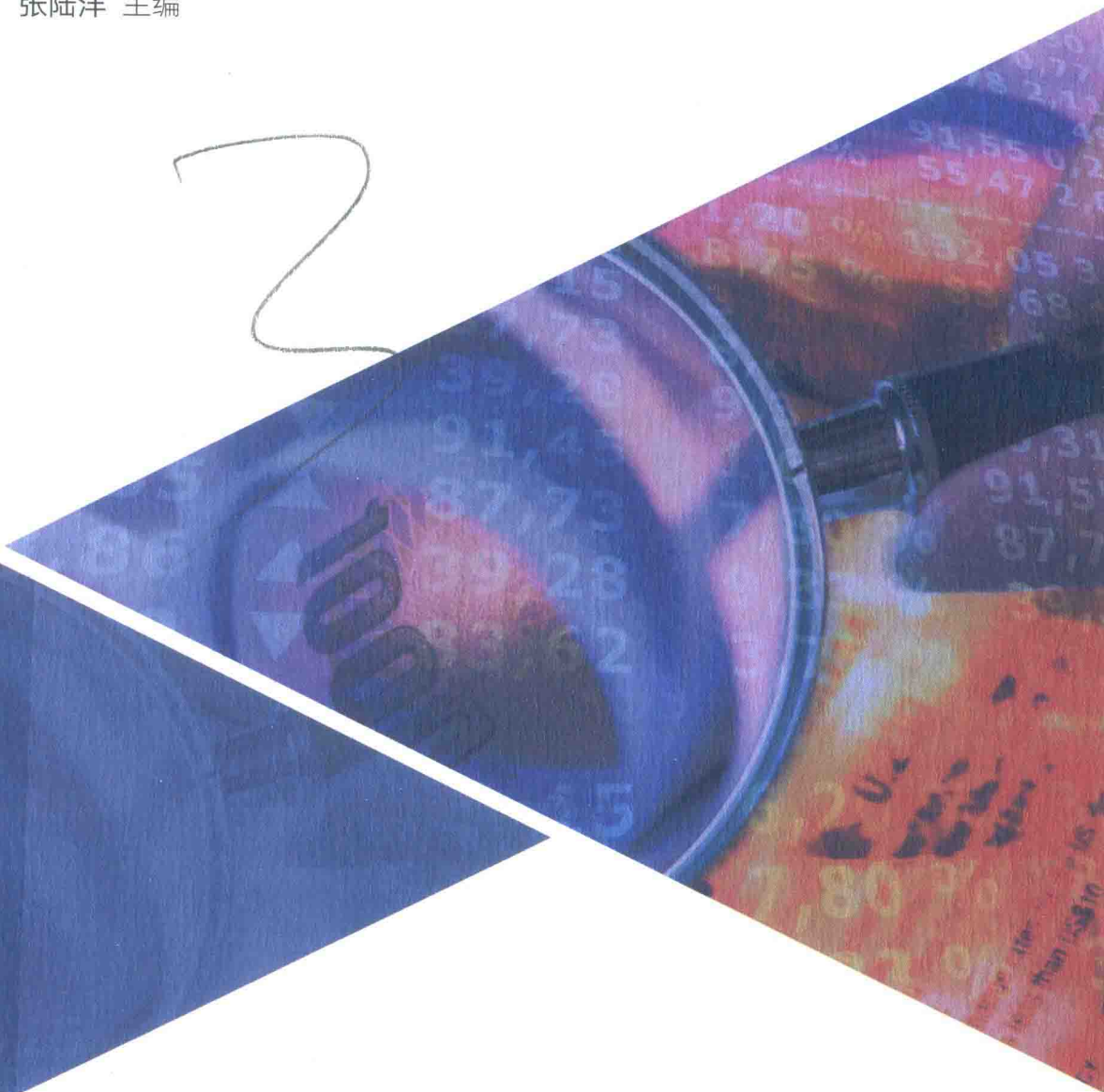


高等学校金融学、投资学专业主要课程精品系列教材

投资学

张陆洋 主编



高等教育出版社

高等学校金融学、投资学专业主要课程精品系列教材

投资学

张陆洋 主编

高等教育出版社·北京

内容简介

与传统的以证券投资理论和相关实务为主要内容的投资学教材不同,本教材将现代投资行为总结为将资源、资产、产权等先货币化再资本化,实施风险投资、证券一级市场投资、证券二级市场投资、企业并购投资、衍生工具投资、外汇投资六大类投资行为。教材对这六类投资行为的特征进行了阐述,逻辑清晰,从本质上揭示了投资学研究的内容。本书内置二维码关联创新创业案例。

本书可以作为高等院校经济学、金融学等专业本科生和研究生的教材,也可供社会上研究创新创业的相关人员参考。

图书在版编目(CIP)数据

投资学 / 张陆洋主编. --北京:高等教育出版社,
2018.6
ISBN 978-7-04-047992-8

I. ①投… II. ①张… III. ①投资经济学 IV.
①F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2017)第 156285 号

策划编辑 郭金录	责任编辑 王琼	特约编辑 吕培勋	封面设计 张楠
版式设计 王艳红	插图绘制 杜晓丹	责任校对 吕红颖	责任印制 赵义民

出版发行 高等教育出版社
社址 北京市西城区德外大街4号
邮政编码 100120
印刷 固安县铭成印刷有限公司
开本 787mm×1092mm 1/16
印张 19.5
字数 440千字
购书热线 010-58581118
咨询电话 400-810-0598

网 址 <http://www.hep.edu.cn>
<http://www.hep.com.cn>
网上订购 <http://www.hepmall.com.cn>
<http://www.hepmall.com>
<http://www.hepmall.cn>

版 次 2018年6月第1版
印 次 2018年6月第1次印刷
定 价 45.00元

本书如有缺页、倒页、脱页等质量问题,请到所购图书销售部门联系调换

版权所有 侵权必究

物料号 47992-00

序 一

社会已经从当年亚当·斯密的商品竞争经济时代发展到了今天既有商品经济竞争、又有以货币为基础的投资竞争时代。现代经济发展必须依赖投资促进。那么,如何才能更好地投资以促进经济更有效地发展?

