

Finance

21 世纪高等学校

金融学系列教材

证券投资学

Securities Investment

◆ 王朝晖 编著



中国工信出版集团



人民邮电出版社
POSTS & TELECOM PRESS

Finance

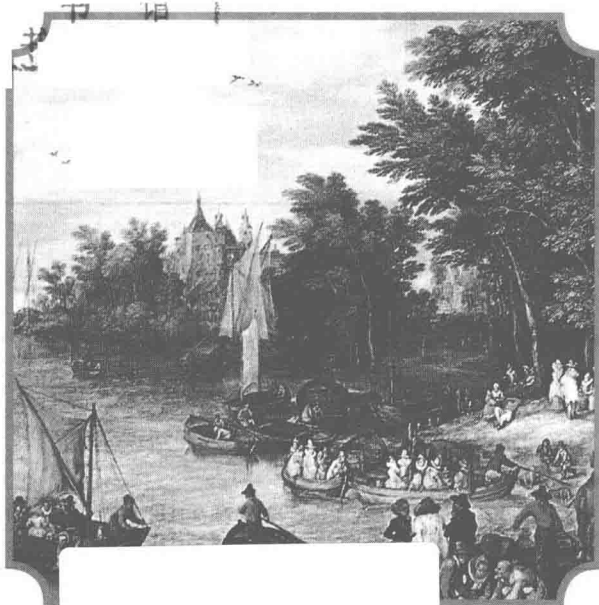
21 世纪高等学校

金融学系列教材

证券投资学

Securities Investment

王朝晖 编著



人民邮电出版社

北京

图书在版编目 (C I P) 数据

证券投资学 / 王朝晖编著. — 北京 : 人民邮电出版社, 2016.9
21世纪高等学校金融学系列教材
ISBN 978-7-115-43363-3

I. ①证… II. ①王… III. ①证券投资—高等学校—教材 IV. ①F830.91

中国版本图书馆CIP数据核字(2016)第205211号

内 容 提 要

全书分为四篇,内容丰富,体系完整,结构清晰。第一篇是基础知识篇,概述证券市场基础工具、证券市场的一般性基础知识。第二篇是现代投资理论篇,是全书的重点,详尽讲解投资组合选择理论、资本资产定价模型、套利定价模型以及有效市场假说等内容。第三篇是证券分析篇,注重理论与实践结合,从宏观(宏观经济分析)、中观(行业分析)和微观(公司分析)的视角分析上市公司并对其进行估值。第四篇是债券分析篇,用相对较短的篇幅,全面介绍了债券最核心的知识点。

本书可作为高等院校财经类专业的教材,适用本科生、研究生及 MBA 学生,也可作证券从业人员和投资者系统学习理论知识的参考用书。

-
- ◆ 编 著 王朝晖
责任编辑 刘向荣
责任印制 沈 蓉 彭志环
 - ◆ 人民邮电出版社出版发行 北京市丰台区成寿寺路 11 号
邮编 100164 电子邮件 315@ptpress.com.cn
网址 <http://www.ptpress.com.cn>
三河市海波印务有限公司印刷
 - ◆ 开本: 787×1092 1/16
印张: 17.5 2016 年 9 月第 1 版
字数: 456 千字 2016 年 9 月河北第 1 次印刷
-

定价: 45.00 元

读者服务热线: (010)81055256 印装质量热线: (010)81055316

反盗版热线: (010)81055315

广告经营许可证: 京东工商广字第 8052 号

前言 Preface



中国证券市场从无到有,经过 20 多年快速发展已成为世界上最重要的资本市场之一。证券投资实务日新月异,对相关理论研究提出更高要求。2015 年,中国股市经历三轮股灾,更凸显风险控制与理性投资的重要性。

现代投资理论始于 20 世纪 50 年代马科维茨的投资组合选择理论。此后,夏普提出资本资产定价模型、罗斯提出套利定价模型、布莱克和斯科尔斯提出期权定价模型、法玛提出有效市场假说,上述模型构成了现代投资理论的基本框架。为使读者掌握证券市场的基本理论和投资实践的基本技能,我们编写了这本书。全书分为四篇,第一篇是基础知识篇,第二篇是现代投资理论篇,第三篇是证券分析篇,第四篇是债券分析篇。整本书内容丰富,重点突出,体系完整,结构清晰,编写颇具匠心,具有如下特点。

其一,重点介绍现代投资理论,相应压缩了证券投资工具、证券市场方面的一般性基础知识。

其二,编写了丰富的例题和案例,易于学习与理解,使理论和实践紧密结合起来。

其三,证券分析篇避免泛泛而谈,能结合投资实践,可操作性强。

其四,引入波士顿矩阵、价值链、战略管理等管理学相关理论与方法,加深对公司的分析。

其五,增加行为金融学内容,紧跟投资理论发展前沿。

其六,与其他投资学书籍相比,本书更加深入地讨论了债券。

其七,书中的专业词汇都给出相应的英文,以避免歧义。

本书可作为高等院校财经类专业的教材,适用本科生、研究生及 MBA 学生,也可以作为证券从业人员和投资者系统学习理论知识的参考用书。在教学时,建议与人民邮电出版社 2014 年出版的《证券投资学实验教程》(书号:978-7-115-36353-4)配合使用。

