

上海财经大学丛书

证券投资学原理

立信会计出版社

证券投资学原理

(修订本)

朱元 编著

立信会计出版社

责任编辑：袁 衡

封面设计：金 俊

上海财经大学丛书

证券投资学原理

(修订本)

朱 元 编著

立信会计出版社出版发行

(上海中山西路 2230 号)

邮政编码 200233

新华书店经销

立信会计常熟市印刷联营厂印刷

开本 850×1168 毫米 1/32 印张 14.375 插页 2 字数 352,000

1995 年 9 月第 1 版 1995 年 9 月第 1 次印刷

印数 1—5,000

ISBN7-5429-0306-3/F·0294

定价：16.50 元

目 录

第一章 导论	1
一、投资的性质	2
(一)投资的定义(2) (二)投资的类别(3) (三)投资与投机(7)	
(四)投资的过程(11) (五)投资的研究方法(14) (六)投资的选择(16)	
二、收益和风险.....	20
(一)收益的概念(20) (二)收益的计算方法(21) (三)风险的概念(25)	
(四)风险的估量(26) (五)风险的种类(31) (六)收益与风险的关系(34)	
第二章 投资与储蓄	37
一、投资的来源.....	37
二、个人投资者.....	38
(一)个人的储蓄(38) (二)融资投资(39) (三)个人投资者的目标和要求(42)	
三、机构投资者.....	49
(一)商业银行(50) (二)互助储蓄银行(53) (三)储蓄和贷款协会(54)	
(四)银行信托投资(56) (五)捐赠基金(57) (六)人寿保险公司(58)	
(七)退休基金(60)	
第三章 资本市场、货币市场和投资市场	64
一、市场的区分.....	64
二、资本市场.....	67

(一)资本市场的特点(70)	(二)资本市场的工具(71)	
三、货币市场		72
(一)货币市场的特点(72)	(二)货币市场的工具(72)	
四、资本和货币市场的机构		74
五、投资市场		76
(一)初级市场(77)	(二)二级市场(77)	
六、资本市场、货币市场和投资市场的关系		78
(一)资金的流动(78)	(二)资金的供需(80)	
第四章 证券市场		85
一、市场的种类和意义		85
(一)市场的种类(85)	(二)市场的意义(87)	
二、初级市场		88
(一)投资银行商(88)	(二)投资银行业务的职能(89)	(三)竞争性投标(92)
(四)准备承购(92)	(五)公开发行和私下发行(93)	
三、二级市场		94
(一)证券交易所(95)	(二)场外交易市场(104)	(三)第三市场(106)
(四)第四市场(107)		
四、中央市场		108
第五章 证券买卖和管理		110
一、经纪商和经纪商行		110
(一)经纪商的职能(110)	(二)经纪商行的种类(111)	(三)经纪商和经纪商行的选择(112)
二、保证金协定		114
三、买卖委托单的种类		118
(一)市场委托单(118)	(二)限价委托单(119)	(三)停止委托单(120)
(四)期限委托单(120)	(五)零股委托单(121)	
四、卖空交易		122

五、佣金和费用	124
六、交割与清算	125
七、证券市场的管理	127
(一)1933 年证券法(128) (二)1934 年证券交易所法(129)	
(三)1938 年麦兰尼法(132) (四)1940 年投资公司法(132)	
(五)1940 年投资顾问法(133) (六)1970 年证券投资者保护	
法(134) (七)州“蓝天法规”(135)	
第六章 债券	137
一、债券的性质和种类	137
(一)债券的性质(137) (二)债券的种类(139)	
二、中央政府债券和政府机构债券	140
(一)中央政府债券(140) (二)政府机构债券(143) (三)政府	
债券投资的优缺点(145)	
三、地方政府债券	147
(一)债券的种类(149) (二)债券的分析(150) (三)债券的评	
级(153) (四)市政债券的收益和风险(154)	
四、公司债券	156
(一)公司债券的性质(156) (二)公司债券的种类(165)	
五、公司债券的收益和评估	171
(一)收益(171) (二)公司债券的评估(178)	
六、公司债券投资的优缺点	181
第七章 股票	183
一、股票的一般特性	183
(一)股票的基本特征(183) (二)股票持有者的基本权利和义务	
(185) (三)股息的宣布和支付(186)	
二、优先股票	186
(一)优先股票的一般性质(186) (二)优先股票的特征(190)	
(三)优先股票的收益(190)	

