



“十二五”普通高等教育本科国家级规划教材
高等院校经济学管理学系列教材

Investment and Financing Principles

投融资学

(第三版)

主 编 / 杨 晔

副主编 / 杨大楷

“十二五”普通高等教育本科国家级规划教材
高等院校经济学管理学系列教材

投融资学

(第三版)

杨 晔 主 编

杨大楷 副主编



上海财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

投融资学/杨晔主编. —3版. —上海:上海财经大学出版社,2017.7

“十二五”普通高等教育本科国家级规划教材

高等院校经济学管理学系列教材

ISBN 978-7-5642-2737-1/F·2737

I. ①投… II. ①杨… III. ①投资-高等学校-教材②融资-高等学校-教材 IV. ①F830.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2017)第 115500 号

- ☐ 组 稿 李宇彤
- ☐ 责任编辑 李宇彤
- ☐ 封面设计 张克瑶

TOU RONG ZI XUE

投 融 资 学

(第三版)

杨 晔 主 编

杨大楷 副主编

上海财经大学出版社出版发行
(上海市中山北一路 369 号 邮编 200083)

网 址: <http://www.sufep.com>

电子邮箱: webmaster@sufep.com

全国新华书店经销

上海景条印刷有限公司印刷装订

2017 年 7 月第 3 版 2017 年 7 月第 1 次印刷

787mm×1092mm 1/16 23.5 印张 602 千字

印数:15 501—18 500 定价:48.00 元

前 言

《中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》提出,贯彻落实新发展理念、适应把握引领经济发展新常态,必须在适度扩大总需求的同时,着力推进投融资体制改革,最大限度激发微观活力,优化要素配置,推动产业结构升级,是“十三五”期间发展的主线。为了适应社会经济发展对人才培养的需求,教材编写组又一次再版了“十二五”普通高等教育本科国家级规划教材——《投融资学》。

作为一门学科,投融资学是公司财务和金融学的重要组成部分。发达国家对投融资的研究一般是指投资与融资。发端于18世纪、兴起于19世纪、盛极于20世纪的投融资已经成为当代企业资本流动和国际经济交往的重要形式。近年来,随着经济全球化进程的加快,对投融资问题的研究不仅保持了其一贯在国际资本研究领域的重要地位,且其研究范围和视角不断拓展,尤其是一些针对新形势、新问题和新现象的相关研究已成为该领域的前沿性课题。

投融资学肇始于发达国家,现有的体系化的理论研究是以发达国家的投融资为参考系的。这些国家对投融资问题的理论研究是从宏观层面和微观层面分别展开的,并且在不同时期引领了投融资教材建设的主流或趋向。

在宏观层面上,以索罗、丹尼森为代表的现代经济增长流派认为,投融资与经济增长是相互制约、相互促进的。一方面,经济增长水平及增长速度决定投融资总量的水平,因为特定时期投融资总量的大小由以前国民收入的多少及积累率、储蓄率的高低所决定;另一方面,在资源数量及技术水平既定的前提下,一国经济增长快慢在很大程度上取决于投融资总量的大小及其增长幅度。凯恩斯学派认为,当总需求等于总供给时,投资等于储蓄,或者说投资是储蓄的应用。而储蓄和消费总量又是由国民收入的数量决定的,因而投资总量取决于经济增长。^①

宏观学派认为,影响一个国家或地区经济增长速度及其效率的因素有很多,如产业结构、社会环境、政治制度、经济政策、市场发育度、劳动者数量及其质量、科学技术等。尽管上述各种因素对经济增长都会产生不同程度的影响,但投资对经济增长的影响作用可能更直接和更有力。投融资对经济增长的促进作用,主要通过以下两条途径来实现。第一,通过对生产过程直接注入资金来促进经济增长。亚当·斯密在其《国富论》中指出,决定国民经济财富增长的主要因素,一是分工引起的劳动生产率的提高,二是生产劳动数量的增加。如果国民收入中用于生产劳动的比率越大,劳动生产率越高,则国民收入的增长越快。在劳动生产率既定的前提下,要增加国民收入,就必须增加劳动数量或者劳动时间。但是,在特定的时期内,劳动数量或劳动时间的增长变化取决于生产环节或生产过程对劳动力的容量或吸纳能力。这一般又由生产环节的固定资产等耐用生产要素的数量决定。在生产过程中,固定资产等耐用生产要素与

^① George J. Stigler, "The Theory of Economic Regulation", *Bell J. Econ. & Mgmt. Sci.* 3, 2003.

