

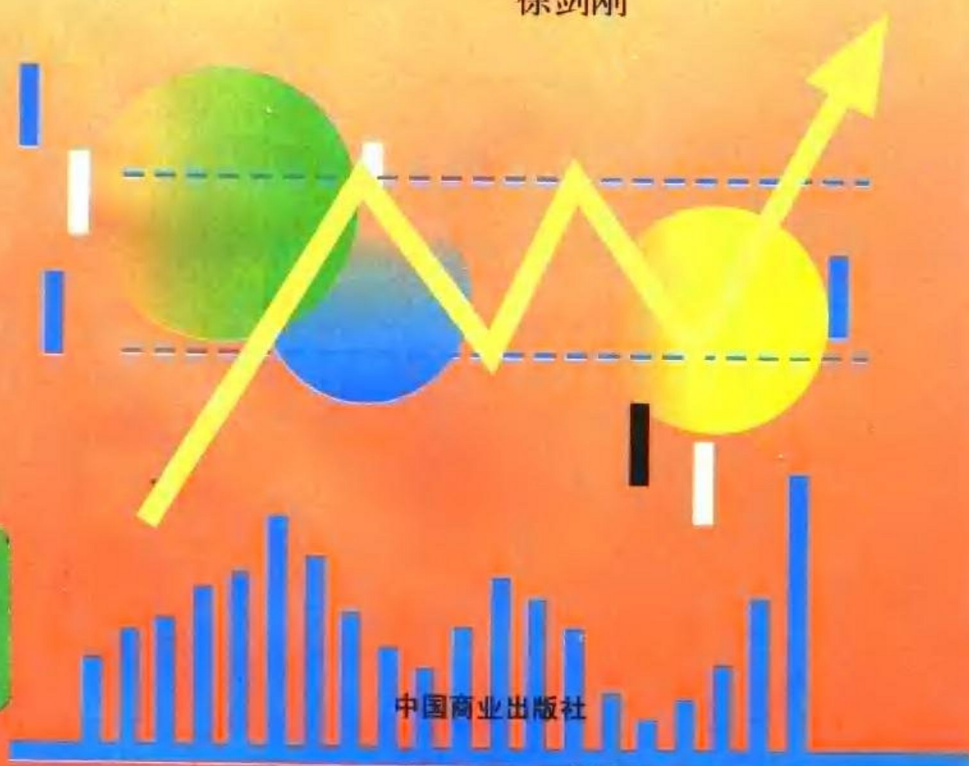
证券投资学

ZHENGQUANTOUZIXUE

主 编 韩德宗

副主编 刘建长

徐剑刚



中国商业出版社

98
F830.9
850

✓

证券投资学

主 编 韩德宗

副主编 刘建长 徐剑刚

X2168/10

中国商业出版社

图书在版编目(CIP)数据

证券投资学/韩德宗主编—北京:中国商业出版社,
1997.12

ISBN 7-5044-2760-8

I. 证… II. 韩… III. 证券投资 IV. F830.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字(97)第 28236 号

责任编辑:夏贤明

责任校对:徐剑刚

中国商业出版社出版发行

(100053 北京广安门内报国寺1号)

新华书店北京发行所经销

天津市宝坻县第十印刷厂印刷

850×1168毫米 32开 印张17.50 400千字

1998年1月第1版 1998年1月 第1次印刷

印数:1—5000册

定价:21.50元

* * * *

(如有印装质量问题可更换)

前 言

90年代以来,我国证券市场取得了惊人的发展,已逐步成为社会主义市场经济的重要组成部分。党的十五大报告指出:“股份制是现代企业的一种资本组织形式,有利于所有权和经营权的分离。有利于提高企业和资本的运作效率,资本主义可以用,社会主义也可以用。”“继续发展各类市场,着重发展资本、劳动力、技术等生产要素市场,完善生产要素价格形成机制。”证券投资学已成为高等院校经济管理类专业比较普遍开设的课程。为了满足教学用书,我们编写了这本书。

