

第一章 绪论

第一节 证券与证券投资

一、证券

1. 证券的涵义和类型

如果从最宽泛的意义上定义证券的话，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或债权凭证的统称；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。

有价证券通常分为货物证券、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，支票、汇票、本票等属此
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。

2 资本证券与虚拟资本

资本证券的最早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，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（这
一过程的展开集中在 20 世纪的最后 30 年）。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证券品种外，
还应包括衍生证券这类新的投资品种。

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。

期货类证券主要有债券期货、股票期货和股票价格指数期货。不同的期货
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
易所制订的、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、股票期权等。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。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但流动性较差的资产（如住宅抵押贷款）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）代表证券持有人对住宅抵押贷款的直接权益，属于所有权证券。资产原始权益人（商业银行）将资产卖断给信托机构，并将该资产从自己的资产负债表上转移出去，信托机构则以此为依托发行证券。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）。这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，以适应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集汇起来，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基金，即其资金主要投资于资本市场上的各类证券，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。但不论其表现形态如何，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，一个公司发行股票筹集的资金并将其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。股票和公司债券是最早最基础的资本证券，也是虚拟程度较低的一类虚拟资本。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，会直接制约着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，虚拟程度大大强化了。以证券期货为例，股票、债券及股票指数期货是在对虚拟资本进一步拟虚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。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。

当然，不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价格形成和运动是有显著差异的。证券投资过程，既要了解和关注真实资本的价格运动，但主要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提高，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

1. 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，以期获得一定的收益的行为或过程。据此，投资包括下述五个基本要素。

(1) 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如期权等。

(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；换言之，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。

2. 证券投资

证券投资是指个人或机构购买资本证券以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。首先，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。其次，证券投资是一种直接投资，而不是间接投资。直接投资、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高度的不确定性。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极为复杂的因素的影响，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。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。

3. 投资与投机

如果不是因为我国过去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。对此，诺贝尔经济学奖得主萨缪尔逊说：没有人能够在冒险的投机和稳妥的投资之间划出界限；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，投资与投机作为两个不同的术语，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，但投资侧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者为投资，持券时间不足一年尤其是那些频繁买卖者则为投机。

(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；投机者更多的是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快进快出以获取市场价差，因而常常利用借入资金进行操作。

不论人们如何区分投机和投资的差异，必须肯定的是，投机具有很积极的意义。首先，投机有利于活跃证券市场，促进证券和资金的流动，推动证券市场的发展。其次，投机是引致证券市场均衡价格快速形成的推动力量，正是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。再次，投机有利于提高证券市场的有效性，进而促进证券市场的优化资源配置功能的实现。证券市场每时每刻都产生大量信息，因此要实现证券价格对信息的充分反映，就必须有频繁的证券买卖，即必须存在广泛的投机行为。投机过程也就是对信息的及时吸收并反映到价格中，进而促使价格调整的过程。因此，可以说投机越充分的市场，价格对信息的反映就越充分，证券市场就越有效率，证券价格就越能成为资金流动的惟一雅号，进而使资源配置更有效率。此外，由于投机促使证券价格趋向均衡，从而使投资选择具有更合理的依据。

从上述意义上说，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，干扰证券市场的讯号，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。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^①。其分界线是 20 世纪 50 年代。

一、传统投资学理论

传统的投资学理论指的是 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阶段，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^②，市场发育很不成熟，市场运行无序化和很不规范，投机现象十分严重。这时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，在他们的研究中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中；换言之，他们只是在经济学研究中有时涉及证券市场的有关问题。

19 世纪末 20 世纪初以来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 S.S.Pratt 的《华尔街的动态》（1903 年），F.M.Moody 的《华尔街投资艺术》（1906 年），W.G.Cordinly 的《证券交易入门》（1907 年），H.E.Dougall、F.J.Corrigan 的《投资学》（1920 年），S.Nelson 的《投机 ABC》（1922 年），W.Hamilton 的《股票市场的晴雨表》（1922 年），S.S.Huebener 的《股票市场》（1934 年），F.M.Hirst 的《股票交易》（1948 年），等等。这些专门著作