中国40年的改革开放,取得了巨大的成就,从商品稀缺的状态走到了今天商品丰富的状态。随着经济的发展,我国的资金积累也快速增长,民众手里可支配的资金总量2016年年底已达到90多万亿元,外汇储备达到了3万多亿美元。

总结40年来经济发展模式,有行政手段配置资源的发展模式,也有市场手段配置资源的发展模式,还有以资本手段配置资源的发展模式。世界各国的经济发展模式,也主要是这三种类型。这三类经济发展的模式,在国家经济发展的不同时期,其促进经济发展的作用和重要性是不同的。

面向未来10年、20年、30年,甚至更长时间,我们该如何发展经济?

我国的经济的发展,显然已经进入依赖资本化手段来配置资源的时期。从教学的角度看,以资本化手段配置资源,从而更有效地发展经济,关键在于搞清楚投资学的本质及其内涵。传统的投资学教材主要介绍证券投资的投资理论、国际经验和相关实务,但对如何以资本化手段来配置创新资源提升产业竞争力创造新经济,如何以资本化手段推动优势企业借助资本市场更好地发展,如何以资本化手段配置国际化资源服务我国经济发展,如何以资本化手段合理地控制各类资源资产的价格变化,等等,并未介绍,显然不足以使学生更全面地了解投资、投资学的本质。

张陆洋教授主编的《投资学》,将现代投资行为总结为将资源、资产、产权等先货币化再资本化,实施风险投资、证券一级市场投资、证券二级市场投资、企业并购投资、衍生工具投资、外汇投资六大类投资行为。本教材对这六类投资行为的基本特征进行了详细阐述,条理清晰,从本质上揭示了投资学研究的内容。

在此,特别推荐给广大师生!

姜波克

复旦大学国际金融系教授、博士生导师
教育部长江学者奖励计划首批特聘教授

序 二

投资学,可以说是社会科学系统体系中最庞大、最复杂的学科,涉及各类资源、资产和产权关系;涉及资源、资产、产权的价值评估;涉及货币化资源、资产、产权价值评估后以什么样的金融工具来创造经济价值,在创造经济价值过程中有哪些不确定性的风险关系,采取什么样的风险控制手段来规避风险,以什么样的方式获得收益;等等。

我国改革开放已经进行了40年,经济发展已经超越了纯粹商品经济范畴,资金积累快速增长,资本市场初步形成多层次的体系。

我国经济发展在取得巨大成就的基础上将如何进一步发展?如何运用好现代投资学的理论、模式、方法、机制促进经济更好地发展?这将是我国经济发展面临的巨大挑战。

传统投资学主要讲述证券投资的理论、方法、相关要素的风险关系、金融工具及其收益模式等,随着投资活动越来越复杂,简单地将证券投资的理论、方法、金融工具、风险与收益关系套用到其他经济实践的投资活动中,会导致理论的错位、工具的错位、资本市场机制的错位。显然传统的仅有证券投资的理论和实务的投资学已经不能够适应当前经济和教学发展的需要了,我们需要更为丰富的投资学理论来指导投资实务。

张陆洋教授主编的《投资学》,以资源、资产、产权的货币化、资本化创造价值为基础,从成本的均衡、时间的均衡、风险的均衡、收益的均衡各视角,将现代投资行为总结为将资源、资产、产权等先货币化后再资本化,针对创新创业实施风险投资,针对企业达到资本市场基本要求上市后实施证券一级市场投资、证券二级市场投资,针对企业为了规模化、产业链一体化的竞争力提升以及多元化发展实施并购投资,针对企业为了资源、资产、产权的期权化实施衍生工具投资,针对企业为了获得国际资源、资产、产权等发展经济实施跨国投资。这六大类投资行为从本质上揭示了不同投资模式之间的理论、工具、市场机制的差异。本书是一本全新的、较系统的投资学教材。

在此,特别推荐给广大师生!

刘红忠

复旦大学国际金融系教授、博士生导师

前 言

记得笔者在复旦大学国际金融系姜波克教授门下做博士后时,姜老师为了金融学科的发展,用自己的科研经费两次组织全系的老师和博士后们,一起讨论金融学科的理论体系、研究方法、研究模式和教学安排等。当时笔者作为一个金融学门外汉,期待这两次学科建设讨论会能给个人的学习和研究以更多的指导。尽管在会上姜老师没有给出明确的答案,但他提出的问题,像学术的种子深深地埋在了笔者的心底。

金融学体系到底有多大?它的理论、方法、模式及其在中国的发展现状与未来如何?

投资学是什么?体系有多大?它的主要理论、基本模式与发展实践有哪些?我国经济再发展需要什么样的投资学理论、模式和方法?

