



普通高等教育“十五”国家级规划教材

高等学校金融学、财政学专业主干课程系列教材

投 资 学

张中华 主编



高等教育出版社
HIGHER EDUCATION PRESS

普通高等教育“十五”国家级规划教材

高等学校金融学、财政学专业主干课程系列教材

投 资 学

张中华 主编



高等教育出版社
HIGHER EDUCATION PRESS

内 容 简 介

本书为教育部普通高等教育“十五”国家级规划教材,湖北省精品课程使用教材,也是高等学校金融学、财政学、投资学和财务管理学专业的骨干课程教材。

本书研究的对象包括证券投资与产业投资,以投资决策为核心,经济变量分析与经济机制分析、微观分析与宏观分析、实证分析与规范分析相结合。全书内容分为四篇,共 22 章。第一篇:投资总论。主要介绍投资的一般原理和投资决定的两种基本模式。第二篇:证券投资。着重研究证券市场的基本结构及其运行;无风险证券的投资价值;投资风险与投资组合;证券市场的均衡与资本资产价格;证券投资的基本分析;证券投资的非线性分析;证券投资组合管理;衍生金融产品投资。第三篇:产业投资。着重研究产业投资运动过程;产业投资的市场分析;产业投资的供给分析;产业投资的经济效益评价;产业投资的社会评价;产业投资的不确定性分析等。第四篇:宏观投资。着重研究投资总量均衡、投资周期、投资结构、投资区域配置与投资宏观调节。

本书适合于高等学校经济学、管理学,特别是金融学、财政学、投资学、统计学和财务管理学专业本科生和研究生,也适合于从事投资实践工作者阅读。

本书配套开发了教师教学课件,在 <http://jpkc.znufe.edu.cn> 上设置了教学网站。

图书在版编目(CIP)数据

投资学/张中华主编. —北京:高等教育出版社,
2006.3

ISBN 7-04-019295-0

I. 投... II. 张... III. 投资学 - 高等学
校 - 教材 IV. F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2006)第 012380 号

策划编辑 于 明 责任编辑 于 明 封面设计 杨立新 责任绘图 郝 林
版式设计 张 岚 责任校对 俞声佳 责任印制 孔 源

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 100011
总 机 010-58581000

经 销 蓝色畅想图书发行有限公司
印 刷 化学工业出版社印刷厂

开 本 787×1092 1/16
印 张 26
字 数 580 000

购书热线 010-58581118
免费咨询 800-810-0598
网 址 <http://www.hep.edu.cn>
<http://www.hep.com.cn>

网上订购 <http://www.landaco.com>
<http://www.landaco.com.cn>
畅想教育 <http://www.widedu.com>

版 次 2006 年 3 月第 1 版
印 次 2006 年 3 月第 1 次印刷
定 价 34.00 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 19295-00

郑 重 声 明

高等教育出版社依法对本书享有专有出版权。任何未经许可的复制、销售行为均违反《中华人民共和国著作权法》，其行为人将承担相应的民事责任和行政责任，构成犯罪的，将被依法追究刑事责任。为了维护市场秩序，保护读者的合法权益，避免读者误用盗版书造成不良后果，我社将配合行政执法部门和司法机关对违法犯罪的单位和个人给予严厉打击。社会各界人士如发现上述侵权行为，希望及时举报，本社将奖励举报有功人员。

反盗版举报电话：(010) 58581897/58581896/58581879

传 真：(010) 82086060

E - mail: dd@hep.com.cn

通信地址：北京市西城区德外大街 4 号

高等教育出版社打击盗版办公室

邮 编：100011

购书请拨打电话：(010)58581118

前 言

从1979年我国实行改革开放政策以来,伴随着企业制度的改革、政府职能的转变和证券市场的建立和发展,我国产业投资的主体由以政府为主转变为以企业为主,产业投资的来源渠道由以财政为主转变为以银行信贷和自筹资金为主,证券投资逐渐增加,证券市场对产业投资的影响乃至对整个经济的影响日趋扩大。这一系列巨大而深刻的变革,提出了投资学创新的艰巨任务。

本书是教育部普通高等教育“十五”国家级规划教材之一,旨在系统介绍投资学的基本理论、基本知识和基本方法。在写作过程中,我们没有刻意去创造新知,只是试图以一个适合本科教学要求的框架体系,将现有投资的基本理论、基本知识和基本方法组合起来,提供给学生,以便学生在较短的时间内能够全面、系统地了解和掌握前人的研究成果。为了反映投资学研究的最新进展,我们对正在探讨中的一些问题也作了简要的介绍,旨在引发学生进一步学习和研究的兴趣。

