使其规模越来越大,创办企业和实现扩大再生产所需的资本量不断增加。只有拥有巨额资本才能利用规模经济效益,才能在激烈的竞争中发展壮大。但是私人资本主义的生产资料占有形式却使资本分散在各个资本家手中,单纯依靠企业获得的一部分剩余价值转化为资本,即个别资本自身的积累,是远远不能满足社会化大生产的需要的。股份公司的出现有助于缓解这一矛盾,它通过发行股票可以在短时间内把大量资本集中在股份公司手中,尽快用于企业的发展。因此,在资本主义社会,股份制所起的作用主要是使资本从分散走向集中,从而适应商品经济和社会化大生产不断发展。

其次,股份公司制度是在资本主义范围内的一种积极扬弃。股份公司制度的积极意义不仅在于弥补个别资本积累的不足,促进生产规模的扩大,而且在于使私人资本直接取得了社会资本的形式,使私人企业在形式上表现为社会企业,因而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。正是在这个意义上,马克思才肯定私人资本向股份公司转变在经济上是一种进步。

## 第二节 股份制度的功能与作用

### 一、股份制度的功能

一般来说,股份制度具有两大功能:一是筹集社会资金;二是改善和强化企业的经营管理。但是,从股份制度产生和发展的历史进程来看,股份制度的这两大功能并不是同时产生的,而且这两大功能在不同时期所处的地位也不相同。

### 1. 股份制初期的功能

前已述及,股份制度起源于商品经济发展到一定阶段的资本主义社会,并且它是随着商品生产的社会化程度日益提高,生产资料越来越为大批人共同使用,从而内在要求生产资料的占有必须采用一定的社会化形式的条件下产生的。无论是15世纪出现的比较原始的股份制度,还是18、19世纪普遍组建的股份有限公司,都是因为企业生产规模日益扩大,单个资本或资本单个私人所有的形式已无法满足资本日益集中的需要,从而采用向社会发行股票集资或把现有分散的单个私人所有的资本以股份形式联合起来的方式而组建起来的。正如恩格斯所言,猛烈增长的生产力对它的资本属性的这种反抗,要求承认它的社会性的这种日益增长的必要性,迫使资本家阶级在资本主义关系内部一切可能的限度内,愈来愈把生产力当作社会生产力来看……。资产阶级要是不把这些有限的生产资料从个人的生产资料变为社会化的,即只能由大批人共同使用的生产资料,就不能把它们变成强大的生产力。所以,股份制度产生和发展的初级阶段所要解决的主要问题是把私人所有、私人占用的资本变成私人所有、社会占用的资本,也就是说,在股份制初期,筹集(或集中)资金是股份制的主要功能,这方面比较典型的例子是西方诸多国家铁路运输业的建立和发展。对此马克思曾指出,假如必须等待积累去使某些单个资本增长到能够修筑铁路的程度,那么恐怕直到今天世界上还没有铁路。但是,通过股份公司转瞬之间就把这件事完成了。

### 2. 股份制成熟时期的功能

随着生产力的进一步发展,特别是17世纪第一次从法律上确认了股份公司作为独立的法人只承担有限的债务责任的地位后,股份制越来越成为一种十分普遍的企业形式;同时股份制本身也经历了不断的演变和完善,并对企业的经营管理体制产生了深远的影响和作用,使现代企业经营管理方式发生了革命性的变革。到了20世纪,尤其是20世纪60年代后期,西方国家的股份公司普遍出现了所有权与经营权分离现象,原来由公司所有者的法人代表公司董事会所掌握的经营管理权和部分决策权,逐渐转移到了专门从事经营管理活动并有丰富管理经验的公司经理阶层手中,形成了西方社会中一个比较独特的企业家阶层,他们越来越成为社会经济发展不可缺少的中坚力量。股份制的这种内在完善以及由此引起的一系列企业经营管理体制的变化,如所有权和经营权的分离,经营管理活动作为专门的劳动和职业等,在一定程度上打破了所有者一定是经营者这一传统制度对企业发展的约束,避免了因所有者经营才能的局限而对企业发展可能产生的不利影响,从而使资本主义企业在不动资本主义私人所有这一根本制度的前提下,在一定程度和范围被注入了新的活力和生机,增强了企业的灵活性和应变能力。所以,在股份制发展的成熟时期,这种新型的股份制通过对资本主义企业传统经营管理机制的扬弃,而摆脱了资本所有者因经营管理才能的局限对企业的生产及经营管理的约束,改善企业经营管理体制成为现代股份制度的一大功能。

由此可见,股份制作为一种比较完善的,同时具有改善、强化企业经营管理机制的企业组织形式,是经过一定时期的不断演变和发展而形成的。今天,现代股份制度之所以能够得以流行,除了考虑筹措资金这一因素之外,恐怕主要是想利用股份制特有的功能,也就是说,在股份制已发展到比较完善的今天,改善和强化企业的经营管理机制已成为主要功能,而融资功能作为其固有的本能而成为次要功能。

## 二、股份制度的作用

股份公司产生和发展的历史也表明,股份制度是商品经济和社会化大生产的必然结果。作为一种经济文明之果,股份制对经济的发展起到了重要作用。

### 1. 股份制是筹集资金的一种有效形式

股份公司的建立,打破了个别资本所有权的局限性,促进了资本的集中,这是由股份公司通过发行股票集资所显示出的特点决定的。首先,股票无固定利息负担,股利的多少由企业的经营状况决定,当企业经营不善以致发生亏损或破产时,股东将得不到股利;而当企业经营景气时,股东能获得相应的高额股利。因此,从股份公司发行股票一开始,就把投资与公司的生产经营活动联系在一起了,促使股东关心企业的命运。其次,股份公司筹集资金时,所发行的股票代表股东对企业的所有权,股东投票选出董事会,由董事会确定经营管理人员而实行对企业的控制。那些掌握小额股票的股东虽不能决定公司的总经理人选,直接参与或控制企业,但他们可以通过股份出售或购买股票行使其所有者的权力,通过股票价格机制来间接影响企业的经营决策。再次,股票具有不可兑性和流通性,这样就为股票投资者提供了便利,特别是各种优先股和小额股票的发行,对广泛吸收社会闲散资金起到了积极的促进作用。

### 2. 实现资本所有权与经营权的分离,优化公司的经营管理

从西方发达国家的经济发展轨迹看,其早期管理尚未超脱自然条件下的单个生产主体的自我管理模式,资本家一身兼任资本所有者和经营者双重职能。但是,股份制度出现后,股份公司的管理模式中的管理者与生产者是分离的,资本个人的所有权和经营权也是单纯的。正如马克思所言:实际执行职能的资本家转化为单纯的经理,即别人的资本的管理人,而资本所有者则转化为单纯的所有者,即单纯的货币资本家。这种分离一方面使分散于社会的资本所有权,被一个强大的经营权所集中和统一;另一方面还使生产的管理由资本家的皮鞭变为科学的管理方式,推动经济的迅猛发展。

### 3. 股份制有利于资源的合理配置

在股份制中,若股份分散面广,则企业的经营决策和管理者无论是贯彻了还是违背了股东的意志和利益,股东都可通过购买或抛售该公司股票,以示对企业经营者的支持或反对,奖励或惩罚。对于政府的宏观决策,股东也可以通过购买或抛售股票做出反应。可以说,这是一种有效的反馈机制。这种反馈机制最终将资金转移到投资效益高的企业,而资本效益低的企业因得不到公众的支持最终将不得不关、停、并、转,结果使资源包括人、财、物得到合理的配置。

### 4. 实现有限责任的承担,分散投资风险

按照股份制度的要求,股份公司的股东在其所认购的股份限额内对公司担负责任,除此之外,股东不直接负有任何连带责任。股东对公司的债权人并不直接发生法律关系,公司债务完全以公司财产清偿。由于公司财产的原始成分是由股东出资组成的,且公司财产又是公司清偿债务的基础,所以股东对公司债务负有一种间接有限责任。也正是由于这种有限责任原则,使得股份公司能够成为分散投资风险的一种良好企业形态,使得这种企业形式与社会及其经济发展相适应而经久不衰保持下来。

### 第三节 我国实行股份制改革的重大意义

通过对股份制的历史考证与功能、作用分析,我们不难看出,股份公司制度是商品经济和社会化大生产的产物,作为一种优秀的企业组织方式,它使社会经济得到了全新的改观。股份公司制度的主要特点是进行社会联合生产与经营,是财产共有制的一种形式。这种所有制形式,既吸纳了私有制的某些长处,也能吸纳公有制的某些长处,因为它能更充分地容纳公平、自主积累及强化责任和风险约束,并且,股份制下的企业也因产权的明确,所有权与经营权的分离,而使经营管理效率提高,资源能够得到合理配置,提高企业的微观经济效益和国家的宏观经济效益。作为社会经济文明演化发展的产物,它有极大的适应性,它既可以为西方资本主义所用,也可以为我国社会主义所用。

随着我国经济体制改革的不断深化,股份制改革在我国正广泛推广,推行股份制对于我国进一步深化改革具有重大意义。

#### 一、推行股份制有利于现代企业制度的建立

我国经济体制改革的一个重大课题就是建立现代企业制度,搞活国有大中型企业。改革的目标就是要使企业真正成为自主经营、自负盈亏、自我发展的商品生产者,同时,使国家对企业的管理从直接控制转为间接控制。而股份制的实施使搞活企业真正具有可能。首先,实行股份制有利于加速企业的政企分开。实行股份制后,企业推行董事会领导下的总经理负责制,企业的最高权力机构是股东大会,总经理拥有企业日常生产经营的决策权,股东会有重大决策的审批权,这种权力从政府机构向企业转移及权力在企业内部的制衡,有利于克服政企不分的弊端,确立企业的自主地位。其次,实行股份制,有利于所有权与经营权的彻底分离。股份制推行后,具体到每一个企业而言,该公司的所有者——股东要把企业委托给经营者——总经理、厂长等经营管理,股东只是通过股东大会和董事会对企业的经营与发展提出指导。经营者可以面向市场做出经营决策,而股东的利益要以通过股息和红利体现出来。股东可以根据经营者的实际经营状况决定其去留。这样就使所有权与经营权的分离落到了实处,避免了政府或主管部门对企业的过多干预。

#### 二、推行股份制有利于增强企业的自我约束机制

我国开始经济体制改革以来,国家虽然扩大了企业的自主权,且采取了各种措施使企业实行独立的经营与核算,但由于生产资料不属企业所有,全民利益很难成为企业利益的具体组成部分。因此,企业自然注重短期利益、集体利益和职工个人利益,很少顾及全民利益和长远利益,这就必然导致出现企业行为不合理。尤其是在现行体制下,企业领导人往往跟国家行政体系联系较近,其工作成就与其职位的升降和物质利益联系很紧。再加之任期中对企业领导人的近期责任考虑较多,对企业长远发展考虑较少,以致出现了短期行为。更有甚者,一些企业

只注重集体利益和个人利益,一方面尽可能将企业利益分配中获得的收入转化成为职工个人收入和用于一些非生产性建设投资;另一方面极力向国家争投资、争设备,从而给国家经济建设和企业发展都带来了一定的危害。而实行股份制后,特别是实行企业内部持股,由于股份制企业的领导和广大职工都是企业的股东,其股份具有永久性,他们投资入股收益的多少不仅取决于企业的近期状况,而且与企业的长远发展密切相关。于是企业领导既要考虑他们的近期利益又要考虑他们的长远利益,从而可以防止企业短期行为的发生。同时,企业为了自身的竞争力,不可能只注重企业内部的个人利益,不会尽可能地将企业形成的利润向企业内部个人收入和非生产性投资倾斜。这样不仅能够有效地遏制企业行为的短期化,而且还有利于缓解消费基金增长过快和强化企业扩大再生产的投资行为,使企业行为趋于合理。

### 三、推行股份制有利于企业存量资产的重新优化配置

多年来我国通过大规模的经济建设,建造和购置了大量的资产,但由于种种原因,这些存量资产的闲置、浪费现象十分普遍,而传统的公有制无力解决这一问题。而实行股份制后,企业之间的横向联合、合并、兼并或分立就具备了一个十分有利的条件,不同企业之间既可以通过掌握股份的方式兼并其他企业,利用其他企业的资产,也可由几个企业通过以资产作为股份的方式联合组成新的企业,并且这种企业间存量资产的优化组合在股份制条件下,可以避开所有制的羁绊,在中央企业、地方企业、集体企业、私人企业之间,在不同地区、不同部门、不同层次的企业间展开,并且通过这种资产的优化组合使企业之间由生产联合,形成更强大的联合体,依靠规模效益创造出新的生产力。

### 四、推行股份制有利于企业内部明确权、责、利关系

我国经济体制改革的一个重要内容是兼顾各方面的利益并使其做到权、责、利的有机结合,股份制企业在这方面能够起到的积极作用可能是其他任何组织方式所无法比拟的。在股份制企业中,投资者以股份的形式提供自己的资金给企业作为生产经营资金使用,并且又以股权的形式参与企业经营成果的分配,由此也就决定了投资者格外关心企业的经营管理和经济效益。尤其是在公司内部招股的企业,投资者本身就是生产劳动者,企业经营得好坏,不仅关系着他们提供劳动的收益(工资、奖金),而且关系着他们提供资金的收益(股息、红利),因此企业的生存和发展与他们的经济利益息息相关,这样必然能够最大限度地调动企业职工的生产积极性。对于企业的经营者来说,他们对投资者负有直接的经济责任和法律责任,企业经营的成败与他们个人的前途、命运有着必然联系,由此也就决定了他们必然千方百计地提高决策和管理水平,努力改善经营管理,不断提高企业的经济效益。

### 五、推行股份制有利于企业筹集资金

在我国现行的财政和税收体制下,企业依靠税后利润来进行自我改造和自我发展是极为有限的。另一条出路则是向银行贷款,但更多的情况是银行信贷资金紧张,企业求贷无门。在这种情况下,如果通过创办股份企业,资金问题便可以很容易得到解决。据调查,广东佛山国

棉二厂在激烈的市场竞争中,在上级没有投资拨款、银行不给贷款的情况下,他们打破了当时国营企业不能发行股票的清规戒律,从 1982 年开始以发行股票的形式动员企业内部职工投资入股。一年多的时间里,筹集资金近 45 万元,购置了 64 台宽幅织布机,取代了旧的生产设备,同时也大大地补充了生产流动资金,使该厂一年内增加了 75 万平方米的生产能力,年增产值 400 多万元,利润 40 多万元,同时使该厂的市场竞争能力大大提高。

### 六、推行股份制有利于促进外资的引进

改革开放以来,我国在引进外资方面取得了一些成就。目前我国引进外资的基本方式有两类:一类是直接引进国外的技术设备,即通过合资经营、合作经营、合作开发和三来一补方式引进外资。另一类是从国外借入资金,即通过向外国政府和国际金融机构贷款、商业银行贷款、出口信贷、租赁信贷和发行国际贷款等方式从国外引进资金。采用如上这些引进外资方式虽然都有其各自的优点,但或多或少也都存在着一些问题,这些问题在一定程度上,妨碍着外资长期大量的引进。例如目前采用最多的引进外资方式——合资经营,虽然对外商具有一定的吸引力,但是外国人一直认为采用这种方式向中国投资,存在着投资风险大,对企业财产没有永久性的所有权,而且资本转移困难等一系列问题,所以尽管我们给予种种优惠,但外国投资者仍还是忧心重重,谨小慎微,不敢果断地大规模投资。而股份制企业就可以克服上述这些弊端,因为股份制企业一般要公开企业的财产和经营状况,有利于外国投资者进行科学的投资决策;投资后取得公司股票,股票可以自由买卖,外国投资者可以随时实现资金的转移;此外股份制企业的产权具有永久性,外国投资者购买了股票即获得了永久性的产权。所有这些对于坚定外商投资信念,进一步促进外资引进的增长具有诸多积极意义。

## 第四节 股份制公司的种类与形式

### 一、无限责任公司

无限责任公司是由两个以上股东组成,全体股东对公司债务负有连带无限责任的公司。所谓连带无限责任,是指当公司因负债过多或其他原因而破产,用公司本身的财产不足以清偿债务时,所余债务则必须由股东以自己的其他财产来偿还,他们甚至可能因清偿债务而倾家荡产。

在西方,无限责任公司通常是以一个或两个股东的名字作为公司的名称,以股东个人的信用、声誉、地位作为对外信用关系的基础。公司股东主要由父子、兄弟或亲属组成,资本由公司股东共同集资。

无限责任公司的股东一般要参加管理公司事务,其所有权与经营权结合在一起。法律规定他们可以对公司财务状况保密,这是这类公司的特殊待遇。一般经营管理能力强的投资者多采用这种形式,以便由自己经营。但因公司股东所负责任大,风险大,因此难以集中起大量

资本,公司规模一般都比较小。

## 二、有限责任公司

有限责任公司是由少数股东组成,各个股东对公司所负责任仅以出资额为限的公司。这种公司大多是中小企业,它允许股东成为公司雇员,股东大都积极参与公司的经营管理活动。

有限责任公司的主要特点是:

(1)股东一般协商确定各自的出资额,由公司出具书面的股份证书,作为股东享有公司权益的凭证。公司不得邀请公众公开认购其股份,也不能发行股票。

(2)公司成员所持股份证书可以在成员之间进行转让,但不得向公司以外人员随意转让,如因特殊情况必须向外转让,要经过公司全体股东一致同意方可进行。

(3)法律允许这种公司的所有权与行政管理权结合在一起,不必分离。

## 三、两合公司

两合公司是由无限责任股东与有限责任股东结合组成的公司。这种公司至少有一名股东是无限责任股东,他们对公司债务负有连带清偿的无限责任,由他们直接经营管理公司。有限责任股东仅以出资额为限对公司负责,不参与公司的经营管理,对外不能代表公司,他们所掌握的股份,在未得到无限责任股东超过半数的同意时,不得转让他人。

以上三种股份公司虽然都是由出资人集资组成,但其共同的特点是不采用股票形式筹集股本,即不把公司资本划分为若干平均等额的股份,并用股票来表示,当然也不发行股票。它们的出资人数较少,投资额在公司章程或联合经营的契约中有明确规定,出资者可以用现金,也可以用财产、劳务或者本人信用作为对公司的投资,所以它们并不是标准的股份公司。

## 四、股份两合公司

股份两合公司是类似于两合公司,但可对外公开发行股票的股份公司。这种公司除具有上述两合公司的基本特点外,与两合公司的不同之处只在于有限责任部分的资本可分为等额股份,可以发行股票,其股东仅就其认购的股份负责。这种公司还可以由有限责任股东组成股东大会,选举监察人,监察公司事务,其决定对有限责任股东具有约束力。但有限责任股东一般不能代表公司,不能执行业务。

两合公司、股份两合公司组成的主要目的是把负有无限责任的经营人才与负有限责任的出资者结合在一起,发挥各自的特长。但出资者的出资一旦集中太多,将增加负无限责任者资本的危险性,因而也限制了资本的集中,限制了公司的规模。所以这两种两合公司的规模一般都不可能发展得太大。

## 五、股份有限公司

股份有限公司是通过向公众发行股票筹集资本,按照法定程序组织建立的股份公司。股

份有限公司是真正意义上的股份公司,一般人们所说的股份公司多是指股份有限公司。在西方,股份有限公司是最有代表性、地位最重要、采用最广泛的企业组织形式。

股份有限公司具有如下一些特点:

- (1)公司的资本划分为若干等额股份,用股票形式表现股份,由股东认购股票。
- (2)股票公开发行,可上市买卖,可自由转让。
- (3)公司实行有限责任制,全部股东均以出资额为限承担公司清偿责任,并以所持股份取得收益。
- (4)公司具有独立的法人地位,有其自身一套与所有权完全脱离的经营管理机构。
- (5)股东大会是公司的最高权力机构,由股东大会选举的董事会领导公司的一切活动。
- (6)公司的财务状况及经营状况按照法定要求向社会大众完全公开,以便社会监督和公众选择投资。



## 第二章 股份有限公司

### 第一节 概述

#### 一、股份有限公司的概念

股份有限公司简称股份公司,在西方一些国家,又称为公开公司或公众公司。股份有限公司是公司制的基本形式之一,它是指注册资本由等额股份构成并通过发行股票(股权证)筹集资本,股东以其所认购股份对公司承担有限责任,公司以其全部资产对公司债务承担责任的企业法人。

股份有限公司是典型的资合公司,即公司的设立和经营着重于公司的资本数额或规模。股份有限公司的信用基础是公司本身的条件,如资本是否雄厚、经营是否成功,与股东的信誉无直接关系,这与注重股东个人信誉,具有人合公司因素的有限责任公司是不同的。因此,任何愿出资的人都可以成为股份有限公司的股东,不受资格和人数的限制。股东实际上是单纯的股票持有者,其权益主要体现在股票上,股票数量越多,拥有的权益越大,这种权益并随股票的转移而转移。

股份有限公司的资本总额平均分为每股金额相等的股份,以便根据股票数量计算每个股东所拥有的权益。这是与有限责任公司股份的划分所不同的。有限责任公司资本总额的股份数与股东人数相等,每一股东只持有一份股份,每一股份所代表的出资额有多也有少。在证券交易所上市的股份有限公司,其股票可以在社会上公开发行,并可上市自由转让。而有限责任公司不能在社会上公开发行股票,股东的出资证明书也不能公开交易,只能依法转让。

为了保护股东和债权人的利益,各国公司法都要求股份有限公司的账目必须公开,定期公布公司的年度报告和资产负债表。而有限责任公司的年度会表册则不需强制公开和审计。

以上各点足以说明,股份有限公司与有限责任公司是两种不同的公司形式,各有优缺点。股份有限公司最大的优点是有可能获准上市成为上市公司,上市的股份有限公司可以向社会公众发行股票,从而具有强大的筹资能力,使公司迅速扩展规模,增强在市场的竞争力。同时,公司股票通过证券交易所交易转让,既可提高资本的流动性,又可通过股东的资金流向对公司

形成强大压力,促使公司努力提高经济效益。股份有限公司的缺点在于,公司设立程序较复杂,组建不方便;公司的营运状况和财务状况向社会公开,不易保密;众多的股东主要是为了获取股利和赚取股票交易差价而购买公司股票,缺乏对公司发展的真正关心。股份有限公司在这些方面的劣势,正是有限责任公司的优势。因此,从适应性讲,股份有限公司的形式适用于大中型企业,有限责任公司的形式适用于中小型企业。

但是,股份有限公司和有限责任公司毕竟都属股份制公司,具有许多相同之处,例如,公司本身都具有独立的法人资格,公司的资本都是来自股东的投资,股东均以出资额为限对公司的债务承担有限的清偿责任,都能够有效地实现出资者所有权与公司法人财产权的分离。在企业实行公司制的改革中,到底采用哪种公司形式,应根据企业内外的主客观条件而定。

## 二、股份有限公司的历史沿革

关于股份有限公司的起源,国内外学者众说纷纭,莫衷一是。有的认为,古代希腊和罗马就有现代股份有限公司的雏型,如当时由收税承揽人所组成的租税团体。有的认为,中世纪,地中海沿岸诸国商人组成的“康枚达”、意大利在热那亚市组成的圣乔治银行、米兰市组成的圣安普罗地银行等,是早期的股份有限公司。有的则认为,股份有限公司起源于17世纪荷兰及其他北欧国家所设立的殖民公司,其中,以荷兰于1602年成立的荷兰东印度公司是近代股份有限公司的最典型代表。

按照历史唯物主义和辩证唯物主义的观点,应该说,股份有限公司的产生和发展,是人类社会经济长期发展的产物。具有现代意义的股份有限公司,是伴随资本主义经济的产生和发展出现于17世纪的欧洲。资本主义的主要矛盾是生产资料的私人所有制和社会大生产的矛盾,这一矛盾是股份有限公司产生的根本经济原因。16世纪以后,由于新大陆的发现和新航线的开辟,国际贸易逐渐由地中海转向大西洋,西欧的一些国家为了获取财富,采取了重商主义政策,并对外采取殖民主义,以实现其经济和政治目的。这样,荷兰、英国、丹麦、葡萄牙等国先后在国外一些地区成立了从事垄断贸易的公司,如1602年成立的荷兰东印度公司,1601年成立的英国东印度公司等。其中,影响最大的是英国东印度公司。该公司开始是一个临时性组织,投资的商人有100人,主要从事海上贸易和运输。公司每航行一次,募集一次资本,航行结束,将出资退还投资者,并将所获利润按出资多少在投资商人中进行分配,有时一次单航行的利润就高达32%。从1601年到1617年,该公司共航行12次,其组织逐渐趋于稳定,于1613年正式改为股份有限公司。

从18世纪到19世纪,西方的一些国家先后完成了产业革命,实现了由工场手工业向机器大工业的过渡,使资本主义生产关系迅速发展。股份有限公司提供了生产者与生产资料分离的理想组织形式,因此,股份有限公司在西方的资本主义国家得到迅速发展,其成立由过去的政府或皇室特许变为按法律核准,其适用范围从航海业逐步扩展到银行、交通、钢铁、纺织、采矿、保险等行业。

股份有限公司在中国出现于19世纪中叶以后,从国外引进而来。由于封建主义的腐败和帝国主义列强的侵略,1840年鸦片战争以后,旧中国逐渐沦为半殖民地半封建性质的国家,随着帝国主义经济和政治的入侵,外国资本开始在中国创办股份有限公司,最早的是1864年在上海成立的煤气股份有限公司。19世纪60年代以后,清政府推行洋务运动,促进了股份有限

公司的设立,如 1872 年成立的轮船招商局和 1880 年改组的上海机器织布局。与此同时,由民族资本创办的股份有限公司也开始发展,如江苏南通张季直于 1898 年集股创办的大生纱厂等。

1903 年和 1904 年,清政府先后颁布了奖励公司章程和商律及公司注册试行章程,股份有限公司在中国才逐渐得到发展。1929 年,中华民国政府制定新公司律并于 1931 年开始实施,这在一定程度上促进了民族工商业的发展,也促进了股份有限公司的发展。但是,由于帝国主义、封建主义和官僚资本主义三座大山的重压,股份有限公司这一现代企业组织形式在中国大地上仍然举步艰难。到 1949 年新中国成立前,全国仅有股份有限公司约 8,100 家。股份有限公司在中国的春天,是新中国成立以后的改革开放新时期。

### 三、股份有限公司的特征

股份有限公司是由法定人数以上的股东组成,全部资本划分为等额股份,股份可以自由转让,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。据此,股份有限公司具有如下主要特征:

#### 1. 股东有下限无上限

各国的公司法都规定了组成股份有限公司的最低人数,即发起人人数,以保证公司所需的集资数额。法国的法定最低发起人人数为 7 人,德国为 5 人,意大利、奥地利等国为 2 人。中国公司法规定,设立股份有限公司,应当有 5 人以上为发起人,其中须有过半数的发起人在中国境内有住所,发起人认购公司应发行的全部股份。国有企业改建为股份有限公司的,发起人可以少于 5 人,但应当采取募集设立方式,即发起人认购公司应发行股份的一部份,其余部分向社会公开募集。由于股份有限公司是面向社会广泛集资且股东的流动性大,因此,各国公司法都只限制股东的最低人数,而不限股东最高人数,在实践中,有的股份有限公司的股东人数达数万人以上。这与有限责任公司对股东人数同时作下限和上限的规定是不同的。

#### 2. 公司股份采取股票形式

股份有限公司的资本划分为股份,每一股的金额相等。公司的股份采取股票的形式,股票是公司签发的证明股东所持股份的凭证。股票是股份的凭证,股份是公司资本的表现,那么,股票亦是公司资本的表现,这是股份有限公司区别不发股票的有限责任公司的重要特征。用每股价值相等的股票代表股份,使股份有限公司的集资和股份的转让规范化,便于吸引有不同资本额的股东的投资,也利于按照一票一权的原则实现持有不同数量股份的股东的权益,因此,具有重要的法律意义和实际作用。

按照股票票面有无金额分类,股票分面值股票和份额股票两种。所谓面值股票,是在股票票面上标明一定金额的股票。股票的面值代表一股或若干股资本额,中国和其他许多国家都采用面值股票的形式代表股份。所谓份额股票,是在股票票面上只标明一定股数而不标明一定金额的股票。这种股票虽然只有股数,但股东的投资额已反映在股份有限公司的账面上,并不影响股东的应有权益。相反,这种股票反而便于公司股份的分割,利于股票的流通。目前,国外一些国家发行股票正朝着无面额的份额股票方向发展。这是因为,份额股票具有如下优点:它的每一股都实实在在地代表着对公司的一部分所有权,而不致于与面值股票的名义价值相混淆。例如,某股份有限公司的资本均分为 1 万股股份,若某股东持有 1 股份额股票,那么

一目了然,该股东对公司的资本拥有万分之一的所有权,而用不着去研究该股东所持股票的市场价值或是账面价值。显然,份额股票真正代表着股份。

### 3. 股票可以依法自由转让

股份有限公司与有限责任公司不同,它是以资本或投资为存在基础的公司,谁拥有公司的股票,谁就是公司的股东,而不分公司内外、人数多少或是否相互认识,这就使股票的自由转让成为可能。股票依法自由转让,只引起原股东和新投资者身份和地位的变化,并不会影响股份有限公司总股本的变化和公司的存在。而且,股票依法自由转让,吸引了众多投资者对公司的投资,虽使股东人数经常发生变化,但却使公司的长期稳定有了可靠的投资保证。

股票的自由转让必须依法进行。中国公司法规定,股东转让股份,必须在依法设立的证券交易场所进行。可以在证券交易所转让股份、进行股票交易的股份有限公司称为上市公司,由于在证券交易所上市的公司较其他公司有一定的优越性,如有助于提高公司的知名度、资信度和促进公司的发展,因此,许多股份有限公司都想成为上市公司。但是,为了保证交易股票的质量,对上市公司的审查十分严格,能够上市的公司只能是股份有限公司中的极少数,多数股份有限公司的股票不是在证券交易所转让交易,而是以场外交易,即柜台交易的方式进行。

### 4. 股东仅对债务负有限责任

股份有限公司的资本是由股东认购股份而形成的,股东对公司的责任仅限于自己认购股份的数量,即仅在出资范围之内对公司债务承担清偿责任。这一特征与有限责任公司是完全相同的。但是,当股东尚未缴足认购股份的股款而公司又资不抵债时,公司有权要求股东补足欠缴的股款,用于清偿公司的债务。

## 第二节 股份有限公司的设立

### 一、股份有限公司设立方式

在公司制度的发展史上,世界各国在不同历史阶段,对公司设立采取不同的态度和原则。概括起来,大致可分为两大类态度和原则,一是自由原则,一是核准原则。自由原则是对公司的设立,全凭设立公司成员的意见,国家不加干预,设立公司无须履行任何手续。例如,欧洲公司兴起的初期以及法国大革命时期公司的设立就是这样。核准原则是对公司的设立,要符合国家规定的有关法规和经有关机关或首脑的批准,方能予以登记,赋予法人资格。例如,英国东印度公司于1600年获得女王的特许状,才取得掠夺印度和垄断远东贸易的特权;1720年英国制定“泡沫法”,规定经国会许可才能成立具有法人资格的公司;1825年英国废除“泡沫法”,规定只有符合有关法规,方可成立具有法人资格的公司。现在,这一原则已为多数西方国家所采纳。还有的国家规定,设立公司除应符合法定条件外,还得经有关行政机关批准。中国对公司的设立就是采取这种原则。

中国公司法对公司设立方式的规定是,股份有限公司的设立,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。募集设立,是

指由发起人认购公司应发行股份的一部分,其余部分向社会公开募集而设立公司。

募集方式设立公司又分定向募集和社会募集两种。所谓定向募集,就是由公司发起人认购部分股份,其余股份向一定范围的投资者(包括本公司内部职工)定向募集。所谓社会募集,就是由公司发起人认购部份股份,其余股份向社会公开募集。

采取发起方式设立和定向募集方式设立的公司,统称为定向募集公司;采取社会募集方式设立的公司,称为社会募集公司。定向募集公司在公司成立1年后增资扩股时,经有关部门批准可转为社会募集公司。

中国对股份有限公司设立方式的规定,是根据公司股份的不同形式而规定的,因此,每种公司的设立,都有一些特殊的程序和规则。但是,无论是发起设立或募集设立的公司,毕竟都是股份有限公司,都应当遵循某些共同的程序和规则,如符合相同的设立条件,均应由主管机关登记核发营业执照等。

### 1. 发起设立的股份有限公司

发起设立的股份有限公司,应由发起人认购公司应发行的全部股份。这一规定的含义有三点:一是发起人认购公司应发行的全部股份,是指认购公司发行的全部股份,不能只认购其中的一部分股份。二是所谓发起人,是指公司发行股份的人,其他法人或社会公众不能参加认购股份。三是在公司创设之前,就应完成股份的认购。

一般说来,发起设立股份有限公司比募集设立股份有限公司的程序较简单。中国公司法规定:以发起设立方式设立股份有限公司的,发起人以书面认足公司章程规定发行的股份后,应即缴纳全部股款;以实物、工业产权、非专利技术或者土地使用权抵作股款的,应当依法办理其财产权的转移手续。发起人交付全部出资后,应当选举董事会和监事会,由董事会向公司登记机关报送设立公司的批准文件、公司章程、验资证明等文件,申请设立登记。也就是说,采用发起设立方式设立股份有限公司,一般只经过订立公司章程、认足股份、缴纳股款、选举董事会和监事会、申请设立登记等步骤。

在以上设立步骤中,认足股份和缴纳股款是十分关键的两个步骤,这是与募集设立股份有限公司程序步骤的重要区别之一。

首先,发起人在订立公司章程时,应当对公司发行股份的总额以及是一次发行或分次发行股份作出具体规定。之后,由发起人认足股份。认足股份的含义有二:若章程规定一次发行股份,则发起人必须全部认购其股份;若章程规定分次或分期发行股份,则发起人必须全部认购其首次或首期发行的股份。关于发起人认购股份的形式,各国公司法规定不一,日本商法典规定,公司发起人必须采用书面形式认购股份。有的国家则认为,公司发起人的股份数额已作为绝对必要记载事项载于公司章程之中,因此,发起人无须再以书面形式认购股份。中国的公司法规定,发起人必须以书面认足公司章程规定发行的股份。这就是说,虽然公司的章程已把公司股份总数、每股金额、注册资本、发起人姓名或名称、认购的股份数等作为绝对必要记载事项记录在案,但是,发起人还必须以书面形式认足公司章程规定发行的股份,以进一步明确发起人对公司的义务和权利。

关于公司发起人缴纳股款的期限,各国公司法的规定也不一,中国台湾的公司法规定,首期发行股份的股款,发起人必须一次缴足,不能分期缴纳。日本商法典规定,发起人认足股份总数的同时,必须立即缴足股款。多数欧洲国家的公司法允许发起人可以分期缴纳股款,但首期缴纳的不得低于法定比例,例如,法国公司法规定,公司设立时,发起人必须以现金缴纳股票

票面价额的 25% 以上的股款,余下的股款在 5 年之内缴清。中国公司法规定,发起人以书面认足公司章程规定发行的股份后,应即缴纳全部股款。中国公司法之所以作出这样的规定,是为了确保公司的稳定和公司债权人的利益。

发起人缴纳股款的形式,世界各国都允许采用现金缴纳和实物缴纳两种形式。现金缴纳最常见;实物缴纳与现金缴纳并用时,现金缴纳额应在股款总额中占有一定的比例。而且,对实物缴纳,各国公司法一般都作了特别的规定和限制。例如,折抵股款的实物必须是公司生产活动所需要的;发行股份时,实物缴纳股款的必须立即全部缴清,不准分期缴纳;向公司不能只转移实物的使用权而不转移实物的所有权;实物的折价金额必须由其他发起人同意。中国公司法规定,发起人可以用货币出资,也可以用实物、工业产权、非专利技术、土地使用权作价出资。对作为出资的实物、工业产权、非专利技术或者土地使用权,必须进行评估作价,核实财产,并折合为股份,不得高估或者低估作价。土地使用权的评估作价,依照法律、行政法规的规定办理。发起人以工业产权、非专利技术作价出资的金额不得超过股份有限公司注册资本的 20%。国有企业改建为股份有限公司时,严禁将国有资产低价折股、低价出售或者无偿分给个人。以实物、工业产权、非专利技术或者土地使用权抵作股款的,应当依法办理其财产权的转移手续。

## 2. 定向募集设立的股份有限公司

定向募集设立的股份有限公司是募集设立的股份有限公司的一种。这种公司发行的股份,除由发起人认购一部分外,其余股份不向社会公众公开发行,而是向社会其他法人定向发行;经批准,可以向本公司内部职工定向发行部分股份。

定向募集设立的股份有限公司与发起设立的股份有限公司相比,其设立方式的相同之处在于,它们都是定向募集股份,前者限于发起人,后者限于发起人、定向法人和公司内部职工,故统称为定向募集公司。不同之处在于,前者仅限于由发起人认购公司全部股份,而后者除发起人之外,还可向社会上的其他法人和本公司职工募集部份股份。故前者称为采取发起设立股份有限公司,而后者称为采取募集方式设立的股份有限公司。

采用定向募集方式设立股份有限公司,是由中国股份制改革试点企业的实际情况决定的,是中国股份有限公司中的一种特殊类型。因此,中国有关部门对其设立有一些特殊的规定。国家经济体制改革委员会颁布的股份有限公司规范意见对定向募集公司作出了如下一些特殊的规定:

定向募集公司内部职工认购的股份,不得超过公司股份总额的 20%。发起人认购的股份,不得少于公司应发行的股份总数的 35%。

定向募集和发起设立的定向募集公司不得发行股票,应以股权证替代股票。股权证除应载明股票应载明的事项之外,还应载明认购与转让的范围。其股权证的转让,按其原持有人身份,在法人之间以及公司内部职工之间进行,本公司内部职工持有的股权证要严格限定在本公司内部,不得向公司以外的任何个人发行和转让。定向募集设立和发起设立的定向募集公司在公司成立 1 年以后,增资扩股时如需转为社会募集公司,扩大股份的认购和转让范围,应按有关规定经批准后方可进行,同时应换发股票。

## 3. 社会募集设立的股份有限公司

社会募集设立的股份有限公司,是募集设立的股份有限公司的一种。这种公司发行的股份,除由发起人认购一部分外,其余股份应向社会公开发行。与定向募集设立的股份有限公司

相比,社会募集设立的股份有限公司的特点是:向社会公开募集的部分股份,其募集对象可以是法人,也可以是自然人,具有不确定性;募集设立中,首先由发起人认购股份,剩下的才向社会募集,其认购在时间上有先后顺序;不得发行股权证,应发行股票。

社会募集设立的股份有限公司与定向募集设立的股份有限公司均属募集设立公司,其设立程序比发起设立股份有限公司和程序要复杂得多,大致按照如下步骤进行:订立公司章程;发起人认购股份;发起人募股;投资者认购股份;催缴股款;召开创立会;设立登记。

设立社会募集股份有限公司,发起人首先应订立公司章程,尔后,由发起人按照公司章程规定认购自己名下的股份。中国公司法规定,以募集方式设立股份有限公司的,发起人认购的股份不得少于公司股份总数的 35%。发起人认购的股份达到公司股份总数的 35%之后,才能向社会公开募集股份。

发起人向社会公开募集股份,必须经过有关机关的审核批准。在中国,发起人向社会公开募集股份时,应先向国务院证券管理部门递交募股申请。未报送有关文件,未经国务院证券管理部门批准,发起人不得向社会公开募集股份。

发起人在募股经批准后,应当制作认股书,以方便投资者认股。认股书是投资者认股的标准式的承诺文件,上面应当载明发起人认购的股份数,每股的票面金额和发行价格,无记名股票的发行总数,认股人的权利、义务,本次募集的起止期限及逾期末募足时认股人可撤回所认股份的说明等内容。在认股书上,应由认股人填写所认股数、金额、住所、并签名、盖章。

发起人向社会公开募集股份,应当由依法设立的证券经营机构承销,签订承销协议。同时,应当同银行签订代收股款协议。代收股款的银行应当按照协议代收和保存股款,向按规定期限缴纳股款的认股人出具收款单据。

发行股份的股款缴足后,必须经法定的验资机构验资并出具证明。发起人应当在 30 日内主持召开公司创立大会。创立大会由认股人组成。发起人应当在创立大会召开 15 日前将会议日期通知各认股人或者予以公告。创立大会应有代表股份总数二分之一以上的认股人出席,方可举行。

创立大会一旦确定公司设立并选举出董事会成员之后,董事会应于创立大会结束后 30 日内,向公司登记机关报送有关文件,申请设立登记。经公司登记主管机关核准登记,股份有限公司即告成立。

## 二、股份有限公司设立条件

国有企业实行公司制,是建立现代企业制度的有益探索。将过去的“工厂制”改组为“公司制”,是中国企业制度上的一次重大变革,其根本目的,是要彻底转换企业经营机制,建立适应市场经济要求,产权清晰、权责明确、政企分开、管理科学的现代企业制度。因此,国有企业实行公司制改组,一定要从中国的实际出发,严格按照国家的有关法律法规和政策规定进行。在中国企业股份制改革试点中,有的一度错误认为,搞股份制就是产权股份化和股票上市,仅仅把公司制作为筹集资金和扩大企业规模的手段,搞“翻牌公司”,使企业“穿新鞋,走老路”。这是完全违背建立现代企业制度的宗旨的。所以,国有企业在实施公司制改组过程中,首先要根据企业的自身条件,选择适合本企业的公司形式。目前,由于中国企业的公司制改组才刚刚开始,而股份有限公司设立程序较严格、公司章程较规范、公司账目必须公开,这对于多数企业来

说,一时难以做到。因此,国有企业实行公司化改组初期,宜先改组为股东较少、设立程序较简单的独股或多股的有限责任公司,待条件成熟,再依法转为股份有限公司。现在条件成熟的,有的可依法改组为吸收企业内部职工入股和社会定向法人入股的股份有限公司。特大型国有企业、可改建为有限责任公司控股的企业集团和股份有限公司控股的企业集团。上市的股份有限公司,只能是少数,必须经过严格审定。其次,国有企业无论改组为什么形式的公司,一定要严格按照国家的有关法规和政策规定进行,不能不讲条件和可能,一哄而起。

中国公司法规定,设立股份有限公司,应当具备下列条件:

(1)发起人符合法定人数。设立股份有限公司,应当有 5 人以上为发起人,其中须有过半数的发起人在中国境内有住所。国有企业改建为股份有限公司的,发起人可以少于 5 人,但应当采取募集设立方式。发起人不但要依法认购其应认购的股份,而且应承担公司筹办事务。

(2)发起人认缴和社会公开募集的股本达到法定资本最低限额。中国公司法规定,股份有限公司的注册资本为在公司登记机关登记的实收股本总额。其注册资本的最低限额为人民币 1,000 万元,由法律、行政法规另行规定的高于 1,000 万元的最低限额注册资本的除外。以募集设立方式设立股份有限公司的,发起人认购的股份不得少于公司股份总数的 35%,其余股份应当向社会公开募集。

(3)发起人发行,筹办事项符合法律规定。中国公司法对股份有限公司的设立方式和条件、发起人、订立公司章程、发起人认购股份、发起人募股、投资者认购股份、催缴股款、召开创立大会、设立登记等发行、筹办事项均作了具体的法律规定,发行人必须依法办事,严格遵守,规范化操作。

(4)发起人制订公司章程,并经创立大会通过。股份有限公司章程是关于公司组织及内外关系的生产经营活动的基本规则。在公司申请设立时,公司章程是必须向有关机关提供的文件;公司成立之后,公司章程是公司从事生产经营活动的重要依据。因此,发起人必须认真制订公司章程,并要提交创立大会通过。一个好的公司章程,必须充分代表投资者的共同意志,同时,符合国家法律法规和政策规定。章程经投资者代表签字同意与法定主管机关审查批准生效之后,不能随便更改。

(5)有公司名称,建立符合股份有限公司要求的组织机构。公司的名称从实质上讲只是公司的一个代号,但是,它在一定程度上也能表明公司的性质和特点。一般来说,公司名称只能登记、使用一个,不得使用同地区与其他公司相同的名称,不得使用对国家、社会或公共利益有损害的名称,依法设立的股份有限公司应在公司名称中标明股份有限公司字样。名称一旦由工商行政管理机关核准登记后,则在规定的范围内享有专用权,受国家法律保护。设立股份有限公司,还应按照公司法的规定,建立股东大会、董事会、经理机关、监事会等规范化的公司组织体制和管理体制,让制度发挥作用,克服人为因素的干扰。董事长是企业法人代表,总理由董事会聘任,对董事会负责,从而在经营者和生产者之间通过公司的权力机构、决策机构、监督机构形成各自独立、权责明确、相互制约的关系,并以法律和公司章程加以确立和实现。其核心是要建立股东、董事会、监事会和经理人员等分层次的组织机构和权力系统,形成协调所有者、法人代表、经营者和职工集体之间关系的制度和约束机制。同时,采用现代方法,加强企业的各项专业管理和综合管理。

(6)有固定的生产经营场所和必要的生产经营条件。公司固定的生产经营场所,如厂房、经销场所、维修和服务站、办公楼舍等,以及必要的生产经营条件,如技术、机器、人才、信息等,



是公司开展正常生产经营活动的物质保证,是设立公司的前提条件之一,必须基本具备。其中,公司的住所,即公司主要办事机构所在地,不仅是公司的主要经济活动地点,而且具有重要的法律意义,因此,公司的住所应载入公司章程,而且要申报给工商行政管理机关核准登记。

### 1. 股份有限公司的发起人

发起人即创办人,是指按照公司法订立发起人协议,提出设立公司申请,认购公司股份,并对公司设立承担责任者。

股份有限公司的发起人既是设立公司的必要条件之一,又是公司设立行为的实施者,要在公司设立过程中完成许多事务并承担法定的义务与责任。例如,订立公司章程,认购股份,募股,催缴股款,召开公司创立大会,等等。中国公司法规定,以募集设立方式设立股份有限公司的,发起人认购的股份不得少于公司股份总额的 35%;发起人缴纳股款或者交付抵作股款的出资后,除未按期募足股份、未按期召开创立大会或者创立大会决议不设立公司的情形外,不得抽回其股本;公司不能成立时,发起人对设立行为所产生的债务和费用负连带责任;公司不能成立时,发起人对认股人已缴纳的股款,负返还股款并加算银行同期存款利息的连带责任;在公司设立过程中,由于发起人的过失致使公司利益受到损害的,应当对公司承担赔偿责任。可见,公司的发起人一般不是参与或从事公司筹备活动的人,而是参与股份有限公司具体设立行为并负有法律责任的人。因此,发起人必须在股份有限公司章程上签名,以取得发起人身份。

股份有限公司的设立是一种法律行为,其发起人不仅是设立条件之一,而且要承担一定的法律责任,因此,各国公司法都对股份有限公司发起人的最低人数作了规定。日本、比利时、英国等国规定不得少于 7 人,德国规定不得少于 5 人,丹麦、西班牙等国规定不得少于 3 人,荷兰、奥地利等国规定不得少于 2 人,瑞典等国规定不得少于 1 人。中国规定,设立股份有限公司,应当有 5 人以上为发起人。国有企业改建为股份有限公司的,发起人可以少于 5 人,但应当采取募集设立方式。例如,1986 年,由武汉商场、武汉市工商银行、武汉市农业银行、武汉市建设银行、武汉市保险公司和武汉市针织厂 6 家单位充当发起人,发起设立了武汉商场股份有限公司。又如,位于四川省绵阳市的长虹机器厂,是一家研究生产军用、民用雷达和彩色电视机的大型国有企业,1988 年 6 月,由长虹机器厂独家发起并控股成立了四川长虹电器股份有限公司,并于 1988 年 7 月向社会公开发行人民币普通股票 3,600 万元。

参照国际上的通行做法,根据中国的具体情况,中国有关法规还对发起人的资格作了一些规定:一是发起人必须是法人,自然人不能充当发起人。这一规定主要是考虑到我国目前多数公民尚不具备认购相当数额股份的财产能力。二是对发起人住所的规定。在设立股份有限公司的 5 个以上发起人中,必须有过半数的发起人在中国境内有住所,即应是在中华人民共和国境内设立的法人(不含私营企业、外商独资企业)。三是对原有企业改组为公司的发起人的规定。原有企业改组为公司,原有企业可作为设立公司的发起人。不以原有企业作发起人时,原有企业的资产所有者应作为设立公司的发起人。

### 2. 股份有限公司的资本

中国《民法通则》第三十七条规定,必要的财产是法人成立的要件之一,企业只有拥有必要的独立财产,才具有法人资格,才能依法独立承担民事责任,从而成为民事关系的主体。股份有限公司是企业法人,应当拥有独立的法人财产权,因此,中国公司法把发起人认缴和社会公开募集的股本达到法定资本最低限额作为设立股份有限公司的要件之一予以规定。

企业的法人财产由两部分构成,一部分是由出资者注入企业的资金,另一部分是企业在经营过程中负债所形成的财产。其中,出资者注入企业的资本金是主体,是企业的净资产。股份有限公司的资本,就是指公司的净资产,它是在股份有限公司成立时,由公司章程规定并由股东缴纳股款所构成的公司财产总额。股份有限公司资本的基本构成单位是股份,故又称为股份资本或股本。

股份有限公司的资本应当由公司章程明确规定。若公司是发起设立,公司章程必须载明公司发起人认购的股份和应当缴纳的股款;若公司是募集设立,公司章程则必须载明发起人认购股份的数额以及对剩余股份进行社会募集的总数额。无论采取什么样的方式设立,总的股款数额都应当等于股份有限公司的资本,而且,必须是公司发起人或者股份的认购人实际缴纳的股款总数。

另外,股份有限公司的资本是指公司成立时确定的资本总额,即经过公司登记主管机关注册的注册资本。中国公司法规定,股份有限公司的注册资本为在公司登记机关登记的实收股本总额。股份有限公司注册资本的最低限额为人民币1,000万元。股份有限公司注册资本最低限额需低于1,000万元的,由法律、行政法规另行规定。这一规定有两层含义,一是在一般情况下,股份有限公司的资本必须在人民币1,000万元以上,以使公司的生产经营活动和公司债权人的利益有基本的保证;二是股份有限公司的资本区别于公司运营过程中的实有资本。公司成立后,随着公司经营状况的好坏变化以及社会宏观经济环境的变化,公司的资本会增加或减少,运营过程中公司的实有资本一般来说与公司成立时的注册资本在数额上是不相同的。

为了保证公司开展正常的生产经营活动和维护公司债权人的利益,股份有限公司成立之后,必须在运作过程中保持与公司资本数额和经营规模相当的实有资本,即坚持资本维持原则。为达到此目的,一是要不断补充公司在经营过程中所消耗的资本,例如,应建立公积金制度,在公司资本以外保留一部分准备金,以充实公司资本或弥补公司的经营亏损;建立固定资产折旧制度,把固定资产的折旧费列为折旧基金,用于固定资产的更新改造,使公司不因固定资产价值的实际减少而减少其资本。二是要限制公司不合理地运用其资本。例如,中国规定,禁止以低于股票票面金额的价格发行股票,以保证募足公司的注册资本数额;公司不得随意收回或买回已发行的股份,不得接受股份持有人以公司发行股票作为抵押品,等等。

但是,根据公司生产经营活动的需要和市场状况的变化,股份有限公司是完全可以增加资本减少资本的,可是,必须按法定程序进行。增加资本即增资,是指公司为了筹措资金、扩大经济规模、增加新设备、进行技术改造等原因,按法定程序增加公司的股份总数。其方式如发行新股、增加股份金额、公司债券转换成股份、公积金拨充资本等。减少资本即减资,是指公司因剩余资本过高、经营亏损等原因,按法定程序减少公司的股份总额。其方式如减少股份数额、减少股款数额等。股份有限公司的增资或者减资,都直接涉及公司、股东、债权人和公众的利益,是一件十分严肃的事,必须经过公司股东会的批准,必须修改公司章程,必须由公司登记管理机关进行增资或减资登记,方能生效实施。尤其是减资,对公司股东和债权人的利益关系更为重大,更应按照严格的法定程序实施。公司股东大会或股东会授权董事会作出减资决议后,公司必须书面通知或公告债权人,允许债权人在一定期限内提出异议,以保证债权人不致因公司减资而增加风险;公司登记管理机关应当发布减资公告,使公众了解公司减资后的真实资本情况。若公司是因资本过剩而减资,应按股份比例向股东发还股款或减少股东缴纳股款的义务。若因公司亏损而减资,应当由公司按比例消除股份。

股份有限公司的资本是企业法人财产的主体,从归属意义上讲是属于股东,但是,公司却拥有对资本独立支配的权利,即拥有企业法人财产权,这是建立现代企业制度,实行公司制的一项十分关键的举措,对于转换企业经营机制的意义十分重大。在中国传统的计划经济体制下,国有企业作为行政机构的附属物,没有独立的法人地位,没有独立的财产权,没有建立起财产约束机制,国家对企业负有无限责任,使企业并不是自主经营、自负盈亏的真正独立法人,严重影响了企业的活力。企业改组为公司之后,从根本上理顺了产权关系,实行出资者(股东)所有权与法人(公司)财产权相分离。出资者向公司注入资本金后,虽然依法仍对这部分财产享有一定的财产权利,但是,却与出资者的其他财产区分开来,不能再直接支配这一部分财产,也不能随意从企业中抽回,同时,以其出资额对企业承担有限责任并享受相应权益。而公司则可依法享有法人财产权的占有、使用、初始收益和处分权,以独立的财产对自己的经营活动负责。这样,出资者的所有权和公司的法人财产权,通过法律给予确认,具有不可侵犯性,受到法律的保护,从而使公司真正成为自主经营、自负盈亏、自我发展、自我约束的法人实体和市场竞争的主体。

### 3. 股份有限公司的创立大会

创立大会是设立股份有限公司的必经程序,它是在公司设立过程中由认股人所组成的决议机构。中国公司法对股份有限公司的创立大会作出了如下一些规定:

发行股份的股款缴足后,必须经法定的验资机构验资并出具证明。发起人应在 30 日内主持召开公司创立大会。创立大会由认股人组成。发起人应当在创立大会召开 15 日前将会议日期通知各认股人或者予以公告。创立大会应有代表股份总数二分之一以上的认股人出席,方可举行。创立大会行使的职权是:①审议发起人关于公司筹办情况的报告;②通过公司章程;③选举董事会成员;④选举监事会成员;⑤对公司的设立费用进行审核;⑥对发起人用于抵作股款的财产的作价进行审核;⑦发生不可抗力或者经营条件发生重大变化直接影响公司设立的,可以作出不设立公司的决议。

创立大会对上述所列事项作出决议,必须经出席会议的认股人所持表决权的半数以上通过。若发行股份的股款缴足后,发起人在 30 日内未召开创立大会的,认股人可以按照所缴股款并加算银行同期存款利息,要求发起人返还。

创立大会确定公司成立以后,董事会应在 30 日内向公司登记机关申请设立登记。

### 4. 股份有限公司的设立登记

股份有限公司的设立登记,是国家和地方各级工商行政管理局依照公司法规定的条件和程序,将股份有限公司设立的有关事项载入登记档案,以及进行审核是否批准股份有限公司成立的各种活动的总称。设立登记是股份有限公司完成设立活动的最后一个阶段的活动。在此之前,无论是发起设立式募集设立的股份有限公司,虽然完成了订立公司章程,认足股份或发起人认股、发起人募股、投资者认股、缴足股款或缴纳股款,选任公司机构或召开创立大会等程序,但是,还仅仅是一种臆想的公司,只是一个非法人团体,既无权利能力,又无行为能力,不能进行拟议中的生产经营活动。只有完成了设立登记这一程序,公司才作为一个客观存在的实体而存在,才可取得股份有限公司主体资格,正式以独立法人资格开展公司的生产经营活动。因此,各国公司法都对公司的设立登记规定了严格的条件和程序。中国公司法对股份有限公司的设立登记的具体规定是:

董事会应于创立大会结束后 30 日内,向公司登记机关(国家和地方各级工商行政管理局)

报送下列文件,申请设立登记:①有关主管部门的批准文件;②创立大会的会议记录;③公司章程;④筹办公司的财务审计报告;⑤验资证明;⑥董事会、监事会成员姓名及住所;⑦法定代表人的姓名、住所。

公司登记机关进行登记审批的程序分为受理、审查、核准、发照、公告等 5 个阶段。受理是接收办理公司登记的申请,经初步审查符合公司登记要求的,发给申请人申请登记注册书。审查是由公司登记机关依据公司登记法,对申请公司登记的内容及其提交文件的有效性、合法性和真实性进行全面审查。公司登记机关自接到股份有限公司设立登记申请之日起 30 日内作出是否予以登记的决定。对符合公司法规定条件的,予以登记,发给公司营业执照;对不符合公司法规条件的,不予登记。

公司营业执照签发日期,为公司成立日期。股份有限公司成立后,应当进行公告。公告形式依法确定,中国有关法规规定,股份有限公司应在其主要办事机构所在地的省市主要报纸上公告其成立。

股份有限公司经登记成立后,采取募集设立方式的,应当将募集股份情况报国务院证券管理部门备案。设立股份有限公司的同时设立分公司的,应当就所设分公司向公司登记机关申请登记,领取营业执照。股份有限公司成立后设立分公司,应当由公司法定代表人向公司登记机关申请登记,领取营业执照。

### 三、股份有限公司的设立审批

中国公司法规定,股份有限公司的设立,必须经过国务院授权的部门或者省级人民政府批准。并在公司登记前依法办理审批手续。这一规定是按照设立公司的核准原则而制定的,即设立股份有限公司除应符合法定条件外,还须经有关行政机关逐个批准,其目的在于强化公司设立中的国家管理职能,保证社会主义市场经济体制的建立,促进国有大中型企业实行公司制的改组健康地进行和发展。

根据中国目前的管理体制,股份有限公司的设立,应当依照有关法律和法规,报请政府主管部门、行业归口管理部门或政府授权部门批准。政府主管部门的审批,主要是从宏观调控的角度,对公司的产品或经营范围是否符合社会需要和行业发展要求,对公司是否具备能源、交通运输、原材料供应等生产经营条件,对公司的设立是否符合企业公司制改组的整体部署等方面进行审核。国家行业归口部门的审批,是对那些由国务院明文规定的从事某些特定行业业务活动的公司进行审批。例如,设立信托投资公司,除要经政府主管部门审批外,还要经中国人民银行审批。这是因为,信托投资属金融业,其归口管理属中国人民银行,因此,无论哪个部门的法人发起设立信托投资公司,都要经过中国人民银行审批。政府授权部门的审批,是由国务院授权某部门在某个时期对某个行业或某类公司进行审批。在中国经济体制改革的过程中,对许多公司设立的审批都是采取此种办法。实际上,省级人民政府的审批,就是由国务院授权的。在实践中,由于在深化改革中不断出现一些新情况、新变化,因此,国务院授权审批的部门经常发生变化。而且,对某些特殊公司的设立审批,往往要报请多个部门审批后方能申请设立登记。

国务院授权的部门或者省级人民政府对股份有限公司设立的审批程序大同小异。下面,以省级人民政府对股份有限公司的审批程序,说明之。

省级人民政府对股份制试点企业的管理和对股份有限公司各种资格的确定,按照如下程序进行:由省人民政府授权,省股份制试点领导小组(或省经济体制改革委员会)是全省股份制试点工作的最高领导决策机构,有的省还下设股份制试点联审小组,负责对本省范围内除计划单列市之外的地区申报股份制试点企业的资格进行审查审批。定向募集公司的资格由省体改委或省联审小组审批;社会募集公司的资格,由省体改委或省联审小组审查后报国家体改委审批。

获得了股份制试点企业的资格后,发行股权证、可转换公司债券的,还应由中国人民银行省分行进行审批;公司发起人向社会公开募集股份,必须向国务院证券管理部门递交募股申请,并报送有关文件,经批准后才能向社会公开募集股份。申请公开发行上市股票,先经国务院证监会认可的资产评估机构和会计师事务所进行资产评估和财务审核,再向省体改委或省联审小组提出申请,经证监会进行资格复审后,由上海或深圳证券交易所发行上市委员会审批,并报证监会备案(同时抄送证券委),15日内证券委和证监会无异议即可发行。股票公开发行后,要按上海或深圳证券交易所的要求作股票上市准备,何时上市,由证券交易所发行上市委员会批准确定。

另外,股份有限公司经营范围中属于法律、行政法规限制的项目,应当依法经过批准。

为适应社会主义市场经济的要求,尽快建立现代企业制度,今后,中国将随着企业股份制改革的深化,从改革现行企业登记管理制度入手,彻底改变目前公司设立的审批方法。改革的基本思路是:要由政府主管部门审批转为登记注册机关依法核准注册;从注重明确企业经营范围,转向明确企业的法律责任和组织形式;从注重审查审批机关提交的文件转向重点审查企业章程。总之,本着既规范又简便的原则,逐步推行一审一核的工作程序,最终实现登记注册管理制度。目前改革的主要内容包括:除公司法另有规定的外,取消行政主管部门的审批,由出资人直接向工商局申请登记注册。对其他企业,改革重点将放在清理行业归口管理部门的专项审批上。国家已放开的行业 and 商品,一般不再需要前置审批;涉及国家垄断、社会公共安全和人民健康的行业 and 商品,该由归口部门审批的还需审批。同时,淡化企业经济性质的登记,代之以企业组织形式或资本构成的登记;废止现行的注册资金制,代之以符合国际惯例的注册资本制。加强对企业名称的登记管理,适当集中名称的核准权。拓宽企业登记管理的范围,凡是作为市场主体从事商品经营和服务经营活动的单位,都要纳入登记范围。当前要着重对从事经营活动的事业单位及各种民间经营机构,逐步规范登记管理。并且,将建立企业违法档案,公开企业资料,把企业置于社会监督之下。通过这些改革,逐步做到明晰产权关系,实行政企分开,突出法人权责和科学管理,使企业成为依法设立、依法终止,由政府间接管理,真正自主经营、自负盈亏的法人。

### 第三节 股份有限公司的章程

#### 一、股份有限公司章程的制订

股份有限公司章程是设立股份有限公司的基本文件,它规定了股份有限公司组织和活动的基本行为规则,对内可约束和指导公司的行为,对外是他人据以了解公司状况和国家对公司实行监督管理的重要依据。因此,股份有限公司章程被称为公司的“宪法”。

股份有限公司的章程,由公司发起人在筹办设立公司的初始阶段通过协商制订。为了保持公司的稳定,防止因考虑不周将来出现问题和发生争议,也为了保护社会公众的利益,公司章程应当采取书面形式,而且,发起人必须在章程上签名或盖章,以表达发起人具有设立公司的共同意图,并共同参与了实现该意图的活动,从此确立了发起人之间以及发起人与未来公司之间的法律关系。发起人制订公司章程之后,应提交公司创立大会通过。

股份有限公司章程要真正产生法律效力,必须经过公司登记机关的核准登记。公司章程经发起人同意并签署但未经登记之前,只能算是章程草案,只是在发起人之间产生一定的法律效力。只有经过登记以后,才会产生公司章程所规定的法律后果,约束股东、董事、监事和雇员都必须遵守章程,公司的重大事宜,都必须依照公司章程来确定。正因为如此,中国公司法规定公司章程是股份有限公司申请设立登记时必须提供的重要文件之一。

公司章程一旦经公司登记机关核准登记,便不得随意修改。若根据需要必须修改公司章程,修改后的章程不得与有关法律、法规相抵触,并应依法定程序进行。修改公司章程的程序是:首先,由董事会提出修改章程的提议。尔后,通知股东并召集股东大会,由股东大会通过修改章程的决议。最后,由董事会依股东大会通过的修改章程决议,拟定公司章程的修改案。但是,若对公司章程作如下内容的修改,应报公司审批部门审查同意后,向工商行政管理机关申请变更登记:更改公司名称;更改、扩大或缩小公司的经营范围;增加或减少公司发行的任何类别股份的总数;更改公司全部或部分股份类别,以及更改全部或部分的优先权;增设新的股份类别;扩大股份认购范围或由定向募集公司转为社会募集公司,改变股票交易方式;增设或取消可转换债券;改变每股股票面额;章程确定需经股东会特别决议通过的其他条款的变更。除以上内容之外对章程的其他修改变动,公司应直接向工商行政管理机关申请变更登记。未经工商行政管理机关核准变更登记,任何对公司章程的修改均不得生效。章程修改经变更登记之后,公司应将所改条款通告股东。若章程修改涉及变更名称、住所、经营范围、注册资本等登记注册事项,以及要求公告的其他事项,应按有关规定予以公告。

#### 二、股份有限公司章程的内容

在世界上多数国家的股份有限公司的立法中,一般都按照绝对必要记载事项、相对必要记载事项和任意记载事项三类事项规定公司章程的内容。所谓绝对必要记载事项,是指公司章

程必须记载的事项,如公司宗旨、公司名称、发行股份总额、公司住所、发起人的姓名和住所等这些法律规定的绝对必要记载事项。若公司章程不记载这些内容,则公司章程无效,股份有限公司就不具备存在的法律基础。所谓相对必要记载事项,是指法律规定可以记载于公司章程中的事项,若不记载,仅表明公司章程无此项内容,对公司章程的效力并无影响。所谓任意记载事项,是指法律不强制记载或不提及记载的事项,记载与否,也不影响公司章程的效力。但是,任意记载事项的内容不得违反法律、法规和社会公共秩序的要求。总之,公司章程内容应充分体现公司法律制度的强制性和严肃性,应尽可能详细地规定公司章程的具体条款,以便使公司的对内对外行为有法可依,有章可循,减少或者防止因有关事项记载不全或不明确而导致的各种矛盾。

中国公司法规定,股份有限公司章程应当载明下列事项:①公司名称和住所;②公司经营范围;③公司设立方式;④公司股份总数、每股金额和注册资本;⑤发起人的姓名或者名称、认购的股份数;⑥股东的权利和义务;⑦董事会的组成、职权、任期和议事规则;⑧公司法定代表人;⑨监事会的组成、职权、任期和议事规则;⑩公司利润分配办法;⑪公司的解散事由与清算办法;⑫公司的通知和公告办法;⑬股东大会认为需要规定的其他事项。

## 第四节 股份有限公司股东和组织机构

### 一、股份有限公司股东

股份有限公司的股东,是指持有股份有限公司股份的人,即公司股份的所有人。公司股东的基本特征,就是取得该公司的股份。例如,公司的发起人在公司设立阶段认购股份并缴纳了股款,那么,在公司设立完成之后,便成为公司的当然股东;公司设立过程中或发行新股过程中的股份认购人,一旦缴纳股款,在公司设立完成或发行新股程序完成之后,便成为公司的股东;投资者在证券交易所进行股票交易,买进股票,便成为发行该股票的公司的股东;有的人通过继承方式,合法取得公司的股份,也成为公司的股东。

在世界上多数国家,对股份有限公司股东的资格没有限制,自然人、法人、政府都可以依法成为公司股东。在中国,从目前的具体情况出发,有关法规和政策规定对股东资格作了一些限制,例如,党政机关处以上干部、现役军人不能充当股份有限公司的股东。又如,中国发行的人民币特种股票(B种股票),需用美元购买,这就带有限制境外自然人或法人成为中国股份有限公司股东的性质。中国有关法律还规定,法人作为公司股东时,应由法定代表人或法定代表人的代理人代表其行使权利。

股份有限公司的股东按其持有股份的类别和份额享有相应的权利、承担相应的义务。以股东持有股份的类别区分,股东权分为普通股东权和特别股东权。普通股东权是指持有公司普通股份的股东所享有的权利,如普通股股东具有出席或委托代理人出席股东大会并行使表决权的权利,每一股都拥有同等表决权。特别股东权是指持有公司特别股份的股东所享有的权利,如优先股股东无表决权,但若公司连续三年不支付优先股股利时,优先股股东按有关法

律规定,则有权出席或委托代理人出席股东大会并行使表决权。股东的权益不仅与股份的类别有关,而且与所持有的股份数额的多少有关,一般而言,持有公司股份的数额越多,享有的权利和应承担的义务也就越大、越多。

为了有效协调股东之间、股东与公司之间、股东与公司债权人之间的利益关系,各个国家在对待股东的权益问题上,都实行股东有限责任原则和股东平等原则这两条基本原则。股东有限责任原则是根据股份有限公司制度的性质提出的,即股东仅在其所认购股份数额的范围之内承担出资义务,并间接地对公司债权人负有限责任。股东平等原则,一是指股东资格平等,即任何人一旦成为公司股东,就在公司范围内与其他股东资格平等,都享有一定的权利,承担一定的义务,二是指股份平等,即持有相同股份数额的股东,其享有的权利和承担的义务完全相同。换言之,股东持有股份数额越多,享有的权利越大,承担的义务越多。

股份有限公司股东的主要权利是:出席或委托代理人出席股东大会并行使表决权;依公司法、证券法及公司章程的规定转让股份;查阅公司章程、股东大会会议记要、会议记录和会计报告,监督公司的经营,提出建议或质询;按其股份取得股利;公司终止后依法取得公司的剩余财产;股东大会、董事会的决议违反法律、行政法规,侵犯股东合法权益的,股东有权向人民法院提起要求停止该违法行为和侵害行为的诉讼;公司章程规定的其他权利。主要义务是:遵守公司章程;依其所认购股份和入股方式缴纳股金;依其所持股份为限,对公司的债务承担责任;在公司办理设立登记手续后,股东不得退股;公司章程规定的其他义务。另外,公司股份的认购人逾期不能缴纳股金,视为自动放弃所认股份。对公司造成损害的,应负赔偿责任。

中国公司法规定,股份有限公司发行记名股票的,应当置备股东名册。股东名册是股份有限公司为记载股东和股票事项而依法设置的簿册,以便公司向股东履行义务,也有利于股东行使股东权利。例如,若要转让记名股票,必须将受让人的姓名、住所等记载到股东名册中,才能发生效力,表示股票转让已经完成,受让人才正式成为公司股东,才能享有作为股东的权利。股份有限公司的股东名册应记载下列事项:股东的姓名或者名称及住所;各股东所持股份数;各股东所持股票的编号;各股东取得其股份的日期。发行无记名股票的股份有限公司,不置备股东名册,但应当记载其股票数量、编号及发行日期。

## 二、股份有限公司股东大会

股东大会是由股份有限公司全体股东组成的公司权力机构,是股份有限公司的组织机构之一。

股东大会亦称股东会,是各国公司法规定的股份有限公司必须设置的组织机构。这是因为,股份有限公司的股东人数一般都较多,唯有由公司全体股东组成的股东大会,才能集中反映各位股东的意志,决定关系公司的重大事宜。股东大会行使权力的具体方式是召开股东大会会议,在会议上就公司的一切重大问题作出决议。但是,股东大会不直接介入公司的日常经营管理或其他业务活动,对内执行公司事务并对外代表公司的,是公司董事会,特殊情况是监事会。

股份有限公司的股东大会行使下列职权:①决定公司的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对公司增加或者减少注册资本作出决议 ;⑨对发行公司债券作出决议 ;⑩对公司合并、分立、解散和清算等事项作出决议 ;⑪修改公司章程。

股东大会应当每年召开一次年会。但是 ,若董事人数不足公司法规定的人数或者公司章程所定人数的三分之一时 ;公司未弥补的亏损达股本总额三分之一时 ;持有公司股份 10 % 以上的股东请求时 ;董事会认为必要时 ;监事会提议召开时 ,那么 ,应当在 2 个月内召开临时股东大会。

股东大会会议由董事会负责召集 ,由董事长主持。董事长因特殊情况不能履行职务时 ,由董事长指定的副董事长或者其他董事主持。召开股东大会会议 ,应当将会议审议的事项于会议召开 30 日以前通知各股东。临时股东大会会议不得对通知中未列明的事项作出决议。发行无记名股票的 ,应当于会议召开 45 日以前就会议审议的事项作出公告。无记名股票持有人出席股东大会的 ,应当于会议召开 5 日以前至股东大会会议闭会时止将股票交存于公司。

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的半数以上通过。股东大会对公司合并、分立或者解散公司作出决议 ,必须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过。修改公司章程必须经出席股东大会会议的股东所持表决权的三分之二以上通过。

股东可以委托代理人出席股东大会会议 ,代理人应当向公司提交股东授权委托书 ,并在授权范围内行使表决权。

股东大会应当对所议事项的决定作成会议记录 ,由出席会议的董事签名。会议记录应当与出席股东大会的签名册及代理出席的委托书一并保存。

### 三、股份有限公司董事会

股份有限公司董事会 ,是由股东大会选举产生的董事组成的。董事会是股份有限公司的执行机构 ,贯彻公司股东大会的决议 ,对内管理公司事务 ,对外代表公司。董事会也是股份有限公司的必设机构 ,中国有关法律十分重视董事会在股份有限公司中的地位 ,认为它既是公司的执行机构 ,又是公司的集体领导机关 ,其领导水平 ,对公司的稳定与发展举足轻重。

中国公司法规定 ,股份有限公司的董事会由 5 人至 19 人组成。首届董事会成员由公司创立大会选举产生。以后各届董事会由股东大会选举产生。董事任期由公司章程规定 ,但每届任期不得超过三年。董事任期届满 ,连选可以连任。董事在任期届满前 ,股东大会不得无故解除其职务。

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

董事会设董事长 1 人 ,可以设副董事长 1 至 2 人。董事长和副董事长由董事会以全体董事的过半数选举产生。董事长为公司的法定代表人。董事长的职权是 :主持股东大会和召集、

主持董事会会议；检查董事会会议的落实情况；签署公司股票、公司债券。副董事长协助董事长工作，董事长不能履行职权时，由董事长指定的副董事长代行其职权。

董事会每年度至少召开 2 次会议，每次会议应当于会议召开 10 日以前通知全体董事。董事会召开临时会议，可以另定召集董事会的通知方式和通知时限。董事会会议应由二分之一以上的董事出席方可举行。董事会作出会议，必须经全体董事的过半数通过。

董事会会议，应由董事本人出席。董事因故不能出席，可以书面委托其他董事代为出席董事会，委托书中应载明授权范围。

董事会应当对会议所议事项的决定作成会议记录，出席会议的董事和记录员在会议记录上签名。

董事应当对董事会的决议承担责任。董事会的决议违反法律、行政法规或者公司章程，致使公司遭受严重损失的，参与决议的董事对公司负赔偿责任。但经证明在表决时曾表示异议并记载于会议记录的，该董事可以免除责任。董事应当遵守公司章程，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。有限责任公司关于担任公司董事资格的规定以及董事义务、责任的规定，适用于股份有限公司的董事。

股份有限公司根据需要，可以由董事会授权董事长在董事会闭会期间，行使董事会的部分职权。

#### 四、股份有限公司总经理

股份有限公司设总经理，总理由董事会聘任或解聘。总经理对董事会负责。如果说公司董事会是执行机构，董事长是公司代表的话，那么，经理机关则是职能机构，受董事会委托从事日常生产经营活动的管理。

改革中，在中国经济体制转轨的过渡时期，由于同时实行股份制试点和厂长总经理负责制，因而在董事长和总经理何为法定代表人问题上存在着一些混乱。在有的公司里，董事长不是公司法定代表人，法定代表人由总经理充当；有的公司实行董事会领导下的总经理负责制，但不明确是董事长或是总经理为法定代表人；还有的公司则根本就不设总经理。按照国际上多数国家的通行做法，只有董事长才是公司的法定代表人，才能代表公司法人行使职权，总经理不能充当法定代表人，总经理以公司名义对外开展业务时，必须取得董事长的同意和授权。目前，我国的公司法也是这样规定的，股份有限公司应当遵照执行。

中国公司法规定，总经理主要行使下列职权：①主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议；②组织实施公司年度经营计划和投资方案；③拟订公司内部管理机构设置方案；④拟订公司的基本管理制度；⑤制定公司的具体规章；⑥提请聘任或者解聘公司副总经理、财务负责人；⑦聘任或者解聘除应由董事会聘任或者解聘以外的负责管理人员；⑧公司章程和董事会授予的其他职权。

总经理列席董事会会议。公司董事会可以决定，由董事会成员兼任总经理。

与董事一样，总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。有限责任公司关于担任公司总经理资格的规定以及总经理义务、责任的规定，适用于股份有限公司总经理。

## 五、股份有限公司监事会

监事会是股份有限公司依照公司法设立的监察机构,享有监督董事或董事会执行公司业务的权利以及监督公司会计的权利。在国外有的国家,股份有限公司只设董事会而不设监事会,但是,多数国家实行董事会与监事会并存的执行和监察机构模式。在中国,企业实行股份制改组后,企业的所有权与经营权相分离,为了防止董事和董事会随着权力的增大滥用权力而危及股东的权益,公司法规定股份有限公司设监事会,以加强对董事和董事会执行业务情况的监督,保护公司股东的合法权益。

中国公司法规定,股份有限公司监事会的成员不得少于 3 人。监事会应在其组成人员中推选一名召集人。监事会由股东代表和适当比例的公司职工代表组成,具体比例由公司章程规定。股东代表出任的监事由公司股东大会选举和更换,职工代表出任的监事由公司职工民主选举产生。董事、总经理及财务负责人不得兼任监事。监事的任期每届为三年。监事任期届满,连选可以连任。

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

监事列席董事会会议。监事会的议事方式和表决程序由公司章程规定。监事应当依照法律、行政法规、公司章程,忠实履行监督职责。有限责任公司关于担任公司监事资格的规定以及监事义务、责任的规定,适用于股份有限公司的监事。

中国是以工人阶级为领导的,以工农联盟为基础的人民民主专政的社会主义国家,企业无论采取什么形式的公司制度,其职工的主人翁地位都不能改变。在公司的各种活动中,应当充分发挥广大职工对公司领导和各级组织机构的监督作用。公司的董事长、总经理和各种组织机构应当全心全意依靠工人阶级,处处维护广大职工的利益,虚心接受广大职工的监督。公司研究决定生产经营的重大问题、制定重要的规章制度时,应当听取公司工会和职工的意见和建议。公司研究决定有关职工工资、福利、安全生产以及劳动保护、劳动保险等涉及职工切身利益的问题,应当事先听取公司工会和职工的意见,并邀请工会或者职工代表列席有关会议。

## 第五节 股份有限公司股份及其发行

### 一、股份有限公司股份的发行

股份有限公司的股份采取股票的形式,因此,公司股份的发行,即公司股票的发行。股份有限公司用发行股票形式筹集资金的过程与场所,称之为股票发行市场。在股票的发行中,由于股票是作为商品首次进入流通领域,所以,又将股票发行市场称为初级市场或一级市场。

股票发行市场由发行人、投资人和中介人三要素构成。发行人是指为筹措资金而发行股

票的股份有限公司,一类发行公司只发行股票而不申请上市,称为非上市公司,另一类发行公司不仅公开发行股票而且申请上市,称为上市公司,这两类发行公司都必须按照法定程序才能发行股票。投资人即购买股票者,是公司资本的供给者,投资人可为自然人,也可为法人或机构,如其他的股份公司、金融机构、社会基金、外国投资机构等。中介人即股票承销商,是介于发行人与投资人之间的、经营股票承销业务的中介机构。通过中介人,发行人将股票间接销售给股票投资人。

股份有限公司发行股票,应当具备一定的发行条件,并要在办理必要手续之后才能实施。例如,新组建的股份有限公司在初次发行股票时,必须向证券主管机关和有关银行呈交有关文件,如有关部门同意成立股份有限公司的批准文件,工商行政管理部门同意公司注册登记的意向证明书,公司发起人法定认购股份的验资证明,股份有限公司章程,发行股票申请书,发行股票说明书,股票承销合同,以及会计师事务所或审计师事务所及律师事务所、公证处审核的资产负债表或资产评估报告书、财务报表、经营状况等文件。

中国公司法规定,股份有限公司登记成立后,才能向股东正式交付股票,公司登记前不得向股东交付股票。公司向发起人、国家授权投资的机构、法人发行的股票,应当为记名股票,并应当记载该发起人、机构或者法人的名称,不得另立户名或者以代表人姓名记名。对社会公众发行的股票,可以为记名股票,也可以为无记名股票。

## 二、股份有限公司股票的发行方式

股票的发行方式是指发行公司采取什么方法和渠道使自己的股票为投资者所认购。股份有限公司对股票发行方式的选择,对于发行是否成功具有重要意义。选择适合公司自身情况、市场情况和投资者心态的好的发行方式,可以使公司及时募足所需资本,保证经营计划的实现。

股票发行方式按照中介人参与发行股票的程度分类,分为直接发行和间接发行两种方式。直接发行又称为自营发行、代销或推销,这种发行方式是由股份有限公司自己承担发行股票的责任和风险,而股票发行的中介人——证券经营机构只是做协助性工作并收取一定的手续费。具体做法是,发行公司与依法设立的证券机构签订股票承销协议,委托证券经营机构代理发行股票,承销机构按委托的价格销售股票,在发行期结束后,销多少算多少,将未售出的股票全部退还给发行公司,不承担风险,只收取一定的手续费和有关费用。间接发行又称为委托发行或包销,指股份有限公司把股票发行委托给证券经营机构发行,由证券经营机构包干,收取股票发行的差价收益,承担发行风险。具体做法是,发行公司与依法设立的证券经营机构签订股票承销协议,由证券经营机构先以自己的名义买下股票发行人的全部股票,然后,再将股票转售给投资者。证券商包销股票,是用略低的价格从股票发行人手中买进股票,然后以较高的价格卖出,卖价与买价的差额则为证券商的包销收入。对发行期结束后未售出的股票,证券商不能退还发行人,必须自行承担风险。以上两种股票发行方式各有利弊,直接发行可使公司控制发行过程,发行成本也较低,若在内部发行,则无需向社会公众提供有关资料。但这种发行方式费时多,社会影响小,不利于提高公司的知名度,且需要一定的专职人员。间接发行能在较短的时间内募足资本,且手续方便,风险较少,还可扩大社会影响,提高公司知名度。不足的是,发行成本较高,且要向社会提供发行股票的有关资料。

股票发行方式按照是否办理公开发行股票审核事宜分类,又可分为公开发行与非公开发行两种方式。公开发行是指发行公司依法办理有关发行审核程序,通过证券经营机构,公开向社会发行股票。公开发行的发行公司,可以申请股票上市成为上市公司,也可不必申请上市。公开发行使股票的发行面广,有利于股权分散,有利于克服垄断,有利于提高发行的质量信誉,因而,有条件的股份有限公司大多采用公开发行方式发行股票。非公开发行是指发行公司不办理公开发行的审核程序,股票不公开对外销售,只向公司内部职工或特定对象定向出售,如采取发起设立方式设立的股份有限公司,股票的发行就是采取非公开发行的方式。

由上述可知,公开发行可以是直接发行,也可以是间接发行;直接发行可以是公开发行,也可以是非公开发行;非公开发行只能是直接发行;间接发行只能是公开发行。中国公司法强调:公司向社会公开募集新股,应当由依法设立的证券经营机构承销,签订承销协议。

### 三、股份有限公司股票的发行价格

综合国内外股份有限公司关于股票发行价格的规定,主要有以下 4 种价格形式:

**面额发行。**面额发行又称平价发行,即按照股票票面标明的金额发行。如某公司股票每股面值人民币 1 元,面额发行,每股售价人民币 1 元。

**溢价发行。**即以高于股票票面金额的价格发行。例如,四川长虹电器股份有限公司股票每股面额人民币 1 元,1988 年 10 月,该公司按面额向社会公开发行了 3600 万元人民币普通股。经有关单位批准,该公司于 1992 年 12 月又采取溢价发行的形式,以每股人民币 6 元的价格向本公司原有个人股东配售 1426.1 万元股票。溢价发行的一种方式中间价发行,即公司发行新股时,发行价格取票面价格和市场价格中间值。例如,1988 年 5 月,上海真空电子器件股份有限公司增资扩股发行股票 1500 万元,股票面额为人民币 100 元,当时该股票的市场交易价为人民币 126 元左右。于是,该公司采用中间价溢价发行的方式,以人民币 113 元的价格发行面额 100 元的股票。实践证明,这一发行价格合理,基本符合该公司实有资产的增值率。

**时价发行。**即发行新股时,以原已发行股票的当今市场价格发行,而不论市价是高于股票面额、低于股票面额或是等于股票面额。

**折价发行。**即以低于股票面额的价格发行。折价发行的折扣由公司同股票承销机构商定。例如,某公司股票面额为人民币 100 元,若折扣率为 5%,则该股票折价发行的价格为 95 元。在我国企业股份制改革试点初期,由于公众的金融意识还不强,承销商承担风险的能力有限,因此,第一批发行股票的公司中,有的采用了折价发行的方式,如上海豫园商场股份有限公司、沈阳金杯汽车股份有限公司等。

1993 年颁布的中国公司法规定,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。超过票面金额发行股票所得溢价款列入公司资本公积金。

### 四、股份有限公司发行新股及条件

股份有限公司在成立之后另行发行股份叫做发行新股。公司在设立时首次发行股份,主

要是为了募集公司设立所需的资本,按规定,发行股份的数额不得低于法定注册资本。公司成立后发行新股,主要为了筹集营运资金,其发行的数量无限制,发行的程序与首次发行也有区别。

股份有限公司在成立之后为了筹措营运资金,在下列情况下,可以按法定程序发行新股:

(1)在公司章程规定的股份总额范围内发行新股。股份有限公司的股份总额往往高于法定注册资本,因此,有的股份有限公司章程规定,公司的股份总额不是在公司设立时一次发行完毕,而是分次发行。所以,在公司成立以后,公司可按章程规定在股份总额范围以内发行新股,以募足公司的股份总额。

(2)为增加公司资本而发行新股。股份有限公司章程规定的股份总额全部发行完毕以后,公司为扩大其资本,可以另行发行新股。

(3)为分派股息和红利而发行新股。按公司章程规定,公司在一个营业年度有盈余时,应当向股东分派股息和红利。分红派息时,若公司在资金方面遇到困难,可采用发行新股的方法,向股东送股或派股,以抵偿股东应得的股息与红利。

(4)为用公积金扩大资本而发行新股。公司成立后,若股东大会决议要把公司公积金的全部或部分扩充资本,那么,应按照股东所持股份的比例向其分派股份。

(5)为进行公司债券转换而发行新股。发行可转换公司债券的股份有限公司,依法进行公司债券转换股票时,应向持有公司债券的债权人分派相当于所转换金额的新股。

(6)为吸收合并其他公司或企业而发行新股。在这种情况下,应根据股东大会决议,按比例向股东分派亲股。

股份有限公司发行新股的方式有两种,一种是不公开发行,新股由公司股东、职工或者定向人员认购,不由社会公众认购。另一种是公开发行,新股份全部或部分由社会公众认购,余下的由公司股东、职工和定向人员认购。公司发行新股无论是公开发行或是不公开发行,均应由股东大会对新股种类及数额、新股发行价格、新股发行的起止日期、向原股东发行新股的种类及数额等问题作出决议,之后,由董事会向国务院授权的部门或者省人民政府申请批准。公开发行的,须经国务院证券管理部门批准。

中国公司法规定,公司发行新股,必须具备下列条件:①前一次发行的股份已募足,并间隔1年以上;②公司在最近3年内连续盈利,并可向股东支付股利;③公司在最近3年内财务会计文件无虚假记载;④公司预期利润率可达同期银行存款利率。若公司以当年利润分派新股,不受上述第二项限制。

## 五、股份有限公司申请公开发行股票的条件与程序

股份有限公司无论是设立时向社会公开发行股票(股份)或是成立后新增向社会公开发行股票(股份),都必须按照有关法规和政策规定实施。现按照国务院1993年4月22日发布的股票发行与交易管理暂行条例,将申请公开发行股票的条件与程序概述如下:

设立股份有限公司申请公开发行股票,应当符合的条件是:其生产经营符合国家产业政策;其发行的普通股限于一种,同股同权;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%;在公司拟发行的股本总额中,发起人认购的部分不少于人民币3,000万元,但国家另有规定的除外;向社会公众发行的部分不少于公司拟发行的股本总额的25%,其中公司职

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%。公司拟向发行的股本总额超过人民币 4 亿元的,证监会按照规定可以酌情降低向社会公众发行的部分的比例,但是最低不少于公司拟发行的股本总额的 10%;发起人在近 3 年内没有重大违法行为;证券委规定的其他条件。

原有企业改组设立股份有限公司申请公开发行股票,除应当符合上述条件之外,还应符合下列条件: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%,但是证券委另有规定的除外;近 3 年连续盈利。国有企业改组设立股份有限公司公开发行股票,国家拥有的股份有限公司拟发行的股本总额中所占的比例由国务院或者国务院授权的部门规定。

股份有限公司增资申请公开发行股票和定向募集公司申请公开发行股票,除应符合上述所有条件外,还应具备一些特别条件。股份有限公司增资申请公开发行股票应当具备的特殊条件是:前一次公开发行股票所得资金的使用与其招股说明书所述的用途相符,并且资金使用效益良好;距前一次公开发行股票的时间不少于 12 个月;从前一次公开发行股票到本次申请期间没有重大违法行为;证券委规定的其他条件。定向募集公司申请公开发行股票应当具备的特殊条件是:定向募集所得资金的使用与其招股说明书所述的用途相符,并且资金使用效益良好;距最近一次定向募集股份的时间不少于 12 个月;从最近一次定向募集到本次公开发行期间没有重大违法行为;内部职工股权证按照规定范围发放,并且已交国家指定的证券机构集中托管;证券委规定的其他条件。

申请公开发行股票,按照下列程序办理:①申请人聘请会计师事务所、资产评估机构、律师事务所等专业性机构,对其资信、资产、财务状况进行审定、评估和就有关事项出具法律意见后,按照隶属关系,分别向省、自治区、直辖市、计划单列市人民政府等地方政府或者中央企业主管部门提出公开发行股票的申请;②在国家下达的发行规模内,地方政府对地方企业的发行申请进行审批,中央企业主管部门在与申请人所在地地方政府协商后对中央企业的发行申请进行审批;地方政府、中央企业主管部门应当自收到申请之日起 30 个工作日内作出审批决定,并抄报证券委;③被批准的发行申请,送证监会复审;证监会应当自收到复审申请之日起 20 个工作日内出具复审意见书,并将复审意见书抄报证券委;经证券委复审同意的,申请人应当向证券交易所上市委员会提出申请,经上市委员会同意接受上市,方可发行股票。

申请公开发行股票的股份有限公司,应向地方政府或者中央企业主管部门报送下列条件:申请报告;发起人会议或者股东大会同意公开发行股票的决议;批准设立股份有限公司的文件;工商行政管理部门颁发的股份有限公司营业执照或者股份有限公司筹建登记证明;公司章程或者公司章程草案;招股说明书;资金运用的可行性报告,需要国家提供资金或者其他条件的固定资产投资项,还应当提供国家有关部门同意固定资产投资立项的批准文件;经会计师事务所审计的公司近 3 年或者成立以来的财务报告和由 2 名以上注册会计师及其所在事务所签字、盖章的审计报告;经 2 名以上律师及其所在事务所就有关事项签字、盖章的法律意见书;经 2 名以上专业评估人员及其所在机构签字、盖章的资产评估报告,经 2 名以上注册会计师及其所在事务所签字、盖章的验资报告,涉及国有资产的,还应当提供国有资产管理部出具的确认文件;股票发行承销方案和承销协议;地方政府或者中央企业主管部门要求报送的其他文件。被批准的发行申请送证监会复审时,除应当报送上述文件外,还应报送下列文件:地方政府或者中央企业主管部门批准发行申请的文件;证监会要求报送的其他文件。

## 六、中国股票发行的“三公”原则

中国公司法和证券法规定,股份的发行,实行“公开、公平、公正”的原则。

股票发行的“三公”原则,是社会主义市场经济的内在要求,是股份有限公司规范化运作的保证。“三公”原则的含义十分丰富,内容十分广泛,其基本内容是:股票一经公开发行人,就可随意购买,不受地区、地方、集体或个人的限制。国有、集体企业之间可相互参股,个人可以自由认购。发行股票,应坚持自愿购买、多少自决,既不能硬性要求购买,也不能阻拦购买或附加条件。同次发行的股票,每股的发行条件和价格应当相同。任何单位或者个人所认购的股份,每股应当支付相同价额。无论国家股、法人股、个人股或是外资股,同股同权,同股同利,等等。

为了切实体现股票发行的“三公”原则,中国有关法规规定,发行公司应及时通过信息披露,给所有投资者均等地进入股票发行市场的机会。股票发行总额面值超过1亿元或者预期销售总金额超过1.5亿元的,要在全省发行一部分股票,以便分散股东的布局,保证股票具有良好的流通性。当股票的认购数量超过拟公开发行的总量时,承销机构应当按照公开原则,采取按比例发售、按比例累退配售或者抽签等方式销售股票。采取抽签方式时,承销机构应当在规定的日期,在公证机关监督下,按照规定的程序,对所有股票认购申请表进行公开抽签,并对中签者销售股票。

例如,上海市1993年首批新发行股票的公司有三毛纺织、中华企业、凤凰自行车、永久自行车等12家,其招股说明书于8月上旬就陆续推出。12家发行公司共向社会公开发行8.030229亿股面值1元的人民币普通股,其中,法人股2.370229亿股,个人股5.66亿股(包括内部职工股1.78118亿股)。除在外地发行的之外,上海市民以认购证方式购买的股份共计1.87882亿股。上海市证券管理办公室委托中国工商银行上海市分行牵头,组成认购证发行团,负责股票认购证的发售。股票认购证在规定的期限内不限量发售,全市符合条件的500多个银行和证券经营网点代销认购证,认购证每份收费5元,用于印刷、宣传、销售等必要的成本开支。认购证发售结束后,根据认购证发售总量和本批股票发行总股数的比例,在公证机关的监督下,进行摇号抽签,并将抽签结果向社会公布。每份中签认购证,可以认购新股500股。为了加强对首批股票认购证发售的监督管理,上海市有关部门作出了若干规定,例如:任何单位不得用公款购买股票认购证;各发售点在办理股票认购证发售和证券承销机构在收缴股款时,不得以任何名目加收其他费用;股票认购证和申请表不得非法交易或转让,不得涂改,遗失不补;各发售点和证券承销机构违反规定者,有非法所得的,没收其非法所得,并可处以10万至30万元罚款;属于党政机关工作人员和共产党员的,还要根据情节给予党纪、政纪处分;触犯刑律的,移送司法机关处理;属于单位违法违纪的,追究单位负责人和直接现任人的法律和党纪、政纪责任。由此可见,上海市1993年首批新股的发行充分体现了公开、公平、公正原则,从而使整个发行工作井然有序。截止1993年8月22日发售结束日,共发售股票认购证1.8亿份,中签率为2.056%。

但是,上述不限量发行新股认购证的股票发行方法工作量很大,发行成本也较高,风险也较大,而且容易为“大户”所操纵。为进一步解决这些矛盾,1993年10月下旬,山东青岛海尔电冰箱股份有限公司和济南轻骑摩托车股份有限公司率先在新股发行中采取了与储蓄存款挂钩的新股发行方式,并取得了成功,中国证券监督管理委员会向全国各地推荐了这种新的股票



发行方式。与无限量发行新股认购证方式相比,采用与储蓄存款挂钩方式发行新股的办法不仅同样体现了股票发行的“三公”原则,而且,还有许多优越性:一是无论中签与否,投资者的资金不会白白损失,可以按预定方式收回存款本息。二是中签者不必花许多钱去购买新股认购证,只需交纳少量的认购手续费,这样,使新股发行总成本大幅度降低,减少了社会浪费。由于股票在一级市场的价格降低,又有助于新股上市后二级市场的运作,保持了股市的稳定性。三是在业务操作上利用了银行的业务优势,方便了承销商的组织工作,同时也减少了人员和资金的流动,有利于增加银行存款,对社会各方面的影响很小。据证监会有关方面负责人评价,与储蓄挂钩发行新股票的方式,与国际通行的新股认购方式接近,如能广为实行,对我国证券市场与国际证券市场接轨有重要意义。现在,这种股票发行方法已在四川、北京等省市推广实行。

### 七、股份有限公司增值股票和增资股票的发行

增值股票是股份有限公司因赢利、资产增值而发行的代替现金支付的股票。一般来说,当银行开办保值储蓄利率且利率高于股息时,或者当需要减少消费基金控制通货膨胀时,或者当公司为了开拓业务增加资本而国家又紧缩资金时,公司就可以发行增值股票,以吸引投资或减少现金支付,或体现投资者与企业共担风险,利益均沾。例如,上海飞乐音响股份有限公司在1984年发行每股面额人民币50元的1万股股票后,由于经营有方,纯利丰厚,50万元增值了61.89万元,翻了一番还多。1988年,飞乐音响股票市价为每股80元左右,约为面额的150%。于是,公司董事会在通货膨胀率较高的1989年决定,按原股东所持的股份份额,只用15元便可买进1股面额50元的股票,其差额由公司增值费和股东1988年应得的股息、红利填补。

增资股票是股份有限公司纯粹为扩大业务、增加资本而发行的股票。发行增资股票的形式,分有偿增资和无偿增资两种。

有偿增资股票必须用现金购买。主要采取3种方式进行:一是赋予老股东以新股的优先购买权利,其数额按老股东持有的股份数额确定。二是给予和公司有特定关系的第三者,如公司董事、有关的公司和银行,以新股认购权。三是面向社会公开招股,在市场上公开竞争销售,无特定的购股对象。

无偿增资是发行增资股票时,无需股东支付现金或财物购买。无偿增资一般采用以下方式进行:一是股份有限公司将资本准备金并入资本金,向股东发行新股时,股东不需支付现金就可无偿获得股票。二是股份有限公司把应作为红利的利润部分编入资本,给股东发给与红利金额相当的新股票,即所谓“红股”。三是股份有限公司将原来的大额股票分成小额股票,一股分割成若干股,从而增加公司的股份份数,以有利于扩大发行量。

公司无论是发行增值股票还是发行增资股票,都会使公司的注册资本增加,因此,应按法定程序,由股东大会作出决议;董事会向有关部门申请批准;发行结束后,向公司登记机关办理变更登记,并公告。

## 八、股份有限公司股东名册

股东名册是股份有限公司为记载股东和股票事项而依法设置的簿册。中国公司法规定,股份有限公司发行无记名股票的,不设置股东名册,但公司应当记载其股票数量、编号及发行日期。发行记名股票的,应当置备股东名册,记载下列事项:①股东的姓名或者名称及住所;②各股东所持股份数;③各股东所持股票的编号;④各股东取得其股份的日期。

股东名册上的股东姓名应与股东所持公司股票上的姓名一致。按规定,一律用股东姓名或单位名称记名。部门、机构应记载部门、机构或法人名称,不得另立户名或以代表人姓名记名。自然人记载的姓名应与居民身份证或护照相一致。

设置股东名册,一是为了维护股东的权益。按法律规定,记名股票的转让,继承或赠与,必须将受让人的姓名、住所等记载在股东名册上,才能发生法律效力,表示受让人真正成为股东。如果不办理过户手续,股票持有人实际上并不是真正的股东,不能享受作为公司股东的权益。二是为了便于公司向股东履行义务。例如,股东名册记载有股东的住所,公司在送达除应公告进行的通知外,可以通过其他方式很方便地与股东保持联系,使股东能够及时获得有关信息,妥善处理有关事宜。

股票的交易转让、继承或赠与,使公司的股东处于不断变动之中,公司股东名册记载的股东姓名仅仅是当前持有公司股票人的姓名。因此,公司应当及时办理股东名册变更手续。在特殊情况下,公司根据需要可公告冻结股东名册一段时间,以便保持股东的暂时稳定和便于公司处理其他事宜。例如,公司发行新股时,由于公司给予股东新股认购权、发放董事会通知或其他有关股东权益的通知,需要有一个时间过程办理,股东履行其权利也要有一段时间,因此,公司可以事先公告冻结股东名册,在冻结期间不办理股东名册的变更手续。

## 九、股份有限公司招股说明书

为保证股份有限公司发行股份真正做到公开、公平和公正,股份有限公司在发行新股时,必须公布招股说明书,以供公众阅览,使投资者了解公司的有关情况,作为认购股票的参考,同时,为所有投资者平等进入股票发行市场创造条件。

制作招股说明书,是股份有限公司在股票发行实施阶段首先应做好的一件重要工作。中国有关法规规定,招股说明书应当按照证监会规定的格式制作,并载明下列事项:①公司的名称、住所;②发起人、发行人简况;③筹资的目的;④公司现有股本总额,本次发行的股票种类、总额,每股的面值、售价,发行前的每股净资产值和发行结束后每股预期净资产值,发行费用和佣金;⑤初次发行的发起人认购股本的情况、股权结构及验资证明;⑥承销机构的名称、承销方式与承销数量;⑦发行的对象、时间、地点及股票认购和股款缴纳的方式;⑧所筹资金的运用计划及收益、风险预测;⑨公司近期发展规划和经注册会计师审核并出具审核意见的公司下一年的盈利预测文件;⑩重要合同;⑪涉及公司的重大诉讼事项;⑫公司董事、监事名单及其简历;⑬近3年或者成立以来的生产经营状况和有关业务发展的基本情况;⑭经会计师事务所审计的公司近3年或者成立以来的财务报告和由2名以上注册会计师及其所在事务所签字、盖章的审计报告;⑮增资发行的公司前次公开发行股票所筹资金的运用情况;⑯证监会要求载明的

其他事项。

招股说明书的封面应当载明下述字样：“发行人保证招股说明书的内容真实、准确、完整。政府及国家证券管理部门对本次发行所作出的任何决定，均不表明其对发行人所发行的股票的价值或者投资人的利益作出实质性判断或者保证”。

股份有限公司的全体发起人或者董事以及主承销商应当在招股说明书上签字，保证招股说明书没有虚假、严重误导性陈述或者重大遗漏，并保证对其承担连带责任。为发行人出具文件的注册会计师及其所在事务所、专业评估人员及其所在机构、律师及其所在事务所，在履行职责时，应当按照本行业公认的业务标准和道德规范，对其出具文件内容的真实情、准确性、完整性进行核查和验证。

招股说明书属股份有限公司发行股票的重要信息之一，发行公司在获准公开发行股票前，任何人不得以任何形式泄露招股说明书的内容。在获准公开发行股票后，发行人应当在承销期开始前 2 至 5 个工作日内公布公司招股说明书。发行人应当向认购人提供招股说明书，按有关规定在指定的新闻载体上予以公布。证券承销机构应当将招股说明书备置于营业场所，并有义务提醒认购人阅读招股说明书。

招股说明书的有效期为 6 个月，自招股说明书签署完毕之日起计算。招股说明书失效后，股票发行必须立即停止。

## 十、股份有限公司公开发行股票的承销

中国公司法规定，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。

所谓承销，是指证券经营机构依照协议包销或代销发行人所发行股票的行为。以包销或代销方式为发行人销售股票的证券经营机构称为承销机构。包销方式，是证券经营机构先以自己的名义买下股票发行人的全部股票，再将所购股票卖出，转售给投资者。承销机构一般可以略低的价格从发行人手中买进股票，然后以较高的价格再卖出，卖价与买价的差额则为承销机构的包销收入。对股票发行期结束后未售出的股票，承销机构要承担风险。代销方式又称委托公开募集或推销，是由发行人自行承担股票发行风险，仅将股票销售业务委托承销机构代理发售股票。承销机构按委托的价格销售，在发行期结束后，销多少算多少，未售出的股票全部退还给发行人，不承担风险，只收取一定的手续费和有关费用。

发行人与证券经营机构签署的承销协议，应当载明下列事项：①当事人的名称、住所及法定代表人的姓名；②承销方式；③承销股票的种类、数量、金额及发行价格；④承销期及起止日期；⑤承销付款的日期及方式；⑥承销费用的计算、支付方式和日期；⑦违约责任；⑧其他需要约定的事项。

证券经营机构承销股票，应当对招股说明书和其他有关宣传材料的真实性、准确性、完整性进行核查；发现含有虚假、严重误导性陈述或者重大遗漏的，不得发出要约邀请或者要约；已经发出的，应当立即停止销售活动，并采取相应的补救措施。

中国施行的股票发行与交易管理暂行条例还规定，拟公开发行股票的面值总额超过人民币 3000 万元或者预期销售总金额超过人民币 5000 万元的，应当由承销团承销。承销团由 2 个以上承销机构组成，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。主承销商应当与其他承销商签署承销团协议。拟公开发行股票的面值总额超过人民币 1 亿元或者预期销售总金额超过人民币 1.5 亿元的,承销团中的外地承销机构的数目以及总承销量中在外地销售的数量,应当占合理的比例。所谓外地,是指发行人所在省、自治区、直辖市以外的地区。

发行新股的承销期不得少于 10 日,不得超过 90 日。在承销期内,承销机构应当尽力向认购人出售其所承销的股票,不得为本机构保留所承销的股票。承销期满后,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。

承销机构或者其委托机构向社会发放股票认购申请表,不得收取高于认购申请表印制和发放成本的费用,并不得限制认购申请表发放数量。认购数量超过拟公开发行的总量时,承销机构应当按照公平原则,采取按比例配售、按比例累退配售或者抽签等方式销售股票。采取抽签方式时,承销机构应当在规定的日期,在公证机关监督下,按照规定的程序,对所有股票认购申请表进行公开抽签,并对中签者销售股票。除承销机构或者其委托机构外,任何单位和个人不得发放、转售股票认购申请表。

承销机构应当在承销期满后的 15 个工作日内向证监会提交承销状况的书面报告。证券经营机构在承销期结束后,将其持有的发行人的股票向发行人以外的社会公众作出要约邀请、要约或者销售,应当经证监会批准,按照规定的程序办理。

## 十一、股份有限公司发行新股的变更登记

股份有限公司发行新股份完成后,必将导致公司注册资本的变化,也可能将引起公司股东、组织机构等方面的变化。因此,公司发行新股募足股款之后,在法定期限内,应向政府主管部门和证券管理机关报告发行结果,并由董事会向公司登记机关办理变更登记,并公告。

变更登记事项包括下列各项内容:①本次实际发行新股的数量与总额;②新股募集期、股款收足日期和新股票交割日期;③发行新股后已经变更的股东名册;④经改选的公司董事和监事名单;⑤发行特殊股的种类、总额及每股金额;⑥其他需要变更登记的事项。

股份有限公司发行新股份经过变更登记之后,整个发行工作才算结束。

## 第六节 股份有限公司股份的转让与股利

### 一、股份有限公司股份转让概述

股份有限公司股份的转让就是股票或股权证的转让。股票或股权证的转让,意味着股东的易人。股份的可转让性是股份的基本特征之一,各国公司法都规定,除有法律明确禁止者外,公司章程不得禁止或限制股份的转让。

中国有关法规根据中国的具体情况,对股份转让作出如下一些规定:①股东持有的股份可以依法转让。股东转让其股份,必须在依法设立的证券交易场所地行;②记名股票,由股东以

背书方式或者法律、行政法规规定的其他方式转让。转让记名股票,由公司将受让人的姓名或者名称及住所记载于股东名册。但股东大会召开前 30 日内或者公司决定分配股利的基准日前 5 日内,不得进行股东名册的变更登记;③无记名股票的转让,由股东在依法设立的证券交易所将该股票交付给受让人后即发生转让的效力;④发起人持有的本公司股份,自公司成立之日起 3 年内不得转让。公司董事、监事、总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;⑤国家授权投资的机构可以依法转让其持有的股份,也可以购买其他股东持有的股份。转让或者购买股份的审批权限,管理办法,由法律、行政法规另行规定;⑥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。公司若收购本公司的股票,必须在 10 日内注销该部份股份,依照法律、行政法规办理变更登记,并公告。公司不得接受本公司的股票作为抵押权的标的;⑦采取发起方式设立的公司,公司股权证的转让必须在法人之间进行;定向募集方式设立的公司,其股权证按其原持有人身份,可在法人之间以及公司内部职工之间转让,本公司内部职工持有的股权证不得向公司以外的任何个人发行和转让。以上两种方式设立的定向募集公司在成立 1 年后,增资扩股时如需转为社会募集公司,扩大股份的认购和转让范围,应按法定条件和程序,经批准后方可进行,同时应将股权证换发为股票。公司内部职工的股份(除去职和死亡者的股份外),在公司配售后 3 年内不得转让;⑧国家股、外资股的转让需按国家有关规定进行;⑨股份有限公司股份自公司清算之日起不得转让。

股份的转让意味着股权的易人,是件十分严肃的事。由于中国股份有限公司股权结构的特殊性,使股份转让呈现许多复杂的矛盾。

## 二、国家股、法人股的流通转让

关于国有股的流通、转让。按照同股同权、同股同利的原则,国有股应当同法人股、个人股和外资股一样流通、转让,以保证国有股保值、增值和国有资产的优化配置,这应当赞成,而且必须这样作。1993 年,上海陆家嘴金融贸易区开发股份有限公司将 3000 万元国家股有偿转让给社会个人股东,开国有股权转让之先河。之后不久,上海申能股份有限公司以 1 比 2 的比例向社会个人股东(持 2988 万股,可流通股份为 2500 多万股)转让国家股。这两家公司的举措在社会上一度引起极大的反响,众说纷纭,集中到一个问题是,这样做是否动摇了公有制的主体地位。其实,这种忧虑是没有必要的。我们正在进行的国家企业产权制度的改革,就是要将国有资产的管理经营从计划经济轨道转到市场经济的轨道上来。国家所有这一条没有变,变了的只是国有资产所有权的实现形式。国家出售一部份国有股权,将原有的实物形态转变为价值形态,获得相当的货币收入,再把这笔收入投向国家经济急需的领域。这样做,不仅国有资产没有贬值,而且可以使之保值、升值,又可使之得到合理的配置,提高使用效率。可见,用市场经济的办法经营国有资产,不会损害公有制,反而能真正维护和发展公有制。从一些公司制经济比较发达的国家经验看,一般只要控制 20%左右的股权,在股权高度分散化的情况下,甚至只占有 5%~10%的股权,就能达到控股的目的,所以,国家通过卖出、买进股权,使大部份国有企业成为国家参股与控股的公司,不仅不会动摇公有制的主体地位,而且还会加强国家对整个经济的控制。

的确,在国有股的转让问题上有一个现象是值得警惕的,那就是要防止国有资产的流失。

国有股的转让是为使国有资产保值、增值和使国有资产得到合理配置,不能也不允许侵吞国有资产。有的人和少数企业借国有企业实行公司制改组的机会,故意低估国有资产价格,低价折股;有的把国有资产无偿变为“公司”资产,然后通过“法人股”转个人股的办法将国有资产转为私人资产;还有的在国有股转让过程中,把国有股低价甚至无偿转让给个人股东。这些做法必须坚决制止。解决国有资产的流失问题,除要依靠法制而外,最关键的是要通过深化改革,明确国家所有制的产权关系,明确公有产权代表,防止因所有权的缺位、虚置而带来的国有资产损失。

综上所述,对国有股的转让,既要积极大胆的试验,又要谨慎从事,不能操之过急。从中国股市目前的情况看,国有股占中国上市公司股本总值的 80% 左右,如果国有股的转让大规模展开,必将对中国当前本已承受巨大扩容压力的沪、深股市造成“雪上加霜”,因此,国有股运作的大规模展开目前并不现实。而且,国有股怎样转让? 程序是什么? 转让依据是什么? 转让、收回的资金怎用? 这些问题涉及国家、集体、地方和个人多方面的利益关系,搞不好,国家、个人和市场都要受到损害。为此,国家颁发的《股份制试点企业国有股权管理的实施意见》规定,国有资产管理部要继续加强股份制试点企业设立后的国有股权管理,行使或委托行使国家股权、收取国家股股利。各级国有资产管理部应加强国家股股权的增购、转让的管理,在有关国家股转让的正式规定发布之前,转让上市公司国有股须由省级人民政府或中央主管部门审核,并报财政部、国资局、国务院证券委批准后,持股单位可通过上市转让、协议转让等方式转让部分国家股股权。国家股可以转让给法人,也可以转让给自然人,还可以转让给境外投资者。但是,对于特定行业和特定企业以及在本地区经济中占有举足轻重地位的企业,要保证国家股和国有法人股的控股地位。对于公众公司,国家控股可分为绝对控股(国家持股比例高于 50%)和相对控股(国家持股比例高于 30% 低于 50%)两种情形。

关于法人股的流通、转让。法人股的流通转让在中国已开始试点,第一个流通转让试点——STAQ 系统从 1992 年 7 月 1 日开始正式运行,之后不久,另一流通转让试点——NET 系统也开始运行,初步形成了中国的法人股流通市场,这不仅提高了法人机构投资参股的积极性,而且促进了股份制企业的规范化运作,使法人投资者的资产在流通转让中实现了增值。

根据国家有关部门的规定,参与法人股试点交易条件有三:一是具备法人资格且能出具有效证明的境内企业、事业单位和社会团体,并且此法人机构应当是全民或集体所有制,股份制企业及中外合资、中外合作企业则应提供其公有股占主体(不少于 50%)的有效证明文件。二是法人股交易必须实行非现金交易,即以支票进行转账交易。三是法人机构必须以自有资金进行交易,不允许以生产资金或借贷资金搞法人股交易。企业能否参加法人股的流通转让,还要取决于企业股份制改造是否规范。

为了防止法人股在流通转让过程中可能出现的“公股个人化”的问题,国家有关部门规定,法人股必须通过指定市场进行流通试点。目前,指点的市场就是“两网”,即 STAQ 系统和 NET 系统。STAQ 系统是全国证券交易自动报价系统的简称,这个系统已覆盖全国大多数省区。

### 三、记名股票的挂失

记名股票或股权证被盗、遗失或者灭失,股东可以依照民事诉讼规定的公示催告程序,请

求人民法院宣告该股票或股权证失效。人民法院宣告该股票或股权证失效后,股东可以向公司或登记机构申请补发股票或股权证。

以挂失股票为例,挂失的具体程序和方法是:挂失人先向股票登记机构申请,申请时,个人应出示身份证,暂住证或户口簿正本;法人应出具公函。如挂失人姓名或名称与股东名册所载姓名或名称一致,股份数相等,自己登报声明股票被盗、遗失或灭失作废,股票登记机构则予以挂失登记,并收取一定挂失手续费。登记机构则在尽可能短的时间内将挂失资料通知各交易点。但是,对于私下买股票后被盗、遗失或灭失的,登记机构不予挂失,也不受理私下交易所引起的挂失纠纷。

挂失人在有关报刊刊载的股票挂失声明,应说明持券人姓名或名称、券名、券号、代码、金额等。经过一段时间(一般为1至2月),无人提出异议后,由登记机构给挂失人补发新股票。如有人提出争议,应由争议人提请司法机关处理,登记机构按司法机关的判决办理。

为避免股票丢失或灭失给持有者带来的损失,持有者除应妥善保管自己的股票或代码卡外,为防万一,应事先记下自己所持股票的代码和券号,并应注意将股票、代码卡、本人身份证分开保管,这样,一旦丢失或灭失,才便于申请挂失。

### 四、股份有限公司股利概述

股利是持有股份的股东向股份有限公司定期领取的投资报酬。股利包括股息和红利两部份。获取股利,是股份有限公司股东享有的权益之一。

股息是股利中的一部分,是股份有限公司按股票金额的某一固定比例向股东支付的利息。股息出自于公司的税后利润,按股东的入股额分配。普通股股息的有无与多少,依公司的盈利水平、股利政策、债权债务和国家的税收、金融政策而定;优先股股息按固定的股息率领取。股息一般是以股票面额的百分率来表示的,如1000元面额的股票,股息若定为20%,则可分得200元的股息。股息每一季度支付一次,也可以半年或一年支付一次。

红利是股利中的另一部分,普通股股东才能享有,亦在公司税后留利部分中支付。红利的有无与多少,主要以公司盈利情况和章程而定。在中国的股份有限公司中,股利的分配大致有两种形式,一种是只计红利,不计股息,红利率不封顶。另一种是以不高于银行1年期的储蓄存款利率为事先确定的固定利率计算股息,红利的有无与多少,由公司董事会决议。红利一般在次年年初发放,亦可多次分期发放或与股息一起发放。

各国公司法都规定,股利分配的基本原则是从股份有限公司的净利润中分配。所谓净利润,就是将股份有限公司的营业收入减去公司经营的各项费用支出、应偿还的债务和应缴纳的税金、应提留的公积金之后的数额。即净利润是公司公配股利的基础和最高限额。但是,向股东分派股利的定额往往是低于公司的净利润的。这是因为,股利要受公司股利政策的影响,公司股利政策是由董事会确定的,董事会在决定股利的分配时,要兼顾公司的盈利水平、股东的需要和公司扩大再生产之间的相互关系,从而在净利润中确定扩大再生产与分配股利的比例。如果董事会倾向股东的眼前利益,就会多分配股利;如果董事会侧重考虑公司的长远发展,就会多提扩大再生产的资金,而少给股东分配股利。因此,分配股利多的公司,不一定是经营盈利多;分配股利少的公司,不一定是经营盈利少。

一般来说,股份有限公司是不能从其资本中分配股利的。但是,某些特定行业的股份有限

公司例外。例如,经营铁路、港口、大型化工等业的股份有限公司,由于建设周期较长,新设立公司后往往要几年以后才会有营业利润,因此,可以依法从资本中提取部分资金向股东分配股利,以确保社会成员能够积极认购其股票而筹足资本。此种分配股利的做法有严格的法律规定,必须经国家主管部门的批准。

### 五、股份有限公司股利的分配方式与程序

从理论上讲,股份有限公司股份的股利,是以股份为单位计算的货币金额,应以现金分配。但在实践中,国际上通行的分配形式不仅仅是现金分配,还有财产分配,负债分配,股票分配等形式。

**现金分配。**这是各国普遍采用的股利分配形式,其分配方法也最简单,只需从公司净利润中提出部分现金,就可直接进行分配。

**财产分配。**即股份有限公司用持有的其他公司的有价证券或本公司经营的商品等财产向股东分配股利。这种分配方式的好处是可以减少公司的现金支出,而且,若用公司的产品按优惠价分配给股东充作股息,还可扩大其产品的销量。

**负债分配。**即股份有限公司用债券或应付票据作为股利分配给股东。这种分配方式不仅可减少公司的现金支出,而且确立了股东对公司享有的独立债权,通过债权获得债息,使股东的收益增加。

**股票分配。**即由股份有限公司用新增发的股票或一部分库存股票作为股利分配给股东。这种分配股利的方式对公司和股东都有利,公司不仅保留了现金,而且促进了本公司股票的流通。股东则增加了股票的股数,可通过出售转化为货币,实现增值。对那些经营效益好的知名公司,股东十分乐意公司以股票形式分配股息,以直接实现投资收益的再投资。

股份有限公司分配股利的程序是:首先,由公司董事会根据公司盈利水平和公司章程,确立股利分配方案。然后,提交股东大会审议通过。方案通过生效后,董事会确定宣布日,向股东宣布股利分配方案,同时宣布股权登记日、除息日和派息日等。最后,在规定的派息日向股东派发股利。无记名股票的股东凭据股票上所附的股息票,到公司委托支付股利的机构或指定的地方领取股利,记名股票的股东凭票或股票持有卡直接从公司或从公司委托的机构领取股利。

## 第七节 股份有限公司的上市

### 一、上市公司的概念

上市公司是指发行的股票经批准在证券交易所上市交易的股份有限公司。上市公司一般都是规模较大,经营状况良好,获利能力较强且在社会上具有较高信誉的股份有限公司。例如,在美国纽约证券交易所的上市公司,都是象爱克森公司、通用汽车公司、福特公司等这些美



国的重要公司,虽然上市公司的家数仅占全美公司总数的 0.1%,但其控制的资产及销售收入却高达 43%,盈余额高达 70%。

中国的股份有限公司按其公开性分类,分为定向募集公司和社会募集公司两大类。定向募集公司又称封闭公司,它只是在法律上具有股份制企业形式,不得发股票,以股权证代之,且由指定的股东持有。社会募集公司又称公众公司,可以发行股票,且股票由全社会的不指定的股东持有。然而,并不是所有的公众公司都能成为股票在证券交易所挂牌交易的上市公司,公众公司要通过申请并且经过严格的审查,符合上市公司标准的,其股票才能在证券交易所上市交易。这就是说,在股份有限公司中,大多数是封闭公司,少数是公众公司,公众公司中又只有极少数才是上市公司。中国对上市公司的数量进行严格控制的做法与世界上大多数国家的做法是一致的。从市场经济比较发达的国家的情况看,大多数股份有限公司股票的转让交易是以场外交易,即店铺交易(柜台交易)的方式进行,能在证券交易所上市的股份有限公司大约只占股份有限公司总数的千分之一二。例如,在日本,现有股份有限公司近 100 万家,上市公司仅有 2000 来家,股票进行柜台交易的公司也不过几百家。

上市的股份有限公司较非上市的股份有限公司具有许多优越性,一是通过大众传播媒介的宣传,有助于提高公司的知名度和资信度,塑造好的公司形象;二是通过股票在股市上的表现,公司可以从股票价格变化中获取有关信息,为公司的经营决策提供重要依据;三是通过社会众多股东的参与监督,可以对公司的经营和发展提供巨大的驱动力。因此,许多股份有限公司都想本公司尽快成为上市公司。但是,为了保证股份制改革试点健康发展,为了保证证券交易所上市股票的质量,中国有关部门对上市公司提出了较高的上市条件和标准,其审批十分严格。就是对已经上市的股份有限公司,证券交易所还要定期地进行审核,发现不宜上市的,立即采取措施暂停或终止上市。

## 二、股份有限公司股票上市的条件

中国公司法规定,股份有限公司申请其股票上市必须符合下列条件:①股票经国务院证券管理部门批准已向社会公开发行;②公司股本总额不少于人民币 5000 万元;③开业时间在 3 年以上,最近 3 年连续盈利;原国有企业依法改建而设立的,或者公司法实施后新组建成立,其主要发起人为国有大中型企业的,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达公司股份总额的 25%以上;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为 15%以上;⑤公司在最近 3 年内无重大违约行为,财务会计报告无虚假记载;⑥国务院规定的其他条件。

可见,股份有限公司的上市条件十分严格。对此,有的投资者或公司决策者的认识还远远不够。例如,在中国股份制改革试点初期,在一些地方自发形成的“股市”上,不仅股票,就连股权证也被炒到令人难以置信的价格高度。造成这一现象的原因很多,其中一个原因是有人认为,持有股票、股权证就可以卖买,最多等一等就会上市。这种认识是错误的。以股权证为例来说,要转为上市股票,其公司必须经过两个转换过程,一是由定向募集公司转为公众公司,这一转换审批权是国务院证券委;二是要由公众公司转为上市公司,这一转换的审批权亦在国务院证券委,而且还要经过证券交易所审批同意。以上两个转换的条件很严格,如定向募集公司转为公众公司,除要按照审批公众公司的所有条件进行审查外,还要求符合下述条件:定向募集

所得资金的使用与其招股说明书所述的用途相符,并且资金使用效益良好;距最近一次定向募集股份的时间不少于 12 个月;从最近一次定向募集到本次公开发行期间没有重大违法行为;内部职工股权证按照规定范围发放,并且已交国家指定的证券机构集中托管;证券委规定的其他条件。这就是说,定向募集公司最终能转换为上市公司的,只能是极少数。那么,为什么不批准所有定向募集公司和公众公司都成为上市公司呢?这是因为,未达到上市标准的公司,其经营状况和盈利水平是极不稳定,如果过早地将其股票推向市场,只会加大股市波动的风险,对国家、公司、股东的利益和股市发展都不利。因此,要想成为上市公司的股份有限公司,应当努力创造公司业绩的基础,严格按照上市公司的条件规范化运作。只有这样,才能如愿以偿。

已经上市的股份有限公司,如果公司股本总额、股权分布等发生变化不再具备上市条件;公司不按规定公开其财务状况,或者财务会计报告作虚假记载;公司有重大违法行为;公司最近 3 年连续亏损,国务院证券管理部门可以决定暂停其股票上市。若经查实后果严重或在限期内未能消除,国务院证券管理部门可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上市公司,由国务院证券管理部门决定终止其股票上市。

### 三、股份有限公司股票上市的审批程序

股票上市交易是股票发行公司的自愿行为,不是强制的,因此,必须由发行公司提出申请。中国公司法规定,股份有限公司申请其股票上市,由国务院或者国务院授权的证券管理部门审批。首先,股份有限公司应向国务院或者国务院授权的证券管理部门以及证券交易所的上市委员会提出上市申请并送交下列文件:①申请书;②公司登记注册文件;③股票公开发行的批准文件;④经会计师事务所审计的公司近 3 年或者成立以来的财务报告和由 2 名以上的注册会计师及其所在事务所签字、盖章的审计报告;⑤证券交易所会员的推荐书;⑥最近一次的招股说明书;⑦其他有关文件。

国务院或者国务院授权证券管理部门对符合法定条件的股票上市申请,予以批准;对不符合法定条件的股票上市交易申请,不予批准。被批准上市的股份有限公司的股票,由证券交易所的上市委员会确定具体上市时间。

在股票上市交易申请经批准之后,上市公司必须公告其股票上市报告,并将其申请文件存放在指定的地点供公众查阅。这样,上市公司的股票即可按规定时间,依照有关法律、行政法规上市交易。

中国公司法还规定:经国务院证券管理部门的批准,公司股票可以到境外上市,具体办法由国务院作出特殊规定。

### 四、股份有限公司股票上市公告书

股票上市公告书是股份有限公司在其股票被批准上市后,股票正式在证券交易所上市交易之前,向社会公众公告的文件,以使广大投资者了解公司的情况,作为买卖该公司股票的依据。

股票上市公告书的内容,除应包括本公司招股说明书的主要内容外,还应包括下列事项:①股票获准在证券交易所交易的日期和批准文号;②股票发行情况、股权结构和最大的 10 名

股东的名单及持股数额；③公司创立大会或者股东大会同意公司股票在证券交易所交易的决议；④董事、监事和高级管理人员简历及其持有本公司证券的情况；⑤公司近 3 年或者成立以来的经营业绩和财务状况以及下一年的盈利预测文件；⑥证券交易所要求载明的其他事项。

股份有限公司股票上市公告书的内容必须真实、准确、全面，无虚假陈述和重大遗漏。为上市公司出具文件的注册会计师及其所在事务所、专业评估人员及其所在机构、律师及其所在事务所，在履行职责时，应当按照本行业公认的业务标准和道德规范，对其出具文件的真实性、准确性、完整性进行核查和验证。

## 第八节 上市公司的收购与信息披露

### 一、收购、控股、控股公司的概念

股份(股票)的收购又称为股份(股票)的收买，其含义主要有二：一是指股份有限公司按照一定的价格，以公司拥有的资金从股东手中买回持有的股份(股票)。二是指一家公司购买另一家公司的股份(股票)，以达到收购或控股的目的。收购和控股都是一种市场行为，投资人或法人常常用收购的方式达到控股的目的。

1993 年下半年，在中国股市出现了“收购概念股”这一新名词。所谓“收购概念股”，是指盘子较小，上市时间较长，没有国家股和内部职工股，法人股没有或较少，社会公众股比重大，容易被其他公司看好收购的一类上市股票。例如，上海延中股的盘子为 3000 万股，其中，法人股占 9%，可流通的社会公众股占 90%，上市时间也较长，后被深圳宝安公司看中，仅花不高的收购比重和代价，就取得了对上海延中实业股份有限公司股份的控股地位。宝安收购延中，导致延中股票猛涨，使类似延中股本结构的爱使、小飞乐、申华等股票也被看好炒作，股价不断上扬，最终形成了所谓“收购概念股”的说法。之后，深圳万科公司又收购上海申华股。1993 年 12 月 22 日，深圳天极光电技术实业股份有限公司发布公告，该公司及关联公司已拥有上海飞乐音响股份有限公司总股本的 5.2%，成为中国大陆首例非上市公司通过股市充当收购方的大量购股事件。

持其他公司一定比例以上的股份而能够对其他公司进行控制的公司叫控股公司。控股公司又称为母公司，被控股的公司则被称为子公司。一般而言，一个公司需要持有另一公司 50% 以上的股份才能控制这个公司，但在公司股权高度分散的情况下，一般只占有 5% 到 10% 的股权，就能达到控股的目的。例如，美国电话电报公司有 220 多万股东，其中，有个基金会是最大的股东，仅拥有该公司 5% 左右的股权，但是，这个基金会的代表在公司董事会的决策中却具有很大的影响。母公司和子公司在法律上是平等的。但从产权关系出发，母公司又可通过控制股权、控制董事会达到完全控制子公司的目的。中国国有企业进一步改革和发展的基本思路之一，就是对那些竞争性部门、特别是制造业中的国有大中型企业，发展国家参股或控股的公司制形式。这样做，不仅不会动摇公有制的主体地位，而且还会加强国家对整个经济的控制。同时，国家还可以通过调节控股的比重，即卖出、买进股权，贯彻政府的产业政策，为重

点建设项目和新兴产业的发展筹集急需的资金。中国有关法规规定,对于特定行业和特定企业以及在本地区经济中占有举足轻重地位的企业,要保证国家股和国有法人股的控股地位,对于公众公司,国家控股分为绝对控股和相对控股。绝对控股是国家持股比例高于 50%,相对控股是指国家持股比例高于 30%低于 50%。

## 二、上市公司收购的有关规定

在股票市场上,为了坚持“公开、公平、公正”的原则,尤其是为了保护中小股东的利益,中国有关法规对上市公司的收购作了如下一些规定:

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;超过的部分,由公司在征得证监会同意后,按照原买入价格和市场价格中较低的一种价格收购。但是,因公司发行在外的普通股总量减少,致使个人持有该公司 5%以上发行在外的普通股的,超过的部分在合理期限内不予收购。外国和香港、澳门、台湾地区的个人持有的公司发行的人民币特种股票和境外发行的股票,不受此规定的限制。

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,应当自该事实发生之日起 3 个工作日内,向该公司、证券交易场所和证监会作出书面报告并公告。但是,因公司发行在外的普通股总量减少,致使法人持有该公司 5%以上发行在外的普通股的,在合理期限内不受上述限制。任何法人持有一个上市公司 5%以上的发行在外的普通股后,其持有该种股票的增减变化每达到该种股票发行在外总额的 2%时,应当自该事实发生之日起 3 个工作日内,向该公司、证券交易场所和证监会作出书面报告并公告。法人在依照上述规定作出报告并公告之日起 2 个工作日内和作出报告前,不得再行直接或者间接买入或者卖出该种股票。

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,按照在收购要约发出前 12 个月收购要约人购买该种股票所支付的最高价格与在收购要约发出前 30 个工作日内该种股票的平均市场价格中较高的一种价格,以货币付款方式购买股票。持有人在发出收购要约前,不得再行购买该种股票。

收购要纳入在发出收购要约前应当向证监会作出有关收购的书面报告;在发出收购要约的同时应当向受要约人、证券交易场所提供本身情况的说明和与该要约有关的全部信息,并保证材料真实、准确、完整,不产生误导。收购要约的有效期不得少于 30 个工作日,自收购要约发出之日起计算。自收购要约发出之日起 30 个工作日内,收购要约人不得撤回其收购要约。收购要约的全部条件适用于同种股票的所有持有人。

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;收购要约人除发出新的收购要约外,其以后每年购买的该公司发行在外的普通股,不得超过该公司发行在外的普通股总数的 5%。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。收购要约人要约购买股票的总数低于预受要约的总数时,收购要约人应当按照比例从所有预受要约的受要约人中购买该股票。收购要约期满,收购要约人持有的股票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。

收购要约发出后,主要要约条件改变的,收购要约人应当立即通知所有受要约人。通知可以采用新闻发布会、登报或者其他传播形式。收购要约人在要约期内及要约期满后 30 个工作日内,不得以要约规定以外的任何条件购买该种股票。预受收购要约的受要约人有权在收购要约失效前撤回对该要约的预受。

### 三、上市公司信息披露的有关规定

上市公司实行信息披露制度,是规范化股市的核心原则之一,是坚持股市统一、高效、公平、公开的原则,维护广大股东合法利益的具体体现。在发达市场经济条件下的西方国家股市,对上市公司的信息披露作出了十分严格的规定,已制度化和法制化。中国政府和有关部门借鉴西方国家的经验,总结中国股市发展初期正反两个方面的经验教训,已制定出有关法规,对上市公司及所有公众公司的信息披露作了如下一些规定:

所有在中华人民共和国境内公开发行股票的公司招股说明书均须在证监会登记注册。凡在证监会登记注册公开发行股票的公司均必须按照要求披露信息。必须公开披露的信息包括: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等。公司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,并对此承担相应的法律责任。

上市公司应当将要求公布的信息刊登在证监会指定的全国性报刊上。同时,可以在证券交易所指定的地方报刊上公布有关信息。上市公司除应当向证监会、证券交易场所提交规定的报告、公告、信息及文件外,还应当按照证券交易场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。

证监会应当将上市公司及其董事、监事、高级管理人员和持有公司 5% 以上的发行在外的普通股的股东所提交的报告、公告及其他文件及时向社会公开,供投资人查阅。证监会要求披露的全部信息均为公开信息,但是,法律、法规予以保护并允许不予披露的商业秘密,证监会在调查违法行为过程中获得的非公开信息和文件,根据有关法律、法规规定可以不予披露的其他信息和文件除外。

### 四、上市公司的定期报告和分红派息公告

上市公司应当定期向证监会和证券交易场所提供报告。定期报告包括中期报告和年度报告两种,中期报告在每个会计年度的前 6 个月结束后 60 日内提交;年度报告在每个会计年度结束后 120 日内提交,年度报告应经注册会计师审计。中期报告和年度报告均应符合国家的会计制度和证监会的有关规定,由上市公司授权的董事或者总经理签字,并由上市公司盖章。

上市公司的中期报告应当包括下列内容:①公司财务报告;②公司管理部门对公司财务状况和经营成果的分析;③涉及公司的重大诉讼事项;④公司发行在外股票的变动情况;⑤公司提交给有表决权的股东审议的重要事项;⑥证监会要求载明的其他内容。

上市公司的年度报告应当包括下列内容：①公司简况；②公司的主要产品或者主要服务项目简况；③公司所在行业简况；④公司所拥有的重要的工厂、矿山、房地产等财产简况；⑤公司发行在外股票的情况，包括持有公司 5% 以上发行在外普通股的股东名单及前 10 名最大的股东的名单；⑥公司股东数量；⑦公司董事、监事和高级管理人员简况、持股情况和报酬；⑧公司及其关联人一览表和简况；⑨公司近 3 年或者成立以来的财务信息摘要；⑩公司管理部门对公司财务状况和经营成果的分析；⑪公司发行在外债券的变动情况；⑫涉及公司的重大诉讼事项；⑬经注册会计师审计的公司最近 2 个年度的比较财务报告及其附表、注释；该上市公司为控股公司的，还应当包括最近 2 个年度的比较合并财务报告；⑭证监会要求载明的其他内容。

上市公司的分红派息事宜属重大信息，按照证监会的规定，应当公告予以披露。分红派息决议经股东大会通过后，应报送有关部门审批，然后再公告。分红派息公告的主要内容是：公司的基本情况；公司的资产状况和经营范围；分红派息期间之内的公司经营业绩和资产负债情况；分红派息的主要事项，包括分红派息依据、分红派息对象、分红派息方案、分红派息实施办法等内容。采用送配股形式分红派息的，还应公告送股的资金来源和配股的资金投向以及效益预测。

上市公司的分红派息一般应委托证券经营机构作为承销商办理有关事宜。上市公司分红派息公告发布的同时，承销商应发布对分红派息工作有关事宜的说明，说明股权登记日期（除权除息日）、红利的领取、权证的派发和交易、配股的认购、配股的交易、认购股款的汇集等内容。

## 五、上市公司的其他重要信息披露

除上市公司的定期报告、分红派息、合并、分立等重大信息之外，公司的其他重要信息是指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。包括：公司订立重要合同，该合同可能对公司的资产、负债、权益和经营成果中的一项或多项产生显著影响；公司的经营政策或者经营项目发生重大变化；公司发生重大的投资行为或者购置金额较大的长期资产的行为；公司发生重大债务；公司未能归还到期重大债务的违约情况；公司发生重大经营性或者非经营性亏损；公司资产遭受重大损失；公司生产经营环境发生重大变化；新颁布的法律、法规、政策、规章等，可能对公司的经营有显著影响；董事长、30% 以上的董事或者总经理发生变动；持有公司 5% 以上的发行在外的普通股的股东，其持有该种股票的增减变化每达到该种股票发行在外总额的 2% 以上的事实；涉及公司的重大诉讼事项；公司进入清算、破产状态等。发生这些重大事件时，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证监会，并向社会公布，说明事件的实质。但是，上市公司有充分理由认为向社会公布该重大事件会损害上市公司的利益，且不予公布也不会导致股票市场价格重大变动的，经证券交易场所同意，可以不予公布。

另外，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，该公司得悉后应当立即对该消息作出公开澄清。上市公司的董事、监事和高级管理人员持有该公司普通股的，应当向证监会、证券交易场所和该公司报告其持股情况；持股情况发生变化的，应当自该变化发生之日起 10 个工作日内向证监会、证券交易场所和该公司作出报告。上市公司董事、监事和高级管理人员在辞职或者离职后 6 个月内，仍负有依法就持股情况及其

变化情况作出报告的义务。股票持有人可以授权他人代理行使其同意权或者投票权。但是,任何人在征集 25 人以上的同意权或者投票权时,应当遵守证监会有关信息披露和作出报告的规定。

## 第九节 股份有限公司的变更、终止和清算

### 一、股份有限公司的合并

股份有限公司的合并,是指两个或两个以上的公司依法定程序,合并成一个公司的行为。合并一般采取吸收合并和新设合并两种形式。吸收合并又称兼并,这种合并方式是一个公司吸收其他公司,被吸收的公司解散;新设合并又称联合,这种方式是两个以上公司合并设立一个新的公司,合并各方均解散,新设公司接管解散公司的全部资产和业务。

公司合并的原因较多,且合并双方有着不同目的和动机。作为兼并者的存续公司,一般是基于减少竞争对手、增强竞争实力、实现公司发展目标、减少风险等方面的考虑,从而采取兼并的措施。作为被合并方的解散公司,一般是基于解决设备陈旧、技术落后、人才危机等方面的问题,希望通过合并发生转机,因而同意合并。

股份有限公司的合并应当依法进行。中国公司法规定,股份有限公司合并,必须经国务院授权的部门或者省级人民政府批准。合并的具体程序,一是由公司股东大会作出决议,决议应载明拟进行合并的公司名称、合并的条款和条件、股份转换的方式和基础、公司章程更改的声明等事项。股东大会对公司合并作出的决议,必须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过。二是由合并各方签订合并协议,并编制资产负债表及财产清单。合并协议必须经合并各方董事会和股东大会批准。被批准的合并协议应当载明合并后存续公司或新设公司的股份的种类和数量、对合并各方股东分配股份或现金的规定、存续公司或新设公司资本额和公积金的事项、股东大会批准合并协议及进行合并的具体时间等内容。三是公司自作出合并决议之日起 10 日内通知债权人,并于 30 日内在报纸上至少公告 3 次。债权人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,有权要求公司清偿债务或者提供相应的担保。不清偿债务或者不提供相应的担保的,公司不得合并。公司合并时,合并各方的债权、债务,由合并后存续的公司或新设的公司承继。四是依法向公司登记机关办理合并后发生的变更登记;设立新公司的,应当依法办理公司设立登记;公司解散的,应当依法办理公司注销登记。

### 二、股份有限公司的分立

股份有限公司的分立是指一公司分开设立为两个或两个以上公司的行为。分立的方式一般有两种,第一种方式是将公司的部分财产和经营分离出去另设一个或数个新设公司,原公司存续。第二种方式是将公司的全部财产分别归入两个或两个以上的新设公司,原公司解散。

对于第一种方式的公司分立,若分离出去的新设公司仅是原公司的一个分支机构,则不具法人资格;若分离出去的新设公司具有独立法人资格,由于其资产和营业与原公司有关联,要受原公司的控制,因而在实际上是原公司的子公司,原公司为母公司。对于第二种形式的分立,由于原公司解散,新设公司都是具有独立法人资格的公司。

中国公司法规定,股份有限公司的分立,必须经国务院授权的部门或者省级人民政府批准。其分立程序与公司合并程序一样,要依法经过股东大会决议,签订分立协议,协议经董事会和股东大会批准等步骤。中国公司法对公司的分立作出了如下一些具体规定:公司分立,其财产作相应的分割。公司分立时应当编制资产负债表及财产清单。公司应当自作出分立决议之日起 10 日内通知债权人,并于 30 日内在报约上至少公告 3 次。债权人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,有权要求公司清偿债务或者提供相应的担保。不清偿债务或者不提供相应的担保的,公司不得分立。公司分立前的债务按所达成的协议由分立后的公司承担。公司分立后,登记事项发生变更的,应当依法向公司登记机关办理变更登记;公司解散的,应当依法办理公司注销登记;设立新公司的,应当依法办理公司设立登记。

### 三、股份有限公司的终止与清算

股份有限公司的终止是指公司独立法人资格的消失。公司终止的表现是公司解散的完成,即停止了一切业务活动,结束了对内对外的法律关系;清算了公司的全部资产。这就是说,只有完成清算,公司才能算作真正解散和终止。

根据中国公司法的规定,有下述 5 种情形之一的公司应当解散,终止其法人资格。一是公司因不能清偿到期债务,被依法宣告破产的。当公司的全部财产不足以清偿债务时,法院根据债权人的要求或依公司的申请可依法宣告公司破产,这种情形是公司解散的法定事由之一。公司宣告破产后,由人民法院依照有关法律的规定,组织股东、有关机关及有关专业人员成立清算组,对公司进行破产清算。二是公司章程规定的营业期限届满或者公司章程规定的其他解散事由出现时可以解散。如公司的存续期满而被解散,公司设立的宗旨已经完成或者根本无法完成而被解散。确定公司解散之后,应在 15 日内成立清算组,清算组由股东大会确定其人选。逾期不成立清算组进行清算的,债权人可以申请人民法院指定有关人员组成清算组进行清算。三是股东大会决议解散公司。例如,当公司尚未正式开始营业的时候,在有公司股东参加的创立大会上,可作出不设立公司的决议。公司设立之后,如果股东自愿解散公司,经股东大会作出决议,也可以解散公司。确定公司解散之后,亦应在 15 日内成立清算组,清算组由股东大会确定其人选。四是因公司合并或者分立导致公司解散。例如新设合并,合并各方公司的法人资格均消失,应予以解散。因合并或分立而解散公司,解散公司的清算工作由存续公司或新设公司与解散公司共同进行。五是因公司违反法律、行政法规被依法责令关闭的,应当解散。例如,公司办理公司登记时虚报注册资本、提交虚假证明文件或者采取其他欺诈手段隐瞒重要事实取得公司登记时,若情节严重,依公司法可撤销公司登记,责令其关闭。这种情况下,由有关主管机关组织股东、有关机关及有关专业人员成立清算组,进行清算。

股份有限公司解散后进行清算的具体程序及有关规定,与有限责任公司解散的清算基本相同。



## 第十节 股份有限公司罚则

### 一、公司罚则

中国颁布的《中华人民共和国公司法》和《中华人民共和国证券法》对违反公司法和证券法规定的股份有限公司分别规定了具体罚则。

《中华人民共和国公司法》规定的罚则主要有：

违反公司法规定，办理公司登记时虚报注册资本、提交虚假证明文件或者采取其他欺诈手段隐瞒重要事实取得公司登记的，责令改正，对虚报注册资本的公司，处以虚报注册资本金额5%以上10%以下的罚款；对提交虚假证明文件或者采取其他欺诈手段隐瞒重要事实的公司，处以1万元以上10万元以下的罚款；情节严重的，撤销公司登记。构成犯罪的，依法追究刑事责任。

制造虚假的招股说明书、认股书、公司债券募集办法发行股票或者公司债券的，责令停止发行，退还所募资金及其利息，处以非法募集资金金额1%以上5%以下的罚款。构成犯罪的，依法追究刑事责任。

未经公司法规定的有关主管部门的批准，擅自发行股票或者公司债券的，责令停止发行，退还所募资金及其利息，处以非法所募资金金额1%以上5%以下的罚款。构成犯罪的，依法追究刑事责任。

公司违反公司法规定，在法定的会计账册以外另立会计账册的，责令改正，处以1万元以上10万元以下的罚款。构成犯罪的，依法追究刑事责任。将公司资产以任何个人名义开立账户存储的，没收违法所得，并处以违法所得1倍以上5倍以下的罚款。构成犯罪的，依法追究刑事责任。

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，对直接负责的主管人员和其他直接责任人员处以1万元以上10万元以下的罚款。构成犯罪的，依法追究刑事责任。

违反公司法规定，将国有资产低价折股、低价出售或者无偿分给个人的，对直接负责的主管人员和其他直接责任人员依法给予行政处分。构成犯罪的，依法追究刑事责任。

公司不按公司法规定提取法定公积金、法定公益金的，责令如数补足应当提取的金额，并可对公司处以1万元以上10万元以下的罚款。

公司在合并、分立、减少注册资本或者进行清算时，不按照公司法规定通知或者公告债权人的，责令改正，对公司处以1万元以上10万元以下的罚款。公司在进行清算时，隐匿财产，对资产负债表或者财产清单作虚假记载或者未清偿债务前分配公司财产的，责令改正，对公司处以隐匿财产或者未清偿债务前分配公司财产金额1%以上5%以下的罚款。对直接负责的主管人员和其他直接责任人员处以1万元以上10万元以下的罚款。构成犯罪的，依法追究刑事责任。

未依法登记为股份有限公司,而冒用股份有限公司名义的,责令改正或者予以取缔,并可处以 1 万元以上 10 万元以下的罚款。构成犯罪的,依法追究刑事责任。

公司成立后无正当理由超过 6 个月未开业的,或者开业后自行停业连续 6 个月以上的,由公司登记机关吊销其公司营业执照。公司登记事项发生变更时,未按照公司法规定办理有关变更登记的,责令限期登记,逾期不登记的,处以 1 万元以上 10 万元以下的罚款。

公司违反公司法规定,应当承担民事赔偿责任和缴纳罚款、罚金的,其财产不足以支付时,先承担民事赔偿责任。

《中华人民共和国证券法》规定,股份有限公司违反证券法规定,未经法定的机关核准或者审批,擅自发行股票的;制作虚假的发行文件发行股票的,责令停止发行,退还所募资金和加算的同期银行存款利息,并处以非法所募资金金额百分之一以上百分之五以下的罚款。对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告,并处以 3 万元以上 30 万元以下的罚款;构成犯罪的,依法追究刑事责任。

## 二、发起人、股东罚则

《中华人民共和国公司法》规定,公司的发起人、股东未交付货币、实物或者未转移财产权,虚假出资,欺骗债权人和社会公众的,责令改正,处以虚假出资金额 5% 以上 10% 以下的罚款。构成犯罪的,依法追究刑事责任。公司的发起人、股东在公司成立后,抽逃其出资的,责令改正,处以所抽逃出资金额 5% 以上 10% 以下的罚款。构成犯罪的,依法追究刑事责任。

《中华人民共和国证券法》规定,经核准上市交易的股票,其发行人未按照有关规定披露信息,或者所披露的信息有虚假记载、误导性陈述或者有重大遗漏的,由证券监督管理机构责令改正,对发行人处以 30 万元以上 60 万元以下的罚款。对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告,并处以 3 万元以上 30 万元以下的罚款。构成犯罪的,依法追究刑事责任。

## 三、董事、监事、总经理罚则

《中华人民共和国公司法》规定,董事、监事、总经理利用职权收受贿赂、其他非法收入或者侵占公司财产的,没收非法所得,责令退还公司财产,由公司给予处分。构成犯罪的,依法追究刑事责任;董事、总经理挪用公司资金或者将公司资金借贷给他人的,责令退还公司的资金,由公司给予处分,将其所得收入归公司所有。构成犯罪的,依法追究刑事责任;董事、总经理违反公司法规定,以公司资产为本公司的股东或者其他个人债务提供担保的,责令取消担保,并依法承担赔偿责任,将违法提供担保取得的收入归公司所有,情节严重的,由公司给予处分;董事、总经理违反公司法规定自营或者为他人经营与其所任职公司同类的营业的,除将其所得收入归公司所有外,并可由公司给予处分。

股份有限公司的董事、监事和总经理、财务负责人等高级管理人员,属股票发行与交易的内幕人员,即是能够接触或者获取内幕信息的人员。所谓内幕信息,是指内幕人员所知悉的、尚未公开的可能影响股票交易市场价格的重大信息。《中华人民共和国证券法》规定,股票交易内幕信息的知情人员或者非法获取股票交易内幕信息的人员,在涉及股票的发行、交易或者其他对股票的价格有重大影响的信息尚未公开前,买入或者卖出该股票,或者泄露该信息的,

责令依法处理非法获得的股票,没收违法所得,并处以违法所得一倍以上五倍以下或者非法买卖的股票等值以下的罚款。构成犯罪的,依法追究刑事责任。

## 第十一节 股份公司的资本

### 一、资本的含义

股份公司的资本有特定的含义,即公司的注册资本,是指股份公司成立时由公司章程确定的,由股东出资构成的财产总额,是公司的自有资金中的一部份,通常也称股本。

### 二、资本的三大原则

我们说股份公司使经营风险分散后分摊给谁;由股本分摊给了公司债权人。由于股东只对股份公司承担有限债务责任,股份公司对公司债权人的利益不免保护不够。因此,要求从法律上保护债权人利益,于是有了资本三个原则对资本进行严格限制,其目的在于使公司始终有稳定的资本可以抵债。这三大原则都贯穿于公司法之中。

#### 1. 资本确立原则

股份公司设立,必须在章程中规定确定的资本额,并须经股东全部认购,否则,公司不能成立。换言之,公司的注册资本必须与实际资本相一致,这就是资本确定原则。实行这个原则,其优点在于可以保证公司资本的真实可靠,防止弄虚作假,缺点是手续较严,不利于公司的成立。这一原则又叫法定资本制,中国的股份公司的设立就采用这一原则,即要求在公司成立前股本一次交足。在其他国家,这一原则还有另外两种实行制度,一种称为授权资本制,英国和美国实行。授权资本制规定,只要在章程中载明股份总数及设立时所发行的股数,公司即可成立。发行股数可以低于载明股数。待公司成立后,由董事会视业务情形随时发行新股,以募集资本。这一制度比较灵活,公司成立的手续简便,是其所长;但易于产生虚假的欺骗行为,公司财产基础薄弱,不利于对债权人利益的保护,是其所短。另一种制度是认可资本制,规定公司成立时,不一定要全部认购公司章程中规定的资本总额,剩余额度在公司成立后由董事会决定发行。但这一额度的大小与发行这一额度股份的有效时间有严格规定。例如德国公司规定,未认购部分不得超过资本总额的  $1/2$ ,且剩余额度必须在 5 年内发行完毕。日本、德国及中国的台湾目前采用认可资本制。

#### 2. 资本充实原则

公司一经成立开业,随着生产经营业务的变化,经营盈亏状况随时可能发生,公司的实有财产是经常变动的。加之财产的无形损耗和物价波动等因素,公司实际财产价值与公司章程规定的资本总额不一致。这就有可能使公司实有财产价值低于其原有价值,因而无法按原有资本总额承担财产责任。为此,公司法一般都包含公司资本不能实质性减少的原则,即资本充实原则。例如,股票的发行价格,不得低于票面金额,公司成立时未认足或缴足的股份应由发

起人连带认缴；公司应提取法定公积金，公司原则上不得购回本公司股票等。

### 3. 资本不变原则

这是指公司资本总额不得任意增减，而不是指资本总额一成不变。资本总额的增减必须有严格的法律程序。这一原则对保护债权人利益固然完备，但对企业之伸缩则不免有所妨碍。因此，为避开这一原则，有的国家如法国有一种可变资本公司，其资本可以自由变更。另外，公司成立的注册资本必须有一最低限度，中国规定为人民币一千万元。如果没有这一限度，那么以极少资本就可以设立公司，未免会贻害社会，影响公司声誉。

## 三、股份公司缩减资本

股份公司缩减资本，简称为“减资”，是指股份有限公司依照法定程序减少公司的股份总额。股份有限公司减资是因为公司剩余资本过高而减资，如果股份公司注册资本过高，公司按照现有条件无法有效地运用过剩的资本，公司可以为提高资本利用率和确保股东利益的实现，进行减资。也可能因为公司经营亏损而减资。股份有限公司在经营过程中会出现亏损情况，并进一步导致实有资本低于注册资本。这不利于公司的债权人的利益，公司通过减资可以保证注册资本和实有资本相一致。中国法律出于保护债权人利益的目的，在《企业法人登记管理条例实施细则》第 41 条规定，公司实有资本比注册资本数额减少 20% 时，应当办理公司变更登记手续。由于公司注册资本与公司地位及其经营范围有直接联系，因此，减资后的注册资本不得低于法定最低注册资本数额，减资后的经营范围和经营方式也应由公司登记管理部门重新核定。

## 四、减资的程序

股份有限公司的减资直接涉及股东利益，同时直接影响到公司债权人的利益。因此，减资活动要遵守严格的法定程序。股份有限公司的减资必须顾及股东、债权人和公众利益，各国公司法为此通常设定减资的基本步骤：①由股东大会或股东会授权董事会作出减资决议，以充分保护股东利益；②由股份公司书面通知或公告公司债权人，并允许债权人在一定期限内提出异议，以确保债权人不致因减资而增加风险；③由公司登记管理机关进行减资登记和发布减资公告，使公众了解股份有限公司减资后的真实资本情况。

各国公司法都将减资登记作为公司减资生效的前提。股份公司减资生效后，必须采取一系列措施安排其资本。在实质性减资情况下，也就是股份公司因资本过剩而进行减资时，股份公司应当按照股东的股份比例向股东发还股款，或者免除、减少股东缴纳股款的义务。如果是因为公司亏损而减资，通常由股份公司按比例消除股份，这样就可以实现公司资本和实有资本的一致。国外有些国家还要求股份公司在缩减资本时，应向法院提出申请，在得到法院批准缩减的命令后方可执行。当公司提出缩减资本的原因是由于遭受损失时，法院应要求公司提供发生损失的证明。由法院批准的减资裁决必须送交公册注册人员，应同时提供裁决书的复本和法院核准的记录各一份。这种记录可视为已取代公司章程的一部分，其如同原来规定的条文同样有效。

## 五、缩减资本的方法

缩减资本的方法有三种：即减少股份金额，减少股份数额和同时减少股份金额与股份数额。

### 1. 减少股份金额

各股金额原本一致，因而核减的金额也应一致，减少的方法，不得违反股东平等的原则。如原每股 100 元，共 10000 股，现减为每股 50 元。减资后每股金额为 50 元，但其股份总数仍为 10000 股。股份金额减少的方法，又分为发还及注销两种：①发还。将已缴股款的一部分，返还于各股东，在通常的情况下，这是不允许的，只有在减资的场合，才允许发还股款。在进行实质的减资时，此项发还，是极典型的方法。②注销。就股东应分担的损失，于其已缴股款中，予以清除，将余下的已缴款额作新股款额，在形式上的减资，此项注销，也是典型的方法。

### 2. 减少股份数额

减少股份数额是在保持每股金额不变情况下，减少股份的总数额。如将原有每股 100 元共 10000 股减少为 5000 股，减少后的每股金额仍为 100 元，减少股份数额的方法主要有两种：①股份合并，股份合并是将两个以上的股份合并成为一股，以减少资本。例如有两股 100 元合并为一股 100 元，就减少了半数资本。当所有股东，各有适于合并的股份数的时候，可以通过多数股东表决同意而予以合并，这既不违背股东平等的原则，也不违反有限责任的原则。当有不适于合并的零头股份时，公司只可将股份合并拍卖，将卖得的金额，付给该股东。②股份的清除。公司取得自己的股份后将其消除。特别股的清除，只能以盈余或发行新股所得的股款，予以消除。就一般股份的消除，公司可以分派于各股东的盈余或其它公司财产，充作消除股份之用。股份消除的方法，有强制消除与任意消除两种。强制消除是不问股东的意思如何，公司取得特定的股份并予以消除。任意消除是指公司只能消除经股东同意受让的特定股份。强制消除与任意消除，均不再分为有偿消除与无偿消除。不论是何种方法的消除，均须遵守股东平等的原则。故强制消除，须依抽签或按比例的方法，以保证平等的机会。在任意消除的场合，当公司情况不佳时，人人希望消除自己的股份，故以投标的方法消除最能保障平等的机会。

### 3. 同时减少股份金额与股份数

股份金额的减少，与股份数的减少两种方法同时采用。如不仅将股份总数减至 5000 股，而且将每股金额减至 50 元。从国外实践看，股份公司在减资时大部分采用减少股份数额的方法。

## 六、股份公司增加资本

股份有限公司增加资本，简称为“增资”，是指股份有限公司为了筹集资金，依照法定程序增加公司的股份总数。就公司增资的具体原因来看，无外乎包括筹措资金，放大营业规模，增添新设备，增加固定资产，扩充投资领域等。股份公司增资的方式很多，如发行新股，增加股份金额，将公司债转化成股份，公积金拨充资本以及公司资本增殖补充资金等等，但最为常用，最主要的还是发行新股（其程序和方法详见股份部分）。

一般说来，股份公司增资过程中具体实施的技术方法大体有三种，即增加股份数额，增加

每股金额,同时增加股份数额和每股金额。①增加股份数额是指,在维持原有每股股份金额的基础上,增加公司的股份总额。例如,公司设立时按照每股 1000 元的面额,发行 1 万股,公司资本即为 10000 万元。增加股份数额可以是增加发行面额为 1000 元的股份若干数量,如 5000 股,从而使公司资本增至 15000 万元。②增加每股金额是指,维持原有股份总数不变的情况下,使每股金额有所增加。如公司将原 1 万股份的面额由 1000 元增至 1500 元,同样可使公司资本增至 15000 万元。③同时增加股份数额和每股金额则是上述两种方法的结合。在实践中,公司大多数直接采取增加股份总数的方法,以避免由于改变每股金额而误发股票的麻烦。值得注意的是,增加资本会使公司资本超过原公司章程规定的股份总数,若不修改章程,就可能违背公司资本不变的资本原则。因此,各国公司法都要求公司增资时,必须获得公司股东大会的批准,并事先修改公司章程。否则,增资将被视为无效行为。

## 第十二节、股份公司的股份

### 一、股份的含义

股份是公司所拥有权益的计量单位。股份公司的资本以股份形式存在。每一股叫一个股份,是资本分割的最小单位。从法律上说,股份有两种含义:一是指股份公司的资本构成部分,二是指股东权利义务的计量单位。因为公司将其资本均等分成股份,所以股份既是公司资本的构成部分,又是其最基本的计量单位。又由于股东在公司中法律地位是基于其所拥有的股份,因此股份又是股东权利义务的大小和范围的计量单位。股份与股东是密不可分的。公司的股东可以经常变换,股东权随股份的转让而转移,不论新股东是谁,他买下或接受了股份意味着享有股东权。股份与股票亦常联系在一起,人们常把两者视为一体,实际上它们有区别的。股票本身并不具有独立的法律意义。

### 二、股份的特点

股份公司的股份具有如下特点:

(1)平等性。股份的平等性首先表现在股份公司的股份的票面金额都是相等的,其次,每一股份所代表的权力和义务原则上也是相同的,每一股份代表一份股东权。拥有股份的数额决定股东权利义务的大小。但这种平等原则也有例外。不同类型股份,其权利义务有差异,比如公司可以发行优先股,持有优先股的股东在获得股息和红利等方面比普通股东享有一定的优先权,也同时受到一些限制;同类股份的权限有时亦有所不同,比如法律可对拥有一定比例以上股份的股东的权利给予适当的限制。

(2)不可撤回性。股份认购后,除在创立会召开前的某些情况下可以撤回外,认购人不得要求退股。

(3)转让性。股份是不可撤回,但能够转让。有限公司是典型的资合公司,谁是股东对公

司并不重要,股东间的关系也较为松散,股份可以自由转让和流通。即便是记名股份,一般也只需背书和办理过户手续即可。除特别规定,公司不得以章程或其他方式限制股份的转让。

(4)不可分割性,股份是构成公司资本的最小单位,不可再分,否则无法依据它行使股东权。股份可以共有,如几个人合买一股,共同分享股东权益,但他们必须推选其中一个人行使股东权,若合买者未推出人选,则公司可任定一人享有股东权。

(5)证券性。有限公司设立后,即可向其股东发行股票,以证明股东对股份的权利和便于股份的转让。这种股票是一种有价证券,一般都可以自由转让。实际上股份就是股票的证券形式。

### 三、发行新股的程序

股份公司成立后,为筹措资金可以发行新股。新股发行要受到一定的限制,中国对新股发行主要有以下几条规定:①公司增加股份,如果用于投资项目,应符合国家产业政策和行业、地区发展规划。②公司增加股份的间隔时间不得少于一年。③公司增加股份时按发行价格计算的新股不得超过原有公司净资产,国家另有规定者除外。④公司连续两年的盈利不足以支付优先股利或支付优先股股利后两年内未支付普通股股利者,不得增加股份。

新股发行的程序一般如下:

#### 1. 董事会审定

股份公司发行新股时,应召集 2/3 以上董事出席董事会,经出席的董事过半数的同意。方为有效。在发行新股时,须决定下列事项:①新股的种类和数量。公司在章程规定发行股份总额扣除已发行股份数的余额范围内,可发行新股;如果章程规定有几种股份时,须决定新发股份的种类及各类的数量。②缴纳新股款的日期。③新股的发行价格。新股的发行价格一般不得低于票面金额。④财产出资者的姓名,其财产的种类、价格和公司核定的股份种类及数量。

#### 2. 提出申请

在新股公开发行时,应由董事会申请报主管机关批准。申请书的具体内容包括:①公司的名称。②原定股份总额及发行数量和金额。③发行新股的股份总额及每股金额。④最近三年编制的各项表册,开业未满三年的,则需要出具所有开业年度的各项表册,下半年申请的,还应附上上半年的资产负债表。⑤营业计划书。⑥发行特别股的种类、股数及每股金额。⑦代收股款的银行名称及地址。⑧有承销及代销机构的,应载明其名称及地址。⑨发行新股决议的议事录。⑩主管部门规定的其他事项。

#### 3. 发行新股需要履行的登记手续

股份公司董事会应于发行新股结束后的 15 天内,向主管机关申请登记,申请登记书的主要有:①修正的章程。②发行新股的总额。③关于增加资本的股东大会议事录。④发行新股的董事会议事录。⑤决定发行新股的年、月、日。⑥新股收足的年、月、日。⑦增加资本或发行新股后的股东名簿。⑧增加资本或发行新股后的董事会及监事名单。⑨申请批准的通知。⑩发行特别股的,其特别股的种类、总额及每股金额。

## 四、发行新股的方法

发行新股通常有以下几种方法：

### 1. 有偿增资

这是指发行新股时股东须缴付代价的增资，即指按其发行的股数及面额或市价缴纳现金或实物的增资方法，这也是一种最典型的增资方法。

(1) 股东配股。指按照一定比率给予老股东优先购买新股的方法。这种方法历来是最通行的增资方法，而且惯例上都按面额配股，所以筹集资金的积极性高。

(2) 第三者配股。指公司职工、大股东、顾客、往来银行等有友好关系的特定人给予新股购买权而准许其优先认购新股的方法。

(3) 公募。指不是将新股购买权给予特定人，而是广泛地向外特定多数人征募认购人的方法。

### 2. 无偿增资

这是指股东可以无代价地取得新股的增资法。从公司角度来说，这是指没有从外界收受现金，实物出资等，而是由于公司资本增加，相应地发行新股，并在公司内以转账的方法，分配所发行的新股。这种方法的主要目的并非直接筹集资金，而是纠正公司资本结构或充实内部留额。无偿增资所发行的新股必须按照比率送与股东。

(1) 重估价公积金转作资本的送股。指对固定资产进行重新估价，并把累积的公共资金转入承久资本（法定资金），公司就此发行新股，无代价送与股东。这种增资方法，通常按面额摊配。如果重估价公积金转作资本的目的主要在于纠正资本结构，等于股份分割，所以可借以修正由于资本过小而发生的派息率偏高情形，或改善已发生股份的缺货情形；但是同时也增加了资本的负担，促使派息率降低。

(2) 股票派息。指以应分派的盈余转入永久资本，即将发行新股送与股东以代替现金派息的增资方法。这种方法可使现金派息所流出的资金保留于企业内部，从而有助于资金的筹集，对于股东来说也有参与分配盈余的同样效果。再说，派息的股票由于按面额计价，市价偏高时，还具有增派股息的效果。

### 3. 有偿无偿并行增资

这是指以重新估价公共积累转入资本，同时发行新股配以股东，本应缴纳股款的一部分则以转账的公共积累来抵充，余额由股东缴付现款。例如，新股的认受金额为面额 5 元。规定其中的 1.5 元为无偿部分，以转账的公共积累抵充了。其余有偿部分的 3.5 元则让股东付现金。也就是说认购人缴纳现款 3.5 元后就可购进面额 5 元的新股。在这种情况下，假定不采取这项有偿无偿并行的增资方法，公司则必然把发行总额的 30% 作为无偿部分，另以 70% 作为有偿部分分别发行，手续就很麻烦了。

## 五、股份的转让

股东认购股份公司的股份之后，不得再撤回，但是可以转让。股份转让是一种法律行为，需要按法定程序进行。一般的转让就是股份的买卖，这一过程在证券市场进行。还有其他转



让形式,财产继承转让算是一种。原股东死亡后,有关股份的所有权自动转移至死者的遗产继承人,继承人必须出示法庭认可的遗产管理证明,公司才承认遗产继承人的产权。原股东破产也是一种转让,其名下的股份可由破产者信托人接收。

股东在转让股份时必须履行以下程序:

- (1) 转让人签署转让证书,并把股票交付给受让人。
- (2) 受让人填写转让证书,把转让证书连同股票一起提交公司,请求登记过户。
- (3) 公司职员用受让人的户头填写一张新的股票,连同转让证书提交董事会审批。
- (4) 董事会认定符合规限,接受转让,并指示在新证券上签署后发给受让人。
- (5) 将受让人的名字写进股东名册,取代转让人。

转让是一种持续行为,即从原股东将股票背书以后交给受让人开始,至受让人的名字写进股东名册作为股东取代原股东为止。这一期间称为转让期间。在转让期间内,原股东不能以受让人未办过户手续而主张转让无效;而公司在受让人办理过户手续之前仍只承认原股东资格,包括将股息与红利分配原股东。有些国家还实行另一种称为非要式的股份转让。非要式转让一般只需要交付股票就可以了,适用于无记名股的转让。相应地,必须履行法定特别形式的转让就称为要式转让,适于记名股票。中国采用的是要式转让方式。

## 六、股份转让的限制

股份转让一般说来是自由转让,这是股份的一个特征。但在一定的情形下,股份转让也要受到限制。比如,为了维护一个国家的主权,有些国家就限制外国人购买本国一些重要公司的股份或限制外国人持有股份占公司总股份的比例。在中国,股份制尚处于试点阶段,为保障股份公司试点稳定顺利进行,禁止外国及港、澳、台籍人士参与一般股份公司的股份买卖,而专门划出 B 种股票一块,由其买卖。

股份公司禁止购买本公司股份,是各国通行原则。因为公司成为自己股东的行为导致公司实际资本的减少,就等于收买部分的股份没有对外发行。这样,公司登记的注册资本及对外发行的股份就具有虚假成份。只有在公司减资等特殊情况下,才允许公司收购和库存本公司股票,也有一些国家法律规定,当少数股东不同意股东会的某些决议并且这些决议直接导致多数股东利益受损失时,他们可以依法定程序要求公司收购其股份。在这种特定情况下,公司应当买这些股份。此外,自公司清算之日起,股份不得转让。

中国对股份转让的限制是比较多的,这也是试点阶段的必然。股份转让除以上有限制外主要还有以下几项限制:

- (1) 公有股份不可赠与。
- (2) 采用发起方式设立公司,公司股权证的转让须在法人之间进行。
- (3) 采用定向募集方式设立的公司,其股权证按其原持有人身份,只能在法人之间以及公司的内部职工之间转让,即法人股只能转让给法人,内部职工持股只能转让给本公司内部职工。
- (4) 各种法人均不得将持有的公有股份、认股权证书、优先认股权转让给本法人单位的职工,不得把用集体福利基金、奖励基金、公益金购买的股份派送给职工。
- (5) 发起人认购的股份自公司成立之日起一年内不得转让。

(6)公司内部职工的股份(除离职和死亡者的股份外),在公司配售后三年内不得转让。

(7)公司董事和总经理在三年任职期间不得转让本人所持有的本公司股份。三年后在任  
职内转让的股份不得超过其所持有本公司股份的 50%,并须经董事会同意。

(8)国家股的转让有专门规定。

## 第十三节 股份公司的公司债

### 一、公司债的概念

一般说来,公司资金的来源有四种渠道:①公司留利;②发行新股;③向银行借贷;④发行公司债。但是,公司留利并非是经常有的,发行新股会使公司规模扩大,如果将来不需要这笔资金时,无法自由减资,缺乏伸缩性,从银行贷款既不能获得大量资金,获得的资金也不能长期使用,唯有公司债能克服二者的缺点。公司债是股份公司通过发行债券集资的一种形式,表示股份公司与债权人之间的债权关系。公司债是现代股份经济中特有的概念,与公司债务,股份之间既有相似之处,又有根本上的不同。

#### 1. 公司债与公司债务的区别

公司债务是借债的直接后果。公司无论向金融机构借债还是向社会公众借债,其结果都是公司与金融机构或者社会公众之间形成债权债务关系。在此种债权债务关系中,公司始终是债务人,负有到期向债权人还本付息的义务。公司债是仅指公司向社会公众借债而形成的债权债务关系,而不包括向金融机构等特定主体借债而形成的债权债务关系。

公司债与公司债务的具体区别有:

(1)公司债是股份有限公司制度中特有的术语,公司债务则是民法中关于公司(不限于股份有限公司)债券的普通概念。

(2)公司债是一种可转让的债权债务关系,而公司债务一般不具备可转让性,是特定的债权债务关系。

(3)公司债的偿还期限具有一律性,即同次发行的公司债的偿还期限是一样的,而公司债务却可以因其具体内容不同而有不同的偿还期限。

(4)公司债以债券形式反映的权力义务关系,而公司债务却采取借款合同、借据等多种形式表现出来。

#### 2. 公司债与股份的区别

公司债与股份同样是两个既有区别又有联系的术语。对此,国外公司法的界定标准相当清楚,但在中国试行股份制之后,人们或多或少地将两者相混淆。公司债与股份的区别主要表现在以下方面:

(1)公司债在法律上属于债的特殊表现形式,是一种债权债务关系,股份则表示股东的权利义务。虽然股东到期可获得股息与红利,但股份是一种产权关系的特殊体现。

(2)公司债的主体是债权人(债券持有人)和债务人(公司),两者处于相对的地位。而股份

的主体是股东,作为公司成员,股东与公司并非处于对立地位。

(3)公司债的债券持有人在公司债期限届满时,有权请求公司付本还息,而且公司债的利息具有固定性。拥有公司股份的股东无权要求公司还本,其盈余分派亦非固定,而是随公司经营状况有所波动。

## 二、公司债的种类

公司债的种类有如下几种:

### 1. 记名公司债和不记名公司债

公司债券上记载债券持有人姓名的为记名公司债,不记名公司债是债券上不记载债券持有人姓名的公司债。记名公司债转让时,必须由债券持有人以背书形式进行,只有经背书后取得债券的人才可到期要求公司承担还本付息的责任。不记名公司债转让时,以公司债券的交付为准。凡持公司债券的人,均可到期要求还本付息。

### 2. 可转换公司债和非转换公司债

可转换公司债是指可以转换成公司股份的公司债。相反,不能转换成公司股份的公司债是非转换公司债。可转换公司债债券应当记载公司债转换成股份的条件和方法。未明确记载的公司债应视为非转换公司债。对于非转换公司债,债券持有人只能在债券到期时向公司要求还本付息,而无其他权利。可转换公司债的债券持有人则有权在规定的条件内,要求公司将其公司债转换成股份,公司亦有义务根据债券持有人的要求,实现公司债的转换。其转换计算公式为:新股数=债券面值总额/转换价格,式中转换价格为转换而发行的新股的每股发行价格。可转换公司债一经转换成股份,公司债即行消灭,原债券持有人便可转为公司股东。

### 3. 无担保公司债和有担保公司债

无担保公司债是指公司仅以其自身信用担保所发行的公司债到期还本付息,而不提供任何财产担保其到期还本付息,多数公司债属于无担保公司债,但无担保公司债债权人要承担较大风险。一旦公司财产状况恶化,债权人利益就会受到影响。因此,信用比较好或经营状况比较好的公司大多发行无担保公司债。有担保公司债则是公司以其财产担保公司债到期还本付息的公司债。无担保公司债的发行无须履行特殊手续,凡经公司书面发行的公司债均可成立;有担保公司债的发行则要求公司先履行相应的设立担保手续,才能发行公司债。另外,无担保公司债在资不抵债时,只可优先于股东获得清偿;有担保公司债持有人则可以同时优先于股东和无担保公司债债权人,从担保物中获得清偿。

## 三、公司债的发行和流通

发行公司债是股份有限公司筹集社会闲散资金的有效方式之一。公司经营状况好并能够有效地运用发行公司债所获得的资金,就会在满足公司需要的同时,给公司债购买者带来利益,相反,公司经营状况很差,购买公司债的投资者利益就难以得到保障。因此,各国公司法均对发行公司债加以限制,最大限度地保护公司债投资者的利益,总的来看主要有:①发行公司债的数额应当与公司资本数额相适应,公司拥有财产应当足以用来偿还公司债,发行公司债的总额不得超过公司有形资产的净值或者净值的一定比例。②发行公司债的公司不得存有尚未

发行完毕的前一次的公司债,否则,不得重新发行新的公司债。③公司财务状况和经营状况恶化,连年亏损或难以支付公司债利息,也不得发行公司债。

发行公司债必须严格按法定程序进行。

(1)董事会作出发行公司债的决议。董事会作出有效决议必须符合法定与会人数和法定赞成票人数的要求。

(2)申请有关主管机关审查核准。主管机关应就公司及其发行公司债的具体情况加以审查,并有权决定是否核准发行公司债。

(3)发布募集公司债的公告。公告中应就发行公司债的具体情况,按照法律规定加以说明。

(4)募集公司债。依照有关主管机关的核准情况,采取直接发行或间接发行办法募集公司债。

(5)募集登记。公司应当在募集完成以后向有关主管机关办理募集登记。

经过上述法定程序后,公司债的发行即告完成。公司债获得其债券的表现形式,并可以作为有价证券进入流通领域。公司债的流通可以采取公司债转让等具体方式实施。公司债的转让与股份的转让基本相同。股份公司公司债发行的方法一般有直接发行、代销发行和承销发行三种。按照中国《企业债券管理暂行条例》精神,目前中国股份有限公司可以自行发售公司债券,也可以委托银行或其他金融机构代理发售债券。代理发行公司债券的机构,应按代理发售债券面额收取一定比例的手续费。而代理发售公司债券的机构对委托公司的经营状况不承担责任。

## 四、公司债的消亡

公司债的消亡有以下几种形式:

(1)清偿消亡。清偿有偿还本金之间,又有支付利息之意。因此,清偿消亡有公司债还本清偿和公司债付息清偿两种。其中,付息清偿可以采用从债券上剪下息票的办法进行。凡经还本付息的,公司债即消亡。

(2)抵消消亡。如果发行公司债的公司同时又是该债权人的其他债权债务关系的债权人,公司有权以其应清偿的本息抵偿公司债债权人对公司所欠债务;公司债债权人也可以主张抵消。经过抵消,若应清偿本息仍有余额时,则该余额应以其他方式消亡。

(3)收买消亡。即公司在公司债清偿届满之前,以公司财产将公司债买回并消除公司债券。允许公司收买并消除公司债与允许公司买回股份有本质区别。

(4)转换股份。即公司将所发行的可转换股份公司债依法定程序转换成股份,原先的公司债自然消亡。

## 第十四节 股份公司的会计制度

### 一、会计原则

也被称为会计准则,是人们在长期的会计实践中积累而成的、社会大众公认的会计核算的处理标准。在美国和西欧等西方国家,会计原则是由政府有关部门授权给某个特定的会计职业团体制定的,因而也被称为公认会计原则。在中国,会计原则是由国家根据会计工作的需要,并参考借鉴国外的某些公认做法统一制定的,是以法律的形式出现的,因而它便成为所谓的会计制度的一部分。

会计原则分为基本会计准则和具体会计原则两个部分。基本会计准则是对会计核算工作总体的和最基本的要求,它可以适用于任何企业和行业。基本准则分为四个部分:会计核算的基本前提(前提性准则)、会计核算的一般原则、会计要素(会计要素准则)和财务报告(报告准则)。具体会计原则是在不违反基本准则的前提下,对会计核算的基本业务以及特殊行业的核算业务作出规定。

### 二、会计假设(会计核算的基本前提)

会计假设是人们在长期的会计实践经验的基础上对会计核算对象和会计工作环境等作出的合理规定,它们是开展会计工作的基本前提,因而会计假设又被称为会计的前提性准则。根据《企业会计准则》和《股份制试点企业会计制度》的规定,它们是开展会计工作的基本前提,因而会计假设又被称为会计的前提性准则。根据《企业会计准则》和《股份制试点企业会计制度》的规定,会计假设有以下几条:

#### 1. 会计主体假设

会计主体亦称会计实体,是指拥有一定资源并且在经济上实行独立核算的实体或单位,是一个基本的会计工作的服务对象。会计就其反映内容来说,无非是一种信息系统。会计核算总要以特定的会计主体作为服务对象,记录、反映和监督该主体本身的各项经济业务。会计主体假设的意义就在于要求人们在进行会计核算时,必须明确会计核算的主体,并将该主体假定为一个具有独立会计行为的,有别于其他主体的会计实体。这样,会计主体假设就界定了会计核算活动的空间范围,即为谁核算,核算谁的经济业务活动。同时会计主体假设也界定了会计主体的权益范围。即它要求会计核算活动必须站在会计主体的立场上,代表会计主体的利益来进行。

会计主体不等同于法人。法人是指在政府工商行政部门注册登记,拥有一定资产,取得法人资格并能够独立承担民事责任的经济实体。法人概念重在强调该经济实体与社会其他方面的经济法律关系。而会计主体概念的本质要求在于严格划分作为会计主体的某一经济实体与其投资者(业主)以及其他会计主体之间的界限,正确处理企业与所有者之间,企业与企业之间

以及企业内部各单位之间的关系。一个法人肯定是一个会计主体,但会计主体却并不一定是法人。例如:一个股份公司是一个法人,也是一个会计主体。但公司的一个分公司,它本身不能成为一个法人,但为了考核该分公司的经营状况,就必须将该分公司视为一个独立的会计主体,核算其经济业务。又例如:若干股份公司组成一个公司集团,若该集团公司没有取得法人资格,但为了综合考核整个集团公司的经营状况和经营成果,必须将该集团公司视为一独立会计实体,编制合并报表。

会计主体假设要求会计主体具有独立性。这种独立性表现在两个方面:一是一个会计主体要独立于其他的会计主体。这体现在会计核算中,要求每个会计主体要独立核算,自负盈亏,不能将别的会计主体的资产状况和经营状况反映到该主体的会计记录中来。而仅仅只能反映该主体本身的财务收支情况和权益状况。另一方面,会计主体也应独立于其所有者。所有者一旦将资产投入企业,企业就应入账并且作为主体的资产加以运用。会计主体账面上只能反映主体本身的经济业务活动,而不能反映所有者个人的财产收支和其他经济活动。惟有如此,才能真实地反映主体的经营状况,使主体能够自负盈亏。

## 2. 持续经营假设

这一假设是指企业的生产经营活动将无限期地持续不断地进行下去,不会停业清算。一般而言,会计核算应以企业持续、正常地生产经营为前提,假定企业以目前的组织形式、经营宗旨和经营方向持续正常地经营下去。在这样的前提下,企业的会计决策和会计方法以及会计信息的收集、整理才能保持一致性、连续性和稳定性,才能保证各个不同期间会计信息的可比性。也只有在这种假定下,企业才能依据公认会计原则进行会计核算,才能对其所拥有的资源进行合理的计划和配置,从事正常的生产经营活动。

当然,持续经营假设并不要求所有企业实际上都能无限期地存在下去,事实上,任何企业都随时面临着停业清算的可能,但是由于人们无法预测企业何时能够停业,而且在现实生活中绝大多数企业都在周而复始地持续经营,停业清算的只是少数,所以在正常情况下,企业的会计处理和日常经营决策以持续经营为前提,按既定的用途使用资产,按既定的承诺清偿债务,这是符合逻辑的。只有当企业营业期届满、企业破产等客观经济已经出现,在可预见的将来企业就要进行清算时,持续经营假设就已不再适用,而代之以清算要求。这时,以持续经营为条件的一般公认会计原则也将不适用,例如:资产不再按历史成本计价,而应以可变现价值计算;负债也只能按资产变现后的实际偿付能力清偿。

在持续经营这一非清算基础上,可以合乎逻辑地寻出企业资产计量和收入确认的基础。资产按历史成本入账,因为历史成本是企业为资产将来带来的收益所付出的代价,固定资产还要按月计提折旧,以使收入和成本相比。收入的确认采取权责发生制,又称应计制。即本期应当负担的成本和应当得到的收入,无论本期是否实际付出或实际收到,都应当计入本期,而不应等到实际收付后再入账。这样可以保证企业每期收益衡量的比较准确。反之,若是在清算要求下,企业一切都以变现为标准,资产以可变现价格为计价原则。而又由于企业行将结束,不可能再有下一个会计期间,所以不可能再发生什么应收、应付、预提等经济业务,所以收入实现的确认只能为现金收付制而不可能为权责发生制。

由于存在持续经营这一前提,才会发生资本保全问题。由于投资者投入企业的资本(股本)在企业停业清算前不能抽回,只能转让,而持续经营假设又认定企业会不断地正常经营下去。所以为了维护投资者权益,会计核算必须体现资本保全原则,以保全资本。企业在一个会

计期间结束之后,首要任务是将获得的收益弥补已耗用的资产(费用)。这些已发生的耗费要么是债权人权益,要么是投资者权益,只有将耗费补偿,负债才能顺利地进行偿还,所有者权益才能得到保障和维护。若一个企业连耗费都不能补偿,那么所有者权益势必受到侵害,长此以往,资本就会消耗殆尽,企业终将会停业清算。

### 3. 会计分期假设

这一假设是建立在持续经营假设基础之上的。会计分期就是将企业连续不断的生产经营活动人为地划分为一个一个的等距离的时间间隔,其中每一个间隔就是一个会计期间。这种时间间隔,即会计期间一般为一年或长于一年的一个营业周期。

由于企业的生产经营活动是连续不断地进行的,只有当企业结束其全部生产经营活动,被清算之后,企业才能真正地准确确定其损益。企业的净收益即为企业存在期间内的净现金流量。但在现实生活中,企业不可能迟至清算解体才计算其损益,因为这时的计算已经变得意义不大了,对企业的日常管理和生产经营决策也没有任何作用。因此,为了对各种类型的企业财务信息的使用者及时披露充分的信息,以便他们对企业的生产经营活动作出正确的评价和作出相关的决策,会计准则规定将企业的经营期间人为地划分较短的时间区间。在每一会计期间终了时计算当期成本和收益,编制各种财务报表。只有这样,会计才能真正发挥监督和反映的功能,如果等到歇业才开始做上述工作,则会计也就失去了其日常存在的意义,既没有反映的功能,更谈不上监督的职能。因为平时不计算损益,企业管理者就无法判断企业的经营状况,从而也就无法进行正确的决策。

由于会计分期假设的存在,在股份制企业的会计核算中,大量使用“应计”、“预提”、“待摊”、“应收”、“应付”、“预收”、“预付”等会计账务处理方法,以便明确划清各个会计期间的经营业绩和经营责任。也正是由于会计分期假设,才产生了营业收入确认的实现原则,用以将企业整个营业期间内的总收入在各个会计期间内合理地进行分配。为了依据收入的划分对企业营业期间的总成本进行分配,会计上便产生了所谓的配比原则,即一项收入的成本必须是实际为取得该项收入而发生的资产耗费,一项成本的收入必须是支出该项成本后确实能带来的收入,不能任意扩大一项收入的成本,也不能任意缩小一项成本的收入,成本和收入之间必须合理地配对。由于配比原则,当一项资产耗费的效用不仅能使本期受益,下面几个会计期间也能受益时,该项资产耗费必须适当地分配到各个受益期去,这就是所谓划分资本性支出和收益性支出的原则。资本性支出的效益能延续若干会计期间,而收益性支出的作用只体现于本期,只能使本期受益。所以前者要通过一定的方法分摊到各受益期间,而后者则全部作为本期费用。最后,由于会计分期假设的存在,各国会计原则都以权责发生制(应计制)作为确定会计事项的基础,而不采用收付实现制。很显然,若没有会计分期,权责发生制则无存在的必要。

关于会计分期的方法,世界各国的做法是不太一样的。总括起来,无非有两种,一种是日历年度法,一种是营业年度法。日历年度法会计期间的起讫点和日历年度(公历)是一致的。这种方法的优点是操作简单,易于执行。营业年度法会计期间的起讫点是企业经济活动的最低点,这种方法的优点是会计年度终点避开了经济活动的高潮,从而避免了会计年度结束时会计工作过于繁忙,使企业能有时间从事报表的编制和当年损益的计算,也有时间准备下个年度的工作。同时会计报表和损益的计算在经济活动的低点使计算上和会计处理上可能出现的差错减少了,从而能最大限度地保证会计信息的真实性和准确性。中国采用的日历年度法,《企业会计准则》和《股份制试点企业会计制度》都规定:中国的会计期间分为年度、季度和月份,会

计年度自公历 1 月 1 日起至 12 月 31 日止,季度、月份均按公历起讫时间确定。

#### 4. 货币计量假设

这一假设意思是说,会计核算的对象,应限于可以用货币进行计量的经济活动。会计核算要能够系统、全面、综合、连续地反映企业的生产经营活动和财务成果,必须通过货币这把尺度将有关企业生产经营活动和财务活动的信息数据转换为同一货币单位进行记录和反映。之所以用货币作为会计工作的计量单位,这是和货币的持续性分不开的,货币具有价值尺度、交换媒介、价值储藏和债务清偿的手段,它是最好的也是唯一的能综合、系统、全面地反映企业生产经营活动和财务成果的计量手段,也是唯一能将企业生产经营活动和财务成果进行横向和序时的比较的尺度。正因为如此,会计准则才要求企业会计核算必须用货币作为计量手段。货币计量并不排斥其他计量,在以货币计量为主体的同时,还可以进行外币、实物资产等辅助核算,提供各种实物数据,作为货币计量的必要补充。

在货币计量假设中,还隐含着货币价值稳定这一附带假设。既然让货币充当经济活动的计量尺度,那么,正如现实生活中长度、重量等其他度量单位,其度量标准是固定不变的一样,货币本身的价值也应是稳定不变的,这样才能保证会计信息的纵向可比性。但近年来,随着通货膨胀的逐年上升,币值稳定这一假设正经受着来自各方面的指责,认为这一假设使会计信息完全失真。虽然许多会计学家为了会计核算的客观性和可检验性在竭力支持这一假设(因为在币值稳定假设下,采用历史成本的计价原则是合理的,也是可以验证的,不易人为操纵。而用资产现值作为估价标准,由于没有合格的凭证,主观性太强,会计易被企业管理当局人为操纵来夸大其经营业绩,隐瞒对其不利的情况),但对这一假设的批评已导致了一门新的会计学科——通货膨胀会计的出现。

货币计量假设还包含了记账的本位币原则,当有若干种货币业务同时并存时,该假设要求选定其中一种货币作为计量标准,即记账本位货币,而将其余货币看作一种外汇资产,在用原币记账的同时折合成记账本位币统一进行记录和反映。折合的方法有逐笔折算和月末一次调整两种。中国《企业会计准则》规定:会计核算以人民币为记账本位币。业务收支以外币为主的企业,也可选定某种外币作为记账本位币,但编制会计报表应当折算为人民币进行反映。

### 三、会计核算一般原则

会计核算一般原则主要是在会计假设的基础上进一步对会计核算的基本要求作出规定。它基本上包含两方面的内容,一是对会计信息质量的要求,包括客观性原则、相关性原则、可比性原则、一致性原则、明晰性原则和重要性原则。另一方面是关于收入确认和资产计量的规定,包括历史成本原则、谨慎性原则、权责发生制原则、配比原则以及划分收入性支出和资本性支出原则等。

#### 1. 客观性原则

客观性原则又称为真实性原则或可查性原则,是指企业的会计核算必须真实、客观地反映企业的生产经营活动和财务成果。其要点如下:

第一,在会计核算的整个过程中,在会计循环的诸环节上,会计信息都必须是企业实际财务成果和经营状况的如实反映,不得弄虚作假。既不能故意隐瞒已发生的经济业务,也不能“虚设”实际并未发生的经济业务。为此,企业发生的一切经济业务,都必须提供足以证明该业



务已经发生的合法凭证。企业会计核算必须从该原始凭证出发,通过审核原始凭证、填制记账凭证入账、填制报表等步骤完成整个会计循环。

第二,客观性原则要求会计人员具有一种客观、公正的工作态度,在会计核算中尽量减少各种主观因素的影响,真实地反映客观事实。不允许篡改会计凭证、账簿以及报表和其他会计资料。也不允许在处理会计业务时,任意选择对自己有利的会计程序和会计方法而不论其合理性。

第三,会计核算结果应是可以核对的。即有充足的凭证可以复核其数据的来源,会计核算过程遵循公认的会计准则,会计核算的结果同企业实际的资产负债状况相吻合。

第四,会计核算的结果是可检验的。若企业在会计核算中遵循了客观性原则,那么若干合格会计人员对同一经济业务依照相同的原始凭证进行会计处理时,就应该能得出实质性相同的结论,而不会相去甚远。

第五,客观性原则是会计核算的最高原则,是会计核算的生命。但是,真实性是相对的,不可能做到绝对真实、客观。原因有两点:首先,会计准则只是一个粗线条的原则框架。有时,在会计准则允许的范围内,对同一经济业务的处理存在着好几种可供选择的方法。另外,有些会计数据本身就需要会计人员根据一定的方法估算,不可能保证绝对真实。例如折旧费计算、计提预提坏账、摊销各种费用等都需要会计人员的主观判断。在这种情况下,客观性原则只要求会计人员尽可能做到真实、客观。

## 2. 相关性原则

会计信息必须满足信息使用者的需要,在会计核算中,应将会计资料的实用性同会计信息使用者的决策需要相关联起来,及时向会计信息的使用者提供有用的信息。该原则有三层含义:

第一,会计核算的目标性。相关性原则明确了会计核算的目标,亦即会计信息的反馈对象。主要是企业的投资者和潜在投资者、债权人、税务部门、工商管理部门、政府主管部门以及企业的内部管理人员。企业的会计核算应同时满足以上会计信息使用者的需要。其中最主要的是要满足前五者的需要。正因为如此,财务会计又被称为对外会计,以区别于主要向企业内部管理者提供决策信息的对内会计,即管理会计。

第二,会计信息的有用性。各种类型的会计信息使用者都可以从企业的财务报告中得出对自己决策有用的信息。这种有用性取决于使用者自身的性质,很难找到一个确切的标准。但一般而言,会计信息应具有两个作用:确证性和预测性。确证性是指企业所提供的会计信息能够真实客观地提供企业现有资产水平和盈利能力,以帮助外界了解企业的情况,使投资人能了解投资的效益,债权人能了解贷款的安全状况,税务部门了解企业的纳税能力。预测作用是指信息使用者能够根据企业所提供的当年的财务报表以及以前各年份的资料预测企业今后的发展前途和盈利能力,以作出相应的决策。投资者可以根据预测决定是否进一步向企业进行投资,债权人也可根据自己的判断作出是否继续对该企业进行贷款的决策。资料的预测作用和确证作用是相互联系的。对今后的预测要建立在现有资料的基础上,而现有资料又可作为过去关于企业经营绩效预测的确证,二者相辅相成。

第三,会计信息的及时性。会计信息对使用者来说之所以重要,就在于它可以帮助使用者进行决策。如果会计信息的提供在信息使用者作出决策之后,再相关的信息也会变得毫无价值。因此,相关性原则要求企业应及时提供会计信息,以保证会计信息的有效性,保证信息使

用者的权益。

### 3. 可比性原则

可比性原则指企业应当按照确定的程序和方法进行会计核算,会计指标的计算口径和计算方法应力求和同类企业以及本企业不同会计期间相一致,以保证不同会计主体之间的会计信息具有可比性。其要点和意义是:

第一,可比性原则着重强调不同会计主体之间的横向比较。为达到会计信息的横向可比性,各会计主体在进行会计核算时,都必须严格遵守会计准则的要求,尽量减少不同会计主体之间会计处理方法和处理程序上的差别。

第二,可比性原则的另一个重要含义是,企业应当在财务报表中,充分揭示企业会计政策及报表编制方法的变动,以及这些变动给企业会计结果所带来的影响。从而使会计信息使用者能够对比同一企业不同会计期间的经营成果,也能够正确地进行不同企业之间会计信息的横向对比。

第三,可比性原则的目的,在于更好地帮助信息使用者对企业进行经济分析和作出相关决策,保护投资者和债权人权益。

第四,可比性并不要求各会计主体之间处理方法完全统一,也不要求企业死守过去的会计处理程序和方法。当会计准则改进,出现新的更符合可靠性和相关性的会计处理方法时,企业不应以维持可比性为由拒绝新的会计方法和会计原则,而宜以新代旧使会计信息的质量更符合相关性和客观性的要求。

### 4. 一致性原则

一致性原则又称一贯性原则,是指同一会计主体在不同会计期间所采用的会计处理方法和处理程序应前后一致,以使各个会计期间的会计数据具有可比性。

一致性原则主要是针对同一会计主体而言的,它强调的是会计信息应具有纵向的可比性。在会计实务中,对许多会计事项常常有不同的会计处理方法可供选择。如折旧的方法就有平均年限法、工作量法和双倍余额递减法,在每种方法中,又有许多更细的方法。不同的折旧方法计算出的折旧费用额是不同的。若一个企业前期采用平均年限法,后一期采用双倍余额递减法,在销售收入大致相同的情况下,两期的净利却会有很大差别,这就会给信息使用者一种虚假信息,导致他们作出错误决策。会计一致性原则,正是为了防止企业任意改变会计方法而使会计信息失去纵向可比性而制定的。

一致性要求使企业不同会计期间连续的生产经营活动反映在各个期间前后一致的会计资料中。这样可以便于企业管理者考核和控制整个企业的生产经营也便于投资人和债权人根据若干期历史资料对企业未来的发展状况进行预测。另外,一致性原则也可以防止某些企业为了自身需要人为地利用变动会计方法来达到任意调节成本费用和利润以掩饰企业真实财务状况和经营成果的目的。

当企业出于需要变更会计方法时,一致性原则要求在当年的财务报表中,应对该变更作出详细的说明,揭示它对于某些重要会计事项的影响。

### 5. 及时性原则

指会计核算应及时进行,会计事项的处理必须在当期内完成,不得提前或延后,以使会计信息能及时给使用者的决策带来帮助。这一原则有两层含义。

第一,会计处理要及时。当经济业务发生后,企业应及时根据所获得的凭证展开会计处

理。在会计期末,企业应及时结账和编制会计报表,决不能将本期的事拖延到下期,也不能提前处理下一期的会计事项,一切会计处理要以经济业务的发生为依据。

第二,会计信息应及时反馈给信息使用者。会计信息很大一部分是带有时效性的,过了一定的时期,即使是极其客观真实的会计资料也会变得毫无价值。因此及时性原则要求企业在及时处理会计业务之后能够及时地传递和反馈会计信息,使企业的外部相关人员能够及时了解企业的生产经营情况。

#### 6. 明晰性原则

会计记录和会计报表应当清晰完整,简明扼要,便于理解和使用。明晰性也是保证会计信息相关性和有用性所必须的,含糊不清的会计表述将会引起会计信息使用者的误解,从而妨碍了他们对会计信息的有效利用。另外,企业财务报表的外部使用者多是非会计专业人员,因此明晰性原则也要求企业在提供会计信息时,要尽量避免专业术语,力求用最简单、最精炼、最通俗的语言提供最有用的信息。

#### 7. 权责发生制原则

权责发生制原则是建立在会计分期假设基础上的。它指的是在企业会计核算中,要以权责发生作为确认本期收入和费用的基础,即企业对当期已实现的收入和应当由当期负担的费用,无论款项收付与否,都要作为当期的收入和费用处理。这一原则的主要目的,是为了在会计分期假设下正确计算各个会计期间的经营成果。

由于这一原则,企业在会计核算中,大量使用应收应付科目(如“应收账款”、“应付票据”等)、预收预付科目(如“预付货款”、“预收款”等)、待摊预提科目和递延科目(如“待摊费用”、“预提费用”、“递延营业收入”等),为的就是根据权责发生制正确计算和划分本期和其他各会计期间的营业收入和费用。

#### 8. 配比原则

指收入与其相关的成本、费用应相互配比,以便正确计算各会计期间、各会计核算对象的净损益。这一原则的主旨在于,费用跟着收入走,收入一旦确定,那么,与获得该收入相对应的全部费用也应予以确认。配比原则实质上反映了收入和费用之间的内在的因果关系,即所得必有所费,所费是为了所得。

由于费用的性质不同,配比的方法可以分为三种:直接配比、间接配比和期间配比。直接配比是指所支出的费用能够明确其受益对象时,应直接计入该核算对象的成本,直接和该核算对象的收入相配比。例如,为生产某种产品而领用的直接材料费用应直接记入该产品的生产费用。间接配比是指一笔费用支出使好几个核算对象受益,不能够或不值得去分清各核算对象分别受益多少。这时应间接配比,使这笔费用先和这几个受益对象配比,到期末再按一定的标准将这笔费用分配到各受益对象的成本中去。例如生产两种产品车间的生产组织管理费用,即制造费用。期间配比一笔费用支出和企业的生产经营活动的直接联系不大,但却是为了获取收入所必须的。这时可实行期间配比,使这笔费用直接和该期间的收入相配比,在会计期间末计算利润时从收入中直接减去这笔费用而不必将它分配到各产品成本中去。所有的期间费用如管理费用、财务费用等都是这类费用。

#### 9. 谨慎性原则

又称稳健性原则或审慎原则,是指企业在会计核算中,应尽量合理地低估收入,充分地高估成本,使企业规避风险,增强竞争能力和市场应变能力。

在市场经济下,风险是时刻存在的,企业在核算上遵循谨慎性原则可以使风险前移或者使风险在各会计期间合理分散,从而使企业的经营活动能够比较平稳,各期不致大起大落。例如,对应收账款提取坏账准备,就可以使今后可能发生的呆账提前收回或收回一部分到真正发生呆账或坏账时就不会手忙脚乱了。又如加速折旧法可以使固定资产在很短的时间内回收一大部分,从而减少了今后发生各种自然风险或技术风险时的损失。

### 10. 历史成本原则

亦称实际成本原则,是指企业的非货币财产和财产耗费(费用)均以业务发生时的实际成本入账。历史成本原则是会计计量的基本原则,所有的经济业务记录,都必须遵循这一原则。例如:固定资产增加时,新增固定资产的入账价值仅包括为获得它所实际耗费的成本,包括买价、运费、安装费等。以历史成本法计价的好处在于:①它是实际经济业务的记录,比较客观。②有合法凭证以资证明。③不须经常调整账面记录。它的缺点在于在普通通货膨胀的情况下,资产的账面价值和实际市场价值相差很大,从而使账面的所有者权益不真实。更重要的是它会使会计信息失去有效性和相关性,不利于企业内部的生产经营决策,也不利于外部相关人员的投资决策。

### 11. 划分收益性支出和资本性支出原则

所谓收益性支出,就是仅仅与本会计年度的收益相关的支出。所谓资本性支出,就是与若干个会计年度收益相关的支出。划分收益性支出和资本性支出原则就是,在会计核算中,必须严格区分这两类不同的支出,对他们分别作不同的会计处理。收益性支出直接列入当期费用,而资本性支出则要逐年分摊,这样做也是配比原则的要求。如果企业不考虑这两类支出的区别,都将他们作为收益性支出处理,则必然会导致费用虚增,从而使本期利润虚减。反之,将收益性支出当作资本性支出必然会虚增利润。这两者都将使会计信息失去真实性和客观性。

### 12. 重要性原则

这一原则是说,会计核算应当全面反映企业财务状况和经营成果。对于影响决策的重要经济业务,应当分别核算,分项反映,并在会计报告中重点说明。

为全面反映企业经营状况,充分披露有用信息,企业除了要认真编制三大报表以外,还要以附表和附注的形式大量披露正表和正文没有涉及到的有关内容。如在高通货膨胀时期可以编制经物价水平调整的资产负债表以帮助人们了解企业目前真实财产状况等。

在充分反映的同时,也应突出重点,在重要项目上应予以单独说明。判断一个项目是否为重要项目,要以它对决策的影响力而定。一般而言,金额较大的为重要项目,金额较小的为次要项目。但这种标准不是绝对的,有时金融虽小但性质特别严重的项目亦可成为重要项目。在报表项目的设置上,也要遵循重要性原则,对重要事项加以特别关注和着重说明。

重要性原则是相关性原则和客观性原则的补充,它界定了会计信息反映企业经营状况的深度——以重要性为限。凡是一项会计信息代表的金额小到不足以弥补生成该项信息的成本时,就可以忽略这一条信息,以简化核算工作。这也是会计工作的效益原则所要求的,这个精髓应贯穿着会计核算工作的全过程。

## 四、会计要素

这里指的是会计对象要素,又称财务报表要素,主要包括资产、负债、所有者权益、收入、费

用和利润六项。会计要素准则,是指会计要素的含义、确认、计量以及记录和报告。

### 1. 资产

根据《企业会计准则》的规定,资产是企业拥有或者控制的能以货币计量的经济资源,包括各种财产、债权和其他权利。其含义有三:第一、资产是一种经济资源。这种资源是企业作为以往事项的结果由企业加以控制的,目前或今后使用它不再支付费用,并且使用它能够直接或间接地增加企业的收入或收入潜力。第二、资产是企业拥有和实际控制的。拥有指企业对资产具有合法所有权。实际控制是指企业虽无所有权,但具有实际上的使用权,如融资租入固定资产等,它们虽然在形式上不为企业所有,但企业能够通过使用它受益,并且承担与所有权相关的义务和风险,因此也应作为资产计量入账。第三、资产须能以货币计量。货币计量是会计核算的基本假设。如果一项经济资源虽然为企业拥有或控制,但无法用货币来计量,企业就不能用正常的方法对其进行各种业务核算,因而也就不能将其确认为资产入账,只能采取注释或附表的方法特别加以提示。如自创商誉和人力资源等。

### 2. 负债

负债是企业所承担的能以货币计量,需要以资产或劳务偿还的债务。它有二个特点:第一、负债是企业以往经济事项的结果。当企业已收到其他企业或经济主体提供的资产和劳务而未作任何偿付的,负债便发生了。因此负债也是意味着债权人企业对企业的求偿权,负债必须以某个时刻的企业资产或劳务来清偿,现时负债代表着将来经济利益的抵减。如果企业必须根据将来的经济事项才能确定某债务,则该项债务不属于企业负债,负债必须是以往经济事项的结果。如:企业和某原料加工厂订立采购合同,货到付款。则这笔货款就不能列入负债,而是属于一种契约性质的金额。只有原料加工厂已将货发到而企业未付款时,负债才会发生。第二、负债必须是一种能以货币计量的经济责任。因此,负债一般应有一个确切的金额或者虽无精确金额但有一个合理预计的估计数额,以便于货币计量。

总之,确认负债的要素,一是由以往事项形成,一是货币计量,最后再加上最终需由企业的资产或劳务加以清偿。

### 3. 所有者权益

所有者权益是指投资人对企业净资产的所有权。它主要包括:实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润等。所有权权益是企业对外承担经营风险的最大限度,超过这个限度,企业便不能承受了。具体地说,所有者权益有如下特征:第一、所有者权益是投资者对企业净资产的要求权。对股份制企业来讲,这种要求权就是股东对企业的最终所有权。但这种要求权仅仅是账面上的金额,在实际经济运行上,股东不能抽回投资而只能进行转让,只有在企业清算时,这种要求权才有具体的体现。第二、所有者权益是一种求偿权。企业在整个经营期间的资产增值,在补偿了债权人权益之后,全部归为所有者权益。企业在清算解散时,对剩余资产的处理也是先满足债权人,然后再将它们偿还给所有者。在实际会计核算中,所有者权益不是一个单独确认的经济量,而是在确认和计量了资产和负债后,将它作为资本和负债的减项来计量和确认。

界定所有者权益的目的,在于保护投资者利益,使企业在整个会计核算,实行资本保全原则。只要企业是盈利的,那么,资本金是不会减少而只会增加的。导致资本减少的唯一途径就是企业经营亏损。

### 4. 收益

收益是指会计期间内企业经济利益的增加,它可以导致资产增加或原有负债的减少。收益包括两个部分:收入和利得。收入是在企业的日常经营活动中产生的经济利益,如产品销售收入、劳务费、利息收入等。利得是除收入外的其他收益项目。这种利得收益不象收入收益那样,有各种各样的名称。主要包括:资产重估价的溢价收益,出售固定资产的收益等。

对收益中的主要部分——营业收入来说,它的确认原则是实现原则,主要有两个基本条件:①货物或劳务已经提供;②价款收讫或取得收取价款的合法凭证,如:商业汇款、银行汇票等。

收益作为一个会计主体的经济利益的增加,它只能来自企业外部。而不能包括企业内部各单位之间的内部往来。例:某建筑公司下属的甲单位向乙单位出售 1000 吨钢材,价款 70 万元。这 70 万元对建筑公司这个会计主体来说,即不能当作收入,也不能当作费用。

### 5. 费用

费用是指会计期间内企业经济利益的减少。它表现为资产耗费或负债增加。费用也包含两个部分:正常使用和损失。正常费用是指企业在日常经营活动中所发生的耗费,一般都有一定的名称。如:销货成本、财务费用、管理费用、工资等。损失是指除正常费用之外的其他费用项目。主要包括因不可抗力造成的经济利益减少,如由水灾、火灾等造成的资产损失,以及处理非流动资产中发生的经济利益减少。

费用分为两类:生产费用和期间费用。前者是指为生产产品或提供劳务直接发生的费用,它们应计入产品或劳务的成本。后者是指与生产产品或提供劳务不直接相关的费用,包括管理费用、销售费用和财务费用。在制造成本法下,期间费用不计入产品或劳务的成本,直接冲减当期损益。

### 6. 利润

利润是企业一定会计期间的综合财务成果,包括营业利润、投资净收益和营业外收支净额三部分。也即当期收入与当期费用的差额。当这个差额大于零时,企业盈利。反之,则企业亏损。

在国际上,一般不将利润作为一个独立的会计要素,而将它作为收入和费用的减项处理。在中国,为了理解方便,也为了适合广大会计工作者的固有观念,《企业会计准则》将利润列为会计要素之一。

利润是企业整个经营活动的总体评价,是每个企业追求的主要目标,只有不断地获取利润,企业才能在竞争中站稳脚跟,逐步壮大,所有者权益才能增加。反之,若企业不断亏损,则必然损害所有者权益,资本不能保全。

利润是一个期间概念,只有在会计期终了时才能进行计算。因为只有在此时,当期收益和当期费用才能够加以确定,从而确认其净额。

## 五、股份公司财务会计的结构模式

财务会计的结构模式,主要是指整个财务会计制度的基本框架。包括会计计量基础、会计事项的确认基础、会计准则、会计恒等式、会计记账方法和会计业务循环等几方面内容。中国新会计制度采用了目前国际上通行的会计模式,即会计计量以历史成本为原则,会计确认以权

责发生制为原则,会计准则采用国际通用的会计准则并以借贷复式记账法为归集会计信息的手段。

### 1. 历史成本原则

历史成本原则是会计准则中最重要的一個原则之一。它不仅是计量成本费用项目的原则,而且还是计量其他一切会计事项的基本准则。它要求企业取得资产、形成权益、发生负债、实现收益和支出费用时,都要以经济业务发生时的实际金额作为计量依据,并登记入账。会计上之所以采用历史成本法,同会计客观性要求是分不开的,客观性要求在会计核算中要尽量减少人为因素,做到一切都有据可查。而历史成本原则恰好能满足这一点。首先,历史成本是过去实际交易的价格,有事实根据;其次,历史成本计价时可以有合法的凭证作为证据,使会计数字比较客观,排除了主观臆测;再次,以历史成本计价,核算手续比较简单,数字一经入账即不需要任何调整,不象现行成本会计需不断地按市场价格调整其账簿记录。这同时再一次保证了会计信息的客观性。

但历史成本原则却有一个致命的缺点,它在保证会计信息客观性的同时,降低了会计信任的有用性。历史成本反映的都是过去的状况,企业目前的财产状况和经营活动,历史成本原则没法进行反映,而对投资者和管理者决策最有用的信息却是企业目前的状况。更重要的是,在通货膨胀的情况下,历史成本原则不允许企业调整其资产价值,这样会导致会计信息的扭曲甚至失实,会对决策起误导作用。这也是使许多投资者觉得会计报表无用的原因之一。目前国际会计实务界和理论界的主流还是要坚持这一原则,因为没有任何一种放弃该原则的新会计模式是成熟的,但相信对这一原则越来越深入的探讨最终会引起会计的革命。现在在欧美许多国家,政府已经规定公司在报送报表时必须有一般物价水平会计或现行成本会计报表作为补充报表。

### 2. 权责发生制原则

权责发生制原则是会计中的又一重要原则。它是按权责发生而不是按现金收付来作为确认一会计事项是否属于当期的标准。简单地说,应该属于本期的就记入本期相关账户,现金实际未收讫或付讫的就记入应收应付账户。从收入和费用来说,本期已实现收益,不论现金是否收讫都记入当期损益。这里收益实现的标准就是获得收款的权利,即权责发生制中的“权”;本期已形成的费用,不论是否在当期支付,都应记入当期账户。这里费用形成的标准是承担付款义务,即权责发生制中的“责”。在权责发生制下,会计期末要对应收应付、预收预付、递延待摊及预提账户一加以调整,会计核算程序比较繁琐,但却能保证当期净损益比较准确。

权责发生制不是理所当然的,历史上曾经有过建立在严格的现金收付制基础上的会计模式。现金收付制,又称收付实现制或现金制。它以实际现金的收付作为确认收入和费用的基础。期末不对账项进行调整,会计核算比较简单,但当期损益真实性不太合理。现在,大多数行业和企业采用权责发生制,只有少量的服务业企业仍采用经修订后的收付实现制。

在权责发生制下,企业必须编制现金流量表来说明企业的现金状况,即企业资产的流动状况。因为权责发生制的利润是一种权利而不完全是一种已收讫的现金,所以必须仿效收付实现制会计模式编制现金流量表作为补充说明。现金是企业日常经营活动的润滑剂,现金太少,企业日常经营会发生很大困难。这样通过现金流量表,投资者和企业管理人员就能根据企业目前现金状况作出相应决策。

### 3. 会计恒等式

会计恒等式是企业财务状况的基本表达式,是会计核算的基础。企业的生产过程,实际上就是使用一定的经济资源获取将来的收益,每一期的净收益到会计期末又转化为所有者权益的增加。企业的经济资源即资产从来源来讲,无非有两种,一种来自所有者的投资,一种来自企业的对外负债。这样,有两种人对企业资产有要求权,一种是债权人,这部分要求权形成债权人权益;另一种是所有者,这部分要求权形成业主权益。业主权益是一种剩余权益,由于债权人权益先于所有者权益,所以企业资产在满足了债权人权益之后,剩下的就是业主权益。用等式来表示就是:资产=债权人权益+业主权益

或者:资产-负债=业主权益……(※)

由于净利增加业主权益,所以又有下式:

资产=负债+业主权益+净利

即:资产=负债+业主权益+(收入-费用)

亦即:资产+费用=负债+业主权益+收入

上式是企业任一时点的会计恒等式,而(※)式只是会计期末的恒等式。

对股份制企业来说,业主权益就是股东权益,因而有下述会计等式:

资产=负债+股东权益

在会计上,人们习惯上将总资产超出总负债的部分称为净资产、净值或资本,因此会计等式又可写成:

资产=负债+净值

或:资产=负债+净资产

或:资产=负债+资本

### 4. 复式记账法

复式记账法就是对每一笔经济业务都以同等的金额分别记入两个或两个以上的相关账户进行反映的一种记账方法。复式记账法起源于意大利。由于它能够准确地反映资金的来龙去脉,揭示经济业务的全貌,所以很快代替了单式记账法,成为目前世界上唯一的记账方法。中国股份制试点企业会计制度规定;中国股份制企业用借贷复式记账法记账。“借”和“贷”是一种记账符号。除借贷记账法外,还有增减记账法、收支记账法等,它们以“增”、“减”和“收”、“支”作为记账符号,这两种记账方法现已被借贷记账法取代。

借贷复式记账法的原理,源于会计恒等式,即任何一项经济业务的发生,必然会对会计恒等式产生双重影响。从总体上来说,企业的经济业务无非有以下四类:一是资金流入企业。这时一方面企业资产增加;另一方面,从资金来源来说,资金不是来自债权人就是来自投资者,因此负债或业主权益也会增加同一数额。二是资金流出企业。这时同样的道理,在企业资产减少的同时,负债或业主权益也会下降同一数额。三是资产内部形式的转换。如现金转化为银行存款,显然一项资产减少的数额就是另一项资产增加的数额。四是出售产品。这时价款中一部分是由原产品成本转化而成的,属不同资产的转换。价款中的剩余部分即利润使业主权益等额增加一部分。因此出售产品获得价款(不妨设为现金),一方面是现金资产上升,产成品资产减少,另一方面是总资产增加和业主权益的增加。这些变化而且都是等额升降的。

综上所述,企业的每笔经济业务都有双重性质。借贷记账法为资产、负债、业主权益、收入、费用五大类中的每个项目开设一个分为左右两方的“T”型账户,账户左方为“借”方,右方



为“贷”方。资产和费用类账户在借方表示增加,贷方表示减少,而对其他三类账户则反之。这时我们再将上述四种业种记到各类账户中去;

(1)借:(资产项目)——表示资产增加

贷:(负债或业主权益项目)——表示负债或业主权益增加

(2)同(1)相反

(3)借:(资产项目)——表示某一资产增加

贷:(另一资产项目)——表示另一资产减少

(4)借:(资产项目)——收到价款

贷:(资产项目“产成品”)——产成品减少

(业主权益项目“利润”)——业主权益增加

因为经济业务双重影响的金额是相等的,所以当以“借”和“贷”分别表示这双重影响时,借贷双方的金额必然是相等的。总结前面的结论,就可得到借贷复式记账法的记账规则:有借必有贷,借贷必相等。

账户在期末是有余额的,余额一般在“借”和“贷”中表示该项目增加的一方,如资产余额在借方,负债余额在贷方等。余额计算公式为:

期末余额=期初余额+本期借贷方发生额净额

账户数据是编制会计报表的基本元素。每个会计期末,企业应进行结账,计算出各账户余额,然后据此填入会计报表中去。

#### 5. 会计循环

财务会计的最终目标,是将各种会计数据综合整理成三张会计报表。这种从原始凭证输入到会计报表输出的全过程,叫做一个会计循环,它包括 5 个步骤:第一、编制分录。审核原始凭证,根据原始凭证进行经济业务分析,确定相关账户,并按先后顺序登记在日记账中。第二、过账。将登录在日记账中的会计分录过录到各类账和辅助账中。第三、调整。月末或年末按权责发生制调整有关账户记录。第四、编制报表。根据调整后的账户余额,编制资产负债表、损益表和财务状况变动表。第五、结账。结清收入和费用账户,将本期净损益转入业主权益类账户(如盈余公积、未分配利润等账户)。

### 六、企业股份制改造前资产评估的账务处理

国有企业实行股份制,一般要在资产评估后,作价入股。但对非生产用固定资产及不适用固定资产,仍归该企业所有,但不折价入股以免降低资产收益率。

资产评估后,有的价值要上升,有的价值要下降。根据国际惯例,重估价值高于账面价值的部分,作为资本的增加,不作为收益处理,而重估价低于账面价值的部分则要抵减收益。对资产评估的溢价与折价,需设专门的“资产重估”科目来处理。重估溢价的,借记“存货”、“固定资产”等资产科目,贷记本科目;重估折价的,作相反的会计分录。若固定资产评估溢价,还需要补提折旧,其会计分录为借记“资产重估”科目,贷记“累计折旧”科目。资产评估结束后,要将“资产评估”科目的余额转入国家投资的固定基金和流动基金,会计分录为:

借:资产重估(重估溢价)

贷:固定基金(固定资产重估溢价)

### 流动基金(流动资产重估溢价)

集团企业资产评估的有关会计处理是:重估溢价的,按溢价额借记有关资产科目,贷记“联社资金”科目;重估折价的,折价金额首先冲减当期的收益,若当期收益不能弥补的,用留存收益弥补,留存收益仍不能弥补的,抵减“联社资金”科目余额。

中外合资企业的资产评估应设置“得估溢余”科目,其作用同国营企业资产评估时的“资产重估”科目相同。重估后,若有重估溢价,应按双方合资比例分享重估溢价,借记“重估溢余”科目,贷记“股本——中方”和“股本——外方”科目。若有重估折价的,当原先“重估溢余”账户有贷方余额的,应冲减其贷方余额,不足冲减时,应直接在收益中列支。

## 七、国有企业参股前的账务处理

国有企业进行股份制改造时,必须清理结束原来的账户,然后由新组建的股份公司重新设账。为结清原来的账户,可以设置专门的“待转企业改组”这个专用的过度性账户,把原资金占用类账户和资金来源类账户余额全部转入该账户,从而就结清了原有账户。其会计分录如下:

(1)结清资金占用账户余额,应作:

借:待转企业改组

    贷:固定资产类各账户

        流动资产类各账户

        专项资产类各账户

(2)结清资金来源账户余额,应作:

借:固定基金

    流动基金

    专项基金及各账户

    折旧

    应付款项

    贷:待转企业改组

原有账户结清后,就要按“资产=负债+资产净值”公式计算企业资产的净值,作为对新成立股份公司入股记账的依据。一般来讲,原有企业资金占用类账户及未分配利润账户余额构成资产总值;原资金来源类账户中,工资基金、职工奖励及福利基金、大修理基金应归为流动负债,基建专项借款应归入长期负债;固定基金、流动基金、发展基金、后备基金归入权益类账户。按上述划分企业应编制资产负债表,连同实物移交新成立的股份公司据以记账。原有公司会计处理业务从此完结。

## 八、集体、私营企业参股前的账务处理

集体、私营企业要改组为股份制企业的,应先对企业的财产物资、债权债务进行清查、评估、核实,尔后根据评估和盘点结束调整企业账面记录。然后结清原有账户余额。

企业在结束原有账册时,可以通过专门的“待转企业改组”科目进行过渡,将资金占用类和资金来源类账户余额全部转入该账户,从而结清原有账户余额。

结清后企业要根据“资产=负债+净值”的公式,在企业各类账户中划分出这三类账户,试算资产净值,并编制参股前资产负债表,连同实物交新成立的股份制企业管理。具体过程同国营企业参股前账务处理类似,可参阅。

## 九、组建股份公司吸收股份的会计处理

为了反映和记录来自不同渠道的股本,必须设置“股本”或“实收股本”科目,以登记投资者投入的现金或实物资产和无形资产的折股。目前中国股权设置有两种方式,一种是按投资主体设置,分为国家股、国有企业股、集体企业股、个人股和外资股等五种,其中国营企业股和集体企业股统称法人股。这里主要论述的就是这种股权设立方式。另一种股权设立方式是按权益设股,分为普通股和优先股,这两种股本的核算可参阅“股份公司股票发行的会计处理”以及“股份公司股利的核算”这两部分有关内容。

### 1. 国有企业资产折股的会计处理

国有企业改组为股份制企业,原企业的净资产应转作新组建公司折算为股份,同时发给股票或股权证。股票可以是单股也可是复股,是复股的,应在股票上注明股数。股票应是有面值的而且应记名。目前深圳市规定:首期发行的股票一律按面值发行。这就是说在企业改组折股时,不能溢价也不能折价,而应按实际金额折成股份。第二期发行的股票可以高于面值发行,但不可以低于面值发行。

根据国有企业参股前的账务处理,企业在参股前,已将投资作价的资产造了清单并编制了资产负债表,经注册会计师验证后交给新组建的股份公司。该股份公司应根据资产负债表上所载内容和实物验收的结果,通过“企业改组”临时科目进行过渡登记。其会计分录为:

借:存货(根据资产负债表填列,下同)

银行存款

固定资产

无形资产等资产科目

贷:企业改组(资产总额)

并且,借:企业改组(负债+权益)

贷:应付款项

累计折旧

职工福利基金等负债类科目

实收股本——国家股(净资产)

通过这两笔会计分录,国有企业改组时国家股折股就完成了。

### 2. 吸收集体企业参股的折股及会计处理

如果集体企业以现金参股,会计处理比较简单,只需借记“银行存款”科目,贷记“实收资本——集体企业股”科目即可。如果集体企业以资产投资折价作股,须比照国营企业的做法,在资产评估的基础上先编制参股前资产负债表,并以“待转企业改组”科目结束集体企业原有会计账目,然后计算其净资产作为折股的依据。在计算净资产时,其包括的范围,仅仅是“联社基金”和“公积金”两部分。“公益金”的结存应视为对集体企业职工流动负债,不计入净资产总额。

集体企业投资的净资产,经过会计师事务所验证后,移交给股份公司验收,股份公司依其折股的份额发给股票或股权证。其会计分录是:

借:资产类科目(资产总额)

贷:企业改组

借:企业改组

贷:负债类科目(负债总额)

实收资本——集体企业股(净资产)

### 3. 向社会公众及企业职工发售股票的会计处理

股份公司向社会公众或本企业职工发行股票,一般是委托有权发行股票的金融机构代理。若是个人认购股票,作为“实收资本——个人股”,若是法人认购股票,作为“实收资本——国有企业股”或“实收资本——集体企业股”。一般股东所认购的资金,由代理机构代为保管,并开出认股收据。待公司注册成立后,再将股金扣除手续费后转交公司。公司在规定时间内凭认股收据。向股东换发股票。

有关账务处理为:

(1)收到代理机构转来的股金时,应作:

借:银行存款

贷:已认股份——××

(2)换发股票时,应作:

借:已认股份——××

贷:实收股本——个人股(或其他股)

如果发行股票是溢价发行,其溢价金额应贷记“股本溢价”科目或“公积金——股本溢价”科目。

## 十、股份公司股票发行的会计处理

股份公司发行股票筹集的股本在“股本”科目核算。该科目按股票种类和股东名称设明细账进行明细核算。同时公司应设置“股本备查簿”,详细记录股本总额、股票数、每股面值、以认股本等情况,并按股票种类和股东单位或姓名设明细账。

### 1. 有面值股票发行的会计处理

公司面值股票按发行方式可分为三种:平价发行、溢价发行和折价发行。发行时应按实收金额借记“银行存款”科目,按面值贷记“股本”科目,同时按二者之差借记“公积金——普通股折价”账户(折价发行)或者贷记“公积金——普通股溢价”账户(溢价发行)。有关会计分录如下:

(1)平价发行。其会计分录为:

借:现金或银行存款

贷:股本——普通股

公司有时先让股东认股,然后按规定的价格或日期一次或分次交纳股款。在这种情况下,会计上要增设“应收认股款”和“已认股本”两个科目加以核算。其具体过程如下:

①认股时,应作:

借:应收认股款——普通股

贷:已认股本——普通股

②收到交纳的股款时,应作:

借:银行存款

贷:应收认股款——普通股

借:已认股本——普通股

贷:股本——普通股

(2)溢价发行时,其会计分录应作:

借:银行存款

贷:股本——普通股

公积金——资本公积金——普通股溢价

(3)折价发行时,其会计分录为:

借:银行存款

公积金——资本公积金——普通股折价

贷:股本——普通股

中国目前不允许折价发行股票。美国多数州也规定股票不得折价发行,但也有一些州规定允许。在这种情况下,一旦公司清算后不能偿清债权人债款时,这些州和立法要求原折价购买股票的投资者补足折价差额。因此一般投资者对折价股票没有兴趣,也没有多少公司折价发行自己的股票。

## 2. 无面值股票发行的会计处理

公司发行无面值股票时,有的国家规定公司董事会可以有权自行设定每股价值,称为设定价值。超过设定价值的部分作为“超设定值缴入股本”处理。也有的国家不允许,在这两种情况下,会计处理的方法也稍有区别:

(1)无设定价值。发行时应作:

借:银行存款、现金等科目

贷:股本——普通股

(2)有设定价值时。应作:

借:现金

贷:股本——普通股

超设定值缴入股本(或“公积金”科目)

## 3. 以非现金资产购股的会计处理

公司发行股票一般为换取现金,但有时也可以直接发行股票交换土地、设备或其他资产。这时要考虑资产计价和股票价格两方面的问题。一般公认会计原则要求资产应以取得时的实际成本入账。在以股票和资产相交换的交易中,一般可以按两者之中较易取得的合理(通常为市价,如相同股票和市价或相同资产的市价等)定价,也可以请专家评定其价值。

其会计分录为:

借:固定资产等资产类科目

贷:股本

公积金——普通股溢价等科目

## 十一、认股权证的会计处理

若持有股权证能以低于市价的价格买入股票,则这时认股权证本身即成为有价证券,需设“已发普通股认股权证”科目进行反映。若认股权证上规定的认购价格大于或等于市价,则这时认股权证本身没有价值,也没有人会使用该证购买股票,也就不须作会计处理。

(1)假定优先股发行时,随优先股发出的认股权证规定的认购价高于市价。这时可视为没有附发认股权证,作会计分录如下:

借:现金

贷:股本——优先股

公积金——优先股溢价

(2)假定优先股发行时,附发的认股权证规定的价格低于市价。这时可认为认股权证规定价格与市价之差为认股权证的价格。作会计分录如下:

借:现金

贷:股本——优先股

公积金

已发普通股认股权证

当在认股权证有效期内行使认股权时,应作:

借:现金

已发普通股认股权证

贷:股东——普通股

(3)续上,假定认购权证发出后,市价持续下跌,一直跌到认股权证规定的价格以下,这时,认股权证本身已无价值。待有效期限满了以后,作会计分录予以冲销:

借:已发普通股认股权证

贷:认股权证失效的交入股本

## 十二、购股权证的会计处理

购股权证规定,在特定时间内,持证人可按规定价格认购公司一定数量的普通股股票。同认股权证一样,只有当市价高于购股权证规定价格时,购股权证才有价值。反之,若市价低于规定价格或购股权证已过了时效,则它就毫无价值。企业常将购股权证赠给职员,特别是高级职员,其目的在于调动其积极性,使其长期为企业效劳。这种购股权证,一般应是有内在价值的。对于其会计处理,流行的办法是将其作为工资支出,在以后年度摊销。会计分录为:

借:薪金

贷:未行使购股权

在规定的期限内,购股权被行使时,公司的会计分录为:

借:现金

未行使购股权

贷:股本——普通股

公积金——普通股溢价

### 十三、优先股转换为普通股的会计处理

股份公司发行可转换股票的主要目的是为了吸引投资。当公司不景气或公司初创时可以使投资者享受优先股固定股息的好处,降低投资者的投资风险。当公司发展前景很好时,投资者又可相机转变为普通股股东,直接参与公司的经营管理,享受更大的好处。

公司在发行可转换股票时,必须规定转换比率和转换价格。转换比率是指每股优先股可换多少普通股。转换价格是指普通股票以什么样的价格与优先股相交换,它等于优先股股本加优先股溢价之和除以转换比率。公司进行股票转换的会计分录如下:

借:股本——优先股(股本面值)

    优先股溢价(溢价金额)

贷:股本——普通股(股票面值)

    普通股溢价(平衡借贷差额)

### 十四、长期债券转换为普通股的会计处理

同优先股转换为普通股一样,公司在发行长期可转换债券时也要确定转换比率和转换价格(债券面值除以转换比率)。转换时,必须按规定的转换价格进行转换,将债权转化为股东权益。其会计录如下:

借:应付债券——债券面值(面值总额)

    应付债券——债券溢价(未摊销溢价)

贷:股本——普通股(股本总额)

    应付债券——债券折价(未摊销折价)

    普通股溢价(平衡借贷差额)

### 十五、库存股票的会计处理

对于库存股票通常有以下会计处理方法:

#### 1. 面值法

公司在取得库存股票时,按其面值入账。这种方法适用于公司有意于减资的情况。如果取得库存股票的价格高于股票面值,其差额部分可采取两种账务处理方法:①将差额部分全部借记“留存收益”或“利润分配——未分配利润”账户,把它看作是出让股票的股东应得的一部分权益。②将差额部分在“公积金——股本溢价”和“利润分配——未分配利润”账户中进行分摊。但其中借记“公积金——股本溢价”的部分,不应超过该类股票账面上“股本”额与“股本溢价”额的比例。

如果取得库存股票价格低于股票面值,则其差额部分应贷记同类股票的“公积金——股本溢价”科目中,将它视为股本总额的增加。

## 2. 成本法

公司在取得库存股票时,按其取得成本入账。这种方法适用于公司出于经营需要,现在回收的股票今后还要再出售的情形。

收回股票时,按其实际成本,作:

借:库存股票

贷:现金等科目

按成本出售时,会计分录同收购时相反。

按高于收回成本出售时,会计分录为:

借:现金

贷:库存股票(成本)

公积金——普通股溢价(该类股票)

按低于成本的价格出售时,其会计分录为:

借:现金(实收金额)

公积金——普通股溢价

利润分配——未分配利润

贷:库存股票(回收成本)

即:当回收价高于出售价时,二者差额首先冲减“普通股溢价”账户,若该账户余额不足冲减的,再冲减“未分配利润”账户。

## 3. 库存股票中捐赠股票的会计处理

公司有时会收到本公司股东捐赠的股票,它们形成公司库存股票的一个来源。但在采用成本法人账的情况下,捐赠股票和公司其他库存股票的不同之处在于:捐赠股票没有回收成本。所以在会计实务上,当公司收到捐赠股票时应在备忘录中记录,无须正式做账。将这些股票出售时,其全部收入应计入“公积金——股本溢价”账户中。

# 十六、股份公司合并的会计处理

按公司合并的不同方式,采取相应的会计处理方法。

吸收合并的,股东大会通过合并决议后,补充兼并公司和存续公司都要编制其资产负债表,清理债权债务,并对实物资产进行盘点,开列财产清单,并请注册会计师验证。被兼并公司将交给存续公司接管,并结束其账户。存续公司根据被兼并公司的资产负债表和实物验收结果将其过录到本公司账户上,借记有关资产类账户,贷记有关权益类账户。若是股份公司,存续公司还要负责换发股票。

创立合并的,新设公司根据各原公司移交的经注册会计师验证的资产负债表和实物验收结果登录有关会计事项。借记资产类账户,贷记“实收资本”或“股本”科目。各原公司通过“企业合并”科目将原公司账户记录过录进去,结平原账户记录。同样,新设公司若是股份公司,也要为原各公司股东换发新公司股票。

按股合并的,不需什么会计处理。但根据中国公司法和有关规定,当母公司持有子公司50%以上的股份时,应编制合并会计报表。

编制合并报表的规则:



(1)购买法的会计处理。①收购的股份,按“成本法”或“权益法”入账;②子公司的留存收益在合并日之前应资本化;③收购股份的溢折价应予以摊销;④合并报表中,应仅包括子公司自合并之日起至编表日的收入和成本费用;⑤一般以公平市价进行记录和反映。

(2)联营法(合股法)的会计处理。①取得子公司股份时,应将子公司的账面净资产入账;②子公司留存收益不予以改变,直接结转;③以账面价值编制合并报表;④合并时不发生溢、折价的摊销问题;⑤合并报表应包括子公司整个年度的收入和成本费用。

(3)编制合并报表应予以抵消的项目。

按中国股份制企业会计制度的规定,下列项目在编制合并报表之前应予以抵消:①母公司对子公司的投资和子公司相应的资本;②母公司从子公司取得的投资收益和子公司向母公司支付的股利;③母公司与子公司之间的债权债务及利息往来;④母公司与子公司之间的业务往来而形成的成本和利润。

合并报表编制程序如下:

联营法的编制以账面价值为主进行加总,其程序比较简单。

在购买法下,合并报表一般通过工作底表进行编制,其基本程序是:①调整子公司账目,使母公司与子公司账面金额一致;②注明应抵消项目和应注销账户;③将母公司和子公司的各项资产及负债相合并,编制出合并资产负债表;④将两公司的剩余收益和费用、成本逐项合并,编制合并利润表;⑤编制其他报表。

## 十七、股份公司分立的会计处理

公司分立的,在分立前,公司应对其所有财产物资、债权债务进行核对、清理和盘点,并据以对其账务进行有关处理。然后编制分立前的某个基准日的资产负债表,以及该年度截止该基准日的利润表和财务状况变动表。对其实物资产和债权,还要造具财产清单,注明每样资产的价值。这一切都必须经过注册会计师的验证和认可。

当公司创设分立时,存续公司应负责按分立协议将有关财产物资移交给新成立的公司,贷记资产类账户,借记权益类账户。对于债务,也应按照分产协议由分立各方共同承担。

对于解体分立,原公司可设立“解体分立”会计科目作为过渡,将公司原有账户的余额转入该账户,结平原有账户。其会计分录简例如下:

借:存货

    固定资产等资产类科目

贷:解体分立——分给甲公司资产

    ——分给乙公司资产

并且,借:解体分立

    贷:流动负债

        公积金

        股本等权益、负债类科目

至此,原公司账户就结平了。新设的公司根据分立协议的财产分割决议以及原公司移交的财产清单等,进行入账记录借记有关资产类科目,贷记有关负债和权益类科目。

## 十八、股份公司库存现金的核算

库存现金是由企业会计部门集中保管和使用的现金。库存现金的核算分为现金的总分类核算和序时核算。

### 1. 现金的总分类核算

现金的总分类核算是用来总括反映企业库存现金的收支和结存情况。为此,企业应专门设置“现金”账户,根据收付款凭证逐笔登记。业务量较大的企业,也可编制汇总收款或付款凭证以记账。有外币业务的企业,“现金”账户要根据外币的种类开设明细账,进行明细核算。

现金的会计处理如下:

(1)送存超额库存现金,凭银行盖章后退回的收款单:

借:银行存款

贷:现金

(2)从银行提现,凭现金支票存根:

借:现金

贷:银行存款

(3)支付现金时,凭发票账单和报销单据等凭证:

借:管理费用

库存材料等科目

贷:现金

### 2. 现金的序时核算

现金的序时核算,是通过现金日记账来进行的,现金日记账由出纳人员序时逐笔登记,每日终了,应结出账面余额,并与库存现金实有数进行对照,发现差错,要立即查找原因,做到日清月结。外币应设置专门的外汇兑换券日记账。

总分类账结账之后,出纳人员应及时将现金日记账余额和总分类账余额相核对,二者应完全一致,若有不一致的地方,要查明原因,及时更正。

### 3. 现金的检查

企业要定时不定时地对出纳员保管的库存现金进行清查。清查时要注意是否有挪用公款、白条抵库以及现金库存超过定额等情况。清库发现现金长款时,凭“库存现金盘点单”借记“现金”,贷记“其他应付款——现金长款”;发现短款时借记“其他应收款——现金短款”,贷记“现金”。然后查找原因,若找不出原因,长款转入“营业外收入”,短款应由出纳员赔偿,转入“其他应收款——出纳员”科目。其分录分别为:

借:其他应付款——现金长款    ×× 元

贷:营业外收入                    ×× 元

和 借:其他应收款——出纳员    ×× 元

贷:其他应收款——现金短款    ×× 元

## 十九、股份公司备用金的核算

备用金是企业会计部门为了简化核算业务量,预付给企业内部部门或职工的日常零星开支费用,月底凭费用单据到会计部门一次报销。备用金分为定额备用金和非定额备用金,其账务处理如下:

### 1. 非定额备用金

职工预借备用金时,借记“其他应收款——备用金——××人,”贷记“现金”。使用后报销时,凭各项报销凭证,借记“管理费用”或相关科目,贷记“其他应收款——备用金——××人”,备用金余额交回时,借记“现金”,贷记“其他应收款——备用金——××人”。

### 2. 定额备用金

这类备用金可长期循环使用。开设备用金时,借记“备用金——×部门”(省略了一级账户“其他应收款”,下同),贷记“现金”。报销时,凭报销凭证,借记有关费用科目,如管理费用等,贷记“现金”。撤销备用金时,借记“现金”,贷记“备用金——××部门”。

## 二十、股份公司银行存款的核算

银行存款是企业在其开户银行存放的货币资金。企业在银行开户时,须填具开户约定书,并在银行预留“印鉴卡”,作为将来企业支款时银行进行核对笔迹和印鉴之用。开户后,银行为企业编定一账号,发给“送款簿”和“支票簿”等空白银行结算凭证,供企业将来办理银行结算之用。

企业必须遵守银行结算纪律,不准出租和出借银行账户,不准签发空头支票和远期支票,不准套取银行信用。

银行存款的核算分为序时核算和总分类核算两种。

### 1. 银行存款的总分类核算

企业应设置“银行存款”总分类账户,总括反映企业银行存款的收支和结存情况。有外币存款的企业,还须列示外币金额、人民币金额及出入账的汇率。企业对每笔涉及银行存款的业务,除了要有业务本身的原始凭证外,还要有有关的银行结算凭证作为证明才能入账。

银行存款账户是一个资产类账户,账户左方表示银行存款的增加,右方表示银行存款的减少。期末余额在借方,表示期末企业还存放在银行的存款余额。企业可以根据业务逐笔进行登记,在业务量较大时,也可以根据汇总银行存款的收付凭证汇总进行登记。企业在不同银行同时开户时,应根据开户银行名称和存款币别、种类,开设明细账进行核算。

银行存款的会计处理如下:

(1)企业存款,凭银行进账单回单。

借:银行存款

贷:现金

(2)企业取款,凭现金支票存根。

借:现金

贷:银行存款

(3)企业以银行存款支付货款,凭货物发票和转账支票存根。

借:原材料等

贷:银行存款

(4)企业收到汇入银行的款项,凭银行转来的进账通知单等凭证。

借:银行存款

贷:库存商品

应收账款等科目

## 2. 银行存款的序时核算

银行存款除有总分类核算以外,还应设置专门的“银行存款日记账”,根据业务发生的先后顺序逐笔进行登记,详细地反映企业银行存款的收入、支出和结存情况。银行存款日记账应每日结清账面余额,定期和银行对账。一般是一个月核对一次,发现差错,及时更正。

银行对于各开户单位,每个月都将企业上个月的收支情况,抄送一份“银行存款对账单”送交企业进行核对。核对时,企业除注意项目金额的正误以外,还要核对银行结算凭证是否一致,是否连续编号。有时,即使双方记账都没有错误,由于未达账项的原因,也可能使企业银行存款账面余额和银行对账单的余额不一致。所谓未达账项,是指对同一项经济业务,由于企业和银行之间凭证传递的时间差,从而造成一方已入账而另一方没有入账的会计事项,对未达账项,企业须编制“银行存款余额调节表”,将双方的余额调整到企业实际银行存款的数额。

调节后余额应该相等,如果不等,记账肯定有差错,要认真查找,是企业的记账错误应立即改正,是银行的记账错误应及时通知银行更正。

银行余额调节表是一种工作表格,不能作为原始凭证据以调整企业账面记录。对未达账项,只有等到有关结算凭证到达以后,企业才能根据所收的凭证进行有关账务处理。

## 3. 银行结算方式

根据中国人民银行颁发的银行结算办法,在中国境内的结算方法有七种:支票、银行汇票、商业汇票、汇兑、银行本票、委托收款和托收承付。

# 二十一、股份公司其他货币资金的核算

其他货币资金,是指除现金、银行存款(支票存款)以外的其他货币资金。包括外埠存款、银行汇票存款、银行本票存款、在途货币资金以及信用证存款和保函押金等。其他货币资金,就其价值形态上来讲,和现金及银行存款没有什么区别,但由于其存放地点和用途同前两者不一样,企业不能随时支用这笔资金,因此需要单独进行核算。

企业应设置“其他货币资金”账户,总括地反映其他货币资金的收支和结存状况。该账户是一个资产类账户,借方登记其他货币资金的增加额,贷方登记其减少额,期末余额在借方,表明其他货币资金的结存数额。为具体反映各类其他货币资金的运作状况,在“其他货币资金”一级科目下,应分别设置“外埠存款”、“银行汇票存款”、“银行本票存款”、“在途货币资金”、“信用证存款”和“保函押金”等二级科目进行核算,必要时,可以增设三级科目。

## 1. 外埠存款的核算

外埠存款是企业到外地进行采购时,汇往采购地银行开立采购专户的款项。“其他货币资金——外埠存款”科目,借方登记汇款总额,贷方登记支用额及退回的余款,期末余额在借方,

表示外埠存款实有数额。当企业外埠存款较多时,应按采购地或采购地银行开设明细科目进行明细核算。

外埠存款的会计处理如下:

(1)汇出款项时,凭银行退回的电汇凭单:

借:其他货币资金——外埠存款

贷:银行存款

(2)结算时,凭发票账单等凭证作:

借:物资采购

在途物资等科目

贷:其他货币资金——外埠存款

(3)余额退回时,凭银行收账通知单:

借:银行存款

贷:其他货币资金——外埠存款

## 2. 银行汇票存款的核算

银行汇票存款,是企业在银行汇票结算方式下,为取得银行汇票而存入银行的款项。“其他货币资金——银行汇票存款”借方登记存入的款项,贷方登记支用数目和款退回数额。余额在借方,表示尚未支用的汇票存款。当业务量较多时,该科目应按收款单位开设明细科目进行核算。

汇票存款的账务处理如下:

(1)取得汇票时,根据银行盖章退回的汇票委托书回单联:

借:其他货币资金——银行汇票存款

贷:银行存款

(2)实际结算后,企业凭发票账单及开户银行转来的银行汇票第四联:

借:库存商品

物资采购等科目

贷:其他货币资金——银行汇票存款

(3)收到退回的余款,凭银行的收账通知:

借:银行存款

贷:其他货币资金——银行汇票存款

## 3. 银行本票存款的核算

银行本票存款,是企业在银行本票结算方式下,为取得银行本票而存入银行的款项。“其他货币资金——银行本票存款”科目的意义及核算方法同银行汇票存款相类似。

(1)取得本票时,凭银行盖章后退回的银行本票申请书:

借:其他货币资金——银行本票存款

贷:银行存款

(2)用本票实际结算后,凭发票账单等凭证,以及对方用支票或现金退回结算余款的收款凭证(银行进账单回单或现金收据):

借:物资采购等科目(实际结算额)

银行存款或现金(退回余款额)

贷:其他货币资金

——银行本票存款(本票金额)

(3)本票逾期作废时,企业要求退款,应填制进账单连同本票送签发行,凭进账单回单:

借:银行存款

贷:其他货币资金——银行本票存款

银行本票应按收款单位开设明细账进行核算。

#### 4. 在途资金的核算

在途货币资金,是指企业同下属单位或上级单位之间汇解款项时,在月底尚未到达企业的资金。

企业的在途资金,在平时不用进行登记,等到款项到达后再登记入账。但到月底,如果企业已收到汇出款项单位的通知,但尚未收到银行的收账通知,为全面反映企业的期末资产负债状况,统将该款项作为在途资金入账。这样做的另一个好处是总公司在编制合并报表时可以抵消各种内部往来资金,真实地反映整个公司的财务状况。

“其他货币资金——在途资金”科目,借方反映已收到汇款通知,但月终尚未收到的款项数额,贷方反映实际收到的款项。余额在借方,表示尚未收到的在途资金。

(1)公司收到汇款通知,但月终尚未收款,应作:

借:其他货币资金——在途资金

贷:有关科目

(2)下月初,收到银行收账通知,凭收账通知:

借:银行存款

贷:其他货币资金——在途资金

当企业同上下级汇解款项频繁时,应按款项汇出单位开设三级科目进行明细核算。

#### 5. 信用证存款的核算

信用证存款,是外贸企业或对外经济合作企业在采用信用证结算方式(国际结算方式的一种)时,为取得信用证而在中国银行信用证保证金专户所存的款项。

(1)企业存入款项时,凭中国银行盖章退回的“信用证信托书”回单联:

借:其他货币资金——信用证存款

贷:银行存款

(2)结算后,凭收到的境外出口商的发票账单及银行的信用证结算凭证:

借:物资采购等科目

贷:其他货币资金——信用证存款

(3)收到银行收账通知,退回未用完的信用证存款,凭收账通知:

借:银行存款

贷:其他货币资金——信用证存款

#### 6. 保函押金的核算

保函押金,是指对外经济合作企业为取得银行开具的保函(例:投标保函、履约保函等)而向银行交纳的押金。

(1)交款时,凭交款的凭证:

借:其他货币资金——保函押金

贷:银行存款

(2)退回押金时,凭收款通知:

借:银行存款

贷:其他货币资金——保函押金

## 二十二、股份公司应收票据的核算

应收票据是指企业在赊销或延期付款交易中获得的各种未兑现的票据,主要指商业汇票(包括商业承兑汇票和银行承兑汇票)等。与应收账款相比,应收票据更乐于为企业接受,因为票据是一种比较好的商业信用手段。应收票据是一种书面凭证,它比应收账款更具有法律保障。而且票据的流动性也比应收账款好,当企业急需资金时,可以持票向银行贴现,提前支取现金。

为全面反映企业应收票据的收、兑、贴现和结余情况,企业应设“应收票据”总账科目进行核算。该科目属资产性科目,下设“银行承兑汇票”和“商业承兑汇票”两个二级科目,借方登记应收回的票据金额,贷方登记票据到期的兑付或贴现余额。余额在借方,反映企业应收票据的净值。应收票据按票据面值进行核算,带息票据的利息冲减当期财务费用。中国目前的票据多为不带息票据。

另外,企业还应设置专门的“应收票据备查簿”,详细写明每一张票据的收票时间、票面额、利率、付额人、付款时间、承兑人,贴现日期、贴现利率、贴现净额等情况。当票据到期,款项收回或贴现的票据解除责任的期限已过时,应在备查簿中予以注销。

### 1. 收到票据的核算

企业因赊销或其他单位抵还前欠款等原因收到商业汇票时,应作:

借:应收票据

贷:营业收入

应收账款等科目

### 2. 票据收回的核算

企业收回本息时,应作:

借:银行存款

贷:应收票据

财务费用——利息支出

带息票据利息的计算公式为:

利息=本金×利率×时间

### 3. 票据拒付的核算

企业收到的票据到期后,如被拒付,则一方面冲减应收票据,另一方面将其转为应收账款。如果拒付票据为息票,则将利息一并转入应收账款,并相应地冲减财务费用。借记“应收账款”科目,贷记“应收票据”和“财务费用”科目。由于银行承兑汇票被出票人拒付后,银行承担付款责任,所以对企业来说,能被拒付的票据只有商业承兑汇票。

等到企业将来实际收到利息收入时,再冲减财务费用。

#### 4. 票据贴现的核算

企业在票据到期之前,为提取获取资金,可以将票据贴现(卖给银行),银行按一定的贴现利率扣除自贴现日起到票据到期日止之间的利息后,将票据到期值减去贴现利息的差额付给企业。企业办理贴现时,首先要填写一式五联的贴现凭证,连同被贴现票据送银行办理贴现和背书转让手续,并在企业“应收票据备查簿”中进行贴现登记。

(1) 贴现息和贴现收入的计算:

公式: 贴现额(贴现收入) = 票据到期值 - 贴现息

贴现息 = 票据到期值 × 贴现率 × 贴现期

票据到期值 = 票据面值 × (1 + 票面利率)

(2) 贴现的核算

贴现时,企业按贴现收入借记“银行存款”,按贴现票据面额贷记“应收票据”,按票据面值和贴现收入的差额借记(面值 > 贴现收入时)或贷记(面值 < 贴现收入时)“财务费用”科目。

如果企业贴现的是银行承兑汇票,到期后就不存在拒付的问题。但若企业贴现的是商业承兑汇票,到期付款人如果拒付或无力付款,企业依旧要承担这笔损失,企业已经获得的贴现收入这时就构成了对银行的负债。这种可能发生也可能不发生的负债称为或有负债,企业要对它予以应有的注意,并在财务报表上单独列示。在发生已贴现的票据被拒付时,企业应根据银行转来的“扣款通知单”,借记“应收账款——(商业承兑汇票承兑人)(票据到期值)”,贷记“银行存款(贴现收入加贴现期内利息)”。若企业在银行没有存款,则凭银行的其他有关结算凭证,贷记“短期借款——(贴现银行)”。如果到期票据没有被拒付,企业只需在“应收票据备查簿”中予以注销即可。

### 二十三、股份公司应收账款的核算

应收账款是企业因赊销商品和提供劳务应向其客户收回的款项,它是商业信用的一种,是企业的一项对外债权,而且这种债权并没有被票据化(即付款方没有签发商业汇票)。

#### 1. 应收账款发生或收回时的账务处理

对应收账款,企业应单独设置“应收账款”科目进行核算。企业发生应收账款时,借记本科目,贷记“营业收入”等科目,企业收回应收账款时,借记“银行存款”或“现金”等科目,贷记本科目。应收账款还应按照不同的购货单位或接受劳务的单位设置明细账,进行明细核算。在明细账中,应详细写明客户单位或个人的名称、地点、赊销时间、赊销金额、收款时间、收款金额、延付时间等信息,以便企业在制定赊销政策时能有可靠的参考依据。假如一客户要求赊销,那么应收账款明细账中其有关赊销记录,如延付时间、延付金额、未付金额等就可以使企业作出慎重的选择,以确定是否对其再次赊销。

企业向购货单位或接受劳务单位预收的款项,施工企业向建设单位收取的预收工程款等,也可在“应收账款”科目进行核算。预收款业务发生时,借记“银行存款”等科目,贷记本科目。当货币和劳务提供以后,预收款转成营业收入的一部分,冲减应收账款。

应收账款要定期检查,及时催收和清偿,并定期同债务方进行核对。

企业为了鼓励客户早日付款,通常采取现金折扣的销货方式。现金折扣一般以 2/10、1/20、n/30 等表示,内容分别为 10 天内付款给 2% 的折扣,20 天内付款给 1% 的折扣,在 30 天内



付款无折扣。对于销货折扣,企业有两种可供选择的账务处理方法:总价法和净价法。

在总价法下,企业以销货发生时的价格作为实际价格入账,将现金折扣看作是为鼓励客户及早付款而让渡给客户的一部分利益,其会计分录为:①赊销发生时,借记“应收账款”,贷记“营业收入”。②收回账款时,借记“银行存款”或“现金”,借记“销货折扣”,贷记“应收账款”。在期末损益表上,“销货折扣”一般作为营业收入的减项列示或者将其作为财务费用列支。

在净价法下,企业认为顾客取得折扣优惠是正常现象,因此在销货发生时将实际售价减去现金折扣后的差额作为实际价格入账。若有个别未提前付款的客户,其付价超出净价的折扣部分则作为企业提供商业信用获得的收入。期末,企业再将因折扣增加的款项进行账务调整。其调整分录为:借记“应收账款”,贷记“营业收入”。

## 2. 坏账损失的处理

坏账是企业无法收回的应收账款。由此造成的损失,会计上称为坏账损失。确认坏账损失必须具备下列三个条件之一:①债务人死亡,其遗产不足以清偿的差额部分;②债务人破产,其清算财产仍不能清偿的差额;③逾期三年仍未能收回的账款。凡符合上述条件之一时,企业就可按照规定将该账列为坏账,进行核销的会计处理。但由于第三条原因形成的坏账,需报上级主管部门批准后才能生效。

