

中国证券业协会
2009 年 5 月

证券市场概述

证券与证券市场 / 1

证券市场参与者 / 7

证券市场的产生与发展 / 15

股票

股票的特征与类型 / 38

股票的价值与价格 / 48

普通股票与优先股票 / 58

我国的股票类型 / 65

债券

债券的特征与类型 / 71

政府债券 / 79

金融债券与公司债券 / 89

国际债券 / IOI

证券投资基金

证券投资基金概述 / 108

证券投资基金当事人 / 121

证券投资基金的费用与资产估值 / 127

108

第四节证券投资基金的收入、风险与信息披露 / 130

第五节证券投资基金的投资 / 133

第五章金融衍生工具

第一节

第二节

第三节

第四节

金融衍生工具概述 / 135

金融远期、期货与互换 / 143

金融期权与期权类金融衍生产品 / 159

其他衍生工具简介 / 169

第六章证券市场运行

第一节发行市场和交易市场 / 186

第二节证券价格指数 / 208

第三节证券投资的收益与风险 / 225

第七章证券中介机构

第一节

第二节

第三节

第四节

第五节

证券公司概述 / 239
证券公司的主要业务 / 246
证券公司治理结构和内部控制 / 259
证券登记结算公司 / 276
证券服务机构 / 280
第八章证券市场法律制度与监督管理
第一节证券市场法律、法规概述 / 289
第二节证券市场的行政监管 / 315
第三节证券市场的自律管理 / 337
后记

前 言

随着我国资本市场规范化、市场化、国际化的发展趋势日渐显著，不断提高证券经营机构的竞争能力和风险控制水平，提升证券业从业人员和广大证券市场参与者整体素质，显得尤为重要。《中华人民共和国证券法》、《中华人民共和国证券投资基金法》以及中国证监会颁布的《证券业从业人员资格管理办法》规定，从事证券业务的专业人员，应当参加从业资格考试并取得从业资格。凡年满 18 周岁、具有高中以上文化程度和完全民事行为能力的人员都可参加证券业从业资格考试。上述规定对扩大证券市场从业人员队伍，提高证券从业人员的专业水平，规范证券业从业人员管理具有十分重要的意义。

为适应资本市场发展的需要，中国证券业协会根据一年来法律法规的变化和市场的发展，对《证券业从业资格考试统编教材》进行了修订：第一，根据证券公司监管法规和实务操作中的变化，增补或修改相应内容，包括证券公司合规管理相关制度、证券公司风险控制指标、与证券公司业务及设立分支机构相关的内容等；第二，根据新修订的《证券发行上市保荐业务管理办法》修订有关发行保荐制度的内容；第三，根据新发布的《首次公开发行股票基础知识并在创业板上市管理暂行办法》，增加有关内容；第四，对《证券交易》书稿进行全面梳理，，调整了部分章节设置，并根据新颁布的法规对相关内容进行了修订和补充；第五，根据新发布的有关基金销售的规范，修订《证券投资基金》中相关内容，并增加了有关基金财务会计报告分析的内容，修订了基金估值的相关内容；第六，对原教材中的基本概念、理论和基本框架进行了较为全面的梳理和修订，对错漏之处进行更正，删除了已不再适用的内容。由于编写时间紧迫，书中难免有疏漏、错误之处，恳请读者指正。

第一章

证券市场概述

第一节证券与证券市场

证券是指各类记载并代表一定权利的法律凭证。它用以证明持有人有权依其所持凭证记载的内容而取得应有的权益。从一般意义上来说，证券是指用以证明或设定权利所做成的书面凭证，它表明证券持有人或第三者有权取得该证券拥有的特定权益，或证明其曾经发生过的行为。证券可以采取纸面形式或证券监管机构规定的其他形式。

一、有价证券

（一）有价证券的定义

有价证券是指标有票面金额,用于证明持有人或该证券指定的特定主体对特定财产拥有所有权或债权的凭证。这类证券本身没有价值,但由于它代表着一定量的财产权利,持有人可凭该证券直接取得一定量的商品、货币,或是取得利息、股息等收入,因而可以在证券市场上买卖和流通,客观上具有了交易价格。有价证券是虚拟资本的一种形式。所谓虚拟资本,是指以有价证券形式存在,并能给持有者带来一定收益的资本。虚拟资本是独立于实际资本之外的一种资本存在形式,本身不能在实体经济运行过程中发挥作用。通常,虚拟资本的价格总额并不等于所代表的真实资本的账面价格,甚至与真实资本的重置价格也不一定相等,其变化并不完全反映实际资本额的变化。

（二）有价证券的分类

有价证券有广义与狭义两种概念。狭义的有价证券即指资本证券,广义的有价证券包括商品证券、货币证券和资本证券。商品证券是证明持有人有商品所有权或使用权的凭证,取得这种证券就等于取得这种商品的所有权,持有人对这种证券所代表的商品所有权受法律保护。属于商品证券的有提货单、运货单、仓库栈单等。货币证券是指本身能使持有人或第三者取得货币索取权的有价证券。货币证券主要包括两大类:一类是商业证券,主要是商业汇票和商业本票;另一类是银行证券,主要是银行汇票、银行本票和支票。资本证券是指由金融投资或与金融投资有直接联系的活动而产生的证券。持有人有一定的收入请求权。资本证券是有价证券的主要形式,本书中的有价证券即指资本证券。

有价证券的种类多种多样,可以从不同的角度按不同的标准进行分类:

1. 按证券发行主体的不同,有价证券可分为政府证券、政府机构证券和公司证券。政府证券通常是指由中央政府或地方政府发行的债券。中央政府债券也称国债,通常由一国财政部发行。地方政府债券由她方政府发行,以地方税或其他收入偿还,我国目前尚不允许除特别行政区以外的各级地方政府发行债券。政府机构证券是由经批准的政府机构发行的证券,我国目前也不允许政府机构发行债券。公司证券是公司筹措资金而发行的有价证券,公司证券包括的范围比较广泛,有股票、公司债券及商业票据等。此外,在公司证券中,通常将银行及非银行金融机构发行的证券称为金融证券,其中金融债券尤为常见。

2. 按是否在证券交易所挂牌交易,有价证券可分为上市证券与非上市证券。上市证券是指经证券主管机关核准发行,并经证券交易所依法审核同意,允许在证券交易所内公开买卖的证券。非上市证券是指未申请上市或不符合证券交易所挂牌交易条件的证券。非上市证券不允许在证券交易所内交易,但可以在其他证券交易市场发行和交易。凭证式国债、电子式储蓄国债、普通开放式基金份额和非上市公众公司的股票属于非上市证券。

3 按募集方式分类,有价证券可以分为公募证券和私募证券。公募证券是指发行人通过中介机构向不特定的社会公众投资者公开发行的证券,审核较严格并采取公示制度。私募证券是指向少数特定的投资者发行的证券,其审查条件相对宽松,投资者也较少,不采取公示制度。目前,我国信托投资公司发行的信托计划以及商业银行和证券公司发行的理财计划均属私募证券,上市公司如采取定向增发方式发行的有价证券也属私募证券。

4. 按证券所代表的权利性质分类,有价证券可以分为股票、债券和其他证券

三大类。股票和债券是证券市场两个最基本和最主要的品种；其他正券包括基金证券、证券衍生产品，如金融期货、可转换证券、权证等。

（三）有价证券的特征

1 收益性。证券的收益性是指持有证券本身可以获得一定数额的收益，这是投资者转让资本所有权或使用权的回报。证券代表的是对一定数额的某种特定资产的所有权或债权，投资者持有证券也就同时拥有取得这部分资产增值收益的权利，因而证券本身具有收益性。

2. 流动性。证券的流动性是指证券变现的难易程度。证券具有极高的流动性必须满足三个条件：很容易变现、变现的交易成本极小、本金保持相对稳定。证券的流动性可通过到期兑付、承兑、贴现、转让等方式实现。不同证券的流动性是不同的。

3 风险性。证券的风险性是指实际收益与预期收益的背离，或者说是证券收益的不确定性。从整体上说，证券的风险与其收益成正比。通常情况下，风险越大的证券，投资者要求的预期收益越高；风险越小的证券，预期收益越低。

4 期限性。债券一般有明确的还本付息期限，以满足不同筹资者和投资者对融资期限以及与此相关的收益率需求。债券的期限具有法律约束力，是对融资双方权益的保护。股票没有期限，可以视为无期证券。

二、证券市场

证券市场是股票、债券、投资基金等有价证券发行和交易的场所。证券市场是市场经济发展到一定阶段的产物，是为解决资本供求矛盾和流动

性而产生的市场。证券市场以证券发行与交易的方式实现了筹资与投资的对接，有效地化解了资本的供求矛盾和资本结构调整的难题。

（一）证券市场的特征

证券市场具有以下 3 个显著特征：

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

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

3. 证券市场是风险直接交换的场所。有价证券既是一定收益权利的代表，同时也是—定风险的代表。有价证券的交换在转让出—定收益权的同时，也把该有价证券所特有的风险转让出去。所以，从风险的角度分析，证券市场也是风险直接交换的场所。

（二）证券市场的结构

证券市场的结构是指证券市场的构成及其各部分之间的量比关系。证券市场的结构可以有—许多种，但较为重要的结构有：

1. 层次结构。通常指按证券进入市场的顺序而形成的结构关系。按这种顺序关系划分，证券市场的构成可分为发行市场和交易市场。证券发行市场又称—级市场或初级市场，是发行人以筹集资金为目的，按照—定的

法律规定和发行程序，向投资者出售新证券所形成的市场。证券交易市场又称二级市场或次级市场，是已发行的证券通过买卖交易实现流通转让的市场。

证券发行市场和流通市场相互依存、相互制约，是一个不可分割的整体。证券发行市场是流通市场的基础和前提，有了发行市场的证券供应，才有流通市场的证券交易，证券发行的种类、数量和发行方式决定着流通市场的规模和运行。流通市场是证券得以持续扩大发行的必要条件，为证券的转让提供市场条件，使发行市场充满活力。此外，流通市场的交易价格制约和影响着证券的发行价格，是证券发行时需要考虑的重要因素。

2 多层次资本市场。除一、二级市场区分之外，证券市场的层次性还体现为区域分布、覆盖公司类型、上市交易制度以及监管要求的多样性。根据所服务和覆盖的上市公司类型，可分为全球性市场、全国性市场、区域性市场等类型；根据上市公司规模、监管要求等差异，可分为主板市场、二板市场（创业板或高新创业板）；根据交易方式，可分为集中**交易市场**、**柜台市场**（或代办转让）等。

3 品种结构。这是根据有价证券的品种形成的结构关系。这种结构关系的构成主要有股票市场、债券市场、基金市场、衍生产品市场等。

股票市场是股票发行和买卖交易的场所。股票市场的发行人为股份有限公司。股份有限公司通过发行股票募集公司的股本，或是在公司营运过程中通过发行股票扩大公司的股本。股票市场交易的对象是股票，股票的市场价格除了与股份公司的经营状况和盈利水平有关外，还受到政治、社会、经济等其他多方面因素的综合影响，因此，股票价格经常处于波动之中。

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

基金市场是基金份额发行和流通的市场。**封闭式基金在证券交易所挂牌交易，开放式基金则通过投资者向基金管理公司申购和赎回实现流通转让。此外，近年来，全球各主要市场均开设了交易所交易基金(ETF)或上市开放式基金(LOF)交易，使开放式基金也可以在交易所市场挂牌交易。**

衍生产品市场是各类衍生产品发行和交易的市场，随着金融创新在全球范围内的不断深化，衍生品市场已经成为金融市场不可或缺的重要组成部分。

4 交易场所结构。**按交易活动是否在固定场所进行，证券市场可分为有形市场和无形市场。通常人们也把有形市场称作为场内市场，是指有固定场所的证券交易所市场。该市场是有组织、制度化了的场所。有形市场的诞生是证券市场走向集中化的重要标志之一。一般而言，证券必须达到证券交易所规定的上市标准才能够在场内交易。有时人们也把无形市场称作为场外市场，是指没有固定交易场所的市场。**随着现代通讯技术的发展和电子计算机网络的广泛应用、交易技术和交易组织形式的演进，越来越多的证券交易不在有形的场内市场进行，而是通过经纪人或交易商的电传、电报、电话、网络等洽谈成交。目前场内市场与场外市场之间的截然划分

已经不复存在，出现了多层次的证券市场结构。很多传统意义上的场外市场由于报价商和电子撮合系统的出现而具有了集中交易特征，而交易所市场也开始逐步推出兼容场外交易的交易组织形式。

（三）证券市场的基本功能

证券市场综合反映国民经济运行的各个维度，被称为国民经济的“晴雨表”，客观上为观察和监控经济运行提供了直观的指标，它的基本功能包括：

1. 筹资—投资功能。证券市场的筹资—投资功能是指证券市场一方面为资金需求者提供了通过发行证券筹集资金的机会，另一方面为资金供给者提供了投资对象。在证券市场上交易的任何证券，既是筹资的工具，也是投资的工具。在经济运行过程中，既有资金盈余者，又有资金短缺者。资金盈余者为使自己的资金价值增值，必须寻找投资对象；而资金短缺者为了发展自己的业务，就要向社会寻找资金。为了筹集资金，资金短缺者可以通过发行各种证券来达到筹资的目的，资金盈余者则可以通过买入证券而实现投资的目的。筹资和投资是证券市场基本功能不可分割的两个方面，忽视其中任何一个方面都会导致市场的严重缺陷。

2. 定价功能。证券市场的第二个基本功能是为资本决定价格。证券是资本的表现形式，所以证券的价格实际上是证券所代表的资本的价格。证券的价格是证券市场上证券供求双方共同作用的结果。证券市场的运行形成了证券需求者和证券供给者的竞争关系，这种竞争的结果是：能产生高投资回报的资本，市场的需求大，相应的证券价格就高；反之，证券的价格就低。因此，证券市场提供了资本的合理定价机制。

3. 资本配置功能。证券市场的资本配置功能是指通过证券价格引导资本的流动从而实现资本的合理配置的功能。在证券市场上，证券价格的高低是由该证券所能提供的预期报酬率的高低来决定的。证券价格的高低实际上是该证券筹资能力的反映。能提供高报酬率的证券一般来自那些经营好、发展潜力巨大的企业，或者是来自新兴行业的企业。由于这些证券的预期报酬率高，其市场价格相应也高，从而筹资能力就强。这样，证券市场就引导资本流向能产生高报酬的企业或行业，从而使资本产生尽可能高的效率，进而实现资本的合理配置。

、 第二节证券市场参与者

t_k

包括

一、证券发行人

证券发行人是指为筹措资金而发行债券、股票等证券的发行主体。它

（一）公司（企业）

企业的组织形式可分为独资制、合伙制和公司制。现代股份制公司主要采取股份有限公司和有限责任公司两种形式，其中，只有股份有限公司才能发行股票。公司发行股票所筹集的资本属于自有资本，而通过发行债券所筹集的资本属于借入资本，发行股票和长期公司（企业）债券是公司（企业）筹措长期资本的主要途径，发行短期债券则是补充流动资金的重要手段。随着科学技术的进步和资本有机构成的不断提高，公司（企业）对长期资本的需求将越来越大，所以公司（企业）作为证券发行主体的地

位有不断土升的趋势。

在公司证券中，通常将银行及非银行金融机构发行的证券称为金融证券。金融机构作为证券市场的发行主体，既发行债券，也发行股票。欧美等西方国家能够发行证券的金融机构，一般都是股份公司，所以将金融机构发行的证券归入了公司证券。而我国和日本则把金融机构发行的债券定义为金融债券，从而突出了金融机构作为证券市场发行主体的地位。但股

份制的金融机构发行的股票并没有定义为金融证券，而是归类于一般的公司股票。

（二）政府和政府机构

随着国家干预经济理论的兴起，政府（中央政府和地方政府）和中央政府直属机构已成为证券发行的重要主体之一，但政府发行证券的品种仅限于债券。

政府发行债券所筹集的资金既可以用于协调财政资金短期周转、弥补财政赤字、兴建政府投资的大型基础性的建设项目，也可以用于实施某种特殊的政策，在战争期间还可以用于弥补战争费用的开支。

由于中央政府拥有税收、货币发行等特权，通常情况下，中央政府债券不存在违约风险，因此，这一类证券被视为无风险证券，相对应的证券收益率被称为无风险利率，是金融市场上最重要的价格指标。

中央银行是代表一国政府发行法偿货币、制定和执行货币政策、实施金融监管的重要机构。中央银行作为证券发行主体，主要涉及两类证券。第一类是中央银行股票。在一些国家（例如美国），中央银行采取了股份制组织结构，通过发行股票募集资金，但是，中央银行的股东并不享有决定中央银行政策的权利，只能按期收取固定的红利，其股票类似于优先股。第二类是中央银行出于调控货币供给量目的而发行的特殊债券。中国人民银行从 2003 年起开始发行中央银行票据，期限从 3 个月到 3 年不等，主要用于对冲金融体系中过多的流动性。

二、证券投资人

证券投资人是指通过证券而进行投资的各类机构法人和自然人。相应地，证券投资人可分为机构投资者和个人投资者两大类。

（一）机构投资者

机构投资者主要有政府机构、金融机构、企业和事业法人及各类基金等。

1. 政府机构。作为政府机构，参与证券投资的目的是为了调剂资金余缺和进行宏观调控。各级政府及政府机构出现资金剩余时，可通过购

买政府债券、金融债券投资于证券市场。

中央银行以公开市场操作作为政策手段，通过买卖政府债券或金融债券，影响货币供应量进行宏观调控。

我国国有资产管理部門或其授权部门持有国有股，履行国有资产的保值增值和通过国家控股、参股来支配更多社会资金的职责。

从各国的具体实践看，出于维护金融稳定的需要，政府还可成立或指定专门机构参与证券市场交易，减少非理性的市场震荡。

2. 金融机构。参与证券投资的金融机构包括证券经营机构、银行业金

融机构、保险公司以及其他金融机构。

(1) 证券经营机构。证券经营机构是证券市场上最活跃的投资者，以其自有资本、营运资金和受托投资资金进行证券投资。我国证券经营机构主要为证券公司。按照《中华人民共和国证券法》（以下简称《证券法》）的规定，证券公司可以通过从事证券自营业务和证券资产管理业务，以自己的名义或代其客户进行证券投资。证券公司从事自营业务，其投资的范围包括股票、基金、认股权证、国债、公司或企业债券等上市证券以及证券监管机构认定的其他证券。证券公司从事资产管理业务的，其投资范围视资产管理业务的方式有所不同，例如，证券公司办理限定性集合资产管理业务的，应当主要投资于国债、国家重点建设债券、债券型证券投资基金、在证券交易所上市的企业债券、其他信用度高且流动性强的固定收益类金融产品；投资于业绩优良、成长性高、流动性强的股票等权益类证券以及股票型证券投资基金资产，不得超过该计划资产净值的 20%，而非限定性集合资产管理计划的投资范围由集合资产管理合同约定。

(2) 银行业金融机构。银行业金融机构包括商业银行、城市信用合作社、农村信用合作社等吸收公众存款的金融机构以及政策性银行。受自身业务特点和政府法令的制约，银行业金融机构一般仅限于投资政府债券和地方政府债券，而且通常以短期国债作为其超额储备的持有形式。我国现行法规规定，银行业金融机构可用自有资金及中国银监会规定的可用于投资的表内资金买卖政府债券和金融债券。对于因处置贷款质押资产而被动持有的股票，只能单向卖出。银行业金融机构经中国银监会批准后，也可通过理财计划募集资金进行有价证券投资。

(3) 保险公司及保险资产管理公司。目前保险公司已经超过共同基金

成为全球最大的机构投资者，除大量投资于各类政府债券、高等级公司债券外，还广泛涉足基金和股票投资。目前我国的保险公司除利用自有资金和保险收入作为证券投资的资金来源外，还可运用受托管理的企业年金进行投资。作为投资主体，保险公司通常采用自设投资部门进行投资、委托专门机构投资或购买共同基金份额等方式运作。保险公司除投资于国债之外，还可以在规定的比例内投资于证券投资基金和股权性证券。根据中国保监会《保险资产管理公司管理暂行规定》（2004 年 6 月 1 日起施行），目前国内主要保险公司均发起设立了保险资产管理公司，对保险资产的投资进行集中管理，成为证券市场重要的投资主体。截至 2007 年末，中国保险业投资类资产规模已超过 2 万亿元人民币（202 056 853.78 万元）^①

(4) 合格境外机构投资者(QFII) ^o QFII 制度是一国（地区）在货币没有实现完全可自由兑换、资本项目尚未开放的情况下，有限度地引进外资、开放资本市场的一项过渡性的制度。这种制度要求外国投资者若要进入一国证券市场，必须符合一定的条件，得到该国有关部门的审批通过后汇入一定额度的外汇资金，并转换为当地货币，通过严格监管的专门账户投资当地证券市场。

在我国，合格境外机构投资者是指符合《合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法》规定，经中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）批准投资于中国证券市场，并取得国家外汇管理局额度批准的中国境外基金管理机构、保险公司、证券公司以及其他资产管理机构。

按照《合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法》，合格境外机构投资者在经批准的投资额度内，可以投资于中国证监会批准的人民币金融工具，具体包括在证券交易所挂牌交易的股票、在证券交易所挂牌交易的债券、证券投资基金、在证券交易所挂牌交易的权证以及中国证监会允许的其他金融工具。合格境外机构投资者可以参与新股发行、可转换债券发行、股票增发和配股的申购。

合格境外机构投资者的境内股票投资，应当遵守中国证监会规定的持股比例限制和国家其他有关规定：单个境外投资者通过合格境外机构投资者持有一家上市公司股票的，持股比例不得超过该公司股份总数的10%；所有境外投资者对单个上市公司A股的持股比例总和，不超过该上市公司股份总数的20%。同时，境外投资者根据《外国投资者对上市公司战略投资管理暂行办法》对上市公司战略投资的，其战略投资的持股不受上述比例限制。

(5)主权财富基金。随着国际经济、金融形势的变化，目前不少国家尤其是发展中国家拥有了大量的官方外汇储备，为管理好这部分资金，成立了代表国家进行投资的主权财富基金。经国务院批准，中国投资有限责任公司于2007年9月29日宣告成立，注册资本为2000亿美元，成为专门从事外汇资金投资业务的国有投资公司，以境外金融组合产品为主，开展多元投资，实现外汇资产保值增值，被视为中国主权财富基金的发端。

(6)其他金融机构。其他金融机构包括信托投资公司、企业集团财务公司、金融租赁公司等。这些机构通常也在自身章程和监督机构许可的范围内进行证券投资。

信托投资公司可以受托经营资金信托、有价证券信托和作为投资基金或者基金管理公司的发起人从事投资基金业务。企业集团财务公司达到相关监管规定的，也可申请从事对金融机构的股权投资和证券投资业务。目前尚未批准金融租赁公司从事证券投资业务。

3 企业和事业法人。企业可以用自己的积累资金或暂时不用的闲置资金进行证券投资。企业可以通过股票投资实现对其他企业的控股或参股，也可以将暂时闲置的资金通过自营或委托专业机构进行证券投资以获取收益。我国现行的规定是，各类企业可参与股票配售，也可投资于股票二级市场；事业法人可用自有资金和有权自行支配的预算外资金进行证券投资。

4 各类基金。基金性质的机构投资者包括证券投资基金、社保基金、企业年金和社会公益基金。

(1)证券投资基金。证券投资基金是指通过公开发售基金份额筹集资金，由基金管理人管理，基金托管人托管，为基金份额持有人的利益，以资产组合方式进行证券投资活动的基金。《中华人民共和国证券投资基金法》（以下简称《证券投资基金法》）规定我国的证券投资基金可投资于股票、债券和国务院证券监督管理机构规定的其他证券品种。

(2)社保基金。在大多数国家，社保基金分为两个层次：一是国家以社会保障税等形式征收的全国性基金；二是由企业定期向员工支付并委托基金公司管理的企业年金。由于资金来源不一样，且最终用途不一样，这

两种形式的社保基金管理方式亦完全不同。全国性社会保障基金属于国家控制的财政收入，主要用于支付失业救济和退休金，是社会福利网的最后一道防线，对资金的安全性和流动性要求非常高。这部分资金的投资方向

有严格限制，主要投向国债市场。而由企业控制的企业年金，资金运作周期长，对账户资产增值有较高要求，但对投资范围限制不多。

在我国，社保基金也主要由两部分组成：一部分是社会保障基金。其运作依据是 2001 年底发布的《全国社会保障基金投资管理暂行办法》，资金来源包括国有股减持划入的资金和股权资产、中央财政拨入资金、经国务院批准以其他方式筹集的资金及其投资收益；同时，确定从 2001 年起新增发行彩票公益金的 80% 上缴社保基金。全国社会保障基金理事会直接运作的社保基金的投资范围限于银行存款、在一级市场购买国债，其他投资需委托社保基金投资管理人管理和运作并委托社保基金托管人托管。社保基金的投资范围包括银行存款、国债、证券投资基金、股票、信用等级在投资级以上的企业债、金融债等有价证券，其中银行存款和国债投资的比例不低于 50%，企业债、金融债不高于 10%，证券投资基金、股票投资的比例不高于 40%。单个投资管理人管理的社保基金资产投资于一家企业所发行的证券或单只证券投资基金，不得超过该企业所发行证券或该基金份额的 5%；按成本计算，不得超过其管理的社保基金资产总值的 10%。委托单个社保基金投资管理人进行管理的资产，不得超过年度社保基金委托资产总值的 20%。另一部分是社会保险基金。它是指社会保险制度确定的用于支付劳动者或公民在患病、年老伤残、生育、死亡、失业等情况下所享受的各项保险待遇的基金，一般由企业等用人单位（或雇主）和劳动者（或雇员）或公民个人缴纳的社会保险费以及国家财政给予的一定补贴组成。社会保险基金一般由养老、医疗、失业、工伤、生育 5 项保险基金组成。在现阶段，我国社会保险基金的部分积累项目主要是养老保险基金，其运作依据是劳动部的各相关条例和地方的规章。

根据全国社会保障基金理事会 2006 年年报数据，截至 2006 年底，我国社保基金资产规模达到 2 827.6 亿元人民币，其中证券市场相关投资约占 2/3。

(3) 企业年金。企业年金是指企业及其职工在依法参加基本养老保险的基础上，自愿建立的补充养老保险基金。按照我国现行法规，企业年金

可由年金受托人或受托人指定的专业投资机构进行证券投资。按照 2004 年 2 月发布的《企业年金基金管理试行办法》的规定，企业年金基金财产的投资范围，限于银行存款、国债和其他具有良好流动性的金融产品，包括短期债券回购、信用等级在投资级以上的金融债和企业债、可转换债、投资性保险产品、证券投资基金、股票等。企业年金基金财产的投资，按市场价计算应当符合下列规定：①投资银行活期存款、中央银行票据、短期债券回购等流动性产品及货币市场基金的比例，不低于基金净资产的 20%。②投资银行定期存款、协议存款、国债、金融债、企业债等固定收益类产品及可转换债、债券基金的比例，不高于基金净资产的 50%。其中，投资国债的比例不低于基金净资产的 20%。③投资股票等权益类产品及投资性保险产品、股票基金的比例，不高于基金净资产的 30%。其中，投资股票的比例不高于基金净资产的 20%。同时，该办法规定根据金融市场变化和投资运作情况，劳动保障部会同中国银监会、中国证监会和中国保监会，适时对企业年金基金投资管理机构、投资产品和比例进行调整。单个投资管理人管理的企业年金基金财产，投资于一家企业所发行的证券

或单只证券投资基金，按市场价计，不得超过该企业所发行证券或该基金份额的5%；也不得超过其管理的企业年金基金财产总值的10%。企业年金基金不得用于信用交易，不得用于向他人贷款和提供担保。投资管理人不得从事使企业年金基金财产承担无限责任的投资。

(4)社会公益基金。社会公益基金是指将收益用于指定的社会公益事业的基金，如福利基金、科技发展基金、教育发展基金、文学奖励基金等。我国有关政策规定，各种社会公益基金可用于证券投资，以保值增值。

(二) 个人投资者

个人投资者是指从事证券投资的社会自然人，他们是证券市场最广泛的投资者。

个人进行证券投资应具备一些基本条件，这些条件包括国家有关法律、法规关于个人投资者投资资格的规定和个人投资者必须具备一定的经济实力。为保护个人投资者利益，对于部分高风险证券产品的投资（如衍生产品、信托产品），监管法规还要求相关个人具有一定的产品知识并签署书面的知情同意书。

三、证券市场中介机构

证券市场中介机构是指为证券的发行、交易提供服务的各类机构。在证券市场起中介作用的机构是证券公司和**其他证券服务机构**，通常把两者合称为**证券中介机构**。

(一) 证券公司

证券公司又称证券商，是指依照《中华人民共和国公司法》（以下简称《公司法》）规定和经国务院证券监督管理机构批准经营证券业务的有限责任公司或股份有限公司。证券公司的主要业务有**证券承销、经纪、自营、投资咨询以及购并、受托资产管理和基金管理等**。过去，我国证券监督管理部门将证券公司分为综合类证券公司和经纪类证券公司，并施行分类监管。随着资本市场的发展，分类监管划分模式已不能适应我国证券市场的专业化细分和规模化的发展方向。2006年1月1日起施行的修订的《证券法》将原有的分类管理的规定调整为按照证券经纪、证券投资咨询、财务顾问、证券承销和保荐、证券自营、证券资产管理、其他证券业务等业务类型进行管理，并按照审慎监管的原则，根据各项业务的风险程度，设定分类准入条件。

(二) 证券登记结算机构

证券登记结算机构是为证券交易提供集中的登记、托管与结算服务的专门机构。根据我国《证券法》规定，证券登记结算机构是不以营利为目的的法人。

(三) 证券服务机构

证券服务机构是指依法设立的从事证券服务业务的法人机构，主要包括证券投资咨询机构、财务顾问机构、资信评级机构、资产评估机构、会计师事务所、律师事务所等。

四、自律性组织

自律性组织包括**证券交易所和证券业协会**。

(一) 证券交易所

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

（二）证券业协会

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

五、证券监管机构

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

第三节证券市场的产生与发展

一、证券市场的产生

相对于商品经济而言，证券市场的历史要短暂得多。换句话说，在商品经济的历史长河中，人类曾经历了一个长期没有证券市场的时代。证券市场从无到有，主要归因于以下 3 点：

（一）证券市场的形成得益于社会化大生产和商品经济的发展

在自给自足的小生产社会中，受生产力水平的制约，生产所需的资本极其有限，单个生产者的积累就能满足再生产的需要，不需要也不可能存在证券和证券市场。从自然经济向商品经济发展的初期，由于社会分工不发达，生产力水平低下，社会生产所需要的资本除了自身积累外，可以通过借贷资本来筹集，但当时的信用制度仍是简单落后的，证券市场无法形成。随着生产力的进一步发展，社会分工的日益复杂，商品经济日益社会化，社会化大生产产生了对巨额资金的需求，依靠单个生产者自身的积累难以满足需求，即使依靠银行借贷资本也不能解决企业自有资本扩张的需要。因此，客观上需要有一种新的筹集资金的机制以适应社会经济进一步发展的要求。在这种情况下，证券与证券市场就应运而生了。

（二）证券市场的形成得益于股份制的发展

随着商品经济的发展，生产规模日渐扩大，传统的独资经营方式和家族型企业已经不能胜任对巨额资本的需求，于是产生了合伙经营的组织；随后又由单纯的合伙组织逐步演变成股份公司。股份公司通过发行股票、债券向社会公众募集资金，实现资本的集中，用于扩大生产。股份公司的建立、公司股票和债券的发行，为证券市场的产生提供了现实的基础和客观的要求。

（三）证券市场的形成得益于信用制度的发展

只有当货币资本与产业资本相分离，货币资本本身取得了一种社会性质时，公司股票和债券等信用工具才会被充分运用。随着信用制度的发展，商业信用、国家信用、银行信用等融资方式不断出现，越来越多的信用工具随之涌现。信用工具一般都有流通变现的要求，而证券市场为有价证券的流通、转让创造了条件。因而，随着信用制度的发展，证券市场的产生成为必然。

一、证券市场的发展阶段

纵观证券市场的发展历史，其进程大致可分为 5 个阶段。

（一）萌芽阶段

在资本主义发展初期的原始积累阶段，西欧就已有了证券的发行与交易。15 世纪的意大利商业城市中的证券交易主要是商业票据的买卖。16 世纪的里昂、安特卫普已经有了证券交易所，当时进行交易的是国家债券。16 世纪中叶，随着资本主义经济的发展，所有权和经营权相分离的生产经营方式——股份公司出现，使股票、公司债券及不动产抵押债券依次进入有价证券交易的行列。1602 年，在荷兰的阿姆斯特丹成立了世界上第一个股票交易所。1698 年，在英国已有大量的证券经纪人，伦敦柴思胡同的乔纳森咖啡馆就是固有众多的经纪人在此交易而出名。1773 年，英国的第一家证券交易所即在该咖啡馆成立，1802 年获得英国政府的正式批准。这家证券交易所即为现在伦敦证券交易所的前身，最初主要交易政府债券，之后公司债券和矿山、运河股票逐渐上市交易。到 19 世纪中叶，一些地方性证券市场也在英国兴起，铁路股票盛行。

美国证券市场是从买卖政府债券开始的。在独立战争中，美国的战时国会、各州和军队都发行了各种各样的中期债券和临时债券。战争结束后，美国政府为了取信于民，就以发行联邦债券的形式承担了这笔 8 000 万美元的债务。这项巨额债券的发行是依靠大量的证券经纪人兜售的。证券交易首先从费城、纽约开始，其后向芝加哥、波士顿等大城市蔓延，为美国证券市场的发展打下了基础。1790 年成立了美国第一个证券交易所——费城证券交易所。1792 年 5 月 17 日，24 名经纪人在华尔街的一棵梧桐树下聚会，商定了一项名为“梧桐树协定”的协议，约定每日在梧桐树下聚会，从事证券交易，并订出了交易佣金的最低标准及其他交易条款。1793 年，一家名叫“汤迪”的咖啡馆在华尔街落成，于是露天的证券市场就移进咖啡馆经营。1817 年，参与华尔街汤迪咖啡馆证券交易的经纪人通过一项正式章程，并成立组织，起名为“纽约证券交易会”，1863 年改名为“纽约证券交易所”。独立战争结束后，美国工业革命开始。受工业革命影响，证券市场上的公司股票逐渐取代政府债券的地位，运输公司股票、铁路股票、矿山股票纷纷出现在证券市场上，同时银行股票、保险公司股票及一些非金融机构的公司股票也开始露面，股票交易开始盛行。

（二）初步发展阶段

20 世纪初，资本主义从自由竞争阶段过渡到垄断阶段。正是在这一过程中，为适应资本主义经济发展的需要，证券市场以其独特的形式有效地促进了资本的积聚和集中，同时，其自身也获得了高速发展。首先，股份

公司数量剧增。以英国为例，1911~1920 年建立了 64 000 家，1921—1930 年建立了 86 000 家。至此，英国 90% 的资本都处于股份公司控制之下。与此同时，持股公司形成并获得了发展，而金融公司、投资银行、信托投资公司、证券公司等证券经营机构也获得了极大的发展。其次，在这一时期，有价证券发行总额剧增。1921—1930 年全世界有价证券共计发行 6 000 亿法国法郎，比 1890~1900 年增加近 5 倍。有价证券的结构也起了变化，在有价证券中占主要地位的已不是政府债券，而是公司股票和公司债券。据统计，1900—1913 年全世界发行的有价证券中，政府公债占发行总额的 40%，而公司股票和公司债券则占了 60%。

（三）停滞阶段

1929~1933 年，资本主义国家爆发了严重的经济危机，导致世界各国证券市场的动荡，不仅证券市场的价格波动剧烈，而且证券经营机构的数量和业务锐减。危机的先兆就表现为股市的暴跌，而随之而来的经济大萧条更使证券市场遭受了严重打击。到 1932 年 7 月 8 日，道—琼斯工业股票价格平均数只有 41 点，仅为 1929 年最高水平的 11%。危机过后，证券市场仍一蹶不振。第二次世界大战爆发后，虽然各交战国由于战争的需要发行了大量公债，但整个证券市场仍处于不景气之中。与此同时，加大证券市场管制力度的呼声越来越强烈，使证券市场的拓展工作陷入前所未有的停滞之中。

（四）恢复阶段

第二次世界大战后至 20 世纪 60 年代，因欧美与日本经济的恢复和发展以及各国的经济增长大大地促进了证券市场的恢复和发展，公司证券发行量增加，证券交易所开始复苏，证券市场规模不断扩大，买卖越来越活跃。这一时期，世界贸易和国际资本流动得到了一定程度的恢复与发展，

c=====

第一章 证券市场概述 119

因而证券市场国际化的进程也逐渐有所加快。但由于人们对经济危机和金融危机会不会卷土重来仍心存疑虑，加之在此阶段许多国家面临着资本稀缺和通货膨胀的双重压力，对资本的流动实行了严厉的管制，因而，证券市场的发展并不十分引人注目。

（五）加速发展阶段

从 20 世纪 70 年代开始，证券市场出现了高度繁荣的局面，不仅证券市场的规模更加扩大，而且证券交易日趋活跃。其重要标志是反映证券市场容量的重要指标——证券化率（证券市值/GDP）的提高。根据深圳证券交易所的一项研究，1995 年末发达国家的平均证券化率为 70.44%，其中美国为 96.59%，英国为 128.59%，日本为 73.88。而到了 2003 年，美国、英国、日本证券化率分别提高至 298.66%、296.54 和 209.76%，韩国、泰国、马来西亚等新兴市场经济国家的该项比率也分别达到 112.4%、119.83% 和 240.82%。2007 年末，中国境内上市公司市值达到 327 140.89 亿元人民币。根据国家统计局《2007 年国民经济和社会发展统计公报》数据，2007 年全年国内生产总值为 246 619 亿元人民币，中国证券化率已达到 132.65%。各种迹象表明，不论从占各类投资方式的比重看，还是从占金融资产的比重看，整个金融部门已经出现了证券化趋势。

三、国际证券市场发展现状与趋势

20 世纪 90 年代以来，在高新技术快速发展和经济全球化的背景下，各国（地区）的证券市场发生了一系列深刻而重要的变化。在有效推进金融自由化、加大金融业对外开放、国际金融竞争加剧以及随之而来的金融风险凸现的过程中，各国（地区）证券市场之间的联系更加密切，显示出全球化的趋势。这些全球性的变化主要表现在以下几方面：

（一）证券市场一体化

在经济全球化的背景下，国际资本流动频繁且影响深远，并最终导致全球证券市场相互联系日趋紧密，证券市场出现了一体化趋势。具体反映为以下几个方面：首先，从证券发行人或筹资者层面看，异地上市、海外上市以及多个市场同时上市的公司数量和发行规模日益扩大，海外发行主

权债务工具的规模也非常巨大。其次，从投资者层面看，随着资本管制的放松，全球资产配置成为流行趋势，个人投资者可以借助互联网轻松实现跨境投资，以全球基金、国际基金为代表的机构投资者大量投资境外证券，主权国家出于外汇储备管理的需要，也形成对外国高等级证券的巨大需求。再次，从市场组织结构层面看，交易所之间跨国合并或跨国合作的案例层出不穷，场外市场在跨国购并等交易活动的驱动下，也渐趋融合。最后，从证券市场运行层面看，全球资本市场之间的相关性显著增强。此外，从产品设计与创新、投资理念、监管制度等角度看，全球化趋势也非常明显。

（二）投资者法人化

机构投资者主要是开放式共同基金、封闭式投资基金、养老基金、保险基金、信托基金，此外还有对冲基金、创业投资基金等。进入 21 世纪以来，国际证券市场发展的一个突出特点是各种类型的机构投资者快速成长，它们在证券市场上发挥出日益显著的主导作用。根据经济合作与发展组织（OECD）机构投资者统计报告（OECD，2004），2001 年底，28 个 OECD 成员国的机构投资者总共管理着超过 35 万亿美元的总资产。其中，美国的机构投资者管理着超过 19 万亿美元的资产，超过了商业银行；欧洲的机构投资者管理着近 12 万亿美元的资产；日本的机构投资者管理着超过 3.6 万亿美元的资产；韩国的机构投资者管理资产超过 3100 亿美元。机构投资者管理的资产总规模，在美国相当于国内生产总值（GDP）的 191%，在英国为 190.9%，日本为 94.7%，法国为 131.8%，德国为 81%。2001 年底，美国居民个人金融资产的 39.3% 由各种各样的机构投资者负责管理和投资，这一比率在 2000 年底最高达到 53%，是 1980 年末 21.5% 的两倍多。

（三）金融创新深化

创新是金融业永恒的主题，进入 21 世纪，在新的金融理论和金融技术的支持下，有关产品、组织、监管等方面的发展千变万化、日新月异。

在有组织的金融市场中，结构化票据、交易所交易基金（ETF）、各类权证、证券化资产、混合型金融工具和新型衍生合约不断上市交易；从功能上看，天气衍生金融产品、能源风险管理工具、巨灾衍生产品、政治风险管理工具、信贷衍生品层出不穷，极大地扩展了“金融帝国”的范围。

鲁一茸毛茜韦强*澧玉芎 i

场外交易衍生产品快速发展以及新兴市场金融创新热潮也反映了金融

创新进一步深化的特点。在场外市场中，以各类奇异型期权为代表的非标准交易大量涌现，成为风险管理的利器。而新兴市场在金融产品的设计和创新方面也开始从简单模仿和复制，逐步发展到独立开发具有本土特色的各类新产品，成为全球金融创新浪潮不可忽视的重要组成部分。

（四）金融机构混业化

20 世纪 90 年代以来，全球范围内的国际金融市场竞争力竞争愈演愈烈，金融创新使金融机构和金融业务的界限日益模糊，原来对金融业实行分业经营的国家，政府管制和法律限制被不断突破，混业经营趋势不断增强。

1999 年 11 月 4 日，美国国会通过《金融服务现代化法案》，废除了 1933 年经济危机时代制定的《格拉斯—斯蒂格尔法案》，取消了银行、证券保险公司相互渗透业务的障碍，标志着金融业分业制度的终结。在此背景下，金融机构之间展开了大规模的购并和跨国购并，通过购并重组，不仅推动了金融机构的资产规模高速增长，而且形成了一些大型的跨国金融控股集团。这些大型的金融控股集团通过控股或全资拥有的投资银行、商业银行、保险公司、资产管理公司等，既实现了各类金融业务紧密结合、相互渗透，又顺应了新经济条件下客户对金融服务多样化、立体化、超级市场化的需求。

（五）交易所重组与公司化

进入新世纪以来，在证券市场上最引人注目的事件是欧洲证券交易所的重组。2000 年 3 月 18 日，阿姆斯特丹交易所、布鲁塞尔交易所、巴黎交易所签署协议，合并为泛欧交易所；2002 年又先后合并伦敦国际金融期权期货交易所(LIFFE)和葡萄牙交易所(BVIP)。2006 年 4 月份，纳斯达克(NASDAQ)收购伦敦证券交易所(LSE)股份，至年底持有 LSE 28.75% 的股份。2006 年 6 月，纽约证券交易所(NYSE)与泛欧证交所(EuronexL)达成总价约 100 亿美元的合并协议，组建全球第一家横跨大西洋的纽交所—泛欧证交所公司。2006 年 7 月，澳大利亚证券交易所(ASX)与悉尼期货交易所(SFE)宣布合并。2006 年 10 月份，芝加哥商业交易所(CME)和芝加哥期货交易所(CBOT)宣布合并，组成 CME 集

团有限公司。此外，还有更多交易所之间通过产品交叉上市、共享交易代码和交易平台等方式实现了战略合作。

交易所公司化是证券业应对激烈市场竞争的又一表现。从 1993 年斯德哥尔摩证券交易所挂牌上市到 2002 年 12 月 6 日芝加哥商业交易所(CME)在纽约证券交易所首次公开发行股票并上市，近 10 年来已有 30 多家证券交易所实现了公司化改制。其中斯德哥尔摩证券交易所、阿姆斯特丹证券交易所、澳大利亚证券交易所、新加坡交易所、悉尼期货交易所、巴黎交易所、伦敦证券交易所、芝加哥商业交易所、中国香港证券交易所、新泛欧交易所、德意志交易所已公开挂牌上市。

（六）证券市场网络化

随着电子计算机技术的发展，国际金融市场的交易手段越来越先进。自从 1970 年伦敦证券交易所采用市场价格显示装置、1971 年美国建成全国证券商协会自动报价系统和纽约证券交易所创设市场间交易系统以来，这种交易过程的创新始终未曾停顿。最为典型的是由芝加哥商业交易所率先使用 GLOBEX 电子交易系统，以后又进一步采用新的金融信息交换(Fi-

nancial Information Exchange)应用程序界面(Application Programmung Inter - face)技术,即 FIE API 技术以来,其他交易所也纷纷仿效,使用电子交易系统来提高交易效率。电子交易系统的普遍采用,使国际证券市场突破了时间和空间的限制,实现了网络化。

20 世纪 90 年代以来,随着电子计算机技术的发展和信息经济的来临,出现了电子金融创新(E - Finance Innovation)。电子金融创新是电子商务(E - Bu8iness)在金融业的应用,它不是将电子计算机技术应用于金融资产的交易和交割过程,而是应用于金融信息的收集、分析、传播、交流和金融资产的管理过程。值得一提的是,以国际互联网或大型计算机网络为基础的比较系统和完整的金融信息分析和金融资产管理是近几年才出现的。

(七) 金融风险复杂化

随着金融创新和金融交易的快速发展,各国(地区)金融相关度进一步提高,竞争的加剧、汇率的波动、国际短期资本的流动以及经济发展战略的失误都可能直接引发一国(地区)甚至多国(地区)发生金融危机,

而一国(地区)的金融风险可能立即在周边国家(地区)传递,甚至影响国际金融市场正常运行。

20 世纪 90 年代是国际金融风险频繁发生的时期,这一时期曾发生的主要金融风险有:1992 年,发生英镑危机,导致英国英镑和意大利里拉退出欧洲汇率机制;1993 年,日本泡沫经济破灭,将日本经济拖入漫长的衰退期;1994 年,发生墨西哥金融危机,墨西哥政府被迫宣布货币贬值,结果引起更大规模的资本外逃以及拉丁美洲地区金融市场的连锁反应;1995 年,发生巴林银行事件,导致这家有 223 年历史的英国老字号投资银行进入清算状态,最终被荷兰国际收购;1997 年 7 月,爆发东南亚危机,由泰铢贬值、泰国政府放弃实行多年的固定汇率开始,最后演变成为一场严重的地区性经济危机;1997~1998 年,日本许多大型金融机构宣布破产,巨额坏账拖累日本金融和经济;1998 年 8 月,俄罗斯发生债务危机,引起国际金融市场的恐慌;1998 年 8 月,为应对国际投机者的攻击,中国香港金管局毅然采取不寻常的人市干预办法,成功维持了港币和恒生指数的稳定;1998 年 8 月,美国一家大型对冲基金长期资本管理公司因在国际债券期赞市场上投机失败而濒临倒闭;1999 年初,巴西爆发金融动荡,{亡市、股市双双暴跌,堆后由国际货币基金组织出面组织援助。频频发生的金融危机使人们认识到,金融全球化不仅意味着全球金融活动一体化,而且意味着全球金融风险日益紧密联系并相互传递。金融风险已成为 20 世纪 90 年代以来影响世界经济稳定发展的最重要的因素。

进入 21 世纪以来,全球市场风险发生了一些新的变化,新兴市场与成熟市场之间的风险因素互动加剧,成熟市场风险对新兴市场的影响不断增大。2007 年以来,主要发源于美国的次级按揭贷款和相关证券化产品危机广泛影响了全球金融机构和市场,我国一些商业银行也受到波及,同时,次级债危机引发的全球金融动荡还将在一定时期内继续对我国证券市场发展产生持续的影响。

(八) 金融监管合作化

频繁发生的金融风险给各国(地区)深刻的教训,为此各国(地区)更加注重健全金融体系,推行金融改革;加强和改善金融监管,建立

和完善保护投资者权益和信心的制度；完善宏观经济管理，保持国际收支

基本平衡。鉴于金融危机的国际传递趋势，各国更注重加强国际金融合作和协调，运用国际资源提升防范国际金融危机的能力，防范和化解国际金融风险。

2007 年开始的美国次级贷款危机，时至今日已经演变成了一场全球金融危机和经济危机。这场危机让人们金融衍生产品的风险性、金融风险的复杂性、金融机构高杠杆经营的危害性有了更为深入的认识，全球金融市场都在深刻反思，各国（地区）金融监管部门纷纷采取必要的措施防止危机的进一步扩大。在此背景下，全球证券市场的发展也呈现出一些新的趋势，突出表现在以下几个方面：一是金融机构的去杠杆化。美国的投资银行、对冲基金、债券保险公司等非银行金融机构，由于没有严格的资本监管要求，缺乏稳定的资金来源和丰厚的资本金，他们一般会借助财务杠杆操作，大量持有证券、债券和复杂的信贷产品，以高杠杆投资方式将利润急剧放大，多次打包次贷产品，组合成投资工具，按风险等级划分后再出售到各国金融机构。高杠杆运作本身具有无法克服的先天缺陷。首先，投资银行等机构自有资金有限，主要靠货币市场上的大宗借款来放大资产倍数；其次，这些机构投资的衍生产品具有高杠杆属性，保证金交易制度使衍生产品投资的杠杆效应倍数放大；最后，无节制地开发过度打包的基础产品，导致产品的风险程度不透明，链条层次过长使得高杠杆运作的风险放大，不易被投资者察觉，加剧高杠杆产品风险的蔓延。所以，在市场流动性收紧引发房地产价格下跌等一系列资产价格泡沫的破灭后，这些金融机构的去杠杆化势在必行。二是金融监管的改革。随着金融危机的不断蔓延，各国（地区）监管机构逐步形成了对现行金融监管体系进行改革的共识，最主要的是要对金融监管边界的重新界定。自 20 世纪 80 年代初以来，西方国家掀起了一场以放松金融管制为主要目标的金融自由化运动。放松金融管制的实际结果是明显地缩小了监管的范围和边界，扩大了无监管或少监管的范围，尤其是对近年来出现的创新金融产品和基金业几乎没有监管。放松金融管制对解放金融生产力和促进金融业现代化起到了一定的积极作用，但也带来了很多问题。金融监管不平衡和不完全扭曲了金融机构之间的利益关系、盈利能力和风险承受能力，使一些金融机构千方百计地逃离监管边界的束缚，造成监管性套利活动泛滥，导致广泛性金融风险无限制地扩张，比如，不受监管的或较少受监管的结构性衍生金融产品、

投资银行和单一险种保险商等，这些金融产品或金融机构一旦出现问题，便会对受监管较严的商业银行造成伤害。因此，要求重新界定金融监管边界的呼声越来越高。此外还包括调整政府金融行业监管结构、更严厉的清算和资本要求、改革破产制度和信用卡制度以及加强对金融机构薪酬制度的监管等。三是国际金融合作的进一步加强。一些经济学家建议，应当尽快建立一个全球性的监管协调机构，以增强全球金融监管的一致性和有效性。他们认为，在西方金融业普遍存在巨大的政治游说和干预势力的情形下，建立不受各国国内政治因素影响的高度专业化的、独立性较强的国际金融监管机构是极为必要的。具有较充分独立性的国际金融监管机构的主要职能是监督国际协议的执行和促进资本流动，而不是重新监管全球经济。

四、中国证券市场发展史简述

（一）旧中国的证券市场

证券在我国属于舶来品，最早出现的股票是外商股票，最早出现的证券交易机构也是由外商开办的上海股份公所和上海众业公所。上市证券主要是外国公司股票和债券。从19世纪70年代开始，清政府洋务派在我国兴办工业，随着这些股份制企业的兴起，中国自己的股票、公司债券和证券市场便应运而生了。1872年设立的轮船招商局是我国第一家股份制企业。1914年北洋政府颁布的《证券交易所法》推动了证券交易所的建立。1917年，北洋政府批准上海证券交易所开设证券经营业务。1918年夏天成立的北平证券交易所是中国人自己创办的第一家证券交易所。1920年7月，上海证券物品交易所得到批准成立，是当时规模最大的证券交易所。此后，相继出现了上海华商证券交易所、青岛市物品证券交易所、天津市企业交易所等，逐渐形成了旧中国的证券市场。

（二）新中国的证券市场

20世纪70年代末期以来的中国经济改革大潮，推动了资本市场的重新萌生和发展。在过去的10多年间，中国资本市场从无到有，从小到大，从区域到全国，得到了迅速的发展。回顾改革开放以来中国资本市场的发展，大致可以划分为3个阶段。

1. 新中国资本市场的萌生(1978~1992,年)。1978年12月，以中国

共产党十一届三中全会的召开为标志，经济建设成为国家的基本任务，改革开放成为中国的基本国策。随着经济体制改革的推进，企业对资金的需求日益多样化，新中国资本市场开始萌生。

20世纪80年代初，若干小型国有和集体企业开始进行了多种多样的股份制尝试，开始出现股票这一新生事物。这一时期股票一般按面值发行，大部分实行保本保息保分红、到期偿还，具有一般债券的特性；发行对象多为内部职工和地方公众；发行方式多为自办发行，没有承销商。

1981年7月，我国改变传统“既无外债、又无内债”的计划经济思想，重启国债发行。1982年和1984年，企业债和金融债开始出现。随着证券发行的增多和投资者队伍的逐步扩大，证券流通的需求日益强烈，股票和债券的柜台交易陆续在全国各地出现，二级市场初步形成。伴随着一、二级市场的初步形成，证券经营机构的雏形开始出现。1987年9月，中国第一家专业证券公司——深圳特区证券公司成立。1988年，为适应国库券转让在全国范围内的推广，中国人民银行下拨资金，在各省组建了33家证券公司，同时，财政系统也成立了一批证券公司。

1990年，国家允许在有条件的大城市建立证券交易所。1990年12月19日和1991年7月3日，上海证券交易所和深圳证券交易所先后正式营业。同年10月，郑州粮食批发市场开业并引入期货交易机制，成为新中国期货交易的实质性发端。1992年10月，深圳有色金属交易所推出了中国第一个标准化期货合约——特级铝期货标准合同，实现了由远期合同向期货交易的过渡。

总体上看，中国资本市场的萌生源于中国经济转轨过程中企业和公众的内生需求。在发展初期，市场处于一种自我演进、缺乏规范和监管的状态，并且以区域性试点为主。股票发行市场也一度出现过混乱。同时，对资本市场的发展在认识上也产生了一定的分歧。

1992年1—2月邓小平同志在南方视察时指出：“证券、股市，这些东西究竟好不好，有没有危险，是不是资本主义独有的东西，社会主义能不能用，允许看，但要坚决地试。看对了，搞一两年，对了，放开；错了，纠正，关了就是了。关，也可以快关，也可以慢关，也可以留一点尾巴。怕什么，坚持这种态度就不要紧，就不会犯大错误。”邓小平同志南方视察讲话后，中国确立经济体制改革的目标是建立社会主义市场经济体制，股份制成为国有企业改革的方向，更多的国有企业实行股份制改造并开始

第一章证券市场概述广雾=

在资本市场发行上市。1993年，股票发行试点正式由上海、深圳推广至全国，打开了资本市场进一步发展的空间。

2. 全国性资本市场的形成和初步发展（1993~1998年）。1992年10月，国务院证券管理委员会（以下简称“国务院证券委”）和中国证监会成立，标志着中国资本市场开始逐步纳入全国统一监管框架，区域性试点推向全国，全国性市场由此开始发展。

1997年11月，中国金融体系进一步确定了银行业、证券业、保险业分业经营、分业管理的原则。1998年4月，国务院证券委撤销，中国证监会成为全国证券、期货市场的监管部门，建立了集中统一的证券、期货市场监管体制。

中国证监会成立后，推动了《股票发行与交易管理暂行条例》、《公开发行股票公司信息披露实施细则》、《禁止证券欺诈行为暂行办法》、《关于严禁操纵证券市场行为的通知》等一系列证券、期货市场法规和规章的建设，资本市场法规体系初步形成，使资本市场的发展走上规范化轨道，为相关制度的进一步完善奠定了基础。

市场创建初期，国家采取了额度指标管理的股票发行审批制度，即将额度指标下达至省级政府或行业主管部门，由其在指标限度内推荐企业，再由中国证监会审批企业发行股票。在交易方式上，上海和深圳证券交易所都建立了无纸化电子交易平台。

随着市场的发展，上市公司数量、总市值和流通市值、股票发行筹资额、投资者开户数、交易量等都进入一个较快发展的阶段。沪、深证券交易所交易品种逐步增加，由单纯的股票继续增加了国债、权证、企业债券、可转换债券、封闭式基金等。

伴随着全国性市场的形成和扩大，证券经营机构也得到快速发展。到1998年底，全国有证券公司90家，证券营业部2412家。从1991年开始，出现了一批投资于证券、期货、房地产等市场的基金（统称为“老基金”）。1997年11月，《证券投资基金管理暂行办法》颁布，规范证券投资基金的发展。同时，对外开放进一步扩大，推出了人民币特种股票（B股）。境内企业逐渐开始在我国香港、纽约、伦敦和新加坡等海外市场上市；期货市场也得到初步发展。

3 资本市场的进一步规范和发展（1999年至今）。1998年12月，我

国《证券法》正式颁布并于1999年7月实施，这是新中国第一部规范证券发行与交易行为的法律，并由此确认了资本市场的法律地位。

在这个阶段，中国围绕完善社会主义市场经济体制和全面建设小康社

会进行持续改革。随着经济体制改革的深入，国有和非国有股份公司不断进入资本市场。2001年12月，中国加入世界贸易组织，中国经济走向全面开放，金融改革不断深化，资本市场的深度和广度日益拓展和扩大。

自1998年建立了集中统一监管体制后，为适应市场发展的需要，证券、期货监管体制不断完善，实施了“属地监管、职责明确、责任到人、相互配合”的辖区监管责任制，并初步建立了与地方政府协作的综合监管体系。与此同时，执法体系逐步完善。中国证监会在各证监局设立了稽查分支机构，2002年增设了专司操纵市场和内幕交易查处的机构。2007年，为适应市场发展的需要，证券执法体制又进行了重大改革，建立了集中统一指挥的稽查体制。

中国证监会不断加强稽查执法基础性工作，严格依法履行监管职责，集中力量查办了琼民源、银广夏、中科创业、德隆、科龙、南方证券、闽发证券等一批大案、要案，坚决打击各类违法违规行为，切实保护广大投资者的合法权益，维护“公开、公平、公正”的市场秩序。

但是，资本市场发展过程中积累的遗留问题、制度性缺陷和结构性矛盾也逐步开始显现。从2001年开始，市场步入持续4年的调整阶段：股票指数大幅下挫；新股发行和上市公司再融资难度加大、周期变长；证券公司遇到了严重的经营困难，到2005年全行业连续4年总体亏损。

这些问题产生的根源在于，中国资本市场是在向市场经济转轨过程中由试点开始而逐步发展起来的新兴市场，早期制度设计有很多局限，改革措施不配套。一些在市场发展初期并不突出的问题，随着市场的发展壮大，逐步演变成市场进一步发展的障碍，包括上市公司改制不彻底、治理结构不完善；证券公司实力较弱、运作不规范；机构投资者规模小、类型少；市场产品结构不合理，缺乏适合大型资金投资的优质蓝筹股、固定收益类产品和金融衍生产品；交易制度单一，缺乏有利于机构投资者避险的交易制度等。

为了积极推进资本市场改革开放和稳定发展，国务院于2004年1月发布了《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》，为资本市场

新一轮改革和发展奠定了基础。2005年11月，修订后的《证券法》和《公司法》颁布，并于2006年1月1日起实施。2007年新修订的《期货交易管理条例》发布实施；同年，《证券公司监督管理条例》和《证券公司风险处置条例》正式发布实施；有关资本市场监管法规和部门规章也得到了相应的调整与完善。在加强资本市场法律法规建设的同时，证券监管部门着力解决了一些制约证券市场发展的制度性问题，主要包括实施股权分置改革；通过完善上市公司监管体制、强化信息披露、规范公司治理、清欠违规占用上市公司资金等方式全面提高上市公司质量；对证券公司进行综合治理，进一步健全发行制度，大力发展机构投资者，改善投资者结构等。我国资本市场发生了一系列深刻的变化。

2006年，在众多历史遗留问题得到妥善解决、机构投资者迅速壮大、法律体系逐步完善的基础上，中国资本市场出现了一系列积极而深刻的变化。为充分发挥资本市场的功能，市场各方对多层次市场体系和产品结构的多样化进行了积极的探索。中小板市场的推出和代办股份转让系统的出现，是中国在建设多层次资本市场体系方面迈出的重要一步。可转换公司

债券、银行信贷资产证券化产品、住房抵押贷款证券化产品，企业资产证券化产品、银行不良资产证券化产品、企业或证券公司发行的集合收益计划产品以及权证等新品种出现，丰富了资本市场交易品种。2007 年末，沪、深市场总市值位列全球资本市场第三；2007 年首次公开发行股票融资 4 595 79 亿元，位列全球第一；日均交易量 1903 亿元，成为全球最为活跃的市场之一。在市场规模和交易量成倍增长的情况下，交易结算系统和监管体系基本保持了平稳运行，未发生影响市场正常运行的异常事件。

同时，债券市场得到初步发展，中国债券市场规模有所增加，市场交易规则逐步完善，债券托管体系和交易系统等基础建设不断加快。期货市场开始恢复性增长。

五、《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》

国务院于 2004 年 1 月 31 日发布《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》，首次就发展资本市场的作用、指导思想和任务进行全面明确的阐述，对发展资本市场的政策措施进行整体部署，将发展中国资本市场提升到国家战略任务的高度，提出了 9 个方面的纲领性意见（以下

简称“国九条”），对中国资本市场的改革与发展具有重要的现实意义和深远的历史影响。“国九条”的主要内容为：

（一）充分认识大力发展资本市场的重要意义

大力发展资本市场有利于完善社会主义市场经济体制，更大程度地发挥资本市场优化资源配置的功能，将社会资金有效转化为长期投资；有利于国有经济的结构调整和战略性改组，加快非国有经济发展。

（二）推进资本市场改革开放和稳定发展的指导思想和任务

推进资本市场改革开放和稳定发展的指导思想是以邓小平理论和“三个代表”重要思想为指导，全面落实党的十六大和十六届三中全会精神，遵循“公开、公平、公正”原则和“法制、监管、自律、规范”的方针，坚持服务于国民经济全局，实现与国民经济协调发展；坚持依法治市，保护投资者特别是社会公众投资者的合法权益；坚持资本市场改革的市场化取向，充分发挥市场机制的作用；坚持改革的力度、发展的速度与市场可承受程度的统一，处理好改革、发展、稳定的关系；坚持用发展的办法解决前进中的问题，处理好加快资本市场发展与防范市场风险的关系；坚持循序渐进，不断提高对外开放水平。

推进资本市场改革开放和稳定发展的任务是：以扩大直接融资、完善现代市场体系、更大程度地发挥市场在资源配置中的基础性作用为目标，建设透明高效、结构合理、机制健全、功能完善、运行安全的资本市场。要围绕这一目标，建立有利于各类企业筹集资金、满足多种投资需求和富有效率的资本市场体系；完善以市场为主导的产品创新机制，形成价格发现和风险管理并举、股票融资与债券融资相协调的资本市场产品结构；培育诚实守信、运作规范、治理机制健全的上市公司和市场中介群体，强化市场主体约束和优胜劣汰机制；健全职责定位明确、风险控制有效、协调配合到位的市场监管体制，切实保护投资者合法权益。

（三）进一步完善相关政策，促进资本市场稳定发展

包括完善证券发行上市核准制度；拓宽证券公司融资渠道；积极稳妥解决股权分置问题；完善资本市场税收政策。

（四）健全资本市场体系，丰富证券投资品种

要建立多层次股票市场体系；积极稳妥发展债券市场；稳步发展期货市场；建立以市场为主导的品种创新机制。

（五）进一步提高上市公司质量，推进上市公司规范运作

要提高上市公司质量；规范上市公司运作；完善市场退出机制

（六）促进资本市场中介服务机构规范发展，提高执业水平

把证券、期货公司建设成为具有竞争力的现代金融企业。根据审慎监管原则，健全证券、期货公司的市场准入制度；督促证券、期货公司完善治理结构，规范其股东行为，强化董事会和经理人员的诚信责任；改革证券、期货客户交易结算资金管理制度，研究、健全客户交易结算资金存管机制；严禁挪用客户资产，切实维护投资者合法权益；证券、期货公司要完善内控机制，加强对分支机构的集中统一管理；完善以净资本为核心的风险监控指标体系，督促证券、期货公司实施稳健的财务政策；鼓励证券、期货公司通过兼并重组、优化整合做优做强；建立健全证券、期货公司市场退出机制。

加强对其他中介服务机构的管理。规范发展证券、期货投资咨询机构和证券资信评级机构，加强对会计师事务所、律师事务所和资产评估机构的管理，提高中介机构的专业化服务水平。

（七）加强法制和诚信建设，提高资本市场监管水平

健全资本市场法规体系，加强诚信建设；推进依法行政，加强资本市场监管；发挥行业自律和舆论监督作用。

（八）加强协调配合，防范和化解市场风险

要营造良好的资本市场发展环境；共同防范和化解市场风险；严厉打击证券、期货市场违法活动。

（九）认真总结经验，积极稳妥地推进对外开放

要严格履行我国加入世贸组织关于证券服务业对外开放的承诺。鼓励

具备条件的境外证券机构参股证券公司和基金管理公司，继续试行合格的境外机构投资者制度；积极利用境外资本市场；加强交流与合作；大力发展资本市场是党中央、国务院从全局和战略出发作出的重要决策，各地区、各部门务必高度重视，树立全局观念，充分认识发展资本市场的重要性，坚定信心、抓住机遇、开拓创新，共同为资本市场发展创造条件，积极推动我国资本市场的改革开放和稳定发展，为实现全面建设小康社会的宏伟目标做出贡献(见图 1-1)。

图 1-1 “国九条”的主要内容

思想和任务

完善政策

促进稳定发展

健全市场体系

丰富品种

六、中国证券市场的对外开放

我国资本市场对外开放局面的形成，是我国经济发展和改革开放的客观需求。第一，加快资本市场对外开放是当前国内外政治、经济形势对我

国资本市场提出的迫切要求，是我国兑现加入世贸组织所做出的承诺；第二，加快资本市场对外开放是我国深化国有企业改革和加快推进金融体系改革的现实要求，是我国加快适应全球经济金融一体化挑战的重要手段；第三，加快对外开放步伐也是我国证券市场规模化、市场化建设推进到一定阶段的必然产物。从内容上看，中国证券市场对外开放可分为以下 3 个层次：

（一）在国特资市场募集资金

我国股票市场融资国际化是以 B 股、H 股、N 股等股权融资作为突破口的。我国自 1992 年起开始在上海、深圳证券交易所发行境内上市外资股（B 股）。截至 2008 年 12 月，共发行 B 股 111 只，募集资金 50.03 亿美元。自 1993 年开始发行境外上市外资股（H 股、N 股等），截至 2008 年 12 月末，共发行境外上市外资股 159 只，累计筹资金额 1121.45 亿美元。

在利用股票市场筹资的同时，我国也越来越重视依赖国际债券市场筹集中长期建设资金。我国机构在境外发行外币债券融资出现较早。1982 年 1 月，中国国际信托投资公司在日本债券市场发行了 100 亿日元的私募债券，这是我国国内机构首次在境外发行外币债券。1984 年 11 月，中国银行在东京公开发行了 200 亿日元债券，标志着中国正式进入国际债券市场。1993 年 9 月，财政部首次在日本发行了 300 亿日元债券，标志着我国主权外债发行的正式起步。从 1984 年以来，财政部、国家开发银行、进出口银行、中信公司、中国银行、建设银行等国内机构陆续在境外发行外币债券，发行覆盖了欧洲、美国、日本、中国香港、新加坡等市场。根据中国人民银行发布的数据，截至 2008 年 9 月末，我国外债余额为 4419.5 亿美元。

（二）开放国内资本市场

在利用股票和债券在国际资本市场筹资的同时，我国也逐步放开了境外券商在华设立并参与中国股票市场业务、境内券商到海外设立分支机构、成立中外合资投资银行等方面的限制。1982 年，日本野村证券成为第一家在中国设立代表处的海外证券公司。截至 2007 年 1 月 31 日，已有 107 家外资证券经营机构在华设立了代表处。1995 年 5 月，中国建设银行、美国摩根士丹利国际公司等 5 家中外机构共同组建了中国国际金融有限公司，成为我国首个中外合资证券公司。

中国证监会自 1992 年 10 月成立以来，一直重视与境外监管机构的交流与合作，截至 2008 年 3 月，已相继与 36 个国家（或地区）的证券（期货）监管机构签署了 39 个监管合作备忘录。中国证监会在 1995 年加入了证监会国际组织，并在 1998 年当选为该组织的执委会委员。特别引人注目的是，自 2001 年 12 月 11 日开始，我国正式加入 WTO，标志着我国的证券

业对外开放进入了一个全新的阶段。

根据我国政府对 WTO 的承诺，我国证券业在 5 年过渡期对外开放的内容主要包括：

1. 外国证券机构可以（不通过中方中介）直接从事 B 股交易。
2. 外国证券机构驻华代表处可以成为所有中国证券交易所的特别会员。
3. 允许外国机构设立合营公司，从事国内证券投资基金管理业务，外资比例不超过 33%；加入后 3 年内，外资比例不超过 49/100。

4. 加入后 3 年内, 允许外国证券公司设立合营公司, 外资比例不超过 1/3。合营公司可以 (不通过中方中介) 从事 A 股的承销, 从事 B 股和 H 股、政府和公司债券的承销和交易, 以及发起设立基金。

5. 允许合资券商开展咨询服务及其他辅助性金融服务, 包括信用查询与分析, 投资与有价证券研究与咨询, 公开收购及公司重组等; 对所有新批准的证券业务给予国民待遇, 允许在国内设立分支机构。

根据上述承诺, 外国证券机构直接从事 B 股交易及外国证券机构驻华代表处成为证券交易所的特别会员的申请可由证券交易所受理; 新建合营从事证券投资基金、证券承销业务公司的设立, 由中国证监会受理有关申请。

2002 年 7 月, 为了兑现我国加入 WTO 后的承诺, 上海证券交易所先后颁布了《境外证券经营机构申请 B 股席位暂行办法》和《上海证券交易所境外特别会员管理暂行规定》, 以适应境外证券经营机构参与上海证券交易所市场业务的需要; 2002 年 11 月接纳日本野村证券上海代表处为首席特别会员, 批准日本内藤证券直接申请 B 股席位。2002 年一系列涉及对外开放的重大法规和办法的接连出台, 标志着我国资本市场发展出现了质的飞跃, 正步入一个全方位对外开放的新阶段。中国证监会发布了《外资参股基金管理公司设立规则》和《外资参股证券公司设立规则》。2002 年 11 月 3—7 日的短短 5 天内, 中国证监会等部门连续出台了《关于向外商转让上市公司国有股和法人股有关问题的通知》、《合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法》等政策法规。

2003 年 5 月 27 日, 瑞士银行成为首家获批的合格境外机构投资者 (QFII)。截至 2008 年 12 月, 已有 76 家合格境外机构投资者获得中国证监会批准进入我国证券市场。

截至 2008 年底, 共批准成立 9 家外资参股证券公司, 33 家外资参股基金公司。截至 2007 年 1 月 31 日, 68 家境外证券经营机构取得外资股业务资格。

至此, 我国资本市场的开放领域形成了从加入世贸组织协议框架下的证券业和基金业的开放, 到外资直接参与国有产权和非流通股股权的并购转让市场, 再到允许合格的境外机构投资者直接投资 A 股市场等渐次展开的全方位开放局面, 中国资本市场的每一个环节和组成部分基本上都为外资进入建立了政策和制度通道。

(三) 有条件地开放境内企业和个人投资境外资本市场

我国目前资本项目下的外汇收支尚未完全开放, 但是近年来有关开放合格境内机构投资者 (QDII) 投资境外资本市场的呼声越来越高。随着中国经济实力的提高和外汇储备的快速增长, 2005 年开始对人民币汇率形成机制进行改革, 并对资本项目管理的改革进行了探索。2006 年, 证券监管部门会同中国银监会、中国保监会及外汇管理部门, 坚持以科学发展观统领全局, 按照党中央国务院的总体部署, 进一步深化体制改革, 在对外金融投资和个人外汇管理方面取得新突破。对个人结购汇实行年度总额管理, 提高购汇限额, 首次明确个人可以从事的资本项目交易, 更加便利和规范个人外汇收支。同时, 支持银行、证券、基金和保险机构对外金融投资。

为支持和鼓励商业银行开展代客境外理财业务 (QDII), 有效规范和

指导该项业务健康发展，2006 年 6 月，中国银监会印发‘关于商业银行开展代客境外理财业务有关问题的通知’，明确商业银行开展 QDII 业务的方式、投资范围和托管资格管理等。按照逐步扩大银行 QDII 业务境外投资范围和投资市场的原则，中国银监会逐步扩大境外投资范围，稳步推进该项业务的发展。2007 年 5 月，中国银监会印发《关于调整商业银行代客境外理财业务境外投资范围的通知》，将境外投资范围从固定收益类产品扩大到股票和基金等非固定收益类产品，并对投资比例、起点金额和投资市场进行限制。为加强对商业银行代客境外理财业务境外运作监管，中国银监会积极加强与境外监管机构合作，开展代客境外理财业务的联合监管。2007 年 4 月，中国银监会与香港证监会签署监管合作谅解备忘录，就双方监管职责、信息共享等事项进行约定，有效促进该项业务平稳健康发展。

2007 年 10 月，中、英两国金融监管部门就商业银行代客境外理财业务做出监管合作安排，中国的商业银行可以代客投资于英国的股票市场以及经英国金融监管当局认可的公募基金，逐步扩大商业银行代客境外投资市场。截至 2007 年底，共有 23 家中、外资银行（12 家中资，11 家外资）取得开办代客境外理财业务资格，其中 21 家中、外资银行（12 家中资，9 家外资）共取得 166 亿美元境外投资购汇额度；16 家中、外资银行推出 262 款银行 QDII 产品，人民币销售额达到 414 亿元，美元销售额为 12.5 亿元。^①

2003 年 6 月，中国保监会发布《关于保险外汇资金投资境外股票有关问题的通知》，明确保险外汇资金投资境外成熟资本市场证券交易所上市的股票，但仅限于中国企业在境外发行的股票。2005 年初，中国平安保险获批运用自有外汇资金进行境外投资，额度 17.5 亿美元。此后，中国人寿、中国财险也先后获得境外投资额度。中国保监会、中国人民银行于 2004 年 8 月 9 日发布《保险外汇资金境外运用管理暂行办法》，2005 年 9 月，中国保监会发布《保险外汇资金境外运用管理暂行办法实施细则》，允许保险公司将国家外汇局核准投资付汇额度 10% 以内的外汇资金投资在海外股票市场，投资对象限于在纽约、伦敦、法兰克福、东京、新加坡和中国香港证券交易所上市的中国企业股票。2007 年 6 月，中国保监会、中国人民银行、国家外汇管理局共同制定了《保险资金境外投资管理暂行办法》，进一步规范了保险资金海外投资的相关制度，拓宽了保险资金出海的通道。截至 2007 年 12 月 31 日，国家外汇管理局已批准 21 家保险公司为合格境内机构投资者(QDII)，获批额度为 144 亿美元。

2006 年 8 月，国家外汇管理局发布《关于基金管理公司境外证券投资外汇管理有关问题的通知》，启动了基金管理公司 QDII 试点。中国证监会于 2007 年 6 月 20 日颁布了《合格境内机构投资者境外证券投资管理试行办法》以及《关于实施〈合格境内机构投资者境外证券投资管理试行办法〉有关问题的通知》，对基金公司、证券公司为境内居民提供境外理财服务所涉及的具体准入条件、产品设计、资金募集、境外投资顾问、资产托管、投资运作、信息披露等方面进行了原则性规定，并且，《关于实施〈合格境内机构投资者境外证券投资管理试行办法〉有关问题的通知》对

①资料来源：〈中国银行业监督管理委员会 2007 年年报〉，第 35 页。

有关内容及其实施作出了详尽规定。截至 2008 年 5 月，共有 21 家基金管

理公司获得了 QDII 业务资格，已有 8 只 QDII 基金产品获批，其中 5 只 QDII 基金完成募集，募资达 225 亿元人民币，投资范围包括了香港、美国、英国、法国、日本、印度等 35 个国家和地区。截至 2007 年 12 月 31 日，国家外汇管理局已批准中国国际金融有限公司为合格境内机构投资者 (QDII)，获批额度为 50 亿美元。

2007 年 3 月，中国银监会和国家外汇管理局发布《信托公司受托境外理财业务管理暂行办法》。2007 年 8 月，国家外证管理局批复同意天津滨海新区进行境内个人直接投资境外证券市场的试点，标志着资本项下外汇管制开始松动，个人投资者将有望在未来从事海外直接投资。

股 票

第一节 股票的特征与类型

一、股票概述

(一) 股票的定义

股票是一种有价证券，它是股份有限公司签发的证明股东所持股份的凭证。

股份有限公司的资本划分为股份，每一股份金额相等。公司的股份采取股票的形式。股份的发行，实行公平、公正的原则，同种类的每一股份具有同等权利。股票一经发行，购买股票的投资者即成为公司的股东。股票实质上代表了股东对股份的所有权，股东凭借股票可以获得公司的股息和红利，参加股东大会并行使自己的权利，同时也承担相应的责任与风险。

股票作为一种所有权凭证，有一定的格式。从股票的发展历史看，最初的股票票面格式既不统一，也不规范，由各发行公司自行决定。随着股份制度的发展和完善，许多国家对股票票面格式作了规定，提出票面应载明的项目和具体要求。我国《公司法》规定，股票采用纸面形式或国务院证券监督管理机构规定的其他形式。股票应载明的项目主要有：公司名称、公司成立的日期、股票种类、票面金额及代表的股份数、股票的编号。股

第二章 股票

票由法定代表人签名，公司盖章。发起人的股票，应当标明“发起人股票”字样。

(二) 股票的性质

1. 股票是有价证券。有价证券是财产价值和财产权利的统一表现形式。持有有价证券，一方面表示拥有一定价值量的财产，另一方面也表明有价证券持有人可以行使该证券所代表的权利。股票具有有价证券的特征：第一，虽然股票本身没有价值，但股票是一种代表财产权的有价证券，它包含着股东可以依其持有的股票要求股份公司按规定分配股息和红利的请求权；第二，股票与它代表的财产权有不可分离的关系，二者合为一体。换言之，行使股票所代表的财产权，必须以持有股票为条件，股东权利的转让应与股票占有的转移同时进行，股票的转让就是股东权的转让。

2 股票是要式证券。股票应具备《公司法》规定的有关内容，如果缺少规定的要件，股票就无法律效力。

3 股票是证权证券。证券可以分为设权证券和证权证券。设权证券是

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

4 股票是资本证券。股份公司发行股票是一种吸引认购者投资以筹措公司自有资本的手段，对于认购股票的人来说，购买股票就是一种投资行为。因此，股票是投入股份公司资本份额的证券化，属于资本证券。但是，股票又不是一种现实的资本，股份公司通过发行股票筹措的资金，是公司用于营运的真实资本。股票独立于真实资本之外，在股票市场上进行着独立的价值运动，是一种虚拟资本。

5 股票是综合权利证券。股票不属于物权证券，也不属于债权证券，而是一种综合权利证券。物权证券是指证券持有者对公司的财产有直接支配处理权的证券；债权证券是指证券持有者为公司债权人的证券。股票持有者作为股份公司的股东，享有独立的股东权利。换言之，当公司股东将

出资交给公司后，股东对其出资财产的所有权就转化为股东权（股权）了。股东权是一种综合权利，股东依法享有资产收益、重大决策、选择管理者等权利。股东虽然是公司财产的所有人，享有种种权利，但对于公司的财产不能直接支配处理，而对财产的直接支配处理是物权证券的特征，所以股票不是物权证券。另外，一旦投资者购买了公司股票，即成为公司部分财产的所有人，但该所有人在性质上是公司内部的构成分子，而不是与公司对立的债权人，所以股票也不是债权证券。

（三）股票的特征

股票具有以下 5 个方面的特征：

1. 收益性。收益性是股票最基本的特征，它是指股票可以为持有人带来收益的特性。持有股票的目的在于获取收益。股票的收益来源可分成两类：一是来自股份公司。认购股票后，持有者即对发行公司享有经济权益，这种经济权益的实现形式是从公司领取股息和分享公司的红利。股息红利的多少取决于股份公司的经营状况和盈利水平。二是来自股票流通。股票持有者可以持股票到依法设立的证券交易场所进行交易，当股票的市场价格高于买入价格时，卖出股票就可以赚取差价收益。这种差价收益称为资本利得。

2. 风险性。股票风险的内涵是股票投资收益的不确定性，或者说实际收益与预期收益之间的偏离程度。投资者在买入股票时，对其未来收益会有一个估计，但事后看，真正实现的收益可能会高于或低于原先的估计，这就是股票的风险。很显然，风险不等于损失，高风险的股票可能给投资者带来较大损失，也可能带来较大的未预期收益。风险本身是一个中性概念，但是，多数理性的投资者厌恶风险，如果要诱导投资者投资那些风险较高的股票，就必须提供更高的预期收益，这就是“高风险高收益”的含义。

3. 流动性。流动性是指股票可以通过依法转让而变现的特性。严格地说，是在本金保持相对稳定、变现的交易成本极小的条件下股票很容易变

现的特性。股票持有人不能从公司退股，但股票转让为其提供了流动性。通常，判断股票的流动性强弱主要分析 3 个方面：首先是市场深度，以每个价位上报单的数量来衡量，如果买卖盘在每个价位上均有较大报单，则

投资者无论买进或是卖出股票都会较容易成交，不会对市场价格形成较大冲击。其次是报价紧密度，指买卖盘各价位之间的价差。若价差较小，则新的买卖发生时对 market 价格的冲击也会比较小，股票流动性就比较强。在有做市商的情况下，做市商双边报价的买卖价差通常是衡量股票流动性的最重要指标。最后是股票的价格弹性或者恢复能力，指交易价格受大额交易冲击而变化后，迅速恢复原先水平的能力。价格恢复能力越强，股票的流动性越高。

需要注意的是，由于股票的转让可能受各种条件或法律法规的限制，因此，并非所有股票都具有相同的流动性。通常情况下，大盘股流动性强于小盘股，上市公司股票的流动性强于非上市公司股票，而上市公司股票又可能因市场或监管原因而受到转让限制，从而具有不同程度的流动性。

4 永久性。永久性是指股票所载有权利的有效性是始终不变的，因为它是一种无期限的法律凭证。股票的有效期与股份公司的存续期间相联系，两者是并存的关系。这种关系实质上反映了股东与股份公司之间比较稳定的经济关系。股票代表着股东的永久性投资，当然股票持有者可以出售股票而转让其股东身份，而对于股份公司来说，由于股东不能要求退股，所以通过发行股票募集到的资金，在公司存续期间是一笔稳定的自有资本。

5. 参与性。参与性是指股票持有人有权参与公司重大决策的特性。股票持有人作为股份公司的股东，有权出席股东大会，体现对公司经营决策的参与权。股东参与公司重大决策权利的大小取决于其持有股份数量的多少，如果某股东持有的股份数量达到决策所需要的有效多数时，就能实质性地影响公司的经营方针。

二、股票的类型

股票的种类很多，分类方法亦有差异。常见的股票类型如下

（一）普通股票和优先股票

按股东享有权利的不同，股票可以分为普通股票和优先股票。

1 普通股票。普通股票是最基本、最常见的一种股票，其持有者享有股东的基本权利和义务。普通股票的股利完全随公司盈利的高低而变化。在公司盈利较多时，普通股票股东可获得较高的股利收益，但在公司盈利

和剩余财产的分配顺序上列在债权人和优先股票股东之后，故其承担的风险也较高。与优先股票相比，普通股票是标准的股票，也是风险较大的股票。

2. 优先股票。优先股票是一种特殊股票，在其股东权利、义务中附加了某些特别条件。优先股票的股息率是固定的，其持有者的股东权利受到一定限制，但在公司盈利和剩余财产的分配上比普通股票股东享有优先权。有关普通股票和优先股票的详细内容将在本章第三节进一步阐述。

（二）记名股票和无记名股票

股票按是否记载股东姓名，可以分为记名股票和无记名股票。

1. 记名股票。记名股票是指在股票票面和股份公司的股东名册上记载

股东姓名的股票。很多国家的公司法都对记名股票的有关事项作出了具体规定。一般来说，如果股票是归某人单独所有，则应记载持有人的姓名；如果股票是归国家授权投资的机构或者法人所有，则应记载国家授权投资的机构或者法人的名称；如果股票持有者因故改换姓名或者名称，就应到公司办理变更姓名或者名称的手续。我国《公司法》规定，公司发行的股票可以为记名股票，也可以为无记名股票。股份有限公司向发起人、法人发行的股票，应当为记名股票，并应当记载该发起人、法人的名称或者姓名，不得另立户名或者以代表人姓名记名。公司发行记名股票的，应当置备股东名册，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、各股东取得股份的日期。记名股票有如下特点：

(1)股东权利归属于记名股东。对于记名股票来说，只有记名股东或其正式委托授权的代理人才能行使股东权。除了记名股东以外，其他持有者（非经记名股东转让和经股份公司过户的）不具有股东资格。

(2)可以一次或分次缴纳出资。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公司与记名股东之间的特定关系，有些国家也规定允许记名股东在认购股票时可以无须一次缴足股款。我国《公司法》规定，设立股份有限公司的条件之一是发起人认购和募集的股本达到法定资本最低限额。采取发起设立方式设立股份有限公司的，注册资本为在公司登记机关登记

的全体发起人认购的股本总额。发起人应当书面认足公司章程规定其认购的股份；一次缴纳的，应当缴纳全部出资；分期缴纳的，应当缴纳首期出资。全体发起人首次出资额不得低于注册资本的 20%，其余部分由发起人自公司成立之日起两年内缴足。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%。

(3)转让相对复杂或受限制。记名股票的转让必须依据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。一般来说，记名股票的转让都必须由股份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，这样受让人才能取得股东的资格和权利。而且，为了维护股份公司和其他股东的利益，法律对于记名股票的转让有时会规定一定的限制条件，如有的国家规定记名股票只能转让给特定的人。我国《公司法》规定，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；转让后由公司将受让人的姓名或名称及住所记载于股东名册。

(4)便于挂失，相对安全。记名股票与记名股东的关系是特定的，因此，如果股票遗失，记名股东的资格和权利并不消失，并可依据法定程序向股份公司挂失，要求公司补发新的股票。我国《公司法》对此酌具体规定是：记名股票被盗、遗失或者灭失，股东可以依照《中华人民共和国民事诉讼法》规定的公示催告程序，请求人民法院宣告该股票失效。依照公示催告程序，人民法院宣告该股票失效后，股东可逦向公司申请补发股票。

2 无记名股票。无记名股票是指在股票票面和股份公司股东名册上均不记载股东姓名的股票。无记名股票也称不记名股票，与记名股票的差别不是在股东权利等方面，而是在股票的记载方式上。无记名股票发行时一

般留有存根联，它在形式上分为两部分：一部分是股票的主体，记载了有关公司的事项，如公司名称、股票所代表的股数等；另一部分是股息票，用于进行股息结算和行使增资权利。我国《公司法》规定，发行无记名股票的，公司应当记载其股票数量、编号及发行日期。无记名股票有如下特点：

(1) 股东权利归属股票的持有人。确认无记名股票的股东资格不以特定的姓名记载为根据，所以，为了防止假冒、舞弊等行为，无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。为保护无记名股票股东的合法权益，我国《公司法》规定，发行无

记名股票的公司应当于股东大会会议召开前 30 日公告会议召开的时间、地点和审议事项。无记名股票持有人出席股东大会会议的，应当于会议召开 5 日前至股东大会闭幕时将股票交存于公司。

(2) 认购股票时要求一次缴纳出资。无记名股票上不记载股东姓名，若允许股东缴纳部分出资即发给股票，以后实际上无法催缴未缴纳的出资，所以认购者必须缴足出资后才能领取股票。