本书主要阐述证券投资学的基本原理,也兼顾了证券投资的实务。本书既吸收了西方投资学的理论基础,同时又努力联系中国证券市场的实际情况,引用中国证券市场的素材和数据,尽量使内容符合中国国情,具有时代感和现实感。本书引用的资料及法律法规力求最新。

本书内容丰富、覆盖面广、材料翔实。书中的理论阐述具有一定的深度。本书既可作为证券投资专业方向本科生的教材,又可作为经济管理类其他专业的大学教材。任课教师可根据不同层次的学生,选取其中的主要章节讲授。本书中的资料有一定的保留和参考价值。

全书共十六章。参加编写者为韩德宗教授(第一、七、九、十六章)、石正华副教授(第五章第一至第五节,第六章)、朱晋副教授(第二、三、十章)、周绍志讲师(第四章、第五章第六节)、刘建长教授(第八章)、高尔康副教授(第十一、十二章)、徐剑刚副教授(第十三、十四、十五章)。

本书主编韩德宗,副主编刘建长、徐剑刚。全书由韩德宗总纂。

本书借鉴了大量的中外文献资料,在此对这些文献作者一并致谢。

书中可能出现的缺点和错误,敬请广大读者指正,更希望诸位专家赐教,今后我们将不断改进和提高。

作者

1997年11月

于杭州商学院

目 录

第一章 引论

- 第一节 投资概述..... (1)
- 第二节 投资的要素..... (7)
- 第三节 证券市场的投资与投机..... (9)

第二章 债券

- 第一节 债券概述 (20)
- 第二节 政府债券 (26)
- 第三节 公司债券和可转换债券 (31)
- 第四节 国际债券 (35)

第三章 股票

- 第一节 股份有限公司 (40)
- 第二节 股票的性质和种类 (44)
- 第三节 普通股和优先股 (47)

第四章 证券发行市场

- 第一节 债券发行市场 (58)
- 第二节 股票发行市场 (69)
- 第三节 债券的信用评级 (79)

第五章 证券流通市场

- 第一节 证券流通市场概述 (86)
- 第二节 证券交易所 (92)
- 第三节 柜台市场..... (116)
- 第四节 证券行情..... (126)
- 第五节 股价指数..... (134)
- 第六节 证券交易程序..... (159)

第六章 证券市场的管理

- 第一节 证券市场管理概述..... (171)
- 第二节 西方国家证券市场管理体制..... (176)
- 第三节 中国证券市场管理体制..... (187)
- 第四节 证券发行的管理..... (198)
- 第五节 证券交易的管理..... (209)
- 第六节 证券信息披露的管理..... (213)

第七章 证券价值的评估

- 第一节 债券价值的评估..... (226)
- 第二节 普通股价值的评估..... (232)

第八章 证券投资的基本分析

- 第一节 宏观因素分析..... (245)
- 第二节 行业分析..... (255)
- 第三节 公司分析..... (259)

第九章 证券投资的技术分析

- 第一节 股票市场理论..... (267)
- 第二节 技术分析概述..... (279)
- 第三节 K线图..... (281)
- 第四节 图形形态分析..... (286)
- 第五节 技术指标..... (300)

第十章 投资基金

- 第一节 投资基金概述..... (307)
- 第二节 投资基金的分类和业务..... (317)
- 第三节 投资基金的绩效评价..... (321)
- 第四节 各国投资基金..... (326)

第十一章 债券与股价指数期货

- 第一节 债券与股价指数期货概述..... (335)
- 第二节 债券与股价指数期货交易的产生与发展..... (324)

