

第 一 篇

证 券 投 资 总 论

本书的开篇是综述性的。目的是让读者了解：证券业是怎样产生的，它有什么作用；投资者为什么要进行证券投资；证券是怎样进行交易的；参与证券投资的个人和机构有哪些；投资者怎样获得信息；各国政府是怎样加强证券市场的管理的。

第一章

证券投资概述

这一章在概述证券和投资的含义以及它们的主要类型、证券业的产生及其作用的基础上，分析投资者为什么要进行证券投资，投资和投机有什么异同 最后 介绍当代证券业的新特点、新发展。

第一节 证券投资的含义及其分类

一、证券投资的含义

投资(Investment)的一般含义是，通过资本的使用，以期获得更大的收益。生产和销售过程中的资本使用，在理论上应该说是一种短期投资，但一般被看成是生产和销售的费用。只有以获得连续性收益为目的的较长期的资本使用，才能称之为投资。

证券(Securities)是一种金融资产，它是确立、代表或证明对财产拥有一项或多项权利的法律凭证。在经济学领域，证券是有价证券的简称。证券资本不是投入生产进行不断活动的机能资本，它以股票、债券等有价证券的形式存在，并能给持有者带来一定的收益。所以，证券不是现实的资本，而是“虚拟资本。”

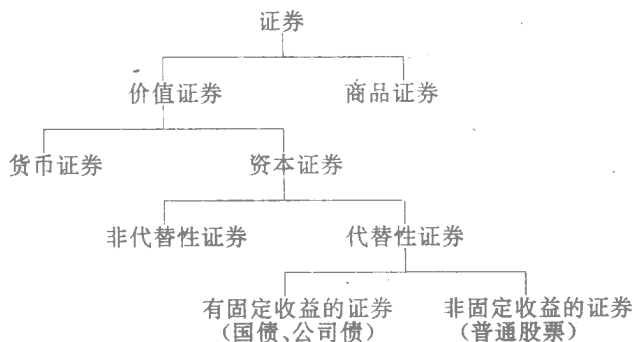
投资有直接投资和间接投资两种。直接投资是为了直接进行生产或从事其他经营活动，在土地、厂房设备及其它有关方面进行投资，获得该企业的全部或部分所有权和控制权。间接投资是

投资者通过贷款、购买证券等方式，将资本转移给企业，企业再将资本投入到生产经营中去。这种投资只能获得贷款和证券的利息和股息，而没有对企业的管理、控制权。间接投资一般又称为证券投资。

二、证券和证券投资的分类

1. 证券的主要类型

证券分价值证券和商品证券两种。价值证券是用货币额表示的证券；商品证券是指栈单、提货单、地契之类代表对商品享有请求权的证书。价值证券分为货币证券与资本证券两种。货币证券是对货币享有偿还请求权的证书，例如支票、票据等；资本证券又称权益证券或收益证券，是享有能按期从企业收益中获取一定所得的证书。资本证券按它有无代替性，又可分为非代替性证券和代替性证券两种。合伙组织和无限公司的权益证券是不能互相代替的，属于非代替性证券。代替性证券是收益请求权可以相互代替的证券。代替性证券的最大特点就是它可以公开买卖。代替性证券按收益的确定与否，又可分为有固定收益的证券与非固定收益的证券两种。前者是指国债和公司债，后者是指普通股票。上述证券的分类，可列表如下：



作为所有权证书的资本证券，具有以下共同属性：有金融索取权。根据证券规定的本金和偿还期，投资者有权索取本金、利息或股息；获利性。为了吸引投资者，证券都规定了一定的收益率；可转让性。证券的所有权是可以转让的。证券上注明有禁止转让的条款，就不是证券市场上作为投资对象的证券；公开性。证券是面向社会公开发行和流通的，即使是私募方式，也不是秘密地进行的。

2. 证券投资的主要类型

投资者可在哪些方面进行投资呢？主要投资对象有：

股本 (Equities) 股本代表一种资产的所有权。股份公司的股本称为股票，它代表股东享有的股权利益。一个公司的股本是公司的资产净值，即公司总资产超过负债的部分。投资者在购买了一家公司的股票后，他就为该公司提供了股本资本，也就有权参与分享利润，获得股息。

