

Z 证券投资 HENGQUAN TOUZI YU ZIBEN JINGYING 与资本经营

——关于资本市场的投资管理

包明宝 著



中国财政经济出版社

证券投资与资本经营

——关于资本市场的投资管理

包明宝 著

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

证券投资与资本经营：关于资本市场的投资管理/包明宝
著. —北京：中国财政经济出版社，2003.12

ISBN 7-5005-6835-5

I. 证… II. 包… III. 证券投资-资本经营-研究 IV. F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2003) 第 095942 号

中国财政经济出版社出版

URL: <http://www.cfeph.com.cn>

E-mail: cfeph @ drc.gov.cn

(版权所有 翻印必究)

社址：北京海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码：100036

发行处电话：88190406 财经书店电话：64033436

北京财经印刷厂印刷 各地新华书店经销

850×1168 毫米 32 开 10 印张 239 000 字

2003 年 12 月第 1 版 2003 年 12 月北京第 1 次印刷

印数：1—5 000 定价：17.00 元

ISBN 7-5005-6835-5/F·5969

(图书出现印装问题，本社负责调换)

前 言

昨夜的风雨，给今晨带来了金色的和平。时至今日，股市在历经了数场风雨之后，如今人们开始冷静下来。一些“占卜大师”式的股评家们悄悄收起自己的阴阳八卦图，开始让位于证券分析师们：人们开始把证券投资作为一门科学来研究。与此同时，在企业界随着制度革命和金融创新，资本经营已被越来越多的企业家或直接投资家据为有用的法宝。他们从原先单一的产品经营羁绊中解脱出来，兼顾着纷繁复杂的能使企业脱胎换骨的资本经营的世界。在此背景下，我写出了《证券投资与资本经营——关于资本市场的投资管理》这本小书以迎合客观环境之需要。

《证券投资与资本经营——关于资本市场的投资管理》是一本论述证券投资与资本经营的理论和操作之书，也是论述资本市场中的金融投资管理之书。将“证券投资”和“资本经营”统归于“资本市场中的金融投资管理”（当然这里不谈具体数学处理方法）之中，这是本书的一个新提法。借此，读者除了能够掌握该学科基本框架和了解某些新观点之外，还可望窥出证券投资与资本经营之间的某些联系。这也许能够使读者学习起来更加省力，思考起来更加深刻。

就本书系统结构言之，本书内容宛若一个“哑铃”，而“证券投资”和“资本经营”仿佛该“哑铃”的两个端头，并且其两端自然相互渗透，融为一体。因此，本书同时具备了“双学科”

综合特点：即，它既可作“证券投资”的教材，又可作“资本经营”的教材，具有较为广泛的参考价值。

《证券投资与资本经营——关于资本市场的投资管理》共分为四篇十八章，内在结构是按“证券市场投资→市场状况分析→投资理论探讨→资本经营管理”路径展示的，具体分析一般理论的同时，添进了不少实例，以期达到雅俗共赏的目的。根据本书的内容和特点，我们认为本书对证券业、投资业以及各类大中学生读者都会有所裨益。为什么是“各类”而不是“某一类”呢？道理很简单！因为证券投资与资本经营是金融专业或一般经济管理专业大学生的本行，他们自然要掌握它。而其他专业的大学生呢？比如理工科大学生吧，他们作为具有开拓性的现代大学生，不懂“证券投资”，还有何“现代”、“开拓”可言？连“资本经营”也一窍不通的大学生，将来去了机关也只能困伏文案，坐以待毙；去了企业只能闭门造车，死啃技术；思维机械，行动呆板。这于自己、于单位有何益处？如今重视的是“ π ”型人才，学技术的兼懂金融管理才能使自己的技术在市场经济背景上得到充分地发挥，业务功底才能得到充分地扩大。这就是我们的基本观点！

