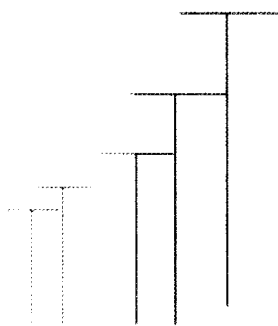


■张元萍 / 编著

现代投资

理论与实务



现代投资理论与实务

THEORY AND APPLICATION OF MODERN INVESTMENT

张元萍 编著



首都经济贸易大学出版社

· 北京 ·

图书在版编目(CIP)数据

现代投资理论与实务/张元萍编著. - 北京:首都经济贸易大学出版社,2004.7

ISBN 7-5638-0942-2

I. 现… II. 张… III. 投资经济学 IV. F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2004)第 040629 号

现代投资理论与实务

张元萍 编著

出版发行 首都经济贸易大学出版社

地 址 北京市朝阳区红庙(邮编 100026)

电 话 (010)65976483 65065761 65071505(传真)

E-mail publish @ cueb. edu. cn

经 销 全国新华书店

照 排 首都经济贸易大学出版社激光照排服务部

印 刷 北京永生印刷有限责任公司

开 本 880 毫米×1230 毫米 1/32

字 数 331 千字

印 张 12.75

版 次 2004 年 7 月第 1 版第 1 次印刷

印 数 1~5 000

书 号 ISBN 7-5638-0942-2/F·530

定 价 21.00 元

图书印装若有质量问题,本社负责调换

版权所有 侵权必究

前 言

投资是为了取得一定经济效益的活动。现代投资一般以马克威茨在 1952 年发表投资组合选择理论,把数理工具引入金融研究为起点,到 1958 年莫迪里亚尼和米勒发表研究企业资本结构和企业价值关系的 MM 理论,最先采用“无套利均衡分析方法”,使投资学的研究从方法论的角度与一般的经济学研究相分离。上述两项工作成果使他们先后获得诺贝尔经济学奖,对投资学具有奠基性意义。

目前,投资学从内容、方法到工具,都已经形成了自己独有的学科特色,真正成为一门独立发展的学科。它主要包括公司财务和资本市场两个组成部分,这两个部分是互相紧密联系的,因为金融系统只有通过企业的财务活动才能真正和实物经济发生联系,而企业的价值也只有经过金融市场的交易才能得到正确的评估。由此出发,投资学的基本分析技术,不是一般的经济学中的需求供给均衡分析,而是从前述 MM 理论的分析方法中引伸和发展起来的一整套无套利均衡分析技术。到 20 世纪七八十年代,投资学的基本理论框架已经确立,有效市场假设(EMH)和不完全市场一般均衡理论等重要研究成果纷纷问世,许多重要的理论成果经过反复的推演和大量的实证检验,验证了其内在逻辑体系的一致性。马克威茨在投资组合选择理论中所开始的数量化研究和无套利分析思想相结合,酝酿了后续一系列重大的投资学理论突破,包括资本资产定价模型(CAPM)、套利定价理论(APT),以及行为金融学等。

投资学的理论和金融市场的实践是平行发展的,二者之间又紧密地结合并产生了深刻的交互影响。金融创新和金融自由化的浪潮,使金融市场更加充满变数,风险加大。欧元启动使金融的全球化发展势不可挡,降低汇率风险、建立更为和谐稳定的国际金融新秩序

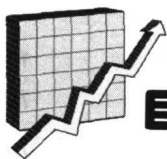
亦在酝酿之中。实践不断地向现有的投资学理论提出挑战,甚至向原有的理论基础发起冲击。进入 20 世纪 90 年代以后,金融工程的大规模发展给金融创新以巨大的技术支持,同时,公司财务和资本市场的金融工程活动也提出了许多现有投资学理论尚未解答的问题。实践的需求拉动着理论研究的发展,且需要将理论及相关学科技术融通,使其贯穿于实际问题之中。

本书的特点是广泛吸收了国内外最新的学术观点和实践成果,将投资视为一个连续不断的过程,从实际操作者的角度,探讨实际运行中会出现的各种问题,努力寻找问题的答案。它将投资学、证券投资组合、资产定价等内容结合起来,主要讲授证券投资工具及证券市场的基本结构、证券投资风险和收益的计量、证券投资分析方法以及证券投资组合的相关理论和实务。本书具有鲜明的实用性,读者不仅能够了解理论,更可掌握投资实务;书中巧妙地将一些数学问题转化成平实的语言,运用实际案例自然地表达出来,使读者易于接受和理解。