1981年以前,我国计划、财政、金融和统计的官方文件中只有基本建设之称,而没有投资范畴。在国家计划和统计部门将基本建设和更新改造并称固定资产投资之后,我国高校于1988年将基本建设财务与信用专业改造为投资经济专业。为了适应这一变化,国内相继出版了一些《投资经济学》、《投资管理学》和《投资学》,其研究对象为固定资产投资。西方国家以《投资学》命名的教材,研究对象大多是证券投资。本书的研究对象既包括产业投资,也包括证券投资。全书以投资决策为核心,以投资收益与风险的权衡为主线,经济变量分析与经济运行机制分析、规范分析与实证分析相结合,从微观和宏观两个层次上对投资进行考察。这种安排,不仅有利于学生系统了解产业投资和证券投资的基本知识,还有利于学生深入理解投资的一般原理,以及全面把握产业投资与证券投资相互的关系。

本书分四篇,共22章,篇章顺序的安排是经过反复斟酌后确定的,与国内同名教材相比有诸多不同。我们先阐述投资的一般原理,再分别研究证券投资和产业投资,先研究证券投资和产业投资的微观决策,再研究投资的宏观决策,遵循的是从一般到特殊、由局部到整体的逻辑思路。在证券投资中,证券投资分析和证券投资组合管理必须了解证券投资的风险与收益及其证券价格的决定,而风险收益是相对于无风险收益而言的。因此,我们从研究无风险证券入手,先揭示了货币的时间价值,其次研究风险与风险溢价收益,再次阐述证券市场的均衡与价格的决定。在此基础上,阐述如何进行证券投资分析和证券投资组合管理。在产业投资决策中,要评价投资的经济效益,需要选择适当的贴现率,为此必须先了解货币的时间价值和证券市场的均衡价格;要

进行投资项目的筹资决策,需要先了解筹资渠道和筹资成本,为此也必须先掌握证券市场的基本知识。因此,我们先研究证券投资,再研究产业投资。在教学中,要求从整体上把握这些篇、章之间的内在逻辑关系。

本书的内容足够两个学期的教学。如果只安排一学期的课程,教师可根据不同专业的需要和学生的实际情况决定取舍。

在本书的写作过程中,我们广泛参考了国内外有关投资的教材、专著和论文,特此说明,同时向有关作者和译者一并致谢。本书的第七章和第十章采用了本人与谢进城、夏成才教授合作出版教材的部分内容。韩旺红、陈琼华、王清平、李建华、卢建新、张家峰等同事和我指导的博士研究生李俊英、王治同学审阅了本书的初稿,提出了宝贵的修改建议,还为本书制作了多媒体教学课件。在此,对他们的大力支持表示衷心的感谢。我的妻子刘俊霞博士不仅承担了一些章节的编写任务,还承担了繁重的家务,没有她的鼎力相助,就不可能有本书的出版。受命作为本书的主编,从构想全书的逻辑思路、基本框架,到一章一节地撰写,直至总纂、修改和定稿,历经三年多的时间,本人为此殚精竭虑,现在只希望没有辜负教育部的重托和众多支持者的期待。最后,我要对高等教育出版社的刘清田先生、于明先生表示衷心的感谢。刘清田先生于1999年与我初次相遇,一见如故,并鼓励我写一部投资学的本科教材。在本书正式启动之后,从体例的确定到编辑出版,于明先生给予了全过程的指导,并付出了大量的心血。

受作者水平所限,书中缺点和错误在所难免,恳请读者不吝赐教,以便今后修改完善。

张中华

2006年1月

教学支持说明

建设立体化精品教材,向高校师生提供精品教学内容集成方案,是高等教育出版社(集团)“服务教育”的重要方式。本书配套有教师教学课件,内容包括 Powerpoint 教学讲义、试题、习题解答等。高等教育出版社将向采纳该书作为教材的老师免费提供。

为确保此资源仅为老师教学所使用,烦请填写如下情况调查表。

证 明

兹证明 _____ 大学 _____ 系/院 _____ 学年(学期)开设的 _____ 课程,采用高等教育出版社出版的 投资学(张中华主编) (作者/书名)作为主要教材。任课教师为 _____, 学生为 _____ 个班,共 _____ 人。学生为:

本科 1/2 年级 ☐ 本科 3/4 年级 ☐ 研究生 ☐ MBA ☐ EMBA ☐ 在职培训 ☐

电话(手机): _____

传真: _____

E-mail: _____

联系地址: _____

邮编: _____

系/院主任: _____ (签字)

(系/院办公室章)