由于时间和水平所限，所以本书在概念的表述上和在系统的整合上都难免存在不足，希望得到大家的批评指正！

包明宝

2003年夏 于南京东郊美林苑

证券投资 资本经营

ZHENGQUAN TOUZI YU ZIBEN JINGYING

关于资本市场的投资管理



包明宝2003年元月于影谷

作者简介

包明宝，1945年生，毕业于上海华东师范大学，进修于清华大学，现任教于南京航空航天大学。

其人学教学，爱文史，研教经济。曾在南京、上海、北京出版和发表《农业生产经济学》（独著）、

《发展经济学》（主编）、《股份、股票与证券交易决策法》（独著）、

《期货交易·资信评级》（独著）、

《期货市场运作与管理》（独著）、

《泛国际金融》（独著）、《泛证券

市场》（主编）、《泛投资基金》（独

著）、《投资理财新思维》（主编）

等14部著作和近百篇论文，计290余

万字。并曾为全国性交易所红黄马

甲、经济律师、经纪人及管理干部授

课，参与金融市场实践工作。

其人现研究金融、证券及资本市场运作理论与实务问题。

目 录

绪 论	(1)
-----	-------

第一篇 证券市场与投资

第一章 股票之母——股份公司	(10)
第一节 公司种类及股份公司	(10)
第二节 股份有限公司的机构	(15)
第三节 股份公司的盈利分配	(23)
第二章 证券及其市场	(28)
第一节 有价证券	(28)
第二节 股票分类	(32)
第三节 证券市场	(34)
第四节 股市机构	(39)
第三章 证券的发行	(45)
第一节 股票的发行程序	(45)
第二节 股票的发行价格	(48)
第三节 我国股票发行方法	(51)
第四节 新股发行的二维竞价法	(57)
第四章 证券的交易	(66)
第一节 证券交易常识	(66)
第二节 股票价格指数	(71)
第三节 防止操纵的指数设计	(73)

第四节	股票交易过程	(81)
第五节	行情表与行情显示屏	(86)
第六节	基金券、债券交易	(90)

第二篇 市场状况与分析

第五章	投资价值分析	(100)
第一节	影响股价的基本因素	(100)
第二节	企业效益指标和股本结构表	(104)
第六章	投资决策分析	(110)
第一节	股票买卖技巧	(110)
第二节	投资市场分析	(119)
第七章	我国证券市场状况	(123)
第一节	2002年股市的几件大事	(123)
第二节	股市出现的种种怪现象	(128)
第三节	未来我国证券市场中的投资机遇	(131)
第四节	几个值得研究的问题	(135)
第八章	我国上市公司股权结构分析	(139)
第一节	“再发行”法是公股流通的有效方法	(139)
第二节	若干国有股减持的观点	(147)
第三节	民营企业与家族公司问题	(154)

第三篇 投资理论与机制

第九章	投资组合与资本定价模型	(159)
第一节	投资组合理论	(159)
第二节	组合投资收益与风险	(161)
第三节	投资组合管理分析	(166)
第四节	资本定价模型	(168)

第十章 套利定价模型	(175)
第一节 因子模型和 APT	(175)
第二节 多市套利——期指后的股市特点	(177)
第十一章 有效市场与行为经济	(182)
第一节 有效市场理论	(182)
第二节 行为经济理论	(186)
第三节 两派理论殊途同归	(187)
第四节 行为经济理论在股市中的反映	(188)
第十二章 投资基金机制	(191)
第一节 投资基金概念	(191)
第二节 投资基金分类	(198)
第三节 投资基金机制	(205)
第四节 投资基金业绩评价	(214)
第五节 对冲基金情况	(220)

第四篇 资本经营与管理

第十三章 资本经营综述	(223)
第一节 资本经营的概念	(223)
第二节 资本经营的内容	(227)
第十四章 我国的资本市场	(231)
第一节 我国资本市场特点与发展	(231)
第二节 我国资本市场面临结构性转型	(233)
第三节 关于我国证券市场的监管问题	(235)
第十五章 企业重组与并购	(239)
第一节 企业并购概念	(239)
第二节 并购的形式	(243)
第三节 并购的程序	(246)

