

范从来,等 著

中国· 证券投资

南京大学出版社

课题研究组成员

陈俊如 郑跃平 何 荣
何旭强 陈峥嵘 孔德森

目 录

第一章 证券投资的一般界定	(1)
1.1 投资的经济属性	(1)
1.2 资产:实物资产、金融资产	(5)
1.3 证券:证据证券、所有权证券、有价证券.....	(8)
1.4 股票:股份、股本与股权.....	(11)
1.5 债券:性质、种类及投资特性.....	(16)
1.6 期货与期权.....	(20)
1.7 投资基金.....	(26)
1.8 证券市场.....	(31)
1.9 收益和风险.....	(34)
第二章 中国证券市场的形成	(45)
2.1 1949年以前的证券市场	(45)
2.2 传统社会主义计划经济体制下的证券市场.....	(49)
2.3 中国经济体制改革对证券市场的呼唤.....	(51)
2.4 中国证券市场发展的阶段.....	(59)
第三章 中国证券市场的运作	(70)
3.1 证券发行市场.....	(70)
3.2 证券交易所的运作.....	(90)
3.3 场外交易市场的运作.....	(98)
3.4 股票价格指数	(110)
3.5 交易监管及证券经营机构	(121)
第四章 中国证券投资工具的结构	(129)
4.1 总体结构及其优化	(129)

4.2	国库券的投资特性分析	(136)
4.3	企业债券的投资特性分析	(145)
4.4	A 股的投资特性分析	(153)
4.5	B 股的投资特性分析	(165)
4.6	国家股、法人股的投资特性分析	(173)
4.7	期货的投资特性分析	(179)
4.8	投资基金的投资特性分析	(190)
第五章	股票投资分析的一般原理(上)	(198)
5.1	选股分析程序	(199)
5.2	行业分析	(201)
5.3	公司分析	(207)
第六章	股票投资分析的一般原理(下)	(236)
6.1	道氏理论	(236)
6.2	阴阳线图分析法	(244)
6.3	钱龙证券投资分析系统	(262)
第七章	中国上市股票的投资分析	(305)
7.1	上市公司的股本结构	(305)
7.2	上市股票的空间分析	(307)
7.3	上市股票的行业分析	(311)
7.4	部分上市 B 股的公司分析	(317)
第八章	证券组合理论及其有效性检验	(342)
8.1	证券组合的收益与风险	(342)
8.2	有效证券组合	(352)
8.3	单指数模型及多指数模型	(360)
8.4	中国证券市场有效性检验	(367)
第九章	中国证券市场管理体制	(374)
9.1	证券市场管理体制的一般概述	(374)
9.2	证券市场管理体制的国际比较	(378)

9.3 我国证券市场管理体制	(386)
9.4 我国证券市场管理中的问题及其完善	(400)
第十章 新加坡的证券市场及其对中国的启示	(411)
10.1 新加坡证券市场的形成过程	(411)
10.2 新加坡证券市场的运行	(417)
10.3 新加坡证券管理体制	(461)
10.4 新加坡的金融改革: 金融自由化和金融国际化以市场为导向的	(470)
10.5 新加坡证券市场的发展对中国的启示	(479)

第一章 证券投资的一般界定

1.1 投资的经济属性

投资一词在人们的日常生活中经常被使用,如基本建设投资、股票投资、房地产投资、智力投资、健康投资等。然而从经济学的范畴来说,受传统经济管理体制的影响,中国理论界和实际工作者在很长一段时期内把投资理解为进行基本建设而支付的资金,把投资视为固定资产投资或基本建设投资的简称^①。随着中国经济活动的多主体、多样化,人们开始从最一般、最能反映事物本质特性的质的规定上定义投资的内涵。

从经济学最一般的意义上来说,投资是与储蓄相对应的一个概念。储蓄为货币收支主体的总收入与消费支出的余额,储蓄资金的再投入即为投资。由于储蓄是延期的消费,是为了将来更多的消费而牺牲目前的消费。因此,威廉·夏普教授认为,投资就是为了获得可能但并不确定的未来值而作出确定的现值牺牲的行为^②。在这个定义中指出了投资的两大定义特征:一是时间性,就是说投下的价值或者说牺牲了的消费是现在,而可能获得的价值或消费是在将来,从现值支出到将来值的获得,或长或短要经过一定的时间间隔;二是不确定性,即投资者支出的现值是确定的,而将来可能获得的价值是不确定的。