(3) 转让相对简便。与记名股票相比，无记名股票的转让较为简单与方便，原持有者只要向受让人交付股票便发生转让的法律效力，受让人取得股东资格不需要办理过户手续。我国《公司法》规定，无记名股票的转让，由股东将该股票交付给受让人后即发生转让的效力。

(4) 安全性较差。因无记载股东姓名的法律依据，无记名股票一旦遗失，原股票持有者便丧失股东权利，且无法挂失。

（三）有面额股票和无面额股票

按是否在股票票面上标明金额，股票可以分为有面额股票和无面额股票。

1. 有面额股票。有面额股票是指在股票票面上记载一定金额的股票。这一记载的金额也称为票面金额、票面价值或股票面值。股票票面金额的计算方法是用资本总额除以股份数求得，但实际上很多国家是通过法规予以直接规定，而且一般是限定了这类股票的最低票面金额。另外，同次发行的有面额股票的每股票面金额是相等的，票面金额一般以国家主币为单位。大多数国家的股票都是有面额股票。我国《公司法》规定，股份有限公司的资本划分为股份，每一股的金额相等。有面额股票具有如下特点：

(1) 可以明确表示每一股所代表的股权比例。例如，某股份公司发行 1 000 万元的股票，每股面额为 1 元，则每股代表着公司净资产千万分之一的所有权。

(2) 为股票发行价格的确定提供依据。我国《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。这样，有面额股票的票面金额就成为股票发行价格的最低界限。

2. 无面额股票。无面额股票是指在股票票面上不记载股票面额，只注明它在公司总股本中所占比例的股票。无面额股票也称为比例股票或份额

£=====

第=童股察} 45

股票。无面额股票的价值随股份公司净资产和预期未来收益的增减而相应增减。公司净资产和预期未来收益增加，每股价值上升；反之，公司净资产

产和预期未来收益减少，每股价值下降。无面额股票淡化了票面价值的概念，但仍然有内在价值，它与有面额股票的差别仅在表现形式上。也就是说，它们都代表着股东对公司资本总额的投资比例，股东享有同等的股东权利。20 世纪早期，美国纽约州率先通过法律，允许发行无面额股票，以后美国其他州和其他一些国家也相继仿效。但目前世界上很多国家（包括中国）的公司法规定不允许发行这种股票。无面额股票有如下特点：

(1)发行或转让价格较灵活。由于没有票面金额，因而发行价格不受票面金额的限制。在转让时，投资者也不易受股票票面金额影响，而更注重分析每股的实际价值。

(2)便于股票分割。如果股票有面额，分割时就需要办理面额变更手续。由于无面额股票不受票面金额的约束，发行该股票的公司能比较容易地进行股票分割。

三、与股票相关的部分概念

股份公司资本管理事项中经常要涉及公司股浆，常见的包括

（一）股利政策

股利政策是指股份公司对公司经营获得的盈余公积和应付利润采取现金分红或派息、发放红股等方式回馈股东的制度与政策。股利政策体现了公司的发展战略和经营思路，稳定可预测的股利政策有利于股东利益最大化，是股份公司稳健经营的重要指标。

获取经常性收入是投资者购买股票的重要原因之一，分红派息是股票投资者经常性收入的主要来源。从会计角度说，股份公司的税后利润归全体股东所有，不论是否分红派息，股东利益并不受影响。但是，并不能因此就认为股利政策无关紧要。事实上，对于若干处于高速增长阶段的上市公司而言，由于公司主营业务的资本回报率高于市场利率水平，不分红或者少分红反而更有利于投资者利益=最大化，他们因股价上涨得到的收益大大高于少分红所产生的损失。从理论上说，不管公司盈利前景如何看好，如果一家上市公司永远不分红，则它的股票将毫无价值。

1. 现金股利。现金股利指股份公司以现金分红方式将盈余公积和当期应付利润的部分或全部发放给股东，股东为此应支付利息税。我国对个人投资者获取上市公司现金分红适用的利息税率为 20%，目前减半征收。机构投资者由于本身需要缴纳所得税，为避免双重税负，在获取现金分红时不需要缴税。现金股利的发放致使公司的资产和股东权益减少同等数额，导致企业现金流出，是真正的股利。稳定的现金股利政策对公司现金流管理有较高的要求，通常将那些经营业绩较好，具有稳定较高现金股利支付的公司股票称为蓝筹股。

2. 股票股利。股票股利也称送股，是指股份公司对原有股东采取无偿派发股票的行为，把原来属于股东所有的盈余公积转化为股东所有的投入资本，实质上是留存利润的凝固化、资本化，股东在公司里占有的权益份额和价值均无变化。获取股票股利暂免纳税。

3.4 个重要日期：

(1)股利宣布日，即公司董事会将分红派息的消息公布于众的时间。

(2)股权登记日，即统计和确认参加本期股利分配的股东的日期，在此日期持有公司股票的股东方能享受股利发放。

(3)除息除权日，通常为股权登记日之后的1个工作日，本日之后（含本日）买人的股票不再享有本期股利。从理论上说，除息日股票价格应下降与每股现金股利相同的数额，除权日股票价格应按送股比例同步下降。但是，实践中，除息除权后，股价变化与理论价格之间通常会存在差异。

(4)派发日，即股利正式发放给股东的日期。根据证券存管和资金划转的效率不同，通常会在几个工作日之内到达股东账户。

（二）股票分割与合并

股票分割又称拆股、拆细，是将1股股票均等地拆成若干股。股票合并又称并股，是将若干股股票合并为1股。

从理论上说，不论是分割还是合并，并不影响向股东权益的数量及占公司总股权的比重，因此，也应该不会影响调整后股价。也就是说，如果把1股分拆为2股，则分拆后股价应为分拆前的一半；同样，若把2股并为1股，并股后股价应为此前的两倍。

但事实上，股票分割与合并通常会刺激股价上升，其中原因颇为复杂，但至少存在以下理由：股票分割通常适用于高价股，拆细之后每手股票总金额下降，便于吸引更多的投资者购买；并股则常见于低价股，例如，若某股票价格不足1元，则不足1%的股价变动很难在价格上反映，弱化了投资者的交易动机，并股后，流动性有可能提高，导致估值上调。

（三）增发、配股、转增股本与股份回购

1 增发。增发指公司因业务发展需要增加资本额而发行新股。上市公司可以向公众公开增发，也可以向少数特定机构或个人增发。增发之后，公司注册资本相应增加。

增资之后，若会计期内在增量资本未能产生相应效益，将导致每股收益下降，则称为稀释效应，会促成股价下跌；从另一角度看，若增发价格高于增发前每股净资产，则增发后可能会导致公司每股净资产增厚，有利于股价上涨；再有，增发总体上增加了发行在外的股票总量，短期内增加了股票供给，若无相应需求增长，股价可能下跌。

2 配股。配股是面向原有股东，按持股数的一定比例增发新股，原股东可以放弃配股权。现实中，由于配股价通常低于市场价格，配股上市之后可能导致股价下跌。在实践中我们经常发现，对那些业绩优良、财务结构健全、具有发展潜力的公司而言，增发和配股意味着将增加公司经营实力，会给股东带来更多回报，股价不仅不会下跌，可能还会上涨。

3. 转增股本。转增股本是将原本属于股东权益的资本公积转为实收资本，股东权益总量和每位股东占公司的股份比例均未发生任何变化，唯一的变动是发行在外的总股数增加了。因此，与股票股利类似，理论上说，转增之后，每股价格相应向下调整。但是在现实中，由于人们对高比例转增股本的公司未来利润增长前景通常具有较高期望，转增往往会带来股价上涨。

4 股份回购。上市公司利用自有资金，从公开市场上买回发行在外的股票，称为股份回购。

各国监管法规对此有不同的态度。我国《公司法》规定，公司不得收

购本公司股份，但是有下列情形之一的除外：减少公司注册资本；与持有

本公司股份的其他公司合并；将股份奖励给本公司职工；股东因对股东大会作出的公司合并、分立决议持异议，要求公司收购其股份的。2005年以来，中国证监会为配合股权分置改革顺利进行，出台了《上市公司回购社会公众股份管理办法》，允许上市公司回购已发行股票进行注销。通常，股份回购会导致公司股价上涨。原因主要包括：首先，股份回购改变了原有供求平衡，增加需求，减少供给；其次，公司通常在股价较低时实施回购行为，而市场一般认为公司基于信息优势作出的内部估值比外部投资者的估值更准确，从而向市场传达了积极的信息。

第二节 股票的价值与价格

“k 幽 n”

一、股票的价值

（一）股票的票面价值

股票的票面价值又称面值，即在股票票面上标明的金额。该种股票被称为有面额股票。股票的票面价值在初次发行时有一定的参考意义。如果以面值作为发行价，称为平价发行，此时公司发行股票募集的资金等于股本的总和，也等于面值总和。发行价格高于面值称为溢价发行，募集的资金中等于面值总和的部分计入资本账户，以超过股票票面金额的发行价格发行股份所得的溢价款列为公司资本公积金。随着时间的推移，公司的净资产会发生变化，股票面值与每股净资产逐渐背离，与股票的投资价值之间也没有必然的联系。尽管如此，票面价值代表了每一份股份占总股份的比例，在确定股东权益时仍有一定的意义。

（二）股票的账面价值

股票的账面价值又称股票净值或每股净资产，在没有优先股的条件下，每股账面价值等于公司净资产除以发行在外的普通股票的股数。公司净资产是公司资产总额减去负债总额后的净值，从会计角度说，等于股东权益价值。股票账面价值的高低，对股票交易价格有重要影响，但是，通常情

况下，并不等于股票价格。主要原因有两点：一是会计价值通常反映的是历史成本或者按某种规则计算的公允价值，并不等于公司资产的实际价格；二是账面价值并不反映公司的未来发展前景。

（三）股票的清算价值

股票的清算价值是公司清算时每一股份所代表的实际价值。从理论上说，股票的清算价值应与账面价值一致，实际上并非如此。只有当清算时公司资产实际出售价款与财务报表上的账面价值一致时，每一股份的清算价值才与账面价值一致。但在公司清算时，其资产往往只能压低价格出售，再加上必要的清算费用，所以大多数公司的实际清算价值低于其账面价值。

（四）股票的内在价值

股票的内在价值即理论价值，也即股票未来收益的现值。股票的内在价值决定股票的市场价格，股票的市场价格总是围绕其内在价值波动。研究和发现股票的内在价值，并将内在价值与市场价格相比较，进而决定投资策略是证券研究人员、投资管理人员的主要任务。由于未来收益及市场利率的不确定性，各种价值模型计算出来的内在价值只是股票真实的内在

价值的估计值。经济形势的变化、宏观经济政策的调整、供求关系的变化等都会影响上市公司未来的收益，引起内在价值的变化。

二、股票的价格

（一）股票的理论价格

股票价格是指股票在证券市场上买卖的价格。从理论上说，股票价格应由其价值决定，但股票本身并没有价值，不是在生产过程中发挥职能作用的现实资本，而只是一张资本凭证。股票之所以有价格，是因为它代表着收益的价值，即能给它的持有者带来股息红利。股票交易实际上是对未来收益权的转让买卖，股票价格就是对未来收益的评定。

股票及其他有价证券的理论价格是根据现值理论而来的。现值理论认为，人们之所以愿意购买股票和其他证券，是因为它能够为其持有人带来预期收益，因此，它的价值取决于未来收益的大小。可以认为，股票的未股息收入、资本利得收入是股票的未来收益，亦可称之为期值。将股

票的期值按必要收益率和有效期限折算成今天的价值，即为股票的现值。股票的现值就是股票未来收益的当前价值，也就是人们为了得到股票的未来收益愿意付出的代价。可见，股票及其他有价证券的理论价格就是以一定的必要收益率计算出来的未来收入的现值。

（二）股票的市场价格

股票的市场价格一般是指股票在二级市场上交易的价格。股票的市场价格由股票的价值决定，但同时受许多其他因素的影响。其中，供求关系是最直接的影Ⅱ向因素，其他因素都是通过作用于供求关系而影响股票价格的。由于影响股票价格的因素复杂多变，所以股票的市场价格呈现出高低起伏的波动性特征。

（三）影响股票价格的因素

在自由竞价的股票市场中，股票的市场价格不断变动。引起股票价格变动的直接原因是供求关系的变化或者说是买卖双方力量强弱的转换。根据供求规律，价格是供求对比的产物，同时也是恢复供求平衡的关键变量。在任何价位上，如果买方的意愿购买量超过此时卖方的意愿出售量，股价将会上涨；反之，股价就会下跌。

从根本上说，股票供求以及股票价格主要取决于预期。买方之所以愿意按某个价位买进股票，主要是因为他们认为持有该股票带来的收益超过了目前所花资金的机会成本（比如说，预期股价将会上涨、预期公司将派发较高红利），换言之，认为该股票的价格被低估了。同理，卖方之所以愿意出售股票，主要原因是他们认为该价格被高估了，将来可能下跌。

当然，某些特殊原因也可能产生股票的供求，比如为了夺取或保持公司控制权而买入股票，履行某种承诺（如期权到期行权）而买进股票。同样，股票持有人也可能因为流动性挤压或者财产清算等原因而卖出股票。

分析股价变动的因素，就是要梳理影响供求关系变化的深层次原因。

三、影响股价变动的基本因素

宏观经济和证券市场运行状况、行业前景以及公司经营状况是影响投

资者对将来股价预期，从而影响当前买卖决策并最终导致当前股价变化的

最主要原因，在证券分析中，我们通常把这3类因素统称为基本因素，对这些因素的分析称为基本分析或基本面分析。在投资实践中，投资者既可以遵循公司、行业、市场的先后顺序逐一分析，也可将这个顺序颠倒过来，前者称为自下而上的分析，后者称为自上而下的分析。

（一）公司经营状况

股份公司的经营现状和未来发展是股票价格的基石。从理论上分析，公司经营状况与股票价格正相关，公司经营状况好，股价上升；反之，股价下跌。公司经营状况的好坏，可以从以下各项来分析：

1. 公司治理水平与管理层质量。公司治理包括决定公司经营的若干制度性因素，其重点在于监督和制衡，良好的公司治理结构与治理实践对公司的长期稳定经营具有至关重要的作用。对于公司治理情况的分析主要包括公司股东、管理层、员工及其他外部利益相关者之间的关系及其制衡状况，公司董事会、监事会构成及运作等因素。管理层是具体负责公司日常经营的核心力量，对公司的营运前景关系重大，对管理层的分析包括主要高级管理人员经验、水平、睦格等内容，以及管理团队稳定性、合作与分工等情况。

2. 公司竞争力。在任何时期、任何行业，具有竞争力的公司股票通常更容易得到投资者认可；反之，缺乏竞争力的公司股票价格会下跌。最常用的公司竞争力分析框架是所谓的SWOT分析，它提出了4个考察维度，即公司经营中存在的优势（Strengths）、劣势（Weaknesses）、机会（Opportunities）与威胁（Threats）。对具体公司而言，竞争力分析的侧重点各不相同，但通常会包括市场占有情况、产品线完整程度、创新能力、财务健全性等。

3. 财务状况。会计报表是描述公司经营状况的一种相对客观的工具，分析公司财务状况，重点在于研究公司的盈利性、安全性和流动性。

（1）盈利性。公司盈利水平高低及未来发展趋势是股东权益的基本决定因素，通常把盈利水平高的公司股票称为绩优股，把未来盈利增长趋势强劲的公司股票称为高增长型股票，它们在股票市场上通常会有较好的表现。

衡量盈利性最常用的指标是每股收益和净资产收益率。每股收益等于公司净利润除以发行在外的总股数，其他条件不变，每股收益越高，股价

就越高。净资产收益率也称为股本收益率，等于公司净利润除以净资产，反映了公司自有资本的获利水平。在证券市场实践中，除了分析利润的绝对量（每股收益）和相对量（净资产收益率）之外，通常还需要考察盈利的构成以及持续性等因素。通常，稳定持久的主营业务利润比其他一次性或偶然的收入（例如资产重估与资产处置、财政补贴、会计政策变更等等）更值得投资者重视。

（2）安全性。公司的财务安全性主要是指公司偿还债务从而避免破产的特性，通常用公司的负债与公司资产和资本金相联系来刻画公司的财务稳健性或安全性。而这类指标同时也反映了公司自有资本与总资产之间的杠杆关系，因此也称为杠杆比率。除此之外，财务安全性分析往往还涉及债务担保比率、长期债务比率、短期财务比率等指标。

（3）流动性。公司资金链状况也是影响经营的重要因素，流动性强的公司抗风险能力较强，尤其在经济处于低迷时期，这一类公司股票往往会有较好的表现；反之，流动性脆弱的公司，一旦资金链断裂，很容易陷入

技术性破产。衡量财务流动性状况需要从资产负债整体考量，最常用的指标包括流动比率、速动比率、应收账款平均回收期、销售周转率等。

公司各种财务指标之间存在一定的钩稽关系，以净资产收益率(ROE)为例，著名的杜邦公式揭示了它的构成：

海琳牟 I 附基京，ROE)一净利润一净利润 v 销售收入 v 总资产

印贝 7 伙缸午 〃 w 驯一净资产一销售收入^总资产^净资产

=销售利润率×资产周转率×杠杆比率

换言之，如果把净资产收益率、销售利润率视为盈利性指标，周转率视为流动性指标，杠杆比率视为安全性指标的话，那么，以上“三性”之间是存在一定的内在联系的。

4. 公司改组或合并。公司改组或合并有多种情况，有的是为了扩大规模、增强竞争能力而改组或合并，有的是为了消灭竞争对手，有的是为了控股，也有的是为操纵市场而进行恶意兼并。公司改组或合并总会引起股价剧烈波动，但要分析此举对公司的长期发展是否有利，改组或合并后是否能够改善公司的经营状况，这是决定股价变动方向的重要因素。

(二) 行业与部门因素

股票市场中，经常观察到某一行业（例如有色金属、装备制造、商业

零售、房地产）或者板块（例如金融、能源）的股票在特定时期中表现出齐涨共跌的特征，这说明，在这些股票中，存在着某种行业性或产业性的共同影响因素，对这些因素的分析称为行业 / 部门分析。

【行业分类。行业分类的依据主要是公司收入或利润的来锅（比重，目前我国常见的分类标准包括中国证监会 2001 年制定的《上市公司行业分类指引》、国家统计局发布的《行业分布标准》以及由摩根斯坦利和标准普尔联合发布的《全球行业分类标准》(CICS)等等。以中国证监会《上市公司行业分类指引》为例，其把上市公司按三级分类，分别列入农林牧渔、采掘业、制造业、电力煤气及水的生产和供应业、建筑业、交通运输仓储业、信息技术业、批发和零售贸易业、房地产业、社会服务业、传播与文化产业、综合类共 12 个门类及若干大类和中类。例如，海通证券公司(600837)应列为“金融、保险业门类” (I)、“证券、期赞业大类”(121)、“综合类证券公司中类”(12121)。

2 行业分析因素。行业因素包括定性因素和定量因素，常见的有：①

(1)行业或产业竞争结构。首先需要列出该行业所有的企业，重点考察其中的已上市公司；其次需要研究各家公司所占的市场份额及变化趋势、该行业中企业总家数的变化趋势等。从该项分析可以得到该行业垄断 / 竞争特性的初步结论。

(2)行业可持续性。技术及其他因素的变化有可能终结某些行业的发展，例如，手机的普遍采用终结了早期作为移动通信主要方式的传呼机，导致该行业的公司不能继续发展传统业务。

(3)抗外部冲击的能力。考察某个行业在遭遇重大政治、经济或自然环境变化打击时业绩的稳定性。例如，高油价可能对整个交通运输业以及相关制造行业产生非常大的不利影响，但对替代能源生产行业则是有利的。

(4)监管及税收待遇——政府关系。某些行业可能会受到政府的特殊对待，例如，公用事业通常会受到较严厉的监管，某些重要领域可能会因

政府保护而暂时避免外部冲击等。

(5)劳资关系。在某些产业或行业中，工会拥有传统势力，对公司业绩经常产生重大影响。

①资料来源：D Heanh%J K.Zaima. Co 胜”唧 ra//h 出 fm 删.HHn:ournt ColleSe
Publi 汕 E8
2001 PP295 — 296.

(6)财务与融资问题。某些行业（例如航空业）可能具有非常高的长期负债率，而零售业则非常依赖短期流动性。

(7)行业估值水平。不管采用绝对估值还是相对估值手段，不同行业的股票通常具有相似的水平。

3. 行业生命周期。根据产业周期理论，任何产业或行业通常都要经历幼稚期、成长期、成熟期、稳定期 4 个阶段。处于不同生命周期阶段的行业，其所属股票价格通常也会呈现相同的特征。

（三）宏观经济与政策因素

宏观经济发展水平和状况是影响股票价格的重要因素。宏观经济影响股票价格的特点是波及范围广、干扰程度深、作用机制复杂和股价波动幅度较大。

1. 经济增长。一个国家或地区的社会经济是否能持续稳定地保持一定的发展速度，是影响股票价格能否稳定上升的重要因素。当一国或地区的经济运行态势良好，一般来说，大多数企业的经营状况也较好，它们的股票价格会上升；反之，股票价格会下降。

2. 经济周期循环。社会经济运行经常表现为扩张与收缩的周期性交替，每个周期一般都要经过高涨、衰退、萧条、复苏 4 个阶段，即所谓的景气循环。经济周期循环对股票市场的影 n 向非常显著，可以这么说，是景气变动从根本上决定了股票价格的长期变动趋势。

通常经济周期变动与股价变动的关系是：复苏阶段——股价回升；高涨阶段——股价上涨；危机阶段——股价下跌；萧条阶段——股价低迷。经济周期变动通过下列环节影响股票价格：经济周期变动——公司利润增减——股息增减——投资者心理和投资决策变化——供求关系变化——股票价格变化。在影响股票价格的各种经济因素中，景气循环是一个很重要的因素。

值得重视的是，股票价格的变动通常比实际经济的繁荣或衰退领先一步，即在经济高涨后期股价已率先下跌；在经济尚未全面复苏之际，股价已先行上涨。国外学者认为股价变动要比经济景气循环早 4—6 个月。这是因为股票价格是对未来收入的预期，所以先于经济周期的变动而变动。因此，股票价格水平已成为经济周期变动的灵敏信号或称先导性指标。

3 货币政策。中央银行的货币政策对股票价格有直接的影响。货币政策是政府重要的宏观经济政策，中央银行通常采用存款准备金制度、再贴现政策、公开市场业务等货币政策手段调控货币供应量，从而实现发展经济、稳定货币等政策目标。无论是中央银行采取的政策手段，还是最终的货币供应量变化，都会影响股票价格，这种影响主要通过以下途径：

中央银行提高法定存款准备金率，商业银行可贷资金减少，市场资金

趋紧，股票市场价格下降；中央银行降低法定存款准备金率，商业银行可贷资金增加，市场资金宽松，股票市场价格上升。

中央银行通过采取再贴现政策手段，提高再贴现率，收紧银根、使商业银行得到的中央银行贷款减少，市场资金趋紧；再贴现率又是基准利率，它的提高必定使市场利率随之提高。资金供应趋紧和市场利率提高将导致股票市场价格下降。反之，中央银行降低再贴现率，放松银根，一方面使商业银行得到的再贴现贷款增加，资金供应相对宽松；另一方面，再贴现率的下降必定使市场利率随之下降，股票价格相应提高。

中央银行通过公开市场业务大量出售证券，收紧银根，在收回中央银行供应的基础货币的同时又增加证券的供应，使证券价格下降。中央银行放松银根时，在公开市场上大量买入证券，在投放中央银行的基础货币的同时又增加证券需求，使证券价格上升。

总之，中央银行放松银根、增加货币供应，资金面较为宽松，大量游资需要新的投资机会，股票成为理想的投资对象。一旦资金进入股市，引起对股票需求的增加，立即促使股价上升。反之，中央银行收紧银根，减少货币供应，资金普遍吃紧，流入股市资金减少，加上企业抛出持有的股票以获取现金，使股票市场的需求减少，交易萎缩，股价下跌。

4. 财政政策。财政政策也是政府的重要宏观经济政策。财政政策对股票价格影响有4个方面：其一，通过扩大财政赤字、发行国债筹集资金，增加财政支出，刺激经济发展；或是通过增加财政盈余或降低赤字，减少财政支出，抑制经济增长，调整社会经济发展速度，改变企业生产的外部环境，进而影响企业利润水平和股息派发。其二，通过调节税率影响企业利润和股息。提高税率，企业税负增加，税后利润下降，股息减少；反之，企业税后利润和股息增加。其三，干预资本市场各类交易适用的税率，例如利息税、资本利得税、印花税等，直接影响市场交易和价格。其四，国

债发行量会改变证券市场的证券供应和资金需求，从而间接影响股票价格。

5. 市场利率。市场利率变化通过以下途径影响股票价格：

(1)绝大部分公司都负有债务，利率提高，利息负担加重，公司净利润和股息相应减少，股票价格下降；利率下降，利息负担减轻，公司净利润和股息增加，股票价格上升。

(2)利率提高，其他投资工具收益相应增加，一部分资金会流向储蓄、债券等其他收益固定的金融工具，对股票需求减少，股价下降。若利率下降，对固定收益证券的需求减少，资金流向股票市场，对股票的需求增加，股票价格上升。

(3)利率提高，一部分投资者要负担较高的利息才能借到所需资金进行证券投资。如果允许进行信用交易，买空者的融资成本相应提高，投资者会减少融资和对股票的需求，股票价格下降。若利率下降，投资者能以较低利率借到所需资金，增加融资和对股票的需求，股票价格上涨。

6. 通货膨胀。通货膨胀对股票价格的影响较复杂，它既有刺激股票市场的作用，又有抑制股票市场的作用。通货膨胀是因货币供应过多造成货币贬值、物价上涨。在通货膨胀之初，公司会因产品价格的提升和存货的增值而增加利润，从而增加可以分派的股息，并使股票价格上涨。在物价上涨时，股东实际股息收入下降，股份公司为了股东利益着想，会增加股息

派发，使股息名义收入有所增加，也会促使股价上涨。通货膨胀给其他收益固定的证券带来了不可回避的通货膨胀风险，投资者为了保值，增加购买收益不固定的股票，对股票的需求增加，股价也会上涨。但是，当通货膨胀严重、物价居高不下时，企业因原材料、工资、费用、利息等各项支出增加，使得利润减少，引起股价下降。严重的通货膨胀会使社会经济秩序紊乱，使企业无法正常地开展经营活动，同时政府也会采取治理通货膨胀的紧缩政策和相应的措施，此时对股票价格的负面影响更大。

7. 汇率变化。汇率的调整对整个社会经济影响很大，有利有弊。传统理论认为，汇率下降，即本币升值，不利于出口而有利于进口；汇率上升，即本币贬值，不利于进口而有利于出口。汇率变化对股价的影响要看对整个经济的影响而定。若汇率变化趋势对本国经济发展影响较为有利，股价会上升；反之，股价会下降。具体地说，汇率的变化对那些在原材料和销售两方面严重依赖国际市场的国家和企业的股票价格影响较大。

强：谁暇黑玉芎尹

8 国际收支状况。一般地说，若一国国际收支连续出现逆差，政府为平衡国际收支会采取提高国内利率和提高汇率的措施，以鼓励出口、减少进口，股价就会下跌；反之，股价会上涨。

四、影响股价变化的其他因素

（一）政治制度及其他不可抗力因素的影响

政治因素对股票价格的影响很大，往往很难预料，主要有：

1 战争。战争是最有影响的政治因素。战争会破坏社会生产力，使经济停滞、生产凋敝、收入减少、利润下降。战争期间除了军火工业以外，大部分企业都会受到严重打击。战争又使投资者风险明显增大，在生命得不到保障的情况下，人们的投资欲望降到最低点。特别是全面的、长期的战争，会使股票市场受到致命打击，股票价格会长期低迷。

2. 政权更迭、领袖更替等政治事件。这些事件的爆发都会影响社会安定，进而影响投资者的心理状态和投资行为，引起股票市场的涨跌变化。

3 政府重大经济政策的出台、社会经济发展规划的制定、重要法规的颁布等，这些会影响投资者对社会经济发展前景的预期，从而也会引起股票价格变动。

4. 国际社会政治、经济的变化。随着世界经济一体化的进程，国家之间、地区之间的政治、经济关系更趋紧密，加之先进通信工具的运用，国际关系的细微变化都可能引致各国股市发生敏感的联动。

5 因发生不可预料和不可抵抗的自然灾害或不幸事件，给公司带来重大财产损失而又得不到相应赔偿，股价会下跌。

（二）心理因素

投资者的心理变化对股价变动影响很大。在大多数投资者对股市抱乐观态度时，会有意无意地夸大市场有利因素的影响，并忽视一些潜在的不利因素，从而脱离上市公司的实际业绩而纷纷买进股票，促使股价上涨；反之，在大多数投资者对股市前景过于悲观时，会对潜在的有利因素视而不见，而对不利因素特别敏感，甚至不顾发行公司的优良业绩大量抛售股票，致使股价下跌。当大多数投资者对股市持观望态度时，市场交易量就会减少，股价往往呈现盘整格局。股票市场中的中小投资者由于信息不灵，

缺乏必要的专业知识和投资技巧，往往有严重的盲从心理，而有的人就利用这一盲从心理故意制造假象、渲染气氛，诱使中小投资者在股价上涨时盲目追涨，或者股价下跌时恐慌抛售，从而加大了股价涨跌的程度。

（三）稳定市场的政策与制度安排

为保证证券市场的稳定，各国的证券监管机构和证券交易所会制定相应的政策措施和作出一定的制度安排。我国《证券法》规定，证券交易所依照证券法律、行政法规制定上市规则、交易规则、会员管理规则，并经国务院证券监督管理机构批准。因突发事件而影响证券交易的正常进行时，证券交易所可以采取技术性停牌的措施；因不可抗力的突发性事件或者为维护证券交易的正常秩序，证券交易所可以决定临时停市。证券交易所根据需要，可以对出现重大异常交易情况的证券账户限制交易。有的证券交易所对每日股票价格的涨跌幅度有一定限制，即涨跌停板规定，使股价的涨跌会大大平缓。另外，当股票市场投机过度或出现严重违法行为时，证券监督管理机构也会采取一定的措施以平抑股价波动。

（四）人为操纵因素

人为操纵往往会引起股票价格短期的剧烈波动。因大多数投资者不明真相，操纵者乘机浑水摸鱼，非法牟利。人为操纵会影响股票市场的健康发展，违背公开、公平、公正的原则，一旦查明，操纵者会受到行政处罚或法律制裁。

第三节 普通股票与优先股票

b 幽越—k

一、普通股票

（一）普通股票股东的权利

普通股票是标准的股票，通过发行普通股票所筹集的资金，成为股份公司注册资本的基础。我国《公司法》规定，股东可以用货币出资，也可

以用实物、知识产权、土地使用权等可以用货币估价并可以依法转让的非货币财产作价出资；但是，法律、行政法规规定不得作为出资的财产除外。股份有限公司成立后，即向股东正式交付股票。普通股票的持有者是股份公司的基本股东，按照我国《公司法》的规定，公司股东依法享有资产收益、参与重大决策和选举管理者等权利。

1. 公司重大决策参与权。股东基于股票的持有而享有股东权，这是一种综合权利，其中首要的是可以以股东身份参与股份公司的重大事项决策。作为普通股票股东，行使这一权利的途径是参加股东大会、行使表决权。

股东大会一般每年定期召开一次，当出现董事会认为必要、监事会提议召开、单独或者合计持有公司 10% 以上股份的股东请求时等情形时，也可召开临时股东大会。股份公司召开股东大会，应当保证普通股票股东享有出席会议的平等权利。股东会议由股东按出资比例行使表决权，但公司章程另有规定的除外。股东出席股东大会，所持每一股份有一表决权。股东大会作出决议，必须经出席会议的股东所持表决权过半数通过。但是，股东大会作出修改公司章程、增加或减少注册资本的决议，以及公司合并、分立、解散或者变更公司形式的决议，必须经出席会议的股东所持表决权 2/3 以上通过。股东大会选举董事、监事，可以依照公司章程的规定或

者股东大会的决议，实行累积投票制。累积投票制是指股东大会选举董事或者监事时每一股份拥有与应选董事或者监事人数相同的表决权，股东拥有的表决权可以集中使用。股东可以亲自出席股东大会，也可以委托代理人出席股东会议。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。

2004年2月7日，中国证监会发布《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》，指出在股权分置的情形下，作为一项过渡措施，上市公司应建立和完善社会公众股股东对重大事项的表决制度。对于规定的上市公司重大事项，必须经全体股东大会表决通过，并经参加表决的社会公众股股东所持表决权的半数以上通过，方可实施或提出申请。规定的上市公司重大事项分为5类：增发新股、发行可转债、配股（具有实际控制权的股东承诺全额现金认购的除外）；重大资产重组，购买的资产总价较所购买资产经审计的账面净值溢价达到或超过20%的；控股股东以其持有的上市公司股权偿还其所欠该公司的债务；对上市公司有重大影响的附属企业到境

外上市；在上市公司发展中对社会公众股股东利益有重大影响的相关事项。股东大会除现场会议外，还应向股东提供网络形式的投票平台。股东可以亲自投票，也可以委托他人代为投票。董事会、独立董事和符合条件的股东可以向上市公司股东征集其在股东大会上的投票权。在股东大会选举董事、监事的过程中，应充分反映社会公众股股东的意见，积极推行累积投票制。

2. 公司资产收益权和剩余资产分配权。普通股票股东拥有公司盈余和剩余资产分配权，这一权利直接体现了其在经济利益上的要求。这一要求又可以表现为两个方面：一是普通股票股东有权按照实缴的出资比例分取红利，但是全体股东约定不按照出资比例分取红利的除外；二是普通股票股东在股份公司解散清算时，有权要求取得公司的剩余资产。

普通股票股东行使资产收益权有一定的限制条件。第一，法律上的限制。许多国家在公司法或者其他法律中对股份公司红利的支付条件明确加以规定。一般原则是：只能用留存收益支付；股利的支付不能减少其注册资本；公司在无力偿债时不能支付红利。我国有关法律规定，公司缴纳所得税后的利润，在支付普通股票的红利之前，应按如下顺序分配：弥补亏损，提取法定公积金，提取法定公益金，提取任意公积金。可见，普通股票股东能否分到红利以及分得多少，取决于公司的税后利润多少以及公司未来发展的需要。第二，其他方面的限制。如公司对现金的需要，股东所处的地位，公司的经营环境，公司进入资本市场获得资金的能力等。

普通股票股东行使剩余资产分配权也有一定的先决条件。第一，普通股票股东要求分配公司资产的权利不是任意的，必须是在公司解散清算之时。第二，公司的剩余资产在分配给股东之前，一般应按下列顺序支付：支付清算费用，支付公司员工工资和劳动保险费用，缴付所欠税款，清偿公司债务；如还有剩余资产，再按照股东持股比例分配给各股东。我国

《公司法》规定，公司财产在分别支付清算费用、职工的工资、社会保险费用和法定补偿金，缴纳税款，清偿公司债务后的剩余财产，按照股东持有的股份比例分配。公司财产在未按照规定清偿前，不得分配给股东。

3. 其他权利。除了上面两种基本权利外，普通股票股东还可以享有由

法律和公司章程所规定的其他权利。我国《公司法》规定，股东还有以下主要权利：第一，股东有权查阅公司章程、股东名册、公司债券存根、股

====—

第二摩股 gll 61

东大会会议记录、董事会会议决议、监事会会议决议、财务会计报告，对公司的经营提出建议或者质询。第二，股东持有的股份可依法转让。股东转让股份应在依法设立的证券交易场所进行或按照国务院规定的其他方式进行。公司发起人、董事、监事、高级管理人员的股份转让受《公司法》和公司章程的限制。第三，公司为增加注册资本发行新股时，股东有权按照实缴的出资比例认购新股。股东大会应对向原有股东发行新股的种类及数额作出决议。股东的速一权利又称优先认股权或配股权。

优先认股权是指当股份公司为增加公司资本而决定增加发行新的股票时，原普通股票股东享有的按其持股比例，以低于市价的某一特定价格优先认购一定数量新发行股票的权利。赋予股东这种权利有两个主要目的：一是能保证普通股票股东在股份公司中保持原有的持股比例；二是能保护原普通股票股东的利益和持股价值。因为当公司增资扩股后，在一段时间内，公司的每股税后净利会因此而摊薄，原普通股票股东以优惠价格优先购买一定数量的新股，可从中得到补偿或取得收益。享有优先认股权的股东可以有3种选择：一是行使此权利来认购新发行的普通股票；二是将该权利转让给他人，从中获得一走的报酬；三是不行使此权利而听任其过期失效。普通股票股东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。股份公司在提供优先认股权时会设定一个股权登记日，在此日期前认购普通股票的，该股东享有优先认股权；在此日期后认购普通股票的，该股东不享有优先认股权。前者可称为附权股或舍权股，后者可称为除权股。

（二）普通股票股东的 jL 务

我国《公司法》规定，公司股东应当遵守法律、行政法规和公司章程，依法行使股东权利，不得滥用股东权利损害公司或其他股东的利益；不得滥用公司法人独立地位和股东有限责任损害公司债权人的利益。公司股东滥用股东权利给公司或者其他股东造成损失的，应当依法承担赔偿责任。公司股东滥用公司法人独立地位和股东有限责任逃避责任，严重损害公司债权人利益的，应当对公司债务承担连带责任。公司的控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员不得利用其关联关系损害公司利益。如违反有关规定，给公司造成损失的，应当承担赔偿责任。

一、优先股票

（一）优先股票的定义

优先股票与普通股票相对应，是指股东享有某些优先权利（如优先分配公司盈利和剩余财产权）的股票。相对于普通股票而言，优先股票在其股东权利上附加了一些特殊条件，是特殊股票中最重要韵一个品种。优先股票的内涵可以从两个不同的角度来认识：一方面，，优先股票作为一种股权证书，代表着对公司的所有权。这一点与普通股票一样，但优先股票股东又不具备普通股票股东所具有的基本权利，它的有些权利是优先的，有

些权利又受到限制 a 另一方面, 优先股票也兼有债券的若干特点, 它在发行时事先确定固定的股息率, 像债券的利息率事先固定一样。

优先股票是一种特殊股票, 虽然它不是股票的主要品种, 但是它的存在对股份公司和投资者来说仍有一定的意义。首先, 对股份公司而言, 发行优先股票的作用在于可以筹集长期稳定的公司股本, 又因其股息率固定, 可以减轻利润的分派负担。另外, 优先股票股东无表决权, 这样可以避免公司经营决策权的改变和分散。其次, 对投资者而言, 由于优先股票的股息收益稳定可靠, 而且在财产清偿时也先于普通股票股东, 因而风险相对较小, 不失为一种较安全的投资对象。优先股票因收入稳定, 二级市场价格波动小, 风险较低, 适宜中长线投资, 在国外大部分优先股票为保险公司、养老基金等稳健型机构投资者所持有。当然, 持有优先股票并不总是有利的, 比如, 在公司经营有方、盈利丰厚的情况下, 优先股票的股息收益可能会大大低于普通股票。

优先股票的具体优先条件由各公司的公司章程加以规定, 一般包括: 优先股票分配股息的顺序和定额, 优先股票分配公司剩余资产的顺序和定额, 优先股票股东行使表决权的条件、顺序和限制, 优先股票股东的权利和义务, 优先股票股东转让股份的条件等。

(二) 优先股票的特征

1. 股息率固定。普通股票的股息是不固定的, 它取决于股份公司的经营状况和盈利水平。而优先股票在发行时就约定了固定的股息率, 无论公司经营状况和盈利水平如何变化, 该股息率不变。

c=====

第二章股票 I ∞

2. 股息分派优先。在股份公司盈利分配顺序上, 优先股票排在普通股票之前。各国公司法对此一般都规定, 公司盈利首先应支付债权人的本金和利息, 缴纳税金; 其次是支付优先股股息; 最后才分配普通股股利。因此, 从风险角度看, 优先股票的风险小于普通股票。

3 剩余资产分配优先。当股份公司因解散或破产进行清算时, 在对公司剩余资产的分配上, 优先股票股东排在债权人之后、普通股票股东之前。也就是说, 优先股票股东可优先于普通股票股东分配公司的剩余资产, 但一般是按优先股票的面值清偿。

4-般无表央权。优先股票股东权利是受限制的, 最主要的是表决权限制。普通股票股东参与股份公司的经营央策主要通过参加股东大会行使表决权, 而优先股票股东在一般情况下没有投票表决权, 不享有公司的决策参与权。只有在特殊情况下, 如讨论涉及优先股票股东权益的议案时, 他们才能行使表决权。

(三) 优先股票的种类

优先股票根据不同的附加条件, 大致可以分成以下几类: 累积优先股票和非累积优先股票、参与优先股票和非参与优先股票、可转换优先股票和不可转换优先股票、可赎回优先股票和不可赎回优先股票、股息率可调整优先股票和股息率固定优先股票。

1. 累积忧先股票和非累积优先股票。这种分类的依据是优先股票股息在当年未能足额分派时, 能否在以后年度补发。

累积优先股票是指历年股息累积发放的优先股票。股份公司发行累积优先股票的目的，主要是为了保障优先股票股东的收益不致因公司盈利状况的波动而减少。由于规定未发放的股息可以累积起来，待以后年度一起支付，这就有利于保护优先股票投资者的利益。

非累积优先股票是指股息当年结清、不能累积发放的优先股票。非累积优先股票的特点是股息分派以每个营业年度为界，当年结清。如果本年度公司的盈利不足以支付全部优先股股息，对其所欠部分，公司将不予累积计算，优先股票股东也不得要求公司在以后的营业年度中予以补发。

2. 参与优先股票和非参与优先股票。这种分类的依据是优先股票在公司盈利较多的年份里，除了获得固定的股息以外，能否参与或部分参与本

期剩余盈利的分配。

参与优先股票是指优先股票股东除了按规定分得本期固定股息外，还有权与普通股票股东一起参与本期剩余盈利分配的优先股票。

非参与优先股票是指除了按规定分得本期固定股息外，无权再参与对本期剩余盈利分配的优先股票。非参与优先股票是一般意义上的优先股票，其优先权不是体现在股息多少上，而是在分配顺序上。

3. 可转换优先股票和不可转换优先股票。这种分类的依据是优先股票在一定的条件下能否转换成其他品种。

可转换优先股票是指发行后在一定条件下允许持有者将它转换成其他种类股票的优先股票。在大多数情况下，股份公司的转换股票是由优先股票转换成普通股票，或者由某种优先股票转换成另一种优先股票。

不可转换优先股票是指发行后不允许其持有者将它转换成其他种类股票的优先股票。不可转换优先股票与转换优先股票不同，它没有给投资者提供改变股票种类的机会。

4. 可赎回优先股票和不可赎回优先股票。这种分类的依据是在一定条件下，该优先股票能否由原发行的股份公司出价赎回。

可赎回优先股票是指在发行后一定时期，可按特定的赎买价格由发行公司收回的优先股票。一般的股票从某种意义上说是永久的，因为它的有效期限是与股份公司的存续期并存酌。而可赎回优先股票却不具有这种性质，它可以依照该股票发行时所附的赎回条款，由公司出价赎回。股份公司一旦赎回自己的股票，必须在短期内予以注销。

不可赎回优先股票是指发行后根据规定不能赎回的优先股票。这种股票一经投资者认购，在任何条件下都不能由股份公司赎回。由于股票投资者不能再从公司抽回股本，这就保证了公司资本的长期稳定。

5. 股息率可调整优先股票和股息率固定优先股票。这种分类的依据是股息率是否允许变动。

股息率可调整优先股票是指股票发行后，股息率可以根据情况按规定进行调整的优先股票。这种股票与一般优先股票股息事先固定的特点不同，它的特性在于股息率是可变动的。但是，股息率的变化一般又与公司经营状况无关，而主要是随市场上其他证券价格或者银行存款利率的变化作调整。股息率可调整优先股票的产生，主要是为了适应国际金融市场不稳定、

各种有价证券价格和银行存款利率经常波动以及通货膨胀的情况。发行这

种股票，可以保护股票持有者的利益，同时对股份公司来说，有利于扩大股票发行量。

股息率固定优先股票是指发行后股息率不再变动的优先股票。大多数优先股票的股息率是固定的，一般意义上的优先股票就是指股息率固定优先股票。

h、 第四节我国的股票类型

- 1

一、我国的股票类型

（一）按投资主体的性质分类

按股东的权利和义务关系，国外一般将股票分为普通股和优先股。在我国，按投资主体的不同性质，可将股票划分为国家股、法人股、社会公众股和外资股等不同类型。

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

国家股从资金来源上看，主要有 3 个方面：第一，现有国有企业改组为股份公司时所拥有的净资产；第二，现阶段有权代表国家投资的政府部门向新组建的股份公司的投资；第三，经授权代表国家投资的投资公司、资产经营公司、经济实体性总公司等机构向新组建股份公司的投资。如以国有资产折价入股的，须按国务院及国有资产管理部门的有关规定办理资产评估、确认、验证等手续。

国家股是国有股权的一个组成部分（国有股权的另一组成部分是国有

法人股）。o 国有资产管理部门是国有股权行政管理的专职机构。国有股权可由国家授权投资的机构持有。在国家授权投资的机构未明确前，则由国有资产管理部门持有或由国有资产管理部门代政府委托其他机构或部门持有。如国有股权为委托持有的，国有资产管理部门一般要与被委托单位办理委托手续，订立委托协议。如国家授权投资的机构持有国有股权的，国有资产管理部门代授权方拟订有关协议。国有股股利收入由国有资产管理部门监督收缴，依法纳入国有资产经营预算并根据国家有关规定安排使用。国家股股权可以转让，但转让应符合国家的有关规定。国有资产管理部门应考核、监督国家股持股单位权利的正确行使和义务的履行，维护国家股的权益。

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

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

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

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

4. 外资股。外资股是指股份公司向外国和我国香港、澳门、台湾地区投资者发行的股票。这是我国股份公司吸收外资的一种方式。外资股按上市地域，可以分为境内上市外资股和境外上市外资股。

(1) 境内上市外资股。境内上市外资股原来是指股份有限公司向境外

投资者募集并在我国境内上市的股份，投资者限于：外国的自然人、法人和其他组织；我国香港、澳门、台湾地区的自然人、法人和其他组织；定居在国外的中国公民等。这类股票称为 B 股。B 股采取记名股票形式，以人民币标明股票面值，以外币认购、买卖，在境内证券交易所上市交易。但从 2001 年 2 月对境内居民个人开放 B 股市场后，境内投资者逐渐成为 B 股市场的重要投资主体，B 股的外资股性质发生了变化。境内居民个人可以用现汇存款和外币现钞存款以及从境外汇入的外汇资金从事 B 股交易，但不允许使用外币现钞。境内居民个人与非居民之间不得进行 B 股协议转让。境内居民个人所购 B 股不得向境外转托管。经有关部门批准，境内上市外资股或者其派生形式，如认股权凭证和境外存股凭证，可以在境外流通转让。公司向境内上市外资股股东支付股利及其他款项，以人民币计价和宣布，以外币支付。

(2) 境外上市外资股。境外上市外资股是指股份有限公司向境外投资者募集并在境外上市的股份。它也采取记名股票形式，以人民币标明面值，以外币认购。在境外上市时，可以采取境外存股凭证形式或者股票的其他派生形式。在境外上市的外资股除了应符合我国的有关法规外，还须符合上市所在地国家或者地区证券交易所制定的上市条件。依法持有境外上市外资股、其姓名或者名称登记在公司股东名册上的境外投资人，为公司的境外上市外资股股东。公司向境外上市外资股股东支付股利及其他款项，以人民币计价和宣布，以外币支付。

境外上市外资股主要由 H 股、N 股、S 股等构成。H 股是指注册地在我国内地、上市地在我国香港的外资股。香港的英文是 HONG KONG，取其首字母，在香港上市的外资股就称为 H 股。依此类推，纽约的第一个英文字母是 N，新加坡的第一个英文字母是 S，伦敦的第一个英文字母是 L。因此，在纽约、新加坡、伦敦上市的外资股分别称为 N 股、S 股、L 股。

需要说明的是，红筹股不属于外资股。红筹股是指在中国境外注册、在香港上市但主要业务在中国内地或大部分股东权益来自中国内地的股票。早期的红筹股，主要是一些中资公司收购香港的中小型上市公司后重组而形成的；此后出现的红筹股，主要是内地一些省市或中央部委将其在香港

的窗口公司改组并在香港上市后形成的。红筹股已经成为内地企业进入国际资本市场融资的一条重要渠道。

（二）按流通受限与否分类

1. 已完成股权分置改革的公司，按股份流通受限与否可分为以下类别：

(1)有限售条件股份。有限售条件股份是指股份持有人依照法律、法规规定或按承诺有转让限制的股份，包括因股权分置改革暂时锁定的股份、内部职工股、董事、监事、高级管理人员持有的股份等。具体包括：①国家持股。国家持股是指有权代表国家投资的机构或部门（如国有资产授权投资机构）持有的上市公司股份。②国有法人持股。国有法人持股是指国有企业、国有独资公司、事业单位以及第一大股东为国有及国有控股企业且国有股权比例合计超过 50% 的有限责任公司或股份有限公司持有的上市公司股份。③其他内资持股。其他内资持股是指境内非国有及国有控股单位（包括民营企业、中外合资企业、外商独资企业等）及境内自然人持有的上市公司股份。其中，又分为境内法人持股和境内自然人持股两类。④外资持股。外资持股是指境外股东持有的上市公司股份。其中，又分为境外法人持股和境外自然人持股两类。

(2)无限售条件股份。无限售条件股份是指流通转让不受限制的股份。具体包括：①人民币普通股，即 A 股，含向社会公开发行股票时向公司职工配售的公司职工股。②境内上市外资股，即 B 股。③境外上市外资股，即在境外证券市场上市的普通股，如 H 股。④其他。

2. 未完成股权分置改革的公司，按股份流通受限与否可分为以下类别：

(1)未上市流通股份。未上市流通股份是指尚未在证券交易所上市交易的股份。具体包括：①发起人股份。包括国家持有股份、境内法人持有股份、境外法人持有股份、其他。其中，国家持有股份指按照《股份有限公司规范意见》设立的公司所设的国家股及其增量；境内法人持有股份指发起人为境内法人时持有的股份；境外法人持有股份指按照《股份有限公司规范意见》设立的公司，其发起人为适用外资法律的法人（外商，我国港、澳、台商等）所持有的股份；其他指个别公司发起人与以上分类有区别的特殊情况。②募集法人股份。指在《公司法》实施之前成立的定向募集公司所发行的、发起人以外的法人认购的股份。③内部职工股。指在《公司法》实施之前成立的定向募集公司所发行的、在报告时尚未上市的内部职工股。④优先股或其他。指上市公司发行的优先股或无法计入其他

类别的股份。

(2)已上市流通股份。已上市流通股份是指已在证券交易所上市交易的股份，具体包括：①境内上市人民币普通股股票，即 A 股，含向社会公开发行股票时向公司职工配售的公司职工股。②境内上市外资股，即 B 股。③境外上市外资股，即在境外证券市场上市的普通股，如 H 股。④其他。

二、我国的股权分置改革

由于历史原因，我国证券市场存在股权分置现象。股权分置是指 A 股市场上的上市公司股份按能否在证券交易所上市交易，被区分为非流通股和流通股，这是我国经济体制转轨过程中形成的特殊问题。股权分置不能适应资本市场改革开放和稳定发展的要求，必须通过股权分置改革，消除

非流通股和流通股的流通制度差异。

《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》明确指出，应“积极稳妥解决股权分置问题”，提出“在解决这一问题时要尊重市场规律，有利于市场的稳定和发展，切实保护投资者特别是公众投资者合法权益”的总体要求。2005年4月29日，经国务院批准，中国证监会发布《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》，启动了股权分置改革的试点工作。经过两批试点，取得了一定经验，具备了转人积极稳妥推进的基础和条件。经国务院批准，2005年8月23日，中国证监会、国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国资委”）、财政部、中国人民银行、商务部联合发布《关于上市公司股权分置改革的指导意见》；9月4日，中国证监会发布《上市公司股权分置改革管理办法》，我国的股权分置改革进入全面铺开阶段。

上市公司股权分置改革是通过非流通股股东和流通股股东之间的利益平衡协商机制消除A股市场股份转让制度性差异的过程，是为非流通股可上市交易做出的制度安排。上市公司股权分置改革遵循公开、公平、公正原则，由A股市场相关股东在平等协商、诚信互谅、自主决策的基础上进行。中国证监会依法对股权分置改革各方主体及其相关活动实行监督管理，组织、指导和协商推进股权分置改革工作。证券交易所根据中国证监会的授权和有关规定，对上市公司股权分置改革工作实施一线监管，协调指导上市公司股权分置改革业务，办理非流通股份可上市交易的相关手续。

公司股权分置改革的动议，原则上应当由全体非流通股股东一致同意提出。非流通股股东提出改革建议，应委托公司董事会召集A股市场相关股东举行会议，审议公司股权分置改革方案。改革方案应当兼顾全体股东的即期利益和长远利益，有利于公司发展和市场稳定，并可根据公司实际情况，采用控股股东增持股份、上市公司回购股份、预设原非流通股股份实际出售的条件、预设回售价格、认沽权等具有可行性的股价稳定措施。相关股东会议投票表决改革方案，须经参加表决的股东所持表决权的2/3以上通过，并经参加表决的流通股股东所持表决权的2/3以上通过。改革方案获得相关股东会议表决通过，公司股票复牌后，市场称这类股票为G股。改革后公司原非流通股股份的出售应当遵守以下规定：自改革方案实施之日起，在12个月内不得上市交易或转让；持有上市公司股份总数50%以上的原非流通股股东在上述规定期满后，通过证券交易所挂牌交易出售原非流通股股份，出售数量占该公司股份总数的比例在12个月内不得超过5%，在24个月内不得超过10%。

股权分置改革是为解决A股市场相关股东之间的利益平衡问题而采取的举措，对于同时存在H股或B股的A股上市公司，由A股市场相关股东协商解决股权分置问题。

证券监督管理机构将根据股权分置改革进程和市场整体情况择机实行“新老划断”，即对首次公开发行公司不再区分流通股和非流通股。股权分置改革基本完成和其他市场化改革措施的实施，解决了长期影响我国资本市场健康发展的重大历史遗留问题，理顺了市场机制，释放了市场潜能，使资本市场融资和资源配置功能得以恢复，并引领资本市场活跃向上。更为重要的是，资本市场已经开始对中国经济社会产生重要影响，不仅中国

社会的各个层面感受到资本市场给经济发展带来的活力，而且中国的资本市场已成为全球投资者关注的焦点。

第三章 债券 I 71

第三章

星霉罟曼曼釜娶釜舅舅；

债券

第一节 债券的特征与类型

一、债券的定义、票面要素和特征

（一）债券的定义

债券是一种有价证券，是社会各类经济主体为筹集资金而向债券投资者出具的、承诺按一定利率定期支付利息并到期偿还本金的债权债务凭证。债券所规定的资金借贷双方的权责关系主要有：第一，所借贷货币资金的数额；第二，借贷的时间；第三，在借贷时间内的资金成本或应有的补偿（即债券的利息）。

债券所规定的借贷双方的权利义务关系包含 4 个方面的含义：第一，发行人是借入资金的经济主体；第二，投资者是出借资金的经济主体；第三，发行人必须在约定的时间付息还本；第四，债券反映了发行者和投资者之间的债权债务关系，而且是这一关系的法律凭证。

债券有以下基本性质：

1 债券属于有价证券。首先，债券反映和代表一定的价值。债券本身有一定的面值，通常它是债券投资者投入资金的量化表现；另外，持有债券可按期取得利息，利息也是债券投资者收益的价值表现。其次，债券与

基础知识

其代表的权利联系在一起，拥有债券就拥有了债券所代表的权利，转让债券也就将债券代表的权利一并转移。

2. 债券是一种虚拟资本。债券尽管有面值，代表了一定的财产价值，但它也只是一种虚拟资本，而非真实资本。因为债券的本质是证明债权债务关系的证书，在债权债务关系建立时所投入的资金已被债务人占用，债券是实际运用的真实资本的证书。债券的流动并不意味着它所代表的实际资本也同样流动，债券独立于实际资本之外。

3. 债券是债权的表现。债券代表债券投资者的权利，这种权利不是直接支配财产权，也不以资产所有权表现，而是一种债权。拥有债券的人是债权人，债权人不同于公司股东，是公司的外部利益相关者。

（二）债券的票面要素

债券作为证明债权债务关系的凭证，一般以有一定格式的票面形式来表现。通常，债券票面上有 4 个基本要素。

1. 债券的票面价值。债券的票面价值是债券票面标明的货币价值，是债券发行人承诺在债券到期日偿还给债券持有人的金额。在债券的票面价值中，首先要规定票面价值的币种，即以何种货币作为债券价值的计量标准。确定币种主要考虑债券的发行对象。一般来说，在本国发行的债券通常以本国货币作为面值的计量单位；在国际金融市场筹资，则通常以债券发行地所在国家的货币或以国际通用货币为计量标准。此外，确定币种还

应考虑债券发行者本身对币种的需要。币种确定后，则要规定债券的票面金额。票面金额大小不同，可以适应不同的投资对象，同时也会产生不同的发行成本。票面金额定得较小，有利于小额投资者购买，持有者分布面广，但债券本身的印刷及发行工作量大，费用可能较高；票面金额定得较大，有利于少数大额投资者认购，且印刷费用等也会相应减少，但使小额投资者无法参与。因此，债券票面金额的确定也要根据债券的发行对象、市场资金供给情况及债券发行费用等因素综合考虑。

2. 债券的到期期限。债券到期期限是指债券从发行之日起至偿清本息之日止的时间，也是债券发行人承诺履行合同义务的全部时间。各种债券有不同的偿还期限，短则几个月，长则几十年，习惯上有短期债券、中期债券和长期债券之分。发行人在确定债券期限时，要考虑多种因素的影响，主要有：

(1)资金使用方向。债务人借入资金可能是为了弥补临时性资金周转之短缺，也可能是为了满足对长期资金的需求。在前者情况下可以发行短期债券，在后者情况下可以发行中长期债券。这样安排的好处是既能保证发行人的资金需要，又不因占用资金时间过长而增加利息负担。

(2)市场利率变化。债券偿还期限的确定应根据对市场利率的预期，相应选择有助于减少发行者筹资成本的期限。一般来说，当未来市场利率趋于下降时，应选择发行期限较短的债券，可以避免市场利率下跌后仍须支付较高的利息；而当未来市场利率趋于上升时，应选择发行期限较长的债券，这样能在市场利率趋高的情况下保持较低的利息负担。

(3)债券的变现能力。这一因素与债券流通市场发育程度有关。如果流通市场发达，债券容易变现，长期债券较能被投资者接受；如果流通市场不发达，投资者买了长期债券而又急需资金时不易变现，长期债券的销售就可能不如短期债券。

3 债券的票面利率。债券票面利率也称名义利率，是债券年利息与债券票面价值的比率，通常年利率用百分数表示。利率是债券票面要素中不可缺少的内容。

在实际经济生活中，债券利率有多种形式，如单利、复利和贴现利率等。债券利率亦受很多因素影响，主要有：

(1)借贷资金市场利率水平。市场利率较高时，债券的票面利率也相应较高，否则，投资者会选择其他金融资产投资而舍弃债券；反之，市场利率较低时，债券的票面利率也相应较低。

(2)筹资者的资信。如果债券发行人的资信状况好，债券信用等级高，投资者的风险小，债券票面利率可以定得比其他条件相同的债券低一些；如果债券发行人的资信状况差，债券信用等级低，投资者的风险大，债券票面利率就需要定得高一些。此时的利率差异反映了信用风险的大小，高利率是对高风险的补偿。

(3)债券期限长短。一般来说，期限较长的债券流动性差，风险相对较大，票面利率应该定得高一些；而期限较短的债券流动性强，风险相对较小，票面利率就可以定得低一些。但是，债券票面利率与期限的关系较复杂，它们还受其他因素的影响，所以有时也会出现短期债券票面利率高而长期债券票面利率低的现象。

4. 债券发行者名称。这一要素指明了该债券的债务主体，既明确了债券发行人应履行对债权人偿还本息的义务，也为债权人到期追索本金和利息提供了依据。

需要说明的是，以上4个要素虽然是债券票面的基本要素，但它们并非一定在债券票面上印制出来。在许多情况下，债券发行者是以公布条例或公告形式向社会公开宣布某债券的期限与利率，只要发行人具备良好的信誉，投资者也会认可接受。

此外，债券票面上有时还包含一些其他要素，如，有的债券具有分期偿还的特征，在债券的票面上或发行公告中附有分期偿还时间表；有的债券附有一定的选择权，即发行契约中赋予债券发行人或持有人具有某种选择的权利，包括附有赎回选择权条款的债券、附有出售选择权条款的债券、附有可转换条款的债券、附有交换条款的债券、附有新股认购权条款的债券等。附有赎回选择权条款的债券表明债券发行人具有在到期日之前买回全部或部分债券的权利；附有出售选择权条款的债券表明债券持有人具有在指定的日j明内以票面价值将债券卖回给发行人的权利；附有可转换条款的债券表明债券持有人具有按约定条件将债券转换成发行公司普通股股票的选择权；附有交换条款的债券是指债券持有人具有按约定条件将债券与债券发行公司以外的其他公司的普通股股票交换的选择权；附有新股认购权条款的债券表明债券持有人具有按约定条件购买债券发行公司新发行的普通股股票的选择权。

（三）债券的特征

1. 偿还性。偿还性是指债券有规定的偿还期限，债务人必须按期向债权人支付利息和偿还本金。债券的偿还性使资金筹措者不能无限期地占用债券购买者的资金，换言之，他们之间的借贷经济关系将随偿还期结束、还本付息手续完毕而不复存在。这一特征与股票的永久性有很大的区别。在历史上，债券的偿还性也有例外，曾有国家发行过无期公债或永久性公债。这种公债无固定偿还期，持券者不能要求政府清偿，只能按期取息。当然，这只能视为特例，不能因此而否定债券具有偿还性的一般特性。

2. 流动性。流动性是指债券持有人可按需要和市场的实际状况，灵活地转让债券，以提前收回本金和实现投资收益。流动性首先取决于市场为

转让所提供的便利程度；其次取决于债券在迅速转变为货币时，是否在吡货币计算的价值上蒙受损失。

3. 安全性。安全性是指债券持有人的收益相对稳定，不随发行者经营收益的变动而变动，并且可按期收回本金。一般来说，具有高度流动性的债券同时也是较安全的，因为它不仅可以迅速地转换为货币，而且还可以按一个较稳定的价格转换。债券不能收回投资的风险有两种情况：

(1) 债务人不履行债务，即债务人不能按时足额按约定的利息支付或者偿还本金。不同的债务人不履行债务的风险程度是不一样的，一般政府债券不履行债务的风险毋低。

(2) 流通市场风险，即债券在市场上转让时因价格下跌而承受损失。许多因素会影响债券的转让价格，其中较重要的是市场利率水平。

4 收益性。收益性是指债券能为投资者带来一定的收入，即债权投资的报酬。在实际经济活动中，债券收益可以表现为3种形式：一是利息收

入，即债权人在持有债券期间按约定的条件分期、分次取得利息或者到期一次取得利息。二是资本损益，即债权人到期收回的本金与买入债券或中途卖出债券与买入债券之间的价差收入。从理论上说，如果市场利率在持有债券期间一直不变，这一价差就是自买入债券或是自上次付息至卖出债券这段时间的利息收益表现形式。但是，由于市场利率会不断变化，债券在市场上的转让价格将随市场利率的升降而上下波动。债券持有者能否获得转让价差、转让价差的多少，要视市场情况而定。三是再投资收益，即投资债券所获现金流量再投资的利息收入，受市场收益率变化的影响。

二、债券的分类

债券种类很多，在债券的历史发展过程中出现过许多不同品种的债券，各种债券共同构成了一个完整的债券体系。债券可以依据不同的标准进行分类。

（一）按发行主体分类

根据发行主体的不同，债券可以分为政府债券、金融债券和公司债券。

1 政府债券。政府债券的发行主体是政府。中央政府发行的债券称为国债，其主要用途是解决由政府投资的公共设施或重点建设项目的资金需

要和弥补国家财政赤字。根据不同的发行目的，政府债券有不同的期限，从几个月至几十年。政府债券的发行和收入的安排使用是从整个国民经济的范围和发展来考虑的。政府债券的发行规模、期限结构、未清偿余额，关系着一国政治、经济发展的全局。除了政府部门直接发行的债券外，有些国家把政府担保的债券也划归为政府债券体系，称为政府保证债券。这种债券由一些与政府有直接关系的公司或金融机构发行，并由政府提供担保。

2. 金融债券。金融债券的发行主体是银行或非银行的金融机构。金融机构一般有雄厚的资金实力，信用度较高，因此，金融债券往往也有良好的信誉。银行和非银行金融机构是社会信用的中介，它们的资金来源主要靠吸收公众存款和金融业务收入。它们发行债券的目的主要有：筹资用于某种特殊用途；改变本身的资产负债结构。对于金融机构来说，吸收存款和发行债券都是它的资金来源，构成了它的负债。存款的主动性在存款户，金融机构只能通过提供服务条件来吸引存款，而不能完全控制存款，是被动负债，而发行债券则是金融机构的主动负债，金融机构有更大的主动权和灵活性。金融债券的期限以中期较为多见。

3. 公司债券。公司债券是公司依照法定程序发行、约定在一定期限还本付息的有价证券。公司债券的发行主体是股份公司，但有些国家也允许非股份制企业发行债券，所以，归类时，可将公司债券和企业发行的债券合在一起，称为公司（企业）债券。公司发行债券的目的主要是为了满足经营需要。由于公司的情况千差万别，有些经营有方、实力雄厚、信誉高，也有一些经营较差，可能处于倒闭的边缘，因此，公司债券的风险性相对于政府债券和金融债券要大一些。公司债券有中长期的，也有短期的，视公司的需要而定。

（二）按付息方式分类

根据债券发行条款中是否规定在约定期限向债券持有人支付利息，债券可分为零息债券、付息债券、息票累积债券 3 类。

1. 零息债券。零息债券也称零息票债券，指债券合约未规定利息支付的债券。通常，这类债券以低于面值的价格发行和交易，债券持有人实际上是以买卖（到期赎回）价差的方式取得债券利息。

2. 付息债券。付息债券的合约中明确规定，在债券存续期内，对持有人定期支付利息（通常每半年或每年支付一次）。按照计息方式的不同，这类债券还可细分为固定利率债券和浮动利率债券两大类。固定利率债券是在债券存续期内票面利率不变的债券。浮动利率债券是在票面利率的基础上参照预先确定的某一基准利率予以定期调整的债券。有些付息债券可以根据合约条款推迟支付定期利率，故称为缓息债券。

3 息票累积债券。与付息债券相似，这类债券也规定了票面利率，但是，债券持有人必须在债券到期时一次性获得本息，存续期间没有利息支付。

（三）按债券形态分类

债券有不同的形式，根据债券券面形态可以分为实物债券、凭证式债券和记账式债券。

1. 实物债券。实物债券是一种具有标准格式实物券面的债券。在标准格式的债券券面上，一般印有债券面额、债券利率、债券期限、债券发行人全称、还本付息方式等各种债券票面要素。有时债券利率、债券期限等要素也可以通过公告向社会公布，而不在债券券面上注明。无记名国债就属于这种实物债券，它以实物券的形式记录债权、面值等，不记名，不挂失，可上市流通。实物债券是一般意义上的债券，很多国家通过法律或者法规对实物债券的格式予以明确规定。

2 凭证式债券。凭证式债券的形式是债权人认购债券的一种收款凭证，而不是债券发行人制定的标准格式的债券。我国 1994 年开始发行凭证式国债。我国的凭证式国债通过各银行储蓄网点和财政部门国债服务部面向社台发行，券面上不印制票面金额，而是根据认购者的认购额填写实际的缴款金额，是一种国家储蓄债，可记名、挂失，以凭证式国债收款凭证记录债权，不能上市流通，从购买之日起计息。在持有期内，持券人如遇特殊情况需要提取现金，可以到原购买网点提前兑取。提前兑取时，除偿还本金外，利息按实际持有天数及相应的利率档次计算，经办机构按兑付本金的 2‰收取手续费。

3 记账式债券。记账式债券是没有实物形态的票券，利用证券账户通过电脑系统完成债券发行、交易及兑付的全过程。我国 1994 年开始发行记

基础知识

账式国债。目前，上海证券交易所和深圳证券交易所已为证券投资者建立了电子证券账户，发行人可以利用证券交易所的交易系统来发行债券。投资者进行记账式债券买卖，必须在证券交易所设立账户。记账式国债可以记名、挂失，安全性较高，同时由于记账式债券的发行和交易均无纸化，所以发行时间短，发行效率高，交易手续简便，成本低，交易安全。

三、债券与股票的比较

（一）债券与股票的相同点

1. 债券与股票都属于有价证券。尽管债券和股票有各自的特点，但它

们都属于有价证券。债券和股票作为有价证券体系中的一员，是虚拟资本，它们本身无价值，但又都是真实资本的代表。持有债券或股票，都有可能获取一定的收益，并能行使各自的权利和流通转让。债券和股票都在证券市场上交易，是各国证券市场的两大支柱类交易工具。

2. 债券与股票都是筹措资金的手段。债券和股票都是有关经济主体为筹资需要而发行的有价证券。经济主体在社会经济活动中必然会产生对资金的需求，从资金融通角度看，债券和股票都是筹资手段。与向银行贷款间接融资相比，发行债券和股票筹资的数额大，时间长，成本低，且不受贷款银行的条件限制。

3. 债券与股票收益率相互影响。从单个债券和股票看，它们的收益率经常会发生差异，而且有时差距还很大。但是，总体而言，如果市场是有效的，则债券的平均收益率和股票的平均收益率会大体保持相对稳定的关系，其差异反映了二者风险程度的差别。这是因为，在市场规律的作用下，证券市场一种融资手段收益率的变动，会引起另一种融资手段收益率发生同向变动。

（二）债券与股票的区别

1. 权利不同。债券是债权凭证，债券持有者与债券发行人之间的经济关系是债权债务关系，债券持有者只可按期获取利息及到期收回本金，无权参与公司的经营决策。股票则不同，股票是所有权凭证，股票所有者是发行股票公司的股东，股东一般拥有表决权，可以通过参加股东大会选举董事，参与公司重大事项的审议和表决，行使对公司的经营决策权和监

第三章债券】79

督权。

2 目的不同。发行债券是公司追加资金的需要，它属于公司的负债，不是资本金。发行股票则是股份公司创立和增加资本的需要，筹措的资金列入公司资本。而且发行债券的经济主体很多，中央政府、地方政府、金融机构、公司企业等一般都可以发行债券，但能发行股票的经济主体只有股份有限公司。

3 期限不同。债券一般有规定的偿还期，期满时债务人必须按时归还本金，因此，债券是一种有期证券。股票通常是无须偿还的，一旦投资人股，股东便不能从股份公司抽回本金，因此，股票是一种无期证券，或称永久证券。但是，股票持有者可以通过市场转让收回投资资金。

4 收益不同。债券通常有规定的票面利率，可获得固定的利息。股票的股息红利不固定，一般视公司经营情况而定。

5 风险不同。股票风险较大，债券风险相对较小。这是因为：第一，债券利息是公司的固定支出，属于费用范围；股票的股息红利是公司利润的一部分，公司有盈利才能支付，而且支付顺序列在债券利息支付和纳税之后。第二，倘若公司破产，清理资产有余额偿还时，债券偿付在前，股票偿付在后。第三，在二级市场上，债券因其利率固定、期限固定，市场价格也较稳定；而股票无固定期限和利率，受各种宏观因素和微观因素的影响，市场价格波动频繁，涨跌幅度较大。

· 第二节政府债券

一、政府债券概述

（一）政府债券的定义

政府债券是国家为了筹措资金而向投资者出具的、承诺在一定时期支付利息和到期还本的债务凭证。政府债券的举债主体是国家。从广义的角度看，社会上存在公共部门和私人部门两大部门，私人部门的财产归私人所有，而公共部门的财产归国家所有，因此，广义的政府债券属于公共部

门的债务，与它相对应的是私人部门的债务。从狭义的角度看，政府是国家政权的代表，国家的债务就是政府的债务，因此，狭义的政府债券属于政府部门的债务，与它相对应的是非政府部门的债务。我们一般所指的政府债券大多是狭义的，即政府举借的债务。根据政府债券发行主体的不同，又可分为中央政府债券和地方政府债券。中央政府发行的债券称为国债。

一（二）政府债券的性质

政府债券的性质主要从两个方面考察：第一，从形式上看，政府债券也是一种有价证券，它具有债券的一般性质。政府债券本身有面额，投资者投资于政府债券可以取得利息，因此，政府债券具备了债券的一般特征。第二，从功能上看，政府债券最初仅是政府弥补赤字的手段，但在现代商品经济条件下，政府债券已成为政府筹集资金、扩大公共开支的重要手段，并且随着金融市场的发展，逐渐具备了金融商品和信用工具的职能，成为国家实施宏观经济政策、进行宏观调控的工具。

（三）政府债券的特征

1. 安全性高。政府债券是政府发行的债券，由政府承担还本付息的责任，是国家信用的体现。在各类债券中，政府债券的信用等级是最高的，通常被称为金边债券。投资者购买政府债券，是一种较安全的投资选择。

2. 流通性强。政府债券是一国政府的债务，它的发行量一般都非常大，同时，由于政府债券的信用好，竞争力强，市场属性好，所以，许多国家政府债券的二级市场十分发达，一般不仅允许在证券交易所上市交易，还允许在场外市场进行买卖。发达的二级市场为政府债券的转让提供了方便，使其流通性大大增强。

3. 收益稳定。投资者购买政府债券可以得到一定的利息。政府债券的付息由政府保证，其信用度最高，风险最小，对于投资者来说，投资政府债券的收益是比较稳定的。此外，因政府债券的本息大多数固定且有保障，所以交易价格一般不会出现大的波动，二级市场的交易双方均能得到相对稳定的收益。

4. 免税待遇。政府债券是政府自己的债务，为了鼓励人们投资政府债券，大多数国家规定，对于购买政府债券所获得的收益，可以享受免税待遇。《中华人民共和国个人所得税法》规定，个人投资的公司债券利息、股息、红利所得应纳个人所得税，但国债和国家发行的金融债券的利息收入可免纳个人所得税。因此，在政府债券与其他证券名义收益率相等的情况下，如果考虑税收因素，持有政府债券的投资者可以获得更多的实际投资收益。

二、国家债券

国家债券是中央政府根据信用原则，以承担还本付息责任为前提而发行的债务凭证。国家债券简称为国债。国债发行量大、品种多，是政府债券市场上最主要的投资工具。

（一）圆债的分类

1. 按偿还期限分类。国债的偿还期限是国债的存续时间，以此为标准，习惯上把国债分为短期国债、中期国债和长期国债。

短期国债一般指偿还期限为1年或1年以内的国债，具有周期短及流动性强的特点，在货币市场上占有重要地位。政府发行短期国债，一般是为满足国库暂时的人不敷出之需。在国际市场上，短期国债的常见形式是国库券，它是由政府发行用于弥补临时收支差额的一种债券。我国20世纪80年代以来也曾使用国库券的名称，但它与发达国家所指的短期国债不同，偿还期限大多是超过1年的。

中期国债是指偿还期限在1年以上、10年以下的国债。政府发行中期国债筹集的贷款或用于弥补赤字，或用于投资，不再用于临时周转。

长期国债是指偿还期限在10年或10年以上的国债。长期国债由于期限长，政府短期内无偿还的负担，而且可以较长时间占用国债认购者的资金，所以常被用作政府投资的资金来源。长期国债在资本市场上有着重要地位。

短期国债、中期国债以及长期国债都属于有期国债。在国债发展史上，一些西方国家政府还曾发行过一种无期国债，这种国债在发行时并未规定还本期限，债权人平时仅有权按期索取利息，而无权要求清偿，但政府可以随时从市场上买人而将其注销。

2 按资金用途分类。政府通过国债筹集的资金可用于各项开支。根据

举借债务对筹集资金使用方向的规定，国债可以分为赤字国债、建设国债、战争国债和特种国债。

赤字国债是指用于弥补政府预算赤字的国债。政府收支不平衡是一种经常可能出现的现象，如果支出大于收入，便产生赤字。弥补赤字的手段有多种，除了举借国债外，还有增加税收、向中央银行借款、动用历年结余等。增加税收会加重社会负担，易引起人们的反对，而且增税还必须通过一定的法律程序，不适合作为政府临时增加收入的主要手段；向中央银行借款有可能增加货币供应量，导致通货膨胀；动用历年结余须视政府过去的年度收支情况，若无结余，此手段也无法运用。因此，发行国债常被政府用作弥补赤字的主要方式。

建设国债是指发债筹措的资金用于建设项目。政府的职能有多种，它在社会经济中往往要承担一些大型基础性项目和公共设施的投资，如修建铁路和公路，这些项目耗资十分巨大，因此，常由政府通过举借债务筹集专项资金来建设。

战争国债专指用于弥补战争费用的国债。战争时期，军费开支庞大，在用其他方法已无法再筹集到资金的时候，政府就有可能以发行国债来弥补。

特种国债是指政府为了实施某种特殊政策而发行的国债。随着政府职能的扩大，政府有时为了某些特殊的社会目的而需要大量资金，为此也有可能举借国债。

3. 按流通与否分类。流通性是债券的特征之一，也是国债的基本特点，但也有一些国债是不能流通的，因此，国债可以分为流通国债和非流通国债。流通国债是指可以在流通市场上交易的国债。这种国债的特征是投资者可以自由认购、自由转让，通常不记名，转让价格取决于对该国债

的供给与需求。流通国债的转让一般在证券市场上进行，如通过证券交易所或柜台市场交易。在不少国家，流通国债占国债发行量的大部分。非流通国债是指不允许在流通市场上交易的国债。这种国债不能自由转让，可以记名，也可以不记名。非流通国债的发行对象，有的是个人，有的是一些特殊的机构。以个人为发行对象的非流通国债，一般以吸收个人的小额储蓄资金为主，故有时称为储蓄债券。

4. 按发行本位分类。国债债券有一定的面值，有面值就需要有某种计

量单位。依照不同的发行本位，国债可以分为实物国债和货币国债。这里的实物国债与实物债券不是同一个含义。实物债券是专指具有实物票券的债券，它与无实物票券的债券（如记账式债券）相对应；而实物国债是指以某种商品实物为本位而发行的国债。政府发行实物国债，主要有两种情况：一是在货币经济不发达时，实物交易占主导地位；二是尽管货币经济已比较发达，但币值不稳定，为维持国债信誉，增强国债吸引力，发行实物国债。货币国债是指以某种货币为本位而发行的国债。货币国债又可以进一步分为本币国债和外币国债。本币国债以本国货币为面值发行，外币国债以外国货币为面值发行。在现代社会，绝大多数国债属于货币国债，实物国债已非常少见。

（二）我国的国债

1949 年新中国成立以后，我国国债发行基本上分为两个阶段：20 世纪 50 年代是第一阶段，80 年代以来是第二阶段。

20 世纪 50 年代，我国发行过两种国债。一种是 1950 年发行的人民胜利折实公债。当时，一方面刚解放，经济基础薄弱，财政收入有限；另一方面要继续支援人民解放战争，迅速统一全国，还要恢复和发展经济，财政支出较大，同时通货膨胀情况也比较严重。于是，中央人民政府决定举借折实公债，其发行对象是城市工商业者、城乡殷实富户和富有的退职人员，其他社会阶层人士可自愿购买。人民胜利折实公债的募集与还本付息，均以实物为计算标准，其单位定名为“分”。每分公债应折合的金额由中国人民银行每周公布一次。另一种是 1954_1958 年发行的国家经济建设公债。我国进入第一个“五年计划”建设时期以后，为了加速国家经济建设，中央人民政府决定于 1954 年开始连续发行建设公债，一共发行了 5 次，发行对象是社会各阶层人士。在 60 年代和 70 年代，我国停止发行国债。

进入 20 世纪 80 年代以后，随着改革开放的不断深入，我国国民收入分配格局发生了变化，政府财政收入占国民收入的比重逐渐下降，部门、企业和个人所占比重上升，同时也为了更好地利用国债调节经济，中央政府于 1981 年恢复发行国债。1981—1994 年，面向个人发行的国债一直只有无记名国库券一种。1994 年我国面向个人发行的债种从单一型（无记名国库券）逐步转向多样型（凭证式国债和记账式国债等）。随着 2000 年国

家发行的最后一期实物券（1997 年 3 年期债券）的全面到期，无记名国债宣告退出国债发行市场的舞台。1997 年亚洲金融危机爆发后，我国出现有效需求不足和通货紧缩的现象，在这种特殊背景下，为扩大内需，我国政府连续 7 年实施积极的财政政策，增发国债。这一时期的国债主要采取凭证式国债形式。2006 年财政部研究推出新的储蓄债券品种——储蓄国债

（电子式）。

1981年后我国发行的国债品种有：

1. 普通国债。目前我国发行的普通国债有记账式国债、凭证式国债和储蓄国债（电子式）。

（1）记账式国债。我国的记账式国债是从1994年开始发行的一个上市券种。它是由财政部面向全社会各类投资者、通过无纸化方式发行的、以电子记账方式记录债权并可以上市和流通转让的债券。记账式国债的发行分为证券交易所市场发行、银行间债券市场发行以及同时在银行间债券市场和交易所市场发行（又称为跨市场发行）3种情况。个人投资者可以购买交易所市场发行和跨市场发行的记账式国债，而银行间债券市场的发行主要面向银行和非银行金融机构等机构投资者。

记账式国债的特点是：①可以记名、挂失，以无券形式发行可以防止证券的遗失、被窃与伪造，安全性好；②可上市转让，流通性好；③期限有长有短，但更适合短期国债的发行；④通过交易所电脑网络发行，可以降低证券的发行成本；⑤上市后价格随行就市，具有一定的风险。

（2）凭证式国债。这是指由财政部发行的、有固定票面利率、通过纸质媒介记录债权债务关系的国债。发行凭证式国债一般不印制实物券面，而采用填制“中华人民共和国凭证式国债收款凭证”的方式，通过部分商业银行和邮政储蓄柜台，面向城乡居民个人和各类投资者发行，是一种储蓄性国债。凭证式国债购买方便，变现灵活，利率优惠，收益稳定，安全无风险，是我国重要的国债品种。

（3）储蓄国债（电子式）。这是指财政部面向境内中国公民储蓄类资金发行的、以电子方式记录债权的不可流通的人民币债券。目前，储蓄国债（电子式）通过试点商业银行面向个人投资者销售。储蓄国债（电子式）自发行之日起计息，付息方式分为利随本清和定期付息两种。储蓄国债（电子式）试点期间，财政部将先行推出固定利率固定期限和固定利率

变动期限两个品种。投资者在同一试点商业银行只允许开设一个账户。从我国债券市场发展的情况看，凭证式国债和储蓄国债（电子式）这两个品种将在我国长期并存。

储蓄国债（电子式）是2006年推出的国债新品种，具有以下特点：①针对个人投资者，不向机构投资者发行；②采用实名制，不可流通转让；③采用电子方式记录债权；④收益安全稳定，由财政部负责还本付息，免缴利息税；⑤鼓励持有到期；⑥手续简化；⑦付息方式较为多样。

凭证式国债和储蓄国债（电子式）都在商业银行柜台发行，不能上市流通，但都是信用级别最高的债券，以国家信用作保证，而且免缴利息税。不同之处在于：

第一，申请购买手续不同。投资者购买凭证式国债，可持现金直接购买；购买储蓄国债（电子式），须开立个人国债托管账户并指定对应的资金账户后购买。

第二，债权记录方式不同。凭证式国债采取填制“中华人民共和国凭证式国债收款凭证”的形式记录债权，由各承销银行和投资者进行管理；储蓄国债（电子式）以电子记账方式记录债权，采取二级托管体制，由各承办银行总行和中央国债登记结算有限责任公司统一管理，降低了由于投

投资者保管纸质债权凭证带来的风险。

第三，付息方式不同。凭证式国债为到期一趸还本付息；储蓄国债（电子式）付息方式比较多样，既有按年付息品种，也有利随本清品种。

第四，到期兑付方式不同。凭证式国债到期后，须由投资者前往承销机构网点办理兑付事宜，逾期不加计利息；储蓄国债（电子式）到期后，承办银行自动将投资者应收本金和利息转入其资金账户，转入资金账户的本息资金作为居民存款，按活期存款利率计付利息。

第五，发行对象不同。凭证式国债的发行对象主要是个人，部分机构也可认购；储蓄国债（电子式）的发行对象仅限于个人，机构不允许购买或者持有。

第六，承办机构不同。凭证式国债由各类商业银行和邮政储蓄机构组成的 37 家凭证式国债承销团成员的营业网点销售；已发售的储蓄国债（电子式）由经财政部会同中国人民银行确认代销试点资格的中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、招商银行和北京银

行 7 家已经开通相应系统的商业银行营业网点销售。

储蓄国债（电子式）与记账式国债都以电子记账方式记录债权，但具有下列不同之处：

第一，发行对象不同。记账式国债机构和个人都可以购买，而储蓄国债（电子式）的发行对象仅限于个人。

第二，发行利率确定机制不同。记账式国债的发行利率是由记账式国债承销团成员投标确定的；储蓄国债（电子式）的发行利率由财政部参照同期银行存款利率及市场供求关系等因素确定。

第三，流通或变现方式不同。记账式国债可以上市流通，可以从二级市场上购买，需要资金时可以按照市场价格卖出；储蓄国债（电子式）只能在发行期认购，不可以上市流通，但可以按照有关规定提前兑取。

第四，到期前变现收益预知程度不同。记账式国债二级市场交易价格是由市场决定的，到期前市场价格（净价）有可能高于或低于发行面值。当卖出价格高于买入价格时，表明卖出者不仅获得了持有期间的国债利息，同时还获得了部分价差收益；当卖出价格低于买入价格时，表明卖出者虽然获得了持有期间的国债利息，但同时也承担了部分价差损失。因此，投资者购买可流通记账式国债于到期前卖出，其收益是不能预知的，并要承担市场利率变动带来的价格风险。而储蓄国债（电子式）在发行时就对提前兑取条件作出规定，也就是说，投资者提前兑取所能获得的收益是可以预知的，而且本金不会低于购买面值（因提前兑付带来的手续费除外），不承担由于市场利率变动而带来的价格风险。因此，储蓄国债（电子式）适合注重投资安全、收益稳定的投资者购买。

我国发行的普通国债的总体情况大致是：

一是规模越来越大 0 1981—1984 年每年发行 40 亿元左右；1990 年突破 100 亿元；1994 年突破 1 000 亿元；2001 年为 4 883.53 亿元；2002 年发行筹资额达 5 929 亿元；2003 年为 6 282.85 亿元；2004 年为 6 876.28 亿元；2005 年为 7 022.87 亿元；2006 年为 6 533.3 亿元；2007 年，财政部共发行国债 35 期，约 2.35 万亿元，其中，特别国债 8 期 1.55 万亿元，记账式国债 21 期 6 347 亿元，凭证式国债 5 期 1 600 亿元，储蓄国债（电子式）

1 期 34 亿元 0 2008 年，财政部共发行国债 34 期，约 8 558. 21 亿元，其中，记账式国债 26 期 6 665 亿元，凭证式国债 5 期 1 300 亿元，储蓄国债（电

子式）3 期 593. 21 亿元。

二是期限趋于多样化。1981—1984 年发行的国债主要为 10 年期，1985—1991 年发行的国债为 3—5 年期。从 1994 年开始，一方面发行 2 年、1 年、半年和 3 个月的中短期国债，另一方面开始发行 10 年期、15 年期、20 年期、30 年期的长期国债。

三是发行方式趋于市场化。1991 年之前主要采用行政摊派的发行方式；从 1991 年开始引入承购包销的发行方式；从 1996 年开始引入招标发行方式。

四是市场创新日新月异。如 2001 年 7 月 2 日开始在银行间债券市场实行净价交易的方式，并于 2002 年开始在沪、深证券交易所推广；再如在 2002 年底，银行间国债市场引入非金融机构法人投资者；又如 2002 年 6 月 3 日，正式启动国债银行柜台交易市场等。