债务 (Debt) 它是指根据协议，一方有义务付给另一方以货币、商品或劳务。债务也是各种债券、票据等债务凭证的总称。银行储蓄存款是贷款给银行，或者说，是投资于银行的债务。购买公司或政府的债券，是贷款给这些组织，也可以说是投资于这些组织的债务。因此，一般说，为获取一定利息而借出货币的行为都可以叫做投资。这种投资的收入是债务人按事先规定的利率支付的，因而通常称为固定收入投资。

有形资产和有形资产证券 (Real Estate and Real Estate Securities)。有形资产或实物资产是指人们能触及的物品如黄金、白银以及艺术品、钱币、邮票、古玩、良种马、珠宝玉石、土地、房屋等。有形资产证券是指房地产抵押担保证券等，他们是有形资产投资证券化趋势的产物。有形资产和有形资产证券投资已成

为一种重要的投资方式。

期货和期权 (Future and Option) 和普通商品交易一样, 证券交易也有期货与期权交易的形式。证券期货交易是双方按合同规定的价格在未来一特定日期进行证券交割、清算的交易。证券期权交易是根据合同, 期权的买主有权在一定时期内按规定的价格买卖特定数额的债券。由于这两种方式都是以证券为交易对象, 并是从这些证券的交易中派生出来的, 因而被称为是派生工具 (Derivate Instruments) 在许多情况下 期货和期权只被当作套期保值的工具, 因而它们在现代风险管理的技巧应用方面, 起着重要的作用。

投资公司股份。这里讲的投资公司是进行证券投资的投资基金管理公司。它通过发行受益凭证 (基金股票) 募集社会公众投资者的资金, 用获得的资金从事股票、债券、商业票据、期货和期权合同等金融资产的投资, 并将投资收益分配给基金股票的持有者。因此, 拥有这些投资公司的股份也是一种投资。目前, 国际上各类基金的投资广泛流行。

⑥外币 (Foreign Currencies) 两种货币汇率的经常变动 使投资者有可能将外币作为投资工具。关于买卖外汇的投资, 本书略去不论。

⑦证券组合 (Portfolio)。证券组合是一组资产的总称。为了分散风险, 投资者往往拥有一个证券组合, 即是说, 他拥有股票、债券、基金股票等多种资产, 这些债券和股票又有不同的类型。改变各种资产在证券组合中所占的百分比, 即改变证券组合的构成, 实际上也是一种投资方式, 人们称之为证券组合投资。

第二节 证券业的产生及其作用

一、证券业的产生及其国际化

现代证券市场的最前身，只是商人和经营证券者的一种非正规的聚会，证券的交易一般都是在咖啡馆内进行的。1611年，一些商人在荷兰的阿姆斯特丹进行荷兰东印度公司的股票交易，形成早期的股票市场。在17世纪，股票和短期公债的交易开始流行。到18世纪，法国于1724年建立了巴黎证券交易所。英国股票商于1773年在伦敦柴思胡同的乔那森咖啡馆中，正式组织了英国的第一个证券交易所。美国的第一个证券交易所是1790年建立的费城证券交易所。到19世纪，各国竞相发行公债，出现了设立股份公司的高潮，商业银行从事证券承销业务，股份公司的有限责任也在法律上得到承认，这些都表明了证券业在许多国家的兴起和发展。在资本主义的垄断阶段，股份公司在生产的集中和集聚以及金融资本形成的过程中，发挥了很大的作用。公司通过发行股票、公司债券筹集资金，通过股票的囤积和交易进行资本参与和兼并。金融机构购买股票和公司债券，使它们和产业资本密切地结合起来。从20世纪初到第二次世界大战前，证券市场国际化已初步形成。战后，特别是80年代以来，随着经济生活国际化的发展，国际证券市场有了很大发展。

证券制度的形成和发展是与股份公司密切联系着的。股份公司是通过发行和推销股票筹集资金而进行联合经营的企业，它是适应生产社会化和大工业的发展而发展起来的。股份公司可以在短期内把众多的个别资本联合为一个巨额资本，从而成为资本集中的手段。股份公司的建立和股票的发行，使证券市场应运而生。

同时，证券制度的产生和发展，离不开信用制度的发展。由于信用制度的发展，作为信用工具的证券才得以产生；由于信用制度的发展，信用机构才由单纯的中介信用发展为直接信用，其中包括对企业的直接投资和购买一部分有价证券的间接投资；由于信用制度的发展，使得更多的货币收入和储蓄转化为货币资本，并投入到证券市场。再者，财政上的公债制度也是证券制度形成和发展的一个源流。因此，证券市场的产生是企业股份制和信用制度、公债制度发展的必然产物。随着股份公司的大量涌现，信用活动的普遍开展，证券业得到迅速发展。