① 李昌清主编《投资学概论》,中国财政经济出版社,1993年,第9页。

② 徐文通、任映国主编《现代西方投资学》,中国金融出版社,1991年,第2页。

从投资者的角度出发,可以将投资定义为投资主体(政府、企业、个人)买进金融资产或实物资产以获取由该资产所产生的与所承担风险相对应的收益的一种经济行为^①。在这个定义中明确了这样两点:其一、投资的对象有金融资产和实物资产之分;其二、投资中收益与风险是相对应存在的。从投资者收益上来看,投资可定义为投入现在的资金,以期在将来获得以利息、股息、红利、租金、退休金等收入以及本金增值的一种行为^②。在这个定义中,明确了投资的报酬分为收入(Income)和本金增值(Capital Gain)两项,即所谓的所得收益和资本收益。

从保值和产权的角度,可以把投资定义为,为保存财富或赢得收入而拥有任何资产或财产的权利的一种行为^③。在这种定义中指出了投资的两大特征:其一、投资的目的除了获取收入外,还有保存财富,即保持财富价值的意图;其二、投资的对象并不一定是实实在在的资产,也可以是各种资产的权利。

上述分析从不同角度分析了投资的本质特征。据此我们可将投资界定为,投资主体将现在所持有的资金^④,运用于金融资产、实物资产,或对这些资产的权利,以保值或获取未来可能的收入和本金增值的一种经济行为。这种行为的经济属性表现为收益性、不确定性以及时间性。同时,这种行为作为一个客观的经济范畴,又表现出系统性。该系统按不同的标准以及不同的研究目的,可以划分为不同的种类。证券投资作为本书的独特研究对象,正是该系统的一个重要组成部份。其过程简单而言就是证券的买卖活动。这种活动的经济属性一方面受投资的一般经济属性所规定,同时又以其具体的内涵丰富了投资的经济属性。这种功能可通过证券投资活动中投

①② 朱元编著《证券投资学原理》,立信会计图书用品社,1992年,第3页。

③ 朱元编著《证券投资学原理》,立信会计图书用品社,1992年,第3页。

④ 这里的持有不同与所有,投资主体的资金除主体所有的资金外,还可能有借贷资金。

资与投机的区分得到充分的体现。

在证券投资中，投机和投资均表现一种证券的买卖行为，都是投入一定资金以谋取盈利，同时承担本金损失的风险，因而投资和投机很难明确地予以区别。一些学者曾试图以不同的标准把投资与投机加以区分，虽然这些区分都面临着不同的困难，但却有助于我们进一步认识投资的经济属性。

1. 以风险（本利损失的可能性）的大小作为区分的标准。投资被认为是具有有限的风险，所购买的一般只限于其预期收入比较确定，本金又相对比较安全的证券；投机则具有较高的风险，即预期收入不确定，本金也有损失的可能性。据此，投机被称为“高风险的投资”。这种区分一般而言容易被人们所接受。人们在日常生活中也常把投机与冒险联系在一起，把投机者看成是冒险家的化身；在证券咨询服务界也常常利用这一标准把证券分成“投资级”和“投机级”。但是，这种区分有两点困难：其一、许多投资对象的风险程度难以测定；其二、在所有为获得未来收入和本金增值的投资中都涉及到一定程度的风险。比如国家债券就其利息和本金的到期支付来说是无风险的，但仍有购买力风险和利率风险。这说明风险是一个程度问题，而不是有和无的问题；同时，风险的高与低又是相对的。如果将投机界定为高风险的投资，那么高风险与低风险之间的界线必然纯属主观判断，难以具有真正的划分意义。

2. 以投资的期限作为区分的标准。认为投资者的兴趣在于长期持有，做长线，目的在于获取到期收入和资本增值；而投机者则热心于短期的周转交易，获取价差收益。这种划分有一定的真实性。但是，短期周转性交易不一定是投机行为，比如许多公司常常购买短期证券以提高资产的安全性，避免风险较大的长期投资。另一方面，投机者也可能购买长期证券，以期望在一段较长的时间内获取巨额的收入。同时在具体的投资活动中，证券买卖者的目的也是动态可变的。比如 A 交易者为了获取甲股票预期每股 30 元的股息，投入 100

