

● 经济理论与实践

证券投资三大属性理论与投资决策*

李 仁 芬

(深圳信息技术学院 经济管理系, 广东 深圳 518029)

[作者简介] 李仁芬(1951-), 女, 江西南昌人, 深圳信息技术学院经济管理系副教授, 主要从事资本市场理论研究。

[摘 要] 证券投资是对预期收益的风险投资, 具有收益性、风险性和流动性三大基本属性。在证券投资中, 预期收益决定着投资资金的投放方向; 风险性决定着投资资金的投放数量; 流动性则决定着投资资金的留存时间。这三大基本属性, 使证券投资成为一种极具吸引力又极具挑战性的经济活动, 同时又有力地推动着社会资金不断由低效率向高效率流动。

[关键词] 证券投资; 收益性; 风险性; 流动性

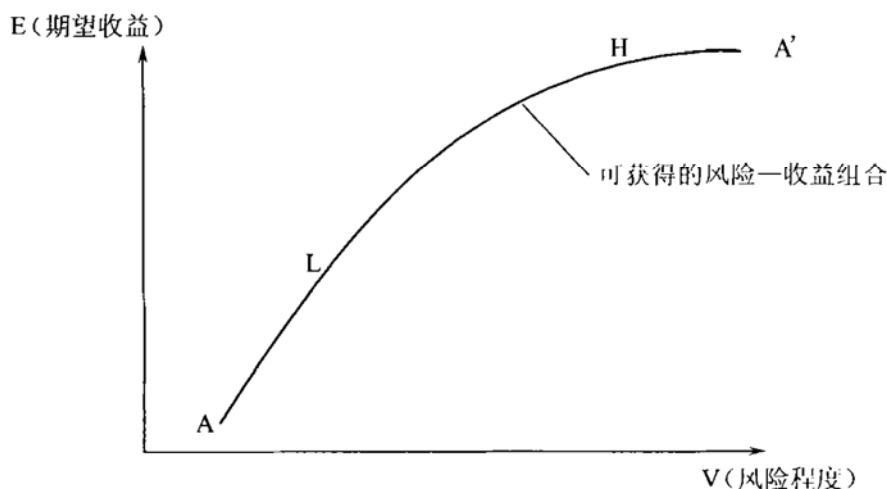
[中图分类号] F830.91 [文献标识码] A [文章编号] 1008-2999(2002)06-0697-05

证券投资是在商品经济和社会化大生产以及信用制度不断发达的基础上形成和发展起来的。证券的出现和证券市场的形成, 其基本成因和动力来自于两个方面: 一是社会化大生产基础上的巨额资本需求; 二是社会闲置资金的大量存在和持有者的获利动机。前者导致了股份公司这种企业组织形式的出现, 后者则使货币持有者成为真实的投资者。在市场经济条件下, 证券投资者, 不论是个人投资者还是机构投资者, 其投资证券的动机和目的不外是获利。然而, 证券市场的瞬息万变和投资环境、投资条件的千差万别, 使每一个投资者都面临获利或亏本的可能。这就有必要从理论上了解证券投资的三个基本属性——收益性、风险性和流动性。

证券作为虚拟的资本商品, 它同样具有一般商品所具有的二重属性: 使用价值和价值。其使用价值表现在, 证券既为投资者在一定期限内带来一定收益; 又为资金短缺的筹资者提供了一种购买手段和支付手段, 从而促进了企业生产的扩大和产业的发展。证券的价值则取决于证券投资所能产生的收益与借贷资本利率的比较。作为资本商品的证券, 它参与市场活动并在市场中实现其价值。在这里, 证券投资者的收益与证券发行者的生产经营连成了一体, 证券价值的实现与现实经济活动和市场运行紧密相连。证券投资活动把生产、金融、市场的活动连结在一起了。然而, 我们都知道, 生产、金融和市场的活动因受到各种不确定因素的影响, 常常会发生波动和变化, 这就使证券投资活动也因之伴随着不确定性, 即伴随着风险。证券投资者对高收益和低风险의期望和追逐, 产生了证券的流动性, 而这种流动性反过来又给证券投资和证券市场注入了生命力。因此, 收益性、风险性和流动性是证券投资的三大基本属性。

证券投资作为投资者对股票、债券等金融工具的投资选择, 是对预期收益的风险投资, 它会给投资者在持有证券期间带来与其所承担的风险相对称的收益。证券投资的终极目标是以最小的投资风险获取最大的投资收益。为了避免和减少风险, 获取并提高投资收益, 证券投资者必然在不同的证券投资或