90年代以来，世界证券市场空前活跃。1993年，全球投资者在国外股票市场投资总额达1592亿美元，大大高于1991年创下的1006亿美元的历史记录。1993年的世界借贷市场也创下了借贷总额达8110亿美元的新记录。亚洲国家在国外发行债券的筹资额达206亿美元。国际资本市场的投资基金管理公司纷纷筹措国家基金注入亚洲、拉丁美洲、东欧等新兴证券市场。到1993年底，专门投资于新兴市场的国家基金达180种，资金超过百亿美元。

证券投资国际化的主要原因是：生产和资本的国际化。第二次世界大战后，科学技术革命极大地推动了社会生产力的发展。许多国家的生产和经营都超越国界，在全球范围内进行。生产和经营的国际化，要求企业在国际金融市场上筹集和运用资金，从而必然促进证券市场的国际化。国际资本流动的加强。50年代以来，发达资本主义国家的大量过剩资本向海外投资。现在，许多发展中国家也正积极进行对外投资（包括直接投资和证券投资）。随着国际资本流动的加强，证券市场也必然日益国际化。跨国银行的国际金融活动的证券化趋势。现代资本主义国家的银行既是国际债券的发行者和主要投资者，又是外国债券的主要经

纪人。国际证券交易已成为跨国银行的主要业务之一。因此，国际证券市场是与跨国银行的发展紧密相联的。过去，有些国家对银行经营股票有种种限制。到 50 年代初期，国际金融市场主要还是经营资金信贷业务和外汇业务。由于跨国公司和跨国银行的发展，发行和买卖有价证券已成为国际金融市场的主要业务之一。由于国际金融活动的证券化趋势，证券市场的国际化得到充分发展。

二、证券市场的作用

证券市场的形成和发展，对各国经济以至世界经济产生了巨大的影响。它的作用主要表现在：

1. 证券市场是一条重要的筹集资金的渠道。要搞生产和建设，首先要筹集资金。银行和其他金融机构负担着对各产业部门供应货币资金的任务。但是，随着生产的发展，向银行借款的方式已不能满足企业对资金日益增长的需要。适应生产发展而出现的证券市场可以通过证券买卖进行社会资金的集中和再分配，它已成为一条新的筹集资金的重要渠道。企业通过证券市场发行股票、债券，可以把社会上分散的资金集中起来，用于扩大经营业务。政府发行公债、国库券，可以向社会筹集资金，暂时平衡财政收支。同时，国际证券市场是吸收外国资金的重要渠道，它已成为一个国家利用外资发展本国经济、平衡国际收支的一个补充手段。

2. 证券市场是促使社会储蓄转化为生产资金，提高整个社会资金使用效益的重要途径。当证券投资的预期效益高于银行利率时，投资者就会将银行的储蓄存款转为证券投资。在这个转化过程中，投资者对效益的追求，会促使社会资金流向生产效率高的部门和企业，从而能够提高整个社会资金的使用效益，有助于产业结构的调整与优化。

3. 证券市场促进信用制度进一步发展。主要表现在： 证券有两种特性，一是可以随时转让，二是能分割为小单位，又可合成为大单位，分合自如。这两种特性运用于信用制度上，便能促进信用制度机能和作用的发展。 证券制度一旦产生，银行在筹资方面，除了吸收存款以外，还可以发行债券（金融债券）。由于金融债券投资的收益一般高于市场利率，因而发行金融债券，可以筹得多于定期存款的长期资金。银行的资金运用方法也因此发生了变化，银行除了运用存款进行短期贷款外，还可以通过发行债券进行长期贷款。 证券因为适合于作拆款资金的担保，所以随着证券制度的发展，拆款市场^①也日趋扩大，使原属短期资金的拆款资金与原属长期资金的证券密切联系起来。 银行在证券市场经常进行买卖证券的业务，可以调节本身资金的余缺，中央银行在公开市场上买卖有价证券也是对金融进行宏观调控的重要手段。