劳动力存在很强的相关性,生产过程中所拥有的耐用生产要素越多,对劳动力的吸纳能力就越强。因此,增加劳动数量的前提条件,除提高耐用生产要素的使用效率外,更重要的是增加耐用生产要素的数量,扩大进行生产劳动的空间场所。为此需要把大量的资金直接注入生产过程,修建厂房、添置机器设备、拓展新的产业领域等,即通过扩大生产规模的方式来增加劳动的数量或劳动时间,进而实现社会财富的增长。第二,主要通过改善和提高生产要素的质量或性能,即通过技术创新的方式,走内涵扩大再生产的路子来促进经济的增长。如果不涉及技术进步,对生产过程直接注入资金进而促进经济增长的方式,属于马克思所说的简单或外延扩大再生产过程。这种方式虽然能增加社会财富的总量,但就资源的使用效率及其配置效率而言都是比较低的,且容易使人们产生投资对经济增长作用效果的怀疑。因此,通过投资来促进经济增长,不仅需要直接对生产过程进行投资,更重要的是对人力资本等生产要素进行投资,通过提高生产要素的质量和性能,促进经济的增长。这一方面要通过增加科学和教育的投资,加大研究与开发的力度,努力提高生产过程中物质资本的技术含量,提高人力资本的素质,把经济增长根植于技术进步和劳动者科学文化素质提高的基础上。另一方面,在对生产过程的直接投资,即增加生产过程的资本存量过程中,要充分利用技术进步的成果,适时选用技术含量更高、工作效率更高、质量更好的资本设备,并把这些先进的设备同高素质的劳动者结合起来共同作用于经济增长,以产生更大的经济增长效应。^①

在微观层面上,“边际主义革命”的兴起,涌现出了以杰文斯、庞巴维克、维克富尔、费雪、奈特等为代表的新古典主义资本理论,以马歇尔为代表的新古典厂商理论,以克拉克为代表的加速器理论。其中,乔根森在《资本理论和投融资行为》一书中利用一个连续时间的动态最优化模型描述了厂商投融资行为。托宾的q理论通过对厂商融资渠道——资本市场的动态变化,阐释了存量市场估价与重置成本的对比度。奈特在《风险、不确定性和利润》一书中认为,投融资风险发生的可能性是可以计算的,并可以通过投保等方式转嫁给专门的风险承担机构;而不确定性事件的概率是无法计算的,只有通过主观判断来决定。^②

近年来研究的一个热点话题是资本市场与投融资行为。其基本观点是,金融市场中的低效率和不稳定性通过厂商的资本结构直接影响到厂商的投融资行为。厂商投融资行为是一个在内生货币体系下的金融市场传导机制。在这个传导机制中,一方面在货币的内生供给条件下利率仍然起着关键性的作用。投融资的金融约束体现在内生性货币市场下的银行存款和包含家庭资产选择的资本市场融资结构之中。其中货币供给是由家庭的资产选择、厂商的存贷款行为以及商业银行的贷款行为所决定的一个内生过程。同时,这个内生的货币在追求自身供求平衡的同时也通过资本市场影响着厂商的投融资行为。而且在内生的货币供给下,进行投资的货币供给量来源于家庭在储蓄和消费之外购买金融资产的部分以及厂商利润和贷款中在投入实物资产和必要的现金储备之外投资于资本市场的货币量。这里厂商的实物资产被认为是货币量值而作为厂商的资本存量。因而,银行的内生货币供给和资本市场的资本流动对厂商投资的融资流动性约束与融资成本形成一种双向传导机制,影响着厂商的投资行为,从而使投资存量与流量之间形成一种均衡。在厂商的资本结构中,由于债券比例的过高或过低,会使厂商经理人的投资有不同倾向。一方面,债券控制过少(债务资本比重过低),经理人就有较

^① Booth, J. R., "Contract Costs, and the Cross-monitoring Hypotheses", *Journal of Financial Economics*, 2002, 57, 25~41.

