

证券投资论

陈云贤著

- 对证券投资理论的探索
- 对中外证券投资实践的考察
- 对现实经济运行的揭示

北京大学出版社

ZHENG QIAN TOL ZHILU



中财 B0028806

证券投资论

对证券投资理论的探索

对中外证券投资实践的考察

对现实经济运行的揭示

陈云贤 著

中央财经大学图书馆藏书章

图书

399511

书号

F830.8/183

北京大学出版社

新登字(京)159号

112123

证 券 投 资 论

陈云贤 著

责任编辑：余 彬

*

北京大学出版社出版

(北京大学校内)

北京大学印刷厂印刷

新华书店北京发行所发行 各地新华书店经售

*

850×1168毫米 32开本 9.375印张 240千字

1992年4月第一版 1992年4月第一次印刷

印数：0001—5000册

ISBN 7-301-01678-6/F·0143

定价：6.20元

内 容 简 介

本书探讨了国际经济活动和国内经济体制改革中的一个重大问题——证券投资问题。并将理论探讨与对策建议结合起来，提出了较为完整的投资模式，既具科学性，又具可行性。本书选题新颖，开辟了中外证券投资比较研究的先河。

388211

科学绝不是一种自私自利的享乐，凡有幸能够献身于科学研究的人，自己首先应该拿自己的学识为人类服务。

——卡尔·马克思——

登山者，高级登山者对相当容易上去的峰巅或相当容易登上峰巅的路线不感兴趣。只有到现在为止尚未被征服的峰巅和路线，才使他变为热心。

——拉格纳·弗里希——

目 录

证券投资理论的新成果——《证券投资论》序……	萧灼基 (1)
引言……	(13)
上篇 证券投资规律……	(19)
第一章 股票投资分析……	(20)
第一节 股票是一种虚拟的资本商品，也是 一种生产要素……	(20)
第二节 股票价格是体现股票投资“风险” 和“收益”的轴心……	(26)
第三节 适时把握股票价格进行投资的四条途径……	(35)
第二章 债券投资分析……	(46)
第一节 一张债券实质就是一种双边契约关系……	(46)
第二节 “资信”和“收益”是制衡双边契约 关系的主因……	(51)
第三节 债券发行、债券投资准则与建立债券 市场的必要性……	(57)
第三章 证券投资三大假说……	(65)
第一节 “商品、货币、证券”是证券投资 决策的“三角”制衡关系……	(65)
第二节 证券投资的终极目标是为了提高 投资收益率……	(70)
第三节 证券投资第一论：收益——预期收益说……	(75)
第四节 证券投资第二论：风险——风险溢价说……	(78)
第五节 证券投资第三论：流动——持有期偏好说……	(80)

第四章 证券投资三大规律·····	(84)
第一节 证券投资第一律——预期收益引导规律·····	(84)
第二节 证券投资第二律——风险收益同增规律·····	(88)
第三节 证券投资第三律——货币证券共振规律·····	(92)
第四节 收入政策、财政政策和货币政策的调节 是证券投资规律的客观反映·····	(96)
中篇 证券投资中外比较·····	(103)
第五章 中国证券投资历史考察·····	(104)
第一节 旧中国证券投资主要分“三步曲”·····	(104)
第二节 新中国证券投资主要是“债券型”·····	(114)
第三节 现阶段证券投资已趋“多层次”·····	(117)
第四节 新旧中国证券投资考察、比较与思考·····	(124)
第六章 中苏证券投资现状考察·····	(133)
第一节 苏联股票投资的理论与实践·····	(133)
第二节 苏联债券投资的理论与实践·····	(137)
第三节 中苏证券投资现状比较及其说明的问题·····	(141)
第七章 中日证券投资异同考察·····	(144)
第一节 中日股票投资的异同性·····	(144)
第二节 中日债券投资的异同性·····	(153)
第三节 中日证券投资的异同性·····	(166)
第四节 中日证券投资异同考察、比较与借鉴·····	(173)
第八章 中美证券投资综合考察(上)·····	(179)
第一节 中美股票投资理论及其背景比较·····	(179)
第二节 中美股票投资目标及其职能比较·····	(185)
第三节 中美股票投资方式及其成效比较·····	(191)
第四节 中美股票投资趋势及其特点比较·····	(195)
第九章 中美证券投资综合考察(下)·····	(201)
第一节 美国债券投资综合考察·····	(201)