2 其他类型国债。为适应国家经济发展和筹措财政资金的需要，1987 年以来，财政部曾发行多种其他类型的国债，主要有国家重点建设债券、国家建设债券、财政债券、特种债券、保值债券、基本建设债券等。近年来主要有以下几种：

(1)特别国债。特别国债是为了特定的政策目标而发行的国债。1998—2007 年，财政部发行了两次特别国债。

为了增加国有商业银行的资本金，经第八届全国人大常委会第三十次会议审议通过，并经国务院批准，财政部于 1998 年 8 月 18 日发行了 2 700 亿元特别国债。该国债为记账式附息国债，期限为 30 年，年利率为 7. 2%，向四大国有商业银行定向发行，所筹资金专项用于拨补四大国有商业银行资本金。

根据外汇储备增长趋势和货币政策操作需要，第十届全国人大常委会第二十八次会议经审议，批准财政部于 2007 年发行 15 500 亿元人民币特别国债，用于购买约 2 000 亿美元外汇，作为组建国家外汇投资公司的资本金来源，并相应调整 2007 年末国债余额限额。经批准发行的特别国债为 10 年期以上可流通记账式国债，票面利率根据市场情况灵活决定。2007 年 8 月，财政部在全国银行间债券市场向境内商业银行发行 6 000 亿元、10 年期、票面利率为 4. 3% 的第一期特别国债；2007 年 9—12 月，财政部通过银行间债券市场和试点商业银行柜台向社会各类投资者发行第二、三、

四、五、六、八期特别国债，期限分别为 10 年或 15 年，票面利率在 4. 41%~4. 69% 之间，共 2 102. 28 亿元；2007 年 12 月，财政部通过全国银行间债券市场向境内商业银行发行 7 500 亿元、15 年期、票面利率为 4. 45% 的第七期特别国债。至 2007 年 12 月下旬，财政部通过发行特别国债共筹措资金约 15 500 亿元人民币。

(2)长期建设国债。为执行积极的财政政策，经第九届全国人大常委会第四次会议通过，财政部于 1998 年 9 月向四大国有商业银行定向发行了 1 000 亿元、年利率为 5. 5%、期限为 10 年的附息国债，专项用于国民经济和社会发展急需的基础设施投入。在这以后，1999—2004 年，为实施积

极财政政策而发行的长期建设国债分别为1 100 亿元、1 500 亿元、1 500 亿元、1 500 亿元、1 400 亿元和1 100 亿元，加上 1998 年的1 000 亿元，总计发行 9 100 亿元。截至 2003 年末，形成了约 3.8 万亿元的国债项目总投资规模，每年拉动经济增长 1.5—2 个百分点，为扩大国内需求、抑制通货紧缩、推动国民经济增长发挥了积极作用。

三、地方政府债券

（一）地方政府债券的发行主体

地方政府债券是由地方政府发行并负责偿还的债券，简称地方债券，也可以称为地方公债或地方债。地方政府债券是地方政府根据本地区经济发展和资金需求状况，以承担还本付息责任为前提，向社会筹集资金的债务凭证。筹集的资金一般用于弥补地方财政资金的不足，或者地方兴建大型项目。地方政府债券的发行主体是地方政府，地方政府一般又由不同的级次组成，而且在不同的国家有不同的名称。美国地方政府债券由州、市、区、县和州政府所属机关和管理局发行。日本地方政府债券则由一般地方公共团体和特殊地方公共团体发行，前者是指都、道、府、县、市、镇、村政府，后者是指特别地区、地方公共团体联合组织和开发事业团等。

（二）地方政府债券的分类

地方政府债券按资金用途和偿还资金来源分类，通常可以分为一般债券（普通债券）和专项债券（收益债券）。前者是指地方政府为缓解资金紧张或解决临时经费不足而发行的债券，后者是指为筹集资金建设某项具

体工程而发行的债券。对于一般债券的偿还，地方政府通常以本地区的财政收入作担保，而对专项债券，地方政府往往以项目建成后取得的收入作保证。

（三）我国的地方政府债券 1、

地方政府债券是政府债券的形式之一，在我国建国初期就已经存在。如早在 1950 年，东北人民政府就发行过东北生产建设折实公债，但 1981 年恢复国债发行以来，却从未发行过地方政府债券。我国 1995 年起实施的《中华人民共和国预算法》规定，地方政府不得发行地方政府债券（除法律和国务院另有规定外），因此我国目前的政府债券仅限于中央政府债券。但地方政府在诸如桥梁、公路、隧道、供水、供气等基础设施的建设中又面临资金短缺的问题，于是形成了具有中国特色的地方政府债券，即以企业债券的形式发行地方政府债券。如 1999 年上海城市建设投资开发公司发行 5 亿元浦东建设债券，名义上是公司债券，但所筹资金是用于上海地铁建设；济南自来水公司发行 1.5 亿元供水建设债券，名义上是公司债券，但所筹资金是用于济南自来水设施建设。

近几年，国债发行总规模中有少量中央政府代地方政府发行的债券。其中，2001 年为 400 亿元，2002 年为 250 亿元，2003 年为 250 亿元，2004 年为 150 亿元，2005 年为 100 亿元，2009 年为 2 000 亿元。

b、 第三节金融债券与公司债券

一、金融债券

（一）金融债券的定义

金融债券是指银行及非银行金融机构依照法定程序发行并约定在一定期限内还本付息的有价证券。20 世纪 60 年代以前，只有投资银行、投资公司之类的金融机构才发行金融债券，因为这些机构一般不吸收存款，或

者只吸收少量的长期存款，发行金融债券成为其筹措资金来源的一个重要手段。而商业银行等金融机构，因能吸收存款，有稳定的资金来源，一般

不允许发行金融债券。20世纪60年代以后，商业银行等金融机构为改变资产负债结构或用于某种特定用途，纷纷加入发行金融债券的行列，从而打破了金融债券的发行格局。在欧美很多国家，由于商业银行和其他金融机构多采用股份公司这种组织形式，所以这些金融机构发行的债券与公司债券一样，受相同的法规管理，一般归类于公司债券。日本则有所不同，金融债券的管理受制于特别法规。我国和日本一样，将金融机构发行的债券定义为金融债券，以突出金融机构作为证券市场发行主体的地位。从广义上讲，金融债券还应该包括中央银行债券，只不过它是一种特殊的金融债券，其特殊性表现在：一是期限较短；二是为实现金融宏观调控而发行。

（二）我国的金融债券

我国金融债券的发行始于北洋政府时期，后来，国民党政府时期也曾多次发行过金融公债、金融长期公债和金融短期公债。新中国成立之后的金融债券发行始于1982年。该年，中国国际信托投资公司率先在日本的东京证券市场发行了外国金融债券。为推动金融资产多样化，筹集社会资金，国家决定于1985年由工商银行、中国农业银行发行金融债券，开办特种贷款。这是我国经济体制改革以后国内发行金融债券的开端。在此之后，中国工商银行和中国农业银行又多次发行金融债券，中国银行、中国建设银行也陆续发行了金融债券。1988年，部分非银行金融机构开始发行金融债券。1993年，中国投资银行被批准在境内发行外币金融债券，这是我国首次发行境内外币金融债券。1994年，我国政策性银行成立后，发行主体从商业银行转向政策性银行，当年仅国家开发银行就7次发行了金融债券，总金额达758亿元。1997年和1998年，经中国人民银行批准，部分金融机构发行了特种金融债券，所筹集资金专门用于偿还不规范证券回购交易所形成的债务。近年来，我国金融债券市场发展较快，金融债券品种不断增加，主要有以下几种：

1. 中央银行票据。中央银行票据简称央票，是央行为调节基础货币而向金融机构发行的票据，是一种重要的货币政策日常操作工具，期限在3个月至3年。2002年，为实现宏观金融调控目标进行公开市场操作，中国人民银行于2002年9月24日将2002年6月25日—9月24日公开市场操作中未到期的正回购债券全部转为相应的中央银行票据，共1937亿元。

2003年4月22日起，中国人民银行正式发行中央银行票据，至当年年底，共发行63期中央银行票据，发行总量为7226.8亿元，发行余额为3376.8亿元；2004年共发行100期中央银行票据，发行总量为15071.5亿元；2005年共发行124期中央银行票据，发行总量为27462亿元；2006年共发行97期中央银行票据，发行总量为36522.7亿元；2007年中国人民银行累计发行中央银行票据141期，发行总量为40390亿元；2008年中国人民银行共发行中央银行票据43万亿元。

2 政策性金融债券。政策性金融债券是政策性银行在银行间债券市场发行的金融债券。1999年以后，我国金融债券的发行主体集中于政策性银行，其中，以国家开发银行为主，金融债券已成为其筹措资金的主要方式。

1999—2001 年，国家开发银行累计在银行间债券市场发行债券达 1 万多亿元，是仅次于财政部的第二发债主体，通过金融债券所筹集的资金占其同期整个资金来源的 92%。2002 年，国家开发银行发行 20 期金融债券，共计 2 500 亿元；中国进出口银行发行 7 期金融债券，共计 575 亿元。2003 年国家开发银行发行 30 期金融债券，共计 4 000 亿元；中国进出口银行发行 3 期金融债券，共计 320 亿元。2004 年共发行政策性金融债券 4 452.2 亿元；2005 年为 6 068 亿元；2006 年为 8 996 亿元。2007 年国家开发银行发行政策性金融债券 6 800.7 亿元，中国进出口银行发行政策性金融债券 1 630 亿元，中国农业发展银行发行政策性金融债券 2 501.2 亿元，共计 10 931.9 亿元。同时，金融债券的发行也进行了一些探索性改革：一是探索市场化发行方式；二是力求金融债券品种多样化。国家开发银行于 2002 年推出投资人选择权债券、发行人普通选择权债券、长期次级债券和本息分离债券等新品种。2003 年，国家开发银行在继续发行可回售债券与可赎回债券的同时，又推出可掉期国债新品种，并发行 5 亿美元外币债券。

从 1999 年起，我国银行间债券市场以政策性银行为发行主体开始发行浮动利率债券。基准利率曾采用 1 年期银行定期存款利率和 7 天回购利率。从 2007 年 6 月起，浮息债券以上海银行间同业拆放利率(Shibor)为基准利率。Shibor 是中国货币市场的基准利率，是以 16 家报价行的报价为基础，剔除一定比例的最高价和最低价后的算术平均值，自 2007 年 1 月 4 日正式运行。目前对外登布的 Shibor 共有 8 个品种，期限从隔夜到 1 年。2007 年以来国家开发银行、国家进出口银行、农业发展银行和华夏银行等

在银行间债券市场所发行的浮息债券均选择 3 个月 Shibor 作为基准利率。2008 年，Shibor 继续在债券发行定价中发挥作用，不仅以 Shibor 为基准发行浮息债，全年发行的 57 只固定利率的企业债全部参照 Shibor 定价，还有部分短期融资券和中期票据也参照 Shibor 定价。2008 年，中国进出口银行、深圳发展银行在银行间债券市场发行了两只 Shibor 浮息债券，它们均选择了 3 个月 Shibor 作为基准利率。

2007 年 6 月，中国人民银行、国家发展和改革委员会发布《境内金融机构赴香港特别行政区发行人民币债券管理暂行办法》，境内政策性银行和商业银行经批准可在香港发行人民币债券。国家开发银行成为获准的第一家，在香港发行首只人民币债券 50 亿元。截至 2008 年底，国家开发银行、中国进出口银行、中国银行、中国交通银行、中国建设银行在香港成功发行了总规模为 200 亿元的人民币债券。其中，中国进出口银行已是两次在香港发行人民币债券。

3. 商业银行债券。

(1)金融债券 2005 年 4 月 27 日，《全国银行间债券市场金融债券发行管理办法》颁布，自 2005 年 6 月 1 日起施行。金融债券是指依法在中华人民共和国境内设立的金融机构法人在全国银行间债券市场发行的、按约定还本付息的有价证券。2005 年底，我国商业银行金融债券共计发行 270 亿元；2006 年共计发行 310 亿元；2007 年共计发行 446.2 亿元；2008 年共计发行 250 亿元。

(2)商业银行次级债券 2004 年 6 月 17 日，《商业银行次级债券发行管理办法》颁布实施。商业银行次级债券是指商业银行发行的、本金和利

息的清偿顺序列于商业银行其他负债之后、先于商业银行股权资本的债券。2004 年底，我国商业银行次级债券共计发行 748.8 亿元；2005 年共计发行 766.3 亿元；2006 年共计发行 132 亿元；2007 年共计发行 336.5 亿元；2008 年共计发行 724 亿元。

(3)混合资本债券 2006 年 9 月 5 日，中国人民银行发布第 11 号公告，就商业银行发行混合资本债券的有关事宜进行了规定。混合资本债券是一种混合资本工具，它比普通股票和债券更加复杂。《巴塞尔协议》并未对混合资本工具进行严格定义，仅规定了混合资本工具的一些原则特征，而赋予各国监管部门更大的自由裁量权，以确定本国混合资本工具的认可标准。中国银监会借鉴其他国家对混合资本工具的有关规定，严格遵照《巴塞尔协议》要求的原则特征，选择以银行间市场发行的债券作为我国混合资本工具的主要形式，并由此命名我国的混合资本工具为混合资本债券。我国的混合资本债券是指商业银行为补充附属资本发行的、清偿顺序位于股权资本之前但列在一般债务和次级债务之后、期限在 15 年以上、发行之日起 10 年内不可赎回的债券。2006 年共有兴业银行和民生银行两家商业银行发行了总额 83 亿元的混合资本债券；2007 年发行混合资本债券 40 亿元。

按照现行规定，我国的混合资本债券具有 4 个基本特征：第一，期限在 15 年以上，发行之日起 10 年内不得赎回。发行之日起 10 年后发行人具有 1 次赎回权，若发行人未行使赎回权，可以适当提高混合资本债券的利率。第二，混合资本债券到期前，如果发行人核心资本充足率低于 4%，发行人可以延期支付利息；如果同时出现以下情况：最近 1 期经审计的资产负债表中盈余公积与未分配利润之和为负，且最近 12 个月内未向普通股股东支付现金红利，则发行人必须延期支付利息。在不满足延期支付利息的条件时，发行人应立即支付欠息及欠息产生的复利。第三，当发行人清算时，混合资本债券本金和利息的清偿顺序列于一般债务和次级债务之后、先于股权资本。第四，混合资本债券到期时，如果发行人无力支付清偿顺序在该债券之前的债务或支付该债券将导致无力支付清偿顺序在混合资本债券之前的债务，发行人可以延期支付该债券的本金和利息。待上述情况好转后，发行人应继续履行其还本付息义务，延期支付的本金和利息将根据混合资本债券的票面利率来计算。

4. 证券公司债券。2003 年 8 月 29 日，中国证监会发布《证券公司债券管理暂行办法》，并于 2004 年 3 月 1 日核准中信证券、海通证券、长城证券公司发行公司债券 42.3 亿元。证券公司债券是指证券公司依法发行的、约定在一定期限内还本付息的有价证券。截至 2004 年底，国泰君安证券公司发行证券公司债券 16.5 亿元；长城证券公司发行 2.3 亿元；中信证券公司发行 4.5 亿元。2005 年，证券公司未发债。2006 年，中信证券发行了 1 期 15 亿元的债券。

2004 年 10 月，经商中国证监会和中国银监会，中国人民银行制定并发布《证券公司短期融资券管理办法》。证券公司短期融资券是指证券公

司以短期融资为目的，在银行间债券市场发行的约定在一定期限内还本付息的金融债券。2005 年，广发证券、中信证券、海通证券、招商证券、国泰君安 5 家证券公司分别发行了短期融资券，共 5 期，累计发行 29 亿元。

5. 保险公司次级债务 0 2004 年 9 月 29 日，中国保监会发布了《保险公司次级定期债务管理暂行办法》。保险公司次级定期债务是指保险公司经批准定向募集的、期限在 5 年以上（含 5 年）、本金和利息的清偿顺序列于保单责任和其他负债之后、先于保险公司股权资本的保险公司债务。该办法所称保险公司，是指依照中国法律在中国境内设立的中资保险公司、中外合资保险公司和外资独资保险公司。中国保监会依法对保险公司次级定期债务的定向募集、转让、还本付息和信息披露行为进行监督管理。

与商业银行次级债务不同的是，按照《保险公司次级定期债务管理暂行办法》，保险公司次级债务的偿还只有在确保偿还次级债务本息后偿付能力充足率不低于 100%的前提下，募集人才能偿付本息；并且，募集人在无法按时支付利息或偿还本金时，债权人无权向法院申请对募集人实施破产清偿。

6. 财务公司债券。为满足企业集团发展过程中财务公司充分发挥金融服务功能的需要，为改变财务公司资金来源单一的现状，满足其调整资产负债期限结构和化解金融风险的需要，同时也为了增加银行间债券市场的品种、扩大市场规模，2007 年 7 月，中国银监会下发《企业集团财务公司发行金融债券有关问题的通知》，明确规定企业集团财务公司发行债券的条件和程序，并允许财务公司在银行间债券市场发行财务公司债券 0 2007 年有 7 家财务公司在全国银行间债券市场发行普通金融债券 150 亿元。

二、公司债券

（一）公司债券的定义

公司债券是公司依照法定程序发行的、约定在一定期限还本付息的有价证券。公司债券属于债券体系中的一个品种，它反映发行债券的公司和债券投资者之间的债权债务关系。

（二）公司债券的类型

各国在实践中曾创造出许多种类的公司债券，这里选择若干品种进行

介绍。

1_信用公司债券。信用公司债券是一种不阻公司任何资产作担保而发行的债券，属于无担保证券范畴。一般来说，政府债券无须提供担保，因为政府掌握国家资源，可以征税，所以政府债券安全性最高。金融债券大多数也可免除担保，因为金融机构作为信用机构，本身就具有较高的信用。公司债券不同，一般公司的信用状况要比政府和金融机构差，所以，大多数公司发行债券被要求提供某种形式的担保。但少数大公司经营良好，信誉卓著，也发行信用公司债券。信用公司债券的发行人实际上是将公司信誉作为担保。为了保护投资者的利益，可要求信用公司债券附有某些限制性条款，如公司债券不得随意增加、债券未清偿之前股东的分红要有限制等。

2. 不动产抵押公司债券。不动产抵押公司债券是以公司的不动产（如房屋、土地等）作抵押而发行的债券，是抵押证券的一种。公司以这种财产的房契或地契作抵押，如果发生了公司不能偿还债务的情况，抵押的财产将被出售，所得款项用来偿还债务。另外，用作抵押的财产价值不一定与发生的债务额相等，当某抵押品价值很大时，可以分作若干次抵押，这样就有第一抵押债券、第二抵押债券等之分。在处理抵押品偿债时，要按

顺序依次偿还优先一级的抵押债券；

3 保证公司债券。保证公司债券是公司发行的由第三者作为还本付息担保人的债券，是担保证券的一种。担保人是发行人以外的其他人（或称第三者），如政府、信誉好的银行或举债公司的母公司等。一般来说，投资者比较愿意购买保证公司债券，因为一旦公司到期不能偿还债务，担保人将负清偿之责。实践中，保证行为常见于母子公司之间，如由母公司对于公司发行的公司债券予以保证。

4 收益公司债券。收益公司债券是一种具有特殊性质的债券，它与一般债券相似，有固定到期日，清偿时债权排列顺序先于股票。但另一方面，它又与一般债券不同，其利息只在公司有盈利时才支付，即发行公司的利润扣除各项固定支出后的余额用作债券利息的来源。如果余额不足支付，未付利息可以累加，待公司收益增加后再补发。所有应付利息付清后，公司才可对股东分红。

5 可转换公司债券。可转换公司债券是指发行人依照法定程序发行、

在一定期限内依据约定的条件可以转换成股份的公司债券。这种债券附加转换选择权，在转换前是公司债券形式，转换后相当于增发了股票。可转换公司债券兼有债权投资和股权投资的双重优势。可转换公司债券与一般的债券一样，在转换前投资者可以定期得到利息收入，但此时不具有股东的权利；当发行公司的经营业绩取得显著增长时，可转换公司债券的持有人可以在约定期限内，按预定的转换价格转换成公司的股份，以分享公司业绩增长带来的收益。可转换公司债券一般要经股东大会或董事会的决议通过才能发行，而且在发行时，应在发行条款中规定转换期限和转换价格。

6. 附认股权证的公司债券。附认股权证的公司债券是公司发行的一种附有认购该公司股票权利的债券。这种债券的购买者可以按预先规定的条件在公司发行股票时享有优先购买权。预先规定的条件主要是指股票的购买价格、认购比例和认购期间。按照附新股认股权和债券本身能否分开来划分，这种债券有两种类型：一种是可分离型，即债券与认股权可以分开，可独立转让，即可分离交易的附认股权证公司债券；另一种是非分离型，即不能把认股权从债券上分离，认股权不能成为独立买卖的对象。按照行使认股权的方式，可以分为现金汇人型与抵缴型。现金汇人型是指当持有人行使认股权时，必须再拿出现金来认购股票；抵缴型是指公司债券票面金额本身可按一定比例直接转股。

对于发行人来说，发行现金汇入型附认股权证的公司债券可以起到一次发行、二次融资的作用。投资者在认购债券时需要缴纳认购资金，当投资者行权购入标的股票的时候需要再次缴纳认购资金，从而使债券的发行方只发行一次债券，却可以分两次募集资金。但这种债券也可能给发行人带来不利影响，主要体现在：首先，相对于普通可转债，发行人一直都有偿还本息的义务。由于认股权证和债券是分离交易，所以无论债券持有人行权与否，债券会一直存续到到期日，所以发行人必须承担到期还本付息的义务。其次，如果债券附带美式权证，会给发行人的资金规划带来一定的不利影响。由于美式权证的特点是在行权期限内随时可以行权，发行人需要面对在行权期内缴纳认股款的不确定性，从而对资金规划和控制有不确定影响。最后，无赎回和强制转股条款，从而在发行人股票价格高涨或

者市场利率大幅降低时，发行人需要承担一定的机会成本。附认股权证的公司债券与可转换公司债券不同，前者在行使新股认购权之后，债券形态

依然存在；而后者在行使转换权之后，债券形态随即消失。

7 可交换债券。可交换债券是指上市公司的股东依法发行、在一定期限内依据约定的条件可以交换成该股东所持有的上市公司股份的公司债券。

可交换债券与可转换债券的相同之处是发行要素与可转换债券相似，也包括票面利率、期限、换股价格和换股比率、换股期限等；对投资者来说与持有标的上市公司的可转换债券相同，投资价值与上市公司价值相关，在约定期限内可以以约定的价格变换为标的股票。

可交换债券与可转换债券的不同之处是：第一，发债主体和偿债主体不同，前者是上市公司的股东，通常是大股东，后者是上市公司本身；第二，适用的法规不同，在我国发行可交换债券的适用法规是《公司债券发行试点办法》，可转换债券的适用法规是《上市公司证券发行管理办法》，前者侧重于债券融资，后者更接近于股权融资；第三，发行目的不同，前者的发行目的包括投资退出、市值管理、资产流动性管理等，不一定要用于投资项目，后者和其他债券的发债目的一般是将募集资金用于投资项目。第四，所换股份的来源不同，前者是发行人持有的其他公司的股份，后者是发行人未来发行的新股；第五，股权稀释效应不同，前者换股不会导致标的公司的总股本发生变化，也不会摊薄每股收益，后者会使发行人的总股本扩大，摊薄每股收益；第六，交割方式不同，前者在国外有股票、现金和混合 3 种交割方式，后者一般采用股票交割；第七，条款设置不同，前者一般不设置转股价向下修正条款，后者一般附有转股价向下修正条款。

2008 年 10 月 17 日，中国证监会发布《上市公司股东发行可交换公司债券试行规定》。可交换债券的推出，为上市公司股东进行市值管理和债务融资提供了一种可供选择的渠道和新的流动性管理工具；为机构投资者提供了新的固定收益类投资工具，有利于加强股票市场和债券市场的联通。有利于稳定市场预期，引导投资理念的长期化和理性化。

三、我国的企业债券与公司债券

我国证券市场上同时存在企业债券和公司债券，它们在发行主体、监管机构以及规范的法规上有一定区别。

（一）企业债券

我国的企业债券是指在中华人民共和国境内具有法人资格的企业在境

内依照法定程序发行、约定在一定期限内还本付息的有价证券。但是，金融债券和外币债券除外。企业债券由 1993 年 8 月 2 日国务院发布的《企业债券管理条例》规范。根据《企业债券管理条例》规定，国家计划委员会会同中国人民银行、财政部、国务院证券委员会（现由中国证监会行使原证券委员会职能）拟订全国企业债券发行的年度规模和规模内的各项指标，报国务院批准后下达各省、自治区、直辖市、计划单列市人民政府和国务院有关部门执行。据统计，截至 2003 年 12 月底，我国企业债券累计发行 2 600 多亿元；2004 年，共有 15 家企业发行 19 期企业债券，发行量为 326.2 亿元；2007 年，发行企业债券 5 059 亿元，其中短期融资券为 3 349 亿元，中长期债券为 1 710 亿元。

我国企业债券的发展大致经历了 4 个阶段：

1. 萌芽期 0 1984—1986 年是我国企业债券发行的萌芽期。我国企业债券出现于 1984 年，当时企业债券的发行并无全国统一的法规，主要是一些企业自发地向社会和企业内部集资，至 1986 年底，累计发行企业债券约 100 亿元。

2. 发展期 0 1987—1992 年是我国企业债券发行的第一个高潮期 0 1987 年 3 月，国务院颁布了《企业债券管理暂行条例》，并开始编制企业债券发行计划。这一阶段企业债券的发展表现为：一是规模迅速扩张，仅 1992 年 1 年企业债券的发行规模就达 350 亿元；二是品种多样，在此间发行的企业债券有国家投资债券、国家投资公司债券、中央企业债券、地方企业债券、地方投资公司债券、住宅建设债券和内部债券等 7 个品种。

3. 整顿期 0 1993—1995 年是我国企业债券发行的整顿期。为规范企业债券的发行，1993 年 8 月国务院颁布了《企业债券管理条例》，规定企业进行有偿筹集资金活动必须通过公开发行人企业债券的形式进行，企业发行债券必须符合一定的条件，而且要按规定进行审批，未经审批不得擅自发行和变相发行。从使用方向上看，企业发行企业债券所筹资金应按审批机关批准的用途用于本企业的生产经营。企业发行债券都由证券经营机构承销。通过整顿，企业债券的发行出现了两点变化：一是规模急剧萎缩，如 1993 年和 1994 年企业债券的实际发行量分别仅为 20 亿元和 45 亿元；二是品种大大减少，从 1994 年起，我国企业债券归纳为中央企业债券和地方企业债券两个品种。

4. 再度发展期。从 1996 年起，我国企业债券的发行进入了再度发展期。其间有些年份，如 1999 年和 2000 年，企业债券的发行情况虽仍不理想，但从整体上看，基本摆脱了持续低迷状态。1996—1998 年，企业债券的发行规模分别达到 250 亿元、300 亿元和 380 亿元，重点安排了一批国家重点建设项目，如铁路、电力、石化、石油、三峡工程等。2002 年，共有 10 家企业发行了总额为 370 亿元的企业债券，较 2001 年上升了 115%。2003 年共有 15 个企业发行 18 个品种的企业债券共 358 亿元。2005 年，我国共发行中央企业债券 36 期，发行额为 644 亿元；地方企业债券 1 期，发行额为 10 亿元。2006 年，我国共发行中央企业债券 19 期，发行额为 652 亿元；地方企业债券 30 期，发行额为 343 亿元。

在此期间，企业债券的发行也出现一些明显的变化：

（1）在发行主体上，突破了大型国有企业的限制。如 2002 年中国金茂债，其发行主体是股份制集团公司。

（2）在发债募集资金的用途上，改变了以往仅用于基础设施建设或技改项目，开始用于替代发行主体的银团贷款。

（3）在债券发行方式上，将符合国际惯例的路演询价方式引入企业债券一级市场。

（4）在期限结构上，推出了我国超长期、固定利率企业债券。

（5）在投资者结构上，机构投资者逐渐成为企业债券的主要投资者。如 2001 年发行的移动通信债和三峡债 80% 以上被机构投资者购买，铁路债的投资者几乎全部是机构投资者。

（6）在利率确定上，弹性越来越大。在这方面有 3 点创新：首先是附

息债券的出现，使利息的计算走向复利化。其次是浮动利率的采用打破了传统的固定利率。如 99 三峡债约定在银行 1 年期存款利率的基础上再给予 1.75% 年利率的利差回报。最后是簿记建档确定发行利率的方式，使利率确定趋于市场化。如国家开发银行借鉴国际债券市场先进做法，在 25 亿元 7 年期 OI 广核债券发行中采用了债券批准发行前先确定利率区间、债券获准发行后再通过簿记建档、最终决定发行利率报批后发行的方式，从而真正实现了价格的发现机制。

(7)我国企业债券的品种不断丰富。2005 年 5 月，中国人民银行发布《短期融资券管理办法》和《短期融资券承销规程》、《短期融资券信息披露

规程》两个配套文件，允许符合条件的企业在银行间债券市场向合格机构投资者发行短期融资券。企业短期融资券的发行、上市为债券市场注入了新的活力，丰富了债券市场的投资工具，同时拓宽了企业的融资渠道。以往我国的企业需要借入资金来满足短期流动资金需求时，唯一的途径是找银行举借流动资金贷款。2005 年以后，有条件的企业还可以发行短期融资券，从市场上借到短期资金。到 2005 年底，我国企业共发行短期融资券 79 期，发行额达 1 424 亿元。2006 年，我国企业共发行短期融资券 242 期，发行额达 2 919.5 亿元。2007 年，有 249 家企业发行 263 只短期融资券，发行额为 3 349.1 亿元。另外，2006 年 5 月，中国证监会颁布的《上市公司证券发行管理办法》中首次提出上市公司可以公开发行认股权和债券分离交易的可转换公司债券（以下简称“分离交易的可转换公司债券”），我国资本市场再增加新品种。2007 年发行企业（含公司）债券 1 821 亿元。2008 年共发行企业债券 8 730.9 亿元，资产证券化产品 274.014 亿元，信贷资产证券化产品 302.01 亿元。

为进一步完善银行间债券市场，促进非金融企业直接债务融资的发展，中国人民银行于 2008 年 4 月 13 日发布《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》（以下简称《管理办法》），于 4 月 15 日起施行。非金融企业债务融资工具（以下简称“债务融资工具”）是指具有法人资格的非金融企业（以下简称“企业”）在银行间债券市场发行的、约定在一定期限内还本付息的有价证券。《管理办法》规定，企业发行债务融资工具应在中国银行间市场交易商协会注册，由在中国境内注册且具备债券评级资质的评级机构进行信用评级，由金融机构承销，在中央国债登记结算有限责任公司登记、托管、结算。全国银行间同业拆借中心为债务融资工具在银行间债券市场的交易提供服务。企业发行债务融资工具应在银行间债券市场披露信息。与《管理办法》配套的《银行间债券市场非金融企业中期票据业务指引》规定，企业发行中期票据应遵守国家相关法律法规，中期票据待偿还余额不得超过企业净资产的 40%；企业发行中期票据所募集的资金应用于企业生产经营活动，并在发行文件中明确披露资金具体用途；企业在中期票据存续期内变更募集资金用途应提前披露。在推出中期票据 2 个月后，2008 年 6 月 20 日中期票据发行暂停。期间，共有 14 家企业发行中期票据 20 只，总量为 735 亿元。2008 年 10 月 6 日，中国人民银行同

意银行间债券市场重新启动中期债券发行，并增加了“上市公司发行中期票据所募集的资金可按国家有关规定用于回购本公司股票”的规定。中期

票据的推出在一定程度上平衡了企业直接债务融资、股权融资和信贷融资等主要渠道之间的关系，有利于降低间接融资比例，降低银行体系的潜在风险，减轻股权融资的压力，有利于资本市场协调、可持续发展。

（二）公司债券

我国的公司债券是指公司依照法定程序发行、约定在 1 年以上期限内还本付息的有价证券。公司债券的发行人是依照《公司法》在中国境内设立的有限责任公司和股份有限公司。发行公司债券应当符合《证券法》、《公司法》和《公司债券发行试点办法》规定的条件，经中国证监会核准。

2007 年 8 月，中国证监会正式颁布实施《公司债券发行试点办法》。

《公司债券发行试点办法》的出台，标志着我国公司债券发行工作的正式启动，对于发展我国的债券市场、拓展企业融资渠道、丰富证券投资品种、完善金融市场体系、促进资本市场协调发展具有十分重要的意义。按照“先试点、后分步推进”的工作思路及有关通知的要求，公司债券发行试点从上市公司入手。初期，试点公司范围仅限于沪、深证券交易所上市的公司及发行境外上市外资股的境内股债有限公司。长江电力公司债第一个获得发审委通过，采取“一次核准、分期发行”的方式发行，第一、二期各发行 40 亿元。2007 年共发行公司债券 112 亿元；2008 年共发行公司债券 288 亿元。

第四节 国际债券

一、国际债券概述

（一）国际债券的定义

国际债券是指一国借款人在国际证券市场上以外国货币为面值、向外国投资者发行的债券。国际债券的发行人主要是各国政府、政府所属机构、

银行或其他金融机构、工商企业及一些国际组织等。国际债券的投资者主要是银行或其他金融机构、各种基金会、工商财团和自然人。

（二）国际债券的特征

国际债券是一种跨国发行的债券，涉及两个或两个以上的国家。同国内债券相比，具有一定的特殊性。

1. 资金来源广、发行规模大。发行国际债券是在国际证券市场上筹措资金，发行对象为各国的投资者，因此，资金来源比国内债券广泛得多。

发行国际债券的目的之一就是要利用国际证券市场资金来源的广泛性和充足性。发行人进入国际债券市场的门槛比较高，必须由国际著名的资信评估机构进行债券信用级别评定，只有高信誉的发行人才能顺利筹资，因此，在发行人资信状况得到充分肯定的情况下，国际债券的发行规模一般都比较大。

2. 存在汇率风险。发行国内债券，筹集和还本付息的资金都是本国货币，所以不存在汇率风险。发行国际债券，筹集到的资金是外国货币，汇率一旦发生波动，发行人和投资者都有可能蒙受意外损失或获取意外收益，所以，汇率风险是国际债券的重要风险。

3. 有国家主权保障。在国际债券市场上筹集资金，有时可以得到一个主权国家政府最终偿债的承诺保证。若得到这样的承诺保证，各个国际债券市场都愿意向该主权国家开放，这也使得国际债券市场有较高的安全性。当然，代表国家主权的政府也要对本国发行人在国际债券市场上借债进行

审查和控制。

4. 以自由兑换货币作为计量货币。国际债券在国际市场上发行，因此，其计价货币往往是国际通用货币，一般以美元、英镑、欧元、日元和瑞士法郎为主。这样，发行人筹集到的资金是一种可通用的自由外汇资金。

一、国际债券的分类

（一）外国债券

外国债券是指某一国家借款人在本国以外的某一国家发行以该国货币为面值的债券。它的特点是债券发行人属于一个国家，债券的面值货币和发行市场则属于另一个国家。

外国债券是一种传统的国际债券。在美国发行的外国债券称为扬基债券，它是由非美国发行人在美国债券市场发行的吸收美元资金的债券。在日本发行的外国债券称为武士债券，它是由非日本发行人在日本债券市场发行的以日元为面值的债券。

2005年2月18日，中国人民银行、财政部、国家发改委和中国证监会联合发布了《国际开发机构人民币债券发行管理暂行办法》，允许符合条件的国际开发机构在中国发行人民币债券。国际开发机构是指进行开发性贷款和投资的国际开发性金融机构，国际开发机构人民币债券是指国际开发机构依法在中国境内发行的、约定在一定期限内还本付息的、以人民币计价的债券。2005年10月，中国人民银行批准国际金融公司和亚洲开发银行在全国银行间债券市场分别发行人民币债券113亿元和10亿元。这是中国债券市场首次引入外资机构发行主体，是中国债券市场对外开放的重要举措和有益尝试。根据国际惯例，国外金融机构在一国发行债券时，一般以该国最具特征的吉祥物命名。据此，国际多边金融机构首次在华发行的人民币债券被命名为“熊猫债券”。2006年11月15日，国际金融公司又成功发行87亿元熊猫债券。至此，2005年首批核准的30亿元熊猫债券额度已全部用完。

（二）欧洲债券

欧洲债券是指借款人在本国境外市场发行的、不以发行市场所在国货币为面值的国际债券。欧洲债券是在20世纪60年代初期随着欧洲货币市场的形成而出现和发展起来的。到20世纪70年代中期，欧洲债券已初具规模；80年代以来，欧洲债券的发展更快。据统计，1976年国际债券发行总额中，外国债券占56%，欧洲债券占44%；而在1983年，欧洲债券升至64%，外国债券则降为36%。目前，欧洲债券已成为各经济体在国际资本市场上筹措资金的重要手段。

欧洲债券的特点是债券发行者、债券发行地点和债券面值所使用的货币可以分别属于不同的国家。由于它不以发行市场所在国的货币为面值，故也称无国籍债券。欧洲债券票面使用的货币一般是可自由兑换的货币，主要为美元，其次还有欧元、英镑、日元等；也有使用复合货币单位的，如特别提款权。欧洲债券和外国债券在很多方面有一定的差异。如在发行

方式方面，外国债券一般由发行地所在国的证券公司、金融机构承销，而欧洲债券则由一家或几家大银行牵头，组织十几家或几十家国际性银行在一个国家或几个国家同时承销。在发行法律方面，外国债券的发行受发行

地所在国有关法规的管制和约束，并且必须经官方主管机构批准，而欧洲债券在法律上所受的约束比外国债券宽松得多，它不需要官方主管机构的批准，也不受货币发行国有关法令的管制和约束。在发行纳税方面，外国债券受发行地所在国的税法管制，而欧洲债券的预扣税一般可以豁免，投资者的利息收入也免缴所得税。

欧洲债券市场以众多创新品种而著称。在计息方式上，既有传统的固定利率债券，也有种类繁多的浮动利率债券，还有零息债券、延付息票债券、利率递增债券（累进利率债券）和在一定条件下将浮动利率转换为固定利率的债券等。在附有选择权方面，有双货币债券、可转换债券和附权证债券等。双货币债券是指以一种货币支付息票利息、以另一种不同的货币支付本金的债券。可转换债券是指可转换成另一种资产（通常是普通股票）的债券。附权证债券有权益权证、债务权证、货币权证、黄金权证等一系列类型。附权益权证债券允许权证持有人以约定的价格购买发行人的普通股票；附债务权证债券允许权证持有人以与主债券相同的价格和收益率向发行人购买额外的债券；附货币权证债券允许权证持有人以特定的价格，即固定汇率，将一种货币兑换成另一种货币；附黄金权证债券允许权证持有人按约定条件向债券发行人购买黄金。欧洲债券市场不断创新的品种满足了不同债券发行人和投资者的需求，也使该市场自身得到长足的发展。

龙债券是指在除日本以外的亚洲地区发行的一种以非亚洲国家和地区货币标价的债券。一般是一次到期还本、每年付息一次的长期固定利率债券，或者是以美元计价，以伦敦银行同业拆放利率为基准，每一季或每半年重新定一次利率的浮动利率债券。龙债券的发行以非亚洲货币标定面额，尽管有一些债券以加拿大元、澳元和日元标价，但多数以美元标价。龙债券市场是指在除日本以外的亚洲地区发行的一种以非亚洲国家和地区货币标价的公开债券市场。这种债券的发行、定价和承销都在亚洲的几个时区之内。龙债券的发行人来自亚洲、欧洲、北美洲和南美洲，投资者则来自亚洲的主要国家，而且他们都是债券发行的原始购买者。龙债券的每次发

行规模各不相同，大致在1亿—5亿美元之间。最适宜的规模是2.5亿—3亿美元之间。截至1994年5月，已有22种龙债券发行，包括GECAPITAL公司已发行的一笔债券在内，发行总额达51亿美元。

三、亚洲债券市场

亚洲债券是指用亚洲国家货币定值，并在亚洲地区发行和交易的债券，亚洲债券的供给方大都来自亚洲经济体，而其需求方则来自包括亚洲各经济体在内的全球投资者。亚洲债券市场就是亚洲债券发行、交易和流通的市场，是以亚洲地区为主的区域性债券市场。最近几年以来，亚洲债券市场的发展已日益成为亚洲各经济体、特别是东亚经济体加强区域金融合作的重要内容。

亚洲债券市场的发展源于人们对1997年东南亚金融危机的反思。亚洲各经济体的政府官员和金融业界普遍认为，亚洲地区不健全的金融体系是形成东南亚金融危机的重要原因。这主要表现在企业过于依赖银行体系的间接融资，危机国家普遍缺少发达的资本市场，企业外部融资也以银行借贷为主，从而使金融风险集中在银行体系。发展亚洲债券市场无疑会深化

亚洲地区的金融体系，纠正该地区过于依赖银行体系这种不合理的融资格局。

东南亚金融危机以后，亚洲各经济体为了维护共同的金融稳定和经济发展，在加快自身内部经济重组和改革的同时，非常注重与周边经济体加强区域财金合作，各种层次、各种形式的区域财金合作形式层出不穷。亚洲债券市场的发展也在不同场合下被多次提及，成为亚洲地区各种区域财金合作机制讨论的一大热点问题，主要有 2003 年 6 月第二次亚洲合作对话 (ACD) 外长非正式会议通过了旨在发展亚洲债券市场的《清迈宣言》、2002 年 9 月由中国香港提出的“发展资产证券化和信用担保市场”倡议、东亚及太平洋地区中央银行行长会议组织 (EMEAP) 成立的亚洲债券基金、东盟+中日韩(10+3) 各成员国在整合上述倡议的基础上提出的统一“促进亚洲债券市场发展倡议” (ABMI) 等。

在经济全球化的浪潮下，保持本地区的金融稳定和经济安全仍然是亚洲各经济体共同关心的话题，这也使亚洲债券市场的发展有了较为现实的基础。从经济方面来看，亚洲各经济体的实体经济联系日益密切，这也为

亚洲债券市场的发展奠定了良好的基础。目前，不少亚洲经济体在亚洲债券市场发展方面都已经有了实质性的进展，从 2004 年下半年开始，马来西亚、泰国等国在国内都已经允许跨境债券的发行和交易。由此可见，亚洲债券市场具有良好的发展前景。

中国一直是亚洲债券市场发展倡议的积极倡导者和参与者，目前，中国广泛参与了包括 10+3 机制、EMEAP 机制以及亚太经济合作组织 (APEC) 机制等相关的多项活动。2005 年我国允许符合条件的国际开发机构在我国国内发行人民币债券（即熊猫债券），体现了我国参与亚洲债券市场发展的决心，并为推动该市场的发展做出了实质性贡献。在国内债券市场引入合格的境外发行人，进一步丰富了发债主体，并使我国在资本项目开放上向前迈进了一步。

四、我国的国际债券

对外发行债券是我国吸引外国资金的一个重要渠道，从 1982 年首次在国际市场发行国际债券至今，我国各类筹资主体已在国际债券市场发行了 100 多次债券。我国发行国际债券始于 20 世纪 80 年代初期。当时，在改革开放的政策指导下，为利用国外资金，加快我国的建设步伐，我国开始利用国际债券市场筹集资金，主要的债券品种有以下几种：

（一）政府债券

1987 年 10 月，财政部在德国法兰克福发行了 3 亿马克的公募债券，这是我国经济体制改革后政府首次在国外发行债券。1994 年 7 月，我国政府在日本发行公债券；1995 年 11 月又发行 400 亿日元债券，其中，20 年期为 100 亿日元，7 年期为 300 亿日元。1996 年我国政府成功地在美国发行 4 亿美元 100 年期扬基债券，极大地提高了我国政府的国际形象，在国际资本市场确定了我国主权信用债券的较高地位和等级。1997 年和 1998 年，我国利用国际债券融资进入了一个新的阶段，两年共发行美元债券 34.31 亿、德国马克债券 5 亿、日元债券 140 亿。2001 年 5 月 17 日，中国政府在海外成功发行了总值达 15 亿美元的欧元和美元债券。这是中国政府自 1998 年 12 月以来首次在国际资本市场上发行债券。其中，10 亿美元的 10

年期美元债券年息率为 6.8 010，由高盛、J. P. 摩根大通、摩根士丹利、法

国巴黎、德意志银行及巴克莱资本等投资银行承销。此次发行债券不仅保持了我国在国际资本市场上经常发行人的地位，而且向国际金融社会展示了中国经济的活力，是一次具有战略眼光的融资行为。

（二）金融债券

1982 年 1 月，中国国际信托投资公司在日本东京资本市场上发行了 100 亿日元的债券，期限 12 年，利率 8.7%，采用私募方式发行。随后，在 20 世纪 80 年代中后期，福建投资信托公司、中国银行、上海国际信托投资公司、广东国际信托投资公司、天津国际信托投资公司、交通银行等，也先后在日本东京、德国法兰克福、中国香港、新加坡、英国伦敦发行国际债券，发行币种包括日元、港币、德国马克、美元等，期限均为中、长期，最短的 5 年，最长的 12 年，绝大多数采用公募方式发行。1993 年，中国投资银行被批准首次在境内发行外币金融债券，发行数量为 5 000 万美元，发行对象为城乡居民，期限为 1 年，采取浮动利率制，利率高于国内同期限美元存款利率 1 个百分点。

（三）可转换公司债券

到 2001 年底，南玻 B 股转券、镇海炼油、庆铃汽车 H 股转券、华能国际 N 股转券等 4 种可供境外投资者投资的券种已先后发行。

截至 2003 年 12 月底，我国共发行各种国际债券约 200 多亿美元。我国国际债券的发行地遍及亚洲、欧洲、美洲等世界各地；债券的期限结构有 1 年、5 年、7 年、10 年、30 年等数个品种。2004 年，我国财政部在境外发行 10 亿欧元 10 年期债券和 5 亿美元 5 年期债券，中国进出口银行发行两期共 10 亿美元 10 年期债券，国家开发银行发行 6 亿美元和 3.25 亿欧元两期债券。2007 年国家开发银行和中国进出口银行在国际市场各发行 1 期美元债券，发行额各为 7 亿美元。尽管近年的发行量不大，但却保持了我国在国际资本市场上经常发行人的地位，树立了我国政府和金融机构的国际形象，在国际资本市场确立了我国主权信用债券的地位和等级，并对我国金融业的对外开放起到了重要的推动作用。

第四章

证券投资基金

第一节 证券投资基金概述

一、证券投资基金

（一）证券投资基金的产生与发展

证券投资基金是指通过公开发售基金份额募集资金，由基金托管人托管，由基金管理人管理和运用资金，为基金份额持有人的利益，以资产组合方式进行证券投资的一种利益共享、风险共担的集合投资方式。

作为一种大众化的信托投资工具，各国对证券投资基金的称谓不尽相同，如美国称共同基金，英国和我国香港地区称单位信托基金，日本和我国台湾地区则称证券投资信托基金等。一般认为，基金起源于英国，是在 18 世纪末、19 世纪初产业革命的推动下出现的。当时，产业革命的成功使英国生产力水平迅速提高，工商业都取得较大的发展，其殖民地和海外贸易遍及全球，大量的资金为追逐高额利润而涌向其他国家。可是大多数投

投资者缺乏国际投资知识，又不了解外国的情况，难以直接参加海外投资。于是，人们便萌发了众人集资、委托专人经营和管理的想法。这一想法得到了英国政府的支持。1868年由政府出面组建了海外和殖民地政府信托组织，公开向社会发售受益凭证。海外和殖民地政府信托组织是公认的最早

的基金机构，以分散投资于国外殖民地的公司债为主，其投资地区遍及北美洲、中东、东南亚地区和意大利、葡萄牙、西班牙等国，当时的投资总额共达48万英镑。该基金类似股票，不能退股，也不能兑现，认购者的权益仅限于分红和派息。

100多年来，随着社会经济的发展，世界基金产业从无到有，从小到大，尤其是20世纪70年代以来，随着世界投资规模的剧增、现代金融业的创新，品种繁多、名目各异的基金风起云涌，形成了一个庞大的产业。以美国为例，2006年底，美国共同基金的净资产总额已达10.4万亿美元，超过了商业银行的资产规模；2007年，达到12万亿美元。基金产业已经与银行业、证券业、保险业并驾齐驱，成为现代金融体系的四大支柱之一。

（二）我国证券投资基金业发展概况

证券投资基金在我国发展的时间还比较短，但在证券监管机构的大力扶植下，在短短几年时间里获得了突飞猛进的发展。1997年11月，国务院颁布《证券投资基金管理暂行办法》；1998年3月，两只封闭式基金——基金金泰、基金开元设立，分别由国泰基金管理公司和南方基金管理公司管理；2004年6月1日，我国《证券投资基金法》正式实施，以法律形式确认了证券投资基金在资本市场及社会主义市场经济中的地位和作用，成为中国证券投资基金业发展史上的一个重要里程碑。证券投资基金业从此进入崭新的发展阶段，基金数量和规模迅速增长，市场地位日趋重要，呈现出下列特点：

1. 基金规模快速增长，开放式基金后来居上，逐渐成为基金设立的主流形式。1998年—2001年9月是我国封闭式基金发展阶段，在此期间，我国证券市场只有封闭式基金。2000年10月8日，中国证监会发布了《开放式证券投资基金试点办法》；2001年9月，我国第一只开放式基金诞生。此后，我国基金业进入开放式基金发展阶段，开放式基金成为基金设立的主要形式。而封闭式基金由于一直处于高折价交易状态，2002年8月后的5年内没有发行新的封闭式基金，封闭式基金的发展陷入停滞状态。且自2006年开始，随着我国早期发售的封闭式基金到期日的逐步临近，陆续有到期封闭式基金转为开放式基金。到2007年底，已有20多只封闭式基金转为开放式基金。

截至2008年底，我国共有证券投资基金438只，净值总额合计约为1.95万亿元，约占我国股票流通市值的16.10%左右。在438只基金中，有32只封闭式基金，基金净值总额约0.08万亿元；有406只开放式基金，净值总额合计约1.87万亿元，占全部基金净值总额的96.3%。

2. 基金产品差异化日益明显，基金的投资风格也趋于多样化。我国的基金产品除股票型基金外，债券基金、货币市场基金、保本基金、指数基金等纷纷问世。2007年，封闭式基金也有一些创新发展。如大成优选基金，它将一只基金分成两级份额，不同部分的划分是以其预期风险和收益

为标准的。预期风险和收益较低的部分为优先级份额，预期风险和收益较高的部分则为普通级份额，因此又称为分级股票型证券投资基金。在投资风格方面，除传统的成长型基金、混合型基金外，还有收益型基金、价值型基金等。

3. 中国基金业发展迅速，对外开放的步伐加快。近年来，我国基金业发展迅速，基金管理公司家数不断增加，管理基金规模不断扩大。截至2007年末，我国已有基金管理公司59家，其中中外合资基金管理公司28家，且2007年出现了第1家管理基金规模超过千亿元的基金公司。在基金管理公司数量不断增加的同时，其业务范围也有所扩大，2007年11月中国证监会基金部发布《基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法》，允许符合条件的基金管理公司开展为特定客户管理资产的业务。此外，2006年中国基金业也开始了国际化航程，目前获得合格境内机构投资者(QDII)资格的国内基金管理公司已可以通过募集基金投资国际市场，即QDII基金。

(三) 证券投资基金的特点

证券投资基金之所以在许多国家受到投资者的广泛欢迎，发展迅速，与证券投资基金本身的特点有关。作为一种现代化投资工具，证券投资基金所具备的特点是十分明显的。

1. 集合投资。基金的特点是将零散的资金汇集起来，交给专业机构投资于各种金融工具，以谋取资产的增值。基金对投资的最低限额要求不高，投资者可以根据自己的经济能力决定购买数量，有些基金甚至不限制投资额大小，因此，基金可以最广泛地吸收社会闲散资金，集腋成裘，汇成规

模巨大的投资资金。在参与证券投资时，资本越雄厚，优势越明显，而且可能享有大额投资在降低成本上的相对优势，从而获得规模效益的好处。

2. 分散风险。以科学的投资组合降低风险、提高收益是基金的另一大特点。在投资活动中，风险和收益总是并存的，因此，“不能将鸡蛋放在一个篮子里”。但是，要实现投资资产的多样化，需要一定的资金实力。对小额投资者而言，由于资金有限，很难做到这一点，而基金则可以帮助中小投资者解决这个困难，即可以凭借其集中的巨额资金，在法律规定的投资范围内进行科学的组合，分散投资于多种证券，实现资产组合多样化。通过多元化的投资组合，一方面借助于资金庞大和投资者众多的优势使每个投资者面临的投资风险变小，另一方面，利用不同投资对象之间收益率变化的相关性，达到分散投资风险的目的。

3 专业理财。将分散的资金集中起来以信托方式交给专业机构进行投资运作，既是证券投资基金的一个重要特点，也是它的一个重要功能。基金实行专业理财制度，由受过专门训练、具有比较丰富的证券投资经验的专业人员运用各种技术手段收集、分析各种信息资料，预测金融市场上各个品种的价格变动趋势，制订投资策略和投资组合方案，从而可避免投资决策失误，提高投资收益。对于那些没有时间，或者对市场不太熟悉的中小投资者来说，投资于基金可以分享基金管理人在市场信息、投资经验、金融知识和操作技术等方面所拥有的优势，从而尽可能地避免盲目投资带来的失误。

(四) 证券投资基金的作用

1 基金为中小投资者拓宽了投资渠道。对中小投资者来说，存款或买债券较为稳妥，但收益率较低；投资于股票有可能获得较高收益，但风险较大。证券投资基金作为一种新型的投资工具，将众多投资者的小额资金汇集起来进行组合投资，由专家来管理和运作，经营稳定，收益可观，为中小投资者提供了较为理想的间接投资工具，大大拓宽了中小投资者的投资渠道。在美国，有 50% 左右的家庭投资于基金，基金占有所有家庭资产的 40% 左右。因此可以说，基金已进入了寻常百姓家，成为大众化的投资工具。

2 有利于证券市场的稳定和发展。第一，基金的发展有利于证券市场

的稳定。证券市场的稳定与否同市场的投资者结构密切相关。基金的出现和发展，能有效地改善证券市场的投资者结构。基金由专业投资人士经营管理，其投资经验比较丰富，收集和分析信息的能力较强，投资行为相对理性，客观上能起到稳定市场的作用。同时，基金一般注重资本的长期增长，多采取长期的投资行为，较少在证券市场上频繁进出，能减少证券市场的波动。第二，基金作为一种主要投资于证券市场的金融工具，它的出现和发展增加了证券市场的投资品种，扩大了证券市场的交易规模，起到了丰富和活跃证券市场的作用。随着基金的发展壮大，它已成为推动证券市场发展的主要动力。

（五）证券投资基金与股票、债券的区别

1. 反映的经济关系不同。股票反映的是所有权关系，债券反映的是债权债务关系，而基金反映的则是信托关系，但公司型基金除外。

2. 所筹集资金的投向不同。股票和债券是直接投资工具，筹集的资金主要投向实业，而基金是间接投资工具，所筹集的资金主要投向有价证券等金融工具。

3. 风险水平不同。股票的直接收益取决于发行公司的经营效益，不确定性强，投资于股票有较大的风险。债券的直接收益取决于债券利率，而债券利率一般是事先确定的，投资风险较小。基金主要投资于有价证券，投资选择灵活多样，从而使基金的收益有可能高于债券，投资风险又可能小于股票。因此，基金能满足那些不能或不宜直接参与股票、债券投资的个人或机构的需要。

一、证券投资基金的分类

（一）按基金的组织形式不同，可分为契约型基金和公司型基金

契约型基金又称为单位信托基金，是指将投资者、管理人、托管人三者作为信托关系的当事人，通过签订基金契约的形式发行受益凭证而设立的一种基金。契约型基金起源于英国，后来在中国香港、新加坡、印度尼西亚等国家和地区十分流行。契约型基金是基于信托原理而组织起来的代理投资方式，没有基金章程，也没有公司董事会，而是通过基金契约来规范三方当事人的行为。基金管理人负责基金的管理操作；基金托管人作为

基金资产的名义持有人，负责基金资产的保管和处置，对基金管理人的运作实行监督。

公司型基金是依据基金公司章程设立，在法律上具有独立法人地位的股份投资公司。公司型基金以发行股份的方式募集资金，投资者购买基金

公司的股份后，以基金持有人的身份成为基金公司的股东，凭其持有的股份依法享有投资收益。公司型基金在组织形式上与股份有限公司类似，由股东选举董事会，由董事会选聘基金管理公司，基金管理公司负责管理基金的投资业务。

1 公司型基金的特点：

(1)基金的设立程序类似于一般股份公司，基金本身为独立法人机构。但不同于一般股份公司的是，它委托基金管理公司作为专业的财务顾问或管理人来经营、管理基金资产。

(2)基金的组织结构与一般股份公司类似，设有董事会和持有人大会。基金资产归基金所有。

2 契约型基金与公司型基金的区别：

(1)资金的性质不同。契约型基金的资金是通过发行基金份额筹集起来的信托财产；公司型基金的资金是通过发行普通股票筹集的公司法人的资本。

(2)投资者的地位不同。契约型基金的投资者购买基金份额后成为基金契约的当事人之一，投资者既是基金的委托人，即基于对基金管理人的信任，将自己的资金委托给基金管理人管理和营运，又是基金的受益人，即享有基金的受益权。公司型基金的投资者购买基金公司的股票后成为该公司的股东，因此，公司型基金的投资者对基金运作的影响比契约型基金的投资者大。

(3)基金的营运依据不同。契约型基金依据基金契约营运基金，公司型基金依据基金公司章程营运基金。

由此可见，契约型基金和公司型基金在法律依据、组织形式以及有关当事人的地位等方面是不同的，但它们都是把投资者的资金集中起来，按照基金设立时所规定的投资目标和策略，将基金资产分散投资于众多的金融产品上，获取收益后再分配给投资者的投资方式。

（二）按基金运作方式不同，可分为封闭式基金和开放式基金

封闭式基金是指经核准的基金份额总额在基金合同期限内固定不变，基金份额可以在依法设立的证券交易场所交易，但基金份额持有人不得申请赎回的基金。由于封闭式基金在封闭期内不能追加认购或赎回，投资者只能通过证券经纪商在二级市场上进行基金的买卖。封闭式基金的期限是指基金的存续期，即基金从成立起到终止之间的时间。决定基金期限长短的因素主要有两个：一是基金本身投资期限的长短。一般来说，如果基金的目标是进行中长期投资，其存续期就可长一些；反之，如果基金的目标是进行短期投资（如货币市场基金），其存续期就可短一些。二是宏观经济形势。一般来说，如果经济稳定增长，基金存续期就可长一些，否则应相对短一些。当然，在现实中，存续期还应依据基金发起人和众多投资者的要求来确定。基金期限届满即为基金终止，管理人应组织清算小组对基金资产进行清产核资，并将清产核资后的基金净资产按照投资者的出资比例进行公正合理的分配。

开放式基金是指基金份额总额不固定，基金份额可以在基金合同约定的时间和场所申购或者赎回的基金。为了满足投资者赎回资金、实现变现的要求，开放式基金一般都从所筹资金中拨出一定比例，以现金形式保持

这部分资产。这虽然会影响基金的盈利水平，但作为开放式基金来说是必需的。

封闭式基金与开放式基金有以下主要区别：

1. 期限不同。封闭式基金有固定的存续期，通常在 5 年以上，一般为 10 年或 15 年，经受益人大会通过并经主管机关同意可以适当延长期限。开放式基金没有固定期限，投资者可随时向基金管理人赎回基金份额，若大量赎回甚至会导致清盘。

2. 发行规模限制不同。封闭式基金的基金规模是固定的，在封闭期限内未经法定程序认可不能增加发行。开放式基金没有发行规模限制，投资者可随时提出申购或赎回申请，基金规模随之增加或减少。

3. 基金份额交易方式不同。封闭式基金的基金份额在封闭期限内不能赎回，持有人只能在证券交易场所出售给第三者，交易在基金投资者之间完成。开放式基金的投资者则可以在首次发行结束一段时间后，随时向基

第四毒 证券投资基金 I 115

金管理人或其销售代理人提出申购或赎回申请，绝大多数开放式基金不上市交易，交易在投资者与基金管理人或其销售代理人之间进行。

4 基金份额的交易价格计算标准不同。封闭式基金与开放式基金的基金份额除了首次发行价都是按面值加一定百分比的购买费计算外，以后的交易计价方式不同。封闭式基金的买卖价格受市场供求关系的影响，常出现溢价或折价现象，并不必然反映单位基金份额的净资产值。开放式基金的交易价格则取决于每一基金份额净资产值的大小，其申购价一般是基金份额净资产值加一定的购买费，赎回价是基金份额净资产值减去一定的赎回费，不直接受市场供求影响。

5. 基金份额资产净值公布的时间不同。封闭式基金一般每周或更长时间公布一次，开放式基金一般在每个交易日连续公布。

6. 交易费用不同。投资者在买卖封闭式基金时，在基金价格之外要支付手续费；投资者在买卖开放式基金时，则要支付申购费和赎回费。

7. 投资策略不同。封闭式基金在封闭期内基金规模不会减少，因此可进行长期投资，基金资产的投资组合能有效地在预定计划内进行。开放式基金因基金份额可随时赎回，为应付投资者随时赎回兑现，所募集的资金不能全部用来投资，更不能把全部资金用于长期投资，必须保持基金资产的流动性，在投资组合上须保留一部分现金和高流动性的金融工具。

（三）按投资标的划分，可分为国债基金、股票基金、货币市场基金等

1 国债基金。国债基金是一种以国债为主要投资对象的证券投资基金。由于国债的年利率固定，又有国家信用作为保证，因而这类基金的风险较低，适合于稳健型投资者。国债基金的收益会受市场利率的影响，当市场利率下调时，其收益会上升；反之，若市场利率上调，其收益将下降。除此以外，汇率也会影响基金的收益，管理人在购买国际债券时，往往还需要在外汇市场上进行套期保值。

2. 股票基金。股票基金是指以上市股票为主要投资对象的证券投资基金。股票基金的投资目标侧重于追求资本利得和长期资本增值。基金管理人拟定投资组合，将资金投放到一个或几个国家、甚至全球的股票市场，以达到分散投资、降低风险的目的。

股票基金是最重要的基金品种，它的优点是资本的成长潜力较大，投

资者不仅可以获得资本利得，还可以通过股票基金将较少的资金投资于各类股票，从而实现在降低风险的同时保持较高收益的投资目标。按基金投资的分散化程度，可将股票基金划分为一般股票基金和专门化股票基金。前者分散投资于各种普通股票，风险较小；后者专门投资于某一行业、某一地区的股票，风险相对较大。由于股票投资基金聚集了巨额资金，几只甚至 1 只大规模的基金就可以引发股市动荡，所以各国政府对股票基金的监管都十分严格，不同程度地规定了基金购买某一家上市公司的股票总额不得超过基金资产净值的一定比例，以防止基金过度投机和操纵股市。

3. 货币市场基金。货币市场基金是以货币市场工具为投资对象的一种基金，其投资对象期限在 1 年以内，包括银行短期存款、国库券、公司短期债券、银行承兑票据及商业票据等货币市场工具。货币市场基金的优点是资本安全性高，购买限额低，流动性强，收益较高，管理费用低，有些还不收取赎回费用。因此，货币市场基金通常被认为是低风险的投资工具。

对于货币市场基金的投资运作，我国证券监管部门作出了较为严格的规定。按照中国证监会发布的《货币市场基金管理暂行办法》以及其他有关规定，目前我国货币市场基金能够进行投资的金融工具主要包括：

(1)现金；(2)1 年以内（含 1 年）的银行定期存款、大额存单；(3)剩余期限在 397 天以内（含 397 天）的债券；(4)期限在 1 年以内（含 1 年）的债券回购；(5)期限在 1 年以内（含 1 年）的中央银行票据；(6)剩余期限在 397 天以内（含 397 天）的资产支持证券；(7)中国证监会、中国人民银行认可的其他具有良好流动性的货币市场工具。

货币市场基金不得投资于以下金融工具：(1)股票；(2)可转换债券；(3)剩余期限超过 397 天的债券；(4)信用等级在 AAA 级以下的企业债券；(5)国内信用评级机构评定的 A-1 级或相当于 A-1 级的短期信用级别及该标准以下的短期融资券；(6)流通受限的证券；(7)中国证监会、中国人民银行禁止投资的其他金融工具 a

4. 指数基金。指数基金是 20 世纪 70 年代以来出现的新的基金品种。其特点是：投资组合模仿某一股价指数或债券指数，收益随着即期的价格指数上下波动。当价格指数上升时，基金收益增加；反之，收益减少。基金因始终保持即期的市场平均收益水平，因而收益不会太高，也不会太低。指数基金的优势是：(1)费用低廉。指数基金的管理费较低，尤其交易费用较低。(2)风险较小。由于指数基金的投资非常分散，可以完全消除投资组合的非系统风险，而且可以避免由于基金持股集中带来的流动性风险。(3)在以机构投资者为主的市场中，指数基金可获得市场平均收益率，可以为股票投资者提供比较稳定的投资回报。(4)指数基金可以作为避险套利的工具。对于投资者尤其是机构投资者来说，指数基金是他们避险套利的重要工具。由于指数基金收益率的稳定性、投资的分散性以及高流动性，特别适于社保基金等数额较大、风险承受能力较低的资金投资。

5. 黄金基金。黄金基金是指以黄金或其他贵金属及其相关产业的证券为主要投资对象的基金。其收益率一般随贵金属的价格波动而变化。

6. 衍生证券投资基金。衍生证券投资基金是一种以衍生证券为投资对象的基金，包括期货基金、期权基金、认股权证基金等。这种基金风险大，

因为衍生证券一般是高风险的投资品种。

(四) 按投资目标划分, 可分为成长型基金、收入型基金和平衡型基金

1 成长型基金。成长型基金追求的是基金资产的长期增值。为了达到这一目标, 基金管理人通常将基金资产投资于信誉度较高、有长期成长前景或长期盈余的所谓成长公司的股票。成长型基金又可分为稳健成长型基金和积极成长型基金。

2 收入型基金。收入型基金主要投资于可带来现金收入的有价证券, 以获取当期的最大收入为目的。收入型基金资产的成长潜力较小, 损失本金的风险相对也较低, 一般可分为固定收入型基金和股票收入型基金。固定收入型基金的主要投资对象是债券和优先股, 因而尽管收益率较高, 但长期成长的潜力很小, 而且当市场利率波动时, 基金净值容易受到影响。股票收入型基金的成长潜力比较大, 但易受股市波动的影响。

3 平衡型基金。平衡型基金将资产分别投资于两种不同特性的证券上, 并在以取得收入为目的的债券及优先股和以资本增值为目的的普通股之间进行平衡。这种基金一般将 75% 的资产投资于债券及优先股, 其余的投资于普通股。平衡型基金的主要目的是从其投资组合的债券中得到适当的利息收益, 与此同时又可以获得普通股的升值收益。投资者既可获得当期收入, 又可得到资金的长期增值。平衡型基金的特点是风险比较低, 缺点是成长的潜力不大。

(五) 交易所交易的开放式基金

交易所交易的开放式基金是传统封闭式基金的交易便利性与开放式基金可赎回性相结合的一种新型基金。目前, 我国沪、深证券交易所已经分别推出交易型开放式指数基金和上市开放式基金两类变种。

1. ETF ETF 是英文 “Exchange Traded Fund” 的简称, 常被译为 “交易所交易基金”, 上海证券交易所则将其定名为 “交易型开放式指数基金”。ETF 是一种在交易所上市交易的、基金份额可变的一种基金运作方式。ETF 结合了封闭式基金与开放式基金的运作特点, 一方面可以像封闭式基金一样在交易所二级市场进行买卖, 另一方面又可以像开放式基金一样申购、赎回。不同的是, 它的申购是用一揽子股票换取 ETF 份额, 赎回时也是换回一揽子股票而不是现金。这种交易方式使该类基金存在一、二级市场之间的套利机制, 可有效防止类似封闭式基金的大幅折价现象。

(1) ETF 的产生 ETF 出现于 20 世纪 90 年代初期。加拿大多伦多证券交易所于 1991 年推出的指数参与份额 (TIPs) 是严格意义上最早出现的 ETF, 但于 2000 年终止。现存最早的 ETF 是美国证券交易所 (AMEX) 于 1993 年推出的标准普尔存托凭证 (SPDRs)。尽管出现的时间不长, 但其发展非常迅速。今天, 全球主要的证券交易所网站多半在首页醒目位置设立 ETF 专区, QQQ、SP-DR、DIAMONDS、WEB 这类过去人们十分陌生的名词已经成为投资专业人士津津乐道的对象, 若干衍生产品市场也及时推出了以 ETF 为基础的衍生工具。在亚洲地区, 自 1999 年我国香港地区推出盈富基金以来, 新加坡、日本、我国台湾等地的交易所也纷纷推出了 ETF 产品 (我国香港称 “交易所买卖基金”, 我国台湾称 “指数股票型证券投资信托基金”)。2004 年 12 月 30 日, 我国华夏基金管理公司以上证 50 指数为模板, 募集设立了 “上证 50 交易型开放式指数证券投资基金” (简称

“50ETF”)，并于2005年2月23日在上海证券交易所上市交易，采用的是完全复制法。2006年2月21日，易方达深证100ETF正式发行，这是深圳证券交易所推出的第一只ETF。目前，在上海和深圳证券交易所交易的ETF共有5只。

(2) ETF 的运行。

①参与主体。ETF主要涉及3个参与主体，即发起人、受托人和投资者。发起人即基金产品创始人，一般为证券交易所或大型基金管理公司、证券公司。受托人受发起人委托托管和控制股票信托组合的所有资产。由于指数型ETF采用指数化投资策略，除非指数有变，一般受托人不用时常调整股票组合，但管理型投资公司ETF的受托人有一定的投资决策自由处置权。受托人一般为银行、信托投资公司等金融机构。投资者为购买ETF的机构或个人。

②基础指数选择及模拟。指数型ETF能否发行成功与基础指数的选择有密切关系。基础指数应该是有大量的市场参与者广泛使用的指数，以体现它的代表性和流动性，同时基础指数的调整频率不宜过于频繁，以免影响指数股票组合与基础指数间的关联性。

为实现模拟指数的目的，发起人将组合基础指数的成分股票，然后将构成指数的股票种类及权重交付受托机构托管形成信托资产。当指数编制机构对样本股票或权重进行调整时，受托机构必须对信托资产进行相应调整，同时在二级市场进行买进或卖出，使ETF的净值与指数始终保持联动关系。

③构造单位的分割。指数型ETF的发起人将组成基础指数的股票依照组成指数的权重交付信托机构托管成为信托资产后，即以此为实物担保通过信托机构向投资者发行ETF。ETF的发行量取决于每构造单位净值的高低。这种股票缝合资产分割程序，使ETF的单位净值与损益变化和股价指数的走势相联系。一个构造单位价值应符合投资者的交易习惯，不能太高或太低，通常将一个构造单位的净值设计为标准指数的某一百分比。构造单位的分割使投资者买卖ETF的最低投资金额远远低于买入各指数成分股所需的最低投资金额，实现了以较低金额投资整个市场的目的，并为投资者进行价值评估和市场交易提供了便利。

④构造单位的申购与赎回。ETF的重要特征在于它独特的双重交易机制。ETF的双重交易特点表现在它的申购和赎回与ETF本身的市场交易是分离的，分别在一级市场和二级市场进行。也就是说，ETF同时为投资者提供了两种不同的交易方式：一方面投资者可以在一级市场交易ETF，即进行申购与赎回；另一方面，投资者可以在二级市场交易ETF，即在交易所挂牌交易。

在一级市场，ETF的申购和赎回一般都规定了数量限制，即一个构造

单位及其整数倍，低于一个构造单位的申购和赎回不予接受。投资者在申购和赎回时，使用的不是现金，而是一揽子股票。由于构造单位就是一组复制的与该ETF基础股价指数成分股的数量和比例相同的股票组合，因此，在申购时，投资者可以从相关的股票市场购买一组包含于某一ETF之内的基础个股，并将它们交付给ETF的托管银行；托管银行在交割后，再将相应数量的ETF份额交给投资者。当投资者所交付的投资组合价值与

ETF -个或数个构造单位的价值不相等时，差额由现金补齐。赎回时，投资者将 ETF 的份额交回到托管银行，换回一揽子股票，而不是现金。这种以货代款的交易方式使 ETF 不必为应付投资者的经常性赎回而保留大量现金，提高了资金使用效率。由于在一级市场 ETF 申购、赎回的金额巨大，而且是以实物股票的形式进行大宗交易，因此只适合于机构投资者。这些机构投资者通常是证券公司或大型机构投资者，他们参与创造新的 ETF 构造单位，是为了建立自己的存货头寸或满足客户购买 ETF 的需求。

ETF 的二级市场交易以在证券交易所挂牌交易方式进行，任何投资者，不管机构投资者，还是个人投资者，都可以通过经纪人在证券交易所随时购买或出售 ETF 份额。投资者在二级市场上买卖 ETF 的基金份额与基金本身不发生直接关系，他们只是在二级市场交换基金份额的所有权。机构投资者可以在二级市场对构造单位进行分解，并在交易所通过经纪人向个人投资者提供 ETF 份额。对个人投资者而言，ETF 的二级市场交易机制为他们提供了诸多方便。ETF 的二级市场交易价格与其资产净值非常接近，一般不存在大的折价或溢价。这是因为 ETF 的二级市场价格与其资产净值背离时，套利者就会利用申购、赎回机制和二级市场交易机制在一、二级市场之间进行套利交易，使 ETF 的价格很快回复到其净资产值附近。当然，申购、赎回的规模限制使套利机制的作用受到一定限制，但从美国的实践看，ETF 的二级市场交易价格与单位净值基本是一致的。

2. LOFo 上市开放式基金(Limited Open - ended Funds, LOF)是一种可以同时在场外市场进行基金份额申购、赎回，在交易所进行基金份额交易，并通过份额转托管机制将场外市场与场内市场有机地联系在一起的一种新的基金运作方式。

尽管同样是交易所交易的开放式基金，但就产品特性看，深圳证券交易所推出的 LOF 在世界范围内具有首创性。与 ETF 相区别，LOF 不一定采用指数基金模式，同时，申购和赎回均以现金进行。2004 年 10 月 14 日，南方基金管理公司募集设立了南方积极配置证券投资基金，并于 2004 年 12 月 20 日在深圳证券交易所上市交易。截至 2007 年底，已经有 25 只 LOF 在深圳证券交易所上市交易。

第二节 证券投资基金当事人

一、证券投资基金份额持有人

基金份额持有人即基金投资者，是基金的出资人、基金资产的所有者和基金投资回报的受益人。

(一) 基金份额持有人的权利

基金份额持有人的基本权利包括对基金收益的享有权、对基金份额的转让权和在一定程度上对基金经营决策的参与权。对于不同类型的基金，持有人对投资决策的影响方式是不同的。在公司型基金中，基金份额持有人通过股东大会选举产生基金公司的董事会来行使对基金公司重大事项的决策权，对基金运作的影响力大些。而在契约型基金中，基金份额持有人只能通过召开基金受益人大会对基金的重大事项作出决议，但对基金日常决策一般不能施加直接影响。我国《证券投资基金法》规定，基金份额持有人享有下列权利：分享基金财产收益；参与分配清算后的剩余基金财产；依法转让或者申请赎回其持有的基金份额；按照有关规定召开基金份额持有人大会；对基金份额持有人大会审议事项行使表决权；查阅或者复制公

开披露的基金信息资料；对基金管理人、基金托管人、基金份额发售机构损害其合法权益的行为依法提起诉讼；基金合同约定的其他权利。

我国《证券投资基金法》规定，下列事项应当通过召开基金份额持有人大会审议决定：提前终止基金合同；基金扩募或者延长基金合同期限；转换基金运作方式；提高基金管理人、基金托管人的报酬标准；更换基金管理人、基金托管人；基金合同约定的其他事项。

基金份额持有人大会由基金管理人召集；基金管理人未按规定召集或者不能召集时，由基金托管人召集。代表基金份额 10% 以上的基金份额持有人就同一事项要求召开基金份额持有人大会，而基金管理人、基金托管人都不召集的，代表基金份额 10% 以上的基金份额持有人有权自行召集，并报国务院证券监督管理机构备案。

（二）基金份额持有人的义务

基金份额持有人必须承担一定的义务，这些义务包括：遵守基金契约；缴纳基金认购款项及规定的费用；承担基金亏损或终止的有限责任；不从事任何有损基金及其他基金投资人合法权益的活动；在封闭式基金存续期间，不得要求赎回基金份额；在封闭式基金存续期间，交易行为和信息披露必须遵守法律、法规的有关规定；法律、法规及基金契约规定的其他义务。

一、证券投资基金管理人

（一）基金管理人的概念

基金管理人负责基金发起设立与经营管理的专业性机构。我国《证券投资基金法》规定，基金管理人由依法设立的基金管理公司担任。基金管理公司通常由证券公司、信托投资公司或其他机构等发起成立，具有独立法人地位。基金管理人作为受托人，必须履行“诚信义务”。基金管理人的目标函数是受益人利益的最大化，因而，不得出于自身利益的考虑损害基金持有人的利益。

（二）基金管理人的资格

基金管理人的主要业务是发起设立基金和管理基金。由于基金份额持有人通常是人数众多的中小投资者，为了保护这些投资者的利益，必须对基金管理人的资格作出严格规定，使基金管理人更好地负起管理基金的责任。对基金管理人需具备的条件，各个国家和地区有不同的规定。我国

《证券投资基金法》规定：“设立基金管理公司，应当具备下列条件，并经国务院证券监督管理机构批准：有符合本法和《中华人民共和国公司法》规定的章程；注册资本不低于一亿元人民币，且必须为实缴货币资本；主要股东具有从事证券经营、证券投资咨询、信托资产管理或者其他金融资产管理的较好的经营业绩和良好的社会信誉，最近三年没有违法记录，注册资本不低于三亿元人民币；取得基金从业资格的人员达到法定人数；有符合要求的营业场所、安全防范设施和与基金管理业务有关的其他设施；有完善的内部稽核监控制度和风险控制制度；法律、行政法规规定的和经国务院批准的国务院证券监督管理机构规定的其他条件。”

（三）基金管理人的职责

我国《证券投资基金法》规定：“基金管理人应当履行下列职责：依法募集基金，办理或者委托经国务院证券监督管理机构认定的其他机构代

为办理基金份额的发售、申购、赎回和登记事宜；办理基金备案手续；对所管理的不同基金财产分别管理、分别记账，进行证券投资；按照基金合同的约定确定基金收益分配方案，及时向基金份额持有人分配收益；进行基金会计核算并编制基金财务会计报告；编制中期和年度基金报告；计算并公告基金资产净值，确定基金份额申购、赎回价格；办理与基金财产管理业务活动有关的信息披露事项；召集基金份额持有人大会；保存基金财产管理业务活动的记录、账册、报表和其他相关资料；以基金管理人当义，代表基金份额持有人利益行使诉讼权利或者实施其他法律行为；国务院证券监督管理机构规定的其他职责。”

我国《证券投资基金法》规定：“基金管理人不得有下列行为：将其固有财产或者他人财产混同于基金财产从事证券投资；不公平地对待其管理的不同基金财产；利用基金财产为基金份额持有人以外的第三人牟取利益；向基金份额持有人违规承诺收益或者承担损失；依照法律、行政法规有关规定，由国务院证券监督管理机构规定禁止的其他行为。”

（四）基金管理人的更换条件

我国《证券投资基金法》规定：“有下列情形之一的，基金管理人职责终止：被依法取消基金管理资格；被基金份额持有人大会解任；依法解散、被依法撤销或者被依法宣告破产；基金合同约定的其他情形。”

（五）我国基金管理公司的主要业务范围

目前我国基金管理公司的业务主要包括：证券投资基金的募集与管理、

资产管理业务和投资咨询服务；此外，基金管理公司还可以从事企业年金管理、全国社会保障基金投资管理业务等。

1. 证券投资基金业务。证券投资基金业务是基金管理公司最核心的一项业务，主要包括基金募集与销售、基金的投资管理和基金营运服务。按照《证券投资基金法》的规定，依法募集基金是基金管理公司的一项法定权利，其他任何机构不得从事基金的募集活动。基金管理公司应当按照基金合同的约定，对基金进行投资管理及基金注册登记、核算与估值、基金清算和信息披露等业务。

2. 受托资产管理业务。根据 2008 年 1 月 1 日开始施行的《基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法》的规定，符合条件的基金管理公司既可以为单一客户办理特定资产管理业务，也可以为特定的多个客户办理特定资产管理业务。但为特定多个客户办理资产管理业务还需中国证监会另行规定。基金管理公司为单一客户办理特定资产管理业务的，客户委托的初始资产不得低于 5 000 万元人民币。

基金管理公司申请开展特定客户资产管理业务需具备下列基本条件：
(1)净资产不低于 2 亿元人民币
(2)在最近一个季度末资产管理规模不低于 200 亿元人民币或等值外汇资产
(3)经营行为规范，管理证券投资基金 2 年以上且最近 1 年内没有因违法违规行为受到行政处罚或被监管机构责令整改，没有因违法违规行为正在被监管机构调查。

3. 投资咨询服务 2006 年 2 月，中国证监会基金部《关于基金管理公司向特定对象提供投资咨询服务有关问题的通知》规定，基金管理公司不需报经中国证监会审批，可以直接向合格境外机构投资者、境内保险公司及其他依法设立运作的机构等特定对象提供投资咨询服务。同时规定，基

金管理公司向特定对象提供投资咨询服务时，不得有侵害基金份额持有人和其他客户的合法权益、承诺投资收益、与投资咨询客户约定分享投资收益或者分担投资损失、通过广告等公开方式招揽投资咨询客户以及代理投资咨询客户从事证券投资的行为。

三、证券投资基金托管人

为充分保障基金投资者的权益，防止基金资产被挪作他用，各国的证券投资信托法规都规定必须由某一托管机构，即基金托管人来对基金管理

机构的投资操作进行监督和保管基金资产。如美国 1940 年《投资公司法》规定，投资公司（即基金公司）应将基金的证券、资产及现金存放于托管公司，托管公司应为基金设立独立账户，分别管理，定期检查。

（一）基金托管人的概念

基金托管人又称基金保管人，是依据基金运行中“管理与保管分开”的原则对基金管理人进行监督和保管基金资产的机构，是基金持有人权益的代表，通常由有实力的商业银行或信托投资公司担任。基金托管人与基金管理人签订托管协议，在托管协议规定的范围内履行自己的职责并收取一定的报酬。基金托管人在基金的运行过程中起着不可或缺的作用。

（二）基金托管人的条件

基金托管人的作用决定了它对所托管的基金承担着重要的法律及行政责任，因此，有必要对托管人的资格作出明确规定。概括地说，基金托管人应该是完全独立于基金管理机构、具有一定的经济实力、实收资本达到一定规模、具有行业信誉的金融机构。

我国《证券投资基金法》规定，基金托管人由依法设立并取得基金托管资格的商业银行担任。

申请取得基金托管资格，应当具备下列条件，并经国务院证券监督管理机构和国务院银行业监督管理机构核准：净资产和资本充足率符合有关规定；设有专门的基金托管部门；取得基金从业资格的专职人员达到法定人数；有安全保管基金财产的条件；有安全高效的清算、交割系统；有符合要求的营业场所、安全防范设施和与基金托管业务有关的其他设施；有完善的内部稽核监控制度和风险控制制度；法律、行政法规规定的和经国务院批准的国务院证券监督管理机构、国务院银行业监督管理机构规定的其他条件。

（三）基金托管人的职责

我国《证券投资基金法》规定，基金托管人应当履行下列职责：安全保管基金财产；按照规定开设基金财产的资金账户和证券账户；对所托管的不同基金财产分别设置账户，确保基金财产的完整与独立；保存基金托

管业务活动的记录、账册、报表和其他相关资料；按照基金合同的约定，根据基金管理人的投资指令，及时办理清算、交割事宜；办理与基金托管业务活动有关的信息披露事项；对基金财务会计报告、中期和年度基金报告出具意见；复核、审查基金管理人计算的基金资产净值和基金份额申购、赎回价格；按照规定召集基金份额持有人大会；按照规定监督基金管理人的投资运作；国务院证券监督管理机构规定的其他职责。

（四）基金托管人的更换条件

我国《证券投资基金法》规定，有下列情形之一的，基金托管人职责终止：被依法取消基金托管资格；被基金份额持有人大会解任；依法解散、被依法撤销或者被依法宣告破产；基金合同约定的其他情形。

四、证券投资基金当事人之间的关系

（一）持有人与管理人之间的关系

在基金的当事人中，基金份额持有人通过购买基金份额或基金股份，参加基金投资并将资金交给基金管理人管理，享有基金投资的收益权，是基金资产的终极所有者和基金投资收益的受益人。基金管理人则是接受基金份额持有人的委托，负责对所筹集的资金进行具体的投资决策和日常管理，并有权委托基金托管人保管基金资产的金融中介机构。因此，基金份额持有人与基金管理人之间的关系是委托人、受益人与受托人的关系，也是所有者和经营者之间的关系。

（二）管理人与托管人之间的关系

基金管理人与托管人的关系是相互制衡的关系。基金管理人由投资专业人员组成，负责基金资产的经营；托管人由主管机关认可的金融机构担任，负责基金资产的保管，依据基金管理机构的指令处置基金资产并监督管理人的投资运作是否合法合规。对基金管理人而言，处理有关证券、现金收付的具体事务交由基金托管人办理，自己就可以专心从事资产的运用和投资决策。基金管理人和基金托管人均对基金份额持有人负责。他们的权利和义务在基金合同或基金公司章程中已预先界定清楚，任何一方有违规之处，对方都应当监督并及时制止，直至请求更换违规方。这种相互制衡的运行机制，有利于基金信托财产的安全和基金运用的绩效。但是这种机制的作用得以有效发挥的前提是基金托管人与基金管理人必须严格分开，由不具有任何关联关系的不同机构或公司担任，两者在财务上、人事上、法律地位上应该完全独立。

（三）持有人与托管人之间的关系

基金份额持有人与托管人的关系是委托与受托的关系，也就是说，基金份额持有人将基金资产委托给基金托管人保管。对持有人而言，将基金资产委托给专门的机构保管，可以确保基金资产的安全；对基金托管人而言，必须对基金份额持有人负责，监管基金管理人的行为，使其经营行为符合法律法规的要求，为基金份额持有人的利益而勤勉尽责，保证资产安全，提高资产的报酬。

第三节证券投资基金的费用与资产估值

一、证券投资基金的费用

基金从设立到终止都要支付一定的费用。通常情况下，基金所支付的费用主要有以下几个方面：

（一）基金管理费

基金管理费是指从基金资产中提取的、支付给为基金提供专业化服务的基金管理人的费用，即管理人为管理和操作基金而收取的费用。基金管理费通常按照每个估值日基金净资产的一定比率（年率）逐日计提，累计至每月月底，按月支付，管理费率的大小通常与基金规模成反比，与风险成正比。基金规模越大，风险越小，管理费率就越低；反之，则越高。不同的国家及不同种类的基金，管理费率不完全相同。在美国，各种基金的年管理费率通常在基金资产净值的1%左右。在各种基金中，货币市场基

金的年管理费率最低，约为基金资产净值的 0.25%—1%；其次为债券基

金，约为 0.50%—1.5%；股票基金居中，约为 1%—1.5%；认股权证基金约为 1.5%—2.5%。我国基金的年管理费率最初为 2.5%，随着基金规模的扩大和竞争的加剧，管理费有逐步调低的倾向。目前，我国基金大部分按照 1.5%的比例计提基金管理费，债券型基金的管理费率一般低于 1%，货币基金的管理费率为 0.33%。管理费通常从基金的股息、利息收益中或从基金资产中扣除，不另向投资者收取。

（二）基金托管费

基金托管费是指基金托管人为保管和处置基金资产而向基金收取的费用。托管费通常按照基金资产净值的一定比率提取，逐日计算并累计，按月支付给托管人。托管费从基金资产中提取，费率也会因基金种类不同而异，如香港怡富东方小型企业信托基金的托管费率为 0.20%；而香港渣打世界投资基金支付的托管年费分得更细，股票基金为基金资产净值的 0.25%，债券基金为基金资产净值的 0.125%。目前，我国封闭式基金按照 0.25%的比例计提基金托管费，开放式基金根据基金合同的规定比例计提，通常低于 0.25%；股票型基金的托管费率要高于债券型基金及货币市场基金的托管费率。我国规定，基金托管人可磋商酌情调低基金托管费，经中国证监会核准后公告，无须为此召开基金份额持有人大会。