_____ 年 _____ 月 _____ 日

高等教育出版社同时出版了其他经济类图书的教学课件,相关事宜敬请联络高等教育出版社经济分社。



Higher Education Press

高等教育出版社经济分社

北京市朝阳区惠新东街4号富盛大厦(100029) 联系人:冯京亮/于明

Tel: 010 - 58581967/1249/14201496/1397 Fax: 010 - 82080921

E-mail: fengjl@hep.com.cn jingji@hep.com.cn yuming@hep.com.cn

Website: <http://la.hep.edu.cn> <http://4a.hep.edu.cn>

目 录

第一篇 投资总论

第一章 投资概述/1

- 第一节 什么是投资/1
- 第二节 投资的基本类型/5
- 第三节 投资学的产生与发展/8
- 第四节 投资学研究的对象和方法/11

第二章 市场经济与投资决定/15

- 第一节 投资决定的两种基本类型/15
- 第二节 我国投资决定模式的历史演变过程/18
- 第三节 完善市场经济体制与投资制度/21

第二篇 证券投资

第三章 证券投资概述/26

- 第一节 证券的种类/26
- 第二节 证券投资的主体、目的及其类型/32
- 第三节 证券投资的作用/35

第四章 证券市场及其运行/39

- 第一节 证券市场的功能与结构/39
- 第二节 证券的发行/44
- 第三节 证券的交易/48
- 第四节 证券市场行情指标/53

第五章 无风险证券的投资价值/60

- 第一节 货币的时间价值/60
- 第二节 利率的决定/62
- 第三节 利率的期限结构/63
- 第四节 无风险条件下债券投资价值的评估/68

第六章 投资风险与投资组合/72

- 第一节 投资风险与风险溢价/72
- 第二节 单一资产收益与风险的计量/75
- 第三节 投资组合的风险与收益/77
- 第四节 夏普单指数模型/88
- 第五节 以方差测量投资风险的前提及其实证检验/92

第七章 证券市场的均衡与价格决定/96

- 第一节 资本资产定价模型/96
- 第二节 资本资产定价模型的扩展形式/103
- 第三节 套利定价模型/105
- 第四节 证券市场效率/109

第八章 证券投资分析/112

- 第一节 证券投资分析概述/112
- 第二节 证券的投资价值/115
- 第三节 宏观经济分析/122
- 第四节 行业分析/127
- 第五节 公司分析/132
- 第六节 证券市场的发展阶段与制度分析/141

第九章 证券投资的非线性分析/146

- 第一节 线性分析的局限/146
- 第二节 证券市场的行为学分析/148
- 第三节 证券市场的分形结构/153
- 第四节 证券市场的动力学分析/156
- 第五节 证券投资分析方法的新尝试/157

第十章 衍生证券投资/161

- 第一节 期权投资/161
- 第二节 期货/173

第十一章 证券投资基金管理/187

- 第一节 证券投资基金组合管理概述/187
第二节 证券投资基金组合的方式及类型/195

- 第三节 证券投资基金组合业绩的评估/201

第三篇 产业投资

- 第十二章 产业投资概述/207**
第一节 产业投资的种类、特点及其作用/207
第二节 产业投资的主体和目标/215
第三节 产业投资的运动过程/218
- 第十三章 产业投资的市场分析/225**
第一节 市场分析的意义/225
第二节 市场空隙的决定因素/226
第三节 市场分析的方法/231
第四节 产业投资的市场战略/238
- 第十四章 产业投资的供给因素分析/243**
第一节 供给因素分析的必要性/243
第二节 制造技术的选择/245
第三节 企业投资规模的选择/251
第四节 产业投资地点的选择/257
- 第十五章 产业投资效益分析/263**
第一节 投资估算/263
第二节 预估财务报表的编制/268
- 第三节 投资经济效益的评价方法/274
第四节 不可分性、相互依存性和资金限量分配问题/278
- 第十六章 不确定条件下的产业投资决策/282**
第一节 产业投资的不确定性/282
第二节 敏感性分析/284
第三节 风险调整的折现率、概率分析与决策树分析/287
第四节 实物期权方法/292
第五节 处理产业投资风险的方法/296
- 第十七章 产业投资的社会评价/300**
第一节 社会评价的基本理论及方法/300
第二节 成本与效益项目的调整/304
第三节 成本与效益的度量/306
第四节 社会贴现率/309
第五节 就业、分配效益及其他/311

第四篇 宏观投资

- 第十八章 投资总量/314**
第一节 投资与储蓄/314
第二节 投资需求及其形成/316
第三节 投资供给及其形成/322
第四节 投资需求与投资供给的平衡/326
- 第十九章 投资周期/331**
第一节 投资周期概述/331
第二节 投资乘数与加速原理/332
第三节 投资乘数与加速原理相互作用模型/337
第四节 科尔内的投资周期理论/339
第五节 中国的投资周期波动/341
- 第二十章 投资结构/347**
第一节 投资结构概述/347
第二节 投资结构的决定因素/352
- 第三节 投资结构的演变规律/360
第四节 规划投资结构的方法/364
第五节 我国投资结构的演变与优化/366
- 第二十一章 投资区域配置/374**
第一节 投资区域配置的理论回顾/374
第二节 投资区域配置规律/378
第三节 我国投资区域配置的演变及评价/381
第四节 我国投资区域配置的变动趋势与政策/383
- 第二十二章 投资的宏观管理/387**
第一节 投资宏观管理的对象、目标及手段/387
第二节 投资宏观管理的财政政策/388
第三节 投资宏观管理的金融政策/395
第四节 投资宏观管理政策的协调/399