第二节	中国债券投资综合考察、比较与借鉴·····	(209)
下篇	证券投资在中国的实践·····	(219)
第十章	中国证券投资的目标模式·····	(220)
第一节	“悖论”——现阶段我国资金运行状况·····	(220)
第二节	“悖论”解——发展证券投资是可供 选择的手段之一·····	(229)
第三节	中国证券投资目标模式——“多要素、 多层次、多阶段”·····	(234)
第十一章	中国证券投资的微观环境·····	(245)
第一节	复合型生产关系应作为实现证券投资 目标的微观基础·····	(245)
第二节	“国家控股、二级抵押租赁”应作为 实现证券投资目标的企业内容·····	(249)
第三节	“提高投资生产率”应作为实现 证券投资目标的企业行为轴心·····	(255)
第十二章	中国证券投资的宏观环境·····	(260)
第一节	多元化金融体系与专业银行企业化并存 ——实现证券投资目标宏观条件之一·····	(260)
第二节	兼顾远期与近期经济发展的财政政策 是最佳财政政策——实现证券投资目 标宏观条件之二·····	(265)
第三节	合理的收入政策和证券投资法律应“双管 齐下”——实现证券投资目标宏观条件之 三·····	(269)
十点结论	·····	(272)
主要参考文献	·····	(276)
英文摘要	·····	(281)
后记	·····	(290)

证券投资理论的新成果

——《证券投资论》序

北京大学经济学院教授 萧灼基

陈云贤同志的博士论文《证券投资论》，探讨了当前国际经济活动和国内经济体制改革中一个重大的理论和实践问题，选题新颖，具有开拓性，是我国第一部研究证券投资理论的博士论文。

在世界经济发展史上，证券投资已存在四、五百年，有关证券投资的研究论著层出不穷，以研究证券投资而获诺贝尔经济学奖的经济学家也有好几位。但从中外比较的角度进行研究的论著，迄今为止仍未见到。陈云贤同志的博士论文，其中一个重要特点是，开辟了中外证券投资比较研究的先河，意义重大。

任何研究著作，都必须以理论的创新性而显示其学术价值。但在一个人们已进行了长期研究的理论问题上，每前进一步都要付出艰辛的劳动。陈云贤同志博士论文的另一个重要特点和优点，就是在深入研究证券投资的历史发展和现实运作的基础上，提出了证券投资三大假说、三大规律等观点，理论上有所创新，有所前进。

经济学作为致用之学，与实际经济生活的联系十分密切。证券投资不仅是一个重要的理论问题，也是当前深化企业改革的一个重要实践问题。陈云贤同志的博士论文，密切联系实际，把理论探讨与对策建议结合起来，提出了一个较为完整的、具有中国特色的证券投资模式，既有科学性，又有可行性。

经过多位同行专家的认真评议，经过具有高度权威性的答辩委员会的认真研究，陈云贤同志的博士论文获全票通过。这是陈

云贤同志多年刻苦学习的结果。作为他的导师，我对论文是很满意的。现在趁本文出版的机会，谈谈我对文中一些主要观点的看法，并把本文慎重地推荐给学术界的广大读者。

一、实证分析的启示

《证券投资论》运用实证分析方法，较详尽地考察了中国、美国证券投资的发展过程和具体形式，为理论概括奠定坚实的客观基础，给人们以深刻的启示。

第一，证券投资是商品经济和社会化大生产的产物。早在中世纪，罗马人就开始以股票投资经营生产，地中海一些国家和城市以股票形式发展航运业。我国清末民初也出现了证券投资。虽然证券投资是在资本主义制度下或资本主义因素已经出现的条件下产生的，但它却不能与资本主义划等号，不是资本主义的专利。本文运用大量资料表明，不仅资本主义社会存在证券投资，十月革命后社会主义的苏联也存在证券投资，八十年代以来我国和苏联等社会主义国家在经济体制改革中，也出现债券投资，还出现股票投资。由于股票投资具有筹资简便、产权明确、利益共享、风险分散、两权分离等优点，符合商品经济和社会化大生产发展的要求，因此近一个多世纪以来，获得了迅速的发展。正如马克思在一百多年前所说：资本积累，“即由圆形运动变为螺旋形运动的再生产所引起的资本的逐渐增大，同仅仅要求改变社会资本各组成部分的量的组合集中比较起来，是一个极缓慢的过程。假如必须等待积累去使某些单个资本增长到能够修建铁路的程度，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。”