元买入甲股，充当投资者。但如果该股票受突发消息的刺激，价位上涨到180元，他极有可能卖出甲股，获取80元价差收益，而放弃预期的30元收入，从而转化为短期投机者。反之，若投机者高价位买进被套，在一定条件下他也有可能转为长期持有，靠所得收入减少自己的亏损。可见，以期限为标准仍难以区分投资和投机。

3. 以交易的动机作为划分的标志。一般认为，投资者的动机在于获取证券的经常收入（债券的利息收入、股票的股利收入），而投机者的动机在于获取证券的资本增值。这种区分的难点在于把投资性普通股票排除在投资之外；而把那些目前能产生较高收益，但明天有可能化为乌有的股票和债券却包括在投资之中。这是因为，投资性普通股票即短期内公司不宣布分配股息，而把当年未分配盈利再投资于公司。这种再投资，扩大公司营业规模，导致股票价值提高，并使以后的股息支付逐步增加，具有很高的投资价值。而从动机来看，此类股票不属投资，这显然是错误的。

4. 以交易者的分析方法作为划分的标志。一般认为投资通常对各种证券就其价值进行细密的分析和评价，以证券的内在价值作为选购证券的尺度；而投机者不对证券本身进行分析、评价，只注意市场的变动，价格的走势，以此决定是买进，还是卖出。然而，即使是投机者，他们虽然对价格的走势十分关心，但也不是对证券的质量绝对不做一点分析，否则其行为就具有很大的风险。

上述划分的矛盾性说明，明确投资与投机之间的界限是十分困难的，一项好的投资，往往就是一项成功的投机。两种概念之间的区别，关键在于人们如何看待收益和风险之间的相互关系。收益和风险的不同组合构成不同类型的投资行为，收益是风险的报酬，风险则是收益的代价，投资与投机均包含着收益性、风险性和时间性，投资的经济属性在此得到进一步体现。

1.2 资产：实物资产、金融资产

投资就其投资对象而言，是投资主体拥有任何资产或对这些资产的权利的一种经济行为。由于这里的资产以及这些资产的权利具有多样性，相应地，投资按其不同的投资对象也就分为不同类型的投资。证券投资正是多样化投资中的一种主体形式。要明晰证券投资的特定内涵，首先必需界定什么是资产。

按照经济学原理中的通常定义，资产是“由企业或个人拥有并具有价值的有形的财产或无形的权利。资产之所以对物主有用，或者是由于它是未来事业的源泉，或者是由于它可以用于取得未来的利益。”^① 在此表明资产具有两个特性：一是资产具有价值 (Value)，即“某一种货物或劳务在市场上所表现的价格。”^② 二是资产能够作为“未来事业的源泉”或“用于取得未来的利益”，这个“源泉”和“利益”可统称为收入 (Income)^③，即资产具有收入性。这里的收入是相对某一段时期而言的流量概念，又称为收入流量。收入流量和资产具有“一对一”的对应关系，即每一种收入流量都必然产生于或从属于一种特定的资产。收入流量既有货币形式，即货币收入流量，也有非货币形式，即服务流量 (Service flow) 或实物性收入 (Income in kind)。服务流量是一个资产所有者从拥有资产上获得的实际服务。比如房屋可为其所有人提供居住、使用和出租等服务；机器可为其所有人提供生产产品的服务等。依据能够为持有人带来收入流量的性质，经济中最主要的资产可以分为实物资产和金融资产两大类。

① [美] D·格林沃尔德主编《现代经济词典》，商务印书馆，1983年版，第27页。

②③ [美] D·格林沃尔德主编《现代经济词典》商务印书馆，1983年，第466页，第219页。

实物资产也称有形资产，是指那些主要产生服务流量而不是货币收入流量的资产。实物资产的概念要大于实物资本的概念。实物资本通常是指厂房、设备、追加存货等生产性资本。投资于实物资本通过生产活动可以直接增加社会的物质财富，或提供所必需的劳务。这种投资一般称为实际投资。实物资产除生产性资本品外，还有不动产、贵金属、珠宝、古董艺术品等具有实物形态的资产。从表面上看，这些实物资产既能提供服务流量，也能够一定条件下提供货币收入流量。比如，把房屋、机器等实物资产出租，便可使所有人获得租金这种形式的货币收入流量，但这些货币收入流量实质上是租用者按期为获得别人的实物资产的服务流量而付出的价款。这时实物资产提供的仍然是服务流量，并没有因为出租者获得的是货币收入而改变其本身收入流量的性质。

