

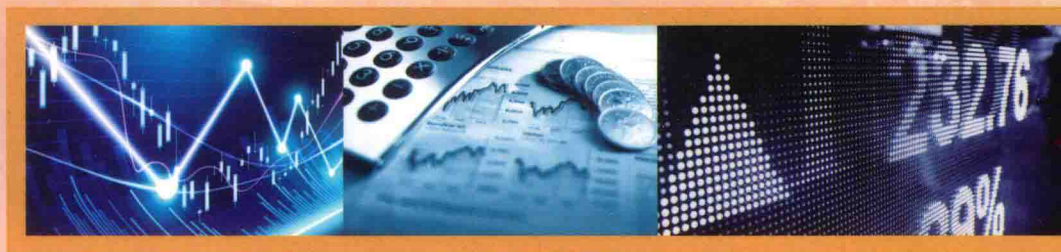
全国普通高等院校经济管理精品教材

证券投资学

(第三版)

Securities Investment

刘少波 主 编
时旭辉 副主编



暨南大学出版社
JINAN UNIVERSITY PRESS

全国普通高等院校经济管理精品教材

国务院侨务办公室立项
彭磷基人才培养改革基金资助

证券投资学 (第三版)

Securities Investment

刘少波 主 编
时旭辉 副主编



暨南大学出版社
JINAN UNIVERSITY PRESS

中国·广州

图书在版编目 (CIP) 数据

证券投资学/刘少波主编;时旭辉副主编. —3版. —广州:暨南大学出版社, 2017. 8
(全国普通高等院校经济管理精品教材)
ISBN 978-7-5668-2160-7

I. ①证… II. ①刘… ②时… III. ①证券投资 IV. ①F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 191097 号

证券投资学 (第三版)

ZHENGQUAN TOUZIXUE (DISANBAN)

主编: 刘少波 副主编: 时旭辉

出版人: 徐义雄
责任编辑: 曾鑫华 高婷
责任校对: 何力
责任印制: 汤慧君 周一丹

出版发行: 暨南大学出版社 (510630)
电 话: 总编室 (8620) 85221601
营销部 (8620) 85225284 85228291 85228292 (邮购)
传 真: (8620) 85221583 (办公室) 85223774 (营销部)
网 址: <http://www.jnupress.com>
排 版: 广州市天河星辰文化发展部照排中心
印 刷: 广州市穗彩印务有限公司
开 本: 787mm × 1092mm 1/16
印 张: 22.5
字 数: 550 千
版 次: 2002 年 9 月第 1 版 2017 年 8 月第 3 版
印 次: 2017 年 8 月第 12 次
印 数: 26501—28500 册
定 价: 56.00 元

(暨大版图书如有印装质量问题, 请与出版社总编室联系调换)

第三版前言

暨南大学的金融学科起始于1925年成立于上海的暨南学校商科大学部银行理财学系，1978年与中国银行香港分行合作筹办国际金融专业，1983年开始招收硕士研究生，1998年获金融学专业博士学位授予权，2000年获评广东省重点学科，2007年获评国家重点学科。本学科专业从20世纪80年代初开始开设“证券投资学”课程，是主要专业课程之一，并于2002年出版了《证券投资学》第一版。

《证券投资学》第二版于2012年出版，本书是第三版。与第二版相比，本版的增删修改主要体现在：①增补了新内容或更新了相关资料和数据。具体为：第一章显著增加了对行为金融内容的介绍和评论，从中可以大致了解行为金融理论的产生发展过程及其主要代表人物和理论贡献以及行为金融理论存在的不足；第二章更新了QFII的发展现状数据；第三章对核准制、注册制、私募基金发行、创业板市场以及（新）三板市场的内容进行了更新和补充；第六章增加了期货合约的定价和金融期权的估值方法等内容，更换了一份阅读材料；第七章根据2014年8月8日生效的《公开募集证券投资基金运作管理办法》，将公募基金的分类作了调整并进行了相应的介绍，同时补充了近年在我国崭露头角的保本基金和分级基金方面的内容；第八章增加了一份阅读材料；第九章增加了资本市场线的相关内容；第十章更换了两个例子；第十一章增加了法玛对有效市场假说理论作出贡献并获得诺贝尔经济学奖的阅读材料，同时补充了有效市场假说中逐步放松的假设条件方面的内容；第十二章增加并突出了公司分析对于投资分析的意义方面的内容；第十三章将财务报表更新到了2016年的年报数据；第十六章更新了阅读材料。②重写或改写了部分章节。具体为：对第一章第二节、第二章第一节、第十一章关于有效市场含义和对异常现象的理论解释的相关内容、第十二章的大部分内容、第十三章第二节和第三节以及第十六章第三节部分内容等进行了重写或改写。此外，对第一章和第十六章的复习思考题进行了改写。③删减了那些不是非常必要或前后重复或比较陈旧的内容。具体为：第四章和第五章删除了较陈旧的数据资料和一些冗繁的文字，第六章删除了7个例子，第八章删除了开放式基金的收益计算公式，第九章删除了一份阅读材料，第十二章删除了公司会计制度方面的内容以避免与前面内容的重复，第十五章基于对技术分析内容不必要作太多介绍而做了较大篇幅的删减，主要删除了形态分析部分内容和部分技术分析指标。④调整了第四章至第八章的顺序。⑤优化了文字表述。这方面的修改散见于全书各处，无法详列。