金融市场是什么样的多层次?每一个层次对应什么样的投资模式?多层次资本市场各自流动性需要什么样的估值,需要什么样的运行机制,可能会带来什么样的风险?如何在控制风险的前提下通过投资高效率地促进经济健康发展?等等。

本书专门研究创新与风险投资的理论、实务及其相关的国际经验和教训,以及风险投资在中国的实践,是笔者受高等教育出版社邀请撰写的一本投资学教材。在姜波克老师的大力支持下,笔者于2000年6月27日发起创建了我国第一家专业性风险投资研究机构——复旦大学中国风险投资研究中心。十多年来,在努力学习、研究创新与风险投资的过程中,笔者试图就上述问题给出一些自己的解答,逐渐形成了本书中关于投资学体系的认识,并曾应邀在全国第二届投资学论坛上做了主题演讲,得到了来自全国各高校的投资学领域专家们的认可。

近年来,除风险投资外,证券投资、并购投资、衍生工具投资、外汇投资等都有了很好的理论、方法、模型和实践,笔者必须将它们编写进教材。经过近3年努力编撰的这本教材,也仅是对投资学体系的粗浅梳理,还有很多需要精雕细琢之处,愿更多的学者和专家来一道加工、丰富。

本书由笔者负责统稿和第一章的编写,葛加国博士(申万宏源证券有限公司)负责第二章和第四章的编写,刘文文博士(中央国债登记结算有限责任公司上海分公司)负责第三章的编写,王维俊博士(上海国际信托有限公司)负责第五章的编写,周昂博士(中国人民银行杭州中心支行)负责第六章的编写,王周緬博士(上海市高级人民法院)负责第七章的编写,王凯博士(中国光大集团有限公司)负责第八章的编写。

仅以本书献给投资学的学习者和研究者们!更期待大家一起来把投资学的体系结构、理论、研究方法、研究模式、实务等不断完善,服务我国经济的再发展。

张陆洋

复旦大学国际金融系教授、博士生导师

复旦大学中国风险投资研究中心主任

目 录

绪论	1	本章导图	81
第一节 发展经济的六大类投融资模式	1	本章导言	82
第二节 投融资行为的本质特点和差异性	4	第一节 证券一级市场概述	82
第三节 对投融资理论及其方法体系等的再认识	6	第二节 股票一级市场的定价原理	95
第一章 风险投资	8	第三节 证券一级市场及投资银行发展的国际经验	100
本章导图	8	第四节 中国证券一级市场及投资银行的发展现状	106
本章导言	9	第五节 中国证券一级市场的发展趋势	109
第一节 风险投资及其金融经济价值	10	本章小结	112
第二节 创新创业经济学特性	12	关键术语	112
第三节 创新创业风险特性	14	复习思考题	112
第四节 风险投资运作流程及其风险规避与收益机制	18	第四章 证券二级市场投资	114
第五节 风险投资有限合伙制	23	本章导图	114
第六节 风险投资发展国际经验	27	本章导言	114
第七节 中国风险投资创新与探索	37	第一节 证券二级市场概述	115
关键术语	56	第二节 证券投资的对象	115
复习思考题	56	第三节 债券分析	124
第二章 现代证券投资理论	57	第四节 股票分析	137
本章导图	57	本章小结	147
本章导言	57	关键术语	147
第一节 现代证券投资理论概述	58	复习思考题	147
第二节 证券组合理论	59	第五章 企业并购投资	148
第三节 资本资产定价理论	64	本章导图	148
第四节 资本资产套价理论	76	本章导言	149
本章小结	79	第一节 并购概述	149
关键术语	80	第二节 并购历史	152
复习思考题	80	第三节 并购理论	166
第三章 证券一级市场投资	81	第四节 并购实务	177
		第五节 企业并购需要关注的问题	180

第六节 并购新趋势	181	第三节 外汇市场	244
本章小结	187	第四节 外汇交易	253
关键术语	188	本章小结	274
复习思考题	188	关键术语	274
第六章 衍生工具投资	189	复习思考题	275
本章导图	189	第八章 资产配置与投资组合	
本章导言	190	理论	276
第一节 衍生工具概述	190	本章导图	276
第二节 衍生工具的产生与发展	195	本章导言	276
第三节 衍生工具的定价理论	200	第一节 资产配置与投资组合相关	
第四节 衍生工具的应用	205	概念	276
第五节 中国衍生工具的发展		第二节 资产配置与投资组合相关	
状况	219	理论的发展	277
本章小结	226	第三节 资产配置与投资组合相关	
关键术语	226	理论的详述	279
复习思考题	226	第四节 投资组合及资产配置理论的	
第七章 外汇投资	227	研究进展	289
本章导图	227	本章小结	295
本章导言	228	关键术语	295
第一节 外汇	228	复习思考题	295
第二节 汇率	232	参考文献	296

绪论



如何才能更有效地发展经济,是发达国家、发展中国家以及落后国家共同面对的时代命题。从社会经济规律来看,经济发展就是把资源、资产、产权等经济价值挖掘出来,使其服务于人类社会的发展需求。这其实就是将资源、资产、产权货币化再资本化的过程。不同的资本运动阶段面临不同的成本关系、时间关系、风险关系、收益关系,也涉及不同的信息和知识关系。进一步通过对比风险(创业)投资、证券投资和衍生工具投资的投资行为差异,发现发展经济的不同投融资模式各自都需要建立适应各自特点的投资方法和风险管理模式。简单互相套用是有害的,会引发投资失败,并带来金融危机甚至经济危机。建立完备、有效的投资理论体系需要对这些问题进行清楚地梳理和再认识。本章试图为新时期投资学理论体系的重新构建提出基本的框架和逻辑结构。

