

INVESTMENTS (9th Edition)

投资学

(第9版·精要版)

滋维·博迪

Zvi Bodie

波士顿大学

(美) 亚历克斯·凯恩 著

Alex Kane

加利福尼亚大学

艾伦 J. 马库斯

Alan J. Marcus

波士顿学院

汪昌云 张永冀 编译



机械工业出版社
China Machine Press

图书在版编目 (CIP) 数据

投资学 (第9版·精要版) / (美) 博迪 (Bodie, Z.), (美) 凯恩 (Kane, A.), (美) 马库斯 (Marcus, A. J.) 著; 汪昌云, 张永冀编译. —北京: 机械工业出版社, 2014.12
(金融教材译丛)

书名原文: Investments

ISBN 978-7-111-48772-2

I. 投… II. ①博… ②凯… ③马… ④汪… ⑤张… III. 投资经济学 - 高等学校 - 教材
IV. F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 281018 号

本书版权登记号: 图字: 01-2014-7254

Zvi Bodie, Alex Kane, Alan J. Marcus. Investments, 9th Edition.

ISBN 0-07-353070-0

Copyright © 2011 by McGraw-Hill Education.

All Rights reserved. No part of this publication may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic or mechanical, including without limitation photocopying, recording, taping, or any database, information or retrieval system, without the prior written permission of the publisher.

This authorized Chinese abridgement is jointly published by McGraw-Hill Education and China Machine Press. This edition is authorized for sale in the People's Republic of China only, excluding Hong Kong, Macao SAR and Taiwan.

Copyright © 2015 by McGraw-Hill Education and China Machine Press.

版权所有。未经出版人事先书面许可, 对本出版物的任何部分不得以任何方式或途径复制或传播, 包括但不限于复印、录制、录音, 或通过任何数据库、信息或可检索的系统。

本授权中文简体字删减版由麦格劳 - 希尔 (亚洲) 教育出版公司和机械工业出版社合作出版。此版本经授权仅限在中华人民共和国境内 (不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾) 销售。

版权 © 2015 由麦格劳 - 希尔 (亚洲) 教育出版公司与机械工业出版社所有。

本书封面贴有 McGraw-Hill Education 公司防伪标签, 无标签者不得销售。

本书是学习投资学的不二选择。本书是由三名美国知名学府的著名金融学教授撰写的优秀著作, 是美国最好的商学院和管理学院的首选教材。本书观点权威, 阐述详尽, 结构清楚, 设计独特, 语言生动活泼, 学生易于理解, 内容上注重理论与实践的结合。书中详细讲解了投资领域中的风险组合理论、资本资产定价模型、套利定价理论、市场有效性等重要内容。

本书适用于金融专业高年级本科生、研究生, 金融领域的研究人员与从业者。

出版发行: 机械工业出版社 (北京市西城区百万庄大街 22 号 邮政编码: 100037)

责任编辑: 程 琨

责任校对: 董纪丽

印 刷: 北京瑞德印刷有限公司

版 次: 2015 年 1 月第 1 版第 1 次印刷

开 本: 185mm × 260mm 1/16

印 张: 23.75

书 号: ISBN 978-7-111-48772-2

定 价: 55.00 元

凡购本书, 如有缺页、倒页、脱页, 由本社发行部调换

客服热线: (010) 88379210 88361066

投稿热线: (010) 88379007

购书热线: (010) 68326294 88379649 68995259

读者信箱: hzjg@hzbook.com

版权所有·侵权必究

封底无防伪标均为盗版

本书法律顾问: 北京大成律师事务所 韩光 / 邹晓东

ABOUT THE AUTHORS

滋维·博迪

滋维·博迪 (Zvi Bodie) 是波士顿大学管理学院金融学与经济学教授。他拥有麻省理工大学的博士学位，并且曾在哈佛商学院、麻省理工学院斯隆管理学院担任教职。博迪教授在养老金和投资策略领域的前沿专业期刊上发表过多篇文章。在与 CFA 认证的合作中，他最近做了一系列的网络广播，并且出版了专著《未来生命周期中的储蓄与投资》。

亚历克斯·凯恩

亚历克斯·凯恩 (Alex Kane) 是加利福尼亚大学圣迭戈分校国际关系和太平洋学院研究生院教授。他曾在东京大学经济系、哈佛商学院、哈佛肯尼迪政府学院做过访问教授，并在美国国家经济研究局担任助理研究员。凯恩教授在金融和管理类的期刊上发表过多篇文章，他的主要研究领域是公司理财、投资组合管理和资本市场。他最近的研究重点是市场波动的测量以及期权定价。

艾伦 J. 马库斯

艾伦 J. 马库斯 (Alan J. Marcus) 是波士顿学院卡罗尔管理学院的教授。他在麻省理工大学获得经济学博士学位。马库斯教授曾经在麻省理工学院斯隆管理学院和 Athens 工商管理实验室担任访问教授，并在美国国家经济研究局担任助理研究员。马库斯教授在资本市场以及投资组合领域发表过多篇文章。他的咨询工作也包括新产品研发以及为效用测评提供专业测试。他曾经在联邦住房担保贷款公司（房地美）做了两年的研究并开发出抵押贷款定价模型和信用风险模型。他最近在 CFA 认证机构中担任研究基金顾问委员会成员。