主要参考书目/404

第一篇 投资总论

第一章 投资概述

本章首先将从分析日常生活中的投资现象入手,在明确界定投资范畴的基础上,着重分析投资的主要特征;其次将投资区分为证券投资与产业投资、直接投资与间接投资,并揭示它们在经济发展中的不同作用及其联系;再次将简要地回顾投资理论的产生与发展过程;最后将说明投资学研究的对象和方法。

第一节 什么是投资

一、日常生活中的投资

投资这一名词,在人们的日常生活中经常碰到和用到,居民、企业、政府和其他经济组织可能进行各种形式不同的投资:

居民家庭在获得一定数量的货币收入后,可能将部分货币收入用于满足现期消费的需要,如购买食品、服装等,但同时可能将满足现期消费支出后剩余的货币收入存入银行,或用于购买债券或股票。

企业有多种类型,但无论何种企业,要从事生产经营,都必须预先垫付一定数量的货币,用以建造或租用生产经营场所和购置设备。例如,汽车生产企业要有厂房和生产流水线;钢铁生产企业要有高炉;商业企业必须事先建设或租用经营场所和办公场所;水力发电企业要建筑水坝和安装发电机组。

农民从事农业生产,不仅需要购买种子、化肥、农业工具或农业机械,还可能要修筑水渠。为了增加产出或改善生产条件,农民往往需要增加种子、化肥和农业机械。

政府为了给居民生活和企业生产提供公共设施,如建筑交通道路,铺设供排水设施、供电和

通信网线,治理大江大河等。

二、投资的定义

由于所处的经济发展阶段不同,或观察问题的角度和深度不同,或侧重于理论剖析与侧重于处理实际问题的需要不同,对于投资的定义有着多种不同的表述^①。

我们认为,投资的定义可以表述为:一定经济主体为了获取预期不确定的效益而将现期的一定收入转化为资本或资产。

那么,什么是资本或资产呢?在资产平衡表中,企业的资产等于所有者权益(或资本净值)加上负债,而所有者权益或资本净值通常分为实收资本和未分配利润。利润是资本的收益,一部分可能用于分红,未分配利润则是没有用于分红的部分,除少量现金外,绝大部分已经被用于再投资,并形成了资产,反映股东权益的增加。资本和资产都是价值指标,差别在于资产反映企业的总价值,资本反映股东的权益。从分类来看,企业资产分为固定资产、流动资产和递延资产等,这种分类侧重反映的是资产实物形态的差异;资本分为实收资本和未分配利润,反映的是资本价值形成来源的差异。

在经济学中,斯密最早对资本做出了明确的界定。他认为,个人的资财可以分为两部分,一部分用于消费;另一部分是他储存起来期望获得收入的那部分。此后,西方经济学家大多沿袭了这种用法。在现代经济学中,资本作为一种与土地、劳动力相区别的生产要素,主要有三类:建筑、设备以及存货。它是用于进一步生产的已产出的商品,而劳动与土地仅仅是初级的入量,通常不认为能被经济社会生产出来。资产在经济学中也被定义为能给所有者带来货币收入的物品。但是,不仅生产使用的建筑、设备以及存货是资产,用于出租获利的住房、银行存款、股票、债券,这些能够给所有者带来收入的物品都被称为资产。

三、投资的主要特征

(一) 投资总是一定主体的经济行为

投资主体即投资者。投资主体可能是居民、企业或其他盈利性机构,也可以是政府或其他非盈利性组织。其中,企业可能是国有独资企业、私有企业、股份制企业、合资企业或外资企业;其他盈利性机构可能是投资基金、证券公司等;政府可能是中央政府或地方政府;其他非盈利性组织如学校、福利基金会等。作为投资者,必须拥有一定数量的货币资金,拥有对货币资金的支配

^① 例如,威廉·夏普给投资下的定义是:为了(可能不确定的)将来的消费(价值)而牺牲现在一定的消费(价值)。萨缪尔森在其《经济学》中认为:“对于经济学家而言,投资的意义总是实际的资本形成——增加存货的生产,或新工厂、房屋和工具的生产……只有当物质资本形成生产时,才有投资。”夏皮洛在其《宏观经济分析》中也认为:“投资在国民收入分析中只有一个意义——该经济在任何时期以新的建筑物,新的生产耐用设备和存货变动等形式表现的那一部分产量的价值。”G. M. Dowrie 和 D. R. Fuller 在《投资学》中则将投资区别为广义投资和狭义投资:“广义的投资是指以获利为目的的资本使用,包括购买股票和债券,也包括运用资金以建筑厂房、购置设备、原材料等从事扩大生产流通事业;狭义的投资指投资人购买各种证券,包括政府公债、公司股票、公司债券、金融债券等”。