第一节 发展经济的六大类投融资模式

通过观察经济发展的实践过程,可以发现人类发展经济的方式主要有三种。

第一,运用行政手段发展经济的方式。这是典型的计划经济方式,以苏联和我国改革开放前发展经济的方式为代表。这种方式具有决策速度快、执行效率高的优势,但往往会忽视市场利益与风险的短期和长期均衡问题,特别是伴随着决策者的行政周期轮换,其成效往往受制于行政效率与经济效率的不协同,从而导致这种方式在执行的过程中缺乏可持续性。

第二,运用市场手段发展经济的方式。这是西方工业经济发展的方式,以亚当·斯密(Adam Smith)时代的资本主义、我国浙江义乌小商品市场经济的发展为典型代表。此种方式通过商品价格调节竞争利益和风险均衡,实现资源有效配置,推动经济发展,并由小到大、由弱到强实现渐进式发展。我国江浙地区、珠三角地区以及山东半岛一带的经济发展,都证明了这种发展模式是有效的。

第三,运用资本手段发展经济的方式。这是有了资本市场后,大量企业通过资本市场获得资金,寻求利益与风险均衡,有效配置资源,推动经济发展的方式。此种方式通过资

本的快速聚集,形成对企业发展的强大推动力,极大地节约了资本积累的时间,快速实现规模经济,占领市场优势地位,获取竞争优势。发达资本主义国家能够超越其他国家快速发展,就很好地证明了资本市场的价值。但是由于资本具有逐利性,资本市场上的竞争也往往会带来经济泡沫甚至经济危机的恶果。

这些经济发展的主要方式,在特定的历史时期曾经起到了非常重要的作用,如政治、军事手段推进的方式在战争时期非常有效;行政手段推进的方式在缺乏市场机制的情况下非常有效;市场手段配置资源发展经济的方式,在市场有效的背景下非常有效;以资本手段配置资源发展经济的方式,在大量资本能够有效促进实体经济发展时是非常有效的。在新时期,像我国这样的转型经济体,发展经济需要更好地借助于全球金融市场的发展和资本的运作。这不仅是为了弥补资金的不足,更是为了更好地利用那些伴随资本运作而来的管理、服务、知识和信息,培育适合时代发展需要的、具备足够知识技能的人力资本。

如图0-1所示,运用资本手段发展经济的方式,无非就是将能够创造经济价值的资源、资产、产权等,在资本市场上先货币化再资本化,从而实现其经济效应,促进经济的发展。这里的货币化,就是指运用现代定价工具(如成本定价、收益定价、期权定价、收益差额定价、风险要素定价等),对资源、资产、产权等进行货币性的度量。资本化则是一个在货币化完成之后,将经过定价的资源、资产、产权等进行债权、股权和期权等金融工具的设计,使其参与经济运作的过程。

在现代金融市场的投融资行为中,运用资本手段发展经济,其成效会随投资对象的不同而不同,其创造经济价值的投资过程也有差异,其间各类风险产生的机理各异,因而创造经济收益的机制也不相同。为了更好地实现各类资产的经济价值,所需决策机制也应该有分别。

从投资视角来观察和分析经济发展过程,可以发现投资行为越来越复杂化、多元化、专业化、国际化和信息化,甚至越来越融合。但不论投资行为多么多元化,投资过程多么复杂,投资范围多么广泛,投资业务多么融合,通过聚类分析,可以将资源、资产、产权等的货币化再资本化过程划分为以下六种投融资模式(图0-1):