第二，证券投资和证券化是现代经济发展的必然趋势。商品具有二重性：使用价值和价值。在商品经济的发展过程中，使用

价值的数量、种数、结构、性能不断发生变化；同时，价值形式也不断发生变化，从简单的、偶然的价值形式发展到货币形式，从货币——信用——证券发展到当前的证券化。本文运用大量资料表明，国际资本投资证券化、区域经济建设证券化、国家政策实施工具证券化，是世界经济的新特征。认识这种发展趋势，对我国社会主义建设是十分重要的。我国经济建设需要大力利用外资。现代国际资本的转移，主要采取证券的形式。除了债券投资外，股票投资具有重要意义。这种投资形式共享利润、共担风险，可以在利用外资的同时引进先进的管理方式，建立广泛的国际联系。我们今后必须逐步加大这种形式。其办法是选择若干国际上知名度较高的企业，向国外的公司和个人发行股票，试行股票国际化。在筹集国内资金方面，我们也应充分利用证券投资的形式。目前我国发行的国家债券、银行债券、企业债券已有相当数量。只要普遍建立和完善二级市场，发展证券流通业务，就可以利用债券作为筹资的重要形式。我国股份公司还处在试点阶段。股份公司是现代企业的典型形式。利用股票集资是发达国家主要的集资渠道。因此我们要不断总结经验，扩大股份公司试点范围，发展股份经济。

第三，各国股票投资既有共同点又有区别点，发展股份经济应从实际出发，从不规范到相对规范。各国股份投资都走过独特的道路，无论在发展阶段、投资规模、结构、形式等方面，都有自己的特点。本文运用大量材料，详细比较了中、苏、日、美各国股份投资的异同。作者正确指出，随着一国经济的发展，其所需要的资金越来越多，股票作为筹集资金的形式，可以较大幅度地把消费资金转化为生产资金；要有效地利用股票投资的形式，必须健全法制，建立具体业务操作程序和实施步骤。当前我国正在进行股份经济的试点。已经建立的股份公司大部分是不规范的，例如原有资产未经科学评估；产权界限模糊；股东旱涝保收，不

承担经营风险；董事会形同虚设，决策者与经营者合二为一等等。为了发展股份经济，我认为要从我国实际情况出发，着重解决以下问题：一，制订和健全股份经济法令和法规，以便有法可依；二，实行股份制企业的资产存量要进行科学评估，明确产权关系；三，完善律师、会计、审计制度；增强企业经营透明度和财产透明度；建立股票经纪人制度和股票交易所，禁止非法买卖；对股票市场和上市公司进行严格的行政和舆论监督，严惩作弊行为。我们要建立的股份经济，是以生产资料公有制为主体的社会主义股份制，这是我国股份经济与资本主义股份经济的根本区别。但对资本主义股份经济中一些基本的规则，我们要有条件地加以借鉴。

二、证券理论的创新

《证券投资论》的一个重要优点，是在研究大量实证材料的基础上，指出了创新的理论。证券投资三大假说——预期收益说、风险溢价说、持有期偏好说，就是作者的创新。

所谓预期收益说是指，投资者对证券投资的目的，是为了获得收益；人们把资金投向证券的动因，是证券的预期收益高于其他方式（例如储存现金或银行储蓄）的收益；人们按照各类证券预期收益的大小来选择证券种类，优化证券组合；当资本还原率为一定时，各类证券投资者对某一证券的资金投向与该证券的预期收益大小成正比。这就是说，预期收益决定着各类证券投资者的资金投放方向。

所谓风险溢价说是指，证券投资在持有期间是有风险的，持有期越长，风险越大；证券投资者时时刻刻都在窥测各类证券风险和收益的情况，风险溢价是吸引证券投资的有效方式；由于持有期越长，风险性越大，因而预期收益就应越高。这就是说，风

险溢价可以使投资者接受具有一定风险的证券，从而决定着各类证券投资者的资金投放数量。

所谓持有期偏好说是指，预期收益是证券投资的目的，预期收益的高低、预期收益与实际收益的偏离程度，决定着证券投资者对证券的持有期，投资者对某一种证券持有期的长短，在很大程度上取决于投资者对该证券预期收益和风险的估计；如果该证券的预期收益率低于银行利润，投资者将不再持有证券而把资金投向银行；如果在风险大小相同的情况下，一种证券预期收益低于另一种证券的预期收益，投资者将把资金转向预期收益高的证券，这就是说，持有期偏好决定着各类证券投资者对该证券的留存时间。