^② Eugene Brigham, "Fundamentals of Financial Management", University of Florida, 2002.

多的自由度去运用内源资金和外源资金进行新项目投资,甚至包括风险极大或亏本的投资,这种情形可称为“投资过度”。另一方面,厂商债台高筑,随时会面临债务危机,债券控制硬约束十分有效,厂商经理人被迫或因为信心不足而放弃有利可图的投资机会,这时就会出现“投资不足”。显然,债券控制在厂商投资过度时,有助于校正经理人的行为;但当投资不足时,又会加剧经理人缩手缩脚的行为。因此,厂商的最优资本结构必须使厂商在预期的“投资过度”与“投资不足”中达到均衡,使二者的机会成本之和最小,并使厂商的期望价值最大。^①

与西方经济学中的其他理论相比,投融资理论是其中比较复杂的一个理论,因为它既与储蓄理论相关,又与资本理论有密切的关系,所以,西方学者认为,“投融资的理论和测定,是职业经济中最有争议的领域之一……这个题目本来就是困难和复杂的”。与我国的投融资理论相比,西方投融资理论具有如下鲜明的特点:第一,在基本假设条件下,西方投融资理论假设经济中唯一的投资主体是厂商,而厂商又是以追求利润最大化或成本最小化为目标的。在西方投融资理论中,政府不是作为一个投融资主体出现的,投融资理论中研究的只是厂商的投融资。之所以如此,主要是在发达的市场经济国家,政府的投融资是有限的,基础产业和基础建设很多都是由私营部门进行投融资,政府只是对其进行引导和管理。虽然政府也会进行一些纯粹的公共投融资,但它们在整個国民经济中所占的比重很低,并且这些公共投融资也不是按市场的原则、在市场机制的调节下进行的,而是作为市场失灵时的一种补充,因而在投融资理论研究中被舍掉。第二,在研究方法上,西方投融资理论所运用的是实证分析法。20世纪40年代以来,在“证伪主义”科学观的指导下,西方经济理论在研究过程中广泛采用了实证分析法。这种方法的一般过程从逻辑角度可以概括为四个步骤:一是提出理论假说的有关假设条件。二是建立理论假说模型,并推导出主要结论。三是对理论假说模型进行经验验证。四是验证理论假说,并由此展开深入的理论分析。由于采用了比较科学的实证分析法,从而基本上保证了西方投融资理论研究中的理性原则、可检验性原则、对应原则和简单性原则。第三,在分析工具上,西方投融资理论运用了大量的数学工具进行研究。西方投融资理论强调投融资具有风险和收益的两重性,并围绕风险和收益阐述如何进行投融资的方法,为此研究并发展了许多十分有用的投入产出分析工具。数学工具本身具有简洁性、精确性和客观性等优点,它在投融资理论研究中的运用,对于科学地概括和提炼各种经济变量,精确地阐明变量之间的数量关系,从而提高经济理论的精确性和实用性,无疑是具有重要意义的。

与国际上持续了近两个世纪的研究热潮不同,国内对投融资学的引入和正式作为一门课程在本科开设还是新中国成立以后的事。在我国,“投融资”的内涵和外延是随着经济发展和投融资理论的演进而不断变化发展的。新中国成立之初,我国的经济管理体制较多地借鉴了苏联模式,在高度集中的统收统支的财政体系下,一切扩大再生产的支出都由中央财政统一拨付,国家是唯一的投资主体。那时,“基本建设”这一概念基本上可以满足当时的实际投资管理工作及理论研究的需要。进入20世纪80年代,企业的技术改造开始迅速展开,为了适应当时管理更新改造资金的需要,经济部门提出了运用固定资产投资的概念,1983年国家开始编制固定资产投资计划,并将固定资产投资划分为基本建设投资和更新改造投资两部分。因此可以说,在传统计划经济阶段,我国的投融资外延仅指固定资产投资。20世纪90年代后,随着证券市场的发展,证券投资也被纳入投资的范畴中,90年代后期,以金融衍生工具的发展为

^① Jensen, M. C., "The Pricing of Capital, and the Evaluation of Investment Portfolio", *Journal of Business*, 2004, 39, 28~42.