不同的证券投资组合中做出选择。一般来说,风险与收益呈正方向运行,收益高,风险大;收益低,相应承担的风险小。如果以 E 代表期望收益,以 V 代表风险程度,我们可以得到一条“风险—收益”可能性曲线,见下图。



“风险——收益”可能性曲线

图中的 AA' 曲线就是一条“风险—收益”可能性曲线。这条曲线表明:(1)在这条曲线上的每一个点,都代表着某证券投资可达到的收益水平及可能蒙受的最小风险。证券投资要获取收益,必然伴随风险。存在风险仍要投资,就是因为证券投资者要得到预期收益。因此,预期收益是证券投资者行为的第一制约动因。(2)这条曲线表明不同选择的含义。有的投资者可能选择 L 点,此点虽然收益较低,但与其相联系的风险较小;有的投资者则可能选择 H 点,此点风险较大,但与之相伴随的却是有较高收益的可能性。这种与不同风险程度相联系的预期收益之间的差额称为“风险溢价”。风险溢价是证券投资者行为的第二制约动因。(3)这条曲线可指导证券投资者在一定的投资环境下实现自己的投资目标。在投资过程中,存在各种不确定影响因素,会使投资者从一种证券持有向另一种证券持有转移,这种“持有期偏好”是证券投资者行为的第三制约动因。

实际上,“预期收益”、“风险溢价”、“持有期偏好”正是证券投资的三大属性——收益性、风险性和流动性的具体表现。从整体看,这三大属性不同程度的表现决定着证券投资者资金投放量的大小,而资金投放量的大小则决定着证券发行者实际上能融集多大的资金量,进而对全社会的资金流转产生重大影响。

一、收益——预期收益论

如前述,证券投资的终极目标是追求尽可能高的投资收益率,故证券投资者的投资行为,包括在何时何地选择何种证券、对不同证券的投资组合和对某种或某几种证券的持有期长短等等,无一不受到投资预期收益水平高低的影响。例如,假设某一证券投资者持有一笔 5 年期限的闲置资金 10 000 元。在众多证券中,他选择哪一种证券投资?作出决策的惟一指导方针就是看哪一种证券在他的全部持有期间内能获得最大的收益。现假设有两种选择,一种是年利率 10% 的 5 年期的证券,若投资于它可在第 5 年末获利 5 000 元 ($10\,000 \times 10\% \times 5$)。另一种是年利率 10% 而期限为两年半的证券,投资者购买它在两年半到期时获利 2 500 元 ($10\,000 \times 10\% \times 2.5$),然后以本利之和 12 500 元再次购买年利率仍为 10% 的两年半期的证券,又获利 3 125 元 ($12\,500 \times 10\% \times 2.5$)。最后,他共能获利 5 625 元 ($2\,500 + 3\,125$),其投资收益率达到 11.25% ($5\,625 / 10\,000 / 5 \times 100\%$)。显然,投资者应该选择后一种投资方案。因此,证券投资者的投资行为一定受制于证券投资的预期收益,预期收益水平的高低决定着证券投资者的

资金投入。

进一步分析预期收益对投资者投资行为的影响,我们还可以看到,预期收益水平的变动决定着新投入和已投入资金的资金流向。在证券投资过程中,当某一证券的预期收益增加,不仅有新的投资者将资金投入,已投入其他证券的资金也会向这一证券转移;而当某一证券的预期收益减少时,新的资金不会投向这一证券,原有的投资者也会逐渐把资金从这一证券中转移出来;如果某一证券的预期收益低于市场银行利率时,投资者就宁愿把资金存入银行也不会向它投资。这表明,在证券投资过程中,预期收益吸引着、诱导着投资资金,证券投资的资金投向客观上受预期收益水平变动的引导。

为说明在现实经济中不同投资者的投资行为与决策,我们可对各种投资者的投资动机作具体分析。证券投资者可分为两大类:一类是私人(单个)投资者,包括工薪收入者、非固定工资收入者和个体经营者;另一类是机构投资者,包括公司企业、金融机构和政府财政部门。在私人投资者这一类的工薪收入者中,有温饱型工薪收入者,有工薪小额结余者,还有一部分较为富裕的高薪阶层的大额结余者。非固定工资收入者主要指农民和无固定工作的受雇者。个体经营者中有一部分为勤俭发家之人,另一部分则为暴发户。面对多种多样的证券投资选择,私人投资者中大部分人倾向于风险较小、流动性较高、而且能保本得息的债券。受到预期收益的引导和作用,他们中的相当部分也热衷于股票和企业债券投资。虽然股票与债券相比,企业债券与政府债券相比,前者的风险大于后者,但显然前者的预期收益水平高于后者。为追求高的预期收益率,他们甘愿冒险。这表明,在私人投资者拥有收入资金一定的情况下,对证券投资预期收益的高低决定了他们的资金投向。