在书稿编写过程中,王璐璐、马涛、贾素苇和陈雷文等在资料搜集、整理和校对等方面做了大量工作,特致谢意。还要感谢宁波大学商学院教材建设项目的资助。尽管编者做了最大努力,但书中不足在所难免,敬请同行与读者不吝赐教。

王朝晖

2016 年 7 月

目 录 Contents

第一篇 基础知识篇

第0章 导论

- 一、投资概述 / 2
- 二、现代投资理论发展过程 / 3
- 三、发展中国资本市场的意义 / 5

第一章 证券市场基础工具

第一节 股票 / 6

- 一、股票概述 / 6
- 二、股份变动与股利政策 / 8
- 三、我国的股票类型 / 10

第二节 债券 / 11

- 一、债券概述 / 11
- 二、债券的分类 / 12

第三节 证券投资基金 / 14

- 一、证券投资基金概述 / 14
- 二、证券投资基金的分类 / 16

第四节 金融衍生工具 / 19

- 一、金融衍生工具的特征 / 19
- 二、金融衍生工具的分类 / 20
- 三、金融衍生工具的特点 / 21
- 四、金融衍生工具的功能 / 22

思考与练习 / 22

第二章 证券市场

第一节 证券发行市场 / 23

- 一、证券发行市场的构成 / 23
- 二、股票发行市场 / 23
- 三、债券发行市场 / 29

第二节 证券交易市场 / 31

- 一、证券交易市场结构 / 31
- 二、证券商 / 32
- 三、证券交易方式 / 33
- 四、证券交易程序 / 34

第三节 证券价格指数 / 36

- 一、股价指数编制方法 / 36
- 二、我国主要的证券价格指数 / 38
- 三、国际主要股票市场及其价格指数 / 40

思考与练习 / 43

第二篇 现代投资理论篇

第三章 证券的收益与风险

- 第一节 收益率的计算 / 45
 - 一、收益的衡量 / 45
 - 二、平均收益率 / 45
 - 三、时间权重收益率 / 47
 - 四、连续复利收益率 / 47
 - 五、应计利息与税后收益 / 48
 - 六、名义利率与实际利率 / 51

第二节 证券的期望收益率与风险 / 51

- 一、期望收益率 / 51
- 二、风险的含义 / 52
- 三、风险的度量 / 53

第三节 风险溢价与风险厌恶 / 54

- 一、风险溢价 / 54
- 二、风险厌恶 / 55
- 三、投资者效用 / 56
- 四、均值一方差准则 / 57

思考与练习 / 58

第四章 资产组合选择

第一节 资产组合的收益与风险 / 61

- 一、资产组合的含义 / 61
- 二、资产组合的收益 / 62
- 三、资产组合的风险 / 63

第二节 资产组合的风险分散效应 / 64

- 一、资产组合中的协方差与相关系数 / 64
- 二、组合中资产的数量与风险分散效应 / 67
- 三、系统风险与非系统风险 / 69

第三节 风险资产与无风险资产之间的资本配置 / 71

- 一、风险资产与无风险资产组合 / 71
- 二、投资者对资产配置的选择 / 73
- 三、投资者选择行为的几何表达 / 74

第四节 效率投资组合的建立 / 74

- 一、以两种风险资产做分析基础 / 74
- 二、马科维茨的组合理论及投资者选择 / 77

第五节 最优资产组合及选择 / 80

- 一、直线效率边界 / 80
- 二、投资者的风险承担及组合选择 / 81

思考与练习 / 82

第五章 均衡资本市场定价模型

第一节 资本资产定价模型的基本内容 / 84

- 一、资本资产定价模型的前提假设 / 84
- 二、资本资产定价模型的基本结论 / 84
- 三、市场组合与资本市场线 / 85

第二节 资本资产定价模型的推导 / 86

- 一、资本资产定价模型的推导（方法一） / 86
- 二、资本资产定价模型的推导（方法二） / 89

第三节 CAPM模型的经济含义 / 90

- 一、CAPM模型的意义 / 90
- 二、证券市场线 / 91
- 三、CAPM模型中的阿尔法 / 91
- 四、CAPM模型与资产组合理论的关系 / 92
- 五、CAPM模型的应用及局限 / 92

第四节 因素模型 / 93

- 一、影响收益的因素 / 93
- 二、风险的系统性和非系统性 / 94
- 三、因素模型的数学表达 / 95
- 四、单指数模型概述 / 96
- 五、投资组合与因素模型 / 97

第五节 套利定价模型 / 98

- 一、套利举例 / 98
- 二、套利定价模型的推导 / 100
- 三、套利定价理论和资本资产定价模型比较 / 102

思考与练习 / 104

第六章 有效市场理论

第一节 有效市场假说 / 105

- 一、股票价格的随机游走与有效市场 / 105
- 二、有效市场是竞争的结果 / 105
- 三、有效市场假说 / 106
- 四、积极与消极的资产组合管理 / 107
- 五、资产组合在有效市场中的作用 / 107