编译者简介

ABOUT THE COMPILERS

汪昌云

现任中国人民大学财政金融学院教授，中国人民大学汉青经济与金融研究院执行副院长，中国财政金融政策研究中心主任，曾任职新加坡国立大学商学院金融系。2007 年获国家杰出青年科学基金资助，2013 年入选“百千万人才工程”国家级人选，2014 年享受国务院政府特殊津贴。主要从事金融衍生工具、资产定价、中国资本市场等领域的研究，在国际高质量金融学期刊发表论文 30 余篇，其中 18 篇被 SSCI 收录。*Journal of Banking and Finance*（美国）等十余种国际学术期刊评审。

张永冀

北京理工大学管理学院讲师，高级会计师，北京理工大学信息披露与公司治理研究中心副主任。2010 年博士毕业于中国人民大学财务与金融系。主要从事资产定价、公司金融等领域的研究。

持续创新的金融市场，让我们不断反思过去的金融知识能否满足当前的社会需求，对于出版已有近30年历史的博迪《投资学》，同样在不断的更新中力求最大限度地贴合全球投资实务的发展，特别是贯穿全文的实例均来自近年市场的真实实践，从而让这本经典的教材焕发出时代的金融气息。然而，随着本书在各高校越来越受到不同专业学生的关注，同时教师授课也囿于课时的限制，使这样一本厚重的教材限制了很多入门读者和学生的阅读兴趣，所以我们决定制作“删减版”来满足这一需求。

本书是在博迪等作者《投资学（原书第9版）》的基础上根据教学实践进行精简的版本。与原版相比，本书删减了13个章节，剩余内容涵盖了投资学的主要概念框架，更适合本科生一学期的教学安排。同时，编译者还对不同章节的部分内容重新组织编排，力求一气呵成，以保证整本书阅读学习的连贯性。

本书共15章，各部分之间相对独立，读者可根据学习计划或兴趣安排阅读顺序。

第1章和第2章讲述金融市场、金融工具和证券交易制度等投资学基本概念，以使读者对全球投资环境有整体把握。

第3~8章为现代投资组合理论的核心。第3章讲述如何计量风险和收益以及资本市场历史带给投资者的启示。第4章与第5章描述投资者的风险偏好、资产配置过程、有效分散化和投资组合优化理论。第6章和第7章探讨资产组合理论中风险与收益权衡的问题，重点介绍资本资产定价模型、指数模型，以及描述风险与收益间关系的高级模型。第8章介绍了有效市场假说，并从行为科学角度评论了基于投资者理性假设的相关投资理论。

第9~13章分别介绍了债务市场、权益市场以及如何对两种基础证券进行从宏观到微观的分析，使读者建立起对证券定量与定性的整体分析框架。

第14、15章讨论金融衍生工具中最为典型的期权与期货市场，使读者对金融市场的理解更为全面。

在本书的删减过程中，我们得到了很多高校老师热心的指导和帮助，他们是广州大学杨勇华，上海财经大学金德环、王安兴、陈艳，杭州电子科技大学金辉，大连理工大学迟国泰，福建江夏学院王冰，内蒙古财经大学郭玉洁，湖南农业大学刘舜佳，中山大学黄谔蓉，云南财经大学段伟，上海金融学院曹雷、章劼，厦门大学黄海玉、徐宝林、刘彦来，汕头大学吉云，上

海国家会计学院陈胜群，浙江农林大学刘剑锋，广东财经大学邓学斌，北方工业大学黄凌灵，海南大学黄成明，中国科学院大学杨海珍，上海海事大学高劲，天津大学杨宝臣，上海对外经贸大学嵇尚洲，湖南大学何婧，山西财经大学李燕平，安徽财经大学高志，西北师范大学何红霞，山东建筑大学胡宁，河北师范大学刘慧瑾，合肥学院程永文，淮阴工学院江俊龙，闽南师范大学梁贺新，仲恺农业工程学院初昌雄等众多教师，在此表示感谢！

客观而言，投资学作为一门不断对创新进行总结的学科，仍需对大量专业词汇、用词习惯进行标准规范。我们力求将学术界与实务界讲法统一，给出更为精准的释义，但其中依然存在着大量分歧巨大的用词与表述，欢迎同人提出专业的指导与改进建议。由于编译者水平所限，对于文中还存在着不足之处，恳请读者批评指正。

汪昌云 张永冀

作者简介
编译者简介
前言

第1章 投资环境 / 1

- 1.1 实物资产与金融资产 / 2
- 1.2 金融资产 / 3
- 1.3 金融市场与经济 / 4
- 1.4 投资过程 / 7
- 1.5 竞争性市场 / 8
- 1.6 市场参与者 / 9
- ▶▶▶ 小结、习题

第2章 资产类别与金融工具 / 14

- 2.1 货币市场 / 15
- 2.2 债券市场 / 19
- 2.3 股权市场 / 25
- 2.4 股票市场指数与债券市场指数 / 28
- 2.5 衍生工具市场 / 34
- 2.6 公司如何发行证券 / 36
- ▶▶▶ 小结、习题