^① 国内有的学者将其划分为三个阶段，具体又有两种观点。第一种观点根据西方投资管理经历过投机阶段、职业化阶段和科学化阶段，相应地将投资学理论分为三个阶段（参见威廉·F·夏普等著：《投资学》第五版的译者前言，中国人民大学出版社，1998）。第二种观点的划分是：萌芽阶段，即作为一门技能的阶段；形成阶段，即作为一门学问的阶段；成熟阶段，即作为一门学科的阶段（参见戴玉林编著：《西方投资学》，中国财经出版社，1990）。这两种观点的相同之处，是将 20 世纪 50 年代作为第二和第三阶段的分界线这表明，在将 20 世纪 50 年代作为一条分界线方面，两者是没有分歧的。

^② 参见周正庆主编：《证券市场导论》，14~15 页，中国金融出版社，1998。

的出版，使证券投资理论得以具体化和国化，传统投资学的理论框架基本成形；另一方面，传统投资理论的两大体系，即技术分析理论和基本分析理论基本形成并被广泛运用

传统证券投资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

1952年3月，哈里·马科维茨（Harry M. Markowitz）在《金融月刊》上发表了“资产选择：投资的有效分散化”（Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments）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。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，它标志着现代证券投资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，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，如何来确定他所面临的投资机会的有效边界。资产组合理论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，必然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，马科维茨的学生威廉·夏普（William F. Sharpe）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。

为了进一步研究马科维茨的模型是如何影响证券的估值和定价问题，20世纪60年代，夏普（1964年）、林特纳（John Lintner, 1965年）和莫森（Jan Mossin, 1966年）分别独立导出了资本资产定价模型（capital asset pricing model, CAPM）。CAPM阐述的是，如果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时，证券市场价格的均衡状态的形成。该模

型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，并认为风险资产的收益率是其系统风险的线性函数。这种关系被一个简单的线性方程式表示出来。

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。这表明 CAPM 有待发展，有必要建立新的资本市场均衡模型。

有鉴于此，1976 年，罗斯（Stephen A. Ross）提出了套利定价理论（arbitrage pricing theory, APT）。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 型的特例，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；此外，市场组合在 APT 的推导中不起重要作用，因而 APT 比 CAPM 容易检验。因此，APT 是一个更一般的理论，并成为 CAPM 的一种替代理论。

在现代证券投资学理论沿着马科维茨模型展开和深化的同时，20 世纪 60 年代中期，法码（Eugene F. Fama）提出了有效市场假说理论（efficient market hypothesis, EMH）。EMH 以证券价格与信息的关系为切入点，以所有价格反映所有有关信息为核心，以价格变动的随机性和快速调整以及零超额收益为衡量标准，假设在具有充分效率的市场中，任何证券的市场价格都充分反映了所有的相关信息，证券价格是证券内在价值的最恰当的评估。于是，任何形式的证券分析都不可能获得超常收益，包括技术分析和基本分析在内的各种分析方法都毫无意义。EMH 提出后，吸引了众多学者对之进行实证检验和讨论，被认为是投资金融学中受到最广泛关注也是最具争议性的理论。

有效市场假说与现代资产组合理论及资本资产定价理论具有密切的联系。一方面，市场效率水平的高低直接影响投资者的投资策略及投资收益。当证券市场的效率水平较低时，投资者通过证券分析可以发现被错误定价的证券，进而采取积极的投资策略以获得超额收益；反之，当证券市场具有充分的效率时，这样的市场绝不会浪费信息，更不会一直忽略能够获利的信息，也不存在任何可赚钱但没有人从事的交易。于是，投资者不可能试图借助于证券分析来击败市场。这时，投资者应该采取保守的投资策略，持有一个多元化的投资组合，以获取证券市场全面繁荣带来的利益；换言之，在证券市场具有充分的效率时，投资者持有一个市场指数组合就可以达到证券市场的平均收益水平。另一方面，有效市场假说理论与资本资产定价理论具有联合假设关系，即资本资产定价模型建立在有效市场假说的基础上，而有效市场假说又用资本资产定价

模型来检验。

资产组合理论、资本资产定价理论和有效市场假说理论，被称为现代金融投资的三大理论。在三大投资理论产生时期，衍生证券市场并未形成，因而这些理论尚未涉及衍生证券及其定价问题。衍生证券是从 20 世纪 70 年代以来逐步产生和发展的。