对坏账损失的处理方法主要有两种:直接转销法和备抵法。

### (1)直接转销法。

直接转销法是指对企业可能发生的坏账损失,平时不作预计,实际发生坏账损失时,再从当期损益中直接冲减或将它直接列为当期费用的坏账处理方法。其会计分录为:

借:管理费用——坏账损失

贷:应收账款——×单位

对于已注销的坏账,若在以后年度由于种种原因又收回全部或部分,这叫坏账的收回,它的会计处理如下例所示:

#### ①转回原注销会计分录:

借:应收账款——×单位

贷:管理费用——坏账损失

#### ②收回款项:

借:银行存款

贷:应收账款——×单位

回转分录的目的在于使企业能够根据账簿记录准确地分析债务人的可信度,以便在今后避免和那些易赖账不付的单位或个人作信用交易。

直接转销法虽然简单,但它将坏账损失的风险完全推给实际发生坏账的那个会计期间,不符合收入和费用的配比原则。同时,在平时不预计坏账损失也会使实际发生坏账的会计期间利润虚减,也不符合稳健性原则的要求。因此,直接转销法只适合赊销量不大,客户信誉普遍较高的中小企业。

### (2)备抵法。

备抵法就是企业平时就在每个会计期估计和预提可能发生的坏账损失,并列入当期费用,记在“备抵坏账”账户中。到实际发生坏账时,再同时冲减“备抵坏账”账户和应收账款账户,而不是冲减当期损益。“备抵坏账”账户是“应收账款”账户的抵减账户,在资产负债表上,通常将

它列为“应收账款”项目的减项,其差额是应收账款净额。采用“备抵法”处理坏账,可以使风险前移,减少今后经营的不确定性,增强企业的市场应变能力,因而“备抵法”更好地体现了稳健性原则的要求。

## 二十四、股份公司短期投资的核算

短期投资是指企业购入的各种能随时变现,持有时间不超过一年的有价证券以及不超过一年的其他投资,主要指的是股票和债券投资。短期投资的目的在于充分利用企业的经济资源,避免资金闲置,利用多余的资金获取收益。因而,企业短期投资所购入的有价证券都是在证券交易中较为活跃,易于出手的热门证券。

企业应设置“短期投资”科目对短期投资进行核算。科目的借方登记短期投资的实际成本,贷方登记转出的短期投资金额。月末余额在借方,表示期末短期投资的实际成本。短期投资应按购入证券的种类设置明细账。

### 1. 购入有价证券的核算

企业购入有价证券的实际成本包括买价、经纪人佣金和其他相关费用,但不包括已经宣告发放但未支取的股利和债券的应计利息。这两部分应作为其他应收款来处理,因为企业在购买股票或债券时,实际上是先替股票或债券发行者预付了这部分费用,等到实际发放时再予以收回。有关的会计分录如下:

(1) 购买股票时,作:

借:短期投资——股票投资

    其他应收款——应收股利(已宣告股利)

    贷:银行存款

(2) 收到股利时,作:

借:银行存款

    贷:其他应付款——应收股利

(3) 购买债券时,作:

借:短期投资——债券投资

    其他应收款——应收利息

    贷:银行存款

(4) 收到利息时,作:

借:银行存款(利息总额)

    贷:其他应收款——应收利息(购买价款中的利息)

        投资收益——债券投资收益(购买后持有期利息)

### 2. 出售有价证券的核算

企业出售有价证券时,按实收价款借记“银行存款”科目,按实际成本贷记“短期投资”科目,两者之间的差额借记(售价<买价)或贷记(售价>买价)“投资收益”科目。

即

借:银行存款(得到的价款)

    贷:短期投资——××投资(该投资的账面成本)

投资收益——××投资收益(平衡借贷方差额)

### 3. 投资收益的核算

“投资收益”科目是损益类科目,借方登记投资损失,贷方登记收益。当企业获得股息或利息时,借记“银行存款”,贷记“投资收益”科目,对买卖证券的价差,即资本收益,也通过本科目核算。

## 二十五、股份公司待摊费用的核算

待摊费用指企业已经支出,但应当由本期和以后各期分别负担的分摊期在一年以内的各项费用,如低值易耗品摊销、预付保险费等。对待摊费用,企业应设置“待摊费用”科目进行核算。但是,企业在开办筹建过程中发生的费用,在“开办费”科目核算;摊销期限在一年以上的费用,应在“递延资产”科目中进行核算,均不包括在本科目核算范围之内。

待摊费用发生时,应借记本科目,贷记“银行存款”、“现金”等科目。每期分摊时,借记“制造费用”、“管理费用”等科目,贷记本科目。分摊的金额应以各期受益大小为标准。

企业待摊费用项目较多的,应按照费用的种类设置明细账,进行明细核算。

## 二十六、股份公司债券投资的核算

长期债券投资是企业利用闲置资金购入其他单位发行的长期债券的投资形式。长期债券投资的主要目的是获得稳定的利息收入,为企业今后的发展积累资金。债权人不能参与债券发行企业的税后利润分配,但他能够先于优先股和普通股股东获得债券发行企业的剩余财产。

### 1. 购入债券及收到债券利息的核算

企业购入债券时,按支付的实际成本入账,实际支付价格中若含有应计利息的(债券是从上个付息日起逐日计算,到下一个付息日一次付清的,因此在两个付息日之间购入债券,必然会有应计利息收入),应将该项利息金额单独记账。

按企业购入长期债券的方式不同,长期债券投资有如下三种形式:①平价购入。这时购入成本等于债券面额,票面利率等于同类债券的市场利率。②溢价购入。此时购入成本大于债券面额,超出的部分称为债券投资溢价,它要在债券有效期内分期摊销。形成债券投资溢价的原因主要是债券的票面利率大于其同类债券的市场利率。③折价购入。此时购入成本小于债券面值,低出的部分称为债券投资折价,它也要在债券有效期内逐期摊销。形成债券投资折价的主要原因同溢价刚好相反,是债券的面值利率小于同类债券的市场利率。

从理论上来说,决定债券发行价格(即债券投资的实际购买成本)的一般模式为:

$$C = \frac{M_0}{(1+i)^n} + M_0 \times r \times \frac{1 - (1+i)^{-n}}{i}$$

$$\text{即 } C = M_0 \times (P/F, i, n) + (M_0 \times r) \times (P/A, i, n)$$

式中: C——债券投资的购入成本

$M_0$ ——债券面值(或到期利收回的本金)

$i$ ——同类债券的年市场利率

$r$ ——债券的年票面利率

$n$ ——债券期限

$(P/F, i, n)$ ——整付现值系数

$(P/A, i, n)$ ——年金现值系数

债券购入具体的账务处理如下:

(1) 平价购入债券时,按购买时实际支付的成本作如下会计分录:

借:长期投资——债券投资

    其他应收款——应收利息

    (债券购买价格中不含应计利息的不作此项分录)

贷:银行存款等

当企业收到债券利息时,应按实收金额作如下分录:

借:银行存款

    贷:长期投资——应计利息

        (收回购价中企业代价的利息)

        投资收益——债券投资收益

(2) 折价购入债券时,同样按实际成本借记“长期投资——债券投资”科目,贷记“银行存款”科目,只是应在明细记录上标记出债券投资的折价额。有应计利息的,应计利息部分应单独记账。其会计分录同平价购入时相同。

(3) 溢价购入时,可比照折价购入进行处理。

## 2. 长期投资折(溢)价的摊销

当债券的票面利率低于市场利率时,债券将会以低于其面值的价格成交(即折价发行)。企业购买债券时,因折价而少付的款项正是今后逐期少得的利息。相反,企业溢价购买债券时,因溢价而多付的款项正是今后企业逐期多得的利息。按权责发生制原则的要求,这部分折价或溢价的金额必须在每期进行摊销,才能保证各个期间收入的均衡性和公平性,才能真正反映各个期间的实得利息。同时经过折价或溢价摊销,债券到期时“长期投资——债券投资”科目的账面价值就还原成债券的面值,债券归还本金后,该账户就结平了。

长期债券投资折价或溢价的摊销方法通常有两种:“直线法”和“实际利息法”。

(1) 直线法。

直线法,就是将债券投资的折价或溢价总额在债券的存续期内分期平均摊销的方法。其计算公式如下:

每期应分摊的债券投资折价(或溢价) = 债券投资折价(或溢价)总额 ÷ 债券的有效总期限  
折价投资的摊销。其分录为

借:长期投资——债券投资(每期摊销额)

    贷:投资收益——债券投资收益

溢价投资摊销时,其分录为:

借:投资收益——债券投资收益(应分摊的摊销额)

    贷:长期投资——债券投资

可是,折价的摊销分期调高债券投资的收益,分期增加债券投资的成本,到全部折价摊销完毕时,“长期投资——债券投资”的科目余额恰好等于债券面值。溢价的摊销刚好和折价摊销相反,它逐期减少债券投资的收益和“长期投资——债券投资”科目的借方余额,使得在全部

溢价摊销完毕后,“长期投资——债券投资”科目的借方余额正好降低到债券面值。

(2)实际利息法。

实际利息法是根据市场利率来计算应计入到各期债券投资收益中的债券投资折价(或溢价)金额的方法。其公式如下:

①债券投资折价本期应分摊额=本期应计债券利息收入-本期债券投资票面利息收入  
债券投资溢价本期应分摊额=本期债券投资票面利息收入-本期应计债券投资利息收入

②本期应计债券利息收入=“债券投资”科目期初余额×相关的市场利率

③本期债券投资票面利息收入=债券面值×票面利率

④债券投资科目期末余额=期初余额+本期折价摊销额(或-本期溢价摊销额)

⑤相关的市场利率=债券发行日(或购买日)的市场利率

会计分录同“直线法”借贷科目相同。

3. 投资收益的核算

(1)利息收入。

企业持有债券每期都能获得一笔固定的利息收入。其金额大小为:

应收票面利息收入=某债券面值×该债券票面利率

企业对得到的利息收入,应借记“银行存款”,贷记“投资收益——债券投资收益”。当某一会计期快结束但企业尚未收到债券的应计利息时,企业应根据权责发生制原则,将这部分应计利息作为本期收益入账,借记“其他应收款——债券利息”,贷记“投资收益——债券投资收益”科目。

(2)转卖长期投资债券的收益。

企业持有的长期投资债券,如果在债券未到期之前卖出,其价格视市场状况而定,可能会产生收益也可能会发生损失,它们都应计入“投资收益”账户。

当实现变现收益时,会计分录如下:

借:银行存款(实收价款)

贷:长期投资——债券投资(账面余额)

长期投资——应计利息(应计利息)

投资收益——债券投资收益(收益入账)

当发生变现损失时,会计分录如下:

借:银行存款

投资收益——债券投资收益

贷:长期投资——债券投资

长期投资——应计利息

4. 债券到期收回本息的核算

不论企业最初是平价、折价或是溢价购入债券,到期时,“长期投资——债券投资”的余额已被调整到债券面值。企业在收回本金及计算最后一期应计利息时,应作如下分录:

借:银行存款

贷:长期投资——债券投资——×公司

长期投资——应计利息——×公司

## 二十七、股份公司股票投资的核算

企业进行长期股票投资,就是利用企业资金购入其他企业发行的股票或股权证,成为被投资企业股东的一种投资行为。长期股票投资的成本包括股票价格和相关的税费,如经纪人佣金等。股票分为普通股和优先股,股票投资亦可分为优先股投资和普通股投资。由于优先股的收益一般为固定的股息,而且优先股没有选举权,不能有效地参与被投资企业的管理,这一点类似于长期债券投资。所以对优先股投资,一般账务处理上只采用“成本法”进行核算。对普通股,依据投资企业对被投资企业的实际影响能力,可以选择使用“成本法”或“权益法”进行核算。关于“成本法”和“权益法”的具体核算过程可参看“股利收入的核算”。

### 1. 股票购买的核算

企业购入的长期投资的股票,在“长期投资——股票投资”科目进行核算。企业购入股票时,按实际成本借记该科目,贷记“银行存款”等有关科目。若支付的价款中含有已宣告发放的股利的,则应将其在“其他应收款——应收股利”科目进行单独反映。

有关会计分录如下:

(1)购买股票时,应作:

借:长期投资——股票投资

    其他应收款——应收股利

    贷:银行存款

(2)收到应付股利时,作

借:银行存款

    贷:其他应付款——应付股利

### 2. 股利收入的核算

对企业长期投资的股利收入,中国现行财务制度规定,要按其对于股票发行公司有无实际控制能力分别采用“成本法”和“收益法”进行核算。具体来说,若企业购买的股票低于被投资企业总股份的25%,可以被认为对被投资企业没有实际控制权,应采用“成本法”进行核算。这时“长期投资——股票投资”账户的账面余额仅仅只反映企业进行投资的成本,平时除出售股票及其他特殊原因之外,一般不对账面余额进行调整。在“成本法”下,企业收到股利时,应按实收或应收数额,借记“银行存款”或“其他应收款——应收股利”科目,贷记“投资收益——股票投资收益”科目。当企业出售股票时,应按其历史成本冲销“长期投资——股票投资”的账面余额,将售价和历史成本的差额记入“投资收益——股票投资收益”账户。

若企业对被投资企业的持股份额达到或超过25%,通常即认为取得了对被投资企业的实际控制权。这时,企业应采用“权益法”对其股票投资进行核算。其要点是:①购入时,按实际成本记录股票投资的增加;②“长期投资——股票投资”账户的账面余额反映的是投资企业在被投资企业总产权中所占的份额。③当被投资企业发生盈亏变化时,投资企业要据以调整“长期投资——股票投资”账户的余额,以正确反映投资企业拥有被投资企业产权的增加和减少;④收到股利时,应冲减“长期投资——股票投资”的账面余额,借记“银行存款”科目,贷记“长期投资——股票投资”科目。因为股利是净产权的减少。⑤当投资企业在被投资企业所占的股份份额超过50%时,要编制合并的会计报表。

有关的账务处理方法如下：

(1)在成本法下收到企业股利时，应作：

借：银行存款

贷：投资收益——股票投资收益

(2)在权益法下，每年年末要根据被投资企业的财务报表，按其股份比例乘以被投资企业的净利(或净亏损)得到的金额调整长期投资账面记录：

借：长期投资——股票投资(权益增加额)

贷：投资收益——股票投资收益

(净亏损时作相反的分录)

(3)收到股利时，应作：

借：银行存款(实收股利)

贷：长期投资——股票投资

当企业收到股票股利时，在“成本法”下应借记“长期投资——股票投资——×公司”科目，贷记“投资收益——股票投资收益”科目。在“权益法”下不需要进行账务处理。因为企业这时对被投资者的权益并没有流出被投资企业，企业收到的股票股利所代表的股权增加已经被按被投资企业的财务报告登记调整的权益所包括了。

### 3. 出售股票的核算

当企业由于某种原因需要出售长期投资的股票时，不能直接退股，只能在股票市场上转让所持有的股票或按有关的法律规定转让股权证。无论采用“成本法”还是“权益法”进行核算，其售出股票的账务处理方法都是相同的。即出售股票时注销“长期投资——股票投资”的账面余额，贷记该科目，同时按所得售价借记“银行存款”科目，二者之间的差额转入“投资收益——股票投资收益”科目。

## 二十八、股份公司其他投资的核算

其他投资，是指除股票、债券以外的投资方式，如用实物进行投资、用无形资产进行投资等。其他投资按性质来分，有债权性质的投资及股权性质的投资两种。对于股权性质的投资，也有所谓按股性投资和非按股性投资之分。对按股性投资，也需要象按股性股票投资一样，按“权益法”进行核算。其他几种情况，一般可按“成本法”核算，基本方法同股票或债券投资类似。

企业对其他长期投资，应按经国家确认的资产评估机构评估的或双方签订的合同或协议规定的价格入账，记入“长期投资——其他投资”科目的借方。

### 1. 投出资金的核算

企业以货币资金(假设为 1000 元)对外投资，应按实际提出的数额作如下分录：

借：长期投资——其他投资 1000

贷：银行存款 1000

若企业以原料(假设双方协议价 2300 元，账面价值为 2000 元)进行其他投资时，作如下分录：

借：长期投资——其他投资 2300

贷:库存材料 2000

    公积金——资本公积——投出资产溢价 300

企业采用计划成本法时,还要结转材料成本差异。

若企业以固定资产进行投资(假设协议价为净值 50000 元,原价 62000 元,累计折旧 10000 元)。会计分录为:

借:长期投资——其他投资 50000

    累计折旧 10000

    公积金——资本公积——资产投出溢价 200

贷:固定资产 62000

若企业以已入账无形资产投资(假设双方协议价为 30000 元,账面净值为 20000 元)时,应作如下会计分录:

借:长期投资——其他投资 30000

    贷:无形资产 20000

    公积金——资本公积——投出资产溢价 10000

若企业以未入账无形资产对外投资(假设协议价为 10000 元)时,应作如下会计分录:

借:长期投资——其他投资 10000

    贷:公积金——资本公积 10000

## 2. 投资收益的核算

其他投资的投资收益在“投资收益——其他投资收益”科目进行核算,其核算方法和股票或债券投资的处理方法相同,遵循权责发生制原则。并区分控股投资和非控股投资,对前者采用“权益法”,后者和债权投资采用“成本法”。有关账务处理可参照股票投资的损益收益的核算进行。

## 3. 投资收回的核算

企业收回投资时,借记“银行存款”、“固定资产”等科目,贷记“长期投资——其他投资”、“累计折旧”等科目,两者之间的差额,借记或贷记“投资收益——其他投资收益”科目。

# 二十九、股份公司固定资产增加的核算

企业固定资产增加时,要认真办理验收手续,作为增加入账的凭证。当企业购入、投资转入、融资租入、接受捐赠固定资产时,企业固定资产管理部门应根据发票账单等原始凭证,填制“固定资产增加凭证”,并要固定资产管理部门、会计部门和使用部门共同签字验收后,作为记账依据。“固定资产增加凭证”应一式五份存根,各验收单位、移交人员各一份。

企业自建、改、扩建固定资产完工时,由基建部门填制“交付使用清单”会同财会、使用单位和固定资产管理部门签字验收后作为记账依据,“交付使用财产清单”一式五份,各有关单位各一份,存根一份。

## 1. 现金购置

以现金购置不需安装的固定资产,应按其实际成本,直接借记“固定资产”科目,贷记“现金”或“银行存款”科目。

若购入的是需安装固定资产,则应通过“在建工程”科目过渡登记,待完工后再转入“固定



资产”科目。

若购入的需安装固定资产是旧的,则应在售出单位账面原价中减去安装成本,再加上新的安装成本、包装费、运杂费等作为固定资产原价入账。这是因为原安装成本一旦机器被拆除就失去其价值,而且安装成本一般较高。原包装费和运杂费也存在这个问题,但它们一般金额较少,根据重要性原则,可以忽略。

## 2. 赊购

这里指赊购不需安装的设备。赊购需安装设备,应在“在建工程”科目核算,对利息支出的处理两者也有差别。

赊购的会计处理为:

(1)购入时,应作:

借:固定资产

贷:应付账款

应付票据等科目

(2)偿还债款时,应作:

借:应付票据等科目

财务费用——利息支出

贷:银行存款

## 3. 自建固定资产的会计处理

企业对自建的固定资产,应设立“在建工程”科目单独进行核算。发生费用支出,借记“在建工程”科目,贷记有关科目。工程完工后转入固定资产,借记“固定资产”科目,贷记本科目。

## 4. 投资转入

企业收到其他单位投入的固定资产时,应按评估价或双方协议价入账,并相应地增加企业的股本。其会计分录为:

借:固定资产

贷:股本或实收资本——×单位

累计折旧

## 5. 接受捐赠

对捐赠的固定资产,根据捐赠固定资产的发票、报关单及有关协议书等确定其入账价格,借记“固定资产”科目,贷记“资本公积”科目。若捐赠是旧固定资产,可按其账面原价借记“固定资产”科目,按估计折旧额贷记“累计折旧”科目,按二者差额贷记“资本公积”科目。

## 6. 盘盈

企业盘盈的固定资产,要按重量价借记“固定资产”,贷记“累计折旧”和“待处理财产损溢——待处理固定资产损溢”科目。待查明原因后,转入“营业外收入——固定资产盘盈”科目。

# 三十、股份公司固定资产折旧的核算

企业固定资产折旧核算的具体过程是:

(1)由基层部门将其保存的“固定资产卡片”按在用固定资产的折旧类别来汇总固定资产总额。或者以上月基数为准,减去上月减少的固定资产价值,加上上月启用的固定资产价值,

得到本月固定资产的折旧基数。将它和分类综合折旧率相乘,即得本月应计提的折旧额。

(2)基层部门向会计部门报送折旧计算表,会计部门进行审核、汇总。

(3)根据汇总的折旧计算表记账。发生的折旧费用,借记“制造费用”、“生产成本”等成本费用科目,贷记“累计折旧”科目。

当企业固定资产有较大的增减变动时,应根据实际情况调整综合折旧率。具体方法就是用新加入或退出的固定资产的折旧率及原值和原综合折旧率及原值总额重新进行加权平均,计算出新的分类综合折旧率。

### 三十一、股份公司固定资产修理的核算

固定资产的修理分为日常修理和大修理两种。前者是指时间间隔短,费用低的局部检修或更换零部件,主要目的是维持固定资产的正常运转。后者是指修理范围大、间隔时间长、修理费用高的机器翻修,主要目的是恢复固定资产的原有生产能力,但一般无创新,技术指标不会改变。对这两种修理,其会计上的处理方法是不同的:

#### 1. 大修理的核算

企业在大修理前,应根据以往经验和固定资产目前使用状况,编制大修理计划,预算其开支。当大修理成本较高时,可采用预提或待摊的方法,将修理支出在受益期内平均摊销。

企业采用预提方法核算时,在大修理前,应根据大修理计划预提其费用,记入有关成本费用账户。当大修理在预提期内发生时,其开支直接冲减预提费用,预提费用不足冲减时,可以在以后会计期间内补提(实质是费用摊销)。如果大修理在预提期后发生,则预提费用和修理开支的差异全部结转到当期费用中去。

企业采用待摊方法核算的,大修理发生时,按实际开支金额,借记“待摊费用——大修理支出”或“递延资产——大修理支出”科目,贷记“银行存款”或“现金”科目。每期分摊大修理费用时,借记“制造费用”、“管理费用”等费用成本科目,贷记“待摊费用——大修理支出”或“递延资产——大修理支出”科目。

#### 2. 日常修理的核算

同大修理不同的是,日常修理一般金额小,所以可直接将其支出记入当期成本或费用,如果修理由本部门完成,则记入“制造费用——修理费”科目。若是本企业修理部门完成的,则记入“生产成本——辅助生产成本——维修部门”科目中。到月底再将辅助生产成本分配到本部门的“制造费用”中去。

### 三十二、股份公司固定资产清理和清查的核算

对企业报废的固定资产,应设立“固定资产清理”科目进行核算。该账户借方登记转入清理的固定资产净值和清理费用,贷方反映出售固定资产的价款、变价收入等。完成清理后,若为净收益,则应转入“营业外收入——处理固定资产净收益”账户;若为净损失,如果是非常损失,则转入“营业外支出——非常损失”账户;如果是正常损失,则转入“营业外支出——处理固定资产净损失”账户。

出售或报废清理固定资产过程如下:

(1)将固定资产净值从账中转出,不补提未提足的折旧。

借:固定资产清理

    累计折旧

    贷:固定资产

(2)支付清理过程的拆卸费等费用。

借:固定资产清理

    贷:银行存款、库存材料等科目

(3)收取变价或出售收入以及责任人赔偿。

借:银行存款或现金

    贷:固定资产清理

(4)结平“固定资产清理”账户。

借:营业外支出——处理固定资产净损失

    (或“营业外支出——非常损失”)

    贷:固定资产清理

或:借:固定资产清理

    贷:营业外收入——处理固定资产净收益

固定资产的清查一般包括日常清查和年度清查两种。清查完毕后,应填写“固定资产盘盈(亏)清单”作为企业会计处理的依据。

盘盈固定资产的核算可参见“固定资产取得的核算”。

盘亏固定资产时应先借记“待处理财产损溢——待处理固定资产损溢”科目和“累计折旧”科目,贷记“固定资产”科目。待查明原因后,再作相应处理。最后,将净损失全都转入“营业外支出——固定资产盘亏”科目中去。

### 三十三、股份公司无形资产的核算

无形资产,是指没有物质实体,能够较长时期给企业带来超额收益的长期资产。无形资产依其特点可分为专利权、商标权、著作权、土地使用权、非专利技术(专有技术)、商誉等。

#### 1. 专利权和专有技术的核算

专利权是指单位或个人发明的新技术或工艺,在一定时期内根据法律享有的独占权。专利权是工业产权的一种,属一种“法的权力”。专有技术是未经注册的新技术,它依靠保密来享受独占权,但不受法律保护。

关于专利或专有技术的成本,可分为以下几种情况:

(1)企业向其他企业购买的专利或专有技术。

其成本为购买的实际支出,包括买价、手续费、掌握专利的培训费等。其会计分录为:

借:无形资产——专利权或专有技术

    贷:银行存款等

(2)投资转入的专利权或专有技术。

其成本按双方协议确定价值。会计分录如下:

借:无形资产——专利权或专有技术

贷:股本

(3)企业自创的专利权和专有技术。

其成本是研究和开发的成本和登记注册费用。会计分录为:

借:无形资产——专利权或专有技术

贷:银行存款等科目

企业的专利和专有技术要在其有效期内分期摊入费用。专有技术摊销期一般为5—10年,专利权的摊销期不能超过其到期日期。摊销时会计分录为:

借:管理费用——无形资产摊销

贷:无形资产——专利权或专有技术

## 2. 场地使用权的核算

企业以场地使用权作为无形资产,只有在中外合资中方的股本中才会出现。场地使用权的价值可以根据同类场地的使用费标准,将在合营期内场地使用费总额的现值作为确定的标准,一般不应高于这个值。企业获得时,会计分录为:

借:无形资产——场地使用权

贷:股东——中方

场地使用权应在合营期限内摊销,摊销的会计分录为:

借:管理费用——无形资产摊销

贷:无形资产——场地使用权

## 3. 商标权的核算

企业的商标分为自创和外购两种,对自创的商标权,发生自创的费用时,借记当期“管理费用”,不予以资本化。对外购的商标权,按购入成本借记“无形资产——商标权”科目,贷记“银行存款”科目,对购入过程中发生的登记、保护、展期费等应予以资本化,借记“无形资产——商标权”科目,贷记“银行存款”等科目。

商标权的受益期无法确定有效的期限,往往在短期内摊销,一般为10年。摊销分录同专利权等的摊销分录类似。

## 4. 著作权(版权)的核算

外购的版权,其全部购价即为其成本。若是自创的版权,其成本包括创作成本及申请版权的一切开支。版权成本原则上应分摊于各有效期间,但为了稳健,通常的做法是在短期内摊销完毕。

## 5. 商誉的核算

商誉是企业由于其有综合优势而形成的超过一般企业收益水平的期望值。自创商誉具有很大的不确定性,一般不予确认。

当购买一家企业的支出超过被购买企业的账面净资产时,商誉才予以确认。借记“无形资产——商誉”科目,贷记“银行存款”科目。

对商誉的摊销问题,见解不一,有些人认为商誉代表超额收益,在企业有超额收益的情况下,不予摊销,只有在不存在超额收益的情况下,才予以注销。也有人认为,商誉应分期摊销,因为企业超额收益不会永远存在下去。摊销期一般为10年,最长不超过40年。摊销分录同其他无形资产的摊销分录类似,借记“管理费用——无形资产摊销”科目,贷记“无形资产——商誉”科目。

## 三十四、股份公司递延资产的核算

递延资产是企业超过一年的长期待摊费用,包括开办费、固定资产大修理支出、租入固定资产的改良支出或修理支出以及摊销期在一年以上的其他待摊费用。开办费应在企业生产经营后的一定年份内摊销,固定资产修理支出应在两次修理的间隔期内摊销,租入固定资产改良支出应在租赁期内摊销,其他递延资产也应在费用的受益期内进行摊销。

按现行《股份制试点企业会计制度》,对递延资产,不设“递延资产”总账科目,而将该科目分解开来,分设“开办费”和“长期待摊费用”两个科目。企业发生递延费用时,借记“开办费”或“长期待摊费用”科目,贷记有关科目。摊销时,借记“制造费用”、“管理费用”等科目,贷记“开办费”或“长期待摊费用”科目。

### 1. 开办费的核算

开办费是企业在筹建过程中发生的费用。包括筹建期间的人员工资、办公费、差旅费、印刷费、注册登记费等。企业发生上述费用时,凭有关凭证,借记本科目,贷记“银行存款”等科目。如果合资企业的开办费是由合资一方支付的,则可作为该方投入的股本,作会计分录为:

借:开办费

贷:股本——××

企业的开办期间,一般是从筹建一直到企业正式生产经营为止。不是开办期间的费用,不能列入开办费。

企业的开办费从企业开始经营后,分期摊销。摊销期不得少于5年,即每年的摊销额不得超过开办费总额的20%。摊销时,作会计分录如下:

借:管理费用——开办费摊销

贷:开办费

企业亦可设置“开办费摊销”账户,摊销时贷记本账户。待摊销完毕时,再作转销分录。对无形资产的摊销亦可这样做。

### 2. 长期待摊费用的核算

该科目核算企业除开办费以外的其他递延资产。该科目下设“租入固定资产改良支出”、“固定资产大修理支出”等二级科目。企业发生改良支出或大修理支出(受益期要超过一年)时,借记这两个科目,贷记有关科目。摊销时,借记“制造费用”、“管理费用”等费用成本账户,贷记本科目。

例:企业租入一办公用房。原为宿舍楼,须经改造才能使用。经出租方同意,企业进行改良修理,发生改良支出20000元,全部用银行存款支付。房屋的租赁期是5年。其账务处理如下:

#### (1) 发生支出时

借:长期待摊费用——租入固定资产改良支出 20000

贷:银行存款 20000

#### (2) 每年摊销时

借:管理费用 4000

贷:长期待摊费用——租入固定资产改良支出 4000

## 三十五、股份公司应付金额确定的流动负债的核算

应付金额确定的流动负债指具有合法的契约或有关法律规定,可以证明企业到期偿还金额的确切性和肯定性的流动负债。它包括:短期借款、应付账款、应付票据等。

### 1. 短期借款

本科目核算企业借款期在一年以下的各种借款。借款期长于一年的借款,在“长期借款”科目核算。

企业借入各种款项时,借记“银行存款”科目,贷记本科目。归还借款时作相反的分录。

发生短期借款利息时,如数额不大且到期一次支付,在实际支付前可不作处理,支付时直接借记“财务费用——利息支出”,贷记“银行存款”科目;如果数额较大且到期一次付清时,平时可每月进行预提,借记“财务费用——利息支出”科目,贷记“预提费用——短期借款利息”科目。到期偿还时,借记“预提费用——短期借款利息”科目,贷记“银行存款”科目;如果是按月付息,则在支付时直接借记“财务费用——利息支出”科目,贷记“银行存款”科目。

本科目应按借款种类及借款人开设明细账进行明细核算。

### 2. 应付账款

本科目核算企业因购买材料、商品和接受劳务供应而应付给供应单位的款项。企业预付的款项,也在本科目核算。

企业购入材料、商品等验收入库,但货款尚未支付时,应根据发票账单、验证单等借记“库存材料”、“库存商品”等科目,贷记本科目。付款时,借记本科目,贷记“银行存款”科目。企业接受劳务尚未付款的,借记“生产费用”、“管理费用”等科目,贷记本科目。偿付时借记本科目,贷记“银行存款”科目。

企业预付账款时,借记本科目,贷记“银行存款”科目。等到货物验收入库后,再根据发票账单等凭证借记“库存材料”等科目,贷记本科目。实际补交货款时,应按补交数额借记本科目,贷记“银行存款”科目。

企业用应付票据偿付应付账款时,借记“应付票据”科目,贷记本科目。

本科目应按供应单位设明细账。

### 3. 应付票据

本科目核算企业对外发生债务时所开出、承兑的商业汇票,包括银行承兑汇票和商业承兑汇票。

企业应在科目下设置银行承兑汇票和商业承兑汇票两个二级科目,并设置一本“应付票据备查簿”,详细登记每一应付票据的种类、号数、到期日、签发日、面额、利率、收款人姓名等,应付票据到期付清时,应在备查簿内注销。

应付票据分为息票和不带息票据两种。息票的到期价值为面值加利息。不带息票据到期价值为面值,这种票据通常是在开出票据时已将利息考虑在内了。

企业开出、承兑汇票支付货款时,借记“库存材料”、“库存商品”等科目,贷记本科目。支付银行承兑汇票的承兑费及手续费,借记“财务费用”,贷记“银行存款”科目。票据到期时,借记“银行存款”科目,贷记本科目(如是息票还要再贷记“财务费用——利息支出”科目)。

对带息票据的利息,若数额较大,平时可采用分期预提的办法,借记“财务费用——利息支

出”科目,贷记“预提费用——应付票据利息”科目。如数额不大,可在偿还时一次记“财务费用”科目。

#### 4. 其他应付款

本科目核算企业应付、暂收其他单位或个人的款项,如应付租入固定资产和租入包装物的租金、存入的保证金、应付统筹退休金等。

本科目应按款项的类别和单位或个人开设明细账。

企业发生各种应付、暂收款项时,借记“银行存款”、“管理费用”等科目,贷记本科目。支付时借记本科目,贷记“银行存款”科目。

##### (1) 一年内到期的长期债务。

企业在一年内到期的长期债务,按规定应列为流动负债,转入“其他应付款”科目下。但如果这种债务的偿还不需动用流动资金,有专门的偿债基金或用新债换旧债,则不必转为流动负债。

##### (2) 存入保证金。

企业为了在出借业务中保证借出物的完整安全,往往要客户提供保证金,归还借物时退保证金。借出物损坏时按规定赔偿的金额赔偿,保证金全部或部分没收。

##### (3) 其他款项。

其他款项有应付未付工资、应付统筹退休金、应付税金等项目。它们都需在期末列为流动资产,计入资产负债表。

### 三十六、股份公司应付金额视经营情况而定的流动负债的核算

此种情况的核算应包括以下内容:

#### 1. 应付工资

本科目核算企业应付给职工的工资总额。其中包括在工资总额之内的各种工资、奖金、津贴等。但医药费、福利补助、福利人员开支、退休费等不在本科目核算。

职工工资计算的原始凭证是:①职工工资卡片。每个职工设置一张,具体反映职工的姓名、性别、职务、工作时间、工种、工资等、月工资标准、津贴等。它由各单位内部工资员保管。遇职工变动,应根据人事部门和财会部门送来的通知单增减有关项目或卡片。②考勤记录。有“考勤表”、“考勤卡”等格式,考核职工出勤情况,月终由考勤人员汇总后选工资员那儿计算工资或报送财会部门。③产量记录。按班组或个人签发,每月一张,用来考核职工或班组的工作产量,它是计算计件工资的基础。月终经技术人员签字后送工资员或财会部门据以计算工资。④补发通知单。凭此通知单补发应发款项。⑤扣款通知单。在财会部门发工资之前,有关部门可送交“扣款通知单”,通知财会部门代扣水费、电费等。

各单位工资员计算完工资后,填写“工资结算单”(一式两联,一联经财会部门审核后由职工签字作为发出工资的凭证,另一联裁成工资条发给职工个人)送交财会部门审核盖章。工资员再根据审核后的“工资结算单”编制“工资结算单汇总表”送财会部门,财会部门审核后退回一联,自留一联记账。然后财会部门支取现金发放工资。

工资的计算方法有两种:月工资制和日工资制。前者按每月应计工资扣除不计工资的天数计算应付工资,适用于企业固定职工;后者按每月应计工资的天数计算当月工资,适用临时

工或合同工。

企业提现发工资时,应借记“现金”科目,贷记“银行存款”科目。发放工资时,借记本科目,贷记“现金”科目。代扣款时,借记本科目,贷记“其他应收款”、“其他应付款”等科目。职工过期未领的工资,基层单位交回财务部门时,借记“现金”科目,贷记“其他应付款——待领工资”科目。月末,分配本月应发工资时,借记“生产费用”、“管理费用”、“工程施工”、“在建工程”、“其他应收款”、“营业外支出”、“销售费用”、“职工福利基金”等科目,贷记本科目。

## 2. 职工福利费

本科目核算企业按规定提取的职工福利基金。职工集体福利在“集体福利基金”科目核算,不在本科目核算。

会计提职工福利基金时,借记“生产费用”、“工程施工”、“管理费用”、“销售费用”等科目,贷记本科目。支付职工医药费、困难补助以及福利人员工资时,借记本科目,贷记“现金”、“银行存款”、“应付工资”等科目。

本科目期末余额应在贷方,表示福利费结余。

## 3. 应付股利

本科目核算公司经股东大会决议分配的股利。本科目应按公司的股东设置明细账。

公司的股利分配有两种形式:现金股利和股票股利。现金股利的发放必须同时满足两个条件:①公司的盈余足以支付股利;②公司的现金状况足以支持发放股利。否则发放现金股利将视为非法。股票股利是以股票的形式发放给股东的股利。公司发放股票股利的原因不外有以下几方面:①将盈余转化为股本,增强企业后劲;②股东的股票股利不用交纳所得税;③公司现金状况较差;④有利于股市下跌,公司可从中获得某种利益。

公司的应付股利通过“应付股利”科目进行核算。分配股利时,根据股东大会的方案,借记“利润分配——应付股利”科目,贷记本科目。发放现金股利时,借记本科目,贷记“现金”科目;发放股票股利时,借记本科目,贷记“股本”科目。

## 4. 应交税金

本科目核算企业应交纳的各种税金。根据中国的税制,该科目应下设如下明细科目:①“应交产品税”;②“应交增值税”;③“应交营业税”;④“应交城市维护建设税”。月份终了,企业按规定计算出当月应交纳的各项税金额,按明细科目借记“营业税金——产品税;——增值税;——营业税;——城市维护建设税”科目,贷记本科目;⑤“应交资源税”。每月终了,企业计算当月应交额,借记“销售费用”、“生产费用”科目,贷记本科目;⑥“应交所得税”。月末计算,借记“利润分配——应交所得税”科目,贷记本科目;⑦“应交房产税”;⑧“应交车船使用税”;⑨“应交土地使用税”。月末计算,借记“管理费用”科目,贷记本科目;⑩“应交盐税”。⑪“应交烧油特别税”;⑫“应交特别消费税”。

上述三个税种属企业代交税种。企业月末应根据销售的商品,将已收和应收的盐税、烧油特别税和特别消费税,借记“银行存款”或“其他应收款”等科目,贷记本科目。

企业自用盐和购入未税油和未税油改变用途后应补充的税额,应借记“库存材料”等科目,贷记本科目。

企业交纳税金时,借记本科目,贷记“银行存款”科目。企业应定期和税务机关清算,对多交的税金,在退税时,借记“银行存款”科目,贷记本科目。对少交的税金,在补交时,作相反的分录。



本科目期末余额在借方为多交的税金,在贷方为未交的税金。

#### 5. 其他应交款

本科目核算除应交税金以外的各种应上交国家的款项。主要是教育费附加和车辆购置附加费等。

企业每月终应计提应交款数额,借记“销售费用——销售税金及附加”、“银行存款”(车辆购置费附加是企业代扣购车者的附加费向国家上缴的费用,类似于代扣代交的税金,如盐税等)等科目,贷记本科目。上交时,借记本科目,贷记“银行存款”科目。

本科目应按上交款项的种类,如教育费附加、车辆购置费附加等设明细账。本科目的期末余额如在借方为多交款金额;期末余额在贷方,为未交款金额。

### 三十七、股份公司金额需估计的流动负债的核算

这类负债指目前尚未发生,今后是否发生取决于有关未来事件的是否存在。但在现时,应付金额、付款日期及收款人都是不确定的,如产品质量担保债务等。对这类负债,应尽可能掌握客观依据,根据谨慎原则充分地进行估计。在账务处理上,有两种方法,一种是估计应付金额不大时,不作会计反映,待实际发生时,列入当期成本或费用。二是估计入账,借记本期的成本和费用科目,贷记“其他应付款”科目,实际发生时再从“其他应付款”科目中列支。但估计入账必须具备两个条件:①有充分的证据显示出一项负债可能在企业结账前已经存在;②金额估计合理。

#### 1. 预提费用

本科目核算企业预提但尚未实际支出的各种费用,如预提的租金、保险费、利息支出、修理费等。

本科目应按费用种类设置明细账。

企业预提各种费用时,借记“生产费用”、“管理费用”、“财务费用”等科目,贷记本科目。实际支出时,再借记本科目,贷记“库存材料”、“银行存款”等科目。预提数不足支付的,金额较小时,可直接计入支出当期的成本和费用,金额较大时,可视为待摊费用,分期摊入成本。预提数超过实际支出数的,直接计入实际支出期的成本、费用科目,冲减当期成本和费用。

#### 2. 待扣税金

本科目核算企业交纳增值税时,当月产品销售和其他业务应纳增值税小于按规定的应予扣抵的税金而少扣的税金。

企业待以后继续扣抵的税金,借记“应交税金”科目,贷记本科目。以后月份的产品销售和其他业务应纳增值税大于应扣抵的税金时,从该月销售应交纳的增值税中继续扣抵以前月份的待扣税金部分,借记本科目,扣抵后的应交部分,借记“产品销售税金及附加”科目,当月应计算应交的增值税,贷记“应交税金”科目。

本科目贷方期末余额是留待以后各月继续扣抵的增值税。

#### 3. 产品质量担保债务

许多公司售出产品时附保修单,在一定时期内的产品质量问题可凭保修单免费修理和退换。这使企业承担了一种担保债务,其账务处理如下:

(1)销售时。

借:银行存款

贷:营业收入——产品销售收入

(2)根据计算推理及过去的经验确定一百分比,从销售收入中计提保修费用。

借:其他应付款——保修费用

贷:销售费用

借:保修费用

贷:产品质量担保债务

(3)发生修理支出时。

借:产品质量担保债务

贷:现金、库存材料等科目。

在会计实务中,如果产品的保修费耗用很小,也可将保修费直接计入当期费用,不用进行事前估计。这样可以大大简化核算手续。

### 三十八、股份公司长期借款的核算

企业取得长期借款时,应根据借款合同和银行的收账通知借记“银行存款”(生产经营借款)、“在建工程”或“固定资产”科目(购建固定资产借款)。

长期借款费用主要指利息和手续费。对于手续费,若借款是为生产经营的正常运转用的,则可直接记入当期的“财务费用”科目,若是用于购建固定资产的,在固定资产尚未交付使用之前,直接计入“在建工程”或“固定资产”科目。

对汇兑损益,处理方法和利息支出相同。若按复利计算,方法和单利时一样,只是金额不一样。

长期借款的偿还如下:①逐月计息,到期只还本金。在这种情况下,又分为分次还本和一次还本,其处理方法一样。即借记“长期借款”科目,贷记“银行存款”科目。②一次(或分次)还本付息。平时计息时,借记“财务费用”、“固定资产”等科目,贷记“长期借款”科目。到偿还时,借记“长期借款”科目,贷记“银行存款”科目。

### 三十九、股份公司债券发行的核算

按照发行价格和债券面值的比例,债券的发行有三种方式:

(1)溢价发行。即发行价格高于债券面值。一般来说,决定债券发行价格的主要因素有两个,一个是债券的本息的现值,一个是同类债券的市场利率。债券发行价格可以用下述公式计算:

发行价格(P)=债券面值的现值+每期利息的现值(现值均以市场利率为准计算)

债券发行溢价金额可用债券发行价格(P)和债券面值的差来计算,即

债券发行溢价=发行价格(P)-债券面值

当市场利率小于债券票面利率时,公司债券的现值一定大于债券的面值。因为此时同样相当于债券面值的一笔钱投资于公司债券(利率为 $r$ )和投资于其他地方(利率为 $i$ ,且 $r>i$ ),显然投资于公司债券将会获得较高的收益。因此,债券价格可以调高到面值以上,使投资到债券

上的收益率降低,直到和投资在其他地方相同为止。此时,调高的部分就是债券溢价。这时债券是溢价发行的。

(2)折价发行。当市场利率( $i$ )大于债券票面利率( $r$ )时,投资到债券以外的地方显然更是有利可图,只有降低债券价格直到投资在债券上的收益率和其他投资机会的收益率相同,人们才愿意购买公司债券。这里,债券价格调低的部分就是公司债券的折价。这种发行方式叫折价发行。

(3)平价发行。当市场利率( $i$ )和公司债券票面利率相等时,债券价格既没有使其上升的原因,也没有使其下降的原因,债券此时将会按面值发行,即平价发行。这里债券的溢价为零。

公司债发行的账务处理如下:

企业应设置“应付债券”科目,核算公司债券的发行和回收。该科目下设四个明细科目:“债券面值”、“债券溢价”“债券折价”和“应计利息”。

(1)平价发行的会计分录。

借:银行存款

贷:应付债券——债券面值

(2)溢价发行的会计分录。

借:银行存款

贷:应付债券——债券面值

应付债券——债券溢价

(3)折价发行的会计分录。

借:银行存款

应付债券——债券折价

贷:应付债券——债券面值

#### 四十、股份公司应付债券费用的处理

企业发行长期债券的费用,包括发行前和发行中一次性发生的手续费、印刷费、佣金等费用、债券利息以及折(溢)价的摊销。上述费用之和,是企业筹资的总成本。对债券费用的核算原则是:①发行费用发生后一次处理;②利息和折(溢)价摊销每期结转;③筹建期间的,费用计入“开办费”科目;债券资金用于弥补生产资金不足的,费用计入当期财务费用;债券资金用于购建固定资产的,在固定资产交付使用前,费用计入固定资产成本,固定资产投入使用后,费用计入当期财务费用。

1. 发行费用的核算

发行费用按要求应一次性记入有关科目中去。

2. 利息及折(溢)价摊销

长期债券的利息费用,可按如下公式计算

当期实际负担的利息费用=当期应计利息+当期摊销折价(或减去当期摊销溢价)

当期应计利息(单利)=债券面值 $\times$ 票面利率

当期应计利息(复利)=(债券面值+已计提未支付利息) $\times$ 票面利率

对当期折(溢)价摊销的计算方法,会计上有两种,一种是直线法,即将折(溢)价总额在债

券存续期内平均摊销。这种方法简便易行,但没有考虑市场利率的因素,摊销额计算得不十分精确。另一种方法是实际利率法,即按照市场利率对折(溢)价进行摊销。这种方法的优点是摊销额计算得比较准确,但核算程序比较繁琐,计算繁杂。

按直线法,折(溢)价摊销的计算公式为:

当期摊销折(溢)价=折(溢)价总额÷摊销期限

按实际利率法,折(溢)价摊销的计算公式为:

当期摊销折(溢)价=发售日实际利率×债券账面价值-应计利息

其中,债券账面价值=发售实收价款+已折销溢价

或=发售实收价款+已摊销折价

## 四十一、股份公司长期应付款的核算

“长期应付款”科目核算企业除长期借款和应付债券以外的其他各种长期应付款,包括采用补偿贸易方式引进设备的价款、应付融资租入固定资产租赁费等。

### 1. 应付引进设备价款

补偿贸易是指买方在进口设备后不用立即支付价款而要用该设备制造的产品或其他商品支付设备的引进费用的一种国际贸易方式。企业采用这种方式引进设备时,应将设备价款(包括买价、配套零件费、工具费等)按实际发生的金额记入“长期应付款——应付引进设备价款”科目。同时,对运抵企业的设备,还应通过“在建工程”科目核算其实际成本。

(1)引进设备时,将设备价款、工具费、零件费等外币金额折为人民币记账:

借:在建工程——引进设备安装(设备价款)

——工程物资(工具、零配件价格)

贷:长期应付款

——应付引进设备款

(2)支付关税、运费、保险费、安装费等时:

借:在建工程——引进设备安装

贷:库存材料、银行存款等科目

(3)计算汇兑损益:

借:在建工程——引进设备安装

贷:长期应付款——应付引进设备款

(4)将设备、工具、零配件等交付使用:

借:固定资产(结转固定资产价值)

库存材料或低值易耗品科目(入库零配件)

贷:在建工程

——引进设备安装(结转固定资产价值)

——工程物资(入库零配件)

(5)每期计提汇兑损益:

借:财务费用——汇兑损益

贷:长期应付款——应付引进设备款

(6)归还借款(将归还外币金额折合为人民币):

借:长期应付款——应付引进设备款

贷:银行存款等科目

## 2. 应付融资租赁费的核算

“长期应付款——应付融资租赁费”科目核算企业彩融资租赁方式时应付给出租方的租赁费。其账务处理的详细过程可参见固定资产核算中的融资租入固定资产的核算。

## 四十二、股份公司股利的核算

股利是股份公司按股份比例分配给每个股东的公司税后净利。按中国现行的公司法规定,企业的税后利润必须先用来弥补上年亏损和提取法定公积金、法定公益金,然后才能向股东分派股利。违反该规定的,已分配的利润必须返还给公司。

一般来说,公司股利可以采用以下四种方式,其中以前两种最为常见。一是现金股利。现金股利就是以现金形式发放股利。公司要发放现金股利,必须有充足的盈利和优良现金状况,否则,发放现金股利便是不利的。二是股票股利。股票股利是指公司通过增发股票的方式发放股利。这种方式可以使企业能够保留全部的盈利,对今后的发展有好处。三是财产股利(实物股利)。财产股利指公司以现金以外的其他流动资产支付股利,如政府公债、公司持有的其他有价值证券等。以证券发放股利的,证券以发放时的市价作为计价标准。四是债务股利(负债股利、债券股利)。债务股利指公司以本公司签发的期票来支付股利。票据到期日,股东可凭票向公司兑取现金,票据可以带息也可以不带息。这种方式一般在公司经营状况良好而现金状况暂时紧张时采用。

### 1. 现金股利的核算

优先股股利的分配顺序迟于提取法定公积金、公益金,但早于普通股股利的分配。当公司提取法定的“两金”后仍有可分配利润时,即可支付优先股股利,但若当年可分配利润不足支付优先股股利,可累计到下一年度一并支付。

优先股的股利一般是事先确定的固定股息,其计算方法是用优先股面值乘上固定的股息率。

例:某公司发行的优先股面值总额为 1000 万元,股息率 20%,往年积累未付的股息为 300 万元。则:

应付优先股股利 =  $1000 \times 20\% + 300 = 200 + 300 = 500$ (万元)

计提优先股股利的会计分录为:

借:利润分配——应付优先股股利 5000000

贷:应付股利——应付优先股股利 5000000

发放股利时,其会计分录为:

借:应付股利——应付优先股股利 5000000

贷:银行存款 5000000

当年税后利润不足支付优先股股利时,不作计提,等今后年度有能力支付时再计提。不能当年计提,今后年度支付。

普通股股利在支付了优先股股利后方可发放。普通股应分利润的计算公式为:

普通股可分配利润=税后利润-往年亏损+往年结转的未分配利润±上年利润调整-计提的法定公积金-计提的法定公益金和任意盈余公积金-支付的优先股股利

### 2. 股票股利的核算

公司发放股票股利的原因主要有以下两点:①现金不足支付股利;②公司想保留利润作业务上的扩展。用支付股票股利的方法可以合法地将公司的留存收益资本化。

对股东来说,接受股票股利的好处主要有:①有些国家,如美国,对股票股利免征个人所得税;②在股票增发数量不太多的情况下,一般不会引起股市价格下跌,因而股东所持有的股票市价总值就上升了,增大了股东在股票市场上获取资本收益的可能。

公司发放股票股利的必要条件为:①有批准发行股票的批文;②要有和增发的股票足额相对应的未分配利润或公积金。用公积金转增股本,转增后公积金的结存数不得少于注册资本的25%。

股票股利一般以股票的面值入账。发放时的会计分录为:

借:“公积金”或“利润分配——未分配利润”科目

贷:股本——普通股股本

## 四十三、股份公司产品成本计算的主要方法

企业产品成本的计算,可在品种法、分批法、分步法、分类法、定额法和标准成本法等计算方法中,选用一种或几种并用。成本计算方法一经选定,不能随意改变。

### 1. 品种法

品种法以产品品种为计算对象,归集生产费用。这种方法适用于大量大批单步骤生产的企业,大量大批多步骤生产的企业,如果管理上不要求分步计算成本,也可采用这种方法。其要点是:

(1)以产品品种为成本计算对象开设产品成本明细账。股份制企业可设“生产费用——直接费用——×产品”科目或“基本生产——×产品”科目。在采用这种方法的企业或车间,如果只生产单一产品,则所有费用都可直接计入产品成本明细账。如果生产多种产品,其共同耗用的直接材料、直接人工应先按费用发生地点归集,然后分配计入各该产品的成本明细账。月末要将制造费用分配计入各产品成本中去。

(2)成本计算按月进行。因品种法适用于大量大批生产的企业,这些企业的生产是连续进行的,不可能也不需要等产品全部完工后计算产品成本。因此,在品种法下,产品的成本计算期和生产周期是脱节的。

(3)单步骤生产的企业,一般不需要计算月末在产品成本。因为在这些企业中,如采煤企业,面粉加工厂等,月末在产品数量很少,可以忽略不计;在另外一些单步骤生产企业中,一般生产节奏比较均匀,每月末即使有在产品,也彼此相差不大,计不计算在产品成本对完工产品成本影响不太大。在多步骤生产企业中,若月末在产品数量不多或者各月之间生产也比较稳定,亦可以不计算在产品成本。否则,就应选择一定的方法将生产费用在完工产品和月末在产品之间进行分配,以便计算本月完工产品成本。

### 2. 分批法(定单法)

分批法是以产品批别为成本计算对象归集和分配生产费用,计算产品成本的一种方法。

这种方法适用于生产是按照不连续的产品批别或顾客订单来组织的企业,如造船、精密仪器、大型设备、重型机械等。由于分批法又是按顾客订货单来归集生产费用的,故又称“订单法”。分批成本法的要点是:

(1)以产品批别为成本计算对象,开设产品成本明细账。对生产中发生的直接材料、直接人工费,能够分清产品批别的,应在有关费用单证上注明受益批别,并将该费用直接计入各受益批别的成本明细账中。不能分清批别的,应按费用发生地点归集,然后在各批别产品中进行分配。对发生的制造费用,如果车间当月只生产一种产品,可全部转入该批产品成本中;如果车间当月生产几批产品,应在各批产品成本中进行分配。

(2)成本计算期和生产周期一致。在分批法下,企业根据计划或订单向车间发出通知,车间根据它来组织生产,会计部门根据生产通知开设成本明细账,并在明细账上注明批号、批量、产品名称、订货单位、开工和完工日期等。当该批产品完工时,即可计算该批产品的成本。因而,在分批法下,生产的起讫日期同时又是产品成本明细账的开设和终止的日期,即成本计算期和生产周期一致。

(3)一般不计算月末在产品成本。在分批法下,批内产品往往能同时完工。在完工前,成本账上的生产费用都为在产品成本;在完工后,成本账上的生产费用又都是完工产品成本,因而一般不用计算月末在产品成本。若同一批产品跨月完工,已完工产品已对外销售,这时可先按计划成本或定额成本进行结转,待该批产品全部完工后再计算全部产品成本,但已结转的已销售产品成本不作调整。只有跨月陆续完工的产品数量确实较多时,才需要以一定的方法分配已完工产品和月末在产品的成本。

### 3. 分步法

分步法是按产品生产步骤归集和分配生产费用,计算产品成本的方法。这种方法适用于大量大批多步骤生产并且在管理上要求分步骤计算成本的企业,如冶金、纺织、化工等企业。在这些企业,生产被分割成若干个连续或平行的步骤,直至最后一个步骤才能生产出成品。为加强核算,便于进行成本监督和管理,除了要计算各种产品的成本,还要计算各产品在每一加工步骤的成本。

在分步法下,企业产品成本明细账应按生产步骤和产品品种同时开设。发生的各种直接费用(直接材料、直接人工),能分清生产步骤和产品的,直接计入各步骤该产品成本明细账;不能分清应由何种产品负担的,应先按生产步骤归集、再分配计入各步骤各产品成本明细账。对于制造费用,如果按生产车间作为生产步骤设立账户,则应在该车间生产的各种产品之间分配;如果一个车间又分为几个生产步骤的,则先在各生产步骤之间分配,再分配计入各步骤各产品成本明细账。

分步法要求每个月都计算本月完工产品成本,将归集的生产费用在完工产品和月末在产品之间进行分配。因此分步法的成本计算期和产品生产周期是不一致的。

分步法按各步骤生产之间成本结转的方式不同,可分为逐步结转法和平行结转法。

(1)逐步结转法。逐步结转法是将上一步骤生产的半成品的成本作为下一步骤的直接材料费用随着下一步骤领用的半成品实物转移到下一步骤的产品成本明细账中。采用逐步结转分步法计算成本,实际上就是在生产的每个步骤上都采用品种法计算成本。逐步结转又分为“综合结转”和“分项结转”两种方式。前者指后一步骤将上一步骤的半成品以专门设置的“半成品”成本项目转入产品成本明细账中。这样可以一目了然地看清各步骤的生产成本水平,便

于成本管理。但在最后的完工产品成本中无法看清原始成本结构,为此需要进行复杂的成本还原。后者指后一步骤按成本项目分项结转上一步骤半成品的成本。这种方法便于成本分析,但对各步骤的成本控制和管理不利。

(2)平行结转法。如果企业半成品种类多,管理上又不要求计算各步骤半成品成本,可采用平行结转分步法。就是既不计算本步骤所耗上一步骤的半成品成本,也不计算本步骤所产半成品成本,只计算本步骤发生的生产费用以及这些费用应计入完工产成品成本的份额,将各步骤的应计份额累加起来,即得完工产品成本。

## 四十四、股份公司期间费用的核算

期间费用是指应直接计入本期损益的费用,包括管理费用、财务费用和销售费用等。

### 1. 管理费用的核算

管理费用指企业为组织和管理生产经营所发生的费用。其主要内容包括:①公司经费。指企业董事会和行政管理部门在企业经营管理中发生的费用以及应当由公司统一负担的其他费用。包括行政部门工资、折旧费、修理费、物料消耗、低值易耗品摊销、办公费、差旅费等;②工会经费;③待业保险费;④董事会费。包括董事会成员的津贴、会议费和差旅费等;⑤聘请注册会计师费(审计费);⑥咨询费;⑦诉讼费;⑧应酬交际费;⑨各种应计税金。包括房产税、车船使用税、土地使用税、印花税等;⑩技术转让费;⑪无形资产摊销和开办费摊销;⑫职工教育经费;⑬研究开发费;⑭提取的坏账准备金;⑮其他应计入管理费的各项费用。

企业应设“管理费用”总账科目核算管理费用,并按费用项目设明细账或专栏。发生各项管理费用时,借记本科目,贷记有关科目。月份终了,应将“管理费用”科目余额全部转入“利润”科目,借记“利润”,贷记本科目。结转后本科目无余额。

### 2. 财务费用的核算

财务费用是企业在生产经营过程中发生的一般财务费用,是企业筹资或理财的费用。包括净利息支出、净汇兑损失和金融机构手续费等。

企业应设“财务费用”科目对财务费用进行反映。该科目可设四个明细账:利息支出、汇兑损失、手续费和其他费用。

当企业发生财务费用时,借记本科目,贷记“现金”、“银行存款”、“预提费用”、“长期借款”等科目。当企业收到利息收入和实现汇兑收益时,应冲减财务费用,借记“现金”“长期借款”等科目,贷记本科目。

月份终了,“财务费用”科目余额应全部转入“利润”科目,借记“利润”,贷记“财务费用”科目,结转后本科目无余额。

### 3. 销售费用的核算

销售费用是企业在销售商品过程中发生的费用,包括运输费、装卸费、包装费、保险费、展览费、代销手续费和广告费等,以及为销售本企业产品而专设的销售机构的职工工资、福利费、业务费等经常费用。企业销售商品应负担的教育费附加,按应交资源税的产品的销售量计算的应交资源税等销售税金,也可以算作销售费用的一部分。

公司销售费用的核算,应设置“销售费用”科目,并按费用的项目设置明细科目,进行明细核算。



销售费用的会计处理如下：

(1) 公司发生销售运输费时，其会计分录为：

借：销售费用——运输费

贷：银行存款等科目

(2) 公司发生销售装卸费时，其会计分录为：

借：销售费用——装卸费

贷：银行存款

(3) 计提应付保险费用，会计分录为：

借：销售费用——保险费

贷：应付账款——保险公司

(4) 计提销售人员工资时，会计分录为：

借：销售费用——销售人员工资

贷：应付工资

(5) 计算应交教育费附加和资源税时，会计分录为：

借：销售费用——销售税金及附加

贷：其他应交款——应交教育费附加

应交税金——应交资源税

(6) 月末，应将“销售费用”科目余额转入“利润”账户，结转分录为：

借：利润

贷：销售费用

结转后，本科目无余额。

#### 4. 进货费用的核算

进货费用是商业企业在进货过程中发生的应由企业负担的各项费用，包括运输费、装卸费、包装费、保险费、在运输途中的合理损耗以及商品入库前的挑选整理费用。

企业应设置“进货费用”科目，对进货费用进行核算，并且还要按照进货费用的项目，设置明细科目进行明细核算。

企业发生进货费用时，应根据有关凭证借记本科目，贷记“银行存款”、“应付账款”等科目。月末，本科目余额应全部结转到“利润”科目中去，结转后本科目无余额。结转分录为，借记“利润”科目，贷记本科目。

### 四十五、股份公司营业收入的账务处理

企业对营业收入，应设置“营业收入”科目进行核算。该科目下设两个明细科目“主营业务收入”和“其他业务收入”两个明细科目。

企业营业收入的会计处理如下：

(1) 交货提货方式，其会计分录为：

借：银行存款

贷：营业收入（及其明细科目，下同）

(2) 以票据结算方式销售产品或劳务，其会计分录为：

借:应收票据

贷:营业收入

(3)分期收款销售方式,其会计分录为:

①发出商品并收取部分现款

借:分期收款发出商品——×商品

贷:库存商品——×商品

借:银行存款

贷:已收分期收款销货款

②结转已收取的货款,转入营业收入

借:已收分期收款销售款

贷:营业收入——主营业务收入——A商品

同时结转其营业成本

借:营业成本——主营业务成本——A商品

贷:分期收款发出商品——A商品

③收到第二期付来的货款,处理同上

(4)长期合同工程结算收入时,其会计分录为:

借:应收账款——××

贷:营业收入

(5)发生销货退回业务时,应作会计分录:

借:营业收入

贷:银行存款

(6)月末,应将“营业收入”科目贷方余额全部转入“利润”科目,结平“营业收入”账户,其会计分录为:

借:营业收入

贷:利润

## 四十六、股份公司营业成本的结转

营业成本指企业销售商品、对外提供劳务等发生的实际成本。也包括企业向建设单位办理工程结算结转的工程实际成本。为了正确计算企业的净利。企业要在确认营业收入实现的会计期内,按配比原则结转与该收入相配比的营业成本。结转时,借记本科目,贷记“库存商品”、“库存材料”、“生产费用”等科目。为同“营业收入”科目相对应,“营业成本”科目也设置两个明细科目:主营业务成本和其他业务成本。

营业成本的会计处理为:

(1)月末,根据本月销售的各种商品、提供的各种劳务的实际成本,计算应结转的营业成本。会计分录为:

借:营业成本

贷:库存商品、库存材料等科目

(2)销货退回,其会计分录为:

借:库存商品

贷:营业成本

(3)长期合同工程结算成本的结转,其会计分录为:

借:营业成本

贷:工程施工

(4)月末,应将本科目借方余额全都转入“利润”科目,结转后本科目无余额。结转分录为:

借:利润

贷:营业成本

企业在销售商品后结转成本时,可以根据具体情况选定先进先出法、后进先出法、加权平均法、移动平均法、个别辨认法等计价方法中的一个作为结转库存商品成本的计价基础。另外,在用计划成本法核算库存的企业,还要在月末结转已销商品应负担的成本差异,将已销产品的计划成本还原为历史成本。结转时应借记“营业成本”科目,贷记“材料成本差异”科目(如果实际成本小于计划成本,用红字登录)。

## 四十七、股份公司营业外收入和营业外支出的账务处理

### 1. 营业外收入的财务处理

本科目核算企业发生的与企业生产经营无直接关系的各项收入,包括固定资产盘盈、处理固定资产净收益,确定无法支付而应转作营业外收入的应付款项以及教育费附加返还等。

企业发生营业外收入时,应借记“待处理财产损益”、“银行存款”、“现金”、“固定资产清理”、“应付账款”等科目,贷记本科目。

期末,本科目余额应全部转入“利润”科目,结转后本科目无余额。结转分录为借记本科目,贷记“利润”科目。

本科目应按收入项目和类别设明细账进行明细核算。

### 2. 营业外支出的财务处理

本科目核算企业发生的与企业生产经营活动无直接关系的各项支出,包括固定资产盘亏、处理固定资产净损失、非常损失、非正常停工损失、罚没支出等。

企业发生营业外支出时,应借记本科目,贷记“待处理财产损益”、“固定资产清理”、“现金”、“银行存款”等科目。

期末,应将本科目余额全部转入“利润”科目,结转后本科目无余额。结转分录为借记“利润”科目,贷记本科目。

本科目应按费用项目开设明细账进行明细核算。

## 四十八、股份公司投资收益的财务处理

投资收益是指企业对外投资取得的净收入或发生的净损失。企业收到投资收入时,应借记“银行存款”、“长期投资”等科目,贷记本科目;企业转让、出售股票或债券时,应借记“银行存款”科目,贷记“短期投资”、“长期投资”等科目,同时按借贷方差额借记或贷记本科目;企业收回投资时,应借记“银行存款”等科目,贷记“短期投资”、“长期投资”科目,借记或贷记本科目。

期末应将本科目余额转入“利润”科目,结转后本科目无余额。结转分录为借记本科目,贷记“利润”科目。若是投资净损失,则借记“利润”科目,贷记本科目。

本科目一般下设三个明细科目,即:股票投资收益、债券投资收益和其他投资收益,进行明细核算。

## 四十九、股份公司利润的核算

利润是公司在一定会计期间内(月份、季度或年度)实现的净收益。是公司在该会计期间的综合财务成果。它由营业利润、投资净收益和营业外收支净额三部分构成。利润的计算公式如下:

利润总额的计算公式为:

$TP=BP+NIP+NOI-NOP$ (式中:TP为利润总额;BP为营业利润;NIP为投资净收益;NOI为营业外收入;NOP为营业外支出。)

营业利润的计算公式为:

$BP=OI-OC-OT-OR$ (式中:BP为营业利润;OI为营业收入;OC为营业成本;OT为营业税金;OR为营业费用,如管理费用、财务费用、销售费用等。)

如果  $BP<0$ ,则公司营业利润为亏损;若  $TP<0$ ,则公司净利润为亏损。对公司的亏损,其弥补顺序为:①由下个会计年度的税前利润来弥补;②超过用税前利润补亏年(五年)仍未补足亏损时,可用公司的税后利润来弥补;③对公司税后利润仍不能补足亏损的,经股东大会的批准,可用公司的盈余公积金来弥补。

利润的计算方法有两种:一是表结利润法。表结利润法是指企业除年终外,平时每月月末计算利润时,仅仅将损益类账户的余额编制利润表,通过利润表计算出本月利润额,而不编制结转分录结转损益类账户。直至年终结账时,才将全年累计的损益类账户的余额结平。表结法的优点在于能够节省平时会计核算的工作量,而且各损益类账户的余额能够连续反映本年的累计数。二是账结利润法。账结利润法是指企业每月在编制利润表之前,都将本月发生的损益类账户余额结转到利润账户中去,通过利润账户结出当月利润额,之后再据以编制利润表。在账结利润法下,每月末或年末各损益类账户的余额都为零。账结利润法的优点是每月都进行结账,会计核算手续和程序比较完善。编制利润表的各项数据可直接与利润账户中各项金额相核对,避免发生错误。但账结利润法也有其不足之处,主要是增加了会计核算的工作量,而且各损益类账户不能连续反映各月的累计数。

## 五十、股份公司利润结转的账务处理

企业应设“利润”科目来核算公司实现的利润(或亏损)总额。月末,企业应将各损益类账户余额转入“利润”科目,结平各损益类账户。

(1)“营业收入”月末余额结转,应作:

借:营业收入

贷:利润

(2)“营业外收入”月末余额结转,应作:

借:营业外收入

贷:利润

(3)“投资收益”月末净收益转入,应作:

借:投资收益(投资损失用红字登记)

贷:利润

(4)“营业成本”月末余额结转,应作:

借:利润

贷:营业成本

(5)“营业外支出”月末余额结转,应作:

借:利润

贷:营业外支出

(6)“营业税金”的月末余额结转,应作:

借:利润

贷:营业税金

(7)营业费用的月末余额结转,应作:

借:利润

贷:管理费用

财务费用

销售费用

进货费用(商业企业才有)

(8)年终,将“利润”科目余额转入“利润分配”科目,结平“利润”科目。

如果为盈余,即“利润”科目贷方余额,应作:

借:利润

贷:利润分配

如果为亏损,即“利润”科目的借方余额,应作:

借:利润分配

贷:利润

## 五十一、股份公司利润分配的核算

股份制企业年终结算后,利润如为盈余,应先弥补以前年度的亏损(应在不超过规定的弥补期限内)。弥补后如仍有盈余,应计算当年应纳税所得额,根据所得税法,计提应缴纳的所得税。其会计分录为借记“利润分配——应交所得税”科目,贷记“应交税金——应交所得税”科目。

计提所得税后,企业的税后利润应按如下顺序分配:①弥补亏损(指超过用所得税前的利润抵补亏损的期限后,仍未补足的亏损);②提取法定盈余公积金;③提取公益金;④支付优先股股利;⑤提取任意盈余公积金;⑥支付普通股股利。

企业的税后利润应严格按照以上的顺序进行,在前一步的分配未完全满足之前,不能转入下一步的分配。从上面的分配顺序可以看出,普通股股东的分配排在最后,从而承担了企业生

产经营的最终风险。

利润分配的账务处理如下：

1. 科目设置

企业应设“利润分配”科目来对企业税后利润的分配以及历年分配(或弥补)后结存的余额进行核算。“利润分配”科目设置以下9个明细科目：公积金转入；应交所得税；提取盈余公积金；提取公益金；应付优先股股利；提取任意盈余公积金；应付普通股股利；未分配利润；上年利润调整。

2. 利润分配的会计处理

(1)经股东会批准,用盈余公积金补亏,会计分录为：

借：公积金

贷：利润分配——公积金转入

(2)计提应纳所得税,会计分录为：

借：利润分配——应交所得税

贷：应交税金——应交所得税

实际交纳时,会计分录为：

借：应交税金——应交所得税

贷：银行存款

(3)提取法定盈余公积金,会计分录为：

借：利润分配——提取法定盈余公积金

贷：公积金——盈余公积金

(4)提取公益金,会计分录为：

借：利润分配——提取公益金

贷：集体福利基金

(5)分配优先股股利,会计分录为：

借：利润分配——应付优先股股利

贷：应付股利——应付优先股股利

(6)提取任意盈余公积金,会计分录为：

借：利润分配——提取任意盈余公积金

贷：公积金——盈余公积金

(7)分配普通股股利,会计分录为：

借：利润分配——应付普通股股利

贷：应付股利——应付普通股股利

(8)经股东大会批准,用盈余公积金发放普通股股利,会计分录为：

借：公积金——盈余公积金

贷：利润分配——公积金转入

借：利润分配——应付普通股股利

贷：应付股利——应付普通股股利

(9)年终,结转全年实现的利润,会计分录为：

若为盈余时,

借:利润

贷:利润分配——未分配利润

若为亏损时,

借:利润分配——未分配利润

贷:利润

(10)结平“利润分配”科目除“未分配利润”明细科目以外其他明细科目,会计分录为:

借:利润分配——未分配利润

贷:利润分配——应交所得税

——提取法定盈余公积金

——应付优先股股利

——提取任意盈余公积金

——应付普通股股利

若“利润分配——未分配利润”科目的年末余额在借方,则为累计未弥补亏损;若在贷方,则为累计未分配利润。

(11)年终结账以后,发现以前年度的公司损益应予在调整,会计分录为:

调高上年利润或调低上年亏损,

借:有关科目

贷:利润分配——未分配利润

调低上年利润或调高上年亏损,

借:利润分配——上年利润调整

贷:有关科目

## 五十二、股份公司的会计报表

股份制企业的主要会计报表有三张:资产负债表、利润表和财务状况变动表。其中资产负债表是一张静态报表,而后两者为动态报表。它们之间的关系是:企业从期初的资产负债状况出发,经过一个期间的经营,耗用了部分企业营运资金,到期末得到本期的经营成果,这就是净利。而净利是所有者权益增加的一个来源。这样,企业期初的资产负债表经过利润和财务状况变动的调整,就可得到期末的资产状况变动表。

会计报表编制的一般要求:

(1)做好准备工作。企业在编制会计报表之前,应首先将本期全部经济业务登账,并试算平衡,不能提前结账。其次,要按规定核对账簿记录,清查各项财产物资和往来账款,保证账账一致,账实一致。最后,企业根据账簿记录编制工作底表,从工作底表中编制三张会计主表。

(2)清晰明了。这是对表首的要求。企业每张会计报表的表首,应清晰地标明企业名称、报表名称及报表编制日期。如果是合并报表,也应在表首作出说明。

(3)充分揭示。企业编制会计报表时,对一切与经济决策有关的财务信息,应作全面、充分的反映,不得遗漏。报表主体部分不能揭示的,应采用括号、说明、附注或附表等方式加以说明。

(4)客观性。指财务报表所列数字必须是真实的,有根有据的,不能弄虚作假。客观性有

两重含义：一是可验证性，即两个或两个以上有资格的会计人员在查验会计信息后，能得出相似的结论或数据；另一方面是无偏见，指会计人员要有其独立性，不受外部干扰的影响，公正、客观地揭示企业经营状况。

(5)统一性和一致性。企业使用的会计报表的项目分类及分类的实际内容、会计程序和会计方法应在前后保持一致，以保证会计报表的可比性。当企业出于需要改变原有会计处理的方式时，应对这种改变对会计报表项目的影响在附注中详细地加以说明。

(6)及时性。指企业的会计报表应及时编报，满足报表使用者的需要。其中月报和年报应按月或按年报送当地财税机关、开户银行、主管部门。有限责任公司会计报表应分送给各投资单位。股份有限公司的会计报表还应大股东会议召开前 20 日备置于公司办公处所，供股东查阅。向社会公开发行股票的公司，应按财政部有关规定公告有关报表文件。股份制试点企业在试点期内还应抄报体改部门一份。

月报应于月份终了 6 天内报出；年报应在年度终了后四个月报出。

股份制企业会计报表格式如下表：

表 1.2.1 会计报表格式

报表编号	报表格式	编报期
会股 01 表	资产负债表	月报
会股 02 表	利润表	月报
会股 03 表	财务状况变动表	年报
会股 02 表附表 1	利润分配表	年报
会股 02 表附表 2	主营业务收支明细表	年报

会计报表一般分为表头和表身两大部分。其中表头是指会计报表的指示说明部分，它总括说明会计报表的内容。表头内容一般有几项：表名；编表单位；编制时间；报表编号；页次；金额单位。

表身，是会计报表的正文部分，用来详细说明会计报表主体的内容。表身的格式及详细情况见各报表的专门介绍。

### 五十三、股份公司的资产负债表

资产负债表是一张反映企业在一定时期各项资产、负债和资本状况的会计报表。资产负债的编制基础是“资产=负债+股东权益”会计恒等式。其用途是便于进行短期偿债能力分析，便于进行资产结构分析和财务实力分析。

资产负债表的项目较多，为了便于会计报表使用者理解和分析。通常要将它们按一定的标准归类，并按一定的顺序在资产负债表上列示。中国一般将资产负债表项目分为七个大类，即：流动资产；长期投资；固定资产；无形资产及其他资产；流动负债；长期负债；所有者权益。对于项目的排列顺序，中国和目前国际上通行的排列方法相同，即资产按照其流动程度的高低顺序排列，负债按照其到期日的远近由近至远顺序排列，业主权益则按照权益的永久性递减的顺序来排列。



资产负债表有两种基本格式,即账户式与垂直式(或称为平衡表式和报告式)。

### 1. 账户式资产负债表

这种格式以“T”型账户的格式安排资产负债表项目。左方安排资产类项目,右方安排负债和权益类项目。由于会计恒等式的作用,账户左右两方的合计金额必定相等。故这种格式又被称为平衡表式。账户式资产负债表简表如下:

表 1.2.2 资产负债表

资 产	负债及所有者权益
流动资产	流动负债
长期投资	长期负债
固定资产	负债合计
无形资产及递延资产	所有者权益
其他资产	
资产合计	负债及所有者权益合计

账户式资产负债表简明易懂,多见于北美国家,中国也采用这种格式。

### 2. 报告式资产负债表

这种格式将资产项目列于报表上半部,负债和所有者权益列于下半部。欧洲国家多采用这种格式。在实务中,具体的格式设计又分为两种,一种是“资产=负债+所有者权益”,另一种是“资产-负债=所有者权益”。其简表如下:

表 1.2.3 两种报告式资产负债表

表 1 资产=负债+股东权益	表 2 资产-负债=股东权益
资产	资产
流动资产	(同左)
长期投资	
固定资产	
无形资产及递延资产	
其他资产	
资产合计	资产合计
负债	减: 负债
流动负债	流动负债
长期负债	长期负债
负债合计	负债合计
所有者权益	所有者权益
所有者权益	
负债及所有者权益合计	

### 3. 中国资产负债表的格式

中国会计制度规定的资产负债表统一格式为账户式比较资产负债表格式。所谓比较资产负债表,指在资产负债表上,既列示项目的期末余额,又列示其期初余额作为对比。

股票投资

中国股份制企业的资产负债表具体格式如下表：

表 1.2.4 资产负债表

编制单位：_____年_____月_____日				会股 01 表 单位：元			
资 产	行次	年初数	期末数	负债及股东权益	行次	年初数	期末数
流动资产：				流动负债：	41		
货币资金	1			短期借款	42		
短期投资	2			应付票据	43		
应收票据	3			应付账款	43		
应收账款	4			预收货款	44		
减：备抵坏账	5			职工福利基金	45		
应收账款净额	6			未付股利	46		
预付货款	7			未交税金	47		
其他应收款	8			其他未交款	48		
待摊费用	9			其他应付款	49		
存 货	10			预提费用			
				待扣税金	50		
流动资产合计	15			一年内到期的长期负债	51		
长期投资					52		
长期投资	16			流动负债合计	55		
固定资产：				长期负债：			
固定资产原价	18			长期借款	56		
减：累计折旧	19			应付债券	57		
固定资产净值	20			长期应付款	58		
在建工程	21			长期负债合计	65		
固定资产清理	22			股东权益：			
固定资产合计	25			股本	66		
无形及其他资产：				资本公积金	67		
无形资产	26			盈余公积金	68		
开办费	30			集体福利基金	69		
长期待摊费用	31			未分配利润	70		
无形及其他资产合计	35			股东权益合计	75		
待处理财产损失：							
待处理流动资产损失	36						
（减收益）							
待处理固定资产损失	37						
（减收益）							
待处理财产损失合计	38						
资产总计	40			负债及股东权益总计	80		

补充资料：1. 商业承兑汇票贴现\_\_\_\_\_元；2. 已包括在固定资产原价内的融资租入固定资产原价\_\_\_\_\_元。

## 五十四、股份公司的利润表

利润表,又称利益表,损益表,是反映企业某一会计期间经营成果的财务报表,即反映企业当期盈亏状况的报表。其作用:一是提供企业盈利能力的信息。这不仅体现在盈利的绝对大小上,还体现在盈利对资产的比值,即资产收益率上。二是依据利润表,企业管理当局可以对各部门进行绩效考核。考核的指标即是各部门对损益表的贡献程度。三是投资人和债权人可依据损益表作出决策。

利润表的格式有两种:

第一种,单步式。单步式指分别总计当期所有收入和费用,计算两者差额一次求得企业当期损益。用图示为:

表 1.2.5 单步式损益表

项 目	金 额
一、收入 (各项目)	
二、费用 (各项目)	
三、利润总额	

单步式易于理解,制表工作简单。

第二种,多步式。它是通过多步计算求得当期净利的格式。

主营业务利润 = 主营业务收入 - 主营业务成本 - 营业税金 - 营业费用

营业利润 = 主营业务利润 + 其他业务利润

利润总额 = 营业利润 + 投资收益 + (营业外收入 - 营业外支出)

多步式层次比较清楚,有利于横向或纵向的对比以及评估企业的经营效率。中国股份制企业的利润表采用的格式是多步式,其格式为:

表 1.2.6 利润表

编制单位：\_\_\_\_\_年\_\_\_\_\_月

会股 02 表

单位：元

项 目	行 次	本月数	本年累计数
一、主营业务收入	1		
减：营业成本	2		
销售费用	3		
管理费用	4		
财务费用	5		
进货费用	6		
营业税金	7		
二、主营业务利润(亏损以“—”号表示)	8		
加：其他业务利润(亏损以“—”号表示)	9		
三、营业利润(亏损以“—”号表示)	10		
加：投资收益(损失以“—”号表示)	11		
营业外收入	12		
减：营业外支出	13		
四、利润总额(亏损以“—”号表示)	14		

为了进一步反映企业的损益情况,股份制企业会计制度还规定,股份制企业必须编制两张利润表附表:

#### 1. 利润分配表

利润分配表是反映企业对当年以及以前年度利润进行分配的实际情况和年末未分配利润结余情况的报表。

利润分配表包括四个大项目:利润总额、可分配利润、可供股东分配利润和年末未分配利润。它们之间的相互关系可用等式反映如下:

(1)可分配利润=利润总额+年初未分配利润+上年利润调整+公积金转入

(2)可供股东分配利润=可分配利润-应交所得税-提取法定盈余公积金-提取公益金

(3)年末未分配利润=可供股东分配的利润-已分配优先股股利-提取任意公积金-已分配普通股股利

利润分配表的格式如下:

表 1.2.7 利润分配表

会股 02 附表 1

\_\_\_\_\_年度

单位:元

编制单位:

项 目	行次	本年实际	上年实际
一、利润总额亏损以“—”号表示)	1		
加:年初未分配利润(未弥补亏损以“—”号表示)	2		
上年利润调整(减少上年利润以“—”号表示)	3		
公积金转入数	4		
二、可分配利润	5		
减:应交所得税	6		
提取法定盈余公积金	7		
提取公益金	8		
三、可供股东分配的利润	9		
减:已分配优先股股利	10		
提取任意公积金	11		
已分配普通股股利	12		
四、未分配利润(未弥补亏损以“—”号表示)	13		

## 2. 主营业务收支明细表

主营业务收支明细表是反映企业各项主营业的收入、成本、费用、税金以及实现利润的情况等内容的会计报表。

主营业务收支明细表有两大部分:主营业务收入和主营业务利润。它们之间通过一步式计算由前者导出后者,不再分步计算。其公式为:

主营业务利润=主营业务收入—主营业务成本—营业费用—营业税金。

主营业务收支明细表的具体格式如下:

表 1.2.8 主营业务收支明细表

会股 02 附表 2

\_\_\_\_年度

单位:元

编制单位:

项 目	行 次	____业务	____业务	____业务	____业务	
一、主营业务收入	1					
减:营业成本	2					
销售费用	3					
管理费用	4					
财务费用	5					
进货费用	6					
营业税金	7					
二、主营业务利润(亏损以“—”号表示)	8					

本表应根据“营业收入”、“营业成本”、“销售费用”、“管理费用”、“进货费用”、“财务费用”、“营业税金”等科目的账面记录,并按各项业务的一定比例分析计算填列。

## 五十五、股份公司的财务状况变动表

财务状况变动表是反映企业某会计期内资金来源与资金运用以及资金增减变动情况的会计报表。它报告了企业与资金流入和资金流出密切相关的经营活动和理财活动。

财务状况变动表的作用主要为:一是反映企业某一会计期内资金增减运动的全貌。它反映了企业哪些活动引起了资金流入,资金又是怎样流出企业的。流进企业的资金都用在了什么地方等重要问题。二是连接资产负债表和损益表的桥梁。资产负债表是静态报表,它只反映企业期末的资产状况和资产结构。损益表所反映的企业本期收益终究要在企业期末的资产负债表上体现出来。但光靠这两张表格本身,我们还不能立即看出企业的净利是怎样分配到资产负债表各项目中去的,只有通过财务状况变动表,才能清楚地了解企业净利的来源及其运用状况。

由于对资金概念有不同的理解,财务状况变动表有三种基础:第一、现金基础。即将资金理解为现金。在这种情况下,财务状况变动表又被称为“现金流量表”或“财务状况变动表——现金基础”。第二、营运资金基础。即将资金理解为流动资产减流动负债。第三、全部资金基础。即将资金理解为资产的全部资产。

中国股份制企业会计制度规定股份制企业采用“营运资金”基础。

财务状况变动表分为左右两方:

(1) 报表右方——流动资金各项的变化。

① 流动资产本年增加数

② 流动负债本年增加数

③ 流动资金增加净额 = ① - ②

其基本结构是：

	流动资金各项的变动
	一、流动资产本年增加数 (各项目)
	二、流动负债本年增加数 (各项目)
	流动资金增加净额

(2) 报表左方——流动资金的来源和运用。

① 流动资金来源。反映流进企业的流动资金。一般用间接法计算,从利润开始,加上不减少流动资金的费用和损失(如折旧等),再加上其他流动资金来源(如出售长期资产、发行长期负债和投资人投入等)。

② 流动资金运用。反映流出企业的资金。主要有利润分配流出企业的资金(如交所得税、支付股利等),以及其他资金运用(同其他资金来源相对应,主要有购买长期资产,偿还长期负债和投资人权益的减少等)。

③ 流动资金增加净额 = ① - ②

其基本结构为：

流动资金来源和运用	
一、流动资金来源 (各项目)	
二、流动资金运用 (各项目)	
流动资金增加净额	

中国股份制企业的财务状况变动表格式如下表所示：

表 1.2.9 财务状况变动表

会股 03 表

单位:元

编制单位:

年度

流动资金来源和运用	行次	金额	流动资金各项目的变动	行次	金额
一、流动资金来源:	1		一、流动资产本年增加数:		
1. 本年利润			1. 货币资金	27	
加:不减少流动资金的费用和损失:			2. 短期投资	28	
(1)固定资产折旧	2		3. 应收票据	29	
(2)无形资产、开办费及长期待摊费用摊销	3		4. 应收账款净额	30	
(3)固定资产盘亏(减盘盈)	4		5. 预付货款	31	
(4)清理固定资产损失(减收益)	5		6 其他应收款	32	
小 计	6		7 待摊费用	33	
2. 其他来源:			8. 存货	34	
(1)固定资产清理收入(减清理费用)			9. 待处理流动资产损失(减收益)	35	
(2)增加长期负债	7		流动资产增加净额	36	
(3)收回长期投资	8				
(4)对外投资转出固定资产	9				
(5)对外投资转出无形资产	10				
(6)资本净增加额	11				
小 计	12				
流动资金来源合计	13		二、流动负债本年增加数:		
二、流动资金运用:	14		1. 短期借款	37	
1. 利润分配:	15		2. 应付票据	38	
(1)应交所得税	16		3. 应付账款	39	
(2)提取公积金	17		4. 预收货款	40	
(3)提取公益金	18		5. 职工福利基金	41	
(4)已分配股利	19		6. 未付股利	42	
小 计			7. 未交税金	43	
2. 其他运用			8. 其他未交款	44	
(1)固定资产和在建工程净增加额	20		9. 其他应付款	45	
(2)增加无形资产、开办费及长期待摊费用	21		10. 预提费用	46	
(3)偿还长期负债	22		11. 待扣税金	47	
(4)增加长期投资	23				
小 计	24				
流动资金运用合计	25		流动负债增加净额	48	
流动资金增加净额	26		流动资金增加净额	49	



## 五十六、股份公司会计报表的分析

股份公司财务报表分析的方法有以下几种：

### 1. 趋势分析法

趋势分析法,属时间序列分析方法的一种,它根据会计报表上有关项目的数据,结合报表以外的资料,在移动平均值的基础上,来计算目标的变动趋势和趋势平均值。其公式为:

$$Y = X_1 + X_n t \quad (\text{趋势平均法})$$

式中:Y 为目标值(分析值)

$X_1$  为最后一个移动平均值;

$X_n$  为最后一个趋势平均值;

t 为时滞

当用直线模拟趋势进行分析时,其公式为:

$$Y = a + bX \quad (\text{趋势直线法})$$

式中:Y 为目标值

X 为自变量

a, b 为系数

利用趋势平均法可进行会计报表的表格式分析,即会计报表项目的表内比较分析;利用趋势直线法可进行会计报表的图表式分析,即会计报表项目的图上比较分析。

### 2. 结构分析法

结构分析法是通过分析在某一总体内的各个组成部分之间相对比例关系的变动来揭示总体或其组成部分的有关会计信息。例如,通过分析流动资产和非流动资产各占总资产的百分比(结构比例),就可以了解这两者相对重要性的大小及其变化。通过连续若干期对同一结构比例数据的比较,可以发现在总体中谁的相对重要性上升了,谁的相对重要性下降了。结构分析法对分析资产负债表和利润表都适用,是一种重要的分析方法。

### 3. 比率分析法

比率分析法是将两个有某种相互联系的项目进行对比,用两者的比率来得出分析结论的分析方法。按性质来分,比率分析法中所用的比率有三种:“存量/存量”、“流量/存量”、“流量/流量”。

(1)企业营运资本的分析。对企业营运资本的分析,亦即对企业流动财务状况的分析,其目的在于考察企业短期债务的偿还能力。

#### ①流动比率:

$$\text{公式:流动比率} = \frac{\text{流动资产}}{\text{流动负债}}$$

说明:企业的流动负债,要用流动资产去偿还。流动比率衡量的是企业用流动资产偿还流动负债的能力,以及偿还后企业尚有多少余力去应付日常的经营资金周转的需要。一般来讲,流动比率不宜过低,也不宜过高,这两者都会降低企业盈利能力。比较适中的数字是 2 : 1 左右。

#### ②速动比率:

$$\text{公式:速动比率} = \frac{\text{速动资产}}{\text{流动负债}}$$

其中,

$$\text{速动资产} = \text{现金} + \text{短期投资} + \text{应收账款}$$

说明:流动比率只是说明了流动资产和流动负债的关系,却并未说明其素质如何。速动比率说明了企业流动资产短期内立刻变现的能力。速动比率较高,说明企业流动资产的流动程度较大,有能力应负突发的偿债要求。

③应收账款周转率:

$$\text{公式:应收账款周转率} = \text{销货净额} \div \text{应收账款平均余额}$$

说明:该比率说明企业应收账款的回收速度和管理效率。一般认为周转率越高越好,因为这表明:其一,收款迅速;其二,坏账损失减少;其三,资产流动性高,偿债能力强;其四,收账费用可减少。

也可以用“应收账款平均收账期”来说明应收账款的收账速度。其公式为:

$$\text{应收账款平均收款期} = \text{应收账款平衡余额} \div \text{销货净额} \times 365$$

④存货周转率:

$$\text{公式:存货周转率} = \text{销货成本额} \div \text{存货平均占用额}$$

说明:该比率说明存货周转的速度,用以分析企业存货量是否适当。也可以用“存货平均周转天数”比率来衡量。

$$\text{存货平均周转天数} = \text{存货平均余额} \div \text{销货成本} \times 365$$

(2)企业资本结构的分析。对企业资本结构的分析,亦即对企业长期财务状况的分析,其目的是分析企业长期债务的偿还能力。

①负债比率:

$$\text{公式:负债比率} = \text{负债总额} \div \text{资产总额}$$

说明:该比率用来衡量企业债权人的债权保障程度。一般来说,该比率越低,债权人得到保障程度越高。

②股东权益比率:

$$\text{公式:股东权益比率} = \text{股东权益总额} \div \text{资产总额}$$

说明:该比率是和债务比率相对的一个比率,二者之和为1。公司的股东权益比率越大,其债务比率就越小,公司的财务风险也就越小。但股东权益比率也不宜过高,这主要要视企业的资产报酬率而定。一般而言,当企业报酬率高于长期借款利率时,负债经营可以使投资人获利更多。但当利率超过资产报酬率时,股东权益就会受很大的损失。这种现象,称为财务杠杆的作用。

③负债对股东权益的比率:

$$\text{公式:负债对股东权益的比率} = \text{负债总额} \div \text{股东权益总额}$$

说明:这是上面两个公式的合并。

(3)获得能力的分析。

①资产报酬率(生产率比率):

$$\text{公式:资产报酬率} = (\text{净收益} + \text{利息费用} + \text{所得税}) \div \text{资产平均总额}$$

说明:该比率衡量企业对其经济资源的运用效率。它的计算不受资本来源(负债或股东权

益)的影响。因此,报酬应在净利的基础上加上支付给债权人的利息费用和上交国家的所得税。在评价企业资产报酬率时,应当和同行业的一般资产收益率相比较。

②普通股权益报酬率:

公式:普通股权益报酬率=(净收益—优先股股利)÷平均普通股权益

说明:因优先股股利支付先于普通股,因此在计算时,净收益必须将优先股股利部分扣除才能作为普通股的报酬。

③普通股每股收益额:

公式:普通股每股收益额(元)=(净收益—优先股股利)÷外发普通股加权平均股数

说明:该比率衡量每股普通股应分摊的公司收益,而不仅仅是其所享有的股利。

④价格与收益比率:

公式:价格与收益比率=普通股每股市价÷普通股每股收益额

说明:该比率常被投资者用来判断股票市价是否具有吸引力。它说明单靠普通股的收益,要多长时间才可收回购买股票的价格,其投资的收益率是多少。

⑤股利与价格的比率:

公式:股利与价格的比率=普通股每股现金股利÷普通股每股市价

⑥股利分派率:

公式:股利分派率=每股股利÷每股收益额

说明:该比率衡量在企业的权东收益中,有多少被用来当作留存收益,又有多少份额用于派发股利。一般公司大力发展阶段其分配率会较低,以保证扩大经营的需要。

⑦收益对利息的保障倍数:

公式:收益对利息的保障倍数=(净收益+利息费用+所得税)÷利息费用

说明:该比率考察企业债权人长期投资的安全程度。该比率越高,债权人越有保障。

⑧收益对优先股股利的保障倍数:

公式:收益对优先股股利的保障倍数=(净收益+利息费用+所得税)÷(利息费用+优先股股利)

说明:该比率考察优先股股东投资报酬的保障程度。

## 五十七 股份公司解散清算的会计处理

按不同清算方式采取不同的会计处理方法。

### 1. 账户设置

企业在清算中应设“清算损益”账户,核算财产物资变现、债权回收和债务清偿中的损益。以及公司的清算费用,包括:清算人员工资、聘请注册会计师费、诉讼费、咨询费和公司清算的公告费用等。该账户借方余额表示清算损失,贷方余额表示清算收益。清算结束后,该账户余额全部转入“未分账利润”账户。

### 2. 账面净值法的会计处理

账面净值法的会计处理步骤为:编制解散日资产负债表;支付清算费用;计算清算损益;分配资本净额;支付转让资本;编制清算结束日资产负债表、清算损益表和资本转让计算表。

其具体账务处理为:

(1)支付清算人员工资、讼诉费等清算费用。

借:清算损益

贷:银行存款

(2)销毁部分有商标的物品物资、存货盘亏等。

借:清算损益

贷:库存材料

(3)结转“清算损益”账户余额。

借:清算损益

贷:利润分配——未分配利润

(清算损失用红字登记)

(4)交纳清算收益的所得税。

借:应交税金——应交所得税

贷:银行存款

(5)结转未分配利润余额。

借:利润分配——未分配利润

贷:股本

### 3. 重估价法的会计处理

重估价法的会计处理步骤依次是:编制解散日资产负债表;编制资产负债重估表;支付清算费用;计算清算损益;依法纳税;分配投资各方的实收资本资金额;支付转让资本;编制清算结束日资产负债表、清算损益表和资本转让计算表。

其具体账务处理如下:

(1)支付清算费用。

借:清算损益

贷:银行存款

(2)调低应收账款价值。

借:清算损益

贷:应收账款

(3)注销待摊费用。

借:清算损益

贷:待摊费用

(4)调高存货价值。

借:库存材料

库存商品

低值易耗品等科目

贷:清算损益

(5)调高某项固定资产价值。

借:累计折旧

贷:清算费用

(6)交纳税金。

借:应交税金——应交所得税

贷:银行存款

(7)结转清算收益。

借:清算损益

贷:利润分配——未分配利润

(清算损失的结转分录刚好相反)

#### 4. 清理变卖法的会计处理

清理变卖法的会计处理步骤为:编制解散日资产负债表;核算清算费用;核算变卖财产物资的费用;收回债权,偿还债务;弥补亏损;核算剩余资本;编制清算损益表,清算期现金收支表,盈亏分配资本净额表以及清算终止日资产负债表等;返还股东投资。

其具体账务处理如下:

(1)支付清算费用。

借:清算损益

贷:银行存款

(2)收回应收账款一部分(其余部分无法收回)。

借:银行存款

清算损益

贷:应收账款

(3)偿还债务。

分录同收回债权相反

(4)变卖存货。

借:银行存款

贷:库存材料

库存商品

低值易耗品等科目

若是溢价售出,其溢价部分贷记“清算损益”科目,借记“银行存款”科目;若是折价出售,其会计分录为借记“清算损益”科目,贷记“库存材料”、“库存商品”、“低值易耗品”等存货科目。

(5)变卖固定资产。

借:银行存款(变价收入)

累计折旧

清算损益(折价金额)

贷:固定资产(原值)

清算损益(溢价金额)

(6)出售无形资产。

借:银行存款(变价收入)

贷:无形资产(净值)

清算损益(二者差额)

(7)归还银行借款本息。

借:短期借款(本)

清算损益(息)

贷:银行存款(本息合计)

(8)结转清算损益。

借:利润分配——未分配利润

贷:清算损益

(9)分摊亏损额

借:股本

贷:利润分配——未分配利润(亏损额)

(10)分配剩余资产。

借:股本

贷:银行存款

## 五十八、股份公司破产的会计处理

股份公司宣布破产后,应按下列步骤进行会计处理。

(1)破产财产的清查。破产清算组应对破产公司的债权、债务、财产物资进行全面核实清理。清查时可采用审阅法、核对法、盘点法等多种方法。

(2)编制破产清算的会计报表。破产清算时应封存原有公司账册,设立专用的破产账册,根据清查结果予以记录。并编制破产清算日的公司财产目录及资产负债表(即破产资产负债表)。

(3)破产财产变现。

(4)收取债权。

(5)核算破产清算损益。对于核算期内的清算费用和清算损益应当单独核算,并在破产资产负债表中单独列式。

破产清算损益的计算公式为:

破产清算损益=清算收益—清算费用—清算损失

其中清算收益、损失和费用的发生范围基本和解散清算下各对应项目的范围一致。具体来说,就是:①破产清算费用主要有:工作人员费用;诉讼费用;咨询费用;净利息支出等。②破产清算的收益主要有:财产盘盈;财产重估收益;财产变现收入;呆账收入等。③破产清算损失主要有:财产盘亏;财产重估损失;财产变现损失;呆账损失等。

(6)破产财产对公司债权人分派。

(7)编制破产会计报表。

在最后为审定破产财产分配的有关会计报表而召开的破产公司债权人会议结束以后,法院即可结束破产处理,并公告社会各界。

## 第三章 企业的股份制改组

### 第一节 企业股份制改组的目的

#### 一、股份制改组目的

国有企业、集体企业、私有企业,均可改组为有限责任公司和股份有限公司,统称为企业的股份制改组。其中国有企业改组最为复杂,我们着重讨论国有企业的股份制改组问题。

对于国有企业股份制改组能够达到什么目的、发挥什么作用?有两种极端的看法:一种看法认为,股份制改组可以包治百病;另一种看法认为,股份制改组无非是为企业集点资,为职工分点红,解决不了什么大问题。其实,企业的股份制改组,绝不是包治百病的灵丹妙药,但也绝不是仅仅集点资、分点红,它确实可以解决我国经济发展和深化改革中遇到的若干重大问题。我国发展股份制的目的,可以概括为以下四点,这四个方,也是股份制可以发挥作用的领域。

##### 1. 筹集资金

筹集资金是企业股份制改组的一般目的。

所谓“一般目的”,是指国有企业、集体企业、私有企业,国内企业、国外企业,无论什么性质的企业进行股份制改组,所追求的共同目的,这就是筹集资金。

追根溯源,股份制的产生本来就是为了在广泛的社会范围内筹集资金。随着技术的进步,生产工具也在不断地进步,由使用手工工具进行生产,发展到使用现代化大机器进行生产。生产工具进步的结果,提出了一种新的要求,即开办一个企业所需要资金的最低额大大增加了。特别是资金密集型产业的出现,需要投入巨额资金才能开办一个达到规模经济的企业。单靠一个人或几个人筹集资金,很难适应这种需要,于是就出现了向社会广泛筹集资金的做法,后来逐步发展为股份经济。

在我国发展股份制,筹集资金也是一个重要目的。

加快国民经济建设需要资金,而国家现在却缺少资金,这是一个现实矛盾。解决这个矛盾,就需要把老百姓手里的消费资金转化为建设资金。实现这种转化,过去只有一个渠道,即通过银行间接融资。各国的实践经验都证明,通过发行股票直接融资也是一条渠道,而且是成

本比较低的一条集资渠道。

直接融资在我国之所以成为可能,有两方面的根据:一是经过十多年的改革,国民收入的分配格局已经发生了重大变化,居民收入显著增加,这为通过发展股份制筹集资金提供了物质基础。二是国家已经明确,我国的所有制结构是以公有制为主体的多种经济成份并存,这为个人投资提供了政策前提。在客观需要的基础上又有了实际可能,才使通过股份制筹集资金得以实现。

## 2. 转换经营机制

转换经营机制,是国有企业股份制改组的特殊目的。

全民所有制企业活力如何,是一个关系国民经济全局、巩固社会主义制度的重大问题。增强企业活力的根本出路在于转换经营机制。转换经营机制的目标,是实现真正意义上的企业自主经营、自负盈亏。这些观点,已经成为社会各方面的共识。

但是,私有企业自负盈亏是有先例的,西方国家的许多企业都是如此。全民企业统负盈亏也是有先例的,我们国家的全民企业直到现在还是如此。唯独全民所有制的企业,还要实现自负盈亏,可以说是史无前例的,需要我们去研究、去实践、去创造。

难点在哪里?从根本上说,无论是负盈还是负亏,都是对所有者而言的,都必须以拥有对财产的所有权为基础。因此,要使企业自负盈亏,必须把企业实际上放在所有者的位置上。问题在于,我们要坚持全民所有制,又怎么能把企业放在所有者的位置上呢?这是一个深层次矛盾。股份制提供了解决这个矛盾的办法,这就是最终所有权归全民,法人所有权归企业,企业在法人财产的基础上自负盈亏,政府作为全民的代表,以股东的身份,以对每个企业的投资额为限承担有限责任。股份制的这一原理,在西方国家已运用了几百年,实践证明在股东众多、股权分散的情况下,企业是可以在法人财产的基础上自负盈亏的。我们把它借用过来,加以改造,就可以解决全民所有制与企业自负盈亏的矛盾,使企业经营机制转换闯过这一难关。

## 3. 协调利益关系

协调利益关系,是我国发展股份制的特殊目的。

经过十多年的改革,在我国已经形成了投资主体和利益主体多元化的格局,这与过去国家是唯一的投资主体和利益主体相比较,是一种历史的进步,也是改革的成果。但两个多元化也带来了新问题,主要是新增投资使用分散,重复建设、重复生产;现有生产要素也不能流动,其结果是严重影响着经济结构的调整和优化。

为了解决这个问题,迫切需要找到一种办法协调各方面的利益关系,并在利益协调的基础上,把分散的资金集中起来使用,使现有的生产要素超越部门和所有制的界限合理流动,重新组合。实践证明,股份制是协调利益关系的一种有效办法。

## 4. 增强企业凝聚力

增强企业凝聚力,是发展企业内部职工持股公司的特殊目的。

有一种股份制,是本企业内部职工持股的股份制,职工既是劳动者,又是企业的股东,双重身份集于一身。因此,这种股份制具有劳动合作制的性质,不同于一般的股份制。它有一个特殊的作用,即增强职工的主人翁责任感,增强企业的凝聚力。这也是我国推行股份制的目的之一。



## 二、没有达到预期目的的表现及原因

发展股份制本来应当达到以上目的,但从当前的实际情况看却未能尽如人意。主要问题是有相当一部分企业改组为股份公司后,在转换经营机制方面没有实质性的进展。也就是说,股份制改组的这个重要目的并未完全实现。

发生这种情况,直接原因是相关体制改革不配套。国有企业改组为各种形式的股份公司,要求与企业运行相关的计划体制、流通体制、分配体制、价格管理体制、投资管理体制、劳动人事管理体制等,相应地进行改革,只有这样,才能使企业做到真正的自主经营、自负盈亏,在转换经营机制上取得实质性进展。当前的实际情况是,国有企业虽然已经改组为股份公司、甚至是上市公司,但政府仍然沿用原管理国有企业的一套体制、制度和办法去管理股份公司,在这种情况下,企业当然也就做不到真正意义上的自主经营、自负盈亏,转换经营机制也就不可能有实质性的进展。

进一步研究,为什么相关体制不能配套改革?原因可能是多方面的,其中一个很重要的原因,就是发展股份制的指导思想有问题,目标有偏差。普遍的表现是,单纯为集资而进行股份制改组,忽略了转换经营机制这个重要目标。当然,为集资而搞股份制并不错,因为股份制本身就有集资的功能。问题在于如果为集资搞股份制,其结果必然是集资到手便认为大功告成,至于如何利用这个有利时机改革相应体制,以求得转换经营机制上的突破,根本就没有考虑,在这种情况下,当然也就谈不上配套改革了。

由以上情况看来,行为的偏差来源于目标的偏差,股份制改组要达到预期的目标,必须由企业和各级政府从端正指导思想做起,一定要把股份制改组看作是国有企业转换经营机制创造条件、奠定基础的重要举措和机会,并在此前提下,借企业股份制改组的契机,搞好各项体制的配套改革。

## 第二节 股份制改组的条件

### 一、《公司法》规定条件

法律、法规和国家政策,为企业的股份制改组规定了种种条件。

1.《公司法》第十九条规定,设立有限责任公司应当具备五个条件

- (1)股东符合法定人数。有限责任公司股东法定人数为二个以上,五十个以下。
- (2)股东出资达到法定最低限额。根据经营内容不同,出资的法定最低限额如下:
  - ①以生产经营为主的公司,不少于人民币 50 万元;
  - ②以商品批发为主的公司,不少于人民币 50 万元;
  - ③以商品零售为主的公司,不少于人民币 30 万元;
  - ④以科技开发、咨询服务为主的公司,不少于人民币 10 万元。

特定行业需要高于上述规定者,由法律、行政法规另行规定。

(3)股东共同制定公司章程。

(4)有公司名称,建立符合有限责任公司要求的组织机构。

(5)有固定的生产经营场所和必要的生产经营条件。

2.《公司法》第七十三条对股份有限公司的设立规定了六个条件

这六个条件在第二章第一节中已作叙述,在此不再赘述。

## 二、国家行政法规规定条件

(1)国务院有关部门正在根据《公司法》的要求,研究制定国有企业改建为股份公司的具体办法。其中对国有企业改建为有限责任公司或股份有限公司提出了如下要求:

①完成清产验资;

②有明确的出资者;

③经占出资额  $2/3$  以上的出资者同意;

④净资产不得低于总资产的  $30\%$ ;

⑤最大股东出资比例不得超过总股本的  $75\%$ ;

⑥参加社会养老失业保险。

(2)此外,还规定某些生产特殊产品的企业改建为公司时,必须是国家独资公司:

①从事机密尖端技术研究、生产的企业;

②以生产军工产品为主的企业;

③特殊矿产资源企业;

④承担国家重要战备物资储备任务的企业;

⑤市政公用事业的企业;

也就是说,以上这些类型的企业,不准改建为多个股东的股份公司。

## 三、国家政策规定条件

国务院有关部门正在研究制定设立股份有限公司中贯彻国家产业政策的暂行规定。其中,既明确了重点支持设立股份有限公司的领域,也明确了暂不能设立股份有限公司的领域,还明确了设立股份有限公司时国家股必须控股的领域。

1. 目前暂不能设立股份有限公司的领域如下

(1)涉及国家安全、国家秘密的领域;

(2)军工生产、科研项目;

(3)空中交通管制系统;

(4)邮电部系统邮电通讯业务经营企业;

(5)冶金矿山开采,化学矿山开采;

(6)涉及具有战略意义的稀有、贵金属开采;

(7)黄金开采及冶炼;

(8)我国特有的珍贵畜禽品种和牧草品种繁育,及兽用生物制品制造;

- (9)重点保护的动植物资源的开发利用；
- (10)森林资源及野生动物类型等自然保护区建设；
- (11)从事基础性、公益性的地质矿产单位；
- (12)会计师事务所；
- (13)律师事务所；
- (14)证券交易所；
- (15)国家规定的其它领域。

2. 国有企业改建为股份有限公司时,国有股必须控股的领域如下

(1)交通、通信业中:主要铁路干线,重要铁路支线;大中型航运企业;对国计民生和军事有重要意义的港口、高等级公路、特大型桥梁;大中型汽车运输企业(相对控股);机场飞行区(包括跑道、滑行道、停机坪)及候机楼;航空运输企业;邮电部系统大中型邮电设备制造企业。

(2)能源工业中:电网企业,供电企业,大中型水利、电力生产企业;核电企业;大中型煤炭企业;大中型油气田;小型油田(相对控股);油气管道输送企业。

(3)重要原材料工业中:特大型、大型钢铁企业;中型有色金属企业(相对控股);大型化肥、无机盐、农药、轮胎、民用胶片、催化剂企业;大型炼油、石油化工、化纤及化纤原料企业;大型浮法玻璃、万吨级及以上窑拉丝玻璃纤维企业;日产 2000 吨及以上水泥熟料的大型企业(相对控股);大中型化学药品原药、制剂制造、中药制造、中药材加工企业。

(4)加工工业中:特大型机械制造企业;大型机械制造企业(相对控股,大型电力设备制造企业);特大型电子企业;大型电子企业(相对控股),国家重大信息化工程企业;大型铁路机车、车辆制造、修造企业;大型造船及船用配套设备生产企业;大型民用飞机制造企业;大型航天产品制造企业;国际商用运载火箭制造企业;大型制糖、制盐企业;卷烟生产企业。

(5)其他行业中:勘察设计、城市公用事业;外经贸企业;大中型水利引水企业;大中型林业工业企业;国家规定的其他领域。

#### 四、国有企业改组为上市公司的规定

国有企业改组为上市公司时,除必须符合《公司法》、改组法和产业政策规定的条件和要求外,还要符合国务院发布的《股票发行与交易管理暂行条例》第八条、第九条规定的下述条件。

- (1)其生产经营符合国家产业政策;
- (2)其发行的普通股限于一种,同股同权;
- (3)发起人认购的股本数额不少于公司拟发行的股本总额 35%;
- (4)在公司拟发行的股本总额中,发起人认购的部分不少于人民币 3000 万元,但是国家另有规定的除外;
- (5)向社会公开发行的部分不少于公司拟发行股本总额的 25%,拟发行股本超过人民币 4 亿元的,中国证监会按规定可以酌情降低向社会公众发行部分的比例,但最低不少于公司拟发行股本总额的 10%;
- (6)发起人在近三年内没有重大违法行为;
- (7)发行前一年末,净资产在总资产中所占比例不低于 30%;
- (8)近三年连续盈利。对于盈利率要达到什么水平,《条例》并无规定,实际上盈利率水平

如果太低,发行将很困难,影响发行成功。

以上四个方面的条件,《公司法》和《股票发行与交易管理暂行条例》已经发布。

### 第三节 企业改组为境内上市公司的程序

(1)提出改组为上市公司的申请,并经政府授权部门批准,取得公开发行股票额度。

(2)选聘转制辅导机构,开始转制辅导。关于转制辅导的有关文件,有关部门正在制定过程中。

(3)制定改制的总体方案,并得到政府有关部门的认可。

(4)选聘中介机构,开好第一次协调会。这里所说的中介机构,包括律师事务所、会计师事务所、资产评估机构、主承销商。

(5)提出发行股票的申请,并获复审批准。

(6)提出上市申请,并得到证券交易所的承诺。

(7)发行股票,编制股东名册。

(8)召开创立大会,通过公司章程,选举董事会、监事会。

(9)创立大会后三十日内,董事会向公司登记机关申请设立登记,设立登记后发给公司营业执照,标志着股份有限公司依法设立。

(10)进行上市辅导。通常由担任上市保荐人的证券商担任辅导机构。

(11)股票在证券交易所挂牌上市。

### 第四节 企业改组为境外上市公司的程序

(1)提出改组为境外上市公司的申请,逐级审查,经国务院证券委批准。

(2)选聘转制辅导机构,进行转制辅导。

(3)制定改制总体方案,并得到国务院有关部门的认可。

(4)聘请中介机构,准备发行和上市申请。除与境内上市相同的中介机构外,还需增加:上市公司的境外律师,境外承销商,境外承销商的境内外两个律师,境外资产评估机构,此外,会计师事务所需要中外合作的会计师事务所。

(5)设立公司。在境内上市是先发行股票,后设立公司;但境外上市则是先设立公司,后发行股票。不过,这时设立的公司只是国家一个股东以发起方式设立的股份有限公司。

(6)申请登记注册,然后发给公司营业执照,标志着股份公司依法设立。

(7)提出增资扩股并向社会募集股份的申请,经国务院有关部门批准。

(8)提出发行股票和上市申请。如果是在境内外同时上市,还需同时向中国证监会提出发行股票的申请,并得到复审批准;向境内证券交易所提出上市申请,并得到承诺;向境外的证券交易所提出上市申请,并得到批准。如果境外是在香港和美国两地公开募股并上市,还需同时

向两地证券监管当局提出上市申请,并得到批准。

(9)发行股票。到境外发行股票,发行方案需事先征得中国证监会同意。通常有推广活动,以保证发行成功。如还在境内发行股票,可与境外发行有一定时间间隔,但不得超过 15 个月。

(10)开始上市辅导。通常由承担境内上市保荐人的证券商担任辅导机构。

(11)股票挂牌上市。至此,一家国有企业即成为一家在境外上市的股份有限公司。

## 第五节 提出股份制试点申请与批准

### 一、在企业提出股份制试点申请之前必须考虑的因素

在我国,股份制还处于试点阶段,并不是哪个企业想搞股份制,就可以自行决定进行股份制改组,而是要事先提出申请,并得到政府批准。

企业在提出股份制试点申请前,需要考虑的因素很多,但主要的有以下四个方面:

#### 1. 经营方式的选择

从总体上看,我国现有国有企业可以分为两大类:一是不需要或不可能自负盈亏的企业。例如,不能兼产民品的军工企业;不能以盈利为目标的公益部门的企业;造币厂之类的特殊企业等。这些企业,不可能让它们自负盈亏,因此也不需要改组为股份公司,可以继续实行国有国营,但要改进经营管理,降低成本,提高效益。二是必须自负盈亏的企业,即除上述外的所有国有企业。其中又可分为两类:一是生产的社会化程度不高的小型企业,由于不存在生产的社会化与生产资料私人占有之间的矛盾,可以在私有制的基础上实现自负盈亏,不一定需要改组为股份公司。二是生产的社会化程度高的大中型企业,要改组为公有制为主体的股份公司,在法人财产的基础上实现自负盈亏。每个国有企业在提出股份制试点申请之前,必须对自己的情况进行具体分析,以便确定采取哪种经营方式。

需要改组为股份公司的企业,还有一个改组为哪种形式的股份公司的选择问题。从大的分类来说,有股份有限公司和有限责任公司两种选择。大多数国有企业并不一定改组为股份有限公司最合适,可能更适宜于改组为有限责任公司。在需要改组为股份有限公司的企业中,又有上市公司和不上市公司两种选择,并不一定都改组为上市的股份有限公司最合适。在需要改组为上市公司的企业中,又有境内上市、境外上市之分,并不是境外上市一定比境内上市好。如果选择的结果是改组为有限责任公司,其过程要简单得多。

总之,国有企业的经营方式都需要改进和改革,但绝不是说都要改组为上市公司。哪一种经营方式最合适,要根据不同企业的不同情况、不同需要和不同条件来决定,不可一概而论。

#### 2. 改组时机选择

如果确定改组为上市的股份有限公司,还有一个什么时机改组最合适的问题。

在进行时机选择的时候,需要具体分析三方面的情况:一是实际需要;二是客观条件;三是利益比较。

实际需要,是指本企业对筹集资金、转换机制、协调利益关系三个方面的需要。其中,转换经营机制和协调利益关系,对每个企业来说什么时候都是需要的,不必费心研究;需要重点研究的是筹集资金的需要,如果对资金的需要很迫切,就要下决心及早改组;如果不是十分迫切,就可以缓一步改组。

客观条件,主要是指上市条件。其中,应首先考虑的是“自主经营”的条件。如果承担着大量指令性生产计划和产品统配调拨任务,或者有大量政府统一定价的产品,一时又不可能取消,股份制改组就要缓一步。因为资本市场、特别是境外的资本市场是不愿意接受指令性计划的。此外,要考虑自身的盈利水平和盈利前景。盈利水平不高、盈利前景不好的企业,很难保证上市成功,需要等待情况有相当改善之后,再提出试点申请。

利益比较,主要是指股份制改组可能给企业带来的经济利益和可能失去的经济利益之间的比较。现在有些国有企业对国家实行的是投入产出总承包,条件相当优惠,有些税后利润不上交,有的流转税也留给企业用于发展。改组为上市公司后,不可能再保留这些优惠条件,必须实行照章纳税,按股分红。如果比较的结果是失多得少,又没有其它补救办法,就不一定急于改组为上市公司,等承包期满再改组也不迟。

应当说明的是,这些因素的分析绝不是简单的二值逻辑,而是多因素互相制约条件下的最优匹配。假定有一个盈利前景很好的项目急需大量资金投入,即使牺牲一些眼前利益,也要果断地下决心尽快进行股份制改组。

### 3. 负面效应分析

国有企业改组为上市公司之后,可以带来种种好处,正是由于人们认识到这些好处,才积极要求改组为股份公司。但与此同时,也会带来国有企业所没有的新的问题和麻烦。对此,在提出股份制改组的申请之前必须有充分的认识和必要的思想准备。

首先是要接受股票市场和社会股东的监督和评价,这与国有企业只接受主管部门的监督和评价将有很大的不同。其次,要接受证券监管当局的监管,该公开的不公开是犯规,不该公开的公开了也是犯规,而国有企业原来没有这种监管。再次是信息披露任务量大,这也是国有企业所没有的。所有这些,都是每个上市公司应当承担的义务,必然遇到的问题,必须应付的局面。因为上市公司的股东有相当一部分为社会公众,而国有企业的股东仅仅是国家。有些公司在上市之后觉得不堪重负,并因此而后悔当初不该上市。与其事后后悔,不如当初考虑清楚再提出试点申请。

### 4. 风险因素分析

这里所说的风险因素,主要是三个方面:一是投资风险。企业经营成果有时好、有时差,股票价格有时升、有时降。因此通过购买股票方式进行投资,就会有时赚钱,有时赔钱。这就是投资风险。按理说,投资风险主要是投资者承担,与上市公司并无关系。其实不然,投资者赚了钱会躲在家里自己高兴,但赔了钱却可能拿上市公司出气。股东来访、来信、来电话,会对上市公司及其领导进行种种责难和埋怨,上市公司不仅要费心、费力去说明、去解释,还要学会忍耐。要改组为上市公司,必须对此有充分思想准备。二是上市风险。公司上市有成功和失败两种可能。如果股票认购达不到计划发行规模的一定比例,就要宣布发行失败。一旦发行失败,上市公司不仅要承担由此产生的经济损失,还要承担由此产生的声誉损失。“市场的记忆是永久性的”,一旦公司上市失败,其消极影响将会持续很多年。也就是说,在若干年内将很难重新上市。这种风险主要是由上市公司承担的,因此在提出改组为上市公司之前,必须对本身

的盈利状况和盈利前景进行分析,以便确定上市成功的概率究竟有多大,如果上市成功的概率很小,就不如暂缓申请上市。三是股灾风险。所谓股灾,是指在短期内各种股票价格都大幅度下跌,其结果不仅给股东造成经济损失,还会引起经济生活的混乱,甚至造成社会问题。股灾风险,投资者、上市公司和政府都要承担。在决定改组为上市公司之前,也必须要有充分认识和考虑。

过去对公司上市的好处宣传得多一些,这在我国情况下是必然的。但当一个企业准备提出申请改组为上市公司的时候,则不仅要考虑到种种好处,也要考虑到各种问题,进行比较和综合分析,然后再下决心。如果事先考虑不周,一旦经过批准,上市准备工作开始,就很难再返回去了。这种综合分析,也可以看作是进行股份制改组的思想基础。

### 二、政府部门在审查过程中对相关因素的考虑

(1)要考虑申请上市的企业是否在政策允许实行股份制改组的范围之内。根据国家的现行政策,有些行业的企业是不允许改组为股份有限公司的。

(2)要考虑申请上市的企业是否属于应当支持发展的企业。在目前我国条件下,批准某个企业改组为上市公司,不仅是体制改革,也是政策支持,因为被批准上市后将会获得大量发展资金,因此,应当优先批准那些按国家产业政策需要优先发展的企业改组为上市公司,而不应批准那些应当限制发展的企业改组为上市公司。

(3)要考虑申请上市企业的盈利状况和盈利前景。对于盈利状况和盈利前景好的企业应优先批准改组为上市公司;盈利状况和盈利前景达不到一定水平的企业,就不应批准其改组为上市公司。

(4)申请改组为上市公司的企业有无自主经营的条件。如果没有,就不应批准其改组为上市公司,不要等到上市之后再限产、限价,实际上是限制企业自主经营。

政府部门在考虑了这些因素之后,再批准企业改组为上市公司,并下达股票发行额度。企业在得到股票发行额度之后,就标志着第一步工作的结束。

## 第六节 制定改制总体方案

国有企业改组为上市公司,与私有企业改组为上市公司在实际操作上有一个很大的不同,这就是需要由所有者决定的事项,都必须由政府代表全民作为所有者作出决定,而不能由上市公司自身作出决定。因此,在转制辅导的同时,还要制定改制的总体方案,改制总体方案至少要包括以下三个方面的内容:

### 一、资产重组设想

公司在上市之前对现有资产进行重组,是世界各国的通常做法,我国也不例外。只是由于我国的国情不同,重组的内容和要求有若干差异。

(1)公司上市前的资产重组,通常是为达到以下目的:一是提高资本利润率,以求获得尽可能好的发行价格和尽可能大的市值。二是避免原企业的一部分资产和业务组成上市公司后,上市公司在业务上与原企业的另一部分资产和业务发生同业竞争。三是减少关联交易。这两项要求都是为了减少利益冲突,符合上市规则,保护投资者的利益。四是把不宜进入上市公司的资产分离出来,这是在我国条件下资产重组的特殊要求。其中,属于“企业办政府”的那部分资产不能进入上市公司;属于“企业办社会”的那部分资产是否进入上市公司,要根据具体情况而定,不可一概而论。

(2)资产重组的对象,应包括固定资产、流动资产、长期投资 and 无形资产。固定资产和流动资产的重组,应明确哪些进入上市公司,哪些不进入上市公司。长期投资的重组,应明确原企业控股的子公司,哪些转为上市公司的子公司,哪些仍作为原企业的子公司。无形资产的重组,主要是明确土地使用权以何种方式由上市公司有偿使用,商标是否进入上市公司。各种形式的资产是否进入上市公司,受多种因素的制约,其中主要是看如何处置更符合资产重组的四项目的。在我国当前具体条件下,还要考虑保证分离出来的资产能够生存和发展。一般的原则是,兼顾上市要求和分离出来资产的生存和发展两个方面的需要,在两者有矛盾的情况下,应把适应上市要求放在第一位。

(3)资产重组方案的最后确定,通常要经过三个步骤:首先是在改制总体方案中提出资产重组初步设想,并得到政府有关部门的认可。然后,提交第一次中介机构协调会上,进行讨论修改,进一步完善;最后,在设立公司的申请中正式上报,由政府批准。

## 二、股票发行设想

在改制总体方案中提出股票发行的设想,主要目的在于申请发行规模。

为了确定发行规模,首先需要确定资金需要量。根据已经批准的建设和改造项目,明确共需要投入多少资金。在此基础上,再明确近期(通常不少于一年半)内需要投入多少资金。其次,根据当时股票市场的行情,预计发行价格(最后确定发行价格要在发行前夕)。最后,根据近期资金需要量和发行价格,确定发行规模,并申请批准。

以上是根据正常的逻辑关系提出的思维程序,但目前我们的实际做法并非如此。由于国内发行股票目前还受额度控制,因此首先是分配给每个上市公司一定的发行额度,然后再根据发行额度和公开发行业股份占总股本 25% 以上的要求,确定股本构成。这种做法并不合乎常理,是在目前特殊情况下采取的一种权宜做法。

## 三、需要请示政府明确的问题

国有企业改组为上市公司的总体方案之所以必须包括这部分内容,是因为政府作为国有企业的所有者代表,事先必须明确若干问题,改制工作才能进行下去。

需要请示政府明确的问题,随着各个上市公司不同情况而各异,通常应包括以下各项:明确发起人单位;明确国有股份的持股单位;明确指令性生产、流通计划的处置办法;明确政府定价产品的处置办法;明确军工任务(如有)的处置办法;明确非经营性资产分离出来后需要的优惠政策;其它需要由政府决定的问题。



以上三个方面,构成改制总体方案的基本内容。当然,根据某个上市公司的具体情况,也可增加其它内容。

改制总体方案上报程序。在国内上市的公司,中央企业需报国务院有关部门批准,地方企业需报省、市、自治区政府批准。在境外上市的公司,无论是中央企业还是地方企业,均报国务院有关部门批准。

改制总体方案的报批办法,从实践经验看,有“总报总批”和“分报分批”两种办法。“总报总批”,就是将上述三个方面的内容合写成一个改制总体方案上报,经有关部门协调,统一审查批复,最初到海外上市的几家大企业,都是采取的这种办法。好处是有些问题可以互相协调,避免互相矛盾,执行起来比较顺利。但由于一个总体方案提出的问题往往涉及几个部门,其中一个部门有不同意见就会拖下来,没有主要领导同志出面协调是很困难的。特别是境外上市公司数量逐步增多,统一组织协调越来越难。因此,国内上市公司多数采取了“分报分批”的办法,即把一个改制总体方案分解为若干个专题报告,由哪个部门审批就报哪个部门。如重组构想报体改部门,发行设想报证券主管部门,发起单位及国有资产持股单位报国有资产管理部门,需要的优惠政策由哪个部门管就报给哪个部门。这种办法虽然协调一致方面会有一些问题,但可争取时间,提高效率。

改制总体方案在获得发行额度后即应着手进行。这时各个中介机构尚未进入现场,最好是先请一家咨询公司帮助进行总体策划,可以少走弯路,降低成本。

## 第七节 选聘中介机构

### 一、选聘中介机构

一家公司要上市,不可能单靠自己的力量,需要组织若干中介机构协助进行。

选聘中介机构的工作,在获得发行额度后即应着手进行。但要等重组设想得到政府认可后,才宜请中介机构进入现场,正式开展工作。

境外上市公司需要聘请的中介机构有:境外主承销商,境内主承销商(如同时发行 A 股),上市公司境内律师,上市公司境外律师,境内主承销商律师,境外主承销商的境内律师,境外主承销商的境外律师,中外合作的会计师事务所,境内资产评估机构,境外资产评估机构。除此之外,还需要聘请一家咨询公司,协助上市公司进行总体策划和解决非程序性问题,同时兼作转制辅导机构。境内上市公司需聘请的中介机构,应在上述基础上减少;境外主承销商及其律师,上市公司的境外律师,境外资产评估机构。

### 二、各中介机构任务

转制辅导机构,同时又可兼任公司上市的总顾问。其任务是进行转制辅导,出具转制辅导报告书,同时负责上市工作的总体策划,并协助上市公司解决上市过程中遇到的非程序性问

题。这些任务及职责一般由有资格的专业咨询公司担任。

主承销商,其任务是负责股票的总承销,组织编写招股说明书,同时又担任上市保荐人及上市辅导工作。由有资格的证券商担任。

上市公司律师,由有资格的律师事务所担任,其任务是负责审核有关公司上市的法律文件,并保证整个上市工作按法定程序和要求进行,最后出具法律意见书。

总承销商律师,由有资格的律师事务所担任,其任务是保证股票发行工作按法定程序和要求进行。

财务审计,由有资格的会计师事务所担任。其任务是负责审计上市公司前三年的财务报告和后一年的盈利预测,最后出具审计报告。

资产评估,由有资格的资产评估机构担任。其任务是对上市公司资产进行评估,并出具资产评估报告。

### 三、中介机构选任

在选择中介机构的过程中,上市公司应注意考察中介机构的以下条件:①实力。②业绩。③派驻现场工作人员情况。④能否集中力量于本公司的转制辅导和上市工作。在选聘中介机构的过程中,咨询公司有责任为上市公司提供咨询。如果是到境外上市,选聘中介机构应征询证券主管部门的意见。

### 四、开好第一次中介机构协调会

中介机构选定之后,即应召开第一次协调会。主要是研究解决以下问题。

(1)明确宣布与会者是被上市公司选定的中介机构。从第一次协调会开始,即应进驻现场,开始工作。

(2)讨论资产重组方案。重组方案明确后各个中介机构才能明确各自的工作边界,因此必须在第一次协调会上加以讨论。提交讨论的重组方案,应是得到政府有关部门初步认可的方案,但各个中介机构还会从各自不同的角度提出修正意见。这时要注意防止两种偏向;一是上市公司缺乏自己的主见,完全被中介机构的意见所左右。由于各中介机构与上市公司的立足点不同,看问题的角度不同,难免有一定的倾向性,这时,上市公司及其咨询公司,要从全局出发,综合权衡,最后达成共识。二是完全不听取中介机构的意见,坚持自己的方案。由于上市公司有时从市场要求角度考虑问题不够,中介机构意见则可以弥补这方面的不足,因此必须认真听取他们的意见。重组方案往往会由于意见不同在第一次协调会上定不下来,但基本框架不能久拖不决,否则将会影响整个工作进程。

(3)确定上市工作的时间表。理想的状况,是由主承销商先与各中介机构非正式沟通,提出一个上市工作时间表草案进行讨论。如果没有做到这一步,往往在第一次协调会上定不下来,但一定要确定工作进程中几个主要结点的进度,以便下次讨论。

(4)确定协调制度。通常是由上市公司的负责人与各个中介机构的现场负责人共同组成一个协调小组,每周或每两周召开一次协调会,按上市工作时间表的要求检查各中介机构工作进度情况。遇到互相扯皮的情况,及时协调解决,并修正时间表。明确了上市工作时间表和协

调制度,上市公司领导即可把握住这两个“工具”,保证上市工作有条不紊地进行。

第一次协调会后,即全面展开上市准备工作,直到准备好全部发行、上市文件,第四步工作即告结束。

## 第八节 股份有限公司设立

中介机构第一次协调会议后,即应正式进入现场,开始发行和上市的准备工作。准备工作进行到一定阶段,就应设立股份有限公司。现将设立股份有限公司的时机和程序、境内上市公司和境外上市公司的区别分述如下。

### 一、以发起方式设立股份有限公司步骤

设立股份有限公司分为发起设立方式和募集设立方式两种。

采取发起方式设立股份有限公司的,发起人应认购公司发行的全部股份;采取募集方式设立股份有限公司的,发起人只需认购不少于 35% 的公司发行股份,其余股份向社会公开募集。

无论采取哪种方式设立股份有限公司,都要求有五个以上的发起人。国有企业改组为股份有限公司的,发起人可以少于五个,但必须采取募集方式设立。

采取发起方式设立股份有限公司的步骤如下:

(1) 按照《公司法》及有关法规的要求,检查是否符合设立股份有限公司的条件,如符合,再进行下一步工作。

(2) 国有企业改组为股份有限公司时,在符合条件的前提下,向政府主管部门提出发起设立股份有限公司的申请,并得到批准。这就是前面讲到的股份制试点申请或者叫做立项申请。试点申请的内容,目前还没有统一的规定,从实践经验看,一般应当包括以下要点:

① 改组为股份公司的必要性。要从每个企业的实际需要出发阐明改组的理由。理由要充分到足以说服审批部门批准其试点。如果对资金的需求是改组的理由之一,一定要有具体数据,避免空泛议论;

② 改组为股份公司的可行性。如果只有需要,而无可能,很难被批准进行股份制改组。分析可行性,应当包括是否符合法律、法规要求的条件;利润率水平;本企业在本行业、地区内的地位、作用等等;

③ 筹资规模的要求。通常情况下,应根据已确定的建设项目在一年半左右的资金需要量计算,太多、太少都不合适;

④ 发起人的情况;

⑤ 其他。

(3) 签订发起人的协议。明确各个发起人认购的股份,缴款时间,各自的权利和义务,并委托一个主要发起人办理筹建公司事宜。如果是国有企业改组为股份公司,主要发起人应为该国有企业。

(4) 起草公司章程,准备提交股东会讨论通过。

(5)出资人交纳认购股款。以实物、工业产权、非专利技术、土地使用权抵作股款的,应进行评估,并依法办理其财产权的转移手续。

(6)发起人交付全部出资后,召开全体发起人会议,选举董事会、监事会。

(7)公司登记机关自接到申请之日起 30 日内作出是否予以登记的决定。对符合条件和要求的应准予登记,发给公司营业执照。公司营业执照的签发日期即为公司成立日期。

(8)公司成立后应进行公告。

## 二、设立境内上市公司步骤

境内上市公司也就是采取募集方式设立的股份有限公司,其步骤如下:

(1)按《公司法》及有关法规的要求,检查是否符合以募集方式设立股份有限公司的条件,如符合条件,再进行下一步工作。

(2)国有企业改组为股份有限公司的,应向政府主管部门提出申请,并得到批准。申请报告通常应包括以下要点:

- ①改组为上市公司的必要性;
- ②改组为上市公司的可行性;
- ③发行规模及上市地点的要求;
- ④其他事项。

(3)签订发起人协议,明确各自的权力、义务,并委托一个主要发起人负责公司筹建事宜。国有企业改组为境内上市公司的,主要发起人应为该国有企业。

(4)起草公司章程草案,准备提交创立大会讨论通过。

(5)发起人递交募股申请,也就是前面讲过的发行股票的申请,经省、市、自治区政府批准,中国证监会复审。

(6)募股申请得到批准后,发起人向社会公开募集股份。

(7)发行股份的股款募足后,经验资机构验资,并出具验资证明。

(8)发起人在募股完成后 30 日内,主持召开公司创立大会。创立大会召开的 15 日前,将会议日期通知各认股人或予以公告,创立大会应有代表股份总额 1/2 以上的认股人出席方可举行。创立大会行使以下职权:

①审议发起人关于筹办情况的报告;

②通过公司章程;

③选举董事会成员;

④选举监事会成员;

⑤对公司的设立费用进行审核;

⑥对发起人用于抵作股款的财产的作价进行审核;

⑦发生不可抗力或者经营条件发生重大变化直接影响到公司设立的,可以作出不设立公司的决议。

(9)董事会应于创立大会后 30 日内,向公司登记机关申请设立登记。需报送下列文件:

①有关部门的批准文件;

②创立大会的会议记录;

- ③公司章程；
- ④筹办公司的财务审计报告；
- ⑤验资证明；
- ⑥董事会、监事会成员姓名及住所；
- ⑦法定代表人姓名、住所。

(10)公司登记机关自接到设立申请登记之日起三十日内,作出是否予以登记的决定。对符合法律、法规要求的应予以登记,发给公司营业执照。公司营业执照的签发日期即为公司成立日期。公司设立后应进行公告。

### 三、设立境外上市公司步骤

设立境外上市公司步骤大致为:

(1)由企业在分析自身实际需要和现实可能的基础上,提出改组为境外上市公司的申请,并经国务院证券委批准。申请要点如下:

- ①到境外上市的必要性;
- ②到境外上市的可行性;
- ③筹资规模的初步设计;
- ④上市地点、上市方式的初步设计;
- ⑤其他事项。

(2)申报发起设立股份有限公司。在资产评估、财务审计、重组方案等工作完成的基础上,地方企业通过省、市、自治区政府,中央企业通过行业主管部门向国家体改委申请发起设立股份有限公司。这时设立的股份有限公司,可以是代表国家股一个股东的股份有限公司。申请文件包括:

- ①关于发起设立股份有限公司的申请;
- ②地方政府或行业主管部门转报试点企业发起设立股份有限公司的申请;
- ③国有资产评估结果确认通知书和国有股股权管理的批复;
- ④审计报告和盈利预测报告,债权债务处理方案,负责审计的会计师事务所的证券从业资格证明;
- ⑤涉及国有土地使用权的应有国有土地管理局对土地使用权评估结果确认、作价方式确认等问题的批复;

- ⑥发起设立股份有限公司的初步章程;
- ⑦法律意见书及出具意见书的律师事务所证券从业资格证明。

(3)设立股份有限公司申请获批准后,即可召开创立会议,通过下列主要议案:

- ①发起人设立公司的工作报告;
- ②公司章程;
- ③选举董事会成员;
- ④选举监事会成员;

(4)董事会应于公司创立大会后 30 日内,向公司登记机关申请设立登记。需要提交的文件与境内上市公司相同。

(5)在申请股票发行及上市的同时,提出转为社会募集公司的申请,报送下列文件:

- ①转为社会募集公司的申请;
- ②地方政府或行业主管部门转报公司的申请;
- ③转为社会募集公司后的章程(按《到境外上市公司章程必备条款》的要求起草);
- ④股东临时会议关于增资扩股、转为社会募集公司及修改章程的特别决议;
- ⑤律师出具的转为社会募集公司的法律意见书。

申请经地方政府或行业主管部门报国家体改委批准。

(6)股票发行成功后,到工商行政管理部门办理变更登记。

## 第四章 企业股份制改组中财务与法律

### 第一节 企业股份制改组的资产评估及产权界定

#### 一、资产评估意义和范围

##### 1. 资产评估的意义

资产评估是评估者根据所掌握的资料通过分析对资产所具有的市场价值进行的估算。

(1)所谓市场价值,并非特定资产的“成交价格”,它具有以下特征:

- ①能够在公开市场公平出售的具有竞争性的资产的最高货币价格;
- ②买卖双方具有正常的判断能力,成交并非盲动;
- ③假定价格未受到反常刺激,而买卖双方在未受到反常压力条件下愿意接受的价格;
- ④若买卖双方有足够的信息,经过一段合理的时间,可按此价格找到买主。

(2)就资产评估中的市场价值而言,假定:

- ①买卖双方的目的明确;
- ②买卖双方均握有足够的信息,每一行动均符合其最大利益;
- ③资产价格可在公开市场中保持一段合理的时间,并可以这种价格与他人成交;
- ④以现金支付;
- ⑤价格的确定不受任何其他诸如特殊筹资条款、贷款、特别服务、老顾客优惠等的影响。

在这里,市场价值与市场价格的主要差别在于,前者反映的是在正常条件下资产的市场行情,后者则可能反映买卖双方的特殊动机、特别成交条件。市场的突然变化等影响市场价格背离市场价值的因素。

##### 2. 资产评估的企业和范围

(1)1991年《中华人民共和国国务院令(第91号)国有资产评估管理办法》(以下简称《管理办法》)第三条规定,国有资产占有单位有下列情形之一的,应当进行资产评估:

- ①资产拍卖、转让;
- ②企业兼并、出售、联营、股份经营;

③与外国公司、企业和其他经济组织或个人开办中外合资经营企业或者中外合作经营企业；

④企业清算；

⑤依照国家有关规定需要进行资产评估的其他情形。

(2)根据上述有关条款的精神,企业在进行股份制改组时应进行资产评估。

(3)《股票发行与交易管理暂行条例》中也规定了企业申请公开发行股票要聘请资产评估机构进行资产评估,并将评估报告列为必报材料。

(4)《管理办法》第六条规定“国有资产评估范围包括:固定资产、流动资产、无形资产和其它资产。”

## 二、评估机构和人员资格确认

(1)国家国有资产管理局在《资产评估机构管理暂行办法》(国资办[1990]30号)第四条中规定:资产评估机构必须具备下列条件,才有资格申请资产评估资格证书:

①经政府主管部门批准并经工商行政管理部门核准注册登记的具有法人资格的单位;

②具有一定的评估工作经验;

③配备一定数量能胜任工作的各类评估专业人员,其中建筑工程技术人员,机器设备工程技术人员、会计经济管理人员,视不同情况,分别不少于2~5人。在以上评估人员中,具有高中级以上专业技术职称的,应占有一定的比例。

(2)《国家国有资产管理局关于从严审批资产评估机构评估资格的通知》(国资办[1990]46号)中还规定从事资产评估工作的机构要同时具备以下两个条件:

①申请评估资格的机构,其资产评估人员,要经国家、省级或计划单列市国有资产管理部门认可的评估专业培训,并持有培训证明;

②申请资产评估资格的机构,应提交两个以上评估项目案例,未从事资产评估业务的机构,应选择两个以上企业模拟试评,并提交案例,以考察其评估水平。

(3)对于从事证券业务的资产评估机构,国家国有资产管理局和中国证券监督管理委员会于1993年3月颁布了《关于从事证券业务的资产评估机构资格确认的规定》。规定中第三条要求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的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(非离休人员)不得少于5人。专职人员超过17人的评估机构,其中职龄人员所占比例不少于1/3。

④评估机构中的专职人员必须具有较高的资产评估水平、经验和技能,并具有丰富的证券业务及相关金融、法律、经济方面的知识,其中骨干人员参加过股份制改组的资产评估工作。

⑤评估机构的实有资本金不得少于30万人民币,风险准备金不得少于5万元人民币,自取得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。

(4)申请资产评估资格的机构,申请时需提交如下文件资料:



①申明承办资产评估工作的理由报告书并附送“国有资产评估机构资格审定申请表”(见表 1.4.1);

②评估人员名单,并注明在评估人员中有关专职和外聘兼职的情况,同时,附送评估人员专业技术职称证书的复印件;

③资产评估机构的组织章程方案;

④经工商行政管理部门核发的营业执照副本或经原发照机关批准的复印件。

(5)申请从事证券业务的资产评估机构,需呈报以下资料:

①资产评估机构从事证券业务许可证申请表;

②资产评估机构从事证券业务专业人员持有的股票情况呈报表;

③能够代表该机构水平的资产评估报告书二份;

④实有资本金和风险准备金情况证明文件;

⑤资产评估机构从事证券业务遵守职业道德和工作纪律的保证书;

⑥国家国有资产管理局与中国证券监督管理委员会认为需要了解的其他有关材料。

目前,我国已公布评估人员考试和资格确认制度,并将逐步实施。

表 1.4.1 国有资产评估机构资格审定申请表(格式)

单位名称				负责人姓名	
地 址				电 话	
所有制性质				主管部门批准设立文号	
营业执照字号				注册资本总额	
评估 人员 人数 (人)	分 类	房屋建筑类	机构设备类	会计经济类	
	专 职	高级职称			
		中级职称			
		初级职称			
	兼 职	高级职称			
		中级职称			
		初级职称			
业务发展状况 (包括参加评估) 或验资工作简况		年 月 日			
主管部意见		年 月 日			

国有资产管理部意见	年 月 日
-----------	-------

### 三、资产评估程序

在我国,国有资产评估已由《管理办法》规定了评估程序;非国有资产评估,没有法定程序,一般由委托人直接委托评估机构进行评估。

国有资产评估,按照《管理办法》的规定,应按下列程序进行:①申请立项;②资产清查;③评定估算;④验证确认。

#### 1. 申请立项

国有企业进行资产评估,首先应报其主管部门进行审查,经主管部门审查同意后,应当向国有资产管理部门提交资产评估立项申请书,并附财产目录和有关会计报告等资料。拟向社会公开发行上市股票的企业,其资产评估立项工作,中央企业须经主管部门签署意见后报国家国有资产管理局办理,地方企业须经省、自治区、直辖市和计划单列市国有资产管理部门审查后报国家国有资产管理局办理。

资产评估立项申请书的主要内容包括:评估目的、评估范围、评估单位、评估基准日等,随立项申请书一同上报的,除财产目录和有关会计报表外,通常还要附上国资局主管人员为进一步了解情况而要求上报的其他文件资料,如有关的批准文件等。

国有资产管理部门从收到立项申请书及其他有关文件资料之日起,应在 10 日内进行审核,并作出是否准予资产评估立项的决定,然后通知申请单位及其主管部门。申请单位收到准予资产评估立项通知书后即可以委托资产评估机构评估资产。

#### 2. 资产清查

资产清查是指按评估范围对所评估的资产和债务进行的实地盘查审核。资产清查通常是由委托单位自行完成,评估机构则主要是核实清查工作是否全面,是否有遗漏或重复。

评估机构在核实过程中,应特别注意账实、账证、账表之间是否一致及其与评估范围是否一致。

通常,评估机构将核实过程与其资产的现场勘查结合起来,以节省时间。评估人员进行现场勘查时,要一一查明所评估资产的现状,从而为评估取得重要依据。

#### 3. 评定估算

评定估算是指评估人员依据所掌握的资料,按照法定的评估方法,对所评估财产进行的价值方面的评定和估算。

评定估算的程序通常包括:

(1)确定所评估资产的全新价格,即为所评估资产寻找价格依据,并在需要时进行计算,以确定所评估资产的全新价格。

(2)确定所评估资产的成新率,即根据评估人员现场勘查时掌握的资料,确定所评估资产的新旧程度、确定成新率要综合考虑各方面的情况,如资产的质量、技术性能、可使用年限、有

形损耗等。

(3)确定所评估资产的无形损耗,无形损耗主要包括功能性贬值和经济性贬值。即要计算所评估资产在技术上的落后和经济上的不合算、不适用性。

(4)确定所评估资产的价值,即根据上述情况最终计算所评估资产的现时价值。

(5)撰写评估报告(详见本节第四部分)。

#### 4. 验证确认

验证确认指国有资产管理部門接到评估报告后,进行审核、验证、确认并下达确认通知书的过程。主要的工作内容包括:

(1)审核资产评估工作的各项内容是否符合国家的法律、法规和有关政策;

(2)审核所评估范围是否准确无误;

(3)审核所评估方法是否正确合理;

(4)对所评估资产的结果进行验证,包括计算验证和实地核实验证;

(5)与各有关方面就评估结果进行协商,以听取各方面的意见;

(6)正式下达资产评估确认书。

### 四、资产评估报告

评估报告是评估机构完成评估工作后向委托方出具的公证性的工作报告,是评估机构履行评估合同的成果,也是评估机构为资产评估项目承担法律责任的证明文件。评估报告包括正文和附件两部分:

#### 1. 正文

(1)评估机构名称;

(2)委托单位名称;

(3)评估资产的范围、名称和简单说明;

(4)评估基准日期;

(5)评估原则;

(6)评估所依据的法律、法规和政策;

(7)评估方法和计价标准;

(8)对具体资产评估的说明;

(9)评估结论:包括评估价值和有关文字说明;

(10)附件名称;

(11)评估起止日期和评估报告提出日期;

(12)评估机构负责人、评估项目负责人签名、并加盖评估机构公章;

(13)其他。

#### 2. 附件

(1)资产评估汇总表、明细表;

(2)评估方法说明和计算过程;

(3)与评估基准日有关的会计报表;

(4)资产评估机构评估资格证明文件复印件;

(5)被评估单位占有资产的证明文件复印件；

(6)其他与评估有关的文件资料。

### 3. 规范意见

1993年10月,国家国有资产管理局以国资办[1993]55号文颁发了《关于资产评估报告书的规范意见》,文中规定:

(1)《资产评估报告书》(以下简称《报告书》)由委托单位的主管部门签署意见后,报送国有资产管理部门审核、验证、确认;

(2)《报告书》要严格遵守国家有关保密的规定。经济行为涉及外方(如对外发行股票、中外合资合作)必须向外方提供评估报告时,可以提供资产清单和评估价值,不得提供委托方资产的账面原值,账面净值等原始资料。

(3)《报告书》需向外方提供时,可以按照国际惯例对资产评估报告的格式要求撰写,但同时向国有资产管理部门报送的报告书仍应按《国有资产评估管理办法》(国务院第91号令)、《国有资产评估管理办法实施细则》和《关于资产评估报告书的规范意见》撰写。

(4)《报告书》必须依照客观、公正、实事求是的原则撰写,如实反映评估工作的情况。调查取证的资料要真实可靠,不得提供伪证。《报告书》必须由评估机构独立撰写,不受资产评估委托方或其主管单位以及政府部门或其他经济行为当事人的干预。

(5)《报告书》的内容要准确、简练、结构要严谨、文字表述要清楚肯定、不能含糊或模棱两可,以免引起异议。

(6)《报告书》应有委托单位的名称,评估机构的名称和印章,评估机构代表或委托人和评估项目负责人的签字以及提供报告的日期。

(7)《报告书》要写明评估基准日,并且不得随意更改。所有在评估中采用的汇率、税率、费率、利率和其他价格标准,均应采用基准日的标准。

(8)《报告书》中应写明评估的目的、范围、资产状况和产权归属。评估目的,应写明评估属于哪类经济行为,进而说明经济行为内容、条件、项目进展和申报审批情况。评估范围,应说明是整体评估还是部分评估或某些单项资产的评估。资产评估的范围应按经济行为协议或意向的要求确定。资产状况,应说明主要资产的现状。产权归属,应说明资产占有单位拥有产权的情况和限制条件。

(9)《报告书》应说明评估工作遵循的原则和依据的法律法规,还要简述评估的工作过程。《报告书》要写明评估的方法,并概要说明各类资产选用的方法。

(10)《报告书》要写明资产评估中资产计价使用的货币种类。一般情况下应以人民币计价,如经济行为必须使用其他币种时,可以以其他币种计价,但需要在评估结果中注明所折合的人民币价值。

(11)《报告书》应有明确的评估价值结果。评估价值可以用文字表示,也可以列表表述。评估结果应有资产原值、资产净值、重置价值、评估价值、评估价值对净值的增减值和增减率等内容。

(12)《报告书》还应有齐全的附件,包括:评估机构资格证书复印件,被评估单位产权证明文件(如房产、土地证明等),整体评估应有评估基准日的会计报表,必要时还需附加与评估有关的会计凭证、调查报告、技术鉴定书,各类经济合同等其他文件资料。

## 五、资产评估方法

《国有资产评估管理办法》中的规定,资产评估的方法有四种:①收益现值法;②重置成本法;③现行市价法;④清算价格法。

### 1. 收益现值法

收益现值法是将评估对象剩余寿命期间每年(或每月)的预期收益,用适当的折现率折现,累加得出评估基准日的现值,以此估算资产价值的方法(见《国有资产评估管理办法施行细则》——以下简称《细则》,收益现值法通常用于有收益企业的整体评估及无形资产评估等)。

(1)收益现值法的计算公式如下:

$$PV = \sum (I_i \times C_i) (i=1, 2, \dots, n)$$

式中:

①PV 为收益现值,  $I_i$  为第  $i$  年的收益,  $C_i$  为第  $i$  年的折现系数。

② $C_i = \frac{1}{(1+r)^n}$  为复利现值,可由复利现值表中查出,其中,  $r$  为折现率,  $n$  为时间期数。

③ $I_i$  按照国际通行的办法应为第  $i$  年的净现金流量。

④若假定各期年收益相等,折现率相等,当  $n$  趋向于无穷大时,上述公式亦可简化为  $PV = I/R$  (式中  $I$  为年收益,  $R$  为折现率。此时公式称为直接资本化公式;  $R$  称为资本化率,通常由无风险报酬率和风险补偿率两部分构成)。

(2)运用收益现值法进行评估的步骤主要包括:

- ①收集有关的财务数据资料,分析预计今后若干年的发展趋势和潜在收益;
- ②获得并分析市场上相似资本的有关数据和供求变化,根据市场变化对预计进行调整;
- ③估计被评估资产的剩余使用年限,建立现金流量模型;
- ④选择适宜的资本化方法和技术,确定资本化率或折现率;
- ⑤根据资本化率或折现率,计算并确定评估价值。

### 2. 重置成本法

重置成本法是现时条件下被评估资产全新状态的重置成本减去该项资产的实体性贬值、功能性贬值和经济性贬值,从而估算被评估资产的资产价值的方法(见《细则》)。

实体性贬值是由于使用磨损和自然损耗造成的贬值,常称为折旧。功能性贬值是由于技术相对落后造成的贬值。经济性贬值是由于外部经济环境变化引起的贬值。

重置成本法通常用于房屋建筑、机器设备等的评估。

(1)重置成本法的计算公式如下:

$$\begin{aligned} \text{被评估资产重置价值} &= \text{重置全价} - \text{折旧} - \text{功能性贬值} - \text{经济性贬值} \\ \text{或} &= \text{重置全价} \times \text{成新率} - \text{功能性贬值} - \text{经济性贬值} \end{aligned}$$

其中,重置全价是指被评估资产全新状态下的重置成本。

其结算方法主要有直接法,指数法和功能法等。

①直接法指按与被评估资产相同的材料、建筑或设计、制造技术、风格、标准相同的资产,即以现时价格水平生产或建筑全新被评估资产的成本。有时有些设备或建筑材料已过时,不再生产,或建筑方法发生变化,使得人们难以对上述成本进行估算,在这种情况下,也可将技术

进行适当考虑进去,即以按照新材料、新的建筑方法等用现时价格生产或建筑具有同等效用的资产的成本作为全新被评估资产的成本。

②指数法是根据被评估资产物价变动指数估算其重置全价的一种方法,计算公式为:

$$\text{重置全价} = \text{账面原值} \times \frac{\text{评估期物价指数}}{\text{基期物价指数}}$$

③功能法是以同类或类似资产作为参照物从而计算被评估资产重置全价的一种方法,计算公式为:

$$\text{重置全价} = \frac{\text{被评估资产年产量}}{\text{参照物年产量}} \times \text{参照物重置全价}$$

④成新率指被评估资产的新旧程度,如八成新、六成新等。折旧是指被评估资产的磨损程度。

(2)运用重置成本法进行评估的步骤为:

- ①用现时价格估算被评估资产的重置全价;
- ②估算被评估资产的折旧或成新率;
- ③估算被评估资产的功能性贬值和经济性贬值;
- ④估算被评估资产的评估价值。

### 3. 现行市价法

现行市价法是通过市场调查,选择一个或几个与评估对象相同或类似的资产作为比较对象,分析比较对象的成交价格 and 交易条件,进行对比调整,估算出资产价值的方法(见《细则》)。

现行市价法通常用于土地、机器设备等资产的评估。

(1)现行市价法的计算公式为:

$$\begin{aligned} \text{被评估资产价值} &= \text{被评估资产全新市价} - \text{折旧} \\ \text{或} &= \text{被评估资产全新市价} \times \text{成新率} \end{aligned}$$

确定被评估资产的全新市价可采用直接到市场上寻找完全相同资产的方法,在市场上没有完全相同资产的时候,也可采用寻找相似资产,再根据具体情况进行调整的方法。

(2)运用现行市价法进行评估的步骤为:

- ①进行市场调查、收集完全相同或相似资产的市场价格及其他有关资料;
- ②分析其与被评估资产之间在时间、地理位置、有形特征和销售条件等方面的差异,并进行差异调整;
- ③评定被评估资产的价值。

### 4. 清算价格法

清算价格法是以企业清算时其资产可变现的价值为标准,对被评估资产的价值进行评估的一种方法。

清算价格法适用于依照《中华人民共和国企业破产法》规定,经人民法院宣告破产的企业资产评估(见《细则》)。

## 六、境外募股公司资产评估

(1)境外募股公司的资产评估,往往因股票发行上市的地点不同而异(但国内评估机构的

评估是法定必须的)。

发行 H 股时,除需国内资产评估机构按照国资局的有关规定进行评估外,尚需根据香港联交所的要求,聘请一家在香港有评估资格的评估公司进行评估。但这种评估通常仅限于房地产、机器设备、无形资产等。

选择香港评估机构时应注意,香港的评估资格分为房地产、机器设备和无形资产几类,评估机构应分别具有这几种资格,若只具有其中的某一种,则可能给评估带来很多麻烦。

根据我国国有资产管理局的意见,大陆评估师和香港评估师对同一资产评估值的评估应协调一致以免引起投资者的误解。

发行 B 股时,是否需要境外评估师进行评估,通常要征求境外承销商的意见。若境外承销商认为有必要评估,则应聘请境外评估师进行评估,否则可不必。

发行 N 股时,通常不需要聘请境外评估师进行资产评估,但若境外承销商认为聘请境外评估师进行评估更有利于发行的话,则应考虑进行评估。

(2)聘请境外评估师进行资产评估最重要的一点,是应做好境内外评估师之间的协调工作。这种协调工作通常包括以下几方面的内容:

①评估时间的协调。即双方最好能在相同的时间内同时开展评估工作,以减少被评估机构的工作量;

②评估方法的协调。双方在评估之前应就评估方法协调一致;

③评估范围应协调一致;

④评估结论应尽可能协调一致。

## 七、资产评估中应注意的问题

### 1. 国有资产产权的界定及折股

对国有资产进行评估时,应根据不同的评估目的和对象,选用《国有资产评估管理办法》第二十三条所规定的一种或几种方法进行评定估算。选用几种方法评估,应对各种方法评出的结果进行比较和调整,得出合理的资产重估价值。

资产评估机构接受委托进行国有资产评估时,选用不同的价格标准应遵守国家法律法规,并维护经济行为各方的正当权益。

国有企业整体改组为公众股份有限公司,须先进行资产评估并经过确认。在募集新股之前,应以调整过的企业账面净资产值折为原国有股东的股本。如果不全部折股,所余部分净资产应计入资本公积金,不得以任何形式将资本(净资产)转为负债。折股比率(股东/净资产)和折取倍数(净资产/股本)是否恰当,须与预计的募股发行方案和发行价格一并审查。即新股发行溢价倍数(股票发行价格/股票面值)应不低于折取倍数,否则原国有股东的账面净资产值得不到完整体现。

### 2. 土地处置

土地评估需由经国家土地管理局认可的评估机构进行评估,出具土地评估报告。然后,再由负责总体评估的评估机构,据以出具整体评估报告中的土地评估部分。

国家土地管理局和国家体改委以[1993]国土(籍)字第 167 号文对于到境外上市的股份制试点企业土地资产评估作出了具体规定:

试点企业土地资产的评估工作,由国家土地管理局统一组织进行。具体程序为:企业或者国家、省级政府指定的国有土地资产持股单位向国家土地管理局提出评估申请,并提交企业所在市、县土地管理部门出具的该企业国有土地使用权的登记证明。未正式登记的可提交市、县土地管理部门开具的土地使用权证明材料。国家土地管理局向企业推荐若干具有土地资产评估资格的评估机构;企业可以从中选择并委托一家或数家评估机构进行土地资产评估。评估结果由企业报国家土地管理局确认。其中,企业属于地方的,应先报所在省、自治区、直辖市土地管理部门审核,将审核意见一并报国家土地管理局。

### 3. 非经营性资产

对非经营性资产进行评估时,主要应注意一点:评估时要把非经营性资产单独列出,以便将来能够较容易地将其按股份制改组方案的要求进行处理。

### 4. 无形资产

无形资产是指公司长期使用而没有实物形态的资产。包括专利权、商标权、专有技术(诀窍)、土地使用权、著作权、商业信誉等。由于无形资产不具备实物形态,其所代表的未来经济效益具有很大程度的不确定性。所以,评估无形资产时,必须实事求是,不要人为地夸大。另外,根据《公司法》规定,企业在设立股份有限公司,申请公开发行股票前一年末,无形资产(不包括企业土地使用权)在净资产中所占的比例不高于 20%。

## 第二节 企业股份制改组的财务审计

### 一、财务审计含义

企业股份制改组中的财务审计是指对被审计企业财务报表的编制是否符合股份制试点企业会计制度及其他有关规定,是否公允地反映了企业的财务状况、经营成果和财务状况变动等进行的审计。

### 二、财务审计机构和人员资格确认

#### 1. 财政部和国家体改委的规定

1992 年 9 月 17 日财政部和国家经济体制改革委员会共同发布了《注册会计师执行股份制试点企业有关业务的暂行规定》,对企业股份制改组时财务审计机构和人员的资格作了规定,现选录如下:

**第三条** 经财政部或省、自治区、直辖市财政厅(局)批准成立的会计师事务所方可接受委托,派出注册会计师对有限责任公司和股份有限公司中的定向募集公司进行会计查账验证和其他业务。

**第四条** 对公开发行股票和股票上市的股份有限公司执行业务的会计师事务所,除具备《注册会计师条例》所规定的要求外,还必须同时具备下述条件:



(1)会计师事务所依法批准成立,经登记取得法人资格,内部机构和管理制度比较健全。这类会计师事务所所属不具有法人资格的分支机构,不能单独承办股票公开发行和股票上市公司的会计查账验证以及其他有关业务。

(2)至少有8名具有3年以上会计查账验证工作经验的专职注册会计师,并有相应的专业水平较高的业务助理人员。其中,执行国内发行B股和境外股票上市业务的会计师事务所,承办的注册会计师和助理人员必须具有一定的外语水平。

(3)具有与从事股份制试点企业有关业务所必需的金融、法律专家和其他技术人员。

(4)有良好的职业道德纪录和社会声誉,在以往3年内,没有发生过较大的工作失误和违反职业道德的行为。

(5)建立了风险准备基金,能承担应负的经济责任。

**第五条** 按照第四条各款的要求,需要执行股票公开发行和股票上市公司业务的会计师事务所,可连同注册会计师名单向主管的财政机关提出申请,详细说明本身所具备的条件,并作出有关职业道德和工作纪律方面的书面保证,经主管财政机关审核后报财政部。财政部经审查符合要求,用书面方式批准,发给会计师事务所执行股份制企业业务的许可证,发给注册会计师执行股份制企业业务的许可证,并采取适当方式向社会公布。

凡经批准可以执行股票公开发行和股票上市公司业务的会计师事务所中的注册会计师,如果以后调动到不具备执行上述公司业务资格的会计师事务所的注册会计师,应交回许可证,不得再执行上述公司的有关业务;凡从不具备执行上述公司业务资格的会计师事务所调动到具有执行上述公司业务资格的会计师事务所,该注册会计师应由调入所另行申报其执行上述公司业务的资格,经财政部批准取得许可证以后,始得执业。

未经批准的注册会计师及非注册会计师从事股份制试点企业法定查账验证业务,不具有法律效力。

**第十一条** 在注册会计师同委托企业的关系中,必须保持应有的独立性,并遵守回避和保密原则。如果会计师事务所的挂靠单位是股份制试点企业的发起人或股东,或会计师事务所负责人与股份制试点企业负责人或会计主管人员是近亲或有利害关系以及其他可能影响执业公正性的关系,该会计师事务所不得承办这一股份制试点企业的会计查账验证和其他不宜承办的业务。如果会计师事务所的某个注册会计师同股份制试点企业有上述类似关系的,按同样原则实行回避。会计师事务所所有参与股份制试点企业业务的人员,具有《中华人民共和国民事诉讼法》第四十五条规定情形之一的,均应自行回避。

**第十二条** 执行股票上市公司业务的会计师事务所,除遵守第十一条的各项规定外,不得委派拥有股票上市公司股票的注册会计师及其助理人员担任该公司的会计查账验证,并应遵守其他应当回避的事项。注册会计师拥有上市公司股票,必须向本会计师事务所如实报告,并记录在案,以便确实做到回避,防止发生内幕交易。

**第十三条** 经批准执行股份制试点企业业务的会计师事务所,应当对其担任这一业务的注册会计师和业务助理人员进行相应的培训,使其了解国家的有关规定,熟悉各项工作标准和程序,其中需要具有专门资格要求的,应当取得有关的合格证书。

## 2. 财政部和中国证监会的规定

1993年财政部和中国证券监督管理委员会共同发布了《关于从事证券业务的会计师事务所、注册会计师资格确定的规定》,对从事公开发行和交易股票证券业务的会计师事务所和注

册会计师之从业资格确认作了规定,现选录如下:

第二条 从事证券业务的会计师事务所必须符合下列条件:

(1)从事财务审计、咨询及其他相关的专业服务的会计师事务所,应依法批准成立已达三年,经登记取得法人资格。内部机构及管理制度比较健全。对由于合资、合作、合并、改组、重建、另建等原因成立时间不足三年的会计师事务所,经财政部和证监会确认,符合本条件其他各项要求的,可作为例外情况处理。

(2)专职从业人员不少于 30 人,至少具有 8 名有 3 年以上财务审计工作经验的专职注册会计师,其中专职注册会计师职龄人员(男 60 岁以下,女 55 岁以下)应至少在 50% 以上。目前达不到这个比例的,应在 1994 年 3 月 31 日前达到。同时还应具有相应的专业水平的业务助理人员。

(3)从事证券业务的注册会计师必须具备必要的证券、金融、法律等有关知识。其中,执行国内发行 B 股和境外股票上市业务的注册会计师和助理人员,必须具有一定的外语水平。

(4)具有良好的职业道德记录和声誉。在以往 3 年内没有发生过严重工作失误和违反职业道德的行为。

(5)必须根据规定向有关机构购买职业责任保险或事业发展基金不少于 50 万元,风险准备基金不少于 10 万元,并自取得从事证券业务资格之年起,每年从业务收入中计提 4% 以上的风险准备金。

第三条 凡申请许可证的会计师事务所和注册会计师,须向财政部和证监会提交下列资料:

- (1)《会计师事务所从事证券业务许可证申请表》;
- (2)《注册会计师从事证券业务许可证申请表》;
- (3)《会计师事务所从事证券业务助理人员情况呈报表》;
- (4)《会计师事务所从事证券业务其他专家和技术人员情况呈报表》;
- (5)《执行证券业务专业人员持有股票情况呈报表》;
- (6)职业责任保险或事业发展基金及风险准备基金情况;
- (7)会计师事务所的审计工作程序样本、工作底稿及编制说明材料;
- (8)会计师事务所从事证券业务职业道德和工作纪律的保证书;
- (9)会计师事务所认为应当申报或财政部与证监会认为需要了解的其他情况。

第四条 所有会计师事务所均可根据上述规定,向所在的省、自治区、直辖市的财政主管机关提出从事证券业务的书面申请,并提交本规定第三条所列资料一式两份。经财政主管机关审查属实并签章后,连同会计师事务所呈报的资料分别报财政部和证监会,由财政部会同证监会共同审定其执业资格。

第五条 财政部和证监会在收到申请材料后,应对会计师事务所的工作程序、工作底稿、客户资料、专业人员从业资格、财务状况、职业责任保险或事业发展基金及风险准备基金等进行审核。符合条件者,财政部会同证监会联合颁发从事证券业务许可证,并予以公布。审核工作按照公正、公开的原则进行。

经审核不符合标准,不予批准者,财政部或证监会应当向申请人说明原因。

财政部和证监会在收到申请材料 60 天之内未提出意见者,视为不予批准。申请人可向国务院证券委员会提出申诉。

第六条 未经批准,没有取得许可证的会计师事务所和注册会计师以及其他机构和人员不得从事证券业务。公开发行与交易股票的企业、机构和场所聘请没有取得许可证的会计师事务所所进行的财务审计和编报的财会资料,一律无效。

第七条 根据《注册会计师执行股份制试点企业有关业务的暂行规定》,经财政部批准,已取得执行股份制试点企业社会募集公司业务许可证的会计师事务所和注册会计师,应向财政部和证监会补充提交本规定第三条第5、6、7款所要求的资料,并由财政部会同证监会进行复核。

第八条 取得从事证券业务许可证的会计师事务所,应于每个会计年度结束后90日之内,向财政部和证监会报送上一年度从事证券业务情况、专业人员培训情况等资料以及自上一次报送资料后发生变化的有关会计师事务所和注册会计师的最新资料,供财政部和证监会对其资格重新进行确认。

第九条 来我国协助境内企业到境外发行股票和股票上市交易的境外注册会计师,必须属于在中国境内设有常驻代表机构的国际会计公司在境外的会计师事务所。

执行本条第一款业务的境外注册会计师由财政部归口管理,并向财政部和证监会备案及提交该事务所主要情况的有关资料。经财政部和证监会审核认可予以公布。已获得认可的外国会计师事务所每年需向财政部和证监会重新申报一次。

第十条 会计师事务所在对发行与交易证券的企业、机构和场所进行财务审计时,必须严格执行财政部和注册会计师协会制定发布的有关规定、规则和程度。这些规定、规则和程序目前是指:

- (1)《注册会计师检查验证会计报表规则》;
- (2)《注册会计师查账验证工作底稿规则》;
- (3)《注册会计师查账验证报告规则》;
- (4)《注册会计师查账验证计划规则》;
- (5)《注册会计师验资规则》;
- (6)《注册会计师管理建议书规则》;
- (7)《中国注册会计师职业道德守则》。

会计师事务所出具的专业报告、意见书的格式与内容,必须符合财政部和证监会的规定与要求。

第十一条 取得许可证的会计师事务所和注册会计师,必须严格执行有关证券和证券市场、会计、财务审计、注册会计师的有关法律、法规及专业准则。在该会计师事务所执业的专业人员每年必须按照《注册会计师教育要求和培训制度》的规定继续接受有关的专业培训。

第十二条 公开发行与交易证券的企业、机构和场所,有权自行选择取得许可证的会计师事务所和注册会计师提供服务,任何政府机关、部门不得干预。

第十三条 已取得许可证的会计师事务所在出现达不到本规定第二条各项要求的情况时,在不严格执行本规定第十条的专业规定、规则和程序时,在发生违背职业道德的行为时,在不按时报送本规定第八条所要求提供的资料时,或根据会计师事务所自身的请求,财政部可会同证监会吊销其从事证券业务的许可证。

第十四条 取得许可证的会计师事务所和注册会计师在从事证券业务时,接受财政部和证监会的监督。会计师事务所及其专业人员在执行上述业务时出现重大疏漏、严重误导、欺诈

舞弊以及其他违反证券和证券市场有关法规的行为时,证监会可建议财政部予以处罚,亦可吊销其从事证券业务许可证,并予以公布。

### 三、财务审计程序

财务审计程序通常可分为四个阶段:计划阶段、内部控制的测试和评估阶段、经济业务与财务报表项目的确定性检查阶段、审计完成和报告阶段。

#### 1. 计划阶段

(1)计划阶段主要包括事前准备工作和编制审计计划这两部分工作。

①事前准备应做好如下工作:

- a. 决定是否接受客户聘请;
- b. 初步了解客户业务和所在行业的情况;
- c. 与客户进行有关事项的初步安排;
- d. 签订审计聘约书。

②编制审计计划分为编制一般审计计划,审计程序和时间预算三部分工作。

a. 一般审计计划指全面审计计划。其主要内容包括:

客户概况;

审计目的和报告的要求;

审计小组人员名单及其工作活动;

审计范围;

审计风险,审计中应注意的主要问题和重点审计区域;

为客户提供其他服务的性质和内容;

审计日程安排;

客户应提供的帮助和应做的工作;

审计全部工作量的预计;

审计工作中需要解决的特殊问题。

b. 审计程序是审计人员编写的完成审计目标和要求应采取的具体详细的行动步骤。

审计程序主要包括,对客户企业内部控制制度的研究和评价和财务报表余额确定性检查两大部分:

研究和评价内部控制;

获取并编写客户内部控制制度流程图的书面说明,并进行穿行测试;

实施遵行性检查,以查明内部控制的效果;

评价内部控制,并对下一步审计工作的程序作必要的修改。

实施证实账户余额的确定性检查。又分为四部分:

一是资产账户余额的确定性检查:

确定资产的存在及其所有权的归属;

确定资产的估价是否适当;

确定资产的记录是否正确,包括资产:计价是否正确无误;余额计算是否正确无误;是否记入应记入的资产账户;是否记入正确的会计期间;

验证有关的收益表账户的余额是否正确无误；  
确定财务报表上资产的表达和披露是否公允适当，是否完全。  
二是负债账户余额的确定性检查：  
进行交易抽查，以确定负债是否正确入账；  
函证有关负债；  
确定会计期间各种交易活动的适当截止，并验证应计负债；  
查找未入账负债；  
向客户索取有关负债的声明书；  
确定财务报表上负债的表达是否公允适当。

三是股东权益账户余额的确定性检查：  
审查公司章程、股东大会和董事会记录等有关股本和留存收益的规定；  
进行股本和留存收益账户分析；  
验证发行在外的股份数额；  
审核股票发行收入和留存收益的分配；  
检查股本和留存收益账金额的正确性；  
确定股东权益在资产负债表的表达是否公允适当。  
四是收益和费用账户的确定性检查：  
实施收益和费用账户的分析性程序；  
检查有关的交易活动；  
确定收益和费用在收益表上的表达是否公允适当。

时间预算是对执行审计程序每一步骤所需时间作一概算，并由此得出完成审计聘约预计总时数的一种方法。时间预算的编制和预算的控制，可通过编制时间汇总表来完成，典型的时间汇总表，见表 1.4.2。

表 1.4.2 时间汇总表

日期和人员	总时数				一 般			现 余		
	合 计	经 理	审 计 师		计 划	编 报 表		银 行 存 款	现 金 收 支	
预算										
实际										
5.3~5.7										
A 先生										
B 女士										
5.10~5.14										
A 先生										
C 女士										

## 2. 内部控制的测试和评估阶段

测试企业内部控制制度,可分为穿行测试和遵行性检查。穿行测试是指对所抽取的一笔或数笔经济业务按经济业务循环的每一步骤进行追查,看其是否与审计人员工作底稿中的有关描述一致,如有不符,则需修改工作底稿。穿行测试的目的是为了证实审计人员工作底稿中对客户内部控制制度的描述是否准确、真实、完整。同时,穿行测试工作可使审计人员进一步熟悉客户的内部控制制度。遵行性检查是指对某一控制程序的效能进行的检查,目的在于确定客户的内部控制系统的可靠程度,从而为下一步审计工作的进行提供指导性意见。审计人员在进行遵行性检查时,旨在确定内部控制是否按规定的程序进行而不管交易余额的大小。

## 3. 经济业务和财务报表项目的确定性检查阶段

确定性检查的目的,是为了证实财务报表项目余额的表达是否公允。

确定性检查的程序和方法主要包括:

- (1)询问和观察;
- (2)细节抽查,包括重新计算,函证,检视;
- (3)截止抽查;
- (4)确定性分析;
- (5)确定性检查。

## 4. 审计完成和报告阶段

审计完成和报告阶段应注意做好下述工作:

- (1)整理审计资料、评价审计结果;
- (2)复核审计工作底稿;
- (3)编写审计报告;
- (4)处理期后事件(即财务报表日后发生的事件);
- (5)签发审计报告。

# 四、审计报告

审计报告是审计人员向委托人及其利害关系人报告其审计结果的书面文件。审计报告应包括如下基本内容:

## 1. 审计概况

审计概况是对审计情况所作的一般性说明。在审计概况部分,至少说明:

- (1)被审计单位的名称;
- (2)审查的期间(即对哪一段时间的经济活动进行了审计);
- (3)有关的财务报表;
- (4)审计的范围;
- (5)审计所依据的有关规定(一般指公认审计准则);
- (6)审查的方法;
- (7)审计人员和委托人各自应负的责任。

## 2. 对审查发现问题情况的说明

对发生问题的说明,可视问题的性质而定。若在审计过程中未发现重大问题,也应予以说

明。

### 3. 审计意见

审计意见部分,应说明委托人编制财务报表采用的会计标准是否符合有关规定(股份制改组的审计,通常要说明财务报表是否按股份制试点企业会计制度及其有关规定编制)。

审计意见有四种类型:无保留意见、保留意见、相反意见和拒绝表示意见。

(1)无保留意见。审计人员若经审查对客户财务报表认为满意,无重大异议可以表示无保留意见。签发无保留意见的审计报告,应满足以下几项基本条件:

①审计人员已根据审计标准(通常为公认审计准则)对委托人的有关财务报表及其它的有关事项进行了必要的审查;

②委托人提供的财务报表做到了公允表达,并与规定的会计标准相一致(股份制改组企业要符合股份制试点企业会计制度及其有关规定);

③委托人提供的财务报表做到了充分披露。

(2)保留意见。保留意见实际上是对无保留意见的修正,是指将无保留意见改为财务报表除个别项目外都做到了公允反映。

保留意见主要用于审计人员在审计过程中发生存在下述情况时:

①审查范围受到限制;

②委托人使用的会计原则发生变动;

③委托人财务报表的表达不够充分。

(3)相反意见。相反意见是指和无保留意见相反的意见。通常用于审计范围严重受限或财务报表严重失实,以致审计人员发表保留意见尚嫌不足时。

(4)拒绝表示意见。拒绝表示意见是指审计人员在审计过程中审查范围受到重大限制或出现其它情况(如存在重大不确定事项),致使其无法按公认审计准则开展审计工作时发生的一种审计意见。

### 4. 有关审计人员的签章

### 5. 审计报告日期

### 6. 审计报告的附表和其他资料

## 五、盈利预测

《股票发行与交易管理暂行条例》第十五条第八款要求在招股说明书中载明“经注册会计师审核并出具审核意见的公司下一年的盈利预测文件”。中国证券监督管理委员会在其《公开发行股票公司信息披露的内容与格式准则第1号——招股说明书的内容与格式(试行)》第十九条盈利预测中对预测期间作了进一步的说明:“如果预测是在发行人会计年度的前6个月作出,则为自预测时起至该会计年度结束时止的期间,如果预测是在发行人会计年度的后6个月作出,则为自预测时起至该会计年度结束时止的期间,但最短不得少于12个月。”

由于盈利预测是用来计算上市公司所能筹集的资金的最重要的基础数据。盈利预测的高低直接影响公司上市的预期市值,投资者又是据此来作出投资决策的,所以盈利预测若过分乐观(与实际情况发生较大差异)又未有合理解释的话,则可能负有误导投资者的责任。

按照上述《准则第1号》的有关规定,企业编制盈利预测后尚需注册会计师进行审阅核证,

所以注册会计师亦负有连带责任。

编制盈利预测时,应对一般经济条件,营业环境,市场情况,发行人生产经营条件和财务状况等进行合理的假设,按照发行人正常的发展速度,并按照与招股说明书所载财务报表所采用的会计政策一致的会计政策编制。所作出的各项假设亦须加以说明。

盈利预测的数据应包括:“税后利润总额,每股盈利及市盈率”(《准则第1号》)。

公司的盈利预测应包括下述各项:

1. 销售收入

销售收入通常依据已签订的销售合同订单和预计的销售、零售情况等预测。

2. 产品生产成本

通常按照以往的成本结构和水平,考虑通货膨胀,原材料、燃料、电力、工人工资上涨等因素进行预测。

3. 期间毛利

主要根据以往的毛利率水平进行合理性预测。

4. 期间费用

主要考虑销售费用、管理费用和财务费用等的变动情况,及按照生产、销售计划的需要所作出的调整。

5. 营业外收支

6. 税金

主要考虑所得税和递延税项的预计情况。公司提供盈利预测后,注册会计师必须对盈利预测所采用的会计政策和计算方法进行审查并作出报告。

## 六、境外募股财务审计

国内企业到境外募股或到境外上市,通常除按国内的有关规定聘请国内会计师事务所进行财务审计外,还要聘请国际会计公司按照国际审计准则进行审计。但所聘请的会计公司应在中国设有常驻代表处。到境外上市的企业应执行财政部、国家体改委(92)财会字第27号文件发布的《股份制试点企业会计制度》及其补充规定。

表 1.4.3 几种制度的比较表

项 目	国际会计准则 (ISA)	美国公认会计原则 (GAAP)	中国股份制试点企业会计制度 不计提存货准备
1. 存货	成本与市价孰低,超储积压和残次存货计提存货准备	同 IAS	
2. 应收账款	应收账款以扣除坏账准备后的净值列示。坏账须根据以往经验计提。	同 IAS	应收账款以扣除坏账准备后的净值列示、坏账准备由企业自行确定,但与国家规定不一致的地方,须作纳税调整。



3. 固定资产	折旧按预计使用年限计算。 对固定资产的永久性减值须计提准备。	同 IAW 同 IAS	折旧按国家规定使用年限计算 无有关规定。
4. 长期投资	权益超过被投资公司 50%, 编制合并财务报表。 权益占 20—50% 采用权益法。 权益低于 20% 采用成本法。长期投资应以权责发生制计算。	同 IAS  同 IAS 同 IAS 同 IAS	同 IAS  同 IAS 同 IAS 同 IAS
5. 开办费	如企业在筹备期发生的费用与未来的收益没有直接的关系, 则该等费用记入当期费用。	开办费不可用资本法, 应计入当期费用。	开办费用自企业开始生产经营当月起进行分摊, 摊销期限由企业自行确定。
6. 职工福利金	在税前利润提取	同 IAS	部分按工资总额一定比例从税前利润提取, 部分按规定比例从税后利润提取。
7. 或有事项	如或有事项导致可预计的亏损应计入财务报表  或有收益不允许计入财务报表, 但如涉及的余额重大, 需在财务报表注释中予以披露。	同 IAS  同 IAS	资产负债表的资产已受到损害, 或负债已发生且损失的余额可以合理估计应在财务报表中列出损失。  同 IAS
8. 关联交易	交易的性质、涉及的余额、交易双方的关系及交易定价政策均须予以披露。	同 IAS	无有关规定。
9. 待处理财产损失	报废资产的损失应在发生当年的利润表中反映。	同 IAS	国有企业须先向有关管理部门上报, 获批准后方准计入利润表。
10. 短期投资	按成本与市价孰低记账。	同 IAS	按成本记账。

到境外募股时, 企业的财务报表在进行审计时, 须按照国际会计准则或上市地的公认会计

准则加以调整。例如,在纽约上市需按照公认会计原则(GAAP)编制财务报表;在香港上市需按照国际会计标准(IAS)或香港会计标准(SSAP)编制财务报表。

传统的中国工业企业会计制度与国际会计标准有较大的差异,但股份制企业实行《股份制试点企业会计制度》及其补充规定后,与国际会计准则的差异大大缩小,其主要差异见表 1.4.3。

## 第二篇

# 股票基本知识

## 第二篇

# 第一章 股票概述

## 第一节 股票的概念和特征

### 一、股票的含义和特征

股票是股份有限公司公开发行的,用以证明投资者的股东身份和权益,并据以获取股息的凭证。正如马克思在《资本论》中曾经做过的表述:“股票,如果没有欺诈,它们就是对一个股份公司拥有的实际资本的所有权证书和索取每年由此生出的剩余价值的凭证”。

股票在参与商品经济活动的过程中,具有如下特征:

#### 1. 股票具有赢利性

认购了股票就是向股份有限公司投资,股票则表示持有者对发行该股票的公司享有的经济利益,即持有者凭所持有的股票,有权按公司章程从公司领取股息和分享公司的经营红利。这是股票持有者向股份有限公司投资的目的,也是股份有限公司发行股票的必备条件。当然,股票的赢利大小取决于股份有限公司的经营状况和赢利水平。一般情况下,股票的赢利要高于银行的储蓄利息。同时,股票的赢利性还表现在,股票持有者利用股票可以获取差价和保值。前者指的是股票持有者在股票降价时买进,而到股票涨价时卖出,通过低进高出赚取赢利,后者则是说当货币贬值的时候,股票却会由于股份有限公司的资产增值而升值,或以低进高出的特价或无偿获取股份有限公司配发的新股而使股票持有者得到保值。

#### 2. 股票具有风险性

认购了股份有限公司的股票就必须承担一定的风险。因为,股票的赢利不是确定的数值,而要随着股份有限公司的经营状况和赢利水平上下浮动,并且受到股票交易市场的行情影响。股份有限公司经营得越好,股票持有者获取的股息和红利就越多;如果股份有限公司经营不佳,股票持有者就要少分赢利或无利可分,相应地,股票的市场价格也会下跌,股票持有者会因股票贬值而蒙受损失。如果公司破产,则股票持有者连本金都保不住。由此可见,股票的赢利性与风险性是成正比并存的。

### 3. 股票具有参与性

根据公司法的规定,股票的持有者就是股份有限公司的股东,有权出席股东大会,选举公司的董事会,参与公司的经营决策,从而,股票持有者的投资意志和享有的经济利益,通过其行使股东参与权而得到实现。不过,股东参与经营决策的权利大小取决于其持有的股份有限公司股票份额的多少。在公司经营的实践中,股东持有的股票数额达到决策所需的实际多数时,就成为了股份有限公司的决策者。股票具有的参与性,可以调动股东的积极性,使股份有限公司的运行机制和经营决策建立在良性循环的基础上。

### 4. 股票具有稳定性

投资者购买了股票就不能退股,股票的有效存在是与股份有限公司的存续期间相联系的,所以,股票是一种无期限的法律凭证。它反映着股东与股份有限公司之间比较稳定的经济关系。对于股票持有者来说,其持有股票,则股份有限公司的股东身份和股东权益就不能改变。同时,股票代表着股东的永久性投资,他只有将股票转售给第三人才可能收回本金。而对于股份有限公司来说,股票是筹措资金的主要手段。由于股票始终置身于股票交易市场而不能退出,所以,通过发行股票所筹措到的资金在公司存续期间是一笔稳定的自有资本。

### 5. 股票具有流通性

股票可以在股票交易市场上,作为买卖对象或抵押品随时转让。这种转让意味着股票转让者将其出资金额以股价的形式收回,而将股票所代表着的股东身份及其各种权益让渡给受让者。所以,股票是流通性很高的证券。股票的流通性是商品交换的特殊形式,持有股票与持有现钞差不多,随时可以视股票交易市场的交易价格予以兑现。故而会计上称股票为流动资产。在股票交易发达的国家,股票的流通性影响到每一个经济角落,促进了社会资金的有效配置和利用。

### 6. 股票具有波动性

股票的波动性,其内涵指的是,股票价格经济与股票票面价值不一致。因为,股票在股票交易市场上作为交易对象,与其他商品一样,具有自己的市场行情和交易价格(股票价格)。股票的交易价格不仅与股份有限公司的经营状况和赢利水平直接相关,而且,决定于证券收益和市场利息率的对比关系,同时,它还受到本国和外国的经济、政治、社会、心理等多种因素的影响。所以,股票价格可以大起大落,围绕着股票票面价值而上下波动。股票的波动性迫使股份有限公司努力维持正常的生产经营,提高经济效益,并由此形成了社会公众在股票交易中的股票选择行为。

## 二、股票的形式和内容

股票的具体表现形式是股票证书。它是经过国家主管机关核准发行的,具有法定性。从法律性质上讲,股票属于票式证券,表现在股票的制作程序、记载的内容和记载方式都必须符合法律规定和公司章程的规定。股票的制作和发行,必须经过有关主管机关的审核和批准,并受到国家的严格控制和监督。

股票的内容应当完备,否则就失去了应有的价值。所以,许多国家和地区的法律具体规定了股票必须记载的内容。如果股票记载的内容欠缺或不真实,则股票无效。

一般情况下,股票应具备以下内容:

(1)发行该股票的股份有限公司的全称,并写明该公司依何处法律在何处注册登记及其注册的日期、注册地址。

(2)发行的股票总额、股数和每股金额。

(3)该股票的类别。如果是特别股票,应当标明其股票种类。

(4)该股票的票面金额及其所代表的股份数。

(5)该股票的发行日期及股票编号。如果是记名股票,则要写明股票持有者(股东)的姓名。

(6)该股票的发行公司的董事长或董事签章和主管机关或核定发行登记机构的签证。

(7)印有供转让股票时所用的表格。

(8)发行公司认为应当载明的注意事项。

股票的内容也是影响股票交易的一个因素。因为,通过股票所记载的内容,认购者可以了解该股份有限公司的设立、经营和资本额的概况。甚至,经验丰富的投资者还可以从股票上的公司负责人的签字,推断该负责人的性格及该公司的经营风格,也可以从股票的新旧程度、背书转让户头的记载,了解该股份有限公司股票的流通情况与行情,从而,决定是否购买和购买多少该公司的股票。

## 第二节 股票的法律性质

股票是股份有限公司生存和发展的重要条件之一。它以法律形式确定了股份有限公司的自有资本以及该公司与股东之间的经济关系,具有特定的法律意义。这表现在以下的法律性质上:

### 1. 股票是一种反映财产权的有价证券

有价证券是用于证明持券人有权按期取得一定收益的证券。因此,它所体现的是持券人的财产权,而且,证券的持有者与财产权的存在是不可分离的,行使证券上反映的财产权必须以持有该证券为条件。股票正是具有这一法律性质的有价证券。股票代表着股东要求股份有限公司按公司章程规定分配股息和红利的请求权。虽然,股票本身不是财产、并无价值,但是,股票所包含的这一请求权却可以用财产价值来衡量,故可以通过股票交易活动进行买卖转让。同时,股票所代表的财产权是与股票合为一体的,与股东的人身不可分离。持有股票的人就是股东,出示股票才能够行使该财产请求权。股票转让,则股票所包含的财产请求权一并转移给第三人。从而,在股份有限公司正常经营的状态下,股东行使股票上的财产请求权所获得的收益是一种相对稳定的长期的资本化的收入。

### 2. 股票是证明股东权的法律凭证

持有某股份有限公司的股票,就意味着持有者是该公司的股东,享有股东权。股份有限公司是具有法人资格的社会经济实体,由社会成员认购股票时投入的财产以及经营后所增加的财产构成其独立的法人财产。股票持有者作为股份有限公司的股东,相对于公司及其公司财产,享有独立的股东权。股东权是一种综合权利,包括股东出席股东大会、投票表决、任免公司管理人员等“共益权”和分取股息红利、认购新股、分配公司剩余资产等“自益权”。股票是证明

这一权利的法律凭证。依据所持有的股票,投资者可以股东身份参与股份有限公司的经营管理决策,甚至凭借手中所持股票在数量上的实际多数来控制股份有限公司。对此,法律予以确认和保护。股份有限公司依法必须服从各个股东的股东权,执行股东大会的决策意志。可见,股票将股份有限公司与股东联系起来,构成相应的权利义务关系。

然而,这一权利义务关系不同于一般的所有权或债权关系。因为,股东只是基于股票享有股东权,而失去了对其出资的直接支配权。股票代表着股东的地位和权利,但是,股票的可流通性,往往使得大量发行股票的股份有限公司并不能随时知道全体股东的姓名,而只能根据股票的股东权证明作用,以股票上的署名或股票的持有来认定股东身份,承认其股东权。因此,股票是一种股权证券。

### 3. 股票是投资行为的法律凭证

从社会经济活动的过程来看,股份有限公司发行股票是一种吸引认购者投资来筹措公司自有资本的手段,而对于认购股票的人来说,购买股票就是一种投资行为。股票是用来证明这种筹资和投资行为的法律凭证。

随着社会经济的发展和生产经营规模的扩大,企业对资金的需求与日俱增,而仅靠企业自身资金积累需要很长时间,银行贷款的数额又远不能满足社会生产和流通的需求。为此,采用了发行股票的方法,以吸引社会成员的投资,筹措自有资金,建立股份有限公司。相对而言,社会成员向股份有限公司投资的方法就是认购其所发行的股票。基于这一投资行为,认购者投向股份有限公司的资金成为该公司的法人财产,认购者不能要求公司予以返还或退股。同时,认购者成为该公司的股东,有权参与公司的经营管理决策,获取股息和红利,使其投资得以增值。股票就是这种投资和吸引投资的法律根据。股份有限公司以发行股票的总金额确定其筹措自有资本的数量,为公司的设立和经营创造了物质条件,而股东的投资金额及其形成的收益权则亦为股票所确认。

可见,股票是投入股份有限公司的资本份额的证券化,属于资本证券。一般情况下,它依股份有限公司的存续而存在。但是,股票又不同于投资本身。在社会生产过程中,通过发行股票筹措的投资,是股份有限公司用于生产和流通的实际资本,而股票则是进行股票投资的媒介,它独立于实际资本之外,凭借着它所代表的资本额和股东权益在股票市场上从事独立的价值运动。经济学家在此意义上称股票为虚拟资本。可见股票并不是现实财富,但它可以促使现实财富的集中,成为股份有限公司集资的重要手段。

### 4. 股票是一种信用凭证

信用是从属于商品交换和货币流通的一种经济关系,表现为以偿还为条件地让渡商品或货币,是一种特殊的价值运动形式。信用在社会生产和再生产过程中被广泛适用,不仅有生产企业之间的商品信用,银行与生产企业之间的银行信用,而且,在股份有限公司制度中还形成了一种新的信用形式:投资者通过认购公司股票,将投资有条件地让渡给股份有限公司,用于生产或流通领域,而其条件则是按公司章程规定从公司分取股息和红利。在西方国家称此为资本信用,而在我国的股份有限公司中则表现为投资信用,这一信用关系集中反映在股份有限公司的股票上。

股票是股份有限公司制度与信用制度的结合形态。它一方面使股份有限公司从各个投资者处获取投资,结合起来构成股份有限公司的自有资本,另一方面,则表示着投资者获取投资代价的权利。这一权利的法律根据就是投资信用,法律形式就是股票。股票的自由转让使得



投资信用日益完善和发展。由于股份有限公司是资合公司,其公司所有权与经营权相互分离,以各个股东所持股票代表的出资份额,限定了其参与公司经营和获取收益的股东权。但是,在股份有限公司的生产经营及其资本运动的过程中,股票经常处于动态的流通中,原股东将代表着投资信用的股票转让给新股东,分取股息的权利也随之发生转移。因此,股份有限公司以股票为信用凭证,依据股票向持有者支付股息,并不考虑股东的具体身份。社会成员也正是基于股票的信用性质来认购股票,为了获取股息而向股份有限公司投资。

### 第三节 股票与相关概念的比较

股票是公司制度中的一个重要概念,其适用范围和知名度涉及经济生活的每一个领域。为了全面了解股票的内涵和特点。有必要将其与相关的概念加以区分比较。

#### 一、股票与股份、股份制

##### 1. 股票与股份的区别

股票和股份是紧密相联、又有所差别的两个概念。股份是股份公司均分其资本的基本计量单位。例如某一公司的资本为 20 万元,分为 1000 股,那么每一股份就是 200 元。对于股东而言,则表示其在公司资本中所占的投资份额。股份包含着三层意思:其一是,股份公司的一定量的资本额的代表;其二是,股东的出资份额及其股东权的体现;其三是,计算股份公司资本的最小单位,不能再继续进行分割。股份的特性在于:

- (1) 具有金额性,即可用一定的金额表示股份的大小;
- (2) 具有平等性,即每一股所显示的股东权是平等的;
- (3) 具有不可分性,几个股东可以共同持有某一股份,但不能把这一股份割裂开来而分别持有;
- (4) 具有可转让性,即股份可以自由买卖转让。

股份的表现形式是股份证书。在不同的股份有限公司类型中,股份证书的具体形式是有差别的。其中,股份有限公司用以表现公司股份的形式才是股票。股票根据股份所代表的资本额,将股东的出资份额和股东权予以记载固定,以供社会成员认购和交易转让。持有了股票就意味着占有了股份有限公司的股份,取得了股东资格,得以行使股东权。当然,通常的面额股票是一张为一股,但是,很多股票是一张代表若干个股份。甚至在日本等国,对上市公司强制实行单位股份制,即持有代表若干股的一张面额股票,为一个单位股份,才有一个股东权。可见,股票与股份是形式和内容的关系。在实际使用时应当加以区别。

##### 2. 股票与股份制的区别

股票也不同于股份制。股份制是指通过按股份筹集资本和确认投资者参与经营、分配的权利,建立股份公司,从事商品生产经营的一种经营方式。它是商品经济和生产力发展的产物,发源于 17 世纪的欧洲,在西方资本主义国家存在了近 400 年,从最初的无限责任制,逐步发展完善到现在的有限责任制,它有无限制公司、有限公司、两合公司和股份有限公司等之分,并

且以股份有限责任制作为其典型形式,在现代各国的股份有限公司中普遍采用。在中国经济体制改革过程中,股份制开始成为一种有活力的经营方式而为人们所接受。股份制可以在不同的经济制度中发挥作用,其中心内容是通过等额划分企业资本,确定其产权归属,为协调所有者与经营者的利益关系提供了灵活有效的组织形式。根据马克思在《资本论》一书中所做的分析,股份有限公司是所有权和经营权分离的企业。它通过资本的双重存在(实物资本和虚拟资本)和运动,创造了股权分散和经营权集中的新经营方式。股份制具有四种经济职能:

- (1)为所有者与经营者的职能划分和权利制约提供了组织形式;
- (2)为企业生产要素集中和转移提供了广泛途径;
- (3)为各种不同的投资主体提供了可随时选择的投资手段;
- (4)使直接劳动者同企业的利益较为紧密地联系在一起。

股份制之所以长期存在和发展的一个重要原因是股票的流通转让。由于向股份制企业的投资是不可返还的,而很多投资者又不愿资金被长期占用,解决这一矛盾的有效方法就是允许股票自由流通转让。于是,股票交易所于1762年应运而生,为投资者提供了转让和买卖股票的场所。从而,保证了投资者的资本回收,降低了投资风险,提高了投资者的投资兴趣,极大地促进了股份制的发展。所以说,股票是股份制经济的组成部分,对股份制的存在与发展具有重要作用。但是,股票不等同于股份制,股份制是一种广泛存在的经常方式,股票则是股份制的一种表现形式,是适用于股份有限公司的有价证券。股份制企业不一定都发行股票。

## 二、股票与股单、认股权证

### 1. 股票与股单的区别

股票和股单都是在股份有限公司中运用的概念,在共性上,它们的作用都是用于表现股东的出资和股东权的股份证书,同属于证权证券。但是,两者存在着根本区别。

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

(2)它们的性质不同。股票属于有价证券,除了用以证明股东地位和股东权以外,法律赋予其自由流通性,因此,它基于各种因素的影响具有价格,可以在股票交易市场上自由买卖和转让,从而为持有者带来股息、红利等收益和交易差价的赢利。而股单则是单纯的证权证券,它仅仅是为了证明股东的出资,与特定的股东具有人身依附性。其本身并不具有价格,不是有价证券。所以,不能在市场上进行流通,而只能依法定条件和手续转让出资。相应地,股东只能根据其出资,从有限责任公司获取股息、红利,却不能依据股单赚取交易差价。

(3)它们的表现形式不尽相同。股票在一般情况下,体现着金额相等的股份,从而,股东依据股票享有平等的股东权。同时,根据具体需要,股票又有普通股与优先股,记名股与不记名股,面额股和无面额股,有表决权股和无表决权股之分。与此不一样,股单作为有限责任公司股东的出资凭证,其内容可以是表现为每个股东一个股份,但每股的金额可以不相同,也可以相同。每个股东依股单所确认的出资数额享有股东权,并不是按股份取得平等权利。而且,股单必须是记名的,也不存在普通股与优先股,有表决权股与无表决权股之分。

### 2. 股票与认股权证的区别

股票和认股权证经常同时出现在股份有限公司的股票发行过程中。但是,两者是完全不同的。表现在,股票是确认股东地位和股东权的凭证,而认股权证则是购买股票的权利凭证。因为,认股权证仅仅是证明持有者享有在规定时间内,按一定的价格购买一定数目的某股份有限公司新发行股票的权利。而且,从期限上看,股票是在股份有限公司存续期间长期存在的,不存在有效期限,股东只能将股票买卖转让,而不能要求收回投资或退股。与此不同,认股权证一般是具有期限的,多数认股权证的有效期为1至2年,有些股份有限公司发行的认股权证是永久性的。所以,认股权证本身并不是股票。在证券交易中,认股权证可以与股票或债券一起发行和买卖,也可以单独出售,而且,其价格波动幅度也是很大的,对投资者也有吸引力。面对股份有限公司发行的股票,认股权证持有者可以有三种选择:

(1)在认股权证规定的价格低于市场价格时,凭认股权证,用低于市场价格购进前景看好的股份有限公司的一定数量的股票。

(2)当认股权证给定的价格高于市场价格时,持有者可以任其过期作废,而不认购新发行的股票。

(3)持有者也可以转卖认股权证从中获利。可见,认股权证是扩大股票发行,增加资本筹措的优惠手段。

## 三、股票与票据

### 1. 股票与票据均具有有价证券的基本性质

股票与票据同为有价证券的具体种类,故均具有有价证券的基本性质,即:

(1)股票和票据将权利证券化。它们所表现的财产权利与证券本身不能分离,行使权利与持有证券不能分离。

(2)在股票和票据所表现的财产权的实现和转让时,要求提示和交付证券。

(3)都是流通证券,可在商品经济活动中买卖转让。

(4)都是要式证券,它们的格式,内容以及运用、流通过程都必须遵守法律的直接规定。

### 2. 股票与票据又是根本不同的两类有价证券

为了比较,可先了解票据的法律含义。票据指的是发票人签发的,由其本人或委托他人在约定的地点、时间,按票面记载的金额向持票人支付款项的有价证券。股票与票据之间存在诸多差异。

(1)作用上不同,票据是设权证券,它们所代表的权利已本不存在,而是在商品交易的基础上随着票据的制作才产生的。制造票据不是为了证明权利,而是创设权利,权利的发生是以票据的制作和存在为条件。而股票则属于证权证券,它只是证明持有人享有的股东权和持有者行使股东权的根据。但股东权则产生于股东向股份有限公司的投资,并非产生于股票的制作。

(2)内容上不同。票据是货币证券(又称金钱证券),它代表着与交易商品价值相等的货币权利,以相应数额的金钱给付为标的,并可以代替货币来使用。比如平时经常使用的支票、本票、汇票。而股票则是资本证券,它以股东权为内容。

(3)目的不同。持有票据的目的是为了实现商业信用。票据的持有者以债权人的身份向票据的债务人请求给付票据上记载的货币金额,从而使票据成为一种支付手段。而发行和认

购股票的目的则在于实现资本信用。持有者处于股东的地位向股份有限公司行使股东权,获取相应的股息和红利。

(4)相应的证券权利的实现也不尽相同。票据中权利的实现,可通过发票人的支付行为,也可能基于第三人的付款行为。随着票据所记载的货币数额的满足,相应的债务关系消灭,票据的效力即行丧失。而股票中的股东权则必须向发行该股票的股份有限公司行使才能实现。此股东权的实现过程与股份有限公司的持续时间相一致,股息和红利的获取决定于股份有限公司的经营状况。股票不是一次性的证券。

### 四、股票与公司债券

股票和公司债券同属于有价证券的大家族中,而且,均与股份有限公司密切相联,成为资本证券的孪生兄弟。因为,股票是股份有限公司公开发行的,用以证明出资和股东权的证券,而公司债券则是股份有限公司为了筹集资金而公开发行的,承诺在特定时间内还本付息的证券。所以,它们存在共同之处,又有质的区别。

#### 1. 股票与公司债券相同之处

(1)两者都是投资手段,体现着资本信用。既可以为投资者带来收益,又能够使股份有限公司筹集到生产经营所需的资金。不仅如此,对于股份有限公司来说,股票和公司债券的总和是该公司的资本构成。从而,两者相互联系,相互影响,在各方面因素的作用下,发行量是此消彼长,形成相对应的公司资本构成比例。投资者亦可从中确定认购方向和数量。

(2)两者都属于流通证券,可以在证券市场进行买卖和转让,而且,它们的流通价格均受到银行利率变化的影响。

#### 2. 股票与公司债券不同之处

(1)股票和公司债券所体现的投资性质不同。基于认购股票而向股份有限公司的投资,构成公司的自有资金。相应地,投资者成为公司的股东,与公司之间形成股东权与公司生产经营权的关系。公司的经营状况与股东的利益息息相关,从而,股东有权从公司经营中获取收益,而且,有权参与公司的经营决策。而购买公司债券所投入的资金是股份有限公司所需的追加资金,列入公司的负债。因此,投资者成为股份有限公司的债权人,与公司之间产生的是借贷性质的债权债务关系。公司债券持有人可以向公司行使债权,要求收取利息,但无权参与公司的经营决策。公司的经营好坏与其没有直接的利益关系。可见,股票和公司债券各自包含的权利内容就不尽相同。前者是一种综合性的股东权。后者则是债权,其内容包括到期收取利息和本金的权利,在债务人破产时优先分取财产的权利,在证券市场转让债券的权利等。

(2)股票和公司债券的收益与风险不同。持有股票的股东依法获取的收益是股息和红利。由于它是从公司利润中支出,故其数额事先不予确定,完全依赖于股份有限公司的经营情况,经营好的,则可获取大大高于公司债券的收益,而经营不好的,则可低于公司债券的收益,甚至分文不取。与持有股票不同,持有公司债券的债权人依法获取的收益是利息,其数额事先固定,从而,这一收益不受公司经营状况的影响。不论公司经营盈利多少,公司债券的持有者都定期收取固定的利息。

(3)购买股票和公司债券的风险程度大小不一。由于股票是没有期限的永久性投资,股东不能要求退股,也不能获取固定的股息和红利。从而,股东承担的投资风险是很大的。而公司

债券则是一种风险很小的保守性投资。原因是：①认购公司债券是有期限的借贷关系，公司债券持有人到期可收取固定的利息，又可收回本金。②在收益分配上，公司债券持有人的地位优先于公司股东，特别是在公司经营亏损或破产时，要先偿还公司债权人的本息，然后，才能在股东之间分配盈余或剩余财产。③股票和公司债券的流通性有所区别。由于股票是永久性投资，股东不能退股，而只能通过股票交易市场中买卖转让股票，才能收回投资。加之，股票投资的风险性很大，使得股票的流通性非常普遍。相应地，股票的交易价格也就受供求关系的影响而有较大幅度的变化，则股东在转让股票时收回的金额与股票市场的波动直接相关，相比之下，公司债券作为有期限的债权凭证，可以定期收取本金，投资风险较小，流通范围和流通频率小于股票，交易价格的变动较为平稳。为了维护股份有限公司的资本信用，确保偿债能力，法律对于股份有限公司发行公事债券有所限制。比如规定，公司发行公司债券的总额，不得超过该公司现有资产与现有负债相抵后的余额。如果股份有限公司对以前发行的公司债券有迟延履行本息等违约行为的，不准再发行新的公司债券等。

### 五、股票与储蓄存款

股票和储蓄存款在形式上相似，表现为货币的所有人将一定的货币交付给股份有限公司或银行，相应地有权获取收益。但实质上是根本不同的。

(1)股票和储蓄存款虽然都是建立在信用的基础上，但其性质不同。前者是以资本信用为基础，体现着股份有限公司与股东之间围绕着投资而形成的权利义务关系。后者则是一种银行信用，它所建立的是银行与储蓄者之间的借贷性债权债务关系。

(2)股票持有人和储蓄存款人都享有一定的权利，承担相应的责任，但是，其法律地位和权利内容是不同的。股票持有人处于股东的地位，有权参与股份有限公司的生产经营决策，对股份有限公司的经营承担着很大的风险责任。而储蓄存款人则仅仅是银行的债权人，其债权的内容限于定期收回本金和获取利息，但不得参与债务人银行的经营管理，对其经营状况不负责任，故风险性很小。

(3)股票和储蓄存款都可以使货币增值，但其增值作用是不同的。前者是向股份有限公司的直接投资，从而，根据股份有限公司的经营状况和盈利水平而直接获取所追求的增值部分——股息和红利。这一收益可以是很高，也可能很小或没有。而后者储蓄存款则仅是通过实现货币的储蓄职能来取得增值——存款利息。这一增值部分是固定的，不会受银行经营的影响而波动。同时，由于储蓄在某种意义上是一种间接投资，银行用存款形式集聚社会闲散资金，然后向社会进行融资，投入生产流通领域。所以，银行要从所得收益中扣除了各种费用之后，才将剩余部分作为存款利息支付给储蓄存款人，故储蓄存款利息一般低于股票的股息、红利。

(4)股票和储蓄存款的存续时间和转让条件不同。股票是无期限的，股东不能要求退股而收回股本，但可以进行买卖转让。而储蓄存款一般是有固定期限的，储蓄存款人到期收回本金和利息，但是，一般不能转让储蓄存款。

## 第四节 股票的历史发展

股票是社会商品经济和生产力发展的产物,但是,股票不是一个孤立存在的事物,它的产生和发展与股份有限公司紧密相联,而股份有限公司则是伴随着社会经济生活而产生和发展的。所以说,股票的历史沿革也就是股份有限公司的产生发展过程。

### 一、股票的早期发展史

股票作为一种有价证券,以入股资本证券化和流通性作为基本特征,所以,它的产生要求具备相应的社会条件。

股份制度是一个历史范畴,它的萌芽形态可追溯到几千年之前的,奴隶制商品经济发达的古希腊、古罗马社会,当时已有与股份公司类似的组织形式。当然,这不是现代意义的股份有限公司,而且,仅是一种个别的社会现象,数量不多,只存在于宗教和军事组织中,作用不大,因而也就不存在产生股票的条件,漫长的中世纪,是以自然经济为主的社会,商品经济难以发展。到了 15、16 世纪,在商业较为发达的地中海和大西洋沿岸,才出现了以股份合资的经营方式,组成不稳定的贸易团体,这些经济组织的资本分成若干股,每个参加者投资一部分,投资者享有投资的所有权,投资股本可以收回,股份不能转让。这同样不能满足股票产生的要求,故股票尚不存在。

现代意义的股份有限公司是随着资本主义商品经济的形成和发展而在 17 世纪诞生并成长起来的。由于美洲大陆的发现以及通向印度等东方国家的新航线的开辟,海外贸易和殖民地掠夺成为资本原始积累的重要手段。为此要具备两个条件,一是要有较大数额的资金,才能组织远航贸易;二是要承担很大的风险。这都不是某个投资者所能经营的。所以,出现了以股份集资的方法,组建稳定的永久性的经济组织,即股份公司。英国、荷兰等欧洲国家的政府用法律手段及各种特许权和免税优惠政策来保护这种股份制经济组织,为股票的产生创造了法律条件和社会环境。英国第一个真正以股份制建立的股份公司是 1581 年成立的“利凡特公司”(又称“土耳其公司”),该公司由 218 个成员和 24 个受托人组成,采取的是公开招买股票的方式,购买了其股票的就获得公司成员资格。这个公司开始时是每次航行回来,返还股东的投资和分取利润,后来又改为把资本留在公司内长期运用。从而产生了“普通股份制度”,相应地形成了普通股股票。1660 年以桑德兰伯爵为首的一批冒险商人按股集资,经伊丽莎白一世特许成立的东印度公司是最早的实行有限责任制的股份有限公司。因其在贸易航行中获取的利润丰厚,得到迅速发展。到了 1617 年,该公司的入股者达到 954 人,股金为 162 万英镑,其股东包括从事东印度贸易的商人和一般市民。由于公司允许股东转让股份,从而,进一步突出了股票的证权证券和流通证券的作用,股票的运用方法也日趋简便完备。在 1660 年之前,公司股东若要转让其所持股票,必须要在本公司内找到相应的人员来承受,或设法依公司章程规定,将本公司以外的承购者变为本公司的成员。但从 1661 年开始,股票可以任意转让,购买了公司股票的人就具有了该公司股东的资格,享有了股东权。而且根据规定,持有代表 1000 英

镑以上股份的股票股东才有股东权。1832年,有股东权的股东约为2000人。这就为股票交易活动和股票交易市场的形成奠定了基础。

发展到1680年,在英国各地,此类公司已达49家,这就要求用法律形式确认其独立的、固定的组织形式。为此,在17世纪上半叶,英国詹姆士一世统治时期,确认了公司作为独立法人的观点。从而,使股份有限公司成为稳定的组织形式,股金成为长期投资。股东凭借公司制作的股票享有股东权,领取股息。与此相适应,证券交易也在欧洲的原始资本积累过程中出现。16世纪初,为了促进包括股票流通在内的筹集资本活动的顺利开展,在里昂、安特卫普等地,出现了证券交易场所。1608年,荷兰建立了世界是最早的一个证券交易所,即阿姆斯特丹证券交易所。

公司股票出现在证券交易所活动中,标志着股票具有了公开交易性质。经营效果好的公司股票价格看涨,股票买卖逐渐增多。但是,这一时期的证券交易所的主要经营对象是公债,股票交易的数量还较少,原因在于当时的股份有限公司为数尚少。

## 二、股票的近代发展史

从17世纪末开始,直到19世纪中叶,英国、法国先后爆发了资产阶级革命,大机器工业生产代替手工生产的产业革命迅猛崛起,导致商品经济的极大发展。从而,股份有限公司适应着资本主义大工业的要求迅速发展起来,股票也相应地得到发展。首先,出于资本主义生产对于扩大资金来源和进行远距离运输来扩大市场的需要,银行、运输业急需大量的筹集资金,为此,发行股票筹集资金,建立股份有限公司成为普遍的方式。1894年成立的第一家资本主义国家银行——英格兰银行和美国在1790年成立的第一家银行——合众美国银行都是以发行股票为基础成立的股份有限公司。前者拥有120万英镑的股份资本金,后者则发行了25000股股票,每400元为一股,其五分之四的股票持有者是私人股东。1826年英国颁布条例,决定给股份银行一般法律许可后,股份有限公司在银行业迅速发展,其数量大大超过了合伙银行。到19世纪末,非股份银行已不复存在。同样,英国在18世纪70年代到19世纪20年代修建的长达2200英里的运河系统,从19世纪初开始兴建的铁路,美国到1840年已建成的约3000公里的运河,从1828年开始兴建的铁路等,这些大型运输工程所需的资金主要是靠股份有限公司发行的股票筹措的。正如马克思在《资本论》中写到的“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”。这时,股票的重要作用是不可忽视的。

到了19世纪60年代以后,股份有限公司开始在工业系统确立统治地位。原因在于,资本主义大工业生产要求扩大企业规模,改进生产技术,提高资本的有机构成,使得独资或合伙创办企业难以完成。所以,资本主义国家政府采取了各种优惠措施,鼓励私人集资兴建企业。为此,把股票和政府债券的交易逐步集中到证券交易所,于是,股票的自由转让,特别是利用股票价格的投机发财机会,刺激了人们向工业企业进行股票投资的兴趣。股份有限公司从轻工业到重工业都发展很快,成为主要的企业组织形式,而且,通过股票筹措的资本额越来越大。比如1799年杜邦创立的杜邦火药公司就是用每股2000元的股票筹措了15股资本创办的。而1902年成立的美国钢铁公司则用股票筹措了达14亿美元的股金资本,成为第一个10亿美元以上的股份有限公司。

随着股份有限公司的发展和股票发行数量的日益增多,证券交易所也在日益发展。1773年,股票商在伦敦的新乔纳咖啡馆正式成立了英国第一家证券交易所(现伦敦证券交易所的前身),并在1802年获得英国政府的正式批准承认。它最初经营政府债券,以后是公司债券和矿山、运河股票。到19世纪中叶,一些非正式的地方性证券市场也在英国兴起,铁路股票盛行。美国的证券市场从费城、纽约,到芝加哥、波士顿等大城市开始出现,逐步形成全国范围的证券交易局面。这些证券市场开始经营政府债券,继而是各种公司股票。1790年美国的第一个证券交易所——费城证券交易所诞生,1817年纽约的24名经纪人在华尔街11号共同组织了“纽约证券交易会”,这就是后来闻名于世的“纽约证券交易所”(1865年改称现名)。当时,该交易所经营的全部是金融股票,其中,银行股票10种,保险公司股票13种。由于美国工业革命的影响,美国的证券市场产生了新的变化,铁路股票、运输股票、矿山股票成为热门股票。股票交易在全社会流行,证券交易所多达100多家。随着股票交易的发展,反映股票行情变化的股票价格指数开始产生。

然而,股票和股份有限公司的发展也不是一帆风顺的,曾经出现过挫折。股份有限公司是以股票为媒介,将其与股东之间的权利义务关系衔接起来的。所有权与经营权相分离,使得投资者(股东)不直接参与公司的经营管理,这就意味着是对已有的无限公司所实行的股东财产与公司财产不分离的“个人本位”原则的否定。从而,在一定时期内,股份有限公司和股票也受到人们的责难。特别是18世纪初在英国和美国出现的股票风潮,使许多小股票持有者破产,导致人们对股票和股份有限公司的不信任,影响了股票和股份有限公司的正常发展。著名的“泡沫法案”就是其最典型的表现。

1711年,英国成立了南海公司,在南海经营奴隶贸易和捕鲸业务。因其保证股东获取6%的股息,使得公司股票销量很大,而英王乔治一世担任董事长一举,更使该公司信誉大增。不久,该公司向股东们支付了100%的股息,形成了一派繁荣景象,从而吸引着众多的投资者,产生了股票投机热潮。随着1720年南海公司承诺接收全部国债,该公司的股票行市在几个月内上涨了大约10倍,8月份高达1000%,就像一个吹得很大的泡沫,人称“南海泡沫”。然而,好景不长,继之而来的是股票行市暴跌,当年12月份就下跌至124%。结果是成千上万的股票持有者破产,甚至倾家荡产。为此,英国议会通过了著名的“泡沫法案”。该法案对于股份有限公司的设立予以很多限制,用以防止再出现可以自由转让股票的经济组织。“泡沫法案”对于股份有限公司和股票的发展产生了一定的消极影响。直到100年后的1825年该法案被撤销,股份有限公司和股票制度才进入了黄金时代。

### 三、股票在19世纪以后的高速发展

自19世纪下半叶开始,各发达的资本主义国家基本上完成了工业化进程,资本主义社会已高度商品化,并逐步走向垄断。股份有限公司制度也已日趋完善、成熟。股份制在工业中成为占统治地位的企业管理形式,股票也成为基本的集资方法。这一时期的股票制度进入了黄金时代。资本家们普遍运用股票筹集资本,兴建新企业或扩建老企业,甚至组织托拉斯和控股公司等垄断组织,实现了生产资本和生产活动的高度集中。

其中,美国的股票制度走在了前列。1879年,美国出现了第一个托拉斯——美孚石油公司。1889年,美国新泽西州将控股公司列为公司组织之一。此后,洛克菲勒、摩根、福特等有



名的大财团相继形成。至 1974 年,美国的股份有限公司已达 196.6 万个,约占全美企业总数的 80%。股份有限公司的大量出现,意味着公司股票的发行业日益增多,股票发行覆盖面十分广泛。1952 年,美国的股东人数仅为 649 万人,占总人口的 4%,而到 1986 年,股票持有者已高达 4700 万,约占人口总数的 23%。

股票的广泛发行,为美国的股份有限公司的发展创造了条件。一方面,股份有限公司的资本总额增加,具有更强的经济实力。目前,美国发行亿股以上股票的公司有近百家公司。例如美国电话电报公司的股票发行量是 10.69 亿股,埃克森石油公司发行了 9.046 亿股股票,国际商用机器公司为 6.146 亿股。股票的发行量大,可以使股票面值降低,吸引多社会成员的广泛投资。另一方面,股份有限公司的股东人数众多。在美国,超过百万名股东的股份有限公司有 9 家,最多的是,美国电话电报公司,有近 300 万股东,通用汽车公司有 199 万股东。随着股票的高速发展,美国股份有限公司的股票发行方式也有所变化。比如,为了增强股份有限公司的向心力和雇员的责任心,股份有限公司鼓励公司雇员购买本公司的股票。到 1985 年,持有本公司股票的雇员达 1000 万人。同时,股份有限公司和股票也是其他资本主义国家,如英、德、法等国过渡到资本主义垄断阶段的重要杠杆。

股票在近、现代的高速发展,要求法制制度不断完备。各个西方国家通过制定公司法、证券法、破产法等来维护股份有限公司的股票的发展,以保护股东的权益。美国根据 1929 年经济危机的经验,于 1933 年颁布了《证券法》,主要规定了股票发行制度。1934 年又颁布了《证券交易法》,用于解决股票交易问题,并依该法成立了证券委员会作为股票市场的主管机关。1970 年,为了保护投资者的利益,减少投资风险,颁布了《证券投资者保护法》。另外,在各国的股票交易市场上形成了反映股票行情变化的股票价格指数。比如,美国的道·琼斯公司编制的道·琼斯股票价格平均指数,是美国目前最有代表性的大工业垄断公司股票的价格指数。有关证券(股票)法律的公布和股票价格指数的产生,促进了股份有限公司和股票制度的发展。

## 四、现代股票制度的特点和发展趋势

从股票制度的发展历史,可以看到现代股票制度的新特点,并且,能够分析和预测其发展趋势。

### 1. 股票交易多样化

随着股份有限公司股票发行数量的增加和发行范围的扩大,其交易形式日趋多样化。这主要表现在:

(1)股票作为交易对象已成为一种证券商品。为了迎合投资者的认购兴趣,新的股票种类不断出现。

(2)股票交易方式不断增加。除了普通交易方式,还出现了期权交易,期货交易、股票指数期货交易等新的业务形式。

(3)股票发行日益大众化。股份有限公司为了吸引更多的社会投资,在增加股票发行数量的同时,也在降低股票面值。从而,使不太富有的劳动阶层也有能力认购股票。

(4)股票投资者多样化,即认购股票的,不仅是个人,而且,法人投资股票的日益增多。

### 2. 股票投资者法人化

自第二次世界大战以后,股票投资者有所变化,不仅社会公众个人认购股票,法人进行股

票投资的比重日益上升。而且,认购股票的法人,从过去主要是金融机构,扩大到各个行业,很多企业都设立了证券部或投资部,专门从事股票投资活动。据估计,法人投资在世界各国的股票市场上占一半左右。股票投资法人化的主要原因在于,投资股票的企业可以有效地利用剩余资金,分散经营风险,获取更高的收益。

### 3. 股票投资国际化

科学技术的发展推动了社会生产的国际化,也引导着资本投资国际化。其特征就是通过购买外国公司的股票进行国际投资,建立股份制跨国公司。据联合国跨国公司中心的统计,1977年主要资本主义国家有跨国公司1万多家,其中,美、英、德(原联邦德国)最多,合计约6000家。可见,股票投资国际化已成为股票制度发展的主要趋势之一。表现在:

(1)各主要的股票交易所都成为国际性股票交易场所。它们不仅在本国大量上市外国的股票,而且,在国外设立分支机构,从事国际性的股票委托交易。

(2)发行股票的股份有限公司为了广泛吸引投资者,越来越多地到国外股票市场发行股票。根据有关资料,1975年美国220家销售额在10亿美元以上的大公司中,有80家是在国外的证券交易所挂牌出售股票的。

(3)进行股票投资的个人或法人,不仅在国内股票市场上认购外国公司的上市股票,而且,委托本国证券公司在外国股票市场认购上市的外国公司股票。

### 4. 股票市场自由化

从第二次世界大战后到70年代前,各国政府为了保护 and 扶植股票市场,采取了限制性措施。主要限制内容有两点:一是实行银行和证券业务分离制,禁止银行经营包括股票在内的证券业务,以避免效力雄厚的银行控制证券市场;二是实行委托买卖股票手续费最低限额制,目的是防止股票市场上的过度竞争。但是,进入70年代以后,股票市场迅速发展,经营证券业务的证券公司实力不断增强,具有了相应的竞争能力。这就使得上述限制性措施不仅失去了保护的意义,而且阻碍了股票交易的发展。所以,各国股票市场逐步走向自由化。比如,美国取消了委托手续费最低限额制度,日本允许银行经营部分证券业务等。

### 5. 股票投资相互扩散化

社会化大生产和科学技术的发展,促进了银行业与工商业、国内股票市场与国际股票市场相互结合,导致了股份有限公司的股份和投资相互扩散和渗透。比如,由于美国银行法禁止商业银行投资工商企业,故而商业银行的信托部就利用信托资金购买股份有限公司的股票,控制公司股权。根据美国国会1967年的调查,美国49家最大的银行持有5270家公司的5%以上的股票,并向6591家公司派出8019名人员兼任董事。同样,其它行业的股份有限公司也向银行业扩散,如美国洛克菲勒财团的主要金融机构——大通曼哈顿银行的股东中,持有5%以上股票的大公司有63家,该银行与其他各行业的78家大公司互有兼任董事的关系。这表明,持有股票已成为大股份有限公司对于小股份有限公司,银行资本和工商业资本之间,参与经营、行使控股权的重要手段。

### 6. 股票市场计算机化

现代科学技术的迅速发展,为股票市场的发展提供了技术条件。电子计算机从50年代下半期应用于股票市场,并不断发展完善。现在世界上的主要股票市场已基本实现了计算机化。股票市场的计算机化经历了四个阶段。

(1)证券公司内部用于处理日常业务,储存股票投资信息,预测证券交易供求的单机使用

阶段；

(2) 证券公司与其分支机构之间为处理买卖业务和财务管理而联机阶段；

(3) 股票交易行业内部,为了及时掌握和交流股票交易行情变化信息,提高股票交易效率而进行联机阶段；

(4) 是股票市场为了传递股票交易信息和处理股票交易事务而与社会各界的联机阶段。从而,形成了股票交易的营业网络。

## 第五节 股票制度的作用

通过股票产生和发展的历史进程,我们可以看到,商品经济和社会化大生产孕育了股份有限公司,而股票则是股份有限公司制度形成和完善的必要条件。不论是马克思主义经典作家,还是西方学者都曾对股份有限公司促进资本主义经济的发展这一事实予以高度评价,当然,这里面也包括了股票的积极作用和影响。应当指出,股票并非独立的社会现象,不是一种独立的经济形态。它本身没有固定的社会属性,所以,可以适用于不同的社会制度,当然也就可以在社会主义条件下成为发展社会主义商品经济和社会生产力的有效手段,这是因为,股票具有如下的作用。

### 一、股票是筹集资金的有效方法

股份有限公司的产生是资本主义扩大再生产和资本集中的需要。资本主义生产的两大特点是社会大生产和资本的私人占有。随着资本主义经济的发展,这两大特点之间的矛盾逐渐尖锐。一方面是企业规模扩大需要大量的生产资本,另一方面是货币资本私人占有下有闲置。股份有限公司正是缓解这一矛盾的有效方法。资本家“通过建立股份公司这一比较平滑的办法把许许多多已经形成或正在形成的资本溶合起来”(《马克思和恩格斯全集》第23卷,第343页),从而,集中成为一个股份有限公司,实行统一的经营管理。实现这一过程的有效途径,就是发行股票。

股份有限公司发行股票筹措资金的特点是速度快、数量大、风险有限。这对于社会公众来讲,可以进行有效的股票投资获取经济收益,尤其是小面额股票的发行,可以广泛地吸引社会各阶层成员将暂时闲置的货币资金投向公司,在短时间内把社会上分散的资金集中成为巨大的生产资本,组成一个“社会企业”——股份有限公司。正是基于这个特点,西方国家的工业、农业、运输业、金融保险业等行业的大企业,多数采用股份有限公司的组织形式进行经营。

同样,在我国社会主义商品经济中,股票也是应当充分运用的集资方法。我国的各种事业和经济建设的发展都需要大量资金,这仅靠国家投资拨款和银行贷款兴办是有很局限性的。所以通过发行股票,兴办股份有限公司就是在国家财政和银行信贷以外开辟的另一条融通集聚资金的重要途径。由于认购股票是一种长期投资,其所得收益一般高于银行存款利息。而且,股票的流通性引导着投资者向着高效率、高利润的部门、行业和企业流动,从而获取更高的收益。所以,能够调动企事业单位利用其自有基金、闲置资金、经费结余进行股票投资

的积极性,吸引个人从储蓄意识、消费意识转向投资意识,进行股票投资。从而,既可以扩大经济建设的资金来源,增加企业资金,减轻国家投资负担;又可以缓解企业资金短缺的矛盾,提高社会资金利用率,降低企业的贷款比例,增加经济效益。此外,用股票筹资,可以协调生产基金与消费基金的比例,抑制不必要的超前消费倾向,稳定市场,促进社会经济的发展。

### 二、股票是提高和完善企业经营管理水平的有效手段

股份有限公司之所以在资本主义经济中取代了以血缘关系为基础的独资企业和合伙企业,就在于它的组织结构和管理体制是实行企业所有权与管理权相互分离的模式。马克思对此表述说,在股份有限公司内,“职能已经完全同生产资料的所有权相分离,因而劳动也已经完全同生产资料的所有权和剩余劳动的所有权相分离”,资本的所有权归于“单纯的所有者,即单纯的货币资本家”,资本的使用权归于“单纯的管理,即别人的资本的管理人”(《资本论》第493~494页),从而,公司的所有权分散到成千上万的股东之中,而经营管理权却实际集中于总经理之手。股份有限公司相应成为一个独立的法律实体,具有连续性和稳定性。它不因股票转让、股东改变而解散。所以,股票是实现这种“两权分离”的有效手段。

我们知道,大多数股东的股票投资,是以获取股息、红利为目的,并不是为了直接参加公司经营管理,这样,公司的经营管理权实质上已经离开了股东而转移到股份有限公司的管理者手中。虽然,股东在法律上可以通过股东大会行使股东权。但是,在现代的股份有限公司中,股东大会越来越让位于董事会而成为象征性的权力机构,董事会实际上作为决策机构而行使经营管理权。即使是持有其他公司股票的控制公司为了实现控股权,也多是向其他公司派任董事来奏效。所以,管理人控制公司形成了一种趋势。由此可见,股票是实行“两权分离”的现代公司管理体系的契机。股票的发行和认购为“两权分离”创造了条件,而股票的流通买卖则使股份有限公司的“两权分离”式管理日益完善。

在我国,发行股票,兴办股份有限公司同样是提高企业经营管理水平的有效手段。它表现在以下几个方面:

(1)在我国各地区、各部门及各个企业发展不平衡的情况下,股票的流通性赋予了国家、集体和个人进行投资的选择性,从而,可以引起生产资金、技术设备和生产要素在社会再生产过程中,向经济效益好的地区、部门或企业流动,促进社会生产各部门的均衡发展,形成产业结构合理化。这就会对企业形成一种压力,促使企业努力提高和完善其经营管理水平,增强企业活力。

(2)股票作为股东权的证权证券,将企业经营与投资者的经济利益紧密联结起来,特别是吸收本企业职工的投资入股,使劳动者与生产资料相互结合,提高了投资者(劳动者)对企业管理的责任感,主动关心和参与公司的经营管理。

(3)借助股票可以建立一种良好的企业经营机制。因为,一方面,投资者依据股票代表的股东权,参加股东大会,决策企业的重大事宜;另一方面,董事会执行股东大会的决议,实行专业化的科学的公司管理活动,从而,真正实现企业的独立商品生产者和经营者的地位,自主经营,自负盈亏。企业除了依法接受国家的管理和监督,履行应尽义务外,不再受行政机关在法律以外的干预,这有利于政企分开,促进政府机构管理职能的转换。

### 三、股票是分配和组合社会资金的信用工具

股份有限公司和股票是与信用制度相互促进,共同发展的,即“信用制度是资本主义的私人企业逐渐转化为资本主义的股份公司的基础”(《马克思和恩格斯全集》第25卷,第498页)。信用制度之所以能够促进股份有限公司和股票的发展,在于信用制度可以把大量的货币资金集中在金融市场上,为股票的发行和交易提供前提条件。正是基于此,货币资本持有者将其货币投入到股份有限公司,让渡给职能资本家使用管理,从职能资本家的经营利润中分取股息和红利。这样,通过股票的发行和交易,在资本运动过程中形成了追求股息、红利的独特资本——生息资本,相应地产生了新的信用形态——资本信用。资本信用实际是资本集中和转移的过程。通过这一信用形态,职能资本取得了从事社会化大生产所需的资金,投资者则依据股票成为股息、红利的取得者,而股票作为信用工具,存在于该资本运动过程的始终。可见,股票的发行和交易离不开信用制度,同时,股票制度又促进了信用的发展。

由于信用不是某个社会特有的经济范畴,而是从属于商品经济的一种经济关系,所以,在社会主义条件下,信用仍可以在社会主义经济中发挥作用。社会主义信用促进着社会主义经济的发展,包括着股票运动和股份有限公司的发展。股票作为一种信用凭证,体现的是投资信用,它依法确立了投资者(股东)与股份有限公司之间的投资收益关系。只有这样,才能吸引公民个人、企事业单位认购股票,将闲置资金投入股份有限公司,实现资金的横向融通,提高资金的利用率。所以,股票基于其信用性质,在我国社会主义经济中,是动员和分配社会资金的重要工具,应当予以重视和充分利用。

### 四、股票是吸引和利用外资的重要途径

#### 1. 股票是筹集外国投资的重要手段

随着投资国际化的发展,利用股份有限公司发行的股票来引进外资已成为各国普遍采用的形式。具体包括,收买外国公司的股权或在国际股票市场上认购外国公司的股票。比如日本在1976年利用股票吸收的外资达479952万美元,占全部外资的42.5%。

我国目前还未形成完整的股票市场,股份有限公司还不是主要的企业组织形式。引进外资的主要途径是直接引进外国技术设备,建立“三资”企业,或是从国外借入资金(包括各类贷款)。这些引进外资的方式有优点,也有不足。所以,为了扩大利用外资的范围,我们还应当充分地运用股票集资手段。这是因为,股票的特殊性质对于外国投资者有特殊的吸引力。其一是,认购股票,外国投资者仅承担有限的风险责任;其二是,根据股票流通性,外国投资者可以及时地转移投资方向,这显然优于“三资”企业投资的定向性;其三是,利用股票发行过程中的财务公开制度,外国投资者可以进行投资选择。所以,发行股票能够调动外国投资者的兴趣,达到利用外资的目的。股票筹集外国投资,可以节省我国的建设投资,改进和完善我国的投资体制。

#### 2. 股票在资本主义条件下,具有不可克服的消极因素

(1)股票加剧了资本主义经济中的欺诈和投机行为。因为,股票的发行和交易可以产生一系列的投机和欺诈活动。股份有限公司的资本家可以通过股票价格总额和实际资本之间的差

额,在发行股票时赚取创业利润,也可以利用资本掺水等手段掠夺普通股股东。在股票交易市场上,股票投机者可利用股票价格与股票面值的不等性、股息收入的不确定性和股票市价的多变性进行投机性交易活动,获取投机利益,从而使广大中小投资者蒙受经济损失。

(2)股票成为大股东操纵股份有限公司,控制和掠夺小股东的工具。因为,股份有限公司的经营管理权,实际为大股东所垄断。他们利用所掌握的股票控制额,通过参与制,控制和支配着比自有资本大许多倍的他人资本——股份有限公司资本,进行公司的经营活动,从中谋求超额利润。而众多的小股东仅在名义上享有表决权,实际上难于真正行使。

### 3. 社会主义可以限制和克服股票的消极作用

社会主义不仅可以充分利用股票的积极作用,促进我国的社会主义经济建设,而且,也可以限制和克服股票在资本主义制度下的消极作用。究其原因:

(1)我国的股票发行和交易、股份有限公司的经营都是建立在社会主义公有制基础上的。大中型企业的主要投资者是国家,而且,企业所需要的生产流动资金主要依靠银行信贷来解决,股份有限公司只是在一定范围和一定数额内利用股票,吸收社会闲散资金。

(2)股票发行是在国家计划指导下进行的,接受国家的法律监督。由于我国是社会主义有计划的商品经济,利用股票筹措企业资金是有计划进行的,必须服从社会主义经济建设所要求的股票投资与国家财政投资、银行信贷投资之间的比例关系,不能像资本主义股票市场那样放任自由化。而且,我国法律保护股票投资者为了投资保值依法从事的股票交易活动。但是,禁止在股票市场上进行买空卖空的投机行为,不允许利用股票进行诈骗活动。

(3)我国的股份有限公司是社会主义企业,不允许少数股东控制和操纵公司来获取私利。而且,股份有限公司发行股票的目的是解决企业资金不足,调整生产基金和消费基金的比例结构。大部分认购股票的股东都是劳动者或企事业单位,股息收入不是主要的经济来源,所以,不会形成资本主义条件下的食利者阶层。

## 第二章 股票种类

在股票市场上,发行股票的股份有限公司,根据投资者的投资心理和各种需要,发行各种不同的股票,所以,股票的种类很多,名称各异,它们各自所代表的股东地位和股东权利内容不同。按照不同的标准,股票可划分为如下基本类别:

(1)按股票所代表的股东权利划分,股票可分为普通股股票和特别股股票。而特别股股票中则包括优先股股票、后配股股票、保证股股票、换价股股票、表决权股股票,无表决权股股票和否决权股股票等若干种类。

(2)按股票有无票面价值划分,股票可分为有面值股股票和无面值股股票。

(3)按股票记名与否划分,股票可分为记名股票和不记名股票。

上述各种基本的股票类别中还有进一步的划分。此外,还有一些特殊类型的股票。

### 第一节 普通股股票

#### 一、普通股股票的法律性质

普通股股票是指代表着股东享有的平等权利,不加以特别限制,并随着股份有限公司利润的大小而分取相应股息的股票。普通股股票具有以下特点:

(1)此类股票是最普通最重要的股票种类。设立股份有限公司时最初发行的股票一般都是普通股股票,从而,此类股票的发行量最大。通过发行普通股股票所筹集的资金是股份有限公司股本的基础。普通股股票的发行状况与股份有限公司的设立和发展紧密相关。

(2)普通股股票是股份有限公司发行的标准股票,其有效期限是与股份有限公司相始终的,所以,此类股票的持有者是股份有限公司的基本股东。他们平等地享有股东权利。当然,这是一般性的权利,突出的特点在于有权参与公司的经营决策,法律和公司章程不加以特别限制,也不赋予这些股东以特别权利。

(3)普通股股票是风险最大的股票,持有此类股票的股东有权获取股息,但是,这种股息收益在股票发行之时是不确定的。而是要根据股份有限公司的经营状况和盈利多少来确定,并且,必须是在偿付了公司的债务和债息及优先股股东的股息之后才能分得。因此,普通股股东

的收益有很大波动性,公司经营好,则可获利大;反之,有可能无利可获。可以说是“一荣俱荣,一损俱损”。

## 二、普通股股东享有的权利

持有普通股股票的股东,对于股份有限公司处于平等的法律地位,在股份有限公司存续期间,都毫无例外地享有下述股东权利,法律不给予任何特别限制。

### 1. 对股份有限公司的经营参与权

普通股股东的这一权利主要通过参加股东大会来行使。他们有权出席股东大会,听取公司董事会的业务和财务报告,在股东大会上行使表决权和选举权,从而,对公司的经营管理发表意见,选举公司的董事会或监事会。如果认为公司的账目不清时,有权查阅公司的有关账册(有的公司章程规定必须持有一定比例的普通股股份的,才享有此权利)。如果发现董事违法失职或违反公司章程,损害公司利益的,有权诉诸于法院。

一般来讲,股东大会每一年或每半年召开一次,普通股股东都有权参加,在法律上,普通股股东对公司的经营参与权是平等的,每持有一股便有一个表决权,各个股东购买的股票份数不同,则权利大小也不同,持有股票份额多的股东享有的表决权就多。普通股股东可直接出席股东大会来行使此权利,也可以委托代理人出席股东大会代为行使表决权。但是在实践中,由于股东人数太多,不可能都直接参与公司的经营决策,所以,对于现代股份有限公司的控制已不需要持有绝对多数股票。少数持股大户只要根据公司章程规定的表决制度达到选举董事所需的一定比例的股票份额,就可确定其所要求的董事,通过这些董事及其选定管理人的经营管理行为来控制股份有限公司。

普通股股东在股东大会上行使表决权,可以采取多数投票制,也可以是累积投票制。在前者情况下,持有少数股票的普通股股东的表决权无实际意义,而在采用累积投票制时,股东的表决权是按其拥有的股票份数乘以待选董事人数来计算的。比如某股东拥有 100 股股票,而要选出 12 名董事,则该股东的表决权累积为 1200 票,从而,他可将累积的表决权用于选举一个董事。这就使少数股票持有者可选出其所需的董事。在资本主义条件下,少数持股大户正是利用股份有限公司的这种经营参与权分配制,通过行使参与权来控制股份有限公司的经营。比如,洛克菲勒财团仅拥有大通银行的 5% 的股票份额,就实际控制了该银行。

### 2. 公司盈余和剩余资产分配权

这一权利是普通股股东的经济利益的直接体现。普通股股东在经董事会决定之后,有权要求从公司经营的净利润中分取股息和红利,并且,在股份有限公司解散清算时,有权要求分配公司的剩余资产。但是,这一权利的行使是有先决条件的,即要求分配的公司盈余必须是公司的净利润。根据各国公司法的规定,股份有限公司的利润,必须首先支付公司雇员的工资、借贷款项、税款、公司债券持有者的债息、法定公积金,而且,向优先股股东支付股息之后的剩余部分才为净利润,分配给普通股股东。所以,普通股股东能否分到股息和红利及分取多少决定于公司净利润的多少。即便是股份有限公司的净利润也不是全部分给普通股股东,一般要保留一部分盈余用于增加公司资本的投入量,或者维持未来股息分配的稳定。同样,普通股股东要求分取公司资产的权利必须是在股份有限公司解散清算之时,而且,只能是满足了公司债权人和优先股股东的请求权之后的剩余资产。该剩余资产按照股份数额比例,分配给普通股



股东。

### 3. 优先认股权

这是指股份有限公司为增加公司资本而决定增加发行新的普通股股票时,现有的普通股股东有权优先认购,以便保持其在股份有限公司中的股份权益比例。股份有限公司增发新的普通股股票可有两种方式:一是有偿增发。在这种情况下,股东有以股票面额或低于股票面额的价格优先认购新发的普通股股票。二是无偿增发。在这种情况下,股东可优先无偿得到增发的普通股股票。无论何种方式,股份有限公司都是按普通股股东现在持有的公司总股份中的比例分配优先认购的股票份额。比如某股份有限公司最初发行 100 万股普通股股票,某股东持有 100 股,占公司总股份的万分之一。如果该公司增发 10 万股普通股股票,则该股东有权优先认购 10 万新股中的万分之一,即 10 股新的普通股股票,从而,保持其在该公司总股份中的万分之一的权益比例。

如果股份有限公司以有偿增发的方式发行新的普通股股票时,公司应向普通股股东发出“认股权证”。股东依据“认股权证”,可以在一定时期内用低于股票市价的价格认购新增发的普通股股票。当然,普通股股东对于该优先认股权可予以三种选择,其一是行使此权利来认购新发行的普通股股票;其二是将认股权出售给第三人;其三是,不行使此认股权而听任其过期作废。如果普通股股东要认购新股票而认股权数不够时,还可以向其他普通股股东购买认股权。但是,普通股股票是否具有优先认股权,取决于认购时间与股权登记日的关系。股权登记日是公司在提供认股权时由董事会设定的股权登记日期。在此日期之前认购普通股股票的,该股票具有优先认股权,称为附权股股票,则受让者有优先认购新发股票的权利。而在此日期之后认购普通股股票的,该股票不附有优先认股权,称为除权股,则受让者无权优先认购增发的新股票。

## 三、普通股股票的种类

在股票交易市场上,根据股票发行者的法律地位、普通股股票的风险让渡和投资功能的不同,普通股股票还可以具体分为以下种类。

### 1. 蓝筹股股票

它特指一些大公司所发行的普通股股票,又称热门股股票。发行蓝筹股股票的大公司必须具备相应的条件,一方面,公司的经营状况优良、稳定,具有较强的金融实力,而且所发行股票的股息红利稳定、优厚,投资者乐于认购和持有该股票。另一方面,这些大公司在所属的行业内占有重要的、甚至是支配性的地位。比如:美国电话电报公司,通用汽车公司等。如果发行此类股票的公司失去上述各条件时,其大公司的地位消灭,则该公司所发行的蓝筹股亦不复存在。

### 2. 成长股股票

它是指那些销售额和收益额的增长幅度高于整个国家及其所在行业的增长水平的股份有限公司所发行的股票。但是,这些公司为了进一步发展,往往将公司盈余的大部分留作发展基金,用于公司的再投资,而把盈余的小部分向股东支付较低的股息红利。随着该公司的成长发展,其发行的股票价格上升,使股东从中受益。

### 3. 收入股股票

它是指股份有限公司当前能够支付较高收益的股票。由于持有此类股票,可以在短时期内取得较高的收入,及时实现投资的获利目的,所以,认购者多是老年人、退休者以及一些法人团体(加养老基金组织)。然而,由于收益有很大的不确定因素,故而此类股票的选择是较困难的。

### 4. 周期性股股票

它是指股票收益随着商业周期而波动的公司所发行的股票。发行此类股票的公司主要包括航空、机器制造、建筑材料等行业的股份有限公司。此类股票的特点是:股份有限公司的利润在商业条件较好时增加,则股票的收益上涨,股票价格上升,反之,股票收益减少,股票价格下降。

### 5. 防守性股股票

它是与周期性股股票相对应的股票,特指在商业条件普遍恶化时,股息和红利高于其他股票的平均收益的股票。此类股票的特点在于:面对恶化的经济情况和商业衰退的局面,其股息和红利具有稳定性。公用事业,药品等行业的股份有限公司发行的股票就属此类。

### 6. 投机性股股票

它是指那些价格很不稳定或公司的前景很不确定的股票。此类股票基于上述不确定性,其价格可在短时间内上涨下跌很大幅度,因而能够吸引一些股票投机者。不过,这种股票的风险性很大。发行此类股票的股份有限公司往往是从事开发性或冒险性事业的公司。某些热门事业的公司新发行的股票或面值较低的石油、矿业公司的股票,也可能成为此类股票。

### 7. A 类普通股股票和 B 类普通股股票

这是指同一家股份有限公司发行的两种不同类型的普通股股票。究其表现,可通过股票交易市场的行情表,发现某公司所发行的普通股股票中,有些股票后面加个 A 字。A 类股票和 B 类股票的区别,一般在于其面额不同,股票包含的股东权内容有所区别。在面值上,A 类股票的面额较大,而 B 类股票的面值则较小,经常只及 A 类股票的十分之一。而在权利内容上,或者是 A 类股票和 B 类股票均为一般一个表决权,或者是 A 类股票没有表决权,仅有收益权,而 B 类股票则有表决权。

同一公司发行两种普通股股票的目的在于既可以扩大筹资,又可以保证某些股东(控股公司)用少量投资来控制公司。比如,某公司已以 100 万元发行了 5 万股 A 类普通股股票,又以 20 万元发行了 10 万股 B 类普通股股票,总共 15 万股,筹集资金 120 万元,每股有一个表决权。然而,A 类普通股股票的发行价格为每股 20 元,B 类普通股股票的价格为 2 元。所以 B 类普通股股票的筹资额仅是 A 类普通股股票的五分之一,但其表决权数却是 A 类普通股股票的 2 倍,持有 B 类普通股股票的股东投资少,却拥有多数表决权对公司进行控制。本世纪 20 年代,美国的一些公司热衷于发行 A、B 类普通股股票,它一方面迎合了一些董事或投资银行用小量投资维持对公司控制地位的需要,也吸引了一些对表决权不感兴趣,但愿以高价买进无表决权的股票的投资者。这种方式,后来引起了广泛的批评。1924 年,美国纽约证券交易所停止了 A、B 类普通股股票的发行,70 年代后期在美国基本上销声匿迹。不过近年来,在一些国家和地区,包括美国一些新成立的公司又开始发行分类普通股股票,其做法是,A 类普通股股票面向社会公众发行,并支付固定的股息,B 类普通股股票则由公司的发起人买进,其股息要等到该公司的盈利成长到一定的程度时才予支付。

## 第二节 特别股股票与优先股股票

特别股股票是股份有限公司出于特定的需要而发行的股票,它所包含的股东权利或者大于或者小于普通股股票。因此,凡是权利内容不同于普通股股票的,均可统称为特别股股票。其中,优先股股票是最具代表性的。

### 一、优先股股票的含义和优先股股东的优先权

#### 1. 优先股股票的含义

优先股股票是相对于普通股股票而言的,指的是,优先于普通股股东分取公司收益和剩余资产的股票。优先股股票一般是在票面上注明“优先股”字样。具体的优先条件,必须由公司章程加以明确规定。一般的规定包括:

- (1) 优先股股票分配股息的顺序和定额;
- (2) 优先股股票分配股份有限公司剩余资产的顺序和定额;
- (3) 优先股股东行使表决权的顺序和限制;
- (4) 优先股股东的权利、义务;
- (5) 转移股份的条件等。

根据多数国家公司法的规定,优先股股票可以在公司设立时发行,也可以在本公司增发新股票时发行,法律不加限制。但是,有些国家的法律则规定,优先股股票只能在特殊情况下,如公司增发新股票或清理债务时才能发行。

#### 2. 优先股股东的优先权

优先股股票的特点突出表现在其股东享有优先权上,具体包括:

(1) 优先股股票在发行之时就约定了固定的股息,该股息率不受公司经营状况和盈利水平的影响。优先股股东按照公司章程的规定,优先于普通股股东向公司领取股息和公司经营的红利。所以,优先股股票的风险小于普通股股票。但是,由于是固定股息,则在公司经营好时,优先股股东不能获取公司利润增长的利益,而且,如果公司当年没有盈余,或有盈余而经股东大会决议本年不分配股息时,优先股股东也不能分取股息红利。

(2) 当股份有限公司因解散、破产等进行清算时,优先股股东先于普通股股东分取公司的剩余资产。

(3) 优先股股东一般不享有公司经营参与权,即优先股股票不包含表决权,优先股股东无权过问公司的经营管理。当然,在涉及到优先股股票所保障的股东权益时,优先股股东也享有相应的表决权。比如,股份有限公司连续若干年(依法律或公司章程规定)不支付优先股股票的股息时,优先股股东就可以获得一股一票的权利。又比如,股份有限公司要将一般优先股股票改为可转换的优先股股票时,就需召开优先股股东特别会议予以表决。

(4) 优先股股票可由公司赎回。由于股份有限公司需向优先股股东支付固定的股息,故优先股股票实际上是股份有限公司举债集资的形式,但是,优先股股票又不同于公司债券和银行

贷款。这是因为,优先股股东分取收益和公司资产的权利只能在公司满足了债权人的要求后才能行使。优先股股东不能要求退股,却可以依照优先股股票上所附的赎回条款,由股份有限公司予以赎回。大多数优先股股票都附有赎回条款。发行该优先股股票的公司可以按优先股的价格,再加上适当的加价,买回已发行的优先股股票。特别是当金融市场的利率下降时,股份有限公司经常行使赎回条款,通过发行新的股息率较低的优先股股票赎回原来发行的优先股股票,借以减少股息的支出。

设立和发行优先股股票的作用在于,它可以便于公司增发新股票,也有利于公司在需要时,将优先股股票转换成普通股股票或无担保的公司债,以减少公司的股息负担。而且,由于优先股股东一般无表决权,又可以避免公司经营决策权的分散,所以,优先股股票对公司的经营意义重大。

不仅如此,优先股股票在股份有限公司的股东结构中的多少,对于普通股股东的收益有直接影响。因为,优先股股票的股息一般是固定的,而股息又来自于股份有限公司的利润。所以,在优先股股票的股息已定的情况之下,股份有限公司总资本的盈利率增加,则优先股股票可以使普通股股票的股息收益大为增加。反之,股份有限公司的总资本盈利率减少,则优先股股票又会使普通股股票的收益大幅度下降。比如:某股份有限公司的总资本赚取纯利润 300 万元,须向优先股股东支付 200 万元股息,如果有一万份普通股股票则可得到股息为 100 万元,每股股息为 100 元。而第二年的总资本盈利增加到 600 万元,优先股股东的股息仍为 200 万元,则普通股股东分得的却是 400 万元,每股股息为 400 元。可见,用于分派股息的利润增加 1 倍,而普通股股息却增加了 3 倍,反之,如果第三年的总资本盈利下降为 200 万元,则普通股股东分不到股息。

## 二、优先股股票的种类

根据具体优先股股票所包含的权利不同,优先股股票又有各种类别。

### 1. 累积优先股股票和非累积优先股股票

累积优先股股票是指在任何营业年度内未支付的股息可以累积起来,由以后的营业年度的盈利一起付清的优先股股票。其特点是,股息率固定,而且可以累积计算。股份有限公司在当年的经营过程中,会由于营业状况不佳,没有盈利而不能分派股息,或者盈利不足以支付全部固定优先股股息。对此数额,股份有限公司要予以累积计算。而在以后的营业年度中盈利增加时,股东基于累积优先股股票,有权要求股份有限公司补付。股份有限公司只有将积欠的优先股股息全部付清以后,才能支付普通股股东的股息。可见,累积优先股股票可以保证其股东有一笔稳定的股息收入。实践中,累积的优先股股息并不一定必然补足。如果股份有限公司不想发放普通股股息,则在公司有盈利时,也可不付清全部优先股股息。如果股份有限公司已经积欠了优先股股息,而又想发放普通股股息时,也可以不付清优先股股息,而允许优先股股票转换成普通股股票。

非累积优先股股票是指按当年盈利分取股息,而不予以累积补付的优先股股票。其特点在于股息率固定,但只限于在本营业年度盈利之内分取。在具体运用上,股份有限公司本年度经营有盈利的,非累积优先股股东优先于普通股股东按规定股息率分取股息。不论以前是否欠付优先股股东的股息,股份有限公司在分足本年度的优先股股息以后,即可分配普通股股

息。如果本年度的盈利不足以支付全部优先股股息时,对其所欠部分,股份有限公司不予累积计算。优先股股东也不得要求公司在以后的营业年度中予以补发。

显然,对于投资者来说,累积优先股股票比非累积优先股股票具有更大的吸引力,所以,累积优先股股票的发行比较广泛,而非累积优先股股票则因认购者少而发行量小。

### 2. 参加分配优先股股票和不参加分配优先股股票

参加分配优先股股票是指不仅按规定分得当年的定额股息,还有权与普通股股东一同参加利润分配的优先股股票。其特点是,在股份有限公司的盈利增大时,优先股股东即可按固定股息率分取股息,又可分得额外红利。但是,根据优先股股东与普通股股东参与利润分配的方式不同,又可分为全部参加分配的优先股股票和部分参加分配的优先股股票。前者表现为优先股股东有权与普通股股东共同等额分享本期剩余利润。例如:

某股份有限公司年度盈利 4 万元,发行的全部参加分配优先股股票金额为 10 万元,年股息率为 7%,而发行普通股股票金额为 30 万元,按 10%股息率计发股息。从而,优先股股东第一次分得的定额股息为  $10\text{万} \times 7\% = 7000$  元,而普通股股东分取的股息是  $30\text{万} \times 10\% = 3$  万元,则优先股股东基于等额分配剩余利润的权利,应取得的额外股息率则取决于普通股股票的股息率与优先股股票的股息率之差即:  $10\text{万} \times (10\% - 7\%) = 3000$  元,优先股股东分取的股息总额为 1 万元,股息率也为 10%,与普通股股票相同。后者表现为优先股股东有权按规定额度与普通股股东共同参加利润分配的优先股股票。同样举例:某股份有限公司年度盈利 4 万元,其发行的部分参加分配优先股股票金额为 10 万元,年股息率为 7%,但又规定参加分配的额度为 8%,有普通股股票金额 30 万元,按 10%股息率分配股息,从而,优先股股东分取的定额股息为  $10\text{万} \times 7\% = 7000$  元,然后,只能按 8%的额度与普通股股东参加剩余利润分配,即:  $10\text{万} \times (8\% - 7\%) = 1000$  元,所以,其分取股息的总和为 8%,低于普通股股票的 10%的股息率。

不参加分配优先股股票,就是只按规定分取定额股息的优先股股票。其特点在于,优先股股东只有权对股份有限公司的盈利,要求分取定额股息,而不论股份有限公司的剩余利润多大,普通股股东分取股息多少,不能再参加分配。

上述优先股股票还可根据需要分别组合为:累积的参加分配优先股股票、累积的非参加分配优先股股票、非累积的参加分配优先股股票和非累积的非参加分配优先股股票。

### 3. 可转换优先股股票和不可转换优先股股票

可转换优先股股票是指股票持有人可以在特定条件下把优先股股票转换成普通股股票或公司债券的股票。其特点是与普通股股票或公司债券的关系密切,其股市价格受普通股股票或公司债券的价格影响而易于波动。一般情况下,此类优先股股票有一个条款,规定了转换的条件和转换比例。该转换比例是事先根据优先股股票和普通股股票或公司债券的现行价格所确定的。比如,某股份有限公司发行的可转换优先股股票,每股价格为 100 元,而普通股股票每股价格 19 元,优先股股票上规定每一股优先股股票可在 5 年内转换 5 股普通股股票。则优先股股票持有人可在此规定的期限内,选择适当的时候按规定的转换比例予以转换。是否转换,则由优先股股票的股东自行决定,实践中,优先股股东是在有利的时机进行转换的,或者是在股份有限公司经营状况好,盈利增加,普通股股票价格上涨时予以转换,从而,可以通过转换普通股股票来获取更高的股息或赚取股票价格上涨的差价;或者是为了取得表决权,参与公司的经营管理。可转换优先股股票是近年来日益流行的一种优先股股票。反之,不具备转换普

普通股股票或公司债券权利的优先股股票则是不可转换的优先股股票。

### 4. 可赎回优先股股票和不可赎回优先股股票

可赎回优先股股票是指股份有限公司可以一定价格收回的优先股股票,又称可收回优先股股票。其特点是发行此类股票的股份有限公司有权按规定价格收回该股票。大多数优先股股票是可赎回的。并且,在股票上有一个条款规定了赎回该股票的价格。此价格一般是略高于股票面值的。至于是否赎回,则是由股份有限公司决定。股份有限公司赎回优先股股票的目的,一般是为了减少股息负担,所以,往往是在能够以股息较低的股票取代已发行的优先股股票时,予以赎回。赎回的方式有三种:

(1)溢价方式,就是根据事先规定的价格,按优先股股票面值再加一笔“溢价”——若干补偿金予以赎回;

(2)基金补偿方式,即股份有限公司在发行优先股股票时,从所收取的股金中扣出一部分,设立补偿基金,用于赎回已发行的优先股股票;

(3)转换方式,即用优先股股票转换成普通股股票。虽然,这是优先股股票的一种类别,但在各国的公司活动中,将其看成是实际的赎回优先股股票的方法。反之,根据规定不能赎回的优先股股票则就是不可赎回优先股股票。

### 5. 股息可调整优先股股票

它是指股息率可以调整变化的优先股股票。其特点在于股息率是不固定的,可以进行调整。但是,这种股息率的变化与股份有限公司的经营状况无关,而是随其他证券价格或存款利率的变化进行调整。此种优先股股票是为了适应近年来国际金融市场动荡不定,各种有价证券的价格和银行存款利率经常波动而产生的,用以保护股东的权益,扩大股份有限公司的股票发行量。例如,美国马萨诸塞西部电力公司于1983年4月发行的优先股股票就属于此类股票。根据该公司的规定,此优先股股票的股息率每一季度调整一次。其发行的第一季度的股息率为12%,此后的每季度根据当时美国的1991年短期国库券的利率以及美国财政部发行的10年和20年的长期国库券的利率进行调整。具体的调整方法是,取上述三个利率中最高一个再加上4%作为此优先股股票在该季度的股息年率。同时,该公司规定了此优先股股票的股息率的上限和下限,分别为13%和8%。

## 三、其他特别股股票

特别股股票与优先股股票是互相联系的,又有区别的两个概念。特别股股票是对不同于普通股股票权利构成的各类股票的统称,在某些国家的法律上主要包括着优先股股票和后配股股票。而优先股股票则是各国公司法上运用的一个具体法律概念,是特别股股票的一种,所以,还应当了解其他特别股股票。

### 1. 后配股股票

又称劣后股股票,特指在普通股股东之后参加股息和公司剩余资产分配的股票。其特点在于后配股股票的股东行使收益权的顺序位于普通股股东之后。后配股股票的权利内容与普通股股票相同,但是,股份有限公司分配股息或因清算而分配剩余资产时,应当按照先后顺序,分别满足了优先股股东和普通股股东之后,才就剩余部分向后配股股东进行分配。所以,当公司经营不佳、盈利不好时,公司不向后配股股东支付股息;而若公司经营好而盈利多时,则后配

股股东可能获得剩余的全部盈利或公司资产,因而有可能取得较多的收益。而且,后配股股东在参与公司经营管理方面的权利——参与权、表决权上是与普通股股东同等看待的,所以,其地位又强于优先股股东。由于后配股股票使股东的收益极不稳定,一般的投资者不愿意接受。所以,后配股股票一般以无偿赠送的方式,向公司发起人或参与公司经营的股东管理人发行,故也称为发行人股或管理人股。

### 2. 混合股股票

它是将优先分取股息的权利和最后分配公司剩余资产的权利相结合而构成的股票。具体表现在,股份有限公司分配股息时,混合股股东先于普通股股东行使权利,而本公司因清算分配资产时,混合股股东又处于普通股股东之后才有权获取。可见,混合股股票是优先股与后配股的结合体。由于股息的分配是以营业年度为单位反复进行的,则混合股股票可为其股东带来较之普通股股东稳定的股息收入,所以,该股票的风险程度小于普通股股票。

## 第三节 表决权股股票和无表决权股股票

表决权股股票和无表决权股股票,是以股东是否对股份有限公司的经营事务享有表决权为根据进行的股票分类。

### 一、表决权股股票

表决权股股票,是指其持有人对于股份有限公司的经营事务享有表决权的股票。而根据股东享有的表决权情况不同,具体又分为:

(1)普通表决权股股票,即一股股票享有一票表决权,又称单权股股票。此类股票符合股东权一律平等的原则,各国公司法普遍予以确认,所以其适用范围比较广泛。

(2)多数表决权股股票,就是股份有限公司给予特定的股东享有每张股票有若干表决权的股票,又称多权股票。这种特定的股东一般是公司的董事会或监事会的成员。比如,公司章程规定此类股票是每股有 10 个表决权。发行此类表决权股股票的目的,不是这些股东有优先利益的需要,而是为了保证某些股东对股份有限公司的控制权,从而,限制公司外部的股东对公司的控制,也可以限制股票的外国持有人对于本国产业的支配权。并且,可使持有多数表决权股股票的少数股东成为大多数持有无表决权股股票的小股东的主宰。当然,在现代公司制度上,对于持有多数表决权股股票的股东的行为也加以限制,比如规定多数表决权股股东必须是在缴足全部股款,并进行登记后才享有多数表决权;如果多数表决权股股东通过的决议损害了其他股东的利益或违反公司宗旨时,此类决议是无效的;而且,在某些特定事务上,如选举审计员,对董事进行起诉时,不得行使多数表决权。由于这种股票形成了股份有限公司的股东之间的不平等,各国公司法予以不同的规定。有的国家规定不允许发行多数表决权股股票,比如奥地利、比利时;有些国家允许股份有限公司根据公司章程赋予某些股东多数表决权。但是,对其表决权数加以限制,比如丹麦法律规定最多不得超过 10 个表决权数,而荷兰公司法规定每一股最多只能有 6 个表决权,如果是子公司,每股不得超过 3 个表决权数。瑞典的公司法规

定单个股东在股东大会上的表决权数不能超过与会表决权数的五分之一。有些国家公司法则对多数表决权股股票采取放任态度,比如:列支敦士登、卢森堡。所以,该种股票已较少采用。

(3)有表决权优先股股票,这是优先股股票的一种例外情况,即持有此类优先股股票的股东,可以参加股东大会,有权对规定范围内的公司事务行使表决权。

## 二、无表决权股股票

这是指根据法律或公司章程的规定,对于公司事务不享有表决权的股票。从而,相应的股东无权参与公司的经营管理,不过,仍然可以参加公司的股东大会。由于在原则上持有公司经营权是股东权的基本内容之一,是股东平等地位的体现,所以,各国公司立法对于无表决权股股票的态度是不一样的。比利时、丹麦、荷兰、瑞士等国立法禁止发行无表决权股股票。比如比利时公司法明确规定:如果股份的票面价值相等,则各股享有一个表决权,不允许存在无表决权股。有些国家不允许存在普通无表决权股,却允许发行特定的无表决权股股票,比如法国公司法允许存在无表决权优先股。奥地利、德国则只限定累积优先股股票可以无表决权,而且有相应的要求。奥地利公司法要求其数量应当相等于有表决权股股票的票面价值的二分之一。德国公司法规定无表决权累积优先股股票的面值总额不得超过有表决权股股票的面值总额,而且在发生股息亏付的情况下,无表决权累积优先股股票则可以享有表决权。日本商法规定无表决权股股票只限于优先股股票,而且,发行量控制在股票发行总量的四分之一以内。意大利公司法将股票的无表决权范围加以明确规定,储蓄股无表决权,公司章程中可以规定优先股股东只在特别股东大会上有表决权,而在普通股东大会上无表决权,而且,这种有限制性权利的股票不得超过资本总额的50%。也有一些国家允许发行无表决权股股票。比如,卢森堡、列支敦士登,前者一般性地规定允许存在无表决权股股票,而后者则规定,股东在持有股票期满6个月之前不享有表决权(参见:李功国等编译,《欧洲十二国公司法》)。由此可见,有表决权股股票是普遍的,而无表决权股股票则是特殊的,并多限于优先股股票(特别是累积优先股股票),实质上它是以盈余分配方面的优先权作为无表决权的补偿来限制或取消优先股股东的表决权。其目的在于适合那些为了获取投资利益而又不愿意参与公司经营管理的投资者的意愿,从而,加快资本的筹集和公司的顺利设立。同时,发行无表决权股股票,也有利于少数大股东维持其对股份有限公司的控制权。

## 三、限制表决权股股票

这指的是表决权受到公司章程限制的股票。此类股票正与多数表决权股股票相反,以防止持有多数股票的少数股东利用多数表决权控制股份有限公司经营的弊端为目的,保护小股东的权益。比如,法国公司法规定公司章程应就每位股东在股东大会上的表决票数作出限制,列支敦士登公司法则进一步明确要求,如某个股东持有若干股股票,应对其享有的表决权票数加以限制。而根据瑞士公司法,限制表决权股股票则表现在,多数表决权股股票对于特定公司事项,如选举审计员、任命特别审计员或作出对董事起诉的决议时,不得行使多数表决权,其表决权应与其股票的票面价额成比例。



## 第四节 有面额股股票和无面额股股票

有面额股股票和无面额股股票的分类,是以股票是否用票面金额加以表示为根据的。

### 一、有面额股股票

它是指在股股票面上记载一定金额(即票面价值)的股票,又称有面值股股票。早期的股票基本上都是有面额股股票,并为各国公司立法所确认。现代各国的股份有限公司所发行的股票仍以有面额的居多。此类股票的票面金额计算方法是资本总额除以股份数,一般地,有面额股股票的股息是用其票面金额的百分比来表示的。

对于有面额股股票的票面金额,很多国家的公司法都予以明确规定,一般都限定了股份有限公司发行此类股票的最低票面金额,比如德国法律规定最低票面价值为 50 马克,也可以是 100 马克或其倍数。法国公司法限定为 100 法国法郎,日本为 500 日元,奥地利为 100 奥地利先令。有些国家则对此类股票的票面金额不予规定,比如美国、英国、比利时、意大利等。

有面额股股票的发行,其发行价格原则上是与股票票面金额相一致的,法律也允许以高于票面金额的价格予以溢价发行。但一般是不允许以低于票面金额的价格予以折价发行的。目前的实践中,股份有限公司在经营过程中,为了扩大生产经营规模,追加资本而进行增资发行股票时,往往采取面额发行、时价发行和中间价发行等方法。

面额发行,就是按股票票面标明的价值发行,这种方法主要适用于老股东认购。

时价发行就是按本公司的股票在市场上的实际买卖价格出售新股票,则其发行价格可以高于股票的票面金额达几倍甚至几十倍。由于此种方法可以用较少的股票收取较多的资金,来充实自有资本,所以近年来此种方式日益增加。

中间价发行就是由公司董事会根据该股票的市场价格,在其面额发行价格和时价发行价格之间确定发行价格出售新股票,其价格一般是市场价格的 50%至 80%。

股份有限公司在股票发行时,还可以采取单位股的方法,即以有面额股股票为根据,规定股票的发行单位。以日本为例,由于要求股份有限公司在成立时发行的股票必须是 5 万日元,所以,就以 5 万日元为一个单位股,用 5 万日元除以有面额股股票的票面金额(比如 50 日元的票面金额),所得的股票款(比如 1000 股)为一个发行单位。投资者购买股票股数在一单位以上的,就享有完整的股东权,可以出席股东大会,参与公司经营,分取股息和剩余资产。而购股未满一单位的股东则不享有股东的共益权,故不能参与经营,没有表决权,但享有参与股息和公司剩余资产分配的自益权。股份有限公司只将这种股东记入股东名册,但不发给股票。

同一股份有限公司能否同时发行不同票面金额的有面额股股票?各国的法律规定也不尽相同。多数国家采取禁止的态度,比如日本商法第 202 条规定:“面额股票的金额必须均等”,所以,日本的股份有限公司在成立时所发行的有面额股股票都是均等的,无变更的。但是,也有一些国家的法律允许股份有限公司发行两种以上面额价值的股票,比如列支敦士登和瑞士的公司法都规定同一股份有限公司可以发行不同票面金额的股票。

## 二、无面额股股票

它是指股票票面不记载金额(票面价值)的股票。又称无面值股股票。当然此类股票并不是说没有票面价值,只是不标明固定的金额,而是在股票票面上表示其在公司资本金额中所占的比例,故也称为比例股股票。比如在股票票面上写明“发行股份  $x$  万股中的  $y$  股”或注明占公司资本总额的百分比数。由于股份有限公司在经营过程中始终处于动态情况下,其公司资产总额经常发生变化,所以,无面额股股票的价值不是一个固定不变的常数,而是随着公司实际资产的增减而升降。在公司增加资本时,对于无面额股股票可不再发行或增加新的股份,而只是在实际上增加每股所代表的资本额即可。

无面额股股票源于美国。1912 年之前在美国发行的公司股票必须是有面额的。而从 1912 年起,美国纽约州通过法律,允许股份有限公司发行无面额股股票,其他各州相继仿效,随之在美国流行发展起来。此后,又转入了其他国家。目前在多数国家的公司法上不允许股份有限公司发行无面额股股票,而少数国家,如美国、日本、比利时、卢森堡允许股份有限公司发行无面额股股票。

无面额股股票与有面额股股票相比较,它们在实质上是相同的,都代表着股东对公司资本总额的投资比例,两者的股东享有同等的股东权。但是,无面额股股票又基于票面形式的不同而具有特点。表现在:

(1)发行价格较灵活。有面额股股票因为标有票面金额,所以,不能以低于其票面金额的价格发行,而无面额股股票则由于没有票面金额,也就无此限制,其发行价格可自由确定。发行无面额股股票,是由公司董事会对每股规定一个价值(称为设定价值)作为公司记账的根据。并且,要把发行份额全部列入公司资本,其发行价格也会随公司经济效益而浮动。尤其突出的优点是,当此股票以低于标明的金额(发行价格)出售时,认购者免除折价债务。

(2)便于股份分割。由于其不受票面金额的限制,所以,有利于进行股份分割,划分股东的权利义务,以便计算盈余分配比例。在此意义上又将此类股票称为分权股股票。

(3)具有更强的流通性。由于无面额股股票没有票面金额的形式,便于投资者在认购时计算股份的实际价值,而不为票面金额所迷惑。同时,又可以灵活地掌握发行价格,适时地进行股票分割,所以,可以提高股票的流通数量和流通速度。可见,无面额股股票较之有面额股股票的长处为多,随着股票市场的发展和时价发行股票的增多,有面额股股票将逐步失去本来意义,无面额股股票大有发展的趋势。也因为如此,近来,有的股份有限公司出于实际需要,允许根据股东的要求,将有面额股股票和无面额股股票予以相互转换。有些国家的法律也有所确认,比如日本商法。

## 第五节 记名股票和不记名股票

这种分类是以股票的票面是否记载股东姓名为根据的。

## 一、记名股票

它是指将股东姓名记载于股票票面和股东名册的股票。投资者认购记名股票,不仅要在股票票面上记载其姓名,还必须把姓名记入发行该股票的股份有限公司的股东名册。如股票是归一人单独所有的单有股时,应记载持有人的本名。如股票为数人共同享有的共同股时,则应将各共有人的姓名记载于股票之上。如股票为国家机构或法人所持有,则应记载国家机构或法人的名称,不得另立户名,也不能仅记载法定代表人的姓名。

记名股票的特点包括:

(1)该股票所包含的股东权益归属于记名股东。所以,绝大多数国家的法律允许股份有限公司发行的股票可以记名或不记名,但是,对于某些特定情况的股票则要求必须是记名形式的,比如股款没有全部付足的股票或可赎回的股票,或董事的资格股票,雇员股票或转让受限制的股票。少数国家则规定股份有限公司所有的股票都必须采用记名形式,比如瑞典公司法。

只有记名股东或其正式委托授权的代理人,才能行使记名股票所代表的股东权。对于记名股票的股东发放股息时,由股份有限公司书面通知。除了记名股东以外,其他持有人(非经记名股东转让和经股份有限公司过户的)不具有股东资格,不得行使股东权。从而,记名股票与记名股东的人身关系是特定的。记名股票遗失的,记名股东的资格和权利并不消灭,其可依照法定程序要求股份有限公司补发新的记名股票。

(2)认购记名股票的股款可以是一次缴足,也可以分次缴纳。缴纳股款是股东基于认购股票而承担的义务。一般来说,股东应在认购时一次缴足股款,但是,基于记名股票所确定的股份有限公司与记名股东之间的特定关系,允许记名股东可以不在认购股票时一次缴足股款。

(3)记名股票的转让必须依法律和公司章程规定的程序进行,而且,要服从规定的转让条件。记名股票的转让方式,一般是背书转让和交付股份证书(股票),也有的采取转让证书的形式,还有的只要求交付股票即可。不论何种方式,记名股票的转让都必须经由股份有限公司将受让人的姓名(或名称)、住所记载于公司的股东名册,办理股票过户登记手续,始对股份有限公司产生法律效力,受让人才取得记名股东的资格和权利。这是为了使股份有限公司及时掌握记名股东的情况和保证与记名股东之间的通知联系工作。经过合法程序转让了记名股票后,受让人即对该股票享有了有效的权利,不因转让人(原记名股东)的权利缺陷而受影响。

股份有限公司的股票转让一般采取自由原则,但是,为了维护股份有限公司和其他股东的利益,法律对于记名股票的转让予以相应的限制。这种限制往往规定在公司章程中,诸如规定转让记名股票时,股份有限公司的其他股东享有优先购买权。甚至某些国家规定某些记名股票只能转让给特定的人,比如荷兰公司法、意大利公司法允许公司章程规定某些记名股票只能转让给荷兰人、意大利人。公司章程还多规定记名股票不得转让给在竞争中相互对抗的公司或第三人,在股东年会召开前1个月内和股东临时大会召开前15天内不能转让记名股票等。为此,记名股票的转让,一般都规定必须经公司董事会同意。不得私自转让记名股票。可见,记名股票的流通性小于不记名股票。

## 二、不记名股票

不记名股票,又称无记名股票,指的是股票票面不记载股东姓名的股票。此类股票与记名股票相比较,其股东权内容上没有差别,只是股票记载方式不同。股份有限公司发行不记名股票,是从一本有存根的股票簿上取下来的,其形式上分为两部分,一部分是股票的主体,记载了有关公司的事项(公司名称、地址、资本总额、股票所代表的股数等),另一部分是股息票,用于进行股息结算和行使增资权利。股东姓名、住址不在股息票上记载,也不记入公司的股东名册。

基于不记名股票的特定形式,其特点如下:

(1)不记名股票的权利归属于股票的持有者。确认不记名股票的股东资格不是以特定的姓名记载为根据,而是依据占有的事实。从而,持有该股票的公民或法人就是股东,得以行使股东权,无须再用其他方式加以证明。正因为如此,不记名股票的印制特别精细,其印刷技术、颜色、纸张、水印、号码等均须符合严格的标准。

(2)无记名股票的股东行使权利的方法也是以持有股票为根据,只要在行使权利之前,向股份有限公司出示股票即为有效。比如在股东大会召开前一周出示股票就可在股东大会上行使表决权。在向股份有限公司领取股息时,仅凭股票所附息票即可领取。

(3)不记名股票必须是在认购者向股份有限公司缴足股款后才发行给认购者,以免因不知道股东姓名而难以催缴股款。

(4)不记名股票的转让较记名股票更自由、方便,只要向受让人交付股票便发生转让的法律效力,不需要办理过户手续,受让人即取得股东资格。其权利不因转让人(原股东)的权利缺陷而受影响。所以不记名股票的流通性很大,股份有限公司也不易控制。

不记名股票的发行,为大多数国家法律所允许。很多欧洲国家的股份有限公司大多发行不记名股票,尤其是在德国最为流行。但是,由于不记名股票存在的弊病,各国法律对于不记名股票的发行有所限制,有些国家不允许股份有限公司发行不记名股票,比如,瑞典公司法规定所有的股票都必须采用记名形式。在意大利,自1942年因财政原因而禁止发行不记名股票。美国大多数州的公司法规定,股份有限公司只许发行记名股票,不许发行不记名股票。即使是允许发行不记名股票的国家也有一定的法律限制,比如规定某些特定的股票必须采用记名形式(即记名股票),有些国家还将无记名股票限制在股本总额的一定比例内。

## 第六节 其它类型的股票

除了上述基本的股票类型以外,在股份有限公司的实践和股票交易市场中,还存在着其他类型的股票。

### 一、库藏股票

库藏股票,又称库存股票,指的是股份有限公司发行后又收回的股票。其途径可以是由股份有限公司在股票市场上买回或由股东向发行该股票的股份有限公司赠送,也可以由公司的债务人用所认购的股票抵缴所欠债务。对于库藏股票,股份有限公司未予注销,而是由公司持有存放在公司的财务部门,也可随时向社会公众再予发行。库藏股票,不能领取股息,没有表决权,在公司发行新股时无优先认购权,在公司清算时无权分享资产。库藏股票的存在,使股份有限公司的资产总额和股东权益减少了一个相等的数额。股份有限公司买入库藏股票的原因如下:

(1)在经营的过程中,比如股份有限公司原发行的股票较多,而在特定时期资金需要量减少,或因股息高于银行贷款利率而以银行贷款取代部分股本,或是为了再将股票发给公司雇员来作为红利。

(2)在本公司的股票价格下跌时,为了保持股票在股票市场上的价格,维护本公司的信誉。

(3)为了在与其他公司合并时有足够的股数或防止被其他公司所吞并或控制。有些国家法律规定,股份有限公司除了要减少资本以外,禁止收入库藏股票,如:意大利、比利时等。

### 二、偿还股股票

它是指在发行时就确定偿还本金的股票,这是一种股份有限公司为临时筹措资本而发行的股票,往往将其与优先股股票、后配股股票相列。它对于筹资的股份有限公司来说,除了分配股息以外,可以免除分红责任,而对于投资者而言,则能安全地收回投资资本。具体根据选择权行使的不同,分为任意偿还股股票和义务偿还股股票,前者是有选择权的,由公司行使。股份有限公司在公司章程中订明偿还条款,由认购者认股时选择认购后,公司不论股东的意愿如何而在需要时还本收回股票。后者则是由股东行使选择权,为此,当股东请求公司偿还本金时,公司方有偿还的义务。即使公司经营不佳,资金紧张,也要向股东支付本金。此种偿还股股票的性质类似于公司债券,但日本商法则规定用于偿还此类股票的资金不能从资本金中支出,必须从利润中支付,所以发行了偿还股股票后,公司就必须从每一期的利润中拿出一部分建立偿还积金。偿还股股票于1950年产生于美国。

### 三、社员股股票

社员股股票,又称员工保留股股票,指的是股份有限公司向其公司雇员发行承购的股票。此类股票可以是将公司利润按股份无偿分配给公司雇员,也可以低于正常股票票面价值的价格出售给公司雇员,也可以利用一部分利润来缴付雇员股股票的股款。股份有限公司发行雇员股股票的目的在于,通过发放雇员股股票使雇员兼具有公司股东的地位,将公司的经营与雇员的经济利益直接相联,从而,激发雇员的工作情绪,提高公司经营效率。

对于雇员股股票,有些国家公司法明确允许股份有限公司发行雇员股股票,比如法国、意大利、丹麦等国家。而有些国家虽未在立法上予以规定,但是,在股份有限公司的实践中,存在

着此类股票,比如德国、荷兰、奥地利、比利时等国。同时,很多国家的法律对于雇员股股票的发行和运用规定了限制条件。比如法国法律规定无偿分配给雇员的股票应当进行登记,雇员在5年之内不得出售。根据列支敦士登的法律规定,雇员在雇佣期间不能转让其拥有的雇员股份,只有在雇佣期满后经董事会同意方可转让。不过,在雇员付清了全部股票面值的股款后,则股份有限公司不能拒绝雇员转让股票。在股东权利方面,雇员股股票持有人在付清20%的股款后可享有表决权,并且,有权根据已付股款的比例及其他股票的股息率计算出的股息率分配股息。我国现在的股份有限公司中,由内部职工认购的职工股股票类似于雇员股股票。

## 第七节 我国现行的股票类型

### 一、国家股

国家股,又称国有资产股,是指由中央和地方政府及其所属部门用国家财政资金、国家所有的资产(包括全民所有制企业的资产),通过认购、认缴股份或参股而在股份制企业所形成的股份(含现有资产折成的国有股份)。国家股一般应为普通股。

在我国社会主义条件下,国家股是由国家作为代表的全民所共有的财产,由国务院授权的部门或机构、或根据国务院决定由地方人民政府授权的部门或机构持有,并委派股权代表。

国家股是我国全民所有制企业进行股份制改革的主要成份股,在整个企业股份中占居主体地位。

国家股目前从其股份的来源看,主要有:①全民所有制企业进行股份制改革,改组为股份公司时,按固定基金和流动基金所形成的原国家资产,重估后折算成股份。②以国家名义拨款新投资的各种资金所转换的股份及各种资产所折算的股份。③全民所有制企业改组为股份公司,企业第二步利改税后留利部分形成的资产,重估后折算的股份。

以上所说税后留利形成的资产的股权在我国理论界尚有争议。现实做法中有的地方将其算作法人股,而上海亦则将其划归国家股,其理由是:①谁投资股份就归谁,企业当时的资产都是国家投资形成的,因此股份应属国家。②第二步利改税时,国家已明确企业对留利部分只有使用权,所有权仍属国家,因此留利形成的资产折算成的股份仍然应属国家持有。

### 二、法人股

法人股,又称单位股,是指境内法人以其依法可支配的资产投入公司形成的股份,或具有法人资格的事业单位和社会团体以国家允许用于经营的资产向公司投资形成的股份。

法人持有股份主要包括:

(1)由发起单位(对新建股份公司而言)以及其他各种性质的法人以其自有资金认购的股份。

(2)原集体企业以其资产重估后折算成的股份。

(3)原有企业改组为股份公司时,将原企业多余未发的职工奖励基金转作职工共有股份,其所有权仍归单位,个人只有所持股份的股息权,并无使用权、公有权和处理权。

(4)按照有关规定可以持股的银行及其他金融机构所投资持有的股份。

法人股是我国股份制企业的重要组成部分。

在上市交易中,目前规定只限于个人股可以自由转让,单位(法人)股转让须经批准。

### 三、公众股

公众股,是指股票发行公司面向社会公开发行的股票。公众股的持股对象和范围没有任何限制规定,该股票通过证券交易市场进行转让、交易与流通。

(1)公司职工股,是指股份公司以本公司职工为专门对象发售本公司的股权(不是股票),使本公司职工成为公司的股东,作用是增强公司与职工的凝聚力。内部职工股一般分为基本股与自愿股。基本股要求职工必须认购,必要时作为公司职工的条件;自愿股由公司职工自愿认购,但规定最高限额。

内部职工股只能是本公司的职工才有资格持有,一般只能在本公司职工之间转让或由本公司收购。内部职工股持有一段一段时间后,可经证券交易所批准上市交易,转为普通股。自愿股可以在公司职工内部自由转让;基本股不得随意转让,但可继承。

内部职工股基本上以面值发行。定向募集公司内部职工认购的股份,不得超过公司向社会公众发行部分的10%。由定向募集公司转为社会募集公司者,超过此限时不得再向内部职工配售股份。

(2)社会公众股,是指社会个人以自己的合法财产投入股份公司后所持有的股份。

### 四、外资股

#### 1. 境内上市外资股

境内上市外资股,是指以人民币标明面额,专供境外公众和机构以外币进行买卖的股票,称为B股或称人民币特种股票。目前我国允许有外商投资的公司,经批准后发行。

##### (1)B股的特点

①B种股票的投资者和A种股票的投资者一样,都是发行公司股东,享有同等的权利,承担同等的义务。

②B种股票由外国投资者和香港、澳门、台湾的投资者购买,可以由法人买卖,也可由自然人买卖。

③B种股票由投资者用外汇进行买卖,外汇折算成人民币的汇率按外汇调剂市场价格计算。其中,上海证券交易所以前一个星期的外汇调剂加权平均价格计算,深圳证券交易所则用交易前一营业日的外汇调剂收盘价计算。

④B种股票在上海或深圳证券交易所挂牌交易。

⑤B种股票的股息、红利和交易收益,依法纳税后可到外汇调剂中心调剂成外汇汇到境外。

B 种股票由证券经营机构组织承销团发行。承销团由主承销商(必须是境内证券经营机构)和分销商(主要是境外证券经营机构)组成。分销商接受分销任务后,主要向海外投资者销售。经营 B 种股票的证券经营机构须由我国证券主管机关批准。

### (2) 发行 B 股的作用

①开辟了筹集外汇资金渠道。相比于对外借款及发行债券,用发行股票方式筹集外汇资金只需分红派息,无需还本、一般筹资成本较低,并无还债之苦。

②有助于企业改进管理,参与国际市场竞争。发行 B 股后,约束企业管理的力量不仅来自国内股东,而且也来自国外股东,企业会因此而按照国际标准要求改进自身的经营管理,为参与国际市场创造条件。

③有助于国际投资者进一步了解我国的改革开放政策,增强国外投资者投资信心,同时也为我国证券商进入国际市场提供了良好的条件。

### 2. 境外上市外资股

境外上市外资股,是指为了方便国有企业到境外证券市场上市集资而设立的又一种人民币特种股票,如 H 股和 N 股等。H 股是在香港联合证券交易所上市,N 股在纽约证券交易所上市,专供境外投资者,用外币买卖。目前相继招股的青岛啤酒、上海石化、北京人民机械厂以及马鞍山钢铁公司,都是内地国营企业直接在香港上市,其发行的股票被市场称为“H 股”。由于能够发行“H 股”的国营企业,均须经过中国证券管理机构的批准,并必须符合香港上市规则,因此“H 股”无论是在管理的规范程度、还是在财务运作的透明度方面,都胜于国内发行的 A 股和 B 股。



## 第三章 股票价格和股票的股息、红利

### 第一节 股票价格的形成和种类

#### 一、股票的价值与价格

股票作为有价证券,体现着一定的价值,以一定的价格在股票市场上进行流通买卖。那么,什么是股票的价值,股票的价格又是怎样形成的呢?