第二节 有效市场的检验 / 108

- 一、弱式有效市场检验 / 108
- 二、半强式有效市场检验——事件研究 / 108
- 三、强式有效市场检验 / 110
- 四、市场上的异常事件 / 111

思考与练习 / 112

第七章 证券投资管理与业绩评价

第一节 证券组合管理 / 113

- 一、证券组合的含义与类型 / 113
- 二、证券组合管理的基本步骤与方法 / 114
- 三、证券投资的形式 / 115

第二节 证券组合投资业绩评价 / 117

- 一、单因素整体业绩评价模型 / 117
- 二、多因素整体业绩评估模型 / 121
- 三、市场时机选择的业绩评估模型 / 122

思考与练习 / 123

第八章 行为金融学

第一节 行为金融学概述 / 124

- 一、行为金融学的定义 / 124
- 二、行为金融学与传统主流金融学的关系 / 125
- 三、行为金融学的产生 / 126

第二节 行为金融对认知偏差的研究 / 127

- 一、投资者认知偏差的原因 / 128
- 二、投资者认知偏差的表现行为 / 129

第三节 行为金融的基础理论——前景理论 / 133

- 一、前景理论的理论基础 / 133
- 二、个人的风险决策过程 / 134
- 三、价值函数 / 134
- 四、参考点 / 135
- 五、决策权重函数 / 139

第四节 行为金融学的主要理论模型 / 137

- 一、噪声交易模型 / 137
- 二、行为资产定价模型 / 138
- 三、行为组合理论 / 138

第五节 行为金融学对异象的解释 / 140

- 一、行为金融学对“波动性之谜”的解释 / 140
- 二、行为金融学对“股权溢价之谜”的解释 / 141
- 三、行为金融学对“时间序列收益可预测性”的解释 / 141
- 四、行为金融学对“封闭基金之谜”的解释 / 143

思考与练习 / 143

第三篇 证券分析篇

第九章 宏观经济分析

第一节 宏观经济分析概述 / 145

- 一、宏观经济分析的意义 / 145
- 二、评价宏观经济形势的基本指标 / 146

第二节 宏观经济分析与证券市场 / 154

- 一、宏观经济运行分析 / 154
- 二、宏观经济政策分析 / 157

第三节 国际金融市场环境分析 / 162

- 一、国际金融市场动荡通过人民币汇率预期影响证券市场 / 162
- 二、国际金融市场动荡通过宏观面间接影响我国证券市场 / 163
- 三、国际金融市场动荡通过微观面直接影响我国证券市场 / 163