标志,投资的概念又扩展到资产重组、兼并收购及衍生金融工具等内容。加入 WTO 后,随着我国投融资活动的进一步复杂化,投融资的外延也进一步深化。^①

在宏观层面上,以宋则行、史晋川、欧阳明、袁志刚、梁小民、张中华、谢进城为代表的理论学派认为,在宏观经济发展过程中,投融资规模经常呈现出扩张与收缩交替出现的周期性变动现象,这种规模有规律的时间变化称为投融资周期。综观国内外的经济发展过程,投融资规模变化虽在持续的时间序列上并不完全一致,但仍有一定的规律,这种周期可以从投融资额、投融资增长额等指标的不断波动中显现出来。他们的研究成果发展了宏观经济分析中中国本土化的投融资理论:一是以物质生产平衡体系为基础,突破了投融资对经济增长的关键作用;二是以国民经济核算体系为基础,论证了经济增长率、储蓄率、资金—劳动率、劳动生产增长率是投融资的函数。^②

他们认为,在中国确立厂商在市场经济中的主体地位以后,宏观经济增长更密切于微观的经济投融资。厂商投资不仅会促进微观经济的发展,更为宏观经济的繁荣奠定了基础。保持适度的厂商投融资规模和投资率,减缓投融资增长波动,是扩大社会再生产、促进国民经济持续发展的必要条件。其中,适度投融资规模是指厂商对固定资产投资投融资的规模,它既能与财力、物力相适应,又能促进国民经济持续、稳定、协调发展;既能通过投资结构的优化达到资源合理配置的目的,又能按照效益最大化原则,达到增大技术含量、提高国民经济整体生产力水平的目的。厂商投融资与经济增长呈现一种相互促进、相互制约的关系:经济增长决定厂商投融资,厂商投融资又对经济增长具有推动作用。假定消费需求和投资需求的比例不变,较快的经济增长会导致较高的投融资增长;反之,则导致较低的投融资增长。因此,立足于社会主义市场经济,探索和揭示厂商投融资活动的规律,帮助现代厂商根据自身优势和外部环境,选择适当的投资方式,有效地投入和运用资金,就具有非常重要的现实意义。^③

在微观层面上,以甘子玉、厉以宁、黄良文、陈琪、吴永林、贝政新、鲁先胡、马骁、冯巍、刘晨晖、郭松克为代表的理论学派认为,研究厂商投融资,既要分析投融资的一般特征,更要结合中国的国情实际,了解中国厂商投融资的发展和变革。在现代市场经济条件下,厂商日益成为国民经济中最重要的投融资主体。厂商投融资活动既不同于各级政府为发展经济而进行的建设投融资,又不同于金融市场上投资者的炒作,它有着本身特定的经济规律和范围。事实上随着我国商品经济的发展,在固定资产投资领域,厂商已成为或正在逐步成为投融资主体。研究厂商与投融资的关系,对优化厂商投融资行为、实现厂商投融资管理的科学化都具有十分重要的意义。^④

在厂商投融资与国家投融资关系上,他们认为,厂商和国家虽然两个不同层次和职能的投融资主体,但它们之间存在着密切的不可分割的关系。第一,两者最终目标存在着共同性和统一性;第二,两者必须综合平衡;第三,两者存在依存性。但是两者又有区别:一是目标上的一致与目的上的区别;二是投资方向上的区别;三是融资来源的区别。^⑤