在各种不同类型的衍生证券中，期权是非常特殊的一类，其特性是既可以保护期权的购买者在价格朝不利方向变动时免遭损失，又可以使购买者在价格朝有利方向变动时获得好处。期权的这种特性使得其估值和定价变得非常复杂和困难。

1973 年，布莱克（F.Black）和索尔斯（M.Scholes）导出了一个以不分红股票为期权标的物的欧式期权的定价模型。在对标的物的特性和期权及标的物的交易规则给出一系列假设条件后，他们对作为标的物的股票的价格运动规律作了一个基本的假定，即股票价格运动是连续变化的，遵循一种称之为带漂移的几何布朗运动的规律，在数学上则表现为称作伊藤过程的一种随机过程。布莱克和索尔斯用期权、标的物股票和一种无风险证券构筑起一个无套利均衡组合头寸，依据伊藤过程的数学研究成果，建立起一个微分方程。按照期权到期时的情况定出这个微分方程的终端条件，再倒向解出这个微分方程的初始值的表达式，便得出 Black-Scholes 期权定价模型。

Black-Scholes 模型的研究思路是所有后续的期权定价理论的出发点。但后续研究者对该模型中关于标的物价格运动方式的基本假定提出新的看法并对它展开研究。最主要的不同观点来自科克斯（John C.Cox）和罗斯 1979 年的研究。他们认为标的物的价格运动不是连续变化的，而是呈现为一系列的跳跃，跳跃的出现则服从于泊松分布的另一类概率分布。默顿（Robert C.Merton）试图把价格连续变化和跳跃式变化这两种运动方式统一起来。他的研究结果显示，跳跃式的价格变化只是个别标的物自身的特性，是属于非系统性的，且经过充分的分散化后，仍然可以认为是连续的。在此基础上，默顿给出了重要的 Black-Scholes 模型的变型。他在 1973 年就给出了以连续支付红利的股票为标的物的期权定价公式，并把期权定价理论推广到无风险利率和标的物价格的变异度可以不为常数的重要情形中，从而为布莱克、索尔斯提出的期权定价理论的完善化，作出了杰出的贡献。

现代金融投资理论在过去的几十年中，一直占据投资学的主流。但是，20 世纪 80 年代特别是 90 年代以来，现代金融投资理论受到诸多质疑和挑战，由此发展出一系列后续理论，如行为金融理论等等。

第三节 证券投资学的研究内容

一般地说,研究内容是研究对象的展开和具体化,故研究内容由研究对象来界定。证券投资学的研究对象是什么?在国内外迄今为止所见的有关文献中,几乎没有对这个问题作出正面阐述,或者只有极为笼统并且缺乏概括性的表述^①。究其原因,一方面,证券投资是一个实用性和操作性非常强的过程,而且证券价格变动的方式及其影响因素过于复杂,很难从理论上进行把握,因此,尽管20世纪50年代以来,产生了若干有重大影响的理论,但世界许多经济学家仍然认为资本市场只是个操作问题而不可能上升为理论问题^②。另一方面,随着证券投资外延和内涵的扩展和深化,人们对研究证券投资所要解决的问题的认识,存在很大的分歧,迄今也尚未有足够成熟和系统的理论能够充分揭示证券投资的本质和过程。

因此,本书也不准备对证券投资的研究对象进行定义式的表述,只向读者展示证券投资学应研究和涉及的内容。

然而,证券投资学的内容如何取舍和安排也是一个很值得探讨的问题。有关这一问题,在目前国内外的教科书中,大致有三种类型的结构。

第一种类型是以现代组合理论和资本市场理论为主导,以大量的数理推导和统计分析为主要表达形式,力图揭示投资者如何科学地选择投资对象并确定最佳资产组合,以及在这种状态下资本证券的价格如何确定及变动、资本市场如何实现均衡等。这种结构是20世纪90年代以来,西方投资学的主流结构。

第二种类型是国内目前绝大多数教科书采用的结构,表现为主要对证券市场运作的介绍、对投资对象的分析、对投资操作规程的展示、对基本分析和技术分析等分析方法的重点阐述,通常也在最后对资产组合理论和资本市场理论作简要介绍。