第三节	债券与股价指数期货市场的套期保值与投机套利.....	(351)
第十二章	债券与股价指数期权	
第一节	债券与股价指数期权概述.....	(360)
第二节	债券与股价指数期权交易的产生和发展.....	(368)
第三节	债券与股价指数期权市场的套期保值与投机套利.....	(372)
第十三章	证券投资的收益与风险	
第一节	单种证券投资的收益率与风险.....	(379)
第二节	证券投资组合的收益率与风险.....	(384)
第三节	单指数模型.....	(388)
第十四章	投资组合理论	
第一节	投资组合理论.....	(390)
第二节	效用期望值的无差异曲线.....	(397)
第十五章	资本市场理论	
第一节	资本市场线.....	(405)
第二节	证券市场线.....	(409)
第三节	套利定价模型.....	(417)
第十六章	有效资本市场假说	
第一节	有效资本市场概述.....	(428)
第二节	弱式有效资本市场的检验.....	(431)
第三节	半强式有效资本市场的检验.....	(446)
第四节	强式有效资本市场的检验.....	(453)
主要参考文献		(455)
附录一	公司法.....	(458)
附录二	股票发行与交易管理暂行条例.....	(504)
附录三	证券交易所管理暂行办法.....	(527)
附录四	证券投资基金管理暂行办法.....	(539)

第一章 引 论

第一节 投资概述

投资(Investment)这个词在当今社会经济活动中使用的频率越来越高,使用的范围也越来越广泛。不仅政府部门、企事业单位经常涉及投资,而且越来越多的城乡居民已经进入或者开始进入投资这个领域。这是80年代末、90年代初我国经济生活中出现的新气象,也是改革开放深入发展带来的新事物。

一、投资的含义

一般意义上来说,投资是人类生存和发展过程中一种主要的行为方式,即人类为了组织社会生产和再生产,就要不断地将有限的社会资源加以分配,以获取更多的社会财富。然而,人类在不同的社会经济形态和历史阶段,对投资的认识和理解并不完全相同。

在我国,对于投资的含义,随着社会主义经济体制的变化,在认识上也有所不同。

80年代以前,我们对投资的理解是:“在社会主义制度下,一般是指固定资产投资。”(《辞海》,1989年版)这种观点是因袭苏联而来的,是高度集中的计划经济体制下的产物。因此,在计划经济体现的制约下,建国以来,直至80年代后期,投资的理论实际上就是固定资产投资的理论。80年代后期至今,我国社会主义市场经济体制开始形成,投资被赋予新的含义和新的实践内容。在我国,投资已成为一种比固定资产投资含义更广更深的经济行为。

那么，如何给投资下定义呢？

经济学上对投资的定义，可以说是各抒己见，众说纷纭，不仅研究的角度不同。界定的范围也不一样，但大体上可归为两类。

一类定义从价值与资本的解度加以界定：

《经济大辞典》（工业卷）把投资定义为：“经营盈利性事业时预先垫付的一定量的资本或其他实物。”

萨缪尔森（Paul A. Samuelson）在《经济学》一书中写道：“投资的意义总是实际的资本形成——增加存货的生产，或新工厂、房屋和工具的生产……只有当物质资本形成产生时，才有投资。”

夏皮罗（Edward J, Shapiro）的《宏观经济分析》一书认为：“投资在国民收入分析中只有一个意义——该经济在任何时期以新的建筑物、新的生产耐用设备和存货变动等形式表现的那一部分产量的价值。”

另一类定义是从投资行为与过程的角度加以界定：

《经济大辞典》（金融卷）中对投资的定义是：“经济主体以获得未来收益为目的，预先垫付一定量的货币或实物，以经营某项事业的行为。”

英文版《帕格雷夫经济辞典》的定义是：“投资是一种资本积累，是为取得用于生产的资源、物力而进行的购买及创造的活动。”

《简明不列颠百科全书》第七卷中写道：“投资指在一定时期内期望在未来能产生收益而将收入变换为资产的过程。”

威廉·夏普（William Sharpe）在《投资学》（第3版）一书中是这样定义的：“投资就是为获得可能的不确定的未来值而作出的确定的现值牺牲。”

归纳起来，两类定义的共同之处在于都是强调一定数量的货币、资本及实物的投入，而带来新的实际生产要素的扩大和未来收益的增加。

实际上，投资的含义究竟如何，或者说，怎样对投资下一个准确的定义，东西方学者存在很大的差别。即使西方学者对投资概念的界定，不同的经济流派也有不同的表述。我国过去将投资的含义，限定在固定资产投资范围。西方从事投资学研究的学者，虽然认为广义的投资含义，也包括进行基本建设的直接投资，但投资一词，主要指金融投资，特别是指通过金融市场进行的证券投资。

