

证券投资学 概论

ZHENGQUANTOUZIXUEGAILUN

赵赴越 宋毅 李景春 主编



武汉大学出版社

内 容 提 要

本书试图从理论与实际的结合上对证券投资领域的若干问题进行探索和研究,书稿力求按照证券投资学研究对象的要求,着重研究了投资主体在实现证券市场均衡状态下的投资行为,论述了证券和证券市场的有关知识,证券投资的起源与发展,中外证券投资理论、技巧与实证分析方法,以及我国证券市场的发展与完善等问题。本书可作为证券投资者投资实践的参考资料和大专院校证券投资课程的教材。

序 言

自从人类社会出现了有价证券(股票、债券),证券投资行为和证券业也就应运而生。尤其在当今市场经济发达的国家和地区,证券已成为当地投资、融资的主要工具,证券投资成为投资行业中的第一主业,证券市场则成为国民经济发展的晴雨表和调节器。

证券和证券投资的出现虽有几百年的历史,但人们系统地研究它们,并将其上升到理论阶段却是现代的事。因此,证券投资学可说是一门现代的新兴学科。它的研究对象,主要是在实现证券市场均衡状态下,单个投资者(包括企业法人和个人)如何以承担最小的风险获取最大的投资报酬的投资行为,及其证券市场的运行规则和规律性。

纵观国内外证券市场与证券投资行为的产生与发展,我们不难发现,证券业是市场经济发展的必然产物。当今世界上市场经济发达的国家和地区,如美国、英国、日本、香港等,其证券业也相当发达。换句话说,各国(或地区)证券业的发达程度与一国(或地区)的市场经济发达程度密切相关。早先,英国最早完成工业革命,其市场经济发展最快、最完善,那时英国的证券业也发展最早,最为发达。后来,美国的市场经济迎头赶上,并成为世界最为发达的国家,其证券业也蓬勃发展并超过了英国。日本明治维新之后,大力发展资本主义市场经济,其证券业也得到迅速发展,现在东京证券市场大有超过纽约证券市场之势。战后,随着台湾、香港市场经济的迅猛发展,其证券业也迅速发展,尤其是香港的证券业大有后来居上的发展势头。在我国大陆,解放前由于市场经济不发达,证

券业虽有但很不发达。解放后，长期搞计划经济，甚至完全限制证券业的存在。只有在党的十一届三中全会之后，尤其是党的十四大确立了我国经济体制改革的方向，是建立社会主义市场经济体制之后，我国的证券业才获得了新生。

证券业之所以能在市场经济中得到迅速发展，并反过来促进市场经济的发展，是因为它具有其他行业无法替代的功能与作用。证券业作为一种资本投资行业，其最大的功能就是利用发行证券的方式在证券市场(资本市场)上筹集资本，并把它直接投资于物质生产部门和其他国民经济部门，它比传统的银行信用筹集和分配资金更为直接和迅速、有效。马克思曾高度评价股份公司和证券业的这种筹资、投资作用，他说：“假如必须等待积累去使某些单个资本增长到能够修铁路的程度，那末恐怕直到今天世界上还没有铁路。但是，集中通过股份公司转瞬之间就把这件事完成了”^①。利用证券方式筹资，由于存在着社会的监督机制，能使资本发挥更大的经济效益。同时，利用证券在证券市场(资本市场)上运用资本，比其他渠道的资本运用更为经济合理，更能分散投资者的风险，也有利于社会资源的优化组合，并促进产业(行业)部门的结构调整，进而促进市场经济的发展。

随着我国经济体制和金融体制改革的发展，证券和证券业这个“金融业的幽灵”，又开始在我国“工商界和政府中徘徊”，并迅速遍布神州大地、走入千家万户。1981年恢复了国库券的发行，1984年实行股份制改革的试点，1986年开放了股票、债券等证券市场，1990年12月开始建立的证券市场的两顶“皇冠”——上海证券交易所和深圳证券交易所，标志着我国证券投资业的发展进入了一个新阶段。有人把证券投资比作市场经济的“龙头”，在我国这个“龙头”已经舞起来了，而且有声有色，它必然带动金融业、期货交