4. 证券市场是经济状况的晴雨表，是经济信息产生和传播的重要场所。证券市场的变化影响经济，反过来，经济上的变化更明显地刺激证券市场。证券市场和经济活动是相互作用相互影响的。关于股票市场和经济活动水平的关系，美国经济学家梭罗门分析了 1874—1955 年这一段时间里美国国民生产总值的变化与 425 种工业股票价格的标准·普尔指数水平的变化之间的关系，得出这样的结论：“在整个时期中，股票价值的真正增长以国民生产总值真正增长率的三分之二左右的速度进行。”^②他还认为在两者较长期的关系中，是有某种稳定性的。这样，人们可以通过观

拆款市场是指金融机构间实行借贷的短期资金市场。

薛宏业：《股票投资须知》第 4 页，香港万里书店出版，1982 年版。

察各种证券价格的涨落了解经济变化的情况。同时，证券市场的交易情况还能反映出社会资金的余缺状况以及发行股票、债券的企业的经营的好坏。因此，可以说，证券交易所是经济信息的最大传播者。

5. 证券市场能推动企业改善经营管理。证券投资者必然将资金投向经济效益好、竞争能力强的企业。企业要在竞争中立于不败之地，必须提高经济效益。证券市场的交易活动所导致的社会资金的再分配，迫使企业提高生产技术，改善经营管理，从而也促进社会生产力的提高。

应当指出，证券市场为投机提供了场所，证券交易所成为投机的中心。过度的投机会造成经济的不稳定，甚至可能出现“泡沫经济”。所谓“泡沫经济”，是指资产的价格严重背离价值，社会生产的提高被资产价格上升所代替的一种虚假的繁荣。日本1987年至1990年的泡沫经济，就是借助于宽松的经济环境，乘机哄抬股票和土地的价格而形成的。证券市场上内幕交易、操纵市场、谣言和欺诈，只会给生产发展、资金调剂带来消极、破坏作用。另外，国际证券市场往往成为投资国家转嫁通货膨胀危机的一种手段，它正是二次大战后国际性通货膨胀的一个因素。由于国际证券市场的管理松弛，特别是一些享受经营自由、税收优惠的证券市场，不受所在国银行法的管辖，它们的交易活动虽然很活跃，但却加剧了国际金融市场的动荡。

三、证券投资者的目的，投资和投机的异同

在现代社会，人们已不再像古时候的“守财奴”那样，把钱藏在罐子里或床底下，整天看护着它，并为之担惊受怕。人们会把余钱存入银行，收取利息。但是，存入银行的资金除利息外，没有另外的赚钱机会。而且，一旦遇上通货膨胀，在利息率低于通

货膨胀率增长速度增快的情况下，货币的购买力会下降。因此，在储蓄的货币积累到一定数量后，人们会把货币投资于金融资产或有形资产，以期获得货币增值。

很明显，人们进行证券投资的目的是为了获得收益。然而，几乎所有的投资都伴随着一定的风险。投资的收益和风险是同时存在的。人们总是力求得到更多的收益，并尽可能地减少或避免损失和风险。一般的投资者，包括那些大公司、大企业，是风险厌恶者（Risk averse），他们所追求的是：在风险已定的情况下收益最好，或在收益已定的情况下风险最小。但也有一部分喜欢冒险的风险接受者（Risk taker），愿意承受最大的风险，以获得最大的收益。

从选择有利的投资机会来说，投资和投机是很难区分的。具体说来，人们仍能发现投资与投机的差异。

投资和投机的区别主要在于：预期收益的着眼点不同。投资者着眼于股息和利息的收入，投机者着眼于股票价格涨落的价差收入，即资本利得（Capital gains）。证券的持有期不同。投机者一般是短期持有证券或持有短期证券，期限从几天到几个月不等。投资者的持有期则要长至一、二年或者更长的时期。收益和风险不同。购买证券进行投机，有时能比投资获取大得多的收益，但要承担较大的风险。例如，在 1975 年一季度美国杜邦化学公司普通股的交易价是 99 美元，由于人们预估 1976 年的经济将要回升，在大约 3 个月内，杜邦股票价格上升到 132 美元。这样，3 个月持有期的收益是 33.33%（1 年则为 $33.33\% \times 4 = 133.32\%$ ），有 33 美元的资本利得。而对持有期为 3 年以上的投资者来说，1976 年得到的股息为 5 美元。到 1981 年杜邦股票价为 120 美元。这样持有 6 年杜邦股票的投资者的资本利得为 120