权,可以享有投资收益,同时也必须承担投资可能发生的损失。

投资者作为所有者,拥有一定数量的货币资金是必不可少的,但并不需要事必躬亲,而可以将其一些事项委托给他人来完成。居民可以直接投资办厂设店,不仅负责垫付货币资金购买机器设备,还利用投资建成的生产能力直接从事生产经营,直至实现投资的回流并盈利。居民投资者也可以通过购买和持有某个公司的股票来分享该公司创造的收益,而将公司的生产经营委托给职业的经理人员。这样就产生了企业所有权与经营权的分离。在证券市场上,居民投资者并不一定要直接向发行债券和股票的企业购买债券和股票,而可以委托证券公司代理购买;居民投资者还可以投资于投资基金,由投资基金公司代理买卖实业公司的债券和股票。

(二) 投资的目的是为了获取投资效益

投资主体总是始于一定的目的才进行投资的,投资者将一定的收入转化为资本,目的是为了获取资本增值收益。

投资的效益可以从多角度观测:(1) 投资效益可分为宏观经济效益和微观经济效益。宏观经济效益是从整个国民经济角度来考察的投资效益,如投资带动国民收入和就业的增加等;微观经济效益是从单个项目角度来考察的投资效益,如投资增加企业的利润等。(2) 投资效益可以分为直接效益和最终效益。直接效益是投资初始成果,如获取对企业经营的控制权,占领市场等;最终效益则是投资的最终成果,如获取经营控制权和占领市场的最终目的可能是为了增加利润、企业价值的增值、增加收入或财富。(3) 投资效益还可以分为投资者的财务效益和社会效益。财务效益可以用价值尺度计量,如利润、债息和股利;社会效益不一定能用价值尺度准确计量,如增加就业,改善生态环境等。

一般认为,资本主义社会投资的目的是为了获取剩余价值。这是从生产资料私人占有推演出来的逻辑结论,抽象了许多复杂的因素,现实经济生活远比这些复杂。在资本主义社会,有企业投资,也有政府投资,两者投资的动机存在明显的差异。资本家作为经济人,投资的目的是使自己的收益最大化,但作为现实人,投资又不得不考虑相关者的利益。

关于传统社会主义体制下的投资动机,科尔内做过这样的描述:“最重要的动机是,领导者——不论他是一家工厂厂长,一个生产企业的经理,一家医院的院长还是一所学校的校长——总是与他的工作结为一体。他深信自己负责的单位的活动很重要,因此必须发展。他感到本单位内部问题的压力,相信通过投资能解决这些问题,至少是解决一部分。”“除了这些高尚的动机外,还可能伴随着其他不那么高尚,但属于人之常情,可以理解的动机。领导者的权力、社会名望,从而他本人的重要性随着企业或非营利机构的发展而增长。”^①随着经济体制改革的进行,社会主义社会出现了多种投资主体,各类投资主体的目的不尽相同。

(三) 投资可能获取的效益具有不确定性

投资是跨时期的,从垫付资本到获利往往需要经历一个较长的时期。如果投资建设期是三

① [匈]亚诺什·科尔内:《短缺经济学》,经济科学出版社1986年中文版,第198~199页。

年,那么三年后才能开始回收投资;如果资本每年创造的收入只相当于本金的10%,必须再经过十年,才能回收全部投资。在这个长过程中,由于政治、经济、技术、自然、心理等众多因素的变化,投资预期收益不确定,投资者有蚀本甚至破产的可能性。这种可能性就是投资的风险。

可以获得预期效益,使投资者具有内在的动力;要承担一定的风险,又使投资者受到内在的约束。如果轻易可获得收益,而无任何风险,投资者就会有一种永无止境的投资扩张冲动;相反,如果风险是确定的,而无获利的可能性,投资者就会停止投资。可见,只有在风险和效益相统一的条件下,投资行为才能得到有效调节。

投资风险的大小和投资报酬的高低一般是成相同方向变化的。如果想获得较多的报酬,常常需要冒较高的风险。一般地说,购买债券的风险较少,得到的报酬也可能少些;而购买股票的风险很大,但得到的报酬也可能很高。

(四) 投资必须放弃或延迟一定量的消费

在投资以前必须有一定数量的资金,如果不借入资金,投资必须花费现期的一定收入。从整个社会的角度看,在收入一定的情况下,要投资,就要放弃或延迟一定量的消费。

投资需要花费现期的一定收入,同时又能在未来时期创造收入,因而可以看作是现期消费与未来消费的一种抉择。在收入水平一定的条件下,投资多少,就取决于个人和社会对消费的时间偏好。在时间偏好一定的条件下,投资多少,投资什么,就取决于现期收入的水平、投资收益的高低及风险程度。

