

证券市场学

〔日〕津村英文 著
张友栋 白若愚 译
张云龄 校

中国经济出版社

内 容 简 介

本书是证券市场学方面比较新且全面的专著,主要就国民经济与证券市场、证券制度、证券供求关系、证券市场的均衡以及证券市场的国际化等问题进行了比较系统的阐述。书中引证并综述了国际上部分证券市场问题专家的大量研究成果和观点,并从宏观、微观两方面阐明了证券市场在国民经济中的作用,及其对调节企业机制、调动个人(家庭)投资及消费等方面的影响。本书体系较为完善,观点新颖,并具备一个显著的特点,即把制度对证券市场的影响引入证券市场学中。

本书可供大专院校经济系师生作教材用,也可作为经济工作人员的较为实用的参考书。

责任编辑:肖玉平

封面设计:白长江

证 券 市 场 学

〔日〕津村英文 著

张友栋 白若愚 译

张云龄 校

*

中国经济出版社出版发行

(北京市翠微路22号)

北京京辉印刷厂印刷

各地新华书店经销

*

787×1092 毫米 1/32 8印张 171千字

1988年12月第1版 1988年12月第1次印刷

印数:1—8,000

ISBN 7-5017-0091-5/F·164

定价:2.50元



译者的话

证券在当今资本主义经济中已是家喻户晓了，并在整个经济生活中起着重要的作用。但是，在我国的经济系教学中还未开这门课，也缺乏有关的教材及专著参考。在我国的社会主义建设中，改革开放是个重点。我国是有计划的商品经济，我们也会走向世界金融市场的，因此证券问题正日益受到重视。

《证券市场学》初版于1979年9月，本书是根据1984年的修订版翻译的。原著由日本经济学教授津村英文撰写，是一本比较新且全面的专著。本书综合地阐述了国民经济与证券市场、证券制度、证券的供求关系、证券市场的均衡以及证券市场的国际化等问题。它不但有理论性的论述，而且结合着当前的实际情况，既是一本有关证券市场的教材，又是一本从事经济工作的参考资料。

但是，原著阐述的是资本主义经济下的证券，翻译这本书，是企望能起到抛砖引玉的作用，希望读者在参阅过程中汲取精华而弃其糟粕。

全书承蒙河北大学经济系副教授张云龄同志校改把关，在此，谨致谢意。

由于译者水平所限，译文差错之处，还望广大读者及专家指正。

修 订 版 序 言

光阴荏苒，岁月流逝，本书问世以来已经五个春秋。其间，日本曾出现 1981 年的商法大幅度修改以及废除了日本证券市场的特殊产物“拍案成交”方式（1980 年 12 月）等一系列制度上的变革。这样，使一些旧的解释已不能适应新的情况，必需加以修订。修订部分，除上述两项以外，还有有关取消交易所特别会员及缓和上市审查标准等部分。此外，更新了所有的统计数字，在参考文献中也加进了一些新版著作。

近几年来，金融及资本市场的变化极为显著。其主要例子，如通过银行窗口推销公债及适应这种形势的证券公司进入短期金融领域和国际金融市场的急剧发展等。银行和证券公司的业务混淆，呈现了一种可称之为“金融战国时代”的景象。要将这些变化全部收入这本作为教材用的著作内，还有待于对事态的发展作进一步的观察。因此，在此次修订中尚不能接触这些方面，还要等待机会。

在初版发行后，曾获得各方面给予的有益指教，都尽力将其收容在修订版内，但也有未能全部收纳进去的，只能留待日后了。

津村英文

1984 年 3 月

原版前言

本书最初是作为大学（经济系、商学系、经营学系）的证券市场学教材写作的，是把本人在专修大学的讲义做了大幅度修改而写成的。因为是教材，并不是将个人的研究成果公诸于世，但是，从整体上极力吸收了新的理论与实证的结果。

以往在证券市场学这一学术领域里，主要是以制度论的方法来进行研究的。虽然也论及到市场的机能及活动，但也限于涉及到与制度有关连的部分。当然，这当中也有其一定的理由。第一点理由是，围绕证券市场所产生的现象动荡太大，通过一般的——以稳定性为前提的——经济理论很难予以说明，这也是由于在市场上的交易对象经常是带有很大的风险（risk）或不稳定性（uncertainty）所致。