本书由刘少波任主编，时旭辉任副主编，作者均为暨南大学经济学院金融系教师。具体写作分工如下：

刘少波：第一章、第四章、第五章、第十一章；

时旭辉：第二章、第六章、第八章、第九章、第十章、第十三章、第十六章；

萧端：第三章、第七章、第十四章；

胡晓阳：第十二章、第十五章。

全书由刘少波统纂定稿，时旭辉协助。

在本书写作过程中，我们参考了国内外大量同类书籍和相关文献，力图吸收其中的精华和最新成果，在此对相关文献的作者一并表示衷心的感谢。

对于证券投资学的研究对象、内容和体系，国内外学术界均未达成统一认识，各有各的理解。因此，我们对这些问题的阐述是按照自己的认识和理解进行的。由于水平所限，我们的努力似乎总是难以达致我们之所愿，因而本书存有不足甚至错误之处也在所难免，恳请读者批评指正。

最后，感谢暨南大学出版社领导和本书编校人员对本书出版给予的支持。

刘少波

2017年6月

目 录

第三版前言	1
第一章 绪 论	1
第一节 证券与证券投资	1
第二节 证券投资学理论的形成与发展	6
第三节 证券投资学的研究内容	17
本章小结	18
复习思考题	19
第二章 证券市场的结构与功能	20
第一节 证券市场的结构	20
第二节 证券市场的功能	30
第三节 现代证券市场的发展趋势	33
本章小结	36
复习思考题	37
第三章 证券发行与交易	38
第一节 证券发行市场	38
第二节 证券交易市场	43
第三节 股票价格指数	54
本章小结	58
复习思考题	58
第四章 股票及其估值	59
第一节 股票的性质、特点与分类	59
第二节 股票的估值	63
本章小结	70
复习思考题	71
第五章 债券及其估值	72
第一节 债券的性质与特点	72
第二节 债券的分类	75





第三节 债券的估值	81
本章小结	82
复习思考题	83
第六章 衍生证券	84
第一节 衍生证券概述	84
第二节 金融期货	88
第三节 金融期权	101
第四节 认股权证	116
第五节 可转换债券	120
本章小结	124
复习思考题	125
第七章 投资基金	126
第一节 投资基金概述	126
第二节 投资基金分类	128
第三节 投资基金的组织结构	137
第四节 投资基金运行	139
本章小结	145
复习思考题	145
第八章 证券投资的收益与风险	146
第一节 证券投资的收益	146
第二节 证券投资的的风险	160
第三节 证券投资风险与收益的关系	170
本章小结	174
复习思考题	175
第九章 投资组合理论	176
第一节 投资组合理论概述	176
第二节 投资组合的收益与风险	179
第三节 证券投资的最优组合	186
第四节 对马科维茨投资组合理论的简要评价	194
本章小结	198
复习思考题	198
第十章 资本资产定价理论	201
第一节 资本资产定价模型	201