二、两种投资概述的差异

东西方对于投资概念不同的认识源于不同的经济体制背景，具体表现在两方面：投资主体的差异和投资方式的差异。

（一）投资主体的差异

我国建国 40 年来实行的是计划经济体制，在这种体制下，投资主体指的仅仅是国家，包括中央政府及地方各级政府。其原因在于：

1. 在高度集中的计划经济体制下，财政统一收支，银行统一存贷，物资统一调配，固定资产投资项目由国家预算拨款，银行信贷不涉及项目投资。这样的体制下，只存在国家财政直接投资一条途径。

2. 在计划经济体制下，企业折旧基金全部上交，企业自身没有投资的财权。所以，企业不可能成为投资主体。

3. 国家实行高积累、低消费、低工资政策，个人及家庭收入的绝大部分都用于生活消费。所以，个人也不可能成为投资主体。

西方投资学意义下的投资主体的范围则大得多。固定资产的投资者不局限于国家，企业、事业、个人都可参与。而且，购买金融资产都属于投资行为。从这个意义上来说，投资主体的范围就更广泛了。90 年代以来，我国证券市场、期货市场及房地产市场等的兴起为个人及法人开辟了多渠道的投资机会。因此，现在

我国的投资主体已有了很大的变化。政府、金融机构、各种基金和经济组织、个人，以及国外的法人和自然人，都可以成为投资主体。这就构成了我国国民经济中多元化的投资主体结构。

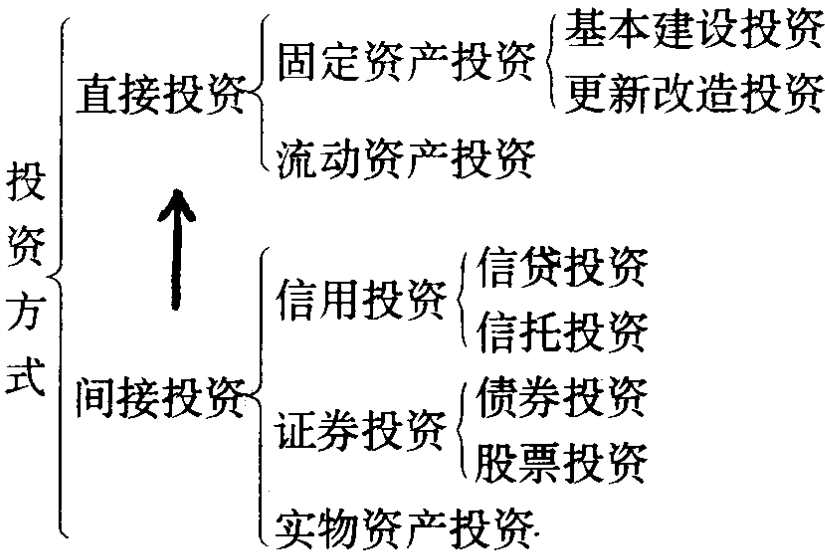
(二) 投资方式的差异

计划经济体制下的投资含义仅仅指的是固定资产投资，即把投入资金运用于购置和建造固定资产。如投入资金运用于流动资产，以满足生产和经营中周转需要的，称为流动资金投资。这两种投资方式都称为直接投资。而西方投资学中投资的含义是广义的投资，即包括直接投资，也包括间接投资，即金融资产投资。因为在现代市场经济社会中，光有直接投资是远远不够的，必然会产生间接投资，成为直接投资的重要补充。

两种投资方式的差别在于，直接投资涉及与自然界的联系，如盖工厂、开矿山、修铁路等；间接投资并不涉及自然界，只涉及人与人之间的财务交易。现代社会中，后者的作用日益显著。

三、投资方式的分类

投资方式可作较细的分类如下：



直接投资和间接投资概念上面已述。间接投资最终转化为直

接投资。下面介绍各种投资方式的含义。

固定资产投资——指投入资金运用于购置和建造固定资产。固定资产是指在社会再生产过程中，能够在较长时期（通常在一年以上）为生产、生活等方面服务的物质资料。固定资产按其经济用途，可分为生产性固定资产和非生产性固定资产两大类。