第3章 风险与收益 / 42

- 3.1 利率水平的决定因素 / 43
- 3.2 不同持有期的收益率 / 46
- 3.3 国库券与通货膨胀 / 48
- 3.4 风险与风险溢价 / 50
- 3.5 历史收益率的时间序列分析 / 52
- 3.6 正态分布 / 55

- 3.7 非正态分布的风险度量 / 57
- 3.8 风险组合的历史收益: 股票与长期政府债券 / 59
- 3.9 长期投资 / 65
- ▶▶▶ 小结、习题

第4章 风险厌恶与风险资产配置 / 72

- 4.1 风险与风险厌恶 / 73
- 4.2 风险资产与无风险资产组合的资本配置 / 78
- 4.3 无风险资产 / 79
- 4.4 单一风险资产与单一无风险资产的投资组合 / 80
- 4.5 风险容忍度与资产配置 / 82
- 4.6 被动策略: 资本市场线 / 85
- ▶▶▶ 小结、习题

第5章 最优风险资产组合 / 91

- 5.1 分散化与组合风险 / 92
- 5.2 两种风险资产的组合 / 93
- 5.3 股票、长期债券、短期债券的资产配置 / 97
- 5.4 马科维茨资产组合选择模型 / 101
- 5.5 风险集合、风险共享与长期投资风险 / 107
- ▶▶▶ 小结、习题

第6章 资本资产定价模型 / 112

- 6.1 资本资产定价模型概述 / 112

- 6.2 资本资产定价模型和指数模型 / 123
- 6.3 资本资产定价模型符合实际吗 / 126
- 6.4 计量经济学与期望收益-贝塔关系 / 129
- 6.5 资本资产定价模型的扩展形式 / 130
- 6.6 流动性与资本资产定价模型 / 134
- ▶▶▶ 小结、习题
- 第7章 套利定价理论与风险收益多因素模型 / 140**
 - 7.1 多因素模型概述 / 141
 - 7.2 套利定价理论 / 144
 - 7.3 单项资产与套利定价理论 / 149
 - 7.4 多因素套利定价理论 / 150
 - 7.5 如何获取风险因素 / 151
 - 7.6 多因素资本资产定价模型与套利定价理论比较 / 153
 - ▶▶▶ 小结、习题
- 第8章 有效市场假说 / 157**
 - 8.1 随机漫步与有效市场假说 / 158
 - 8.2 有效市场假说的启示 / 162
 - 8.3 事件研究 / 165
 - 8.4 市场是有效的吗 / 168
 - 8.5 共同基金与分析师业绩 / 178
 - ▶▶▶ 小结、习题
- 第9章 债券的价格与收益 / 184**
 - 9.1 债券的特征 / 185
 - 9.2 债券定价 / 190
 - 9.3 债券收益率 / 194
 - 9.4 债券价格的时变性 / 198
 - 9.5 违约风险与债券定价 / 201
 - ▶▶▶ 小结、习题
- 第10章 利率期限结构 / 213**
 - 10.1 收益率曲线 / 213
 - 10.2 收益曲线与远期利率 / 215
 - 10.3 利率的不确定性与远期利率 / 219
 - 10.4 期限结构理论 / 221
 - 10.5 期限结构的解释 / 223
 - 10.6 作为远期合约的远期利率 / 226
 - ▶▶▶ 小结、习题
- 第11章 权益估值模型 / 230**
 - 11.1 比较估值 / 230
 - 11.2 内在价值与市场价格 / 232
 - 11.3 股利贴现模型 / 234
 - 11.4 市盈率 / 245
 - 11.5 自由现金流估值方法 / 251
 - 11.6 整体股票市场 / 254
 - ▶▶▶ 小结、习题
- 第12章 宏观经济分析与行业分析 / 259**
 - 12.1 全球经济 / 259
 - 12.2 国内宏观经济 / 261
 - 12.3 需求与供给波动 / 263
 - 12.4 政府的经济调控 / 264
 - 12.5 经济周期 / 266
 - 12.6 行业分析 / 271
 - ▶▶▶ 小结、习题
- 第13章 财务报表分析 / 282**
 - 13.1 主要的财务报表 / 282
 - 13.2 会计利润与经济利润 / 285
 - 13.3 盈利能力度量 / 286
 - 13.4 比率分析 / 288
 - 13.5 经济增加值 / 295
 - 13.6 财务报表分析范例 / 296
 - 13.7 可比性问题 / 298
 - 13.8 价值投资:格雷厄姆技术 / 303
 - ▶▶▶ 小结、习题

第 14 章 期权市场 / 306

- 14.1 期权合约 / 306
- 14.2 到期日期权价值 / 311
- 14.3 期权策略 / 314
- 14.4 看跌 - 看涨期权平价关系 / 320
- 14.5 类似期权的证券 / 322
- 14.6 金融工程 / 327
- 14.7 奇异期权 / 328
- ▶▶▶ 小结、习题

第 15 章 期货市场 / 333

- 15.1 期货合约 / 334
- 15.2 期货市场的交易机制 / 338
- 15.3 期货市场策略 / 342
- 15.4 期货价格 / 345
- 15.5 期货价格与预期现货价格 / 350
- ▶▶▶ 小结、习题

