


HZ BOOKS
华章经管

中国金融在线 推荐
www.CF99.com

财金
前沿

Relative Dividend Yield
Common Stock Investing for Income and Appreciation

相对红利收益

2nd Edition
【第2版】

普通股投资收益及增值

(美) 安东尼 E. 斯派尔/保罗·西欧弟 著
Anthony E. Spare/Paul Ciotti

郑振龙 吴靖乐 译



机械工业出版社
China Machine Press



相对红利收益

第 2 版

Relative Dividend Yield (2nd Edition)



安东尼 E. 斯派尔
(Anthony E. Spare) 著
(美) 保罗·西欧弟
(Paul Ciotti)
郑振龙 吴靖乐 译



机械工业出版社
China Machine Press

Anthony E. Spare, Paul Ciotti: *Relative Dividend Yield: Common Stock Investing for Income and Appreciation*, 2nd ed.

Copyright © 1999 by Anthony E. Spare. All rights reserved. No Part of this book may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic or mechanical, including photocopying, recording or any information storage and retrieval system, without permission, in writing, from the Publisher. Authorized edition for sale in the P. R. China only.

本书中文简体字版由Wiley公司授权机械工业出版社在中国大陆境内独家出版发行，未经出版者书面许可，不得以任何方式抄袭、复制或节录本书中的任何部分。

版权所有，侵权必究。

本书版权登记号：图字：01-1999-3758

图书在版编目(CIP)数据

相对红利收益 / (美) 斯派尔 (Spare, A. E.), (美) 西欧弟 (Ciotti, P.) 著; 郑振龙等译. -北京: 机械工业出版社, 2000.3

(财金前沿)

书名原文: *Relative Dividend Yield: Common Stock Investing for In come and Appreciation*

ISBN 7-111-07731-8

I. 相… II. ①斯… ②西… ③郑… III. 股票-证券投资-基本知识 IV. F830.9

中国版本图书馆CIP数据核字(1999)第54991号

机械工业出版社 (北京市西城区百万庄大街22号 邮政编码100037)

责任编辑: 冯章 版式设计: 曲春燕

北京牛山世兴印刷厂印刷·新华书店北京发行所发行

2000年3月第1版第1次印刷

850mm × 1168mm 1/32 · 9印张

定价: 18.00元

凡购本书，如有倒页、脱页、缺页，由本社发行部调换

推 荐 序

“财金前沿”丛书英文版系国际知名财会类出版公司、西方出版金融学著作最著名的WILEY公司组织出版，著者中既有许多业界人士，也有知名的金融学教授，都是投资界明星人物，集多年投资实战经验与理论研究之大成，具有很高的权威性。同时此套丛书还具有观点鲜明，实例丰富，实用性强的特点。

此套丛书涵盖的内容极其广泛，涉及到公司财务、价值评估、固定收益证券、权益投资策略、汇率分析和国际投资、金融衍生工具、甚至宏观经济变化对投资活动的影响等多个方面，其最显著的特点是在直接面向企业经营和市场交易的实践活动的同时也探讨了目前国际金融学研究的的前沿课题，适合广大投资者和金融、证券从业人员、MBA及财会金融专业师生、相关的研究机构、企业经营管理人员及决策者等参考应用。

此丛书由机械工业出版社华章公司引进，由清华大学、厦门大学等相关领域的专家担当译者，除了通过传统的发行渠道发行外，还与《中国金融在线》网站通过互联网进行推广。

《中国金融在线》(<http://www.CF99.com>) 是于1999年10月成立的，是国内首家通过利用现有网络和软件资源整合组建的大型金融证券资讯服务网站。现已与国内