思考与练习 / 164

第十章 行业分析

第一节 行业分析概述 / 165

- 一、行业的含义 / 165
- 二、行业分析的意义 / 165

第二节 行业投资分析 / 166

- 一、行业的市场结构分析 / 166
- 二、行业的竞争结构分析 / 167
- 三、行业生命周期分析 / 169
- 四、对经济周期的敏感性 / 171

第三节 国内外主要行业分类标准 / 172

- 一、国外主要行业分类标准 / 173
- 二、国内主要行业分类标准 / 174

第四节 产业链与产业价值链 / 175

- 一、产业链的概念 / 176
- 二、产业链分析 / 177
- 三、产业价值链的概念 / 177
- 四、产业价值链分析的核心问题 / 178

思考与练习 / 178

第十一章 公司分析

第一节 公司基本素质分析 / 180

- 一、公司基本情况分析 / 180

二、公司战略定位分析 / 183

三、公司竞争优势分析 / 186

第二节 公司财务分析 / 187

一、资产负债表分析 / 187

二、利润表分析 / 191

三、现金流量表分析 / 197

四、盈余管理 / 200

思考与练习 / 205

第十二章 股票价值评估

第一节 股利折现模型 / 207

一、内在价格与市场价格 / 207

二、股利折现模型 / 208

三、固定增长的股利折现模型 / 209

四、价格收敛于内在价值 / 211

第二节 自由现金流折现模型 / 212

一、自由现金流 / 212

二、自由现金流折现模型的内容 / 212

三、自由现金流模型的应用 / 214

第三节 相对估值法 / 214

一、市盈率 / 214

二、市净率 / 217

三、市现率 / 219

四、市销率 / 219

五、创造力比率 / 220

六、使用相对估值技术 / 220

第四节 成长股估值 / 220

一、再投资与公司成长 / 221

二、成长股的市净率 / 223

三、成长股的市盈率 / 224

思考与练习 / 226

第四篇 债券分析篇

第十三章 债券价值与风险

第一节 债券价值评估 / 229

一、债券价值评估基本公式 / 229

二、债券价格与债券利率、收益率及到期日的关系 / 232

第二节 债券收益率 / 236

一、当期收益率 / 236

二、到期收益率 / 237

三、持有期收益率 / 237

四、赎回收益率 / 238

第三节 违约风险与债券定价 / 238

一、债券信用评级 / 238

二、债券安全性的决定因素 / 239

三、债券契约 / 239

四、到期收益率与违约风险 / 241

思考与练习 / 242

第十四章 利率期限结构

第一节 利率期限结构的建立 / 243

一、收益率曲线 / 243

二、建立利率期限结构的重要性 / 244

三、零息债券利率结构的建立 / 245

第二节 利率期限结构理论 / 249

一、市场预期理论 / 249

二、流动性偏好理论 / 250

三、市场分割理论 / 252

思考与练习 / 253

第十五章 债券资产组合管理

第一节 债券利率风险的度量 / 255

一、利率敏感性 / 255

二、久期 / 256

三、凸性 / 259

第二节 消极的债券管理 / 261

一、指数化策略 / 261

二、免疫 / 262

三、现金流匹配 / 265

第三节 积极的债券管理 / 266

一、债券掉换 / 267

二、期限分析 / 268

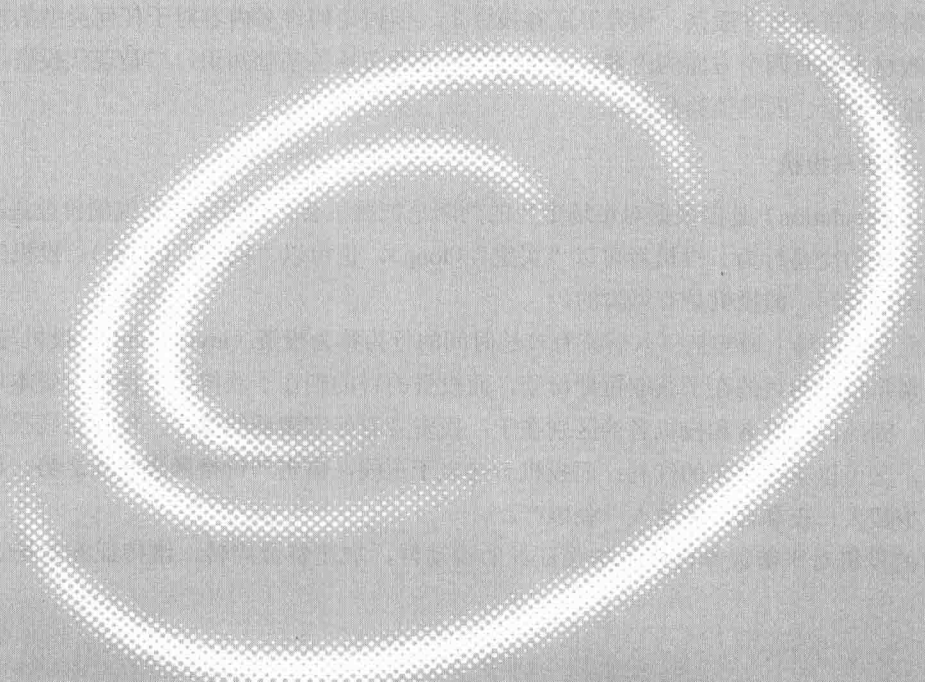
三、或有免疫 / 269

思考与练习 / 270

参考文献

第一篇

基础知识篇



第0章

导论

一、投资概述

（一）投资的内涵

投资是投入当前资金或其他资源以期获取未来收益的承诺行为。比如购买股票，购买者期望股票收益能够补偿付出的成本（包括花在投资上的时间、金钱和承担的风险）。学习证券投资学也是一项投资，因为你为此牺牲了闲暇时间和在这段时间内可能挣得的收入，但可以提升未来的职业生涯，以此来补偿你所付出的时间和精力。尽管这两种投资之间存在这一定的区别，但它们具备一个共同的特征，即牺牲或放弃某种现在有价值的东西，以期望从未来的收益中获得补偿，这就是投资的本质特征。

社会的物质财富最终取决于其社会经济的生产能力，即社会成员创造产品和服务的能力。这种生产能力是社会经济中实物资产的函数，这种**实物资产（real assets）**包括土地、建筑物、机械以及创造产品和服务的知识。与实物资产相对应的是**金融资产（financial assets）**，如股票和债券。这类证券只不过是几张纸，或者更有可能是计算机存储的一条记录，它们不会直接影响经济生产力。而在经济发达国家，这类资产代表了对实物资产收益的索取权。即使不能拥有自己的汽车制造厂，仍然可以通过购买汽车公司的股份来分享汽车生产的收益。

在实物资产为国民经济创造净利润的同时，金融资产只是确定收益在投资者中的分配。人们可以选择是即期消费还是未来投资。如果选择投资，可以通过购买各类证券将他们的财富投资于金融资产。投资者购买企业发行的证券，企业就用融到的资金去购买实物资产，如厂房、设备、技术或存货。因此，投资者购买证券的收益最终来自于企业用所融资金购买的实物资产所产生的利润。

本书将研究重点放在股票、债券等证券投资上，但讨论的许多内容对于任何类型的投资分析都适用。本教材主要有四个方面的内容，一是证券和证券市场等基础知识，二是现代投资理论部分，三是证券投资分析，四是债券分析。

（二）投资与投机

投机（speculation）是指根据对市场走势的判断来把握机会，利用市场出现的价差进行买卖，并从中获得利润的交易行为。投机者可以“买空”（long），也可以“卖空”（short）。投机的目的是获得短期的价差利润，但投机是有风险的。