三、普通股票	192
(一)普通股票的一般性质(192)	
(二)普通股票股息(194)	
(三)普通股票的收益和风险(201)	
(四)普通股票的评级和信息来源(205)	
(五)普通股票的类型(207)	
第八章 股票的分析和评价	209
一、优先股票分析	209
(一)每股资产(209)	
(二)每股盈利(210)	
(三)股息保证程度(212)	
(四)优先股票的评级(214)	
(五)优先股票的优缺点(214)	
二、普通股票的评价	217
(一)普通股票“内在价值”的计算(217)	
(二)价格—盈利比例(229)	
(三)普通股票的优缺点(231)	
第九章 期权与期货	234
一、期权	234
(一)期权的意义(234)	
(二)股票期权(234)	
(三)股票先购权(245)	
(四)股票购买证(249)	
(五)可转换证券(253)	
二、期货	260
(一)期货的性质和交易(260)	
(二)期货市场(262)	
(三)其他期货合同(270)	
第十章 公司分析	279
一、财务情况分析	280
(一)财务报表(280)	
(二)比例分析(282)	
二、资本结构分析	286
三、盈利和获利能力分析	288
(一)公司盈利的决定(288)	
(二)公司盈利能力的度量(289)	
(三)未来盈利的预测(291)	
四、经营效率分析	291
(一)生产能力的利用率(292)	
(二)经营的杠杆作用(294)	

(三)其他度量经营效率的指标(298)	
五、竞争地位分析	299
(一)年销售额或年收入额(299) (二)销售额或收入额的增长	
(300) (三)销售额的稳定性(301)	
六、短期和长期财务状况分析	302
七、行政管理分析	304
(一)解决内部问题的能力(305) (二)处理外部事务的能力	
(306) (三)进行调查研究和开发新产品的能力(306) (四)吸	
收、培养和训练新的管理人员的能力(306)	
第十一章 投资公司	307
一、投资公司的性质和目的	307
二、投资公司的主要类别	308
(一)单位投资信托社(308) (二)闭口投资公司(310) (三)开	
口投资公司(311) (四)货币市场基金(312)	
三、投资政策	312
四、组织与管理	314
(一)基金种类(314) (二)互惠基金帐户(319) (三)投资公司	
费用(320)	
五、股票价格、股息和收益	322
六、投资公司功绩的评价	324
七、投资公司与所得税	327
第十二章 经济分析和行业分析	329
一、国民经济分析	330
(一)经济现状分析(330) (二)经济指标(338)	
二、行业分析	345
(一)行业的概念和分类(346) (二)行业增长型式(351)	
(三)投资行业的选择(358)	

第十三章 市场分析和投资时机选择	364
一、市场分析	364
(一)“道”理论(365) (二)市场变动的度量(371)	
二、市场价格分析	380
(一)图形(381) (二)图形模式的解释(384)	
三、随机一行走假设和技术分析	387
四、投资时机选择法	390
(一)股价平均法(391) (二)等额投资成本平均法(392)	
(三)按公式选择时机计划(393)	
第十四章 “证券组合”的管理	399
一、管理的步骤	400
二、管理的目标	402
三、证券的选择	406
四、效益的监视	408
五、“证券组合”的管理政策	409
(一)“收入证券组合”(410) (二)“增长证券组合”(411)	
第十五章 当代“证券组合”理论	415
一、当代“证券组合”理论的产生和发展	415
(一)马柯威茨的分散理论(416) (二)夏普的简化模型(417)	
二、当代“证券组合”理论的内容	417
(一)“证券组合”的意义及其理论的假设(417) (二)有效“证券组合”的选择(418)	
三、资本市场线	430
四、资本资产价格模型	433
(一)证券特点线(434) (二)证券市场线(437)	
五、Beta 分析法	438
六、当代“证券组合”的评论	441
(一)马柯威茨研究方法的贡献和缺点(441) (二)Beta 分析法的	

局限(443) (三)对“证券组合”理论的异议(444)	
七、当代“证券组合”理论的发展	444
本书参考文献.....	448

第一章 导 论

一个国家要进行大规模的经济建设，以促进国民经济的大幅增长，一定需要大量的资金。这是一个浅显而肯定的道理，当为大家所熟知。然而，如何去筹集这批资金，并进而灵活运用这些资金，即是说，要把一元钱当几元钱来用，则不是一个一般人所能轻而易举地完满答复的问题，而是一门需要无数的理论工作者和实际工作者共同进行不懈的思考、探讨，从而谋求适当解决的大学问，要求结合运用广泛的理论知识和丰富的实践经验，殚精竭虑，统筹兼顾，相互配合，共同得出一套妥善的解决方法。