术语表 / 354

投资环境

投资是指投入当前资金或其他资源以期望在未来获得收益的行为。例如，人们购买股票并期望这些股票给他们带来的未来收益可以补偿与这项投资相对应的货币时间价值和风险。你用来学习这本书的时间也是一项投资。你放弃了当前的休闲时间或是通过工作可以赚得的收入，并期望你未来的职业生涯可以提高以补偿你所付出的时间和努力。尽管这两类投资在很多方面都不相同，但它们具有一个重要的共同点，这也是所有投资的共性，那就是：投资者牺牲现在有价值的东西以期望未来获益。

本书会让你成为一个见多识广的投资实干家。尽管本书将重点放在证券投资（如股票、债券、期权和期货等）上，但我们讨论的大部分内容适用于各种类型的投资分析。本书将介绍各类证券市场组织的背景；适用于特定市场的估值技术和风险管理原理，如债券市场和股票市场，构建投资组合的原理。

本章将主要介绍三个方面的内容，这些内容将为你接下来的学习奠定良好的基础。在进入“投资”这一主题之前，将首先介绍金融资产在经济中的作用。这部分内容主要包括金融资产和那些实实在在为消费者提供产品和服务的实物资产之间的关系，以及为什么金融资产在发达经济中起到至关重要的作用。在介绍了这些背景知识之后，我们将讨论投资者在构建投资组合时所面临决策的类型。这些决策都是在高收益伴随高风险的环境下做出的，因此很少会有因定价失误而导致价格明显低估的情况。风险和收益的权衡以及金融资产的有效定价是投资过程中的中心主题，

本章将简要介绍一下它们的含义，这些内容在以后的章节中将有更详尽的阐述。最后，本章将介绍证券市场组织和各种类型的市场参与者。这部分内容将使你对证券市场的参与者和他们所处的环境有一个直观的了解。

1.1 实物资产与金融资产

一个社会的物质财富最终取决于该社会经济的生产能力，即社会成员创造产品和服务的能力。这种生产能力是经济中**实物资产**（real assets）的函数，如土地、建筑物、机器以及可用于生产产品和提供服务的知识。

与实物资产相对应的是**金融资产**（financial assets），如股票和债券。这些证券不过是几张纸，或者更普遍的是一些计算机录入的条目，它们并不会直接增加一个经济体的生产能力。但是，在发达经济社会，这些证券代表了持有者对实物资产所产生收入的索取权（或对政府收入的索取权）。即使我们没有自己的汽车厂（实物资产），我们仍然可以通过购买福特或丰田汽车的股份来分享汽车生产所产生的收入。

实物资产为经济创造净利润，而金融资产仅仅确定收入或财富在投资者之间的分配。人们可以在即期消费和投资之间进行选择。如果选择投资，他们可以通过购买各种各样的证券来投资金融资产。投资者从企业中购买证券，企业就可以用筹集到的资金购买实物资产，如厂房、设备、技术和存货。因此，投资者投资证券的收益最终来源于企业用这些证券所筹集的资金购买实物资产所产生的利润。

通过比较美国家庭资产负债表（见表 1-1）和美国国内净资产的构成（见表 1-2），我们可以发现实物资产和金融资产之间存在明显的区别。家庭财富包括银行存款、企业股票和债券等金融资产。这些证券一方面构成家庭的金融资产，另一方面又形成发行者的负债。例如，一张丰田汽车的债券，对投资者来说是一项资产，因为它代表投资者对债券本金和利息的索取权，但对丰田汽车来说却是一项负债，因为它意味着丰田负有偿还本息的义务。因此，当我们汇总家庭和企业所有的资产负债表时，金融资产和金融负债互相抵消，仅剩下实物资产作为经济的财富净值。国民财富包括建筑物、设备、存货和土地等。^①

表 1-1 美国家庭资产负债表

资产	金额（10 亿美元）	比例（%）	负债与净资产	金额（10 亿美元）	比例（%）
实物资产			负债		
不动产	20 026	29.8	抵押	10 652	15.8
耐用消费品	4 601	6.8	消费信贷	2 476	3.7
其他	221	0.3	银行和其他贷款	253	0.4
实物资产总额	24 847	37.0	证券信用	148	0.2
			其他	541	0.8
			负债总额	14 068	20.9

① 你或许想知道，为什么表 1-1 中家庭持有的实物资产总额是 248 470 亿美元，而表 1-2 中美国国内经济实物资产总额却为 391 390 亿美元，远远高于家庭实物资产总额。一个主要的原因是企业持有的实物资产，如土地、工厂和设备等包含在家庭部门的金融资产中，主要以公司权益和其他股票市场投资的形式存在。另一个原因是表 1-1 中权益和股票投资的价值是以市场价值衡量的，而表 1-2 中的厂房和设备的价值是以重置成本衡量的。

(续)

资产	金额 (10 亿美元)	比例 (%)	负债与净资产	金额 (10 亿美元)	比例 (%)
金融资产					
存款	7 760	11.5			
人寿保险准备金	1 198	1.8			
养老准备金	10 656	15.9			
公司权益	6 266	9.3			
非公司企业权益	6 996	10.4			
共同基金份额	3 741	5.6			
债务型证券	4 327	6.4			
其他	1 418	2.1			
金融资产总额	42 361	63.0	净资产	53 140	79.1
资产总额	67 208	100.0		67 208	100.0

注：由于四舍五入，竖列各项之和可能与总额略有差异。

资料来源：Flow of Funds Accounts of the United States, Board of Governors of the Federal Reserve System, September 2009.