数十家单位、媒体、网站结为战略合作伙伴和媒体伙伴。

《中国金融在线》的长期目标是涵盖金融投资的各个领域，为投资者提供全面的个性化投资交流服务，并开展相关行业的电子商务。

2000年初，《中国金融在线》与华章公司合办了华章网上财经图书专卖店，受到了广大网民的欢迎。

本次《中国金融在线》与华章公司联合策划发行“财金前沿”系列丛书，也是将互联网的宣传优势与传统出版业进行结合的一次有益尝试。希望能够得到广大读者和网民的支持！

最后，我们再次向广大读者郑重推荐机械工业出版社华章公司引进翻译、出版的“财金前沿”丛书。

董事长 尤晓东

《中国金融在线》

<http://www.CF99.com>

2000年4月

“财金前沿”丛书序言

金融学(Finance)是一门非常年轻的学科,一般认为,马柯维茨(H. Markowitz)在1952年发表投资组合选择理论,把数理工具引入金融研究,可以看作是金融学的发端,但也有人认为,应该是到1958年莫迪格里亚尼(F. Modigliani)和米勒(M. Miller)发表研究企业资本结构和企业价值关系(即所谓的MM理论)的研究成果时,最先采用“无套利(No-Arbitrage)”分析方法,才是金融学真正的方法论革命,使金融学的研究,从方法论的角度与一般的经济学研究相分离。上述两项工作成果先后获得诺贝尔经济学奖,对于金融学的奠基性意义是显然的。但不管怎么算,金融学从经济学中分离出来成为一门独立的学科还不到半个世纪。无疑,经济学是金融学的基础,金融学的发展过去、现在和将来都必须不断地从经济学的研究成果中汲取营养。从大的学科分类看,金融学仍应是经济学的一部分。但是,金融学又特别强调财务决策和金融市场的实际操作,所以又应当从属于管理学。在西方发达国家(例如美国),金融学的发展主流在商学院,绝大部分重大的金融学研究成果都是在商学院诞生的。可以肯定的是,金融学从内容、方法到工具,都已经形成了自己独特的学科特色,已经真正作为一门独立的学科在发展。

在国外优秀的商学院发展的金融学，主要包括公司财务和资本市场两个组成部分(后者在课程设置上常常称作投资学)，这两个部分是互相紧密联系的，因为金融系统只有通过企业的财务活动才能真正和实物经济发生联系，而企业的价值又要经过金融市场的交易才能得到正确的评估，由此出发，因为金融学研究的核心问题是金融/财务决策，尤其是强调实际的市场交易和运作，所以数量工具的使用是必不可少的。金融学的基本分析技术，不是一般的经济学中的需求供给均衡分析，而是从前述MM理论的分析方法中引伸和发展出来的一整套无套利均衡分析技术。马柯维茨在投资组合选择理论中所开始的数量化研究和无套利分析思想相结合，酝酿了后续一系列重大的金融学理论突破，包括资本资产定价模型(CAPM)、套利定价理论(APT)，一直到布莱克-舒尔斯期权定价公式。到二十世纪七八十年代，金融学的基本理论框架已经确立，金融经济学基本定理(即等价鞅测度模型(EMM))、有效率市场假设(EMH)和不完全市场一般均衡理论等重要研究成果纷纷问世。许多重要的理论成果经过反复的辩驳和大量的实证检验，验证了其内在逻辑体系的一致性，金融学研究的好几项重大成果都获得了诺贝尔经济学奖。

金融学的理论和金融活动的市场实践是平行发展的，二者之间又紧密地结合并产生了深刻的交互影响。七八十年代以来，金融创新和金融自由化的浪潮汹涌

澎湃，这种发展趋势在很多方面是由金融学理论研究的进展来驱动的。一方面，因为国际货币制度的布雷顿森林体系瓦解，汇率波动传导至利率变化加剧和商品价格(加上石油危机的冲击)起伏不定，金融市场更加充满变数，风险加大，重大金融事故屡见不鲜，几次大的金融危机对各国乃至全球经济都产生了巨大的影响，世人为之谈虎色变。另一方面，欧洲中央银行的建立和欧元启动，使金融的全球化发展势不可挡，降低汇率风险、建立更为和谐稳定的国际金融新秩序亦在酝酿之中。企业财务管理和市场交易实践都在不断地向现有的金融学理论提出挑战，甚至向原有的理论基础发起冲击。进入九十年代以后，金融工程开始大规模发展，一方面给金融创新以巨大的技术支持，另一方面公司财务和资本市场的金融工程活动又提出了许多现有金融学理论尚未能解答的问题。