在本书的写作过程中,参考了国内外专家学者的相关研究成果,得到了首都经济贸易大学出版社的支持和帮助,在此一并致谢。各章编写分工如下:张元萍负责总体框架构思和最后定稿,并编写第一、二、三、六、七章,第四章由刘敬编写,第五章由张惠敏编写,第八、九章由张元萍、张惠敏共同编写。由于作者水平有限,书中难免有谬误或不当之处,敬请读者不吝赐教。

作 者

2004 年 2 月



目 录

第一章 投资概述	1
第一节 投资的相关机理	1
第二节 投资的虚拟化、衍生化	8
第三节 投资与投机	13
第四节 行为金融与投资	19
第二章 投资收益率与利率期限结构	34
第一节 债券投资的收益率	34
第二节 股权投资收益率的衡量指标	41
第三节 期货投资和期权投资的收益率	50
第四节 不同金融工具在收益率衡量上的差别	56
第五节 即期利率与远期利率	61
第六节 利率的风险结构与期限结构	64
第三章 债券投资理论与实务	72
第一节 债券概述	72
第二节 债券属性与价值分析	81
第三节 债券定价理论	86
第四节 债券组合管理	100

第四章 股票投资理论与实务	117
第一节 股份公司与股票	117
第二节 股票发行与交易	133
第三节 股票价格指数	147
第四节 股票的投资价值分析	167
第五章 证券投资基金理论与实务	184
第一节 证券投资基金概述	184
第二节 证券投资基金实务	202
第三节 证券投资基金的治理结构	221
第四节 证券投资基金的业绩评估	233
第六章 证券投资组合理论	241
第一节 证券投资组合收益和风险的测定	241
第二节 证券投资组合理论的基本模型	257
第三节 无风险借贷对有效集的影响	264
第七章 资本资产定价模型与套利定价理论	275
第一节 资本资产定价模型	275
第二节 因子模型	284
第三节 套利定价理论	293
第八章 投资信息披露的监控与分析	299
第一节 信息披露监控的意义与内容	299
第二节 上市公司信息分析	333
第三节 信息披露及投资行为效应	354

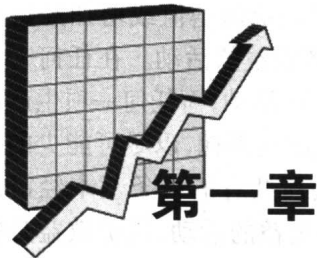
第九章 现代投资理论与分析 361

第一节 投资者行为理论与分析..... 361

第二节 有效市场理论与分析..... 375

第三节 经济增长与股票市场的关系..... 391

参考资料 396



投资概述

THEORY AND APPLICATION OF MODERN INVESTMENT

第一节 投资的相关机理

一、投资的概念

投资,一般是指经济主体将一定的资金或资源投入某项事业,以获得经济效益的经济活动。从这个定义我们可以知道,一项投资事业往往涉及最基本的三个方面:投资主体、投资目的和投资形式。投资活动是由一定的投资主体来承担和推动的,投资主体又称投资者或投资方,是责任体、权利体、利益体相结合的产物。投资主体有多种类型,有政府投资主体、企业投资主体、个人投资主体等等。正是这些投资主体推动着投资活动,使之处于不断的运动循环之中。所以,投资就是投资主体或人格化的投资组织所进行的一种有意识的经济活动。

不管什么类型的投资者,他们之所以投资,垫付资金或其他资源

进行投资活动,都有其明确的目的,即实现价值增值或增加经济效益,所以投资活动是为了取得一定的经济效益的活动。在任何一种社会形态下,人们为了生存都必须进行生产活动,而任何一项生产活动的目的都是采取一切先进手段使成果超过消耗,以尽可能少的投入获取尽可能多的产出。这是一切社会所共有的一条基本经济规律。投资活动是经济活动中最注重经济效益的活动,经济效益是投资活动的出发点和归宿点。

投资活动由于投资主体、投资领域、投资目的等的不同,其投资形式也是多种多样的,有直接投资也有间接投资。直接投资是直接用于购买固定资产和流动资产,形成实物资产的投资,是指投资者将资金直接投入投资项目,形成企业资产,直接进行或参与资产的经营管理。直接投资者通过直接占有并经营企业资产而获得收益,其实质是资金所有者与使用者的统一,是资产所有权与资产经营权的统一。间接投资则是购买各种证券形成金融资产的投资,投资者不直接投资办企业,而是将货币资金用于购买证券(包括股票、债券)和提供信用所进行的投资。间接投资形成金融资产。