第二节 多因素模型与套利定价理论	211
本章小结	216
复习思考题	217
第十一章 有效市场	218
第一节 有效市场假说	218
第二节 有效市场假说的检验	223
第三节 有效市场假说面临的挑战	226
本章小结	233
复习思考题	233
第十二章 公司分析	234
第一节 公司基本制度分析	234
第二节 公司治理分析	241
第三节 公司经营分析	244
本章小结	251
复习思考题	251
第十三章 财务分析	252
第一节 财务分析概述	252
第二节 财务比率分析	263
第三节 财务分析过程中需要注意的问题	282
本章小结	287
复习思考题	287
第十四章 宏观经济分析	288
第一节 宏观经济分析的意义	288
第二节 宏观经济政策分析	289
第三节 经济周期分析	292
第四节 经济结构分析	295
第五节 行业分析	296
本章小结	298
复习思考题	299
第十五章 技术分析	300
第一节 技术分析概述	300
第二节 技术分析主要理论	304
第三节 切线分析	310



第四节 形态分析	313
第五节 技术指标分析	320
本章小结	327
复习思考题	327
第十六章 证券投资基金管理	328
第一节 证券投资基金管理概述	328
第二节 证券投资基金的方式与类型	335
第三节 证券投资基金绩效的评估	339
本章小结	350
复习思考题	351
参考文献	352



第一章 绪 论

证券投资是与证券市场相伴而生的一类投资行为。自有证券市场以来，人类在这个舞台上演绎过无数惊心动魄的故事，也将人性的本质展示得淋漓尽致。这里始终纠缠着从不放弃的憧憬和永无休止的懊悔，交织着人间的悲喜和世态的炎凉，展示着市场经济优化资源配置的理性与光芒和各种丑闻掩盖下的丑陋与龌龊。在这里，价格的涨落反转刺激着每一个人的神经末梢，行情的跌宕起伏承载着投资者的人生浮沉；在这里，有人获利丰厚甚至一夜暴富，也有人盈不抵亏及至倾家荡产。但是，“沉舟侧畔千帆过，病树前头万木春”，证券市场始终散发着无穷的魅力和吸引力，投资者的逐利本性也为证券市场的前赴后继描绘了一幅波澜壮阔的现实图景。与此同时，无数人渴求找到投资获利的真谛，期盼把握价格变动的规律，试图揭示市场运行的本质。于是，各种投资理论和方法便应运而生且层出不穷，为证券市场提供了绚丽多彩的学术画卷，于是便有了证券投资学丰富的内容。

本章首先介绍证券与证券投资的基本概念，然后概要阐述证券投资学理论的形成与发展脉络，包括经典金融学中以资产定价为核心的投资理论和行为金融理论，以此为全书内容作铺垫和准备。本章最后介绍证券投资学的研究内容以及本书的内容设计与安排。

第一节 证券与证券投资

一、证券

（一）证券的含义和类型

如果从最宽泛的意义上来定义证券的话，一切用于证明或规定某种权利的书面凭证都可以称为证券。但是，经济学意义上的证券是各种经济权益凭证的总称，或者说是各类财产所有权和债权凭证的统称。这种意义上的证券通常称为有价证券，即其权益可以用一定的货币额来衡量并且可以转让和流通的证券。

有价证券大致可以分为货物证券、货币证券和资本证券三大类。货物证券是指对特定的货物享有规定权利的凭证，如领取货物等的凭证、提货单、货运证书、栈单等均属此类；货币证券是指对货币有请求权的凭证，如支票、汇票、本票等均属此类；资本证券是指对资本资产的收益具有请求权及其他相关权益的凭证。投资学意义上的证券主要指资本证券。

（二）资本证券与虚拟资本

资本证券最早的也是最基本的形态是债券和股票。债券是政府或企业直接向社会筹集





资金时，向投资者发行的承诺按一定利率支付利息，并按约定条件偿还本金的债权债务凭证；股票是股份有限公司向其出资者签发的出资证明或股份凭证，它是一种所有权证书，表明它的持有者对公司资本的相应部分拥有所有权，并因此具有股东的一切权益。

随着金融创新的发展及衍生证券的出现，资本证券的形态在不断扩展，大有令人眼花缭乱、目不暇接之势。于是，以今天的视野去审视和把握证券投资的对象或投资品种（工具），除股票和债券这两类传统资本证券品种外，还应包括衍生证券这类投资品种。

衍生证券大致可分为期货类证券、期权类证券和资产支持证券三类。

期货类证券主要是债券期货、股票期货和股票价格指数期货及其进一步的衍生产品。不同的期货类证券除标的物不同外，其交易对象都表现为期货合约。期货合约是指由期货交易场所制定的、高度标准化的、受法律保护 and 约束，并在将来特定的时间和地点交割特定数量标的商品的交易合同。期货合约标准化的目的，在于最大限度地简化期货交易过程，提高市场效率，以便使期货交易成为一种只记录期货合约买卖数量的交易。