金融资产是和实物资产完全不同的资产范畴。它是一种代表对实物资产所创造的一部份收入流量的索取权、能够为持有人带来货币收入流量的资产。这种资产代表着对实物资产所创造的收入流量的一部份的索取权，是附属于实物资产的资产范畴；同时它们所获取的是收入流量而不是服务流量。

由于资产分为实物资产和金融资产，投资也就可以分为实物投资和金融投资。证券投资的实质就是金融资产投资，它是相对于实物资产投资而存在的。实物资产投资除实际投资外，还有不动产投资、贵金属投资、珠宝投资、古董艺术品投资等。

不动产即土地以及土地之上的建筑物和附属设施。土地为最基本的生产、生活资料，其供给有限，需求呈增长之势。据此，投资于不动产最能帮助人们进行资金保值、增值。但不动产投资有这样几个问题：一是投资所需资金额较大；二是转让流通性小于证券（想卖时不一定有合适的买方），且分割性较差，即若只需不动产的一部份价值，无法分割出售。

贵金属投资主要指投资于黄金和白银等。黄金在货币演变过程

中曾具有极为显赫的地位（金本位制）。现在黄金虽然不再成为货币的材料，但它在商品交易、债务清偿中仍具有重大作用（主要在国家与国家之间）。从黄金的自然属性看，黄金色泽好，比重高，最具延展性（每盎司黄金可以压成 17 平方米的薄片，可以拉长为 25 公里的细丝）。同时黄金不易受侵蚀，不会生锈和变色，熔点高于摄氏 1000 度，导电、导热性能极佳。故此它在精密仪器工业中必不可少。但是黄金的供给量极为有限，全世界的产量约为 1500 吨左右，而且开采成本极高。由于黄金的品质高而产量低，其价格在第二次世界大战以来，一直呈上升趋势，而且其价格往往与股票价格相反，这就使得黄金成为对付股市下跌和通货膨胀的良好工具。一般投资者所能购买到的黄金主要有三种形态：金首饰、金币（纪念币）和金块（条）。投资于金首饰等黄金工艺品，是投资于黄金的最容易的途径，但其价格中含有极大比例的工艺费用。故此，一般认为，这是一条最不明智的投资途径。投资于金块（条）是投资于黄金的最直接、最便宜的途径；投资于含有黄金的硬币则介于两者之间。白银投资类似于黄金投资。

珠宝投资。千百年来，人们以宝石作为财富的贮藏手段之一，因为它美丽、稀有、耐磨，并且体积小易携带，从而为迅速而安全地转移财富提供了条件。也正因为如此，珠宝投资成为实物投资中的一种重要的形态。

古董艺术品投资不同于证券投资，最明显的区别是，古董艺术品具有独特性，“仅此一件”，并且每一件的历史因素和文化价值也独具一格，非任一别的物件可比拟。进行这种投资，对具体物品的品质没有既定分析模式。

总之，投资于贵金属、珠宝、古董艺术品，因其随时间的推移而可能升值，可以弥补通货膨胀的损失。但这些投资，平时无货币收入，且安全保管很费心机，在鉴别上要求也很高。我们在本书所要讨论的仅限于证券投资。

1.3 证券：证据证券、所有权证券、有价证券

证券一词在日常生活中已被广泛使用，但其内涵常常被人们所误解。比如，人们往往把证券等同于有价证券；把证券等同于股票、债券。事实上，证券是一个范围很广的定义，有价证券只是其一部份。相应地，即使是股票、债券也并不构成有价证券的全部，认股权证、期货合同、期权、基金券等也构成现代证券投资的重要工具。故此，在研究中国证券投资之前，必须首先对证券投资的工具——证券作出一般界定。