-99=21 美元，平均每年为 3.5 美元，加上平均每年得到的股息 6.08 美元 每年也只有 9.58 美元。可见，投机者的收益明显高于投资者。但是，高收益伴随高风险。为什么投机者承担的风险比投资者大得多呢？首先，从市场价格变动的特点来看，市场价格的短期趋势时常表现出随意性，比长期的价格趋势变动大。其次，为了增加年收益，投机者不得不经营买空、卖空和期权等风险性更大的业务。再次，每次投机都正确的可能性是很小的。不成功的交易以及由于交易次数多而带来的费用的增加，都会减少投机者的总的预期收益。

因此，无论是投资者，抑或是投机者都面临着一个在收益和风险的天平上进行投资抉择的问题。他们都希望实现高收益、低风险的有效投资 (Efficient Investments) 都不愿意进行低收益、高风险的投资。对投机者来说，尽管高风险并不一定带来高收益，但对高收益的追求，驱使他们去进行高收益和高风险的风险投资，对一般投资者来说，既是低风险，又有一定收益的投资，则是他们追求的目标。

第三节 证券投资业的新发展

70 年代中期以来，随着经济的发展和变化，证券投资业在投资者、投资管理、交易的范围和方式、证券投资国际化以及证券投资理论等方面，出现了许多新情况、新特点，成为整个金融创新浪潮的一个组成部分。

一、机构投资者的作用加强，投资专业人员的素质不断提高在西方国家，许多机构，如退休养老基金、共同基金 (Mutual Funds)、人寿保险公司、非利润的大学和博物馆的捐赠基金、商

业银行信托部等，对证券市场起着重要的作用。这些机构的资本运用，一次多达几亿美元。由于机构投资者的重要性日益显著，因而使证券投资“机构化”（Institutionalization）造成证券投资“机构化”的原因主要有：政府在政策上对机构投资者的优惠和支持，使它们能够以较低的交易费用从事大宗股票的交易，并获得较稳定的收入；一些国家的法律规定，退休人员的退休养老金交由专门机构管理，退休养老基金成为重要的机构投资者；投资市场的复杂性和多变性也使许多投资者把个人的资金和有价证券组合交由共同基金和银行信托部门进行投资和管理。

在证券投资机构中，许多受过专业训练的大学毕业生和研究生成为新一代的专门人才，他们在政府放松对证券投资管理和调节的条件下，使证券交易变得更加细密和复杂。现在，受主要投资银行和其他机构的资本支持的、被华尔街称为“火箭科学家”的计算机专家不离开他们的办公桌就能控制部分市场。年轻的投资专家们已使有形资产等方面的投资“证券化”。此外，在这个专业队伍中，还有一批从事法律、会计和信息资料等方面的人员。这些投资人员已经变得非常“老练”。他们有时甚至能够通过内部信息或操纵股价来“超越”法规的限制。

二、政府放松了对证券投资的管理和调节，在投资管理中普遍运用了电子计算机和通讯技术

从 70 年代中期起，西方国家的政府对证券市场的控制调节已经逐渐减少。1975 年 5 月 1 日，美国关于经纪人的固定佣金的法律失效以后，经纪商之间展开了价格竞争。这些提供少量服务而不是承担整个交易的经纪人还在业务方面与较老练的投资专业人员竞争。1986 年伦敦证券交易所进行了被称为是“大爆炸”的变革，由于放宽了对外国证券公司和外国银行的限制，导致了大量

资金流入伦敦市场。在东京、巴黎和其他市场上，也都有放宽对某些证券限制的类似做法。

由于管制的放松，使一些大的机构能够使用新的证券投资工具，如看跌期权和看涨期权 (Puts and Calls) 金融期货 (Finance Futures)、股票指数期货 (Stock index Futures) 无息票债券 (Zero Coupon Bonds) 和垃圾债券 (Junk Bonds) 等。这些与传统的股票和债券几乎不相类似的证券有较大的风险，但也有较高的收益率。运用新的、复杂的投资工具需要有投资专业人员和受过训练的有较高水平的人才。