表 1-2 美国国内净资产

资产	金额 (10 亿美元)	资产	金额 (10 亿美元)
非住宅型房地产	8 316	存货	1 654
住宅型房地产	20 026	耐用消费品	4 601
设备和软件	4 542	总额	39 139

注：由于四舍五入，竖列各项之和可能与总额略有差异。

资料来源：Flow of Funds Accounts of the United States, Board of Governors of the Federal Reserve System, September 2009.

虽然本书将以金融资产为重点，但我们仍然不能忽略这样一个事实，那就是我们所购买的金融资产的成败最终取决于实物资产的表现。

概念检查 1-1

下面的资产是金融资产还是实物资产？

- A. 专利权 B. 租赁合同 C. 客户友好
D. 大学教育 E. 5 美元的票据

1.2 金融资产

金融资产通常可以分为三类：固定收益型金融资产、权益型金融资产和衍生金融资产。固定收益型证券 [fixed-income security, 或称为债务型证券 (debt security)] 承诺支付固定的收益流，或按某一特定公式计算的现金流。例如，公司证券向证券持有者承诺每年固定的利息收入。而浮动利率债券向证券持有者承诺的收益会随当前利率的变化而变化。例如，一种债券可能会向持有者承诺按美国国库券利率上浮 2% 来支付利息。除非债券发行者宣告破产，否则债券持有者将获得固定收益或按某一特定公式计算的收益。因此，固定收益型证券的收益受发行者财务状况的影响最小。

固定收益型证券的期限和支付条款多种多样。一种极端的情形是货币市场上的债务型证券，这些证券的特点是期限短、流动性强且风险小，如美国国库券和银行存单。相反，货币市场上的固定收益型证券是指一些长期证券，如美国长期国债，以及联邦代理机构、州和地方政府、公司发行的债券。这些债券有的违约风险较低相对比较安全（如美国长期国债），而有的风险相对较高（如高收益债券或“垃圾”债券）。此外，这些债券在偿付条款和防范发行者破产条款的设计上有很大不同。本书将在第 2 章涉及此类证券，并在第 9、10 章深入分析固定收

益证券市场。

与固定收益型证券不同，普通股或**权益型**（equity）证券代表了证券持有者对公司的所有权。权益型证券持有者没有被承诺任何的特定收益，但是他们可以获得公司分配的股利，并按相应的比例拥有对公司实物资产的所有权。如果公司运营成功，权益价值就会上涨，如果公司运营失败，权益价值就会下降。因此，权益投资的绩效与公司运营的成败密切相关。本书将在第 11 章讨论权益证券市场和权益证券估值。

最后，**衍生证券**（derivative security，如期权和期货合约）的收益取决于其他资产（如债券和股票）的价格。例如，如果英特尔公司股票的价格一直低于执行价格（比如说每股 20 美元），那么其看涨期权可能会一文不值，但是若其股票价格高于执行价格，则看涨期权就会变得非常有价值。^①之所以将这类证券称为衍生证券，是因为其价值取决于其他资产的价格，如英特尔公司看涨期权的价值取决于其股票的价格。其他主要的衍生证券还包括期货和互换合约。本书将在第 14、15 章讨论这类证券。

衍生证券已成为投资环境中不可或缺的一部分。衍生证券最主要的用途之一是规避风险，或者说是把风险转移给其他方。利用衍生证券规避风险的现象非常普遍，以至于交易额上万亿美元的衍生证券市场也不足为怪。但是，衍生证券也可以用于高风险的投机活动。一旦这种投机行为失利，就会造成上亿美元的损失。尽管这些损失引起人们越来越多的关注，但这只是一种意外，衍生证券还是被普遍地作为一种风险管理工具。在投资组合的构建和金融系统中，衍生证券将继续起着至关重要的作用。本书后面的章节还会继续讨论这一话题。

除了金融资产，人们也会直接投资一些实物资产，如不动产、贵金属、农产品等实物资产也有可能构成投资组合的一部分。

1.3 金融市场与经济

我们之前说过，实物资产决定了经济中的财富，金融资产仅代表了人们对实物资产的索取权。但是，金融资产和使金融资产可以得到交易的金融市场在发达经济中起到至关重要的作用。正是金融资产使我们可以创造经济中的大部分实物资产。

1.3.1 金融市场的信息作用

在资本主义体制中，金融市场在资本配置方面起到了关键作用。股票市场上的投资者最终决定了公司的存亡。如果一家公司未来的获利前景良好，那么投资者会抬高其股价。在这种情况下，公司的管理者可以很容易地通过发行股票或举借债务来筹集资金以支持公司的研发，构建新的生产设施，扩大经营规模。但是，如果其获利前景很差，投资者便会压低其股价，那么公司会被迫缩减规模，并且最终可能倒闭。