从本质上讲,股票自身并没有价值,也不可能有价格。它仅仅是用以证明持有人具有的财产权利的法律凭证,并不具有普通商品所包含的使用价值,也没有形成价格的劳动价值。然而,股票在实际生活中却存在着价值,因为,它代表着获取收益的权利,能够给持有人带来股息、红利收入。所以,股票的价值就是用货币来衡量的作为获利手段的价值。股票流通转让的实质是这种获利凭证的让渡。

股票是一种虚拟资本,其价值分为四种形式:

##### 1. 股票的票面价值(简称面值)

这是股份有限公司在其所发行的股票上标明的票面金额,一般印在股票的正面。股票票面价值的最初目的,在于保证股票持有人在退股之时,能够收回票面所标明的资产。但是,随着股票交易的发展,其现在的作用则只是表明认购者向股份有限公司投资的货币价值以及该投资(股份)在公司资本总额中所占的比例,作为确认股东权利的根据。因此,股票的票面价值是以股为单位,用每股的资本数额来表示。

##### 2. 股票的账面价值

又称净值,指的是股票所包含的实际资产价值。它是股份有限公司财会报表的计算结果,成为证券分析家分析股票价格的一个概念。其计算方法是公司资本额加上公司的各种公积金,再加上公司的累积盈余所得数额成为公司账面净值总额。净值总额除以发行股票的股数就是每股的净值。可见,股票的账面价值实际上就是公司的“家产”。由于账面价值是财务会计计算结果,数字是具体、准确的,可信度高,所以,它成为股票投资者进行投资评估分析的依据之一。股份有限公司的账面价值高,则股东所能享有的收益就大而其股票价格较低时,即具有投

资价值。反之,股份有限公司股票的账面价值低而股票价格较高时,就不具有投资价值。

### 3. 股票的清算价值

这是指在股份有限公司进行清算之时,每个股票股份所代表的实际价值。从理论上讲,普通股股票的每股清算价值应当与每股的账面价值相一致,但是,实际上并非如此。只有在股份有限公司进行清算之时,资产的实际销售额与财务报表上所反映的账面价值相等的,股票的清算价值才能与账面价值一致起来。不过,大多数股份有限公司在一般情况下,要压低价格才能出售其资产,这就使得每股股票的清算价值低于账面价值。只有少数公司能用高于账面价值的清算价值出售其资产。

### 4. 股票的市场价值

股票的市场价值,称为股票的市值。它指股票在股票市场进行交易过程中具有的价值。这是为投资者最为重视的股票价值。因为,股票的市场价值直接反映着股票市场行情,成为投资者的直接参考依据。由于受各种因素的影响,股票的市场价值是一种经常变动的数值。

按照经济学的观点,商品价格是商品价值的货币表现形式。从而,股票价格的形成应当是以股票的价值为基础,并以其价值予以体现。但是,如前所述,股票作为特殊的交换对象具有特殊的价值,而且,股票的价值在商品活动的不同阶段有着不同的价值形态。因此,股票价格所反映的就只能是股票的相对价值。它与不同阶段的股票价值有联系,又有区别。

股票在首次发行时,其价格与股票的票面价值大体上一致。即股票价格围绕着股票票面价值上下波动。大多数股份有限公司是以略高于或等于票面价值的价格发行股票的。当然,也有一些公司出于某种原因,以略低于股票的票面价值予以发行的。而在股票进入了股票交易市场以后,股票的价格就与股票的票面价值相分离,彼此已无直接联系。股票价格在供需规律等诸多因素的影响下独立存在,股票的票面价值对于股票价格的确定已失去重要意义。

股票的账面价值的更大意义在于是一个会计概念,对于投资者进行投资的分析评估具有参考作用,但是,它不是产生股票价格的直接根据。在股票市场中,投资者不再特别关心股票的账面价值,而是密切注意股份有限公司的经营状况和盈利水平。

至于股票的清算价值则只是在股份有限公司因破产或其他原因丧失法人资格而进行清算时,才被作为确定股票价格的根据,在股票发行和流通过程中不具有普遍意义。

只有股票的市场价值才与股票价格是紧密相联的。股票价格是股票市场价值的集中表现,前者随后者的变化发生相应的波动。股票投资者在股票市场中,是根据股票的市场价值(股票行市)的高低变化,分析判断和确定股票价格的。正是在此意义上,通常所说的股票价格也就是股票的市场价值。

## 二、股票价格的种类和确定方法

根据股票价格的适用范围,可将股票价格分为股票的发行价格和股票的交易价格。这两种股票价格之间没有必然的联系,各具特点。

### 1. 股票的发行价格

股票的发行价格是股份有限公司在股票市场上发行股票时所确定的股票价格。其特点表现在:

(1)它是在股票发行市场中为发行股票而适用的价格,主要目的是在股份有限公司成立之

时或扩大生产规模时,为股份有限公司筹集公司资本(股本)。

(2)股票的发行价格具有相对的稳定性。虽然,股份有限公司可以分次发行其股票,但是在每次发行之时,股份有限公司都应当从公司利益和股票发行能否成功——能否发行完毕的角度出发,确定股票的发行价格。这一股票价格是固定价格,在同一次股票发行过程中,只要发行条件不变,则股票的发行价格是不发生变动的,以便为投资者创造平等的投资条件和选择地位。

(3)股票的发行价格与股票的票面价值联系密切,受到股份有限公司资本额的制约。因为,发行股票是股份有限公司的筹资过程。股份有限公司发行了多少股股票,就应当实际收回股票票面所标明的资本数额。由于股份有限公司的全部资本划分为股份,通过股票形式予以体现,则股票的票面价值之和就是股份有限公司的资本总额。所以,为了实现股份有限公司筹措资金的目的,股票的发行价格就应当以股票的票面价值为根据,以等于或略高于股票票面价值的发行价格来发行股票,才能保证通过发行股票而实际收回的资本数额与股票体现的资本额相一致,使股份有限公司获取相应的实收资本。

### 2. 股票的交易价格

股票的交易价格是指股票在股票交易市场上流通转让时的价格。这种股票价格不同于股票的发行价格,其特点包括:

(1)它是股票持有者(让渡者)和受让者在股票交易市场中买卖股票之时适用的股票价格,目的是完成股票交易过程,实现股票所有权的让渡。

(2)股票的交易价格是不确定的,由双方当事人随行就市来确定。由于股票是在完成了发行活动以后进入股票交易市场的,处于不断的流动过程中,从而,它已脱离了股份有限公司的直接支配,成为股票持有者的独立财产。所以,股票的流通买卖是股票持有人行使处分权的结果。股票持有人依自己的意愿,根据股票行情的发展变化情况,独立地决定股票的交易价格。这与股份有限公司的意志无关,也不受股票在最初时的发行价格的制约。不仅如此,股票持有人在不同时期,不同条件下进行股票交易时,其所确定的交易价格也是经常变化的。因此,同一张股票,其交易价格往往与其发行价格相差甚远;以同一的发行价格在同一次发行过程中发行的各张股票,可能会以各种不同的交易价格进行流通买卖。

(3)股票的交易价格与股票的票面价值没有直接联系,不影响股份有限公司的资本数额。与第二特征的道理相同,股票在经发行过程之后,其所代表的资本(股本)数额已经以缴纳股款的方式投入到股份有限公司的资本总额之中。此后的股票交易过程已与股份有限公司的资本无关,所以,股票的交易价格决定于股票的市场价值,而不再直接涉及股票的票面价值,它可以大大地高于或低于股票的票面价值。这时,股票的交易价格关系到交易双方的经济利益,却不影响股份有限公司的现有资本额。

基于上述特点,股票的发行价格和交易价格的具体种类和确定方法也不尽相同。

### 3. 股票发行价格类型

股票在发行过程中的发行价格,一般包括以下几种形式:

(1)面额发行价格,即以股票的票面金额作为股票的发行价格。

(2)时价发行价格,就是用股份有限公司已发行在外的股票的现时交易市场价格作为该公司新发行股票的发行价格。

(3)中间价发行价格,即以时价发行价格与面额发行价格的中间值为根据所确定的股票发

行价格。

(4) 折价发行价格, 它是以低于股票的票面价值的价格作为股票发行价格。

(5) 设定发行价格, 这是适用于发行无面额股股票的发行价格。一般是由股份有限公司的董事会议定所发行的无面额股股票的最低价格, 标明在招股书上作为发行价格。

#### 4. 股票发行价格的确定方法

股票发行价格的确定方法在股票发行的实践中有如下几种情况:

(1) 议价法。它是指股票发行公司与承销股票的中介机构(比如投资银行)直接协商确定股票的公开发行价格。双方协商确定发行价格的依据是股票发行公司的业务经营状况、财务状况、社会需求分析等。通过议价法确定的股票发行价格, 一般有利于承销方。因为, 承销方比较了解股票发行公司的情况, 可以压低股票发行价格而获取更多的差价报酬。当然, 股票发行公司也可以利用自身的信誉和资本实力来讨价还价, 提高股票的发行价格。

(2) 竞价法。它是指从事股票发行业务的各个中介机构以投标方式竞相承销股份有限公司所发行的股票。在招标投标过程里, 中标的价格即是股票的发行价格。采取此种方式确定股票发行价格时, 股票发行公司要做好一切准备工作, 规定投标条件, 报经证券管理机关批准。然后, 就招标承销股票之事, 向各个股票承销机构发出招标通知, 并在说明书上写明所发行股票的有关内容和发行条件。各个参加投标的股票承销机构填写投标申请书, 明确各自的投标价格。最后, 股票发行公司在规定日期当众开标, 出价最高者获得承销所发行股票的权利, 而其中标价格也就成为股票发行价格。竞价法多适用于热门股票, 故此办法对股份有限公司较为有利, 从中可以确定较高的发行价格。

(3) 定价法。具体做法就是股票发行公司自行制定发行价格, 公开发行股票。运用定价法确定发行价格而发行的股票, 又可分为直接公开出售和间接公开出售, 前者是由股份有限公司的代理机构直接出售, 后者则是由金融机构代售。

#### 5. 股票交易价格的类型及确定方法

股票在股票交易过程中适用的交易价格, 涉及到开盘价、收盘价、最高价、最低价等几种市场价格。开盘价是股票在股票交易日中第一笔成交的价格, 收盘价则是股票在股票交易日中最后一笔成交的价格。比如在香港, 每个股票交易日上午 10 点开市时的价格为开盘价, 又称开市价。而下午 3 时半收市时的价格为收盘价, 又称收市价。最高价和最低价分别是在股票交易日内最高和最低的成交价格。上述四种交易价格反映了股票交易的不同行情, 对于投资者具有相应的参考价值。其中, 收盘价最为重要, 它是股票行市的重要分析数据。

确定股票交易价格的方法在于预期收益和银行存款利息率。对于投资者来说, 购买股票的目的在于获取收益。虽然, 股票所代表的股东权包含着诸项具体权利, 但是, 大多数股东主要感兴趣的在于参与股息、红利分配的权利。为此, 有的西方学者把收益获取权看作是决定股票交易价格的唯一要素。同时, 由于把钱存入银行和向股份有限公司进行股票投资都可以获取收益, 而前者基本上没有风险, 后者则要冒着较大的风险, 所以, 人们在决定是否认购股票或以什么样的交易价格认购股票时, 自然要把股票的股息、红利比例与银行的存款利息率加以比较。如果股票的股息、红利高于银行存款利息, 则股票持有者就不会卖出股票, 而当股票的股息、红利等于甚至低于银行存款的利息时, 人们也就不认购股票了。所以说, 股票获取收益的数额与银行存款利息率直接关系到股票交易市场的供求关系, 进而决定着股票的交易价格。它们成为确定股票交易价格的基本依据。只要预期收益和银行存款利息率, 任何一个发生变

化,都会引起股票交易价格的改变。

股票交易价格的确定公式是:

$$\text{股票价格} = \frac{\text{预期收益(股息、红利)}}{\text{银行存款利息率}}$$

## 第二节 影响股票价格变化的诸因素

股票价格由于受到各种因素的影响,处于经常的变化之中。这些影响因素多种多样,来自于各个方面,是一个综合性的影响环境。主要可以概括为三类基本因素。

### 一、股份有限公司自身因素 :影响股票价格的首要因素

股票价格的高与低,首先决定于股份有限公司的运营机制,具体包括公司的盈利和股利水平、股票的上市和分割、公司的经营管理水平和信誉、公司经营者的选等因素。它们都是影响股票价格的基本因素。

#### 1. 公司盈利

公司盈利是股票投资者获取投资收益的直接来源,从而,股份有限公司的利润(包括资本利润率高低、利润总额多少)就成为影响股票价格的重要因素之一。一般情况下,公司盈利水平和股票价格是同一方向运动。公司盈利增加,则股票价格上涨,公司盈利下降,则股票价格也下跌。不过,两者的变化并不是齐头并进的,通常,股票价格的涨落往往先于公司盈利的变化。因为,投资者在从事股票交易时着眼的是股份有限公司的预期盈利。公司经营的盈或亏在公司结算之前已有前兆,投资者及时捕捉这类信息而采取相应措施,导致股票价格上下波动。

#### 2. 股票的股利

获取股利是投资者认购股票的目的,买卖股票的实质正是这种获利权凭证的转移,所以,股票的股利与股票价格关系密切。股票价格一般是伴随股利的有无或多少而运动的。股份有限公司发布有关股利的消息,会对股票价格产生明显的影响。股利水平高则股票价格上升,股利水平低则股票价格下降。公司宣布要分配股利,会引起股票价格上升,而公司宣布取消股利,则会使得股票价格下降。公司分配股利的方式(现金或实物或股利股等)影响着股票价格,而在每年结算时期的除权日或除息日前后正是股票价格变动最大的阶段。

#### 3. 公司的资产价值

股份有限公司的资产价值包括着公司的土地、厂房等不动产的实有数量,发行有价证券的数额,实有资本数额等。这一资产价值的大小体现着股份有限公司的经济实力,由此可以分析股份有限公司的发展前景。因此,公司资产价值是投资者进行分析的重要依据。公司资产增值表明公司在发展壮大,则其股票价格看涨。反之,公司资产减值意味着公司实力减弱,可能使其股票价格下降。当然,这是着眼于公司的长期发展趋势,并不是绝对的现象。

#### 4. 股份有限公司的股票分割

为了扩大股票的流通范围和数量,股份有限公司经常在结算月份宣布股票分割。这既可

以使股东手中的股票股份增加,面值减少,又能保持相同的股利数额,从而会刺激一些人增加股票的购买数量,使得大量股票过户而退出了股票交易市场,导致该公司的股票数量在股票市场上减少,股票价格上升。待到股票分割结束后,这部分股票又回到股票市场,使股票价格趋于回落,由此可见股票分割对于股票价格的影响。

### 5. 股份有限公司经营管理人员的变换也可以影响股票价格

公司董事会、监事会人选的改换、总经理的更替,可能改变公司的经营方针,进而影响公司的财务状况、盈利水平、股息政策等。这有可能引起投资者的猜测和信任程度的变化,波及到股票的价格变动。此外,控制股份有限公司的投资大户对于股份有限公司的经营管理权较为重视。所以,为了维持对公司的控制地位,他们会在公司领导人员变动时,买进大量的公司股票来控制改选活动。其结果是引起股票价格上升。

## 二、影响股票价格的市场因素

股票的发行和流通是通过股票市场完成的,因此,股票市场对于股票价格的影响是直接的密切的。这种影响首先表现在股票市场的供求关系上,同时,也涉及到股票市场的各种技术因素。

### 1. 股票市场供求关系

与其他商品交换活动一样,股票市场也受到供求关系的支配,是决定股票价格的直接因素。如果股份有限公司的经营状况好,利润率高,投资收益高于银行存款利息率,或者基于通货膨胀引起的货币贬值,会免受持有货币带来的损失,社会成员愿意进行股票投资。大量的货币资金流入股票市场,造成股票供需关系紧张,股票价格当然上涨。反之,就会使社会资金大量流出股票市场,股票供大于求,则股票价格就下跌。

### 2. 影响股票价格的技术因素

其中包括股票市场上的投机操作、市场规律和主管机关的限制行为等因素。

(1)股票市场上的投机操作,指的是由于一些追求短期收益的股票投机者进行投机性操作而对股票价格产生的影响,甚至是人为地左右股票价格。诸如:

①转账——股票操作者利用开设多个账户,进行虚假股票交易记录的方法,提高股票价格予以出售或降低股票价格以便买进。

②轮作——股票操作者先选择易操作的股票进行涨价,带动整个股市价格上升,再对不易操作的股票施加影响,使其股价上涨。

③轧空——做多头的股票操作者把股票价格抬高,并大量买进股票,制造虚假的上涨现象,使空头的股票操作者无法轧平而被迫与其协商,任其随意开价。

④套牢——股票大户散布有利于股票价格上升的假消息,促使股票价格上涨,诱使众多的股票散户盲目跟进,而股票大户在高价处退出,导致股票价格无力支持而下跌。反之,空头大户用套杀多头的方法,又可使股票价格一再上涨。

⑤操纵——股份有限公司的当权者利用其特权压低或抬高股票价格而从中取利的行为。比如在公司盈利增加时,却大幅度减少股利,以致股票价格下跌。

⑥串谋——股份有限公司的管理人员相互串通,或与证券市场人员串通,利用公司内部消息而先行买进或卖出股票,或合力抬高、压低股票价格,都会引起股票价格的变化。

(2)股票市场规律。股票价格会基于股票市场的活动规律发生相应的波动。

①股价循环规律即股票市场中的股票价格本身存在一种循环现象,其过程是自盘旋期,经转变期、活跃期、回落期,又到盘旋期。在盘旋期,股票的交易量不大,股票价格涨跌的幅度较小。一段时间以后进入转变期,股票成交量略增,股票价格的涨跌幅度增大。此后,股票成交活跃,成交量日益增加,股票价格趋于大幅度上涨。同时,有些股票持有人开始卖出,又引起股票价格下跌。如遇不利因素就会形成大跌风,即到回落期。股票价格跌到一定程度时,又会保持若干盘旋状况,开始新一轮循环。所以,股票价格循环规律也是确定股票价格时应考虑的因素。

②信用交易规律。信用交易是以信用为基础的买进或卖出股票的活动。其规律性在于,当某种股票价格上涨,而因认为此股票价格会继续上涨予以买进的股票多于因认为该股票将价格下跌而卖出的股票时,就预示着将来的股票交易中售出该种股票的较多,可能引起股票价格下跌。反之,如果在股票价格上涨时,买进和卖出的股票份额相近时,则股票价格继续趋于上升。

(3)主管机关的限制行为。证券主管机关为了维持股票市场的秩序,在某些股票的价格因过度投机而波动过大时,会相应地采取措施予以平抑,从而影响股票价格。比如,主管机关规定信用交易贷款限额。由于现代股票市场中,向股票交易机构贷款购股票是普遍的方法,即为信用交易,从而,信用交易的贷款数量关系到股票交易规模。因此,证券主管机关限制信用交易贷款数额,就可以控制股票交易规模,防止因股票交易过大而引起股票价格异常波动。同样,主管机关通过提高信用交易的保证金比率或降低抵押证券的抵押率的方法,可以降低投资者贷款购股的热情,减少信用贷款数额,也能抑制股票价格的异常变化。

### 三、影响股票价格的政治、经济和社会因素

由于股票交易的普遍性,使得股票价格对于各种社会影响的反映十分敏感。这些社会影响可以来自政治、经济、人的心理活动,包括国内的国际的。

#### 1. 影响股票价格的政治因素

国内外的政治形势、政治活动、政局变化、国家机构和领导人的更迭、国家政治经济政策与法律的公布或改变、国家或地区间的战争与军事行为等,都可以引起股票市场行情的变化,影响到股票价格。比如由于1990年8月2日伊拉克入侵科威特而引发的海湾战争对于各国股票市场有重大影响。在1990年10月1日海湾战争爆发前夕,香港股市下跌17.2%,而1991年1月17日海湾战争爆发之后,香港股市立即反弹超过100点。又比如国家领导人的更迭会影响社会人心的安定,从而波及到股票价格。根据资料统计,美国总统的选举就影响着股票价格。自1949年以来,历届民主党当政的第一年,股票价格均上涨(1977年例外),而共和党上台的第一年,股票价格均下跌。

#### 2. 影响股票价格的经济因素

众多的经济因素都关系到股票价格的涨落,诸如世界经济状况、国际贸易动向、国际收支、国家的国民生产总值变化、货币供给量多少、物价和银行利率的变化等因素。其中重要的是:

(1)因国家金融政策改变而使货币供给量发生变化会直接影响到股票价格。因为,国家紧缩银根,则货币供给量减少,使银行贷款利率上升,加重了企业的贷款利息负担,利润减少,引

起股票价格下降。反之,国家松动银根,货币供给量增加,不仅可使企业减轻贷款利息负担,增加利润而使股票价格上升,也会因此促使社会资金转向股票投资来抬高股票价格。

(2) 银行利率和汇率的改变也与股票价格涨落紧密相关。因为,银行利率上升会引起几个变化。一是公司的借贷成本增加,则利润减少;二是资金会从股票市场转向银行存款;三是投资者分析评估股票价值的折现率也会上升。这些变化使得股票价值下降,相应地,股票价格下跌。与此相反,银行利率下降则使上述三个方面发生反方向变化,导致股票价格上升。同样,基于汇率变化,本国货币升值时,可以吸引外国投资,从而,股票需求增加,股票价格上涨。反之,本国货币贬值则导致股票价格下跌。

(3) 物价对股票价格有非常大的影响。物价上涨会使股份有限公司的资产净值相对提高,固定资产折旧相对降低,增强了股份有限公司的获利能力,则其股票具有吸引力。同时,物价上涨促使社会成员在通货膨胀的情况下,将货币用于股票投资,寻求保值。所以,物价上涨,股票市场求大于供,则股票价格上升。相反,物价下降,则股票价格下跌。

(4) 国际收支对于股票价格的影响表现在,国际收支的赤字增加会促使国家为减少赤字而提高中央银行贴现率,用以紧缩银根。其结果是,一方面引起银行利率上升,另一方面使本国货币贬值,对外国投资失去吸引力。所以,股票价格一般看跌。反之,股票价格看涨。

### 3. 影响股票价格的社会心理因素

社会成员,特别是投资者的心理变化,对于股票价格的影响力是不可轻视的。如果投资者对股票市场行情的前景过分悲观,就会大量抛售手中的股票,致使股票价格下跌。而投资者对股票行情持乐观态度时,又会大量买进股票,引起股票价格上涨。由于股票投资既可获利,又具有风险性,而且获利大小是一个不确定的数额,所以,投资者的心理非常容易产生变化。许多因素都可能引起投资者的心理变化,甚至传闻、谣言也会造成投资者抢购或抛售股票的热潮,引起股票价格的猛涨或暴跌。

综上所述,股票价格受各种因素的影响处于长期的变动之中。从而,社会生活的各种动向和变化都可以通过股票价格的变化得以反映出来。可以说,股票市场行情是商品经济社会的政治、经济气候变化的“晴雨表”。

## 第三节 股票价格指数

### 一、股票价格指数的含义和作用

股票价格指数,又叫股票价格平均数,它是金融服务机构所编制的、表明股票行市变化的一种股票价格平均数。

股票价格指数表现为股票价格在不同时期的变化情况,反映了当时社会经济发展的基本状况。编制股票价格指数的方法,一般是以某一年份作为基期,选择若干种具有代表性的股票在此基期之时的股票价格(基期价格)作为 100,再用这些股票在以后各期的股票价格与此基期价格相比较所计算出的百分数,就是该时期的股票价格指数。所以,股票价格指数是用百分



数来表示的。它由各个金融服务机构予以编制以后,定期向社会公布。

股票价格指数的作用在于,为社会公众提供投资和合法的股票增值活动的参考依据。认购股票是一种投资活动。它具有收益性,也包含着风险机制,同时,还是许多投资者渴望获取货币增值的途径。为了帮助投资者实现投资目的,建立正常的股票投资环境,就需要有一种能够反映股票投资的发展变化情况的指标作依据。股票价格指数就是这样一种指标依据。借助股票价格指数,可以观察和分析股票市场的发展动态,研究有关国家和地区的政治、经济发展趋势,拟订投资策略。为了给投资者创造这种条件,很多国家(比如英国、美国、日本等)都有专门编制股票价格指数的机构,并形成了具有权威性的股票价格指数。

## 二、世界上几种有影响的股票价格指数

各国各地区的各个股票市场处于不同的环境,受不同因素的影响,各自的股票发行量和交易量不一样,所发行和交易的股票种类不同,股市行情的发展变化也有区别,所以,彼此的股票价格指数也不同。其中,有几种股票价格指数是权威性的,可以左右当地的股票市场。

### 1. 道·琼斯股票价格平均指数

这是美国历史上最古老而又最为社会公众所熟悉的一种股票价格指数。它是在 1884 年由道·琼斯公司的创始人查理斯·道开始编制的。最初,道·琼斯股票价格平均指数是根据几种具有代表性的铁路公司的股票,采用算术平均法进行计算编制而成,发表在查理斯·道自己编辑出版的《每日通讯》上。很快又增加到 12 种股票。自 1897 年起,道·琼斯股票价格平均指数分成工业和运输业两大类,工业股票价格平均指数包括 12 种股票,运输业平均指数则包括 20 种股票,并且,开始在道·琼斯公司出版的《华尔街日报》上公布。1929 年道·琼斯股票价格平均指数又增加了公用事业类股票,使其所包含的股票达到 65 种,并一直延续至今。

道·琼斯股票价格平均指数是以 1928 年 10 月 1 日为基期,基期价格为 100,以后各期股票价格同基期相比计算出的百分数,就成为各期的股票价格指数。该指数是用“点”来表示。道·琼斯股票价格平均指数最初的计算方法是用简单算术平均法,即将股票价格总数除以股票种类。以后由于社会经济结构发生变动,股票操作技术有所发展,相应地,从 1928 年起改用新的计算方法,即将各种采样股票价格予以合计折算(新的股票价格总数/旧的股票价格平均数)所得的单位数为基数,除以一个新的除数(新的股票价格总数)而得出各股票价格的平均指数。它在《华尔街日报》上发表时,采用图形和统计数据两种形式。

目前,道·琼斯股票价格平均指数共分四组。第一组是工业股票价格平均指数。它由 30 种有代表性的大工商业公司的股票组成,随经济发展而变化,大致可以反映美国整个工商业股票的价格水平。第二组是运输业股票价格平均指数。它包括着 20 种有代表性的运输业公司的股票,即 8 家铁路运输公司、8 家航空公司和 4 家公路货运公司。第三组是公用事业股票价格平均指数,是由代表着美国公用事业的 15 家煤气公司和电力公司的股票所组成。第四组是平均价格综合指数。它是综合前三组股票价格平均指数的 65 种股票而得出的综合指数。这组综合指数为优等股票提供了直接的股票市场状况,但是,它不能反映出通过经纪人交易的股票市场的活动趋势。现在通常引用的就是第一组的工业股票价格平均指数。

道·琼斯股票价格平均指数是目前世界上影响最大、最有权威性的一种股票价格指数,原因之一是,道·琼斯股票价格平均指数所选用的股票都是有代表性的,这些股票的发行公司都

是在本行业具有重要影响的著名公司,其股票行情为世界股票市场所瞩目,各国投资者都极为重视。为了保持这一特点,道·琼斯公司对其编制的股票价格平均指数所选用的股票经常予以调整,用具有活力的更有代表性的公司股票替代那些失去代表性的公司股票,而且,这些股票全部是在著名的纽约证券交易所上市的。比如,自1928年以来,仅用于计算道·琼斯工业股票价格平均指数的30种工商业公司股票,已有30次更换,几乎每两年就要有一个新公司的股票代替老公司的股票。原因之二是,公布道·琼斯股票价格平均指数的新闻载体——《华尔街日报》是世界金融界最有影响力的报纸。该报每天详尽报道其每个小时计算的采样股票平均指数、百分比变动率、每种采样股票的成交数额等数据,并且,注意对股票分股后的股票价格平均指数进行校正。在纽约证券交易所营业的时候,每隔半小时公布一次道·琼斯股票价格平均指数。原因之三是,这一股票价格平均指数自编制以来从未间断,可以用来比较不同时期的股票行情和经济发展情况,成为反映美国股市行情变化最敏感的股票价格平均指数之一,是观察市场动态和从事股票投资的主要参考。当然,世界经济学界对道·琼斯股票价格平均指数的作用有相反看法,认为它所包括的公司少,而且多是热门股票,所以代表性不够广泛,也未将近年来发展迅速的服务性行业和金融业的公司包括在内。

### 2. 标准·普尔股票价格指数

它是美国最大的证券研究机构,即标准·普尔股票编制的股票价格指数。该公司于1923年开始编制发表股票价格指数。最初采选了230种股票,编制两种股票价格指数。到1957年,这一股票价格指数的范围扩大到包括500种股票,分成95种组合。其中最重要的四种组合是工业股票组、铁路股票组、公用事业股票组和500种股票混合组。该混合组是一个独立的组合,起先包含着425种工业股票,15种铁路股票和60种公用事业股票。从1976年7月1日开始,改为400种工业股票,20种运输业股票,40种公用事业股票和40种金融业股票。几十年来,虽然有些股票更迭,但始终保持为500种。标准·普尔公司采用高速电子计算机,每小时计算和发表一次。

标准·普尔公司股票价格指数的计算方法是加权平均法。它以1941年至1943年为基期,以上市股票数为权数,按基期进行加权计算。即目前的股票市场价格乘以目前股票市场上发行的股票数量为分子,用基期的股票市场价格乘以基期股票数为分母,相除所得百分比就是股票价格指数。

标准·普尔股票价格指数具有影响力的原因在于:

(1)它包括的股票种类较全面,是根据纽约证券交易所中大约90%的普通股股票价格计算出来的,有极大的代表性。

(2)它考虑了许多影响股票价格变动的因素。

(3)它采用加权平均法来计算,价格指数比较精确,可以更近似地反映股票市场的情况。并且,因其具有连续性,被认为能够显示较长期的股票市场预测。

### 3. 纽约证券交易所股票价格指数

这是由纽约证券交易所编制的股票价格指数。它起自1966年6月,先是普通股股票价格指数,后来改为混合指数,包括着在纽约证券交易所上市的1500家公司的1570种股票。具体计算方法是将这些股票按价格高低分开排列,分别计算工业股票、金融业股票、公用事业股票、运输业股票的价格指数。最大和最广泛的是工业股票价格指数,由1093种股票组成;金融业股票价格指数包括投资公司、储蓄贷款协会、分期付款融资公司、商业银行、保险公司和不动产

公司的 223 种股票;运输业股票价格指数包括铁路、航空、轮船、汽车等公司的 65 种股票;公用事业股票价格指数则有电话电报公司、煤气公司、电力公司和邮电公司的 189 种股票。

纽约股票价格指数是以 1965 年 12 月 31 日确定的 50.00 为基数,编制方法是加权平均法。纽约证券交易所每半个小时报告一次平均价格指数的变动情况。虽然,纽约证券交易所编制股票价格指数的时间不长,却因它可以全面及时地反映其股票市场活动的综合状况,为投资者乐于参考。

#### 4.《金融时报》股票价格指数

它的全称是“伦敦《金融时报》工商业普通股股票价格指数”,是由英国《金融时报》公布发表的。该股票价格指数包括着证券交易所在英国工商业中挑选出来的具有代表性的 30 家公开挂牌的公司在伦敦股票市场上发行的 30 种普通股股票。它以 1935 年 7 月 1 日作为基期,将该基期的股票价格水平确定为 100 点,被称为 FT 股票价格指数。该股票价格指数以其能够及时显示伦敦股票市场情况而闻名于世。

#### 5. 香港的恒生价格指数

它是香港股票市场上历史最久,影响最大的股票价格指数,由香港恒生银行于 1969 年 11 月 24 日开始发表。

恒生股票价格指数包括从香港 200 家上市公司中挑选出来的 33 家有代表性的经济实力雄厚的大公司的股票作为成份股,分为四大类——4 种金融业股票、6 种公用事业股票、9 种地产业股票和 14 种其他工商业(包括航空和酒店)股票。这些股票占香港上市股票总值的 68.8%,所以,该股票价格指数涉及到香港的各个行业,具有代表性。

恒生股票价格指数的编制方法,是以 1964 年 7 月 31 日为基期(这一天香港股市正常,成交值均匀,可反映整个香港股市的基本情况),确定为 100。再将 33 种股票按每天的收盘价乘以各自的发行股数为计算日的资本市值,再与基期的资本市值相比较,乘以 100 就得出当天的股票价格指数。由于恒生股票价格指数所选择的基期适当,因此,不论股票市场狂升或猛跌,还是处于正常交易水平,恒生股票价格指数基本上能反映整个股市的活动情况。

自 1969 年恒生股票价格指数发表以来,已经过多次调整。由于 1980 年 8 月香港当局通过立法,将香港证券交易所、远东交易所、金银证券交易所和九龙证券交易所合并为香港联合证券交易所。所以,在目前的香港股票市场上,只有恒生股票价格指数与新产生的香港指数并存,香港的其他股票价格指数均不复存在。

#### 6. 我国股票市场的股票价格指数

目前,我国股票市场上的股票价格指数,只有上海股市指数,称为上海静安股票价格指数。它是由中国工商银行上海分行信托投资公司于 1990 年初编制的,是一个能综合反映当前上海股票交易行情变化的股票价格指数。

上海静安股票价格指数是根据目前上海的 6 种上市股票从 1987 年 11 月 2 日以来的行情变化,按照国际通用的美国道·琼斯股票价格指数的计算方法计算出来的。经测定,该股票价格指数与同时期的股市行情、国家经济政策的执行情况等基本吻合。

发布股票价格指数是证券交易形成和发展的条件之一。运用上海静安股票价格指数来反映股票市场行情变化,在我国大陆尚属首次。这意味着我国的股票市场向规范化迈进了一步。实践证明,上海静安股票价格指数的出现,对于上海股票市场的发展有很大的促进作用。1990 年 3 月 19 日公布的第一个静安股票价格指数为 90.60 点,此后就使上海股票行情结束了徘徊

局面,呈增长趋势。仅到6月1日静安股票价格指数就突破了100点基准线,达到100.96点,7月24日再创136.87点。当日的股票总成交额为85万元以上,成交股数是8307股。所以,上海静安股票价格指数已引起国内和国际投资者和证券界人士的关注,其影响在日益扩大。

## 第四节 股息、红利的来源及其影响因素

### 一、股息、红利的含义和来源

股息是指股票持有者依据股票定期从股份有限公司分取的盈利,而红利则是股东在股份有限公司按规定股息率分派股息之后所分取的尚余利润。在概念的使用上,有的对于股息和红利未予以严格区别;有的则又将股息称为股利;也有的认为股息和红利是股票投资收益的两个组成部分,并统称为股利。

股息和红利都是股东进行股票投资的收益,但是相互区别的两部分。一般来讲,股份有限公司在财会年度结算以后,根据股东的股票票面资本额和股份数,将一部分利润作为股息分配给股东。而优先股股东和普通股股东按先后顺序行使收益分配请求权,接受公司分派的股息。其中,优先股股东按优先股股票规定的固定股息率优先领取固定的股息。普通股股东则根据余下的利润额分取股息,按其所持普通股股票的约定,或者是固定的,或者是不固定的。如果股东在分取了固定的股息以后,又从股份有限公司领取的收益就属于红利。由此可见,红利是相对于按固定股息率分派的股息而言的。

股息和红利的来源是股份有限公司的净利润。所谓净利润,就是将股份有限公司的营业收入作各项扣除以后的利润部分。即从营业收入中减去公司经营的各项费用支出、应偿还的债务和应缴纳的税金、应提留的公积金之后的数额。因此,净利润是股份有限公司分配股息、红利的基础和最高限额,实际上,股份有限公司分配股息、红利的总额一般是少于公司的净利润的。

对此,各国公司法都有限制性规定。有些国家规定了法定公积金,即股份有限公司必须从利润中提取相应部分作为法定公积金。法定公积金可用于弥补公司亏损,也可以转化为公司资本,但不能用于分配股息、红利。比如,日本商法规定股份有限公司应按每一决算期盈利的10%以上提取公积金。法国和德国公司法则规定股份有限公司的公积金为每年净利润的5%以上,直至达到公司资本总额的10%为止。这一法定公积金的规定是强制性的,不得以公司章程或股东大会决议予以变更。美国公司立法虽然不要求股份有限公司必须提取公积金,却规定股份有限公司必须用其净利润弥补以前的经营亏损,董事会也可以决定为特定用途和应付意外损失提留部分利润,并转化为留存收益。通常,股息、红利只能从公司的本年度净利润中分配。但是,在本年度经营亏损时,也可以用以前各年度的留存收益进行股息、红利分配。

但是,股份有限公司不能从其资本中支付股息、红利,以防止公司的核定资本减少。这也是各国法律规定的通例。比如英国公司法规定股息不能从资本(股本)中支付。如果公司董事会从资本中分付股息,则有连带的偿还相应金额并加付5%年利的责任。如果公司股东明知股

息是从公司资本中支付的仍然领取,则应如数退还。

可见,股息、红利从股份有限公司的净利润中分配是基本的原则,不过,建业股息是“无盈利就无分配”原则的例外。建业股息是指经营某些特定行业,如铁路、港口建设、运河、水电的股份有限公司,因其建设周期长,在公司登记以后仍需2年以上的准备才能开业,从而没有营业所得的净利润用于股息分配的,依法可以从其已筹集的资本中提取一部分向股东分配股息,又称建设股息。发放此类股息的目的是为了确保社会成员能够认购其股票而筹集资本。建业股息应支付到股份有限公司正式营业时止,并且,列入公司资产负债表的资产项下,待公司开始营业以后再用营业利润抵冲销。不过,发放建业股息有严格的法律条件。依各国法律,它必须经过主管机关批准,而且按其业务性质认定要在公司成立后的2年以上不能全面营业的公司。

股份有限公司分配的股息和红利与其净利润成正比关系。利润增加,则股息、红利亦增,反之,亦减。没有利润时,则不得分派股息、红利。但是,股份有限公司为了维护自己的信誉,保持其股票的价格在股票市场的稳定,就要尽量将股息、红利确定在不低于公司历年和同行业其他公司当年的股息、红利水平上。甚至在公司无盈余时,根据法律规定,对于法定盈余公积金超过公司资本总额50%的部分,作为股息和红利予以分配。

## 二、影响股息、红利的因素

股东的股票投资能否得到收益,可以分取多少股息、红利,这在进行股票投资之时是一个未知数。因为,股息和红利的产生受到各种因素的影响。

### 1. 股息、红利受股份有限公司盈利水平的影响

股份有限公司的经营状况直接关系着公司的盈利水平,而公司的盈利则是产生股息、红利的渠道。因此,股份有限公司的经营状况好,可以获取公司经营盈利,才有可能向公司股东分派股息、红利,而且,公司的盈利愈多,则用于分配股息、红利的净利润愈多,股息、红利数额也就多。反之,公司的经营状况不佳,盈利很少,甚至亏损,也就没有净利润供分配股息、红利之用。

### 2. 股息、红利受到股份有限公司的股息政策的影响

在公司经营盈利的前提下,股份有限公司分配股息、红利,直接受到公司采取的股息政策的影响。股息政策就是股份有限公司董事会所确定的,如何在公司扩大再生产与分配股息、红利之间调配公司净利润的政策。公司的盈利水平、股东的需要和公司发展的需要是决定公司扩大再生产与分配股息、红利之间比例的三大根据,从而,这两者之间是一种此消彼长的关系。如果董事会倾向于股东的眼前利益,则可以多分配股息和红利。如果侧重于考虑公司的长远发展,则可以多提取扩大再生产的资金,而少分些股息和红利。因此,在公司股息政策的作用下,公司盈利提高,而股东的股息、红利数额并不一定增加。

### 3. 股息、红利受到股份有限公司的债权债务的影响

股份有限公司在生产经营过程中会与第三人形成债权债务关系。同时,公司为了筹集资金而发行公司债券时,又与债券持有人之间产生债权债务关系。股份有限公司必须偿还了这些债务之后,才能形成净利润,从而,股份有限公司的债务数额制约着公司股东分取股息、红利的水平。在公司盈利确定的情况下,公司的债务多,则用于分配股息、红利的净利润就少。而

债务少,则净利润多,股东分配的股息、红利也多。

#### 4. 股息、红息受到国家税收的影响

股份有限公司依法承担纳税义务。从而,其纳税负担影响到股息、红利的数额。两者成反比关系。公司所纳税款少,则净利润多,股息、红利多。反之,税款多,则净利润少,股息、红利少。这取决于国家的税收政策。比如,西方经济发达国家为鼓励公司追加投资,往往降低新上市的股份有限公司的所得税,使公司的税后利润相应增加,目的是增加股息、红利水平,提高股票价格,吸引社会公众的认购投资。此外,由于税收政策的原因,许多欧美国家的股份有限公司的股息增长与公司盈利的增长并不一定同步。因为,这些国家对于股东的现金股息规定了累进税。比如美国规定的最高税率达 60%。如果不发或少发现金股息,改用股利股,使股东用出售股票所得弥补股息收入,其出售股票所需纳税的税率较低。在美国不超过 25%。因此,这就促使股份有限公司减少现金股息,改用股利股形式进行分配。结果是,一方面使股东少纳累进税;另一方面又可将股息转化为公司资本,充实公司的资本总额;还可以提高股票价格,使股东赚取增值。

#### 5. 股息、红利受金融资本控制的影响

股份有限公司在生产和再生产过程中,其利润的很大一部分表现为机器设备、原材料、库存商品等有形资产形态。所以,公司为了经营需要,必须经常向银行贷款来补充流动资金,导致股份有限公司对银行的依赖性。加之,银行通过购买股票的方式来控制股份有限公司。因此,在公司经营利润减少时,银行为了股份有限公司对其还贷付息的能力,会利用对公司的控制力影响公司少发或不发股息、红利。

## 第五节 股息、红利的分派

### 一、股息、红利的分派原则和法律限制

#### 1. 股息、红利的分派原则

股份有限公司分派股息、红利,必须符合法律规定,也不得违反公司章程的规定。其原则如下:

(1)必须依法进行必要的扣除后,才能将净利润用于分配股息和红利。具体的扣除项目和数额比例,要视法律和公司章程的规定。对此,公司股东大会和董事会的决议不得与法律、公司章程的规定相抵触。

(2)分配股息、红利,必须执行股份有限公司已定的股息政策。股份有限公司要将公司的长远发展需要与股东们追求投资收益的当前利益有机地结合起来,制定相应的股息政策,作为分配股息、红利的依据。

具体的股息政策可以表现为以下四种:

- ①按固定额支付股息,用以保持每年的股息分配额不变的政策。
- ②按规定的股息率支付股息,使股息额随利润增减而运动的政策。

③股息逐年梯级上升,不受利润变化影响的政策。

④剩余股息政策,即先满足公司投资发展的需要,有剩余利润再发放股息。

(3)股息、红利的分派,原则上以各股东所持股票的股份比例为根据。公司章程另有规定的除外。

(4)分派股息、红利,应实行股东平等原则。具体表现在持有同一种类股票的股东在分配股息、红利的数额、形式、时间等内容上不得存在差别。

## 2. 股息、红利分派的法律限制

股份有限公司依上述原则分配股息、红利之时,还必须注意有关的法律限制。一般包括:

(1)股份有限公司在无力偿付到期债务,或者分派了股息、红利以后会导致无力偿付债务时,不得分派股息、红利。即使是公司的总资产额超过了公司所欠债务总额,但是,其流动资金不足以抵偿到期债务的,公司亦不得分派股息、红利。

(2)股份有限公司分配股息、红利,不得违反公司所签订的有关约束股息、红利分配的合同条款。

(3)股份有限公司分派股息、红利,依法不得影响公司资产的构成及其公司的正常发展。比如,公司为了分派股息、红利或收回库藏股票而支出的金额,不能使公司的法定资本(股本)有所减少。

(4)公司董事会的自行限制。主要表现在分派股息、红利时,不得动用公司董事会为了扩大再生产或应付意外风险而从公司利润中提取的留存收益部分。

## 二、分派股息、红利的形式

股息、红利作为股东的投资收益,是以股份为单位计算的货币金额,但是,在股份有限公司分派时,其表现形式可以有四种:现金股利、财产股利、负债股利和股票股利等。

### 1. 现金股利

它是股份有限公司以货币形式支付给股东的股息、红利,也是最普遍的股利形式。分派现金股利,既可以满足股东预期的现金收益目的,又有助于提高股票的市场价格,吸引更多的投资者。而且,分派现金股利也最为简单,只须从公司的净利润中支出现金进行直接分配。但是,确定现金股利的分派数额,则要兼顾公司和股东两者的利益。因为,对于股东来讲,现金股利过少,会影响股东的投资利益,引起公司股票的价格下跌。而就股份有限公司而言,分派现金股利过多,会减少公司扩大再生产所需现金,影响公司的发展。

为此,分派现金股利要符合三个条件:

(1)要有足够的留存收益(本年度和以前年度累计提存的公司净利润)。

(2)有足够的现金。因为,公司的留存收益在账目上可表现为非现金资产的增加,比如用于购置机器设备、储存货物或原材料,使得公司账目的留存收益与现金额不一致。所以,分派现金股利,必须有足够的现金为条件。

(3)有经股东大会批准的董事会的分派决议。

### 2. 财产股利

它表现为股份有限公司用现金以外的其他资产向股东分派股息、红利。具体的可以是股份有限公司持有的其他公司的有价证券,也可以是实物。分发财产股利往往有利于公司的发

展。分派财产股利,可以减少现金支出,可满足公司对生产所需现金的需求。而且,在现金不足时,用实物(多是公司产品)按优惠价格充作股息,可扩大其产品销路。尤其是出于对其他公司的控股需要,股份有限公司有时是有意地将持有的其他公司的股票作为股利,采用内部转移方式分派给股东,以继续维持其控股公司的地位。

### 3. 负债股利

就是指股份有限公司通过建立一种负债,用债券或应付票据作为股利分派给股东。这些债券或应付票据既是公司支付的股利,又确立了股东对股份有限公司享有的独立债权。它虽不是现实的货币收益,却因其可带来利息,也可满足股东的获益目的。只要经股东大会同意,公司可以分派负债股利。

### 4. 股票股利

它是用股票的形式分派的股利。通常是由股份有限公司用新增发的股票或一部分库藏股票作为股利,代替现金分派给股东。采用股票股利对于股份有限公司的资产和股东的收益都没有影响,唯一的变化是将公司账户上的一部分留存收益转化为资本,即减少了留存收益,增加了公司资本(股本)。在公司方面,既不影响其资产和负债,又保留了现金资本,可用于扩大公司经营。在股东方面,股票股利是股东分享公司利润的结果,它使股东所持有的股票股数增加,但其在股份有限公司所占的权益比例并没有改变。例如,某股份有限公司发行了 80 万股股票,有 2000 个股东各拥有 400 股,分别占公司股权的比例为 0.05%。如果公司增发 20 万股股票股利,每个股东可分取 100 股,则每个股东拥有了 500 股股票,占公司的权益比例仍为 0.05%。不过,由于股票股利基本上都是普通股股票,所以,在普通股股票和优先股股票并存的时候,普通股股票作为股利分派以后,可以改变这两种股票的股本比例关系。

可见,股票股利对于股份有限公司和股东,是利益兼顾的两全之策。通过这一股利形式,能够实现下述目的:

(1)可以使股份有限公司保留了现金,解决公司发展的现金问题。特别是在公司盈利增加时,股东的股息、红利相应地也应增加,则公司保持现金状况的唯一办法就是分派股票股利。

(2)有利于股份有限公司的股票流通。因为,分派股票股利使公司的股票股数增加,有可能引起股票价格下跌,便于股票的流通买卖。

(3)公司股东持有股票股利,可通过出售增加的股票转化为现实的货币,实现股票投资的收益。而且,股东分取股票股利可免交个人所得税。由于在西方国家,股票股利不被认为是所得收入,所以,不被课征所得税。

## 三、分派股息、红利的程序

由于要在获得利润后才能向股东分派股息、红利,所以,股份有限公司一般是在公司营业年度结算以后才从事这项工作。实践中,有的股份有限公司在一年内进行两次决算,一次在营业年度中期,另一次是营业年度终结。相应地向股东分派两次股利,以便给股东增加股票投资收益,吸引投资者。但是,年中期分派股利不同于年终分派股利,只能在中期以前的利润余额范围内分派股息、红利,而且,必须是预期本年度终结时不可能亏损的前提下才能进行。

根据各国公司法的规定,股份有限公司分派股利的基本程序是,首先由公司董事会根据公司盈利水平和股息政策,确定股利分派方案,然后提交股东大会审议通过方能生效。董事会即



可依股利分配方案股东们宣布,并在规定的付息日派发股息、红利。具体分派时,无记名股票的股东凭据股票上所附的股息票,在股份有限公司委托的支付股利机构领取(剪息票);也可直接到公司办事处领取。而记名股股东则直接从公司分取。

股利的分派程序涉及到几个主要的日期,包括宣布日、股权登记日、除息日、派息日等。股东应当了解其法律含义,从而,能够正确地处理有关的法律事务。

(1)宣布日。这是董事会向股东宣布股利分派消息的日期。

(2)股权登记日,又称除权日。即股东进行股权登记的日期。为了证明对股份有限公司享有股东权,股东们要在公司宣布的股权登记日予以登记。只有在此日被记录在公司股东名册上的股票持有者,才有资格领取到股份有限公司分派的股利。超过此日期未予登记的,则其股利请求权丢失。股权登记日一般是在宣布日之后的两三个星期内。

(3)除息日。它是指除去股票持有者的股息的日期。为了便于股份有限公司在股权登记日编制股东名册,通常确定股权登记日前的四个营业日为除息日。股票在除息日以前转让的,受让人则有权获取股利,而原股票持有者丧失股利请求权。而在除息日当天或以后转让股票的,此次分派的股利仍归属于原股票持有人,受让人虽持有股票却无权分享此次即将分配的股利。在此时转让的股票称为除息股票,其买卖价格相应下降——减去即将分配的股利数额。

(4)派息日。就是股份有限公司向股东分派股利的日期。如果公司的股东人数少,股票转让不多时,其宣布日和派息日可为同一天,而对于股东人数较多,股票流通转让较多的股份有限公司来说,派息日一般是在股权登记日之后的3至4周。

股利分派的会计处理方式也是股利分派程序的组成部分。具体包括:首先,预期股利应在宣布日按准备分派的股利金额在账目上建立一项负债。而在派息日予以冲转。其次是财产股利。如果股份有限公司用持有的其他公司的有价证券分派股利时,应当将按成本记账的证券账面价值调整为市价,再按市价计算应付股利。再有,股票股利的会计处理方法是将在账户上的留存收益转作公司资本(股本)。但是,具体金额的确定标准不一样,有的是按新增股票的公允市价确定,也有的是按股票股利的票面金额或总发行价格(无票面额股股票作股利)确定留存收益转入核定股本的数额。

### 第三篇

## 第三篇

# 股票的发行与承销

# 第一章

## 证券发行的一般理论

# 第一章 证券发行的一般理论

## 第一节 证券发行的概念及其分类

### 一、证券发行的概念

证券发行是指符合发行条件的商业组织或政府组织,以筹集资金为直接目的,依照法律规定的程序向社会投资人要约出售代表一定权利的资本证券的行为。

### 二、证券发行的特征

按照各国证券法制的理论与实践,证券发行行为具有以下特征。

(1) 证券发行是符合条件的商业组织或者政府组织依法从事的以筹资为目的的商业行为。现代各国证券法通常为证券发行人设有资格限制和条件限制。例如我国的《股票发行与交易管理暂行条例》规定:“股票发行人必须是具有股票发行资格的股份有限公司”,其中包括已经成立的股份有限公司和“经批准拟成立的股份有限公司”。我国 1982 年以来颁布的《国库券条例》、《国务院关于加强股票债券管理的通知》、《企业债券管理暂行条例》和《关于发行国家重点建设债券的规定》,则对于政府债券、金融债券和企业债券的发行人设有严格的资格限制和条件限制。此外,我国现行的金融法规和地方性法规对于基金证券的发行人也规定有主体资格的限制和许可限制。此类证券的发行目前在我国实际上仍受到政策和特许规则的支配。

(2) 证券发行是发行人向社会投资者从事的筹资行为。证券发行的要约实质上表现为发行人向不特定多数人的要约;每一证券发行行为的标的实际表现为同等单位、同等面值和同等发行价格的标准证券,证券发行和认购过程实际上表现为标准化交易和公开交易,这些均与单个筹资主体吸收个别投资人的投资或贷款的协议行为有着本质差别。依此意义,各国证券发行中的公募与私募,我国股票发行中的公开发行与定向募集,均仅在发行对象的范围上有所差异,两者并无本质区别。

(3) 证券发行本质上是指发行人发行资本证券的行为。发行人所承诺的证券上权利以投

资收益请求权为核心,但其相关权利的内容则较为广泛。例如,股票所代表的股东权,长期债券所代表的债务清偿请求权,基金证券所代表的信托受益人权利等等。证券发行行为的这一特征使之与签发货币证券和商品证券的行为相区别。

(4)前述特征决定了证券发行行为具有较强的技术性和复杂的程序性。我国和多数国家的证券法规均对于证券发行准备、证券发行的参与人和证券发行行为设有较严格的条件规则和程序规则,因而在现代社会中,凡提到证券公开发行,通常意味着这一行为是遵循公开和公正原则进行的,并且是依照法律规定的程序进行的。

综上所述,证券发行行为在性质上并不等同于普通的投资行为、借贷行为或其他类似的合同行为。证券发行行为在法制上不仅受到双方法律行为基本规则的支配,而且受到证券法规则、特别法规则和要式行为规则的支配。

### 三、证券发行的分类

按照不同的分类标准,可以对证券发行作多种分类。例如,按照证券发行对象的范围,可以将证券发行分为公募与私募;按照证券发行标的的形式,可以将证券发行分为有纸化发行和无纸化发行;按照发行股份与存量股份的关系,可以将股份证券发行分为新券发行、配售与配售等等。但是,证券发行的最基本分类,是按照证券种类进行的,它主要包括股票发行、债券发行和基金证券发行三类。

#### 1. 股票发行

股票发行是符合发行条件的股份有限公司以筹集资金为直接目的,依照法律规定的程序向社会投资人要约出售代表一定股东权利的股票的行为。

股票发行是证券发行的基本类型,也是股份有限公司募集设立和增资扩股的基本法律手段。从理论上来说,股票发行在性质上不同于债券发行,它本质上是股票发行人将公司的资产权益和未来的资产权益以标准化交易的方式售卖于社会投资人的行为;与此相对应,投资人的认购股份行为本质上是一直接投资。依此交易,认股人将取得无期限的股东权利,其内容中不仅包括旨在实现资本利益的股东自益权,而且包括旨在控制、监督公司的股东共益权,在实践上,大多数国家股票发行适用专门的特别法规则,并将其作为证券发行法制的基本组成部分。

#### 2. 债券发行

债券发行是指符合发行条件的政府组织、金融机构或者企业组织,以借贷资金为目的,依照法律规定的程序向不特定投资人要约出售代表一定债权和兑付条件的债券的行为。依照债券发行人的主体类型和证券性质,债券发行又可分为政府债券发行、金融债券发行和企业债券发行三类。

债券发行是证券发行的重要类型。债券发行在本质上是发行人向社会认购人借贷的行为。依此交易,认购人仅取得一定期限内的债权,其内容中不包括对发行人进行资产控制的权利,而主要限于对借贷本金与利息的返还请求权,同时可包含对发行人持续性监督的权利。但是,按照金融学理论,债券发行并不完全等同于一般的借贷。反映债券发行特有属性的因素有二:其一,由于二级市场的存在和企业资金流转的加速,中长期债券的融资作用得到强化,因而债券发行中认购人的行为实际上已具有投资性质,理论上称之为“间接投资”;其二,债券发行实际上是发行人向不特定多数人按标准化交易方式从事的集中性融资,认购人所享有的债权

已经证券化(可流转),因而债券发行不仅应适用债法与合同法的一般规则,而且应适用有关证券发行、公司组织、信息披露、持续性责任的特别法规则。

#### 3. 基金证券发行

本节所称基金证券仅指具有商业意图的封闭式或基金公司所发行的证券,此类基金证券的发行是指符合条件的基金公司以筹集受托资金为目的,依照法律规定的程序向社会投资人公开发售代表特定信托受益权的证券的行为。

基金证券发行本质上是基金公司向社会认购人筹集受托资金的行为,依照信托法原理,所筹集的基金仅附信托意图(Trust intention)由基金公司支配,存在专门账户交基金保管人保管,并由基金管理公司依规定意图使用;而基金认购人则依基金公司章程和信托文件享有信托受益人的权利,故基金证券又称为“受益证券”。由于我国目前尚缺少信托法基础,有关基金公司和基金证券发行的法规尚未健全,故此类证券的发行主要依据证券发行的基本规则。这就是说,我国目前业已发行的基金证券的流转已被纳入证券交易法制的控制,但有关的基础性法律保护尚处于完全意义的自治状况。

### 四、证券发行市场的构成

证券发行市场,是指证券发行人进行证券募集,以筹集资金的市场。由于证券是在发行市场上首次作为商品进入流通领域的,所以证券法理论通常将证券发行市场称为“初级市场”或“一级市场”。从形式上说,证券发行市场是证券交易市场的基础,它与证券流通市场构成统一的证券市场整体,两者相辅相成,互相联系,互相依赖。证券发行市场是证券流通市场的前提,没有发行市场就不可能有流通市场;而证券流通市场是证券发行市场的条件,没有发达的流通市场,发行市场就难以生存和发展。

证券发行市场是一无形市场,不存在具体形式的固定场所。从理论上说,证券发行人直接或者通过中介人向社会进行招募,而认购人购买其证券的交易行为即构成证券发行市场。由此可见,证券发行市场由发行人、投资人和中介人等要素构成。

#### 1. 发行人

证券发行人是指符合发行条件并且正在从事证券发行或者准备进行证券发行的政府组织、金融机构或者商业组织,它是构成证券发行市场的首要因素。为了保障社会投资者的利益,维护证券发行市场的秩序,防止各种欺诈舞弊行为,多数国家的证券法都对证券发行人的主体资格、净资产额、经营业绩和发起人责任设有条件限制。我国的《股票发行与交易管理暂行条例》、《企业债券管理暂行条例》和有关的法规,对证券发行人也规定了严格的条件要求。

从证券法制的实践来看,证券发行人是证券上权利义务关系的当事人,是证券发行后果与责任的主要承担者。因此,发行人存续的合法与确定、发行人的初始资产能力、发行人的原有经营业绩、发行人的违法记录、发行人的财产责任范围等事项,对于投资人来说是至关重要的因素,也是确保发行人未来承担持续性义务与责任的基础。证券法对于发行人设定主体条件要求的目的在于保障证券发行行为的安全与公平。

#### 2. 投资人

证券发行中的投资人是指根据发行人的招募要约,已经认购证券或者将要认购证券的个人或社团组织,它是构成证券发行市场的另一基本要素。在证券发行实践中,投资人的构成较

为复杂,它可以为个人,也可以为金融机构、基金组织、企业组织或其他机构投资人,它可以是未来享有股权的投资者,也可以是持股代理人,也可以是仅以承销为目的的中介人。

投资人也是证券上权利义务关系的当事人,在法律上应当具备主体资格的确定性与合法性。证券发行中投资人的认购行为具有完成双方法律行为的意义,具有承诺证券发行条件和相关法律文件(特别是发行人公司章程和招股说明书)的效力。因此,在采取公司授权资本制的国家中,认股行为仅使投资人负有缴纳股款的有限责任;但在采取公司实收资本制的国家中,认股行为实际上到投资人缴清股款时方告完成。

### 3. 中介人

这里所称的中介人主要是指媒介证券发行人与投资人交易的证券承销人,实践中又称之为“金融中介人”、“投资中介人”、“证券承销商”等等。它通常是负担承销义务的投资银行、证券公司或信托投资公司。证券承销人也是证券发行市场中重要的构成要素。在现代社会的证券发行中,发行人通常并非把证券直接销售给投资人,而是由证券承销人首先承诺全部或部分包销,即使是在发行人直接销售证券的情况下,往往也需要获得中介人的协助。也就是说,证券发行过程首先是发行人与证券承销人之间的某种非标准化交易,只是在这一交易条件确定的基础上,才可能由证券承销人将标准化的证券分售给社会投资人。应当说,证券承销人作为经营证券的中介机构,在证券市场上起着沟通买卖、联结供求的重要的桥梁作用。我国现行法规明确规定,股票与企业债券的公开发行应当由证券经营机构承销。

证券承销人虽然不一定是证券上权利义务关系的当事人,但是根据法律规则和商业利益,它负有对发行人经营状况的尽职审查义务,并且对其承销证券的招募说明书的真实性和完整性负有连带性责任。

根据我国的证券法规和许多国家的证券法规,在证券发行中,相关的律师事务所、会计师事务所和资产评估机构也是法定的中介机构。此类中介机构的义务和责任在于:首先,它们根据委托关系,负有以专业技能协助完成证券发行的准备工作和股改工作之义务;其次,根据法定规则,它们负有以专业人员应有的注意,完成尽职审查的义务;再次,根据法定规则,它们负有公正客观地出具结论性意见,并以之作为招募说明书根据或附件之义务;最后,此类中介机构对于经其确认的法律文件和由其出具的结论性意见的真实性、合法性和完整性负有持续的法律义务。由上可见,此类中介机构具有不同于证券承销人的非商业交易人的身份。它们的中介作用,对于保障证券发行的合法顺利进行,对于有效确定证券交易条件,对于减少证券承销风险及避免可能发生的纠纷,都是非常必要的。事实上,由于我国股份公司股票与债券的发行多以企业股份制改组过程为基础,这就使得此类中介机构的专业服务作用变得极为重要。

## 第二节 我国证券发行与承销的基本原则

证券发行与承销的基本原则,是指贯彻于证券发行与承销的全过程,反映证券法宗旨的最一般规则。它体现了证券法规的基本精神,对于证券发行与承销的各项具体规则具有指导意义和法律解释意义,并且对证券发行与承销实践具有概括性调整作用。从现行法规的实质内容来看,我国证券发行与承销的基本原则可以简要概括为以下四项。这些原则也适用于证券



上市与交易。

#### 一、计划性原则

我国目前对于各类证券的发行和上市均采用严格的计划管理制度。无论是股票发行与上市、债券发行与上市、基金证券的发行与交易,实际上均受到计划额度的限制,须遵循计划管理的基本规则。一方面,计划外证券发行被严格禁止;另一方面,证券交易被限制于证券交易所的集中上市交易,各类场外交易受到严格的控制,其计划管理特征较为明显。应当说,计划性原则决定了我国证券法制中的一系列特有规则,我国证券发行与交易中几乎每一项制度、每一个过程无不受到这一原则的影响。尽管不少学者和业内人士对于证券发行与交易中计划性原则的必要性提出质疑,但从目前的客观情况来看,计划性原则实际上起到了有效限定证券发行与交易的规模、控制证券发行与上市进度的作用。它对于调节社会资金的供求关系,有效实施国家货币政策、信贷政策、投资政策和其他宏观调控政策,保障证券市场的健康发展在相当一段时期内都将是必要的。

#### 二、公开性原则

根据我国现行的证券法制度,任何类型的证券发行与交易都必须遵循公开性原则进行,以使得投资公众对于其受约购买的权利财产具有充分、真实、准确、完整并且不受误导的了解。我国证券法规中关于招募文件必要条款和必要内容的规则,关于各类证券招募文件预先披露的规则,关于证券发行人持续性信息披露责任的规则,关于发行人与承销人对于信息披露真实性和完整性保证的规则,关于证券发行方式的规则等,都不过是这一原则的具体表现。在我国证券法规尚不完善的条件下,充分发挥公开性原则的概括调整作用和法律解释作用具有极端重要的意义。从理论上说,公开性原则在证券法中的公平和公正原则仅具有从属性原则的意义。自从美国 1934 年《证券交易法》确定了公开性原则(disclosure)以来,这一规则一再为各国证券法所强调,并逐步发展为各种类型的产权交易制度所统一遵循的基本原则。

值得说明的是,现代证券法中的公开性原则并不意味着证券发行仅应采取公开发行的方式,也不意味着证券交易仅能采取证券交易所上市交易的形式。实际上,公开性原则是现代证券发行与交易的基本原则,它不仅适用于证券公开发行和证券上市交易,而且普遍适用于任何形式的证券发行与交易。

#### 三、公平诚信原则

根据我国证券法规的规定,证券发行与交易不仅应遵循公开性原则,而且应当遵循公平和诚实信用原则。依照这一原则,证券发行与交易中的欺诈行为、舞弊行为、内幕交易行为、大户操纵行为和其他一切不公平交易行为,均不具有合法效力,并且应当导致违法行为责任。实际上,在我国证券法规不能对各种各样证券发行与交易行为进行充分概括的条件下,证券发行实践中所采用的不同发行方式的合法性,证券交易实践中许多不当行为的合法性,仅应当以公开、公平、公正和诚实信用原则为判断标准。

#### 四、核准性原则

我国目前对于各类证券的发行与交易尚采取严格的审查标准制度而非注册制度。任何发行人发行任何证券,或者任何证券进入各种类型的交易市场都必须经过主管机关和证券监管部门的实质性审查与批准,对于某些类型证券的发行与交易实际上采取特许制度。在这一原则下,未经监管部门审查批准而进行的证券发行行为或者交易行为实际上被视为违法活动。从世界各国的证券法制来看,尽管不少国家均对证券发行与交易采取以信息披露规则和准则主义为主旨的审查制度,但是,对于任何类型的证券发行与交易均统一采取额度许可、行政审批和实质审查的做法却并不多见。尽管我国目前的证券法规并未将核准审批制度列为证券法的基本原则,但事实上它与计划性原则一样是支配我国证券发行与交易的基本原则。

## 第二章 股票发行市场概述

### 第一节 股票发行市场的构成

#### 一、股票发行市场的特征

股票发行市场,顾名思义,就是股份公司发行股票以筹集资金的市场,是用股票形式吸收社会闲散资金,使之转化为生产资本的场所。由于股票是在股票发行市场上首次作为商品进入流通领域的,所以在西方还将股票发行市场称之为初级市场或一级市场。股票发行市场是股票市场的基础环节,它与股票流通市场构成统一的股票市场整体,两者相辅相成,互相联系,互相依赖。股票发行市场是股票流通市场的前提,没有发行市场就不可能有流通市场;而股票流通市场是股票发行市场发展的条件,没有发达有效的流通市场,发行市场就很难得到生存和发展。

与股票流通市场相比,股票发行市场具有两个基本特征:

(1)股票发行市场没有具体形式的固定场所,它是一种观念上的市场,股票投资者与股票发行者之间买卖初次发行的股票的行为即构成股票发行市场。通常,新发行股票的认购和销售不在有组织的交易所内进行。

(2)股票发行市场的参加者所提供的主要服务是,有关发行新股票所要求的收益或找到可能的承购者。

#### 二、股票发行市场的构成

现实的股票发行市场通常由发行人、投资人和中介人等要素构成。

##### 1. 发行人

股票发行人是指为筹措资金而发行股票的股份公司,一般将股票发行公司简称为发行公司。这是股票发行市场的第一构成要素。发行公司只能按照法定程序才能发行股票,股票代表了持有人对股份公司的部分所有权。股票公司的原始形态为独资企业,随着生产力的发展,

由独资变为合伙,再转变为股份企业。在此过程中,企业需要集中大量资本。而发行股票,恰恰可以解决这一难题。由于发行股票,使社会上的大众资本发生了下列变化:第一,集中了社会上的小额资金;第二,把短期资金转换为长期资金;第三,股份公司通过金融机构很容易把间接的资本集中起来,这又成了股份公司发展的杠杆。

发行公司有两类,一类是只办理发行股票手续,却不申请上市的发行公司;另一类是公开发行股票并办理上市手续的公司。人们称前者为非上市公司,称后者为上市公司。

发行公司具有下列特点:

(1)资本分为股份,并印制成股票,对社会公开发行。发行公司必须将全部资本划分成股份,印制股票并经有权登记机构批准签证后,对社会公开发行。

(2)财务公开。发行公司依据公司法以及证券交易法的有关规定,必须定期公开本公司的财务报表;尤其是上市公司还必须按月公告营业额、每季公告损益表。除此之外,发行公司的经营者,包括董事、监察人、经理人及大股东的股权也应公开。有些国家的证券交易法还规定,公开发行动股票的公司,在登记后,应即将董事、监察人、经理人及持有股份达股份总额 5% 以上股东持有的本公司股票种类、股数及票面金额,向主管机关申报并公告。公司应于每月 15 日以前,汇总上述持股人上月份数变动情况,向主管机关申报,必要时主管机关命令其公布。

(3)经营权公开。由于股票公开发行后,社会公众都可以自愿购买并成为发行公司的部分所有人,所以社会公众都有机会参与公司的经营管理。股票上市发行公司则更应分开,任何人都可以通过买卖股票,参加董事、监事的选举,从而分享发行公司的经营权。

(4)发行公司应具有相当的经营规模。为了保证实现股份公司的目的和意义,使股票发行具有足够的社会性,发行公司的经营规模一般都比较大大。

为了保障投资人的利益,发行公司除了与一般公司同样受有关机构的管理以外,还受到证券管理机构的特别监督与管理。为此,美国联邦政府在纽约专门设立了“证券交易委员会”并赋予很大的管理权。如它有权深入调查股票发行公司的真实经营情况,资产和负债状况以及盈利能力。在准确了解企业的全部经营情况以后,证券交易委员会还负责替股票发行人提供担保。

为了保证股票发行市场的正常秩序,防止各种欺诈、舞弊行为,各国都制订了有关的证券法规,对股票发行人应具备的条件作了严格的规定。如我国的台湾省对股票发行人公开发行股票所应具备的条件,在《发行人申请募集与发行有价证券审核准则》中有如下规定:

(1)发行人应为依公司法成立的股份有限公司或其发起人。

(2)发行人发行的股票,每股金额应一律为新台币 10 元,但已核准上市者,须仍照原金额,其增额发行的新股亦同。

(3)发行人的公司章程应明确规定全体董事及监督人所持有记名股票的股份总额成数。目前依实收资本额的多寡,分为实收资本额 3 亿元以下,3 亿元以上分别载明全体董事及监察人应持有记名股票的股份总额成数。

(4)发行人向原股东以现金募集股份时,除提出 10% 至 15% 由公司员工作认购外,原则上应提出不低于所募有价证券总额的 20% 由证券委托证券承销商包销或代销以使分散的不特定人认购。

(5)公司依公司法第二百四十条将盈余转发新股,应将可分派股息及红利的总金额至少半数以上,或不低于最近 3 年分派现金部分的平均股息及红利以现金发给股东;其余按发行新股

方式办理配股。

#### 2. 投资人

在股票发行市场上,股票发行人是资金的需求者,而股票投资人即购买者便是资金的供给者,它是股票发行市场的另一个基本要素。投资人也叫投资家,其本身的构成情况也比较复杂,种类较多,既有个人投资家,也有机构(集团)投资家。各投资人的目的也各不相同,有些意在纯粹性投资,以获取高于银行利息的股利或参与股份公司的经营管理,有些则企图投机,通过买卖股票时机的选择,以股票市价价差的方式获取超额利润。

(1)个人。个人投资家是发行公司股票最广泛的需求者和购买人。发行股票的基本目的在于集少量分散的游资为大量集中的资金,在发行公司向社会公开发行股票时,社会公众都有机会根据各自的资金计划购买中意的股票,尽管各人的目的并不相同。个人投资家最显著的特点是分散性和流动性。不管男女老幼,也不分文化职业,只要有起码的购买能力和投资欲望,都可在股票投资市场上一试身手。由于个人投资者的目的是为了盈利,所以任何投资人都可根据股份公司的经营状况、市场变化动态和自己的需要变换持有的股票名称和类别。虽然每个个人投资家因投资能力所限,单个投资额不可能很大,但由于社会公众的广泛性,其集合总成却是比较可观的。

(2)股份公司。股份公司不仅是股票发行人,同时也可成为股票的投资人。特别是当一个股份公司意欲吞并或控制其他股份公司时,就会购进其他公司的股票,这样,该股份公司也就成了另一家或另几家发行公司的股票投资人或股东。由于股份公司购买其他发行公司股票的特殊目的和购买能力,单个股份公司投资人的购买量远远大于个别个人投资人。

(3)各类金融机构。无论是商业银行,还是各种非银行金融机构,作为专门从事于金融业务的特殊企业,都想并能从购买股票中获取利润。由于各类金融机构的资金拥有能力和特殊的经营地位,使其成为发行市场上的主要需求者。

(4)各种社会基金。股票市场也为社会上各种公共基金提供了值得选择的投资场所。信托基金、退休基金、保险公司等社会福利团体虽是非盈利性的,但这些基金可以通过购买股票以达到保值、增收的目的。

(5)外国投资人。随着经济国际化趋势的不断发展,股票的发行与买卖已超出了国界的限制。外国公司、外国金融机构、外国人等可以购买本国发行公司的股票,或者本国发行公司通过跨国公司在境外发行股票,向外国个人或团体募集资金。

除此之外,可以成为股票投资人的还有国际性机构和团体。

#### 3. 中介人

介乎于股票发行人与股票投资人之间的“介绍人”或“代理人”就是中介人。它也是股票发行市场不可缺少的构成要素。通常股份公司在发行股票时,并不是将股票直接销售给股票投资人的,即使是在直接销售的情况也需要获得中介人的协助。习惯上把股票发行市场上的中介人称为股票承销商。它作为经营股票承销业务的中介机构,在股票发行市场上起着沟通买卖,联结供求的桥梁作用。

由于股份公司数量越来越多,规模也越来越大,所需资金越来越多,发行股票向社会大众公开招募已成为筹措长期资金的主要方式。从发行股票的技术要求和经营效益来看,所有发行公司都单独设立各自的股票发行机构是不经济合理的,客观上需要独立的社会机构专门从事于股票发行的代理业务,于是,股票承销商应运而生,恰如批发商从制造商分离出来一样。

事实上,股票承销商作为中介人已成为推动股票发行的主要力量。有理由相信,美英股票市场之所以如此发达,这跟股票承销机构的重要作用是分不开的。可以说,股票承销商是股票发行市场的枢纽,直接关系到股票发行市场的兴衰与成败。

充当股票承销商角色的具体机构在各国并不完全相同,名称各异,具体业务也有所不同,大致有以下几种:

(1)投资银行。国际上投资银行不同于一般的商业银行。它们本身并不从事投资业务,不能接收活期存款,也不能承做普通放款。这种投资银行更不同于我国的投资银行,它们并不办理国际间筹措资金、转贷国外贷款业务。在西方,它们只是在促进产业证券化进程中,充当长期资金供给与需求间的桥梁,协助政府或股份公司发行证券,帮助投资人获得这些证券。因此,投资银行并不是真正的银行,不能顾其名而思其义。投资银行作为证券发行市场上发行人与投资人之间的中介人,它一方面通过代理证券发行和承销证券业务,帮助股份公司筹集长期资金,另一方面将承销的大宗证券以小额转卖给其他公司或个人等投资人,并代理投资者的证券买卖。投资银行在证券发行市场上起着极为重要的作用,它对发行人的责任是,提供咨询,协助筹资和制定稳定的融资决策。对其投资客户的责任则是为他们提供发行人及其证券的全面调查资料、选择可靠的证券、形成投资判断,以及在维护市场方面提供帮助,也就是随时准备购进它所帮助出售的证券。

投资银行的业务活动范围是多方面的,归纳起来主要包括下列几方面:

①代理证券发行。投资银行利用自身拥有熟悉各种金融、证券市场和国外金融市场、证券法规、财务会计等方面的专业人员,协助发行公司完成其所需新资本的全部筹措活动,从最初制订筹资计划到最终将证券推销给投资,代理公司在证券市场上以较为有利的条件发行股票、债券等。从中收取代理发行手续费。此时投资银行履行着代理职能。

②承购证券。投资银行通过包销或其他方法购进大宗新发行的股票和债券以便再转售出去。此时投资银行履行着购买职能。

③经销证券。投资银行通过向证券商批发,或向公众零售的方式,推销其先前购进的证券。此时投资银行履行着销售职能。

④承做经纪业务。投资银行作为证券买方或证券卖方的代理人,接受客户的各种指令,代理客户进行证券买卖活动,从中收取佣金。此时,投资银行履行着代理职能。在这里应把投资银行与经纪人区别开来。经纪人大多是为他人代理未清偿证券的交易的。同时还应把投资银行与证券交易商区别开来,证券交易商是为自己买卖证券的。经纪人和证券交易商在新证券的初次发行上都不起任何作用。

⑤提供咨询服务。投资银行由于专门从事证券的发行与销售,在这方面拥有极为丰富的经验,很清楚哪些证券更能迎合投资人所好。因而,它对于证券发行条件诸方面的指导工作是非常有价值的,发行人往往要依赖于投资银行在这方面的咨询帮助。另一方面投资银行作为证券代理发行者和出售者,有责任而且也有条件熟悉和了解各种证券的特点及其发行公司的经营状况,能够给各种证券投资人提供合适满意的投资工具咨询意见。特别是非专业性投资人尤其需要从投资银行获得这方面的咨询帮助。这样,投资银行通过大量的专业性服务为证券发行人和投资人双方提供方便。此时投资银行履行着咨询服务职能。

⑥提供利益保护。投资银行通过自身的业务便利条件,有时帮助那些陷入困境的公司寻找合适的接管或合并对象,有时则帮助某些公司避免受其他公司的接管或合并,从而保护证券

持有人的利益。此时投资公司履行着保护职能。

(2) 信托投资公司。信托投资公司是经营信托业务和证券业务的金融机构。信托投资公司的业务范围主要包括：

① 信托业务。接受、经理及运用各种信托基金；受托经理各种财产，包括受托管理运用各种年金及其它基金；担任证券投资信托的受托人；担任证券发行的受托人；受托执行遗嘱及管理遗产；担任公司重整监督人。

② 投资业务。投资股票、债券等各种证券；承销、自营或代客买卖有价证券。

③ 其他业务。担任证券发行的鉴证人；代理证券发行、登记、过户及股息红利的发放事项；提供证券发行募集方面的顾问服务；经营其他经货币当局批准的业务。

健全完整的股票发行市场除上述三个主要构成要素之外，还需要有发行保证人和证券管理机构。为了提高股票和债券的信用，增强证券的投资吸引力，公司在发行股票和债券时往往需要一个第三者，这通常是一个金融机构或另一家公司出面担保，以保证股票的股息派发和债券的还本付息。在子公司发行股票和债券时，母公司常常会充当其担保人。证券管理机构则负责证券发行与交易等有关事项，如证券的注册与登记等。证券管理机构的作用是保护证券投资人的利益，防止证券发行中的舞弊现象。几乎所有国家的证券发行市场都有这种机构。

## 第二节 股票发行的目的

明确股票发行的目的，是股份公司决定股票发行额度、发行时间、发行方法、发行条件的前提，也是投资者决定购股品种、购股数量、购股时机的依据。

股份公司发行股票，总的目的都是为了筹措资本。股份公司筹措资本的途径一般有三条：一是向银行请求贷款；二是对社会发行债券；三是发行股票。贷款和债券就其性质来说都属债务，通常利息高、时间短、要按期偿还，这不仅增加资本成本，而且难以使公司资本完整稳定，发行债券只有老企业才能做到，新企业申请银行贷款也非常困难。而利用发行股票筹集资本就可以克服上述局限性。股份公司的资本来源于发行股票所得款项，发行股票是股份公司筹集自有资本的唯一途径。

股份公司可因各种需要发行股票，其原因和目的较为复杂，但概括起来不外乎两大方面，一是股份公司成立时的筹资发行；二是现有公司扩张时的增资发行。具体分述如下。

### 一、筹集资本 组建公司

股份公司成立时，通常以发行股票来筹集股东资本并开展经营活动。股东资本与银行贷款和发行债券不同，它不必归还，可供公司长期周转使用。更重要的是，它作为公司的资本基础，实际上是公司实力的主要标志，对公司的声誉和业务发展有着重大影响。各国公司法对股份公司筹设，都规定了最低自有资本量。股份公司通常有发起设立和募集设立两种成立形式。所谓发起设立就是由发起人发起成立公司，这时发起人要承购全部股票；所谓募集设立就是通过招股成立公司，这时发起人只需承购所发行股票的一部分，其余部分通过招股由其他人认

购。换句话说,通过公开发行股票,筹集社会上的闲散资本,使之达到预定的资本规模。以招股形式成立的公司在其生产经营走上正轨取得收益时,发起人可以将其拥有的股票按时价抛出去,从而获得创业利润,也可继续持有股票,参与经营,获得股利。

### 二、追加投资,扩大经营

现有股份公司为了扩大建设、增加新设备或筹措周转资金,也需发行股票筹措所需资金。通常,人们称此类发行为增资发行。如果拟发行的股票在核定资本的额度内,需经董事会批准;如果超过了核定资本额度,则需召开股东大会重新核定资本额,在新核定的资本额度内增资发行。董事会通过之后,还要呈报政府有关机构,办完各种规定的手续后增资发行才算完成。经分析,股份公司增资发行股票主要出于四种目的:

(1)扩大设备投资以扩大公司规模,发展事业,这是最主要的目的;

(2)偿还银行贷款以保证公司资本与负债的适当比例。例如,公司预定发行新股,但发行新股有时间间隔和发行程序等方面的限制,而在这期间又急需资金,这时可先向银行借贷,这样又会使公司负债过多,为了恢复公司合理的财务结构,有必要待新股发行后,用所得资金偿还银行贷款;

(3)被迫的选择。在公司需要资金,但银行拒绝给予贷款,而发行公司债又有一定限制规定,公司恰巧在被限制之列时,只好通过发行新股以满足资金需要;

(4)满足证券交易所的上市基准。证券交易所对股票上市规定有各种标准,其中重要的一条是发行公司必须拥有一定规模的资本额,否则不准予上市。准备将自己股票上市的公司,如果原有资本达不到交易所的上市基准,唯一的办法便是发行新股票。

在现有公司发行新股时,通常原来的股东拥有按一定比例优先购买新股票的权利,即优先购股权。这主要是因为公司在历年盈余中都提出一部分不予分配,作为公积金或准备金,形成股东权益,为全体股东所共有。如不让原来的股东对新发行股票有优先购买权,则新股东将坐享其成,有欠公平。所以让原来的股东在一定时间内,可以按所持有的股份比例购买新股票,价格可以较低于市价。如果股东自己不拟增购新股,他还可以将优先购股权单独出售。这种购股权利的期限比较短,一般不超过1个月,过期作废。

### 三、无偿配股,股东分益

经营好的公司可以通过发行新股票向股东提供溢价。在按照资产重估法对公司资产进行重新评估时,增值部分作为全体股东的资产重估公积金,经股东大会或董事会批准,可全部或部分转为资本金。公司可按照增加的资本金额发行股票,无偿地交付股东,股东可因此得到溢价收益。

### 四、提高自有资本率,改善资本结构

自有资本比率的高低是衡量或表明一个公司经营安全程度的重要标志。尤其是在经济低速发展时期,由于经营利润下降,利息负担加重,如果自有资本比率低,就会削弱企业竞争能



力,从而降低抗御经济危机和经营危机的能力,丧失财务上的弹性,导致危机连环的结局。为稳定进而提高企业的经营安全程度,提高经济效益,增发股票,提高自有资本比率,是个行之有效的办法。

## 五、实现证券的转换

当公司发行债券和优先股缺乏良好的投资信誉,而且预期普通股的前景较为乐观的时候,有两种改善其发行条件的方法可供选择,以提高债券和优先股的吸引力,这就是发行可兑换证券和购股权证书。这两种方法都有可能使债券和优先股通过增加收益和股息获得高于普通股的收入。其中前者的特点是可以允许可兑换证券的持有者根据自己的愿望在公司债或优先股与普通股之间作出选择。若持有人喜欢持有普通股,那么他就必须放弃其原先持有的公司债或优先股。换句话说,可兑换公司债或可兑换优先股的持有人可根据需要将手中的公司债或优先股转换为普通股,而在这同时,对股份公司来说就增发了新的普通股。可兑换证券是可以根据持有人的选择,以一定比率或价格转换成普通股的证券。这对发行公司来说,可用以增加发行效率,减少利息或股息成本。在债券兑换以后,公司无需支出资本就可收回债务,实际上公司以有利的价格出售了普通股。另外,通过出售可兑换证券的方式增发新股可打开机构投资者市场,因为机构投资者一般是不允许或不愿意直接购买普通股的。

## 六、股票派息

作为股东收益分配的股息一般是用现金支付的,但经股东大会决议,股份公司也可用股票派息方式代替现金派息,即公司把本来应当用于派息的收益纳入资本金,发行与此等价的新股,交付给股东。新股的发行价格取决于股票发行方式。如果是面额股票,就按面额价格发行,如果是无面额股票,则按股东大会决议所决定的价格发行。股票派息方法可使现金派息所流出的资金得以保留在公司内部,以扩大资金运用量。对股东来说,因股票市价一般高于票面金额,所以,接受股票派息,不仅可以得到与股息等价的收益,还可以获得差价收益。

## 七、将准备金纳入资本金

股份公司的准备金由资本准备金和利润准备金构成。公司在以超出面额的价格发行新股时,名义资本与实收款之间就会产生差额,这一差额的总计数即为资本准备金。利润准备金是从公司的收益中提存的。由董事会决议,公司可将准备金的全部或一部分纳入资本金。就此发行股票,按各股东的持股比例无偿分配。一般是在准备金显著增加,与资本金产生不平衡时,为纠正资本结构而采用这种方法。

## 八、分割股份

由董事会决议,股份公司可以进行股份的分割,即将原来的1股分为若干股,再按股东的持股比例加以分配。这种做法也称拆股,它并没有改变资本总额,只是增加了股份总量和股票

的总数。一般是当公司的利润增多或股票价格上涨后,投资者的单位购入金额增大,变得难以销售。这时,采取分割股份的方式来降低单位股票价格,以争取更多的投资者,扩大市场销售量。也有一些投资者具有从股票购入数量上得到满足的心理。例如,有的投资者乐于购买 30 元 1 股的两张股票,而不愿购买 60 元一股的一张股票,尽管它们是同一公司发行的同一种类股票。股份分割在美国较为流行,纽约证券交易所新上市股票的七成是经过分割的新股,股份分割时需办理面额变更手续,并支付必要的发行费用。但无面额股票的分割则不需要此种手续。

## 九、合并股份

合并股份也就是分割股份的反面,即将若干股股票合并成较少的几股或 1 股,并发行新股,再按股东的持股比例进行分配。如 2 股合并为 1 股,5 股合并为 3 股等。合并股份一般是在股票面额价格过低时采用。因为股票面额过低会使股票数量过多,增加交割、运输、保存等业务处理上的一些繁琐手续,合并股份可以解决这一问题。通常股份公司实行股份合并主要出于下述原因:①公司资本减少;②公司合并;③使股票市价由于供应减少而回升。

股票发行面额过高或过低都有弊端,所以发行公司总是根据业务处理上的便利和投资者的需求来确定适当的面额。此外,还有些公司采用同时发行几种面额股票的方式加以协调。

## 十、兼并公司

随着经济的发展和企业间竞争的不断加剧,公司兼并现象屡见不鲜,公司兼并有原有公司全部解散成立新公司的新设兼并,以及原有公司之一继续保留,吸收其他公司的吸收兼并或吞并。在新设兼并公司的情况下,新设公司要注销原有公司的股票,发行与之相应的新股,按原股东投资额在新公司总资本额中所占份额加以分配。在吸收兼并或吞并的情况下,存续公司需注销被吞并公司原有股票,发行与之相应的新股,按原股东在被吞并公司资本额中所占份额加以分配。吞并式兼并是公司间相互竞争的结果。当 A 公司的实力远远大于 B 公司,并发现吞并 B 公司对自己有利时,它可以拿出一笔资金来购买 B 公司的股票,从而达到吞并 B 公司的目的。这时,A 公司用增发本公司新股票来取代 B 公司股东手中持有的 B 公司股票。B 公司这时需要做出的选择是,或者将所收到的 A 公司股票在市场上卖掉以获得资金进行投资,或者保留 A 公司的股票,若是选择后者,即意味着它在 B 公司的投资转到了 A 公司手中。

## 第三节 股票发行的条件

虽然股份公司和股票市场在商品经济条件下是极为普遍的经济现象,而且也是商品经济发达程度的重要标志,但是,股票的发行却不是自由放任的,并不是任何公司在任何时间、地点和条件下都能发行股票的。按照现代有偿证券管理的国际惯例,股份公司发行股票必须具备一定的发行条件,取得发行资格,并在办理必要手续以后才能实施股票发行。

## 一、股票发行的一般条件

股份公司不论出于何种目的,采取何种发行方式,在发行股票前都必须先向证券主管机关和有关银行或金融机构呈交申请文件。

(1)股份公司章程。股份公司章程的主要内容应包括:公司名称、地址、法定代表、业务范围、资本总额、单位股金额、股权结构、公司管理体制和体系、公司经济效益、收益分配以及其他需要说明的问题等。

(2)发行股票申请书。除股份公司章程的基本内容以外,还应包括:拟发行股票的名称、种类、数量、总额、单位股金额、发行对象及其范围、工商注册登记情况、发行股票的目的及其所筹资金的用途、经济效益、分配方式及预计分配比例、上级主管部门和有关金融机构的初审意见等。

(3)发行股票说明书。具体说明公司名称、地址、法定代表人、经营范围、资本构成、现有公司近3年来经营和负债情况、发行股票的目的、用途及经济效益预测、公司的发展前景、发行股票的种类、数量面额及价格、公司的董事会构成及其成员情况、大股东(拥有10%以上股份)的基本情况、股东的权利和义务、股票发售的起止日期、其他需要说明的问题等。

(4)股票承销合同。公开向社会发行股票需有公司与承销的证券公司或其他有权承销证券业务的金融机构签订承销合同。其内容应包括:股票承销当事人的名称、地址、法定代表人、承销金额、承销机构及组织系统、承销方式及当事人的权利和义务、承销费用、承销起止日期、承销剩余部分的处理、承销款项的划付日期及方式、违约的责任及赔偿、其他约定内容等。

(5)会计师事务所或审计事务所及律师事务所、公证处审核的资产报表、财务报表、经营状况的有关文件。发行股票的公司及有关当事人提供的上述文件的内容必须齐全完整、真实可靠,禁止有虚假欺诈等使他人误信的行为。这有利于公司合法经营提高社会信誉,有利于保护投资者的利益,使投资者进行正确的分析和选择。

## 二、初次发行股票的特殊条件

新组建的股份公司在初次发行股票时还有特殊的要求。这通常有两种情况:

(1)新组建股份公司初次发行股票。组建公司的发起人可以是法人,也可以是自然人。一般国家要求发起人需3人以上。发行股票时,还要提供下列文件:①有关部门同意成立新公司的批准文件。②工商行政管理部门同意注册登记的意向证明书。③公司发起人法定认购股份的验资证明书。发起人法定认购股份资本的比例各国不一,一般规定不得少于总资本的25%或30%以上。除发起人认购部分以外,其余股票发行完毕后,经一段时间准备,发起人召开公司成立大会。

(2)原有企业改建为股份公司发行股票。改建的股份公司申请发行股票时,还需要提供下列文件:①有关部门同意改组股份公司的批准文件。②原有企业资产经权威资产评估机构或会计师事务所出具的资产评估报告书。

### 三、增资发行股票的特殊条件

股份公司成立后,为了增加资本而再次发行股票时,一般要经济效益好,经有关部门许可,而且应在上次发行 2 年之后方可增资发行股票。发行公司在提出申请增资发行时,还需向有关部门和金融机构提供下列文件:①公司股东大会关于增资的决议。②工商注册登记营业执照。

## 第四节 我国发行股票的基本原则

改革开放以来,随着经济理论上的突破和经济实践的探索,通过发行股票发展我国经济的客观必然性也越来越明显。股份制作为我国国有企业制度改革的有效尝试正在不断推广。为了大力发展我国的商品经济,完善我国的市场体系是当务之急。这两方面都需要发展股票市场,通过发行股票推动股份公司的诞生和确立;通过发行股票促进资金市场的生成和发展;通过发行股票,改革我国传统低效的资金管理体制和金融融通方式。事实上,随着我国国民经济的发展和经济体制改革的不断展开,我国发行股票集资的条件已日趋成熟。一方面,国民收入分配格局和结构的调整,初步改变了国家集中过多的局面,使社会上大量分散的游资迅速增加,这就为发行股票集资提供了物质基础;另一方面,人们对购买股票也表现出强烈的愿望。从这几年股票发行的试点情况来看,个人、企业和其它社会集团对购买股票均具有浓厚的兴趣。再加上我国证券管理制度和管理体系的建立和健全,我国的股票发行市场将有长足的发展。

为了充分发挥集股筹资对经济建设的积极作用,促进我国商品经济的发展,也为了避免股票发行中的混乱和不利因素的滋生,保证股票发行市场的健康顺利发展,我国发行股票时应遵循以下原则。

### 一、计划性原则

发行股票是国家计划投资的一条补充渠道,应该纳入国家宏观控制的轨道,使社会资金的供应总量,不致突破国家宏观控制量。

### 二、自愿性原则

发行股票,应当坚持自愿购买、多少自决的原则,既不能硬性摊派,也不能横加阻拦,或者附加别的条件。

#### 三、核准性原则

发行股票,必须经过主管部门或有权机关的审查批准,取得发行许可证。未经主管部门或有权机关的同意,不得擅自发行。擅自发行者一律视为违法活动。

#### 四、平等性原则

各类企业无论是国营企业还是集体企业,也不论是新办企业还是原有企业,都有权申请发行股票,以老企业为基础发行股票,或者几个企业联合成立股份公司发行股票,都应清资折股;老企业创办的新的股份公司,则老企业以其投资额折股;新成立的股份公司应以现金出售股票为主,有些生产者合股公司,可允许以其它资产折算。

#### 五、广泛性原则

股票一经公开发行,就可随意购买,不受地区、城乡、集体或个人的限制。国营、集体企业之间可相互参股,个人可以自由认购。有条件的也可向海外发行。有时可根据需要只对本单位职工发行股票。

#### 六、规范性原则

股票是一种所有权证书,它与贷款和债券有显著区别,不应混为一谈。股票是永久性投资,不能中途退股,也不存在还本之说,但可以参与流通和转让。股票的转让价格应允许上下自行浮动。

## 第三章 股票发行方式、程序和规则

### 第一节 股票发行方式

发行公司发行股票的目的在于以比较有利的条件尽快筹足资本。股票的发行方式对于能否及时筹集和筹足资金有着极为重要的意义,特别是那些知名度不高、社会公众了解不够的企业更是如此。因此,发行公司应根据自身、市场和投资者等诸方面的实际情况正确地选择适宜的股票发行方式。

#### 一、股票发行方式的分类

所谓股票发行方式就是发行公司采用什么方法,通过何种渠道或途径将自己的股票投入市场,并为广大投资者所接受。因此,对股票发行方式的分析可从各种不同的角度加以考虑和认识。事实上,各国股票发行方式也存在着较大的差异,但一般说来大体可作如下分类:

##### 1. 直接发行与间接发行

这是按有无中介机构参与发行进行划分的。股票的直接发行是指股份公司自己承担发行股票的责任和风险,而股票发行的代办商或中介机构只是做协助性工作并收取一定的手续费,而不承担股票发行的责任和风险。因此直接发行有时也称为自营发行。股票的间接发行是指股份公司把股票发行委托给一家或几家股票发行中介机构,如投资银行、信托投资公司、证券公司、股票经销商等代理发行,并由这些中介机构包干收取差价收益,承担发行风险。因此,间接发行有时也称为委托发行。直接发行与间接发行这两种方式各有利弊。直接发行使发行公司能直接控制发行过程,实现发行意图,发行成本较低,可节约发行手续费,而且在内部发行时无需向社会公众提供有关资料。但直接发行往往费时多,还得有专职人员和较高的知名度和信誉,社会影响面也小。因此,直接发行方式比较适合公司的内部集资。因为这样做除了可以节约发行费用外,还可以避免公司因在社会上知名度低,而引起社会公众对公司经营能力和赢利能力的怀疑心理等因素。特别是一些经济状况较差,且发生经营困难,资金来源困难的公司,如果向社会公开发行,恐怕社会公众难以接受,而采取自营式内部发行,既可及时取得资金,又可使本企业员工从自身利益的关心上关心公司的经营管理。而间接发行的长处在于能

在较短的时间内筹足所需资金,并及时投入生产经营,而且对发行公司来说比较方便,风险也比较小,还能借此提高企业信誉,扩大社会影响,但不足的是需要支付一定手续费,增加了发行成本,而且按照有关规定,发行公司还需提供股票发行所需有关资料。因此,间接发行方式比较适合那些已有一定社会知名度,筹资额大而急的公司。这样做既可以在较短时间内筹足所需资本,同时,还可借助于发行中介机构进一步提高发行公司的知名度,扩大社会影响。

#### 2. 公开发行与非公开发行

股票的公开发行是指股份公司依照公司法及证券交易法的有关规定,办理有关发行审核程序,通过发行中介机构,公开向社会公众发行股票。就股票发行而言,公开发行只是股票上市前必经的一种发行审核程序,并不一定每次公开发行都伴随有公开筹集股份的行为。股票公开发行后也并不意味着必然上市交易,发行公司可以申请上市,也可以不必申请上市。股票的不公开发行是指股份公司不办理公开发行的审核程序,股票不公开对外销售,只向公司内部或少数特定的对象出售。例如,股份公司采用发起设立方式筹集股份时即属不公开发行。相比之下,股票公开发行方式的好处比较明显,它有利于扩大股东范围,实现股权分散化;有利于克服垄断;有利于提高股票的适销性。由于公开发行有严格的发行审核制度,发行面广,发行的质量信誉也较高,因而有条件的发行公司大多采用公开发行方式发行股票。

上述两种股票发行方式分类的关系是:公开发行可以是直接发行,也可以是间接发行;直接发行可以是公开也可以是不公开发行;不公开发行只能是直接发行;间接发行只能是公开发行。在各国股票发行的实践中,一般形成两种发行方式,即公开间接发行和不公开直接发行。

## 二、公开间接发行与不公开直接发行的利弊比较

#### 1. 公开间接发行的利弊比较

##### (1) 公开间接发行的好处:

- ① 发行对象面大,股份分散,易於筹集到资金;
- ② 由于股票发行中介机构专门从事股票的发行业务,往往信誉高,质量好,容易取得成功;
- ③ 由于公开间接发行必须依据有关实况全部公开的原则,必须向证券主管机关办理登记手续,并使投资社会随时可以取得发行公司的一切财务业务资料,因而股票流通性好、变现力强;
- ④ 由于专门机构委托发行,使发行公司摆脱发行股票的一系列事务,有助于提高企业经营效率。

##### (2) 公开间接发行的不足:

- ① 股票发行手续比较复杂;
- ② 股票发行的成本较高。

#### 2. 不公开直接发行的利弊比较

##### (1) 不公开直接发行的好处:

- ① 可以节约承销费用,降低发行成本。不公开直接发行的发行成本比公开间接发行的发行成本要低得多;
- ② 不公开直接发行有较大弹性,可迅速获得资金,对于规模不大的企业是一项重要的资金来源渠道;

③发行公司直接同投资人打交道,关系较为密切,由于投资人不多,合同签订较为迅速,更能符合公司的要求;

④将来若面临不利情况时,发行公司能直接与投资人协商,并易成功。

(2)不公开直接发行的不足:

①不公开直接发行范围较小,投资者比较集中,不能更充分利用社会闲散的零星小额资金;

②与公开间接发行相比,不公开直接发行要负担的利率高,股票变现能力弱,市场流动性差;

③由于不公开直接发行缺乏中介机构的直接支持,将来如遇困难和需要,不易获得帮助;

④发行公司需要有自己的专门组织和人员负责和从事股票发行事务,不仅不经济,而且可能打乱公司正常的工作秩序。

由此可见,不公开直接发行与公开间接发行这两种方式各有利弊,不同的发行公司在选择适宜的发行方式时需根据不同时间、不同地点、不同发行背景和发行条件,作出正确合理的判断和最佳选择。

### 三、各种具体的发行办法

#### 1. 有偿增资

指投资人须按照股票票面金额或股票市场价格用现金或实物购买股票。有偿增资又可分为以下三种具体做法:

(1)公募发行。即向社会公众招募认股人购买股票。公募又分直接公募发行与间接公募发行两种。

①直接公募发行是指发行公司通过股票经纪商等中介人,向社会公众售卖股票,发行公司自己承担发行责任与风险,股票商仅收取一定手续费,不承担风险的一种做法。在英国,采用此办法的具体步骤是:首先发行公司制定发行股票的计划,说明发行股票的法定事项。然后分发全国各股票经纪商,同时在报刊杂志上刊登广告。股票经纪商在计划书上填写自己商号后分发各往来顾客,投资人依计划书判断,如决定购买,即携带计划书附来的认股书连同支票,直接向公司或公司指定的代理商认购股票,此种办法在股票发行数量较少时,发行费用较大。在英国,这种办法适用于最确定可靠的股票,或相反地适用于令人难以相信的股票的发行业。在美国,发行中下级别或具有投资性质的股票时,用这种方法的较多。

②间接公募发行,是指发行公司通过投资银行发行、包销、投资银行承担发行风险,再由投资银行将股票售与社会公众的一种做法。这种做法在西方广为流行。在美国,90%以上的新发行股票是通过这种方法发行的。其过程是,由发行公司与投资银行签订委托募集合同,投资银行购买新发行股票的全部或一部分,然后通过自己的销售网向社会投资者推销。投资银行一般以较低的价格购进股票,再以高出购入价的价格卖出,其价差即为投资银行的收益。

在公开募集时,无论是直接公募还是间接公募,发行公司的股东和职员都可以参加认购,但股东和职员的过多认购会改变公开募集的性质,所以法律对其认购比例有一定限制。通常大股东认购额不得超过发行总额的20%,职员的认购额不得超过30%。

(2)股东配股。发行公司对老股东按一定比例(例如按旧股一股摊配新股一股,或按旧股



若干股摊配新股一股)分配该公司新发行股票认购权,准许优先认购新股票。凡发行新股票时在股东名册上记载的股东,都具有认购新股的权利。股票一般按股票面值或高于面值(但仍低于市场价格)的价格发行。因股票面值与市场价格之间存在价差(称溢价),股东乐于认购。实际上,这种新股发行方法是给股东的一种优待。股东可以优先认购的股数与持股比例相同。如某股东原来拥有公司2%的股票,那么他就有权认购向股东分摊的新发行股票的2%。当然采用股东配股方式只是给股东认购新股的优先权,股东并没有认购的义务,也就是说股东可根据自己的愿望作出选择,可以行使这一权利,也可以放弃这一权利。因此,如果获得认购权后股票市价下跌,股东不能获得溢价时,便自愿放弃优先认购权。如果股票市价看好,处于涨势,股东便认购新股票。如果此时股东自己不打算认购新股,在新股认购权有效期内,认购权还可以转让给他人,这样,就发生了认购权的交易。新股认购权的获得,意味着可以获得一笔溢价收益,所以,新股认购权也有价格。股东配股这种方法在西方各国较为流行,其目的在于维护股东在公司的原有地位,保障老股东能够按比例地保持对公司的控制,而且通过这种方法增资,其把握性较大,不会引起股权结构发生大的变化。但是,这也会降低股份公司的社会性。在股票市场尚未充分发达时期,这种方法是股票发行的主要方式。

(3)第三者配股。是指股份公司向公司股东以外的公司职工、尤其是高级职员、公司往来客户、银行及有友好关系的特定人员,发行新股票,允许他们在特定时期内按规定价格(优惠价格)优先认购一定数量的股票。这种方法一般在下列情况下采用:当增资金额不足,为完成增资总额时;当需要稳定交易关系或金融关系,应吸收第三者入股时;当考虑到为防止股权垄断而希望第三者参与,从而使该公司的股权结构分散多元合理时。采用这种方法发行新股,主要出于两种考虑:一是按优惠价格将新股分摊给第三者,以表示对他们的照顾;二是当用股东配股方式和公募方式发行新股仍不能达到预定的发行额时,向第三者摊股以求获得支持。

采用这种方法对发行公司的好处是:①可以调动公司从业人员的积极性,加强同往来客户的关系,有利于公司经营;②无需向证券管理机构办理登记手续,从而可以缩短发行时间;③不需要委托投资银行或其他中介机构推销,可以节省委托发行手续费,从而降低发行成本。当然,采用这种方法也有不利之处:①往来客户有时采取杀价态度,迫使发行公司不得不降低发行价格;②股票会过多地集中于往来客户手中,公司有被其控制的危险。

#### 2. 无偿增资

公司股东不向公司缴纳现金或实物,无代价地取得公司发行的股票的一种增资做法。在这种情况下,公司虽未收到外界现金或实物,但公司资本仍然增加,相应地公司的公积金或公司盈利结存减少。公司采取此种做法发行股票,其目的不在筹集资金,而在调整公司资本结构,增大公司的社会信用与公司股东的信心。无偿增资与有偿增资不同,采用无偿增资方法发行股票必须按比例配与股东。无偿增资在西方国家常见的有两种做法,即法定公积金转作资本之配股和股票派息。这在前文已有介绍,此处不再赘述。

#### 3. 有偿无偿并行增资

股份公司发行新股票,配予股东时,股东只需交纳一部分现金即可得到一定量的新增股票,其余部分由公司公积金抵充。例如,新股票票面金额为100元,规定其中60元为无偿部分由公积金转入资本抵充,其余40元为有偿部分,由股东交付现金,即股东只需缴纳40元现金就可购进票面金额为100元的股票。这种做法有催促迅速缴纳股款的作用。日本的股份公司有时就采用这种方法。

## 第二节 股票发行政程序

根据国际惯例,各国股票的发行都有严格的法律规定程序,任何未经法定程序发行的股票都不发生效力。由于股票的发行方式不同,发行程序也不尽相同。在介绍股票发行政程序之前,有必要先明确一下股份公司发行股票的决策体制即授权资本制度。

我们在前面介绍股份有限公司的组织机构时已经说过,股份公司的最高权力机构是股东大会,股份公司的大政方针和有关重大经营决策都由股东大会制定和作出,而决定股票的发行就是股东大会的权力之一。但随着公司经营规模的扩大和股东人数的增多,召开股东大会就股票发行事宜进行研究讨论就需要较长的准备时间,而且很可能丧失因时制宜发行股票的良好时机。所以,许多国家如英国、美国、日本等都先后采用了授权资本制度,并赋予法律效力,规定在公司成立章程中记载的公司预定发行股票总数(授权股额)的范围内,股东大会给董事会以决定发行股票的权限。公司成立时所发行的股票不应少于预定发行股票总数的  $1/4$ ,其余部分在公司成立后由董事会决议随时发行。但如果预定发行总数全部完成后,仍需增加发行时,还必须召开股东大会,调整章程,增加授权股数,董事会再据此作出发行股票的决议。由此可见,股票发行的决策主体理论上是股东大会,但实际大多数股票的发行决策都是由董事会根据股东大会的授权作出的。

股票的发行可按股份公司发行股票的经历分为设立发行和发行新股两类。设立发行是指股份公司在成立过程中募集资本所进行的股票发行,这是股份公司的首次发行;发行新股是指股份公司成立后因增加资本,扩大经营的需要而进行的股票发行,这是股份公司在首次发行即设立发行以后的各次发行。由于设立发行较为简单,而且我们在前面有关股份公司设立的章节中已就股份公司的发起、设立、登记等事项作过介绍,所以在本节着重分析发行新股的基本程序和步骤。

发行新股全过程包括发行准备和发行实施两个阶段。

### 一、发行准备阶段

股份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、股票发行市场的状况和适宜发行方式等进行咨询、研究和分析,制定初步设计方案,着手有关文件资料的准备,向证券管理机关提出发行申请。在这一阶段的工作内容主要包括以下几方面。

#### 1. 制定新股发行计划

为了保证新股发行的顺利进行和发行后取得实效,发行公司需要认真制定新股发行计划。发行计划的内容主要有:

(1)确定发行目标。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更新设备,就需明确是旨在提高产品质量,还是增加产品数量,或者是两者兼而有之;如果发行新股是为了扩充设备,就要明确是旨在增加原有产品数量,还是生产新产品。

(2)对发行目标进行可行性研究。如对人员配置、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作出估价,对资本需求和是否能募足资金进行测算和预计。

(3)拟定股票种类和发行价格。适宜发行何种股票和采用哪种价格发行,主要取决于公司筹措资金的需要,股票在股票市场上的推销前景,以及发行成本等诸要素。

发行公司在决定股票种类时,通常要考虑到以下一些因素。①投资者的需要和偏好。为顺利售出股票,应对可能的销售对象进行预测,而后决定发行何种股票、用什么价格发行股票最为恰当。②投资者的习惯。例如,有些投资者总觉得购买面额股票心里才踏实,如果对投资者的这种心理没有足够的重视,贸然发行无面额股票,便会引起投资者的疑惑,造成对发行工作的不利影响。③股票市场的情况。在经济繁荣时期,股票价格稳步上升,这时发行普通股较受欢迎。相反在经济衰退时期,股票价格呈下跌趋势,此时发行优先股或其他特殊股票,才能吸引足够的投资者。④公司的控制权。由于普通股有表决权,如果不加控制地大量发行普通股来筹措资金,公司就有控制权易主的危险。⑤发行成本。无疑由于股票发行的种类和价格不同,发行的时机和数量各异,发行股票的代价即发行成本也各不相同。因此,在满足筹资数量需要的同时,还要慎重分析和比较各种发行方式的发行成本,力争使发行成本最少。

#### 2. 形成新股发行决议

董事会依据资本授权制度和新股发行计划作出发行新股的决议。该决议一般应以特别决议方式形成。决议的内容通常有:

- (1)新股的种类和数量;
- (2)新股的发行目的;
- (3)新股的发行价格;
- (4)认购新股的申请期限和股款交纳日期;
- (5)办理申请和股款缴纳的机构;
- (6)零股和失权股的处理方法等等。

董事会开会时必须要有  $\frac{2}{3}$  以上的董事出席,其决议才能具有法律效力。董事会的决议按董事人数进行投票表决,一人一票,半数以上董事赞成方能通过。在决议表决时,董事不能委托他人代理,必须亲自参加,与决议有特别利益关系的董事应回避,不能参加投票表决。

但用特别优惠价格向第三者发行新股时董事会无最后决定权,需要股东大会的特别决议认可。如果股东大会否决了董事会的发行价格或其他具体事项,除非董事会修改和调整原来计划并确定新的发行价格再次提请股东大会决议认可,否则就不能用特别优惠价格向第三者发行新股。其原因是,新股发行直接关系到原有股东的切身利益。

#### 3. 股票发行申请与审核

(1)编制股票发行申请书。发行公司董事会在作出发行新股决议后,便向政府主管机关和证券管理机关提交公开发行的新股的申请,经核准才能公开发行新股。申请一般应由董事会与至少一名监事提出。申请书的内容主要有:①公司名称、业务与沿革;②章程所载股份总额,已发行数量及金额;③发行新股的总额、每股金额及其他发行条件;④最近 3 年的营业计划书、资产负债表、财产目录、损益表、盈余分配或亏损弥补的议案等各项表册,开业不足 3 年者,所有开业年度的这些表册,申请日期已逾年度 6 个月者,应另送上半年的资产负债表;⑤发行特殊股的种类、股数及单位金额;⑥代收股款的银行或其他机构的名称和地址;⑦认购包销机构的名称、地址及其他约定事项;⑧关于发行新股的董事会议事录;⑨公证会计师证明;⑩证券管理

机关规定的其他事项。

(2)股票发行的审查与核准。在发行公司将各项文件呈报政府主管部门和证券管理机关后,便开始接受发行资格与条件的审查。审查工作的内容主要包括:①审查应提交的各项文件资料是否齐全。如果文件资料不齐全,应及时向发行公司索取。②审查公开说明书的内容。重点审查股票发行方案有无经过股东大会或董事会决议、股票发行计划成本效益分析、股票发行的资金来源与运用进度、各方面业务专家审查意见。③审查财务报表。主要审查会计师查账的签字意见、与发行股票有关的盈亏及资产负债情况、查阅会计师工作底稿,以了解查账工作情况。④审查其他事项,如上次股票发行执行情况、发行公司的资格检查等。

在大体审查了各项主要内容之后,就要看有无不清楚的事项。如果有,就应请发行公司或会计师进行补充说明。如果补充说明还有问题,就应函询有关机构或个人查证。在审查完具体内容后,审查机关需要填写审查报告书,进行公开说明书和财务报告书的调整与修改事项,写出初审意见。股票发行的初审完成后,要将初审材料与初审结果提交股票复查小组或委员会,决定申请股票发行方案是否符合有关规定。如果复审结果得到通过,就通知发行公司,可以开始发行股票。如果初审结果未获通过,就应提议重新初审,或者直接否决股票发行方案。

一般说来,发行公司将各项文件资料呈交政府主管部门或证券管理机关后,到批准发行有一段时间。为了节省时间,发行公司一般可先向股票的潜在购买者提供一份初步的公开说明书。不过须在说明书封面上用红笔注明股票尚未被有权机关批准。

## 二、发行实施阶段

发行公司在其提交的发行申请经政府主管部门和证券管理机关审查核准后,即可具体实施新股发行计划。

### 1. 制作股票募集书

发行公司在股票发行的实施阶段首先着手的工作是制作股票募集书。募集书应载明公司的沿革、经营情况、财务状况、负责人、新股发行种类、数量及金额,还要载明核准的各款事项及股款缴纳日期,并加记政府主管部门及证券管理机关核准文号与日期。募集书的作用是供公众阅览,使投资者能了解公司的有关情况,作为认购股票的参考。

### 2. 冻结股东名簿

股东名簿是公司记载股东和股券事宜的账簿。股东名簿一般记载:

- (1)股东的姓名、地址;
- (2)股东所持有的股票种类、数量;
- (3)股票的号码;
- (4)股票的认购日期。无记名股票无需股东名簿。

股票买卖成交而易手后,股东就发生相应变化,就需变更股东名簿,将名簿上的股东名由原股东姓名改为新股东姓名,因此,股东名簿记载的股东姓名是当前持有本公司股票的人的姓名。随着股票在市场上买卖或其它方式的转让,股东会不断易人,股东名簿因此也处于不断变动中。因给予股东新股认购权,发放董事会通知或其他有关股东权益的通知时,需要一段时间才能办理妥当,而且股东履行其权利时也需要一段时间。所以,发行公司往往事先公告冻结股东名簿一段时间。在此期间内不办理股东名簿变更手续。股东名簿的冻结时间通常不超过 3

个月。

#### 3. 确定委托代理

(1) 选择代理发行机构。发行公司公开募集股份时,多采用委托投资银行或其他金融机构代理方式募集。发行公司通常先列出一些可能同意委托的投资银行名单,从中加以选择。选择代理发行机构时需要考虑的主要因素有:①该机构在证券业中的地位、业绩与声誉;②该机构与发行公司过去的合作效果与目前的关系;③该机构的股票发行渠道与方式;④该机构的股票承销方式与手续费标准;⑤该机构所发行股票的地区及其所能提供的服务。

(2) 签订委托代理发行合同。一旦选择好股票发行的代理机构后,发行公司便与其签订委托代理发行合同。合同内容主要包括:①发行方法,即以何种方法代理发行,是承销发行、包销发行,还是联合发行或其它方法;②发行金额,即委托发行的总金额;③发行日期,即股票发行的起止期限;④发行费用,即在发行中全部各项费用的款项、使用项目由谁承担;⑤发行工作的分工,即在股票发行时双方具体工作的分配;⑥双方的责任与义务,即双方在发行工作及其后果方面各应承担的职责、违约责任、对对方的要求权、合同的有效期限等。

#### 4. 招认股份

前述准备工作完成后,即开始招认股份,确定认股人和办理股款缴纳与股票交割事务。

(1) 董事会通知原有股东行使优先认股权。发行公司在向特定他人或公众公开募集前,董事会应公告通告原有股东并专函通知原有记名股股东,按照原有股比例优先以优惠条件分认,并声明逾期不认购者视为弃权。

(2) 原有股东认领股份。原有股东在接到董事会认购通知后应在规定期限内认购相应比例的股份。认股时应在认股书上填写所认股份的数量、金额及认股人的住所,并签名盖章。股东可以以公司经营所需要的财产折价出资。股东以财产出资时,还应在认股书上加载其姓名及其财产的种类、数量,价格或估价的标准、公司核给的股数。认股人填写认股书后有依照认股书缴纳股款的义务。如果原有股东持有股份按比例不足一股时,可以合并共同认购或归并一人认购。如果原有股东不想认购时,可将发行公司赋予其优先权有偿出让给他人。

(3) 公众认购。发行公司计划新股发行额与原有股东认购额之间的差额即为向第三者公开招股额。发行公司或其代理机构一般用广告或书面通知等方法招股。认购者认购时,需要在发行公司制作的认购股书上填写认购股数、金额、认购者住址,并签名盖章。认购者一旦填写认股书即为承诺了发行公司的要约,就有按所填认股书缴纳股款的义务。为保证认购者按时缴纳股款,有的发行公司还规定认购者预交一定金额作保证金。第三者认股时通常不能以财产出资。

发行公司公开募集时,有时会出现认购者所认购总股数超过发行公司拟募集总股数的情况,此时,可以采用抽签方式决定哪些认购者的认股书有效。发行公司如采取直接募集或委托证券公司代销时,应在规定的期限内募足发行的股票总数,逾期未募足时,认购者可撤回认购承诺,发行宣告失败。

(4) 认购人缴纳股款。认股人(包括原有股东和第三人)应在规定期限内向认股书所指定的代收股款的银行或其他代理机构足额缴纳股款。不论股票有无面额,也不论股票面额大小,股款一律按发行价格一次缴纳。认股人应在交付股款的同时,交付认股书。代收机构收款后,应向缴款人交付经由发行公司签名盖章的股款缴纳凭证。

认股人须在认股书所载的股款交纳日期缴纳股款,认股人拖欠应缴的股款时,董事会就应

催告认股人在一定期限内照缴,并声明逾期不缴者丧失其权利。如果董事会已进行过催告,而认股人仍逾期不照缴者,即丧失其权利,其所认股份由董事会另行募集,如果因此造成了损失,董事会可以通过一定途径请求损失赔偿。

董事会在股款缴纳期限内未能收足股款者,已缴纳的认股人可以催告董事会在一定期限内收足股款,逾期末收足时,可撤回其认领的股份,由发行公司返还其股款并付给法定利息。

(5)交割股票。认股人在承诺认购后,必须在规定的期限内缴纳所认股份的股款,才能领取所买进的股票。同样,发行公司出售股票,也必须在成交(即收到股款)后的规定日期交付所售出的股票(即交割),否则,发行公司应负失约责任。发行公司依法制作的股票一般应有3名以上董事签名盖章,并经政府管理部门和证券管理机关签证后才能发放。

### 5. 改选董事、监事

发行公司在其股份募集结束后,应立即召开股东大会改选董事、监事。公司股东变动、增加,公司股份分布结构的变更,必然要求作为公司重要决策机构的董事会及其构成作出相应的调整。如果董事会拖延不召集股东大会改选,监事认为必要时,可以召集股东大会改选。如果监事也不召集股东大会改选,持有新股总额一定比例以上的股东(包括原有股东和新股东)可以书面请求召集股东大会改选。

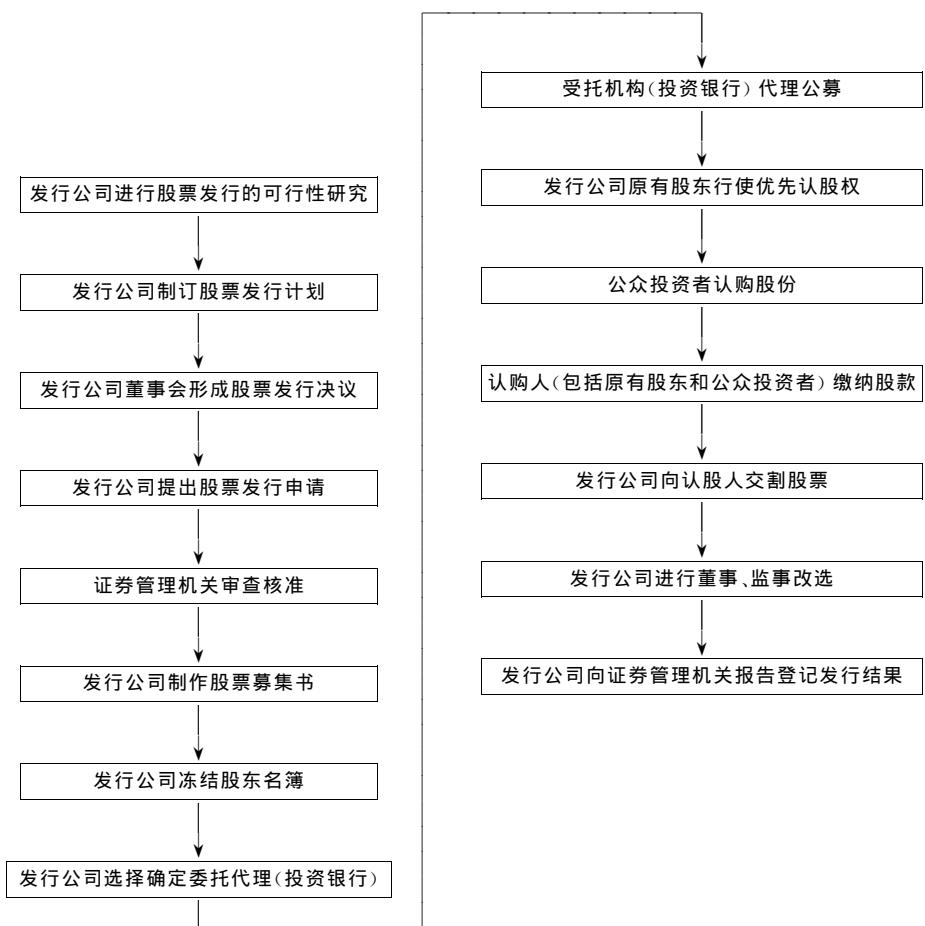
需要指出的是,这时所谓的改选是指增额性改选,由于公司股份增加、股份比例结构变动所引起的改选,而不是原有董事、监事任期届满或由于其他原因的正常改选。

### 6. 发行结果登记

发行公司在按预定计划发行股票结束后一定期限内,需向政府主管部门和证券管理机关报告发行结果,申请发行结束的登记。登记事项主要包括:①本次实际发行新股的数量与总额;②新股募集期、股款收足日期和新股票交割日期;③发行新股后已经变更的股东名簿;④经改选的公司董事和监事名单;⑤发行特殊股的种类、总额及每股金额;⑥登记机关所需其他事项。至此,股份公司发行股票全过程即告结束。上述股票发行程序和步骤可用流程图表示。

## 第三节 股票发行规则

为了维护金融市场的良好秩序,保护投资者的利益,保证股票发行有利于推动企业经营和国民经济的发展,各国都对股票发行制定了一系列规则,一方面要求发行公司严格手续,完备发行条件,按照发行规则进行自主管理,另一方面通过颁布发行规则,加强对发行公司的指导和监督。因此,制定股票发行规则的目的是确保股票发行的合理性和规范性。



发行股票流程图

股票发行规则的内容主要有以下几方面：

一、新股发行的基准

为了提高股票发行效率和效益,保持正常的股票发行市场秩序,国家政府有关部门和证券管理机关从某些方面规定股票发行的基本要求。凡不符合基准要求而发行的股票不予承认,凡发行条件尚不成熟完备的,要求发行公司进行增资调整,或减少发行量,或延期暂缓发行。新股发行的基准一般包括：

- (1)股票市价。股票市价是综合反映公司现在和将来经营状况和收益能力的重要指标。如果股票市价过低,就意味着公司股票在市场上不受欢迎,说明公司经营处于不利的境况,发展前景不太乐观。在这种情况下公司发行新股就难以获得成功,一旦公司经营恶化乃至破产,就会严重损害股东的利益。因此,当公司股票市价过低时,申请发行新股就要受到限制。当然股票市价应该保持在怎样的水平上适宜发行新股,各国都没有明确具体的规定,一般是将股票市价与票面价格或与股票市场的平均价格指标比较,在此基础上进行分析判断。
- (2)公司收益。公司收益是公司经营效果的集中体现,公司收益越高,公司的发展前景就越乐观,公司增资扩股成功的机会就越多,此时发行股票才越有利。反之就不宜增资扩股,发

行新股。一般以最近营业年度的税后经常利润足以维持股息派发作为收益基准,并要求新股发行后的预期经常利润应高于前期。

(3)派息率。公司股票派息率是反映公司收益分配能力的基本指标,派息率越高,说明公司经营状况和赢利能力越强,无论对公司本身的发展,还是对投资者的利益,或是对国民经济的发展都具有积极意义。因此,股票派息率应保持在一定水平以上,一般要求起码不低于10%。

(4)股票行市。股票行情是多种复杂因素共同作用的结果,是当前政治、经济、社会等条件的综合反映,是股票发行市期的外部环境,它对股票发行具有显著的影响。因此,要求发行新股时股票行市比较稳定,没有较大幅度的波动。

(5)股票发行的间隔。股票市场良好秩序的一个基本要素是稳定合理的股票容量和流量。为了避免股票发行过于集中,引起股票供求关系的混乱,也为了避免股票发行中断过多,影响股票市场足够的流动性,原则每次股票发行后要隔一段时间,如1年,才能再次发行。

## 二、违法发行的处理

当股东或公司董事认为股票发行进程中有重大违法行为时,可在自发行之日起6个月内起诉,如法院判决发行无效,则新股失效,公司必须收回股票,返还认股金。在法院判决前,公司不必停止新股的发行。

## 三、股票转让的权限

股票流动性是股票发行市场得以确立和发展的基本条件之一。因此,股票的转让原则上是自由的,股票的自由转让性是股份公司容易筹措资金的必不可少的条件。股票投资的资金是不返还的,欲收回股金,只能将股票转让他人。但同时由于股票是公司所有权证,股票的转让就意味着股东即所有人的易人,有些公司不愿不知根底的人成为股东,更担心公司为他人所控制,因而在章程中规定,股票的转让需得到董事会的承认。不过这种转让限制对发行公司也不一定有利,因为证券交易所一般是不允许有转让限制的股票上市的,而这就会影响发行公司股票的发行人和公司社会信誉及知名度的提高。股票的转让限制对股东也会产生不利影响,法律规定必须得到占发行股票总数的 $\frac{2}{3}$ 以上的股东的赞成,才能在章程中设定转让限制条款,并且持反对意见的股东有权要求公司购回本人持有的股票。股票转让限制必须公布于众。

如果发行公司没有股票转让的限制,而股东又不想继续持有该公司的股票,那么在这种情况下该股东的股票如何脱手呢?此时,可经过下述手续,即可办妥股票出让事宜:股东A想将所持股票转卖给B,但他不能与B直接洽谈并买卖,而必须先由A书面向公司请求允许转让,如果公司应允,随即可卖给B。如果公司不允转让,公司必须在两周内指定别的认购人。若不指定别的认购人,A便可向B转让,公司必须承认这一转让。如果公司指定C为认购人,A与C之间可协商买卖价格,如达不成协议,可以请求法院判决。如果未经公司应允,A私自向B转让了股票,其转让就无效,在这种情况下B不能请求公司更换股东名簿,更不能请求股息分派。

可见,没有转让限制的股票也并非完全不能转让,前提是必须征得公司同意,以确保公司



股份得到有效掌握和控制。

#### 四、股票回收的限制

股票区别于债券的一个显著特征是,它一般不能像债券那样通过还本付息而收回,股东也没有义务将其本人所持有的股票返还给发行公司。但股票在某些情况下是可以回收的。所谓股票回收是指股份公司用公司资本或准备金在证券市场购买自己发行的股票,或直接从股东手中赎回自己已发行的股票。发行公司回收自己的股票的原因主要有:

(1)公司发行股票经过一段时间后,生产经营的资金需要量减少,公司购回股票以减少资本;

(2)由于过股息支付过高,使公司的负担不断加重,如果减少股息,又会招致股东的不满,这时公司便购回股票而改为向银行借款;

(3)当发行公司股票的市场价格下跌时,为了维护公司的信誉,稳住股票价格持续下跌的趋势,公司可通过回收一部分股票,增加市场对本公司股票的需求;

(4)为了防止个别大股东通过大量收购本公司股票达到控制公司的目的,发行公司便收购本公司股票,以降低股票的集中程度。

发行公司回收股票有两种方式,一是在股票市场上以一般购买者的身份购回本公司股票。这种方式不一定能完全达到回收目标,因为其前提是有股东自愿让自己持有的股票,而且所付出的代价较高。一是直接从股东手中赎回,此时,发行公司可以根据预定计划足额收回股票。但通过这种方式赎回股票时,必须事先公告于众,通常在初次发行时就应在招股说明书中明确注明。

由于回收股票的作法容易产生舞弊行为,不利于保护投资者的利益,很多国家都用法律加以限制。如意大利、比利时的法律规定,除非为了减少资本,禁止股份公司回收自己的股票。日本法律也规定,公司回收股票的数量不得超过已发行股票的5%。

## 第四章 股票的发行成本、 发行价格及推销方式

### 第一节 股票发行成本

股票发行人发行股票的目的在于筹措资本。在市场上筹措资本的方式有多种多样,发行股票仅是其中的一种方式,与其它方式相比,发行股票有其自身的特点,需要做大量复杂的工作,这就需要付出代价,亦即发行股票需支付一定的发行成本。所谓股票发行成本就是股票发行人在发行股票过程中支出的与发行活动有关的费用。股票发行成本与股票筹资成本不同,后者还包括股票发行后所支出的红利和股息,股票发行成本则不含这些开支。了解股票发行成本的内容和构成,有利于降低股票发行费用,提高股票筹资效益。股票发行成本的内容较多,主要有以下几方面。

#### 一、股票印制费

股票印制费是指股票在印刷制作过程中支出的费用。股票作为一种书面股权凭证,首先需要一定质量的纸张,并印有股票类别、公司名称、面额、发行股数、编号、公司董事签名等内容以及其他一些注意事项,有些股票为了防止伪造还要印上各种特殊标志和图案。因此,股票印制费中包括纸张费、设计费、制版费、油墨费、人工费等。股票印制费的高低与股票印制质量好坏有关,其中的设计费和制版费与发行股票种类有关,总费用是固定费用,单位费用则是随股票种类的不同而不同。如果股票种类越多,在股票发行量一定的情况下,设计与制版总费用就越高,每种股票的印刷量就越少,分摊到每张股票上的单位费用就越高,相反,如果股票种类越少,在股票发行量一定的情况下,设计与制版总费用就越低,每种股票的印刷量就越大,从而分摊到每张股票上的单位费用就越低。在股票面额数量一定的情况下,股票版面的大小与印制费用有关,股票版面越大,印制费用就越高,反之,则印制费用就低。在其他条件相同的情况下,纸张质量与股票印制费用有关,质量越高,费用也越高,质量越低,费用也越低。此外,如果发行日期紧迫,需加速赶印时,还要考虑支付印制加急费用。总之,股票印制费用与票面质量和速度要求成正比。

## 二、发行手续费

发行手续费是指发行公司因委托金融中介机构代理发行股票所支付的费用。决定和影响股票发行手续费高低的因素主要有：

(1)发行总量。股票发行量的大小决定了委托金融中介机构代理业务量的大小,从而也就决定了发行公司需支付给受托人手续费的高低。发行量越大,手续费越高,发行量越小,手续费也越低。

(2)发行总金额。在其他条件相同的情况下,发行手续费是由股票筹资额和一定的手续费比例决定的,即受托金融中介机构按筹资额的一定比例收取发行手续费。因此,股票筹资额越大,收取的手续费就越多,股票筹资额越小,收取的手续费就越少。

(3)股票发行公司的信誉。股票发行是否顺利和成功也直接影响着手续费的高低。而股票发行顺利与否主要取决于发行公司的信誉。发行公司的信誉越好,所发行股票的销路就好,受托方的发行效率就高,发行风险就比较小,收费也就较低;反之,发行公司的信誉越差,所发行股票的销路就差,受托方的发行效率就不能不受到影响,发行风险无疑就比较大,收费也就较高。

(4)股票的种类。股票的种类繁多,其各自的特点也互不相同,在市场上的适销状况也相差不一,受托金融中介机构需承担的工作量也各不相同,风险就有大小之分,从而收取的手续费也不一样。

(5)代理发行方式。受托代理发行股票业务的金融中介机构,在接受委托过程中所承担的责任和风险决定于代理发行的具体方式。不同的代理方式下所承担的责任和风险也不相同,从而受托方收取或委托方需支付的手续费也不相同。如果采取包销方式代理发行,受托方所承担的责任和风险最大,因为一旦股票推销不掉,受托方就有自购剩余股票的义务,所以,在这种情况下收取的手续费就最高。如果采取代销方式代理发行,受托方所承担的责任和风险则小些,因为此时受托方只是接受委托尽量推销股票,不承担完全推销股票的责任,因而其风险就少得多,收取的手续费也必然要低些。

## 三、宣传广告费

发行股票的目的就是在资金市场上筹措资金。既然是市场,就必然存在着竞争问题。股票发行市场越繁荣,股票品种越多,竞争就越激烈。为了在竞争中战胜对手,占有市场,就必须赢得尽可能多的投资者。这就需要扩大股票发行公司自身的社会影响和在商界的知名度,使广大社会公众更多更充分更全面地了解发行公司,加深社会公众对发行公司的印象,从而就必须做大量的宣传、广告工作,这无疑需要支出一定的费用。宣传广告费用因发行公司的社会知名度、宣传广告的形式和范围,以及股票发行量不同而不同。通常发行公司知名度越高,在投资者中的影响越大,投资者对发行公司的信任感就越强,发行公司就无需花很大气力进行广告宣传,需支出的宣传、广告费就少。反之,如果发行公司的社会知名度越低,在投资者中的影响越小,投资者对发行公司就缺乏足够的了解和信任,此时,发行公司就不得不拿出一定精力进行广告及其他宣传工作,这样,所支出的宣传、广告费就必然上升。如上海真空电子器件股份

有限公司开始发行股票时,因社会各界对何谓真空电子器件并不十分了解,人们购股不踊跃。通过广告宣传,社会公众得知它是生产彩色电视机的核心器件,而彩电是当时市场上供不应求的热销商品,由此社会公众热心投资,股份公司信誉大增,股票发售也争购一空。

### 四、发行价格与票面面额的差额

发行价格与票面面额是两个不同的股票价值表现形式。发行价格是发行股票时出售给投资者所收取的价格,而股票票面面额则是印刷在股票票面上的金额,通常以每股为单位,每一单位股份所代表的资本额就是股票的票面面额或票面价格。这两种股票价格往往是不一致的。根据发行公司和代理发行股票的中介金融机构的信誉、股票的股利分派、市场利率,以及资本市场的供求情况,股票的发行价格可高于或低于股票的票面面额,只有在少数情况下二者相等。在一般情况下,发行价格低于票面面额,这时,发行价格低于票面面额的差额也是构成股票发行成本的一个要素。当然,如果发行价格高于股票票面面额,高出部分可以抵消发行成本。如果两种价格相同,则对股票发行成本没有什么影响。

### 五、其他发行费用

为了便利股票发行,扩大股票销路,股票发行公司除了在上述各方面支出必不可少的费用外,还给投资者提供其他实惠,如免费或优惠提供商品、赠送纪念品、免费旅游等,因此而支出的费用也是股票发行成本的构成部分之一。

股份公司在发行股票时,都或多或少会发生上述各项费用,对具体发行公司来说,由于发行公司本身的状况、发行方式、发行规模、发行时机、股票印制质量要求等各不相同,各项费用的实际支出水平也会存在较大差异。因此,只有综合全面地考虑到各种因素,合理地测算各项费用后,才能准确地确定股票的发行成本,从而为股票发行决策或股票发行的成本核算提供依据。

## 第二节 股票发行价格

股票发行价格是指股份有限公司在募集公司股份资本或增资发行新股时,公开将股票出售给特定或非特定投资者所采用的价格,简言之,就是投资者购买新发行的股票时所支付的价格。股票发行价格通常由股票发行公司根据股票市场价格水平和其他有关因素决定。在设立股份公司时由发起人决定,在公司成立后由公司董事会决定。不同种类的股票,其发行价格也各不相同,如普通股和各种特殊股,因股东权利和股利分派的性质、内容和方式不同,其发行价格也不同。按照资本充实的原则,面额股的发行价格不得低于票面金额,票面金额为其发行价格的最低界限,而无面额股票的发行价格就比较灵活。但由于股票是一种有价证券,可为持有者带来股息、红利收入,人们购买股票所关心的并不是股票面额,而是该股票所能够产生的收益。这样,各种不同的股票因其收益率水平不同,就具有不同的发行价格,而且它们也不一定

与股票的票面面额相等。

发行股票有有偿与无偿之分。故名思义,所谓无偿发行就是股东或股票获得者不必支付购股金就可领得一定的新股票,亦即股票发行公司将其新发行的股票无偿赠送给一定的对象而不收取购股金。通常股份公司的股票派息和准备金纳入资本金就属无偿发行。无偿发行一般都具有特定的发行范围,仅限于现有股东,实际上是对股东的一种优惠措施。因此,在这种情况下发行股票就不存在发行价格。当然,无偿发行并不是任何公司在任何情况下都采用一种增资形式,它受到公司经营状况和赢利能力的影响和制约。所以,我们通常所说的发行价格就是指有偿增资或有偿发行条件的发行价格。

#### 一、几种主要发行价格

从国外证券市场的经验来看,最常见的股票发行价格有以下几种。

##### 1. 面额发行

面额发行也称为等价发行或平价发行,是指股份有限公司按股票的面额出售其新发行的股票,即股票发行价格与股票面额相等。如某公司股票面额为每股 100 元,若采用面额发行方式发行股票,该公司发行该股票时的出售价格也是每股 100 元。采用面额发行方式发行股票时,通常要求证券承销商“承销”一部分或全部所发行的股票。这种发行方式较为简便易行,且不受股市变动的影响,但不能针对市场上股票价格波动水平及时合理地确定适宜的股票发行价格,即缺乏灵活性和市场性。当然,如果股份公司经营业绩良好,信誉较高,股票推销起来就比较容易,此时,就可以采用这种发行价格,甚至有时可以高于面额的价格出售股票。由于不少国家的公司法都规定,股票发行价格不得低于面额,而且事实上市场价格也往往高于股票面额,面额发行可以使认购者获得差价收益,绝大多数投资者都乐于认购。因此,面额发行一般在以股东分配方式发行股票时采用。在股票市场不甚发达的国家,面额发行是确保资金筹措的有效方法。

##### 2. 时价发行

时价发行也称为市价发行,是指股份有限公司发行新股时,以已发行的流通中的股票现行价格为基准来确定股票发行价格的一种发行方式,也就是说新股票的发行价格按照或接近股票流通市场上该种已发行股票或同类股票的近期买卖价格确定。例如,某公司过去发行的股票在市场上的近期卖出价格为 200 元,如果该公司决定再次发行同种新股票,虽然其面额是 100 元,但按每股 200 元的价格出售,这就属于时价发行。采用时价发行方式时,股票面额与发行价格之间差额归发行公司所有,因此,发行公司可用较少的发行股数即可得到与采用面额发行等额的资金,同时还可以降低股票发行成本。表面上看,投资者购股金支出较多,对投资者不利,但从长远角度看,采用时价发行方式时,时价的一部分将转入股份公司的法定资本准备金,以后如果股份公司经营状况良好,还会将这部分准备金并入资本,用于扩大再生产,可产生更多的收益,公司就有可能提高股利分派水平,股东也将因此而获得更高的资本投资收益率,不仅如此,这类股票的市场行情一般呈上涨趋势,投资者在持有一段时间后可择机出售,这样可得到股票溢价收益。

时价发行方式通常在股票实行公开招股和第三者分摊时予以采用。

这里需要指出的是,时价发行的价格虽以流通中同种已发行股票的现行价格为基准,但并

非和这种时价完全一致,在具体决定价格时,还需考虑以下几方面因素:

(1)应将新发行的股票全部推销出去。发行新股票的直接目的是把所有新股票全部售完,这也是表明发行新股成功与否的基本标志,此时订价应当适宜,订价过低当然会降低筹资效率,但若订价过高,也会影响投资者的购股热情,抑制股票的魅力和市场性,使新发行股票难以全部推销出去,发行新股的目的就实现不了。

(2)发行新股不应造成对既有股票市场价格的冲击。由于新发行的股票与市场上流通中的股票有密切联系,新发行股票就意味着增加流通中股票的市场供给量,这就有可能影响原有股票的市场价格。在其他条件不变的情况下,如果发行价格订得过低,就会产生价格比较效应,导致流通中市场上股票价格的下跌,这不仅对发行公司本身不利,也损害了原有股东的利益,甚至对整个股票产生不良影响,因此,时价发行时的发行价格不宜订得过低。

(3)时价发行时还应考虑影响股票市场价格变动的各方面因素的目前状况和今后发展动态,既要有一定的现实性,也要有一定的预测性,既要考虑到本公司的具体情况,也要兼顾相关公司、行业的发展趋势,不致于因股票市场价格的短期变化而使发行价格过高或过低,从而降低新股发行的效果。

综合各种因素,在具体确定时价发行的价格时,一般把发行价格定在较股票市场流通价格低 5%—10%左右的水平上。

### 3. 中间价发行

中间价发行是指以介于股票面额和股票市场价格之间的价格发行股票的一种发行方式。如某种股票的现行市场价格为 200 元,股票面额为 100 元,如果发行公司按该种股票市场价格和面额的中间值,即每股 150 元的价格增发新股,则这种方式为中间价发行。中间价发行这种方式通常在以股东分摊形式发行股票时予以采用。采用中间价发行不改变原有股东的构成,而且因为是对原有股东分摊,不需要支付承销手续费。在时价发行时,原则上发行公司应将所得差价收益归还股东,即采用分红形式来消化差价收益,但实际上,很多公司考虑到长远发展问题,而把这部分收益用于扩大再生产,这就损害了股东的眼前利益,招致一些股东,尤其是那些并不想长期持有该公司股票的股东的不满。在这种情况下,采取一种折衷措施进行中间发行,用中间价向股东分摊股票,实际上是将差价收益部分一分为二,一部分归股东所有,一部分归公司所有用于扩大资本经营规模。

上述三种发行价格是最常见的股票发行价格,除此之外,偶尔也有其他发行价格,如折价发行,所谓折价发行是根据发行公司与承销商之间的协议,将股票按面额打折扣后发行,其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 100 元,如果发行公司与其承销商之间达成的协议折扣率为 5%,则该种股票发行时的折扣价格为每股 95 元。折扣发行一般出现在采用包销方式推销股票发行过程中,因为证券承销商的报酬来自折扣价格与他们再售给投资公众的价格之间的差额。

但前已述及,西方国家的股份公司很少有按折价发行股票的。在美国,有很多州都甚至规定按折价发行股票是非法的。英国公司法规定在特殊情况下,公司可以折价发行股票,股份的折价发行必须经公司全体股东会议通过,并经法院批准,而且决议必须规定所发行股票折价的最大限度,从时间上看,必须自公司开业后至少过 1 年以后,才能折价发行股票。

## 二、时价发行

一般说来,股票发行价格主要有上述三种,但从各国股市的现状和发展趋势来看,其中的时价发行已是目前世界潮流的发展趋势。美国已全面推行时价发行,德国、法国也采用很多,日本近年来也急起直追,朝着完全时价发行的方向发展,我国的台湾省也有这种苗头,为此,有必要对时价发行方式稍加详述。

### 1. 时价发行的优缺点

(1)时价发行的优点。时价发行与其他发行价格相比较具有下列优点:

①积累资金的速度快。采用面额发行方式时,发行公司只能获得面额乘发行股数之积的金额,即面额总额。然而,如果采用时价发行,公司不仅可获得面额总额,而且还可获得额外溢价,即超面额的金额与发行股数的乘积,这项溢价收入可转入公积金。因此,发行公司发行同样的股数的股票,可获得更多的资金收入,从而大大加快了筹措资金的速度,同时也改善了资金的结构。

②节省资金筹措成本。发行公司发行同样股数的股票,其筹资成本相同,但时价发行可比面额发行获得更多的资金,反过来,要筹措同样的资金额,采用时价发行比采用面额发行所必须的股票发行量少,从而可节省筹成资本。同时,时价发行时的溢价收入可并入公积金,根据各国有关规定,可免交税收,而且也不须负担派息,所以公司可利用这些条件,降低筹资成本。

③稳定股价。在采用面额发行时,因包含不断增资的因素,存在着对不断增资的预期,从而使股价趋于波动,而且,由于含增资配股权与除股权,股价波动速度还会很大。采用时价发行可使股价下跌仅限于面额发行向时价发行过渡的过程,这时的股价变动就很小,从而可稳定市场股价。

④可避免投机。投机是股票市场的一股逆流,过多的投机会引起股市的动荡不安,不利于股票市场的正常秩序。在面额发行时,由于其股价结构包含增资和再增资的因素,股票买卖很容易掺入投机,而时价发行则可避免这种现象,使投机机会减少,促进股票投资。

⑤节省发行股数。公司以发行股票方式,筹集一定资金时,市场价格往往比面额高,故时价发行股票所须发行股数就无须那么多。因此,可避免每股利益下降与派息负担的加重,并防止股票供给的过剩与浮动股的增加。

⑥可密切发行价格与流通价格之间的关系。面额发行股票时,发行价格固定于面额,而流通中旧股票的价格结构包含有新股的溢价收入。时价发行就改善了发行价格与流通价格相分离的状况,将流通价格反映在发行价格中,使两者之间的关系更加密切起来。

(2)时价发行的缺点。事物总是一分为二的,时价发行虽有上述优点,但在实际实时也会带来一些缺陷,概括起来主要有以下几方面:

①降低投资大众对股票直接投资的兴趣。发行公司采用时价发行方式时,所发行股数当然要比面额发行为少,这样,才有意义。但由于发行溢价收入直接归发行公司所有,投资者没有直接的眼前利益,从而使之降低对股票进行直接投资的兴趣,转而进行其它方式的投资。

②降低了股票投资收益率。派息是股东利益分配的基本方式,而发行公司常把股息当作利息看待,发行公司降低成本的努力中就含有降低股息的派发,从而使股票投资收益率下降,这对投资者是不利的。因为,时价发行比面额发行在实质上减少了派息。

③对经营者的不信任。资本与经营经常是分离的,经营者是否愿将时价发行所获得的溢价收入转入资本,再以无偿支付方式返还给股东则是不确定的。

④降低投资趣味。时价发行容易确立投资本位,减少投机机会,但如果股市全无投机的存在,就不利于股市的活跃,使投资趣味大减。

⑤时价发行的具体发行价格难以确定。采用时价发行方式发行股票时,具体发行价格确定怎样的水平不是一件容易做到的事情,过高过低都会产生不利的影响。由于旧股的市场价格因各种因素的影响在不断地变化,所以以此为基础确定新股的发行价格就难以定夺。

### 2. 时价发行的条件

既然时价发行已成为世界性股市发展潮流,必定具有合理原因,它对股市发展的促进作用也将多于阻碍作用。那么时价发行方式是否可随时采用呢?回答是否定的。从各国股市发展的经验来看,时价发行与证券市场状况具有密切联系,如果条件不成熟,匆促的时价发行可能使证券市场陷于极度混乱。这就是说,时价发行须具备一定的条件,主要是:

(1)企业要有很高的收益能力。如果企业尚未达到一定的收益能力,就贸然以时价方式发行股票,企业虽然取得了溢价收入,但不能以任何方式如设置公积金以无偿支付方式将这部分溢价收入返还给股东。在欧美,企业的资本收益率至少要达到 $7\% \sim 8\%$ ,而派息率在 $60\%$ 左右为时价发行的最低条件。企业一旦采用时价发行就不能三心二意,来回变动,不能在景气时采取时价发行,萧条时则采取面额发行。因此对时价发行须慎重考虑。时价发行与收益能力的关系犹如鸡与蛋的关系,收益能力得不到提高的情况下采用时价发行,一定会遭到失败。因此,面额发行改为时价发行时,仅限于经营效果良好,收益能力不断提高的优秀企业,并逐渐实施才行。

(2)确立各种制度。股票发行能否取得成功,在很大程度上取决于证券商承销业务的配合。因此,必须加强承销金融。在时价发行的情况下,不仅要加强股票的流通市场培养与发展,促进股票的流通,而且更重要的是要加强发行市场的发行业务,尤其是要建立大证券商的承销业务。

(3)对原股东的安抚。在欧美各国,经营者为表示对股东的尊重,当企业采用时价发行时,总是将溢价收入以适当方式返还股东,这已成为惯例。因此,在采用时价发行前,应加强这方面做法的宣传,建立各方面的信心与合作。

## 三、股票发行价格的确定方法

从各国股票发行市场的经验来看,具体确定股票发行价格的方法大致有以下几种。

### 1. 议价法

所谓议价法就是指股票发行公司直接与股票承销商议定承销价格(发行公司希望的公开发行价格)与出售价格(承销商愿付给发行公司的价格)。承销价格与出售价格的差额即为承销商的报酬。

在美国,大多数股份公司发行新股时,都采用这种方法来确定发行价格。对那些历史较为悠久,经营业绩良好的股份公司来说,由于已与某些股票承销商建立了长期良好的合作关系,并保持经常的业务联系,所以,发行新股时就不难找到合作伙伴,而且较容易通过双方相互协商的方式议定并达成承销签约。一旦双方的相互利益得到对方的认可,彼此满意,便通过书面



形式签订详细承销合同,并参照执行。

采用议价法确定发行价格的具体步骤大致如下:

(1)初签协约。发行公司在其股票发行计划一旦确定并且经国家证券管理机关的审批核准以后,便根据本公司本次发行股票的具体情况,征寻理想的承销商。由于采用议价法确定发行价格的发行公司一般都有这方面的经验,对各适宜的承销商都有一定程度的了解,因此,征寻承销商时都有一定的特定目标。在达成协议之前,股票承销商要对股票发行公司的经营状况、业务情况、技术状态以及财务状况加以审查分析,对发行公司本次发行新股的目的、条件、时间进行审查分析,并对目前新发行股票的社会供求情况和股市供求动态进行调查研究。如果股票承销商对发行公司的发行条件比较满意,就进一步与发行公司洽商股票发行的种类、数量、时间、条件和价格等发行事项,经双方原则同意后,就草签承销协议,以此为依据进行后续工作。

(2)组织股票承销集团。股份公司发行新股时,可委托一家或几家金融中介机构代理发行或承销。除非新发行股票的量很小,否则,通常都由几家投资银行或其它金融中介机构共同承担销售股票业务。因为在新发行股票量很大时,由一家投资银行独立单干,限于其业务能力,该投资公司难以在短时间内募足全部资金,这是发行公司所不愿意的结果。同时,如果由一家投资银行独立单干,其责任就必然加大,其风险也相应增加,这对投资银行来说也是不愿意的结果。所以,在大量发行股票时,一般都由一家或几家主要承销商牵头,组成一个股票承销集团,共同承销股份公司新发行的股票。组织股票承销集团,也就成了初签承销协议后第一项工作。承销集团内各成员之间按一定数额或比例分配承销任务,并获得相应比例的承销报酬,承担相应比例的承销责任和承销风险。牵头承销商因在组成承销集团时发挥着主要作用,因而理所当然地成为该承销集团的经理,并在承销比例上占有最大份额。至于股票承销集团规模的大小和成员数量的多少,则由牵头承销商根据发行公司股票发行量、发行条件和所包括的成员承销商的具体情况酌情决定。为了保证股票承销任务的顺利完成,也为了明确各承销成员各自的权益和职责,有些在股票承销集团内部还需签订协议。

(3)正式签订承销合同。在公开发售发行公司的新股票之前,发行公司与股票承销商集团,必须就股票推销一事签订正式合同。在合同内,须明确规定股票发行的种类、时间、数量,以及股票承销商集团向发行公司必须支付的股票价格和支付日期,同时还要确定发行公司向股票承销商支付的股票推销报酬标准和支付方式。根据一般规定,通常在公开向社会推销股票后的10天到两星期内,必须由承销商向发行公司交付价款。至此,采用议价法确定的发行价格便告达成。

#### 2. 竞价法

所谓竞价法,就是指股票发行公司将其股票发行计划和招标文件向一定范围的所有股票承销商公告,各股票承销商根据各自情况拟定各自的标书,以投标方式相互竞争股票承销业务,中标标书的价格就是股票发行价格。

在采用竞价法确定发行价格时,发行公司要事先通知股票承销商,说明本公司发行新股的计划和发行条件,载明对股票承销商的要求,欢迎有条件的承销商前来投标。发行公司在说明书上要注明新股票的内容、推销的价格条件。各投标承销商在其投标书上应填注新股票的投标价格、支付日期等,然后由招标的发行公司在规定日期,当众开标,出价最高者,就可获得新股票总经销的权利。

与其他经济事务活动的招投标一样,股票发行的招投标也要坚持公开原则,即公开招标、投标、议标和决标,一般不允许私下议标和决标。各国对发行公司的招标条件和投标单位的投标资格分别有详细规定和审查制度。只有获得有权机构的核准,发行公司才能着手招标准备工作,实施招标计划,有意参加投标的投资银行或其他金融机构才能拟定标书,参与对某发行公司的投标。

本世纪 40 年代初,竞价法开始在美国盛行起来。这与美国新颁布的有关法规不无联系。1941 年美国证券交易管理委员会规定,公用事业投资公司必须根据 1935 年公用事业投资法案,向证券交易管理委员会登记,其附属公司新证券的出售,必须以公开招标的方式进行。美国的州际商务委员会也规定,铁路公司新证券的发行,特别是设备信用债券的出售,必须采用公开招标方式。到 1944 年,这项规定扩大到一切铁路证券。为了适应这一需要,投资银行等金融中介机构也采取相应措施来应付新证券发行的投标工作。为了增强竞争能力、扩大代理业务,几家投资银行等金融中介机构常常组成一个集团参加投标。各成员投资银行从它们共同利益出发协议投标计划,拟定投标文件,商定投标价格,并用协议或合同的方式明确各成员银行的职责和权利,以及各自在投票中的地位 and 作用。通常在这样的投标集团中有一个或几个牵头银行,由它们负责协调和组织投标事宜。当然,这种投标集团是一种松散的组织,其原则是自愿互利,在正式达成协议或正式投标之前,集团成员常有变动,或者因某具体原因退出,或者有新的成员加入。但一旦协议签订,正式投标已经开始,这样的投标集团就要稳定下来。

在具体操作上,投标活动或更准确地说是投标准备活动在正式宣布之前就已经开始,如果准备工作不充分,就很难在竞争中获胜。招投标的地点通常在发行公司。在发行公司和投标集团先后获得有权机关的招投标资格的审查和批准后,即由各投标集团派出各自的代表前往发行公司提出投标申请,填注有关表格,经加封后交发行公司暂存,事先规定的开标日期一到,就由发行公司在各参加投标的集团代表前当众开标。至于谁会中标,则取决于发行公司的具体情况和对中标者的选择标准,其中标价是主要决定因素,在其他条件相同或相似的情况下,中标人往往是出价最高的人。中标人确定下来以后,中标集团就立即得到发行公司发行新股的代理权,并利用一定的手段和措施向社会公众推销。由于采用竞价法确定股票发行代理的发行公司,通常都是经营业绩良好或行业较为景气的公司,其发行的股票也往往是热门股,拥有大量潜在的投资者,因此,推销这种股票对受理发行业务的中标者来说并不是一件难事,无须做很大努力就可完成股票推销任务。

### 3. 拟价法

所谓拟价法,就是在股票出售之前,由股票发行公司与股票承销商共同拟订一个承销价格并加以推销。这种做法主要流行于我国的台湾省。

采用拟价法拟订承销价格的依据主要有三方面:一是发行公司最近 3 年每股税后纯收益和每股股利;二是发行公司最近年度盈余分派后每股账面净值;三是预计当年税后纯收益及每股股利。在实际应用时,还要参照当时市场利率水平,即与银行 1 年期定期存款利率联系起来。

例如,某公司现有股份的每股净值是 11.58 元,发行年度该公司的预计股利是每股 2 元,目前银行的 1 年期定期存款利率为年息 12.5%,这时发行新股的拟订价可通过下述计算过程加以确定:

$$2 \text{ 元(预计股利)} \div 12.5\% (1 \text{ 年期存款利率}) = 16 \text{ 元(本利比价)}$$

$16 \text{ 元} + 11.58 \text{ 元(每股净值)} = 27.58 \text{ 元}$

$27.58 \div 2 = 13.79 \text{ 元(参考价)}$

$13.79 \text{ 元} \times 0.85 \text{(保守折扣)} = 11.7 \text{ 元(拟订价)}$

其中的保守折扣可根据发行公司经营现状和股票市场的形势酌情确定。如行情看好,折扣可大些,相反,如果行情看跌,则折扣宜小些。

#### 4. 定价法

所谓定价法,就是指股票发行未经与股票承销协商而自行制定发行价格并公开出售。这种方法极少用于股票发行,多用于公债的发行。因为自行定价就意味着发行公司自行承担股票的推销业务,这对绝大多数股份公司都是无益的。

在上述四种股票发行价格确定方法中,最常用的是议价法和竞价法。这两种方法普遍流行于欧美各国。因为这两种方法不仅规范成熟,而且对发行公司、承销商以及股票市场都较为有利。如果我们将这两种方法加以比较,就不难发现,这两种方法也各有所长,各有所短。议价法通常有利于承销商。因为承销价格可能较低,而且,承销商对发行公司情况较为了解,对发行公司各方面都进行了审查,因此,承销股票的风险也较小。当然,如果发行人是理财高手,对股票发行市场了解较深较透,也可能具有一定的讨价还价能力,对股票承销商的压价努力造成困难。而竞价法一般对发行公司较为有利,因为此时发行公司有效大的选择余地,在各投标人之间的对比分析上也较为容易,从而可以得到较高的承销价,并且在发行条件上,发行公司也有较大的自决权和主动权。当然,发行公司必须准备较多的招标准备和相应的书面工作,而且在股票发行市场不很活跃的时候,发行公司所能获得的好处也是有限的。

### 第三节 股票发行的推销方式

股票发行的最后一环是将股票推销出去,换句话说,发行公司发行股票是否成功,最终还得看其能否将所有股票全都卖掉。发行公司出售新发行的股票不外乎有两种选择,要么自己销售,要么委托他人代为销售,一般说来以后一种选择居多,即将股票销售业务委托股票承销机构代理,股票承销机构是专门从事股票买卖尤其是新发行股票买卖的金融中介机构,在美国一般是投资银行,在日本则是称为“干事公司”的证券公司。因此,股票发行的推销方式主要有三种,即包销、代销和自销。

#### 一、股票发行的包销方式

##### 1. 包销的意义

股票发行的包销,就是股票发行公司与投资银行签订代理发行协议,全权委托投资银行代理发行。采用该种方式时,当实际招募额达不到预定发行额时,剩余额由投资银行全部承购下来,并由投资银行承担股票发行风险。以这种方式推销股票时,一般由投资银行先从发行公司那里以自己的名义一次性将发行的新股票全部买进,然后再将所购股票转售给社会上的投资公众。包销是股票发行推销方式中最为常用的一种。在这种方式下,投资银行一般以略低的

价格从股票发行公司买进股票,再以较高的价格卖给众多投资者,买价与卖价之间的差额即构成投资银行的收入,扣除销售费用后的剩余额就是投资银行的包销利润或包销佣金。由于此时股票推销风险完全由投资银行承担,因此,佣金较高,一般约占发行总额的1%左右。可见,作为股票承销机构的投资银行充当着股票商的作用,它所从事的是股票商业活动。具体说来,投资银行包销股票的意义表现在:

(1)通过提供这一金融服务,使所发行的股票顺利出售;

(2)保证所发行的股票的每股价格达到包销合同规定的水平,并且在股票发行市场上通过一定的推销策略,稳定新发行股票的价格;

(3)通过包销,使所发行的股票很快形成买卖、交易的市场。在台湾,包销是指由证券承销商于承销契约所规定的承销期间,按契约所订发行价格销售。在此期间,承销商不得为自己取得所包销的股票,期限届满后,对于约定包销的股票,未能全部销售出去,剩余部分必须自行认购。

对股票发行人来说,采用包销方式销售股票,不仅可以及时得到足额资金,而且不必担心股票能否发得出去,因为股票销售风险已完全转给了投资银行,但不利之处是发行价格较低,实际上是支付了较高的发行成本,而且也无法得到可能出现的溢价销售的好处。

在包销实践中,除非新发行的股票量很有限,否则,由一家投资银行单独承担股票买卖业务,效率较低且风险太大,因此,通常都采取组织银团或承销集团的方式共同分担包销责任,这种银团式集团在投资界又称为“包销辛迪加”,牵头发起的投资银行称为辛迪加经理,一般占有最大的分配额。参加辛迪加的其余各投资银行,按照辛迪加协议规定的数额、期限和价格,各自买下所认购的股票后,再分头向社会各种不特定投资者推销。在推销时既可批发,也可零售。如果按批发方式销售,投资银行的利润就是批发价格与买进价格(即发行价格)的差额,如果按零售方式销售,投资银行的利润就是零售价格与买进价格的差额,后者的利润无疑比前者为大。

### 2. 包销程序

股票包销方式的具体操作程序包括以下几个步骤:

(1)发行公司与投资银行互相对对方的情况进行了解与评估。认为对方条件合适时,便开始接触,并商议承销的有关事项。

(2)投资银行有意承销股票时,向发行公司寄送承销意愿书,说明承销计划与承销条件的概况。

(3)准备书面文件资料,并由发行公司向证券管理机关申请登记股票发行。

(4)组织承销集团,由承销经纪人选择适当的证券公司为包销辛迪加成员,参加承销。选择的条件主要有以下几项:①承销股票的能力及过去的承销记录;②资本额;③在证券界的地位与声望;④对本次所发行股票的专业知识;⑤承担风险能力与意愿;⑥该公司与发行公司的关系。

(5)修正登记文件与资料,即证券管理机关审查申请登记文件资料后,发现应修正或补充之处,就通知发行公司,投资银行同发行公司依据证券管理机关的意见,立即进行修正补充。

(6)发行公司、投资银行与投资人开会,由发行公司说明股票发行的有关事项,并回答有关问题。

(7)寄发公开说明书暂定本,并开始与投资人接触,探询其意向。

(8)正式签订承销契约,并制定股票承销价格。

(9)股票发行登记生效,开始公开销售。

#### 3. 包销工作

与一般商业活动一样,在股票承销业务中也存在着激烈的竞争,在承销和推销技术上也不断推陈出新。为了保证成功地将股票推销出去,投资银行都在不断地加强各方面工作,包括:

(1)调查与评估。由于投资银行所承担的包销责任重大,投资银行在决定承接包销业务前,都要对发行公司进行一番调查与评估,就发行公司的重要人事状况、财务状况、业务状况、市场及同业竞争状况、过去的历史与未来发展的前景、该公司的劳资关系状况等进行全面调查。评估的重点包括,发行公司的发行记录,股利发放情况,本次发行的合法性,投资银行承销获利预期等。

(2)咨询与计划。由投资银行向发行公司就本次股票发行情况提出建议,包括股票种类、数量、发行时间、发行价格等。除此以外,还就整个发行计划、公开说明书及有关申请文件的拟定提出咨询意见。

(3)稳定股票价格。在承销期间,如遇所售股票价格下跌,购买人则以低于承销价格出售股票。投资银行为稳定价格,使承销工作顺利完成,常将股票购回,以防止其所承销股票价格连续下跌。稳定价格的措施及数额,须在公开说明书上载明,并遵守证券管理机关所订的规则。

(4)包销后的协助。承销工作完成后,即将所承销的股票全部销售完毕后,投资银行往往继续协助发行公司做些善后工作,使包销计划得到圆满实现。

(5)合并与收购股权。投资银行帮助发行公司寻求合并或收购股权的对象,并代为设计具体计划。同时,投资银行还帮助发行公司防止其他公司兼并或获取控制权。在合并或获取控制权的竞争中,代表攻守双方的投资银行之间,往往也存在着激烈的竞争。投资银行因提供计划、意见及其它服务所获取的报酬也相当可观,有时甚至高达数百万美元。

股票推销活动开始时,投资银行一般都在各地的大报刊登广告,使得整个金融界、证券界注意新股票的发行。如果新股票推销成功,全部股票销售一空,投资银行将股价款支付给发行公司并获得相应佣金后即告推销活动结束。如果新股票的推销未获成功,全部股票未能按期如数销售出去,投资银行仍需按协议规定的推销截止日,支付发行公司股款,有时征得发行公司同意,可请求推销期限宽展数月。

## 二、股票发行的代销方式

股票发行的代销,就是由股票发行公司与股票承销机构签订代理发行协议,由股票承销机构代理发行业务,但当实际召募额达不到预定发行额时,承销机构不负承购剩余额的责任,未销售出去的部分归还给发行公司,发行风险由发行公司自己承担,因此,这种方式有时也称为尽力推销方式。由于投资银行等股票承销机构只是按照发行公司委托的价格销售股票,销多少算多少,投资银行不承担任何风险,所以只收取较少的手续费或其它有关费用,约占包销方式的 30%~50%。

发行公司采用代销方式推销新股票的主要原因是:

(1)发行公司认为这种方式可节省发行费用,而且有把握在较短的时间内将证券售完;

(2) 投资银行认为发行公司尚未建立起对外足够的信誉, 拒绝为其包销新股票;

(3) 发行公司委托投资银行寻觅团体投资者作为销售对象。与包销方式相比, 代销的程序较为简单、机械, 目前在欧美各国很少采用代销方式销售股票。

### 三、股票发行的自销方式

股票发行的自销, 就是指股票发行公司自己直接将股票出售给机构投资者或个人投资者, 而不经投资银行或其它承销机构的一种推销方式。这种推销方式并不普遍采用, 只适于发行风险较小, 手续较为简单的小额股票。通常具有相当规模, 在市场上具有一定实力地位的公司采用这种方式向现有股东推销股票。自销方式要求发行公司熟悉招股手续, 精通发行招股技术。当然自销股票可节约手续费, 但推销风险完全由自己承担。

## 第五章 中国的股票发行市场

### 第一节 中国股票发行市场的形成和发展现状

#### 一、中国股票发行市场的形成

股票是商品经济高度发展的产物,与社会制度无关,而直接取决于生产力发展水平和商品社会化程度。建国以后,由于认识上所存在的差异,我们否定了社会主义经济所具有的商品经济特性,一度只强调国民经济发展的计划性和资金使用的统一分配,排斥和否定了作为商品经济产物的股票存在的必然性。改革开放以来,随着经济体制改革的深化和商品经济的发展,商品经济规律的作用越来越重要。企业依靠股票融资、筹资的积极性越来越高,这在客观上促成了我国 80 年代初期股票的出现。

不过,从严格意义上说,当时的股票还不能称之为股票,至多不过是称为“股票”的优惠“债券”而已。这一阶段的股票有如下特点:可以退股;有偿还期限;保息基础上分红等。到 1988 年,我国企业的股票才开始向规范化的方向迈进。

我国股票市场形成的经济背景,概括地说,主要有以下几个方面:

(1)改革开放以来,国民经济得到了迅速发展,国民经济的增长速度保持在年均 9% 以上。同时,我国的财政体制在给企业“松绑”的呼声中开始了局部的调整。在企业经营机制尚未转轨和企业经营行为尚未端正的情况下,国家开始向企业放权让利,国民收入的分配开始向个人倾斜。个人收入的增长由于缺乏其他的投资渠道,大量地表现为居民储蓄存款的增长。巨额的储蓄被人们称之为“笼中之虎”,对市场形成了巨大的压力。而这种压力随时都可能释放出来。于是,分流储蓄,分散国家承受的风险就显得尤为重要。

(2)多年来,我国银行资产的运用和企业的资金来源渠道单一。银行资产运用的主要形式为贷款,企业主要通过国家财政拨款和银行贷款获得生产发展所需要的资金。企业每年需要缴付大量的利息,增大了其成本支出,而国家则承担了银行贷款收不回来的风险。特别是在通货膨胀期间,国家一旦采取紧缩性货币政策,减少银行贷款的投放,企业最主要的资金来源立即被掐断,成为“无奶的孩子”,危及了企业的生存。这时,扩大企业筹资权力,拓宽企业融资渠

道,推动企业生产发展的问题就提出来了。因而,增加投资工具,丰富金融资产,减轻货币政策变动对企业所造成的影响,势在必行。

(3)作为经济体制改革的组成部分,企业融资制度也开始发生了变化,允许企业可以通过其他的渠道筹措资金,企业开始面向市场。在间接融资的同时,适当利用直接融资的方式,筹集生产发展所需要的资金,为公司债券、股票的发行创造了条件,也为我国股票市场的产生和发展提供了前提。

正是在这种经济背景下,我国第一家股份有限公司——天桥百货股份有限公司成立,发行了定期三年的股票。

我国的股票市场,由于某些可以理解的原因,走过了坎坷不平的道路,经历了从发育到不断壮大,从不规范到逐步规范的过程。

新中国建立以来,我国的股票发行市场大体上可分为四个发展阶段。

第一阶段:内部集资冲动下的极不规范的阶段。在社会主义短缺型经济中,资金的匮乏在通货紧缩期间严重地抑制了企业生产的发展,甚至危及了企业的生存,单一的银行贷款不能拯救企业嗷嗷待哺的“饥饿”状态,企业为了寻找出路,自发地利用内部集资的形式筹集一部分生产发展所需的资金。这种内部集资不同于以往,采取了股票的形式。这时候的股票,由于极不规范,只能称作为股票的雏形。因为企业发行股票时,其资产没有经过严格评估,没有划分成等额股份;股票的发行范围也只是企业的内部职工和一些自愿的法人;股票实行到期偿还本金,股息分红的办法,带有浓厚的债券和福利的色彩。这一阶段大约为 1981 年至 1984 年。1984 年 9 月北京天桥百货股份公司成立时,发行了定期三年的股票,很有代表性。

第二阶段:股票虽公开发行,但尚不规范。1985~1988 年间,企业发现股票发行范围仅局限在企业内部职工和部分法人单位仍不能满足企业筹资的需要,也不符合股票本身的规范要求,于是,开始向社会公开发行部分股票。如上海飞乐音响公司成立时,公开发行了部分股票。这一阶段股票规范化的要求有所提高,强调了股票的不可偿还性,但对股票其他的规范要求尚没有满足。

第三阶段:1988~1989 年,股票作为融资和投资的工具,其价值也渐渐被人们所理解和接受,股票开始向规范化方向过渡,但股票公开交易过于冷淡,只有少量的黑市交易,股票交易市场尚未真正形成。这一阶段股票的规范化主要表现在:①按规范股票设计,要求齐全,没有偿还期,同股同利,等股等红;②首次采用了国际上通行的溢价方式发行股票;③在股票的承销方式上,不仅有代销,还出现了助销等方式;④加强了股票市场管理,颁布了一些地方性股票市场管理的暂行规定。

第四阶段:1989 年以后。国务院确定深圳、上海作为我国股票市场的两个试点城市,开始对股票市场发展的探索。1990 年 3 月起,深圳的 5 家上市公司的股票价位开始上涨,股票交易极度活跃,开始形成一股影响全国的股市冲击波。1990 年、1991 两年,股票发行量大量增加,股票发行市场开始初具规模。1990 年 12 月上海证券交易所的成立,标志着我国的股票交易市场开始进入集中交易,表明我国的股票市场开始步入了一个新的发展阶段。

## 二、中国股票发行市场的发展现状

1990 年 3 月国办发(37 号)文中确定上海、深圳两市作为我国进行股份制改革、公开发行



股票的试点城市,使我国形成了两个各具特点的地区性股票市场。随着经济建设的发展和改革的深化,1991年国务院又明确规定广东、海南、福建三省作为公开发行股票(不上市)的试点省份,同时,还有一些符合条件的省、市也将被允许公开发行股票(不上市)。这样,我国的股票发行市场开始向更具规模的方向发展。

到目前为止,上海、深圳两地公开发行股票的企业计达34家,其中上海、深圳各为17家,股份总额达33亿元,股份结构为公股(国家股加上法人股)占84.8%,个人股占15.2%。除了某些特别限制的行业不能发行股票外,大多数符合国家产业政策的行业都允许发行股票,已经公开发行股票的企业分布在纺织、化工、仪表、机械、商业、服务业、金融、房地产等部门。股票发行企业既有国营企业改组的股份公司,也有集体企业和合资企业。

1991年,我国股票市场出现了新的尝试性突破,成功地发行了人民币特种(B种)股票。B种股票是相对于以前发行的人民币普通股票而言的,是指以人民币标明面值,专供外国投资者以外汇进行买卖的股票。B种股票是顺应我国扩大对外开放、吸引外资的需要而出现的。在基本设计上符合国际惯例,能够为外国投资者所理解和接受。在这一年中,上海、深圳共十家企业发行了B种股票,吸纳了约2.4亿美元的资金,开辟了一条吸引外资的新渠道。

## 第二节 中国企业股票发行的具体操作

### 一、中国股票的种类

#### 1. 按持有主体分

我国的股票按其持有主体可分为国家股、企业股和个人股。国家股是指国营企业或由国家部分投资的集体企业改组为股份公司,对外募股后属于国有资产的部分,资产经过资产评估后折股而形成的股份;法人股是法人单位以其自有闲置资金购买股份投资入股而形成的股份,或发行股票的股份公司以其公司改组前的企业集体自有资金折股而形成的股份;个人股是由城乡居民等投资大众购买的股票。

#### 2. 按股东权益分

按股东权益可分为优先股票和普通股票。当前我国部分公司发行了少量的优先股票。优先股股息固定,并且不以企业是否盈利为转移。分红权利与普通股相同,公司解散清算时,可以优先享受公司的财产,但优先权按章程规定一般不能享受同等的经营管理权。在股东大会上一股也没有表决权。普通股在企业扣除:①公司应上交的税收;②公司应支付的利息;③公司应提取的法定公积金、公益金;④优先股的股息之后,才能根据剩余利润的多少进行分红派息。如果公司亏损,则分不到股利,但普通股比优先股有更多的参与企业经营管理的权限。

#### 3. 按发行和交易范围分

按照我国股票的发行和交易范围划分,目前我国已经发行了人民币股票(即A种股票)和人民币特种股票(即B种股票)。人民币股票是指股票公司经过特定程序发行的以人民币标明面值,由中国人(境内)买卖的记名普通股票。人民币特种股票是指在中国境内股份公司经

过特定程序发行的,以人民币标明面值,以人民币折合成外汇,专供境外外国人进行买卖的股票。

### 4. 按股本募集方式分

按股本募集方式划分,我国的股票还可分成公开股票和内部股票。公开股票是指作为股票发行公开试点企业经过中国人民银行批准公开向社会招股,筹集资金的股票,其股票经批准后可以在证券交易所公开挂牌交易。

内部股票是指股份公司经批准后向其公司内部职工发行的,不能公开上市交易的股票,只能在内部职工之间转让。目前,全国已有部分省市的企业开始发行内部股票旨在为企业筹集生产发展所必需的紧缺资金。公开股票与内部股票的根本区别在于:①发行范围不同。公开股票发行前必须公开刊登招股章程,其股票的认购对象为社会各阶层的人员;内部股票的发行对象则仅限于本发行企业的内部职工。②交易方式不同。公开上市的股票在发行一个阶段后,只要该股票达到了上市标准,经主管机关批准,证券交易所同意接纳上市后,在证券交易所公开上市交易,集中转让,内部股票在发行前公司章程就规定只能在企业内部职工之间转让,不能公开向其他对象转让更不允许在证券交易所转让。内部股票发行的目的是一方面方便企业筹集生产过程中的紧缺资金,另一方面,通过内部股票连结企业与企业职工个人利益,密切职工与企业的关系,从而提高职工的生产经营积极性,提高企业的经营管理水平。

我国目前公开发行的股票均是记名的有面额普通股票。在证券市场发展初期。为了加强对股票市场的管理,保证股票市场积极稳妥地向前推进,发行记名式股票有助于杜绝黑市交易,有助于防止利用特权、内外勾结、从事非法的内幕交易。我国公开发行股票的面额互不一致,有1元,10元,20元,100元不等。最初发行的股票多为较大面额的股票,如20元,100元等。随着证券市场的逐步发展,证券交易的不断活跃,股票的面额出现向小额股票折股的趋势。所有折股后的股票都仍保留了股票的面额,仍是有面额的股票。

## 二、企业发行股票的目的

企业发行股票是企业经过规定程序得到股票发行批准后,通过股票承销商向投资大众推销的过程。目前企业发行股票一般是基于筹资的目的。因为企业的资金来源不外乎三个途径:一是向银行贷款;二是发行企业债券;三是发行股票。贷款和发行债券一般利息高、时间短,而且到期必须偿还,融资成本较高,难以使企业资本完整稳定。发行股票则可以避免上述局限性。据大量的数据表明,发行股票筹资成本最低。溢价发行股票还可以获得一笔溢价收入,这笔资金作为企业一笔稳定的资产,可以自由支配,不必像贷款资金的使用要接受较多的审查,具有较大的资金使用灵活性。尽管股票必须长期支付股息红利,但企业因长期缺乏资金,每年都需向银行借大笔资金,考虑到利息的支付,所以,目前企业大多愿意发行股票。企业发行股票不外乎二个目的:一种是组建或改组新的股份公司;另一种是老公司为了增资而扩股发行股票。

### 1. 组建或改组新的股份公司

以募集方式发起设立的新的股份公司或经政府主管部门批准改组成股份公司的企业,在发起人按规定购买一定数额的股份之后,其余的股份以股票的形式向社会公开招股,募集所需要的资金。

#### 2. 为了增资、扩股

老的股份公司在经过一段时间的运作之后,为了扩大生产规模而需要上项目,或为了收购别的公司以及在其他公司中达到控股地位,因资金短缺而需要向投资者发行新的股票,增加公司资本。这种增资发行称作“有偿增资”。与“有偿增资”相对应的是“无偿增资”,即公司发行新股票不是为了筹集资金,而是为了调整公司的资本结构、提高公司的社会信誉和增强股东的信心,从而将公司的公积金或盈利结余转为资本,作为新股票配发给股东,公司股东不必向公司缴纳现金。无论是“有偿增资”还是“无偿增资”,发行新股票都需要公司董事会或股东大会批准,并采取切实有效的措施保护老股东的权益。

### 三、中国企业发行股票的条件及审批程序

中国人民银行是国家授权负责股票发行的主管机关。股票发行必须经过中国人民银行审批。

股票发行可分为三种发行形式:

(1)公开发行。是指股份公司以同一条件向社会非特定单位和个人公开发行股票。

(2)私募发行。指由 5 名以上,49 名以下的发起人(法人),共同认购同一公司的股票。私募发行的股票只能在法人之间转让,其转让必须得到公司董事会的批准,且公司股东在同价格条件下,有权优先认购。

(3)内部发行。是指股份公司向其内部职工发放股票,股票也只允许在其内部职工之间转让。

中国人民银行对于不同的发行方式制定了不同的发行条件。私募发行是目前积极提倡的筹资方式。私募发行的企业,在进行股份制试点,将其资本股份化后,在一定数量的法人之间,发行股票(或股份凭证)以实现设立或扩充公司的需要。内部股票的发行比照公开发行股票的要求进行,但对于企业自身状况的约束条件相对于公开发行股票的公司要有所降低。这里,重点说明我国公开发行股票的一些基本条件。

#### 1. 企业申请公开发行股票的基本条件

企业申请公开发行股票,应符合以下基本条件:

(1)经国家有关主管部门批准或改组成股份公司;

(2)生产经营符合国家的产业政策;

(3)财务及经营业绩良好,净资产不低于 1000 万元;

(4)申请前一年有形资产净值占有形资产总值的比例不低于 25%;

(5)发起人认购的股份应不低于总股份的 35%;

(6)向非特定个人公开发行的股份不得少于总股本的 25%,主管机关还可以根据情况提高公开发行部分的比例;

(7)股东人数不少于 1000 人;

(8)申请企业或发起人在近三年内没有违法行为或损害公众的利益。

#### 2. 申请成立股份有限公司的步骤

根据上述条件,公开发行股票的企业必须是股份有限公司。企业申请设立或改组为股份有限公司,应按下列步骤进行。

第一步：由发起单位向上级主管部门提出组建股份公司的报告，同时报送下列文件：

(1) 组建股份公司的总体方案。内容包括：组建的目的，公司行政隶属关系如何改变，公司的组织及管理体系；公司的劳动工资和奖励制度，公司的发展方向等。

(2) 组建股份公司的可行性报告或营业计划。新建股份公司只需作营业计划，对效益及发展前景进行预测分析。原有企业改组为股份公司则应作可行性报告。其内容包括：改组之前连续三年的经营及财务状况；改组准备筹集多少股本，作何投资，投资后 3 年的效益预测；公司的产品、市场及发展前景分析；公司股东的可得收益预测及改组前后国家可得收益的预测比较等。

(3) 股份公司章程(草案)。公司章程中应载明以下主要内容：

- ① 公司名称、法定地址及法定代表人；
- ② 公司的业务经营范围；
- ③ 股本总数及每股金额，如分次发行应明确首次发行的数额；
- ④ 股权的种类比例及股东各自的权利和义务；
- ⑤ 公司发起者的名称、地址、认购数额和持股种类；
- ⑥ 公司的组织管理体系，如股东大会、董事会、监事会的设立、任期和权责等；
- ⑦ 公司的收益分配及结算等；
- ⑧ 其他需要说明的问题(附则)。

第二步：主管单位根据发起单位的报告及文件，召开讨论会听取各有关综合部门的意见，经初审同意后，正式转报所在地经济体制改革委员会、人民银行分行、财政局、国有资产管理局、计经委。

第三步：上述五家综合管理部门收到后，由体改委牵头，召开有理论界、实务界参加的论证会，研究组建股份公司中存在的各种问题，提出修改意见，经审查同意后，上报国家体改委，正式批准组建股份公司。

第四步：向所在地中国人民银行分行提出发行股票的申请，并报送有关文件，经审查后转报中国人民银行总行，经批准后，正式募股发行股票。

第五步：股票发行结束后，正式向工商行政管理部门办理股份公司的注册登记，完成股份公司的设立程序。

### 3. 申请公开发行股票股份公司向有关部门报送的文件

申请公开发行股票股份公司，必须满足中国人民银行规定的相应条件，并向中国人民银行提出公开发行股票的申请，并得到中国人民银行的审查批准。一般应报送下列文件：

(1) 发行股票申请报告。发行公司填具的一部分内容包括：发行公司的名称、地址及法定代表人，所发股票的名称、种类、本次发行的范围、数量、总额及每股金额，工商注册登记情况，发行股票的用途，股息红利分配方式及预计分配比例。另外一部分是由发行公司上级主管部门、授权初审的人民银行分支机构填具的审查意见以及国家体改委认可该企业作为股份制改革试点的审批报告。

(2) 股份公司章程。

(3) 资产评估机构的资产评估报告和会计事务所验资报告。上述报告如涉及对国有资产评估和验资的，由国有资产管理部门出具确认文件。

(4) 招股说明书。发行公司须编制招股说明书，真实、全面地载明以下事项：

- ①公司名称、地址及法定代表人；
  - ②生产经营范围；
  - ③发起人或董事、总经理简历；
  - ④发行股票的理由、目的；
  - ⑤发行股票的总额、种类、数量、每股面额及售价；
  - ⑥发行方式；
  - ⑦发行对象；
  - ⑧证券承销商的名称、承销总数及承销方式；
  - ⑨公司改革及未来发展情况，主要业务、财务状况、资产负债总额及构成情况；
  - ⑩经会计事务所鉴证的盈利预测。
- (5) 经会计事务所查核鉴证的前三个年度和上一个季度的财务会计报表。
- (6) 发行股票所筹资金运用的项目可行性分析报告。

## 四、中国企业股票发行的承销

股票发行的承销是指股份有限公司或发起人不直接办理发行手续，将股票委托一家或几家股票承销机构代理发行或承购包销。我国企业股票发行目前都采用承销方式，具体可分为以下三种：

### 1. 代销

亦称为尽力推销，即发行人自行承担股票发行风险，只是将股票公开销售事务委托证券承销商办理，证券承销商只是作为股票发行人的代理机构，同意尽可能地销售股票，按照发行人委托的价格销售股票。发售到约定的期限时，证券承销商要将收入的资金连同未销出的证券全部交还给证券发行者。目前，我国企业股票发行，不少采用代销的方式。在我国股票市场发展初期，一些全民所有制企业进行股份制试点，公开发行股票，如沈阳的金杯汽车股份有限公司、上海的真空电子器件股份有限公司，都采用代销方式。此外，1991年8月上海兴业房产公司首次发行股票，上海飞乐音响公司及上海爱使电子设备公司增资扩股，均采用了代销方式。在这种证券发行方式中，证券的发行风险由发行者承担，而代销者不承担任何发行风险，所收取的手续费也比较低，一般是证券发行额的5‰左右。

### 2. 助销

亦称为余数包销，即证券承销商与股票发行人签订公开募集的承销合同，保证当股票不能全部承销出去时，对于未出售的部分，将由证券承销商买下，并按划款期全数划付给股票发行人。这种承销方式的特点是：①发行单位的筹资金额有保证，不会因发行额不足而产生筹资款项不足的情况；②证券发行风险由发行承销商承担；③证券承销商只有在社会公众购买有余时才可以收购剩余的股票，而不得预留部分股票自行收购。采用助销方式发行股票，可以解决社会公众对股票发行人不了解而产生疑虑、购买不力的情况，同时也不必担心筹资不足的后顾之忧，并可以适当降低股票发行费用。所以这种方式目前在我国比较受欢迎，运用较多。

### 3. 包销

即证券承销机构先以自己的名义，买下股票发行人的全部股票，再于适当的时候将所购股票全部卖出，转售给公众。在此种方式下，承销机构一般以略低的价格从股票发行人手中买进

股票,然后以较高的价格再向投资者卖出,卖价与买价之间的差额构成承销机构的收入,减去发行费用后即为其包销利润。包销发行优越于前两种方式,其特点是:①发行风险全部由发行承销机构承担;②股票发行人可以及时、全额取得所筹资金;③股票发行人的信誉一般都较高;④社会影响比较大,可以进一步树立企业形象;⑤发行手续费较高,因发行承销机构在向社会发行前,已将款项金额划给股票发行人。承销机构包销股票,可能是单独通销,也可能是组织银团或推销集团共同分销,后者通称为“包销辛迪加”,牵头发起的金融机构称为辛迪加经理,参加辛迪加的各个金融机构,按照辛迪加协议规定的数额、期限和价格,各自买下所认购的份额后,再分头向社会各种不特定投资者销售。随着我国股票发行市场的发展,公开发行业股票采用包销方式越来越多。我国首次发行人民币特种股票(B股)的上海真空电子股份有限公司,采用包销方式。1991年11月30日,在上海展览中心,上海真空电子股份有限公司与申银公司(代表瑞士银行、新鸿基公司、所罗门公司、万国、海通证券公司五家分销商)签订了包销100万股B股的协议,主承销商申银公司又分别与五家分销商签订了分销协议。

### 五、中国企业股票发行的价格

股票发行的价格是指股份有限公司在募集公司股份资本或增资扩股时,公开将股票出售给特定或非特定投资者所采用的价格,通常由股票发行人根据公司财务状况、赢利预期以及股票市场价格水平等有关因素决定。由于股票是一种有价证券,可为持有者带来股息红利收入,人们购买股票所关心的并不是股票面额,而是该股票能够产生的效益,这样,各种不同收益水平的股票,就存在各种不同的买卖价格,它们不一定与股票的面值相等。此外,股票的供求关系也是影响股票价格的重要因素,这涉及到投资者对某种股票未来赢利的心理预期,投资者的购买力或者说是社会上用于股票投资的资金规模,以及一般公众的金融意识。根据发行价格与股票面值的关系,股票发行价格可分为几种类型:

#### 1. 折价发行

根据发行公司与承销商之间的协议,将股票按票面额打折扣后发行,其折扣大小完全取决于发行公司的业绩和承销商的能力以及股票市场的股票,在证券市场发展的初级阶段,还与公众的金融意识有关。例如某种股票的票面额为10元,如果折扣率为10%,则该种股票发行时的折扣价格为9元。1984年在我国开始企业股份制试点时,第一批发行股票的企业如上海豫园商场、沈阳金杯汽车有限公司都采用了折价发行方式,其主要原因是由于当时老百姓没有金融意识,认为股票不能还本吃亏,因此对股票的需求不足。随着我国股票市场的发展和老百姓金融意识的增强,目前出现了股票市场求大于供的状况,同时对申请发行股票的企业严格审批,要求其具有良好的赢利能力和稳健的赢利预期,在这种情况下,目前不再有折价发行的情况。

#### 2. 平价发行

平价发行也称为等价发行或面值发行,是指股份有限公司按股票面额的大小出售其新发行的股票,即股票发行价格与股票面值相等。例如某公司股票面值为每股50元,如果该公司以每股50元的价格出售其所发行的股票,则为平价发行。一般而言,采取平价发行方式发行股票时,通常要求证券承销商承销一部分或全部所发行的股票。平价发行的优点是简便易行,缺点是不能针对市场上股票价格波动水平及时合理地确定股票发行价格,即缺乏市场性。如

果公司经营业绩好,信誉高,其股票自然容易推销,甚至可以按高于面额的价格发行股票,当采用平价发行方式时,发行公司就得不到这种溢价的好处,如果公司信誉低,按面额发行就会出现困难。通过公开发行股票募集设立股份有限公司,都采用平价发行方式发行股票,拟议建立的福建 30 万吨乙烯石化股份有限公司就将采用平价发行股票的方式。目前,我国对国营企业进行股份制改造时都以平价发行的方式发行股票,首先由权威的资产评估机构对原企业资产进行公正、客观的评估并通过会计事务所的评审测算出其净资产,然后将其折划成等额的股份,再公开发行新股,例如某国营企业进行股份制改造,经过权威评估的资产为 2000 万元,现发行面额 1 元的股票 4000 万股,其中 2000 万股的国家股为原企业净资产折划而来,剩余 2000 万股面向社会以平价方式公开发行,由法人单位认购的法人股为 1000 万股,个人认购的个人股为 1000 万股,该股份有限公司的总资本金为 4000 万元。

#### 3. 溢价发行

这是指股份有限公司发行股票时以高于其股票面额的发行价格发行的方式。溢价发行按价格计算依据不同,可分为市价发行和中间价发行两种方式:

(1)中间价发行。指的是新股票的发行价格取票面价格和 market 价格的中间值,其前提是该股份有限公司的股票已上市交易。比如某股份有限公司股票的 market 价格为 140 元,票面价格为 100 元,如果发行公司按该种股票 market 价格和票面价格的中间值即每股 125 元的价格增资扩股发行新股票,则称为按中间价格发行。1988 年 5 月,上海真空电子器件股份有限公司增资扩股发行股票 1500 万元,首次采用了中间溢价发行的方式,取得了成功。当时,该股票的 market 交易价为 126 元左右,增资扩股时以 113 元的价格发行面额 100 元的股票,经过验证,这一价格比较合理,与当时该公司实有资产的增值率基本一致。

(2)市价发行。指的是股份有限公司发行新股时,以已上市股票的 market 价格作为发行价格,也就是说新股票的发行价格按照或接近股票流通市场上该种已发行股票或同类股票的近期买卖价格。例如某公司过去已发行股票在交易所内近期的卖出价格为 100 元,如果该公司决定增资扩股发行新股票,每股面额为 50 元,但按每股 90 元的价格出售,就属于按 market 价格发行。采用市价发行的公司一般都是经营状况较好、其股票价格呈看涨趋势的公司。当发行公司利用这种有利的市场机会增资扩股,即可以最有效地筹集资本,获得高出股票面额的溢价收益,也可以降低股票发行成本。投资者愿意按比面额高的 market 价格购买新发行的股票,主要是能得到两方面的好处:一是能按市价发行的股票通常分红水平较高,公司有稳定的利润,持有这种股票能获得较高的投资收益率;二是这类股票的 market 行情一般呈上涨趋势,投资者持有一段时间后再出售,通常可获得资本收益。上海兴业房产股份有限公司 1991 年 8 月增资扩股时就采用了市价发行方式发行新股,当时上海证券交易所上市股票的平均市盈率为 83.37,该公司在当年 6 月底的每股税后利润为 0.82 元,发行价格定为 60 元( $83.37 \times 0.82 = 68.4$  元),根据市场实际供求情况,溢价 6 倍发行。

## 第六章 股票的发行与承销实务

### 第一节 股票发行与承销准备

#### 一、承销人资格的取得

股份有限公司发行股票,并不亲自进行市场销售活动,而是由专业性的证券经营机构承销(包销或代销)。承销商,就是与发行人签订协议,以包销或者代销的方式为发行人销售股票的证券经营机构。根据我国现行法,承销股票,必须由取得承销资格的证券经营机构担任,该证券经营机构包括在中国境内注册,由机构批设机关依法批准,可经营证券业务的,具有独立法人资格的证券公司和信托投资公司,和在中国境外注册,并依照所在地法律可经营证券业务的,具有独立法人资格的投资银行、证券公司或者其他金融机构。

##### 1. 承销商的条件

根据 1996 年 6 月颁布的《证券经营机构股票承销业务管理办法》和 1996 年 12 月颁布的《境内境外证券经营机构从事外资股业务资格管理暂行规定》等法规的规定,从事证券承销需要取得证券监管部门颁发的《经营股票承销业务资格证书》(作为分销商代销可以不在此限)。申请取得该资格证书需要同时具备以下条件:

##### (1) 境内股票的承销条件。

① 证券专营机构具有不低于人民币 3000 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(本项所称净资本=净资产-(固定资产净值+长期投资) $\times 30\%$ -无形及递延资产-提取的损失金-证监会认定的其他长期性或高风险资产),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(本项所称净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);

③ 2/3 以上的高级管理人员和主要业务人员获得了证监会颁发的《证券从业人员资格证书》,在未取得资格证书以前,其高级管理人员须具备必要的证券、金融、法律等有关知识,近 2 年内没有严重违法违规行为,其中 2/3 以上具有 3 年以上的证券业务或 5 年以上的金融业务



工作经历;其主要业务人员须熟悉有关业务规则及业务操作程序,近2年内没有严重违法违规行为,其中2/3以上具有2年以上的证券业务或3年以上的金融业务的工作经历;

④该证券经营机构在近1年内无严重的违法违规行为或在近2年内未受到取消其股票承销业务资格的处罚;

⑤该证券经营机构已成立并且正式开业超过半年;如其为证券兼营机构,其证券业务须已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制度,财务状况符合法律规定的风险管理要求,即证券专营机构负责总额与净资产总额之比不得超过10%,证券兼营机构从事证券业务发生的负债总额与证券营运资金之比不得超过10%,证券经营机构从事股票承销业务,流动性资产与净资产或证券营运资金的比例不得超过50%;

⑦具有能够保障正常营业的场所和设备;

⑧证监会要求的其他条件。

此外,如果要取得境内证券业务主承销商的资格,除了上述条件外,还需要具备以下条件:

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上述第③项条件的主要承销业务人员至少5名,并且应当有一定的具有会计、法律知识的专业人员;

③参与过3年以上股票承销或具有3年以上证券承销业绩;

④在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主承销期售出股票不足本次公开发行总数20%的记录。

牵头组织承销团的证券经营机构或独家承销某一只股票的证券经营机构为主承销商。

(2)外资股承销的条件。根据我国现行法规,外资股发行的承销商可以是中国的证券经营机构,也可以是境外的证券经营机构。但是从募股实践和股票上市地法律的要求来看,近年来境内上市外资股的主承销人多由中国证券经营机构担任,而境外上市外资股(国际协调人)则由境外证券经营机构担任。

境内证券经营机构拟从事外资股承销业务资格,应当具备以下条件并申领《经营外资股业务资格证书》:

①证券专营机构具有不少于8000万元人民币的净资产,证券兼营机构具有不少于8000万元人民币的证券营运资金;

②依照《证券经营机构股票承销业务管理办法》已经取得股票承销业务资格;

③具有国家外汇管理部门批准的外汇业务经营权;

④具有能够保障涉外业务正常开展的通讯设施、营业场所、设备等手段;

⑤具有10名以上有证券承销经验的专业人员,其中熟悉国际金融业务、会计业务和相关法律的专业人员至少各1名;

⑥具有1年以上从事证券承销业务或参与承销1年以上股票的经历;

⑦证监会要求的其他条件。

如果境内证券经营机构拟担任外资股发行的主承销人或者境内事务协调人时,还应当具备以下条件:

①证券专营机构具有不少于 12000 万元人民币的净资产,证券兼营机构具有不少于 12000 万元人民币的证券营运资金;

②依照《证券经营机构股票承销业务管理办法》已经取得主承销商资格;

③具有 20 名以上有证券承销经验的专业人员,其中熟悉国际金融业务、会计业务和相关法律的专业人员至少各两名;

④具有参与外资股承销的经历;

⑤证监会要求的其他条件。

境外证券经营机构从事中国发行人的外资股发行承销业务也需要取得《经营外资股业务资格证书》,受中国证券监督部门的监督。其需要具备的条件是:

①依其所在地法律可以从事证券承销业务;

②受到所在地证券监管部门的有效监管;

③具有相当人民币 5000 万元以上的净资产或者由依照境外法律可提供担保并经证监会认可的机构出具相应的担保;

④具有两年以上从事国际证券业务的经验;

⑤最近两年财务状况的各项指标符合所在地监管部门的风险控制要求;

⑥拥有广泛的营业网络;

⑦执行董事及其他高级管理人员具有 5 年以上的证券业从业经验和良好的职业信誉;

⑧最近两年中没有因严重违反有关法规受到境外证券监管部门处罚;

⑨遵守中华人民共和国有关法律、法规;

⑩具有两名以上熟悉中国证券市场以及相关的政策、法律的专业人员。

境外证券经营机构拟担任境内上市外资股的主承销商、副主承销商或国际协调人时,除应具备上述一般条件外,还应当具备下列条件:

①依照所在地法律可经营股票承销业务;

②具有相当于人民币 12000 万元以上的净资产或者由依照境外法律可提供担保并经证监会认可的机构出具相应的担保;

③提出申请前两年内未中断在国际市场开展证券承销业务;

④具有 3 名以上熟悉中国证券市场以及相关的政策、法律的专业人员;

⑤证监会要求的其他条件。

## 2. 承销商资格申请条件

证券经营机构申请取境内或境外的股票承销资格,必须向中国证监会提出正式申请并报送下列申请文件:

(1)由证监会统一印制的《经营股票承销业务资格申请表》,申请外资股票承销资格的,应填写《经营外资股业务资格申请表》;

(2)机构批设机关颁发的《经营金融业务许可证》(副本),申请外资股承销资格的,还应报送国家外汇管理部门颁发的《经营外汇业务许可证》。

中国证监会机构管理部门在收到证券经营机构申请承销资格的文件后,应当于 30 个工作日内完成审查,对于经审查符合条件的证券经营机构应当颁发资格证书;对于不符合条件的证券经营机构,不予颁发资格证书,且半年内将不再接受其申请。

#### 3. 承销资格的维持

证券经营机构取得的境内股票承销业务资格证书的有效期自签发之日起为一年,一年后自动失效。已经取得资格证书的证券经营机构需要保持其股票承销业务资格的,应当在资格证书失效前3个月内,向证监会提出申请并按证监会的要求报送有关材料,经证监会审核通过后换发资格证书。

证券经营机构取得的外资股业务资格证书的有效期自颁发之日起2年,2年后自动失效,需要维持其经营外资股业务资格的,应当在资格证书失效前3个月内,向证监会提出申请并报送前2年的财务报告、业务开展情况说明书和证监会要求的其他文件,经证监会审核通过后换发资格证书。已经取得资格证书的境内、境外证券经营机构,应当于每年1月31日前向证监会报送上上年度从事外资股承销和经纪业务情况的报告。此外,从事境外上市外资股承销业务的境外证券经营机构应当在每次承销活动结束后30日内向证监会报送有关业务报告。

## 二、股票承销前的尽职调查

尽职调查(DUE DILIGENCE),又称细节调查。承销商的尽职调查指承销商在股票承销时,以本行业公认的业务标准和道德规范,对股票发行人及市场的有关情况,对有关文件的真实性、准确性、完整性进行的核查、验证等专业调查。

从法律上讲,公司通过资本市场向社会公众发行股票时,如果出现虚假陈述、重大遗漏等欺诈公众的事件,则除了发行公司以外,包括承销商在内的所有中介机构都必须承担法律责任。但是,如果中介机构能够证明自己已经以其行业的业务标准和道德规范,以应有的勤勉和注意对发行人及有关文件进行了审查,仍无法发现欺诈行为,自己也是欺诈的受害者,则可以免责。因此,承销商的尽职调查一方面直接关系其承销风险和承销利益,另一方面也直接关系承销商对招股说明书的保证责任。

股票承销前的尽职调查主要由主承销商担任,主承销商应当准备一份详尽的调查提纲,对本次发行募股的招股说明书中将要披露的全部内容进行全面审查。其主要的调查范围有以下几项。

#### 1. 发行人

主承销商对发行人的审查内容至少包括:发行人一般情况,本次发行情况,有关发行人的主要会计数据;本次募股的有关当事人,发行人营业的风险与对策,本次募股资金的运用,发行人公司的股利分配政策,发行人公司结构,发行人的经营业务,发行人的主要产品与业务,发行人的主营收入构成,主要原材料供应,发行人拟进行的投资项目和技术改造,发行人公司章程,发行人公司的董监和高级管理人员情况,发行人过去3年的经营业绩,其股本及其变动,发行人的负债及主要合同承诺,资产评估情况,财务会计资料,盈利预测,重要合同及重大诉讼事项,发行人公司发展规划等等,在股份有限公司境外募股或上市的情况下,主承销人需要调查和审查的内容将更为广泛详尽。

#### 2. 市场

为了维护自己的利益,主承销商也应当对一级市场和二级市场的市场状况做必要的调查。

#### 3. 产业政策

为了保证发行的成功,承销商也应对国家对发行公司主营业务的产业政策做必要的调查。

### 三、股票发行与上市辅导

股票发行与上市辅导指有关机构对拟发行股票并上市的股份有限公司进行的规范化培训、辅导与监督。发行与上市辅导机构由符合条件的证券经营机构担任,原则上应当与代理该公司发行股票的主承销商为同一证券经营机构。

#### 1. 辅导的目的

对公开发行股票的公司进行辅导的目的是为了保证公开发行股票公司按照《中华人民共和国公司法》和《股票发行与交易管理暂行条例》的规定,建立规范的组织制度和运行机制,促进上市公司转换经营机制,提高上市公司质量。

#### 2. 辅导的时间

辅导期自公司与证券经营机构签订证券承销协议和辅导协议起,至公司股票上市后一年止。辅导期包括承销过程的辅导和上市后的持续辅导。

#### 3. 辅导内容

(1)承销过程的辅导内容包括:

①对公司发起人的高级管理人员和拟担任公司高级职务的人员进行培训。培训的内容包括《公司法》、证券法规中有关上述人员责任义务的条款以及与发行和上市有关的证券知识、法律、法规和政策等;

②协助公司进行资产重组,界定产权关系;

③按照《公司法》制定公司章程,建立规范的组织机构;

④协助公司进行账务调整,执行股份制企业会计制度;

⑤制定筹措资金的使用计划;

⑥协调各中介机构,制作规范的股票发行申报材料;

⑦其他相关的辅导内容。

(2)上市持续辅导阶段的辅导内容。上市持续辅导阶段的工作主要是帮助公司及其高级管理人员做好以下工作:

①敦促公司严格执行《公司法》、公司章程、保证股东大会、董事会、监事会等依法履行职责;

②严格按照上市公司信息披露的要求披露信息;

③按发行募集计划合理运用资金;

④制定规范的财务管理制度,严格执行国家财务管理法规,按照上市公司利润分配的有关规定分配股利;

⑤编制年度财务报告、中期财务报告

⑥完善内部监督机制,建立内部控制制度;

⑦切实保护中小股东的利益;

⑧制定董事、监事及高级管理人员切实履行诚信义务的办法;

⑨严格按照《股票发行与交易管理暂行条例》有关上市公司的股票交易规定运作;

⑩其他需要辅导的内容。

辅导工作是承销活动的一项内容,承销机构不得在证监会规定的承销收费以外另行收取

辅导费。

辅导机构应当将辅导计划报地方证券管理部门或中央企业主管部门备案后实施,并定期将辅导工作进展情况报地方证券管理部门或中央企业主管部门。

辅导机构在辅导工作中,应当制作工作底稿;分阶段辅导结束后,应当出具各阶段辅导工作报告。地方证券管理部门或中央企业主管部门对辅导工作进行评价验收,并出具验收报告。

## 四、募股文件的准备

股票发行阶段的实质性工作是由发行参与人准备招股说明书,以及作为其根据和附件的专业人员的结论性审查意见。这些文件统称为募股文件。募股文件最主要的包括以下七种。

### 1. 招股(配股)说明书

招股(配股)说明书是股份有限公司发行股票时就发行中的有关事项向公众做出披露,并向特定或非特定投资人提出购买或销售其股票的要约或要约邀请的法律文件。公司发售新股必须制作招股说明书,如果是初次发行,一般称为招股说明书,如果是采用配股的方式发行新股,则称为配股说明书。凡在中华人民共和国境内公开发行股票和将其股票在证券交易所交易的发行人,申请公开发行股票时,应当按有关规定编制招股说明书。编制招股说明书是发行准备阶段的基本任务。招股(配股)说明书是发行人向中国证监会申请公开发行申报材料的必备部分。

招股(配股)说明书必须对法律、法规、上市规则要求的各项内容进行披露。招股(配股)说明书由发行人在主承销商及其他中介机构的辅助下完成。配股说明书由公司董事会表决通过后,由股东大会表决通过。招股(配股)说明书均须经省一级人民政府或中央企业主管部门审核后报送证监会复审。在复审同意以前,招股(配股)说明书在法律上只是草案,经复审通过的招股(配股)说明书应当依法向社会公众披露,招股(配股)说明书的有效期是6个月,自招股说明书签署完毕之日起计算。在招股(配股)说明书上签章的人员(全体发起人或者董事以及主承销商)必须保证招股说明书的内容真实、准确、完整,并保证对其承担连带责任。

招股(配股)说明书应当依照有关法律、法规的规定遵循特定的格式和必要的记载事项的要求(详见证监会《公开发行股票公司信息披露的内容与格式准则第一号——招股说明书的内容与格式》和证监会《公开发行股票公司信息披露的内容与格式准则第四号——配股说明书内容与格式(试行)》中有关配股申请和信息披露的具体规定)。

招股说明书的格式分为五个部分:招股说明书的封面;招股说明书目录;招股说明书正文;附录;备查文件。

招股说明书正文主要应当记载的内容包括:

(1)主要资料。包括对发行人设立、业务、股权结构等情况的简介,本次发行的一般情况,主要会计数据以及预计的时间表。

(2)对招股说明书中具有特定含义的词汇的释义。

(3)向公众声明董事责任及税赋承担的绪言。

(4)发售新股中发行人、中介机构、收款银行、推荐人等有关当事人的基本情况及联系人。

(5)风险因素与对策说明。

(6)募集资金的运用。

- (7)股利分配政策。
- (8)验资报告。
- (9)本次成效和发行有关事项的说明。
- (10)发行情况的全面说明。
- (11)发行人章程或公司章程草案的摘要。
- (12)对董事、监事、高级管理人员及重要职员简单情况的说明。
- (13)发行人在过去至少 3 年中的经营业绩。
- (14)发行人股本的有关情况。
- (15)陈述发行人本身在特定日期的主要借款情况。
- (16)发行人拥有或者占有的主要固定资产的种类、原值、用途、折旧情况和所在地等情况。
- (17)全文引用会计师事务所出具的审计报告及发行人编制的财务报表及附注。
- (18)资产评估结果及有关情况说明。
- (19)盈利预测。
- (20)公司发展规划说明。
- (21)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。
- (22)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。
- (23)董事会成员及承销团成员签署意见。

配股说明书的格式包括四部分:封面;正文;附录;备查文件。

配股说明书主要记载的事项有:

- (1)绪言。载明所依据的法规,批准配股方案的部门及公司董事会声明。
- (2)配售发行的有关机构。列出该股票上市的证券交易所、上市公司及其法定代表人、主承销商、股份登记公司以及其他有关机构的名称、所在地和联系方式。
- (3)本次配售方案。载明配售发行股票的类型、每股面值、配售发行的股份(或配股权证)的数量、每股发行价;股东配股比例;预计募集资金总额和发行费用;股权登记日和除权日;发行人和持股 5%以上股东放弃或出让全部或部分配股权的承诺;配股前后股本总额、股权结构。
- (4)配售股票的认购方法。配股缴款的日期、地点、方法或配股权证的派发方式及交易方法。
- (5)获配股票的交易。可流动部分的交易开始日,认购后的零股处理办法。
- (6)募集资金的使用计划。项目简介、有关立项、审批情况说明及盈利预测。
- (7)风险因素及对策。
- (8)配股说明书的签署日期及董事长签名。

## 2. 招股(配股)说明书概要

招股(配股)说明书是对招股(配股)说明书内容的概要,一般约 1 万字,是由发行人编制,随招股(配股)说明书一起报送批准后,在承销期开始前 2 至 5 个工作日在至少一种由证监会指定的全国性报刊上刊登,供公众投资者参考的关于发行事项的信息披露法律文件。

招股(配股)说明书概要应当记载(但不限于)以下内容:

- (1)绪言。载明招股说明书编制所依据的法规和依据;发行人董事会是否已通过该招股说明书;是否确信其中不存在任何重大遗漏或误导,并对其真实性、准确性、完整性负个别的和连

带的责任;依该招股说明书进行的股票发行得到何部门的文件批准。

(2)新股发售有关当事人。载明有关当事人的机构名称、所在地、传真、联系人;该有关当事人包括发行人、主承销商、推荐人、发行人法律顾问、会计师事务所、资产评估机构、收款银行、股票登记机构等。

(3)发行情况。应说明本次发行的股票类型、发行日期、发行地区、发行对象、承销起止日、预计上市日期及上市交易所名称、每股发行价、每股面值、发行总市值。

(4)风险因素与对策。首先应注明:“投资者在评价本发行人此次发售的股票时,除本招股说明书提供的其他资料外,应特别认真地考虑下述各项风险因素。”然后应当详细地列明招股说明书记载的经营风险、行业风险、市场风险、政策性风险等其他一切可能对发行人产生不利影响的风险。

(5)募集资金的运用。应当依据招股书列明募集资金的运用计划。其内容包括:募集资金的计划用途、投资项目简介、投资项目资金年度计划、投资收益预测、资金缺口安排等。

(6)股利分配。载明发行人关于股利分配的各种政策,包括发行后第一年度是否准备派发股利,何时发放股利,股利分配一般政策,不同类型股票的股利分配权益,发行人利润分配顺序,预计派发的股利占净利润的比例等。

(7)发行人及发行人主要成员的情况。载明发行人的情况,包括:发行人名称、成立日期、注册地址、历史沿革、组织结构、职工情况、经营范围、主要业务、生产经营状况、业务收入构成、原材料与能源、工业产权与无形资产、研究开发、在建与计划项目、国家政策因素影响、过去3年的重大结构变化。本项目下还应当载明发行人董事、监事、高级管理人员及重要职员的情况,包括其姓名、性别、年龄、学历、职称、曾担任主要职务、主要业务简历等事项。

(8)经营业绩。介绍发行人过去3年的经营业绩,包括但不限于生产经营一般情况、营业收入、利润总额、市场情况、产品质量、筹资与投资、主要固定资产增加、经营提高、职工业务水平等。

(9)资产评估主要情况。介绍原有企业改制为股份制企业时资产评估的有关情况,包括(但不限于):公司各类资产的评估前账面值与固定资产净值,评估后净值,增减值幅度,增减值的主要原因,主要评估方法等。

(10)主要会计资料。按照招股说明书内容介绍:资产负债表的主要数据;利润表的主要数据;发行人设有子公司的,应当提供合并报表与发行人单独报表数据;对列示的报表资料做必要的说明;提示投资人如果欲对发行人的财务状况、经营成果及会计政策进行更为详细的了解,应当认真阅读发行人财务报表和注释。

(11)盈利预测。至少应当载明:经审核确认的盈利预测数据,其中至少应包括税后利润,每股盈利及市盈率;预测期间;对于假设的说明;注册会计师对盈利预测的审核意见;盈利预测与财务报表所采用的会计政策的一致性。

(12)重要合同及重大法律诉讼事项。应当披露发行人已经签订的对发行人生产经营、未来发展或者财务状况具有重要影响的合同;还应当披露发行人作为一方当事人的尚未做出判决的重大诉讼。

(13)公司发展规划。应介绍发行人已经制定并且比较切实可行的发展规划与安排。主要包括发行人的生产经营发展战略、发展目标和规模、市场发展计划、销售计划、生产经营计划、投资计划、人员扩充计划、资金筹措与运用计划等。

### 3. 资产评估报告

资产评估报告是评估机构完成评估工作后出具的具有公证性的结论报告,该项报告经过国有资产管理部門或者有关的主管部門确认后生效。从法律上说,资产评估报告仅为投资人以净资产认股或者以净资产从事交易的实施依据,因此,如果股份有限公司发起人的净资产投资折股行为距本次股票发行过远的话,则该资产评估报告的内容已不能适当地反映评估范围内的净资产数值,在此种情况下,招股说明书对于发行人本次募股前资产负债状况的反映通常以经过审计的公司资产负债表为准。

根据国家国有资产管理局颁发的《关于资产评估报告书的规范意见》,境内募股前的资产评估报告应当满足以下必要内容的要求。

#### (1)正文

①评估机构与委托单位名称。

②评估目的与评估范围。评估目的应当写明委托将要从事的经济行为的性质、内容、进展情况和申报审批情况。评估范围应当说明委托评估资产的范围,是企业整体评估还是部分评估,抑或是若干单项资产评估,评估范围的确定应当根据有效协议(如发起人协议)、委托单位的有效决议(如国有独资公司的董事会决议)等书面文件来确定,该评估范围通常已由评估工作建议书加以确认。

③资产状况与产权归属。资产状况项目应当说明所评估的主要资产之现状;产权归属项目则应当说明资产占有单位拥有产权的情况和限制条件,此项说明与确认应当以相关的产权证书为依据。

④评估基准日期。评估报告中应当写明评估基准日期,该项目日期表述应当是评估中确定汇率、税率、费率、利率和价格标准时所实际采用的基准日期。

⑤评估原则。评估报告中应当依据不同的评估方法说明评估工作所遵循的原则。

⑥评估依据。评估报告中应当说明评估所依据的法律、法规和政策。

⑦评估方法和计价标准。评估报告应当说明各类资产评估所采用的评估方法,应当说明评估计价标准和所采用的币种,在按规定采用人民币以外的币种计价时,应当在评估结果中注明所折合的人民币价值。

⑧资产评估说明。评估报告应当简要评述评估工作过程,并对具体评估中的问题予以说明。

⑨资产评估结论。评估报告应当明确评估价值结果。该评估价值结果应当包括资产原值、资产净值、重置价值、评估价值、评估价值对净值的增减值和增减率等内容。评估报告对评估价值结果的表述可以采取文字方式,也可采取列表方式。

⑩评估附件。评估报告中应当列明评估报告的附件之目录。

⑪评估日期。评估报告中应当写明评估的起止日期和评估报告的出具日期。

⑫评估人员签章。评估报告应当由两名以上具有证券业务资格的评估人员及其所在机构签章,并应当由评估机构的代表人和评估项目负责人签章。

#### (2)资产评估附件。资产评估报告应当附有齐全的附件,此类附件至少应当包括:

①评估资产的汇总表与明细表。

②评估方法说明和计算过程。

③与评估基准日有关的会计报表。



④被评估单位占有不动产的产权证明文件复印件。

⑤评估机构和评估人员资格证明文件复印件。

此外,在必要时还需要附上与评估有关的会计凭证、调查报告技术鉴定书、各类经济合同复印件等附件。

#### 4. 审计报告

审计报告是审计人员向发行人及利害关系人报告其审计结论的书面文件,也是审计人员在股票发行准备中尽职调查的结论性文件。审计人员出具的审计报告应当作为招股说明书的附录文件,由审计人员对其内容的真实性、准确性和完整性负责任。审计人员的审计范围限于发行人发行前3年的财务报表,审计报告的内容包括以下几个部分:

(1)审计概况。审计概况是对审计基本情况的说明,应当说明的事项有:被审计单位的名称;审计期间;审计对象和范围;审计所依据的会计准则;审计方法与程序;审计人员与委托人各自应当负担的责任。

(2)审计发现问题的情况说明。审计人员对于在审计中发现的问题,应当根据问题的性质对其加以说明,对于发行人财务报表中每一项目的重要变动,应当加以附注说明;如未发现重大问题,也应当加以说明。

(3)审计意见。审计意见是审计人员对审计结论的意见。审计意见可以分为四种:

①无保留意见的审计报告。审计人员已经根据公认的审计准则,对委托人的有关财务报表及有关事项进行了独立的必要的审查,且审计范围未受限制,认为委托人提供的财务报表公允表达,充分披露,符合有关会计准则和会计制度,可以出具无保留意见的审计报告。

②保留意见的审计报告。审计人员在进行了审查的基础上,认为委托人的财务报表表达基本公允,仅个别项目或个别问题存在缺陷时——例如审计人员的审计范围受到了不应当有的限制,委托人使用的会计原则不统一或有变动,委托人的财务报表的表达不充分——可以出具保留意见的审计报告。

③相反意见的审计报告。审计人员在审计过程中,如果遇到审计范围受到严重限制或者委托人提供的财务报表严重失实,以致发表保留意见仍嫌不足时,可以做出相反意见的审计报告。

④拒绝表示意见的审计报告。审计人员在审计过程中,如果其审计范围受到重大限制,或者遇到严重影响委托人财务报表的重大不确定事项,致使其无法按照公认的审计准则进行审计工作时,可以做出拒绝表示意见的审计报告。

(4)审计人员的签章。审计报告应当由具有证券从业资格的注册会计师及其所在的事务所签字盖章。

(5)审计报告日期。审计报告应当载明报告出具的日期。

(6)附表和其他资料。审计报告应当附有经过审计的委托人的财务报表、相关附件、审计人员资格证书和审计机构的资格证明文件等等。

#### 5. 盈利预测的审核函

盈利预测是从事审计的注册会计师对发行人的盈利预测进行审核后出具的审核确认函。

盈利预测是发行人在主承销商、从事审计工作的会计师的参与审核下编制的。盈利预测的期间不应当少于12个月,盈利预测的编制应当采用与招股说明书所载明的财务报表一致的会计准则和会计制度。盈利预测应当是对一般的经济条件、营业环境、市场情况、发行人生产

经营条件和财务状况进行合理的假设,并对各项假设加以说明。盈利预测文件中的数据至少应当包括发行人预测期间的售后利润总额、每股盈利及市盈率。根据我国股票发行实践,盈利预测文件中的预测数据通常包括以下内容:销售收入、产品生产成本、期间费用、期间毛利、营业外收支、税金、税后利润,以及每股盈利、市盈率。

从事审计工作的注册会计师对上述数据进行审核并出具审核函。审核函的内容较为简单。主要包括以下几项:

(1)审核的方法。本项目通常应注明注册会计师从事盈利预测审核的依据、审核方法和审核范围。

(2)基准与假设。本项目主要是对盈利预测的基准与假设进行表述,明确审核意见的假设条件。

(3)审核意见。审核意见与审计意见具有不同的性质和法律意义。从事审核的注册会计师通常仅对盈利预测是否符合发行人一贯采用的会计政策与准则、其基准与假设是否适当、其计算方法是否正确等事项发表审核意见,而不对盈利预测的准确性或其实现的可能性发表意见。

(4)审核人员签章。根据我国证券法规的要求,发行人盈利预测审核的函应当由具有证券业务资格的注册会计师及其所在事务所签字盖章。

(5)审核函签署日期。盈利预测审核的函应当载明出具日期。

### 6. 法律意见书和律师工作报告

(1)法律意见书。法律意见书是证券业务律师对股份有限公司发行准备阶段审查工作依法做出的结论性意见。发行人聘请的律师(发行人律师)参与企业的股份制改组工作,对公司各种法律行为、法律文件做独立的尽职调查,在企业完成发行准备工作后,律师应当就其审核工作做出结论性意见。根据《股票发行与交易管理暂行条例》和中国证监会《公开发行股票公司信息披露的内容与格式准则第六号——法律意见书和律师工作报告的内容与格式》的要求,出具法律意见书并制作律师工作报告。

法律意见书应当主要涉及以下内容:

- ①出具法律意见书的根据;
- ②出具法律意见书的范围;
- ③法律应当声明的事项;
- ④发行人发行股票的主体资格;
- ⑤对发行人的章程(或章程草案)的意见;
- ⑥本次发行、上市的授权和批准;
- ⑦本次发行、上市的实质条件;
- ⑧对发行人招股说明书的意见;
- ⑨发行人所有权或者授权使用、经营的主要财产(如机器设备、房产、土地使用权、知识产权等);
- ⑩对发行人重大债权、债务关系的说明;
- ⑪发行人的环境保护和产品技术标准;
- ⑫发行人涉及的诉讼、仲裁或行政处罚;
- ⑬发行人的税务问题;

- ⑭发行人筹集资金的运用；
- ⑮本次发行所涉及的其他中介机构；
- ⑯律师认为需要说明的其他问题；
- ⑰结论意见；
- ⑱日期、签章、正副本数量。

(2) 律师工作报告。主承销商律师出具的法律意见书的内容和范围与发行人律师出具的法律意见书的内容与范围各有侧重,主承销商律师主要对主承销商负责,就发行人的发行、上市申报材料的合法性、完整性、规范性做出充分说明。

律师工作报告是对公司发行准备阶段律师的工作过程、法律意见书所涉及的事实及其发展过程、每一法律意见所依据的事实和有关法律规定做出的详尽、完整的阐述,并就疑难问题展开的讨论和说明。

律师工作报告应当在上市准备过程中同时进行,于法律意见书完成时定稿,并随申报材料一起上报中国证监会备案。

律师工作报告应当主要涉及以下问题(详见《法律意见书和律师工作报告的内容与格式》):

- ①律师参与本次发行、上市的身份以及业务范围；
- ②对出具法律意见书的工作过程做详细说明(包括与发行人的相互沟通、对发行人提供材料的查验、走访、谈话记录、现场勘察记录、查阅文件清单,以及工作小时等)；
- ③对与本次发行有关的重大事实及其形成和发展过程的详尽完善的阐述。这些重大事实包括:发行人简况、本次股票发行、上市情况等；
- ④有待解决的法律问题及对疑难问题的谈论和说明；
- ⑤律师审查的文件清单；
- ⑥律师事务所及律师的签章；
- ⑦出具的时间。

#### 7. 辅导报告

辅导报告是辅导机构对上市公司辅导工作结束以后就辅导情况及辅导效果及意见向有关主管单位出具的书面报告。

辅导机构应当将辅导计划报地方证券管理部门或中央企业主管部门备案后实施。在上市辅导工作中,辅导机构应当制定工作底稿,分阶段辅导结束后,应当出具各阶段辅导工作报告,分别向地方政府有关部门或者中央企业主管部门、中国证监会书面报送。若有妨碍股票上市的事由,应及时报告上述部门。上市辅导结束后,辅导机构应出具辅导报告,辅导报告记载的内容必须翔实具体,叙述简明易懂,不得有虚假隐匿。辅导报告除了应详细阐明辅导事项和辅导效果外,还应载明以下内容:

- (1) 公司名称；
- (2) 辅导起止日期；
- (3) 必须进一步改进和辅导的事项；

(4) 总结意见。地方证券管理部门或中央企业主管部门对辅导工作进行评估验收,并出具验收报告。承销过程辅导工作报告和验收报告作为公司申请股票发行和上市的必备文件,与公开发行股票公司申报材料一并报中国证监会。如有特殊情况,经证监会批准,可在股票发行

上市后报告。

为保证辅导能够顺利进行,辅导机构执业人员在上市辅导、日常辅导期内,有权查阅公司股东会、董事会、监事会会议记录,并有权列席股东会、董事会、监事会会议。辅导机构执业人员查阅文件、参加会议,负有保密义务。

在公司辅导结束后,各地方证券管理部门或中央企业主管部门要对辅导机构的辅导能力和辅导效果进行鉴定,并报证监会备案。对不称职的辅导机构,证监会将视情节轻重决定给予警告、暂停直至撤销承销和辅导资格的处罚。

## 五、我国股票发行的上报与批准

我国对股票公开发行采取了严格的审核主义原则。任何拟公开发行政股票的股份有限公司,不仅需要取得发行额度的许可,还须上报有关材料,取得行政管理机关和证券监督管理机关的批准。

### 1. 股票发行的上报

申请公开发行政股票的股份有限公司(包括经批准拟设立的股份有限公司)需要向省级地方人民政府或中央企业主管部门上报有关材料,得到批准后,再向中国证监会报送有关材料。

需要向省级地方人民政府和中央企业主管部门上报的材料包括:

- (1) A 股发行的申请报告;
- (2) 发起人会议或者股东大会同意公开发行政股票的决议;
- (3) 批准设立股份有限公司的文件;
- (4) 工商行政管理部门颁发的股份有限公司营业执照或者股份有限公司筹建登记证明;
- (5) 公司章程或者公司章程草案;
- (6) 招股说明书;
- (7) 资金运用的可行性报告;需要国家提供资金或者其他条件的固定资金投资项目,还应当提供国家有关部门同意固定资产投资立项的批准文件;
- (8) 经会计师事务所审计的公司近 3 年或者成立以来的财务报告和由两名以上注册会计师及其所在事务所签字盖章的审计报告;
- (9) 经两名以上律师及其所在事务所就有关事项签字盖章的法律意见书;
- (10) 经两名以上专业评估人员及其所在机构签字盖章的资产评估报告;经两名以上注册会计师及其所在事务所签字盖章的验资报告;涉及国有资产的,还应当提供国有资产管理部出出具的确认文件;
- (11) 国有资产管理部关于股份有限公司国有股权管理方案的批准文件(其中至少应当对企业股份制改组、国有股权性质界定、发起人资产折股方案和折股价格、国家股持股安排等事项做出批复);
- (12) 省级以上土地管理部门对于土地评估结果的确认文件以及对股份有限公司占用范围内的国有土地使用权处置方案的批准文件(其中应当对土地评估结果、国有土地处置方式、国有土地出让或租赁的安排等事项做出批复);
- (13) 股票发行承销方案和承销协议;
- (14) 地方政府或者中央企业主管部门要求报送的其他文件。

文件报送人向中国证监会报送的发行申请文件和送审文件除包括申请人向省级地方政府或者中央企业主管部门报送的文件外,还应当包括下列文件:

- (1) 地方政府或者中央企业主管部门批准发行申请的文件;
- (2) 证监会要求报送的其他文件。

#### 2. 股票发行的审批程序

我国对股票发行实行初审和复审的二级审批程序。

初审机关为省级地方人民政府或者中央企业主管部门,根据企业的行政隶属关系决定初审机关。地方人民政府或中央企业主管部门应当在收到发行申请之日起 30 个工作日内做出批准或不批准的决定,并要求申请人将发行申请文件报中国证监会复审。

复审机关为中国证监会。申请人公开发行股票的申请经初审得到批准后,应当以法定程序上报中国证监会。中国证监会自收到复审申请之日起 20 个工作日内,应当做出复审决定。凡是同意申请人公开发行股票的,应当发出复审批准文件(复审意见书),该文件由证监会主席或副主席签发。

#### 3. 股票发行的审批条件

初审机关和复审机关根据我国的法律、行政法规和有关规定审查发行申请人的申请。申请人必须符合法定的公开发行股票的条件才能得到批准。具体条件请参见本章第一节第二款《发行条件》。

#### 4. 股票发行审批工作规则

中国证监会发布的《股票发行审核程序与工作规则》,规定了发行审批工作应当遵循的程序与规则。

##### (1) 发行审核委员会的组织结构。

① 发行审核委员会(以下简称发行委)是中国证券监督管理委员会(以下简称“证监会”)设立的工作机构,由 20 名委员组成,其中 2 人为召集人,2 人为替补召集人。委员和召集人均由证监会主席聘任。

② 发行委的委员除从证监会人员中委派外,主要从国内金融财会、企业管理、经济、法律等方面的专家、学者中选聘。发行委委员每届任期 1 年。

发行委委员发生渎职、严重失职、滥用职权、违反证券法规以及其他不适合或不能担任委员职务的情况时,证监会有权将其解聘。委员发生缺额时,证监会应当及时补选。

③ 发行委分设两个工作组,各由 10 名委员组成。每个工作组由 1 名召集人负责召集。召集人不能出席会议时由替补召集人负责召集。每组审核会议的法定有效人数至少 7 人。

##### ④ 发行委的常设办事机构是证监会发行部。

发行委因工作需要可在北京以外的地区召集发行审核工作会议,对申请发行股票的公司进行复审。

⑤ 发行委通过无记名投票的方式,按照少数服从多数的原则做出发行审核决议。每位委员享有同等的投票权;但在票数相等时,召集人有投决定票的权力。

⑥ 发行委因工作需要,可临时聘请技术专家。专家人选须报证监会同意。专家在参与发行委工作期间,不参加投票,只提供产业、技术咨询。专家在发行委的有关会议结束后,其发行委专家身份自动丧失。

⑦ 发行委委员或其配偶与申请发行股票的公司如有利益关系时,须回避对该公司的审核。

(2) 发行审核委员会的职责。

① 发行委行使证监会赋予的职权,根据国家有关法规对申请公开发行股票的公司资格、条件等进行复审,并根据复审结果对证监会发行部提出的预审进行认可或修改,出具复审意见书。

② 发行委审议经营机构、注册会计师、律师、资产评估师等专业性中介机构和人员为证券发行所编制和出具的有关材料及意见书,并可对有明显违法、违规、有失勤勉尽责义务的机构和人员提出处理意见。

③ 如审核工作需要,发行委可通过发行部对申请公司提出质询。

④ 发行委出具的各种意见书以证监会名义发出。

(3) 股票发行审核的工作程序。

① 经地方政府和中央企业主管部门在本地区股票发行规模内批准的申请公开发行股票的公司,按《股票发行与交易管理暂行条例》的要求,向证监会报送公司申请发行股票的有关文件材料。

② 证监会发行部收到申请公司上报材料后,须及时准确地进行收件登记。登记内容包括“收件时间”、“收件人”、“文件名称及份数”、“申请公司名称”、“公司地址”、“发行部收文编号”等。同时,收件人员负责及时给公司收文回执或在发行公司送文单上签字。

③ 邮递方式报送的申请材料,证监会办公室于收支收日应将所收文件如数转到证监会发行部。

④ 证监会发行部自收到公司文件后,由部领导委派本会内预审小组对申请公司进行专门审核。

⑤ 公司上报的文件材料经预审人审核完毕,召开发行部会议,由预审人汇报所审公司情况,进行研究后对有疑点的公司再进行复查。

⑥ 证监会发行部对所审公司制作预审报告,并向证监会发行审核委员会提交该报告(预审报告的标准格式见附件)。

⑦ 证监会发行部通过抽签的方式决定由发行委下设的两个工作者之一对申请公司进行审核。

⑧ 发行委工作组在接到发行部预审报告和公司有关申请材料后,召开复审会议对申请公司进行复审。

⑨ 发行委召开复审会议时,发行部派专职秘书参加会议进行书面记录。记录要严格管理。在会议结束后写出发行委会议纪要。

⑩ 发行委工作组对发行公司进行复审投票,出具复审意见书。

⑪ 发行委出具的复审意见书,由证监会主席以证监会名义签发,主席也可授权副主席签发。

⑫ 经签发的复审意见书应于规定的审核时间内,发送给受审核的公司,并抄送地方政府或中央企业主管部门。

⑬ 抄报证券委备案。

(4) 股票发行的审核内容。

① 对发行条件的审核。

② 对公司股票发行申报材料完备性的审核。即审核公司是否按有关规定向地方政府或中

央企业主管部门全面报送有关文件及其有关概要。对公司股票发行申报材料的有关规定见本节《股票发行申请程序》所述。

③对文件内容的审核主要有以下几项：

a 申请报告内容齐全附有地方政府或中央企业主管部门意见及公司印章。

b. 公司章程或公司章程草案是否符合《中华人民共和国公司法》、《股票发行与交易管理暂行条例》和国家其他政策法规的要求。

c. 需要国家提供资金或其他条件的固定资产投资的批件的有效性。

d. 近 3 年的公司财务报告的前后一致性和规范性。

e. 法律意见书的完备性,专业人员所承诺责任的充分性。

f. 资产评估报告和验资报告的完整性和规范性,涉及国有资产的,须有国有资产管理部門的确认文件。

g. 承销方案或承销协议审核。

h. 招股说明书应当按照证监会规定的格式制作。

(5)其他方面的审核。主要包括：

①公司的现行股权结构,发起人资金的到位情况；

②公司股权结构变动的历史、缘由；

③主要股东的情况；

④公司信誉；

⑤证监会认为需要复审的其他指标。

5. 对发行审核时间的规定

证监会的审核时间从收到申请之日算起,共计不超过 20 个工作日。如申报人不符合发行条件,证监会将不予受理,并立即通知取回申报材料,同时通知地方政府或中央企业主管部门。如申报人的申报材料本身不全、不实或者有其他问题需要对公司进行调查、查询、取证时,其所用的时间,应从审核时间中扣除。

## 第二节 股票发行与承销的实施

### 一、承销方式

证券承销商在代理证券发行时,一般可采用包销和代销两种承销推销方式。

#### 1. 包销

(1)全额包销,又称承购包销,是指由一家或数家证券承销机构与证券发行公司签订承购包销合同,由证券承销机构以双方协商决定的价格将准备发行的证券全额买下,并按合同规定的时间将价款一次付给发行公司,然后证券承销机构再以略高的价格向社会公众出售的发行方式。对发行公司来说,采用承购包销方式既能保证如期得到所需要的全额资金,又无须承担证券发行过程中价格变动的风险,但是发行费用高于其他方式。对证券承销机构来说,要预先

垫付自有资金买入所有证券,还要承担证券不能如期全部销售和发行价格下降的风险,因此,收取的费用较高。证券承销机构的费用收入来自向证券发行公司买入证券与向社会公众出售证券之间的差价。承购包销发行方式是最常见、使用最广泛的方式,比较适合于那些筹资金额不大、知名度不高的企业。对那些发行金额大又急需资金的企业来说,虽然发行费用较高,但能无风险地及时筹集到全额资金,这种方法也是可行的。但发行流动性差,不能为公众所接受的证券不宜采用这一方法,因为证券机构承销此时会压低购买价格,使发行者承受较高的筹资成本。

承购包销方式又可分为协议发售、等额包销、银团包销等方式。

①协议发售,是指一家证券承销机构单独包销某发行公司的所有新发证券的方式。当证券发行量不大,发行公司与证券承销机构关系较为密切的情况下,通常采用这一方式。采用协议发售时,证券承销机构会提供最佳发行方案和咨询意见,但不足之处在于证券承销机构购买证券的价格没有经过竞争投标过程,有时包销价格不尽合理。

②等额包销,是指两家或数家证券承销机构平等地共同包销某一公司的新发证券。它们的数量相同,发行风险共同分担,包销费用收入也平均分配,没有主次之分。

③银团包销,是指证券承销机构包销新发行证券时普遍使用的方式。当发行公司要筹集巨额资金,而证券承销机构对发行公司又了解不多时,往往由少至几家多至上百家证券承销机构充当银团的经理人,担负主办收购承销的责任,称为主承销。银团承销方式可采用先由银团共同向发行公司购进证券,然后转销给银团各证券承销机构,也可采用由银团共同向发行公司购进的方式。银团包销的风险承担方式可采用各成员证券承销机构只承担自己包销部分的风险,也可采用所有成员共同承担包销风险的方式。此外,承销银团除了承担联合经销的责任外,在证券发行后,还有维持证券市场价格稳定的义务。如果证券上市后,价格下跌过多,对各发行机构都很不利,所以承销银团应设法在证券上市1个月左右时间里稳定市场价格。

国务院规定,发行股票的面值总额超过人民币3000万元或预期销售总金额超过人民币5000万元,应由证券公司牵头组成发售集团联合经销。

(2)余额包销,是指证券承销机构承诺在证券销售后,承担其剩余部分证券的行为。采用这种发行方式,发行风险由证券承销机构承担,证券承销机构必须先向社会发售,在发售期结束时,如有剩余证券才可收购,而不能预留部分证券自行收购。由于证券承销机构承担了证券卖不出去的风险,它的发行手续费比全额包销发售低,比代销发售高。对筹资企业来讲,筹资计划完成有保证,在协议规定的期限,证券承销机构要将规定资金全数划给筹资企业。余额包销发售比较适合于那些有筹资计划,但用款又不是很急的企业。

## 2. 代销

代销,是指证券承销机构代替筹资企业发售新证券,在发售期结束后,将未销售部分证券退还给发行公司的方式。采用代销方式证券承销机构只是利用自己的销售网点代理发行公司销售证券,证券发行的全部风险由发行公司自己承担。如果发行公司因信誉不佳或知名度不高而导致发行不畅,就可能无法及时获得所需资金,此时证券承销机构不承担任何责任和风险。证券承销机构从代销发行中赚取的发行手续费比其他方式都低,大约相当于承购包销的30%—50%。

代销发行比较适合于那些信誉好、知名度高的大中型企业,它们的证券易被社会公众所接受,用代销方式可以降低发行成本。但是当那些尚未被广大投资者了解的新建企业或是业绩



和信誉都不太理想的企业要发行数额较大的证券时,证券承销机构因不愿承担承购包销可能会出现发行风险,而只愿接受代销方式。代销方式在美国属于非公开募集的私人销售方式,无须向证券交易委员会登记,但也会影响发行证券的上市交易。

## 二、承销协议与承销团协议

### 1. 承销协议

《股票发行与交易管理暂行条例》第 20 条规定,发行人应当与证券经营机构签署承销协议。承销协议应当载明下列事项:

- (1) 当事人的名称、住所及法定代表人的姓名。
- (2) 承销方式。
- (3) 承销股票的种类、数量、金额及发行价格。
- (4) 承销期及起止日期。
- (5) 承销付款的日期及方式。
- (6) 承销费用的计算、支付方式和日期。
- (7) 违约责任。
- (8) 其他需要约定的事项。

证券经营机构收取承销费用的原则,由证监会确定。

### 2. 承销团协议

在发行股票数额较大时,为了共同分担承销风险,分享承销利润,一般都组织承销团承销股票。证券委在 1996 年 6 月颁布的《证券经营机构股票承销业务管理办法》规定:证券经营机构承销拟公开发行股票的面值总额超过人民币 3000 万元或者预期销售总金额超过人民币 5000 万元的,应当按《股票发行与交易管理暂行条例》第 22 条的规定组织承销团。承销团由 2 个以上承销机构组成,主承销商由发行人按照公开竞争的原则,通过竞标或者协商的方式确定。主承销商应当与其他承销商签署承销团协议。承销团有 3 家或 3 家以上的承销商的,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为分销商。

承销团协议应载明下列事项:

- (1) 当事人的名称、住所及法定代表人的姓名。
- (2) 承销股票的种类、数量、金额及发行价格。
- (3) 包销的具体方式、包销过程中剩余股票的认购方法,或代销过程中剩余股票的退还方法。
- (4) 承销份额。
- (5) 承销组织工作的分工。
- (6) 承销期及起止日期。
- (7) 承销付款的日期及方式。
- (8) 承销缴款的程序和日期。
- (9) 承销费用的计算、支付方式和日期。
- (10) 违约责任。

(11)证监会要求的其他事项。

### 三、发行方式

股票发行方式,本质上是指公开发行政股票的发行人或承销人依据证券法规合理确定有效认股人和有效认股数量的方式;而选择股票发行方式的目的,在于公开、公平、公正地解决股票公开发行中可能出现的股票供不应求或者股票供过于求的矛盾。

#### 1. 认购证方式

认购证方式,又称认购证抽发行和申请表方式。其具体做法为:

(1)承销人在招募时须向社会投资人无限地公开发售股票认购申请表即认购证(可附加身份证限制)。认购证应包含以下内容:发行股票名称;申请人姓名、住址、身份证号;申请表编号(由9位数字组成);主承销商;盖章;防伪标记。每一单位的申请表或认购证代表一定数量的认股权利,标示为某一认购证的号码。

(2)社会投资人申请和购买认购表,其行为具有发生认股承诺的法律意义,但其有效性留待其后确定。

(3)承销人根据公开、公平与公正的原则,在规定的日期,在公证机关监督下,按照规定的程序,对所有股票认购申请表进行公开抽签。

(4)确认中签号并按照规定程序公告,投资人持中签申请认购表在指定地点认股缴款。此项行为最终完成确认有效承诺和向投资人售股。从发售认购证到最后缴款,整个过程约需1个月左右。

认购证抽发行方法并不涉及股票价格问题,而仅依此确定有效的认股人和有效的认股数额。它是一种股票定价发行方式。

认购证抽发行方法通常是以所发行股票的超额认购为前提。在股票供不应求的情况下,这种方式对确保股票发行的安全,缓和供求矛盾有一定的作用。其缺点是发行环节多、工作量大、认购成本过高、发行时间较长。

#### 2. 储蓄存单方式

(1)承销人在招募中通过指定的银行机构在规定时间内无限地向社会投资人发行股票认购定额定期存单,其存款期限多为3个月至6个月。专项存单的基本内容,包括所发行股票的名称;存单编号;认购人姓名、地址、身份证号码;存单金额;日期;主承销商;盖章;防伪标记等。

(2)欲认购股票的投资人必须先认购专项存单,即须将存单上载明存单金额的资金存入指定银行,并取得专项存单一式二联,一联为储蓄联,另一联为股权登记联。此行为不仅具有存储合同的法律意义,而且具有认股承销的法律意义,其中每一单位的存款单代表一定数额的认股量,标示为存单的认购号码。

(3)承销人根据公开与公平的原则,对所有的认股存单号码进行抽签,通常采用依认购比例进行存单号码尾数抽签的办法。

(4)确定中签者并依规定程序公告,中签者凭中签的存单办理股款及手续费缴纳,取得相应的股份。而未中签者仅保留其存单所代表的债权。

存单抽签方式在具体实践中又有两种做法:①股款全额存入,即其存单的面额等于每股股

票发行价格与每张中签存单可购股数之乘积。这样,中签者可以用中签的存单直接抵交股款(但发售手续费用要另外交付,也可以用未中签存单抵交)。未中签的存单不能购买股票,在发行期内不计利息,在规定的计息日后的存期中,按照定活两便的储蓄利率计息,也可以在规定期限内办理转为其他品种储蓄存款的手续。②存款与股票分离,其存单面额并不与认购股款挂钩,投资者认购面额一定的存单,只取得存单和存单上的编号,中签者不能用存单抵交股款和手续费,而须持中签存单到缴款地点另行交纳股款和手续费。

存单抽签方式虽可避免认购证抽签方式所带来的额外费用,并降低投资人的投资风险,但实际上伴随着巨大的存贷资金流动和存贷资金负担,其发行效果并不理想。

### 3. 定价、竞价上网方式

(1)定价上网方式。上网定价发行是我国近年来被普遍采用的一种定价发行方式。其特点有二:①此种发行方式利用证券交易所的股票交易系统,由认股人通过证券交易所的交易网络申报认股承诺。②此种发行方式采取定额认股和抽签认股原则。其具体做法如下:

①发行人和承销人通过招股说明书和发行公告,向所有在拟上市的证券交易所开设了股票账户的投资人发出招股要约,该要约中限定了每个开设了股票账户的投资人的认股限额(通常为每人1000股),并规定了股票发行价格。

②凡开设有股票账户的投资人在规定的发行期间,均可通过证券交易所的交易系统申报认股承诺,并且该承诺人在证券公司的资金账户中应当存入认购规定数额股票与规定股票发行价格乘积的资金,该项资金在认购期间内(通常不超过3日)不可支取。投资人依此种方式申报的认股行为中依认股规则至少已明确了以下认购事项:认股序号;股票账户号码;认购时间;认购股票名称;规定的认购股票数额;规定数额的认股资金。

③认购期满后,由承销人根据公开、公平、公正的原则按照规定程序对全体认股人的认股序号进行尾数抽签,以确认有效认股人。

④主承销人通过证券交易所和信息披露载体对于抽签结果和中签号码予以公布,对于中签认股人的认购予以成交,并将股份划入该认股人股票账户。对于未中签认股人的申购资金予以解除支取限制。如果发行人本次发行的股票于认购期满时仍未能全部售完,余额部分依承销协议由承销人买入。

上网定价发行具有成本低和发行速度快的特点,近年来为多数发行人及承销人所采用。

(2)竞价上网方式。上网竞价发行实际上是某种非定价发行方式,其股票发行价格须在竞价后确定。其具体做法如下:

①承销人在招募中通过证券交易所或类似的交易系统向社会投资人发出竞价邀请和开设股东账户邀请,凡开设了股东账户和交易账的投资人均可参加竞价。

②在规定的发行期间,拟发行的新股在附底价的前提下,由投资人竞价购买,该竞价仅具有投资人承诺愿依竞买价成交并交割的法律意义。

③由交易系统主机依据投资者的申购价格,按照价格优先,同价位时间优先的顺序,从高价位到低价位依次排队。承销人根据实际认购总额应当等于拟公开发行总量(且不违反底价条件)的原则累计计算,当认购数量恰好等于发行数量时价格即为实际发行价格。凡高于(或等于)这个价格的有效申报都可按发行价认购,由交易系统主机自动成交。

④承销人将股票发行价和竞价发行结果依规定程序公告,此行为具有确认有效承诺并通知有效认股人售股交割的法律意义。如果发行底价之上认购的股数低于发行数量,则发行价

格等于发行底价,认购不足的剩余部分由承销团按发行底价包销。

由上述竞价发行实施方法可以看出,这种方式实质上是以二级市场的交易方法进行一级市场的发行。竞价发行方式发行成本较低,发行时间也大大缩短,但其弊端在于:在发行中不能禁止投资人以非信用方式或不真实方式进行高价竞买的情况,往往造成股票发行价格的人为抬高,使发行价脱离市场实际。

#### 4. 全额预缴款、比例配售方式

全额预缴款方式,包括以下两种。

(1)“全额预缴款、比例配售、余款即退”方式,是指投资者在规定的申购时间内,将全额申购款存入主承销商在收款银行设定的专户中,申购结束后转存冻结银行专户进行冻结,在对到账资金进行验资和确定有效申购后,根据股票发行量和申购总量计算配售比例,进行股票配售,余款返还投资者的股票发行方式。

“全额预缴款、比例配售、余款即退”发行方式分为申购、冻结及验资配售、余款即退三个阶段。“全额预缴款”方式的发行时间不超过 8 天(含法定休息日),每股发行收费不超过 0.10 元,发行收费总额不得超过 500 万元。具体程序如下:

申购。①主承销商在发行地选定收款网点较多、设备条件较好的银行作为收款银行,并同收款银行签订收款协议。②每一股票账户的申购量,机构申购量上限为发行公司发行后总股本的 5%,个人申购量上限为发行公司发行后总股本的 5‰。③投资者可用现金或票据申购,但每一股票账户现金申购款的上限为 3 万元。④申购收款时间为 3 个连续工作日。

冻结及验资配售。①主承销商选定股票发行地的人民银行作为冻结银行,在冻结银行开设资金冻结专户,并同其签订协议。②在各申购缴款日末,申购款从各收款银行划至冻结银行的冻结专户中。③由具有证券从业资格的会计师事务所对冻结专户中的申购资金进行验资,并出具验资报告。④验资结束当天,主承销商按到账资金进行核查验证,确定有效申购总量。若有效申购总量小于或等于股票发行量,则投资者按其有效申购量认购,余股按承销协议办理。若有效申购总量大于股票发行量,则根据股票发行量和有效申购总量计算配售比例 I。

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

配售比例 I 小数点后保留 5 位。

按配售比例 I 计算每个账户可认购量。

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

若配售比例 I 能使可认购量满足“千人千股”的规定,投资者按其可认购量认购。若不能满足“千人千股”的规定,则按以下方式处理:

随机抽出 1000 名申购者,每户配售 1000 股。在完成“千人千股”配售后,则计算配售比例 II。

$$\text{配售比例 II} = \frac{\text{股票发行量} - 100 \text{ 万股}}{\text{有效申购量} - 1000}$$

前已获 1000 股配售的投资者每人的实际认购量为:

$$\text{认购量} = (\text{有效申购量} - 1000) \times \text{配售比例 II} + 1000$$

其他投资者各自的认购量为:

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

在计算过程中,认购量出现小数时,作取整处理。

余款即退。①配售结束以后,主承销商随即解冻申购资金余额,并在指定报刊公布申购结果及配售比例和退款公告。②配售结束后的第一天,主承销商将扣除发行费后的认购款划至发行公司账户上,申购余款划至各收款银行,由各收款银行退还给投资者。

(2)“全额预缴款、比例配售、余款转存”方式,是指“与储蓄存款挂钩”方式和“全额预缴款、比例配售、余款即退”方式的结合。其在全额预缴、比例配售阶段的有关规定与“全额预缴款、比例配售、余款即退”方式的相关规定相同,但申购余款转为存款,利息按同期银行存款利率计算。该存款为专项存款,不得提前支取。

## 四、股款缴纳、股份交割

### 1. 股款缴纳

认股人认购一定股份后,应在规定期限内向招股书所指定的代收股款的银行或其他代理机构足额缴纳股款。缴款日期应不迟于招股书所载明的股款交纳日期。认股人拖欠应缴的股款时,董事会应催告认股人在一定期限内照缴,并声明逾期不缴者丧失其权利。如果董事会已进行过催告,而认股人仍逾期不照缴者,即丧失其权利,其所认股份由董事会另行募集。

董事会在股款缴纳期限内未能收足缴款时,已缴纳的认股人可以催告董事会在一定期限内收足股款,逾期未收足时,可撤回其认领的股份,由发行公司返还股款并付给法定利息。

目前,我国发行股票多采用预交式预存股款的方式,逾交股款的情况并不常见。但在股票发行采取非全额预交款和认购证抽签方式时,仍存在缴纳股款及延期缴纳问题。

单据中签后,股民按照指定时间到各缴款点缴纳股款,各缴款点工作人员在认真清点股民缴纳的股款和审核单据的中签号码无误后,向股民出具定额临时收据。一张单据可缴款领取一份临时收据(如果采用股款金额存入存单的发行方式,只须另缴纳每股手续费,股款可直接由存单转账),收据的金额为:

$(\text{每股发行价} + \text{每股手续费}) \times \text{每股中签单据可购股数}$

各收缴股款网点在每天的营业结束以后,应及时将所收缴的股款,通过银行划入各自分销商的股款账户,各分销商收到股款以后,应按照事先与主承销商约定的协议,分批向主承销商的股款账户进行划转,最后一次必须在收缴股款结束日期的3天内划入,不得拖延。

股款收缴结束后,主承销商应按照承销协议规定,在股票正式承销日期结束以后的若干天内,将已经承销的股款扣除承销费用后的款项划入发行人的银行指定账户。如承销的方式是余额包销,则不管股票是否销售完毕,主承销商都应将发行股份的总市值扣除承销费用后的款项划入发行人的账户。

### 2. 股份交割

认股人在承诺认购后,必须在规定的期限内缴纳所认股份的股款,才能领取所买进的股份。同样,发行公司出售的股份,也必须在成交(即收到股款)后的规定日期交付所售出的股份(即交割),否则,发行公司应负失约责任。发行公司在有纸化发行的情况下,股份交割以经签章的股票之交付为要件;在无纸化发行的情况下,股份交割以认股者持股载入股东名册为要件。股份交割的同时,由承销机构协同发行人汇总全部股东资料,制成名册报送证券交易所。股东资料的主要内容包括:股东姓名;股东账号;身份证号;家庭地址等。

## 五、股东登记与承销报告

### 1. 股东登记

股权登记时间应与缴款时间同步,其操作流程如下:

(1)新股东账户的登记。对于在上海证券交易所或深圳证券交易所没有股东账户的新股民,先要办股东账户。凭身份证和中签表去专柜填制股东账户登记表,由经办人员出具新股东账户凭条,供股东在规定日期内在登记处领取股东账户卡。

(2)验表开单。认购者将已逐项填明的中签申请表、本人身份证、定额临时收据和股东账户卡(或新开的股东账户凭条)交经办人员,经办人员经过对定额收据的防伪鉴别后,开具一式三联的股票缴款收据,然后将中签表粘贴在收据的第二联反面,凭证上加盖经办人员私章,交复核员复核。同时将身份证和股东账户卡(或新开的股东账户凭条)交还股东。复核人员复验无误后,将定额数据及三联凭证交电脑操作人员。

(3)电脑输入。电脑输入人员接到复核人员交来的三联凭证,根据第一联逐项输入有关数据,经复核无误后,确认录入并加盖私章,留下第一联,第二联、第三联和定额收据交还开单经办人员,经办人员将定额收据和第二联留下,第三联(收据联)加盖公章后交认购者。

(4)日账日清。每日工作结束,每组要进行轧账,开单开出的缴款收据第二联合计数必须与收回的定额临时收据合计数相符,电脑留存的缴款数据第一联合计数必须与电脑合计数相符,最后做到缴款收据总数、电脑汇总数、定额临时收据汇总数三者相符,所有凭证第二天必须分别装订完毕,防止失散。

(5)股东名册汇总。根据办理认股缴款手续输入的股东名册盘片,将打印清单装订成册进行最终审核,在确保无误的情况下,交给上海证券交易所或深圳证券交易所办理金额存入手续。

### 2. 承销报告书

根据《股票发行与交易管理暂行条例》第26条的规定,承销机构应当在承销期满后的15个工作日内向证监会提交承销情况的书面报告,即承销报告书。承销报告书的主要内容是向证监会汇报本次股票发行的基本情况,内容应力求简明扼要。

## 六、股票承销的风险因素

### 1. 包销风险及防范

证券发行的首要风险是包销的风险。发行人发行证券是否成功,最终还得看其能否将所有证券全部推销出去。

按照我国目前的股票承销实践,股票承销多采取余额包销方式,其包销条件由承销协议具体约定。在此种承销条件下,主承销商所承担的承销风险实质上仅为对未售出的股票依承销协议全部购买的责任。在实践中,主承销商为避免此种承销风险,避免因认购不足而造成的对其资金的占压,通常在发行准备阶段即采取一系列措施。这主要包括以下两方面:

(1)确定合适的、市场能够接受基础的股票发行价格,在股票发行价格确定以前,须对已上市的股票(特别是同类型股票)的价格进行分析。一般新股发行价格的市盈率应考虑低于交易

市场的同类型股票的市盈率。

(2)根据股票发行规模,主承销商可以组建承销团以分散风险。这种承销团在投资界又称为包销辛迪加,牵头发起的证券承销机构银行称为辛迪加经理,一般占有较大的分配额。参加辛迪加的其余各证券承销机构,按照辛迪加协议规定的数额、期限和价格,各自买下所认购的证券后,再分头向社会各种非特定投资者推销。在推销时既可批发,也可零售。如果按批发方式销售,证券承销机构的利润就是批发价格与买进价格(即发行价格)的差额,如果按零售方式销售,证券承销机构的利润就是零售价格与买进价格的差额。

#### 2. 单据错误及预防

常见的单据错误包括单据的错号、漏号、重号等印刷质量问题。一旦发生这些问题,主承销商必须会同印刷单位共同解决。为了尽量避免单据错误的发生,单据销售人员应采取以下措施:

(1)单据在发售以前,每打开一箱,各网点人员应仔细检查核对单据的印刷质量,尤其是单据的号码是否有错号、漏号、重号现象,一经发现,立即封存等待处理。

(2)单据发售时,承销团可在征得当地政府有关部门的同意后,自行购买少量的单据,这部分单据的中奖号码可用于解决已发售出去的单据如出现中奖号码重号或漏号所产生的问题。

#### 3. 数据保密问题

为了充分保证股票发行的公正性,单据发售时的统计数据必须严格保密,其具体措施有:

(1)由政府有关部门领导的发行领导小组制定发行工作保密细则,规定工作人员应自觉遵守发行纪律,特别是有关单据的数字保密要求做到不该问的不问、不该说的不说。

(2)整个发行网络由上至下逐级统计,每个网点、分销商以及主承销商都必须指定专门的统计人员,保证统计渠道的畅通。

(3)网点的统计数据出来后,先用电话上报然后再书面上报。分销商专职统计人员汇总所属网点的数据并经主管签发后,先将统计数据用传真上报给主承销商,然后再派专人将统计单据密封后,送交主承销商。主承销商专职统计人员在收到各分销商送来的数据进行统计以后,将数据密封后交股票发行领导小组。

## 七、股票承销中的禁止行为

根据《股票发行与交易管理暂行条例》第 24、25 和 27 条以及《禁止证券欺诈行为暂行办法》的规定:

(1)承销期不得少于 10 日,不得超过 90 日。在承销期内,承销机构应当尽力向认购人出售其所承销的股票,不得为本机构保留所承销的股票。

承销期满后,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。

(2)承销机构或者其委托机构向社会发放股票认购申请表,不得收取高于认购申请表印制和发放成本的费用,并不得限制认购申请表发放数量。

认购数量超过拟公开发行的总量时,承销机构应当按照公平原则,采用按比例配售、按比例累退配售或者抽签等方式销售股票。采用抽签方式时,承销机构应当在规定的日期,在公证机关监督下,按照规定的程序,对所有股票认购申请表进行公开抽签,并对中签者销售股票。

(3)证券经营机构在承销期结束后,将其持有的发行人的股票向发行人以外的社会公众作

出要约邀请、要约或者销售,应当经证监会批准,按照规定的程序办理。

(4)承销机构不得在规定的发售起始日前发售申请表。在发售中或发售期满后,不得以任何方式为本机构留购申请表;不得在经批准发售申请表的城市以外的地区发售申请表;不得委托无权办理或代办证券业务的机构或单位代售申请表。

## 八、发行费用

发行费用,又称股票购销平均差价,是指由牵头证券承销商、承销团的其他成员和经纪人以及销售集团共同收取的全部手续费以及其他发行费用。发行费用率的高低主要取决于发行股票的规模大小、发行者的信用和地位、承销商的信誉以及股票发行时的市场状况。

### 1. 中介机构费

在股票发行过程中需涉及评估、财务、审计和法律问题。因此,发行人自股票发行准备阶段开始就要聘请具有一定资格的评估师、会计师和律师参与股票发行准备工作。此类中介费用也是股票发行上市中必须支付的费用。

### 2. 广告费

为了在股票市场上筹措资金,吸引尽可能多的投资者,就必须使广大投资者充分了解发行人,加深社会公众对发行公司的印象,为此就需要做大量的宣传、广告工作,这也是股票发行上市中必须支付的费用。

### 3. 材料制作费

这包括为申请上市发行股票而需要制作的各种上报材料和股票印制费。其中我国目前大多采用无纸化发行方式,不需要支出股票印制费,但在采用抽签认购时,仍须有认股权证印制费支出。



## 第七章 外资股股票的发行与承销

### 第一节 发行外资股股票申请和审批

#### 一、外资股分类

外资股是国内公司发行的,外国和我国香港、澳门、台湾地区投资者购买以人民币标明股票面值,以外币认购和进行交易的股票,外资股主要分为两类,一类是境内上市外资股,另一类是境外上市外资股。境内上市外资股是指在境内公开的证券交易场所流通转让的外资股,如在上海证券交易所和在深圳证券交易所上市的 B 股,境外上市外资股是指在境外公开的证券交易场所流通转让的外资股,如在香港联交所上市的 H 股,在纽约证券交易所上市的 N 股和代表 H 股或 N 股的美国存托凭证(ADR)等。

#### 二、发行外资股申请和审批

##### 1. 发行境内上市外资股的申请和审批

发行 B 股的公司包括两种:一种是已在境内上市 A 股或已改制为股份有限公司的企业,另一种是国有企业改制的同时,募集 B 股设立股份有限公司。发行 B 股的方式包括私募和公募,公募必须在发行地进行注册,而私募则不需要。目前已上市的 B 股以私募居多。

一家境内的股份有限公司申请以私募方式发行境内上市外资股,其申请和审批的程序大致如下:

(1)向地方政府或中央企业主管部门提出发行 B 股的书面额度申请。申请时应递交下列申请文件:

- ①发行 B 股的申请报告;
- ②发行公司企业法人营业执照;
- ③同时向国家有关部门申请利用外资或转变为外商投资企业的申请;
- ④发行 B 股的可行性报告;

⑤资金用途说明及资金运用的可行性报告；

⑥投资项目已获有关管理部门批准的文件；

⑦外汇资金平衡报告；

⑧股东大会同意发行 B 股的决议。

(2) 地方政府或中央企业主管部门审核同意后, 出具推荐函, 申请发行 B 股企业将上述申请文件连同推荐函, 上报国务院证券主管部门。

(3) 国务院证券主管部门会同其他相关部门审查确定发行 B 股的公司并核定其发行额度。

(4) 聘请主承销商、国际协调人、会计师、评估师、律师等完成 B 股发行的各项准备工作, 包括审计、评估、招股说明书起草、承销协议起草等。

(5) 向证券交易所提出上市申请, 并得到证券交易所的上市承诺。发行企业须向证券交易所提交下列申请上市文件:

①上市申请书;

②证券主管部门同意公司发行 B 股额度的通知;

③招股说明书(未定稿);

④中外会计师事务所对企业经营业绩和资产负债状况的审计报告和对溢利预测鉴证报告。

上市申请须得到至少一名证券交易所会员的推荐。

(6) 向证券管理部门正式提出发行申请。向证券管理部门正式提出发行申请时, 须提交的文件包括上述第 1 点所提到的所有文件外, 还应包括下列文件:

①地方政府或中央企业主管部门的推荐函;

②证券主管部门同意公司发行 B 股额度的通知;

③公司章程;

④招股说明书(未定稿);

⑤承销协议以及分销协议(未定稿);

⑥国际估值师出具的物业及机器设备估值报告(如有必要);

⑦中外会计师出具的审计报告及溢利预测鉴证报告;

⑧公司法律顾问和承销商中方法律顾问出具的法律意见书;

⑨外国律师出具的招股书验证笔记;

⑩证券交易所出具的上市承诺书。

(7) 推销活动。按各方协商的程序进行 B 股发行的推销工作。

(8) 定价。根据推销活动的结果, 制订最后的发行价格, 并得到证券主管部门的批准。

(9) 取得证券主管部门关于同意发行公司发行 B 股的批文。

(10) 发行公司和主承销商签订承销协议, 主承销商和承销团其他成员签订分销协议。

(11) 正式发行和上市 B 股。

(12) 向外资管理部门提交股东大会对转变为外商投资股份有限公司的决议, 原章程的补充、修改决议, 证券管理部门批准公开发行境内上市外资股等必要文件以取得批准证书, 凭批准证书和验资报告向工商行政管理机关办理变更登记手续。

## 2. 发行境外上市外资股的申请和审批

一家国有企业申请发行境外上市外资股,申请和审批的程序大致如下:

(1)争取到改组为境外上市公司的政府立项。地方企业通过省、市人民政府,中央企业通过其行业主管部门向国家证券委、国家体改委、国家计委、国家经贸委提出改组为境外上市公司的立项申请。除立项申请报告以外,应上报改组为境外上市公司的可行性研究报告。

申请报告的内容应包括:①企业的概况、产品方向发展前景。②企业的资产状况、经营成果等财务数据。③根据企业建设资金的需求,列出需通过境外发行股票的筹资规模和需在国内外配套发行股票的方式、筹资规模、募集资金的投向及可行性研究。④申请境外上市的国家、地区和时间,股本结构及上市规模。⑤中国加入关贸总协定后,企业在国际市场的竞争能力及经济效益的影响变化。

可行性研究报告的主要内容为:企业发展的历史和现状;改组为境外上市公司的必要性和重大意义;进行股份制改组的基本设想,包括总体思路、重组范围的界定、重组前三年的效益、股本规模、股权设置、发行方式、发行价格、资金投向等主要内容;对重组后股份有限公司后三年的效益预测;对发行股票市场的预测;分析有利条件和风险性;比较国内(国际)同行业企业的优劣;对改组前后企业与国家的利税分配关系进行比较测算等。

国家证券委等四个综合部委将根据国家产业政策等标准,认真考核筛选,确定出初选企业名单,推荐上报国务院审批,最后由国务院批准境外上市企业的预选名单,并联合发文公布。

(2)拟订股份制改组总体方案。这是企业股份制改组的准备阶段。境外上市试点企业:首先应学习国内和境外有关规定、政策和上市公司经验;其次,要成立专门机构,加强工作协调;最后,境外上市试点企业应拟订股份制改组总体方案,包括投入股份有限公司的资产、负债,股权结构、上市方式、组织结构框架方案,相应的效益测算,对改组前后企业与国家的利税关系进行比较测算,对募集资金的投向及可行性进行分析研究。总体方案是企业股份制改组的总计划,股改总体方案制定得是否科学、合理,对股改的进程、乃至股改、发行、上市的成功都有重大的影响。

(3)资产评估立项和财产清查。地方试点企业向省、市国有资产管理部门和省、市土地管理部门提交国有资产评估立项申请和国有土地使用权评估立项申请,经审核后,分别转报国家国有资产管理部门和国家土地管理部门审定备案;中央试点企业向其行业主管部门提出国有资产评估立项申请和国有土地使用权评估立项申请,由行业主管部门审核后,分别转报国家国有资产管理部门和国家土地管理部门审核立项。在申请资产评估立项的同时,试点企业应开展清产核资和存货盘点工作,对企业财会历史遗留问题拟出处理建议,并结合产权界定工作,请原企业主管部门或政府明确产权代表(法人机构或部门)。清产核资和存货盘点工作量很大,需要投入大量的人力和物力,盘点工作一般由境外会计师组织完成。界定企业产权、明确企业的产权代表,在改组中比较重要,关系到利益格局的重新调整,比较敏感,要慎重处理,必要时,可聘请律师参与。

(4)聘请中介机构开展工作。聘请具有资格的中外会计师对企业前三年的经营业绩和资产负债状况进行审计,后一年的溢利预测作出鉴证等工作。为节省费用以及便于中外会计师的协调配合,企业可聘请在中国境内设有中外合作会计师事务所的国际会计师担任审计工作。

聘请具有资格的中外律师事务所担任公司法律顾问,拟定企业股份制改组的系列法律文件、企业重大合约的变更、设立公司的章程、律师的法律意见书等工作。

聘请具有资格的中外资产评估机构进行资产和土地使用权的评估。这里需要注意的是,土地使用权应由具有资格的土地评估事务所单独评估。

聘请具有资格的投资银行担任境外上市外资股发行的财务顾问、主承销商、上市保荐人,拟定股票发行方案、招股说明书(有时委托承销商法律顾问起草)和提出推荐公司上市的申请,组织承销团等工作。同时,主承销商要聘请代表其利益的承销商法律顾问,负责起草招股说明书、承销协议、分销协议、收款银行协议和对招股书进行鉴证等工作。

(5)申报公司重组报告。地方试点企业通过省、市人民政府,中央试点企业通过其行业主管部门向国家体改委申报公司重组报告。

重组报告内容包括:①公司重组方案,包括公司的分立和合并情况,股份有限公司公司的机构设置,股份有限公司与原有企业的关系及有关问题的处理。②资产和负债的划分及债权债务的处理。③有关的效益、利税测算数据。④股份有限公司的股权设置及募股方案。⑤重组实施计划。企业重组,是由国有企业转变到境外上市公司必不可少的一项工作,企业重组是否科学合理,直接关系到境外股票发行与上市能否成功,直接关系到境外上市公司以后能否健康发展。

企业重组要遵循以下几个原则:①突出主营业务,排除不相关业务。②尽量减少关联交易。③避免同业竞争。④保持股份公司适当的资本利润率,以适应上市要求。⑤建立一个有效率的组织架构。⑥明确分立后的各公司间的经济关系,确保分立后其他公司的生存发展。

(6)土地使用权评估结果确认和作价方式确认的批复。在土地评估机构完成土地使用权资产评估及其报告的基础上,地方试点企业将土地使用权评估报告和作价方式确认的申请报告上报省、市土地管理部门,由其审核后转报国家土地管理部门,国家土地管理部门出具土地使用权评估结果确认通知和土地使用权折价方式的批复。中央试点企业通过其行业主管部门转报国家土地管理部门。

(7)国有资产评估结果确认。在中方资产评估机构完成资产评估及出具资产评估报告的基础上,地方试点企业通过省、市国有资产管理部门,中央试点企业通过行业主管部门,转报国家国有资产管理部门,申请资产评估结果的确认。

(8)关于国有股权管理报告的批复。地方试点企业通过省、市国有资产管理部门,中央试点企业通过行业主管部门向国家国有资产管理部门上报关于国有股权管理的报告。报告应包括以下内容:①改组企业名称;②拟成立的股份有限公司名称;③批准进行境外上市试点企业改组的审批机关;④资产重组方案;⑤产权界定意见;⑥资产评估确认结果;⑦股权设置;⑧股权结构;⑨折股方案;⑩拟发行股票的数量及价格;⑪预计发行市盈率;⑫国有股权持有单位;⑬资产重组后被分离部分的产权归属、经营方式和管理体制及与股份公司的产权关系和经济关系等。

在报送关于国有股权管理报告之时应附送下列文件:①企业申请改制为境外上市公司的报告;②有关部门同意进行境外上市公司股份制试点的报告;③审批机关批准进行股份制试点的文件;④可行性研究报告;⑤股份有限公司章程;⑥发起人协议;⑦中方公司律师出具的关于资产重组等股权管理的法律意见;⑧咨询机构出具的股份制改组咨询报告(适用于聘请咨询机构的试点企业);⑨资产评估确认通知书及有关材料;⑩经中方注册会计师审核的改组前三年企业效益审计结果;⑪经中方注册会计师审核的改组后股份制企业效益预测结果;⑫咨询、中介机构名单。

(9)申报发起设立公司。在获得国有股权管理文件的批复以后,地方试点企业通过省、市人民政府,中央试点企业通过行业主管部门向国家体改委申报发起设立股份有限公司。申报文件包括:

①地方试点企业向省、市人民政府,中央试点企业向行业主管部门上报关于发起设立股份有限公司的申请。

②省、市人民政府或行业主管部门向国家体改委转报试点企业关于发起设立股份有限公司的申请。

③国有资产管理部門关于企业股份制试点的国有资产评估结果确认通知书和国有股权管理的批复(包括折股方案等)。

④试点企业前三年经营业绩财务审计报告和未来一年经营盈利预测审计报告、债权债务处理方案及注册会计师和会计师事务所从事证券业务的资格证明复印件。

⑤涉及国有土地使用权的应附有国家土地管理部门对企业股份制改组国有土地使用权评估结果确认,及国有土地使用权作价方式确认等问题的批复。

⑥试点企业发起设立股份有限公司的公司章程草案。

⑦律师出具公司改组的法律意见书及其从事证券法律业务的资格复印件证明。

为适应企业到境外上市进度的需要,在特殊情况下,经批准,企业在本条③、④、⑤款工作未完成的基础上,可依据公司财务报表及企业改组方案,先行提出发起设立公司的申请,所需提交的文件应为本条①、②、⑥及国有资产管理部門对企业股份制试点的国有资产初步折股方案的批复,余下的文件待申请转为社会募集公司时一并补报。

(10)召开公司创立大会并进行工商登记。试点企业收到批复,获准发起设立公司后,即可召开创立大会,创立大会主要通过下列决议案:

①发起人关于设立公司的工作报告。

②通过设立公司的章程。

③选举公司董事及委任公司法定代表人。公司召开创立大会后,向有关工商行政管理部门办理工商登记,领取营业执照,取得法人资格,公司即告正式成立。

(11)申报股票发行及上市方案。公司积极筹划招股方案和招股说明书,向招股地证券管理部门和证券交易所申报各种文件的同时向国务院证券委、中国证监会申报股票发行及上市方案。此阶段的工作主要由主承销商及其法律顾问完成,企业密切配合。提交的文件包括申请书、股票发行及上市方案、股份有限公司营业执照、招股书最新稿、公司章程初稿等。

(12)申请转为社会募集公司。新设立的公司申报股票发行及上市方案的同时,地方试点企业通过省、市人民政府,中央试点企业通过其行业主管部门向国家体改委提出公司转为社会募集公司的请示,应申报的文件包括:

①地方试点企业向省、市人民政府,中央试点企业向行业主管部门提出公司转为社会募集公司的申请。

②省、市人民政府或行业主管部门向国家体改委转报公司申请的函。

③转为社会募集公司的公司章程。

④股东临时会议通过的关于转为社会募集公司、增资扩股、公司章程及股票交易方式的特别决议。

⑤中方公司法律顾问出具的关于转为社会募集公司章程的法律意见书。国家体改委接到

上述文件后,经审核,批复公司转为社会募集公司。

(13)公司获得转为社会募集公司的批复、国务院证券委、中国证监会同意股票发行及上市方案的批复,以及履行股票发行地适当的法律程序和取得境外交易所的上市许可以后,即可进行推广活动。

(14)推广结束后,确定发行价格,公司与主承销商签订承销协议,主承销商与分销商签订分销协议。当承销协议和分销协议签署完毕,公司股票即可公开发行与交易。

(15)向外资管理部门提交股东大会对转变为外商投资股份有限公司的决议、改为社会募集公司的章程、证券管理部门批准境外上市文件、境外证券机构批准公司股票上市的文件等必要条件以取得批准证书,凭批准证书和验资报告向工商行政管理机关办理变更登记手续。

## 第二节 承销准备工作

### 一、市场调查和发行人选择

#### 1. 市场调查

担任公司外资股票发行主承销商的投资银行(或证券公司),首先应该帮助公司选择发行方式。在做出这项决定时,要考虑的因素很多,包括发行公司信誉、规模、效益、管理层素质与能力、股票发行规模、时间长短、费用和市场状况等。尤其是对各个发行市场的调查,以决定适合发行公司的最佳发行方式。对于发行外资股的企业来说,可供选择的市場包括全球私募市场,美国 144A 私募和国际配售市场,香港公开发售市场,香港公开发行、美国 144A 私募国际配售市场,香港公开发行、美国公开发行和国际配售市场,美国公开发售市场等。表 3.7.1 列举了上述各个市场的特点。

表 3.7.1 不同发行市场比较

市 场	全球 私募	美国 144A 私募国际 配 售	香港公开 发 行	香港公开 发行美国 144A 私募 国际配售	香港公开 发行美国 公开发行 国际配售	美国公开 发行市场
市场规模		10000 亿美元	300 亿美元	13000 亿美元	46000 亿美元	43000 亿美元
流通性	很低	低	高	高	很高	很高
信誉要求	很低	低	高	高	很高	很高
投资者	全球极少数机构投资者	美国符合资格的机构投资者,全球极少数机构投资者	大部分来自亚洲机构投资者和个人投资者	大部分来自亚洲机构投资者和个人投资者,美国符合资格的机构投资者,欧洲机构投资者	大部分来自亚洲机构投资者和个人投资者,美国机构投资者和个人投资者,欧洲机构投资者	美国机构投资者和个人投资者
信息披露要求	按国内标准	按国内标准	按香港联交所(HKSE)要求	按 HKSE 要求	按 HKSE 和美国证监会(SEC)要求	按美国 SEC 要求
会计标准	IAS	IAS 比较 IAS 和 US GAAP 差异	IAS	IAS 比较 IAS 和 US GAAP 的差异	IAS USGAAP	USGAAP

定价方法	固定价格	议定价格	固定价格	先在美国、欧洲市场上议定价格,然后在香港市场上固定价格	先在美国、欧洲市场上议定价格,然后在香港市场上固定价格	议定价格
定价结果	对股票发行最大价值打了很大折扣	折扣较大	折扣较小	对股票发行最大价值稍微打了点折扣	接近股票发行最大价值	接近股票发行最大价值
发行费用	最小	较小	大	较大	最大	最大
时间长短	最短	较短	长	较长	最长	最长
举例	B 股企业	江铃 B 股 (未发行)	青岛啤酒 广州造船 北人印刷	马钢 镇海炼化	上海石化	山东华能 华能国际

除了对上述几个发行市场进行调查以外,主承销商还要对发行公司所在的行业公司股票的需求进行调查,调查该行业的机构投资者的需求有多少,个人投资者的需求有多少,以前几个年度该行业企业发行股票的认购情况以及目前市场上的股价水平。

2. 发行人选择

发行企业选定了主承销商以后,主承销商仅仅是充当发行企业的财务顾问角色,帮助企业进行企业重组、资产评估、财务审计、法律审核以及编制招股说明书等发行的准备工作,直到与发行企业签订承销协议,才算真正地成为企业的主承销商。在此之前,主承销商要对企业进行尽职调查(due diligence),以对发行企业的股票是否采取余额包销进行选择。尽职调查是指主承销商以及其他中介机构在企业的协助和配合下,对企业提供的与发行、上市外资股有关的资料进行实地核查和分析的一系列活动。在进行尽职调查之前,主承销商会给企业一份资料清单,要求企业书面提供资料清单的内容。资料清单的主要内容涉及中国该企业的行业发展历史,该企业的发展历史与背景,企业或企业集团的结构,产品类别及市场占有率分析,产品的技术特点及发展方向,同业竞争与关联交易,生产程序与垂直结合,质量控制,原材料的购进渠道、采购政策与订货程序,与供应商的合作情况,国家补贴情况,技术产品的开发、销货、市场推广及售后服务,财务资料及业绩,董事、管理阶层及员工,外汇风险,中国“复关”对企业的影响,企业法规,知识产权,物业详细情况,企业未来的发展等等。企业应按问题的特点分别把同类的问题分配给各职能部门、各专业厂、各子公司并按要求完成清单的准备工作。

主承销商根据企业所提供的资料,和其他中介机构一起,就清单上的全部问题或部分主要问题进行实际考察。在考察的过程中,主承销商如果发现企业在某些方面存在严重问题,如应收账款太多,财务资料不全,可能导致审计师作出保留意见;涉及重大的诉讼;企业将来有潜亏的可能;过分单一依赖某一供货商或客户;同业竞争无法避免;产权有重大争议等情况,认为该企业顺利发行外资股很困难,主承销商有可能退出。若没有发现重大问题或即使存在这些重大问题但可以有效解决,则主承销商就可以开始为股票的承销进行准备工作。

二、中介机构选择

当某一家投资银行(或证券公司)被委托担任为某一家企业外资股的主承销商以后,主承销商就有义务帮助发行公司选择其他的中介机构,包括公司的法律顾问、会计师、估值师、收款银行、股票过户登记处等。

## 1. 法律顾问的选择

发行公司发行外资股,一般需要两类法律顾问为其提供法律服务,一类是企业的法律顾问,另一类是承销商的法律顾问。这两类法律顾问根据外资股发行渠道和上市方式的不同一般又分别包括至少两位法律顾问,一位是中国国内的法律顾问,另一位是境外的法律顾问(B股发行公司通常不聘请境外法律顾问)。如果于境外两地上市,一般需分别聘请该两地的法律顾问,亦可只聘请能同时承担两地工作的法律顾问。

(1)企业法律顾问的作用。主要表现在以下几个方面:

①在企业改组的准备阶段,向企业管理层提供有关企业重组、外资股发行、上市、上市后持续责任等多方面的法律咨询,使企业的管理层人员有较为清楚的法律观念。

②在企业重组阶段,做好尽职调查工作。着重分析企业重组中涉及到的法律问题,如有关同业竞争、关联交易的问题,资产产权界定的问题等;清理各方经济合同,并做好合同的变更工作;起草并制定公司章程。

③在注册设立公司阶段,协助企业准备报批所需的法律文件,并处理企业注册中的有关法律问题。

④协助主承销商及其法律顾问起草招股书,并就有关问题提出法律意见。

⑤准备所有董事会及股东大会记录,准备及协助董事完成利益声明书、责任书和授权书。

⑥给公司提供上市时责任和上市后持续责任的法律意见。

(2)承销商法律顾问的作用。主要表现在以下几个方面:

①向主承销商提供与重组、发行和上市等有关的各方面的法律意见。

②参与甚至起草招股书,起草承销协议、分销协议、收款银行的协议与股票过户登记处协议等。

③同主承销商一起主办在境外发行与上市的注册与登记。

④同企业法律顾问共同分析中国法规同境外法规之间的差别,以使发行与上市的各方面法律意见符合境外要求。

⑤预备“招股说明书验证备忘录”,以要求公司、董事、主承销商、会计师、律师、估值师确认及核对招股说明书内的所有资料。

(3)法律顾问的选择。承销商法律顾问一般由主承销商自行选聘,其费用一般亦由主承销商支付。选择法律顾问,一般要考虑其资历、专业资格、业绩经验、建议书质量、中国经验、费用、语言能力、诚意及其他因素。

## 2. 会计师的选择

(1)会计师的作用。主要表现在以下几个方面:

①建议筹集资金的方法和投资方法,配合主承销商同发行公司一起制定一套可行的上市策略。

②参与盘点、清理债权债务、资产评估以及土地评估。

③审核发行公司的财务报表。

④协助发行公司进行企业重组,改进企业的财务管理、会计核算,分析税收对企业效益的影响。

⑤参与起草招股书会议,提供招股书内所有涉及的财务会计方面的数据,主要包括发行资料概要、公司股本、债务资料、公司以往的营业记录、盈利与营运资金预测、经调整的有形资产



净值、会计师报告以及其他财务资料等。

会计师的核心工作是提出会计师报告和审核盈利预测,如有多种发行上市方式,还需按不同国家或地区的证券监管机构的特殊要求准备材料。

(2)会计师的选择,选择会计师需考虑的主要因素有:资历、专业资格、业绩经验、工作小组的人员构成情况、费用和诚意等因素。发行外资股的企业一般须聘请中国会计师和国际会计师,最好聘请在国内设有合资合作会计师事务所的国际会计师事务所,这样就没有必要再另行聘请中国会计师,以节省费用,同时又便于中外会计师的协调。从目前的情况来看,发行外资股的企业分别聘请了从事证券业国际“六大会计师事务所”,主要有毕马威会计师事务所(KPMG)、德勤会计师事务所(Detottle Touche Tohmatsu)、安达信会计师事务所(Arthur Anderson)、容永道会计师事务所(Coopers & Lybrand)、安永会计师事务所(Ernst & Young)和普华国际会计师事务所(Price Waterhouse)。

#### 3. 估值师的选择

企业发行境内上市外资股不一定要聘请国际估值师对物业及机器设备进行估值,但对于一些企业股票价值和企业资产价值密切相关的企业,诸如房地产企业来说,对其物业进行估值就显得比较必要。国有企业发行境外上市外资股,须聘请中外估值师对进入股份有限公司的资产进行评估。在选择估值师时,一定要注意该估值师的专业资格、经验、信誉等。由于土地评估的特殊性,须聘请一家国内的土地评估师来进行土地评估。

#### 4. 收款银行

在香港公开发行股票,收款银行的主要工作包括在股票接受认购申请期间,提供地点以摆放招股书及申请表格,供投资者免费索取。于截止接受申请当天,收款银行须点清申请表格,将支票和银行本票过户,并将款项存入有关的银行户口。待分配股票给投资者及退回款项给未买到股票或只买到申请的一部分股票的投资者后,收款银行就把所收的购买股票的款项和存款利息拨回给发行公司。在选择收款银行时,一方面要考虑收款银行的收费、存款利率,同时也要考虑收款银行可以用作接受申请表格分支机构的数目、分布地点及处理申请表格及支票过户的能力。

#### 5. 股票过户登记处

在香港公开发行股票,股票过户登记外的主要工作是与收款银行联系,并编制所有有效申请人的名单,协助主承销商及发行公司分配股票给投资者,编制最后的股东名单,不获接纳的申请人的名单,处理和寄发股票及退款支票,负责登记股票的过户事宜。

### 三、资产评估

#### 1. 评估目的

对于西方大多数以历史成本作为会计原则的国家,公司公开发行股票,不需要进行资产评估,投资者也不会去关心该发行公司的净资产是多少,而只关心投资者购买股票以后该发行公司每年能给他们带来多少收益。我国企业发行外资股,也不是一定要资产评估,如一些已经改制的B股发行企业就没有资产评估,一些发行外资股的企业进行资产评估,有以下几个目的:

(1)为了符合某些机构的法定要求。国内国有资产管理部門为了核实国有资产数量、保证国有股本的控股地位,防止国有资产流失,规定当国有企业改组为境外上市公司时,必须请国

内有资格的估值师进行资产评估。评估结果必须经国有资产管理部门确认。国有资产折股必须由国有资产管理部门批准。香港联交所在对 H 股企业申请上市的特殊规定中,也要求企业必须聘请香港联交所认可的国际估值师对企业的物业及机器设备作出评估,并出具物业及机器设备估值报告。

(2)作为发行定价的参考依据。尤其是对于一些公司价值与资产价值有紧密联系的企业,如房地产企业,制定发行价格时,要参考每股净资产。此外,国内的证券主管机关也明确规定,企业发行外资股的发行价格不能低于每股净资产。

## 2. 评估对象

为满足国有资产管理部门的要求,境内估值师要对进入股份公司范围的所有资产(包括土地使用权)进行评估,而境外估值师根据香港联交所的要求,仅对物业及机器设备等固定资产进行评估,估值师一般会以物业估值和厂房机器估值两个分析报告提供其评估结果,其中物业估值报告包括房屋和土地两类分析,在一定情况下,无形资产和流动资产也列入评估对象。按在美国的上市规定,企业的各项资产不必具体评估,而只需按收益现值法对整个企业进行评估,得到整个企业的价值,所以其评估对象是进入重组范围内的整个股份有限公司。

## 3. 估值师

估值师必须具有一定的专业资格。国内的估值师,必须是经国家国有资产管理局和中国证监会联合确认的具有证券业务从业资格的评估机构。土地评估机构必须是由国家土地局和中国证监会联合确认的具有证券从业资格的土地资产评估机构。香港联交所上市规则规定估值师必须是皇家特许测量师协会(香港分会)或香港测量师协会的会员,且必须独立于发行公司。从某种意义上讲,境内估值师主要是为了防止国有资产流失,对国家和企业负责,境外估值师主要是为投资者负责,提供公允的企业资产评估。

## 4. 估值步骤

估值师进行资产评估,一般遵循以下几个步骤:

(1)与企业一起确定进入评估的资产范围、评估基准日期、拟定评估方案、收集全面的资料。根据上述不同的评估对象,估值师和企业一起确定进入资产评估的评估范围,包括拟作价入股的资产、拟由上市公司购买、租赁的资产等。评估机构要注意检查核实进入上市公司的资产是否全部纳入了评估范围,尤其要注意账外资产、已摊销完资产、出租资产、共用资产、异地存外资产以及土地使用权和其他无形资产,不能仅以企业要求评估的资产作为评估范围。可能进入上市公司,而未最后确定的资产,也可暂时列入评估范围,在评估工作结束时再确定其是否进入。估值师应会同主承销商、企业,根据境内外对发行外资股企业的要求,确定评估基准日。境内法律规定,资产评估一年内有效,香港联交所规定,招股书刊发日期不得超过评估基准日三个月。一旦确定评估基准日,从这个基准日开始到上市为止的期间内,资产不宜发生重大变化,应停止收购、兼并及对外投资行为。评估方案拟定以后,估值师应收集尽可能多的评估工作所需的各方面资料及有关法律性文件。资料的主要来源是企业本身及有关政府部门,还可从市场上获取。估值师收集的资料越全面、越详细,对评估工作的顺利开展越有利。特别应强调企业法律性文件的收集,由于国内一些特殊情况,法律观念淡薄,企业对其自有资产的认同经常是由于历史的原因或国家指令性的划分,在法律上没有得到明确的认可,缺少法律上的依据。估值师只有收集充分的法律性文件,才能通过法律依据要求很高的香港或其他境外股票交易所的审核,达到去境外上市的目的。

(2) 视察评估对象,分析整理资料。根据收集的资料,实地考察评估对象,向企业提出尚需提供有关评估对象资料的要求,从而使资料完整齐全。同时,加深对评估对象的环境的了解,进一步了解其市场价格的表现,然后,对资料进行分析加工,分类整理,为下一步做好充分的准备。

(3) 评估价值。这一步是整个评估过程的核心,估值师依靠其对评估对象要素市场的认识,依靠在市场上的触觉及以前从事评估活动的经验,对评估对象的价值进行评估。

(4) 撰写估值报告。国际估值师报告的内容包括绪言、估值所用的假设、估值方法、调查及假设、估值结论、估值概要等。国内估值师报告的内容包括被评估单位的概况、评估目的、委托评估资产范围、评估依据、评估原则、评估基准日期、评估方法、评估结果、评估说明、资产评估人员组成、附件、评估机构等。

## 四、财务审计

在主承销商起草的招股说明书中,需要有会计师出具的企业财务审计报告,需要会计师就公司经营情况出具的溢利预测报告,需要会计师审核招股说明书的营业记录、股本、债项资料、经调整的有形资产净值、营运资金预测及股票发行概要中的财务资料,并出具确认函。下面具体介绍会计师报告的编制、溢利预测及其他财务资料的审核,最后简单论述中国企业发行外资股所面临的会计问题。

### 1. 会计师报告书的编制

国际会计师报告书一般包括以下内容:会计师就有关发行外资股企业的财务资料是否真实及公允的声明;呈报基准;主要会计政策;业绩及有关附注;资产净值及有关附注;资产支出承诺;董事酬金;结算日后事项;或有负债等。编制会计师报告书的具体工作包括以下几项:

(1) 了解公司的层面,对公司的组织及经营运作有一个概括性的认识。

(2) 了解企业的内控状况,以便拟定一个详尽和切合情况的审计方案以及拟订相关的主要审计程序:

① 认识及检定企业的全面内控环境,包括政府政策、公司人事管理政策及结构、内部审计系统及电脑系统。

② 了解主要的内控系统:销售及应收账款系统,存货、销售/生产成本及应付账款系统,现金收入及支付系统,固定资产及资本性支出系统。

③ 进行初步验证。

(3) 测试内控系统。通过抽样审阅有关的生产及财务资料,进行垂询及讨论,来测试内控系统。

(4) 拟定审计方案及重要的审计程序。重要的审计程序包括寄发账目确认书,观察存货盘点,抽样凭证检查等。

(5) 实施拟定的审计程序。工作将着重于确定因审计及会计准则差异所需调整的项目,以符合国际会计标准。

(6) 召开审计工作会议,与公司讨论审计中的重大问题,取得公司对这些问题的意见。

(7) 编制会议师报告。在编制会议师报告时,会计师可能对企业过去的业绩作出调整,并编制一份“调整表”,供公众参考。调整的主要目的有两点:①是使申报期间的财务资料都根据

公司目前采用的会计准则而编制。②是增加申报期间财务资料的可比性。这些调整的原因主要有：

- ①当年的会计基准和准则与往年使用的不同。
- ②在审阅往年审计师的审计工作底稿时,发现有重大错误。
- ③企业的结构有变化。
- ④为符合国际会计标准作出的适当调整。

## 2. 溢利预测的审核

溢利预测是制定股票发行价格的主要依据。因为发行价经常是用:发行价格=当年每股税后利润×参考市盈率这个公式来制定,而每股税后利润等于当年税后溢利预测除以总股本。因此在参考市盈率不变的情况下,企业当年的溢利预测越高,发行价格就越高,企业相应也就可以多筹资。但如果企业当年的溢利预测没有完成,又没有很好的理由,发行公司的董事、会计师、主承销商要各自承担连带责任,因此公司董事、会计师及主承销商在编制及审核溢利预测,应采取认真、保守和中肯的态度。

溢利预测的程序包括两个阶段:第一个阶段先由公司自行准备溢利预测;第二个阶段由会计师和主承销商审阅预测的基准及假设、会计准则及计算方法。会计师的工作,只限于就公司的溢利预测,是否依据该公司一贯采用的会计准则,以及是否根据招股书登载的基准假设进行编制而发表意见。至于溢利预测的准确性与其落实的可能性,则不属会计师的职责范围,但在审核时若发现一些基准假设不切实际,则需向公司董事和主承销商提出。

## 3. 其他财务资料的审核

(1)营业记录的审核。在招股书中,有一个主要部分是介绍发行公司前三年的营业状况,包括对销售额按产品类别和销售地区做的详细分析,以及对每年业务的增减变化做的详细解释。作为发行公司的会计师,除了要协助发行公司做上述分析外,还要负责审核其中有关的财务数字。

(2)公司股本的审核。会计师要审核公司股本资料,包括公司的法定股本、已发行和将要发行的股本。另外,会计师还要根据股票发行的时间,计算公司该年度预计已发行股份的加权平均股数及加权平均每股预测溢利。

(3)债务资料的审核。发行公司要根据最后实际可行日期(指招股书刊印前两至三个月)在其招股书内公布其负债详情。公布的负债通常包括尚未偿还的银行透支、贷款、债券、借贷资本、尚未偿还的按揭、抵押、已贴现的票据、分期付款承担、融资租赁承担、担保或其他重大的或然负债等。会计师要对上述资料进行审核。

(4)经调整的有形资产净值的审核。发行公司要在招股书中披露已调整的有形资产净值,会计师要对此进行审核。

(5)营运资金的审核。会计师须就公司所编制的现金流量预测作有限度的审核,其预测期间一般自招股日期起不少于一年,所审核的现金流量预测应包括该期间的溢利预测、现金收支和期末的财务状况。会计师除了要检查现金流量计算的准确性外,还应就编制预测的假设和基准,作有限度的审核。并就预测期内公司所需要的现金净额与公司的借贷额,发售外资股所得股款净额进行比较,以衡量该公司的营运资金是否充足。

(6)审核招股书概要中的财务数据。招股书概要中的财务数据包括前三年营业、后一年溢利预测、每股溢利预测、上市预期市值、上市预期的市盈率、预期股息率、经调整的每股资产净

值。会计师除协助计算上述数据外,还要就上述数据的计算向公司董事和主承销商发确认函,证明其计算的正确性。

#### 4. 中国企业发行外资股所面临的会计问题

国内的企业普遍执行《企业会计准则》或《股份制试点企业会计制度》。虽然《企业会计准则》和《股份制试点企业会计制度》(以下简称“内地会计准则”),比起以前国营企业会计制度来说,是大大地向国际会计准则(IAS)前进了一步,但和国际会计准则比较起来,仍存在着以下几个方面的差异。

(1)中国编制财务报告主要不以提供财务资料为目的,而主要用来加强会计核算,以提高经济效益。另外主要用以申报纳税。

(2)国内会计制度并没有普遍采用国际认可的稳健原则。如“短期投资”,内地以实际成本登记入账,而IAS则取较低之实际成本或市场值入账;“存货”,内地按照实际成本减除盘点亏损入账,而IAS则取较低之实际成本或可变现净值;“坏账准备”,内地根据国家规定的比例提取,而并不是视个别应收账款可以收回的机会而确定。而IAS则所有经过审慎考虑而认为有可能发生坏账的账目都必须提取准备;“长期投资”,内地按投入时支付或确定的金额记账,IAS则会在有需要时作永久下降的准备;“固定资产”,内地按原价入账,减去国家规定提取的固定资产折旧,而IAS则规定固定资产是以原本值或估值入账,减去累计经济折旧,所谓经济折旧依实际情况而改变,以反映资产的有用年期;“无形资产”,内地按有效期限或不少于十年的期限分期平均摊销,IAS则根据稳健及配比两种概念选取该项无形资产商业及开办费性质的摊销年期等。

(3)对同一会计项目,两者存在着不同的会计处理方法。如内地所有的外汇结余须以月末外汇兑换率换算为人民币,差额拨为当期财务费用,但内地会计制度并未清楚界定货币性及非货币性结余的不同处理方法,而IAS则只折算货币性的结余,而非货币性的结余一经入账后,便不再折算。

(4)IAS比内地会计准则有更多的披露要求。

上述差异的存在,使境外投资者难以了解企业真实的财务状况及其发展前景。为解决上述问题,财政部发布了《关于股份制试点企业股票香港上市有关会计问题补充规定》、《关于股份制试点企业股票香港上市会计报表有关项目调整意见》,根据国际认可的会计准则,纳入上述差异之处,作出相应的修改及规定,规定香港上市公司日常的会计核算除遵守股份制试点企业会计制度外,还须遵守上述两个规定。对于发行境内上市外资股的企业,由于是在境内交易所上市,另外在国际上发行也是采取私募的形式,因此对日常的会计核算的要求并不像香港上市企业那样严格,只须遵守股份制试点企业会计制度,发行时提供经国际会计师按IAS调整过的财务报表,就能满足境外发行的要求。

关于在美国上市,美国上市公司须参照上述三个文件进行日常的会计核算,年终按内地会计准则和美国公认会计准则(USGAAP)编制两套财务报表,以符合境内外的披露要求。

## 五、法律意见书

### 1. 概述

对于发行 B 股的企业来说,中国证券监管当局要求,公司的中国法律顾问出具企业发行 B 股的法律意见书,要求承销商的中国法律顾问同样出具企业发行 B 股的法律意见书,要求承销商的外国律师出具信息备忘录的签证备忘录,作为企业正式申请发行 B 股和申请上市的必备文件。

对于发行境外上市外资股的企业来说,国家国有资产管理部门要求,公司的中国法律顾问出具关于资产重组等股权管理的法律意见书作为公司申报关于国有股权管理报告的附件。国家体改委要求,公司的中国法律顾问出具公司改组的法律意见书作为申请设立公司的必备文件。在公司申请转为社会募集公司时,国家体改委要求,公司的中国法律顾问出具关于转为社会募集公司章程的法律意见书,作为申报的必备文件之一。同时,公司的中国法律顾问要向公司及存托银行(如有)出具中国法律意见书,根据中国的法律规定,对发行境外上市外资股的企业就发行股票的实质性条件、程序性条件的满足、重大法律障碍的排除、有关信息的披露、招股说明书出具法律意见,同时承销商的中国法律顾问也必须就上述问题向主承销商出具法律意见。如果公司股票申请在香港联交所上市,则香港联交所要求公司的中国法律顾问出具关于公司法人资格的法律意见书,要求公司的香港法律顾问向公司和联交所出具香港法律意见书,公司的香港法律顾问要求香港的法律以及联交所的上市规则,就公司在香港公开发行股票以及在香港联交所上市所具备的实质性条件、程序性条件是否已经得到满足、重大法律障碍是否已经得到排除、有关信息是否已经得到充分披露、招股说明书中是否有虚假、误导性陈述等方面出具法律意见。承销商的香港法律顾问也应向承销商出具有关上述问题的香港法律意见书。如果公司股票申请在美国作 144A 私募,则要向美国证监会递交关于账务公布质量的法律意见书。如果公司股票申请在美国作公开发行(通常以三级 ADR 的形式)和申请在纽约证券交易所上市,则公司的美国法律顾问须向存托银行出具美国法律意见书,根据美国法律,就发行公司股票及上市的实质性条件、程序性条件、有关信息的充分披露、招股说明书提供法律意见。存托银行的法律顾问须向主承销商出具美国法律意见书,就存托银行的资格及法律行为能力出具法律意见。另外,承销商的法律顾问也须向主承销商出具美国法律意见书,根据美国的法律规定,就在美国公开发行股票及股票申请在纽约证券交易所上市所需遵守的实质性条件、程序性条件、有关信息的充分披露、招股说明书的签证出具法律意见。

### 2. 法律意见书的制作过程

一般来说,法律意见书的制作分为以下三个阶段:

(1)沟通阶段。沟通是指律师对发行公司进行教育,使发行公司的董事和高级管理人员充分认识到发行外资股以及在境内或境外交易所上市所应遵循的法律规定以及上市后相应的法律责任。同时,律师还要使发行公司明了为保证股票发行、上市的合法性,律师需要做哪些工作,了解哪些事实,查阅哪些文件,核实哪些材料,获得哪些证据等等。为了沟通,律师通常向发行公司提交一份详尽的调查问卷,列明律师需要了解的一切情况和要求发行公司提供的各种便利。

(2)查验阶段。查验是指律师在发行公司的合作下,根据其调查问卷中的工作提纲,了解

事实,查阅文件,核实材料,收集证据,询问情况,疏通关节,排除障碍,提出问题,并在此基础上写出和提交给发行公司的一份工作报告。一切有关股票发行、上市的事实和法律问题都应当写入工作报告,工作报告要说明律师的工作过程并详细列举每一项法律意见的事实及法律依据。

(3)总结阶段。总结是指律师在查验的基础上提出结论性的意见。经过大量的查验工作,律师已经在工作报告中积累了其出具法律意见书所需的各种依据,以工作报告为基础,律师无需进一步阐述事实、过程和开列材料来源,即可在法律意见书中直接确认有关问题的合法性。

## 六、招股说明书

### 1. 招股说明书概述

招股说明书是发行公司向公众提供公司信息的一份公开文件。它首先是一份法律文件,必须遵守有关发行地的法律要求,例如香港招股书必须符合香港公司条例、香港联交所上市规则以及香港政府公司注册处的要求;美国招股书必须符合美国证监会(SEC)的 F-1 表格的信息披露要求。其次,招股书是一种推销文件,要通过对招股书的谨慎、仔细及巧妙的编写,提高投资者的投资热情,促使企业募股的成功。一般来说,招股书由主承销商或其律师来编制,但发行公司要负主要的法律责任。其中的每一项内容都必须经过仔细验证,保证正确无误。按香港的法律,如招股书中有任何不真实的内容,任何授权发行招股书的人员都可能受到处罚,最高被罚款 50 万港元及监禁三年,董事、主承销商、保荐人被视为授权发行招股书的人员,而会计师、估值师等专业人士则对其各自的报告负责。

根据外资股发行结构的不同,发行公司要准备不同的招股说明书。B 股发行一般是国际配售,尤其是在东南亚一带进行私募,因此 B 股发行的招股书又叫信息备忘录(information-memorandum)。它是根据香港招股书的格式编制,向有限数目的专业投资者私人配售证券的建议而编发的,只供获寄发此文件的收件人使用,且不得再分发或转载全部或部分此文件。H 股若仅在香港公开发售,则一般准备一种香港招股书就够了。若 H 股还准备在美国做 144A 私募,且数量较大,则须按照美国招股书的编制惯例编制一种信息备忘录。若 H 股在香港公开发售、在美国公开发售及在其他地区进行国际配售(如上海石化),需准备三种招股书,一种香港招股书,一种美国招股书及一种国际配售信息备忘录。

### 2. 招股说明书的基本内容

招股说明书必须有充足的信息及详情,让投资者可以借此对公司的财务状况、盈利能力及其股份的好坏及价值作出一个合理的判断。

香港招股书的基本内容有:

(1)概要。简要说明发行公司的主要业务、公司的重组情况、营业记录、H 股发行的预期时间表。

(2)风险因素。投资者在购买股票前,要充分考虑投资于公司股票所面临的风险因素。

(3)释义。对招股书中所涉及的术语(有时包括技术术语)进行诠释。

(4)绪言。须声明本招股说明书遵照香港公司条例、香港联交所上市规则的要求而编制,各董事承诺愿对招股说明书所载资料的正确性共同及个别承担全部责任,且在作出一切合理查询及确认,就其深知及确信,并无遗留其他事实,致使招股说明书所载任何声明发生误导。

另外,还要说明本招股说明书的适用性等。

(5)综合售股。若是全球发行,说明综合售股的具体情况,包括各个发行地区的比例分配、发行价格、认购方式等。

(6)股本。说明发行公司的法定股本、已发行的股份数目、已缴足的股款、股份的面值、种类。

(7)债项。说明发行公司在最后实际可行日期(即招股书发出前两至三个月内)的负债情况,包括尚未偿还的银行透支、贷款、债券、借贷资本、尚未偿还的按揭、抵押、已贴现票据、分期付款承担、融资租赁承担、担保或其他重大的或然负债等。

(8)董事、监事、有关各方及公司资料。简要介绍各位董事、监事的姓名、职务、住址、国籍以及各有关中介机构的名称、地址。

(9)行业概况。介绍发行公司所属行业在本国的地位、主要产品、主要厂家、本行业的行业特点、管理体制、发展前景等。

(10)发行公司资料。这是招股说明书的核心,要详细介绍发行公司的历史、重组情况、组织结构、主要产品、原料来源、生产过程、生产设施、质量控制、环境保护、研究与开发、销售及市场、竞争情况、营业记录、计划及前景、H股发售所得款项的用途、溢利预测、股息及营运资金情况、董事、监事及员工的情况、与控股公司的关系、物业权益情况、保险、已调整资产净值等。

(11)会计师报告。

(12)物业估值报告。

(13)设备及机器估值报告。

(14)溢利预测的基准及解释。会计师就溢利预测所出具的确认函及主承销商就溢利预测出具的同意函。

(15)中华人民共和国向境外投资者介绍中国的地区及人口情况、政治制度、经济制度、经济发展情况、外国投资政策等。

(16)税务。主要介绍境外股东及公司所承担的税项。

(17)有关的中国法律及主要监管规定的概要。主要介绍中国的司法制度、仲裁制度、中国公司法、外汇管理制度、中国证券法规及监管情况、H股股份有限公司适用的中国法律与香港注册成立公开上市公司适用的香港法律间重大差异概要、香港监管规定概要等。

(18)法定及一般资料。介绍公司重组、公司设立、转为社会募集公司、批准发行H股的重大事项,披露所有的附属公司情况,联营公司情况,大股东及董事、监事权益披露情况,包销安排及费用,遗产税、重大合约情况,诉讼,知识产权,保荐人,各中介机构同意在招股中转载其文件的同意书,送呈公司注册外之文件,备查文件等。

(19)招股章程及申请表格的索取地址。

(20)申请购买股票的手续。

美国招股书的主要内容与香港招股书的内容一致,仅是侧重点和排序有所不同而已。

### 3. 招股说明书的编制过程

(1)资料的收集。资料的收集往往和尽职调查一起进行,主承销商往往给企业一个调查清单,让企业提供清单上所列的资料,企业应该如实提供资料,否则董事要承担相应的责任。

(2)招股说明书的讨论。主承销商往往每隔两个星期召开一次起草会议,邀请各中介机构参加,对招股书进行讨论,不断完善招股书的内容。



- (3)验证。招股书内所载的资料必须真实及准确是极为重要的,为保证这点,律师必须进行验证工作,即要求发行公司的管理人员或专业顾问就招股书内每一个有关事实、意见或意图的陈述提出文件或其他可接受的证据,律师也会制定详细的验证指引,该指引由发行公司各董事以及其他验证人签署确认。
- (4)董事签署责任声明书。所有董事须签署“责任声明书”,以声明他们集体以及个别对招股书的真实性及准确性承担全部责任。
- (5)批准及注册。香港招股书必须得到香港联交所的批准及在公司注册处注册后,才能在香港向公众发出。美国招股书也只有在美国证监会注册以后才能向公众发出,而信息备忘录无须在上述机构注册。

七、组织承销团

1. 承销团的结构

承销团是指主承销商统一组织协调的销售发行公司股票的全体承销商的集合。组织承销团的目的主要是为了分散包销风险,其次有利于扩大发行公司的股东层面,从而有利于提高发行价格。

承销团的结构取决于发行规模、发行地区、上市地区的选择。当发行规模较小,仅在一个地区发行、上市,则仅选择该地区的几个承销商组成承销团就够了。当发行规模很大,在几个地区同时发行、上市,如在香港地区、美国、加拿大公开发行业,在其他地区国际配售,且拟在香港联交所和纽约证券交易所同时上市,一般来说,三个地区的股票发行分配比例为 20%、50%、30%,则须有一名全球协调人,即牵头经理人(lead manager),组成三个承销团,即香港承销团、美国承销团、国际承销团,上述各个承销团需要联合牵头经理人(coleader)、副主承销商(co-underwriter)、分承销商(underwriter)若干名(视各个地区的发行量而定)。具体结构如图 3.7.1 所示:

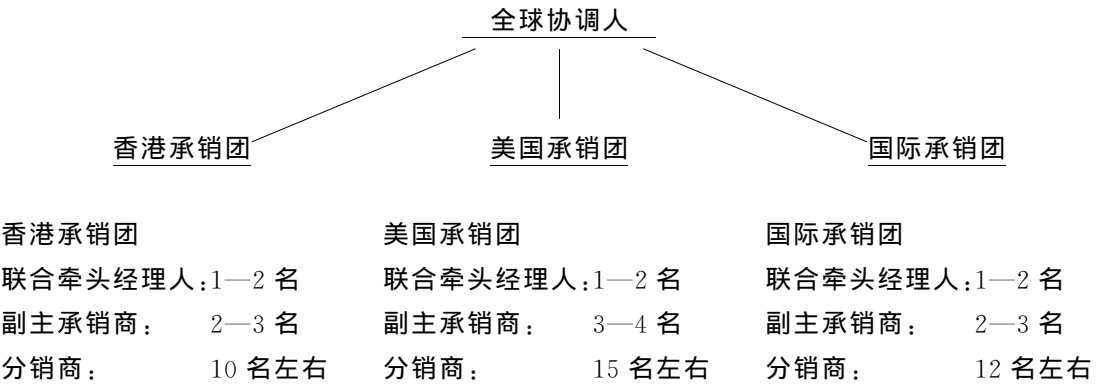


图 3.7.1 承销团结构

2. 各类承销商的选择

- (1)全球协调人的选择。全球协调人一般来说,在发行准备工作之前就已经确定了。全球

协调人负责组织承销团,制定发行方案,准备推荐材料,在销售时,统一领导和协调整个发行过程,协助承销商解决发行过程中的有关问题,有权利根据各个发行市场的推销状况,调整各个发行市场的份额以及根据各个包销商的推销状况决定各个包销商的包销份额。全球协调人必须具有为中国公司安排初次公开发售(IPO)的丰富经验、公司融资及行业方面的专业知识、强大的全球分销网络、在多个国际市场有专门针对零售及机构投资者的推销能力、较强的中国及该行业研究能力以及二级市场交易的后市支持能力等。

(2)联合牵头经理人的选择。联合牵头经理人可由全球协调人担任,也可选择当地市场的投资银行担任,牵头经理人要配合全球协调人做好组织承销团,制定发行方案,准备推荐材料和发行时的领导协调。选择的标准包括为中国公司安排初次公开发售的经验、该行业的研究能力、对机构投资者及个人投资者的推销能力等。

(3)副主承销商的选择。副主承销商配合联合牵头经理人开展工作,其选择标准同联合牵头经理人大致相同。

(4)承销商的选择。承销商的数目视每个地区的发行量而定,一般来说,承销商的数目不宜太多,以便于管理和协调。另外,当前美国,甚至国际市场,越来越多的采用“大机构投资者账户集中分配”的新股配售法,根据该方法,全球协调人将承销商提交的最有可能购买公司股票的大机构投资者账户集中在一起,并与其他承销商达成一致意见谁负责哪个账户,然后将所有获得的买单集中在一起按每个承销商承诺的包销比例统一分配,这种做法旨在避免承销商之间重复寻找大机构投资者所引起的混乱。

### 3. 承销协议及分销协议。

由于各地区的包销形式及有关法律規定不同,因此如果发行公司在不同的地区同时发行股票,则承销商律师须准备几份不同的承销协议及分销协议,如香港承销协议、美国承销协议和国际承销协议。另外,承销协议签订的时间有所不同,如香港承销协议在公开发售前签署,而美国承销协议和国际承销协议是在预售结束定价以后才正式签署。

包销协议的主要内容是规定发行公司与包销商之间的权利义务关系,现以 B 股包销协议为例,说明包销协议的内容。B 股包销协议的主要条款包括释义、包销商传送新股认购名单、登记、股东确认书、佣金和付款、条件、陈述、保证和承诺、不可抗力、补偿、终止、转化条款、放弃、进一步保证、非代理、合伙等关系、通知、时间、适用法律、争议的解决、文字、以往协议、附件及附录、文字、生效等。

分销协议是规定承销商之间的权利、义务关系的合约。一般的 B 股分销协议内容包括:释义、送达新股认购名单、付款、授权、补偿和费用分担、陈述、保证和承诺、承销协议、分销协议、转让、放弃、进一步保证、通知、时间、适用法律、争议的解决、保密、文字、以往协议、文字、生效等。

## 八、发行人推广材料

发行人的推广材料一般由发行公司、主承销商及聘请的公关公司来共同准备。推广材料除了招股说明书(或信息备忘录)以外,还应准备内部销售备忘录、发行公司的研究报告、有关

中国经济发展情况、有关行业介绍和公司简介的小册子、幻灯片、录像带以及有关在推广过程中投资者会提出的问题及答案等。

内部销售备忘录是提供给公司股票销售人员的,让他们明了发行公司的主要优势以及解答投资者可能提出的疑问。

发行公司的研究报告一般由主承销商的研究人员操作,具体分析发行公司所在行业的特点、发行公司在原材料供应、生产、销售等方面的优势以及与同类企业的比较分析。另外,要对发行公司后三年的盈利状况、财务状况以及现金流量作出预测。

发行公司在主承销商及公关公司的协助下,要认真、仔细地准备推广会上的发言资料、报刊上刊登的资料以及投资者可能提出的一些具体问题,如中国的高通货膨胀对企业的影响、人民币汇率的波动对企业的影响、宏观经济调控对企业的影响、三角债对企业的影响、复关对企业的影响等,要进行精心的准备。

发行人推广材料的准备要注意明确推销重点,如公司过去几年的业绩、公司成功的原因、近期的重大成就、筹资的投资方向、公司的竞争优势及竞争策略、市场潜力及本行业的展望、管理阶层的能力等。要进行广泛的对比研究,以突出公司的特点。其次,推广材料的内容一定要真实,否则会受到有关规定的严厉惩罚。另外,在美国进行公开发售完成之前,除了招股书以外,不得公开披露和发表任何其他材料,包括研究报告等资料。

## 第三节 承销程序

### 一、承销推广程序与作用

股票发行实质是发行公司与证券承销商与投资者三者之间依次进行的交易行为。发行公司是原始证券的供应者,证券承销商相当于证券批发商,其通过包销代销方式将发行任务包揽下来,再转向社会投资者作推销。发行公司和证券承销商面向社会投资者(包括机构投资者和个人投资者)进行的有关发行公司及其发行证券的推广介绍,称作承销的推广,又称作新股推广。

#### 1. 新股推广的作用

(1)“价格发现”功能。正确的定价是决定发售是否成功的至关重要因素。根据国际股票承销惯例的定价办法,公司与主承销商根据公司与市场情况拟定一个价格范围(或市盈率范围),最后的股票发行价在完成国际推广会后才确定。推广会期间,国际机构投资者会同承销商表示他们的初步兴趣及需求。成功的推广会有助于确定市场对发行公司即将发行的股票的真正需求,从而确定股票切合实际的定价。因此说,新股推广的过程是新股价格发现的过程。

(2)寻找潜在的投资者。为确保即将举行的公开售股能在有利的投资环境下进行,以便使更多的投资大众对公司有所了解进而提高其购买新股的意愿和吸引机构投资者投资于发行人

的股份,发行人一般会聘请公关公司为上市事宜制定及实施特设的公关计划。

(3) 发行人市场定位。新股推广能提高发行人在公众投资者中的认识及透明度,展示公司上市后发展方向,明晰发行人与同业上市公司的区别及优势,最终为其所发行股票在二级市场定位作铺垫。

## 2. 市场推广的方式

(1) 公关。公关计划的对象为机构基金经理、研究员、财力雄厚的个别人士、公众人士及大众传播媒介。投资银行与发行人的管理层及其聘请的公关公司商讨、评估及提供有关发行及上市事宜各方面的资料,包括市场策略的制订、推广对象的确定、安排发行人的管理层接受采访、举办新闻发布会、向机构基金经理、研究员及传播媒介进行推广。为协助有意投资的人士作出知情而明确的决定。从而投资于发行人的股份,主经办人将协助发行人向这些投资者提供有关发行人主要财务统计数据、业务表现及增长潜力等方面的充分资料。公关的方式主要有:

① 巡回推广(road show)。又称巡回展示,指在世界各地的经过挑选的市场对潜在的机构投资者和分析家进行的一系列的信息介绍。通过巡回推广,进行当面会谈,对发展长期投资者是十分有用的。虽然中国证券市场近来在投资团体中越来越受到普遍关注,但是许多外国投资者仍不很熟悉这一正处于发展中的市场。因此,在国际市场上巡回展示新发行的股票和中国的资本市场是非常必要的。

在亚洲、欧洲及美洲各大金融中心,包括香港、新加坡、东京、伦敦、爱丁堡、法兰克福、日内瓦、纽约、波士顿、旧金山等地举办推广会或个别与客户举行一对一会议,将会为市场发售作铺垫准备,在推广地区选择方面,可挑选与发行人行业有关联的城市或与发行人有贸易伙伴关系的公司所在地进行。

② 广告。

③ 广播、电视或新闻发布会。

④ 参观发行公司。

⑤ 公司内部的宣传。

⑥ 提供特别优惠等。

(2) 研究。在上市的各个阶段,从初步评估发行人是否符合上市资格及是否适合上市以至编制招股章程及推广的资料,均须备有有关发行人及有关行业(包括股市概况)的深入研究报告。

投资银行或其下属的研究部门会为发行人准备或发表所需的研究报告及其他辅助资料,以就该行业及股市在总的方面进行详细的适时的研究,并对公司在具体方面作出同样的研究。

在投资人对行业、市场、企业不太熟悉的情况下,研究报告在宣传公司和市场的情况时是不可缺少的。

审慎的市场营销和深入的研究是任何新股成功发行的基础,对一个发展中国家的发行人进行首次发行时尤为重要。

## 3. 新股推广的一般程序

新股推广一般安排在新股发行前进行,但受限于发行公司领导层的出国护照及签证手续

时间长等原因,近年来外资股的巡回推广,特别是B股的巡回推广往往安排在新股发行后进行。发行后的巡回推广则侧重于为新股在二级市场上谋求支持。以下着重介绍发行前新股推广的一般程序。

发行前的新股推广可分为两个主要步骤:

(1)确认公司的推广重点。在制定推广计划细节之前,公司通常会聘请一家专长于新股上市推广的公关公司。主承销商亦作为公开售股的财务顾问,将应发行人的要求列举一份公关公司的经过挑选名单,供发行人作最终选择及聘请。发行人的公关公司必须先找出公司的推广重点,也就是吸引投资人购买公司股票“的“售卖优点”。这通常包含以下几项:

- ①公司过去三年经营业绩。
- ②公司成功的原因。
- ③公司近期重大成就。
- ④公司竞争优势及策略。
- ⑤市场潜力及本行业的展望等。

上述的推广重点对于吸引投资者购买新股的兴趣影响相当大,也直接影响新股发行的成功与否。因此公司管理层应特别重视参与此阶段的工作。

(2)进行有效的信息沟通活动。信息沟通的活动,通常是指发行公司所召开的一系列新闻发布会、访问及一切有助于提高公司知名度的活动。这些活动通常在招股章程发行前,经过妥善规划后进行。在准备期间,公关公司和包销商通常会协助发行公司的高层主管熟悉沟通技巧并演练发布会的程序。辅导及演练的详细项目包括:①基本沟通媒体技巧的训练。②模拟股市分析师与记录可能发问的问题。③模拟演讲及会谈的进行。④评估表现等。

准备工作就绪后,发行公司必须进行下列活动以提高公司知名度并加强公众对公司的了解:

①积极地推动及通过适当的广告,提高公司的知名度。例如,在推广期间如遇下列活动或事项,则公司可较平常更显著地通过报刊、杂志或其他传播媒体进行宣传,以提高公司的知名度:a. 周年庆典。b. 总部搬迁。c. 设立新的分公司。d. 推出新产品。e. 获得重要订单。f. 新市场的开发。g. 建立合资企业等。

②公司高层主管应多利用机会以专访或公开场所演讲方式吸引投资者的注意。

③于股票发行前后,通过主承销商在几个金融中心举行一系列的新闻发布会。发布会主要的邀请对象为传播媒体及机构投资者。会上,公司应详尽提供具体的相关资料,包括营业额、销售市场分析等,以便记者撰文或投资者作投资分析。发行前所举行的发布会,主要目的在于推销新股,发行后所主办的发布会则可进一步提高公司知名度并促进股票在二级市场流通。

④公司管理层可安排某些机构投资者或经纪商参观公司总部及其他相关设施。参观时公司应提供有关资料,以便他们撰写研究报告。一般而说,如果经纪商写研究报告的话,通常他们都会推荐该公司的股票。

⑤上市前夕,公司举行一个记者招待会,公布有关新股的条件及详情。公司的高层主管应参加这个招待会以表示对此招待会的重视。高层主管演讲后应留下充足的时间以回答来宾的

问题。需要注意的是,招待会上提供的资料应与招股章程的资料一致。

以上所提到的各项推广活动,发行公司于推广之前应与公关公司及主经办人(或财务顾问公司)详细策划、协调运作、有秩序推动,如此才能获得最大的宣传效果。

## 二、国际股票承销几种方式

股票发行方式因不同的划分标准主要分作直接发行、间接发行(由证券机构是否参与发行而定)和公募、私募(由发行对象的范围大小而定)两类。其中,间接发行又可分为代销、全额包销、余额包销等三种方式。选择适合本企业的发行方式,不仅有利于证券的顺利发行,而且有助于降低筹资的成本。

### 1. 按证券机构是否参与发行划分

(1)直接发行。指发行主体自行向投资者销售证券,而不通过证券公司等中介机构代为推销。直接发行只适合那些社会信誉特别好,经营实力特别强的大企业,或发行总额小,对筹资的时间及数量要求都较低的证券。

(2)间接发行。又称代理发行。是发行主体通过证券公司等中介机构,向社会广大投资者销售证券。与直接发行相反,这种方式可保证预发额度的顺利售出,便于筹集大量资金,并可节省发行主体的工作量,缺点是筹资成本高。间接发行,依照不同的方法又可分为代销、余额包销和全额包销三种。

①代销。发行主体与发行中介机构签订协议,由中介机构代理发行主体发行证券。当发行期结束,实际发行额达不到预定发行额时,中介机构不负承购余额的责任,未发售出去的部分退还给发行主体。采用代销方法,手续费较低,但发行主体有一定的发行风险,若证券不能足额发行,将影响筹资计划。

②余额包销。发行主体委托中介机构代理发行证券,在规定发行期内若不能足额发行,余额由代理发行者承购,代理发行者按协议规定的划款期,将全额款项支付给发行主体。采用余额包销方法,发行风险由代理发行机构承担,筹资金额有完全保证,但代理发行的手续费要比代销高些。

目前,香港新股发售多采用此形式。

③全额包销。发行主体与发行中介机构签订委托代理发行协议后,代理发行机构即按协议规定的交款日一次性划付款项,也就是说代理发行机构垫付资金,认购全部证券后再向社会发售。采用全额包销方法,除发行风险全部由代理发行机构承担外,发行主体在向社会发行前就可全额获取所筹资金,很适合急需用款单位。当然,这种方式的发行手续费是最高的。

目前,美国大多数公开发行是通过全额包销进行的。据此,承销商以议定的公开发行价格的折扣从公司手中购入股票,然后再将股票卖给顾客。

### 2. 按发行对象的范围大小划分

(1)公募。指证券向不特定的多数投资者公开发行。所谓多数,各国的规定不一样,如美国 35 人以上为多数,日本 50 人以上为多数,而我们现在的多数则一般指面向社会大众,发行对象不特定,不明确的。

公募的优点是能提高发行者的社会知名度,分散债权或股权,避免大户干预、控制筹资者。同时,由于投资者广泛,也易于证券进入市场流通转让。缺点是公募因社会涉及面广,所以要具备多方面的条件,如发行者要达到规定的财务指标、公开财务信息、接受资信评定、提供抵押或担保等等,并且会增加一定的发行成本。

公募是证券发行中最基本、最常用的方式,公募形式中发售方法多种多样,国际流行方式有:

①认购申请表方式。投资者在申请认购股票时,必须填妥认购申请表格连同申请时应付足的股款的支票或银行本票投置于一家经发行公司及主承销商预先安排的收款银行。于截止接受申请当天,收款银行点算申请表格,将支票与银行本票过户,并将款项存放于主承销商指定的银行户口,如申请购买数额超过公开发售数额,则按超额认购的比例分配股票于申请人及退回不获接纳的申请款项。

至 1995 年 4 月,青岛啤酒、上海石化、安徽马钢等 15 家国有企业发行 H 股并在香港上市,这些 H 股社会公开发售部分均按认购申请表方式发售,都取得了超额认购,如青岛啤酒超额认购 110 倍、上海石化超额认购 1.77 倍、昆明机床超额认购 6.77 倍、安徽马钢超额认购 68 倍等。

②招标竞投方式。在招标竞投的形式中,发行机构只指定一个最低的认购价,由公众投资者出标,所有出标均不得低于指定的最低认购价,才有机会被考虑。投标时间截止后,即开标,投标接纳与否,视其出价高低而定,出价最高者将优先获配股份,再顺序而下分配,直至发行数量全数被分配为止。

对投资者而言,这种形式的好处是出标认购的决心与获配证券机会成正比,决心越大,出标价越高,则中标获配机会便越大,而发行机构方面则可藉“价高者得”而获取发行上市的最大收益。

香港政府所发行的外汇基金票据与政府债券,便是以这种形式发售。

(2)私募。是相对于公募的一种发行方式,即向特定的少数投资者发行证券。其所谓特定的投资者,指与证券发行者具有某种特殊关系的对象,比如,公司的职工、股东及有某种业务关系的企事业单位、个人等。

和公募相比,私募的优点是不必向有关部门注册申报,也不必向社会公众公开内部信息,对发行者的财务指标和信息披露要求较低,手续简便,发行费用较少。缺点是不利于提高发行者的社会知名度,并且股票大多不能公开上市交易。

目前,中国境内上市外资股(B股)发行几乎全部采用私募方式进行。仪征化纤、安徽马钢、庆铃汽车、上海石化发行 H 股 ADR 及上海氯碱、上海二纺机、上海轮胎、深圳房发行场外买卖一级预托 ADR 在美上市都是利用 144A 规则私募进行的。以下介绍 144A 规则私募。

144A 规则私募是指根据美国 1933 年《证券法》第四章第二款豁免的非注册证券之面向合格美国机构投资者(QIBS)的非公开发售。这里所指的合格机构投资者是指拥有一定数量证券的大型机构、自营商或银行(机构和银行一亿美元,自营商一千万美元)。银行还须满足资产净值不少于 2500 万美元的条件。

公开发行与按 144A 规则私募相比,其优点和缺点如表 3.7.2 所示:

表 3.7.2 公开发行与按 144A 规则私募的比较

公开发行	144A 条例下的私募发行
<b>优点:</b> 在美国向任何人销售 股票是完全流动的—再出售时无任何限制,非对流动性股票无价格折扣可以在证券交易所上市 <b>缺点:</b> 必须向证监会登记 财务资料应符合美国 GAAP 的要求 准备和审查阶段较长 发行完成后应履行对证监会报告的义务	<b>缺点:</b> 最高的销售限于证券公司和机构投资者 销售方法应仔细界定 再出售只限于合格的机构投资者 对有限流动股票可能有价格折扣 不可以证券交易所上市 <b>优点:</b> 不需要向证监会登记 财务信息不必符合美国 GAAP 的要求 准备和审查阶段可能较短 发行完成后只要求提供有限的信息

按 144A 规则进行的私募中,发行人最初向一家或多家美国证券交易商售出 H 股或 B 股,然后,这些交易商立即将股票再出售给合格的机构投资者私募可以免除向证监会登记,但由于股票发行和销售须遵守美国证券法的反欺诈条款,因此,按惯例需准备一种证券发行说明,向每位购买者分发。

关于证券发行说明的内容,没有专门的法律要求加以限制。如果在全球发行并且在美国发行的部分所占比例较小,发行人可以使用国际发行文件,只需对 144A 条例发行说明书略加调整。但是,如果向美国发行的部分占了全部发行额很大比例,那么,负责此次美国证券发行的投资银行可以要求得到一份单独的发行说明书。该说明书应与登记公开上市中使用的招股说明书类似。

(3)公募与私募相结合。将预发售股份数额分作两部分,一部分用公募方式发售,另一部分用私募方式发售。一般的做法,在社会公开发售之前,将不超过一定比例(例如按照《上海市人民币特种股票管理办法》,单个认购对象买入一家股份有限公司的 B 股超过该公司总股份的 5%时,应报经中国人民银行批准的规定)的证券定向私募给境外同行业的大型公司或境外的基金投资者。这样做的好处,对承销商而言,将降低包销的风险;对获得私募股份的投资人来讲,将减少购股的资金成本,不必经过繁琐的手续获得“大手”的股票;对发行公司而言,将因此加强同境外同行的贸易等合作往来;对公众投资人来讲,虽然减少认购的概率,但终将从二级市场稳定的股价中获益。

山东华能与华能国际 N 股发行及若干家 H 股发行都多次采用此法。

### 三、国际股票承销一般程序

#### 1. 新股发行的一般安排

新股发行程序一般安排,见图 3.7.2。



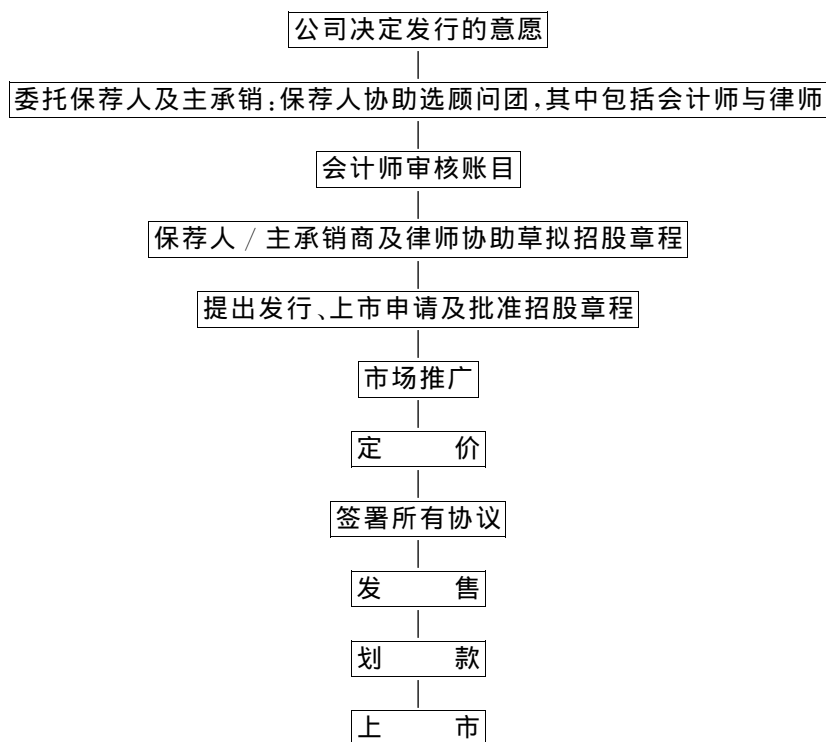


图 3.7.2 新股发行程序一般安排图

## 2. 国际股票承销图的一般程序

股票承销的程序和股票承销的方式及股票种类等多种因素制约，H 股、B 股、N 股、ADR 等种类，公募、私募、公募与私募相结合等方式决定股票承销过程多种多样。下面就 H 股和 B 股这两种外资股主要形式介绍其承销的一般过程。

(1) H 股承销的一般程序。一旦 H 股的上市经香港联交所批准及招股说明书在香港公司注册处注册后，这家公司即可向公众发行股票。在香港上市的股票通常采用公开发行的办法，即公司按固定价格向公众发行固定数目的新股票。投资者加以认购，并预付认购款。如果实际认购量超过原定的发行量，每位投资者所分配的股份将按比例削减，其多付的认购款将退还给投资者。

有时，在向公众公开发行股票的同时，也会向专业投资者直接配售部分新股。配售与公开销售相比有一些优点，它允许公司将其股份直接售给通常不参与香港公开发行市场投资的专业投资者。这种私募方式通常通过一系列有资金管理人参加的国际投资者推广会来进行。通过这些会议可使公司直接从投资者处得到有关外界对这家公司的评价，对发行定价很有帮助。

青岛啤酒就是选择上市同时也配售约 5% 新股给美国一啤酒制造商。这样可藉配股来巩固企业与供应商或顾客之间的长远关系。有时，为了强化股东之基础，或使其多元化，上市前也可配售股份于投资基金或公司发展基金。这样的配售，要得到有关单位及香港联交所预先批准。图 3.7.3 显示 H 股香港公开发售与全球配售结合的进度安排：

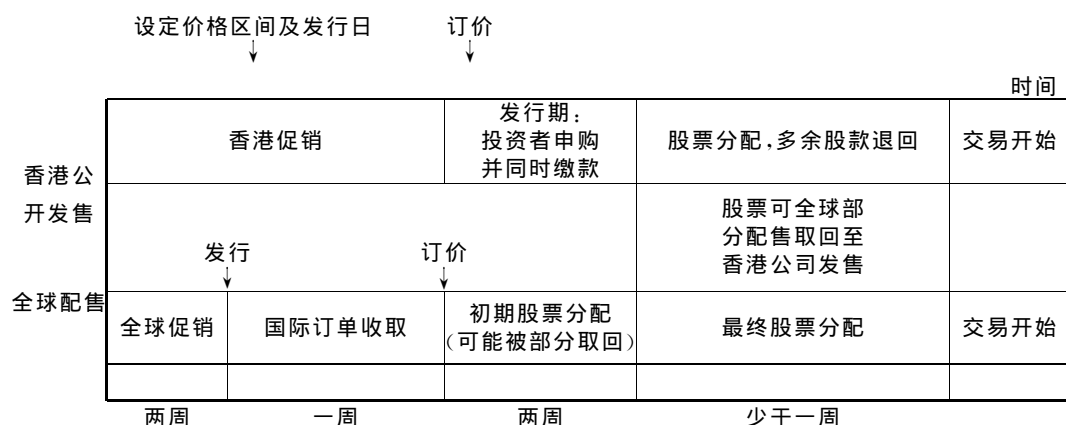


图 3.7.3 H 股发售进度安排图

(2)境内上市外资股发行的一般时间表。境内上市外资股的发行是一项复杂的系统工程，以下时间表为 B 股发行工作的一般过程，假设公司 B 股发行工作正式启动时间为 T，时间表如下：

- T(或以前) 正式聘请主承销商
- T+1 周 选定国际会计师及国际协调商
- T+2 周 国际会计师开始预审及培训工作
- T+3 周 国际会计师开始正式审计
- T+4 周 主承销商、国际协调商及律师开始起草 B 股招股说明书(由公司提供业务及财务方面的详尽材料)
- T+5 周、6 周 审计和招股说明书起草工作继续进行承销团律师开始起草承销协议
- T+7 周 经审计的财务报表初稿完成，会计师出具审计报告初稿招股书初稿完成，各方提出修改意见。  
公司和主承销商、国际协调商就承销协议的主要条款进行商谈
- T+8 周 招股书第二稿完成  
承销协议初稿完成
- T+9 周 招股书第三稿完成，律师对招股书进行验证  
最后确定承销团名单
- T+10 周 招股说明书定稿  
承销协议的具体条款达成、定稿  
法律意见书完成  
国际会计师报告(包括当年盈利预测)定稿  
确定价格幅度  
向证交所提出上市申请  
向证券管理机关上报申请材料  
公司发行 B 股的申请  
股东会通过 B 股发行的决议

	招股说明书
	承销协议
	法律意见书
	会计师报告(包盈利预测)
	上市承诺书
	发行 B 股资金运用及外汇平衡可行性报告等
T+11 周	境外宣传
	确定价格
	公司和主承销商签定承销协议
	主承销商与国际协调商及其他分销商签订分销协议
	获证券管理机关批文
	开始配售
T+12 周	配售结束
	募股款项汇入公司指定账户
	挂牌交易

四、售股收款及股份登记

1. 售股

(1)分配。发行政程序中一个重要的因素是在全世界所有主要市场上的投资者中创造需求。这是主经办人(或主承销商)担当的不可缺少的角色。一个成功分配战略是保持平衡,即平衡来自在欧洲、亚洲和美国的各种类型的投资者的需求,发行人将获取最高质量水平的需求,并且将未满足的机构需求引导到二级市场,以支持二级市场价格。

一个大的 B 股承销团可以有如下结构(见图 3.7.4):

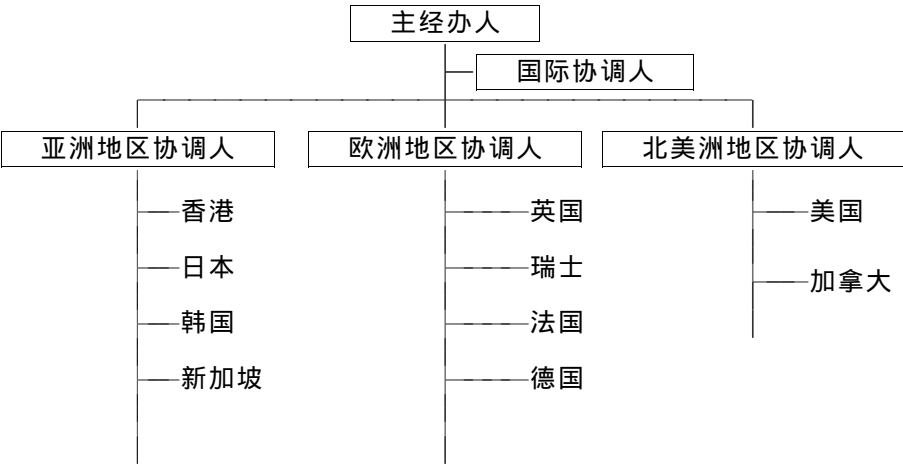


图 3.7.4 B 股承销团结构图

H 股等境外发行境外上市的股份承销结构中主经办人亦承担国际协调人的角色。

(2)定价。一般人认为,公司股份的价值只相等于投资者愿意为此付出的金额,实际上,发售股份的认购价格是由有关公司、主要股东及保荐人/包销商共同议定的。在决定价格时,各

方考虑的因素很多,其中包括:

- ①公司及其所属公司的资产净值。
- ②公司及其附属公司过往的经营业绩。
- ③公司管理阶层的实力。
- ④公司的未来前景。
- ⑤本会计年度(或在若干情况下,下一会计年度)的溢利预测。
- ⑥市场人士对同一市场环境中同行业的其他公司兴趣。
- ⑦在上市期间的市场实力及影响市场的其他因素。
- ⑧在同一行业中其他公司的市盈率。

在致力于股份的定价达成协议时,公司、主要股东和包销商各自代表不同的利益。

公司:显然希望尽量筹集最多现金,但其股份的定价仍要切合实际,以确保股份在将来得以维持,从而在有需要时可进一步在市场筹资。

主要股东:通常希望其投资能有令其满意的回报,因此希望定价尽量高。

承销商:将顾及本身的承销风险,即公众人士因故未能认购股份,则承销商可能需要购入所有股份;承销商亦希望新股发行成功,并希望上市后股票的市价可维持比发售价略高,因此,承销商通常会争取适中的定价。

(3)投资者认购。投资者认购方式很多,以香港公开售股为例,介绍投资者认购程序。香港公开售股采用认购申请表形式。认购申请表格分为黄、白两种,白色申请表格仅供欲以申请人本身名义登记其获配发的股票的申请人填写。申请人欲以香港中央结算(代理人)有限公司的名义登记其获配发的股票,并直接存入中央结算及交收系统(〔中央结算系统〕),以记存其指定的中央结算系统参与者的中央结算系统内的股份账户,应填写黄色申请表格。

①以填写白色申请表格认购。如申请全数获接纳,将按照申请的股票股数发给股票。如申请仅部分获接纳,则按获接纳的股票股数发给股票。股款余额(包括1%经纪佣金及0.2%联交所交易征费),将不计利息,以支票发还,支票以“只准入抬头人账户”方式划线开出,并以申请人为抬头人。如申请全部不获接纳,全部已付股款(包括1%经纪佣金及0.2%联交所交易征费),将不计利息,以支票发还,支票以“只准入抬头人账户”方式划线开出,并以申请人为抬头人。

②以填写黄色申请表格认购。如申请人全部或部分获接纳,所获配发的股票将发行于中央结算(代理人)名下,并于结算公司或中央结算(代理人)所指定的日期,存入中央结算系统,以记存于申请人指定的中央结算系统参与者的股份账户,在此情况下,申请人可与其指定中央结算系统参与者安排,将所获配发的股票的数目通知有关申请人。如申请部分不获接纳,申请余款(连同1%经纪佣金费及0.2%联交所交易征费),将不计利息,以支票退还,支票以“只准入抬头人账户”划线开出,并以申请人为抬头人。

## 2. 收款

投资者在申请认购股票时,必须填妥申请表格连同申请时应付足之股款的支票或银行本票投置于一经企业及商人银行预先安排的收款银行。收款银行的主要工作包括在股票接受认购申请期间(一般为期三个半工作日)提供地点,以摆放招股章程及申请表格,供投资者免费索取。于截止接受申请当天,收款银行需点算申请表格,将支票与银行本票过户,并将款项存放于有关的银行户头,结合配售股票给申请人及退回申请款项给不获接纳或只有部分获接纳

的申请人,然后,收款银行就把获接纳申请之股票款项连同利息拨回给上市公司。

关于利息收入,一家上市公司从认购股票款项中赚到的一个星期的利息可能多于支付全部上市费用,一些收款银行具有这方面实际经验,并成立一个专职小组能于短时间内快速完成这项工作。在挑选收款银行时,一方面固然需要考虑收款银行的收费、存款利率,也同时需顾及收款银行可以用作接受申请表格发行的数目、分布地点及更重要的在处理申请表格及将支票过户的能力。

某香港商人银行为一家中资公司在香港安排上市工作,获超额认购达 99 倍,冻结申请资金超过 750 亿港元,收到申请表格超过 5 万张,创香港股票市场有史以来单一股票公开招股时冻结最多资金记录。在这种情况下,为避免延误支票过户、退还申请款项及该企业股票的上市,收款银行收费及处理支票能力至关重要。

另根据《上海市人民币特种股票管理办法实施细则》,B 股的股款须由参加承销的境内外证券机构将其承销所得外汇,在经主管机关批准的承销结束后五天内全部划入主承销机构在境内的外汇账户。主承销机构须于 B 种股票承销结束后七天内,将发行 B 股所得外汇全部划入发行公司指定的现汇账户。

#### 3. 股份登记

股份过户登记处在公司上市过程中负责:

- (1)与收款银行联系,并编制所有有效申请的名单。
- (2)协助保荐人、包销商及公司分配股份于获接纳的申请人。
- (3)编制最后的股东名单、不获接纳的申请人(如有)名单,处理及寄发股票及退款支票(如有)。

股票过户登记处负责保管公司的股东名册,记名册列明公司所有股东的姓名、地址及他们名下持有的股数。根据香港法律,股东名册为公司股东身份的确实证明,而股票仅可证明有关人士对股份的所有权。由于股东名册的重要性,公司习惯上会委聘一专业的股份过户登记处的电脑保存有关资料,股份过户登记处亦负责登记股份的过户事宜以及过户时发出新股票及注销旧股票,过户登记处应协助公司及包销商在招股截止后进行股票分配工作,股份的分配由公司自行决定,但公司通常会选择某种既公平又能达到股东均衡分布的分配依据。

### 五、发行成本与上市费用

#### 1. 发行成本

企业在证券发行中涉及众多的复杂问题,这些问题将由各专业中介机构协助企业予以解决,因此,企业必然要为此付出合理的费用作为对各中介机构的回报。一般而言,在项目实施过程中,企业将付出如下费用:

(1)承销费用。亦称发行费用,是企业付给证券商的发行佣金,这一佣金通常是按企业发行股票额度的大小,配售地域的广狭,配售的难易程序而确定,这一费用一般按企业发行实收资金总额的一定百分比计算,由承销商在付给企业的股款中扣除。在香港,牵头包销商一般会收取募集资金总额的 2.5% 作为佣金。其中抽取一部分作为分包销商的分包销佣金。分包销佣金为分包销股份总值的 1—1.25% 不等。在香港,承销佣金比率远低于美国。美国的承销佣金费用,可高于新股发行所得的 7%。

(2) 会计师费用。会计师费用分为审计费用和评估费用。这两项费用中,国内会计师部分基本上按企业规模大小和工作难易程度评定收费标准。国内会计师一般按国家颁布的收费标准收取。然而,境外会计师、评估师的参与使此项费用成为费用中的重要费用之一。国际会计师、评估师是国际公认的独立执照会计师和评估师,他们的服务是按工作小时收取的,水准很高的国际会计师的每小时的费用上百美元。

(3) 律师费用。律师费用分为公司顾问律师费用和承销顾问律师费用,其中的公司顾问律师由国内律师事务所担任,其费用按国家颁布的标准收取,由公司支付。外资股承销团将聘请境外律师事务所和一家中国律师事务所协同工作。其中的境外律师费用类似于前述境外国际会计师费用,亦十分昂贵。

(4) 印刷费用。企业必须为文件的印刷尤其是招股说明书、上市公告书的印刷,登报以及外股招股文件的印刷付出印刷费用。这笔费用将依印刷频率、数量、质量而定。

(5) 国内外宣传费用。应国内外招股的需要,企业在国内外须用传播工具进行企业形象宣传,尤其是发行外资股的企业须组成宣传团赴境外若干地区和国家进行宣传推广及市场考察,此项费用视实际情况而定。

(6) 其他费用。除了上述五项费用以外,企业还需支出诸如公关费用、交通费用、文件制作费用、咨询费用(如果需另行向有关单位咨询的话)、邀请新闻单位采访费用、协议签字仪式、上市仪式及其他不可预见的费用。这些费用在费用总额中占较小比例。

总括来看,上述各种费用大约占企业发行股票实收资金总量的 5—7% 左右,股票发行实收资金则由发行面值 $\times$ 发行价格 $\times$ 发行额度计算而得。

## 2. 上市费用

企业申请上市,需支付一定的费用。费用的多少,视上市筹集资金的金额大小而定。同时,上市费用因上市地点不同而异。以下以 H 股于联交所上市所需费用为例:

具体来讲,H 股申请上市所需要支付的主要费用可分为:

(1) 发行成本(详见上节)。

(2) 税项及印花税。于香港注册成立的公司,按香港公司条例规定,企业必须按注册资金每千元港币(下同)缴付 6 元的资本税,若新股票发行价超过股票的票面值,其超过的那一部分亦需按规定每千元或其部分缴付 6 元的资本税。股票转让则需缴付按股票价值 0.45% 的印花税。

(3) 向联交所缴付的费用:

① 上市费。企业申请首次上市,需向联交所缴付按公司市值为基准计算的首次上市费用。另外上市后,企业必须每年分四季缴付按企业上市股票票面值计算的上市费。

② 交易费。企业及股票认购者需按上市股票买卖价分别向香港联交所缴付万分之 2.5 的交易费。

(4) 其他费用。上市的其他费用包括股票或认股权证的印刷费及其他杂项支出。

在香港,对 30 多家已上市公司进行调查后得知,上市费用介于 500 万至 3700 万港元之间,筹集资金总额最低的约 3100 万港元,最高的达 8.44 亿港元,上市费用约占上市筹集资金额的 4—24%。上市费用占上市筹集资金的百分率有大幅度的差距主要是因为上市费用有一部分是固定的专业费用,而另一部分则按筹集资金额多少而定的。

上市的费用除各专业人士的收费及向联交所缴纳的首次上市费用外,大部分可于企业成

功筹集资金后缴付。大体来讲,若企业上市是以发行新股为企业筹集资金,则上市的费用全部将由企业本身支付。但若企业上市招股为原股东发售旧有股票,则上市费用大部分由该发售股票股东支付。但若企业上市方法包括了新股与旧股同时发售,则需按合理比例和基准向企业本身及原有股东分摊。

## 第四节 股票第二上市

### 一、定义

已经在—个证券交易所上市的公司,继续将其部分股份在另一证券交易所挂牌交易,这一过程被称为第二上市。

第二上市定义中的“第二”,一般认为是以两地上市的时间顺序排列。然而在—定公司股份于两个交易场所同时上市的情形下,则以公司注册地交易所上市为第一,非注册地交易场所上市为第二上市。

—个上市公司寻求在另一交易场所作第二上市,基本可以分为筹资和不筹资两种形式。筹资的第二上市分为新发行和邀请购买。邀请购买指的是由现有股东对其持有股份进行转让的方式,在新的交易场所上对投资者发行,公司原有股份存量不变。不筹资的第二上市仅是将—部分现有股东引入新的交易场所,现有股东与潜在股东共同与二级市场的交易,这类第二上市又称为引进上市。

### 二、公司寻求第二上市的出发点

(1)吸收新的投资群体,扩大股东基础。几乎每—国际性证券交易所都拥有自己的投资者群体,因此,当公司发现第二上市地的投资者将对自身业务前景会有—全新认识时,第二上市计划则会急速扩大其股东基础,提高股份流动性,从而增强其长期筹资能力。

(2)利用市场水平差异,促进股份价格表现。企业往往选择市场水平(以平均市盈率衡量)较高的证券交易所作为第二上市地,通过股份在—、第二上市场间的流通转换,以促进股份价格的稳定表现,扩大公司市值。

(3)提高企业在国际金融市场的知名度,拓展全球化业务计划。—些公司的第二上市计划常常被用来提高公司在该上市地区的知名度以及增强客户信心,从而对其产品营销起到深刻而长远的推动效果。

(4)增强监管压力,利于公司的管理水平接近国际标准。公司须符合第二上市地的法律、会计方面监管规则,满足当地投资者对于公司经营信息披露的要求,这样就为公司的国际化管理创造外部压力,有利于公司提高经营管理水平。

### 三、第二上市计划牵涉到的交易清算体系

在第二上市的实际操作中,关键问题是建立起一个完备合理的交易清算体系。以现有的第二上市实践看,两个上市地之间存在着相互割裂和相互流通的两种形式。相互割裂形式下,公司只需在两个市场分别遵循上市规则,在各自的交易制度下进行交易和清算而无需考虑股份的跨市场流通问题。

大多数情形是,选择在两个(或两个以上)市场上市的公司股份往往可以进行市场间的流通转换,或者是在一定比例控制下的适度流通转换,以使公司充分取得两地同时上市的好处。股份的跨市场流通转换,将通过国际托管银行由若干证券经纪商负责进行。

(1)市场参与者(引进方式下):

①做市商:推荐安排公司第二上市的证券经纪商。该经纪商有义务在公司第二上市的第一天挂出指导性价格,并在以后交易中推动第二上市地的顺利交易。

②经纪商:在第一、第二上市地接受投资者委托进行公司股份买卖经纪的普通证券经纪商。

③国际托管银行:该银行负责与两个或两个以上上市场所的登记清算机构联络,保存公司的股东名册。

(2)股票转换过程(引进方式下),见图 3.7.5:

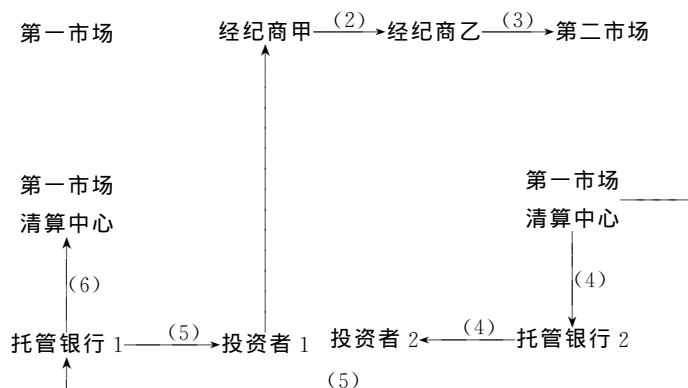


图 3.7.5 股票转换过程图

①第一市场的投资者 1 委托经纪商甲买入若干公司股份。

②经纪商甲无法在第一市场寻求合适的卖方,则委托经纪商乙在第二市场寻求卖方。

③经纪商乙在第二市场通过投资者 2 购入相当股份。

④投资者 2 通过其托管银行 2 与第二市场清算中心进行清算。

⑤投资者 1 通过其托管银行 1 与第二市场清算中心进行清算。

⑥托管银行 1 将投资者的持股记录通知第一市场清算中心。

### 四、建立第二上市计划的基本程序(引进方式下)

(1)公司决定实施第二上市计划,在国内财务顾问的协助下依照国内法规向有关监管部门



交易所提出的第二上市计划书,取得批准。

(2)确定国内财务顾问、国际托管银行、第二上市保荐人(兼做市商)、法律顾问、审计师,共同组成第二上市计划的推动小组。

(3)各方制定上市计划的具体操作流程时间表,着手准备有关文件。

(4)向第二上市地监管部门、交易所提交申请材料,获批准。

(5)讨论确定托管协议,决定股票转换和现金清算规程。

(6)两地监管部门、交易所最后批准上市计划。

(7)第二上市开始,做市商、经纪商引导投资者形成市场。

## 第八章 股票发行与上市的信息披露制度

### 第一节 招股说明书

#### 一、招股说明书内容

##### 1. 招股说明书的性质

招股说明书是发行公司首次向公众公布的有关公司经营情况、募股工作动向的主要法律文件,也是发行审批时证券主管部门重点审查的文件。因此,必须抱着对投资者负责的态度,按规范化的要求进行编制。招股说明书不仅要真实全面地揭示发行公司的现状,还要对公司过去的发展历程、未来的发展趋势都加以说明;发行公司应提供有关股票发行本身以及与股票发行有关的一切信息,并对所提供信息的真实性、可靠性承担法律责任。

##### 2. 招股说明书的内容

(1)招股说明书封面。招股说明书的封面载明下列事项:

①发行人的正式名称及注册成立地。

②“招股说明书”字样;在未正式定稿前,必须标有“未定稿”显著字样。

③说明发行股票的类型,例如普通股、优先股或者人民币特种股等;如果同时发行认股证,还须列明认股证与股票的比例。

④重要提示。必须按照下述文字列示:“发行人保证本招股说明书的内容真实、准确、完整。政府及国家证券管理部门对本次发行所做出的任何决定,均不表明其对发行人所发行股票的价值或者投资人的收益作出实质性判断或者保证。任何与此相反的声明均属虚假不实陈述。”

⑤发行量、每股面值、每股发行价、发行费用、募集股本。

⑥预计何时在何证券交易所开始交易。

⑦主承销商。

⑧推荐人。

⑨招股说明书签署日期。

招股说明书,必须用幅面为  $209 \times 295$  毫米规格的纸张(等于 A4 纸规格),封面必须为浅色,除可以印有发行人的标志外,不应当有其他图案。

(2)招股说明书目录。目录在招股说明书的封二上排印,包括每一节的标题及相应的页数。

(3)招股说明书正文。

①主要资料。这一部分要求以 2—3 页的较少篇幅,把招股说明书中关键内容摘要刊印在招股说明书之首,以使投资人尽快了解该说明书提供的主要信息。但是主要资料不得误导投资人,同时应当采用下述文字提醒投资人阅读全文,以正确了解招股说明书的完整内容:“以下资料节录自本股说明书。欲购买本次发行股票的投资者,在做出投资决策前,应该认真阅读招股说明书全文。”主要资料包括以下内容:

a. 发行人简介:发行人的一般情况、主营业务、经营业绩、股权结构(以图表示意)等。

b. 本次发行:

本次发行的一般情况:股份种类、每股发行价、每股面值;发行数量(股),其中普通股、优先股等在以持股人的不同类型区分股份的情况下,还应当分别按法人股、社会公众股(A股)、B股、可转换股等加以列示;发行总市值、税后盈利预测、每股盈利、预计市盈率、发行后每股净资产。

本次发行前已发行的股票及本次发行后的股权结构变化。

募股资金的运用:简单说明募股资金的运用。

股利政策:是否分配股利、分配间隔时间、预期首次分配是何时间等。

风险因素:涉及到哪几方面的风险。

发行地区、发行对象、承销期的起止日期。

挂牌交易:本股票预计将于何时在何证券交易所开始挂牌交易。

c. 主要会计数据(采用列表式):

资产负债表数据:营运资金、总资产、长期负债,股东权益。

利润表数据:销售收入、营业利润、税后利润。

发行人在招股说明书中应提供其最近连续三个年度的会计数据。最近一期会计数据的有效期为六个月。因此在必要时,发行人还应提供自最后一个会计年度终止后,到编制招股说明书之前最近可得的季度终了的会计数据。会计期间的排列应当自左至右,最左侧为最近一期数据,每期均应注明;上述会计数据应选自经有资格从事证券业务的会计师事务所审计过的财务报表。

d. 预计时间表:申请表发售期;交回申请表截止日期;交款期;股票及认股权证寄存日期;预计挂牌交易日期。

发行人和其承销商还可以根据需要加入发行上市过程中的其他重要日期,例如抽签日期、公布抽签结果日期,等等。

②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。

③绪言。在绪言中必须声明:本说明书的编写依据的法规,所经由批准的部门(例如地方主管部门、交易所等),发行人董事会成员(或股份公司筹备组成员)已批准该招股说明书,确信其中不存在任何重大遗漏或者误导,并对其真实性、准确性、完整性负个别的和连带的责任。

下列文字必须载入绪言:“新发行的股票是根据本说明书所载明的资料申请发行的。除本

发行人和主承销商外,没有委托任何或授权在任何其他人提供未在说明书中刊载的信息和对本说明书作出任何解释或者说明。”

本招股说明书应当提醒投资人自行负担买卖该发行人股票所应支付的税款,发行人、推荐人和承销商对此不承担责任。

④发售新股的有关当事人。这一部分列出下列有关当事人的机构名称、所在地、电话、传真以及这些当事人中负责与本次发行销售有关事项的联系人姓名:

- a. 发行人及其法定代表人。
- b. 股份制改组咨询顾问(如果聘用了咨询顾问)。
- c. 财务顾问(如果聘用了财务顾问)。
- d. 主承销商(如果若干家证券商联合牵头,应将其全部列示)及其律师事务所。
- e. 推荐人。
- f. 发行人的律师事务所和经办律师。
- g. 会计师事务所和经办注册会计师。
- h. 资产评估机构和经办评估人员。
- i. 资产评估确认机构。
- j. 收款银行。
- k. 股票登记机构。
- l. 其他与发售新股有密切联系的机构和个人。

⑤风险因素与对策。这一部分介绍投资风险和股市风险。投资风险介绍可能对发行人发展前景、产品销售、市场份额、财务状况、经营效益等方面产生不利影响的重要因素。

这一部分开始时,应采用下列提示:“投资者在评价本发行人此次发售的股票时,除本招股说明书提供的其他资料外,应特别认真地考虑下述各项风险因素。”风险因素包括(但不限于)下列各项:

a. 经营风险。指发行人在生产经营过程中可能存在的风险因素,例如:对重要原材料或者供货渠道的依赖,进口材料的限制;对主要客户的依赖;能源或者交通运输方面存在的制约;产品价格方面的限制;产品外销的限制;产品的生产与销售是否有补贴;产业结构过度集中或分散的风险;主要产品或者主要业务所采用技术的先进程度以及同类的最新产品、最新技术和替代产品的简况;融资能力的局限性;外汇风险(包括汇率风险),主要适用于收入或支出中相当部分需以外汇结算的发行人;自然条件的限制,等等。

b. 行业风险。指发行人所在行业的行业特点、发展趋势中可能存在不利因素以及行业竞争情况,例如:国家的产业政策;行业发展存在的限制因素,如属于限制发展的行业、污染环境、有害健康(例如烟草业)等;严重依赖其他行业;严重依赖有限的自然资源;行业内部竞争的情况,等等。

c. 市场风险。指发行人是否会受到商业周期的影响,市场的发育情况,以及于发行人密切相关的行业的情况,例如:发行人是否存在某种商业周期或受商业周期的影响;市场不够发达或存在市场分割的情况;主要市场所在的国家 and 地区属于经济、政治不稳定的地区;密切相关的行业存在各种制约因素;市场容量方面的限制,等等。

d. 政策性风险。指国家政策、法律(包括税务法规、进出口政策等)是否对发行人不利或存在某种限制,国家政策、法律是否在可预见的将来有可能发生变化,并因其变化而对发行人

产生不利影响。

e. 其他风险。指对发行人存在除上述各方面风险之外的风险,例如:对海外市场的依赖;现在股东的控制;发行人设立或发行股票,存在哪些法律上的欠缺,等等。

在陈述每项风险之后,还可说明发行人采用或准备采取哪些措施减少上述风险的影响。

股市风险介绍影响股票市场价格变化的基本原因,说明股市风险与投资风险的联系提醒投资人对股价波动应有充分了解。

⑥募集资本的运用。这部分说明对所募集资金的运用计划,包括(但不限于)以下几方面:

a. 通过发行股票所募集资金的计划用途。

b. 如果所募集的资本准备用于投资项目,应对项目的情况作简单介绍,包括其投资预算。

c. 投资项目使用资金的计划时间表。

d. 如果投资项目不止一项,还应说明这些项目的轻重缓急。

e. 在采用代销方式发行股票的情况下,如果不能募集到预计的全部资金,对可能取得资本的使用计划加以说明。

f. 如果发行人尚未确定募集资金的用途,必须予以说明,并详细陈述发行理由。

g. 如果所筹资本尚不能满足规划中的项目的资金需要,应说明其缺口部分的来源及落实情况。

h. 增资发行的发行人必须说明前次公开发行股票所筹资本的运用情况。

⑦股利分配政策。这部分叙述发行人关于股利分配的各项政策:

a. 发行人在发行股票后第一个盈利年度是否准备派发股利;如果准备发放,发放几次,约在何时发放。

b. 发行人股利发放的一般政策。

c. 不同类别股票在股利分配方面的权益。

d. 用于发放股利的净利润是如何确定的,即税后利润是否需要扣减各种公积金和基金,是否需要弥补以前年度的亏损,各种公积金和基金的计提比例和以前年度结转亏损的金额。

e. 预计派发的股利占净利润的百分比。

f. 如果暂时不准备派发股利,简要说明原因。

g. 其他应说明的股利分配政策。

如果发行人的决策机构为股份有限公司筹备组,无法确定股利分配政策,需等发行之后由首届股东会选举出的董事会予以确定,则须将情况如实披露。

⑧验资证明。这部分是注册会计师对发行人根据《股票发行与交易管理暂行条例》第八条第(三)、第(四)款的规定投入股份公司筹备机构的认购股份的股本进行验证后出具的验资证明。

⑨承销。这部分说明与本次承销和发行有关的事项,包括(但不限于)下列项目:

a. 承销方式(包销或代销)。

b. 如果为代销,应该达到的最低发行量。

c. 承销期的起止日期。

d. 发行日期。

e. 发行对象。

f. 发行股票的种类(普通股、优先股、可转换股等)、面值、数量。

g. 如果本次发行区别不同持股人类别、发行不同类别股票的话,列示按持股人类别划分的股票种类(例如法人持股、内部职工持股、社会公众持股、人民币特种股持股等)、面值、数量。

h. 发行价格与其确定价格的方法。

i. 本次发行预计实收金额。

j. 全部承销机构的名称及其承销量(一般应当按承销量的大小为序排列,主承销商排列在最前面,并予以注明)。

k. 发行费用,包括承销费用、注册会计师费用(包括审计、验资盈利预测等费用)、评估费用、律师费用、公关费用及广告费用、印刷费用、其他费用等。

⑩发行人情况。这部分简要介绍发行人的全面情况,包括(但不限于)下列内容:

a. 发行人的名称。

b. 发行人成立的日期。

c. 发行人的注册地及总部的地址。

d. 发行人的历史情况简介,包括隶属关系的演变。

e. 发行人的组织结构和内部管理结构,如果发行人属于某一集团,还应当介绍该集团情况及发行人在该集团中的地位。

f. 发行人职工人数,职工的专业构成如生产人员、销售人员、技术人员、财务人员、行政人员等,职工的教育程度和年龄情况以及有关职工的其他情况,例如福利、劳保、待业保险、养老退休金等。

g. 发行人的经营业务范围。

h. 发行人的主要业务。

i. 发行人的主要产品品种、生产能力、主要市场及其市场占有率情况的销售额、销售方式等(包括海外市场)。

j. 发行人业务收入的主要构成,如果发行人有两种以上(含两种)主要业务或主要产品,说明每种主要业务或产品在收入中所占的份额。

k. 主要原材料的供应、自然资源的耗用情况,如果涉及外汇收支平衡问题,还应予以说明。

l. 对发行人业务有重要意义的工业产权和其他类似无形资产的有关情况。

m. 新产品、新项目研究开发的有关情况。

n. 正在进行或计划进行的投资项目、技术改造、产品更新的一般情况,包括对机器设备、土地、厂房及研究开发项目的投资。

o. 国家的政策、法规、制度等对发行人改制前的生产经营条件(如原料与能源的供应和价格、产品或服务的销售 and 价格、税收、员工的聘用及工资水平、产品或业务的专营与垄断等方面)是否有限制或优惠,这些限制或优惠在公开发行人股票之后是否依然存在。

p. 发行人在过去三年内如果发生过重大改组、变更、收购、兼并、清理整顿行为以及重大投资行为,需给予详细说明。

在这一部分内容中的某些部分如果属于发行人的重要商业秘密,可适当简化。

⑪发行人公司章程或公司章程草案的摘要。这一部分摘录发行人公司章程或章程草案中的部分主要内容,包括(但不限于)下列各项:

a. 股东的权利、义务。

- b. 股东会的职权和议事规则。
- c. 公司法定代表人及其职权。
- d. 董事会的组成、职权和议事规则。
- e. 经营管理机构的组成、职权和议事规则。
- f. 监事会的组成、职权和议事规则。

⑫董事、监事、高级管理人员及重要职员。这一部分介绍发行人的董事、监事、高级管理人员及重要职员的简单情况,包括(但不限于)下列各项:

- a. 姓名、性别、年龄、学历、职称。
- b. 正在担任和曾经担任的重要职务及任期。
- c. 重要业务简历。
- d. 其他。

高级管理人员是指发行人日常管理的最高负责人及其主要助手,例如总经理、副总经理、总会计师等或者与这些职务相当的主要负责人。重要职员是指除高级管理人员之外的对发行人具有一定程度控制权或者对发行人生产经营活动至关重要的人员。

⑬经营业绩。这一部分介绍发行人在过去三年中的经营业绩,包括(但不限于)下列内容:

- a. 生产经营的一般情况。
- b. 每年销售总额和利润总额的情况。
- c. 完成的主要工作,包括完成的重大项目和科研成果等。
- d. 产品或者服务的市场情况。
- e. 产品性能、质量方面的情况。
- f. 筹资与投资方面的情况。
- g. 生产经营设备、主要固定资产增加、改进的情况。
- h. 经营管理的改进与提高。
- i. 职工数量与业务水平方面的变化,等等。

⑭股本。这一部分介绍发行人股本的下列有关情况:

- a. 注册股本。
- b. 已发行的股份。
- c. 超过面值缴入的资本及其用途。

d. 如果发行人已进行过股份制改组,定向募集或本次发行不是首次公开发行,本次发行前股份的结构,包括国家持股、法人持股、个人持股(其中内部职工持股)、外资持股等各占的份额。

e. 如果已发行过内部职工股,内部职工股是否严格地限制在本企业职工范围之内,是否已全部按照要求集中托管,根据《股份有限公司规范意见》第三十条第五款的规定,内部职工股不得上市交易的截止日。

- f. 发行人认购股份的情况。
- g. 本次发行后公司股份的结构。
- h. 本次发行后净资产总额。
- i. 本次发行前每股净资产。
- j. 本次发行后每股净资产。

k. 本次发行前持有发行人 5% 以上(含)股权的股东名单及其简要情况,如果股东总数超过 10 名,但持股 5% 以上的股东不足 10 名时,则应提供按持股比例排列的前 10 名股东的名单及简要情况。

l. 董事、监事、高级管理人员及重要职员持有股份情况,包括持有本发行人及其他关联企业股份的情况。

#### m. 股票回购程度

根据《股份有限公司规范意见》第三十二条的规定,发行人一般不得收购其发行在外的股票,当发生例如《股票发行与交易管理暂行条例》第四十六条的情况,发行人需要购回已发出的部分股票时,说明所应执行的程序,例如报告需回购的情况,向有关部门和董事会提出申请、审批、收购、披露等。

⑮ 债项。这一部分陈述发行人在特定日期(不得早于本招股说明书所载最新一期财务报表截止日)的主要借款情况,包括银行贷款、公司债、内部人员和关联人贷款等以及或有负债、主要合同承诺等。下列资料的日期必须载明(见表 3.8.1)。

表 3.8.1 债项情况统计

债项各类	金 额		利率	债务期间	抵押或担保的情况	其他限制性条件
	短期	长期				
银行贷款						
公司债						
内部人员和关联人贷款						
合 计						

#### 主要合同承诺：

所有债项均应区分有担保、无担保、有抵押、无抵押、不同期间不同利率,分别列示。如果因为发行人的股票公开发行和上市而导致对其担保的改变,应予说明。

发行人如果有逾期未偿还的债务,应当对其金额、利率、贷款人资金用途、未按期偿还的原因、预计还款期等做详细说明。

⑯ 主要固定资产。这部分介绍发行人及其子公司拥有或者占有的主要固定资产一般性质、原值、用途、折旧情况和所在地等。主要固定资产包括：

a. 各种房地产(包括土地使用权)、建筑物、厂房等。

b. 各种矿产等自然资源。

c. 主要生产、经营、运输、办公设备等。

d. 由原企业改制设立的发起人,原则上不应该将原企业固定资产中的非生产性、福利与服务项目,例如食堂、医院、学校、影剧院、职工宿舍等转移到股份制企业中。如果因某些原因而无法将非生产性、福利与服务性资产完全剥离,应对这部分资产的有关情况充分披露。

⑰ 资产评估。这部分介绍国有企业改制为股份制企业时进行资产评估的有关情况,包括(但不限于)下列各项：

a. 公司各类资产(指资产负债表大类划分)评估前账面价值及固定资产净值。



- b. 公司各类资产评估后净值。
- c. 各类资产增(减)值幅度。
- d. 各类资产增(减)值的主要原因。

在这部分中还应该简单介绍资产评估时采用的主要评估方法。

⑱财务会计资料。这一部分列示发行人主要财务会计资料,包括(但不限于)以下各项:

a. 资产负债表主要数据:流动资产、固定资产、无形资产和其他资产、总资产、流动负债、长期负债、股东权益。

b. 利润表主要数据:净销售收入或者营业收入、销售成本与销售税金、期间费用(包括销售、管理、财务费用等)、营业外收支、非常项目损益、税后利润。对于发行人原已是股份有限公司的,还应当提供每股盈利、派发股利等资料。

上述主要财务会计资料的有关要求与招股说明书正文第一项第三款“主要会计数据”的要求相同。

申请公开发行股票的发行人设有子公司的,应当提供合并报表数据及其发行人单独的报表数据。

上述数据应以人民币元或者千元为单位,以元为单位的,原报表中的分、角通过四舍五入略去。

c. 在这部分中还应当对所列示的资料做出必要说明,说明的内容应包括(但不限于)以下方面:

对发行人财务状况和经营成果的一般性介绍;

主要会计政策及对合并报表所采用的会计处理方法;

资产、负债、销售(营业)收入、销售成本的主要内容或者对之有重大影响的项目;

如果在几年比较数据中主要项目出现较大波动和变化,说明造成变化的原因;

如果有正在进行或者计划进行的重大资本支出项目,说明资本支出项目对企业财务状况和经营成果的影响及其资金来源;

发行人在最近三年中资产流动性的情况及趋势,包括营运资金和流动性比率的增减变动及其原因,等等。

在这部分中还应提示,如果投资人欲对发行人的财务状况、经营成果及其会计政策进行更详细的了解,应当认真阅读在附录中所载的发行人财务报表和注释。

⑲盈利预测。如果发行人或其财务顾问或其承销商认为提供盈利预测数据将有助于投资人对发行人及其所发行的股票做出正确判断,且发行人确信有能力对最近的未来期间的盈利情况作出比较切合实际的预测,则发行人可在招股说明中提供盈利预测数据。预测的数据包括会计年度税后利润总额、每股盈利及市盈率。预测应是在对一般经济条件、营业环境、市场情况、发行人生产经营条件和财务状况等进行合理假设的基础上,按照发行人正常的发展速度做出的。如果预测中包括尚未使用的项目的收益,则应当有确实的证据,证明该项目在预测期间内能够投入使用并且产生预测的收益。预测期间的确定:

a. 如果预测是在发行人会计年度的前六个月做出,则为自预测时起至该会计年度结束时止的期间。

b. 如果预测是在发行人会计年度的后六个月做出,则为自预测时起至不超过下一会计年度结束时止的期间,但最短不得少于十二个月。

盈利预测所采用的各项假设必须加以说明。注册会计师必须对盈利预测所采用的会计政策和计算方法进行审计并做出报告。盈利预测所采用的会计政策必须与招股说明书所载财务报表所采用的会计政策一致。

②重要合同及重大诉讼事项。这一部分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。重要合同是指对发行人生产经营活动、未来发展或者财务状况具有重要影响的合同。重大诉讼事项是指其对发行人的财务状况、经营成果、声誉、业务活动、未来前景等可能产生较大影响的诉讼或者发行人的董事、监事、高级管理人员受到刑事起诉。凡发行人及其母公司、子公司、控股公司、关联公司、发行人的董事、监事、高级管理人员、持有发行人5%以上(含)股份的主要股东作为重大诉讼一方当事人的,都应予以披露。披露的内容包括:

- a. 受理该诉讼的法庭的名称。
- b. 提起诉讼的日期。
- c. 诉讼的主要当事人和代理人。
- d. 提起诉讼的原因和争议双方各自的理由。
- e. 请求何种赔偿,可能赔偿的数额或者受到的处罚。
- f. 证监会要求予以披露的其他事项。

③公司发展规划。这部分介绍发行人已经制定的、比较切实可行的发展计划与安排,包括(但不限于)以下内容:

- a. 发行人的生产经营发展战略。
- b. 发行人的发展目标和规模。
- c. 发行人的市场发展计划。
- d. 发行人的销售计划。
- e. 发行人的生产经营计划。
- f. 发行人的固定资产投资计划。
- g. 发行人的人员扩充计划。
- h. 发行人的资金筹措和运用计划,等等。

(4)附录。附录至少应包括以下各项:

①财务报表及其注释和审计报告(不少于三年的利润表,不少于两年的资产负债表,不少于一年的财务状况变动表或现金流量表)。

②财务报表差异调节表(如果发行人既发行A股,又发行B股或者在境内发行,又在境外发行,由于会计准则的不同导致不同类型的股票同期财务数据不完全相同的,应当对其差异编制调节表,说明差异的原因)。

- ③资产评估报告。
- ④盈利预测报告和注册会计师的意见。
- ⑤法律意见书。
- ⑥发行人的公司章程和细则。
- ⑦发行人的营业执照。

(5)备查文件。备查文件至少应当包括以下各项:

- ①发行人成立的注册登记文件。

- ②主管部门和证券交易所批准发行上市的文件。
- ③承销协议。
- ④国有资产管理部门关于资产评估的确认报告。
- ⑤发行人改组的其他有关资料。
- ⑥重要合同。
- ⑦证监会要求的其他文件。

同时还应当说明备查文件的查阅期间(不应短于发行期间)和查阅地点,这些地点应当是投资公众较易达到的地点,例如发行人、承销商、证券交易所和证监会所在地等。

## 二、招股说明书确定

招股说明书是由公司全体发起人或者董事通过后确定的。《公开发行股票公司信息披露实施细则(试行)》第一章第五条的规定,公司的全体发起人或者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。而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、完整性进行认真查核,保证经其查核后的文件内容没有虚假、严重误导性陈述或重大遗漏,并对此承担相应的法律责任。

招股说明书的有效日期为六个月,自招股说明书签署之日起计算。发行人不得使用过期的招股说明书发行股票。当招股说明书虽未失效,但是发生不修改招股说明书就会产生误导事件或者招股说明书已经失效,发行人与其承销商有责任对招股说明书作出相应的修改,补充最新的财务资料和其他信息。对作过有任何修改后的招股说明书(包括招股说明书概要),必须在其公布之前报证监会审核。

## 三、招股说明书刊登

根据《公开发行股票公司信息披露实施细则(试行)》第二章第七条的规定,公开发行股票的公司编制完成招股说明书后,应当将经签署的招股说明书和招股说明书概要随其他发行申请文件一并报送当地省或计划单列市一级政府或中央企业主管部门。经上述部门批准后,将上述文件一式 12 份报送证监会复审。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—5 个工作日将招股说明书概要刊登在至少一种证监会指定的全国性报刊上,并将招股说明书放置在发行人公司所在地、拟挂牌交易的证券交易所、各承销机构及发售网点,供公众查阅,并且在发售网点全文张贴,同时报送证监会 10 份,以供备案和投资公众查阅。

招股说明书概要应以一万字左右的篇幅编制,其应该简要地提供招股说明书的主要内容,但是不得误导投资者。在招股说明书概要标题下必须载明下段文字:

“重要提示:本招股说明书概要的目的仅为尽可能广泛、迅速地向公众提供有关本次发行的简要情况。招股说明书概要本身不是发售股票的法律文件,投资者在做出认购股票的决定之前,应先仔细阅读招股说明书全文,并以全文作为投资决定的依据。”

在招股说明书概要的风险因素与对策中需要注明:“投资者在评价本发行人此次发售的股票时,应特别认真地考虑下述各项风险因素。”

## 第二节 上市公告书

### 一、上市公告书内容

上市公司编制上市公告书的内容必须符合《股票发行与交易管理暂行条例》第 34 条所列事项及批准其上市的证券交易所上市规则中的有关要求。上市公告书中载有的财务会计资料,其资产负债表报表日和其他规定的报表的报告期间终止日距挂牌交易首日不得超过 180 日,其盈利预测期间自挂牌交易首日起至盈利预测期间终止日,不得少于 90 日。上市公告书的内容,除应包括招股说明书的主要内容以外(《条例》第 15 条规定的内容),还应包括以下事项:

- (1)股票获准在证券交易所上市的日期和批准文号;
- (2)股票发行情况、股权结构和最大的 10 名股东的名单及持股数额;
- (3)公司创立大会或者股东大会同意公司股票在证券交易所上市交易的决议;
- (4)董事、监事和高级管理人员简历及其持有本公司股票的情况;
- (5)公司近 3 年或者成立以来的经营业绩和财务状况以及下一年的盈利预测文件;
- (6)证券交易所要求载明的其他事项。

自发行结束日到挂牌交易首日不超过 90 日,或招股说明书尚未失效的,发行人可以编制简要上市公告书,并且应当指明该公司发行该种股票的招股说明书曾于何时刊登在何种报刊的何版上。但如果因编制简要上市公告书而省略的事项在该期间发生重大变化,发行人及其上市推荐人有义务作出说明。

### 二、上市公告书格式

上市公告书必须用幅面为 209×295mm 规格的(A4)标准纸,其格式依次为封面、目录、正文、附录和备查文件。

- (1)封面:内容包括重要提示、上市日期、上市地、总股本、上市推荐人、股份登记机构。
- (2)正文一般包括:释义、绪言、本公司概况、股票发行与股本结构、公司创立大会有关决议、股东持股情况、主要财务指标、董事会承诺、重要事项揭示和咨询机构。
- (3)附录:一般包括简化的财务报表以及简要的财务分析。
- (4)备查文件:包括上市通知书、验资报告、发行完毕后创立大会纪要、上市协议、招股说明书和上市推荐书。备查文件置于上市公司以供查询。

### 三、上市公告书刊登

发行人在其股票挂牌交易首日前三个工作日内,应当将简要的上市公告书全文或不超过

一万字的上市公司公告概要刊登在至少一种中国证监会指定的全国性报刊上。发行人还应将上市公司公告书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 10 份,以供投资公众查阅。

## 第三节 配股说明书

配股说明书是公司配股时须向政府有关部门、证券主管部门、证券交易所报送及公布的详尽说明配股事项的法律文件。公司配股时须在中国证监会指定的全国性报刊上公布配股说明书,并同时公布配股说明书附录和备查文件中的全部文件的索引。配股说明书的有效期不超过 6 个月,自配股说明书签署之日起计算。上市公司不得使用过期的配股说明书配售股票。配股说明书的编制须遵循中国证监会公布的《配股说明书的内容与格式(试行)》。公司配股时如对规定的内容作出修改,需予以说明。配股说明书包括封面、正文、附录和备查文件四个部分。下面主要着重介绍配股说明书正文部分。

(1) 绪言。主要载明编写配股说明书所依据的法规、批准和复审本次配股方案的部门、声明公司董事会全体成员确信说明书中不存在任何重大遗漏或者误导,并对其内容的真实性、准确性、完整性负个别及连带的责任。绪言部分还必须载入下列文字“本次配售的股票是根据本说明书所载明的资料申请发行的。除本公司董事会和主承销商外,没有委托或授权任何其他人提供未在说明书中刊载的信息和对本说明书作任何解释或者说明”。

(2) 配售发行有关机构。应列出以下有关机构的名称、所在地、电话、传真以及这些机构中与本次配售发行有关的联系人姓名;该股票上市的证券交易所;上市公司及其法定代表人;主承销商、股份登记机构等等。

(3) 本次配售方案。

① 配售发行股票的类型、每股面值、配售发行的股份(或配股权证)数量、每股发行价。

② 股东配股比例,如果发行配股权证,还须列明每张配股权证可认购的股份数量。

③ 预计募集资金总额和发行费用。

④ 股权登记日和除权日。

⑤ 发起人和持股 5% 以上的股东(持股数量以股东大会时的股权登记为准)放弃或出让(全部或部分)配股权的承诺,应包括股东名称、现持股量、放弃或出让配股权的数量。如果进行配股权的转让,应详细说明转让的方式,并明确说明国家目前对转让后股份的流通方式的政策。

⑥ 如果持股 5% 以上的股东拟采取非货币资金方式认购本次配售的股份,应详细说明以该种方式认购股份的总量、股票价格的折算方法、资产评估机构的报告摘要和有关主管部门审批意见的摘要。

⑦ 配售前股本总额、股本结构。其格式可参照公开发行股票公司信息披露的内容与格式准则第五号《公司股份变动报告的内容与格式》(试行)中附表的格式。

(4) 配售股票的认购方法。

① 配股缴款起止日期。

②缴款地点。

③缴款办法,应详细列示缴款手续和支付方式。

④对逾期未被认购股份的处理办法。

⑤若采用配股权证方法配售股票,应列示配股权证的派发方式及交易办法。

(5)获配股票的交易。

①获配股票中可流通部分的上市交易开始日。

②配股认购后产生的零股的处理办法。

(6)募集资金的使用计划。

①项目简介:应扼要说明有关的项目名称、所属行业、投资总额、本次募集资金的投入额、投资方式和期限,若有两个以上项目,应分别陈述。

②有关立项、审批情况的说明,应陈述有关国家产业政策、政府审批意见,应列出有关批文的文题和编号。

③上市公司如做盈利预测,则应列示所预测年度税后利润总额、配股后按全面摊销计算的每股税后利润值和净资产税后利润率。

(7)风险因素及对策。

①上市公司应参照公开发行股票公司信息披露的内容与格式准则第一号《招股说明书的内容与格式(试行)》正文第五节“风险因素与对策”的内容予以披露。

②如果采用余额包销以外的方式发售股票,上市公司应当对本次发售的股份可能未被足量认购的情况做必要的分析和说明。包括未认购股票的处理,上市公司拟投资的哪些项目将受到不利影响,其预计年度盈利水平和其他主要财务指标将出现何种程度的变化,上市公司拟采取哪些措施弥补资金需求的缺口以减少上述风险的影响等。

(8)配股说明书的签署日期及董事长签名。

## 第四篇

# 股票交易

## 第四篇



# 第一章 证券交易基础

## 第一节 证券交易概述

### 一、证券交易的概念

证券交易,是指已发行的股票、债券、投资基金等有价值证券在证券交易市场上进行买卖、转让和流通的行为。对于证券投资者来说是相互间按照各时点的价格,买卖已经发行过的有价值证券的交易行为。其与证券发行一起成为证券市场的两项基本组成部分。相对于“证券发行市场”来说,证券交易就是在“证券流通市场”(又称“次级市场”或“二级市场”)上投资者相互之间买进或卖出持有的有价值证券。任何一笔交易,仅引起证券的易手,并不创造新的资产。因此,次级市场交易并不导致盈余部门的资金向赤字部门流动,市场上的变化也不影响筹资者已筹集的资金。这是证券交易与证券发行的重要区别之一。

证券交易是买卖旧证券即买卖已发行证券的行为,虽然这种交易行为并不能增加社会投资总额,也不增加新的金融资产,但可以实现证券的流动性和满足变现的要求,还可以为新的投资者提供投资机会。

在证券流通市场上,买者和卖者基本上都是有价证券的投资者,他们之间的关系基本上是单纯的买卖关系。这一点与证券发行市场也是有区别的。在证券发行市场上,买者是证券投资人,而卖者却是证券发行人。买卖双方不仅仅是买卖关系,而是具有更深刻的经济关系。例如,证券投资者从股票发行者那里购买了股票后,便拥有了相应数量的该发行者的财产所有权;再如,证券投资者从债券发行者那里购买了债券后,便拥有了该发行者相应数量的债券。在证券流通市场上买卖的有价值证券,都是通过证券发行市场供应到社会上的“旧”证券,其买卖无论多么频繁,都不会增加有价值证券的市场存量。而在证券发行市场上成交的有价值证券则全部是新发行的证券,意味着增加证券市场的供应量。证券交易是按各个时点的价格进行的。有价值证券进入流通市场之后,其价格由供求关系决定,而影响证券市场供求的因素却十分复杂,经常出现证券交易市场上的价格大大偏离证券本身所能代表的实际价值的现象,并且,由于影响证券市场供求关系的各种因素经常发生变化,因而在不同时间点上,证券的买卖价格也是

经常波动的。

## 二、证券交易的本质

证券交易和证券发行是相互依存、相互制约的。证券发行通过一种纵向关系将发行者和投资者联系起来,而证券交易则是通过一种横向关系将同是投资者(投机者)的证券买卖双方联系起来。证券发行仅是权利证券化的形式,其本质需要一种手段来体现,可以说证券的本质在于其具有可流动性,即可以合法便利地交易转让。证券交易的本质则在于赋予证券(有价证券)的流动性。证券发行使投资者可以在发行市场上购得证券,在未到期之前,他是否能够或迅速地将其变现,取决于证券交易的存在与否以及活跃程度。证券交易越活跃,证券的流动性越大,变现能力越强,证券发行市场融资功能越能正常发挥。证券发行作为整个证券市场的基础环节,通过新证券的创造,为证券交易提供交易的对象,同时,证券发行市场提供的品种数量及发行方式等,也决定着证券交易市场上流通证券的种类、流通量和整个市场交易的规模。另一方面,证券交易市场通过提供证券的流动性、变现性,满足投资者的各种需要,也为证券发行创造了更大的证券需求。证券交易也是使证券之所以成为“证券”的必不可少的行为。从而进一步体现证券区别于债权契约、合同文件、不动产证书等其他非证券化财产的本质特征,也进一步证明了证券交易的本质,它使证券反映出市场化的资本关系。证券的本质依赖于证券交易的本质而存在,脱离了证券交易的市场和制度,就不可能存在现代意义上的证券概念。因此,完善和健全证券交易制度和市场,才能更好地实现证券权利化的过程,才能更好地利用证券的资本市场化功能,以实现市场经济关系的深层次发展。

从证券交易的功能也能反映证券交易的本质:

(1) 证券交易使证券具有市场性。保证证券所有者能在市场上随时出售所持有的证券。为投资者购买长期证券时,解除了以备不时之需的心理压力,使投资者能够有一个良好的证券买卖场所。

(2) 证券交易所使证券能维持一个合理的价格。世界上许多国家的发达的证券交易市场,以其范围广、竞争强而著称,并且证券的交易以拍卖的方式达成,在这样大规模的公开竞争条件下形成的价格,一般来讲是比较公平合理的。

(3) 证券交易所使证券常常成为筹措银行贷款的抵押品。由于证券的市场性和合理的价格等特点,使得银行以证券作为抵押品一般是比较安全的,一旦借款人不能偿还贷款,银行可以迅速地出售其抵押的证券而不会受太大损失。

(4) 证券交易流通市场使资金流向更趋合理。证券交易所的存在使投资者根据自己的意愿,随时投资或变现,投资者为了追求其投资收益,一般愿意将资金投入有潜力、有前景的经营得法的企业。这些企业往往能有效地运用资金,保障投资者得到较高的投资收益,同时整个社会经济也能因资金的高效率地运用而得到较快的发展。

## 三、证券交易的原则

证券交易的“三公”原则,是指在证券交易中,应当遵循公开、公平、公正的原则。从法理上讲,证券法规所确定的“三公”原则是民法中:“保护公民、法人合法民主权利,平等,自愿,等价

有偿;公平,诚实信用;遵守法律,尊重社会公德,社会公共利益。”五项基本原则的延伸。《股票发行与交易管理暂行条例》第3条规定:“股票的发行与交易,应当遵循公开、公平和诚实信用的原则。”

由于投资者的购买决策是建立在对证券所代表的物的价值或者利益的现状估计与前景预测上,为了保证投资决策的正确,投资人必须了解有关证券发行人的重要事实,了解该种证券所代表的物究竟是什么,其价值和利益究竟有多大。为达到此目标,证券交易法中应当规定公开原则,证券发行中应当通过公开说明书等信息载体,将发行人的财务状况,完整、准确、真实、及时地提供给每一位投资者。可以说,公开原则是证券交易法所坚持的最基本原则。根据我国现行的证券法制度,任何类型的证券发行与交易都必须遵循公开性原则,以使投资公众对于其受约购买的权利财产具有充分、真实、准确、完整并且不受误导的了解。我国证券法规中关于招募文件的必要条款和必要内容的规则,关于证券发行人持续性信息披露责任的规则,关于发行人与承销人对于信息披露真实性和完整性保证的规则,关于证券发行方式的规则等,都不过是这一原则的具体表现。在我国证券法规尚不完善的条件下,充分发挥公开性原则的概括调整作用和法律解释作用具有极其重要的意义。从理论上说,公开性原则在证券法中是基本原则,公平和公正原则仅仅具有从属性原则的意义,自从美国1934年《证券交易法》确定了公开性原则以来,这一原则一再为各国证券法所强调,并逐步发展为各种类型的产权交易制度所统一遵循的基本原则。值得说明的是,现代证券法中的公开性原则并不意味着证券发行应采取公开发行的方式,也不意味着证券交易仅能采取证券交易所上市交易的形式。实际上,公开性原则是现代证券发行与交易的基本原则,它不仅适用于证券公开发行和证券上市交易,而且普遍适用于任何形式的证券发行与交易。公正与公平原则是指证券交易在公开性基本原则上必须遵循的原则。公平强调平等,公正强调正当、正确,即用健全完善的证券交易法规有效地禁止不正当交易行为,准确、及时制裁不公正交易行为,保护广大投资者的正当权益,保障证券交易市场的正常运作。“公正性”在集中交易市场证券交易所体现的比较充分,证券买卖双方都不直接参与交易,而是通过证券交易所内的经纪人代理买卖。证券交易所本身既不持有证券,也不参与证券买卖,更不能决定证券的价格,它只是为买卖双方提供一个进行公开交易的场所,并兼有管理证券交易的职能,以形成证券交易的公正合理的价格和有条不紊的秩序,促使证券迅速和顺畅地流通,也就是说,证券交易所为证券买卖双方提供一个进行公正交易的高效率的市场,以保证证券交易迅速、合理、正当,资金和证券转移准确及时。

证券交易的公正原则也就是制止背信的原则,即“反欺骗”。政府对证券交易的管理要站在监督的立场上,使证券行市的变动,不受人为因素的影响,而主要取决于客观的市场供求状况。为此,政府要对发行公司、证券交易所、证券自营商及经纪人进行严格管理,防止交易中有关欺诈、垄断、操纵及其他非法的证券投机行为,防止证券市场演化为非法投机场所。

为了保证证券交易公正性,证券市场上的一切交易必须在公正的前提下进行。防止知情者交易谋利是保证证券交易公正的主要问题。各国证券交易法规都对知情者交易作出了明确禁止规定,我国也不例外,通过委托人名册登记和事后的调查确认,可使每个投资者的身份得到证实,从而防止知情者违规交易的发生。

#### 四、证券交易种类

证券交易种类是证券交易的基本环节,它随证券市场的形成、发展而不断发展、丰富。现代证券市场中的交易种类方式繁多,从不同角度可做不同分类:①从交易场所的角度来看,可分为集中交易市场和分散交易市场。②从买卖双方交易主体结合方式来看,可分为议价买卖和竞价买卖。前者是古老的交易方式,是场外交易市场上证券买卖方式;后者则是现代证券交易所中股票交易的主要方式,为证券交易所证券买卖所采用。③按达成交易的方式来看,可分为直接交易和间接交易,前者指买卖双方直接见面,自行清算交割的证券交易方式,后者则是委托中介人进行证券买卖的交易方式。④按证券交易的对象不同,可分为股票交易、债券交易、基金交易和其他金融衍生品交易。⑤按交割期限不同,可分为现货交易、期货交易、期权交易和信用交易,这种划分也指投资者在证券市场上进行证券买卖活动时所采用的投资方式。

##### 1. 现货交易

现货交易,是指买卖双方成交后很短的时间内进行交割,买者付出现金,卖者交付证券。在未交割前,买卖双方都不得以转卖或买回证券的方式毁约或解约。现货交易与零售商业一手交钱一手交货的现货交易有所不同,股票的现货交易是在市场成交后很短的时间内(最长不超过5天)卖者将股票交付买者,同时,买者将现款或支票交付给卖者,这在证券市场上称作交割。所以,证券交割中的现货交易并不是现场的现货交易,而是将成交与交割分离开来;不过分离的时间并不长,有当日交割、次日交割、例行日交割、发行日交割等。

##### 2. 信用交易

信用交易,又称保证金信用交易、垫头交易,是指证券交易者在买卖证券时只向经纪人交付欲交易总量一定百分比的现款或证券(称为保证金),不足部分由经纪人或是通过银行贷款提供而进行的交易。信用交易可进行超过保证金数倍的证券买卖,由此制造虚假供需,使那些想参与证券买卖,但又缺少足够现金和证券的人能够进入市场,从而扩大了参与的人数和交易量。其重要功能是维持了市场的经常性买卖活动和公正价格的形成,进而活跃了市场,客观上产生了“价格发现”的机制。另外,信用交易是促进股票市场价格接近实际价值的因素,当然,信用交易中的卖空交易也有扰乱股票市场的负作用。证券信用交易分两种情况:

(1)保证金购入交易。投资者先开立保证金账户,每次购买证券都必须按规定的保证金比率交纳,其余由经纪人的贷款形式垫付、代其购入证券,一般而言,保证金的比率越低投资者进行买卖的数额就越大,相应的收益或损失就越大。

(2)保证金的卖空交易。实质是证券交易者向经纪人借入证券先卖出,然后再买回证券还给经纪人。证券交易者在向经纪人借入证券时,同样要交给经纪人一定的保证金(所借入证券市价与保证金比率的乘积),这种交易主要是为了投机,交易者大多考虑到证券价格将下跌,从而通过高价卖出,低价买进还给证券经纪人来获取利润,相反则损失一笔资金。

信用交易采用过多会造成虚假市场需求,人为造成市场波动,因此各国都对这种交易进行严格管理,主要利用保证金的管理来控制,如调整保证金比率;控制市场的信用总量;规定起始保证金;规定维持保证金率,在交易过程中随时按需要追加保证金,使保证金能维持亏损的弥补和还款,即达到规定的维持保证金率;规定最低保证金限额;实行抵押品制度;限制信用保证金的使用。

### 3. 期货交易

期货交易,又称期货合约交易、定期清算交易,是指交易双方成交后,交割和清算要按契约中规定的价格在远期进行。期货交易和现货交易有很大的不同:①期货交易可以用少量资金进行较大数额的投资。由于期货交易是远期交割,因此投资者即使不持有足够的资金和证券,只要支付少量的保证金,就可以买较多的证券。②在交割日之前可以通过对冲买卖卖出和买进期货,只进行差额清算。证券期货交易源于商品期货交易,目的不是要获取利润,而是在价格上得到保证。转移风险,确保价格的稳定是期货交易的主要功能,而期货交易中的投机者则是为了赚取在买卖期货合同期间价格上升或下降的差价。其特点如下:

(1)对冲交易占绝大多数。真正在契约规定的交割日的实物交割不多,因为购买期货的投资者,为了规避风险,多在购买一种期货之后(可同时),又购买与此相反的合约。据统计,98%左右的期货交易者在期货交易到期之前,就通过对冲了结了交易。

(2)交易活跃,流动性强。主要是机构投资者,为规避价格风险,积极参与市场,使交易活跃,风险分散。

(3)采用有形市场形式,实行押金制度,交易安全可靠。

(4)期货交易对象——期货合约具有标准化、一致性、易销售性、简单性等特点,适于各种证券采用。

期货交易中不存在借贷关系,而信用交易是以借贷关系为基础。期货交易中设定不同于现货交易的价格,而信用交易的价格与现货交易相同。期货交易的交易单位是期货合约,期货合约中载明买卖的标准物,在数量、质量、交割时间方面是按标准化设定的,交易方式基本有三种。

(1)多头交易,即买空或做多。

(2)空头交易,即卖空或做空。

(3)多空套做,即买空者或卖空者并不一定真正需要持有股票或支付价款,在买卖结算中,凭账户结算,根本无需以股票或价款全数支付,而只需收进“差价”,或者付出“差亏”,也叫“以多翻空”或称“以空翻多”。期货交易又可细分为债券期货交易、利率期货交易、股票指数期货交易等。

### 4. 期权交易

期权交易,又称选择权交易,是指金融商品交易权利的一种买卖。这种权利就是以未来特定时间为行使期限,以协定价格(即履约价格)买卖特定数量的某种商品的权利。金融期权有买入期权与卖出期权两种基本类型。所谓买入期权(call option),是指期权购买者可在约定的未来某日期以事先约定的价格(即协定价格)向期权出售者买进一定数量的某种金融商品或金融期货合约的权利。买入期权也称“看涨期权”。所谓卖出期权(put option),是指期权购买者可在约定的未来某日期以协定价格向期权出售者卖出一定数量的某种金融商品或金融期货合约的权利。卖出期权也称“看跌期权”。期权交易特点:①买卖的对象不是实质的证券而是权利。也就是说投资人与交易商签订一个契约,允许投资人有权在规定的期限内按协定价格买进或卖出一定数量的证券,不管这种证券那时的价格已经升高还是降低。同时投资人要为此种权力付出一定的费用。通常为协定价格的1%~2%。②买方与卖方非对称的权利、义务关系,即期权的买方,对期权的卖方,拥有要求履行按行使价格买卖特定数量的某商品的“权利”,但没有必须履行买卖的“义务”。而期权的卖方,对期权的买方,没有要求履行买卖的“权利”,

如果期权的买方提出履行买卖的要求,则只有必须满足其要求的“义务”。在期权购买者既可在期权到期日这一天行使其权利,也可在期权到期日前的任何一个营业日行使其权利的称为美国式,只能在期权到期日这一天行使权利的称为欧洲式。比起期货交易,期权交易虽然复杂但比较安全,然而普及需要时间。期权交易是一种具有独特机能的商品,将来会有较大发展。根据标的物的不同性质,金融期权大致可分为外汇期权、利率期权、股票期权及股价指数期权等几种。

#### 5. 回购交易

回购交易,又称现交易,是指在卖出(或买入)证券(一般为债券)的同时,事先约定到一定时间后按规定的价格买回(或卖出)这笔证券,实际上就是附有购回(或卖出)条件的证券交易,主要分为两种:卖出回购交易和买入回购交易,又称回购交易和反回购交易。

(1)回购交易,是指在卖出一种债券时,事先约定在一定时期后按规定价格再从对方买回债券的交易。也就是附加买还条件的交易。回购交易目的是筹措短期资金,弥补临时性资金的不足,采用回购交易方式取得资金实际上是一种短期借款,但是由于它可以用该种债券作为借款的抵押,因此它的安全性高,利息率较低。一般来说,债券出售者支付利息有两种方式。一种是卖出债券价格要低于买进债券价格,该价差即为利息收入;另一种是卖出债券价格与买进价格是相同的,卖出债券方向对方额外支付一定的利息费用。

(2)反回购交易,是指在买进一种证券时,事先约定在一定期限后按规定价格再卖还给对方的债券交易,又称附加卖还条件的交易,目的是通过暂时性地持有债券,使富余的短期资金得到充分运用,从中获得持有期间的利息收益。

这两种方式是同时发生的,针对证券所有者和资金所有者来说的,回购交易又有三种方式:

(1)自己回购,是指证券公司以附有定期购回为条件卖出自己手持的证券来筹集所需的资金,它是证券公司为了自己筹措资金而进行的交易。

(2)委托回购,是指证券公司以外的证券持有者通过委托证券公司以现先交易的形式卖出自己持有的证券筹措资金,证券公司起到中介的作用。

(3)直接回购,是指一些资金不足的金融机构等不通过证券公司而是直接以附购回条件的方式将自己持有的证券卖给证券购买者(事业法人等)。

## 第二节 证券交易场所

为了发展证券交易,扩大证券交易的规模,主要途径就是在自然市场形成的基础上通过法律和政策手段建立不同类型的证券交易场所。我们在第一部分第七章中按证券市场运行和组织形式及历史沿革习惯上将证券交易市场分为“证券交易所”(场内交易市场)和“场外交易市场”。这种分法只是简单地以“证券交易所”作为划分的标志。从证券交易场所的组织严密与否可划分为集中交易市场和分散交易市场(若用“场外交易市场”这一概念易引起混淆,因它的外延和集中交易市场有交叉,如STAQ、NET系统这类交易市场不属于分散交易市场,但属于场外交易市场)。

### 一、集中交易市场

集中交易市场,是指设有固定的交易场所,并按照规定的程序和制度进行报价、交易、交割、结算的市场,是必须根据法律,经国家证券管理机关批准而设立的市场。最典型的集中交易市场就是证券交易所市场,所以说我们不能用证券交易所市场的概念来代替集中交易市场的概念。因为,就我国目前的情况看,证券交易的场所除证券交易所外,还存在着其他类似的集中交易市场。

#### 1. 证券交易所

是指通过集中竞价的方式,买卖股票、债券及其他有价证券的场所。一般的证券交易所都设有固定的交易大厅,附有各种各样的服务设施,如行情显示设备、通讯设备等,同时配备必要的管理人员。为了保证场内交易健康、公开、公正、公平地进行,交易所都制定了严格的交易程序和交易规则。在实行会员制的证券交易所,只有登记注册的会员才有资格派交易员在交易厅内开展交易活动,而一般的投资者则只能通过委托经纪人的方式,才能参与交易。只有那些经过交易所审核并批准的上市证券才能成为证券交易所市场上的交易对象。

早在16世纪的比利时安特卫普和法国的里昂就出现了早期的证券交易所,17世纪阿姆斯特丹证券交易所成为重要的证券交易中心。1792年24位股票经纪人在华尔街的梧桐树下签订的“梧桐树协定”成为当今世界最大证交所——纽约证交所的由来。据统计,目前世界上已有60多个国家设有证券交易所,证券交易所是规范化和高度组织化的证券集中交易场所,有些国家甚至只有一个证券交易市场。在我国,目前被国家证券管理部门认可的合法证券交易所只有两个,即上海证券交易所和深圳证券交易所。两家证交所都是证券集中竞价交易的有形场所,交易所本身是非金融性的法人机构,并不参与证券买卖,只不过提供交易场所和服务,同时兼有管理证券交易的职能。

上海证券交易所于1990年11月26日宣告成立,同年12月17日正式开张营业。注册资本1000万元人民币,为会员制非盈利性的事业法人,它由会员公司共同经营,彼此约束,会员制的最高权力机关为会员大会,下设理事会,理事由全体会员选举。其中部分须由非会员担任,代表公众利益。在上海证券交易所中,只有会员公司才能进入交易大厅直接参与证券交易活动,会员要为此交纳交易会员费。

上海证券交易所的基础组织及活动原则:会员限于经中国人民银行及其一级分行批准设立并具备规定条件的证券经营机构,即法人会员制,不吸收个人会员入场。交易所的组织机构分以下几个层次:会员大会为最高权力机构,每年召开一次会议;理事会为上海证券交易所日常事务决策机构;监事会,为交易所财务、业务工作的监察机构;总经理室下设综合部、交易部、管理部、清算部、行政部、工程部、调研部等职能部门。

业务范围:提供证券集中交易场所;管理上市证券买卖;办理上市证券交易的清算交割;提供上市证券的过户和集中保管服务;提供证券市场信息服务等。交易所采用现货交易方式,按价格优先、时间优先的竞价原则组织成交,初期以债券为主,现在债券、股票、基金并重,交易采用口头竞价、书面竞价和电脑竞价三种方式。目前以电脑竞价为主。当天买卖成交后,交易所将成交信息反馈给买卖双方,并通过大型电子显示屏幕将行情予以公布,同时通过电脑终端传送至会员所在地的营业场所。清算交割由交易所采用“净额交收”原则集中办理。为维护证券

交易的透明度,交易所综合部提供权威性、综合性的证券行情与分析预测等信息,一般客户如要买卖上市证券,必须委托证券商进行名册登记,开立委托买卖资金专户和证券专户并按规定办理手续。

深圳证券交易所于1989年11月15日开始筹建,1990年12月1日试营业,1991年7月经中国人民银行总行批准正式营业。它也是证券集中交易的有形场所,交易所本身是非金融性的法人机构,并不参与证券买卖,只不过提供证券交易场所和服务,同时也兼有管理证券交易的职能,由会员公司或证券商在交易所市场集中买卖上市证券,并通过公开竞价的方式来决定交易价格。就其组织来说是会员制的事业法人机构,为在深圳上市的有价证券(股票、债券、基金)集中买卖的合法场所。

深圳证券交易所分为会员、会员大会、理事会、监事会、总经理及各职能部门等几个层次。它在总经理以下设立六个内部机构,即总经理办公室、上市稽核部、交易交收部、电脑部、综合开发部、行政办公室。

在深圳证券交易所进行交易的证券经营机构,在购买交易所集中交易席位之后,可派2~3名出席代表到交易所集中交易市场进行有价证券的代理买卖或自营买卖。

深圳证券交易所目前有三种竞价作业方式:口头板竞价,白板作业,电脑自动撮合竞价。原则是买方以最高价成交,卖方以最低价成交的“复式竞价”。成交后由卖方出席代表立即填写成交记录单一式三联,并在打卡机上打上成交时间和成交记录并编号,然后将红色的一联交给买方的出席代表,蓝色的一联由卖方的出席代表没收,黄色一联交给交易集中市场管理人员查验,成交结果由代客户买卖的证券公司或证券部的出席代表及时通过交易所集中市场热线电话报告给自己所在的公司,并由公司转告顾客,同时交易所通过电脑网络,不断向社会公布每时每刻价格成交变化情况。

## 2. 其他集中交易市场

目前在我国的证券市场结构中,除了两个已被批准的证券交易所外,还存在一些集中交易市场,如北京的证券交易自动报价系统(STAQ)、中国证券交易系统有限公司(NET)、海南、沈阳、天津证券交易中心等,这些组织虽然名称不叫证券交易所,但无论从组织形式来看,还是从交易规则、程序以及服务设施来看,都与证券交易所极其相似,有的交易量甚至不亚于证券交易所,在这些集中市场中,有的只交易债券,如STAQ及海南证券报价交易中心,而有的则既交易债券、又交易股票,如沈阳、天津等证券交易中心。

(1)STAQ系统,即全国证券交易自动报价系统,是一个依托计算机网络进行有价证券交易的综合性集中交易市场,又属于场外交易市场,由中国证券市场研究设计中心于1990年4月着手开发,8月投入试运行,11月实现全国联网,1990年12月5日正式运行,中心设在北京,连接国内证券交易较活跃的大中城市,为会员公司提供有价证券的买卖价格信息以及结算等方式的服务。是非盈利性的会员制组织,会员大会是系统的最高权力机构,负责推选理事会。日常事务由执行委员会主持,执委会下设上市企业部、市场运行部、市场管理部、市场销售部、技术支撑部、清算部等,分项负责对系统的日常运行进行管理和监督。凡经政府主管部门批准成立可从事证券业务的各种经济组织,同时具备下述条件者可申请成为STAQ系统的会员:①经政府有关部门批准成立的法人。②经政府有关部门授权、准予经营有价证券业务。③自有资本总额超过1000万元人民币。④资信和经营状况良好,过去三年里连续盈利,平均利润不低于15%,最近一个年度自有资本中现金加有价证券市值不低于500万元人民币,自有



资本占资产总额 35% 以上。⑤两名以上通过系统业务考核取得交易员或业务经理资格的人员。⑥同意遵守本系统的章程、细则、仲裁规则与系统运行的有关规则和管理办法。⑦制定有保证交易公平,防止欺诈行为,督促从业人员遵守国家法律、法规和本系统章程、细则和其他内部监控制度。

STAQ 会员分为甲乙两类,甲类会员配备先进的专用汉化终端、打印机等设备,通过专用通讯线路与 STAQ 系统网络连接,可以通过终端在系统内报价、交易、计算、并获取市场信息;乙类会员公司所在地尚未具备计算机网络条件,可以通过电话拨号方式将自己的电脑终端与 STAQ 网络连接,并通过终端进行报价、交易、结算、获取市场信息。STAQ 系统主要提供以下服务:①即时报价。各地会员公司可通过 STAQ 终端将本公司上市证券的报价显示在所有 STAQ 终端上。②辅助交易。会员公司可用终端进行买卖的询价谈判直至成交,每笔交易达成后,系统主动记录并打印输出交易过程和成交确认书作为交易的正式凭证;各会员公司也可以订单形式委托交易中心代其交易。③信息分析。系统历史数据库以及经济数据库供会员公司随时查找。④统一结算。会员公司向中心发出结算指令,结算中心负责资金和证券的统计划拨和调配,保证清算环节高效可靠。

SYAQ 系统上市的券种中包括国库券、金融债券、企业债券、法人股等,凡是具备法人资格且能出示有效证明的境内企业、事业单位和社会团体均可以其依法可支配的资金,通过任意一个 STAQ 系统会员公司的代理,参加法人股的交易,开户时需提交经本单位法人签署,加盖单位公章的书面申请,提供法人营业执照或其他法人资格证明文件的复印件,并按要求填写“法人股股东名卡”,即可买卖法人股,每个法人单位可委托一个会员公司为其代理法人股流通转让业务,并在该公司处开户,不得多头开户。

(2)NET 系统,是中国证券交易系统有限公司(简称中证交)经营的全国电子交易系统,1992 年经中国人民银行批准,在国家工商行政管理局注册登记,于 1993 年 2 月 20 日正式成立。公司实行董事会领导下的总经理负责制,主要业务:提供证券集中交易的网络系统和设施;管理上市证券的买卖,为证券交易提供报价、清算、交割服务,并负责监管;提供有价证券的托管服务;提供证券市场的投资咨询及信息服务等。中证交开发和管理的全国电子交易系统于 1993 年 4 月 28 日开始试运行,系统的中心设在北京,并以通讯卫星连接全国各地的计算机网络,证券交易在电脑交易系统中完成,是一个无形的集中交易场所。由于是以卫星通讯网络支持该系统,使系统具有运行速度快、效率高、覆盖面广的特点;以计算机为手段,自动撮合成交。NET 系统不直接对投资人,而是直接对系统证券商。投资人只有通过系统证券商这一中间环节才能进入 NET 进行证券交易。投资人在 NET 系统买卖证券的具体做法:首先在 NET 系统证券商处开户(目前 NET 上市的证券主要是法人股,在人网会员的交易柜台开户时,所需文件主要包括法人营业执照或复印件,法人授权委托书及委托人身份证,保证金一般为 10 万元),开户后领取股东卡或保证金卡即可进行交易,交易时投资人委托系统证券商进行买卖。证券商把投资人的委托指令通过其与 NET 系统中央计算机连通的计算机终端直接输入 NET 系统自动撮合成交。每周一至周五为交易系统集中交易日,交易时间为 10:00~13:30,法定假日闭市,买卖申报当日有效,限价申报,股票单位为 1 股,申报价格升降单位一律为 1 分。申报竞价不能一次全部成交时,其余部分可继续竞价。交易系统有两种竞价方式:集中竞价和连续竞价。NET 清算时间为 T+2。

(3)证券交易中心。目前我国已有证券交易中心 26 个,以天津证券交易中心为例,介绍我

国证券交易中心这类集中交易市场概况。

经天津市政府和中国人民银行天津分行批准,天津证券交易中心于 1992 年 8 月 28 日成立。天津证券交易中心是按证券交易所模式筹建的,立足北方,面向全国,具有一定规模的有价证券集中交易场所。宗旨是:坚持公开、公平、公正、高效的原则,发展和完善证券市场,保护投资者的合法权益,促进经济发展。天津证券交易中心采取国际上通行的会员制。最高权力机关为会员大会。实行理事会领导下的总经理负责制,设有业务部、综合部、登记部、清算部和电脑部;采用最先进的无纸化交易方式,通过计算机集中公开竞价、自动撮合、自动过户、清算,充分体现价格优先、时间优先、委托优先的原则。面向全国吸收会员。目前,上市的品种中有国债、金融债券、企业债券和基金债券等,采用两种交易方式,即基金类债券采用电脑自动撮合方式,国债等其他债券采取口头申报竞价方式。中心实行中央清算制度,做到 T+0 完成证券商的一级清算,T+1 完成二级清算。有完善的证券管理法规,本市证券商可通过天津金融数据通讯网上网交易;外地证券商可通过卫星联网。1993 年 8 月 28 日建立天津证券登记公司,为本市办理证券登记、开户、过户、托管、分红派息、清算交割及代理异地证券登记公司业务法定机构。

## 二、分散交易市场

分散交易市场,是指没有固定的交易场所,由买卖双方通过讨价还价直接进行证券交易的市场。分散交易市场随处可见,其中主要有以下几种:

### 1. 证券商柜台交易市场

又称店头市场,是指证券商在证券交易所以外直接与客户进行有价证券买卖的市场,它是证券流通市场的一个重要组成部分。店头交易市场属于无形市场,与集中交易市场不同,店头市场上的成交价格由买卖双方协商确定,而并非集中竞价,店头市场上的主要交易对象是各种非上市证券,但是近年来上市证券的比例也有所增大,柜台交易市场曾被一些学者译为场外市场,但是现代证券交易市场的整体已经发生了很大的变化,场外市场这一概念的外延也被相应扩大了。STAQ、NET 这类自动报价系统及第三市场、第四市场等都被列入场外市场,所以,柜台交易市场既是场外市场的重要组成部分,也是分散交易市场的一种类型。柜台交易市场的证券商设立了一些交易网点,在门市上直接对客户交易有价证券,但这些交易网点在地理位置上较分散,规模不一,从组织的严密程度与证券交易所或是 STAQ、NET 大相径庭;而真正大宗的柜台交易,通常由证券商的业务员通过电话、电传、传真、电脑等通讯设备联系完成,具有明显的无形市场特征;且对参加者设有特殊限制,不采取集中竞价方式,而是通过购销双方单独、直接协商的方式确定成交价格,一般成交价为净价(不含佣金),在证券商之间的成交价格称为批发价格,在券商与客户之间成交价格称为零售价格,交易对象种类非常多,各种债券、股票、投资受益凭证等,零股交易十分盛行。

在金融证券化的趋势下,光靠集中交易市场难以满足有价证券流动性的要求,分散交易市场占据着重要的地位,目前我国的柜台交易具备了一定的规模。

### 2. 第三市场和第四市场

第三市场,是指非集中交易市场会员的经纪人在分散交易市场大量经营交易所上市证券所形成的特殊市场,参加者以机构投资者为主。第四市场,是指机构投资者绕开证券经纪人,

彼此间在集中交易市场之外直接利用计算机网络进行大宗证券交易而形成的市场,对象为各种有价证券,交易手段先进,多为计算机终端,具有很大隐蔽性。第三市场和第四市场是随着金融市场证券化、证券交易渠道分散化、证券交易方式多样化、交易金额扩大化、手段现代化的趋势而应运产生的。它们具有以下特点:

(1)打破了证券交易所及证券经纪商垄断证券市场的格局,并给他们很大竞争压力。

(2)证券交易更加灵活,很大一部分证券交易可以绕开证券集中交易市场的一些不合理规定,在场外顺利完成。

(3)降低了交易成本。

(4)为投资者提供了广阔的资金运用场所,使一些机构投资者如投资公司、保险公司、经营性基金、工商企业等不但能够运用长期资金,而且可以利用短期资金经常性参与证券交易,提高资金收益率。

但由于分散交易市场非常分散,并且有很大隐蔽性和组织松散,给证券宏观管理带来很大困难,如何防止分散交易市场中的欺诈行为,是我们所面临的严峻问题。

### 三、证券交易所的基本职能

#### 1. 保证证券市场运行的连续性,实现资金的有效配置

在证券交易所里,交易大量集中,既有大宗的卖出,又有大宗的买进。由于供求高度集中且又直接见面,在交易所开市期间,大宗交易可迅速成交,每日的成交价格也不会涨落过甚,这便是所谓证券市场的连续性。市场的连续性与证券的市场能力是紧密相关的,凡买卖迅速且能在某一价格变动范围内完成大量交易者,就是市场能力较强的证券。连续市场有如下特征:

(1)买卖频繁且极快完成;

(2)进出报价差距甚微;

(3)出销售价格波动频繁但波动幅度不大。

证券交易所是标准的连续市场,因为它具备如下几个条件:①代表买卖双方的经纪人集中在一起公开进行竞争;②上市公司的规模较大;③上市证券是一般公众投资与投机的理想对象;④上市证券可作为抵押物品进行贷款。

证券交易所是各种股票、债券转让、买卖的集中地。工商企业可通过它发行和出售股票以筹集生产资金,社会各阶层成员可通过买卖证券获得收益,因而能满足储蓄与投资双方的需要,能把社会各阶层的闲散资金广泛动员起来用于长期投资。另外,在交易所内,交易者对价格极为敏感,当某些企业盈利甚多时,会导致资金大量流入,从而促进企业高效成长;经营不善,利润下降的企业,股价则出现下跌情况,此外,由于交易者还特别关注企业的盈利潜力和前景,因此当某些新兴产业出现后,其良好的发展前途和盈利前景常常会吸引大量资金,从而加速这些新兴产业的发展。

#### 2. 形成合理的价格

股票交易集中在交易所内进行,供求力量可以得到较充分的表现,由此得出的股票价格,在很大程度上反映了各种股票的优劣。如果交易分散在不同地点、不同时间内进行,那么由于各种偶然因素,必然影响股票优劣的评价,资金的流动也就不可能准确反映供求状况。由于证券交易所能够维持证券的市场能力,创造连续市场,因而在充分竞争条件下,通过买者和卖者

之间的竞争,证券交易所可以形成公平合理的价格。由于证券交易所的经纪商熟悉证券的收益能力,可以避免一般投资者因不熟悉投资业务盲目买卖所造成的证券价格与其真实价值相背离的情况。

### 3. 有助于减少证券投资风险

由于证券交易所大量证券汇集,这使得投资者能较容易地实现证券投资的分散化,从而减少风险。同时,交易所为长期资金提供了流动性,并为投资者进行套头保值交易提供了便利,因而投资者得以防止风险。另外,作为一种有组织的市场,交易所一般都有严密的管理机构和严格的章程,这不但有助于证券交易的有序进行,在一定程度上还可防止欺诈行为。

### 4. 联结市场的长期利率与短期利率

一般来说,债券利率代表市场的长期利率,当短期利率上涨时,已发行的债券利率固定,不能因之调整。除非市场价格下落到某一幅度,否则投资公众将把资金改投比已购入债券收益更高的其他债券。当短期利率下跌时,已发行的债券利率不变,在其它情况不变时,其市场价格应上涨一定幅度。这样,代表长期利率的债券利率名义上未变,实际上通过已发行债券在市场上的折价(售价低于面值)或溢价(售价高于面值)出售,长期利率已随短期利率的变化而相应变动:折价出售表明长期利率上升,溢价出售表明长期利率下降。因此,证券交易所是联系市场长短期利率的桥梁。

### 5. 证券交易所是调节资金市场的一种有效机制,是反映商品经济运行状态的晴雨表

这主要表现在:

(1)人们购买股票主要考虑股票所带来的效益,而股票收益好坏则由企业的经营状况决定。一家公司要集资就必须把本公司的资产、业绩和盈利前景公布于众。如果一种股票的收益高,人们就会大量购买它;反之,则无人购买、生产难以为继。这样就促使社会资金向有发展前景的部门和企业流动,从而提高社会资金的使用效率,起到资金流向的调节作用。某一企业经营的好坏,社会公众对该企业前景的判断,经济领域内任何其他风吹草动及政治谣言,自然灾害等等,都能很快从证券交易所证券价格的涨跌反映出来。

(2)交易所能直接或间接反映出一国货币供给量的变动,尤其当一国出现货币紧缩或松动时,证券交易所的价格就会剧烈波动,因而它又是一国金融形势的灵敏的温度计。

(3)由于有大量证券在交易所内买卖,人们能了解各种股票、债券的状况及金融投资机会,交易者通过彼此互相买卖,还可互相了解各企业的有关情况。

### 6. 证券交易所是管理和控制整个股票市场的理想工具

在资本主义发展历史上,股票市场曾是各种赌徒、冒险家的乐园。美国1929年证券市场大崩溃就是由于盲目的投机和欺诈所致。30年代大危机之后,西方各国制订了多年法律和规章,开始对股市进行全面干预和管理,缓解了股票对经济的消极作用。如美国国会在1933年通过了《证券法》、1934年通过了《证券交易法》,以保护投资者,重建公众对证券市场的信心。这些法律,尤其是其“公开原则”的规定,对现代各国证券管理的立法有很大影响。目前,凡是设立证券交易所的国家和地区都十分重视对证券市场的管理。实践证明,证券交易所是管理整个股票交易市场的极有利场所,控制了它就等于控制了整个股票交易市场。

## 四、证券交易所的消极作用

证券交易所对商品经济的发展有积极的作用,这是毋庸置疑的。但任何事情都有它的两

面性。证券交易所也有不利于经济发展的消极作用。主要表现在：

### 1. 在一定程度上,有可能扰乱金融价格

证券交易所的交易,买卖周转量很大而实际交割并不大,这是因为其中有很大一部分仅是转卖和买回,而这类交易其实并非代表真实金融资产的买卖,所以其供求形势在很大程度上不能反映实际状况,这样必然会在一定程度上扰乱金融价格。

### 2. 易受虚假消息影响

证券交易所对各类消息都甚为敏感,如有人故意传播不实消息,或谎报企业财务状况,或散布虚有的政治动向等等,都会造成交易所价格变动剧烈,部分投机者就会蒙受重大损失,而另一些人则大获其利。

### 3. 可能出现市场“占买者”

它们先秘密地大量收买某种证券,同时市场上设法将证券价格抬高,一般人不知内情,见该证券价格上涨,以为不久即将下跌,于是争先卖出,以期日后该证券跌价后再买回。这便是所谓做“空头”。但这时的做空者不知占买者已买进了市场全部或大部分,因而当市场价格下跌,而做空者欲回时,却没有了证券可供购买,于是占买者此时就可支配交易形势和价格条件。

### 4. 存在从事不正当交易的可能

(1)相配交易。交易者可通过多种途径,分别委托两个经纪人,按其限定价格由一方买进,一方卖出同种数量的证券,以抬高或压低该证券的正常价格。

(2)虚抛交易。交易者故意以高价将证券抛出,同时预嘱另一经纪人进行收购,并约定一切损失仍归卖方负担。这是一种纯粹虚假交易,其结果却可能造成该证券的虚假繁荣。

(3)搭伙交易。这是由两人以上结伙以操纵价格的作法,一旦目的达成后,搭伙者即告解散。搭伙可以是口头达成,也可按书面合同形式建立。通常,搭伙的成员有的提供资本,有的提供内幕消息,有的则管理搭伙者资金的营运情况。搭伙交易有两种,其一叫“交易搭伙”,搭伙者或者在公开市场上悄悄已买进其所感兴趣的证券以免将这些证券的价格抬高,或者通过散布对公司不利的消息压低其欲购进的股票价格;其二是“期权搭伙”,即投资者可按有利的价格购买证券,这通常是通过打通公司董事会的关节而获得,从中获得的利润的一部分私下返回给董事。

### 5. 内幕人士操纵股市

各公司的管理大权均掌握在大股东手中,公司的发展和盈利他们最清楚,红利的发放多少也由他们决定,因而这些人有可能通过散布公司的盈利、发放红利及扩展计划、收购、合并等消息来操纵公司股票的价格。这些人还往往直接利用内幕消息谋利,诸如在公司宣布有利于该公司股票价格上升的消息之前先暗中买入,待宣布时高价抛出;相反,若公司将宣布不利消息,则在宣布之前暗中抛出,宣布之后再以低价购入。

### 6. 证券经纪商和交易所工作人员作弊

#### (1)证券经纪商作弊行为有:

①倒腾,即代客户一会儿买入一会儿卖出,或故意紧张地劝说客户赶快买入或卖出(因他从每笔交易中都可获佣金);

②侵占交易佣金;

③虚报市价;

④擅自进行买卖(即以客户资金为己谋利);

⑤虚报客户违约情况,赚取交易所赔偿金。

(2)交易所工作人员的作弊方式有:①自身在暗中非法进行证券买卖;②同证券经纪商串通作弊;③同证券经纪商秘密地共同从事证券交易。

## 五、股票交易所的组织结构

### 1. 股票交易所的性质和组织机构

股票交易所是由会员组成的自愿组织,会员必须以个人身份参加。股票交易所的会员必须是证券或投资银行的合伙人或负责人。股票交易所组织一般有以下要素:

(1)它是有若干会员组成的法人,是一种非营利性法人。构成股票交易所的会员都是证券公司,其中有正式会员,也有经纪人会员。正式会员的证券公司接受顾客的证券买卖委托,在交易所开设的市场内执行交易,即与其它正式会员证券公司进行交易,并可在自己的结算下进行买卖。非正式会员的证券公司,不能在交易所内从事交易。经纪人会员在交易所为正式会员的证券公司作交易的媒介。

(2)股票交易所因其特殊性,其设立须经国家的批准。

(3)会员大会(股东大会)及理事会(董事会)是股票交易所的决策机构。会员大会(或股东大会)是最高权力机构,决定交易所的基本方针。在通常情况下,每个正式会员证券公司不论规模大小,都有相同的表决权;经纪人会员除了对解散交易所的决议外,只对变更与自己利益有重大关系的条款决议有表决权。理事会(董事会)是由理事长(董事长)及理事(董事)若干名所组成的协议机构,商定为执行会员大会决定的基本方针所必需的具体方法,制订各种规章制度。

(4)股票交易所的执行机构有理事长(董事长)及常任理事(董事)。理事长(董事长)总理业务。

(5)股票交易所分为公司制和会员制两种。这些股票交易所可以是政府或公共团体出资经营的(称为公营制股票交易所),也可以是私人出资经营的(称为民营制股票交易所),也可以是政府与私人共同出资经营的(称为公私合营的股票交易所)。

### 2. 公司制股票交易所

公司制股票交易所以营利为目的,供给交易场地和服务人员,以便利证券商的交易与交割。为此交易所要收取发行公司的上市费与证券成交的佣金。经营证券交易所的人员不能参与证券买卖。

(1)公司制的优点是:①提供完善的证券市场设施;②本身不直接参与证券买卖,在证券买卖过程中保持中立,因而可保证交易的公平。

(2)公司制的缺点是:①公司制股票交易所的收入主要来自买卖成交额的一定比例,这与参与证券买卖双方的利益并不一致。因此交易所为增加收入,可能会人为地造成证券投机,或在证券交易中推波助澜,扰乱市场。②相应地,证券买卖双方为逃避公司制交易所的昂贵上市费与佣金,可能将上市证券转入场外市场去交易。

公司制交易所的结构如图 4.1.1 所示。

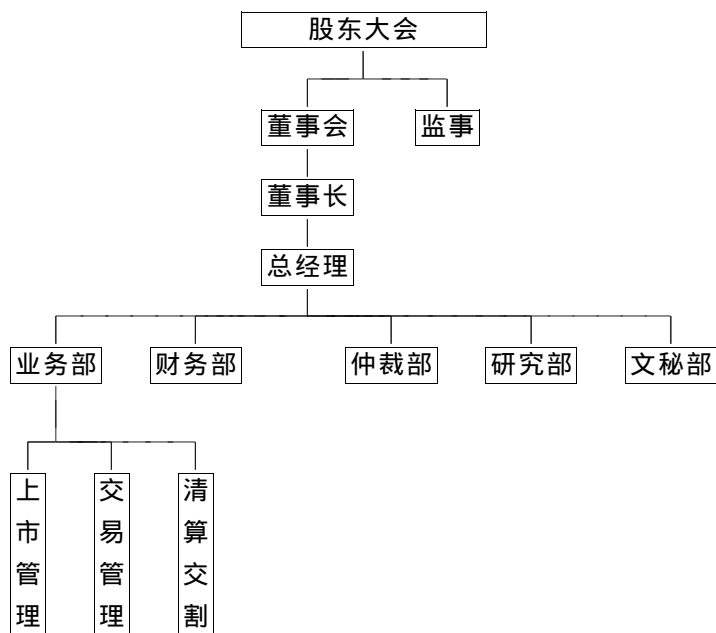


图 4.1.1 计划公司方式

(3) 董事会的职责是：①核定重要章程及业务、财务方针；②拟定预算决算及盈余分派计划；③核定投资；④核定参加证券交易的证券商名单；⑤核定证券商应缴纳营业保险金，买卖经手费及其他款项的数额；⑥核议证券商及其代表人，代理人，营业员的注册登记、撤消及处分；⑦核议上市证券的登记、变更、撤销、停业及上市费的征收；⑧审定向股东大会提出的议案及报告；⑨经理人员和评价委员会成员的选聘及解聘；⑩核定其他事项。

(4) 监事的职责是：①审查年度决算报告；②监察业务并检查一切账目；③其他依法监察事项。

总经理向董事会负责，接受董事长的指示，负责证券交易所的日常事务。

3. 会员制股票交易所

会员制股票交易所由各证券商组成。与公司制不同，参与交易所经营的各证券商（会员）可以参加证券交易中的证券买卖与交割。会员制交易所由会员自治自律，互相约束，不以营利为目的。

(1) 会员制的优点是：①由于会员制交易所采用会员自治制度，佣金及上市费用较低；②相应地，较低的佣金和上市费可防止上市证券的场外交易。

(2) 会员制的缺点是：①经营交易所的会员本身就是证券交易的参加者，因而证券交易中难免出现交易的不公正性；②参与交易的买卖方只限于证券交易所的会员，新会员的加入一般要经过原会员的一致同意（有的是至少 3/4 表决票同意），这就形成了一种事实上的垄断，不利于形成充分的竞争环境，从而不利于提高服务质量和降低收费标准。

会员制交易所的结构如图 4.1.2 所示。

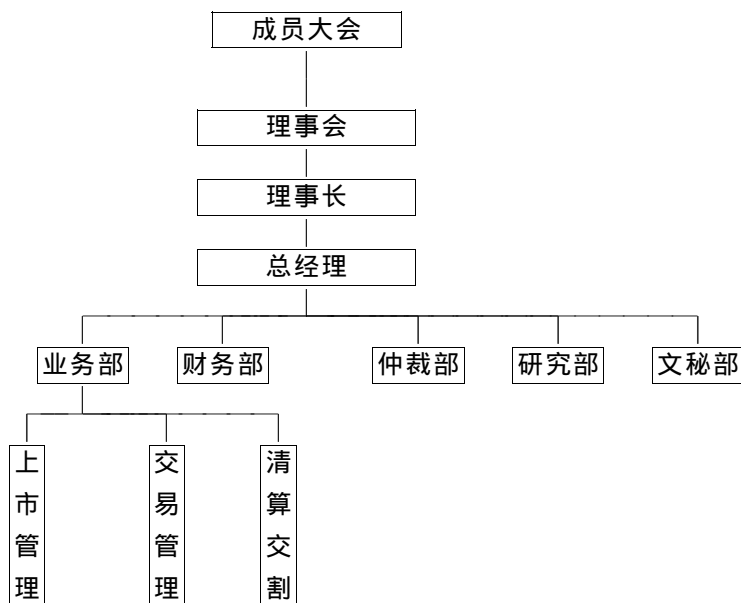


图 4.1.2

(3)理事会的职责是:①决定政策,并由总经理负责编制预算,送请成员大会审定;⑦维持会员纪律,对违法规章的会员给予罚款、停止营业与除名处分;③批准新会员进入;④核定新证券上市;⑤决定如何将上市证券分配到交易厅专柜;⑥其他事项。

## 六、股票交易所的成员

不论是公司制的交易所还是会员制的交易所,其参加者都是证券经纪人和自营商。纽约、伦敦、东京、巴黎等股票交易所均如此。这些证券经纪人或自营商根据自身特点,替客户或为自己买卖证券。美国的证券交易所除了经纪人和自营商外,还有一种职能特殊的会员,称为专业会员。下面介绍的这些交易所的参加者,以美国情况为主。

### 1. 股票交易所的会员

会员制交易所及一些由会员制改组而成的公司制交易所,均由有限的会员组成。有权在交易所买卖证券的人就是交易所会员,他们可以参加交易所证券的买卖和交割等活动。会员的个数因交易所自身特点不同而不同。目前纽约交易所所有 1366 个常务会员和 50 个限制性会员,这些限制性会员一般只能以电话或其它电讯手段通过常务会员与交易厅联系。伦敦交易所的会员几经变动,创立初期会员有 550 个,到 1973 年一直稳定在 1000 个。

各交易所对会员的资格、权利及申请加入会员的手续都有详细规定。一般情况下只有能承担民事法律责任的成年人才能成为会员。由于每个交易所的会员席位有限,任何想取得会员资格的人都必须从现有会员那里出钱去买。每个会员价钱的高低随交易所经营状况变化而变化很大,比如纽约证券交易所在 60 年代证券繁荣时期每个会员席位要价高达 51.5 万美元,在 1876~1878 年间每个席位的价值只有 4000 美元。申请加入交易所的人并非付足价钱就可成为会员,还必须由两个会员或由一个有 1 年以上历史的联合会员提名,提出申请表并经交易委员会同意。另外,新会员还须交纳 7500 美元入会费及每年应交的大约 1500 美元的费用。



只有完成这些手续之后,才能成为正式会员。

会员的权利在于有权在交易所内替客户或为自己买卖证券,非会员投资者除非委托会员代理买卖证券,因他们自己无权进入交易所买卖证券。不过有的交易所如纽约,现在允许会员出租其席位,承租人只要交足租金就能在合同规定的条件下行使会员权利。

一般每一个会员都与一定的组织有联系,称之为会员组织。历史上,会员组织多以合伙形式存在,公司形式的会员组织只是近几十年的事。1980年底,纽约证券交易所570个会员组织中有270个是合伙形式的。按规定,每一个会员商行或会员公司至少须有一个普通会员或一个有选举权的股东是交易所的会员,每个会员组织的会员人数并不相同。证券交易所对会员组织有多方面要求,比如资金、审计规定的要求,为防止作弊的职工忠诚保险要求等。

### 2. 会员的种类

#### (1) 证券经纪人

经纪人只是代客买卖,获取佣金,本身不能经营证券。交易所规定只有会员才能进入交易大厅进行证券交易,所以非会员投资者若想在交易所买卖证券,就必须通过经纪人。根据经纪人业务范围的不同,证券经纪人可分为两种:

①佣金经纪人。即专门替客户买卖证券并收取佣金的经纪人。在美国,佣金经纪人往往代表某家证券经纪公司。证券经纪公司专门接受要在交易所买卖证券的顾客的委托,代他们交易,收取一定的佣金。

佣金经纪人占经纪人的绝大多数,在交易所会员中也占很大比重。纽约交易所的会员中约一半是此类经纪人。

②二美元经纪人。也叫交易经纪人或经纪人的经纪人,他是专门代交易所其它会员买卖证券并收佣金的证券经纪人。“二美元经纪人”是由当初他们每买卖100股收费2美元而得名。目前,他们的佣金按证券的市场价格计算。

#### (2) 证券自营商

他们与证券经纪人不同之处在于,他们不是替顾客买卖证券,而是为自己买卖。他们收入的来源不是替客户买卖证券所取的佣金,而是买卖价的差价收入。根据证券自营商的业务范围,可分两类:

①直接经营人。即在交易所注册的,可直接在交易大厅买卖证券的会员,他们与经纪人不同,他们是替自己买卖,利润来源于短期股票价格的变动。这种会员不需支付佣金,随时随地地观察市场变动,抓住时机买卖证券从中获利,因而处于比较有利的地位。

②零数交易商。证券交易所通常以一定的股数,如100股为交易单位,若顾客委托买卖的股数少于1单位包含的股数,就是零数交易。如交易所100股为1交易单位,那么买卖1~99股股票就是零数交易。

专门经营零数交易的交易商称为零数交易商。一般情况下,当证券公司收到零数委托时,就把该委托交给零数交易商,以便在交易所买卖成交。零数交易商不能收取佣金,他的收入来源于差价,即以低于整份交易的价格从证券公司客户手中购入证券,然后以高于整份交易的价格卖给零数股票的购买者。

根据交易所的规定,零数交易无论市场情况是否对他有利,都得以本人身份买卖证券,因而其利润大小受证券市场变动的影响非常大,零数交易商对证券市场乃至整个经济来源都很重要,因为它使小额投资者也能参加交易所的买卖,促进小额零散资金购买证券,这有助于企

业资金来源的分散化,有利于小额资金对大额资金的控制,也有利于整个产业的发展。

有些国家证券交易所的会员,根本不作经纪人和自营商的划分,其会员往往身兼两职,既做经纪人也作自营商。比如日本就是这样,其交易所的会员叫“正会员经营商”他们兼营替自己买卖和代客买卖两种业务。

### (3) 专业会员

是指在交易所交易大厅专门买卖一种或多种股票的交易所会员。其职责是就有关股票保持一个自由的、连续的市场。专业会员在美国比较流行。

专业会员的交易对象是其它经纪人,按规定不能直接同公众买卖证券。专业会员既可以经纪人身份、也可以自营商身份参与证券的买卖业务,但他不能同时身兼二职参加证券买卖。

有些国家像英国、法国等不设专业会员。如伦敦证券交易所的会员只有经纪人和自营商两种,但日本的证券交易所与美国证券交易所有相似的专业会员,称为“会员经纪人”。

还有两种比较特殊的交易所会员值得一提。一是纽约证券交易所办公室会员,这类人很少在交易大厅出现,他们的精力主要集中在顾客的账簿、公司财务方面。这些会员收到的顾客委托均由二美元经纪人代为执行,他们所属的证券公司往往远离交易所,而且由于佣金的原因,一般无正常的佣金经纪人。二是日本证券市场的特别会员。日本一些地方性交易所的会员公司由于业务量不大,常常联合起来组成特别的证券公司,加入东京、大阪等地的证券交易所,在上述交易所专门为本地证券交易所执行买卖证券的委托。这种会员在日本被称为特别会员。

### 3. 交易人

交易人在股票交易中扮演媒人角色,其作用举足轻重。要想成为交易人,首先必须花钱买一个“席位”取得合法资格,之后还要通过严格的考试,要完全掌握股票交易的规则和法律知识,另外,对每位候选人,交易所要详细调查其品质和成为交易所所需的资历。

进入交易所之后,交易人就被分为特种经纪人和场内经纪人等几种。

#### (1) 特种经纪人

在交易所大厅里,特种经纪人是中心人物。他们不仅是交易所学问最多的人,还是电子通讯等方面的行家。每位特种经纪人都身兼数职。

① 充当其他股票经纪人的代理人;

② 直接参加交易,以轧平买卖双方价格差距,促成交易;

③ 对于大宗股票交易,特种经纪人并不参与,只负责对其他经纪人的出价和开价进行评估,确定一个公平的价格,完全扮演一个拍卖人的角色;

④ 特种经纪人负责本区域交易,促其成交。同时还向其他经纪人提供各种信息。

#### (2) 场内经纪人

分为佣金经纪人,独立经纪人及其他一些经纪人。佣金经纪人上文已作介绍。独立经纪人是一些独立的个体企业家。一个公司如果没有自己的经纪人,就往往成为独立经纪人的客户,每做一笔交易,公司须付一笔佣金。独立经纪人都会竭力按公司要求去进行股票买卖,以获取良好信誉和丰厚报酬。

经纪人一般都是年轻有为者,年薪相当可观。当上经纪人意味着已经步入上层社会。近几年,国外富足的经纪人很崇尚“雅皮士”,他们玩命赚钱,生活也挥金如土。

特种经纪人是交易所的稳定器。与一般经纪人不同(一般经纪人仅能在确定的股票中接

受委托,代客买卖),特种经纪人在交易厅内很少离开自己的交易席位,频繁地从其他经纪人手中接受委托,承担实施委托的责任,他们负责的专业股票的买卖之间,差价只限在  $1/4$  点至  $1/2$  点之间,如果差价超出限额,按交易所的规定,特种经纪人必须以适当的价格买进或卖出,以调整或缩小差价。

### 4. 客户与经纪人之间的关系

在股票投资活动中,客户与经纪人互相依赖而存在,其相互关系有以下四种:

#### (1) 授权人与代理人的关系

客户作为授权人,经纪人作为代理人,经纪人必须为客户着想,为其利益提供帮助。经纪人所得收益为佣金。

#### (2) 债权人与债务人的关系

保证金信用交易中,客户与经纪人的关系成为债权债务关系。客户在保证金交易方式下购买股票时,仅支付保证金若干,不足之数向经纪人借款。不管该项借款是由经纪人本人贷出或由商业银行垫付,经纪人仍然为债权人,客户为债务人。

#### (3) 抵押关系

客户有时需要款项时,须持股票向经纪人作抵押借款,顾客为抵押人,经纪人为被抵押人。在保证金交易制度下,客户须将股票存放在经纪人手中,充作抵押,待以后股票出售时,经纪人可从其款项中,扣除借款数目,其性质与抵押借款相同。有时经纪人本身无力贷款,则以客户的股票向商业银行再抵押。

#### (4) 信托关系

客户相信经纪人的诚实和责任心,将金钱和证券交由经纪人保存,因此经纪人为客户的准信托人。但经纪人在信托关系中不得使用客户的财产为自身谋利。客户如想从事股票买卖,须先在股票经纪人公司开立账户,以便获得各种必要资料,然后再行委托。经纪人必须照办,不能违抗和变动。在股票市场上,客户委托种类很多,我们在股票的交易程序一章有专门论述。

## 七、股票交易所的管理

股票交易所的作用在于,形成公正合理的价格,促进证券迅速顺利成交。而公正合理的价格不是交易所主观决定的,是由买卖双方通过定价来决定的。竞价是在卖方与卖方之间,买方与买方之间。卖方进行最低价的竞争,买方进行最高价的竞争,买方最高价与卖方最低价决定交易的价格。

### 1. 股票交易所的管理原则

股票交易所不是一般企业,不能随意集资成立。各国对交易所的管理都很严格,有专门立法,对交易所的管理有如下原则:

#### (1) 完全公开原则

在股票发行市场上,发行公司必须向投资者公开有关股票发行的所有资料,按美国 1934 年《证券交易法》规定,发行公司的股票上市交易时,必须提交年度登记表格和其他定期的报告,比如年度资产收益报告、经营情况报告等,以接受公众检查。按规定,证券交易所必须向证券交易管理委员会注册登记,把其所有活动的记录,包括会员注册、证券注册、证券交易数量及

结构变化等,以副本形式按期送交证券交易管理委员会。

公开原则主要是为了便于购买者对上市证券进行评估和选择。

## (2)防止背信原则

政府为防止欺诈、垄断、操纵或其他非法行为发生,要求交易所公开的内容必须真实。如果上市公司及证券交易所有谎报、漏报行为,就要给予法律制裁。当法院发现当事者编制了欺骗性的报表之后,可发出命令中止这种行为,并要求实施其他民法制裁,如赔偿损失等。

## (3)场内交易原则

除个别情况外,交易所会员必须在交易所内进行上市证券的交易。在美国,把公司的董事、行政负责人及其他能得到其雇主公司内幕消息的行政人员及技术人员称为“内幕人士”,并明令禁止内幕人士从事本公司的证券交易。为执行这一规定,上市公司的每一位董事、行政人员和拥有公司 10% 以上股份的人,都必须按月填写“内幕人士”报告,申报其持有该公司证券的数量变动情况,这些报告必须在大众传播媒介上公开发表。

## 2. 股票交易所的管理机构及其职能

各国一般都有专门的股票交易管理机构。这里介绍的是股票市场最为发达的美国的股票交易管理机构。

美国是证券管理很严格的国家。1934 年《证券交易法》决定单独成立一个金融管理机构——证券交易管理委员会,专门监管全国证券市场的证券发行与交易。其管理结构如图 4.1.3 所示。

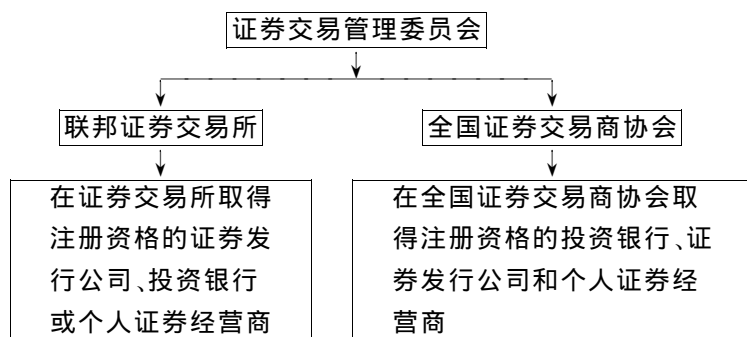


图 4.1.3

## (1)证券交易管理委员会的职能

证券交易管理委员会是统一管理全国证券活动的最高机构,它是一个独立的,半司法性质的联邦管理机构。由 5 名委员组成,所有委员由美国总统任命,任期 5 年。

①证券交易管理委员会的职能有:a. 管理各种公开的证券发行,负责发行证券的注册,规定注册程序和注册标准,并负责公司有关发行人和发行证券的信息。b. 管理有形证券的场内与场外交易,制订证券交易的管理原则与管理办法;c. 管理投资银行、证券交易商、经纪人等专门从事证券活动的金融机构和个人。d. 监督指导各证券交易所和全国证券交易商协会的活动。

②证券交易管理委员会的三种执法权:a. 向联邦法院发起对违反证券法的公司或个人的民事诉讼,并协助法庭调查,参与判决意见;b. 对蓄意违反证券法的公司或个人,委员会有权向联邦最高法院建议追究其刑事责任,最高法院进行裁决时一般要尊重交易委员会的建议;c. 委员会拥有行政处罚权,有权暂停或取消联邦证券交易所的注册资格、投资银行的注册资格,

证券发行公司的注册发行资格和交易注册资格。

为有效执行上述职能,证券交易管理委员会下面建有四个对口部门:公司管理局、市场管理局、投资银行管理局和司法执行局。

### (2) 联邦证券交易所的注册资格

联邦证券交易所以股份公司形式存在,兼有经营与管理双重职能,实行自我管理制度,即在证券交易委员会的领导监督下,由证券交易所自主经营,自行组织交易市场并对之进行管理。申请联邦注册的证券交易所必须符合以下条件:

- ① 有组织证券活动的能力和经报考能胜任的工作人员;
- ② 有合格、齐备的交易场所,通讯设备及转账清算、信息处理、交易统计等经营设施;
- ③ 有健全的内部管理制度,并与联邦证券法的管理原则相一致。包括:a. 证券交易所的自我管理必须能有效防止假冒、欺诈和过分投机;b. 自我管理不能碍于平等竞争;c. 自我管理必须拥有对会员违反条例的惩罚制度,如暂停交易,限制交易量和交易范围、取消会员资格等;d. 自我管理必须公正广泛地代表各方面会员的利益。

### (3) 联邦证券交易所的职权

经批准注册的联邦证券交易所所有下列职权:

- ① 建立会员制度,负责会员的注册登记和对会员资格的审批;
- ② 建立证券注册制度。所有在交易所上市发行的证券必须取得联邦交易所的注册才能进入市场;
- ③ 在证券交易管理委员会的监督指导下,制订本交易所的规章制度;
- ④ 在不超过证券交易管理委员会制订的经营收费标准最高限额条件下,制订本交易所各类交易的收费标准;
- ⑤ 提供通讯、清算、交易场所等场内交易所需的一切金融工具和服务设施,并有责任不断改进和更新这些交易设施;
- ⑥ 负责征集、统计本交易所会员的资产负债,盈利资信等情况和财务状况,按期公布;
- ⑦ 负责征集、统计本交易所上市证券的种类、价格、数量,按天、按月、按季分别公布。

### (4) 全国证券交易商协会的管理职能

它是美国管理场外交易活动的非盈利组织,全权管理全国场外交易市场的所有证券交易活动。其主要管理职能是:

- ① 建立会员注册制度,主持注册考试和注册调查;
- ② 提供电子计算机化的统计系统、报价系统和转账清算系统;
- ③ 贯彻执行证券交易委员会的管理政策和制度;
- ④ 监查会员的日常经营活动。

## 3. 对股票交易所的管理

### (1) 股票交易所的设立

各国对交易所的设立有不同的规定。由于历史的原因,美英等国的证券交易所是适应证券的需要而自然产生的,交易所成立在前,对其管理立法制订在后,故这些国家对证券交易所的设立采取登记制,只要交易所的章程合乎法律的规定,一般即可登记成立。其它国家证券交易所的设立多采用特许制,即交易所的设立在登记之前应征得主管机关的特许,其申请的程序及必要事项由主管机关加以规定。

## (2)股票交易所的组织

证券交易所的组织形式分会员制与公司制两种,世界上大部分国家的证券交易所采用会员制,如英、美、日均如此,与公司制不同,会员制交易所的会员都是自然人而非法人。会员制与公司制各有利弊。一般说来,会员制交易所强调自治自律,公司制交易所强调主管机构对交易所的监督管理。

## (3)对股票交易所的监督

①对股票交易的监督与管理由证券主管当局来进行。主管当局监督与管理的措施有以下一些:a. 审查交易所的章程、细则和决议的内容是否合法;b. 对交易所进行定期检查,或要求其定期汇报规定的营业与财务报告;c. 在交易所有违法行为时,主管机关可给予警告、责令停业、解散等处分。

②证券交易所也可发挥自律自治功能来进行自我管理。如纽约证券交易所通过下述三种方法来考察其会员、合伙人及雇员的行为是否合乎法律与证券交易所规定的标准:a. 交易所定期进行现场检查与财务质询;b. 通过公众的检举揭发;c. 实施股票观察计划,即通过观察与分析股票行市的走向来发现不正常的市场状况。

## 4. 对证券商的管理

### (1)对证券承销商——投资银行的管理

①规定投资银行的注册程序:a. 申请注册的投资银行填写注册申请表;b. 自投资银行提交注册申请后,证券交易委员会将在 45 天之内作出答复。但如证券交易委员会认为有必要对申请的投资银行情况作进一步调查时,可将注册批准期延长至 90 天。证券交易委员会拒绝注册申请时,必须公布拒绝注册的理由;c. 证券交易委员会向注册申请的投资银行收取注册费;d. 向联邦证券交易所或全国证券交易商协会登记注册。

②对投资银行证券经营的管理。a. 要求投资银行将其所有活动按统一格式和内容报告证券交易委员会,经营报告有年报、季报和月报三种;b. 规定投资银行纯资本比例,即投资银行的自有资本减去投资银行拥有的不能随时变现的其他资产与其负债的比例,最低不得低于 1:15;c. 规定经营收费标准。投资银行一般经纪业务的佣金不得超过委托交易额的 5%,投资银行其它证券业务如承购包销、代销证券等,收费最高不得超过该项交易额的 10%;d. 允许投机经营。证券交易委员会允许投资银行在不违反“反垄断条款”、“反假冒欺诈条款”和“反内部沟通条款”的前提下进行合理的证券投机活动;e. 交纳管理费制度;f. 对投资银行违法活动的惩罚制度。

### (2)对证券自营商和证券经纪商的管理

要取得证券商的资格,必须符合一定的条件。这些条件有:证券商须有最低的资本额和营业保证金,证券商应有从事证券业务的学识和经验,证券商还须经过主管机关的审查批准才能录用。证券商若违反有关法规,要受到民事或刑事处罚。在美国,对证券商的行政处分包括:开除或停止证券商的资格,拒绝、停止或撤销证券商的注册等。

①对证券自营商的管理。a. 自营商的设立应经主管机关核准;b. 规定自营商的营业范围:自行买卖已上市的证券,买卖未上市的证券则须经主管机关批准;充当公司股份的认股人;兼营上市股票的零股交易。c. 为使自营商能发挥作用,规定自营商的对外负债总额不得超过其资本净值的规定倍数,其流动负债总额不得超过其流动资产的一定比例;d. 规定一系列行为规范,比如,自营商必须按实收资本额的一定比例提存营业保证金;其账册、业务与财务状

况要送主管机关查核；限制自营商的操纵性买卖等。

②对证券经纪商、对专业经纪商的管理。同样在其设立、营业范围和行为规范等方面有一系列的规定。

## 第二章 股票上市

### 第一节 股票上市与上市公司

#### 一、股票上市

##### 1. 股票上市与上市股票

公开发行的股票,经证券交易所批准在交易所里作为交易的对象,叫做股票上市。相应的,股票发行公司向证券交易所提出在交易所内进行该种股票买卖的申请,经证券交易所批准注册后的股票称为上市股票。

股票上市交易是股票发行者的自愿行为,不是谁强制的,上市股票可以在证券交易所内自由买卖。

股票交易所一般都有规定,在它们的交易场地内只准买卖在它们那里上市的公司的股票。为了保证投资者的利益,各股票交易所对申请上市的公司都有一定的要求,符合这些要求才准许上市。

##### 2. 上市申请

股票发行公司要想让自己的股票在证券交易所上市,必须首先向交易所提出股票上市的申请。申请时必须提供下列文件:①上市申请书;②上市报告书——说明本公司的主要业务状况、财务状况、股票发行和转让状况,以及可能影响股价波动和避免出现不正常情况的事项;③批准本公司发行股票的文件;④本公司章程;⑤本公司申请上市的董事会决议;⑥本公司注册的证件;⑦本公司股东名册;⑧经会计师事务所注册会计师签证的本公司最近年份的资产负债表和损益计算表;⑨本公司经营状况公告事项的说明,等等。那些股票已经上市的公司,在再发行新股时,也要在向股东交付所发新股股票后的规定期限内,向证券交易所申请上市。

##### 3. 上市审查

股票发行公司在股票上市之前,将有关公司情况的详细资料送到证券交易所之后,由交易所对公司的上市条件进行严格的审查。只有条件符合上市标准的公司,证券交易所才会准许其股票上市。



### 4. 上市的获准

对符合上市条件的股票,由证券交易所报经证券主管机关核准,便对申请股票上市的公司出具“上市通知书”,并向公众公告;股票发行公司则应将股票的样张和签名的法定代表人印鉴样式送交证券交易所存验,并在规定的时间内向社会公众公布上市报告书,定期公布经会计师事务所注册会计师鉴证的财务报表,以后在遇到特殊情况时,还要及时向证券交易所提供相关报告。

### 5. 上市契约的订立

获得证券交易所批准其股票上市的公司要与证券交易所订立上市契约,并作出承诺。上市契约的内容可分为两类:一类是上市公司向证券交易所及时通报公司在营业、雇员、财务及担保物等方面所发生的一切重大变化以及对这些变化造成的影响而许下的保证;另一类是上市公司按时提供一切与公司财务及其业务经营有关的财务报表及统计资料的保证。

### 6. 上市的暂停

证券交易所一般要对上市股票进行定期和不定期的复核,在复核中如果发现上市股票不宜继续上市,就可以开具“暂停上市通知书”,暂停上市股票的上市。并报证券主管机关备案。上市股票的公司只要出现下列情况中的一种,证券交易所便可暂停其股票交易:①公司发生重大改组或经营有重大变更而不符合上市标准;②公司不履行法定公开的义务或财务报告及有关文件有不实记载;③公司面临破产;④公司因信用问题而被停止与银行的业务往来;⑤公司董事、监事、经理人和持有股份占实发股本额在一定比例以上股东的行为损害公众利益;⑥其他必须暂停上市的原因。此外,上市公司在增发股票或发放股息、红利期间,其股票自动暂停上市。

暂停上市的股票在被暂停上市的原因消除之后,可以恢复上市,恢复上市时,先要由证券交易所出具“恢复上市通知书”,并报证券主管机关备案。

### 7. 上市的终止

上市公司如果不能满足证券交易所规定的某些条件(这些条件与上市条件不完全一样),或者在上市暂停时间内被暂停的原因未能消除,甚至产生了严重的后果,那么公司的上市资格将被取消,证券交易所将停止该公司的股票交易,这也叫做“停牌”。

各国对股票停止上市的标准有不同的规定。在日本,合乎下列标准者得停止上市:①上市股票股数不满 1000 万股,资本额不满 5 亿元;②中小股东持股数与上市股数之比低于规定的要求;③名列前 10 位的大股东持股比例超过上市股数的 70%;④最近 6 个月每月成交量不到 1 万股,或连续 3 个月没有成交的;⑤最近 5 年没有分配股息。最近 3 年每年年底的负债超过资产的。

在美国,纽约证券交易所规定,一个已上市的公司,如果不能满足下列条件,将被取消上市资格:①至少有 1200 个拥有 100 股以上的股东;②至少有 60 万股股票(市场总价值不低于 500 万美元)为公众所拥有;③普通股票的市场总价值不低于 800 万美元;④过去 3 年年均净盈利 60 万美元以上。

此外,上市公司经营交易和财务状况不佳、公司解散或破产清算、短期债务不能偿还以及违反交易所规章和上市契约等等,上市的股票都会受到停止上市的处理。

停止股票上市的决定一旦作出,原上市公司的股票交易便转入“整顿阶段”,即进行一定时期(一般为 3 个月)的善后股票交易之后,完全停止股票上市。

## 8. 上市费用

上市申请批准后,将股票在证券交易所上市的公司要向交易所交纳上市费。

上市费分为上市初费和上市月费。上市初费由发行公司在其股票上市之前交纳,上市月费则按规定在每月的某一天交纳,也可以按季度或按年预交。

暂停上市的股票如果再恢复上市,不需要再交纳上市初费。

终止上市的股票,股票的发行者已经交纳的上市费用也不给退还。

## 9. 两面上市

这是有的国家(如美国)区域性股票交易所实行的一种股票上市办法。这些交易所准许已在全国性股票交易所上市的公司也在本地区股票交易所上市,以便使那些非全国性股票交易所会员的经纪商也得到进行此类股票交易的机会,以赚取更多的佣金。这类区域性股票交易所的交易量,绝大部分是来自“两面上市”公司的股票。

# 二、上市公司

## 1. 什么是上市公司

向证券交易所提出股票上市申请,由证券交易所审查后批准其股票在交易所里进行自由买卖的公司就是上市公司。

## 2. 上市公司是些什么样的公司

各国证券交易所对股票上市的条件要求很高,审查很细,把关也很严。因此,能在证券交易所上市的公司一般都是规模宏大、经营状况良好、获利能力较强而且在社会上具有较高信誉的公司。上市公司可以借证券交易所提高公司形象,而交易所也不希望实力欠佳的公司将其股票在交易所上市。

拿美国纽约证券交易所来说,所有上市公司都是美国的首要公司。虽说上市公司的家数仅占全美公司总数的 0.1%,但它们所控制的资产以及它们的销货收入都高达 43%,盈余额更是高达 70%。上市公司中不乏世界闻名的大公司,像爱克森公司、通用汽车公司、美国电话电报公司、福特公司、国际商业机器(IBM)以及通用电气公司等等。

在日本,股票在证券交易所上市的企业被视为一流企业,在社会上享有较高的声誉,银行在发放贷款时也通常给予上市企业以优惠利率待遇。在日本的证券交易所中,日立、新力、日本制铁所、住友金属工业以及武田药品工业等上市公司由于具有很高的新产品开发能力和较高的企业利润,它们的股票不但是日本投资者追逐的对象,而且对外国投资者也有很大的吸引力。

公司在证券交易所上市后并不就是一劳永逸的。由于公司情况总在不断发生变化,因而交易所每年上市公司的数目也在不断变化。证券交易所当中,每年都不断有新的公司加入上市公司的行列,同时也有上市公司因为经营失败无法继续符合上市条件,或是因为被合并、收购而被迫下市。

从表 4.1.1 中,我们可以看出 1976~1985 年在东京证券交易所上市的日本国内公司数目的变化情况。

表 4.1.1

年份	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
上市公司总数	1401	1407	1389	1398	1402	1412	1427	1441	1444	1476

### 三、上市公司及其对投资者的吸引力

上市公司的吸引力是指公司对上市股票投资者的吸引力。投资者选择股票实际上是对上市公司的选择。不同的上市公司,由于规模大小、所处行业以及经营状况、获利能力甚至股东人数等方面的不同,因而对投资者具有不同的吸引力。下面我们就对影响上市公司吸引力的因素进行分析。

#### 1. 上市公司的规模与风险

一般说来,规模较大的公司历史较长,资本雄厚,设备先进,经营作风稳健,而且生产多样化,竞争力也强,购买大公司发行的股票几乎不存在破产倒闭的风险,基本上可保本获利。但大公司的股票市价较高,投资成本相应就高;小公司在资本实力、技术设备、经营管理等方面都不能与大公司相比,经营具有不稳定性,其股票的涨价幅度也不会太大,但由于市价接近面额,投资成本也较低。这两类公司的股票对那些以安全为目的,只追求股息和红利收入的一般投资者具有吸引力。

风险公司是从事新产品研制的初创公司,公司命运取决于新产品能否研制成功和是否有销路。因此,投资于风险公司发行的股票风险性就更大。如果获得成功,则股票价格高涨,投资收益可观;反之,投资者就亏本。因此,风险公司的股票对于那些具有冒险精神的激进投资者有着强烈的吸引力。

#### 2. 上市公司所处的行业

不同的行业有着不同的经营内容,也有不同的特征,兴衰程度也各不相同。在一定的国家和一定的时期内,上市公司属于成长型产业,其发展前景比较好,对投资者的吸引力就大;反之,如果企业属夕阳产业,其发展前景欠佳,投资收益率相应就低,对投资者的吸引力就要下降。此外,有些行业对经济周期的变动比较敏感,如汽车、电子等行业在经济周期的变动中会受到较大的影响;而像饮料、食品这类的行业在经济周期的变动中受到的影响就要小些,因此,这类行业的股票对那些想避免市场风险的投资者颇具吸引力;但当经济景气时,汽车等行业的利润要比食品业高得多,因此,这时它们的股票对投资大众就具有广泛的吸引力。

#### 3. 上市公司在本行业中的地位

企业间竞争的激烈程度一般取决于两个因素,一是生产同类商品的企业数量,同类企业越多,竞争就越激烈;二是同类企业集中度的强弱,亦即同类企业的地区分布情况,如果企业设置集中,竞争就相对激烈。在同等激烈程度下,那些在本行业中具有较高知名度、有雄厚的资本和较高的技术的上市公司,由于竞争力较强,能获得较高的收益,因而能够吸引较多的投资者。

当然,也有投资者认为,知名度高、竞争力强的一流公司,其发展已达成成熟阶段,因而缺乏潜在的成长能力。对他们来说,那些并不著名,但有潜在成长能力的上市公司更具有吸引力。

#### 4. 上市公司产品所处的市场周期

商品的市场周期分为四个阶段:导入期、成长期、成熟期和衰退期。

导入期是产品刚刚上市之时,市场需求量不大,企业的生产成本不能收回,甚至亏损。这时产品的发展前景难以断定,投资者一般采取持币观望的态度;进入成长期,即说明企业的产品经过市场检验,已被一部分需求者接受,市场占有率明显提高,销售量大幅度增加,生产成本急速下降,从而使企业获得大量利润,这可以说是企业产品的黄金时代,这时的经济效益也最佳,对上市公司来说,它对投资者的吸引力最强,因为这时投资者的投资无论是收益性还是增值性都有了可靠的保证;进入成熟期,是指企业产品经过成长期后,对它的需求已到顶点,而且由于竞争已使价格下降超过成本下降,收益便降低,这时企业产品质量的提高和技术的改进都已十分困难,这就是不少投资者宁可购买正处成长期、尚未出名的上市公司的股票而不买一流公司股票的原因;成熟期之后便进入了衰退期,这时对企业产品的需求已经减少,利润率急剧下降,而且由于市场上替代产品的出现使产品价格一降再降,导致企业亏损,处于这个阶段的上市公司的股票,除了那些有意吞并、购买这类公司的实力雄厚的大投资者外,对一般投资者毫无吸引力。

#### 5. 上市公司的盈利状况及处理事务的效率

虽说盈利状况和处理事务的效率是公司内部的事情,但对投资人收益的高低却有直接的影响。公司的历史盈余记录好,相应地,其未来的盈利也会高,投资者是乐意购买这类上市公司的股票的。那些营业结算快、营业额公布早、财务报表公布迅速的高效率公司,也是很受投资大众青睐的。

#### 6. 上市公司的管理能力及科研与发展状况

公司的经营管理水平在很大程度上决定了公司是盈还是亏,是成功还是失败,而公司董监事以及管理阶层的能力与品格的好坏对公司未来的发展具有重大的影响作用。经营管理能力强的公司往往能获得高于同行业的盈利,有时即使在同行业普遍不景气或亏损时,善于经营的公司也能盈利。因此,管理人员素质高、管理能力强的公司总是不乏投资者的。

上市公司的科研与发展状况也是极为重要的。公司要想在竞争激烈的环境中适应时代潮流,并谋求公司的进一步发展,就要不断地改造老产品,推出新产品。上市公司通常都要制定本公司的科研与发展计划,投资者通常可以从两个方面看出计划的实施效果:一是公司科研费用占整个公司销售额的比例;二是公司推出新产品的种类及其销量。据此,投资者还能预知公司未来的发展情况。如果公司的情况令人满意,投资者便会作出进行长期投资的决策。

#### 7. 上市公司的股东人数及其构成

公司的股东人数多,即表明了公司有广泛的资金来源,同时也反映了投资者对公司的普遍信任和良好的预期,这就能增强后继投资人的信心;另外,股东的构成也是很重要的,如果一家上市公司的股票由许多金融机构持有,则不仅在融资和集资方面更为方便,同时也提高了公司的声望,这样就能把众多的投资者吸引过来。

当然,从不同的角度来分析决定上市公司对投资者的吸引力的因素,还能列出许多,这里只是列出最主要的几项进行阐述。

## 第二节 股票上市的条件

### 一、股票上市的条件

#### 1. 股票上市条件的概念

股票上市条件也称股票上市标准,它是指证券交易所对申请股票上市的公司所作的规定或要求,只有符合这些规定和要求,公司股票才准许上市。

#### 2. 股票上市条件的主要项目

各国证券交易所关于股票上市标准的规定各不相同,规定标准的选择主要视各个国家证券交易所的具体情况而定。一般说来,对于股票上市所作要求的主要项目有:

(1)是否符合该国证券交易法和证券交易所规定的有关上市公司的资本额。这是为了确保将来上市的公司真正具有经济实力,有足够的资金维持生产、经营的正常需要。每个申请上市的公司资本都不能低于法定的金额。不过,有的证券交易所又规定,若公司资产总额不足规定要求,也可以考虑配合股票的市场总价值予以调整。