证券在一般意义是指用以证明持有者有权按其所载取得相应收益的各类权益凭证^①。证券可以具体划分为三大类：证据证券、所有权证券和有价证券。证据证券只是单纯证明某种事实的凭证。诸如借据、收据等。所有权证券是认定持有人是某种财产所有权的合法享有者，证明对持有人所履行的义务是有效的文件。诸如存单、存折、土地所有权证书等。有价证券则是证明某项财产权利的凭证，诸如支票、汇票、债券、股票等。日本学者津村英文认为：“有价证券是某种权利的化身，持有人有权取得一定的收入，要行使该项权利就必须保有该项证券，要转移该项权利，也必须转移该项证券。”^②有价证券作为某种权利的化身，有了有价证券，持有人即可根据证券所表明内容，实现其财产权利；而对有价证券负有义务的人，则履行证券所要求的义务。有价证券表现出权利与证券紧密相联、不可分离这一基本特点。

有价证券按其所表明财产权利的不同性质，又可以分为三类：商品证券、货币证券及资本证券。

① 金雪军著《证券经济学》，浙江大学出版社，1992年版，第48页。

② [日]津村英文著《证券市场》，中国经济出版社，1988年版，第13页。

商品证券是证明某商品所有权的凭证，是一种物权。这里的物指占有一定空间，有一定使用价值和交换价值，并可由民事主体所支配，以满足人们生产或生活需要的一切客观存在的物质资料。商品证券作为某种商品物权的凭证，其所有者对该证券上所载明的商品享有合法权利。提货单、栈单、运货单等就属于商品证券。

货币证券是证明某种物质资料（商品）的所有权转化为对货币的索取权的凭证。这种证券因商品交易而产生，代表着索取与某种商品价值相符的货币的权利。如期票、汇票、支票等。

资本证券是证明投资这一事实以及投资者拥有相应权利的凭证，如股票、债券等。

证券的构成如图 1—1 所示：

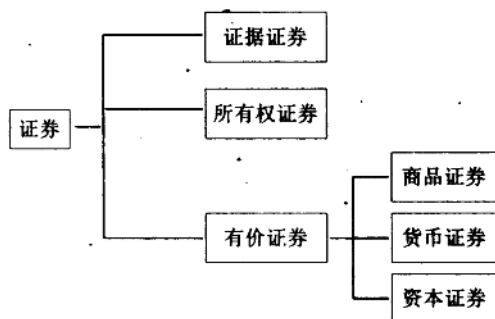


图 1-1：证券构成图

、在法律上有时将货币证券称为有价证券，但在证券投资中所指的有价证券（或简称证券），多指资本证券。在证券市场上交易的证券基本上就是资本证券，如股票、债券等。但随着证券制度本身的创新，其交易工具又有所扩展。比如优先认股权证，它本身并不反映投资的事实，从而不具备资本证券的条件，但是因为它是预定要转化为股票的证券，而且在证券市场上交易，因而也包含在有价证

券中。也有人称之为“相关证券”或“派生证券”。派生证券除优先认股权证外，还有基金券。

基金券的形成与间接投资有关。间接投资与直接投资相对应而存在。其内涵有两个：一是指一般投资意义上的直接投资和间接投资；二是指证券投资中的直接投资和间接投资。一般意义上的直接投资是指投资者为取得企业经营上的控制权而提供贷款或购买其股权的投资活动。这有这样几种情况，一是直接建立新的完全属于自己的企业；二是以参加有关企业的经营为目的，取得现有企业的股份；三是购买企业以取得开展经营活动所需要的实物资本。即使不是买进股份而是提供贷款，如果这种贷款对企业具有决定性的影响或伴有参加经营的因素，也属于直接投资。直接投资的核心是控制权。间接投资则是指投资者不以获取控制权为目的而进行的投资活动。从形式上来看，间接投资主要是证券投资，但证券投资并不等同于间接投资。很多学者认为两者是等同的。其实，直接投资也可能采用证券投资的形式。证券投资既可以是直接投资，也可以是间接投资，两者的区分在于控制权的获得与否。过去人们通常认为只要占有一个企业全部股份的5—15%，就算是获得了控制权的直接投资，低于此则为间接投资。

证券投资中的直接投资和间接投资则完全不同于一般意义上的直接投资和间接投资。证券投资中的直接投资是指投资者（实际投资者）直接投资于各种有价证券。间接投资则指投资者不直接投资于有价证券，而是投资于投资基金的基金券，再由投资基金管理公司投资于市场上的有价证券。由此可见，证券投资中的间接投资形成了基金券，基金券派生于市场上的各种有价证券，因而成为证券投资的工具。股票、债票、认股权证、基金券等资本证券和派生证券构成证券投资的主要工具，而从最新发展来看，证券投资工具还包括期货与期权。