如果某人拥有巨额财产或收入,在满足其现期的消费需求后仍有比较宽裕的资金,那么他可能将较多的收入用于投资。他希望获得较高的预期收益,愿意承担较大的风险,可能直接投资设店办厂或者购买普通股票。同时,因为收入较多,他也可能购买免税证券,以逃避过高的所得税,或者购买不动产、黄金等,以免除或减轻通货膨胀带来的损失。相反,如果某人既无财产,收入又低,就很难有很多的积蓄拿来投资。如果考虑到要为子女提供未来的教育费用,他可能从收入中匀出一部分钱购买经常收入稳定、本金回收可靠的中、长期政府债券,或其他类似的证券。如果想积蓄一部分钱来应付临时发生的意外需要,他可能把钱投在没有风险或风险很小而流动性很强的短期证券上。

(五) 投资所形成的资产有多种形态

一般说来,投资所形成的资本可以分为真实资产(real asset)及金融资产(financial asset)。

所谓真实资产指能创造收入的资产,如土地、设备、房产、黄金、古董等;金融资产只是收入或财富在投资者之间的配置,或者说是获取真实资产所创造的收入的权证,如定期存单、股票、债券等。一个社会的物质财富、经济发展水平和居民生活水平最终取决于该社会经济的生产能力,即社会成员提供产品和服务的能力,而这种生产能力是社会经济中的真实资本的函数。

金融资产对社会经济的生产能力只能起间接的作用,不能直接创造财富和收入。投资者购买股票和债券,对发行股票和债券的企业运用真实资本所创造的收入拥有要求权,社会成员拥有金融资产的多少会影响收入或财富在社会成员之间的分配。

各类真实资产和金融资产都可以成为投资者投资的对象,但它们的安全性、获利性及流动性

不尽相同。有的资产安全性高,易于转让,但收益不高;相反,有的资产收益率高,但安全性差,变现也比较困难。投资者要根据个人对风险的承担能力及其对获利性和流动性的要求来选择投资对象,进行资产的合理组合。

第二节 投资的基本类型

一、产业投资与证券投资

(一) 产业投资

产业投资,又称为实业投资,是指为获取预期收益,以货币购买生产要素,从而将货币收入转化为产业资本,形成固定资产、流动资产和无形资产的经济活动。产业投资属于真实投资,从价值源泉来看,产业投资也是最具典型意义的真实投资。

自古至今,任何生产都是劳动者运用劳动资料作用于劳动对象的过程。劳动力、劳动资料和劳动对象是社会生产不可缺少的三个基本要素。为了获取有用产品,就必须投入劳动力、劳动资料和劳动对象三项基本要素,为生产提供必不可少的条件。

在自给自足的自然经济下,生产要素的投入表现为劳动力和实物的投入。如农民以自制农具,用上年收获的粮食作为种子,在春季播种,在秋季收获新的更多粮食。

在商品生产条件下,每个商品生产者都只生产某一种产品或某几种产品。如果需要其他产品,就需要通过商品交换来实现。但是,在简单商品生产条件下,生产者之间的商品交换只是采取以物换物的形式。这时,生产要素的投入,依然表现为劳动力和实物的投入。

在现代商品生产条件下,商品交换以货币为媒介。无论是企业,还是个人,要进行生产活动,都要预先垫支一定数量的货币,以购买劳动资料、劳动对象和支付劳动者的工资报酬。这时,企业投资就表现为货币资本的投入,其他等价物的投入也被折算为货币资本。这样,企业的整个生产过程就表现为三个阶段:一是以货币购买机器设备、原材料和支付劳动力工资。二是在企业家的精心组织管理下,由生产劳动者操作机器和设备,按一定标准对原材料进行加工制作,生产出适合市场需要的产品。三是销售产品,收回货币。第一阶段称为投资阶段;第二阶段称为生产阶段或严格地称为直接生产阶段;第三阶段称为销售阶段。

企业的投资、生产和销售,既有联系,又有区别。投资过程不同于直接生产过程。投资过程是为生产过程提供生产能力的行为过程;直接生产过程则是运用投资所提供的生产能力,生产产品的行为过程。前者的成果是生产能力,后者的成果是产品。投资也不同于产品的销售。产品销售是出售生产过程的成果的过程。投资在直接生产过程之前,而产品销售在直接生产过程之后。

伴随着经济的发展和市场化程度的提高,技术、劳动力的素质和商誉等,对于企业的生存和发展有着越来越重要的意义。有的企业可能将大量的资金用于技术开发,或用于购买技术专利,以提高企业的技术水平和产品质量;有的企业可能将大量的资金用于广告宣传或用于购买某种