期权类证券主要有认股权证、可转换债券、股票期权及其进一步的衍生产品。认股权证是股份公司增发股票时可凭以认购股份的一种证书，它表示的是持有者可以在权证有效期内按一定的价格购买发行公司新发行股票的权利。认股权证本身不是股份证明书，持有人既不能参与公司利润分配，也无出席股东大会进行投票表决的权利，但由于它内含着购买股票的权利，因而具有一定的价值和价格，并因此成为一个独立的投资品种。可转换债券是指被赋予股票转换权的公司债券，这种债券可在一定时间内，根据持有人的请求按规定条件转换成发行公司的普通股股票。可转换债券由普通的公司债券与股票的买入期权这两者复合而成，是显现的债券、潜在的股票。股票期权是指期权合约的买方在约定的时间内可按合约规定的价格买进或卖出约定数量的某种股票的权利，这种期权的载体表现为期权合约。

资产支持证券（Asset-backed Securities, ABS）是指资产证券化过程中，以用于证券化的资产及其所产生的收益以及这个过程当中的信用升级为依托而发行的证券以及在这些证券基础上进一步产生的衍生品。所谓资产证券化（Asset Securitization）是指通过一定的机构和一定的程式，将某种或某些能够产生预期现金收入流但流动性较差的资产（如住房抵押贷款）进行结构性重组，然后以此资产为依托发行可以在金融市场上流通的资产支持证券，据以融通资金并实现原始资产流动化的过程。简言之，资产证券化是指经过一系列的技术处理，将某些资产转换成可以流动的投资工具的过程。资产支持证券主要有转手证券、抵押贷款支持债券、转付证券等类别。

（1）转手证券（Pass-through Securities）代表证券持有人对某种资产如住房抵押贷款等及其所产生的收益的直接权益，属于所有权证券。资产原始权益人（商业银行）将该资产卖断给特殊目的机构（Special Purpose Vehicle, SPV），并将其从自己的资产负债表上转移出去，SPV 则以此资产及其收益为依托发行证券。在这个过程中，资产原始权益人保留对贷款的服务权，定期向借款人收取贷款本息，在扣除服务费、担保费和其他费用后将资金“转手”给证券的持有人。转手证券的名义期限与支持证券发行的贷款资产的期限相同。

（2）抵押贷款支持债券（Mortgage-backed Bonds）是商业银行以其持有的某类抵押贷



款资产作为担保而发行的债权凭证，属于发行人的债务。支持债券发行的资产仍然留在发行人的账面上，用于债券本息偿付的资金既可以来自抵押资产的收入，也可以来自发行人的其他经营收入。这类债券通常要实行超额担保，即担保资产的价值大于债券面值，并将担保资产存放于一家独立的金融机构，作为债券还本付息的保证。

(3) 转付证券 (Pay-through Securities) 是一种有担保债券，其还本付息的资金来源于担保资产的现金收入，与发行人的其他收入无关。最广泛的一类转付证券是担保抵押证券 (Collateralized Mortgage Obligations, CMO)。CMO 在一个抵押资产组合的基础上创造出不同的证券，表明证券化是如何利用一种资产创造出不同种类风险和流动性的证券，以满足投资者日益复杂的投资需求。

资产支持证券是在资产证券化这一金融创新中对债券的使用，它们与其他债券并无本质上的区别。因此，本书不再专门讨论这一类证券。

此外，在资本证券中还必须关注另一类证券——基金证券，即投资基金受益凭证。投资基金是指基金发起人通过发行基金受益凭证，将投资者的分散资金汇集起来，交由基金托管人保管、基金经理人经营管理，并投资于证券，然后将投资收益分配给基金证券持有人的一种投资制度。基金本身也被称为投资机构。按照国际惯例，投资基金通常是指证券投资，即其资金主要投资于资本市场的各类证券，因此基金证券是进行证券投资的证券。按契约型基金和公司型基金的分类，基金证券相应地有契约型基金受益凭证和公司型基金股份凭证两类。

由此可见，资本证券是一个不断扩充的系列。但无论其表现形态如何，资本证券本质上属于虚拟资本的范畴，是源于真实资本但又外在于真实资本的形式，或如马克思所言，它是“现实资本的纸制复本”。以股票为例，将一个公司发行股票筹集的资金用于生产经营活动便形成真实资本，而股票则是虚拟资本。