第三种类型介乎前两种之间,既力求展示现代投资理论的具体内容和发展现状,又对传统投资学的内容给予充分的保留和关照,力图在传统投资学和现代投资学之间进行整合。

^① 曹凤歧等编著的《证券投资学》(北京大学出版社,2000)一书的表述是:“证券投资学是研究证券投资理论与方法的学问”,仅此一句话;在葛开明编著、世界图书出版公司1998年出版的《现代证券投资学》一书中的表述为:“证券投资学是以证券投资的全过程为研究对象,研究证券投资的本质、功能、证券投资活动的组织和管理机制,揭示证券投资的客观规律的一门学科。”从这些试图对证券投资学的研究对象进行界定的为数不多的表述中可见,这是一个远未形成共识的问题。

^② 参见“股票市场与价格变动”,见(日)《日本经济的股票动力学》1991(5)。转引自房汉廷著:《现代资本市场的理论与实证分析》,东方出版社,1995

我们认为，第三种类型比较切合我国资本市场现阶段的发展水平，并较符合大多数读者的接受程度和实际需求。

于是，本书内容大致作以下安排：

首先是以绪论形式简要介绍和分析证券和证券投资、证券投资学理论的形成和发展，以及证券投资学的研究内容。

然后是对证券市场结构进行分析，并安排专章重点介绍证券的发行和交易，同时阐述证券投资的收益与风险。

证券投资的对象是各类投资品种，因此，本书以较多的篇幅介绍和分析各类投资品种，并突出对各类证券的估值方法。

本书对现代投资理论给予了较多的关注，力求系统地展示现代投资理论的主要内容及其发展状况，并尽可能地将其最新发展反映出来。

为了适合大多数国内读者的口味和需求，本书对基本分析和技术分析的内容作了较多的安排。同样地，本书也安排了投资策略和投资技巧这类内容。

为了提供更大的信息量，本书还安排了诸如海外证券市场、证券市场监管这类从纯投资学的角度来说似乎并不十分必要的内容，但我们认为这对一般读者还是有好处的。

最后，在必要和可能的地方，本书对我国证券市场和证券投资的现实进行了一定的分析，以表达作者的一些思考和看法。

第二章 证券市场的结构

证券市场是金融市场的一个子市场，是金融市场中资本市场的主体和本质，也是证券投资赖以进行的场所。

本章通过对证券市场结构的分析，向投资者展示证券投资所面对的是一个具有特定结构的系统。本章还将对我国证券市场的结构进行分析和探讨。

第一节 证券市场的主体结构

证券市场主体是指在证券市场运作体系中，以一定的行为方式在证券市场扮演特定角色具有特定作用各类市场参与者；这些参与者之间的内在有机联系便形成证券市场的主体结构。

一、证券市场四大主体

1. 证券发行主体

证券发行主体，是指为了某种用途通过发行证券筹集长期资金的社会经济组织。它们既是资金的需求者，又是证券的原始供给者。

就其性质而言，发行主体可分为两大类，即政府和企业。

政府作为证券发行者，其发行的标的物只能是债券，其中中央政府发行的债券称为国债并由中央政府的财政部门作为承担发行的执行主体；地方政府发行的债券主要是市政建设债券。政府发行债券筹集资金的主要目的是缓解财政困难与弥补建设资金不足，也可能用于某种特定社会目的（如战争公债、运动会公债等）。

企业作为证券发行者发行的标的物则包括股票和债券，以及由这两者衍生而来的衍生证券。只有股份有限公司才能充当股票发行主体；但债券及衍生证券的发行主体则比较复杂，涉及金融机构、公司企业及其他企业的关系问题。在西方国家，金融机构被视为企业。作为证券发行主体，它与其他企业并无不同。而企业就其组织形式而言，按诺贝尔经济学奖获得者保罗·A·萨缪尔逊在其《经济学》一书中的分类，分为单人业主制、合伙制和公司制三种形式，其中，前两类性质的企业，从理论上讲不能充当证券发行主体。因而，在西方国家，实际上只有公司制企业才能发行证券，其企业债券即是公司债券，而公司债券按其发行主体的不同，又可以进行分类。在弗兰克·J·波兹齐与德·法波兹编著的比较权威的大型工具书《固定收益证券手册》的第四册中，公司债券可分类为公共事业类公司债券、运输业类公司债券、工业类公司债券、银行与金融类公司债券和国际债券五类。可见，西方国家并未将金融机构作为单独的一类证券发行主体，也未将所有企业都视为发行主体。