在厂商投融资规律上,他们认为,当外部刺激与厂商投资目标不一致时,厂商就会产生投融资动机,导致投融资行为,并产生一定的投融资效果。实证研究表明:现代厂商投融资规模

① 郎荣桑、黎谷:《投资学》,中国人民大学出版社 1996 年版。

② 欧阳明、袁志刚:《宏观经济学》,上海人民出版社 1999 年版。

③ 张中华、谢进城:《投资学》,中国统计出版社 1998 年版。

④ 王晓霞:《投资学》,广东经济出版社 2001 年版。

⑤ 庄俊鸿:《投资学》,中国财政经济出版社 1999 年版。

具有扩张性的特点,并且都要经过一个复杂的连续不断的循环周期过程,在投资效益上存在个别效益和社会效益的不一致性。^①

21世纪是投融资理论持续发展的新世纪。随着经济全球化的深入发展,中国经济持续保持了快速增长势头,并已进入新一轮周期上升阶段轨道。在这样的总体形势下,投资活动日趋活跃且越来越趋于理性,同时,伴随着投资规模不断扩大,融资需求也在快速增长。如何以较低成本、较小风险获得所需投资资金,已成为企业制定发展战略、进行投资决策时需要考虑的重要方面。为了将投融资纳入经济运行的整体框架中进行研究,以客观地凸显其先导性和主体性地位,我们以此为基石,对投融资学做了一次系统的构架和整合。目的在于使读者能更为清晰而准确地把握投融资学的理论框架,而这种理论框架正是通过投融资体系的理论来演示的。投融资体系是由投融资的市场参与者(主体)、投融资对象(客体)、国际和国内双维空间,以及维护投融资运作的风险管理所组成,并由此形成了投融资活动的实质性内容。这既是全书的主线索,又是对投融资学科体系建设的一种探索与奉献。

《投融资学》(第三版)是教育部安排的“十二五”普通高等教育本科国家级规划教材。上海财经大学博士生导师杨晔任该书主编,杨大楷教授为副主编。在此之前,我们分别于1998年、2000年、2003年、2010年和2015年完成了教育部、上海市教育委员会组织的五项普通高校重点教材的建设任务。^②随后,又承接和完成了国家自然科学基金和国家社会科学基金有关投融资学的六项研究课题^③,以及上海市人民政府、上海市科委、上海市哲学社会科学基金、苏浙沪三省市联合发布的有关投融资学的八项重点研究课题任务^④。这些积累为我们撰写这部教材奠定了坚实的基础。

第三版《投融资学》,传承了前两版在体系上注重学科的系统性、完整性和科学性,在内容上注重跨学科知识的衔接,力求方法论上的指导性和可操作性等优点,总结了我们20年来在教学中的宝贵经验,并融入了我们近三年来的最新研究成果。与前两版不同的是,第三版《投融资学》呈现了三大特点:第一,更具前沿性。教材组搜集了最新的数据资料,进行了大量的更新,以反映投融资的最新发展动态;同时也将最新的理论研究成果编入书中,使学生能尽可能多地在学习基本理论的基础上接触到投融资理论研究的前沿。第二,更具可读性。教材组增加了专题、案例的比重,使教材的内容更生动,以提高学生的学习兴趣。第三,更具可用性。教

① 邱华炳、庞任平:《投资经济学》,中国金融出版社2002年版。

② 参见杨晔:《国际投资学》(第五版)，“十二五”普通高等教育本科国家级规划教材，上海财经大学出版社2015年版；杨大楷:《国际投资学》(第四版)，全国普通高等教育“十一五”国家级规划教材，上海财经大学出版社2010年版；杨大楷:《国际投资学》(第三版)，全国普通高等教育“十五”国家级规划教材，上海财经大学出版社2003年版；杨大楷:《国际投资学》，上海市普通高等教育“十五”规划教材，上海财经大学出版社2000年版；杨大楷:《国际投资学》，全国财经金融高等院校“九五”重点教材，西南财经大学出版社1998年版。

③ 参见国家自然科学基金项目《中国企业海外投资效应分析及对策研究》，项目编号：70172009；国家社会科学基金项目《中国海外直接投资问题研究》，项目编号：00BJL039。项目组组长均为杨大楷教授。国家自然科学基金项目《网络化创新环境中风险投资制度生长机理与效率边界研究》，项目编号：70903046。国家自然科学基金项目《中小企业创新的诱发机制及其对绩效的影响研究》，项目编号：71273165。项目组组长为杨晔副研究员。

④ 参见上海市重大决策咨询研究课题“中国发展跨国公司与上海的对策”，项目编号：2004-A-14；上海市重大决策咨询课题“上海提高外资质量与水平研究”，项目编号：2005-A-09；上海市科学技术发展基金重点项目“跨国公司研发全球化趋势及应对策略研究”，项目编号：026921008；上海市哲学社会科学基金重点项目“国际直接投资与国有经济战略调整”，项目编号：2002AJL002；上海市哲学社会科学基金重点项目“上海进一步发展资本市场研究”，项目编号：2004XAB004；上海市哲学社会科学基金项目“我国产业基金运营机制研究”，项目编号：2005BJL004；苏浙沪三省市联合发布规划项目“长江三角洲地区跨国公司发展态势研究”，项目编号：2005SBG001；苏浙沪三省市联合发布规划项目“长江三角洲区域科技创新能力研究”，项目编号：2007SZH004。项目组组长均为杨晔副研究员和杨大楷教授。