一般而言，市场上通常把买入后持有较长时间的行为称为**投资（investment）**。投机与投资相比，其主要区别是投机的目的在于获取短期价差，而投资的目的则在于获得本金保障、资本增值或经常性收益等。因此，投资者和投机者的区别在于：投资者看好有潜质的资产，作为长线投资，既可以趁高抛出，又可以享受每年的红利；而投机者热衷于短线，借资产价格暴涨暴跌之势，通过炒作牟取暴利，少数人一夜暴富，多数人一朝破产。

正常的投机对平衡证券价格，增强证券的流动性，加速资金周转，维持证券市场正常运转具

有积极作用。但要警惕和防止过度投机。过度投机会对证券市场以及实体经济造成危害。过度投机行为容易形成各种投资风潮,比如,股票行情看涨时,大家都盲目购进,造成股票价格远高于其实际价值,潜伏着暴跌危机;当有风吹草动,行情看跌时,又纷纷抛售,造成股价惨跌,投资者损失惨重。

应当禁止不正当的、非法的投机。不正当的、非法的投机行为,主要是指通过各种权力或其他关系,事先获取信息,买空卖空、囤积居奇、制造谣言、内幕交易、操纵市场等行为,从而牟取非法暴利。对这些危害证券市场的行为,应予严厉打击。

二、现代投资理论发展过程

现代投资理论(现代金融学)通常认为只有 50 年多年的历史。这 50 年也就是使金融学成为可用数学公理化方法架构的历史。从瓦尔拉斯—阿罗—德布鲁的一般经济均衡体系的观点来看,现代金融学的第一篇文献是阿罗于 1953 年发表的论文《证券在风险承担的最优配置中的作用》。在这篇论文中,阿罗把证券理解为在不确定的不同状态下有不同价值的商品。这一思想后来又被德布鲁所发展,他把原来的一般经济均衡模型通过拓广商品空间的维数来处理金融市场,其中证券无非是不同时间、不同情况下有不同价值的商品。但是后来大家发现,把金融市场用这种方式混同于普通商品市场是不合适的。原因在于它掩盖了金融市场的不确定性的本质。尤其是其中隐含着对每一种可能发生的状态都有相应的证券相对应,如同每一种可能有的金融风险都有保险那样,与现实相差太远。

新的数学架构的现代金融学被认为是两次“华尔街革命”的产物。第一次“华尔街革命”是指 1952 年马科维茨的证券组合选择理论问世,第二次“华尔街革命”是指 1973 年布莱克—肖尔斯期权定价公式问世。这两次“革命”的特点之一都是避开了一般经济均衡的理论框架,以致在很长一段时期内都被传统的经济学家们认为是“异端邪说”。但是它们又确实在以华尔街为代表的金融市场引起了“革命”,从而最终使金融学发生根本改观。马科维茨因此荣获 1990 年的诺贝尔经济学奖,肖尔斯则和对期权定价理论作出系统研究的默顿一起荣获 1997 年的诺贝尔经济学奖。不幸的是布莱克于 1995 年早逝,没有与他们一起领奖。

马科维茨研究的是这样的问题:一个投资者同时在许多种证券上投资,那么应该如何选择各种证券的投资比例,使得投资收益最大,风险最小。对此,马科维茨在观念上的最大贡献在于他把收益与风险这两个原本有点含糊的概念明确为具体的数学概念。由于证券投资上的收益是不确定的,马科维茨首先把证券的收益率看作一个随机变量,而收益定义为这个随机变量的均值(数学期望),风险则定义为这个随机变量的标准差(这与人们通常把风险看作可能的损失的相差甚远)。于是如果把各证券的投资比例看作变量,问题就归结为怎样使证券组合的收益最大、风险最小的数学规划。对每一固定收益都求出其最小风险,那么在风险—收益平面上,就可画出曲线,它称为组合前沿。马科维茨理论的基本结论就是:在证券允许卖空的条件下,组合前沿是双曲线的一支;在证券不允许卖空的条件下,组合前沿是若干段双曲线段的拼接。组合前沿的上半部称为有效前沿。对于有效前沿上的证券组合来说,不存在收益和风险两方面都优于它的证券组合。这对于投资者的决策来说自然有很重要的参考价值。

马科维茨理论是一种纯技术性的证券组合选择理论。这一理论是当年他在芝加哥大学的博士论

文中提出的。但在论文答辩时，另一位当时已享有盛名，后来也以他的货币主义而获得 1976 年诺贝尔经济学奖的弗里德曼斥之为：“这不是经济学！”为此，马科维茨后来不得不引入以收益和风险为自变量的效用函数，来使他的理论纳入通常的一般经济均衡框架。马科维茨的学生夏普和另一些经济学家，则进一步在一般经济均衡的框架下，假定所有投资者都以这种效用函数来决策，而导出整个市场的证券组合的收益率是有效的以及所谓资本资产定价模型（capital asset pricing model, CAPM）。夏普因此与马科维茨一起荣获 1990 年的诺贝尔经济学奖。另一位 1981 年诺贝尔经济学奖获得者托宾在对于允许卖空的证券组合选择问题的研究中，导出每一种有效证券组合都是一种无风险资产与一种特殊的风险资产的组合（它称为二基金分离定理），从而得出一些宏观经济方面的结论。