商标的使用权;有的企业可能将一定量的资金用于对职工的培训学习。这些是企业的无形资产投资或人力资本投资。它们已成为产业资本的重要组成部分。但是,它们很难独立存在。如果一个企业只有无形资产而没有建筑、设备和存货资产,是很难生存和发展的。

产业的发展离不开基础设施的支持。基础设施是为多个使用者提供服务的公共事业和公共工程,如交通道路设施、能源供给设施、邮电通讯设施等。基础设施按照功能可以划分为生产性基础设施和生活性基础设施。其中,生产性基础设施是为多个生产者提供服务的公共事业和公共工程;生活性基础设施是为居民生活提供服务的公共事业和公共工程。基础设施的完善程度影响一国或一个地区经济增长的速度、贸易多样化的程度、减轻贫困的难度、人口生存的安全性和环境的可持续性。所以,它们被称为社会分摊资本或社会间接资本。随着市场化程度的提高,竞争机制被广泛引入交通、能源和通信等基础设施部门,这些部门已经成为越来越重要的产业部门。

(二) 证券投资

证券是各种权益凭证的总称,被马克思称之为虚拟资本或“资本的纸制复本”。证券投资是指一定的投资主体为了获取预期的不确定收益购买资本证券,以形成金融资产的经济活动。证券投资属于金融投资,是最具典型意义的金融投资。

证券投资是伴随着商品经济的发展而逐渐发展起来的。在商品经济发展的初期阶段,各类产业以手工操作为主,生产规模小,创办一个手工作坊、工场和开设一家餐馆、商店,所需投资数额不多,投资者多是运用自有资本的积累单独或合伙进行产业投资。他们享受投资可能带来的全部的收益,但也要承担全部的风险,而且负有连带的无限责任。如果他们所开办的作坊、工场、餐馆、商铺资不抵债,就要用其他来源的收入或变卖其他家产来清偿债务。

随着经济发展,生产规模逐渐扩大,贸易的范围也逐渐拓宽,无论是从事远涉重洋的海外贸易,还是修筑铁路,创办采用机器生产的纺织厂,所需的资金都不再是独资和少数几个人合伙所能满足的。于是,客观上提出了集中资金的要求。同时,随着单位投资规模的扩大,投资风险逐渐增大,单个投资者无力承担投资的全部风险,客观上又要将整个项目的投资风险分散到多个不同投资主体身上,而且将每个投资者所承担的风险限制在一定范围内。为了解决集中资金和分散投资风险的问题,以股票和债券为主要内容的长期资本市场应运而生。在资本市场出现以后,拥有货币资本的资本家则可以通过购买股票和债券来获取股份收益或债券利息。这样整个社会除了产业投资以外还存在着证券投资。

历史上,早在15世纪,地中海城市便出现了邀请公众入股的城市商业组织,股东有商人、王公、教授、廷臣乃至一般城市居民。这种商业组织的股份不得转让,但投资者可以收回。它还远远不是现代意义上的股份经济,但已经开始通过向公众筹集资金用于兴办实业。由于美洲的发现,16世纪的国际贸易逐步由地中海转到大西洋,英格兰成为更重要的贸易中心。在当时重商主义的政策下,英国出现了一批具有垄断特权的以国外贸易和殖民为目的的贸易公司。如1553年成立的莫斯科尔公司和1600年由伊丽莎白一世特许成立的东印度公司。当时投资者是为每一次的航海筹集资金,每次航海结束后进行结算,参与者收回自己的股本和利润。这种公司也还

不是现代意义上的股份经济,但它不仅可以起筹资的作用,还可以起到分散投资风险的作用。

现代意义上的股份投资是在17世纪下半期获得显著发展的。从17世纪下半期开始,到18世纪初,股份投资主要集中于银行和交通运输部门。发轫于18世纪末的工业革命,到19世纪上半期已基本完成机器生产代替手工生产的过程。机器的采用,有机构成的提高,使企业规模急剧扩大,单个企业所需要的投资量相应增多。正是在这种情况下,1855年英国认可了公司有限责任制,1862年颁布了股份公司法,使股份公司和股份投资得到了飞速发展。19世纪末和20世纪初,股份公司进一步发展,并已成为占统治地位的企业组织形式。

债券信用方式最早是由国家运用的。早在12世纪末期,威尼斯共和国就曾发行过债券。但大规模的债券发行还是进入17世纪以后的事。到1697年时,仅英国的国债发行额即已达2100万英镑;及至1749年,该国国债发行额已高达8100万英镑。到17世纪中叶,公司已开始利用债券作为筹资手段。不过在垄断资本主义形成以前,公司债券的发行量还不太多。公司债券的迅速发展是在资本主义社会进入垄断阶段后。