在现代金融研究中，已经出现了业界走到学界前面，商务实践的需求拉动理论学术研究的趋势。许多前沿研究课题都是在企业财务管理和市场交易实践中提出的，对于这些问题的研究，又动摇着原有的理论基础，尤其是在资本预算、资产定价、金融市场效率和价格的可预测性等方面。例如，传统的项目评估的净现值法(NPV)已经招至很多批评，实物期权(real options)理论在资本预算中呈现出巨大的应用前景；资本资产定价模型的适用性也引起质疑，新的实证检验结果不对其提供支持；市场的有效率性假设看来是过于笼统，

许多问题需要发展有关市场微观结构的研究才能给出正确的说明；而在价格的可预测性方面，新的研究进展则在更深的层面上重新为技术分析辩护，等等。这些前沿研究，驱使金融学教授们走出经学院的“象牙之塔”，密切地结合于企业和市场的实践活动；而在实践第一线工作的训练有素的专业人士，也兴致勃勃地参与到学术研讨中来。新的重大的理论突破已经初露端倪，虽然重构新的理论大厦还有待时日，但这些前沿研究势必产生重要的历史影响。

因此，组织翻译和编辑出版这套“财金前沿”丛书，对于目前国内的金融学科建设和教育培训具有重大的意义。由于历史的原因，中国国内金融学科的教学和研究体系，与国际上金融学的发展主流还存在不接轨的地方。最近这种情况已经开始有较大的转变，大批讲解规范的金融学理论的书籍被翻译介绍到国内，对金融理论界和实务界都产生了很大的影响。在建设具有中国特色的社会主义市场经济的发展历程中，我们要充分发挥后发优势，直接利用最先进的科学技术，避免走别人已经走过的弯路。对于金融学来说，亦是如此。我们不但要引进成熟的经典理论，也要向国内的读者介绍最前沿的研究工作。这样，将可帮助读者把握金融科学发展的方向，迅速地将国内的教学研究推向前沿。

从这套丛书第一批出版的书籍内容看，其涵盖的内容非常广，涉及公司财务、价值评估、固定收益证券、

权益投资策略、汇率分析和国际投资、衍生工具，乃至宏观经济环境变化对投资活动的影响，等等，其显著特点是直接面向企业经营和市场交易的实践活动。这套丛书的英文版是由西方出版金融学著作最著名的约翰·威莱出版公司(John Wiley & Sons, Inc.)组织出版的，因此具有较高的权威性。著者中有许多是业界人士，也有知名的金融学教授，而这些教授们又都与企业和市场实践有紧密的联系。书中讨论的问题都是与实际的管理决策和交易活动密切相关的，同时确实都涉及目前金融学研究的前沿课题。因此，这些书不仅是很好的教学和研究的参考资料，而且还特别适合业界人士阅读，对于他们的业务实践具有直接的指导意义。书的内容都写得相当深入浅出，因而适合于不同程度的读者。对于金融学理论和实务有兴趣或有需要的读者，选读这套丛书将能大大拓宽自己在金融领域的知识面，对提高业务水平和继续深造都大有裨益。

金融市场充满挑战和机遇，金融危机和金融的全球化发展趋势更向世人提出了许多严峻的课题。在一个动荡不安而充满风险的金融海洋里，要想驾驭航船搏击风浪，驶向光辉的彼岸，一定要掌握高超的趋利避险的技术，这套丛书讲解的就是这样的技术，它们实际上就是金融领域本身的高新科技。由于内容涉及前沿研究，因此具有一定的尖端性，在新世纪到来之际，中国金融系统的改革和发展正面临巨大的机遇和挑战。中国在加入世界贸易组织(WTO)后，国内金融系统势