^① 《马克思恩格斯全集》第23卷，第688页。

易、房地产业、旅游业、劳动就业等一系列新兴行业和市场的形成与发展,使我国社会主义市场经济这条巨龙腾飞起来。

相对于蓬勃发展的证券投资活动而言,我国有关证券投资理论的系统研究却显得有些平淡和滞后,国外的投资专家曾说过这样的话:“投资于证券业务,好比参加一场比赛,如果想赢得比赛,必需熟悉所参加比赛的规则以及诀窍。”由于我国证券投资理论的发展落后于证券业及证券市场的发展,因此我国的证券业和证券市场的发展,存在着许多盲目性和不正常现象,如前段时间席卷全国的“股票热”和盲目争设证券交易所的现象,不少民众在缺乏起码的证券投资知识的情况下,就仓促入市加入股民大军的队伍;1992年8月份在深圳发生的“股市风波”及上海、深圳股市的大起大落;甚至有的股民因股价暴跌,自己承受不了股市亏损的风险,去找市长论理等。考察世界证券业的发展史,在一些证券业发达的国家和地区,都十分重视证券投资理论的研究和证券业专门人才的培养教育。战后美国、德国、日本等国,十分重视证券投资的理论研究及其对证券业的指导作用,在经济理论界形成了一门独立的证券投资学科,并在一些大学的某些专业中开设了这门课程,培养了大批证券投资人才。虽然,目前我国书市上的各种股票、债券的书籍如林,但多属于投资技巧、秘诀之类的小册子,却鲜见把证券投资作为一门学科来系统研究和探讨的专著或教科书。

因此,无论是为了适应我国蓬勃发展的证券投资活动并使之走向规范化的需要,还是为了推动我国证券投资的理论研究和教学需要,都亟需有关结合我国实际的证券投资学的专著面世。值得欣慰的是,赵赴越等同志在总结多年的证券投资教学研究和实践的基础上,经过多年的苦心准备,数易其稿,推出了读者手中的这本《证券投资学概论》。该书以证券投资工具为经线,以投资市场为纬线,以西方成型的证券投资模式为参照系,兼收并蓄,旁征博引,系统、全面地论述了证券的有关概念、种类和特点,证券投资

的基本理论及实证分析方法,证券市场的构造、管理与法制建设,我国证券市场的发展战略与方向,世界证券业的最新发展等内容。尤其难能可贵的是该书采用了深入浅出、理论联系实际、通俗易懂的论证方法,既适合于我国广大投资者作为证券投资的指导用书,又可作为大专院校师生和经济管理干部学习进修时的参考教材。该书在阐述证券投资学的性质、概念和研究对象,论述关于建立投资共同基金和我国证券市场的发展战略与方向等方面都有自己的独到见解。

我相信,该书的出版发行必将为进一步繁荣我国的证券投资业,乃至整个社会主义的市场经济,推动我国证券投资的理论研究和教学活动,做出自己应有的贡献。此书也许还存在某些不尽人意之处,如有的观点还值得商榷,有的地方论述不够深入和全面,但它确是目前我国不可多得的理论结合实际并专论证券投资系统科学的一本新书,一本好书。

因此,我很高兴为之作序。

中国人民大学财政金融系教授、博士生导师

中国人民大学证券研究所所长

陈 共

1993年9月

目 录

序言	陈 共
导论	1
第一章 证券概述	14
第一节 有价证券的性质与特征	14
第二节 股票	23
第三节 债券	33
第二章 证券的发行	40
第一节 证券发行市场的结构	40
第二节 股票的发行	42
第三节 债券的发行	51
第四节 证券发行中的资信评估	57
第三章 证券的流通	64
第一节 证券流通市场的分类与作用	64
第二节 证券流通市场的参与者	69
第三节 证券交易的程序	71
第四节 证券交易的基本原则与方式	79
第四章 证券投资构成要素	90
第一节 投资的定义与分类	90
第二节 证券投资的要素	92
第三节 证券投资与投机	93
第五章 证券投资决策	96
第一节 证券投资的主客体	96
第二节 证券投资的动机和原则	104

