

证券投资的理论与实务

●主编 韩德宗 副主编 刘建长 徐剑刚

杭州大学出版社

前 言

随着社会主义市场经济体制的逐步建立,90年代以来,我国证券市场的兴起和蓬勃发展已取得了举世瞩目的成就。为了适应市场经济的要求,当前许多高等院校经济管理类专业都开设了证券投资方面的课程。尽管市场上已出版了数以百计的证券投资类的书籍,但大多都为投资者实际操作而编写,适合于作为大学教材的并不多见。为了满足教学用书,我们编写了这本书。

本书兼顾了证券投资的理论与实务,在借鉴国外经验的基础上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。本书力求以较新的视角来阐述有关理论与实务,引用的法律法规以最新颁布的为准。本书内容丰富,覆盖面宽,材料翔实,程度适当,既可作为经济管理类大学生的教材,也可作为对证券投资有兴趣,具有中等以上文化程度读者的学习用书。

全书共有十六章。参加编写者为:韩德宗(第一、十一、十六章);朱晋(第二、十四章);杨益华(第三章);周绍志(第四、七章);高尔康(第五、十二、十三章);石正华(第六、八章);徐剑刚(第九、十五章);刘建长(第十章)。

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,在此一并致谢。

由于作者水平有限,书中可能出现缺点和错误,敬请读者提出批评,更希望专家赐教,促进我们不断改进和提高。

作 者

1995年元旦

于杭州商学院

目 录

第一章 导 论

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

第二章 债 券

- 第一节 债券概述 (15)
- 第二节 政府债券 (21)
- 第三节 金融债券 (26)
- 第四节 公司债券 (28)
- 第五节 国际债券 (32)

第三章 股 票

- 第一节 股份有限公司 (37)
- 第二节 股票的性质和分类 (42)
- 第三节 普通股和优先股 (47)

第四章 证券发行市场

- 第一节 债券的发行 (58)
- 第二节 股票的发行 (65)
- 第三节 证券的信誉评级 (70)

第五章 证券流通市场

- 第一节 证券流通市场概述 (78)
- 第二节 证券交易所 (86)

第六章 证券行情和股价指数

- 第一节 证券行情..... (102)
- 第二节 股价指数..... (109)

第七章 证券交易的程序

- 第一节 证券交易程序概述..... (129)
- 第二节 沪、深证券交易所交易程序..... (138)
- 第三节 柜台交易的基本程序..... (142)

第八章 证券市场的管理

- 第一节 证券市场管理概述..... (145)
- 第二节 西方国家证券市场管理体制..... (150)
- 第三节 中国证券市场管理体制..... (162)
- 第四节 证券发行的管理..... (170)
- 第五节 证券交易的管理..... (174)
- 第六节 证券信息披露的管理..... (178)

第九章 证券投资的收益与风险分析

- 第一节 单种证券投资的收益率与风险..... (184)
- 第二节 证券投资组合的期望收益率与风险..... (189)
- 第三节 单指数模型..... (193)

第十章 证券投资的基本分析

- 第一节 基本分析的理论基础..... (195)
- 第二节 宏观投资环境分析..... (200)
- 第三节 中观投资环境分析..... (205)
- 第四节 微观经济分析..... (208)

第十一章 证券投资的技术分析

- 第一节 股票市场理论..... (216)
- 第二节 技术分析概述..... (228)
- 第三节 K线图表..... (230)
- 第四节 图形成态分析..... (234)
- 第五节 技术指标..... (248)

第十二章 债券与股价指数期货

- 第一节 债券与股价指数期货交易概述..... (255)

第二节	债券与股价指数期货交易的产生与发展·····	(262)
第三节	债券与股价指数期货市场的套期保值与投机 套利·····	(272)
第十三章	债券与股价指数期权	
第一节	债券与股价指数期权交易概述·····	(281)
第二节	债券与股价指数期权交易的产生与发展·····	(290)
第三节	债券与股价指数期权市场套期保值与投机 套利·····	(293)
第十四章	投资基金	
第一节	投资基金概述·····	(301)
第二节	投资基金的运作和管理·····	(311)
第三节	中国投资基金·····	(322)
第十五章	现代投资组合理论和资本市场理论	
第一节	投资组合理论·····	(332)
第二节	资本市场理论·····	(345)
第十六章	有效资本市场假说	
第一节	有效资本市场概述·····	(356)
第二节	弱式有效资本市场的检验·····	(360)
第三节	半强式有效资本市场的检验·····	(376)
第四节	强式有效资本市场的检验·····	(383)
主要参考文献 ·····		(385)
附录一	公司法 ·····	(388)
附录二	股票发行与交易管理暂行条例 ·····	(433)
附录三	证券交易所管理暂行办法 ·····	(455)

第一章 导 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

体制的制约下,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角度加以界定:

《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、两种投资概念的差异

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。

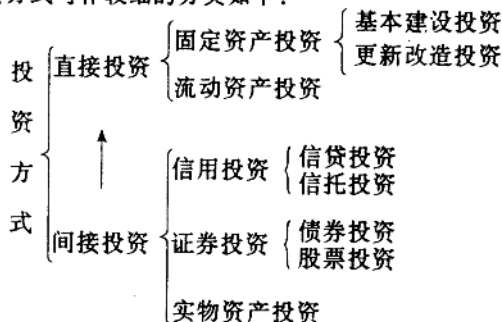
(二)投资方式的差异

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,既包括直接投资,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——指投入资金运用于增加流动资产，以满足生产和经营中周转需要。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间接融资，也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，是换得