1.4 股票：股份、股本与股权

股票是有价证券中的主要形式，也是证券投资的主要工具。要认清股票是何物，必须从股份公司谈起。因为，股票是股份公司发给股东以证明其进行投资并拥有相应权益的有价证券。股份公司素有“股票之母”之称。认识股票，不可能不谈其间的渊源连动关系。

股份公司与业主企业、合伙企业共同构成企业的三种组织形式。

业主企业是由一个人（业主）出资经营，归个人所有和控制的企业。业主企业的业主负责企业的全部经营活动，有充分的自主权，制约因素较少，灵活性也较大。合伙企业是由两人或两人以上通过签定契约的形式，共同出资经营，并对盈亏共同负责的企业。合伙企业在一定程度上弥补了业主企业的局限性：（1）扩大了资金来源和信用能力。业主企业是以个人的财产和信用能力为基础的，但个人的资金和信用往往有限。合伙企业中每个合伙人都可为企业提供资金或其它技能，并对企业的债务负责，因而，企业的信用能力扩大了，承担风险的能力也扩大了。（2）提高了企业的管理和决策能力。合伙者可以用他的资金、时间、技术或个人的声望为企业作出贡献。尽管他们在利润、风险和经营管理上享受的权利和义务不是平等的，但是其利益总是和企业相关的，而且合伙企业的合伙人总是有限的且相对稳定，这就容易形成同舟共济、各献其能的决策层和管理层，从而增加了企业发展的可能性。

股份公司则是以营利为目的，由两人或两人以上集资并按法律规定所组成的社团法人。在这里，以营利为目的决定了股份公司的企业性质，法人资格则是股份公司区别与其他企业组织形式的重要标志。所谓法人是指能够根据法律规定享有与其义务有关民事权利、承担相应的民事义务、参加民事活动的组织。股份公司经批准领到营业执照后，法律就赋予它财产所有权，赋予它有权独立于其业主

之外开展业务活动，有权以它自己的名义提出诉讼，也可被控诉。而业主企业和合伙企业就不同于股份公司，它们在法律上并不被视为是独立于其业主的实体，它们只是自然人企业，即业主企业、合伙企业的权利主体属于业主个人所有。

股份公司这种企业组织形式在西方资本原始积累时期就开始萌芽。当时的公司组织是在海外殖民掠夺中产生的。因为当时的海外贸易是掠夺性的，这不仅导致了被掠夺国人民的强烈反抗，而且引起了各列强之间激烈的商战，加之远渡重洋，海盗盛行，因此风险极大，远非个人投资力所能及。这样，公司这种组织形式应运而生。股份公司产生后随着商品经济的发展而迅速发展。西方国家在资本原始积累的基础上，开始了工业革命。工业革命是以机器为主体的工厂制度代替以手工业为基础的手工工场的革命，随着各国工业革命的完成，重工业得到飞速发展，科学技术有了长足的进步，资本有机构成提高，企业规模越来越大；同时，社会分工也向纵深发展，社会化程度越来越高。这在客观上产生了巨额投资的需求。在此情况下仅靠单个或少数资本家投资建立业主企业或合伙企业是无法实现的；靠银行贷款来扩大企业资本，在贷款数额和用途上都有严格的限制，也是行不通的。于是从社会上广泛集资以加速和扩大资本形成的股份集资方式就成为十分必要了。同时，信用制度的发展，金融市场的出现，又为股份集资提供了可能，从而促成了股份公司在现代经济中广泛流行，成为占居统治地位的企业组织形式。

股份公司的种类很多，在现实经济活动中根据法律规定，大体可分为无限责任公司、有限责任公司、两合公司、股份有限公司和股份两合公司。其中最具有代表性的是股份有限公司。

股份有限公司是指全部注册资本由等额股份构成并通过发行股票（或股权证）筹集资本的企业法人。即公司的资本总额平分为金额相等的股份，股东以其所认购股份对公司承担有限责任，拥有相应的股权，公司则以其全部资产对公司债务承担责任。股票则是公