第三节	证券投资目标	112
第四节	证券投资收益	118
第五节	证券投资的决策	123
第六章	证券投资风险及防范	129
第一节	证券投资风险分类	129
第二节	证券投资风险的衡量与分析	133
第三节	证券投资风险的防范	141
第四节	证券投资的计划模式	150
第七章	证券投资共同基金	158
第一节	共同基金概述	158
第二节	共同基金的种类	164
第三节	共同基金的计价与收益	169
第四节	共同基金投资政策与策略	171
第五节	我国共同基金的产生和发展	180
第八章	证券投资中的价格	188
第一节	证券价格种类	188
第二节	证券价格指标	197
第三节	证券价格决定因素	208
第四节	国外股票价格理论	219
第九章	证券投资方法研究	227
第一节	证券投资策略的制定	227
第二节	证券投资理论的抉择	236
第三节	证券投资心理的分析	250
第四节	证券投资信息的获取	258
第十章	证券投资实用技巧	269
第一节	证券投资技术分析技巧	269
第二节	股票投资价值分析技巧	283
第三节	上市公司财务分析技巧	291

第四节	证券投资技巧举要·····	304
第十一章	证券投资操作案例解析·····	316
第一节	债券投资操作案例解析·····	316
第二节	股票投资操作案例解析·····	321
第三节	中外股民炒股实战剖析·····	333
第四节	证券投资格言精解·····	345
第十二章	证券市场的管理·····	354
第一节	证券市场管理的原则·····	354
第二节	证券市场管理制度·····	363
第三节	证券市场管理的法规·····	371
第四节	中国证券市场管理制度·····	378
第十三章	中国证券市场的发展与完善·····	390
第一节	旧中国的证券市场·····	390
第二节	中国证券市场发展现状·····	498
第三节	中国两大证券市场·····	407
第四节	中国证券市场的发展趋势·····	416
第十四章	世界证券业概览·····	424
第一节	美国的证券业·····	424
第二节	西欧的证券业·····	433
第三节	日本的证券业·····	448
第四节	发展中国家的证券业·····	453
后记	·····	463

导 论

债券、股票等有偿证券,在世界上出现已有几百年了,与之相配合的证券投资行为和证券市场的出现也有几百年了。但人们系统地研究证券投资,并把它上升到理论阶段,形成一门独立的学科,则只是19世纪末、20世纪初的事。证券投资学科的兴盛,应在第二次世界大战之后,比如,在美国、德国、日本等一些发达国家,以及少数发展中国家的大学中开设了这门课,陆续有一些这方面的专著和教材问世。在我国,真正研究证券投资学,则只能从本世纪80年代算起。从这个意义上说,证券投资学还是一门年轻的学科,还有许多未被开垦的处女地,有许多理论观点没有得到世人广泛一致的认识。在此,我们试图在学习、总结前人研究成果的基础上,结合自己的一些研究体会,对证券投资学的一些基本问题提出一些不成熟的看法,供读者批评、借鉴。