随着科学技术的进步，证券管理日趋现代化、电脑化。目前，世界上主要的金融中心都用电脑、卫星通讯和电讯网络相联系。纽约证券交易所，已设立了各种形式的电子计算机系统。它的自动检索和协调系统是根据公开资料编成的资料库，显示出成千上万人之间的交易关系。它的市场监控信息系统是把参加交易的单位进行证券和期权交易的报价和清算统一起来的资料库。它装备的一种高度自动化的电脑系统，向经纪人提供全世界证券市场瞬间变化的信息，使他们能在几秒钟内完成一笔交易，也使证券交易所每日的交易量超过 2.5 亿股。

现在，个人使用的计算机能使中小投资者同时跟踪数百种股票、债券、外币及各种投资证券，并寻找有利的投资机会。如果一个投资者的计算机和证券交易所联网，证券交易就可以在没有人干预的情况下进行。成千上万的投资者携带着袖珍收音机，按动电钮，通过无线电信号就可以接收到股票的报价。

证券市场的电脑化，使电脑程序交易发展起来。电脑程度交易就是指股票交易商把买卖股票业务输入电脑，电脑按编制的程序进行管理，自动发出买进或卖出的指令。由于电脑程序交易在

1987年10月19日的“黑色星期一”和1989年的一次股票暴跌中起了推波助澜的作用，因而人们在是否限制甚至禁止电脑程序交易问题上产生了争议。

三、证券交易的范围和方式不断扩大和增加，金融活动有证券化趋势

1. 兼并和收购盛行

在1973—1975年世界性经济危机的袭击下，许多濒临破产企业股票的每股价格低于停业清算时的每股价值。这些企业成为被收购的目标公司。收购者如果既要买到这些低于价值的股票，又要保证获得一定的利润，就必须积累足够的资本用来控制这些股票的利益。这时，一些被称为是“掠夺者”（Raiders）的收购者，在投资银行家的帮助下，开始了对这些困难企业的兼并和收购。投资银行家不仅提供资金，而且替收购者“保卫”这些经营困难的企业而不受外来的“营救”。收购者用被收购的目标公司的资产作担保，以获得银行的贷款。在完成收购后，收购者对目标公司进行改组，又通过重建的新公司发行高收益、高风险的债券，并用发行债券的收入归还银行贷款。这种利用借入资金对公司的收购叫杠杆收购（Leveraged Buyout）。

由于80年代末国际股市的回升和美国新的兼并和收购法的实施，公司收购者的利润下降，因而又出现了一种叫“战略收购”的兼并方式。这不是个人或一部分人，而是一个公司对另一个公司的收购。目前，这种兼并活动已经在国际范围内进行，例如日本的索尼公司以30亿美元的报价，兼并了美国哥伦比亚电影娱乐公司。1992年欧洲统一大市场的形成对这种国际收购活动起着促进作用。

2. 一篮子交易（Baskets Trade）迅速发展

拥有巨额资本的机构如投资银行等，在组织公司收购的交易中，获得了巨大利润。他们不再满足单一股票的大宗交易，而是在一次交易中进行包括不同证券的完整的组合证券的买卖。这种一篮子交易既是和正常的组合证券的形成和清算相联系的一种交易，又是和其他各种投资方式包括期货、套利等相结合而进行的。它对市场的影响是相当大的。

3. 证券的结合与非结合 (Bundling and Unbundling)

各种证券投资者的不同需求引出一种新的供给。把原始和派生的(Derivative) 证券捆成一种混合证券，人们称之为结合。例如，有的公司就把普通股、债券和优先股结合在一起。这种公司发行的优先股能以持有者的期权转换成普通股，又能以公司的期权转换成债券。因此，这种证券是优先股和几种期权的结合。另一方面，把一种资产分解成几类的做法，人们称之为非结合。例如，有的公司出于税收的原因，把过手抵押证券分解成两类，一类只能得到本金的支付，另一类只能得到利息的支付。

4. 金融活动的证券化

80年代中期以来，国际资本市场出现了证券化趋势。这种证券化趋势，不仅表现在银行参与了证券业务，而且表现在银行的证券业务取代了银行的部分借贷活动。现在，有些金融中介业务也证券化了。例如，一家信用较差而又急需资金的企业，在和有关金融机构合营后，就能使债券直接上市，并提高信用程度。又如，转手证券 (Pass-through Securities) 这是指投资收入由债务人通过中介机构转到投资者手中的一种证券。商业银行、储蓄机构等中介机构发行这种债券筹集资金，向房地产购买者提供抵押贷款，并将房地产购买者归还的贷款的本金和利息转手支付给这种债券的投资者。