在 1990 年与马科维茨和夏普一起分享诺贝尔奖的另一位经济学家是米勒。他与另一位在 1985 年获得诺贝尔奖的莫迪利阿尼一起在 1958 年以后发表了一系列论文，探讨“公司的财务政策（分红、债权股权比等）是否会影响公司的价值”这一主题。他们的结论是：在理想的市场条件下，公司的价值与财务政策无关。后来他们的这些结论就被称为莫迪利阿尼—米勒定理。他们的研究不但为公司理财这门新学科奠定了基础，并且首次在文献中明确提出无套利假设。所谓无套利假设，是指在一个完善的金融市场中，不存在套利机会（即确定的低买高卖之类的机会）。因此，如果两个公司将来的（不确定的）价值是一样的，那么它们今天的价值也应该一样，而与它们的财务政策无关；否则人们就可通过买卖两个公司的股票来获得套利。达到一般经济均衡的金融市场显然一定满足无套利假设。这样，莫迪利阿尼—米勒定理与一般经济均衡框架是相容的。但是直接从无套利假设出发对金融产品定价，则使论证大大简化。这就给人以启发，不必一定要背上沉重的一般经济均衡的十字架，从无套利假设出发就已经可为金融产品的定价得到许多结果。

无套利假设促使 1976 年罗斯的套利定价理论（arbitrage pricing theory, APT）出现。APT 是作为 CAPM 的替代物而问世的。CAPM 的验证涉及对市场组合是否有效的验证，但是这在实证上是不可行的。于是针对 CAPM 的单因素模型，罗斯提出目前被统称为 APT 的多因素模型来取代它。对此，罗斯构造了一个一般均衡模型，证明了各投资者持有的证券价值在市场组合中的份额越来越小时，每种证券的收益都可用若干基本经济因素来一致近似地线性表示。后来有人发现，如果仅仅需要对各种金融资产定价的多因素模型作出解释，并不需要一般均衡框架，而只需要线性模型假设和“近似无套利假设”：如果证券组合的风险越来越小，它的收益率就会越来越接近无风险收益率。

若每个证券都得到合理的定价，那么整个证券市场是如何运行的呢？法玛的成就首先是因为他在 20 世纪 60 年代末开始的市场有效性方面的研究。所谓市场有效性问题，是指市场价格是否充分反映市场信息的问题。当金融商品定价已建立在无套利假设的基础上时，对市场是否有效的实证检验就和金融理论是否与市场现实相符几乎成了一回事。这大致可以这样来说，如果金融市场的价格变化能通过布朗运动之类的市场有效性假设的检验，市场就会满足无套利假设。这时，理论比较符合实际，而对于投资者来说，因为没有套利机会，就只能采取保守的投资策略。而如果市场有效性假设检验通不过，那么它将反映市场有套利机会，市场价格在一定程度上有可预测性，投资者就应该采取积极的投资策略。业间流行的股市技术分析之类就会起较大作用。这样，市场有效性的研究对金融经济学和金融实践来说就变得至关重要。法玛在市场有效性的理论表述和实证研究上都有重大贡献。

由此，金融经济学就在很大程度上离开了一般经济均衡框架，而只需要从等价于无套利假设的资产定价基本定理出发。由此可以得到许多为金融资产定价的具体模型和公式，并且形成商学院学

生学习“投资学”的主要内容。1998年米勒在德国所作的题为《金融学的历史》的报告中把这样的现象描述成：金融学研究被分流为经济系探讨的“宏观规范金融学”和商学院探讨的“微观规范金融学”。这里的主要区别之一就在于是否要纳入一般经济均衡框架。同时，米勒还指出，在金融学研究中，“规范研究”与“实证研究”之间的界线并不是很清晰。无论是经济系的“宏观规范”研究，还是商学院的“微观规范”研究，一般都少不了运用模型和数据的实证研究。不过由于金融学研究与实际金融市场的紧密联系，“微观规范”研究显然比“宏观规范”研究要兴旺得多。

三、发展中国资本市场的意义

作为推动现代经济增长的两个巨轮，现代科学技术和现代金融缺一不可。在一个开放的经济体系中，如果仅有发达的科学技术，而没有功能强大的现代金融体系，科学技术的经济增长效应将严重缩水，人类的知识资源不可能得到优化配置；如果仅有一个发达的现代金融体系，而没有强大的科学技术支持，这种经济迟早会进入泡沫经济状态。所以，一个开放的经济体系要想在当前激烈的竞争中处于优势状态，既要有深厚的科学技术基础，又要有发达而健全的现代金融体系。

经济全球化、市场特别是金融市场一体化和资产证券化趋势，必然从根本上影响或改变现代经济的运行方式和发展模式。资产证券化是金融市场一体化的逻辑要求。金融市场一体化是资产证券化的重要基础，资产证券化则是金融市场一体化不断延伸和深化的必备要素。资产证券化的核心要义是，通过标准化的资产分割而提高资产的流动性，从而完成风险分散化的过程。流动性是衡量资产是否具有投资价值或者是否可以投资的首要要素，是资产生命力的体现。没有流动性的资产，是不符合现代投资理念的。资产证券化趋势，将从根本上改变人们的投资理念和财富思想。