证券投资三大假说，反映了证券投资的三大特点：即收益性、风险性、流动性。证券投资的运动规律：货币——商品（证券）——更多的货币。投资者的目的就是价值增殖，或者叫做收益。这是证券投资的主要特点。在社会化大生产中，无论投资于任何部门或企业，都有一定风险。其原因或者是宏观经济环境发生不利于企业的变化，或者微观经济条件和管理状况不适于市场情况。虽然不同证券投资、不同企业的风险大小不同，但风险的存在是必然的。因此风险性也是证券投资的特点。证券只有在流动中才能优化。证券投资的流动，促进资源配置合理化和产业结构优化，有利于提高整个社会经济效益。因此流动性既是证券投资的特点，也反映了证券投资对社会经济的促进作用。证券投资三大假说言之成理，持之有据。

证券投资三大假说，是对证券投资实践的理论概括，具有坚实的实践基础。应当说，经济理论界对证券投资的特点，曾以不同角度进行研究和概括，提出过不少有价值的思想。例如美国学者库珀、弗雷泽就曾对风险溢价进行专门的研究。陈云贤同志在论文中注意吸取前人的研究成果，但更主要的是他对各国证券投资

进行深入的历史考察和实证分析，掌握了大量实际资料。因而，三大假说是有牢靠的实践基础，符合证券发展的实际情况。这里还必须指出，该文对证券投资三大假说的论证，定性与定量相结合，因而更具科学性，更有说服力。

证券投资三大假说，有助于人们认识证券市场的变动趋势，具有重要的实用价值。社会上各类证券，风险不同，收益不同。有些高风险、高收益；有些低风险、低收益；有些低风险、高收益；有些高风险、低收益。证券投资三大假说表明，收益和风险是制约证券投资的两大因素，任何投资者都要权衡收益与风险的情况，优选对自己最有利的证券。以最小的风险获取最大的收益，是证券投资者的愿望和目标。证券市场上各类证券的流动，人们对各类证券的偏好，都以此为轴心。那些风险最小、收益最大的证券，必然成为证券市场的热门货。相反，风险大、收益少的证券，必然成为证券市场的滞销“商品”。虽然证券市场的变动纷繁复杂但如果以证券投资三大假说为依据，人们不难看出其变动的轨迹。这无论对宏观管理部门、证券经纪人和证券投资当事人来说，都有重要的意义。

证券投资三大假说，有助于优化产业结构，其意义超出了证券投资的范围。按照三大假说，投资风险小、收益率高的证券，销路最好。而要减少投资风险，就必须对投资项目进行科学的、严格的可行性研究；要提高投资收益率，则必须提高产品质量、降低产品成本，采用新技术、开拓新市场等。这无疑有助于优化资源配置和企业结构、促使企业提高经营管理水平。

证券投资三大假说是一个互相联系的整体。其中，预期收益说是制约证券投资行为的核心，风险溢价说和持有期偏好说是预期收益说的继续和补充。它们制约着投资者的投资方向和投资数量，制约着证券的流通，制约着证券市场的变动趋势。“假说”不假，它真实地反映了投资者的投资目的和投资行为。

三、投资规律的发现

从大量实践中概括出若干带有规律性的东西，是理论研究的深化。如果说，证券投资三大假说是《证券投资论》在理论上的创新，那末，证券投资三大规律，则是作者在理论上的重大发现和突破。如果说，前人曾经从不同方面对三大假说作过一定的论述，三大假说是对前人成果的概括、提高和发展，那末，三大规律——预期收益引导规律、风险收益同增规律、货币证券共振规律的提出和表述，则是作者的独创。

证券投资的目的是，为了获得收益。在证券投资过程中，当某一证券的预期收益可能增加时，投资者必然把资金投向这一证券；当某一证券的预期收益减少时，不仅新投资者不愿购买该证券，而且原来的证券持有者也急于把证券脱手。因此，预期收益是制约投资方向的关键。所谓预期收益引导规律就是：在证券投资过程中，资金流向由预期收益决定；一种证券的预期收益越高，资金越向该证券转移。在证券经济运动中，客观上存在一个证券投资引导的问题，而引导的核心就是证券投资的预期收益大小。即当某一证券的预期收益能够增加时，证券投资者的资金投向会向着这一证券转移；当某一证券的预期收益递减时，不但新的投资者不会把资金投向此证券，原有的投资者也会逐渐地把资金从这一证券中转移它方；当这一证券的预期收益低于市场银行利率时，该证券就被称为“呆滞”证券，此时，投资者就会把资金存入银行而不会把它投向这一证券。进一步说，在证券融资和证券投资过程中，对投资资金的吸引客观上存在着一个预期收益引诱、预期收益引导的必然性。它表现为证券融资中“预期收益率”的高低决定着证券投资者投资资金的流向，又表现为“发展生产多创赢利”对证券发行者融资用途的制约作用。