（三）其他费用

证券投资基金的费用还包括：封闭式基金上市费用；证券交易费用；基金信息披露费用；基金份额持有人大会费用；与基金相关的会计师、律师等中介机构费用；基金分红手续费；清算费用；法律、法规及基金契约规定可以列入的其他费用。上述费用由基金托管人根据法律、法规及基金合同的相应规定，按实际支出金额支付。

二、证券投资基金资产估值

（一）基金资产净值

基金资产总值是指基金所拥有的各类证券的价值、银行存款本息、基金应收的申购基金款以及其他投资所形成的价值总和。基金资产净值是指基金资产总值减去负债后的价值。基金份额净值是指某一时点上某一投资

基金每份基金份额实际代表的价值。基金资产净值和基金份额净值计算公式如下：

基金资产净值=基金资产总值—基金负债

基金份额净值=基金资产净值 / 基金总份额

基金资产净值是衡量一个基金经营业绩的主要指标，也是基金份额交易价格的内在价值和计算依据。一般情况下，基金份额价格与资产净值趋于一致，即资产净值增长，基金份额价格也随之提高。尤其是开放式基金，其基金份额的申购或赎回价格都直接按基金份额资产净值计价。封闭式基金在证券交易所上市，其价格除取决于基金份额资产净值外，还受到市场供求状况、经济形势、政治环境等多种因素的影响，所以其价格与资产净值常发生偏离。

（二）基金资产的估值

基金资产的估值是指计算、评估基金资产和负债的价值，以确定基金

资产净值和基金份额净值的过程。

1 估值的目的。基金资产估值的目的是客观、准确地反映基金资产的价值。经基金资产估值后确定的基金资产净值而计算出的基金份额净值，是计算基金份额转让价格尤其是计算开放式基金申购与赎回价格的基础。

2 估值对象。估值对象为基金依法拥有的各类资产，如股票、债券、权证等。

3. 估值日的确定。基金管理人应于每个交易日当天对基金资产进行估值。

4 估值暂停。基金管理人虽必须按规定对基金净资产进行估值，但遇到下列特殊情况，可以暂停估值：

(1)基金投资所涉及的证券交易所遇法定节假日或因其他原因暂停营业时。

(2)因不可抗力或其他情形致使基金管理人、基金托管人无法准确评估基金资产价值时。

(3)占基金相当比例的投资品种的估值出现重大转变，而基金管理人为保障投资人的利益，已决定延迟估值。

(4)如出现基金管理人认为属于紧急事故的任何情况，会导致基金管理人不能出售或评估基金资产的。

(5)中国证监会和基金合同认定的其他情形。

5. 估值基本原则。按照《企业会计准则》和中国证监会相关规定，估值的基本原则如下：

(1)对存在活跃市场的投资品种，如估值日有市价的，应采用市价确定公允价值。估值日无市价的，但最近交易日后经济环境未发生重大变化，应采用最近交易市价确定公允价值；估值日无市价的，且最近交易日后经济环境发生了重大变化的，应参考类似投资品种的现行市价及重大变化因素，调整最近交易市价，确定公允价值。有充分证据表明最近交易市价不能真实反映公允价值的（如异常原因导致长期停牌或临时停牌的股票等），应对最近交易的市价进行调整，以确定投资品种的公允价值。

(2)对不存在活跃市场的投资品种，应采用市场参与者普遍认同且被以往市场实际交易价格验证具有可靠性的估值技术确定公允价值。运用估值技术得出的结果，应反映估值日在公平条件下进行正常商业交易所采用的交易价格。采用估值技术确定公允价值时，应尽可能使用市场参与者在定价时考虑的所有市场参数，并应通过定期校验，确保估值技术的有效性。

(3)有充足理由表明按以上估值原则仍不能客观反映相关投资品种的公允价值的，基金管理公司应根据具体情况与托管银行进行商定，按最能恰当反映公允价值的价格估值。

· 第四节 证券投资基金的收入、风险与信息披露

一、证券投资基金的收入及利润分配

（一）证券投资基金的收入来源

证券投资基金收入是基金资产在运作过程中所产生的各种收入，主要包括利息收入、投资收益以及其他收入 a 基金资产估值引起的资产价值变动作为公允价值变动损益计入当期损益。

（二）证券投资基金的利润分配

证券投资基金利润是指基金在一定会计期间的经营成果。利润包括收入减去费用后的净额、直接计入当期利润的利得和损失等，也称为基金收益。证券投资基金在获取投资收入扣除费用后，须将利润分配给受益人。基金利润（收益）分配通常有两种方式：一是分配现金，这是最普遍的分配方式；二是分配基金份额，即将应分配的净利润折为等额的新的基金份额送给受益人。按照《证券投资基金管理办法》的规定，封闭式基金的收益分配每年不得少于一次，封闭式基金年度收益分配比例不得低于基金年度已实现收益的 90%。开放式基金的基金合同应当约定每年基金收益分配的最多次数和基金收益分配的最低比例。基金收益分配应当采用现金方式。开放式基金的基金份额持有人可事先选择将所获分配的现金收益按照基金合同有关基金份额申购的约定转为基金份额；基金份额持有人事先未作出选择的，基金管理人应当支付现金。

对货币市场基金的收益分配，中国证监会会有专门的规定。《货币市场基金管理暂行规定》第九条规定：“对于每日按照面值进行报价的货币市场基金，可以在基金合同中将收益分配的方式约定为红利再投资，并应当每日进行收益分配。”2005 年 3 月 25 日中国证监会下发的《关于货币市场基金投资等相关问题的通知》规定：“当日申购的基金份额自下一个工作日起享有基金的分配权益，当日赎回的基金份额自下一个工作日起不享有基金的分配权益。”具体而言，货币市场基金每周五进行收益分配时，将同时分配周六和周日的收益；每周一至周四进行收益分配时，则仅对当日收益进行分配。投资者于周五申购或转换转入的基金份额不享有周五和周六、周日的收益；投资者于周五赎回或转换转出的基金份额享有周五和周六、周日的收益。

二、证券投资基金的投资风险

证券投资基金是一种集中资金、专家管理、分散投资、降低风险的投资工具，但投资者投资于基金仍有可能面临风险。证券投资基金存在的风险主要有：

（一）市场风险

基金主要投资于证券市场，投资者购买基金，相对于购买股票而言，由于能有效地分散投资和利用专家优势，可能对控制风险有利。分散投资虽能在一定程度上消除来自个别公司的非系统性风险，但无法消除市场的系统性风险。因此，证券市场价格因经济因素、政治因素等各种因素的影响而产生波动时，将导致基金收益水平和净值发生变化，从而给基金投资者带来风险。

（二）管理能力风险

基金管理人作为专业投资机构，虽然比普通投资者在风险管理方面确实有某些优势，如能较好地认识风险的性质、来源和种类，能较准确地度量风险，并通常能够按照自己的投资目标和风险承受能力构造有效的证券组合，在市场变动的情况下，及时地对投资组合进行更新，从而将基金资产风险控制在预定的范围内等，但是，不同的基金管理人的基金投资管理水平、管理手段和管理技术存在差异，从而对基金收益水平产生影响 a

（三）技术风险

当计算机、通讯系统、交易网络等技术保障系统或信息网络支持出现异常情况时，可能导致基金日常的申购或赎回无法按正常时限完成、注册登记系统瘫痪、核算系统无法按正常时限显示基金净值、基金的投资交易指令无法及时传输等风险。

（四）巨额赎回风险

这是开放式基金所持有的风险。若因市场剧烈波动或其他原因而连续出现巨额赎回，并导致基金管理人出现现金支付困难时，基金投资者申请赎回基金份额，可能会遇到部分顺延赎回或暂停赎回等风险。

三、基金的信息披露

为了加强对基金投资运作的监管，提高基金运作的透明度，保障基金份额持有人合法权益，基金必须履行严格的信息披露义务。我国《证券投

资基金法》规定，基金管理人、基金托管人和其他基金信息披露义务人应当依法披露基金信息，并保证所披露信息的真实性、准确性和完整性。

公开披露的基金信息包括：基金招募说明书、基金合同、基金托管协议；基金募集情况；基金份额上市交易公告书；基金资产净值、基金份额净值；基金份额申购、赎回价格；基金财产的资产组合季度报告、财务会计报告及中期和年度基金报告；临时报告；基金份额持有人大会决议；基金管理人、基金托管人的专门基金托管部门的重大人事变动；涉及基金管理人、基金财产、基金托管业务的诉讼；依照法律、行政法规有关规定，由国务院证券监督管理机构规定应予披露的其他信息。

公开披露基金信息，不得有下列行为：虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏；对证券投资业绩进行预测；违规承诺收益或者承担损失；诋毁其他基金管理人、基金托管人或者基金份额发售机构；依照法律、行政法规有关规定，由国务院证券监督管理机构规定禁止的其他行为。

、 第五节证券投资基金的投资

、

一、证券投资基金的投资范围

我国《证券投资基金法》规定，基金财产应当用于下列投资：第一，上市交易的股票、债券；第二，国务院证券监督管理机构规定的其他证券品种。因此，证券投资基金的投资范围为股票、债券等金融工具。目前我国的基金主要投资于国内依法公开发行上市的股票、非公开发行股票、国债、企业债券和金融债券、公司债券、货币市场工具、资产支持证券、权证等。

二、证券投资基金的投资限制

对基金投资进行限制的主要目的，一是引导基金分散投资，降低风险；二是避免基金操纵市场；三是发挥基金引导市场的积极作用。

目前，对证券投资基金的限制主要包括对基金投资范围的限制、投资

比例的限制等方面。按照《证券投资基金法》和其他相关法规的规定，基金财产不得用于下列投资或者活动：承销证券；向他人贷款或者提供担保；从事承担无限责任的投资；买卖其他基金份额，但是国务院另有规定的除外；向其基金管理人、基金托管人出资或者买卖其基金管理人、基金托管人发行的股票或者债券；买卖与其基金管理人、基金托管人有控股关系的

股东或者与其基金管理人、基金托管人有其他重大利害关系的公司发行的证券或者承销期内承销的证券；从事内幕交易、操纵证券交易价格及其他不正当的证券交易活动；依照法律、行政法规有关规定，由国务院证券监督管理机构规定禁止的其他活动。

根据《证券投资基金运作管理办法》及有关规定，基金投资应符合以下有关方面的规定：股票基金应有 60% 以上的资产投资于股票，债券基金应有 80% 以上的资产投资于债券；货币市场基金仅投资于货币市场工具，不得投资于股票、可转债、剩余期限超过 397 天的债券、信用等级在 AAA 级以下的企业债、国内信用等级在 AAA 级以下的资产支持证券、以定期存款利率为基准利率的浮动利率债券；基金不得投资于有锁定期但锁定期不明确的证券。货币市场基金、中短债基金不得投资于流通受限证券。封闭式基金投资于流通受限证券的锁定期不得超过封闭式基金的剩余存续期；基金投资的资产支持证券必须在全国银行间债券交易市场或证券交易所交易。

此外，基金管理人运用基金财产进行证券投资，不得有下列情形：

(1) -只基金持有一家上市公司的股票，其市值超过基金资产净值的 10%；(2)同一基金管理人管理的全部基金持有一家公司发行的证券，超过该证券的 10%；(3)基金财产参与股票发行申购，单只基金所申报的金额超过该基金的总资产，单只基金所申报的股票数量超过拟发行股票公司本次发行股票的总量；(4)违反基金合同关于投资范围、投资策略和投资比例等约定；(5)中国证监会规定禁止的其他情形。完全按照有关指数的构成比例进行证券投资的基金品种可以不受第(1)、(2)项规定的比例限制。

第五章

蜀鬟蜀婆蜀黑霉离塞曼

金融衍生 I 具

第一节金融衍生工具概述

—掣— ‘

近 30 年来，衍生产品市场的快速崛起成为市场经济史中最引人注目的事件之一。过去，通常把市场区分为商品（劳务）市场和金融市场，进而根据金融市场工具的期限特征把金融市场分为货币市场和资本市场。衍生产品的普及改变了整个市场结构：它们连接起传统的商品市场和金融市场，并深刻地改变了金融市场与商品市场的截然划分；衍生产品的期限可以从几天扩展至数十年，已经很难将其简单地归入货币市场或是资本市场；其杠杆交易特征撬动了巨大的交易量，它们无穷的派生能力使所有的现货交易都相形见绌；衍生工具最令人着迷的地方还在于其强大的构造特性，不但可以用衍生工具合成新的衍生产品，还可以复制出几乎所有的基础产品。它们所具有的这种不可思议的能力已经改变了“基础产品决定衍生工具”的传统思维模式，使基础产品与衍生产品之间的关系成为不折不扣的“鸡与蛋孰先孰后”的不解之谜。

2007 年 10 月以来，起源于美国的信贷危机波及全球金融市场，并进而将全球经济带人下降轨道。美联储估计原本规模约 1 000 亿美元左右的美国次级贷款，何以最终波及大量金融机构，最终放大为一场“海啸”

呢？很多人将其归咎于金融衍生产品的泛滥和难以估值、无法约束。早在

2002 年，巴菲特就在其致股东信中直言衍生产品是“魔鬼”、“定时炸弹”，甚至是“大规模杀伤武器”。

要论衍生产品功过，还是要坚持一分为二的辩证立场。衍生产品所具有的灵活方便、设计精巧、高效率等特征的确是风险管理和金融投资的利器，不能因为引致金融海啸就彻底否定它，对它的研究和运用都还需要进一步深化；同时，也必须看到，对微观个体分散风险有利的衍生工具，并没有从根本上消除金融风险的源头，反而可能引起风险总量的净增长，在特定条件下，就可能酝酿出巨大的金融灾难。因此，强化对金融衍生产品的政府监管、信息披露以及市场参与者的自律将是必要之举。

一、金融衍生工具的概念和特征

（一）金融衍生工具的概念

金融衍生工具又称金融衍生产品，是与基础金融产品相对应的一个概念，指建立在基础产品或基础变量之上，其价格取决于基础金融产品价格（或数值）变动的派生金融产品。这里所说的基础产品是一个相对的概念，不仅包括现货金融产品（如债券、股票、银行定期存款单等等），也包括金融衍生工具。作为金融衍生工具基础的变量则包括利率、各类价格指数甚至天气（温度）指数。

在实践中，为了更好地确认衍生工具，各国及国际权威机构给衍生工具下了比较明确的定义。1998 年，美国财务会计准则委员会（FASB）所发布的第 133 号会计准则——《衍生工具与避险业务会计准则》是首个具有重要影响的文件，该准则将金融衍生工具划分为独立衍生工具和嵌入式衍生工具两大类，并给出了较为明确的识别标准和计量依据，尤其是所谓公允价值的应用，对后来各类机构制定衍生工具计量标准具有重大影响。2001 年，国际会计准则委员会发布的第 39 号会计准则——《金融工具：确认和计量》和 2006 年 2 月我国财政部颁布的《企业会计准则第 22 号——金融工具确认和计量》均基本沿用了 FASB133 的衍生工具定义。

1. 独立衍生工具。根据我国《企业会计准则第 22 号——金融工具确认和计量》的规定，衍生工具包括远期合同、期货合同、互换和期权，以及具有远期合同、期货合同、互换和期权中一种或一种以上特征的工具，具有下列特征：

（1）其价值随特定利率、金融工具价格、商品价格、汇率、价格指数、费率指数、信用等级、信用指数或其他类似变量的变动而变动，变量为非金融变量的，该变量与合同的任一方不存在特定关系。

（2）不要求初始净投资，或与对市场情况变化有类似反应的其他类型合同相比，要求很少的初始净投资。

（3）在未来某一日期结算。

2 嵌入式衍生工具。这是指嵌入到非衍生工具（即主合同）中，使混合工具的全部或部分现金流量随特定利率、金融工具价格、商品价格、汇率、价格指数、费率指数、信用等级、信用指数或其他类似变量的变动而变动的衍生工具。嵌入式衍生工具与主合同构成混合工具，如可转换公司债券等。

衍生产品定义不仅仅是单纯的学术问题，之所阻要详细讨论它，更重

要的原因还在于，根据金融资产确认和计量的会计准则，一旦被确认为衍生产品或可分离的嵌入式衍生产品，相关机构就要把这一部分资产归入交易性资产类别，按照公允价格计价。特别地，若该产品存在活跃的交易市场，就要按照市场价格记账，还要将浮动盈亏计入当期损益。

（二）金融衍生工具的基本特征

由金融衍生工具的定义可以看出，它们具有下列 4 个显著特性：

1. 跨期性。金融衍生工具是交易双方通过对利率、汇率、股价等因素变动趋势的预测，约定在未来某一时间按照一定条件进行交易或选择是否交易的合约。无论是哪一种金融衍生工具，都会影响交易者在未来一段时间内或未来某时点上的现金流，跨期交易的特点十分突出。这就要求交易双方对利率、汇率、股价等价格因素的未来变动趋势作出判断，而判断的准确与否直接决定了交易者的交易盈亏。

2 杠杆性。金融衍生工具交易一般只需要支付少量的保证金或权利金就可签订远期大额合约或互换不同的金融工具。例如，若期货交易保证金为合约金额的 5%，则期货交易者可以控制 20 倍于所投资金额的合约资产，实现以小搏大的效果。在收益可能成倍放大的同时，投资者所承担的风险与损失也会成倍放大，基础工具价格的轻微变动也许就会带来投资者的大盈大亏。金融衍生工具的杠杆效应一定程度上决定了它的高投机性和高风险性。

3. 联动性。这是指金融衍生工具的价值与基础产品或基础变量紧密联系、规则变动。通常，金融衍生工具与基础变量相联系的支付特征由衍生工具合约规定，其联动关系既可以是简单的线性关系，也可以表达为非线性函数或者分段函数。

4. 不确定性或高风险性。金融衍生工具的交易后果取决于交易者对基础工具（变量）未来价格（数值）的预测和判断的准确程度。基础工具价格的变幻莫测决定了金融衍生工具交易盈亏的不稳定性，这是金融衍生工具高风险性的重要诱因。基础金融工具价格不确定性仅仅是金融衍生工具风险性的一个方面，国际证监会组织在 1994 年 7 月公布的一份报告中，认为金融衍生工具还伴随着以下几种风险：

- (1)交易中对方违约，没有履行承诺造成损失的信用风险。
- (2)因资产或指数价格不利变动可能带来损失的市场风险。
- (3)因市场缺乏交易对手而导致投资者不能平仓或变现所带来的流动性风险。
- (4)因交易对手无法按时付款或交割可能带来的结算风险。
- (5)因交易或管理人员的人为错误或系统故障、控制失灵而造成的运作风险。
- (6)因合约不符合所在国法律，无法履行或合约条款遗漏及模糊导致的法律风险。

一、金融衍生工具的分类

金融衍生工具可以按照基础工具的种类、风险—收益特性以及自身交易方法的不同而有不同的分类。

（一）按产品形态分类

根据产品形态，金融衍生工具可分为独立衍生工具和嵌入式衍生工具。

1. 独立衍生工具。这是指本身即为独立存在的金融合约，例如期权合约、期货合约或者互换交易合约等等。

2. 嵌入式衍生工具（Embedded Derivatives）o 这是指嵌入到非衍生合同（以下简称“主合同”）中的衍生金融工具，该衍生工具使主合同的部分或全部现金流量将按照特定利率、金融工具价格、汇率、价格或利率指数、

C: : =一

第五章金融衍生工具 1139

信用等级或信用指数，或类似变量的变动而发生调整，例如目前公司债券条款中包含的赎回条款、返售条款、转股条款、重设条款等等。

（二）按照交易场所分类

金融衍生工具按交易场所可以分为两类。

1 交易所交易的衍生工具。这是指在有组织的交易所上市交易的衍生工具，例如在股票交易所交易的股票期权产品，在期货交易所和专门的期权交易所交易的各类期货合约、期权合约等。

2. OTC 交易的衍生工具。这是指通过各种通讯方式，不通过集中的交易所，实行分散的、一对一交易的衍生工具，例如金融机构之间、金融机构与大规模交易者之间进行的各类互换交易和信用衍生品交易。从近年来的发展看，这类衍生品的交易量逐年增大，已经超过交易所市场的交易额，市场流动性也得到增强，还发展出专业化的交易商。

（三）按照基础工具种类分类

金融衍生工具从基础工具分类角度，可“划分为股权类产品的衍生工具、货币衍生工具、利率衍生工具、信用衍生工具以及其他衍生工具。

1 股权类产品的衍生工具。这是指以股票或股票指数为基础工具的金融衍生工具，主要包括股票期货、股票期权、股票指数期货、股票指数期权以及上述合约的混合交易合约。

2 货币衍生工具。这是指以各种货币作为基础工具的金融衍生工具，主要包括远期外汇合约、货币期货、货币期权、货币互换以及上述合约的混合交易合约。

3. 利率衍生工具。这是指以利率或利率的载体为基础工具的金融衍生工具，主要包括远期利率协议、利率期货、利率期权、利率互换以及上述合约的混合交易合约。

4. 信用衍生工具。这是指以基础产品所蕴含的信用风险或违约风险为基础变量的金融衍生工具，用于转移或防范信用风险，是 20 世纪 90 年代以来发展最为迅速的一类衍生产品，主要包括信用互换、信用联结票据等等。

5. 其他衍生工具。除以上 4 类金融衍生工具之外，还有相当数量金融衍生工具是在非金融变量的基础上开发的，例如用于管理气温变化风险的

天气期货、管理政治风险的政治期货、管理巨灾风险的巨灾衍生产品等。

（四）按照金融衍生工具自身交易的方法及特点分类

金融衍生工具从其自身交易的方法和特点可以分为金融远期合约、金融期货、金融期权、金融互换和结构化金融衍生工具。

1. 金融远期合约。这是指合约双方同意在未来日期按照固定价格买卖基础金融资产的合约。金融远期合约规定了将来交割的资产、交割的日期、

交割的价格和数量，合约条款根据双方需求协商确定。金融远期合约主要包括远期利率协议、远期外汇合约和远期股票合约。

2. 金融期货。这是指买卖双方在有组织的交易所内以公开竞价的形式达成的，在将来某一特定时间交收标准数量特定金融工具的协议。主要包括货币期货、利率期货、股票指数期货和股票期货 4 种。近年来，不少交易所又陆续推出更多新型的期货品种，例如房地产价格指数期货、通货膨胀指数期货等。

3. 金融期权。这是指合约买方向卖方支付一定费用（称为“期权费”或“期权价格”），在约定日期内（或约定日期）享有按事先确定的价格向合约卖方买卖某种金融工具的权利的契约。包括现货期权和期货期权两大类。除交易所交易的标准化期权、权证之外，还存在大量场外交易的期权，这些新型期权通常被称为奇异型期权。

4. 金融互换。这是指两个或两个以上的当事人按共同商定的条件，在约定的时间内定期交换现金流的金融交易。可分为货币互换、利率互换、股权互换、信用违约互换等类别。

5. 结构化金融衍生工具。前述 4 种常见的金融衍生工具通常也被称作建构模块工具，它们是最简单和最基础的金融衍生工具，而利用其结构化特性，通过相互结合或者与基础金融工具相结合，能够开发设计出更多具有复杂特性的金融衍生产品，后者通常被称为结构化金融衍生工具，或简称为结构化产品。例如，在股票交易所交易的各类结构化票据、目前我国各家商业银行推广的外汇结构化理财产品等都是其典型代表。

三、金融衍生工具的产生与发展动因

从 20 世纪 60 年代开始，特别是进入 70 年代以后，随着布雷顿森林体

系的解体和世界性石油危机的发生，利率和汇率出现了剧烈波动。宏观经济环境的变化，使金融机构的原有经营模式和业务种类失去市场，同时又给它们创造了开发新业务的机会和巨大的发展空间。与此同时，计算机与通讯技术的长足发展及金融理论的突破促使金融机构的创新能力突飞猛进，而创新成本却日益降低。在强大的外部需求召唤下，在美好的盈利前景吸引下，金融机构通过大量的创新活动，冲破来自内外部的各种制约，导致全球金融领域发生了一场至今仍在继续的广泛而深刻的变革：形形色色的新业务、新市场、新机构风起云涌，不仅改变了金融总体和结构，而且还对金融体制发起了猛烈的冲击，对货币政策和宏观调控提出了严峻挑战，导致国际金融市场动荡不定，国际金融新秩序有待形成。

（一）金融衍生工具产生的最基本原因是避险

20 世纪 70 年代以来，随着美元的不断贬值，布雷顿森林体系崩溃，国际货币制度由固定汇率制走向浮动汇率制。1973 年和 1978 年两次石油危机使西方国家经济陷于滞胀，为对付通货膨胀，美国不得不运用利率工具，这又使金融市场的利率波动剧烈。利率的升降会引起证券价格的反方向变化，并直接影响投资者的收益。面对利市、汇市、债市、股市发生的前所未有的波动，市场风险急剧放大，迫使商业银行、投资机构、企业寻找可以规避市场风险、进行套期保值的金融工具，金融期货、期权等金融衍生工具便应运而生。

（二）20 世纪 80 年代以来的金融自由化进一步推动了金融衍生工具的发展

发展

所谓金融自由化，是指政府或有关监管当局对限制金融体系的现行法令、规则、条例及行政管制予以取消或放松，以形成一个较宽松、自由、更符合市场运行机制的新的金融体制。金融自由化的主要内容包括：

1 取消对存款利率的最高限额，逐步实现利率自由化。如美国《1980年银行法》废除了 Q 条例，规定从 1980 年 3 月起分 6 年逐步取消对定期存款和储蓄存款的最高利率限制。

2 打破金融机构经营范围的地域和业务种类限制，允许各金融机构业务交叉、互相自由渗透，鼓励银行综合化发展。

3. 放松外汇管制。

4. 开放各类金融市场，放宽对资本流动的限制。

其他还包括放松对本国居民和外国居民在投资方面的许多限制，减轻金融创新产品的税负以及促进金融创新等。

金融自由化一方面使利率、汇率、股价的波动更加频繁、剧烈，使得投资者迫切需要可以回避市场风险的工具；另一方面，金融自由化促进了金融竞争。由于允许各金融机构业务交叉、相互渗透，多元化的金融机构纷纷出现，直接或迂回地夺走了银行业很大一块阵地；再加上银行业本身业务向多功能、综合化方向发展，同业竞争激烈，存贷利差趋于缩小，使银行业不得不寻找新的收益来源，改变以存、贷款业务为主的传统经营方式，把金融衍生工具视作未来的新增长点。

（三）金融机构的利润驱动是金融衍生工具产生和迅速发展的又一重要原因

金融机构通过金融衍生工具的设计开发以及担任中介，显著地推进了金融衍生工具的发展。金融中介机构积极参与金融衍生工具的发展主要有两方面原因：一是在金融机构进行资产负债管理的背景下，金融衍生工具业务属于表外业务，既不影响资产负债表状况，又能带来手续费等项收入。1988 年国际清算银行 (BIS) 制定的《巴塞尔协议》规定：开展国际业务的银行必须将其资本对加权风险资产的比率维持在 80% 以上，其中核心资本至少为总资本的 50%。这一要求促使各国银行大力拓展表外业务，相继开发了既能增进收益、又不扩大资产规模的金融衍生工具，如期权、互换、远期利率协议等。二是金融机构可以利用自身在金融衍生工具方面的优势，直接进行自营交易，扩大利润来源。为此，金融衍生工具市场吸引了为数众多的金融机构。不过，由于越来越多的金融机构尤其是商业银行介入了金融衍生工具交易，引起了监管机构的高度关注，目前新的《巴塞尔协议 II》对国际性商业银行从事金融衍生工具业务也规定了资本金要求。

（四）新技术革命为金融衍生工具的产生与发展提供了物质基础与手段

由于计算机和通信技术突飞猛进的发展，电脑网络、信息处理在国际金融市场的广泛应用，使得个人和机构从事金融衍生工具交易如虎添翼，

E==：一

第五章金融衍生工具 J143

甚至轻而易举。

金融衍生工具极强的派生能力和高度的杠杆性使其发展速度十分惊人，

根据国际清算银行的金融衍生产品统计报告(BIS, 2009),截至2008年6月,全球商业银行持有的各类现货资产总数为390 878亿美元,而同期交易所交易的未平仓期货合约金额达到201 013亿美元(12月底数据),发行在外的期权合约金额达到396 960亿美元(12月数据),urc交易的金融衍生产品名义金额达到6 837 250亿美元。后3类之和达到商业银行现货资产数额的19倍,衍生产品名义金额平均年增长近20%。考虑到商业银行在整个金融行业内的显著地位,可以毫不夸张地说,目前基础金融产品与衍生工具之间已经形成了倒金字塔结构,单位基础产品所支撑的衍生工具数量越来越大。

第二节 金融远期、期货与互换

q. _k

一、现货交易、远期交易与期货交易

通常可以根据交易合约的签订与实际交割之间的关系,将市场交易的组织形态划分为3类。

(一) 现货交易

现货交易的特征是“一手交钱,一手交货”,即以现款买现货方式进行交易。

(二) 远期交易

远期交易是双方约定在未来某时刻(或时间段内)按照现在确定的价格进行交易。

(三) 期货交易

期货交易是在交易所进行的标准化的远期交易。

在现实世界中,很难对现货交易与远期交易作出截然的划分,我们经

常看到现货交易中普遍存在交易合约订立之后一段时间内才进行结算的例子。比如,在很多股票交易所中,买卖成交后并不立即进行资金和证券的清算和交收,而是在几个交易日内完成结算程序。因此,很多人认为远期交易本质上是现货交易的一种特殊情形,将其称为远期现货交易。

从表面上看,期货交易似乎只是将远期交易中的交易标的和交易安排进行了标准化处理,但实质上却与以获取标的物为目的的远期交易和现货交易迥然不同。尽管交易双方也可能到期进行合约的结算,但多数情况下,期货合约并不进行实物交收,而是在合约到期前进行反向交易、平仓了结;而且,交易双方并不知道也不需要知道交易对手的情况。。

不过,随着交易技术及市场制度的发展,很多传统上被认为是场外交易的远期市场已经越来越多地采用了主合约制度,交易双方在格式化的主合约基础上调整形成个性化的交易合同,这使得远期交易也带有了了一定的标准化色彩,区分期货交易与所谓变相期货交易成为监管者面临的技术难题。

一、金融远期合约与远期合约市场

金融远期合约是最基础的金融衍生产品。它是交易双方在场外市场上通过协商,按约定价格(称为“远期价格”)在约定的未来日期(交割日)买卖某种标的金融资产(或金融变量)的合约。由于采用了一对一交易的方式,交易事项可协商确定,较为灵活,金融机构或大型工商企业通常利用远期交易作为风险管理手段。但是,非集中交易同时也带来了搜索困难、交易成本较高、存在对手违约风险等缺点。随着远期市场规模的扩大,部

分市场出现了专门的报价商，有助于提高交易效率。

根据基础资产划分，常见的金融远期合约包括 4 个大类。

- （一）股权类资产的远期合约

股权类资产的远期合约包括单个股票的远期合约、一揽子股票的远期合约和股票价格指数的远期合约 3 个子类。

- （二）债权类资产的远期合约

债权类资产的远期合约主要包括定期存款单、短期债券、长期债券、

t=0

第五章金融衍生工具 145

商业票据等同定收益证券的远期合约。

- （三）远期利率协议

远期利率协议是指按照约定的名义本金，交易双方在约定的未来日期交换支付浮动利率和固定利率的远期协议。

- （四）远期汇率协议

远期汇率协议是指按照约定的汇率，交易双方在约定的未来日期买卖约定数量的某种外币的远期协议。

由于远期交易与期货交易极为相似，有关内容将在期货部分予以介绍。目前，与我国证券市场直接相关的金融远期交易是全国银行间债券市场的债券远期交易。该交易从 2005 年 6 月 15 日起开始在全国银行间同业拆借中心进行，中心为市场参与者债券远期交易提供报价、交易和信息服务，并接受中国人民银行的监管。交易者可通过专线交易系统进行电子交易，也可以通过电话、传真等方式自行询价，确定交易。债券远期交易数额最小为债券面额 10 万元，交易单位为债券面额 1 万元。债券远期交易共有 8 个期限品种，期限最短为 2 天，最长为 365 天，其中 7 天品种最为活跃。交易成员可在此区间内自由选择交易期限，不得展期。银行间市场债券远期交易的推出，为金融机构债券组合管理、利率风险管理和结构性产品创新提供了基础的衍生产品，也为将来在交易所市场恢复债券期货交易积累了经验，是一项具有重要意义的金融创新。为降低远期债券交易的违约风险，目前我国的交易规则还部分引进了期货的交易制度，允许交易双方协商缴纳一定数量的保证金。2007 年，银行间债券远期交易共达成 1 238 笔，成交金额为 2 514.8 亿元，日均成交金额为 10.1 亿元，同比上升 281.85%。

2007 年 9 月，中国人民银行公布《远期利率协议业务管理规定》。远期利率协议是指交易双方约定在未来某一日、交换协议期间内一定名义本金基础上分别以合同利率和参考利率计算的利息的金融合约。其中，远期利率协议的买方支付以合同利率计算的利息，卖方支付以参考利率计算的利息。远期利率协议的参考利率应为经中国人民银行授权的全国银行间同业拆借中心（以下简称“交易中心”）等机构发布的银行间市场具有基准

性质的市场利率或中国人民银行公布的基准利率，具体由交易双方共同约定。全国银行间债券市场参与者中，具有做市商或结算代理业务资格的金融机构可与其他所有市场参与者进行远期利率协议交易，其他金融机构可以与所有金融机构进行远期利率协议交易，非金融机构只能与具有做市商

或结算代理业务资格的金融机构进行以套期保值为目的的远期利率协议交易。远期利率协议交易既可以通过交易中心的交易系统达成，也可以通过电话、传真等其他方式达成。根据全国银行间同业拆借中心公布的数据，自 2007 年 11 月以来，人民币远期利率协议的参考利率均为 $SLibor$ ，主要的远期品种为 $1M \times 4M$ 、 $3M \times 6M$ 、 $9M \times 12M$ 等。目前工商银行、中信银行、汇丰银行等在彭博系统上提供人民币 FRA 报价，参考利率为 3 个月期 $Shiboro$

除此之外，我国金融机构和外汇投资者对外汇远期交易也不陌生。目前国内主要外汇银行均开设远期结售汇业务，同时，在新加坡、我国香港等地，还广泛存在着不交割的人民币远期交易（人民币 $NDFs$ ）。这些工具为证券市场上从事跨境交易的投资者提供了规避汇率风险的有效手段。

三、金融期货合约与金融期货市场

（一）金融期货的定义和特征

1. 金融期货是期货交易的一种。期货交易是指交易双方在集中的交易所市场以公开竞价方式所进行的期货合约的交易，而期货合约则是由交易双方订立的、约定在未来某日期按成交时约定的价格交割一定数量的某种商品的标准化协议。金融期货合约的基础工具是各种金融工具（或金融变量），如外汇、债券、股票、股价指数等。换言之，金融期货是以金融工具（或金融变量）为基础工具的期货交易。

2. 与金融现货交易相比，金融期货的特征具体表现在以下几个方面：

（1）交易对象不同。金融现货交易的对象是某一具体形态的金融工具。通常，它是代表着一定所有权或债权关系的股票、债券或其他金融工具，而金融期货交易的对象是金融期货合约。金融期货合约是由期货交易所设计的一种对指定金融工具的种类、规格、数量、交收月份、交收地点都作出统一规定的标准化书面协议。

（2）交易目的不同。金融工具现货交易的首要目的是筹资或投资，即为生产和经营筹集必要的资金，或为暂时闲置的货币资金寻找生息获利的

=====

第五章金融衍生工具 1147

投资机会。金融期货交易的主要目的是套期保值，即为不愿承担价格风险的生产经营者提供稳定成本的条件，从而保证生产经营活动的正常进行。与现货交易相似，也可以通过金融期货交易进行套利、投机活动，但通常后者具有更高的交易杠杆。

（3）交易价格的含义不同。金融现货的交易价格是在交易过程中通过公开竞价或协商议价形成的，这一价格是实时的成交价，代表在某一时点上供求双方均能接受的市场均衡价格。金融期货的交易价格也是在交易过程中形成的，但这一交易价格是对金融现货未来价格的预期，这相当于在交易的同时发现了金融现货基础工具（或金融变量）的未来价格。因此，从这个意义上看，期货交易过程也就是未来价格的发现过程。当然，所谓价格发现并不是绝对的，学术界有很多证据表明，出于各种原因，期货价格与未来的现货价格之间可能存在一定偏离。

（4）交易方式不同。金融工具现货交易一般要求在成交后的几个交易日内完成资金与金融工具的全额结算，成熟市场中通常也允许进行保证金买入或卖空，但所涉及的资金或证券缺口部分系由经纪商出借给交易者，

要收取相应利息。期货交易则实行保证金交易和逐日盯市制度，交易者并不需要在成交时拥有或借入全部资金或基础金融工具。

(5)结算方式不同。金融现货交易通常以基础金融工具与货币的转手而结束交易活动。而在金融期货交易中，仅有极少数的合约到期进行实物交收，绝大多数的期货合约是通过做相反交易实现对冲而平仓的。

3. 作为一种标准化的远期交易，金融期货交易与普通远期交易之间也存在以下区别：

(1)交易场所和交易组织形式不同。金融期货必须在有组织的交易所进行集中交易，而远期交易在场外市场进行双边交易。

(2)交易的监管程度不同。在世界各国，金融期货交易至少要受到1家以上的监管机构监管，交易品种、交易者行为均须符合监管要求，而远期交易则较步受到监管。

(3)金融期货交易是标准化交易，远期交易的内容可协商确定。金融期货交易中，基础资产的质量、合约时间、合约规模、交割安排、交易时间、报价方式、价格波动限制、持仓限额、保证金水平等内容都由交易所明确规定，金融期货合约具有显著的标准化特征。而远期交易的具体内容

可由交易双方协商决定，具有较大的灵活性。

(4)保证金制度和每日结算制度导致违约风险不同。金融期货交易实行保证金制度和每日结算制度，交易者均以交易所（或期货清算公司）为交易对手，基本不用担心交易违约。而远期交易通常不存在上述安排，存在一定的交易对手违约风险。

（二）金融期货的主要交易制度

金融期货交易有一定的交易规则，这些规则是期货交易正常进行的制度保证，也是期货市场运行机制的外在体现。

1. 集中交易制度。金融期货在期货交易所或证券交易所进行集中交易。期货交易所是专门进行期货合约买卖的场所，是期货市场的核心，承担着组织、监督期货交易的重要职能。

2. 标准化的期货合约和对冲机制。期货合约是由交易所设计、经监管机构批准后向市场公布的标准化合约。期货合约设计成标准化的合约是为了便于交易双方在合约到期前分别做一笔相反的交易进行对冲，从而避免实物交收。实际上绝大多数的期货合约并不进行实物交割，通常在到期日之前即已平仓。

3. 保证金及其杠杆作用。为了控制期货交易的风险和提高效率，期货交易所的会员经纪公司必须向交易所或结算所缴纳结算保证金，而期货交易双方在成交后都要通过经纪人向交易所或结算所缴纳一定数量的保证金。由于期货交易的保证金比率很低，因此有高度的杠杆作用，这一杠杆作用使套期保值者能用少量的资金为价值量很大的现货资产找到回避价格风险的手段，也为投机者提供了用少量资金获取盈利的机会。

4. 结算所和无负债结算制度。结算所是期货交易的专门清算机构，通常附属交易所，但又以独立的公司形式组建。结算所实行无负债的每日结算制度，又称逐日盯市制度，就是以每种期货合约在交易日收盘前最后1分钟或几分钟的平均成交价作为当日结算价，与每笔交易成交时的价格作对照，计算每个结算所会员账户的浮动盈亏，进行随市清算。由于逐日

盯市制度以 1 个交易日为最长的结算周期，对所有账户的交易头寸按不同到期日分别计算，并要求所有的交易盈亏都能及时结算，从而能及时调整保证金账户，控制市场风险。

5 限仓制度。限仓制度是交易所为了防止市场风险过度集中和防范操纵市场的行为，而对交易者持仓数量加以限制的制度。

6 大户报告制度。大户报告制度是交易所建立限仓制度后，当会员或客户的持仓量达到交易所规定的数量时，必须向交易所申报有关开户、交易、资金来源、交易动机等情况，以便交易所审查大户是否有过度投机和操纵市场行为，并判断大户交易风险状况的风险控制制度。

7. 每日价格波动限制及断路器规则。为防止期货价格出现过大的非理性变动，交易所通常对每个交易时段允许的撮大波动范围作出规定，一旦达到涨（跌）幅限制，则高于（低于）该价格的多头（空头）委托无效。除此之外，还有的交易所规定了一系列涨跌幅限制，达到这些限幅之后交易暂停，十余分钟后再恢复交易，目的是给市场充分时间消化特定信息的影响。

除上述常规制度之外，期货交易所为了确保交易安全，还规定了强行平仓、强制减仓、临时调整保证金比例（金额）等交易规则，交易者在入市之前务必透彻掌握相关规定。

（三）金融期货的种类

按基础工具划分，金融期货主要有 3 种类型：外汇期货、利率期货、股权类期货。另外，芝加哥期货交易所还开设有互换的期货，芝加哥商业交易所开设有消费者物价指数期货【该交易所将其归类为利率期货】和房地产价格指数期货。鉴于这些品种较为少见，本书不作专门介绍。

1 外汇期货。外汇期货又称货币期货，是以外汇为基础工具的期货合约，是金融期货中最先产生的品种，主要用于规避外汇风险。

外汇期货交易自 1972 年在芝加哥商业交易所(CME)所属的国际货币市场(IMM)率先推出后得到了迅速发展。以 CME 为侧，上市品种不仅包括以美元标价的外币期货合约（如欧元期货、日元期货、瑞士法郎期货、英镑期货等），还包括外币对外币的交叉汇率期货（如欧元对日元、欧元对英镑、欧元对瑞士法郎等等）以及 CME 自行开发的美元指数期货(CME. S INDEX)。2005 年，CME 推出了以美元、日元、欧元报价和现金结算的人民币期货及期货期权交易，不过，由于人民币汇率并未完全实现市场化，这些产品的交易并不活跃。

2. 利率期货。利率期货是继外汇期货之后产生的又一个金融期货类别，其基础资产是一定数量的与利率相关的某种金融工具，主要是各类固定收益金融工具。利率期货主要是为了规避利率风险而产生的。固定利率有价证券的价格受到现行利率和预期利率的影响，价格变化与利率变化一般呈反向关系。

1975 年 10 月，利率期货产生于美国芝加哥期货交易所(CBOT)，虽然比外汇期货晚了 3 年，但其发展速度与应用范围都远较外汇期货来得迅速和广泛。利率期货品种主要包括：

(1)债券期货。以国债期货为主的债券期货是各主要交易所最重要的

利率期货品种。我国曾经短暂开展过国债期货交易试点 0 1992 年 12 月 18 日，上海证券交易所开办国债期货交易，并于 1993 年 10 月 25 日向社会公众开放，此后，深圳证券交易所、北京商品交易所也向社会推出了国债期货交易。国债期货推出后，受到市场的广泛欢迎，但是，由于现货市场所存在的固有缺陷以及期货交易规则的不完善，引发了以“3·27 国债期货事件”为代表的大量风险事件，造成市场秩序紊乱 0 1995 年 5 月 17 日，中国证监会决定暂停国债期货试点，至今仍未恢复。

(2)主要参考利率期货。在国际金融市场上，存在若干重要的参考利率，它们是市场利率水平的重要指标，同时也是金融机构制定利率政策和设计金融工具的主要依据。除国债利率外，常见的参考利率包括伦敦银行间同业拆放利率(LIBOR)、香港银行间同业拆放利率(HIBOR)、欧洲美元定期存款单利率、联邦基金利率等等。为方便金融机构进行利率风险管理，有关期货交易所推出了采用这些利率的固定收益工具为基础资产的期货合约，表 5 -1 列出了代表性的期货合约品种。

表 5 -1 主要参考利率期货合约品种

合约名称 交易所	基础资产	合约规模	报价方式
1 个月期港元利率 香港银行	港元 1 个月期香港 银行同业拆放利率	1 5∞万港 元	100 -1 个月期香 港同业拆放利率
HKEX 期货			
3 个月期港元利率 香港银行	港元 3 个月期香港 银行同业拆放利率	500 万港 元	100 -3 个月期香 港同业拆放利率
HKEX 期货			

第五章金琰衍生工具『一石_

台约名弗 空勃所	基础资产	台约规模	报价矗式

伦敦银行间同业拆放利率	距到期日10月的	300万美	100-10月期
欧洲美元定期存款			同业拆放利率
3-10月期欧洲美元	100万美	100-台约最后	
欧洲美元期货			经特别处理的3
个月期	定期存款		
放利率			伦敦银行同业拆
交割月隔使联邦基	500万美	100-10月期	
联邦基金利率期货			
金利率			金利率平均位

除表 5-1 列出的合约品种外，欧洲交易所、我国台湾期货交易所等有短期商业票据期货。CME 甚至有消费者价格指数(CPI)期货等利率期货合约。

3 股权类期货。股权类期货是以单只股票、股票组合或者股票价格指数为基础资产的期货合约。

(1)股票价格指数期货。股票价格指数期货即是以股票价格指数为基础变量的期货交易，是为适应人们控制股市风险，尤其是系统性风险的需要而产生的。股票价格指数期货的交易单位等于基础指数的数值与交易所规定的每点价值之乘积，采用现金结算。

1982 年，美国堪萨斯期货交易所(KCBT)首先推出价值线指数期货，此后全球股票价格指数期货品种不断涌现，几乎覆盖了所有的基准指数。其中比较重要的有：芝加哥商业交易所的标准普尔股票价格指数期货系列、纽约期货交易所的纽约证券交易所综合指数期货系列、芝加哥期货交易所的道一琼斯指数期货系列、伦敦国际金融期权期货交易的金融时报证券交易所 100 种股票价格指数期货系列、新加坡期货交易所的日经 225 指数期货、中国香港交易所的恒生指数期货（见表 5-2）、中国台湾证券交易所的台湾股票指数期货等。

表 5—2 香港立晶所的股票价格指数期货合约品种

对:	1 客户保证金 (HK\$ / 张) 涵・坳台约保证盒 (HK\$,							
	台 约 名 称							
	叶 m...I 韧始 1 维持 1 韧婧 1 维持							
恒生指数蚬货	HK\$50	1	911tffl	1	72900	1	7100	16000

续表

约保证金(HKS / 对)		客户保证金 (HK\$ / 张)		跨期合
合约名称		每点价值		
始	维持		初始	维持
小型恒生指数期货	HK\$10	18 220	14 580	1 5
∞ 1200				
H 股指数期货	HK\$50	59 850	47 850	18
000 14 400				
小型 H 股指数期货	HK\$10	11 970	9 570	3
600 2 880				

资料来源: 香港交易所网站, [www. hkeI. com. hk](http://www.hkex.com.hk)。

2006 年 9 月 8 日, 中国金融期货交易所正式成立, 计划推出以沪深 300 指数为基础资产的首个中国内地股票价格指数期货, 并于 2006 年 10

月开始了仿真交易。新加坡交易所(SGX)于2006年9月5日推出以新华富时50指数为基础变量的全球首个中国A股指数期货。

(2)单只股票期货。单只股票期货是以单只股票作为基础工具的期货，买卖双方约定，以约定的价格在合约到期日买卖规定数量的股票。事实上，股票期货均实行现金交割，买卖双方只需要按规定的合约乘数乘以价差，盈亏以现金方式进行交割。为防止操纵市场行为，并不是所有上市交易的股票均有期货交易，交易所通常会选取流通盘较大、交易比较活跃的股票推出相应的期货合约，并且对投资者的持仓数量进行限制。以香港交易所为例，目前有42只上市股票有期货交易。

(3)股票组合的期货。股票组合的期货是金融期货中最新的一类，是以标准化的股票组合为基础资产的金融期货，芝加哥商业交易所(CME)基于美国证券交易所交易所交易基金(ETF)的期货最具代表性。目前，有3只交易所交易基金的期货在CME上市交易（见表5-3）。

表 5-3 CME 交易所交易基金期货合约品种

交割		交易	基础	合约
合约名称	客户保证金比率			
安排	代码 (初始 / 维持)	资产		规模
SPDR 期货 份 实物交割	20%	SPY	S&P500 存托凭证	100
QQQQ 期货 实物交割	20%	QQQ	Nasdaq100 指数跟踪组合	200 份
iShare Russell 2000 实物交割	20%	IWM	iSbare Russell 2000 指数	200 份
指数基金期货			基金	

资料来源：芝加哥商业交易所网站，www.cme.com。

（四）金融期货的基本功能

金融期货具有 4 项基本功能：套期保值功能、价格发现功能、投机功

1-套期保值功能。套期保值是指通过在现货市场与期货市场建立相反的头寸，从而锁定未来现金流的行为。

(2)套期保值的基本做法。套期保值的基本做法是：在现货市场买进或卖出某种金融工具的同时，做一笔与现货交易品种、数量、期限相当但方向相反的期货交易，以期在未来某一时间通过期货合约的对冲，以一个市场的盈利来弥补另一个市场的亏损，从而规避现货价格变动带来的风险，实现保值的目的。套期保值的基本类型有两种：一是多头套期保值，是指持有现货空头（如持有股票空头者）的交易者担心将来现货价格上涨（如股市大盘上涨）而给自己造成经济损失，于是买入期货合约（建立期货多头）。若未来现货价格果真上涨，则持有期货头寸所获得的盈利正好可以弥补现货头寸的损失。二是空头套期保值，是指持有现货多头（如持有股票多头）的交易者担心未来现货价格下跌，在期货市场卖出期货合约（建立期货空头）。当现货价格下跌时以期货市场的盈利来弥补现货市场的损失。

倒：股指期货空头套期保值。

（9月18日到期）的沪深300指数仿真合约报价为2700点，某投资者持有价值为1亿元人民币的市场组合。假定中国金融期货交易所沪深300指数期货完全按照仿真交易规则推出（每点价值300元人民币），为防范在9月18日之前出现系统性风险，可卖出9月份沪深300指数期货进行保值。

现货头寸价值=1 亿元×9 月 18 日现货收盘价 / 3 月 18 日现货报价;
 期货头寸盈亏=300 元×(9 月 18 日期货结算价-3 月 18 日期货报
 价)×做空合约张数。

表 5-4 沪深 300 指数期货套期保值

9月18日沪深300

指数报价（点）	现货头寸价值（元）	期货头寸盈亏（元）	合计（元）
1900 100 008 696	82 608 696	17 400 000	
2000 100 006 522	86 956 522	13 050 000	
2100 100 004 348	91 304 348	8 700 000	
2200 100 002 174	95 652 174	4 350 000	100 002 174
2300 100 000 000	100 000 000	0	
2400 99 997 826	104 347 826	-4 350 000	
2500 99 995 652	108 695 652	-8 700 000	
2600 99 993 478	113 043 478	-13 050 000	
2700 99 991 304	117 391 304	-17 400 000	
2800 99 989 130	121 739 130	- 21 750 000	

2900	126 086 957	-26 100 000	
99 986 957			
3000	130 434 783	- 30 450 000	
99 984 783			
3100	134 782 609	- 34 800 000	99
982 609			
3200	139 130 435	- 39 150 000	
99 980 435			
3300	143 478 261	- 43 500 000	
99 978 261			

④实际交易中，9 月期货合约在到期日的结算价并不正好等于现货指数收盘价，此处出于简化考虑，假设期货最后交易日结算价等于现货指数收盘价。

c=：==

第五章金融衍生工具 1155

由表 5 -4 可知，经空头套期保值后，不论 9 月份沪深 300 指数如何变化，该投资者的账户总值基本维持不变。①

如果有投资者拥有较多资金欲投资于股票现货，又担心建仓期内大盘出现非预期大幅上涨导致建仓成本过高，也可以采取多头套期保值，即在期货上建立相应多头头寸，利用期货盈余抵消现货成本上升的风险。当然，在现实中，投资者更多是利用股指期货对投资组合的贝塔系数进行修正。

2. 价格发现功能。价格发现功能是指在一个公开、公平、高效、竞争的期货市场中，通过集中竞价形成期货价格的功能。期货价格具有预期性、连续性和权威性的特点，能够比较准确地反映出来来商品价格的变动趋势。期货市场之所以具有价格发现功能，是因为期货市场将众多影响供求关系的因素集中于交易所内，通过买卖双方公开竞价，集中转化为一个统一的交易价格。这一价格一旦形成，立即向世界各地传播，并影响供求关系，从而形成新的价格。如此循环往复，使价格不断趋于合理。

因为期货价格与现货价格的走势基本一致并逐渐趋同，所以今天的期货价格可能就是未来的现货价格，这一关系使世界各地的套期保值者和现货经营者都利用期货价格来衡量相关现货商品的近，远期价格发展趋势，利用期货价格和传播的市场信息来制定各自的经营决策。这样，期货价格成了世界各地现货成交价的基础。当然，期货价格并非时时刻刻都能准确

地反映市场的供求关系，但这一价格克服了分散、局部的市场价格在时间上和空间上的局限性，具有公开性、连续性、预期性的特点。应该说它比较真实地反映了一定时期世界范围内供求关系影响下的商品或金融工具的价格水平。

价格发现并不意味着期货价格必然等于未来的现货价格，正好相反，多数研究表明，期货价格不等于未来现货价格才是常态。由于资金成本、仓储费用、现货持有便利等因素的影响，理论上说，期货价格要反映现货的持有成本，即便现货价格不变，期货价格也会与之存在差异。

3. 投机功能。与所有有价证券交易相同，期货市场上的投机者也会利用对未来期货价格走势的预期进行投机交易，预计价格上涨的投机者会建立期货多头，反之则建立空头。投机者的存在对维持市场流动性具有重大。难吼实现期现头寸盈亏正好抵消阿个差异（称“基差”）。除非动态调整需要的期货合约张数，否则不能正好抵消阿个头寸时盈亏。

意义，当然，过度的投机必须受到限制。

与现货市场投机相比较，期货市场投机有两个重要区别：一是目前我国股票市场实行 T+1 清算制度，而期货市场是 T+0，可以进行日内投机；二是期货交易的保证金制度导致期货投机具有较高的杠杆率，盈亏相应放大，具有更高的风险性。

例：股票指数期货投机。

2009 年 3 月 18 日，沪深 300 指数开盘报价为 2335.42 点，9 月份仿真期货合约开盘价为 2648 点，若期货投机者预期当日期货报价将上涨，开盘即多头开仓，并在当日最高价 2748.6 点进行平仓，则当日即实现盈利为 $[(2748.6 - 2648) \times 300] = 30180$ 元。

若期货公司要求的初始保证金等于交易所规定的最低交易保证金 10%，则该策略投入资金为 $[2648 \times 300 \times 10\%] = 79440$ 元。

日收益率为 $(30180 / 79440) \approx 38\%$

4. 套利功能。套利的理论基础在于经济学中的一价定律，即忽略交易费用的差异，同一商品只能有一个价格。严格意义上的期货套利是指利用同一合约在不同市场上可能存在的短暂价格差异进行买卖，赚取差价，成为跨市场套利。行业内通常也根据不同品种、不同期限合约之间的比价关系进行双向操作，分别称为跨品种套利和跨期限套利，但其结果不一定可靠。对于股价指数等品种，还可以和成分股现货联系起来进行指数套利。期货套利机制的存在对于提高金融市场的有效性具有重要意义。

例：不付红利股票的期货套利。

设某股票报价为 30 元，该股票在 2 年内不发放任何股利。若 2 年期期货报价为 35 元（出于举例方便考虑，现实中基本上不存在 2 年期期货合约），则可进行如下套利：

按 5% 年利率借入 3000 元资金，并购买 1000 股该股票，同时卖出 1000 股 1 年期期货 0.2 年后，期货合约交割获得现金 3500 元，偿还贷款本息 $[3000 \times (1 + 0.05)^2] = 3307.5$ 元，盈利为 192.5 元。

四、金融互换交易

互换是指两个或两个以上的当事人按共同商定的条件，在约定的时间内定期交换现金流的金融交易，可分为货币互换、利率互换、股权互换、

信用互换等类别。从交易结构上看，可以将互换交易视为一系列远期交易的组合。自 1981 年美国所罗门兄弟公司为 IBM 和世界银行办理首笔美元与马克和瑞士法郎之间的货币互换业务以来，互换市场的发展非常迅猛，目前，按名义金额计算的互换交易已经成为昂大的衍生交易品种。

2006 年 1 月 24 日，中国人民银行发布了《关于开展人民币利率互换交易试点有关事宜的通知》，批准在全国银行间同业拆借中心开展人民币利率互换交易试点。2008 年 1 月 18 日，中国人民银行发布《关于开展人民币利率互换业务有关事宜的通知》，同时废止《关于开展人民币利率互换交易试点有关事宜的通知》。人民币利率互换是指交易双方约定在未来的某一期限内，根据约定的人民币本金和利率计算利息并进行利息交换的金融合约。通知规定，利率互换的参考利率应为经中国人民银行授权的全国银行间同业拆借中心等机构发布的银行间市场具有基准性质的市场利率或经中国人民银行公布的基准利率。

《关于开展人民币利率互换交易试点有关事宜的通知》发布当天，国家开发银行和中国光大银行完成首笔交易，协议的名义本金为 50 亿元人民币、期限 10 年、中国光大银行支付 2.95% 的固定利率、国家开发银行支付 1 年期定期存款利率（浮动利率）。以这项货币互换为例，人民币利率互换交易结构可用图 5-1 描述。

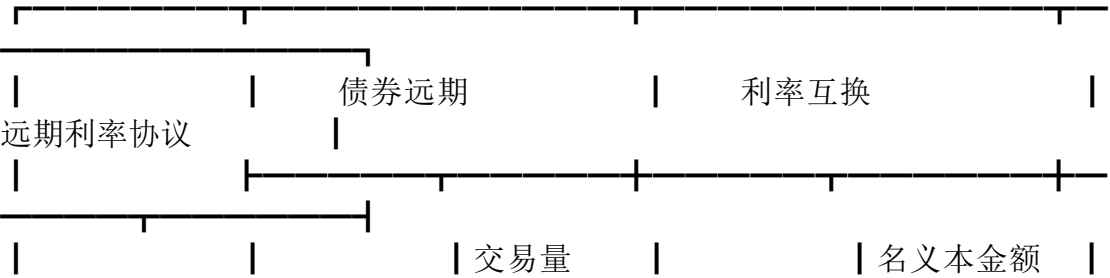
图 5-1 人民币利率互换交易结构

互换交易的主要用途是改变交易者资产或负债的风险结构（比如利率或汇率结构），从而规避相应的风险。比如说，上例中，如果国家开发银行发放了 50 亿元 10 年期固定利率按揭贷款，则通过互换交易，就可以将贷款收益转化为浮动利率，与其存款利率结构相匹配，在市场利率上升情况下，可以规避利率风险。

目前，中国外汇交易中心人民币利率互换参考利率包括上海银行间同业拆放利率（Shibor，含隔夜、1 周、3 个月期等品种）、国债回购利率（7 天）、1 年期定期存款利率，互换期限从 7 天到 3 年，交易双方可协商确定付息频率、利率重置期限、计息方式等合约条款。

自 2006 年 2 月 9 日人民币利率互换交易试点以来，截至 2008 年 12 月 31 日，利率互换累计成交 6 121 笔，名义本金总额累计 6 664.1 亿元，表 5-5 为中国外汇交易中心各年度交易数据。

表 5-5 中国银行间市场衍生产品交易一览



名义本金额	交易笔数	交易笔数	交易笔数	交易笔数
(亿元)	(亿元)	(亿元)	(亿元)	(亿元)
2005 年	108	178.0		
2006 年	398	664.5	103	355.7
2007 年	1 238	2 518.1	1 978	2 186.9
2008 年	1 327	5 005.5	4 040	4 121.5
总计	3 071	8 366.1	6 121	6 664.1

资料来源：中国外汇交易中心。

在 2007 年以来发生的全球性金融危机当中，导致大量金融机构陷入危机的最重要一类衍生金融产品是信用违约互换(CDS)。最基本的信用违约互换涉及两个当事人，双方约定以某一信用工具为参考，一方向另一方出售信用保护，若参考工具发生规定的信用违约事件，则信用保护出售方必须向购买方支付赔偿。2008 年 7 月 9 日，美联储统计研究部副主任帕金森(P. M. Parkinson)在向美国国会参议院作证时指出，信用违约互换的场外交易特征以及过快的增长速度是导致信用危机放大的重要原因。据国际清算银行(BIS)统计，2007 年年中，全球 CDS 名义总金额高达 58 万亿美元，是 2006 年同期的 2 倍。

CDS 交易的危险来自 3 个方面：第一，具有较高的杠杆性。信用保护买方只需要支付少量保费，最多可以获得等于名义金额的赔偿（参考品发行人破产时），一旦参考品信用等级出现微小变化，CDS 保费价格就会剧烈波动。例如，在各种国债 CDS 中，名义金额居首位的西班牙国债 CDS，其保护价格在 2007 年 9 月初仅为 47 基点，意味着价值 1 000 万美元的西班牙 10 年期国债的保费仅 4.7 万美元，杠杆倍数超过 200 倍，而到了 10 月份，该价格曾最高达到 112 基点，信用保护的卖方若在此时平仓，将遭致

巨大亏损。第二，由于信用保护的买方并不需要真正持有作为参考的信用

工具（常见的有按揭贷款、按揭支持证券、各国国债及公司债券或者债券组合、债券指数），因此，特定信用工具可能同时在一起交易中被当作 CDS 的参考，有可能极大地放大风险敞口总额，在发生危机时，市场往往恐慌性地高估涉险金额。作为一个例子，雷曼兄弟公司宣布破产时，以其债券作为参考的信用保护名义金额曾被市场高估到 4 000 亿美元，引起极大恐慌。第三，由于场外市场缺乏充分的信息披露和监管，交易者并不清楚自己的交易对手卷入了多少此类交易，因此，在危机期间，每起信用事件的发生都会引起市场参与者的相互猜疑，担心自己的交易对手因此倒下从而使自己的敞口头寸失去着落。

h. 第三节金融期权与期权类金融衍生产品

一、L

期权和期权类衍生产品是最复杂而且种类较多的金融衍生产品，由于它们具有较好的结构特性，在风险管理和产品开发设计中得到广泛运用。本节主要介绍交易所交易的金融期权以及权证类产品。

一、金融期权的定义和特征

（一）金融期权的定义

期权又称选择权，是指其持有者能在规定的期限内按交易双方商定的价格购买或出售一定数量的基础工具的权利。期权交易就是对这种选择权的买卖。

金融期权是指以金融工具或金融变量为基础工具的期权交易形式。具体地说，其购买者在向出售者支付一定费用后，就获得了能在规定期限内以某一特定价格向出售者买进或卖出一定数量的某种金融工具的权利。

期权交易实际上是一种权利的单方面有偿让渡。期权的买方以支付一定数量的期权费为代价而拥有了这种权利，但不承担必须买进或卖出的义务；期权的卖方则在收取了一定数量的期权费后，在一定期限内必须无条件服从买方的选择并履行成交时的允诺。

（二）金融期权的特征

与金融期货相比，金融期权的主要特征在于它仅仅是买卖权利的交换。期权的买方在支付了期权费后，就获得了期权合约所赋予的权利，即在期权合约规定的时间内，以事先确定的价格向期权的卖方买进或卖出某种金融工具的权利，但并没有必须履行该期权合约的义务。期权的买方可以选择行使他所拥有的权利；期权的卖方在收取期权费后就承担着在规定时间内履行该期权合约的义务。即当期权的买方选择行使权利时，卖方必须无条件地履行合约规定的义务，而没有选择的权利。

（三）金融期货与金融期权的区别

1. 基础资产不同。金融期权与金融期货的基础资产不尽相同。一般地说，凡可作期货交易的金融工具都可作期权交易。然而，可作期权交易的金融工具却未必可作期货交易。在实践中，只有金融期货期权，而没有金融期权期货，即只有以金融期货合约为基础资产的金融期权交易，而没有以金融期权合约为基础资产的金融期货交易。一般而言，金融期权的基础资产多于金融期货的基础资产。

随着金融期权的日益发展，其基础资产还有日益增多的趋势，不少金融期货无法交易的金融产品均可作为金融期权的基础资产，甚至连金融期权合约本身也成了金融期权的基础资产，即所谓复合期权。

2. 交易者权利与义务的对称性不同。金融期货交易双方的权利与义务对称，即对任何一方而言，都既有要求对方履约的权利，又有自己对对方履约的义务。而金融期权交易双方的权利与义务存在着明显的不对称性，期权的买方只有权利没有义务，而期权的卖方只有义务没有权利。

3. 履约保证不同。金融期货交易双方均需开立保证金账户，并按规定缴纳履约保证金。而在金融期权交易中，只有期权出售者，尤其是无担保期权的出售者才需开立保证金账户，并按规定缴纳保证金，以保证其履约的义务。至于期权的购买者，因期权合约未规定其义务，无需开立保证金账户，也无需缴纳保证金。

4. 现金流转不同。金融期货交易双方在成交时不发生现金收付关系，但在成交后，由于实行逐日结算制度，交易双方将因价格的变动而发生现

c: : =—

第五章金融衍生工具 1161

金流转，即盈利一方的保证金账户余额将增加，而亏损一方的保证金账户余额将减少。当亏损方保证金账户余额低于规定的维持保证金时，亏损方必须按规定及时缴纳追加保证金。因此，金融期货交易双方都必须保有一定的流动性较高的资产，以备不时之需。而在金融期权交易中，在成交时，期权购买者为取得期权合约所赋予的权利，必须向期权出售者支付一定的期权费，但在成交后，除了到期履约外，交易双方将不发生任何现金流转。

5. 盈亏特点不同。金融期货交易双方都无权违约，也无权要求提前交割或推迟交割，而只能在到期前的任一时间通过反向交易实现对冲或到期进行实物交割。而在对冲或到期交割前，价格的变动必然使其中一方盈利而另一方亏损，其盈利或亏损的程度决定于价格变动的幅度。因此，从理论上说，金融期货交易中双方潜在的盈利和亏损都是无限的。

相反，在金融期权交易中，由于期权购买者与出售者在权利和义务上的不对称性，他们在交易中的盈利和亏损也具有不对称性。从理论上说，期权购买者在交易中的潜在亏损是有限的，仅限于他所支付的期权费，而他可能取得的盈利却是无限的；相反，期权出售者在交易中所取得的盈利是有限的，仅限于他所收取的期权费，而他可能遭受的损失却是无限的。

6 套期保值的作用与效果不同。金融期权与金融期货都是人们常用的套期保值工具，但它们的作用与效果是不同的。人们利用金融期货进行套期保值，在避免价格不利变动造成损失的同时，也必须放弃若价格有利变动可能获得的利益。人们利用金融期权进行套期保值，若价格发生不利变动，套期保值者可通过执行期权来避免损失；若价格发生有利变动，套期保值者又可通过放弃期权来保护利益。这样，通过金融期权交易，既可避免价格不利变动造成的损失，又可在相当程度上保住价格有利变动而带来的利益。

但是，这并不是说金融期权比金融期货更为有利。如从保值角度来说，金融期货通常比金融期权更为有效，也更为便宜，而且要在金融期权交易

中真正做到既保值又获利，事实上也并非易事。

所以，金融期权与金融期货可谓各有所长，各有所短。在现实的交易活动中，人们往往将二者结合起来，通过一定的组合或搭配来实现某一特定目标。

一、金融期权的分类

根据不同的分类标准，可以将金融期权划分为很多类别。以下我们从选择权性质、合约履行时间、期权基础资产性质来划分。

（一）根据选择权的性质划分，金融期权可以分为看涨期权和看跌期权

看涨期权也称认购权，指期权的买方具有在约定期限内（或合约到期日）按协定价格（也称敲定价格或行权价格）买入一定数量基础金融工具的权利。交易者之所以买入看涨期权，是因为他预期基础金融工具的价格在合约期限内将会上涨。如果判断正确，按协定价买入该项金融工具并以市价卖出，可赚取市价与协定价之间的差额；如果判断失误，则放弃行权，仅损失期权费。

看跌期权也称认沽权，指期权的买方具有在约定期限内按协定价格卖出一定数量基础金融工具的权利。交易者买入看跌期权，是因为他预期基础金融工具的价格在近期内将会下跌。如果判断正确，可从市场上以较低的价格买入该项金融工具，再按协定价格卖给期权的卖方，将赚取协定价与市价的差额；如果判断失误，将放弃行权，损失期权费。

（二）按照合约所规定的履约时间的不同，金融期权可以分为欧式期权、美式期权和修正的美式期权

欧式期权只能在期权到期日执行；美式期权则可在期权到期日或到期日之前的任何一个营业日执行；修正的美式期权也称为百慕大期权或大西洋期权，可以在期权到期日之前的一系列规定日执行。

（三）按照金融期权基础资产性质的不同，金融期权可以分为股权类期权、利率期权、货币期权、金融期货合约期权、互换期权等

1. 股权类期权。与股权类期货类似，股权类期权也包括 3 种类型：单只股票期权、股票组合期权和股票指数期权。

单只股票期权（简称“股票期权”）指买方在交付了期权费后，即取得在合约规定的到期日或到期日以前按协定价买入或卖出一定数量相关股票的权利。

第五章金融衍生工具 1163

.....J

股票组合期权是以一揽子股票为基础资产的期权，代表性品种是交易所交易基金的期权。

股票指数期权是以股票指数为基础资产，买方在支付了期权费后，即取得在合约有效期内或到期时以协定指数与市场实际指数进行盈亏结算的权利。股票指数期权没有可作实物交割的具体股票，只能采取现金轧差的方式结算。

2 利率期权。利率期权指买方在支付了期权费后，即取得在合约有效期内或到期时以一定的利率（价格）买入或卖出一定面额的利率工具的权利。利率期投合约通常以政府短期、中期、长期债券，欧洲美元债券，大

面额可转让存单等利率工具为基础资产。

3 货币期权。货币期权又称外币期权、外汇期权，指买方在支付了期权费后，即取得在合约有效期内或到期时以约定的汇率购买或出售一定数额某种外汇资产的权利。货币期权合约主要以美元、欧元、日元、英镑、瑞士法郎、加拿大元及澳大利亚元等为基础资产。

4 金融期货合约期权。金融期货合约期权是一种以金融期货合约为交易对象的选择权，它赋予其持有者在规定时间内以协定价格买卖特定金融期货合约的权利。

5. 互换期权。金融互换期权是以金融互换合约为交易对象的选择权，它赋予其持有者在规定时间内以规定条件与交易对手进行互换交易的权利。

此外，与标准的交易所交易相比，还存在称为奇异型期权的期权类产品。奇异型期权通常在选择权性质、基础资产以及期权有效期等内容上与标准化的交易所交易期权存在差异，种类庞杂，较为流行的就有数十种之多。例如，有的期权合约具有两种基础资产，可以择优执行其中一种（任选期权）；有的可以在规定的一系列时点行权（百慕大期权）；有的对行权设有一定条件（障碍期权）；有的行权价格可以取基础资产在一段时间内的平均值（平均期权），等等。

三、金融期权的基本功能

金融期权与金融期货有着类似的功能。从一定的意义上说，金融期权是金融期货功能的延伸和发展，具有与金融期货相同的套期保值和发现价格的功能，是一种行之有效的控制风险的工具。

四、权证

权证是基础证券发行人或其以外的第三人（以下简称“发行人”）发行的，约定持有人在规定的期间内或特定到期日，有权按约定价格向发行人购买或出售标的证券，或以现金结算方式收取结算差价的有价证券。从产品属性看，权证是一种期权类金融衍生产品。权证与交易所交易期权的主要区别在于，交易所挂牌交易的期权是交易所制定的标准化合约，具有同一基础资产、不同行权价格和行权时间的多个期权形成期权系列进行交易；而权证则是权证发行人发行的合约，发行人作为权利的授予者承担全部责任。

（一）权证分类

根据各种分类标准，可以把权证分为不同的类型。

1. 按基础资产分类。根据权证行权的基础资产或标的资产，可将权证分为股权类权证、债权类权证以及其他权证。目前我国证券市场推出的权证均为股权类权证，其标的资产可以是单只股票或股票组合(如ETF)。以下我们所介绍的权证均指股权类权证。

2. 按基础资产的来源分类。根据权证行权所买卖的标的股票来源不同，权证分为认股权证和备兑权证。认股权证也称为股本权证，一般由基础证券的发行人发行，行权时上市公司增发新股售予认股权证的持有人。20 世纪 90 年代初，我国证券市场曾经出现过的飞乐、宝安等上市公司发符的认股权证以及配股权证、转配股权证，就属于认股权证。

备兑权证通常由投资银行发行，备兑权证所认兑的股票不是新发行的股票，而是已在市场上流通的股票，不会增加股份公司的股本。目前创新

类证券公司创设的权证均为备兑权证。

3. 按持有人权利分类。按照持有人权利的性质不同，权证分为认购权证和认沽权证。前者实质上属看涨期权，其持有人有权按规定价格购买基础资产；后者属看跌期权，其持有人有权按规定价格卖出基础资产。

4. 按行权的时间分类。按照权证持有人行权的时间不同，可以将权证分为美式权证、欧式权证、百慕大式权证等类别。美式权证可以在权证失效日之前任何交易日行权；欧式权证仅可以在失效日当日行权；百慕大式

权证则可在失效日之前一段规定时间内行权。

5. 按权证的内在价值分类。按权证的内在价值，可以将权证分为平价权证、价内权证和价外权证，其原理与期权相同。

（二）权证要素

权证的要素包括权证类别、标的、行权价格、存续时间、行权日期、行权结算方式、行权比例等要素。

1 权证类别。权证类别即标明该权证属认购权证或认沽权证。

2 标的。权证的标的物种类涵盖股票、债券、外币、指数、商品或其他金融工具，其中股票权证的标的可以是单一股票或是一揽子股票组合。

3 行权价格。发行人发行权证时所约定的，权证持有人向发行人购买或出售标的证券的价格。若标的证券在发行后有除息、除权等事项，通常要对认股权证的认股价格进行调整。

4 存续时间。权证的存续时间即权证的有效期，超过有效期，认股权自动失效。目前上海证券交易所、深圳证券交易所均规定，权证自上市之日起存续时间为6个月以上24个月以下。

5 行权日j 瞻。这是指权证持有人有权行使权利的日期。

6. 行权结算方式。行权结算方式分为证券给付结算方式和现金结算方式两种。前者指权证持有人行权时，发行人有义务按照行权价格向权证持有人出售或购买标的证券；后者指权证持有人行权时，发行人按照约定向权证持有人支付行权价格与标的证券结算价格之间的差额。

7. 行权比例。这是指单位权证可以购买或出售的标的证券数量。目前上海和深圳证券交易所规定，标的证券发生除权的，行权比例应作相应调整，除息时则不作调整。

（三）权证发行、上市与交易

目前上海和深圳证券交易所均对权证的发行、上市和交易进行了具体规定。

1. 权证的发行。由标的证券发行人以外的第三人发行并上市的权证，发行人应按照下列规定之一，提供履约担保：

(1)通过专用账户提供并维持足够数量的标的证券或现金，作为履约

担保。

履约担保的标的证券数量=权证上市数量×行权比例×担保系数

履约担保的现金金额=权证上市数量×行权价格×行权比例×担保系数

担保系数由交易所发布并适时调整 a

(2)提供经交易所认可的机构作为履约的不可撤销的连带责任保证人。

2. 权证的上市和交易。上海、深圳证券交易所对权证的上市资格标准不尽相同，但均对标的股票的流通股份市值、标的股票交易的活跃性、权证存量、权证持有人数量、权证存续期等作出要求。

目前权证交易实行 T+0 回转交易。

五~可转换债券

（一）可转换债券的定义和特征

可转换债券是指其持有者可以在一定时期内按一定比例或价格将之转换成一定数量的另一种证券的证券。可转换债券通常是转换成普通股票，当股票价格上涨时，可转换债券的持有人行使转换权比较有利。因此，可转换债券实质上嵌入了普通股票的看涨期权，正是从这个意义上说，我们将其列为期权类衍生产品。

在国际市场上，按照发行时证券的性质，可分为可转换债券和可转换优先股票两种。可转换债券是指证券持有者依据一定的转换条件，可将信用债券转换成为发行人普通股票的证券。可转换优先股票是指证券持有者可依据一定的转换条件，将优先股票转换成发行人普通股票的证券。目前，我国只有可转换债券。

可转换债券具有下列特征：

1. 可转换债券是一种附有转股权的特殊债券。在转换以前，它是一种公司债券，具备债券的一切特征，有规定的利率和期限，体现的是债权债务关系，持有者是债权人；在转换成股票后，它变成了股票，具备股票的一般特征，体现所有权关系，持有者由债权人变成了股权所有者。

2. 可转换债券具有双重选择权的特征。可转换债券具有双重选择权。一方面，投资者可自行选择是否转股，并为此承担转债利率较低的机会成本；另一方面，转债发行人拥有是否实施赎回条款的选择权，并为此要支

付比没有赎回条款的转债更高的利率。双重选择权是可转换公司债券最主要的金融特征，它的存在使投资者和发行人的风险、收益限定在一定的范围以内，并可以利用这一特点对股票进行套期保值，获得更加确定的收益。

（二）可转换债券的要素

可转换债券有若干要素，这些要素基本决定了可转换债券的转换条件、转换价值、市场价格等总体特征。

1. 有效期限和转换期限。就可转换债券而言，其有效期限与一般债券相同，指债券从发行之日起至偿清本息之日止的存续时间。

转换期限是指可转换债券转换为普通股票的起始日至结束日的期间。大多数情况下，发行人都规定一个特定的转换期限，在该期限内，允许可转换债券的持有人按转换比例或转换价格转换成发行人的股票。我国《上市公司证券发行管理办法》规定，可转换公司债券的期限最短为 1 年，最长为 6 年，自发行结束之日起 6 个月后方可转换为公司股票。

2. 票面利率或股息率。可转换公司债券的票面利率（或可转换优先股的股息率）是指可转换债券作为一种债券的票面年利率（或优先股股息率），由发行人根据当前市场利率水平、公司债券资信等级和发行条款确定，一般低于相同条件的不可转换公司债券（或不可转换优先股）。可转换公司债券应半年或 1 年付息 1 次，到期后 5 个工作日内应偿还未转股债

券的本金及最后 I 期利息。

3 转换比例或转换价格。转换比例是指一定面额可转换债券可转换成普通股的股数。用公式表示为：

转换比例=可转换债券面值 / 转换价格

例：如果某可转换债券面额为 1 000 元，规定其转换价格为 25 元，则转换比例为 40，即 1 000 元债券可按 25 元 I 股的价格转换为 40 股普通股票。

转换价格是指可转换债券转换为每股普通股份所支付的价格。用公式表示为：

转换价格=可转换债券面值 / 转换比例

4 赎回条款与回售条款。赎回是指发行人在发行一段时间后，可以提

前赎回未到期的发行在外的可转换公司债券。赎回条件一般是当公司股票价格在一段时间内连续高于转换价格达到一定幅度时，公司可按照事先约定的赎回价格买回发行在外尚未转股的可转换公司债券。

回售是指公司股票在一段时间内连续低于转换价格达到某一幅度时，可转换公司债券持有人按事先约定的价格将所持可转换债券卖给发行人的行为。

赎回条款和回售条款是可转换债券在发行时规定的赎回行为和回售行为发生的具体市场条件。

5. 转换价格修正条款。转换价格修正是指发行公司在发行可转换债券后，由于公司的送股、配股、增发股票、分立、合并、拆细及其他原因导致发行人股份发生变动，引起公司股票名义价格下降时而对转换价格所作的必要调整。

（三）附权 1x 的可分离公司债券

根据前面的论述可知，可转换债券实质上是一种含有嵌入式认股权的债券，从理论上说，将内嵌的权证从主体债券中分离出来，与主体债券分别进行独立交易是可行的。欧美等国上市公司在发行公司债券时，为提高债券的吸引力，也经常在债券上附认股权证，这些认股权证可以与主体债券相分离，单独交易。

2006 年 5 月 8 日，中国证监会发布《上市公司证券发行管理办法》，明确规定，上市公司可以公开发行认股权和债转股分离交易的可转换公司债券（以下简称“分离交易的可转换公司债券”），分离交易的可转换公司债券应当申请在上市公司股票上市的证券交易所上市交易，其中的公司债券和认股权分别符合证券交易所上市条件的，应当分别上市交易。2006 年 11 月 13 日，马鞍山钢铁股份有限公司成为首家在 A 股市场发行分离交易的可转换公司债券的上市公司，共发行 55 亿元人民币 5 年期附息债券，并同时派发 12.65 亿份认股权证。2006 年 11 月 29 日，债券主体与所附认股权证在上海证券交易所上市交易。

分离交易的可转换公司债券与一般的可转换债券之间存在以下区别：

1. 权利载体不同。可转换债券的权利载体是债券本身，因此，债券持有人即转股权所有人；而附权证债券的权利载体是权证，在可分离交易的情况下，权证持有人可能与债券持有人相分离，债券持有人拥有的是单纯

的公司债券，不具有转股权。

2. 行权方式不同。可转换债券持有人在行使权利时，将债券按规定的转换比例转换为上市公司股票，债券将不复存在；而附权证债券发行后，权证持有人将按照权证规定的认股价格以现金认购标的股票，对债券不产生直接影响。

3 权利内容不同。可转换债券持有人的转股权有效期通常等于债券期限，债券发行条款中可以规定若干修正转股价格的条款；而附权证债券的权证有效期通常不等于债券期限，只有在正股除权除息时才调整行权价格和行权比例。

第四节其他衍生工具简介

--k

目前国际市场上各类衍生金融工具层出不穷，本节仅就与中国市场密切相关的进行介绍。

一、存托凭证

(一) 存托凭证的定义

存托凭证(Depositary Receipts, DR)是指在一国证券市场流通的代表外国公司有价证券的可转让凭证。存托凭证一般代表外国公司股票，有时也代表债券。存托凭证也称预托凭证，是指在一国(个)证券市场上流通的代表另一国(个)证券市场上流通的证券的证券。

存托凭证首先由 J. P 摩根首创。1927 年，美国投资者看好英国百货业公司塞尔弗里奇公司的股票，由于地域的关系，这些美国投资者要投资该股票很不方便。当时的 J P 摩根就设立了一种英国存托凭证(ADR)，使持有塞尔弗里奇公司股票的投资者可以把塞尔弗里奇公司股票交给摩根指定的在美国与英国都有分支机构的一家银行，再由这家银行发给各投资者美国存托凭证。这种存托凭证可以在美国的证券市场上流通，原来持有塞尔弗里奇公司股票的投资者就不必再跑到英国抛售该股票。同时要投资塞尔弗里奇公司股票的投资者也不必再到英国股票交易所去购买塞尔弗里

奇公司股票，可以在美国证券交易所购买该股票的美国存托凭证。每当塞尔弗里奇公司进行配股或者分红等事宜，发行美国存托凭证的银行在英国的分支机构都会帮助美国投资者进行配股或者分红。这样美国投资者就省去了到英国去配股及分红的麻烦。

美国存托凭证(见图 5-2 和图 5-3)出现后，各国根据情况相继推出了适合本国的存托凭证，比如全球存托凭证(GDR)、国际存托凭证(IDR)。^o目前我国也开始酝酿推出中国存托凭证(CDR)，即在我国内地发行的代表境外或者我国香港特区证券市场上某一种证券的证券。

资料来源: www.adr.com.

图 5-2 1995—2005 年 ADR 发行筹资规模

(年份)

资料来源: www.adr.com.