基本建设投资——指投入资金运用于建筑、购置和安装固定资产的活动，以及与此相联系的其他工作，其范围包括通过新建、扩建、改建、恢复、迁建等形式实现的固定资产再生产的投资。

更新改造投资——指投入资金运用于原有固定资产的更新和技术改造，也是实现固定资产再生产的重要形式。

流动资金投资——指投入资金动用于增加流动资产，以满足生产和经营中周转的需要。在任何时候，流动资金是以货币计量的流动基金（生产储备资金、生产资金）和流通基金（成品资金、货币资金）的总和。铸币、黄金和外汇储备属于国民经济中的流通基金。流动资金的数量同生产和经营的规模成正比，同流动资金的周转速度成反比。流动资金投资是对国民经济中原有流动资金的增加，应以在加速周转的条件下满足生产和经营需要为原则。

投资主体进行直接投资的资金，并不一定是自己所有的，而可以通过银行中介进行直接融资。如可以向资金所有者直接融资，从而取得资金的所有权，进行直接投资。资金所有者则可以通过银行中介，对直接投资的主体让渡资金使用权，进行间接投资，分享投资效益。

信贷投资——指将资金贷款给借款者，由后者作直接投资，前者从直接投资主体以利息形式分享投资收益。

信托投资——指将资金委托银行的信托部或信托投资公司代为投资，并以信托受益形式分享投资收益。

信用投资——信贷投资和信托投资都属于信用投资，是以资金换得借据或信托受益权证书。

债券投资——指投入资金用于购买债券，让渡资金使用权给债券发行者进行直接投资，并从直接投资主体以债息形式分享投资收益。

股票投资——指投入资金用于购买股票，让渡资金使用权给股票发行者（股份公司）进行投资，并从股份公司以红利形式分享投资收益。

证券投资——债券和股票都是有价证券，对发行证券的公司而言，都属于直接融资的工具。购买债券、股票都称为证券投资。

实物资产投资——是一类特殊的投资方式，西方投资学将其纳入间接投资范畴，尽管其投资的内容及性质与上述几种投资方式有较大的差异。它包括购买房地产、贵金属、首饰、宝石、古董、邮票、各种名贵艺术品等有形资产的投资，其目的是为了保值和增值。这种实物投资要求投资者必须了解或熟悉所投资领域的专门知识，如购买名贵艺术品，则必须具备相应的鉴赏能力。

明确了投资方式的分类之后，有必要进一步阐明间接投资（这里的含义排除实物资产投资）与直接投资之间的关系。就投资的性质而言，间接投资是将货币资金转化为金融资产，并没有实现为社会的实物资产，所以并不引起社会总需求的增加。然而，间接投资的归宿是直接投资，金融资产只有转化为资本存量即固定资产总量时，才成为直接投资，才引起社会总需求的增加。所以，计算社会固定资产总投资时，应以直接投资总量为根据，不能把间接投资计算在内，以免造成重复计算。

综合以上所述，投资概念包括内涵和外延两部分。在内涵上，投资既是指为获得预期收益的一定量货币、资金，也是指这种预期的实现过程。在外延上，投资既是指固定资产投资及实际资本的形成，同时又是指金融资产投资及虚拟资本的运动。并且，投资在外延上一般有广狭之分。广义的投资包容了直接投资、间接投资等，既包括经济意义上的投资，也包括金融意义上的投资。现

代投资学意义上，狭义的投资仅仅指金融投资（Financial Investment）其主要内容是证券投资（Securities Investment）。因此，本书的内容将围绕证券投资的理论及实务问题而展开。