当前，我国正在党的一系列正确的方针、政策的指引下，以革旧创新、艰苦奋斗和勤俭建国的精神和毅力，为建设有中国特色的社会主义而百折不挠地向前迈进。进行社会主义现代化建设所需的资金，为数甚巨，亟须广开门路，多置渠道，以满足搞活经济的需要。因而，对外须利用各种方式方法充分吸收外资，对内则须想方设法使各种各样的资金通畅流转，尽量把多余的消费基金和社会上的闲散资金转移到生产基金中去，以应经济建设所急需。

过去我国进行基本建设投资，全凭政府拨款；调集闲散资金，仅靠银行储蓄。现在看来，显然是不够的。而且资金缺乏横向流通，无法灵活运用，导致流转速度缓慢，白白浪费了货币应有的经济效益。现在，我国各大城市纷纷开设资金市场、证券市场，以便资金拆借，证券发行，使集资融资的渠道畅通，实为我国发展社会主义市场经济的必由之路，有利于国民经济稳定而持续的增长。

政府机构、金融组织和企业单位发行债券，工商企业发行股票，以及有关单位发行各种各样的有价证券，不失为一条筹措必要资金的适当途径。但这些证券发行后必须有人购买，并进而可以转

让,不然,渠道闭塞,资金就无法充分流通,不能发挥积极作用。因而,证券交易自然而然地应运而生,而证券投资也必然随之产生。证券投资是一种相当复杂的金融活动,包含的内容非常丰富,牵涉面也很广泛。在西方发达的资本主义国家里,这种活动已有数百年的历史,而且在本世纪内,尤其是自二次大战以来,发展非常迅速,日新月异,对它们的经济发展起了很大的作用。我国在解放前,证券交易虽进行的时间不算很长,但也有一些经验教训。为了帮助我国社会主义证券市场的及早而稳妥地形成和发展,本书拟借鉴国外,特别是美国所通行的投资学的体系和内容,以供我国教学研究和实际工作的参考。

一、投资的性质

(一)投资的定义

投资这一名词,为人们的日常生活中经常碰到用到。一般理解为:投资是把钱用在什么地方,以期获得什么。如基本建设投资,把钱用在建厂、筑路等上,以便生产产品和提供交通运输服务;智力投资,把钱用在办学、科研上,提供智力的提高和获取科研成果;健康投资,把钱用在营养、体育锻炼上,来增强身体素质,等等。然而,从经济学的范畴来说,其涵义就不会这样简单。在经济学上,投资与储蓄相对应,就宏观经济而论,一定时期的投资总额总是等于储蓄总额(暂不考虑外资),因为投资的来源是储蓄(积累)。由于储蓄是延期的消费,就是说,为了将来更多的消费而牺牲目前一定的消费。因此,有人把投资广泛地看作为:为了(可能不确定的)将来的消费(价值)而牺牲现在一定的消费(价值)。^①

在这个定义中,对投资提出两个重要问题:一是时间因素,就是说,可投下去的价值或者说牺牲了的消费是在现在,而能获得的价值或消费是在将来,在时间上当中有一段距离;二是不稳定性,意思是现在投下的价值是确定的,而将来可能获得的价值是不确

^① 注码内容见书末参考文献。以下同。

定的,价值有损失的危险。同时,可以体会到危险的大小,与时间的长短有关,因为时间越长,不确定性就越大。

比较具体一点来说,从投资者的角度出发,有人把投资规定为:一个私人或机构投资者在买进金融资产或实际资产后的时期内,可以获得由该资产所产生的与所承担的风险成比例的收益。^②

这里,提出了投资中收益与风险关系的问题。同时,也指出投资的对象有金融资产(也叫无形资产)和实际资产(也叫有形资产)之分。

有人从投资者或资本供应者的观点来看,认为:投资是投入现在的资金,以期在将来获得以利息、股息、租金或退休金为形式的收入,或者本金的增益。^③在这个定义中,把投资的酬报分为收入(income)和本金的增益(capital gain)两项。按投资对象的不同性质,收入也具有各种各样的形式。

也有人从保值和产权着眼,把投资视为:其主要目的是为着保存财富或赢得收入而拥有任何资产或财产的权利。^④在这里,说明投资的目的除赢得收入外,还有保存财富即一般所理解的保持财富的价值的意图。此外,也指出投资并不一定拥有实际的资产或财产,也可以持有其权利。以后将会看到,在证券交易中,拥有一种权利,也可以用其凭证投入市场进行买卖。