一是创新投资业务模式,即风险投资(又称创业投资)。它是通过股权投资的方式为初创企业提供资金支持和增值服务的投资模式。

二是一级市场模式,即上市业务模式(又称上市投资)。它是典型的投资银行业务模式,主要从事一级市场上的证券承销和并购业务,或者为企业提供融资财务顾问服务。

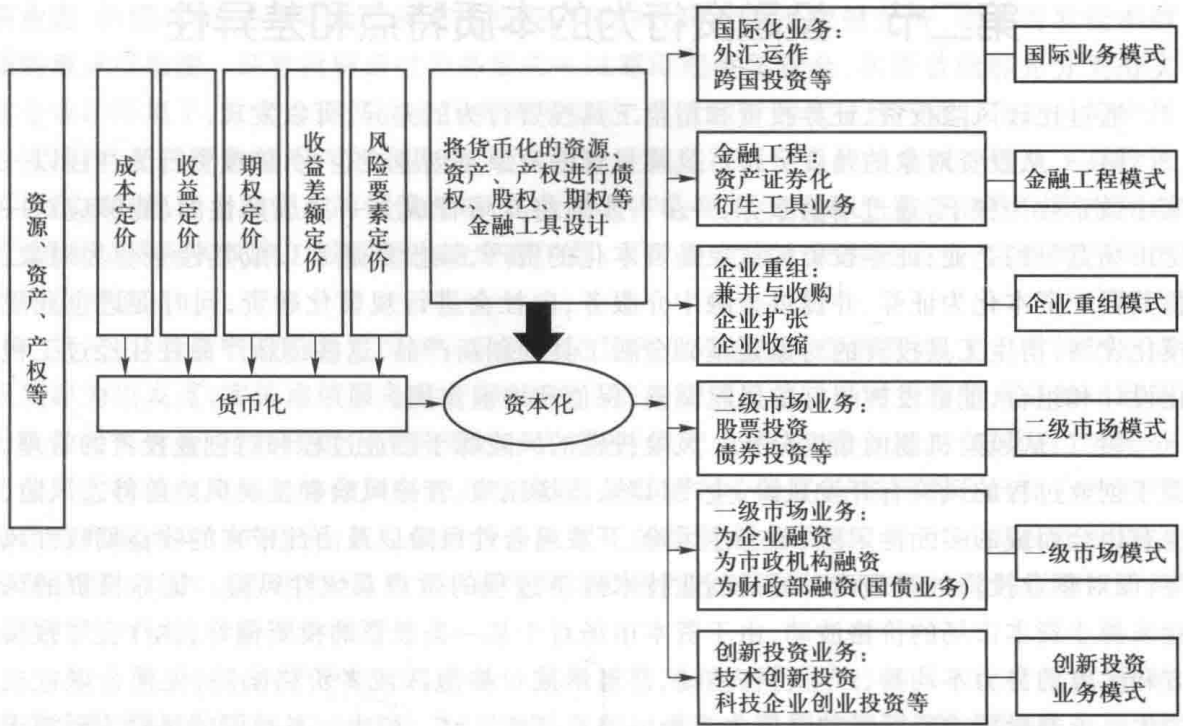
三是二级市场模式,即证券投资。这一模式主要从事已发行证券的买卖交易业务。

四是企业重组模式,即兼并收购业务的投资。这一模式是一种企业资产的融合方式,往往还涉及企业控制权的变动。

五是金融工程模式,即资产证券化和衍生工具的业务投资。这一模式利用工程化的思想和手段来解决金融问题,属于技术开发方式。它不仅包括金融产品的设计,还包括定价、交易策略设计和风险管理。

六是国际业务模式,即国际化投资。这包括外汇运作与跨国业务的投资等,是利用金

融工具进行资本的国际化运作,也包括利用金融工具规避国际金融市场的风险。



投资类型不同,还会导致价值类型各异。风险(创业)投资,是发现价值、创造价值的投资,往往与先进技术的市场化运作高度关联,会带来产业技术水平的大幅度提升,价值的溢出效应很强;上市投资,是资本价值实现的投资,不仅表明此时的企业运作已经达到成熟阶段,可以应对市场竞争,同时也为早期投入的风险资本提供有保障的退出平台,使其获得相应的投资回报,实现投资价值;证券投资,是基于价值的价格发现的投资,是利用证券市场上价格的波动来谋取价差收益,对市场价格波动趋势的预期往往基于证券的内在价值分析;并购投资,是价值整合重组的投资,是以获取企业控制权为目标,更加关注并购后企业的战略价值的增值;衍生工具投资,是资本价值避险型的投资,是将资产的收益和风险进行结构性分解和重组,转化为可流通的新的证券价值形式;国际化投资,是价值国际化的投资,是将资源、资产、产权的货币化和资产化过程进一步拓展到全球金融市场,利用不同市场间的收益、风险和监管差异谋取投资价值的增值或风险的调整。

因此,这六大投融资模式在创造经济价值的机理和本源上是有差异的,其理论和方法、实证模式等不同,存在巨大的规律性区别,需要有不同的适应各自规律的理论、方法和实证模式。如果只是简单地将其中某一种理论套用于其他投融资模式上,将会导致理论错位、方法错位、实证模式错位等问题。最为典型的例子就是大量中小企业和小微企业融资难、融资贵问题。这其实在深层次上,就是简单套用了成熟性企业的融资理论、方法和模式,产生了错位效应。

第二节 投融资行为的本质特点和差异性

通过比较风险投资、证券投资和衍生工具投资行为的差异,可以发现:

第一,从投资对象的角度分析。风险投资的对象是创业性企业,该投资行为往往以一家小微企业为种子,通过增值服务,一步一步地将其培育成为一家成熟性的、能够应对一定市场竞争的企业;证券投资的对象是资本化的资产,该投资通常以成熟性企业为对象,将其资产资本化为证券,并提供金融中介服务,向社会进行规模化融资,同时促进企业规模化发展;衍生工具投资的对象是基础金融工具的创新产品,这些创新产品往往经过工程化设计和组合,能够发挥很好的风险调整、保值和增值作用。

第二,从风险机制的角度分析。风险投资的风险源于创业过程和对创业投资的管理。源于创业过程的风险有开发风险、生产风险、市场风险、管理风险和发展风险等静态风险,也有组合而成的多元性风险、动态性风险、开放组合性风险以及由此带来的收益期权性风险;而对创业投资的管理面对的是创业技术经济过程的微观系统性风险。证券投资的风险来源于资本市场的价格波动,由于资本市场对于某一类股票的投资偏好,往往会导致买方和卖方的势力不均衡,产生价格波动,甚至形成价格泡沫或者价格陷阱,促使金融危机发生。证券投资主要面对的是资本市场的非系统性风险。衍生工具投资的风险主要源于对期权风险的判断和预测。金融资产未来价值的变化具有明显的不确定性,一旦判断失误,金融工具的设计就会出现偏差,据此进行的交易操作一定会带来投资损失。衍生工具的投资面对的是金融工具设计和组合错位的风险。

第三,从收益机制的角度分析。风险投资收益主要来自于股权转让的高收益。经过长期投资加增值服务,当达到市场预期时,投资人可以将其早期的投资资本在资本市场上出售,或者通过其他投资人的并购等交易活动获得高额回报。证券投资收益主要来自于股票的差价收益,投资人以价值投资的理念判断上市公司的价值,在信息对称的条件下实施低买高卖操作,从而获得证券价格的差价回报。衍生工具投资收益主要来自于对冲机制设计,在期权周期内设计出符合该金融资产的期货或期权价格,若设计合理,行权时即可获得回报。