第二节 投资的要素

一、投资者的目标

作为一个证券投资者，应对投资有清醒的目标。首先，应理解投资的三要素。

（一）投资三要素

从投资的含义，可以看到，投资必须具备三个要素：

1. 收益。投资是为了获得未来报酬而采取的一种经济行为，收益即投资所取得的报酬。

2. 时间。投资是一个行为过程，从投入到可能的未来报酬的获得，要经过一定的时间间隔。

3. 风险。获取的报酬是不确定的，即是以风险为代价的。时间间隔越长，由于不可测因素越多，不确定性就越大，即风险性越大。

（二）投资者的目标

投资者的目标是什么？可能各人的回答不尽相同。有人将投资的目标仅仅看作是取得最大的利润或回报，那便将证券投资的目标看得过于简单化了。应该看到，投资必然涉及一定的风险，换句话说，投资可能得不到回报，甚至有一定的损失。投资完全有可能出现这样的后果。因此，期望将风险控制一定的限度内，是证券投资的一个重要因素。也就是说，投资获利的主要约束是使风险最小化，这称作为避险心理。可以这么假设：若面临一些证券投资选择，其收益相同，但风险有别，那么，一个理智的投资者将选择风险最小的证券，换言之，风险程度越高，理智投资者

所要求的收益也就越大。事实上，过大的投资风险往往会使投资者焦躁不安。因此，投资有两个主要的目标，使利润最大和使风险最小。

二、持有期回报

（一）持有期

人们经常作证券投资，购买股票或债券，心理上有一个未来的到期日，即兑现日。从购买日到最终兑现日的时间长度称作为持有期。购买金融资产的持有期如果很短，那么，不是真正意义上的投资，只能称作为投机，甚至是赌博。

赌博通常是一种非常短时间的投资，类似于一个赌局。金融资产持有期的长短能以秒来测量。这些所谓的投资的结果往往以发一副牌的时间就可决定。其持有期远远短于研究的时间，其研究活动应该远远领先于这样的投资活动。

投机的持续时间长于赌博而短于投资。投机通常预期所购买的资产几天内、几周内或几个月内价格有一个很快的上升。从事这些活动的人不愿称自己的行为是投机，他们愿意称投机为投资活动。

赌博和投机之间，投机和投资之间的持有期很难作一个精确的划分。美国国内收入服务所（The Internal Revenue Service）对所谓长期资本所得征收所得税的税率很低。这里，定义长期资本所得指的是一年以上拥有资产的增值。如果以此标准来定义投资，那么超过一年持有期的证券购买可以作为投资。我国证券市场是个新兴的发展中的市场，还不够规范化，市场稳定性也欠缺，因此，不可避免地带来较多的投机色彩。这样的背景下，许多投资者购买股票持有期较西方成熟股市投资者的持有期要短得多，因此，目前还很难参考美国的标准来划分投资与投机行为。

（二）持有期回报

为了衡量投资者在一定持有期内的收益，我们定义了持有期回报 (Holding Period Return, 简记为 HPR)。这是个重要的概念，它用以测定投资者财富增加或减少（如遭受损失）的速度。HPR 的定义由公式 (1—1) 表示：

$$\text{HPR} = \frac{\text{持有期的总收入}}{\text{购买价格}} \times 100\% \quad (1-1)$$

以普通股投资收益为例，投资者能够得到以下两种收入：

(1) 股票价格的升值所得收入，或者股价贬值造成损失，这称作为资本所得或所失。

(2) 从现金红利的支付得到收入。

这样，普通股的 HPR 可用公式表示，如式 (1—2)：

$$\text{HPR} = \frac{\text{价格变化} + \text{现金红利}}{\text{购买价格}} \times 100\% \quad (1-2)$$

如通用汽车公司的股票在 2 月 9 日以 \$64 的价格购买，一年后的 2 月 9 日以 \$66.50 卖出。这一年持有期中股票价格上升 \$2.50。如果一年中还派发现金红利 \$3.90，那么投资者的 HPR 是：

$$\text{HPR} = \frac{\$2.50 + \$3.90}{\$64.00} \times 100\% = 10\%$$

第三节 证券市场的投资和投机

证券市场的买卖行为，有时被认为是一种投资行为，有时被看作是一种投机行为。如何理解这种现象，首先应从证券市场投机行为的形成来考察。

一、证券市场投机行为产生的历史原因

证券市场在世界上已有两百多年的历史，投资行为与投机行为自始至终贯穿其中。为此，我们必须追溯证券市场投机行为产