一、证券投资学的研究对象

(一)什么是投资与证券投资

我们要了解证券投资学的研究对象,首先必须明确投资与证券投资等几个基本概念。

投资,从一般的意义上说,是指以取得利息、利润,或纯粹为了保值、储存财富为目的,而投入资本的一种经济行为。

投资作为一种经济行为,它的根本目的都是为了获取预期收益,并承担相应的风险。它的种类却颇多。

从范围上划分,可以分为宏观投资(以国家为主体的国民经济

投资行为)、中观投资(以行业或地区为主体的产业投资行为)和微观投资(以企业和个人为主体的局部投资行为)。

从形式上划分,可以分为直接投资(把资本投入到生产、流通等领域)和间接投资(把资本投入到证券市场等资本市场)。

从形态上划分,可以分为实物投资(把资本投入于某个生产、流通项目,古董、名画等艺术品,黄金珠宝等)和金融投资(如购买债券、股票、其他有价证券等融资工具)。

证券投资,一般是指企业(法人)和个人(家庭)在证券市场上购买债券、股票等有价证券,借以获取利息、红利收益的行为。

从以上定义可知,证券投资的目的是,主要是为了取得预期的利息(包括债券利息和股票股息)和红利(购买股票带来的利润)。

证券投资作为一种投资行为,从以上对投资的分类看,从范围上说,它属于微观投资(虽然有时政府也参与投资);从形式上说,它属于间接投资;从形态上说,它属于金融投资。

证券投资,因其具有吸收社会闲散货币资金转化为长期生产投资资本的最广泛、最快捷、最简便的信用功能、特点,已成为西方发达国家的最主要和最基本的投资、融资方式。随着我国社会主义市场经济体系的建立和金融市场的完善,它也必将成为我国最主要和最基本的投资、融资方式。

(二)什么是证券投资学

证券投资学,从性质上看,它属于经济学的范畴,是投资经济学的一个分支学科。投资经济学是一门现代经济学科,它主要研究投资主体的行为,投资的对象、规模、结构、布局,金融市场和投资效益等要素之间的关系及其规律性。投资经济学按其研究对象的范围,可以划分为宏观投资学(涉及整个国民经济投资问题的总量分析和总体分析)、中观投资学(涉及一定行业和一定地区的投资管理问题及其规律性)、微观投资学(涉及企业和个人等单个经济单位的局部投资活动及其规律性)。

从以上分析我们可以看出,证券投资学属于微观投资学,它是一门专门研究企业(法人)和个人(家庭)等单个经济单位的证券投资行为,及其与这个投资行为相配合的证券基本理论、证券市场运行与管理的现代经济学科。

从证券投资学的内涵来看,它是由投资经济学科与数学、统计学、金融学、市场学等多门学科交叉发展而成的一门边缘学科,因而,它既是一门理论经济学,又是一门应用经济学,并偏重于实际操作与运用的研究。为了进一步把握证券投资学的含义与性质,我们还应了解它的研究对象。

(三)证券投资学的研究对象

我们说证券投资学是一门独立的现代经济学科,是因为它具有区别于其他学科的独特研究对象。毛泽东同志指出:“科学研究的区分,就是根据科学对象所具有的特殊的矛盾性。因此,对于某一现象的领域所特有的某一种矛盾的研究,就构成某一门科学的对象”^①。证券投资学就是要研究在实现证券市场均衡状态下的投资者,如何以承担尽可能小的风险,来获取尽可能多的报酬这对特殊矛盾。

证券投资学的研究对象,概括地说就是在马克思主义基本原理的指导下,主要研究企业和个人等单个经济单位的证券投资行为、证券市场的均衡问题、证券市场的运作与管理及其规律性。

为了进一步认识证券投资学的研究对象,我们还有必要把握以下三层含义:一是证券投资学的研究重点是,研究企业和个人等单个经济主体对金融商品(证券)的投资行为,即投资者对证券的选择、组合及其调整,从而使投资者在尽可能小的风险条件下,达到报酬率、效用与费用比最大化的过程。二是为了研究投资者的投资行为,还要研究证券市场(资本市场)的均衡问题,即证券市场

^① 《毛泽东选集》第1卷,人民出版社1991年版,第309页。

的结构、证券供求矛盾的平衡及其调节两者之间的参数——价格等因素。三是还要研究证券市场的运作与管理问题,包括运作程序、操作办法、管理体制等方面。

根据研究对象,证券投资学研究的内容主要有以下几个方面:

1. 证券及其发行公司的有关知识;
2. 证券市场的结构及其运作程序;
3. 投资者与经纪人的投资行为;
4. 中外证券投资的理论模式与方法技巧;
5. 中国与世界证券市场的发展、管理及其法制规范问题。

(四)证券投资学的任务

依据证券投资学的研究对象及其研究内容,它的任务可归纳为以下几个方面:

1. 阐明股票、债券等有价值证券的基本概念、性质、特点和种类;

2. 探讨证券市场(包括一级市场和二级市场)的组成、结构与特点,结合考察中外证券市场发展的实际,揭示证券市场的运作规律;