第四,从投资周期的角度分析。风险投资的周期一般是长期性的,为3~7年,而且由于风险产生的复杂性,往往还可能延后回报周期;证券投资的周期一般是短期性的,以证券市场交易机制设计为期限,如以T+0或者T+1的时间周期为限;衍生工具投资的周期以期权设计周期为限,该期权的周期一般为3个月,最长也不超过1年。

第五,从流动性的角度分析。风险投资的流动性差,在3~7年可以有多个阶段的目标,每一个阶段性目标完成了,才有可能实施投资交易。即使如此,交易的流动性也是极差的。证券投资的流动性很高,以T+0或T+1为时间周期进行投资交易,流动性是以秒或更短的时间来计算的。衍生工具投资的流动性也很好,根据期权周期交易设计的规定,美式期权可以在到期日之前的任何一天进行交易,欧式期权则要到期权到期日方可交易,即使如此,交易的流动性也是高于风险投资的流动性的。

第六,从金融经济价值的角度分析。风险投资会创造新的经济增长点,这是由于风险

投资主要针对具有未来成长性的创新型企业进行投资,一旦成功往往会造就一个新产业、新业态、新模式,创造的是新的经济增长点。证券投资会创造规模经济,也会引发资本市场的泡沫或崩溃。证券投资通过公募形式可以筹得规模化资金,在资金能够充分支持实体企业的环境下,一定会促使企业达到规模经济,成为经济的支柱性产业。但是一旦出现过度操作,超过了价格泡沫的临界点,则会引发金融危机甚至是经济危机。衍生工具投资可以形成对原有金融资产的保值和增值,金融资产会随着宏观经济形势的变化而出现贬值、通胀或滞胀等现象。设计得当的金融工具,可以避免资产贬值的发生,实现资产价值的保值增值。

第七,从投资管理的角度分析。风险投资管理是风险规避型的管理,是以掌握创业成长规律为出发点,实施增值服务的管理,创造了新经济的价值。证券投资管理是基于财务分析的投资管理,主要依据上市公司的三大报表(资产负债表、现金流表、损益表)等来分析公司的价值与市场价格之间是否存在偏差,是其通过充分的市场行情分析和合理的预期收益判断而进行的投资,就是创造价格机制下的投资收益管理。衍生工具投资管理主要是金融工具的创新管理,是基于不确定性的分析和投机工具的对冲设计,利用期权价格敏感性进行量化分析和决策。

第八,从从业人员素质的角度分析。风险投资从业人员要求必须具备综合素质,熟悉创业过程风险的多元动态性和组合性特点,能够把握创业过程的规律,提供创新、市场、管理、发展战略等多方面的服务,促进创业进程顺利进行。证券投资从业人员要求具备的是证券和财务知识,主要依据资产负债表、现金流量表和损益表等财务报表,分析上市公司的价值,判断出价格的合理性,然后进行投资组合操作。衍生工具投资从业人员则需要高超的运作技巧,面对某一个经济事件、技术事件、政治事件、人物事件、外交事件等的变化及其影响,判断某一类资产在未来某一个时间阶段内价格的变化趋势,通过对该类资产的资本运作,实现价值的保值和增值。投资期内各种因素诱发的不确定性还会带来极强的投机性,这需要技巧高超的量化对冲策略和方案的设计实施,方能够通过有效操作来保障投资的风险收益均衡。

第九,从投资工具的角度分析。风险投资工具是有多多样性和组合性的,在创业的长期过程中,面对的风险机制和市场机制都是不同的,在信息和知识充分的前提下,借助早期的天使债权、中期的附加条件的股权及后期的普通股权等金融工具的组合,可以规避不同的风险机制和市场机制。证券投资工具往往是单一性的,上市公司面对的都是标准化的证券化资产,有着公允的定价方法,所有上市公司持有的都是标准普通股权,只不过行业不同、产业链上下游关系位置不同、国家宏观经济政策倾向性不同,因而对于股权价值的影响不同,导致了股票在交易过程中的价格各异。衍生投资工具是工程性的组合,在期权投资周期内可能产生反转的事件,因此往往在看涨期权的背后会同时做一个看跌期权的组合,或者在看跌期权的背后会同时做一个看涨期权的组合,防止出现期权价格受某一个因素影响,发生与预期相反的价格走向。如果事先就给出一个反方向的金融工具设计,当反转事件的影响出现时,可以实行与原期权方向反向的工具操作,由此设计出的以最小的投资成本来事先防范风险发生的机制安排,可以确保投资在期权有效期范围里,获得最好的风险收益均衡。

第十,从组合差异的角度分析。证券投资在投资组合过程中所面对的各类信息是已经发生并存在的,但是对于投资者往往是信息不对称的,所以需要找到分散这些风险的策略安排,投资收益取决于所选证券的种类、数目和资金量的多少。而风险投资的投资组合过程中,上述各类信息往往尚未发生,甚至是不存在的,而且这种情况是创业者和投资者需要共同面对的,一旦投资就必须尽可能找到一切方法去规避各种可能的风险,投资收益取决于所选项目的潜在市场价值的发现、揭示以及开发的深度和广度,还有价值增值的速度。衍生工具投资是纯粹的金融工具游戏,需要极强的金融数学基础,投资过程中金融工具设计的合理性和有效性是关键之处,投资失败也完全是源于对宏观经济判断的失误和期权设计的不合理。