经济的持续增长、经济规模的不断扩大和经济竞争力的增强，从资本市场角度看，意味着推动经济增长的存量资产价值大幅提升。如果将这些存量资产不断证券化，基于资本市场的杠杆效应，就意味着证券化金融资产（其中主要是权益类金融资产）的规模和速度会以高于实际经济的成长规模和速度成长。基于这种分析，可以得出这样一种判断：伴随中国经济的持续成长，资产证券化趋势日益明显并有加快的迹象，在未来相当长的时期里，中国的金融资产，特别是证券化金融资产会有较快速度的成长和发展。以致人们认为金融资产进入了一个膨胀时期。这样的金融资产膨胀实际上是一种不可逆的趋势。这种不可逆的趋势也就是中国由经济大国向经济强国的迈进过程。

存量资产特别是权益类存量资产的大规模证券化过程，从传统金融视角看，就是金融资产的膨胀过程。这种膨胀的动力来源于金融资产结构的内部裂变，即具有财富成长杠杆效应的来自于资本市场的证券化权益类金融资产以比传统非证券化的金融资产快得多的速度在成长。中国目前正处在这样一个金融资产结构裂变的时期。正是从这个意义说，中国资本市场发展已经进入了跨越式发展的历史时期。

中国资本市场的发展，正在使中国成为一个资本大国。中国成为资本大国，是中国金融崛起的主导力量和核心标志。中国金融的崛起是21世纪前20年全球金融最重大、最波澜壮阔的历史事件，资本市场也越来越成为21世纪大国金融博弈的舞台。

第一章

证券市场基础工具

证券市场基础工具主要包括股票、债券、证券投资基金和金融衍生工具等四类。股票和债券是最基本的投资工具，证券投资基金是一种大众化的投资工具，通过投资基金可以实现利益共享、风险共担；随着金融的快速发展，衍生品工具俨然成为市场经济史上最引人注目的事情，衍生品工具具有灵活方便、设计精巧、高效率等特征。本章主要介绍股票、债券、证券投资基金和金融衍生品的基础知识。

第一节

股票

一、股票概述

（一）股票的定义

股票是股份证书的简称，是股份公司为筹集资本而发行给股东作为持股凭证的一种有价证券。股票代表了股东对股份公司资产的所有权，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权利，同时也承担相应的责任与风险。股票的发行实行公平、公正的原则，同种类的股份具有同等权利。股票一经发行，购买股票的投资者即成为公司的股东。

股票作为一种所有权凭证，有一定的格式。根据《中华人民共和国公司法》规定，股票采用纸面形式或者国务院证券监督管理机构规定的其他形式。股票应当载明下列主要事项：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）股票的特征

股票作为直接投资工具，具有以下4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：一类来自股份公司股利，另一类来自股票价格变动带得的资本利得。股票持有者享有发行公司经济权益，其实现形式是公司派发的股息、红利。股票持有者可依法交易，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。投资者在买入股票时，对其未来收益会有一个预期，但真正实现的收益可能会高于或低于原先的预期，这就是股票的风险。

3. 流动性

股票可以在股票市场上随时转让，也可以继承、赠与、抵押，但不能退股。无记名股票只要把

股票交付给受让人,即可达到转让的法律效果;记名股票则要在卖出人签章背书后才可转让。由于电子技术的发展与应用,我国深沪股市股票的发行和交易都借助于电子计算机及电子通信系统进行,上市股票的日常交易已实现了无纸化,所以现在的股票仅仅是由电子计算机系统管理的一组二进制数字而已。

4. 权利性

根据《公司法》的规定,股票的持有者就是股份有限公司的股东,他有权或通过其代理人出席股东大会、选举董事会、参与公司经营决策和盈利分配。股东权力的大小,取决于其占有股票的多少。在公司解散或破产时,股东需向公司承担有限责任,即按其所持有的股份比例对债权人承担清偿债务的有限责任。在债权人的债务清偿后,股东对剩余资产也可按其所持有股份的比例向公司请求清偿。

(三) 股票种类

股票种类很多,按股东权利分类,股票可分为普通股、优先股。

1. 普通股

普通股是构成股份有限公司资本最基本的股份,具有股票最一般的特性。因此,普通股比其他种类的股票有着更多的权利,主要包括如下几项。

(1) 经营参与权。普通股股东是公司所有者之一,可以参与公司经营管理,拥有选举表决的权利。

(2) 收益分配权。普通股股东有权凭借其所持有的股份参加公司盈利分配,其收益与公司经营状况直接相关,具有不确定性,且普通股的盈利分配须在公司支付了债息和优先股的股息之后才能分得。

(3) 剩余资产分配权。股份公司破产清盘时,普通股股东有权按其所持有的股份分得公司剩余资产,但须在公司清偿债务和分配给优先股股东之后。

(4) 认股优先权。当公司增发新普通股时,现有股东有权优先(可能还以低价)购买新股,以保证其对股份公司的持股比例保持不变。

2. 优先股

优先股是指股份有限公司在筹集资本时给予认购者某些优先条件的股票。优先股股票的发行一般是股份公司出于某种特定的目的和需要,优先股股东的特别权利就是可优先于普通股股东以固定的股息分取公司收益并在公司破产清算时优先分取剩余资产,但一般不能参与公司的经营活动,其具体的优先条件必须由公司章程加以明确。一般来说,优先股的优先权有以下三点。