通过股票市场来配置资本的过程有时候似乎是无效的。有些公司在短期内可能会很“火”，从而吸引了大量投资资本，但转眼几年间就会衰落，不过这是不确定性的重要含义之一。没有人可以确切地知道哪些公司会成功，哪些会失败，但是股票市场促进资本流向当前前景良好的公司。现在有许多被高薪聘请的睿智的专业人士在分析上市公司的前景，股票价格正是对他们集体判断的反映。

① 看涨期权是指在期权到期日或之前按规定的执行价格买入股票的权利。若英特尔公司股票的价格低于每股 20 美元，那么以每股 20 美元购买该股票的权利会变得一文不值。但若在期权到期之前股票价格高于每股 20 美元，那么期权就会被行使，期权持有者可以以每股 20 美元的价格购入股票。

1.3.2 消费时机

在经济社会中，有的人挣的比花的多，有些人花的比挣的多，如退休人员，那么我们怎样才能把购买力从高收入期转移到低收入期？一种方法是通过购买金融资产来“储存”财富。在高收入期，我们可以把储蓄投资于股票、债券等金融资产，然后在低收入期卖出这些金融资产以供消费。这样我们就可以调整一生的消费时机以获得最大的满足。因此，金融市场可以使人们的现实消费与现实收入相分离。

1.3.3 风险分配

事实上，所有实物资产都有一定的风险。例如，当福特汽车公司投资建造工厂时，没有人确切地知道这些工厂可以产生的未来现金流。金融市场和在金融市场上交易的各种金融工具可以使偏好风险的投资者承担风险，使厌恶风险的投资者规避风险。例如，福特汽车公司向公众发行股票和债券以筹集资金来建造工厂，那么乐观或风险承受力较强的投资者就会购买股票，而保守的投资者则会购买债券。因为债券承诺了固定的收益，风险较小。而股票持有者需要承担较大的经营风险，同时也会获得潜在的更高的收益，这样资本市场便把投资的固有风险转移给了愿意承担风险的投资者。

这种风险分配方式对于需要筹集资金以支持其投资活动的公司而言也是有利的。当投资者可以选择满足自身特定风险-收益偏好的证券时，每种证券都可以以最合适的价格出售，这加速了实物资产证券化的进程。

1.3.4 所有权和经营权的分离

许多企业的所有者和经营者是同一个人，这种简单的组织形式非常适合小企业，事实上，这也是工业革命前最常见的一种企业组织形式。然而，在市场全球化和生产规模化迅速发展的今天，企业对规模和资本的需求急剧增加。例如，通用电气的资产负债表显示其2009年房地产、厂房和设备的总价值约为730亿美元，资产总额接近7800亿美元。规模如此之大的企业不可能简单地以业主经营的形式存在。实际上，通用电气拥有60多万个股东，每个股东对公司的所有权与他们持有的股份成比例。

这么多人显然不可能全部参与到公司的日常管理中。事实上，股东们的做法是：他们共同选举产生一个董事会，然后由董事会负责聘请并监督公司的管理层。这种结构意味着公司的所有者和管理者是不同的人，从而使公司获得了业主经营企业形式下无法获得的稳定性。例如，如果股东不想继续持有公司的股份，他们可以将股份出售给其他投资者，而不会影响公司的管理。因此，金融资产以及在金融市场上买卖这些金融资产的能力使所有权和经营权很容易地分离开来。

如何才能使公司各类股东（从持有上千万股的养老基金到仅持有一股的小投资者）就公司目标达成一致呢？金融市场再次提供了行动指南。所有股东都会赞成管理层追求提升股票价值的经营战略，因为这会增加他们的财富从而使他们可以更好地追求个人目标（无论这些目标是什么）。

管理层真的会努力使公司价值最大化吗？我们很容易发现他们会从事一些并非使股东价值最大化的活动，例如组建自己的集团，为保住自己的职位而避免投资风险项目，或是过度消费奢侈品（如乘坐公务机等），这些额外津贴的成本大多由股东承担。由于管理层可能会追求个人利益而非股东价值最大化，因此管理层和股东之间存在着潜在的利益冲突，这种冲突叫做代理问题（agency problem）。

为了减轻这种潜在的代理问题已经出现了许多管理机制。首先是把管理层的收入与公司成败联系起来的薪酬计划，高层管理者的大部分薪酬是股票期权的形式，这意味着只有股票价格上涨给股东带来利益，高层管理者才可以获利。（当然，我们现在已经知道过度使用期权也会产生代理问题，管理层可以操纵信息在短期内支撑股价，这样他们便有机会在股价回落到反映公司真实价值之前将其变现。）第二种机制是由董事会解雇那些表现不好的管理者，即便有时候董事会被认为是管理层的保护者。第三种是由外部证券分析者和大型机构投资者（如养老基金）密切监督公司，使那些业绩差的管理者的日子不那么好过。

最后一种机制是被接管的威胁。如果董事会不严格监督管理层，那么从原则上讲股东可以重新选举产生一个新的董事会。股东可以通过发起一场代理权争夺战来获得足够的代理权（代表其他股东投票的权利），以控制公司并选举产生新的董事会。但是这种威胁通常来说非常小，发起代理权之争的股东必须动用自己的资金，而管理层却可以使用公司的资金来进行防御，因此大多数代理权之争都会以失败告终。真正被接管的威胁来自其他公司：如果一家公司发现另一家公司业绩较差，那么它可以收购那家业绩较差的公司，并用自己的管理队伍取代其原来的管理层。结果股价会上涨以反映投资者对公司业绩转好的预期，这会激励公司从事兼并活动。