我国目前的情况则有所不同，由于国有企业具有特殊地位及国有金融机构

并未真正实现企业化，因而，国有独资企业、公司制企业、金融机构分别是三种类型的证券发行主体，由此便有了企业债券、公司债券、金融债券之称谓。

企业（包括金融机构）发行证券筹集资金的目的不外乎是扩大经营规模、改善资本结构、分散资本风险等。

一般地说，发行主体发行证券要受一定条件的约束。首先，发行人应当符合证券发行的基本条件。其次，证券的发行必须经过法定的核准或审批程序，如我国《证券法》规定：公开发行的证券，必须符合法律、行政法规规定的条件，并依法报经国务院证券监督管理机构或国务院授权的部门核准或者审批。其中，公开发行股票，必须依照公司法规定的条件，报经国务院证券监督管理机构核准；发行公司债券，必须依照公司法规定的条件，报经国务院授权的部门审批。再次，要获得证券承销者的支持，其发行成本、代理费用、发行期限等应是发行人所能承受的。

2. 证券投资主体

证券投资主体，是指为了获取预期的投资利益而愿意以资金交换证券的各类投资者，亦即资金的供给者和证券的需求者。证券投资主体可以分为个体（家庭）投资者和机构投资者两大类。

一般而言，个体投资者主要以自有资金非专业性地进行证券买卖，主要目的是获取投资收益及实现家庭资产的保值增值。个体投资者是证券市场上数量最多的一个投资群体，但因其资金数量有限且高度分散，再加上绝大多数个人投资者都是业余投资者，他们只能利用工余时间匆忙操作，缺乏充分的时间及相应的专业知识去收集信息、分析行情、研判走势，因而其投资行为方式的一个突出特点就是“跟风操作”。这一特点的具体表现，一是跟着行情走，当证券价格行情上升时就买进，反之就卖出；二是跟着市场人气走，市场人气旺盛就买进，反之就卖出或持观望态度；三是跟着机构投资大户走，大户进货就跟着买，大户出货就跟着卖。个体投资者的这些特点决定了他们不可能成为证券投资的主导力量，但他们是市场的基本力量，他们在供给资金、活跃市场、推动市场发展等方面，都有积极的作用；在某种意义上说，他们甚至还是机构投资大户存在的一个必要条件。正因为如此，可以说，没有个体投资者，证券市场就不会如此丰富多彩。

机构投资者是指一国法律法规所允许进行证券买卖的各种性质的法人组织。在大多数国家，债券特别是国债允许各种类型的机构进行买卖，但许多国家对各类机构买卖股票则有诸多限制，因而股票市场最典型的机构投资者就是各类基金尤其是投资基金。

机构投资者一般具有四个特点。第一，资金实力比较雄厚，但其资金来源多元化，其中像投资基金这类机构的资金来源于众多的个体投资者；第二，投

资操作专业化，即由具有投资知识和经验的专业人士专门进行投资管理和操作；第三，投资行为相对理性化，由于前两点再加上对信息掌握较充分，机构投资者比一般个体投资人相对要理性一些；第四，投资结构组合化，即通过分散投资进行投资组合以降低风险，而其资金实力和专业管理也为有效组合提供了可能。这些特点表明，机构投资者是证券市场中的主导投资力量；一个证券市场成熟与否的标志之一即是机构投资者的主导投资地位是否能够确立并有效地发挥作用。当然，机构投资者的情况也是千差万别的，不同性质的机构投资者进行证券买卖的动机和期望值也不尽相同，因而它们在证券市场的行为方式、所起的作用和影响也就各有差异。

3. 投资银行

投资银行是证券市场最主要的中介机构。如同商业银行的称谓一样，投资银行也只是一理论称谓，现实中每个投资银行的法人名称则是五花八门的。因此，在理论上，主要是从投资银行的业务范围去界定投资银行。但目前国内外对投资银行业务范围的界定并不一致。