3. 探讨证券投资的基本理论(包括证券价格理论、证券分析理论、证券市场理论和证券投资理论等)的脉络体系与最新发展动态,揭示其带有指导证券投资实践的普遍意义的规律性问题,为投资者决策服务;

4. 考察、分析投资者的证券投资行为及其典型案例,帮助投资者从中发现带有普遍性和规律性的成功经验与失败教训,并探索一些适合我国证券市场实战之用的有效方法与投资手段;

5. 探讨中外证券市场的发展与管理问题,并比较两者在发展水平、管理体制与法制建设、规范完善等方面的异同,揭示其中带有普遍指导意义的精华,为发展和完善我国证券市场服务,并帮助读者提高对证券市场与证券投资在我国改革开放和建立社会主义

市场经济体系当中地位与作用的认识。

二、证券投资学的理论基础

证券投资学是一门边缘学科，它涉及到的学科比较多，因而它的理论基础也很广泛。但其最主要的理论基础有三部分，即马克思主义政治经济学、市场经济学和现代证券投资理论。

(一)马克思主义政治经济学

马克思主义政治经济学，既是我们研究分析一切社会、经济学科的理论工具，也是形成现代证券投资学的一个重要理论基础。尤其是马克思在《资本论》中所揭示的许多有关资本运动与资本循环的原理和经济规律，对于证券投资学的形成和发展都具有重要影响。这连有些西方经济学家都承认。比如，日本著名经济学家津村英文教授指出：“希尔法登继承马克思的《资本论》，对更加成熟了的资本主义经济下的金融经济现象做了理论的分析。虚拟资本学说，也不外乎是为了说明生息资本的运动规律而准备的理论性框架之一而已。但是，它对投资分析学的影响却极大。这一点，将从以后出现的问题来加以论证，即证券评价模型——也包含着现在经常使用着的单纯的判断股价尺度的当年利润率及股价利润率——完全是为了追求虚拟资本价值或者是以其为基础的。”^①又如，马克思创立的剩余价值学说，明确揭示了资本主义条件下生息资本（包括债券、股票等虚拟资本）所带来的利息的实质，是工人创造的剩余价值，即被资本家无偿占有的、从社会平均利润中分割的一部分，而不是象有些西方经济学家所说的那样，是“节欲”、“忍耐”、“等待”的结果。当然，在社会主义国家，证券投资所获得的利息和红利的性质与资本主义国家的有所不同，即前者不带有剥削性，但两者都是来源于劳动者所创造的利润，是对社会平均利润的

^① (日)津村英文，《证券市场学》，中国经济出版社1988年版，第114~115页。

分割。诸如此类的例子还有很多,在此就不一一指出了。

(二) 市场经济学

市场经济学,包括西方市场经济学中的科学合理的成分和社会主义的市场经济学,是形成证券投资学的另一个重要理论基础。比如,市场经济学中关于按市场法则配置和调节社会资源(包括利用资本市场配置和调节社会资金)的原理,是形成证券投资学的基本思路。又如,市场经济所遵循的价值规律、供求规律、竞争规律等经济规律与法则,也是证券投资所要遵循的规律与法则。还有,市场经济学中经常用到的宏观分析法与微观分析法、市场一般均衡分析法等,也都是证券投资学中经常用到的分析方法等等,在此也不一一列举。

(三) 现代证券投资理论

许多经济学家在潜心研究证券和证券投资问题之时,提出了许多现代证券投资理论,它们是形成证券投资学的又一重要理论基础。这些现代证券投资理论种类颇多,观点各异,在此我们只列举其中三种,并作简要介绍。

1. 稳固基础理论

这是一种对股票内在价值进行分析的理论,它的要点是认为每一种投资工具,无论是一种普通股股票,还是一种不动产,都有某种叫作“内在价值”的稳固基础。它可通过仔细分析现在的情况及未来的前景而得出。分析的结果用于投资实践就是,当市场价格低于(或高于)这一稳固基础即内在价值时,就会出现一个买进(或卖出)的机会。换句话说,就是指投资工具的市场价格围绕着其内在价值而上下波动,并最终将被纠正——两者基本吻合。这就为投资者选择证券买卖时机,提供了决策依据。因此,“进行投资就成为将某物的实际价格与其稳固基础价值进行比较的一种单调而易做的事”。