图 5-3 1992—2007 年 ADR 市场交易规模

(二) 美国存托凭证的有关业务机构

参与美国存托凭证发行与交易的中介机构包括存券银行、托管银行和中央存托公司。

1. 存券银行。存券银行作为 ADR 的发行人和 ADR 的市场中介，为 ADR 的投资者提供所错的一切服务。

(1)作为 ADR 的发行人，存券银行在 ADR 基础证券的发行国安排托管银行，当基础证券被解入托管账户后，立即向投资者发出 ADR；ADR 被取消时，指令托管银行把基础证券重新投入当地市场。

(2)在 ADR 交易过程中，存券银行负责 ADR 的注册和过户，安排 ADR 在存券信托公司的保管和清算，及时通知托管银行变更股东或债券持有人的登记资料，并与经纪人保持经常联系，保证 ADR 交易的顺利进行。同时，存券银行还要向 ADR 的持有者派发美元红利或利息，代理 ADR 持有者行使投票权等股东权益。

(3)存券银行为 ADR 持有者和基础证券发行人提供信息和咨询服务。作为 ADR 持有者、发行公司的代理者和咨询者，存券银行向 ADR 持有者提供基础证券发行人及 ADR 的市场信息，解答投资者的询问；向基础证券发行人提供 ADR 持有者及 ADR 市场信息，帮助发行人建立和改进 ADR 计划，特别是提供法律、会计、审计等方面的咨询和代理服务；协调 ADR 持有者和发行公司的一切事宜，并确保发行公司符合法律要求。

2 托管银行。托管银行是由存券银行在基础证券发行国安排的银行，它通常是存券银行在当地的分行、附属行或代理行。托管银行负责保管 ADR 所代表的基础证券；根据存券银行的指令领取红利或利息，用于再投资或汇回 ADR 发行国；向存券银行提供当地市场信息。

3. 中央存托公司。中央存托公司是指美国的证券中央保管和清算机构，负责 ADR 的保管和清算。美国证券中央保管和清算机构的成员为金融机构，如证券经纪公司、自营商、银行、信托投资公司、清算公司等，其他机构和个人也可以通过与以上成员建立托管或清算代理关系，间接地参加证券中央保管和清算机构。

（三）美国存托凭证的种类

按照基础证券发行人是否参与存托凭证的发行，美国存托凭证可分为

无担保的存托凭证和有担保的存托凭证。

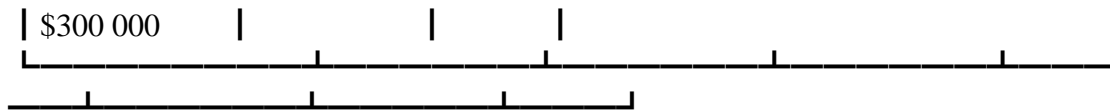
1. 无担保的存托凭证。无担保的存托凭证由一家或多家银行根据市场的需求发行，基础证券发行人不参与，存券协议只规定存券银行与存托凭证持有者之间的权利义务关系。无担保的存托凭证目前已很少应用。

2. 有担保的存托凭证。有担保的存托凭证由基础证券发行人的承销商委托一家存券银行发行。承销商、存券银行和托管银行三方签署存券协议。协议内容包括存托凭证与基础证券的关系，存托凭证持有者的权利，存托凭证的转让、清偿、红利或利息的支付以及协议三方的权利、义务等。采用有担保的存托凭证，发行公司可以自由选择存券银行。

有担保的存托凭证分为一、二、三级公开募集存托凭证和美国 144A 规则下的私募存托凭证。这 4 种有担保的存托凭证各有其不同的特点和运作惯例，美国的相关法律也对其有不同的要求（见表 5 -6）。简言之，一级存托凭证允许外国公司无须改变现行的报告制度就可以享受公开交易证券的好处；想在一家美国交易所上市的外国公司可采用二级存托凭证；如果要在美国市场上筹集资本，则须采用三级存托凭证。存托凭证的级别越高，所反映的美国证券交易委员会(SEC)登记要求也越高，对投资者的吸引力就越大。

表 5-6 夔国存托凭证方案比较及说明

会 则	存托凭 成本 证类型 费用	适用的 交易 法律 方式	可否 及豁免 集资	注册登 记	公开性 要求	美国 计准
	无担保存托凭证	<证券法>		F-6	无	
	OTC (已很少应用)	否 <交易法>		1293 -2(b)	无	
	一级有担保 \$5 000	<证券法> 目前		F-6	无	无须
	存托凭证 \$20 000	(yrc <交易法> 不可		1293 -2(b)	无	符合
	二级有担保 \$200 000	<证券法> 交易所或 目前		F-6	无	部分
	存托凭证 \$500 000	<交易法> NASDAQ 不可		20 -F	详细、持续	符合
	三级有担保 \$400 000	<证券法> 交易所或		F-I	严格的	完全
	存托凭证 \$800 000	可以 <交易法> NASDAQ		20 -F	详细的	符合
	144A 私募 \$75 000	《证券法》		无	欧洲的	无须
	存托凭证	QIB 之间 《交易法： } 可以		1293 -2(b)	标准	符合



说明：

①<证券法>、<交易法>分别是美国<1933 年证券法>和(1934 年证券交易法’的简称。

@F-6 指按美国(1933 年证券法’要求以 F-6 表格注册登记单，向美国证券管理委员
台注册。

@JZ? -2(b) 指根据 ‘1934 年证券交易法’12g}— 2(h)豁免规则向美国证券管理委
员会申请豁免。

@OTC 指柜台交易市场。

@NASDAQ 指全美 E#商协会自动报价系统。

@QIB(Qualified Institutional Buyer)指合格机构投资者。

(四) 存托凭证的优点

存托凭证之所以能够取得较快发展，除资本市场国际化这个大背景之外，对发行人和投资者而言，均具有一定的吸引力。

1 对发行人的优点。对发行人而言，发行存托凭证能够带来下列好处：

(1)市场容量大，筹资能力强。以美国存托凭证为例，美国证券市场最突出的特点就是市场容量极大，这使在美国发行 ADR 的外国公司能在短期内筹集到大量的外汇资金，拓宽公司的股东基础，提高其长期筹资能力，提高公司证券的流动性并分散风险。

(2)避开直接发行股票与债券的法律要求，上市手续简单，发行成本低。

除此之外，发行存托凭证还能吸引投资者关注，增强上市公司曝光度，扩大股东基础，增加股票流动性；可以通过调整存托凭证比率将存托凭证价格调整至美国同类上市公司股价范围内，便于上市公司进入美国资本市场，提供了新的筹资渠道。对于有意在美国拓展业务、实施并购战略的上市公司尤其具有吸引力；便于上市公司加强与美国投资者的联系，改善投资者关系；便于非美国上市公司对其美国雇员实施员工持股计划等。

2 对投资者的优点。与直接投资外国股票相比，投资 ADR 给投资者也能带来好处。

(1)以美元交易，且通过投资者熟悉的美国清算公司进行清算；

(2)上市交易的 ADR 须经美国证监会注册，有助于保障投资者利益；

(3)上市公司发放股利时，ADR 投资者能及时获得，而且是以美元支付；

(4)某些机构投资者受投资政策限制，不能投资非美国上市证券，ADR 可以规避这些限制。

(五) 存托凭证在中国的发展

1. 我国公司发行的存托凭证。我国公司发行的存托凭证涵盖了’以下几

个主要种类。

发行一级存托凭证的国内企业主要分两类：一类是含 B 股的国内上市公司，如氯碱化工、二纺机、轮胎橡胶和深深房，这些公司是我国上市公司早期在海外发行存托凭证的试点；另一类主要是在我国香港上市的内地公司，如青岛啤酒和平安保险等，这些公司在发行存托凭证时，都已发行 H 股作为发行存托凭证的基础；另外，2004 年 12 月，在新加坡交易所上市的双威通讯也以一级存托凭证方式发行了存托凭证。

2004 年以前，只有香港上市的中华汽车发行过二级存托凭证；进入 2004 年后，随着中国网络科技类公司海外上市速度加快，二级存托凭证成为中国网络股进入 NASDAQ 的主要形式。

发行三级存托凭证的公司均在我国香港交易所上市，而且发行存托凭证的模式基本相同，即在我国香港交易所发行上市的同时，将一部分股份转换为存托凭证在纽约股票交易所上市，这样不仅实现在我国香港和美国同时上市融资的目的，而且简化了上市手续，节约了交易费用。

144A 私募存托凭证由于对发行入监管的要求最低，而且发行手续简单，所以早期寻求境外上市的境内企业使用得较多，但由于投资者数量有限，而且在柜台市场交易不利于提高企业知名度，所以近年来较少使用。

2. 我国公司发行存托凭证的阶段和行业特征。截至 2006 年底，中国企业发行存托凭证的家数达到 69 家，发行存托凭证 73 种。我们将这段时间的发展分为 4 个阶段介绍。

(1) 1993~1995 年，中国企业在美国发行存托凭证 0 1993 年 7 月，上海石化以存托凭证方式在纽约证券交易所挂牌上市，开了中国公司在美国证券市场上市的先河。随后还有马钢、仪征化纤等 4 家国内公司以私募方式在美国上市。此外，还有深深房、二纺机、氯碱化工等含 B 股的上市公司作为试点发行在场外交易的不具融资功能的一级存托凭证。在短短 3 年

时间内，共有 14 家中国公司在华尔街相继登场，迈出了我国公司走向海外证券市场的第一步。

(2) 1996—1998 年，基础设施类存托凭证渐成主流。从 1996 年开始，发行存托凭证公司的类型开始转变，传统制造业公司比重有所下降，取而代之的是以基础设施和公用事业为主的公司。这些公司涉及航空、铁路、公路、电力等领域，如华能电力、东方航空、南方航空和广深铁路等，而且发行三级存托凭证的比重大大提高。这批存托凭证的购买者多为机构投资者，有利于提升中国企业在海外的知名度，并有利于保持证券价格的稳定。

1998 年 3 月—2000 年 3 月，美国证券市场对中国存托凭证发行的大门紧闭长达两年。

(3) 2000—2001 年，高科技公司及大型国有企业成功上市。从 1999 年开始，随着全球新经济的兴起，高科技公司开始在各国的二板市场上大放异彩。中国证监会曾发布《关于企业申请境外上市有关问题的通知》，以此为政策依托，以中华网为代表的互联网公司和以中国移动为代表的通信类公司在美国的主板和二板市场成功上市。在此期间，中国联通和网易通过三级存托凭证分别在纽约证券交易所和 NASDAQ 挂牌上市，可以说是

顺应了国际证券市场的趋势。

这一阶段的另一重要特征就是内地大型国有企业在我国香港和美国两地上市，做法是将部分 H 股转为存托凭证在纽约证券交易所上市。我国石油天然气行业的三大巨头——中石油、中石化、中海油均已成功登陆美国证券市场。加入世贸组织后，能源、钢铁等关系国计民生的重要行业必然受外资的猛烈冲击，亟须壮大自身实力，参与全球竞争。此时，大型国企通过发行存托凭证进入美国证券市场意义深远。

(4) 2002 年以来，中国企业存托凭证发行出现分化现象。一方面是大国有企业如中国电信、中国人寿、平安保险、中芯国际等继续保持海外上市（柜）的势头；另一方面，大量民营企业如百度、尚德、分众传媒成功上市并一再创造股市奇迹。

2005 年以来，随着大型国企回归内地股市的呼声越来越高，有关企业表示，不排除选择恰当的时机，以中国存托凭证(CDR)的方式在国内证券交易所上市。

一、资产证券化与证券化产品

（一）资产证券化与证券化产品的定义

资产证券化是以特定资产组合或特定现金流为支持，发行可交易证券的一种融资形式。传统的证券发行是以企业为基础，而资产证券化则是以特定的资产池为基础发行证券。

在资产证券化过程中发行的以资产池为基础的证券就称为证券化产品。通过资产证券化，将流动性较低的资产（如银行贷款、应收账款、房地产等等）转化为具有较高流动性的可交易证券，提高了基础资产的流动性，便于投资者进行投资；还可以改变发起人的资产结构，改善资产质量，加快发起人资金周转。

（二）资产证券化的种类与范围

1. 根据基础资产分类。根据证券化的基础资产不同，可以将资产证券化分为不动产证券化、应收账款证券化、信贷资产证券化、未来收益证券化（如高速公路收费）、债券组合证券化等类别。

2. 根据资产证券化的地域分类。根据资产证券化发起人、发行人和投资者所属地域不同，可将资产证券化分为境内资产证券化和离岸资产证券化。国内融资方通过在国外的特殊目的机构(Special Purpose Vehicles, SPV)或结构化投资机构（Structured Investment Vehicles, SIVs）在国际市场上以资产证券化的方式向国外投资者融资称为离岸资产证券化；融资方通过境内 SPV 在境内市场融资则称为境内资产证券化。

3. 根据证券化产品的属性分类。根据证券化产品的金融属性不同，可以分为股权型证券化、债权型证券化和混合型证券化。

值得注意的是，尽管资产证券化的历史不长，但相关证券化产品的种类层出不穷，名称也千变万化。最早的证券化产品以商业银行房地产按揭贷款为支持，故称为按揭支持证券(MBS)；随着可供证券化操作的基础产品越来越多，出现了资产支持证券(ABS)的称谓；再后来，由于混合型证券（具有股权和债权性质）越来越多，干脆用 CDO (Collateralized Debt Obligations)概念代指证券化产品，并细分为 CLOs、CMOs、CBOs 等产品。最近几年，还采用金融工程方法，利用信用衍生

C=====

第五章金融衍生工具 1177

产品构造出合成 CDOs。

(三) 资产证券化的有关当事人

资产证券化交易比较复杂,涉及的当事人较多,一般而言,下列当事人在证券化过程中具有重要作用:

1 发起人,也称原始权益人,是证券化基础资产的原始所有者,通常是金融机构或大型工商企业。

2. 特定目的机构或特定目的受托人(sPv),是指接受发起人转让的资产,或受发起人委托持有资产,并以该资产为基础发行证券化产品的机构。选择特定目的机构或受托人时,通常要求满足所谓破产隔离条件,即发起人破产对其不产生影响。

3 资金和资产存管机构。为保证资金和基础资产的安全,特定目的机构通常聘请信誉良好的金融机构进行资金和资产的托管。

4. 信用增级机构。此类机构负责提升证券化产品的信用等级,为此要向特定目的机构收取相应费用,并在证券违约时承担赔偿责任。有些证券化交易中,并不需要外部增级机构,而是采用超额抵押等方法进行内部增级。

5 信用评级机构。如果发行的证券化产品属于债券,发行前必须经过评级机构进行信用评级。

6. 承销人,是指负责证券设计和发行承销的投资银行,如果证券化交易涉及金额较大,可能会组成承销团。

7 证券化产品投资者,即证券化产品发行后的持有人。

除上述当事人外,证券化交易还可能需金融机构充当服务人,服务人负责对资产池中的现金流进行日常管理,通常可由发起人兼任。

(v4) 资产证券化流程与结构

资产证券化交易的类别不同,复杂程度也不相同,图 5-4 以商业银行贷款证券化为例,描述了证券化交易的流程与结构。

图 5-4 信贷资产证券化流程结构

(五) 美国次级贷款及相关证券化产品危机

一直以来,贷款尤其是住房按揭贷款证券化在整个资产证券化产品市场中具有重要地位,截至 2007 年 1 月,美国按揭贷款支持的证券化产品总额达到 5.7 万亿美元(IMF, GFSR, 2007 年 4 月)。

在美国,住房抵押贷款大致可以分为 5 类:(1) 优级贷款。对象为消费者信用评分(FICO)最高的个人(信用分数在 660 分以上),月供占收入比例不高于 40% 及首付超过 20% 以上。(2) Alt-A 贷款。对象为信用评分较高但信用记录较弱的个人,如自雇以及无法提供收入证明的个人。(3) 次级贷款。对象为信用分数较差的个人,尤其信用评分低于 620 分,月供占收入比例较高或记录欠佳,首付低于 20%。(4) 住房权益贷款。对已经抵押过的房产,若房产总价扣减净值后仍有余额,可以申请再抵押。(5) 机构担保贷款。指经由 Fannie Mae、Gennie Mae、Freddie Mac 等政府住房按揭贷款支持机构担保的贷款。1995 年以来,由于美国房地产价格持

续上涨，同时贷款利率相对较低，导致金融机构大量发行次级按揭贷款，到 2007 年初，这类贷款大约为 1.2 万亿美元，占全部按揭贷款的 14% 左右（见图 5-5）。

攻讦赞

资料来源：IMF. Global Finance Stability Report, 2007 年 4 月号，P 4。

图 5-5 2007 年初美国按揭贷款证券市场分布

按揭贷款经结构性投资工具(SIVs)打包，并据此发行不同等级的按揭支持证券(MBS)，这些按揭支持证券的信用评级从 AAA 级、IIBB 级一直到权益级均有。一些金融机构再设立 SIVs，购买 MBS 形成资产池，进行下一步的证券化操作，形成所谓 MBS CDOs 或 ABS CDOa，同样，这些 CDOa 产品也要经过评级，等级仍然从 AAA 级到权益级。这个过程可以一直继续下去，在 CDOB 的基础上不断发展出新的 CDOa。对于低等级 CDOs 的投资人而言，其收益取决于资产池所产生的现金流在偿付所有优先等级债券持有人之后的“剩余”，风险相对比较大，但同时杠杆率也比较大，如果作为最原始基础资产的按揭贷款不出现大量违约，收益就比较可观。反之，若基础资产池出现恶化，则层层叠叠不断衍生的 CDOs 将面临越来越大的风险。

2005 年起，美国利率水平开始逐步提高，房价从 2006 年起出现回落，贷款不良率开始上升，进而导致证券化资产质量恶化，相关金融机构出现巨额亏损。其中，那些利用短期融资工具获取资金并以此投资于 CDOs 产品的机构受害尤其巨大。目前，这场危机已经从美国不断传播到全球金融市场，有关次贷危机损失的估计数不断翻新，若干金融机构受到牵连，甚至有的已经面临破产危机。次贷危机将成为一段时期内影响全球金融稳定的主要危险根源之一。

（六）中国资产证券化的发展

中国内地资产证券化起步于 20 世纪 90 年代初，但发展较多波折，对国内证券市场产生的影响较小。1992 年，三亚市开发建设总公司以三亚市丹州小区 800 亩土地为发行标的物，土地每亩折价 25 万元（17 万元为征地成本，5 万元为开发费用，3 万元为利润），发行总金额 2 亿元的三亚地产投资券，预售地产开发后的销售权益，首开房地产证券化之先河。1996 年 8 月，珠海市人民政府在开曼群岛注册了珠海市高速公路有限公司，以当地机动车的管理费及外地过境机动车所缴纳的过路费作为支持，根据美国证券法律的 144A 规则发行总额为 2 亿美元的资产担保债券（其中一部分为年利率为 9.125% 的 10 年期优先级债券，发行量是 8 500 万美元；另一部分为年利率为 11.5% 的 12 年期的次级债券，发行量为 11 500 万美元）。随后，国内高速公路建设不同程度引入了证券化融资设计，据不完全统计，国内有 20 余省、市、自治区高速公路建设采用了证券化融资方案。此外，以中集集团为代表的大型企业还成功开展了应收账款证券化交易。从这些交易的结构看，多数采用了离岸证券化方式，因此较少受到国内证券市场的关注。

2005 年被称为“中国资产证券化元年”，信贷资产证券化和房地产证券化取得新的进展，引起国内外广泛关注。2005 年 4 月，中国人民银

行、中国银监会发布《信贷资产证券化试点管理办法》，将信贷资产证券化明确定义为“银行业金融机构作为发起机构，将信贷资产信托给受托机构，由受托机构以资产支持证券的形式向投资机构发行受益证券，以该财产所产生的现金支付资产支持证券收益的结构性融资活动”，中国银监会于同年11月发布了《金融机构信贷资产证券化监督管理办法》；同时，国家税务总局等机构也出台了与信贷资产证券化相关的法规。2005年12月，作为资产证券化试点银行，中国建设银行和国家开发银行分别以个人住房抵押贷款和信贷资产为支持，在银行间市场发行了第一期资产证券化产品（见图5-6）。2005年12月21日，内地第一只房地产投资信托基金(REITs)-广州越秀房地产投资信托基金正式在香港交易所上市交易。

图5-6 国家开发银行信贷资产证券化组织结构

2006年以来我国资产证券化业务表现出下列特点：

1 发行规模大幅增长，种类增多，发起主体增加。资产证券化产品种类增多，基础资产涉及信贷资产、不动产、租赁资产、应收账款、收费项目等等。发行规模从2005年8196亿元增长到2006年的1158亿元、2007年178亿元、2008年302亿元。①资产证券化发起人除商业银行和企业之外，资产管理公司、证券公司、信托投资公司均成为新的发起或承销主体。

2 机构投资者范围增加。2006年5月，中国证监会发布了《关于证券投资基金投资资产支持证券有关事项的通知》（证监基金字

【2006】93号），准许基金投资包括符合中国人民银行、中国银监会相关规定的信贷资产支持证券，以及中国证监会批准的企业资产支持证券类品种。紧接着，6月份，国务院又颁布了《关于保险业改革发展的若干意见》（简称“国十条”），提出在风险可控的前提下，鼓励保险资金直接或间接投资资本市场，稳步扩大保险资金投资资产证券化产品的规模和品种。

3 二级市场交易尚不活跃。目前资产证券化产品的投资主体主要是各国资料来源：中国人民银行(中国货币政策执行报告)相应年度第4季胜报告

类机构投资者，以大宗交易为主，通常采取买入并持有到期策略，导致市场流动性严重不足。以2009年2月为例，资产支持证券托管数总计49只，票面总金额为566.06亿元，但全月仅发生9笔交易，交易量为10.69亿元。

三、结构化金融衍生产品

（一）结构化金融衍生产品的定义

结构化金融衍生产品是运用金融工程结构化方法，将若干种基础金融商品和金融衍生产品相结合设计出的新型金融产品。目前最为流行的结构化金融衍生产品主要是由商业银行开发的各类结构化理财产品以及在交易所市场上可上市交易的各类结构化票据，它们通常与某种金融价格相联系，其投资收益随该价格的变化而变化。

（二）结构化金融衍生产品的类别

1. 按联结的基础产品分类，可分为股权联结型产品（其收益与单只股

票、股票组合或股票价格指数相联系)、利率联结型产品、汇率联结型产品、商品联结型产品等种类。

2. 按收益保障性分类,可分为收益保证型产品和非收益保证型产品两大类,其中前者又可进一步细分为保本型产品和保证最低收益型产品。

3. 按发行方式分类,可分为公开募集的结构化产品与私募结构化产品,前者通常可以在交易所交易。目前,美国证券交易所(AMEX)有数千种结构化产品上市交易;我国香港交易所也推出了结构性产品。

4. 按嵌入式衍生产品分类。结构化金融产品通常会内嵌一个或一个以上的衍生产品,它们有些是以合约规定条款(如提前终止条款)形式出现的;也有些嵌入式衍生产品并无显性的表达,必须通过细致分析方可分解出相应衍生产品。按照嵌入式衍生产品的属性不同,可以分为基于互换的结构化产品、基于期权的结构化产品等类别。

当然,还可以按照币种、期限、发行地等进行分类。

例:某外资银行“A50 中国指数基金保本投资产品”。

2009 年 3 月,某外资银行推出“A50 中国指数基金保本投资产品”,下面为其说明书要点:

认购期:2009 年 3 月 4 日-2009 年 3 月 18 日;

交易日:2009 年 3 月 19 日;

交收日:2009 年 3 月 23 日;

结算日:2010 年 3 月 19 日;

到期日:2010 年 3 月 23 日;

期限:1 年;

挂钩标的:1 股新华富时 A50 中国指数基金(彭博编码:2823HK);

投资收益:投资者于到期日可获取的投资收益为:

情况(1):若“触发事件”曾经发生,则投资收益等于:投资本金 \times 2.25%;

情况(2):若“触发事件”未曾发生,则投资收益等于:投资本金 \times MAX[(表现 \times 参与率),0%]。

触发事件:在观察期的任何 1 个交易日,挂钩标的超过交易日的 140%。

参与率:显卓理财/普通客户:65%;私人银行客户:70%。

表现:=($\frac{\text{期末指数}-\text{期初指数}}{\text{期初指数}}$) \times 100%。

简言之,如果一位相对看好中国股市的普通客户购买了这份 1 年期产品,若指数涨幅曾超过 140%,他只能获得 2.25% 年收益;若指数涨幅大于零而小于 40%,其收益等于指数涨幅的 65%;若指数下跌,其收益为零,但能够保本。很明显,该产品实际上是一种挂钩单一股权产品(j 股新华富时 A50 中国指数基金)的结构化产品,考虑到 i 股新华富时 A50 中国指数基金为指数化产品,也可以将其视为挂钩股票价格指数(新华富时 A50 中国指数)的结构化票据;按收益保障性分,该产品属保本型产品;从发行方式上看,由于该产品只面向特定客户,而且并未公开推广,可阻算作私募发行产品;从内置衍生产品考察,可以将其视为嵌入期权的结构化产品。其支付特性可用图 5-7 表示。

大致说来,该产品可以分拆为一定数量的无风险固定收益产品、敲

定价格为 3 月 19 日 A50 指数收盘价的指数看涨期权多头和敲定价格为 3 月 19 日 A50 指数收盘价乘以 140% 的指数看涨期权空头，如图 5-8 所示。

图 5 -7A50 中国指数基金保本投资产品到期支付图

图 5 -8 A50 中国指数基金保本投资产品结构

（三）中国结构化衍生产品的发展前景

目前，我国内地尚无交易所交易的结构化产品，但是，很多商业银行均通过柜台销售各类利率、汇率、黄金甚至股票价格指数、能源价格指数

联结型外汇理财产品和人民币理财产品。应该看到，随着国内基础性金融衍生产品的推出，中国证券市场全面开发结构化金融衍生产品的时间应该不会太长了，有关证券经营机构、证券从业人员和投资者都应该大力加强这方面的研究。

第六章

巴 k 第一节 发行市场和交易市场

证券市场运行

证券市场是证券交易的场所，也是资金供求的中心。根据市场的功能划分，证券市场可分为证券发行市场和证券交易市场。证券发行市场是发行人以发行证券的方式筹集资金的场所，又称一级市场、初级市场；证券交易市场是买卖已发行证券的市场，又称二级市场、次级市场。证券市场的两个组成部分，既相互依存，又相互制约，是一个不可分割的整体。证券发行市场是交易市场的基础和前提，有了发行市场的证券供应，才有流通市场的证券交易，证券发行的种类、数量和发行方式决定着流通市场的规模和运行。交易市场是发行市场得以持续扩大的必要条件，有了交易市场为证券的转让提供保证，才使发行市场充满活力。此外，交易市场的交易价格制约和影响证券的发行价格，是证券发行时需要考虑的重要因素。

证券的发行、交易活动必须实行公开、公平、公正的原则，必须遵守法律、行政法规；禁止欺诈、内幕交易和操纵证券市场的行为。证券发行、交易活动的当事人具有平等的法律地位，应当遵守自愿、有偿、诚实信用原则。

一、证券发行市场

（一）证券发行市场的含义

证券发行市场是发行人向投资者出售证券的市场。证券发行市场通常无固定场所，是一个无形的市场。证券发行市场的作用主要表现在以下 3 个方面：

1 为资金需求者提供筹措资金的渠道。证券发行市场拥有大量的运行成熟的证券商品供发行者选择，发行者可以参照各类证券的期限、收益水平、参与权、流通性、风险度、发行成本等不同特点，根据自己的需要和可能选择发行何种证券，并依据当时市场上的供求关系和价格行情来确定证券发行数量和价格（收益率）。发行市场上还有众多的为发行者服务的

中介机构，它们可以接受发行者的委托，利用自己的信誉、资金、人力、技术和网点等向公众推销证券，有助于发行者及时筹措到所需资金。发达的发行市场还可以冲破地区限制，为发行者扩大筹资范围和对象，在境内或境外面向各类投资者筹措资金，并通过市场竞争逐步使筹资成本合理化。

2. 为资金供应者提供投资的机会，实现储蓄向投资转化。政府、企业和个人在经济活动中可能出现暂时闲置的货币资金，证券发行市场提供了多种多样的投资机会，实现社会储蓄向投资转化。储蓄转化为投资是社会再生产顺利进行的必要条件。

3 形成资金流动的收益导向机制，促进资源配置的不断优化。在现代经济活动中，生产要素都跟随着资金流动，只有实现了货币资金的优化配置，才有可能实现社会资源的优化配置。证券发行市场通过市场机制选择发行证券的企业，那些产业前景好、经营业绩优良和具有发展潜力的企业更容易从证券市场筹集所需要的资金，从而使资金流入最能产生效益的行业和企业，达到促进资源优化的目的。

（二）证券发行市场的构成

证券发行市场由证券发行人、证券投资者和证券中介机构 3 部分组成。证券发行人是资金的需求者和证券的供应者，证券投资者是资金的供应者和证券的需求者，证券中介机构则是联系发行人和投资者的专业性中介服务组织。

1. 证券发行人。在市场经济条件下，资金需求者筹集外部资金主要通

过两条途径：向银行借款和发行证券，即间接融资和直接融资。随着市场经济的发展，发行证券已成为资金需求者最基本的筹资手段。证券发行人主要是政府、企业和金融机构。

2. 证券投资者。证券投资者是指以取得利息、股息或资本收益为目的而买入证券的机构和个人。证券发行市场上的投资者包括个人投资者和机构投资者，后者主要是证券公司、商业银行、保险公司、社保基金、证券投资基金、信托投资公司、企业和事业法人及社会团体等。

3. 证券中介机构。在证券发行市场上，中介机构主要包括证券公司、证券登记结算公司、会计师事务所、律师事务所、资信评级公司、资产评估事务所等为证券发行与投资服务的中立机构。它们是证券发行人和投资者之间的中介，在证券发行市场上占有重要地位。

（三）证券发行与承销制度

1. 证券发行制度。

(1)注册制。证券发行注册制实行公开管理原则，实质上是一种发行公司的财务公开制度。它要求发行人提供关于证券发行本身以及和证券发行有关的一切信息。发行人不仅要完全公开有关信息，不得有重大遗漏，并且要对所提供信息的真实性、完整性和可靠性承担法律责任。发行人只要充分披露了有关信息，在注册申报后的规定时间内未被证券监管机构拒绝注册，就可以进行证券发行，无须再经过批准。实行证券发行注册制可以向投资者提供证券发行的有关资料，但并不保证发行的证券资质优良，价格适当。

(2)核准制。核准制是指发行人申请发行证券，不仅要公开披露与发行证券有关的信息，符合《公司法》和《证券法》所规定的条件，而且要求发行人将发行申请报请证券监管部门决定的审核制度。证券发行核准制实行实质管理原则，即证券发行人不仅要以真实状况的充分公开为条件，

而且必须符合证券监管机构制定的若干适合于发行的实质条件。只有符合条件的发行人经证券监管机构的批准方可在证券市场上发行证券。实行核准制的目的在于证券监管部门能尽法律赋予的职能，保证发行的证券符合公众利益和证券市场稳定发展的需要。

我国《证券法》规定，公开发行股票、公司债券和国务院依法认定的其他证券，必须依法报经国务院证券监督管理机构或国务院授权部门核准。

公开发行是指向不特定对象发行证券、向特定对象发行证券累计超过 200 人的以及法律、行政法规规定的其他发行行为。上市公司发行证券，可以向不特定对象公开发行，也可以向特定对象非公开发行。非公开发行是指上市公司采用非公开方式向特定对象发行证券的行为。

我国的股票发行实行核准制。发行申请需由保荐 A 推荐和辅导，由发行审核委员会审核，中国证监会核准。发行人申请公开发行股票、可转换为股票的公司债券或公开发行法律、行政法规规定实行保荐制度的其他证券的，应当聘请具有保荐资格的机构担任保荐人。上市公司申请公开发行证券或者非公开发行新股，应当由保荐人保荐，并向中国证监会申报。保荐制度明确了保荐人和保荐代表人的责任，并建立了责任追究机制。保荐人及其保荐代表人应当遵循勤勉尽责、诚实守信的原则，认真履行审慎审核和辅导义务，并对其出具的发行保荐书的真实性、准确性、完整性负责。发行核准制度规定国务院证券监督管理机构设发行审核委员会（以下简称“发审委”）。发审委审核发行人股票发行申请和可转换公司债券等中国证监会认可的其他证券的发行申请。发审委依照《证券法》、《公司法》等法律、行政法规和中国证监会的规定，对发行人的股票发行申请文件和中国证监会有关职能部门的初审报告进行审核，提出审核意见。中国证监会依照法定条件和法定程序作出予以核准或者不予核准股票发行申请的决定，并出具相关文件。

2 证券发行方式。

(1)股票发行方式。我国现行的有关法规规定，我国股份公司首次公开发行股票和上市后向社会公开募集股份（公募增发）采取对公众投资者上网发行和对机构投资者配售相结合的发行方式。根据《证券发行与承销管理办法》的规定，首次公开发行股票数量在 4 亿股以上的，可 J；f 向战略投资者配售股票。战略投资者是与发行人业务联系紧密且欲长期持有发行人股票的机构投资者。战略投资者应当承诺获得配售的股票持有期限不少于 12 个月。符合中国证监会规定条件的特定机构投资者（询价对象）及其管理的证券投资产品（股票配售对象）可以参与网下配售。询价对象可自主决定是否参与股票发行的初步询价，发行人及其主承销商应当向参与网下配售的询价对象配售股票，但未参与初步询价或虽参与初步询价但未有效报价的询价对象，不得参与累计投标询价和网下配售。询价对象应承诺获得网下配售的股票持有期限不少于 3 个月。发行人及其主承销商应在网下配售的同时对公众投资者

进行网上发行。上网公开发行方式是指利用证券交易所的交易系统，主承销商在证券交易所开设股票发行专户并作为唯一的卖方，投资者在指定时间内，按现行委托买入股票的方式进行申购的发行方式。上海、深圳证券交易所现行的做法是采用资金申购上网公开发行股票方式。公众投资者可以使用其所持有的沪、深证券交易所证券账户在申购时间内通过与交易所联网的证券营

业部，根据发行人公告规定的发行价格和申购数量全额存人中购款进行申购委托。若网上发行时发行价格尚未确定，参与网上申购的投资者应当按价格区间上限申购。主承销商根据有效申购量和该次股票发行量配号，以摇号抽签方式决定中签的证券账户。

上市公司向不特定对象公开募集股份（增发）或发行可转换债券，主承销商可以对参与网下配售的机构投资者进行分类。对不同类别的机构投资者设定不同的配售比例进行配售，也可以全部或部分向原股东优先配售。

(2)债券发行方式。①定向发行。又称私募发行、私下发行，即面向少数特定投资者发行。一般由债券发行人与某些机构投资者，如人寿保险公司、养老基金、退休基金等直接洽谈发行条件和其他具体事务，属直接发行。②承购包销。指发行人与由商业银行、证券公司等金融机构组成承销团通过协商条件签订承购包销合同，由承销团分销拟发行债券的发行方式。③招标发行。指通过招标方式确定债券承销商和发行条件的发行方式。根据标的物不同，招标发行可分为价格招标、收益率招标和缴款期招标；根据中标规则不同，可分为荷兰式招标（单一价格中标）和美式招标（多种价格中标）。

3. 证券承销方式。证券发行的最后环节是将证券推销给投资者。发行人推销证券的方法有两种：一是自己销售，称为自销；二是委托他人代为销售，称为承销。一般情况下，公开发行业以承销为主。

承销是将证券销售业务委托给专门的股票承销机构销售。按照发行风险的承担、所筹资金的划拨以及手续费的高低等因素划分，承销方式有包销和代销两种。

(1)包销。证券包销是指证券公司将发行人的证券按照协议全部购入，或者在承销期结束时将售后剩余证券全部自行购入的承销方式。包销可分为全额包销和余额包销两种。①全额包销，是指由承销商先全额购买发行人该次发行的证券，再向投资者发售，由承销商承担全部风险的承销方式。

第六章 证券市场运行 I 191

@余额包销，是指承销商按照规定的发行额和发行条件，在约定的期限内向投资者发售证券，到销售截止日，如投资者实际认购总额低于预定发行总额，未售出的证券由承销商负责认购，并按约定时间向发行人支付全部证券款项的承销方式。

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

我国《证券法》规定，发行人向不特定对象发行的证券，法律、行政法规规定应当由证券公司承销的，发行人应当同证券公司签订承销协议；向不特定对象发行的证券票面总值超过人民币 5 000 万元，应当由承销团承销。证券承销采取代销或包销方式。我国《上市公司证券发行管理办法》规定，上市公司发行证券，应当由证券公司承销；非公开发行股票，发行对象均属于原前 10 名股东的，可以由上市公司自行销售。上市公司向原股东配售股份应当采用代销方式发行。

（四）证券发行价格

1 股票发行价格。股票发行价格是指投资者认购新发行的股票时实际支付的价格。根据我国《公司法》和《证券法》的规定，股票发行价格可

以等于票面金额，也可以超过票面金额，但不得低于票面金额。以超过票面金额的价格发行股票所得的溢价款列入发行公司的资本公积金。股票发行采取溢价发行的，发行价格由发行人与承销的证券公司协商确定。

股票发行的定价方式，可以采取协商定价方式，也可以采取一般询价方式、累计投标询价方式、上网竞价方式等。我国《证券发行与承销管理办法》规定，首次公开发行股票以询价方式确定股票发行价格。

根据规定，首次公开发行股票的公司及其保荐机构应通过向询价对象询价的方式确定股票发行价格。询价对象是指符合中国证监会规定条件的证券投资基金管理公司、证券公司、信托投资公司、财务公司、保险机构投资者、合格境外机构投资者(QFII)以及其他经中国证监会认可的机构投资者。发行申请经中国证监会核准后，发行人应公告招股意向书并开始进行推荐和询价。询价分为初步询价和累计投标询价两个阶段。通过初步询价确定发行价格区间和相应的市盈率区间。发行价格区间确定后，发行人及保荐机构在发行价格区间向询价对象进行累计投标询价，并根据累计

投标询价的结果确定发行价格和发行市盈率。首次公开发行的股票在中小企业板上市的，发行人及其主承销商可以根据初步询价结果确定发行价格，不再进行累计投标询价。

上市公司发行证券，可以通过询价方式确定发行价格，也可以与主承销商协商确定发行价格。

2. 债券发行价格。债券的发行价格是指投资者认购新发行的债券实际支付的价格。债券的发行价格可以分为：平价发行，即债券的发行价格与面值相等；折价发行，即债券以低于面值的价格发行；溢价发行，即债券以高于面值的价格发行。在面值一定的情况下，调整债券的发行价格可以使投资者的实际收益率接近市场收益率的水平。

债券发行的定价方式以公开招标最为典型。按照招标标的分类，有价格招标和收益率招标；按价格决定方式分类，有美式招标和荷兰式招标。以价格为标的的荷兰式招标，是以募满发行额为止所有投标者的最低中标价格作为最后中标价格，全体中标者的中标价格是单一的；以价格为标的的美式招标，是以募满发行额为止中标者各自的投标价格作为各中标者的最终中标价，各中标者的认购价格是不相同的。以收益率为标的的荷兰式招标，是以募满发行额为止的中标者最高收益率作为全体中标者的最终收益率，所有中标者的认购成率是相同的；以收益率为标的的美式招标，是以募满发行额为止的中标者所投标的各个价位上的中标收益率作为中标者各自的最终中标收益率，各中标者的认购成本是不相同的。一般情况下，短期贴现债券多采用单一价格的荷兰式招标，长期附息债券多采用多种收益率的美式招标。

一~证券交易市场

证券交易市场是为已经公开发行的证券提供流通转让机会的市场。证券交易市场通常分为证券交易所市场和场外交易市场。我国《证券法》规定，依法发行的股票、公司债券及其他证券应当在依法设立的证券交易所上市交易或者在国务院批准的其他证券交易场所转让。证券当事人依法买卖的证券，必须是依法发行并交付的证券。依法发行的股票、公司债券及其他证券，法律对其转让有限制性规定的，在限定的期限内不得买卖。我

国《证券法》规定，向不特定对象发行证券或向特定对象发行证券累计超

第六章证券市场运行『2 193

过 200 人的，为公开发行，必须经国务院证券监督管理机构或者国务院授权的部门核准。据此，公开发行股票的股份公司为公众公司，其中，在证券交易所上市交易的股份公司称为上市公司；符合公开发行条件、但未在证券交易所上市交易的股份公司称为非上市公众公司，非上市公众公司的股票将在柜台市场转手交易。

（一）证券交易所

1 证券交易所的定义、特征与职能。

(1)证券交易所的定义。证券交易所是证券买卖双方公开交易的场所，是一个高度组织化、集中进行证券交易的市场，是整个证券市场的核心。证券交易所本身并不买卖证券，也不决定证券价格，而是为证券交易提供一定的场所和设施，配备必要的管理和服务人员，并对证券交易进行周密的组织和严格的管理，为证券交易顺利进行提供一个稳定、公开、高效的场所。我国《证券法》规定，证券交易所是为证券集中交易提供场所和设施，组织和监督证券交易，实行自律管理的法人。

(2)证券交易所的特征。①有固定的交易场所和交易时间；②参加交易者必须具备会员资格的证券经营机构，交易采取经纪制，即一般投资者不能直接进入交易所买卖证券，只能委托会员作为经纪人间接进行交易；③交易的对象限于合乎一定标准的上市证券；④通过公开竞价的方式决定交易价格；⑤集中了证券的供求双方，具有较高的成交速度和成交率；⑥实行“公开、公平、公正”原则，并对证券交易加以严格管理。

(3)证券交易所的职能。证券交易所为证券交易创造公开、公平、公正的市场环境，扩大了证券成交的机会，有助于公平交易价格的形成和证券市场的正常运行。

我国《证券交易所管理办法》第十一条规定，证券交易所的职能包括：①提供证券交易的场所和设施；②制定证券交易所的业务规则；③接受上市申请、安排证券上市；④组织、监督证券交易；⑤对会员进行监管；⑥对上市公司进行监管；⑦设立证券登记结算机构；⑧管理和公布市场信息；⑨中国证监会许可的其他职能。

2. 证券交易所的组织形式。证券交易所的组织形式大致可以分为两类，即公司制和会员制。公司制的证券交易所是以股份有限公司形式组织

并以营利为目的的法人团体，一般由金融机构及各类民营企业组建。交易所章程中明确规定作为股东的证券经纪商和证券自营商的名额、资格和公司存续期限。公司制的证券交易所必须遵守本国公司法的规定，在政府证券主管机构的管理和监督下，吸收各类证券挂牌上市。同时，任何成员公司的股东、高级职员、雇员都不能担任证券交易所的高级职员，以保证交易的公正性。

会员制的证券交易所是一个由会员自愿组成的、不以营利为目的的社会法人团体。交易所设会员大会、理事会和监察委员会。

我国《证券法》规定，证券交易所的设立和解散由国务院决定。设立证券交易所必须制定章程，证券交易所章程的制定和修改，必须经国务院

证券监督管理机构批准。

我国内地有两家证券交易所——上海证券交易所和深圳证券交易所。上海证券交易所于 1990 年 12 月 19 日正式营业；深圳证券交易所于 1991 年 7 月 3 日正式营业。两家证券交易所均按会员制方式组成，是非营利性的事业法人。组织机构由会员大会、理事会、监察委员会和其他专门委员会、总经理及其他职能部门组成。

根据我国《证券交易所管理办法》第十七条规定，会员大会是证券交易所的最高权力机构，具有以下职权：(1)制定和修改证券交易所章程；(2)选举和罢免会员理事；(3)审议和通过理事会、总经理的工作报告；(4)审议和通过证券交易所的财务预算、决算报告；(5)决定证券交易所的其他重大事项。

根据我国《证券法》和《证券交易所管理办法》的规定，证券交易所设理事会，理事会是证券交易所的决策机构，其主要职责是：(1)执行会员大会的决议；(2)制定、修改证券交易所的业务规则；(3)审定总经理提出的工作计划；(4)审定总经理提出的财务预算、决算方案；(5)审定对会员的接纳；(6)审定对会员的处分；(7)根据需要决定专门委员会的设置；(8)会员大会授予的其他职责。

我国《证券法》规定，证券交易所设总经理 1 人，由国务院证券监督管理机构任免。

会员制的证券交易所规定，进入证券交易所参与集中交易的，必须是证券交易所的会员或会员派出的人市代表；其他人要买卖在证券交易

所上市的证券，必须通过会员进行。会员制证券交易所注重会员自律，在证券交易所内从事证券交易的人员，违反证券交易所有关规则的，由证券交易所给予纪律处分；对情节严重的撤销其资格，禁止其入场进行证券交易。

3. 证券上市制度。证券上市是指已公开发行的证券经过证券交易所批准在交易所内公开挂牌买卖，又称交易上市。申请上市的证券必须满足证券交易所规定的条件，方可被批准挂牌上市。各国对证券上市的条件与具体标准有不同的规定。我国《证券法》规定，申请证券上市交易，应当向证券交易所提出申请，由证券交易所依法审核同意，并由双方签订上市协议。申请股票、可转换为股票的公司债券或法律、行政法规规定实行保荐制度的其他证券上市交易，应当聘请具有保荐资格的机构担任保荐人。股份有限公司申请股票上市应当符合下列条件：(1)股票经国务院证券监督管理机构核准已向社会公开发行；(2)公司股本总额不少于人民币 3 000 万元；(3)公开发行的股份达公司股份总数的 25% 以上，公司股本总额超过人民币 4 亿元的，公开发行股份的比例为 10% 以上；(4)公司在最近 3 年无重大违法行为，财务会计报告无虚假记载。证券交易所可以规定高于上述规定的上市条件，并报国务院证券监督管理机构批准。

公司申请公司债券上市交易，应当符合下列条件：(1)公司债券的期限为 1 年以上；(2)公司债券实际发行额不少于人民币 5 000 万元；(3)公司申请债券上市时仍符合法定的公司债券发行条件。

证券上市后，上市公司应遵守我国《公司法》、《证券法》、《证券交易所上市规则》等法律法规的规定，并履行信息披露的义务。上市公司必须

定期公开财务状况和经营状况，公开披露年度报告、中期报告和临时报告，并应履行及时披露所有对上市公司股票价格可能产生重大影响的信息，确保信息披露的内容真实、准确、完整而没有虚假、严重误导性陈述或重大遗漏的基本义务。

公司上市的资格并不是永久的，当不能满足证券上市条件时，证券监管部门或证券交易所将对该股票作出实行特别处理、退市风险警示、暂停上市、终止上市的决定。这些做法既是对投资者的警示，也是对上市公司的淘汰制度，是防范和化解证券市场风险、保护投资者利益的重要措施。

我国《证券法》规定，上市公司有下列情形之一的，由证券交易所决定暂停其股票上市交易：(1)公司股本总额、股权分布等发生变化不再具备上市条件；(2)公司不按照规定公开其财务状况，或者对财务会计报告作虚假记载，可能误导投资者；(3)公司有重大违法行为；(4)公司最近3年连续亏损；(5)证券交易所上市规则规定的其他情形。

上市公司有下列情形之一的，由证券交易所决定终止其股票上市交易：(1)公司股本总额、股权分布等发生变化不再具备上市条件，在证券交易所规定的期限内仍不能达到上市条件；(2)公司不按照规定公开其财务状况，或者对财务会计报告作虚假记载，且拒绝纠正；(3)公司最近3年连续亏损，在其后1个年度内未能恢复盈利；(4)公司解散或者被宣告破产；(5)证券交易所上市规则规定的其他情形。

公司债券上市交易后，公司有下列情形之一的，由证券交易所决定暂停其公司债券上市交易：(1)公司有重大违法行为；(2)公司情况发生重大变化，不符合公司债券上市条件；(3)发行公司债券所募集的资金不按照核准的用途使用；(4)未按照公司债券募集办法履行义务；(5)公司最近两年连续亏损。公司有前条第(1)项、第(4)项所列情形之一经查实后果严重的，或者有前条第(2)项、第(3)项、第(5)项所列情形之一，在限期内未能消除的，由证券交易所决定终止其公司债券上市交易。

4. 证券交易所的运作系统。为适应市场发展的需要，我国上海、深圳证券交易所的运作系统在原有集中竞价交易系统的基础上有所发展。D 上海证券交易所的运作系统包括集中竞价交易系统、大宗交易系统、固定收益证券综合电子平台。深圳证券交易所的运作系统包括集中竞价交易系统、综合协议交易平台。

(1)集中竞价交易系统。证券交易所的集中竞价交易系统由必要的硬件设施和信息、管理等软件组成，它们是保证证券交易正常、有序运行的物质基础和管理条件。现代证券交易所的运作普遍实现了高度的计算机化和无形化，建立起安全、高效的电脑运行系统，该系统通常包括交易系统、结算系统、信息系统和监察系统4个部分。

①交易系统。电子化交易是世界各国证券交易的发展方向，现代证券交易所均不同程度地建立起高度自动化的电脑交易系统。交易系统通常由交易主机、交易大厅、参与者交易业务单元（上海证券交易所）或交易席

位（深圳证券交易所）、报盘系统及相关的通信系统等组成。交易主机或称撮合主机，是整个交易系统的核心，它将通信网络传来的买卖委托读人

计算机内存进行撮合配对，并将成交结果和行情通过通信网络传回券商柜台。参与者交易业务单元是指交易参与人据此可以参加上海证券交易所证券交易，享有及行使相关交易权利，并接受交易所相关交易业务管理的基本单位。交易席位是指深圳证券交易所提供并经会员申请获得的参与深圳证券交易所的专用设施。通信网络是连接券商柜台终端、交易席位和撮合主机的通信线路及设备，如单向卫星、双向卫星和地面数据专线等，用于传递委托信息、成交信息及行情信息等。

②结算系统。结算系统是指对证券交易进行清算、交收和过户的系统。世界各国的证券交易市场都有专门机构进行证券的存管和结算，在每个交易日结束后对证券和资金进行清算、交收、过户，使买方得到证券，卖出者得到相应的资金。

③信息系统。信息系统负责对每日证券交易的行情信息和市场信息进行实时发布。信息系统发布网络可由以下几部分组成：第一，交易通信网。通过卫星、地面通信线路等交易系统的通信网络发布证券交易的实时行情、股价指数和重大信息公告等。第二，信息服务网，向新闻媒介、会员、咨询机构等发布收市行情、成交统计和非实时信息公告等。第三，证券报刊。通过证券监管机构指定的信息披露报刊发布收市行情、成交统计及上市公司公告和信息等。第四，因特网。通过因特网向国内外提供证券市场信息、资料和数据等。

④监察系统。监察系统负责证券交易所对市场进行实时监控的职责。日常监控包括以下 4 个方面：第一，行情监控。对交易行情进行实时监控，观察股票价格、股价指数、成交量等的变化情况，如果出现异常波动，监控人员可立即掌握情况，作出判断。第二，交易监控。对异常交易进行跟踪调查，如果是由违规引起，则对违规者进行处罚。第三，证券监控。对证券卖出情况进行监控，若出现违规卖空，则对相应券商进行处罚。第四，资金监控。对证券交易和新股发行的资金进行监控。若券商未及时补足清算头寸，监控系统可及时发现，作出判断。

(2)大宗交易系统。大宗交易是指一笔数额较大的证券交易，通常在机构投资者之间进行。在交易所市场进行的证券单笔买卖达到交易所规定

的最低限额，可以采用大宗交易方式。大宗交易在交易所正常交易日收盘后的限定时间进行，申报方式有意向申报和成交申报。有涨跌幅限制证券的大宗交易须在当日涨跌幅价格限制范围内，无涨跌幅限制证券的大宗交易须在前收盘价的正负 30%或当日竞价时间内已成交的最高和最低成交价格之间，由买卖双方采用议价协商方式确定成交价，并经证券交易所确认后成交。大宗交易的成交价格不作为该证券当日的收盘价，也不纳入指数计算，不计入当日行情，成交量在收盘后计入该证券的成交总量。

上海证券交易所大宗交易系统为平台，为解除限售存量股份的大额转让和以向合格投资者发行与配售股份的方式转让提供日常服务和专场服务。上海证券交易所会员和合格投资者可以直接参与大宗交易系统业务，其他投资者通过委托交易所会员参与交易。拟通过大宗交易系统办理解除限售存量股份转让业务的合格投资者可聘请有资质的会员提供承销配售等相关服务。上海证券交易所会员可申请成为大宗交易系统的一级交易商。大宗交易系统可采取协商、询价、投标等方式进行，达成协议后提出成交

申报，成交结果以交易所大宗交易系统记录的成交数据为准。大宗交易系统买卖双方可以采取担保交收或非担保交收方式进行。采用非担保交收方式的，交易双方应就交收期限、履约保证金比例以及交收失败的处理等事项作出约定。

(3)固定收益证券综合电子平台。固定收益证券综合电子平台（以下简称“固定收益平台”）是上海证券交易所设置的、与集中竞价交易系统平行、独立的固定收益市场体系。该体系是为国债、企业债、资产证券化债券等固定收益产品提供交易商之间批发交易和为机构投资人提供投资和流动性管理的交易平台。固定收益平台所交易的固定收益证券包括国债、公司债券、企业债券、分离交易的可转换公司债券中的公司债券。固定收益平台设立交易商制度，符合条件的上海证券交易所会员和其他合格投资者可以申请交易商资格，交易商是指经上海证券交易所核准、取得资格的证券公司、基金管理公司、财务公司、保险资产管理公司及其他交易参与者。符合条件的交易商可以申请一级交易商资格。一级交易商是指经上海证券交易所核准在平台交易中持续提供双边报价及对询价提供成交报价的交易商。固定收益平台的交易包括交易商之间的交易和交易商与客户之间的交易。一级交易商必须对上交所指定的关键期限国债进行做市，也可以

第六章证券市场适 Lr199

自主对平台上挂牌交易的其他固定收益证券做市。一级交易商对选定做市的特定固定收益证券进行连续双边报价，并接受其他交易商的询价。一级交易商履行做市义务的，可在交易所规定的额度内申报卖出固定收益证券。一级交易商做市证券账户内当日可用于交收国债出现不足的，可通过平台自动实行隔夜回购，以对不足部分自动补券。平台交易采用报价交易和询价交易两种方式。报价交易中交易商可以匿名或实名方式申报；询价交易中交易商必须以实名方式申报。

(4)综合协议交易平台。综合协议交易平台是指深圳证券交易所为会员和合格投资者进行各类证券大宗交易或协议交易提供的交易系统。综合协议交易平台在原大宗交易平台各项业务集中整合的基础上发展而来，是一个主要服务于机构投资者的交易平台。符合法律法规和《深圳证券交易所交易规则》规定的证券大宗交易以及专项资产管理计划收益权份额等证券的协议交易，可以通过综合协议交易平台进行，具体包括：权益类证券大宗交易，包括A股、B股、基金等；债券大宗交易，包括国债、企业债券、公司债券、分离交易的可转换公司债券、可转换公司债券和债券质押式回购等；专项资产管理计划收益权份额协议交易和深圳证券交易所规定的其他交易。首批在综合协议交易平台挂牌交易的产品为国债、企业债券、公司债券、分离交易可转换公司债券以及专项资产管理计划。深圳证券交易所会员可以申请成为综合协议交易平台交易用户，符合条件的合格投资者，经深圳证券交易所批准，可以申请成为交易用户。综合协议交易平台接受交易用户的申报类型有：意向申报、定价申报、双边报价、成交申报、其他申报。综合协议交易平台按不同业务类型分别确认成交，并有回转交易与跨系统交易安排。

5. 交易原则和交易规则。证券交易所采用经纪制交易方式，投资者必须委托具有会员资格的证券经纪商在交易所内代理买卖证券，经纪商通过

公开竞价形成证券价格，达成交易。我国《证券法》规定，证券在证券交易所上市交易，应当采用公开的集中交易方式或者国务院证券监督管理机构批准的其他方式。证券交易当事人买卖的证券可以采用纸面形式或者国务院证券监督管理机构规定的其他方式。证券交易以现货和国务院规定的其他方式进行交易。

为了保证场内证券交易的公开、公平、公正，使其高效、有序进行，

证券交易所制定交易原则和交易规则 D 我国《证券法》规定，证券交易所依照证券法律、行政法规制定上市规则、交易规则、会员管理规则和其他有关规则，并报国务院证券监督管理机构批准。证券交易所应当为组织公平的集中交易提供保障，公布证券交易即时行情，并按交易日制作证券行情表，予以公布。

(1)交易原则。证券交易通常都必须遵循价格优先原则和时间优先原则。①价格优先原则。价格较高的买入申报优先于价格较低的买入申报，价格较低的卖出申报优先于价格较高的卖出申报。②时间优先原则。同价位申报，依照申报时序决定优先顺序，即买卖方向、价格相同的，先申报者优先于后申报者。先后顺序按证券交易所交易主机接受申报的时间确定。

(2)交易规则。主要的交易规则有：①交易时间。交易所所有严格的交易时间，在规定的时间内开始和结束集中交易，以示公正。②交易单位。交易所规定的每次申报和成交的交易数量单位，一个交易单位俗称“一手”，委托买卖的数量通常为一手或一手的整数倍。③价位。交易所规定每次报价和成交的最小变动单位。④报价方式。传统的证券交易所用口头叫价方式并辅之以手势作为补充，现代证券交易所多采用电脑报价方式。无论何种方式，交易所均规范报价规则。⑤价格决定。交易所按连续、公开竞价方式形成证券价格，当买卖双方 in 交易价格和数量上取得一致时，便立即成交并形成价格。我国上海、深圳证券交易所的价格决定采取集合竞价和连续竞价方式。集合竞价是指在规定的时间内接受的买卖申报一次性撮合的竞价方式。连续竞价是指对买卖申报逐笔连续撮合的竞价方式。⑥涨跌幅限制。为保护投资者利益，防止股价暴涨暴跌和投机盛行，证券交易所可根据需要对每日股票价格的涨跌幅度予以适当的限制。高于涨幅限制的委托和低于跌幅限制的委托无效。

上海、深圳证券交易所自 2007 年 1 月 8 日起对未完成股改的股票（即 S 股）实施特别的差异化、制度化安排，将其涨跌幅比例统一调整为 5 010，同时要求该类股票实行与 ST、*ST 股票相同的交易信息披露制度。同时还将逐步调整指数样本股挑选标准，将未股改的公司从相关成分指数中剥离。

证券交易所对证券交易实行实时监控，并有权在证券市场出现异常情形时采取临时停市措施或对出现重大异常情况的账户限制交易。我国《证券法》规定，证券交易所对证券交易实行实时监控，并按照国务院证券监

督管理机构的要求，对异常的交易情况提出报告。因囊发性事件而影响证券交易的正常进行时，证券交易所可以采取技术性停牌的措施；因不可抗力的突发性事件或者为维护证券交易的正常秩序，证券交易所可咀决定临时停市。证券交易所采取技术性停牌或者决定临时停市，必须及时报告国务院证券监督管理机构。证券交易所根据需要，可以对出现重大异常交易

情况的证券账户限制交易，并报国务院证券监督管理机构备案。

交易规则看似平常，但正是这些交易规则组织起每日巨额的证券交易，保证了证券交易的高效、有序进行。尤其是公开、集中竞价规则，不仅反映了市场供求关系，形成公平价格，而且表达了市场对上市公司的客观评价以及显示投资者对宏观经济运行前景的预攫⁴。正因为如此，证券交易所克服了个别交易、局部市场的缺陷，成为资本市场的核心，成为市场体系中高级形态的市场。

6. 中小企业板块。2004年5月，经国务院批准，中国证监会批复同意深圳证券交易所在主板市场内设立中小企业板块，并核准了《深圳证券交易所设立中小企业板块实施方案》。

《深圳证券交易所设立中小企业板块实施方案》包括四项基本原则，即审慎推进、统分结合、从严监管、统筹兼顾的原则。

中小企业板块的葱体设计可以概括为“两个不变”和“四个独立”。

“两个不变”是指中小企业板块运行所遵循的法律、法规和部门规章与主板市场相同；中小企业板块的上市公司符合主板市场的发行上市条件和信息披露要求。“四个独立”是指中小企业板块是主板市场的组成部分，同时实行运行独立、监察独立、代码独立、指数独立。运行独立是指中小企业板块的交易由独立于主板市场交易系统的第二交易系统承担；监察独立是指深圳证券交易所将建立独立的监察系统，实施对中小企业板块的实时监控，该系统将针对中小企业板块的交易特点和风险特征设置独立的监控指标和报警阈值；代码独立是指将中小企业板块股票作为一个整体，使用与主板市场不同的股票编码；指数独立是指中小企业板块将在上市股票达到一定数量后，发布该板块独立的指数。针对中小企业板块的特点，深圳证券交易所在设立初期作出了相应的制度安排。

(1)发行制度。主要安排在主板市场拟发行上市企业中流通股本规模相对较小的公司在中小企业板块上市，并根据市场需求，确定适当的发行

规模和发行方式。

(2)交易及监察制度。针对中小企业板块的风险特征，在交易和监察制度上作出有别于主板市场的特别安排：一是改进开盘集合竞价制度和收盘价的确定方式，进一步提高市场透明度，遏制市场操纵行为；二是完善交易信息公开制度，引入涨跌幅、振幅及换手率的偏离值等监控指标，并将异常波动股票纳入信息披露范围，按主要成交席位分别披露买卖情况，提高信息披露的有效性；三是完善交易异常波动停牌制度，优化股票价量异常判定指标，及时揭示市场风险，减少信息披露滞后或提前泄漏的影响。同时，根据市场发展需要，持续推进交易和监察制度的改革创新。

(3)公司监管制度。针对中小企业板块上市公司股本较小的共性特征，实行比主板市场更为严格的信息披露制度：一是建立募集资金使用定期审计制度；二是建立涉及公司发展战略、生产经营、新产品开发、经营业绩和财务状况等内容的年度报告说明会制度；三是建立定期报告披露上市公司股东持股分布制度；四是建立上市公司及中介机构诚信管理系统；五是建立退市公司股票有序快捷地转移至股份代办转让系统交易的机制。

7. 创业板。创业板作为多层次资本市场体系的重要组成部分，推出的

主要目的是促进自主创新企业及其他成长型创业企业的发展，是落实自主创新国家战略及支持处于成长期的创业企业的重要平台。

按照 2009 年 3 月发布的《首次公开发行股票并在创业板上市管理暂行办法》（以下简称《管理办法》），首次公开发行股票并在创业板上市主要应符合如下条件：

(1) 发行人应当具备一定的盈利能力。为适应不同类型企业的融资需要，创业板对发行人设置了两项定量业绩指标，以便发行申请人选择：第一项指标要求发行人最近两年连续盈利，最近两年净利润累计不少于 1 000 万元，且持续增长；第二项指标要求最近 1 年盈利，且净利润不少于 500 万元，最近 1 年营业收入不少于 5 000 万元，最近两年营业收入增长率均不低于 30%。

《证券法》第十三条规定公司公开发行新股应当“具有持续盈利能力”。《管理办法》规定了发行人不得有影响持续盈利能力的若干种情形。

(2) 发行人应当具有一定规模和存续时间。根据《证券法》第五十条

关于申请股票上市的公司股本总额应不少于 3 000 万元的规定，《管理办法》要求发行人具备一定的资产规模，具体规定最近 1 期末净资产不少于 2 000 万元，发行后股本不少于 3 000 万元。规定发行人具备一定的净资产和股本规模，有利于控制市场风险。

《管理办法》规定发行人应具有一定的持续经营记录，具体要求发行人应当是依法设立且持续经营 3 年以上的股份有限公司，有限责任公司按原账面净资产值折股整体变更为股份有限公司的，持续经营时间可以从有限责任公司成立之日起计算。

(3) 发行人应当主营业务突出。创业企业规模小，且处于成长发展阶段，如果业务范围分散，缺乏核心业务，既不利于有效控制风险，也不利于形成核心竞争力。因此，《管理办法》要求发行人集中有限的资源主要经营一种业务，并强调符合国家产业政策和环境保护政策。同时，要求募集资金只能用于发展主营业务。

（”对发行人公司治理提出从严要求。根据创业板公司特点，在公司治理方面参照主板上市公司从严要求，要求董事会下设审计委员会，强化独立董事职责，并明确控股股东责任。

发行人应当保持业务、管理层和实际控制人的持续稳定，规定发行人最近两年内主营业务和董事、高级管理人员均没有发生重大变化，实际控制人没有发生变更。

发行人应当资产完整，业务及人员、财务、机构独立，具有完整的业务体系和直接面向市场独立经营的能力。发行人与控股股东、实际控制人及其控制的其他企业间不存在同业竞争，以及严重影响公司独立性或者显失公允的关联交易。

发行人及其控股股东、实际控制人最近 3 年内不存在损害投资者合法权益和社会公共利益的重大违法行为。发行人及其控股股东、实际控制人最近 3 年内不存在未经法定机关核准，擅自公开或者变相公开发行证券，或者有关违法行为虽然发生在 3 年前，但目前仍处于持续状态的情形。

（二）其他交易市场

除了交易所外，还有一些其他交易市场，这些市场因为没有集中的统

一交易制度和场所，因而把它们统称为场外交易市场。

1. 场外交易市场的定义和特征。场外交易市场是证券交易所以外的证券交易市场的总称。在证券市场发展初期，许多有价证券的买卖都是在柜台上进行的，因此称为柜台市场或店头市场。随着通信技术的发展，目前许多场外市场交易并不直接在证券经营机构柜台前进行，而是由客户与证券经营机构通过电话、电传、计算机网络进行交易，故又称为电话市场、网络市场。由于进入证券交易所交易的必须是符合一定上市标准的证券，必须经过交易所的会员才能买卖，为此还要向经纪会员交付一定数额的佣金，因此，为规避较严格的法律条件，降低交易成本，产生了场外交易的需求。场外交易市场有以下特征：

(1)场外交易市场是一个分散的无形市场。它没有固定的、集中的交易场所，而是由许多各自独立经营的证券经营机构分别进行交易，并且主要是依靠电话、电报、电传和计算机网络联系成交的。

(2)场外交易市场的组织方式大多采取做市商制。场外交易市场与证券交易所的区别在于不采取经纪制，投资者直接与证券商进行交易。证券交易通常在证券经营机构之间或是证券经营机构与投资者之间直接进行，不需要中介人。在场外证券交易中，证券经营机构先行垫入资金买进若干证券作为库存，然后开始挂牌对外进行交易。他们以较低的价格买进，再以略高的价格卖出，从中赚取差价，但其加价幅度一般受到限制。证券商既是交易的直接参加者，又是市场的组织者，他们制造出证券交易的机会并组织市场活动，因此被称为做市商(**Market Maker**)。这里的做市商是场外交易市场的做市商，与场内交易中的做市商不完全相同。

(3)场外交易市场是一个拥有众多证券种类和证券经营机构的市场，以未能或无须在证券交易所批准上市的股票和债券为主。在证券市场发达的国家，由于证券种类繁多，每家证券经营机构只固定地经营若干种证券。

(4)场外交易市场是一个以议价方式进行证券交易的市场。在场外交易市场上，证券买卖采取一对一的交易方式，对同一种证券的买卖不可能同时出现众多的买方和卖方，也就不存在公开的竞价机制。场外交易市场的价格决定机制不是公开竞价，而是买卖双方协商议价，具体地说，是证券公司对自己所经营的证券同时挂出买入价和卖出价，并无条件地按买入价买入证券和按卖出价卖出证券，最终的成交价是在挂牌价基础上经双方协商决定的不含佣金的净价。券商可根据市场情况随时调整所挂的牌价。

(5)场外交易市场的管理比证券交易所宽松。由于场外交易市场分散，缺乏统一的组织和章程，因此不易管理和监督，其交易效率也不及证券交易所。

2 场外交易市场的功能。场外交易市场与证券交易所共同组成证券交易市场，主要具备以下功能：

(1)场外交易市场是证券发行的主要场所。新证券的发行时间集中，数量大，需要众多的销售网点和灵活的交易时间，场外交易市场是一个广泛的无形市场，能满足证券发行的要求。

(2)场外交易市场为政府债券、金融债券、企业债券以及按照有关法规公开发行而又不能或一时不能到证券交易所上市交易的股票提供了流通

转让的场所，为这些证券提供了流动性的必要条件，为投资者提供了兑现及投资的机会。

(3)场外交易市场是证券交易所的必要补充。场外交易市场是一个“开放”的市场，投资者可以与证券商当面直接成交，不仅交易时间灵活分散，而且交易手续简单方便，价格又可协商。这种交易方式可以满足部分投资者的需要，因而成为证券交易所的“卫星市场”。

3 我国的银行间债券市场。全国银行间债券市场是指依托于中国外汇交易中心暨全国银行间同业拆借中心（以下简称“交易中心”）和中央国债登记结算有限责任公司（以下简称“中央登记公司”）酌，面向商业银行、农村信用联社、保险公司、证券公司等金融机构进行债券买卖和回购的市场。全国银行间债券市场成立于 1997 年 6 月 6 日。经过 10 多年的迅速发展，银行间债券市场目前已成为我国债券市场的主体部分。

交易中心是中国人民银行直属事业单位，专事提供银行间市场中介服务。主要职能是：提供银行间外汇交易、人民币同业拆借、债券交易系统并组织市场交易；办理外汇交易的资金清算、交割，负责人民币同业拆借及债券交易的清算监督；提供网上票据报价系统；提供外汇市场、债券市场和货币市场的信息服务；开展人民银行批准的其他业务。交易中心利用先进的电子信息技术，依托专线网和互联网，面向银行间外汇市场、债券市场和货币市场，建成了交易、清算、信息、风险管理和监管五大服务平台，在支持人民币汇率稳定、传导央行货币政策、服务金融机构和监管部门等方面发挥了重要作用。

门等方面发挥了重要作用。

(1)组织构架。交易中心总部设在上海，备份中心建在北京，目前在广州、深圳、天津、济南、大连、南京、厦门、青岛、武汉、重庆、成都、珠海、汕头、福州、宁波、西安、沈阳、海口 18 个中心城市设有分中心。

(2)发展过程。作为国家外汇体制改革的产物，交易中心于 1994 年 4 月成立，并在此后的 10 多年获得了蓬勃发展。根据中国人民银行、国家外汇管理局发展市场的战略部署，交易中心贯彻“多种技术手段，多种交易方式，满足不同层次市场需要”的业务工作方针，于 1994 年 4 月推出外汇交易系统，1996 年 1 月启用人民币信用拆借系统，1997 年 6 月开办银行间债券交易业务，1999 年 9 月推出交易信息系统，2000 年 6 月开通“中国货币”网站，2001 年 7 月试办本币声讯中介业务，2001 年 10 月创办《中国货币市场》杂志，2002 年 6 月开办外币拆借中介业务，2002 年 10 月受托运行黄金交易系统，2003 年 6 月开通“中国票据”网，推出中国票据报价系统。

(3)人民币债券交易。中国人民银行为交易中心的主管部门，交易中心负责市场运行并提供计算机交易系统服务。

交易方式和品种：债券交易方式包括现券买卖与回购交易两部分。现券交易品种目前为国债和以市场化形式发行的政策性金融债券；用于回购的债券包括国债、中央银行票据、政策性金融债券和企业中期票据。回购的期限为 1 天、1 年，交易系统按 1 天、7 天、14 天、21 天、1 个月、2 个月、3 个月、4 个月、6 个月、9 个月、1 年共 11 个品种统计公布债券回购的成交量和成交价。

交易时间：每周一—周五（节假日除外）上午 9：00~12：00，下午 13：30—16：30

• 成员构成：中华人民共和国境内的商业银行及其授权分行、信托投资公司、企业集团财务公司、金融租赁公司、农村信用社、城市信用社、证券公司、基金管理公司及其管理的各类基金、保险公司、外资金融机构，以及经金融监管当局批准可投资于债券资产的其他金融机构，均有资格申请与交易中心交易系统联网交易。

从 2002 年 4 月起，债券市场准人实行备案制，具有债券交易资格的商业银行及其授权分支机构，保险公司、证券、基金管理、财务公司等非银

行金融机构以及经营人民币业务的外资金融机构，均可加入债券市场进行交易。

金融机构完成联网、交易人员培训和在中央登记公司开立债券托管账户后，即可在银行间债券市场进行交易。

清算办法：债券托管结算和资金清算分别通过中央登记公司和中国人民银行支付系统进行。实行见券付款、见款付券和券款对付 3 种清算方式，清算速度为 T+0 或 T+1。

4 代办股份转让系统。代办股份转让系统又称三板，是指以具有代办股份转让主办券商业务资格的证券公司为核心，为非上市股份有限公司提供规范股份转让服务的股份转让平台。

代办股份转让系统是一个以证券公司及相关当事人的契约为基础，依托证券交易所和中央登记公司的技术系统，以证券公司代理买卖挂牌公司股份为核心业务的股份转让平台。代办股份转让系统由中国证券业协会负责自律性管理，以契约明确参与各方的权利、义务和责任。证券公司以其自有或租用的业务设施，为非上市股份有限公司提供股份转让服务。证券公司依据契约，对挂牌公司的信息披露行为进行监管、指导和督促，中国证券业协会委托证券交易所对股份转让行为进行实时监控，并对异常转让情况提出报告。中国证券业协会履行自律性管理职责，对证券公司代办股份转让服务业务实施监督管理。

目前，在代办股份转让系统挂牌的公司大致可分为两类：一类是原 STAQ、NET 系统挂牌公司和沪、深证券交易所退市公司，这类公司按其资质和信息披露履行情况，其股票采取每周集合竞价 1 次、3 次或 5 次的方式进行转让；另一类是非上市股份有限公司的股份报价转让，目前主要是中关村科技园区高科技公司，其股票转让主要采取协商配对的方式进行成交。截至 2008 年 12 月，在代办股份转让系统挂牌的股票共 96 只，其中原 STAQ、NET 系统公司股票有 8 只，退市公司股票有 47 只（包含退市 A 股 42 只和退市 B 股 5 只）。代办转让公司股票合计有 55 只；报价转让公司合计有 41 只。全年累计双边成交金额为 1817 亿元，累计双边成交数量为 9.98 亿股，累计成交笔数为 286 万笔。具有主办券商资格的证券公司 25 家，其中 23 家具有主办报价券商资格。

第二节 证券价格指数

一、股价平均数和股价指数

股价平均数和股价指数是衡量股票市场总体价格水平及其变动趋势的

尺度，也是反映一个国家或地区政治、经济发展状态的灵敏信号。

（一）股价指数的编制步骤

股价指数的编制分为4步：

第一步，选择样本股。选择一定数量有代表性的上市公司股票作为编制股价指数的样本股。样本股可以是全部上市股票，也可以是其中有代表性的一部分。样本股的选择主要考虑两条标准：一是样本股的市价总值要占在交易所上市的全部股票市价总值的大部分；二是样本股票价格变动趋势必须能反映股票市场价格变动的总趋势。

第二步，选定某基期，并以一定方法计算基期平均股价或市值。通常选择某一有代表性或股价相对稳定的日期为基期，并按选定的某一种方法计算这一天的样本股平均价格或总市值。

第三步，计算计算期平均股价或市值，并作必要的修正。收集样本股在计算期的价格，并按选定的方法计算平均价格或市值。有代表性的价格是样本股收盘平均价。

第四步，指数化。如果计算股价指数，就需要将计算期的平均股价或市值转化为指数值，即将基期平均股价或市值定为某一常数（通常为100、1000或10），并据此计算计算期股价的指数值。

（二）股价平均数

股价平均数采用股价平均法，用来度量所有样本股经调整后的价格水平的平均值，可分为简单算术股价平均数、加权股价平均数和修正股价平均数。

1. 简单算术股价平均数。简单算术股价平均数是以样本股每月收盘价之和除以样本数。其计算公式为：

$$\bar{P} = \frac{\sum P_i}{N}$$

式中： \bar{P} —平均股价；

P_i ——各样本股收盘价；

N —样本股票种数。

简单算术股价平均数的优点是计算简便，但也存在两个缺点：第一，发生样本股送配股、拆股和更换时会使股价平均数失去真实性、连续性和时间数列上的可比性；第二，在计算时没有考虑权数，即忽略了发行量或成交量不同的股票对股票市场有不同影响这一重要因素。简单算术股价平均数的这两点不足，可以通过加权股价平均数和修正股价平均数来弥补。

2 加权股价平均数。加权股价平均数也称加权平均股价，是将各样本股票的发行量或成交量作为权数计算出来的股价平均数。

其计算公式为：

$$\bar{P} = \frac{\sum W_i P_i}{\sum W_i}$$

式中： W_i ——样本股的发行量或成交量。

以样本股成交量为权数的加权平均股价可表示为：

加权平均股价=

样本股成交总额

同期样本股成交总量

计算结果为平均成交价。

以样本股发行量为权数的加权平均股价可表示为：

加权平均股价 = $\frac{\sum_{i=1}^n P_i Q_i}{\sum_{i=1}^n Q_i}$ ； 舞辈蠢笨筹慧

// 总量

计算结果为平均市场价格。

3. 修正股价平均数。修正股价平均数是在简单算术股价平均数法的基础上，当发生送股、拆股、增发、配股时，通过变动除数，使股价平均数币受影响。修正除数的计算公式如下：

新除数 = $\frac{\sum_{i=1}^n P_i Q_i}{\sum_{i=1}^n Q_i}$ 器箬菱囊需器舉等蠡

修正股价平均数 = $\frac{\sum_{i=1}^n P_i Q_i}{\sum_{i=1}^n Q_i}$ 避丛变动后的总价格

新除数

目前在国际上影响最大、历史最悠久的道一琼斯股价平均数就采用修正股价平均数法来计算股价平均数，每当股票分割、送股或增发、配股数超过原股份 10 010 时，就对除数作相应的修正。

(三) 股价指数

股价指数是将计算期的股价或市值与某一基期的股价或市值相比较的相对变化值，用以反映市场股票价格的相对水平。

股价指数的编制方法有简单算术股价指数和加权股价指数两类。

1. 简单算术股价指数又有相对法和综合法之分。

(1) 相对法是先计算各样本股的个别指数，再加总求出算术平均数。

若设股价指数为 P' ，基期第 i 种股票价格为 P_{0i} ，计算期第 i 种股票价格为 P_{1i} ，样本数为 N ，计算公式为：

$P' = \frac{\sum_{i=1}^N P_{1i}}{\sum_{i=1}^N P_{0i}} \times \text{固定乘数}$

(2) 综合法是将样本股票基期价格和计算期价格分别加总，然后再求出股价指数，其计算公式为：

$P' = \frac{\sum_{i=1}^N P_{1i} Q_{1i}}{\sum_{i=1}^N P_{0i} Q_{0i}} \times \text{固定乘数}$

$P' = \frac{\sum_{i=1}^N P_{1i} Q_{1i}}{\sum_{i=1}^N P_{0i} Q_{0i}} \times \text{固定乘数}$

善 P_{0i}

2. 加权股价指数是以样本股票发行量或成交量为权数加以计算，又有基期加权、计算期加权和几何加权之分。

(1) 基期加权股价指数又称拉斯贝尔加权指数(Laspeyre Index)，系采用基期发行量或成交量作为权数，计算公式为：

$P' = \frac{\sum_{i=1}^N P_{1i} Q_{0i}}{\sum_{i=1}^N P_{0i} Q_{0i}} \times \text{固定乘数}$

$P' = \frac{\sum_{i=1}^N P_{1i} Q_{0i}}{\sum_{i=1}^N P_{0i} Q_{0i}} \times \text{固定乘数}$

羔 $P_{0i} Q_{0i}$

式中： Q_{0i} -第 i 种股票基期发行量或成交量。

(2) 计算期加权股价指数又称派许加权指数(Paasche Index)，采用计算期发行量或成交量作为权数。其适用性较强，使用较广泛，很多著名股价指数，如标准普尔指数等，都使用这一方法。计算公式为：

$P' = \frac{\sum_{i=1}^N P_{1i} Q_{1i}}{\sum_{i=1}^N P_{0i} Q_{1i}} \times \text{固定乘数}$

王 $P_{0i} Q_{1i}$ “

式中： Q_{1i} ——计算期第 i 种股票的发行量或成交攢。

(3) 几何加权股价指数又称赞雪理想式 (Fisher's Index Formula)，是

对两种指数作几何平均，由于计算复杂，很少被实际应用。其计算公式为：
 $P' = \sqrt[n]{P_1 \times P_2 \times \dots \times P_n}$

x 固定乘数

二、我国主要的证券价格指数

（一）我国主要的股票价格指数

1. 中证指数有限公司及其指数。中证指数有限公司成立于 2005 年 8 月 25 日，是由上海证券交易所和深圳证券交易所共同出资发起设立的一家专业从事证券指数及指数衍生产品开发服务的公司。

(1) 沪深 300 指数。沪深 300 指数是沪、深证券交易所于 2005 年 4 月 8 日联合发布的反映 A 股市场整体走势的指数。沪深 300 指数编制目标是反映中国证券市场股票价格变动的概貌和运行状况，并能够作为投资业绩的评价标准，为指数化投资和指数衍生产品创新提供基础条件。中证指数有限公司成立后，沪、深证券交易所将沪深 300 指数的经营管理及相关权益转移至中证指数有限公司。

沪深 300 指数简称沪深 300，成分股数量为 300 只，指数基日为 2004 年 12 月 31 日，基点为 1000 点。

指数成分股的选择空间是：上市交易时间超过 1 个季度（流通市值排名第 30 位的除外）；非 ST、*ST 股票，非暂停上市股票；公司经营状况良好，最近 1 年无重大违法违规事件、财务报告无重大问题；股票价格无明显的异常波动或市场操纵；剔除其他经专家委员会认定的不能进入指数的股票。选择标准是选取规模大、流动性好的股票作为样本股。对样本空间股票在最近 1 年（新股为上市以来）的日均成交金额由高到低排名，剔除排名后 50% 的股票，然后对剩余股票按照日均总市值由高到低进行排名，选取排名在前 300 名的股票作为样本股。选择方法是，先计算样本空间股票最近 1 年（新股为上市以来）的日均总市值、日均流通市值、日均流通

匹配

一 ×

蔗

股份数、日均成交金额和日均成交股份数 5 个指标，再将上述指标的比重按 2：2：2：1：1 进行加权平均，然后将计算结果从高到低排序，选取排名在前 300 的股票。

指数计算采用派许加权方法，按照样本股的调整股本为权数加权计算。公式为：报告期指数=报告期样本股的调整市值 / 基期样本股调整市值 × 10000 其中，调整市值=Σ（市价×调整股本数）○采用分级靠档法确定样本股的加权股本数。具体分级靠档方法如表 6-1 所示。例如，某股票流通股本比例为 7 010，则采用流通股本为权数；某股票流通股本比例为 35 010，则将总股本的 40% 作为权数。

表 6-1 沪深 300 指数的分级靠档方法

流通比						
≤10	(10, 20]	(20, 30]	(30, 40]	(40, 50]	(50, 60]	(60, 70]

料指数、沪深 300 工业指数、沪深 300 可选消费指数、沪深 300 主要消费指数、沪深 300 医药卫生指数、沪深 300 金融地产指数、沪深 300 信息技术指数、沪深 300 电信业务指数和沪深 300 公用事业指数。各行业指数的基日均为 2004 年 12 月 31 日，基点均为 100a 点。沪深 300 行业指数样本空间由沪深 300 指数 300 只成分股组成。行业分类方法借鉴国际主流行业分类标准，并结合我国上市公司特点进行调整，将上市公司分为 10 个行业。沪深 300 行业指数的计算与修正方法同沪深 300 指数。当沪深 300 指数调整成分股时，沪深 300 行业指数成分股随之进行相应调整。

(4) 沪探 300 风格指数系列。为综合反映沪、深证券市场不同风格特征股票的整体表现，中证指数有限公司于 2008 年 1 月 21 日正式发布沪深 300 风格指数系列，该指数系列共有 4 只指数，包括沪探 300 成长指数和沪深 300 价值指数、沪深 300 相对成长指数和沪深 300 相对价值指数。沪深 300 风格指数系列均以 2004 年 12 月 31 日为基期，基点为 1000 点。

沪深 300 风格指数的计算与修正方法同沪深 300 指数。当沪深 300 指数调整成分股时，沪深 300 风格指数成分股随之进行相应调整。

2 上海证券交易所的股价指数。

(1) 样本指数类。

① 上证成分股指数。上证成分股指数简称上证 180 指数，是上海证券交易所对原上证 30 指数进行调整和更名产生的指数。

上证成分股指数的样本股共有 180 只股票，选择样本股的标准是遵循规模（总市值、流通市值）、流动性（成交金额、换手率）、行业代表性 3 项指标，即选取规模较大、流动性较好且具有行业代表性的股票作为样本。上证成分股指数依据样本稳定性和动态跟踪的原则，每年调整一次成分股，每次调整比例一般不超过 10%，特殊情况下也可能对样本股进行临时调整。

上证成分股指数采用派许加权综合价格指数公式计算，以样本股的调整股本数为权数，并采用流通股本占总股本比例分级靠档加权计算方法。当样本股名单发生变化，或样本股的股本结构发生变化，或股价出现非交易因素的变动时，采用“除数修正法”修正原固定除数，以维护指数的连续性。上证 180 指数是 1996 年 7 月 1 日起正式发布的上证 30 指数的延续，2002 年 7 月 1 日正式发布，基点为 2002 年 6 月 28 日上证 30 指数的收盘点数 3299.05 点。

② 上证 50 指数 0 2004 年 1 月 2 日，上海证券交易所发布了上证 50 指数。上证 50 指数根据流通市值、成交金额对股票进行综合排名，从上证 180 指数样本中选择排名前 50 位的股票组成样本。指数以 2003 年 12 月 31 日为基日，以该日 50 只成分股的调整市值为基期，基数为 1000 点。上证 50 指数的计算方法、修正方法、调整方法与上证成分股指数相同。

③ 上证红利指数。上证红利指数简称红利指数，由上海证券交易所编制。上证红利指数挑选在上证所上市的现金股息率高、分红比较稳定、具有一定规模及流动性的 50 只股票作为样本，以反映上海证券市场高红利股票的整体状况和走势。上证红利指数以 2004 年 12 月 31 日为基日，基点为 1000 点，于 2005 年首个交易日发布。上证红利指数的计算方法、修正方法、调整方法与上证成分股指数相同。上证红利指数每年末调整样本一次，

特殊情况下也可进行临时调整，调整比例一般不超过 20%。

上证样本指数类还有上证 180 金融股指数、上证公司治理指数、上证 180 公司治理指数、上证 180 风格指数系列、上证行业指数系列、上证中型企业综合指数等。

(2)综合指数类。

①上证综合指数。上海证券交易所从 1991 年 7 月 15 日起编制并公布上海证券交易所股价指数，它以 1990 年 12 月 19 日为基期，以全部上市股票为样本，以股票发行量为权数，按加权平均法计算。遇新股上市、退市或上市公司增资扩股时，采用除数修正法修正原固定除数，以保证指数的连续性。2007 年 1 月上海证券交易所宣布，新股于上市第 11 个交易日开始计入上证综指、新综指及相应上证 A 股、上证 B 股、上证分类指数，从而进一步完善指数编制规则，使指数更真实地反映市场的平均收益水平。

②新上证综合指数。新上证综合指数简称新综指，指数代码为 000017，于 2006 年 1 月 4 日首次发布。新综指选择已完成股权分置改革的沪市上市公司组成样本，实施股权分置改革的股票在方案实施后的第 2 个交易日纳入指数。新综指是一个全市场指数，它不仅包括 A 股市值，对于含 B 股的公司，其 B 股市值同样计算在内。新综指以 2005 年 12 月 30 日为基日，以该日所有样本股票的总市值为基期，基点为 1000 点。新综指采用派许加权方法，以样本股的发行股本数为权数进行加权计算。当成分股名单发生变化，或成分股的股本结构发生变化，或成分股的市值出现非交易因素的变动时，采用除数修正法修正原固定除数，以保证指数的连续性。

(3)分类指数类。上证分类指数有 A 股指数、B 股指数及工业类指数、商业类指数、地产类指数、公用事业类指数、综合类指数，共 7 类。

上证 A 股指数以 1990 年 12 月 19 日为基期，设基期指数为 100 点，以全部上市的 A 股为样本，以市价总值加权平均法编制。上证 B 股指数以 1992 年 2 月 21 日为基期，设基期指数为 100 点，以美元为计价单位，以全部上市的 B 股为样本，以市价总值加权平均法编制。

上海证券交易所按全部上市公司的主营范围、投资方向及产出分别计算工业类指数、商业类指数、地产类指数、公用事业类指数和综合类指数。上证工业类指数、商业类指数、地产类指数、公用事业类指数、综合类指数均以 1993 年 4 月 30 日为基期，基期指数设为 1358.78 点，于 1993 年 6 月 1 日正式对外公布。以上海证券交易所上市的全部工业类股票、商业类股票、地产类股票、公用事业类股票、综合类股票为样本，以全部发行股数为权数进行计算。

3. 深圳证券交易所的股价指数。

(1)样本指数类。

①深证成分股指数。深证成分股指数由深圳证券交易所编制，通过对所有在深圳证券交易所上市的公司进行考察，按一定标准选出 40 家有代表性的上市公司作为成分股，以成分股的可流通股数为权数，采用加权平均法编制而成。成分股指数以 1994 年 7 月 20 日为基日，基日指数为 1000 点，起始计算日为 1995 年 1 月 23 日。深圳证券交易所选取成分股的一般原则是：有一定的上市交易时间；有一定的上市规模，以每家公司一段时

期内的平均可流通股市值和平均总市值作为衡量标准；交易活跃，以每家公司一段时期内的总成交金额和换手率作为衡量标准。根据以上标准，再结合下列各项因素评选出成分股：公司股票在一段时间内的平均市盈率，公司的行业代表性及所属行业的发展前景，公司近年来的财务状况、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 a

②深证 A 股指数。深证 A 股指数以成分 A 股为样本，以成分 A 股的可流通股数为权数，采用加权平均法编制而成。

成分 A 股指数以 1994 年 7 月 20 日为基日，基日指数为 1000 点，起始计算日为 1995 年 1 月 23 日。

③深证 B 股指数。深证 B 股指数以成分 B 股为样本，以成分 B 股的可流通股数为权数，采用加权平均法编制而成。成分 B 股指数以 1994 年 7 月 20 日为基日，基日指数为 1000 点，起始计算日为 1995 年 1 月 23 日。

④深证 100 指数。深圳证券交易所于 2003 年初发布深证 100 指数。深证 100 指数成分股的选取主要考察 A 股上市公司流通市值和成交金额两项指标，从在深交所上市的股票中选取 100 只 A 股作为成分股，以成分股的可流通 A 股数为权数，采用派许综合法编制。根据市场动态跟踪和成分股稳定性原则，深证 100 指数将每半年调整一次成分股。深证 100 指数以 2002 年 12 月 31 日为基准日，基准指数定为 1000 点，从 2003 年 1 月 2 日开始编制和发布。深证 100 指数采用派许加权法编制。

(2)综合指数类。

①深证综合指数。深圳证券交易所综合指数包括：深证综合指数、深证 A 股指数和深证 B 股指数。它们分别以在深圳证券交易所上市的全部股票、全部 A 股、全部 B 股为样本股，以 1991 年 4 月 3 日为综合指数和 A 股指数的基期，以 1992 年 2 月 28 日为 B 股指数的基期，基期指数定为 100，以指数股计算日股份数为权数进行加权平均计算。当指数股的股本结构或

股份名单发生改变时，改用变动前一营业日为基准日，并用“连锁”方法对指数计算进行调整，以维护指数的连续性。

@深证新指数。深圳证券交易所于 2006 年 2 月 16 日正式编制和发布深证新指数。该指数的样本股由在深圳证券交易所上市的、完成股权分置改革的、正常交易的各类行业的股票组成。深证新指数采取自由流通股数为加权权重，以 2005 年 12 月 30 日为基日，基点为 1107.23 点。

③中小企业板指数。中小企业板指数简称“中小板指数”，由深圳证券交易所编制。中小企业板指数以全部在中小企业板上市后并正常交易的股票为样本，新股于上市次日起纳入指数计算。中小板指数以最新自由流通股本数为权重，即以扣除流通受限制的股份后的股本数量作为权重，以计算期加权法计算，并以逐日连锁计算的方法得出实时指数的综合指数。中小板指数以 2005 年 6 月 7 日为基日，设定基点为 1000 点，于 2005 年 12 月 1 日起正式对外发布。

(3)分类指数类。深证分类指数包括农林牧渔指数、采掘业指数、制造业指数、水电煤气指数、建筑业指数、运输仓储指数、信息技术指数、批发零售指数、金融保险指数、房地产指数、社会服务指数、传播文化指数、综企类指数共 13 类。其中，制造业指数又分为食品饮料指数、纺织服装指数、木材家具指数、造纸印刷指数、石化塑胶指数、电子指数、金属

非金属指数、机械设备指数、医药生物指数等 9 类。深证分类指数以 1991 年 4 月 3 日为基期，基期指数设为 1000 点，起始计算日为 2001 年 7 月 2 日。