【例 1-1】 卡尔·伊坎和雅虎的代理权之争

2008 年 2 月，微软提出要以每股 31 美元的价格收购雅虎，要知道这与雅虎前一天的收盘价 19.18 美元相比有非常可观的溢价。但是雅虎的管理层拒绝了这个价格以及后来更高的每股 33 美元，其首席执行官杨致远要价每股 37 美元，而雅虎的股价已经两年多没有达到这个水平了。这激怒了雅虎的股东——亿万富翁卡尔·伊坎，他指责管理层是以股东财富为代价来保护自己的职位。卡尔·伊坎通知雅虎的管理层说他已经被要求发起一场代理权争夺战，试图解散现在的董事会，并组建新的董事会与微软协商以促成此次收购。最后，他购买了大约 5 900 万股雅虎股票并选出了 10 个董事会候选人以对抗当前的董事会。尽管存在这些挑战，雅虎的管理层还是拒绝了微软的收购提议。在现行董事会的支持下，杨致远击退了微软和卡尔·伊坎的“进攻”。2008 年 7 月，卡尔·伊坎同意结束这场代理权争夺战，条件是返还其联盟在董事会中的三个席位。但是，11 人的董事会仍然由雅虎当前的管理层控制着。雅虎的股价从与微软谈判时的每股 29 美元跌回每股 21 美元。回想一下这位知名的亿万富翁与地位根深蒂固的管理层之间的争夺战，难怪代理权之争会很少发生。历史上只有三四起代理权之争取得了胜利。■

1.3.5 公司治理和公司伦理

前面已经阐述了证券市场在资本优化配置方面起着重要作用，为了更有效地发挥这种作用，证券市场必须有一定的透明度以使投资者做出正确的投资决策。如果企业误导公众对其前景的预期，那么很多决策都会出错。

尽管已经有很多机制来平衡股东和管理者之间的利益，但是 2000 ~ 2003 年三年间似乎充斥着无休止的丑闻，这暗示着公司在治理和伦理方面存在危机。例如，世通公司不当地将费用归类为投资，从而使其利润夸大了 38 亿美元。当真相曝光以后，美国出现了有史以来最大的一例破产。美国第二大破产案例是安然公司，它利用现在已臭名昭著的“特殊目的科目”将债务从其账簿中转移，同样向公众呈现了具有误导性的财务状况。不幸的是，这样的公司并不止一两家，其他公司如来爱德（Rite Aid）、南方保健、环球电讯、奎斯特通讯等也操纵并错报其账户达几十亿美元。丑闻并不仅限于美国，意大利牛奶公司帕玛拉特声称有 48 亿美元的银行存款，但实际上并不存在。这些案例说明代理问题和激励问题远没有解决。

同期发生的其他丑闻还包括股票分析师做出的带有系统性误导和过度乐观的研究报告。

(他们乐观的分析是为了换取有关公司对未来投资银行业务的承诺,而且分析师的薪酬并不取决于他们分析的准确性和洞察力,而是取决于他们在获得投资银行业务方面所起的作用。)除此以外的丑闻还有将首次公开发行募集的资金分给公司执行官以作为对其贡献的补偿,或是承诺将未来的业务返给IPO经理。

那么被认为是公司监督者的审计师呢?由于近期业务的变化使事务所发现咨询业务比审计业务更有利可图,因此激励机制同样也被扭曲了。例如,安然公司的审计师亚瑟·安达信为安然提供咨询服务比为其提供审计服务要挣得多。考虑到亚瑟·安达信为确保其咨询收入,那么他和其他审计师在审计工作中过于宽松也就不足为怪了。

2002年,为了应对接二连三的伦理丑闻,美国国会通过了《萨班斯-奥克斯利法案》以加强公司治理方面的法规。例如,法案要求公司要有更多的独立董事,即不担任管理者(或附属于管理者)的董事。法案还要求首席财务官亲自为公司财务报表担保,并设立监督委员会监督上市公司的审计,禁止审计师为客户提供其他服务。

1.4 投资过程

投资者的投资组合只不过是其所投资产的集合。投资组合确定以后,通过出售现有证券并购入新证券,或投入额外资金扩大投资组合规模,或出售证券缩小投资组合规模,都可以使原来的投资组合更新或重构。

投资资产可以分为股票、债券、不动产、商品等。投资者在构建投资组合时,需要做出两类决策:**资产配置**(asset allocation)决策和**证券选择**(security selection)决策。资产配置决策是指投资者对这些资产大类的选择,证券选择决策是指在每一资产大类中选择特定的证券。

资产配置决策包括对安全资产(如银行存款和货币市场证券)和风险资产投资比例的决策。不幸的是,许多评论员甚至是那些提供财务建议的人也错误地把储蓄等同于安全投资。^①“储蓄”的意思是你没有花光当前所有的收入,因此可以用于增加投资组合。你可以把储蓄投资于安全资产、风险资产或是两者的组合。