了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，有弊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,那就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

在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、投机的形成

证券的出现和流通使金融市场增加了新的内容,也使证券市场和实物资本市场的分离状况越来越严重。造成分离的原因有两

个：

(一)一级市场(证券发行市场)与二级市场(证券流通市场)在时间、地点上的分离

这两级市场各自与实物资本市场中的企业有不同的关系。证券的发行必然要适应实物部门的要求。但证券在一级市场活动的时间并不很长,一般发行过程仅一个多月。证券的绝大部分生命是在二级市场度过的。在二级市场上,买卖证券的活动有以下几种行为:有为取得红利和利息收益的行为;有为资金周转需要的买卖行为;还有专门从事证券买卖的投机行为。

(二)证券市场的投资与实物资本市场的投资在地点上和投资周期上的分离

证券市场上的投资活动几乎没有特定的地点要求,通过证券经营机构进行,既可当面委托,也可电话委托。在投资周期上更没有特定的要求,即投资买入证券后的持有期长则若干年,短则几个月或几天。一项证券买卖活动在很短时间内可以完成。这中间既有机构和个人投资者的投资性买卖,也有投机性买卖。

以上两方面的原因,使投资与投机相混淆。由此,某些专门从事投机活动的机构出现了,有些机构虽不专门从事投机活动,但不失时机地参与到投机活动中。

二、投资与投机的区别

证券市场上的投资与投机难以明确地区分开,投机活动永远无法绝迹。实际上,对于投资与投机的行为在一般商品的买卖上比较容易辨别。然而在日息万变的证券市场上,投资与投机仅仅是一线之隔。因为有时候投资者本来打算买进质地优良的证券后,想长期拥有,获取红利和长期资本增殖,这种行为自然应属投资。但是一旦股市发生变化,投资者眼见大势不妙,为了减少损失,只好立即脱手,这种短期买进卖出的行为又类似于投机。所以,投资与投

机并无绝对的界限。若要加以区分,可以从下面几方面来考察:

(一)从行为的动机及承担风险的大小来区分

因为投资与投机的未来收益都带有不确定性,因而都包含有风险因素。当行为的动机是为了谋求短期的买卖差价,而且甘冒很大的风险来追逐可能有偶发的暴利者称之为投机;当行为的动机是为了将资金购买上市公司发行的证券,以期望获得较长时期的收益回报及资本增殖,并且宁愿牺牲部分收益来承受适度的风险,这种行为称作为投资。

(二)从持有证券时间的长短来区分

投资者一般愿意购买证券后长期持有,享受收益回报及资本增殖。而投机者则热衷于交易的快速周转,从频繁的买进卖出中获得差价利润。这一点也不能过于绝对。有的投资者购买短期证券,以避免长期风险;有的投机者购买长期证券,以获取较长时间的差价收入。投机者买进证券后“套牢”,被迫长期投资,这种情况不在少数。所以,投机也可称为“短时间的投资”。

(三)从资金来源作区分

投资者使用的是自己的资金,有多少钱购买多少证券,不超过自己的实际能力办事。而投机者的交易经常融资融券,涉及信用交易,用不属于自己的钱或用较少的钱,做较大的交易。这种行为有较强的投机性,伴随着的是高风险或高收益。

(四)从对证券所作分析的方法作区分

投资者注重于基本分析,即立足于对证券的质地、公司的业绩、宏观经济背景及行业发展前景等因素作细密的分析和评价,从而作投资决策。投机者着重于技术分析,注重于证券市场的价格表现,研究价格变化的规律,寻求买进与卖出的时机。他们也作基本分析,但这主要是配合价格变化而已,并非长期持有。

西方有一句谚语:一项良好的投资,即是一次成功的投机。一般来说,高风险伴随着高收益,低风险伴随着低收益。收益是风险

的回报,风险是收益的代价。因此,也可以说:投资是稳健的投机;投机是冒险的投资。

三、投机的表现

(一) 证券投机的表现形式

一般意义上来说,投机的目的在于通过市场价格的短期变化而获利。投机者在价格较低时买进某种商品,等到价格升高之后,将同一商品卖出。投机通常仅指时间套利,即只对商品未来的价格作预测,以便决定何时买入和何时卖出。有的观点将地点套利也纳入投机的范畴,即在某一地点买入商品,在另一地点卖出同一商品,以期谋取两地的价格差而获利,这是期货市场上所用的一种套利行为。

证券市场上的投机指的是,在短期内买进或卖出一种或多种证券以获取利润的一种经济行为。其主要表现形式为做多(Long Position)或做空(Short Position)。做多指预期某种证券价格将上涨,就买进,等价格上升一定幅度后卖出。做空指预期某种证券价格将下跌,就先卖出,等价格下跌一定幅度后再买进。做多(俗称多头)或做空(俗称空头)都有价格差的获利机会。但是,如果实际的价格走势和投机者的预期相反,投机者就要承担遭受损失的风险。因此,证券投机需要有证券交易的专门知识和经验,通过对证券行情的分析和预测,去承担别人不愿或不敢承担的风险,进行证券买卖活动。证券市场上,有些机构或个人,属于职业投资者,经常从事投机活动。其中有的人称作为倒卖者(Scalper),俗称“抢帽子者”。他们在交易现场随时观察价格的变动,发现价格较低时就买入,较高时就卖出,从频繁的交易中获取差价利润。

(二) 证券投机与赌博的差异

有人将证券投资混同于赌博,认为买入证券后,涨跌全凭运气,运气好则赢钱,运气差则输钱。其实两者有很大的差别,赌博者