4. 香港和台湾的主要股价指数。

(1)恒生指数。恒生指数是由香港恒生银行于 1969 年 11 月 24 日起编制公布、系统反映香港股票市场行情变动最有代表性和影响最大的指数。它挑选了 33 种有代表性的上市股票为成分股，用加权平均法计算。33 种成分股中包括金融业 4 种、公用事业 6 种、地产业 9 种、其他工商业 14 种。这些股票分布在香港主要行业，都是最具代表性和实力雄厚的大公司。它们的市价总值要占香港所有上市股票市价总值的 70% 左右。恒生指数的成分股并不固定，自 1969 年以来，已作了 10 多次调整，从而使成分股更具有代表性，使恒生指数更能准确反映市场变动状况。

恒生指数最初以股市交易较正常的 1964 年 7 月 31 日为基期，令基值为 100，后来因为恒生指数按行业增设了 4 个分类指数，将基期改为 1984

年 1 月 13 日，并将该日收市指数的 975.47 点定为新基期指数。由于恒生指数具有基期选择恰当、成分股代表性强、计算频率高、指数连续性好等特点，因此一直是反映和衡量香港股市变动趋势的主要指标。

香港恒生指数成分股编制规则沿用了 37 年，于 2006 年 2 月提出改制，首次将 H 股纳入恒生指数成分股。上市标准是以 H 股形式于香港上市的我国内地企业，公司的股本以全流通形式于香港联交所上市；H 股公司已完成股权分置，且无非上市股本；或者新上市的 H 股公司无非上市股本。至 2007 年 3 月，中国建设银行、中国石化、中国银行、工商银行、中国人寿被纳入恒生指数，恒生指数成分股增加至 38 只。除首度将 H 股纳入恒指成分股外，恒生指数的编算方法也将出现变动：由总市值加权法改为以流通市值调整计算，并为成分股设定 15% 的比重上限。近年来，国企股占港股总市值和成交额的比重不断上升，变动后的恒生指数更能全面反映市况，更具市场代表性。

(2)恒生综合指数系列。恒生银行于 2001 年 10 月 3 日推出恒生综合指数系列。恒生综合指数包括 200 家市值最大的上市公司，并分为两个独立指数系列，即地域指数系列和行业指数系列。地域指数分为恒生香港综合指数和恒生中国内地指数。其中，恒生香港综合指数包括 123 家在香港上市而营业收入主要来自中国内地以外地方的公司，又分为恒生香港大型股指数、恒生香港中型股指数和恒生香港小型股指数。恒生中国内地指数包括 77 家在香港上市而营业收入主要来自中国内地的公司，又分为恒生中国企业指数（H 股指数）和恒生中资企业指数（红筹股指数）。恒生综合行业指数分为资源矿产业指数、工业制造业指数、消费品制造业指数、服务业指数、公用事业指数、金融业指数、地产建筑业指数、咨询科技业指数、综合企业指数。

(3)恒生流通综合指数系列。恒生流通综合指数系列包括恒生流通综合指数、恒生香港流通指数和恒生中国内地流通指数，于 2002 年 9 月 23 日推出，以恒生综合指数系列为编制基础，与恒生综合指数相同，有 200 只成分股，并对成分股流通量作出调整。各成分股占指数的比重均调整至不超过 15%。恒生流通综合指数系列以 2000 年 1 月 3 日为基期，并以 2000 点为基值。

(4)恒生流通精选指数系列。恒生流通精选指数系列于 2003 年 1 月

20 日推出。恒生流通精选指数系列由恒生 50、恒生香港 25 和恒生中国内地 25 组成，这 3 只指数分别为恒生流通综合指数、恒生香港流通指数和恒生中国内地流通指数属下的分组指数。恒生流通精选指数系列以每只成分股的流通市值计算，流通股份的定义及个别成分股的流通系数均与恒生流通指数系列相同，指数中各成分股占每一指数的比重不超过 15%。恒生流通精选指数的基日为 2000 年 1 月 3 日，基值为 2000 点，成分股调整周期为半年。

(5)台湾证券交易所发行量加权股价指数。我国台湾证券交易所目前发布的股价指数中，以发行股数加权计算的有 26 种，包括发行量加权股价指数（未含金融股发行量加权股价指数和电子股发行量加权股价指数）；还有 22 种产业分类股价指数、与英国富时(F7SE)共同编制的台湾 50 指数以及以算术平均法计算的综合股价平均数和工业指数平均数。其中最具有代表性的是台湾证券交易所发行量加权股价指数

5 海外上市公司指数。2004 年 10 月 18 日，美国芝加哥期权交易所 (CBOE)的全资子公司 CBOE 期货交易所(CFE)推出 CaOE 中国指数，并以该指数为标的推出 CBOE 中国指数期货，还计划推出中国指数期权。

CBOE 推出的中国指数主要基于海外上市的中国公司，以在纽约证券交易所、纳斯达克证券市场或美国证券交易所上市的 16 只中国公司股票为样本，按照等值美元加权平均计算而成。

中国指数期货是标准化合约，代号为 cx，交易时间为芝加哥时间 8: 30 — 15: 15。交易平台为 CBOEdirecL 电子交易平台。合约标准为每点 100 美元，最小变动价位为 0.05 点，合约结算日为到期月的第 3 个星期五，采用现金结算。

(二) 我国主要的债券指数

1 中证全债指数。中证指数有限公司于 2007 年 12 月 17 日发布中证全债指数。该指数的样本债券种类是在上海证券交易所、深圳证券交易所及银行间市场上市的国债、金融债及企业债。债券的信用级别为投资级以上。债券币种为人民币。债券的剩余期限为 1 年以上。付息方式为固定利率付息和一次还本付息。指数的基日为 2002 年 12 月 31 日，基点为 100 点。指数以样本债券的发行量为权数，采用派许加权综合价格指数公式计算。当

成分债券的市值出现非交易因素的变动时，采用除数修正法修正原固定除数，以保证指数的连续性。符合基本条件的债券自下个月第 1 个交易日起计入指数。每月最后一个交易日将剩余期限不到 1 年或信用级别投资级以下的债券剔除。

中证全债指数体系还包括 4 只分年期指数和 3 只分类别指数。分年期指数是在全债指数样本集合中挑选剩余期限 1—3 年、3—7 年、7—10 年及 10 年以上的样本构成相应的指数。

中证指数有限公司于 2008 年 1 月 28 日正式发布中证国债指数、中证金融债指数、中证企业债指数等 3 只中证分类债券指数。3 只指数以中证全债指数样本券为选样空间，分别挑选国债、金融债及企业债组成样本券，其中，中证国债指数是选取银行间和交易所市场所有满足选样条件的国债

组成样本券，中证金融债指数是选取银行间和交易所市场所有满足选样条件的金融债组成样本券，中证企业债指数是选取银行间和交易所市场所有满足选样条件的企业债组成样本券，以综合反映我国债券市场国债、金融债及企业债的整体表现。3只指数的基日均为2002年12月31日，基点均为100点。

2. 上证国债指数。上海证券交易所自2003年1月2日起发布上证国债指数。上证国债指数以在上海证券交所上市的、剩余期限在1年以上的固定利率国债和一次还本付息国债为样本，按照国债发行量加权，基日为2002年12月31日，基点为100点。

上证国债指数采用派许法计算加权综合价格指数，以样本国债的发行量为权数。当成分国债的市值出现非交易因素的变动时，采用除数修正法修正原固定除数，以保证指数的连续性。当出现以下情况时，国债指数需要修正：(1)新上市国债自第2个交易日起计入指数；(2)国债付息在除息日前修正指数；(3)当某一成分国债暂停交易时不作调整，用该国债暂停交易的前一交易日收盘价计算指数；(4)凡有成分国债发生发行量变动，在成分国债的发行量变动日前修正指数。在每月的最后一个交易日，将剩余期限不到1年的国债从指数样本中剔除，指数作相应调整。

3. 上证企业债指数。上海证券交易所于2003年6月9日起发布企业债指数。该指数以在沪、深证券交易所上市交易的固定利率付息和一次还本付息、剩余期限在1年以上（含1年）、信用评级为投资级(BBB)以上的

非股权连接类企业债券为样本，以2002年12月31日为基准日，基日指数为100点，采用派许加权综合价格指数公式计算。当成分企业债的市值出现非交易因素变动时，采用除数修正法修正原除数，以保证指数的连续性。需要修正指数的几种情况是：企业债新上市、暂停交易、发行量变动等。每月最后1个交易日对指数进行调整，将剩余期限不到1年的企业债剔除，加入投资等级满足最低信用评级要求的企业债，剔除不满足最低信用评级要求的企业债。

4 中国债券指数。2002年12月31日，中央登记公司开始发布中国债券指数系列，该指数体系包括国债指数、企业债指数、政策性银行金融债指数、银行间债券指数、交易所债券指数、中短期债券指数和长期国债指数等，覆盖了交易所市场和银行间市场所有发行额在50亿元人民币以上、待偿期限在1年以上的债券，指数样本债券每月末调整一次。

该指数系列以2001年12月31日为基日，基期指数为100，每个工作日计算一次。样本债券价格选取日终全价。当债券有交易结算时，对银行间债券市场中流通债券端取该债券的当日日终加权平均结算价格（剔除远期价格和协议价格），对交易所债券选取每日交易收盘价；当银行间债券市场债券没有交易结算发生时，取该券种双边报价中的最优申买价。若既无结算价也无报价时，通过信息网上的询价窗口询价或直接询价；对投有市场价格的样本债券，则采用模型定价。以债券发行规模的市值为权重并对单只债券品种对债券指数的贡献率进行流动性调整，随着样本中债券的加入和退出，权重结构相应调整。为反映债券市场现券交投不活跃的特点，在指数计算中加入了流动性调整，反映在指数权重中。债券流动性指标在每两个月的月末进行重新确定。债券利息再投资的处理方法是将利息按原

来的权重投资于债券指数本身。中国债券指数采用市值加权法计算。

（三）我国主要的基金指数

我国主要的基金指数由中证基金指数系列、上证基金指数和深证基金指数组成。

1. 中证基金指数系列。中证指数有限公司于 2008 年 2 月 4 日正式发布中证基金指数系列。目前该指数系列有 4 只指数，包括中证开放式基金指数和 3 个分类指数（中证股票型基金指数、中证混合型基金指数和中证债

券型基金指数）。中证基金指数系列均以 2002 年 12 月 31 日为基日，基点为 1000 点。中证基金指数的样本空间为当前市场上的所有开放式基金（不包括货币型基金和保本型基金）。选择的方法是，中证开放式基金指数样本由当前市场上的所有开放式基金（不包括货币型和保本型）组成；中证股票型基金指数样本由中证开放式基金指数样本中的股票型基金组成，60% 以上的基金资产投资于股票的，为股票基金；中证债券型基金指数样本由中证开放式基金指数样本中的债券型基金组成，80% 以上的基金资产投资于债券的，为债券基金；中证混合型基金指数样本由中证开放式基金指数样本中的混合型基金组成，投资于股票、债券和货币市场工具，并且股票投资和债券投资的比例不符合前两项规定的，为混合基金。中证基金指数系列采用简单平均加权方法进行计算。当指数样本、基金单位净值出现非交易因素的变动时，采用除数修正法进行修正，以保证指数的连续性。需要修正的情况包括：基金分红、份额拆分、样本调整和其他需要修正的事件。每年的 8 月份和 2 月份对基金的类型进行定期审核并作定期调整。

2. 上证基金指数。上证基金指数的选样范围为在上海证券交易所上市的所有证券投资基金。上证基金指数以 2000 年 5 月 8 日为基日，以该日所有证券投资基金市价总值为基期，设基日指数为 1000 点，于 2000 年 5 月 9 日开始正式发布，指数代码为 000011。基金指数的计算方法、修正方法与股票指数大致相同，只是基金指数不纳入上证综合指数等任何一个股价指数的编制范围。

3. 深证基金指数。深证基金指数的样本包括已在深圳证券交易所上市的所有证券投资基金。新上市的基金自上市后第 2 个交易日起纳入指数计算范围。深证基金指数的编制采用派许加权综合指数法计算，权数为各证券投资基金的总发行规模，以 2000 年 6 月 30 日为基日，基日指数为 1000 点，起始计算日为 2000 年 7 月 3 日。

三、国际主要股票市场及其价格指数

（一）道一琼斯工业股价平均数

道一琼斯工业股价平均数是世界上最早、最享盛誉和最有影响的股票价格平均数，由美国道一琼斯公司编制，并在《华尔街日报》上公布。早在 1884 年 7 月 3 日，道一琼斯公司的创始人查尔斯·亨利·道和爱德

华·琼斯根据当时美国有代表性的 11 种股票编制股票价格平均数，并发表于该公司编辑出版的《每日通讯》上。以后，道一琼斯股价平均数的样本股逐渐扩大至 65 种，编制方法也有所改进，《每日通讯》也于 1889 年改为‘华尔街日报’。现在人们所说的道一琼斯指数实际上是一组股价平均数，包括 5 组指标。

1_工业股价平均数，以美国埃克森石油公司、通用汽车公司和美国钢铁公司等 30 家著名大工商业公司股票为编制对象，能灵敏反映经济发展水平和变化趋势。平时所说的道一琼斯指数就是指道一琼斯工业股价平均数。

2 运输业股价平均数，以美国泛美航空公司、环球航空公司、国际联运公司等 20 家具有代表性的运输业公司股票为编制对象。

3. 公用事业股价平均数，以美国电力公司、煤气公司等 15 种具有代表性的公用事业大公司股票为编制对象。

4. 股价综合平均数，以上述 65 家公司股票为编制对象。

5 道一琼斯公正市价指数，以 700 种不同规模或实力的公司股票作为编制对象，于 1988 年 10 月首次发表。由于该指数所选的股票不但考虑了广泛的行业分布，而且兼顾了公司的不同规模和实力，因而具有相当的代表性。

道一琼斯股价平均数以 1928 年 10 月 1 日为基期，基期指数为 100，道一琼斯指数的编制方法原为简单算术平均法，由于这一方法的不足，从 1928 年起采用豫数修正的简单平均法，使平均数能连续、真实地反映股价变动情况。

长期以来，道一琼斯股价平均数被视为最具权威性的股价指数，被认为是反映美国政治、经济和社会状况最灵敏的指标。究其原因，主要是由于该指数历史悠久，采用的 65 种股票都是世界上第一流大公司的股票，在各自的行业中都居举足轻重的主导地位，而且不断地以新生的更有代表性的股票取代那些已失去原有活力的股票，使其更具代表性，比较好地与在纽约证券交易所上市的 2 000 多种股票变动同步，指数由最有影响的金融报刊《华尔街日报》及时而详尽报导等。

（二）金融时报证券交易所指数（F-rSE100 指数）

金融时报证券交易所指数（也译为“富时指数”）是英国最具权威性

的股价指数，原由《金融时报》编制和公布，现由《金融时报》和伦敦证券交易所共同拥有的富时集团编制。这一指数包括 3 种：一是金融时报工业股票指数，又称 30 种股票指数。该指数包括 30 种最优良的工业股票价格，其中有烟草、食油、电子、化学药品、金属机械、原油等。由于这 30 家公司股票的市值在整个股市中所占的比重大，具有一定的代表性，因此，该指数是反映伦敦证券市场股票行情变化的重要尺度。它以 1935 年 7 月 1 日为基期，基期指数为 100 0 二是 100 种股票交易指数，又称 FT - 100 指数。该指数自 1984 年 1 月 3 日起编制并公布。这一指数挑选了 100 家有代表性的大公司股票，又因它通过伦敦股票市场自动报价电脑系统可随时得出股票市价，并每分钟计算一次，因此能迅速反映股市行情的每一变动，自公布以来受到人们的广泛重视。为了便于期货交易和期权交易，该指数基值定为 10000 三是综合精算股票指数。该指数从伦敦股市上精选 700 多种股票作为样本股加以计算。它自 1962 年 4 月 10 日起编制和公布，并以这一天为基期，令基数为 100 0 这一指数的特点是统计面宽、范围广，能较全面地反映整个股市状况。

（三）日经 225 股价指数

日经 225 股价指数是日本经济新闻社编制和公布的反映日本股票市场价格变动的股价指数。该指数从 1950 年 9 月开始编制，最初根据在东京证

券交易所第一市场上市的 225 家公司的股票算出修正平均股价，称为东证修正平均股价。1975 年 5 月 1 日日本经济新闻社向道一琼斯公司买进商标，采用道一琼斯修正指数法计算，指数也改称为日经道式平均股价指标。1985 年 5 月合同期满，经协商，又将名称改为“日经股价指数”。

现在日经股价指数分成两组：一是日经 225 种股价指数。这一指数以在东京证券交易所第一市场上市的 225 种股票为样本股，包括 150 家制造业、15 家金融业、14 家运输业和 46 家其他行业。样本股原则上固定不变，以 1950 年算出的平均股价 176.21 元为基数。由于该指数从 1950 年起连续编制，具有较好的可比性，成为反映和分析日本股票市场价格长期变动趋势最常用和最可靠的指标。二是日经 500 种股价指数。该指数从 1982 年 1 月 4 日起开始编制，样本股扩大到 500 种，约占东京证券交易所第一市场上市股票的一半，因而更具代表性。该指数的特点是采样不固定，每年根

据各公司前 3 个结算年度的经营状况、股票成交量、成交金额、市价总额等情况对样本股票进行更换。正因为如此，该指数不仅能较全面地反映日本股市的行情变化，还能如实反映日本产业结构变化和市场变化情况。

（四）NASDAQ 市场及其指数

NASDAQ 的中文全称是全美证券交易商自动报价系统，于 1971 年正式启用。它利用现代电子计算机技术，将美国 6 000 多个证券商网点连接在一起，形成了一个全美统一的场外二级市场。1975 年又通过立法，确定这一系统在证券二级市场中的合法地位。目前有不少国家和地区模仿美国 NASDAQ，建立第二交易系统或二板市场，如欧洲的 EASDAQ 市场、日本的 JASDAQ 市场、新加坡的 SESDAQ 市场、马来西亚的 MESDAQ 市场、韩国的 KOSDAQ 市场、罗马尼亚的 RASDAQ 市场等。

NASDAQ 市场设立了 13 种指数，分别为：NASDAQ 综合指数、NASDAQ-100 指数、NASDAQ 金融-100 指数、NASDAQ 银行指数、NASDAQ 生物指数、NASDAQ 计算机指数、NASDAQ 工业指数、NASDAQ 保险指数、NASDAQ 其他金融指数、NASDAQ 通讯指数、NASDAQ 运输指数、NASDAQ 金国市场综合指数和 NASDAQ 全国市场工业指数。

NASDAQ 综合指数是以在 NASDAQ 市场上市的、所有本国和外国的上市公司的普通股为基础计算的。该指数按每个公司的市场价值来设权重，这意味着每个公司对指数的影响由其市场价值决定的。市场总价是所有已公开发行的股票在每个交易日的卖出价总和。现在 NASDAQ 综合指数包括 3 300 多家公司，远远超过其他市场指数。正因为有如此大的计算范围，使得该指数成为 NASDAQ 的主要市场指数。该指数是在 1971 年 2 月 5 日启用的，基准点为 100 点。

一、第三节 证券投资的收益与风险

一、

一、证券投资收益

人们投资于证券，是为了获得投资收益。投资收益是未来的，而且

一般情况下事先难以确定。未来收益的不确定性就是证券投资的风险。投资者总是既希望回避风险，又希望获得较高的收益。但是，收益和风险是并存的，通常收益越高，风险越大。投资者只能在收益和风险之间加以权衡，

即在风险相同的证券中选择收益较高的，或在收益相同的证券中选择风险较小的进行投资。

（一）股票收益

股票投资的收益是指投资者从购入股票开始到出售股票为止整个持有期间的收入，它由股息收入、资本利得和公积金转增收益组成。

1. 股息。股息是指股票持有者依据所持股票从发行公司分取的盈利。通常，股份有限公司在会计年度结算后，将一部分净利润作为股息分配给股东。其中，优先股股东按照规定的固定股息率优先取得固定股息，普通股股票股东则根据余下的利润分取股息。D 股东在取得固定的股息以后又从股份有限公司领取的收益，称为红利。由此可见，红利是股东在公司按规定股息率分派后所取得的剩余利润。但在概念的使用上，人们对股息和红利并未予以严格的区分。

股息的来源是公司的税后利润。公司从营业收入中扣减各项成本和费用支出、应偿还的债务及应缴纳的税金后，余下的即为税后利润。通常，税后利润按以下程序分配：如果有未弥补亏损，首先用于弥补亏损；按

《公司法》规定提取法定公积金；如果有优先股，按固定股息率对优先股股东分配；经股东大会同意，提取任意公积金；剩余部分按股东持有的股份比例对普通股票股东分配。可见，税后净利润是公司分配股息的基础和最高限额，但因要作必要的公积金的扣除，公司实际分配的股息总是少于税后净利润。

股息作为股东的投资收益，用以股份为单位的货币金额表示，但股息的具体形式可以有多种。

(1) 现金股息。现金股息是以货币形式支付的股息和红利，是最普通、最基本的股息形式。分派现金股息，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，以吸引更多的投资者。在公司留存收益和现金足够的情况下，现金股息分发的多少取决于董事会对影响公司向公司发展的诸多因素的权衡，并要兼顾公司和股东二者的利益。一般来说，股

=====

第六章 证券市场运行 1227

东更偏重于目前利益，希望得到比其他投资形式更高的投资收益；董事会更偏重于公司的财务状况和长远发展，希望保留足够的现金扩大投资或用于其他用途。但是由于股息盼高低会直接影响公司股票的市价，而股价的涨跌又关系到公司本身信誉的高低及筹资能力的大小，因此董事会在权衡公司的长远利益和股东的近期利益后，会制定出较为合理的现金股息发放政策。

(2) 股票股息。股票股息是以股票的方式派发的股息，通常由公司用新增发的股票或一部分库存股票作为股息代替现金分派给股东。股票股息原则上是按公司现有股东持有股份的比例进行分配的，采用增发普通股票并发放给普通股票股东的形式，实际上是将当年的留存收益资本化。也就是说，股票股息是股东权益账户中不同项目之间的转移，对公司的资产、负债、股东权益总额毫无影响，对得到股票股息的股东在公司中所占权益的份额也不会产生影响，仅仅是股东持有的股票数比原来多了。发放股票股息既可以使公司保留现金，解决公司发展对现金的需要，又使公司股票

数量增加，股价下降，有利于股票的流通。股东持有股票股息在大多数西方国家可免征所得税，出售增加的股票又可转化为现实的货币，有利于股东实现投资收益，因而是兼顾公司利益和股东利益的两全之策。

(3)财产股息。财产股息是公司用现金以外的其他财产向股东分派股息。最常见的是公司持有的其他公司或子公司的股票、债券，也可以是实物。分派财产股息，可减少现金支出，满足公司对现金的需要，有利于公司的发展。在现金不足时，用公司产品“优惠价格充作股息，可扩大其产品销路。当公司需要对其他公司控股时，可有意将持有的其他公司的股票作为股息，采用内部转移方式分派给股东，以继续维持控股公司地位。

(4)负债股息。负债股息是公司通过建立一种负债，用债券或应付票据作为股息分派给股东。这些债券或应付票据既是公司支付的股息，也可满足股东的获利需要。负债股息一般是在已宣布发放股息，但又面临现金不足、难以支付的情况下，不得已采取的权宜之计，董事会往往更愿意推迟股息发放日期。

(5)建业股息。建业股息又称建设股息，是指经营铁路、港口、水电、机场等业务的股份公司，由于其建设周期长，不可能在短期内开展业务并获得盈利，为了筹集所需资金，在公司章程中明确规定并获得批准后，

公司可以将一部分股本作为股息派发给股东。建业股息不同于其他股息，它不是来自公司的盈利，而是对公司未来盈利的预分，实质上是一种负债分配，也是无盈利无股息原则的一个例外。建业股息的发放有严格的法律限制，在公司开业后，应在分配盈余前抵扣或逐年抵扣冲销，以补足资本金。

2. 资本利得。上市股票具有流动性，投资者可以在股票交易市场上出售持有的股票收回投资，赚取盈利，也可以利用股票价格的波动低买高卖来赚取差价收入。股票买入价与卖出价之间的差额就是资本利得，或称资本损益。资本利得可正可负，当股票卖出价大于买入价时，资本利得为正，此时可称为资本收益；当卖出价小于买入价时，资本利得为负，此时可称为资本损失。由于上市公司的经营业绩是决定股票价格的重要因素，因此资本损益的取得主要取决于股份公司的经营业绩和股票市场的价格变化，同时与投资者的投资心态、投资经验及投资技巧也有很大关系。

3. 公积金转增股本。公积金转增股本也采取送股的形式，但送股的资金不是来自当年可分配盈利，而是公司提取的公积金。公司的公积金来源有以下几项：一是股票溢价发行时，超过股票面值的溢价部分列入公司的资本公积金；二是依据我国《公司法》的规定，每年从税后利润中按比例提存部分法定公积金；三是股东大会决议后提取的任意公积金；四是公司经过若干年经营以后资产重估增值部分；五是公司从外部取得的赠与资产，如从政府部门、国外部门及其他公司等处得到的赠与资产。我国《公司法》规定，公司分配当年税后利润时，应当提取利润的 10% 列入公司法定公积金。公司法定公积金累计额为公司注册资本 50% 以上的，可以不再提取。公司的法定公积金不足以弥补以前年度亏损的，在提取法定公积金之前，应当先用当年利润弥补亏损。公司从税后利润中提取法定公积金后，经股东大会决议，可以从税后利润中提取任意公积金。股份有限公司以超过股票票面金额的发行价格发行股份所得的溢价款以及国务院财政部门规

定列入资本公积金的其他收入，应当列为资本公积金。公司的公积金用于弥补公司亏损、扩大公司生产经营或者转为公司资本，但是资本公积金不得用于弥补公司亏损。股东大会决议将公积金转为资本时，按股东原有股份比例派送红股或增加每股面值，但法定公积金转为资本时，所留成的该项公积金不得少于转增前公司注册资本的 25%。

C=：=—

第六章证券市场运行 120

（二）债券收益

债券的投资收益来自 3 个方面：一是债券的利息收益。这是债券发行时就决定的，除了保值贴补债券和浮动利率债券，债券的利息收入不会改变，投资者在购买债券前就可得知。二是资本利得。资本利得受债券市场价格变动的影响。三是再投资收益。再投资收益受以周期性利息收入作再投资时市场收益率变化的影响。由于资本利得和再投资收益具有不确定性，投资者在作投资决策时计算的到期收益和到期收益率只是预期的收益和收益率，只有当投资期结束时才能计算实际收益和实际到期收益率。

1 债息。债券的利息收益取决于债券的票面利率和付息方式。债券的票面利率是指 1 年的利息占票面金额的比率。票面利率的高低直接影响着债券发行人的筹资成本和投资者的投资收益，一般是由债券发行人根据债券本身的性质和对市场条件的分析决定的。首先，要考虑投资者的接受程度。发行人往往是参照了其他相似条件债券的利率水平后，在多数投资者能够接受的限度内，以最低利率来发行债券。其次，债券的信用级别是影响债券票面利率的重要因素。再次，利息的支付方式和计息方式也是决定票面利率要考虑的因素。最后，还要考虑证券主管部门的管理和指导。一旦债券的票面利率确定后，在债券的有效期限内，无论市场上发生什么变化，发行人都必须按确定的票面利率向债券持有人支付利息。

债券的付息方式是指发行人在债券的有效期间内，何时或分几次向债券持有者支付利息。付息方式既影响债券发行人的筹资成本，也影响投资者的投资收益。一般把债券利息的支付分为一次性付息和分期付息两大类。分期付息债券又称附息债券或息票债券，是在债券到期以前按约定的日期分次按票面利率支付利息，到期再偿还债券本金。分次付息一般分按年付息、半年付息和按季付息 3 种方式。对投资者来说，在票面利率相同的条件下，分次付息可获取利息再投资收益，或享有每年获得现金利息便于支配的流动性好处。

2 资本利得。债券投资的资本利得是指债券买入价与卖出价或买入价与到期偿还额之间的差额。同股票的资本利得一样，债券的资本利得可正可负：当卖出价或偿还额大于买入价时，资本利得为正，此时可称为资本收益；当卖出价或偿还额小于买入价时，资本利得为负，此时可称为资本

损失。投资者可以在债券到期时将持有的债券兑现，或是利用债券市场价格的变动低买高卖，从中取得资本收益，当然，也有可能遭受资本损失。

3. 再投资收益。再投资收益是投资债券所获现金流量再投资的利息收入。对于附息债券而言，投资期间的现金流是定期支付的利息，再投资收益是将定期所获得的利息进行再投资而得到的利息收入。

对于投资于附息债券的投资者来说，只有将债券持有至到期日，并且各期利息都能按照到期收益率进行再投资，才能实现投资债券时预期的收益率；反之，如果未来的再投资收益率低于购买债券时预期的到期收益率，则投资者将面临再投资风险。

决定再投资收益的主要因素是债券的偿还期限、息票收入和市场利率的变化。在给定债券息票利率和到期收益率的情况下，债券的期限越长，再投资收益对债券总收益的影响越大，再投资风险也越大。在给定偿还期限和到期收益率的情况下，债券的息票利率越高，再投资收益对债券总收益的影响越大。当市场利率变化时，再投资收益率可能大于或小于到期收益率，使投资总收益发生相应变化。但是，对于无息票债券而言，由于投资期间并无利息收入，因而不存在再投资风险，持有无息票债券直至到期所得到的收益就等于预期的到期收益。

一、证券投资风险

证券投资是一种风险性投资。一般而言，风险是指对投资者预期收益的背离，或者说是证券收益的不确定性。证券投资风险是指证券预期收益变动的可能性及变动幅度。在证券投资活动中，投资者投入一定数量的本金，目的是希望能得到预期的若干收益。从时间上看，投入本金是当前的行为，其数额是确定的，而取得收益是在未来的时间。在持有证券这段时间内，有很多因素可能使预期收益减少甚至使本金遭受损失，因此，证券投资风险是普遍存在的。与证券投资相关的所有风险称为总风险，总风险可分为系统风险和非系统风险两大类。

（一）系统风险

系统风险是指由于某种全局性的共同因素引起的投资收益的可能变动，这种因素以同样的方式对所有证券的收益产生影响。在现实生活中，所有

c===一

第六章证券市场运行 I 231

企业都受全局性因素的影响，这些因素包括社会、政治、经济等各个方面。由于这些因素来自企业外部，是单一证券无法抗拒和回避的，因此称为不可回避风险。这些共同的因素会对所有企业产生不同程度的影响，不能通过多样化投资而分散，因此又称为不可分散风险。系统风险包括政策风险、经济周期波动风险、利率风险和购买力风险等。

1 政策风险。政策风险是指政府有关证券市场的政策发生重大变化或是有重要的法规、举措出台，引起证券市场的波动，从而给投资者带来的风险。

政府对本国证券市场的发展通常有一定的规划和政策，借以指导市场的发展和加强对市场的管理。证券市场政策应当是在尊重证券市场发展规律的基础上，充分考虑证券市场在本国经济中的地位、与社会经济其他部门的联系、整体经济发展水平、证券市场发展现状及对投资者保护等多方面因素后制定的。政府关于证券市场发展的规划和政策应该是长期稳定的，在规划和政策既定的前提条件下，政府应运用法律手段、经济手段和必要的行政管理手段引导证券市场健康、有序地发展。但是，在某些特殊情况下，政府也可能会改变发展证券市场的战略部署，出台一些扶持或抑制市场发展的政策，制定出新的法令或规章，从而改变市场原先的运行轨迹。

特别是在证券市场发展初期，对证券市场发展的规律认识不足、法规体系不健全、管理手段不充分，更容易较多地使用政策手段来干预市场。由于证券市场政策是政府指导、管理整个证券市场的手段，一旦出现政策风险，几乎所有的证券都会受到影响，因此属于系统风险。

2 经济周期波动风险。经济周期波动风险是指证券市场行情周期性变动而引起的风险。这种行情变动不是指证券价格的日常波动和中级波动，而是指证券行情长期趋势的改变。

证券行情变动受多种因素影响，但决定性的因素是经济周期的变动。经济周期是指社会经济阶段性的循环和波动，是经济发展的客观规律。经济周期的变化决定了企业的景气和效益，从而从根本上决定了证券行情，特别是股票行情的变动趋势。证券行情随经济周期的循环而起伏变化，总的趋势可分为看涨市场或称多头市场、牛市，以及看跌市场或称空头市场、熊市两大类型。在看涨市场，随着经济回升，股票价格从低谷逐渐回升，随着交易量的扩大，交易日渐活跃，股票价格持续上升并可维持较长一段

时间；待股票价格升至很高水平，资金大量涌入并进一步推动股价上升，但成交量不能进一步放大时，股票价格开始盘旋并逐渐下降，标志着看涨市场的结束。看跌市场从经济繁荣的后期开始，伴随着经济衰退，股票价格也从高点开始一直呈下跌趋势，并在达到某个低点时结束。看涨市场和看跌市场是指股票行情变动的大趋势。实际上，在看涨市场中，股价并非直线上升，而是大涨小跌，不断出现盘整和回档行情；在看跌市场中，股价也并非直线下降，而是小涨大跌，不断出现盘整和反弹行情。但在这两个变动趋势中，一个重要的特征是：在整个看涨行市中，几乎所有的股票价格都会上涨；在整个看跌行市中，几乎所有的股票价格都不可避免地有所下跌，只是涨跌程度不同而已。

3. 利率风险。利率风险是指市场利率变动引起证券投资收益变动的可能性。市场利率的变化会引起证券价格变动，并进一步影响证券收益的确定性。利率与证券价格呈反方向变化，即利率提高，证券价格水平下跌；利率下降，证券价格水平上涨。利率从两方面影响证券价格。一是改变资金流向。当市场利率提高时，会吸引一部分资金流向银行储蓄、商业票据等其他金融资产，减少对证券的需求，使证券价格下降；当市场利率下降时，一部分资金流向证券市场，增加对证券的需求，刺激证券价格上涨。二是影响公司的盈利。利率提高，公司融资成本提高，在其他条件不变的情况下净盈利下降，派发股息减少，引起股票价格下降；利率下降，融资成本下降，净盈利和股息相应增加，股票价格上涨。

利率政策是中央银行的货币政策工具，中央银行根据金融宏观调控的需要调节利率水平。当中央银行调整利率时，各种金融资产的利率和价格都会灵敏地作出反应。除了中央银行的货币政策以外，利率还受金融市场供求关系的影响：当资金供求宽松时，利率水平稳中有降；当资金供求紧张时，利率水平逐渐上升。

利率风险对不同证券的影响是不相同的。

(1)利率风险是固定收益证券的主要风险，特别是债券的主要风险。债券面临的利率风险由价格变动风险和息票利率风险两方面组成。当市场利率提高时，以往发行又尚未到期的债券利率相对偏低，此时投资者若继

续持有债券，在利息上要受损失；若将债券出售，又必须在价格上作出让步，要受损失。可见，此时投资者无法回避利率变动对债券价格和收益的

影响，而且这种影响与债券本身的质量无关。

(2)利率风险是政府债券的主要风险。根据发行主体不同，债券可分为政府债券、金融债券、公司债券、企业债券等。对公司债券和企业债券来说，除了利率风险以外，重要的还有信用风险和购买力风险。政府债券没有信用问题和偿债的财务困难，它面临的主要风险是利率风险和购买力风险。

(3)利率风险对长期债券的影响大于短期债券。在利率水平变动幅度相同的情况下，长期债券价格变动幅度大于短期债券，因此，长期债券的利率风险大于短期债券。债券的价格是将未来的利息收益和本金按市场利率折算成的现值，债券的期限越长，未来收入的折扣率就越大，所以债券的价格变动风险随着期限的增加而增大。

普通股票和优先股票也会受利率风险影响。股票价格对利率变动是极其敏感的，当利率变动时，股票价格会迅速发生反向变动，其中优先股票因股息率固定而受利率风险影响较大。普通股票的股息和价格主要由公司经营情况和财务状况决定，而利率变动仅是影响公司经营和财务状况的部分因素，所以利率风险对普通股的影响不像债券和优先股那样有回旋的余地，从长期看，取决于上市公司对利率变动的化解能力。

4 购买力风险。购买力风险又称通货膨胀风险，是由于通货膨胀、货币贬值给投资者带来实际收益水平下降的风险。在通货膨胀情况下，物价普遍上涨，社会经济运行秩序混乱，企业生产经营的外部条件恶化，证券市场也难免深受其害，所以购买力风险是难以回避的。在通货膨胀条件下，随着商品价格的上涨，证券价格也会上涨，投资者的货币收入有所增加，会使他们忽视购买力风险的存在并产生一种货币幻觉。其实，由于货币贬值，货币购买力水平下降，投资者的实际收益不仅没有增加，反而有所减少。一般来讲，可通过计算实际收益率来分析购买力风险：

实际收益率=名义收益率-通货膨胀率

这里的名义收益率是指债券的票面利息率或股票的股息率。例如，某投资者买了1张年利率为10%的债券，其名义收益率为10%。若1年中通货膨胀率为5%，则投资者的实际收益率为5%；若当年通货膨胀率为10%，则投资者的实际收益率为0；若当年通货膨胀率超过10%，则投资者不仅没有得到收益，反而有所亏损。可见，只有当名义收益率大于通货

膨胀率时，投资者才有实际收益。

购买力风险对不同证券的影响是不相同的，最容易受其损害的是固定收益证券，如优先股票、债券。因为它们的名义收益率是固定的，当通货膨胀率升高时，其实际收益率就会明显下降，所以固定利息率和股息率的证券购买力风险较大；同样是债券，长期债券的购买力风险又比短期债券大。相比之下，浮动利率债券或保值贴补债券的购买力风险较小。普通股票的购买力风险也相对较小。当发生通货膨胀时，由于公司产品价格上涨，股份公司的名义收益会增加，特别是当公司产品价格上涨幅度大于生产费用的涨幅时，公司净盈利增加，此时股息会增加，股票价格也会随之提高，

普通股票股东可得到较高收益，可部分减轻通货膨胀带来的损失。

需要指出的是，购买力风险对不同股票的影响是不同的；在通货膨胀不同阶段，对股票的影响也是不同的。这是因为公司的盈利水平受多种因素影响，产品价格仅仅是其中的一个因素。在通货膨胀情况下，由于不同公司产品价格上涨幅度不同，上涨时间先后不同，对生产成本上升的消化能力不同，受国家有关政策的控制程度不同等原因，会出现在相同通货膨胀水平条件下不同股票的购买力风险不尽相同的情况。一般说来，率先涨价的商品、上游商品、热销或供不应求商品的股票购买力风险较小，国家进行价格控制的公用事业、基础产业和下游商品等股票的购买力风险较大。在通货膨胀之初，企业消化生产费用上涨的能力较强，又能利用人们的货币幻觉提高产品价格，股票的购买力风险相对小些。当出现严重通货膨胀时，各种商品价格轮番上涨，社会经济秩序紊乱，企业承受能力下降，盈利和股息难以增加，股价即使上涨也很难赶上物价上涨，此时普通股票也很难抵偿购买力下降的风险了。

（二）非系统风险

非系统风险是指只对某个行业或个别公司的证券产生影响的风险，它通常由某一特殊因素引起，与整个证券市场的价格不存在系统、全面的联系，而只对个别或少数证券的收益产生影响。这种因行业或企业自身因素改变而带来的证券价格变化与其他证券的价格、收益没有必然的内在联系，不会因此而影响其他证券的收益。这种风险可以通过分散投资来抵消。若投资者持有多多样化的不同证券，当某些证券价格下跌、收益减少时，另一

C====一

第六章证券市场运行 I 235

些证券可能价格正好上升、收益增加，这样就使风险相互抵消。非系统风险是可以抵消、回避的，因此又称为可分散风险或可回避风险。非系统风险包括信用风险、经营风险、财务风险等。

1 信用风险。信用风险又称违约风险，指证券发行人在证券到期时无法还本付息而使投资者遭受损失的风险。证券发行人如果不能支付债券利息、优先股股息或偿还本金，哪怕仅仅是延期支付，都会影响投资者的利益，使投资者失去再投资和获利的机会，遭受损失。信用风险实际上揭示了发行人在财务状况不佳时出现违约和破产的可能，它主要受证券发行人的经营能力、盈利水平、事业稳定程度及规模大小等因素影响。债券、优先股、普通股都可能存在信用风险，但程度有所不同。债券的信用风险就是债券不能到期还本付息的风险。信用风险是债券的主要风险，因为债券是需要按时还本付息的要约证券。政府债券的信用风险最小，一般认为中央政府债券几乎没有信用风险，其他债券的信用风险依次从低到高排列为地方政府债券、金融债券、公司债券，但大金融机构或跨国公司债券的信用风险有时会低于某些政局不稳的国家的政府债券。投资于公司债券首先要考虑的就是信用风险，产品市场需求曲改变、成本变动、融资条件变化等都可能削弱公司偿债能力，特别是公司资不抵债、濒临破产时，债券的利息和本金都可能会化为泡影。股票没有还本要求，普通股股息也不固定，但仍有信用风险，不仅优先股股息有缓付、少付甚至不付的可能，而且如公司不能按期偿还债务，立即会影响股票的市场价格，更不用说当公司破

产时，该公司股票价格会接近于零，无信用可言。在债券和优先股发行时，要进行信用评级，投资者回避信用风险的最好办法是参考证券信用评级的结果。信用级别高的证券信用风险小；信用级别越低，违约的可能性越大。

2 经营风险。经营风险是指公司的决策人员与管理人员在经营管理过程中出现失误而导致公司盈利水平变化，从而使投资者预期收益下降的可能。

经营风险来自内部因素和外部因素两个方面。企业内部的因素主要有：一是项目投资决策失误，未对投资项目作可行性分析，草率上马；二是不注意技术更新，使企业在行业中的竞争地位下降；三是不注意市场调查，不注意开发新产品，仅满足于目前公司产品的市场占有率和竞争力，满足于目前的利润水平和经济效益；四是销售决策失误，过分地依赖大客户、

老客户，没有注重打开新市场，寻找新的销售渠道。其他还有公司的主要管理者因循守旧、不思进取、机构臃肿、人浮于事，对可能出现的天灾人祸没有采取必要的防范措施等。外部因素是公司以外的客观因素，如政府产业政策的调整、竞争对手的实力变化使公司处于相对劣势地位等，引起公司盈利水平的相对下降。但经营风险主要还是来自公司内部决策失误或管理不善。

公司的经营状况最终表现于盈利水平的变化和资产价值的变化，经营风险主要通过盈利变化产生影响，对不同证券的影响程度也有所不同。经营风险是普通股票的主要风险，公司盈利的变化既会影响股息收入，又会影响股票价格。当公司盈利增加时，股息增加，股价上涨；当公司盈利减少时，股息减少，股价下降。经营风险对优先股的影响要小些，因为优先股的股息率是固定的，盈利水平的变化对价格的影响有限。公司债的还本付息受法律保障，除非公司破产清理，一般情况下不受企业经营状况的影响，但公司盈利的变化同样可能使公司债的价格呈同方向变动，因为盈利增加使公司的债务偿还更有保障，信用提高，债券价格也会相应上升。

3. 财务风险。财务风险是指公司财务结构不合理、融资不当而导致投资者预期收益下降的风险。负债经营是现代企业应有的经营策略，通过负债经营可以弥补自有资本的不足，还可以用借贷资金来实现盈利。股份公司在营运中所需要的资金一般都来自发行股票和债务两个方面，其中债务（包括银行贷款、发行企业债券、商业信用）的利息负担是一定的，如果公司资金总量中债务比重过大，或是公司的资金利润率低于利息率，就会使股东的可分配盈利减少，股息下降，使股票投资的财务风险增加。例如，当公司的资金利润率为 10.01%，公司向银行贷款的利率或发行债券的票面利率为 8% 时，普通股票股东所得权益将高于 10%；如果公司的资金利润率低于 8% 时，公司须按 8.01% 的利率支付贷款或债券利息，普通股票股东的收益就将低于资金利润率。实际上公司融资产生的财务杠杆作用犹如一把双刃剑，当融资产生的利润大于债息率时，给股东带来的是收益增长的效应；反之，就是收益减少的财务风险。对股票投资来说，财务风险中最大的风险当属公司亏损风险。公司亏损风险虽然发生的概率不是很高，但却是投资者常常面临的重大风险。投资股票就是投资公司，投资者的股息收益和通过股票价格变动获得的资本利得与公司的经营效益密切相关。所以，股

票的风险将直接取决于公司的经营效益。但是，公司未来的经营是很难预测的，这使投资者买了股票之后，很难准确地预期自己未来的收益。一般而言，只要公司经营不发生亏损，投资股票就始终有收益，存在的问题只是收益的高低。但投资者却有可能遭遇公司亏损。而一旦公司发生亏损，投资者将在两个方面产生风险：一是投资者将失去股息收入；二是投资者将损失资本利得。因为在公司亏损时，股票的价格必然下跌；更有甚者，如果公司亏损严重以致资不抵债，投资者就有可能血本无归，股票将成为一张废纸。

三、收益与风险的关系

在证券投资中，收益和风险形影相随，收益以风险为代价，风险用收益来补偿。投资者投资的目的是为了得到收益，与此同时，又不可避免地面临着风险，证券投资的理论和实战技巧都围绕着如何处理两者的关系而展开。

收益与风险的基本关系是：收益与风险相对应。也就是说，风险较大的证券，其要求的收益率相对较高；反之，收益率较低的投资对象，风险相对较小。但是，绝不能因为收益与风险有着这样的基本关系，就盲目地认为风险越大，收益就一定越高。收益与风险相对应的原理只是揭示收益与风险的这种内在本质关系：收益与风险共生共存，承担风险是获取收益的前提；收益是风险的成本和报酬。收益与风险的上述本质联系可以用下面的公式表述：

预期收益率=无风险收益率+风险补偿

预期收益率是投资者承受各种风险应得的补偿。无风险收益率是指把资金投资于某一没有任何风险的投资对象而能得到的收益率，这是一种理想的投资收益，我们把这种收益率作为一种基本收益，再考虑各种可能出现的风险，使投资者得到应有的补偿。现实生活中不可能存在没有任何风险的理想证券，但可以找到某种收益变动小的证券来代替。美国一般将联邦政府发行的短期国库券视为无风险证券，把短期国库券利率视为无风险利率。这是因为美国短期国库券由联邦政府发行，联邦政府有征税权和货币发行权，债券的还本付息有可靠保障，因此没有信用风险。政府债券没有财务风险和经营风险，同时，短期国库券以 91 天期为代表，只要在这期

间没有发生严重的通货膨胀，联邦储备银行没有调整利率，也几乎没有购买力风险和利率风险。短期国库券的利率很低，其利息可以视为投资者牺牲目前消费、让渡货币使用权的补偿。在短期国库券无风险利率的基础上，我们可以发现以下规律：

第一，同一种类型的债券，长期债券利率比短期债券高。这是对利率风险的补偿。如同是政府债券，都没有信用风险和财务风险，但长期债券的利率要高于短期债券，这是因为短期债券没有利率风险，而长期债券却可能受到利率变动的影响，二者之间利率的差额就是对利率风险的补偿。

第二，不同债券的利率不同，这是对信用风险的补偿。通常，在期限相同的情况下，政府债券的利率最低，地方政府债券利率稍高，其他依次是金融债券和企业债券。在企业债券中，信用级别高的债券利率较低，信用级别低的债券利率较高，这是因为它们的信用风险不同。

第三，在通货膨胀严重的情况下，债券的票面利率会提高或是会发行

浮动利率债券。这种情况是对购买力风险的补偿。

第四，股票的收益率一般高于债券。这是因为股票面临的经营风险、财务风险和经济周期波动风险比债券大得多，必须给投资者相应的补偿。在同一市场上，许多面值相同的股票也有迥然不同的价格，这是因为不同股票的经营风险、财务风险相差甚远，经济周期波动风险也有差别。投资者以出价和要价来评价不同股票的风险，调节不同股票的实际收益，使风险大的股票市场价格相对较低，风险小的股票市场价格相对较高。

当然，收益与风险的关系并非如此简单。证券投资除以上几种主要风险以外，还有其他次要风险，引起风险的因素以及风险的大小程度也在不断变化之中；影响证券投资收益的因素也很多。所以，这种收益率对风险的替代只能粗略地、近似地反映二者之间的关系，更进一步说，只有加上证券价格的变化才能更好地反映二者的动态替代关系。

第七章

基基基釜曼量量西墨曼

证券中介机构

证券中介机构包括证券经营机构和证券服务机构两类。证券经营机构指专营证券业务的金融机构，证券服务机构指为证券市场提供相关服务业务的法人机构。

、 第一节证券公司概述

-_蹦_、

证券公司是指依照《公司法》和《证券法》设立的经营证券业务的有限责任公司或者股份有限公司。在我国，设立证券公司必须经国务院证券监督管理机构审查批准。世界各国对证券公司的划分和称呼不尽相同，美国的通俗称谓是投资银行，英国则称商人银行。以德国为代表的一些国家实行银行业与证券业混业经营，通常由银行设立公司从事证券业务经营。日本等一些国家和我国一样，将专营证券业务的金融机构称为证券公司。

证券公司是证券市场重要的中介机构，在证券市场的运作中发挥着重要作用。一方面，证券公司是证券市场投融资服务的提供者，为证券发行人和投资者提供专业化的中介服务，如证券发行和上市保荐、承销、代理证券买卖等；另一方面，证券公司也是证券市场重要的机构投资者。此外，证券公司还通过资产管理方式，为投资者提供证券及其他金融产品的投资管理服务。因此，证券公司在证券市场中扮演着重要角色。

一、我国证券公司的发展历程

20 世纪 80 年代开始，我国恢复发行国债，一批中小企业开始进行多种形式的股份制、企业债券的尝试。随着证券发行的增多和投资者队伍的扩大，对证券流通与发行的中介需求日增，由此催生了最初的证券中介业务和第一批证券经营机构。1984 年，工商银行上海信托投资公司代理发行公司股票；1986 年，沈阳信托投资公司和工商银行上海信托投资公司率先开始办理柜台交易业务；1987 年，我国第一家专业性证券公司——深圳特区证券公司成立；1988 年，国债柜台交易正式启动。之后，各省陆续组建了一批证券公司、信托投资公司、财务公司、保险公司、中小商业银行以

及财政系统陆续设立了证券营业网点。这些机构的出现形成了证券公司的雏形，在我国证券市场的早期探索试验中扮演了重要角色。

1990年12月19日和1991年7月3日，上海、深圳证券交易所先后正式营业，各证券经营机构的业务开始转入集中交易市场。1991年8月，中国证券业协会成立，当年末，机构类会员达到170家。到1997年底，全国共有证券公司90家，兼营证券业务的信托投资公司242家，证券营业部2412家。

随着经济体制、金融体制改革的深化和全国性统一证券市场体系的确立，1998年底，我国《证券法》出台。依据《证券法》的规定，国务院证券监督管理机构，即中国证监会，依法对全国证券市场实行集中统一的监督管理，并实行证券业和保险业、银行业、信托业分业经营、分业管理。同时，证券公司实行分类管理，分为经纪类和综合类证券公司。按照分业经营的要求，证券经营机构进行了一次大的调整，各类兼营机构逐步退出了证券中介领域，原有业务与网点整合转型为证券公司。到2003年底，全国证券公司数量增加到132家，证券营业部3020个。

2006年1月1日新修订的《证券法》实施，进一步完善了证券公司设立制度，对股东特别是大股东的资格作出规定；对证券公司实行按业务分类监管，不再将证券公司分为综合类和经纪类；建立以净资本为核心的监管指标体系；确立证券公司高级管理人员任职资格管理制度；增加了对证券公司及其股东、董事、监事、高级管理人员的监管措施，明确了法律责任。

2004年以来，针对一批证券公司累积风险爆发和全行业在发展中存在

的突出问题，中国证监会对证券公司进行了综合治理。经过3年的综合治理，到2007年8月，综合治理的各项预定目标按期实现：建立了证券公司市场退出和投资者保护的长效机制；证券公司挪用客户资产、账外经营、超比例持股、保本保底委托理财等违法违规行为得到彻底纠正，31家高风险公司被平稳处置，化解了长期积累的巨大风险；违法违规的机构和责任人受到严厉查处，严肃了市场纪律；健全了股东和高管人员的准入制度，建立了从业人员的诚信记录，强化了对股东和高管人员的行为约束；改革完善了客户资产存管、国债回购、证券自营等主要业务规则，集中清理规范了证券账户；证券公司的业务发展和创新有序、稳定地推进；全面实施了以净资本为核心的风险监控制度；推动了相关法律法规的制定或修改。

经过综合治理，证券公司历史遗留风险彻底化船，公司风险管理意识和能力显著增强，较好地经受了近两年来市场大幅波动的考验。截至2008年12月底，我国共有证券公司108家，证券公司资产的总规模和收入水平都迈上了新台阶。

二、我国证券公司的发展特点

证券公司是我国改革开放之后出现的一个全新行业，一直处于建设社会主义市场经济体系的前沿领域，其发展过程不仅具有新兴行业的一般特点，还较早、较多地面对着体制转型中的各类挑战与机遇。

证券公司作为证券市场的主要中介主体，自然受到证券市场特点的制约和影响。相对于其他领域，证券市场以下几个特征比较显著：公开性，透明度及公众关注度高；利益关系集中、直接、紧密；市场化、法制化属性突出；受众多因素的综合影响，价格反应直接、灵敏。

就证券公司自身而言，与其他金融行业相比，还具有一些明显的特点：起步晚，基础薄弱；同类机构数量多，差异小，竞争激烈；规模小，实力弱，风险承受能力不足；安全持续运行要求高（差错、延误、中断都会直接影响客户财产损益）；容易受市场变化影响；经营管理的市场化取向鲜明。

三、证券公司的设立

《证券法》对设立证券公司所应具备的条件作出了较为全面的规定

包括对公司章程的要求，对主要股东资格的限制条件，明确提出了风险管理和内部控制制度，要求证券公司的注册资本应当是实缴资本，将注册资本最低限额与证券公司从事的业务种类直接挂钩，分为 5 000 万元、1 亿元和 5 亿元 3 个标准等。《证券法》还规定，我国证券公司的组织形式为有限责任公司或股份有限公司，不得采取合伙及其他非法人组织形式。

（一）公司的设立条件

按照《证券法》的要求，设立证券公司应当具备下列条件：

1. 有符合法律、行政法规规定的公司章程。
2. 主要股东具有持续盈利能力，信誉良好，最近 3 年无重大违法违规记录，净资产不低于人民币 2 亿元。
3. 有符合《证券法》规定的注册资本。
4. 董事、监事、高级管理人员具备任职资格，从业人员具有证券从业资格。
5. 有完善的风险管理与内部控制制度。
6. 有合格的经营场所和业务设施。
7. 法律、行政法规规定的和经国务院批准的国务院证券监督管理机构规定的其他条件。

（二）注册资本要求

《证券法》将证券公司的注册资本最低限额与证券公司从事的业务种类直接挂钩，分为 5 000 万元、1 亿元和 5 亿元 3 个标准。

1. 证券公司经营证券经纪、证券投资咨询和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问业务中的一项或多项的，注册资本最低限额为人民币 5 000 万元
2. 证券公司经营证券承销与保荐、证券自营、证券资产管理和其他证券业务中的任何一项的，注册资本最低限额为人民币 1 亿元。
3. 证券公司经营证券承销与保荐、证券自营、证券资产管理和其他证券业务中的任何两项以上的，注册资本最低限额为人民币 5 亿元。

证券公司的注册资本应当是实缴资本。证券监督管理机构根据审慎监管原则和各项业务的风险程度，可以调整注册资本最低限额，但不得低于

C=====

第七章 证券中介机构 J 243

上述限额。

（三）设立以重要事项变更审批要求

我国证券公司的设立实行审批制，由中国证监会依法对证券公司的设立申请进行审查，决定是否批准设立。未经中国证监会批准，任何单位和

个人不得经营证券业务。

1 行政审批程序。证券监督管理机构应当自受理证券公司设立申请之日起 6 个月内，依照法定条件和法定程序并根据审慎监管原则进行审查，作出批准或者不予批准的书面决定，并通知申请人；不予批准的，应当说明理由。

证券公司设立申请获得批准后，申请人应当在规定的期限内向公司登记机关申请设立登记，领取营业执照。证券公司应当自领取营业执照之日起 15 日内，向证券监督管理机构申请经营证券业务许可证。未取得经营证券业务许可证，证券公司不得经营证券业务。

2 重要事项变更审批要求。证券公司设立、收购或者撤销分支机构，变更业务范围或者注册资本，变更持有 5% 以上股权的股东、实际控制人，变更公司章程中的重要条款，合并、分立、变更公司形式，停业、解散、破产，必须经证券监督管理机构批准。

证券公司在境外设立、收购或者参股证券经营机构，必须经证券监督管理机构批准。

四、证券公司子公司的设立

为了顺应集团化、专业化经营管理的需要，证券公司可以设立子公司。子公司是指依照《公司法》和《证券法》设立，由一家证券公司控股，经营经中国证监会批准的单项或者多项证券业务的证券公司。

（一）证券公司设立子套司的形式

证券公司申请设立子公司有两种形式：一是设立全资子公司；二是与符合《证券法》规定的证券公司股东条件的其他投资者共同出资设立于公司，其他投资者为境外股东的，还应当符合《外资参股证券公司设立规则》规定的条件。

（二）设立子公司的条件

中国证监会对申请设立子公司的证券公司在风险控制指标、净资本、经营管理能力、市场占有率、治理结构、风险管理、内部控制机制等方面有审慎性的要求，要求最近 1 年净资本不低于 12 亿元，最近 12 个月风险控制指标持续符合要求，设立子公司经营证券经纪、证券承销与保荐或者证券资产管理业务的证券公司，其最近 1 年经营该业务的市场占有率不低于行业中等水平。另外，子公司参股股东应当符合有益于子公司健全治理结构、提高竞争力、促进子公司持续规范发展的要求。子公司参股股东是金融机构的，应当在技术合作、人员培训、专业管理等方面具备一定优势，与子公司的发展存在战略协同效应。

（三）对证券公司的监管要求

一是禁止同业竞争的需求，即证券公司与其子公司、受同一证券公司控制的子公司之间不得经营存在利益冲突或者竞争关系的同类业务；二是子公司股东的股权与公司表决权和董事推荐权相适应，即子公司的股东应当按照出资比例或者持有股份的比例行使表决权和董事推荐权，禁止子公司及其股东通过协议或者其他安排约定不按出资比例或者持有股份的比例行使表决权和董事推荐权；三是禁止相互持股的情形，即子公司不得直接或者间接持有其控股股东、受同一证券公司控股的其他子公司的股权或股份，或者以其他方式向其控股股东、受同一证券公司控股的其他子公司投

资；四是证券公司不得利用其控股地位损害子公司、子公司其他股东和子公司客户的合法权益；五是要求建立风险隔离制度，证券公司与其子公司、受同一证券公司控制的子公司之间应当建立合理必要的“隔离墙”制度，防止风险传递和利益冲突。

此外，证券公司及其子公司除单独向中国证监会报送年度报告、监管报表和有关资料外，证券公司还应当在合并计算其子公司的财务及业务数据的基础上向中国证监会报送前述资料。证券公司及其子公司单独计算、以合并数据为基础计算的净资本等风险控制指标，应当符合中国证监会的要求。

— — — — —

第七章 证券中介机构 I 24s

五、证券公司监管制度的演变

伴随着证券公司的诞生发展，相应的监督工作也经历了一个从分散到系统，由混业到分业，在实践中不断完善的过程。在各个时期，各监管主体都积极探索，认真总结，深化认识，完善规则，推进我国证券公司监管体制的建立和健全，推进证券监管制度的建设和完善。

早期，对各类证券类机构的监管职责主要由中国人民银行承担，与股份制试点和证券市场试验有关的部门和地方政府也承担了相应的监管职责。证券交易所设立后，开始对证券上市与交易行为实施一线监管。

1992年后，中国人民银行负责证券公司及其分支机构的设立、业务范围的核定及高管人员的管理等；中国证监会负责发行、上市、交易相关的业务监管；各地方政府的证券监管机构承担辖区内监管事项；其他相关部门对职责范围内的证券发行与交易等业务实施相应监管。

1998年后，中国人民银行的监管职责移交中国证监会，各地方政府的证券监管机构转为中国证监会派出机构，证券交易所划归中国证监会管理，形成集中统一的证券公司监管体制。证券公司业务涉及其他监管部门的，仍接受相应部门的监管（如银行间市场业务，国债、企业债发行业务等）。

在长期的实践探索基础上，对证券公司实施有效监管的基础性制度已经基本形成。

（一）独立的客户资产存管制度

这项制度包括客户交易结算资金由商业银行存管、证券资产由结算公司集中存管、委托理财资产由第三方独立存管，从制度上维护客户资产安全，防止公司风险扩散为客户风险。

（二）以净资本为核心的风险预警与监管制度

将经营风险控制在净资本覆盖范围内，通过风险资本准备计算比例的调整，间接调节证券公司业务规模上限，同时起到风险提示作用。

（三）以适当性服务为重点的投资者保护制度

要求准确了解客户，如实披露信息，充分揭示风险，坚持诚信经营

向客户提供适当的产品和持续服务，使之与客户的风险认知和承受能力相适应。设立投资者保护基金，按政策收购破产证券公司的客户债权。

（四）以自我约束为主的内部合规管理制度

明确公司合规义务，健全内部合规制度，设立合规组织体系，实施与

合规管理实际状况密切互动的监管措施，激励证券公司加强自我管理。

（五）鼓励开拓探索的创新监管制度

在现行法律法规框架下，在风险可控、可测、可承受的前提下，证券公司可以根据市场需要、客户需求和自身能力，探索新业务，开发新产品。

（六）配套互动的违法违规行为惩处制度

立足抓早、抓小、抓快，发挥监管合力作用，以事实为依据，以法律为准绳，通过一系列常规监管手段、立案查处直至移送司法、撤销关闭公司等措施，让违法违规者付出相应的代价。

此外，作为常规监管的重要措施之一，建立并实施了以净资本为基准、以风险管理能力为核心、以合规程度为依据、以市场准人和监管措施为手段、以扶优限劣为目标的分类监管制度。

。 第二节 证券公司的主要业务

■ 幽%

按照《证券法》，我国证券公司的业务范围包括：证券经纪，证券投资咨询，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问，证券承销与保荐，证券自营，证券资产管理及其他证券业务。《证券法》还规定，经国务院证券监督管理机构批准，证券公司可以为客户买卖证券提供融资融券服务。

一、证券经纪业务

证券经纪业务又称代理买卖证券业务，是指证券公司接受客户委托代客户买卖有价证券的业务。在证券经纪业务中，证券公司只收取一定比例

C:： ===

第七章 证券中介机构 1247

的佣金作为业务收入。证券经纪业务分为柜台代理买卖证券业务和通过证券交易所代理买卖证券业务。目前，我国公开发行并上市的股票、公司债券及权证等证券，在交易所以公开的集中交易方式进行，因此，我国证券公司从事的经纪业务以通过证券交易所代理买卖证券业务为主。证券公司的柜台代理买卖证券业务主要为在代办股份转让系统进行交易的证券的代理买卖。

在证券经纪业务中，经纪委托关系的建立表现为开户和委托两个环节。按照相关法规的规定，投资者应首先在中央登记公司或者其代理点开立证券账户；其次，投资者与证券公司签署《风险揭示书》、《客户须知》，签订《证券交易委托代理协议》，开立客户交易结算资金第三方存管协议中的资金台账等。

经纪关系的建立只是确立了投资者和证券公司直接的代理关系，还没有形成实质上的委托关系。当投资者办理了具体的委托手续，即投资者填写了委托单或自助委托及证券公司受理了委托，两者就建立了受法律保护 and 约束的委托关系。经纪业务中的委托单，性质上相当于委托合同，不仅具有委托合同应具备的主要内容，而且明确了证券公司作为受托人的代理业务。

证券公司接受证券买卖的委托，应当根据委托书载明的证券名称、买卖数量、出价方式、价格幅度等，按照交易规则代理买卖证券，如实进行交易记录；买卖成交后，应当按照规定制作买卖成交报告单交付客户。证券交易中确认交易行为及其交易结果的对账单必须真实，并由交易经办人

员以外的审核人员逐笔审核，保证账面证券余额与实际持有的证券相一致。

证券经营机构在从事证券经纪业务时必须遵守下列规定：

第一，未经国务院证券监督管理机构批准，不得为客户提供融资融券服务。

第二，不得接受客户的全权委托而决定证券买卖、选择证券种类、决定买卖数量或者买卖价格。

第三，不得向客户保证交易收益或者允诺赔偿客户的投资损失。

第四，妥善保管客户开户资料、委托记录、交易记录和与内部管理、业务经营有关的各项资料，任何人不得隐匿、伪造、篡改或者毁损。

第五，证券公司及其从业人员不得在批准的营业场所之外接受客户委托和进行清算交割。

第六，禁止证券公司及其从业人员从事下列损害客户利益的欺诈行为：违背委托人的指令买卖证券；未经客户委托，擅自为客户买卖证券，或者假借客户的名义买卖证券；挪用客户交易结算资金；为多获取佣金而诱导客户进行不必要的证券买卖；利用传播媒介或者通过其他方式提供、传播虚假或者误导投资者的信息；其他违背客户真实意思表示，损害客户利益的行为。

根据《证券公司监督管理条例》的规定，证券公司从事证券经纪业务，可以委托证券公司以外的人员作为证券经纪人，代理其进行客户招揽、客户服务等活动。证券经纪人应当具有证券从业资格。证券经纪人应当在证券公司的授权范围内从事业务，并应当向客户出示证券经纪人证书。

一、证券投资咨询业务及与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问业务

证券投资咨询业务是指证券公司及其相关业务人员运用各种有效信息，对证券市场或个别证券的未来走势进行分析预测，对投资证券的可行性进行分析评判；为投资者的投资决策提供分析、预测、建议等服务，倡导投资理念，传授投资技巧，引导投资者理性投资的业务活动。根据服务对象的不同，证券投资咨询业务又可进一步细分为面向公众的投资咨询业务，为签订了咨询服务合同的特定对象提供的证券投资咨询业务，为本公司投资管理部门、投资银行部门提供的投资咨询服务。

证券公司从事投资咨询业务，应当有 5 名以上取得证券投资咨询从业资格的专职人员，其高级管理人员中，至少有 1 名取得证券投资咨询从业资格，要求公司有健全的内部管理制度。

证券公司及其投资咨询人员，应当以行业公认的谨慎、诚实和勤勉尽责的态度提供投资咨询服务；应当完整、客观、准确地运用有关信息、资料向投资人或者客户提供投资分析、预测和建议，不得断章取义地引用或者篡改有关信息、资料；引用有关的信息资料，应当注明出处和著作权人；不得以虚假信息、市场传闻或者内幕信息为依据向投资人或者客户提供投资分析、预测和建议；从业人员在传播媒体上发表投资咨询文章、报告或者意见时，必须注明所在机构的名称和个人真实姓名，并对投资风险作充分说明。

’ 证券公司及其投资咨询业务人员不得从事下列活动：代理投资者从事证券买卖；向投资人承诺证券收益；向投资者约定分享投资收益或者

分担投资损失；为自己买卖股票及具有股票性质、功能的证券；利用咨询服务与他人合谋操纵市场或者进行内幕交易；法律法规所禁止的其他欺诈行为。

证券公司编发的内部使用的信息简报、快讯、动态以及信息系统等，只能限于本机构范围内使用，不得通过任何途径向社会公众提供。经中国证监会核准的公开发行业股票的保荐人或者上市推荐人及其所属投资咨询机构，不得在公众传播媒体上刊登其为客户撰写的投资价值分析报告。

财务顾问业务是指与证券交易、证券投资活动有关的咨询、建议、策划业务。具体包括：为企业申请证券发行和上市提供改制改组、资产重组、前期辅导等方面的咨询服务；为上市公司重大投资、收购兼并、关联交易等业务提供咨询服务；为法人、自然人及其他组织收购上市公司及相关的资产重组、债务重组等提供咨询服务；为上市公司完善法人治理结构、设计经理层股票期权、职工持股计划、投资者关系管理等提供咨询服务；为上市公司再融资、资产重组、债务重组等资本营运提供融资策划、方案设计、推介路演等方面的咨询服务；为上市公司的债权人，债务人对上市公司进行债务重组、资产重组、相关的股权重组等提供咨询服务以及中国证监会认定的其他业务形式。

三、证券承销与保荐业务

证券承销是指证券公司代理证券发行人发行证券的行为。发行人向不特定对象公开发行的证券，法律、行政法规规定应当由证券公司承销的，发行人应当同证券公司签订承销协议。

证券承销业务可以采取代销或者包销方式。证券包销是指证券公司将发行人的证券按照协议全部购入或者在承销期结束时将售后剩余证券全部自行购入的承销方式，前者为全额包销，后者为余额包销。证券代销是指证券公司代发行人发售证券，在承销期结束时，将未售出的证券全部退还给发行人的承销方式。我国《证券法》还规定了承销团的承销方式，按照《证券法》的规定，向不特定对象发行的证券票面总值超过人民币 5 000 万元的，应当由承销团承销，承销团由主承销商和参与承销的证券公司组成。

发行人申请公开发行股票、可转换为股票的公司债券，依法采取承销方式的，或者公开发行股票、法律、行政法规规定实行保荐制度的其他证券的，应当聘请具有保荐资格的机构担任保荐人。证券公司履行保荐职责，应按规定注册登记为保荐机构。保荐机构负责证券发行的主承销工作，负有对发行人进行尽职调查的义务，对公开发行募集文件的真实性、准确性、完整性进行核查，向中国证监会出具保荐意见，并根据市场情况与发行人协商确定发行价格。

四、证券自营业务

（一）证券自营业务的含义

证券自营业务是指证券公司以自己的名义，以自有资金或者依法筹集的资金，为本公司买卖依法公开发行的股票、债券、权证、证券投资基金及中国证监会认可的其他证券，以获取盈利的行为。证券自营活动有利于活跃证券市场，维护交易的连续性。但是，由于证券公司在交易成本、资金实力、获取信息以及交易的便利条件等方面都比投资大众占有优势，因此，在自营活动中要防范操纵市场和内幕交易等不正当行为；加之证券市

场的高收益性和高风险性特征，为此，许多国家都对证券经营机构的自营业务制定法律法规，进行严格管理。

证券公司开展自营业务，需要取得证券监管部门的业务许可。证券公司从事自营业务、资产管理业务等两种以上的业务，注册资本最低限额为5亿元，净资本最低限额为2亿元。同时，要求证券公司治理结构健全，内部管理有效，能够有效控制业务风险；公司有合格的高级管理人员及适当数量的从业人员、安全平稳运行的信息系统；建立完备的业务管理制度、投资决策机制、操作流程和风险监控体系。

（二）自营业务的决策和授权

证券公司自营业务应当建立健全相对集中、权责统一的投资决策与授权机制。自营业务决策机构原则上应当按照董事会—投资决策机构—自营业务部门的三级体制设立。董事会是自营业务的最高决策机构，在严格遵守监管法规中关于自营业务规模等风险控制指标规定的基础上，根据公司资产、负债、损益和资本充足等情况确定自营规模、可承受的风险限额等，

E:：==

第七章 证券中介机构 I 251

并以董事会决议的形式进行落实。自营业务具体的投资运作管理由董事会授权公司投资决策机构决定。投资决策机构是自营业务投资运作的最高管理机构，负责确定具体的资产配置策略、投资事项和投资品种等。自营业务部门为自营业务的执行机构，应在投资决策机构作出的决策范围内，根据授权负责具体投资项目的决策和执行工作。

证券公司应建立健全自营业务授权制度，明确授权权限、时效和责任，对授权过程做书面记录，保证授权制度的有效执行。同时，要建立层次分明、职责明确的业务管理体系，制定标准的业务操作流程，明确自营业务相关部门、岗位的职责。

（三）自营业务的操作管理

1. 通过合理的预替机制、严密的账户管理、严格的资金审批调拨制度、规范的交易操作及完善的交易记录保存制度等，控制自营业务的运作风险。证券公司的自营业务必须以自身的名义，通过专用自营席位进行，并由非自营业务部门负责自营账户的管理，包括开户、销户、使用登记等。证券公司应建立健全自营账户的审核和稽核制度，严禁出借自营账户、使用非自营席位变相自营、账外自营。对自营资金执行独立清算制度。自营业务资金的出入必须以公司名义进行，禁止以个人名义从自营账户中调入、调出资金，禁止从自营账户中提取现金。

2 明确自营部门在日常经营中总规模控制、资产配置比例控制、项目集中控制和单个项目规模控制等原则。完善投资论证机制，建立证券池，业务部门只能在确定的规模和可承受的风险限额内，从证券池内选择证券进行投资。建立健全自营业务运作止盈止损机制，止盈止损的决策、执行与实效评估要符合规定的程序并进行书面记录。

3 建立严密的自营业务操作流程，确保自营部门及员工按规定程序行使相应的职责，重点加强投资品种的选择及投资规模的控制、自营库存变动的控制，明确自营操作的权限及下达程序、请示报告事项及程序等。投资品种的研究、投资组合的制定和决策以及交易指令的执行应当相互分离，

并由不同人员负责；交易指令执行应当经过审核，并强制留痕。同时要建立健全自营业务数据资料的备份制度，并由专人负责管理。自营业务的清算应当由公司专门负责结算托管的部门指定专人完成。

（四）自营业务的内部控制

1. 建立“防火墙”制度，确保自营业务与经纪、资产管理、投资银行等业务在人员、信息、账户、资金、会计核算上严格分离。自营业务的投资决策、投资操作、风险监控的机构和职能应当相互独立；自营业务的账户管理、资金清算、会计核算等后台职能应当由独立的部门或岗位负责，以形成有效的自营业务前、中、后台相互制衡的监督机制。

2. 加强自营账户的集中管理和访问权限控制。自营账户应由独立于自营业务的部门统一管理，建立自营账户审批和稽核制度，采取措施防范变相自营、账外自营、借用账户等风险，防止自营业务与资产管理业务混合操作。

3. 建立完善的投资决策和投资操作档案管理制度，确保投资过程事后可查证。加强电子交易数据的保存和备份管理，确保自营交易清算数据的安全、真实和完善，确保自营部门和会计核算部门对自营浮动盈亏进行恰当的记录和报告。

4. 建立独立的实时监控系统。证券公司风险监控部门应能够正常履行职责，并能从前、中、后台获取自营业务运作信息与数据，对证券持仓、盈亏、风险和交易进行有效监控。

5. 建立实时监控系统，全方位监控自营业务的风险，建立有效的风险监控报告机制、风险监控缺陷的纠正与处理机制。定期内董事会和投资决策机构提供风险监控报告，将有关情况通报自营业务部门、合规部门等，同时对风险监控的检查情况和评估结果提出整改意见和纠正措施，并对落实情况跟踪检查。

证券公司经营证券自营业务的，自营股票规模不得超过净资本的100%；证券自营业务规模不得超过净资本的200%；持有一种非债券类证券的成本不得超过净资本的30%；持有一种证券的市值与该类证券总市值的比例不得超过5%，但因包销导致的情形和中国证监会另有规定的除外。这里的自营股票规模是指证券公司持有的股票投资按成本价计算的总金额；证券自营业务规模是指证券公司持有的股票投资和证券投资基金（不包括货币市场基金）投资按成本价计算的总金额。

五、证券资产管理业务

（一）资产管理业务的含义

证券资产管理业务是指证券公司作为资产管理人，根据有关法律、法规和与投资者签订的资产管理合同，按照资产管理合同约定的方式、条件、要求和限制，为投资者提供证券及其他金融产品的投资管理服务，以实现资产收益最大化的行为。

证券公司从事资产管理业务，应当获得证券监管部门批准的业务资格；公司净资本不低于2亿元，且各项风险控制指标符合有关监管规定，设立限定性集合资产管理计划的净资本限额为3亿元，设立非限定性集合资产

管理计划的净资本限额为 5 亿元；资产管理业务人员具有证券从业资格，且无不良行为记录，其中具有 3 年以上证券自营、资产管理或者证券投资基金管理从业经历的人员不少于 5 人；公司具有较好的法人治理机构、完备的内部控制和 risk 管理制度。

（二）资产管理业务的种类

经中国证监会批准，证券公司可以从事为单一客户办理定向资产管理业务、为多个客户办理集合资产管理业务、为客户办理特定目的的专项资产管理业务。

证券公司为单一客户办理定向资产管理业务，应当与客户签订定向资产管理合同，通过该客户的账户为客户提供资产管理服务。定向资产管理业务的特点是：证券公司与客户必须是一对一的投资管理服务；具体投资的方向在资产管理合同中约定；必须在单一客户的专用证券账户中封闭运行。

证券公司为多个客户办理集合资产管理业务，应当设立集合资产管理计划并担任集合资产管理计划管理人，与客户签订集合资产管理合同，将客户资产交由具有客户交易结算资金法人存管业务资格的商业银行或者中国证监会认可的其他机构进行托管，通过专门账户为客户提供资产管理服务。集合资产管理计划募集的资金可以投资于中国境内依法发行的股票、债券、证券投资基金、央行票据、短期融资券、资产支持证券、金融衍生产品以及中国证监会认可的其他投资品种。集合资产管理业务的特点是：

集合性，即证券公司与客户是一对多；投资范围有限定性和非限定性的区分；客户资产必须托管；专门账户投资运作；比较严格的信息披露。

证券公司办理集合资产管理业务，可以设立限定性集合资产管理计划和非限定性集合资产管理计划。限定性集合资产管理计划的资产主要用于投资国债、国家重点建设债券、债券型证券投资基金、在证券交易所上市的企业债券、其他信用度高且流动性强的固定收益类金融产品。投资于权益类证券以及股票型证券投资基金的资产，不得超过该计划资产净值的 20%。非限定性集合资产管理计划的投资范围由管理合同约定，不受上述规定限制。

证券公司为客户办理特定目的的专项资产管理业务，应当签订专项资产管理合同，针对客户的特殊要求和资产的具体情况，设定特定投资目标，通过专门账户为客户提供资产管理业务。专项资产管理业务的特点是：综合性，即证券公司与客户可以是一对一，也可以是一对多；特定性，业务设定特定的投资目标；通过专门账户经营运作。

（三）资产管理业务的一般规定

1. 定向资产管理业务的单个客户资产净值最低限额为 100 万元；证券公司可以在上述基础上确定本公司客户委托资产净值的限额。

2. 集合资产管理计划只接受货币资金形式的资产。限定性集合计划的单个客户资金最低限额为 5 万元；非限定性集合计划的单个客户资金最低限额为 10 万元。

3. 证券公司应当将集合计划设定为均等份额，客户按其所拥有的份额在集合计划资产中所占的比例享有利益，承担风险，投资者不得转让其所拥有的份额，但法律、行政法规另有规定的除外。

4. 证券公司可依法以自有资金参与本公司设立的集合资产管理计划。参与 1 个集合计划的自有资金不得超过计划成立规模的 5%，并且不得超过 2 亿元；参与多个集合计划的自有资金总额不得超过公司净资本的 15 0100

5. 证券公司可以自行推广集合计划，也可以委托证券公司的客户资金存管银行代理推广。参与计划的投资者应当是证券公司自身或者代理推广机构的客户。

6 证券公司进行集合计划的投资运作，在证券交易所进行证券交易的，应当通过专用交易单元进行，集合计划账户、专用交易单元应当报有关单位备案，集合计划资产中的证券不得用于回购。

7. 集合计划资产投资于一家公司发行的证券，按证券面值计算，不得超过该证券发行总量的 10%。也不得超过计划资产净值的 10%。

8 证券公司将集合计划资产投资于本公司、资产托管机构及与本公司或资产托管机构有关联公司的公司发行的证券，应当事先取得客户的同意，事后告知资产托管机构和客户，同时向证券交易所报告。单个集合计划资产投资于上述证券的资金最高限额不得超过计划资产净值的 3%。

（四）资产管理业务的风险控制

1. 资产管理合同中明确规定客户自行承担投资风险。

2 证券公司应当按照经核准的资产管理合同和推广代理协议的约定推广集合计划，指定专人向客户如实披露证券公司的业务资格，全面准确地介绍集合计划的产品特点、投资方向、风险收益特征，讲解业务规则、计划说明书和资产管理合同的内容以盈客户投资集合计划的操作方法，充分揭示集合计划的一般风险和特定风险。

3. 证券公司设立的集合计划，应对客户的条件和集合计划的推广范围进行明确界定，参与集合计划的客户应当具备相应的金融投资经验和风险承受能力，证券公司在与客户签订资产管理合同前，应当了解客户身份、财产与收入状况、风险承受能力及投资偏好等。

4 客户应对资产来源及用途的合法性作出承诺。

5. 证券公司及代理推广机构要采取有效措施，使投资者详尽了解集合计划的特性、风险等情况及客户的权利、义务，但不得通过公共媒体推广集合计划。

6 证券公司及托管机构应当定期向客户提供准确、完整的资产管理及托管报告，对报告期内客户资产的配置状况、价值变动等作出详细说明。

7. 证券公司办理定向资产管理业务，应当保证客户资产与自有资金、不同客户的资产相互独立，对不同客户的资产分别设置账户，独立核算，分账管理。

8 证券公司办理集合资产管理业务，应当保障集合计划资产的相互独

亏蚕-L 兰兰主场基础知识

立，单独设置账户，独立核算，分账管理。

六、融资融券业务

融资融券业务是指向客户出借资金供其买入上市证券或者出借上市证券供其卖出，并收取担保物的经营活动。

（一）融资融券业务资格

根据《证券公司融资融券业务试点管理办法》的规定，证券公司开展融资融券业务试点必须经中国证监会批准。根据《证券公司监督管理条例》，证券公司经营融资融券业务，应当具备以下条件：公司治理结构健全，内部控制有效；风险控制指标符合规定，财务状况、合规状况良好；有开展业务相应的专业人员、技术条件、资金和证券；完善的业务管理制度和实施方案等。

证券公司申请融资融券业务试点，应当具备以下条件：经营经纪业务已满3年，且在分类评价中等级较高的公司；公司治理健全，内控有效，能有效识别、控制和防范业务经营风险和内部管理风险；公司信用良好，最近2年未有违法违规经营的情形；财务状况良好；客户资产安全、完整，实现交易、清算以及客户账户和风险监控的集中管理；有完善和切实可行的业务实施方案和内部管理制度，具备开展业务所需的人员、技术、资金和证券。

（二）业务管理的基本原则

1. 依法合规，加强内控，严格防范和控制风险，切实维护客户资产的安全。

2. 开展业务需经监管部门批准，不得为客户与客户、客户与他人之间的融资融券活动提供任何便利和服务。

3. 证券公司向客户融资，应当使用自有资金或者依法筹集的资金；向客户融券，应当使用自有证券或者依法取得处分权的证券。

4. 业务实行集中统一管理。业务的决策和主要管理职责应集中在公司总部。公司应建立完备的管理制度、操作流程和风险识别、评估与控制体系，确保风险可测、可控、可承受。融资融券业务的决策与授权体系，原

则上按照董事会—业务决策机构—业务执行部门—分支机构的架构设立和运行。

5 证券公司应当健全业务隔离制度，确保融资融券业务与证券资产管理、证券自营、投资银行等业务在机构、人员、信息、账户等方面相互分离。证券公司融资融券业务的前、中、后台应当相互分离、相互制约。各环节应当分别由不同的部门和岗位负责。

（三）融资融券业务的账户体系

1 证券公司的账户体系。证券公司经营融资融券业务，应当以自己的名义，在证券登记结算机构分别开立融券专用证券账户、客户信用交易担保证券账户、信用交易证券交收账户、信用交易资金交收账户，并以自己的名义在商业银行分别开立融资专用资金账户和客户信用交易担保资金账户。

2 客户的账户体系。客户申请开展融资融券业务，要在证券公司开立信用证券账户和信用资金台账，在存管银行开立信用资金账户。

（四）客户的申请、征信与选择

首先由客户向公司提出融资融券申请。证券公司应当建立客户选择与授信制度，明确规定客户选择与授信的程序和权限。证券公司应当在向客户融资融券前与其签订融资融券合同，并在合同签订前向客户履行告知义务。

（五）融资融券的一般业务

融资融券合同应当约定，客户信用交易担保证券账户内的证券和客户信用交易担保资金账户内的资金，为担保证券公司因融资融券所产生对客户债权的信托财产，并约定融资融券的期限和融资利率。

证券公司应当按规定为客户开立实名信用证券账户和实名信用资金账户。证券公司向客户融资融券应当向客户收取一定比例的保证金。证券公司应当将收取的保证金以及客户融资买入的全部证券和融券卖出所得全部价款，作为对该客户融资融券所生债权的担保物。

证券公司应当逐日计算客户交存的担保物价值与所欠债务的比例。当

该比例低于最低维持担保比例时，应当通知客户在一定期限内补缴差额。证券公司应当制定强制平仓的业务规则和程序，强制平仓指令应当由证券公司总部发出。客户融资买入证券的，应当以卖券还款或者直接还款的方式偿还向证券公司融入的资金；客户融券卖出的，应当以买券还券或者直接还券的方式偿还向证券公司融入的证券。

七、证券公司 IB 业务

IB(Introducing Broker)即介绍经纪商，是指机构或者个人接受期货经纪商的委托，介绍客户给期货经纪商并收取一定佣金的业务模式。证券公司 IB 业务是指证券公司接受期货经纪商的委托，为期货经纪商介绍客户的业务。IB 制度起源于美国，目前在金融期货交易发达的国家和地区（美国、英国、韩国、我国台湾地区等）得到普遍推广，并取得了成功。

根据 2007 年 4 月中国证监会发布的《证券公司为期货公司提供中间介绍业务试行办法》的相关规定，证券公司可接受期货公司的委托，为期货公司介绍客户参与期货交易并提供相关服务。证券公司取得 IB 资格的条件主要包括：全资拥有或者控股一家期货公司，或者与一家期货公司被同一机构控制，且该期货公司具有实行会员分级结算制度期货交易所的会员资格，方能开展 IB 业务，并且不得再接受其他期货公司的委托。证券公司作为期货公司的介绍经纪商，能够为客户提供协助开户、提供期货行情信息及交易设施、协助风险控制等服务。

介绍经纪商可以从事以下部分或全部中间服务业务：招揽投资者从事股指期货交易；协助办理有关开户手续；为投资者下单交易提供便利；协助期货公司向投资者发送追加保证金通知书和结算单；中国证监会规定的其他业务。

作为期货公司的介绍经纪商，证券公司不得办理期货保证金业务，不承担期货交易的代理、结算和风险控制等职责。也就是说作为期货 IB 业务的证券公司是将自己的客户介绍给期货公司，成为期货公司的客户，并从中收取介绍佣金，但不能接触客户的资金，也不对投资者的期货交易进行结算。

第三节 证券公司治理结构和内部控制

一、证券公司治理结构

公司治理结构是一种联系并规范股东（财产所有者）、董事会、高级

管理人员权利和义务，以及与此有关的聘选、监督等问题的制度框架。简单地说，就是通过一种制度安排来合理地配置所有者与经营者之间的权利与责任关系。良好的公司治理结构可解决公司各方利益分配问题，对公司能否高效运转、是否具有竞争力起到决定性的作用。证券公司应当按照现代企业制度，明确划分股东会、董事会、监事会、经理层之间的职责，建立完备的风险管理和内部控制体系；证券公司及其股东、高管人员要诚实守信，保障证券公司股东、客户及其他利益相关者的合法权益，维护证券公司资产的独立和完整。

为推动证券公司按照现代企业制度规范运作，保障证券公司股东、客户及其他利益相关者的合法权益，维护证券公司资产的独立和完整，2003年12月，中国证监会在《公司法》和《证券法》的框架下，制定了《证券公司治理准则（试行）》，对证券公司股东、董事、独立董事、监事、管理人员的资格条件、权利义务、职责范围，股东会、董事会、监事会的职权范围，证券公司激励与约束机制及证券公司与客户关系基本原则等作出具体规定。