“自上而下”的投资组合构建方法是从资产配置开始的。例如,某人目前所有的钱都存放于一个银行账户,那么他首先要决定整个投资组合中股票、债券等应占的比例。这样,投资组合的大特点就确定了。例如,自1926年以来,大型公司普通股的平均年收益率一直高于11%,而美国短期国库券的平均年收益率却低于4%。另一方面,股票风险相对较大,其年收益率(根据标准普尔500指数)从最低的-46%到最高的55%不等。相比而言,美国短期国库券是无风险的,因为购买时你就已经知道可以获得的利率。因此,如何将投资在股票市场和国库券市场之间配置将会对投资组合的收益和风险产生很大的影响。一个自上而下的投资者首先会确定如何在大类资产之间进行配置,然后才会确定在每一类资产中选择哪些证券。

证券分析(security analysis)包括对可能包含在投资组合中的特定证券进行估价。例如,投资者可能会问,默克和辉瑞哪家公司的股价更有吸引力。债券和股票都需要根据其对于投资者的吸引力来进行估价,但是,对股票估价要比对债券估价难得多,因为股票的绩效通常对发行公司的状况更敏感。

与“自上而下”的投资组合管理相对应的是“自下而上”的战略。使用“自下而上”的

① 例如,下面一段话是从美国证券交易委员会的网站上摘录的,“‘储蓄’通常被存放在最安全的地方……‘投资’发生损失的可能性比‘储蓄’要大得多”。这种描述是错误的:投资组合中既可以包括安全资产,也可以包括风险资产,而一段时间内的储蓄仅仅是指收入和消费的差。

方法时，投资组合的构建是通过选择那些具有价格吸引力的证券而完成的，不需要过多地考虑资产配置。这种方法可能会使投资者无形中把赌注全投向经济的某一领域。例如，投资组合最终可能会集中于某一行业或某一地区，或是集中于某种不确定性。但是，“自下而上”法确实可以使投资组合集中在那些最具投资吸引力的资产上。

1.5 竞争性市场

金融市场的竞争非常激烈，成千上万才华横溢并富有财力的分析师每天穿行于证券市场寻找低估资产。这种竞争意味着我们应该预期到证券市场几乎没有“免费午餐”，即价值被明显低估的证券。没有“免费午餐”隐含了几层含义，下面将分析其中的两点。

1.5.1 风险收益的权衡

投资者投资是为了获得预期的未来收益，但是这种收益很难准确地预测。所有的投资都伴随着风险，实际获得的收益几乎总是偏离投资期初我们预期的收益。例如，标准普尔 500 指数在 1931 年下跌了 46%（自 1926 年以来最糟糕的一年），1933 年上涨了 55%，我们可以确定投资者在这两年年初肯定没有预测到股市的这种极端变化。

如果其他条件相同，投资者会偏向于期望收益^①最高的投资，这是很自然的。但是，没有“免费午餐”这个原则告诉我们其他条件不可能相同。要获得更高的期望收益，就要承担更大的投资风险。如果不承担额外的风险便可以获得更高的期望收益，那么投资者会疯狂抢购这些高收益资产，结果使其价格大幅攀升。此时投资者认为这些资产价格过高，投资吸引力下降，原因是购买价格越高，期望收益（指每一美元投资所能获得的利润）越低。如果一些资产被认为具有吸引力，其价格将继续上涨，直至其期望收益与风险不再相适应。这时，投资者可以获得一个与风险相适应的收益率，但不会更高。类似地，如果收益和风险相互独立，那么投资者会抛售高风险资产，导致这些资产价格下跌（但是期望收益率会上升），直至跌到它们有足够的吸引力可以再次被纳入投资组合中。因此，我们可以得出这样一个结论：证券市场中的风险-收益权衡（risk-return trade-off），高风险资产的期望收益率高于低风险资产的期望收益率。

当然，以上讨论中还有几个问题没有解决。我们应如何度量资产的风险？如何量化风险-收益权衡？有人认为资产风险与其收益的波动性有关，但这种猜测并非完全正确。当把某一资产加入到投资组合中时，我们需要考虑资产之间的相互作用以及资产多样化对整个投资组合风险的影响。多样化意味着投资组合中包含多种资产，而每一种资产对组合风险的影响都是有限的。本书第 3~5 章将讨论资产多样化对投资组合风险的影响，合理度量风险的含义以及风险与收益之间的关系。这些都是现代投资组合理论的主题，该理论的创始人马科维茨和夏普因此获得了诺贝尔经济学奖。

1.5.2 有效市场

没有“免费午餐”的另一层含义是不要期望在证券市场发现价值被明显低估的资产。本书第 8 章将对“金融市场可以快速有效地处理所有相关信息”（即证券价格反映了投资者可以获得的关于证券价值的所有信息）这一假说进行探讨。根据该假说，因为投资者可以获得有关证券的新信息，因此证券价格可以即时迅速做出调整，与市场对证券价值的估值相等。如果这

① 期望收益不是投资者认为他们必须要获得的收益，甚至也不是他们最可能获得的收益。期望收益是指所有可能结果的平均，有些结果的概率可能比其他结果高。期望收益率是所有经济形势下的平均收益率。