第二点理由是，证券市场学本来是作为在德国产生的商业学的一个部分，更确切的说是作为交易所交易学的一环而加以研究的。就是当前，在有的大学里也是以（证券）交易所学或（有价）证券学的名义来代替证券市场学授课。这些，都反映了它的商业学传统。在经济系中一般所以不设置这一科目，也多是基于上述的理由。

第三点理由，尤其是在日本，一般地认为，证券市场对产业金融及财政资金供应上没有多大的意义。因此，在国民经济的整体中，缺乏对证券市场活动赋予一定的地位而加以

全面理解的愿望，并认为对它的理解也未免过于困难（第一点理由）。

但是，近年来上述情况却有了显著的变化。这是来自两种影响。第一是通过 H·M 玛尔科维兹（H. M. Markowitz）所确立的有价证券学，可以说明在不稳定性条件下的投资主体决定意图的行动。第二是在现实中出现了大批机关投资家、企业集团以及盛行着国际资本的转移等重大变化。这些，都迫使传统的证券市场学要进行自我改造。

尤其是前一项，后来由美国的研究得到充分的发展，在今天已确立了资本市场学（capital market theory）这一独立的领域。由于有了这些理论，我们才能摆脱以往的支离破碎的理解，而把握住证券市场行动的基本面貌。但是，这些理论——在理论模式的性格上也是必然的——未免太抽象，与现实相比也未免过于简单化，因此，也很难以继承传统的制度论的研究。另一方面，近些年来围绕证券场所产生的各种现象流动性很大，变化的速度也太快。为了适应这种现状，证券市场学的研究也必须加以相应的理论性阐述。但是，这也是件很困难的事情。

如上所述，当前的证券市场学，正面临着众多的困难。要突破这些困难，树立起完整的理论体系，由此来整理和记述证券市场的制度并阐明其意义，决不是才学浅薄的作者力所能及的。但是，作者还是力图在这本书中，就上述的三个侧面，即证券制度、资本市场以及近年来所发生的现象，使其互相联系，并加以均衡的说明。当然，还有待于广大读者及专家们的批评指正，但我自认为是尽量采取了一些与过去的证券市场学教科书完全不同的特点。

在完成本书之前，我不由地回想起曾受过他们恩惠的诸

位老前辈。首先，是我在一桥大学研究院的两位恩师木村增三教授及宫川公男教授的教诲。木村老师从在校期间起直到今日，通过各种机缘和著作给予了多方的指导。宫川老师允许我参加他的研究班，就数量分析论及方法给予了不倦的教导。回顾起来，满怀感激之情。目前，一面缅怀两位恩师的教诲，同时看到自己在学术上所达到的水平之低。深感惭愧。

除两位老师之外，通过各种著作、学会及研究会等直接给予指教的前辈及同学人数众多，不能一一列举姓名，在此谨表谢意。同时，对为誊写、校稿以及编写索引等付出辛勤劳动的妻子有纪子，也要表示一下感谢之意。

最后，对为本书的规划、出版给予大力支援的税务经理协会的堀井裕一先生表示由衷的感谢。

这本小册子，如果不是由于上述众人的关怀和帮助是不能出版的。但是，对于在本书中所出现的一切误谬，当然都由作者来承担。

津村英文
1979年7月

目 录

译者的话

修订版序言

原版前言

序论 国民经济与证券市场(1)

第一节 经济循环与资金循环(1)

1. 市场经济系统(1)

2. 三种经济主体(3)

3. 金融、资本市场的形成(6)

第二节 资本市场的机能(8)

1. 企业金融与发行公债(8)

2. 资产运用(10)

3. 资本市场的均衡(11)

第三节 证券市场(11)

第一章 证券制度(13)

第一节 意义与种类(13)

1. 证券的意义(13)

2. 证券制度的历史(15)

3. 证券的种类(16)

第二节 股份与优先购买权证书(18)