总的说来,从以上各种说法可以看出,投资是个人或机构对自己现在所持有的资金的一种运用,其来源或是延期消费,或系暂时闲置,用来购买金融资产或实际资产,或取得这些资产的权利,为的是在一定时期内预期获得与风险成比例的适当收入和本金的升值(减值),或者只是为了保持现有财富的价值。从中可以看到,这里面包含着许多问题,如现在和将来、长期和短期的时间因素;收入和风险的关系;各种投资对象的比较;经常收入和资本收益的取舍,未来收入的不确定性;谋利和保值的选择;等等,这都是在投资中,尤其是在证券投资中所必须详细探讨的问题。

(二)投资的类别

投资就其性质、对象、时间、收入、方式方法等而言,可分为若干种类,其主要者约有下列几种:

1. 直接投资与间接投资 投资含有不同的意义,因而就形成不同的种类。从经济上的意义来说,投资形成新的资本,用于生产事业上,如建造厂房、添置设备、购买原材料等,通过生产活动,可以直接增加社会的物质财富,或提供社会所必需的劳务,所以一般称之为直接投资。从金融的意义来说,投资是指把资金用于购买金融资产(无形资产),主要是有价证券,以期获得收益。这些资金通过金融工具(债券、股票等)的发行,转移到企业家之手再投入到生产活动中去,这种投资一般称为证券投资,又叫做间接投资。我们在上面所述的若干投资的定义,大都属于这种投资而言。不过,在西方的投资学中,这种投资并不完全限于购买证券,也用于购买房地产、贵金属、古董、首饰、宝石、各种名贵艺术品等实物资产(有形资产),其目的也是为求得资本收益或保值。本书内容只专门论述证券投资,对各种实物投资均略而不讲。

在证券投资中又可分为直接投资和间接投资两种。直接投资系指投资者直接到证券市场上去购买证券;间接投资是指投资者购买金融机构本身所发行的证券,而这种金融机构是专门从事证券交易以谋利的。美国的投资公司就是如此。投资公司为了筹集资本而发行股票,所得股金全部用于证券交易,赚得的盈利按股份以股息名义分配给股票持有者。投资者购买这种机构的股票,而不是到证券市场上去购买别家公司的股票,这意味着他在证券投资中进行间接投资,而不是直接投资。意思是他所投入的资金,离开直接投入生产,当中又多了一重转折。

2. 长期投资与短期投资 就投资的时间长短来分,有长期投资和短期投资之别。前者指所购买的证券,到期还本的时间较长,如债券,可以长达数十年之久,股票则根本没有到期的时间;后者指偿还款项的时间很短,如短期国库券、商业票据等均在一年以下。长短期的区分一般以一年为界。一年以上的投资称为长期投

资,一年及一年以内的称为短期投资。在长期投资之间也有再划出一段时期的,称为中期投资,即指一年至五年或一年至七年的投资期限,在五年或七年以上的投资,方称之为长期投资。

一般说来,购买股票是长期投资,因为它无所谓到期还本的问题,投资者愿意保持多久就保持多久,不愿保持就拿到市场上去卖。债券则短期、中期和长期的都有,名称可能有所不同,如美国联邦政府发行的债务证券,短期的叫国库券(treasury bill),中期的叫国库票据(treasury note),长期的叫国库公债(treasury bond)。但普遍都把购买债券作为中长期投资,尤指长期投资。购买商业票据则均属短期投资,因为这些票据如期票或银行承兑汇票等多属短期性质,偿还时期从几天到几个月。

投资时间的长短与证券的性质、收益、风险、流动性等都有密切关系,在以下有关各章都将详细加以论述。

3. 固定收入投资与不定收入投资 证券投资的主要目的,是赢得收入。但是证券的种类很多,由于其性质、期限等因素各有不同,因而其收入的高低和支付方式也有所不同。归结起来,可以分为二类:一种是收入固定的种类;另一种是收入不固定,即随时可能变动的证券。前一种是证券应付给持有人的报酬,亦即投资者购买该种证券所应得到的收入,事前即以一定的百分率表示,预先规定,按期支付,在证券的整个寿命中固定不变。后一种是这种支付额事前既不预先规定,也不一定会按期支付,因此持有这种证券的投资者所得的收入,因时而异,并不固定。