投资就是投资主体、投资目的、投资方式和行为内在联系的统一,这充分体现了投资必然与所有权相联系的本质特征。也就是说,投资是要素投入权、资产所有权、收益占有权的统一。投资三权统一本质特征是确定的,这是因为:

首先,反映投资与所有权联系的三权统一的本质特征,适用于市场经济的一切时空。从时间上看,无论是商品经济发展的低级阶段还是高度发达的市场经济阶段,投资都无一例外地是要素投入权、资产所有权、收益占有权的统一;从空间上看,无论是在中国还是外国乃至全球范围,投资都无一例外地是这三种权利的高度统一。

其次,反映投资与所有权联系的三权统一的本质特征,适用于任何投资种类和形式。尽管投资的类型多种多样,投资的形式千差万别,但它们都是投资的三权统一。

再次,反映投资与所有权联系的三权统一的本质特征贯穿于投资运动的全过程。投资的全过程包括从投入要素形成资产开始,经过投入生产、产出成果,直到最后凭借对资产的所有权获取收益为止的过程。这一全过程实际上都是投资三权统一的实现过程。

最后,反映投资与所有权联系的三权统一的本质特征,是投资区别于其他经济活动的根本标志。投资的这种本质特征决定着投资的目的和动机,规定着投资的发展方向,决定着投资的运动规律。这些都使投资与其他经济活动区别开来,从而构成独立的经济范畴和研究领域。

投资所具有的要素投入权、资产所有权和收益占有权的统一的本质属性,是贯穿在投资的不断运动中的,它同时也构成了投资这一经济范畴的含义。所以,不仅要界定投资的概念,更重要的是要研究投资的运动规律。投资是一个市场经济的范畴,投资活动是随着商品经济的产生而产生的。商品经济进入发达阶段,其中的投资活动同时得到充分的表现,投资主体由小商品生产者发展到资本家、股份公司和跨国公司,投资目的越来越直接表现为最大限度的利润,投资的各种形式也都采取了前所未有的先进手段。比如,直接投资的对象中生产资料已经发展到电脑、机器人等先进的物质资产形式,而间接投资的证券投资也发展到了相当的高度,股份公司、跨国公司代替了原来的小商品生产者和大大小小的资本家,大量的投资活动通过证券投资来实现,证券市场的空前发展也为这种金融资产的优化组合提供了条件。投资作为一个市场经济的范畴,其内涵也得到了丰富和发展。

二、金融投资的特征

金融投资的实质是资金所有者和资金使用者的分离,是资产所有权和资产经营权的分离。间接投资者对企业资产及其经营不具有直接的所有权和控制权,仅凭借持有股票和债券获取一定的收益。

金融投资的形式,主要有证券投资和信用投资两种:

证券投资是投资者为了获得预期收益购买资本证券以形成金融资产的经济活动。证券投资的实质是金融资产投资,即把货币转化为货币资本,使货币增值。证券投资的形式大体上分为两类,即股票和债券。股票投资是投资者将资金运用于购买直接投资者成立的股份公司的股票,并凭借股票持有从股份公司以股息、红利形式分享投资效益的投资活动;债券投资是投资者将资金运用于购买直接投资者发行的债券,并凭借债券持有从直接投资主体那里以债息形式分享投资效益的投资行为。

信用投资是投资者将资金运用于向直接投资者提供信用,并从直接投资主体那里以利息形式分享投资效益的投资活动。信用投资的主要形式可分为两类,即信贷和信托。信贷投资是投资者将资金运用于提供贷款给直接投资主体,并从直接投资主体那里以利息形式分享投资效益的投资活动;信托投资是投资者将资金运用于委托银行的信托部或信托投资公司代为投资,并以信托收益形式分享投资效益的投资行为。

以上几种金融投资,都是以货币资金转化为金融资产,都没有实现为实物资产,因而均没有引起社会再生产的扩大和社会总投资的增加。只有当金融投资被直接投资者运用于实际生产时,才会使社会总投资增加和社会再生产规模扩大。但金融投资之所以成为一种重要的投资形式,主要是因为金融投资把社会闲散资金迅速集中起来,从而形成巨额资金流入直接投资者手中,这就必然会加速和扩大直接投资的规模,促进经济的增长。随着商品经济的充分发展和市场经济的高度完善,银行和信用的作用越来越大,金融市场越来越成熟完善,股份公司越来越普遍,金融投资在聚集投资资金方面的作用也越来越重要。所以,研究金融投资已成为投资学的重要内容之一。

三、金融投资的功能

金融投资的功能实质上就是金融商品的功能。金融商品种类繁多,各品种的功能有一定的差别,并且,金融商品因其服务对象的不同,其功能的发挥也有一定的差异。但是,从金融投资在整个社会经济中的作用来看,金融投资的功能具有共性,主要体现在以下几个方面。