从1929—1933年,西方发达国家爆发了空前的经济大危机。这次大危机的发生与证券市场的过度膨胀有着直接关系,反过来又严重影响了证券投资的进一步发展,使证券市场几乎崩溃。1929—1930年,美国道·琼斯股票指数下跌达90%。危机结束后不久,又爆发第二次世界大战。大战期间,除由于政府开支扩大,公债发行和交易业务有一定增加外,证券市场总体上始终未能恢复到危机前的规模和水平。

进入20世纪50年代后,由于科学技术革命推动了西方发达国家产业结构的大幅度调整,加上西方国家政府对经济采取一系列干预措施,加强和完善了对证券发行和投资的管理,证券市场复苏发展起来。证券工具逐渐增多,发行方式和交易方式更加多样便利,证券市场向国际化方向发展,证券市场的管理手段也日趋现代化。

二、直接投资与间接投资

直接投资、间接投资和产业投资、证券投资是两对紧密相连的范畴,在有的著作中甚至把直接投资、间接投资分别等同于产业投资和证券投资。但严格说来,这两对范畴是有区别的。

直接投资(direct investment)指投资者直接开厂设店从事经营,或者投资购买企业相当数量的股份,从而对该企业具有经营上的控制权。在这里,资产的所有权和生产经营权是统一的。拥有经营控制权是直接投资的特点。即使不是买进股份而是长期贷款,如果这种借贷关系伴随有参加经营的因素(如母公司对子公司的贷款等),也属于直接投资。

间接投资(indirect investment)指投资者购买企业的股票、政府或企业债券、发放长期贷款而不直接参与生产经营活动。在这里,资产所有权与生产经营权是相对分离的。

在现实生活中,间接投资和直接投资的界限并不是很明确。例如,在有的情况下,仅仅掌握10%的股份就能控制经营权;而在另一种情况下,即使掌握了49%的股份,如果其余的51%为一个人所独享,也不能控制经营权。究竟拥有多少股份才能控制经营权,要视企业股份分布的具体情况而定。一些国家为了划分直接投资和间接投资,规定了具体的数量标准。例如,美国商务部

以持有 25% 的股份作为划分直接投资与间接投资的标准。

随着间接投资的发展,资本所有权与生产经营管理权相分离,管理成为一项专门职业。正是管理的专门化,使得管理成为一门日臻完善的科学。现代大公司的经理往往都经过正规的训练,具备特殊的管理才能和技术。相对于当初靠冒险精神所涌现出来的一批资本家来说,他们无疑把经济管理提升到了一个新的水平。可见,间接投资有利于企业家阶层的形成,并有可能提高资源配置效率。但是,所有权与经营权的相对分离,也带来了资本所有者与经营者之间信息不对称,由此可能引发投资与生产经营中的逆向选择和道德风险问题。

直接投资与间接投资的分类通常被用于分析国际投资问题。早期的国际投资以间接投资为主。国际直接投资大约出现于 19 世纪中期,但直接投资迅速发展并成为国际投资的主要方式是第二次世界大战以后的事。二战后,科学技术的发展、国际分工的深化、生产力的发展,极大地推动了国际直接投资的发展。

第三节 投资学的产生与发展

一、投资学的理论渊源

投资是流量,它的对应物存量就是资本,因此,投资学的起源可以追溯到古典经济学关于资本问题的研究。

在经济学说发展史上,重农学派将理论考察的视角由流通领域转移到生产领域,涉及到了资本在再生产中的作用,但是他们并未使用“资本”一词。最先对资本积累做出系统研究的是亚当·斯密。其主要贡献是:(1)明确区分了固定资本和流动资本两个范畴。(2)明确指出了增加资本积累对经济发展的作用,认为社会财富的增加与投资数量的大小及资金用法的好坏成正比。(3)研究了增加资本的途径,认为积累资本有两条道路,或是增加收入,或者减少消费。(4)研究了资本使用方向对经济的影响,认为按照事物的自然趋势,资本首先应大部分投在农业上,其次投在工业上,最后投在对外贸易上;各种用途的投资相互依存,缺一不可。(5)提出了以绝对成本学说为基础的投资地域和国际分工理论。(6)研究了市场机制对投资的调节作用。(7)提出了适合市场经济发展初期需要的投资政策主张。在斯密之后,李嘉图研究了资本积累的动力以及国民收入分配对投资的影响。他认为,利润是资本积累的动机,也是资本积累的来源。同时,他还提出基于相对成本的投资地域和国际分工理论。

值得指出的是,古典经济学所说的资本积累实际包含储蓄和投资两个方面,“这便意味着,每一个储蓄决定和相应的投资决定相重合,以致储蓄实际上可以没有任何障碍地、理所当然地转变为(实物)资本”。^①正因为如此,古典经济学没有发展出独立的投资理论。

^① 约瑟夫·熊彼特:《经济分析史》(第一卷),商务印书馆 1991 年版,第 488 页。