材组再次为教材更新了多媒体课件,进一步完善了教学大纲、习题集、案例集的编写。其中各章阅读文献 72 份、填空题 77 题、名词解释 82 个、简答题 88 题、论述题 33 题、计算题 13 题,从而为教师授课提供了辅助性的教学工具。

参加本书撰写的主要人员有:上海财经大学杨晔博士、杨大楷博士、赵阳博士、吴丽娜博士,以及重庆医科大学管理学院的杨纲副教授。其中:第一章、第二章、第三章、第四章、第五章、第六章、第七章、第八章由杨晔撰写;第九章、第十章由吴丽娜、杨纲撰写;第十一章、第十二章由杨大楷、杨纲撰写;第十三章、第十四章由赵阳、杨纲撰写。上海财经大学投资学专业的姚玲珍博士、应望江博士、方芳博士、高晓晖博士、简德三博士、刘伟博士、沈洪博士、张学文博士、徐研博士、吴丽昀博士、余卓远博士、刘曦腾博士、王晶博士、朱晨博士、邱知奕博士分别参与了各章习题、案例分析和讨论工作。最后,全书由杨晔进行总纂和定稿。

杨 晔

于上海财经大学凤凰楼

2017 年 6 月

目 录

前言	1
----------	---

第一编 投融资导论

第一章 投融资概述	3
第一节 投融资的基本概念	3
第二节 投融资的产生和发展	5
第三节 投融资学的基本内容和研究方法	10
阅读书目	12
思考题	12
第二章 投融资理论	14
第一节 融资基本理论	14
第二节 投资基本理论	30
阅读书目	45
思考题	45

第二编 投融资主体

第三章 企业投融资	49
第一节 企业融资	49
第二节 企业投资	66
阅读书目	70
思考题	71
第四章 金融机构投融资	72
第一节 商业银行投融资	72
第二节 证券公司投融资	81
第三节 保险公司投融资	96
第四节 信托公司投融资	103
第五节 基金管理公司投融资	111

阅读书目	122
思考题	122
第五章 政府投融资	124
第一节 政府融资	125
第二节 政府投资	133
阅读书目	157
思考题	157
第六章 个人投融资	159
第一节 个人融资	159
第二节 个人投资	167
阅读书目	175
思考题	176
第三编 投融资客体	
第七章 实物资产	179
第一节 实物资产融资	179
第二节 实物资产评估	187
第三节 实物资产投资	193
阅读书目	198
思考题	198
第八章 无形资产	200
第一节 无形资产概论	200
第二节 无形资产评估	205
阅读书目	212
思考题	213
第九章 金融资产	214
第一节 股票	214
第二节 债券	223
第三节 基金	235
第四节 衍生工具	243
第五节 黄金	250
阅读书目	257
思考题	257

第四编 跨国投融资

第十章 跨国融资	261
第一节 全球跨国融资	261
第二节 中国跨国融资	271
阅读书目	278
思考题	278
第十一章 跨国投资	280
第一节 全球跨国投资	280
第二节 中国跨国投资	287
阅读书目	296
思考题	296

第五编 投融资管理

第十二章 投融资环境分析与评估	299
第一节 投融资环境分析	299
第二节 投融资环境评估	307
阅读书目	318
思考题	319
第十三章 投融资决策分析	320
第一节 融资决策分析	320
第二节 投资决策分析	330
阅读书目	343
思考题	343
第十四章 投融资风险管理	345
第一节 融资风险管理	345
第二节 投资风险管理	353
阅读书目	360
思考题	360
参考文献	362

第一编

投融资导论

发端于 18 世纪、兴起于 19 世纪、盛极于 20 世纪的投融资是当今世界资本流动和经济交往的重要形式。近年来,随着经济的快速发展和经济全球化时代的到来,对投融资问题的研究不仅保持了一贯以来资本研究领域的重要地位,而且研究范围和视角也不断拓展。本编开宗明义,主要阐述投融资的基本概念、基本研究范畴,以及关于投融资的基本理论问题。