尽管资本证券都属于虚拟资本，但不同资本证券的虚拟程度是不同的，并且虚拟程度是不断深化的。所谓虚拟程度是指证券与真实资本的非对应程度。股票和债券是最早最基础的资本证券，也是虚拟程度最低的一类虚拟资本。表现在这类证券与它所代表的真实资本始终是对应的，即每一只股票或债券总是对应着一个公司，其持有人的权益只与它对应的公司直接相关。在这种情形下，真实资本的运行状况，如公司业绩的好坏、资产质量的优劣以及公司的生死存亡，都会直接影响股票的收益及其市场价格的变动。

虚拟资本的发展在衍生证券出现后，随着创新的不断深化，其虚拟程度也在不断增强。以证券期货为例，股票、债券已是虚拟资本，而股票、债券及股票指数期货是在对虚拟资本进行进一步虚拟化基础上产生的虚拟资本，是虚拟资本的虚拟资本，它们与真实资本不再有一一对应的关系，并随虚拟程度的增强而愈来愈远离真实资本。在这种情形下，虚拟资本的价值和价格变动受更广泛和更复杂的因素的制约，从而使虚拟资本产品的投资风险也更高。

当然，无论各种资本证券的虚拟程度如何，一般而言，资本证券的价格总额总是大于真实资本的价格总额。这表明虚拟资本的价格形成和运动与真实资本的价格形成和运动是有显著差异的。证券投资过程中，要了解和关注真实资本的价格形成和运动，更重要的是要了解并把握虚拟资本的价格形成和运动。随着资本证券的扩展和虚拟程度的增强，资本

证券的价格形成和运动表现为一个越来越复杂的过程，由此决定了证券投资的日益复杂性。

二、证券投资

（一）投资概念

迄今为止，各类经济学和投资学教科书及相关文献对投资的定义可谓五花八门。从最一般的意义上说，所谓投资是指个人或机构通过投入一定的经济资源购买一定的资产或权利，在一定的时间内承担一定的风险，以期获得一定收益的行为或过程。据此，投资包括以下五个基本要素：

1. 投入经济资源

投入经济资源主要是指投入资金，这是投资的基础。但投入过程就意味着对即期消费的牺牲，因此，投资是以经济资源在某一方面的牺牲为前提的。这种牺牲便是成本，包括资源本身的直接成本和机会成本；如果是连续投资，则还要考虑边际成本。

2. 购买资产或权利

投资是一种具体的经济行为，必须有明确的投资对象，即投资于何种资产或权利。资产有实物资产和金融资产之分，权利主要是指选择权、期权等。

3. 时间

投资过程也是时间的展开过程，任何一项投资都必然涉及未来时间。时间的长短与投资风险和投资报酬有直接的关系。

4. 风险

几乎任何一项投资都具有风险，原因在于投资的结果具有不确定性，即它可能给投资者带来损失。这种不确定性或可能带来的损失，就是传统意义上的风险。现代投资理论则将风险定义为期望收益对其平均数的变动性，并用低于期望值的可能收益率的离散趋势来度量风险。

5. 报酬

这是投资的出发点也是投资的目的。由于投资是对即期消费的牺牲，因此它必须从投资回报中得到补偿。同时，投资是一种风险行为，因而也要实现风险补偿。这就决定了报酬或者说收益是投资的一个内在规定。

（二）证券投资概念

证券投资是指个人或机构购买资本证券以期获取收益的行为或过程，它具有一般意义上的投资概念的内涵。但证券投资又有区别于其他投资形式的一些特点。第一，证券投资是一种金融投资，而不是实业投资，后者是指形成固定资产和流动资产的投资活动，其物质载体是各类固定资产和流动资产。第二，证券投资是一种直接投资，而不是间接投资。直接投资和间接投资两者的区别在于投资者的初始资金是否通过金融中介机构进行重新组合和选择，然后才进入资金的最终使用。第三，证券投资是一种高风险投资，原因在于证券投资的结果具有很大的不确定性。在各类资本证券中，除债权类证券的预期收益较为确