第四节 企业并购实务分析·····	(255)
第十六章 我国证券市场的重组与并购·····	(263)
第一节 2000 年前的状况 ·····	(263)
第二节 2000 年以来的状况 ·····	(269)
第三节 管理者融资收购 (MBO) ·····	(275)
第十七章 风险投资·····	(280)
第一节 产业投资基金及其运作·····	(280)
第二节 产业投资基金机制的作用·····	(282)
第三节 产业基金是国家创新系统的重要元素·····	(287)
第四节 产业基金设立实例·····	(291)
第五节 创业投资基金·····	(294)
第十八章 资产管理·····	(298)
第一节 资产管理概述·····	(298)
第二节 现金管理业务·····	(302)
第三节 基金资产管理·····	(303)
参考书目·····	(310)

绪 论

一、证券投资与资本经营关系

证券投资与资本经营是在“出发点”上大相径庭，而在运作上和在最终结果上又极为相似的两个概念。就活动性质言之，证券投资与资本经营是资本市场中金融投资管理的重要内容，“金融投资管理”是其活动的共同基础。

证券投资是金融投资者（包括机构或个人）通过买卖有价证券（包括股票、债券、基金券及其衍生品），以获取利润（包括红利、股息及资本利得）的投资行为和投资过程。

证券投资者常常就是一片专靠“以钱生钱”的投资经营者，其出发点只在于将资金都化为赚钱的“母钱”并通过经营操作使之增值，而对“生产”或“商业经营”实体和企业经营管理没有太大的兴趣。但是，尽管证券投资者只是在金融投资“以钱生钱”上下功夫，而其结果都无非是取得金融资本的增值利润，然而，这种利润的本源仍然在资本经营的企业家们所善长的生产经营或产品经营上。

资本经营是企业家（包括工商等企业管理者）通过买卖自己在生产经营内外的资本（包括资产和债务重组），使之整个企业资源达到最佳配置、收益达到最大化的运作过程。资本经营是经济系统引导资源配置优化的一种形式，一种特殊的资源配置方

式。资本经营是资本价值实现自我增值的方式，是资本增值本性的经营行为化。

资本经营虽然属于金融投资活动，但其决策者却往往是产品经营的企业家。虽然随着企业的发展，企业的内部逐渐有了专职进行资本经营的金融投资家，但是，这些金融投资家只是企业家的雇工。就经营主体法人而言，资本经营者的主要身份是企业家，一般不是专靠“以钱生钱”或“以资本不通过自己生产经营而直接增值”的金融投资者。资本经营者的出发点只不过是将自己现有的生产资产重组或债权债务买卖实现生产利润最大化，“顺便”得到可观的生产经营之额外的投资运作之利润。这种“额外”的利润是其资本运作利润而不是其产品经营利润，而且有时甚至比其生产经营的“主业”利润还要可观。

因为资本经营的主体是产业资本家或企业家，他们的专长是直接投资（将投资变为资本用于直接生产，增加社会财富或提供有价值的服务）和产品经营，所以就我国目前情况而言，他们大多数人的更大的优势是产品经营而不是资本经营，虽然有时他们会越来越多地从资本经营中获益。然而，证券投资的主体就是金融投资家，尽管他们在作投资分析时也需要生产技术或产品经营的知识，但他们终究没有生产经营的“实体”，不是生产经营企业中的专业技术人员或企业家。

由于资本增值的基本条件之一是其流动性，而“化整为零”式的“等份化”，又是增加流动性的重要条件，所以，在“等份化”的背景下，产品证券化和资产证券化的条件成熟了！于是，我们经营的各种产品和资产都可化为更便于流动的证券。当市场经济发展到这种“证券经济”阶段时，证券资本经营成为最典型的资本经营形式，因为企业证券资本经营通常是采取大宗证券买卖来进行的，所以，此时的证券投资与资本经营在操作方式和阶

段性目的上就如出一辙了。

这就是“证券投资”与“资本经营”殊途同归的一种写照。

在学科“从众性质”、“广泛性”上来说，“证券投资”与“资本经营”常常具有一定的矛盾性的特征：因为，一方面，就方法而言，证券投资只是资本经营的一种特定的和典型的方式，而资本经营却是一门内容丰富、方法繁杂和分析全面颇具广泛性的金融操作技术。但是，另一方面，就两者的业务性质而言，资本经营又只是企业家们或一些有关管理层及专家所能津津乐道的话题，它不能像证券投资那样能够引起各方民众的广泛关注。