必加快与国际接轨的步伐，逐步融入金融全球化的潮流。金融学的教学、研究和培训体系，也就有迅速进行知识更新的任务。无论是学者、从业人员还是有志于学习金融学的学生，都有接触学科前沿发展的迫切需要。可以说，这套丛书的出版适逢其时，为此，我诚挚地将它推荐给读者。

宋逢明

国际金融工程师学会会员

中国数量经济学会常务理事

金融研究部主任委员

一九九九年十二月一日

译者序

股市上有两条看似相互矛盾的定律。

定律1：股市上没有不被征服的高峰。从长期看，经济总是处于发展之中的，作为企业产权证书的股票，其价值也总是不断增长的，股票价格自然也会随着股票价值不断创新高。从这个意义上说，买股票的投资者只要长期持有股票，他总是可以赚钱的。这个定律换句话说就是：长远来看，股市上赚钱的总额总是大于亏钱的总额。这是股市与赌博、期货、期权等游戏的不同之处。其原因在于股市有企业作为新增利润的来源。

定律2：股市上赚钱的人占少数，而亏钱的人占大多数。据调查，中国股市二级市场开办近10年来，亏钱的投资者占90%以上。更典型的例子是从1985年7月到1990年2月，台湾综合股价指数从636.02点升到12 682.41点，而同期亏钱的投资者也达90%以上。

这两个定律加起来告诉我们：股市上绝大多数人都是亏钱的，只有少数人可以赚钱。这部分少数人赚双份的钱，一份是股市长期上升带来的利润，另一份是多数投资者所亏的钱。这些少数赚钱者往往不是因为他们资金实力雄厚，而是由于有正确的投资理念。

从这两个定律我们还可以得出结论：股票市场是

个骗人的市场，它利用人性的弱点，诱使投资者追高杀低从而不断亏钱。

股市的骗人特性表现在成交量上就是头部量大底部量小。一般说来，人们在买东西时，价格越高，买的人越少，价格越低，买的人就越多。而在股市上，股价涨得越快，股价越高，买的人就越多，成交量越大；股价越低，买的人就越少，成交量也越小。两者之所以存在如此大的区别，是因为人们买东西是为了消费，而买股票的人大多是为了再卖出。因此涨得越快的股票人们就认为它将来越能涨，买者就越多；而跌得越快的股票人们就认为它将来越能跌，买者就越少。股票投机成了“博傻游戏”，每个追涨杀跌的傻瓜都认为有比他更傻的傻瓜来接他的接力棒，从而使他变成聪明人。

世界各国股市，无论是发达国家还是发展中国家，无论是历史悠久的美国股市还是新兴的中国股市，都逃脱不了头部量大、底部量小的命运。无论哪国的投资者都逃脱不了股市的骗人性质。



那么，如何成为在股市中赚钱的少数人呢？自股市出现以来，中外多少理论和实践者孜孜不倦地探求股价变动的规律，并提出了种种“理论”和“规律”，以求战胜股市。遗憾的是，这些“理论”和“规律”要么过于艰深，难以被一般投资大众所接受和使用；

要么过于直白，人人可用，而股市的特性又决定了不可能人人都赚钱，从而也决定了这些“理论”和“规律”一旦被投资大众普遍采用，这些“理论”就不再正确，这些“规律”就不复存在。这就是老子“道可道，非常道”的道理。

面对一张上下大幅波动的股价长期走势图，你脑中闪现的第一个念头也许是低买高卖，通过短线操作在短期内暴富。遗憾的是事后诸葛亮容易做，可当你带着这种想法进入股市时，股市的欺骗性和你的人性弱点相结合，你会发现你低买高卖的初衷却变成追高杀低的现实。面对这种结局，你不能怪自己太笨，只能怪股市太狡猾。你想玩弄股市，最终被玩弄的一定是你自己。