(2)盈利能力。公司的盈利能力从根本上决定着股利支付的多少和股票价格的变化。仅从投资者的利益和证券交易所的声誉两个方面考虑,交易所就不欢迎毫无指望的公司的股票上市。

(3)资本结构。资本结构是指公司自有资金和借入资金的构成状况。借入资金多则负债比率大,负债比率的大小直接影响投资者收益的多少。在经济增长时期,公司利润增加,利率水平下降,举债经营可为投资者增加收入;在经济衰退时期,公司盈利减少或微利,利率水平上升,举债经营会大幅度减少投资人的收益。

(4)偿债能力。公司是否具备偿债能力,偿债能力是否坚强,直接关系到股票的交易状况和股东的利益。从股东权益对负债比率和利息所得倍数中可以看出公司的偿债能力的大小,偿债能力越强,债权人的债权保障就越大,每期可收到的利息也越有保障,公司股票的交易状况也比较稳定。

(5)股权分散标准。证券交易所对公司的股权分散状况都有一个具体的要求,这项规定的目的在于赋予股票以足够的流通性,以避免任何大股东直接影响股票价格。

(6)申请上市的股票的市场价值。规定股票的市场价值甚至要比规定公司的资本额更为重要,因为它是公司信誉在股市上的直接的综合的反映。但若申请上市的公司正好在市场急剧下跌时提出申请,就很有可能使一个原来符合上市条件的公司突然变得不够条件,这时也可以将市价配合指数下跌比例进行调整,但不能低于一个最低标准。

(7)对外国股份上市的规定。现在,一国公司到外国的证券交易所申请股票上市已日益成为国际间的普遍现象。为此,许多国家,尤其是证券交易发达的资本主义国家(如美、日)的证券交易所都对外国股份上市作了细致而具体的规定。不过,由于考虑到各国的具体国情不同,证券交易所对此类股份申请上市所订的标准一般是属于指导性的,并不是强制规定。比如:纽

约证券交易所对在该所上市的外国股份规定的具体条件有：①持股在 100 股以上的股东，全世界合计为 5000 人；②流通在外股票的市场价值，全世界合计为 1 亿美元；③公众持有的股数，全世界合计为 2500 万股；④资本额全世界合计为 1 亿美元；⑤税前净利，全世界合计，3 年累计 1 亿美元，每年不低于 2500 万美元。东京证券交易所对外国股份上市的规定是：①申请上市股票的股数在交易单位为 100 股时，不少于 200 万股；②持有一个或一个以上交易单位的股东人数，在日本至少要有 1000 个；③公司开业时间不少于 5 年；④股东持有股票的价值总额不低于 100 日元；⑤过去 3 年每年税前净利不少于 20 亿日元；⑥过去 3 年每年都支付股息，上市后能继续支付股息。

上述几项关于上市条件的主要项目都可以用一些特定的数据来框定，但证券交易所在衡量申请股票上市公司的条件时，还有一些“软”指标，它们有：①国家利益与该股份有多少关联；②公司在产业中所处的竞争地位；③对维持上市标准的展望等。这些“软”指标的重要性并不亚于对一些特定数字的规定。

## 二、不同的证券交易所对股票上市条件的不同规定

由于世界各国的经济发展水平和政策内容不一样，证券交易所的规模大小和自身条件也各不相同，因此，各国证券交易所对于股票上市条件的规定也很不一致。下面我们介绍几个具有一定代表性的证券交易所关于股票上市条件的具体规定。

### 1. 美国纽约证券交易所规定的上市条件

(1)在收益方面：公司在最近 1 年的税前盈利最低不得少于 250 万美元，最近 2 年的税前盈利最低不得少于每年 200 万美元。

(2)在资产方面：有形的净资产不得少于 1600 万美元，不足此数的可以用上市股票的总价值补足。

(3)在证券的市场价值方面：公众拥有的股票按市价计算不得少于 1600 万美元。

(4)在股票的分配方面：最少有 100 万股股票由公众持有，并且最少有 2000 名持有 100 股股票以上的股东。

### 2. 法国的证券交易所规定的上市条件

(1)公司资产总额必须在 750 万法郎以上。

(2)必须公开发行占公司资产 25% 以上的股票；区域性公司上市的股票不得低于 2 万股，全国性公司上市的股票不得低于 8 万股。

(3)公司上市前的 3 年都要有盈利，并有对原股东的分红。

### 3. 日本东京证券交易所规定的上市条件

(1)公司的开业时间在 5 年以上。

(2)公司在上市前经营年度的最后一天，股东持有股票的价值总额不低于 10 亿日元，每股不低于 100 日元。

(3)近 3 年的利润额包括税金在内，第一年不少于 2 亿日元；第二年不少于 3 亿日元；最近 1 年要在 4 亿日元以上。

(4)最近 3 年的每股收益不少于 15 日元，最近 1 年的每股收益不得少于 20 日元，同时最近 1 年的红利分配要持续在 5 日元以上，且估计股票上市后每股收益仍要保持在 5 日元以上。

### 4. 台湾证券管理委员会规定的上市条件

台湾对上市公司的规定分为两类,不同类的公司上市的要求也不相同。

(1)对第一类上市公司的规定:①实收资本总额必须在新台币 1 亿元以上。②在最近的 2 年当中,税后纯利都必须占到实收资本总额的 10% 以上。③资本结构方面,最近 1 年的资产净值最少要占到资产总额的 1/3 以上。④偿债能力方面,最近 1 年的流动资产与流动负债的比率要达到 100% 以上。⑤股权分配方面,记名股东人数要在 1000 人以上,其中持有股份票面金额在新台币 1 万元至 30 万元之间的股东人数不得少于 500 人,且其所持的股份票面金额合计应占股份发行总额的 15% 以上。

(2)对第二类上市公司的规定:①公司的实收资本总额要在新台币 5000 万元以上。②在最近的这 1 年度或开业在半年以上不到 1 年的开业年度,税后纯利占实收资本总额的 6% 以上。③在股权分配方面,记名股东人数要在 600 人以上,其中持有股份票面金额在新台币 1 万元至 30 万元之间的股东人数不得少于 300 人,且其所持的股份票面金额合计要占股份发行总额的 15% 以上。

### 5. 香港联合交易所规定的上市条件

(1)申请上市的公司必须是公众公司,并且在上市后仍然能保持此地位的公司。

(2)公司的业务必须是大众感兴趣的项目内容。

(3)公司上市时的市场总值不得少于 5000 万港元。

(4)上市申请如果获得批准,则公众持有的股票不得少于已发行股票的 25%。

(5)申请上市的公司必须具有 5 年以上的年资业绩记录。

(6)上市公司与主要股东或大股东的关系可能导致其对股东的责任上发生冲突时,公司则不再适合上市。

### 6. 上海证券交易所规定的上市条件

(1)上海证券交易所按照规定将申请在该所上市的公司股票分为第一部上市和第二部上市。

交易所对在第一部上市的公司要求比较高。规定的上市条件是:①申请股票上市的公司必须经工商行政管理部门注册登记;②实收股本额不得少于 500 万元人民币;③公司向社会公开发行的股票额占实收股本额的比例不得低于 25%;④记名股东不少于 500 个;⑤公司最近 2 年连续盈利;⑥至少获得一位本所会员的提名推荐;⑦已在上海市区设立过户机构;⑧至少在一份公开发行的报刊上定期公告经营状况。

(2)交易所对在第二部上市的公司要求相对较低,规定的上市条件与第一部的相比,差异在三个方面:①申请上市公司的实收股本额不少于 100 万元人民币;②公司向社会公开发行的股票额占实收股本额的比例不低于 10%;③记名股东不少于 300 个。

## 三、股票上市条件的演进

自从证券交易所开办和证券交易活动出现以来,股票交易也经历了产生、发展和成熟的不同时期,在不同的时期对股票上市条件的要求也不尽相同。下面我们简要地回顾一下股票上市条件的演进过程。

可以说,股票上市条件的演进正是公司或企业经营与道德标准演进的写照。在证券交易

活动开展的初期,公司经营者往往不愿意将它们的经营状况对外公开。在公司看来,公司的经营活动,公司的盈余状况,公司所控制的财产以及其他类似的事务纯属公司的内部事务。要让公众(即便是让公司股东)了解公司大概的财务状况也是件不可思议的事情。这种观念历经多年,改变的速度也很缓慢,乃至曾一度成为证券交易所与上市公司间争执的根本问题。

后来,有些国家的政府机构与证券交易所合作,成立一些专门组织,制订有关规则,规则内容包含有关于服务代理、签证、印制以及证券内容等方面的项目。交易所要求股票发行公司的财务资讯实行公开便逐渐形成一项政策性要求。交易所希望公司在申请上市时能在其申请书中附上财务状况的报表。不过,这时绝大多数的公司经理都认为这一建议可怖之至。发行公司坚持认为此项资讯属内部事务,与他人无关,因此,他们不公布也不打算公布其财务报表。

直到本世纪初,一些国家的证券交易所在要求发行公司承诺提供年度财务报表、不参与自身股票的投机、发行认股权并将认购情形通知给交易所以及不在未发通知前即处理分支机构股权等方面,才取得了缓慢但持续不断的进步。

本世纪 30 年代开始,一些国家的一般发行公司对于将其财务状况向公众公开的看法开始转变。证券交易所则就此决定建立一个新的财务公开政策,敦促发行公司事先将财务报表经过注册会计师签证。这一政策经过几年的努力便大体上获得了成功,大部分申请上市的公司都接受了这一政策。这对于上市标准的提高可谓是一大进步。此后不久,交易所便将会计师签证的政策强制运用到所有新申请上市的公司。

证券交易所提高上市标准的过程是曲折复杂的,其中也不乏争斗。比如,为了让公司实行公开,美国纽约证券交易所在 1933 年对一家抵制财务公开政策最严重的大公司首先开刀。这家公司从未公布过它的资产负债表与损益表,这样一来,证券交易所和投资大众对此都很不满意。于是,交易所采取坚定的立场,断然拒绝承认和接受有关财务公开将对公司或股东造成伤害以及财务公开将泄露公司秘密给国内外竞争对手之类的言论及相应的行为。最后,公司终于遵照交易所的规定办事,而其股票也因此而继续留在集中市场。现在,这家公司已经在财务和业务的公开方面成为一般公司的典范。那以后不久,证券管理委员会便规定:所有在全国性证券交易所上市的公司,必须提供经会计师查核签证过的财务报表。

有关股票表决权标准的制定也有过不平凡的经历。再以美国为例,本世纪 20 年代,公司中流行发行分等级的普通股。通常称为 A 级和 B 级。A 级股由一般投资大众持有,不具有表决权;B 级股则由公司管理当局及银行持有,具有完全表决权,它的投资比重一般都很小。因此,对于为公司提供大部分资本的投资大众来说,他们的表决权就完全被剥夺了。证券交易所认为,这不符合股东的利益,因此,股票上市审查委员会便很睿智、也很有勇气地决定拒绝接受任何类似股票的上市申请。最近几年,这种类型的股票越来越不受欢迎,绝大部分已经销声匿迹了。

近年来,一些国家的证券交易所积极地加强普通股股东的表决权。在正常情况下,交易所拒绝投票信托凭证的上市,也拒绝核准以任何其他理由限制表决权的普通股上市。交易所还敦促上市公司每次召开股东会议时提供委托书,对那些拒绝遵照办理的公司则不准其上市。若上市公司没有提供委托书,则要考虑将它下市。

上市公司的折旧政策也从 30 年代末期开始引起证券交易所的注重。在这之前,交易所在上市契约中只是要求发行公司在折旧政策有所变动时通知交易所,此后便规定上市公司不能



变更折旧政策,除非公司的会计制度非常健全,会计人员和技术人员普遍认为有变更的必要。

有关优先股的政策从 40 年代起便得到了进一步的建立,以后,有的交易所便拒绝优先股上市,除非它能满足一些特殊的要求。

现在,交易所一般都要求上市公司提供会计季度报表,绝大多数上市公司都同意遵守,此外,交易所还积极设法要求上市公司更加及时地提供它们的财务状况报告。

### 第三节 股票上市的筹备

针对公司的股票上市,各国的证券交易所都规定了细致而严格的上市标准,规定了各自的上市程序和上市步骤。尽管不同的证券交易所规定的具体内容不尽相同,但对于想要将其股票在一个成熟的交易所上市的公司来说,都必须进行精心的策划,选择恰当的时机,作出有效的决策,以使自己的股票顺利上市,达到自己的上市目的。

#### 一、为满足上市条件而筹备

##### 1. 必须明确上市意图

一般说来,一个公司想要将其股票在证券交易所上市,最直接的目的是想借此来筹集公司的业务发展资金,以代替向银行借款,但通常这不是全部的目的所在。因此,公司在上市之前必须绝对弄清自己上市的原因与目标。在弄清楚了自己的上市原因与目标之后,即使公司通过公开发售股票而筹集的资金可能不多,但股票上市之后仍能为公司及其现有股东带来可观的利益。比如说,通过股票的上市,就有可能实现现有股东套取现金以及重新确定其资产时值的目标。基于这一点,许多投资者对新上市的股票在拥有很高热情的同时又有很大的戒心,他们主要是害怕发行证券所得的资本最后不是归公司所有,而是落入了公司把持者的手中。资本主义国家的投资者对这一点是尤其敏感的。

经常还有些这样的公司,它们将股票上市的目的不在于急着套取现金,而是想通过股票的上市借助于证券交易市场来实现扩展公司规模或是购买别家公司的计划。

当然,公司上市之后通过自身的努力,能够在公众当中提高其知名度,而且还能在报刊杂志以及业务市场中享有较高的声誉,这对于公司推销产品、接洽业务、服务供应和获取信贷等方面都非常有利。在实际中,上市公司与其他不上市的公司比较,前者大都可以得到比较优惠的银行服务,而后者则难以得到。

明确了上市意图后,公司就可以在筹备股票上市的过程中朝有利于目标的方向努力,作出恰当的选择。

##### 2. 准备上市前必须考虑的问题

公司上市的原因和目标明确之后,如果认为股票上市有利于上市目标的实现,公司就必须考虑是否已经具备了足够的上市条件。公司上市前必须认真考虑的问题主要有以下几个方面。

(1) 法律方面的问题。各国的法律、条例当中关于上市公司方面的内容各不相同,准备上

市的公司首先要根据当地有关上市公司的条例,考虑公司能否取得上市公司的法律地位。如果公司符合已颁布的关于上市公司的条例中所要求的条件,那么所剩下的就是手续上的问题了。

(2)公司内部的管理问题。公司内部的管理是否完善,这对于有意将公司股票上市的董事会来说,是最难作出评定的。因为这里面关系到要评定公司的管理人员是否胜任,是否有足够的能力把一家小规模的公司发展成为一家成功的具有较大规模的公开公司,并保持公司上市后还能持续赚取盈利等问题。所以,有意将公司股票上市的董事会在对以上问题作出评估时,就要考虑到以下几方面的因素。

首先,公司董事会应该要求公司的管理人员必须以专业方法来管理公司的各职能部门,各级部门的主管应下放权力给具有专业水平的管理人员。因为公司上市后,业务会因此而有较大的增长,业务的增长必然要求从而也带来责任和权力的下放。

最后,公司成为上市公司之后,管理阶层能否处理好由于公司上市而带来的新的法律、会计、行政及公共关系等问题。因为这些问题会改变整个公司的经营方式、社会形象和地位。

再次,从投资者和分析家的角度来看。公司上市后的焦点是在股票的价格上,公司在股票市场上的股票价格主要视公司的盈利及股息如何而定。所以,公司管理决策人员必须认真研究公司利润计划的可行性和派发股息的政策。

(3)薪酬制度问题。公司上市后,董事会应该考虑公司执行的薪酬制度是否能吸引和挽留表现突出的高级经理及管理人才。在商业竞争激烈的社会里,各商业机构为吸引、刺激及挽留有才干的管理人才,在薪酬制度方面的竞争也很激烈,行政管理人才因此而得到各种类型的报酬及晋升的机会也越来越多。在这种情况下,公司必须考虑采用哪些合适的招聘条件和合适的薪酬制度。如果这些做法需要获得公司股东大会批准的话,那么公司在上市前就应该制定好以利于得到股东大会批准,以免日后麻烦。

(4)公司上市的程序问题。公司的董事会必须了解到,公司的董事、总经理、高级管理人员是否熟悉股票上市的程序。如果他们不够熟悉,就应该在与专业机构和人员(如证券包销商、律师、会计师、估价师、股票过户和登记处以及其他有关专业人士)签订合同前弄清楚合约的全部内容和有关事项。

(5)公司的资产和盈利的增长是否达到上市公司的规定问题。我们知道,世界各地对公司股票上市而规定的条件是各不相同的,现以香港为例谈谈公司的规模及盈利对上市公司的影响。香港联合交易所上市规则中的第二节第4条写明,上市公司的证券市场资本值估计不得少于5000万港元。因此,公司上市前必须估算好到公司上市时的证券市场资本值。公司如果获准上市,接下来就要考虑评估公众人士是否有兴趣购买公司发行的股票。投资者是否有兴趣购买一家上市公司的股票,要视他们对公司资产和盈利状况的审查结果而定。在一般情况下,投资者要审查公司过去5年间(如不足5年,则要审查公司自开设以来)的经营和盈利状况。他们一般都要求上市公司能在营业额持续增长的前提下,盈利的增长速度每年至少要在15%~20%,而且,公司还得有足够的潜力在未来的几年中维持甚至超过这个增长速度。

(6)账目及会计师方面的问题。公司在这方面必须考虑的事项主要有:

①账簿及记录。上市公司条例规定,各公司必须具备完备的账簿及记录。这一规定对有意上市的公司来说是非常关键的。首先,公司账簿及记录必须有足够的过去营业数据以符合招股书的要求;其次,公司的股票一旦上市,账簿及记录必须有完善的管理系统,以符合上市公

司必须遵守的日渐繁复的各项规定。

②资料的公布。公司一旦获准上市,就要全面公布公司和有关方面的重要资料,其中包括公布公司的重要合约,公司与其董事、高级职员或所属公司的商业往来等资料。这些重要资料的公布,对一些老股东来说可能难以接受,但是必须这样做,因为新股东及内部人员在获取公司的这些材料方面具有与他们同等的权利。

③核数师与申报会计师。上市公司如果能够雇用到声誉良好,而且对编制招股书内的会计师报告、报告溢外预测以及审核公司的账项等工作具有丰富经验的会计师公司或事务所,那么,证券包销商和投资者就都会比较有信心。因此,上市公司要有选择地雇用一家好的会计师公司或事务所。如果在过去的5年当中,核数师曾对公司的账目提出过保留意见,那么公司在申请上市时,为了使上市招股书符合要求,就要请核数师进行复核,看看有没有可能让核数师撤回原来的保留意见,并提供无保留意见。

(7)税项方面的问题。世界各地对上市公司纳税方面的要求是各不相同的,所以,公司在当地上市就必须认真研究当地的税项,如资本税、印花税及遗产税等。以香港为例,香港对上市公司的税制比较简单,基本上与对其他商业机构的一样,只征收物业税、薪俸税和所得税。对公司来说,不会因为股票上市而对其税赋产生任何影响;股息的收入也无须纳税,股息的性质也不会因公司的上市而有任何改变。股东持有的股票可以在市场内出售,因此也不必缴纳资本的收益税。

### 3. 按规定要求准备上市招股书

公司若要将其股票上市,上市之前必须提出上市申请。不同的证券交易所规定有不同的申请上市步骤。在香港,公司在按顺序申请上市的过程中,必须向上市管理部门提供一系列的书面材料,其中非常重要的一项是上市招股书。

正如推销商品需要做广告进行宣传一样,招股书便是一个对公司进行宣传的广告。招股书要向投资者介绍公司的概况、历史、管理状况、盈利与前景以及出售股份等资料,还要附上申请表格。

有意上市的公司要全面、如实地将上市招股书准备好。一份标准的招股书主要包括以下几方面的内容。

(1)引言。总括公司出售股份的细则,例如供投资者认购的股份价格及数额等。

(2)条件。指认购股份的人必须遵守的若干条件,只有遵守这些条件,认购申请才会被批准。因此,招股书内必须详细列明条件的具体内容。

(3)股本。说明法定股本及其成份的概况及面值、发行或答应发行的股份数目、已发行股份的已缴金额情况。

(4)债务。公司必须在招股日期前公布最接近招股日的所有债务。

(5)董事。介绍每位董事或将接任的董事的姓名、地址、个人资料及国籍。

(6)出售股份涉及的人士。其中包括:证券包销商、收款银行、律师、核数师和申报会计师、估价师、秘书以及股票过户登记处等。

(7)与公司有关的资料。其中包括:公司的历史、过去5年的业务状况与未来的发展、过去5年的财务资料、产品的市场情况、公司能持有的物业、溢价预测和股息派发政策、董事、管理人员和雇员情况等资料。

(8)发行股份增加资本值的声明。也就是根据会计师报告书列出的准则而编制有关公司

(或集团)有形资产经调整后的净值的预测声明。

(9)发行股份的收入。说明公司将如何运用这笔收入,该收入的运用包括直接或间接买入任何业务或物业。

(10)未来计划及前景。要详细说明公司(或集团)未来的财务及营业前景。

(11)有关的附录资料:

①会计师的报告书。包括会计师对上市公司的专业意见;会计政策的摘要;上市公司近5年来的盈利;对上市公司的固定资产进行的最新核定意见;结算日后的账目;有关的调节附注。

②盈利预测的分析报告。包括盈利预测的基准及假设;上市公司自行对盈利预测的分析报告;会计师对公司盈利预测的意见;证券专家对公司盈利预测的意见。

③公司的物业估值报告书。

④法定的和一般的资料。包括:公司名称、附属公司、股票包销安排、现有股东(及售股人)、权益的公布、遗产税、公司的组织章程、股份认购计划,公司的重大合约、诉讼、有关的承诺,处理公司股份过户登记的文件,其他可供查核的文件、认股申请表及购股申请手续等。

## 二、股票上市前的决策

申请股票上市的公司除了为满足证券交易所的上市条件而作精心筹备之外,还必须为股票上市后的正常交易,为吸引更多投资者,为公司实现筹资等上市目标作出多方面的选择。

### 1. 股息决策

股息决策对于公司筹措资金非常重要,它一方面关系到公司发行股票的吸引力,从而关系到公司能否顺利地在公开市场上筹措到所需资金;另一方面,它对公司的财务利益尤其是对公司的现金设置又关系重大,会直接影响到公司的经营收益。而这两方面的问题又是相互矛盾的。若公司在股息上表现非常慷慨,自然会增强股票吸引力,但同时也会加重公司的财务负担,尤其是对公司现金周转产生巨大压力;若股息太低,虽然有利于公司的营业与收益,但又会降低股票吸引力,使公司难以筹到足够资金。因此,股息决策只能是在股票吸引力与公司财务负担之间寻求一种合理的均衡。股息决策包括对股息种类和股息支付方式的选择。

#### (1)股息种类的选择

股息种类即是指公司对股东支付股息的形式。股息种类主要有四种:

①现金股息。投资者投资于股票,主要是希望得到比一般投资更多的现金收益;而公司为了长期成长与财务经营需要,也要保留一定的现金。前面说到有股息决策的两难选择主要是在现金股息上。公司必须在有足额未指定用途的累计纯利,并有足够的现金时选用这种股息支付形式,否则就要用其他形式。

②财产股息。一般是以其他公司的证券代替现金发放股息。公司在现金有余时购买其他公司的证券,而证券又在流动性和安全性仅次于现金,因而投资者愿意接受;公司也可以因此不与法律规定发生冲突(如“反托拉斯法”),在发放了股息的同时又保留了对其他公司的支配权。

③股票股息。即按股东股份比例用增发股票的形式代替现金发放股息,股东能因此得到不少额外的收益,所以投资者也乐于接受。公司在为达到以下目的时,选用这种形式比较好:一是为了保留现金;二是为了避免被课征所得税;三是为了稀释流通在外的本公司股票价格。

④负债股息。即用公司拥有的其他公司的公司债、应付票据等发放的股息。这种形式很少采用,只是公司在已经宣布并立即发放股息而现金却不足时采用的一种权宜之计。

### (2)股息支付方式的选择

股息决策除了要确定股息的种类之外,还要确定股息的支付方式。支付方式主要有以下三种:

①固定股息支付方式。这也就是不论经济状况怎样,公司经营是好是坏,每年支付的股息额不变。固定股息相当于公司对股东的应付债务,它既可以使公司充分享受财务杠杆利益,也可能使公司财务风险加大从而导致公司破产。因此,成熟的、有盈利的公司一般不宜采用这种方式,适宜选用这种方式的是那些正处于成长期、信誉一般的公司,因为这种方式可以减轻公司股票的风险,增强股票的吸引力,从而易于筹措资金。公司一旦确定了固定股息支付方式,就必须设法按时保证支付,这样才能稳定公司已发售股票的市场价格。维持公司的信用地位,取得股东对公司的信任。如果公司现金不足、支付固定股息困难,就要采用增发新股的办法来解决。

②股息支付率固定的股息支付方式。运用这种方式有利于公司与其他公司进行股息发放水平的比较。因为每股股息只是反映股息水平的绝对数,而不同类型公司的每股股息的差距是比较大的,缺乏可比性。运用股息支付率指标,就可以了解股息水平实质上的高低,公司可以在此基础上采取措施,调整股息水平,以维持和增加股票对投资者的吸引力。

③固定股息外加额外股息的支付方式。公司在经营状况非常好的条件下,可以在固定股息之外加付额外股息。不过公司必须注意:如果连年采用这种方式,就有可能使股东们认为额外部分是每年固定股息的组成部分。这样一来,如果公司在某年利润降低时突然取消额外股息,就会造成与减少固定股息结果相似的影响,使公司信用地位下降或恶化,公司的股票市价也有可能因此而降低,潜在的投资者或债权人也可能会因此而错误地判断公司财务的真实状况,使公司的筹资能力弱化。因此,公司在选用这种支付方式时,一定要注意掌握它的时间性。

### 2. 股票上市方式的选择

公司将其股票上市的方式有好几种,但一般可以归纳为三大类;申请上市的公司可以自由地选择任何一种上市方式,但必须根据市场、投资者以及公司本身多方面的具体情况,在综合考虑、全面衡量之后作出选择。

(1)公开发售。一般说来,申请股票上市的公司都愿意采用公开发售的上市方式,它是股票上市的最基本方式。采用这种上市方式的主要好处有两点:一是原有股东可以通过这一途径把他们持有的一部分股份卖给公众。但售股所得的现款是付给出售自己股份的股东,而不是增加公司的现款;二是这一方式可以满足公司需要,达到增加现金资本的目的。因为这一上市方式对于有意投资的人来说很有吸引力,他们看到公司在增加投资,这说明原股东对公司很有信心,这样一来也就增强了他们对公司的投资信心。

(2)反向收购法。这是指一家没有上市的公司去收购一家规模虽然比较小、但却已经上了市的公司。被收购的公司又称“空壳公司”,它虽然已经在证券交易所挂牌上市,但公司的资产却很少。对于反向收购法,有关机构认为,任何想要买卖已上市公司者,都必须遵守各项上市的规定要求。值得注意的是,反向收购本身并不能为公司筹集到资金,只有再进一步,向被收购合并公司的股东配售新股,或配股给公众,才能达到集资的目的。

(3)以配售或是介绍的方式上市。不过,现在在一些地方这两种方式一般都不会被采用。

### 3. 股票上市的时间选择

将要上市的公司若想使股票一上市就能得到较高的市场评价,就必须在上市的时候使公众感到在下一个财政年度里公司会有相当好的发展潜力。因此,公司股票上市的最好时间是在预计公司来年会取得良好业绩的时候,而不是等到公司的收入达到最高峰的年度。这样,公司的未来发展潜力就不会被人心存疑虑了。

一般证券交易所对于股票上市都有这样一项要求,即公司必须公布股票上市日期以前6个月期间由会计师审核过的财政账目。所以,公司股票上市的较好时间往往是公司财政年度年终8个月之后。在这个时候上市,公司的半年经营状况审核的中期报告已经完成发表。这时也可以预测过去了近2/3时间的一个年度的盈利状况。

股票上市公开发行的日期只有在筹备后期才能决定,而且通常还要视当时的股市行情是否合适而定。一般说来,准备售股章程并呈请有关当局审查批准还需要一段时间。

## 第四节 股票上市的优劣

### 一、股票上市的好处

证券市场与证券交易活动目前正在全球范围内随着经济的增长而日益发展和成熟。在证券交易发展历史较长的发达资本主义国家,人们对股市的热情持续不减,而在经济欠发达国家(如我国),证券市场正在发育,证券交易活动也在蓬勃兴起。出于各自的目的,公司和投资者都极为关注股市的状况,而股票上市又能给有关各方带来程度不同的好处。

下面,我们就主要从上市公司、投资者以及公司员工三个方面来分析股票上市的好处。

#### 1. 上市公司方面

上市公司申请股票上市,其最直接的目的是为了筹措公司营运所需要的资金,以获得稳定的长期资金来源。然而通过股票上市,公司不但能满足其对资金的需要,还能获得资金满足以外的好处。

(1)有利于公司大量、广泛地筹措长期资金,加速企业成长。上市公司(无论是以前上市的还是新上市的公司)总是资金特别是长期资金的需求者,它们要筹集巨额资金来满足公司生产经营的需要。由于股票这一有价证券自身的特点以及证券信用筹资有其他信用形式不可比拟的优势,因此,通过股票上市,企业能很便利地满足需要。

股票是表示一定财产权的证书,股票购买者便相应地拥有其投资所应得到的权益。一方面,股票购买者作为股东,可以获得参加股东大会、选举公司董事以及参与股份公司的经营决策权等等。另一方面,股东既可以获得投资于股票的股息,又可以参加股份公司的利润分配。此外,由于股票价格上的变动性,使得投资者还能得到股票买卖的差价收入;由于流通上的变现性,又能使股票转化为现金。正由于股票具有这些特点,它才能吸引众多的投资者来购买股票,为公司筹资出力。

此外,对股票的投资主体既可以是政府、企事业单位、金融机构,也可以是集体、个体和社

会公众,呈现出多元化、多层次的特点,因而股票上市后,公司能广泛地筹集到大量的资金。

从期限上看,股票具有长期性。股票不需要还本,股东不能退股,因而股票也就没有还本到期日。股票持有者因投机性需求或因流动性需求而将股票转卖、变现时,就只有利用转让机制,但对公司来说,减少一个股东的同时又新增了一个股东,资本量和资本期限并未发生任何变化。因而,股票上市后筹集到的资金具有长期性。

与其它信用形式(如商业信用和银行信用)相比,证券信用形式又具有独特的优势,其中最主要的一点就是证券信用是把价值贮藏和价值流通统一于一身的融资形式,它可以使短期资金长期化、长期资金短期化,使上市公司和投资者拥有一个互相选择的机制,显示出比其他信用形式更高的流动性和效益性,从而更有效、更灵活地提高资金的使用效率和周转速度,加速上市公司的成长。

(2)有利于公司股权的分散。投资者一旦成为股东,便拥有了对公司的诸多权力,比如股东直接以自己的利益为目的而行使的自益权,这使股东有权分得公司的盈余、剩余财产和股息,可以认购新股、收买或转让公司股份;还有就是股东直接以公司的利益为目的而行使的权利,这使股东有权查阅公司账目,有权参加股东大会并进行表决,有权选举公司董事、参与公司的经营决策等等。

股东在行使其权利时,权利的大小是根据其出资的多少来决定的。如果股权过于集中,少数股东对公司进行垄断和干预的可能性就增强。

股票上市之后,公司便成为大众的投资对象,上市公司也就会拥有大量的、种类更多的大小不一的股东,这样便可形成公司多样化的负债结构,防止股权过于集中,避免单一化负债结构下债权人对债务人经济活动的垄断和干预,增强公司经营的自由度,降低经营风险。

国外有的专家甚至认为,对上市公司而言,这一项是股票上市的最大好处。

(3)有助于认股权的销售。认股权是指普通股的优先认购权。在优先认购权制度下,现有股东有权保持对公司所有权的现有百分比。当公司增发新股时,作为具有优先认股权的股东既可以行使认股权,认购新发行的股票;也可以不认购新发行的股票,听任优先认购权过期失效;还可以出售认股权。也就是说,认股权是可以转让的。

认股权的出售是以转让认股权证的方式进行的。认股权证是一种长期的“期权”,表示投资者可以在一定的时期内按一定的价格购买一定数量的普通股。

许多现有股东在获得优先认购原股票的认购权时,总是加以出售而不是据此来认购新股。

在股票上市的条件,下,现有上市股票进行交易的场所又成了认股权销售的现成市场,这样,认股权的转让与销售就免去了许多股票上市时所要经过的手续和费用,减少了中间环节。再加上在股票上市形成的现有市场上进行认股权的交易,股东出售认股权可以获得溢价收入,投资者购买认股权可以在日后股票价格上涨时卖出,获得远远高于投资的收入;或者是以后通过公司无偿增资的形式而获得收益。这样一来,认股权的销售就可以很顺利地进行,公司也能达到通过增发新股而增资的目的。

(4)提高公司信誉和知名度。证券交易所对那些申请股票上市的公司要从资本额、盈利能力、偿债能力以及股权分散等多方面进行严格的审查,只有符合标准才准许上市,股票上市对上市公司来说是其信誉的无声的证明,说明公司已具备生存和发展的良好素质,投资者的信任感也由此而产生。

股票上市往往能使上市公司获得某种广告性的好处。因为上市股票持续在证券交易所交

易,就会使公司名称及其产品不断出现在公众面前;同时,如果上市股票在交易所内的交易非常活跃,股票就会成为公众经常议论的话题;再加上上市公司又要定期公布会计表册。这样都会使消费者和投资者将公司的名称、产品和股票联系起来,从而提高公司的知名度,加深公众对公司产品的印象,公众也能很容易地了解掌握公司的情况,对公司的信心也进一步增强,从而易于也乐于接受公司的股票和产品。

如果股票不在有组织的交易市场上市,公司就不得不自寻购买者,这就需要花费大量的物力和财力去做广告,或者去委托别的机构办理。这样,公司就要面临在找到最后购买者的过程中可能产生的信心问题,因为别人无法通过正常的、经常的和可靠的途径来加深对公司的了解,股票在价格上也会因此而受到损失。

(5)开辟增资新渠道,降低发行成本。股票上市之后,上市公司的知名度得以提高,其股票的市场流通性也相应提高,因为交易所能为上市股票提供现成的、连续的市场,公司和投资者双方也能在竞价市场上进行有效的运用,这使得公司再度筹资时其股票对一般投资者更有吸引力,从而能争取更多的股东,筹资也就更有保证。

此外,公司增资时还能降低股票的发行成本。因为对上市公司来说,连续性市场的存在可以减少新增股票上市前的诸多环节,减少不必要的手续,从而节省相应的费用和开支;而且,上市公司还可以利用公司知名度提高及市场流通性增强等优势,选择费用最省的股票承销方式。

(6)有利于公司股票价格的决定。股票上市之后,便在证券交易所内采取公开议价、拍卖或标购的方式进行交易,买卖双方都可以在这里互相观摩、互相竞争,这样,供给和需求之间就能比较容易地获得均衡价格,这比在市场以外个别的私下成交要公允得多。公司股票价格的决定也能因此而达到统一和合理,公司和投资者双方的利益也都能得到保障。

(7)为公司产品招揽更多的顾客。股票上市之后,股权分散、资本大众化的直接效果就是股东人数大大增加,这些数量极大的股东及其亲朋好友自然会购买上市公司的产品,成为上市公司的常客,而这些常客又会有意无意地对上市公司及其产品进行宣传,从而影响、吸引更多的顾客。

(8)促使上市公司健全公司财务。股票上市之前,证券交易所都要求公司在提出上市申请的同时提供详细的财务状况报告,并进行严格的审查。财务制度不健全或者财务报告不规范、不合要求、不能真实反映公司经营状况的公司,上市申请都会被退回,这就形成了公司健全财务的外部压力;股票上市之后,公司的财务报表和有关资料又要定期展示在公众面前,人们可以通过这些报表和资料看出公司的办事效率、经营作风、管理水平、盈利能力甚至可信程度。在竞争激烈的证券交易市场上,上市公司要想站稳脚跟,树立良好的企业形象,取得投资者的充分信赖,筹措到所需的资金,就必须积极主动地在健全公司财务方面下功夫。

(9)促进上市公司改善经营管理,提高经营效果。由于股票本质上是一种对未来收益的权力证书,因此投资者对其投资的效果极为关注,他们必然会争对那些经营前景广阔、竞争实力雄厚、经济效益高的公司投资,社会资金便自然向这类公司集中,使公司有足够的后劲不断开拓与发展;那些经营前景黯淡、竞争能力薄弱、经济效益低下甚至亏损的公司,则必然会遭到投资者的冷落,公司资金也将被抽走。证券交易所里时刻都在这样进行着资金的再分配。公司要想在竞争激烈的角斗场中立于不败之地,只能眼睛向内,改善经营管理,进一步提高经营效果,这样才能增强投资者的信心,使证券市场上形成有利于公司的资金分配格局。否则,公司经营就会失败。公司本身也难免被淘汰。



### 2. 投资者方面

对投资者来说,投资于上市股票也能获得优于其他投资方式的好处。

(1)取得较高的投资收益。不同的投资者购买上市股票的动机也不一样,但一般的投资者最主要的目的就是获取尽可能高的投资收益。上市股票能从两个方面满足投资者的要求,一是股票能给投资者带来股息和红利收入,而且公司的利润越多,投资者的收益也越高;二是股票价格上涨后能使投资者的资本增值。通过这两个途径,上市股票能给投资者带来巨大的好处。美国从1926年到1976年的50年当中,股票平均年收益率高达9.3%;据预测,从1975年到2000年,股票的平均年收益率将高达13%,这是相当可观的。然而股票价格上涨给它的持有者带来的收益,有时还更具有诱惑力。比如,在1914年购买100股国际商用机器公司的股票只需要2750美元,到1967年,由于分股等原因,原来的100股变成28500股,总价值高达1000万美元,是原来投资的3636倍。

(2)有利于作出正确的投资决策,减少投资风险。证券市场具有信息灵通的特点。人们经常将所得到的信息在一起互相传播,投资者便能更多地掌握经济状况和市场动态,他们可以通过观察证券市场上各种股票交易的兴衰和价格的涨落,通过上市公司公开的各种报表和资料,了解到哪些公司发展前景看好,哪些不好,哪种股票收益高,哪种收益低,通过证券市场提供的依据,投资者可以正确地进行投资决策,尽量地将资金投向安全可靠的公司,以避免投资风险。

此外,世界各国的证券交易所和有关管理机关都有一套严密的管理办法和严格的规章制度。这不但有助于证券交易有秩序地进行,还可以防止某些投机者或纪人不守信用、违法乱纪、哄瞒欺骗的行为;再加上证券交易所一般都拥有对经纪人随时检查监督以及当证券市场出现超限度的猛涨猛跌时停止交易,或者限价议价交易等权力,这都能使投资者的证券交易风险尽可能地减少下来。

(3)买卖便利,成交价格公平合理。上市股票的买卖业务一般都采取间接方式进行,即由证券经纪人代表客户买进卖出。这是因为要进行投资的客户很多,不可能都在交易所里直接买卖;而且投资者本人对于公司公开的财务报告没有充分的时间去比较分析。通过专业知识丰富、业务熟悉的经纪人,只需办理简单的买卖手续,上市股票的买进与卖出就能随时地而且非常顺利地进行。

通过经纪人在证券交易所竞价而决定的股票成交价是公平合理的价格。在口头鸣报竞价时,最高买进申报与最低卖出申报的价位相同即为成交,此时的价位就是当时交易市场的成交价;在计算机终端申报竞价和专柜书面申报竞价时,如买(卖)方的申报价格高于(或低于)卖(买)方申报的价格时,采用双方申报价格的平均中间价位;而在买卖双方只有市价申报而无限价申报时,则采用当日最近一次成交价或当时显示价格的价位作为这些市价申报业务成交的决定价格。由此可以看出,以公开竞价方式买卖股票,只有在买卖双方报价一致或基本一致时方可成交,因此,公开竞价决定的上市股票的成交价格要远比场外市场的成交价格公平合理。

(4)成交行情公布迅速,便于投资者投资。现代证券交易所大厅内都有大型电子显示屏,用以交替显示上市股票的名称、一周来各种股票的最高价、最低价、上日收盘价、当天开盘价、最新成交价、当日累计各种股票成交量、成交额、股票市盈率等各类数据。

此外,交易所还要在闭市后编制当日的“买卖日报表”和“证券行情单”向社会公众公开报道。“买卖日报表”要记载当日成交的证券名称及价格、数量、买卖双方证券商的代号等;“证券行情单”记载成交量或成交额,市价总额、最高价、最低价,股价指数、股价平均数、上市证券数、

上市证券总额以及投资者构成等内容。

如此丰富的股市行情在很短的时间内迅速地公布出来,投资者便可以及时掌握股市动态,并根据自己的判断和需要进行投资。

(5)交易所监督机制完善,投资者无后顾之忧。各国的证券交易所都要对证券经纪人的交易行为进行监督,都要求经纪人代客买卖证券时遵循公平交易的原则,禁止任何欺诈不法行为。例如:经纪人不得作欺骗性的推销来牟取收益;未经委托不得买卖;不得为了赚取佣金而利用“全权委托账户”作不必要的反复买卖;禁止作扰乱或操纵市场的交易等等。对那些有隐瞒、欺诈、操纵证券价格、侵占顾客的款券抵押、与顾客买卖不按行市等违法行为的经纪人,经查实,有关部门要依法进行民事或刑事处罚。此外,证券交易所还规定,证券经纪人向客户收取的佣金必须使用统一的标准,老少无欺。

上述这些规定和措施,能充分保护投资者的权益,使他们在进行证券交易时没有后顾之忧,从而能避免在场外交易时可能碰到的不公正待遇。

(6)上市股票可以获得更好的变现性。证券的变现性表现为证券持有者根据证券市场实际情况的变化和自身的流动性需要而进行的自由、及时地转卖证券、收回本金的活动。证券的变现性也就是指证券的流通性和兑换性。投资者在投资股票时,股票的变现能力是一个重要的考虑因素。

投资者购买股票便意味着他成了公司的股东,股票没有到期日,股份公司也不给予退股。但在股票上市之后,证券交易所便可以为股票提供连续性市场,上市股票也可以就此获得更好的变现性。当持股者急需现款时,他只要将手持股票在证券市场上卖出去,把股权转让给买主,收回自己的投资就可以了。而且,证券市场上的交易与交易之间非常紧凑,卖出买进报价接近,因此,投资者的手持股票还能以很快的速度出售,也不会造成不必要的损失。

(7)上市股票在抵押借款时,价值较高。许多国家的银行有不少放款是以有价证券作抵押的,借款人无力归还借款时,以作为借款抵押品的证券归还借款是常有的事。由于上市公司信誉普遍较好,上市股票的流通性和安全性较强,所以随时兑换成现款,因此,投资者以上市股票向金融机构抵押借款时,能够很容易地被银行接受,股票的价值也比较高,有时还能获得银行提供的某些优惠。

### 3. 公司员工方面

对在上市公司效力的员工来说,股票上市也能直接或间接地给他们带来某些好处:

(1)提高员工的工作保障。公司在股票上市之后,为了维持上市标准,维护公司形象,提高其产品的竞争力,必然要从公司内部加强管理,提高生产经营效率,其中关键的一点是要充分调动员工的工作积极性。这就促使公司管理者想方设法改善员工的工作和生活环境,减轻劳动强度,采取劳动安全措施,改进劳动保障条件。员工也就能在更加舒适、安全、有保障的环境中心情舒畅地工作。

(2)分享公司经营成果。公司将从证券市场上筹来的充足资本用来扩大生产经营规模,进行设备的引进,更新和改造,能够提高公司的劳动生产率,单位劳动时间内的劳动报酬也随之增加,劳动者的收入也就相应提高;此外,公司在得到股票上市所带来的成本下降、利润增加的好处之后,还能提高员工奖金、津贴、补贴的发放标准。有的公司还在为扩大规模而募集新股时,将新股认购权以酬劳股的名义配给公司员工,以表示对本公司员工的关怀。

## 二、股票上市的缺点

尽管股票上市具有上述的诸多好处,但还是有些公司即使完全符合上市条件,也甘愿放弃诸多好处而拒绝股票上市。他们认为,股票上市有其弊端,对公司不利。

### 1. “公开”的要求不利于保守商业秘密

证券交易所要求上市公司对公众实行“公开”,也就是要公司将主要业务状况、主要财务状况、股票发行的转让情况以及董事和主要职员情况等等经常向大众公布,使得公司的全貌在公众面前暴露无遗。这就有可能将公司的商业秘密也暴露出去,因为公司的许多商业秘密对于局外人来说,只要细心阅读和分析上市公司公布的诸多材料就全能知道,商业秘密也就无密可言。而且,公司的全貌暴露出来也有可能使公司成为好事者寻衅的目标,进而影响公司正常的生产经营活动,影响公司的竞争能力。

### 2. 股市波动可能歪曲公司状况

股票交易所既是一个投资的市场,也是一个投机的战场。这里不仅有追逐红利股息的投资者,也有伺机兴风作浪的投机者。市场上还存在着诸如虚报空盘、虚张声势、抬价压价、散布流言蜚语、传播不实资料等欺诈与操纵市场的行为,再加上政治、经济、军事和外交等多种因素的影响,都有可能使得股市的波动难以正确反映公司的经营和盈利状况,使得上市公司的形象在投机者获得暴利的同时遭到扭曲,公司的声誉也因此而受到损害。

### 3. 分散公司的控制权

证券交易所规定的上市条件中,都有关于股权分散的具体要求,这对于那些股份已经被大股东把持的公司来说,是很难接受的。因为股票上市之后,原股东就不再持有公司的全部股份,也就不再拥有对公司的全部控制权。而且,投资者购买上市股票并不都是为了红利股息。有些资产雄厚的投资者为了控制某一公司或参与公司经营,会大量购买这家公司的股票,这样一来,原来把持公司的大股东对公司的控制权就会丧失殆尽了。

当然,也有的公司是因为资本规模较小,认为没有必要利用证券交易所来筹集资金;或是认为股票上市后所能获得的收益难以补偿它们的上市费用;还有的公司是因为不满意证券交易所对公司内部人(如董事、总经理及主要股东)进行交易而制定的各种规则以及其他管理原则而不愿申报股票上市。

此外,还有许多公司认为,它们的股票如果在场外交易的话,那么不管是对公司本身来说还是对股东来说,都更为有利。

尽管股票上市有利有弊,但从长远看,还是利大于弊。股票上市的潜力如果能得到充分的挖掘和发挥,就能为公司、股东、员工以至顾客都带来长期性的利益。公司股票上市已被历史证明,也被当今社会公认为是发展壮大公司的重要途径。

## 第三章 股票交易方式

股票,作为一种有价证券,依其自然属性,应当可以流通、转让。这种流通职能是股票的真正意义,即股票作为交易对象只有在特定的市场上进行交易或转让才能实现其生命力。因此,有了股票的发行市场(一级市场)就必然要求发展和健全其流通市场(二级市场)。而股票流通是通过具体的交易方式去实现的。同时随着股票流通市场规模的扩大,流转交易额的增长,商品经济的发展,股票交易方式逐渐地也从简单到复杂,从低级到高级,从单一到复合的发展起来。股票交易方式虽然形式多样,但我们仍可以按照一定的方式将其归类划分。一般将股票交易依其交易主体、交易地点、交易订约与履行的时间不同来加以区分和界定。本章从股票流转买卖的时间差异,即股票交易的双方当事人从订约到履约期限长短作为标准,来划分各种股票交易方式。

股票交易方式主要有以下几种:现货交易、期货交易、股票指数期货交易、期权交易和股票信用交易。下面分别介绍这五种交易方式。

### 第一节 现货交易

#### 一、现货交易的产生

股票交易一经产生,无论是由证券发行公司发行的上市股票还是未经正式发行的未上市股票;无论是在证券交易场所内进行的场内交易还是在证券公司柜台前进行的场外交易,便都是以现货交易的形式来买卖运作的。

在股票交易发展的初级阶段,其交易的主要作用不外乎这样两个方面:投资者在从股票发行市场(初级市场)上购买了一定数额的股票后,他急需现款而要求在股票交易市场上出让其原先占有的股票而兑换成他所需要的现金;另一方面,对于在发行市场没有购买到某种股票的投资者而言,他要求通过股票交易市场用货币自由地换取该种股票从而成为一名新的投资股东。因此,股票交易实际上在开始阶段就是满足原先持有股票的人随时能够在市场上转让股票兑成现金,其他投资者随时在交易市场以金钱换取所需要的股票。应该说,这种交易的初衷是不存在投机心理的,似乎叫投资更为符合情况。从这个方面来讲,现货交易,或叫当场交易

是在产生股票流通市场之后便存在的最为普遍、最为简单的股票交易方式。

### 二、股票现货交易的概念

股票现货交易是指股票交易的买卖双方当事人在达成协议之后即时对钱款和股票进行清算交割,即买方付现款换取股票,卖方给付股票收取现金的行为。“即时”,可以指协议成交的当天,也可以是证券交易所规定的或交易习惯上的指定日期。简言之,就是一手交钱,一手交货。

现货交易方式作为一种比较普遍的股票交易方式,适合于股票交易处于初级阶段的国家和地区。买卖双方即时给付现金和股票,能够减少和避免投机冒险而导致普通投机者的恐慌及股票市场的暴涨暴落,以利于稳定股票交易,保障长期投资者的利益。

### 三、股票现货交易的原则

股票现货交易原则是指在股票现货交易中,买卖交易参加人必须遵循的普遍适用于整个交易过程的最为基本的规则。一般有以下几个原则:

(1)时间优先原则,指有几个投资人通过委托经纪人代理买卖股票且委托的价格条件相同。在这种情况下,经纪人按照委托时间的先后依次选择成交对象。如果委托申报时间和委托申报价格都一致,以交易数量多的一方优先成交,如果时间、申报价格、交易数量都一致,则由投资者抽签决定。

(2)价格优先原则,即每一笔交易按照委托价格的高低成交。委托代理人买入股票的,按其申报买入价高的优先于申报买入价低的成交;委托代理人卖出股票的,其申报卖出价低的优先于申报卖出价高的成交;另外,以市场索价的优于限价索价优先成交。

(3)公平、公正、公开的原则。

### 四、股票现货交易的过程

#### 1. 场内交易的双边拍卖成交

投资人在对股票市场行情进行分析研究之后,找到证券公司的股票经纪商,办理委托买卖股票契约,即委托证券经纪商代理股票交易,委托时应当详细说明:

- (1)股票名称和交易种类;
- (2)买进或卖出及其数量;
- (3)出价方式及价格幅度;
- (4)委托的有效期限;
- (5)纠纷发生时的仲裁方式。

据此,投资人就可通过证券经纪人代理进行股票买卖交易。在投资人决定买入或卖出某种股票的指令发出后,委托代理人便通知其在证券交易所的场内经纪人。场内经纪人立即赶到买卖某种股票的场内指定地点,按委托代理合同所载明的交易条件进行交易。具体过程是,假如有个投资者甲决定转让 A 种股票 15 股,他会通知自己的股票经纪商,说明自己转让的价

格和数量等条件,甲的经纪商照例再通知其在交易所的场内经纪人,场内经纪人赶到 A 种股票的交易地点。由于要买和卖这种股票的有许多人,因此买卖双方交易通过双边拍卖形式完成。世界各国的证券交易所进行双边拍卖主要通过口头和牌板交易进行。这时如果甲的经纪人在报价之后,听到买方中有人报出买价与委托人的出让价要求一致,双方便即刻成交。

### 2. 场外交易的讨价还价

这种讨价还价的交易过程一般发生在两个证券经营商之间以及证券经纪商与投资人间。

某投资者委托某证券公司代理到场外交易地点买卖某种股票,这时该证券代理商就会同其他投资者所委托的证券代理商进行交易,双方讨价还价,决定成交的价格。

另一种情况是,投资者直接向证券公司买卖某种股票。这时投资者与证券公司双方进行讨价还价。

## 五、股票现货交易的交割和清算

现货交易依其性质应当在成交后即时进行交割,卖方交付股票,买方付现款。但在实际交易过程中,不可能立即做到,一般允许有一个较短的交割时限。比如日本东京证券交易所规定,“即时”指买卖成交后的第 4 日;美国纽约证券交易所规定的“例行”交割日,是指在买卖成交之后的第 5 个营业日双方进行交割。

这种交付股票给付金钱的交割过程一般有如下几种方式:

- (1)即时交割,指买卖双方一经成交立即办理交割,实际交易中这种当天交割的情况很少;
- (2)当日交割,即在双方成交的营业当日办理交割;
- (3)普通交割,是在成交日起的第 2 个营业日的上午办理交割;
- (4)特约日交割,是在交易所规定的日期办理交割;
- (5)例行交割,指买卖双方成交后定期办理交割,这种情况一般时间较长,15 天、20 天,有的达 1 个月。

在股票交易发达的国家和地区,买卖双方之间通常是互为买者和卖者,即同时作为买方和卖方。因而股票买卖成交后的交割手续并非是逐步进行的,而是通过买卖双方在证券公司开立的账户进行清算,将买卖双方的买卖数额相互抵消,并就差价额进行交割。这个以抵消买卖数额只对差价金额进行支付的过程叫做清算。清算可以减少实际交割的股份和款项,提高资金利用率,便利双方的交易。

## 六、股票现货交易的禁止性规定

股票交易能够带来很高的利润,因此有些投机者就利用一些不正当的交易方法和行为,干扰和影响股票交易的正常进行,同时给其他投资者造成损害。按照各国有关股票现货交易的法律,下列各种行为都属非法交易行为。

- (1)利用内幕消息,从事股票买卖;
- (2)同一单位或个人和两个人以上单位或个人私通,同时买卖同一种股票,制造股票的虚假供求和价格;

- (3)以操纵市场为目的,连续抬价买入或压价卖出同一种股票;
- (4)未经许可,在股票交易市场上直接或间接买卖自己发行的股票;
- (5)制造或散布虚假的,易使人误解的信息诱使他人参与交易。

### 七、中国的股票现货交易

我国的股票交易市场刚刚起步,市场规则还很不完善,为了鼓励长期投资,限制不正当地投机买卖,稳定股票市场,国家明令禁止现货交易以外的其他各种交易方式。股票交易只限于现货交易。

在我国股票现货交易中,清算交割的时间有三种:

- (1)当日交易:指买卖成交的当天,成交各方进行清算交割;
- (2)翌日(第2日)清算交割;
- (3)普通交易:买卖成交后的第四个营业日(含成交当天遇法定假日顺延),成交各方进行清算交割;
- (4)约定日交易:买卖双方成交后的第15天(含成交当日)内,成交各方按约定日期进行清算交割。此外,该约定日交易事先得经证券交易所同意。

我国深圳证券交易所使用上述第(1),(2)种清算时间,上海证券交易所规定上述四种方法都为法定结算日。

我国的现货交易一般在证券公司及其设立的交易点的柜台前进行,即场外交易。在建立了证券交易所的地区,如上海和深圳则在证券交易所集中交易。在证券交易所的现货交易的具体方法是通过委托代理人,即证券商按照委托人的要求在交易市场买卖公开发行的各种股票,并采用公开定价的方式成交。

## 第二节 股票期货交易

### 一、股票期货交易的概念

股票期货交易(future transaction)方式是指股票交易双方就买卖合同成交后,交割和清算要按合同中规定的价格在将来的某一个日期进行。也就是买卖的委托指令发出日到交割营业日即清算日之间有一定的时间差。

股票期货交易是相对于股票现货交易而言的,其特点在于买卖双方股票所有权的转让及货款的交割时间被隔离开来。在期货交易中,买卖双方签订合同后不用立即付款和交付股票,只有到了约定的交割时期买方才付货款,卖方交货一股票。

## 二、股票期货交易的产生

期货交易这个概念开始是指商品的期货交易。它是随着商品经济发展的需要而产生的一种比较高级的贸易方式。最早的商品交换,是从简单的物物交换,易货贸易开始,然后逐步演变发展、扩展到现货交易、远期交易、期货交易、期权交易等交换方式。目前世界上的期货交易已经发展到四大类:①商品期货交易,如农产品的谷物类、棉花、橡胶等;②黄金期货交易;③外汇期货交易;④金融工具期货交易,如国库券、利率、股票等。

进入市场进行交易,必然就会遇到风险,在自然、人为或者政治、经济、地理等因素的影响下,供求关系常常发生变化,价格随之上下波动。供给增加、需求减少时商品价格就下跌;需求增加,供给减少时,商品价格就上升,因而使企业和个人的交易,包括生产的计划带来困难,使交易成本难于固定,利润难以保证,因此就出现了商品期货交易方式,最初是产品期货交易。比如,对于种植谷物农民来讲,由于农业生产季节性的特点,谷物生长好坏收成好坏,很大程度受制于气候的影响,丰欠难以保证。收成好,谷物大量投放市场,可能造成供过于求,价格下跌;收成差,可能谷物数量锐减,造成供给紧张,价格上升。这两种情况,前者对农民是造成损失,后者农民可能获利非浅,但作为收购谷物作为原料进行加工再生产的企业经营者来讲则会造成损失。因此交易具体价格、数量很难确定。在近代,资本主义经济波动较大,市场危机时常发生,大量的资本需要既能迅速获利增值又能保值避险的场所。而商品的期货市场,即缔约时即按确定的价格买进或卖出一定数量的产品,到一定时期后进行实际交割清算,就可以避免因供求关系发生变化而导致价格大幅起落而带来的生产和经营风险。结合上例而言,通过期货交易,使种植谷物的农民预先把价格确定下来,当收成好,价格可能下跌时就会不受影响,对加工谷物的工业企业者确定了谷物作为原料的价格后,当收成差,价格可能暴涨时也不会受影响,一句话,双方都可以预期保值。这是期货交易开始时的主要功能。

除了预期保值这个作用以外,期货交易还有一大功能,就是投机获利。还是用上例加以说明。某代理人代表谷物加工业厂家,预测某年可能出现旱情,物价将上涨,他便与种谷物农民签订期货合同,规定每公斤 1.2 元,总数为 5000 公斤。结果,到了收获季节,发生旱情,谷物产量剧减,价格上升到 1.6 元/公斤,就可赚  $0.4 \times 5000 = 2000$  元的减价利润。这是投机成功而获利。但是到了收获季节,却并未发生旱情,谷价看跌,降为 0.6 元/公斤。到结算日,投机者仍得以 1.2 元/公斤价格清算。这样,他就会亏损 3000 元。由此,我们可以得出结论,期货交易有两种功能,一是预期保值,一是投机获利。不过投机者获利与否,在于其预测是否能兑现,判断是否正确。

股票的期货交易基本上也是按此道理来运作的。

最近二三十年,世界期货交易总量不断增长。出现了许多专门的期货交易市场、交易所,尤其是金融期货后来者居上,发展极快,超过了商品期货交易。期货交易价格已成为有关商品市场价格的导向,并可能左右国际市场。

## 三、股票期货交易的参加者

在股票期货交易中作为交易人的参加人主要是套期保值者和投机者。而后一种人则构成



目前股票期货交易的基本成份。

### 1. 套期保值者

作为套期保值者参与股票期货交易的目的是为了保护在未来时间(1月、3月、6月不等)进行交易的某种股票行市价格,以减少风险,稳定收益。

比如某投资者甲从现货市场上买进10股A种股票,每股100元,甲担心在未来一定时期内,银行存款利率将上升,股市行情可能下跌。他为了避免其A种股票价格因利率调整而贬值,便在期货交易市场上与某买主乙签约,规定了3个月以后以每张股票价格100元转让给乙。3个月之后利率果然调整,A股票价格下跌至80元/股。此时甲仍可以100元股的价格收取价款。这样甲就不会受到损失,因为在期货合同中他把这个风险(预计的风险)已经转让给买主乙了。因此,套期保值者一般是先买进或卖出某种股票然后在期货交易市场上卖出或买进同等数量和价格的期货合同,在合同到期后,其股票价格在实际交割中造成的亏损转移到期货合同上而得以弥补或冲抵。

### 2. 投机者

股票期货交易的主要目的还是在于投机。真正出于保险和安全目的想预期保值而签订期货交易合同的为数不多。投机者利用股票期货交易方式,是为了获取在买卖期货合同期间股票价格上下起落时的差价。股票期货合同的期限决定了在这个期限中买卖双方所指向的股票价格是有涨有落的,同时投机买卖的双方对这个行市的涨落都有自己的判断,一方认为到期会涨,另一方则认为到期会跌,这种期望值的相互差异促成了期货交易合同的签订。具体而言,买方期望期限到来时价格上升,届时将以高价将股票卖出牟取差价利润,卖方希望股票价格在期限到来之时价格下跌,以便到时以低价将股票买进,冲销卖出的期货合同,并赚取其间差价。

因此,投机者对待股票交易的态度与预期保值者完全不同,预期保值者购买或出售期货合同是出于安全和避免价格涨落的风险,但在保值保险的同时却可能丧失牟取利润的机会。比如前例中甲预计A种股票因利率调整而跌价,但到时利率并未调整,而A种股价仍然看好,3日后上涨至150元/股。但根据合同,甲仍得将该股票以100元/股价格转让给买主乙。这等于甲为其判断错误而丧失了 $10 \times (150 - 100) = 500$ 元的差价利益。作为投机者介入期货交易就是为了牟取更多的收入,他敢于冒股市行情跌宕的风险。一个投机股票交易人如果认为预期利率将下降,股票价格在即期将上涨,他会先买进,将来利率果真下调,股价上涨时再以较高价格卖出,获取其间的差价收入;如果他推测利率将上升,股票价格在即期将下跌,他便先以较高的价格将股票出售抛出,将来他的预测实现,即利率上调后再行以较低价格将该股票重新买进,便仍可以赚取其间的差价。

## 四、股票期货交易的方法—多头和空头

股票期货交易的买卖双方在订立买卖股票期货的合同时,双方手中都无须有股票和现款,他们只要向证券交易所交纳按成交额一定比例收取的保证金。换句话说,这就等于买方手里可以没有现款,卖方手里也不必持有股票。因此这种股票交易的方法就叫做买空和卖空。先买后卖盼望将来某一时期股票价格上涨的,叫做多头;先卖后买盼望将来某一时期股票价格下跌的,叫做空头。多头市场是股票价格呈上扬趋势的市场,空头市场则是股票价格呈下跌趋势的市场。通常在股票交易中把股票价格的预期上涨叫做牛市(Bull market),预期下降称为熊市

(Bear market)。很显然,做多头生意的盼望牛市,做空头生意的盼望熊市。而且在实际交易过程中买卖双方的预测方向往往是相对的或者说是完全相反的,即在股票交易所里,有许多投机者是做多头生意的,同时又有许多人是做空头生意的,做多头的总盼望牛市,价格上涨,而做空头的总想把股票价格压下去,出现熊市。这种对市场行情的推断预测如果实现了,则有利可图,如果没有实现出现相反局面,即多头的等来了熊市,空头的等来了牛市,那就亏本赔钱了。在实际交易中,如果作多头的投机者多于做空头的投机者,则会出现某种股票卖方市场,于是就出现股价上涨,符合多头投机者的利益;而如果作空头生意的较多,则会出现供过于求,股价会下跌,空头者获利。另一方面,多头和空头的角色是经常转换的,即多头变为空头,空头变为多头。这是因为投机者的预期推断不仅没有实现,反而朝其相反方向发展,预期熊市的最终出现了牛市;预期牛市的却变为熊市,这样做多头投机者买进股票后却不见股价上涨反而下跌,致使卖出股票无利可图,做空头的投机者卖出股票后股价却一气上涨,再行买进也无利可图,这种情况叫做“套牢”。投机者为了摆脱套牢局面,就会转换自己的角色,由多头变为空头,由空头变成多头,以此减少损失。现在举一实例来说明“套牢”现象。在上海证券交易所上市的延中股票在 1992 年 3 月 13 日股价出现下跌。交易所该种股票每股价格下跌 8.34 元。这是该种股票自 1992 年 2 月 18 日放开股价自由竞争,股价直线上升 20 多元后第 1 次出现股价下滑,共下跌了 8 元多。而在此之前,延中股市坚挺,投资者投入资金很多,股价上升较快。想抛出去又怕亏本,因此就出现了许多投资者在一段时期内被延中股票“套牢”的现象,投资人想抛售但无利可图。

### 1. 多头交易

我们用实例来说明投机者是如何进行多头买卖的。某年 5 月 2 日张某买进某房地产公司股票 20 份,每股市价 200 元。这说明张某已经通过交易所经纪人和某卖主缔结了期货交易合同并预测每股价将继续上涨。其中股票价格是 200 元,数量 20 份,结算期是 6 月 2 日,从 5 月 2 日至 6 月 2 日之间,该房地产股票行市有三种可能性:

(1) 房地产公司如张某所预测,行情看好,继续上涨。5 月 25 日股价升到 250 元左右,张某认为时机已经成熟,便决定以每股 250 元抛出 20 股房地产公司股票。买主向张某支付  $250 \times 20 = 5000$  元。到了结算日 6 月 2 日,张某按照期货合同中所确定的价格 200 元/股向卖主支付,  $200 \times 20 = 4000$  元。在这笔交易中张某预期牛市得以兑现,先买后卖,赚取买卖差价  $5000 - 4000 = 1000$  元(其中还要扣除佣金与税款)。

(2) 房地产公司的股票在 5 月 25 日涨至 250 元/股,但张某认为该股市行情最高价尚未到来,他期望股价继续上涨。到 6 月 1 日,行情下跌至每股 180 元。张某再要买入已是无利可图,相反赔钱。到 6 月 2 日结算时,按照期货合同,张某向卖主支付  $200 \times 20 = 4000$  元。可是实际损失了  $(200 \times 20 - 180 \times 20) = 400$  元。

(3) 第三种情况是,到 5 月 25 日该房地产公司股票下跌至 190 元/股。张某预测股价将继续下跌,为了减少自己的损失,张某改变了投资策略,由原来的先买后卖转为到 25 日将该股票期货合同以每股 190 元的价格转售给另一投机者陈某。到结算日 6 月 2 日,按照期货合同规定,张某以每股 200 元的价格把这 20 股房地产公司股票吃进,为此,张某损失了 200 元。实际上由于张某由多头变为空头,而为此减少了损失 200 元,而这种转化的实现,是同期期货交易合同双方当事人的投机心理相向一致起来,这就是张某以 190 元/股的价格抛出,是预期股市将继续下跌,而买下这 20 股的买主陈某却预测该股票在 5 月 25 日~6 月 2 日时期会重趋看好,

股价会再度上升,至少超过 190 元/股,所以买卖双方的投机心理呈相反方向,才能实现多头与空头的转化。

### 2. 空头交易

空头交易,与多头交易相反,是先卖后买。

5 月 2 日,张某想把他手中拥有的 20 张房地产公司的股票在证券交易所中转让出售。他通过证券公司经纪人言明他的转让数量、价格、时期等条件。同日经纪人帮张某找到了期货合同的买主杨某,条件是:20 张房地产公司股票,每张 200 元,6 月 2 日清结,杨某接受了。这样,和买进期货的多头交易一样,也可能出现三种情况:

(1)第一种情况:5 月 2 日到 6 月 2 日期间,该房地产公司股票价格下跌。在 5 月 25 日,股票行市为 160 元/股。这样与张某预测一致,张某决定在现货市场上再买回他的 20 股房地产公司股票,用了  $20 \times 160 = 3200$  元。到了 6 月 2 日结算日,按照期货合同张某以 200 元/股的价格从买主手中收入  $200 \times 20 = 4000$  元。这样张某在这笔期货交易中赚取了  $4000 - 3200 = 800$  元价差收入。从中再扣除保证金和税款。在这种情况下,对张某来讲,确定什么时期是行市的最低价非常重要,直接影响着他的获利程度。如果 5 月 30 日行情更低,达到 150 元/股,那么这时买回股票更加有利。而实际交易中确定出售时的最高价和将来再买回股票的最低价的时间很难把握。并且风险也大。

(2)第二种情况:在 5 月 2 日到 5 月 25 日期间,股市行情持续下跌,张某却抱定股价还将下跌,想等到股价最低的时候再买回。但是风云突变,5 月 26 日股价回升,到 6 月 1 日又超过每股 200 元达 210 元/股。若此时买回股票,则意味着张某损失  $210 \times 20 - 200 \times 20 = 200$  元。但根据 5 月 2 日签订的期货合同,张某必须接受 200 元/股的价格而出让其 20 份股票。这样实际上张某在这笔交易中损失了 200 元。这项交易证明与他预期判断相背。

(3)第三种情况是,5 月 2 日到 5 月 25 日期间,房地产公司股票上涨,张某预计还将继续上涨,因而改变投机策略,在 5 月 25 日以 230 元/股价格又从现货市场购进这 20 股。到了 6 月 2 日结算日,股价涨至 250 元/股,张某依照期货买卖合同进行结算,从买主手里收回  $200 \times 20 = 4000$  元,这样张某实际损失了  $230 \times 20 - 4000 = 600$  元,而如果张某在 5 月 25 日不下决心购进 20 股,那么到 6 月 2 日他更为亏损,就要损失  $(250 - 200) \times 20 = 1000$  元。这样,张某通过空头转为多头,减少了他的损失,  $1000 - 600 = 400$  元。这个损失转移给了 5 月 25 日的卖方,该卖方的预测与张某相反,他以 230 元/股出售,是希望过几天股价下跌,即想投机空头。但事与愿违,直至 6 月 2 日结算日,股价仍未下跌,为此,他损失 400 元,而这 400 元正是张转移给他的损失。

## 五、股票期货交易的进行

股票的期货交易产生于本世纪 70 年代,最早的股票期货交易市场是 1972 年 5 月 16 日成立的美国芝加哥期货交易所。一般期货交易都在专门的期货交易所里集中进行,并采取由投资人委托其经纪人相互公开竞价的方式。交易价格在竞争中形成并随时被公开报道。交易买卖双方可以根据价格行情的变化来调整他们的索价和开价。最后出价最高的买主与报价最低的卖主达成交易。成交之后,交易双方都要通过各自的经纪人向证券交易所缴纳 5~20% 的保证金,一般按照成交额计算。因为期货合同所买卖的对象并不直接是现货股票,而只是一种

期货合同,是典型的买空卖空,因此,给付一定比例的保证金,防止期货合同到期后如果一方亏损不能履约,能够起到一定的履约保证的作用,也使投资者权衡得失,慎重考虑,并可以避免由于买空卖空带来的市场失去平衡的风险。保证金的比例证券交易所都要规定。此外,买卖双方还要向各自的经纪人交纳一定数额的手续费。

### 六、股票期货交易的实质

股票期货交易和现货交易相比较其最大的优势在于投资者能够用更长的时间来分析股票价格行情的变化,并随之调整自己的投资策略。同时也可稳定股票价格,减少投资风险。另一方面,期货交易能使现货市场上的交易更为活跃,而现货交易的发展兴旺也能促进期货交易。

股票期货交易目前已成为发展最快的市场,交易金额不断增长,同时市场波动性也很大,进行期货交易,对投资者最具投机冒险性。在这种交易方式里,股票仅仅是一种象征,买卖对象只是期货交易合同而非现货——股票。买卖过程中并不需要持有股票或者股票并不出面,没有资金,也可以买进股票。只要交易双方确定了交割日期和价格,签订期货合同就算成交。交易双方到结算日只要股票行市的变动情况对照自己预测的结果之间产生的差额进行结算即可。但是交易必须在清结日到来之时结算,并且是实物—现金和股票的交换。买卖并不是确定的,必须到期买入,到期卖出,这更增加了风险和投机性。由于买空卖空的投机性,许多国家都在法规中对买空卖空特别是卖空交易进行限制。因为在卖空时,投资者手里无需有股票,他觉得有利时可以从证券经纪商借入股票来卖空投机,有可能导致股市行情下跌,不利于股市的稳定、健康运行,也容易使其他投资者不敢轻易投资,影响资金筹集。但另一方面,卖空交易时,投资者先行卖出,在股价下跌时再买回,不仅能减少风险也可使投资者在股市下跌情况下仍有利可图,同时在一程度也可稳定股市下跌局面。因此各国法律在限制卖空交易的消极影响的前提下,一定范围内也是允许买空卖空行为的,以达到活跃股票市场,鼓励投资的目的。

总之,股票期货交易是一种投机性很强,风险较大,同时利润也可能很高的比较灵活的股票交易方式。

中国现阶段,股票交易市场刚开始起步,股票市场上股票数量和金额都很小,基本上是卖方市场,交易法律、交易规则都还不完善。出于稳定股市、保护个人投资者利益的考虑,目前我国股票交易仅以现货交易为法定交易方式。不容许买空卖空的期货交易。这是符合现在股票交易市场的实际情况的。

## 第三节 股票价格指数期货交易

### 一、股票价格指数期货交易的产生

我们对现货交易和期货交易的情况进行了介绍。由此可以得出结论,买卖股票期货交易较之股票现货交易更加灵活,能有更长的时间来观察某种股票行市的走向,并随着对这种走向

的预测推断而随机应变,既可以保值又能投机盈利。对投机者而言,在什么时间买空,什么时间卖空,即把握住这个恰当的期限十分关键,把握准确,选择在最有利的时机抛出或买入,决定着投机者是否能获利及获利多少,但这对于投机者手中只有某一种股票的情况是基本适用的,但从另一角度来看,只拥有一种或几种股票,种类少,发生风险时难以避免。因此,就得买入多种不同股票以分散风险,投机者手中拥有十几种甚至几十种股票就很难预测各自风险情况。因为每一种股票的风险情况都不一样;此外买卖期货,还要预付一定比例的保证金,等于要冻结住一笔资本。据此,作为投资者(或投机者)在购买了多种一定数量的股票之后,由于对各种不同股票的市场行情的预测存在难度,而股票交易市场受着各种因素的影响,存在着风险,因而在一定时间内,虽然整个股市价格下降,而有的股票行市看涨,有的则下跌,无规律可循,为了减少和避免这种交易风险,一种新的股票交易方式——股票价格指数期货交易应运而生。

## 二、股票价格指数

要理解股票价格指数期货交易,就先得了解有关股票价格指数的概念。

在证券交易所的股票行情表上,在同一时间里有多种不同的股票在上市交易,并且这些不同股票价格一直在发生变化。有些股票价格上涨,有些下跌。因此说整个股票市场一般是有涨有跌,呈不规则运动。只有极少数情况是在某一时间或一段时间,整个股市包括各种不同股票行市都呈上涨坚挺或都下跌疲软。在上述股票市场各种股票价格不规则升降情况下,为了便于投资者了解整个股票行市情况,证券交易所就引进了股票价格指数作为预测股市行情的晴雨表。

首先,股票价格指数是一种反映股票行市变动的价格平均数,其次,投资者通过对股票指数升降及其变化的分析,掌握股票市场的各种股票价格的走向。

股票价格指数的编制,通常是以某一年份为基期,以这个基期的股票价格作为 100,然后用以后各时期的股票价格和基期价格比较,计算出升降的百分比,就得出该时期的股票价格指数。世界各国的主要证券交易所都有其股票价格指数。这些不同的股票价格指数实质上是在证券交易所上市的全部或部分股票在某一时间的某种平均值,投资者利用这个平均值的变化来分析整个股价行情。

股票价格指数的计算方法通常有三种:

### 1. 加权平均法

这是把交易总价值即每股价格乘以股数之和作分子再除以交易总股数得出股票价格指数。为了便于理解,举例说明。假设某股票交易市场有以下 10 种股票: A 种股票收盘价格为 20 元 1 股, B 种股票收盘价为 30 元 2 股, C 种股票收盘价 40 元 3 股, D 种股票收盘价 50 元 4 股, E 种股票收盘价 60 元 5 股, F 种股票收盘价 70 元 6 股, G 种股票收盘价 80 元 7 股, H 种股票收盘价 90 元 8 股, I 种股票收盘价 100 元 9 股, J 种股票收盘价 110 元 10 股,则该股票市场的股票价格平均数为 $(1 \times 20 + 2 \times 30 + 3 \times 40 + 4 \times 50 + 5 \times 60 + 6 \times 70 + 7 \times 80 + 8 \times 90 + 9 \times 100 + 10 \times 110) / (1 + 2 + 3 + 4 + 5 + 6 + 7 + 8 + 9 + 10) = 80$ 。

### 2. 算术平均法

采用算术平均法,股票价格指数等于组成这个指数的各种股票价格的算术平均值,举例说明,某证券交易所有 5 种股票被选定作为计算股价指数,价格分别为 10 元、15 元、20 元、25

元、30 元,则此种股票价格指数为 $(10+15+20+25+30)/5=20$ 。

### 3. 几何平均法

用几何平均法计算出的股票价格指数等于包括在股票价格指数中的各种股票价格的几何平均值。比如,共有 5 种股票股价分别为 10 元、15 元、20 元、25 元、30 元,作为计算股票价格指数的构成,按照几何平均数计算出该股票价格指数为 $\sqrt[5]{10 \times 15 \times 20 \times 25 \times 30} \approx 18.64$ 。

值得一提的是,通过这几种计算方法得出的股票价格指数并非股票价格的绝对平均值,而只是相对平均值。因为各证券交易所计算其股价指数并不把上市的全部股票都计算在内,只是一部分,而这一部分股票代表的往往都是比较大的股份发行公司的股票,市场总值比例也相对高些。另一方面,随着这些公司的经营状况的变化,其中有些公司会失去代表资格,而一些别的公司则会取而代之,被选择作为计算该股票市场的价格指数,所以股票价格指数也是随着上市股份公司情况的变化而作调整的,以此来反映当时股票市场的实际情况。

## 三、几种权威的股票价格指数

在现代各国的证券交易市场,最为重要、最具代表性的股票价格指数有以下几种:美国道·琼斯指数;美国普尔股价指数;日本东京证券交易所指数以及香港的恒生指数和香港指数。

### 1. 道·琼斯工业平均股票价格指数(The Dow Jones Industrial Average)

道·琼斯股票价格平均指数是人们最熟知、在西方证券市场中历史最悠久最权威的股市指数。1884 年道·琼斯公司创办人查理斯·道开始编制道·琼斯指数。开始由 11 种股票组成,用算术平均法计算。随着美国经济的变化及股票交易市场的发展,股票种类的组成也发生了很大变化。目前,道·琼斯工业平均价格指数共分 4 组:第一组是工业平均数,由 30 种有代表性的大工业公司股票组成;第二组是运输业 20 家铁路公司指数;第三组是 15 家公用事业公司指数,第四组为综合指数,是用前三组的 65 种股票进行计算得出的指数。现在常用的道·琼斯股票价格平均指数指的就是道·琼斯工业平均数。

道·琼斯股票价格平均指数是以 1928 年 10 月 1 日为基期,并使该基期的平均数为 100,以此推算出以后各个时期的价格平均数。比如,在 1986 年 9 月道·琼斯股价平均指数为 1900,这就是说它比 1928 年 10 月 1 日的股票平均价格上涨了 19 倍。

道·琼斯股票指数一直被认为是反映美国股票行市变化以及美国乃至西方经济动态的最敏感的指数和参考数据。

### 2. 普尔股票价格指数(Standard and Poor's Stock Price Index)

普尔股价指数是由标准普尔公司于 1957 年开始编制的。它是选用 500 种左右的纽约股票交易所上市买卖的普通股股价采用加权平均法计算的,包括工业股票 400 种,公用事业股票 40 种,金融业股票 40 种,运输业股票 20 种。

同道·琼斯股价指数相比,普尔股价指数由于选择面广,包括的股票种类更多,尤其好、中、差各种股票都有,并且计算中考虑到交易量的大小,因此,它更能全面地反映股票价格变动情况,更具代表性。但是其影响至今还比不上道·琼斯股价指数。

### 3. 日本东京证券交易市场指数

反映东京证券交易市场的两大股价指数:一是日经股价指数,另一个是东京证券交易市场指数,后者更具代表性,该种指数是 1969 年 7 月 1 日,选用在东京证券交易市场上市的 250 种

比较活跃的股票采用加权平均法计算而得。它以 1968 年 1 月 4 日为基期,并使基期的指数为 100。

### 4. 香港股票市场的价格指数

香港股票市场情况由两个股份指数来反映,即恒生指数和香港指数。

(1)恒生指数是在 1969 年 11 月恒生银行编制发表。这个指数选用 33 种股票采用加权平均数计算而得。其中金融业 4 种,公用事业 6 种,地产业 9 种,其他行业 14 种。都较具代表性,在香港股票交易市场所占份额也属较大。恒生指数以 1964 年 7 月 31 日为基期,并使基期的指数值为 100,通过和这个基期对比,可以算出以后各个时期的股价指数。

恒生指数是反映香港经济、政治、社会情况的最为重要的参考标准。

(2)香港指数是香港联合证券交易所编制的。是选用 45 种股票采用加权市价总值计算而得的。香港指数的是以 1986 年 4 月 2 日为基期,并使基期指数为 100,通过和基期比较,算出以后各期股价指数。

根据材料表明,这些主要的股价指数从长期来看,他们的运动轨迹、运动规律基本上是一致的,呈同方向运动。由此也可证明,这些股价指数大体上反映了整个股票市场的价格变动趋势,是投资者的一种重要的预测市场变化的参考数据。

目前在我国上海,也出现了股票价格指数,称为“上海证券交易所股价指数”,它是按照美国道·琼斯股价指数的计算方法计算出来的,为广大投资者根据这个指数了解股票交易行情变化带来了方便。

## 四、股票价格指数期货交易的特点

从上述情况介绍我们可以知道,利用股票价格平均指数的变动能够反映在一定时期整个股票市场的行情动态。这样,作为一名投资者在持有各种不同的股票时,如果凭借股价指数作为参照,他就能预测得自己手中的这多种股票虽然有的会跌价,有的会涨价,而最终平均起来是保本,还是亏损,从而可以避免投资了投资风险。股票价格指数交易一般具有以下几个特点:

(1)在具体的股票价格指数期货交易中,交易的对象,或者说买进和卖出的是股票价格指数合同,而不是一般意义上的股票,在报价方式上是以指数来互相报价,竞争成交的;并以每份合同为交易单位。

(2)作为交易对象的股票价格指数应当是为投资者公认的,具有权威性的,有代表性的股价指数,因为只有这些股价指数才能比较客观地反映整个股票市场的变化趋势。

(3)股票指数期货合同的价格是由“点”来表示的,价格的升降也是按“点”来计算的。一般指数升或降一个点,价格就各升降一个确定的数值金额(美国规定每点指数为 500 美元,香港规定每点指数为 50 港币)。例如某证券交易所 1992 年 3 月 18 日股价指数为 375.09,3 月 27 日股价指数为 380.78,即增加 5.69 点,等于说明 3 月 27 日股价比 3 月 18 日股价增加了  $5.69 \times 500 = 2945$  元。合约的总金额是按买入或卖出股价指数期货合同时所报的股价指数数字乘以确定的数值金额,形成合约的总金额。比如,某证券交易所某日股票指数为 165.4,该证券交易所的每点指数金额为 500 美元,则该日一份合同的成交总额为  $165.4 \times 500 = 8270$  美元。

(4)合同的交割时间一般按季进行,即当季的最后一个月,如 3 月、6 月、9 月、12 月为循环月份;也有一年各个月份都进行交割的;合同的交割以现金结算,以最后交易日收市时的指数

为准,并于之后第一个营业日为结算日。在结算日双方只就买卖之间的差额进行现金交割。

股票指数期货交易的实质,是投资人对整个股市价格指数的预测来进行该种股价指数的买和卖。如果投资人认为股价指数将上升,他就买进某种股价指数的期货合同;如果认为股价指数将下降,投资人就卖出某种股价指数的期货合同。通过这种买卖关系,投资人能将风险全部或部分地转移给其他同自己作相反推测的投资者。为此,投资者不仅能够实现套期保值的目的,而且还能盈利。现举例说明这种买卖过程。

假定投资人甲于 1990 年 3 月 15 日拥有 W 公司股票 200 股,每股成交市场价格为 50 元。3 月 15 日股票交易所的股价指数为 150.20,交易所规定的每点指数金额为 500 元,比 3 月 1 日股价指数 165.60 下降很多。甲预测股价指数将继续下降,为了减少损失,并作套期保值,甲决定对自己所拥有的 200 股 W 公司股票进行保值。通过和证券公司的经纪人联系,并交纳一定数额的保证金之后,甲在 3 月 15 日出让在本月底到期的股票指数期货合同。具体情况如下:

现货市场	股票指数期货市场
15/3/90	15/3/90
W 公司股票市价 50 元/股	证券交易所股票价格指数 150.20
甲所拥有股价总值	甲卖出 3 月底股票指数期货合同总值
$50 \times 200 = 10000$ 元	$150.20 \times 500 = 75100$ 元

股票市场行情正如甲某所预测,直至 3 月底股价指数持续下降,到 3 月底,降至 147.30,结果见下表:

现货市场	股票指数期货市场
31/3/90	31/3/90
W 公司股票市价 45 元/股	证券交易所股票价格指数 147.30
甲所拥有的股价总值为	甲买进股票指数期货合同总值为
$45 \times 200 = 9000$ 元	$147.30 \times 500 = 73650$ 元
	在同甲履行 3 月 15 日的指数期货合约,卖出其股票,总值为
	$150.20 \times 500 = 75100$ 元
甲的股票损失值为	甲在买卖中用指数期货合同套期保值时获利收入为
$10000 - 9000 = 1000$ 元	$75100 - 73650 = 1450$ 元

从上表可以发现,如果甲不做指数期货交易,那么其 W 公司的股票就会贬值,损失额达 1000 元。而通过买卖指数期货合同,在上例中先买后卖,做多头期权交易,他就不仅实现了该股票的保值,而且获利  $1450 - 1000 = 450$  元。

这个实例中买卖双方成交这笔股价指数期货交易中还必须按照合同总金额缴纳一定数额的保证金,以维护交易的履行安全。

如果甲某的预测不准,到 3 月底,股市行情突变,股价指数迅速回升,那么说明甲某将受到损失,其 W 公司股票在现货市场上虽然有所升值,但是履行期货合约时所给付的金额将使甲某受损,因此,最终甲某还是输家。还是以上例说明:

现货市场	股票指数期货市场
------	----------



31/3/90	31/3/90
甲拥有 W 公司的市场价	股价指数 155.20
每股 55 元	甲买进股票指数期货合同价值
甲股票总价值	$155.20 \times 500 = 77600$ 元
$55 \times 200 = 11000$ 元甲在现货市场股票	甲在买卖期货合同过程中损失了
增值额为 $11000 - 1000 = 10000$ 元	$77600 - 75100 = 2500$ 元

实际上, W 公司股票虽有所升值, 但是甲由于以高价买进了指数期货合同造成亏损达  $2500 - 1000 = 1500$  元。而此例中, 如果另一名投资者乙, 预测认为指数将上升, 先行买进指数期货合约, 到月底预测实现, 指数上升再行出卖即先买后卖做多头就会盈利。

因此, 做股票指数期货交易, 获利保值的机会很多, 但同时亏损风险的可能性也很大。

以上情况表明, 利用股票指数期货合同, 不仅可以预期保值, 也可以投机获利。当投资者推断股价指数将下降时, 就做空头(先卖后买); 当投资者预测股价指数会上升时, 便先买后卖做多头。而如果投资者的推测落空, 股市行情朝自己预想的相反方向发展, 则不仅不能保值, 而且将使自己受到损失。

第四节 股票期权交易

股票交易方式随着股票交易市场的发展逐步由低级走向高级。交易更趋复杂, 并进一步符合投资者投机盈利和保值避险两方面的需要。从现货交易开始, 然后形成股票期货交易, 继而又出现了股票指数期货交易。到本世纪 70 年代, 股票期权交易产生了。

一、股票期权交易的概念

股票期权交易, 又叫股票选择权交易。起源于本世纪 20 年代美国金融中心纽约。当时只是很小范围和规模的场外零散交易。1973 年 4 月美国芝加哥期权交易所开始营业, 股票期权交易才真正形成。目前, 世界上一些发达国家的证券交易所都采取这种交易方式。

股票期权交易指投资人在交易市场向出售期权的交易商购买在一定时间按一定价格和数量买卖某种股票的权利而形成的交易方式。从这个概念出发我们知道股票期权交易的买卖或交易对象实际上是一种权利, 期权(选择权, option), 而非股票或股价指数。购买者经过对某种股票行市的分析, 决定与期权经纪商签订合约, 从而取得这样一种权利, 在一定时期按协定价格买入某种股票或出卖某种股票。并且有权在期限到来之前转让这种权利或放弃这种权利。买入或卖出由期权购买者决定, 并在合同中明确。

二、股票期权交易合同的基本要素

股票期权交易通过买卖双方之间的期权交易合同来实现。并且这种合同是一种统一的标准合同, 应当载明交易的必备条件, 诸如有效期限、数量、种类、保险费、股票价格等要素。

(1)期货交易的参加人。包括选择权买入者或买主;选择权卖出者(卖主),此外还有作为中间商的专门经纪人。

(2)股票协定价格。也称期权行使价格,是指期权购买者履行选择权时的结算价格。如果股票市价上扬,期权交易的股票协定价格应比当时的市场价格略高;如果股票价格下跌,期权交易的股票协定价格应比当时市价略低。

(3)保险费(酬金)。这是选择权买方支付给卖主的一定数额的货币,即购买期权合同的价格。其比例通常为协定价格的5~30%左右不等。付费金额大小主要取决于以下几个因素:

①期权合同中规定的时间长短。签约日与到期履约日之间相隔时间越长,保险费相应越高。因为期限长,对于期权卖方风险就大,而买方选择的机会和余地则多;签约日与到期日之间相隔越短,保险费也越低。

②股票协定价格(期权行使价)。当现行市价高于行使期权的协定价格时,保险越高;现行市场价低于协定期权价时,保险越低。

③买卖该期权所指向的具体股票的活跃程度。如果在证券交易所里该股票的市场价格波动幅度很弱,在很长一段时间内都没有明显变化,说明卖出期权方的风险就小些,保险费当然也低;相反,如果这种股票的市价波动幅度很大,价格非常活跃,那么卖出期权方的风险可能加大,保险费相应提高。

④供求关系的影响。如果在一段时期,要求购进期权的买方增多,则卖出期权方收取的保险费也增加;反之,保险费降低。此外,有的期权交易买卖双方在到期之前可以转让出售其期权,那么供求关系的影响作用更为明显。

(4)股票的种类和交易数量。每份期权合同都规定一定的股票数量,通常是每份100股。

(5)期权合同的类别。分别是看涨期权购买合同和看跌期权购买合同,还有一种是既买了看涨期权又买了看跌期权的双向期权购买合同。

(6)有效日期。合同中都写明选择权合同的截止日期,规定何日到期失效。这是限定期权购买者行使期权必须在此期限内进行,否则失效。一般有效日期为3月、6月、9月不等。到期日通常为该月第三个星期六。

### 三、股票期权交易合同的具体执行过程

#### 1. 看涨期权

也叫购买选择权或买进选择权,指选择权购买者在合同规定的有效期内按事先约定的股票协定价格买入一定数量的股票的权利。投资者购买看涨期权是由于某种股票价格行情看涨,如果买进这种股票的期权,在选择权到期之前,以协定价购入该种股票,当市场股价上升到一定水平后,投资者再以较高市价将股票转卖出去获取价差利润。我们举例说明这个交易过程。

假设甲某想投资于A公司的股票。当时A公司股票市价为100元/股。甲预测该股价将上涨,便决定和期权卖出商签约,购买了有效期3个月,协定股价105元/股,数量为200股的A公司股票的看涨期权,同时约定每股保险费10元。接着就会出现以下四种情况:

(1)1个月以后A公司股价上升到115元/股。甲决定行使期权,按协定价格105元/股买进,再按市场价115元/股卖出,买进价格总额 $105 \times 200 = 21000$ 元。卖出价格总额 $115 \times 200$

=23000 元,支付给期权合同卖方保险费为  $10 \times 200 = 2000$  元,收支相抵,甲某既没亏本也无赢利(未计算支付经纪商的佣金及税收)。

(2)甲某在股价升为 115 元/股时认为时机并未成熟,股价还将上涨,因而没有行使期权。直到 2 月之后,A 公司股价升到 120 元/股,甲决定行使买入期权,共支付买入价  $105 \times 200 = 21000$  元。接着甲转手将股票按此时市价 120 元/股售出,收取  $120 \times 200 = 24000$  元,买卖价差  $24000 - 21000 = 3000$  元。减却保险费 2000 元,甲最终获利  $3000 - 2000 = 1000$  元。

(3)A 公司股价趋向与甲预测完全相反,在 1 个月之后股价一直未升,反而下跌至 115 元/股以下直到有效期终了都未见升值;或者是在 A 公司股价 2 个月之后升至 120 元/股之后,甲仍希望股价再行上升,因而冒风险等待更好的市价时再行期权。但事与愿违,3 个月快到期时,股价大幅度下跌,一直到 115 元/股之下。如果这时甲用买进期权方式按市价购进股票就要亏本。这样甲某按照期权合同约定放弃行使这种权利。结果是甲在这桩交易中仅损失了  $200 \times 10 = 2000$  元的保险费,并不承担股票上涨与下跌的差价。

(4)在 A 公司股价升至 120 元/股时,由于股市行情看好,购买期权者踊跃,导致期权保险费上升,达到 15 元/股。甲认为此时将其购买期权转让可以获利;或者甲推断 A 公司股价将下跌至 115 元/股以下,为避免风险,甲决定将期权转让给其他投资者,在这种情况下,甲转让该期权合同收取的保险费为  $15 \times 200 = 3000$  元,扣除甲先行签订期权合约所支付的  $200 \times 10 = 2000$  元保险费,实际获利 1000 元。如果过一段时期股价正如甲所预料下跌至 115 元/股以下,说明甲推断正确,他及时转移了风险,避免了损失。

但同时也不排除这种可能性,即甲在转售其购买期权之后,股价与甲推断相反,持续上涨,高达 130 元/股,远远高于协定价格。但此时甲已丧失购买期权。为此,他将失去一笔潜在的利润。

## 2. 看跌期权

看跌期权,又称卖出选择权。是指期权购买者在规定的有效期内,以协定价格和数量出售某种股票的权利。当股票市场行情看跌时,投资者愿意购买这种卖出选择权从协定价格与下跌时的市价之间的差额中获利。举例说明如下:

乙某认为 B 公司的股票价格将在近期下跌,于是乙同期权市场的卖出期权方签约,以 60 元/股协定价格,购买了 100 股有效期为 3 个月,保险费为 5 元/股的看跌期权。在这 3 个月有效期内会出现下列情况:

(1)1 个月之后 B 公司股价下跌到 55 元/股。乙认为在这之后股价将回升,便决定行使期权。乙先以 60 元的协定价格卖出,收入  $60 \times 100 = 6000$  元,再以市价 55 元/股买入,收入  $55 \times 100 = 5500$  元,扣除保险费  $5 \times 100$  元,收支相抵  $6000 - 5500 - 500 = 0$ ,正好抵消(不包括佣金和税收支出)。

(2)2 个月之后 B 公司股价将继续下跌,达到 52 元/股。乙决定行使期权,获卖出收入  $60 \times 100 = 6000$  元,买入支出为  $52 \times 100 = 5200$  元,扣除保险费 500 元,乙最终获取差价收入  $6000 - 5200 - 500 = 300$  元。

(3)B 公司股价行情与乙预测相反,不但没有再下降反而暴涨。直到 3 个月期满,股价达到 70 元/股,实际上股价只要涨到 55 元以上,乙便亏本。若此时乙行使期权必将亏本,因而乙放弃了这份看跌期权,只承担 500 元保险费。

(4)在 3 个月有效期内,其他投资人发现股价持续下跌,纷纷看好卖出期权,以致该种期

权合同的保险费上升,达到 8 元/股,乙觉得有利可图,或者推断将来股价将上升,为避免风险便在此期间将该期权合同转让给他方,以收取保险费的差价结束交易。如果 B 种股票行情继续下降,远远低于 60 元/股的协定价格,那么乙实际上损失了一笔潜在的利润,等于丧失了获取更多卖出和买进差价的机会。

### 3. 看涨看跌双向期权

这种期权包括购买期权和出售期权两者兼而有之,也叫多空套做。在这种期权交易合同中,购买者同时买入某种股票的看涨权和看跌权。其目的是为了在股票价格走向没有明显的运作规律,以致投资者对行市无法作出推断的情况下,为了减少风险同时获取利润。因此,购买这种双向期权,盈利机会最多,但同时作为期权卖出方风险也最大。

例如,丙某发现某房地产公司的股价很不稳定,忽涨忽跌,难辨方向,这样丙某既不敢只购进看跌期权,又不敢购进看涨期权,为保险起见,他从期权交易商手中购进了这种房地产公司股票看涨看跌双向期权,协定价格为 300 元/股,数量为 100 股,有效期 3 个月。另外,看跌期权保险费 16 元/股,看涨期权保险费 24 元/股,共计保险费  $(24 + 16) \times 100 = 4000$  元。在这 3 个月有效期内,将出现以下几种情况:

(1)因为在这个双向期权合同中 100 股房产公司股票期权合同保险费共计 4000 元,因此该房地产公司的股价不管怎样波动,只要市场最高价与最低价相差之和超过 40 元或者涨跌差价总额在 4000 元以上,即超过保险费支出 4000 元,那么不管丙某在有效期内是如何行使双向选择权,他都会获利。如在此例中,丙某在过了 1 个月之后,发现房地产公司股价上升到 320 元/股,丙即以协定价 300 元/股买入,支出  $300 \times 100 = 30000$  元,然后再以市场价 320 元/股卖出,收入  $320 \times 100 = 32000$  元,这样丙行使看涨期权差价收入为  $32000 - 30000 = 2000$  元。再过 1 个月,房地产公司股价下跌,时价为 270 元/股,丙此时以协定价 300 元/股出卖,收入  $300 \times 100 = 30000$  元,再以市价 270 元/股买进,支出  $270 \times 100 = 27000$  元,这样丙使用看跌期权收入  $30000 - 27000 = 3000$  元,在整个双向期权交易过程中扣除 4000 元保险费,丙实际得利为  $3000 + 2000 - 4000 = 1000$  元。

(2)如果该房地产公司股价虽然有涨有落,但最低价和最高价仅相差 40 元,涨跌差价总额在 4000 元,即与保险费支出相持平,那么丙某无利可得。

如 1 个月之后股价升至 320 元/股,丙行使看涨期权,先买后卖,获价差收入 2000 元;2 个月之后,股价跌至 280 元,以后直到有效期限截止时仍未再跌。丙行使看跌期权,先卖后买,获价差收入  $300 \times 100 - 280 \times 100 = 2000$  元。在整个双向期权买卖过程中丙共收入  $2000 + 2000 = 4000$  元,扣除 4000 元保险费(佣金,税金不计算在内),丙不亏不赚,收支相抵。但实际中出现收支正好相抵这种情况是很少见的。

(3)如果该房地产股价起落价差低于 40 元,涨跌差价总额少于 4000 元,此时不仅没有获利,而且要蚀本。仍以上例说明。

丙在过了 1 个月之后,行使看涨期权,先以 300 元/股协定价买入,然后以市价 310 元/股抛出,获价差收入  $310 \times 100 - 300 \times 100 = 1000$  元。至此之后,股价变化不大,一直维持在 280 元/股上下水平,若到有效期满时丙再行使看跌期权,他只能收入  $30000 - 28000 = 2000$  元,加上看涨期权收入 1000 元,一共 3000 元,扣除保险费 4000 元,(不包括佣金和税金),丙就要亏损。

因此,在股价变动很小,或者其上下涨跌差价低于保险费总额的情况下,投资人都将无利

可得。但损失数额一般都低于保险费支出。在这种情况下,投资人放弃行使双向期权,仅以交付约定的保险费结束交易,因此,在期权交易中投资人的最大损失限度就是其保险费支出。

(4)由于双向期权的保险费用较之其他两种期权要高,因而在保险费随着市场变化提高的条件下,投资人同样可以转让其双向期权,直接收取更多的手续费获利。

### 四、进行股票期权交易的优越性

股票交易方式从现货交易发展到期货交易、信用交易,又在期货交易的基础上产生了股票期权交易。股票期货交易优越于股票现货交易,它使交易者有更多时间观察股票市场行情的变化,从而根据市场行情的涨跌调整其股票交易策略。但是期货交易最终还是要求实物交易,任何时候都不能放弃买和卖,投资者享有买卖的权利,同时也有买卖的义务,买卖双方对期货买卖合同必须履行,因此,期货交易的风险也不容低估。但是期权交易却在很大程度上避免了这种交易风险。下面,就买卖双方在具体的期权交易中的优越性加以阐述。

#### 1. 期权交易对购买方的好处

我们举例来加以诠释。某股票协定价格 200 元,期权保险费 5 元。当买进看涨期权的投资人在市场价格升至 205 元时,买方并不打算马上行使看涨期权,他继续等待股价上升。这样,在 205 元的基础上每上升 1 元,买方便增加 1 元盈利,市价上升越多买方盈利越高;而对期权卖方而言则相反,市价上升越多他亏损越多,一直到约定的截止日期,买方的盈利才得以确定;卖方亏损也最终得以确定。当股票市价低于 205 元时,买方便放弃行使看涨期权,其损失只限于 5 元保险费。

同样,在看跌期权交易中,当股票市价低于 205 元时,买方如果认为在约定期限之内市价还将下跌,他便暂时不行使看跌期权,一直到截止日期,如果市价继续下跌,这时的市价也是该种股票最低价水平了,对买方的盈利也最高。总之,在约定时期内,市价在 205 元的基础上每下降 1 元,买方的收益也随之增加 1 元,并持续增加到约定日为止;相反卖方的亏损也随之扩大。

当股市价格等于或者超过 205 元时,买方的损失仅以付出的 5 元手续费为上限,卖方的盈利也是这 5 元保险费。

上述分析表明,期权交易买方的盈利水平在规定的有效期限内是不确定的,一直到截止日期为止,而他的亏损则是有限度的、确定的,即只限于期限保险费。

#### 2. 期权交易对卖方的优越性

股票期权交易不仅对买方有利,它对卖方同样有好处,有买便有卖。

(1)保险费收益。保险费比例因期权期限长短而异,期限越长保险费越高;此外市场供求关系发生变化及协定价格高低对保险费影响也很大。

(2)套期保值。卖方在一定条件下能够利用期权合同进行套期保值。

如卖方持有 50 股市价 120 元/股的股票,他担心这种股票价格在未来一段时间内下跌。卖方便以协定价格 120 元/股,保险费 10 元/股的条件出卖此种股票的看涨期权。在期权有效期内,如果股价下跌不超过 10 元,那么由于这种股票价格下跌所造成的损失,可以从保险费收入中得以补偿。

在这个例子中,如果股价下跌 8 元,期权买方获差价收入为  $120 \times 50 - 112 \times 50 = 400$  元,

扣除向卖方交付的保险费  $10 \times 50 = 500$  元,实际上买方亏损了 100 元,而卖方能获利 100 元。这样就不仅达到了保值的目的,而且能够获利。

## 第五节 股票信用交易

### 一、股票信用交易的概念

股票信用交易,又叫保证金交易或垫头交易(margin trade),是指股票交易者按照确定的比例将一部分价款或一定数量的股票交付给经纪人,其不足部分由该经纪人向银行贷款垫付而进行的一种股票交易方式。先举一实例加以说明。

某投资人预料股票行市将上涨,他想立即买入而后在合适的时机以更高价格将股票卖出。但他手中现金不够,于是通过股票信用交易方式,按照规定比例预交一部分价款,其余的差额部分由经纪人向银行借款垫付。这样,该投资人仅以少许的现款买入价值较大的股票。经纪人在交易完成后向投资人收取垫款利息,并将买进的股票存入银行,作为向银行借贷之抵押。投资人买进这种股票以后等到一定时间等股价上涨时以更高价格抛出股票,其价款一部分由经纪人作为借款和借款利息还给银行。剩余部分再扣除垫款利息和佣金,最后的余额就是该投资人的买卖差价所得净利润。

同样,投资人预期股票价格将下降,在这种情况下,他想从现时市价出售某种股票,但是手中并没有多少该种股票甚至一份也没有。在这种情况下,他借助于信用交易方式,向经纪人交纳一定比例的保证金,而后由该经纪人垫付股票,同时将股票出售;当过一段时间股价下跌,投资人再通过经纪人以时价买进同等数额的股票,并将股票交还经纪人,扣除佣金和垫款利息,余额作为投资人卖出买进差价利润。

### 二、股票信用交易的基本特征

从上述信用交易的主要过程我们看出,股票信用交易最显著的特点是借钱买股票和借股票卖股票。通俗地讲,本钱少的也可以炒股票,手里没股票的也可卖股票。这同投资办实业开工厂,由于自有资本有限,大部分资金都必须向银行申请贷款有类似之处。具体地说,股票信用交易包含以下几个特征:

#### 1. 股票信用交易内的双重信用

股票交易者以部分的价款以及向经纪人借入的其余部分买入或卖出某种股票,其不足部分,即向经纪人借入的垫付款是建立在信用的基础上的。经纪人垫付部分的差价款,是以日后投资者能够偿还这部分差额价款及垫付部分价款利息为前提的。这是经纪人同投资人双方之间的一层信用关系。

另一方面,经纪人垫付的差额价款是如何得来的呢?为此,经纪人得向银行借款以支付这部分的金额,这样银行与经纪人之间同时也存在一层信用关系。银行在放贷时,也以日后作为

贷款借入方的经纪人能够偿还这部分款项及由本金所滋生的借款利息为信任基础。

因此,如果这两重信任关系缺少一层,股票信用交易就没有成立的可能。

### 2. 股票信用交易中的垫付款利息

投资人在通过信用交易订立买卖合同之后,投资人与证券公司之间继续存在一种借贷关系,具体而言,为投资人代理垫付买进款项的证券公司对其代理垫款项要征收一定比例的利息,叫做垫付款利息;同样,为投资者代垫股票卖出的证券公司对其卖出后代为保存的卖货价款也要求顾客支付一定比例的利息。一般来说,借款利息要高于借用股票利息,因此在信用交易中,做股票信用多头交易的要比做股票信用空头交易的多。

### 3. 股票信用交易以现货交易为原则

股票信用交易虽然有其特殊的买卖方式,但是从交割方式的角度来讲,这种交易方式与现货交易基本一致。垫头交易成交之后,买卖双方都必须即时清结交割,另外在交割期买卖双方都以现款或现货(股票)进行交割,这与现货交易的方式一样。其差别只是在现款(或股票)中有一部分是借来的。例如美国纽约证券交易所规定的“例行日”交割结算,即指在成交之后第五天下午进行交割,如果投资人全部以自己的钱和股票进行买卖,结算时当然也以自己的钱和股票交割,这就属于现货交易;如果投资人自己出一部分钱,其余不足由经纪人垫付或者没有足够股票而由经纪人垫付的,那么这时就属于信用交易。

### 4. 股票信用交易的交易量与保证金比例

进行保证金信用交易,交易者必须交纳一定数量的现款(交股票也按当时市价折算成现款)作为保证金。这一定数量的现款是由保证金比例来确定的。

保证金比例由中央银行制定。保证金比例较高时,投资人所付现款数额就大,作保证金信用交易的人就相应减少,从而抑制了投资需求,股票交易量降低,整个股票市场便不够活跃。如果保证金比例较低,则会刺激投资人购买股票的欲望,同时使银行资金大量转移到股票市场,从而使整个股票市场活跃,交易量增大。但如保证金比例过低,也可能带来负效应。这时若许多投资人都利用保证金信用交易,会使经纪人垫付款部分数量增大,不仅银行资金大量转移到股票市场,而且造成银行信贷扩张,导致货币贬值,产生通货膨胀,进而使整个市场商品价格上涨,企业成本加大,利润下降,企业所发行的股票市盈率提高,继而引起整个股票市场崩溃,乃至整个国民经济恶化。1929年美国股票市场大崩溃的重要原因就是保证金比例规定太低,以致银行货币投放量增长过猛而触发的。

由此可见,保证金比例的制定对股票市场作用很大。国家应当根据各个时期股票市场及货币投放量情况适时调整保证金比例。目前世界各国保证金比例高低不一,低到10%以下,高达100%,且经常调整,但一般维持在50%左右。

## 三、保证金多头交易

多头交易,前面已经叙述,是指股票投资人推断某种股票价格将看涨,先以低价买入而后再高价抛出获取其间价差。下面我们举例说明保证金多头交易(或垫头多头交易)的买卖过程。

甲投资人看好某种股票,认为股价将上涨。当时市场价为60元/股。他想大量买进然后在上涨时出让以求得高额价差利润。但手中仅有6000元现金,只能够买100股。为此,甲向

A 证券公司提出开立信用户头,并填写承诺书,其中载明买方应承担的各项义务,包括信用交易的保证金比例,为 50%。A 公司接到开户承诺书,决定提供信用。甲向 A 公司提出该种股票 200 股的买进订单,并交纳 50%保证金共 6000 元,其余价款由 A 公司垫付,垫付利息率为 10%,A 公司再行向银行借款,银行利息 9%。随后,A 公司通过其经纪人执行此项订单。在市价涨到 80 元/股时甲通知其经纪人出售这 200 股。得到卖出价款为 80 元/股 $\times$ 200 股=16000 元,在这 16000 元中甲清偿 A 公司垫付的保证金以外的价款 6000 元,还有垫付利息 10% $\times$ 6000=600 元。扣除本金 6000 元,实得利润为:16000-6000-6000-600=3400 元(不计算佣金和税金)。

如果甲不利用股票信用多头交易,仅做一般的现货交易,他只能买入 100 股,用去 100 $\times$ 60=6000 元。在市价涨到 80 元/股时再行抛出,收入 80 $\times$ 100=8000 元。实得 8000-6000=2000 元(不计算佣金和税金),比做信用多头少获利 3400-2000=1400 元。

以上是甲推测正确的情况下的结果。假如甲推断失误,股价大幅下跌,降至 40 元/股,在信用多头交易中,甲买进 200 股时支出 200 $\times$ 60=12000 元,股价下跌时,这 200 股如售出实际才值 200 $\times$ 40=8000 元,此 8000 元,要扣除 A 公司的垫付款 6000 元及垫付款利息 600 元。因此,甲实得 8000-6000-600=1400 元。甲原有 6000 元,现仅有 1400 元,损失 6000-1400=4600 元。

如果甲做现货交易,买进 100 股,用去 100 $\times$ 60=6000 元。在股价下跌为 40 元/股时,此 100 股仅值 100 $\times$ 40=4000 元。甲损失 6000-4000=2000 元。

所以,做保证金信用交易获利额会很高,即用少量现金赚取大量收入。但如果投机失策,损失也加倍。由此可见保证金信用交易一方面利润高,另一方面损失也大,投机性明显,风险亦大。

在信用交易中,保证金比例高低直接影响着投资获利程度。还以上例说明:如果其他条件不变,保证金比例下降为 25%。甲要求买进 400 股,价值为 400 $\times$ 60=24000 元。按照保证金比例,他支付 A 公司 24000 $\times$ 25%=6000 元保证金。A 公司垫付余额部分 24000-6000=18000 元。当市价涨至 80 元/股,甲决定出卖,得股价款 400 $\times$ 80=32000 元。甲向 A 公司清偿垫付款及垫付款利息共 18000+1800=19800 元,扣除甲方支付的本金 6000 元不变,实得 32000-19800-6000=6200 元(不包括佣金及税金)。

由此,在保证金较低条件下,用同样的本金可获得更多的收益。因为获利占他本金的百分比只有与保证金比例和股票价格上涨百分比有关,与本金数额及所购买的股票价格无关。

在利用信用交易过程中,投资人还应当注意证券公司规定的保证金的实际维持率。具体是指保证金的最低标准。因为在交易过程中,如果股价一时下跌,会使以保证金价值购进的股票价格值也下跌,那么以股票价值计算的保证金价值必然低于交易开始时保证金价值。通常情况下,保证金价值下跌达一定程度时,经纪人有权要求投资人补交保证金,以继续履行交易。如果不补交的话,经纪人有权出卖一部分股票作补偿。这种保证金的最低幅度就是保证金的维持率。

在实际交易中,投资人往往利用信用交易买几种股票,证券公司根据客户的各种股票的综合盈亏情况,决定是否补交保证金。



#### 四、保证金空头交易

“空头”是指股票投资人认为股价将在今后一段时期内下跌,决定先行卖出股票(一般是从经纪人处借来的),等股价下跌时再用低价买回,从中获取买卖差价收入。

保证金空头交易,也叫垫头空头交易,与垫头多头交易相反,是先卖后买,而非先买后卖。下面,举例说明其过程。

某乙认为某种股票价格将下跌,决定大量卖出这种股票,做卖空投机。但他手中仅有 50 股,因此决定利用垫头空头交易进行卖空。在保证金比例为 25%,市价为 100 元/股条件下,乙要求其经纪人卖出 200 股该种股票,价值为  $200 \times 100 = 2$  万元,为此,乙向经纪人交付 50 股股票作为保证金,其余 75% 共 150 股股票由经纪人垫付,这 150 股折合  $150 \times 100 = 15000$  元,垫付股票贷款利息率为 10%,共计 1500 元,当市价下跌至 70 元/股时,乙再买进这 200 股,得支付价款  $70 \times 200 = 14000$  元。乙卖出 200 股时价值 2 万元,买入 200 股时价值 14000 元,价差 6000 元,扣除借用股票的垫付款利息,乙实际收入为:  $6000 - 1500 = 4500$  元(不计算佣金和税金)。这样,乙不仅归还了借用的股票,而且通过卖空获利 4500 元。

通过上述对两种保证金信用交易方式进行的实例分析,我们得出这样结论:建立股票保证金信用制度之目的是把投资者的临时性供求——没有资金保证的需求及没有股票保证的供求引进市场来助长投机交易,以此来提高股票交易市场的效率。

## 第四章 股票交易程序

### 第一节 股票交易的基本过程

进行股票交易的目的是为了赚钱。投资者从股票投资上可以获得两笔收入：其一是股息和红利收入，其二是股票的溢价收入，即以低价买进股票，在适当的时候再以高价卖出股票，从中赚取价差。股票交易不是一件易事，技巧性、随机性都很强，需要有丰富的实践经验才能体会其中的奥妙。虽然股票交易变幻莫测，但其基本的过程还是有一定的程序和方式。了解股票交易中的基本过程和方式有助于投资者进行股票交易活动。

购买股票，除了在公司新发行股票时，可直接向公司申请购买外（这种情况不多见），一般的投资者在购买股票是通过公开交易的市场。公开交易的市场在证券交易所的交易大厅，那里是股票买卖成交的场所。但是，交易大厅虽然是股票成交地，由于投资者众多，要所有投资者都进入大厅进行交易却是不可能的。因此，各国都规定，一般的股票投资者不能进入交易所直接参与交易，而必须委托股票交易经纪商，由经纪商派在交易厅的业务人员代为执行买卖。同一般人的想象不同，欧美等国的证券经纪商并不是那种专营投机的“掮客”，而大都是一些声誉可靠、经过专业教育和专业训练的、值得信赖的人。比如在美国，当经纪人必须经过严格的考试。

#### 一、交易所的股票交易程序简介

由于交易大厅容量有限，所以股票交易分为交易所的交易和场外交易两类。就交易所的交易而言，其交易程序大致是：

股票买卖的第一步是选择证券经纪商，第二步是同经纪商签订买卖股票的契约，称之为“开户”。开户时确定了买卖双方均应遵守交易的各种规章制度，并规定了委托买卖的注意事项、交割、仲裁等做法。开户以后，投资者即可进入股票买卖的第三步即正式着手进行股票的买卖。投资者可随时口头或用电话、电报、书信等方式，通知受委托的经纪商办理股票买卖。在通知经纪商时，如投资者亲自到证券交易商那里以口头形式进行，则应填写“委托单”，写清楚要买进或卖出的股票名称、数量、价格、交割时间等。第四步，证券经纪商在接受了投资客户

委托后,即通过专线电话与派驻在交易大厅内的代表人联系,代为完成交易,经纪商有“成交通知单”送达客户,以备查核清账。第五步,在买卖成交后,投资者应在规定时间内完成交割。以买进情形为例,若投资者买进 A 公司股票 100 股,交易达成并在买进成交单上签名后,应在规定时间内将价款交给证券经纪商,同时将 A 公司 100 股拿回。最后,投资者拿到买进的股票后,应及时过户。所谓过户,即指买入股票的投资者到新买入股票的发行公司那里办理变更股东名簿记载。至此,从投资者的角度来讲,股票的买卖就大体完成了。

## 二、交易所的股票交易过程简介

交易所交易是会员证券公司之间在一个固定的专门场所进行交易,一般客户不能直接进入所交易,而需委托证券公司代为买卖,证券公司在交易所内设有专门的经纪人,通过他们进行股票的买卖。交易所里股票交易是以“双边拍卖”的竞争方式进行的,即买卖双方均有数人,通过喊价竞争进行股票交易,其整个交易过程见图 4.4.1。

交易大厅内的股票买卖通过买卖双方经纪人分别报价,交易会员根据报价情况,按照“价格优先,时间优先”的原则,对卖价喊得最低和买价喊得最高的优先安排成交。

例如,假若你准备购买 B 公司 100 股的普通股票,你可以选择证券公司,然后用电话或电报、书信甚至面谈的方式通知你的经纪人,经纪人便按照你的要求,到指定地点去购买。当场内人恰有你欲买入的股票,且价格、数量符合你的条件,他就会与你成交;若价值暂时不合适,他要么等待时机,要么通告你请求修改计划。卖出股票的情况与此一样。

经纪人是按投资者的指令来进行交易的,投资者给经纪人的指令有三种:“就市性指令”、“限定性指令”和“阻止性指令”。

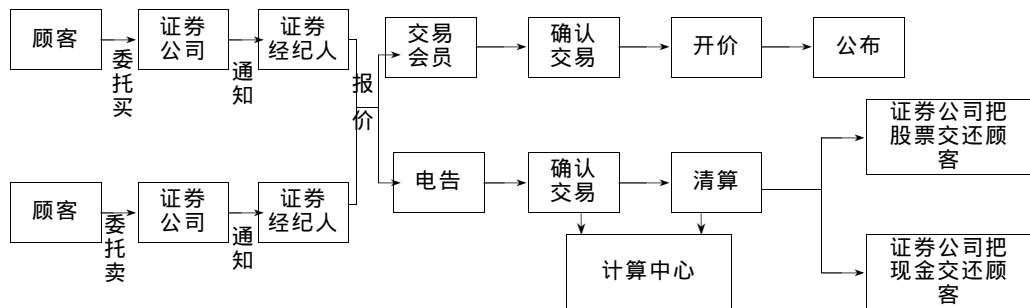


图 4.4.1

(1)如果你向经纪人发出就市性指令,这意味着你只提出买卖的数量,而不指定价格,要求经纪人以实际的最好市价成交。采用此法成交没有价格限制,在急于成交时用之。

(2)如果你向经纪人发出限定性指令,也就是你在提出委托时,限定了买卖价格,经纪人不得以高于限价买入或低于限价卖出,当限价与市价稍有偏离时就无法成交。而且即使限价与市价一致,但同时有就市性指令出现,则就市性指令的委托优先成交。在股价变动激烈时,限定指令有坐失良机的可能。

(3)阻止性指令即你要求经纪人,在股价上升、下降一旦超过所指定的限度时,便代其按市价买进或卖出的指示。这种指令不强迫经纪人按某种确定的价格,而是要经纪人按最佳可能

的价格来执行结果。阻止性指令有两种：买入阻止性指令与卖出阻止性指令。①假设你以每股 10 元的价格买入 E 公司 100 股，接着你就可以发出一个指令，要求经纪人在这个价格水平以上自动就市卖出股票，这样可保证你的收益，此即卖出性指令。②相反，如果你要买进股票，也可发出一个阻止性指令，要求经纪人在价格低于 10 元或在 10 元以下的某个水平（比如 8 元）时自动买进。若在以上的某个价格买进，你可能得到该股票价格继续上涨的好处；若在以下的某一价格买进，则可以减少你的购买成本。举例来说，某投资者以 10 元价格买进 100 股，后来股价上升到 17 元，于是他获得利润 700 元。但他预测股价可能会下跌，因而他指示经纪人按 15 元或当时最佳可能的价格卖出（卖出阻止性指令）。假定市场价格果然降到 15 元，于是这个指示变成就市性指令，经纪人便按 15 元的价格卖出股票。若投资者没有发出阻止性指令，股票可能降到 10 元，则他原先所获的利润就会变成了乌有。

阻止性指令与限定性指令有区别。对后者，经纪人在执行指令时，必须保证交易等于或优于指令中的规定价格。对前者，仅规定交易在什么价格时可以开始，因而实际成交的价格就有可能劣于规定的价格。前者可能会错失时机，后者则较为灵活机动。

### 三、场外市场交易过程简介

与交易所交易不同的是，场内交易采用双边拍卖方式，场外交易则使用买卖双方讨价还价的方式，以协议形式达成交易。场外交易以交易商的证券行为为中心，你必须亲自上市与交易商直接商谈。场外交易的证券商不是你的代理人，而是以买主或卖主身份与你做交易。他想得到的是买卖股票的差价收入，而不是为了赚佣金。因此这种交易又叫净价交易，即不必支付佣金的交易。

设 A 公司股票还未在任何交易所上市，此时你准备向交易商 X 买进 100 股，如果 X 不知道这种股票，他就会打电话寻找持有 A 公司股票的交易商，询问价格。询问到四个交易商持有 A 公司股票，其报价分别为 Y 交易商  $19\frac{1}{2}$  元，Z 交易商  $19\frac{3}{8}$  元，W 交易商  $19\frac{1}{2}$  元，V 交易商  $19\frac{5}{8}$  元，交易商 X 可大致确定在  $19\frac{3}{8}$  至  $19\frac{1}{2}$  的出价范围内购买这种股票，那么他可能向你开 20 元或 20 元以上的价。若你同意以此价购入股票，X 便立即向 Z 交易商确认报价，因为 Z 出价最低。X 以  $19\frac{3}{8}$  元一股的价格与 Z 成交 100 股。这时 X 交易商通知你，已按 20 元价格帮你购入 100 股。你只须付 100 股的钱，不必另付他佣金，此时 X 交易商已赚得  $\frac{5}{8} \times 100 = 63.75$  元。当然，你如果觉得 20 元的价格不很理想，还可与他讨价还价。

如果你想向某交易商卖出你持有的股票，交易过程大致相同。

场外交易在整个股市上占相当大的份额。在美国，场外市场的规模很大，参加场外交易的证券商达 5000 家之多。美国整个证券市场约有 55000 种股票，在证券交易所上市的只有 4000 种左右，也就是说，约占 93% 的股票种类是在场外交易市场上进行的。

## 第二节 股票交易的开户

### 一、开户的条件

投资者要在证券交易所买卖股票,首先必须选定一家可靠的经纪商,随后在他那里办理“开户”手续。

在证券交易商那里开户没有像在银行里开设存款户头那么容易。纽约证券交易所规定,经纪商公司必须努力了解每一位客户的基本情况,其会员并掌握所收到的交易委托单的基本情况。开立账户之前,证券公司需掌握客户的个人资料;由客户在办理开户手续时填写“委托买卖契约”正本一份,副本两份,填写内容包括委托人姓名、性别、年龄、住址、身份证号码、电话号码、职业、工作单位名称及地址、电话等。各项填写完毕后,签名盖章,证券公司核准后发给客户同意书,并予以编列账号,填制“开户账户卡”交给客户。至此,开户手续就算完成。委托人如果是未成年人或无行为能力、不具备开户条件的,可由“代理人”代理他开立账户。

开户时之所以要求提供这些信息,主要有两个理由:

(1)证券界通行所谓“了解你的客户”原则。这个规则要求证券经纪商不能接受来自他们不了解的客户提供的交易委托单,以防止某些人向不同的经纪商到处发出欺骗性的交易委托单以影响某种证券的价格。

(2)证券经纪商收到的交易委托单,有不少是通过电话传来的,经纪商与客户并未面对面核证,而按照西方国家的实践,当大额的交易是以口头指示为基础时,双方应互相了解。

### 二、可选择的几种账户

从事证券的投资者可选择以下几种账户:

(1)现金账户。开立此种账户的客户,当通过证券商买入证券时,必须在清算日之前交清全部价款,用现金或支票付款。在美国,这一清算日通常为交易日之后的第5个营业日。同样,在卖出股票时,也须在清算日或清算日之前,将股票交给证券经纪商,证券经纪商将价款归入账户。清算日通常在送给客户的“成交通知单”上订明。

(2)保证金账户,又叫普通账户。客户在开立这种账户时,购买股票时证券商将以垫款形式向其提供一部分融资,例如,若规定该账户的保证金比例为60%,即意味着客户必须支付所购股票价款的60%,余下40%的价款由证券经纪商公司提供贷款,其利息以证券经纪商公司的借款成本为基础折算。

(3)联合账户。指两个或两个以上的个人共同在经纪商那里开设一个账户,一方死亡后,另一方不必等到法院的判决就可以出售股票。这种情况多见于夫妻、父子间的亲戚关系,两个以上非亲戚关系的人也可以开联合账户以减少佣金的支付。

(4)随机账户。在这一账户下,客户给经纪商公司的代表以有优先权的书面批准,准其事

先不同投资者协商,即可进行交易,交易的时机、所选的股票及价格、数量,均由经纪商决定。

(5)每月(季)投资计划账户。在这种账户中,客户与证券行约定,在若干年内每月(季)投资一定金额购买某种股票,所付金额固定,但股票价格时涨时落,因而每月(季)购入的股票数量是不固定的。

在西方,客户必须到了法定年龄才能在证券公司开立账户。因为西方国家如欧美国家,未成年人不得参与有法律约束力的合同行为。父母可以为未成年的儿女购买证券,并可以监护人的名义持有这些证券,直到其子女达到法定年龄(法定年龄各国不尽一致,美国是18~21岁)。美国一些州规定,股票可以以未成年人的名义持有,但父母可以监护人的名义进行交易,成年人维持着管理权,直到小孩成年。

### 第三节 股票交易的委托

证券交易市场实际上分为两部分:一部分是证券交易所的交易厅,另一部分是证券商的营业处。只有证券商才能进入交易厅从事股票买卖,客户不能进入场内从事股票买卖,只能在证券商的营业处委托证券商代为执行交易。证券经纪商接受客户的买卖委托后,通过电话与派在交易厅内的办事员联系,办事员接到电话后,立即记下来再交给交易厅内代表该一行号的经纪人来办理。

#### 一、怎样向经纪商发出买卖委托

投资者向经纪商发出“委托”有当面委托和电话委托两种最常见的方式,还有书信委托、电报委托等方式。

当面委托即投资者亲临证券经纪商的营业场所,当面以口头形式委托经纪商的办事人员代为执行买卖,或者填写委托书交给营业人员代为执行买卖的委托方式。一般中小投资者多采用当面口头委托的方式进行股票买卖,因为证券商与一般小客户比较熟识,同他们当面定交比较可靠。而且,中小投资者无力控制股市,他们多聚集在股市现场,一来可观察市况,二来可随机进出。

较大的投资者则多用电话委托。因为大投资者进出数量、金额均比较庞大,必须保持机动、保密及分散交易的原则,他们在交易时大多是化整为零,分别在好几家证券经纪商那里提出买卖委托,这就无法亲临现场,必须用电话。另外,电话委托可以同时从一家证券公司买进,从另一家证券公司卖出,顺利而秘密地完成交易。另外,用电话委托还可免受现场气氛影响,以致一时冲动买卖过量而打乱原来的投资计划。

无论以何种形式委托,证券经纪公司的代表在接到投资者的委托后,即按投资者的指令填写“委托单”,其内容大体包括:买进或卖出数量,在哪个场所进行交易;投资者的开户类型,所购证券如何处置,售出所得资金如何运用,清算交割以何种形式进行,等等。

此外,证券公司的代表人还须正确填写所需买卖的股票名称、号码、股数、价格指示,客户姓名及账号等。这一“委托单”填好后,即送往证券交易所的总办事处,由其通知本公司在交易

所内营业的代表人。买卖委托命令执行完成后,证券公司代表人即用电话通知交易的详情,在该营业日结束时,证券公司即在当天向客户寄出书面的成交单。客户收到成交单后,应仔细核对,如委托买卖的股票同经纪商所买是否一致等。此外,证券经纪商还会定期向客户发出“每月财务报表”,使客户了解账户的财务状况。

### 二、确定作出何种交易委托

根据委托内容的差异,可以把委托划分为许多类型。

#### 1. 按交易数量的大小分

(1)整份委托。整份是证券交易的基本单位。一般情况下整份指 100 股股票,此外整份有时也指 25 股、50 股或 10 股的股票。整份委托就是交易数量为整份及其倍数的委托。

(2)零数委托。零数即证券交易中低于单位交易额零星交易量。零数委托就是交易数量为零数的委托,如整份为 100 股,那么买卖 1 至 99 股的委托都叫零数委托。

#### 2. 按交易方式分

(1)购买委托,即以购入证券为目的的委托;

(2)出售委托,即以卖出证券为目的的委托。

#### 3. 按委托是否附有限制条件分

(1)随行就市委托。即证券成交的价格以委托到达交易厅时最优惠的价格为准。一般说来,该种委托多属出售委托。随行就市委托有两方面优点,一是成交的迅速性,二是成交的可能性大。

(2)限价委托。即委托人事先规定了他认为合适的价格。经纪人在执行委托时应以比委托价格优惠的价格成交;如果是出售限价委托,成交价应高于或等于委托价,如果是购买委托,成交价格应低于或等于委托价。限价委托的好处是,顾客能以比提出委托时的市场价格更优惠的价格成交,而且当证券价格变动很小时,提出委托限价很有利。限价委托的缺点是有时执行不了,因这时顾客提出的规定价格太高或太低。如何确定限价委托中的成交价是一个技术性很强的工作,一般而言,购买限价委托的价格应高于市场价格,出售限价委托的价格应低于市价。

#### 4. 按委托有效期的长短分

(1)当日委托。即在委托提出的当天交易时间终了时自动失效的委托。一般说来,所有委托均应视为当日委托,除非委托另有规定。随行就市委托便是当日委托,限价委托则可能是,也可能不是当日委托。

(2)一周委托。这种委托的有效期按日历周计。在美国,这种委托在周五下午 4 点自动失效,从顾客的立场看,提出一周委托并无特别好处,所以一般很少用。

(3)一月委托。这种委托在每月最后一个营业日终了时自动失效。

(4)开口式委托,也叫撤消前有效委托,这种委托在被执行之前,或者在经纪人按时间专业委员会确认时,一直有效。顾客提出这种委托是出于对市场未来情况的自信,因而不急于执行其委托。

#### 5. 几种特殊的委托

(1)限价补进或卖出委托。限价买进委托即在市场价格达到或高于委托价时变成随行就

市委托,限价卖出委托则在市价达到或低于委托价时变成随行就市委托。

限价买进或卖出委托的作用是:①保护顾客多头购买的已有利润;②保护空头卖出者卖出交易已有的利润;③防止或减少多头购买、卖空交易的损失;④在市场处于强势条件下进行多头购买,在市场处于弱势条件下进行卖空交易。

举例来说明保护顾客多头购买已有的利润的作法。设顾客 A 购股票时每股支付价格为 60 元,若该股票价格涨为 70 元,A 买了 100 股,在不考虑费用时,他的账面收益为 1000 元。设 A 认为该股价终究会下跌,他于是向经纪人提出,当股价为 69 元时出售该股票的限价卖出委托。后来股价果然跌为 69 元,或者还更低,比如说是 68.5 元,那么通过这个委托,A 实际赚得 850 元(未扣佣金等费用)。如果没有这个限价卖出委托,当股价降到比 69 低出许多时,顾客就得不到较大利润,有时反而受损失。

限价买进或卖出委托与限价委托实际上有很大差别:①限价补进或卖出的委托价与限价委托的委托价与市价相比,正好相反:一个高于市价,另一个则低于市价。②限价补进或卖出委托在市场达到委托价水平时就变成了随行就市委托,而限价委托无论如何都不能变成随行就市委托。

(2)限价及限价补进或卖出委托。顾客使用此种委托的目的有两个:一是取得限价补进或卖出的好处,二是这种委托能事先确定买卖股票的价格。因而,这种委托可获得限价委托及限价补进或卖出委托二者的好处。但在实际业务中,这种委托并不多见。

### 三、委托的执行

#### 1. 集会时间

按交易所规定,证券的买卖必须在交易所规定的时间进行。一般交易所的营业时间为每周 5 天(从星期一至星期五),每天分前市和后市,前市指上午 9 时 30 分至 11 时 30 分,后市指下午 2 时至 3 时 30 分,有的更长。

#### 2. 交易单位

交易所股票的交易单位多以 100 股为 1 单位,有些交易冷淡的股票则以 10 股为 1 单位,有的交易单位可根据股票的市价来分:未满 10 元的,以 300 股为 1 单位,10 元以上 50 元以下的,以 50 股为 1 单位,等等。

#### 3. 喊价升降的幅度

指证券成交时买卖双方讲价(以喊价方式)升降的幅度,其大小视股票市价的高低而定。未满 10 元的,其每次升降幅度为 1 分;10~50 元的,每次升降 5 分,50 元以上的,每次升降幅度为 1 角。

#### 4. 交易成交价的决定方法

交易所证券交易的成交价一般以复数成交价格的竞价买卖方式决定,交易所的买卖价格不是交易所订立,而由买卖双方通过讨价还价协定。

#### 5. 委托执行的顺序

由于交易所采用复数成交价格的竞价买卖方式成交,在经纪人以竞价方式成交时,往往会出现多个买方或卖方同时叫价的情况,这时到底哪个经纪人有优先购买或卖出证券权利,交易所对此有详尽规定,我们在下一节专门讨论这个问题。



## 第四节 股票交易的成交方式

### 一、议价买卖

指买方一人对卖方一人,经双方协商后议定一个双方满意的交易价格成交。这种方法多用于场外交易,交易所内不用这种方法。

### 二、拍卖标购

这是竞争买卖的一种形式,即买卖一方为一人,另一方为多人,多数方互相竞争,以竞争形成的价格成交。在买方为多数的情况下,卖方与最高买方报价人成交,这种成交方式叫拍卖。在卖方为多数方的情况下,买方与卖价最低的报价人成交,称为标购。

在拍卖标购以及下面介绍的竞争买卖中,证券的买卖双方出价与要价均要通过口头喊叫或板牌显示来执行。买方的喊价称为买进价或递盘,卖方的减价叫卖出价或发盘。委托买卖在成交过程中必须遵守以下几条原则:

(1)价格优先原则。即谁的出价(或递价)越低(或越高),谁就有优先出卖(或购买)的权利。

(2)时间优先原则,即在经纪人的出价都一样时,以谁最先提出出价为最先成交的标准。举例如下,有经纪人 A、B、C 递价水平一样,但报出时间不同, A 早以 B, B 早以 C,他们各自购买数量及卖方卖出数量如表 4.4.1 所示。

在这次竞价中, A 报价最早,故优先购买 70 股, B 报价比 C 早,所以也如愿购得 50 股, C 因报价最迟,这次便什么也没有买到,只好在下轮竞价中购买。

(3)数量优先原则。当递价一样时,且报出时间也一致,则采用数量优先原则:谁购买的数量最大,谁就有优先成交权。其应用可看下面几个例子。

例 1:如表 4.4.2 所示。

这里,三个经纪人都不愿购买所有的 500 股,但 D 有优先成交权,因为他购买数量最多。对剩下的 200 股, E 有优先成交权。 F 因为数量最小,这次未能成交,只有等下一轮竞价中去购买。

例 2:如表 4.4.3 所示。

这里,三个经纪人都没有优先权,因为三人的购买数量都至少与卖出量相等,那就只好以抛硬币的方式决定优先权给谁。

例 3:如表 4.4.4 所示。

这里卖方有四人,和上面一样,每人出价相等,时间也相同。根据数量优先原则, T 无权出售其 200 股股票,因为他抛售的股票数比其余三人都小。但由于经纪人 U、V、W 提供出售的数量相同,故他们三人谁也没有优先权。解决办法可以采用抛硬币的办法,也可三人协商按比

例提供即 U、V 每人各销 240 股,W 销 120 股。

表 4.4.1

买 方	卖 方
A 70 股	X 120 股
B 50 股	
C 100 股	

表 4.4.2

买 方	卖 方
D 300 股	Y 500 股
E 200 股	
F 100 股	

表 4.4.3

买 方	卖 方
G 70 股	Z 15 股
H 60 股	
I 20 股	

表 4.4.4

买 方	卖 方
M 600 股	U 400 股
	V 400 股
	W 400 股
	T 200 股

### 三、竞争买卖

在买卖双方均为多数的情况下使用,这是交易所最常见的成交方式。买方和卖方互相竞争,以最低卖价,按最高买价成交。这种方式公平合理,可以降低成交价格水平,而且能集中大量地供应,是最佳的买卖方式。

竞争买卖方式又分个别竞争买卖和集团竞争买卖两种。个别竞争买卖在交易时间内不断进行,在众多买价与卖价中,每出现一个买价与卖价相吻合的机会,就成交一笔。交易所的交易,以个别竞争买卖为主。

集团竞争买卖是众多的买方和卖方,在交易所工作人员的主持下,由卖方或买方竞相提出买卖价格,展开竞争。当买卖价格一致时,交易所工作人员就拍板以示成交。当买卖的数量与价格不一致时,则调整喊价。如无论怎样调整,买卖的数量价格仍不一致,则只好宣布无法成交。

具体作法是,交易所主持人先报出一个临时价,如 A 公司股票每股 70 元,这时买、卖双方分别报出买进和卖出股数,设结果为买进总股数 3000 股,卖出总股数为 2000 股。主持人继续报价 A 公司股票每股 71 元,结果买进总数下降为 2700 股,卖出股数为 2200 股。当主持人报到 A 公司股票为 77 元时,如果买进和卖出股数均为 2500 股,那么买卖就成交。

集团拍买通常在为数不多的股票开盘和收盘时进行交易,在理论上是决定价格的较理想方法,但因技术操作要求较高,只能用于少数特定股票的交易。

A 公司	84	$16\frac{1}{8}$	$16\frac{1}{2}$	$\frac{55}{43}$	$16\frac{3}{8}$	$\frac{16\frac{1}{8}}{16\frac{1}{2}}$	$16\frac{1}{2}$
...	...	...	...	...	...	...	...

证券交易所进行股票交易常用口头喊叫的方式,这是指买卖双方的出价与要价通过口头表达。喊价不能太轻,必须让大家都能听到,这样做为了防止作弊。证券交易时常也用板牌交

易,是指买卖双方的出价与进价均通过在板牌上书写来表示,其格式如上表。

第二栏表示当时出价的经纪人(最高买主)的号码为 84,第三栏表示买主的最高价格为 16.125 元,第四栏表示卖主的最低要价,第五栏表示在最低要价(16.5 元)时卖主的号码,这栏有两个号码表示有两个卖主愿以这个价格卖出。第六栏为当日第一笔成交的价格,第七栏是当日成交的最高与最低价格,第八栏为最近一次成交价格。

近年来,随着电脑的发展,证券交易陆续舍弃了口头、牌板与手势交易等传统作法。

### 四、卖空

即出卖自己不拥有的证券,或者以借入证券或以出卖自己的证券来冲销的证券出卖。所以,卖空包括两种情形,一种是,卖空者以现行市价卖出证券,在证券市价下跌时补进,从而赚得价差;另一种是,卖出者现在不愿交付其所拥有的证券,并以卖空方式出售证券,以防止证券价格下跌,从而起到保值作用。

#### 1. 卖空的目的、类型

(1)经营卖空有两个目的:①用于证券投机,从预期价格的下跌中获取差价利润。②用于税收目的,将今年收入转入下一年,以减轻税收负担。

(2)卖空者经营卖空所卖出的证券一般都是借来的,卖空者借证券的渠道主要有三个:①自己的经纪人;②信托公司;③其它金融机构。

对于借出证券的人来说,向卖空者借出证券很有利;这不仅能为客户提供全面周到的服务,而且能带来一定收入(利息或股价的升水)。

(3)卖空大致可分为三类:①投机性卖空。卖空者卖出证券的目的是预期该证券价格会下跌,到期时再以较低价格买进。这种投机风险大,利润也大。②用于套期保值的卖空。其目的在于避免由于市价下跌带来的损失。③技术性卖空。它又分为三种,一种是以自己所有股票为基础的卖空,它包括以税收为目的,以保值为目的及以预期的交货为目的三种。第二种是以套利为目的卖空,又分为按不同时间的套利和按不同地点的套利。第三种是经纪人或证券商经营的卖空。

由于卖空交易投机性强,对证券交易带来的影响很大,各国的法律对卖空交易都有详细的规定,其目的在于限制卖空的不利影响。比如美国 1931 年证券交易法规定,证券的卖空交易必须以明确标明为条件,否则不得进行。1935 年的交易法还规定,卖空的成交价不得低于前一次交易的成交价,非卖空交易可按与以前一样或更低的价格成交,卖空交易则不行。

#### 2. 如何看待卖空交易

(1)卖空交易是目前世界各国股市上最流行的交易方式之一。据统计,纽约证券交易所的会员中有 75%是不同程度的参与卖空交易的。在一般人心目中,卖空交易似乎纯粹是一种不正当的作法,而在大多数经济学家看来,卖空交易是十分自然的,因为:①空头交易的基本原理与商品交易的原理是类似的,例如,农户常在庄稼收获之前就开始与人们订立合同,出售其商品,制造商更经常在产品尚未出世之前,就先出售给别人。因此,空头交易之空,即依靠借入的股票来用于交割。从商业角度来说,并无可非议之处。②卖空有助于市场价格的稳定。空头交易一方面阻止了价格的过度上扬,也阻止了价格过度下跌,因而为价格提供了缓冲器。③它提供了市场的连续性。在空头交易中,交易者一边卖出,又一次买进,因此客观上增加了买者

和卖者的数目,其结果是扩大了市场的深度和广度,并使交易开始前的价格与交易完成时的价格不致相差过远。

(2)也有一些经济学家对空头交易持有异议,他们认为:①空头交易只是增加交易数量,对限制过高的价格并不能起什么作用。②空头交易所提供的价格缓冲器作用,只是发生在价格下跌时期,但这时价格下跌已经产生,它本身就会对需求的变化起调节作用。③它非但不能提高市场的连续性,相反可能减少市场的连续性,因为大量空头卖出的情况会使市场产生“熊市”,即市场上存在价格普遍下跌的感觉,使投资者止步不前。

仅就上述来看,对空头交易的指责意见是比较弱的,因为空头交易从商业角度来看,并不涉及到欺诈和集团操纵,而只是对价格机会的一种利用,因而人们普遍认为,就其基本的方面而论,空头交易可以存在下去。从实践上看,美国1830年国会曾通过一项法律禁止空头交易,但在1858年即被撤销,以后美国的各项有关股票交易的规则都不禁止空头交易。但为防止操纵行为发生,美国证券交易委员会规定,公司内幕人士不得从事本公司股票的卖空交易,但这显然是另一个问题了。

## 五、股票交易过程中的一些行话和俚语

(1)多翻空与空翻多。空头觉得股市下跌趋势已到尽头,于是加倍买进放空的股票而成为多头,叫“空翻多”。多头觉得股价已涨到顶峰,于是加倍卖出所买进的股票而成为空头,称为“多翻空”。

(2)坐轿与抬轿。预期利多消息即将出现,股价将随之大幅变动,于是先买进股票,待消息一出现,投资人蜂涌抢进,股价大涨后再卖出股票以获取厚利,称之“坐多头轿子”;预期利空消息将出现,股价将大幅下跌,于是先卖出股票,等待消息一出现,大家抢先让股票出手,股市大跌后再买回股票,获取巨额利润,这叫“坐空头轿子”。

利多消息出现后,有人认为股价将会大幅变动,立即抢买股票的人称为“抬多头轿子”;利空消息公布后,又认为股价将会大幅度波动,立即争先卖出股票的人叫“抬空头轿子”。

(3)抢帽子。指当天先低价买进股票,然后再卖出相同种类、相同数量的股票;或当天先卖出股票,然后再以低价买进相同种类、相同数量的股票,以获取利差。“抢帽子”是一种技术性相当高的交易,须有高度的智慧,丰富的经验,才能作出较为正确的判断。

(4)断头与吊空。抢多头帽子买进股票,股票当天并未上涨,反而下跌,只好低价赔本卖出,称为“断头”。

抢空头帽子卖出股票,股价当天未下跌,反而上涨;只好高价赔钱买回,称为“吊空”。

(5)利多与利空。对多头有利,能刺激股价上涨的消息和因素称为“利多”。如股份公司信誉良好,银行放松银根,经济高涨时期厂商新订货单源源不断,政治和军事上的有利消息等。

对空头有利、能促使股价下跌的因素和消息叫“利空”。如股份公司经营不善、利率看涨、厂商新订货单减少、天灾人祸等。

一般情况下利空时不做多头,利多时不做空头。

(6)长空、短空。对股市前景看坏,借来股票卖出,等股价跌落相当长一段时期以后才买加,叫“长空”。

对股市前景看跌,借来股票卖出,但在短时间内即买回,称为“短空”。

(7)长多、短多、死多。对股市远景看好,买进股票长期保持,以获取长期上涨的利益,叫“长多”。

认为股市短期内看好而买进股票,短期保持后即卖掉,获取少量利益,等下次再出现利多时再买进,称为“短多”。

对股市前景总是看好,买进股票,如果股市下跌,宁愿放上几年,抱定本原则的是不赚钱不卖的投资人,叫做“死多”。

(8)空手与套牢。有些人手中没有股票,既非空头也非多头,观望股市,等股价低时买进,高时借股放空,称为“空手”。

预期股价上涨,买进后却一直下跌,借股放空后,股份却一路上涨,称为“空头套牢”。套牢对投资者不利。

(9)多杀多与轧空。交易者普遍认为当天股价会上涨,于是抢多头帽子的人特别多。然而股价却未能大幅上涨,无法高价卖出。等到股票交易快要结束时,竞相卖出,因而造成收盘时股票大幅下降,这种情形称为“多杀多”。

交易者普遍认为当天股票会下跌,于是都抢空头帽子,然而股价并未大幅下降,无法低价买进,等交易所收盘前,只好竞相补进,因而反使股价在收盘时大涨,这种情形称为“轧空”。

(10)实多与实空。在自有资金能力范围内买入股票,即便被“套牢”,股价下跌也不急抛出的人,称为“实多”。

从自己持有股票放空头,即便股价下跌过速而有回升趋势,对自己不利,但仍不急于买回,这种人称为“实空”。

(11)浮多与浮空。对股市前景乐观,认为股价会上涨想大捞一把,而自己财力有限,于是借来资金买进股票,为偿还贷款买股票的多头需要卖出股票。这样,即便股价上涨也不敢长期持有股票,一旦获得相当利润就卖出;万一股价下跌,更心慌,赶紧赔钱了结,以防套牢。因为交易者资金不稳定,故称“浮多”。

对股市前景悲观,认为股价将会大跌,想借机发财,但自己股票有限,于是借股放空头,一旦股票所有人需要收回,则不得不买股票偿还。同时,即使股价下跌,也不敢怠慢,有利就买回,万一股价上涨,赶紧赔钱了事。这种交易者担心股票随时都有可能被收回,故称“浮空”。

(12)跳空与补空。跳空:股市受强烈的利多或利空消息的刺激,开始大幅度跳动。在上涨时,当天的开盘价或最低价高于前一天的收盘价两个申报单位以上;下跌时,当天的开盘价或最高价低于前一天的收盘价两个申报单位,而在一天的交易中,上涨或下跌超过一个申报单位。

补空:将跳空出现时没有交易的空价位补回来,即股份跳空后,过一段时间将回到跳空前的价位补空,空头买回以前借来卖出的股票也叫补空。

(13)开拍与停板。旧中国和现在的港台地区的交易所称开做交易为“开拍”;称暴涨暴跌时停做交易叫“停板”。

(14)拔档。持有股票的多头遇到股价下跌,并预期股价可能还要下跌,等股票跌落一段距离以后再买回,希望少赔一些,叫“拔档”。

(15)盘档与整理。当天的股市最高价与最低价之间的变动幅度不超过20%称为“盘档”;股价经过一段急速的涨落后,遇到阻力或支撑,因而开始小幅度上下波动,幅度约为15%,这种情况叫“整理”。

(16)回档与反弹。上升趋势中,因股价上涨过速而回跌,以调整价位的现象称为“回档”;下跌趋势中,因股价下跌过速而回升,以调整价位的现象称为“反弹”。

(17)郎中与做手。在股市兴风作浪、混水摸鱼、炒作股票,用各种方法将股票价格提高后脱手,或放空高价卖出股票,打压行情低价买回,从中赚取差额,使一般投资人受损,这些人叫“郎中”或“做手”。

(18)散户。指无力炒股票,买卖数量不大,无组织的投资人。

(19)大户。包括大“做手”在内,进出股票数量金额庞大。

(20)实户。买卖股票的方法与数量不亚于“做手”,但不炒作,仅凭经济情况进出。

(21)提宫灯。日本对散户的称呼,指追随他人买进或卖出,以及完全没有主见的投资人。

(22)走势牛皮。股价上涨和下跌都不易,以牛皮之韧形容股价走势盘旋。

(23)满堂红与全盘黑。所有股票都上涨,称为满堂红;所有股票都下跌,称为全盘黑。

## 第五节 股票交易的清算与交割

### 一、清算

股票交易一旦成功后,就必须交换价款和股票,这在证券交易所称为交割。但由于证券交易的方式多种多样,交割的方式也各有区别。有的股票在最后交割之前,可能已经过几次换手,如果证券交易所没有清算制度,那么每一位证券商都必须向对方逐笔交割证券与价款,手续极繁,且要占用大量人力、物力、财力和时间。因此,一般交易所均设有清算机构,作用类似于银行转账结算,对同一会员在同一交割日对同一股票的买和卖进行抵消清算,只就差额进行交割。

所谓清算,就是将买卖证券的数量与金额分别予以抵消。然后通过证券交易所交割净差额证券或价款的一种程序,以达到减少清算所会员交割和收受证券的目的。比如有某证券公司在一天里与两个不同的交易商分别达成购买 300 股和出售 700 股美国石油公司股票的合同两份,如果没有证券清算机构,该证券公司必须同时交付 700 股并收取 300 股美国石油公司股票;而通过清算机构,该公司只须向清算机构交付 400 股股票就完成了这两笔证券的买卖。

世界最早的证券清算制度 1867 年在德国法兰克福出现。美国纽约证券交易所的证券清算公司是一个比较典型的证券清算机构。通过证券清算公司的证券清算,证券公司无须就每笔交易出售的证券向其购者支付,证券公司向清算公司交付应付的证券即可。另一方面,清算机构的存在也使证券公司无须就所购买的证券分别向各有关出售者支付价款,只须清算机构支付一笔价款,当证券公司在一天内同时与许多不同的经纪人达成某证券的买卖合同时,证券清算制度的作用更明显。

纽约的证券清算公司清算证券一般分为三个步骤:

(1)清算公司将各清算会员每种证券的买卖分类并加以互相抵消,得出应结清的余额,然后以交割证券或支付价款的方式处理余额。

(2)实际支付有关证券。

(3)支付价款,结清余额。

证券的清算工作主要是核对买卖双方的成交单,为每一证券商填写清算单,抵消同种证券的买卖数量与金额,然后计算出应交割的证券与价款的净额,最后同每一个有关的证券商进行结算交割。清算的具体工作由证券交易所的清算组织或其属下的清算公司进行。

下面举一个例子说明清算工作是怎样进行的。设某清算公司依据 A 证券商 1992 年 2 月 25 日的成交记录填写了清算单:

表 4.4.5 A 证券商卖出成交记录

1992.2.25

股票名称	数量	成交价格	应收价款	买进证券商
AAA	100	$16\frac{1}{2}$	1650	X
ABC	200	5	1000	Y
EXXX	300	10	3000	Z
FX	400	$10\frac{1}{4}$	4100	U
合计	1000		9750	

表 4.4.6 A 证券商买入成交记录

1992.2.25

股票名称	数量	成交价格	应付价款	卖出证券商
AAA	200	15	3000	S
ABC	200	$16\frac{1}{2}$	1300	T
EXXX	300	9	2700	V
FX	100	10	1000	W
合计	800		8000	

根据这两张成交记录,A 证券商填写了如下成交清算单:

表 4.4.7 A 证券商成交清算单

1992.2.25

股票名称	卖出股数	买入股数	交割净额	
			付出股数	收进股数
AAA	100	200	—	100
ABC	200	200	—	—

EXXX	300	300	—	—
FX	400	100	300	—
合计	1000	800	300	100

从清算单上看到,A 证券商在一天内共卖出股票总数 1000 股,买入 800 股,经清算后,只须付出 300 股,收入 100 股。价款清算也如此:A 应付出价款 8000 元,应收价款 9750 元,两者相抵后,证券清算公司应付 A 证券商 1750 元。其它证券商也同样与证券公司清算,这样,清算公司的每日收支余额即相等。

## 二、交割

交割是指卖方把证券等交给买方的行为。交割的概念包括三方面,即交割的地点、交割的时间和交割的方式。证券交割分为证券公司与客户间的交割及证券公司之间的交割两个阶段。

### 1. 客户与证券公司间的交割

客户与证券公司间的交割应在证券公司交割之前进行。一般情况是,客户在委托证券公司买卖股票时,就应将买款存入证券公司,领取存单,以避免不能交割的危险。若客户在交割时不能缴足购股现金或卖股股票,证券公司有权将购入股票卖出或将卖出股票购回,由此产生的任何损失均由客户负担。

在交割时,证券公司须递交给客户股票买卖报告书,报告书上填有买卖单价、委托手续费、分割金额等,客户可据此了解交易的内容,并根据它办理交割。

### 2. 证券公司之间的交割

(1)例行交易合同交割。指在证券买卖后的第 5 个营业日完成交割手续。如纽约证券交易合同所规定,交割必须在交易日之后的第 5 个营业日中午 12 时以前完成。假如有一笔交易发生在 1 月 4 日(星期四),其清算和交割应在 1 月 11 日(下星期四)达成,因欧美国家周五、周六都休息,每周的营业日只有 5 天。所以,尽管客户的证券已在经纪人手中,或者客户已在正式交易达成后一两天内即已交付给经纪人,但交易对方实际收到或清算这笔交易,也不会在一个日历周内。如遇到假日,交割还将按假日长短顺延。

例行交割占交割总额的 95%左右,是交割手续中最普遍采用的方式。

(2)现金合同交割。当买卖双方采用现金合同买卖证券时,证券的交割应在成交的当天进行,纽约证券交易所规定,在下午 2 时成交的现金合同的证券交割应在下午 2 时 30 分之前办理。在证券交易中,现金合同的买卖要求要价人清楚说明,以便让其它有兴趣的经纪人提前知道。

采用现金交割的目的是:①避免税收目的;②设股权交易目的;③证券套利目的;

现金交割的根本特点就是买方或卖方对买卖证券的交割时间有特殊的需要。

(3)发行日交割。指买卖双方同意等新证券发行以后再办理交割手续。时间一般定在新股募集最终日算起来第 4 个营业日进行交割。新股募集时间一般要 3~4 个月,在这期间,投资者认购的新股可以卖出,即投资者认购的新股只要已成交,虽未实行交割领取股票,也可以



开始买卖新股的交易,这种交易在新股募集期间无论哪一天成交,都要等到募集结束的最终日后的第4个营业日才能交割。

这种交易从成交到交割时间很长,交易对象又不是正式已发行的股票,所以具有较强的投机色彩。为防止发行公司损失,客户在购买新股成交后的3日内,应向证券公司提交承诺书,并交纳成交金额30%的款项作为保证金。

(4) 特约日交割。即在股票买卖成交日起的15天内,由双方当事人约定日期进行交割。这种方式通常在交易双方相距甚远,例行交割方式来不及时采用。随着现代交通工具的发展,这种方式已很少采用。

(5) 卖方有选择权合同的交割。采用这种方式办理交割,双方在成交的合同中应明确注明卖方交付证券的时间,如10天、20天。在规定的时间内,卖方有权选择交割的具体时间。若合同规定卖方交付证券的时间为37天,则卖方可以在37天前的任何一天办理交割。但按交易的一般作法,卖方应在交付证券的前一天书面通知买方。

卖方有权选择的交割,其时间从6天至60天不等,具体时间由买卖双方协定。这种交割现在也很少用。

(6) 个别交割与集中交割。证券的交割是在交易所的主持下进行的,交易所可按不同情况,采用个别交割或集中交割。

个别交割是以每笔买卖双方为对象的个别交割,这种交割方式需较多的时间、人力与物力,一般用于当天结算交割和特约日交割。

集中交割是交易所对同一证券公司同一天所成交的买卖先进行清算,对相同牌名的股票的卖出与买进股数相抵,仅对扣除后的余款股数进行交割,其好处是能迅速处理大量交割业务,故被广泛采用。

### 3. 交割的原则

在进行股票的交割时,欧美国家多遵循所谓“优良交割”的原则,即:

- (1) 所交割的证券,必须在实物上真实的;
- (2) 所交割的证券的所有权,必须属于其拥有者,并由他正确地转送;
- (3) 这些证券必须是可转让的。

在技术上,“优良交割”意味着必须遵守交易所的规则和立法的要求。此外,还须有正确的、由会员公司担保的同原所有者登记的签名相一致的签名等。如果到期不能进行交割,股票买进方的经纪人就会向出售者发出买进通知,指出他因为没有交割,买进方的经纪人将在公开市上另行买进股票,并进行交割,如有损失,概由违约方负责。

## 第六节 股票的过户

有价值证券有记名和不记名两种形式,不记名的有价值证券,像现金钞票,上面并不开列其所有人的姓名,谁持有了钞票,谁就持有钞票所代表的财产权。记名有价值证券的财产权则属于证券上所记载的人,这种证券的转让须经出让人签章,表示放弃对此财产的所有权,同时受让人亦须签章表示承受此财产的所有权,并办理过户手续,此项转让才能生效。

股票属有价证券的一种,且股票大多为记名式,是否享有对公司的股东权利,是以发行公司股东名簿上的记载为准,因而股票必须在售出者签名出让后,买进者才能持有,并且,必须到发行公司办理“过户”手续,才能成为公司的股东。

股票的过户就是股票所有权从原所有者转移给新所有者时所做的记录的过程。一般的买卖、赠与都可能成为引起股票所有权变动的原因。但是鉴于证券清算机构的存在,交易所会员间股票所有权的变更一般很少涉及股票的转移。比如日本,不仅经纪人之间,就是顾客之间也很少有股票、凭证的转移。美国人则不同,他们比较看重股票凭证,以账簿方式记载股票所有权和股票转移的做法实行得远不及日本普遍,但近些年也有改进,如美国财政部现在就不再印刷国库券了,国库券的所有权转移均以记账方式进行,政府中期证券和长期债券现在也可用记账方式来表示投资者的所有权及所有权的转移。

### 一、在什么情况下必须办理过户手续

投资者买卖股票,如果仅仅为了赚取差价收入,作短线进出,就没有必要办理过户;如果买卖股票的目的是为了投资,领取股息,或是为了享受股东的权益,或参与公司的经营,那就非办过户手续不可。

投资者买进股票是为了赚取差价利润,可由于某种原因不得不持有一段时间,这种情况最好也办理过户。

投资者在股票市场上买到的股票,虽然在票面上记载的是他的名字,但原股东出售股票时,只在股票背面的出让人栏盖妥印鉴,成为“可过户股票”,投资者只要持有该股票,以及买进成交单和印鉴,就可以办理过户手续了。

股票办理过户手续有以下好处:

- (1)保证投资者买入股票后应享有的股利及其他股东权利不至于落入别人手中;
- (2)保证可参加公司的股东大会,在公司改选董事会时,通过收集“选择委托书”有时还能发意外之财;
- (3)过户后的股票不必担心其权益的丧失,如不小心遗失或损坏,只要登报声明作废,即可向发行公司申请补发。

### 二、股票过户技术

股票的过户包括两方面内容,其一是转让经背书的股票凭证,其二是把有关所有权的转移事项记入股票发行公司的账簿中。一般情况下,经纪人充当顾客的中间人,完成股票过户的各项工作,以实现股票所有权从原所有权人转移给经纪人的顾客。但有时顾客可能要求经纪人把股票所有权直接转移给他们自己,并把股票凭证放入经纪人的保险箱里,在这种情况下顾客将在出卖股票时,必须就股票背书并自己完成所有权转移有关的各项工作。这种做法不仅会给经纪人带来许多不便,而且成本高,所以用得不多。多数情况下,顾客购买的证券都以经纪人为受益人,因而在股票凭证上不注明购买人的姓名。这种办法的好处是:

- (1)有关股票凭证将永远保存在经纪人商行的保险柜里,从而能节省一至二周的登记时间,且股票的真正所有人不必担心股票的偷窃、遗失或错放他处等问题;

(2)在这种情况下,发行公司根本不知道股票的真正所有者是谁,因而与股票有关的事项诸如代表委托书、公司季度和年度报告,以及股息等均直接寄给经纪人,然后由经纪人转交给真正的所有者,这种做法对股票发行公司,经纪人及股票所有人都有利;

(3)更利于保险金交易的进行。

办理过户的手续并不复杂。投资者在买入股票后,只需携带新买进的股票、成交单等,到发行公司办理过户。如果投资人原来就是公司的股东,只要将股票登入原股东户号即可,如投资人原来不是公司的股东,则必须登记股东签名或印鉴卡,填写股东的姓名、地址等,并加盖印章,以便发行公司留存。如果股票投资人是通过股票公司买进股票,而他又不想在很短时间内卖出,就应尽快过户。这时办理过户的手续也很简单:证券公司代投资人买进股票时,原股票上早已由原股票持有人加盖了本人的印鉴,并在过户申请书上盖有印鉴。买进股票的投资人只要携带成交通知书,过户申请书和印鉴等,到发行公司的服务部门办理即可。

从发行公司的角度来说,由于股票是在市场上公开买卖的,因此凡购买股票后没有立即办理过户遭到损失时,发行公司是没有责任的。

股票所有人在转移股票所有权时,必须正确填制每张股票背面所印制的供转让所有权使用的表格。该表格称为“转让与代理人权利”证书。证书的内容包括受让人姓名、股票数量,代理人(即承办股票过户手续的经纪人)姓名以及原股票所有人的签字,其中最重要的是原股票所有人的签字。一旦转让代理人权利证书编制完毕,并且将股票凭证转移给受让人,股票的所有权转移即告有效,不管是否已就转移行为做了账簿登记处理。

为杜绝可能出现的伪造行为,纽约证券交易所规定,证券的签字应由交易所会员或会员组织、商业银行或其它信托公司及其它过户代理人同意接收的机构的签字,但美国政府债券以经纪人为签字人的证券除外。

有时,股票所有权的转移不一定都以股票签字为条件,有的交易所专门设计了一种“股权转让与委托书”的证书,股票持有人可能通过填写该证书实现股票所有权的转移。在寄送已填好的股权转让与委托书及被转让的股票时,应非常小心谨慎。一般作法是分两次以快件寄送,第一次寄未填写的股票凭证,第二次寄填写完毕的股权转让与委托书。这样做不仅时间短,而且安全可靠,因为同时持有股票凭证和所付的股权转让与委托书的人才是股票的合法所有权人。

### 三、办理股票过户应注意的事项

(1)持有的股票必须是“可过户股票”,即股票确实由原来卖出的股东在背面过户登记的出让栏加盖了印鉴。这种“可过户股票”经由买进者在受让人栏盖章,并由发行公司加盖公司印章后,即成为已过户股票。

(2)买进成交单上所记载的买进委托人名字,应与过户股东名字相符,买进成交单上记载的股票名称,必须与过户股票相同。当受让人收到股票的名字有误时,他应立即退还给过户人。

(3)任何人均不得涂改股票上的姓名,否则该券就不能转让,在过户代理人收到其证明信件之前,过户人不予办理过户手续。

#### 四、股票过户的当事人

股票过户有两种人参与完成。

##### 1. 过户代理人

许多证券发行公司都愿选择银行或信托公司为过户代理人。过户代理人的工作是：

(1)在收到经背书的股票后，以在旧股票凭证上打孔的方式取消旧股票，然后根据受让人姓名签发一新股票。当有的股票转让需法律文件时，代理人应负责提供。

(2)代理支付现金股息，在公司发放股票股息和析股时发放新股票。代理人还要负责记录发行公司股东的姓名地址，不过因许多股票都以经纪人姓名登记，真正股东的姓名很难知道。

##### 2. 负责登记股票的信托公司

它的职责就是根据过户代理人的书面通知，做股票的登记工作，在登记前往往要查对取消的股票数与新发的股票数是否一致，以免新发放股票数超过取消的股票数，如过户代理人的工作准确无误，登记公司的工作就形同虚设了。

#### 五、几种特殊情形下的股票过户

(1)投资者以保证金账户买进的融资股票，抵押在证券公司，并非持有在投资者手中，所以不能立即办理过户。保证金交易基本上属短期投资，所以融资股票通常只在上市发行公司配发现金股利、股票股利或举行股东会等涉及股东权益事项时，才办理过户手续。融资股票一般要在发行公司停止过户后才去办理过户。办法是证券公司把要过户的股票直接送到发行公司，投资者则持融资买进成交单、身份证及印章，到发行公司去办理过户手续（与一般交易的过户手续相同），办妥过户手续后，股票由发行公司返还证券公司。

(2)私人让受及拍卖的股票过户。私人之间让受股票的过户，让受双方都要填写股票让受过户申请书，连同股票由出让人在股票背面盖上印鉴，并附代征证券交易税完税证明，才能过户。

从法院拍卖或强制执行所得的股票，既无买卖交易的证明，也没有出让人同意转让的印鉴，所以过户时只能携带拍卖所得的股票及过户申请书、法院拍卖记录及权利转让证明，并附上缴纳交易税证明，到发行公司去办理。

(3)赠与及继承的股票过户。赠与的股票过户，只要填写赠与过户申请书，在股票上加盖赠与人及受赠人印鉴，并附上赠与税证明书，就可到发行公司办理过户手续。

经由继承所得的股票，办理过户时必须由继承人填写“股票继承过户申请书”，在股票背面受让栏加盖继承人印鉴，并附上有关继承人的印鉴、户籍、纳税等文件到发行公司办理过户手续。

#### 六、停止过户

股票发行公司的股东人数都很多，在发放股东大会通知或发放其他有关权益的通知时，都需要一段较长的时间去办理。因此，发行公司往往事先公告一段冻结股东名簿的时间，这就是所

谓“停止过户”。在停止过户期间发生的股票买卖,称为“除权交易”或“除息交易”。在股东停止过户期间,买主(即新股东)便因簿上无名不得出席大会,也不得领取股息和红利,所以这笔交易便有除息或除权的问题发生。如果是除息交易,则按市价减除将发股息数额而成交,如果是除权交易,将享受不到增资配股的权利。

## 七、股票除息与除权的处理

公司分配给股东的权利有现金股利和股票股利两种,当公司发放现金股利,即对股东分派股息时,就要对股票进行除息;当公司发放股票股利,即对股东分派股票时,就要对股票进行除权。

除息的基本过程如下。当一家股票上市公司宣布上年度股利分派为现金股利时,则在发放股息前,该种股票是含息股票。要办理除息手续的发行公司先公布除息日期,让投资者有充分的时间办理过户手续,凡在过户截止日期前办好过户手续的,就作为该公司的股东,享有领取股息的权利。除息日当天又叫除息基准日,在基准日以后的一段时间(比如7天)内停止过户,使该公司有时间整理股东名单、编制股东名册,以便发出通知召开股东大会。除息基准日确定后,除息日当天会出现除息报价,基准日前一天的市场的收盘价减去该公司应发放的现金股利即为除息报价,它是除息日当天开盘价的参考价。除息后,若股价上升,就会将除息后的价值缺口填满或超出,这叫填息。

股票除权的过程是,当一家股票上市公司宣布上年度股利分配为股票股利时,在股票股利尚未分派之前,该种股票被称为含权股票。要办理除权手续的发行公司先要报主管机关核定,在准允除权后,发行公司就公布除权日期,让投资者有充分的时间办理过户手续,凡在过户截止日前办好过户手续的,就享有领取或认购股权的权利(即可领取派发的股票)。除权日当天叫除权基准日,在除权基准日后要有一段时间停止过户,公司整理股东名单,往后等新股票制成经签证后,主管机关批准该种股票可以上市,公司就通知股东到指定地点领取新股。除权基准日确定后,除权当天会出现除权报价,以除权基准日前一天的收盘价格除去当年所含有的股权,就是除权报价。除权报价的计算因无偿配股和有偿配股而不同,在无偿配股条件下,除权公式为:

$$\text{除权报价} = \frac{\text{除权日前一天的收盘价}}{1 + \text{无偿配股率}}$$

在有偿配股(即现金增资认股)条件下,除权公式则为:

$$\text{除权报价} = \frac{\text{除权日前一天收盘价} + \text{新股每股应缴股款} \times \text{新股认股率}}{1 + \text{新股认股率}}$$

除权日的开盘价不一定就等于除权报价,除权报价只是作为除权日的开盘价的一个参考价格。

## 八、店头交易简介

上面介绍的股票交易整个程序,从上市到委托买卖,一直到办理手续完毕,就算是全部完成了。下面简要叙述一下店头交易市场的股票交易形式与程序。

在店头交易市场,买卖股票有两种形式,一种为自营买卖,另一种为代理买卖。自营买卖为主。

自营买卖的过程如下:假设你向经纪人订购 100 股未上市的 A 公司股票,则你的 100 股委托将送到债券公司的交易部门。假若该证券公司不是 A 公司股票的市场创造者(指准备买卖上市股票的经纪人),交易商就通过电脑知道各市场创造者们出价要价,同时看出某家市场创造者所出的最低买进价格,然后,交易商打电话直接与最低价格提供者交涉,以完成购买手续。设最低的买进价格为每股 17 元,这是证券公司向市场创造者买进的价格是批发价,证券公司再按零售价把股票卖给你,每股可能 17.5 元或更高一些。批发价与零售价的差额叫加价,由证券公司赚得。通常,证券交易的主管机关要规定一个差价幅度。在这种情况下,你购买股票只支付零售价,无须支付佣金。

在店头交易市场,出售股票与购买股票的程序完全一样,证券公司寻求一个最佳出售价,设为 15 元。证券公司可能只付给你 14.8 元,两个价格之差称为减价(其幅度同样有规定),由证券公司获得,你不必再付佣金。

在代理买卖这种形式上,证券公司以代理商的身份代客户买卖股票。不管是代理买进还是代理卖出股票,都由客户提出需委托买进还是代理卖出的股票种类、数量、价格,证券公司按代买或卖的股票价格收取一定比例的佣金。

为了使店头交易顺利进行,一般要由经营店头业务的证券公司挂牌公布自营买卖价格和代理买卖的指令性价格。委托的方法一般限于限价委托,交易限于普通交易,受理委托的时间、手续费、交割日期等与交易所的交易比较类似,不再多说。

## 第五章 场外交易

场外交易的英文原词是“over the counter”(简称为 OTC),译为“柜台交易”或“店头交易”等等,场外交易是意译,是相对“证券交易所”这一“场内”而言的。场外交易(OTC)这一名称由来已久,在 1789 年至 1790 年,为了弥补战争费用,美国国会授权发行了 8000 万美元股票,由于那时还没有集中的交易市场,这批股票的交易都在咖啡馆和拍卖行进行。1792 年 5 月 17 日经营拍卖业务的和其它行业的 24 名商人商定每天聚集在一棵西印度常绿树下从事交易。许多商人看到经营证券有利可图,于是纷纷买进证券,留在手边,等价上涨时在“柜台上”转让。在早期银行业与证券业未分离前,由于证券交易所尚未建立或未臻完善,许多有价证券的买卖都是通过银行进行的,投资人买进证券或卖出证券都直接在银行柜台上进行。实行分业制后,这种以柜台进行的证券交易转由证券公司承担。

需要指出的是,场外市场虽然是从证券交易市场古老形式流传下来的,但在证券交易所日趋完善的今天,在一些国家,它仍是一种非常活跃的二级市场,并且逐步完善发展,原因在于:

(1)证券交易所的证券交易容量有限。因为在证券交易所公司证券上市的条件与标准严格,许多证券不能进入交易所内买卖。但这些证券客观上需要有流动性,需要有可以进行买卖的交易场所,这就要求场外交易市场作为证券交易所的一种补充而存在。

(2)场外交易市场的交易比较简便、灵活,不需要像交易所那样经过复杂繁琐的证券上市程序,投资者也不需填写复杂的委托证书,而且可以随时在众多的证券交易柜台上进行证券买进或卖出,这就在很大程度上弥补了证券交易所交易方式的不足,满足了投资者的需要。

(3)现代高科技的发展,特别电子计算机的应用和普及,场外交易市场的交易方式、交易设备和交易程序也在不断改造,如计算机终端联网,24 小时运行,信息流动传播非常迅速,效率之高可以与证券交易所相媲美。

### 第一节 场外交易的特点、形成

#### 一、场外交易的特点

与证券交易所相比,场外交易市场无论在市场组织形式、管理架构、交易方式,还是在证券

交易种类等诸方面都是有完全不同的特征：

(1)场外交易无集中市场。它是一个分散的、无固定交易场所的无形市场，它不是由一个或少数几个统一的机构来组织，而是由很多各自独立经营的投资公司、证券公司分别进行交易，并且交易过程主要依靠现代化的通讯技术，如电话、电传、图文传真、计算机等组成的网络接洽成交。在美国，全美证券商自动报价协会（英文写为 NASDAQ）开通了自动报价制度，它通过计算机网络把所有的自营商组织起来，及时提供精确的行市。而且 NASDAQ 的出现，彻底改变了以前完全依靠电话报行市的做法。NASDAQ 事实上可以说是证券交易所的一种新形式，把美国的东海岸和西海岸连在一起，形成一个统一的交易场地，大约有 6 万多家证券自营商同它取得了联系。

(2)场外交易市场是一个由投资者可直接参与证券交易过程的“开放性”市场。场外市场区别于证券交易所的最大特征在于：它不是采用经纪制方法组织证券交易的，投资者可与证券经纪商、自营商直接交易。证券的实际出售是将证券卖给证券公司，实际购买是从证券公司买入证券。这实际上就是一种证券公司或投资公司的自营买卖，证券的转让和实现才得以在投资人之间实现，因此，用这种方式组织的证券市场基本上是采取自营制。

(3)场外交易市场是一个拥有众多交易证券种类和证券商的市场。一般而言，在场外市场交易的证券皆为未上市的证券，与证券交易所的上市证券相比，不仅种类繁多，而且数量大。当然，在场外市场交易的证券不完全是符合证券交易所上市要求的次级证券。如在美国新发行的股票就是通过场外市场去上市和进行交易，而且一些国家的政府证券、地方政府证券、市政债券及公司债券等也都在场外市场交易。参与场外市场交易的证券商主要是自营商，他们自己买进和卖出证券，赚取证券买卖价差。而且自营商既是场外市场的组织者，又是参加者。他们通过参与市场交易来组织市场活动，为证券创造转让市场。因此，证券自营商被称为市场创造者，故证券场外交易的组织形式又叫做“市场创造制”。

(4)场外交易市场是以议价方式进行证券买卖的市场。在该市场中，每笔交易都是证券商与投资者，或者证券商与证券商相互之间通过协商议价进行的。证券买进或卖出采用的是“一对一”的交易方式，这样对同一种证券的买卖就不可能同时出现太多的购买者或出售者，也就不存在具有竞争性的要价和报价机制。因此，它有别于证券交易所内的拍卖竞价方式。场外市场交易价格是由证券商在柜台布告栏内同时挂出证券的买价与卖价，并根据投资人是否接受加以调整而形成。这种交易形式从证券商的角度被称为“买进卖出制”，而从价格形成过程的角度又被人们称为“议价制”。

尽管证券交易所和场外市场是截然不同的两种市场组织形式，但两者的实质却是相同的。这就促使已发行但未到期的证券在投资人之间有偿的转移。从而为这些期限较长的融资工具创造流动性，以便使筹资和投资双方更好地利用证券达到各自的融资目的。

## 二、国外场外交易的形成

如前所述，场外交易有两个最大的特征：一是它没有集中的市场，二是其行市是采用协议价格进行约束的。但是自营商虽然不能收取佣金，但也必须生存。一般而言，协议价格是以净价为基础计算的，所谓净价就是不收佣金。所以证券自营商就是通过买卖证券的价差来赚钱的，因为他卖给客户的卖出价格要比他买进的价格高；而他向客户买进的价格要比他出卖给其



他人的价格低。

例如,某客户在场外市场要买进某一所公司的股票 70 股,这一数额很小。在证券交易所最小的交易单位为一手即 100 股,而且交易时须为手的整数倍才能成交。因此,这 70 股完全可以在场外市场交易。在购买时的市价,如出价(Bid)是 18 美元,发价(Asked)是 18.50 美元。那么自营商可能开出的发价是 18.50 美元,或者他急于抛售存货,价格可能稍便宜些,如开出的发价是 18.25 美元,特别是在他购进时的价格便宜的话,如 17 美元或 17.50 美元。假定自营商手中没有现货 70 股,他收到定单后向其他自营商去购买,结果最低的买进价是 18.25 美元。这个价格是证券自营商的进货价(Dealer Price)或称批发价(wholesale Price),有时也称内部价格(Inside Price)。这个价格不是他愿售给客户的价格。他肯出售的价格叫零售价(Retail Price),可能是每股 18.75 美元或 19 美元,或甚至更高。他买进股票时付给其他自营商的价格和他售给客户时的价格,两者之间的差价,称为加价(Markup)。由于这是一笔净交易,没有佣金,“加价”就成为证券自营商交易时的利润。如果客户是出售股票而不是买进股票,自营商的做法则同上述相反。如果他知道 18.25 美元是最好的内部价格(也就是其他自营商向他购买时可出的最高价格),于是他提出要付给客户的价格是 17.75 美元或 17.50 美元,两者的相差叫减价(Markdown),该减价是代表自营商的利润。

当然自营商买进的股票,可能并不立即出售而是放在手边“待价而沽”。这种情况下,我们称这个自营商在做“多头”(take a long position)。如果他很活跃,进行大量股票的买进和卖出,我们称他在股票市场上是创造市场者(making a market)。

在批发价格和零售价格之间的差额,英文称为 difference 或 spreads。如果在场外市场买卖的股票是很活跃的,那么这个差额可以小到只有一点中的八分之一( $\frac{1}{8}$  of a point),出价和发价间的差额可以只有一点中的  $\frac{1}{2}$ 。如果客户想买进和卖出的股票是大家不大熟悉的冷门股票,那么在批发市场上的差额可达一个全点(1 full point)或更多,而在零售市场上的出价和发价之间的差额可达若干点。如果有人在纽约但想把在外地一个鲜为人知的新公司的股票出售,自营商要替客户向纽约的其他自营商询问,若没有人要,自营商要同芝加哥、旧金山等地的自营商用电传联系询问或甚至向该公司所在地的银行询问是否有人要买,或者最后打电话到这种股票的发行公司,询问他们是否愿意收购他们自己的股票。当然,自营商这一系列的服务显然花了代价,应该得到特别的、格外的报酬。

一般交易中,自营商并未做什么特殊的服务工作,也没有承担什么风险,因此全美证券商协会规定,自营商的加价,最高额是 5%。因此,如果某一股票在客户发出定单要购买时的内部市场的出价是 19 美元,发价是 20 美元,自营商加 5%,那么他对客户的零售价可以是每股 21 美元。另一个不想多赚的自营商可以开出的零售价为 20.50 美元或 20.75 美元。这种情况下,如果客户没有连续询问多个自营商是不容易发现的。证券交易委员会(美国证券业的主要管理机构)对设有承担风险的交易加价可达 5%的作法,一直是有意见的,它通常要求自营商宣布加价的数额。因此,某些证券公司会自动地在向客户发送的确认书上注明加价的数额。

具体情况是,当客户向自营商按照净价购进股票时,客户要同自营商协商价格,自营商不是客户的经纪人或代理人,而是与客户进行交易的顾客。作为自营商,他不收佣金,只追求利润。

大多数在场外交易市场进行的交易都是以净价为基础的。但通过大经纪公司买进卖出场外市场证券时,可能按照代理方式进行交易。经纪人会按照最好的内部价格替客户买卖证券,

然后向客户收取佣金。这种作法同交易所的交易作法相同。

美国一些大经纪公司参与进行的场外市场交易都由总公司专设的交易部进行。公司遍布全国的销售代表承接处理证券交易所和场外市场的定单。多数公司同时承担自营商和经纪人的职责,为场外市场中的某些股票“创造市场”。有些大公司可以同时做几百种股票的交易。如果客户要求买进或卖出其中的一种股票,这种交易几乎都是按净价成交的。对于场外市场的其它股票(即经纪公司没有“创造市场”的),公司一般是充当客户的代理人或经纪人。

如前所述,场外市场是很分散的,大城市有,小城市也有。客户进行场外市场交易时往往会担心场外市场价格不是最好的内部价格。尽管场外市场的自营商同其他自营商有联系,但限于时间,最多只联系四五家。因此,自营商对交易价格是否是最好的内部价格,同样没有把握。

为了解决上述问题,在美国出现了一家专门从事行市报告的私人服务公司,称为 National Quotation Bureau。该公司通过印发“粉红纸”(pink sheets),把每天在场外交易市场经营的股票和债券的行市印出,供自营商参考。任何自营商都可以在每天下午将所经营的股票价格送交该公司。“粉红纸”由公司连夜起印,在第二天证券交易所开盘前向全国分发。由于每个自营商手中都持有相当数量的股票,因此很想要别的自营商来查询价格,以便成交。这种“粉红纸”对场外市场的繁荣起过相当重要的作用。可是,美国金融管理当局仍然担心这种方法的实际作用。1964年《证券法》修订时,证券交易委员会为了保证能够准确迅速地报告股票价格,提出在全国范围使用电子计算机进行自动报价。1964年金融管理当局聘请阿瑟·D·利特尔(Arthur·D·Little)进行设计。四年后邦克拉莫公司(Bunker Ramo Corp.)接受试制任务。1971年2月邦克拉莫公司成功地制造出这种新机器并将它安装在康涅狄格州的特鲁姆布尔(Trumbull, Connecticut)的一座占地约一英亩的大楼里。这套自动报价制度被称为 NASDAQ System,或简称 NASDAQ(National Association of Securities Dealers Automated Quotations,“全国证券商自动报价协会”的英文第一个字母的缩写)。

NASDAQ 是一台外型类似于手提打字机的机器。开始时能报场外市场上 2500 种股票的行市,以后又逐渐增加。股票要列入 NASDAQ 必须符合下列主要条件:第一,要有 300 个或者 300 个以上股票持有人或股东,他们至少要持有 10 万股股票;第二,发行这种股票的公司总资产要达到 100 万美元以上,净资本为 50 万美元以上。

在正常营业日期间,“创造市场者”可以向 NASDAQ 报告对某种股票提供的买进价和卖出价。该项价格在一天中随着股票市场的变动可以随时变化。NASDAQ 把这些价格一一记入记忆库(memory bank)。当某一自营商要知道其他自营商愿以何种价格买进和卖出时,他只要转动 NASDAQ 机器的电钮即可获得。

NASDAQ 报价机分为两档:

第一档可为自营商提供代表性出价和发价。自营商要想知道某一股票现在行市,就可以在机器上按字母揿电钮(如 ABUD 代表 Anheuser Busch,这是一家很大的公司)。于是荧光屏上就会显示该公司股票的出价和发价。这种有代表性的出价是市场上各个公司的中间批发价。假如有五个自营商对该种股票开出不同的出价,40、40½、40½、40¾和 41,则代表性出价即中间价 40½。由于每一个自营商都是既买进又卖出股票,所以出价和发价之间的平均差额是可计算的。如果这种股票的差额是 1½,那末 NASDAQ 表示的发价将是 42(它是在代表性的出价 40½加上 1½点而得到的)。

自营商如果发现荧光屏上表示的出价是可接受的并愿意买进或卖出,他就可以转动机器的电钮找第二档。电钮转动后,在屏幕上显示出经营该种股票的五家公司名称和行市。有时可能不到五个。如果公司不止五个,则屏幕上会出“mor”字样。这时,只要再掀“mor”为标记的电钮,则其他自营商的出价和发价(按价格次序排列)即会显示出来。当自营商知道某一公司所报行市是他们最满意的,他即可用电话或电传等通讯工具与之联系进行买进或卖出。规模较大的场外市场的一切交易都由全国清算公司(National clearing Corp.)解决和交换。这家清算公司是 NASDAQ 所拥有的附属机构,它在 11 个大城市中装有设备,可以向附近约 300 个清算成员提供服务。

NASDAQ 虽然并不规定出价和发价之间的差额,但是自动报价系统在随时用电子计算机检查创造市场者的代表性差额——即其它创造市场者对这种股票的平均差额。如果代表性差额是 1 点中的  $\frac{1}{2}$ ,而某一创造市场者的差额是 1 点(或更多),他就会收到有关差额过大的通知。这份通知的复件由计算机送给 NASDAQ,于是 NASDAQ 就对这个创造市场者采取纪律行动。

目前美国的场外交易市场以及第四市场(The Fourth Market)已合并成一个统一的全国市场系统(National Market System)。这个市场是由中央电子计算机管理,可以为许多投资者和投资公司提供服务,从而使得交易媒介大大减少。第四市场即 Instinet,系 Institutional Network 的缩写。一般来说,证券交易所被称为第二市场。在美国,除纽约证券交易所(NYSE)和美国证券交易所(AMEX)这两家世界级的证交所以外,还有 14 家证券交易所分散于美国各地,如波士顿证券交易所、太平洋证券交易所、费拉德尔菲证券交易所、辛辛那提证券交易所、中西证券交易所等。场外交易市场 OTC 的一部分可称为第二市场;Instinet 称为第四市场。它是指私人所拥有的电子计算机网络。当然在场外市场和第四市场没有合并以前,在 Instinet 交易的都是一些大企业、大公司,因为他们有大宗股票出进,不愿暴露目标,而且价格不受影响并可以节省大笔佣金。其交易程序是:如果该网络的订户通过线路告知 Instinet 它们愿意成交的价格(某一种股票的买进和卖出价)。如果有其它订户愿意成交,即可利用电子计算机的终端设备进行交易。Instinet 不靠收取佣金支付开支,而是靠每年向每一订户收取的机器网络的租金。合并以后,场外市场和第四市场就会形成全国的统一市场,其影响和作用非常深远:

(1)统一市场的集中经营提高了市场的效率,防止因地区差、时间差、价格差而给投资者带来的诸多不便。

(2)统一市场作为证券交易所的一种补充,弥补了公司在证券交易所上市的苛刻条件限制的缺陷,而且其地位已超过美国证券交易所居第二位(次于纽约证券交易所),成为一个世界级的市场。

(3)统一市场的形成,大幅度地降低了交易成本,从而为公司节省了相当可观的费用。

(4)统一市场可以有許多“创造市场者”,比证券交易所更为有利。在统一市场内,每个投资者对证券及其价格都拥有充分的信息。购买者和出售者能够直接交易。如果交易时找不到交易对方,就可以由拥有资金的专业创造市场者承担风险。投资者可以挑选最能代表其利益的专业人员,并且按他们的服务质量支付服务费用。

### 三、中国场外交易的形成

#### 1. 中国场外交易的发展概况

中国的证券发行市场是在 1981 年通过发行国库券而初步形成的。当时发行国库券的主要目的是弥补财政赤字,但其作用却非常深远。它表明中国已开始打破银行信用一统全国经济的单一局面,拓宽了信用渠道。采用国家信用这种方式既可弥补财政赤字,又向社会推出新的金融工具。这是人们始料不及的。由于 80 年代初期国家债券数额很小,其他有价证券又没有发展起来,所以在当时基本上没有证券转让市场。1985 年以后,由于经济建设发展的需用,国债的发行量逐步形成规模。仅 1985 年、1986 年的两年国债发行量就达 100 亿元,其他各类债券,如金融债券、重点建设债券、企业债券也相继出台。这样,债券就逐渐成为一种金融资产和公众可以进行投资选择的金融工具。与这种情况相适应,建立证券转让市场也就成为完善证券市场的客观要求。

1988 年 4 月和 6 月,财政部先后在全国 61 个大中城市进行转让市场的试点,首先开设了 1985、1986 年的国库券转让市场。为了配合证券转让市场发展的需求,中国还建立了一批证券经营机构。同时,全国各级证券主管部门也相应地颁布了一系列法规,对有偿证券的发行和转让进行监管。在这个环境下,证券的转让量逐渐增加。以 1989 年为例,证券的年转让量就有 30 亿元人民币左右。在上市证券部交易量最大的是国债,约占所有券种交易量的 90% 以上。

1984 年 11 月,上海第一家股份有限公司“上海飞乐音响公司”诞生了。1985 年 1 月,该公司率先向社会公开发行了 50 万元人民币的股票。1986 年 9 月,中国工商银行上海信托投资公司静安证券业务部在为“飞乐公司”代理发行股票之后,又开办了股票买卖业务,以挂牌方式公开委托买进和卖出股票。这标志着在我国中断了 30 多年的证券交易业务得到了恢复。

截止 1990 年底,经中国人民银行总行批准,已经设立证券公司 40 家。另有 300 多家信托投资公司等非银行金融机构设立了对外营业的证券交易柜台;各证券公司和对外交易营业的交易柜台在专业银行的分支机构、储蓄所、城乡信用社等设立了众多的交易代办点。

#### 2. 报价系统概述

为了促进全国统一金融市场的形成,促进统一制度法规 and 良好秩序的建立,提高金融市场的运行效率,中国人民银行总行于 1990 年 10 月建立了全国金融市场报价、信息、交易系统,报价系统已于 1991 年 4 月开始并网运行。

报价系统是由经营证券交易和资金拆借业务的金融机构,根据互惠互利,共同发展的原则组成的会员制组织。会员大会是报价系统的最高权力机构。由会员大会选出的理事会作为系统日常事务决策机构,理事会由理事 11 人组成。报价系统设立中心,作为系统日常运行的监控和管理机类。报价中心是中国人民银行总行直属的事业单位。

报价中心设在北京。中心通过电话通讯和卫星通讯连接全国 44 个省、自治区、直辖市和计划单列城市以及其他一些主要城市。报价系统以计算机网络为依托,在北京报价中心设置中央处理机。第一步先通过直拨电话线路和调制解调器连接各地会员机构的计算机;第二步利用银行卫星通讯网,实现全国计算机联网。报价系统的主要功能是:

第一,集散市场信息的功能。分布在全国各地的会员机构,通过计算机网络将本机构进行

交易的意向性价格和柜台行情价格传输到报价中心,同时各会员单位可从自己的计算机终端提取全国的市场信息。

第二,市场统计分析功能。各会员机构每次报价的主要数据,由计算机存入系统数据库,系统自身进行加工分析,制成表格和图表,供管理部门进行市场趋势分析和其他用户查用。

第三,交易功能。会员机构可以通过计算机网络与其他会员机构联系,进行资金拆借和证券买卖的询价、谈判,直至达成交易。

第四,交割清算的功能。系统设立交割清算中心,会员机构通过系统进行的交易,可以统一交割清算,从而简化异地间交易的证券传递和资金清算程序。

### 3. 报价系统的运行方式

报价系统将分步实现其功能。系统运行的第一个阶段先开通会员之间的报价和信息交换渠道。

(1)报价。报价的内容包括:①各会员机构向报价中心报送其上一个营业日会员之间发生的跨地区资金拆借和证券交易的行情性信息以及各地证券柜台交易的行情性信息;②由各会员机构向报价中心报送其进行跨地区资金拆借和证券交易的意向性信息。

(2)信息交换。其内容包括:①报价中心将全国各会员机构上报的行情性信息汇总整理,并反馈给各会员,向会员提供全国各地资金拆借和证券交易的行情,供会员进行意向性报价时参考;②报价中心将全国各会员机构上报的意向性信息汇总整理,并反馈给各会员机构,供会员在寻找合适的交易对象时参考。

(3)开机时间。报价系统每星期一至星期六开机进行报价和信息交换,每个开机日的下午由各会员机构向报价中心报送有关信息;第二个工作日,由各会员机构向报价中心提取经综合分类整理的信息。

报价系统运行的第二个阶段实现各会员单位之间的直接交易和进行自动交割与清算。

#### (1)资金拆借的交易和清算程序:

达成交易:会员机构选定合适的交易对象后,开通报价系统的交易窗口,直接与交易对象联系洽谈,确定成交;

清算两个会员单位通过报价系统确定成交后,由报价系统中心的计算机自动通知资金清算系统,进行资金清算。

#### (2)证券交易、交割和清算程序:

设立清算中心:报价系统将在一些中心城市设立清算中心,各会员机构可将其持有的证券委托清算中心代为保管,并在清算中心开设专门用于证券交易的账户。

达成交易:会员机构通过报价系统选定合适的交易对象后,开通报价系统的交易窗口,直接与交易对象联系、洽谈、确定成交。

交割和清算:两个会员单位通过报价系统确定成交后,由报价系统中心的计算机自动通知清算中心办理证券过户手续,进行资金清算。

截止1991年3月底,报价系统会员61家,包括各省、自治区、直辖市的证券公司和金融市场,信托投资公司。

除了中国人民银行总行的报价系统以外,尚有证券交易设计研究中心(原称证券交易所研究设计联合办公室)向证券业界推出的“证券交易自动报价系统”(英文译名的缩写为STAQS),为集中市场提供各项信息方面的服务。证券交易自动报价系统(STAQS)是一个依

托计算机中心,通过现代化的通讯传输网络,连接全国主要城市证券公司的终端,辅助证券交易过程中发生的报价、交易和清算交割各阶段工作,使证券交易得以便捷、顺畅地进行的系统。其功能主要有:

报价功能:分布在各地的会员公司可通过计算机终端沟通与系统的联系,将本公司对系统内上市证券的报价随时传送到其他会员的终端,同时各公司可以从自己的终端提取其他会员公司的报价信息。

市场综合分析功能:会员公司可通过计算机存入系统数据库,系统自动对其进行加工、分析,制成表格和图表,供用户随时查找历史数据,进行市场趋势分析。

交易辅助功能:会员公司可通过计算机终端与其他会员公司联系,进行买卖证券的询价、谈判,直至达成交易。交易谈判的对话过程通过计算机专用交易网络传输,采用标准用语、标准格式,操作简便。

结算功能:为了向会员公司提供高效和完备的服务,该系统专为会员公司设立了结算中心,成员公司通过系统进行的交易可以统一交割、清算,从而简化异地间证券运送的数量和频率。

现该系统已联通北京、上海、沈阳、广州、武汉、重庆等交易相对活跃的地市和地区,交易券种主要限于国库券和其它政府债券、金融债券等。

评价这两个系统的功能及所发挥的作用,为时过早。但这两个系统的并网运行这一本身,正表明中国证券市场从分散化的初级发展阶段转入现代化的、具有中国特色的集中统一发展阶段迈开了一大步。

## 第二节 场外交易的方式

因为场外交易涉及交易中介的问题,而一般说来,银行是最古老的货币交易中介。此外,还有一些非银行的金融机构也具有此种功能。

### 一、国外(美国)的场外交易方式

因为美国的场外交易市场是世界上最大的,其组织的严密、交易的迅捷,交易程序的计算机化,技术的先进性,已为许多国家包括发达国家和发展中国家所模仿。所以,我们仍以美国为例作一介绍。

美国的金融体制是以联邦储备系统为中央银行,由商业银行、为私人服务的储蓄金融机构、为企业服务的信贷机构、政府专业信贷机构以及其他金融机构组成的。

在美国,场外市场的最主要的交易中介还是证券商,为私人、企业服务的金融机构以及商业银行的信托部等等。因此,场外市场交易可以是投资人和证券商之间,金融机构和证券商之间,证券商和证券商之间产生证券买卖。因此,场外市场的交易方式可以分为自营买卖和代理买卖两种,但以自营买卖为主。

### 1. 自营买卖

自营买卖是指证券商替自己的账户进行的证券买卖。也就是经营证券业务的金融机构或证券自营商为了获取证券交易收益而直接参与的证券买卖活动。自营买卖业务主要由挂牌、成交和交割清算三个环节组成。

(1)挂牌。挂牌是指经营证券业务的金融机构根据全国证券商自动报价协会系统(NASDAQ)提供的行市,以及各种证券的内在价值及收益率,每天挂出证券买进价格和卖出价格。一般说来,证券交易部在挂牌前,首先要计算所交易证券的市场收益率。然后根据市场收益率、股利收益率,所交易证券的期值及待偿期限,计算出证券的内在价值。最后经营证券业务的金融机构根据证券的内在价值、市场前景和期望的投资收益,确定其买进和卖出证券的价格。所有这些交易均通过计算机终端与 NASDAQ 中央计算机控制台利用专门的计算机语言联络、接洽、成交。

场外市场以挂牌方式确定的证券交易价格具有如下特点:

①买进价格和卖出价格是由证券自营机构单方面给出的,表示其在买卖证券时所愿意接受的价格水平。而且这种价格实行双价制,即同时挂出出价和发价。

②挂牌价格是非竞争确定的,由经营证券业务的金融机构根据市场供求状况定期调整。它不同于证券交易所内经竞争确定的证券交易价格,不是由买卖双方通过拍卖方式决定交易价格水平。

③挂牌价格只反映单一证券供给与需求价格状况,而不能反映整体市场的价格状况。因为场外市场“一对一”式的交易特征决定了挂牌价格只是单个投资者和证券公司的出价与发价关系。

(2)成交。成交是指证券投资者在场外市场上根据证券交易部挂出的牌价,认为符合投资条件后,向证券公司卖出证券或从证券公司买进证券。

(3)交割清算。交割清算是指证券投资者和证券公司在证券交易成交后,支付现金和交付证券的会计核算过程。在客户购买证券的情况下,由客户支付购买证券所应支付的价款,证券公司则交付证券;在出售证券的情况下,则由证券公司收进现金,支付所售证券。如果客户拥有与证券公司计算机相连的终端小型计算机,那么所有这些程序都可通过线路遥控进行,而无须亲自到证券交易部去交割清算证券交易。

### 2. 代理买卖

在场外市场上,由证券经纪机构代理客户买卖证券的证券交易活动称为代理买卖。在这种证券交易过程中,公司不是替自己账户,是替他人账户买进或卖出证券。有价证券代理买卖主要由接受委托、执行委托、券款交割三个环节组成,与证券交易所内的委托交易具有相似之处。

(1)接受委托。即证券公司接受客户提出代理买卖证券的委托。具体说就是接受客户填写的委托指令,同意代买或代卖某种有价证券。委托指令应载明是委托买进还是卖出、买卖证券的种类、数量与价格,执行指令的时限、交割形式等内容。

(2)执行委托。指证券公司按照客户确定的委托指令内容,寻找与之相匹配的委托指令成交。一般而言,证券经纪机构可以通过自营买卖来执行客户所提出的证券买卖指令,也可以将客户的买进或卖出价格在证券交易柜台挂牌代为买卖。

(3)券款交割。指证券交易成交后,如为代理买进,则向客户交付所购证券;如为代理卖

出,则向客户支付出售证券所得价款。与此同时,证券经纪机构向客户收取代理买卖手续费。

## 二、中国的场外交易方式

在我国,目前的证券交易方式还较少,主要采取自营买卖和代理买卖两种方式。除了1990年12月成立的上海证券交易所和1992年7月成立的深圳证券交易所集中交易、清算、交割以外,绝大多数的股票交易是以代理买卖为主,即投资人通过这两家证券交易所的会员经纪人所属的证券公司买进和卖出股票,或者拟定交易条件由证券公司代理买卖相应的股票。因此当前我国的场外交易市场,主要由证券公司和经营证券业务的各种信托投资公司组成。在债券交易中,大部也是自营买卖;有的地方还出现了回购交易方式。

### 1. 自营买卖

(1)我国的证券自营买卖中,证券交易机构必须有一定的营运资金,以满足购入证券及其周转的资金需要。

(2)证券交易机构购入证券的主要目的是要卖出证券,赚取买卖价格差。卖出证券价格减去买入证券价格,即为交易机构自营买卖的业务收入,交易机构一般不再向客户收取手续费。

(3)证券交易机构承担风险,如果对市场预测不准,证券卖出价低于买入价,或者略高一点,但是不超过同期利率与业务成本开支之和,都意味着这笔交易存在亏损。

自营买卖的买入价格或卖出价格,由交易机构根据每种证券的市场供求关系与发展趋势、营运资金的多少、投资收益的高低,库存证券的数量和种类、证券卖出者即期收益率与买入者到期收益率的平衡以及其它经济、政治等因素来分别确定挂牌,并随时进行调整。

自营买卖手续较为简便,证券买入或卖出者只要根据交易机构的挂牌价格,指定证券种类,提出买入或卖出的数量要求,填写买入或卖出的申请单。然后,由交易机构开出成交单,同时交付证券或现金。自营买入成交单或自营卖出成交单中包括交易日期、成交证券的名称、单价、总量、总金额及票面金额,买入或卖出证券的客户姓名、地址,买入或卖出证券的交易机构名称、地址,经办人姓名,业务公章等内容。其中,视具体情况,卖出证券者需出示本人身份证件,并作摘录。

### 2. 代理买卖

在我国,进行代理买卖证券都是由客户预先开立账户,存入交易款项,证券交易机构接受证券买入者或卖出者的委托,按照买卖双方各自提出的条件代为买卖证券,不为客户垫付资金,故无需营运或贷款资金;代理买卖的业务收入仅来源于向买卖双方收取的手续费。这一收费标准在各地掌握不一,一般不超过成交证券面额的1%,上海目前是向买卖双方各按成交额的3~5%收取手续费。由于代理买卖的交易价格由客户自定,代理买卖基本上没有风险。

代理买卖的业务程序是:

(1)由证券的买入者或卖出者填写买入或卖出证券的委托书。委托书中包括委托人姓名和地址、委托买卖证券的名称、数量、价格、委托日期和期限等内容。视具体情况,卖出证券者还需提供本人身份证件及印鉴(指记名证券)。

(2)买卖者将委托书和购买证券的金额保证金(指买入者)或欲卖出的证券(指卖出者)交给委托的交易机构。

(3)交易机构根据买入或卖出委托书中的基本要素如证券种类、价格、数量等,分别予以挂



牌。

(4)交易机构按照委托人的要求,根据价格优先、时间优先、数量优先的原则,顺序办理交易。也就是说,在同一委托期内,以价格、时间、数量为序,买入者取价格由高到低,卖出者取价格由低到高,依次办理成交。

(5)由交易机构填写成交单,办理交割清算手续,交付证券或现金,完成交易过程。代理买卖成交单中包括成交的日期、证券名称、单价、总数、总金额及票面总金额,资金的清算情况,买卖双方的姓名、地址及交易机构的名称、经办人姓名、业务公章等主要内容。

我国的证券交易柜台是目前证券交易市场的最基本、最主要的形式,也即场外市场。它是由证券公司、信托投资公司或交通银行依据有关规定设立的经营证券买卖业务的基本营业场所。

### 第三节 场外交易的功能

#### 一、直接交易

证券双方有机会进行直接交易,证券交易双方无须受到在证券交易所进行交易时所受到的严格限制。货币持有人可以进入任何一经营场外交易的业务部门,查看行市板并决定是否进行证券投资,而无须通过证券经纪商或自营商在严肃而烦燥的证券交易所去买卖。所买卖的证券的单位也没有限制。按照证券交易所的规定,交易单位最低为一手,即一百股。如果货币持有人所持货币数量不足以购买一百股的某种证券,就不能委托证券经纪商或自营商进行买卖。

#### 二、迅速成交

证券买卖双方能合理而迅速地成交,这在证券交易所内是难以达到的。因为进入证券交易所进行交易仅有经纪商、自营商、特种经纪人(specialist)等几类人。经纪商主要是为其它的公司和客户进行交易,当然也可替自己的账户进行交易。而自营商则只能为自己的账户买进或卖出证券。特种经纪人只负责进行某几种证券的交易,其职责是在所负责的证券遇到风波即大跌或大涨时,维持并稳定行市,故有人称之为抢帽子者(Scalper),或称投机者(speculator)。由于这些特种经纪人是证券市场得以正常发挥作用的润滑剂,是稳定并维持整个证券行市的重要因素,所以证券交易委员会允许特种经纪人的存在。

#### 三、价格合理

在场外市场交易的证券,都明码标价,一一列明上一个交易日的出价和发价,以及收盘价,然后证券交易机构根据这些情况和市场供求状况挂出今天交易的出价和发价,投资人进入交

易柜台看行市板就一目了然,价格很公平合理,并且手续简便,甚至不出家门。在房间内,如果拥有计算机的话,就可以直接与证券经纪商洽谈、交易、成交。而且变现非常迅速,今天买进的证券,第二个交易日就可以在交易柜台上卖出,具有高度的移转性。而且有的证券交易机构还提供保管证券的业务,也就是客户不用持有所买进或卖出的证券,避免因丢失和失窃、或其它意外不能变现的损失。所以,在西方社会十分盛行的金融创新能够得以出笼,根本在于有广大而旺盛的需求市场,以及众多的金融中介在其中服务,便利了资金缺乏部门和资金富余部门在融通资金的直接性,这也是全球一体化、筹资证券化、交易现代化的必然反映。

### 四、便利上市

场外交易市场使许多未能在证券交易所上市的证券得以上市、交割、成交,以及给虽经上市但在证券交易所未见活跃的证券有机会一露身手。在纽约证券交易所上市的条件是非常苛刻的,上市公司的股东人数须在 1000 人以上,而且公司在过去的 3 年的盈利都要在 100 万美元以上。因此场外市场得到众多的中小企业的青睐不是没有道理的,对于稍存怀疑的公司或业务风险较大的公司,证券交易所一般拒之门外,即使对在证券交易所上市的公司也有诸多的限制,况且要大规模的筹资,在证券交易所,是难以奏效的,所以转而退其次,在场外市场筹资也是顺理成章的事,主要考虑其高度的变现性和迅捷的移转性。

目前,在计算机网络的帮助下,场外交易市场如虎添翼,其作用就愈显巨大。虽然在证券交易的组织形式上看,证券交易所和场外市场各有利弊。但证券交易所作为一个规范的、严密的组织体系发挥了其不可替代的作用。作为一种补充,场外市场弥补了一般投资者无法进入证券交易所进行证券交易的缺点。如果把证券交易所比作一家高档的俱乐部(club),条件严格、警备森严已为一般人士所敬畏;而场外交易市场就是一家中、低档的咖啡馆,而为普通投资者乃至大公司所喜爱,形式不拘、条件简单。

## 第六章 股票交易形式

### 第一节 股权转让

#### 一、股东转让股票权力的股票转让

##### 1. 记名股票

股票在法律上是一种可依法赢得但尚未实际占有的产权,或者更确切地说,是一种契约权益和法定权益的联合体,其中的每一项权益都是对某件尚未实际占有的产权的拥有。股票的法定所有权是授予通过发行公司的分派认购或原持有人的转让而取得股票所有权的人的权益,如果在股票方面的所有权益(法定所有权)都已被持有人享有,发行公司必须在该公司的股东名册上将股票持有人登记为该公司的股东。

由协议证书构成的公司股票在法律上是可以转让的。协议证书的常用条款规定股东可以通过一项协议或一份书面凭证转让其股票;在该协议被提交发行公司之后,被转让的股票经过在发行公司股票转让登记册中注册登记,使被转让人成为该公司的成员,而转让人不再是该公司成员。当被转让人执行协议证书时,转让人因此停止承担发行公司此后产生的债务责任。关于转让人应停止为今后的债务承担法律责任的规定,在转让人和发行公司其他成员之间是有效的,所以转让人不能再被要求承担其他公司成员的支付责任。其结果说明了股票转让的性质,它不仅仅是法律上产权的转让,而且是一种债务更新。发行公司、转让人和被转让人三者之间,通过这样的更新同意被转让人接替转让人成为发行公司的成员,占有与转让人同样的权利,遵守转让人应遵守的义务。

当然,在转让人和被转让人以及其他公司成员之间的股票转让的结果,不会影响公司债权人的权利。就其利害关系所及,发行公司是一个庞大的合伙关系,转让人在其结束成为该公司成员之前,仍然保留承担该公司债务的法律责任。而被转让人则只有在其成为该公司成员之后,才承担该公司债务的法律责任。随着有限责任的出现和债权人逼迫公司成员个人偿还公司债务权力的消失,股票转让已纯粹限于转让人、被转让人和发行公司之间的内部事务。

## 2. 转让程序

转让在发行公司成员登记内的股票的程序,是为了使转让人履行一种股票转让方式,通过这一方式,转让人在遵守发行公司章程及备忘录的条件下,将一定数额的股票转让给被转让人,被转让人同意接受那些条件。一般而言,转让人使用简化了的转让方式,即以全额支付股票的方式转让,并由转让人签署,转让就是有效的,除非发行公司章程要求其股票的转让要通过协议或有其他特定的要求。

通过协议的转让,应当说明转让人和被转让人的姓名或名称、地址或办公地点,并介绍其他有关情况。当转让人已经履行了转让手续时,转让人将被转让股票和协议一并交给被转让人,然后由被转让人履行转让手续,在协议上盖章签名,并将法律文件或证书寄送发行公司登记注册。如果使用以全额支付股票的简化方式转让,被转让人则不需要履行转让手续,发行公司不能够因被转让人未曾履行转让手续而拒绝为其注册登记,但发行公司有权要求提供关于被转让人同意成为发行公司成员的其他证明。不论使用哪一种形式的转让,发行公司都要查明提交给它的法律文件或证书是否妥当或符合规则;在股票转让方面,转让人是否以发行公司成员的身份注册登记过;然后发行公司将被转让人记入公司股东名册,并提示转让人已不再是本公司成员。记入的日期是登记日期,而不是股票转让的日期。转让人的股票和转让单据由发行公司保留,以新股票代替并发给被转让人,表明被转让人可作为该股票的持有人。在转让单据存放在发行公司之后的两个月之内,新股票必须发送到被转让人手里,但股票发行的条款可能会允许发行公司有更长一段时间。假如发行公司未能准备出新股票,被转让人可以诉之法院传发行公司发行新股票。假如发行公司未能变更其成员登记,转让人或被转让人均可诉之法院传发行公司调整其成员登记。

在适当的转让单据被发送给发行公司之前,发行公司不得登记股票转让。因此,在发行公司章程中的关于股东死后其股票自动转于其亲属名下的条款被认为是无效的,因为如果该条款有效,已故股东的亲属就可以在不需要该股东写转让证书的情况下,有权注册登记为发行公司成员。但是,通过法律程序取得股票所有权的人,如个人代表或在破产清理中的受托人享有在没有书面转让证明的情况下,被登记作为发行公司成员的权利。

## 3. 转让限制

股票是可以自由转让的,除非发行公司章程对其股票的转让作了限制性规定。在没有限制性规定的情况下,转让人处理其股票的动机如何是无关紧要的。所以,假如一名部分支付股票的持有人将其股票转让给一位不重要的人,甚至是一位无偿付能力的人,以便避免在今后被要求承担责任,该转让是有效的,并且必须由发行公司给予登记。即便转让人为使被转让人接受转让而由转让人自己支付股票,或同意因将来被要求承担责任向被转让人提供补贴,转让也是有效的。甚至于在出现被转让人曾被误述或不适当的影响诱使接受转让,使被转让人有权选择解除转让,但却没有给予发行公司干涉的权力的情况下,转让也可能被认为是有效的。倘若一名股东将其部分支付的股票转让给一位受托人或其提名人,转让对转移法定产权来说是有效的,并且发行公司必须接受被转让人为该公司成员。但是,作为受益权所有人的转让人必须补偿被转让人以防止将来被要求承担责任,并且假如发行公司不能够从被转让人取得对付款要求的满意答复,发行公司就将以取代债权人的方式行使强迫转让人赔偿的权力。而且在这种情况下,转让给受托人或被提名人的转让人的股票使转让人在发行公司停业时,成为一名负连带偿还责任的人,于是,破产财产清理人就可以直接从转让人取得未付股本,不管这一

股本是在转让人向受托人或被指定人转让其股票之前或之后被提出要求的,也不管是由发行公司董事或是由破产财产清理人提出要求的。

发行公司章程可能会对其股票转让规定各种各样的限制,但是似乎不可能完全禁止转让,其原因是要使公司成为一种股份合作关系。大多数国家的法律认为股票在一定程度上必须是可转让的。法院对股票可转让性的解释是严格的,在出现意思不明确或不肯定的情况下,则倾向于作出给予股东最大的转让自由的解释。假如发行公司章程授权公司董事或管理人士拒绝对由一位对该公司负有债务的股东的股票转让给予登记注册,并为了该公司的利益对该股东的股票强加留置权,以便从该股东的资金中取得该公司的应得权益,那么拒绝对转让给予登记的权力被认为必须被看作是作为留置权的辅助措施。所以,发行公司董事或管理人士只能够对由一位对该公司负有立即应付债务,而不是可在将来应付债务的股东所做出的转让,拒绝给予登记。另一方面,发行公司享有通过对其股票的转让强加限制的自我保护权力,所以,假如股东通过对本公司董事或管理人士的虚假陈述,或与之相勾结达到取得转让其股票并取得登记的目的,发行公司就可以取消该登记,并仍将该转让人作为该公司的成员。

在英国,倘若一家发行公司根据其章程或备忘录的条款行使其拒绝登记转让的权力,它必须在转让提交注册登记之后的两个月内通知被转让人。假如它未能在两个月之内通知被转让人,它此后则不能够坚持对被转让人行使拒绝登记的权利,并且被转让人可以强迫它将其注册登记为该公司的成员。然而,发行公司不需要通知转让人关于它已拒绝为转让人的转让注册登记,并且由于它未登记而使得转让人的姓名或名称保留在其成员登记之中,其结果是在该公司停业时仍将转让人作为负连带偿还责任的当事人看待。发行公司关于其拒绝为转让登记的通知义务仅仅适用于其拒绝是因为其行使在该问题上的自行决定权。倘若被转让人根本就不享有被登记的权利,例如,因为被转让人对股票的所有权有问题,发行公司并不因此丧失拒绝将被转让人登记为该公司成员的权力,而且被转让人不得仅仅因为发行公司有意拖延到两个月之后才通知其不能取得注册登记而得到被登记注册的权利。

### 4. 股份证书

股份证书证明该证书的持有人对股份证书所代表的股份享有权利,并且对股份的法定产权可以简单地在有转移产权意图的情况下,通过从一个人向另一个人的交割实现转让。当股份证书已公开发行并售出时,在发行公司的成员登记中必须记载该证书已被发行,其发行日期,所代表的股票编号。股份证书的持有人可以在任何时候将证书退回,并可要求在发行公司的成员登记中以其姓名登记其股份,还享有就其所持股份要求向其发行股票的权利。

股份证书是可流通票证,不同于股票的是,其购买人或预先支付保证金的人对它享有的权利不受在转让人方面有产权缺陷的影响。所以,假如股份证书被偷盗,或由于发行公司或任何中介人的欺诈而取得,购买人或后继持有人则取得完整的产权,然后可以对发行公司强制执行所有的权利。

股份证书是可以在没有任何关于转让的书面凭证和没有发行公司为转让登记的情况下,通过交割转让的。由于股份证书的持有人还尚未成为发行公司的成员,因而当股份证书的持有人转让它时,不存在债务或义务的更新,但是,给予记名股票被转让人的保护也会同样或更大程度地给予股份证书的被转让人。

## 二、免除发行公司与初始认购人之间权益的股票转让

一般而言,法定产权只能够在完成第一次分配时,在初始当事人之间的权益范围内进行分配。在这里的“权益”一词指的是当产权转让被通知债务人时,假如债务人被初始债权人起诉,可被债务人用来抗辩的辩护理由。这些辩护理由可分为两组,即在初始交易中产生出来的在法定产权中的缺陷和债务人抵消债权人的权利要求的权力。然而就股票而言,由于多种原因,能够作为发行公司抗辩初始认购人理由的所谓“权益”,不能够用来作为抗辩其被转让人的理由。

### 1. 在股票发行上的缺陷

仅仅在股票发程序上的欠缺不会对不知情的股票认购人或股票所有权的承继人有什么损害,但在股票发行中的欠缺则不然,例如发生以下情况时,当发行公司董事或高级管理人士根本没有派发股票,而是由该公司秘书或一般管理人士伪造股票发售给认购人时;或当分派认购合同因根本性的错误无效时;或当认购人被误述蒙骗取得股票时;或当股票是在违反发行公司董事对该公司的委托义务的情况下被派发给董事或其被提名人时。在这些情况下,发行公司是针对初始认购人将其分派认购视为无效的,而不是针对被初始认购人转让其股票的人。

倘若有位人士接受了在分派认购方面有缺陷的股票的转让,没有注意到其中的问题,并被作为发行公司成员登记入册了,发行公司因以下原因被排除出对该人士股票所有权的争议:

(1)股票转让涉及到债务更新,发行公司由此与被转让人达成一项新的合同,其条款内容与发行公司和认股人订立的原合同一样,因此缘故,被转让人的股票所有权不会因在原始合同中的任何缺陷而失效,这与被转让人仅仅是作为一名产权受让人的情况是一样的;

(2)股票是根据有关法律条款可以转让的,但有关法律条款并没有规定转让受股票权益的制约;只要法定产权在法律上是可分配的或可转让的,购买人就从其不了解的股票权益中摆脱出来,不论这些权益会使产权成为无效与否;

(3)发行公司通过登记转让的行为放弃了任何可能对被转让人的股权提出问题的权力。

倘若一名股票被转让人尚未被登记作为发行公司的成员,并且因此尚未对发行公司在股票方面的全部法定权益提出要求,发行公司就不得对被转让人的股权提出问题。曾有人建议禁止发行公司以其股票可被转让为条件发行股票,因为发行公司可由此诱使购买人以其股票是合法(或有效)发行的设想为依据接受其股票,然后,发行公司就不能够对当订立合同购买其股票时不了解其股票的购买人提出股票权益方面的问题。然而,对这一建议还尚未给予直接的认可,即使它会成为法律,当一名未经授权的人将伪造的股票投入流通时,它也肯定是行不通的,因为在那种情况下,发行公司不是其股票发行的当事人。况且,当股票是根据错误的和无效的合同被分派认购时,或许不存在禁止发行公司提出否认的问题,因为发行公司对这样的发行是不会给予同意或认可的。似乎应当这样认为,只要发行公司已为转让登记了,或者因为发行公司已接受被转让人提出的为转让登记的要求,或者因为发行公司在被转让人提出为转让登记之后的一段合理期间内,未能通知被转让人而停止了对被转让人的登记要求提出反对的权利,从而使被转让人拥有了坚决要求登记转让的,并可立即强制执行的权力,其结果是发行公司就被排除出对被转让人股票权益问题的争议。

### 2. 抵消

倘若一名股东欠本公司一笔即期应付债务,他可以用该公司对其所持股票应付的红利抵消该债务。这项权利在任何情况下是由法律授予的,尽管在发行公司章程中有关于发行公司可做此事的一项明确的权利,并列举出可抵消债务的各种情况。如果根据已核准的资本缩减,或者根据由一家发行股票的公司的合法赎买,或者因可赎回股票的赎回期已满,使发行公司对一名股东的股本变成可偿还的,发行公司同样享有可用偿还其股东股本的方法抵消其股东欠公司债务的权利。发行公司还可以用购买价格或赎回价格抵消。但是,由于上述原因,发行公司抵消其股东欠其债务的权力不能够对接受其股东转让股票的人(被转让人)行使,假如该转让已被登记,或假如被转让人对已登记转让的发行公司拥有立即强制执行的权力的话。

### 三、转让人所有权有欠缺的股票转让

倘若在发行公司股东名册中登记了的转让人对股票的所有权有欠缺,被转让人一般不会取得比转让人曾有过的更完备的所有权。这是因为股票作为财产的一种形式,受到财产法基本原则的制约,即财产的转让人不能够给予被转让人比其曾经拥有过的更好的所有权。假设被转让人的股权是经未授权人的虚假交易取得的,股权真正的所有人仍然可能因此强制执行其在股票方面的权力。所以,如果有人向被转让人虚假制造一起发行公司股东的股权转让,并使被转让人相信该转让是真实的,该转让则是无效的。如果被转让人已被作为发行公司成员取代转让人,真正的股权所有人可要求修改公司成员登记。同样,如果一名股东被可使转让合同无效的根本性错误诱使转让其股票,该转让是无效的,并且被转让人不能因此获得对股票的所有权,尽管被转让人是出于善意,或已取得了转让登记。但是,如果一项转让仅仅是可以被判为无效,例如,因为误述或因被转让人实施了不适当的影响,转让人就不能够对从不了解发行背景的被转让人取得股权转让的购买人解除转让,而且该购买人将从转让人取得完整的股票所有权,不论该转让已经登记与否。

#### 1. 股权所有人被禁止否认一项未经授权转让的有效性

即使转让人对股票没有所有权,或只有存有欠缺的所有权,真正的股权所有人也可能要被禁止对被转让人的股权所有权提出异议,于是,被转让人就享有作为被转让股票的所有人被记入发行公司成员登记的权利,并且被转让人对股票的所有权不论是对真正的股权所有人还是对其他人来说都是完整的。由于上述原因,当被转让人接受一项股权转让时,被转让人不了解在转让人的股权中有缺陷的事实是至关重要的。如果被转让人知道转让人的股权有缺陷,他就不能够说真正的股权所有人的行为诱使其接受了转让人的股票,并且不能够坚持主张真正的股权所有人应被禁止以任何方式对被转让人已取得的股权提出异议。

出现禁止股权所有人否认未经授权转让的有效性的最普遍的情况是,已登记的股票持有人将其股票和未填写姓名的空白转让背书留给了其代理人,他对代理人仅仅授予有限处理股票的权力,而代理人完成空白转让背书以实现在其授权范围以外的一项交易。在这里,已登记的股票持有人将其代理人置于某种似乎代理人对股票享有权利的位置上,或至少代理人有权处理股票,并且已登记的股票持有人由此禁止其自己否认其代理人被授权或享有处理股票的权利。这一问题是以这样一种方式产生的:第一,从在股票上被指名的已登记的持有人到从其代理人取得股票的购买人之间必须存在一种表面上完整的产权连锁关系;第二,股票持有人必

须对产生这一名义产权负责。所以,当假设已故股东的遗嘱执行人以空白转让的形式将其股票交给其代理人,其目的是再由其代理人转交发行公司,以便使遗嘱执行人作为该股票的持有人被登记入册,而代理人却错误地出售了股票时,则被认为该遗嘱执行人不被禁止指出该代理人无权出售,因为该遗嘱执行人未曾将股票的名义产权授予代理人,在已故股东(其姓名仍留在股票上)和执行转让的遗嘱执行人之间存在着产权连锁关系的断裂。如果假设遗嘱执行人曾经将已故股东的遗嘱交给代理人,并授予代理人一项名义产权或处置权,那么遗嘱执行人也就被禁止否认凭借这三个法律文件买到股票的购买人的所有权。

倘若一名股东将股票和由该股东自己执行的空白转让背书交给其代理人,而在空白转让背书中并没有指明股票可由空白转让背书转让,则认为该股东并没有被禁止否认购买人对股票的所有权,因为这里的购买人指的是接受代理人通过挪用与其他股票有关的股权凭证和填写在空白转让背书中的股票转让细节的方式将属于该股东的其他股票转让的购买人。这里的代理人似乎已享有对其所转让的股票的权利,但是真正的股权所有人不对产生这一表面现象负责,并没有给予代理人可由代理人出售股票的股权凭证,而仅仅是一张对代理人来说有可能填写那些股票转让细节的空白转让单。所以,即使真正的股权所有人对其代理人所填写的股票转让细节负责,他仍然不对产生代理人的名义产权负责。

为了能够使真正的股权所有人被禁止否认购买人对股票的所有权,股票的购买人必须相信代理人是股票的受益所有人,或至少拥有全权处理股票的权力。只有出现以下情况时,购买人才能够使真正的股权所有人被禁止否认其对股票的所有权,即如果当空白转让被交付给购买人时,购买人的姓名或名称已被作为被转让人写在了空白转让背书上,并且相关的股权凭证也已于同时交付给了购买人,或者该转让已被发行公司用增加说明该股权凭证已被存放在该公司的提示的方式认证了。假如代理人交付给购买人的一项转让是由真正的股权所有人执行的,被转让人的姓名或名称仍保留在空白转让背书中,购买人由此应注意到代理人可能不是该股票的受益所有人或不具有全权处理股票的权力,可能仅仅具有代表真正的股权所有人行事的有限授权,于是购买人就要对代理人被授权的有限程度提出质询。这同样适用于假如对购买人的转让是由代理人自己执行的和转让是在没有将购买人的姓名作为被转让人填入时交付的情况。所以,倘若一名股票所有人以将其股票存放在受押人和将受押人的姓名或名称作为被转让人填入空白转让背书的方式将其股票作为争取贷款的抵押担保,并且该受押人为争取更多的贷款,以交付那些股权凭证和由受押人执行的空白转让背书的方式,将该股票再抵押给再受押人,通过受押人执行的在空白转让上的二级转让的事实将会使再受押人知道受押人只具有有限的处理股权的权力,而且为争取更多贷款的再抵押已超出其权力范围,那么该股票的所有人可以通过支付再受押人欠受押人抵押款项的方式赎回其股票,而且他不必偿付高于受押人对再受押人的借债数额。

即使购买人已注意到代理人的有限授权,禁止真正的股权所有人否认购买人对股票所有权的问题也并没有完全被排除掉,因为交付给购买人的转让是在空白之中。如果股票的所有人授权其代理人出售其股票,而代理人在没有将股票和空白转让背书交付给受押人的情况下将股票抵押给受押人,此时受押人并没有获得股票所有权,因为抵押股票是一种不同于出售股票的交易行为,并且受押人因其姓名或名称未被作为被转让人载入转让而不能受到保护。但是如果真正的股权所有人授权其代理人在不超过规定数额的限制内抵押股票,而代理人却用股票抵押更大的数额,那么受押人就对作为担保的更大数额的那部分股票享有权利,因为尽管



空白转让使受押人注意到代理人仅仅被授权去借债,但股权所有人不得以代理人仅具有一项有限的借债权力作为辩护理由。这是因为股权所有人将股权凭证放在代理人手里以便用于筹集借款的行为在任何未来的贷款人眼里似乎表明,代理人具有可以筹借任何数目款项的授权,不论其数额有多大。

关于禁止股权所有人否认未经授权转让的有效性问题的,还有一种不太普遍出现的情况,是发生在由于真正的股权所有人的蓄意或过失行为使得另一个人能够将其股票处理给相信其他人是股权所有人的购买人时。对于在这种情况下出现的禁止否认转让的有效性问题的来说,真正的股权所有人的行为必须是未授权人执行转让和欺骗购买人的直接原因。所以,倘若一家公司由于疏忽允许其职员接近其公用印章,使其职员能够伪造该公司的股票转让,则认为该公司不被禁止否认被转让人的产权,因为该公司不可能预见到其职员会以这种方式盗用其公用印章。倘若一名股东将其股权凭证和空白转让背书交付给代理人,而代理人出售了属于同一股东的其他股票,采用的方式是挪用与出售股票有关的股权凭证,并在空白转让背书上填写了股票转让细节,则被认为该股东在向代理人交付空白转让时,无法预见到代理人会以这样的方式使用空白转让背书,因而该股东不被禁止否认购买人的产权。从上述的假设情况来看,在股东方面的任何授权或同意出售股票的行为似乎都不可能提出有利于购买人的关于禁止否认转让的有效性问题的。

### 2. 股权所有人被禁止否认一项非正常转让登记的有效性

倘若一名购买人是在这样一种情况下从代理人获得股票的,即,股权所有人已被禁止对代理人处置股票的授权提出异议,并且只要购买人取得了由代理人完成的对股权所有人的空白转让和股票的交付,或者是,当购买人取得了一项已被完成的转让时,而且发行公司已经用证书证明了被转让股票已被存放在它那里时,购买人就获得了对被转让股票的所有权。在这种情况下,购买人没有必要也应在股票方面作为发行公司的成员被记入股东名册。

一名购买人在一家公司的成员登记中仅仅作作为股票持有人的注册登记,不能阻止真正的股权所有人坚持要求将其姓名或名称在股东名册上复位,因为真正的股权所有人不是注册登记行为的当事人。即使发行公司通知了真正的股权所有人关于他的股票转让已被提交注册登记,他仍然不被禁止坚持要求将其姓名保留在股东名册中或在注册登记上复位,假如他未能通知发行公司关于该转让是伪造的,或者是无效的,而且它诱使该公司为其登记。这是因为该股权所有人对该公司或购买人不负有披露真实情况的义务。但是,如果真正的股权所有人批准或认可了该登记,不管是明示的,还是暗示的,他都不能够再坚持要求该公司修改注册登记,而且也不能够因此对购买人的所有权问题提出异议。同样,假如真正的股权所有人向购买人保证他已授权转让和登记,并由此诱使购买人不去追究伪造转让人的赔偿问题,那么他就将被禁止对购买人的所有权问题提出异议。如果对购买人的转让是无效的,其原因不是因为伪造,而是因为其他原因,其结果将是一样的。如果真正的股权所有人已经认可了一项无效转让的登记,发行公司就不能够将购买人的姓名或名称从其成员登记中删除,从而使购买人实际上已享有作为发行公司成员的权利。

## 四、转让登记和发行股票引起的禁止否认问题

一家公司通过发行股权凭证,可以表明一名被指名的人对某些股票享有权利,就可以声称

这位人士因此享有了股权,并且假如有人与他进行股权交易,并因他对股票不享有权利而遭受损失,该公司则被禁止否认声称他对某些股票享有权利的真实性。但是,在股权凭证中的欺诈不是导致起诉该公司的原因,除非该公司董事在知道内情的情况下发行了假股票,这样该公司就要替代性地为其董事的欺诈行为承担法律责任。另外还有一种情况是,该公司董事或管理人士在没有采取合理方法确保发行正确无误的情况下发行了股票,该公司也要替代性地为其董事或管理人士的过失行为承担法律责任。倘若股票由发行公司董事无误发行,但信赖该股票的人仍然认为发行公司欠他某些义务,而且发行公司尚未履行其义务,那么他就只有起诉该公司,该公司则被禁止以在该股票中的误差作为辩护理由。假设有位人士从在股票上被指名的人手中买到了股票,或取得了该股票的抵押,但违反了购买人或受押人所宣称的义务,从而成为发行公司拒绝将其作为该股票的持有人记入公司股东名册的理由,或成为将其从股东名册上删除的理由。在这种情况下,该人士可作为原告人因赔偿起诉该公司,并且因为该公司发行了表明出售人或抵押人可作为该股票持有人的股票,使该公司被禁止坚持主张出售人或抵押人对股票不拥有所有权,并因而被禁止为其拒绝登记对购买人或受押人的转让,或从登记中删除购买人或受押人的姓名或名称而寻找辩护的法律依据。

假设有位人士在不相信股票可证明出售人或抵押人将作为已登记的股票持有人的情况下买到或抵押该股票,发行公司仅仅因为其对购买人或抵押人发行的是新发行股票而不被禁止证明该人士对该股票不拥有产权,并且在这种情况下,该公司可以在不负法律责任的情况下,从其股东名册中删除该人士的姓名。另外在这种情况下,对购买人或抵押人发行的股权凭证不会诱使其以股票作为担保进行购买或出借,因为该公司是在交易完成之后将股票发行给购买人或抵押人的;并且即使该公司允许购买人或受押人继续相信因该公司对其发行新股票而使其对股票享有权利,使其受到损失的不是该公司的行为,而是因为出售人或抵押人缺少对股票的所有权。但是,假如该公司诱骗购买人或受押人做出一些在新的股权凭证尚未被发行给他之前他不会或不应做的事,例如,以股票作为担保进行购买或出借,而他却是在相信他是该股票的所有人的情况下做出了这样的事,该公司则被禁止否认该股票的有效性。所以,倘若在诉讼案件中的原告人从一位已经向另一个人出售股票的出售人接受股票转让,并且该股票的发行公司错误地发行了可证明原告人享有权利的股权凭证,那么在出售人签订再出售该股票的合同之后,该公司则被认为禁止否认原告人的所有权。在类似的情况下,倘若原告人在接收到证明他是已登记的股票持有人的错误的股权凭证之后,已经付清了向原告人出售股票的人在原告人已同意购买股票之后提出的款项,发行公司同样被认为被禁止否认原告人所有权的有效性,因为原告人是被该公司以暗示保证其对股票的所有权的有效性引诱支付了被要求的款项。同样,如果发行公司诱使原告人相信自己拥有对股票的所有权,并因此阻止自己依法对向其出售或抵押股票的人有效地提出合理要求,该公司则被禁止否认原告人所有权的有效性。所以,倘若一家公司的秘书意欲对原告人转让本公司的股票,而被转让股票却并不归其所有,于是该秘书欺骗公司董事对原告人发行可证明原告人可被作为已登记的股票持有人的股权凭证,那么在该秘书破产时或此事败露之后,该公司则被禁止否认原告人对股票的所有权,因为该公司客观上曾通过欺骗原告人相信其拥有所有权,从而诱使原告人不去过问该秘书对股票的所有权情况,进而阻止了原告人在该秘书破产之前对原告人支付的购买款项有效地行使追索权。但如果该秘书在股票发行给原告人时已经破产或无支付能力,该公司则不会被禁止否认原告人的所有权,因为那时它没有剥夺原告人的有效索赔权,也没有将原告人置于比此后更

恶劣的境地。

一家发行公司可被禁止其否认一名被其以一名股东看待的人的股权,即使它没有对他发行股权凭证,并且也没有将他作为本公司成员登记入册。但是,该公司在承认该人士股权上的行为本身,例如对其支付红利,或按照向原有股东发行新股的方式向其发售更多的股票,将不会阻止该公司否认该人士的股权,除非该人士是在该公司的保证下采取行动并遭受损失的。仅仅接收和保留红利的行为还不足以因此提出禁止否认股权的问题。但是,根据认股权发售(向原有股东发行新股)的认购附加股票,似乎使该公司因向其原有股东发行新股而被禁止向认购人对原始股票的所有权提出异议,因为认购附加股票导致认购人向该公司按照那些股票的发行价格承担支付责任,并导致认购人因按照该公司的陈述行事而受到损失。

一名将股票转让提交发行公司登记的人可以由此声称被转让的票证是真实的,但假如一旦它被证明是伪造的,或是来自一名从未从已登记的持有人取得授权的人,发行公司不被禁止否认被转让人的股权,即使被转让人在提交转让登记时,不知道转让是伪造的或是未授权的。因而即使发行公司对提交转让登记的人发行了股权凭证,他相信他对股票享有权利,该公司仍然可以将他从成员登记中删除,并且他还不能够对错误的删除提出赔偿要求。倘若一名购买人根据一项伪造的或未授权的转让将股票转卖或抵押给另一个人,该人士因出售人或抵押人的缘故相信股权凭证的有效性,或是因购买人被作为该股票的持有人记入发行公司成员登记的事实而相信股权的有效性,发行公司则被禁止否认购买人或受押人股权的有效性,并且假如该公司拒绝为购买人或受押人登记股权,将承担赔偿责任。

这里用一个假设来说明。假设甲是在一家公司中已登记的股票持有人和真正的股票所有人,而乙偷了甲的股票,并伪造甲的签字将股票转让给丙,或由乙执行转让给丙,并声称是作为甲的代理人行事,而他却并没有被授权这样做。丙不能够以登记转让和取得证明自己作为该股票所有人的新股东而取得对发行公司的任何权利,因为他在提交股票登记时,对转让的真实性犯了误述罪,而且假如他是无罪地作出误述,其处境也绝不会有所改变。另一方面,如果丙使用该公司发行给他的股票去诱骗丁接收该股票的转让,那么丁可以认为该公司被禁止对丙的股权提出异议,因为丁没有对从乙到丙的转让的真实性对该公司作出陈述。因此,假如该公司拒绝登记从丙到丁的转让,或在登记之后又将丁的姓名删除,并将甲的姓名作为该股票的持有人复位,丁就可以对该公司因赔偿起诉。

将股票转让提交登记的人不仅暗示地陈述,而且暗示地保证或承诺该转让是真实的,并且暗示地同意赔偿本公司的损失,假如不论他是为其自身利益行事,还是仅仅作为股票购买人或受押人行事,该转让都不是真实的话。倘若有位人士根据一项声称是由股票的真正的所有人授予的代理人权力执行了一项转让,并诱使发行公司为其转让登记,在该人士方面也暗示着一项赔偿担保和承诺,但是,转让人并不知道该人士所声称的代理人权力是伪造的。因此,如果发行公司为使股票的真正所有人在股东名册中复位承担了费用,或在股票的真正所有人,或对根据伪造或未授权转让从被转让人买到该股票的人承担了费用,该公司可以提出由被转让人,或由提交转让登记的被转让人的代理人,或由根据伪造代理人权力转让该股票的人承担补偿的要求,即向他们追偿损失。

当一家发行公司被禁止否认一个人对股票权利的有效性时,该人士不会由此获得对股票的所有权,他也不能够阻止该公司将其姓名从登记中删除,或要求该公司向他发行相同股票。他所能做的是认为该公司因拒绝为其转让登记或将其姓名从注册登记中删除而违反了对其

应遵守的义务,因而他可以起诉该公司,要求该公司因违反义务承担赔偿责任。对赔偿的计算以被拒绝为转让登记时或被从登记中删除时的股票价值为依据。

## 五、股票所有权何时转移

一般而言,记名股票的法定所有权在其转让被登记之前,不得让与被转让人。当被转让人已将转让人的股权凭证和对其转让提交登记时,并且履行了发行公司章程所规定的任何其他条件时,被转让人就享有使该转让被登记入册的法定权利。但在该转让确实被登记入册之前,被转让人对该股票的所有权还是不完全的,该所有权仍然保留在转让人手中。按照英国有关法律,在被转让人的姓名或名称进入发行公司的股东名册之前,转让人应被认为保留作为被转让股票的持有人。这样就明确了保留的法定所有权属于转让人。

## 第二节 股票出售

### 一、出售合同

出售股票的合同不需要有任何特定的形式,所以一项口头合同也是有效的。如果股票是由作为证券交易所会员的经纪人或交易人代表客户出售或购买的,交易所规则一般要求经纪人或交易人向其客户发送一份记录交易条件和项目情况的合同通知,并且当一名经纪人或交易人向顾客出售证券或从顾客手中购买证券时,也必须向顾客发送一份合同通知。

一项出售股票的合同不需要因出售特定股票在合同订立时被鉴定,并且一项出售人尚未拥有的出售股票的合同也是完全有效的,这样的交易被称作是“卖空”。事实上,在证券交易所订立的所有合同都是对不确定股票的交易,出售人是通过符合合同品种类的任何股票转让的交割来履行其义务的。如果一项合同是为特定股票的出售订立的,在合同订立时股票权益就立即转让给了购买人,并且在该法定权益转移之前,出售人作为购买人的无条件受托人持有该股票。如果一项合同是为尚未鉴定的股票出售订立的,股票权益只有当出售人划拨出特定股票以履行合同时,才转让给了购买人。对股票的鉴定通常是在出售人执行对购买人的转让时,通过核对股票编号进行识别的。

当股票权益已经转让给购买人时,购买人就对发行公司宣称的所有红利享有权利,即使被宣称的只是一个财政年度的红利,而该财政年度是在出售股票合同订立之前结束的。但是在股票权益转交给购买人之前,购买人对被宣称的红利不享有权利,即使它们那时还尚未支付。然而,就一项尚未鉴定的股票的出售而论,交易价格是当时的市场价格的事实可能会表明,交易当事人打算在出售合同订立之后的任何时候,使购买人可以对被宣称的红利享有权利,并受益于自出售合同订立之后的股票股息。从逻辑上讲,购买人对红利享有权利,也同样对发行公司在出售股票合同订立之后发行的红股或配股享有权利,也同样对发行公司向原有股东发行的新股享有权利,只要购买人获得了对原始股票的权利。

即使股票权益已转移给购买人,但假如股票尚未按购买价格被全部支付,出售人仍然享有在股票方面的投票权。在股票按购买价格被全部支付之前,出售人对股票拥有留置权,并且如同受押人,可以通过使用其投票权来保护其留置权。然而,当股票已按购买价格被全部支付时,出售人就必须按照购买人的指示投票。当然,这些仅仅是出售人和购买人之间的权利和义务。对发行公司来说,唯一对股票享有权利的人是该股票的已登记的持有人,他是红利、股权发售和权利要求的接受人。出售人和购买人的权利按上述方式调整。

倘若出售股票的合同所提供的是一项出售或购买股票的选择权,并且选择权的持有人行使了选择权,出售股票合同就在当事人之间生效,就好像是当选择权被提供时,合同就已被订立了。因此,如果在选择权被提供时,其购买价格是当时的市场价格,那么就意味着在选择权被提供之后,购买人在原始股票方面享有红利、认股权发售以及其他被授予的全部权利。相反,在选择权被提供之后,购买人要承担补偿出售人因按发行价格支付分期付款和被提出其他权利要求的损失的义务。股票的购买人在出售股票合同订立之后,也要对出售人承担此项义务。

在完成了一项股票购买之后,出售人的义务是向购买人转交其股票,并且将一项按期执行的转让交付给购买人,帮助购买人作为发行公司的成员被登记入册。假如出售人阻止购买人被登记,将对购买人负赔偿责任。但是,如果发行公司拒绝登记,出售人并不能够保证发行公司为购买人登记转让,也不对购买人承担赔偿责任,购买人也不能够认为是出售人使出售合同无效的。此时在购买人和出售人的关系中,出售人继续作为购买人的无条件受托人持有该股票,也是对由该股票产生的所有权益享有权利的人。另一方面,假如发行公司章程要求出售人在转让其股票之前要取得本公司的同意,或者假如出售人明确保证发行公司将登记转让,但却没有获准登记,出售人将对购买人承担赔偿责任。

倘若一名股票购买人转卖股票,在其完成转卖之前,没有必要被作为发行公司成员登记入册。购买人可以在从出售人转让的同时将出售人的股票交付给转买人,由出售人如期执行,或者伴随着两项转让,第一项是从出售人到购买人,第二项是从购买人到转买人。但是,假如购买人已从出售人收取到没有指名被转让人的空白转让背书,对购买人来说,如果仍然以空白转让交付给转买人或其他任何人,则是一种逃税行为,但它不影响对转买人转让的有效性。假如出售人直接将空白转让背书交付给转买人,则不存在逃税的问题。购买人对出售人的义务是由购买人接受股票转让,或找一名准备或愿意接受转让的转买人,而购买人对转买人的义务则是交付一项由购买人执行的转让,或是由能够并愿意转让的转让人执行的转让。因此,如果出售人和转买人都愿意完成转让,那么购买人对他们的义务是从出售人获取转让交付给转买人,以便取得转买人同意按购买价格向外出售支付。

在完成了出售之后,出售人有权强迫购买人登记转让。由于受到发行公司章程关于为转让登记的规定,出售人可能会被迫要求发行公司准予购买人或转买人的转让登记注册,并且在必要时,可以申请要求通过法院作出判决以保证购买人或转买人的转让得到登记注册。按照英国有关法律,已经将出售人的股票和股权转让提交发行公司登记的购买人或转买人也同样可以申请要求通过法院作出判决的方式,要求发行公司修改其股东名册,并要求发行公司向购买人或转买人发行新股票,假如发行公司拒绝或未能登记转让。如果股票发行条款没有规定具体时间,发行公司必须在转让登记提交之后的两个月之内,准备出有购买人或转买人姓名或名称的新股票以备交付。如果该公司是一家上市公司,必须在其股票转让提交登记后的 14 天

之内发行新的股票。

### 二、转让证书

倘若股票的出售人订立合同出售的所有股票都是以一份股权凭证为代表的,出售人将在完成出售之后,将该股权凭证与一张被让渡的、关于完成出售的转让证明一并交付给购买人。假如出售人仅仅将其持有股份的一部分以一份股权凭证为代表出售,出售人就要将该股权凭证和由购买人购买的被让渡的股票转让发送给发行公司,以便使转让得到证明。发行公司将把股权凭证和转让与该公司的股东名册进行核对,然后在转让证明的空白处写上一条提示,说明该股权凭证已被存放,并附加签名或盖章。这被认为是该转让的证明,于是该转让就被认为是已被证明的转让。随后,已被证明的转让就退还给出售人,该股权凭证被该公司保存。出售人通过向购买人交付已证明的转让完成出售,购买人则将该转让作为由该公司占有的一项附随股票的未证明的转让等价物来接受。购买人为使转让登记,将转让存放在该公司,由该公司为购买人已购买的股票发行新的股权凭证,并且该公司同时也对出售人发行新的股权凭证,表明出售人仍作为其保留的股票余额的已登记的持有人。出售人的原始股权凭证由该公司保留,并由该公司以后销毁。

英国公司法规定,倘若任何人在由一家公司由于疏忽造成的错误的(或虚假的)转让证明的保证下采取行动,该公司承担与以欺诈为目的提供证明同样的法律责任。这项条款所意旨的是,对一名相信已被证明的转让的购买人来说,所谓要求赔偿就是对发行公司因疏忽或欺诈的民事侵权行为提出诉讼。但是,更有可能发生的是购买人对发行公司因错误地登记对其转让,或错误地将其姓名或名称从登记中删除而提起诉讼。对错误地拒绝登记或错误地从登记中删除提起诉讼的明显的有利之处是,购买人不必证明发行公司的疏忽过失或蓄意欺骗,而只要表明该公司受在证明中的陈述的约束就足够了。

转让证明不仅是发行公司关于出售人的股权凭证已向其出示的陈述,而且使发行公司负有保留该股权凭证直到已被证明的转让被提交登记时为止的义务。这是因为该证明的措词表明该股权凭证已被存放在该公司,或者该公司的转让代理人,即在完成转让之前存放在那里。然而,发行公司保存股权凭证的义务是一项有条件的义务,即看管股权凭证使之不离开该公司之手,而且此项义务仅仅是对在已证明的转让中被指名的被转让人所承担的。所以,假如一家公司用提供证书证明一项转让,然后又蓄意地或疏忽地将股权凭证退还给出售人,出售人欺诈性地第二次出售股权凭证,并将股权凭证交付给第二个购买人,并且假如该公司登记了对第二个购买人的转让,并因此以后不得不拒绝登记已证明的转让,该公司就应根据已证明的转让对被转让人承担赔偿责任。但是假如该公司登记了已证明的转让,即使该股权凭证仍在出售人手里,并且该公司因而拒绝对第二个购买人的未证明的转让给予登记,该公司则被认为不对第二个购买人承担赔偿责任。

### 三、在证券交易所的股票出售

证券交易所的会员(成员)应既是经纪人或交易商,又是做市商,虽然一些经纪人或交易人在实际操作中仅仅作代理经纪人代表投资顾客买卖证券。经交易所规则允许,交易所会员

可买卖在交易所上市的证券,或允许在非上市证券市场上或第三市场上进行交易,并且它们既可以代理客户交易,也可以自营交易。

按照英国伦敦证券交易所规则,在交易所做市商身份登记注册的会员,必须通过对其愿意买卖的证券的连续报价制造一个连续市场。做市商还必须在正常的、有销路的有价证券的数量上,按照由它们报出的价格进行交易。向做市商询问其当日市价的证券交易所会员不需要泄露是否愿意买卖证券。做市商在答复时报出两种价格,即以较高价格出售的售价和以较低价格买进的购价。如果该会员发现该价格对其所愿意成交的交易来说是满意的,他就告诉做市商他以该价格买或卖所设定的证券数量。然后在做市商征询或确认他同意之后,并在证券交易的数量是正常的情况下,他就必须作出买或卖的决定。

倘若询价会员拟交易的证券数量不太正常,做市商就不能要求按其报出的价格进行交易,但他可以在考虑拟定交易数量的基础上调整其报价。如果调整后的价格对询价会员来说是满意的,一项交易就被双方同意了。没有以做市商身份登记注册的会员被认为是经纪人或交易商,可在证券交易所与做市商或其他经纪人以自营或代理的方式从事交易,但不同于做市商的是,当对他们报价时,他们不承担买或卖的义务,即使该报价是在正常的交易数量之内,并且是根据当日市价报出的。

在缺少明文协议的情况下,证券交易所有其自己关于购买人是否对红利、红股或认股权发售享有权利的规则。在购买人订立合同购买股票之日以后,购买人就对所宣布的红利享有权利,除非在购买时,被购买股票在正式上市交易中,被用引号括有“除息”字样,即出售的股票不包括近期应付的股利。例如由已被登记的股权凭证为代表的股票出售是与红利相联系的,而购买人却不能够从发行公司取得红利,因为发行公司已经在该交易结算之前停止了为其成员登记,购买人就可以在结算时从其按购买价格的支付中扣除应得红利的金额。假如发行公司准备以配发红股代替支付红利,原始股票在已变成“除息”之后,还须标上“不附资本增值”字样。买了附有认购新股票权利的股票购买人对新股票享有权利,其条件是接受股权发售的最后日期是在购买人订立合同购买原始股票的当天或其后,并且股权发售是可放弃权利的。

### 第三节 其他形式的股票交易

#### 一、赠与

与股票发售一样,股票的法定所有权可以以同样的方式通过赠与转让。如果被赠股票是在一家公司股东名册中被登记了的,捐赠人就要对受赠人以在股票出售中的转让的方式实施一项转让,并将转让和捐赠人的股票交付给受赠人。然后受赠人将转让提交发行公司登记,使其进入股东名册。受赠人可能会被发行表明受赠人作为已登记持有人的新股票。如果捐赠人在股票方面持有的是认购权益许可证,他交付给受赠人的认购权益许可证要附带由原始认股人签署的放弃权利通知书,从而使受赠人能够通过完成登记申请和向发行公司提交全都法律文件和票证,获准作为该公司成员被登记。如果捐赠人交付给受赠人的是一张空白转让背书,

受赠人再对第三人交付空白转让背书就等同于赠与是一项对受赠人的出售,要遵守出售的规则。如果被赠股票是由股份证书代表的,捐赠人以转让股份所有权的意向通过向受赠人交付该证书的方式向受赠人转让法定所有权,不需要转让有关票证或赠与契约。

法律不帮助受赠人完成一项不完善的赠与。所以假如捐赠人在其取消赠与或去世之前,在其对受赠人给予法定所有权方面,没有做完所有必须要做的事,法律将不强迫其或其代理人完成该转让。因此,倘若捐赠人意欲通过一项赠与契约转让记名股票,而该契约对转让任何所有权却是无效的,在捐赠人去世后,其代理人不受向受赠人转让该股票的义务约束。例如,一名美国股东向一名住在英国的受赠人转让一家英国公司的股票,但是他在英国法律所要求的取得财政部同意转让之前去世了,该受赠人就不能够坚持要求完成赠与,因为未能取得财政部同意一事阻止了受赠人要求取得在该股票中的任何权利。另一方面,如果完善赠与所需要的仅仅是由捐赠人自己所为和一项行为,例如同意赠与或登记转让,赠与就完成了,即使法定所有权尚未转移,并且在捐赠人有意取消赠与或去世的情况下,受赠人仍然可以做为取得法定所有权所需要做的事情。即使发行公司被授予拒绝登记本公司股票转让的自行决定权,受赠人也可以这样做,因为是受赠人而不是捐赠人在争取对登记转让的同意。同样,假如捐赠人持有认购权益许可证,对他来说向受赠人交付认购权益许可证就足够了,因为在不需要捐赠人的任何更多的帮助的情况下,受赠人就可以取得作为发行公司成员登记的。假如被赠股票给予受托人或由捐赠人指定的人,由被指定人或受托人根据捐赠人的指示执行一项转让,就足以使赠与有效,不需要一份单独的关于捐赠人权益的书面转让。