二、证券投资内容

将投资转化为新的资本用于生产经营（例如，建厂房，购设备，买原料，雇佣管理、技术人员和劳动力从事增加社会物质财富或有用服务），这叫直接投资。直接投资一般都是企业投资家所为（或在企业投资家要求下进行）的。证券投资是间接投资。它是将资金用于购买可以增值的金融资产（例如，有价证券及其他无形资产），以期“以钱生钱”，直接获得金融收益的投资。在证券投资中，投资资金通过债券、股票等金融工具的发行，转移到企业家手中，再由他们投入到一般生产活动中，所以它叫间接投资。

证券投资本身也有直接投资和间接投资之分。例如，直接到证券市场中购买有价证券作为投资叫直接证券投资，而通过购买投资公司的股份或购买投资基金券，将资金交给投资公司或投资基金的管理人去为他们作证券投资的行为就叫间接证券投资。

例如，我国目前很多保险资金和社会保障资金都是通过购买证券投资基金而间接进入股市的。广大中小股民有很多人都将通过投资“基金”来间接投资股票。据说美国有一半人口已经通过

这种间接的方式来作证券投资。我国有些非国有机构的剩余资金往往还会通过“私募”基金的形式来进入股市或其他投资项目。因此，目前我国私募基金总值已达公募基金总值的4倍多。间接证券投资不仅有利于广大投资者，同时对证券市场稳定发展也十分有利。专家们在分析我国股市弊病时，常把“建立机构投资者，让广大中小投资者通过专业机构投资股票”问题作为重要的建议和议题。

三、资本经营内容

资本经营涉及到财产关系调整、要素（特别是资产）置换，以及企业兼并、收购等问题，所以资本经营必然会带来制度创新。从总体上来说，资本经营有利于企业资产结构调整和制度创新。从“运作”的层面上来说，资本经营也可以描述为：通过对资本结构、金融和投资的运筹（管理、调度、交易），得到在可实现的风险和盈利之间取得最佳的平衡，争取资本增值，使股东权益最大化。

资本经营功能对发生金融债务（储蓄赤字）和金融资产（储蓄黑字）的情形下都有意义。在发生金融债务时，可通过各种融资渠道，以较低成本从金融市场上取得适量资金，以保证企业生产经营和投资活动正常进行或在新模式上进行。在发生金融资产剩余时，可通过合理的金融工具，按最优风险收益率，盘活资金存量或将闲置资金在金融市场上作适当投资以增加收益。

以辩证的观点看来，一个企业在资本经营运作时，常常会同时存在着“买进”、“卖出”这两种相反的交易行为。这并不奇怪！这好比某人买卖股票一样，他为了收益最大化可以同时买卖各类股票，甚至觉得有利可图时他可以借高利贷买股票，觉得无利可图时他即使资金十分过剩，也不会购买股票，因为资本经营

者和证券投资者一样，其目的都是为了收益最大化，买股票是为了卖股票，卖股票是为了买股票。

在资本经营中，企业的金融资产与金融负债总是存在着如下等式关系：

$$\text{实物资产} + \text{金融资产} = \text{资本权益} + \text{金融负债}$$

例如，某公司自有资本 100 万元，当投资实物资产（厂房、设备）80 万元、借出 20 万元时，该公司就拥有了 20 万元金融资产；当投资 150 万元实物资产、借进 50 万元时，该公司就拥有了 50 万元金融负债；当实物资产投资恰为 100 万元时，该公司就既无金融负债，又无金融资产。在这三种情况下，上式均成立。