(一)筹资与投资的功能

筹资与投资是金融投资最基本的功能。其中,筹资是金融商品服务筹资主体的功能;投资是金融商品服务投资主体的功能。社会经济发展的最终决定力量是其物质技术基础,物质技术基础的不断扩大、提高必须依靠实业投资。现代市场经济的特性决定了实业投资主体对外部货币资本的依赖性。外部货币资本主要是通过发售金融商品而获得的。对投资者而言,金融商品是一种进行投资的工具,投资者通过购入金融商品而把货币让渡给了实业投资主体,使自己无法进行实业投资的货币转化为可投资货币,使私有的货币资产转化为社会的投资资产。金融投资的这种筹资与投资相统一的功能,把社会货币需要者和持有者有机地联系在一起,并且通过金融商品在金融市场的交易,使筹资和投资转化为同一过程的两个方面。

(二)分散化与多元化功能

金融投资促进了投资权力和投资风险分散化,同时又创造了多元化的投资主体集合。金融投资把投资权力扩大到了整个社会。一项金融投资,无论其品种如何,总是要通过商品的社会销售才能转化为社会自然人和法人的金融资产。实际上金融投资起到了一种把投资权力向社会转移的功能,可以说,通过金融投资而把社会物质资产社会量化和持有大众化。投资具有风险,金融投资在促进投资权力分散化的同时,也把投资风险分散化了。由于金融投资是一种流动性的投资,因而在制造投资风险的同时,还创造了转移风险的机

制。金融投资通过投资权力的分散化,在社会的经济活动中创造了公众化的投资主体,使投资摆脱了生产经营的束缚而转化为一种社会公众参与的经济活动和营利活动。其实,这种投资分散化和投资主体的多元化,是金融投资能够把筹资和投资统一起来的基础。

(三) 自我发展功能

金融投资具有一种促进自己不断创新和发展的内在机制。

首先,金融投资具有规模自我扩张的机制。金融投资的筹资与融资功能,其大小与金融投资的规模成正比,而随着经济的发展,社会对筹资的需要是不断增长的,与此同时,随着人们生活水平的提高,参与金融投资的社会个人也日益增多,这样就促进了金融投资规模的不断扩张。

其次,金融投资拥有内在的创新动力。金融投资是分散化、流动性很强的投资。为了适应社会各种参与投资的需要以及规模扩张的需要,金融投资必须不断创新,其基本形式就是金融商品的研究与开发,这实际上同商品和服务的生产经营一样,要提高市场占有率,增加效益,就需要不断开发新产品。金融投资也一样,要保证金融市场的地位,保证能适应多元化金融投资的需要,也要不断地开发新产品。

再次,金融投资制度能够创新与发展。金融投资是一种独特的投资形式,它必须有一种有序规范的制度框架,这样才能促进金融制度的创新、发展与完善。制度就是行为规则。一般而言,一种新的金融商品产生,需要有相应的交易规则,同时,以往金融商品的交易规则也会随经济、市场的发展而不断完善。这样就促成了金融投资制度的不断创新和发展。

最后,金融投资促进了为其服务的各种专业机构的发展。随着金融投资的发展,各种以金融投资为服务对象的专业机构也发展起来,如证券公司、投资银行、经纪公司、公证机构、资产评估机构等等,它们同时也成为媒介与完善金融投资的专业职能系统,成为推动金

融投资发展的基本动力。

(四)资源配置优化功能

货币是经济增长的第一推动力和持续动力,因此筹集货币和分配货币并通过货币的分配而优化整个经济系统的资源配置,是经济运行的首要问题。金融投资为有效地利用货币资本和优化资源配置提供了条件。一方面,金融投资是一种直接的社会化投资,社会公众和法人机构可以把自己闲散的货币资本直接用于投资,而且还由于金融投资的市场价格化形成了对筹资者用资的激励机制,即促使筹资者最大限度地用好货币资本,从而提高了金融商品的市场价格和对公众投资的吸引力。另一方面,金融投资又是资源运用的组合机制,各生产经营要素通过金融投资而不断地重组。由于金融投资是一种直接的价格导向的投资,有着灵敏的市场价格机制,广泛的信息发布载体,所以那些经济效益好、有发展前途的资源运用主体可以容易地发售金融商品。而且由于金融投资的流动性,金融投资可以灵活地在不同的金融商品之中作出选择,这样就可以通过金融投资而把资源按效率优先的原则进行合理优化配置。