一种证券投资的预期收益既受该证券利率的制约，也受银行利率和其他证券利润的制约，它是由多种互相作用的因素决定的。在商品经济和社会化大生产条件下，各种证券投资都有风险。所谓预期收益与风险同增规律就是：在证券投资中，风险与收益存在正相关关系，风险越大，收益越高；风险越小，收益越低。一方面，证券投资者为了获得预期收益，他们必然地会去考虑、衡量证券投资中的各种风险因素，以便在多种多样的投资证券中作出选择；另一方面，证券发行者为了实现收益与风险同增以有效地吸纳各类证券投资者的资金，他们必然地会去不断扩大生产规模、采用先进技术、提高劳动生产率，以采取各种方法多创赢利。其客观作用制约着证券投资者与证券发行者双方的行为。

在发达的商品经济中，商品、货币、证券之间，存在着相互制衡的关系。证券作为一种虚拟的资本商品，其市场活动引起对货币需求量的增加；其市场流动，受借贷资本利率的影响；其市场价格，由市场利率与证券收益率决定。因此，证券与货币之间，有着密切的相互关系。货币证券共振规律就是：货币流通量和银行贷款利率制约证券价格、证券流通量和证券投资方向；证券价格、证券流通量影响市场货币需要量。具体说来，一方面，证券的产生源于货币在执行其职能过程中的矛盾的结果，其作为一种虚拟的资本商品，必然会在市场中流动，它的交易会引引起对货币需求量的增加；另一方面，股票、债券能够充当财产流动的抵押品，从而扩展了货币资本的活动范围，成为在现金和存款通货之外的又一流通工具，它们的流通转让起着一种“替代货币”的作用，并受借贷资本利率——市场利率水平和结构的影响。货币与证券的运行相互制约，相互作用。

陈云贤同志提出的上述三大规律，对于国家、金融机构和证券发行者自觉从事证券发行、流通、管理和调节，具有重要意义；为我们探讨证券投资的规律，提供了有益的启示。这里需要进一

步探讨的问题是：

第一，任何经济规律，都是在一定的经济条件下产生作用的。证券投资三大规律发生作用的经济条件，是完善的市场体系和市场机制。但在不同国家，或同一国家不同时期，市场发育程度是不同的。这种情况，对证券投资规律发生作用有何影响？从我国当前情况看，市场体系不完善，市场机制不健全，市场规则不规范，市场信号不准确。从不完善到完善，需要有一个较长的过程。在这个过程中，证券投资规律能不能发生作用？如果能发生作用，有何特点？这些问题，都需要深入探讨。我认为，证券投资规律发生作用的程度，与市场发育程度是正相关关系。市场发育程度越高，证券投资规律越能充分发生作用。在市场发育的不同阶段，证券投资规律发生作用的强度、形式、特点、都会有所不同。

第二，任何经济规律发生作用，都会受到各种社会经济体制的影响。以证券投资规律来说，除了市场发育程度以外，其他许多社会经济条件，例如企业体制、金融体制、投资体制、法律体制等，都与证券投资关系密切；证券投资规律发生作用，不能不受这些条件的影响和制约。例如企业体制，如果仍然存在政企不分，缺乏生产经营的自主权，预期收益引导规律就难以引导这些企业的投资方向。又如法律体制，如果没有保障投资者的法律，即使预期收益很高，投资者也会望而却步。总之，证券投资作为一种现代经济现象，离不开整个社会经济体制；证券投资规律发生作用，也必然受到各种社会经济条件的制约。研究各种社会经济条件与证券投资的关系，具有重要现实意义。

第三，任何经济规律都是在一定的生产力水平和经济形势下发生作用的。如果说，证券投资规律在任何有证券投资的国家和地区都普遍存在，那末，由于各个国家和地区生产力发展水平差别很大，证券投资规律的作用形式和影响程度也必然有所不同。例如一个低收入的发展中国家与一个高度发达的国家比较，证券