1. 股份的意义(18)

2. 表决权(19)

3. 股息与剩余财产分配(20)

4. 优先股、普通股、劣后股.....(21)
5. 面额股票、无面额股票.....(22)
6. 偿还股.....(22)
7. 授权资本制与发行新股票.....(23)
8. 优先购买权证书.....(24)

第三节 债券及其种类(25)

1. 债券的意义.....(25)
2. 付息债券与贴现债券.....(26)
3. 内债与外债等.....(27)
4. 现货债券与注册债券.....(27)
5. 公共债券与私法人债券.....(28)
6. 公共债券的种类.....(28)
7. 私法人债券的种类.....(30)
8. 普通公司债券与可兑换公司债券.....(31)
9. 其它特殊公司债券(32)

第四节 受益证券及其种类(33)

1. 信托的法理与受益证券.....(33)
2. 投资信托的意义与历史.....(34)
3. 证券投资信托的种类.....(35)
4. 日本的证券投资信托.....(36)
5. 家庭基金型单位投资信托.....(38)
6. 股票开放型.....(39)
7. 公债公司债开放型.....(40)
8. 贷款信托.....(40)

第二章 证券的供应.....(42)

第一节 证券的发行主体(42)

1. 股份公司.....(42)
2. 国家.....(46)
3. 地方公共团体.....(49)

4. 其它	(52)
第二节 企业金融	(53)
1. 投资决定论	(53)
2. 资本成本论	(56)
3. MM 理论	(59)
4. 日本企业的金融活动	(61)
第三节 公司证券的发行方法	(66)
1. 新股票发行的种类与方法	(66)
2. 公司债券发行的种类与方法	(68)
3. 公开发行的各种形式	(69)
4. 有关发行交易与销售交易的证券业务	(73)
5. 征募及推销中的企业内容展示制度	(75)
6. 非公开征募发行的各种形式	(77)
第四节 发行公债的理论与方法	(78)
1. 财政均衡与财政政策	(78)
2. 发行大量国债的问题所在	(79)
3. 地方债券发行的理论	(81)
4. 发行国债的手续	(82)
5. 地方债券与政府担保债券的发行手续	(84)
第五节 证券发行的状况	(86)
1. 新股票发行的状况	(86)
2. 事业债券发行的状况	(90)
3. 公共债券发行的状况	(94)
4. 受益人证书发行的状况	(94)
第三章 证券的需求	(99)
第一节 证券需求的动机	(100)
1. 投资	(100)
2. 投机	(103)
3. 套汇	(104)

4. 套利(套购保值)	(105)
5. 其他动机	(106)
6. 各种动机之间的关系	(106)
第二节 证券投资行为	(107)
1. 前言	(107)
2. 投资分析实际业务的各个领域	(108)
3. 投资信息的综合	(109)
4. 有价证券管理	(111)
5. 投资分析学	(113)
第三节 证券分析学的演变	(113)
1. 金融资本论的意义	(113)
2. 格雷厄姆和多德的《证券分析论》	(115)
3. J·B威廉斯的功绩	(116)
4. 股价利润率及其应用	(118)
5. 沃尔特模式	(119)
6. 戈登模式	(121)
7. 公债、公司债券的分析	(122)
第四节 有价证券的理论	(124)
1. 投资利润率	(124)
2. 协方差与相关系数	(127)
3. 效用理论与 E-V 标准	(129)
4. 分散投资的效果	(131)
5. 最理想的有价证券的选择	(132)
6. 引进无风险资产	(135)
7. 高效率有价证券的探讨	(137)
8. 有价证券选择的现状	(138)
第五节 证券投资家及其行动	(139)
1. 储蓄主体的家庭经济	(139)
2. 机关投资家	(142)