定外，股权类证券特别是衍生证券的收益和价格变动由于受到极为复杂因素的影响，投资结果极不确定，因而可能给投资者带来重大损失。第四，证券投资是一种高收益投资。从理论上说，证券投资的高风险必须通过高收益进行补偿，以体现收益与风险的对称原则。在现实中，大量的实证研究结果表明，证券投资的收益高于其他类型的投资收益，而股权类证券的收益又高于债权类证券的收益。

（三）投资与投机

如果不是因为我国过去有一段时间（主要是计划经济时期和改革开放初期）的主流观点给投机以贬义解释甚至视为非法行为的话，似乎没有必要对投资与投机进行刻意的区分。因为从经济学意义上说，投机几乎是投资的同义反复；同时，在投资实务中，两者始终是交织在同一过程中的。对此，诺贝尔经济学奖得主萨缪尔森曾说：没有人能够在冒险的投机和稳妥的投资之间划出界线。西方投资界则有一句名言：良好的投资便是成功的投机。

当然，投资与投机作为两种不同的术语，也并非不能从理论上作出区分。一般来说，可从两者在以下几个方面的差异进行区分。

1. 行为动机的差异

虽然投资和投机的动机都是为了获利，但投资偏重于中长期的资本利得，投机则主要追求短期的市场价差。

2. 持券时间的差异

一般认为，连续持有证券的时间在一年以上的行为称为投资，持券时间不足一年尤其是那些频繁买卖的行为则为投机。

3. 风险观念的差异

投资和投机都要面对风险，但投资者通常是风险厌恶者并尽可能规避风险，投机者则为了获取高收益而愿意承担高风险。

4. 投资方法的差异

投资者为了获得中长期资本利得和尽可能规避风险，极为注重分析证券市场的基本因素如公司业绩等，并实行组合投资；投机者更多地关注市场价格的变化，常依据技术分析进行投资决策，并较多地进行集中投资。

5. 资金来源的差异

投资者一般运用自有资金进行投资，投机者则热衷于在市场上通过快进快出以获取市场价差，因而常常利用借入资金或证券进行操作。

无论人们如何区分投机和投资的差异，必须肯定的是，投机具有非常积极的意义。在经典金融学理论看来，投机行为实质上是理性套利行为。所谓套利，是指在两个不同的市场中，以有利的价格同时买进和卖出同种或本质相同的证券的行为，它是促使证券市场均衡价格快速形成的推动力量。正是因为这种经常和大量进行套利的投机行为，使证券价格对其内在价值的偏离能得到很快的纠正，从而有利于提高证券市场的有效性，进而促进证券市场优化资源配置功能的实现。我们知道，证券市场每时每刻都有大量信息产生，这些信息都有可能影响证券的基本价值（Fundamental Value），即证券未来的现金收入流量（Cash Flow）经风险折合调整后的净现值，从而导致证券价格对基本价值的偏离，如果这





种偏离不能及时纠正,就会影响证券市场的有效性。投机过程正是对信息的吸收进而对价格进行纠偏的过程。就此而论,投机越充分的市场,价格对信息的反映就越充分,对价格的纠偏能力就越强,证券市场就越有效率。因此,一个良好运作并富有效率的证券市场,不能没有投机。甚至可以说,没有投机就没有真正意义上的证券市场。

当然,任何事物都需要把握一定的度,投机也如此。适度、理性和合理的投机对证券市场具有积极作用,过度投机和非理性投机则会破坏证券市场的机能,扰乱证券市场的秩序,干扰证券市场的信号,使证券市场大起大落,最终危害证券市场的发展,使投资者的利益普遍受到损害。因此,从监管角度讲,既要鼓励和保护证券市场的适度投机,又要抑制过度投机。

第二节 证券投资学理论的形成与发展

西方国家的证券市场已有 200 多年的历史,在这个过程中,有关证券市场和证券投资的各种理论层出不穷,经历了逐步发展的过程。一般认为,西方投资学理论的发展可以分为传统投资学理论和现代投资学理论两个阶段,其分界线是 20 世纪 50 年代。但是,随着行为金融理论的兴起,有学者如郝根 (Haugen, 1999) 将金融理论的发展分成以下三个阶段:旧金融理论 (Old Finance),指 20 世纪 50 年代以前以会计和财务报表分析为主的金融理论;现代金融理论 (Modern Finance) 也叫经典金融理论 (Standard Finance),主要指 20 世纪 50 年代兴起的以资产组合理论、资本资产定价理论 (CAPM)、有效市场假说 (EMH) 等为代表的金融经济学相关理论,其研究的主题是“有效市场和理性行为”;新金融理论 (New Finance),指自 20 世纪 80 年代中期起逐渐受到关注的以行为金融理论为代表的理论,其研究的主题为“无效市场”。以下大致按三个阶段的划分进行介绍。