## 二、抵押

在英国,一项股票抵押可以是普通法上的,或者是衡平法上的。如果它是一般普通法抵押,抵押人将法定所有权转让给受押人,并且将该转让由发行公司登记。这样就使得受押人对被抵押股票的分期付款或催缴股款承担法律责任,即使当发行公司登记对受押人的转让时,知道受押人只是对该股票作为抵押担保感兴趣。如果抵押是衡平法上的,抵押人仍保留作为被抵押股票的已登记持有人,并因此保留对该股票的法定所有权,并且在正常情况下,抵押人以其行使股票转让的形式,通过将其股权凭证存放在受押人的方式实施抵押。这暗含着一项产生合法抵押的协议,因为受押人可以通过以其作为被转让人的名义完成空白转让和取得发行公司为其登记的方式,可以将该抵押转变为合法抵押,即普通法上的抵押。然而,在该受押人这样做之前,他在股票中的权益仅仅是在衡平法上的,并且为了从抵押人那里取得对以后被作为被转让人的优先权,他还应当向发行公司正式发布“停止通知”(a stop notice),以保护其优先权。一项衡平法上的抵押也可以由抵押人明确同意产生对其股票的普通法上的抵押,抵押人的同意可以是口头的,也可以是书面协议的,并且没有必要将抵押人的股票或空白转让背书交付给受押人。在没有存放股票或空白转让背书的情况下,订立这样一项协议的缺点是受押人不能够以其自己独立的行为取得被作为被押股票持有人的登记注册,并且还必须取得抵押人同意产生一项普通法上的抵押协议,同时还要向发行公司发布“停止通知”,以取得保护。除同意产生一项普通法上的抵押以外,抵押人还有另一种选择,即可以仅仅同意被押股票将是对其所欠受押人债务的担保。这样就对该股票产生了一项保持所有权的抵押,使受押人不能够因此享有作为被押股票持有人被登记的权利,但使受押人享有实现其担保的权利。



一般而言,抵押人经签名盖章等手续使一项关于抵押的法律文件生效,该文件中规定抵押交易的各项条款,特别是关于由被押股票担保的贷款的偿还日期、贷款的利率,以及在抵押人违约拖欠的情况下,受押人实施其担保的权力。假如该贷款在协议规定日期未被偿还,受押人可能会出售被押股票,或申请要求法院发布取消(抵押人)抵押品赎回权的判令。受押人出售被押股票的权利还可能由协议扩大到适用于其他情况。当受押人行使其出售权时,必须合理地争取到最好的出售价格,否则将对抵押人承担赔偿责任的法律责任。

一名普通法上的股票受押人和一名拥有抵押人股份证书和空白转让背书的衡平法上的受押人,可以在没有法院判令的情况下出售被押股票。普通法上的受押人可以由其自己对购买人实施转让,而衡平法上的受押人则可以将购买人作为被转让人填写在由其所掌握的空白转让背书上,并通过向购买人交付已完成的转让和抵押人的股份证书实现出售。但是衡平法上的受押人在仅仅接受抵押人的股份证书的存放,没有取得由抵押人行使的空白转让背书,也没有从抵押人取得出售股票的明确授权的情况下,可以要求法院发布判令使其能够出售股票,因为该受押人缺少由其自己向购买人转让被押股票法定所有权的权力。假如该受押人甚至没有取得抵押人股份证书的存放,情况将更加如此。

一名股票受押人可以对被押股票做再抵押,以便从再抵押的受押人取得一项数额不限的贷款。如果抵押人没有全额支付由再抵押担保的贷款数额,可能造成再抵押的受押人拒绝允许抵押人行使赎回权的情况是,再抵押的受押人不知道在其接受再抵押时,抵押人在被押股票中的利益,并相信受押人对该股票享有权利,其原因是因为该股票的法定所有权被授予了受押人,或者因为受押人持有抵押人的股份证书和由抵押人行使的转让证明。但是如果受押人持有由抵押人行使的空白转让背书,并且如果受押人将再抵押的受押人的姓名或名称填入空白转让背书以完成转让,那么再抵押的受押人就要受到保护。当空白转让背书被交付给再抵押的受押人时,在空白转让背书中仍空留着被转让人的姓名和名称,再抵押的受押人就应当注意到受押人仅仅对处置该股票拥有有限的授权,因而他不会得到比受押人所拥有的更完备的所有权。一名衡平法上的再抵押的受押人和一名衡平法上的受押人一样,可以通过作为被转让人将其姓名或名称填入由其接受存放的空白转让背书上,并以取得发行公司对转让的登记的方式将其抵押转换成普通法上的抵押。如果抵押人阻止衡平法上的再抵押的受押人取得对转让的登记,就要对再抵押的受押人承担法律上的赔偿责任。再抵押的受押人可能会利用空白转让取得为其自己的转让登记,以便在以后抵押人或受押人处置被押股票时取得优先权,但是对抵押人来说,再抵押的受押人不能够因此增加了其所享有的权利,抵押人仍然可以通过向再抵押的受押人支付由抵押所担保的贷款数额赎回被押股票。

一名普通法上的受押人可以在被押股票方面按其意志行使投票权,不承担遵从抵押人指示的义务,因为在抵押人偿还由抵押担保的债务之前,普通法上的受押人不是抵押人股票投票权的受托人。另一方面,一名在其股票中产生衡平法抵押的股东也同样可以自由地按其意志行使投票权,并且不被要求或禁止根据受押人的指示投票,除非抵押协议有这样的规定。

由股份证书代表的股票或载有由认股人签署的放弃权利通知书的认购权益许可证,可以由抵押人通过向受押人交付证书或放弃权利通知书的方式抵押,并附以将所有权以担保形式转移给受押人的意向。这样就将股票的法定所有权授予受押人,并且使受押人能够在约定的日期,或由于受押人以上述形式要求偿还而使贷款应付时,出售被押股票。但是,规定交易条款的法律文件没有明确规定该交易是一项抵押,或者没有证据表明该交易是一项抵押。在这

种情况下,该交易将被视为质押。受押人将能够出售被押股票以补偿其贷款,但不能够申请要求法院发布取消(抵押人)抵押品赎回权的判令。

### 三、信托

在发行公司股东名册中已登记过的股票的信托,是根据信托关系将股票转让给受托人产生的。信托关系是由财产授予人在一项单独的法律文件中宣布的,或是由受托人自己在转让发生后宣布的。在财产授予人已经完成了在其方面将股票委托给受托人的全部必要手续之前,信托关系还尚未完全构成,也不能够被信托关系受益人强迫产生。另一种产生信托关系的方式是,财产授予人可能会宣布其自己为股票受益人的受托人,可以是口头的,也可以是书面的。

倘若受托人是一名部分缴纳股款的已登记的股票持有人,受托人对支付尚未缴纳部分的股款承担法律责任。这是因为当受托人被作为发行公司成员登记时,就已承担了支付尚未缴纳部分的股款的义务,而且对发行公司来说,不可能通过协议解除责任。一名无条件的股票受托人或被指名人享有要求委托人补偿由受托人支付的催缴股款或分期付款的权利,但这并不意味着受托人享有要求发行公司不采取起诉受托人的方式,而是采取取代受托人的方式强制要求信托受益人补偿的权利。如同其他任何已登记注册的股东,受托人对尚未缴纳部分的股款的支付责任仅限于对其作为在信托关系中的股票持有人期间或在此之前到期的分期付款或催缴股款。按照英国有关法律,当发行公司停业整顿时,受托人要承担认足以其姓名或名称登记的尚未缴足股款的股票,但条件是在发行公司停业开始之前的 12 个月之内,受托人一直是该股票已登记的持有人。当受托人被解除信托义务或向接续受托人的股权转让被登记时,前任受托人不承担对将来的分期付款或催缴股款的支付的法律責任,而由新任或接续受托人承担支付的法律責任。

## 第五篇

# 股票投资实务

## 第五篇

## 第一章 入门指导

### 第一节 入市须知

#### 一、必要知识

股票是股份制企业发给投资人的一种股东投资凭证,凭此取得股息红利,是一种有价证券,是股东对企业的一种所有权证明。它和债券不同的是:债券持有人只有到期要求还本付息的权利,股票持有人,即股东却对企业的财产拥有部分所有权,企业对股东只付息分红,不还本,债券所有人是企业的“债主”,股东是企业的“主人”。债券的利息固定,股票的红利不固定。因为是“债主”和“主人”的区别,股东和企业的联系更紧密,企业经营业绩更影响股东的收益,所以股票风险大于债券。

股票有多种分类形式,股民常接触的有:

按权利义务不同分为普通股与优先股,目前我国大陆公开发行的基本上都是普通股。

按发行渠道不同分为国家股、法人股、个人股,个人股中又有职工股。在“改制”的股份制企业中,国家股,法人股是以净资产折算入股的。由于目前只有个人股减除职工股的部分上市(职工股按规定推延一定时间后上市)流通,所以这一部分又叫流通股,也叫流通盘子(盘子指股票数量,有“大盘股”、“小盘股”之分)。按照《公司法》规定,今后不再有国家股、法人股和个人股的划分,所有股份都可流通。

按发行对象不同分为A股、B股、H股、N股。A股是供国内投资人购买的股票,B股是供境外投资者以外币购买的股票。A、B股都在上海或深圳证券交易所上市,H股是在香港联合交易所上市的股票,N股是在美国发行上市的股票,今后还可能有在日本、欧洲等地上市的股票。

还有其他分类法,由于本书以实用为方针,不再一一介绍。

我国股市的发展方向是A、B股合并,国家股、法人股进入流通。那时相应的A、B股之分,国家股、法人股的名称都将消失。

## 二、股票的一二级市场

股票是可以流通转让的(政策限制除外),股票流通转让的场所叫股票市场。

股票市场分为一级市场和二级市场。

股票的发行有各种方式和对象。目前所说的“股票公开发行”即是股票一级市场的公开发行(通称买原始股)。发行对象有法人和自然人。经证交所批准在证交所流通转让即为股票的二级市场,又叫“上市”。股票发行后不一定能“上市”,“上市”的一定是发行后的股票,所以二级市场是股票流通转让的高一级场所,本书讨论的主要问题就是股票二级市场的操作。在股票发行后,有私下倒手转卖的现象,这就是黑市,有人美其名曰一级半市场。

股票的发行有一个面值和规定的发行价格,一张股票上标明的价格叫面值。发行价格高于股票面值叫股票的溢价发行,发行价格等于面值叫平价发行或叫面值发行。目前国内公开发行的股票对个人都为溢价发行。

股票发行方式分为场外发行方式和上网发行方式。场外发行方式有专项定额定期存款方式(用存款单号码抽签决定购买者);有“定价发行,按申购数量金额预缴款,按比例配售,余款即退”方式;上网发行方式有上网定价发行方式(按电脑配号抽签决定购买者)、有上网竞价发行方式等。

## 三、二级市场的组成

二级市场的核心是证券交易所,简称证交所。证券交易所是上市股票集中交易的场所。所有在二级市场上市的股票均在证交所进行买卖交易。证交所设有交易大厅。但普通投资者不能进入大厅进行交易,不仅因为那里容纳不下所有投资者,异地投资者到上海或深圳去交易也不方便,同时这也是国际通行规定。

既然所有股票都在证交所买卖,投资者又不能进入交易大厅,就需要有一些“中间人”,这就是证券商。

证券商向证交所购买交易大厅的交易席位,派交易员入席,这叫“场内人员”,又叫“红马甲”(属于证交所的场内管理人员叫“黄马甲”)。证券商又在各地建立一些证券交易网点,代理客户买卖股票。投资者在这些网点中委托证券商代理买卖在二级市场上市的股票,证券商接受委托后通知场内的红马甲进行客户委托的买卖,再把成交结果通知客户。这就是二级市场股票买卖的过程。

深、沪证交所的股票交易系统与证券商之间均以计算机联网或卫星接收系统完成交易过程。

一级市场和二级市场的结构可用图 5.1.1 表示。

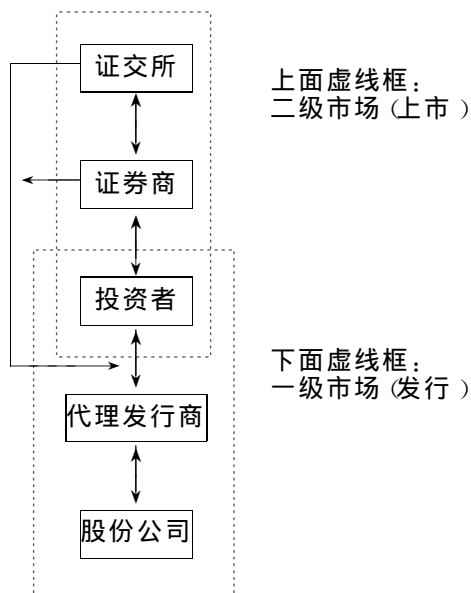


图 5.1.1 市场结构

国内股票交易所现有 1990 年 12 月开业的上海证券交易所、1991 年 7 月开业的深圳证券交易所,另外还有法人股的交易场所:STAQ 系统与 NET 系统。个人投资者目前不能进入 STAQ 系统或 NET 系统交易。

上海证交所和深圳证交所的行情特点不太相同。除去部分具体规则的不同外,上海证交所的股票市场股价差异大,波动大,个股与指数联系不强;深圳市场则股价差异小,波动小,个股与指数联系密切。进入这两个市场的投资者目前有入乡随俗的现象。不过在大趋势上两地有着同步效应(两个交易所的特点也在不断变化,1996 年中深圳股市的波动就远大于上海股市的波动)。投资者选择二级市场时也应选择适合自己特点的场所。

第二节 入市手续

一、开立股票账户

要想入市,首先要在证交所开立一个股票账户,在这个账户中存取投资者买卖的股票。投资者应在各地的代理开户机构——证券登记公司开立股票账户。

开立股票账户的主要内容是:缴纳开户费,填写登记表,验明身份证。数据输入计算机后会给投资人一个证交所的股票账户,通称“股票卡”。

开立股票账户是可以买卖证交所已上市股票的证明,但还不能立刻进行交易。

## 二、开立资金账户

投资者在二级市场买卖股票是通过委托券商进行的,这需要事先选择一个券商,并在所选的券商那里开立一个资金账户,以存取投资者买卖股票的资金。

开立资金账户的主要内容是:缴纳开户费,填写“委托买卖协议书”,验明身份证,存入一笔资金,即“保证金”。之后投资人拿到一个委托买卖证券的资金账户。在上海本地和异地的不少券商那里,这个“账户”是一张卡片状的“磁卡”,是股民“自助委托”时使用的(下一节讲解其使用方法)。资金账户又叫“资金卡”。

资金账户的开立是可以委托券商在二级市场买卖股票的资金证明。至此,入市手续即已办好。凭股票账户和资金账户可以进行股票二级市场交易,以及上市基金、债券等品种的交易(包括上市国债的交易),并可参加申购上网发行的股票。

## 三、选好券商

投资者对于券商的选择很重要,主要了解券商的设备和服 务情况,例如在证交所有几个席位(几条跑道),跑道多自然使通讯快捷顺畅,中户、大户要了解有多少计算机终端以及其他设备情况。散户要了解散户大厅的设备以及报单方式等等。

除了信誉、安全的考虑以外,各个券商之间在服务上差异很大。券商应该 是为投资者服务的。不同券商有不同的做法。

## 第三节 交易程序及操作

### 一、交易程序

第一步,投资者应首先了解当时行情交易的情况,这可以通过在券商处“看盘”,通过有即时行情的广播,图文电视接收,或联网计算机,或通过有合法手续公开在市场上销售的股票行情接收机获得。

第二步,决定买卖行动后,通过当面委托、电话委托或自助委托通知券商进行买卖操作。

第三步,券商接受委托后即通知场内“红马甲”进行所受委托的买卖操作。

第四步,股票成交后计算机系统自动进行清算,把结果列入交割单。

第五步,客户从券商处接受交割单,了解最终成交情况并把资金、股票和券商进行核对,办理交割手续。

当股份公司分红派息时,在股权登记日截止时拥有该公司股票的投资者可以领取股息红利。其中股票股利(送红股)是由交易系统直接划拨到该股东的股票账户上的。但上海证交所的现金股利需要该股东自己通过交易系统领取。方法和股票交易类似,以委托方式卖出自己



的“现金红利权”，才能收到该公司的红利。现金红利权即现金红利领取权。超过规定的领取时间后，股东只能和公司直接联系领取，但不作废。配股则需另外缴款后才能获取。

## 二、交易操作

交易操作主要是指办理委托、查询、撤单、交割中投资者应做的工作。

委托分三种：

当面委托是投资者在证券商处填写买入或卖出委托单一式两份，当面交给证券公司的营业员，营业员签章后还给客户“交割留存联”，留下“申报联”，由营业员转交报单员，报单员统一向场内红马甲发出客户的买卖指令。

如果投资者委托他人代为办理，代理人须出具投资者本人签字的代理委托书，并执有投资者和代理人的身份证、投资者的股东账卡和资金账卡。

有的证券公司有电话委托业务，当投资者接通电话后按听筒中的提示在号码盘上操作，分别在号码盘上输入股东账户、资金账号、交易密码（事先自定）、买入/卖出或撤单的代码、证券名称代码、买入或卖出数量、委托价格。

电脑自助委托是在证券商营业部的现场或与之联网的计算机上，使用计算机委托。

交易操作中的查询主要是因为证交所的成交记录是全天交易结束后统一进行的，如果投资者想立刻知道是否成交以便根据最新情况决定后一步操作，就需要查询。

查询首先要向营业员提交一份“查询单”，内容是写清所查询的前一笔委托内容，之后等待营业员通过报单员和场内“红马甲”联系后把成交结果通知本人。

在有自助委托的营业部，有些键盘上有固定功能键，按一下即可看到证交所的即时交易回报，绝大多数券商已把即时成交回报的显示终端放在大厅和大户室，这样就更方便了。

撤单和上述查询类似，只是要提交“撤消委托单”，如果前一笔委托已成交，就不能再撤消委托，如果未成交则可撤单。

交割时投资者只要到“交割”柜台，把资金账户和买卖委托的“交割留存联”或磁卡账户交给营业员，营业员就会给投资者一份交割单。

至此交易操作全部完成。

## 第四节 股票交易基本技巧

### 一、集合竞价与优先原则

从1993年8月6日起，上海证交所全部A股实行集合竞价产生开盘价（全日交易中第一个成交价格叫开盘价，最后一个成交价叫收盘价）。集合竞价开盘的做法是：在正式开始交易之前，投资者可以通过证券商进行买卖委托申报，当委托指令进入证交所的计算机时，计算机只是接受，并不立刻撮合成交，等到开市时间一到，计算机自动以可以使成交量最高的价格成

交,即为开盘价。此时全部高于开盘价的买入委托和全部低于开盘价的卖出委托均可成交,且以开盘价为成交价;以开盘价申报的买入委托及卖出委托只有一方全部成交,另一方有部分不能成交。

按照规定,集合竞价时未能成交的委托买卖申报,自动转入连续竞价。你申报的买卖委托如果在集合竞价时没成交并不作废而是全天有效。

这里引出一个证券(包括股票)交易中的根本原则,这就是在证券买卖中,价格优先、时间优先的“优先原则”。这是证券交易中的最基本“游戏规则”:

(1)在众多买者中,以出价最高者优先购买,在众多卖者中,以要价最低者优先卖出,这就是价格优先。

(2)在出价相同的购买者中或要价相同的卖出者中以申报时间在前者优先,这就是时间优先。

为在证券交易中占据主动地位,人人考虑的都是利用优先原则行动。每一笔证券交易都是在优先原则之下产生的,没有优先原则证券市场就无法交易。

在多数市场中买卖成交价是以申报时间在先者为准,假设场内目前最高买入价为 10.8 元,申报时间为 11 点,最低卖出价为 10.6 元,申报时间为 11 点零 1 分,则双方成交价将是 10.8 元。只有少数市场是以中间价撮合的,在上例中即以 10.7 元成交。

## 二、涨跌停板制度

从 1996 年 12 月 16 日起,上海和深圳证券交易所实行涨跌幅度限制,很多新入市的股民对此不太清楚,有许多误解,例如很多人以为涨跌停板就是停止交易,这种理解是错误的。

所谓涨跌幅度限制就是不允许股价变动超过一定的数值。即:

按照规定,深沪两个股市中每只股票当天股价的最大涨幅(或者是最大跌幅)不能超过该股票前一个交易日收盘价的 $\pm 10\%$ ,就是说每只股票当天股价只能在前一天收盘价的 $+10\%$ 到 $-10\%$ 的范围内变动,超过这个范围的买卖申报均属无效委托。这个范围内的 $+10\%$ 价格成为当天允许申报的最高价,称为涨停板价;这个范围内的 $-10\%$ 价格成为当天允许申报的最低价,称为跌停板价。

在此次规定中,上市第一个交易日的新股票没有涨跌幅度限制,从上市第二天开始执行。由于四舍五入的计算方法,处于涨跌停板状态的股价有时会出现百分之十点零几或者百分之九点九几的幅度,而不是 $10\%$ 的整数,这是正常的。另外深圳证交所的“前一日收盘价”是由前一日最后一分钟交易价格加权计算出来的,这与一般所说的收盘价(最后一笔成交价)不同,导致第二天的 $\pm 10\%$ 数值会略有出入,这一点应注意。

当股价处于涨停板状态时,由于众多投资者都在买入,但最高申报价格只能是 $+10\%$ 的涨停板价,为买到股票,很多人只能填报涨停板价格买入,由于价格都一样,只能按申报时间的先后进行排队,导致很多买单排在涨停板价格上。这时想卖出的人虽然随时都能卖出并成交,但看到有很多人抢着买入,预想明天将会卖出更高的价格,于是不再卖出,当很多想卖出的人都有同样想法时,市场中就会出现没有(或很少有)卖出者而只有众多买入者的情况,这就是涨停板时很少有成交甚至没有成交的原因。

当股价处于跌停板状态时,由于众多投资者都在卖出,但最低申报价格只能是 $-10\%$ 的跌

停板价,为卖出股票,很多人只能填报跌停板价格卖出,由于价格都一样,只能按申报时间的先后进行排队,导致很多卖单排在跌停板价格上。这时想买入的人虽然随时都能买入并成交,但看到有很多人抢着卖出,预想明天将会买到更低的价格,于是不再买入,当很多想买入的人都有同样想法时,市场中就会出现没有(或很少有)买入者而只有众多卖出者的情况,这就是跌停板时很少有成交甚至没有成交的原因。

由上可见,当交易中出现涨跌停板后没有(或很少有)成交的原因在于众人的心理预期,是一种市场行为而不是人为规定的“停止交易”。如果这种心理预期并不能被大家认可,很多人仍然在交易,则停板状态就会出现变化,如果成交价格从+10%的涨停板价格下跌或者从-10%的跌停板价格上涨,这种现象叫做打开停板。

涨跌停板制度也可能被庄家用来操纵价格,一天交易中,从涨停板到跌停板,或者从跌停板到涨停板的大幅变动在国内期货市场中屡见不鲜,在1996年12月的深沪股市中也已经出现过。值得认真研究。

## 第二章 股市基本分析

### 第一节 基本分析的理论与应用

#### 一、股市分析的作用及分类

股票交易是一种投资行为,是获取收益的手段之一,需要理性和科学的方法指引,就需要进行股市分析。

股市分析是对股票市场内外各种影响因素进行研究分析的学问。正确的分析理论应该真实地反映股票市场的本质规律,指导投资者科学、理性地投资,最大限度降低风险,提高收益水平,这是股市分析的作用。

股市分析分为基本分析和技术分析两类。

基本分析是对影响股市上股票价格及其变动趋势的外围宏观因素进行研究。包括所有影响供求关系的背景因素,如基本情况,像国家的政治、经济形势,通货膨胀,企业所处行业发展前景,还有企业本身的经营状况等等。

技术分析是对股票市场上股票价格及其变动趋势的内部微观因素进行研究。中心是股市供求关系的表现和变化。包括价格变化和成交量变化等“市场属性”。

除上述两种股市分析理论外,股市中还有一种“理论”也很有影响,尤其在不成熟的我国大陆股市更有市场。这就是没有理论的“理论”。一些鼓吹者主张投资股票就是赌博碰运气,股市没有规律可言,股市分析没有用处;另一些鼓吹者宣扬股票市场就是炒消息,似乎除了打听消息外没有第二种事情可做。

这种“理论”的一个重要依据是下面一个事例:据报道,某投资者把上市公司名称集中写在一张纸上,用飞镖投掷随机选择几种股票进行投资,结果投资收益与投资专家推荐的投资组合相比,还要胜出一筹。由此来证明股市是碰运气,然而这却是误解。试问一次实验碰上好运气能证明什么呢?应该说明一点:专家们推荐的任何投资组合都不是“最佳组合”,因为市场情况千变万化,“最佳组合”根本不存在。所以某种组合在某段时期优于专家推荐的组合是可能的,不管以什么方式找出这种更好的组合也是可能的。不应否认股市中确实有“运气”的因素存

在,但这绝不是必然性的而是偶然性的,更不是决定一切投资行为成败的唯一因素。如果真有这种勇敢者,在投资中甘愿长期坚持这种试验,其结果才有说服力,不过笔者肯定其结果会是悲惨的,因为股市是科学不是赌博,许多专家的成功预测可以证明股市有规律可寻,股市分析极其重要。

股市受各种消息影响很大,但并不是只有这一个因素,影响股市的因素很多,只热衷于打听政策消息、庄家动向等等必陷于片面和盲目,也是行不通的。不客气地说:热衷于打听消息的人恰恰都是得不到真正的内幕消息的人。

中国大陆股市中目前有占相当大比例的个人投资者,他们对股市分析一无所知,却几乎天天在股市交易上频繁进出,这是极危险的。目前的证券业整体素质也很低,甚至不少经纪人没有市场分析技能,危险就更大。

总之,没有股市分析知识,碰运气,打听消息都不会给投资者带来源源不断的收益,只会带来风险,如果要进行理性投资,必须认真学习基本功——股市分析。

二、基本分析综述

股市基本分析内容如下：

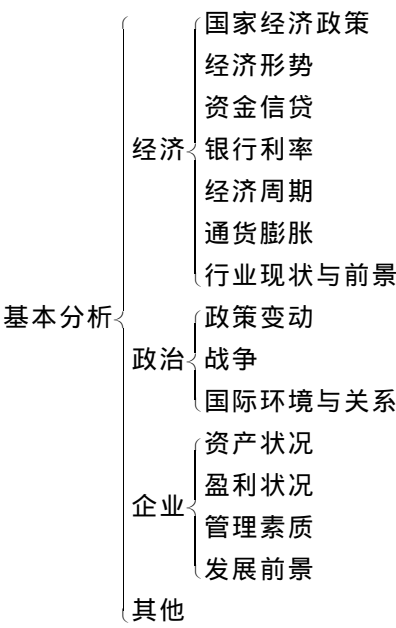


图 5.2.1 股市基本分析内容构成

以上可以看出基本分析中需要研究的主要有:国家的经济政策取向,开放式还是封闭式?国家经济形势现状及发展方向;资金信贷情况宽松还是紧缩?银行利率变化;经济周期位置,通货膨胀轻微还是严重?国家的政策变动和人事变动情况;战争或和平状态;国际环境和国际关系状况;国家的产业政策倾向以及行业现状与前景,是夕阳产业还是朝阳产业?企业的资产状况,盈利状况;管理素质好坏以及发展前景,其他因素,比如突发事件的评估等等。

从基本分析的内容可以看出,基本分析是宏观的,粗线条的,是对股票价值的总体评估。股份制企业股票上市后就成为一种商品,具有价值,它在股票市场上的价格则以价值为依据波

动。基本分析是对股票内在长期投资价值的研究,主要是宏观环境和企业状况,对于市场本身运行不太关注,但可以对市场运行的大方向做出判断。

### 三、基本分析应用实例

#### 实例 1:

1994 年 5 月上证指数在 600 点附近整理一个月之时,不少股评人士纷纷看好后市,认为是为冲击 620 点阻力位蓄势。笔者当时认为这一盘整结束必将向下突破。所以一直空仓观望。这一判断最主要依据就是宏观基本面对股市的制约没有改善,果然 5 月 26 日盘整结束后向下突破,证明了笔者的判断。

#### 实例 2:

从 1994 年 6 月中旬上证指数发生反弹直到 7 月初在 430 点左右的盘整。此期间不断有舆论宣传说 487 点“反转”,430 点“做潜伏底”等等,周围不少人来问笔者是否到底了,笔者坚定地回答“不是底”,并预测 386 点的上轮熊市低点必破。同样出于基本面的分析,有以下几条理由:

(1)3 月“四不”政策中 1994 年 55 亿发行额度推迟到下半年的措施已快到期,股市扩容过快问题仍然突出。

(2)国有股、法人股年内不和个人股并轨没有真正解决这一问题,只是把这一难题拖到将来,但只要问题仍然存在,影响就会持续。

(3)某些上市公司在股市极度低迷之时仍然不思给股东回报,一味圈钱,不仅导致这些股票遭股民抛弃,也给整个大势造成恶劣影响,破坏了股市的整体形象,新资金望而生畏,不敢入市。

(4)国家的宏观调控政策继续加强。

(5)紧缩信贷资金将使股市资金来源受到限制。

(6)长期居高不下的银行利率将把绝大多数储蓄资金牢牢套在银行。

(7)高通货膨胀的严峻形势将迫使偏紧的经济政策难有松动。

(8)银行需要吸引资金、限制消费资金增长引起物价上升,吸引的资金越多越不敢“放虎归山”。

总而言之,1994 年 6 月到 7 月初的股市内外形势远远超过 1992 年 11 月的严重性,则 1992 年 11 月形成的“底部”当然不保,所以 386 点必破。

果然,1994 年 7 月底上证指数跌到 325 点,深证指数跌破 100 点,证明笔者判断正确。

#### 实例 3:

1996 年 11 月至 12 月初,管理层针对股市的暴涨频频发出警告信号,这种来自基本面的强大压力竟有许多人置之不理,甚至一些著名股评人士也盲目乐观,一再发表文章或股评,宣称在 1996 年底之前上海股市综合指数要冲破 1558 点、深圳成份指数要冲破 6000 点,大批投

资者蜂拥买进,结果在 12 月中受到暴跌冲击,损失惨重。而笔者在 12 月初则连续发表文章提示政策风险的严重。

对政策的分析也属于基本分析,在这里没有政治头脑也做不好股票投资。

以上是基本分析中对政治、经济基本面的分析应用于大势的实例。基本分析同样可以应用于个别股,这时对个别企业基本分析可以作为选择股票的依据,也是基本分析的核心。

## 第二节 基本分析主要内容——企业分析

### 一、企业分析的目的和必要性

投资者对企业进行分析的目的主要是了解企业的基本情况,研究投资报酬和投资风险。为投资决策提供参考。

投资者投资是为获取收益,投资收益的来源包括所投资企业分配的利润收入以及该企业股票在市场上的差价收入。这两种收入均与企业的情况有关。所以对企业进行分析这一步骤在投资行动中不可或缺。

### 二、企业分析的内容和途径

对企业进行分析所要了解的主要是和投资收益与风险关系最密切的企业资产状况、盈利能力、管理素质和发展前景等内容。获取这些信息的途径除去亲自到该企业查询之外,绝大多数普通投资者只能从宣传媒介了解情况,主要是报刊、广播、电视等。除去对企业一般情况的报道、采访以外,对企业情况揭示最全面的莫过于企业本身发布的招股说明书、上市公告书、历年财务报告等。

## 第三节 企业分析的核心——财务分析

### 一、财务文件通用格式与分析系统揭示

股份制企业发布的招股说明书、上市公告书、历年财务报告等文件,都有规定的格式,必须符合要求。

招股说明书通用格式内容：

释义,绪言,发售新股的有关当事人,发行情况,风险因素,募集资金的运用,股利分配政策,发行人主要成员情况,股东权利和义务,经营业绩,股本结构,债项,主要固定资产,财务会计资料,盈利预测,资产净值,前景与展望,重要事项(重要合同、重大诉讼)揭示,备查文件。

上市公告书通用格式内容：

绪言,公司概况,公司组织概况,股本结构和主要股东持股情况,公司经营业绩,公司财务状况,财务指标分析,上市之承诺,公司审计制度,重要事项(重要合同和重大诉讼)揭示,发展规划(资金投向),盈利预测,备查文件。

财务报告通用格式内容：

财务报告,业绩回顾与展望,股本结构变动及红利分配,重要事项(重要合同和重大诉讼)揭示,股东大会简介,备查文件。

在上述几种文件中,文字性叙述部分较容易理解。其中主要观察公司经营业绩中纵向和横向的比较,纵向是指和公司以往成绩相比较是否发展迅速,横向比较是指和同行业其他企业相比较;还要注意公司的发展趋势是加速、停滞还是倒退;公司的投资方向;产品结构是否合理;经营活动中抗风险能力强弱;承诺是否兑现;重要事项是否交待清楚;重要股东持股情况是否发生变化等等。

在各种文件中最难理解的部分是财务报告中的财务报表及财务指标等数据内容。这也是企业分析的核心——财务分析。

至此,已可概略勾划出如下系统：

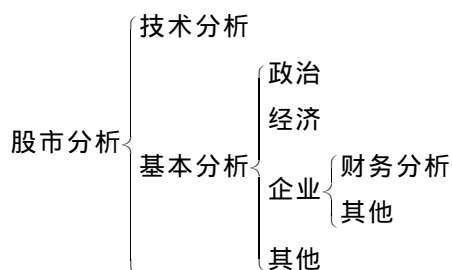


图 5.2.2 股市分析构成

## 二、财务状况揭示与股民财务分析现状

目前财务分析有两个困难,一个是财务状况的揭示不能令人满意,另一个是股民财务分析水平较差。

部分股份制企业目前很不规范,财务报告并不向全体股东分发,所以作为股东看到本企业的财务报告全文目前还是一件困难的事。拥有几百、几千股股票的中小股东也不可能不远千里到公司所在地去查看公司“备”在接待处的财务报告全文。中小股东只能通过报刊才能看到财务报告摘要,而这种摘要又不具备法律效力。另外,股份公司在财务报告中弄虚作假、瞒天



过海的现象也不少。这些情况的存在使财务状况的揭示现状不能令人满意,并造成财务分析的困难。应该以更严格的法规进行规范,同时要“有法必依,执法必严”。

股份公司的招股说明书、上市公告书、财务报告等文件往往篇幅庞大,结构复杂,专业性极强。尽管通过阅读报刊上的财务报告摘要也可大致了解公司情况,但中小投资者往往不能及时看到(或漏看)载有财务报告摘要的报刊,即使看到也会没时间仔细研读或是看不懂,出现各种问题。这也是目前中国股民分析水平不高造成的困难之一。希望通过本节内容对投资者能有所帮助。

目前中国股民财务分析水平分为三个层次:

第一层次:精通财会知识,读完财务报告即可全部理解并从会计角度提出问题。

第二层次:略知财会知识,对财务报告能够大致看懂,对常用财务指标较熟悉,读完后对公司情况大致了解。

第三层次:不懂财会知识(甚至不大懂股票),面对财务报告不知所云,无法阅读。

以上三种情况中,第一层次是最高的,但也不必对每位股东都提出这样的要求,具有这种能力当然好,不具备这种能力也并不妨碍做一名股东。第三层次不适于当股东(同时也不适于做股民,因为你对公司的情况都无法了解就无法正确投资)。所以第二层次是作为一个股东(或股民)应该达到的水平。

### 三、基本财会知识

进行财务分析必须首先有一定的财会基本知识。

会计核算和监督的内容叫会计对象。会计核算的六要素为:资产、负债、所有者权益、收入、费用、利润。

(1)资产:资产是企业拥有或者控制的能以货币计量的经济资源,包括各种财产、债权和其他权利。

资产项目分类如下(见图 5.2.3):

流动资产是指可以在一年或者超过一年的一个营业周期内变现或者耗用的资产,包括货币资金、短期投资、应收及预付项目、存货等。

货币资金是指表现为货币形态的资金,包括现金,银行存款和其他货币资金等。

短期投资是指各种能够随时变现,持有时间不超过一年的有价证券以及不超过一年的其他投资。如短期持有的股票、债券等。

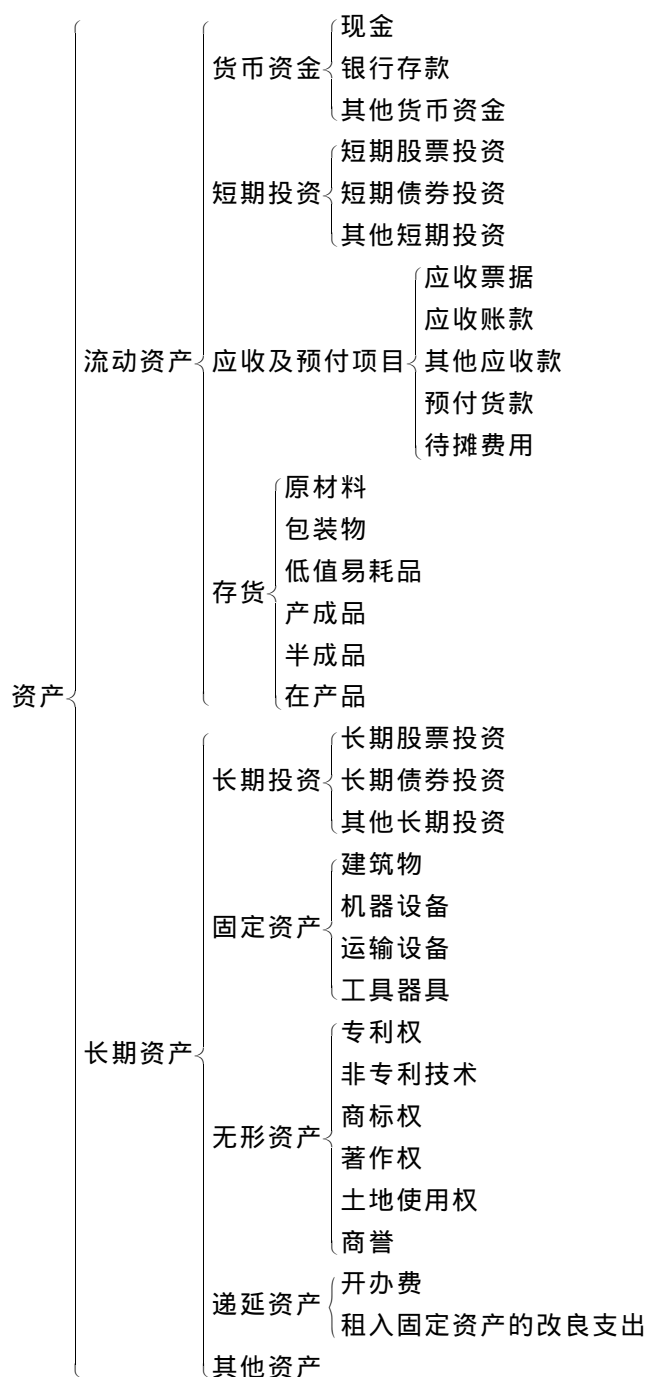


图 5.2.3 资产项目分类

应收及预付项目是指企业在经营业务中应向购货(或接受劳务)单位收取的账款和预付货款等。包括应收票据、应收账款、其他应收款、预付货款、待摊费用等。

存货是指企业在生产经营过程中为销售或者耗用而储存的各种资产,包括原材料、包装物、低值易耗品、产成品、半成品、在产品等。

长期资产是指在一年或超过一年的一个正常营业周期以上变现或耗用的资产,包括长期

投资、固定资产、无形资产、递延资产、其他资产等。

长期投资是指不准备在一年内变现的投资,包括长期持有的股票、债券等。

固定资产是指使用年限在一年以上,单位价值在规定标准以上,并在使用过程中保持原来物质形态的资产,包括建筑物、机器设备、运输设备、工具器具等。

无形资产是指企业长期使用而没有实物形态的资产,包括专利权、非专利技术、商标权、著作权、土地使用权、商誉等。

递延资产是指不能全部计入当年损益,应当在以后年度内分期摊销的各种费用,包括开办费、租入固定资产的改良支出等。

其他资产是指除以上项目以外的资产。

(2) 负债: 负债是企业所承担的能以货币计量、需要以资产或劳务偿付的债务, 它的权利属于债权人, 所以负债也叫债权人权益。分为流动负债和长期负债。负债项目分类见图 5.2.4。

流动负债是指将在一年或超过一年的一个营业周期内偿还的债务, 包括短期借款、应付票据、应付账款、预收货款、应付工资、应交税金、应付利润、其他应付款、预提费用等。

长期负债是指偿还期在一年或超过一年的一个营业周期以上的债务, 包括长期借款、应付债券、长期应付款等。

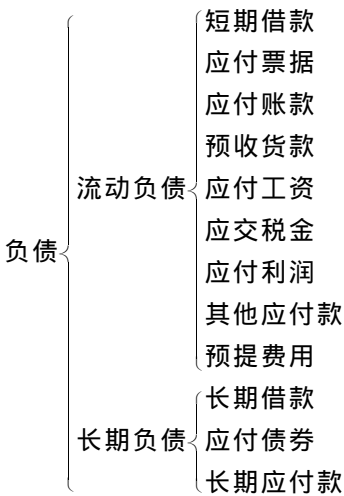


图 5.2.4 负债项目分类

(3) 所有者权益: 所有者权益是企业投资人对企业净资产的所有权, 包括企业投资人对企业的投入资本以及形成的资本公积金、盈余公积金和未分配利润等。从企业立场说, 所有者权益就是企业净资产。对于股份制企业, 所有者权益即是股东权益。所有者权益项目分类见图 5.2.5。

投入资本是指投资者实际投入企业经营活动的各种财产物资。可分为股本和资本公积金。

股份制企业在核定的资本总额的范围内发行股票取得的资金称为股本。包括国家持股、法人持股、个人持股、外资持股。

资本公积金是企业资本非赢利增值的资金。包括股本溢价、法定财产重估增值、接受捐赠资产等。

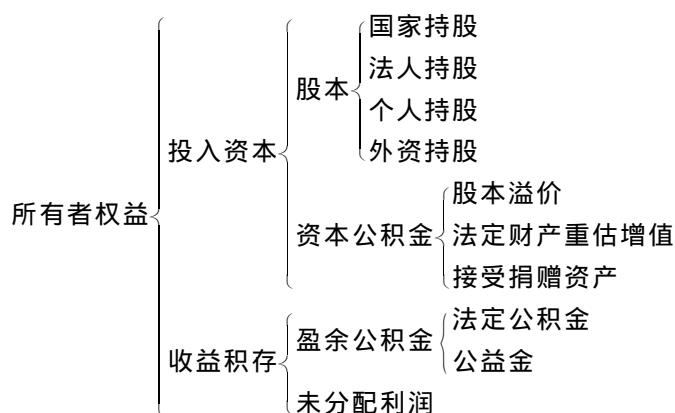


图 5.2.5 所有者权益分类(股份制企业)

企业的收益积存可分为盈余公积金和未分配利润。

盈余公积金是指按照国家有关规定从利润中提取的公积金。包括法定公积金、公益金(即职工福利公积金)。

未分配利润是企业留于以后年度分配的利润或待分配利润,是企业实现的利润扣除交纳所得税、弥补亏损、提取盈余公积金(法定公积金和公益金)、分配利润后的余额。

(4)收入:收入是指企业在销售商品或提供劳务等经营业务中实现的营业收入,包括基本业务收入和其他业务收入。

(5)费用:费用是企业在生产经营过程中发生的各项耗费。包括生产费用、管理费用、财务费用和销售费用等。

(6)利润:利润是企业一定期间的经营成果,包括营业利润、投资净收益和营业外收支净额。

营业利润是营业收入减去营业成本、营业期间费用和各种流转税及加税费后的余额。

投资净收益是企业对外投资收入减去投资损失后的余额。

营业外收支净额是指与企业生产经营没有直接关系的各种营业外收入减营业外支出后的余额。

以上是会计六要素的基本内容,按照经济管理需要和其内容对会计要素做进一步的具体划分就形成了会计科目。

企业会计制度是国家统一制定的,会计科目同样依照统一的标准规定进行设置,只允许企业根据行业特点做适当的少量增减。这就保障了企业公布的财务报告有统一的格式和内容,便于进行比较、评价,也为投资者带来方便。

会计科目有统一的编号,我国会计科目编号是三位数,分别代表科目大类、科目中类、科目小类,科目编号不得改变或打乱。

由上可见,投资者从财务报告中看到的各种表格、数据是在严格的规定下以统一的方法编制出来的,如果财务报告符合规定,就应具备充分性、准确性和可比性,这也是考察股份制企业是否规范的标志之一。

四、财务报告——概念与解读

了解基本的一些财会知识后,就可以进行简单财务分析了。

财务分析要分析什么?简单地讲财务分析主要对象就是财务报告(包括招股说明书、上市公司公告书中的财务报告)。

财务报告是反映企业财务状况和经营成果的书面文件。包括资产负债表、损益表、财务状况变动表(或现金流量表)、附表及会计报表附注和财务情况说明书。总之,财务报告是由一套统一的财务报表(包括附表、附注)和财务情况说明书构成的。

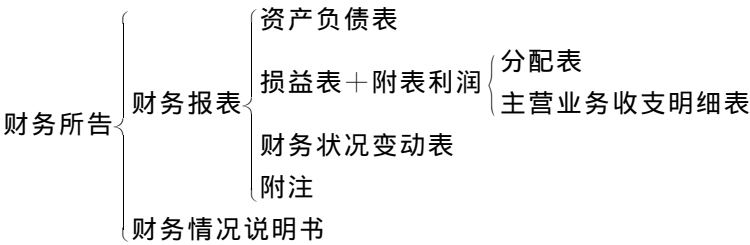


图 5.2.6 财务报告的构成

图 5.2.6 中的财务报表项目是财政部颁布的股份制企业会计统一报表项目,名称编号如下:

表 5.2.1 股份制企业会计报表

编 号	名称
会股 01 表	资产负债表
会股 02 表	损益表
会股 03 表	财务状况变动表
会股 02 表附表 1	利润分配表
会股 02 表附表 2	主营业务收支明细表

资产负债表是反映企业在某一特定日期财务状况的报表,也叫财务状况表。

资产负债表的项目按类别分别揭示企业的资产、负债和所有者权益情况。资产负债表中的项目是按照统一规定列出的,如股份制企业即是按财政部颁布的股份制企业会计科目列出。

损益表是反映企业在一定期间的经营成果及其分配情况的报表,也叫利润表或收益表。

损益表的项目分别反映企业的收入、费用和利润构成及利润分配情况。它也是按照统一规定列出的。

损益表中的利润分配部分项目可另行编制利润分配表,作为损益表的附表(见表 5.2.1)。

利润分配表是反映企业在一定期间利润分配和未分配利润情况的报表,是损益表的附表。

按照统一规定,有些企业(如工业、商业、交通、服务业等)还要有主营业务收支明细表,作为损益表的附表(见表 5.2.1)。

主营业务收支明细表是反映企业在一定期间各项主营业务的收入、成本、费用、缴税及利

润情况的报表,是损益表的附表。

财务状况变动表是综合反映一定会计期间内营运资金来源和运用及其增减情况的报表。

财务状况变动表的项目按营运资金来源和营运资金运用划分。营运资金来源与营运资金运用的差额为营运资金增加(减少)的净额。

企业也可编制现金流量表,反映财务状况的变动情况。现金流量表是反映在一定会计期间现金收入和支出情况的会计报表。

会计报表附注是为帮助理解会计报表的内容而对报表的有关项目所作的解释。内容主要包括:所采用的主要会计处理方法;会计处理方法的变更情况、变更原因以及对财务状况和经营成果的影响;非经常性项目的说明;会计报表中有关重要项目明细资料;其他有助于理解和分析报表需要说明的事项。它只起到辅助理解的作用。

财务情况说明书是在企业财务报表基础上,以文字形式反映一定期间企业财务状况的书面报告。

企业财务报告即是由上述三个主要报表(资产负债表、损益表、财务状况变动表)、附表(如利润分配表、主营业务收支明细表等)、附注和财务情况说明书共同组成的。通过报表所揭示的数据即可对企业的情况做一初步了解,但是这些数据本身数量庞大,情况复杂,可比性不明显,不可能,也没必要项项都仔细分析,某些项目的分析过细反而会钻牛角尖。另外,还有一些分析只有深入企业详细掌握情况才能进行,仅凭财务报告不能做出正确的结论。比如“存货”科目,企业有存货属正常经营,但存货过多、积压也不好,这一点人人皆知。但是存货多少算正常?多少算过多积压?由于每个企业、每个不同时期都有其特殊性,如果不是掌握企业全局情况,不可能有正确的结论。尽管从财务报告可以有大致了解,但这一点了解不能作为下结论的全部根据。没有可比性,因为行业不同、地区不同、时间不同、经营规模不同、经营策略不同等原因无法比较。企业自己纵向比较,尽管可知存货增减,但是是否还在正常范围呢?仍不能确切知道。

为进行分析比较,需要把原始数据通过统一的方式转化为简明、可比性强的指标,通过对财务指标的分析了解企业的财务状况更具有可比性。

## 五、财务指标分析

在会计六要素间存在下面两种平衡关系:

资产=负债+所有者权益

即是说:企业的全部资产来源于负债和所有者权益两部分之和。

利润=收入-费用

即是说:企业的全部利润等于全部收入减去全部费用后的余额。

上述两个公式是企业会计核算的基础,也是财务报表分析的基础。

本书介绍的财务分析是从投资者角度出发主要考虑收益与风险情况,和纯粹的财务核算角度不同。所以并不完全按财务系统分析,而是按各个指标对投资者的重要性排列。首先强调财务结构指标、利润指标,其次是流动性指标和周转性指标,符合一般投资者的分析顺序。

按照上述思路,投资者应该首先关注企业的资产、负债、所有者权益(即股东权益)、利润情况和股本结构变化,然后才是收入与费用以及内部业务结构等内容。

重要的财务结构指标和利润指标如下：

企业净资产 = 股东权益 = 资产 - 负债

通俗地解释就是企业的资产减去全部债务后剩下的才是纯属企业的，也才是完全属于股东的财产。

上面是整体描述，如果全体普通股股东按普通股总股本平分上述股东权益，即得到每股权益，又叫每股净资产：

$$\text{每股净资产} = \frac{\text{股东权益} - \text{优先股股本额}}{\text{普通股总股本额}}$$

每股净资产对于股票投资者关系重大，确切地说每股净资产表示一股股票代表股份公司多少财产。如果市场上股票价格低于每股净资产，比如某股票每股净资产 2 元，市场上价格是 1.5 元，相当于用 1.5 元买了价值 2 元的东西，自然赚的可能性极大（除去企业亏损严重面临破产倒闭之外，因为如果企业破产后进行拍卖，就要“贱卖”，原来账面上值 2 元的东西也会卖不到 2 元的价钱，所以每股净资产又叫每股账面价值）。除企业破产之外，市场上只有在特别不利的情况下才会出现股票市价低于每股净资产的情况，1994 年 7 月的上海股市就出现了多家公司股票市价低于净资产的情况，作为长线投资入市收获极丰。

股东权益除以总资产叫股东权益比率，又叫自有资金比率，或叫净资产比率。

$$\text{股东权益比率} = \frac{\text{股东权益}}{\text{资产总额}} \times 100\%$$

这一比率可以说明企业的经营风险大小。如果股东权益比率过小，说明公司的负债比率偏大，当经营不善时的损失也大。这相当于股市的透支，以小搏大，而借的钱要一点不少地偿还，损失全由股东承担，自然风险就大；如果股东权益比率过大，说明企业经营主要是自有资金，没有多少“透支”自然风险就小，但同时会相应降低赢利水平。这也是风险和收益成正比的例子之一。对股份制企业而言，股东权益比率应控制在一定水平上（依情况不同没有统一的标准数值，但至少应在 30% 以上）。

股东权益比率的反面是负债比率，又叫资产负债率，它也反映企业经营风险，但和股东权益比率正好作用相反，数值大风险大，数值小风险小。

$$\text{负债比率} = \frac{\text{负债}}{\text{总资产}} \times 100\%$$

股东权益比率和负债比率的关系如下：

$$\text{股东权益比率} + \text{负债比率} = 1$$

在损益表中有一项是税后利润，也就是纯利润，作为收益自然越大越好。税后利润减去下属合资企业中的少数股权利润即为总公司的净利润。

股东权益利润率是税后利润除以股东权益的值，又叫净资产收益率。

$$\text{股东权益利润率} = \frac{\text{税后利润}}{\text{股东权益}} \times 100\%$$

股东权益利润率（又叫净资产利润率或净资产收益率）是反映企业运用股东投入资本的获利能力。某种股票的净资产收益率高低是企业获利能力的重要指标，也是评价企业优劣的重要指标。作用类似的还有一个指标是资产报酬率（资产收益率），由税后利润除以总资产额。

$$\text{资产报酬率} = \frac{\text{税后利润}}{\text{总资产额}} \times 100\%$$

资产收益率反映企业运用全部资产的获利能力。

如果说股东权益利润率和资产收益率仍不能确知每位股东的收益的话,就要用每股收益的概念。

$$\text{每股收益} = \frac{\text{税后利润} - \text{优先股利息}}{\text{普通股总股本额}}$$

每股收益即是通常所说的每股税后利润。这是股东考察企业获利能力的重要指标,从整体上说,上海和深圳股市的多数股票价格是大致按照每股收益、每股净资产和流通股本大小综合比较排列的,并且多数情况下股价结构比较稳定。

每股净资产和每股收益一般会在财务报告中直接列出,投资者可以通过不同企业间横向对比判断一个企业的业绩如何,投资的风险与收益情况。

每股收益事实上只是账面上的收益,实际给股东分发的股利要少于每股收益。实发股利占每股收益的比例,对投资者来说自然是越高越好,但对企业却不一定是好事。不能杀鸡取卵。不过另一方面,有些公司大股东和经营者把持一切,吝于分发红利,甚至几年不分,这种股票在市场上的形象一般都不好。前一章介绍过股利分现金股利和红股股利。不管是红股股利还是现金股利,必须来源于利润或盈余公积金,企业用资本公积金送股的方法不属于股利分配,因为它们的来源不同。

股本溢价发行是资本公积金最重要的来源,有些上市股份公司通过高溢价发行公众股票获得较多的资本公积金,然后每年都把部分资本公积金转为股本(用资本公积金送股),这样即使几年内没有利润收入,也好像“分配了利润”。普通投资者面对同样的送股往往会忽略来源。事实上用资本公积金送股的方法降低了每股净资产,投资者并没有实质性的收入,不过是一种股本拆细的会计处理而已,不是利润分配,投资者应注意区分。

在财务报告中的每股收益是一回事,具体到每个投资者又是另一回事了,因为每个投资者在市场上投入的单位成本不同,所以实际收益率也不同,这里的不同成本是指在市场上分别以不同的价格购入股票。只有把投资者的收益和投入的成本结合在一起才会有不同股票间不同价格成本实际收益率的比较,这就是市盈率概念:

$$\text{市盈率} = \frac{\text{每股市价}}{\text{每股收益}}$$

由上式可知,市盈率等于每股市价除以每股收益,这是国际通用的衡量股票投资价值 and 风险程度的指标之一。市盈率的倒数就是每年的实际收益与成本的比率。如果投资者按市价买入股票后准备用每股收益收回全部成本,市盈率的数值正好是所需年数。由于实际派送股利小于每股收益,所以投资者实际现金利润收入加红股所得达不到市盈率的标准,这一点请注意。

目前上海和深圳股市的股票市盈率处在几百倍至四五倍之间的大区间分布。由上年实际完成利润算出的市盈率叫市盈率 I, 根据企业预测当年可完成利润算出的市盈率叫市盈率 II。按照一般原则,市盈率越低,投资价值越大。因为市盈率的倒数就是每年每股收益与成本的比率,如果市盈率为 100, 每年即收回投资的  $\frac{1}{100} = 1\%$ ; 如果市盈率为 5, 每年即收回投资的  $\frac{1}{5} = 20\%$ 。当然市盈率为 5 的股票投资价值远大于市盈率为 100 的股票。但是事情并非这样简单,投资者在股票市场的收益来源于企业和市场两部分,不成熟的市场中,从市场得到的收益远大于来自企业的收益,所以相当多投资者对来自企业的收益不屑一顾,注重的只是市场上的



差价投机,只要某股票被多数投资者看好,其市盈率就居高不下,越高越有人追捧,相反,市盈率越低的股票越没有人关注,这种现象证明上海和深圳股市目前仍然是一个投机大于投资的市场。从投资者角度而言,面对这样一个市场只能是顺势而为,兼顾投机与投资两种收益,结合自己实际情况,综合判断,确立自己的投资方针,不能不顾市场实际。僵化的“市盈率投资价值说”必将在市场上碰壁。根据投资条件的限制和需要,不管市盈率高,只要带来最大收益就应进行投资,把市盈率作为衡量投资风险程度的参考,但不当做唯一依据才是正确的投资价值观。

投资者应该密切关注的另一个问题是股本结构变化,这也是有关投资收益的关键之一。一般说,企业的赢利状况是一个缓慢的变化过程。而企业的股本数额却经常发生较大变动。上海股市的“老八股”中有的股本额从发行至今已经增长上百倍,当然它的每股净资产和每股收益的变化很大,这主要是因为股本结构的变动造成的。每当配股、送股后投资者都应按照增加后的股本额计算每股收益,这叫全面摊薄法;如果仍按原来股本额计算每股收益叫加权算法。有些公司在财务报告中使用了摊薄法,有些使用加权法计算,请投资者注意区别。

由于沪深股市投机性强,所以在总股本中的可流通股本数额也很重要,它几乎就是某股票在市场中的弹性系数。市场中庄家主力炒作股票自然是可流通股本越小就越容易控制炒作,可流通股本越大越不容易炒作,所以可流通股本越大,其市场弹性越小,可流通股本越小,其市场弹性越大,两者成反比关系。当市场中主力机构的资金量很大时,也会把目光转到大股本的股票上,一般会导致市场大势的动荡,这种影响力促使主力在 1996 年以后多次炒作上海石化、马钢、申能、发展、宝安、民源等大盘股。

目前的政策是国家股、法人股不参与流通,这样就锁定了百分之七十以上的筹码(即股票),将来如果全部可流通的话,可流通股本将被总股本的概念取代(除去在不同市场上市的股票如 H 股、N 股和国内上市股票仍要分开),但是其市场弹性系数的作用将不会有大的改变。

在财务指标中,有很多指标作用类似或只是名称不同,也有些指标对投资者意义不大,所以全部介绍也没有意义。

下面概要介绍一些较重要的流动性指标和周转性指标供参考:

流动比率是企业流动资产与流动负债之比,可反映企业偿还短期债务的能力。其值至少要在 1 以上。

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

速动比率是企业的速动资产与流动负债之比。速动资产是从流动资产中减去存货,反映企业可以快速变现的资产中偿还短期债务的能力。

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

$$\text{速动资产} = \text{流动资产} - \text{存货}$$

存货周转率是企业销售成本与存货平均余额之比,反映存货在一定时期的周转次数,表明企业销售情况。

$$\text{存货周转率} = \frac{\text{销售成本}}{\text{平均存货}}$$

应收账款周转率是企业销售净额与应收账款平均余额之比,这一指标特别提示企业是否陷入三角债中,对国内企业更重要。

$$\text{应收账款周转率} = \frac{\text{销售收入}}{\text{平均应收账款}}$$

固定资产周转率是企业销售收入与平均固定资产总额之比。

$$\text{固定资产周转率} = \frac{\text{销售收入}}{\text{平均固定资产}}$$

以上几个指标分别反映企业的偿还债务能力和资金运营的周转速度。

有些指标难以准确评价。比如主营业务利润占总利润的比例这个指标,其比例多大算适中,笔者认为不能一刀切。每年两次财务报告出来后总有针对性对这个项目的评论,比例较大就说公司“行业风险大,不会多种经营”,比例较小就说公司“利润来源不稳定”,其实主营利润占总利润的比例要因时因地因行业变化而变化。笔者在“实战韬略”一章中强调的中心点即是以变取胜,商战更是如此,当某个行业正当其时,利润滚滚而来时当然要全力干好主业,抓住主要矛盾,“赢大头”;当某个行业已不景气时就要及时转舵,多种经营,甚至主营方向完全改变也并不值得大惊小怪,这叫“顺势而为”,从哲学上讲是主要矛盾转化的结果。其实世上所有的事情都一样,不能用僵死的、教条的立场看问题,要机动灵活。“运用之妙,存乎一心”,还是那句话:“不管白猫黑猫,抓住老鼠就是好猫。”能够获得更高的收益就是成功的经营。

除了上面的单个指标分析,对财务报表的分析还要从考察风险与收益出发,综合分析企业当前资产状况、财务结构、股本结构、获利能力、业务结构以及将来发展趋势,用企业不同时期、不同企业之间的纵横对比判断企业的投资价值。最后要注意的是企业财务分析的结果并不能直接得出投资价值的结论,投资决策还要考虑其他因素,尤其是下面要讲的市场因素,只有把企业(包括宏观环境)和市场两方面的情况共同分析才能做出投资决策,两者缺一不可,这才是基本分析的真实地位。

## 第三章 形态分析

### 第一节 形态分析

#### 一、形态分析概念和方法

股价运动有按趋势发展的规律,并且类似情况会重复出现,可以通过过去和现在的股价资料分析预测未来的股价变动方向。其中重要的方法之一是把过去和现在的股价变动数据标在以时间为横轴,以股价为纵轴的平面直角坐标系上,以股价图形的形态分析未来趋势,这即是形态分析。

分析股价趋势时,可以取一个固定的时间段(例如一天、一周、一月、一年或者五分钟、一小时等),以这个时间段结束时的股价作为这个时间段股价的代表进行研判和绘图。如果以一天为单位时间,就取当天的收盘价为代表,以一周为单位时间,就取一周最后一个交易日收盘价为代表,分别标在平面直角坐标系中,按时间顺序连成收盘价曲线图,以此类推,分别构成股价的日线图、周线图、月线图、年线图和分时图。进一步细致分析,还可以取每一个单位时间内的开盘价、最高价、最低价和收盘价,以这四个数据作为每个单位时间内股价变化的代表,可以更充分地表示股价变化。

在形态分析中,不论是选最简单的收盘价曲线还是以上述四个数据构成的图形进行分析,其构成的几何图形的形态分析意义不变;不论选取的时间段长短,其形态分析的意义相同,即不论是即时行情中的分时图、日线、周线、月线或年线,相同图形都代表相同的趋势含义。

在股价——时间的坐标系中,股价变化呈现出各种几何图形,在技术分析理论中,每种特定的图形都具有特定的含义,下面将介绍一些典型图形的理论含义。不过这只是“理论意义”是在各种现实可能性中出现概率较大的情况,它的结论并不完全排斥出现其他可能情况,所以在介绍中特别强调“可能性”,应在实战中灵活掌握。

## 二、M 头

形态形成过程(见图 5.3.1):

股价经过了一段时间的上涨之后,供求关系逐渐发生变化,手中已有股票准备卖出(做空)者占多数,手中没有股票或股票较少准备买进(做多)者占少数,卖方(空头)力量大于买方(多头)力量,于是股价到达一个新高点后开始下跌,这时空头的态度并不坚决,股价跌幅不深就开始反弹,以此时的低点为准划一条水平线叫颈线。在空头犹豫之时,股价又被旺盛的多头力量抬起,到达先前的高点附近,由于在此点附近卖出者众多,空头力量强大,再次把股价压低,这时众多投资者察觉股价难上涨,许多多头转为空头(多翻空),加剧了股价的下跌,终于破掉前一次下跌低点形成的水平颈线,形成 M 头,或者叫双重顶。

理论意义要点:

(1)各种股价形态分析中成交量是重要的参考。在 M 头形成中,股价创出第一个新高之前,成交量渐渐放大,在第一个高点达到最大,下跌时迅速萎缩,之后在反弹时又渐渐放大,在第二个高点的成交量已经不如第一个高点时大,之后再次萎缩,向下突破颈线时又一次剧烈放大。以上是成交量在 M 头中的普遍表现。

(2)第二个高点可以高于(或低于)第一个高点 3% 以内。

(3)两个高点之间至少间隔一个月以上。时间间隔短的形态不可靠。

(4)股价预测下跌幅度以颈线为基准至少为两高点连线到颈线的垂直距离(见图 5.3.1 中

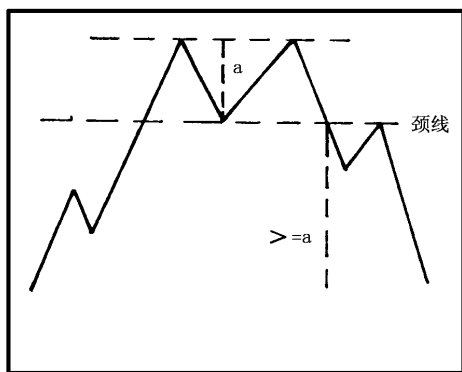


图 5.3.1 M 头形态

的 a 线)。

实战经验谈:

(1)作为一种图形形态,M 形在股价图上随处可见。M 头是一种重要反转形态,但同时也可以出现在任何中、小上涨行情的局部高点形成短期头部。理论意义中的第(3)条要求“必须间隔一个月以上”不是必要条件。形态是否可靠不以时间长短为唯一标准。

多数情况下图形大小决定其作用大小,大 M 头决定大反转,小 M 头决定小反转。“时间

间隔一个月以上”的 M 头指日线图,至少可决定后几个月趋势;如果是周线、月线或年线形成 M 头,影响的时间区间依次放大;如果即时行情形成 M 头,也会有短时的影响,特别当即时行情的 M 头形成于日线图已经上涨一段时间后的较高价位时,很可能是单日反转的顶点,是被传统理论忽视的以小见大的一种重要反转形态,此时出货绝佳。此种即时行情的“小 M 头”却

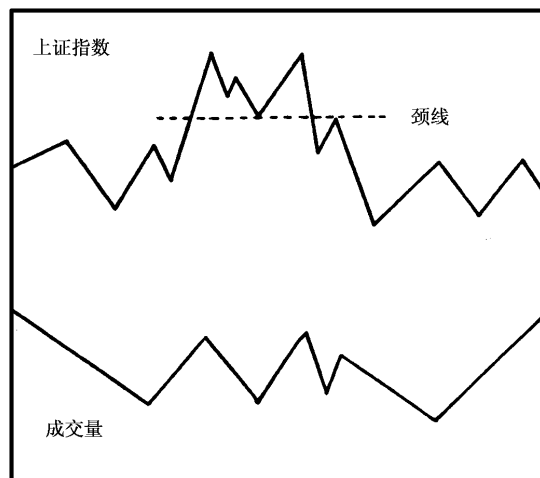


图 5.3.2 M 头

可以影响相当大的时间区间,例如 1994 年 9 月 13 日上证指数在 1052 点形成的 M 头(见图 5.3.2)。

(2)成交量表现如理论意义(1)中的特征是 M 头重要标志和预警信号(以下图形讨论中对理论意义没有补充则不再谈,下同)。

(3)理论意义(4)是重要预测目标参考。有些书中讲下跌最大幅度为两高点连线到颈线时的垂直距离。从实践看不正确,多数情况下要超过这个距离,达不到的是极少数。

(4)M 头中第二个高点相当多情况下略低于第一个高点,只要第二个高点在第一个高点  $\pm 3\%$  以内均可作为 M 头的定义范围。

(5)股价突破颈线后会有短暂回抽反弹,在颈线附近受阻后转向继续下跌。

(6)技术分析的价值在于预测,不在于证实,一般认为突破颈线应出货,但这是最后时机而不一定是最佳时机”短线投资以第二个顶点形成时出货为佳,不必急于在第一顶点出货,以防假象。中、长线投资以大时间段的大 M 头形成,股价有效跌破颈线时出货为最后时机,如果预见到 M 头将成,仍以第二个顶点出货为佳。

图 5.3.2 说明:1994 年 9 月 13 日上证指数即时行情在 1052 点形成 M 头,在此日高点出货即抓住了顶点。之后在 10 月 7 日跌到 546 点,跌幅 48%,可确定为单日反转 M 头。图形中可以看到对应第一个高点的成交量很大,随下跌而萎缩,随反弹再次放大,但已不及第一个高点,在向下突破颈线时量放大。之后回抽反弹,受阻后下跌较猛(有些 M 头形态没有对颈线的回抽属少见)。

### 三、W 底

形态形成过程(见图 5.3.3):

股价经过一段时间的下跌后,供求关系渐渐变化,手中股票已经大部卖出而持有现金的投资者增多,手中股票尚未卖出者变为少数,这时多头力量大于空头力量,股价在创下新低点后开始反弹,以反弹高点为准划一条水平线叫颈线。这时多头力量处于试探和犹豫状态,空头力量依靠持续长时间的卖压惯性再次压迫股价下跌,到达前一次低点附近,但在此点多头力量强大,再次抬起股价,这时众多投资者察觉股价已经难以下跌,纷纷抄底买入,许多空头被迫转为多头(空翻多),加速股价上涨,最终冲破颈线,形成 w 底,或叫双重底。

理论意义要点:

(1)在 w 底形成时,股价创出第一个新低点之前成交量逐渐放大,在第一个低点达到最大,之后在反弹、回档到第二个低点、再次反弹时成交量依次萎缩,向上突破颈线时成交量剧放。

(2)第二个低点可以低于(或高于)第一个低点 3% 以内。

(3)两个低点之间至少间隔一个月以上。时间间隔短的形态不可靠。

(4)股价预测上涨幅度(以颈线为基准)至少为两低点连线到颈线的垂直距离(即图 5.3.3 中的 a 线)。

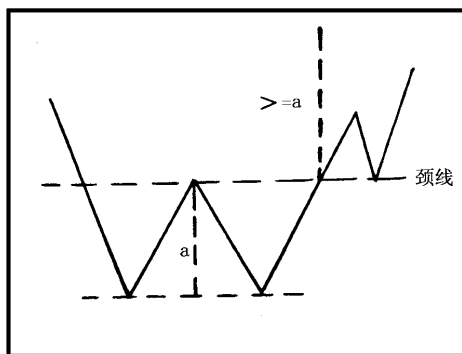


图 5.3.3 W 底形态

实战经验谈:

(1)W 形也是股价常见形,W 底属重要反转形态。同时也可以出现在任何中、小下跌行情的局部低点形成短期底部。“必须间隔一个月以上”不是必要条件。

多数情况下图形大小决定其作用大小,大 w 底决定大反转,小 W 底决定小反转。“时间间隔一个月以上”的 W 底指日线,至少可决定后几个月趋势;周线、月线或年线形成 W 底,影响依次放大;即时行情形成 W 底也有短时影响,特别是当即时行情的 W 底形成于日线图已下

跌一段时间后的较低价位时,很可能是单日反转的底部,此时进货绝佳。此种即时行情的“小 W 底”却可以影响相当大时间区间,例如 1994 年 10 月 7 日上证指数在 546 点形成的 W 底(见

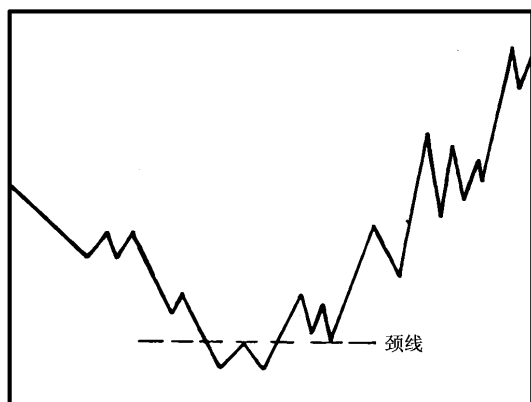


图 5.3.4 W 底

图 5.3.4)。1996 年 11 月上证指数也形成一个 W 底形态。

(2) W 底中的第二个低点相当多情况下略高于第一个低点,所以第二个低点在第一个低点 $\pm 3\%$ 以内可以作为 W 底的定义范围。

(3) 不同书中的理论预测目标仍有两种意见,参见 M 头讨论中经验谈第(3)条。总之要超过“颈线到低点连线的垂直距离”而不是达不到。

(4) 股价突破颈线后会有短时回档调整,在颈线附近受到支撑后转向继续上涨。

(5) 短线投资以第二个低点形成时进货为佳,不必急于在第一个低点进货,以防假象。中长线投资以大时间段的大 W 底形成,股价有效升破颈线时进货为最后时机,如果预见到 W 底将成,仍以第二个低点进货为佳。

图 5.3.4 说明:1994 年 10 月 7 日上证指数经过连续暴跌,在 546 点形成 W 底,在空翻多的人气爆发形势下当天即反弹到最高 761 点,涨幅 39%,创下中外股市震幅的奇迹。

#### 四、三重顶、三重底、多重顶和多重底

三重顶、三重底的特点介于双重顶、双重底和后面讲的头肩顶、头肩底之间,多重顶、多重底接近于后面要讲的矩形但又有区别。

三重顶(见图 5.3.5、图 5.3.7):

形态形成过程类似于 M 头的过程,特殊点在于形成 M 头的两个高点后再下跌至颈线位又一次获得支撑,转向上行,但终因前两个高点附近压力太大再次逆转向下突破颈线,形成三重顶。

理论意义要点类似于 M 头,详见 M 头理论意义要点(1)、(2)和(4)。

从实战经验讲,之所以会形成三重顶,是因为市场上多方力量转强(对比 M 头),在形成两

次高点后也没有放弃努力的结果,总之三重顶比双重顶(多头)更强。其他实战特征参见 M 头讨论。

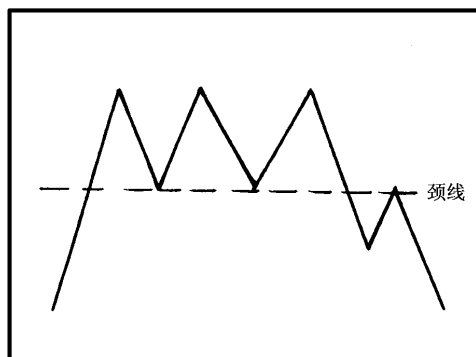


图 5.3.5 三重顶

三重底(见图 5.3.6):

形态形成过程类似于 W 底的过程,特殊点在于形成 W 底的两个低点后再上涨至颈线位又一次受到阻击,转向下跌,但终因前两个低点附近支撑极强而向上反转突破颈线,形成三重底。

理论意义要点类似于 W 底(1)、(2)和(4)条。

从实战经验讲,之所以会形成三重底,是因为市场上空方力量较强(对比 W 底),在形成两次低点后仍然强行打压的结果,总之三重底比双重底(多头)更弱。其他实战特征参见 W 底讨论。

多重顶和多重底(见图 5.3.8):

多重顶和多重底是比三重顶和三重底更罕见的图形,其形态形成过程和理论意义要点介于 M 头、W 底和矩形之间。从实战讲,多重顶是比三重顶(多方)更强的形态,多重底是比三重底(多方)更弱的形态。

图 5.3.7 说明:1994 年 8 月 4 日,上证指数在 534 点附近形成一个三重底后开至 592 点遇到阻力,在 592—583 形成三重顶,之后大幅下跌至 555 止住。这种下挫突出地表现了图形形态的威力,并不仅仅是当时某些人所说的透支盘打压所致。图 5.3.8 说明:1994 年 8 月 10 日,上证指数在 597 点形成 W 底后上升,在 673 点形成罕见的四重顶,颈线位在 665 附近,后仅下跌到 648 点便止跌回升,充分显示了当时多头力量之强。从结果看也符合从颈线起算下跌幅度大于高点连线到颈线垂直距离的理论。



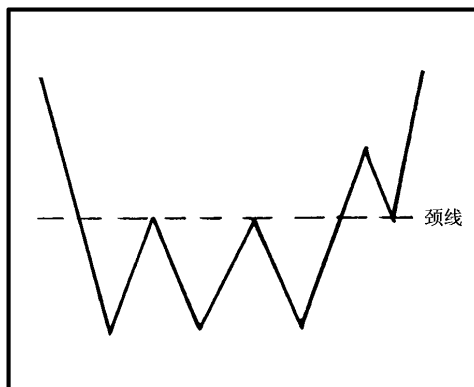


图 5.3.6 三重底

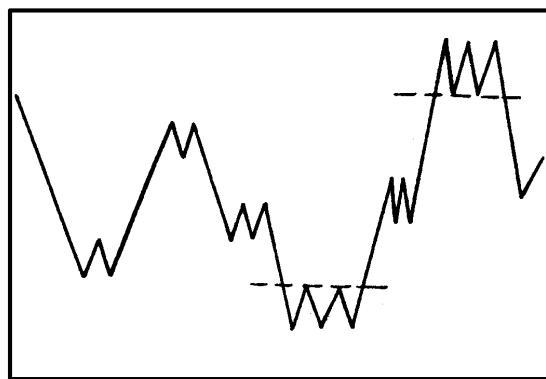


图 5.3.7 三重顶和三重底

## 五、头肩顶

形态形成过程(图 5.3.9):

股价经过一段时间上涨之后,供求关系渐渐发生变化,空头力量增大而多头力量减小,股价到达一个高点后开始下跌回档至第一个低点,形成左肩;由于空头力量此时未占绝对优势,股价下跌不深便被多头力量惯性拉起,并超越左肩的高度到达一个新高点,这时空头力量在新高点急剧增强,再次把股价打压下去,形成头部;股价被打压至接近(或超过)第一个低点时形成第二个低点反弹,两个低点连线即为头肩顶的颈线。多头再次反击,顽强地抬起股价,但此时多头实力已经减弱,力不从心,无力使股价达到头部高度即力竭而退,形成右肩。之后空头

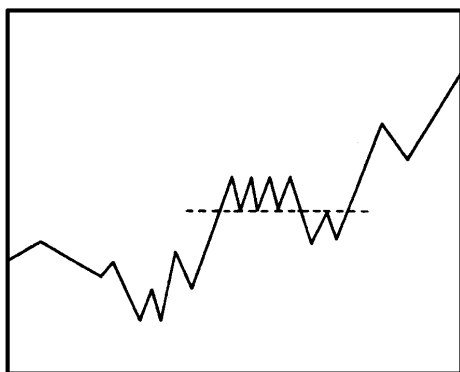


图 5.3.8 多重顶

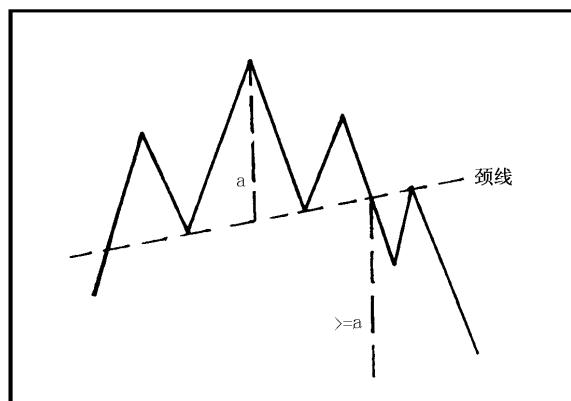


图 5.3.9 头肩顶

力量在多翻空的支持下终于跌破颈线,形成头肩顶。

理论意义要点:

(1)在头肩顶形态中,成交量仍然是重要的判断依据。成交量随股价上升逐渐增加,在左肩高点达到最大,后随下跌而减少,在反弹达到头部时又放大,但此时已经没有左肩高点时的量大了。之后下跌、反弹至右肩并再次下跌时成交量依次减少,跌破颈线时成交量又一次放大。

(2)以颈线为基准股价下跌幅度至少是头部高点到颈线的垂直距离。

(3)股价跌破颈线后会有短时反弹行情,在颈线附近受到压力后转向继续下跌。

实战经验谈(见图 5.3.10):

(1)头肩顶是股价常见重要反转形态,比较可靠。可以出现在大、中、小行情的局部高点形

成长期或短期顶部,图形大小决定其作用大小。即时行情、日线、周线、月线或年线形成头肩顶,影响的时间长度和股价变动幅度依次放大。

(2)有些书中对头肩顶的颈线要求是水平线,从实战看多数情况下头肩顶的颈线略有倾斜。

(3)理论预测目标:下跌幅度大于头部高点到颈线的垂直距离,实战中通常达到 2 倍以上。

(4)短线投资以右肩形成时出货为佳,头部出货当然最佳,但有可能在本不是头肩顶形态时少赚差价。中长线投资以大头肩顶形成,股价有效跌破颈线时出货为最后时机,如果预见到头肩顶将成,仍以右肩高点出货为佳。在形态已成,股价跌破颈线后又一次反弹至颈线附近时为最后清仓机会。

图 5.3.10 说明:1994 年 9 月初至 9 月底,上证指数日线图上出现了以 1033 点为头部,以 1004 点为左肩,以 968 点为右肩,以 931 点至 914 点为颈线的头肩顶形态,并且在此形态中还包含以 962 点至 972 点为颈线的小头肩顶形态,构成复合头肩顶(后面详解),顶部形态极其明显,如果在前面讲 M 头的实战例中未能在 1052 点 M 头顶部出货,则看到此头肩顶形态时也应立刻清仓出货。在小头肩顶破颈线时出货是 970 点,大头肩顶右肩出货可出在 950 点以上,

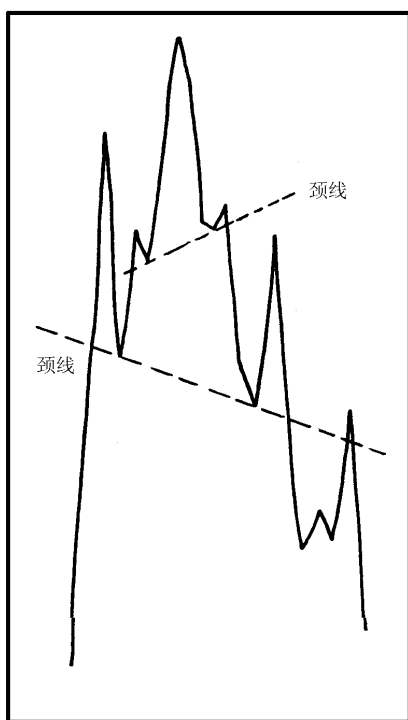


图 5.3.10 头肩顶

破颈线时出货也可出在 900 点以上,岂不避开了“十一”前后的四天暴跌?

## 六、头肩底

形态形成过程(见图 5.3.11):

股价经过一段时间下跌之后,供求关系渐渐发生变化,多方力量增强而空方力量减弱,股价到达一个低点后开始反弹上升至第一个高点,形成左肩;由于多方力量此时未占绝对优势,股价上涨不多便被空方力量惯性压下,并跌破左肩的低点到达一个新低点,这时多方力量在新低点急剧增强,再次把股价拉升,形成头部;股价被拉至接近(或超过)第一个高点时再次回档,形成第二个高点,两个高点连线即为头肩顶的颈线。空方反击压股价,但此时空方实力已经消耗大半,无力使股价达到头部低位即力竭而退,形成右肩。之后多方力量在空翻多的支持下

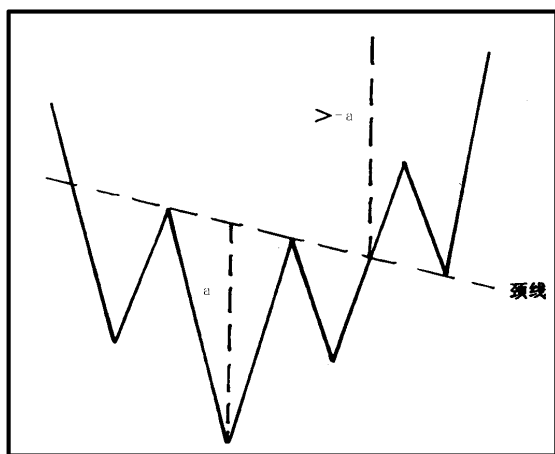


图 5.3.11 头肩底

终于冲破颈线,形成头肩底。

理论意义要点:

(1)成交量是头肩底形态重要判断依据。成交量随股价下跌而增加,在左肩达到最大,反弹时成交量减少,再次下跌至头部和再次反弹至颈线时的成交量又一次放大,从颈线下跌至右肩时成交量迅速萎缩,从右肩上涨时增大,冲破颈线时成交量大增。

(2)从颈线计算股价上涨幅度至少是头部低点到颈线的垂直距离(即图 5.3.11 中的  $a$  线)。

(3)股价冲破颈线后会有短时回档行情,在颈线附近遇到支撑后转向继续上涨。

实战经验谈:

(1)头肩底是股价常见重要反转形态,比较可靠。可以出现在大、中、小行情的局部低点形成长期或短期底部。图形大小决定其作用大小。即时行情、日线、周线、月线或年线形成头肩

底,影响的时间长度和股价变动幅度依次放大。

(2)不同书中对头肩底的成交量有不同说法。如对于左肩和头部的成交量到底谁大即有两种意见,有一种说左肩成交量大,另一种说头部成交量大。从实战中看,两种情况都有发生,多数情况下左肩和头部的成交量相差不多,可视为相同,并且在大致相等情况下不必精细比较。在头肩底中,成交量的重要标志信号是从颈线下跌至右肩时的成交量绝对要求较大幅度萎缩(相对左肩和头部),在冲破颈线时要求成交量有较大增加。

(3)有些书中对头肩底的颈线要求是水平线,从实战看多数情况下头肩底的颈线略有倾斜。

(4)实战中通常上涨幅度要超过头部至颈线的垂直距离 2 倍以上。

(5)短线投资以右肩形成对进货为佳,头部进货当然最佳,但有可能在本不是头肩底形态时介入过早。中长线投资以大头肩底形成,股价有效冲破颈线时进货为最后时机,如果预见到头肩底将成,仍以右肩低点进货为佳。在形态已成,股价冲破颈线后又回档至颈线附近时为最

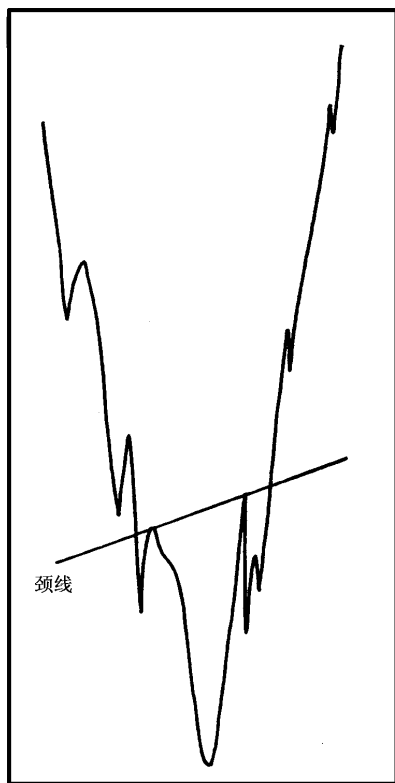


图 5.3.12 头肩底

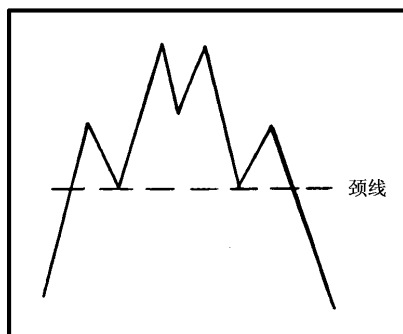


图 5.3.13a 双头

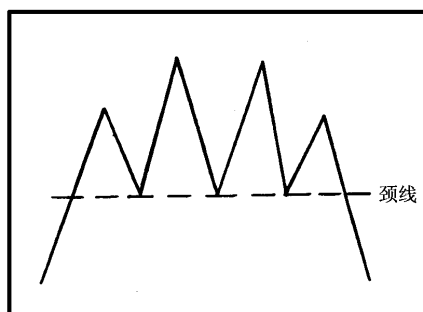


图 5.3.13b 双头

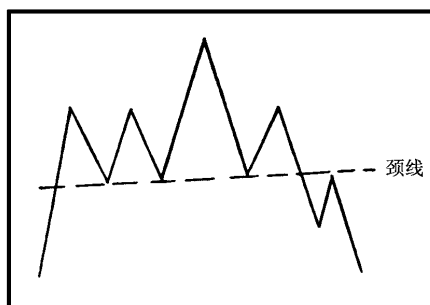


图 5.3.14 单侧双肩

后一次补仓机会(见图 5.3.11)。

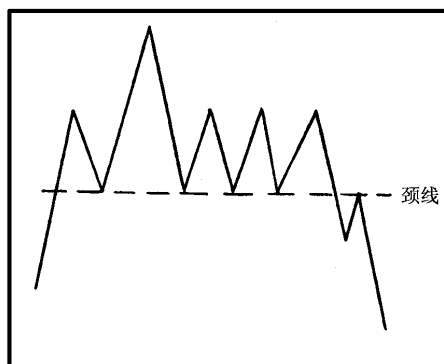


图 5.3.15 单侧多肩

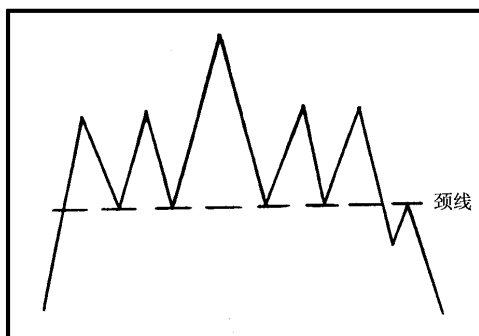


图 5.3.16 双侧双肩

图 5.3.12 说明:1992 年 9 月至 12 月,上证指数日线图上出现以 595 点为左肩,以 386 点为头部,以 592 点为右肩,以 790 点至 841 点为颈线的头肩底。长达四个月时间形成的大头肩底决定了暴涨至 1558 点的坚实基础,从技术面反映了那一轮牛市的根源,可见,即使是被评为“不理智”的“暴炒”也有其部分理论依据。其头部至颈线垂直距离约为  $818 - 386 = 432$ ,上涨幅度从冲破颈线起算为  $1558 - 850 = 708$ ,  $708 / 432 = 1.64$ ,基本上是 1.618 倍的黄金分割(见后面 K 线和黄金分割比例介绍)。

## 七、复合头肩顶与复合头肩底

复合头肩顶属于头肩顶的变形,如双头(图 5.3.13a, 5.3.13b),单侧双肩(图 5.3.14),单侧多肩(图 5.3.15),双侧双肩(图 5.3.16),双头双肩(图 5.3.17)等等。其形态形成过程、理论意义要点及实战均与头肩顶类似。从实战讲,它是比头肩顶形态(多头)更强的形态。

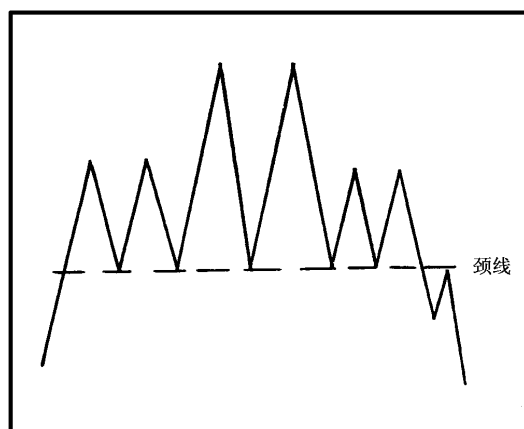


图 5.3.17 双头双肩

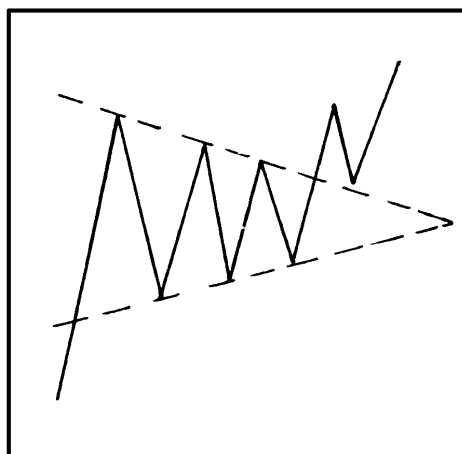


图 5.3.18a 对称三角形 (上升途中)

复合头肩底属于头肩底的变形,如双底,单侧双肩,单侧多肩,双侧双肩,双头双肩(与复合头肩顶雷同,图略)。其形态形成过程、理论意义要点及实战均与头肩底类似。从实战角度讲,它是比头肩底形态(多头)更弱的形态。



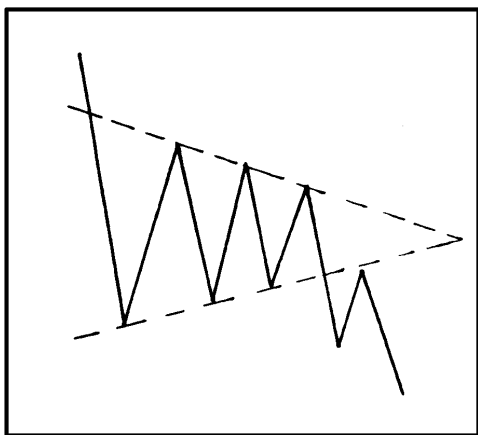


图 5.3.18b 对称三角形（下降途中）

## 八、对称三角形

形态形成过程(见图 5.3.18a 和图 5.3.18b):

股价运动永远是涨跌交替,峰顶、谷底互间,但是股价运动从来不是直线式的(各种形态示意图中的直线型不过是描述股价趋势大意)。从顶到底,再到顶的过程中充满了曲折、反复,恰如人类社会历史一样。在这过程中,出现了各种各样的整理或说盘整形态。其中三角形是最重要的整理形态之一。

上升过程中的对称三角形的形成是因为股价已上升一段时间,到达一个高点后部分多头出货离场,导致股价下跌,到一个低点后又被买盘抬起,但上升到接近第一个高点时又有部分做空者认为股价冲不破前一高点而“打提前量”出货,导致股价没有达到第一高点即转向下跌,这时又有部分仍然看好后市者认为股价跌不破第一个低点而“打提前量”进货,导致股价没有跌到第一个低点即再次转向上升。两次高点连线构成上边,两次低点连线构成下边。在两边之间股价数度反复,形成一个逐渐收敛、上下边倾斜角度相似的对称三角形形态。

下跌过程中的对称三角形与上升过程中的对称三角形形态相同,发展方向相反。

理论意义要点:

(1)对称三角形的成交量情况比较简明,成交量从左向右应是递减过程。但不排除涨时略增跌时略减的细小变化。突破上边时成交量应放大,如果突破下边时也有较大成交量则突破不可靠。

(2)对称三角形未来发展方向有三种可能;继续前面的趋势(继续上升或下跌);反转(原来升后来跌或原来跌后来升);从三角形顶端出去继续横向盘整。

第三种可能如果出现说明此三角形无效。

第一种可能出现概率大于第二种可能。

- (3)一般股价在距顶点三分之一处即出现突破,太靠近顶点突破力度不强。
- (4)股价未来运行距离从突破点算起至少为对称三角形开口处(左边)的垂直距离。
- (5)股价突破对称三角形上边或下边后会出现对顶点的短时回抽行情,其后继续原有趋势。

实战经验谈(见图 5.3.19):

(1)对称三角形是股价常见重要整理形态,少部分情况下是反转形态。可以出现在大、中、小行情的中途。图形大小决定其作用大小。即时行情、日线、周线、月线、年线形成对称三角形,影响的时间长度和股价变动幅度依次放大。

(2)成交量应自左至右递减,如果打破递减规律,则后来的突破方向不可靠。

(3)短线投资和中长线投资相同,均以股价有效突破对称三角形的上边或下边为进货或出货时机。不过应该密切注意对顶点的反抽是否重回三角形之内,防止假突破而真正突破方向

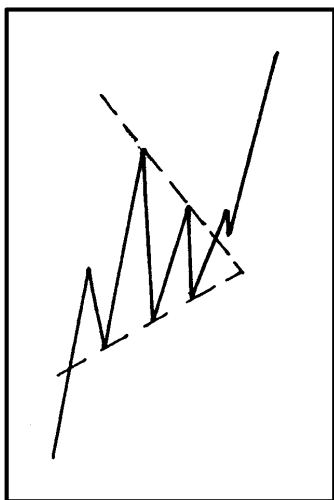


图 5.3.19 实战例 对称三角形

相反的骗局。另外,应该避免在对称三角形形成过程中过早介入,以防形态有变造成损失。

图 5.3.19 说明:1993 年 11 月下旬,上证指数经过数周连续上涨后显露疲态,回档 945 点后冲高 1011 点,回落至 956 点,再次上升至 993 点,形成对称三角形走势,顶点位于 972 点,在运行至距顶点约六分之一处才冲破上边,所以虽然向上突破但力度不大,只走到 1044 点。上涨幅度正好等于对称三角形左边从 1011 点至 950 点为准的最小涨幅。

## 九、上升三角形

形态形成过程(见图 5.3.20):

上升三角形一般出现在上升过程中。股价上涨一段时间后到达一个高点,部分多头出货

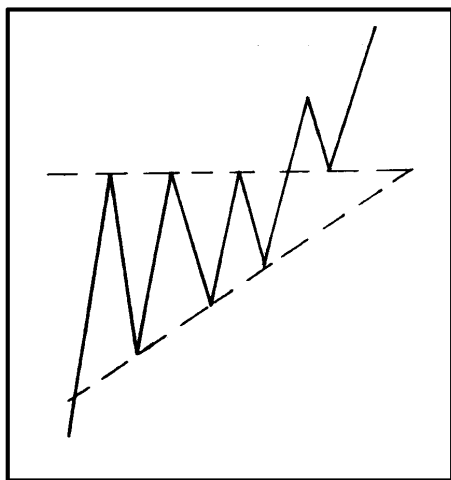


图 5.3.20 上升三角形

离场,导致股价下跌,到一个低点后又被买盘抬起,但上升至第一个高点的高度时又被打压,但这次下跌没有跌到第一个低点位置即被买盘再次抬起。这时再次高点连线形成一条水平线,即上边,两次低点连线向右上方倾斜,构成下边,股价在两边之间数次反复涨跌,形成一个逐渐收敛并靠拢上边的上升三角形形态。多数情况下最终将突破上边产生上涨行情。

理论意义要点:

- (1) 上升三角形形态的成交量与对称三角形相似,从左向右应是递减过程,不排除上涨时增加下跌时减小的变化。突破上边时成交量放大。
- (2) 上升三角形的未来发展方向应是向上的。
- (3) 一般股价在距顶点三分之一处即应出现突破,太靠近顶点突破力度不强。
- (4) 股价未来上涨幅度从突破点算起至少为上升三角形开口处(左边)的垂直距离。
- (5) 股价突破上升三角形上边后会出现短时回档行情,在水平线上边处受支撑之后继续上涨。

实战经验谈(见图 5.3.21)

(1) 上升三角形是股价常见重要整理形态,意味着上升过程将延续。可以出现在大、中、小行情的中途。图形大小决定其作用大小。即时行情、日线、周线、月线、年线形成上升三角形,影响的时间长度和股价变动幅度依次放大。

(2) 上升三角形是强烈的上涨动力的体现,在上升三角形内的每一次下跌都被多头视为补仓良机,纷纷打提前量进货,导致低点一次比一次抬高,但是有些市场主力因为未能在低价区吃足货,所以在上升三角形的上边不断加以打压,以致形成一条水平压力线,但最终会被强烈的买方人气冲破阻力,形成上涨行情,这是上升三角形形成的内因。

由于上升三角形意味着强烈的上涨信号,而市场主力要推动股价上涨时不希望有众多投资者识破此形,预先上轿,所以上海股市中此形出现较少。深圳成份指数曾在 1996 年 12 月初

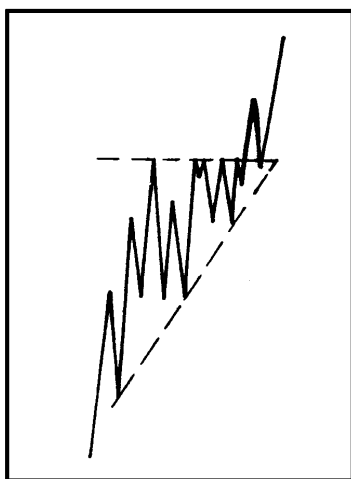


图 5.3.21 实战例 上升三角形

以 4200 点为水平的上边形成一个上升三角形。

另外,上升三角形并不是一种绝对上涨形态,因为在股市中根本不存在“绝对”二字,要提防假涨真跌的陷阱。当股价真的出现反理论走势,上升三角形却向下突破时,投资者就不应拘泥于理论,而应从实际出发,出货离场。

(3)股价有效突破上升三角形的上边为进货时机。在形态可以预见到时,在三角形内的低点进货更佳,不过应该避免在上升三角形形成过程中过早介入以防形态有变造成损失。

图 5.3.21 说明;1994 年 8 月 1 日至 8 月 17 日,中川国际股票在上证指数盘整之时走出了上升三角形形态。它的 K 线图上五次高点分别落在 11.65 元,11.65 元,11.7 元,11.6 元,11.52 元处,构成以 11.62 元为水平线的上边(参考后边形态综合分析中形态的辨认一段),又以三个低点 7.29 元 9.05 元,10.58 元构成向右上倾斜的下边。在 8 月 16 日向上突破并当天完成回档,最终于 9 月 6 日达到 19.79 元的天价,如果抓住出现上升三角形的机会进货,则获利可观。

## 十、下降三角形

形态形成过程(见图 5.3.22):

下降三角形一般出现在下跌过程中。股价下跌一段时间后到达一个低点,部分投资者进场建仓,导致股价止跌上涨,到一个高点后又被卖盘打下,下跌至第一个低点的高度时又被买盘抬起,但这次上涨没有达到第一个高点位置即被卖盘再次压下。这时两次低点连线形成一条水平线,即下边,两次高点连线向右下方倾斜构成上边,股价在两边之间数次反复涨跌,形成一个逐渐收敛并靠拢下边的下降三角形形态。多数情况下最终将突破下边产生下跌行情。

理论意义要点:

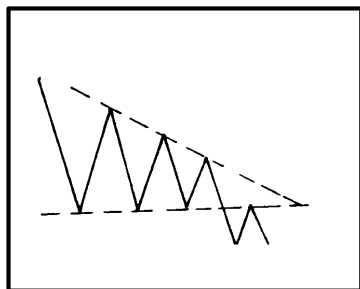


图 5.3.22 下降三角形

(1)下降三角形形态的成交量总体与对称三角形相似,从左向右是一个递减过程,不排除上涨时量减下跌时量增的细小变化。突破下边时成交量不会立刻放大很多,而是在突破两天后(日线)才逐渐增大。

(2)下降三角形的未来发展方向应是向下的。

(3)一般股价在距顶点三分之一处即应出现突破,太靠近顶点突破力度不强。

(4)股价未来下跌幅度从突破点算起至少达下降三角形开口处(左边)的垂直距离。

(5)股价突破下降三角形下边后会出现短时反弹行情,在水平线下边处受阻之后继续下跌。

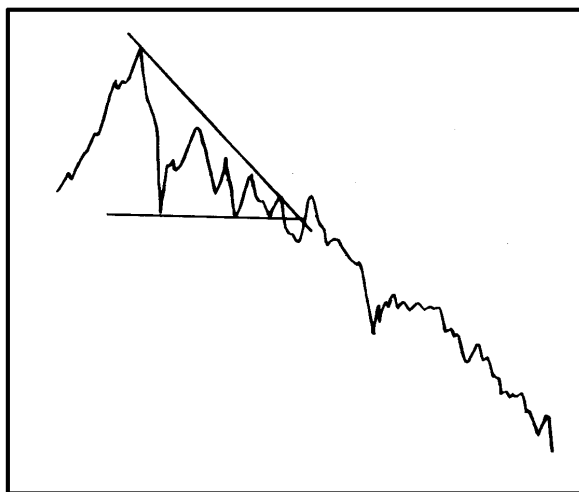


图 5.3.23 实战例 下降三角形

实战经验谈(见图 5.3.23):

(1)下降三角形为股价常见重要整理形态,意味着下降过程将延续。可以出现在大、中、小行情的中途。图形大小决定其作用大小。即时行情、日线、周线、月线、年线形成下降三角形,影响的时间长度和股价变动幅度依次放大。

(2)下降三角形是强烈的下跌动力的体现,在下降三角形内的每一次上涨都被空头视为出货良机,纷纷打提前量出货,导致高点一次比一次压低,但是有些市场主力因为未能在高点出完货,所以在下降三角形的下边不断进行拉抬股价的操作,以致形成一条水平支撑线,但最终会被强有力的卖方冲破支撑位,形成下跌行情,这是下降三角形形成的内因。

由于下跌三角形意味着强烈的下跌信号,市场主力在高点出清大部分货后,总是希望股价迅速跌下来,以便在低价位拾回筹码,往往利用剩余的部分筹码做出下降三角形形态,故意让广大投资者看出此形,纷纷出货,主力就达到了预期目的,所以上海股市中下降三角形出现较多。

另外,下降三角形也并不是一种绝对下跌形态,要提防假跌真涨的陷阱。当股价出现反理论走势,下降三角形却向上突破时,投资者不应拘泥于理论,而应从实际出发进货建仓。

(3)股价有效突破下降三角形的下边为出货时机。在形态可以预见到时,在三角形内的高点出货更佳,不过应该避免在下降三角形形成过程中过早出货以防形态有变造成损失。

图 5.3.23 说明:1993 年 12 月至 1994 年 3 月的上证指数日线图上出现一个以 750 点为下边的下降三角形形态。长达四个月时间构成的较大图形决定了后面数月的下跌趋势,并于 3 月初向下突破 750 点的所谓“政策底”。尽管管理层出于好意打出“四不”救市政策的王牌,但仅仅造成一个超出理论标准的反弹,最终市场仍按其固有规律向下运行,可见无论什么“政策底”都抵不过市场经济规律这个“底”。

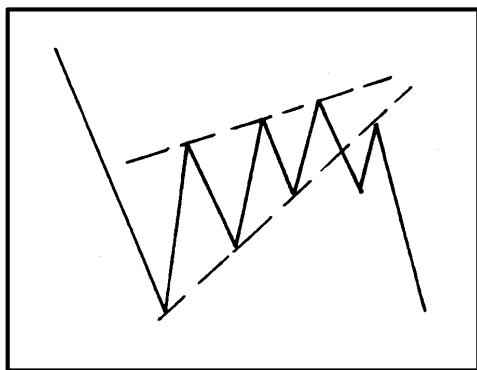


图 5.3.24 上升楔形

## 十一、上升楔形

形态形成过程(见图 5.3.24):

上升楔形一般出现在下跌过程中,有时也出现在上升过程的结束阶段。图形特点是股价

不断被小幅拉高、回落、再拉高，一顶比一顶高，一底也比一底高，顶和顶连成上边，底和底连成下边，振幅不断收敛，形成上下两条边均向右上方倾斜的长三角形形态，叫上升楔形。多数情况下此形态将突破下边产生下跌行情。

理论意义要点：

(1) 上升楔形形态的成交量总体趋势从左向右是一个递减过程。突破形态时成交量有所增加。

(2) 上升楔形的预测方向是向下的。

(3) 股价未来下跌幅度一般与上升楔形出现之前的下跌幅度相等。

(4) 股价向下突破后会出现短时反弹现象，之后继续下跌。

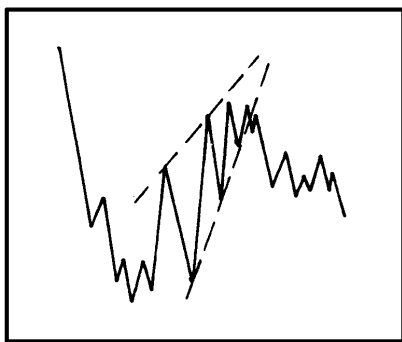


图 5.3.25 实战例 上升楔形

实战经验谈(见图 5.3.25)：

(1) 上升楔形一般出现在股价下跌过程中，是一种重要整理形态，出现在上升过程中则是意味着上涨将结束的反转形态，总之，此图形意味着未来方向是下跌过程。可以出现在大、中、小行情中，图形大小决定其作用大小。

(2) 上升楔形体现了多头全力推高股价却力不从心的情形，多数情况下未来方向是下跌。有些书中介绍说“此图形是上涨标志”是错误的，请投资者注意。

(3) 上升楔形其实是一种新的长三角形形态，这样理解有助于记忆和分类归纳。

(4) 股价有效突破上升楔形的下边为出货时机。应避免在上升楔形形成过程中过早出货以防形态有变造成损失。

图 5—3—25 说明：1994 年 10 月 25 日至 11 月 23 日的浦东金桥股票分时图上在下跌之后出现一段上涨行情，到底是小反弹还是反转呢？不少投资者在不明就里的情况下盲目追高，终被套牢。从形态分析可以看出这是一段上升楔形走势，说明未来走势下跌可能极大，明白这一图形理论之后自然会在股价突破上升楔形的下边时出货，不但不会受损还能小有收获。

## 十二、下降楔形

形态形成过程(见图 5.3.26)：

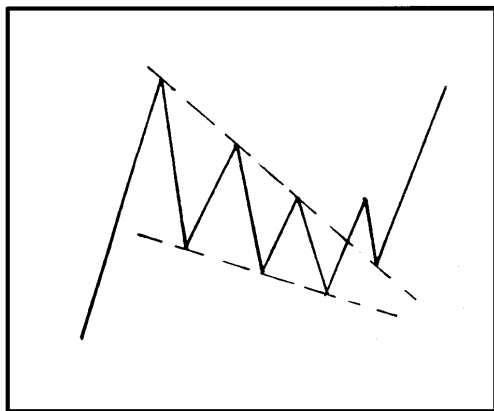


图 5.3.26 下降楔形



图 5.3.27 实战例 下降楔形

下降楔形一般出现在上涨过程中,有时也出现在下跌过程的结束阶段。图形特点是股价不断被小幅压低、反弹、再压低,一顶比一顶低,一底也比一底低,顶和顶连成上边,底和底连成下边,振幅不断收敛,形成上下两条边均向右下方倾斜的长三角形形态,叫下降楔形。多数情况下此形态将突破上边产生上涨行情。

理论意义要点:

(1)下降楔形形态的成交量总体趋势从左向右是一个递减过程。突破形态时成交量有较大增加。



- (2) 下降楔形的预测方向是向上的。
- (3) 股价未来上涨幅度一般与下降楔形出现之前的上涨幅度相等。
- (4) 股价向上突破后会出现短时回档现象,之后继续上涨。

实战经验谈(见图 5.3.27):

(1) 下降楔形一般出现在股价上涨过程中,是一种重要整理形态,出现在下跌过程中则是意味着下跌将结束的反转形态,总之,此图形意味着未来方向是上涨过程。可以出现在大、中、小行情中,图形大小决定其作用大小。

(2) 下降楔形体现了空头全力压低股价却不从心的情形,多数情况下未来方向是上涨。有些书中介绍说“此图形是下跌标志”是错误的,请投资者注意。

(3) 下降楔形其实是一种新的长三角形形态,这样理解有助于记忆和分类归纳。

(4) 股价有效突破下降楔形的上边为进货时机。应避免在下降楔形形成过程中过早介入以防形态有变造成损失。

图 5.3.27 说明:1993 年 10 月底至 11 月初的上证指数图出现了一段下降楔形的形态,如果熟知形态分析,看到此形后及时建仓,即可在 800 点附近介入,直至 1044 点,约 200 点(25%)的高额利润在此大熊市中仍可获得,可见股市收益情况。

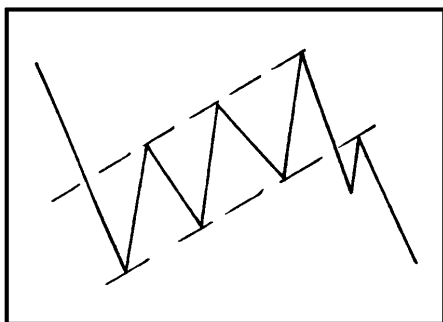


图 5.3.28 上升旗形

### 十三、上升旗形

形态形成过程(见图 5.3.28):

上升旗形一般出现在下跌过程中,有时也出现在上升过程的结束阶段。图形特点是股价不断被小幅拉高、回落、再拉高,一顶比一顶高,一底也比一底高,顶和顶连成上边,底和底连成下边,形成上下两条边保持平行,同时向右上方倾斜的平行四边形形态,叫上升旗形。多数情况下此形态将突破下边产生下跌行情。

理论意义要点:

- (1) 上升旗形形态的成交量总体趋势从左向右是一个递减过程。突破形态时成交量放大。
- (2) 上升旗形的预测方向是向下的。

(3) 股价未来下跌幅度一般与上升旗形出现之前的下跌幅度相等。

(4) 股价向下突破后会出现短时反弹现象,之后继续下跌。

实战经验谈(见图 5.3.29):

(1) 上升旗形一般出现在股价下跌过程中,是一种重要整理形态,出现在上升过程中则是意味着上涨将结束的反转形态,总之,此图形意味着未来方向是向下过程。可以出现在大、中、小行情中,图形大小决定其作用大小。

(2) 上升旗形体现了多头全力推高股价却力不从心的情形,多数情况下未来方向是下跌。极少情况相反。

(3) 上升旗形无论形态特征,成交量特征以及发展方向都近似于上升楔形,从作用上划分两者可算同类。由于上下边平行的条件在实践中难于达到,所以上升旗形出现次数少于上升

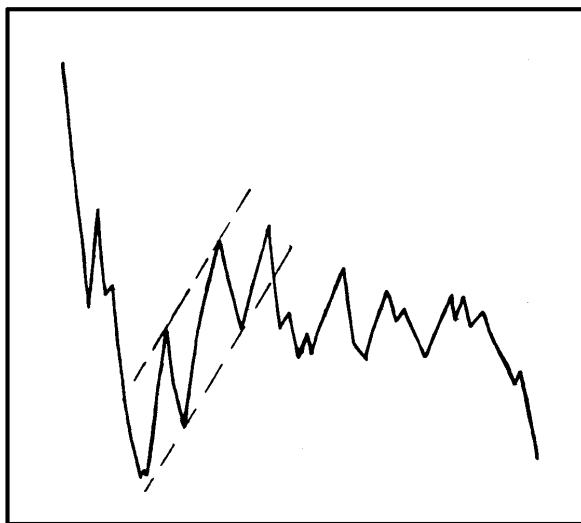


图 5.3.29 实战例 上升旗形

楔形。

(4) 股价有效突破上升旗形的下边为出货时机。应避免在上升旗形形成过程中过早出货以防形态有变造成损失。

图 5.3.29 说明:1994 年 4 月至 1994 年 5 月,上证指数图上出现一个上升旗形走势,之后经过了长时间盘整终告下跌。这一实例说明此形态的作用,同时也说明有些书中所讲此形态一旦突破会以很陡的向下方向直线式下跌的说法是不准确的,它仍然可以有很多变化,比如像此例中经过长时间盘整后才展开下跌。

## 十四、下降旗形

形态形成过程(见图 5.3.30):

下降旗形一般出现在上涨过程中,有时也出现在下跌过程的结束阶段。图形特点是股价不断被小幅压低、反弹、再压低,一顶比一顶低,一底也比一底低,顶和顶连成上边,底和底连成下边,形成上下两条边保持平行,同时向右下方倾斜的平行四边形形态,叫下降旗形。多数情况下此形态将突破上边产生上涨行情。

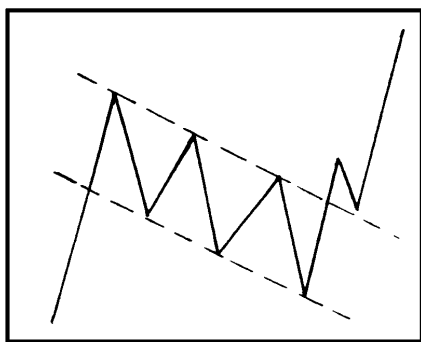


图 5.3.30 下降旗形

理论意义要点:

- (1)下降旗形形态的成交量总体趋势从左向右是一个递减过程。突破形态时成交量剧放。
- (2)下降旗形的预测方向是向上的。
- (3)股价未来上涨幅度一般与下降旗形出现之前的上涨幅度相等。
- (4)股价向上突破后会出现短时回档现象,之后继续上涨。

实战经验谈:

(1)下降旗形一般出现在股价上涨过程中,是一种重要整理形态,出现在下跌过程中则意味着下跌将结束的反转形态,总之,此图形意味着未来方向是向上过程。可以出现在大、中、小行情中,图形大小决定其作用大小。

(2)下降旗形体现了空头全力压低股价却力不从心的情形,多数情况下未来方向是上涨。极少情况相反。

(3)下降旗形无论形态特征、成交量特征以及发展方向都近似于下降楔形,从作用上划分两者可算同类。由于上下边平行的条件在实践中难于达到,所以下降旗形出现次数少于下降楔形。

(4)股价有效突破下降旗形的上边为进货时机。应避免在下降旗形形成过程中过早介入以防形态有变造成损失,1996年深圳成份指数在数个月上涨过程的中途也出现了下降旗形走势。

## 十五、矩形

形态形成过程(见图 5.3.31 和图 5.3.32):

矩形一般出现在上涨或下跌过程的中途。出现在顶部或底部情况较少。图形特点是股价不断出现小幅上涨、下跌、再上涨、再下跌……,把高点和高点连成直线后形成一条水平的上边,把低点和低点连成直线后形成一条水平的下边,上下两边水平平行构成矩形形态。多数情况下此形态将延续原有的上涨或下跌趋势。

理论意义要点:

(1)矩形形态的成交量总体趋势从左向右是一个递减过程。向下突破时成交量有所放大,如向上突破则成交量剧放。

(2)矩形的未来发展方向与矩形出现之前的趋势方向相同,即原来上涨的仍然上涨,原来下跌仍然下跌。

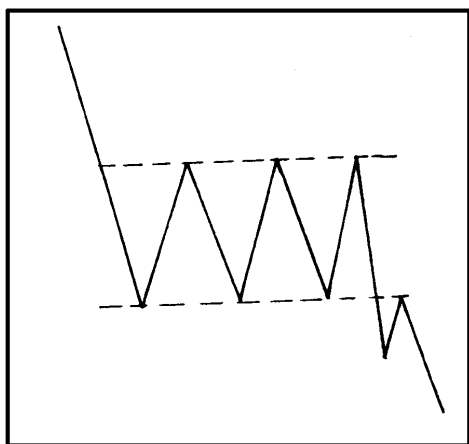


图 5.3.31 矩形(继续下跌)

(3)股价未来上涨(或下跌)幅度至少等于矩形内上边到下边的垂直距离。

(4)矩形的形成过程一般时间较长。

(5)股价出现突破后会有短时回抽(回档或是反弹)现象,之后继续原有趋势,向突破方向发展。

实战经验谈(见图 5.3.33):

(1)矩形形态是一种常见重要整理形态,可以出现在大、中、小行情中途,图形大小决定其作用大小。

(2)股价有效突破矩形的上边或下边时是进货或出货时机。应避免在矩形形成过程中过早行动以防形态有变造成损失。

图 5.3.33 说明:1993 年 7 月至 12 月的上证指数日线图出现了一个明显的矩形形态,根

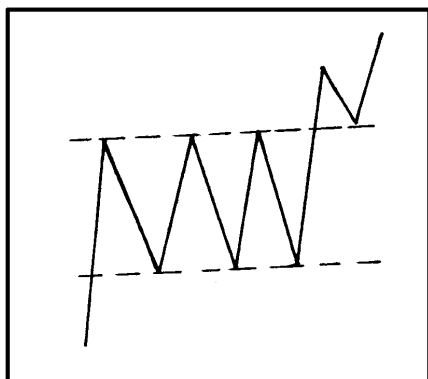


图 5.3.32 矩形(继续上涨)

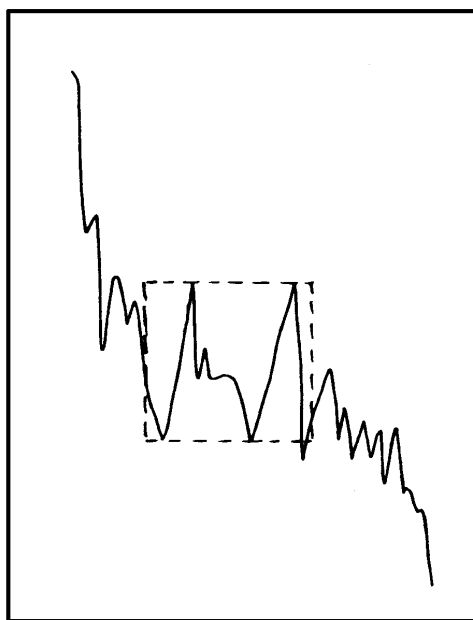


图 5.3.33 实战例 矩形

据形态分析理论,其后的发展方向应继续原有趋势——下跌。有些人士还在期待着上涨,可事实无情地打破了这种天真的幻想。下跌幅度远大于矩形本身的高度: $1045-777=268$ ,下跌幅

度： $777-325=452$ ，这接近于矩形以上的下跌距离： $1558-1044=514$ ，幅度极深。

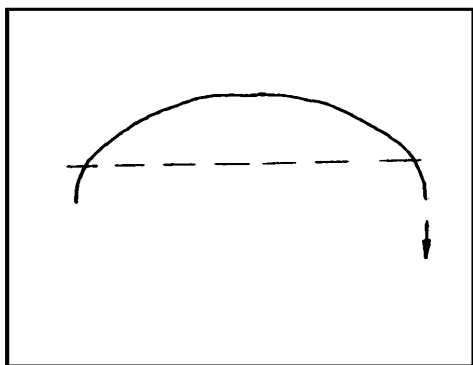


图 5.3.34 圆弧顶

## 十六、圆弧顶

形态形成过程(见图 5.3.34)：

股价经过一段时间的上涨之后，上涨速度由快变慢，上涨幅度由大变小，这时股价却仍然缓慢的保持着越来越弱的上涨趋势，直到由上涨慢慢地开始走平，之后又缓慢地开始略有下跌，之后下跌速度由慢变快，下跌幅度由小变大，最终向下快速突破。整个股价运行轨迹形成一个圆心在下方的上凸圆弧形态，这就是圆弧顶。

理论意义要点：

(1)在股价的上涨过程中成交量由较大逐渐缩小，在股价走平之时成交量最小，之后随股价下跌过程成交量慢慢增加，最后股价快速向下突破时成交量大增，成交量全过程的形态形成一个“圆弧底”(见后面介绍)。

(2)股价未来下跌幅度极大。

(3)圆弧顶的形成过程一般时间较长。

实战经验谈：

(1)圆弧顶是一种重要反转形态，可以出现在大、中、小行情的局部高点形成短期或长期顶部，图形大小决定其作用大小。越是投资型市场越易出现此形。

(2)对此形态一般都仅指圆顶或称碟形顶，即类似一个完整的正半圆形，由左边弧、顶、右边弧组成。笔者从实践中观察、总结而定义的“圆弧顶”则不仅包括以上形态，也包括一些不完整的圆弧形态(见图 5.3.35)。由实战观察这些圆弧形态尽管不完整，但其形态特征和作用，包括成交量特征与完整的圆顶相同，因此笔者统一称其为“圆弧顶”。包括全部“大部分图形在经过圆心的水平线以上”的圆弧状形态。

(3)传统形态分析理论中仅指出圆顶形态的下跌幅度极大，未指出下跌幅度的度量。通过笔者的观察和研究，圆弧顶的下跌幅度从突破点算起，至少等于圆弧到圆心的距离，即半径。

(4)要以形态为判断依据,不要因为时间不够长就怀疑自己的判断。

(5)股价快速向下突破圆弧顶形态时出货为最后时机。不过如能观察出明显的圆弧顶将形成,仍然以圆弧顶的右边、即缓慢下跌时出货为佳。不要过早出货以防形态有变造成损失。

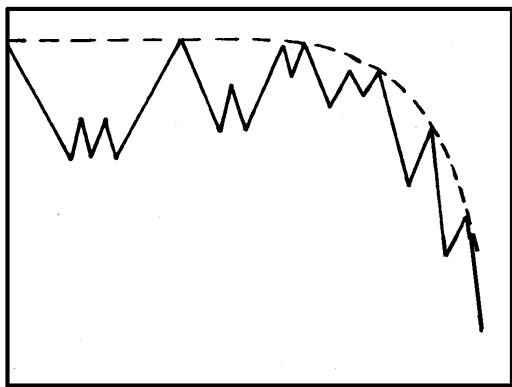


图 5.3.35 实战例 圆弧顶

圆弧顶是一种明显而缓慢的过程,有较充分的观察时间和行动机会。

图 5.3.35 说明:1993 年 10 月 6 日,上证指数在两次上冲 732 点未果之后形成圆弧走势,根据前面所讲,如果及时出货,之后两天可避免百点以上损失,再用及时撤出的资金去“抄底”,将又是一次收益机会。这一实例即是以一个不完整的半个弧形(只有顶和右边)与左边的水平线相连接构成顶部,证明了前文对圆弧顶定义的正确。该图出现在连续下跌行情的中途,并非顶部,但是该形态代表后市将下跌,这种预测是确定的。

## 十七、圆弧底

形态形成过程(见图 5.3.36):

股价经过一段时间的下跌之后,下跌速度由快变慢,下跌幅度由大变小,这时股价却仍然缓慢的保持着越来越弱的下跌趋势,直到由下跌慢慢地开始走平,之后又缓慢地开始略有上涨之后上涨速度由慢变快,上涨幅度由小变大,最终向上快速突破。整个股价运行轨迹形成一个圆心在上方的下凹圆弧形态,这就是圆弧底。

理论意义要点:

(1)在股价的下跌过程中成交量由较大逐渐缩小,在股价走平之时成交量最小,之后随股价上涨过程成交量慢慢增加,最后股价快速向上突破时成交量剧增,成交量全过程的形态也形成一个圆弧底。

(2)股价未来上涨幅度极大。

(3)圆弧底的形成过程一般时间较长。

实战经验谈:

(1)圆弧底是一种重要反转形态,可以出现在大、中、小行情的局部低点形成短期或长期底

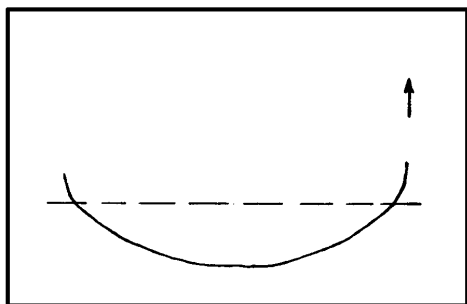


图 5.3.36 圆弧底

部,图形大小决定其作用大小。越是投资型市场越易出现此形。

(2)要以形态为判断依据,不要因为时间不够长就怀疑自己的判断。

(3)对此形态一般都仅指圆底或称碟形底,即类似一个完整的正半圆形,由左边弧、底、右边弧组成。笔者从实践中观察、总结而定义的“圆弧底”则不仅包括以上形态,也包括一些不完整的圆弧状形态。由实战观察这些圆弧形态尽管不完整,但其形态特征和作用,包括成交量特征与完整的圆底相同,因此笔者统一称其为“圆弧底”。包括全部“大部分图形在经过圆心的水平线以下”的圆弧状形态(图 5.3.37)。

(4)传统形态分析理论中仅指出圆底形态的上涨幅度极大,未指出上涨幅度的度量。通过笔者的观察和研究,圆弧底的上涨幅度从突破点算起,至少等于圆弧到圆心的距离,即半径。

1996 年 1 月到 2 月间上证指数出现一个圆弧底形态,半径为 207 点,突破点为 530 点,最小涨幅目标应为  $207 + 530 = 737$  点,实际上 4 月 30 日到达 739 点后回落,出现阶段性顶部,证实了这一预测公式。

(5)股价快速向上突破圆弧底形态时进货为最后时机。不过如能观察出明显的圆弧底将形成,仍然以圆弧底的右边、即缓慢上涨时进货为佳。不要过早介入以防形态有变造成损失。圆弧底是一种明显而缓慢的过程,有充分的观察时间和行动机会。

图 5.3.37 说明:1993 年 7 月至 8 月的上证指数日线图上形成了一个不太明显的圆弧底。根据前面讲解的理论进货则收获甚丰。但是这一形态并不是传统理论中的圆底,从传统理论中找不到根据,只有通过扩展概念的圆弧底理论,才能发现这个并不标准的弧形,甚至可以说它是由两个左右弧形组合而成,但是仍可按一个圆弧底进行操作,右边弧形的两次回档都是进货时机,如在底部进货更佳。

## 十八、潜伏顶

形态形成过程(见图 5.3.38):

股价经过一段时间上升后在某个变动不大的区域极缓慢而细微地变动,随时间的延长几乎是一条水平的直线,之后突然向下突破,这即是潜伏顶。

理论意义要点:



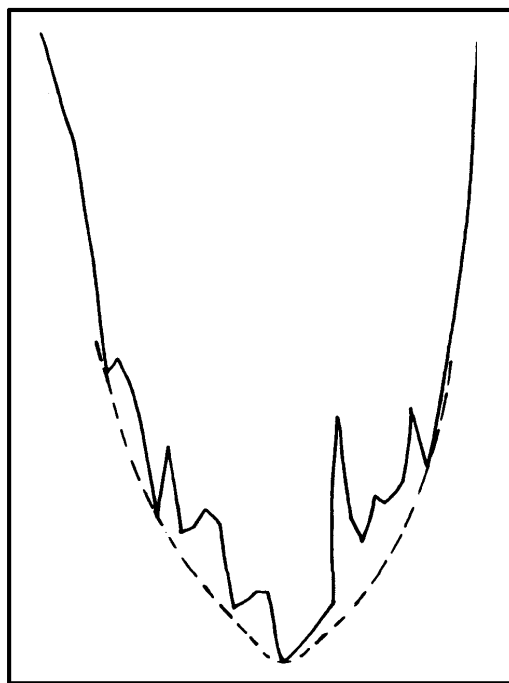


图 5.3.37 实战例 圆弧底

(1) 潜伏顶的成交量极少, 突破时成交量放大。

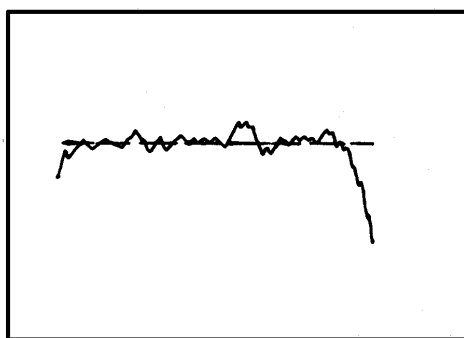


图 5.3.38 潜伏顶

(2) 潜伏顶形态一般只有冷门股才出现。

实战经验谈:

(1) 潜伏顶是一种反转形态,可以出现在大、中、小行情的局部高点形成短期或长期顶部,图形大小决定其作用大小。

(2) 潜伏顶的未来方向是向下的。

(3) 潜伏顶一般出现于冷门股。

(4) 从实践来看,可以把潜伏顶理解成“平顶”,即股价走了较长时间的平台之后向下突破(见图 5.3.39),如果两边略有下沉,则可按圆弧顶操作。

(5) 投资者在股价突然出现向下突破时出货为较好的也是最后的时机。不要过早出货以防形态有变造成损失。

图 5.3.39 说明:1994 年 9 月的长春华联股票日线图上在 5.4 元至 6 元之间走了近一个月的平台整理,最后向下突破,可以看作一种潜伏顶。尽管它并不符合理论上潜伏顶的成交量极少的要求,在平顶时的最大成交量有过 1599 万股的记录。但是从形态上却完全可按潜伏顶

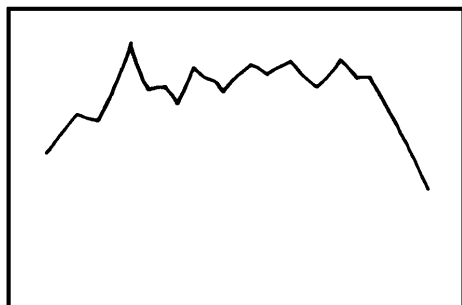


图 5.3.39 实战例 潜伏顶

的理论操作。

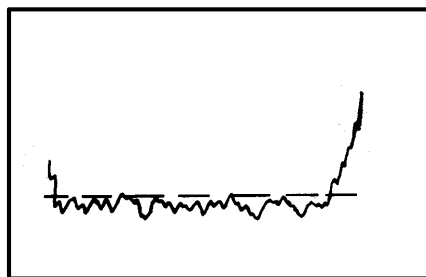


图 5.3.40 潜伏底

## 十九、潜伏底

形态形成过程(见图 5.3.40):

股价经过一段长时间下跌后在某个变动不大的区域内缓慢地做小幅振动,随着时间的延长几乎是一条水平的直线,之后突然向上突破,形成潜伏底。

理论意义要点:

- (1)潜伏底的成交量极少,向上突破时成交量剧放。
- (2)潜伏底形态一般只有冷门股才出现。

实战经验谈:

- (1)潜伏底是一种反转形态,可以出现在大、中、小行情的局部低点形成短期或长期底部,图形大小决定其作用大小。
- (2)潜伏底的未来方向是向上的。
- (3)潜伏底一般出现于冷门股。

不要因为股价小幅盘整了几天(指日线图),就贸然断定是潜伏底,要仔细辨认。1994年7月初,上证指数在430点附近刚刚横盘几天,就有人匆忙下结论说“上证指数要走潜伏底”,结

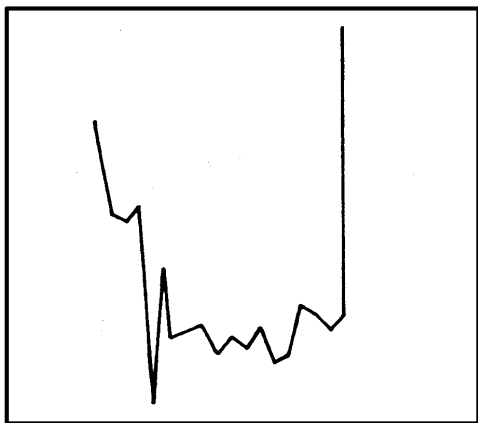


图 5.3.41 实战例潜伏底

果又是错误判断。

(4)从实践来看,可以把潜伏底理解成“平底”即股价走了较长时间的平台之后向上突破。如果两边略有上翘,则可按圆弧底操作。

(5)投资者在股价突然出现向上突破时进货为较好的也是最后的时机。不要过早介入以防形态有变造成损失。股价走平台时是潜伏顶还是潜伏底较难区别。

图 5.3.41 说明:1995年4月28日至5月17日共13个交易日中,上证指数在570点至580点附近仅十余点的范围内走平台。5月18日突然以跳空向上突破完成了这个潜伏底形态,三天内即达926点,这是形态加消息共同作用的结果。

## 二十、反三角形(喇叭形)

形态形成过程(见图 5.3.42):

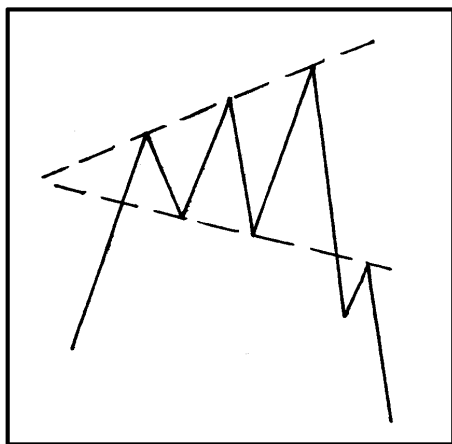


图 5.3.42 反三角形

前面讲过的全部三角形形态都是向右侧(包括右上方或右下方)收敛的,而反三角形正好相反,是向左侧收敛的。在反三角形形态内,股价不断创出新高点,由高点连成一条向右上方倾斜的直线,形成上边,同时股价不断创出新低点,由低点连成一条向右下方倾斜的直线形成下边,上下边构成一个向右方发散的喇叭形,即反三角形形态。

理论意义要点:

- (1)反三角形形态内成交量呈现不规则变化,没有规律。
- (2)反三角形是一种弱市信号,股价未来发展方向向下。
- (3)股价未来下跌幅度极大。

实战经验谈(见图 5.3.43):

- (1)反三角形是一种重要反转形态。可以出现在大、中、小行情的局部高点形成短期或长期顶部,图形大小决定其作用大小。
- (2)反三角形一般伴随着市场情绪以及交易的极度活跃。形态较难辨认。
- (3)投资者应以股价向下突破反三角形的下边时为最后出货时机。应避免过早行动以防形态有变造成损失。

图 5.3.43 说明:1993 年 4 月至 5 月,上证指数日线图上出现了一个较难辨认的反三角形形态。当时市场气氛仍然火爆,多数人认为能冲过 1558 点,再创新天价,可借仅至 1390 点附近即转头向下,之后在 1140 点附近整理,这时形态已经形成,如能及时发现、及时出货则不仅能避免长期套牢之苦,解出的资金日后还大有赚钱余地。

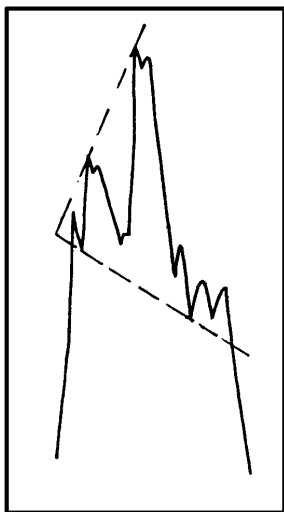


图 5.3.43 实战例 反三角形

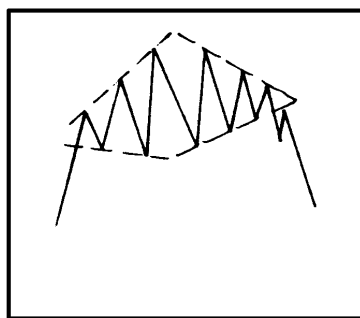


图 5.3.44 菱形

## 二十一、菱 形

形态形成过程(见图 5.3.44):

菱形一般出现在顶部,出现在底部或中途的极少。图形特点是左边一个反三角形、右边一个对称三角形,两者组合而成菱形形态。

理论意义要点：

(1) 菱形形态的成交量在左边的反三角形形成时呈现不规则变化，在右边对称三角形形成时是从左向右递减的，突破时成交量放大。

(2) 菱形的未来发展方向一般是下跌，其他情况出现概率较小。

(3) 股价未来下跌幅度极大。

实战经验谈：

(1) 菱形形态是一种重要反转形态。可以出现在大、中、小行情的局部高点形成长期或短期顶部。图形大小决定其作用大小。

(2) 菱形一般伴随着市场情绪以及交易的极度活跃。此形态较少出现。

(3) 由于菱形是由反三角形与对称三角形组合而成，因此其作用也是反三角形与对称三角形作用的叠加。如此思路会有助于研判。

(4) 投资者应以股价向下突破菱形中对称三角形的下边时为最后出货时机。避免过早行动以防形态有变。

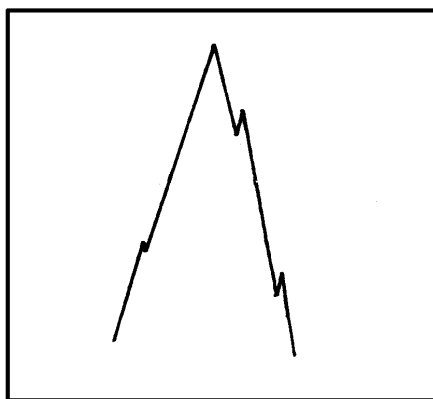


图 5.3.45 V 形顶

## 二十二、V 形反转(V 形顶与 V 形底)

形态形成过程(见图 5.3.45 和图 5.3.46)：

对于“反转”的概念已经很熟悉了，一般认为大牛市的底部才称为反转，但本书中的概念有所不同，笔者认为所谓“反转”仅仅是描述一种由涨变跌或由跌变涨的过程，并未对未来的涨跌幅度和持续时间有任何保证。所以对“反转”的应用范围可以大大放宽，在大、中、小行情中可以有大有小，正像各种形态在大中小行情中的作用一样可大可小。

单日反转是指股价当天上涨后又在当天开始一个下跌过程(或当天下跌后又反转上涨)的“一天完成式”反转。

双日(或叫两日)反转是指股价第一天上涨后在第二天开始一个下跌过程(或第一天下跌

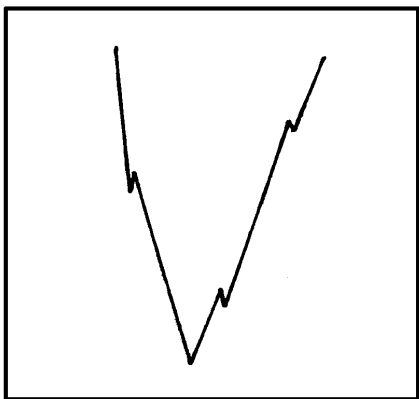


图 5.3.46 V 形底

后第二天反转)的“两天完成式”反转。

V 形反转作为一种形态是描述股价几乎直上直下的一种“V”字形急剧变化形式。分为 V 形顶和 V 形底。

V 形顶是股价经过急速上升过程后突然以单日反转或双日反转形式出现急速、近乎垂直的下跌过程的形态。

V 形底是股价经过急速下跌过程后突然以单日反转或双日反转形式出现急速、近乎垂直的上涨过程的形态。

理论意义要点：

在 V 形反转形态中股价变化速度极快，难以抓住时机。

实战经验谈(见图 5.3.47)：

(1) V 形反转形态中的成交量一般是增加的。

(2) V 形反转是一种重要反转形态。可以出现在大、中、小行情的局部高点(或低点)形成长期或短期顶部(或底部)。图形大小决定其作用大小。

(3) V 形反转出现之前，股价在快速上涨(或下跌)中会大幅跳跃出现跳空缺口(见 K 线理论)，反转的出现往往是突然出现的对股市有重大影响的事件造成的。由于突然变化带来的快速反方向运行使投资者难辨真伪从而把握不住时机。

(4) V 形反转之前或之后有时会出现平台整理。

(5) 从实践经验看，如果在 V 形反转发生的一瞬间醒悟则应立刻行动：见 V 形顶出货，见 V 形底进货。如果当时未能及时行动则应再仔细观察。因为稍晚一步很可能 V 形反转的涨幅(或跌幅)已完成一半了，要立刻警惕接最后一棒或是出货在谷底。总之一个字：快。

图 5—3—47 说明：1994 年初至 1994 年 9 月的上证指数日线图是一个醒目的 v 形底形态。在下跌过程中连续出现跳空缺口，反转的发生正是由于突发事件——国务院、证监会关于股市建设的四大利好政策突然公布造成的。仅用了五天时间就一举收复了数个月的下跌幅度，可见此形态之快速。



图 5.3.47 实战例 V 形底

## 第二节 K 线

### 一、什么是 K 线

K 线是古代日本人在米市中使用的一种计算工具,也有人称为蜡烛图。现代人把它用于股票、期货等市场时效果极佳,已经成为证券市场技术分析的最重要手段之一。在各种证券行情传播和评论中广泛使用,作为投资者不可不知。

K 线作为股价的描述手段形象地反映了供求关系的变化,因此可以把 K 线理解为又一种股价形态分析。

### 二、K 线的表示

K 线的画法很简单,在以股价为纵轴、时间为横轴的平面直角坐标系中,首先定好股价和时间的适当单位,然后就可以开始画 K 线了。

假设某股票某日开盘价是  $a$ , 收盘价是  $b$ , 当天最高价是  $m$ , 当天最低价是  $n$ 。在坐标纸上找到这天时间所对应的横坐标, 在纵坐标为  $a$  的价位处画一短横线表示开盘价, 在同日的纵坐标为  $b$  处画一短横线表示收盘价, 再用两条平行的短竖线把上述两个短横线两端分别封闭连



接构成一个小矩形,此矩形叫做 K 线的实体部分。如果收盘价  $b$  高于开盘价  $a$ ,则称此 K 线为阳线或红线;如果收盘价  $b$  低于开盘价  $a$ ,则称此线为阴线或黑线,需把矩形内描黑(见图

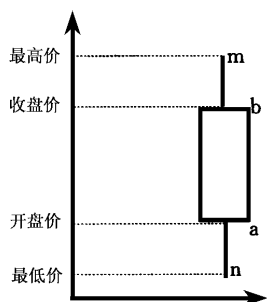


图 5.3.48 K 线(阳线)

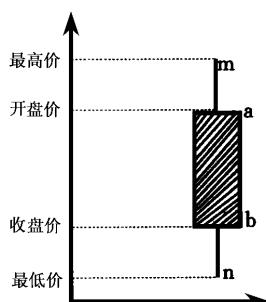


图 5.3.49 K 线(阴线)

5.3.48 和图 5.3.49)。

如果收盘价  $b$  高于开盘价  $a$ ,则在 K 线实体中  $b$  线在上  $a$  线在下,从同日的最高价  $m$  向下引一条直线与  $b$  线垂直相连,此直线称为上影线;从同日的最低位  $n$  向上引一条直线与  $a$  线垂直相连,此直线称为下影线(见图 5.3.48)。

如果收盘价  $b$  低于开盘价  $a$ ,则在 K 线实体中  $a$  线在上  $b$  线在下,从同日的最高价  $m$  的价位向下引一条直线与  $a$  线垂直相连,此直线称为上影线;从同日的最低位  $n$  向上引一条直线与  $b$  线垂直相连,此直线称为下影线(见图 5.3.49)。

如果 K 线用红蓝(或红黑)色标记,则当 K 线实体为阳线时用红色来描画 K 线(包括实体和上下影线);当 K 线实体为阴线时用蓝色(或黑色)描画 K 线(包括实体和上下影线),并且阴线实体的小矩形要用同一颜色填满。

如果用同一种颜色标记 K 线更要把阴线实体填满以示区别。

至此一根 K 线就画完了,其中要点是开盘价和收盘价构成 K 线实体,从最高价和最低价向 K 线实体做垂直线但不要穿进实体,分别构成上影线和下影线。

从 K 线画法得知:K 线可以表示开盘价、收盘价、最高价和最低价四组价格及其相互关系。K 线分为阳线和阴线。

### 三、周 K 线、月 K 线、年 K 线及其他

上文所讲的 K 线表示的是某一天的行情概况,称为日 K 线。以开盘价、收盘价、最高价和最低价四组价格代表某一时段的行情概况,简洁并且充分,所以在不同时间段的分析中大量使用 K 线表示,依表示的时间段的不同分为周 K 线、月 K 线、年 K 线等。

周 K 线表示一周的行情概况,周 K 线的开盘价是一周内第一个交易日的开盘价,周 K 线的收盘价是一周内最后一个交易日的收盘价,最高价是指一周内的最高价,最低价是指一周内的最低价。

月 K 线表示一个月的行情概况,月 K 线的开盘价是当月内第一个交易日的开盘价,月 K

线的收盘价是当月内最后一个交易日的收盘价,最高价是指当月内的最高价,最低价是指当月内的最低价。

年 K 线表示一年的行情概况,年 K 线的开盘价是当年内第一个交易日的开盘价,年 K 线的收盘价是当年内最后一个交易日的收盘价,最高价是指当年内的最高价,最低价是指当年内的最低价。

周 K 线、月 K 线、年 K 线的画法与日 K 线相同。

除上述 K 线外,投资者有时需要研究其他时间段的行情,也可以用 K 线分析。

例如把一日内的行情分为上午市和下午市,这样可把一天的行情分为两条 K 线,画法原理不变,例如下午市的 K 线开盘价是下午开盘后第一个成交价格。还可以进行更细的分解,画十分钟、一小时的 K 线,原理同上。

不同时间段的 K 线有不同的作用,短时间段 K 线可以观察短期市场变化,长时间段的 K 线可以观察长期趋势或中期趋势,如周 K 线、月 K 线在分析中有大量应用。

#### 四、K 线实例

下表是 1995 年 2 月 8 日上海股市几支股票的行情报表:

表 5.3.1 行情报表

单位:元

名 称	开盘价	收盘价	最低价	最高价
真空	2.68	2.7	2.64	2.73
金桥	14.7	14.74	14.55	14.92
亚通	12.8	13	12.8	13
成量	2.48	2.5	2.48	2.5
汾酒	3.27	3.36	3.27	3.4
国泰	6.9	6.9	6.8	6.9
万象	11.3	11.3	11.2	11.44
凌桥	15.8	15.8	15.6	16.03
劝业	3.5	3.5	3.5	3.53
复华	8.48	8.34	8.22	8.48
三普	7.58	7.52	7.42	7.65
联华	8.6	8.4	8.4	8.6

以下分别用 K 线表示上述各股票的价格:

从图 5.3.50 中可以看到,在实际市场中的 K 线并不都是统一形式的,K 线的表现形式可以有许多种。图 5.3.50 中的真空、金桥是较标准的阳线,而亚通、成量尽管也是阳线,但它们

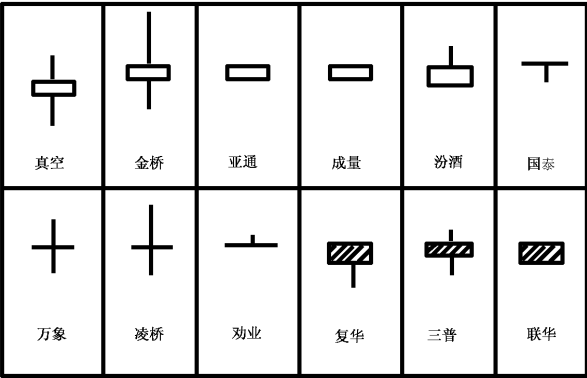


图 5.3.50 K 线实例

的最高价和最低价分别与收盘价和开盘价重合而表现不出来；汾酒的 K 线中只有最高价表现出来而最低价与开盘价重合也表现不出来；万象、凌桥的开盘价和收盘价相同，结果形成一个十字架形态；国泰和劝业各自的开盘价和收盘价也相同但又分别表现不出最高价和最低价；三普是较标准的阴线；复华的形式类似于汾酒，但却是阴线；联华的形式类似于亚通但却是阴线。

由 K 线实例看到 K 线的多种表现形式，这里引出一个问题：这么多种形式分别代表什么意义呢？这是下一节所要讲的重要问题：K 线的意义。

五、K 线形式归纳

K 线的表现形式归纳起来有以下几种变化：

- (1) 阳线和阴线的变化（开盘价和收盘价的比较）；
- (2) K 线实体长度的变化（开盘价和收盘价的比较）；  
    K 线长度的变化（最高价和最低价的比较）；
- (3) 上影线的有无及长度变化（最高价提示）；  
    下影线的有无及长度变化（最低价提示）；
- (4) 今日 K 线与昨日以及前几日 K 线的比较。

在上述几种变化中，今日 K 线与昨日以及前几日 K 线的比较属于 K 线组合的范围，下面几节再予讨论，前面三种变化均属于单纯一根 K 线的表示意义，下面以分解方式讲述其含义。

六、阳线和阴线

从 K 线定义可知，收盘价高于开盘价叫阳线（见图 5.3.48），收盘价低于开盘价叫阴线（见图 5.3.49）。阴阳线的定义是 K 线的突出特色，一个名称概括了一日内的大致行情走势（以日 K 线讨论，下同）。

阴线表示当日开盘于较高价位，之后的总趋势是一个下跌过程，最后收盘于较低价位，代

表当日市场走势是一个弱市,供求关系中由空方占据主动地位。预示未来走势继续下跌可能较大。

阳线表示当日开盘于较低价位,之后的总趋势是一个上涨过程,最后收盘于较高价位,代表当日市场走势是一个强市,供求关系中由多方占据主动地位。预示未来走势继续上涨可能较大。

## 七、K 线长度与 K 线实体长度

K 线的长度和 K 线实体长度在 K 线研判中具有极重要意义。这里的 K 线长度是指从最高价到最低价的 K 线全长,K 线实体长度是指从开盘价到收盘价的距离。

如果一条 K 线很长,说明股价在全日出现了很大的变化,它代表一个剧烈的振荡过程,说明市场内动力充足,股价变化速度极快,市场处于空前活跃期;如果 K 线很短,说明股价在全日变化不大,代表一个平缓的过程,市场内动力不足(有时不是动力不足而是力量极强的多空双方获得一个短时平衡点),股价变化速度不大,市场处于休整期,往往是剧烈动荡的前夜(见图 5.3.51 中的 K 线长短比较)。

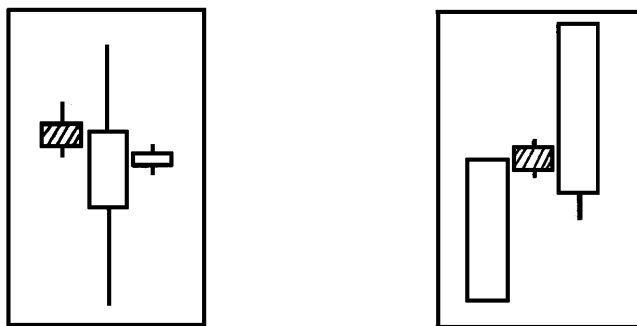


图 5.3.51 K 线长短代表动力 图 5.3.52 阳线实体越长上升趋势越强

如果一条 K 线不但总体很长,而且在总长之中 K 线实体长度占绝大部分,叫长阳线或长阴线。则说明市场在剧烈动荡中出现了强烈的单向走势(通称单边势,即多空之中有一方占据绝对优势)。如果是长阳线,说明全日走势是一个强烈上涨过程,市场内多方力量占压倒优势,股价上涨速度很快,市场处于多方控制局面的活跃期,通常预示强烈上涨(见图 5.3.52 中的长阳线)。如果是长阴线,说明全日走势是一个强烈下跌过程,市场内空方力量占压倒优势,股价下跌速度很快,市场处于空方控制局面的活跃期,通常预示强烈下跌(见图 5.3.53 中的长阴线)。

如果一条 K 线实体很短,即小阳线或小阴线(又称极阳线或极阴线),说明市场内股价变化不大,动力不足,不管是多方还是空方都没有绝对优势,小阳线是多方略占上风,小阴线是空方略占上风。不过在一个明确的上升趋势中出现的小阴线或一个明确下降趋势中出现的小阳

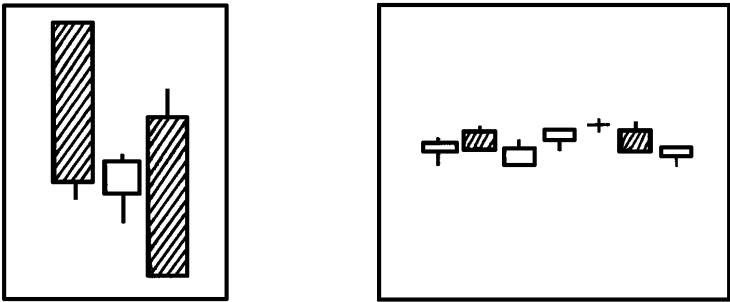


图 5.3.53 阴线实体越长下降趋势越强 图 5.3.54 小阴线小阳线代表盘整期

线则是一种表面平稳的假象,背后隐藏着杀机,即在小阴小阳中表面上稍占劣势的一方其实只是未用全力,像战争中一方不乘胜追击而是诈败后退,引诱敌方进入自己的伏击圈再一举歼灭敌方主力,为大举进攻扫除障碍。总之小阴或小阳代表股价变化速度不大,市场处于近似平衡的休整期,对未来走势的预示不明,只是提醒投资者应密切观察,市场处于要出现重大变化的敏感期。

如果 K 线的收盘价等于开盘价(如图 5.3.50 中的国泰、凌桥),则 K 线实体长度为零,这是 K 线的特殊形式,说明经过一天的激战,股价又回到了原来价位,证明了这一价位突出的平衡作用。如果上、下影线齐全,则构成一个十字架形状,叫十字星(如图 5.3.50 中的万象、凌桥),这是股价平衡态的最高形式,充分表现了多空双方的势均力敌。

总体上说,K 线长度和 K 线实体长度与 K 线是阴线还是阳线同样重要,也是 K 线研判技术的关键。

八、上影线和下影线

K 线中的上影线和下影线也很重要。表现形式分为长上影线(或下影线)、短上影线(或下

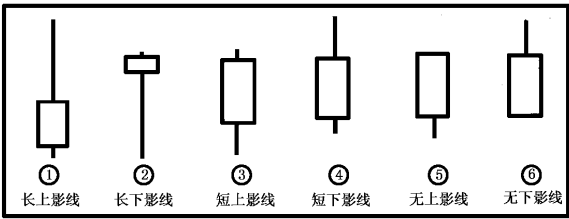


图 5.3.55 影线变化(阳线)

影线)、无上影线(或下影线)(见图 5.3.55 和图 5.3.56)。

如果出现长上影线,特别是长度两倍于实体以上的上影线,说明当天出现强烈上涨后又强烈下跌的过程,表示多方付出巨大努力推动股价上涨后又被空方击退。多空双方力量均很强,

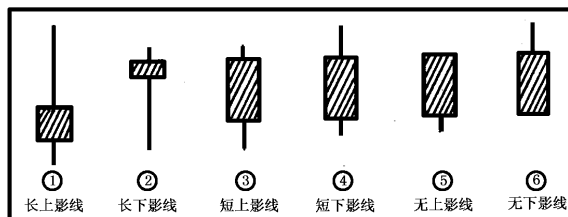


图 5.3.56 影线变化(阴线)

但全日争斗结果是空方胜利地击退了对方的进攻(见图 5.3.55①和图 5.3.56①)。这里有两个要点:一是长上影线代表多方先进攻,二是结果空方防守成功,多方进攻失败。则后市很可能是多方继续败退,由进攻转为防守,空方则会乘胜追击,由防守转为进攻。所以长上影线常是见顶标志,预示一个上升趋势可能要完结。至少可以表示上涨阻力非常沉重。

如果出现长下影线,特别是两倍于实体以上的下影线,说明当天出现强烈下跌后又强烈上涨的过程,表示空方付出巨大努力打压股价下跌后又被多方击退。多空双方力量均很强,但全日争斗结果是多方胜利击退了对方的进攻。这里有两个要点:一是长下影线代表空方先进攻,二是结果多方防守成功,空方进攻失败(见图 5.3.55②和图 5.3.56②)。则后市很可能是空方继续败退,由进攻转为防守,多方则会乘胜追击,由防守转为进攻。所以长下影线常是见底标志,预示一个下降趋势可能要完结。至少可以表示下档支撑非常坚强。

如果阳 K 线没有上影线(俗称光头,见图 5.3.55⑤),则最高价是当天收盘价,代表全日上涨过程在尾市达到高潮,表明投资者对后市普遍看好的心理明朗化,如果又是长阳线则代表强烈上涨过程的最高形式,表示多方的完全胜利。

如果阴线没有上影线(见图 5.3.56⑤),则最高价是当天开盘价,代表市场追高意愿淡薄,开盘价未获绝大多数人认可,多数人认可的平衡点应在其下方。

如果 K 线没有下影线(俗称光脚),又是阴线(见图 5.3.56⑥),则最低价是当天收盘价,代表全日下跌过程在尾市达到高潮,表明投资者对后市普遍看淡的心理明朗化,如果又是长阴线则代表强烈下跌过程的最高形式,表示空方的完全胜利。

如果阳线没有下影线(见图 5.3.55⑥),则最低价是当天开盘价,代表市场沽售杀跌意愿不强,开盘价未获绝大多数人认可,多数人认可的平衡点应在其上方。

相对较短的上影线或下影线意义不太大,影线越短就越接近光头或光脚的 K 线含义,短小的上影线或下影线仅代表上涨或下跌过程中的小回档或小反弹过程,对主要过程影响不大,后市预测主要看是阴线还是阳线及其长度(见图 5.3.55③和④、图 5.3.56③和④)。

### 第三节 实践中的 K 线观

#### 一、实践中的 K 线观与 K 线要素

以 K 线进行市场分析和利用其他指标分析一样,中心是不能拘泥于理论模式本身,要一切从实践出发,在实践中体会 K 线的预测功能,这样可以弥补许多理论上的不足与缺陷,这就是实践中的 K 线观。

利用 K 线分析行情的核心是什么?到底 K 线的哪些要素能够给我们的预测提供启示?上一节中以分解的方式讲解了 K 线的各个组成部分及各自变化形式的意义,但 K 线毕竟是一个整体,需要进行整体研判。

在 K 线意义中,K 线是阴线还是阳线代表了一日的总体趋势方向;K 线及其实体是长还是短代表了一日的振荡幅度,是市场内在动力大小的表现(其中实体长度又代表了趋势强弱);上下影线则代表了趋势是否受阻以及阻力大小,是一种转折信号。K 线正是由这三种要素综合而成,可概括为:

- (1)阴阳代表总体趋势。
- (2)长短代表内在动力和趋势强弱。
- (3)影线代表转折信号。

K 线的整体研判从三个要素出发是 K 线分析形成体系的关键。K 线分析是对三个要素分析的综合,比如阴(阳)线越长代表市场趋势越明显、市场动力越充足,影线越长代表转折信号越强烈等等。

因为 K 线是由三要素组合而成,而在三要素之中 K 线长短变化和影线长短的变化是无限的,所以 K 线的变化也是无限的,其中每一种细小的变化(如细小的长短变化)均会影响 K 线分析的结论确定性。可见,事实上无法例举出全部的 K 线变化形式,只有从三要素的原理上去理解 K 线的丰富含义才能进行成功的 K 线分析。

#### 二、各种形式 K 线相互关系与 K 线转化图

虽然 K 线的变化是无限的,不能例举出全部变化形式,但在实践中可以发现,K 线不同的表现形式之间是有规律可循的。

前文讲过,光头光脚长阳线是强烈上涨过程的最高形式,即后市看好的极端,光头光脚的长阴线是强烈下跌过程的最高形式,即后市看坏的极端;十字星是多空双方平衡态的最高形式。这样确立了各种形式 K 线意义中的两个极端和一个中心点。其他所有形式 K 线的意义都介于两个极端之间。下面从 K 线三要素入手系统分析一下各种形式 K 线的关系及转化问题。

- (1)阴阳线相互关系与转化图。

K 线的阴阳变化代表总体趋势。从平衡态到极端形式,是一个逐渐变化的过程。阴阳与长短两要素密不可分。

十字星代表多空双方的力量平衡。当某日 K 线的收盘价格略微高出开盘价一点点则出现一个实体很小的阳线,它比纯正的十字星略微偏多方一点,但是分析理论认为这种 K 线仍然代表多空双方的大致平衡,于是称其为阳十字。

如果一条阳线的实体只是较小却不是“很小”,则此 K 线比阳十字更多地偏于多方;如果是一条小阳线,则明确地代表多方略占上风;如果是一条中阳线,则代表多方占据明显优势;如果是一条长阳线,则代表多方占据压倒性的绝对优势。

当某日 K 线的收盘价格略微低于开盘价一点点则出现一个实体很小的阴线,它比纯正的十字星略微偏空方一点,但分析理论认为这种 K 线仍然代表多空双方的大致平衡,于是称其为阴十字。

如果一条阴线的实体只是较小却不是“很小”,则此 K 线比阴十字更多地偏于空方;如果是一条小阴线,则明确地代表空方略占上风;如果是一条中阴线,则代表空方占据明显优势;如果是一条长阴线,则代表空方占据压倒性的绝对优势。

由上所述,从十字星、阳十字、小阳线、中阳线、长阳线,这一组 K 线形式从多空平衡态开始代表多方优势越来越明显的变化过程,直到趋向于多方完全胜利的极端形式。十字星、阴十字、小阴线、中阴线、长阴线,这一组 K 线形式从多空平衡态开始代表空方优势越来越明显的变化过程,直到趋向于空方完全胜利的极端形式。这是在两个极端之间 K 线形式的渐变过程,它们代表了各种 K 线形式间的相互关系及其转化。当某种力量(多方或空方)发挥到极端形式,出现长阳线或长阴线,往往会力量使尽导致趋势逆转,出现反向的长阴或长阳,说明 K 线的两种极端形式也可能相互转化,使得多种 K 线形式的转化形成封闭的环状,这是 K 线之

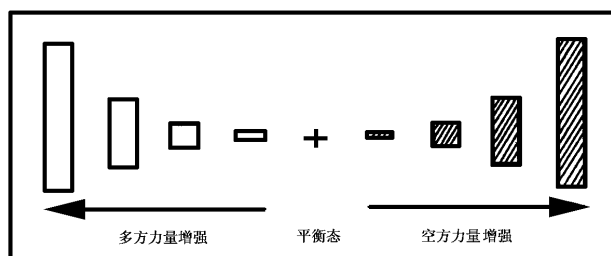


图 5.3.57 阴阳线以及 K 线长度变化关系与转化图

间关系及其转化的完整模型。下面列出阴阳线以及 K 线长度变化关系与转化图。

#### (2) K 线长短相互关系与转化图。

K 线长短代表内在动力大小,其中实体长度又可代表趋势强弱。

如果一条 K 线的最高价、最低价、开盘价和收盘价四个价格都相同,则会出现只有一个价格的现象,K 线只有一条短横线。这在有涨跌停板限制的市场中是极罕见的,它是 K 线长度的最短形式。代表市场处于极度平淡的市况,这时交易非常冷清,成交稀少,多空双方不愿介入市场之中,市场的动力为零。



如果 K 线长度加大会有三种变化：

一是 K 线由小阳线、中阳线到长阳线不断加长,说明多方力量变得越来越强(见图 5.3.57 左侧 K 线)。

二是 K 线由小阴线、中阴线到长阴线不断加长,说明空方力量变得越来越强(见图 5.3.57 右侧 K 线)。

三是 K 线实体变化不大,上影线和下影线越来越长,说明市场内在动力越来越强,多空搏斗越来越激烈(见图 5.3.58)。

K 线长度代表内在动力,这种内在动力往往表现在多方或空方中的某一个方向,另一方表

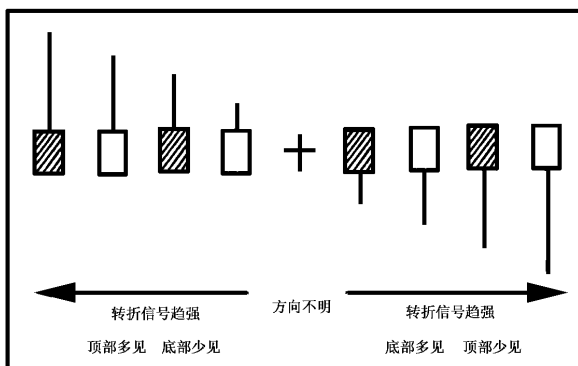


图 5.3.58 影线长短关系与转化图

现不足,所以长度与阴阳两要素之间不能分别研判,只能一起分析。

K 线长度的变化是无限的,这也是一个渐变的过程,并融合在阴阳变化之中,其转化图可参见图 5.3.57。

(3)影线长短相互关系与转化图。

影线长短代表市场转折信号。

影线越长代表转折信号越强烈。一般以两倍于实体以上的上影线代表强烈见顶信号(少数情况下是见底信号,见图 5.3.58),以两倍于实体以上的下影线代表强烈见底信号(少数情况下是见顶信号,见图 5.3.58)。

影线越短转折的可能越小,在同一条 K 线的上下影线中应该重点参考较长的那条影线,它代表主要的转折方向。这一点可以极大简化 K 线的研判。

影线长短的变化也是一个渐变过程,由长上影线到短影线,再到长下影线表示由强烈见顶信号到弱信号再到强烈见底信号的过程,见转化图 5.3.58。

由影线的长短、有无之变化可以产生出多种特殊 K 线,见下面讨论。

### 三、影线变化导致的特殊 K 线

特殊 K 线主要指十字线、无上影线、无下影线、超长上影线、超长下影线等。它的讨论与

K 线实体密不可分。

如果 K 线长度很小,则不管是小阴线还是小阳线,是十字线、丁字线(十字线中无上影线)还是倒丁字线(十字线无下影线),光头还是光脚,结果都代表市场处于平稳过程,市场动力不足,股价变动不快,市场处于休整期或是动荡的前夜。

如果 K 线实体具有一定长度,影线与实体的比例在 1 : 1 以内(指较长的那条影线),则不管是什么类型的 K 线,均以是阴线还是阳线以及实体长短变化为主要判断依据,影线只是总体趋势中的小插曲,即回档或是反弹,不具重要转折意义。

如果 K 线的影线与实体的比例在 1 : 1 以上,则表示一种趋势受阻的现象,特别是在 2 : 1 以上的超长上影线或超长下影线代表强烈转折信号,这种特殊 K 线必须牢记。

十字星也是一种特殊 K 线,代表市场多空平衡态。

光头光脚也是特殊 K 线,代表没有转折信号的明确趋势,实体越长趋势越确定,但是需要防备“否极泰来”、“乐极生悲”的长阳向长阴的转折或长阴向长阳的转折也有可能出现。

#### 四、K 线组合分析新思维

前几节讨论了单根 K 线的意义,但在实践中遇到的全部是多根 K 线的组合变化形式,所以对 K 线组合不能进行熟练研判仍然不能使用 K 线分析。

K 线的变化形式是无限的,K 线组合的变化形式也是无限的。所以用举例的方法指出几根 K 线组合的代表意义无法穷尽所有可能。同时从实践中的 K 线观来看,市场是变化的,K 线组合的意义在不同时间、不同场合也是变化的,即使完全相同的 K 线组合也会有不同的变化结果。所以把几根 K 线组合的意义固定不变并不符合市场实际。在研究 K 线组合的意义时,必须解剖原理,追寻核心,进行归纳,这就是研究 K 线组合时的新思维。实践中的 K 线观并不排斥传统理论中的精华,而是传统理论精华与新思维的结合,是传统理论的发展。

#### 五、K 线组合的分析

研判 K 线组合,即分析多根 K 线的组合的意义,离不开单根 K 线的意义。

(1)从位置关系研判 K 线组合。

K 线与 K 线之间的位置关系是 K 线组合中的最重要问题,是 K 线组合意义不同于单根 K 线意义的最大区别。

K 线实体的中点在 K 线分析中具有重要意义,下一根 K 线是否突破前一根 K 线的中点是行情逆转的标志。如果前一根 K 线是阳线,当下一根 K 线在它的中点附近或以上运行时说明上涨趋势在维持;如果下一根 K 线在它的上影线位置,说明后市继续上涨可能很大;如果下一根 K 线在上影线以上位置时说明上涨趋势强烈;反之,如果下一根 K 线在前一根阳线中点以下时说明上涨趋势难以继续;如果下一根 K 线在阳线的下影线位置,说明上涨趋势可能已经逆转;如果下一根 K 线在阳线下影线以下位置时说明后市很不妙,空方已经开始大举反攻(见图 5.3.59 左)。

如果前一根 K 线是阴线,当下一根 K 线在它的中点附近或以下运行时说明下跌趋势在维持;如果下一根 K 线在它的下影线位置说明后市继续下跌可能很大;如果下一根 K 线在下影

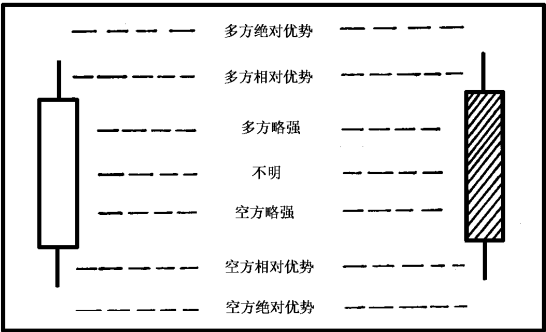


图 5.3.59 K 线组合位置关系图

线以下位置时说明下跌趋势强烈；反之，如果下一根 K 线在阴线中点以上时说明下跌趋势难以继续；如果下一根 K 线在阴线的上影线位置，说明下跌趋势可能已经逆转；如果下一根 K 线在阴线上影线以上位置时说明后市很有利于多方并且多方已经开始大举反攻（见图 5.3.59 右）。

以上是从两根 K 线的相对位置关系进行分析，从中可以得到很多启发。总之，从一根 K 线的中点出发，下一根 K 线可以有七种相对位置关系：

表 5.3.2 K 线组合位置关系表

处于前一根 K 线的位置	代表后市意义
上影线以上	多方绝对优势
上影线	多方相对优势
实体上半部	多方略强
中点附近	不明
实体下半部	空方略强
下影线	空方相对优势
下影线以下	空方绝对优势

由图 5.3.59 和表 5.3.2 可以看出，只要下一根 K 线的位置（特别是收盘价位置）高于前一根 K 线的中点就代表后市看好，反之则看淡后市。这里不考虑后一根 K 线是什么形式，可简化判断。判断时只要掌握“位置越高越看多，越低越看空”的原则即可。

在两根 K 线组合的位置关系中，后一根 K 线相对于前一根 K 线的位置“越高越多，越低越空”是分析时的基本原则之一。但这不是预测的全部依据。两根 K 线组合的意义不止决定于位置关系，还决定于它们各自的 K 线要素，比如是阴线还是阳线，其长度（包括实体长度）、影线长短等，并且两根 K 线各种要素的比较也有重要意义。总之，K 线组合分析是位置关系和 K 线要素两方面分析的综合，正确掌握这两方面的意义才能进行 K 线组合分析。

对于多根 K 线位置关系的研判,可以采取分解的办法,分成二根一组进行分析,第二根 K 线比第一根 K 线可以依照上表的结论分析,第三根 K 线再比第二根 K 线可以同样分析……依次下去可得出 K 线组合的大体结论。

如果用后两根 K 线比前一根 K 线,可以把后两根 K 线合并成一根 K 线来看,即把后两根 K 线中第一根的开盘价做总的开盘价,第二根 K 线的收盘价做总的收盘价,再找出最高价和最低价,用合并后的一根 K 线去对比前一根 K 线,即可得出用两根 K 线比前一根 K 线的结论。

如果用后一根 K 线比前两根 K 线,用后两根 K 线比前两根 K 线等进一步变化,原理仍然是表 5.3.2 的比较标准,同样可用 K 线合并的方法进行分析,可以得出与传统理论相同的结论。传统理论只能举例说明部分 K 线组合形式,而依照上面所述对多根 K 线采取分解合并分析法却可以囊括 K 线组合位置关系的所有情况,即使 K 线组合的数目很多也可以运用。可把所有 K 线分解为几组,每组 K 线合并成一根 K 线后进行 K 线组合分析。应注意的是,在用于分析的各组 K 线中的数目不应相差过多,尽量用同数量 K 线进行分组比较。

分解合并分析法是解剖原理,找出原理的核心效果,是把分析手段教给投资者而不是仅仅把结论告诉投资者。

#### (2)从 K 线要素研判 K 线组合。

从位置关系分析 K 线组合意义是最重要的手段,但仅有这一手段还不行,还要从 K 线要素进行分析,作为对位置关系的补充。

位置关系的核心是“越高越好,越低越空”。但还有一些特例。这些特例就是 K 线要素造成的,即:阴阳代表总体趋势,长短代表内在动力,影线代表转折信号。

假如前一根 K 线是一条阴线,第二天向下跳空开盘,全天交易在阴线之下,形成一根十字星。从位置关系来看后市仍不看好,但是应该注意十字星是代表多空双方力量平衡的信号。此时此地出现十字星说明空方进攻到这里时力量优势已经消失,多空双方已经势均力敌。既然双方力量近似,则后市谁胜谁败还不一定,要看第三根 K 线。如果第三根 K 线是继续向下的阴线,说明空方加强了攻势,平衡再次打破,后市不妙(见图 5.3.60)。如果第三根 K 线是阳线,则可运用“分解合并”分析法进行分析。首先把十字线和后一根阳线分为一组再合并成一根 K 线,和第一根 K 线比较,如果合并后的 K 线收盘价超过了第一根 K 线的中点,则后市看好,这是一种典型的见底回升的 K 线组合例子。被有些分析者称为“早晨之星”(见图 5.3.61)。

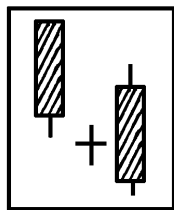


图 5.3.60 继续下跌

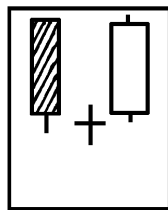


图 5.3.61 底部十字星

假如前一根 K 线是一条阳线,第二天向上跳空开盘,全天交易在阳线之上,形成一根十字星。从位置关系来看后市很好,但此时此地出现十字星说明多方进攻至此已经不占优势,多空双方已经势均力敌,力量近似,后市胜负不一定,要看第三根 K 线。如果第三根 K 线是继续向上的阳线,说明多方加强了攻势,平衡再次打破,后市看好(见图 5.3.62)。如果第三根 K 线是阴线,则可运用“分解合并”分析法进行分析。首先把十字线和后一根阴线分为一组,合并成一根 K 线,再和第一根 K 线比较,如果合并后的 K 线收盘价低于第一根 K 线的中点,则后市看淡,这是一种典型的见顶回落的 K 线组合例子。被有些分析者称为“黄昏之星”(见图 5.3.63)。

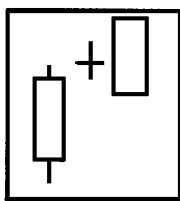


图 5.3.62 继续上涨

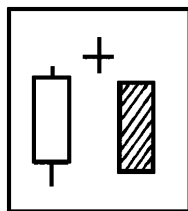


图 5.3.63 顶部十字星

在上述两个例子中,从位置关系判断 K 线组合明显容易失误,只有加入对单根 K 线要素的分析再结合位置分析才能得出正确结论。

在上述例子中不仅是十字星可以起到修正位置分析的作用,还可以用其他代表转折信号的特殊 K 线代替十字星,例如用带有超长上影线或超长下影线的 K 线去代替上面两个例子中的十字星,仍然会有相同的结论,用极阳线、极阴线代替例子中的十字星结论也一样,采用替换法可以把上述例子扩展为形态相似、结论相同的一族转折形态,见下图,这是同一族底部形态,与图 5.3.61 的底部十字星的含义基本相同,顶部形态也可进行同样替换。

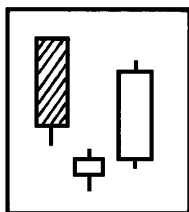


图 5.3.64 底部小阳线

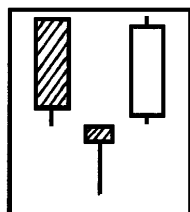


图 5.3.65 底部超长下影线

如果第一根 K 线是阳线,第二根 K 线长度很短,是一根小阴线或小阳线,位置在第一根 K 线的实体部分,被第一根 K 线“包吃”,从位置上说是不太明朗的局面,但从 K 线要素分析却能

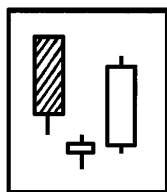


图 5.3.66 底部阳十字

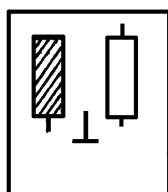


图 5.3.67 底部倒丁字线

得出明确结论。小阴线或小阳线代表市场动力不足。第一根阳线代表多方优势,但多方获胜时不能乘胜前进却突然后退并且动力不足,那多方还有什么力量继续进攻?显然力不从心,不但不能前进而且因为力量不足也会防守不住,所以这种组合表示空方进攻即将开始(见图 5.3.68)。

如果第一根 K 线是阴线,第二根 K 线长度很短,是一根小阴线或小阳线,位置在阴线的实体部分,被第一根 K 线包吃。用 K 线要素分析:阴线出现,空方获胜,不能乘胜进攻却后退并且出现动力不足,则空方不可能再次进攻,动力不足也会防守不住,所以这种组合表示多方进攻即将开始。但是第二根 K 线在第一根 K 线实体的中点以上收盘还是以下收盘又是决定转

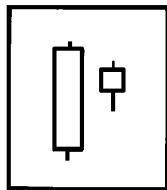


图 5.3.68 被包吃

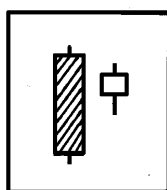


图 5.3.69 被包吃

折可靠性的重要因素,位置和 K 线要素应共同分析(见图 5.3.69)。

以上两例是代表动力的 K 线要素——K 线长度在 K 线组合分析中的作用,类似的例子很多。例如当第二根 K 线的最高价比第一根 K 线的最高价还高,最低价比第一根 K 线的最低价还低时,情况恰恰相反:是第二根 K 线包容吃掉了第一根 K 线,说明第二天的市场振荡加大,动力加强,所以第二天 K 线要比第一天 K 线有力,后市主要决定于第二根 K 线是阴线还是阳线(见图 5.3.70 和图 5.3.71)。小结这几种情况:第一根 K 线包容第二根 K 线,后市与第一根 K 线趋势相反;第二根 K 线吃掉第一根 K 线,后市与第二根 K 线趋势相同。

以上是用 K 线要素研判 K 线组合的说明例子,其根据依然是前几节中单根 K 线阴阳、长短和影线的意义。

研判 K 线组合即是把 K 线之间位置关系分析和 K 线要素分析相结合得出综合结论。

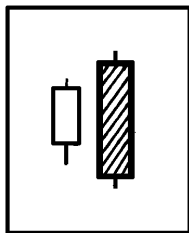


图 5.3.70 包吃

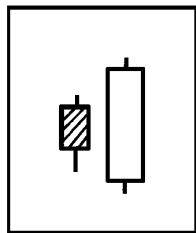


图 5.3.71 包吃

## 第四节 K 线组合与趋势

### 一、趋势中的 K 线组合

K 线也是形态分析方法之一,形态分析是对趋势的分析,所以 K 线与趋势是密不可分的。如果把单根 K 线比做元素,K 线组合就是由元素组成的材料,趋势则是由材料组成的产品。

K 线只有在趋势中才有生命力。

对一个单纯的 K 线组合可以分析出一个明确的结论。但在趋势之中这一结论不一定正确。即在趋势中相同的 K 线组合可能出现不同的结果。

举例来说,从前面的分析可知十字星、超长影线都代表转折信号,但在趋势中这却不一定。例如十字星等特殊 K 线可以出现在趋势的许多地方,并不代表都会出现转折。有发出正确转折信号的 K 线组合,也有发出无效的错误信号的 K 线组合,一切都要看趋势的发展而定。

趋势分为发生、发展到结束三个阶段,K 线组合的分析要依照这个大环境进行:在下降趋势末期观察上升趋势发生的转折信号;在上升趋势发展中观察保持趋势持续的动力信号;在上升趋势末期观察下降趋势发生的转折信号,之后再观察下降趋势持续的动力信号……,这是一个顺序循环的过程。

在趋势中正确的 K 线组合分析应是上文所讲的次序,不可颠倒。例如在上升趋势末期仍然一厢情愿地去寻找反转向上的 K 线组合,为自己的主观看法去搜寻理论依据,这会吃大亏的。

从实践观点看,分析趋势之中的 K 线组合最忌讳规定固定的模式。例如“高价圈连续三阴代表下跌”、“低价圈连续三阳代表上涨”、“向上跳空小阴线或小阳线代表下跌”、“向下跳空小阴线或小阳线代表上涨”等等众多固定 K 线组合模式中,不仅许多专家、分析师的观点截然不同,而且在实践中可以看到比比皆是的相反结果的例子,使得这些固定 K 线组合的结论不完全实用,迫使投资者另寻他途。

还有一些 K 线组合,例如“向上跳空”和“向下跳空”则说法不一,各自都有实例为证(例如

1994年3月和8月两次跳空),使投资者无所适从。

针对上述问题,笔者认为K线组合在趋势中的研判应该放弃固定的模式,做到“K线有形而心中无形”,牢牢掌握“越高越好,越低越空”的核心以及“分解合并”分析法,再结合K线要素即可应付实战中遇到的问题,分别各种实际情况加以解决,而不是因循固守于某种“套路”,不是教条地照搬理论上的结论,这正是股战韬略在实战中的最重要的一点。

掌握“越高越好,越低越空”可以概括众多K线组合的本质并加深理解。例如“长阴下跌”、“长阳上涨”不正是越高越好,越低越空吗?

在初步掌握“越高越好,越低越空”的概念之后,再进一步学习会发现,这个原理也不是绝对的!“阳线越长、越高代表上涨趋势越强”基本正确,但是当上涨趋势过于猛烈到过了头时,往往会走向它的反面:下跌。“阴线越长、越低代表下跌趋势越强”基本正确,但是当下跌趋势过于猛烈到过了头时,往往会走向它的反面:上涨。这是“物极必反、否极泰来”的道理,也是对“越高越好,越低越空”的必要补充。根据这一原理,当趋势发展中出现连续几根阳线或连续几根阴线时要特别警惕趋势极有可能发生转变。沪深股市已经多次出现这种走势。

K线组合在趋势中还会形成各种形态,如三角形、矩形、旗形、楔形以及M头、W底、头肩顶、头肩底等等,所以说K线分析也属于形态分析,可以依照形态分析方法进行分析,这是K线图分析的最重要方法之一。

总之,在K线分析中可以运用形态分析方法,K线三要素,以及“越高越好,越低越空,物极必反”的原理和“分解合并”的方法进行研判,还要结合运用其他理论、指标,参考宏观环境变化等因素,机动灵活,才能做出正确分析。市场中符合理论模式的分析不一定就是正确的分析,只有符合市场实际情况的分析才是正确的分析。市场中没有一成不变的固定套路,分析者也不应太书生气、过于教条。

## 二、K线图中趋势线的画法

在趋势线讲解中讲了对单纯的股价线(一般是收盘价)的趋势线画法,但在K线图中则较复杂。

K线分为影线和实体两部分,相对应的趋势线也有两种画法:

一种是以上下影线为准画趋势线。

如果是上升趋势,则寻找K线图中两个明显的低点连成上升趋势线。低点一般选择下影线的突出低点,但如果光脚的(无下影线)K线是明显的低点也可以选做画趋势线的低点之一(见图5.3.72)。

如果是下降趋势,则寻找K线图中两个明显的高点连成下降趋势线。高点选择一般是上影线的突出高点,但如果光头的(无上影线)K线是明显的高点也可以选做画趋势线的高点之一(见图5.3.73)。

注意趋势线应选择与水平线成 $30^{\circ}\sim 60^{\circ}$ 的角度线有效性强。

第二种是以K线实体为准画趋势线。

如果是上升趋势,则寻找K线图中除去下影线后的两个明显的低点连成上升趋势线。也就是说选择K线实体的明显低点画趋势线(见图5.3.74)。



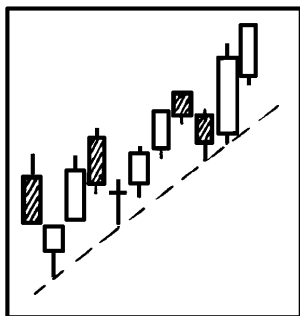


图 5.3.72 K 线上升趋势线(1)

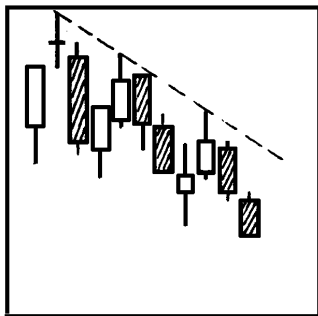


图 5.3.73 K 线下降趋势线(1)

如果是下降趋势,则寻找 K 线图中除去上影线后的两个明显的高点连成下降趋势线。即

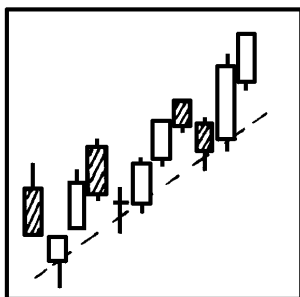


图 5.3.74 K 线上升趋势线(2)

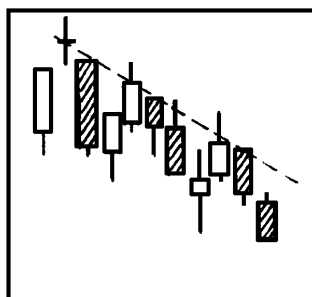


图 5.3.75 K 线下降趋势线(2)

选择 K 线实体的明显高点画趋势线(见图 5.3.75)。

这里同样要选择  $30^{\circ} \sim 60^{\circ}$  的趋势线。

以上两种画法在实践中都有使用,难分优劣。通常认为以实体为准画趋势线可靠性高些,不过以影线为准画趋势线也是可行的,只要所选的影线不是投资者操作失误或市场过分冲动造成的即可,而且以影线画趋势线图形大、明显,也有好处。不管用哪种方法画趋势线,对趋势未来走势的分析结论应该一致,至少很接近才对,用这一要求可以对比两种画法的趋势线,相互对照能够检验所选的趋势线是否正确。

### 三、K 线组合在趋势中的特殊形态 缺口与岛形反转

#### 1. 缺口

缺口指某根 K 线与前一根 K 线之间出现没有交易的空白价位区。促使 K 线产生缺口的买卖动作叫跳空,缺口往往是强烈的消息刺激造成的。

如果缺口是在某天 K 线的最低价与前一天 K 线的最高价之间出现的,叫向上跳空(见图 5.3.76);如果缺口是在某天 K 线的最高价与前一天 K 线的最低价之间出现的,叫向下跳空(见图 5.3.77)。

缺口出现后,经过一段时间,股价又重新回到缺口处的空白价位区进行交易的现象叫补缺口或封闭缺口(见图 5.3.76 和图 5.3.77)。

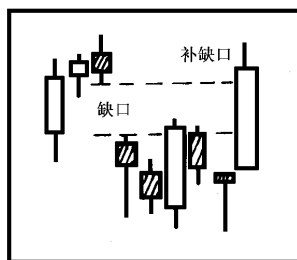
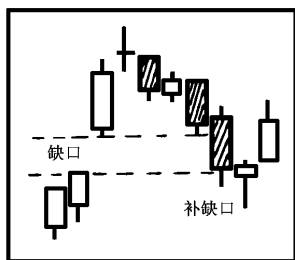


图 5.3.76 向上跳空缺口和补缺口

图 5.3.77 向下跳空缺口与补缺口

因为缺口往往是在外界条件突然改变时由投资人的冲动造成的,事后经过市场对刺激的逐渐消化和投资人恢复理智,基本上都会产生补缺口现象。

缺口分为普通缺口、突破缺口、持续缺口和竭尽缺口。

理论上认为缺口在三天内不封闭,应该在三星期内封闭。如果缺口较长时间没有封闭,便是分析趋势的很重要标志。如果一个缺口不是普通缺口,一般会被下一个中级行情封闭,如果下一个中级行情未能封闭,则会被更大一级的下一轮牛市或熊市封闭,间隔时间可能较长。

普通缺口是指在出现缺口的前后,股价始终在一个较窄的区间内盘整波动,没有明显的突破方向,这个缺口就叫普通缺口。普通缺口意义不大,一般应该在三天内封闭(见图 5.3.78)。

如果股价在一种整理形态结束时突然以向上或向下跳空的形式向某个方向有效突破,结束盘整局面,这个缺口叫突破缺口(见图 5.3.78)。突破缺口意味着一段上升或下跌趋势的正式展开。如果是向上跳空缺口,则此缺口在股价回档时会成为支撑区;如果是向下跳空缺口,则此缺口在股价反弹时会成为阻力区。确认突破缺口的有效性:出现向上突破缺口应该有持续的较大成交量配合,不管向上还是向下的突破缺口三天内不应该封闭,短期内不会封闭;向下突破缺口也应有成交量放大现象,短期内不会封闭。

在突破缺口出现后,趋势向某方向运行,再次出现缺口时有可能是持续缺口。它需要后几天的趋势方向没有改变、在缺口处获得支撑或阻力,三天内不补缺才能确认。持续缺口代表原有趋势仍将持续。持续缺口往往会出现在一段趋势的中间,可以根据持续缺口到突破缺口的距离预测未来股价的运行幅度,所以持续缺口具有测量股价运行距离的功能,又叫“度量缺口”。持续缺口可以出现好几个,连续出现持续缺口意味着原有趋势将要结束。

在一个趋势运行末期出现缺口,并且在几天之内被封闭,如果是向上跳空缺口并伴随着天量的出现;如果是向下跳空缺口并伴随着地量的出现,则此缺口即为竭尽缺口。竭尽缺口代表原有趋势即将结束。

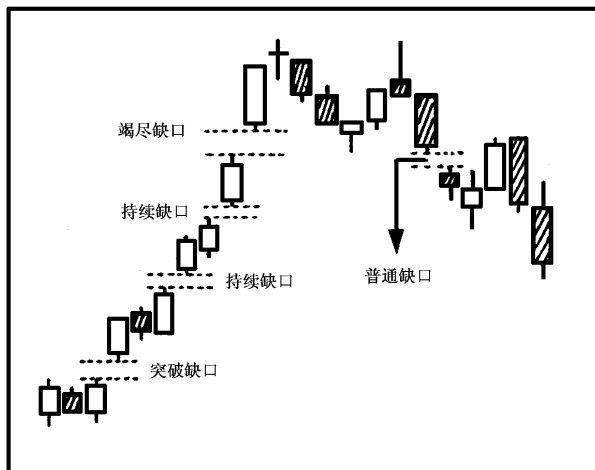


图 5.3.78 缺口

毋庸置疑,除去普通缺口之外,突破缺口、持续缺口、竭尽缺口在趋势分析中占有重要地位,掌握缺口分析技巧有助于判断能力的提高。但是在实践中分辨缺口的性质以及利用缺口测量涨跌幅并不是一件容易事,不仅需要理论的指导,更需要丰富的经验。

在 1996 年 11 月到 12 月初的暴涨过程中,上证指数分别出现了三个缺口,即:1036—1056 的突破缺口,1170—1180 的持续缺口,1220—1230 的竭尽缺口,如果懂得缺口理论的话,不但不会在一片盲目乐观气氛中冒险追涨买入,反而会在缺口理论的指示下成功地顶部出货,利润必将十分丰厚,充分证明了技术分析手段的强大作用。

突破缺口和持续缺口出现后,一般会被下一个相反的趋势所封闭。但是在封闭前将会发挥至少一次的支撑或阻力作用,而且通常也只有一次比较有效,第二次往往反弹高度不足手续费,时间也就一两个小时。

下面是上海股市中的一些缺口实例:

图 5.3.79 是 1993 年 8 月至 9 月上证指数在 900 点附近盘整时的 K 线图,8 月 25 日向上跳空走出一根带长上影线的小阳线,在 895 至 904 之间留下一个缺口 a,之后第三天 K 线即将其封闭,盘整仍旧。说明是一个普通缺口。9 月 3 日再次出现从 901 点到 905 点的缺口 b,第四天封闭,紧接着又出现 926 至 933 的缺口 c,第二天即被封闭,说明也是普通缺口。

图 5.3.80 是 1994 年 1 月底至 2 月初的上证指数 K 线图。

其中 a、b、c、d 四个缺口均为普通缺口,1 月 24 日出现的 812 点至 824 点的缺口 a;在第二天被补上多半,第三天完全封闭。1 月 31 日出现向下跳空的从 795 至 781 点的缺口 b 在五天后才被完全封闭,尽管过了三天的理论限定,但实际上仍然是普通缺口。由此可见,理论上的三天内封闭的限定不过是一个概括性的说法,从统计上多数情况是三天内封闭,但也有推迟一二天的情况。如缺口 c 和 d,2 月 3 日出现从 771 点至 776 点的缺口 c 是第四个交易日才封闭的,都是普通缺口。

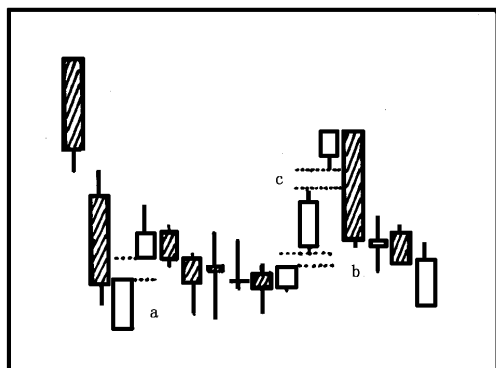


图 5.3.79 普通缺口

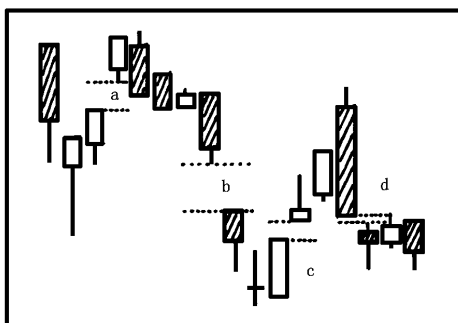


图 5.3.80 补缺的时限问题

图 5.3.81 是上证指数 1993 年 7 月底至 8 月中的 K 线图。

其中 7 月 29 日从 799 点至 801 点出现的缺口即是突破缺口 a,带来了一段中级上升行情,该缺口近三个月后才被封闭。8 月 9 日从 860 至 865 点、8 月 12 日从 883 点至 903 点、8 月 13 日从 917 点至 922 点连续出现持续缺口 b、c、d,标志着尽管行情仍可上涨,但也预示此轮中级上涨行情将要结束。正像股谚所说:股价三跳空,其势已尽。从中间的 8 月 12 日持续缺口到 7 月 29 日突破缺口计算: $903 - 801 = 102$  点, $903 + 102 = 1005$  点。即预测目标为 1005 点。果然在 8 月 16 日出现从 947 至 972 的竭尽性缺口 e,8 月 17 日开盘后没多长时间就向下突破,失去了刚刚攻克的千点大关。第三天封闭了竭尽缺口,最后于 10 月 25 日以向下跳空形式补上了 7 月 29 日的突破缺口,之后又逐渐封闭了几个持续性缺口,完成一轮循环。这里需说明的是,缺口可以用另一个缺口进行封闭,即用缺口补缺口,也是有效的(见图 5.3.83 的缺口 a 被缺口 b 封闭)。

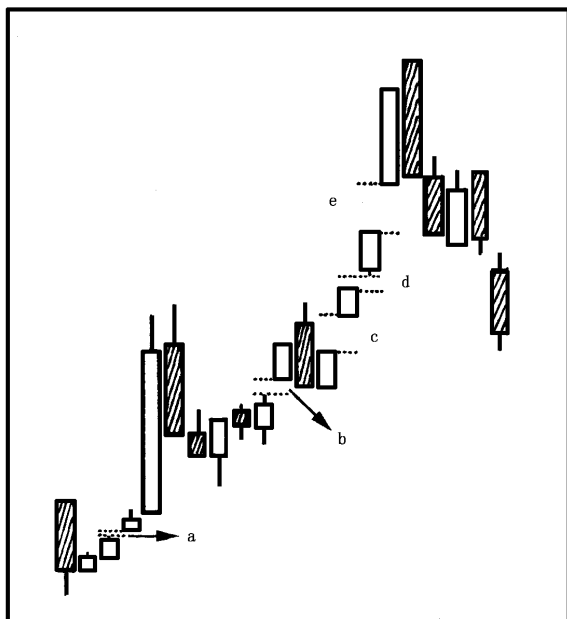


图 5.3.81 重要缺口

图 5.3.82 是 1994 年 8 月至 9 月上证指数的线形图。其中 8 月 1 日从 338 点到 378 点是突破缺口①, 8 月 4 日从 525 点到 534 点是持续缺口②, 在 8 月 22 日出现一个向下跳空缺口③第二天就封闭显然是普通缺口, 这时在 9 月 5 日又出现了从 830 点到 868 点的缺口④。这里作为一个缺口理论的实际应用问题, 在不知道后来结果的情况下如何分析预测呢?

笔者当时是这样分析的: 第一要明确缺口④是什么性质, 是持续缺口还是竭尽缺口? 第二是未来的上涨空间还有多大?

首先假定缺口④是竭尽缺口, 则缺口②应该是持续缺口。但是从缺口②到缺口①的中心距离是  $(534 + 525)/2 - (378 + 338)/2 = 172$  点,  $520 + 172 = 692$  点, 也就是说以缺口②为中心计算的涨幅目标 692 点已经远远低于 9 月 5 日的 830 到 868 的中心点 849 点。说明这一假定不成立。于是可以确定缺口④是持续缺口。

缺口④的性质确定后, 笔者预计后市有几种可能: 一是再出现一个持续缺口和一个竭尽缺口; 二是出现连续的持续缺口; 三是只出现竭尽缺口。如果是第一种可能, 则未来涨幅应以缺口④到缺口①的距离进行预测, 那得出的数值是相当大的, 结合市场情况看不太可能(基本分析从略); 如果连续出现持续缺口, 本身就说明将要见顶; 需要计算的只有第三种可能: 出现竭尽缺口。这时会出现四个有效缺口, 分布于以 700 点附近密集区为中心的两侧。根据对称原则, 笔者设想从持续缺口②到突破缺口①的距离应该大致等于持续缺口④到未来的竭尽缺口⑤的距离。则有  $(534 + 525)/2 - (378 + 338)/2 = 172$  点,  $849 + 172 = 1021$  点, 就是说, 未来的竭尽缺口⑤应该出现于 1021 点附近。

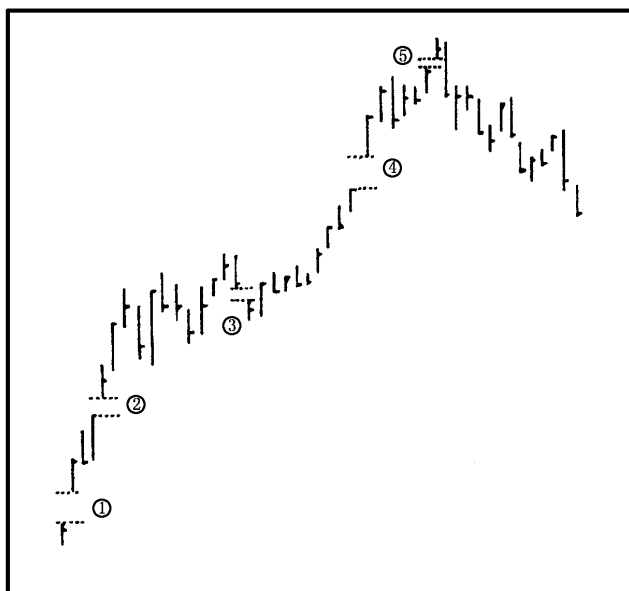


图 5.3.82 缺口测量

预测分析后的行动方针可以确定为：如果真的在 1021 点附近出现缺口，首先当做竭尽缺口处理，全部清仓出货，然后观望。果然，9 月 13 日出现了从 1023 点到 1025 点的竭尽缺口 ⑤，证实了笔者的判断，笔者当天全部出货。

#### (2) 岛形反转。

岛形反转是指在趋势的末期出现竭尽缺口之后，趋势逆转运行，出现与原来趋势相反的突破缺口，开始新的趋势，这时在 K 线图上出现由一个原趋势的竭尽缺口和一个新趋势的突破缺口形成的和前后 K 线分裂开的孤岛形状，叫做岛形反转。见图 5.3.83。

岛形反转与 V 形反转一样是一种强烈反转形态，通常它的变化速度很快，极具威胁，常给投资者造成巨大损失。

图 5.3.83 表现了 1994 年 3 月 16 日前后上海股市中的上柴股票出现的岛形反转，它同时还是单日反转和 V 形反转，K 线是带两倍于实体的上影线的阴线，从这些特征就足以看到它的危险极大。3 月 15 日它的最高价是 16.48 元，成交量 877 万，16 日最低价是 17 元，成交量 1065 万，17 日最高价 16.5 元，成交量 253 万。从成交量中看到在 16 日的 17 元以上经过了充分的换手，说明绝大部分人手中的持股成本均在 16 日最低价 17 元以上，可是 17 日一开盘就是 16.5 元，并且成为全天的最高价，之后步步走低，成交量大幅下降，说明在这突如其来的单日岛形反转中大部分人无计可施又不忍心割肉，被迫长期套牢。1994 年 7 月底的上柴股价曾达 4.75 元，损失达 72%。可见岛形反转的威力。

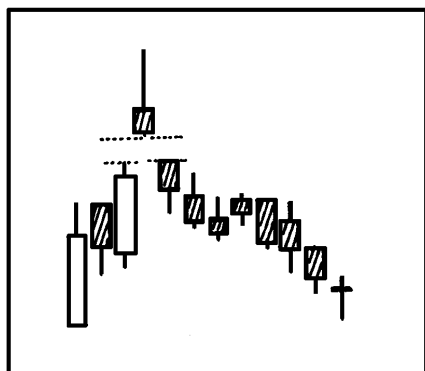


图 5.3.83 岛形反转和补缺口

## 第五节 线形图和宝塔线

### 一、线形图(直线图)原理与应用

学习了 K 线图理论,再来理解线形图是很容易的。

线形图又叫直线图,由西方证券市场分析师发明,主要原理与 K 线图不谋而合。

线形图的画法是:首先在以股价为纵轴,时间为横轴构成的平面直角坐标中选好时间单位,例如以一天为单位,在纵轴上找到当天对应的最高价和最低价,用直线连成一个竖直的线段,再找到开盘价位置,在线段的左侧画一个短横线,找到收盘价位置,在线段的右侧画一个短横线。线形图就画完了。实践中不少人认为开盘价不如收盘价重要,所以常常省略开盘横线,只剩下类似“卜”字的形状,确实是预卜后市的好工具之一。

线形图结构简单,可以反映股价趋势变化的主要轨迹和方向,市场中被广泛应用。它的主要原理与 K 线图类似,保留了 K 线三要素中的长短一项要素。如果画上开盘价,还可以看到上下影线并体会出与阴阳线同样的方向感(从开盘向收盘)。所以实践中可以把线形图当做简化的 K 线图使用。

线形图划分为日线图、周线图、月线图和年线图等等不同时间段,原理和 K 线图相同。

下面是用线形图表示的上证指数 1994 年 8 月至 1995 年 1 月周线图。

## 二、K 线图与线形图

K 线图与线形图的对比充分反映了在证券市场分析领域中东西方社会的思维方式差异。

K 线图细腻形象,反映市场信息充分全面;线形图简洁明快,手工绘图方便。在实践中完全可以把这两种分析手段结合起来,在长期的市场观察中手工绘图使用线形图,在使用计算机绘图时应用 K 线图,两者结合使用,可以长短互补,方便投资者。

## 三、宝塔线

宝塔线是对股价宏观运行趋势的研究,其形状与 K 线类似,并且以 K 线为其绘图基础。

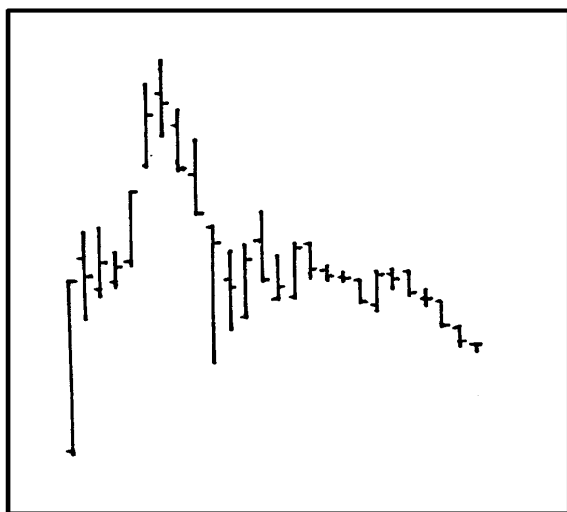


图 5.3.84 上证指数 1994 年 8 月至 1995 年 1 月线形图(周线图)

宝塔线以白线表示上升,以黑线表示下降,宝塔线的黑白均为矩形实体不带上下影线。

如果一根 K 线是阳线并且比前面三根阴线总和还长,则宝塔线翻白;如果一根阴线比前面三根阳线总和还长,则宝塔线翻黑。

宝塔线的买卖信号主要表现在大趋势上。如果宝塔线翻白,则上升趋势将持续一段时间,如果宝塔线翻黑,则下降趋势将持续一段时间。所以当宝塔线翻白时应买入,当宝塔线翻黑时应卖出。不过,当股价处于盘整时宝塔线翻黑翻白的信号会比较频繁,无效信号较多,当盘局出现时应出局观望。只有下跌一段时间后宝塔线翻白的买入信号和上涨一段时间后宝塔线翻黑的卖出信号才比较可靠。

宝塔线的实用价值不如 K 线,并且不能单独使用。



## 第六节 ○×图

### 一、○×图画法

○×图,又叫点数图或圈叉图,是股价形态分析的又一种手段。

○×图中仍然以纵坐标代表股价,横轴代表时间,分别以记号“×”和“○”代表股价涨跌变化。上涨画“×”,下跌画“○”。但在○×图中的横轴时间没有固定单位,○×图的画法是以股价变动是否达到规定幅度决定画不画新的“○”或“×”符号的。

下面说明一下○×图的画法:

在一张带小方格的坐标纸上,首先定好纵坐标的单位,比如一个方格代表1元,则纵坐标的每个方格分别代表0—1元,1—2元,3—4元……,以此类推。当股价上涨到某一格的价位时在相应价位画“×”,当股价下跌到某一格的价位时在相应价位画“○”。例如以上涨过程中某股为例,如果是1元1个方格,当某日价格波幅为11.53元~13.1元,即在11~14元的三个方格中分别画三个“×”记号,如果是11.2元~13.9元,则在○×图标记中与上例没有区别,说明○×图是一个粗略描述股价,重点在大势的分析手段。

当第一天数值画出后,如果是“×”记号,要确定下一天的数值时需要看这一天的最高价是否比前一天的最高价还高一个方格以上的价位,如果高于前一天则在同一列“×”记的上面继续补齐“×”记号直到今天最高价位置,如果不高于前一天最高价则不画。是否转列要看今天最低价是否比前一天的最低价还低一个方格以上的价位,如果低于前一天则向右另起一列,向下画“○”直到今天最低价位置,如果不低于前一天则不画。

如果前一天的数值是“○”记号,需要观察下一天的最低价是否比前一天的最低价还低一个方格以上的价位,如果低于前一天则在同一列“○”记的下面继续补齐“○”记号直到今天最低价位置,如果不低于前一天最低价则不画。是否转列要看今天最高价是否比前一天最高价还高一个方格以上的价位,如果高于前一天则向右另起一列向上画“×”直到今天最高价位置,如果不高于前一天则不画。

如果只以收盘价为准画○×图,则只比较某一天和前一天的收盘价即可,其他原理同上。

### 二、○×图应用

总体描述○×图的特点,可以看出它是以股价是否创新高或创新低为画图依据的,所以○×图对于股价的新高新低描述比较醒目,在○×图中不把时间作为考虑因素,观察目标仅仅是股价的变化,因此在股价盘整期○×图常出现“浓缩”的收敛图形(以三角形为多),股价盘整结束时○×图的突破信号总是最清晰的。所以○×图在确定盘整区间、识别突破信号、设定止损点上有重要作用,总之,○×图是一种重要的股价形态分析手段。

在图 5.3.85 中可以清晰地看到上证指数的几个盘整区间和突破信号,这种突破信号都是

○×图中的标准图形,下面以图 5.3.85 中的实战为主找出○×图标准突破信号。

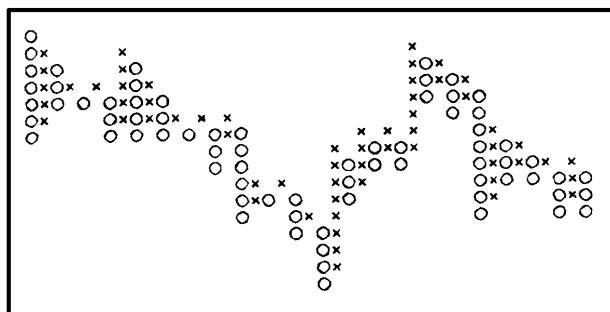


图 5.3.85 上证指数 1993.6 至 1995.4 的○×图

(1) 三角形突破。

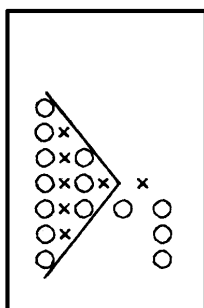


图 5.3.86 ○×图中的三角形突破

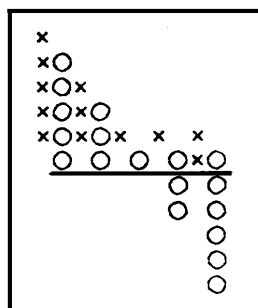


图 5.3.87 ○×图中的平底突破

图 5.3.86 是 1993 年 8 月一轮中级行情结束后,经过 9 月的盘整后于 10 月初向下突破的情况,在○×图上明显地看到股价从三角形盘整的尖端向下突破,之后出现回抽颈线的反弹,后大幅下跌。这里完全适用形态分析中对三角形形态的结论。当股价跌破三角形下边时应该立刻止损卖出。

以上操作法对于三角形整理结束后向上突破也同样适用,只把卖出变为买进。

(2) 平底突破。

图 5.3.87 是上证指数在 1044 点到 750 点形成的平底整理形态,明显是一个收敛的下降三角形,当股价从底边向下突破时应该止损卖出,之后退出观望。特别需要指出的是向下突破后出现了两次对三角形底边的回抽反弹,其中第二次是由“四不”政策引发的大幅反弹,本来给投资者提供了难得的两次逃命机会,但由于市场情况复杂,本是逃命机会却迷惑了大批中小投

资者入套。从○×图明显看出只是反弹。这种教训告诉人们:技术分析可以具有人所缺乏的优势——客观和理智。

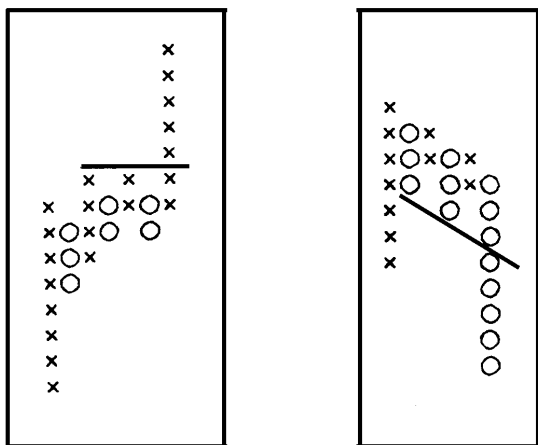


图 5.3.88 ○×图中的平顶突破

图 5.3.89 ○×图中的斜底突破

### (3) 平顶突破。

众所周知 1994 年 8 月至 9 月的短命牛市只有两段行情是最大获利机会,其中第二段行情使不少投资者获利不多,入套不少,好事变坏事。但从图 5.3.88 的○×图形态分析上可以看出,当股价经过 8 月下旬盘整之后向上突破 750—800 点的方格构成的平顶时立即跟进买入,可以充分吃到这一段利润。

### (4) 斜底(斜顶)突破。

图 5.3.89 中可以看到由下跌低点构成的一条倾斜直线,当这条直线构成的斜底被向下突破时即是止损点卖出信号。

同理,当由上涨高点构成的斜顶被向上突破时即是买进信号。

从上面可以看出○×图中盘整的突破信号非常鲜明,是一种重要形态分析手段。但○×图和其他技术分析手段一样有其缺欠和不足。以图 5.3.85 中上证指数为例,此图以 50 点为一个方格单位,可以观察较大行情动向,本来单位已足够大,小行情可以忽略,但由于指标是死的,市场是活的,指标有可能发出虚假信号造成损失。如 1994 年 9 月的 1052 点突破了 1000~1050 点的平顶,发出错误买进信号,其实仅仅因为突破了 2 个点的微小差距,需要分析者剔除这种“放大”效果,在○×图方格单位上可以采用百分之十以下变动不计的方式。这是指标的局限性。

## 第七节 形态结语

### 一、形态分析探索——N形线

纵观各种形态分析,不外乎把股价变化归纳为一种规则的图形,再制定一套标准信号进行研判。总之是经过“深加工”的产品,在市场实践中,笔者感觉尽管以K线为代表的形态分析非常有效,但对于短期信号的表现仍有不足。例如K线如果是十字星,当天尽管收盘价与开盘价相同,但当天走势是先跌后涨再回档还是先涨后跌再反弹,对于后势影响有很大不同,在K线中无法表现。能否有更接近实际走势的形态分析方法呢?

笔者在实践中使用了一种“N形线”,它的代表意义是:以正“N”形或倒“H”形为每天的股价符号,如果是先涨后跌则用正“N”形,“N”形的两个端点分别是开盘价和收盘价,以“N”形中间的两个转折点分别代表当天最高价和最低价;如果是先跌后涨则用倒“H”形,仍然以两个端点代表开盘价和收盘价,以中间的两个转折点代表当天最低价和最高价,当天走势更细的过程忽略不计。

N形线与K线一样,也会有特例,见表5.3.3:

表 5.3.3 K 线与 N 形线比较

K 线	N 形线
光头光脚阳线	向右上方倾斜直线
光头光脚阴线	向右下方倾斜直线
带上影线小阴(阳)线	先跌后涨再跌 倒 H 先涨后跌再涨 正 N
带下影线小阴(阳)线	先跌后涨再跌 倒 H 先涨后跌再涨 正 N
T 形线	V 形线
┐ 形线	Δ 形线
十字线	先跌后涨再跌 倒 H 先涨后跌再涨 正 N

由表中可以看出,N形线比K线更细腻,它不但保留了K线的要素,还补充一个时间要素,即涨跌的先后时间,对当天更详细的行情走势进行了概括,其研判方法与K线类似。

在实践中笔者认为N形线对短线操作帮助较大,特别适用于期货市场,N形线对行情描述更自然,从原理上讲它是更接近于市场实际走势的形态分析方法,对于分析者而言,最终需要面对的不正是行情的实际走势吗?从这一点讲,笔者认为N形线大有回归自然的感觉,可

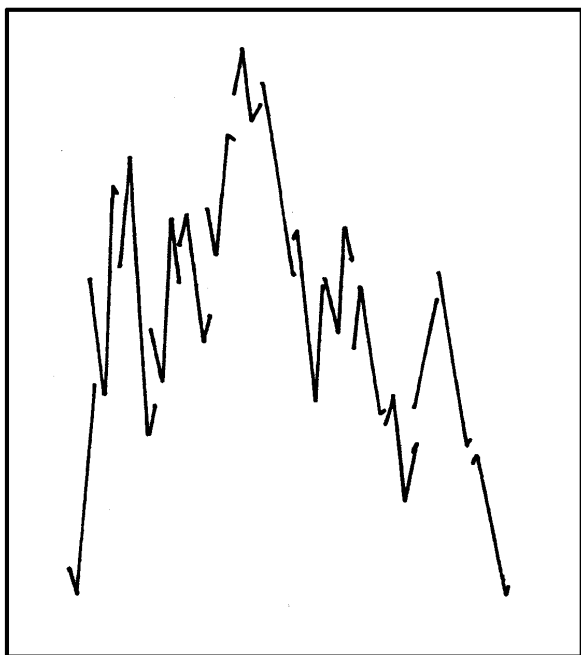


图 5.3.90 上证指数 N 形线(1994.9)

与 K 线一同使用。

除上述各种形态分析手段之外,还有最简单的一种没有提到,就是收盘价曲线。把每天的股票收盘价格记录在以股价为纵轴、时间为横轴的坐标内,用曲线连接即为收盘价曲线,适用于业余长线投资者,以及大势分析使用。

## 二、形态结语

以上讲了各种形态分析,包括图形分析、K 线、线形图、○×图、N 形线等,综合起来看,它们都针对股价变化轨迹所构成的图形形态进行直接分析。这些分析是对股票市场最原始的技术分析,是基础。从另一方面说,分析市场最重要的原则就是要尽可能避免主观因素对分析结果的影响,许多技术指标中的人为痕迹过重,主观因素过多影响了分析的客观性,甚至导致出现一些失败的分析理论,于是有一种返璞归真的实际要求,迫切需要听到完全来自市场本身的声音,这时可以发现恰恰是上述那些“最原始的”技术分析才是距离市场最近的观察点。

返璞归真,让市场自己讲话,也是市场的要求,分析者所能做的只是努力掌握市场的“语言”,学会理解市场,才能顺势而为,常胜不衰。

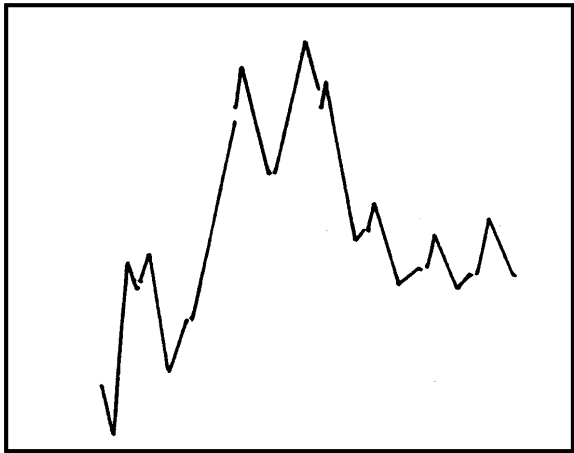


图 5.3.91 北京绿豆期货 113509 品种 N 形线(1995.7)

## 第四章 数值分析

### 第一节 黄金分割比例

#### 一、黄金分割比例并不神秘

黄金分割比例在股市中应用很多,是技术分析中数值分析的主要手段。

黄金分割比例出于一组无限数列中相邻数字间的比例关系,这组无限数列是:

1,1,2,3,5,8,13,21,34,55,89,144,233,377……

此数列又被称做费波南兹数列。在各种介绍费波南兹数列的文章中可以见到“神秘数字”、“神奇数字”、“奇妙数字”、“奇异数字”等等提法,使其蒙上一层神秘色彩,确实使一些初入门者颇怀敬畏之心。所以,提到黄金分割比例应该首先破掉这种故弄玄虚的人为神化。它并不是某些人所说的“宇宙间的神秘力量”所致,只是在人类社会的长期实践中发现的在数学、美学上具有广泛应用价值的一组数字,黄金分割比例并不神秘。

#### 二、费波南兹数列的主要数学特征及应用

费波南兹数列可以由计算公式推导,其公式是:由1开始,每两个数字相加得出的数字即是排在后面的一个数字,无限循环即组成费波南兹数列。即在1,1,2,3,5,8,13,21,34,55……中有: $1+1=2$ , $1+2=3$ , $2+3=5$ , $3+5=8$ , $21+34=55$ ……。

在相邻两个数字中,前一个数字除以后一个数字的比例趋近于无理数0.618033988……,例如 $34/55=0.6181818$ ……,数字越大(越靠后)越接近于上述比例,排在前面的较小数字误差最大。为简便起见这一比例通常取为0.618。

在相邻两个数字中,后一个数字除以前一个数字的比例趋近于无理数1.618033988……,例如 $55/34=1.617647$ ……,数字越大(越靠后)越接近于上述比例,排在前面的较小数字误差最大。为简便起见这一比例通常取为1.618。

在相邻三个数字中,第一个数字除以第三个数字的比例也趋近于一个无理数,通常取为

0.382,例如  $21/55=0.3818$ ,数字越大误差较小,数字小误差大。

在相邻三个数字中,第三个数字除以第一个数字的比例也趋近于一个无理数,通常取为2.618,例如  $55/21=2.619$ ,数字大误差小,数字小误差大。

以上从费波南兹数列中得到了黄金分割比例的重要比例数字:0.382,0.618,1.618,2.618。在长期实践中人们逐渐认识到在产品中运用黄金分割比例作为设计手段会突出地表现出美感。比如书本的长宽比例大量使用黄金分割比例;在美术、摄影作品中通常都把主体表现对象放在画面的黄金分割点上以增强视觉效果……,总之黄金分割比例被大量应用于实践。

对于费波南兹数列的其他数学特征,数学家们也进行了深入研究,发现了其他一些规律,如平方关系和其他比例关系等,由于这些更深入的纯数学研究和股市关系不大,可以不去理会,只清楚一点即可;在费波南兹数列中一定间隔的两个数字均有一定的比例关系,由间隔为1,2,3,……的每对数字的比例数字又构成一个数列;在数学领域以外的其他领域实际应用中其重要性依次降低,只了解最重要的几个即可,除去前文提到的4个比例数字0.382,0.618,1.618,2.618之外,重要性差一些的有0.382的一半0.191,还有0.236,0.809和1等几个,其他的完全不必考虑。其实黄金分割比例的核心只是0.382和0.618。

### 三、黄金分割比例在股市数值分析中的应用

黄金分割比例也可以应用于股市分析之中,趋势逆转的位置往往发生在黄金分割点位上,所以黄金分割点位成为重要的敏感点。

股价运行是按照一定趋势发展的,发展到一定阶段就会发生逆转,上涨转为下跌或下跌转为上涨,分析者所要做的就是预测出转点出现的价位和时间,黄金分割比例可以帮助人们通过计算得出转点出现的大致价位和时间。其计算方法很多,归纳起来有以绝对价格计算和相对价格计算两种。

绝对价格指股票的实际市场价格。例如在1994年8月初判断涨势受阻点或逆转点可用最低点325点做参考,325点即是绝对价格。预测涨幅可能是它的1.382倍、1.618倍、2.382倍、2.618倍、3.382倍、3.618倍……对应的数值为449点、525点、774点、850点、1099点、1175点……,结果实际高点到达1052点,与1099点相差47点。再以1052点预测跌幅,其中下跌0.382倍对应数值为650点,在1994年10月至11月间确实起到了一定支撑作用,下跌0.5倍是526点,是1995年行情起点524点的近似值。

相对价格指股价明显高点(峰)到明显低点(谷)之间的价格差,即股价运行的垂直距离。例如1992年11月至93年2月一轮牛市股价运行距离为 $1558-386=1172$ 点,预测下跌后的两个主要支撑区应为 $1558-0.382\times 1172=1110$ 点, $1558-0.618\times 1172=833$ 点。再如从1993年2月至1994年7月下跌幅度为 $1558-325=1233$ 点,预测涨幅为 $325+1233\times 0.382=796$ 点, $325+1233\times 0.618=1086$ 点。其中1086点的误差为34点。

从长期实战看,以相对价格计算出的预测值参考价值较大,以绝对价格计算结果略逊一筹。

黄金分割比例在股市数值分析中有着广泛的应用,但它却不是唯一的手段,还要结合其他工具。



## 第二节 其他数值分析比例

### 一、其他分数比例和整数比例

在股市数值分析中不但有黄金分割比例,还有其他一些出现频率较高的分数数值,有  $1/2$ 、 $1/3$ 、 $2/3$  等,也很重要。例如从上海股市 1558 点预测下跌时很重要的支撑位有:  $1558 - 1172 \times 0.333 = 1167$  点,  $1558 - 1172 \times 0.5 = 972$  点,  $1558 - 1172 \times 0.666 = 777$  点。实际情况是在 1140 点出现百点反弹,在 920 点出现近五百点的反弹,至于 777 点更是支撑沪市五个月的中期底部,甚至在一年以后的 1994 年 8 月仍然成为不可忽视的巨大阻力,以百亿巨量才上冲成功,证明这一重要比例位置的真实性。

除一些分数比例外,股市中的整数也有同样重要的地位。整数不仅表现在相对价格的比例上,同时主要表现为绝对价格的“整数关”上。例如上证指数的 600、800、1000、1200 等整数位附近往往是多空争夺的焦点,在每只股票上也一样,在 30 元、20 元、10 元、9 元、8 元、7 元……等等所有的整元价位上均是成交量较大的区域。这种整数关表现在单只股票上的意义要超过包括黄金比例在内的所有分数比例的重要性,从实践中看应成为个股数值预测的首要目标,往往起到战略上的决定作用。

### 二、甘氏比例

国外股市专家甘氏(W. D. Gann)提出的在数值分析中的一组比例是  $1/8$ 、 $2/8$ 、 $3/8$ 、 $4/8$ 、 $5/8$ 、 $6/8$ 、 $7/8$ ,同时他又将  $1/3$  和  $2/3$  加入其中构成一组甘氏比例: 12.5%, 25%, 33%, 37.5%, 50%, 62.5%, 66%, 75%, 87.5%。从上述比例中可以看到:  $4/8$ 、 $1/3$ 、 $2/3$  是提到过的公认重要比例,  $3/8$  和  $5/8$  是黄金比例中的数值,而甘氏本人认为最重要的三个数据恰恰是  $4/8$ 、 $3/8$ 、 $5/8$  三种,也就是说甘氏比例的主要部分数值是公认的,独特之处是甘氏角度线的创立(见趋势线分析部分)和几个次要比例的补充。

## 第三节 数值分析理论与应用

### 一、数值分析理论

股市数值分析理论的目的是为投资者提供一种分析预测行情的工具,它的主要对象是股价数值和成交量以及时间,主要手段是前两节所讲的比例分析法,另外,还有循环周期理论以

及移动平均分析。

比例分析法之所以成立,是因为在长期实践中人们发现当股价上涨或下跌到这些比例位置时大多会出现某些变化,如暂时受阻、小幅振荡或者趋势逆转,由此得出的结论是:这些由一定比例计算出的位置对行情预测有重大价值。

用比例进行分析时应注意的问题是:

(1)用比例计算出的预测价位仅仅是一种“期望值”,即行情出现各种不同变化的可能性较大的价位,但并不构成行情必然变化的保证,这一点是最重要的,在这些计算出的价位上有可能出现变化,也可能不出现变化;有可能出现这种变化,也可能出现另一种变化。所以,这些价位的作用仅仅是提供一些观察的最佳价位窗口。唯一的保证是在长期资料中,这些价位窗口处发生变化的概率要远大于其他价位。

整数位的作用同上。

(2)不同的比例数字,其重要性有主次之分。

所有价位在买卖交易中都有均等价值,如果说所有价位在行情分析上也都价值相等就错了,那会变成所有价位都没有价值了,所以,价位的重要性有主次之分,比如整数位的重要性就大。与此相对应,比例数字中重要性也有主次之分,比如公认的一些比例,像  $1/2$ ,  $1/3$ ,  $2/3$ ,  $0.618$ ,  $0.382$  等比例的重要性大于其他比例。

(3)在行情判断中,笔者认为任何精确的数值都是不可靠的(见后面有关章节讨论)。在数值分析中真正有价值的是以比例计算出的价位所代表的一个区间。就是说,要把精确的数值转化为一个模糊的区间进行理解和判断。只有这样才真正抓住了行情判断的本质,才能领悟其真谛。

## 二、数值分析应用实例

参照数值分析理论的注意事项,再结合实战,可以把比例数值(包括黄金分割比例)划分为几个重要性级别:

第一级: $0.5$ ;  $[0.3, 0.382]$ (包括  $0.33$ );  $[0.6, 0.66]$ (包括  $0.618$ )

第二级: $1.382$ ;  $1.5$ ;  $1.618$ ;  $2.382$ ;  $2.5$ ;  $2.618$  以及各数字分别加 1 或 2 等整数的比例价位

第三级:整数价位(包括整元价位、指数整百点位)或整数比例(即整数倍)

第四级: $0.125$ ;  $0.191$ ;  $0.236$ ;  $0.25$ ;  $0.75$ ;  $0.809$ ;  $0.875$  等

第五级:其他比例或其他价位

从实战观察,只有前三级比例数值参考价值较大,第四、五两级数值一般情况下不作为预测对象,可以避免众多虚假数值造成的理论陷阱,弥补一些理论的副作用,利多弊少。

从实战看,最常用的,也最重要的是第一级的三组数值。其中  $[0.3, 0.382]$  是指从  $0.3$  至  $0.382$ ,中间包括  $0.33$  的一个数值区间;  $[0.6, 0.66]$  指从  $0.6$  至  $0.66$ ,中间包括  $0.618$  的数值区间;  $0.5$  也同样指在此数值附近的一个区间。如此理解不但符合前文所述数值分析中的区间概念,也更符合实战要求。

下表是 1993 年 7 月至 1994 年 12 月的上海股市几次中级行情中上证指数比例分析结果:

表 5.4.1 行情报表分析结果

日期	高点	低点	涨(跌)	比前跌(涨)比例	符合重要比例	分级
1993. 7	1080	777	-303			
1993. 8	1044		+267	0. 88	0. 875	四
1993. 10		774	-270	1	1	三
1993. 12	1044		+270	1	1	三
1993. 12		750	-294	1. 09	(1. 1)	五
1994. 1	907		+157	0. 53	0. 5	一
1994. 3		694	-213	1. 35	1. 33	二
1994. 3	808		+114	0. 53	0. 5	一
1994. 4		536	-272	2. 38	2. 382	二
1994. 5	619		+83	0. 3	0. 3	一
1994. 7		325	-294	3. 54	3. 5	二
1994. 9	1052		+727	2. 47	2. 5	二
1994. 9		844	-208	0. 29	0. 3	一
1994. 9	921		+77	0. 37	0. 382	一
1994. 10		546	-375	4. 87	4. 875	四
1994. 10	794		+248	0. 66	0. 66	一
1994. 12		620	-174	0. 7	0. 66	一

上表中计算了十六次涨跌过程,在 16 个比例中仅有三次偏离重要比例略大,其余结果均在重要比例的很小区间之内,可见比例区间预测的精确度。如果用精确数值去套用,则只有五次正确,大大降低了成功率。

上表中从 1993 年 7 月至 1994 年 7 月的下跌比例依次是 1,1. 09,1. 35,2. 38,3. 54,非常鲜明地提示了在一年熊市中指数的加速下滑过程,并在跌速到达很高数值难以为继时发生了空前逆转,产生巨大反弹行情。这一结果难道不是揭示了又一个观察预测行情的手段吗?同时从反面看,1993 年 7 月到 1994 年 7 月反弹比例依次是 0. 88,1,0. 54,0. 53,0. 3,基本是反弹力度越来越弱的过程,与下跌比例相对应,补充着加速下滑过程的结论,值得在今后分析中深思。

在上表的涨跌比例中按重要性级别来说,属第一级的有 7 个,第二级有 4 个,第三级有 2 个,第四级以下有 3 个。基本上是递减过程,一二级共有 11 个数值,占 69%之多,证明比例数字的重要性确有级别之分,并且上述分级较符合事实,是正确的。

另外还有很多利用比例分析进行判断的例子,例如上海股市著名的“777 之谜”,为什么会有这么一个不做巨大支撑就做巨大阻力的点位呢?有人说是“政策底”造成的,笔者说不是,请

看： $1558-386=1172$ ， $1558-1172\times 0.666=777$ 。就是说，777 点是从 1558 反转之后下跌到 0.666 倍时的最重要支撑区间的极限位置，是最后的强支撑值。这才是 777 条的“谜底”。同理， $1558-325=1233$ ， $1052-325=727$ 。 $727/1233=0.59$ ，三个算式告诉我们 1994 年 8 月至 9 月的巨大反弹之所以截止于 1052 点，是因为已经面临到上涨 0.6 至 0.66 倍重要阻力区间的强大压力威慑，止于 1052 点是因为许多机敏者在重要比例区的阻力面前离场的结果。

种种事例充分证明了比例分析法的正确和重要，同时提醒我们：数值分析是股价分析中必不可少的一环。

## 第四节 数值分析中的成交量分析和时间分析

数值分析对象除股价外还有成交量和时间，对这两个因素的分析在行情预测中也占有重要位置。

### 一、成交量分析

成交量是股价涨跌的动力和源泉。成交量大，说明买卖活跃，市场动力充足，股价容易上涨；成交量小，说明交易清淡，市场动力不足，股价容易下跌。换种说法是：股价有重力效应，没有支撑力量就会下落，这个支撑力量就是成交量，股价需要不断的成交量的支撑才能维持在一定位置，下跌却不需要成交量的维持。

以上说明了一个基本的成交量与股价的关系：成交量大，股价涨；成交量小，股价跌。但在实际中，各种突发性因素对成交量影响很大，所以有价涨量增，价涨量减，价跌量增，价跌量减四种情况，另外还有很多虚增虚减的现象造成成交量失真，应注意识别。下面就四种情况简要介绍一下：

价涨量增：一般代表一个上涨趋势将持续，但在出现天量（一段时期内的最大成交量叫天量）时一般会对应出现天价（一段时期内的最高价位叫天价），就变成天量对天价的转势警报了。

价涨量减：一般代表一个上涨趋势未获投资大众认可，即将下跌。这一结论是普遍的，但在个别股票中由于庄家因素影响，有时会不顾公众的冷淡再强行上拉一段后才下跌，这时如果从表象出发，怀疑理论结论，跟进的话危险极大。例如重庆药业股在 1994 年 3 月 17 日至 4 月 4 日连拉 13 根阳线中成交量分别为 130 万，130 万，807 万，811 万，72 万，181 万，293 万，345 万，436 万，179 万，222 万，340 万，194 万。在此过程中股价由 10 元上涨到 23.5 元，涨到高价位后明显成交量已经力不从心。果然在 4 月 5 日一天内跌回到 13.1 元，此后一蹶不振，4 月 5 日当天成交量为 1150 万，天量对应的天价是当天早晨刚开盘的 23.8 元，损失最重的是违反理论规则，成交量减少后仍然跟进的投资者，历史的教训应该牢记。

价跌量增：一般代表一个下跌趋势将持续，不过也有少数相反情况。

价跌量减：一般代表一个下跌趋势暂时见底回升，但在基本面因素极不利时仍可能继续下跌。

成交量与股价的关系是一种对应关系,没有一个固定的对应比例,只能作为一种用经验进行判断的因素,作为对股价分析的参考和补充。成交量分析主要采用移动平均方法,用移动平均线绘图分析(参见指标分析一章)。

上海股市 1993 年至 1996 年以来的 A 股总成交量(成交金额)情况大体是低潮时的地量在 2 亿元左右,天量是 1996 年 12 月的 198 亿元,深市是 1997 年的 220 亿元,这一天量今后仍会被打破。

## 二、时间分析

股价的运行需要空间和时间两种坐标组成坐标系。空间指股价高低的幅度或说距离,股价同时也运行在时间里。没有时间就没有股价的运动,所以时间因素必不可少。

时间因素以长短变化研究为主。分析对象主要是某种趋势运行的时间,即高点与低点间隔时间;高点与高点间隔时间;低点与低点间隔时间;各种指标的时间单位设定等问题。

时间分析也可用比例分析法,但更重要的时间分析法是循环周期理论,请参见有关章节。

## 第五节 数值分析应用中的误区

### 一、数值分析的神化

数值分析中的神化主要是对黄金分割比例的神化,在某些股评中不但到处可见“神秘”、“神奇”、“奇妙”、“奇异”等字句,而且言语中总有一种神秘兮兮的表达和惊叹,大有先知预言神的降临的感觉,其实完全不值得如此大惊小怪,黄金分割比例并不神秘,它不过是人类在社会实践中发现的在数学、美学上具有广泛应用价值的一组数字而已。

对黄金分割比例的神化更多的表现是在和波浪理论的结合应用上。前文讲过,黄金分割比例在分析中有重要价值,但是不能因此就捧上天,在某些股评中黄金分割比例几乎无处不有,“神秘数字”加上永远数不清的“浪”,非常容易扰乱投资者的思路,后患无穷,衷心希望少数评论家们笔下留“神”。

神化也是庸俗化。

### 二、比例分析的滥用

数值分析中的另一个误区是对比例分析的滥用,仍然主要表现在对黄金分割比例的滥用上。表现之一是把比例数字扩大范围。例如把费波南兹数列中较大间隔的数字间的比例作为判断依据,即前文所述重要性差的第四、五级比例。其实多数情况下并不是真做判断预测,而是在结果已经出来之后才说“ $\times\times$ 点正好是从 $\times\times$ 到 $\times\times$ 的黄金分割比例”,其实指出的所谓比例即使勉强算做黄金分割比例的话也是极次要的数值,在判断中根本不能作为参考,强要参

考操作只能是百发一中的效果。所以事后诸葛亮毫无意义,在分析中重要的是预测而不是证实后才下结论,不能把比例数字无限扩大化,始终要注意不同比例的重要性不同,其地位和用于判断的成功率有巨大区别。

表现之二是在实际应用中随意凑数,陷入数字游戏之中。比例分析并不是随意两组价位相比近似黄金分割比例就成的。只有在理论上可靠的密切联系或因果关系的价位之间才能

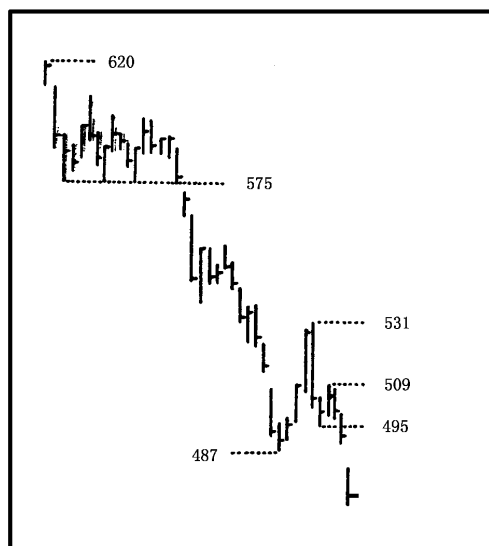


图 5.4.1 上证指数实例

进行比较。在几组可供比较的价位之间,应该选择联系最密切者作为判断基础。如上例:

1994 年 5 月,上海股市在经历了 536 点至 620 点的反弹后,经过一个月的盘整,向下突破,于 6 月中旬到 487 点,反弹至 531 点,再次下跌至 495 点,回抽至 509 点,后直线下跌(见图 5.4.1)。针对这一段行情,有人认为可用  $(531 - 487) / (575 - 487) = 50\%$ ,即用 6 月中旬的反弹幅度去比从 620 点下跌后突破的颈线位 575 点起算至 487 点,结论是反弹 50%。这种比例价位选择就是错误的,即使凑出一个重要比例数值也不能作为判断依据,理由是这种算法把从 620 点至 487 点的完整下跌浪主观地割裂计算,只用了一个完整下跌过程的其中一部分作为比例价位,这是错误的。黄金分割比例不是随意的,不能用被截断的一部分过程作为判断的根据,不能把下跌的起点 620 点置之不理,575 点既不是该下跌过程的起点,也不是该下跌过程的终点,即使得到一个 50% 的比例又有什么意义?所以这里的比例关系应该是  $(531 - 487) / (620 - 487) = 33\%$ ,反弹幅度为 33%,正好是  $1/3$  的重要比例位置,属一次力量较弱的反弹。还有人认为 6 月中的次级反弹过程可分析为  $531 - 487 = 44$ ,  $487 + 44/2 = 509$ ,正好得到次级反弹的顶点价位,就是说次级反弹正好到达前次反弹幅度的 50% 价位。但是这里又有两个问题:第一是未把前次反弹到 531 点后再次下跌的低点 495 点考虑在内,在分析 495 点至 509 点

的次级反弹行情时却未把该上涨过程的起点价位考虑在内,岂不是和前面例中不考虑 620 点的起点价位是一样的错误?这绝对是说不通的。如果按这种思路,下跌到 495 点还是别的什么点并不很重要,那要下跌到 395 点呢?还会把 509 点作为次级反弹高点去预测吗?第二是把 509 点作为 487 点至 531 点比例分析的结果又犯了凑数的毛病,因为 487 点至 531 点的上涨过程并不是和 495 点至 509 点上涨过程联系最紧密的过程,487 点至 531 点过程远没有 531 点到 495 点下跌过程对 495 点到 509 点反弹的影响大。在这里应该是  $(509 - 495) / (531 - 495) = 0.389$ ,恰好是 0.382 的黄金分割位,仍属较弱反弹。

由上述例子中可以看到没有理论依据、事实出来之后去随意凑数现象在股评界相当严重。就上面例子来说,归根结底,黄金分割比例不是随意拿两组数一比就得的。在同一级别的涨跌过程中,必须和最近的过程进行比较才能得出正确结论。分析上涨过程要和前一个下跌过程比较;分析下跌过程要和前一个上涨过程比较。

表现之三是无处不用的绝对化。黄金分割理论只是行情判断的辅助观察工具,它也有一个成功率问题,行情并不是次次都按黄金分割比例运行的。在前文有个例子分析过各种比例的出现概率,把比例分成不同重要性本身也说明黄金分割比例尽管非常重要,但不排除其他比例也会出现。 $1/3, 2/3$  比例就和黄金分割比例中的 0.382 和 0.618 同样重要,并且分别构成代表性的  $[0.3, 0.382]$  的三分之一重要区间和  $[0.6, 0.66]$  的三分之二重要区间,加上二分之一区间,构成比例分析的主体。有时整数关意义还要大于分数比例。所以不要试图把一切都归于黄金分割比例,不要绝对化。

往往会有不少人觉得确实遇到不少符合黄金分割比例的事实,兴奋之余就刻意寻找起来,其中不乏著名学者、专家。在 1994 年下半年的报刊杂志广播中就曾有这样的股评:“×月×日是从×月×日开始的第 55 天,大盘将在这一天突破。”事实上大盘并没有什么大动作。这一结果使许多信徒们很难理解。难道因为 55 是费波南兹数列之一就一定要有些动静吗?黄金分割比例不是心诚则灵的符咒,不是一念即通的“芝麻开门”。如果有人继续去找 89、144、233、377、610、987……的话更会因为间隔过大不好凑数而失败。可是在 1995 年 1 月的广播中一位股民仍然在用比例数字去套行情的天数,直到 1997 年 1 月一位股民的咨询中仍然问“今天是暴跌之后的第 21 天,大盘有什么变化没有?”可见确有一些人受到影响。这在判断中很容易误入歧途。一本书中说艾略特在 1934 年发表波浪理论,从 1934 年到 1989 年是 55 年。并且提到其中 34、55 和 89 都是神奇数字。可是先生注意,34 和 89 前面还有 19 呢,不能为了凑数就把全体现代人拉回到 1900 年以前的“旧社会”呀。对于那些“神奇”之说笔者真的不明白:是在一个严肃的学术场合不太和谐的幽默呢,还是真的对黄金分割比例产生了狂热的宗教崇拜以致走火入魔?或者是众多读者和笔者一样才疏学浅孤陋寡闻?可以肯定地说,上述那些念咒似的“预测”不属于技术分析,因为它违反了技术分析最根本的客观性原则。

费波南兹数列是一个无限数列,其中得出不同比例数值也有无限多个,在无数股价数值及其比例中就有无限多个恰是数列中之一的巧合,岂能都“神奇”起来?如果笔者在此提出偶数集合也作为一个数列,也同样会有无数准确的“神奇”之处,难道也要供起来?同样黄金分割比例也不是包医百病的灵丹妙药。如果黄金分割比例可以用随意切割重组来获得,那更是没有数字不可以变成黄金比例的,这只能算做数字游戏而不是严肃的分析。

现今世界有千奇百怪的拜物狂热,但股市是最现实的,市场规律不承认对待黄金分割比例或其他理论的神化、扩大化、绝对化以及滥用。衷心希望少数股评人、专家们为中国股市认真

做一些脚踏实地的工作,提高素质,多一些实事求是之意,少一些哗众取宠之心,则股市幸甚,投资者幸甚,不要再玩无谓的数字游戏了。股市分析是一项很复杂的综合性研究工作,试想如果仅按一串比例数字去按图索骥即可代替,其他研究还有什么意义?