综上所述,风险投资的投资组合是对实际投资过程中必须遵循的某种规律的把握,也只有这种组合方式才能实现创业的技术经济价值,并获得创业投资的金融经济价值。在风险投资的投资组合过程中,创业者和投资者需要共同面对信息残缺的情况,并找到一切方法去规避各种风险,投资收益取决于对所选项目的潜在市场价值的挖掘和价值增值的速度。证券投资的投资组合是一种投资策略,在实际投资过程中可以用也可以不用,关键在于投资者能否发现所投证券的内在价值,对于所选择的证券组合,其证券之间也要求没有必然的联系才能充分分散风险,保障投资收益。衍生工具投资是投资形态中最高级的形式,具有极强的投机性,它的运作取决于纯粹的数理逻辑分析能力和对投机的风险识别能力。

第三节 对投融资理论及其方法体系等的再认识

不论是哪一类投融资行为,按照经济学原理,都是要获取均衡收益的。第一是成本均衡。也就是说,资本都是有成本的,在投融资过程中,不论哪一类投资,最终都要实现成本均衡,才能够获得投资收益。第二是时间均衡。投资对象创造经济价值的过程有长有短,投资的收益也取决于该投资对象创造经济价值的时间周期的长短,只有以充分的时间实现了经济价值时,资本才能够获得基于成本均衡之上的超额收益。第三是风险均衡。这是因为投资对象不同,其实现经济价值的时间也有差异,在实现经济价值的过程中,风险产生的机制及其传递效应也各异,只有有效管理或规避了风险,且实现了投资的成本和时间均衡,收益才是有效收益。第四是收益均衡。作为一项投资行为,不论投资对象有何分别,有效实现了成本均衡、时间均衡以及风险均衡后,可能获得的有效收益的规模,还取决于金融市场交易的溢价水平。第五是信息及知识均衡。做任何投资,都要实现预期的成本均衡、时间均衡、风险均衡和收益均衡,因此必须要有充分的信息,有足以应对风险的知识。其中成本均衡、时间均衡、风险均衡和收益均衡是具有补偿特征的,补偿投资者的承受和付出,而信息及知识均衡是增值性的,使投资者更加理性,使投资分析和方案设计更加有效,使投资决策的失误更小。这五大均衡共同构建了投融资价值分析的基本框架。

特别就信息和知识而言,不同的投融资模式下的要求是不同的。对于证券投资而言,在投资者拥有同样知识的前提下,掌握了更充分、真实的信息者,将获得更多的投资收益。但是由于投资对象具有复杂性,即使在信息一致而充分的前提下,缺乏必要知识的投资者

也并不一定能获得投资收益。过去的投资学强调的是信息不对称的问题,对于知识问题没有做出特别说明,只是蕴含于“理性投资人”假定中,认为知识对所有投资者而言都是完备的。而对于创新对象的投资和衍生工具的投资,仅有信息是不够的,还必须有风险投资和衍生工具投资的相关知识。前者需要借助于知识来提供增值服务,后者需要知识进行金融工具的创新和投资方案的设计。否则,有知识者对无知识者形成“剪羊毛效应”,导致后者无法应对风险,不能合理决策,不能获得有效收益。

从实践来看,每种类型的投资领域都涌现过世界级的优秀的投资家和出众的投资机构,如从事风险投资的孙正义、从事证券投资的巴菲特、从事并购投资的KKR、从事大宗商品投资的罗杰斯,还有进行衍生工具投资的索罗斯等。尽管他们的投资对象不同,投资策略各异,但是他们都是依据各自的投资特点,采取了相应的投资方案,从而获取了可观的投资收益。正如前文所述,不同的经济发展模式下,采用的手段不同,产生的经济效应也不同。当以资本化手段来发展经济(参见图0-1所示),获取创造经济价值的收益时,需要明确投资对象、核算成本大小、设计投资过程、控制投资风险、估计投资收益,这就需要依据相应的投资理论、投资方法、投资风险控制模型、投资工具设计方案及投资收益实现机制等知识。以此为前提和基础来实施的投资,才是高效率的,才能够获取最优的投资收益。

因此,以成本关系、时间关系、风险关系、收益关系及所需的信息和知识关系,将发展经济所需的投融资模式划分为六大类型,并展开对其各自理论和方法体系的认知和论述,可以清晰地搭建起投资学的基本研究框架,可以明确地告诉学者和研究者,投资学是什么、投资学需要研究哪些问题、如何展开理论研究、如何将理论分析与实践操作有机结合起来。