国际知名的投资银行家库恩（Robert Lawrence Kuhn）博士在其《投资银行学》一书中，对投资银行给出了四种定义^①：①投资银行的业务实际上包括华尔街大公司的全部业务，从国际承销业务到零售交易业务以及其他许多金融服务业务（如不动产和保险）。投资银行业务包括所有资本市场的活动，从证券承销、公司财务到并购，及以公平观点来管理基金与风险资本。但是，如向散户出售证券、消费者不动产中介、抵押银行、保险产品等业务则不包括在内。投资银行只限于某些资本市场的活动，着重证券承销和合并与兼并。但是，如基金管理、风险资本、商品、风险管理等业务不包括在内。投资银行应回到它过去的原则上，严格限于证券承销和在一级市场上筹措资金，在二级市场上进行证券交易。库恩本人则倾向于上述第二种定义。

不论对投资银行的业务作何种范围的界定，有一点是肯定的，即投资银行在其产生和发展之初就是专门从事证券承销和证券经纪业务的机构；直至今日，这类业务也仍然是各国投资银行的基本业务。但是，从投资银行的发展历程来看，随着资本市场的不断发展和深化，投资银行的活动已经渗透到资本市场的各个领域，并已经与资本市场融为一体。从这个意义上说，投资银行的经营范围涵盖了资本市场几乎所有的中介业务（会计、审计、资信评估及法律事务等辅助性业务除外）及某些直接业务，包括证券承销、证券经纪、投资咨询、公司理财、企业并购策划及操作、资产证券化处理、项目融资、资本市场工具与业务创新，以及直接进行证券投资及发行证券筹资等。显然，资本市场

^① 参见罗伯特·劳伦斯·库恩：《投资银行学》，5页，北京师范大学出版社，1996

造就了投资银行，投资银行则以自身的活动丰富了资本市场的内涵并不断推动资本市场的发展和深化。在现代资本市场运作中，投资银行越来越扮演着灵魂的角色。

但是，投资银行并不是证券市场的惟一中介机构。证券交易所，证券登记、托管及清算机构，有资格从事证券业务的会计师、评估师、律师及其所属机构，以及证券投资咨询机构等，分别从不同的角度为证券市场运作提供相关的服务；它们在证券市场上也扮演着不可或缺的角色。

4. 市场监管主体

在 20 世纪 30 年代的经济大危机及股市大崩溃之前，西方国家的证券市场在长达 100 多年的发展过程中，国家基本奉行不干预的自由放任的哲学理念，这种理念主要源于“斯密经济学”。英国古典经济学家亚当·斯密对市场的自我平衡机制极为推崇，对国家的作用和政府的动机则表示极大的怀疑。在他看来，在“自私的动机、私有的企业、竞争的市场”这个自由制度三要素的基础上，不断增加国民财富的最好办法就是给经济活动以完全的自由，无需政府进行干预，即让“看不见的手”支配经济运行。因此，这个时期基本上不存在政府对证券市场进行监管的问题，因而亦无市场监管主体可言。

30 年代的经济大萧条，既使以斯密自由市场经营论为中心的经济自由主义学说让位于凯恩斯的经济干预主义学说，亦使政府对经济的管理理念和政策取向发生了重大转变。

就证券市场而言，这种转变最早发生在美国。于是，便有了美国 1933 年的《证券法》、1934 年的《证券交易法》等一系列证券法规的产生，亦有了证券交易委员会（SEC）这样的独立的证券市场监管主体。

继美国之后，西方各国政府都程度不同地开始并不断加强对证券市场的监管。但是，由于各国在国情、法律体系、证券市场历史传统等方面的差异，证券市场监管主体的设置作为一种制度安排，在各国不尽相同。英国是世界上证券市场历史最悠久的国家。在证券市场的监管上，英国政府一直没有设置专门的证券市场监管机构，而是形成了以伦敦证券交易所为核心的证券业自律体系，而在传统上，伦敦交易所是完全自治，不受政府的干预的。这是因为，历史上，伦敦证券交易所具有严格的交易规则、拥有较高水准的专业性券商，并采取严格的注册制度和公开说明书制度进行自律。这种自律性的监管体系，即使在 20 世纪 30 年代的大危机之后也没有根本性的改变。除英国外，英联邦的大多数成员国及欧洲大陆的一些国家亦没有设置专门的证券市场监管机构，政府对证券市场的监管由相关的职能部门行使。因此，迄今为止，美国的 SEC 是最典型的也是最具有权威的证券市场监管主体。

证券市场监管主体与前述三类市场主体在证券市场的地位并非处于同一层