稳固基础理论,已被证券投资学广泛运用于有关证券投资价

值分析的内容之中。

2. 空中楼阁理论

这种理论是由著名经济学家凯恩斯于1936年首先提出来的。他这种理论的主要观点是，“专业投资者不愿花费精力估算内在价值，而愿分析许多投资者在将来可能会如何行动以及在充满信心的时期他们会怎样把希望寄托在空中楼阁上，成功的投资者会估计到何种投资形势公允最宜建造空中楼阁，然后抢在众人之前买进股票，并试图通过这一方式抢先成交”^①。

按照凯恩斯的原意，稳固基础理论虽然建立在对投资工具内在价值分析的基础之上，但其涉及过多的工作，而且其是否还有用还值得怀疑。因为探索股票的内在价值无异于是探索捉摸不定的事物，在市场经济中，任何资产的价值都决定于一种实际的或预期的交易。而他的空中楼阁理论是建立在对投资者的心理预期分析基础之上的。因此，他在《就业、利息和货币通论》一书中说，多数人“主要关心的不是对一笔投资在其投资期间的可能收益作出准确的长期预测，而是抢在公众之前预见到惯用的估价依据的变化”。他还用自身从事证券投资的成功经验印证了他的理论的实用性。凯恩斯在1929~1933年资本主义经济危机年代，在大多数人潜心研究其有关刺激经济的各种“灵丹妙药”时，他却在研究如何建造空中楼阁并用之于证券市场。“尽管当时伦敦的金融界人士要在拥挤不堪的办公室中辛苦地工作好多小时，但他却是每日早晨躺在床上进行半小时的买空卖空。这一悠闲的进行投资的方法为他的帐户赚得了数百万英镑，并使他的学院——剑桥帝王学院——的捐赠基金的市场价值增加了10倍”^②。

空中楼阁理论，也已被证券投资学广泛运用于有关对投资者

① [美]伯顿·G·马尔基尔，《漫步华尔街——股票投资指南》，上海翻译出版公司1991年版，第9页。

② 同上。

心理预期分析的内容之中。

3. 现代证券组合及资产定价理论

学者们尽管并不否认稳固基础及空中楼阁理论告诉我们很多关于股票是如何估价的,及其如何选择买卖时机,但他们还认为不能指望单靠这些理论就能获取厚利,必须创立新的股票市场估价理论。于是,在70年代学术界创立了一种称之为“新投资技术”的第三种理论。

“新投资技术”理论,是由现代证券组合理论及资产定价理论两部分组成的,但两者的核心内容都是把风险看成是股票市场上唯一有价值的变量,认为风险有其报酬,风险是收益的差量。“风险,而且只有风险,能确定收益低于或高于平均水平的幅度,因而能决定任何股票与市场相比的估价”。

现代证券组合理论(MPT)告诉投资者如何按照他们所追求的收益,将各种有价证券组合在其证券组合中,使他们承担尽可能最小的风险。现代证券组合理论运用了数理统计等经济数学方法,制定了一系列理论模式,并提供了严谨的数学证明。

资产定价理论,把风险分为两大类:一类是有规律的风险,又称市场风险,是衡量各种股票(或证券组合)对一般股市波动的反应。某些股票及证券组合往往对市场动向非常敏感,另一些则相对稳定些。这通常用 β 来表示, β 是有规律性的风险的数值说明。另一类是无规律的风险,即某一公司所特有的一些因素造成的股票价格(因而也是股票收益)的变率,如获得一份金额很大的新合同、劳资纠纷、公司财务主管贪污公款——所有这些都使股票价格变动而与市场无关。与这种变率相联系的风险就是那种通过证券多样化能够减少的风险。把这两种风险的变化与证券组合理论结合起来,就可以制定出股票(或证券组合)资本资产定价模式(CAPM),从而制定出衡量与减少风险的模式。

“新投资技术”理论,也已被证券投资学广泛运用于有关证券