证券市场上交易的证券虽然种类繁多,但大体上可以归纳为三大类别:债券、股票和商业票据。其中,债券不管其到期的时间长短、哪个单位发行,均属于固定收入的证券,因为它在发行前,即在债券合同中明文规定债券的利率是多少,按什么时间支付,在整个还本付息的时间,不能改变。如不付或拖欠,债券持有人有权向法庭起诉,要求赔偿。股票的情况则有所不同。股票一般分为普通股和优先股票两种,均应按期支付股息,或称红利。股息何时发放,

支付多少,每年由发行公司的董事会根据经营方针、盈利情况以及当前经济环境等各种因素,开会决定,公开宣告。但是优先股票因有优先条件的规定,如经决定发放股息时,则须按预定支付额,先于普通股息发放,所以属于固定收入证券的性质。普通股票则不是这样,在优先股息未支付以前,不得支給普通股息。而且所支付的息金,可以审时度势,各年有高有低,因时而异,并不一定完全相等。所以普通股票属于不定收入证券的性质。商业票据是一种短期证券,大都还本期限在一年以下,具有债权债务的性质,与债券基本相同,所以它的利率也是预先规定好的,不得中途变更,故亦属于固定收入证券。

由上可知,凡是投资于债券、优先股票和商业票据的,称为固定收入投资;凡是投资于普通股票的,称为不定收入投资。这种划分的用意,主要便于投资者根据自己的财务情况,当前需要和将来需要,对收入和风险的态度等一系列因素,来考虑对购买何种证券的选择。同时,也便于一般投资者和一些证券专家们对于各种证券的比较分析,并预测其前景的变化。

上述这种区分,不是绝对的,在某些特殊情况下,也会有些改变。例如在通货膨胀的时期,债券发行单位为照顾投资者所得的债息蒙受购买力降低的损失,并使自己发行的债券易于推销,规定原定债息率可按市场利率的变动按一定时间,比方说半年,按比例加以调整,随利率的上浮而相应提高,称之为浮动利率债券。普通股息也不是总是变动的。西方有些大企业为保持自己的信誉,长期不间断地发放一定比率或数额的正常股息,只在营业比较好的年份,才额外发给一些红利。有些债券和优先股票却有一种特殊的性质,即公司在发行债券和优先股票时,规定在一定时期内按一定调换比例,投资者可以把它们转换成该公司的普通股票。这就很难把它们算是哪一类的投资。最近,债券发行的方式又有新的发展,如债券的到期时间不是固定的,债息率是按累进式计算的。我国现在发行的若干国库券、金融债券就是如此,其债息率可以是,例如

一年的利率为 9%，二年的为 10%，三年的为 11% 等。这也就不是固定收入的证券了。

虽然如此，但就目前大多数的情况而论，以上所述划分的原则还是可取的。

(三) 投资与投机

在西方证券投资的活动中，经常会用到“投机”一词。鉴于“投机”这个名词在我国通常是用作为贬义词，是指在经济活动中或市场上兴风作浪，甚至不惜违法以谋私利的行为，而在西方却另有其概念。且在本书中也不得不经常要用到。这里特略加以说明。

1. 投机在西方证券投资中的概念

在西方的证券交易中，所谓投机者，往往是指证券买卖的积极参预者。他们也必须一切按有关的规章制度办事，既不能操纵市场价格，也不能欺骗伪造，违法乱纪。而操纵市场，鱼肉弱小投资者而谋暴利的人，是一些相互勾结的不法巨商大贾、内幕知情人和掮客等，而不是所谓的投机者。在美国，在 1934 年证券和交易所法颁布以前，这种人玩弄种种恶劣手法如虚抛 (wash sales)、垄断 (corners)、集资来操纵市场价格 (pools) 等夺取暴利的情况颇为猖獗，但自证券和交易所法颁布以后，加强了市场管理，此类现象受到控制。这种行为在英文中是 manipulation，而不是投机 (speculation)，两者是有所不同的。如美国的公司债券，为摩迪投资者服务公司 (Moody's Investors Service Inc.) 和司登达波尔公司 (Standard and Poor's Corporation) 所评定的质量等级，其前而四个等级的债券被列为投资性的债券，以下五个等级的债券，则被列为投机性的债券，为公众所公认，亦为法律所认可。又如在证券交易中的期权买卖 (options)、期货买卖 (futures)、普通股票购买权 (warrants) 和可转换债券 (convertible bonds) 的买卖等，都被认为带有投机的性质。

当初，在商品交易所里，从事商品期货 (commodity futures) 交易的人，被叫作是投机者，在商品交易所发布的标准文件上，把他