第一章

投融资概述

投融资活动是经济发展的重要推动力,因为投融资借由货币资本和产业资本的运营,实现资本、劳动、技术、管理等一揽子生产要素的流动与配置,不仅增强了各经济主体之间的金融联系、生产联系与贸易联系,而且带来了真正意义上的深层次的全面经济发展。若要理解投融资缘何会引起如此深刻的经济变革,我们就必须从投融资的基本概念、投融资的产生与发展,以及投融资的研究范畴入手。

第一节 投融资的基本概念

一、投资的基本概念

投资是各类经济主体,包括企业、金融机构、各级政府和个人投资者,为了获取预期的不确定效益而将现期拥有的货币资本或产业资本通过特定方式转为实物资产、无形资产或金融资产的经济行为。该定义表明,投资的内涵包括投资主体、投资动机或目的、投资客体以及投资方式四个因素,反映了投资活动中各因素及其所体现的内在经济关系的高度统一。

(一)投资主体的多元化

投资主体是指具有独立投资决策权并对投资结构负有责任的经济法人或自然人。依据主体的职能,投资主体可分为:(1)投资所有主体,是负责提供投资资源或偿还负债,并享受资产收益的主体。(2)投资决策主体,是负责具体确定方案的主体。(3)投资实施主体,负责按已确定的方案组织实施投资,将资源转化为资本。(4)投资存量经营主体,是已形成资产的营运者。投资所有主体、决策主体和存量经营主体可能是同一自然人或法人,也有可能是相对分离的不同的自然人或法人。

依据主体类型可分为:(1)企业,是直接投资的主体。(2)金融机构,包括银行及非银行金融机构,是参与证券投资和金融服务业直接投资的主体。(3)官方与半官方机构,包括各级政府及各类区域性经济组织。(4)个人投资者,是以参与证券投资为主的群体。投资主体的多元化避免了投资过程受单个投资者支配的情况,同时分散了投资风险。

(二)投资客体的多样化

投资客体是投资主体加以经营操作以实现投资目标的对象。投资客体包括:(1)实物资产,是以土地、厂房、机器设备、黄金、古董等实物形式存在的资本。(2)金融资产,包括定期存单、股票、债券、衍生工具等。(3)无形资产,包括生产诀窍、管理技术、商标、专利、信息、销售网络等。一般来说,投资主体既可能采用一种客体投资形式,又可能采用几种客体投资形式,从而使投资呈现多样化和复杂性。值得注意的是,各类投资客体的安全性、获利性及流动性不尽相同,有的资产安全性高、流动性强但收益低,而有的资产收益率高,但安全性差,流动性也弱。投资者要根据自身对风险的承担能力及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。

(三)投资的目的是为了获取一定的效益

投资的目的是为了获取预期效益。按不同的标准,投资效益可以分为:(1)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,微观经济效益则是从单个项目角度来考察的。(2)直接效益和最终效益。直接效益是投资的初始成果,如获取企业经营的控制权、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增加利润。(3)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、股息和股利;社会效益不一定能用价值尺度计量,但一般可用其他一些间接的定性尺度计量,如增加就业、改善环境和社会福利等。

(四)投资效益的不确定性

投资是资本的垫付活动,从垫付资本到获利需要一个较长的时期。在此过程中,由于政治、经济、自然、心理等众多因素的变化,投资的预期收益是不确定的,投资者面临亏损甚至破产的可能性,可见,投资是具有风险性的。如果说获取预期收益的动机使投资者具有内在的动力,那么投资风险的存在又使投资者具有内在的约束。可见,只有在风险和收益相匹配的条件下,投资行为才能得到有效调节。一般来说,投资风险和投资回报是呈同方向变化的。

(五)投资具有创造财富的功能

投资必须花费现期的一定收入,从而投资主体投资数额的大小、投资目标的选择必然受其收入水平和融资能力的制约,但投资同时又具有创造收入的功能。对各类投资主体来说,投资在未来时期能带来收入,尤其在信用高度发达的现代社会,投资者可以借本生利,利用信用杠杆效应,以少量的垫付资金实现较多的效益。对于整个社会而言,投资可以创造需求,启动和利用闲置资源,从而促进社会财富的增加;同时还可以创造供给,直接增加未来的社会财富。