## 第五章 指标分析

### 第一节 移动平均线(MA)

#### 一、移动平均线 MA 原理与计算

道·琼斯理论被认为是证券市场技术分析的基石,道氏理论的核心是把市场趋势分为长期、中期、短期三种波动,但道氏理论未能把这些波动加以量化,移动平均线(MA)则可以弥补这一遗憾,把长、中、短期趋势形象地描绘出来,表现趋势的走向。MA 即是 Moving Average 的缩写。

证券市场的波动有时是非常剧烈的,短期的振荡使价格差异很大,对研究趋势的走向有干扰作用,为消除这种影响,可以把某个时间段的价格综合起来找一个平均价,则得到一个较为有规律的价格,以日线为例:

如果要计算五天的平均价,则取连续五个交易日的收盘价(或收盘指数),计算它们的和,再除以 5,得到五天的平均价,公式是:

$$5 \text{ 日平均价} = (C1 + C2 + C3 + C4 + C5) / 5$$

上式中 C1、C2、C3、C4、C5 分别代表第一天到第五天的收盘价。

如果要计算第六天的五日平均价,则有:

$$\text{第六天 } 5 \text{ 日平均价} = (C2 + C3 + C4 + C5 + C6) / 5$$

即是说把第一天的价格去掉,换为第六天的价格,其他计算方法不变。同理,计算第七天的五日平均价格则把第二天的价格换为第七天的价格即可。把计算出的平均价标在每天的股价图上再进行平滑连接,就得到 5 日移动平均线(MA5)。移动平均线一般标在以时间为横轴、股价为纵轴的 K 线图上,一并分析。

同样道理十日移动平均线 MA10 的计算公式是:

$$MA10 = (C1 + C2 + C3 + C4 + C5 + C6 + C7 + C8 + C9 + C10) / 10$$

推广到一般情况,计算 n 日移动平均线的公式是:

$$MA_n = (C1 + C2 + C3 + \cdots + C_n) / n$$

移动平均线不仅可用于日 K 线,也可用于周 K 线、月 K 线等等。图 5.5.1 是 1992 年至 1996 年 5 月的上证指数月线图,图中曲线即为 200 天移动平均线,对指示长期趋势非常有效。

以上是计算移动平均线的最常用的基本方法,即算术移动平均线。从计算公式可知,在  $n$  日移动平均线中,每一天价格对平均线的影响均是  $n$  分之一,这不太符合市场实际情况,以二十日移动平均线来说,当日价格对未来行情的影响远比二十天以前的价格对未来的影响重要得多。为使移动平均线能够更确切反映未来趋势,有必要加大最近的日期在移动平均线中的比例,体现其重要性,这就是加权移动平均线。

加权移动平均线有三种:

线型加权移动平均线:是一种均匀加权方式,分别按日数顺序给每日收盘价乘一个权系数,即可调整各日价格在平均价中所占比例。以五日移动平均线为例,从第一天到第五天分别把各日价格乘以不同权系数 1、2、3、4、5,计算移动平均线:

$$MA5 = (C1 \times 1 + C2 \times 2 + C3 \times 3 + C4 \times 4 + C5 \times 5) / (1 + 2 + 3 + 4 + 5)$$

这样每日价格对平均价的影响发生了变化,第一天的影响比例是  $1/15$ ,第二天  $2/15$ ,第三天  $3/15$ ,第四天  $4/15$ ,第五天  $5/15$ ,越接近分析时间的价格影响越大,第五天的影响从算术平均方式的五分之一提高到三分之一,充分表现了重要性顺序。推广到一般公式:

$$MA_n = (C1 \times 1 + C2 \times 2 + C3 \times 3 + \dots + C_n \times n) / (1 + 2 + 3 + \dots + n)$$

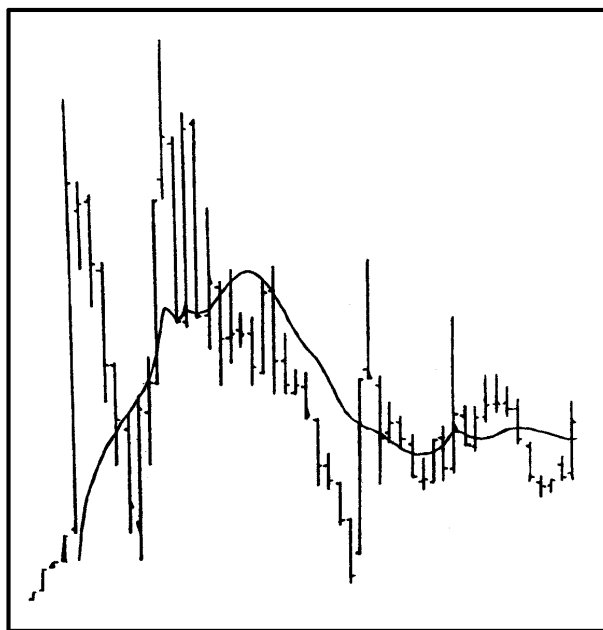


图 5.5.1 上证指数月线图与 200 天移动平均线

平方系数加权移动平均线:与线型加权方式类似,只是各日价格所乘权系数是平方系数。以 5 日移动平均线为例,系数为  $1^2, 2^2, 3^2, 4^2, 5^2$ , 第一天到第五天所占比例分别是  $1/55, 4/55, 9/55, 16/55, 25/55$ , 比起线型加权方式,平方系数加权方式进一步缩小了较远日期的影响,扩大了近期的影响。如在 5 日移动平均线中,第一天比例由  $1/15$  缩小为  $1/55$ ,第五天比例由  $5/15$  扩大为  $25/55$ 。平方系数加权 MA 的一般公式:

$$MA_n = (C_1 \times 1^2 + C_2 \times 2^2 + \dots + C_n \times n^2) / (1^2 + 2^2 + \dots + n^2)$$

阶梯式加权移动平均线:是一种台阶式的加权方式,在计算的日期中,选择一个固定的周期,周期内的每一天乘以相同的权系数,再把周期后移一天,周期不变,仍然乘一个相同的权系数,如此循环,以台阶式的滚动加权方式完成计算,以 2 日为周期的阶梯式加权 MA 的一般公式:

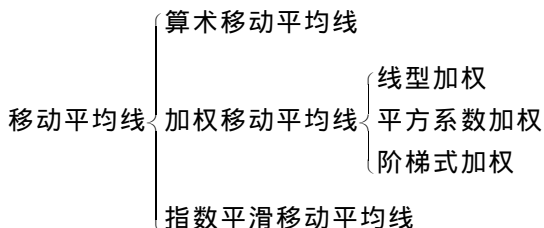
$$MA_n = [(C_1 + C_2) \times 1 + (C_2 + C_3) \times 2 + (C_3 + C_4) \times 3 + \dots + (C_{n-1} + C_n) \times (n-1)] / [2 \times 1 + 2 \times 2 + 2 \times 3 + \dots + 2 \times (n-1)]$$

除加权移动平均线以外,还有指数平滑移动平均线(EMA),先计算出第一个移动平均数(或使用起算日的收盘价也可)作为基数,确定移动平均线日数,如 5 日移动平均线,把基数乘一个系数,如对 MA5 是  $4/5$ ,对 MA10 是  $9/10$ ,对  $MA_n$  是  $(n-1)/n$  等等,再加上计算日的收盘价乘一个系数,MA5 的系数就是  $1/5$ ,MA10 系数是  $1/10$ , $MA_n$  系数是  $1/n$ 。计算从基期起第  $t$  天的  $n$  日指数平滑移动平均线的一般公式:

$$EMA_t = C_t \times 1/n + EMA_{(t-1)} \times (n-1)/n$$

这里使用了基期(即初值)的概念,在此基础上进行连续计算,使计算日有  $1/n$  的比例。这种计算在离基期较近的日期误差较大,选择不同的基期也会有不同数值,只有长期持续计算之后不同基期的影响才会逐渐消失。

综合起来,移动平均线的计算方法有如下几种:



其中,算术移动平均线计算简便,但不尽合理;指数平滑移动平均线则必须持续计算,如果某一天资料有缺则会中断重来,不易保持,如果中途有计算错误则会一直持续影响后面的结果,必须经常校对,所以这种方法对资料的依赖性更强,优点是计算简便,所以在其他一些指标计算中这种方法也经常运用;加权移动平均线是一种较好的反映市场趋势的可行方法,从实践看阶梯式加权过于复杂不便计算,线型加权和平方系数加权最大差异是每个日期的权重(即比例)不同,选择哪种加权方式决定于分析者对市场的理解,也不局限于这两种加权方式,采用其他系数计算也可以。

从笔者实践看,对长期移动平均线应尽量使用加大近期权重的方式,如平方系数加权或其他自己规定的大差距系数加权方式,对短期移动平均线应尽量使用合理保持远期权重的方式如线型加权方式。

因为移动平均线的计算方法很多,所以在同一个计算日期中不同分析者的计算数值结果也会不同,例如报纸、广播、刊物和自己的计算数中,都说是 10 日移动平均线但却有不同数值是正常的,都是 10 日移动平均线但并不通用,这一点请投资者注意。

从实践看移动平均线选择哪种计算方法并不重要,重要的是移动平均线所表现出来的趋势方向。而且从不同计算方法得出不同计算结果来看,指出移动平均线的精确数值具有支撑和阻力作用也是不妥的,因为这仅仅是某分析者的计算结论,其他分析者同样日期的计算还有其他数值,没有统一结果,所以对移动平均线的支撑或阻力作用仍然要理解为是一个区域。

表 5.5.1 是不同计算方法的 5 日移动平均线比较。

表 5.5.1 不同计算方法的 5 日移动平均线  
(以 1993 年上证指数为例)

日期	收盘指数	算术平均	线型加权	平方系数加权	阶梯加权	指数平滑
1.4	814.04					814.04
1.5	858.72					822.98
1.6	847.44					827.87
1.7	868.97					836.09
1.8	889.47	855.72	866.46	873.02	863.40	846.76
1.11	977.42	888.40	907.03	922.47	894.09	872.89
1.12	987.26	914.11	939.98	957.25	934.63	895.77
1.13	1024.05	949.43	976.63	993.11	971.57	921.43
1.14	1086.43	992.92	1022.29	1040.55	1013.61	954.43
1.15	1063.76	1027.78	1045.90	1056.35	1045.98	976.29
1.18	1055.32	1043.36	1055.08	1059.35	1057.96	992.09
1.19	991.83	1044.27	1037.91	1029.54	1047.84	992.04
1.20	1043.31	1048.13	1037.58	1032.57	1033.52	1002.29
1.21	1074.26	1045.69	1046.29	1050.20	1039.45	1016.69
1.22	1100.31	1053.00	1064.50	1074.69	1058.42	1033.41
1.27	1162.44	1074.43	1100.98	1118.17	1092.25	1059.22
1.28	1150.37	1106.13	1126.29	1138.21	1125.31	1077.45
1.29	1198.48	1137.17	1157.07	1169.19	1151.69	1101.66
2.1	1278.50	1178.02	1204.18	1222.57	1192.14	1137.02

续表

日期	收盘指数	算术平均	线型加权	平方系数加权	阶梯加权	指数平滑
2.2	1310.58	1220.07	1248.36	1268.56	1239.88	1171.74
2.3	1300.56	1247.69	1275.19	1289.71	1275.73	1197.50
2.4	1371.58	1291.94	1316.49	1331.02	1308.86	1232.32
2.5	1332.96	1318.83	1330.16	1336.27	1332.29	1252.45

2. 8	1393. 17	1341. 77	1354. 94	1363. 88	1348. 68	1280. 59
2. 9	1474. 92	1374. 63	1399. 32	1417. 22	1386. 59	1319. 46
2. 10	1454. 46	1405. 41	1425. 93	1440. 04	1423. 93	1346. 46
2. 11	1397. 38	1410. 57	1423. 25	1425. 19	1423. 89	1356. 64
2. 12	1458. 76	1435. 73	1439. 31	1440. 18	1435. 35	1377. 06
2. 15	1536. 82	1464. 46	1473. 01	1484. 18	1459. 19	1409. 02
2. 16	1513. 48	1472. 18	1489. 34	1501. 80	1487. 60	1429. 91
2. 17	1504. 00	1482. 08	1499. 95	1506. 90	1503. 41	1444. 73
2. 18	1508. 22	1504. 25	1508. 66	1509. 03	1509. 88	1475. 43
2. 19	1499. 74	1512. 45	1507. 16	1504. 58	1507. 69	1465. 88
2. 22	1456. 29	1496. 34	1488. 44	1481. 94	1494. 49	1463. 97
2. 23	1367. 36	1467. 12	1445. 44	1427. 62	1459. 54	1444. 65
2. 24	1264. 96	1419. 31	1378. 05	1347. 55	1396. 01	1408. 71
2. 25	1410. 36	1399. 74	1375. 07	1365. 99	1360. 08	1409. 04
2. 26	1339. 88	1367. 77	1355. 11	1352. 24	1355. 76	1395. 21

从表 5. 5. 1 中可以看出,算术移动平均线和指数平滑移动平均线对趋势变化不太敏感,反应较慢,加权移动平均线则比较敏感,三种加权方式的计算结果相差不多。

二、MA 分类与作用

移动平均线理论中,分别以三种移动平均线代表不同趋势周期。短期移动平均线代表短期趋势,中期移动平均线代表中期趋势,长期移动平均线代表长期趋势。长期移动平均线方向向上则代表长期趋势上升,可以确定是牛市或叫多头市场;长期移动平均线方向向下则代表长期趋势下降,可以确定是熊市或叫空头市场。

对于短期移动平均线、中期移动平均线、长期移动平均线的具体划分没有确定的说法。试举几种分类法:

- (1)短期 MA:0—10 天,中期 MA:10—20 天,长期 MA:20 天以上。
- (2)短期 MA:3—15 天,中期 MA:50—120 天,长期 MA:250 天以上。
- (3)短期 MA:3—15 天,中期 MA:25—75 天,长期 MA:150—300 天。

从实践看,第一种划分显然太窄了,无法正确描述长期和中期趋势。第三种划分产生 75 天至 150 天之间的大时间段内的空缺,所以是不完整的,第二种也有同样问题。

笔者经过实践后,认为短期移动平均线应在 20 天以下,中期移动平均线在 20 天至 100 天之间,100 天以上周期属长期移动平均线。其中最重要也最常用的是中期移动平均线,可以再细分为中短期线 20—50 天,中长期线 50—100 天。在划分时也不必为 20 天或 100 天周期到底属哪边而犹豫,可以把各期移动平均线的界线理解为一种模糊界限即可,则 30 或 100 天属哪边就无关紧要了。

三种周期移动平均线有重要作用:

首先指出了趋势走向。长期移动平均线指明了长期趋势,是市场行情的决定性方向,长期

移动平均线向上表明市场长期趋势向上,长期移动平均线向下表明长期趋势向下,可使投资者了解所处市场是长期强势市场还是长期弱势市场,决定基本投资战略。中期移动平均线指出了市场中长期趋势走向,中期移动平均线向上表明市场中长期趋势向上,即中期看好,中期移动平均线向下表明市场中长期趋势向下,中期线是投资者操作获利的战术依据。短期移动平均线揭示市场的短期振荡,短期移动平均线向上表明短期趋势向上,短期移动平均线向下表明短期趋势向下,是投资者选择最佳战机的有利工具。

其次代表了市场目前持股的平均成本。长期移动平均线代表一个相当长时期内交易的平均价,即在此期间交易的平均成本;中期移动平均线代表近几十天内交易的平均成本;短期移动平均线代表最近几天或十几天内交易的平均成本。了解不同时期的持股成本,使投资者更加明确当前行情所处的价位高低,对未来走势有一个大体估计。如果目前价格远远高于平均成本,市场上的持股多数都是赢利的,自然会有获利了结的要求,未来向下可能性就大;如果市场价远低于平均成本,市场上持股多数处于亏损状态,自然产生逢低吸纳的行动,因为如果这时买进比多数人的平均成本低很多,会吸引投资者进场,未来向上可能性就大。

如果价格从一个低位上涨,首先会带动短期移动平均线一起上涨,因为短期移动平均线受行情变化影响最大,其次带动中期移动平均线一起上涨,最后是长期移动平均线。当长期移动平均线开始上涨即可确立一轮多头市场。这时在股价坐标图上自上而下各条价格曲线排列顺序为:即时价格,短期移动平均线,中期移动平均线,长期移动平均线。这是多头市场各价格曲线的典型排列顺序,如果顺序有变化,就要观察趋势是否正在发生变化,是大趋势变化还是小趋势变化,以便做出投资决策。

如果股价从一个高位下跌,首先会带动短期移动平均线一起下跌,其次带动中期移动平均线一起下跌,最后是长期移动平均线。当长期移动平均线开始下跌即可确立一轮空头市场。这时在股价坐标图上自下而上各条价格曲线排列顺序一般为:即时价格,短期移动平均线,中期移动平均线,长期移动平均线。这是空头市场价格曲线的典型排列顺序,如果顺序发生变化要观察趋势是否正在变化,是大趋势变化还是最小趋势变化,以便做出投资决策。

根据短期线跟随时变化快,长期线变化慢的特点可以进行多方面的比较分析,在其他指标中也经常使用短期与长期的比较,所有的短期线都可称为快速线,长期线都可称为慢速线,不局限于移动平均线。

### 三、葛南维移动平均线法则

了解了移动平均线的性质之后,如何利用这一系统进行市场操作呢?美国分析师葛南维(Granville)提出移动平均线八条法则:

(1)当移动平均线由下跌开始走平,将要转为上涨时,股价线从移动平均线下方向上突破移动平均线,是买入讯号。

(2)股价线在移动平均线上方,当股价线开始下跌但并未跌破移动平均线时又转向上涨,是买入讯号。

(3)股价线向下跌破移动平均线而处于移动平均线下方,移动平均线仍然继续上涨,是买入讯号。

(4)股价线处于移动平均线下方并且出现暴跌,导致股价线距离移动平均线过远时,是买

入讯号。

(5)当移动平均线由上涨开始走平,将要转为下跌时,股价线从移动平均线上方下跌破移动平均线,是卖出讯号。

(6)股价线在移动平均线下方,当股价线开始上涨但并未突破移动平均线时又转向下跌,是卖出讯号。

(7)股价线向上突破移动平均线而处于移动平均线上方,移动平均线仍然继续下跌,是卖出讯号。

(8)股价线在移动平均线上方并且出现暴涨,导致股价线距离移动平均线过远时,是卖出讯号。

葛南维移动平均线八法则共有四个买入讯号和四个卖出讯号,其中的买卖信号基本是两两对应的,其中第1条对应第5条,第2条对应第6条,第3条对应第7条,第4条对应第8条。用图形表现八法则可以更清楚地看到这种对应关系:

把八法则再进行概括,则1、5两条是指股价和移动平均线同方向运行时则趋势确立,MA上涨则买(第1条)、MA下跌则卖(第5条);当股价和移动平均线反方向运行而股价在移动平均线位置受到支撑则买(第2条)、受到阻力则卖(第6条);当股价和移动平均线反方向运行而移动平均线不受股价影响保持原方向时应以移动平均线的方向为依据,MA上涨则买(第3条)、MA下跌则卖(第7条);当股价和移动平均线之间在短时间内出现拉开距离过远时,股价应向移动平均线回归,靠向移动平均线,向上靠则买(第4条)、向下靠则卖(第8条)。

继续深入思考,可以发现第3、7条分别是第2、6条的发展:简单地说,第2条是指股价受移动平均线支撑后则买进,如果支撑失效、跌破移动平均线时就是第3条所说:如果这时移动平均线继续上涨则仍然可以买进。第6条是指股价受移动平均线阻力后则卖出,如果阻力失效、突破移动平均线时就是第7条所说:如果这时移动平均线继续下跌则仍然应该卖出。如此分析之后则第2、3两条实际上是针对同一趋势两步可能的两层准备,同样第6、7两条也是针对同一趋势的两层准备说明在八法则中也有先后次序,可以把第2、3条及第6、7条分别合并理解。这里有一点危险:如果第2条被打破不成立,接着出现第3条的情况继续坚持买进操作的危险必然大于第2条;如果第6条不成立而出现第7条的情况时坚持卖出操作则危险必大于第6条。

现在再归纳葛南维移动平均线八法则,在两两对应的基础上又有第2、3条及第6、7条的合并理解,笔者把股价和移动平均线的位置关系八法则最终归纳为三句话:“同向顺势而为,异向均线为主,太远必回归。”

总之,葛南维移动平均线法则是针对股价和移动平均线的位置关系决定操作方向的,这是依据移动平均线原理进行操作的基础。

#### 四、移动平均线的特点

投资者利用移动平均线进行操作是要利用移动平均线的特点。移动平均线的主要特点有:

(1)移动平均线平滑地显示股价运行方向,减小短期振荡对判断趋势方向的干扰,给投资者提供参考。

股价被平滑显示出来使趋势方向明显可见,并且一般不会产生像股价线一样的锐角型突破转向,为寻找市场规律找到可行的方法,使投资行为有据可依、摆脱盲目性。

(2)移动平均线以圆弧形转点提示投资者顶部和底部信号。移动平均线以弧形平滑运行,在每次由升转降的顶部或由降转升的底部均会出现一种渐变的圆弧形,这样可以明确提示投资者一个顶部或底部的形成。

(3)移动平均线的转点在一定程度上可以预测。在 MA 的计算方法中是用最新股价替换最早股价计算下一个平均数的。这样当最新股价高于要替换的最早股价则下一个平均数必高于前一个平均数(以算术平均进行讨论,加权法原理相同,下同),则 MA 线必然有上涨动向;当最新价等于要替换股价,下一个平均数将等于前一个平均数,MA 线将走平;当最新价低于要替换股价,下一个平均数将低于前一个平均数,MA 线将会下跌。

利用这种特点则可以进行预测。比如五日内的收盘指数分别为 600,610,620,630,640,则移动平均数为 620,只要下一天收盘指数不低于要扣减替换的数值 600,5 日移动平均线就会上涨,再利用葛南维移动平均线法则第 3 条属买入讯号,按照“异向均线为主”操作,则下一交易日收盘指数不低于 600 则买进。这是从预测到实用的过程。

以上预测应注意当前股价与要扣除的股价之差距,如果差距过大,下一个交易日几乎不可能出现要扣除的股价,则移动平均线的方向可以确定,如何操作不言自明。

预测的关键是对于要扣除的股价应有准备。如果在未来几天内要扣除一些相对较高的价格,则可以预测移动平均线将下行,如果在此之前移动平均线是上涨的,要转为下跌则顶部转点必然会在几天内出现,操作方向就应调整为卖出减仓为主;如果未来几天内要扣除一些相对较低的价格,可以预期移动平均线将上升,如果在此之前移动平均线是下跌的,要转为上涨则底部转点必然会在几天内出现,操作上应以买入建仓为主。

理论上对于未来几日转点的预期与要扣减的多天以前的股价关系密切,这是上述理论的核心之一,但在实践中似乎理论的说服力并不强。为什么扣减多天以前的股价对未来会有影响?仅仅是一种计算方法却要影响操作决策不免令人担心。笔者认为可以把这种情况理解为平均成本变化的结果:扣减高指数说明平均成本降低,成本低则会出现众多急于获利了结者,就会出现顶部转点信号;扣减低指数说明平均成本提高,高成本会减少获利者并产生惜售情绪,则底部转点出现。

(4)移动平均线以股价线和短期、中期、长期移动平均线的上下顺序重新排列提示上升趋势和下降趋势的相互转化。

MA 中有两种重要位置关系:股价线与移动平均线位置排列,短期移动平均线与长期移动平均线位置排列。

多头市场移动平均线的典型排列顺序自上而下依次是:股价线、短期 MA、中期 MA、长期 MA;空头市场的典型排列顺序正相反,自上而下依次是长期 MA、中期 MA、短期 MA、股价线。

多头市场转向空头市场时,移动平均线从典型多头排列渐变为典型空头排列。转变中必然会出现各期移动平均线之间以及和股价之间打破原来顺序重新排列的过程。首先股价线向下跌破中期线和长期线,之后带动短期线向下跌破中期线和长期线,接着中期线跌破长期线,最后是长期线开始下跌,完成由多头市场向空头市场的转化。各期 MA 线之间出现交叉即是 MA 顺序重新排列的信号,投资者只要及早发现这种转化过程的早期信号就可以照趋势方向



操作。各期移动平均线要由多头排列转化为空头排列,必然首先出现股价跌破 MA、以及短期 MA 跌破中长期 MA 的交叉现象。股价向下跌破移动平均线、以及快速移动平均线跌破慢速移动平均线叫做死亡交叉,是依照移动平均线系统操作的重要卖出信号。

空头市场转向多头市场时移动平均线从典型空头排列渐变为典型多头排列。首先股价线向上突破短、中、长期 MA,之后短期 MA 向上突破中长期 MA,接着中期 MA 突破长期 MA,最后长期 MA 开始上涨,完成空头市场向多头市场的转化。各期移动平均线之间以及和股价之间打破原来空头顺序重新排列成多头顺序时,股价向上突破移动平均线、以及快速移动平均线向上突破慢速移动平均线叫做黄金交叉,是依照移动平均线系统操作的重要买入信号。

(5)移动平均线以短期、中期、长期移动平均线分别代表短期、中期、长期趋势,把趋势形象化。

(6)移动平均线对股价具有支撑或阻力作用。

理论上移动平均线对股价具有支撑或阻力作用。当股价从 MA 上方下跌到移动平均线位置会受到移动平均线的支撑,当股价从 MA 下方上涨到移动平均线位置会受到移动平均线的阻力,这是利用移动平均线操作的重要理论依据。

从实践讲,移动平均线对股价的支撑或阻力似乎并不突出。这一点尚存疑问。

(7)平均线数值代表平均成本。

理论上可以如此估测,但实际上还不是真正的平均成本,只是接近平均成本。

总之,移动平均线系统以其平滑的方向、圆弧形转点、位置排列与交叉重组、不同周期、支撑阻力和代表平均成本等特点构成,依据移动平均线理论操作也是以这些特点为进出信号的。

## 五、利用移动平均线操作要点

### 1. 关于移动平均线的周期选择

在建立移动平均线操作系统时,首先的实际问题是选择多长的周期最佳。这方面的工作有不少分析师已经尝试过,并没有一个统一的答案。

笔者认为移动平均线的最佳周期应该是最符合某个市场趋势周期的周期。但是因为每个市场的趋势周期各不相同并且经常变化,每个人对所利用的趋势大小也有不同选择,所以广泛适用的最佳周期不存在。例如有些投资者只利用大趋势操作,他会认为长期移动平均线是最佳周期;有些投资者只利用小趋势操作,他会认为短期或中期移动平均线是最佳周期。这样说来,在特定市场特定时期内最适合于某个投资者的周期即是他所找到的带“有效期”的最佳周期。

选择周期时应注意短期、中期、长期移动平均线的不同特点,应同时观察短、中、长各期移动平均线,不能因为自己主要以短期线为主操作就忽略长期线或是以长期线为主忽略短期线。要全面观察市场才不会得出片面结论。

选择周期时应注意中、长期移动平均线稳定的方向性,对揭示长期趋势较准确,短期移动平均线容易随股价变化而变化,不太规则、方向多变。所以,全面观察的同时更要分别利用。比如以长期或中期移动平均线决定买卖行动,再以短期移动平均线和股价线的交叉信号选择进出时机,则胜算更大。

市场上常用移动平均线周期有 5 日、10 日、12 日、20 日、25 日、30 日、50 日、75 日、100 日、

120 日、150 日、200 日、250 日、300 日等。

## 2. 充分利用 MA 的特点

在实战中必须充分利用 MA 的特点进行操作,在这一点上中小散户应该向机构主力学

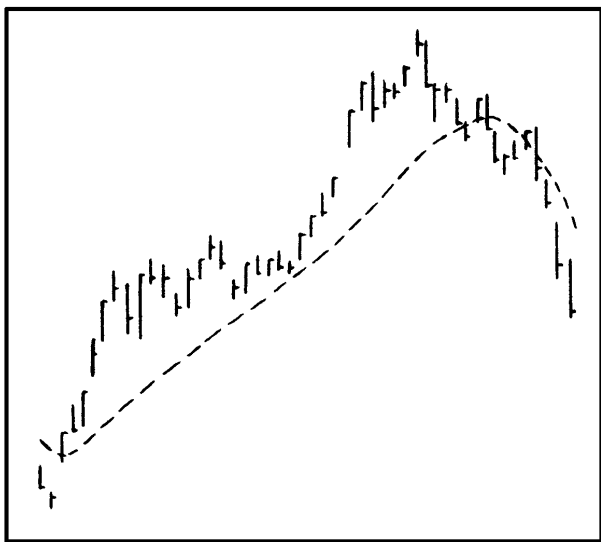


图 5.5.2 MA 实战例

习。请看实战例:

图 5.5.2 是 1994 年 8 月至 9 月行情图及 20 日加权移动平均线。20 日线在 8 月 1 日当天出现底部转点并和日线出现黄金交叉进货信号,当日指数收于 445.64。9 月 23 日 20 日线出现顶部转点,大部分主力纷纷出货,而少部分主力早在 9 月 19 日日线和 20 日线出现死亡交叉之前已经出货了,并且 9 月 22 日再次出现死亡交叉,在此时理应出货,当日收盘于 918.44,以指数计算这一轮行情如果只进出一个来回就轻松拿到  $(918.44 - 445.64) / 445.64 = 106\%$  的利润,岂不可以免除后来大部分散户从千点、九百点以上长期被套的处境?技术分析的作用由此可见。在此轮行情中最精彩的是从 700 点附近机构开始发动的第二轮行情。实际上 8 月至 9 月的行情说是二个月,其实主要动作只有 12 天:其中 8 月 1 日至 8 月 8 日共 6 个交易日,指数从 378 到 753 完成第一波,8 月 30 日至 9 月 6 日共 6 个交易日,指数从 718 到 1007 完成第二波,主力手法可谓凶猛干练。第一波完成后,主力大换手,盘整了近 20 天,8 月 29 日指数日线收于 710.68,20 日移动平均线已经升至 701,如果继续盘整而 20 日线继续上行则立刻会出现死亡交叉,主力利用了最后的突破时机于 8 月 30 日发动第二波行情挽回大局,这是成功利用移动平均线的范例。

## 3. 利用 MA 做止损操作

止损操作意思是停止损失、防止亏损扩大的操作。具体到股市,是决定在空仓后股价上涨到什么程度坚决买进防止踏空,在建仓后股价下跌到什么程度一定要卖出防止损失扩大。

损失达到某个百分比之后就不能承受而必须止损,这个百分比(止损点)因人而异,不能一概而论,每个人的风险控制水平高低不一,止损点通常不好掌握。但移动平均线系统可以提供一个客观标准供参考。

当一个上升趋势形成,移动平均线也随之上涨,前文说过,在一段持续上升趋势中日线应该在移动平均线之上,这时可以把移动平均线的数值作为止损目标价位(停损点),上升趋势持续则移动平均线上涨,止损目标价位不断调节上移,非常符合止损原理,只要跌破止损目标价位立刻平仓,可以大大降低风险。

实际上移动平均线止损操作和死亡交叉的操作是相同的,不过增加了止损的概念,强调破位必平的意识,控制风险。

## 六、MA 的不足与 MA 系统

移动平均线非常实用,理论价值也很高,但是移动平均线也有很多不足。

移动平均线的最大不足是它的滞后反应,移动平均线是过去一些天收盘价统计的平均结果,对于最新行情的反映自然会稍慢一些,即使加权也不能完全消除,况且如果和最新行情近似则会动荡加大、影响对趋势方向的观察,所以为清楚观察趋势而放弃一些反应速度也是必须的,对滞后效应预加准备即可。

移动平均线的另一个不足是当行情在一个不大范围内横向盘整时会出现多条移动平均线与日线纠缠在一起反复交叉、方向不明的情况,这时移动平均线的交叉、转点等买卖信号已经失效,如果仍然照信号操作会难以脱身,极易反复受损。处理手法是既然 MA 失效就暂停使用,改用其他工具进行分析,如形态分析等,等到移动平均线出现明显突破方向后再予参考。

移动平均线不仅包括上述内容,它和许多指标有密切联系,如葛南维移动平均线法则第 4 条和第 8 条是说“太远必回归”原理,那么具体到多远就回归呢?乖离率指标(BIAS)恰好解决了这个问题;各周期移动平均线之间的交叉能否用一个指标代替?平滑异同移动平均线(MACD)和移动平均乖离(MB)可以解决;选择各种移动平均线的周期可以用一个混合指标“多空指标(BBI)”解决。

上述各种指标都是和移动平均线有密切联系的,可以归纳为移动平均线理论系统,为指导操作提供更全面的信息,也方便记忆,以下几节集中讲解 MA 系统的指标。

## 第二节 乖离率(BIAS)

### 一、乖离率 BIAS 原理与计算

乖离率是表示当前股价偏离移动平均线程度的指标。当日收盘价减移动平均线之差与移动平均线的比值,即是乖离率。公式如下:

$$\text{乖离率} = \frac{\text{当日收盘价} - \text{某周期移动平均线}}{\text{某周期移动平均线}} \times 100\%$$

如用  $C$  表示当日收盘价,  $MA_n$  表示  $n$  日移动平均线, 则公式为:

$$BIAS_n = (C - MA_n) / MA_n \times 100\%$$

## 二、BIAS 特性

由公式可知, 乖离率也是有不同周期的, 如对应于 5 日移动平均线的 5 日乖离率, 相对于 10 日移动平均线的 10 日乖离率等。

公式中当日收盘价减移动平均线之差决定乖离率的正负符号。当日收盘价在移动平均线之上,  $C > MA_n$ , 乖离率为正值; 当日收盘价在移动平均线之下,  $C < MA_n$ , 乖离率为负值。

乖离率数值标在以时间为横轴, 以乖离率为纵轴的平面直角坐标上, 连接成乖离率曲线即可进行图形研究。

乖离率没有固定的数值界限, 其数值围绕 0 值上下摆动, 属摆动指标。某特定市场的特定时期某股票乖离率有一个常态分布范围, 这个常态区间随时期不同会有一定改变。

## 三、BIAS 买卖信号

乖离率表示当前股价偏离移动平均线的程度, 是把移动平均线买卖信号中“太远必回归”原理从定性到定量的发展。因此乖离率与移动平均线的买卖信号完全一致。

位置信号: 当正乖离率数值太大时, 说明当前股价在移动平均线之上距离过远, 将向移动平均线回归, 下跌可能大, 属卖出信号。

当负乖离率数值(绝对值)太大时, 说明当时股价在移动平均线之下距离过远, 将向移动平均线回归, 上涨可能性大, 属买入信号。

当乖离率在 0 值附近小幅波动时, 说明当前股价与移动平均线距离没有拉开, 有纠缠现象, 方向不明。此现象一般较少发生在上升趋势或下降趋势中, 通常出现于盘整时期。因为在明显的上升趋势或下降趋势中股价与移动平均线不会纠缠在一起上涨或下跌, 一定会拉开距离形成标准的多头排列或空头排列。

具体到乖离率大到什么数值会产生回归现象, 没有精确的数值, 只存在模糊的大致区间, 对于不同市场、同一市场的不同时期、不同股票这个区间也不一样。欧美市场、香港、台湾、深圳和上海股市都有差别。需要研究和经验积累。

上海股市的乖离率区间也经过了很多变化, 从 1993 年下半年大规模扩容之后至 1995 年可分为三个阶段:

1993.7—1994.7 是上海股市空头市场标准: 此阶段 5 日正乖离率大于 +4% 以上为卖出信号, +8% 以上为强烈卖出信号, 5 日负乖离率小于 -4% 以下为买入信号, -8% 以下为强烈买入信号, 极限位置可达 -15% 以下, +2% 至 -2% 为盘整区。此阶段 10 日正乖离率大于 +6% 以上可卖出信号, +8% 以上为强烈卖出信号, 10 日负乖离小于 -7% 以下为买入信号, -11% 以下为强烈买入信号, 极限位置可达 -20% 以下, +2% 至 -2% 为盘整区。说明沪股空头市场一般以缺少反弹的缓慢盘跌为主。

1994.8—1994.9 是上海股市多头市场标准:此阶段 5 日正乖离率大于 +10% 以上为卖出信号, +15% 以上为强烈卖出信号, 极限位置可达 25% 以上, 5 日负乖离小于 0% 以下为买入信号, -4% 以下为强烈买入信号, 0% 至 4% 为盘整区。10 日正乖离大于 +15% 以上为卖出信号, +25% 以上为强烈卖出信号, 极限位置可达 35% 以上, 10 日负乖离小于 2% 以下为买入信号, 0% 以下为强烈买入信号, 2% 至 6% 为盘整区。说明沪股多头市场一般以剧烈而快速的振荡为主。

1994.10—1995 是上海股市盘整市场标准:此阶段 5 日正乖离率大于 +5% 以上为卖出信号, +8% 以上为强烈卖出信号, 5 日负乖离率小于 -4% 以下为买入信号, -8% 以下为强烈买入信号。+2% 至 -2% 为盘整区。10 日正乖离率大于 +5% 以上为卖出信号, +8% 以上为强烈卖出信号, 10 日负乖离率小于 -6% 以下为买入信号, -8% 以下为强烈买入信号。+2% 至 -2% 为盘整区。说明沪股盘整市与弱市表现类似。

由上海市场实际情况可知, 同一市场的不同阶段乖离率的买卖信号标准相差很远, 如果不随市场变化调整则损失很大。及时准确地意识到市场的改变需要经验积累。

图形信号:乖离率的买卖信号还可以通过乖离率曲线构成的图形进行研究。如果某时期乖离率曲线在一个狭窄区域横向移动较长时间之后, 当乖离率由高点下降时将受到上述区域的支撑, 当乖离率由低点上升时将受到上述区域的阻力。

#### 四、由乖离率预测股价数值

由乖离率预测股价方向属于现有的乖离率理论, 但不能预测股价数值。笔者由乖离率图形的支撑或阻力作用出发, 试图以未来的乖离率支撑或阻力区数值倒推未来股价支撑或阻力价位, 效果不错。其倒推公式受 BIAS 周期不同和 MA 计算方法不同的影响而有多种形式。

假设 5 日乖离率为 BIAS5, 由远到近每日的收盘价分别为 C1、C2、C3、C4、C5。(其中 C5 为要预测的价格)

对于 5 日算术移动平均线来说, 第五天收盘价的倒推公式为:

$$C5 = (C1 + C2 + C3 + C4)(BIAS5 + 1) / (4 - BIAS5)$$

对于 n 日算术移动平均线来说, 第 n 天收盘价倒推公式为:

$$Cn = (C1 + C2 + C3 + \dots + Cn-1)(BIASn + 1) / (n - 1 - BIASn)$$

对于五日线型加权移动平均线来说, 第五天收盘价倒推公式为:

$$C5 = (C1 * 1 + C2 * 2 + C3 * 3 + C4 * 4)(BIAS5 + 1) / (1 + 2 + 3 + 4 - 5 * BIAS5)$$

对于 n 日线型加权移动平均线来说, 第 n 天收盘价倒推公式为:

$$Cn = (C1 * 1 + C2 * 2 + C3 * 3 + \dots + Cn-1 * (n-1) \\ (BIASn + 1) / (1 + 2 + 3 + \dots + (n-1) - n * BI - ASn)$$

#### 五、影响乖离率研判的因素

影响乖离率研判的因素很多, 股价的变化是最主要因素, 也是需要乖离率表现的因素, 此外还有一些影响乖离率研判的因素是不需要表现、要尽量减弱的人为因素, 主要有:

移动平均线的不同计算方法对乖离率的影响较大。投资者不应经常更换移动平均线的算

法,在初步尝试后应长期坚持一种算法。

移动平均线的不同周期对乖离率也有影响。在对比时可以发现,长周期的乖离率比短周期的乖离率振幅更大。这是因为短期移动平均线随股价变动比长期移动平均线更快更接近,所以股价经常距离长期移动平均线较远,距离短期移动平均线较近。

不同市场的乖离率数值有不同的常态分布区域。需分别研究。港台股市的乖离率买卖信号就不适用于上海或深圳股市。

同一市场的不同时期和不同股票乖离率常态分布区域也有变动,一般可分为多头市场、空头市场和盘整振荡三种情况考虑。

不同分析者的自我标准也是影响判断的原因。虽然自我标准不影响乖离率的数值。但是投资者的不同选择会影响成功率和投资收益率。如果自定的 BIAS 买卖信号的数值区间过小则操作会过于频繁,成功率低,但不会漏过大行情;如果自定的 BIAS 买卖信号的数值区间绝对值过大,则会漏过许多行情,但成功率高。

## 六、乖离率应用(见图 5.5.3)

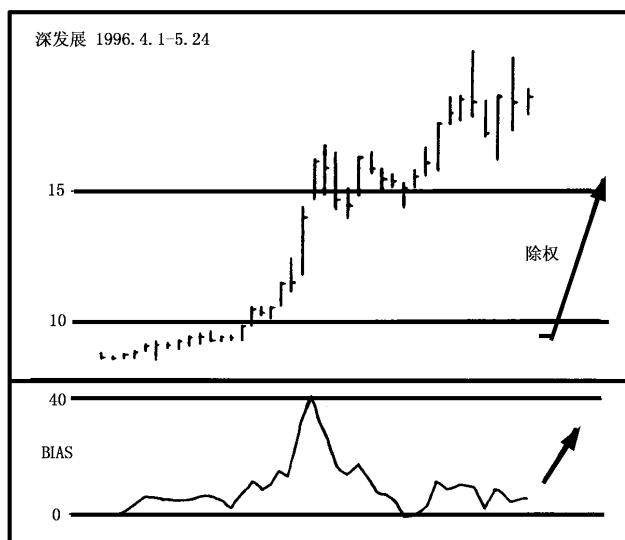


图 5.5.3 BIAS 实例

### 第三节 指数平滑异同移动平均线(MACD)

#### 一、指数平滑异同移动平均线 MACD 原理与计算

指数平滑异同移动平均线(MACD)是以快速移动平均线(短期线)与慢速移动平均线(长期线)相对距离的变化提示买卖时机的指标。它首先以指数平滑算法(见 MA 讨论)计算出快速移动平均线(一般选 12 日)和慢速移动平均线(一般选 26 日),再以快速线数值减慢速线数值即得到快慢线相对距离的差离值,为使趋势信号更明显并且不受股价过分波动的影响,对差离值也进行平滑计算(一般选 9 日),得到差离值的平均值(简称差离平均值),把差离值和差离平均值画在以时间为横轴,以 MACD 为纵轴的坐标上,通过观察差离值和差离平均值的方向、绝对位置和相对位置关系,把它们的同向、异向和交叉现象作为买卖信号的提示,为使买卖信号更直观,还可以从差离值减差离平均值之差向时间轴(0 轴)引垂直线,得到 MACD 柱状线。MACD 计算步骤及公式如下:

(1)计算 MACD 首先要选定移动平均线的初值,一般以起始日的收盘价作为指数平滑移动平均线 EMA 的初值。

(2)设 12 日指数平滑移动平均线为 EMA12,26 日指数平滑移动平均线为 EMA26,当日收盘价为  $C_t$ ,计算从起始日起的第  $n$  天 EMA12 和 EMA26:

$$n \text{ 日 } EMA12 = (n-1)EMA12 * 11/13 + C_t * 2/13$$

$$n \text{ 日 } EMA26 = (n-1)EMA26 * 25/27 + C_t * 2/27$$

(3)计算差离值 DIF:

$$DIF = EMA12 - EMA26$$

(4)计算从起始日起第  $n$  天差离平均值 DEA(即差离值 DIF 的 9 日指数平滑移动平均线);

$$DEA = (n-1)DIF * 8/10 + DIF * 2/10$$

其中可用第一个 DIF 作为 DEA 的初值。

(5)计算 MACD 柱状线:

$$MACD \text{ 柱状线} = DIF - DEA$$

#### 二、MACD 特性

目前国内外通用 MACD 周期是 12 日移动平均线和 26 日移动平均线,在上海股市的实际应用中也功效不凡。此外也有人采用 6 日和 12 日移动平均线计算 MACD,还有以 25 日和 50 日作为周期进行计算者,不同周期的选择取决于不同市场和不同分析者。

在 MACD 图形上有三条线:DIF、DEA 线和 MACD 柱状线。买卖信号就是 DIF 和 DEA 的正负位置和交叉,同时观察 MACD 柱状线的正负和长短。当 DIF 和 DEA 为负值,表明市

场目前处于空头市场,即熊市;当 DIF 和 DEA 为正值,表明市场目前处于多头市场,即牛市。

MACD 没有固定的数值界线,其数值围绕零值上下摆动,属摆动指标。一定时期的 MACD 值有一个常态分布范围,其常态数值区间随时期不同会有改变。

### 三、MACD 意义

MACD 是各种指标中较难理解的指标,主要原因是因为它使用了两次指数平滑移动平均的计算,正因为它的两次平滑算法才更准确地反映了市场的中级趋势走向。在移动平均线理论中有两种重要位置关系:一种是股价与移动平均线的位置关系,乖离率理论已经把这种位置关系量化。另一种是短期移动平均线(快速线)与长期移动平均线(慢速线)的位置关系,MACD 理论把这种位置关系予以量化。指数平滑异同移动平均线中的“异同”就是指快速线与慢速线方向相同或相反之意。

MACD 中的差离值 DIF 是快速线与慢速线之差,表示快慢线之间距离远近。差离平均值 DEA 则表示一定时期内快慢线之间的平均距离。MACD 柱状线表示短期内快慢线距离与一定时期内平均距离的对比。MACD 的买卖信号正是由其代表的意义决定的。

### 四、MACD 买卖信号

位置信号:当差离值 DIF 和差离平均值 DEA 同处正值,则短期线在长期线之上,是多头排列,说明市场是多头市场,属中期强势,应该买进。当差离值 DIF 和差离平均值 DEA 同处负值,则短期线在长期线之下,是空头排列,说明市场是空头市场,属中期弱势,应该卖出。

背离信号及交叉信号:当股价经过较长时间多头市场之后,股价又创新高点,而 DIF 和 DEA 却不随之创新高点,反而有转头向下迹象,出现背离股价的走势(在顶部的指标背离股价叫顶背离),MACD 柱状线正值缩小,DIF 从高点向下与 DEA 发生死亡交叉,说明快速移动平均线开始由上向下接近慢速移动平均线,这些顶背离转向、死亡交叉等属卖出信号。

当股价经过较长时间空头市场之后,股价又创新低点,而 DIF 和 DEA 却不随之创新低点,反而有转头向上迹象,出现背离走势(在底部的指标背离股价叫底背离),MACD 柱状线负值缩小,DIF 从低点向上与 DEA 发生黄金交叉,说明快速移动平均线开始由下向上接近慢速移动平均线,底背离转向、黄金交叉等属买入信号。

### 五、MACD 的优点和不足

注意 MACD 的买卖信号,可以发现它在快速 MA 开始接近慢速 MA 时即发出买卖信号,这是 MACD 的最大优点:比移动平均线提前发出买卖信号,改进移动平均线的滞后反应。

MACD 的趋势和买卖信号明显,在移动平均线的买卖信号中有许多时候信号并不明显不易观察,而在 MACD 中的趋势和趋势转折时的买卖信号都十分明显。

MACD 图形信号众多,可以提供的参考角度各不相同,使分析者得到的信息量较大,有利投资决策。

MACD 的买卖信号稳定,较为可靠。在明显趋势中 MACD 的买卖信号一般不会有突然



的改变,保证了投资者运用 MACD 的信心。

MACD 和其他指标一样,有时会发出无效的甚至是错误的买卖信号,事实上这是无法完全消除的,只要依照 MACD 操作的成功概率远大于失败概率,就说明 MACD 是个较好的指标,事实也是如此。为避免 MACD 错误信号的误导,可以采取等待指标“再证实”的手段弥补其不足。“再证实”分两种:“自我再证实”是等待 MACD 第二次发出信号;“其他再证实”是观察其他指标是否发出同样信号。实践证明“再证实”是弥补 MACD 不足的有力手段。

六、MACD 应用

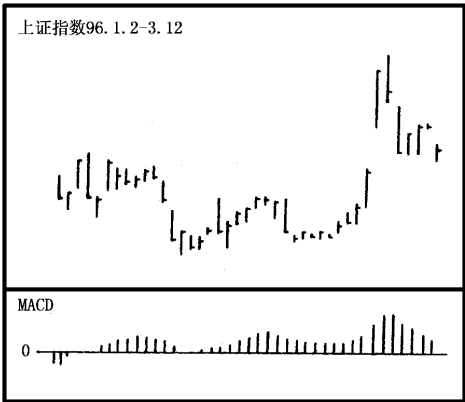


图 5.5.4 MACD 实例

第四节 移动平均乖离(MB)

一、移动平均乖离 MB 原理与计算

MB 理论与 MACD 理论类似,MB 也是以短期移动平均线与长期移动平均线的相对位置关系提示买卖时机的指标。用短期移动平均线减长期移动平均线就是 MB 指标。可以看出 MB 指标类似 MACD 中的差离值 DIF,事实上可把 MB 指标理解成简化的 MACD 指标。

MB 指标的计算不一定用指数平滑移动平均线,所以 MB 不是 DIF,MB 与 MACD 的最大区别在于 MACD 进行两次平滑运算,而 MB 没有这种平滑运算,它们的共同点都是以快慢 MA 之间的“异同”作为分析对象。MB 计算公式如下:

$$MB(3-6) = MA3 - MA6$$

其中  $MB(3-6)$  表示 3 日 MA 减 6 日 MA 之差即 MB 值,  $MA_3$  表示 3 日 MA,  $MA_6$  表示 6 日 MA。移动平均乖离可以表示不同周期移动平均线之差, 常用的有  $MB(3-6)$ 、 $MB(6-12)$  等, 计算  $MB(6-12)$  公式如下:

$$MB(6-12) = MA_6 - MA_{12}$$

## 二、MB 特性

MB 作图与 MACD 作图类似。MB 数值应标在以时间为横轴、以 MB 为纵轴的直角坐标上, 并从每个 MB 数值向时间轴引垂直线, 构成 MB 柱状线。

MB 没有固定的数值界线, 其数值围绕零值上下摆动, 属摆动指标。一个市场的某个时期会有一个可变的常态分布范围。

理论上 MB 周期可以选很多。但周期太长则会空过许多行情, 周期太短则买卖信号过于频繁。以  $MB(3-6)$  和  $MB(6-12)$  来说, 三天移动平均线随指数波动太大, 以致  $MB(3-6)$  规律性太差, 转点过多, 信号频繁, 使投资者疲于奔命, 很不可靠。而  $MB(6-12)$  的规律性要比  $MB(3-6)$  强, 主要因为 6 日移动平均线和 12 日移动平均线比 3 日移动平均线稳定, 所以其信号较为可靠。投资者如进行中长期投资还可以选取  $MB(12-25)$  或  $MB(25-50)$  等均可。

## 三、MB 买卖信号

**位置信号和方向信号:** 当 MB 柱状线为负值一段时间后, 负柱状线开始缩小, 说明短期移动平均线由下向上接近长期移动平均线, 市场有转强迹象可以买进。

当 MB 柱状线为正值一段时间后, 正柱状线开始缩小说明短期移动平均线由上向下接近长期移动平均线, 市场有转弱迹象, 应该卖出。

**交叉信号:** 当 MB 负柱状线缩小为零时说明短期移动平均线与长期移动平均线出现黄金交叉, 可以买进。

当 MB 正柱状线缩小为零时, 说明短期移动平均线与长期移动平均线出现死亡交叉, 应该卖出。

**背离信号:** 当股价再创新低而 MB 不再创新低时是底背离信号, 可以买进。

当股价再创新高而 MB 不再创新高时是顶背离信号, 应该卖出。

## 四、MB 应用

MB 指标在移动平均线刚出现转折迹象尚未发出交叉信号之前即提前发出明显预警信号, 从一个侧面弥补了移动平均线滞后的不足, 成为技术分析的有力工具之一, 在实践中有广泛应用。

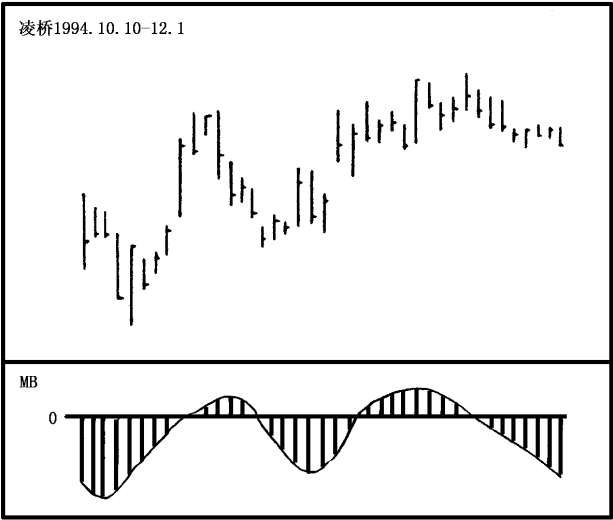


图 5.5.5 MB 实例

第五节 多空指标(BBI)

一、多空指标 BBI 原理与计算

许多投资者为选用哪种移动平均线周期而苦恼。总有选哪个周期都不满意的感觉。多空指标(BBI)恰恰解决了这个问题。

多空指标是把多条不同周期移动平均线综合在一起的指标。计算方法是:选定不同周期移动平均线的数量,把选出的移动平均线数值加在一起,再除以 MA 数量,即得到多空指标 BBI,多空指标实际上是一条混合移动平均线,它综合了短中长期移动平均线的各自优势,是对移动平均线的再平均。

多空指标一般选择 4 条移动平均线,包括 3 日 MA、6 日 MA、12 日 MA、24 日 MA,计算公式如下:

$$BBI=(MA3+MA6+MA12+MA24)/4$$

## 二、BBI 特性

BBI 与 MA 的作图一样,可以添加在 K 线上。

BBI 没有固定的数值范围,和移动平均线一样随股价变化,属无限指标。

BBI 的周期也可以有多种选择,短线投资者选择较短周期,长线投资者选择较长周期。例如有分析者选用 5 日 MA、10 日 MA、20 日 MA、50 日 MA 作为 BBI 计算参数,不同选择取决于不同投资者的需要,没有统一标准。

实质上 BBI 是对移动平均线的一种加权计算。很明显,在 BBI 指标中,近期数据重复使用,远期数据利用次数减少,这是一种变相加权计算。理解这一点有助于 BBI 指标应用。

## 三、BBI 买卖信号

多空指标是一条混合移动平均线,所以它既有短期移动平均线的灵敏,又有长期移动平均线的明显趋势特征,这种综合优势是 BBI 得以独立存在的根据。它的买卖信号也和移动平均线的买卖信号相同,可以参照 MA 的买卖信号操作。

依照 BBI 实际操作的要点是注意 BBI 的方向、与股价的方向异同、背离信号和交叉信号。

当股价由下向上与 BBI 产生黄金交叉是买进信号。

当股价由上向下与 BBI 产生死亡交叉是卖出信号。

BBI 的实际应用要依“同向顺势而为,异向 BBI 为主,太远必回归”操作。

## 四、BBI 应用

BBI 在实际应用中与 MA 完全一样。

# 第六节 相对强弱指标(RSI)

## 一、相对强弱指标 RSI 原理与计算

相对强弱指标 RSI 是分析师 J·W·威尔德(J·Wells·Wilder,Jr)于 70 年代首先提出的技术分析理论。RSI 是 Relative Strength Index 的缩写。尽管其历史不长,但由于该指标客观实用的特点,目前已为广大投资者接受,从而成为广泛使用的普及性指标之一。

技术分析原理之一是市场变化包含一切。相对强弱指标正是从这一点出发,从市场价格变化观察买卖双方的力量变化,其中以价格上涨幅度代表买方力量,以价格下跌幅度代表卖方力量,以涨跌幅度的对比代表买卖双方力量的对比,通过对比预测未来股价的运行方向,这种对比的比值就是 RSI 数值。

RSI 的计算过程是:首先选定 RSI 的计算周期,之后计算该周期内每日收盘价涨幅之和,计算该周期内每日收盘价跌幅之和,把跌幅之和取绝对值之后加上涨幅之和成为涨跌幅总和,用涨幅之和除以涨跌幅总和再乘以 100,即得到 RSI 数值,公式如下:

$$n \text{ 日 RSI} = \frac{n \text{ 日涨幅之和}}{n \text{ 日涨幅之和} + n \text{ 日跌幅之和绝对值}} \times 100$$

例如上证指数 1994 年 7 月下旬至 8 月上旬的 5 日 RSI 与 10 日 RSI 计算过程可列表如下:

表 5.5.2 RSI 的计算过程

日期	收盘指数	涨跌幅	5 日 涨幅和	5 日 跌幅和	5 日 RSI	10 日 涨幅和	10 日 跌幅和	10 日 RSI
7.15	413.93							
7.18	398.96	-14.97						
7.19	400.48	+1.52						
7.20	393.87	-6.61						
7.21	380.90	-12.97						
7.22	363.73	-17.17	1.52	51.72	3			
7.25	375.39	+11.66	13.18	36.75	26			
7.26	388.75	+13.36	25.02	36.75	40			
7.27	371.19	-17.56	25.02	47.7	34			
7.28	339.81	-31.38	25.02	66.11	27			
7.29	333.92	-5.89	25.02	54.83	31	26.54	106.55	19
8.1	445.64	+111.72	125.08	54.83	69	138.26	91.58	60
8.2	432.61	-13.03	111.72	67.86	62	136.74	104.61	56
8.3	522.98	+90.37	202.09	50.30	80	227.11	98	69
8.4	562.77	+39.79	241.88	18.92	92	266.90	85.03	75
8.5	683.04	+120.27	362.15	13.03	96	387.17	67.86	85
8.8	711.8	+28.76	279.19	13.03	95	404.27	67.86	85
8.9	621.58	-90.22	279.19	90.22	75	390.91	158.08	71
8.10	739.56	+117.98	306.8	90.22	77	508.89	140.52	78

二、RSI 的周期

对于 RSI 的周期选择没有统一标准。不过因为 RSI 是根据股价涨跌幅度计算的,如果周期过短则当股价变化较大时 RSI 数值也会随之剧烈振荡、过于敏感失去规律性,如果周期过长则股价变化对 RSI 数值影响力减弱,导致 RSI 反应过于缓慢、信号不明显,两种情况说明周期过长或周期过短都不宜选为 RSI 周期。威尔德推荐使用 14 日 RSI,目前国内较多使用的周期有 5 日、6 日、9 日、10 日、12 日、14 日、15 日、20 日、25 日等周期。

### 三、RSI 的数值范围和作图

RSI 数值固定在 0 至 100 之间,属摆动指标。市场不同时期 RSI 数值有不同的常态分布区。

以时间为横轴,以 RSI 为纵轴的直角坐标中,标出每天的 RSI 数值后再连接起来即是 RSI 曲线图。

### 四、RSI 的买卖信号

从 RSI 的计算公式可知,当近日上涨幅度总和增加时 RSI 数值增大,当近日内下跌幅度总和增加时 RSI 数值减小,说明 RSI 的涨跌方向与股价是同向的。在一般持续多头市场中,上涨幅度总和应大于下跌总和(绝对值),则上涨幅度总和占涨跌幅总和 50% 以上,再由公式可知,RSI 在多头市场中通常应该在 50 以上;在一段持续空头市场中,上涨幅度总和应小于下跌幅度总和(绝对值),则上涨幅度总和占涨跌幅总和 50% 以下,再由 RSI 公式可知,RSI 在空头市场中通常在 50 以下。所以 RSI 在 50 之上还是 50 之下为区分市场是多头市场(牛市)还是空头市场(熊市)的判断依据之一。

信号之一:RSI 的位置。如果 RSI 常态发布在 50 以上,处于多头市场,每当 RSI 下跌到 50 附近时即为买入信号,RSI 上涨到 85 以上时为卖出信号。

如果 RSI 常态分布在 50 以下,处于空头市场,每当 RSI 上涨到 50 附近时即为卖出信号,RSI 下跌到 15 以下时为买入信号。

信号之二:RSI 趋势方向。RSI 的变化不是直线式的而是震荡式的,其变化有趋势特征,在 RSI 总体上涨趋势中,取 RSI 的明显回档低点连成一条向右上方倾斜的直线,即是 RSI 的上升趋势线,当 RSI 由上向下跌破上升趋势线时即为卖出信号。在 RSI 总体下跌趋势中,取 RSI 的明显反弹高点连成一条向右下方倾斜的直线,即是 RSI 的下降趋势线,当 RSI 由下向上突破下降趋势线时即为买入信号。

理论上 RSI 的趋势线以倾斜  $15^{\circ}$  至  $30^{\circ}$  最有效。不过这与时间设定密度有关,密度大趋势线陡,密度小趋势线平。所以应以 RSI 受到趋势线支撑或阻力的次数观察趋势线的有效性而不是倾斜度。

信号之三:RSI 背离走势。在经过一段时间上涨之后,股价与 RSI 创下新高后回落,之后股价上涨再创新高,这时 RSI 却未创新高,RSI 与股价出现顶背离走势,说明 RSI 不再支持股价上涨,顶部区域形成,后市下跌可能增大,是卖出信号。经过一段时间下跌之后,股价与 RSI 创下新低后反弹,之后股价下跌再创新低,这时 RSI 却未创新低,RSI 与股价出现底背离走势,说明 RSI 不再支持股价下跌,底部区域形成,后市上涨可能增大,是买入信号。

需要说明的是 RSI 背离走势的买卖信号可靠性有时不能令人满意。有些情况下出现背离信号即是最佳买卖点,有时出现背离信号后股价却依然在原有方向上继续上涨或下跌较长距离,直到第二次甚至第三次出现背离信号后股价才出现逆转,使投资者蒙受很大损失或者可以得到的利润也未能得到。这是无法完全避免的现象,只能凭借长期实战经验和股价形态分析等手段进行综合分析,尽量弥补其不足。

信号之四:RSI交叉信号。根据短期RSI随股价震荡比长期RSI反应更快的特点,当短期RSI在低位由下向上突破长期RSI,产生黄金交叉时是买入信号。当短期RSI在高位由上向下跌破长期RSI产生死亡交叉时是卖出信号。

理论上交叉信号是成立的。但实践中效果不佳。在上海股市中,从1993年2月至1994年7月的熊市中,5日RSI与10日RSI,经常发生低位的缠绕现象,在低位上5日RSI和10日RSI不断出现黄金交叉和死亡交叉,信号频繁,但股价却阴跌不止,如果投资者机械套用交叉信号,累积损失则会更大。不过在高位上RSI的死亡交叉信号比较有效。

事实上短期RSI是围绕长期RSI上下波动的,所以短期RSI与长期RSI的交叉是常见的,只有当RSI从高值超买区下跌时,出现死亡交叉或从低值超卖区上涨时出现黄金交叉时较有意义。总之交叉信号应慎用。

信号之五:RSI形态分析。RSI图形与股价图形一样可以运用形态分析,其形态分析结论与股价形态分析一致,可参见形态分析部分。RSI形态分析是RSI重要买卖信号之一。

RSI在低位区出现底部形态是买入信号。如W底、三重底、多重底、头肩底、复合头肩底、圆弧底、潜伏底和V形底等。

RSI在高位区出现顶部形态是卖出信号。如M头、三重顶、多重顶、头肩顶、复合头肩顶、圆弧顶、潜伏顶等。

RSI在中位区出现整理形态表示股价处于某一趋势的中途整理,原有趋势将继续,这时可以采取低吸高抛方式做一些小差价短线交易。

RSI上涨途中整理形态有对称三角形、矩形、上升三角形、下降楔形、下降旗形等。

RSI下降途中整理形态有对称三角形、矩形、下降三角形、上升楔形、上升旗形等。

在RSI买卖信号研判中,应首先观察RSI的位置、RSI趋势方向和RSI形态,其次参考RSI交叉信号和背离信号。RSI研判中的重点是不要仅以单独的RSI指标买卖信号作为依据,要结合其他指标和股价形态一起进行综合分析后才能做出买卖决策,这样可以避免单一指标的很多误导,避开指标陷阱,使决策更科学。

## 五、RSI的分布特征

要深入领会RSI买卖信号,必须掌握RSI分布特征。

RSI是在0至100间摆动的指标,通过股价涨跌反应买卖双方的力量对比。股市中买卖双方的力量对比尽管各有胜负,但从长时期综合来说,还是保持着大体上的动态平衡,所以RSI的数值以50为平衡中心上下摆动,距离50越近,出现次数越多,距离50越远,出现次数越少。即40—60出现次数最多,20—40和60—80出现较少,0—20和80—100出现次数最少。这是RSI的总体分布特征。

不同市场、同一市场不同时期、不同股票和不同周期的RSI均有不同的分布特征。

### 1. 不同市场的RSI分布是不同的

国外RSI指标理论上超买区为80以上,超卖区为20以下。在上海股市实战中这一理论标准就不适用了。所以前面把买入信号定为15以下,卖出信号定为85以上。这是为适应上海股市的实际情况。目前上海股市仍然是一个不成熟的、波动剧烈的不稳定市场。市场越稳定股价波动越小,RSI数值越集中于中心分布区;市场越不稳定股价波动越大,RSI数值越不

集中,远离中心部分的分布概率越大。

## 2. 同一市场的不同时期 RSI 分布不同。上海股市中这一特点更突出

处于多头市场时,RSI 数值往往居高不下,股价超买再超买,使指标发出的卖出信号一再失灵,投资者失去指标的有效引导,只好盲目追涨,往往被套牢在最高点。处于空头市场时,RSI 数值在低位久久徘徊,股价超卖再超卖,指标发出的买入信号一再失灵,投资者同样失去有效指导,只好盲目杀跌,往往是谷底割肉又踏空。为解决这些问题,必须摸清多头市场和空头市场中 RSI 的不同分布规律。

上海股市的多头市场往往是突然爆发式的猛烈上涨过程,RSI 指标随股价上升快速到达超买区,但这时如果按照 RSI 指标的卖出信号操作,经常损失相当大一段利润,因为 RSI 指标仍然在超买区徘徊,这时股价仍然会大幅上涨,似乎并不理会 RSI 的背离信号。如上海股市 1994 年 9 月 2 日、5 日、6 日连续三个交易日上证指数五日 RSI 均为 100,在此三天中上证指数从 830 点上涨到 1004 点涨,涨幅 21%。这种情况说明上海股市多头市场的超买区界线偏高,从实践看,上海股市多头市场的 RSI 分布区在 40—100 区域。其中超买区卖出信号在 90 以上,超卖区买入信号在 50 以下。

上海股市的空头市场往往是缓慢和持续不断的阴跌过程。RSI 指标随股价下跌缓缓到达超卖区,这时如果按照 RSI 的买入信号操作,总是介入过早招致套牢,因为 RSI 指标会在低位徘徊较长时间,股价仍然会大幅下跌,并不理会 RSI 的背离信号,常使 5 日 RSI 到达零值。如 1994 年 4 月 5 日至 4 月 7 日连续三天上证指数五日 RSI 是 0,4 月 19 日和 20 日两天五日 RSI 又为 0,6 月 29 日 RSI 是 0,12 月 6 日至 12 月 12 日连续五个交易日五日 RSI 为零。从原理上说,某一天的五日 RSI 为零说明股价连跌四天,连续五天五日 RSI 为 0 就是连跌九天,可见上海股市中阴跌行情的威力。这种情况说明上海股市空头市场的超卖区界限偏低。从实践看,在上海股市空头市场中的反弹力度往往也不强,所以空头市场的超买区界限也偏低。上海股市空头市场的 RSI 分布区在 0—60 区域。其中超买区买入信号为 10 以下,超买区卖出信号为 50 以上。

## 3. 即使同是一个市场中的股票,在同一时期各个股票的 RSI 分布区域也有不同

由于历史原因在 1993 年至 1994 年间上海股市中上海本地股往往股性活跃,个股随指数涨跌基本一致,其 RSI 分布也和指数情况一致。1993 年至 1994 年中上海股市中的很多异地股股性较差,往往指数涨它不涨,指数大涨它小涨,指数小跌它大跌,指数大跌它暴跌。所以这些股票的 RSI 分布区域总体上低于上证指数 RSI 的分布区。有些始终在中位区小幅振荡,信号不同;有些则在中低位徘徊。在 1995 年上述情况则颠倒过来,异地股活跃上海股股性变差。则 RSI 分布也随之而变。

上海股市经常有一些黑马庄家股,指数连续下跌它却连续上涨,使得它的 RSI 在大市的空头市场中却独自长时间处于超买区,令人为之担心,这种庄家股的 RSI 分布自然应该单独研判。

既然个股 RSI 分布区各不相同,在操作中如有条件应该分别研究个别股的 RSI 特殊分布规律以利于操作。

## 4. 不同周期的 RSI 有不同分布特征

不同周期的 RSI 震荡幅度不同,短期 RSI 震幅大,长期 RSI 震幅小,短期 RSI 围绕长期 RSI 上下波动,这些特点导致不同周期 RSI 有不同分布特征。



以定义超买区和超卖区为例,理论上 20 以下为超卖,80 以上为超买;还有说 30 以下为超卖,70 以上为超买的。本书从理论上提出 15 以下为超卖,85 以上为超买。事实上它们都是特指某一周期的 RSI,以上范围是特指 10 日左右周期的 RSI,这些范围对五日 RSI 就不适用。所以有必要了解不同周期 RSI 的分布特征。

在上海股市多头市场中,一般 90 以上为超买,50 以下为超卖。对 10 日 RSI 来说 85 以上为超买,50 以下为超卖。对 5 日 RSI 来说 95 以上为超卖,40 以下为超买。

在上海股市空头市场中,一般 10 以下为超卖,50 以上为超买。对 10 日 RSI 来说 10 以下为超卖,45 以上为超买。对 5 日 RSI 来说 5 以下为超卖,60 以上为超买。

总之,不同市场,同一市场不同时期,不同股票和不同周期的 RSI 都有不同的分布特征。除去必须掌握它们共同的买卖信号之外,还必须分别研究它们各自不同的分布特征,具体问题具体分析,在实践中掌握理论知识,并在实践中积累经验,才能较正确地进行指标分析。

## 六、RSI 有关研究

前文讲过 RSI 的基本计算方法,随着 RSI 的推广,有些分析者试图对 RSI 指标进行一些改进。其中有些改进是成功的,有些改进失败了,有一些改进目前还难下定论,有关 RSI 的平滑算法即是一例。

以 5 日 RSI 为例,首先用基本算法计算出第一个 RSI 值:

$$RSI_5 = \frac{5 \text{ 日涨幅之和}}{5 \text{ 日涨幅之和} + 5 \text{ 日跌幅之和绝对值}} \times 100$$

把上式中第一个 5 日涨幅之和作为涨幅和的初值,把第一个 5 日跌幅之和作为跌幅和的初值。平滑计算下一日的涨幅和、跌幅和:

5 日涨幅和 = 前一日涨幅和  $\times 4/5$  + 当日涨幅

5 日跌幅和 = 前一日跌幅和  $\times 4/5$  + 当日跌幅

再把平滑计算出的 5 日涨幅和、5 日跌幅和代入 RSI 基本计算公式中得到当日平滑 RSI。

RSI 的改进算法大同小异,基本都是平滑算法。不同算法导致同样是 5 日 RSI(或 10 日 RSI 等)却有不同数值,但其差异不影响 RSI 的分析结果。

平滑算法使趋势方向更明确,但缺点是对行情变化反应迟钝,滞后过于明显。

改进 RSI 的计算,首先要清楚 RSI 的基本算法有什么优点和不足,其次防止解决旧问题又带来新问题。

## 七、RSI 优点与不足

### 1. RSI 优点

RSI 作为流行指标优点很多。

RSI 的最大优点是它的客观性。RSI 的数据完全来自市场的股价变化,以较为科学的公式计算。所以 RSI 结论很客观,避免了人的主观因素影响。

RSI 数值限定在 0—100 的范围之内,把几乎无限的股价变化限定在有限的指标范围以内,简化了市场情况,使趋势方向简明易测。

RSI 以其超买区、超卖区位置和趋势方向提示投资者顶部区域和底部区域,实战价值极大。

## 2. RSI 不足

RSI 指标也有不足之处。

RSI 的最大不足是它的买卖信号出现时机不稳定。实战中当 RSI 显示顶部形态、死亡交叉和顶背离等卖出信号时有三种情况:最佳卖点尚未到来,卖出则损失一段利润;正是最佳卖点;最佳卖点已经过去,RSI 出现滞后。当 RSI 显示底部形态、黄金交叉和底背离等买入信号也有三种情况:最佳买点尚未到来,买入会被套牢;正是最佳买点;最佳买点已经过去,RSI 出现滞后。

上述不足不仅 RSI 有,几乎所有指标都有,而且是避免不了的。一句话概括这个问题就是指标不准确。其实反过来想一下就会理解,如果指标发出的买卖信号与最佳买卖点一一对应准确无误,人人都照指标行动,还有谁去做相反方向操作?没有买卖对手那市场还能存在并继续下去吗?所以 100% 正确的指标根本不存在。理解这一点对指标提示的买卖点与市场最佳买卖点有出入会感到很正常。包括 RSI 在内所有指标买卖信号提示我们的仅仅是市场底部区域或顶部区域的范围,是区间而不是某一点。至于具体买卖点的选择必须对各指标、股价、成交量等因素进行综合分析判断,需要分析者具有深厚的理论基础和丰富的实战经验,这不是指标信号就能代替的。

RSI 实战中另一个不足是线形不稳定,RSI 曲线呈锯齿状,震动大,走势陷阱时有发生,较大的波幅使投资者不易把握买卖信号和最佳时机。为解决这一问题才产生 RSI 平滑算法。但平滑算法又有反应迟钝滞后等问题。

RSI 指标还有一个不被注意但很严重的不足是周期性共振现象。这里所说的“周期性共振”是指在以某周期计算的指标中,如果某一天股价出现大幅涨跌变化,不仅对当天以及后几天的指标有影响,而且在后面当把大幅涨跌数值从周期计算中去掉时。也会导致指标非正常大幅变化,即使当时股价小幅盘整也会有莫名其妙的大幅动荡,产生误导投资者的指标陷阱。

共振现象也是许多指标共同的缺陷。其害处一目了然,为解决这一问题,笔者做了一些尝试性的工作,效果不错,作为对指标分析的深入研究,读者可参见理论探讨部分。

一百个人使用 RSI 会有一百种感想,比如有人认为 RSI 只选用收盘价作为数据计算来源,无法充分反映当日即时行情的变化是 RSI 的不足。其实这是认识的问题。能否想象周 K 线会反映本周内某一天的即时行情走势?明显不能。以每日收盘价计算的日线 RSI 是反映大趋势走向的指标,不能再指望它也反映即时行情走向。如果要用 RSI 反映即时行情的趋势走向,可以选用 5 分钟 K 线或 10 分钟 K 线的价格计算 RSI 即可满足要求,所以这一条不是 RSI 的不足。类似的讨论还有很多,在 RSI 的研究中还有很多问题需要深入剖析,其核心是使 RSI 更符合市场情况。

八、RSI 应用

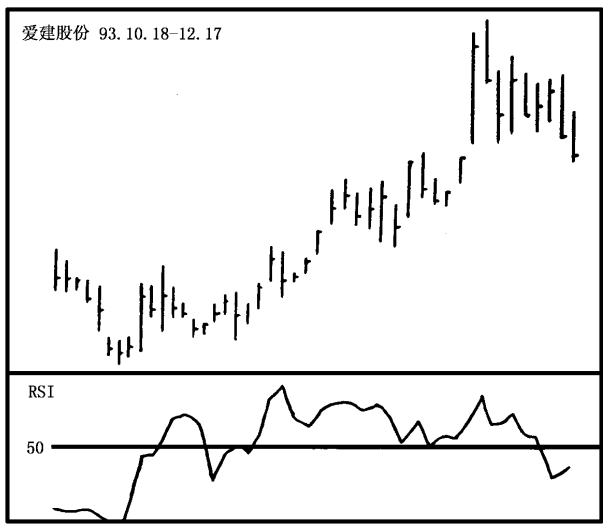


图 5.5.6 RSI 实例

第七节 随机指标(KD)

一、随机指标 KD 原理与计算

随机指标 KD 是分析师乔治·兰德首先提出的技术分析理论。在股票、期货等证券市场中有很好的实战效果。

从实践看, KD 指标的核心原理是平衡的观点, 即股价的任何动荡都将向平衡位置回归。KD 指标把一定周期内最高股价和最低股价的中心点作为平衡位置, 高于此位置过远将向下回归, 低于此位置过远将向上回归。在分析中设置快速线 K 和慢速线 D 共同研判, 另外还有考察 K、D 位置关系的 J 线。快速线 K 也表示为 %K, 慢速线 D 表示为 %D, J 表示为 %J。

KD 指标计算过程是:

①计算未成熟随机值 RSV<sub>n</sub>:

$$RSV_n = 100 \times (C_n - L_n) / (H_n - L_n)$$

其中 n 表示所选的周期天数, C<sub>n</sub> 表示计算日当天收盘价, L<sub>n</sub> 表示周期内最低价, H<sub>n</sub> 表示周期内最高价。未成熟随机值 RSV<sub>n</sub> 表示计算日当天收盘价在周期内最高价到周期内最低价之间的位置。

## ②计算 %K 值和 %D 值:

$$\%K_t = RSV_t \times 1/3 + \%K_{(t-1)} \times 2/3$$

$$\%D_t = \%K_t \times 1/3 + \%D_{(t-1)} \times 2/3$$

其中 %K<sub>t</sub> 表示计算日当天的 %K 值, %K<sub>(t-1)</sub> 表示计算日前一天的 %K 值, RSV<sub>t</sub> 表示计算日当天未成熟随机值, %D<sub>t</sub> 表示计算日的 %D 值, %D<sub>(t-1)</sub> 表示计算日前一天的 %D 值, t 表示计算日期。

由上式可以看出, %K 值实际上是 RSV 的 3 天指数平滑移动平均线, %D 值是 %K 值的 3 天指数平滑移动平均线。KD 指标表示了计算日收盘价在周期内最高价和最低价间位置的两次平滑计算结果。

%K 值和 %D 需要有初值, 初值可在 0—100 间选择, 如选 %K = %D = RSV<sub>1</sub> 或者 %K = %D = 50。

## ③计算 %J 值:

$$\%J = 3 \times \%K - 2 \times \%D \text{ 或 } \%J = 3 \times \%D - 2 \times \%K$$

KD 指标还有一些不同的计算方法。比如把 RSV 值直接作为 %K 值, 把 RSV 的 3 天指数平滑移动平均线(上式中的 %K 值)作为 %D 值。但是这种计算的结果是 %K 值和 %D 波动过大, 减弱了趋势的观察效果。

## 二、KD 的周期

KD 的周期有两个概念: 其一是 KD 指标的周期、即选择几天的样本, 目前通用周期有 5 日、6 日、9 日、13 日等, 也有分析者选用更长周期如 20 日、5 周等等。周期短 KD 指标反应灵敏但不稳定, 周期长 KD 指标反应滞后但趋势明显。其二是进行平滑计算时选用几天周期, 一般都选择 3 天为平滑移动平均线的周期, 当然也可以有其他选择。

## 三、KD 的数值范围和作图

%K 值和 %D 值均在 0—100 之间, 属摆动指标。

把 %K 值、%D 值、%J 值标在以时间为横轴、以 KD 指标为纵轴的直角坐标上, 分别用曲线平滑连接每天的 %K、%D 和 %J 即得到 KD 指标的三条曲线。

## 四、KD 的买卖信号

KD 位置信号: 在 KD 指标中, 当股价持续上涨时, 股价会保持在周期内的较高位置, 这样 %K 线和 %D 线会不断上升, 维持在 50 以上, 表明市场处于强势; 当股价持续下跌时, 股价

会保持在周期内的较低位置,这样%K线和%D线不断下降,维持在50以下,表明市场处于弱势。

当强势持续,%K线和%D线进入过高位置时即是高价警戒信号,一般标准是%K线在80以上、%D线在70以上时是超买信号,股价即将回落。当弱势持续,%K线和%D线进入较低位置时,即是低价警戒信号,一般标准是%K线在20以下、%D线在30以下时是超卖信号,股价即将上涨。%K线和%D线在50附近时信号不明。

具体到上海股市,以上标准会有一些变化,而且市场的不同时期情况也不同。一般说来,上海股市的超买标准是%K线在80以上、%D线在65以上,极端暴涨行情持续时%K线达到90以上、%D线达到80以上的情况也有发生。上海股市的超卖标准是%K线在15以下、%D线在20以下。有时%D线降到20至30之间股价即回升则行情多数不会长久,也不会有较大行情。

**KD方向信号:**KD的方向具有趋势特点,如果%K线和%D线在高位开始减慢上升速度、走平或调头向下是卖出信号。如果%K线和%D线在低位开始减慢下降速度,走平或调头向上是买进信号。

**KD背离信号:**如果股价呈一底比一底高走势,KD指标也同样一底比一底高,则上升趋势仍将持续;如果股价是一顶比一顶低走势,KD指标同样一顶比一顶低,则下降趋势仍将持续。

如果股价创新高后回档,KD指标创新高后也随股价下跌,之后股价再创新高而KD指标却未创新高,说明KD指标不再支持股价上升,KD指标与股价出现顶背离卖出信号。

如果股价创新低后反弹,KD指标创新低后也随股价反弹,之后股价再创新低而KD指标却未创新低,说明KD指标不再支持股价下降,KD指标与股价出现底背离买入信号。

**KD交叉信号:**当快速线%K在低位自下而上与慢速线%D出现黄金交叉时是买入信号;当快速线%K在高位自上而下与慢速线%D出现死亡交叉时是卖出信号。

背离信号和交叉信号应注意一点:买入信号发生位置越低越有效,卖出信号发生位置越高越有效。

## 五、KD的不足

KD指标是有重要实战价值的指标,优点很多,例如客观性,趋势明显,短、中期均适用等,但它也有不足。

KD指标的最大不足与RSI一样是买卖信号出现时机不稳定。当KD指标的位置、方向、背离、交叉等信号出现后,股价的最佳买(卖)点往往在其前面或后面。这里仍然应理解为KD指标提示的是顶部或底部区域。区域是一定的,具体点位要同时分析其他指标和股价形态分析、成交量等等情况后才能确定。

KD指标对指数大势较准确,对个股较差。

%J线买卖信号较不可靠。

## 六、KD 的应用

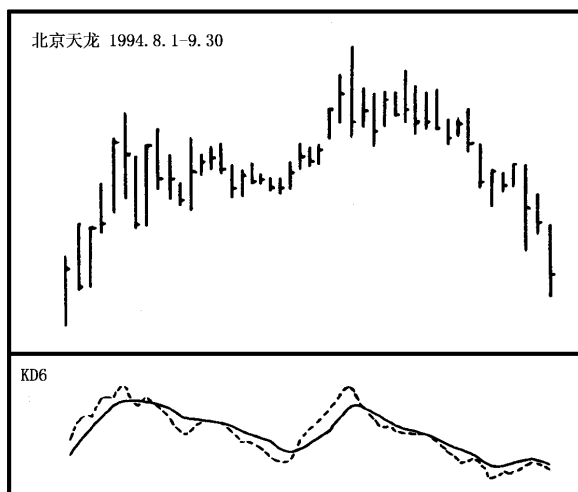


图 5.5.7 KD 实例

## 第八节 威廉指标(%R)

### 一、威廉指标 %R 的原理与计算

威廉指标 %R 是分析师拉瑞·威廉(Larry William)于 70 年代在《我如何赚取百万美元》一书中首先提出的技术分析理论。简称为 WM %R 或 %R。

威廉指标的原理是考察股价在某特定周期中最高价到最低价之间所处位置关系,以此指导操作。威廉指标视某周期内最高价到最低价的中点为平衡位置,股价离平衡中心过远则将向中心靠拢。

n 日周期威廉指标的计算公式如下:

$$\%R_n = 100 \times (H_n - C_n) / (H_n - L_n)$$

其中  $H_n$  代表周期内最高价,  $L_n$  代表周期内最低价,  $C_n$  代表计算日收盘价。

由计算公式可知,用周期内最高价与计算日收盘价之差除以周期内最高价与最低价之差,再乘 100 即得到威廉指标 %R,这种位置关系转移到 K 线图中来看,如果把整个周期画成一条

K 线,威廉指标 %R 则是计算上影线与整条 K 线总长度的比例。

二、%R 的周期、数值范围与作图

常用 %R 周期有 5 天、10 天、15 天、20 天和 25 天等。周期短反应灵敏但波动过于频繁，周期长趋势性强但反应滞后。

%R 数值在 0 至 100 之间,属摆动指标。

把 %R 数值标在以时间为横轴、以 %R 为纵轴的直角坐标上,用曲线连接即得到 %R 曲线。

三、%R 的买卖信号

%R 的位置信号:理论上 %R 在 80 以上为超卖信号,%R 在 20 以下为超买信号。不过在上海股市这个波动剧烈的市场中其实战标准与理论相差甚远。举例说,上证指数 20 天威廉指标多次出现长时间高档或低档徘徊现象,使理论上的标准完全不适用,请看下表:

表 5.5.3 威廉指标实例

日 期	天数	%R 数值区间	指数区间	指数波幅
93.10.11—93.10.27	13	90—100	874—778	—96
93.11.11—93.12.8	20	0—20	833—1009	176
94.3.28—94.4.20	18	79—100	719—540	—179
94.5.25—94.7.29	47	63—100	590—333	—257
94.8.3—94.9.16	33	0—30	432—978	546

在 1994.3.28—1994.4.20 日的 %R 中只有一天出现过 79 的数值,其余日期均在 88 以上。在 1994.5.25—1994.7.29 的 %R 中,只有三天分别是 63、72、77,其余 44 天均在 80 以上,有连续 21 天(6.24—7.22)在 86 以上。在 1994.8.10—1994.9.16 中连续 28 天在 22 以下。

从上海股市实战出发,当 20 天威廉指标在高档或低档徘徊时,不是买卖的最佳时机,此时应取观望态度。

如果 20 天威廉指标在 80—100 徘徊不应买入,此时如果 5 天 %R 达到 50 以下可继续卖出,当 20 天威廉指标脱离 80—100 区域降到 50 以下才是买入信号。此时应取中期持股策略。

如果 20 天威廉指标在 0—20 徘徊不应卖出,此时如果 5 天 %R 达到 50 以上可以短线继续买入,当 20 天威廉指标脱离 0—20 区域升到 50 以上才是卖出信号。此时应取中期持币策略。

四、%R 的不足

理论上 %R 指标还有背离信号等等其他买卖信号,从实战看 %R 指标的波动过于剧烈,方向转变频繁,背离信号并不适用。

%R 指标对股价的反应极其灵敏,尤其是 5 天 %R 指标,很容易就会达到 0 或 100 的数值,即周期内 K 线光头或光脚,所以完全依照 %R 操作会过于频繁导致劳而无功。

总之,威廉指标分析主要是位置关系的提示,把短期与长期威廉指标结合使用,并把威廉

指标与其他指标结合使用效果较好。

## 五、关于 %R 的研究

把威廉指标的计算公式与随机指标 KD 的计算比较,可以发现如下关系:

$$\begin{aligned}\%R_n + RSV_n &= 100 \times (H_n - C_n) / (H_n - L_n) + 100 \times \\ &\quad (C_n - L_n) / (H_n - L_n) \\ &= 100 \times (H_n - C_n + C_n - L_n) / (H_n - L_n) \\ &= 100 \times (H_n - L_n) / (H_n - L_n) \\ &= 100\end{aligned}$$

威廉指标 %R 加 KD 中的未成熟随机值 RSV 正好等于数值 100,这就揭示了 %R 与 KD 两个指标的内在联系,%R 考察收盘价到周期内最高价距离,KD 中的 RSV 考察收盘价到周期内最低价距离,角度不同,但实际上是针对同一个位置关系,效果是一致的,既然效果一致,则 KD 指标比 %R 增加了平滑处理后更精细、更具趋势特征的优势就显示出来了,两相比较,则 %R 显得简单了一些。相信随市场认识的不断深入,%R 也会逐渐完善起来。

使用 %R 会有不习惯的感觉,因为 %R 指标中数值低为超买,数值高为超卖,为和其他指标一致,可以用  $100 - \%R$  代替 %R 进行研判,由上文可知  $100 - \%R$  即是 RSV。

## 六、%R 的应用

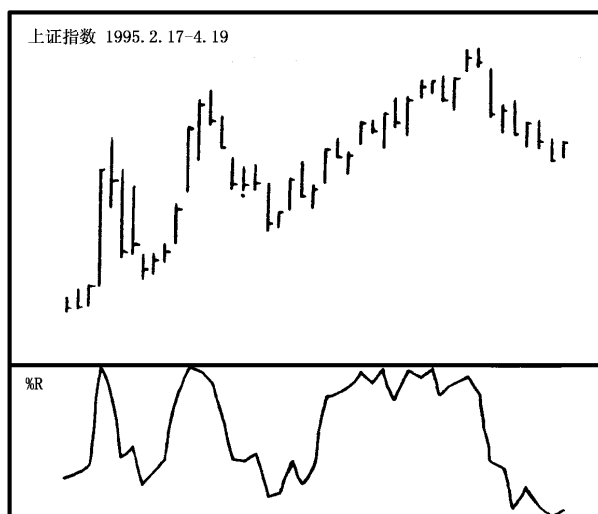


图 5.5.8 %R 实例



## 第九节 心理线(PSY)

### 一、心理线 PSY 的原理与计算

心理线 PSY 是各种技术分析指标中最简单的二三个指标之一,尽管简单但很实用。PSY 是 Psychological Line 的缩写。

心理线 PSY 只考虑每天的收盘价,它像体育比赛的计分。首先选择一个周期数值(如 15 天),就像排球比赛中 15 分一局一样,不过这 15 天是多空双方分数相加的结果(总分固定)。如果某一天收盘价比前一天收盘价上涨,记为多方得一分,某一天收盘价比前一天收盘价下跌,记为空方得一分(即多方不记分),最后看多方得分占总分的百分比即得到哪方占优势的结论。公式如下:

$$PSY_n = 100\% \times (n \text{ 日内上涨天数}) / n$$

其中  $n$  为所选周期。

在心理线指标中,股价上涨一天视为多方人气增加一分,反映投资者心理上买入意愿大于卖出意愿,心理线较长时间保持在 50% 以上,说明较长时间内上涨天数多于下跌天数,买入意愿持续大于卖出意愿,则股价必然上涨,市场处于强势;股价下跌一天视为空方人气增加一分,反映投资者心理上卖出意愿大于买入意愿,心理线较长时间保持在 50% 以下,说明较长时间内心下跌天数多于上涨天数,卖出意愿持续大于买入意愿,股价必然下跌,市场处于弱势。

### 二、PSY 的周期、数值范围与作图

心理线的常用周期有 5 天、6 天、10 天、12 天和 15 天等。取决于投资者的不同选择。

根据心理线的计算公式,心理线应在 0—100 之间,属摆动指标。不过为简便直观起见,也可以不进行百分比计算,直接把周期内上涨天数进行累加,也是心理线指标。这样 6 天心理线指标数值范围是 0、1、2、3、4、5、6 共 7 个数值,12 天心理线指标数值范围是 0—12 间的 13 个整数。这种方法更适于业余投资者,但原理不变。

把 PSY 数值标在以时间为横轴,PSY 为纵轴的直角坐标内,再用直线连接起来即是 PSY 曲线。

### 三、PSY 的买卖信号

理论上 PSY 在 80% 以上为超买区,在 20% 以下为超卖区。

具体到 6 天 PSY,其数值为 1 天或 0 天时为买入信号,5 天或 6 天为卖出信号。

对 12 天 PSY,其数值为 4 天以下时为买入信号,8 天以上时为卖出信号。

强势和弱势中的 PSY 买卖信号标准不同,要进行调整,如弱势中的 12 天 PSY 买入信号

为 3 天以下,强势中的 12 天 PSY 卖出信号为 9 天以上。

#### 四、使用 PSY 的注意事项

应用 PSY 进行研判应该认识到 PSY 不便于进行单独研判,必须和其他指标一起使用。

PSY 虽然简单实用,图形信号像台阶一样,比较稳定,但它同样具有和其他指标类似的不足。在较长期弱势中,PSY 会出现低位徘徊现象;在较长期强势中,PSY 会出现高位徘徊现象。如果机械地按照 PSY 的买卖信号标准操作,套牢和踏空的危险较大。应该理解 PSY 在高位仅仅是一种顶部区域的信号,PSY 在低位仅仅是一种底部区域的信号,顶部区域或底部区域的完全形成需要一段时间,所以买卖时机的最终决定必须结合其他指标共同研判。

#### 五、PSY 的应用

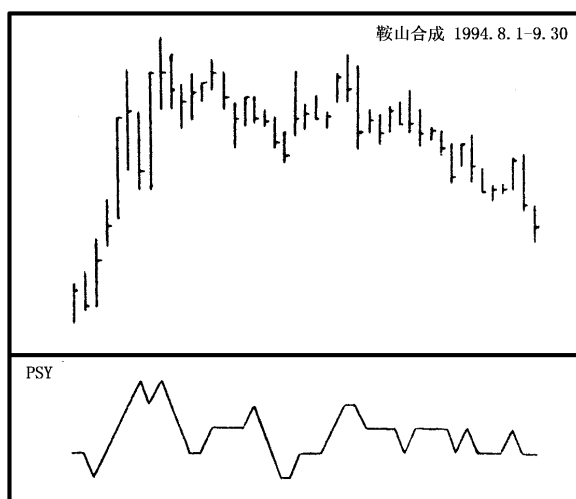


图 5.5.9 PSY 实例

## 第十节 动向指标(DMI)

### 一、动向指标 DMI 的原理与计算

动向指标 DMI 是分析师 J·W 威尔德(J·Wells·Wilder,Jr)于 70 年代首先提出的技术分析理论。DMI 是 Directional Movement Index 的缩写,国内也有译为趋向指标或动向指标的。动向指标 DMI 是各种技术分析指标中较复杂的指标之一。

在分析股价时,像 RSI 那样仅考虑收盘价过于概括,DMI 指标则以最高价到最低价的全部波幅作为研究对象,主要考察股价创新高价和新低价的能力,作为多空双方力量强弱的衡量标准,在此基础上进行平均计算,用计算出的 DMI 指标研判股价的趋势走向,效果较好。DMI 计算过程如下:

(1)计算真实波幅 TR:

$H_n - L_n$  表示当日最高价减当日最低价之差。 $ABS(H_n - L_n)$  表示取  $H_n - L_n$  的绝对值,下同。

$H_n - C(n-1)$  表示当日最高价减前一日收盘价之差。

$L_n - C(n-1)$  表示当日最低价减前一日收盘价之差。

真实波幅 TR 等于  $ABS(H_n - L_n)$ 、 $ABS(H_n - C(n-1))$ 、 $ABS(L_n - C(n-1))$  之中的数值最大者。

(2)计算当日动向值:

$H_n$  表示当日最高价, $H(n-1)$  表示前一天最高价, $L_n$  表示当日最低价, $L(n-1)$  表示前一天最低价。

$H_n - H(n-1)$  表示当日最高价减前一日最高价之差。

$L_n - L(n-1)$  表示当日最低价减前一日最低价之差。

当  $H_n > H(n-1)$  且  $L_n \geq L(n-1)$  时上升动向值  $+DM = ABS(H_n - H(n-1))$

当  $H_n > H(n-1)$ 、 $L_n < L(n-1)$  且  $ABS(H_n - H(n-1)) > ABS(L_n - L(n-1))$  时上升动向值  $+DM = ABS(H_n - H(n-1))$ , 否则  $+DM = 0$

当  $L_n < L(n-1)$  且  $H_n \leq H(n-1)$  时下降动向值  $-DM = ABS(L_n - L(n-1))$

当  $L_n < L(n-1)$ 、 $H_n > H(n-1)$  且  $ABS(L_n - L(n-1)) > ABS(H_n - H(n-1))$  时下降动向值  $-DM = ABS(L_n - L(n-1))$ , 否则  $-DM = 0$

当  $H_n < H(n-1)$  且  $L_n > L(n-1)$  时  $+DM = -DM = 0$

当  $H_n > H(n-1)$ 、 $L_n < L(n-1)$  且  $ABS(H_n - H(n-1)) = ABS(L_n - L(n-1))$  时  $+DM = -DM = 0$

其中  $+DM$  和  $-DM$  的正负符号是标识符,不参与运算,始终要有正负符号。

用文字表述以上动向值的计算包含了六种情况:

①当日股价创新高且不创新低,则有上升动向值  $+DM = ABS(H_n - H(n-1))$

②当日股价创新高且创新低,当日高低价之平均价 $((H_n + L_n)/2)$ 高于前一日平均价 $((H_{n-1}) + L_{(n-1)})/2$ ,则有上升动向值 $+DM = ABS(H_n - H_{(n-1)})$ ,否则 $+DM = 0$

③当日股价创新低价且不创新高价,则有下降动向值 $-DM = ABS(L_n - L_{(n-1)})$

④当日股价创新低且创新高,当日高低价之平均价低于前一日平均价,则有下降动向值 $-DM = ABS(L_n - L_{(n-1)})$ ,否则 $-DM = 0$

⑤当日股价K线被前一根K线包容,则无动向,即 $+DM = -DM = 0$

⑥当日股价创新高也创新低,高低价之平均价等于前一日平均价则无动向,即 $+DM = -DM = 0$

以高低价之平均价为核心归纳动向值的几种情况可分为:

①当日股价创新高( $H_n > H_{(n-1)}$ )且当日平均价高于前一日平均价,则上升动向值 $+DM = ABS(H_n - H_{(n-1)})$ ,当日股价创新高,但当日平均价低于前一日平均价则 $+DM = 0$ (前第(1)、(2)条)

②当日股价创新低( $L_n < L_{(n-1)}$ )且当日平均价低于前一天平均价,则下降动向值 $-DM = ABS(L_n - L_{(n-1)})$ ,当日股价创新低,但当日平均价高于前一日平均价,则 $-DM = 0$ (前第(3)、(4)条)

③当日股价K线被前一根K线包容则无动向,即 $+DM = -DM = 0$ (同前第(5)条)

④当日股价创新高也创新低,高低价之平均价等于前一日平均价则无动向,即 $+DM = -DM = 0$ (同前第(6)条)

总之,当股价上涨大于下跌时有上升动向,当股价下跌大于上涨时有下降动向,涨跌比前一日微弱则无动向,涨跌幅度相等力量相抵也无动向。这就是动向值的含义,是DMI指标的核心。

(3)计算TR、+DM、-DM的移动平均线(一般选14天为周期),计算时用指数平滑算法:

从基期起计算14天TR之和作为TR14的初值

从基期起计算14天+DM之和作为+DM14的初值

从基期起计算14天-DM之和作为-DM14的初值

$TR_{14}(n) = TR_{14}(n-1) \times 13/14 + TR(n)$

其中n代表当日,n-1代表前一日,TR14(n)代表当日14天TR之和,TR14(n-1)代表前一日14天TR之和,TR(n)代表当日TR

$[+DM_{14}(n)] = [+DM_{14}(n-1)] \times 13/14 + [+DM(n)]$

$[-DM_{14}(n)] = [-DM_{14}(n-1)] \times 13/14 + [-DM(n)]$

(4)计算上升指标+DI和下降指标-DI:

$+DI_{14} = (+DM_{14}/TR_{14}) \times 100\%$

$-DI_{14} = (-DM_{14}/TR_{14}) \times 100\%$

(5)计算动向指数DX:

$DX = ABS[(+DI_{14}) - (-DI_{14})] / ABS[(+DI_{14}) + (-DI_{14})] \times 100\%$

计算平均动向指数ADX(一般也取14天为周期):

首先计算第一个14天DX平均数作为初值:

$ADX = (DX_1 + DX_2 + DX_3 + \dots + DX_{14}) / 14$

之后进行平滑运算： $ADX_n = ADX(n-1) \times 13/14 + DX_n/14$

其中  $n$  代表当日， $n-1$  代表前一日， $ADX_n$  代表当日  $ADX$ ， $ADX(n-1)$  代表前一日  $ADX$ ， $DX_n$  代表当日  $DX$

(6) 计算  $ADXR$  (一般选 14 天以下周期)： $ADXR = [ADX_n + ADX(n-t)]/2$

其中  $n$  代表当日， $t$  代表所选周期， $ADX_n$  代表当日  $ADX$ ， $ADX(n-t)$  代表  $n-t$  日的  $ADX$  值。

至此动向指标  $DMI$  的计算过程完成，得到  $+DI$ 、 $-DI$ 、 $ADX$  和  $ADXR$  几个指标， $DMI$  的分析即依据这几个指标进行研判。

## 二、DMI 的周期、数值范围和作图

$DMI$  的发明人  $J \cdot W \cdot$  威尔德先生提出的  $DMI$  周期为 14 天。投资者也可选用其他周期，如 6 天、10 天等。

$+DI$ 、 $-DI$ 、 $ADX$  和  $ADXR$  的数值范围在 0—100 之间，属摆动指标。

$+DI$ 、 $-DI$ 、 $ADX$  和  $ADXR$  的数值标在以时间为横轴，以  $DMI$  为纵轴的直角坐标中，分别用曲线连接各个指标即形成几条指标曲线 ( $ADXR$  不常用)。

## 三、DMI 的分布特征与买卖信号

$DMI$  的图形比较复杂。

当股价持续上涨，不断创新高，则上升动向  $+DI$  不断增加，下降动向  $-DI$  不断减少， $ADX$  也趋向于高位 (参考公式)，代表上升趋势的延续，当上升趋势开始逆转，则上升动向  $+DI$  不断减少，下降动向  $-DI$  不断增加， $ADX$  由高位开始下降，代表上升趋势可能终止，涨跌力量走向平衡。这一过程中  $+DI$  在上， $-DI$  在下先分离后合拢形成剪刀式运动是  $DMI$  的突出特征。

当股价持续下跌，不断创新低，则下降动向  $-DI$  不断增加，上升动向  $+DI$  不断减少， $ADX$  趋向于高位，代表下降趋势的延续，当下降趋势开始逆转，则下降动向  $-DI$  不断减少，上升动向  $+DI$  不断增加， $ADX$  由高位开始下降，代表下降趋势可能终止，涨跌力量走向平衡。这一过程中  $-DI$  在上， $+DI$  在下先分离后合拢同样形成剪刀式运动。

在  $DMI$  指标中有两个判断工具：

$+DI$  和  $-DI$  代表多空双方的力量对比。如果  $+DI$  由下向上与  $-DI$  发生交叉，说明市场上多空力量对比发生了变化，多方力量增强，由劣势转向优势，推动股价不断创新高，空方力量减弱，由优势转向劣势，影响股价的能力降低，后市上涨可能性较大，所以  $+DI$  由下向上与  $-DI$  发生黄金交叉是买入信号。

如果  $-DI$  由下向上与  $+DI$  发生交叉，说明市场上空方力量增强，由劣势转向优势，推动股价不断创新低，多方力量减弱，由优势转向劣势，影响股价的能力降低，后市下跌可能性大，所以  $-DI$  由下向上与  $+DI$  发生死亡交叉是卖出信号。

使用  $+DI$  与  $-DI$  作为买卖信号时应注意它们发生交叉信号时的角度、力量和速度。角度大、力量强、速度快的交叉信号可靠性大，角度小、力量弱、速度慢的交叉信号可靠性小。对这种角度、力量和速度的感觉需要经验积累。另外，当股价处于盘整区时， $+DI$  与  $-DI$  的交叉信号往往无效。这时应结合  $ADX$  进行研判。

$ADX$  代表市场趋势方向。 $ADX$  处于高位表示涨跌力量中有一方占据绝对优势，可把

ADX 的高位理解为多空力量之中有一方发挥到高潮,当这种优势发挥到极端时将出现反向运动。一般 ADX 在 60% 以上为高位区,这时 ADX 由高位开始转向下跌即是买卖信号,如果出现于股价下跌一段时间后是买入信号,如果出现于股价上涨一段时间后则是卖出信号。总之,当 ADX 高位转向是操作时机。ADX 处于低位表示多空力量之中没有一方占据绝对优势,双方力量接近平衡状态,股价处于盘整时期,当平衡态被打破时股价会出现快速的单向运动。一般 ADX 在 20% 以下为盘整区。ADX 从高位到低位再到高位构成一个完整的上涨(或下跌)过程,所以 ADX 应比股价涨跌变化的反应快,这样则起到提前发出买卖信号的作用。ADX 一般用于判断股价中期以上趋势。ADXR 是 ADX 的评估值,起到参照物的作用。与 ADX 一样,当 ADXR 处于高位时代表市场某种趋势(上涨或下跌)走向极端,当 ADXR 处于低位时代表市场处于盘整期。当 ADX 与 ADXR 发生交叉时即是买卖信号。

#### 四、DMI 的不足与改进

DMI 是一项独特而实用的指标。但也有不足:

DMI 的计算过程过于复杂,不能进行手工计算,必须使用计算机辅助计算,限制了普通投资者的使用。 $+DI$  和  $-DI$  的曲线震荡略显大些,应该予以改进。实际应用中,当  $TR_{14}$ 、 $+DM_{14}$ 、 $-DM_{14}$  取初值后,DMI 计算中的最初二十天左右 DMI 指标处于失真状态, $+DI$ 、 $-DI$  和  $ADX$  会出现 0 和 100 的极值。为减轻这种失真,可把原公式中  $+DM_{14}$ 、 $-DM_{14}$  的初值改进为: $+DM_{14}$  初值  $= -DM_{14}$  初值  $= TR_{14}$  初值/4,从实践看改进后效果较好。

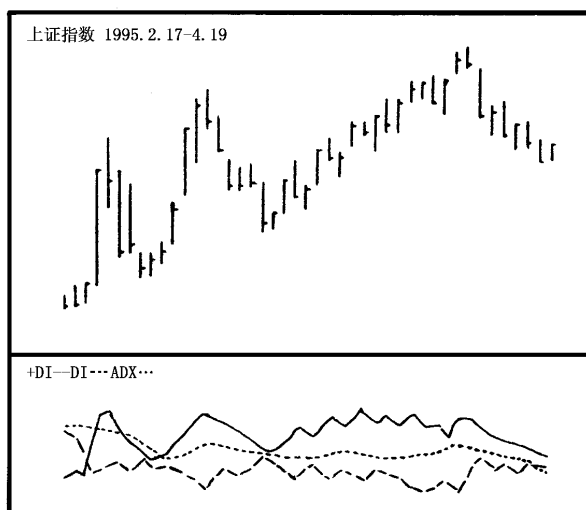


图 5.5.10 DMI 实例

#### 五、DMI 的应用

## 第十一节 人气指标(AR)

### 一、人气指标 AR 原理与计算

人气指标 AR 以每日最高价、最低价与当日开盘价的比较进行分析预测。最高价到开盘价的距离代表多方力量,开盘价到最低价的距离代表空方力量,一定周期内两者分别相加之后的比值即为人气指标 AR。计算过程如下:

(1)计算  $n$  日周期内每日最高价到开盘价距离之和  $HO_n$ :

$$HO_n = (H_1 - O_1) + (H_2 - O_2) + (H_3 - O_3) + \cdots + (H_n - O_n)$$

其中  $H_1, H_2, H_3, \cdots, H_n$  分别代表各日最高价,  $O_1, O_2, O_3, \cdots, O_n$  分别代表各日开盘价,  $n$  为所选周期,下同。

(2)计算  $n$  日周期内每日开盘价到最低价距离之和  $OL_n$ :

$$OL_n = (O_1 - L_1) + (O_2 - L_2) + (O_3 - L_3) + \cdots + (O_n - L_n)$$

其中  $L_1, L_2, L_3, \cdots, L_n$  分别代表各日最低价。

(3)计算人气指标 AR:

$$AR_n = 100 \times HO_n / OL_n$$

其中  $AR_n$  代表  $n$  日周期的 AR 指标。

### 二、AR 周期、数值范围和作图

AR 周期可以选择 10 日、15 日、20 日、25 日等。

AR 没有固定的数值范围,理论上 AR 可以从 0 到无限大,但它的常态分布范围以 100 为平衡点,一般在几十到几百之间。属震荡指标。

把 AR 数值标在以时间为横轴、以 AR 为纵轴的直角坐标上,用曲线连接起来即构成 AR 曲线。

### 三、AR 买卖信号

方向和位置信号:AR 上涨代表多方力量大于空方力量,股价持续上涨,当 AR 上涨到较高位置时说明多方力量已达极限将要下降,股价会反转下跌,一般情况下 AR 在 200 以上为高价警戒区,属卖出信号。

AR 下跌代表空方力量大于多方力量,股价持续下跌,当 AR 下跌到较低位置时说明空方力量已达极限将要下降,股价会反转上涨,一般情况下 AR 在 70 以下为低价警戒区,属买入信号。

当 AR 在 100 附近波动时说明多空双方力量均衡,股价盘整,后市不明,应取观望态度。

### 四、AR 的不足与改进

AR 的高低点没有固定的数值界限,难以把握。

AR 单独使用效果不理想,应与其他指标配合使用。

由于 AR 指标计算公式所限,AR 的图形通常表现为长期平缓的底部形态和快速陡峭的顶部形态。两种形态特性不同,导致底部时信号不明难以介入,在顶部又是稍纵即逝不易抓住时机。为改善 AR 指标的性能,可以对 AR 指标进行修正,使 AR 的顶部与底部形态近似,并使 AR 指标的数值范围确定,更好地发挥 AR 指标的功效。

在 AR 指标中,n 日内每日最高价到开盘价距离之和  $HO_n$  与 n 日内每日开盘价到最低价距离之和  $OL_n$  的比值是多空力量的对比,双方相等则  $AR=100$ ,在 AR 运算中,如果  $OL_n$  不变,则  $HO_n$  与 AR 成正比,两者同比例涨跌,对于同一比例,在高位区数值变化大,低位区数值变化小,则  $HO_n$  处于高值时的变动远比  $HO_n$  处于低值时的同比例变动对 AR 指标的绝对数值影响大,这是造成 AR 指标底部平缓顶部陡峭的原因。所以应把多空双方的直接对比改为多方(或空方)在总力量中所占比例,由于从长期来看多空双方的力量总体均衡,所以按这种算法可得到均衡并且规律性更强的指标。按上述思路可把 AR 指标改为:

$$AR = \frac{HO_n}{HO_n + OL_n} \times 100$$

$$= \frac{\text{每日最高价减每日开盘价的 } n \text{ 日和}}{\text{每日最高价减每日最低价的 } n \text{ 日和}} \times 100\%$$

这种方式计算的 AR 指标数值范围在 0—100 之间,分布规律性强于原有计算法,底部形态与顶部形态特征类似。可以充分利用其位置、方向和与股价背离信号进行操作。



## 第十二节 意愿指标(BR)

### 一、意愿指标 BR 原理与计算

意愿指标 BR 以每日最高价、最低价与前一日收盘价的比较进行分析预测。当日最高价到前一日收盘价的距离代表多方力量,前一日收盘价到当日最低价的距离代表空方力量,一定周期内两者分别相加之比即为意愿指标 BR。计算过程如下:

(1)计算  $n$  日周期内每日最高价到前一日收盘价距离之和  $HC_n$ :

$$HC_n = ABS(H_1 - C_0) + ABS(H_2 - C_1) + \cdots + ABS(H_n - C_{(n-1)})$$

其中  $H_1, H_2, \cdots, H_n$  分别代表各日最高价,  $C_0, C_1, \cdots, C_{(n-1)}$  分别代表各日收盘价,  $ABS(\cdots)$  表示对括号中计算结果的数值取绝对值,  $n$  为所选周期并且  $n$  代表计算当日,  $n-1$  代表计算日的前一日,下同。

(2)计算  $n$  日周期内前一日收盘价到当日最低价距离之和  $CL_n$ :

$$CL_n = ABS(C_0 - L_1) + ABS(C_1 - L_2) + \cdots + ABS(C_{(n-1)} - L_n)$$

其中  $L_1, L_2, \cdots, L_n$  分别代表各日最低价。

(3)计算意愿指标 BR:

$$BR_n = 100 \times HC_n / CL_n$$

其中  $BR_n$  代表  $n$  日周期的 BR 指标。

### 二、BR 周期、数值范围和作图

BR 周期可以选择 10 日、15 日、20 日、25 日等。BR 周期一般选择与 AR 周期一致。

BR 没有固定的数值范围,理论上 BR 可以从 0 到无限大,但它的常态分布范围以一百为平衡点,一般在几十到几百之间。属震荡指标。

把 BR 数值标在以时间为横轴、以 BR 为纵轴的直角坐标上,用曲线连接起来即得到 BR 曲线。

### 三、BR 买卖信号

BR 在本质上与 AB 是一致的,形式上略有区别的是 AR 以当日开盘价作为衡量当日多空力量的标准,BR 以前一日收盘价作为衡量当日多空力量的参照标准,这两个不同标准的差距多数情况下很小,所以 AR 和 BR 的分布特征和买卖信号基本一致。正由于上述两个不同标准的影响,BR 往往比 AR 的震幅更大。

BR 上涨代表多方力量大于空方力量,股价持续上涨,当 BR 上涨到较高位置时说明多方力量已达极限将要下降,股价会反转下跌,一般情况下 BR 在 400 以上为高价警戒区,属卖出

信号。

BR 下跌代表空方力量大于多方力量,股价持续下跌,当 BR 下跌到较低位置时说明空方力量已达极限将要下降,股价会反转上涨,一般情况下 BR 在 40 以下为低位警戒区,属买入信号。

当 BR 在 100 附近波动时说明多空双方力量均衡,股价盘整,后市不明,应取观望态度。

#### 四、BR 的不足与改进

BR 的高低点没有固定的数值界限,难以把握。

BR 单独使用效果不好,应参考其他指标。

与 AR 一样,BR 的图形通常表现为长期平缓的底部形态和快速陡峭的顶部形态。两种形态特性不同,导致在底部信号不明难以介入,在顶部又稍纵即逝不易抓住时机。

BR 指标可以和 AR 指标一样进行改进,分析过程及原理参见 AR 指标部分,计算公式如下:

$$BR_n = \frac{HC_n}{HC_n + CL_n} \times 100\%$$

这种方式计算的 BR 指标数值范围在 0—100 之间,分布规律强于原有计算法,底部形态与顶部形态特征类似。可以充分利用其位置、方向和与股价的背离信号进行操作。

### 第十三节 动向指标(MTM)

#### 一、动向指标 MTM 原理与计算

物理学上有一条原理:如果没有受到外力的作用,一个物体将保持其静止或匀速直线运动状态不变。这是物理学的恒速原理,在证券市场技术分析中同样存在着恒速原理,即上涨过程中股价上涨速度应保持不变,每段时间内股价上涨幅度应相等,直到空方相反方向的作用力改变其上涨的运动方向为止。下跌过程中股价下跌速度应保持不变,每段时间内股价下跌幅度应相等,直到多方相反方向的作用力改变其下跌的运动方向为止。

动力指标 MTM 正是从恒速原理出发,考察股价涨跌速度,以股价涨跌速度的变化(匀速、加速或减速)分析股价趋势的指标。计算公式如下:

首先选定一个周期  $n$ ,用计算日的收盘价减去  $n$  日前的收盘价即是动力指标 MTM。设计算日为  $t$  日,则有:

$$MTM = C_t - C(t-n)$$

其中  $C_t$  代表  $t$  日(计算日)收盘价, $C(t-n)$  代表  $t-n$  日的收盘价。

动力指标分析中一般还增加一条 MTM 的移动平均线共同研判。设 MTM 移动平均线取  $k$  日周期,则有:

$$MTM(k) = (MTM1 + MTM2 + \dots + MTMk) / k$$

## 二、MTM 周期、数值范围和作图

MTM 周期有两层含义,一是动力指标 MTM 本身的周期,二是 MIM 移动平均线的周期。

MTM 的周期一般可选择 5 日、10 日、12 日、15 日和 20 日等,视不同需要而定,MTM 移动平均线的周期可选择 5 日、10 日、15 日等。

MTM 和 MTM 移动平均线没有固定的数值范围,但它们都围绕 0 值上下摆动,属震荡指标。对于 MTM 的不同周期而言,MTM 的周期越小,其震幅区间越小,MTM 的周期越大,其震幅区间越大。

把 MTM 和 MTM 移动平均线数值标在以时间为横轴、以 MTM 为纵轴的直角坐标上,分别用曲线连接起来即得到 MTM 和 MTM 移动平均线。

## 三、MTM 买卖信号

**背离信号:**当股价下跌一段时间后再创新低,而 MTM 在 0 线之下却未创新低时是底背离买入信号;当股价上涨一段时间后再创新高,而 MTM 在 0 线之上却未创新高时是顶背离卖出信号。

**方向信号:**当股价和 MTM 同向上升时是持股信号,当 MTM 在 0 线以上两次上升均下落形成 M 头等顶部形态时是卖出信号;当股价和 MTM 同向下降时是持币观望信号,当 MTM 在 0 线以下两次下降均回升形成 W 底时是买入信号。

**交叉信号:**当 MTM 在 0 线以下、由下向上突破 MTM 移动平均线时是黄金交叉买入信号;当 MTM 在 0 线以上、由上向下跌破 MTM 移动平均线形成死亡交叉时是卖出信号。

## 四、MTM 有关改进

MTM 是一项非常实用的有关股价涨跌速度的技术指标。

实践中感觉 MTM 尽管有以 0 值为中心的常态分布区间,但其具体数值的买卖信号并不明确,其实战价值主要表现在它的相对数值上,即 MTM 与 MTM 移动平均线(以下简称 MTMk)的比较。MTM 与 MTMk 的交叉信号是这种比较之一,分析 MTM 与 MTMk 的位置关系,则会发现 MTM 围绕 MTMk 上下波动,MTMk 比 MTM 平滑稳定,趋势性强。其位置关系发展过程为;①分离,②靠拢,③交叉,④分离,⑤靠拢,⑥交叉……的循环,有时分离和靠拢两环节会重复二三次才交叉,但总体是类似的循环过程。在技术分析中总是希望能提前发现提示股价未来趋势方向的指标信号,从 MTM 指标看,比 MTM 与 MTMk 交叉信号提前的一环是 MTM 减 MTMk 之差,即两者的距离,两者之差缩小即提示买卖信号,这样又多了一种醒目的分析手段。公式如下:

$$MTM \text{ 差值柱状线值} = MTM - MTMk$$

把 MTM 差值柱状线值标在 MTM 图上并向横轴引垂直线即得到 MTM 差值柱状线。其买卖信号为:

当 MTM 差值柱状线负值开始缩小,同时 MTMk 由下跌开始走平或上升即为买入信号;当 MTM 差值柱状线正值开始缩小,同时 MTMk 由上升开始走平或下跌即为卖出信号。

当 MTM 差值柱状线负值出现急剧放大后开始缩小即为买入信号;当 MTM 差值柱状线正值出现急剧放大后开始缩小即为卖出信号。

总之,MTM 的实战价值并未完全挖掘出来,有待于实践者不断探索。

## 第十四节 震荡点(OSC)

震荡点指标 OSC 实际上是动力指标 MTM 的又一改进形式,首先选定周期  $n$ ,用计算日收盘价除以  $n$  日前的收盘价,再乘 100:

$$OSC=100 \times C/C_n$$

其中  $C$  代表计算日收盘价, $C_n$  代表计算日前第  $n$  天的收盘价。

鉴于上式计算的 OSC 指标震荡过大趋势性不强,也可以选用一定周期( $n$  日)股价移动平均线 MA 计算 OSC 指标:

$$OSC=100 \times C/MA_n$$

OSC 的周期选择与 MTM 一致,有 5 日、10 日、12 日、15 日、20 日等。

OSC 没有固定的数值范围,围绕 100 为平衡点上下摆动,属震荡指标。

OSC 作图与 MTM 类似。

OSC 买卖信号与 MTM 相同,请参阅 MTM 部分。

## 第十五节 均量线(MV)

### 一、均量线 MV 原理与计算

均量线 MV 是研究成交量的指标,所谓均量线即是一定周期内的平均成交量曲线。移动平均线 MA 是对股价的平均,均量线 MV 与 MA 类似,是对成交量的平均。 $n$  日周期均量线计算公式如下:

$$MV_n=(V_1+V_2+V_3+\cdots+V_n)/n$$

其中  $V_1$ 、 $V_2$ 、 $V_3$ 、 $\cdots$ 、 $V_n$  分别代表周期内各日成交量, $MV_n$  代表均量线值, $n$  代表周期。

股票市场中的成交量是一项极其重要的概念。没有成交量作为基础则市场无法正常运转,严重的会陷于“死市”状态。

上海股市在放开股价限制之前也曾出现过有行无市的局面,所以成交量是市场的生命和活力所在。

成交量的大小对股价涨跌变化有巨大影响。成交量大,说明市场交易活跃,成交量持续放

大,说明场外资金正涌入市场、资金多于筹码,股价随之上涨;成交量小,说明市场交易清淡,成交量持续缩小,说明场内资金正在流出市场,资金少于筹码,股价随之下跌。所以成交量反应市场资金状况,是股价上涨的动力和下跌的根源。股市中有谚语云“先见量,后见价”就是这个道理。

总之成交量直接反映供求关系的变化,不可不察。

作图中一般把每日成交量数值标在以时间为横轴,成交量为纵轴的直角坐标上,从成交量数值向时间轴引垂线,画成成交量柱状线。

每日的成交量数值也和每日股价数值类似,波动大,随机性强,不太规则。为消除震荡过大的不足,于是产生了进行平均处理的均量线 MV 指标。均量线和成交量一样,反映市场一定时期内供求关系的变化,是一项很重要的分析内容。

成交量可以采用成交金额或成交股数两种方式。

### 二、MV 特性

MV 的周期可以选择 5 日、10 日、20 日、30 日等。研究短期成交量情况可选 5 日或 10 日,中期选 20 日以上。

在上海股市的中级行情中,20 日均量线就会有滞后的感觉。鉴于上海股市牛短熊长的特点,一般以选择 5 日或 10 日均量线为佳。

使用均量线指标时,可以采用两条不同周期的均量线共同研判,对于行情分析增加了一种快慢线比较的手段,例如选择 5 日 MV 作为快速线,选择 10 日 MV 作为慢速线。

均量线是对一定周期内成交量的平均,所以均量线数值大于零,并且处于一定周期内最低成交量 and 最高成交量之间。上海股市在 1994 年采用 T+0 交易规则时日最大成交金额 163 亿元,最大成交股数 17.6 亿股。日最小成交金额 1.2 亿元,最小成交股数 3000 万股。T+1 规则在 1995 年实行后禁止当日回转交易,使最大成交金额和最大成交股数减少三分之一左右,T+1 时的 70 亿元约相当于 T+0 时的 105 亿元左右。T+1 对最小成交量影响不大,因为最小成交量都出现在股市低迷时期,此时的客观环境已使当日回转交易无利可图从而几乎没有回转交易存在,所以此时 T+0 与 T+1 效果一样。

均量线 MV 的图形一般直接与成交量柱状线图画在一起,共同分析。

### 三、MV 买卖信号

均量线指标不涉及个股股价,不能直接提示买卖价位,但仍然可以提供买卖时机信号。

位置信号:当 MV 处于较高位置时由于成交量不可能长期保持巨额成交,所以 MV 将下降,失去成交量的支持股价则会下跌,是卖出信号;当 MV 处于较低位置时基本面略有变化都会刺激交易、加大成交量,所以 MV 将上升,有成交量增大的支持股价会上涨,是买入信号。

方向信号:当 MV 与股价同向上升时,持续增大的成交量代表资金拥入,会推动股价持续上涨,是持股信号;当 MV 与股价同向下降时,持续减小的成交量代表资金流出,会使股价失去依托继续下跌,是持币观望信号。

背离信号:当股价上涨一段时间后再创新高,此时 MV 却未创新高,则 MV 与股价出现顶

背离卖出信号；当股价下跌一段时间后再创新低，此时 MV 未创新低，则 MV 与股价出现底背离买入信号。

交叉信号：当 MV 快速线在低位区由下向上突破慢速线出现黄金交叉时是买入信号；当 MV 快速线在高位区由上向下跌破慢速线出现死亡交叉时是卖出信号。

#### 四、MV 不足

MV 是一项很重要并具极大实用价值的指标。它的不足主要是不涉及股价，不能提示买卖价位，所以不能单独使用，只能作为分析其他指标时的参照。

### 第十六节 涨跌比率(ADR)

#### 一、涨跌比率 ADR 的原理与计算

涨跌比率 ADR 是一种普遍应用的指标，涨跌比率 ADR 以全部市场中的股票涨跌个数作为研究对象，进行市场整体趋势的预测。ADR 是英文 Advance—Decline Ratio 的缩写。

首先选定 ADR 的周期，分别统计周期内每日收盘价比前一日收盘价上涨的股票个数和下跌的股票个数，两者分别求和，其和之比即为 ADR 指标。计算公式如下：

$$\text{ADR} = \frac{\text{周期内上涨股票个数之和}}{\text{周期内下跌股票个数之和}}$$

涨跌比率 ADR 代表了市场一定时期内涨跌股票个数之比。如果  $\text{ADR}=1$ ，代表市场一定时期内上涨股票个数等于下跌股票个数，说明多空双方力量相等，股价方向不明，如果  $\text{ADR}>1$ ，代表市场一定时期内上涨股票多于下跌股票个数，说明市场中多方力量大于空方力量，后市上涨可能较大，如果  $\text{ADR}<1$ ，代表市场一定时期内下跌股票个数多于上涨股票个数，说明市场中空方力量大于多方力量，后市下跌可能较大。

ADR 指标和腾落指数 ADL 作用类似，都以市场中涨跌股票个数作为研究对象，在一定程度上弥补了指数的缺陷。涨跌比率又被称为回归式腾落指数。

#### 二、ADR 周期、数值范围和作图

见图 5.5.12

ADR 周期一般选择 6 日、10 日、15 日、20 日等，观察长期趋势还可选择 6 周、10 周、15 周、20 周等周期。

ADR 没有固定的数值范围，理论上 ADR 可以从 0 到无限大，但它的常态分布范围以 1 为平衡点，一般在零点几到二点几之间，属震荡指标。

把 ADR 数值标在以时间为横轴、以 ADR 为纵轴的直角坐标系内，用曲线连接起来即得

到 ADR 曲线。

### 三、ADR 买卖信号

ADR 主要以其位置发出买卖信号,不过 ADR 数值高低受周期不同的影响较大,周期短波动幅度大,周期长波动幅度小,所以 ADR 数值没有统一的买卖信号标准。ADR 的买卖信号标准还受不同市场、同一市场不同时期的影响,对 ADR 的买卖信号需要在实践中摸索规律。

以 10 日至 15 日左右周期的 ADR 一般规律而言,存在以下标准:

当 ADR 在 0.5 以下时为买入信号。

当 ADR 在 1.5 以上时为卖出信号。

当 ADR 在 1 附近波动时多空双方力量平衡,后市不明,应取观望态度。

当 ADR 在 0.3 以下时为极端超卖的强烈买入信号,当 ADR 在 2 以上时为极端超买的强烈卖出信号。

强势市场的 ADR 买卖信号标准应上调。

弱势市场的 ADR 买卖信号标准应下调。

### 四、ADR 的不足与改进

ADR 没有固定的数值界限,高低点的位置不易把握。

ADR 与 RSI 等指标一样存在周期性共振现象(见理论讨论),这种因周期造成的非正常波动影响判断正确性,危害很大,应使用加权方式或其他手段进行消除。

ADR 的不同周期选择造成不同周期 ADR 出现最高点(或最低点)的时间不同步,与股价顶部(或底部)出现时机不一致(提前或滞后),造成操作时机不理想。

因为它是对股票个数的计算,与股价联系不紧密,所以不能单独使用,必须和其他可用于个股的指标共同研判。

涨跌股票个数的资料来源往往不稳定,不方便,多数报刊的股市信息中没有此项统计,如果单靠分析者从行情报表上自己统计则工作量太大不易坚持。

与 AR、BR 类似,ADR 的图形通常表现为长期较平缓的底部形态和快速陡峭的顶部形态。两种形态特性不同,导致在底部信号不明难以介入,在顶部稍纵即逝不易抓住时机。

对 ADR 指标可如下改进:

$$\text{ADR} = \frac{\text{周期内上涨股票个数之和}}{\text{周期内上涨股票个数之和} + \text{周期内下跌股票个数之和}} \times 100\%$$

上式中的分母可以用“市场总股数×周期日数”代替,计算可简单一些,不过代替后的结果略有不准,因为这样等于把每日既不涨也不跌的平盘股也加到下跌股票之中了,所以尽管复杂还是以改进公式为好。

这种方式计算的 ADR 指标数值范围在 0—100 之间,分布规律性强于原有计算法,底部形态与顶部形态特征类似。可以充分利用其位置、方向和与股价的背离信号进行操作。实际

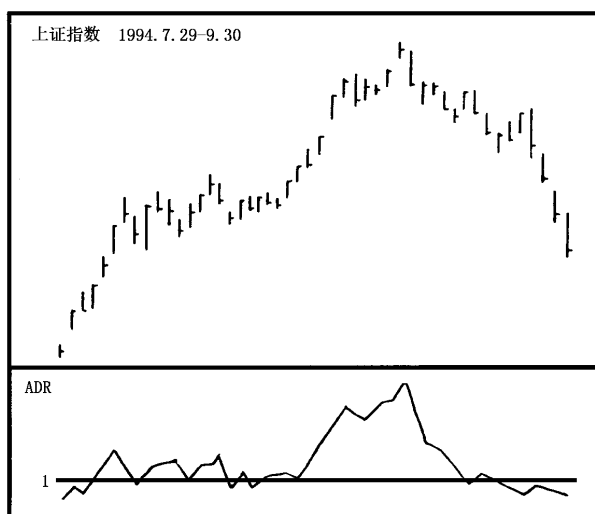


图 5.5.12

应用中还应加权处理以消除周期性共振现象。尽管做了改进,但由于 ADR 的研究对象是股票个数而不是股价,所以 ADR 只能作为大势分析工具,不能单独使用,必须结合其他指标才能应用于实际操作。

## 第十七节 超买超卖指标(OBOS)

### 一、超买超卖指标 OBOS 原理与计算

超买超卖指标 OBOS 与 ADR、ADL 一样,都是研究市场中股票涨跌个数的指标。OBOS 是英文 Over Buy and Over Sell 的缩写。

选定 OBOS 周期,分别统计周期内每日收盘价比前一天收盘价上涨的股票个数和下跌的股票个数,两者分别求和,其和之差即为 OBOS 指标,公式如下:

$$\text{OBOS} = \frac{\text{周期内上涨股票个数之和}}{\text{周期内下跌股票个数之和}}$$

OBOS 指标代表市场一定时期内涨跌股票个数之差。如果  $\text{OBOS} = 0$ ,代表市场一定时期内上涨股票个数等于下跌股票个数,说明多空力量在这段时间内总体平衡,如果  $\text{OBOS} > 0$ ,代表市场一定时期内上涨股票个数多于下跌股票个数,说明这段时间内多方总体力量大于空方



总体力量,股价总体趋势处于强势区,如果  $OBOS < 0$ ,代表市场一定时期内下跌股票个数多于上涨股票个数,说明这段时间内空方总体力量大于多方总体力量,股价总体趋势处于弱势区。

### 二、OBOS 周期、数值范围和作图

OBOS 周期可选择 8 日、10 日、15 日、20 日等,一般投资者以选择 10 日周期为佳。

OBOS 没有固定的数值范围,其常态分布区以 0 为平衡点,属震荡指标。

把 OBOS 数值标在以时间为横轴、以 OBOS 为纵轴的直角坐标系内,用曲线连接起来即得到 OBOS 曲线。

### 三、OBOS 买卖信号

OBOS 研究角度与 ADL 完全一致,不过把对数值的处理由除法变为减法,这种改变使 OBOS 的分布特征与 ADL 有很大不同,一定程度上消除了 ADL 指标中底部形态与顶部形态不一致的不足,使 OBOS 指标实战效果更好。

位置信号:OBOS 的位置过高则显示市场超买,属卖出信号;OBOS 的位置过低则显示市场超卖,属买入信号。

OBOS 位置高低在不同市场中有很大不同,例如上海股市只有“老八股”的时期,其 10 日 OBOS 指标极限最高为 80,极限最低为 -80,1994 年有 168 只股票时 10 日 OBOS 极限最高值为 1680,极限最低值为 -1680。所以 OBOS 指标常态分布区的绝对数值和市场中的股票总数有很大关系。OBOS 位置高低和所选周期也有很大关系,仍以上例来说,5 日 OBOS 极限值分别为 40, -40 和 840, -840。所以 OBOS 绝对位置高低没有统一标准。需要在实践中摸索。

任何股票市场的 10 日以上周期 OBOS 出现极限数值的可能性极小。从笔者实践来看,不管市场总股数多少,市场中 OBOS 正常数值在周期内总股数的三分之一以内,即涨跌股数之比一般为二比一以内,其常态分布的较高数值区在周期内总股数的二分之一以内,即涨跌股数之比高值区为三比一以内。这符合黄金分割比例,实战也有较好验证。

背离信号:当股价下跌一段时间后再创新低,而 OBOS 在 0 线之下却未创新低、甚至转向上涨时是底背离买入信号;当股价上涨一段时间后再创新高,而 OBOS 在 0 线之上却未创新高、甚至转向下跌时是顶背离卖出信号。

转向信号:当股价和 OBOS 同向上升时是持股信号,当 OBOS 在 0 线之上两次上升均下降形成 M 头等顶部形态时是卖出信号;当股价和 OBOS 同向下降时是持币观望信号,当 OBOS 在 0 线之下两次下跌均上升形成 W 底等底部形态时是买入信号。

### 四、OBOS 的不足

OBOS 没有固定的数值界限,高低点位置区靠经验分析。

OBOS 存在周期性共振问题需要改进。

OBOS 是大势指标,与股价联系不紧密,不能单独使用,必须和其他可用于个股的指标一起分析。

OBOS 买卖信号出现时机不稳定,往往不与股价最佳买(卖)点同步。

OBOS 资料来源不稳定。

但 OBOS 指标的图形形态比 ADR 指标规范一些。

## 第十八节 腾落指数(ADL)

### 一、腾落指数 ADL 原理与计算

腾落指数 ADL 也是研究市场中股票涨跌个数的指标。ADL 是英文 Advance—Decline Line 的缩写。

把每天收盘价上涨股票个数减下跌股票个数之差逐日累加起来即是 ADL 指标。公式如下:

$$\begin{aligned} \text{ADL} = & \text{第一天股票上涨个数} - \text{第一天股票下跌个数} \\ & + \text{第二天股票上涨个数} - \text{第二天股票下跌个数} \\ & + \text{第三天股票上涨个数} - \text{第三天股票下跌个数} \\ & + \dots\dots \\ & + \text{计算日股票上涨个数} - \text{计算日股票下跌个数} \end{aligned}$$

有些股票市场所用的股票价格指数只包含了市场中部分股票,如道·琼斯股票价格指数包括 65 种成分股,香港恒生指数包括 33 种成分股。有些股票市场的股票价格指数包括市场中的全部股票,如上海证券交易所综合指数(简称上证指数)和深圳证交所的深证指数。但股票价格指数的计算往往是以股本大小为依据加权计算的数值,这样导致股本大的股票价格波动对指数的影响大,股本小的股票同样价格波幅对指数的影响小。市场中部分大盘股的价格波动即对指数有相当大影响,而指数变化并不代表小盘股的实际变动,导致大盘股和小盘股在指数中的地位不平等,同时为主力机构操纵市场提供了便利条件。在上海股市中主力机构曾多次利用大盘股影响指数的特点对市场进行操纵控制,它们主要利用一些股本大的巨型“航空母舰”调控指数,如石化、马钢、金杯、申能、青啤、广船、真空、陆家嘴和仪征化纤等。

因为股价指数有上述缺陷,为弥补上述不足,产生了腾落指数 ADL。不管指数涨跌如何,在 ADL 中只要当天上涨股票多于下跌股票,则腾落指数 ADL 就上涨,只要当天上涨股票少于下跌股票则腾落指数 ADL 就下跌。ADL 之中全体股票地位相同,并以涨跌股票的多寡评价当天的股价总体趋势更有说服力。它避免了大盘股对指数的过分影响,从而使分析者避开了操纵者在指数上制造的陷阱。

腾落指数的绝对数值并不重要,重要的是它的形态和趋势。从哪一天开始计算不影响分析某一时间段 ADL 的形态和趋势,只不过从不同日期开始计算的 ADL 数值不一样而已,对某一特定日期,采用不同分析起始日可以有不同的数值,这是应注意的。

ADL 是大势分析指标,只能用于和指数比较。

## 二、ADL 特性

ADL 没有周期概念,理论上可以从起始日开始无限累加下去。

由 ADL 的计算可以看出,ADL 没有数值界限,可以是正值,也可以是负值,属无限指标。

把 ADL 数值标在以时间为横轴、以 ADL 为纵轴的直角坐标上并顺序连接各点即得到 ADL 曲线。

## 三、ADL 买卖信号

背离信号:当股价与 ADL 同向上涨为持股信号,当股价上涨一段时间后再创新高,而 ADL 未创新高是顶背离卖出信号。当股价与 ADL 同向下跌为持币观望信号,当股价下跌一段时间后再创新低,而 ADL 未创新低是底背离买入信号。

形态信号:当 ADL 上涨一段时间后出现中途整理形态如矩形、三角形、旗形、楔形等可继续持股,当 ADL 出现顶部形态如 M 头、头肩顶等是卖出信号。当 ADL 下跌一段时间后出现中途整理形态如矩形、三角形、旗形、楔形等应继续持币观望,当 ADL 出现底部形态如 W 底、头肩底等形态时是买入信号。

## 四、ADL 的不足

ADL 没有固定的数值界限,顶部(或底部)出现时机没有可靠手段预测,应用中感觉 ADL 似乎仅是指数的印证,只能和指数配合使用,不能单独使用。

ADL 从起始日起无限累加,使得久远之前的数据仍在当前短期预测中发挥基数作用,这与市场实际情况不一致。实际上久远之前的数据对当前行情的影响力趋向于零。ADL 的累加计算不但与实际不符,而且由于误差累计,使计算中错误会越滚越大。从这一点来说 ADL 指标不如 ADR 和 OBOS 指标实用。

ADL 的资料来源不稳定。

# 第十九节 抛物线转向系统(SAR)

## 一、抛物线转向系统 SAR 的原理与计算

抛物线转向系统 SAR 的设计角度很独特,主要依据市场操作中设置停损点的原理。所以又叫做停损点操作系统。SAR 是英文 Stop and Reverse 的缩写。

停损点操作的原理是:在一段上涨过程中,买入股票后预先设定一个停止损失的价位(即停损点),一直持股到股价上涨无力转向下跌、跌破停损点价位时立刻卖出止损;在一段下跌过

程中,卖出股票后预先设定一个停止损失的价位,一直持币到股价转向上涨突破停损点价位时立刻买入止损。

在停损点操作中,随股价上涨过程的持续,停损点价位应不断上移,保障已有利润;随股价下跌过程的持续,停损点价位应不断下移,保障已有差价(对期货来说仍然是保障已有利润)。

SAR 计算过程如下:

(1)计算一定阶段的 SAR 的初值。

首先确定某段时间是上升趋势还是下降趋势。

如果是上升趋势则这段时间内的最低价为第一个 SAR 值,出现最低价的日期为 SAR 计算的起始日。

如果是下降趋势则这段时间内的最高价为第一个 SAR 值,出现最高价的日期为 SAR 计算的起始日。

(2)计算上升趋势中从起始日起第二天以后的 SAR 值。

上升趋势中计算日的 SAR 值等于从起始日到计算日前一日的最高价减计算日的前一日 SAR 之差乘以一个系数,再加前一日 SAR。公式如下:

$$SAR_n = AF \times (H(n-1) - SAR(n-1)) + SAR(n-1)$$

其中 AF 为系数,又叫加速因子,  $H(n-1)$  代表从起始日到计算日前一日期间的最高价,  $SAR(n-1)$  代表计算日前一日的 SAR 值,  $SAR_n$  代表计算日 SAR 值,  $n$  代表计算日期。

如果计算出的 SAR 值大于计算日或计算日前一日的最低价,则以计算日或前一日之中的最低价作为计算日 SAR 值。

公式中的第一个加速因子 AF 取值为 0.02,其后每当股价再创一个新高价则加速因子增加 0.02,股价未创新高时加速因子不变,加速因子最高增加到 0.2 为止不再递增。

(3)计算下降趋势中从起始日起第二天以后的 SAR 值。

下降趋势中计算日的 SAR 值等于从起始日到计算日前一日的最低价减计算日前一日 SAR 之差乘以一个系数,再加前一日 SAR。公式如下:

$$SAR_n = AF \times (L(n-1) - SAR(n-1)) + SAR(n-1)$$

其中 AF 为系数,又叫加速因子,  $L(n-1)$  代表从起始日到计算日前一日期间的最低价,  $SAR(n-1)$  代表计算日前一日 SAR 值,  $SAR_n$  代表计算日 SAR 值,  $n$  代表计算日期。

如果计算出的 SAR 值小于计算日或计算日前一日的最高价,则以计算日或前一日之中的最高价作为计算日 SAR 值。

公式中的第一个加速因子 AF 取值为 0.02,其后每当股价再创一个新低价则加速因子增加 0.02,股价未创新低时加速因子不变,加速因子最高增加到 0.2 为止不再递增。

(4)如果要把上升趋势和下降趋势中的 SAR 公式合并,则有:

$$SAR_n = AF \times (EP(n-1) - SAR(n-1)) + SAR(n-1)$$

其中  $EP(n-1)$  代表从起始日到计算日前一日期间的最高价(上升趋势中)或最低价(下降趋势中),其他不变。

## 二、SAR 特性

SAR 没有固定的周期,它随某种趋势的产生而产生,随某种趋势的结束而结束。

SAR 没有固定的数值范围。属无限指标。

SAR 数值可直接标在 K 线图上分析。

### 三、SAR 买卖信号

上升趋势中买入之后一直持有,直到股价由上向下跌破 SAR 时是卖出信号。

下降趋势中卖出之后一直持币,直到股价由下向上突破 SAR 时是买入信号。

### 四、SAR 不足

在趋势初始几日行情不明朗,这时主观认定的某种趋势如果是判断失误,则 SAR 失灵。证明 SAR 的出发点即带有严重的主观因素,影响其应用。

股价盘整时 SAR 会使投资者频繁失误,左右挨巴掌,影响使用的信心。

不过 SAR 毕竟是一种简单明了的指标和实用操作依据,如果把其复杂计算过程利用计算机完成,则很适于初学者。

## 第二十章 逆势操作系统(CDP)

### 一、逆势操作系统 CDP 原理与计算

逆势操作系统 CDP 用于超短线当日回转交易。

CDP 利用前一日的股价及波幅计算出当日股价的五个档次作为预测数值,直接针对买卖价格。公式如下:

(1)计算需求值 CDP:

$$CDP = (H + L + C) / 3$$

其中 H 代表前一日最高价, L 代表前一日最低价, C 代表前一日收盘价。

(2)计算当日股价的五个档次:最高值 AH,近高值 NH,需求值 CDP(已算出),近低值 NL,最低值 AL。

$$AH = CDP + H - L$$

$$AL = CDP + L - H$$

$$NH = CDP \times 2 - L$$

$$NL = CDP \times 2 - H$$

其中 H 代表前一日最高价, L 代表前一日最低价。

## 二、CDP 理论要点

CDP 主要应用于盘整区。

CDP 参考前一日股价情况,把当日股价预期为五个档次作为买卖信号,依次是:最高值 AH,近高值 NH,需求值 CDP,近低值 NL,最低值 AL。

理论上当日股价在 CDP 附近为平衡点,在 NL 附近为买入点,NH 附近为卖出点。

CDP 重视开盘价作用,理论上当天跳高开盘在最高价附近不但不卖,相反要追高买入;当天跳低开盘在最低价 AL 附近不但不买,相反要杀低卖出。

CDP 应用中一般为当天进出(当天平仓)。

## 三、CDP 不足

CDP 过于主观教条了,不太实用。在大行情中会把投资者的视线集中于很短时间内的行情变化,着眼局部,失去对全局和大方向的把握,容易成为主力制造骗线的牺牲品。

CDP 过于注重开盘价也容易产生误导。如 1993 年 12 月 7 日上证指数开盘 1006.7 点,最高 1022.34 点,最低 1006.7 点,收盘 1022.34 点。按 CDP 计算,12 月 8 日的  $AH=1032.76$ ,  $NH=1027.55$ ,  $CDP=1017.12$ ,  $NL=1011.91$ ,  $AL=1001.48$ ,按 CDP 理论如果 8 日开盘在 1032.76 以上则应追买。结果 8 日开盘在 1044.85 点,最高 1044.85 点,最低 1004.02 点,收盘 1009.67 点。如果开盘追买则会买到天价并被套九个月!按 8 日数据计算 9 日指标为  $AH=1060.34$ ,  $NH=1035$ ,  $CDP=1019.51$ ,  $NL=994.17$ ,  $AL=978.68$ 。9 日实际为开盘 1016.78,最高 1016.78,最低 969.95,收盘 984.9。如果在近低值 994 附近买入必将入套,而且在全天没有出现过所谓近高值卖出点 1035,只能割肉逃命。

CDP 在盘整区的应用效果也并未提高。1993 年 9 月上证指数在 880 至 900 点附近盘整。9 月 15 日上证指数开盘 876.38,最高 903.24,最低 876.25,收盘 880.78。16 日 CDP 指标为  $AH=913.75$ ,  $NH=897.26$ ,  $CDP=886.76$ ,  $NL=870.27$ ,  $AL=859.76$ 。16 日实际为开盘 885.02,最高 885.79,最低 874.35,收盘 875.08。如果以近低点考虑在当天最低点 874.35 买入可以说相当漂亮,但是当天却距离近高值 897 相当遥远,没有出货机会,按 CDP 理论,如果当天没有理想价位则应以收盘价平仓,又是赔手续费的买卖。

上面只是个别例子,如果顺序统计一段时间的 CDP 应用效果更会让人大失所望,CDP 远远不及多数指标那样科学合理。之所以把该指标列出是因为它还有一些投资者使用,有些分析师介绍过,并且笔者在此提出的一些看法希望共同研究

CDP 有重大缺陷,笔者认为其根源在于它试图仅仅依靠前一天的数值就对当天的价格波动划出一个精确的框子,事实上价格变化是极其复杂的过程,虽然各种指标都不能涵盖其全部因素,但至少有两点非常明确:当天价格的变化绝不会仅仅由前一天的价格决定,并且任何试图对某日价格划一个准确价格标准的努力都是徒劳的、不可能的。CDP 恰恰在这两点上犯了致命的错误。

## 第二十一节 能量潮(OBV)

### 一、能量潮 OBV 的原理与计算

能量潮 OBV 又叫成交量净额指标,是美国分析师葛南维于 60 年代首先提出的。目前在股票市场上是广为流传、普遍应用的指标。OBV 是英文 On Balance Volume 的缩写。

OBV 是对股票成交量的分析。成交量是股价变化的动力和源泉,是市场的生命和活力所在。成交量反映市场资金进出状况,成交量放大反映资金流入、股价将上涨,成交量萎缩反映资金流出、股价将下跌。

以上原理指出了成交量、资金、股价三者之间的内在联系。市场中,主力资金对市场行情的影响很大,它的动向在市场中是举足轻重的,如能掌握其动向将做到知己知彼,但是资金的进出尤其是主力资金的进出都不是公开进行的,资金的进出动向不能直接知道,只好通过成交量、资金、股价三者的关系原理间接了解资金进出动向,进而预测股价方向,于是产生了以成交量进行分析的 OBV 指标。

虽然不能确知主力资金进出的时机,但长期市场实践证明主力资金的操作有其固定的程式化套路和规律。

一般情况下,主力在股价下跌一段时间后会逐渐进场收集筹码,主力资金不像散户资金那样进出方便,它需要一定的时间和空间(指股价差距)才能完成进货(或出货)过程,它们往往采用金字塔式买入法慢慢地加码买进,此过程中并不急于追价或抬价买入,必要时还会在股价略高时施以卖压,控制股价以利其在低价区完成进货后再开始拉抬股价。主力资金慢慢流入开始收集筹码时,股价往往变动不大,不易引起一般投资者警惕,而此时的成交量却已经开始放大,从而可以暴露主力意图。

另外,当股价上涨一段时间后,主力会逐渐派发筹码收回资金,它们往往采用倒金字塔式卖出法慢慢加码卖出,必要时会在股价略低时加以支撑,拉高股价,以利其在高价区完成出货,等到手中只剩最后一批筹码时开始全线出货,猛砸股价,使得它们出货之后股价仍然保持惯性下滑,以利下一轮收集过程。在主力资金慢慢流出时,股价往往不能反映,而此时的成交量会巨幅增加,从而暴露主力意图。

由上可见,虽然不知道主力资金的具体操作,可是成交量变化却能告诉广大投资者幕后的秘密。OBV 正是尝试把成交量的变化反映出来的指标。

OBV 的计算简单,如果当日收盘价高于前一日收盘价,则把当天成交量记为正,如果当日收盘价低于前一日收盘价,则把当天成交量记为负,然后把每日带有正负号的成交量做一个代数和(累加),即得到 OBV 值。

还可把 OBV 做另一种表述:OBV 等于收盘价上涨日成交量之和减收盘价下跌日成交量之和的差。公式如下:

$$OBV = \text{收盘价上涨日成交量之和} - \text{收盘价下跌日成交量之和}$$

OBV 称为能量潮非常贴切,它把股价上涨日的成交量全部理解为上涨的能量或说动力,把股价下跌日的成交量全部理解为下跌的能量或说动力,能量潮 OBV 即表示了这两种能量之比。虽然粗糙但极具价值,在一定程度上反映了成交量的本质,意义重大。

## 二、OBV 特性

OBV 没有周期,从起始日开始无限累加。

OBV 没有固定的数值范围,属无限指标。

把 OBV 数值标在以时间为横轴、以 OBV 为纵轴的直角坐标内,顺序连接各点即得到 OBV 曲线。

## 三、OBV 买卖信号

方向信号:OBV 与股价一起开始慢慢上涨时后市看涨,是买入信号;OBV 与股价一起开始慢慢下跌时后市看跌,是卖出信号。

背离信号:当股价与 OBV 一起上升一段时间后分别创下一个高点,当股价再次上涨并创新高时 OBV 并未创新高时为顶背离卖出信号;当股价与 OBV 一起下跌一段时间后分别创下一个低点,当股价再次下跌并创新低时 OBV 并未创新低为底背离买入信号。

OBV 背离信号中应注意“背离仅指新高或新低的比较”。即使在技术分析专业工作者中目前也有一种广泛的误解,认为背离信号是“股价上升 OBV 下降或股价下降 OBV 上升”,在不少技术分析专业书中也是这样介绍的,事实上这是错误的。股价上升 OBV 不可能下降,股价下降 OBV 也不可能上升!因为 OBV 数值是增加还是减少取决于股价(收盘价)上升还是下降,股价上涨则 OBV 加一个正值,只会上涨不会下跌;股价下跌则 OBV 加一个负值,只会下跌不会上涨。由此可见股价与 OBV 在方向上不会有背离信号,背离信号仅指股价和 OBV 之间同创新高或同创新低的比较。

暴涨暴跌信号:OBV 称为能量潮,能量的使用是有极限的,当某种能量用尽之时即是依靠这种能量推动的股价改变运动方向之时。能量的消耗有两种形式,一种是缓慢进行式,一种是爆发式。在爆发式情况下应以暴涨暴跌信号为操作依据。如果上升过程中出现爆发式狂涨,代表推动股价上涨的多头力量已经全力以赴,上涨能量相对于下跌能量的优势发挥到极限,上涨能量消耗殆尽,股价将下跌,是卖出信号。如果在下降过程中股价下跌较快,OBV 出现爆发式狂跌,代表推动股价下跌的空头力量已经全力以赴,下跌能量相对于上涨能量的优势发挥到极限,下跌能量消耗殆尽,股价将上涨,是买入信号。

形态信号:当 OBV 上涨一段时间后出现中途整理形态如矩形、三角形、旗形、楔形等应继续持股,当 OBV 出现顶部形态如 M 头、头肩顶等是卖出信号。当 OBV 下跌一段时间后出现中途整理形态如矩形、三角形、旗形、楔形等应继续持币观望,当 OBV 出现底部形态如 W 底、头肩底等形态时是买入信号。



## 四、OBV 的不足

传统理论认为 OBV 是一种短线操作指标,这就产生了一种矛盾:OBV 作为短线指标却从起始日无限累加,使很久以前的数值仍然影响当前的短线操作,这是不合实际情况的,这种影响主要表现在:OBV 是正值还是负值很大程度上决定于以前累加的基数,基数是由长期数值累计沉淀的结果。传统理论正是把 OBV 由负转正或由正转负作为一种买卖信号的,这样就产生了长期数值决定短线指标的矛盾结果。

事实上如果使用 OBV 指标不应把其数值正负作为买卖信号。

突发事件导致的成交量异常会扭曲 OBV 买卖信号,甚至影响相当时间内 OBV 的图形信号。例如上证指数在 1994 年 3 月初出现巨幅震荡之时成交量不断放大、萎缩、再放大,值此关键时刻,3 月 7 日上交所突然出现机器故障,全日仅交易一个小时,导致 1 亿股以上的日成交量突然缩到 2600 万股左右,扭曲了 OBV 信号。

OBV 没有固定的数值范围,买卖时机不易预测。

期货市场中临近交割的近期品种总是比远期品种成交量大,导致 OBV 几乎失效。

OBV 把上涨时的成交量理解为多头推动的能量、把下跌时的成交量理解为空头推动的能量的思考角度很有道理,原则上是正确的,但是具体到 OBV 的计算则过于粗糙简陋了,所以对 OBV 应作进一步修改以使其更符合实际。

## 第二十二节 指数点成交值(TAPI)

### 一、指数点成交值 TAPI 的原理与计算

指数点成交值 TAPI 与 OBV 原理类似,都是研究成交量情况并试图把成交量与股价涨跌结合起来的指标。TAPI 的全称为“每一加权指数点成交值”,顾名思义,它是把每日的成交量与每日的指数一一对应,观察以每日收盘价为代表的当日指数点上成交量的比例大小,以此作为买卖信号。TAPI 只对指数,不对个股,所以它是大势研究指标。

指数点成交值 TAPI 等于当日成交量除以当日收盘指数。公式如下:

$$\text{指数点成交值 TAPI} = \frac{\text{当日成交量}}{\text{当日收盘指数}}$$

### 二、TAPI 特性

TAPI 没有周期,也没有固定的数值范围,原则上从 0 到无限大,其数值常态分布区间决定于不同市场和同一市场的不同时期。

把 TAPI 数值标在以时间为横轴,以 TAPI 为纵轴的直角坐标上,用曲线连接各点即是

TAPI 曲线图。

### 三、TAPI 买卖信号

方向信号:当 TAPI 由低值区开始上涨为买入信号,当 TAPI 由高值区开始下跌为卖出信号。

背离信号:当股价再创新高而 TAPI 未创新高时为顶背离卖出信号,当股价再创新低而 TAPI 未创新低时为底背离买入信号。

位置信号:当 TAPI 达到较低位置为买入信号,当 TAPI 达到较高位置为卖出信号。

TAPI 数值在什么位置为较高、什么位置为较低,决定于不同市场和同一市场的不同时期,不能一概而论。以上海股市 1993 年到 1995 年为例,可以 1993 年中为界分为两个时期,前一时期加权指数曾有 1536 点收盘的记录,而最大成交金额不过几十亿元,上市公司不过 60 多家;后一时期加权指数最高有 1033 点收盘的记录,最大成交金额是 163 亿元,上市公司在 160 家以上。这种巨大的市场变动必然导致 TAPI 数值区间的调整,随着市场的发展,这种调整始终在进行,需要分析者在实战中摸索。有些书中提出了 TAPI 买入信号为 40 以下、卖出信号为 350 以上的标准是从台湾出版的技术分析书中照抄过来的,只适用于台湾股市的某个时期,对上海股市来说只能作为参考,因为不同市场的 TAPI 分布不同,不同时期的 TAPI 也有不同标准。

### 四、TAPI 不足

TAPI 没有固定的数值范围,其买卖时机不易预测。

TAPI 仅对指数不对个股,所以不能单独使用。

TAPI 的公式设计有很大缺陷,过于简单,由于每日成交量变化很大,即使指数平缓上升(或下跌),而连续几日的成交量也会发生忽上忽下的震荡,导致 TAPI 曲线震荡过大极不稳定,使投资者不易把握。

## 第二十三节 容量比率(VR)

### 一、容量比率 VR 原理与计算

容量比率 VR 是研究成交量情况的指标,也叫做成交量比率,VR 是英文 Volume Ratio 的缩写。

容量比率 VR 等于一定周期内收盘价上涨日成交量之和除以收盘价下跌日成交量之和,再乘 100。公式如下:

$$VR = \frac{\text{周期内上涨日成交量之和}}{\text{周期内下跌日成交量之和}} \times 100\%$$

VR 还有一种计算公式:

$$VR = \frac{\text{周期内上涨日成交量之和} + \text{周期内总成交量}/2}{\text{周期内下跌日成交量之和} + \text{周期内总成交量}/2} \times 100\%$$

两个公式原则上没有区别,结果相近。

## 二、VR 的特性

VR 周期可在 10—30 日内选择,不过周期过短则 VR 波动频繁、趋势不明显,一般选择 26 日周期。

VR 没有固定的数值范围,理论上可以从 0 到无限大。其常态分布区间在几十到几百之间,以一百为平衡点。

把 VR 数值标在以时间为横轴、以 VR 为纵轴的直角坐标内,用曲线连接各点即得到 VR 曲线。

## 三、VR 买卖信号

位置信号:当 VR 上涨到较高位置为卖出信号,当 VR 下跌到较低位置为买入信号。一般认为 VR 在 400 以上为较高位置代表超买,VR 在 50 以下为较低位置代表超卖。当 VR 在  $100 \pm 30$  附近时为多空平衡区,应该观望。

方向信号:当 VR 的趋势由低点上涨时为买入信号,当 VR 的趋势由高点下跌时为卖出信号。

## 四、VR 的不足与改进

VR 的高低点没有固定的数值范围,买卖时机难以预测。

VR 不能单独使用。

VR 的图形常表现为平缓的底部和陡峭的顶部形态。不同的顶部和底部形态造成操作手法的不一致,使投资者不易把握(参见 AR 分析)。

可把 VR 指标改为:

$$VR = \frac{\text{周期内上涨日成交量之和}}{\text{周期内总成交量}} \times 100\%$$

这样计算出的 VR 指标数值范围在 0—100 之间,分布规律性强于原有算法,底部形态与顶部形态特征类似。可以充分利用其位置、方向和与股价背离信号进行操作。

## 第二十四节 逆时钟曲线

逆时钟曲线是把成交量与股价结合起来,使用图形进行分析的指标。

首先选定一个周期,如 20 日、25 日、30 日等。计算出周期内的平均收盘价和平均成交量,在以成交量为横轴,以股价为纵轴的直角坐标内以计算出的均量和均价数值定出一个点,把每天定出的点按时间顺序用曲线连接成一条随时间运动的曲线即为逆时钟曲线。

逆时钟曲线有三种运动形式:

- ①上升趋势:逆时钟曲线在直角坐标系中呈螺旋状向右上方运动。
- ②下降趋势:逆时钟曲线在直角坐标系中呈螺旋状向左下方运动。
- ③还原趋势:逆时钟曲线在直角坐标系中呈近乎封闭的圆环状运动。

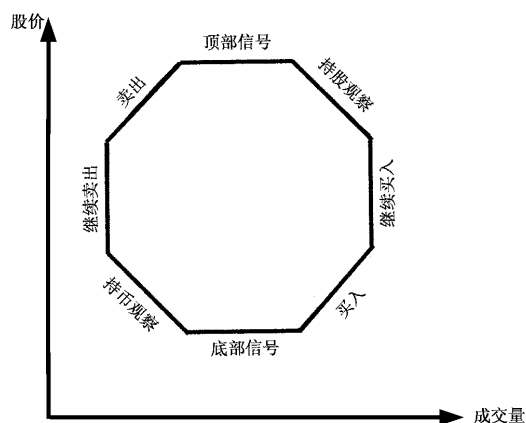


图 5.3.13 标准循环图

逆时钟曲线的买卖信号可以归纳为标准的八角形循环图,买卖信号均已标在图上:

上图中的八段买卖标准只是一种理论上的买卖模型,实战中的逆时钟曲线是极复杂的,并不完全按模型运动。

逆时钟曲线的不足主要是实战型与理论标准型相差较远,不易把握。移动平均线滞后的特点在逆时钟曲线中也有影响。逆时钟曲线不能单独使用。

## 第二十五节 道·琼斯理论

### 一、道氏理论的形成、作用和主要内容

道·琼斯理论,又称为道氏理论(Dow Theory),19世纪80年代至90年代由美国分析师兼出版商查尔斯·道(Charles·H·Dow)首先提出。之后又经过几位分析师的补充和发展,在20世纪初形成较完整的道氏理论体系。

道氏理论的两个最主要内容包括:

(1)发明了道·琼斯股票价格指数,以工业股平均股价指数和铁路股平均股价指数两种指数分析股市变化方向,并作为宏观经济运行状况的指标。

(2)提出股价运动的三种波动形式(也叫三种趋势):原始波动(也叫基本趋势),次级波动(也叫次级趋势),日常波动(也叫短期趋势)。

道氏理论的发明具有深远的意义,对股市分析带来了重大的影响和变革。

道氏理论中道·琼斯股价指数的发明带给投资者一种全新的观察角度,提供了在股市中对整体趋势定量分析的工具,从而为技术分析体系的建立奠定了基础。

道氏理论中三种波动形式的描述揭示了股价的基本运动规律,是对股市运动的正确概括、开创了技术分析的先河。

道氏理论中利用两种指数相互印证的方法确认股价运动趋势等等研究手段及思考方法是股市技术分析方法的最初实践,不但其方法本身在当时卓有成效,而且其思路至今仍具有重要的启示作用。

### 二、道·琼斯股票价格指数

道·琼斯股票价格指数于1884年在美国《华尔街日报》首次发表,由该报创办人兼分析师查尔斯·道和爱德华·琼斯两人的姓氏命名。

道·琼斯股票价格指数发表至今百余年来经历了多次调整,主要是调整其成份股的构成。最初发表时只有11家铁路公司股票,目前道·琼斯股价指数由全美最具代表性的65家公司构成其成份股。65家公司分类如下:

20家交通运输类股票,是由铁路股平均股价指数转化而来。1884年发表时有11家公司。

30家工业类股票。1897年首次发表时有12家公司。

15家公用事业类股票。1929年首次发表时有18家公司。

道·琼斯股价指数在发表时主要用于分析股市价格变化的总趋势、并以此作为宏观经济运行状况的指标。这两点至今仍然是各个股票市场编制股票价格指数的主要目的,当时道氏更侧重于透过股市总趋势分析经济形势的目的。

在分析道·琼斯股价指数时,道氏强调工业股平均股价指数与铁路股平均股价指数的相

互印证。即：两种指数同时出现上涨趋势才能确定总体趋势上涨，两种指数同时出现下跌趋势才能确定总体趋势下跌。这里反映了道氏的一个指导思想：制造业和运输业的状况可以代表整体经济的现状。

道氏理论对于以上两种分类指数的选择确实反映了国民经济支柱型产业的状况，同时也反映了工业革命以后和第三产业大发展之前的历史阶段性。

道氏指出的“股价指数反映经济状况”类似于现在常说的“股票市场是国民经济的晴雨表”。

### 三、道氏趋势理论

#### 1. 三种趋势

道氏理论把股票市场价格变化分为三种趋势：

(1)基本趋势：又叫原始波动，相当于通常所说的长期趋势。一般会持续几个月到几年时间。基本趋势分为上升趋势（牛市或叫多头市场）和下降趋势（熊市或叫空头市场），不管是上升趋势还是下降趋势，都可以把基本趋势分为发生、发展和结束三个阶段。

基本趋势的上升和下降有各自的特点：

在基本上升趋势中，从整体上看股价是不断上升的，在涨跌交替的曲折上涨过程中形成许多小的顶部形态和底部形态，这些小形态随趋势的发展呈现一顶比一顶高，一底也比一底高的走势。上升趋势的维持依赖于不断创新高的过程。上升趋势发生阶段是第一阶段，一般投资者尚未察觉股价已到很低的程度，仍然在抛售股票，市场情绪悲观，这时认为市场股价已经很有投资价值的少数投资者和部分市场主力开始进场逐渐吸收筹码，股价缓慢上涨，成交量走出低谷开始回升。第二阶段是发展阶段，这时多数投资者开始注意到股价的回升和其价位所具有的投资价值，开始分批进货，但这时往往最佳的进货位置已经过去，后来的“迟到者”只能拿到中途的部分利润。第三阶段是结束阶段，可怕的是多数投资者并未意识到上涨过程已快结束，市场上多数已买进的投资者在第二阶段获得的丰厚利润不断刺激和鼓励着后来者继续买进，市场处于热烈（有时甚至是疯狂）的气氛之中。事实上在这种人人买进的背后，市场内剩余的资金相对于筹码的数量之比已经处于绝对劣势，没有增量资金的介入，场内剩余资金已经不能继续维持长久和整体的上涨。这时原先的领涨股已经开始下跌，为了在快要干涸的利润之河中找到最后一点利润，投资者开始绞尽脑汁，于是各种投机性股票出现突出的上涨行情，市场中股价运动方向出现分化，成交量屡创天量。

在基本下降趋势中，从整体看股价是不断下降的，在涨跌交替的曲折下跌过程中形成许多小的顶部形态和底部形态，这些小的形态随趋势的发展呈现一顶比一顶低，一底也比一底低的走势。下降趋势的维持依赖于不断创新低的过程。下降趋势也分为发生、发展和结束三个阶段。在下降趋势发生阶段，股价出现普遍的下跌，这时多数投资者还沉浸在狂热气氛中，对股价下跌不以为然，认为只是“正常”的回档，有些投资者仍然不断买进，多数市场主力却在不断收回资金。在下降趋势发展阶段，多数投资者开始意识到下降趋势的来临，争相出货，这时出现的每一次技术性反弹都被当做出货良机，多头自相残杀夺路而逃，导致反弹高点越来越低，股价下跌很快。在下降趋势结束阶段，市场上多数投资者并未意识到下降趋势已快结束，投资者继续不断地抛出股票远离市场，市场气氛极度悲观，市场交易极度低迷，成交量屡创地量。

事实上在这种人人卖出的背后,市场内剩余资金相对于筹码的数量之比已经处于优势,股价的大幅下跌也使外围资金跃跃欲试。低价股开始出现止跌现象,绩优股在弥漫的失望情绪下出现突出的下跌行情,市场上股价运动方向出现分化。

(2)次级趋势:又叫次级波动,相当于通常所说的中级趋势。一般会持续二三个星期到几个月时间。

道氏理论所说的次级趋势指在基本趋势之中相对于基本趋势相反方向的波动。即在基本上升趋势中的下跌过程或基本下降趋势中的上涨过程。在一个基本趋势中会出现几个次级趋势。

次级趋势是对基本趋势的修正和反复。一般会调整(反弹或回档)前面基本趋势的三分之一到三分之二,经常会调整二分之一。

(3)短期趋势:又叫日常波动,相当于通常所说的短期趋势。一般指两个星期以内的股价变化。道氏理论以重视长期趋势著称,所以他认为短期趋势意义不大。

道氏理论把三种趋势比喻为海浪,基本趋势像海潮,长久而稳定;次级趋势像海浪,波动较大并较有方向和节奏感;短期趋势像水面上的波纹,波动小而不定。

### 2. 趋势分析手段

(1)道氏理论认为趋势重在确认。即当某种新趋势的出现已经可以确认时才能说旧趋势结束并按新趋势操作。在这里道氏理论强调的不是去预测股价的顶或底,而是在顶或底出现后再根据变化后的趋势行动。也就是说除非旧趋势的逆转已经可以确定,否则旧趋势一直有效,并一直不改变操作方向(持股或持币)。这种方法可以归纳为一句话:跟随而不是预测。这是道氏理论中重要的实践观。

(2)道氏理论认为成交量对于股价有重要的参考价值,可用成交量证实趋势。股价上升时成交量也同步上升证实上升趋势的持续,成交量不能同步上升则上升趋势难以持续;股价下跌成交量同步萎缩,则下降趋势难以持续;股价下跌成交量上升,则证实下降趋势持续。

(3)道氏理论认为盘整可以取代次级趋势。在涨跌互见的次级趋势中,有时由于市场空头很弱导致预期中的次级下降转化成盘整,市场趋势不是“上升—下降—上升”而是“上升—盘整—上升”,或者是由于市场多头很弱导致预期中的次级上升转化成盘整,这时盘整取代了一轮次级趋势,不是“下降—上升—下降”而是“下降—盘整—下降”的循环过程,这是常出现的。

## 四、道氏理论的优点与不足

道氏理论有许多先进之处,至今在技术分析领域仍具有指导作用,不过道氏理论也有一些不足。

第一,道氏理论过于偏重长期趋势的分析,对次级趋势重视不够,依据道氏理论实际操作中资金周转缓慢,周期较长,在一定程度上降低了对市场风险的预防能力,加大了占用资金的成本,减少了赢利机会。正因为道氏理论强调长期趋势,所以对于每天的即时行情不关心,只以每日收盘价作为代表进行研究,与后来的许多指标相比显得有些粗糙简单。

第二,道氏理论强调用工业股与铁路股两种平均指数相互验证确立一种趋势,由于两种指数的平均计算方法导致的滞后效应无法避免,使得短线投资者无法应用道氏理论这种长线指标。

第三,道氏理论强调跟随趋势而不是预测趋势,只有在相反趋势已经出现后再作出操作决定。即“上升趋势结束、下降趋势开始”已经可以确认时抛出股票;“下降趋势结束、上升趋势开始”已经可以确认时买入股票,事实上这样做有时会损失相当大的利润,而且一旦方向看反损失很大。

第四,道氏理论强调对大市的研究,没有涉及个股分析,无法利用道氏理论进行实际操作中的选股。

尽管道氏理论有这些不足,但道氏理论在今天的技术分析领域仍具有指导作用,这是与道氏理论的科学性及其开创性的研究分不开的。例如道氏理论利用两种指数分析市场整体走势的方法在今天已经被广泛应用于分类指数研究;道氏理论对三种趋势的划分一直沿用至今,对于实际操作有重要参考作用;道氏理论中强调跟随趋势而不是预测趋势符合股市谚语中“顺势而为”的思路;道氏理论强调成交量对股价的支持作用、盘整可以取代次级趋势的结论也是很正确的。

道氏理论本身的作用很明确,主要是针对长期趋势,它并不试图解决所有问题,正因为这一点,有时它的优点和不足同时并存,成为不可分割的整体。例如道氏理论强调长期趋势,对于研究长期趋势则即时行情不重要,只取每日收盘价进行分析即可满足要求,这时长线投资者适用道氏理论,短线投资者应去参考短线指标,这种“长线理论与短线操作”的所谓矛盾其实只是分析者方针策略的不同所致,很难说是道氏理论的缺陷,不能要求道氏理论长短兼用、面面俱到解决所有问题,这是不现实的。再有道氏理论中平均指数的计算法确有滞后的不足,但这种取平均数的计算法真实地反映了股价运行的方向,指出了证券市场研究中的一种重要方法,至今仍然被广泛应用足以证明其价值所在。

总之,道氏理论是证券市场技术分析的最初创举,百年来的实践充分证明了它的正确性,它是对市场的定性分析而不是定量分析,是对长期趋势的分析而不是对短期趋势的分析,是强调跟随市场的理论而不是预测的理论,这是道氏理论的精华。

## 第二十六节 循环周期理论

### 一、循环周期原理

股市技术分析中最重要的研究对象是股价、成交量和时间简略地描述三种研究对象:股价是涨跌变化,成交量是大小变化,时间则是长短变化,投资者不仅需要知道股价会涨跌到什么价位,也需要知道在多长时间之内能够达到。在众多理论中对于股价和成交量已经有了多方面讨论,但对于时间的研究却很少,循环周期理论正是弥补这一不足、针对时间因素的研究。

从生活常识可知,世间万物的变化多数都有较稳定的周期,各种变化按一定周期顺序地循环出现,例如自然界的四季交替、一代代人的出生死亡等等。在股市中循环周期规律也同样存在。

股市永远是涨跌交替的过程,同样的变化不断重复,上涨趋势完结会转变为下跌趋势、下



跌趋势完结又会转变为上涨趋势。从长期实践中人们发现这些循环现象有按周期重复出现的特征,从每一个明显低点到下一个明显低点之间的时间间隔大致相等,从每一个明显高点到下一个明显高点之间的时间间隔也大致相等,这样就产生了专门研究这种时间现象的循环周期理论。

### 二、循环周期理论实战要点

(1)股市趋势存在循环周期的变化。从每一个明显低点到下一个明显低点之间为一个循环周期,从每一个明显高点到下一个明显高点之间也为一个循环周期。

(2)低点到低点的循环周期比高点到高点循环周期可靠。

(3)在股市运动中存在大小不同的循环周期。大循环周期中包含着小循环周期,多个小循环周期组成一个大循环周期。从实践来看,可把周期分为四级:基本趋势以明显低点为准是大循环周期,时间跨度从几个月到几年,次级趋势以明显低点为准是中循环周期,时间跨度从二、三星期到几个月,短期趋势以明显低点为准是小循环周期,时间在两个星期以内,并且在即时行情变化中还可划分出微型循环周期,时间从几分钟到二个小时之间。

(4)以四个以上连续的明显低(高)点之间的时间间隔为基础计算出的算术平均值即为某一级的循环周期。对于明显低点的辨别可按趋势的某一级别确定。

(5)以某个循环低(高)点为准按循环周期计算出的下一个循环低(高)点会有 $\pm 15\%$ 的误差,按 $\pm 15\%$ 确定的时间区间称为时间窗口,一般情况下后一个循环低(高)点将在时间窗口内出现。

(6)在时间窗口内按时出现的低(高)点越多说明计算出的循环周期越可靠、越有效。

(7)循环周期不因突发事件的影响而改变其周期或时间窗口。

(8)循环低(高)点不会全在同一价位水平上出现,它们是相对的低(高)点,不是绝对的低(高)点,不管循环低(高)点的绝对数值高低,一般会在时间窗口内按时出现。

(9)如果计算出的循环周期是正确的,则大部分循环低(高)点都会按出现在时间窗口内,但也会有例外现象,个别循环低(高)点提前或推后(不在时间窗口内)是正常的,不可避免的。

(10)循环周期理论并不保证未来从循环低点上涨的幅度或由循环高点下跌的幅度,这种幅度一般不相等,但至少是明显的。

### 三、循环周期的分析

循环周期理论研究股价变化的时间规律,只有股价发生涨跌变化才能分析并确认循环周期的存在,所以分析循环周期离不开对股价变化的研究,股价变化是循环周期理论分析的依据。循环周期理论的代表人物伯恩斯坦(Bernstein)提出循环周期分析的四种买卖信号:

(1)突破信号:当股价由下向上突破向右下方倾斜的阻力线时循环低点确立,可以买入。股价连续突破的阻力线越多,上升趋势持续时间越长。

当股价由上向下突破向右上方倾斜的支撑线时循环高点确立,可以卖出。股价连续突破的支撑线越多,下降趋势持续时间越长。

(2)转向信号:按方向分为向上转向和向下转向二种,按信号强烈程度分为普通转向和特殊转向(强烈转向)二种,共有四种转向信号。

向上普通转向信号:当日最低价低于前一日最低价,同时当日收盘价高于前一日收盘价,属买入信号。

向上特殊转向信号:当日最低价低于前一日最低价并且当日最高价高于前一日最高价(即当日K线包容前一日),同时当日收盘价高于前一日收盘价,属较强买入信号。

向下普通转向信号:当日最高价高于前一日最高价,同时当日收盘价低于前一日收盘价,属卖出信号。

向下特殊转向信号:当日最低价低于前一日最低价并且当日最高价高于前一日最高价(即当日K线包容前一日),同时当日收盘价低于前一日收盘价,属较强卖出信号。

(3)高低收盘价信号:如果当日K线全长定义为当日波幅,则当日最高价与当日收盘价之差不大于当日波幅的10%,即接近最高价收盘,称为高收。当日收盘价与当日最低价之差不大于当日波幅的10%,即接近最低价收盘称为低收。

如果某日收盘价低收,后一日收盘价高收,构成由低到高的转势特征,是买入信号。

如果某日收盘价高收,后一日收盘价低收,构成由高到低的转势特征,是卖出信号。

(4)三高三低信号:

如果当日收盘价高于相邻的前三个交易日的收盘价是三高买入信号。

如果当日收盘价低于相邻的前三个交易日的收盘价是三低卖出信号。

总体上看,伯恩斯坦提出的四种买卖信号和一些常见指标分析股价的买卖信号原则上大同小异,都是以股价的转向或突破等变化作为对顶部或底部的确认。循环周期理论强调时间因素必须和股价结合研判,循环周期不能脱离股价的趋势变化,这是循环理论的核心。

循环周期理论还有一个特点是观察目标的单向性:

利用循环周期理论分析时,在以循环低点计算出的时间窗口内,只观察买入信号是否出现,不考虑卖出信号是否出现,即以买入信号为准,只准备买入信号出现时做买入操作,这时出现卖出信号也不应卖出。

在以循环高点计算出的时间窗口内,只观察卖出信号是否出现,不考虑买入信号是否出现,即以卖出信号为准,只准备卖出信号出现时做卖出操作,这时出现买入信号也不应买入。

#### 四、循环周期理论的实战特点与研究

从实践看,循环周期理论是证券市场中分析时间因素的最重要、最有价值的理论工具。笔者在实战中总结了一些特点和注意事项并在传统理论基础上补充了一些改进内容。

实战中应用循环周期理论应注意几点:

(1)周期要计算准确,这是正确分析的基础。周期要准,要求对于“明显低点”要能准确找出,可以按趋势级别寻找,还需要实战经验的积累。

(2)要坚持在循环低点窗口只准备买入,循环高点窗口只准备卖出,这一点要坚定不移,不要因为其他影响因素而怀疑周期。

(3)在时间窗口内出现所等待的买卖信号后应立刻操作,不要迟疑,但信号不明朗时不要过早行动以防有变。

(4)循环周期理论主要研究时间因素,所以不保证在循环低点出现后的涨幅、也不保证循环高点出现后的跌幅,这可以说是循环周期理论的不足。这样很可能由低点出现上涨后幅度不大就转向继续下跌或由高点出现下跌后幅度不大就转向继续上涨,为此按循环周期进行买卖操作时也应防范指标误导,要准备进行止蚀操作。

伯恩斯坦的止蚀操作以自己提出的四种买卖信号为准,即按循环周期理论操作后又出现相反方向的四种买卖信号之一则应立即进行止蚀操作。

从实践来看,买卖信号的标准并不仅限于上述四种信号,不管是确立循环买卖点还是设立止损操作价位,可以选用多种分析手段和理论工具确定买卖信号,这样可以提高判断准确性。

(5)在各种理论分析的买卖信号中,出现同向买卖信号的指标越多则该信号越可靠。

(6)对于确立时间窗口的 $\pm 15\%$ 区间,笔者认为只是理论上概率较大的数值范围,并非是精确的包括所有循环低(高)点的客观标准,是人为规定的包括了多数循环低(高)点的主观标准,从概率上讲是正确的,从实战上讲却不能教条,永远有例外情况存在,但不应偏离过远。

(7)多数个股周期与指数同步。

还有一些特点在下面的实战例中介绍。

五、循环周期理论的实战应用

循环周期理论广泛适用于各个证券市场,上海股市也不例外。

从实战中看,由于上海股市的历史尚短,其长期周期仍然有待于观察,不过从实战中笔者发现上海股市的中级周期已在形成,已经初具轮廓,下表即是上海股市综合指数从1992年11月以后几次中级行情所对应的循环低点和循环高点:

表 5.5.4 上证指数的循环点

循环低点				循环高点			
日期	收盘 指数	最低指数	间隔日期	日期	收盘 指数	最高指数	间隔日期
1992.11.17	393	386		1993.3.15		1099	
1993.1.20		984	45	1993.2.16		1558	20
1993.3.25		913	44	1993.4.28	1372		51
1993.6.1	928	859	48	1993.6.3		1176	26
1993.7.26	787	777	39	1993.8.17		1043	53
1993.9.14		865	36	1993.10.7		933	36
1993.10.27	778		30	1993.12.8		1044	44
1993.12.20	783	750	38	1994.1.11		907	24
1994.3.10	698	694	53	1994.3.17		807	42
1994.4.21		536	30	1994.5.4		620	33
1994.6.14	490	487	37	1994.6.10		531	33
1994.7.29	33	325	33	1994.9.13	1033	1052	61
1994.10.7		546	48	1994.10.25		794	28
1994.12.12	620	620	46	1994.12.23	677	695	43
1995.2.7	532	524	35	1995.4.10		681	70

在上表 15 次循环中,笔者作了一些技术性统计,如果把循环低点出现后股价大幅上涨或循环高点出现后股价大幅大跌定义为循环点有效,把循环点出现后股价大幅震荡重回循环点,或者在预测方向上运行幅度不大即转向,定义为循环点效果较差(不完全失效),则在 15 次循环低点和循环高点中分别有 11 次循环低点和 12 次循环高点有效,有效率约为 80%。

上表中有些日期只有收盘指数、有些日期只有最低指数或最高指数,这是因为所取日期都是实战中的最佳介入点,但是却与传统理论中定义循环低点(或高点)以收盘价最低(或最高)为准的概念不符。事实上在传统理论所定义的循环低点上(或高点)很多情况下并未出现底部买入信号(或顶部卖出信号)。循环周期在股价分析上主要依赖于形态分析,股价形态分析中重要的一点是对于股价创新高或新低的分析,往往是在股价出现最低点或最高点后买卖信号才产生,所以在实战应用中笔者主张不必拘泥于一定要收盘价最高或最低,只以时间窗口中出现的买卖信号为准,如果在即时行情中可以确认某种买卖信号则应立即介入操作。

上表中某日期同时出现收盘指数和最低(高)指数代表该日期同时出现某趋势的最低(高)收盘指数和最低(高)指数并且发出买卖信号,如果只有收盘指数代表该日是局部最低(高)收盘指数并有买卖信号,如果只有最低(高)指数代表该日是局部最低(高)指数并有买卖信号。其结果:

在 15 次循环低点中,收盘指数和最低指数同时发出买入信号的有 9 次,占 60%,只有最低收盘指数发出买入信号却非局部最低点的有 1 次,只有最低指数发出买入信号却非局部最低收盘指数的有 5 次。最低收盘指数发出信号共有 10 次,占 66%,最低指数发出信号为 14 次,占 93%。可见最低指数的参考价值大于最低收盘指数。

在 15 次循环高点中,收盘指数和最高指数同时发出卖出信号的有 2 次,占 13%,只有最高收盘指数发出卖出信号却非局部最高点的有 1 次,只有最高指数发出卖出信号却非局部最高收盘指数的有 12 次。最高收盘指数发出信号共有 3 次,占 20%,最高指数发出信号为 14 次,占 93%。可见最高指数的参考价值大于最高收盘指数。

上述计算说明不必拘泥于收盘价的结论是正确的。

按上表计算循环低(高)点周期时,只要把所有间隔日期相加再除以其个数,得出的平均间隔日期却是循环低(高)点的周期(理论上计算 4 组数据即可)上表中循环低点周期为 40 天,循环高点周期也是 40 天。按时间窗口计算上限为  $40 + 40 \times 15\% = 46$  天,下限为  $40 - 40 \times 15\% = 34$  天。所以时间窗口是 34—46 天。后 14 次循环低点出现在时间窗口之内的为 8 次,占 57%;后 14 次循环高点出现在时间窗口之内的为 4 次,占 28%。从出现在时间窗口内的次数比较(8:4)以及收盘指数和最低(高)指数同时发出买卖信号的次数比较(9:2 见上文)可以证明,循环低点比循环高点可靠得多。

从出现在时间窗口内的循环点次数看并不令人满意,经过实践和尝试,笔者把时间窗口的界限扩大为  $\pm 25\%$ 。则上限为  $40 + 40 \times 25\% = 50$  天,下限为  $40 - 40 \times 25\% = 30$  天。上表中的循环低点出现在窗口内次数为 13 次,占 93%;循环高点出现在窗口内次数为 6 次,占 43%。所以上证指数循环周期的时间窗口为 30—50 天。依据这一周期笔者已经几次进行了较为成功的预测,说明这一周期是可靠的。

## 第二十七节 其他理论简介

### 一、相反理论

#### 1. 相反理论原理

相反理论很简单,其结论就是一句话:当市场内投资者趋于一致性地看好后市时,后市将会下跌,当市场内投资者趋于一致性地看淡后市时,后市将会上涨。用中国传统哲学概括就是“物极必反”。

相反理论认为在趋势运行过程中,如果进行统计,将会发现超过半数的投资者对基本趋势方向的判断是正确的,但是在趋势即将逆转之时,投资者的看法会趋于一致性地出现错误。

为什么会出现这种现象呢?

以上升趋势来说,在上升趋势刚出现时,市场内多空双方意见不一,但多方人数略多,可以推动股价逐渐上涨,空方只能使上涨趋势出现回档却不能阻止上升趋势继续,这时就到了上升趋势发展阶段,这时更多投资者注意到上升趋势已成定局,于是不断有投资者由空翻多加入到多方阵营,这时多数投资者看法是正确的,空翻多导致多空双方的实力对比更加悬殊,上升趋势发展更快,引发更多的空翻多现象,在这种不断循环发展的过程中达到了上升趋势的最后阶段——结束阶段,这时空翻多现象已发展为一致性行为,市场情绪狂热,几乎所有人都看好后市,导致能够投入的资金已经全部投入,资金来源枯竭,这时危机到来了:资金几乎全部投入导致后续资金不足,剩余资金相对于筹码的数量之比出现巨额空缺,失去足量资金的不断补充支撑,股价不可能再维持高位,下跌即变为现实,于是上升趋势在万众欢呼声中结束。

这种“一致性看好——全部资金投入——资金来源枯竭——股价失去支撑——下跌”正是牛市中所有人都犯错误的根源。表面上一致看好后市而股价反而下跌难以理解,本质上一致看好之时会把多方的弹药(资金)用尽才是股价下跌的直接原因,没有武器弹药的队伍是无法打胜仗的。

在下降趋势出现时,市场内空方人数略多,推动股价不断下跌,多方只能使下跌趋势出现反弹,但不能阻止下降趋势继续,于是出现了下降趋势发展阶段,这时更多投资者注意到下降趋势已成定局,不断有投资者由多翻空,加入到空方阵营,这时多数投资者的看法是正确的,多翻空导致多空双方实力对比更加悬殊,下降趋势发展更快,引发更多的多翻空现象,在不断发展的过程中达到了下降趋势的最后阶段——结束阶段,这时多翻空现象已发展为一致性行为,市场情绪冷淡低迷,几乎所有人都看淡后市,能够抛出的筹码已经全部抛出,想卖的筹码已近枯竭,这时转机来了:筹码几乎全部抛出导致筹码不足,市场内剩余资金相对于浮动筹码的数量之比出现巨额盈余,没有新筹码的不断补充,股价在相对越来越多的资金支持下不可能维持低位,上涨即变为现实,于是下降趋势在几乎无人理睬之时结束。

这种“一致性看淡——全部筹码抛出——浮动筹码枯竭——资金盈余——股价上涨”是熊市中所有人犯错误的根源。表面上一致看淡后市而股价反而上涨难以理解,本质上一致看淡

后市之时已经把空方的弹药(筹码)用尽才是股价上涨的直接原因。

## 2. 相反理论的定量分析

依据相反理论进行市场的实际操作并不容易,因为相反理论的定量分析比较困难。

相反理论的定量分析一般以“好友指数”为依据。“好友指数”理论上从0%到100%,表示市场内看好后市者占全部投资者的百分比。全体一致性看好后市则好友指数为100%;全体一致性地看淡后市则好友指数为0%;如果有一半投资者看好后市则好友指数为50%,这时表示市场内多空双方力量均衡方向不明。

通常好友指数以50%为中心呈现正态分布形态,越靠近50%出现机率越大,越接近0%或100%出现机率越小。一般情况下好友指数40%—60%表示多空双方力量平衡后市方向不明;如果在20%—40%可分为两种情况,一种是股价仍在下跌,则后市仍然不乐观,另一种是股价刚开始出现上涨,这时正处于复苏阶段,后市看好;处于60%—80%之间也分为两种情况,一种是股价仍在上涨,则后市仍可看好,另一种是股价刚开始出现下跌,这时处于下跌初期而狂热已过,后市看淡;如果处于10%—20%,一般表示至少是一次阶段性底部已经接近,如果在0—10%则是一次难得的买入时机就在跟前;如果处于80%—90%,一般表示至少是一次阶段性顶部已经接近,如果在90%—100%则是一次难得的最佳卖出时机。几种情况可列表如下:

表 5.5.5

好友指数区间	股价方向配合	后市
0%—10%	—	强烈看好
10%—20%	—	一般看好
20%—40%	下跌	一般看淡(下跌未止)
	上涨	一般看好(上涨初起)
40%—60%	—	方向不明
60%—80%	上涨	一般看好(上涨未止)
	下跌	一般看淡(下跌初起)
80%—90%	—	一般看淡
90%—100%	—	强烈看淡

上表中对于好友指数的分区只是一个大致的标准,每个市场的情况会有些不同,具体市场的分布情况应在实践中具体分析。

从上表中还可以看出相反理论针对大势不针对个股,好友指数不能单独使用,还必须配合对股价的分析以及其他指标分析。

上述好友指数的定义很简单,实际应用却有许多难处,最大的困难是统计数字难以搜集。不可能对市场中的每个投资者进行这种经常性统计,一般只能从公共传媒中的评论中进行统计,因为公共传媒一般可以代表投资者的看法,但这种统计也是较困难的,这也是相反理论定量分析用于实战的难点所在。

## 3. 相反理论应用中的误区

相反理论揭示了市场中物极必反的本质现象,反映了客观规律,越来越多的人理解并尝试

应用相反理论,但成功率并不高,这是因为使用者陷入了相反理论应用中的误区——滥用相反理论。

滥用相反理论表现在股价趋势仍在上涨、多数投资者看好之时,部分投资者会误以为现在是应用相反理论的时机,自做聪明地抛出股票,岂料聪明反被聪明误,股价仍在上涨、白白错过一大段将要到手的利润,这时往往不甘心而再次买入,结果落得顶部套牢的噩运。

滥用相反理论表现在股价趋势仍在下跌、多数投资者看淡之时,部分投资者会误以为又是应用相反理论的时机,自做聪明地买入股票,岂料股价仍在下跌、再次被套。

上述两种情况都是对相反理论理解不深所致,相反理论首先承认多数投资者在基本趋势的判断上是正确的,并且在多数时间上正确,只有当市场人士的看法已经发展到空前的一致性这种极端情况时才会出现整体性的错误,极端情况的出现毕竟是极少数。所以,不要试图在出现这种极端情况之前就投入反向行动,真理再多迈一步也许就是谬误,相反理论应用得不当,就会陷入逆势而为的窘境。

上述应用的误区从本质上讲仍未脱离相反理论指出现象:即在上升趋势中仍然有部分(自以为应用相反理论的)投资者做出卖出的决定,说明市场中并未达到“空前的一致性”看好,自然上升趋势不会见顶结束。下降趋势也是一样,如果仍然有部分(自认为应用相反理论的)投资者在买入,说明市场未达到“空前的一致性”看淡,自然下降趋势不会见底回升。客观规律是不会受欺骗的。相反理论指出市场必须达到真实的空前一致性之后才会出现逆转,也就是说:几乎所有投资者已经忘记相反理论的作用时相反理论才会发生作用,这正是相反理论的玄妙之处。

## 二、散兵坑原理

在股价运行中有上涨有下跌,投资者发现股价上涨时成交量会随之放大,股价下跌时成交量会随之缩小,随着股价的涨跌循环,成交量也出现放大——缩小——再放大的过程。一般情况下成交量总是以柱状线绘在股价图的下方,于是在成交量上会出现高低不平的峰顶和谷底,人们把成交量图的谷底称为散兵坑,因为它类似战场上的一种地形。

正因为股价下跌对应着成交量的缩小,当股价上涨时成交量又放大,这样股价从下跌到上涨时成交量就形成一个散兵坑。于是人们得到这样一个结论:在成交量形成散兵坑时股价接近谷底,买入比较安全。

散兵坑是一种逐渐变化的形态,所以在什么时候介入是非常重要的成败关键,从理论上讲,散兵坑是一种圆心在上方的弧形,一般应该在散兵坑的右边弧形(右坑壁)形成过程中,成交量已经经过缩小、走平、又开始放大并且超过左边坑壁的成交量时买入最为安全。

## 三、随机漫步理论

### 1. 随机漫步理论要点

介绍完技术分析的一些主要理论工具之后,现在介绍一种完全相反的观点,这就是20世纪60年代出现的随机漫步理论。其要点是:

股价的运动是杂乱无章的、随机的,没有什么规律。

股票价格变动围绕其价值波动。股票的市场价格是所有投资者依据各种影响因素共同评价的结果,如果影响因素不变,股价也不会变化。各种影响股价的因素改变才造成股价的改变,这些影响股价的因素变化是无序随机的,因此股价变化也是随机的。某次涨跌并不意味着后市的涨跌,后市的股价变化不会受前面变化的影响,股价不具有趋势性,历史不会重演。

### 2. 对随机漫步理论的几点疑问

很明显,随机漫步理论对整个技术分析体系发出了挑战,如果其理论成立则可推翻全部技术分析理论。但是随机漫步理论是否站住了阵脚笔者尚存疑问:

事实上股价变化具有明显的趋势特征,一旦某种趋势出现,就会延续一段时间而不会轻易改变。这样看来前面的股价变化直接影响后面的股价变化,并非随机出现。可以举出大量事实证明这一点,而且从时间上来看,股价运动在多数时间里都在向某个特定的方向运动。如果连续上涨三天收盘价分别为 10 元、11 元、12 元,则第四天高于 12 元的可能性远大于低于 12 元的可能性,类似的实例很多。

相当数量的成功预测都是建立在对股价历史数据的研究上并以类似的历史事实做出预测,说明历史会重演。

股票价格变化围绕其价值上下波动本身就是一种客观规律,这说明股价不是“随机”出现而是围绕某个中心有规律的运动。这一点上随机漫步理论本身已经自相矛盾,不能自圆其说。

随机漫步理论的一个实验证据是股价暴涨暴跌现象很少,涨跌比例越小出现概率越大,因此买跌还是买涨看运气,股价是随机变动。但这是错误的推理造成的。上述涨跌比例的概率分布结果并不能证明股价是随机变动,两者不存在因果关系。这一点上随机漫步理论又出现了严重的逻辑错误。上述实验结果是一种正态分布图形,正好说明了股价变化是有秩序、有分布规律的。真正的随机分布是指在全部区域内无序的均匀分布(即布朗运动),这一点上随机漫步理论又出现了严重的自然科学错误。

### 3. 随机漫步理论的价值

随机漫步理论的结论是不正确的,不过随机漫步理论仍有存在价值。

首先随机漫步理论作为技术分析的对立面可以促使分析者更加审慎地对待研究,从反面促进了技术分析的进步。

其次,随机漫步理论正确地指出了股票价格围绕股票的内在价值上下波动,为技术分析提供了一项重要的参考。

最后,随机漫步理论提醒我们:中长期趋势的规律是明显而容易把握的,但短期趋势的必然性不明显而随机性却大大增强,造成对短期趋势较难预测不易把握,这一点在利用各种指标进行技术分析和实际操作中必须充分认识并进行仔细的观察和区分。这也是随机漫步理论对技术分析的又一贡献。



## 第六章 实战操作战术

### 第一节 实战能力综述

“纸上得来终觉浅,事非经过不知难”。证券投资从理论走向实践,要求投资者具有多方面的能力,大体上可归为以下六种:丰富的知识,适合于自己的分析方法,明智而成体系的操作策略,健康的心身,完善的资金管理,有效的应变措施。

#### 一、丰富的知识

投资者在市场中时刻需要对各种情况进行分析判断,没有丰富的知识就没有进行分析的基础。例如进行基本分析至少需要对各个行业内容和现状有大致了解,进行技术分析至少要有数学基础等等。如果对市场一无所知根本不能进行投资,否则只会赔钱不可能赚钱。投资者无知的例子在新兴市场中尤其突出,例如1995年初国债发行成为股市关注热点问题时,竟有投资者问“国债发行规模扩大对股市是好事(利好)吧?”这样的问题。这种例子数不胜数,所以提高素质、加强学习,具备丰富而全面的各种领域的知识是实践的第一必备条件。

知识是投资的必要条件,却不是投资的充分条件和唯一条件,投资还需要多种条件。在股票市场中,有知识不保证一定会赢,但没有知识却保证一定会输,这是硬道理。

#### 二、适合于自己的分析方法

证券市场诞生以来产生了众多的分析理论,投资者应该把这些理论看做是武器库中的各种武器、工具箱中的不同工具,掌握得越多越有助于自己的实践。不过,各种理论优势相杂,投资者条件有限,对于理论工具应有所选择,这种选择没有统一的标准。客观来看,在投资者自己实践中效果最好的就是最适合自己的分析方法。不管是基本分析还是技术分析都要看是否适合于自己。

### 三、明智而成体系的操作策略

操作策略是指处理实战中遇到的各种具体情况的方式方法,即战术。

明智的策略是指遵守一些已经被别人的实践多次证明正确有效的规则。例如要顺势而为,不逆势行动的原则;设置止损点的原则;没研究的股票不碰的原则等等。

成体系的策略是说投资者在实际操作中思路要清晰,要形成自己的完整套路和风格。例如确定自己的投资方针,是偏重于长期投资还是偏重于短期投资?是选择稳健型的绩优股还是选择弹性大的投机股?以哪些指标作为主要判断依据?

毫无疑问,要形成自己的操作风格和套路、熟练运用属于自己的明智而成体系的操作策略,需要长时间的实践经验的积累才能逐渐成形,这是理论代替不了的,也是所有的老师都帮不上忙的,必须在“真刀真枪”的市场实践中才能掌握真本领。

### 四、健康的心身

这里“心”在“身”的前面,是强调作为一个证券投资者心理健康比生理健康更重要。一个肢体有缺陷的人并不妨碍证券投资,但是一个心理不健全的人就不适于进行带有较大风险性的证券投资了。

心理健康包括许多方面。例如笔者曾经见过某个投资者因为一笔并不起眼的小数目损失和同伴大吵,这种情况在证券市场中屡见不鲜。事实上如果一小笔亏损都可能使你心理上难以承受、过于激动的话,说明你根本不适合进行证券投资,同样,如果一大笔赢利会使你像“范进中举”一样,你也不适合进行证券投资。这是心理健康的最重要一点——要有承受压力的能力。

心理健康的另一点标志是行动能力,主要有细心、耐心和果断等素质。在证券交易中,首先要学会细心的观察,然后是耐心的等待和研究,一旦机会来临就要果断行动,之后又是一个漫长的等待过程。这样看来,细心、耐心和果断缺一不可,细心的观察提供了分析的对象,耐心的研究提供了判断结果,果断的行动使判断的结果落实。这些因素组成一个投资者的行动能力。如果投资者没有耐心,则会错过许多时机;如果投资者细心观察和耐心研究都有了,却不敢真正地投入行动,那只是纸上谈兵,没有价值、更没有利润可言。

总之,心身健康、适应证券市场的剧烈刺激是证券投资的必要条件之一。

### 五、完善的资金管理

资金管理的核心问题是风险控制,即如何调度资金达到最大限度降低风险、最大限度保障赢利的目的。

一些成功的投资家已经进行了资金管理的示范,其要点有:不要一次动用全部资金,要分散投资,采用投资组合,买卖证券在同一时间里种类一定要少,要设置止损点减少损失,看不清市场方向时不要操作,要有间隔和休息。

根据这些经验,投资者应把自己的全部资金分散投资于储蓄、债券、股票和其他保值工具

上,不应孤注一掷地全投在股票、期货等高风险领域,否则一旦失败影响生计非同小可。即使投资于证券领域的部分资金也应该采用投资组合以降低风险,不要把鸡蛋放在一个篮子里。买卖证券的种类少是为了照顾得过来,笔者曾见过某些较少资金的个人投资者买了十几种股票,这是根本不可能兼顾的。看不清时不操作也有利于少犯错误、降低风险。

如果说投资是打仗,资金管理就是调动军队,把自己最强大的军队派到最有利的战场去,在强大敌人到来之前撤退得无影无踪,这是胜利的最好保障。

### 六、有效的应变措施

证券市场上危机四伏,突发事件或判断失误造成的市场实际方向与判断完全相反的例子比比皆是,为应付这些突如其来的变化,必须预先制定有效的防范措施。

和市场方向做反了,只有两种解决方法,一种是割肉逃出,另一种是坚持。至于什么情况下该坚持,什么情况下该割肉有一个尺度,这就是止损点的设置。可惜,目前中国股票市场上绝大多数投资者都没有止损的概念,从1500点向下跌一年、两年也有人死扛,也有人从1000点扛到500点却割肉,完全是凭着个人的主观感受,扛得住就扛,扛不住再抛,没有科学的止损意识。

止损点的设置是防止意外情况的有效措施,它的意义在于控制资金损失的程度。没有止损意识的人往往在开始受损时总以为情况不会太糟糕而不轻易认输,直到感觉损失持续放大、难以忍受时才割肉出逃,这时的资金损失必定十分严重,出现这种情况而“玉碎”、已没有向市场反攻的能力被迫离开的投资者很多。如果设置了止损点,在价格触及止损点之前可以大胆坚持。一旦冲破止损点则立即进行止损操作,以改正错误的判断,这样损失被限定在一定范围内,保障在出现意外变化时也不会轻易被市场“消灭”。只要不被“消灭”,总会有赚钱机会的。这是止损点的实战意义。

总体来说,作为投资者应该具有上述一些实战能力,并且要在实战中不断加强这些能力,扩展知识面、熟练掌握分析方法、使操作策略逐渐成熟、锻炼坚韧的意志、完善资金管理、采取有效的应变措施等等,只有具备这些能力才有投资的成功。

## 第二节 分析理论的作用

### 一、分析理论的综合应用

学习了众多分析理论之后,我们会发现在各种理论之间有一些共同的特征,把握住这些共性的内容对于总体掌握各种理论工具并用于实战将起到重要作用。在技术分析中这些共同特点更加突出。

大部分技术分析指标都涉及到图形分析,综合来看,其实图形分析手段不外乎下列几种:

### 1. 位置分析

即在图形的基本分布区间中,观察指标的高低位置。指标位置高代表多头力量强于空头,如果指标的位置过高则反向下行的可能性很大,代表多头力量行将衰竭空头力量将强大起来;指标位置低代表空头力量强于多头,如果指标位置过低则反向上行的可能很大,代表空头力量行将衰竭多头力量将强大起来;当指标处于某特定平衡中心位置代表多空力量平衡,市场方向不明。

“某特定平衡中心”根据指标的不同而有所区别,如分别是 100、50、0 等等。

### 2. 突破分析

当指标曲线突破某形态的关键阻力位或支撑位、突破历史上的密集成交区、突破某特定平衡中心区域等,只要出现这几种情况之一就应顺势而为进行与趋势同向的操作。

### 3. 方向分析

指标运行的轨迹在不同时间有不同方向。各个指标不约而同地承认这种方向的延续性(或叫惯性),即当前指标如向上运行,之后继续向上的可能就大于向下的可能,如当前指标向下运行,之后继续向下的可能就大于向上的可能,同时也不排除会有反复,但大趋势不变。这一点符合顺势而为的思路。

把位置分析与方向分析结合,当指标位置由低走高、方向向上时代表趋势向上。当指标在过高的超买位置、方向转为向下时则组成见顶转向卖出信号。当指标位置由高走低、方向向下时代表趋势向下。当指标在过低的超卖位置、方向转为向上时则组成见底转向买入信号。

### 4. 形态分析

指标形成的各种形态也可使用对股价的形态分析方法。这是形态分析的通用性。

指标的常见形态主要有三角形、楔形、双底和双顶等。股评中常见的所谓“指标钝化”其实只是一个圆弧顶或圆弧底而已。

### 5. 指标与股价背离分析

这是把指标与股价结合分析的手段。总的原则是:不管指标与股价同方向运行还是反方向运行,都以指标的方向为准操作。特别是当指标与股价由同向运行变为反向运行、两者出现背离走势时是重要的反转信号。

### 6. 短期线与长期线的交叉分析

利用同一指标的短期线(快速线)与长期线(慢速线)的相互位置进行分析。当市场处于上升趋势时,短期线与长期线同向向上并且短期线在长期线之上;当市场处于下降趋势时,短期线与长期线同向向下并且短期线在长期线之下。每当市场出现由升转降或由降转升的趋势改变时,短期线与长期线都要重新排列组合,于是会出现短期线在低点下穿长期线的死亡交叉,或是短期线在低点上穿长期线的黄金交叉。这就提供了利用交叉分析趋势转变的重要手段。

除上面所说的图形分析的共同点外,多数技术指标都有一个最大的共同点:都是利用股价与成交量、再配合时间的数据转化成各种指标。这说明多数指标也都是依赖股价、成交量和时间这三个原始要素的,所以,对三种原始要素进行深入透彻的研究比分析指标还要重要得多。难怪有些分析者说“我只看价、看量,别的我不管”,这说明了三种原始要素的重要,但是如果指标分析可以多提供一些客观手段也不应拒绝。

技术分析中除指标分析之外还有形态分析和数值分析,其中最重要的是 K 线分析。K 线分析的核心是阴阳、长度和影线,K 线分析中单根 K 线的参考价值较小,一定要把 K 线放在趋

势中,分析趋势中 K 线组合的形态,其中又以“分解——合并”为主要手段。

各种指标在应用中都有其参考价值,应该避免只使用一种指标,因为单独使用某种指标很难避免被主力制造骗线。这些指标在理论上可以单独使用,但由于有骗线以及指标误导而产生的指标陷阱存在,所以最好多选几种指标共同使用,这样可以减少客观因素造成的一些失误。

同时使用较多指标时,还有一个应注意的问题,那就是指标的周期。如果各个指标选用的周期大部分相同,因为在同一个周期中股价的变化相同(例如最高价、最低价和收盘价等数值),所以会出现各个指标基本上方向一致的振动,这种现象使几种指标的作用和使用一个指标没有区别而失效。因此,在使用较多指标时,必须把各种指标分别选取不同的周期,才能起到较大的参考作用。

基本分析可以分为对宏观经济形势的分析和对企业的分析。对宏观经济的分析可以帮助投资者确认整体市场的大势,如果宏观经济运转尚佳则股市必将有好的反映,如果宏观经济运转不佳或有严重问题则股市也难有大的作为。在分析宏观经济形势中不应忽略政策的影响,尤其是在不成熟的股市中这一点十分突出。对企业的分析主要是对企业业绩的分析,从投资安全性讲,业绩好的公司股票比业绩差的公司股票安全、适于长期投资。从投资收益讲,收益来自市场差价和企业分红两方面,不能完全拘泥于业绩,要加上市场弹性好坏的标准。

理论应用中还应注意,并非流行的理论就是适用于自己的理论,甚至不一定是正确的理论,这需要有分辨能力,并经过实践检验,而不是某股评的推荐或某专家的吹捧。实战中应用分析理论重在综合,它是基本分析和技术分析的综合,是理论与实践的综合。在实践中把各种分析方法综合在一起应用的能力是投资水平最重要的表现。

## 二、分析理论的作用与其局限性

投资者在使用分析理论时应该明确了解分析理论有什么作用?有什么局限和不足?这实际上是指分析理论到底能够告诉我们什么、不能告诉我们什么的问题。

正确的分析理论是客观规律的模型,客观规律是隐藏在市场内部的,分析的目的是为了在市场真假相杂的“噪音”中分辨出规律本身的“声音”。市场的运动是以趋势表现的,市场分析主要针对趋势。趋势主要以时间为划分标准,趋势越大规律性越强,人为操纵的影响越小,但同时脱离实际价格也越远、实战效率越低;趋势越小规律性越差,人为操纵的影响越大,同时却比较接近实际,资金使用效率越高。好的分析理论的作用必然是指明一种大小适中的趋势的发展方向,这种趋势是可以最大限度地带来利润、同时又有较强规律性的市场实际存在的走势。

分析理论的局限性表现在,理论仅仅指出了某一阶段市场实际走势的某种最大可能,但是市场并不排斥出现其他较小可能的走势,这时理论就出现了“误导”现象,成为“理论陷阱”。

这里应该把真正的“理论陷阱”和部分初学者的误解分开,请看实例:

1994年7月,上证指数跌到430点附近时有股民问“现在的上证指数比4月的500多点低得多,可是为什么现在的RSI却比4月高呢?”这纯属对理论理解不深造成的结果。现在一般投资者使用的RSI是14天左右,也就是说今天的RSI数值只和前14天以内的股价有关,与14天以前的股价没有任何关系,不能进行对比,如果14天内股价跌多涨少RSI必然是低

值,如果 14 天内股价跌少涨多 RSI 必然是高值。这是计算方法造成的,所以不但要知道指标的高低代表什么信号,还要知道指标的计算方法,知其然,还要知其所以然。

在基本分析中,市盈率高低是一项重要指标。但是有不少人把市盈率和投资价值等同起来,单纯地以市盈率高低作为投资价值的度量标准,常听到“××股市盈率高没有投资价值、××股市盈率低极具投资价值”的说法。笔者以为投资价值是一种综合比较的结果,不是单凭某个指标能够明确认定的。另外应该了解市盈率指标最重要的作用是用于评价投资风险的程度(即多少年可收回本金),投资风险是投资价值的一部分而不是全部。市盈率高代表投资风险大,并不一定投资价值低,市盈率低代表投资风险小,并不一定投资价值高,这里需要进行投资风险与收益的比较。所以,必须深入、透彻地掌握理论的本质才能正确应用而不致误解理论。

再深入一步将会发现,真正的“理论陷阱”出现在僵化地、教条地应用理论之时。例如当股价上涨、RSI 稳步上升并突破 50 平衡中心,此时单以 RSI 指标分析,应该是继续上涨态势。这时上涨可能很大,却不能排除出现下跌的可能,尽管这种可能性较小,也要做好应变止损准备。

有时当股价连续下跌技术指标出现严重超卖时,一次小小的反弹也能使指标得到很大修复;有时股价连续上涨技术指标出现严重超买时,一次小小的回档也能较好地修复指标。这两种情况在实战中多次出现,导致原来对反弹或回档寄予很大希望的部分投资者或者抄底被套、或者坐等踏空,叫苦不迭。

市场中可以看到的很多信息常被有意或无意地掺杂了一些假象,使少数投资者不得不怀疑一切、草木皆兵。有人说只有成交量不骗人,这在多数情况下应该是正确的,可是也不能排除成交量指标出现假象的可能。例如成交量萎缩一般代表一次阶段性底部。有时这条原理并不一定可行,例如 1993 年 9 月上证指数在 900 点附近盘整时成交量出现萎缩并形成散兵坑,可事实上向下突破了 100 余点,到 774 点才止跌上涨。

上述几个事例都说明分析理论有其局限性。在学会分析理论的同时也要充分发挥主观能动性,不要教条。学习分析理论是投资的基本功,之后还要超越分析理论,这是一种高层次的境界,为达到这一境界,必须把学到的理论带到实践中去,实践不仅磨练了投资者自身,而且能够检验理论的正确性。在实践中才能发现技术指标的作用和局限性,充分认识到技术指标不构成某种必然的保证。例如前例中 RSI 方向向上突破 50 线,只是向上可能大,并不是必然向上,即使向上,走多远会逆转也并不知道。在 K 线组合中,相同的 K 线组合在不同时机、不同点位出现时的判断也不一定相同,不存在标准的模式。有不少人上海股市一些狂炒暴跌的例子嘲笑技术分析无用,事实上如果他们彻底研究了技术分析之后就会发现技术分析中已经包容了这些情况的存在,认为狂炒暴跌不可理解的人不过是技术分析没到家的书呆子,不是真正的分析师。技术分析绝不能教条、僵化地理解,必须一切从实际出发,用动态的眼光观察动态的市场,才能把理论用活。

尽管分析理论有许多局限性,但仍然是证券投资领域的最有力工具。指标不是万能的,没有指标却是万万不能的。投资者应熟悉指标、深入了解其特点并在实践中应用才能提高投资技能。不过,分析理论是投资的重要环节却不是投资的全部内容,技术指标也不是操作的唯一依据,要结合多种工具综合分析,才能接近正确的结论,提高投资收益,降低投资风险。总之,分析理论是有重要价值同时又有缺陷的工具,关键是如何使用。“永动机不存在”已经获得公认,在此应明确提出:在证券市场中也不存在能够百分之百没有错误保赚不赔的分析方法、手段或“神人”,这些都像永动机一样是不存在的。任何声称保赚不赔或“从来不会被套牢”的类

似自白都是骗人的大话。

### 第三节 实战操作战术综述

#### 一、操作战术与战略安排

股市的实战操作无非是选择合适的时机买合适的股票,以及选一个合适的时机卖出股票。选择合适的时机其实是指选择合适的价格,因为在股市中时机和价格的变化是密不可分的,价格随时间而变化。这就产生了实战操作的两个重要问题:选时和选股(本书讨论不涉及买入后不抛的股权控制问题)。

选时和选股与市场趋势关系密切,市场处于趋势的什么阶段则需要利用分析理论研究,而分析理论只能提供一些整体的和模糊的预测,无论过去、现在和将来,任何声称能精确预测的理论都是虚假的。也就是说:理论只能告诉我们一个大体上的模糊概念,确切的结论只能自己结合理论和实际进行判断。这就像坐在一辆汽车上,开到哪站停车我们并不知道,手里仅有一张可能停车的车站分布图,我们所能知道的仅仅是在汽车刹车或启动时、以及加速或减速时的表现,以此决定自己是该上车还是该下车,这是最重要的,上下车的时机选择比预测汽车运行的精确路线实际得多。实战操作中选时就是上下车,选股则是选个好司机和好车。趋势不同阶段的各种特征是汽车速度变化的表现,是长中短线进出场的不同时机。

具体的战术与战略上的安排密不可分。战略上最重要的一项安排是投资的时间,这是指一进一出的平均时间间隔,可分为长期投资、中期投资和短期投资。有些国外投资专家平均的进出时间为三至四年。笔者认为这并不适用于中国股市。中国股市的特点是历史短、动荡大、市场规模较小、股民素质偏低、部分上市公司不规范问题和遗留问题较多等等。所以中国股市是一个待规范、需发展、不稳定的投资市场。在这种情况下,长期投资也只能以一至两年左右为考虑区间(控股问题除外),中期投资在数月,短期投资以数周为宜。普通股民并不适于每天都进进出出跑差价,即使恢复 T+0 交易也一样,实践已经证明了一天跑几个来回的超级短线并不是快速赚钱的方式而是亏本之路。

当投资时间确定后,大体上投资策略也可稳定下来。

长期投资者应该不为一些中小波动所惑,不到大底不进货、不到大顶不出手,分析之中主要以国家宏观经济环境和企业状况为研究对象、基本分析作为主要研究方法,以宏观经济环境好转作为进货时机,以宏观经济环境出现不良情况作为出货时机。选股之中以绩优股和成长股为主组成。

中期投资者以看趋势、做中级行情为主,分析之中在研究宏观经济面的同时也要兼顾技术面和政策消息的变化,把基本分析和技术分析相结合,参考宏观面和政策消息上的利空利好变化以及技术面上的指标作为进出指导。选股时以成长股、潜力股和弹性好的投机股组合而成。

短期投资者以低吸高抛做反弹行情的差价为主,主要利用技术分析手段,以技术指标为指导、参考政策消息上的变化作为进出指示。选股时以弹性好的投机股和热门庄家股为主。

长、中、短期的划分不是绝对的,投资者应根据市场实际情况灵活调整自己的策略,在做短期投资时如果看准是一次中级行情就应转变为中期投资,长期投资者如果发现绝佳的时机也应毫不犹豫地投入行动。

不要因长、中、短期的划分放弃全面的研究,短期投资也应进行一定的基本分析,长期投资也要了解技术分析手段。

不要因长、中、短期的划分放弃投资组合。投资组合也是投资战略的重要组成部分,只是在不同投资时间中对于投资组合中的组成结构各有侧重、选股时有主有次而已。

明确战略安排之后,就可以进而讨论趋势和操作战术问题了。

## 二、趋势发展过程与其特征

这里的趋势指中级上升趋势和中级下降趋势。

### 1. 下降趋势

在下降趋势中是“空方”进攻“多方”防守的格局,下降趋势分为发生、发展和结束三个阶段,也称为初段、中段和末段。

其实把股市中的投资者分为“多方”和“空方”是不确切的,在股市中人人都想低买高卖,人人都是“多方”又都是“空方”。股价下跌是多数人都不愿买而想卖的结果,买的人少,卖的人多,自然要降价出售,对于“空方”是一件苦恼之事,除去可以卖空的场合,多数情况下是“多方”压价逼“空方”大吐血而已,所以是多空双方同时打压了股价(个别庄家行为除外)。同样道理股价上涨是多数人想买而不想卖的结果,是多空双方同时拉抬了股价,这是同一事物的两重性、是相辅相成不可分割的。

(1)下降趋势开始阶段往往多数人并未察觉。但是这时的市场已经发生了一些质的变化:

①基本面的不利因素开始受到投资者关注,投资者和评论界开始讨论宏观经济环境和企业经营上的利空因素。企业分配之中的不合理现象受到少部分文章的批评。有股评提出少数热门股的市盈率过高投资价值较低。

②主力资金有开始撤出的迹象,部分主力机构减持股票、增持现金。

③市场内原先的相对低成本筹码已经寥寥无几,绝大部分筹码已经充分换手成本偏高,筹码的大部分流向中小散户。

④股评者多数认为股价已高理应调整,但是对于调整幅度深浅看法不一,一般均态度乐观,认为“下跌空间不大”。

⑤市场中投资者出现分化,一部分投资者仍看好后市而不断“抄底”,一部分投资者已经开始退化观望。市场人气从沸腾状态逐渐回落,但交投仍然比较活跃。

⑥成交量从天量向下减少,但仍属较高的成交量范围,每次下跌均放量,每次反弹的成交量越来越少。

⑦从循环周期理论分析,循环高点已经出现。

⑧从股价图的形态分析,已经出现顶部形态,如M头、三重顶或多重顶、头肩顶、复合头肩顶、圆弧顶、潜伏顶、反三角形、菱形或V形顶等,只要出现其中之一即可,不过许多情况下是以形态组合的形式出现的。股价已完成最小量度涨幅。股价跌破重要上升趋势线。

⑨从数值分析来看,股价本次上升趋势的幅度是前期下降趋势幅度的黄金分割位或重要



数值比例价区,如三分之一区(指  $n+(0.3\ 0.33\ 0.382)$ ,其中  $n=0,1,2,\dots$ )或三分之二区(指  $n+(0.6\ 0.618\ 0.66)$ ,其中  $n=0,1,2,\dots$ )或二分之一区或 1:1 区等等。

⑩近期高点恰好位于前期的某密集成交区或支撑位附近。

⑪K 线组合出现见顶形态,近期的阴线多于阳线、阴线长于阳线并吞没前面的阳线;在近期高点出现十字星或带长影线 K 线之后又出现长阴线等。

⑫个股价位出现全面回落,前期领涨股和绩优股跌幅较深,给人以难返近期高点的印象。反弹时力量不足,没有领涨股,群龙无首,个股乱跳,行情短暂,每日涨幅榜的前几名第二天往往是跌幅榜的前几名。

⑬移动平均线系统发出卖出信号。股价与短期移动平均线、短期移动平均线与中长期移动平均线分别出现死亡交叉。BIAS 在 0 值以下停留时间增加,反弹时正值不大即翻负值,MACD 和 MB 正柱状线缩小并靠近 0 线,股价与 BBI 发生死交叉。

⑭各个指标分别以较高位置的向下反转、向下突破支撑区、顶部形态、指标与股价同向下跌以及短期指标线与长期指标线的死亡交叉发出卖出信号(如 RSI、KD、%R、DMI 等,下同)。

在下降趋势发生阶段多方处于战略撤退,空方处于战略进攻的开始。这时从股价上观察主要特点表现为多方的败退和空方的步步紧逼。这时出现的阳线属于下跌抵抗型,相当于战争中大部队撤退时,为了掩护主力撤退而留下的小股阻击部队。这可以起到三种作用:一是可以用小规模的反击以攻代守,更有效地减缓空方的进攻速度,为主力顺利撤出战斗赢得时间,二是试探空方的实力大小,三是用阻击部队的小牺牲消耗空方的力量,为反攻创造条件。在股市中这种小部队的阻击是市场自发的调节作用,每逢此时就有一些出现判断错误的投资者不知不觉地充当了掩护主力撤退的角色。所以,当投资者发现情况不妙、下降趋势的可能性变大时就应顺势而为、坚决和主力一道撤退、抛出股票休息待机,不要为一些蝇头小利而去刀尖上舔血。

(2)下降趋势发展阶段是多数人意识到已经处于下跌趋势的时期:

①基本面的不利因素已经被广大投资者了解,企业经营上的不景气已经广泛见诸报端。有股评提出目前的市盈率水平已不可接受。

②主力资金已经撤出,市场处于无方向无主力影响的状态,投机资金慢慢离场,中小投资者的资金也在源源流出。

③原先的高成本筹码分散于中小投资者和部分被套牢的主力手中,筹码的成本在股价下跌中像经过一层层由粗到细的筛网一样被割肉盘痛苦地降下来。

④股评说法不一,有的说股价已经走稳将要见底反转、有的说股价还没有跌到底部,探讨底部位置的文章随处可见。

⑤在股价的小幅振荡中,部分原先的“抄底”者割肉退场,部分观望者进场后收益不多,进退两难,市场上人气涣散,持股持币者均有不安,市场内外各种消息纷纷传出,利空利多都有,听消息做短线成为主流操作方法。

⑥此时成交量是最大成交量的三分之一到二分之一,主要成交量集中在少数被炒作个股中,冷门股成交已经稀少。

⑦未到循环低点周期。

⑧从股价图的形态分析,出现下跌中途整理形态,如对称三角形、下降三角形、上升楔形、上升旗形、矩形等;或者出现某种顶部形态,如 M 头、头肩顶或圆弧顶等等,常常以形态组合形

式出现。股价在下降轨道线的下轨受到支撑,上轨受到压力。

⑨从数值分析来看,从近期高点到近期低点的距离是前期上升趋势幅度的黄金分割位或重要数值比例价区,如三分之一区、二分之一区、三分之二区或1:1区等(解释同上)。

⑩近期低点恰好位于前期的密集成交区或阻力位附近。

⑪K线组合方向不明,小阴小阳交替出现,阴阳线实体均不长,小T形线或倒T形线、十字星等出现后涨跌幅度均不大。

⑫个股价位跌势趋缓,给人以走稳的印象,三线股更给人以跌不下去的感觉。庄家股、热门股和消息股出现活跃气氛,市场中出现所谓“局部牛市”、“个股时代”的情况,甚至会出现某些疯狂的个股行情(如1993年10月初、1994年3月的上海股市)。

⑬移动平均线系统出现信号不明的情况。股价与各期移动平均线以及BBI之间发生缠绕,买卖信号频繁。BIAS处于不大的负值区小幅振荡,MACD和MB在0线附近出没,失去方向。

⑭各个指标在平衡中心位置附近小幅振荡徘徊,少部分指标的快速线和慢速线频繁发出无效的买卖信号。

随着空方战略进攻的深入,空方控制的价位区越来越多,为攻克和占领这些价位区空方不得不分出相当大的力量。这相当于战争中某一方占领了另一方的领土,不得不分出兵力加以控制,随着进攻不断得手,占领区越来越大,兵力分散就越来越严重,可用于最前线正面作战的兵力就越来越少,实力就会不断降低。

由于多方控制地盘的减少,在空方力量削弱的同时多方力量却在不断凝聚、恢复和加强。终于在下降趋势持续一段时间后多空力量首次出现接近,这就是下降趋势发展阶段。此时多空力量差不多,谁也无力一举击败对手,出现了一场拉锯战的战略相持局面。在此局面下投入全部兵力进行战略决战的时机并不成熟,只能采取游击战、运动战的打法不断消耗敌人,或者进行一些局部的反攻。这就是说,在下降趋势中途整理时,并不适于大量买入或长线建仓,只适于进行短期快速的个股炒作或者观望。投资者特别需要注意的是:这种下降趋势中的整理形态会出现多次,一般在一至四次之间。

(3)下降趋势结束阶段是多数人认为下跌过程在短期内难以改变时到来的:

①投资者对于基本面不利因素的改善由满怀希望到充满失望,投资者和评论界重新评价或“新”发现了某些企业经营中的问题,股评中提出目前的市盈率仍然偏高,投资价值低。

②市场内的资金纷纷割肉出逃,资金外流现象被严重关注,投资资金完全离场。

③市场内投资者最高希望是少赔一些就可以割肉,纷纷不计代价地离开市场。筹码平均成本大大降低并集中在高位被套死的“死多”和少部分长期投资者手中。

④绝大多数股评认为没有到底,还将下跌,只不过对于下跌幅度说法之一。并且不少股评家已经不平股,一些闲聊、牢骚或关于其他市场的文章增多。

⑤市场内投资者几乎一致性看空,人气近乎绝望,相当多投资者割肉退出,部分被套死者抱着听天由命的无奈心情不再关心行情,短线投机者不再参与,各券商交易网点交易稀少。

⑥成交量减到地量,多数股票成交稀少,买卖价差拉大,久久不能成交。股价下跌而成交量不减的价量背离现象出现。

⑦已进入循环低点的时间窗口。

⑧从股价图的形态分析,已经有一次以上的中途整理形态,有将要形成底部形态的雏形,

但形态尚不完整难以确认。

⑨从数值分析来看,股价已接近前次上升趋势幅度的黄金分割位或重要数值比例价区,如三分之一区、二分之一区、三分之二区或1:1区等(解释同上)。

⑩股价接近前期的密集成交区或阻力位附近。

⑪K线组合虽然再次出现下跌走势,但在下跌过程中阴线逐渐缩小,影线逐渐拉长。呈现出下跌力量逐渐减弱的走势。

此阶段也可能出现另一种K线组合,即下跌过程中阴线逐渐放大且越来越长,呈现出下跌力量走向最后的疯狂的走势。

⑫个股行情几乎绝迹,极个别庄家股逆势盘升成为笑谈。垃圾股跌到原先不曾想到的价位,绩优股再次出现大幅下跌。

⑬移动平均线系统提示继续离场信号。股价与短期移动平均线、中期移动平均线、长期移动平均线再次呈现典型的空头市场排列顺序,BIAS负值增大,MACD、MB负柱状线放大。

⑭各个指标均处于低位,部分指标与股价定势出现底背离,发出出货信号,部分指标低位走出圆弧底,即“指标钝化”现象。

经过一段甚至是几段相持局面,空方借助下降趋势中空方气势上的优势再度压倒多方,但由于在下跌中途盘整时期多方显示的實力使空方也不敢小看,于是会出现空方力量逐渐萎缩的渐进式、或空方全力出击进行最后殊死决战的暴发式两种结局。这相当于战略决战,但都将以空方失败多方胜利而告终。投资者这时应该做好随时进场的准备,一旦多方胜势不可动摇就应全力投入、中长线建仓。在市场最冷清的时候进场,叫做“买进价值”。

## 2. 上升趋势

在上升趋势中是“多方”进攻“空方”防守的格局,上升趋势分为发生、发展和结束三个阶段。

(1)上升趋势发生阶段往往多数人并未察觉。但是这时的市场已经发生了一些质的变化:

①基本面的有利因素开始受到部分关注,投资者和评论界开始讨论宏观经济环境和企业经营上的利多因素。某些企业原本一般的分配方案或一条略带利多性质的政策都受到超乎往常的欢迎,有股评提出部分股票的市盈率过低、价值被大大低估了。

②主力资金有开始进场的迹象,部分主力机构增持股票。

③市场内原先的相对高成本筹码已经不多,并落入死多手中,绝大部分筹码成本已经较低,从这时开始筹码由中小散户手中向机构主力手中集中。

④股评者多数认为股价已低理应反弹,但是对于反弹高度看法不一,一般均态度悲观。

⑤市场中一部分投资者纷纷逢高派发出货了结,另一部分投资者开始进进出出做短线。市场人气从冰点开始回暖,但交投仍然不太活跃,中小投资者不敢抱股。

⑥成交量从地量向上增加,但仍属较低成交量范围,每次上涨均放量,每次回档的成交量越来越萎缩。

⑦从循环周期理论分析,循环低点已经出现。

⑧从股价图的形态分析,已经出现底部形态,如W底、三重底或多重底、头肩底、复合头肩底、圆弧底、潜伏底、V形底等,常常以上述形态的组合形式出现。股价已完成最小量度跌幅。股价突破重要下降趋势线。

⑨从数值分析来看,股价此次下降趋势的幅度是前次上升趋势幅度的黄金分割位或重要

数值比例价区,如三分之一区、三分之二区、二分之一区和 1:1 区等等(解释同上)。

⑩近期低点恰好位于前期的某密集成交区或阻力位附近。

⑪K 线组合出现见底形态,近期的阳线多于阴线、阳线长于阴线并吞没前面的阴线,在近期低点出现十字星或带长影线 K 线之后又出现长阳线等。

⑫个股价位出现全面上涨,成长股和热门庄家股、绩优股一同领涨大盘,个股涨幅较大,给人以难返近期低点的印象。回档时力量不大,仅是涨过头的股票调整大一些,回档持续时间不长。

⑬移动平均线系统发出买入信号。股价与短期移动平均线、短期移动平均线与中长期移动平均线分别出现黄金交叉。BIAS 在 0 值以上停留时间增加,回档时负值不大即翻正值,MACD 和 MB 负柱状线缩小并靠近 0 线,股价与 BBI 发生黄金交叉。

⑭各个指标分别以较低位置的向上反转、向上突破阻力区、底部形态、指标与股价同向上涨以及短期指标线与长期指标线的黄金交叉发出买入信号。

在上升趋势发生阶段空方处于战略撤退,多方处于战略进攻的开始。这时从股价上观察主要特点表现为空方的败退和多方的步步紧逼。这时出现的阴线属于上涨抵抗型,是掩护空方主力撤退的小股阻击部队。所以当投资者发现上升趋势的可能性变大时应顺势而为、坚决和主力一同进场、牢牢拿住股票再进行观察,不要为一点儿小小的差价轻易换筹码,频频换马往往会捡不回来而踏空。

(2)上升趋势发展阶段是多数人意识到已经处于上涨过程的时期:

①基本面的有利因素已经被广大投资者了解,几乎所有分配方案均被视为利多,市场内流传某些企业经营上的利多消息。市盈率问题不受关注。

②主力资金已经进场,市场趋势在大众投资者和主力有意无意的维护下走在上升通道内,投机资金纷纷进场,中小投资者的资金也在源源流入。

③原先的低成本筹码集中于主力机构手中,筹码的平均成本在投资者一致追捧下不断升高。

④股评分化,看多者认为还要涨,看空者认为将会下跌,探讨顶部位置的文章随处可见。

⑤在股价振荡上涨过程中,投资者频繁进出,多数人苦恼于骑不上黑马,短线获利容易,割肉者往往是前期高位被套者或者是想换筹码者,卖出者鉴于股价再次上涨往往被迫高价追回。市场上人气旺盛、气氛活跃。稍有利多消息就能刺激上涨,利空消息不受重视、出现回档即被视为买入良机。

⑥成交量达到本次上升趋势最大成交量的二分之一到三分之二,成交量分布比较均匀,上涨时放量下跌时量缩的现象清晰可见。

⑦未到循环高点周期。

⑧从股价图的形态分析,出现上涨中途整理形态,如对称三角形、上升三角形、下降楔形、下降旗形、矩形等;或者出现某些底部形态,如 W 底、头肩底等等,常常以形态组合形式出现。股价在上升轨道线的上轨受到阻力,下轨受到支撑。

⑨从数值分析来看,从近期低点到近期高点的距离是前期下降趋势幅度的黄金分割位或重要数值比例价区,如三分之一区、二分之一区、三分之二区或 1:1 区等(解释同上)。

⑩近期高点恰好位于前期的密集成交区或支撑位附近。

⑪K 线组合呈现小幅上涨或平稳整理形态。小阴小阳交替出现,阳线出现次数和阳 K 线

长度均要超过阴线。

⑫个股涨势总体平稳。初段领涨的部分三线股或庄家股涨势趋缓,初段未能领涨的部分成长股和潜力股脱颖而出,久被冷落的部分绩优股出现引人注目的涨势。个股行情活跃。

⑬移动平均线系统从典型的多头排列转而出现短期线向下靠拢长期线的预警信号,多数情况下短期线接近长期线时会再次转向上涨。BIAS 在不大的正值区小幅振荡,MACD 和 MB 正柱状线走平,失去方向(有时会出现缩小)。

⑭各个指标在平衡中心位置附近或偏上位置小幅振荡,部分指标继续走高。

随着多方战略进攻的深入,多方控制的价位区越来越多,导致多方力量分散,攻击力减弱,同时空方力量在不断恢复和加强。双方力量出现接近,谁也无能力一举击败对手,但是多方实力仍然在空方之上,这是肯定的,因为上升比下降要消耗更多的能量,如果多空力量完全相等,则多方必然不支。这时投资者不适于进行大量买入或大量卖出的操作,最重要的是冷静观察,必要时对于筹码进行部分调整,抛出已经出尽风头的热门股、买进未被重视的冷门股和未热炒过的投机股。这种上升趋势的中途整理会出现多次,上海股市一般在一至三次之间。

(3)上升趋势结束阶段是多数人认为上涨过程在短期内难以改变时到来的:

①投资者对于基本面有利因素的评价已经达到夸张和带有一些幻想、一厢情愿的成份,连一些明显的远期的利多因素也被说成在近期内很快会兑现。评论界到处挖掘企业经营中的点滴利好因素用以说明高股价的合理性。

②市场外观望资金、投机资金、游资以及其他市场的资金纷纷涌入,资金流入现象被广泛注意并视为大利多。近期内可能流入的资金已几乎全部流入,市场接近满负荷状态。

③投资者普遍产生惜售心理,追高买入不计成本。筹码平均成本大大提高并分布于主力机构和中小投资者之中的短线投机者手中,少部分主力开始派发筹码。

④绝大多数股评认为没有到顶,还将上涨,只不过对于上涨幅度预测不同,其中有些盲目乐观的预测达到令人吃惊的程度,即使公认比较现实、有出现可能的预测也超出实际最终涨幅的 20% 左右。

⑤市场内投资者几乎一致性看多,人气沸腾,持股者坦然、持币者不安,短线客穿梭般进出,投机风气弥漫市场,每个投资者潜意识中“买股就赚”的思想主导了操作行为。最犹豫者也已入场。各券商网点拥挤不堪、水泄不通。交易所电脑出现“堵单”现象。

⑥成交量创下天量,并且多数股票的成交量随大盘同时创个股天量。股价上涨成交量不增的价量背离现象出现。

⑦已进入循环高点的时间窗口。

⑧从股价图的形态分析,已经有一次以上的中途整理形态,有将要形成顶部形态的雏形,但形态尚不完整难以确认。

⑨从数值分析来看,股价已接近前期下降趋势幅度的黄金分割位或重要数值比例价区,如三分之一区、二分之一区、三分之二区或 1:1 区等(解释同上)。

⑩股价接近前期的密集成交区或支撑位附近。

⑪K 线组合虽然再次出现上涨走势,但在上涨过程中阳线逐渐缩小,影线逐渐拉长。呈现出上涨力量逐渐减弱的走势。

此阶段也可能出现另一种 K 线组合,即上涨过程中的阳线逐渐放大且越来越长,呈现出上涨力量走向最后的疯狂的走势。

⑫个股行情火爆,未涨的垃圾股出现补涨、绩优股停滞、成长股表现平平,投机股和庄家股、冷门股上蹿下跳活跃异常。

⑬移动平均线系统提示继续持股信号。股价与短期移动平均线、中期移动平均线、长期移动平均线呈现典型的多头排列顺序,BIAS正值增大,MACD、MB正柱状线放大。

⑭各个指标均处于高位,部分指标与股价走势出现顶背离,多数指标高位徘徊。

经过几次相持局面,多方借助上升趋势中在气势上的优势再度压倒空方,但由于在盘整时期空方显示的實力使多方也不敢小看,于是会出现多方力量逐渐萎缩的渐进式、或者多方全力出击进行最后殊死决战的暴发式结局。但是战略决战将以多方失败、空方防守成功而告终。投资者的最佳对策应该是毫不犹豫地卖出股票、不参与最后的炒作、退出场外坚持较长时间的观望。不要为未能拿到的部分利润遗憾,最明智的做法就是把最后一段利润让给他人。事实上这“最后一段利润”是否真能兑现十分可疑,因此这“最后一段利润”中的风险和收益之比已有很大距离,卖出股票之后如果股价继续上涨也不要为之冲动而再次买进。在市场最热闹的时候坚决出场,叫做“沽出疯狂”。

### 三、买入时机

按趋势阶段的特点进行操作有一个最大难题,这就是往往难以确认处于趋势的哪个阶段。判断趋势阶段不仅要判断当时的市场特点,还要研究前前后后的趋势阶段,范围过于庞大,分析内容过于复杂而且必须把全部这些复杂内容的主要部分都进行较正确的判断后再进行综合才会得出最终正确的结论。从逻辑上讲,最终结论的正确程度将取决于全部分析中正确程度较差的那部分结论。这样的话,出差错的可能很大。由于存在这些问题,所以必须缩小研究范围、简化分析内容。把操作仅限于对买入时机和卖出时机的选择是这种简化的最佳方式,不过应明确,买卖时机与趋势永远不能彻底分开,重要的是判断。

买入时机是指市场上出现各种买入信号的时期,按投资策略的不同可分为中长线买入时机(中长期投资者买入时机)和中短线买入时机(中短期投资者买入时机)。

#### 1. 中长线买入时机

中长线买入时机指未来行情持续上涨至少在一个月以上,涨幅至少在20%以上的市场整体上升趋势的起点。从1993至1995年统计,这种中长线买入时机在1993年出现4次(1月初、3月底、7月底、10月底)(其中7月行情持续仅三周),1994年出现1次(7月底),1995年出现2次(2月中、7月初),平均每年仅2.33次买入时机。即是说,中长线投资者每年做1—4次为最佳,再多则错误可能性大增。这是中长线买入次数的大致标准。

中长线买入时机的标志为出现下列情况中的半数以上现象。

- (1)经济形势出现重大突破性好转,如产值增大、通货膨胀降低、失业率下降等。
- (2)经济周期的低谷已经过去。
- (3)中央银行降低利率。
- (4)放松银根,贷款规模扩大。
- (5)出现中长期性质的利多政策,对市场影响至少半年以上。
- (6)近期内比较明显地没有利空政策或消息影响。
- (7)前期公布的利空政策或消息已经充分消化。

(8)上市公司在经营状况和业绩上出现整体性的上升,多数公司有明显进步,不但规模扩大而且效益增加。

(9)市场上开始出现资金流入现象。部分主力资金有进场迹象。

(10)市场人气在近期出现超低迷现象后开始回暖,但投机者多数不敢入场。

(11)成交量在近期创下连续多天的地量后开始增加,基本上已形成散兵坑的右壁,但仍属较低的成交量范围,成交略见活跃。股价和成交量配合较好,上涨时量放大、下跌时量萎缩。

(12)循环低点已在时间窗口出现。

(13)从一个明显高点开始的下降趋势持续6周以上时间,上海股市一般在6周至10周之间。

(14)指数绝对下跌幅度较深,一般下降20%以上,如上海股市下降幅度在20%—40%之间。

(15)指数相对下跌幅度至少为前次上升趋势幅度的60%—66%(三分之二区)以上。

(16)从形态上分析:

股价在下跌过程中已经出现一至四次明显的反弹整理形态。如对称三角形、下降三角形、上升楔形、上升旗形、矩形等。或者大跌几天后连续十几天的一个平台整理也是一种弱市整理形态。计算整理形态时,平行组合分开计算,复合组合合并计算。

股价经过几次中途整理之后已经出现底部形态。如W底、三重底、头肩底、圆弧底、潜伏底、V形底等。

股价形态已经完成最小量度跌幅。

股价突破重要下降趋势线。

(17)从K线组合分析:

K线已经出现过下跌中途调整形态。

周K线出现八个左右新低价。

K线组合出现连续向下的跳空缺口,或向下跳空的底部岛形反转。

近期的阳线多于阴线、阳线长于阴线并吞没前面的阴线。近期低点的K线组合出现长阳线、带长下影线的短实体K线、向下跳空的十字星或向下跳空的低开阳线(特别是长阳线)等等典型的底部形态。

(18)从数值分析来看,近期下降趋势幅度大于前期升幅的三分之二比例区以上的黄金分割位、或其他重要比例数值区。

近期低点位于前期的最重要阻力区或长期形成的密集成交区附近。

(19)近期低点跌破历史上几个最重要顶点或低点的10%—30%。

(20)个股全面上涨,成长股、热门庄家股和绩优股领涨。回档时力量不大时间不长,上涨时的爆发力是全部下降趋势中所没有的。

(21)移动平均线发出买入信号:

短期移动平均线出现底部圆弧形转点,转向上涨;中短期移动平均线开始走平;中长期移动平均线跌幅减缓。

股价上穿短期和中短期移动平均线,出现黄金交叉;短期移动平均线上穿中短期移动平均线,出现黄金交叉。

(22)股价与多空指标BBI出现黄金交叉,BBI转向上升。

(23)乖离率 BIAS 经过长时间负值后又经过一个明显的负值放大再大幅缩小的过程,已大幅回升至正值。

(24)平滑异同移动平均线 MACD 的差值柱状线负值缩小,DIF 与 DEA 上升。

(25)移动平均乖离 MB 负柱状线缩小或突破零线成为正值。

(26)相对强弱指标 RSI 出现底部形态并脱离超卖区与股价同向上升。短期 RSI 与长期 RSI 出现黄金交叉,5 日 RSI 突破 50,14 日 RSI 突破 20。

(27)随机指标 KD 出现底部形态并脱离超卖区上涨,快速线 %K 在超卖区与慢速线 %D 出现黄金交叉。%K 线从 15 以下向上突破,%D 线从 20 以下向上突破。

(28)短期威廉指标 %R 四次达到 99 以上并开始脱离超卖区。20 日威廉指标回到 50 以下。

(29)心理线 PSY 由超卖区向上突破。

(30)动向指标 DMI 中的 ADX 由高点回落,+DI 上穿 -DI 出现黄金交叉。

(31)人气指标 AR 由超卖区向上突破。

(32)意愿指标 BR 由超卖区向上突破。

(33)动力指标 MTM 与股价同向上涨,MTM 与 MTM 移动平均线出现黄金交叉。

(34)均量线 MV 从地量开始与股价同步回升,短期 MV 与长期 MV 出现黄金交叉。

(35)涨跌比率 ADR 由超卖区向上突破。

(36)超买超卖指标 OBOS 从低点与股价同步回升。

(37)腾落指数 ADL 出现底部形态并与股价同步上涨。

(38)能量潮 OBV 出现底部形态并与股价同步上涨。

(39)股价由下向上突破 SAR 线。

(40)容量比率 VR 从低点出现回升。

## 2. 中短线买入时机

中短线买入时机指两种情况。第一种是大势行情,是多数股票有不同程度涨幅的整体上涨行情,持续时间在一个月以内,一般在三四天至两周左右,涨幅则相差比较悬殊,不过至少应在 8% 以上。这种中短线买入时机在 1993 年出现 11 次,1994 年出现 13 次,1995 年出现 8 次。平均每年有 10.67 次买入时机。第二种是个股行情,是指数在盘整或下跌过程中个别股票(或某个板块)逆势上涨的行情,一般都是庄家利用某些消息炒作而成,人为操纵现象严重,比较难于把握。个股行情往往会集中出现,如 1993 年下半年的收购板块、1994 年 3 月和 12 月的上海股以及 1995 年 7 至 8 月的大盘股板块的个股行情等等。一般情况下个股行情也可以进行技术分析,不过必须明确庄家的操纵影响极大,制造技术骗线较多,并且有些大势指标在这种情况下已不适用。

中短线买入时机比中长线买入时机的条件要宽松得多,主要从技术分析入手,只要出现部分指标的买卖信号明显一致即可进行操作,每一次中长线买卖时机都可分解为一次至数次中短线买卖时机。

(1)放松银根、贷款规模扩大。

(2)中央银行降低利率,或降低保值贴补率。

(3)出现利多政策。

(4)前期利空政策已经消化。



- (5)市场有利多传言。
- (6)刚上市的新股被炒作。
- (7)市场上有收购兼并或控股消息。
- (8)某些公司业绩出乎意料之好。
- (9)某些公司有公认比较优厚的分配方案。
- (10)主力资金有进场迹象,个股有庄家收集迹象。
- (11)市场人气未散、仍有热点。
- (12)成交量缩小以后又连续萎缩 5 天以上,或成交量出现两轮萎缩过程。
- (13)距离循环高点时间窗口尚有 10 个交易日以上。
- (14)从数值分析:

股价下跌到前次上升趋势幅度的黄金分割位或重要数值比例区,如三分之一区、二分之一区、三分之二区或 1:1 区等。

股价近期低点位于前期的密集成交区或支撑位阻力位附近。

股价完成某下跌形态的最小量度跌幅。

- (15)从时间分析:

股价经过下列几种下跌方式之一后即为短线买入时机:

股价经过一至四次完整清晰的下跌中途整理形态后,距前面最高点时间为 20—40 天。

股价下跌形式为“下跌—平台整理—下跌—平台整理……”方式,则会在出现三至四次平台后到达局部低点,时间为 9—18 天。

股价下跌形式为没有反弹、平均幅度在 4% 以下的连续阴跌时,持续时间为 5—9 天。

股价出现平均幅度 6% 左右的连续暴跌时,持续时间为 3—5 天。

股价出现平均幅度 9% 左右的连续暴跌时,持续时间为 1—3 天。

- (16)从形态分析:

股价出现底部形态。如 W 底、三重底、头肩底、圆弧底、潜伏底、V 形底等。

股价在上升过程中上升中途整理形态结束。如对称三角形、上升三角形、下降楔形、下降旗形、矩形等。

股价下降过程中下降中途整理形态的下边也为短线买入时机,如对称三角形、下降三角形、上升楔形、上升旗形、矩形等。

股价突破重要下降趋势线。

- (17)从 K 线组合分析:

日 K 线出现下跌中途整理形态的低点,或日 K 线上升中途整理形态结束,或出现日 K 线底部形态。

日 K 线出现八个左右新低价。

日 K 线下跌一段时间后出现长下影线、向下跳空的十字星等特殊 K 线。

日 K 线出现 1—5 天长阴线,或出现 5—9 天中阴线,或出现阴阳互见但持续保持下跌 9—18 天左右。

日 K 线出现连续向下跳空缺口,或底部的岛形反转。

(18)伴随着市场上出现的新题材或消息,某些个股或板块有启动迹象。通常以消息股、热门庄家股等投机股为主。

(19)移动平均线发出买入信号：

短期移动平均线转向上涨,并与中短期移动平均线出现黄金交叉。

移动平均线上升过程中,股价由上向下接近移动平均线时再次转向上涨。

股价上穿短期移动平均线出现黄金交叉。

股价暴跌、在移动平均线下面距移动平均线过远。

(20)股价与多空指标 BBI 出现黄金交叉。

(21)乖离率 BIAS 的买入信号可分为一般性买入信号和强烈买入信号两级,见下表:

表 5.6.1 乖离率 BIAS 的买入信号

	一般性买入信号		强烈买入信号	
	5 日 BIAS	10 日 BIAS	5 日 BIAS	10 日 BIAS
多头市场	0%	2%	-4%	0%
盘整期	-4%	-6%	-8%	-8%
空头市场	-4%	-7%	-8%	-11%

(以上具体数值均以上海股市为准,下同)

(22)12—26 日的平滑异同移动平均线 MACD 负柱状线缩小或向上突破 0 值。6—12 日的 MACD 柱状线为正值并放大。

(23)移动平均乖离 MB 负柱状线缩小或向上突破 0 值。

(24)相对强弱指标 RSI 的买入信号见下表:

表 5.6.2 相对强弱指标 RSI 的买入信号

	5 日 RSI	一般标准	10 日 RSI
多头市场	40	50	50
空头市场	5	10	10

RSI 还可出现底部形态信号和黄金交叉。

(25)随机指标 KD 中的快速线 %K 与慢速线 %D 在低位区出现黄金交叉。 %D 线从 25 以下位置转向上升。

(26)短期威廉指标 %R 四次达到超卖区 80 以上。

(27)心理线 PSY 到达 20%以下。

(28)动向指标 DMI 中的 +DI 与 -DI 出现黄金交叉。

(29)人气指标 AR 到达 70 以下。

(30)意愿指标 BR 到达 40 以下。

(31)动力指标 MTM 与 MTM 移动平均线出现黄金交叉,或 MTM 线在 MTM 平均线下方过远。

(32)均量线 MV 与股价同步上涨。

(33)涨跌比率 ADR 达到 0.5 以下两天以上,或到达 0.3 以下。

(34)超买超卖指标 OBOS 从低点与股价同步上涨。

(35)腾落指数 ADL 出现底部形态。

(36)能量潮 OBV 出现底部形态。

(37)股价上穿 SAR 线。

(38)容量比率 VR 在 50 以下转向上涨。

## 四、卖出时机

卖出时机是指市场上出现各种卖出信号的时期,按投资策略的不同可分为中长线卖出时机(中长期投资者卖出时机)和中短线卖出时机(中短期投资者卖出时机)。

### 1. 中长线卖出时机

中长线卖出时机指未来行情持续下跌至少在一个月以上,跌幅至少在 20% 以上的市场整体下降趋势的起点。中长线卖出时机与中长线买入时机是一一对应的,当支持中长线买入操作的理由逐渐消失后,支持中长期卖出操作的理由就会逐渐明朗化。

只要及早发现以下迹象中的半数以上情况,中长线卖出时机即已成熟:

(1)经济形势出现不佳的迹象,如产值降低、通货膨胀升高、失业率上升等。

(2)经济周期的繁荣期已经过去。

(3)中央银行提高利率。

(4)紧缩银根,贷款规模减少。

(5)出现中长期性质的利空政策,对市场影响至少半年以上。

(6)近期内比较明显地没有利多政策或消息影响。

(7)前期公布的利多政策或消息已经充分消化。

(8)上市公司在经营状况和业绩上出现整体性的下降,多数公司有明显退步,效益降低。

(9)市场上开始出现资金流出现象。部分主力资金有出场迹象。

(10)市场人气在近期出现疯狂般的高涨后开始冷却,只有投机者还在不断进出。

(11)成交量在近期创下连续多天的天量后开始减少,但仍属较高的成交量范围,股价和成交量配合不好,上涨时量缩,下跌时放量。

(12)循环高点已在时间窗口出现。

(13)从一个明显低点开始的上升趋势持续 3 周以上时间(传统理论一般认为在 6 周至 10 周之间,但国内股市的牛短熊长已成为近几年的规律,以后可能会平均一些)。

(14)指数绝对上涨幅度较大,至少上涨 20% 以上,上海股市上涨幅度在 20%—100% 之间,最高可出现 3—4 倍(1994 年 8 月—9 月和 1992 年 11 月—1993 年 2 月)。

(15)指数相对上涨幅度一般为前次下降趋势幅度的 60%—66%(三分之二区)。也可能是其他重要比例区。

(16)从形态上分析:

股价在上涨过程中已经出现一至三次明显的回档整理形态。如对称三角形、上升三角形、下降楔形、下降旗形、矩形等。大涨几天后连续十几天的一个平台整理也是一种强市整理形态。计算整理形态个数时,平行组合分开计算,复合组合合并计算。

股价经过几次的整理之后已经出现顶部形态。如 M 头、三重顶、头肩顶、圆弧顶、潜伏顶、

V 形顶、菱形或反三角形等。

股价形态已经完成最小量度涨幅。

股价跌破重要上升趋势线。

(17)从 K 线组合分析:

K 线已经出现过上升中途调整形态。

周 K 线出现八个左右新高价。

K 线组合出现连续向上的跳空缺口,或向上跳空的顶部岛形反转。

近期的阴线多于阳线、阴线长于阳线并吞没前面的阳线。近期高点的 K 线组合出现长阴线、带长上影线的短实体 K 线、向上跳空的十字星或向上跳空的高开阴线(特别是长阴线)等等典型的顶部形态。

(18)从数值分析来看,近期上升趋势幅度为前期跌幅的三分之一区、二分之一区或三分之二区等黄金分割比例或其他重要比例数值区。

近期高点位于前期的最重要支撑区或长期形成的密集成交区附近。

(19)近期高点突破历史上几个最重要顶点或低点的 10%—30%。

(20)个股全面下跌,前期领涨股和垃圾股一起领跌,投机股活跃。反弹时力量不大、时间不长,下跌时的爆发力是全部上升趋势中所没有的。

(21)移动平均线发出卖出信号:

短期移动平均线出现顶部圆弧形转点,转向下跌;中短期移动平均线开始走平;中长期移动平均线涨幅减缓或跌幅加快。

股价下穿短期和中短期移动平均线,出现死亡交叉;短期移动平均线下穿中短期移动平均线出现死亡交叉。

(22)股价与多空指标 BBI 出现死亡交叉,BBI 转向下跌。

(23)乖离率 BIAS 经过长时间正值后,又经过一个明显的正值放大、再大幅缩小的过程,已大幅下降至负值。

(24)平滑异同移动平均线 MACD 的差值柱状线正值缩小,DIF 与 DEA 下降。

(25)移动平均乖离 MB 正柱状线缩小或跌破零线成为负值。

(26)相对强弱指标 RSI 出现顶部形态并脱离超买区,与股价同向下降。短期 RSI 与长期 RSI 出现死亡交叉,五日 RSI 跌破 50,十四日 RSI 跌破 80。

(27)随机指标 KD 出现顶部形态并脱离超买区下跌,快速线 %K 在超买区与慢速线 %D 出现死亡交叉。 %K 线从 80 以上向下突破, %D 线从 65 以上向下突破。

(28)短期威廉指标 %R 四次达到 1 以下并开始脱离超买区。20 日威廉指标回到 50 以上。

(29)心理线 PSY 由超买区向下突破。

(30)动向指标 DMI 中的 ADX 由高点回落, -DI 上穿 +DI 出现死亡交叉。

(31)人气指标 AR 由超买区向下突破。

(32)意愿指标 BR 由超买区向下突破。

(33)动力指标 MTM 与股价同向下跌, MTM 与 MTM 移动平均线出现死亡交叉。

(34)均量线 MV 从天量开始与股价同步回落,短期 MV 与长期 MV 出现死亡交叉。

(35)涨跌比率 ADR 由超买区向下突破。

- (36)超买超卖指标 OBOS 从高点与股价同步回落。
- (37)腾落指数 ADL 出现顶部形态并与股价同步下跌。
- (38)能量潮 OBV 出现顶部形态并与股价同步下跌。
- (39)股价由上向下突破 SAR 线。
- (40)容量比率 VR 从高点出现回落。

## 2. 中短线卖出时机

与中短线买入时机相对应,中短线卖出时机也有两种情况。第一种是大势行情的卖出时机,是多数股票有不同程度跌幅的整体下跌行情,持续时间在一个月以内,跌幅在 8% 以上。第二种是个股行情,是指数在小幅波动过程中个别股票(或某个板块)由于受到利空打击脱离大势的大幅下跌行情。也属于对消息的利用,比较难于把握。

中短线卖出时机比中长线卖出时机的条件要宽松得多,主要从技术分析入手,只要出现部分指标的买卖信号明显一致即可进行操作。

- (1)紧缩银根、贷款规模减小。
- (2)中央银行提高利率,或提高保值贴补率。
- (3)出现利空政策。
- (4)前期利多政策已经消化。
- (5)市场有利空传言。
- (6)某些公司业绩出乎意料之差。
- (7)某些公司的分配方案被普遍认为较差。
- (8)市场上开始出现资金流出现象。
- (9)市场人气趋冷。
- (10)股价上涨时成交量未能充分放大即回落。
- (11)距离循环低点时间窗口尚有 10 个交易日以上。
- (12)从数值分析:

股价上涨到前次下降趋势幅度的黄金分割位或重要数值比例区,如三分之一区、二分之一区、三分之二区或 1:1 区等。

股价近期高点位于前期的密集成交区或支撑位阻力位附近。

股价完成某上涨形态的最小量度涨幅。

- (13)从时间分析:

股价经过下列几种上涨方式之一后即为短线卖出时机:

股价经过一至三次完整清晰的上涨中途整理形态后,距前面最低点时间为 20——40 天。

股价上涨形式为“上涨—平台整理—上涨—平台整理……”方式,则会在出现三至四次平台后到达局部高点,时间为 9—18 天。

股价上涨形式为没有回档、平均幅度在 4% 以下的连续上涨时,持续时间为 5—9 天。

股价出现平均幅度 6% 左右的连续暴涨时,持续时间为 3—5 天。

股价出现平均幅度 9% 左右的连续暴涨时,持续时间为 1—3 天。(94 年 8 月初和 95 年 5 月中下旬的极端情况甚至达到平均 25% 左右。)

- (14)从形态分析:

股价出现顶部形态。如 M 头、二重顶、头肩顶、圆弧顶、潜伏顶、V 形顶、菱形和反三角形

等。

股价在下跌过程中的下跌中途整理形态结束。如对称三角形、下降三角形、上升楔形、上升旗形、矩形等。

股价上升过程中上升中途整理形态的上边也为短线卖出时机,如对称三角形、上升三角形、下降楔形、下降旗、矩形等。

股价跌破重要上升趋势线。

(15)从 K 线组合分析:

日 K 线出现上涨中途整理形态的高点,或日 K 线下降中途整理形态结束,或出现日 K 线顶部形态。

日 K 线出现八个左右新低价。

日 K 线上涨一段时间后出现长上影线、向上跳空的十字星等特殊 K 线。

日 K 线出现 1—5 天长阳线,或出现 5—9 天中阳线,或出现阴阳互见但持续保持上涨 9—18 天左右。

日 K 线出现连续向上跳空缺口,或顶部的岛形反转。

(16)随着市场上出现的消息,某些个股或板块出现大幅下跌。

(17)移动平均线发出卖出信号:

短期移动平均线转向下跌,并与中短期移动平均线出现死亡交叉。

移动平均线下降过程中,股价由下向上接近移动平均线时再次转向下跌。

股价下穿短期移动平均线出现死亡交叉。

股价暴涨、在移动平均线上面距移动平均线过远。

(18)股价与多空指标 BBI 出现死亡交叉。

(19)乖离率 BIAS 的卖出信号可分为一般性卖出信号和强烈卖出信号两级,见下表:

表 5.6.3 乖离率 BIAS 的卖出信号

	一般性卖出信号		强烈卖出信号	
	5 日 BIAS	10 日 BIAS	5 日 BIAS	10 日 BIAS
多头市场	10%	15%	15%	25%
盘整期	5%	5%	8%	8%
空头市场	4%	6%	8%	8%

(以上具体数值均以上海股市为准,下同)

(20)12—26 日的平滑异同移动平均线 MACD 正柱状线缩小或向下突破 0 值。6—12 日的 MACD 柱状线为负值并放大。

(21)移动平均乖离 MB 正柱状线缩小或向下突破 0 值。

(22)相对强弱指标 RSI 的卖出信号见下表:

表 5.6.4 相对强弱指标 RSI 的卖出信号

	5 日 RSI	一般标准	10 日 RSI
多头市场	95	90	85
空头市场	60	50	45

(23)随机指标 KD 中的快速线 %K 与慢速线 %D 在高位区出现死亡交叉。 %D 线从 70 以上位置转向下跌。

(24)短期威廉指标 %R 四次达到超买区 20 以下。

(25)心理线 PSY 到达 80%以上。

(26)动向指标 DMI 中的 -DI 与 +DI 出现死亡交叉。

(27)人气指标 AR 到达 200 以上。

(28)意愿指标 BR 到达 400 以上。

(29)动力指标 MTM 与 MTM 移动平均线出现死亡交叉,或 MTM 线在 MTM 平均线上方过远。

(30)均量线 MV 与股价同步下跌,或当股价上涨时 MV 背离股价下跌。

(31)涨跌比率 ADR 达到 1.5 以上两天以上、或到达 2 以上。

(32)超买超卖指标 OBOS 从高点与股价同步下跌。

(33)腾落指数 ADL 出现顶部形态。

(34)能量潮 OBV 出现顶部形态。

(35)股价下穿 SAR 线。

(36)容量比率 VR 在 400 以上转向下跌。

五、选择股票

1. 选择股票的几项原则

大势优先原则：

选择股票与股市的总体发展趋势密不可分。从实践来看,绝大部分股票随指数的涨跌而涨跌,也就是说,绝大部分股票是跟随大势变化的,所以,选择股票的第一个重要原则是:大势优先,个股为次。

多数股票随大势变化也并不是整齐划一的,有的股票和大势几乎同步变化,跟得很紧;有的股票则我行我素,常有脱离大势的举动;有的股票也随大势,但价格变动总是很小;有的股票和大势一同运动时价格变化较大。这样来看,在大势优先原则之下也不应忽视对个股的研究。

选股与选时的关系原则：

在国内股市的不同时期,只要大势上涨,就会听到“选时重于选股”的讨论,只要出现个股炒作,立刻又会有“选股重于选时”的说法。选择股票与选择买卖时机到底哪个更重要呢?笔者认为两者的关系是密不可分、同等重要、缺一不可并且在不同时期轮流处于主导地位。永远不能偏废任何一方,只不过是随着时间变化,当大势发展为多数股票同向运行时,应该以选择大势时机为主,同时也要注意个股的弹性好坏等等选股问题;当出现个股炒作时,应该以选择个股为主,同时兼顾选时问题。

选股与投资决策的关系原则：

常常听到在选股问题上有“长期投资者选股”与“短期投资者选股”之分。笔者认为这仅限于以下几种情况：短线炒作的庄家股和投机股出现狂炒之时作为长线投资者不宜介入，还有极个别经营业绩差、濒于倒闭的垃圾股，使投资者丧失安全感不宜长期持有，有些业绩很好的绩优股有很强的安全感，使很多业余投资者愿意长期持有。这些是很容易辨别的现象，除此之外，对多数股票而言，不管是长线投资者还是短线投资者，都应该以市场情况为主，以风险和收益的综合比较作为出发点，而不应僵守“长线”与“短线”的区别，这才是选股与投资决策的正确关系。

选股与投资价值的关系原则：

选股是选择能够带来更多收益的股票，而收益也是投资价值的重要构成因素，这是两者的共同点。但是作为收益的一项重要来源，“市场差价”却是选股时更加注重的项目。市场差价大小是一只股票弹性好坏的主要标志，投资价值研究则侧重于公司经营上的基本分析，所以应该把股票的投资价值与它的市场弹性好坏区分开，评价一只股票的市场弹性并不等同于评价它的投资价值，而一只股票的投资价值却包括它的市场弹性问题，这是选股与投资价值的关系。

如果某股票市场弹性很差，即使业绩再好，也会使投资者丧失许多赚取市场差价的机会，少一项收入来源，投资价值也会因此降低。

2. 股票的种类和市场特点：

上市股票数量庞大，为了准确选股，必须把股票分成不同的种类，分别研究它们的特点。

股票的分类方法很多，主要的种类和特点如下：

(1) 股票按市场价格由高到低可分为一线股、二线股和三线股共三级。

一、二、三线股的价格范围在不同时期是不一样的，而且每个分析者的标准也略有差异。大体上说，上海股市在大规模扩容之前的 1993 年 7 月以前，一线股在 20 元以上，二线股在 12 元至 20 元之间，三线股在 12 元以下。

大海股市从 1993 年下半年到 1997 年，指数区间大致在 400 点到 1500 点之间，深圳市场类似在此期间内三级股票的高价区大体为：一线股在 30 元以上，二级股在 15 元以上，三线股在 15 元以下；此期间内三级股票的低价区大体为：一线股在 8 元以上，二线股在 5 元以上，三线股在 2 元以上。在基本形势不出现大的变动（如公股上市或外资入市等）的条件下可以确认：一线股在 8—30 元区间波动，最低 8 元，最高近 70 元，其代表股票为外高桥、陆家嘴、新世界、国脉、豫园、中华企业、东方明珠、长虹、春兰等；二线股在 5—20 元区间波动，最低 5 元左右，最高 30 元左右，代表股票为厦华实业、黄埔房产、新锦江、邮通设备、厦门国泰、江苏悦达、耀皮玻璃、万象、兰生、上菱、同济、海欣、王府井、青海三普、中山火炬等；三线股在 2—10 元波动，最低 1.6 元左右，最高近 15 元，代表股票为青岛啤酒、真空、嘉丰、金杯、电器、申能、乐电、天桥、哈医药、沪昌、太极、合成、广华、峨铁、广船、辽源得亨、昆明机床、石化、马钢、河北华药、鞍山一工、劝业、北人、仪征化纤等。1996 年以后最低价区普遍提高。

股票依价格的三级划分构成了一个股市的基本股价结构，从总体上说，某个股票市场的基本股价结构是稳定少变的，即三级股价之间的比价关系大体保持稳定、涨跌同步。在这一前提之下也并不排除在某些时期由于个股炒作的原因使某些股票的价格改变其原有级别，或者由于对某一板块的炒作使股价结构出现重大调整。三种级别股票也不是界限很清晰的，大约有三分之一的股票处于一、二线或二、三线之间，其归类并不重要，重要的是比价少变。



(2)股票按上市公司业绩可划分为绩优股、成长股、潜力股和垃圾股。

绩优股指公司经营业绩在上市公司中居于前列的股票,主要指标是净资产收益率和每股税后利润,具体到上海股市,目前净资产年收益率应在 20% 以上,每股税后利润应在 0.5 元以上。其代表股为四川长虹(1994 年收益率 41%,每股税后利润 2.97 元)、江苏春兰(1994 年净资产收益率 37%,每股税后利润 1.63 元)、陆家嘴(1994 年净资产收益率 34%,每股税后利润 0.58 元)、中华企业(1994 年净资产收益率 23%,每股税后利润 0.88 元)、广州珠江(1994 年净资产收益率 24%,每股税后利润 0.78 元)等等。绩优股的市场特点主要是股价稳定,股权分散,因为公司业绩优良所以中长线持有者比例较大,广泛惜售使投机者较少参与,市场弹性一般较差。

成长股指公司经营业绩有显著提高、正处于高速成长期的股票,例如 1992 至 1994 年的陆家嘴股票,1992 年每股税后利润仅为 0.08 元,1993 年达到 0.23 元,1994 达到 0.58 元,其出色的成长性成为它在市场上 1993 年至 1994 年长期被炒作的根本原因。成长股的市场特点是股价波动大,当市场处于熊市时往往受到失望情绪支配下的较重抛压,当市场处于牛市时又会受其高速成长性带来的想象刺激而出现暴涨行情。因为成长股处于业绩上升阶段,所以其安全性受到长期投资者偏爱,同时它的成长性又会带来较大的想象空间,吸引着众多短线炒手,使成长股的市场弹性优良,长中短线投资均有较高回报,所以长期或短期持有均可。不过,成长股经过一定时期的高速成长后毕竟不会无限提高,当它在一定水平上增长速度放慢,处于较稳定的发展期后,其成长股的特点会逐渐消失,在市场中将重新定位。陆家嘴在高速成长期曾受到空前的热烈追捧,当它进入稳定发展的绩优股行列之后,立刻表现出绩优股的某些特点,市场弹性不如从前,1995 年它的市场表现即说明了这一点。

潜力股指那些目前业绩并不突出、但公司发展前景很好、正处于高速成长前夜的股票。潜力股往往是那些和未来经济发展方向一致的行业股。如上海股市的高科技板块和未来中国经济的发展方向一致,即是很有希望的潜力股。潜力股的市场特点主要是随大势而动,有时会有突出的表现,该板块整体走势上略强于指数。但在其业绩尚未出现实际快速增长前市场不会做出提前反映,只有实质性的业绩好转才能使其从潜力股变为成长股。

垃圾股指那些业绩极差、甚至濒于倒闭的公司股票。其中有些公司主要由于其行业属于夕阳产业、整体性不景气而衰落,有些公司则是由于经营不善陷于困境。如果连续出现利润微薄则很难维持,最严重者是连续出现亏损、而且较长时间内不能挽回局势则公司已处于倒闭前夕了。垃圾股并没有统一的绝对划分标准,它的相对划分标准是以排名决定的。每个股市中经营业绩排在倒数头几名的股票均可算垃圾股。具体到上海股市,净资产年收益率在 5% 以下,每股税后利润在 0.1 元以下的股票对投资者来说是非常危险的。

垃圾股的市场表现分化为两极现象:一部分垃圾股市场弹性极差,走势远远弱于指数,指数涨它不涨,指数大涨它小涨,指数跌时它却领跌,指数小跌它大跌。另一部分垃圾股市场弹性较好,很低的业绩和“亏损概念”在某些时期激起人们对其有可能被其他有实力的公司控股甚至兼并的期望,不但走势强于指数,而且有时会被市场利用所谓“收购”题材进行爆炒。对后一种弹性较好的垃圾股进行短期投资也可以有丰厚的市场差价利润。不过,这一部分股票又可分为两类:一部分是长期走势弹性较好,例如上海股市中的上海本地绩差股和少部分外地股,另一部分是长期走势弹性很差,只是在有收购消息时才被炒作,例如 1995 年的亏损并购概念股。这些股票的短期投资应该十分明确一点:消息不过是炒做时利用的借口,并非每一次收

购或控股事件立刻就能使该公司的业绩出现飞跃的变化,既然该公司长期以来业绩不佳,就绝不能寄希望于其业绩一夜之间突变。对业绩而言,绩优股或垃圾股等等都不是一成不变的,它们也会出现相互转化,只是极少出现“突变”,业绩的好转或恶化是一个渐变的过程,所以,在垃圾股业绩出现实质性好转之前仍不宜普通投资者进行长期投资。

(3)股票按发行数量的多少分为大盘股和小盘股。

股票的发行数量又叫“盘子”,按股市中的习惯,对于盘子不大不小数量适中的股票并不特别注重,所以“中盘股”很少提及,主要是大盘股和小盘股。

中国大陆上市股票中只有个人股可以上市流通,国有股和法人股不能上市流通,所以每个上市公司股票的盘子分为总股本和可流通股本。

盘子大小是一个相对的概念,随着股市的发展也在不断变化。目前上海股市一般把可流通股本在 8000 万股以上者称为大盘股,10000 万股以上者称为超级大盘股。流通股本在 3000 万股以下者称为小盘股。随着将来国有股和法人股的上市,这一标准也将改变为以总股本计算盘子大小。

盘子大小对其市场弹性影响很大,小盘股股本小,盘子轻,常被炒作;大盘股股本大,盘子重,炒作难度加大。所以在 1993 年至 1994 年的上海股市中,盘子大小是其股价高低和市场弹性好坏的重要参数之一。1995 年上海股市出现了很长时间的炒作大盘股的热潮。有不少股评文章称其为“价值回归”或“价值重新发现”。笔者认为这不过是主力机构在中小散户已经形成只炒小盘股的共识之后打了一个“冷门”,而且时机恰到好处,条件十分优越:国债期货被停,巨额游资无处施展,几家大盘 H 股要上市,数家大盘股有“并购”题材等等。根据笔者看到的资料,国外股市也有同样规律,也是小盘股普遍比大盘股活跃,这一统计规律在多数时间内是有效的,当然也不排除在一定时期内条件有利时对大盘股进行炒作。特别是 1997 年对大盘蓝筹股的炒作,开创了大盘蓝筹股炒作的先河,也从这时开始确立了大盘蓝筹股在深沪市场的领导地位。

(4)股票纯粹从市场表现特点可划分为热门股和冷门股,以及领涨股、超跌股、庄家股、投机股和消息股等等。

热门股指在市场中受到广泛注意和追捧的股票,它的换手率高,交易活跃,弹性较好。有人把热门股说成是成交量大的股票是不对的,因为一只流通盘子 1000 万股的股票与流通盘子 60000 万股的股票平均成交量是绝对无法相比的,是否热门应看平均成交量与流通盘子的比例,这才是可比的,成交量的绝对数值不能进行横向比较。

冷门股指在市场中未被关注的股票,它的换手率偏低,交易不活跃,弹性一般。与热门股一样,是否冷门不是看成交量大小而要看平均成交量与流通盘子的比例。另外,还有人把冷门股与潜力股混为一谈,事实上两者属于不同的分类法。

领涨股是在大势上涨过程中,涨幅名列前几名并调动了市场人气的股票。名列前几名与影响市场人气是领涨股两大特点和定义标准,缺一不可。例如 1993 年 11 月行情中的浦东股即为领涨股。1994 年 8 月初山东渤海股票在一天内暴涨 100% 以上,涨幅名列第一却不能算领涨股,不但因为它是当天最后一笔成交把价位突然拉上去的,而且因为它是庄家拉抬,不是众人追捧,不能领导市场人气所以不是领涨股。

超跌股是在大势下跌过程中跌幅名列前几名并远远超过指数跌幅的股票,又叫领跌股。因为这种股票下跌过快过深,所以超跌股在大势反弹时往往涨幅较大。不过必须注意区分那

些跌时快、涨时慢的弹性不良股票,那种股票不能叫超跌股。

庄家股指经常被主力资金做庄炒作的股票。庄家股是一种长期的庄家行为,不是偶然被主力做庄炒作过一次就可叫庄家股的。事实上,沪深股市没有一只股票没有被庄家光顾过,只不过多数庄家打一枪换一个地方,只有少数庄家长期做庄一两只股票,这种“长庄”和部分总被几个庄家轮流做庄的股票即表现为庄家股。庄家炒做使庄家股赢利机会多一些,不过也会因为庄家已经居于明处而使其他主力资金不愿介入,在大势上涨时没有其他大资金进入,而且原来的庄家只想出货,使得此时的庄家股落后于大势,普通投资者失去一些赢利机会,这是庄家股的两重特点。例如在 1994 年 8 月之前著名的庄家股辽源得亨、长春华联、益民百货、永生制笔、界龙实业等在 1994 年 8 月的大势暴涨行情中均表现不佳。

消息股是指有关该股的某些传闻消息在市场流传的股票,一般会使该股价格出现振荡。

投机股是指短线投机资金经常光顾的股票,包括部分带有小盘股、庄家股、消息股、垃圾股或成长股等综合特点的股票。

沪深股市还有一些股票经常被主力资金故意打压或拉抬借以影响指数、进而影响人气、控制市场。这些股票总股本大,对指数影响大,所以被称为指数股或指标股。

(5)股票按行业划分是一种通用的分类法。可分为房地产类、商业、公用事业、工业等等,其中又可细分工业类为纺织、化工、机械、电子、运输等等。市场中的许多个股炒作是以行业板块为单位统一行动的。

(6)股票也可按地区板块划分。

上海股市这一特点尤为突出。上海的上市公司与上海证交所同处一地所以称上海股为本地股,其余股票被称为异地股。异地股按地区划分可分为东北股、四川股、北京股、福建股、广东股、浙江股、江苏股、湖北股等等。市场中的个股炒作有时也会以地区板块形式出现。

(7)股票可以按题材划分为多种“概念股”。有的是长期存在的概念,如收购概念、新股概念、绩优概念、行业概念、地区概念等等。有的是短期存在的概念,如上海股市的送配转配概念、“三无”概念、“5000 万”概念、权证概念、净资产增值概念和庄家概念等等。股票经常按题材进行“专题炒作”。

(8)股市中按品种划分有债券、股票、权证、基金和指数期货等等。

普通投资者接触最多的债券品种就是国债,此外还有企业发行的债券,如地铁债券、铁路债券等等。债券之中还有一类叫做可转换债券,它是一种可以转换成股票的债券,由发行债券的公司规定在某期限内可按一定的比例把债券转换成股票,可转换债券的持有人可以自由选择继续持有债券收取利息还是转换成股票。可转换债券的利息一般低于普通债券。

权证是可以认购股票的权利证明。拥有权证即可以在未来以规定价格购买一定数量的股票。由此看来权证可以控制一部分股权,又因为它仅是一种购买权,价格低于正式股票,所以利用权证可以用少量资金控制较多数量的股权,具有杠杆原理中的放大效应。由于权证存在放大效应,所以它的价格波动极大、风险远高于股票,作为业余投资者最好不要涉足权证交易。1995 年初在一个月内悦达转配权证由上市的 10.05 元跌到 0.48 元,东百转配权证由上市的 3.2 元跌到 0.03 元,跌幅分别是 95%和 99%,足以证明其风险之大。

基金是小额投资者把资金集中起来由专业投资管理人进行统一投资的一种投资形式。上市流通的基金在股市中形成基金板块,价格一般情况下也随大势波动。

指数期货是以股价指数作为交易对象的一种投资形式。事实上是一种金融期货交易,但

又与股市密切相关。利用指数期货可以在股市中控制风险,增加赢利机会。不过,目前国内股市尚未开展股票指数期货交易。

### 3. 趋势中个股一般变化规律与选股

下面简述趋势中个股的一般变化规律与选股问题,首先需要明确的是:这只是一般性规律,多数情况下有效,但不排除例外情况。

上升趋势发生阶段:此时由于形势不明朗,多数人是把上涨作为反弹处理的。只有主力介入的部分热门股、庄家股、垃圾股和少部分绩优股处于领涨地位,大盘跟随上升,领涨股回档不深。

在各种资料中可以看到有部分研究者认为上涨初期均以三线股领涨,部分研究者认为上涨初期均以一线股领涨。从实践来看,这两种看法都不全面。例如上海股市 1994 年 8 月上涨初期和 1995 年上半年行情均以三线股为主,热门股、垃圾股、庄家股和消息股间杂其中,共同领涨;1993 年 10 月底发动的行情初期则以一线股(浦东股)为主,热门股、消息股间杂其中,共同领涨。所以,并非每次行情初期均以三线股或一线股领涨,股市中没有固定的套路。在上涨初期的领涨股表现比较杂乱,热门股、庄家股、垃圾股、消息股和绩优股都有所表现的情况是常见的。这正是上涨初期的特点之一。

上升趋势发展阶段:此时的大盘总体走势平稳上涨、间有回档。初期涨势名列最前的一些领涨股速度下降、名次退后,初期未能领涨的部分成长股和绩优股开始领涨,大盘回档时少部分庄家股、消息股和潜力股往往表现出抗跌性,并有引入注目的逆势上涨特点。上升趋势发展阶段与发生阶段的明显界限一般是一次深幅回档后原先的领涨股涨势明显趋缓,部分成长股和绩优股开始领涨。

上升趋势结束阶段:此时的市场情绪热烈,但是因为多数股票涨幅已经较大,不少股票已经领涨过大盘,人们开始挖空心思遍地寻找“黑马”。于是再现了另一种杂乱无章的现象,前期涨幅不大的垃圾股、投机股和冷门股活跃异常,这时的活跃股票多数是小盘股。绩优股和成长股表现平平,仅仅是维持一个较高价位而已。

对上升趋势结束阶段的个股表现研究者们仍有分歧。有人认为此时的市场只有绩优股和成长股仍在上涨,垃圾股、三线股和投机股均已下跌。市场上的事实并不支持这一观点,我们看到 1993 年 8 月、1993 年 12 月、1994 年 9 月上升行情结束时的绩优股和成长股均没有继续上涨,恰恰相反,是少部分的垃圾股、投机股、冷门股和消息股上窜下跳表现突出,有时还拉抬大盘指标股抬高指数趁机出货。这些已经构成上升趋势结束阶段个股表现的特征。

下降趋势发生阶段:此时以绩优股、成长股、垃圾股和热门股领导大盘下跌,个股价位呈现整体下降,指数出现连续长阴线,反弹时仅有些被套牢的庄家股出现较大反弹,多数股票反弹无力、成交量萎缩,反弹时杂乱无章没有领涨股,下跌时却以绩优股、成长股和垃圾股共同领跌。

下跌趋势发展阶段:此时市场跌势缓和并出现大幅上涨走势,给人以跌不下去甚至另一次上升行情开始的错觉。市场上反弹有力、下跌无量。上涨时以热门股、消息股、投机股和前期套牢的庄家股为主,市场上出现疯狂的个股炒作浪潮,常被称为“局部牛市”、“熊市牛股”,股评开始论证选股重于选时的论点。此时往往大盘指数波动不大,而某些被热炒的个股价位会到达离奇的程度,行情持续时间比较短暂,今天的领涨股往往就是明天的领跌股,明显有些杂乱无章。总之,熊市中的个股炒作远比牛市疯狂得多,这源于赶快赚一大笔利润后尽快抽身退出

的战术安排,表面热闹反映了众人内心的一种恐惧心理。这可以作为分辨牛市和熊市的重要标志之一。

下降趋势结束阶段:此时市场重新加速下跌,个股行情几乎绝迹,略有反弹即被当做出货良机,极个别庄家股逆势上涨成为市场中的笑话、无人跟进。垃圾股跌到想象不到的价位,绩优股继续大幅下跌。

趋势中选股的重点在于顺应趋势的变化进行选股。例如在上涨趋势的发生阶段选消息股和热门股,上涨趋势发展阶段选成长股和绩优股,上涨趋势结束阶段选投机股和冷门股。既然上涨趋势分为三个阶段,个股变化特点也分为三个阶段,所以,在一次中级行情的全部上涨过程中,投资者最多可换持三次股票。常见一些投资者在大势上涨时频繁换股,结果浪费了大量上涨空间、少赚利润甚至出现“牛市赔本”的情况,这种现象在股市中并不少见,唯一有效的解决方法是坚决把换股控制在三次以下,不要轻易换股,一轮行情从头到尾做一次也是可行的。下降趋势的总体思路应该是多持币、少拿股,拿股一定要快进快出。下降趋势之中只有下降趋势的中段出现个股炒作时才适宜短线投资,以选择热门股、消息股和投机股为主。在下降趋势的初段和末段完全不宜持股,以持币观望为佳。

#### 4. 综合选股

综合选股的基础是了解选股的原则、股票分类和趋势中的个股变化特点,在此基础上才能进行综合选股。

综合选股首先要顺应趋势发展,在市场趋势的不同阶段选择不同股票(前面已经详述)。这是综合选股中最重要的要领。

综合选股也要全面地考察某股票市场弹性的长期表现好坏,该股盘子大小,股价高低,行业板块,地区板块,市场题材,该公司业绩好坏(净资产收益率、每股税后利润等)以及市盈率等等。这些作为对某股票的总体评价,投资者应该心中有数,并且对市场上的股票总体评价后应有一个大致的排列顺序,尤其应该十分清楚哪几种股票是某类别股票的代表,防止在需要快速反应时难于选择。

综合选股中也有一些需注意的问题:

(1)某股票的总体评价、市场表现和业绩状况是不断变化的。例如有时市场热衷于某种题材,有时狂炒某个板块,有时又会强调业绩状况;某段时间内某些股票弹性很好,可带来丰厚利润,过一段时间后这些股票受到冷落,另一些股票的市场弹性转而变好,成为市场热点;业绩状况也可以由坏变好或由好变坏。这种变化在股市中是持续进行的,要进行投资,就必须关心市场,了解市场,掌握市场上各种变化的过程,投资战术应根据市场上的变化而变化。

(2)市场上的炒作题材是循环交替的。市场的炒作往往会借用某些消息题材,作为投资者应该清楚:所有消息不过是市场主力炒作的借口。不管消息真假,只要引起了市场上价格的波动,主力就达到了目的。了解这一点有利于普通投资者进行理智的应对。可以影响股市的重要消息只有有限的一些类型,所以,在某段较长时期内,市场上几种主要炒作题材会循环交替地出现。例如上海股市 1993 年下半年出现的收购题材在 1995 年变为并购题材,其实它们都是大规模股权控制与转移的题材之一,是以不同面目出现的同一题材,另外还有选配题材的不断花样翻新等等都是题材循环的例子。

(3)个股变化特点与指数有所不同,个股 K 线比指数 K 线不规范之处更多。见表 5.6.5。

表 5.6.5 指数与个股 K 线的比较

K 线	阳 线	阴 线	十字线
指 数	18	9	3
爱 建	15	11	3
嘉 宝	11	13	6
三爱富	12	16	2

上表是 1993 年 10 月 27 日至 1993 年 12 月 8 日上升行情中指数与三只个股 K 线的比较。从中可以看出:同一上升趋势中指数的阳 K 线多于个股的阳 K 线。这是因为指数代表了整体趋势,在整体趋势上升时个股表现为轮涨的情况,指数上涨个股未必上涨,指数下跌回档个股未必都回档。有些个股与指数变化接近(如上例中的爱建),有些个股变化与指数差别较大(如上例中的嘉宝和三爱富)。实际在 1993 年 11 月的嘉宝股票日 K 线图上,19 个交易日组成的上升浪竟有 7 天左右以十字星上涨,这完全不能用 K 线理论解释,充分说明由于个股经常被庄家控制操纵,所以个股 K 线远不如指数 K 线规则。另外实战中经常发现在下降趋势中很多个股的阴线和下跌幅度分别少于指数的阴线和下跌幅度。这仍然是整体趋势与个股不完全同步造成的,个股处于轮跌之中,自然比指数好一些。笔者的统计还发现,个股在整数位(元)获得有效支撑的比例为 70%,其中未获支撑的 30%在 0.5 元处全部获得支撑,所以在个股中整数位的有效性远大于黄金分割比例。总之,个股与指数相比更不规则,整数位有效性更好,任何过分偏离指数趋势的个股都会向指数趋势回归。

(4)选股是一个观察与筛选的过程。笔者针对上海股市曾经采取每次选择二十家左右股票固定观察一段时间,保留几种,再选二十家左右观察,当大部分股票被观察过后,笔者对它们有了一些粗略的整体评价和排队,这时的选股重点和代表股即可确定,再和趋势结合即得到很好效果。例如 1994 年 8 月初行情突发时笔者以股价低于净资产的大盘股为主进行操作,当 9 月第二轮行情发动时笔者又以浦东股和上海“八频道小盘股”为主进行操作,事实证明这种战术是正确的。笔者把这种选股方法总结为“广泛观察,精心筛选,脑中排队,趋势中选”。

(5)应该承认经过复杂推理、精心筛选后的所选股其实未必就是最赚钱的股票。这一结论也许很让人伤心;但不应失望,因为复杂推理和精心筛选的目的并非是选择股票之最佳,这一劳动过程仅仅是保障投资者得到一组有较大获利可能性的股票而已,主要作用是降低风险,提高平均利润。应该承认这里有运气因素存在。

## 六、重要技术和实用手段——观察

股市中“观察”是一项重要技术、也是投资水平和经验的表现。笔者除全面介绍传统观察技术之外,还介绍一些实战中颇有成效的实用观察手段,即观察中的“偏方”。这都是一些实战心得,迄今为止未见股市操作方面的书中把观察手段单独列为重要技术,但笔者认为“观察”应成为投资者最重要的投资技术之一。

### 1. 资金流向观察

在股市供求关系中,最重要的两个因素是资金和筹码,股价是资金和筹码相比较的动态平

衡点。所以资金和筹码是观察的首要目标。

资金是股价的直接支撑,其他因素是通过影响资金在股市中的流动——流进或流出间接影响股价的。

资金流向观察又分为大势资金流向观察和个股资金流向观察。一般来说,观察大势资金流向有利于选择买卖时机,观察个股资金流向有利于选择股票。

不管大势还是个股,资金流向都分为流进和流出两种情况。

资金是股价的支撑,当资金不断流进市场(或个股)时,股价的支撑力量增强,将推动股价上涨。但是每次行情中可以流进市场的资金最终是有限的,当这部分可以流进市场的资金基本上都已投入之后,市场没有新的增量资金流进时,被推高的股价将不能维持高位而下跌。股价被资金推动上涨时,往往能吸引新的资金入场买进,导致较多的资金争购筹码,使成交量放大。所以观察资金流进市场的主要信号是股价上涨和成交量放大。另外也可以直接参考交易所公布的资金流向资料。

当资金不断流出市场(或个股)时,股价要靠市场中剩余的资金维持,股价的支撑力量减弱,导致股价下跌。这时市场内的资金不断抽逃,从剩余资金中获取利润自然极其困难,面对这一情况场内资金或者逃离或者按兵不动,大量高价筹码无人问津,使成交量萎缩。所以观察资金流出市场的信号是股价下跌和成交量缩小,也可直接参考交易所的资金流向资料。

观察资金流向除上述方法外,还可以通过对大资金流向的追踪进行。无须讳言,证券市场中的资金都是逐利而来,股市能带来高利润就会吸引资金流入,如果出现另外的高利润市场则股市中的大资金会毫不犹豫地弃股而去。这是资金流动的本质原因。这样就能圆满地解释1994年8月—10月,1994年11月—1995年2月和1995年2月以后的三个阶段中,国内的主要投机资金从股市到国债期货再回到股市循环流动的原因。只要投资者注意观察和追踪这种明显的资金流向,自然会带来良好的投资获利机会。

观察资金流向也不是轻而易举就能做到的。曾经有这样的股评:“今天主要是获利盘的打压,不是解套盘的打压。”其实该股评家如何知道哪是获利盘哪是解套盘?难道查过账?上述信息是无法证实的,只能是猜测而已。目前深沪股市的信息披露尚不规范,给观察资金流向带来很多不便。例如仅仅每月公布一次各大券商的交易金额是远远不够的。台湾股市公布各大会员单位每日个股的进出数字的做法应该借鉴,事实上在上海股市中已经被有些人解密破译了这一信息,甚至私下炒卖解密盘,应该向所有投资者公开以便真正做到公开、公平和公正。这一信息没有保密的必要。

### 2. 筹码分布观察

筹码是股价的直接压力,其他因素是通过影响筹码在不同投资者间的分布间接影响股价的。

筹码分布的特点是当筹码分布在中小散户手中时股价一般不会立刻上涨,只有当筹码集中在主力资金手中时才会出现上涨。只需观察筹码的持有者主要是中小散户还是主力,即可帮助判断未来趋势。

观察筹码分布比观察资金流向更困难。多数情况下只能通过追踪大资金流向进行间接观察。当大资金流出股市时说明筹码流向中小散户,当大资金流进股市时说明筹码向主力手中集中。另外,中小散户还可以从周围朋友和自己的持仓情况分析筹码分布。当多数人仓位不满甚至不足时,说明筹码仍集中在主力手中,当多数人仓位较重时说明筹码集中在中小散户手

中。

### 3. 即时盘观察技术

即时盘观察也就是现场看盘技术,属重要投资技术之一。

在沪深股市的电脑行情显示中一般可以向投资者披露如下信息:

行情报表内容包括各个股票的名称、前一日收盘价、今日开盘价、今日最高价、今日最低价、今日最新价、当笔成交量、今日最新价比前一日收盘价的涨跌价格或幅度、今日累计成交量等。

每个交易网点还有券商提供的各种行情分析软件,各种版本的软件提供的信息不尽相同,其中比较通行的主要内容有:行情报表内容,当天已成交股票的平均价格,每分钟成交量,最新价比前一日收盘价的涨跌幅度,当前未成交的委托买入者中从最高价计前三位价格以及数量,当前未成交的卖出者中从最低价计前三位价格以及数量,全部股票中分别与前一日收盘价相比较,上涨、下跌和持平的股票个数(期货市场中还有持仓量以及持仓增减情况),当日成交价格曲线图,每分钟成交量柱状线,5分钟、10分钟、30分钟等时段的K线图以及日K线图,MA、BIAS、RSI、DMI、KD、%R、PSY、MACD和OX图等常见指标图形。

对电脑行情显示的内容投资者必须掌握基本概念,了解其含义,这是看盘技术的基础。

在看盘技术中最重要也最有效的是对股价图形和指标图形的研判,在这些研判中,除适用形态分析和指标分析理论之外,还适用其他一些分析方法,如看开盘走势可以大体分析一天的走势轮廓,从收盘走势可以分析出第二天开盘的大致方向以及主力意图等等。更进一步分析要使用一些特殊的手段,例如利用“即时盘股价形态定式”进行分析(见后)。

### 4. 市价总值观察法

市价总值原本是一项市场规模容量的指标。它等于上市全部股票中每只股票的市值之和。每只股票的市值等于其每股的市场价乘以总股本数。市价总值是每日变化的。由计算可以看出,市价总值决定于股票数量和市场价格两部分,如果股票数量无变化,则市价总值与市场价格成正比。一般来说,能够投入股市的总资金量在一定时期内有一个较稳定的极限数额,则推动市场价格上涨也有一个相对的极限,市价总值也就被限定在一个极限之内,于是可以通过观察市价总值的变化来观察趋势是否还能维持。例如1993年至1995年上海股市的市价总值在2000亿元到4000亿元之间,当价格上涨到推动市价总值接近极限位置时就是一种卖出警戒信号。

市场规模的变化是一个缓慢的过程,市价总值也有一个慢慢积累的过程,国内股市在大规模扩容期,每二三年时间市价总值就会迈上一个新台阶,速度已经较快了。这时的极限标准要相应调整。

### 5. 政策观察法

中国股市的政策变化影响有目共睹,不观察政策变化而盲目炒作是死路一条。

从上证指数1992年起起到1997年观察,每年都有因政策变化引起的巨幅跳空缺口:

1992.5.21:	616——1260 缺口(开盘缺口,下同)
1993.12.20:	901——823 缺口(三大利空)
1994.8.1:	333——394 缺口(四大救市政策)
1995.5.18:	582——741 缺口(暂停国债期货)
1995.5.23:	897——791 缺口(新股发行规模公布)



1996.12.16: 1110——1005 缺口(涨跌幅限制和社论批评)

1997.5.22: 1354——1248 缺口(证监会等三部门联合通告)

作为分析者应该指出这种巨幅振荡对股市弊大于利,作为投资者则必须时常提高对这种巨幅振荡的警惕,否则数年心血很可能一旦化为乌有。

对普通投资者来说政策变化完全无法预料,所能做的仅仅是在这种突变到来时保持镇定和冷静的判断。比如1995年5月,从580点上涨到927点,赢利60%,如此丰厚的利润不出货更待何时?如果不贪心、及时出货岂不避开了一次单日岛形反转的大损失?