(1) 预先约定股息率。优先股股东的收益先于普通股股东支付,且股息率通常预先确定,其收益与公司经营状况不直接相关。

(2) 优先清偿剩余资产。当股份公司破产清盘时,优先股股东有先于普通股参与公司剩余资产的分配权。

(3) 经营参与权受限制。优先股股东一般没有选举权和被选举权,对公司的重大经营事项一般没有表决权。

优先股又因不同情况分为以下4种类型。

(1) 累积优先股和非累积优先股。累积优先股是指在某个营业年度内,如果公司所获的盈利不足以分派规定的股利,日后优先股的股东对往年来未分配或未给足的股息,有权要求如数补给。非

累积的优先股则以当年公司所得盈利为限分派股息，如该年公司获得的盈利不足以按规定的股利分配时，非累积优先股的股东不能要求公司在以后年度中予以补发。

(2) 参与优先股与非参与优先股。当企业利润增大，除享受既定比率的股息外，还可以跟普通股共同参与利润分配的优先股，称为“参与优先股”。除了既定股息外，不再参与利润分配的优先股称为“非参与优先股”。

(3) 可转换优先股与不可转换优先股。可转换优先股是指允许优先股持有人在特定条件下把优先股转换成为一定数额的普通股。反之，不能转换为普通股的优先股称为不可转换优先股。可转换优先股是近年来日益流行的一种优先股。

(4) 可收回优先股与不可收回优先股。可收回优先股是指允许发行该类股票的公司，按原来的价格再加上若干补偿金将已发行的优先股收回。当该公司认为能够以较低股利的股票来代替已发行的优先股时，往往行使这种权利。反之，就是不可收回的优先股。

除了普通股股票和优先股股票外，根据股票持有者对股份公司经营决策的表决权，股票又可分为表决权股股票和无表决权股股票；根据股票的票面是否记载有票面价值，股票又可分为有额面股股票和无额面股股票；根据股票的票面是否记载有股东姓名，股票可分为记名股票和不记名股票。

二、股份变动与股利政策

(一) 股份变动

股份有限公司在首次公开发行股票并在证券交易所上市以后，还会因增发、配股、公积金转增股本、股份回购、可转换债券转换为股票、股票分割与合并等而引起公司股份总数的变动并对股票价格产生影响。

1. 增发

增发是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，也可以向特定机构或个人增发，又称定向增发。增发之后，公司注册资本和股份相应增加。

2. 配股

配股是面向公司的原有股东，按持股数量的一定比例增发新股。原股东可以参与配股，也可以放弃配股权。在现实中，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。

3. 资本公积金转增股本

资本公积金转增股本是在股东权益内部，把公积金转到“实收资本”或者“股本”账户，并按照投资者所持有公司的股份份额比例的大小分到各个投资者的账户中，以此增加每个投资者的投入资本。转增股本以后，股东权益总量和每位股东占公司的股份比例均未发生变化，唯一的变动是发行在外的股份总数增加了。因此，与股票股利类似，转增之后，股票价格要作除权处理。资本公积金转增股本同样会增加投资者持有的股份数量，但实质上，它不属于利润分配行为，因此投资者无须纳税。

4. 股份回购

股份回购是指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。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；股东因对股东大会做出的公司合并、分立决议持异

议，要求公司收购其股份的。

5. 可转换债券转换为股票

上市公司符合法定条件并经监管机构核准后可以公开发行可转换债券，可转换债券在发行时约定债券持有人可以在一定条件下将债券转换为公司股票。当转债持有人行使转换权时，公司收回并注销发行的转债，同时发行新股。此时，公司的实收资本和股份总数增加。

6. 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，将增加或减少股份总数和股东持有股票的数量，但并不改变公司的实收资本和每位股东所持股东权益占公司全部股东权益的比重。

（二）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，股东利益都不受影响。但是，并不能因此就认为股利政策无关紧要，对于若干处于高速增长阶段的上市公司，不分红或者少分红反而更有利于投资者利益最大化。

1. 派现

派现也称现金股利，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，股东为此应支付所得税。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，导致公司现金流出。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，具有稳定且较高的现金股利支付的公司股票称为蓝筹股。

2. 送股

送股也称股票股利，是指股份公司对原有股东无偿派发股票的行为。送股时，将上市公司的留存收益转入股本账户，留存收益包括盈余公积和未分配利润，现在的上市公司一般只将未分配利润部分送股。送股实质上是留存利润的资本化。送股后，股东持有的股份数量因此而增长，但股东在公司中占有的权益比例和账面价值均无变化。投资者获得上市公司送股时也需缴纳所得税。

3. 四个相关日期

上市公司宣布分红派息方案（包括因配股、公积金转增导致股份变动）后至除权除息日前，该上市证券为含息或含权证券。除息是指证券不再含有最近已宣布发放的股息（现金股利）；除权是指证券不再含有最近已宣布的送股、配股及转增权益。

（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，只有在此日期前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）买入的股票不再享有本期股利。

（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