可以说，股市上大多数人亏钱的根本原因在于其投机心态。投机者的目光只盯着股票的差价，而完全忘记了股票价格的最终决定因素——红利。投机者常笑话投资者只顾捡芝麻(红利)而丢掉了大西瓜(股票差价)。实际上，红利虽小，它却是决定股价的根本。因此，投资者看似“捡芝麻而丢了大西瓜”，实则是抓住了事物的根本。其中的道理值得我们好好去体会。事实上，在股市上赚大钱的无一不是投资者。巴菲特就是杰出的代表。遗憾的是他的投资方法过于专业，非一般投资者所能效仿¹。

¹ 巴菲特的投资理念和投资方法详见拙著：《股市之道》，中国发展出版社，1998年1月版。

译者序

令人欣慰的是，安东尼E. 斯派尔和保罗·西欧弟合著的《相对红利收益》为投资者提供了简单适用、方便易行、并经过市场检验表现优异的投资方法。该书第1版问世后，即获得了投资界广泛的赞誉。我们奉献给广大读者的是该书经过全面修订后的第2版，它的内容更新、方法更适用、案例更全。我们希望本书中文版的出版有助于提高中国广大中小投资者的投资意识和投资水平。

郑振龙

1999年11月

于厦门大学

本书在翻译过程中得到厦门大学财政金融系的支持。

前 言

本科阶段时,塔夫茨大学(Tufts University)的两位教授深深地影响了我并间接地引导我发展了这套相对红利收益的普通股投资法。其中一位是经济系主任刘易斯·曼利博士(Dr. Lewis F. Manly)。我有幸聆听他为新生所开设的经济学原理课。那时,我对经济学一无所知。我的父亲亚历山大·斯派尔(Alexander T. Spare)是名律师兼商人,因此,我对经济学生活的日常实践有一些切身感受。但是,除了几个望文生义的概念外,我对这一体系如何在理论上或实践中运作一无所知。几年前过世的曼利教授,当时已年过花甲,并且在基础课教学方面有独到的研究。虽然他毕业于哈佛,并承接古典凯恩斯经济学的衣钵,曼利教授却能够从非常客观明了的角度来阐释经济现象。他的课程深深打动了。从此我决定以经济学作为主修专业。

本科阶段时另一个给我带来深刻影响的人物是哈瑞·恩斯特博士(Dr. Harry B. Ernst)。经过与曼利教授协商,他被允许改变原有的课程安排。他每周开3门课,而非通常情况下的5门,但每天下午他额外举办一场股市咨询沙龙。正是在恩斯特博士(他目前仍活跃于波士顿地区并从事研究工作)的指导下,我学习了商业统计学。恩斯特的课程相当注重实用,他更重视事实而非

理论。他敢于挑战传统智慧并对统计学持有近乎偏激的观点。后来，当我选修高级经济课程后，我才明白他这样想的原因。这些高级课程与真实世界无任何关联，完全歪曲了事实，充其量只不过是对无法归结为数字的活生生的经济现象所进行的失败的量化尝试。

在一项课后作业中，恩斯特向我们提供了一百货商店过去10年间的月季销售数据，要求我们找出销售量的季节性调整系数。在计算器还没有问世的当时，这是一项巨大的工程。你必须预测销售增长趋势，并得出剔除增长趋势后的月季销售量。全班唯一获得正确答案的男孩因其父亲在五月公司(May Company)工作而知道一些有关零售业务的知识。当恩斯特询问我们的答案时，他站了起来——我永远无法忘记这一时刻——并说：“除非你知道复活节的日期，否则你无法解决这一问题。”

“这样看来，这道问题还真有趣。”我对自己说。班里没有其他的人意识到复活节的日期是不固定的。它可能出现在三月或四月，当它来临的时候，便引起各大百货商店销售额的短期波动。简言之，由于没有考虑到复活节的日期是变动的，我们的答案毫无意义（虽然我们的算术无可挑剔）。

这是我人生中接受的一次宝贵教训。数字同其他任何东西一样都足以迷惑人——真实世界是如此的复杂，以至于它无法用非直观的、机械的想法加以解释，你无法解释经济现象，你也无法解释股市的波动。对