### 6. 舆论人气观察法

舆论基本上是反映人气的,它们对市场的反应也基本一致。观察的要点是:

当舆论众说纷纭、争论不休时,原趋势不变。当舆论几乎一致看多时,上升趋势将结束。当舆论几乎一致看空时,下降趋势将结束。

熟悉理论的人一定明白:这是相反理论的应用。其中只有一点:看法的“一致性”并不容易辨识,因为在任何时候都有个别的相反意见存在,“一致性”的表现只是相反意见者成为极少数而已。

分析师林奇曾有一个著名的“鸡尾酒会理论”:

鸡尾酒会上多数人与牙医聊天而不理基金经理,股市可能上涨。部分人愿意和基金经理聊一会儿,股价已上涨15%。多数人不理牙医而和基金经理聊天,股价已上涨30%。绝大多数人围在基金经理身边讨论买股票,下跌即将开始。

当然,中国没有太多的鸡尾酒会和牙医,不过,投资者可以留神股市沙龙、交易所内外的闲聊、邻里的谈话等等。只要做有心人,处处都有你的“人气指标”。

### 7. 主力心理观察法

中小投资者往往从自己的角度考虑问题,其实是不明智的,应尝试换成一种“主力思考方式”,用“主力心理”考虑:现在该如何操作。为实现上述目标,必须仔细观察主力的心理,看主力如何操作、学习主力。

当然,“心理”是看不见的,只能通过主力的行动来表现。比如,为什么涨到1052点就不涨了?必然是力量不足、中小散户已全部“上轿”,那为什么还要“抬轿”到1200点不可呢?

### 8. 散户心理观察法

投资者也可以观察中小散户的行为,与“主力心理”相对照。可以说:主力向上做一段行情一定是在中小散户已经淡忘了上一轮顶点暴跌的情况下发生的。这样才不致于自己拉起行情来倒成了他人解套的良机。每次拉起行情来一定要让散户心理定位在行情初起时不敢买进,行情爆起后预期极高的情况下才会成功。

这样看,当观察到散户心理定位于忘记了上次顶部暴跌的疼痛、并产生部分思路混乱时最容易产生行情。

### 9. 心理预期值观察法

一轮行情上涨后到底能涨多高?一轮行情下跌后到底在什么点位止跌回升?这是实际操作的核心问题。

在投资者中、在报刊上可以看到各种各样的预测。综合起来,如果把每一轮行情的较多预测数值放在一起观察,其比例都会形成一个直立的枣核形分布,行情实际到达的点位一般都会落在心理预期值的上下极限的区间内。

从笔者对上证指数的观察看,最大的可能是实际点位落在上下极限预期值的中三分之一区间,多数情况下不会到达极限值的百分之二十以内。

这种观察法可为投资者提供一种定量分析的数值基础。

### 10. 利润任务观察法

国内证券市场中有些主力是需要靠炒作赚取企业利润的,它必须完成每年的利润计划。这也构成了行情观察的一个重要手段:利润任务观察。

假设某一年前 10 个月都几乎没有什么大行情,明显主力不能完成年利润任务时,则大笔吃进,坐等主力和你一起完成利润任务,岂不坐享其成?

如果主力在前几个月已经上上下下几个来回做完了,则其利润任务早已完成,你为什么还要痴心地等主力在 12 月份为你去解套呢?用这个逻辑完全可以理解 1993 年、1994 年、1995 年和 1996 年共四年中的 12 月份的大幅下跌(不排除以后主力逆向反做行情之可能,而且利润任务也可以通过其他市场完成,如一级市场或期货市场等)。

总之,每年的行情都不会持续一年的单边下跌,主力总会在适当的时候把一段下跌所产生的利润空间至少回吃一部分。就是说:股市牛年有机会。这里选准主力重点炒做的个股变得尤其重要,1995 年和 1996 年深沪股市行情已经证明此点。

### 11. 两市印证观察法

上海股市和深圳股市是国内同一个证券市场的两个组成部分,宏观环境、投资者构成、上市公司背景基本一致,所以两个市场相互连动、相互印证是国内股市长期的规律之一。观察两个市场是否相互印证是判断趋势真实性的的重要手段。其规律主要为:

上海涨,深圳涨则必涨;上海涨,深圳跌则上海也会跌;上海跌,深圳涨则深圳必跌;上海跌,深圳跌则必跌。

笔者在 1994 年 9 月曾观察到上海股市在月中连续下跌做出头部,而深圳不跌却反而像要启动,判断深圳股市不过是小幅补涨行情,根据两市印证法判断大规模下跌将开始。这是实战应用的成功一例。同样道理与 1996 年 12 月上海股市完成补涨行情之后两市同时展开大规模下跌过程。

### 12. 其他观察法

观察是股票投资的重要技术,它的方法没有固定的模式,观察手段几乎是无限的。例如新上市公司的股票总有庄家托盘行为。如果观察并掌握庄家的这一动向,对投资者就十分有利。再如二级市场上曾经发生过的收购控股之类事件也可以成为观察对象。主要是观察其行为的有效性等等,借以分析趋势。

## 七、即时盘中的股价形态定式

每日股价即时走势是构成股价长期趋势的必要组成部分,其本身也形成一个小的趋势。在长期观察中笔者发现每天的即时行情走势尽管千变万化,但是却可以大体归纳成几种类型。各种即时行情实际走势都是在这些类型的基础上略加变化构成的。就像国际象棋、中国象棋的开局走法和围棋中的定式一样,所以笔者称其为“即时盘股价形态定式”。

即时盘股价形态定式是股价形态的组合,反映了一日内股价的大致走势,它所揭示的行情过程可以为投资者提供即时行情中的最佳介入点。但是在 T+1 交易规则下不应利用它进行

超级短线进出。这一工具仅仅在买卖决定已经做出后在现场选择最佳时机时效果最佳。

即时盘股价形态定式分为上升势、平衡振荡势、下隔势、上升逆转势和下降逆转势共五种走势。

#### 1. 上升势

上升势中包括标准上升型、台阶式盘升型、阻力突破型、上升整理型、尾市拉抬型和单峰大形态型共六种类型。

##### (1) 标准上升型。

标准上升型是最常见的上升走势,约占上升势的三分之一。其过程中一般有五个主要形

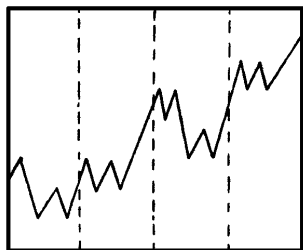


图 5.6.1 标准上升型

态(见图 5.6.1)。

整体轮廓特点:

全日为上升势,过程有探底,上升,回档,突破,整理再上升。全天较大的下跌是回档过程,以接近全天最高价收盘。

标准过程:

①开盘形式一般为略高开,也有平开,略低开和跳空高开者。②开盘后略上探走出一个峰后即下跌,少数情况下可向上走出双峰,但第二峰达不到第一峰的高度。③向下探底过程中补上略高开形成的缺口,一般在开盘后 0.5 小时到 1 小时之间形成全天低点,底部形态一般为 W 底。④形成底部后股价开始上升,突破开盘高点后进行横向整理,形态有 W 底、三角形或下降楔形等,一般出现在开盘后 1.5 小时到 2.5 小时之间,多数在 1.5—2 小时范围内。⑤整理完成后股价出现暴涨行情,成交量急剧放大,迅速形成一个顶部,形态有 M 头、头肩顶、三重顶(甚至四重顶)等,一般在开盘后 2 小时到 3 小时之间。⑥形成顶部后股价回档整理,多数情况下将回到④过程中的整理形态位置止跌,下跌过程中伴有成交量放大,给人以多头不支的逼真假象;少数情况下以下降楔形或三角形形态完成回档整理。回档整理的底部形态一般为 W 底,约出现在开盘后 2.5 小时到 3.5 小时之间。⑦回档完成后股价在成交量配合下再次暴涨,突破过程形成的顶部后再次整理,形态为 W 底或 V 形底,一般出现在收盘前 45 分钟到 15 分钟之间,以收盘前 30 分钟到 15 分钟为多。⑧再次整理完成后继续上涨,以接近全天最高价收盘。其中最高价收盘占 80%,次高价收盘占 20%(以沪深股市全天交易 4 小时为准)。

实战变化例解:

标准上升型的实战例很多,从上述标准过程出发会有较多的实战变化。例如:

开盘后的探底过程以下降通道五浪形式完成;④上升过程可经过两次整理,或以上升通道

形式完成;全天的五个主要形态出现各种变化,如头肩顶、平顶、四重顶等等。有时⑥回档幅度会过深以至超过④整理位置,如果这样虽也会反弹,但难创新高,只能以次高价收盘。说明空方实力不弱。

意义与分析要领:

标准上升型代表多头占优势的上升趋势,一般应持股不动,等待更好的出货时机。分析要点在于找出它的整体轮廓特点和五个主要形态,抓住本质特点,分清形态的变化。在变化中分析与标准过程的细微差异。例如从⑤顶部回档整理时增加了一个下跌中途整理形态,这说明多头力量尚未准备充分,上涨动力当天已经不足,很难突破⑤顶。于是形成了一个没有创新高的标准上升型。有时全天走势过程中的形态不很清晰需要仔细辨认才能找出特点进行归类。

(2)台阶式盘升型。

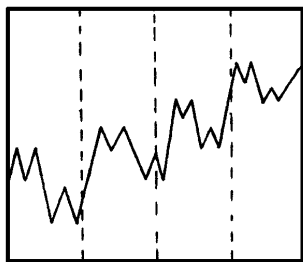


图 5.6.2 台阶式盘升型

台阶式盘升型也较多见,其过程一般有八个主要形态(见图 5.6.2)。

整体轮廓特点:全日大涨小回甚至不回档,顶部依次抬高,过程为略上冲,探底,上升,整理,上升,整理,上升,回档后反翘。在三次主要上升过程中顶部依次抬高、底部也依次抬高,无明显回档,仅以整理形态调整。形成三个台阶状形态。只有接近收盘时出现一次较大回档,以至不能以最高价收盘,仅以次高价收盘。

标准过程:

①开盘形式均为跳空高开或高开。②开盘后上冲形成一个小顶部,一般为双顶,之后下跌。③探底过程中一般不补高开形成的缺口(补缺情况占 16%)。开盘后 0.5 小时到 1 小时之间形成底部,其中 83% 的底部也是全天低点,16% 的底部高于开盘价,底部形态为 W 底或头肩底等。④底部形成后股价上升,成交量配合增加,形成第一次上升高点后股价轻微下调进行第一次整理。整理时成交量萎缩。三分之二情况下此次高点超过开盘高点,并且主要以三角形或下降楔形完成第一次整理。第一次上升高点和第一次整理组成第一台阶,此过程一般出现在开盘后 1.5—2.5 小时之间,多数在 1.5—2 小时。⑤整理完成后股价继续上升,成交量再次放大。形成第二次上升高点后股价轻微下调进行第二次整理。整理时成交量萎缩。第二次高点高于第一次上升高点,并且应超过开盘高点。第二次整理也以三角形或下降楔形为主。第二台阶过程一般出现在开盘后 2—3 小时之间。⑥整理完成后股价再次上涨,成交量再次放大,部分情况下达不到第二上升时的成交量。第三次高点应高于第二次高点,一般是 M 头形态,约形成于开盘后 3.5 小时左右。⑦第三次高点形成后出现全天内相对较大的下跌回

档并伴随成交量放大。一般出现在收盘前 20 分钟以内。⑧部分情况下回档出现 W 底形态后会有向上的反翘出现,约有三分之一情况没有反翘出现。全天将以次高价收盘。

实战变化例解:

台阶式盘升型的实战变化主要有:

第一台阶和第二台阶有时以较浅的头肩顶形成高点,但下跌很小,又以较浅的头肩底完成整理,头肩底和下降楔形部分重合,构成组合形态。

意义与分析要领:

台阶式盘升型代表多头占较大优势,空头反击无力的局面。一般还可持股。但谚语讲“空头不死,上升不止”,如果此局面暗示空头已死,则下跌就在眼前了。所以,最保险的策略应该是在出现台阶式盘升型的第二天首先观察是否继续上涨,如果继续上涨则持股不动,如果不再上涨则坚决出货,以保证利润,回避风险。分析要点在于找出整体轮廓特点和八个主要形态,抓住三个台阶顶部依次抬高、无明显回档、以次高价收盘等特征。

(3)阻力突破型。

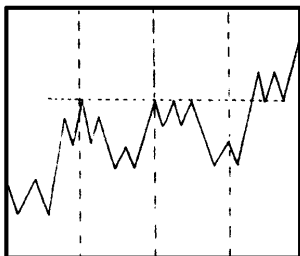


图 5.6.3 阻力突破型

阻力突破型也较多见,其过程一般有六个主要形态(见图 5.6.3)。

整体轮廓特点:

最大表现是经两次探顶形成一条水平阻力线在尾市被突破,过程为下跌探低,上升探顶,回档,再次上升时在上次顶点附近受阻,回档时在上次回档低点附近水平线位置再获支撑,第三次上升突破两次顶点高位后经整理后再上升,以最高价收盘。

标准过程:

①开盘形式均为跳空高开。②开盘后下探形成 W 底或头肩原,一般在开盘后 0.5 小时左右。③从底部上升后在前期阻力位附近形成第一个顶部,形态为较浅的头肩顶,约在开盘后 1 小时后完成形态。④见顶回落幅度不应过深。回档低点约形成于开盘后 1.5 小时前后(1—2 小时范围),形态为 W 底或头肩底。⑤从低点第二次上升时伴随成交量的明显放大,在第一次高点位置附近再次遇到阻力回落,形成第二个高点,高点形成后股价并未大幅回落,而是会再次上升探顶,沿着两次高点形成的水平阻力线下边缓慢运行,形成类似平顶形态,整个顶部形态约持续 1 个小时左右,一般出现于开盘后 1.5—3 小时之间。⑥平顶完成后股价出现回档,一般是 W 底形态。出现于开盘后 3 小时左右。在平顶和其后的回档过程中,单位时间成交量明显少于③过程中的成交量。⑦回档完成后股价以迅猛的上涨冲破几次探顶形成的水平阻力线,成交量剧增。时间约在收盘前 0.5 小时。经短暂整理后股价在持续放大的成交量配合下

继续上涨,以全天最高价收盘。

意义与分析要领:

阻力突破型代表多头遇到空头的顽强阻击但终于突破的过程。首先提示空头的阻击是强大而有效的,尽管最终阻击失败,但多头也付出了重大代价,下跌过程已经不远。即使在上升过程刚展开阶段,阻力突破型出现后一两天之内也会有一次较大幅度的短线差价可做。这是因为多头也受到重伤需要调整休养一下的原因。分析要点在于抓住整体特点和六个主要形态,观察是否有明显的水平阻力线在全天大部分时间里压抑了股价,以及回档不深,以最高价收盘等特点。

(4)上升整理型。

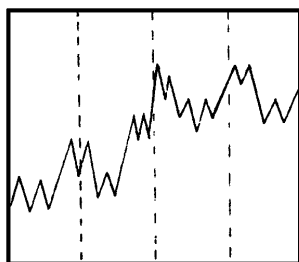


图 5.6.4 上升整理型

上升整理型的过程中一般有八个主要形态(见图 5.6.4)。

整体轮廓特点:

主要上涨过程出现在前市(上午二个小时),后市在高位振荡整理。过程为探底,上升,回档,上升,经中途整理后快速上升形成第一高点,回档,再次上升后形成第二高点,下跌回档后反翘收盘,日 K 线为带明显上影线的阳线。

标准过程:

①略高开盘后探底,形成头肩底或 W 底,时间在开盘后 0.5 小时以内。②从底部上升,超过开盘高点后形成一 M 头或头肩顶形态,约在开盘后 1 小时左右。③回落调整后又形成一个低点,一般为 W 底或头肩底形态,出现于开盘后 1.5 小时前后。④股价从低点上升,伴随成交量的放大。经过一次短暂的调整后股价出现暴涨,成交量剧放,迅速形成一个顶部,之后以下降楔形回落。该顶部一般是一个单峰形态。出现于开盘后 2 小时左右。⑤从顶点回落不应低于④过程中的调整位置,低点形态一般为头肩底。形成于开盘后 2.5 小时左右。⑥从低点再次上涨后在前次高点的位置形成第二个高点,此时的成交量虽然也放大,但却不及前次④高点形成时的成交量多。高点形态一般为 M 头。时间在开盘后 3 小时左右。⑦从第二个高点下跌时伴随成交量放大,在④过程中的调整位置止跌。此时股价振荡剧烈,成交活跃。至少会有两次探底形成 W 底,也可三次探底,然后出现反翘,以偏高位置收盘。

意义与分析要领:

上升整理型代表多头把股价推上一定幅度后采取防守策略,吸纳筹码准备发动大攻击的前奏。它是上涨准备或是上涨初期抢筹码的阶段。它不是出货图形,因为市场主力在高位也

做不到在大量出货时还保持高位振荡而不下跌。这种支撑正是主力资金在低位没吃到足够筹码,不得不拉抬价位、引出获利筹码以便进货的结果。1994年8月下旬上证指数此图较多。这是继续加码买进的时机。分析要领在于注意是否前市已完成主要涨幅,后市仅出现两次上探高点后的振荡整理。前市未吃到足够筹码也不要着急追涨,还会有尾市一跌可供进货,因为此型只能收盘于偏高位,不会是最高价。

#### (5) 尾市拉抬型

尾市拉抬型的过程中一般有七个主要形态(见图 5.6.5)。

整体轮廓特点:

全市大部分时间里股价运行缓慢,成交量稀少,收市前 1 小时内出现明显的拉抬股价和振荡现象。

标准过程:

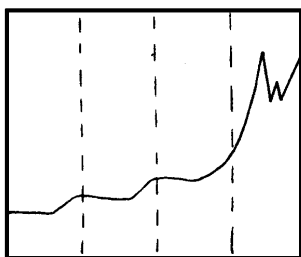


图 5.6.5 尾市拉抬型

①开盘为平开或略高略低均有,开盘后几乎是无量平走。②约在开盘后 0.5—1 小时之间股价缓慢上升并形成第一个高点。③股价出现高点后并未回落而以略低的位置再次平走。④平走一段时间后股价再次缓慢上升,于开盘后 2 小时前后出现第二个高点。⑤第二个高点出现后股价继续平走。⑥大约从开盘后 2.5 小时开始股价再次缓慢上场,上涨速度逐渐加快、斜率加大,于收盘前 0.5 小时前后在成交量增加的配合下快速上涨并出现一个峰顶。⑦出现顶部后股价回档整理,回档幅度一般为从第二高点起升幅的三分之一到二分之一。⑧回档完成后股价再次上涨,多数以次高点收盘。

意义与分析要领:

尾市拉抬型代表在弱市情况下多头的一种试探性进攻,它只出现于空头市场的中后期(如 1994 年 7 月下旬和 1995 年 1、2 月),此型均出现在成交量极剧萎缩的情况下。此型较易识别。在操作上应重视它对趋势阶段的提示作用,不必急于介入,要视多头试探性进攻的结果而定。

#### (6) 单峰大形态型。

单峰大形态型的过程中一般有十个主要形态(见图 5.6.6)。

整体轮廓特点:

最大特点是在当天行情中的每一个小形态都以单峰形态出现而不是常见的双峰形态。全天股价轨迹可能会组成一二个很大的标准形态。

标准过程：

- ①开盘略高略低均有。
- ②前市以两波上涨为主要过程,有时会形成一个大三角形整理。
- ③后市出现两波或三波上涨。如果后市为两波,则在收盘前半小时内会遭到较大打压,以中间价收盘;如果后市为三波,则收盘前经回档后会以次高价以上收盘。
- ④全日形态出现一个大上升通道。

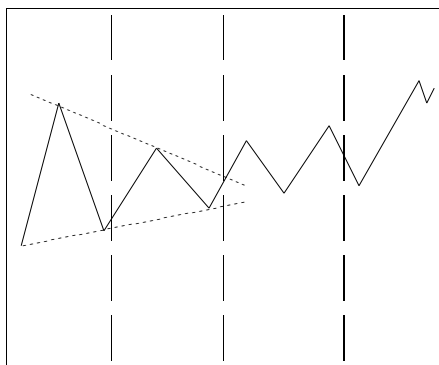


图 5.6.6 单峰大形态型

意义与分析要领：

单峰大形态型也代表弱市情况下多头的一种试探性进攻,只出现于空头市场成交量极度萎缩的中后期(如 1994 年 6、7 月)。此型较易识别,不宜盲目介入,应参考其他指标和基本面情况。

## 2. 下降势

下降势中包括无抵抗下跌型、台阶式下跌型、两轮反弹型、下降整理型和尾市打压型共五种类型。

### (1) 无抵抗下跌型。

无抵抗下跌型约占全部下降势的近 30%。

整体轮廓特点：

无抵抗下跌型的最大特点就是“无抵抗”，即在全日下跌过程中没有一次较有力的反弹，呈

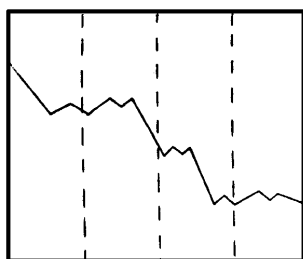


图 5.6.7 无抵抗下跌型

现连续性下跌(见图 5.6.7)。

标准过程：



此型以低开为主,也有平开或略高开。开盘后略上涨补上开盘缺口后开始下跌(少数也有开盘即跌或做一个完整顶部形态再跌者)。约在开盘后 0.5 至 1 小时之间快速下跌,之后是持续全日的阴跌局面,在开盘后 2 小时前后又会出现一次快速下跌,下跌过程中以窄幅横盘代替反弹行情,每次快速下跌均放量,全日下跌构成下降通道或者是圆弧顶形态。直到开盘后 3 小时前后下跌速度才明显缓和,成为盘整局面,但收盘前 0.5 小时再次下跌,几乎以最低价收盘。全日有四到五个主要下跌浪。

意义与分析要领:

无抵抗下跌型是标准的下跌型,是空头占据较大优势的下降趋势,一般应持币观望,清仓出货。如果此型出现在持续上涨之后则往往是空头市场来临的征兆。分析中只要找出“无抵抗”和全日持续下跌两个特点即可确认此型。

(2) 台阶式下跌型:

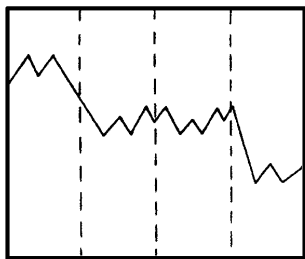


图 5.6.8 台阶式下跌型

此型较常见(见图 5.6.8)。

整体轮廓特点:

全日走势有三个较明显的台阶,即开盘冲高构成一个台阶,下跌后整理构成第二个台阶,再次下跌形成第三个台阶。

标准过程:

此型多为跳低开盘,也有平开或略高开者。开盘后多数会冲高(少数直接下跌),在形成 M 头、头肩顶或三重顶之类顶部形态(第一台阶)后开始下跌,加速下跌一般出现在开盘后 1 至 1.5 小时之间。大约从开盘后 1.5 小时至 3 小时股价处于横向盘整之中,构成第二台阶,在开盘后 3 小时至 3.5 小时前后加速下跌创下新低价,构成第三个台阶的横盘整理,最终以次低价收盘。

意义与分析要领:

台阶式下跌型代表空头占据优势多头无力反击的下降趋势。一般应持币观望。不过应防备主力资金假意不敌空头、实为骗局的准备。一般在第二天可见分晓。能分辨出明显三个台阶的下降势都归于此型处理。

(3) 两轮反弹型。

两轮反弹型又分为前市反弹和前后市反弹两种。前市反弹指两次反弹均在前市(见图 5.6.9),前后市反弹指两次反弹分别发生在前后市(见图 5.6.10)。

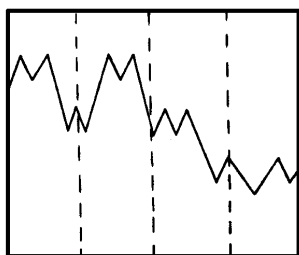


图 5.6.9 两轮反弹型(前市)

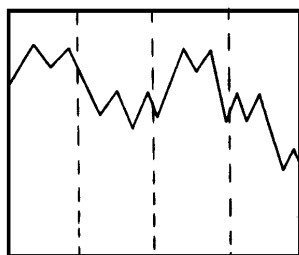


图 5.6.10 两轮反弹型(后市)

整体轮廓特点:

顾名思义,两轮反弹型即指在全日下降势中出现了两次有力的反弹,由此构成此型的主要特征。

标准过程:

两轮反弹型一般以高开或略高开盘为主。其中前市反弹型的主要时间过程为:在开盘 0.5 小时前后出现第一次反弹顶部,形态为 M 头或头肩顶。之后的暂时底部一般出现在开盘后 1 小时前后,形态以 W 底或头肩底为主(有时也有变化,如 1994 年 9 月 22 日图中此底为四重底)。在开盘 1 至 1.5 小时之间出现第二次反弹顶部,形态一般为不太规则的双顶或头肩顶,多数会出现两个以上的右肩。此顶完成后股价将出现大幅下跌,一般在开盘 2 小时前后。在开盘 3 小时左右出现较弱反弹,但力度远远不及前市两轮反弹,一般以次低价收盘。前后市反弹型的主要时间过程为:开盘 0.5 至 1 小时之间出现前市反弹高点,形态以头肩顶为主,间或出现 M 头等。开盘 1.5 小时前后出现暂时底部,形态为头肩底或 W 底。开盘 2.5 小时前后出现后市反弹高点,形态以 M 头或复合头肩顶为主。后市反弹高点出现后股价加速下跌。收盘前 0.5 小时出现一次弱反弹,最终收盘接近最低价。两轮反弹型的第二次反弹高点一般在第一次反弹高点附近,多数情况下低于第一高点。

意义与分析要领:

两轮反弹型是一种空头占优势的出货图形,一般都会伴随着成交量放大。投资者应以卖出货操作为佳。分析其成因,关键是主力资金的撤出不可能顺利地一次完成,一般都采取在第一高点先出一部分,股价下跌后暂时停止出货,于是股价得以回升,当股价回升至接近第一高点时再次出货。以这种间歇式出货方法可以有效降低成本,提高赢利。对一般投资者而言不要被股价回升的假象所欺骗就不会出错。

(4)下降整理型。

下降整理型较多见,约占下降势的 30%(见图 5.6.11)。

整体轮廓特点:

前市完成主要跌幅,后市以盘整为主。

标准过程:

开盘形式较多,高开、平开或低开均有。开盘后以盘跌为主(多呈半圆弧顶形),一般在开盘后 1.5 至 2 小时之间到达阶段性底部(也有少数 1 小时即到底部的),由此开始到收盘前 0.

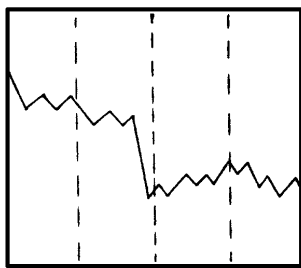


图 5.6.11 下降整理型

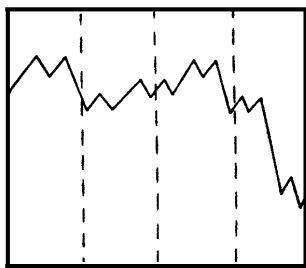


图 5.6.12 尾市打压型

5 小时股价长时间盘整。收盘前 0.5 小时内股价小幅振荡,多以低价或次低价收盘。

意义与分析要领:

下降整理型代表空头进攻、多头抵抗的态势。出现在上涨一段时间之后则应警惕其是否预示上涨结束的征兆,出现在下跌一段时间之后则说明多头在逐渐进场承接(如 1995 年 1 至 2 月)。投资者应以其所处位置决定操作方针。分析重点在于前市是否已完成主要跌幅及后市是否处于盘整状态。

(5)尾市打压型。

尾市打压型也属于下降势之一(见图 5.6.12)。

整体轮廓特点:

全日走势变化较多,但以横向整理为主,尾市放量打压、快速下跌。

标准过程:

尾市打压型在全日大部分时间里的走势变化较多,但不论其相对于前一日收盘价是处于高位、中位还是低位,全日大部分时间中其波动幅度不大,相对平稳。开盘后多数会有一个下滑过程,在开盘后 1 至 2 小时之间出现暂时低点后缓慢上行,约在开盘后 3 小时到达另一高点,之后开始放量快速下跌,很快跌破前市最低点,收盘前 0.5 小时出现下跌整理形态,然后继续下跌,几乎以最低点收盘。

意义与分析要领:

尾市打压型一般出现在振荡局面或多空僵持不下的敏感点位或时间上,属空头的一种蓄意影响多头士气的心理战。一般会借用某些尚未证实的传言消息进行配合。在出现暴跌前投资者如识破此型则以出货为佳,至少在第二天尚有补回的机会。这种借用的消息有真有假,如假则会再次上涨恢复振荡局面,如真则空头主力的佯攻即变为主攻,大幅下跌即开始。此型较易辨认。

### 3. 平衡振荡势

平衡振荡势是即时盘走势中最复杂的一类。大体可分为振荡收敛型(包括三角型等)、平行振荡型(包括两级台阶型等)、不规则振荡型(包括探底反弹型、冲高回落型和尾市振荡型等)、小幅上升型和小幅下降型等。

(1)振荡收敛型的过程与分析(见图 5.6.13)。

振荡收敛型的过程为开盘冲高,迅速回落,在开盘后 0.5 至 2 小时内出现阶段底部,之后

进入盘局,终以次低价收盘。它的主要特点是全日的总振幅不大、开盘后 1 小时左右时间内又占去了绝大部分振幅,其余时间波动很小,呈现开盘振荡后收敛的走势。它可能全日运行在前一日收盘价以上或以下,一般在 10 个上证指数点(约 1.5%)以内。

振荡收敛型代表观望情绪较重的市场局面。后市走向不明。投资者以观望为主。

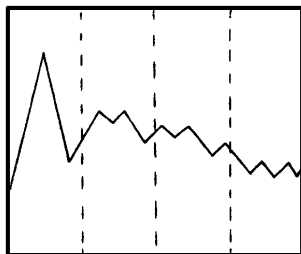


图 5.6.13 振荡收敛型

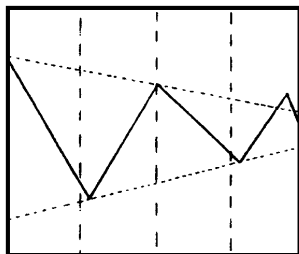


图 5.6.14 三角形

(2) 三角型的过程与分析(见图 5.6.14)。

此型的主要特点是全日走势构成一个大三角形形态。它可能先冲高后回落构成三角形的第一高点 and 第一低点,也可能先下跌后反弹。之后的股价在两个高低点之间振荡并不断减小振幅,形成一个大三角形形态,一般为对称三角形,也有上升三角形或下降三角形出现。全日的总振幅不大,接近前一日收盘价附近。尾市 0.5 小时左右会出现振荡加大现象,一般会出现对三角形的上边或下边的突破再回调走势,收盘价接近三角形的平衡中心。

三角型与振荡收敛型类似,代表市场观望并寻找突破方向的局面,投资者一动不如一静。

(3) 平行振荡型的过程与分析(见图 5.6.15)。

平行振荡型的特点是:全日振荡行情中的两个主要顶点连续和两个主要低点连线大体上保持水平。全日行情基本在两条水平线之间振荡,一般分别会有 2—4 次探顶和探底过程。此型中绝大多数情况下是向下跳空 10—20 个指数点开盘的,一般开盘于平衡位置附近。在盘中上涨和下跌时均会出现成交量放大。

平行振荡型表现了空方突然进攻与多头的顽强抵抗。突然出现利空消息时常有此型,可以出现在敏感的价位或时间内。此型出现的前后时期股价振荡较大,如处于弱势应以出货为主要手段,如处于强势则可继续持股。

(4) 两级台阶型的过程与分析(见图 5.6.16)。

两级台阶型可以是平开盘、高开或低开。在开盘后近 2.5 小时内股价窄幅波动于开盘价附近,形成一级台阶状,在开盘 2.5 小时前后出现明显下跌但幅度不大,之后在低点附近再次横向盘整形形成第二级台阶。一般在收盘时会略有上翘。

此型从理论上讲是多头抵抗失败图形,多数情况下确实如此,不过也可能被主力当作诱兵之计使用(如 1995 年 2 月 16 日),此时即成为分批进货的时机。应结合其他信号综合分析。

(5) 探底反弹型的过程与分析(见图 5.6.17)。

探底反弹型是平衡振荡势中出现最多的一型,约占 20% 以上、特点是全市主要走势可概括为“冲高、探底、反弹再回落”几个阶段。它的开盘冲高有时会省略,使开盘价成为一个高点,

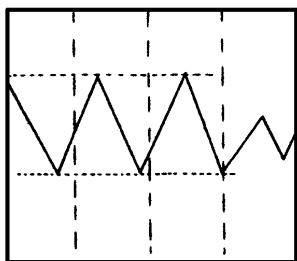


图 5.6.15 平行振荡型

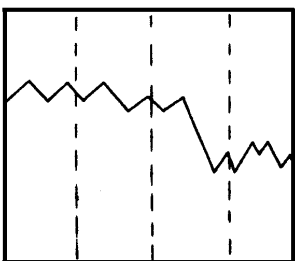


图 5.6.16 两级台阶型

一般情况下冲高过程在开盘后 0.5 小时左右见顶回落,探底过程比较缓慢,图形一般较大,主要形态一般在开盘后 1 至 2.5 小时之间形成,主要为头肩底、复合头肩底或大双底形态。之后股价反弹,在开盘后 3 至 3.5 小时之间再次见顶回落,一般以中间价收盘。

探底反弹型属典型的盘整走势,不过当反弹高点达不到开盘高点时则会演变为盘跌走势。此型多出现于上升趋势或下降趋势的中段(如 1994 年 6 月至 7 月初、10 月、12 月和 1995 年 1 月多见)。盘整结束后原趋势不变,投资者应顺势而为。

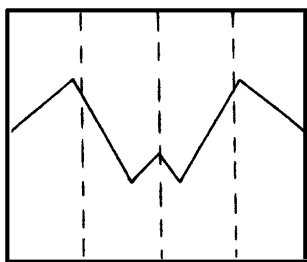


图 5.6.17 探底反弹型

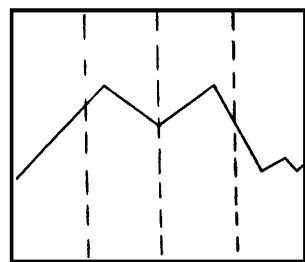


图 5.6.18 冲高回落型

(6)冲高回落型的过程与分析(见图 5.6.18)。

从形态上看冲高回落型与探底反弹型几乎是对称的。一般为低开或平开,开盘后缓慢上涨,在开盘 1 至 1.5 小时内出现第一高点,之后回档整理,在开盘 2.5 至 3.5 小时内出现第二高点,两个高点连线几乎水平,第二高点出现后股价快速回落至开盘价附近收盘。

冲高回落型属弱市中多头反抗的失败,一般后市看淡,持币观望为佳。

(7)尾市振荡型的过程与分析(见图 10—19 和图 10—20)。

尾市振荡型在全日大部分时间里为振荡收敛型、三角型或平行振荡型走势,以平行振荡型为主,经 2—3 次分别探顶探底过程。在收盘前半小时突然拉抬股价冲破盘整顶部,之后有一半可能又突然大幅下跌回到盘整区收盘。全天表现为基本平稳、尾市大幅振荡的较刺激场面。

尾市振荡型多出现于大幅振荡市场或上升趋势的中段。出现于振荡市场是正常的(如 1994 年 11 月),如果出现于上升趋势过程中(如 1994 年 8 月中下旬和 1995 年 3 月中),则代

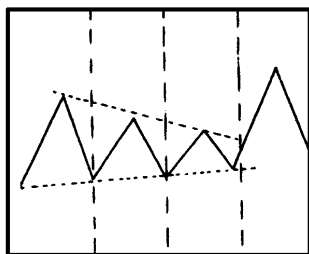


图 5.6.19 尾市振荡型(收敛)

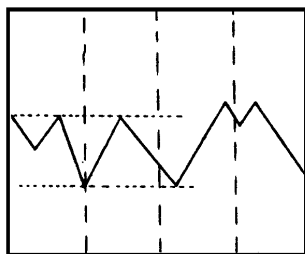


图 5.6.20 尾市振荡型(平行)

表多头主力拉抬股价时的一种蓄意震仓行为,震出浮动筹码之后将继续上涨,此时投资者应以继续持股为主。振荡市中则应逢高派发、逢低买进。

(8)小幅上升型的过程与分析(见图 5.6.21)。

小幅上升型的主要特点是波动幅度较小,难以作为正常的上升势,仍然属平衡振荡势中的整理型之一。全市一般出现两波主要上涨过程。开盘后 0.5 小时可见全日低点,第一波上涨于开盘 1.5 小时见顶,开盘 2 小时见回档低点,开盘后 2.5 至 3.5 小时出现第二波上涨的顶部,之后出现回档,尾市上翘收盘于次高价。

小幅上升型属多方在弱市中的试探性进攻(如 1995 年 1 月至 2 月较多)。其幅度不足手续费支出。短线不宜介入,长线可少量建仓。

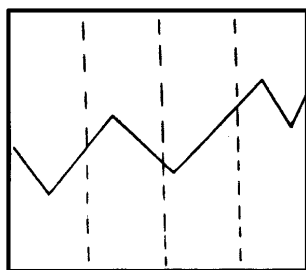


图 5.5.21 小幅上升型

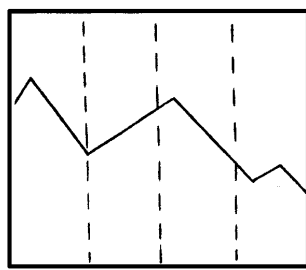


图 5.6.22 小幅下降型

(9)小幅下降型的过程与分析(见图 5.6.22)

小幅下降型的主要特点是波动幅度较小,难以作为正常的下降势,仍然属平衡振荡势中的整理型之一。其过程中一般以单峰形态出现。全市出现两波主要下跌过程。轮廓特点类似于下降势中的两轮反弹型但幅度较小,另一不同点在于小幅下降型开盘高,收盘价接近前一日收盘价位置。

小幅下降型属空头打压力量不足的表现。重点看其在趋势中的位置决定后市操作。

## 4. 上升逆转势

上升逆转势指在全日交易中股价先上涨后下跌的反转走势,包括上升中点逆转型和上升后市逆转型两种。

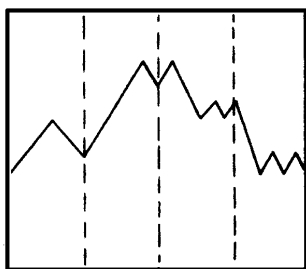


图 5.6.23 上升中点逆转型

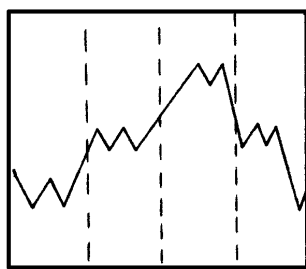


图 5.6.24 上升后市逆转型

## (1) 上升中点逆转型的过程与分析(见图 5.6.23)

上升中点逆转型的前市和标准上升型的前市几乎相同。也有上冲、做底、上涨、中途整理的过程。但是此型在后市再次上涨出现顶部时(约在 2 至 2.5 小时),会在很大成交量配合下急速下跌,迅速打破前市的整理形态低点甚至打破全日低点,使前市的上升幅化为乌有。后市一般会走出台阶式下跌型或下降整理型等下降势图形,最终收盘于次低点。

上升中点逆转型是一种杀伤力很大的转势图形,识破此型对于投资者的重要性不言而喻。一般来说,此型在前市走势中很难与标准上升型区别,只能在后市开盘逆转出现后才能确认,但是此型有一个与标准上升型最大的区别可供投资者参考:上升中点逆转型的开盘半小时之内成交量极大,其后在上升时尽管成交量也有放大但持续时间短,还不及开盘时大成交量的维持时间长,这是识别此型的重要标志。

上升中点逆转型代表一轮中级上涨趋势的结束,以清仓出货为最佳操作,至少不应超过三分之一仓位。1994 年 9 月 13 日上证指数出现 1052 点时的指数走势图即为此型识破该型并清仓出货者岂不心情愉快。笔者即是当天清仓出货的,并且当天决定在一周之内不进行任何买入,其后上证指数连拉五阴。

## (2) 上升后市逆转型的过程与分析(见图 5.6.24)

上升后市逆转型在前三个小时交易中与上升势几乎相同。可能走出标准上升型或台阶式盘升型等。约在开盘后 3 小时前后在成交量配合下快速大幅下跌,使上升终止,收盘于中间价到次低价之间。

上升后市逆转型从形式上看与上升中点逆转型仅仅是逆转发生时间的区别,但其实质却区别较大。上升后市逆转型一般发生在个股行情活跃的振荡期,接近于尾市打压型的效果,是为了影响人气而做出的图形。上升中点逆转型是一种实质性的主力出货行为,因为它留出了较充足的出货时间,而上升后市逆转型是一种成本极小的虚张声势,所以维持不了太长时间,只能在接近尾市时采用偷袭战术,后一日跳空低开即达目的。

投资者如果当天出货在逆转发生前的高点,则后一日可以择低补回,如果未能高点出货则不宜杀跌,静观为佳。

## 5. 下降逆转势

下降逆转势指在全日交易中股价先下跌后上涨的反转走势,包括下降中点逆转型和下降后市逆转型两种。

### (1) 下降中点逆转型的过程与分析(见图 5.6.25)

下降中点逆转型的前市基本上类似于无抵抗下跌型或台阶式下跌型。开盘 2 小时前后出现逆转走势,底部形态为头肩底、复合头肩低或 W 底。后市走势属于上升势,以高点或次高点收盘。

下降中点逆转型属于中级转势或短期振荡炒作都有出现,应结合前后日 K 线情况决定操作,一般以短线处理高抛低吸为佳。1994 年 10 月 7 日上证指数图是此型的典型例子。

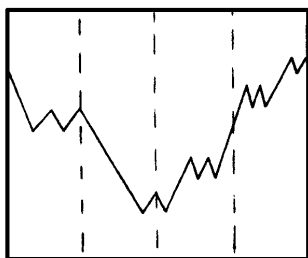


图 5.6.25 下降中点逆转型

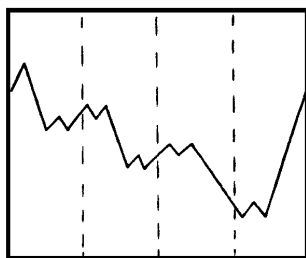


图 5.6.26 下降后市逆转型

### (2) 下降后市逆转型的过程与分析(见图 5.6.26)。

下降后市逆转型在全日前 3 个小时交易中以无抵抗下跌型为主。开盘 3 至 3.5 小时前后出现逆转走势,底部形态不规则,有头肩底和圆弧底等。其后的上升速度极快,以高位收盘。

下降后市逆转型属短期炒作振荡,投资者应以快进快出为主,持股时间不宜过长。

以上按上升势、下降势、平衡振荡势、上升逆转势和下降逆转势五个种类对股价即时盘走势进行了分类研究,大体上按形态特点划分为即时盘股价形态定式五种 24 个类型,原则上包括了即时盘股价走势的绝大部分。笔者 1993 至 1996 年经过 4 年的观察研究并实际应用效果较好。实际上,从 1993 年到 1996 年中,股价走势越来越符合即时盘股价定式 24 型的标准,只有 1993 年市场较小时走势不规则者较多。所以,可以认为将来的即时盘股价走势定式化趋向将更加明显。

原则上每只股票的即时盘走势都可利用即时盘股价定式进行分析,但从实践看,其图形往往不太标准,较难辨认,远不如指数图形容易掌握。在每日走势中,个股在绝大多数情况下是随着指数涨跌而涨跌的,即使被称为恶炒个股的时期也是如此,只不过幅度不一致而已。所以,应用即时盘股价定式对指数进行分析更为有效。

在五类定式应用中,上升势和下降势的实战图形往往比较接近标准过程,而平衡振荡势、上升逆转势和下降逆转势的实战图形则变化较大,尤其是平衡振荡势较难把握。在分析中必须抓住实战图形的整体大形态特点、不要纠缠细节变化,才能正确研判。

利用即时盘股价定式对即时盘进行分析是一种全新的手段,有待于在实践中长期检验。即时盘股价定式是对客观存在现象的一种归纳,实战效果也较好,将会经得起时间的考验。



## 八、休整的时机

从较长时期来看,股价上涨和下跌的比例是近似的。最好的情况当然是上涨时手中总有股票,下跌时手中总没有股票。这样至少有一半的时间手中不应有股票。手中没有股票时自然可以心情放松一些、休整一下。休整的时间和操作的时间基本上是 1:1,因此休整与操作同样重要。

现在中国股市尚不成熟,投资者队伍也不成熟,包括部分机构操盘者在内,几乎每天都在股市中进行交易,无数血的事实说明这是一条取败之道。

中国股市在国家股、法人股上市问题解决之前,笔者也认为不具备长期投资的条件,但坚持认为中期投资是可行的,而且比短线差价利润更丰厚。

常常在一轮行情结束时仍然看到、听到股评中说“预计明天将有反弹”之类的介绍,事实上这种所谓“反弹”往往只有几个指数点的波动。根本就不值得进行操作,又何必介绍给普通投资者去入套呢?

根据 1993 年至 1995 年 760 个交易日统计,当天上证指数波动幅度在 10 点以下者为 143 天,占 18.8%,当天波幅在 10 点到 20 点之间者为 276 天,占 36.3%。1995 年共 251 个交易日,当天波幅 10 点以下者为 81 天,占 32.2%,当天波幅在 10 点到 20 点之间者为 115 天,占 45.8%。可见振荡幅度是逐步减弱的。以上证指数 650 点计算来回 1.4% 的手续费加印花税约 9 个指数点。根据一般规律,投资者平均只能拿到差价利润的一半。这样 20 点的波幅拿到一半只够手续费等花费,天天进出有何利润可言?而这样的日期占 1995 年的 78%!这样看来,即使是上涨日中也有相当数量的日子不宜操作,以避免小反弹大下跌的伤害。所以,要想在股市中长期生存,操作和休整的时间比例应为 1:3 左右较为合适,即是说:25% 的时间操作,75% 的时间休整和观察。作为股民,必须学会休息和等待。

一般来说,休整的时机主要是在下降趋势过程中。小反弹一律不予理睬。此外,还有一些时候也应进行休息调整。如:

连续获利丰厚的时候。这时不容易控制已经浮躁的心情,较易出现满仓去“赌”的行为。

连续操作失误的时候。这时因为连续做错使情绪极差,降低了客观冷静的判断能力,继续出错的可能性很大。

市场趋势看不清时不要勉强去做。

传言四起,消息满天飞,股价振荡大的时候。原则上这时的差价利润很大,可同时也是最缺乏规律性的时候。往往赚钱的差价是别人的、亏钱的倒差价是自己的,还不如坐山观虎斗为妙。试问在 1994 年 10 月、11 月大振荡中有几个普通投资者赚钱呢?

连续操作时间较长后应有一段休整时间,以便调整情绪。保持良好的心理状态是投资成功的必要保障。

休息时最好是“绝对休息”,不去市场,以免临时起意,在市场气氛影响下很容易做原本不想做的交易。

休息又是“相对休息”,在休整时期,对前一段的操作进行仔细的回顾总结,做得好继续,做得差改正。善于总结者才能提高操作水平。

总之,休整是股市中最重要的“操作”方法之一。

## 第四节 上海和深圳股市中股票的板块

### 一、板块是市场中自然形成的

股票市场永远少不了各种炒作题材,某种题材如果持续时间较长,涉及股票比较固定,就形成某种概念,带有这种概念的股票组成某个板块。

某种炒作题材受到市场上众多投资者认可才能引发成功的炒作,从而形成某种概念和板块。所以板块是市场中自然形成的,不是个别人的鼓吹就能成立。

在市场中概念、板块只有作为一个明显的实体出现活动才能被确认,即概念、板块只能发现、不能发明。某种概念、板块的名称是人们主观赋予的,但是板块内股票之间的有机联系却是一种已经存在的客观事实。就像化学元素的名称是人起的,但元素本身却是客观存在的一样。

国内证券市场中有不少人热衷于创造概念、板块。例如有人提出过“名牌概念”、“名店概念”等等,这种纯凭想象就以为市场应该炒一下的想法是否过于天真了?也有人为某种已经存在的板块设想某种新变化,例如有人说应炒一次“绩优股概念”。事实上绩优股板块的市场特性并不会因为这种美好的主观愿望就出现改变。与此类似的还经常有人主观地认定下一轮行情会以某种行业板块领涨,如科技板块、农业板块等等。所谓“三峡板块”也没有煽动起来,证明板块的形成需要有客观上存在的凝聚力,不能拼凑。如果建立“三峡省”的话,这一题材就会自然产生。当1997年初“三峡省”的替代概念——重庆直辖市题材明朗之后,重庆上市股票才真正作为一个完整的板块出现了整体的炒作,这是板块客观性的证明。发明概念的登峰造极之作便是被主力利用、使中小散户大受其害的“新上海概念”。总之,创造概念对广大投资者有害无利。板块只能在市场中自然形成,只能发现,不能发明。

### 二、板块的特性

板块有很多特性:

市场上同时存在的板块众多,市场只关心最活跃的。

板块的市场表现是变化的。今天市场追捧的板块明天也许就无人理睬,今天倍受冷落的板块也许明天就被捧上天。例如1993年到1994年被追捧的浦东板块到1995年就无人理会,以前避之犹恐不及的大盘股如石化、马钢、金杯、广华和华药等在1995年受到热烈追捧。投资时不要抱着过时的概念不放,需要一点“追时髦”。

板块概念是可以转化的。如大规模股权转让是一个永恒的概念,在1993年表现为收购板块、1995年表现为并购板块,表现形式不同,但实际上都是股权控制概念的不同转化形式。

板块的市场变化是有基本面成因的。例如浦东板块1993年至1994年被炒作与其高速的成长性相联系,1995年被冷落又与其增速见缓相对应;收购板块在1993年被追捧到50元与

其盘小绩优相联系,1995年受“排挤”又与其股本增长过快变成大盘股和屡屡假收购相对应。这些基本面因素为投资者预测某板块的未来兴衰变化提供了分析根据。

板块的地位和比价关系是循环往复变化的。常有人说上海股市某些时期的爆炒使价格结构混乱、不合理等等。事实上股市本身的价格结构永远处于“秩序—混乱—秩序”的变化中,板块比价也将是“正常—异常—正常”的循环。仅从这一点出发也不会在渤海化工、东方电机和西藏明珠股价1995年暴涨时去追涨,坐等其必然的价值回归即是上述原理的实战应用。如此也就不难理解为什么在两个不同时期的相同指数点位时,同一只股票的价格会相差很大。

### 三、板块的分类

板块是按股票种类划分的,例如按行业分的行业板块,按地区分的地区板块,按业绩有绩优股板块、垃圾股板块,按盘子有大盘股板块、小盘股板块,按市场题材有送配板块、新股板块、收购板块、并购板块等等。每一只股票都同时属于几个板块。有的板块是长期存在的,有的板块是临时“组建”的(如新股板块)。板块之间也有包含关系,例如出租车板块也属于公用事业板块等等。

## 第五节 实战问题

### 一、金字塔操作法

金字塔操作法在证券投资中被广泛利用,投资者接触的也较多。

金字塔操作法的原理是尽量降低自己的平均买进成本,尽量提高平均卖出价格。成本降低了,卖价提高了,获利空间自然就加大了。该方法的出发点是承认在现实中无法准确判断行情的最高点和最低点,于是采取了一种折衷的办法。

从股价上涨时开始买进,每上涨一段距离都买入比前一次数量要少的股票,使成本保持一个金字塔的形态,这是买进时的金字塔操作。

卖出时采取倒金字塔操作。在上升趋势持续一段时间之后,逐步卖出股票,每上涨一段距离都卖出比前一次数量要多的股票,使卖出数量排列成一个倒金字塔形状。

金字塔操作法的买进卖出全过程组成如下图形状。

采用金字塔操作法第一个条件是要有较大的资金数量,否则根本无法实施。所以对中小散户不太适用。有人在买进时用倒金字塔、卖出时用金字塔形式是对金字塔操作法理解错误的结果。

### 二、摊平操作法

金字塔操作法的全过程被假定在上升趋势过程中,实际问题是:怎么能判定上升趋势已经

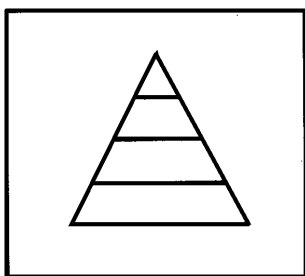


图 5.6.27 金字塔买入

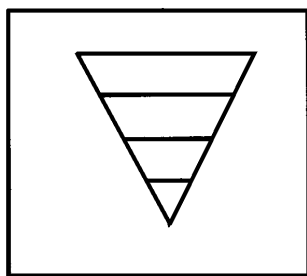


图 5.6.28 倒金字塔卖出

开始呢？如果可以判定上升趋势已经开始为什么不一次性买进呢？

由于存在上述问题，就对金字塔操作法做了一些改进：

在下降过程持续一段时间之后逐步买进，每次买进数量都多于前一次，组成一个向下发展的金字塔。

如果在股价下跌过程中每下跌一段距离均买进同样数量的股票，就演变成摊平操作法的一种形式了。

摊平操作法的实质也是降低平均成本。

使用摊平操作法事实上首先承认了自己不能确定将来的底部在哪里。既然不能确定底部位置又为什么要进行摊平买进呢？买进操作事实上证明了自己认为已经是底部的判断，这里就出现了操作方法和判断上的矛盾。

在股价下跌过程中，往往有人主观地判断“下跌空间不大”、“应该是底部了”、“应该反弹了”等等，事实上股价却在不断下跌。1994 年上半年曾经认为 750 点是上证指数的“铁底”，结果跌到 325 点。

投资者的判断应该以市场实际为依据。有时当你觉得股价跌到已经不可能再下跌时往往还会跌相当大幅度。从 1993 年 8 月到 1994 年 7 月哈医药股票从 12 元以上跌到 2.50 元，即使你使用摊平法把平均成本从 12 元降到 5 元之低，你仍然损失 50% 资金。况且你在 12 元价位上的股票数量远远少于最后摊平后的总量，如果早些割肉跑掉，损失也会小于最后的总损失金额，还不用承受长期套牢的痛苦。

总之，摊平操作法是一种扩大亏损的被动的操作法，下降趋势中采用此法事实上是逆势而为。该方法试图回避证券操作中最重要的一项条件：正确的判断能力。而这是回避不了的，投资获利必须有较正确的判断做基础。摊平操作法应慎用。

### 三、止损操作

止损操作的原理是：假设你判断的正确性为 50%，每次判断失误时都把损失控制在一定百分比内，而每次判断正确时的赢利都大于失误时损失的百分比值，长期坚持则必然获利。

要把损失控制在一定百分比内，必须在买进股票（期货是建多仓或空仓）时，事先设定一个

损失的允许幅度,这个幅度每次操作中不完全一样。如果损失资金超过此限,立刻卖出(期货为平仓)制止损失扩大。这个极限值叫止损点。每次操作时的损失控制幅度不一样,这是因为要结合当时的市场实际。把止损点设置在重要支撑区的下面(期货中还有重要阻力区的上面)。市场价到达止损点说明支撑被打破,当然要出货。

止损点的设定相当于为操作设置了一个安全阀门,可以有效地防止损失扩大甚至崩溃的发生。

止损操作是证券投资中的一种重要手段,很多中小散户不了解这一点,听任损失的无限扩大,其风险不言而喻。

即使在知道止损操作的投资者中,实际运用的也较少,在使用中严格执行的就更少了。往往会有这种思想:万一刚刚割肉止损行情就上涨了怎么办?不严格执行则止损点形同虚设。

刚刚止损行情就反向的情况确有发生,这时的心情也会不太平衡。其实止损操作的意义在于长期多次实行,其整体效果将保障你的利润、控制损失,而不是每次都保证投资者不后悔。每一个投资大师在谈到成功经验时都提到止损操作在他的成功中的重要作用,这是止损操作的实用性的最好证明。

### 四、股票箱操作

该方法是把股票价格划分为一个在价格上限和价格下限之间的箱形,当股价接近箱顶时卖出,价格接近箱底时买入。这就叫股票箱操作。

股票箱操作法在一个盘整市场中有一定效果,但是却不能保证不突破箱顶、箱底,一旦突破则该方法失效。例如 1995 年在上海股市中公认 600 点至 800 点为一个股票箱,可是年底却从箱顶 792 点直接向下突破 600 点,没有在 600 点形成有效支撑。

股票箱操作的要点,一是正确估价箱体位置,二是与止损操作结合,这样才能包括箱体被突破的情况。另外,股价箱形振荡只能是短时间的,每过一段时间股价就会转到另一个箱体中振荡,这种变化是永恒的。

### 五、扩大型投资与维持型投资

在企业经营中一般有两种不同的经营策略,一种叫做扩大再生产方式,主要是指企业把每一段时间内所获得的利润中的大部分重新投入生产过程,用更多的投资赚取更多的利润,从而扩大了企业的规模和利润总额。与此相反的另一方式是把所获得的利润主要用于消费,不再扩大投资规模,把利润维持在一定水平上。

在股票投资者中,也同样可以采取类似上述方法的投资方式,可称之为扩大型投资和维持型投资。

#### (1) 扩大型投资:

在最初投入资金已经在市场中获利后,并不提取资金,而是把所获利润与初始资金加在一起,再次投入市场,希望用扩大投资规模的方式获取更大利润,这就是扩大型投资。

扩大型投资应注意几个问题:把每次获利均作为再投资虽然可以迅速扩大投资规模,存在获取更大利润的可能,但同时也扩大了投资风险,扩大规模后同样比例的损失将会比初始资金

量时的绝对损失额大得多。所以扩大型投资是一种冒险型投资。

在扩大型投资的操作中,一般不应把全部利润无保留地用于扩大再投资,至少应提取一定比例资金作为风险准备金。

### (2) 维持型投资:

维持型投资的特点是维持最初的投资规模不变,每次获得的利润除去弥补以前亏损之外全部提出。

维持型投资又分为资金总额不变和股票总额不变两种。

资金总额不变是指投资中以资金总量作为控制目标,每次结算时计算所持股票市价总值和剩余资金之和,凡超过初始资金量的部分即作为利润提出,始终维持总的投资金额不变。

股票总额不变是指投资中以股票总量作为控制目标,每次结算时始终维持总的股票数量不变(一般品种也不变),多余股票卖出,超过初始持股数量之外兑现出的资金作为利润提出。

维持型投资的缺点是获利程度有限,这是一种保守型投资方式。

## 六、其他问题

### (1) 套牢股票不卖就不赔吗?

许多股民高价买进股票被套牢后,坚持“赔钱不卖”,以为这样就能不赔钱了。甚至有些股评中也提倡这样做。事实上是一种误解。

买进股票的价格叫成本价,市场的最新价格减去成本价(加手续费)为正值即是赚钱、为负值便是赔钱。并不因为你没有卖出就能改变赔钱的事实。

处理套牢股票的方法只有两种,一种是坚守,一种是割肉(摊平法不可取)。坚守的前提应该是未来下跌幅度有限,但是你又怎么知道未来下跌幅度不大呢?这里必须使用止损点操作,如果市场价破掉止损价位则不再坚守,割肉出局。

割肉是一种敢于面对现实的魄力,也是成功者必备的素质,常常可以使投资者绝处逢生、避开毁灭性的打击。总之,套牢股票不管卖还是不卖都只值市场最新价,赔钱的现实是不可否认的,关键在于需要投资者采取正确的处理方法。

### (2) 惜售能不能使股价由下跌转向上涨?

惜售心理在股价下跌过程中普遍存在,但是很明显,惜售不能使股价由下跌转向上升。

常有股评中提到“现在极度惜售”,言外之意是大家都惜售,股价就不会再下跌而要上涨了。

股价高低由买卖双方决定。当卖方出现惜售时只不过减弱了下跌的主动能量(不是完全消失),股价下跌速度会出现一定缓和,但是后市是否上涨并不决定于卖方而主要决定于买方。只有当不断增加的资金加入主动的买方行列,股价才会上涨。

如果没有增量资金的介入,仅有惜售情绪的影响,则会出现卖方惜售、买方更惜买的清淡局面。最终打破这种局面仍然要看是否有增量资金介入,有则上涨,无则下跌。所以,惜售本身不能使股价由下跌转向上涨。

### (3) 绩优股在大行情中为什么总是表现不如某些垃圾股?

股份公司的业绩与其股票的市场弹性是两个概念。股份公司的业绩决定了这种股票在 market 中的基本定位,也就是值多少钱。弹性好坏是市场属性,是市场对于该股票评价的变化。市

市场对业绩好的股票的评价比较恒定,不管市场环境优劣,对绩优股的评价一般变化不大,导致绩优股的股价变化也不大。市场对于业绩不好的股票评价变化很大,当外部环境转好时会认为业绩差的股票将出现较大转机而大量购买,当外部环境转差时又会认为业绩差的股票将不值一钱而首先遭到抛售。所以垃圾股下跌时就进地狱深渊、上涨时就直冲九霄云外并不奇怪。

另外,对于绩优股投资人一般倾向于长期持有,利润主要来源于分红派息而不是市场差价,不轻易进出,浮动筹码较少,股价变化不大。对垃圾股一般持有时间较短,整体下跌时抛售压力很大。浮动筹码较多,当大行情来临时主力较易吸收筹码,利于炒作,所以股价变化较大。

总之,业绩与市场弹性不同。如果投资策略倾向于长期投资绩优股,就必须能够忍受寂寞,不计较一时的得失。要想每年绩优股的市场收益都像1996年的长虹、发展一样丰厚是不现实的。

(4)是不是每天手中都有股票才叫股票投资呢?

对中小散户来说,这个问题明显是否定的,但这是多数投资者都经过的一个阶段。

对于大机构投资者来说,较多的筹码和资金数量使其进出不便,只能对所持股票的数量进行增减,不会一股不剩。但对中小散户来说就不同了。

不管是每天都进进出出的短线投资,还是一年到头不做交易的长线投资,许多中小股民都有一个共同特点:他的手中不论什么时候,常年都拿着一些股票。从实践效果看这是不正确的投资方法。

从短线的观点来看,首先,股市不是天天都有赢利机会;其次,投资者也完全不可能一次不落地抓住每一次赢利机会。所以投资者必须理智地放弃这种“次次不落”的冲动和尝试。

市场的利润就像一个水塘,每个投资者投入市场的资金就像一个已有半勺水的勺子。当水塘内的水极少时,如果你还连续不断地试图多盛一些水时,只可能洒出去水而不会盛到更多的水。只有当水塘内的水较多时,才可能盛到一满勺水。

从长线的观点来看,如果你天天拿着股票不动,最终的结局也只能是不赔不赚居多,赚钱机会较少,这种守愚之策不是上策,长期为别人“举杠铃”是不划算的。

市场中每年都会有几次较大幅度的行情,而且也仅仅是在这几次机会中才有较大获利可能,最适宜的投资策略就是抓住这几次机会拿住股票赚钱,而其余时间则是休整和观察。正像战争一样,一次战斗过后英明的指挥官会使他的军队像消失一样无影无踪,使对方摸不到底细,而永远浮在表面上的是什么呢?是靶子。

(5)牛市中为什么还会赔钱?

这是市场中常见现象,见多不怪。股市中低买高卖就赚钱是最浅显的原理,然而又是过于简单化的理解。

牛市是在已经过去之后才被人们认可的,而在投资操作中,必须正确判断未来的走势是不是“牛市”才能赚钱。这是旁观者和局内人的区别。也就是说,牛市并没有挂着牛市的牌子走来。投资者只见现在上涨了 $\times\times$ 点,明天是否还会上涨呢?纠缠在这些问题中自然会“只见树木,不见森林”了。

另外,不在市场,只看报刊中的行情报表是不可靠的,因为当天涨跌的细节不得而知,涨跌幅中有虚涨虚跌的成分。

例如1994年8月1日的山东渤海股票,上涨102.57%,收盘价6.3元。从行情报表看十分可观,事实上全天大部分时间在4元多的价位徘徊,如果当天买入则利润极少。在尾市收盘

前几秒钟,突然出现巨量买盘把收盘价托到 6.3 元收盘。第二天如果以 6.3 元为参考价却根本卖不出去,因为第二天仅仅开盘在 4.6 元,实际利润远远不及报表中所显示的幅度,就因为这里有虚涨成份。

还有一点是:牛市中也有涨幅甚微甚至下跌的股票,如果不幸选中这种股票,牛市中也会赔钱。例如 1995 年 2 月至 9 月的上升趋势中,上海本地股表现较差,利润不多。1996 年牛市中深圳股票涨得多,上海市场的个别股票却有下降。

牛市赔钱还往往是因为操作者频繁换股造成的。大势上涨时总想骑上黑马股,总觉得其他股票比自己手中的股票涨得快,频繁换股最终错过时机,把一段行情“浪费”了。

### (6) 主力被套牢的股票可以买进吗?

股评中总可以看到有关某个股票或板块的炒作主力被套牢的消息。有些投资者认为买进这种股票较安全,可以坐等主力解套自救时获利。

事实上这种想法貌似机警,实则危险。首先,主力的解套过程并不一定要拉抬被套牢的股票才能自救。拉抬周边板块自救、甚至拉抬深圳救上海、拉抬上海救深圳都曾有过。在自救过程中主力通过其他股票的炒作获利来降低套牢股票的成本,如果成功的话,套牢股票的价格即使没有上涨,也可以从成本上“解套”出逃。坐等主力的投资者则希望落空。其次,主力被套牢的事实说明该主力对大势判断失误、实力有限控制不了大局才会被套牢,中小散户怎么能把希望寄托在这样的主力身上呢?

上述思路源于一种“主力崇拜情结”。其实主力的情况很复杂,主力有大小之分,力量有强弱之分,炒作时间有长短之分,手法有高低之分。跟庄时如果跟着一个炒作手法低劣的主力岂不是自杀?大街上每当下雨时都有没打伞的人,雨并不会停止;行情下跌时总会有被套牢的(包括主力),下降趋势也不会为此而回头,任何试图依靠主力的想法都是错误的。

### (7) 普通股民如何对待权证炒作?

要谈这一问题首先请看如下事实:

江苏悦达在 1994 年 12 月 26 日至 1994 年 1 月 13 日的配股权证和国家股转配股权证的交易中,两种权证上市第一天分别开盘在 15.5 元、10.05 元,最终各暴跌 77% 和 95% 以上,转配权证最终收于 0.48 元。

福州东百转配权证在 1995 年 1 月交易中从上市开盘 3.2 元(最高 4.78 元)暴跌 99% 以上,最终收于 0.03 元。

深圳股市的几种权证也有类似情况,甚至创下 0.01 元的纪录。

事实证明权证炒作风险远远大于正股炒作,连职业炒手都难于在悦达、东百这种短期权证中获利,普通股民就更不适于参与权证炒作了,即使是长期权证也不适宜。

### (8) 普通股民如何对待基金炒作?

基金是股市中一个相对独立的板块,走势比较特殊。

从根本上说,基金的价格取决于其收益,又因多数基金都有证券投资业务,所以证券市场状况的好坏将影响基金的价格变化。

基金性质介于股票和债券之间,影响基金价格的因素比股票要单纯一些,加上基金炒作不带指数,给人以“费力不讨好”的感觉,所以基金定势原则上也会比股票平稳。

有时炒作基金的庄家为了吸引投资者注意和参与基金炒作,故意操纵基金价格,在大盘指数下跌时拉抬基金,在大盘指数上涨时又故意打压基金,这纯属为了吸引投资者的注意、并且



回避与股票争夺资金的劣势地位。1996年1月的某些时候上海股市中的基金庄家就经常采取这一战术,上下巨幅振荡、不随大盘指数。对于普通投资者来说,受到庄家完全控制的基金是很危险的品种。基金不随大盘走势则投资失去一个重要依据,价格涨跌已完全决定于庄家的基金变成了一种“股性”恶劣的不良品种,所以基金被恶炒时普通投资者不应介入。

当基金走势较平稳并且追随大盘变化时,基金是业余投资者长期投资的理想工具之一。

(9)警句与提示精要。

(注:以下警句与提示是笔者实战心得中的精华,得益于传统理论又加上自己的创新。)

顺势而为。机动灵活,随机应变。

大势优先。把握市场全局方向远比个股重要。

中国的股市需要中国特色的分析手段和操作方法。

贪者先亡,怯者无功。

把“最后一段利润”留给别人。投资水平从初级飞跃到中级的标志是“让别人也赢利”和“敢于割肉止损”。

一次失误就可能是致命的。

放过一轮小反弹无关大局,不要试图抓住每一次机会。

时刻保持一种“平常心”,要注重心理调整,学习心理分析。

天量对天价,地量不一定对地价。

绝不可巨额透支。

绝不可让亏损扩大到难以收拾的地步。

止损点不可轻易变更。

国内股市的长期投资是几个月而不是国外常说的三、五年,随将来股市投资价值的提高,长期投资周期可调整为一至二年。

国外股市不常见的“单日反转”在上海和深圳股市中经常见到。

追涨杀跌多数情况下是正确的顺势行为。

低买高卖操作往往变成高买低卖的逆势行为。

认为“上涨空间不大”或“下跌空间不大”都是主观的,是主观认为市场到“顶”或到“底”的翻版,涨跌空间大小只有市场事实才能决定。

价涨量增看好,价涨量缩看空,价跌量增看空,价跌量缩见底。一般情况如此,但常有例外。

摊平买进是扩大亏损的方法。

中小投资者应避开所有的消息市。

股票投资基本策略是:牛市长拿股,牛皮坐静观,熊市守着钱。

短期权证的危险远大于可能带来的收益。

涨时重势,跌时重质。强势需要激情,弱势需要理性。

股市有自己的心跳频率。

成功的操作是经验、理论和直觉的综合。

买入价值、沽出疯狂。

对未来涨跌方向,市场多数会有预兆和信号。

证券市场的操作从来没有100%的把握。

市场中可以看到和听到的信息很多是假的或错误的,对此应保持警觉,做好两手准备。

大涨必大跌、大跌必大涨。

机会永远有,欲速则不达。

分析理论是套路,市场操作是散打。

耐心比技巧更重要。“等待”是最常用的“操作”方法之一。

证券市场中没有一成不变的模式。

## 第七章 附录

### 附录一 与股票相关的基本概念

#### 1. 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。是有价证券的一种主要形式。股份公司将预定的资本总额分成若干均等的单位,即股份,在按一定的发行价格出售给投资者的同时,签发一种书面凭证,以证明投资者的入股份额或金额,并享有相应的股东权利和所应承担的义务。这种书面凭证就是股票。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。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。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,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。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。如果不合时机地在高价位买进该股,就会导致严重损失。股票的种类很多,分类方法亦有差异。按股票持有者责权利的差异,可分为普通股票和特殊股票;按是否记载股东姓名,可分为记名股票和无记名股票;按是否被投资者认购并持有,可分为发行股票、未发行股票和库藏股票,等等。

### 2. 普通股票

享有股东基本权利和义务的股票。普通股票是股份公司必须发行的一种基本股票,是公司最重要的一种股份。普通股股本构成公司资本的基础,每一普通股均有完全平等的权利与义务。由于普通股票是在权利义务内容上不附加任何条件的股票,因此被人们当作标准型股票。其他股票则是在普通股票的基础上附加一些条件或增减某些权利而形成的特殊股票。当今各国股份公司所发行的股票,大部分都是普通股票。所以普通股票是最常见、最普遍、最基本的股票形式,通常证券市场上所称的股票,就是指普通股票。

普通股票的持有者是股份公司的基本股东。按照各国公司法的规定,他们享有法定的股东权利,也要承担相应的股东义务。其权利主要有:①经营参与权。普通股票的持有者享有出席股东会议权、发言权、表决权、选举权和被选举权。每一普通股票拥有一个平等的权利。普通股票持有者通过行使上述权利,参与公司的经营管理。若普通股股东因故不能参加股东大会,还有权委托代理人行使上述权利。②盈余分配权和剩余财产分配权。当公司将所获利润分派完优先股股息后尚有盈余时,普通股票持有者有权享有公司分派的红利。当公司终止清算时,在公司财产满足了债权人和优先股东的清偿请求后,有权参与公司剩余财产的分配。③优先认股权和股份转让权。现有普通股股东有权保持对公司所有权的拥有比例。当公司增发新股票时,普通股股东有权按所拥有股份的一定比例优先购买公司所发的新股票,以保持其对公司所有权的相对比例。普通股票持有者还有转让其所持有的部分或全部股票的权利。普通股票在享有上述权利的同时,必须承担普通股东的义务,主要有:及时足额缴纳股金,关心、帮助、参与公司的经营管理,分担公司的经营风险,在入股额范围内承担公司破产清偿的义务等。

普通股票的收益主要由普通股股利和股票市价的升值部分构成。普通股股利没有固定的股利率,分派顺序列在优先股之后,股利的多少完全取决于公司的经营状况和盈利的高低。普通股股利通常称作红利。普通股票收益的另一部分来自于股票市价的升值部分,即股票买入价高于市场上卖出价的差额部分。

持有普通股票的股东,与优先股票或债券持有者相比,要承担更大的风险。主要原因在于:①普通股股利不保底,且分派顺序列在最后,股东能获得多少股利,完全依据公司净利润的高低来决定。每年只有在公司对其债务按期还本付息、对优先股支付规定的股息以后还有盈余时,才能分到股利;若公司盈利不足或适逢还债高峰,可能不分股利;与此同时,公司股票的股价亦受影响而下跌,普通股票持有者也难以获得股票的差价收益。②一旦公司终止清算,普通股票持有者对公司剩余财产的分配顺序排在债权人和优先股股东之后,只有当还清债务和偿还优先股股本之后还有剩余财产时,普通股票持有者才能参与分配,收回或部分收回自己的投资股本。一旦公司破产,剩余财产不足以满足债权人和优先股东的清偿请求时,普通股股东只能承担损失全部股本投资的风险。

### 3. 特殊股票

相对于普通股票而言的在股东权利内容中附加某些特殊条件的股票。这些附加条件有的是给予某些优先权,有的是赋予某种新的权利,也有的是限制某些权利。不同的附加条件形成了不同种类的特殊股票,主要有:①优先股票,即在公司盈利和剩余财产的分配上享有优先权的股票。②后配股票,即在盈利分派和剩余财产的分配顺序上都列在普通股之后的股票。③混合股票,即将优先股票和后配股票的特征混合在一起的股票。④偿还股票,即发行后一定时期可按特定的赎买价格由公司收回的股票。⑤转换股票,即发行后在一定条件下允许持有者将其转换成其他种类的股票。⑥多权股票,即股份公司给予特定股东一股多个表决权的股票。⑦限制表决权股票,即在特定条件下股东行使表决权受到限制的股票。⑧无表决权股票,即持有者没有表决权的股票。特殊股票的附加条件均须载入公司章程或经股东大会决议在法定文件中注明,因为这些附加条件直接关系到股东权益,任何人不得擅自决定或更改,董事会也只能在股东大会授权的范围之内行事。公司发行何种特殊股票,主要取决于发行目的。

### 4. 优先股票

在公司盈利和剩余财产的分配上享有优先权的股票。是特殊股票中最重要、发行量最大的一种股票。优先股票的优先权主要表现在两个方面:①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;②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。

公司发行优先股主要出于以下考虑:①清偿公司债务;②帮助公司渡过财政难关;③增加公司资产,同时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。

### 5. 记名股票

在股东名册上登记股票持有者姓名和住址,并在股票票面上注明持有者姓名的股票。各国公司法对记名股票的有关事项一般都作出具体规定,主要内容有:①股票认购者是自然人的,无论其认购多少股,均应记载同一人姓名,在股票上记载的自然人姓名应与其身份证明一致;股票为政府、机构或法人持有的,则应记载政府、机构或法人名称,不得另立户名或记载代表人姓名;股票持有者因故改换姓名或名称,则应到公司办理变更姓名或名称的手续。②记名股票不能私自完成转让。由于公司只承认在股东名册上的登记者为该公司股东,因此转让记名股票时必须到公司办理过户手续,向公司呈示股票,在股东名册和票面上更换持有人姓名后,才能成为名副其实的股东,享有相应的权利。

与无记名股票相比,记名股票的优点是:①便于股票所有者行使权利。由于记名股票的股东姓名在公司股东名册上均有明确记载,故股东在行使权利时不必出示股票。②便于公司与股东保持联系和发送通知等。由于记名股票持有者的姓名、地址等均记载于股东名册上,公司可以按此及时与股东取得联系、发送有关信息或沟通情况。③有利于公司掌握股东的分布状况,便于公司搜集不轨行为的信息,及时采取对策。④相对安全,便于挂失。记名股票的缺点是转让时须经过更名过户程序,手续复杂。

我国公司法规定,公司向发起人、国家授权投资的机构、法人发行的股票,应当为记名股票;对社会公众发行的股票,可以为记名股票,也可以为无记名股票。

## 6. 无记名股票

在公司股东名册和股票票面上均不记载股东姓名及地址的股票。无记名股票的实际持有者就是股份公司的股东,谁得到股票谁就可以行使股东权利。无记名股票与记名股票在股东权利上没有差异,不同点只在于其记载方式、权利行使方法和通知股东的方法。由于公司发行的无记名股票不造股东名册,票面上也不标明股东姓名,因此在行使股东权利时,能够证明股东资格的唯一方法就是出示股票。股东必须凭股票才能领取股息和红利、参加股东大会和行使表决权。因没有股东的姓名地址,公司在发放股利或召开股东大会时,只能采用公告的形式发布通知,股东需要自己留心注意信息,以免错过行使股东权利的机会。

由于无记名股票的特点是必须实际占有股票,谁持有股票谁就可行使股东权利,公司没有股东名册可供查证,为了防止伪造,无记名股票的印刷要求极为严格。在纸张、颜色、图案、水印、号码和防伪技术上都类似于印刷纸币。

无记名股票的发行较为严格,股东只有向公司缴足股金后才能得到股票。无记名股票可以自由转让,也不需办理过户手续。

无记名股票的优点主要是转让流通比较便利。因不必更名过户,既简化转让手续,又可以节省过户费用,还可减少公司发放通知的工作量。其缺点主要是:股东每次行使权利都必须出示股票,有诸多不便;不利于公司与股东保持经常性联系,召集股东参加一些非常规性的活动比较困难;不易掌握股东的分布情况,难以对一些不利因素或不规行为作出有效防范;股票的安全性较差,一旦遗失,投资者便丧失股东权利,且无法挂失。

## 7. 已发行股票

股份公司通过行发市场已经销售出去的股票。已发行股票是相对于未能发行出去的股票而言的,它不是一种具有特殊权利内容的股票种类。各种类型的股票一经发售,被投资者认购,都可称之为已发行股票。已发行股一经认购者持有,公司必须承认其股东资格,允许其享有各股票种类所特定的股东权利。

## 8. 未发行股票

公司新股发行计划中确定的发行总量中未被投资者认购的股票。股份公司无论在新设立或设立后增资而发行新股时,都必须事先制定新股发行计划,确定新股票的发行总量。股东大会通过、报政府主管部门核准后,在核准的额度内发行新股票,募集股本。但在新股发行过程中,有时却不能将欲发行的新股票全部销售出去,这些未能发售出去的股票就称为未发行股票。

未发行股票在发行期满之后,应由公司库存保管。但公司不得据此计算股利或表决权。因为未发行股票是无人认购的股票,没有所有者,故不能享有盈利分配权、表决权等股东权利。公司对未发行股票的处理方式主要有:①等待时机将其重新出售;②用以交换其他资产;③作为股利分配给股东,以替代现金股利的发放;④作为红利分派给公司董事、总经理或从业人员。

## 9. 库藏股票

亦称“回收股票”。公司在市场上用资本金或法定公积金买回自己过去发行的股票,或由股东移赠给公司的已发行股票。这些股票因必须金库保藏而得名。公司一经收回股票转作库藏,这些股票就失去了股东权益,故库藏股票没有表决权,并且不能凭此领取股息红利。

出现库藏股票的原因主要有:①经营上的需要。一般在公司原先发行股票较多,而目前资本需要量下降时,可用闲置资本将股票买回,这是减资的方式之一,由此可以减轻公司支付股

利的负担。②维护公司股票价格。在本公司股票价格下跌时,为了托住股价,阻止其继续下跌,可以采用略高于市价的价格买回本公司的部分股票,通过调整该公司股票的供求关系和价格诱导稳住股价,以维护公司信誉。③防止公司被人吞并。在公司得知股东分布不均,有被控股的危险时,可以收回部分股票,防止他人继续收购本公司股票。

库藏股票容易产生一些弊病,主要是导致公司资本与负债比例失调,或被某些掌握公司实权的人借此谋取私利等。因此,有的国家规定,除了公司减资外,一律不允许回收本公司的股票;有的国家则对库藏股票占已发行股票的比例作出严格限制。

### 10. 绩优股票

是指经营业绩优良的公司的股票。对于绩优股的定义国内外有所不同。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。

### 11. 垃圾股票

绩优股票的对称。是指业绩较差的公司的股票。这类上市公司由于行业前景不好,或者由于经营不善等,其股票在市场上的表现萎靡不振,股价定低,交投不活跃,年终分红也差。投资者在考虑选择这些股票时,要有比较强的风险意识。

绩优股票和垃圾股票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,也有可能将其股票变为绩优股。

### 12. 蓝筹股票

亦称“热门股票”。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,蓝筹股票专指那些由著名大公司发行的安全性和盈利性部较高、最受广大投资者欢迎的股票。蓝筹股票多为普通股票,并非具有特定的股东权利内容,而是专指相对于一般股票而言具有更高的股利率、市盈率且有日益增长趋势的优良股票,是人们对于某些公司所发行股票的一种主观评价。购买这些公司的股票,投资的风险性小,能够在较长时期内获得稳定可靠和日益增长的丰厚收益,无论是持股所分享的红利,还是转让股票赚取的买卖价差,都优越于其他公司的股票。

### 13. 红筹股票

红筹股票这一概念诞生于20世纪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。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。通常,这两类公司的股票都被投资者视为红筹股。

### 14. A 股

A 股的正式名称是人民币普通股票。它是由中国境内的公司发行,以人民币标明股票面值,供境内机构、组织或个人(不含港、澳、台投资者)以人民币认购和交易的普通股股票。在中国股份有限公司的股份中,除了外资股以外,国家股、法人股、社会公众股所采取的股票形式,均为 A 种股票。

### 15. B 股

B 股的正式名称是人民币特种股票。A 股的对称。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股票。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。

中国 B 种股票的发行始于 1991 年 11 月 30 日,由上海真空电子股份有限公司委托上海申银证券公司代理发行了第一张 B 种股票。1992 年 2 月 21 日,上海证券交易所 B 股开始挂牌上市。到 1997 年底,中国 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 股市场规模与 A 股市场相比要小得多。近几年来,中国还在 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,上海、深圳两地的 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。

### 16. H 股

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,在港上市的外资股就叫作 H 股。

### 17. N 股

注册地在内地、上市地在纽约的外资股。纽约(NewYork)的第一个英文字母是 N,在纽约上市的外资股就叫作 N 股。

### 18. S 股

注册地在内地、上市地在新加坡的外资股。新加坡(Singapore)的第一个英文字母是 S,新加坡上市的股票就叫作 S 股。

### 19. 国有股

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。目前,我国国有股和法人股还不能上市交易。国家股东要转让股权,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。



### 20. 法人股

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。目前,我国国有股和法人股还不能上市交易。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。

### 21. 社会公众股

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%。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。

### 22. 公司职工股

股份有限公司的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。

### 23. 内部职工股

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。内部职工股和公司职工股是两个完全不同的概念。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%。

### 24. 股票面值

亦称“票面价值”。股票票面上标明的金额。股票面值是在股份公司发行股票时即行确定,直接印在股票的票面上。有面值的股票称为面额股票。为了易于计算和分割,许多国家规定股票面值应为主币的合数,例如 1 元、10 元、50 元、100 元等。有的国家对面值的低限作出规定,有的国家则没有具体规定,允许股份公司自主决定,在公司章程中载明即可。股票面值以股为单位标明,反映的是每一股份对公司所有权的占有比例。因此,股票面值对持有人的权利具有重要一意义。股票面值对于股票转让流通的起售价格亦具有参考性意义。股票面值的大小对于股票的质量分析并无实质性意义,因为股票面值的多少并不反映该公司的经营好坏,当股份公司确定了本公司股票的面值以后,一般不能随便变动,只有当公司决定进行股份分割或股份合并时才变更股票的票面金额,且须经股东大会讨论并修改公司章程中的相应条款。

并不是所有股份公司发行的股票都必须标明票面金额。有些股份公司的股票在票面上只标明每一股份所占公司资本的比例。这种无面额股票又称“份额股票”,在西方国家颇为流行。

### 25. 股票净值

股份公司资产负债平衡表上反映股东权益的账面金额。各项股东权益的账面金额合计是该公司全部股票的总净值;除以股票数,为每股股票的净值。反映股票净值的项目包括资本

金、资本公积金、法定公积金、未分配盈余等,这些项目代表了全体股东共同享有的权益。股票净值的大小是由股份公司经营状况决定的。公司的经营成果越好,股票净值就越高;而股票净值越高,股东所享有的权益就越多。因此,股票净值是决定股票市场价格走向的主要依据之一。

股票净值与股票市值有密切关系,一般是同方向变动的。某股票净值上升,表明该公司经营有方,财务状况良好,股票持有者享有的股东权益增多,股票市值亦因该股票的未來前景看好、需求增大而随之提高;否则反之。股票净值可以作为形成股票市值的量要依据。相对于股票市值而言,股票净值具有较高的真实性、准确性和稳定性。

股票净值是衡量公司经济实力和股票背后所拥有的股东权益的重要指标。因此,对于那些拟作长期投资的股票认购者来说,股票净值的高低可以作为其投资评估的主要依据,也是影响人们是否认购或持有股票选择的重要因素。

### 26. 股票市值

亦称“股票市价”。股票在市场上的交易价格。股票市值是在股票市场上通过买卖双方的竞买竞卖形成的,是买卖双方均认可的成交价格。决定和影响股票市值高低的因素,主要有股票面值、净值和市场供求关系等。一般来说,股票市值以面值为参考起点,以股票净值为依据,在市场供求关系的变动之中形成的。其中,股票净值与股票市值是同方向变化的;而市场供求关系主要是指资金的供求和股票本身的供求状况。市场上资金供给比较充足时,股票市值就会上升;反之,股票的市值就会下跌。在市场资金关系不变的情况下,当股票供给数量增加而需求相对较少时,股票市值很容易下降;反之则容易抬高。另外,市场利率、币值稳定程度、社会政治经济形势及人们的心理因素等都对股票市值的变动产生重要影响。

与股票面值、净值相比,股票市值的特点有:①多变性。只要交易不断进行,股票市值就处于不断的变动之中。②综合性。由于决定和影响股票市值的因素较多,市值的变化是多因素共同作用的结果,因此,股票市值具有较强的综合性,不仅可以直接反映某种股票的状况,而且可以灵敏地反映出股市行情乃至整个经济、社会、政治等方面的动态。

股票市值是股票发行者和投资者最重视的一种价值。对于发行股票的公司来说,股票市值是确定发行方式、发行价格的重要依据。对于投资者来说,股票市值是最重要的投资信息,他们主要依据股票市值的变化来选择买卖时机,作出投资决策。

### 27. 股利

股份公司从盈利中支付给股东作为对其投资入股的报酬。从股票持有者的角度看,股利是凭其所持有的股票定期从股份公司获得的收益。不同种类股票的持有者,在股利分配权上有差异。优先股票的持有者在公司股利的分配顺序上享有优先权,股利也是相对固定的。普通股票的持有者不仅在股利的分配顺序上列在优先股东之后,而且所获股利也是不确定的,其股利的多少依公司盈利的有无、大小而定。

股利的分配来源于公司自身经营成果所带来的利润。各国公司法在原则上规定,股利不能从资本或其他资产中支付,只能从公司的利润中支付。但这不等于公司的全部利润都可用于股利分配。为了确保股份公司的正常经营和发展,公司必须从年度决算后的净利润中,按规定比例提足法定公积金,再按公司章程或股东大会决议提取任意公积金、公益金、福利基金等后,还有剩余利润时才能用于股利分配。当公司发生亏损时,原则上不能分配股利,只有当公司扭亏为盈后才能进行股利分配。因此,股利分配的前提条件是公司有盈余。

股利分配的形式主要有三种:①现金股利,即以现金形式支付给股东的股利。②股票股利,即以股票形式支付给股东的股利。③财产股利,即以现金以外的公司财产,如有价证券或实物等抵付股东的股利。股利的分配通常每年进行一次,即在公司营业年度结束并经决算后进行。世界各国的公司法对股份公司的股利分配一般都有较为严格的限制。主要是:①公司的流动资产不足以抵消到期应付的债务时,公司不得分配股利。②公司获得利润后必须留存足够的公积金后尚有盈余时,才能进行分配。③公司董事会所作出的股利分配决定,不得与公司法和公司章程规定的有关条款相抵触。④股利的分配不能影响公司资本的构成;不能有损公司日后的发展,等等。

### 28. 股息

股东定期从股份公司获得的收益。通常指优先股票所获得的股利。公司在年终决算后将已扣除了公积金、公益金等后的盈余,按一定的标准分派给股东,作为他们投资入股的报酬。股息是以投资入股额为主要分配标准的,按股权平等的原则进行分配。股票按股东权利不同可分为普通股票和优先股票。优先股票在盈余分配时有权要求优先取得股息,股息率亦是事先确定的,并在一定时间内固定不变。公司只要在营业年度有可进行分配的盈余,就要优先分派给优先股票持有者;然而,即使公司盈余再多,优先股也只能按既定的股息率领取股息。普通股票的股利有时也称作股息,但其不仅在分配顺序上排在优先股票之后,而且所获得的收益额也是不确定的,完全根据优先股分剩的公司盈余多少而定。因此,普通股票没有固定的股息率。

### 29. 红利

专指普通股票持有者定期从股份公司获得的收益。股份公司在年终决算后,从已扣除了公积金、公益金后的利润盈余中再减去优先股的股息,所剩余的盈利在普通股之间均摊,这种行为称为分红。普通股东从中获得的收益就称为红利。红利的多少完全视公司经营状况和可分配利润的多少而定,没有固定的比率。需要说明的是,普通股票的股利收益的称谓是没有绝对界限的,根据不同,称谓也有差别。例如在只分红不派息的情况下,普通股票的股利收益就叫做红利;在只派息不分红的情况下,普通股票的股利收益也可称之为股息;在又派息又分红时,往往将按一定股息率领得的部分叫股息,而把超出部分叫红利。

### 30. 证券发行

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和资金的短缺单位。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。因此,证券发行是一种直接融资的活动。

### 31. 发行人

为筹措资金而发行证券的政府、金融机构、工商企业。发行人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类:①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。②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;对已经设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。③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。

④企业。股份公司以外的企业经过批准,可以发行企业债券筹集资金。

### 32. 平价发行

亦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。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。

### 33. 溢价发行

是指发行人按高于面额的价格发行股票。溢价发行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。

### 34. 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。目前,西方国家的股份公司很少有按折价发行股票的。我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。”因此,我国不允许折价发行股票。

### 35. 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。一般来说,公募是证券发行中最基本、最常用的方式。采用公募方式发行证券的有利之处是:①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;②公募发行投资者范围大,可避免囤积证券或被少数人操纵;③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。

### 36. 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。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。

### 37. 承销

证券间接发行的一种方式。是指发行人通过证券市场筹集资金时,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。我国公司法规定,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。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。

### 38. 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,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。

### 39. 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。

### 40. 承销团

由多家机构组成、共同担任承销人的承销集团。适用于一次发行量特别大的证券的发行,以降低一家承销机构单独承销的风险。在我国,国务院1993年发布的《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。因此,大宗股票和部分国债的发行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即可。当发行规模很大,并且

在几个国家同时发行、上市时,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:①组建承销团;②代表承销团与发行者签订承销合同和有关文件;③决定承销团内各成员的承销份额;④负责组织签订内部成员的合同和有关文件;⑤选择证券分销商和零售商;⑥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。

与单个机构进行证券承销相比,承销团方式具有很多优点:①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;②承销团由数量众多的机构组成,可以分散包销发行风险;③多个成员促销可加快证券发行速度。

#### 41. 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、实力雄厚的投资银行或大的证券公司担任。在我国,一般由具有资格的证券公司担任。

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:①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;②编制向主管机构提供的有关文件;③组织承销团;④承担承销团发行股票的管理;⑤协助发行人申办有关法律方面的手续;⑥向认购人交付股票并清算价款;⑦包销未能售出的股票;⑧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,等等。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》的规定,当拟公开发行业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。

#### 42. 优先购股权

亦称先买权。公司发行新股时给予特定对象优先于他人认购新发行股票的权利。优先购股权的特定对象主要是公司的现有股东。公司允许他们优先认购新股票的数额是根据现有持股比例分配的。优先购股权的有效期一般为 3 个月,过期自动失效。公司应该在新股发行日之前向特定对象提供优先购股权。各国公司法中一般都定有优先购股权制度,规定现有股东有权按所拥有的股份比例优先购买本公司所发行的股票。目的主要有二:一是保持现有股东对公司所有权的相对比例维护其在公司的权益;二是保护老股东的利益和持股价值。享有优先购股权的股东可以有三种选择:①行使优先购股权,优先购买新股票;②将优先购股权转让他人,从中获得一定的报酬;③主动放弃,听任优先购股权过期失效。通常只有当老股东认为无利可图时才这样做。

### 43. 认股权证

亦称股票购买权证、认股凭单。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。认股权证不是股票,凭此证并不能领取股息,持有认股权证的投资者在股东大会上也无投票表决权,持有它仅是具有了购买股票的权利。当公司股票价格上涨,超过认股权证所规定的认购价格时,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。

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的,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。

### 44. 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。发行人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的共同之处: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。备兑权证发行之际,作为发行者的金融机构可以获取一笔可观的发行收入,同时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。

### 45. 公开说明书

公司募集、发行有价证券,于申请审核时,除依照公司法规定的记载事项外,还需另行提交法定公开说明情况的一种书面报告形式。它既是向主管机构申报的必要条件,又是提供给股东的重要咨询报告,它的内容一定要详实、可靠,否则发行人要负法律上的刑事或民事责任。

随着证券业的不断发展,公开说明书的内容越来越丰富多样,各国对公开说明书的要求各有特色。一般应载明的事项:公司概况,营业计划,技术、业务、财务等专家的审查意见,业务与设备,资本及股份,财务状况,最近年度营业报告书,以后年度营业计划及发展远景等。

公开说明书的作用是:①既是向证券主管机构申请注册的必要条件,又是交给股东的重要

咨询报告;②将发行人的情况公诸于众,减少盲目投资现象的发生;③以法律的形式保障了说明书内容的真实性,约束操纵证券市场价格和欺诈行为的发生。

### 46. 招股说明书

股份公司公开发行股票时,就募股事宜发布的书面通告。招股说明书是公开发行股票必备申报材料之一。我国公司法和股票发行与交易管理暂行条例要求,公司经批准向社会公开发行股票时,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。

招股说明书的主要内容包括:发售新股的有关当事人,风险因素及对策,募集资金的运用,股利分配政策,验资报告,承销,发行人情况,董事、监事、高级管理人员及重要职员的基本情况,经营业绩,股本情况,债项,主要固定资产,财务会计资料,资产评估,盈利预测,公司发展规划,重要合同、重大诉讼事项和其他重要事项等。

### 47. 股票除权

由于股份公司股本增加,每股股票所代表的实际价值(每股净资产)有所减少,需要在发生该事实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。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有送股、派息或配股权利,是含权股。股票登记日的次交易日即除权除息日,此时再买进股票已不享有上述权利。因此,一般而言,除权除息日的股票价低于股权登记日的股价。除权股与含权股的差别就在于是否能够享受股利、股息,这也决定了二者之间存在市场价格差异。

### 48. 填权

在股票除权除息后,如果公司获利能力良好,业绩展望亦佳,则股价上涨,可以把除权差价补回,这种行情称为填权。如果股价上涨到了除权除息前的价格水平,就称为充分填权。

### 49. 贴权

如果公司业绩不佳,或除权前股价上涨幅度已过大,股价不涨反跌,这种行情就称为贴权。填权和贴权都是相对于股票的买者而言的,因此,股票投资者在公司可召开股东大会的时间内,应特别注意公司和交易所关于除权日的公告,才不致发生差错。

### 50. 股票除息

由于公司向股东分配红利,每股股票所代表的实际价值(每股净资产)有所减少,需要在发生该事实后从股票市场价格中剔除着部分因素。因红利分配引起的剔除行为称为除息。上市公司在送股、派息或配股时,需要确定股权登记日。在股权登记日及此前持有或买进股票的股东享有送股、派息或配股权利,是含息股。股票登记日的次交易日即除权除息日,此时再买进股票已不享有上述权利。因此,一般而言,除权除息日的股票价低于股权登记日的股价。除息股与含息股的差别就在于是否能够享受股利、股息,这也决定了二者之间存在市场价格差异。

### 51. 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。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,公司的实力就越雄厚。

股东权益包括以下五部分:①股本,即按照面值计算的股本金。②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。③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。④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。⑤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。

### 52. 股东权益比率

股东权益对总资产的比率。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。

### 53. 净资产收益率

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。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。

### 54. 配股

上市公司根据公司发展的需要,依据有关规定和相应程序,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。

### 55. 转配股

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,以现金或者以资产拆算为现金参加配股,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。

### 56. 上网发行

证券承销商利用证券交易所的电脑交易系统发行股票的方式。包括上网定价发行方式和上网竞价发行方式。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。主承销商在上网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。若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，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。

### 57. 网下发行

是指上网发行方式以外的股票发行方式。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发行方式，此后又采用过全额预缴款等方式。目前国内新股的网下发行方式主要采用全额预缴、比例配售、余款即退方式。其方法是：投资者在申购委托前将申购款全额存入银行或证券营业网点；之后，负责承销的机构按照规定的程序进行比例配售；投资者获得配售的股票将自动转入账户，未获配售的余款在规定的时间内退还给投资者。

### 58. 证券上市

证券进入市场。一个公司发行的证券要想在某个交易所内交易，首先必须申请在交易所上市，获准后才允许交易各方在交易所内公开买卖该公司的证券。各交易所都规定，在其交易场地内只准买卖在它那里上市的公司证券。为了确保投资者的利益，各证券交易所都对申请证券上市的公司有一定的要求，只有符合这些要求，证券才获准上市。

证券上市在各国的证券立法或公司法中一般没有强制的规定，对证券上市的限制和要求都是由各证券交易所根据各自的证券上市政策或证券上市标准来确定的，各交易所对公司证券上市的规定不尽相同。但是，各交易所对证券上市都作如下几方面的规定：证券上市的公司必须拥有雄厚的实力；公司开业必须达到一定的年限；股票总价值必须达到一定的水平，而且股权分散状况良好；证券上市公司的盈利能力较好；证券上市公司还必须遵守交易所制定的其他规则。由于各证券交易所对证券上市有较多的要求和限制，能在交易所上市的公司只占公司总数的一小部分。

证券上市对公司来说，有着重要意义，其优点主要表现在：能够便利公司筹集资金；提高公司的影响力；有利于公司转移风险。

### 59. 两地上市

又称第二上市。是指一家公司的股票同时在两个证券交易所挂牌上市。一家已上市公司如果准备在另一个证券交易所挂牌上市，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；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。

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：①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;②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;③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;④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。

### 60. 第二上市

见“两地上市”。

### 61. 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。

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。

### 62. 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。买壳上市和借壳上市的共同之处在于,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。

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。

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。

### 63. 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和说明,以利于投资者在公司股票上市后,做出正确的买卖选择。

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;■发行人董事会的上市承诺与责任声明;■重要合同、重大诉讼和其他重大事项;■证券管理部门和证券交易所要求载明的其他事项。

#### 64. 暂停上市

是指出现下列情况之一,由中国证监会决定暂停其股票上市:①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35%;②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;③公司有重大违法行为;④公司最近三年连续亏损。

#### 65. 终止上市

是指上市公司有暂停上市的②、③项情形之一,并且后果严重的;或者公司存在暂停上市的①、④项情形之一,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。

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。

#### 66. 上市推荐人

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的机构或人士。上市推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。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。

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,熟悉交易所各项业务规则等。

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。有些发行公司和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。

#### 67. 开盘价

又称开市价,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。

#### 68. 收盘价

又称收市价,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。

#### 69. 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 $\times(1 + \text{最大允许涨幅比率})$ 。

#### 70. 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 $\times(1 - \text{最大允许跌幅比率})$ 。

#### 71. 交易周转率

也称换手率,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:

$$\text{周转率} = \text{某一段时期内的成交量} \div \text{发行总股数} \times 100\%$$

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。换手率高一般意味着股票流通性好,进出市场比较容易,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。

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。

#### 72. 换手率

见“交易周转率”。

#### 73. 市价委托

投资者(客户)委托经纪人按当时交易市场的市价买进或卖出股票,投资者并不限定股票买入或卖出价格的交易行为。这种委托要求立即按市场当时最优价格买卖某种股票,即按最

高价卖出或按最低价买进。换言之,市价委托就是股票成交的价格以委托到达交易厅时最优惠的价格为准的委托。

市价委托是最常见、最容易执行的一种委托。市价委托的主要特点是成交速度快、成交量大。经纪人接到客户市价委托的指令后,可根据交易所内当时的价格立即成交,无需守候。当然,这并不意味着经纪人可以随意行事,一般经纪人接到市价委托的指令后,仍要通过竞价过程,以便为客户争得最有利的成交价。

市价委托常常为迫切需要买卖股票的客户采用,多数是在出售股票尤其是股票价格下跌时采用。因为根据股票行市变动的一般规律,股票价格下跌的速度比价格上涨的速度要快得多。在股票价格下跌的情况下,投资者采用市价委托可以减少损失,对于投机者则能增加盈利。

#### 74. 限时委托

客户委托经纪人按其限定的有效时间买卖股票的交易行为。限时委托可按委托有效期的长短划分为当日委托、一周期委托、一月期委托、开口式委托等四种类型。

当日委托,是指在委托提出的当天交易时间结束时自动失效的委托。一般而言,除非委托另有约定,所有的委托均被视为当日委托。这种委托只在提出委托的当天或提出委托至交易时间结束这段时间有效。随行就市委托就是当日委托。限价委托则不一定是当日委托。

一周期委托的有效期按日历周计。在美国,一周期委托在星期五下午4点自动失效。一般而言,客户提出一周期委托并没有特别的好处,所以一般用得很少。

一月期委托是一种在每月最后一个营业日结束时就自动失效的委托。同一周期委托一样,这种委托对委托人无特别优惠的地方,因此也用得很少。此外,专业会员一般也不接受这种委托。

开口式委托,也称撤消前有效委托,或不限时委托。这种委托在被执行之前一直有效。客户提出这种委托是基于对市场未来情况的自信,他相信市场价格可能与其委托的价格相一致,所以不急于执行其委托。

在以上四种关于时间的限制性委托中,最常用的是当日委托。

#### 75. 不限时委托

见“限时委托”。

#### 76. 柜台委托

亦称“柜台递单委托”,指投资者到证券商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。证券商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。

#### 77. 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。

#### 78. 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。

#### 79. 托管

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股份;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。深圳证券交易所的股份存管结算及交易服务采用托管券商制度。

托管制度有如下特点:①在托管券商制度下,投资者可以在多家券商处委托买卖;可以将证券托管在不同的券商处,也可以将同一只证券分别托管在多个券商处,而不受已有托管券商的限制。②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买入证券,这些证券就自动托管在该券商处,不需要同券商签订协议。从这个意义上说,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。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,同时券商也管理投资者名下的明细证券。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。

#### 80. 转托管

在托管券商制度下,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,就必须办理一定手续,实现股份委托管理的转移,即为转托管。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,交易所当日收市后即处理到账,同时将处理结果传送给转出券商和转入券商。投资者第二个交易日(T+1)就可以在转入券商处(新的托管券商)卖出证券。

#### 81. 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订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、查询或者享有其他市场服务。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。上海证券市场的交易采用的是指定交易方式。

在指定交易制度下,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,采取中央托管、一级账户制度,即交易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。由于交易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。为了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。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。

### 82. 现货交易

亦称现货买卖,是交易双方根据商定的交易合约,在短期内或马上进行交割的交易方式。采用这种交易方式的证券交易,卖方交出证券、买方付款,钱货两清。证券的现货交易最初是当场交割,立即成交的。由于证券交易额的增加,交易手续的变化等原因,当场交割具有一定的难度,因此,现在在证券现货交易过程中,成交以后都允许有一个较短的交割期限。各国对证券交割期限的规定是不一样的,有的规定成交后第二个工作日交割,有的则规定更长一些。

现货交易有以下几个特点:①成交和交割基本上在同一时间或相差不长的时间内进行并完成。②是实物交易,即卖方必须向买方转移证券,买方必须支付相应的款项,交易中没有对冲。③现货交易中的投机行为要比期货交易和期权交易中的投机行为少。

### 83. 回购交易

证券发行者购回自己流通在外的证券的交易行为。回购交易按其回购的证券种类的不同,可以划分为债券回购交易和股票回购交易两种。这两种回购交易的具体目的和作法有很大的不同。

债券回购交易是债券发行者回购流通在外的债券。这种被回购的债券在发行时就须注明发行者有按一定的价格在一定的时期内购回债券的权利。发行者购回债券的目的通常是为了调节其负债总额和资产负债结构。发债者在考虑是否回购债券及回购多少债券时,一般要权衡债务成本和回购成本及资产结构变动等问题。如果回购债券的是股份公司,则往往还要考虑公司的财务杠杆问题和股利分配问题。在具体回购已发行的债券时,发行者可委托经纪人回购,也可自己直接回购。

股票回购交易的情况要复杂一些。股份公司回购股票的原因可能是多种多样的,有时是为了防止公司被控股而收回股权,有时是为了提高股票市价,增加股东的资本收益,有时则是为了给股东分配更多的股利。股票回购交易的方法有两种:一是标价回购,一是公开市场回购。标价回购交易是公司按照董事会所设定的价格向股东提出回购股票。在标价回购时公司要向股东说明回购的股数,这是一种较为常见的回购交易方式。采用公开市场回购方式时,公司要和其他股票投资者一样,由证券经纪人协助购回股票。在这种情况下,由于公司购回股票的数量很大,而且回购时间集中,在回购股票的前后时间里可能会导致公司股价的波动。公司



在公开市场上回购股票时,应对回购意图予以适当的披露,否则可能会对出售股票的股东不利,且被认为是操纵市场的违法行为。

#### 84. 期货交易

买卖商品、外汇、有价证券等的远期交货合同的交易方式。买卖双方交易的只是一纸统一的标准合同,即期货合约。

期货交易的主要特点:①成交和交割不同步。一般是在成交的一定时期之后再进行交割。②能给交易者带来收益或损失。由于市场行情瞬息万变,而期货交易却按照事前约定的价格进行清算,必然导致交割时的行情与成交价格发生差异。如果交割时价格上涨了,买方即可获利;反之,买方就遭受损失。③交割时可以采用清算方式相互轧抵,不一定用实物交换。由于期货交易的实际交割日在远期,所以买卖双方在交割日到来之前,卖者可买入、买者可卖出相同数量的期货,这样在实际交割时,把前后两笔买进卖出方向相反的交易,通过交易所进行对冲,只需支付二者的差额即可。④期货交易中有投资者,也有投机者。由于成交与交割的时间差所造成的价格差,会给交易者带来意外收益或损失,所以,投资者希望通过期货交易来保护投资,避免因行情变动造成损失;而投机者则赌行情涨落,期望贱买贵卖,赚取投机利润。

#### 85. 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。信用交易目前我国属于透支交易,是一种违规活动。

#### 86. 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,透支交易活动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、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行为活动,给投资者和券商双方都可能带来重大损失。

### 87. 时间优先原则

是指在多个买方或卖方的出价都一样时,以最先提出出价为最先成交的标准。在口头竞价时,按中介人听到的先后顺序排列;在计算机终端竞价时,按计算机主机接受时间先后顺序排列;在书面竞价时,按中介经纪人接到书面竞价单证中先后顺序排列。

### 88. 价格优先原则

指谁的出价越低(或越高),谁就有优先出卖(或购买)的权利。在交易所,一般卖价最低的与买价最高的买卖双方能优先达成交易。

### 89. 成交

证券经纪人根据客户委托指令,在交易所达成交易的行为。

### 90. 交割

证券交易中买卖成交后股票与价款、钱货两清的交接行为。广义的交割,既指券商与委托人之间的交割,又指券商与证券交易所之间的清算交割。后者是指证券交易所内的交割,前者是指委托买卖的交割。通过交割,买方交纳价款、领回股票,卖方交出股票、收清价款,到此,交易才最终完成。

证券交易所内的交割,是股票债券买卖双方成交后,通过证券交易所按期钱货两清、了结交易的行为,是证券交易中的重要程序之一。只有在办完交割手续后,交易的全过程才算完成。这时,场内纸面上的成交才真正成为实质上的成交,使买卖双方的正当权益得到保护保证了交易的正常运行。中国确定的股票交易的运行原则是倡导健康的投资行为,实行现货交易,禁止买空卖空的投机行为,股票交易中的交割制度就有利于在一定程度上制止各种违法活动。

### 91. 过户

证券所有权从原所有者转移给新所有者时所做记录的过程。证券与价款清算与交割后,并不意味着证券交易程序的最后终结,对于股票来说还有一个过户问题。随着交易的完成,当股票从卖方转让到买方手中时,卖主(原有股东)丧失了他所卖出的那部分股票所代表的权利,而买者获得了他所买进的那部分股票所代表的权利,而成为新的股东。但原有股东的姓名及持股情况均记录于股东名册上,因而必须变更股东名册上相应的内容,这就是过户。对于无记名股东来说,由于他们的姓名等情况并未收入股东名册,无需办理过户手续。

证券过户一般包括两方面的内容,一是转让经背书的证券凭证;二是把有关所有权的转移事项记入证券发行公司的账簿中。一般情况下,经纪人多数充当客户的中间人,完成证券过户的各项工作,以实现证券所有权从原所有权人转移给经纪人的客户。

### 92. 清算

证券清算机构将同一证券的不同购买者的证券买卖加以分类并抵消的行为。

证券交割的实际过程,并不是逐笔逐笔地发生,而是通过清算制度,将当事人的买卖数额相互抵消,然后对其净差额进行交割。证券清算的目的在于减少实际交割的股票和款项,以节省人力、物力。

### 93. 买空

亦称“多头”,信用交易的一种形式。是指投资者用借入的资金买入证券。目前我国法律明确禁止买空行为。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:①投资人与证券商订立开户契约,开立信用交易账户。②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。③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,或者随时用自备现金偿还融资。到期无法归还的,证券商有权强制平仓了结。

### 94. 卖空

亦称“空头”,信用交易的一种形式。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:①开立信用交易账户。②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抵押金。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。③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。

95. 多头

见“买空”。

96. 空头

见“卖空”。

97. 牛市

“熊市”的对称。股票市场上买入者多于卖出者,市场行情普遍看涨,延续时间相对较长的大升市。它是股票市场上对股票行情看涨的专门术语。引起牛市的因素很多,可概括为基本因素和技术因素两大类。

基本因素是指来自股票市场以外的政治与经济因素。经济因素包括:企业的盈利状况,国民经济运行状况,利率下降,通货膨胀,新兴产业的开发等。政治因素主要包括:政府的政策和法令,重大政治事件等。

技术因素是指股票市场本身产生的影响因素,如交易量,交易方式等。它们一般与各种股票投机行为有关,主要有抢购风潮、空头交易、大户的购买行为等。此外,心理等其他因素对股市都有影响。

98. 熊市

“牛市”的对称。股票市场上卖出者多于买入者,市场行情普遍看淡,延续时间较长的大跌市。它是股票市场上对股票行情看跌的专门术语。引起熊市的原因很多,可概括为基本因素和技术因素两大类。

基本因素是指来自股票市场以外的政治和经济因素。经济因素包括企业的盈利状况、国民经济运行状况、利率上升等。政治因素主要包括政府的政策法令、重大政治事件等。

技术因素是指股票市场本身产生的影响因素,如交易量、交易方式等,它们一般都与各种投机行为有关,主要是抛售风潮、交易方式、大户的售卖行为。此外,心理等各种因素对股市都有影响。

99. 停板

为了防止股票市场的价格发生暴涨暴跌而影响市场正常运行,股票市场的管理机构对每日股票买卖价格涨跌的上下限作出规定,每天市场价格达到了上限或下限时,不允许再有涨跌的制度,术语称为“停板”。当天市价的最高上限称为“涨停板”,最低下限称为“跌停板”。

规定停板的主要原因是:①股票流通市场价格的暴涨暴跌必然要引起股票市场的较大波动,并导致投机行为的产生,而投机行为又有加剧股市动荡的危险。这种现象在股市初创时表现更为显著。为预防这一现象的产生,并引导股票市场在基本稳定的状态下健康发展,有必要对股价每日涨跌的最大幅度作出一定的限制。②股票流通市场价格的暴涨暴跌,容易给大众投资者带来损失,影响大众投资者的积极性,也不利于社会安定,规定每日股价的涨跌幅度,有利于维护投资者的利益。

100. 利多

致使股票场行情上涨的主要原因或因素。这些因素对于股票投资者来说都是一些好消息,如公司利润增加,股息增加等。一般说来,利多主要表现在:①公司利润增加。由于股票的股利来自于公司利润,因此公司利润便成了影响股价变动的最基本因素之一。一般认为,公司利润和股票价格是同一方向发展的。②股息攀升。股票是取得股息收入的凭据。股息与股票价格呈同一方向变动,股息攀升会导致该股市行情上涨。③股票的分割。一般在股份公司进

行决算的月份,宣布股票分割。在股票分割时,股票持有者所保持的股份,能得到和以前相同的股利,因而会刺激一些人在公司决算期间,因指望得到分红和无偿支付而增加购买股票,使市场股票容量减少,股价就会相应上升。④利率的下降。从股份公司来看,银行利率降低,公司资金运用成本下降,就会鼓动公司增资,扩充生产,公司利润亦随之上升,股价上涨;从投资者来看,如果利率下降,银行存款利息收入减少,其资金会涌向股票市场,使股价上涨。

### 101. 利空

致使股票市场行情下跌的主要原因或因素。这些因素对于股票投资者来说都是一些坏消息,如战争爆发、公司经营失败、自然灾害等。一般说来,利空主要表现在以下几个方面:①公司经营失败。由于股票的股利来自公司利润,因此公司利润便成了影响股价变动的最基本的因素之一。一般认为,公司利润和股票价格是同一方向发展的。②股息减少。股票是取得股息收入的凭证,股息与股票价格呈同一方向变动。③利率的上升。从股份公司来看,银行利率上升,公司借款利息上升,公司资金运用成本增加,可能迫使公司减资、压缩生产,从而直接造成公司利润减少,因而股价趋跌;从投资者来看,如果金融市场利率上升,存款利息收入会增加,导致其资金流向银行存款,远离股票市场,因而股价趋跌。

### 102. 盘整

亦称“整理”,股价经历了一段时间的急速上涨或下跌之后,遇到阻力线或支撑线,因而股价波动幅度变小的现象。一般认为,股价上下波动幅度约在15%左右,且这种状况持续一段时间,表明股市进入盘整阶段。在盘整阶段,空头多头互相竞争,使价位出现交错变动。技术分析认为,盘整之后,股价可能出现较大的趋势性变动。

### 103. 跳空

在强烈的利多或利空消息的刺激下出现的股价大幅度跳动。当股价呈上涨趋势时,如当日的开盘价或最低价比前一天的收盘价高出两个价位以上,称“跳空而上”;在股价下跌时,当日的收盘价或最高价比前一天的收盘价低两个价位,同一天的股价涨跌又超过一个价位,则称“跳空而下”。

多头看涨盼涨,利多消息就是能够刺激股价上涨的消息;反之,空头看跌望跌,而利空消息就是促使股价下跌的消息。因此,跳空通常于股价变动高潮前出现,利多顶峰和利空低潮都是股市剧变的先兆。跳空也是庄家抬抬股价的众多手段之一。大户为拉高出货,可能以高档跳空开盘后陆续脱售,或在收盘时拉高以诱使对后市看好的散户“抬轿”。利多消息传出,市场成交陡增,进入高价位时成交量大增,这时如不见大户大量买进,即为大户出货迹象。

无论是利多或利空,总有了解内情的人抓住时机,立即买进或卖出股票。当利多消息广泛传开时,股价可能已经涨至顶峰,不涨反跌,称为“利多出尽”;反之,则为“利空出尽”,股价进入调整阶段,出现填空现象。

### 104. 填空

股价跳空后经过一段时间,由随后发生的交易填补了跳空的价位的现象。填空的出现,意味着造成股价大幅度波动(跳空)的因素已充分发挥作用,股价进入调整阶段。

### 105. 阴线

“阳线”的对称。在股票行情曲线表中,表示收盘价低于开盘价的蜡烛形图示。它通常用蓝色或黑色标出。开盘价与收盘价之差称“实体”。实体长表示阴势明显,股票行市疲软;实体短表示阴势不明显,股票行市略差。

## 106. 阳线

“阴线”的对称。在股票行情曲线表中,表示收盘价高于开盘价的蜡烛形图示。它通常用红色标出。收盘价与开盘价之差称“实体”。实体长表示阳势明显,股票行市坚挺;实体短表示阳势不明显,股票行市略好。

## 107. K 线图

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。

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 线图经过专家的统计、分析后,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,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。

## 108. 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:

市盈率 = 当前每股市场价格 ÷ 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。一种股票的市盈率越高,说明按现实价格投资于该种股票所得利润率可能越低,因而风险较大。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。

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。

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。

## 109. 信息披露

要求证券发行人真实、准确、完整地公开其业务经营情况和财务状况等信息资料,以保护

投资者利益的一种制度。

信息披露大致可分为发行市场的信息披露和流通市场的信息披露。发行市场信息披露是指证券发行人向投资者公开其经营情况和财务情况,以便投资者了解发行人的真实情况,有选择地进行投资。流通市场的信息披露是指证券发行人向投资者公布其经营情况及某些重大事項,以便投资者了解发行人的经营状况和财务状况。

信息披露制度主要是为了保证证券发行与交易的合理和诚信,同时,让发行人向公众提供真实的资料,以便投资者和其他有关人士能够正确地估计证券的价值,防止欺骗、操纵和其他类似的不轨行为,从而保证证券市场成为公平、有秩序的市场,进而维护投资者的利益。

### 110. 大户

资金雄厚,买卖股票数量巨大的投资人,亦称“主力”或“庄家”。

为数众多的投资人集合在一起构成股票市场的买卖双方。散户是市场的基本群众,大、中户是市场的主力。大户依赖散户,散户追随大户,形成股票市场的基本格局。大户尽管资金力量雄厚,有拉抬价格,左右市场的巨大能量,但必须依赖散户为之奠定基础。无论大户、中户或散户,其投资行为都可能对股市行情造成影响,但对股市行情影响最大的是主力大户。在股票市场中,每一次价格的转折和展开都离不开主力大户的带头作用。

### 111. 散户

小额投资人,相对于中户(投资额较多的投资人)和大户(大额投资人)而言,对投资人所作的一种习惯性区分。

散户是市场的基本群众。散户一般对市场气氛比较敏感,不具备对股市行情进行基本分析和技术分析的能力,不善于自我决策和自我克制,往往追随大户,在行情上涨时追高抢进,在行情下跌时争先卖出,从而为庄家所左右,给庄家的操纵行为以可乘之机。在股市行情波动中被套牢而遭受损失的通常是散户。散户必须沉着冷静,看清大势,力戒仅凭道听途说去追随大户,盲目跟风,避免使自己成为股市风险的最终承担者。

### 112. 平仓

在股票交易中,多头将所买进的股票卖出,或空头买回所卖出股票行为的统称。平仓是源于商品期货交易的一个术语。商品期货交易的平仓,是指期货买卖的一方为对销以前买进或卖出的期货合约而进行的成交行为。

股票的期货交易是“预约成交、定期交割”的交易。这种交易方式可以在未到约定交割结算日期前,由买卖双方各自转卖或买回,以获取买卖间的差价收益。在股票的保证金信用交易中,借助于融资或融券,买方借钱买股票,先买后卖;卖方借股票卖出,先卖后买,到交割期必须以现货(现金或股票)交割,即做相反的买卖差价。无论是期货交易,还是保证金信用交易,空头卖空后并未拥有所卖空的股票,在股票交易中称作处在“短头寸”状态。处于“短头寸”状态的卖空者必须在某个时候购买他所卖出的那种股票用于交割,或偿还借给他股票的经纪人,以轧平卖空交易。对卖空者实际买回股票的行为,又称为“补空”、“补进”或“回仓”。

### 113. 补仓

亦称“追加保证金”。利用保证金信用交易方式进行股票交易者按照经纪人的要求补交保证金的行为。

在股市中用保证金信用交易方式进行买空或卖空交易,委托人必须向经纪人交纳保证金,开立保证金账户并签订保证金协议。委托人应交纳保证金的数额由证券交易所根据市场情况

确定,并随市价变化调整,为加强股市管理,各国都有关于保证金最低维持额的规定。客户交纳的保证金按交纳时间不同,分为起始保证金和维持保证金。起始保证金是交易前交纳的保证金。当股票价格涨跌致使保证金降到最低维持额以下时,经纪人即向客户发出保证金催缴书,要求客户追加保证金,即补仓。

#### 114. 斩仓

当客户在股票期货市场交易出现所交押金不足时,经纪人将其期货股票随行就市处理的行为。在股票期货交易市场上,买空交易一般都是通过交纳保证金来进行的。保证金的实质是客户从券商处融资或融券的抵押金。一旦客户交纳的保证金不足,又不能补足所借资金,出现不及时平仓时,经纪人即将客户保证金账户中的证券变卖予以抵偿,称为斩仓。

#### 115. 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有关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,因此,不允许搞场外交易市场。

#### 116. 场内交易

参见“证券交易场所”。

#### 117. 场外交易

参见“证券交易场所”。

#### 118. 证券交易所

是指依法设立的,为证券的集中和有组织的交易提供场所、设施,实行自律性管理的法人。



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。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、监事或总经理,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:①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。②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。③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。④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。

#### 119. 无形市场

“有形市场”的对称。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所的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,证券商派驻交易所交易大厅的出市代表(俗称“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。

#### 120. 证券交易所会员

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证券交易所会籍的证券经营机构。

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。会员也须履行义务,主要是: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;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。

具备下列条件,向证券交易所提出申请,经证券交易所理事会批推后,方可成为该所会员:  
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应用,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。

#### 121. 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。随着科学技术发展和通讯手段的现代化,交易方式由手工竞价方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。

#### 122. 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。

#### 123. 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、安全可靠性较好的双向卫星,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。

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,无形席位省去了人工报盘的中间环节,从而减少了差错,提高了效率。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。

### 124. 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,而只能授予境外特许经纪商 B 股特别席位的使用权。

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:①经国家证券主管机关批准的境外特许经纪商;②在国际证券市场上有良好的信誉,本身的财务状况健全;③在 B 股市场上无违法经营的记录。此外,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。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。

### 125. 做市商制度

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。

### 126. 证券交易费用

证券交易过程中所发生的有关费用。股份公司股票的上市交易、投资者和证券商参与证券交易活动等,都要付出一定的费用,如上市费、场内交易费和佣金等。上市公司除交纳上市费外,还须交纳与股票上市间接相关的费用,如付给律师、会计师、审计师的费用以及一些印刷、广告费用等。投资者的证券交易费用主要包括三个方面:①佣金,是指投资者委托证券商买卖证券所支付的费用。②税收,如证券交易印花税等。③其他费用,如客户以保证金购买证券时应付的利息等。

### 127. 佣金

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。目前我国券商收取佣金的标准,是经物价管理部门批准,由上海、深圳证券交易所分别制定的。

### 128. 股票交易印花税

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。国务院于1998年6月2日决定,股票交易印花税税率为千分之四。

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以征收的情况下,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。

### 129. 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,如美国为T+3交收、英国为T+5交收等。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、奥地利次周一交收;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,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。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。

### 130. 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。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;上市公司还必须按照公司法和国际惯例,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。

### 131. 内幕交易

主要包括下列行为:①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;②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;③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。主要包括:①证券发行人订立了可能产生显著影响的重要合同;②发行人经营政策或者经营范围发生重大变化;③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;④发行人发生重大债务;⑤发行人未能偿还到期重大债务等违约情况;⑥发行人发生重大经营性或非经营性亏损;⑦发行人资产遭受重大损失;⑧发行人生产经营环境发生重大变化;⑨可能对证券市场价格有显著影响的国家政策变化;⑩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违反证券市场的“三公”原则,侵犯了广大投资者的合法权益。②损害上市公司的利益。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扰乱证券市场、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。

### 132. 关联交易

就是企业关联方之间的交易。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。

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、方式等在非竞争的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。

## 133. 操纵市场

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。这类行为包括:①通过合谋或者集中资金操纵证券市场价格;②以散布谣言、传播虚假信息等手段影响证券发行、交易;③为制造证券的虚假价格,与他人串通,进行不转移证券所有权的虚买虚卖;④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;⑤出售或者要约出售其并不持有的证券,扰乱证券市场秩序;⑥以抬高或压低证券交易价格为目的,连续交易某种证券;⑦利用职务便利,人为地压低或者抬高证券价格;⑧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;⑨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。

## 134. 证券欺诈行为

是指证券发行、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:①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;②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;③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。

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。

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。

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、虚假记载或者诱导,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记载;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记载;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记载;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记载;在证券发行、交易及其相关活动中的其他虚假记载。

### 135. 证券市场禁入制度

是指因进行证券欺诈活动或者有其他严重违反证券法律、法规以及中国证监会有关规定的行为,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人员在证券市场上的行为,维护证券市场的正常秩序具有重要意义。

### 136. 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,是指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。

(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 and 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、分析投资价值和引导投资方向。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。

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。

(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、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。

### 137. 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:①代理证券发行;②代理证券买卖或自营证券买卖;③兼并与收购业务;④研究及咨询服

务;⑤资产管理;⑥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:一类是证券经纪公司,即专门从事证券经纪业务的证券公司;另一类是综合性证券公司,即可以从事证券经纪业务,也可以从事自营业务和其他业务的证券公司。

#### 138. 证券经纪商

是指通过收取佣金作为报酬,从事代理证券买卖中介业务的证券经营机构。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。

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。

国际上对从事证券经纪业务资格的管理有两种做法。一是登记制度,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。

#### 139. 证券自营商

以自己的名义和资金买卖证券从而获取利润的证券经营机构。在我国,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。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,中国有关法律明确规定,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。

#### 140. 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,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)》对国债一级自营商的资格与条件作了规定。经批准设立的证券公司、可以从事有价证券经营业务的信托投资公司、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,具备下列条件的,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,并颁发许可证。截至1997年,我国共有国债一级自营商40余家。

#### 141. 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。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。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。③跨国证券结算模式。塞德尔(CEDEL)和欧洲清算系统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。①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。②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。③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。

#### 142. 证券投资咨询机构

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,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:①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;②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;③接受公司委托,策划公司证券的发行与上市方案;④接受证券经营机构的委托,策划有关的证券事务方案,担任顾问;⑤编辑出版证券市场方面的资料、刊物和书籍等;⑥举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等;⑦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:①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,有利于提高证券市场的透明度;②咨询机构可以为市场上的发行人、投资人出谋划策,帮助他们选择筹资、投资的最佳方案,从而有利于减少投资者的盲目性,提高资金运作效率;③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;④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。

#### 143. 证券业协会

由证券经营机构组成的自律性管理组织。其宗旨是促进证券公正、公平交易,保护投资者的利益,维护会员的合法权益,加强证券行业的自律管理,保障证券业的健康发展。

证券业协会实行会员制,最高权力机构是会员大会,协会的职责包括对会员的管理、制定交易规则等。

#### 144. 自律管理

通过建立自我约束的管理机构,依据国际惯例,按照证券法规和“公开、公正、公平”的原则,以实行会员制等管理方式参与证券市场业务活动,仲裁证券交易纠纷,规范证券经营行为,维持证券市场秩序的证券自我管理形式。证券证券市场的管理一般分三个层次:一是证券交易所根据其会员的利益进行的管理,也就是证券交易所的内部管理;二是由证券经营机构组成的协会根据证券行业的利益进行的管理;三是政府根据公众利益进行的管理。前两个层次的管理是证券行业的自律管理。

自律管理的优点主要有:①它为充分的投资保护与公平竞争及创新市场的结合提供了最大的可能性。②如果主要的证券交易商参与证券市场自我管理,不仅参与制定和执行规则,而且鼓励规范地遵守这些规则,这样的市场管理会更有效。③证券交易商对现场发生的违法行为有充分准备,并且能够对此作出迅速、有效的反应。④政府无法对每天的市场交易行为直接进行管理,依靠自律管理使证券市场交易行为更规范。自我管理的不足在于,这种管理的重点在于证券市场的有效运转和保护证券交易所会员的经济利益,而没有放在保护投资者利益以及防止出现操纵价格和金融市场的不稳定上。这就需要政府的适当监督和管理。

#### 145. 股价指数

股票价格指数的简称,是指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者某一类股价变动和走势的指标。

股价指数的表现形式,一般以列入计算范围的各种股票的股价平均数相对于选定基期的相同范围股票的股价平均数的百分比来表示。这是因为如果以股票实际平均价格作为指数形式,不便于人们计算和使用,所以实践中一般是以某一基期日的股价平均数为基准,将以后各个时期的股价平均数与基期日股价平均数相比较,从而计算出各期的比值,再转换为百分值或者千分值,作为股价指数的值。我国上海证券交易所和深圳证券交易所发布的综合指数的基期日指数均为100点,发布的成份股指数基期日指数则为1000点。

股价指数的计算方法一般有两种:一是算术平均法,是指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;二是加权平均法,就是指在计算股价平均值时,不仅考虑到每只股票的价格,而且还要考虑每只股票对市场影响的大小,并对平均值进行相应调整,一般是以股票的发行数量或者成交量作为市场影响参考因素,纳入指数计算,称为权数。

股价指数从不同角度观察,可以有不同的分类,主要有以下两大类:

一是根据其涵盖的范围不同,可以将股价指数划分为综合性指数和分类指数。前者是指反映整个市场走势的一种股价指数,例如恒生指数反映的是香港股市整体走势,属于综合性指数;后者是指反映某一行业或者某一类股票价格走势的一种股价指数,例如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。

二是依据编制股价指数时列入计算范围的股票样本数量不同,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。前者是指将指数涉及的全部股票都列入计算范围,如上海证券交易所发布的上海证券交易所综合指数,就是把在上海证券交易所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。成份股指数则是指从全部股票中只选取一部分有代表性的股票作为指数样本,称为指数的成份股,计算指数时只把成份股纳入计算范围。成份股指数是否准确,与所选择的成份股是否具有代表性有直接的关系,所以为了保证所选取的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以及所选样本股公司的行业代表性,并且在指数公布后还要根据市场变化状况定期或者不定期地更换样本股。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。成份股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全部工业股中选取 20 家成份股为代表计算得出的。

为保障股价指数的准确性,在计算股价指数时还需要注意将有关的因素都尽量考虑进去,及时对指数进行校正,以免股价指数失真。比如: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,失去连续性等等,都会对股价指数的计算产生一定影响。

#### 146. 上证综合指数

是上海证券交易所股票价格综合指数的简称,指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,用于综合反映上海证券交易所全部上市股票的股价走势。该指数以上海证券交易所正式开业的 1990 年 12 月 19 日为基期,基期指数定为 100 点,自 1991 年 7 月 15 日起开始发布。1992 年 2 月 21 日第一只 B 股上市后,又按照本币股票与外币股票分别编制了上证 A 股指数和 B 股指数,分别反映全部 A 股和全部 B 股的股价定势。该指数区分 A 股和 B 股以后,A 股指数仍以 1990 年 12 月 19 日为基期,基期指数定为 100 点;B 股指数则以第一只 B 股上市的 1992 年 2 月 21 日为基期,基期指数定为 100 点。

在编制方法上,上证综合指数采用派氏加权综合价格指数公式计算,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。计算公式:

当日综合指数 = (当日指数股总市值 ÷ 基期指数股总市值) × 基期指数

在计算当日即时指数时,一般采用“每日连锁方法”计算。具体做法是,在每一交易日集中竞价结束后,用集中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:

当日即时综合指数 = (当日即时指数股总市值 ÷ 经调整上日指数股收市总市值) × 上日收市指数

#### 147. 深证综合指数

是深圳证券交易所股票价格综合指数的简称,指由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,用于综合反映深圳证券交易所全部上市股票的股价走势。该指数以 1991 年 4 月 3 日为基期,基期指数定为 100 点。与上证综合指数一样,深证综合指数也综合反映深交所全部 A 股、B 股上市股票的股价走势。后来又分设 A 股和 B 股两种分类股价指数作为辅助指标,即分别反映全部 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 股指数仍然以 1991 年 4 月 3 日为基期,基期指数定为 100 点,自 1992 年 10 月 4 日开始发布;深证 B 股指数则以 1992 年 2 月 28 日为基期,基期指数定为 100 点,自 1992 年 10 月 6 日开始发布。因此,目前深证综合指数实际上包括深证综合指数、深证 A 股指数和深证 B 股指数等三种指数。

深证综合指数的编制方式与上证综合指数的编制方式相同。

#### 148. 上证 30 指数

是指由上海证券交易所编制的、从上交所的上市股票中只选取 30 种有代表性的股票作为指数计算样本而计算出的一种成份股指数,综合反映上海证券交易所全部上市 A 股的股价走势。目前该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。该指数以 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。

因为成份股指数是否准确,与所选择的成份股(即样本股)是否具有代表性有直接的关系,所以上证 30 指数在选取成份股时,注意从以下几个方面把关:

一是确定初步名单需要综合考虑的因素,如: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;地区代表性等。

二是在同等条件下,应当优先选择的对象,如:股本规模较大的股票;成长性较好的股票;已发行 H 股或 B 股的股票等等。

三是不论条件如何,都应当排除的范围,如:不以中国为主要业务基地,即不考虑第二上市的股票;公司出现违纪违规行为,情节严重的;发生经营性亏损;近期发生被兼并、被收购等重大事件的等等。

四是定出符合资格的股票后,还要根据行业分布、地区分布、流通市值排名、成交金额排名等标准作最终评选。

五是注意根据股票市场情况的变化适时调整成份股的构成。上证 30 指数的成份股一般根据市场情况,由专家委员会按照成份股稳定与动态跟踪相结合的原则适时调整,但每次调整时一般不超过成份股总数的 10%。

在编制方法上,上证 30 指数也采用派氏加权综合价格指数公式计算,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:

当日成份指数 = (日指数股流通市值 ÷ 基期指数股流通市值) × 基期指数

在日常计算当日即时成份股指数时,一般也采用“每日连锁方法”,即在每一交易日集中竞价结束后,用集中竞价产生的股票开市价(无成交者取上日收市价)计算出开市成份股指数,然后用连锁方法计算当日即时成份股指数,直至收市。每日连锁计算公式:

当日即时成份指数 = (当日即时指数流通市值 ÷ 经调整上日指数股收市流通市值) × 上日收市指数

#### 149. 深证成份股指数

是指由深圳证券交易所编制的、从深交所的上市股票中只选取一部分有代表性的股票作为指数计算样本而计算出的一种成份股指数,综合反映深圳证券交易所全部上市 A、B 股的股价走势。目前深证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,并以流通股数为权数计算得出的加权股价指数。该指数取 1994 年 7 月 20 日为基期,基期指数定为 1000 点,自 1995 年 1 月 23 日开始试发布,1995 年 5 月 5 日正式启用。所选择的 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。同时,深证成份股指数还包括 A 股分类指数,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、综合企业分类指数等。

考虑到成份股指数是否准确,与所选择的成份股是否具有代表性有直接的关系,所以深证成份股指数在选择成份股时也非常慎重,注意从以下几方面严格把关:

一是确定初步名单需要综合考虑的因素,如: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额计)等。

二是在初步名单中评选出 40 家上市公司作为成份股,需要考虑以下各因素: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。

三是确定成份股以后的适时调整。为保证指数的代表性,深圳证券交易所注意根据上市公司的变动而适时更换成份股。为此,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。如 1997 年 12 月 26 日,深圳证券交易所就根据上市公司的变动而对成份股样本进行了调整。

在编制方法上,深证成份股指数与上证 30 指数一样,均采用派氏加权综合价格指数公式计算。编制当日即时成份股指数也均采用“每日连锁方法”计算。

#### 150. 道·琼斯指数

又称为道·琼斯股票价格平均指数,是世界上最有影响、使用最广的股价指数。该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,因此而得名。道·琼斯股价指数于 1884 年 7 月 3 日第一次公布,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)编制而成。

道·琼斯股价指数是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的,即属于成份股指数。1884 年 7 月 3 日第一次公布时,指数样本包括 11 种股票。自 1928 年 10 月 1 日起,其样本股增加到 30 种,并保持到今,但作为样本股的公司已经历过多次调整。目前,道·琼斯股价指数由四种股价平均指数构成,它们是:

(1)道·琼斯工业股价平均指数。即以 30 家著名的工业公司股票为编制对象的指数。

(2)道·琼斯运输业股价平均指数。即以 20 家著名的交通运输业公司股票为编制对象的指数。

(3)道·琼斯公用事业股价平均指数。即以 15 家著名的公用事业公司股票为编制对象的

指数。

(4)道·琼斯股价综合平均指数。即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综合指数。在以上四种道·琼斯股价指数中,以第一种工业股价平均指数最为著名,最为人们所关注。它从 1897 年开始编制,选取的都是美国最著名、最有代表性的大工业公司的股票,而且行业发布广,如 1985 年 11 月份的 30 种成份股涵盖了 15 个行业。报刊上经常分析的道·琼斯股价指数实际上就是 30 种工业股价平均指数,它已经成为道·琼斯股价指数的代表而经常加以引用。

道·琼斯股价指数的编制方法,起初是采用算术平均方法,即把每一种成份股的价格之和除以股票种类数,得出股价算术平均数。自 1928 年起改用修正除数法,即用成份股的价格之和除以一个被称为“除数”的数,代替原除数,即股票种类数。

#### 151. 日经指数

指“日本经济新闻社道·琼斯股票平均价格指数”的简称,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走势的股票价格平均指数,故而得名。该指数的编制方法采用道·琼斯股票平均价格指数的编制方法,1975 年 5 月 1 日,日本经济新闻社又向美国道·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,并在合同满 10 年的 1985 年 5 月 1 日,又经两家协商,将名称定为“日经平均股价指数”(简称日经指数)。

按照编制指数时选择计算对象的数目不同,日经指数可以划分为两种:

一是日经 500 种平均股价指数,它是从 1982 年 1 月开始编制的。

二是日经 225 种平均股价指数,它是从 1950 年 9 月开始编制的。这一种指数延续时间较长,能够比较准确地反映日本股票市场股价长期演变及最新变动的走势,具有很好的可比性,因此成为考察日本股价走势的最常用和最可靠的指标,传媒日常引用和分析的日经指数就是指日经 225 种平均股价指数。

#### 152. 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,用以反映英国伦敦证券交易所的股价行情变动走势。因为它是由英国最著名的报纸——《金融时报》编制和公布而得名。

目前,伦敦金融时报指数是由三种指数构成的:

一是《金融时报》工业普通股票价格指数,即选择 30 种工业成份股股票以算术平均法计算出来的价格指数。现在成份股已由 30 种扩展为 50 种,选择的都是在伦敦证券交易所上市的具有代表性的英国本国工业以及商业大公司的普通股票。该指数以 1935 年 7 月 1 日为基期,基期指数为 100 点,以后各期股价与其比较,所得数值即为各期指数,每个交易日从开盘时起每小时计算一次直至当日收盘。

二是《金融时报》股票价格综合指数,即以伦敦证券交易所上市交易的英国本国公司的全部普通股票为计算范围,按照上市量加权平均计算出来的全交易所股价指数。计算范围随着上市公司的增多而增加,每天计算一次。

三是《金融时报》海外股票价格指数(FT—SE100),即选择在伦敦证券交易所上市的 100 家于英国注册的海外大公司的股票为计算范围,按照上市量加权平均计算出来的海外抽样股价指数。该指数于 1984 年 1 月 3 日开始公布,每一交易日内计算的间隔时间很短,所以它能够反映海外公司股票在伦敦证券交易所的每时每刻的变化。

以上三种伦敦金融时报指数,以第一种最为重要,通常所讲的英国金融时报指数指的就是第一种,该指数也是国际上公认的重要股价指数之一。

### 153. 恒生指数

指恒生股价指数的简称,是反映香港股市价格趋势最有影响的一种股价指数,因为它是由香港恒生银行全资附属的恒生指数服务有限公司编制并公布的,所以称为恒生指数。该指数以1964年7月31日为基期,基期指数定为1000点,以后各期股价与其比较,所得数值即为各期指数。该指数于1969年11月24日首次公开发布。恒生银行从1969年11月24日起每个交易日的上午11:00、中午12:30和下午收盘时计算并公布3次。

恒生指数是选取在香港交易所上市的股票中的33家有代表性的上市股票为成份股样本,以其发行量为权数而计算出来的加权平均股价指数。这33种股票样本基本都是大型公司股票和公认的优质股,约占香港股票市场市值总额的75%,具有广泛的市场代表性。1985年恒生指数又开始公布工商业、金融、地产和公用事业等四个分类指数,把33个成份股分别纳入其中。恒生指数在选择成份股时注意遵循以下原则:

第一,初选名额确定原则:

一是股票市值必须居于占香港联合交易所全部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)。

二是成交额必须居于占香港联合交易所全部上市普通股份成交额90%的排榜股票之列(成交额指过去24个月的成交总额)。

三是必须在联交所上市满24个月以上。

第二,根据以上标准初选出合格股票后,最终确定成份股的原则:

一是公司市值及成交额之排名。

二是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。

三是公司在香港有庞大业务。

四是公司的财务状况。

恒生指数计算公式是:

现时指数 = (现时成份股的总市值 ÷ 上日收市时成份股的总市值) × 上日收市指数

### 154. 国企指数

是“恒生中国企业指数”的简称,是香港恒生指数服务有限公司为了为投资者提供一个反映在香港上市的中国H股企业的股价走势而编制和发布的,又称为H股指数。国企指数以所有在香港联合交易所上市的中国H股公司股票为范围进行加权平均计算形成。

国企指数以上市H股公司数目达到10家的日期,即1994年7月8日为基期,当日收市指数定为1000点。该指数于1994年8月8日首次公布,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。该指数的计算公式与恒生指数相同。

### 155. 红筹股指数

是指由香港恒生指数服务有限公司编制和发布的股票指数之一。该指数是精选32只符合其选取条件的红筹股作为成份股,以1993年1月4日为基期,基期指数定为1000点,以后各期股价与其比较,所得数值即为各期指数。红筹股指数于1997年6月16日正式推出。红筹股指数成份股的选取标准是:

(1)在香港联合交易所上市满12个月。

- (2)被内地国有机构、省市单位或者有关机构收购满 12 个月。
- (3)内地国有机构、省市单位直接或者间接持有该红筹股不少于三成半权益。
- (4)在过去 1 年内,无成交不可超过 20 个交易日(公司停牌交易的除外)。
- (5)不属于国企 H 股。

恒生红筹股指数的计算公式与恒生指数相同。

#### 156. 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。

#### 157. 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。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。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。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。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。

#### 158. 股票基金

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大额资金,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;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:①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。②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。③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。④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。⑤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。

#### 159. 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。

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。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,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:①政府公债基金,主要投资于国库券等由政府发行的债券;②市政债券基金,主要投资于地方政府发行的公债;③公司债券基金,主要投资于各公司发行的债券;④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:①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。②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。③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。④注重当期收益。债券基金主要追求当期较为固定的收入,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:①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。②专家经营。随着债券种类日益多样化,一般投资者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。③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。

#### 160. 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。

货币市场基金与传统的基金比较具有以下特点:①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。②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。③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。④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。⑤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。⑥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。

#### 161. 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。

封闭式基金具有以下特点:①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,从而基金的资金总额每日均不断地变化,始终处于“开放”的状态。②投资者投资于开放式基金,可以随时向基金管理公司或销售机构申购或赎回。③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。④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。

#### 162. 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。

封闭式基金具有以下特点:①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。而这是封闭式基金与开放式基金的根本差别。②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。③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。④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。⑤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。

#### 163. 契约型基金

根据信托契约原理,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。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。

### 164. 公司型基金

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。

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。

### 165. 对冲基金

对冲基金的英文名称为 Hedge Fund,意为“风险对冲过的基金”,起源于 50 年代初的美国。其操作的宗旨是利用期货、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。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。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,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。同时,也恰恰因为杠杆效应,对冲基金在操作不当时往往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,负责资金的投资决策。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。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,即在投资工具的选择和比例上有确定的方案;同时,证券投资基金不得利用信贷资金进行投资。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。

#### 166. 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。基金发起人需要对拟设立的基金进行策划,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。基金发起人还需要制作管理机关要求的相关文件,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。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,除基金管理公司外,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,财政状况良好,经营行为规范等。

#### 167. 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,但其职责是基本一致的,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、运作基金的固定场所和必要的设施、专门的人才及明确的基金管理计划等。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。

#### 168. 基金托管人

是指为了保证基金资产的安全,按照资产管理与资产保管分开的原则,专门保管基金资产的机构。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。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才能执行。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。

一般来说,基金托管人主要有以下职责:①安全保管全部基金资产;②执行基金管理人的投资指令;③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;④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》、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,各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等五家商业银行。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。

#### 169. 基金上市

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。基金上市是针对封闭式基金而言的,开放式基金则通过投资者的申购和赎回来实现流通。目前,我国基金上市的场所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,基金的上市显得尤其重要。基金的上市,将使基金的运作更规范,信息披露更及时、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;证券市场的走势及活跃程度;基金的所得税政策。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。③银行存款利率。对投资者来说,有着许多投资选择,如在银行存款,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。

#### 170. 基金收益

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。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,是基金管理人选择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。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选择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。我国规定,证券投资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。这种分收益仅占基金收益很小一部分。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。

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。我国《证券投资基金管理暂行办法》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;仅允许采用现金形式。

#### 171. 基金管理费

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。基金管理费率与基金类别及不同国家或地区也有关系。通常,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率为1.5%~2.5%。最低的为货币市场基金,其年费率仅为0.25~1%。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。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,通常是根据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。

管理费费率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。

#### 172. 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,不得另向投资者收取。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,美国一股为0.2%,我国内地及台湾、香港,则为0.25%。

托管费率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。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,不得列入基金托管费。

#### 173. 风险资本

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。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。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。国外有关法规也明确规定,风险资本只能采取私募方式。

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;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。

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。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。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、壮大并推动其上市,给证券市场注入了生机。

### 174. 共同基金

投资基金在美国称为共同基金。最早出现于1924年,发展迅猛。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。

### 175. 单位信托基金

投资基金在英国称为单位信托基金。特指基金单位总数不固定的开放式基金。

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。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。②投资方向以普通股为主。③基金监管以自律为主。

### 176. 机构投资者

是证券投资者的一种,广义上的机构投资者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价证券投资活动的法人机构。也就是说,以有价证券投资收益为其重要收入来源的机构都是机构投资者。目前,我国的机构投资者主要是具有证券自营业务资格的证券经营机构和符合国家有关政策法规的投资管理基金等。

从各国证券市场发展的历史来看,机构投资者的出现要晚于以自然人身份从事有价证券买卖的个人投资者。在证券市场初期,市场参与者主要是个人投资者,机构投资者所占份额很少。但至 20 世纪 70 年代以来,西方各国证券市场上的投资机构者迅速增多,诸如证券公司、投资公司、保险公司、各种福利基金、养老基金、金融财团以及专门从事有价证券投资的共同基金等等纷纷投资于证券市场,机构投资者的市场份额也日益扩大(如据有关统计数据表明:机构投资者市场份额 70 年代为 30%,90 年代初已发展到 70%),机构投资者已发展成为证券市场的主要力量。这几年,我国的机构投资者也有所发展,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,但至今机构投资者所占市场份额仍然偏小,证券市场仍然充斥着大量的个人投资者。据统计:我国机构投资者至 1997 年底开户数占总开户数比例还不到 1%。

与个人投资者相比,机构投资者具有以下几个特点:

(1)投资管理专业化。对于个人投资者(绝大部分都是小户投资者)来说,不但资金有限,而且高度分散,更缺乏足够时间去收集信息、分析行情、判断走势,也不可能有足够资料数据去分析上市公司经营情况。而机构投资者不但具有雄厚的资金实力,而且一般在信息收集分析、上市公司研究、投资理财方式、投资决策运作等方面都配备有专门部门,由证券投资专家进行管理。因此,机构投资者的投资行为相对专业化,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,为了尽可能降低风险,投资者有必要进行合理的投资组合以分散风险。但这对于资金有限、势单力薄的个人投资者来说是不可能的,因此入市资金越多风险就越大;而对于机构投资者来说,不但有庞大的资金储备为合理的投资组合提供了物质上的条件,而且机构投资者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。

(3)投资行为规范化。个人投资者由于受到自身条件的限制和数量庞大分散,各方面的监督管理比较困难,因此不规范的投资行为大量存在。而机构投资者是一个具有独立法人地位的经济实体,其投资行为受到多方面的监管:一方面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,以保证证券交易的“公开、公平、公正”原则;另一方面,投资机构需要保护客户的利益,维护自己在社会上的信誉,会通过自律管理,从各个方面规范自己的投资行为。

考虑到机构投资者对稳定证券市场的巨大作用,我国政府开始采取措施,改变投资者结构失衡的状况。1997 年 11 月 14 日,国务院批准,国务院证券委员会颁布了《证券投资基金管理暂行规定》,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、稳定地发展。未来几年将是我国机构投资者获得稳步发展的时期。

### 177. 泡沫经济

是指经历一个连续的涨价过程后,一种或者一系列资产的市场价格远远高于其实际价值的一种经济现象。泡沫经济具有以下几方面特征:

第一,泡沫经济的形成,与普遍的涨价预期有关。一般来说,开始的 market 价格的上升会使人们产生还要涨价的预期,于是不断地吸引那些想通过未来价格的变化牟取暴利的新买主,这些新买主一般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,就不可避免地大大抬高社会资产的账面价值,像吹起来的肥皂泡一样,于是就形成一种所谓的“泡沫经济”。

第二,泡沫经济的表现形式,是社会资产所表现的账面价值大大高于其实际价值。这种泡沫现象一般通过股票市场和房地产市场得以直观地反映出来。

第三,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。在泡沫经济形势下,表面上经济一片繁荣,但其实是由虚假的高盈利预期的投机带动起来的,而不是实际经济增长的结果,因此会造成国民经济的总量虚假增长、结构扭曲。同时,泡沫经济引起的对股票或者房地产的狂热投机行为,打击了实业投资者的积极性,助长投机行为,导致贫富两极分化。

第四,泡沫经济必然有破灭的一天。一旦泡沫破灭,价格回归价值,那么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,尤其是大量出现的金融机构的不良债权,不但威胁着金融系统的安全,而且严重冲击和危害国民经济的正常运行。此外,泡沫经济破灭后,股价必然暴跌,上市公司也将受到惨重打击,其筹资能力和偿债能力会大大削弱。

### 178. 股灾

即股市灾害、股市灾难的简称,是指股市发生突发性暴跌,并引起社会经济巨大动荡和巨大损失的异常经济现象。

与一般的股市波动和一般的股市风险相比,股灾具有以下几个特点:

一是股市突发性暴跌。至今为止,世界各个国家和地区发生的股灾,几乎都是首先出现一个突发性暴跌阶段。引起突发性暴跌的表面原因一般都是一些偶然因素,以致人们根本难以防备。其实,在这些偶然因素只是表面原因,股灾实际上是股市内在矛盾积累到一定程度时的必然产物,由于受某个偶然因素影响,才突然爆发股市暴跌。

二是引发或加剧金融危机。股灾爆发后,首先对金融市场产生巨大的影响,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;工商企业倒闭破产,必然波及银行,使银行不良资产增加;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。所以,股灾会从多个方面导致金融市场动荡,引发或者加剧金融危机。例如,1929年美国股灾,首先受到冲击的就是金融市场,从1929年至1931年,美国倒闭破产的银行由659家猛增至2294家。

三是加重经济衰退。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。股灾对经济的影响表现在:股灾使整个金融市场陷入极度混乱状态,必然严重破坏国民经济的正常运行;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,股灾导致一个国家乃至世界的经济混乱,引发全球性经济危机。总之,一次股灾给人类造成的经济损失,远超过火灾、洪灾等严重的自然灾害造成的经济损失,甚至不亚于一次世界大战的经济损失。如1929年爆发的股灾就是一个典型的例子,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。

四是股灾危机具有联动性。首先是经济链条上危机的联动性,从而加剧金融、经济危机。另外,股灾带来的危机还会发生区域上的联动性,即导致区域性或者世界性股市暴跌。如1929年美国爆发股灾后,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。

五是股灾具有不确定性。首先,股灾实际上是股市内在矛盾积累到一定程度时的必然产物,但这种内在矛盾,人们很难把握或者控制,因此当这种内在矛盾在不断积累而尚未因偶然

因素引发股灾之前,人们很难准确预测或者判断股灾会在什么时候发生;其次,股市内在矛盾已经积累到多大的程度,也很难把握,因此也难以预测股市暴跌幅度有多大和持续时间有多长;另外,股灾对金融、经济乃至人们的社会心理产生的负面影响,会进一步加重经济危机,但人们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。股灾的这些不确定因素,给人们防范股灾带来了很大的困难。

### 179. 新兴市场

是指发展中国家的股票市场。因为一般来说发展中国家或者地区的股票市场发展时间都不长,许多方面都不成熟,所以称为新兴市场(Emerged Markets)。

同成熟市场相比,新兴市场一般具有以下几个特点:

一是新兴市场是发展中国家的股票市场。按照国际金融公司的权威定义,一个国家或者地区的人均国民生产总值(GNP)如果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),那么这个国家或者地区的股市就是新兴市场。

二是新兴市场规模小、市场机制不成熟的市场。有的股票市场所在的国家 and 地区的经济虽然达到或者接近发达国家的水平,但如果其股票市场规模小、不成熟,仍然属于新兴市场。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,但其股票市场发展滞后,市场机制不成熟,仍被认为是新兴市场。

三是新兴市场发展迅速。进入 20 世纪 70 年代以来,发展中国家为适应市场经济浪潮的需要,纷纷调整经济发展战略,转而重视证券融资,使股票市场的规模迅速扩张;发达国家在经济全球化的背景下,通过证券方式大量向发展中国家投资,进一步促使了新兴市场的迅速发展。有关统计资料显示: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,至 1994 年超过了 12%,1995、1996 年稳定在 11%的水平。

四是新兴市场波动程度大。同成熟市场相比,新兴市场换手率高,高风险与高收益并存,呈现出较强的投机性和不稳定性。1996 年全球五个换手率最高的股市(据国际金融公司统计)中,新兴市场占据了前四位。1991 年 12 月至 1996 年 12 月,国际金融公司统计的衡量市场波动性的股市指数月度标准差,拉美新兴市场为 7.10,亚洲新兴市场为 5.54,而同期美国仅为 2.51,英国只有 4.00。反映新兴市场波动程度大、风险性较高。

五是新兴市场规范化程度不高。新兴市场普遍存在法规不健全、执法力度疲软、监管技术落后等问题,以致内幕交易、操纵市场和欺诈行为比较严重,严重影响了股市的“公开、公平、公正”和市场运行效率。

六是新兴市场以个人投资者为主。个人投资者比重过大,带来新兴市场投资和投机行为的短期性、盲目性和非理性,加大了股市的风险。

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。

### 180. 成熟市场

是指发达国家或者地区(即高收入国家或者地区)的股市。成熟市场是与新兴市场相对而言的,因为一般来说发达国家或者地区的股票市场发展时间比较长,各个方面都已经非常成熟,所以称之为成熟市场。

与新兴市场相比,成熟市场主要有以下几个特点:

一是成熟市场是发达国家或者地区的股市,同时又是市场机制比较成熟的股市。

二是成熟市场比较稳定。成熟市场的换手率相对较低,一般只有 100% 以下,有的仅为 50% 以下,而新兴市场有时换手率高达 300% 多或 200% 多。较低的换手率,使成熟市场波动较小,稳定性较强,反映出成熟市场的风险性也较小。

三是成熟市场更加规范化。成熟股市发展时间较长,形成了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。

四是成熟市场以机构投资者为主体。在发达国家和地区,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股票市场投资者的主体,这大大提高了成熟市场的稳定性,保障了投资行为的理性化和市场的运行效率。

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。

### 181. 国际游资

又称为“国际热线”,是指在世界范围寻找盈利机会的一种国际短期资本。20 世纪 70 年代以来,国际游资迅速扩大,原因主要是: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;新技术革命加速了金融信息的传播、降低了资金国际流动成本、提高了资金流速;以远期外汇、货币互换和利率互换、外汇期权和利率期权等为代表的金融创新纷纷出台;世界经济一体化以及跨国公司、跨国银行的发展等等因素,为国际游资的加速成长提供了极为有利的条件。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。

国际游资具有以下几个特点:

一是停留时间短、反应灵敏、隐蔽性强。国际游资的投资对象主要是外汇、股票及其衍生产品市场。当一国经济过热,货币管理当局实行高利率以抑制通货膨胀而汇率保持不变时,大量国际游资便流入获利;而一旦货币贬值到一定程度时,这些国际游资便立即出逃。如果发现某国汇市或者证券市场上有获利机会时,这些国际游资便综合运用信贷、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,隐蔽性极强。

二是国际游资一般是乘虚而入。国际游资冲击而引发金融危机的国家和地区,一般来说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。从 1977 年延续至今的因国际游资的冲击而爆发的东南亚金融危机,就说明了这个问题。

三是国际游资能够严重破坏一国乃至整个地区甚至世界范围的经济。由国际游资冲击引起的金融危机必然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,政治混乱。而由此对其他国家和地区的连锁反应,会迅速扩大和加重经济危机。

四是国际游资对一国经济的冲击主要有两种基本形态。一种是“吸引——逃离型”,即当一国经济过热时,货币管理当局会提高利率以抑制通货膨胀,在汇率保持不变的情况下,吸引大量国际游资流入,从事套汇、套利或者投资活动,迫使其货币升值,形成泡沫经济。一旦泡沫即将破灭,国际游资便立即外逃,使货币进一步贬值,引发金融危机。另一种是“蓄意投机型”,即当国际游资发现某国汇市或者证券市场有获利机会时,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。1997 年东南亚金融危机是国际游资同时采用

两种冲击方式的结果。

按照投机性大小的不同,国际游资大致可以分为两种类型:

一是投机性不强的资金。主要指一般的套汇、套利或者证券投资资金,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。

二是投机性很强的资金。如美国的对冲基金。这种资金直接冲击、操纵或者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。目前最有名的是由美国索罗斯管理的量子基金,在 1977 年至今的东南亚金融危机中扮演着重要角色。

为防止国际游资对我国的过度冲击,目前我国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。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,这是至今尚未结束的东南亚金融危机给我们的惨痛教训。

## 附录二 主要国际证券市场

在现代商品经济高度发达的社会,证券市场是迅速实现资本集中的最有效形式,因此,在经济上最发达的国家同时也是证券市场最活跃的地方。

### 1. 美国证券市场

美国证券市场是世界最大的证券市场,其中纽约证券交易所有 1600 多家公司的证券挂牌交易,上市股票的市场总价值已超过 3 万亿美元,交易额已达 13,600 亿美元。

纽约证券交易所的营业时间是:每周一至周五的 9 时 30 分到 16 时。交易单位一般为 100 股,买不足 100 股也可找零股交易商。佣金标准为 5,000 美元以下抽 2—10%,5,000—20,000 美元抽 1.2—2%,20,000 美元以上抽 1.5%。成交后一般在 5 天内交割完毕。

### 2. 日本证券市场

日本证券市场目前已成为世界第二大证券市场,其中东京证券交易所有 1500 多家公司的证券上市交易,股票市价总值已超过 4 万亿美元。远远高于纽约证券交易所的同期规模。它每天的交易量约为 9 亿股,金额达 90 多亿美元,每年交易额约为 3 万亿美元。

东京证券交易所以国内股票以 1000 股为基本单位,外国股票则为 1—1,000 股不等。债券的买卖单位是基数 100 万日元的整数倍。成交后的交割方式有当日交割、例行交割、特约交割和发行日交割四种。其中例行交割即指成交后第 4 天交割。

日本经纪人在股票债券交易中吸取的佣金率是固定的,不得个别议价。但佣金率正逐步降低,以便同目前的国际水平相适应。股票交易量在 100 万—10 亿日元之间的,收取 0.12—0.15% 的佣金,对一般债券的交易,佣金率在 0.15—1% 之间。

### 3. 英国证券市场

英国证券市场是世界第三大证券市场,其中伦敦证券交易所有价证券周转额居世界首位并有 2500 多家公司的证券上市交易,市场总价值达 13,700 亿英镑,交易额达 1506 亿英镑。

伦敦证券交易所营业时间是每周一至周五 9 时至 15 时 30 分。交易单位最少为 1 股。佣

金标准为:200 英镑以下酌定,467 英镑以下为 7 英镑,467 英镑以上抽 1.5%。成交后在两周内交割。

### 4. 香港证券市场

香港证券市场是东南亚地区最大的证券市场。现已成为世界第四大证券市场。香港联合交易所的上市股票公司有 300 多家,市场总价值达 5,800 亿港元,交易额达 2,000 亿港元。

香港联合交易所的营业时间是每周一至周五的上午 10 时至 12 时,下午 14 时 30 分到 15 时 30 分。交易单位在 20—10,000 股之间,常见的交易额为 1,000—2,000 股。成交后一般在第二天交割。

在联合交易所,股票和债券的买卖双方均要支付佣金,最低佣金为 25 港元。此外,政府按交易额对买卖双方征收 0.3% 的印花税和 0.025% 的交易税。

### 5. 加拿大证券市场

加拿大多伦多证券交易所是加拿大最大的交易所,交易量占全国的 70% 以上。

多伦多证券交易所的营业时间为:每周一至周五的 9 时 30 分到 15 时。交易单位一般为 100 股,成交后一般在 4 天内交割完毕。

### 6. 荷兰证券市场

世界上最古老的荷兰阿姆斯特丹证券交易所,是世界上第一个证券交易所。上市股票公司有 500 多家,市场总价值已达 905 亿美元,交易额为 216 亿美元。

阿姆斯特丹证券交易所的营业时间为:每周一至周五的上午 10 时到下午 16 时 30 分。成交后一般在 5 天之内交割完毕。

### 7. 德国证券市场

德国的法兰克福证券交易所是德国证券市场和金融业的中心。现有 800 多家公司股票和 1,900 多家外国债券在上市交易,市场总价值达 1,798 亿美元,交易额达 6,000 亿马克。

法兰克福证券交易所的营业时间为:每周一至周五的 11 时 30 分至 13 时 30 分。交易单位一般为 50 股。成交后一般在第 3 天交割。

### 8. 法国证券市场

法国的巴黎证券交易所是世界著名的证券市场之一。上市的股票公司有 60 多家,总价值为 1,534 亿美元,交易额达 553 亿美元。

巴黎证券交易所的营业时间为:每周一至周五的 12 时 30 分至 14 时 30 分。佣金标准为:从 60 万法郎以下抽 0.65% 到 220 万法郎抽 0.215% 不等。成交后一般在两周后交割或该月月底结算。

### 9. 澳大利亚证券市场

澳大利亚各州都有证券交易所,其中悉尼、墨尔本及珀斯已成为交易中心。全国股票市场总价值达到 2120 亿澳元,交易量达 682 亿澳元。

澳大利亚证券市场的营业时间为:每周一至周五的上午 10 时至 12 时 15 分,下午 14 时到 15 时 15 分。交易单位可从 50—2000 股不等。成交后的第 4 天交割完毕。

### 10. 新加坡证券市场

新加坡的证券交易所有 320 多家公司的证券上市交易,市场总价值达 1,071 亿新加坡元,交易量达 200 多亿新加坡元。

新加坡证券交易所的营业时间为:每周一至周五的上午 10 时至 11 时,中午 11 时 15 分到 12

时 30 分,下午 14 时 30 分到 16 时 30 分,交易单位一般为 1,000—2,000 股。成交后一般在第二天交割。

### 11. 韩国证券市场

韩国股票市场的规模正在急剧扩大,目前上市的股票公司有 500 多家,交易量为 580,000 亿元。

韩国股票市场的佣金标准为:100 万元以下抽 0.8%,100—500 万元抽 0.7%,500 万元以上抽 0.6%。成交日起 3 天内交割完毕。

## 附录三 四大证券交易所

### 一、纽约证券交易所

纽约证券交易所创立于 1792 年,距今已有 200 年的历史,它是目前世界上规模最大,组织最健全、设备最完善、管理最严格、对世界证券最有影响的交易所之一。纽约证券交易所自成立以来一直都是实行会员制的组织形式,1972 年 7 月改组为公司制。其最高权力机关为董事会,由 21 名董事组成,其中 10 名为交易所的会员,10 名为交易所上市公司的股东,还有 1 名是董事长。在纽约证券交易所,只有会员才能参加交易活动,并拥有席位。目前该所有会员席位 1,366 个,交易所非会员要想成为所内会员,须向一现有会员购买一个席位,席位价格一般在 3,800 至 100 万元之间。会员提出申请并经董事会 2/3 人数批准才能成为会员,而且须履行一定的义务,即向席位出售者全额支付席位价格;向交易所支付 5,000 美元会费;向交易所抚恤基金捐款;同意遵守交易所章程,接受董事会的管理;定期通过书面考试等。纽约证券交易所会员可采取个人独资、合伙组织或公司形式经营。其中个人独资不能为公众交易,只能为自己或其他会员交易。合伙和公司形式经营中至少有一个合作者或公司股东拥有交易所内席位。

目前,纽约证券交易所上市证券约 4700 种,其中股票只占少数,债券占有大部分,上市证券类别有普通股、优先股、美国预托证券(ADR)、收益信托证券、认股权证、公司债券、美国政府债券、外国债券、国际金融组织债券、期货金融商品、期权金融商品等。其交易额中绝大部分是股票交易,每天的成交总股数和总市值约占全美国股票总成交股数和市值的 80%以上。

### 二、伦敦证券交易所

伦敦证券交易所创立于 1773 年,比纽约证券交易所的历史还长,是一个高度组织化的著名的国际证券市场,也是世界上最大的交易中心之一。伦敦证券交易所曾在 1953—1954 年和 1971—1973 年进行过两次重建。1986 年 10 月 27 日,伦敦城里发生了号称“创世纪大爆炸”的金融大改革。所谓“大爆炸”(Big Bang)系反映自该日起,①伦敦证券交易所取消其固有的最低佣金制,改为采取通过协商确定费用的办法;②废除其长期保留的经纪商(Broker)和批发商



(Jobber)的职能不能互兼的规定;③打开封闭了 184 年的证券交易所大门,允许银行、保险公司、投资公司等金融机构以及外国公司直接参与交易;④证券交易全部实行电脑化,与纽约、东京证券交易所的电脑联机,实行 24 小时全球性证券交易。经过这次重大革新,伦敦证券交易所现已成为一个真正的国际性的证券交易中心,1987 年,伦敦证券交易所正式定名为“国际证券交易所”。目前,伦敦证券交易所的股市规模已超过欧洲大陆其他交易所的总和,该所有 2,500 多家公司的证券上市交易,挂牌证券近万种,上市挂牌外国公司 500 多家,居世界各证券交易所之首。伦敦证券交易所实行会员制,现有 120 多家会员公司,会员主要有两类,一类是证券经纪人,一类是证券交易商,该交易所由一个由 50 人组成的理事会进行管理,负责制定和执行有关市场交易的规章制度,吸收新会员及仲裁纠纷。

### 三、东京证券交易所

东京证券交易所成立于 1949 年,是日本最大的证券交易所,也是世界最大的证券交易中心之一。在东京证券交易所上市的证券除了国内股票、债券外还有外国公司股票和国际债券,其中股票交易占绝大部分,若按上市股票的总市值来计算,已稳居世界各大交易所首位。东京证券交易所采用会员制的组织形式,只有达到一定条件的证券公司才能取得该所的会员资格,并在该所从事证券业务,东京证券交易所的会员分为正式会员、经纪会员和特别会员三种。正式会员可以接受客户委托进行证券买卖,一般的个人、银行、企业公司及非会员的证券经纪公司只能委托正式会员代理证券买卖;经纪会员则只担任正式会员之间的交易媒介;特别会员主要负责交易所之间的业务联系。东京证券交易所的最高决策机构是会员大会,而决定业务活动的是理事会,理事会由理事长和 23 名理事组成,其中包括会员理事和非会员理事。

### 四、香港联合证券交易所

香港联合证券交易所由香港证券交易所、远东证券交易所、金银证券交易所和九龙证券交易所合并而成。1980 年香港联合交易所上市的股票有 300 多种,总市值居世界各大证券交易所第四位。香港联合交易所的最高决策机构为交易所委员会,该委员会从会员中选出 21 名委员,委员会设主席 1 名,副主席 5 名和委员 15 名。交易所制定会员条例和守则,供会员共同遵守。

在香港联合交易所上市的证券包括香港当地和国外公司的股票、认股权证、政府及公司债券、投资基金以及其他金融工具,其中以股票交易为主,尤其以经营银行类股票和地产类股票为主,债券的交易量极少。联合交易所从正式开业之日起便具备了相当的现代化水平,完全采用电脑交易,一改经纪人在交易大厅内奔跑呼喊的方式,在每个经纪人的席位上都装有电脑终端,从中可以非常方便地获取各种交易信息。

## 附录四 世界主要股票交易所

国家	股票交易所名称
阿根廷	布宜诺斯艾利斯证券交易所 (Mercado de Valores de Buenos Aires)
澳大利亚	澳大利亚股票交易所 (Australian Stock Exchange)
奥地利	维也纳证券交易所 (Wiener Borsekammer, Vienna)
孟加拉	达卡股票交易所 (Dhaka Stock Exchange)
巴巴多斯	巴巴多斯证券交易所 (Barbados Securities Exchange, Bridgetown)
比利时	布鲁塞尔国债交易所 (Bourse de Fonds Publics de Bruxelles)
巴西	里约热内卢证券交易所 (Bolsa de Valores do Rio de Janeiro)
	圣保罗证券交易所 (Bolsa de Valores de Sao Paulo)
加拿大	艾伯塔股票交易所 (Alberta Stock Exchange, Calgary)
	蒙特利尔股票交易所 (Montreal Stock Exchange)
	多伦多股票交易所 (Toronto Stock Exchange)
	温哥华股票交易所 (Vancouver Stock Exchange)
	温尼伯股票交易所 (Winnipeg Stock Exchange)
智利	圣地亚哥证券交易所 (Bolsa de Comercio y Valores de Sanitago)
	瓦尔帕莱索证券经纪行 (Bolsa de Corredores y Valores de Valparaiso)
中国	上海证券交易所 (Shanghai Securities Exchange)
	深圳证券交易所 (Shenzhen Securities Exchange)
哥伦比亚	波哥大交易所 (Bolsa de Bogota)
	麦德林交易所 (Bolsa de Medellin)
	奥赛丹特交易所 (Bolsa de Occidente)
哥斯达黎加	国家证券交易所 (Bolsa Nacional de Valores, San Jose)
丹麦	哥本哈根国债交易所 (Kobenhavns Fondsbors)
厄瓜多尔	基多证券交易所 (Bolsa de Valores de Quito)
埃及	开罗股票交易所 (Cairo Stock Exchange)
	亚历山大股票交易所 (Alexandria Stock Exchange)

萨尔瓦多	萨尔瓦多交易所(Bolsa de El Salvador, San Salvador)
芬兰	赫尔辛基股票交易所(Helsinki Stock Exchange)
法国	巴黎交易所(Bourse de Paris)
德国	法兰克福证券交易所(Wertpapierborse, Frankfurt)
	不来梅证券交易所(Bremer Wertpapierborse)
	柏林交易所(Berliner Borse)
	汉堡交易所(Borse, Hamburg)
	巴伐利亚交易所(Bayerische Borse, Munich)
	巴登—符腾堡证券交易所(Baden—Wuerttembergische Wertpapierborse, Stuttgart)
希腊	雅典股票交易所(Athens Stock Exchange)
香港	香港股票交易所(Hong Kong Stock Exchange)
匈牙利	布达佩斯股票交易所(Budapest Stock Exchange)
印度	班加罗尔股票交易所(Bangalore Stock Exchange)
	孟买股票交易所(Bombay Stock Exchange)
	加尔各答股票交易所(Calcutta Stock Exchange)
	德里股票交易所(Delhi Stock Exchange)
	巴德拉斯股票交易所(Madras Stock Exchange)
伊朗	德黑兰股票交易所(Teheran Stock Exchange)
爱尔兰	都柏林股票交易所(The Stock Exchange, Dublin)
以色列	特拉维夫股票交易所(Tel Aviv Stock Exchange)
意大利	热那亚证券交易所(Borsa Valori, Genoa)
	米兰证券交易所(Borsa Valori, Milan)
	那不勒斯证券交易所(Borsa Valori, Naples)
	罗马证券交易所(Borsa Valori, Rome)
	都林证券交易所(Borsa Valori, Turin)
牙买加	牙买加股票交易所(Jamaican Stock Exchange, Kingston)
日本	福岡股票交易所(Fukuoka Stock Exchange)
	广岛股票交易所(Hiroshima Stock Exchange)
	名古屋股票交易所(Nagoya Stock Exchange)
	大阪证券交易所(Osaka Securities Exchange)
	札幌股票交易所(Sapporo Stock Exchange)
	东京股票交易所(Tokyo Stock Exchange)
约旦	安曼金融市场(Amman Financial Market)
肯尼亚	内罗毕股票交易所(Nairobi Stock Exchange)
科威特	科威特股票交易所(Kuwait Stock Exchange)
卢森堡	卢森堡交易所(Bourse de Luxembourg)

## 股票投资

马来西亚	吉隆坡股票交易所(Kuala Lumpur Stock Exchange)
墨西哥	墨西哥证券交易所(Bolsa Mexicana de Valores, Mexico)
摩洛哥	卡萨布兰卡证券交易所(Bourse des Valeurs de Casablanca)
尼泊尔	证券交易中心(Securities Exchange Centre, Kathmandu)
荷兰	联合证券交易所(Vereniging voor de Effectenhandel, Amsterdam)
新西兰	奥克兰地区股票交易所(Auckland Regional Stock Exchange) 克赖斯特彻奇地区股票交易所(Christchurch Regional Stock Exchange) 达尼丁股票交易所(Dundine Stock Exchange) 惠灵顿地区股票交易所(Wellington Regional Stock Exchange)
尼日利亚	尼日利亚股票交易所(Nigerian Stock Exchange, Lagos)
挪威	奥斯陆交易所(Oslo Bors) 卑尔根交易所(Bergens Bors)
巴基斯坦	卡拉奇股票交易所(Karachi Stock Exchange) 拉哈尔股票交易所(Lahore Stock Exchange)
巴拿马	巴拿马城市股票交易所(Panama City Stock Exchange)
秘鲁	利巴证券交易所(Bolsa de Valores de Lima)
菲律宾	马尼拉股票交易所(Manila Stock Exchange)
葡萄牙	里斯本证券交易所(Bolsa de Valores de Lisboa) 波尔图证券交易所(Bolsa de Valores de Porto) 新加坡国际货币交易所(Singapore International Monetary Exchange)
新加坡	新加坡股票交易所(Stock Exchange of Singapore) 约翰内斯堡股票交易所(Johannesburg Stock Exchange)
南非	毕尔巴鄂交易所(Bolsa de Bilbao)
西班牙	巴德里交易所(Bolsa de Madrid) 巴伦西亚交易所(Bolsa de Valencia) 科隆坡证券交易所(Colombo Securities Exchange)
斯里兰卡	斯德哥尔摩股票交易所(Stockholm Stock Exchange)
瑞典	巴塞尔股票交易所(Balse Stock Exchange)
瑞士	伯尔尼股票交易所(Berne Stock Exchange) 日内瓦交易所(Bourse de Geneve) 洛桑交易所(Bourse de Lausanne) 苏黎世证券交易所(Effekten Borsenverein, Zurich)
泰国	泰国证券交易所(Securities Exchange of Thailand, Bangkok)
特立尼达和多巴哥	特立尼达和多巴哥股票交易所(Trinidad and Tobago Stock Exchange, Port of Spain)
土耳其	伊斯坦布尔证券交易所(Istanbul Menkul Kiymetler Borsasi)

英国	伦敦股票交易所(London Stock Exchange)
美国	美国股票交易所(American Stock Exchange, New York)
	波士顿股票交易所(Boston Stock Exchange)
	中西部股票交易所(Midwest Stock Exchange, Chicago)
	纽约股票交易所(New York Stock Exchange,)
	太平洋股票交易所(Pacific Stock Eschange, San Francisco)
	费城股票交易所(Philadelphia Stock Exchange)
乌拉圭	蒙得维的亚证券交易所(Bolsa de Valoresde Montevideo)
委内瑞拉	加拉加斯证券交易所(Bolsa de Valores de Caracas)
津巴布韦	津巴布韦股票交易所(Zimbabwe Stock Exchange, Harare)

附录五 1998 年排名:世界前十大证券交易所

衡量证交易所的“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 1998 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 87 282 亿美元;
- 日本的东京证券交易所,总市值为 26 978 亿美元;
- 日本的大阪证券交易所,总市值为 22 117 亿美元;
- 美国的芝加哥证券交易所,总市值为 21 373 亿美元;
- 英国的伦敦证券交易所,总市值为 20 769 亿美元;
- 美国的那斯达克证券市场,总市值为 18 252 亿美元;
- 德国的证券交易所,总市值为 8 269 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 6 407 亿美元;
- 加拿大的多伦多证券交易所,总市值为 6 033 亿美元;
- 香港联合交易所,总市值为 5 666 亿美元。

截至 1998 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 51 086 亿美元;
- 那斯达克证券市场,成交总金额为 39 937 亿美元;
- 伦敦证券交易所,成交总金额为 19 512 亿美元;
- 巴黎证券交易所,成交总金额为 10 382 亿美元;
- 台湾证券交易所,成交总金额为 9 026 亿美元;
- 德国证券交易所,成交总金额为 8 996 亿美元;
- 东京证券交易所,成交总金额为 8 043 亿美元;
- 大阪证券交易所,成交总金额为 6 133 亿美元;
- 香港联合交易所,成交总金额为 5 152 亿美元;
- 瑞士证券交易所,成交总金额为 4 030 亿美元。

附录六 中国证券公司资本金、总资产和利润  
额排名 (1997 年)

券商名称 资本金 (亿元)		券商名称 总资产 (亿元)		券商名称 利润额 (亿元)	
1 申银万国	13.2	1 君安证券	175.6	1 君安证券	7.41
2 南方证券	10	2 申银万国	167.3	2 山东证券	5.30
3 国泰证券	10	3 南方证券	155.3	3 申银万国	5.01
4 华夏证券	10	4 华夏证券	110.6	4 中信证券	4.98
5 海通证券	10	5 海通证券	102.7	5 平安证券	4.01
6 东方证券	10	6 广发证券	69.1	6 国信证券	3.81
7 联合证券	10	7 鞍山证券	65.0	7 海通证券	3.04
8 北京证券	8.5	8 上海财政	56.8	8 国泰证券	2.98
9 广发证券	8.0	9 联合证券	54.3	9 兴业证券	2.78
10 国信证券	8.0	10 国泰证券	51.0	10 南方证券	2.73
11 招银证券	8.0	11 江苏证券	48.1	11 广发证券	2.45
12 君安证券	7.0	12 山东证券	47.2	12 光大证券	2.20
13 山东证券	5.08	13 国信证券	45.4	13 华夏证券	2.16
14 大鹏证券	5.0	14 中信证券	41.2	14 鞍山证券	2.10
15 光大证券	6.0	15 广东证券	40.6	15 浙江证券	2.06
16 上海财政	5.0	16 大鹏证券	40.3	16 上海财政	2.05
17 浙江证券	4.5	17 光大证券	39.8	17 湖南证券	1.99
18 江苏证券	4.04	18 平安证券	34.2	18 招银证券	1.85
19 鞍山证券	3.2	19 兴业证券	32.6	19 江苏证券	1.41
20 中信证券	3.0	20 辽宁证券	32.4	20 广东证券	1.30
21 湖南证券	2.351	21 珠海证券	31.5	21 北京证券	1.27
22 辽宁证券	2.2	22 招银证券	29.8	22 长城证券	1.26
23 特区证券	2.0568	23 长城证券	27.2	23 大鹏证券	1.05
总计	154.13%	1498		65.19	
占总量比例	78%	72.9%		76.7%	

附录七 中国证券经营机构名录

单位名称	地址所在地	邮编	区号	联系电话	传真	总经理
珠海中业信托投资有限公司	珠海香洲区桃园新村 18 栋一楼	519000	0756	2218539	2217926	刘焕国
珠海证券公司	珠海海滨南路金信大厦附楼	519015	0756	3339989	3337461	罗义来
珠海经济特区信托投资公司	珠海市拱北粤华路尖峰大厦	519020	0756	8888388	871189	陈金耀
珠海国际信托投资公司	珠海吉大路一号	519019	0756	3338988	338688	李伟泉
舟山市信托投资公司	舟山市解放西路 55—57	316000	0580	2032020	027994	张群力
重庆有价证券公司	重庆市市中区打铜街 2 号	630011	023	3834179	3843964	蒋 刚
重庆市国际信托投资公司	重庆市市中区上谿寺 110 号	630015	023	3834881	3834883	孙 兵
重庆市工行信托投资公司	重庆市中区民族路 128 号	630011	023	3835475	3845506	王荣生
中原信托投资公司	郑州市政三街 3 号	450003	0371	5994451	5994440	陆中民
中兴信托投资有限责任公司	北京市西城区阜城门内宫门口三务 29 号	100034	010	66179016	66179031	于振永

## 股票投资

单位名称	地址所在地	邮编	区号	联系电话	传真	总经理
中信证券有限责任公司	北京朝阳区新源南路 6 号京城大厦 3 层	100004	010	64661132	64661493	常振明
中山证券公司	广东中山三路 47 号建行大厦二楼	528403	0760	8325057	8325057	金向东
中煤信托投资有限责任公司	北京东城区安外大街 168 号	100011	010	64275619	64275621	王忠民
中国信息信托投资公司	北京市万寿路 27 号	100846	010	68283878	68276873	杨德祖
中国信达信托投资公司	北京市西长安街 28 号	100031	010	62372109	62372136	汤世生
中国新技术创业投资公司	北京市建外大街 22 号赛特广场 1021 室	100004	010	65227550	65135115	张晓彬
中国人民保险信托咨询公司	北京崇文区天坛东路 70 号	100061	010	67119483	67119456	谢 卫
中国民族国际信托投资公司	北京市西城区展览路北露园一号 10 层	100037	010	68301020	68301070	王祯琦
中国旅游国际信托投资有限公司	北京西直门外大街丁 137 号	100005	010	68361056	65158642	刁玉良
中国科技国际信托投资有限责任公司	北京朝阳区北辰东路 8 号国际会议中心 4 层	100101	010	64933344	64953031	张 钢



单位名称	地址所在地	邮编	区号	联系电话	传真	总经理
中国经济开发信托投资公司	北京市东城区华龙街南三段天安大厦一层	100044	010	65132012	65132013	李智德
中国金谷国际信托投资有限责任公司	北京市西城区地安门西大街 38 号	100035	010	63094595	63094595	冯书耕
中国教育科技信托投资有限公司	北京市西城区展览路 3 号	100081	010	68364386	68364386	王显明
中国华融信托投资公司	北京市西城区车公庄大街丙 3 号	100044	010	68347755 — 6006	68353137	杨家思
中国对外经济贸易信托投资公司	北京东四大楼 69 号	100007	010	64019993	64019997	邢 为
中国东方信托投资公司	北京市西交民巷 17 号	100081	010	66015012	66030247	张炳文
中国电力信托投资有限公司	北京市丰台区右安门外东滨河路甲 1 号	100054	010	63537212	63538963	邹泽锦
中国长城信托投资公司	北京市西三环中路 17 号新兴宾馆 11 层	100036	010	68213354	68217323	曹积仁
中工信托投资公司	北京市海淀区白石桥路 48 号	100081	010	62183573	62183565	陈博生
郑州市信托投资公司	河南省郑州市中原东路 124 号	450052	0371	6990442	6990442	马宝军

## 股票投资

单位名称	地址所在地	邮编	区号	联系电话	传真	总经理
浙江省证券公司	杭州市延安路 400 号二轻大厦 11 楼	310004	0571	7027759	7078586	李 训
浙江省丽水地区信托投资公司	浙江省丽水市中山街 446 号	323000	0578	2134904	2118904	邢志良
浙江省国际信托投资公司	杭州市延安路浙信大厦	310006	0571	5160199	5106383	金福寿
浙江省工商信托投资股份有限公司	杭州体育场路 129—131 号	310003	0571	5179769	5179809	胡子南
招银证券公司	深圳市振华路 3 号深纺工业大厦 C 座 1 楼	518031	0755	3324723	3362947	牛冠兴
湛江证券有限公司	湛江市人民大道 65 号商贸大楼四楼	524022	0759	3381905	3381503	戚华兆
湛江国际信托投资公司	湛江市环球大酒店一楼	524005	0759	3336807	3316205	刘焕昌
云南证券有限责任公司	昆明青年路 13 号省人民银行业务楼	650021	0871	3149158	3149236	铁振国
云南省国际信托投资公司	昆明市华山南路	650011	0871	3139377	3130275	吴云生
银川市信托投资公司	银川市新华东街 40 号	750004	0951	6041448	6021245	李君庆

单位名称	地址所在地	邮编	区号	联系电话	传真	总经理
伊春市证券公司	黑龙江省伊春市通 河路伊春市商城三 楼	153000	0458	3613391	3612049	邵志成
烟台市证券公司	烟台市南大街 186 号	264001	0535	6283198	6283098	王新官
新疆证券公司	乌鲁木齐市人民路 13 号附 1 号	830002	0991	2812552	2819880	张声华
新疆金新信托投 资股份有限公司	新疆乌鲁木齐市人 民路马市小区民 7— —8 号	830002	0991	2843716	2828079	吴济仁
新疆建行宏源信 托投资公司	乌鲁木齐市文艺路 2 号无源大厦 8 楼	830002	0991	5857579	5857562	张全志
新疆国际信托投 资公司	新疆乌鲁木齐市中 山路 116 号	830002	0991	2810649 (652)	2817088	马安泰
湘财证券有限责 任公司	长沙市韶山路附 20 号	410011	0731	4451488	4415126	陈学荣
厦门证券公司	厦门市槟榔西里东 明路 112 号	610040	0592	5077550	5074450	苏笙龙
厦门联合信托投 资有限责任公司	厦门莲前大道东芳 山庄 201 号	361009	0592	5028144		陈 文
厦门建发信托投 资公司	福建省厦门市海沧 大道夹层	361001	0592	2033486	2076982	曾华池

## 股票投资

单位名称	地址所在地	邮编	区号	联系电话	传真	总经理
厦门国际信托投资公司	厦门文灶口汇成商业中心 837 号	361004	0592	5072428	5066037	徐维西
西藏自治区信托投资公司	西藏拉萨市北京中路 169 号	850000	0891	6832387	6832391	陈苏端
西安证券公司	西安市西大街 344 号	710002	029	7288441	7231809	王文学
西安市国际信托投资公司	西安南大街甲字 98 号	710001	029	7279631	7279645	段建新
武汉证券公司	武汉汉口沿江大道 87 号	430014	027	2843164	2814462	李永宽
武汉市信托投资公司	武汉市江岸区保成路 6 号	430014	027	5892834	5892834	李 明
武汉科技信托投资公司	湖北省武汉市解放公园路 43 号	430072	027	2864464	7826405	宋瑞禄
武汉国际信托投资公司	武汉汉口惠济路 3 号	430015	027	2861196	2861206	车 恒
无锡市证券公司	无锡市中山路 53 号	214001	0510	2737919	2703124	孙庭楷
无锡市信托投资公司	江苏无锡市北大街 5 号	214073	0510	2703785	5109026	王锡林

单位名称	地址所在地	邮编	区号	联系电话	传真	总经理
温州国际信托投资公司	浙江温州市人民路 泊木池商城 B7 幢	325003	0577	8257565	8258392	李 洪
蔚深证券有限责任公司	广东省深圳市飞亚 达大厦附楼 5 层	518031	0755	3236188	3241584	肖世优
威海国际信托投资公司	山东省威海市昆明 路 69 号		0896	5326888 —8558	5313813	段少波
天水市信托投资公司	甘肃省天水市秦城 区建设路		0938	8218299		李晓安
天津证券有限责任公司	天津市和平区赤峰道 132 号	300041	022	27119922	271197890	葛子平
天津信托投资公司	天津和平区南京路 305 号	300052	022	3399428	7313756	冯树培
天津国际信托投资公司	天津气象台路 93 号	300074	022	3352387	3352417	张长久
天津滨海信托投资有限公司	天津市和平区大沽北路 138 号	300074	022	23321536	23321536	任葆燕
天津北方国际信托投资公司	天津经济技术开发区第 一大街 29 号	300457	022	5322266	5326622	梁建三
泰安市信托投资公司	泰安市虎山路 158 号	271000	0538	8221758	8221558	王绪昌

## 股票投资

单位名称	地址所在地	邮编	区号	联系电话	传真	总经理
苏州证券公司	苏州市西北街 118 号	215001	0512	7524210	7526822	汪大鸣
苏州市信托投资公司	江苏省苏州市大儒巷 7—3 号	215005	0512	5244805	5211775	董德泉
四川省证券股份有限公司	成都市西玉龙街 10 号	610015	028	6741181	6759138	甘全中
四川省信托投资公司	成都市福兴街 30 号	610016	028	6625448	6623605	梁昌飞
四川省建设信托投资	成都市红庙子街 60	610017	028	6616258	6616340	王长根
四川省国际信托投资公司	成都市少城路 6 号 文物大厦 3 楼	610015	028	6691206	6692007	陈远义
石家庄信托投资股份公司	河北省石家庄市平安北大街 26 号	50000	0311	6036294	6031935	刘建勋
沈阳市信托投资公司	沈阳市沈河区小西路 40 号	110013	024	2729836	2915163	刘 杰
沈阳国际信托投资公司	沈阳市沈河区北一街 42 号	110013	024	2851417	2851298	王隆基
沈阳北方证券公司	辽宁省沈阳市沈河区市府大路 261 号	110013	024	2710157	2710044	王兴明

单位名称	地址所在地	邮编	区号	联系电话	传真	总经理
深圳经济特区证券公司	深圳国贸大厦三十三楼	518001	0755	2890026	2232916	何国强
深圳国投国际证券投资基 金部	深圳市东门南路土蓄产 大厦 23 楼	518002	0755	2285702	2285706	高 飞
申银万国证券股份 有限公司	上海南京东路 99 号	200002	021	63298293	63298302	阚治东
绍兴市信托投资公 司	浙江省绍兴市人民中路 106 号	312000	0575	5136659	5135565	任经勋
上海浦东联合信托 投资有限责任公司	上海曹阳路 1040 号一 号二楼	200020	021	62447612	62574401	吴锡森
上海国际信托投资 公司	上海市九江路 111 号	200002	021	63231111	63236119	鲍友德
上海财政证券公司	上海市临平北路 3 号甲	200080	021	65078506	65071751	赵叶龙
上海爱建信托投资 公司	上海市香港路 59 号	200002	021	63254140	63291728	王光俭
汕头证券股份有限 公司	汕头市金沙东路汕融大 厦(西侧)	515041	0754	8262188	8361898	吴小辉
汕头市信托投资公 司	汕头市长平路 19 栋江 海大厦	515000	0754	8365054	8365054	周碧君

## 股票投资

单位名称	地址所在地	邮编	区号	联系电话	传真	总经理
汕头华侨信托投资公司	汕头市龙湖区练江路工业厂房 H15 栋二楼	515041	0754	8264501	8892757	陈鹏春
汕头国际信托投资公司	汕头市海滨路一号信托大厦	515031	0754	8278780	8271074	丁锡龙
陕西省证券公司	西安市尚朴路北长巷 22 号奉骊宾馆二楼	710004	029	7265742	7288149	刘 弟
陕西省信托投资有限公司	西安市尚德路 67 号	710004	029	7214954	7214954	刘春茂
陕西省西北信托投资有限公司	陕西省西安市青年路 150 号	710003	029	7311543	7311524	杜 磊
陕西省国际信托投资股份有限公司	西安市环城东路南段八号	710048	029	3239457	3239456	冯美云
山西证券公司	太原市五一路 171 号	30001	0351	2022037	2022003	慕福明
山西省阳泉市信托投资公司	阳泉市德胜东街 33 号	45000	0353	2033754	2022503	梁怀锁
山西省信托投资公司	太原市迎泽大街 248 号南宫西	30001	0351	4038413	4035424	吴晋安
山东证券有限责任公司	济南市千佛山路北首	250014	0531	2969970	2969497	柳亚易



单位名称	地址所在地	邮编	区号	联系电话	传真	总经理
山东省齐鲁信托投资有限公司	济南市经五路小纬四路 12 号楼	250001	0531	7929375		宋进奎
山东省国际信托投资公司	济南市历下区解放路 166 号	250013	0531	6942767	6942770	宋国文
三亚中亚信托投资公司	三亚市和平路中亚大酒店	572001	0899	8269888—8652	8279087	赵祥生
三峡证券公司	宜昌市桃花岭饭店 3 号楼	443000	0717	6445138	6447087	周 宏
衢州市信托投资公司	衢州柯城区工贸大厦	324000	0570	3022700	3022960	汪冷文
青海证券公司	西宁市东大街 103 号	810000	0971	8236876	8236886	施 华
青岛万通证券有限公司	青岛市上清路六号	266022	0532	3865726	3865726	李昭丰
青岛市弘诚信托投资有限责任公司	青岛市新疆路 8 号	266011	0532	2822286	2804003	汤自强
青岛国际信托投资公司	山东省青岛市湛流干路 56 号	266071	0532	5819191—820	65849136	王正林
秦皇岛市信托投资公司	秦皇岛市河北大街 49 号	66000	0335	3034972	3034971	李华

单位名称	地址所在地	邮编	区号	联系电话	传真	总经理
齐齐哈尔市证券有限公司	齐齐哈尔市永安大街 61 号	161005	0452	2426227	2471286	郭兆源
平安证券有限责任公司	深圳八卦岭八卦三路平安大厦	518026	0755	2262888—3102		胡 杰
宁夏自治区信托投资公司	宁夏银川市解放西街 184 号	750001	0951	5024638	5023808	刘语平
宁夏证券有限责任公司	银川市鼓楼北街 3 号	750004	0951	6027219	6030195	吕 莉

## 股票投资

宁夏伊斯兰国际信托投资公司	宁夏银川市民族南路 29 号	750004	0951	6041893	6041873	洪兴波
宁波证券公司	宁波天明街 417 — 427 号新大楼	315000	0574	7280621	7288620	潘东军
宁波市金港信托投资有限责任公司	宁波市中山西路 9—11 号八楼	315010	0574	7324337	7322980	徐艰奋
宁波农行信托投资公司	宁波市解放路 38 号	315010	0574	7325927	7354048	金伟进
宁波国际信托投资公司	宁波扬善路 42—46 号	315020	0574	7352374	7352345	沈章茂
南通市信托投资公司	南通市南大街 40 号三楼	226001	0513	5511910	5527830	王瑞林

单位名称	地址所在地	邮编	区号	联系电话	传真	总经理
南宁市信托投资公司	广西南宁市民族大道 69 号	530022	0771	5864299	5860879	黄河
南京市证券公司	南京市中山东路 200 号	210002	025	4526112	4528629	徐 福 武
南京市国际信托投资公司	南京市玄武区中山东路 147 号	210002	025	4523900	4411553	魏 斌
南方证券公司	深圳罗湖区嘉宾路 4028 号太平洋商贸大厦	518001	0755	2138138 (286)	2207744	沈 沛
内蒙古自治区证券公司	内蒙古呼和浩特市新城区北京路 62 号	10010	0471	6934125	6968693	王连庄
内蒙古自信托投资公司	内蒙古呼和浩特市迎宾北路 12 号	10055	0471	6933687	6962419	吴宏智
牡丹江市证券公司	黑龙江省牡丹江市太平路银座商厦	157000	0453	6231704	6268116	明久成

洛阳市证券公司	洛阳市南昌路中段 1 号	471003	0379	4326964	4326943	隋新洛
洛阳市信托投资公司	河南省洛阳市老城区西关百业大市场 2 楼	471000	0379	3966108	3966105	许运通
辽宁省证券公司	沈阳市沈河区市府路 262 甲火炬大厦 8 楼	110013	024	2790404	2790090	邵荣第

单位名称	地址所在地	邮编	区号	联系电话	传真	总经理
辽宁省信托投资公司	沈阳市和平街桂林街 68 号	110002	024	2703859	2703859	李安民
辽宁省国际信托投资公司	辽宁省沈阳市和平区和平南大街 43 号	110003	024	3851844	3851837	王永多
辽宁华盛信托投资股份有限公司	沈阳市和平区和平北大街 61 号	110003	024	27185982	708362	王新权
乐山市信托投资公司	乐山市中区嘉定南路 128 号	614000	0833	235811	233160	刘启威
兰州市信托投资公司	兰州市城关区民立西路 5 号 22 楼	730000	0931	8847059	8847059	雷 原
昆明国际信托投资公司	昆明市北京路 505 号	650000	0871	3140113	3140388	杨 宏
开封证券公司	河南省开封市迎宾路 6 号	475000	0378	3986496	3986448	艾正家
开封市信托投资公司	开封市中山路北段 302 号	475000	0378	5960577	5960574	方兴光
君安证券有限责任公司	深圳春风路 5 号	518001	075	52296999	2236157	张国庆
锦州证券公司	辽宁省锦州凌河区解放路五段 11 号	121000	0416	3134696	3128264	李玉忱

## 股票投资

单位名称	地址所在地	邮编	区号	联系电话	传真	总经理
金华市信托投资公司	浙江省金华市西市街 111 号	321000	0579	2322265	2322265	葛 政
焦作市信托投资公司	河南省焦作门东二环路 29 号楼	454002	0391	3920670	3920230	严 政
江西省证券公司	南昌市叠山路 19 号	330008	0791	6816353	6816354	施军迈
江西省国际信托投资公司	江西省南昌八一大道 97 号	330003	0791	6277202	6277290	江云龙
江西省发展信托投资股份有限公司	南昌市北京西路 134 号	330003	0791	6221312	6221312	陈林芳
江苏省证券公司	南京市管家桥 87 号 华荣大厦 14 楼	210005	025	4523777	4521377	鲍志强
江苏省盐城市信托投资公司	江苏省盐城市解放路北路 100 号	224001	0515	8321394	8321352	梁秀生
江苏省吴江市信托投资公司	江苏吴江市松陵镇北新路小商品市场三楼	215200	0512	3411683	3411080	张虎林
江苏省国际信托投资公司	南京市上海路 5 号	210009	025	6528982	6528981	邹新胜
江苏联合信托投资公司	南京市中山东路 18 号 15 楼	210005	025	4791268 — 600	4791298	陶 宁

单位名称	地址所在地	邮编	区号	联系电话	传真	总经理
江苏昆山市信托投资公司	江苏省昆山市前进中路 131 号	215300	0520	7553270	7550160	沈黎明
江门证券有限责任公司	江门市建设路高成村 12 号	529020	0750	3316188	3321088	梁振堂

江门国际信托投资公司	江门市建设路 39 号之一	529000	0750	3521098	3551445	袁德满
建行沈阳市信托投资股份有限公司	沈阳市沈河区十一纬路 145 号	110014	024	2708064	2709956	侯俊华
嘉兴市信托投资公司	嘉兴市斜西街 132 号医药大楼底楼	314000	0573	2078655	2061874	路文英
济南国际信托投资公司	山东省济南市纬二路 23 号	250001	0531	2957996	2957996	鞠洪云
吉林省证券公司	吉林长春市光明路 2 号金融大厦 6 楼	130051	0431	8767949	8945679	安 奎
吉林省信托投资公司	吉林省长春市北安路 80 号	130061	0431	8968676	8968679	方中义
吉林省国际信托投资公司	长春市同志街 72 号	130021	0431	5651826	5648994	李树文
惠州证券有限公司	惠州市麦地路华侨新村 F 栋 3 栋	516001	0752	2106905	2276101	杨建兰

单位名称	地址所在地	邮编	区号	联系电话	传真	总经理
惠州市信托投资公司	惠州市下埔大道 24 号	516001	0752	2105771	2105770	叶猷建
黄河证券有限责任公司	郑州市太唐路 139 号	450000	0371	6222047	6222499	南凤兰
华夏证券有限公司	北京海淀区复兴路 263 号综合楼	100036	010	68286486	68286848	邵 淳
湖南证券股份有限公司	长沙市芙蓉中路 538 号湖南证券大厦	410008	0731	4311590	4311445	罗惠雄
湖南省岳阳市信托投资公司	湖南省岳阳市南湖广场	414000	0730	8845505	8845505	张思农

## 股票投资

湖南省信托投资公司	长沙市黄兴南路 126	410002	0731	4453187	4453187	张 瑜
湖南省国际信托投资公司	长沙市赤岗北路 100 号	410007	0731	5545378	5563693	张德元
湖南长沙证券公司	湖南省长沙市中山路 112 号	410005	0731	4412962	4422061	曹建安
湖北证券公司	武汉市武昌彭刘杨路 232 号	430061	027	8863565	8863587	陈浩武
湖北省国际信托投资公司	湖北省武汉市汉口南路 2 号	4300014	027	2833409	2812857	王炳南

单位名称	地址所在地	邮编	区号	联系电话	传真	总经理
黑龙江省证券公司	哈尔滨市南岗区西大直街 40 号	150001	0451	3660753	3628034	卞玉祥
黑龙江省国际信托投资公司	哈尔滨南岗区红军街 20 号金融大厦	150001	0451	3645673	3636909	王显周
河南省证券公司	郑州市纬五路 16 号	450003	0371	5990358	5990358	何会生
河南省信阳地区信托投资公司	信阳市东方红大道 28 号	464000	0376	6228126	6228128	张书银
河南省平顶山市信托投资公司	河南省平顶山市建设中路	467000	0375	2932100	225429	黄世豪
河南省国际信托投资公司	郑州市花园路 82 号	450003	0371	5942541	5999877	丁振军
河北证券有限责任公司	石家庄裕华中路 23 号	500110	0311	6057904	6054329	武铁锁
河北省国际信托投资公司	河北省石家庄市青园街 219 号	500210	0311	5822797	5813570	程一铭
航天信托投资有限责任公司	北京市海淀区北三环西路甲 49 号	100036	010	62615424	62543469	施祥新
航空信托投资有限责任公司	北京西三环中路甲 18 号四维大厦	100101	010	63955189	63955187	刘必文

单位名称	地址所在地	邮编	区号	联系电话	传真	总经理
杭州市信托投资公司	杭州市中山路 439 号医药大楼七楼	310003	0571	5055320	5055165	闵 健
杭州市工商信托投资股份有限公司	杭州市庆春路 186 号	310006	0571	7218033	7215299	傅伟光
海通证券有限公司	上海唐山路 218 号	200080	021	65849618 —2023	65847698	李惠珍
海南省证券公司	海口市龙昆北路 15 号中航大厦	570105	0898	6779966	6792799	文 哲
海南省信托投资公司	海口市龙华路 17 号财盛大厦	570102	0898	6220608	6220298	陈 岗
海南省建设银行信托投资公司	海口市南宝路恒源大厦	570206	0898	6700274	6765928	徐锦人
海南省国际信托投资公司	海南省滨海大道 13 号	570203	0898	6236498	6236669	彭振明
海南赛格国际信托投资公司	海口市滨海大道华信大厦 19 层	570105	0898	6786556	6787519	李建民
海南华银国际信托投资公司	海南省海口金贸区国安大厦一层	570105	0898	6712606	6712609	朱熹豪
海口市信托投资公司	海南省海口市海甸岛二东路 9 号	570208	0898	6257055	6269726	吴应佑

单位名称	地址所在地	邮编	区号	联系电话	传真	总经理
哈尔滨国际信托投资公司	哈尔滨道里区井街 16 号	150010	0451	4618472	4618414	张益宪
国信证券有限公司	深圳红岭中路 7 号国际信托大厦 3 楼	518001	0755	5596004 转	5564173	胡关金
国泰证券有限公司	上海市延平路 135 号	200042	021	62580818	62581911	金建栋
桂林市信托投资公司	广西壮族自治区桂林市安新洲 135 栋	541002	0773	3843737	3850214	曾跃高

## 股票投资

贵州证券公司	贵阳市省中华中路 111 号 2 楼	550001	0851	5825275	5828549	宋建生
贵州实联信托投 资股份有限公司	贵州省贵阳市延安 路 38 号	550001	0851	6834770	5824554	郑秀林
贵州省国际信托 投资公司	贵阳市瑞金北路 1 号	550001	0851	6828957	6828957	袁文洁
广州证券公司	广州市北校场路 19 号 金鹰大厦六楼南厅	510050	020	83541097	83541077	劳建光
广州经济技术开发 区国际信托投资公 司	广州环市东路 416 号之 六	510075	020	87667682	87667682	杨永谦
广州国际信托投资 公司	广州寺右新马路 87 号	510060	020	87382773	87382173	曾运开

单位名称	地址所在地	邮编	区号	联系电话	传真	总经理
广东国际信托投资 公司深圳分公司	深圳市人民南路国际商 业大厦东座 18 楼	518016	0755	2218107	2256542	李 骥
广东国际信托投资 公司	广州市沿江中路 298 号 广信江湾大酒店	510100	020	83814483	83814483	黄炎田
光大证券有限责任 公司	北京西城区复兴门外大 街 6 号光大大厦	100045	010	5574315 (深)	68561008	惠小兵
甘肃证券公司	兰州市东岗西路 204 号	730000	0931	8861569	8861569	谢铁牛
甘肃省投资信托 公司	甘肃省兰州市小北 街 15 号	730030	0931	8417236	8886767	江充杰
福建省闽南侨乡 信托投资公司	福建省泉州市田安 路北段闽侨信托大 厦	362000	0595	2196590	2284411	何泽坤
福建省华侨信托 投资公司	福州市湖东路 152 号华信大厦	350003	0591	7562600	7562724	谢长安
福建闽发证券公 司	福州市五一中路 199 号闽发大厦	350004	0591	3355814	3353804	郭元宝
福建华兴信托投 资公司	福建福州市东水路 88 号闽发大厦八层	350011	0591	7508868	7558280	梁永新



福建华福证券公司	福州江广达 141 号 恒宇大厦二楼	350004	0591	3318541	3318537	王希超
----------	-----------------------	--------	------	---------	---------	-----

单位名称	地址所在地	邮编	区号	联系电话	传真	总经理
佛山证券公司	佛山市汾江南路 83 号	528000	0757	3353770	3351360	郑辉
佛山国际信托投资公司	佛山市汾江南路 99 号	528000	0757	3321127	3327814	梁达明
东莞证券有限责任公司	东莞篁村区胜和商业大厦二楼	511700	0769	2413065	2412090	何炎坤
丹东国际信托投资公司	山东省丹东市五经街 59 号		021	65015533	65016755	刘滨东
辽宁东方证券公司	辽宁省沈阳市和平区南京北街 103 号	110002	024	2834197	2834191	李海琦
大同证券公司	山西省大同市四牌楼银兴大厦	37004	0352	2044298	2051233	董 祥
大鹏证券有限责任公司	深圳深南东路地王商业中心商业大厦 8 楼	518008	0755	2463388	2462986	徐卫国
大连证券有限责任公司	大连市中山区鲁迅路 20 号	116001	0411	7639241	2808390	石 雪
大连市信托投资公司	大连市西岗区中山路 189 号	116021	0411	2809359	230389	高守权
大连经济技术开发区发信信托投资公司	大连市经济技术开发区长春路 9 号	116600	0411	7615423	7613044	高 辉

单位名称	地址所在地	邮编	区号	联系电话	传真	总经理
大连国际信托投资公司	大连市中山区友好路 155 号国信大厦	116001	0411	2805550	2805713	王福贵
成都市证券公司	成都东玉龙街 37 号	610017	028	6622943	6620979	晏 姚
成都市信托投资股份有限公司	成都红星路三段 83 号	610016	028	6639748	6639748	姜润国

## 股票投资

成都市金通信托投资公司	成都市羊市街西延线三洞桥 15 号	610031	028	7793969	7793969	苏文中
常州证券有限公司	江苏常州市博爱路 129 号	213003	0519	6631443	6631446	赵 俊
长春证券公司	吉林省长春市安达街 40 号	130061	0431	8544773	8520850	张建林
长春信托投资公司	长春市南关区西长春大街 125 号	130041	0431	8951697	8750435	宋 有
长城证券有限责任公司	深圳八卦三路平安大厦四楼	518002	0755	2414850	2273305	徐 英
北京市证券公司	北京市西城区德胜门外东滨河路 1311 号	100011	010	62057996	62057972	成燕红
北京市房地产信托投资公司	北京东城区王府井甘雨胡同 31 号	100006	010	65127901	65127901	钟维禄

单位名称	地址所在地	邮编	区号	联系电话	传真	总经理
北京京华信托投资公司	北京市朝阳区建国门外大街甲 1 号	100020	010	65079219	65079216	陈 宜
北京国际信托投资公司	北京海淀区双榆村东里 32 号	100086	010	62549694	62549190	高学增
北海国际信托投资公司	北海市北海大道国信大厦后楼	536000	0779	3032854	3035242	邓冠歧
保定市信托投资公司	河北省保定市环城东路 2 号	71000	0312	5059779	5059781	吴希柱
宝鸡证券公司	宝鸡市红旗路 27 号	721000	0917	3225598	3219724	陈 杰
宝鸡市信托投资公司	陕西省宝鸡市中山西路 37 号	721001	0917	3241017	3241016	张 帆
包头市信托投资公司	包头市昆区钢铁大街 50 号	104010	0472	5110282	3110439	李银波
白银市信托投资公司	白银市白银区中心街 104 号	730900	0943	8227426	8227426	周琪璋

第五篇 股票投资实务

鞍山证券公司	鞍山市铁东区二一九路 30 号	114001	0412	5555503	5555507	陈 力
鞍山信托投资股份 有限公司	鞍山市铁东区站前街 55 号	114001	0412	2234352	2214224	赵宝伟

单位名称	地址所在地	邮编	区号	联系电话	传真	总经理
安徽省证券公司	合肥市长江路 357 号证券大厦(三孝口 西)	230061	0551	2819761	2819524	汪永平
安徽省信托投资公 司	合肥市人民路 5 号	230000	0551	2635224	2635240	张学文
安徽省国际信托投 资公司	合肥市寿春路 111 号	230001	0551	2634400 —1318	2654274	卢继延
福建兴业证券公司	福州市湖东路 169 号					
联合证券有限责任 公司	广东省深圳市华强 北路盛庭苑酒楼 B 座 22					
沈阳财政证券公司						
佳木斯市证券公司						
海口财政证券公司						
哈尔滨财政证券公 司						
大连市财政证券公 司						

单位名称	地址所在地	邮编	区号	联系电话	传真	总经理
遵义信托投资公司						
淄博市信托投资公 司						

## 股票投资

株洲市信托投资公司						
中信兴业信托投资公司						
中信上海信托投资公司						
中信宁波公司						
中山市信托投资公司						
中国光大国际信托投资公司						
镇江市信托投资公司						
浙江省信托投资公司						

单位名称	地址所在地	邮编	区号	联系电话	传真	总经理
肇庆市信托投资公司						
漳州市信托投资公司						
枣庄市信托投资公司						
云南金旅信托投资公司						
玉林信托投资公司						
伊犁哈萨克信托投资公司						
扬州市信托投资公司						

延边朝鲜族自治州信托投资公司						
烟台市信托投资公司						
徐州市信托投资公司						

单位名称	地址所在地	邮编	区号	联系电话	传真	总经理
武进市信托投资公司						
唐山市信托投资公司						
太原市信托投资公司						
台州市信托投资公司						
四川南充信托投资公司						
山西华康信托投资公司						
三门峡信托投资公司						
齐齐哈尔市信托投资公司						
平安信托投资公司						
宁波市东海信托投资公司						

## 股票投资

单位名称	地址所在地	邮编	区号	联系电话	传真	总经理
南京市信托投资公司						
南海国际信托投资公司						
闽东福宁信托投资公司						
闽北武夷信托投资公司						
茂名市信托投资公司						
吕梁地区信托投资公司						
凉山州信托投资公司						
喀什地区信托投资公司						
晋城市信托投资公司						
江阴市信托投资公司						

单位名称	地址所在地	邮编	区号	联系电话	传真	总经理
江西江南信托投资公司						
江西赣州地区信托投资公司						
建行大连信托投资公司						
济宁市信托投资公司						

吉林泛亚信托投资公司						
淮阴市信托投资公司						
淮北市信托投资公司						
葫芦岛市信托投资公司						
湖州市信托投资公司						
衡阳市信托投资公司						

单位名称	地址所在地	邮编	区号	联系电话	传真	总经理
邯郸信托投资公司						
海南汇通国投						
广州科技信托投资公司						
工行成都信投						
港澳国投						
甘孜州信托投资公司						
抚顺信托投资公司						
福州市信托投资公司						
福建国际信托投资公司						
东莞市信托投资公司						

## 股票投资

单位名称	地址所在地	邮编	区号	联系电话	传真	总经理
德州市信托投资公司						
德阳信托投资公司						
大连华信信托投资公司						
滁州市信托投资公司						
常州市信托投资公司						
常熟市信托投资公司						
常德市信托投资公司						
长治市信托投资公司						
长沙市信托投资公司						
蚌埠市信托投资公司						
安阳信托投资公司						
安顺市信托投资公司						
阿坝州信托投资公司						