(五)经济运行的调节功能

金融投资对国民经济运行的反应十分灵敏,能够充分地展现出经济运行的动向。经济发展前景看好,金融投资的价格就上升,换句话说,金融投资价格的普遍上升也预示着国民经济前景看好;反之,金融投资价格的下降则预示着经济前景暗淡。金融投资之所以能够成为经济运行的指示器,是由于金融商品的交易本质上是一种预期行为,由于金融投资的市场价格本质上是社会经济效益的反映,它会随社会经济的利润水平和利息水平的变化而变动。因此,当经济运行达到周期性的高峰之后,实物系统运行产生的市场供给大大超过市场需求,最终导致利润率下降。同时,随着生产经营规模的扩大,社会对货币资本的需求增大又会促进利息率的提高,从而引致金融投资市场价格的下降。金融投资的这种对经济运行的反应能力以及

本身数量和价格的变化会引起经济运行变化的特点,使得金融投资具备了调节经济运行的功能。它不仅调节宏观经济活动,也调节微观经济活动,既调节金融市场的货币流动,也调节金融市场和商品市场之间的货币流动,同时又通过金融投资的运动,调节经济结构的变动。值得指出的是,金融投资实际上是国家货币政策和财政政策综合运用工具,国家可以通过对金融投资的调控而调节经济运行。

(六) 增值与投机功能

金融投资本质上是货币资本的运动,货币资本自身具有增值的要求,金融投资在这里充当其货币资本增值的工具。进行金融投资,不但能使投资主体的资产结构优化,而且还可以使货币资本增值。金融投资可以获得由金融商品带来的各种收益,如股息、利息等,可以通过金融市场上金融商品的价格波动套取资本利得,还可以通过发售金融商品的公司的资产升值获得增值。金融投资的这种功能,使得金融投资能给投资主体带来多重效用,如抵制通胀负效应等。金融投资还具有投机的性质,或者说,金融投资就是一种投机性投资。这种投机性,产生于金融商品的性质和 market 价格的波动以及相应的交易制度。

第二节 投资的虚拟化、衍生化

目前,在发达国家中,实际性生产投资(即直接投资)与证券市场间接投资的交易规模已完全不能相比,这显示了一种倾向,那就是金融投资活动的日趋虚拟化。正是在这样的背景下,西方国家的股市不断创出历史新高。就以美国的股市行情为例,在1989年年底,道一琼斯指数还只有2 753.20点,但在10年之后的1999年12月23日,道一琼斯指数以11 405.76点收市,创下了历史最高记录。股指突破万点大关使得在纽约证券交易所里挂牌的3 105家上市公司的市值达到了10.5万亿美元,纽约证券交易所理所当然地成为全球

证券交易所中最大的“巨人”。在这段时间里,以高科技股为主的美国纳斯达克(Nasdaq)交易所(即全国证券商协会自动报价系统)的综合指数更是增长了10倍以上,即从1989年底的454.82点上升到2000年3月10日的5048.62点这一历史最高记录。而与此同时,标准—普尔500种股票指数也数次创下历史新高。这一切都表明,金融方面的投资和投机行为在相当大的程度上支撑着美国经济的繁荣。

一、投资活动虚拟化、衍生化的趋势

20世纪90年代以来,伴随着美国经济出现有史以来最持久、最强劲的增长,美国的股市曾是“牛气十足”,特别是纽约证券交易所的交易量出现了“爆炸性”现象。现在,成千上万的美国人相信,投资股票是收益率最高的一种储蓄。股票市场已经成为美国人的主要养老金存放处和储蓄所,吸引了48%的美国家庭投资股票。而在1983年股票市场出现异常上升时,持有股票或共同基金的美国家庭仅占19%。

股市的急剧膨胀说明社会资金日趋投向虚拟经济,而对实质经济的投资或融资则相应减少。实际上,西方经济发生虚拟化只是第一层次的表现,在另一个层次上,金融活动还日益呈现衍生化的特征,即大量金融衍生产品交易又在虚拟经济的基础上进一步脱离实质经济活动,并呈迅速扩大的态势。金融衍生产品是从基础商品或资产的交易中衍生出来的一种具有全新特征的契约形式,其价值取决于那些基础标的物的市场价格变化。由于这类金融产品具有很强的财务杠杆作用,因此,自其诞生的那一刻起就特别适用于投机活动。当然,金融衍生产品同时也是一种非常具有效率的避险保值工具,并可用来对各市场之间出现的价格失衡进行无风险的套利活动。

证券投资是虚拟资本产生的基础,虚拟资本是与真实资本相对应的概念,两者既有联系,又有区别。在现实经济生活中,投入到生产和流通领域中发挥各种作用的生产资本、商品资本和借贷资本都