一、传统投资学理论

传统投资学理论指的是 20 世纪 50 年代以前的投资理论,这是一个时间跨度比较长的时期,其起始时间可以追溯到西方国家证券市场发展的早期。但是,在 19 世纪末 20 世纪初之前,西方国家的证券市场发展一直处于自由放任阶段,市场发育很不成熟,市场运行无序化,很不规范,投机过度。这时期的投资理论主要表现为对投资经验进行归纳总结而形成的一些类似格言式的东西,诸如不要把所有鸡蛋放在一个篮子里、选股不如选时等。尽管这期间也有一些经济学家如亚当·斯密、李嘉图、穆勒、马克思等,他们的研究涉及对证券市场的一些理论探讨,但这些理论只是附属在他们的经济学理论之中。换言之,他们只是在经济学研究中时而涉及证券市场的有关问题。

19 世纪末 20 世纪初以来,投资学理论的情况有了明显的变化。这表现在,一方面,一系列专门介绍和研究证券市场特别是股票市场的著作陆续出版,主要有普拉特 (S. S. Pratt) 的《华尔街的动态》(1903),穆迪 (F. M. Moody) 的《华尔街投资艺术》(1906),科尔迪里 (W. G. Cordinly) 的《证券交易入门》(1907),道格尔 (H. E. Dougall) 和科尔里因



(F. J. Corrigan) 的《投资学》(1920), 尼尔森 (S. Nelson) 的《投机 ABC》(1922), 汉密尔顿 (W. Hamilton) 的《股票市场的晴雨表》(1922), 休伯纳 (S. S. Huebener) 的《股票市场》(1934), 赫斯特 (F. M. Hirst) 的《股票交易》(1948) 等。这些专门著作的出版, 使证券投资理论得以具体化和明朗化, 传统投资学的理论框架基本成形。另一方面, 传统投资学理论的两大体系——技术分析理论和基本分析理论基本形成并被广泛运用。

传统投资学理论的主要局限性是: ①理论基础不够坚实, 理论内涵主要表现为投资经验的归纳; ②多数观点和理论缺乏系统性; ③对大多数证券投资问题未能给予精密而明确的答案, 缺乏必要和严格的数学论证。

二、现代投资学理论

现代投资学理论肇始于 20 世纪 50 年代, 它是现代金融学的核心研究领域。基于微观经济学而发展起来的现代投资学理论或许是 20 世纪下半叶以来最令人激动的经济学研究领域之一。学者们不仅陶醉于其美仑美奂而又十分实用的模型, 更惊叹于其对金融市场、消费投资决策、货币政策乃至宏观经济的日益精确的估计和预测。在现代投资学理论的发展和演进过程中, 产生了一系列堪称光彩夺目的具体理论, 它们在很大程度上建构起了现代经典金融学或称标准金融学的基本框架, 并最终使金融学成为一个独立学科。在这个过程中, 一大批学者作出过卓越的贡献, 其中, 哈里·马科维茨 (Harry Markowitz)、威廉·夏普 (William Sharpe) 和默顿·米勒 (Merton Miller) 因在资产组合选择和资产定价理论等方面的贡献于 1990 年获得诺贝尔经济学奖; 罗伯特·默顿 (Robert Merton) 和迈伦·索尔斯 (Myron Scholes) 因在资产定价特别是期权定价方面的贡献于 1997 年获得诺贝尔经济学奖; 尤金·法玛 (Eugene Fama, 因在有效市场假说理论等方面的贡献)、彼得·汉森 (Peter Hansen, 因在检测资产定价合理性的统计方法等方面的贡献) 和罗伯特·席勒 (Robert Shiller, 因在行为金融理论方面的贡献) 分享了 2013 年诺贝尔经济学奖; 还有其他一些获得诺贝尔经济学奖的经济学家如萨缪尔森 (Samuelson) 在有效市场假说理论、卢卡斯 (Lucas) 在基于消费的资本资产定价模型 CCAPM 等方面, 也在不同程度上对现代投资学理论作出重要贡献。