3. 证券投资信托的特征	(143)
4. 生命保险与损害保险	(144)
5. 股份互相支持的逻辑	(146)
第四章 证券市场的均衡	(150)
第一节 一般均衡	(150)
1. 市场均衡的意义	(150)
2. 金融市场上的一般均衡	(152)
3. 利润的风险结构	(154)
4. 利率的期间结构	(156)
第二节 资本资产价格模式	(159)
1. 有价证券理论与市场均衡	(159)
2. 期望利润与风险的关系	(160)
3. 资本资产价格模式	(163)
4. 资本市场理论的现实意义	(165)
第三节 证券流通市场的结构与机能——其一：	
交易所市场	(166)
1. 意义	(166)
2. 组织	(168)
3. 业务及机能	(169)
4. 现状	(170)
5. 交易所市场与场外市场对比的特征	(171)
6. 上场制度	(173)
7. 交易所成交的全过程	(178)
8. 交易所交易场内成交的全过程	(180)
9. 有价证券报告书制度	(182)
第四节 证券流通市场的结构与机能——其二：	
场外市场	(182)
1. 场外市场的意义	(182)
2. 股票的场外市场	(193)

3. 债券的场外市场	(184)
第五节 证券流通市场的结构与机能——其三：	
临时供需系统	(187)
1. 信用交易的意义与范围	(187)
2. 信用交易合同的成立过程	(187)
3. 现行信用交易的各种条件	(188)
4. 信用交易的结帐方法与投资效率	(189)
5. 借贷交易	(190)
6. 引进临时供需系统的意义与现状	(191)
第六节 证券流通市场的现状	(192)
1. 股票流通市场	(192)
2. 公债、公司债券流通市场	(195)
3. 可兑换公司债券流通市场	(198)
第七节 证券价格的标准及其波动	(198)
1. 股价指标的意义与种类	(198)
2. 单纯平均股价	(199)
3. 无权认购新股与个别股票中的权利修正	(200)
4. 道氏修正平均股价	(201)
5. 时价总额指数	(203)
6. 股票投资利润率	(205)
7. 股价标准变动的因素——其一：利润	(207)
8. 股价标准变动的因素——其二：金融环境	(209)
第五章 证券市场的国际化	(213)
第一节 国际市场与资本转移	(213)
1. 战后国际货币体制	(213)
2. 国际资本转移	(214)
第二节 国际性筹集资金	(215)
1. 日本企业发行外债	(216)
2. 日本企业发行A·D·R等	(217)

3. 在日本国内发行的外国证券	(219)
第三节 国际性证券投资	(220)
1. 外国投资家对日证券投资	(220)
2. 日本投资家对外国证券的投资	(222)
第四节 国际证券业务	(224)
1. 日本证券公司走向国外	(224)
2. 外国证券公司进入日本	(225)
结束语 证券市场的未来	(227)
1. 资本主义经济	(227)
2. 三种变化倾向	(228)
3. 受控制的资本主义	(228)
4. 自有金融与法人资本主义	(229)
附录 日本证券市场简史	(231)

序论 国民经济与证券市场

第一节 经济循环与资金循环

1. 市场经济系统

虽说“人不仅是为食物而生存的”，但是没有食物也就无法生存。人们把劳动作用于自然，而获取消费资料的行为叫生产。由生产所得到的消费品被消费掉，就成为下一步再生产的原动力。这样，生产→消费（劳动力的再生产）→生产……不断重复的过程就叫做经济循环。但是，人不能离开社会而孤立地生存，生产经常是通过与他人的分工及协作而进行的社会生产，进而使产品的范围扩大到服务。接着，产生了生产者之间的产品交换（流通），从个别的偶然的交换发展到一般的交换，于是，作为交换媒介的货币也随之产生。由于生产分工的进一步发展，从而分离出专门从事商品流通的商业，便产生了市场。这样就形成了商品经济系统，也就是市场经济系统。这种物质资料和服务作为社会整体来进行生产、交换及消费的过程，尤其是当它们不断反复进行的过程被确认时，就把它叫做经济循环(economic cycle)。

在这种通过社会分工产生的商品生产与市场流通的经济系统中，在自由竞争的市场上形成的价格起着决定性作用。因为，在这里既不存在计划和命令谁在何处、何时要生产什么或生产多少的主体，也不存在指挥消费者应该去购买或消