二、融资的基本概念

融资,即资金融通,就是通过各种方式融通资金的活动。广义融资是指资金在资金持有者之间双向互动、以余补缺的一种经济行为,它不仅包括资金的融入,也包括资金的融出。也就是说,它不仅包括资金的筹集,还包括资金的运用。狭义融资主要是指资金的融入,即通常所说的资金筹集,具体是指经济体从自身的资金运用状况出发,经过科学的预测和决策,通过一定的渠道,采取一定的方式,从资金富余方融入资金,从而保证经济体正常运作的一种经济行为。综上所述,我们认为,融资是指融资主体根据资金余缺融通的客观需要,运用一定的融资形式、手段和工具,实现资金的筹集、转化、运用、增值和回偿等融资活动的总称。融资活动所产生的经济关系,在本质上是一种货币信用关系。所以,一般意义上的无偿性征集或筹集资金的活动及其资金的收支,不属于融资范畴。在融资过程中有五个重要环节,即资金的筹集、转

化、运用、增值和回偿,它们依次相连、缺一不可,构成融资活动的系统性主体环节。

融资主要包括直接融资和间接融资。直接融资是指融资主体通过发行债券、股票等信用工具,吸收社会剩余资金,并转化为资本,直接投入特定项目的融资方式。直接融资的优点是:(1)可以把资金向效益更高的方向引导。一般来说,效益高的企业信誉较好,它发行的债券或股票收益率较高,对投资者的吸引力较大。(2)促使企业提高资本使用效率。面向社会直接融资有一定的成本^①,而且必须直接向投资者负责,这就促使企业转换经营机制,讲求资金使用效益。(3)可以把社会上一部分消费资金变为长期性生产建设资金。(4)拓宽投资者投资的渠道,分散投资风险。

相对于直接融资,间接融资是以银行为中介所进行的信贷活动,即融资主体向银行贷款的融资方式。银行贷款资金的主要来源是银行面向社会吸纳的存款。我国银行吸收的存款按性质可分为单位存款和个人存款。单位存款主要包括:(1)国有企业、集体企业和个体经营者在生产、经营的周转过程中暂时闲置资金的存款;(2)中央金库和各级财政部门先收后支款项的存款;(3)事业经费未用部分存款等。个人存款包括国内城乡居民的个人存款和华侨的个人存款,由各专业银行的储蓄所或分支机构、农业银行营业所和农村信用社及其他非银行金融机构(如邮政储蓄存款等)代理。

此外,随着金融业的发展,金融创新层出不穷,融资的手段日益多样化。融资租赁、票据融资、无形资产融资、资产证券化、BOT 等都为融资增加了新的内容。

第二节 投融资的产生和发展

一、投资的产生和发展

投资是商品经济发展到一定阶段的产物,并随着生产力的提高和生产关系的演变呈现出特定的发展过程。从其存在形式的角度分析,通常把投资的产生与发展历程划分为两个阶段。

(一) 产业投资阶段

所谓产业投资,是指为了获取预期收益,用货币购买生产要素,从而将货币转化为生产资本的投资方式。在自给自足的自然经济阶段,生产要素的投入表现为实物的投入,生产的目的是直接满足本经济单位或生产者个人的需要。但是在商品经济阶段,由于单个生产者只能生产一种或几种产品,如果需要其他产品,就需要以货币为媒介通过商品交换来实现。在该阶段,任何经济主体所进行的生产活动都要预先垫付一定数量的货币,用以购买劳动资料、劳动对象和支付劳动者的工资报酬。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收益,但也要承担全部风险,而且负有无限连带责任。如果他们所开办的作坊、工厂、餐馆、商铺资不抵债,就要以其他来源的收入或变卖其他财产来清偿债务。

(二) 证券投资长足发展的阶段

随着经济的发展,生产规模逐渐扩大,贸易的范围逐渐拓宽,无论是从事远涉重洋的海外贸易,还是修筑铁路或者创办工厂,所需资金都不再是独资和少数几个人合伙所能满足的,于

^① 即直接融资成本,例如,债券要及时归还本金和利息,而股票要分红利等。