四、资本经营与产品经营关系

有人说：“20 世纪 80 年代中期搞生产（仿佛是“种菜”），结果搞出了万元户；20 世纪 90 年代初搞“生产经营”一条龙，搞产品经营（仿佛是“种菜加卖菜”），结果搞出了百万元户；20 世纪 90 年代末搞“资本经营”（仿佛是“买卖或规划菜园子”），结果搞出了千万元户或亿元户”。从现实结果上来讲，此说有一定道理，因为从一定意义上来说，资本经营能使经营者别开生面，找出企业升级的新途径，创出新业绩。但是，认为资本经营高于一切，让产品经营的问题都用资本经营的方式来解决，或者言必称“资本经营”的做法，其实都是对资本经营与产品经营内涵及关系的一种误解。

资本经营与产品经营也是一对殊途同归的概念。它们分别从“资本”和“产品”入手，并且分别沿着“金融”和“生产”这两条不同的途径前进，最后达到企业盈利和发展的目的。

如上所述，资本经营是通过资本交易、资源配置，达成企业

资产优化的一种活动，而产品经营是企业传统生产和管理经营的主业。产品经营是人类物质财富和有用服务增加的基础和必要条件，资本增值源泉也正正在此。产品经营是雪中送炭，企业首先应具有产品经营活动，而资本经营则是锦上添花活动，它甚至能使企业再现青春，发生质的升华。可见，虽然资本经营是现代企业家所必需的活动，然而又并非企业惟一法宝，企业基本任务是产品经营。

但是，目前社会上大约还存在如下几种对资本经营的误解性观点：

1. “万能”论。

他们把资本经营视作包治百病的良方，用它可以无本套利，扩大生产，改善结构。殊不知经济问题是一个复杂的系统，需用各种非资本经营方式（对我国现实情况来说，甚至还需要很传统的方式）配合解决。一个企业、一个社会，如果没有产品经营，那么它就失去了生产产品的基础。资本经营只能提升，而不能代替产品经营。

相类似的还有“包容”论。他们把“资本经营”当作一个筐，甚至将技术改革、企业治理等都放入其中。殊不知资本经营的本质乃是一种“金融”，与一切技术和制度问题都有天壤之别，它们不能相互代替。

2. “上市、并购”论。

他们把公司“上市、并购”当成资本经营的惟一方式，他们“醉翁之意不在酒”，对场外资本运作不感兴趣，对产品经营更不屑一顾，只热衷于上市圈钱，并购控股。其实这是一种对资本经营的曲解，因为资本经营是一种投资融资和资源配置的方式，一种为扩大产品经营成果而作出的选择手段，可能这种选择会使参与诸方多盈，但决不会让借此图谋不轨者永远得到不义之财。

与之相类似的还有“包装”论。他们把资本经营当作“空手道”，当作包装牟利和“速富”的工具。

3. “高级”论。

在新的环境下，资本经营的确能表现出更新的效力，但正如上面所言，资本经营与产品经营是一对殊途同归的概念，资本经营并不是产品经营发展的结果，而是与之平行的可望为之服务的“兄弟”，或可望使之飞奔的“翅膀”。“翅膀”岂能代替“身躯”？然而“高级”论者却把资本经营说成是生产经营或产品经营的最高形式。

相类似的还有“制度创新”论。他们把有利于制度创新的资本经营直接视作制度创新本身。这是把鸡窝和小鸡混为一谈的错误做法。

4. “主题”论。

他们认为资本经营是企业经营的主要形式，这简直是一种错觉！因为，这如同“诊病”和“下药”一样，有了病只重视大张旗鼓地去“诊病”，而根本不“下药”，或者把“诊病”放在惟一主要的位置，完全忽视了“下药”，那还有何用处？一般而言，作为一个企业，其搞产品经营的人总是多数，搞资本经营的直接目的就是为了更好地搞产品经营，我们决不能搞华而不实的花架子，大吹大擂，“一切为了资本经营”，将产品经营方面的问题也用资本经营的方式方法来解决。

相类似的还有“扩张”论。他们认为只有资本经营才是实现企业规模扩张最有效、最省力的手段。

5. “市场主导”论。

他们忽视了产品经营是企业千百年来实实在在的行之有效的奋斗方式，片面地、不合时宜地强调在我国市场发育尚不成熟的时候也应当以市场为主导进行资本经营。这既是一种冒进的行