2006年11月30日，中国证监会发布《证券公司董事、监事和高级管理人员任职资格监管办法》，进一步明确证券公司董事、监事和高级管理人员的任职条件、职责及监管措施。按照此规定，取得证券公司董事、监事和高级管理人员任职资格，应当满足正直诚实，品行良好，并且熟悉证券法律、行政法规、规章以及其他规范性文件，具备履行职责所必需的经营管理能力的基本条件。此外，规定担任证券公司的董事、监事，除应当具备上述基本条件外，还应当具备一定的从业经历和学历，高级管理人员还须具有证券从业资格。对于担任证券公司独立董事的人员，除应当从事

证券、金融、法律、会计工作5年以上，具有大学本科以上学历，并且具有学士以上学位，有履行职责所必需的时间和精力以外，还规定了独立董事不得与证券公司存在关联关系、利益冲突或者存在其他可能妨碍独立客观判断的情形。不得担任证券公司独立董事的人员有：(1)在证券公司或其关联方任职的人员及其近亲属和主要社会关系人员；(2)在下列机构任职的人员及其近亲属和主要社会关系人员：持有或控制证券公司5%以上股权的单位、证券公司前5名股东单位、与证券公司存在业务联系或利益关系的机构；(3)持有或控制上市证券公司1%以上股权的自然人、上市证券公司前10名股东中的自然人股东、或者控制证券公司5%以上股权的自然人及其上述人员的近亲属；(4)为证券公司及其关联方提供财务、法律、咨询等服务的人员及其近亲属；(5)最近1年内曾经具有前4项所列举情形之一的人员；(6)在其他证券公司担任除独立董事以外职务的人员等。

2008年4月23日，经国务院第六次常务会议通过并公布的《证券公司监督管理条例》，对证券公司的组织机构及进一步完善证券公司治理结构作出了规定。同时，在对证券公司高级管理人员的监管方面，进一步明确了任职资格的要求及持续监管要求。

（一）股东及股东会

1. 股东及实际控制人。实际控制人是指能够在法律上或事实上支配证券公司股东行使股东权利的法人、其他组织或个人。股东转让所持有的证

券公司股权，受让方及其实际控制人也要符合监管部门规定的资格条件。

股东应当严格履行出资义务，证券公司不得直接或间接为股东出资提供融资或担保。证券公司股东存在虚假出资、出资不实、抽逃出资或变相抽逃出资等违法违规行为的，董事会应及时报告，并责令纠正。

股东在出现可能导致所持证券公司股权发生转移的情况时，应当及时通知证券公司，如所持股权被采取诉讼保全措施或被强制执行、质押所持有的股权、决定转让所持有的股权等。

2. 股东会。股东会的职权范围、会议的召集和表决程序都需要在公司章程中明确规定。证券公司股东会授权董事会行使股东会部分职权，授权内容应当明确具体，并且在公司章程中作出规定或经股东会决议批准。

c====一

第七章 证券中介机构 I 261

董事会、监事会、单独或合并持有证券公司 5% 以上股权的股东，可以向股东会提出议案。单独或合并持有证券公司 5% 以上股权的股东，可以向股东会提名董事（包括独立董事）、监事候选人。

在董事会、董事长不履行职责致使股东会会议无法召集的情况下，持有一定比例股权的股东和监事会可以按照公司章程规定的程序召集临时股东会会议。

证券公司股东会在董事、监事任期届满前免除其职务，应当说明理由。

3 控股股东的行为规范。控股股东不得利用其控股地位损害证券公司、公司其他股东和公司客户的合法权益，不得超越股东会、董事会任免证券公司的董事、监事和高管人员，不得超越股东会、董事会干预证券公司的经营管理活动。

证券公司与其控股股东应在业务、人员、机构、资产、财务、办公场所等方面严格分开，各自独立经营、独立核算、独立承担责任和风险。证券公司的控股股东及其关联方应当采取有效措施，防止与其所控股的证券公司发生业务竞争。

（二）董事和董事会

1. 监事的知情权。证券公司应当采取措施切实保障监事的知情权，为监事履行职责提供必要条件。

2. 董事会。在公司章程中，应当确定董事人数，明确董事会的职责。董事会应当制定规范的董事会召集程序、议事表决规则，经股东会表决通过。

章程要明确规定董事长不能履行职责或缺位时董事长职责的行使，董事会授权董事长在董事会闭会期间行使董事会部分职权的，授权内容应当明确具体，但对涉及公司重大利益的事项不得授权董事长决定。

证券公司经营证券经纪业务、证券资产管理业务、融资融券业务和证券承销与保荐业务中两种以上业务的，其董事会应当设薪酬与提名委员会、审计委员会和风险控制委员会，行使公司章程规定的职权。薪酬与提名委员会、审计委员会的负责人应当由独立董事担任。

3 独立董事。独立董事除具有《公司法》和其他法律、行政法规赋予董事的职权外，还可以向董事会或者监事会提议召开临时股东会、提议召

开董事会，为履行职责的需要聘请审计机构或咨询机构，对公司的薪酬计划、激励计划以及重大关联交易等事项发表独立意见。

独立董事在任期内辞职或被免职的，独立董事本人和证券公司应当分别向证券监管部门和股东会提供书面说明。

（三）监事和监事会

证券公司应当采取措施切实保障监事的知情权，为监事履行职责提供必要的条件。监事有权了解公司经营情况，并承担相应的保密义务。

监事会应当制定规范的监事会议事规则，经股东会审议通过。监事会对公司财务以及公司董事、经理层人员履行职责的合法合规性进行监督，并向股东会负责。监事会可以检查公司财务，监督董事会、经理层履行职责的情况，对董事及经理层人员的行为进行质询，要求董事、经理层人员纠正其损害公司和客户利益的行为，提议召开临时股东会，组织对高级管理人员进行离任审计以及行使法律法规和公司章程规定的其他职权。监事会可根据需要对公司财务情况、合规情况进行专项检查，必要时可聘请外部专业人士协助，其合理费用由公司承担。

公司应将其内部稽核报告、合规检查报告、月度或季度财务会计报告、年度财务会计报告及其他重大事项及时报告监事会。监事会应当就公司的财务情况、合规情况向股东会年度会议作出专项说明。监事明知或应知董事、经理层人员有违反法律、行政法规或公司章程、损害公司利益的行为，未履行应尽职责的，应承担相应责任。

（四）经理层

证券公司章程应当明确经理层人员的构成、职责范围。证券公司应当采取公开、透明的方式，聘任专业人士为经理层人员。经理层人员不得经营与所任职公司相竞争的业务，也不得直接或间接投资于与所任职公司竞争的企业。

证券公司应当设总经理，制定总经理工作细则。总经理依据《公司法》、公司章程的规定行使职权，并向董事会负责。证券公司通过管理委员会、执行委员会等形式行使总经理职权的，其组成人员应当取得证券公司高级管理人员任职资格。

总经理应当根据董事会或监事会的要求，向董事会或监事会报告公司重大合同的签订、执行情况，资金运用情况和盈亏情况。总经理必须保证该报告的真实性。未担任董事职务的总经理可以列席董事会会议。

证券公司经理层应当建立责任明确、程序清晰的组织结构，组织实施各类风险的识别与评估，并建立健全有效的内部控制制度和内部控制机制，及时处理或纠正内部控制中存在的缺陷或问题。

二、证券公司内部控制

证券公司内部控制是指证券公司为实现经营目标，根据经营环境变化，对证券公司经营与管理过程中的风险进行识别、评价和管理的制度安排、组织体系和控制措施。为引导证券公司规范经营，完善证券公司内部控制机制，增强证券公司自我约束能力，推动证券公司现代企业制度建设，防范和化解金融风险，中国证监会于 2003 年 12 月 15 日修订发布《证券公司内部控制指引》，要求证券公司按照现代企业制度的要求，建立、健全符合《公司法》规定的治理结构，加强内部管理，建立严格的内部控制

制度。

（一）内部控制的目标

有效的内部控制应为证券公司实现下述目标提供合理保证：

1 保证经营的合法合规及证券公司内部规章制度的贯彻执行。

2 防范经营风险和道德风险。

3 保障客户及证券公司资产的安全、完整。

4. 保证证券公司业务记录、财务信息和其他信息的可靠、完整、及时。

5. 提高证券公司经营效率和效果。

（二）完善内部控制机制的原则

证券公司内部控制应当贯彻健全、合理、制衡、独立的原则，确保内部控制有效。

1 健全性。内部控制应当做到事前、事中、事后控制相统一；覆盖证券公司的所有业务、部门和人员，渗透到决策、执行、监督、反馈等各个

环节，确保不存在内部控制的空白或漏洞。

2. 合理性。内部控制应当符合国家有关法律法规和中国证监会的有关规定，与证券公司经营规模、业务范围、风险状况及证券公司所处的环境相适应，以合理的成本实现内部控制目标。

3. 制衡性。证券公司部门和岗位的设置应当权责分明、相互牵制；前台业务运作与后台管理支持适当分离。

4. 独立性。承担内部控制监督检查职能的部门应当独立于证券公司其他部门。

（三）内部控制的主要内容

1. 经纪业务内部控制。证券公司经纪业务内部控制应重点防范挪用客户交易结算资金及其他客户资产、非法融入融出资金以及结算风险等。应加强经纪业务整体规划，加强营业网点布局、规模、选址等的统一规划和集中管理；应制定统一完善的经纪业务标准化服务规程、操作规范和相关管理制度。

2. 自营业务内部控制。证券公司应加强自营业务投资决策、资金、账户、清算、交易和保密工作等的管理，重点防范规模失控、决策失误、超越授权、变相自营、账外自营、操纵市场、内幕交易等的风险；应建立健全自营决策机构和决策程序，加强对自营业务的投资策略、规模、品种、结构、期限等的决策管理；应通过合理的预警机制、严密的账户管理、严格的资金审批调度、规范的交易操作及完善的交易记录保存制度等，控制自营业务运作风险。

3. 投资银行业务内部控制。证券公司投资银行业务内部控制应重点防范因管理不善、权责不明、未勤勉尽责等原因导致的法律风险、财务风险及道德风险。应建立投资银行项目管理制度，完善各类投资银行项目的业务流程、作业标准和风险控制措施；应加强投资银行项目的内核工作和质量控制；应加强证券发行中的定价和配售等关键环节的决策管理；应当杜绝虚假承销行为。

4. 资产管理业务内部控制。证券公司应重点防范规模失控、决策失误、越权操作、账外经营、挪用客户资产和其他损害客户利益的行为以及

保本保底所导致的风险。应由资产管理部门统一管理资产管理业务；资产

管理业务应与自营业务严格分离，独立决策、独立运作；应制定规范的业务流程、操作规范和控制措施，有效防范各类风险；应当制定明确、详细的资产管理业务信息披露制度，保证委托人的知情权；应当根据自身的管理能力及风险控制水平，合理控制资产管理业务规模。

5 研究、咨询业务内部控制。证券公司应重点防范传播虚假信息、误导投资者、无资格执业、违规执业以及利益冲突等风险。应加强研究、咨询业务的统一管理，完善研究、咨询业务规范和人员管理制度，制定适当的执业回避、信息披露和“隔离墙”等制度，防止利益冲突；应加强对客户的了解，及时为客户提供有针对性的证券投资咨询服务，与客户保持畅通的沟通渠道，及时、妥善处理客户的咨询和投诉。

6. 业务创新的内部控制。证券公司对业务创新应重点防范违法违规、规模失控、决策失误等风险。业务创新应当坚持合法合规、审慎经营的原则，加强集中管理和风险控制；应建立完整的业务创新工作程序，严格内部审批程序，对可行性研究、产品或业务设计、风险管理、运作与实施方案等作出明确的要求，并经董事会批准；应对创新业务设计科学合理的流程，制定风险控制措施及相应的财务核算、资金管理办法。

7. 分支机构内部控制。证券公司应重点防范分支机构越权经营、预算失控以及道德风险。应建立切实可行的分支机构管理制度，加强对分支机构的印章、证照、合同、资金等的管理，及时掌握分支机构业务状况；对分支机构的授权应当合理、明确，确保分支机构严格在授权范围内经营，并制定防止越权经营的措施。

8. 财务管理内部控制。证券公司应建立健全财务管理制度和资金计划控制制度，明确界定预算编制与执行的责任，建立适当的资金管理绩效考核标准和评价制度。客户资金与自有资金应严格分开，强化资金的集中管理；应由专门部门统一进行证券公司自有资金的计划、筹集、分配、使用，加强对自有资金运用风险、效益的监控与考核；应制定明确的财务制度及资金管理流程，严格执行资金调拨、资金运用的审批程序，加强资金筹集的规模、结构、方式的计划管理；应制定并严格执行费用管理办法，加强费用的预算控制，明确费用标准，严格备用金借款管理和费用报销审批程序；应加强资金风险监测，严格控制流动性风险，特别防范营业部违规受托理财、证券回购和为客户融资所带来的风险。

9. 会计系统内部控制。证券公司应按照相关会计准则和会计制度的规定，结合实际情况，建立健全证券公司的会计核算办法，加强会计基础工作，提高会计信息质量。会计核算应合规、及时、准确、完整；应强化会计监督职能；应完善会计信息报告体系，确保提供及时、可靠的财务信息。

10. 信息系统内部控制。证券公司应建立信息系统的管理制度、操作流程、岗位手册和风险控制制度，加强信息技术人员、设备、软件、数据、机房安全、病毒防范、防黑客攻击、技术资料、操作安全、事故防范与处理、系统网络等的管理。

11. 人力资源管理内部控制。证券公司应当高度重视聘用人员的诚信

记录，确保其具有与业务岗位要求相适应的专业能力和道德水准。应当强化对分支机构负责人及电脑、财务等关键岗位人员的垂直管理，关键岗位人员应当实行定期或不定期的轮换和强制休假制度；应当培育良好的内部控制文化，建立健全员工持续教育制度，加强对员工的法规及业务培训；应当加强业务人员的从业资格管理；应当建立合理有效的激励约束机制，建立严格的责任追究制度，对员工的绩效考核、评价制度应当达到鼓励员工守法经营的目的；应当制定严谨、公开、合理的人事选拔制度。

（四）证券公司的合规管理

舍规是指证券公司及其工作人员的经营管理和执业行为符合法律、法规、规章及其他规范性文件、行业规范和自律规则、公司内部规章制度，以及行业公认并普遍遵守的职业道德和行为准则。证券公司应当制定合规管理的基本制度，经董事会审议通过后实施。合规管理的基本制度应当包括合规管理的目标、基本原则、机构设置及其职责，以及违规事项的报告、处理和责任追究办法等内容。

1. 合规总监任职条件。证券公司设合规总监。合规总监是公司的合规负责人，对公司及其工作人员的经营管理和执业行为的合规性进行审查、监督和检查。合规总监不得兼任与合规管理职责相冲突的职务，不得分管与合规管理职责相冲突的部门。

合规总监的任职条件如下：

(1)取得证券公司高级管理人员任职资格。

(2)熟悉证券业务，通晓证券法律、法规和准则，具有胜任合规管理工作需要的专业知识和技能。

(3)从事证券工作 5 年以上，并且通过有关专业考试或具有 8 年以上法律工作经历；或在证券监管机构的专业监管岗位任职 8 年以上。

2 舍规总监的职责。

(1)合规总监应当对公司内部管理制度、重大决策、新产品和新业务方案等进行合规审查，并出具书面的台规审查意见。

证券监管机构要求对公司报送的申请材料或报告进行合规审查的，合规总监应当审查，并在该申请材料或报告上签署明确意见。

(2)合规总监应当采取有效措施，对公司及其工作人员的经营管理和执业行为的合规性进行监督，并按照证券监管机构的要求和公司规定进行定期、不定期的检查。

合规总监应当组织实施公司反洗钱和信息”隔离墙”制度，按照公司规定为高级管理人员、各部门和分支机构提供合规咨询，组织舍规培训，处理涉及公司和工作人员违法违规行为的投诉和举报。

(3)合规总监发现公司存在违法违规行为或合规风险隐患的，应当及时向公司章程规定的内部机构报告，同时向公司住所地证监局报告；有关行为违反行业规范和自律规则的，还应当向有关自律组织报告。

对违法违规行为和合规风险隐患，合规总监应当及时向公司宥关机构或部门提出制止和处理意见，并督促整改。公司应当将整改结果报告住所地证监局；必要时，抄报有关自律组织。

(4)法律、法规和准则发生变动，合规总监应当及时建议公司董事会或高级管理人员并督导公司宥关部门，评估其对公司合规管理的影响，修

改、完善有关管理制度和业务流程。

(5)合规总监应当保持与证券监管机构和自律组织的联系沟通，主动配合证券监管机构和自律组织的工作。

合规总监应当及时处理证券监管机构和自律组织要求调查的事项，配合证券监管机构和自律组织对公司的检查和调查，跟踪和评估监管意见和监管要求的落实情况。

合规总监认为法律、法规和准则的规定不明确，难以对公司及其工作人员的经营管理和执业行为的合规性作出判断的，可以向证券监管机构或

者自律组织咨询。接受咨询的证券监管机构和自律组织应当及时作出答复。

(6)合规总监应当将出具的合规审查意见、提供的合规咨询意见、签署的公司文件、合规检查工作底稿等与履行职责有关的文件、资料存档备查，并对履行职责的情况作出记录。

3. 合规总监的履职保障。

(1)独立性。证券公司应当保障合规总监的独立性，保障合规总监能够充分行使履行职责所必需的知情权和调查权。

证券公司的股东、董事和高级管理人员不得违反规定的职责和程序，直接向合规总监下达指令或者干涉其工作；证券公司的董事、监事、高级管理人员和各部门、分支机构应当支持和配合合规总监的工作，不得以任何理由限制、阻挠合规总监履行职责。

(2)知情权。合规总监有权参加或列席与其履行职责有关的会议，调阅有关文件、资料，要求公司有关人员就有关事项作出说明。

(3)必要的工作条件。证券公司应当为合规总监履行职责提供必要的人力、物力、财力和技术支持。证券公司应当根据本公司的经营范围、业务规模、组织结构等情况，设立合规部门或指定有关部门协助合规总监工作，并为合规部门配备足够的、具备与履行合规管理职责相适应的专业知识和技能的人员。

合规总监认为必要时，可以公司名义聘请外部专业机构或人员协助其工作。

三、证券公司综合治理

(一) 综合治理的简要过程

我国的证券公司是在经济体制转轨的过程中，伴随着证券市场的探索、发展而产生和快速成长起来的。由于经验不足、内外部约束机制不健全等多方面的原因，逐步积累了不少问题和风险。2003年8月，中国证监会召开证券公司规范发展座谈会，明确了严禁挪用客户交易结算资金、严禁挪用客户债券、严禁挪用客户委托资产“三大铁律”，提出了将证券公司建设成为现代金融企业的目标。这一时期，还处理了个别风险凸显的证券公司，积累了一些处置高风险公司的经验。

随着市场的持续低迷和结构性调整，2003年底至2004年上半年，一

批证券公司的问题急剧暴露，证券行业多年积累的风险呈现集中爆发态势，证券公司面临自产生以来的第一次行业性危机。据事后摸底核查，当时全行业客户交易结算资金缺口大，违规资产管理规模失控，挪用经纪客户债券问题严重，股东欠款数额巨大，其中30多家证券公司的资金链随时可能

断裂。证券公司的风险已经严重危及资本市场的安全，并波及社会稳定，成为制约资本市场健康发展的突出问题，情况十分严重。

2004年1月，国务院发布《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》，从战略和全局的高度，对我国资本市场的改革与发展作出了全面部署，并对加强证券公司监管、推动证券公司规范经营提出了明确要求。

在国务院的统一部署下，中国证监会紧急组织处置南方、闽发、德隆系等高危证券公司。这些公司的资金缺口十分巨大，正常的交易清算、客户提款和日常运转难以维持。面对这种严峻的局面，中国证监会果断决策，组织全系统力量，采取行政接管、行政托管、派驻现场工作组等一系列紧急措施，全力控制风险，防止交易中断，维护社会稳定；同时，迅速充实、强化风险处置机构，加强对风险处置工作的统一组织和协调指导。通过千方百计的工作和艰苦细致的努力，顽强顶住了行业风险爆发初期的巨大压力，有效控制了个案风险向外部的蔓延和冲击。

在应急处置高危公司的同时，中国证监会全面调查分析行业状况，深入剖析风险成因，研究拟定了整体解决问题的具体方法和配套措施。在此基础上，经国务院同意，于2004年8月召开专题性的全国证券监管工作座谈会，在系统内全面部署和启动了综合治理工作，央定风险处置、日常监管和推进行业发展三管齐下，采取全面摸清底数、督促公司整改、平稳处置风险、改革基础性制度、严格责任追究、推动创新发展、完善法规体系等措施，对证券公司实施综合治理。

针对证券公司报送的信息长期严重失真的状况，综合治理启动后采取“讲实话、真整改、定责任、给时间”的政策，以公司自查、年报审计和证监局核实相结合的方式，全面深入地开展了证券公司摸底工作。为固定老问题、建立责任制、实现新老分开、准确有力地实施综合治理其他各项措施打下了重要基础。

2005年7月，国务院办公厅转发中国证监会《证券公司综合治理工作

方案》，要求各地区、各部门积极支持配合，共同做好综合治理工作。中国证监会以此为契机，主动争取有关方面的进一步支持配合，巩固完善与各部门、各地方政府的沟通协调机制。

在风险处置过程中，边实践、边摸索、边完善，着力制定和实施统一的行政处置政策体系、组织方式和工作规则，设立了证券投资者保护基金，初步建立了证券公司风险处置的长效机制。2005年9月，配合最高法院召开证券公司破产专题会议，明确了被处置公司进入破产清算的8个条件，确定了相应的程序和衔接过渡安排，为金融机构风险处置与司法破产的紧密配合做了有益的探索。之后，大鹏证券等一批公司陆续进入破产程序，破产清算由此成为被处置公司依法有序退出市场的主要模式，有效解决了风险处置工作久拖不结的问题。

在对风险公司进行行政处置的同时，积极探索市场化的处置方式，促使第一证券、中期证券以主动申请撤销证券业务许可、转移证券类资产的方式退出了市场，推动大通证券以破产重整的方式化解了风险。

在大力处置风险、强力督促整改的同时，积极推进行业创新发展。中国证券业协会组织业内专家按照严格标准，评审出29家创新试点类公司和

31家规范类公司。对这些公司，中国证监会在业务创新、收购重组等方面，根据其自身条件，分别给予相应支持。通过分类监管、区别对待，有效地引导了证券公司的规范化经营，推动了行业资源向优质公司的集中，同时也在行业困难阶段改善了证券公司形象，增强了投资者信心。

（二）综合治理工作的主要成果

3年的综合治理工作主要取得了三大成果：一是证券公司历史遗留风险彻底化解，财务状况显著改善，合规经营意识和风险管理能力明显增强；二是证券公司监管法规制度逐步完善，基础性制度的改革取得实质性进展，日常监管、市场退出和投资者保护的长效机制初步形成；三是监管队伍得到了全面锻炼，监管的有效性、针对性明显增强，监管权威大大提高。具体体现在以下几个方面：

1. 有效化解了历史遗留风险。通过强力督促整改和处置高风险公司，证券公司挪用客户交易结算资金、违规资产管理、挪用客户债券和股东占款、超比例持股等长期积累形成的巨大风险在全行业得以化解，流动性缺

口问题全部解决，账外经营已全部清理或纳入账内反映。

2. 平稳处置了一批高风险公司。综合治理期间，累计处置了31家高风险公司。其中，以行政方式处置28家，以市场化方式处置2家，破产重整1家。

3 集中改革完善了一批基础性制度。

(1)在2005年底全面实现独立存管的基础上，以被处置的高风险公司为起点，大力推进了客户交易结算资金的第三方存管。目前所有正常经营公司的正常经纪客户资金均已纳入第三方存管。

(2)2006年5月推出了新的国债回购交易制度，有针对性地调整了业务流程，明确了客户、证券公司和登记结算公司的各自责任，建立了能够有效防范客户国债被挪用的配套规则。

(3)对资产管理业务实行了客户资产由第三方托管、向客户充分揭示投资风险、定期披露信息的新制度，对自营业务实行了账户实名、席位专用、规模控制的新制度。

(4)从优质公司开始，强制要求所有公司在指定网站上公开披露基本信息和经审计的财务报告，正式实施了证券公司信息的公开披露制度。

4 进一步健全了法规体系和监管机制。

(1)将净资本概念具体量化为指标体系，正式用于对证券公司的风险预警与动态监控，实行以风险管理能力为核心，以财务状况和合规程度为依据，以市场准入或业务限制为手段的分类监管办法。初步建立了业务范围及规模与净资本等风险控制指标动态挂钩、侧重于事前防范和及时控制风险的持续监管机制。

(2)在关闭、撤销高风险公司和指导、监督风险公司以多种形式退出市场的过程中，积累了淘汰不合格公司的经验，基本形成了一整套严密合理、符合实际情况的工作制度和操作流程以及相关各方的协作互动体系，证券公司市场退出机制渐趋完善。

(3)设立了证券投资者保护基金公司。公司已经建立了较为完整的筹集基金、受理申请、审查拨付、受偿债权管理和专项审计制度，收购资金的申请、审核、拨付工作已基本步入正轨。

5. 积极推进了证券公司的业务创新。综合治理期间，按照“试点先行、逐步推开”的原则，支持优质公司在风险可测、可控、可承受的前提下，推出新产品、试办新业务，拓展业务空间、改善盈利模式，取得了良好的示范效应。

（三）综合治理后的证券公司监管

通过综合治理，证券公司的整体状况已发生巨大变化，但与资本市场改革开放和健康发展的要求相比，还存在着较大的差距：一是同质化竞争的格局尚未根本改观，盈利模式单一的问题仍较突出；二是内部管理和专业服务水平有待提高，市场中介功能有待进一步发挥；三是核心竞争能力尚在培育之中，与其他金融机构和国外投资银行竞争的优势还不明显。

以综合治理结束为新的起点，巩固成果、深化改革、健全机制，以新制度、新机制全面实施为标志开展综合治理后的常规监管工作，实现证券公司监管工作的9个转变：一是监管重心从化解老风险向防范新风险转变；二是监管任务从以清理整顿为主向规范与发展并举转变；三是监管方式从以事后查处为主向事前防范为主转变；四是监管手段从经验判断、定性分析向指标管理、定量监控转变；五是监管机制从以行政监管为主向行政监管、行业自律和公司自我约束有机结合转变；六是日常监管职能从中国证监会机关直接承担向证监会机关指导、辖区负责、分工协作转变；七是行业整合和业务创新从以行政措施为主向市场化方式转变；八是业务范围和规模从静态式资格管理向动态式与风险资本和合规状况全面挂钩转变；九是市场退出从以集中、强制处置为主向优胜劣汰的常规机制转变。

四、证券公司风险控制指标管理

根据新修订的《证券公司风险控制指标管理办法》的规定，为了建立以净资本为核心的风险控制指标体系，加强证券公司风险监管，证券公司应当按规定计算净资本和风险资本准备，编制净资本计算表、风险资本准备计算表和风险控制指标监管报表。中国证监会可以根据市场发展情况和审慎监管原则，对净资本计算规则、风险控制指标及其标准、风险资本准备的计算比例、各项业务规模的计算口径进行调整；调整之前，应当公开征求行业意见，并为调整事项的实施作出过渡性安排。证券公司应当根据自身资产负债状况和业务发展情况，建立动态的风险控制指标监控和补足机制，确保净资本等各项风险控制指标在任一时点都

符合规定标准。

（一）净资本及其计算

净资本是指根据证券公司的业务范围和公司资产负债的流动性特点，在净资产的基础上对资产负债等项目和有关业务进行风险调整后得出的综合性风险控制指标。净资本基本计算公式为：

净资本=净资产-金融资产的风险调整-其他资产的风险调整-或有负债的风险调整-/+中国证监会认定或核准的其他调整项目

净资本指标反映了净资产中的高流动性部分，表明证券公司可变现以满足支付需要和应对风险的资金数。也可以说，净资本是假设证券公司的所有负债都同时到期，现有资产全部变现偿付所有负债后的金额。计算净资本的主要目的，一是要求证券公司保持充足、易于变现的流动性资产，

以满足紧急需要并抵御潜在的市场风险、信用风险、营运风险、结算风险等，从而保证客户资产的安全；二是在证券公司经营失败、破产关闭时，仍有部分资金用于处理公司的破产清算等事宜。

证券公司应当按照中国证监会规定的计算标准计算净资本，按照有关会计准则的规定充分计提资产减值准备。

（二）风险控制指标标准

I 各项业务净资本要求。证券公司经营证券经纪业务的，其净资本不得低于人民币 2 000 万元。

证券公司经营证券承销与保荐、证券自营、证券资产管理、其他证券业务等业务之一的，其净资本不得低于人民币 5 000 万元。

证券公司经营证券经纪业务，同时经营证券承销与保荐、证券自营、证券资产管理、其他证券业务等业务之一的，其净资本不得低于人民币 1 亿元。

证券公司经营证券承销与保荐、证券自营、证券资产管理、其他证券业务中两项及两项以上的，其净资本不得低于人民币 2 亿元。

2 证券公司风险控制指标标准。

(1)净资本与各项风险资本准备之和的比例不得低于 100%。

(2)净资本与净资产的比例不得低于 40%。

(3)净资本与负债的比例不得低于 8%。

(4)净资产与负债的比例不得低于 200/00

3. 自营业务的风险控制指标规定。证券公司经营证券自营业务的，必须符合下列规定：

(1)自营权益类证券及证券衍生品的合计额不得超过净资本的 100%o

(2)自营固定收益类证券的合计额不得超过净资本的 500%o

(3)持有一种权益类证券的成本不得超过净资本的 30%o

(4)持有一种权益类证券的市值与其总市值的比例不得超过 5%，但因包销导致的情形和中国证监会另有规定的除外。

计算自营规模时，证券公司应当根据自营投资的类别，按成本价与公允价值孰高原则计算。

4. 融资融券业务的风险指标规定。证券公司为客户买卖证券提供融资融券服务的，必须符合下列规定：

(1)为单一客户融资业务规模不得超过净资本的 50/100

(2)为单一客户融券业务规模不得超过净资本的 5%o

(3)接受单只担保股票的市值不得超过该股票总市值的 200/00

以上所称融资业务规模是指对客户融出资金的本金合计；融券业务规模是指对客户融出证券在融出日的市值合计。

5. 证券公司风险资本准备基准计算标准。

(1)证券公司经营证券经纪业务的，应当按托管的客户交易结算资金总额的 3%计算经纪业务风险资本准备。

(2)证券公司经营证券自营业务的，应当按固定收益类证券投资规模的 10%计算风险资本准备；对未进行风险对冲的证券衍生品和权益类证券分别按投资规模的 30%和 20%计算风险资本准备；对已进行风险对冲的权益类证券和证券衍生产品投资按投资规模的 5%计算风险资本准备。

证券公司违反规定超比例自营的，在整改完成前应当将超比例部分按

投资成本的 100% 计算风险资本准备。

(3) 证券公司经营证券承销业务的，应当分别按包销再融资项目股票、IPO 项目股票、公司债券、政府债券金额的 30010、15%、8%、4% 计算承销业务风险资本准备。

计算承销金额时，承销团成员通过公司分销的金额和战略投资者通过公司签订书面协议认购的金额不包括在内。计算股票承销业务风险资本准

备时，证券公司应当自发行项目确定询价区间后，按询价上限计算。

同时承销多家发行人公开发行的证券，发行期有交叉、且发行尚未结束的，应当分别计算各项承销业务风险资本准备。

在报送月报时，证券公司应当按照当月某一时点计算的风险资本准备最大额填报月末承销业务风险资本准备。证券公司由于时点差异导致净资产与各项风险资本准备之和的比倒低于规定标准的，应当提供风险控制指标当月持续达标的专项说明。

(4) 证券公司经营证券资产管理业务的，应当分别按专项、集合、定向资产管理业务规模的 8%、5%、5% 计算资产管理业务风险资本准备。

证券公司应当按集合计划面值与管理资产净值孰高原则计算集合资产管理业务规模，按管理本金计算专项、定向资产管理业务规模。

(5) 证券公司经营融资融券业务的，应当分别按对客户融资业务规模、融券业务规模的 10 倍计算融资融券业务风险资本准备。

(6) 证券公司设立分公司、证券营业部等分支机构的，应当对分公司、证券营业部，分别按每家 2 000 万元、500 万元计算风险资本准备。

(7) 证券公司应按上一年营业费用总额的 10% 计算营运风险资本准备。

为与证券公司的风险管理能力相匹配，现阶段对不同类别证券公司实施不同的风险资本准备计算比例。A、B、C、D 类公司应分别按照上述第(1)一(5)项规定的基准计算标准的 0.6 倍、0.8 倍、1 倍、2 倍计算有关风险资本准备；各类证券公司应当统一按照第(6)、(7)项所规定的基准计算标准计算有关风险资本准备。

证券公司开展创新业务的，在创新业务试点阶段，应当按照中国证监会规定的较高比例计算风险资本准备；在创新业务推广阶段，风险资本准备计算比例可适当降低。

(三) 监管措施

中国证监会及其派出机构对证券公司净资产等各项风险控制指标数据的生成过程及计算结果的真实性、准确性、完整性进行定期或不定期检查，并采取以下主要监管措施：

1 证券公司净资产或其他风险控制指标达到顶替标准的，派出机构应当区别情形，对其采取下列措施：(1)向其出具监管关注函并抄送公司主

要股东，要求公司说明潜在风险和控制措施；(2)要求公司采取措施调整业务规模和资产负债结构，提高净资产水平；(3)要求公司进行重大业务决策时至少提前 5 个工作日报送专门报告，说明有关业务对公司财务状况和净资产等风险控制指标的影响；(4)责令公司合规部门增加对风险控制指标检查的频率，并提交有关风险控制指标水平的报告。

2. 证券公司净资产或其他风险控制指标不符合规定标准的，派出机构

应当责令公司限期改正，在 5 个工作日内制定并报送整改计划，整改期限最长不超过 20 个工作日；证券公司未按时报送整改计划的，派出机构应当立即限制其业务活动。整改期内，中国证监会及其派出机构应当区别情形对证券公司采取以下措施：(1)停止批准新业务；(2)停止批准增设、收购营业性分支机构；(3)限制分配红利；(4)限制转让财产或在财产上设定其他权利。

3. 证券公司未按期完成整改的，自整改期限到期的次日起，派出机构应当区别情形，对其采取下列措施：(1)限制业务活动；(2)责令暂停部分业务；(3)限制向董事、监事、高级管理人员支付报酬、提供福利；(4)责令更换董事、监事、高级管理人员或者限制其权利；(5)责令控股股东转让股权或者限制有关股东行使股东权利；(6)认定董事、监事、高级管理人员为不适当人选。

4. 证券公司未按期完成整改，风险控制指标情况继续恶化，严重危及该证券公司稳健运行的，中国证监会可以撤销其有关业务许可。

5. 证券公司风险控制指标无法达标，严重危害证券市场秩序、损害投资者利益的，中国证监会可以区别情形，对其采取下列措施：(1)责令停业整顿；(2)指定其他机构托管、接管；(3)撤销经营证券业务许可；(4)撤销。

第四节 证券登记结算公司

h▲_d-墨 k

证券登记结算公司是为证券交易提供集中登记、存管与结算服务，不以营利为目的的法人。

-_____一

第七摩证弊中介机构 I 277

一、证券登记结算公司的设立

设立证券登记结算公司必须经国务院证券监督管理机构批准。具体而言，设立证券登记结算公司，应当具备下列条件：

第一，自有资金不少于人民币 2 亿元。

第二，具有证券登记、存管 and 结算服务所必需的场所和设施。

第三，主要管理人员和从业人员必须具有证券从业资格。

第四，证券监督管理机构规定的其他条件。

证券登记结算公司的名称中应当标明“证券登记结算”字样。证券登记结算采取全国集中统一的运营方式，证券登记结算公司的章程、业务规则应当依法制定，并须经证券监督管理机构批准。

为保证履行职能，证券登记结算公司必须具有必备的服务设备和完善的数据安全保护措施；建立完善的业务、财务和安全防范等管理制度；建立完善的风险管理系统。

二、证券登记结算公司的组织机构

在 2001 年 10 月 1 日之前，我国的证券登记结算是由上海证券交易所成立的上酶证券中央登记结算公司和深圳证券交易所成立的深圳证券登记有限公司，以及各自的地方证券登记结算公司完成的。上海证券中央登记结算公司和深圳证券登记有限公司建立了遍及全国的证券账户登记和存管体系，为投资者提供有关的证券登记、存管服务。岔司在中央交收体制下

实行会员法人结算制度，证券交易所的会员单位都以法人名义在公司开立结算账户，统一办理所有下属机构在上海和深圳证券交易所进行的证券交易的清算交收业务。根据业务需要，证券登记结算公司一般设立登记部、存管部、股份结算部、资金交收部和国际结算部等主要业务部门。上海证券中央登记结算公司和深圳证券登记有限公司还建立了比较完整的风险管理系统，设立结算风险保证金（包括清算交割准备金和交收风险基金）以及以公司的流动资产为证券交易的集中清算、交收提供连续性和安全性的保障。

2001年3月30日，中国证券登记结算有限责任公司成立，原上海证券交易所和深圳证券交易所所属的证券登记结算公司重组为中国证券登记结

算有限责任公司的上海分公司和深圳分公司，这标志着建立全国集中、统一的证券登记结算体制的组织构架已经基本形成。建立集中、统一的证券登记结算体制具有重大意义：第一，方便投资者开立证券账户，减少资金占用，从根本上改变分散登记结算体制中存在的市场分割状态，消除证券公司重复开户、结算资金重置等问题，从而减少资金占用，降低交易成本。第二，新的体制对两交易所原有登记结算业务进行整合，有利于制定统一的登记结算业务规则和流程，有利于提高市场结算效率。第三，新体制有助于从体制上防范和控制市场风险。

三、证券登记结算公司的职能

证券登记结算公司依据《证券法》履行以下职能：

（一）证券账户、结算账户的设立和管理

投资者在从事证券交易之前，必须向证券登记结算公司提交有关开户资料，开立证券账户后，才可以从事证券交易。投资者通过证券账户持有证券，证券账户用于记录投资者持有证券余额及其变动情况。通常由证券公司等开户代理机构代理证券登记结算公司为投资者开立证券账户。证券公司直接为投资者开立资金结算账户。证券登记结算公司仅为证券公司开立结算账户，结算账户专用于证券交易成交后的清算交收，具有结算履约担保作用。

（二）证券的存管和过户

在无纸化交易模式下，投资者持有的证券必须集中存人证券登记结算系统，以电子数据划转方式完成证券过户行为。

（三）证券持有人名册登记及权益登记

证券登记结算公司根据与发行人签订的协议，为证券发行人提供证券持有人名册登记服务，准确记载证券持有人的必要信息。

（四）证券交易所上市证券交易的清算、交收及相关管理

证券的清算和交收统称为证券结算，包括证券结算和资金结算。证券

交易所上市证券的清算和交收由证券登记结算公司集中完成，主要模式为：证券登记结算公司作为中央对手方，与证券公司之间完成证券和资金的净额结算。

（五）受发行人委托派发证券权益

证券登记结算公司可以根据发行人的委托向证券持有人派发证券权益如派发红股、股息和利息等。

（六）办理与上述业务有关的查询、信息、咨询和培训服务

证券登记结算公司按照有关规定为符合条件的主体办理相关业务的查询。

（七）国务院证券监督管理机构批准的其他业务

如为证券持有人代理投票服务等。

四、证券登记结算公司的有关业务规则

（一）结算原则

证券登记结算公司为证券交易提供净额结算服务时，结算参与人应该按照货银对付的原则，足额交付证券和资金，并提供交收担保。在交收完成之前，任何人不得动用用于交收的证券、资金和担保物。结算参与人未按时履行交收义务，证券登记结算公司有权按照业务规则处理其证券、资金和担保物。

货银对付原则是证券结算的一项基本原则，可以将证券结算中的违约交收风险降低到最低程度。目前，上市证券的集中交易主要采用净额结算方式，结算参与人必须按照货银对付原则的要求，根据清算结果，向证券登记结算公司足额交付其应付的证券和资金，并为交易行为提供交收担保。目前主要的担保方式是结算参与人存放一定数量的证券交易备付金。

为维护证券市场的正常秩序，保障证券交易的连续性，在净额结算方式下，交收必须按时、准确完成，否则将影响下一个交易日的正常交易。因此，在交收没有完成之前，任何单位和个人都不得动用结算参与人用于交收的财产，包括证券、资金和担保物，如结算参与人存放在登记公司的

用于交收的结算备付金、存放于银行指定账户（报证券监管部门备案的客户交易结算资金账户）的客户交易结算金等。

（二）结算证券和资金的专用性

证券登记结算公司按照业务规则收取的各类结算资金和证券，必须存放于专门的清算交收账户，只能按业务规则用于已成交的证券交易的清算、交收，不得被强制执行。

第二节 证券服务机构

一、证券服务机构的类别

证券服务机构是指依法设立的从事证券服务业务的法人机构。证券服务机构包括投资咨询机构、财务顾问机构、资信评级机构、资产评估机构、会计师事务所等从事证券服务业务的机构。根据我国有关法规的规定，证券服务机构的设立需要按照工商管理法规的要求办理注册，从事证券服务业务必须得到中国证监会和有关主管部门批准。

投资咨询机构、财务顾问机构、资信评级机构从事证券服务业务的人员必须具备证券专业知识和从事证券业务或者证券服务业务两年以上的经验。

一、律师事务所从事证券法律业务的管理

为了加强对律师事务所从事证券法律业务活动的监督管理，规范律师在证券发行、上市和交易等活动中的执业行为，完善法律风险防范机制，维护证券市场秩序，保护投资者的合法权益，中国证监会与司法部于 2007 年 3 月 9 日发布了《律师事务所从事证券法律业务管理办法》（以下简称《办法》）。

《办法》的调整范围是律师事务所及其指派的律师从事证券法律业务。证券法律业务是指律师事务所接受当事人委托，为其证券发行、上市和交

易等证券业务活动提供的制作、出具法律意见书等文件的法律服务。

《办法》规定，律师事务所及其指派的律师从事证券法律业务，应当遵守法律、行政法规及相关规定，遵循诚实、守信、独立、勤勉、尽责的原则，恪守律师职业道德和执业纪律，严格履行法定职责，保证其所出具文件的真实性、准确性、完整性。律师事务所应当建立健全风险控制制度，加强对律师从事证券法律业务的管理，提高律师证券法律业务水平。中国证监会及其派出机构、司法部及地方司法行政机关依法对律师事务所从事证券法律业务进行监督管理。律师协会依照章程和律师行业规范对律师事务所从事证券法律业务进行自律管理。

《办法》规定，律师事务所从事证券法律业务，可以为下列事项出具法律意见：首次公开发行股票及上市；上市公司发行证券及上市；上市公司的收购、重大资产重组及股份回购；上市公司实行股权激励计划；上市公司召开股东大会；境内企业直接或者间接到境外发行证券，将其证券在境外上市交易；证券公司、证券投资基金管理公司及其分支机构的设立、变更、解散、终止；证券投资基金的募集，证券公司集合资产管理计划的设立；证券衍生品种的发行及上市；中国证监会规定的其他事项。律师事务所可以接受当事人的委托，组织制作与证券业务活动相关的法律文件。

《办法》规定，鼓励具备下列条件的律师事务所从事证券法律业务：内部管理规范，风险控制制度健全，执业水准高，社会信誉良好；有 20 名以上执业律师，其中 5 名以上曾从事过证券法律业务；已经办理有效的执业责任保险；最近 2 年未因违法执业行为受到行政处罚。

《办法》规定，鼓励具备下列条件之一，并且最近 2 年未因违法执业行为受到行政处罚的律师从事证券法律业务：最近 3 年从事过证券法律业务；最近 3 年连续执业，且拟与其共同承办业务的律师最近 3 年从事过证券法律业务；虽近 3 年连续从事证券法律领域的教学、研究工作，或者接受过证券法律业务的行业培训。

《办法》规定，律师被吊销执业证书的，不得再从事证券法律业务。律师被中国证监会采取证券市场禁入措施或者被司法行政机关给予停止执业处罚的，在规定禁入或者停止执业期间不得从事证券法律业务。

《办法》规定，同一律师事务所不得同时为同一证券发行的发行人和保荐人、承销的证券公司出具法律意见，不得同时为同一收购行为的收购

人和被收购的上市公司出具法律意见，不得在其他同一证券业务活动中为具有利害关系的不同当事人出具法律意见。律师担任公司及其关联方董事、监事、高级管理人员，或者存在其他影响律师独立性的情形的，该律师所在律师事务所不得接受所任职公司的委托，为该公司提供证券法律服务。

三、注册会计师执行证券、期货相关业务的管理

为了规范注册会计师在证券、期货市场中的执业行为，维护投资者、债权人和社会公众的合法权益，财政部、中国证监会于 2000 年 6 月制定并发布《注册会计师执行证券、期货相关业务许可证管理规定》（以下简称《规定》）。

财政部和中国证监会对注册会计师、会计师事务所执行证券、期货相关业务实行许可证管理。注册会计师、会计师事务所执行证券、期货相关业务，必须取得证券、期货相关业务许可证。

《规定》所称证券、期货相关业务，是指证券、期货相关机构的会计报表审计、净资产验证、实收资本（股本）的审验及盈利预测审核等业务。《规定》所称证券、期货相关机构，是指上市公司，证券、期货经营机构，证券、期货交易所和证券投资基金管理公司等。

注册会计师申请证券许可证应当符合下列条件：(1)所在会计师事务所已取得证券许可证，或者符合《规定》第六条所规定的条件并已提出申请；(2)具有证券、期货相关业务资格考试合格证书；(3)取得注册会计师证书1年以上；(4)不超过60周岁；(5)执业质量和职业道德良好，在以往3年执业活动中没有违法违规行为。

会计师事务所申请证券许可证应当符合下列条件：(1)依法成立3年以上，内部质量控制制度和其他管理制度健全并有效执行，执业质量和职业道德良好，在以往3年执业活动中没有违法违规行为；(2)具有20名以上符合《规定》第五条或者第十四条或者第十五条第二、三款相关条件的注册会计师；(3)60周岁以内注册会计师不少于40人；(4)上年度业务收入不低于800万元；(5)有限责任会计师事务所的实收资本不低于200万元，合伙会计师事务所净资产不低于100万元。

注册会计师和会计师事务所申请证券许可证，应当由会计师事务所向财政部、中国证监会提出申请。对于符合规定条件的注册会计师、会计师

c====一

第七章 证券中介机构 I 283

事务所，由财政部、中国证监会批准授予证券许可证，并对取得证券许可证的会计师事务所予以公告。注册会计师、会计师事务所的证券许可证实行年检制度。

四、证券、期货投资咨询机构管理

为了加强对证券、期货投资咨询活动的管理，保障投资者的合法权益和社会公共利益，经国务院批准，国务院证券委员会于1997年12月发布《证券、期货投资咨询管理暂行办法》。中国证监会及其授权的地方派出机构负责对证券、期货投资咨询业务的监督管理。

证券、期货投资咨询，是指从事证券、期货投资咨询业务的机构及其投资咨询人员为证券、期货投资人或者客户提供证券、期货投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动，包括以下形式：接受投资人或者客户委托，提供证券、期货投资咨询服务；举办有关证券、期货投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券、期货投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券、期货投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券、期货投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

从事证券、期货投资咨询业务，必须依法取得中国证监会的业务许可。从事证券、期货投资咨询业务，必须遵守有关法律、法规和中国证监会的有关规定，遵循客观、公正和诚实信用的原则。

申请证券、期货投资咨询从业资格的机构，应当具备下列条件：

(1)分别从事证券或者期货投资咨询业务的机构，有 5 名以上取得证券、期货投资咨询从业资格的专职人员；同时从事证券和期货投资咨询业务的机构，有 10 名以上取得证券、期货投资咨询从业资格的专职人员；其高级管理人员中，至少有 1 名取得证券或者期货投资咨询从业资格。(2)有 iOa 万元人民币以上的注册资本。(3)有固定的业务场所和与业务相适应的通讯及其他信息传递设施。(4)有公司章程。(5)有健全的内部管理制度。(6)具备中国证监会要求的其他条件。

从事证券、期货投资咨询业务的人员，必须取得证券、期货投资咨询从业资格并加入一家有从业资格的证券、期货投资咨询机构后，方可从事证券、期货投资咨询业务。证券、期货投资咨询人员申请取得证券、期货

投资咨询从业资格，必须具备下列条件：(1)具有中华人民共和国国籍；(2)具有完全民事行为能力；(3)品行良好、正直诚实，具有良好的职业道德；(4)未受过刑事处罚或者与证券、期货业务有关的严重行政处罚；(5)具有大学本科以上学历；(6)证券投资咨询人员具有从事证券业务两年以上的经历，期货投资咨询人员具有从事期货业务两年以上的经历；(7)通过中国证监会统一组织的证券、期货从业人员资格考试；(8)中国证监会规定的其他条件。

证券、期货投资咨询机构及其投资咨询人员，应当以行业公认的谨慎、诚实和勤勉尽责的态度，为投资人或者客户提供证券、期货投资咨询服务。证券、期货投资咨询机构及其投资咨询人员，应当完整、客观、准确地运用有关信息、资料向投资人或者客户提供投资分析、预测和建议，不得断章取义地引用或者篡改有关信息、资料；引用有关信息、资料时，应当注明出处和著作权人。证券、期货投资咨询机构及其投资咨询人员，不得以虚假信息、市场传言或者内幕信息为依据向投资人或者客户提供投资分析、预测或建议。

证券、期货投资咨询人员在报刊、电台、电视台或者其他传播媒体上发表投资咨询文章、报告或者意见时，必须注明所在证券、期货投资咨询机构的名称和个人真实姓名，并对投资风险作充分说明。证券、期货投资咨询机构向投资人或者客户提供的证券、期货投资咨询传真件必须注明机构名称、地址、联系电话和联系人姓名。

我国《证券法》规定，投资咨询机构及其从业人员从事证券服务业务不得有下列行为：(1)代理委托人从事证券投资；(2)与委托人约定分享证券投资收益或者分担证券投资损失；(3)买卖本咨询机构提供服务的上市公司股票；(4)利用传播媒介或者通过其他方式提供、传播虚假或者误导投资者的信息；(5)法律、行政法规禁止的其他行为。

因以上行为给投资者造成损失的，依法承担赔偿责任。

五、资信评级机构从事证券业务的管理

为了促进证券市场资信评级业务规范发展，提高证券市场的效率和透明度，保护投资者的合法权益和社会公共利益，2007 年 8 月中国证监会发布《证券市场资信评级业务管理暂行办法》，并于 2007 年 9 月 1 日起施行。

《证券市场资信评级业务管理暂行办法》对资信评级机构从事证券市场资信评级业务应当遵守的业务规则、监督管理和法律责任作出了具体规定。

按照《证券市场资信评级业务管理暂行办法》的规定，证券评级业务是指对下列评级对象开展资信评级服务：(1)中国证监会依法核准发行的债券、资产支持证券以及其他固定收益或者债务型结构性融资证券；(2)在证券交易所上市交易的债券、资产支持证券以及其他固定收益或者债务型结构性融资证券，国债除外；(3)上述第(1)、(2)项规定的证券的发行人、上市公司、非上市公众公司、证券公司、证券投资基金管理公司；(4)中国证监会规定的其他评级对象。

申请证券评级业务许可的资信评级机构，应当具备下列条件：(1)具有中国法人资格，实收资本与净资产均不少于人民币 2 000 万元；(2)具有符合《证券市场资信评级业务管理暂行办法》规定的高级管理人员不少于 3 人；具有证券从业资格的评级从业人员不少于 20 人，其中包括具有 3 年以上资信评级业务经验的评级从业人员不少于 10 人，具有中国注册会计师资格的评级从业人员不少于 3 人；(3)具有健全且运行良好的内部控制机制和管理制度；(4)具有完善的业务制度，包括信用等级划分及定义、评级标准、评级程序、评级委员会制度、评级结果公布制度、跟踪评级制度、信息保密制度、证券评级业务档案管理制度等；(5)最近 5 年未受到刑事处罚，最近 3 年未因违法经营受到行政处罚，不存在因涉嫌违法经营、犯罪正在被调查的情形；(6)最近 3 年在税务、工商、金融等行政管理机关以及自律组织、商业银行等机构无不良诚信记录；(7)中国证监会基于保护投资者、维护社会公共利益规定的其他条件。

取得中国证监会证券评级业务许可的资信评级机构从事证券评级业务，应当遵循独立、客观、公正的原则。证券评级机构从事证券评级业务，应当遵循一致性原则，对同一类评级对象评级，或者对同一评级对象跟踪评级，应当采用一致的评级标准和工作程序。评级标准有调整的，应当充分披露。同时，《证券市场资信评级业务管理暂行办法》要求证券评级机构从事证券评级业务，应当制定科学的评级方法和完善的质量控制制度，遵守行业规范、职业道德和业务规则，勤勉尽责，审慎分析。证券评级机构与评级对象存在利害关系的，不得受托开展证券评级业务；证券评级机构应当建立回避制度，建立清晰合理的组织结构，合理划分内部机构职能。

建立健全“防火墙”制度，从事证券评级业务的业务部门应当与其他业务部门保持独立；应当建立评级委员会制度、复评制度、评级结果公布制度、跟踪评级制度、证券评级业务信息保密制度及证券评级业务档案管理制度等。

中国证监会对资信评级机构从事证券市场资信评级业务进行监督管理。中国证券业协会依法对证券评级业务活动进行自律管理。证券评级机构应当自取得证券评级业务许可之日起 20 日内，将其信用等级划分及定义、评级方法、评级程序报中国证券业协会备案，并通过中国证券业协会网站、本机构网站及其他公众媒体向社会公告。

六、资产评估机构从事证券、期货业务的管理

为加强对从事证券、期货相关业务（以下简称“证券业务”）资产评估机构的管理，维护证券市场秩序，保护投资者和社会公众的合法权益，财政部、中国证监会于 2008 年 4 月 29 日发布《关于从事证券期货相关业务的资产评估机构有关管理问题的通知》（以下简称《通知》），对资产评

估机构申请证券评估资格，资产评估机构的合并、分立，分支机构的设立，重大事项报备，年度报备，日常管理以及证券评估资格的撤回等方面作出相关规定。该通知于 2008 年 7 月 1 日起施行。

（一）资产评估机构申请证券评估资格应符合的条件

按照《通知》的规定，资产评估机构申请证券评估资格，应当符合下列条件：

1. 资产评估机构依法设立并取得资产评估资格 3 年以上，发生过吸收合并的，还应当自完成工商变更登记之日起满 1 年。
2. 质量控制制度和其他内部管理制度健全并有效执行，执业质量和职业道德良好。
3. 具有不少于 30 名注册资产评估师，其中最近 3 年持有注册资产评估师证书且连续执业的不少于 20 人。
4. 净资产不少于 200 万元 D
5. 按规定购买职业责任保险或者提取职业风险基金。
6. 半数以上合伙人或者持有不少于 50% 股权的股东最近在本机构连续

执业 3 年以上。

7 最近 3 年评估业务收入合计不少于 2 000 万元，且每年不少于 500 万元。

（二）资产评估机构申请证券评估资格不应存在的情形

资产评估机构申请证券评估资格，应当不存在下列情形之一：

1 在执业活动中受到刑事处罚、行政处罚，自处罚决定执行完毕之日起至提出申请之日止来满 3 年。

2 因以欺骗等不正当手段取得证券评估资格而被撤销该资格，自撤销之日起至提出申请之日止未滿 3 年。

3 在申请证券评估资格过程中，因隐瞒有关情况或者提供虚假材料被不予受理或者不予批准的，自被出具不予受理凭证或者不予批准决定之日起至提出申请之日止未滿 3 年。

关于对从事证券业务的资产评估机构的日常管理，《通知》指出，财政部、中国证监会应当建立资产评估机构从事证券业务诚信档案。对具有证券评估资格的资产评估机构从事证券业务违反规定的，财政部、中国证监会可以采取出具普示函并责令其整改等措施；对资产评估机构负责人、直接负责的主管人员和其他直接责任人员，可以实行监管谈话、出具替示函等措施，对情节严重的，可以给予一定期限不适宜从事证券业务的惩戒，同时记入诚信档案，并予以公告。

七、证券服务机构的法律责任和市场准入

（一）证券服务机构的法律责任

证券服务机构为证券的发行、上市、交易等证券业务活动制作、出具审计报告、资产评估报告、财务顾问报告、资信评级报告或者法律意见书等文件，应当勤勉尽责，对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行核查和验证。其制作、出具的文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，给他人造成损失的，应当与发行人、上市公司承担连带赔偿责任，但是，能够证明自己没有过错的除外。

（二）市场准入厦退出机制

为了加强市场准入的管理，对证券服务机构从事证券服务业务的审批

管理办法由国务院证券监督管理机构和有关主管部门制定。为加强对证券服务机构的管理，我国《证券法》还授予证券监督管理机构对证券服务机构的监管权和现场检查权。同时，证券服务机构未勤勉尽责，所制作、出具的文件有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏的，可暂停或者撤销其证券服务业务的许可。

=====

第八章证券市场法律制度与监督管理 I 289

第八章

证券市场法律制度 s 监督管理

第一节证券市场法律、法规概述

涉及证券市场的法律、法规分为 3 个层次：第一个层次是指由全国人民代表大会或全国人民代表大会常务委员会制定并颁布的法律，主要包括《中华人民共和国证券法》、《中华人民共和国证券投资基金法》、《中华人民共和国公司法》以及《中华人民共和国刑法》等相关法律。第二个层次是指由国务院制定并颁布的行政法规。第三个层次是指由证券监管部门和相关部门制定的部门规章。中国证券市场形成和发展的 10 余年中，大量相关法律法规相继出台，对市场的规范和有序发展起到了重要作用。

一、法律

(一)《中华人民共和国证券法》

《中华人民共和国证券法》（简称《证券法》）于 1998 年 12 月 29 日第九届全国人民代表大会常务委员会第六次会议通过，于 1999 年 7 月 1 日实施。2004 年 8 月 28 日第十届全国人民代表大会常务委员会第十一次会议通过《关于修改〈中华人民共和国证券法〉的决定》，对部分条款进行了修正。2005 年 10 月 27 日第十届全国人民代表大会常务委员会第十八次会议对原《证券法》进行了全面修订，并于 2006 年 1 月 1 日起生效。

1. 调整范围。《证券法》的调整范围涵盖了在中国境内的股票、公司债券和国务院依法认定的其他证券的发行、交易和监管，其核心旨在保护投资者的合法权益，维护社会经济秩序和社会公共利益。

2. 主要内容。《证券法》共分 12 章，分别为总则、证券发行、证券交易、上市公司的收购、证券交易所、证券公司、证券登记结算机构、证券服务机构、证券业协会、证券监督管理机构、法律责任和附则。

(1)总则。主要内容包括：立法的宗旨、适用范围、证券发行及交易活动的当事人应当遵守的原则、证券业与其他金融业的分业经营与管理、证券市场集中统一监督管理、证券业协会的自律性管理等。

(2)证券发行。主要内容包括：公开发行证券的条件和程序、公开发行证券的保荐制度及保荐人操守、公开发行股票报送募股申请及文件资料；公开发行新股的条件及报送募股申请和文件资料、公开发行股票募集资金的使用；公开发行公司债券的条件、报送的文件及筹集资金的用途；报送申请核准发行证券的文件格式、报送方式及预先披露规定股票发行审核的制度及规定；证券发行的信息披露、向不特定对象公开发行证券的承销方

式；证券公司承销证券约定的内容；证券承销的期限、发行价格的协商确定等。

(3)证券交易。主要包括：依法买卖证券的一般规定，上市交易的方式，不得持有、买卖股票的规定，账户保密的规定，证券服务机构和人员限制购买股票的规定，证券交易收费的规定；申请证券上市交易的审核，申请股票上市和公司债券上市交易的条件以及报送文件、公告文件方式和内容的规定，暂停或终止上市交易的情形；信息披露的一般原则规定及要求，中期报告和年度报告的内容，重大事件的信息披露，信息披露过失的责任追究，内幕信息、内幕信息知情人及禁止利用内幕信息从事证券交易的规定；操纵证券市场及责任追究，禁止虚假信息扰乱证券市场的规定及其他禁止性规定。

(4)上市公司的收购。主要包括：收购的方式；持有上市公司已发行股份达到50%书面报告和公告程序以及内容；要约收购的条件以及收购要约的内容、报送程序及收购期限；要约收购方式收购人的义务；协议收购的规定；收购完成后的事项。

(5)证券交易所。主要包括：证券交易所的功能、性质；对收入支配的规定；交易所的组织架构及从业人员的规定；证券交易所的会员；接受委托交易；证券交易中证券公司、证券交易所及证券登记结算机构的职责划分；证券交易所组织集中交易的职责；采取技术性停牌或者决定临时停市的条件和程序；对证券交易的实时监控；对上市公司及相关信息披露义务人披露信息的行为监督；设立风险基金的规定；证券交易所的负责人和其他从业人员的回避原则；交易结果不得改变的原则；违反证券交易所有关交易规则的处罚。

(6)证券公司。主要包括：证券公司设立的程序、条件和组织形式；证券公司的业务种类、业务范围与注册资本的关系；证券公司设立申请的审核；重大事项的批准；风险控制指标；证券公司董事、监事、高级管理人员及从业人员的任职规定；证券投资者保护基金的筹集、管理和使用；证券公司提取交易风险准备金、内部控制制度的原则；证券公司自营业务的规定；客户交易结算资金的存管；经纪业务的性质及业务记录保管；融资融券服务的规定；经纪业务中的禁止性规定；证券公司报送经营管理信息和资料的义务；对证券公司财务、内部控制及资产价值进行审计或者评估的规定；证券公司风险控制指标不符合规定的处置措施；证券公司股东违法违规的处罚；证券公司违法经营或者出现重大风险的监管及处置措施。

(7)证券登记结算机构。主要包括：设立的条件、公司的职能；证券登记结算的运营方式；上市交易的证券集中存管的规定；保存登记、存管和结算原始凭证及有关文件和资料的规定；结算风险基金的用途、来源及专项管理规定；投资者开立证券账户的规定；结算参与人的货银对付原则；清算交收账户内证券和资金的性质及用途。

(8)证券服务机构。主要包括：从事证券服务业务机构审批管理办法的规定；从业人员的规定；从业中的禁止性行为；收取服务费用的标准；服务机构的行为操守规定及过失责任追究。

(9)证券业协会。主要包括：协会的性质和权力机构；证券业掷会的职责；协会章程及组织机构。

(IO)证券监督管理机构。主要包括：证券监督管理机构的职责；监督管理机构履行职责可采取的措施；对监督管理机构监督检查或者调查的程序性规定及相关当事人的要求；监管人员的职业操守；监督管理信息共享机制；履行职责中发现涉嫌犯罪的证券违法行为移送司法机关的规定。

(11)法律责任。主要包括：擅自公开或者变相公开发行证券的处罚及处理；以欺骗手段骗取发行核准的处罚；证券公司承销或者代理买卖未经核准擅自公开发行证券的处罚；承销证券中违法违规行为的处罚；保荐人的责任追究；信息披露义务人的法律责任；发行人、上市公司擅自改变公开发行证券所募集资金用途的法律责任；上市公司有关人员违反本法有关规定买卖本公司股票的法律责任；非法开设证券交易场所的法律责任；擅自设立证券公司或者非法经营证券业务的法律责任；违法持有、买卖股票的法律责任；证券服务机构和人员的法律责任；内幕交易及操纵证券市场的法律责任；扰乱证券市场的法律责任；在证券交易活动中作出虚假陈述或者信息误导的法律责任；法人以他人名义设立账户或者利用他人账户买卖证券的法律责任；证券公司假借他人名义或者以个人名义从事证券自营业务的法律责任；收购人的法律责任；证券公司及其从业人员私下接受客户委托买卖证券的法律责任；证券公司未经批准经营非上市证券交易的法律责任；证券公司擅自变更机构及有关事项的法律责任；证券公司违规超出业务许可范围经营证券业务的法律责任；证券公司混合操作业务的法律责任；拒不报送、提供以及虚假提供证券经营机构经营管理信息和资料的法律责任；证券服务机构的法律责任；未按照有关规定保存有关文件和资料的法律责任；擅自设立证券登记结算机构的法律责任；擅自从事证券服务业务的法律责任；证券监督管理机构的工作人员和发行审核委员会组成人员的法律责任；违反本法规定承担民事赔偿责任的原则；收缴的罚款和没收的违法所得的处理；行政复议的规定。

(12)附则。

3. 修订的主要内容 0 2005 年对《证券法》修订的内容主要有：

(1)完善了上市公司的监管制度，提高上市公司质量。第一，建立证券发行上市的保荐制度。发行人申请公开发行证券的，应当按照规定聘请证券公司担任保荐人，保荐人应当遵守业务规则和行业规范，诚实守信，勤勉尽责，履行相关职责。第二，增加上市公司控股股东或实际控制人以及上市公司董事、监事、高级管理人员诚信义务的规定和法律责任。第三，提高发行审核透明度，拓宽社会监督渠道。

(2)加强对证券公司的监管，防范和化解证券市场风险。第一，健全证券公司内部控制制度，保证客户资产安全，严格防范风险。证券公司要

建立健全内部控制制度，保证客户资产的安全，采取有效隔离措施，防范公司与客户、不同客户之间的利益冲突。严禁任何机构或者个人以任何形式挪用客户交易结算资金、客户证券账户下的证券资产，客户的交易结算资金存放在商业银行，以每个客户的名义单独立户管理。第二，明确了证券公司高级管理人员任职资格管理制度，要求高级管理人员正直诚信，品行良好，熟悉证券法律、行政法规，具有履行职责所需的经营管理能力，并在任职之前取得任职资格。第三，增加了对证券公司主要股东的资格要

求，要求股东资信良好。禁止证券公司向其股东或者股东的关联人提供融资或者担保。第四，补充和完善对证券公司的监管措施。

(3)加强对投资者特别是中小投资者权益的保护力度，建立证券投资者保护基金制度，明确对投资者损害赔偿的民事责任制度。

(4)完善证券发行、证券交易和证券登记结算制度，规范市场秩序。明确界定公开发行行为，为打击非法发行行为提供法律依据；增加发行失败的规定，强化发行人的风险意识；改革证券账户开立制度，适应合格境外机构投资者投资境内证券市场；增加规范证券登记结算业务的要求，防范结算风险，明确结算业务的基本要求和保证交收的基本原则、措施和手段；力满足中小企业融资、完善股权转让制度、建立多层次资本市场留下空间。

(5)完善证券监管制度，加强对证券市场的监管力度。证券监管机构有权查询有关单位和个人的银行账户；查阅和复制与被调查事件有关的工商登记、税务、海关等资料；对有转移或者隐藏涉案财产或者伪造、毁灭重要证据迹象的，可以冻结或者查封；限制被调查事件当事人的证券买卖；对不予配合的当事人，可以申请公安机关传唤等。

(6)强化证券违法行为的法律责任，打击违法犯罪行为。明确规定证券发行与交易中的赔偿责任；追究控股股东或实际控制人的民事责任和行政责任；增加证券公司的责任规定，包括违法承销、未依法履行保荐职责、未按规定报送有关文件或保存资料等情形下的责任；加大上市公司、证券公司有关高级管理人员和直接责任人员的责任以及规定证券市场的禁^入制度。

(7)2005年的《证券法》还对分业经营和管理、现货交易、融资融券、禁止国企和银行资金违规进入股市等问题进行了修订。

(二)《中华人民共和国公司法》

《中华人民共和国公司法》(简称《公司法》)于1993年12月29日由第八届全国人民代表大会常务委员会第五次会议通过，于1994年7月1日起实施^a此后，分别根据1999年12月25日中华人民共和国第九届全国人民代表大会常务委员会第十三次会议和2004年8月28日第十届全国人民代表大会常务委员会第十一次会议通过的《全国人民代表大会常务委员会关于修改〈中华人民共和国公司法〉的决定》进行了两次修订⁰2005年10月27日第十届全国人民代表大会常务委员会第十八次会议再次进行较全面的修订，并于2006年1月1日起施行。

1. 调整范围。《公司法》的调整范围包括股份有限公司和有限责任公司，其核心旨在保护公司、股东和债权人的合法权益，维护社会经济秩序。《公司法》确立了我国公司的法律地位及其设立、组织、运行和终止等过程的基本法律准则。

2. 主要内容^a《公司法》共分13章219条，对在中国境内有限责任公司的设立和组织机构，股份有限公司的设立和组织机构，股份有限公司的股份发行和转让，公司债券，公司财务和会计，公司合并和分立，公司破产、解散和清算，外国公司的分支机构，法律责任等内容制^定了相应的法律条款。

(1)总则。主要内容包括：立法的宗旨及调整的范围；公司的性质及

股东承担的责任；股东的权利；公司的行为规范；设立公司的一般规定；公司组织形式变更的规定；公司章程、经营范围及法定代表人的一般性规定；对外投资及担保的规定；公司工会与民主管理，公司的党组织；公司股东行使权利的规定；公司股东会或者股东大会、董事会的有效性。

(2)有限责任公司的设立和组织机构。主要内容包括：设立有限责任公司的条件、股东数量的限制；公司章程的必备内容；注册资本的规定，出资形式，认缴出资的义务，设立登记，出资证明书和股东名册的主要内容；股东查阅、复制公司有关资料的规定；股东会的性质及职权，股东会的召集和主持，定期股东会和临时股东会，股东会的议事方式和表决程序；董事会设立及董事任职任期，董事会的职权，董事会会议的召集和主持，董事会的议事方式和表决程序；经理的聘任及职权；监事会的设立及监事

的选任，监事会的职权，监事会的议事方式和表决程序；一人有限责任公司的相关规定；国有独资公司的设立和组织机构、公司章程，国有独资公司的股东会职权，国有独资公司的董事会、经理及其监事会成员。

(3)有限责任公司的股权转让。主要内容包括：转让股权的规定；人民法院强制执行转让股权的程序；股东与公司不能达成股权收购协议的处置。

(4)股份有限公司的设立和组织机构。主要内容包括：股份有限公司设立的条件及设立方式；发起人的权利和义务；注册资本及股本总额；公司章程必备的内容；发起人的出资方式；认股书、招股说明书的必备内容；创立大会的组成及召开，创立大会的职权；设立登记的申请材料；发起人应当承担的责任；股东查阅公司相关资料的权利；股东大会的组成及性质，股东大会的召开，临时股东大会召开的情形，股东大会的召集和主持，临时提案提交的规定，股东大会的议事规则，累积投票制；董事的产生，董事会会议的召集和主持，临时董事会的召集，董事会的议事规则，经理的聘任或者解聘；监事会的设立及监事的产生，监事会的召集和主持，监事会的议事方式和表决程序，设立独立董事的规定；上市公司设董事会秘书的职责；董事表决的回避原则。

(5)股份有限公司的股份发行和转让。主要内容包括：股份发行的原则；股票发行价格的确定；股票采用的形式及载明的主要事项；记名股票和无记名股票，记名股票的记载事项；公司发行新股需要股东大会决议的事项，发行新股的价格；股份的转让及转让方式，不得转让股份的情形，公司不得收购本公司股份的例外情形；上市公司的信息披露义务。

(6)公司董事、监事、高级管理人员的资格和义务。主要内容包括：不得担任公司董事、监事、高级管理人员的情形；董事、监事、高级管理人员的忠实勤勉义务；董事、高级管理人员的禁止性行为；董事、监事、高级管理人员的责任追究。

(7)公司债券。主要内容包括：公司债券募集办法的主要内容；公司债券的形式；记名公司债券和无记名公司债券存根簿上载明的内容；转让的价格及方式；可转换为股票的公司债券的规定。

(8)公司财务、会计。主要内容包括：公司财务、会计制度的建立；财务会计报告的编制，财务会计报告的公告及报送；法定公积金、任意公

公积金的提取，发行股份所得的溢价款的处置，法定公积金转为资本的规定；公司提供会计资料的义务。

(9)公司合并、分立、增资、减资。主要包括：吸收合并或新设合并，合并各方债权、债务的承继；公司分立及公司分立前债务的连带承担责任；公司减资、增资；公司变更登记、注销登记及设立登记。

(10)公司解散和清算。主要包括：公司解散的情形；清算组成立及行使的职权；解散通知及债权公告、登记、确认；公司财产的支付及清偿、分配顺序；向人民法院申请宣告破产的前提；公司登记注销。

(11)外国公司的分支机构。主要包括：外国公司分支机构的注册登记及审批；外国公司分支机构的代表人或者代理人以及经营资金的最低限额；分支机构不具有中国法人资格，经营活动承担民事责任，撤销时依法清偿债务。

(12)法律责任。主要包括：虚假取得公司登记的法律责任，虚假出资或出资不到位的法律责任；抽逃其出资的法律责任；在法定的会计账簿以外另立会计账簿的法律责任；虚假财务会计报告的法律责任；不依法提取法定公积金的法律责任；公司清算中违法违规行为及人员的法律责任；公司登记中违法违规的法律责任；公司未依照规定办理变更登记的法律責任；违规设立分支机构的法律责任；先行承担民事赔偿责任的原则；违反本法构成犯罪的刑事责任追究。

(13)附则。

3. 修订的主要内容 0 2005 年对《公司法》修订的主要内容包

(1)修改公司设立制度，广泛吸引社会资金，促进投资和扩大就业。

关于公司注册资本：取消了按照公司经营内容区分最低注册资本额的规定，允许公司按照规定的比例在 2 年内分期缴清出资，其中投资公司可以在 5 年内缴足，有限责任公司的最低注册资本额降低至人民币 3 万元。

关于出资方式：公司不仅可以用货币、实物、工业产权、非专利技术、土地使用权出资，还可以用股权等法律、行政法规允许的其他形式出资。

关于无形资产的出资比例：规定货币出资金额不得低于公司注册资本的 30%。

关于公司对外投资比例：公司向其他有限责任公司、股份有限公司投资的，除公司章程另有规定外，所累积投资额不得超过本公司净资产的

C=====

第八章证券市场法律制度与监督管理 J 297

70%；在投资后，接受被投资公司以利润转增的资本，其增加额不包括在内。

(2)完善公司法人治理结构，健全内部监督制约机制，提高公司运作效率。

一是从总体要求公司应当建立权责规范、制度完善、各负其责、有效制衡的内部管理机制。

二是健全董事会制度，突出董事会集体决策作用，强化对董事长权力的制约，细化董事会会议制度和工作程序。

三是强化监事会作用。充实监事会的职权，规定监事会向股东会提出罢免董事、经理的建议，列席董事会会议并对董事会决议事项提出质

询或者建议等；监事会或不设监事会的有限责任公司的监事发现公司经营情况异常，可以进行调查，必要时，聘请会计师事务所等协助其工作，费用由公司承担。有限责任公司设立监事会，其成员不得少于 3 人。有限责任公司的监事会会议每年至少召开 1 次，股份有限公司的监事会至少每 6 个月召开 1 次，监事可以提议召开临时监事会会议。监事会对所议事项的决定作成会议记录，出席会议的监事在会议记录上签字。

四是明确了董事、监事、高级管理人员的义务和责任。公司董事、监事、高级管理人员应当遵守法律、行政法规和公司章程，对公司负有忠实和勤勉义务，必须遵循诚信原则，谨慎、认真、勤勉地在其职权范围内行使职权。未经股东会同意，不得利用职务便利为自己或者他人谋取属于公司的商业机会，不得接受与公司交易的佣金。违反忠实和勤勉义务，不在职权范围内履行职责，致使公司利益受到重大损害的，承担赔偿责任；构成犯罪的，要依法追究刑事责任。

(3)健全股东合法权益和社会公共利益的保护机制，鼓励投资。《公司法》完善了股东了解公司有关事务的措施和办法；完善了股东会召集程序和议事规则；完善了有关股东诉讼的规定，防止公司股东滥用有限责任，损害公司债权人利益和社会公共利益。

(4)规范上市公司治理结构，严格上市公司及其有关人员的法律义务和责任，推进资本市场的稳定健康发展。

上市公司董事会成员中应当有 1/3 以上的独立董事。上市公司要设立董事会秘书，负责股东大会和董事会会议的筹备、记录、文件保管以及公

司股权管理，办理信息披露事务。

公司董事、监事和高级管理人员应当对定期报告等进行审查并发表意见，否则依法承担相关责任。上市公司在 1 年内购买、出售重大资产或者担保金额超过公司资产总额 30% 的，应当由股东大会作出决议，并经出席会议的股东所持表决权的 2/3 以上通过。

《公司法》明确了关联交易的概念，明确规定公司控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员及其他人不得利用其关联关系侵占公司利益。利用关联交易致使公司遭受损害的，应当承担赔偿责任。上市公司董事与董事会会议决议事项所涉及的企业有关联关系的，不得对该项决议行使表决权，也不得代理其他董事行使表决权。董事会会议由 1/2 以上无关联关系董事出席即可举行，董事会会议所作决议须经无关联关系董事过半数通过。

(5)健全公司融资制度，充分发挥资本市场对国民经济发展的推动作用。

关于公司发行新股的条件：公司要具备健全且运行良好的组织结构，具有持续盈利能力，财务状况良好，最近 3 年内财务会计文件无虚假记载，且在最近 3 年内无其他重大违法行为。

关于公司上市条件：公司股本总额降低至 3 000 万元，向社会公开发行的股份达公司总股份数的 25 % 以上；公司股本总额超过人民币 4 亿元的，其向社会公开发行的股份的比例为 10% 以上；证券监督管理机构可以另行规定其他条件。

关于公司股票上市、暂停和终止：股份有限公司申请其股票上市交易，

向证券交易所报送有关文件。证券交易所依法决定是否接受其股票上市交易。证券交易所所有权决定暂停和终止股票上市。

(6)调整公司财务会计制度，满足公司运营和监督管理的实际需要。

《公司法》取消了对公司提取公益金的强制性要求；对保障会计师事务所的独立性，发挥外部审计的监督作用作出了明确的规定。公司聘用、解聘会计师事务所必须由股东会作出决议；监事会、监事在必要时可以聘请会计师事务所协助其工作；公司应当向聘用的会计师事务所提供真实、完整的会计凭证、账册、会计报告及其他资料。

另外，《公司法》在完善公司合并、分立和公司清算制度，在保护债

权人合法权益的基础上，为资本重组与流动提供便利，强调公司的社会责任，确立有关人员的诚信准则，促进社会信用制度建设，维护市场经济秩序和社会公共利益。

(三)《中华人民共和国证券投资基金法》

《中华人民共和国证券投资基金法》(简称《证券投资基金法》)经2003年10月28日第十届全国人民代表大会常务委员会第五次会议通过，并于2004年6月1日起正式实施。

1 调整范围。《证券投资基金法》的调整范围是证券投资基金的发行、交易、管理、托管等活动，目的是保护投资人及相关当事人的合法权益，促进证券投资基金和证券市场的健康发展。

2. 主要内容。《证券投资基金法》分为12章103条，包括：总则，基金管理人，基金托管人，基金的募集，基金份额的交易，基金份额的申购与赎回，基金的运作与信息披露，基金合同的变更、终止与基金财产清算，基金份额持有人权利及其行使，监督管理，法律责任及附则。

(1)总则。主要包括：《证券投资基金法》的立法宗旨、适用范围；基金投资活动遵循的原则、运作方式；基金的财产和债务与基金当事人的关系；从业人员的资格规定；证券投资基金活动的监管以及同业协会的作用。

(2)基金管理人。主要包括：基金管理人的设立条件以及核准程序；管理人重大事项的批准程序；从业人员的准入规定；基金管理人高级管理人员的任职资格及审核程序；基金管理人的职责及禁止行为；基金管理人整顿、取消管理资格和终止基金管理人职责的规定。

(3)基金托管人。主要包括：基金托管人设立的条件及核准程序；托管人从业人员的规定；托管人的职责；托管人整顿或者取消资格的规定；托管人职责终止的规定；托管人职责终止后有关事宜的处理程序。

(4)基金的募集。主要包括：募集基金提交的文件；基金合同、招募说明书的内容；基金募集申请的核准程序；基金份额发售及宣传推介活动的规定；基金募集日期的规定；基金募集期间资金的管理以及募集期满后的验资与基金备案。

(5)基金份额的交易。主要包括：基金份额上市交易的条件；基金份额终止上市交易的情形。

(6)基金份额的申购与赎回。主要包括：开放式基金的基金份额的申购、赎回和登记；基金管理人按时支付赎回款项的例外情形；基金财产中现金或者政府债券的比例；基金份额的申购、赎回价格计算；基金份

额净值计价出现错误的处理。

(7)基金的运作与信息披露。主要内容包括：基金财产投资的证券品种、具体方式和投资比例；基金资产不得投资的情形；基金信息披露义务人披露基金信息的原则及要求；公开披露的基金信息内容；出具公开披露基金信息的中介服务机构的义务。

(8)基金合同的变更、终止与基金财产清算。主要内容包括：基金运作方式转换的要求；封闭式基金扩募或者延长合同期限的条件和核准程序；终止基金合同的情形；基金财产的清算及剩余基金财产的分配。

(9)基金份额持有人权利及其行使。主要内容包括：基金份额持有人的权利；需要召开基金份额持有人大会审议决定的事项；基金份额持有人大会的召集及公告内容；基金份额持有人大会的召开方式和表决形式；基金份额持有人大会召开的有效性以及审议事项表决通过的规定。

(10)监督管理。主要内容包括：监督管理机构的职责以及履行职责可采取的措施；证券监管机构工作人员履行调查或者检查职责的规定。

(11)法律责任。主要内容包括：基金管理人、基金托管人履行各自职责过程中违反本法规定或者基金合同约定应承担的责任；违法动用募集资金的处罚；擅自募集基金的处罚；擅自设立基金管理公司的处罚；擅自从事基金管理业务或者基金托管业务的处罚；基金管理人或基金托管人违反分别管理、分账保管、挪用基金财产的处罚；基金信息披露义务人不依法披露基金信息或者披露的信息有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的处罚，出具公开披露基金信息的专业机构违法的处罚；基金管理人或者基金托管人不按照规定召集基金份额持有人大会的处罚；基金管理人、基金托管人的专门基金托管部门的从业人员违法的处罚；证券监管机构工作人员玩忽职守、滥用职权、徇私舞弊或者利用职务上的便利索取或者收受他人财物的处罚。

(12)附则。

(四)《中华人民共和国刑法》对证券犯罪的规定

《中华人民共和国刑法》（简称《刑法》）于 1979 年 7 月 1 日第五届全国

人民代表大会第二次会议通过并实施，1997 年 3 月 14 日经第八届全国人民代表大会第五次会议修订。1999 年 12 月 25 日第九届全国人民代表大会常务委员会第十三次会议通过《中华人民共和国刑法修正案》，此后又不断以修正案的形式作了修正，2002 年 12 月 28 月公布了第四次修正案。第十届全国人民代表大会常务委员会第二十二次会议于 2006 年 6 月 29 日通过‘中华人民共和国刑法修正案（六）’。2009 年 2 月 28 日第十一届全国人民代表大会常务委员会第七次会议通过《中华人民共和国刑法修正案（七）》。《刑法》及修正案关于证券犯罪或与证券有关的主要规定有：

1 欺诈发行股票、债券罪。在招股说明书、认股书、公司、企业债券募集办法中隐瞒重要事实或者编造重大虚假内容，发行股票或者公司、企业债券，数额巨大、后果严重或者有其他严重情节的，处 5 年以下有期徒刑或者拘役，并处或者单处非法募集资金金额 1% 以上 5% 以下罚金。单位犯本款罪的，对单位判处罚金，并对其直接负责的主管人员和其他直接责任人员，处 5 年以下有期徒刑或者拘役（第一百六十条）。

2. 提供虚假财务会计报告罪。依法负有信息披露义务的公司、企业向

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，或者对依法应当披露的其他重要信息不按照规定披露，严重损害股东或者其他人员利益，或者有其他严重情节的，对其直接负责的主管人员和其他直接责任人员，处3年以下有期徒刑或者拘役，并处或者单处2万元以上20万元以下罚金（第一百六十一条）。

3 上市公司的董事、监事、高级管理人员违背对公司的忠实义务，利用职务便利，操纵上市公司从事下列行为之一，致使上市公司利益遭受重大损失的，处3年以下有期徒刑或者拘役，并处或者单处罚金；致使上市公司利益遭受特别重大损失的，处3年以上7年以下有期徒刑，并处罚金：无偿向其他单位或者个人提供资金、商品、服务或者其他资产的；以明显不公平的条件，提供或者接受资金、商品、服务或者其他资产的；向明显不具有清偿能力的单位或者个人提供资金、商品、服务或者其他资产的；为明显不具有清偿能力的单位或者个人提供担保，或者无正当理由为其他单位或者个人提供担保的；无正当理由放弃债权、承担债务的；采用其他方式损害上市公司利益的。

上市公司的控股股东或者实际控制人，指使上市公司董事、监事、高级管理人员实施前款行为的，依照前款的规定处罚。

犯前款罪的上市公司的控股股东或者实际控制人是单位的，对单位处罚金，并对其直接负责的主管人员和其他直接责任人员，依照第一款的规定处罚（第一百六十九条之一）。

4. 以欺骗手段取得银行或者其他金融机构贷款、票据承兑、信用证、保函等，给银行或者其他金融机构造成重大损失或者有其他严重情节的，处3年以下有期徒刑或者拘役，并处或者单处罚金；给银行或者其他金融机构造成特别重大损失或者有其他特别严重情节的，处3年以上7年以下有期徒刑，并处罚金。

单位犯前款罪的，对单位处罚金，并对其直接负责的主管人员和其他直接责任人员，依照前款的规定处罚（第一百七十五条之一）。

5. 非法发行股票和公司、企业债券罪。这是指未经国家有关主管部门批准，非法发行股票或者公司、企业债券，数额巨大、后果严重或者有其他严重情节的，处5年以下有期徒刑或者拘役，并处或者单处非法募集资金金额10%以上5%以下罚金。单位犯前款罪的，对单位处罚金，并对其直接负责的主管人员和其他直接责任人员处5年以下有期徒刑或者拘役（第一百七十九条）。

6. 内幕交易、泄露内幕信息罪。证券、期货交易内幕信息的知情人员或者非法获取证券、期货交易内幕信息的人员，在涉及证券的发行，证券、期货交易或者其他对证券、期货交易价格有重大影响的信息尚未公开前，买入或者卖出该证券，或者从事与该内幕信息有关的期货交易，或者泄露该信息，或者明示、暗示他人从事上述交易活动，情节严重的，处5年以下有期徒刑或者拘役，并处或者单处违法所得1倍以上5倍以下罚金；情节特别严重的，处5年以上10年以下有期徒刑，并处违法所得1倍以上5倍以下罚金。单位犯前款罪的，对单位处罚金，并对其直接负责的主管人员和其他直接责任人员，处5年以下有期徒刑或者拘役。内幕信息、知情人员的范围，依照法律、行政法规的规定确定。证券交易所、期货交易

所、证券公司、期货经纪公司、基金管理公司、商业银行、保险公司等金融机构的从业人员以及有关监管部门或者行业协会的工作人员，利用因职务便利获取的内幕信息以外的其他未公开的信息，违反规定，从事与该信息相关的证券、期货交易活动，或者明示、暗示他人从事相关交易活动，

情节严重的，依照第一款的规定处罚（第一百八十条）。

7. 编造并传播影响证券交易虚假信息罪、诱骗他人买卖证券罪。编造并且传播影响证券、期货交易的虚假信息，扰乱证券、期货交易市场，造成严重后果的，处5年以下有期徒刑或者拘役，并处或者单处1万元以上10万元以下罚金。证券交易所、期货交易所、证券公司、期货经纪公司的从业人员，证券业协会、期货业协会或者证券、期货监督管理部门的工作人员，故意提供虚假信息或者伪造、变造、销毁交易记录，诱骗投资者买卖证券、期货合约，造成严重后果的，处5年以下有期徒刑或者拘役，并处或者单处1万元以上10万元以下罚金；情节特别恶劣的，处5年以上10年以下有期徒刑，并处2万元以上20万元以下罚金。单位犯前两款罪的，对单位判处罚金，并对其直接负责的主管人员和其他直接责任人员，处5年以下有期徒刑或者拘役（第一百八十一条）。