费多少某种商品的主体。这样，社会的资源分配(resource allocation)，是各个经济主体根据市场价格的高低，通过经济合理性的(resonably in the economic sense)反应而自动进行调节的。这种通过每个人的利己心的驱使而行动，从而导致整个社会经济达到最佳状态的思想，叫经济上的自由主义。据说，最初提出这个主张的是亚当·斯密司(Adam Smith)。他认为，只要暴力、统治及古老的习俗不妨碍市场自由的机能，换言之，只要把市场活动依托于居民的自由，便会由“看不见的手”(invisible hand)使经济自动地达到最佳状态。

亚当·斯密司认为，虽然市场经济系统与国家(政府)的存在并不矛盾，但决不能对生产、流通、消费等一系列经济活动进行计划、统治或采取某种方法来加以影响。按照这种认识，国家的机能只应限定在国防、公安、水利、消防等维持市民社会的安全与秩序的最小范围内。这是警察国家的思想，或者“廉价政府(cheap government)”的思想。

可是，在前面已提出过：人们以自己的劳动作用于自然而获得物质资料的活动叫生产，但这种生产劳动不可能是赤手空拳进行的，通常需要一些生产资料，并且要在持续进行一定期间的生产劳动之后才能获得产品。在这种情况下，就必须事前具有某些生活资料才行。这样，在生产中除了劳动者的劳动和劳动对象的自然物(多数情况下是“土地”)之外，或多或少的还需要一些已生产出的产品，这叫资本(capital)。土地、劳动、资本三者叫生产的三要素。

在近代市民社会中，因为私有财产得到保证，所以资本也就作为私有财产而存在。资本能提高生产效率，增加财富，但同时也产生了有产者与无产者之间在经济上的贫富差

别。前者作为资本家 (capitalist) 控制生产, 后者由于除了劳动力以外一无所有便成为雇佣劳动者 (laborer)。把这种作为生产三要素的土地、劳动与资本分属于地主、雇佣劳动者和资本家三个阶级而从事社会性生产的市场经济叫做资本主义经济 (capitalistic economy)。以自由主义为前提的资本主义经济, 不久便产生了与自由相对立的概念——垄断 (monopoly)。同这种变化相适应的国家的作用也就发生了变化。第一是排除垄断, 恢复市场的自由竞争; 第二是为了弥补因垄断而造成的供需不平衡, 国家自身要作为一个大规模的供需调整者而介入市场。众所周知, 这后者的作用奠定了凯恩斯 (J.M.Keynes) 的经济学的基础。

2. 三种经济主体

根据在经济循环中所占的位置, 可以把构成市场经济的各类主体分为三大类, 即: 家庭 (household)、企业 (business) 及政府 (government)。这三者在经济循环中的相互关系如图 1 所示。企业从家庭购进劳动力及土地使用权, 从其他企业购进机械、工具、原材料以及能源等生产资料进

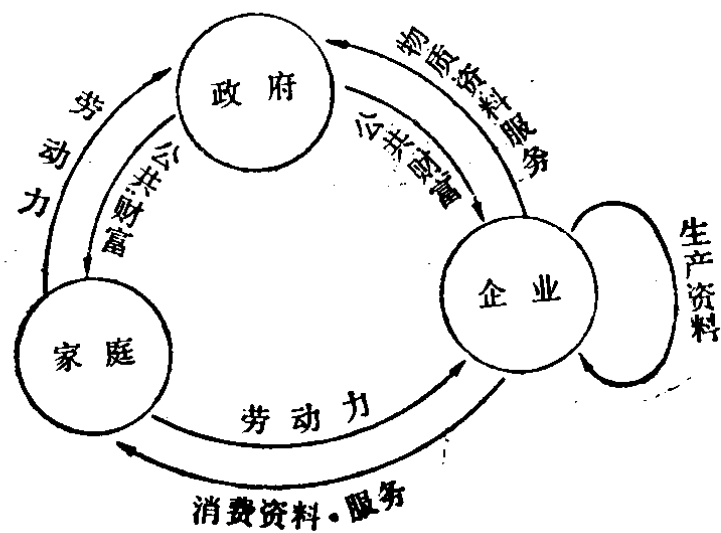


图 1 经济循环