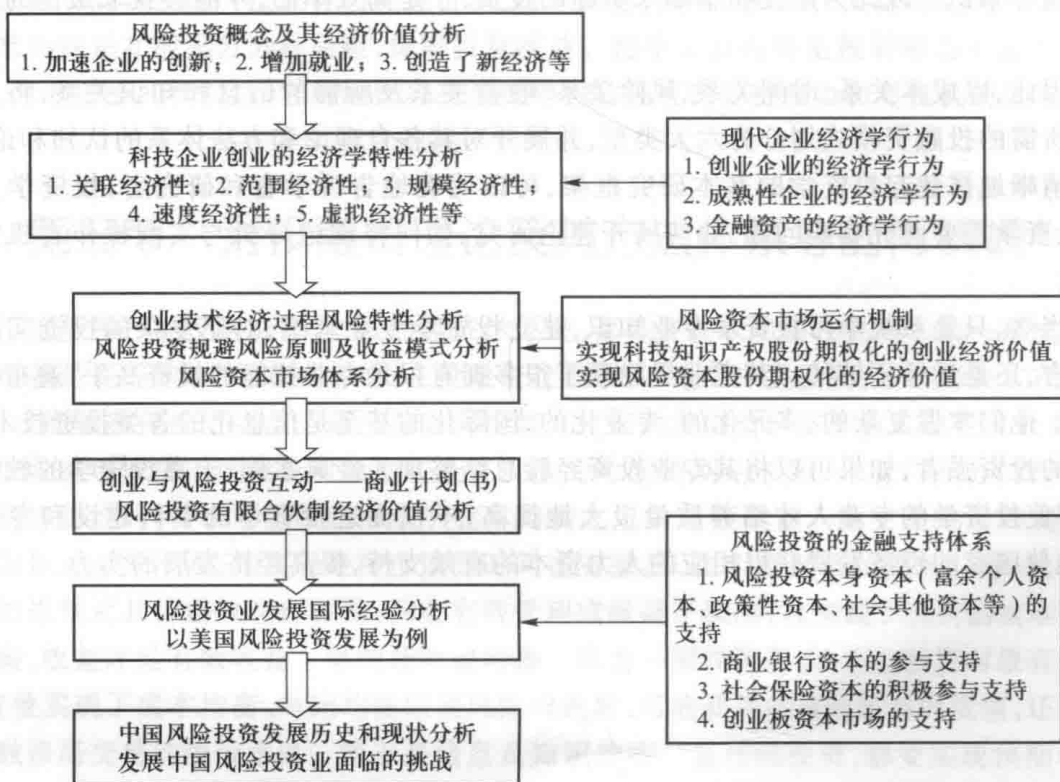
当然,只是系统学习投资学专业知识,建立投资学专业思维,对于复杂的投资实践操作而言,还是远远不够的。其实业界隐藏了很多拥有很强专业技能的投资高手,遍布很多领域。他们掌握复杂的、多元化的、专业化的、国际化的甚至是信息化的各类投资技术,是真正的投资强者,如果可以将其专业投资经验总结整理为经典案例,丰富投资学的教学内容,将使投资学的专业人才培养质量极大地提高,不仅促进投资学的学科建设和专业建设,也使国家的经济发展获得相应的人力资本的有效支持,提高经济发展的实力。

第一章

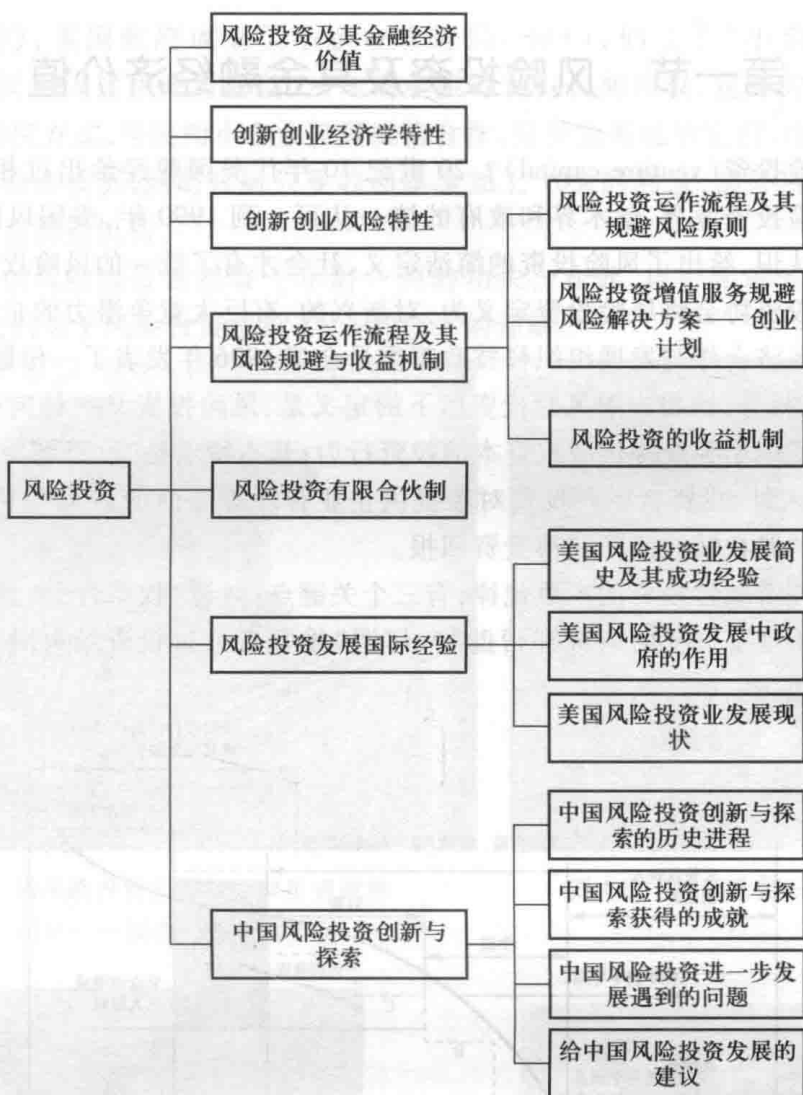
风险投资



本章导图



(1)



(2)

本章导言

风险投资又称创业投资,如绪论中所述,其不同于证券投资、并购投资、衍生工具投资。风险投资的经济行为是发现价值、创造价值。据美国小企业管理局的研究,风险投资的溢出效应大约为1:11。由于风险投资往往是以现代高科技的创新创业过程为投资对象的,遇到的风险往往高于其他投资行为,投资的成功(以投资后能够上市的标准来衡量)概率不到10%。一定程度上,一个国家风险投资的发达程度决定了该国未来的竞争力。

本章将从风险投资的概念入手,分析创新创业的经济学特性、风险特性,介绍创新创业风险投资运作流程及其规避风险的三项基本原则。同时,以美国的风险投资发展为典型案例,分析风险投资发展的国际经验和教训,进而讨论我国风险投资业的创新。