(一) 资产组合理论

1952 年 3 月, 马科维茨发表《资产选择: 投资的有效分散化》一文, 最早同时采用风险资产的期望收益率和用方差 (或标准差) 代表的风险来研究资产的选择和组合问题。学术界普遍认为, 马科维茨的这篇论文及其 1959 年出版的同名著作, 是投资学领域的一场革命, 是传统投资学理论与现代投资学理论的分野, 它标志着现代投资学理论或资本市场理论的诞生。

马科维茨的资产组合理论, 是一套帮助投资者从一系列可供选择的证券中挑选出若干种证券, 并对其加以有效组合的理论和方法。它要解决的关键问题是投资者面对一定数量的可供选择的投资对象时, 如何来确定他所面临的投资机会的有效边界。它对有效边界上的证券组合所规定的状态是一定收益水平上的风险最小化或一定风险水平上的收益最大化。该理论利用一个约束条件下的极值模型求得了最优投资决策的问题的机会集, 即有效

边界，并且严格证明了以期望收益最大化为决策准则的理性投资者，必定在有效边界上作出投资选择。这套理论使投资决策从以前的依循经验操作或“警句格言”式的朴素投资决策阶段，飞跃到有严密的理论和精确的计算作指导的科学决策阶段，证券投资学理论也因此而走向科学化和现代化。

但是，马科维茨的模型在实际应用中涉及的计算十分复杂，因而难以操作。1963年，夏普根据马科维茨的模型，建立了一个计算相对简化的模型，即单一指数模型。这一模型假设资产收益只与市场总体收益有关，从而使计算量大大减少，使之成为一种易于操作、具有实际应用价值的理论。

（二）资本资产定价理论

为了进一步研究马科维茨的模型如何影响证券的估值和定价这一问题，20世纪60年代，夏普（1964）、林特纳（John Lintner, 1965）和莫森（Jan Mossin, 1966）分别独立导出资本资产定价模型（Capital Asset Pricing Model, CAPM）。CAPM阐述的是，在所有投资者都按照马科维茨模型持有有效证券组合并进行投资管理的情况下证券市场价格的均衡状态的形成。该模型主要研究在证券市场处于均衡的情况下，一种证券（或证券组合）的期望收益率与这种证券（或证券组合）的风险之间应该存在什么样的关系，同时它认为风险资产的收益率是其系统风险的线性函数。这种关系可用一个简单的线性方程式表示出来。

CAPM是一个简单而优美的模型，它将对金融资产的宏观分析引入到了对其市场价格形成的微观分析，它是新古典经济学一般均衡思想在资产定价上的完美体现，它揭示了证券价格一般均衡的深刻含义。同时，它为一种广泛采用的消极投资法——指数法提供了理论证明，因此促进了指数基金的快速发展。CAPM提出后，很快被广泛应用于资产组合中的资产选择和财务管理中计算留存收益的成本等方面。

但是，由于CAPM基于许多假定，其中的一些假定与现实不甚吻合，因而一直难以进行实证检验；同时，又有一些经验结果与之相悖。因而CAPM也招致诸多质疑，其中最著名的是罗尔批评（Roll's Critique）。这表明CAPM还有待发展，有必要建立新的资本市场均衡模型。在所有后续模型中，套利定价理论最为引人注目。

（三）套利定价理论

1976年，斯蒂芬·罗斯（Stephen Ross）提出了套利定价理论（Arbitrage Pricing Theory, APT）。按照罗斯的理解，任何资产的价格可以表示为一些共同因素的线性组合，这些共同因素可以是通货膨胀率、人口出生率、工业增长指数、债券市场综合指数等，利用套利定价方法可以给出资产收益率的一般表达式，而CAPM可以被看作是APT的一个特例。APT的核心思想和贡献在于它证明了有若干系统的因素（或风险）影响着证券长期期望收益率的形成，而且这些系统因素对证券期望收益率的影响方式是线性的。

APT具有许多优点。首先，APT的假定大大少于CAPM，并且更接近现实；其次，在特定条件下，CAPM是APT的特例，在一般条件下，两者之间也不存在冲突，两者的风险测度之间存在着密切联系；再次，APT考虑了影响收益的多个因素，解释了CAPM的反例；最后，市场组合在APT的推导中不起重要作用，因而APT比CAPM更容易检验。因此，APT是一个更一般的理论，并成为CAPM的一个替代理论。