8 操纵证券市场罪。有下列情形之一，操纵证券、期货市场，情节严重的，处5年以下有期徒刑或者拘役，并处或者单处罚金；情节特别严重的，处5年以上10年以下有期徒刑，并处罚金：单独或者合谋，集中资金优势、持股或者持仓优势或者利用信息优势联合或者连续买卖，操纵证券、期货交易价格或者证券、期货交易量的；与他人串通，以事先约定的时间、价格和方式相互进行证券、期货交易，影响证券、期货交易价格或者证券、期货交易量的；在自己实际控制的账户之间进行证券交易，或者以自己为交易对象，自买自卖期货合约，影响证券、期货交易价格或者证券、期货交易量的；以其他方法操纵证券、期货市场的。

单位犯前款罪的，对单位判处罚金，并对其直接负责的主管人员和其他直接责任人员，依照前款的规定处罚（第一百八十二条）。

9. 商业银行、证券交易所、期货交易所、证券公司、期货经纪公司、保险公司或者其他金融机构，违背受托义务，擅自运用客户资金或者其他委托、信托的财产，情节严重的，对单位判处罚金，并对其直接负责的主管人员和其他直接责任人员，处3年以下有期徒刑或者拘役，并处3万元以上30万元以下罚金；情节特别严重的，处3年以上10年以下有期徒刑，并处5万元以上50万元以下罚金。

社会保障基金管理机构、住房公积金管理机构等公众资金管理机构，以及保险公司、保险资产管理公司、证券投资基金管理公司，违反国家规

定运用资金的，对其直接负责的主管人员和其他直接责任人员，依照前款的规定处罚（第一百八十五条之一）。

10. 明知是毒品犯罪、黑社会性质的组织犯罪、恐怖活动犯罪、走私犯罪、贪污贿赂犯罪、破坏金融管理秩序犯罪、金融诈骗犯罪的所得及其产生的收益，为掩饰、隐瞒其来源和性质，有下列行为之一的，没收实施以上犯罪的所得及其产生的收益，处5年以下有期徒刑或者拘役，并处或者单处洗钱数额5%以上20%以下罚金；情节严重的，处5年以上10年以

下有期徒刑，并处洗钱数额 5 010 以上 20% 以下罚金：提供资金账户的；协助将财产转换为现金、金融票据、有价证券的；通过转账或者其他结算方式协助资金转移的；协助将资金汇往境外的；以其他方法掩饰、隐瞒犯罪所得及其收益的来源和性质的（第一百九十一条第一款）。

一、行政法规

2008 年 4 月 23 日，国务院公布《证券公司监督管理条例》（以下简称《监管条例》）和《证券公司风险处置条例》（以下简称《处置条例》）。这两个条例的公布实施，进一步完善了我国证券公司监管的法律法规体系，使证券公司的运行与监管更加规范。

（一）《证券公司监督管理条例》

《监管条例》共分 8 章 97 条，包括总则、设立与变更、组织机构、业务规则与风险控制、客户资产的保护、监督管理措施、法律责任和附则等内容。《监管条例》于 2008 年 6 月 1 日起施行。

《监管条例》的主要内容包括：

1. 总则。规定《监管条例》立法目的是加强证券公司监管，规范证券公司行为，防范证券公司风险，保护客户的合法权益和社会公共利益，促进证券业健康发展；规定证券公司合规、审慎和诚信经营义务，制约公司股东、实际控制人滥用权利，鼓励公司规范、有序创新，明确证券公司的监管体制；监管机构之间的监管合作以及与地方政府信息通报制度等。

2. 证券公司的设立与变更。《监管条例》明确规定证券公司的设立条件与基本程序，规定设立出资，对公司大股东、实际控制人的限制性规定；对公司高管人数与从业经历的规定，要求公司业务范围与经营能力相匹配；

公司变更重要事项需经监管部门批准；成为公司大股东的批准程序；证券公司合并、分立与退出市场过程中客户权益的保护；证券公司行政许可事项审批期限及登记程序等。

3 组织机构。证券公司应当建立健全组织机构，明确决策、执行、监督机构的职权。设立独立董事，独立董事不得在本证券公司担任独立董事、董事会专门委员会成员以外的职务，不得与本证券公司存在可能妨碍其作出独立、客观判断的关系；公司经营证券经纪业务、证券资产管理业务、融资融券业务和证券承销与保荐业务中两种以上业务的，其董事会应当设专门委员会行使公司章程规定的职权。薪酬与提名委员会、审计委员会的负责人由独立董事担任；公司设董事会秘书，为证券公司高级管理人员；对于证券公司设立董事会执行委员会、管理委员会等行使证券公司经营管理职权的机构，应当在公司章程中明确其名称、组成、职责和议事规则，该机构的成员为证券公司高级管理人员；证券公司设合规负责人，对证券公司经营管理行为的合法合规性进行审查、监督或者检查。证券公司董事、监事、高管人员不得无资格任职；当证券公司出现经营管理混乱、违法违规等情形时，国务院证券监督管理机构可以对其高级管理人员、境内分支机构负责人予以谴责，责令证券公司更换高级管理人员或者限制其权利。

4 业务规则与风险控制。证券公司的业务范围、公司防拉风险的一般规定及对分支机构管理的基本要求；证券账户的实名制规定；公司业务的了解客户原则与适当性原则；规定公司业务的签约程序；寄送对账单及查询信息的规定；向客户提供投资建议的规定；从业人员不得直接或间接持

股；公司应提取一般风险准备金。

对证券公司开展经纪业务，不得为客户买空卖空，明确经纪人的法律地位及代理权限、责任划分，规定经纪业务中的收费。

对自营业务，明确业务范围，要求账户实名，防止账外经营、内幕交易、操纵市场等，明确从事业务的风险控制指标。

对资产管理业务，明确客户盈亏自负，公司可以收取管理费，合同约定相关事项。从事业务不得承诺收益，必须有效隔离风险等。

对融资融券业务，明确了准入条件，规定了融资融券的业务合同和账户体系，证券公司的资金和证券来源；规定了交易中的担保、逐日盯市和强制平仓制度以及保护客户权益义务；明确交易模式。

5. 客户资产的保护。明确规定证券公司客户资产的存管、托管制度；明确证券公司客户资产属于客户，应当与证券公司、指定商业银行、资产托管机构的自有资产相互独立、分别管理；对交易信息、资金信息的寄送、查询作了具体规定。

6. 监管措施。明确证券公司应当向国务院证券监督管理机构报送年度报告、月度报告和临时报告；年度报告中的一些重要报告应当经有资格的会计师事务所审计；公司有关人员应当在年度报告、月度报告上签字，保证报告的内容真实、准确、完整；国务院证券监督管理机构有权要求证券公司以及与其有关的单位和个人在指定的期限内提供有关信息、资料；监管机构可以采取一定的方式，对证券公司进行现场检查；对违法的机构和个人除责令其限期改正外，国务院证券监督管理机构还有权采取一些强制性监管措施，如责令更换董事、监事、高级管理人员或者限制其权利；对证券公司进行临时接管，并进行全面核查；责令暂停证券公司或者其境内分支机构的部分或者全部业务、限期撤销境内分支机构等。

7. 法律责任。明确了违反本条例应承担的法律责任：聘任不具有任职资格的人员担任分支机构负责人以及不解除不具备任职资格条件的人员职务，违规从事融资融券业务，公司将客户账户供他人使用，公司诱使客户交易；公司及分支机构超范围经营，资产管理业务中违反“隔离墙”规定；公司各项业务中的违规处罚；公司未按规定为客户开立账户；公司违规持股等。资产托管机构、证券登记结算机构、商业银行的法律责任；虚假信息披露的法律责任；合规负责人、证券经纪人的法律责任；违规收费的法律责任。

8. 附则。《监管条例》规定的过渡性安排，证券公司次级债的规定，外商投资证券公司的规定；境外证券经营机构在境内经营证券业务或者设立代表处的规定。

（二）《证券公司风险处置条例》

在证券公司综合治理这样的背景下制定的《处置条例》共分7章63条，包括总则，停业整顿、托管、接管、行政重组，撤销，破产清算和重整，监督协调，法律责任，附则等内容。《处置条例》自2008年4月23日

公布之日起实施。

1 指导思想和基本原则。制定《处置条例》的指导思想是：总结近年

来证券公司风险处置过程中好的措施和成功经验，立足现实需要，同时考虑将来的发展趋势，进一步健全和完善证券公司市场退出机制，巩固证券公司综合治理的成果，促进证券市场健康稳定发展。

制定《处置条例》的基本原则是：(1)化解证券市场风险，保障证券交易正常运行，促进证券业健康发展；(2)保护投资者合法权益和社会公共利益，维护社会稳定；(3)细化、落实《证券法》、《中华人民共和国企业破产法》（以下简称《企业破产法》），完善证券公司市场退出法律制度；（” 严肃市场法纪，惩处违法违规的证券公司和责任人。

2 处置证券公司风险的具体措施。《处置条例》规定了 5 种主要的风险处置措施：停业整顿、托管、接管、行政重组和撤销。

(1)停业整顿。停业整顿是自我整改的一种处置措施。当证券公司风险控制指标不符合规定，在规定期限内未能完成整改时，中国证监会可以责令其停止部分或者全部业务进行整顿。

(2)托管、接管。托管、接管是无自我整改能力，需要借助外力进行整顿的一种处置措施。当证券公司治理混乱、管理失控，或者挪用客户资产且不能自行弥补，或者在证券交易结算中多次发生交收违约、变收违约数额较大，或者风险控制指标不符合规定、发生重大财务危机时，中国证监会按规定程序选择专业机构成立托管组，对其证券经纪等涉及客户的业务进行托管；情节严重的，中国证监会按规定程序组织专业人员成立接管组，接管该证券公司。

(3)行政重组。行政重组是出现重大风险，但财务信息真实、完整，省级人民政府或者有关方面予以支持，有可行的重组计划的证券公司，向中国证监会申请进行行政重组。在停业整顿、托管、接管过程中，符合条件的，证券公司也可以向中国证监会申请行政重组。行政重组申请须经中国证监会批准。

（” 撤销。撤销是对经停业整顿、托管、接管或者行政重组在规定期限内仍达不到正常经营条件的证券公司采取的市场退出措施。证券公司违法经营特别严重，不能清偿到期债务，需要动用证券投资者保护基金的，中国证监会可以直接撤销该证券公司。

3. 保护客户及债权人合法权益的规定。

(1)在处置证券公司风险过程中，应当保障证券经纪业务正常进行。

(2)证券投资者保护基金管理机构应当按照国家规定，收购个人债权、弥补客户的交易结算资金。

(3)行政清理组转让证券类资产应当采用招标、公开询价等公开方式，转让方案应由中国证监会批准。

(4)行政清理组清理账户的结果应当经具有证券、期货业务资格的会计师事务所审计，并报中国证监会认定。

(5)除易贬损并可能遭受损失的资产或者确为保护客户和债权人利益外，行政清理组不得转让证券类资产以外的资产。

(6)除为保护客户和债权人利益而支付的劳动报酬、社会保险等正常支出外，行政清理组不得对债务进行个别清偿。

4. 《处置条例》与《企业破产法》的衔接 0 2007 年 6 月 1 日实施的《企业破产法》第一百三十四条规定，金融机构破产可由国务院制定具体

的实施办法 D 为细化和落实《企业破产法》的这一规定,《处置条例》对证券公司破产作了具体规定。

证券公司被依法撤销、关闭时,有《企业破产法》第二条规定情形的,行政清理工作完成后,中国证监会或者其委托的行政清理组可以申请对被撤销、关闭的证券公司进行破产清算。证券公司或者其债权人提出破产清算申请,不需要动用证券投资者保护基金的,中国证监会在批准破产清算前撤销其证券业务许可,证券公司停止经营证券业务,并安置客户;需要动用证券投资者保护基金的,中国证监会对证券公司作出撤销决定,进行行政清理。

中国证监会可以直接向人民法院申请对证券公司进行重整;经中国证监会批准,证券公司或者其债权人也可以向人民法院提出重整申请。重整不成的,由人民法院裁定证券公司破产,并组织破产清算;人民法院认为需要行政清理的,按规定进行行政清理。

证券公司实施重整或者破产清算的,中国证监会可以向人民法院推荐管理人人选;证券公司实施重整的,重整计划涉及需中国证监会批准事项的,如变更业务范围、主要股东、公司形式,公司合并、分立等,应当报经中国证监会批准。

三、部门规章

(一)《证券发行与承销管理办法》

《证券发行与承销管理办法》重点规范了首次公开发行股票询价、定价以及股票配售等环节,完善了现行的询价制度。首次公开发行股票达到一定规模的,发行人及其主承销商应当在网下配售和网上发行之间建立回投机制,根据申购情况调整网下配售和网上发行的比例,从而提高公众投资者的中签率。还加强了对发行人、证券公司、证券服务机构和投资者参与证券发行行为的监管,对各参与主体违反法律、法规等行为,设定了记入诚信档案并公布、一定期间内取消其参与相关业务的资格等监管措施和行政处罚条款。

i_首次公开发行股票询价的调整和补充。首次公开发行股票,应当通过向询价对象询价的方式确定股票发行价格。对在深圳证券交易所中小企业板上市的公司,规定可以通过初步询价直接定价,在主板市场上市的公司必须经过初步询价和累计投标询价两个阶段定价,不再强制所有公司都要经过两个询价阶段。对目前网下累计投标与网上申购分步进行的机制进行调整,规定网下申购与网上申购同步进行。网下申购与网上申购同时进行,还使参与网下申购的机构资金不能重复进行网上申购。改变目前机构资金可以在网下、网上重复使用的情况,一定程度上解决了市场关注的公平性问题。

所有询价对象均可自主选择是否参与初步询价,主承销商不得拒绝询价对象参与初步询价;只有参与初步询价的询价对象才能参与网下申购。如果在初步询价阶段参与报价的询价对象不足 20 家,发行 4 亿股以上的、参与报价的询价对象不足 50 家,发行人不得定价并应中止发行。这有利于增强定价的代表性,有利于加强市场对发行人的约束。首次公开发行股票的公司发行规模在 4 亿股以上的,可以向战略投资者配售股票,可以采用超额配售选择权(绿鞋)机制。

主承销商应当在询价时向询价对象提供投资价值研究报告。投资价值研究报告应当由承销商的研究人员独立撰写并署名，承销商不得提供承销团以外的机构撰写的投资价值研究报告。出具投资价值研究报告的承销商应当建立完善的投资价值研究报告质量控制制度，撰写投资价值研究报告

的人员应当遵守证券公司内部控制制度。发行人、主承销商和询价对象不得以任何形式公开披露投资价值研究报告的内容。

2. 对证券发售的规定。首次公开发行股票数量在 4 亿股以上的，可以向战略投资者配售股票。发行人及其主承销商应当在发行公告中披露战略投资者的选择标准、向战略投资者配售的股票总量、占本次发行股票的比例，以及持有期限限制等。战略投资者不得参与首次公开发行股票的初步询价和累计投标询价，并应当承诺获得本次配售的股票持有期限不少于 12 个月。

发行人及其主承销商应当向参与网下配售的询价对象配售股票。公开发行股票数量少于 4 亿股的，配售数量不超过本次发行总量的 20%；公开发行股票数量在 4 亿股以上的，配售数量不超过向战略投资者配售后剩余发行数量的 50%。

询价对象应当为其管理的股票配售对象分别指定资金账户和证券账户，专门用于累计投标询价和网下配售。

发行人及其主承销商通过累计投标询价确定发行价格的，当发行价格以上的有效申购总量大于网下配售数量时，应当对发行价格以上的全部有效申购进行同比例配售；初步询价后定价发行的，当网下有效申购总量大于网下配售数量时，应当对全部有效申购进行同比例配售。

首次公开发行股票达到一定规模的，发行人及其主承销商应当在网下配售和网上发行之间建立回拨机制，根据申购情况调整网下配售和网上发行的比例。

（二）《证券公司融资融券业务试点管理办法》

为了规范证券公司向客户出借资金供其买入上市证券或者出借上市证券供其卖出，中国证监会根据审慎监管的原则，制定了《证券公司融资融券业务试点管理办法》和相应的业务指引。《证券公司融资融券业务试点管理办法》分总则、业务许可、业务规则、债权担保、权益处理、监督管理和附则共 7 章 48 条。

1. 证券公司申请融资融券业务试点的条件。

(1) 经营证券经纪业务已满 3 年的创新试点类证券公司。

(2) 公司治理健全，内部控制有效，能有效识别、控制和防范业务经

营风险和内部管理风险。

(3) 公司及其董事、监事、高级管理人员最近两年内未因违法违规经营受到行政处罚和刑事处罚，且不存在因涉嫌违法违规正被中国证监会立案调查或者正处于整改期间。

(4) 财务状况良好，最近两年各项风险控制指标持续符合规定，最近 6 个月净资本均在 12 亿元以上。

(5) 客户资产安全、完整，客户交易结算资金已实现第三方存管。

(6) 对交易、清算、客户账户和风险监控集中管理，对历史遗留的不

规范账户已设定标识并集中监控。

(7)已制订切实可行的融资融券业务试点实施方案和内部管理制度，具备开展融资融券业务试点所需的专业人员、技术系统、资金和证券。

2 业务规则。

(1)证券公司以自己的名义在证券登记结算机构分别开立融券专用证券账户、客户信用交易担保证券账户、信用交易证券交收账户和信用交易资金交收账户。

(2)证券公司以自己的名义在商业银行分别开立融资专用资金账户和客户信用交易担保资金账户。

(3)证券公司在向客户融资融券前，应当办理客户征信，了解客户的身份、财产与收入状况、证券投资经验和风险偏好，并以书面和电子方式予以记载、保存；同时与客户签订载有中国证券业协会规定的必备条款的融资融券合同。客户只能与一家证券公司签订融资融券合同，向一家证券公司融入资金和证券，客户只能开立一个信用资金账户。

(4)证券公司向客户融资，只能使用融资专用资金账户内的资金；向客户融券，只能使用融券专用证券账户内的证券。

(5)客户融资买入证券的，应当以卖券还款或者直接还款的方式偿还向证券公司融入的资金；客户融券卖出的，应当以买券还券或者直接还券的方式偿还向证券公司融入的证券。

(6)客户融资买入或者融券卖出的证券暂停交易，且交易恢复日在融资融券债务到期日之后的，融资融券的期限顺延。融资融券合同另有约定的，从其约定。

(1)客户融资买入或者融券卖出的证券预定终止交易，且最后交易日

在融资融券债务到期日之前的，融资融券的期限缩短至最后交易日的前一交易日。融资融券合同另有约定的，从其约定。

3. 债权担保 a

(1)证券公司向客户融资融券，应当向客户收取一定比例的保证金。保证金可以证券冲抵。

(2)证券公司应当将收取的保证金以及客户融资买入的全部证券和融券卖出所得全部价款，分别存放在客户信用交易担保证券账户和客户信用交易担保资金账户，作为对该客户融资融券所生债权的担保物。

(3)证券公司应当逐日计算客户交存的担保物价值与其所欠债务的比例。当该比例低于最低维持担保比例时，应当通知客户在一定的期限内补缴差额。客户未能按期缴足差额或者到期未偿还债务的，证券公司应当立即按照约定处分其担保物。

(4)客户交存的担保物价值与其债务的比例超过证券交易所规定水平的，客户可以按照证券交易所的规定和融资融券合同的约定，提取担保物。

(5)司法机关依法对客户信用证券账户或者信用资金账户记载的权益采取财产保全或者强制执行措施的，证券公司应当处分担保物，实现因向客户融资融券所生债权，并协助司法机关执行。

4. 权益处理。

(1)证券登记结算机构依据证券公司客户信用交易担保证券账户内的记录，确认证券公司受托持有证券的事实，并以证券公司为名义持有人，

登记于证券持有人名册。

(2)对客户信用交易担保证券账户记录的证券，由证券公司以自己的名义，为客户的利益，行使对证券发行人的权利。证券公司行使对证券发行人的权利，应当事先征求客户的意见，并按照其意见办理。

(3)证券登记结算机构受证券发行人委托以证券或现金形式分派投资收益的，应当将分派的证券记录在证券公司客户信用交易担保证券账户内，‘将分派的资金划入证券公司信用交易资金交收账户，并通知商业银行对客户信用资金账户的明细数据进行变更。

(4)证券公司通过客户信用交易担保证券账户持有的股票不计入其自有股票，证券公司无须因该账户内股票数量的变动而履行相应的信息报告、披露或者要约收购义务。

5 监督管理。

(1)证券交易所应当按照业务规则，采取措施，对融资融券交易的指令进行前端检查，对买卖证券的种类、融券卖出的价格等违反规定的交易指令予以拒绝。融资融券交易活动出现异常，已经或者可能危及市场稳定，有必要暂停交易的，证券交易所应当按照业务规则的规定，暂停全部或者部分证券的融资融券交易并公告。

(2)证券登记结算机构应当按照业务规则，对与融资融券交易有关的证券划转和证券公司信用交易资金交收账户内的资金划转情况进行监督。

(3)负责客户信用资金存管的商业银行应当按照客户信用资金存管协议的约定，对证券公司违反规定的资金划拨指令予以拒绝；发现异常情况的，应当要求证券公司作出说明，并向中国证监会及该公司注册地证监会派出机构报告。

(4)证券公司应当按照证券交易所的规定，在每日收市后向其报告当日客户融资融券交易的有关信息。

(三)《证券市场禁入规定》

为了维护证券市场秩序，保护投资者合法权益和社会公众利益，促进证券市场健康稳定发展，中国证监会根据《证券法》等法律、行政法规制定《证券市场禁入规定》。《证券市场禁入规定》共 13 条，2006 年 3 月 7 日中国证监会第一百七十三次主席办公会议审议通过，自 2006 年 7 月 10 日起施行。

1 基本原则。中国证监会对违反法律、行政法规或者中国证监会有关规定的有关责任人员，根据情节严重的程度，采取证券市场禁入措施。行政处罚以事实为依据，遵循公开、公平、公正的原则。被中国证监会采取证券市场禁入措施的人员，中国证监会将通过中国证监会网站或指定媒体向社会公布，并记入被认定为证券市场禁入者的诚信档案。

2 适用的范围。违反法律、行政法规或者中国证监会有关规定，情节严重的下列人员，中国证监会可以根据情节严重的程度，采取证券市场禁入措施：(1)发行人、上市公司的董事、监事、高级管理人员，其他信息披露义务人或者其他信息披露义务人的董事、监事、高级管理人员；(2)发行人、上市公司的控股股东、实际控制人或者发行人、上市公司控

股股东、实际控制人的董事、监事、高级管理人员； (3)证券公司的董

事、监事、高级管理人员及其内设业务部门负责人、分支机构负责人或者其他证券从业人员；(4)证券公司的控股股东、实际控制人或者证券公司控股股东、实际控制人的董事、监事、高级管理人员；(5)证券服务机构的董事、监事、高级管理人员等从事证券服务业务的人员和证券服务机构的实际控制人或者证券服务机构实际控制人的董事、监事、高级管理人员；(6)证券投资基金管理人、证券投资基金托管人的董事、监事、高级管理人员及其内设业务部门、分支机构负责人或者其他证券投资基金从业人员；(7)中国证监会认定的其他违反法律、行政法规或者中国证监会有关规定的有关责任人员。

共同违反法律、行政法规或者中国证监会有关规定，需要采取证券市场禁入措施的，对负次要责任的人员，可以比照应负主要责任的人员，适当从轻、减轻或者免于采取证券市场禁入措施。

3. 市场禁入措施的类型。违反法律、行政法规或者中国证监会有关规定，情节严重的，可以对有关责任人员采取3—5年的证券市场禁入措施；行为恶劣、严重扰乱证券市场秩序、严重损害投资者利益或者在重大违法活动中起主要作用等情节较为严重的，可纵对有关责任人员采取5—10年的证券市场禁入措施；有下列情形之一的，可以对有关责任人员采取终身的证券市场禁入措施：(1)严重违反法律、行政法规或者中国证监会有关规定，构成犯罪的；(2)违反法律、行政法规或者中国证监会有关规定，行为特别恶劣，严重扰乱证券市场秩序并造成严重社会影响，或者致使投资者利益遭受特别严重损害的；(3)组织、策划、领导或者实施重大违反法律、行政法规或者中国证监会有关规定的活动的；(4)其他违反法律、行政法规或者中国证监会有关规定，情节特别严重的。

违反法律、行政法规或者中国证监会有关规定，情节严重的，可以单独对有关责任人员采取证券市场禁入措施，或者一并依法进行行政处罚；涉嫌犯罪的，依法移送公安机关、人民检察院，并可同时采取证券市场禁入措施。

有下列情形之一的，可以对有关责任人员从轻、减轻或者免于采取证券市场禁入措施：(1)主动消除或者减轻违法行为危害后果的；(2)配合查处违法行为有立功表现的；(3)受他人指使、胁迫有违法行为，且能主

动交待违法行为的；(4)其他可以从轻、减轻或者免于采取证券市场禁入措施的。

4 相关规定。中国证监会采取证券市场禁入措施前，应当告知当事人采取证券市场禁入措施的事实、理由及依据，并告知当事人有陈述、申辩和要求举行听证的权利。

被采取证券市场禁入措施的人员，应当在收到中国证监会作出的证券市场禁入决定后，立即停止从事证券业务或者停止履行上市公司董事、监事、高级管理人员职务，并由其所在机构按规定的程序解除其敕禁止担任的职务。

被中国证监会采取证券市场禁入措施的人员，在禁入期间内，除不得继续在原机构从事证券业务或者担任原上市公司董事、监事、高级管理人员职务外，也不得在其他任何机构中从事证券业务或者担任其他上市公司董事、监事、高级管理人员职务。

第二节证券市场的行政监管

q_-L

为了有效防范和化解证券市场风险，促进证券市场健康发展，各国都致力于建立全国统一的证券市场体系 and 与之相适应的集中统一的监管体制，把营造公开、公平、公正的市场环境和保护投资者利益作为市场监管的主要任务。我国及时总结证券市场发展的经验教训，确立了指导证券市场健康发展的“法制、监管、自律、规范”的八字方针，初步形成了有中国特色的集中统一的监管体系。

一、证券市场监管的意义和原则

（一）证券市场监管的意义

所谓证券市场监管，是指证券管理机关运用法律的、经济的以及必要的行政手段，对证券的募集、发行、交易等行为以及证券投资中介机构的行为进行监督与管理。证券市场监管是一国宏观经济监督体系中不可缺少的组成部分，对证券市场的健康发展意义重大。

1. 加强证券市场监管是保障广大投资者权益的需要。投资者是证券市场的重要参与者，他们参与证券交易、承担投资风险是以获取收益为前提的。为保护投资者的合法权益，必须坚持“公开、公平、公正”的原则，加强对证券市场的监管。只有这样，才便于投资者充分了解证券发行人的资信、证券的价值和风险状况，从而使投资者能够比较正确地选择投资对象。

2. 加强证券市场监管是维护市场良好秩序的需要。为保证证券发行和交易的顺利进行，一方面国家要通过立法手段，允许一些金融机构、中介机构和个人在国家政策法规许可的范围内买卖证券并取得合法收益；另一方面，在现有的经济基础和条件下，市场也存在着蓄意欺诈、垄断行市、操纵交易和哄抬股价等多种弊端。为此，必须对证券市场活动进行监督检查，对非法证券交易活动进行严厉查处，以保护正当交易，维护证券市场的正常秩序。

3. 加强证券市场监管是发展和完善证券市场体系的需要。完善的市场体系能促进证券市场筹资和融资功能的发挥，有利于稳定证券市场，增强社会投资信心，促进资本合理流动，从而推动金融业、商业和其他行业以及社会福利事业的顺利发展。

4. 准确和全面的信息是证券市场参与者进行发行和交易决策的重要依据。一个发达、高效的证券市场也必定是一个信息灵敏的市场，它既要有现代化的信息通讯设备系统，又必须有组织严密的科学的信息网络机构；既要有收集、分析、预测和交换信息的制度与技术，又要有与之相适应的、高质量的信息管理人才，而这些都只有通过相关的统一组织管理才能实现。

（二）证券市场监管的原则

1. 依法监管原则。依法治国是我国在总结新中国成立以来若干经验教训基础上形成的共识，是我国在建设现代化、民主化国家进程中最重要公共管理原则，中国证券市场形成发展的历史也充分说明了依法监管的重要性。依法监管首先要求“有法可依”，从目前情况看，我国的证券法律法规体系正逐步健全，但还需要进一步制定相关细则；其次，依法监管还要求“有法必依”，加强对证券市场违法违规行为的查处力度，维护证券市

场的正常秩序。

2 保护投资者利益原则。投资者保护不仅关系到资本市场的规范和发展，而且也关系到整个经济的稳定增长。投资者，尤其是中小投资者，由于信息不对称、持股比例小，相对于控股股东和公司管理层处于弱势地位等原因，需要重点保护。投资者的权益受到保护，投资者对市场就有信心，入市的资金和人数也会相应增加。从资本市场的发展历程来看，保护投资者利益，让投资者树立信心，是培育和发展市场的重要环节，是证券监管机构的首要任务和宗旨。国际研究表明，一国或地区投资者保护得越好，资本市场就越发达，抵抗金融风险的能力就越强，对经济增长的促进作用也就越大。投资者保护不仅在我国有很强的现实性，同时也是全球的一个共性问题，即使在成熟市场上，侵害中小投资者利益的事件也时有发生。因此，严厉打击损害中小投资者利益的行为，全力维护市场的“三公”，是各国证券监管的首要任务。

3 “三公”原则。

(1)公开原则。这一原则要求证券市场具有充分的透明度，要实现市场信息的公开化。信息披露的主体不仅包括证券发行人、证券交易者，还包括证券监管者；要保障市场的透明度，除了证券发行人需要对影响证券价格的公司情况作出公开的详细说明外，监管者还应当公开有关监管程序、监管身份、对证券市场违规处罚的规定等。

(2)公平原则。这一原则要求证券市场不存在歧视，参与市场的主体具有完全平等的权利。具体而言，无论是投资者还是筹资者，是机构投资者还是个人投资者，也无论其投资规模与筹资规模的大小，只要是市场主体，则在进入与退出市场、投资机会、享受服务、获取信息等方面都享有完全平等的权利。

(3)公正原则。这一原则要求证券监管部门在公开、公平原则的基础上，对一切被监管对象给予公正待遇。根据公正原则，证券立法机构应当制定体现公平精神的法律、法规和政策；证券监管机构应当根据法律授予的权限履行监管职责，以法律为依据，对一切证券市场参与者给予公正的待遇；对证券违法行为的处罚及对证券纠纷事件和争议的处理，都应当公平进行。

4 监督与自律相结合的原则。这一原则是指在加强政府、证券监管机构对证券市场监管的同时，也要加强从业者的自我约束、自我教育和自我管理。

国家对证券市场的监管是证券市场健康发展的保证，而证券从业者的自我管理是证券市场正常运行的基础。国家监督与自我管理相结合的原则是世界各国共同奉行的原则。

一、证券市场监管的目标和手段

(一) 证券市场监管的目标

证券市场监管的目标在于：运用和发挥证券市场机制的积极作用，限制其消极作用；保护投资者合法权益，保障合法的证券交易活动，监督证券中介机构依法经营；防止人为操纵、欺诈等不法行为，维持证券市场的正常秩序；根据国家宏观经济管理的需要，运用灵活多样的方式，调控证券发行与证券交易规模，引导投资方向，使之与经济发展相适应。国际证

监会公布了证券监管的3个目标：一是保护投资者；二是保证证券市场的公平、效率和透明；三是降低系统性风险。

保护投资者合法权益是证券监管工作的首要目标。深入开展投资者教育工作，是保护投资者合法权益的重要环节，是证券行业的一项基础工作。我国资本市场的投资者教育工作与市场发展状况、投资者队伍不断壮大的实际需要相比尚有相当大的差距，一些市场中介机构对投资者教育工作认识不深，重视不够，投入不足，重客户开发、轻客户风险评估，重业务规模、轻风险揭示，重投资推介、轻基本知识普及，重形式、轻实质内容等问题还比较突出。投资者教育工作的重点是向投资者充分揭示风险和真实、准确、完整、及时地披露信息。

证券公司应当按照监管要求和自律性组织的自律规则，制定投资者教育计划、工作制度和流程，明确投资者教育的内容、形式，做好投资者园地的建设工作。投资者园地要重点突出证券法规宣传、证券知识普及和风险揭示等内容，要设立信息公示专栏，公告本公司基本信息和获取公司财务报告的详细途径。证券公司投资者教育和风险揭示工作必须有机融入证券公司的各项业务流程，具体体现在客户服务体系的各个环节。应当通过公司网站、交易委托系统、客服中心等多种渠道，综合运用电视、报刊、网络、宣传材料、户外广告、培训等手段进行投资者教育工作。在向客户提供交易服务和交易产品时，要严格执行开户程序的规定，确保账户资料真实、准确、完整，资产权属清晰，同时要有针对性地做好各类投资者尤

其是新人市的中小投资者的风险承担能力的评估工作，教育投资者树立正确的投资理念，坚决杜绝开户中的弄虚作假现象。要让投资者理解并始终牢记“股市有风险，入市须谨慎”的投资准则，防止不顾一切、盲目投资的非理性行为。

投资咨询公司要客观公正提供专业咨询服务并承担相应责任，引导投资者树立理性投资意识。

上市公司要按照分阶段披露的原则披露重大事项，做到及时披露、及时停牌、及时复牌。要严格执行相关规定，决不允许募集资金进入二级市场。在股价异常变动时，上市公司应及时、准确、公平地发布临时报告，澄清事实并提醒投资者注意风险，使投资者特别是中小投资者了解上市公司的情况，行使知情权。

各证券交易所和登记结算公司要加强对上市公司股价异动的监测和分析，建立对股价异动和信息披露的联动监管快速反应机制，督促上市公司及时披露重大敏感信息。

中国证券业协会要积极发挥行业自律职能，出台投资者教育的工作方案和工作指引，做好对会员投资者教育工作的检查、督促和评估。

（二）证券市场监管的手段

1. 法律手段。这一手段是通过建立完善的证券法律、法规体系和严格执法来实现的。这是证券市场监管部门的主要手段，具有较强的威慑力和约束力。

2 经济手段。这一手段是通过运用利率政策、公开市场业务、信贷政策、税收政策等经济手段，对证券市场进行干预。这种手段相对比较缓慢，但调节过程可能较慢，存在时滞。

3. 行政手段。这一手段是通过制定计划、政策等对证券市场进行行政性的干预。这种手段比较直接，但运用不当可能违背市场规律，无法发挥作用甚至遭到惩罚。一般多在证券市场发展初期，法制尚不健全、市场机制尚未理顺或遇突发性事件时使用。

三、证券市场监管机构

我国证券市场经过近 20 年的发展，逐步形成了五位一体的监管体系

即国务院证券监督管理机构、国务院证券监督管理机构的派出机构、证券交易所、行业协会和证券投资者保护基金公司为一体的监管体系和自律管理体系。

（一）国务院证券监督管理机构

我国证券市场监管机构是国务院证券监督管理机构。国务院证券监督管理机构依法对证券市场实行监督管理，维护证券市场秩序，保障其合法运行。国务院证券监督管理机构由中国证券监督管理委员会及其派出机构组成。

1. 中国证券监督管理委员会。中国证券监督管理委员会（简称“中国证监会”）是国务院直属机构，是全国证券、期货市场的主管部门，按照国务院授权履行行政管理职能，依照相关法律、法规对全国证券、期货市场实行集中统一监管，维护证券市场秩序，保障其合法运行。中国证监会成立于 1992 年 10 月。目前设有发行监管部、市场监管部、上市公司监管部、机构监管部、证券公司风险处置办公室、基金监管部、期货监管部、非上市公众公司监管部、法律部、稽查局、会计部、国际合作部等职能部门，并在全国各地设 36 个派出机构。

2. 中国证监会派出机构。中国证监会在上海、深圳等地设立 9 个稽查局，在各省、自治区、直辖市、计划单列市共设立 36 个证监局。其主要职责是：认真贯彻、执行国家有关法律、法规和方针、政策，依据中国证监会的授权对辖区内的上市公司，证券、期货经营机构，证券、期货投资咨询机构和从事证券业务的律师事务所、会计师事务所、资产评估机构等中介机构的证券业务活动进行监督管理；依法查处辖区内前述监管范围的违法、违规案件，调解证券、期货业务纠纷和争议，以及中国证监会授予的其他职责。

（二）国务院证券监督管理机构的职责和权限

1. 中国证监会的职责。中国证监会依据《证券法》在对证券市场实施监督管理中可以履行下列职责：(1)依法制定有关证券市场监督管理的规章、规则，并依法行使审批或者核准权；(2)依法对证券的发行、上市、交易、登记、存管、结算进行监督管理；(3)依法对证券发行人、上市公

司、证券公司、证券投资基金管理公司、证券服务机构、证券交易所、证券登记结算机构的证券业务活动进行监督管理；(4)依法制定从事证券业务人员的资格标准和行为准则，并监督实施；(5)依法监督检查证券发行、上市和交易的信息公开情况；(6)依法对中国证券业协会的活动进行指导和监督；(7)依法对违反证券市场监督管理法律、行政法规的行为进行查处；(8)法律、行政法规规定的其他职责。

国务院证券监督管理机构可以和其他国家或者地区的证券监督管理机

构建监督管理合作机制，实施跨境监督管理。

中国证监会内设相应的职能管理部门，履行上述职责。具体分工如下：

发行监管部承担的职能是：草拟境内企业在境内发行证券的规则、实施细则；审核境内企业在境内发行证券的申报材料并监管其发行活动；审核保荐人和保荐代表人的资格并监管其保荐业务；审核企业债券的上市申报材料。

市场监管部的主要职责是：拟订通过证券交易所进行的证券交易、结算、登记、托管的规则、实施细则；审核证券交易所及证券登记、托管、结算机构的设立、章程、业务规则，并监管其业务活动；审核证券交易所的上市品种；组织实施证券交易与结算风险管理；会同有关部门管理证券市场基金；收集、鉴理、分析证券市场基础统计资料；分析境内外证券交易行情；监管境内证券市场的信息传播活动；协调指导证券市场交易违规行为监控工作。

机构监管部的主要职责是：拟订监管证券经营机构、证券投资咨询机构、证券资信评级机构的规则、实施细则；审核各类证券经营机构的设立，核准其证券业务范围，监管其业务活动并组织处置重大风险事件；审核证券投资咨询机构、证券资信评级机构从事证券业务的资格并监督其业务活动；审核证券经营机构高级管理人员的任职资格并监督其业务活动；审核境内证券经营机构在境外设立从事证券业务的机构；审核境外机构在境内设立从事证券业务的机构并监管其业务活动。

证券公司风险处置办公室的主要职责是：组织研究、草拟证券公司风险监控、处置和重组的政策法规和工作方案，研究解决风险处置中遇到的复杂疑难问题；指导、协调、监督、组织实施高风险证券公司的风险监控与重组工作；拟订证券公司风险处置方案，组织上海、深圳专员办、派出

机构及有关中介机构参与证券公司风险处置工作；就重大事项协调有关部委、司法机关和地方政府解决风险处置中的有关政策问题及执行问题；制定、修改、维护和监督执行高风险证券公司监控、处置及重组的工作规则和流程，强化工作的合规性，维护政策的严肃性，提高运行效率，严格工作纪律。

基金监管部的主要职责是：草拟监管证券投资基金的规则、实施细则；审核证券投资基金、证券投资基金管理公司的设立，监管证券投资基金管理公司的业务活动；与有关部门共同审批证券投资基金托管机构的基金托管业务资格，并监管其基金托管业务；监管证券投资基金的销售和运作；合格境外机构投资者(QFII)的审批及监管，境外资产管理机构在华设立代表处的审批。负责拟订托管银行业务规则并实施监管，负责基金信息披露、基金投资与交易行为监管；负责拟订基金产品的业务规则并实施监管；负责拟订合格境外机构投资者(QFII)、基金管理公司合格境内机构投资者(QDII)等国际业务规则并实施监管；负责拟订基金销售的业务规则并实施监管。

期货监管部的主要职责是：草拟监管期货市场的规则和实施细则；审核期货交易所的设立、章程、业务规则、上市期货合约并监管其业务活动；审核期货经营机构、期货清算机构、期货投资咨询机构的设立及从事期货业务的资格并监管其业务活动；审核期货经营机构、期货清算机构、期货

投资咨询机构高级管理人员的任职资格并监管其业务活动；分析境内期货交易行情，研究境内外期货市场；审核境内机构从事境外期货业务的资格并监督其境外期货业务活动。

非上市公众公司监管部的职责是：拟订股份有限公司公开发行不上市股票的规则、实施细则；审核股份有限公司公开发行不上市股票的申报材料并监管其发行活动；核准以公开募集方式设立股份有限公司的申请；拟订公开发行不上市股份有限公司的信息披露规则、实施细则并对信息披露情况进行监管；负责非法发行证券和非法证券经营活动的认定、查处及相关组织协调工作等。

稽查局的职责是：拟订有关证券、期货市场欺诈发行证券、虚假陈述、操纵市场、内幕交易等违法违规案件调查的规则和实施细则；组织、督促、协调、指导调查证券、期货市场欺诈发行证券、虚假陈述、操纵市场、内

幕交易等违法违规案件；组织境外监管合作案件的协查和境内证券、期货市场涉外违法违规案件的调查；组织监督证券、期货业反洗钱工作。

法律部的职责是：草拟证券、期货市场的法律、法规、规章及其实施细则，审核会内各部门草拟的规章；对监管中遇到的法律问题提供咨询，在授权范围内对有关法律、法规、规章进行解释；审查与境外监管机构签署的合作文件及向境外监管机构提供的法律协助文件；监督、协调有关法律、法规、规章的执行；负责有关法律、法规、规章的宣传教育；组织办理涉及中国证监会的行政复议案件、行政诉讼案件、国家赔偿案件和其他诉讼案件；对律师及其事务所从事证券、期货的中介业务活动进行监督；负责查封冻结措施的审查、边控管理、司法执行协助、调查取证配合；负责资本市场的诚信建设工作；负责组织、指导全系统的法制调研工作等。

行政处罚委员会的主要职责是：草拟行政处罚案件审理、听证等工作的规则和实施细则；行政处罚案件的审理、听证工作，对行政处罚案件提出处罚建议；全系统行政处罚工作的调查研究、监督指导；重大行政处罚案件的执法协调；根据规定开展与行政处罚工作有关的国际合作交流活动。

2 中国证监会有权采取的措施。中国证监会在履行以上职责时，有权采取下列措施：

(1)对证券发行人、上市公司、证券公司、证券投资基金管理公司、证券服务机构、证券交易所、证券登记结算机构进行现场检查。

(2)进入涉嫌违法行为发生场所调查取证。

(3)询问当事人和与被调查事件有关的单位和个人，要求其对与被调查事件有关的事项作出说明。

(4)查阅、复制与被调查事件有关的财产权登记、通讯记录等资料。

(5)查阅、复制当事人和与被调查事件有关的单位和个人的证券交易记录、登记过户记录、财务会计资料及其他相关文件和资料；对可能被转移、隐匿或者毁损的文件和资料，可以予以封存。

(6)查询当事人和与被调查事件有关的单位和个人的资金账户、证券账户和银行账户；对有证据证明已经或者可能转移或者隐匿违法资金、证券等涉案财产或者隐匿、伪造、毁损重要证据的，经国务院证券监督管理机构主要负责人批准，可以冻结或者查封。

(7)在调查操纵证券市场、内幕交易等重大证券违法行为时，经国务

院证券监督管理机构主要负责人批准，可以限制被调查事件当事人的证券买卖，但限制的期限不得超过 15 个交易日；案情复杂的，可以延长 15 个交易日。

四、证券市场监管的重点内容

（一）对证券发行上市的监管

1. 证券发行核准制。证券发行上市监管的核心是发行决定权的归属，我国目前对证券发行实行的是核准制。核准制是指发行人申请发行证券，不仅要公开披露与发行证券有关的信息，符合《公司法》和《证券法》所规定的条件，而且要求发行人将发行申请报请证券监管部门决定的审核制度。

推行核准制的重要基础是中介机构尽职尽责。实行强制性信息披露和合规性审核，需要证券专营机构、律师事务所和会计师事务所等中介机构加强自律性约束，强化市场主体的诚信责任。证券发行监管以强制性信息披露为中心，完善“事前问责、依法披露和事后追究”的监管制度，增强信息披露的准确性和完整性；同时加大对证券发行和持续信息披露中违法违规行为的打击力度。

2. 信息披露制度。

(1)信息披露的意义。制定证券发行信息披露制度的目的是通过充分公开、公正的制度来保护公众投资者，使其免受欺诈和不法操纵行为的损害。各国均以强制方式要求信息披露。信息披露的意义在于：

①有利于价值判断。从投资者角度看，投资获利是投资的主要目的，要从种类繁多的有价证券中选择最有利的投资机会，投资者必须对发行公司的资信、财力及其公司的营运状况有充分了解。投资者只有取得有关发行人真实、完整、准确的信息，才能合理地作出投资决策。

②防止信息滥用。公平的证券市场是投资者都有均等获得信息的权利和投资获益机会的市场。证券的发行是公司股权或债权转移的过程，也是风险分散化的过程。如果没有信息公开制度，发行人可能散布虚假信息、隐匿真实信息、滥用信息操纵市场，或以其他方式欺骗投资者而转嫁风险，使得证券市场无法显示证券的真正价值。

③有利于监督经营管理。信息公开包括公司财务信息的公开。以企业

E==：一

第八章证券市场法律制度与监管 325

会计准则约束企业会计核算，有利于发行公司的管理规范化。信息公开制度的实施，还可以扩大发行公司的社会影响，提高其知名度。

@防止不正当竞业。在公司制度的演化过程中，逐渐实现了所有权与经营权的分离。为保证经营权的合理行使，维护股东和公司债权人的利益，一些国家的公司法规定董事负有勤勉义务、忠实义务和竞业禁止义务。这是由于董事从事竞业行为时可能夺取公司的交易机会，牺牲公司利益，或者利用职务上的便利，对公司造成损害。因此，以法律形式规定董事承担竞业禁止义务，公开与公司有关的信息，成为维护公司和股东权益的重要手段之一。

⑤提高证券市场效率。信息公开是提高证券市场效率的关键因素。证

券发行与证券投资是实现社会资源配置的过程，这一过程主要依靠市场机制进行调节。证券的发行，包括发行时间、发行品种、发行数量等，主要取决于发行人的业绩和成长前景、市场的需求及投资者的投资能力。

(2)信息披露的基本要求。

①全面性。这一要求是指信息披露义务人应当充分披露可能影响投资者投资判断的有关资料，不得有任何隐瞒或重大遗漏。

②真实性。这一要求是指信息披露义务人公开的信息资料应当准确、真实，不得有虚假记载、误导或欺骗。

③时效性。这一要求是指向公众投资者公开的信息应当具有最新性、及时性。公开资料反映的公司状态应为公司的现实状况，公开资料交付的时间不得超过法定期限。

(3)证券发行与上市的信息公开制度。

①证券发行信息的公开。我国《证券法》第二十五条规定：“证券发行申请经核准，发行人应当依照法律、行政法规的规定，在证券公开发行前，公告公开发行募集文件，并将该文件置备于指定场所供公众查阅。发行证券的信息依法公开前，任何知情人不得公开或者泄露该信息。”第三十一条规定：“证券公司承销证券，应当对公开发行募集文件的真实性、准确性、完整性进行核查；发现含有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的，不得进行销售活动；已经销售的，必须立即停止销售活动，并采取纠正措施。”

②证券上市信息的公开。我国《证券法》第五十三条规定：“股票上

市交易申请经证券交易所审核同意后，签订上市协议的公司应当在规定的期限内公告股票上市的有关文件，并将该文件置备于指定场所供公众查阅。”第五十四条规定：“签订上市协议的公司除公告前条规定的文件外，还应当公告下列事项：（一）股票获准在证券交易所交易的日期；（二）持有公司股份最多的前十名股东的名单和持股数额；（三）公司的实际控制人；（四）董事、监事、高级管理人员的姓名及其持有本公司股票和债券的情况。”第五十九条规定：“公司债券上市交易申请经证券交易所审核同意后，签订上市协议的公司应当在规定的期限内公告公司债券上市文件及有关文件，并将申请文件置备于指定场所供公众查阅。”

(4)持续信息公开制度。我国《证券法》第六十六条规定：“上市公司和公司债券上市交易的公司，应当在每一会计年度结束之日起四个月内，向国务院证券监督管理机构和证券交易所报送记载以下内容的年度报告，并予公告：（一）公司概况；（二）公司财务会计报告和经营情况；（三）董事、监事、高级管理人员简介及其持股情况；（四）已发行的股票、公司债券情况，包括持有公司股份最多的前十名股东名单和持股数额；（五）公司的实际控制人；（六）国务院证券监督管理机构规定的其他事项。”

第六十五条规定：“上市公司和公司债券上市交易的公司，应当在每一会计年度的上半年结束之日起二个月内，向国务院证券监督管理机构和证券交易所报送记载以下内容的中期报告，并予公告：（一）公司财务会计报告和经营情况；（二）涉及公司的重大诉讼事项；（三）已发行的股票、公司债券变动情况；（四）提交股东大会审议的重要事项；（五）国务院证券监督管理机构规定的其他事项。”

为规范有关持续信息披露程序，中国证监会自 2000 年以来陆续制定了十余项《公开发行证券的公司信息披露编报规则》，就上市公司有关信息披露事项和披露办法作了明文规定。

(5)信息披露的虚假或重大遗漏的法律责任。

①发行人、证券公司、保荐人在招募说明书、上市公告书、公司报告及其他文件中作出虚假陈述的。我国《证券法》第一百九十一条规定：

“证券公司承销证券，有下列行为之一的，责令改正，给予警告，没收违法所得，可以并处三十万元以上六十万元以下的罚款；情节严重的，暂停或者撤销相关业务许可。给其他证券承销机构或者投资者造成损失的，依

C=====

第八章证券市场法律制度与监督管理 la27

法承担赔偿责任。对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，可以并处三万元以上三十万元以下的罚款；情节严重的，撤销任职资格或者证券从业资格：（一）进行虚假的或者误导投资者的广告或者其他宣传推介活动；（二）以不正当竞争手段招揽承销业务；（三）其他违反证券承销业务规定的行为。”

第一百九十二条规定：“保荐人出具有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的保荐书，或者不履行其他法定职责的，责令改正，给予警告，没收业务收入，并处以业务收入一倍以上五倍以下的罚款；情节严重的，暂停或者撤销相关业务许可。对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，并处以三万元以上三十万元以下的罚款；情节严重的，撤销任职资格或者证券从业资格。”

第一百九十三条规定：“发行人、上市公司或者其他信息披露义务人未按照规定披露信息，或者所披露的信息有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的，责令改正，给予警告，并处以三十万元以上六十万元以下的罚款，对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，并处以三万元以上三十万元以下的罚款。发行人、上市公司或者其他信息披露义务人未按照规定报送有美报告，或者报送的报告有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的，责令改正，给予警告，并处以三十万元以上六十万元以下的罚款。对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，并处以三万元以上三十万元以下的罚款。发行人、上市公司或者其他信息披露义务人的控股股东、实际控制人指使从事前两款违法行为的，依照前两款的规定处罚。”

@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、资产评估报告及参与制作的其他文件中作出虚假陈述的。我国《证券法》第二百二十三条规定：“证券服务机构未勤勉尽责，所制作、出具的文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的，责令改正，没收业务收入，暂停或者撤销证券服务业务许可，并处以业务收入一倍以上五倍以下的罚款。对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，撤销证券从业资格，并处以三万元以上十万元以下的罚款。”

3. 证券发行上市保荐制度。企业发行上市不但要有保荐人进行保荐，还需要具有保荐代表人资格的从业人员具体负责保荐工作。监管部门对符

合条件的证券公司及其从业人员注册登记为保荐人和保荐代表人。

企业首次公开发行和上市公司再次公开发行证券都需要保荐人和保荐代表人保荐。保荐期间分尽职推荐和持续督导两个阶段，各个阶段都有明确的保荐期限。保荐人和保荐代表人在向监管部门推荐企业上市前，要对企业进行辅导和尽职调查，要在推荐文件中对发行人的信息披露质量、发行人的独立性和持续经营能力等作出必要的承诺。

对保荐人和保荐代表人的违法违规行为，除进行行政处罚和依法追究法律责任外，证券监管机构还将引进持续信用监管和“冷淡对待”的监管措施。

（二）对交易市场的监管

1. 证券交易所的信息公开制度。我国《证券法》第一百一十三条规定：“证券交易所应当为组织公平的集中交易提供保障，公布证券交易即时行情，并按交易日制作证券市场行情表，予以公布。未经证券交易所许可，任何单位和个人不得发布证券交易即时行情。”第一百一十五条规定：“证券交易所对证券交易实行实时监控，并按照国务院证券监督管理机构的要求，对异常的交易情况提出报告。证券交易所应当对上市公司及相关信息披露义务人披露信息进行监督，督促其依法及时、准确地披露信息。证券交易所根据需要，可以对出现重大异常交易情况酌量限制交易，并报国务院证券监督管理机构备案。”

我国《证券法》第二百零条规定：“证券交易所、证券公司、证券登记结算机构、证券服务机构的从业人员或者证券业协会的工作人员，故意提供虚假资料，隐匿、伪造、篡改或者毁损交易记录，诱骗投资者买卖证券的，撤销证券从业资格，并处以三万元以上十万元以下的罚款；属于国家工作人员的，还应当依法给予行政处分。”第二百零七条规定，证券交易所、证券公司、证券登记结算机构、证券服务机构及其从业人员，证券业协会、证券监督管理机构及其工作人员，“在证券交易活动中作出虚假陈述或者信息误导的，责令改正，处以三万元以上二十万元以下的罚款；属于国家工作人员的，还应当依法给予行政处分。”

2. 对操纵市场行为的监管。证券市场中的操纵市场是指某一组织或个人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

C===一

第八章证券市场法律制度与监督管理 I 331

（六）公司生产经营的外部条件发生的重大变化；（七）公司的董事、三分之一以上监事或者经理发生变动；（八）持有公司百分之五以上股份的股东或者实际控制人，其持有股份或者控制公司的情况发生较大变化；（九）公司减资、合并、分立、解散及申请破产的决定；（十）涉及公司的重大诉讼，股东大会、董事会决议被依法撤销或者宣告无效；（十一）公司涉嫌犯罪被司法机关立案调查，公司董事、监事、高级管理人员涉嫌犯罪被司法机关采取强制措施；（十二）国务院证券监督管理机构规定的其他事项。”

（3）内幕交易的行为方式。内幕交易的行为方式主要表现为：行为主体知悉公司内幕信息，且从事有偿证券的交易或其他有偿转让行为，或者

泄露内幕信息或建议他人买卖证券等。

(4)对内幕交易的监管。我国《证券法》第七十六条规定：“证券交易内幕信息的知情人和非法获取内幕信息的人，在内幕信息公开前，不得买卖该公司的证券，或者泄露该信息，或者建议他人买卖该证券。持有或者通过协议、其他安排与他人共同持有公司百分之五以上股份的自然人、法人、其他组织收购上市公司的股份，本法另有规定的，适用其规定。内幕交易行为给投资者造成损失的，行为人应当依法承担赔偿责任。”

(5)内幕交易的法律后果。我国《证券法》第二百零二条规定：“证券交易内幕信息的知情人或者非法获取内幕信息的人，在涉及证券的发行、交易或者其他对证券的价格有重大影响的信息公开前，买卖该证券，或者泄露该信息，或者建议他人买卖该证券的，责令依法处理非法持有的证券，没收违法所得，并处以违法所得一倍以上五倍以下的罚款；没有违法所得或者违法所得不足三万元的，处以三万元以上六十万元以下的罚款。单位从事内幕交易的，还应当对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，并处以三万元以上三十万元以下的罚款。证券监督管理机构工作人员进行内幕交易的，从重处罚。”

（三）对证券经营机构的监管

1. 证券经营机构准入监管。我国《证券法》第一百二十二条规定，设立证券公司必须经国务院证券监督管理机构审查批准，任何单位和个人未经国务院证券监督管理机构的审查批准，均不得经营证券业务。

设立证券公司还需要符合一系列条件：一是对公司章程的要求；二是

亏蚕-L 兰兰主场基础知识

对证券公司主要股东持续经营能力和净资产的要求；三是与公司经营业务范围相应的注册资本；四是公司的董事、监事和高级管理人员具有证券从业资格和胜任能力；五是公司具有完善的风险管理与内部控制制度以及其他要求。

我国《证券法》第一百二十八条规定了证券公司设立的行政许可程序，证券监管部门可以根据实际情况的变化，依照法定条件和法定程序，并根据审慎监管的原则对证券公司设立的条件作出补充规定。

我国《证券法》第一百二十九条规定了证券公司重要事项变更审批要求。证券公司设立、收购或者撤销分支机构，变更业务范围或者注册资本，变更公司章程中的重要条款，变更持有 5% 以上股权的股东、实际控制人等，需要经证券监管部门批准。证券公司在境外设立、收购或者参股证券经营机构，也必须经证券监管部门批准。

2. 对证券从业人员的监管。证券从业人员需要具备证券从业资格，监管部门对证券公司董事、监事和高级管理人员的任职资格实行核准制，对从事保荐业务的保荐代表人实行注册制，对一般从业人员，授权中国证券业协会管理。

我国《证券法》第一百三十一条规定了证券公司的董事、监事和高级管理人员任职资格，要求其正直诚实、品行良好，熟悉证券法律、行政法规，具有履行职责所需要的经营管理能力，并在任职前取得监管部门核准的任职资格。我国《公司法》第一百四十七条及《证券法》第一百三十一条都规定了不得担任证券公司董事、监事和高级管理人员的情形。

3. 对证券公司业务的核准。我国《证券法》第一百二十五条规定了按照业务类型对证券公司进行管理，第一百二十七条原则性地规定了经营各项业务的最低实缴注册资本。对证券公司从事的创新业务，监管部门依据审慎监管的原则予以核准。

4. 对证券公司的日常监管。除现场检查外，监管部门对证券公司的监管以净资本为核心，加强对证券公司流动性的监管；通过加强年报审计及披露的管理，增强外部的约束。

证券监管机构对证券公司的日常监管，分为现场监管和非现场监管两种方式。现场监管是证券监管机构的工作人员直接到证券公司的经营场所，通过现场检查方式检查证券公司经营的合规性、正常性和安全性情况，并

C====一

第八章证券市场法律制度与监督管理 I 333

采取相应监管措施的监管方式。非现场监管主要是证券监管机构对证券公司及其股东、实际控制人报送的信息和资料进行统计分析，并采取相应监管措施的监管方式。

（四）统一行业诚信档案工作

资本市场运行机制的正常运转、市场交易秩序的有效维持都离不开诚信的支撑和维系，诚信是资本市场的本质要求。加强诚信建设是推进资本市场改革发展的重要基础工作，有利于加大对违法失信行为的惩罚力度，保护投资者的合法权益，强化市场主体的权利义务观念，规范市场行为，奠定市场信用基础，也有利于降低交易成本，提高市场效率。

1. 证券、期货市场诚信建设工作。一是基本形成诚信制度规范体系。

《公司法》、《证券法》、《期货交易管理条例》等法律法规确立了诚实信用的基本原则，规定了各市场主体的忠实、勤勉、尽责的诚信业务标准；

《证券市场禁入规定》依法设立了对严重失信人员实施市场禁入的惩戒制度；行业自律准则和业务规则建立了诚信职业规范。

二是推进了诚信数据平台建设。行业管理部门通力协作，建立各类业务监管系统，记录相关市场机构和人员的诚信信息，坚持与监管工作结合，着眼实际工作需要加以运用。

三是始终保持违规惩戒高压态势。通过案件查处和责任追究，使违法失信者受到应有的惩罚。按照政务信息公开的要求，通过互联网，及时公布行政处罚决定、市场禁入决定以及保荐人信用信息等，利用交易所网站，对上市公司的失信行为信息予以公开，有效地发挥警示作用，有助于加强对市场诚信的社会监督。

四是广泛开展诚信宣传教育。注意将诚信宣传教育与普法宣传教育、投资者教育、专项治理以及监管执法工作相结合。

2. 健全诚信规范和管理制度。法治是市场诚信的基石，诚信建设离不开法律的保障和支持。证券、期货市场的诚信建设，一方面需要完备的诚信规范体系，对有关主体的诚信要求进行系统的梳理、总结，将诚信要求上升为法定义务，明确惩戒失信的法律依据。同时，发挥行业自律的优势，结合市场监管工作，形成完备的、分别适用于不同机构和人员的行业诚信准则体系，明确各自的诚信自律标准。另一方面，需要形成有效的诚信管

理制度，有效规范证券、期货市场诚信信息的收集、收录，市场主体诚信状况的评估与评级，诚信信息的查阅、共享与公开活动，妥善解决诚信建设工作中的利益冲突、权利保障和责任承担问题。

3. 探索诚信监管的有效机制。一方面建立健全不同层次、针对不同情形的违法失信行为处罚处理机制。对于严重违法失信的机构或人员，及时立案查处，依法追究相应的法律责任，充分发挥市场禁入制度的作用，及时将严重违法失信的机构或人员逐出证券、期货市场。同时，通报或者协助有关部门依法追究其民事、刑事法律责任。对于多次违法、屡次失信的，应考虑在法律规定的幅度或者范围内，从严、从重处罚处理。另一方面，对违法失信行为予以处罚处理后，要建立诚信约束的有效途径，扩大失信惩戒的实际效果。

五、证券投资者保护基金制度

证券投资者保护基金制度是证券投资者保护体系的重要组成部分，是建立证券公司风险处置长效机制的重要措施，也是落实《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》的重要举措，是在总结证券市场监管经验基础上完善金融监管体系的积极探索。

（一）证券投资者保护基金

为建立防范和处置证券公司风险的长效机制，维护社会经济秩序和社会公共利益，保护证券投资者的合法权益，促进证券市场有序、健康发展，2005年6月30日，经国务院批准，中国证监会、财政部、中国人民银行联合发布了《证券投资者保护基金管理办法》（以下简称《管理办法》），设立证券投资者保护基金（以下简称“保护基金”）。^① 证券投资者保护基金是指按照《管理办法》筹集形成的、在防范和处置证券公司风险中用于保护证券投资者利益的资金。

国家设立证券投资者保护基金是建立证券公司风险处置长效机制的主要措施，也是落实《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》的重要举措，是在总结证券市场监管经验基础上完善金融监管体系的积极探索，更是贯彻落实“三个代表”的具体体现。保护基金的主要用途是证券公司被撤销、关闭和破产或被中国证监会实施行政接管、托管经

营等强制性监管措施时，按照国家有关政策规定对债权人予以偿付。

1. 证券投资者保护基金的来源。

(1) 上海、深圳证券交易所在风险基金分别达到规定的上限后，交易经手费的20%纳入基金。

(2) 所有在中国境内注册的证券公司，按其营业收入的0.5%—5%缴纳基金，经营管理和运作水平较差、风险较高的证券公司，应当按较高比例缴纳基金；各证券公司的具体缴纳比例由基金公司根据证券公司风险状况确定后，报中国证监会批准，并按年进行调整；证券公司缴纳的基金在其营业成本中列支。

(3) 发行股票、可转债等证券时，申购冻结资金的利息收入。

(4) 依法向有关责任方追偿所得和从证券公司破产清算中受偿收入。

(5) 国内外机构、组织及个人的捐赠。

(6) 其他合法收入。

证券公司应当缴纳的基金，按照证券公司佣金收入的一定比例预先提

取，并由中国证券登记结算有限责任公司代扣代收。证券公司应在年度审计结束后，根据其审计后的收入和事先核定的比例确定需要缴纳的基金金额，并及时向保护基金公司申报清缴。不从事证券经纪业务的证券公司，应在每季后 10 个工作日内按该季营业收入和事先核定的比例预缴。每年度审计结束后，确定年度需要缴纳的基金金额并及时向保护基金公司申报清缴。

2. 保护基金的使用。保护基金的用途为：

(1)证券公司被撤销、关闭和破产或被中国证监会实施行政接管、托管经营等强制性监管措施时，依照国家有关政策规定对债权人予以偿付；

(2)国务院批准的其他用途。

为处置证券公司风险需要动用保护基金的，中国证监会根据证券公司的风险状况制订风险处置方案，保护基金公司制订保护基金使用方案，报经国务院批准后，由保护基金公司办理发放基金的具体事宜。

3. 基金的监督管理。保护基金公司应依法合规运作，按照安全、稳健的原则运用基金资产，并接受中国证监会等相关部委的监督。基金的资金运用限于银行存款、购买国债、中央银行债券（包括中央银行票据）和中央级金融机构发行的金融债券以及国务院批准的其他资金运用形式。

保护基金公司应建立科学的业绩考评制度和信息报告制度，报送中国证监会、财政部、中国人民银行。保护基金公司可对证券公司、托管清算机构使用基金的情况，可进行检查或委托专项审计。

中国证监会负责监督证券公司按期足额缴纳基金及向保护基金公司报送财务、业务等经营管理信息和资料。对挪用、侵占或骗取基金的违法行为，依法严厉打击；对有关人员的失职行为，依法追究其责任；涉嫌犯罪的，移送司法机关依法追究其刑事责任。

（二）证券投资者保护基金公司

根据中国证监会、财政部、中国人民银行联合发布的《证券投资者保护基金管理办法》，中国证券投资者保护基金有限责任公司（简称“保护基金公司”）于 2005 年 8 月 30 日注册成立。保护基金公司是负责保护基金筹集、管理和使用，不以营利为目的的国有独资公司。

1. 保护基金公司设立的意义。保护基金公司的设立，一是可以在证券公司出现关闭、破产等重大风险时依据国家政策规范地保护投资者权益，通过简捷的渠道快速地对投资者特别是中小投资者予以保护；二是有助于稳定和增强投资者对我国金融体系的信心，有助于防止证券公司个案风险的传递和扩散；三是对现有的国家行政监管部门、证券业协会和证券交易所等行业自律组织、市场中介机构等组成的全方位、多层次监管体系的一个重要补充，将在监测证券公司风险、推动证券公司积极稳妥地解决遗留问题和处置证券公司风险方面发挥重要作用；四是有助于我国建立国际成熟市场通行的证券投资者保护机制。证券投资者保护基金是证券投资者保护的最终措施之一。

2. 保护基金公司的职责。

(1)筹集、管理和运作基金。

(2)监测证券公司风险，参与证券公司风险处置工作。

(3)证券公司被撤销、关闭和破产或被中国证监会实施行政接管、托

管经营等强制性监管措施时，按照国家有关政策规定对债权人予以偿付。

(4)组织、参与被撤销、关闭或破产证券公司的清算工作。

(5)管理和处分受偿资产，维护基金权益。

(6)发现证券公司经营管理中出现可能危及投资者利益和证券市场安

全的重大风险时，向中国证监会提出监管、处置建议；对证券公司运营中存在的风险隐患会同有关部门建立纠正机制。

(7)国务院批准的其他职责。

第三节证券市场的自律管理

一、证券交易所的自律管理

我国《证券法》第一百零二条规定：“证券交易所是为证券集中交易提供场所和设施，组织和监督证券交易，实行自律管理的法人。”我国《证券法》在借鉴他国经验的基础上，将原由政府部门行使的一部分权力授予了证券交易所，从而确认了证券交易所的组织特性和监管特性。根据重新公布的《证券交易所管理办法》，证券交易所的监管职能包括对证券交易活动进行管理，对会员进行管理，以及对上市公司进行管理。

(一)证券交易所的主要职能

1. 为组织公平的集中交易提供保障。

2. 提供场所和设施。

3. 公布证券交易即时行情，并按交易日制作证券市场行情表，予以公布。

4. 依照证券法律、行政法规制定上市规则、交易规则、会员管理规则和其他有关规则，并报国务院证券监督管理机构批准。

5. 对证券交易实行实时监控，并按照中国证监会的要求，对异常的交易情况提出报告。

6. 对上市公司及相关信息披露义务人披露信息进行监督，督促其依法及时、准确地披露信息。

7. 因突发事件而影响证券交易的正常进行时，证券交易所可以采取技术性停牌的措施；因不可抗力的突发性事件或者为维护证券交易的正常秩序，证券交易所可以决定临时停市等。

(二)证券交易所的一线监管权力

证券交易所作为一线监管者，修订后的《证券法》在保留证券交易所的上述职能之外，还授予证券交易所以下监管权力：

1. 根据需要对出现重大异常交易情况的证券账户限制交易，并报国务院证券监督管理机构备案。

2. 对证券（包括股票和公司债券）的上市交易申请行使审核权。

3. 上市公司出现法定情形时，就暂停或终止其股票上市交易行使决定权。

4. 公司债券上市交易后，公司出现法定情形时，就暂停或终止其公司债券上市交易行使决定权。当事人对证券交易所作出的不予上市、暂停上市、终止上市决定不服的，我国《证券法》第六十二条规定当事人“可以向证券交易所设立的复核机构申请复核”。

(三)对证券交易活动的管理

根据《证券交易所管理办法》，证券交易所应当就证券交易的种类和期限，证券交易方式和操作程序，证券交易中的禁止行为，清算交割事项，交易纠纷的解决，上市证券的暂停、恢复与取消交易，开市、收市、休市及异常情况的处理，交易手续费及其他有关费用的收取方式和标准，对违反交易规则行为的处理规定，证券交易所证券信息的提供和管理，股价指数的编制方法和公布方式，其他需要在交易规则中规定的事项等制定具体的交易规则。

在业务规则中，交易所应对证券交易合同的生效和废止条件作出详细的规定，维护在证券交易所达成的证券交易合同的有效性。证券交易所应当保证其业务规则得到切实执行，对违反业务规则的行为要及时处理。对国家有关法律、法规、规章、政策中规定的有关证券交易的违法、违规行为，证券交易所负有发现、制止和上报的责任，并有权在职责范围内予以查处。

《证券交易所管理办法》规定，证券交易所应当以适当方式及时公布证券行情，按日制作证券行情表，并就其市场内的成交情况编制日报表、周报表、月报表和年报表，及时向社会公布。证券交易所应当保证投资者

有平等机会获取证券市场的交易情况和其他公开披露的信息，并有平等的交易机会。证券交易所及其会员应当妥善保存证券交易中产生的委托资料、交易记录、清算文件等，并制定相应的查询和保密管理措施。

对于上市的证券，证券交易所所有权依照有关规定，暂停或者恢复其交易。中国证监会也有权要求证券交易所暂停或者恢复上市证券的交易。证券交易所应当建立市场准入制度，并根据证券法规的规定或者中国证监会的要求，限制或者禁止特定证券投资者的证券交易行为。除此之外，证券交易所不得限制或者禁止证券投资者的证券买卖行为。

《证券交易所管理办法》要求，证券交易所应当建立符合证券市场监管和实时监控要求的计算机系统，并设立负责证券市场监管工作的专门机构。中国证监会可以要求证券交易所之间建立以市场监管为目的的信息交换制度和联合监管制度，共同监管跨市场的不正当交易行为，控制市场风险。

（四）证券交易所时会员的管理

根据《证券交易所管理办法》，证券交易所应当就取得会员资格的条件和程序，席位管理办法，与证券交易和清算业务有关的会员内部监管、风险控制、电脑系统的标准及维护等方面要求，会员的业务报告制度，会员所派出市代表在交易场所内的行为规范，会员硬其出市代表违法、违规行为的处罚等事项，制定具体的会员管理规则。

《证券交易所管理办法》规定，证券交易所接纳的会员应当是有关部门批准设立并具有法人地位的境内证券经营机构。证券交易所决定接纳或者开除会员及正式会员以外的其他会员，应当在规定时间内报中国证监会备案。证券交易所必须限定交易席位数量，如设立普通席位以外的席位，应当报中国证监会批准；调整普通席位和普通席位以外的其他席位的数量，应当报中国证监会批准。证券交易所应当对会员取得的交易席位实施严格管理，会员转让席位必须按照证券交易所的有关管理规定由证券交易所审批，严禁会员将席位全部或者部分以出租或者承包等形式交由其他机构和

个人使用。

《证券交易所管理办法》要求，证券交易所应当根据国家关于证券经营机构自营业务管理的规定和证券交易业务规则，对会员的证券自营业务

实施监管。对会员代理客户买卖证券业务，应在业务规则中作出详细规定并实施监管。证券交易所每年应当对会员的财务状况、内部风险控制制度以及遵守国家有关法规和证券交易所业务规则等情况进行抽查或者全面检查，并将检查结果上报中国证监会。证券交易所有权要求会员提供有关业务的报表、账册、交易记录及其他文件、资料，同时可根据证券交易所章程和业务规则对会员的违规行为进行制裁。

（五）证券交易所对上市公司的管理

《证券交易所管理办法》规定，证券交易所应当根据有关法律、行政法规，就证券上市的条件、申请和批准程序以及上市协议的内容及格式，上市公告书的内容及格式，上市推荐人的资格、责任、义务，上市费用及其他有关费用的收取方式和标准，对违反上市规则行为的处理规定等事项，制定具体的上市规则。

证券交易所应当与上市公司订立上市协议，以确定相互间的权利义务关系；同时，应当建立上市推荐人制度，保证上市公司符合上市要求。证券交易所应当监督上市推荐人切实履行业务规则中规定的相关职责。上市推荐人不按规定履行职责的，证券交易所有权根据业务规则的规定，对上市推荐人予以处分。

根据《证券交易所管理办法》，证券交易所应当根据中国证监会统一制寇的格式和证券交易所的有关业务规则，复核上市公司的配股说明书、上市公告书等与募集资金及证券上市直接相关的公开说明文件，并监督上市公司按时公布。证券交易所应当监督上市公司按照规定的报告期限和中国证监会统一制定的格式，编制并公布年度报告、中期报告，并在其公布后进行检查，发现问题应当根据有关规定及时处理。对上市公司编制的 I 临时报告，证券交易所应当审核；临时报告的内容涉及我国《公司法》、国家证券法规以及公司章程中规定需要履行审批程序的事项，或者涉及应当报中国证监会批准的事项，证券交易所应当在确认其已履行规定的审批手续后，方可准予公布。证券交易所对上市公司未按规定履行信息披露义务的行为，可以按照上市协议的规定予以处理，同时可以就其违反证券法规的行为提出处罚意见，报中国证监会予以处罚。

如发生以下情况，证券交易所应当暂停上市公司的股票交易，并要求

上市公司立即公布有关信息：该公司的股票交易发生异常波动；有投资者发出收购该公司股票的公开要约；上市公司依据上市协议提出停牌申请；中国证监会依法作出暂停股票交易的央定时以及证券交易所认为必要时。

证券交易所应当设立上市公司股东持股情况的档案资料，并根据国家有关法律、法规、规章、政策对股东持股数量及其买卖行为的限制规定，对上市公司股东在交易过程中的持股变动情况进行即时统计和监督。上市公司股东因持股数量的变动而产生信息披露义务的，证券交易所应当在其履行信息披露义务之前，限制其继续交易该股票，督促其及时履行信息披露义务，并立即向中国证监会报告。证券交易所应当采取必要的技术措施，

将上市公司未上市流通股份与其上市流通股份区分开来，未经批准，不得准许尚未上市流通股份进入交易系统，同时应采取必要的措施，保证上市公司董事、监事、经理在任期间不得卖出个人持有的本公司股票。

二、中国证券业协会的自律管理

证券业协会是证券业的自律性组织，是社会团体法人。中国证券业协会正式成立于1991年8月28日，是依法注册的具有独立法人地位的、由经营证券业务的金融机构自愿组成的行业性自律组织。它的设立是为了加强证券业之间的联系，协调、合作和自我控制，以利于证券市场的健康发展。中国证券业协会采取会员制的组织形式，证券公司应当加入中国证券业协会。中国证券业协会的最高权力机构为全体会员组成的会员大会。中国证券业协会章程由会员大会制定，并报中国证监会备案。

自1991年成立以来，中国证券业协会分别于1991年8月、1999年12月、2002年7月和2007年1月召开了4次会员大会。随着证券市场的规范发展和市场监管手段的不断完善，中国证券业协会着力加强行业自律、行业服务和行业基础建设，履行“自律、服务、传导”三大职能，调动和聚集全行业的力量。自律机制在证券从业机构和证券从业机构管理体系中的职能愈来愈受到重视，自律成为市场监管的必要组成部分，也是行业保护共同利益的必然要求，自律组织在推动我国证券市场健康稳定发展中的作用已经开始显现。

中国证券业协会发挥贴近会员、贴近市场的优势，从服务会员和行业入手，积极反映行业意见和呼声，维护和争取行业的合法权益，为推动资

本市场改革和发展做了许多实实在在的工作，服务职能是实现自律职能与传导职能的关键。中国证券业协会的地位显著提高，业内组织对其的认同感、信任感明显增强。中国证券业协会在业内的凝聚力、权威性得到加强，自身专业化素质得到提高，在我国行业协会中也是职能作用发挥较充分的行业自律组织之一。

（一）中国证券业协会的职责

根据我国《证券法》，中国证券业协会履行下列职责：

1. 教育和组织会员遵守证券法律、行政法规。
2. 依法维护会员的合法权益，向证券监督管理机构反映会员的建议和要求。
3. 收集整理证券信息，为会员提供服务。
4. 制定会员应遵守的规则，组织会员单位从业人员的业务培训，开展会员间的业务交流。
5. 对会员之间、会员与客户之间发生的证券业务纠纷进行调解。
6. 组织会员就证券业的发展、运作及有关内容进行研究。
7. 监督、检查会员行为，对违反法律、行政法规或者中国证券业协会章程的，按照规定给予纪律处分。

（二）中国证券业协会的自律管理职能

中国证券业协会的自律管理体现在保护行业共同利益、促进行业共同发展方面，具体表现为以下几个方面：

1. 对会员单位的自律管理。

(1)规范业务，制定业务指引。中国证券业协会针对行业发展的共同

要求，成立多个专业委员会，规范业务的发展，先后制定过《证券公司证券自营业务指引》、《证券公司集中交易安全管理技术指引》等。

(2)规范发展，促进行业创新，增强行业竞争力。中国证券业协会先后制定颁发了行业创新类、规范类证券公司的评审办法。

(3)制定行业公约，促进公平竞争。中国证券业协会先后就证券经纪业务、投资银行业务制定并发布了促进行业公平竞争的行业性自律公约。

2. 对从业人员的自律管理。

E===一

第八章证券市场法律制度与监督管理 I 343

(1)从业人员的资格管理与后续职业培训。证券业是知识密集型服务业，从业人员的职业素养成为提升行业竞争力的关键因素；证券业务发展更新快，专业知识、法律法规在我国新兴加转轨的市场中更替节奏快的特点尤为突出，这必然要求行业协会在市场中发挥提供公共资源平台的职能，统一标准，为行业服务。

(2)为特殊岗位的从业人员提供专业的资质测试和相关的后续职业培训。证券公司高级管理人员、保荐代表人等作为影响行业发展的主要和特定岗位执业人员，其专业水准、职业操守以及规范执业等对行业发展有着深刻的影响，中国证券业协会对上述特定岗位的从业人员不仅严格其进入市场的门槛，而且对其执业状况进行跟踪，记入相应的个人诚信信息系统，加强对其后续执业培训；探索投资咨询人员与国际化接轨的方式，引进国际分析师协会的特许执业资格考试。

(3)制定从业人员的行为准则和道德规范。投资咨询人员不论是专业水准，还是道德操守，都对证券市场有着广泛、深远的影响；投资银行专业人员的勤勉尽责、严格信息披露以及保密等行为准则，都从不同层面影响发行人、投资者的利益。中国证券业协会针对从业人员的岗位特点，制定了相应的行为准则和道德规范。

(4)从业人员诚信信息管理。中国证券业协会为推进证券业诚信体系建设，增强证券业从业人员诚信观念，提高证券业公信力，促进证券市场健康发展，对证券业从业人员在执业活动中遵纪守法、履约守信的情况和对评价其诚信状况有影响的其他信息建立证券业从业人员诚信信息管理系统，对证券业从业人员诚信信息进行日常管理。

3 代办股份转让系统。代办股份转让系统由中国证券业协会负责自律性管理，并契约明确参与各方的权利、义务和责任。证券公司以其自有或租用的业务设施，为非上市股份公司提供股份转让服务。证券公司依据契约，对股份转让公司信息披露行为进行监管、指导和督促，中国证券业协会委托证券交易所对股份转让行为进行实时监控，并对异常转让情况提出报告。中国证券业协会履行自律性管理职责，对证券公司代办股份转让服务业务实施监督管理。

(三) 证券业从业人员的资格管理

2002 年 12 月 16 日，中国证监会公布《证券业从业人员资格管理办

法》(以下简称《资格管理办法》)，自 2003 年 2 月 1 日起实施。

1. 证券业从业人员的范围。根据《资格管理办法》，证券业从业人员

包括：

(1)证券公司中从事证券自营、证券经纪、证券承销与保荐、证券投资咨询、证券投资管理等业务的专业人员，包括相关业务部门的管理人员。

(2)基金管理公司、基金托管机构中从事基金销售、研究分析、投资管理、交易、监察稽核等业务的专业人员，包括相关业务部门的管理人员；基金销售机构中从事基金宣传、推销、咨询等业务的专业人员，包括相关业务部门的管理人员。

(3)证券投资咨询机构中从事证券投资咨询业务的专业人员及其管理人员。

(4)证券资信评估机构中从事证券资信评估业务的专业人员及其管理人员。

(5)中国证监会规定需要取得从业资格和执业证书的其他人员。

2. 从业资格的取得和执业证书。中国证券业协会负责从业人员从业资格考试、执业证书发放以及执业注册登记等工作。中国证监会对中国证券业协会有关证券业从业人员资格管理的工作进行指导和监督。凡年满 18 周岁，具有高中以上文化程度和完全民事行为能力的人员均可参加证券业从业人员资格考试。从业资格不实行专业分类考试。资格考试内容包括一门基础性科目和一门专业性科目。通过了有关资格考试即取得相关从业资格。

根据证券市场发展的需要，中国证券业协会可在资格考试之外另行组织各项专业的水平考试，但不作为法定考试内容，由从业人员自行选择，供证券经营机构用人时参考。

取得从业资格的人员，符合下列条件的，可以通过证券经营机构申请统一的执业证书：

(1)已被机构聘用。

(2)最近 3 年未受过刑事处罚。

(3)不存在我国《证券法》第一百三十二条规定的情形。

(4)未被中国证监会认定为证券市场禁入者，或者已过禁入期的。

(5)品行端正，具有良好的职业道德。

(6)法律、行政法规和中国证监会规定的其他条件。

第 n 章*券市场法律制度：监督 g~345

申请人符合《资格管理办法》规定条件的，中国证券业协会应当自收到申请之日起 30 日内，向中国证监会备案，颁发执业证书；不符合《资格管理办法》规定条件的，不予颁发执业证书，自收到申请之日起 30 日内书面通知申请人或者机构，并书面说明理由。

申请执业证券投资咨询、财务顾问以及资信评级业务的，申请人应当同时符合《证券法》第一百七十条以及其他相关规定。

3 执业管理。中国证券业协会应当建立从业人员资格管理数据库，进行资格公示和执业注册登记管理。取得执业证书的人员，经证券经营机构委派，可代表被聘用的证券经营机构对外开展该机构经营的证券业务，证券经营机构不得聘用未取得执业证书的人员对外开展证券业务。

取得执业证书的人员，连续 3 年不在证券经营机构从业的，由中国证券业协会注销其执业证书；重新执业的，应当参加中国证券业协会组织的执业培训，并重新申请执业证书。

从业人员取得执业证书后，辞职或者不为原聘用机构所聘用的，或者因其他原因与原聘用机构解除劳动合同的，原聘用机构应当在上述情形发生后 10 日内向中国证券业协会报告，由中国证券业协会变更该人员执业注册登记。

取得执业证书的从业人员变更聘用机构的，新聘用机构应当在上述情形发生后 10 日内向中国证券业协会报告，由中国证券业协会变更该人员执业注册登记。

从业人员在执业过程中违反有关证券法律、行政法规以及中国证监会有关规定，受到聘用机构处分的，该机构应当在处分后 10 日内向中国证券业协会报告。

中国证券业协会及证券经营机构应当定期组织取得执业证书的人员进行后续职业培训，提高从业人员的职业道德和专业素质。

4 相关处罚。

(1)参加资格考试的人员，违反考场规则，扰乱考场秩序的，在两年内不得参加资格考试。

(2)取得从业资格的人员提供虚假材料，申请执业证书的，不予颁发执业证书；已颁发执业证书的，由中国证券业协会注销其执业证书。

(3)证券经营机构在办理执业证书申请过程中，弄虚作假、徇私舞弊、故意刁难有关当事人的，或者不按规定履行报告义务的，由中国证券业协会责令改正；拒不改正的，由中国证券业协会对证券经营机构及其直接责任人员给予纪律处分；情节严重的，由中国证监会单处或者并处警告、3 万元以下罚款。

(4)证券经营机构聘用未取得执业证书的人员对外开展证券业务的，由中国证券业协会责令改正；拒不改正的，给予纪律处分；情节严重的，由中国证监会单处或者并处警告、3 万元以下罚款。

(5)从业人员拒绝中国证券业协会调查或者检查的，或者所聘用机构拒绝配合调查的，由中国证券业协会责令改正；拒不改正的，给予纪律处分；情节严重的，由中国证监会给予从业人员暂停执业 3—12 个月，或者吊销其执业证书的处罚；对机构单处或者并处警告、3 万元以下罚款。

(6)被中国证监会依法吊销执业证书或者因违反《资格管理办法》被中国证券业协会注销执业证书的人员，中国证券业协会可在 3 年内不受理其执业证书申请。

(7)中国证券业协会工作人员不按《资格管理办法》规定履行职责，徇私舞弊、玩忽职守或者故意刁难有关当事人的，中国证券业协会应当给予纪律处分。

(四)证券业从业人员诚信信息管理

1. 诚信信息的内容。证券业从业人员诚信信息记录的内容包括：基本信息、奖励信息、替训信息、处罚处分信息。

(1)基本信息。基本信息的具体内容包括：姓名、性别、出生日期、出生地、国籍、身份证或护照编号、居住地址及联系电话、从业机构、职务或工作岗位、工作地址及联系电话、执业注册记录、教育经历、工作经历、证券业从业经历。

(2)奖励信息。奖励信息的具体内容包括：受到中国证监会，中国证

券业协会，上海、深圳证券交易所，地方证券业协会，所在机构及其他有关部门和组织表彰、奖励的情况，包括表彰单位、表彰内容、荣誉称号或奖励等级、表彰时间。

(3)警示信息。警示信息的具体内容包括：受到中国证监会谈话提醒、拒绝中国证监会或其派出机构的检查或调查、在执业注册或变更过程

中隐瞒或编造有关情况、无正当理由不参加持续培训或执业证书年检、被投诉、违反所在机构内部管理制度。

其中投诉信息记录的内容包括：被投诉者和投诉者基本情况、投诉事实、调查核实情况、处理结果。无明显事实根据的匿名投诉不予记录；经调查不属实的投诉不予记录。

(4)处罚处分信息。处罚处分信息的具体内容包括：违反国家法律、行政法规、部门规章、自律规则所受的刑事、民事、行政处罚和纪律处分。包括作出处罚处分决定的机构、处罚处分原因、处罚处分类别、期限、生效时间。除刑事、民事处罚外，行政处罚和纪律处分主要包括：受到中国证监会的处罚，包括警告、没收违法所得、罚款、暂停执业资格、吊销执业资格；受到中国证券业协会的处分，包括书面批评、通报批评、公开谴责；受到其他境内外金融监管机构或执法部门的处罚；受到其他境内外自律组织的处分。

2. 诚信信息的来源以及用途。

(1)中国证券业协会诚信信息来源予以下几个方面：①中国证监会及其派出机构传送的文件；②中国证券业协会与上海、深圳证券交易所、地方证券业协会建立的信息交换渠道；③证券从业机构经由中国证券业协会执业注册系统报备；④有关媒体，经证实后予以记录；⑤投诉，经核实后予以记录；⑥其他合法途径。

(2)诚信信息的用途：①作为中国证监会对有关人员进行任职资格审核的依据；②作为境外证券监管机构对有关人员进行胜任能力考核的依据；③作为境内外其他金融监管机构对有关人员进行任职资格审核的参考；④作为国家司法机关、有关部门或组织依法履行职责的参考；⑤作为中国证券业协会审核证券业执业注册或变更申请的依据；⑥作为中国证券业协会推荐有关人选或组织行业评比的依据；⑦作为证券从业机构招聘人员的参考；⑧作为证券从业机构客户选择专业服务人士的参考；⑨其他合法用途。