在机构投资者这一类中,公司企业投资者的特点是企业资金流动频繁,资金数额相对庞大,闲置资金持有期不长。他们的投资目标是既能灵活周转资金,满足随时调用资金的需要,又能获取投资收益。因而在众多证券种类中,他们会自然而然地选择那些流动性高、又能带来收益的短期债券。为追求高的预期收益或自身开展业务的需要,它们也购买其他公司的股票。金融机构和金融中介机构包括银行、保险公司、证券公司、投资公司以及各种基金等等,它们为了壮大资金实力、获利和自身经营的需要而参与证券投资。由于资金实力雄厚、投资管理先进、专业技术水平高,它们承受风险的能力往往比私人投资者大得多,因而获取的投资收益也高得多。然而,和私人投资者一样,机构投资者对投资证券种类的选择仍然取决于投资预期收益水平的高低。

二、风险——风险溢价论

风险溢价是指某一证券的预期收益率与另一种偿还期相同但无风险(或风险很小)的证券的预期收益率之间的差值。例如,某种风险很小的1年期政府债券的收益率为6%,另一种有一定风险的一年期企业债券的收益率为9%,两者之间的风险溢价则为3%。风险溢价理论用以说明:在证券投资中,风险越大的证券,其预期收益率应当越高,才可能吸引投资者。有无风险、风险高低不同的证券之间在预期收益上的差额,是投资者承担风险应得到的补偿。因此,风险溢价的存在使投资者愿意接受具有一定风险的证券。事实上,伴随着高风险的高收益证券投资,对具有投机心理、乐于冒险的部分投资者来说,特别具有吸引力。在高收益的刺激下,相当数量的资金流向了高风险证券。这说明风险溢价决定着证券投资资金的投放数量。

对投资者而言,不论是个人投资者还是机构投资者,他们的每一次投资都是希望获得未来收益的。然而由于各种事先难以预料的风险因素的影响,投资者最后得到的实际收益与预期收益可能发生背离,可能产生经济损失。风险越大,产生经济损失的可能性就越大。风险的存在和风险的增加,容易使投资者将资金转移它方。而从筹资者角度来说,为了吸引新的资金和稳定已吸纳的资金,筹资者对风险较大的证券必须许以较高的收益。这种客观上存在的风险和收益同方向递增的必然性,是证券投资风险溢价理论的体现。

从股票和债券这两类证券看,投资于股票的风险较大而投资于债券的风险较小。股票投资的收益主要是股利。公司对股利的分派大约存在三种情况:第一种是企业生产经营状况和盈利水平都较为理想,公司对股东分派的股息率较高,股东们对股票投资收益满意,该种股票在证券市场上的价格行情也看好。第二种情况是公司生产经营状况较好,盈利率较高,但由于该企业的股息分配政策不合理,股息率偏低。投资者投资于这种股票,虽然承担了较大的风险,却未带来较高收益,这必然导致股票持有者转让这种股票,把资金转移它方。第三种情况是企业经营管理差,盈利很少甚至亏损,该种股票价格在市场上一落再落,使公司资金、财务状况雪上加霜。上述三种情况的结果表明,投资收益水平必须与风险高低相适应,若收益不能伴随风险增加而增加,这个企业就难以筹集到生产发展需要的资金。根据国外经济实践的经验,股份公司对股息分配的数量界限在税后净收益的 40%—50%较为合适,这一比例既能使股票投资收益率高于一般的企业债券收益率,又能较充分体现证券投资中风险和收益共同递增的原则。

三、流动——持有期偏好论

所谓持有期偏好是指证券投资者是否由一种证券的持有向另一种证券持有的转移,或是指证券投资者对某种证券持有时间的长短。在证券市场完备、每一种证券都可以正常流动条件下,投资者对某一证券持有期的长短,很大程度上取决于对证券预期收益和风险的估计。

投资者对证券的持有期偏好具体表现为三种情况:(1)当某种证券的预期收益率低于市场银行利率时,投资者就将不再持有这一证券,而是把资金转入银行储蓄。因为谁都知道,证券投资的风险大于银行储蓄。(2)在投资风险大小基本相等的情况下,当一种证券投资的预期收益率低于另一种证券投资时,投资者将放弃持有的收益率低的证券而转向收益率较高的证券。(3)在证券持有过程中,由于各种影响投资的因素发生变化,某种证券的风险将增大而预期收益并未发生变化,或是某种证券虽风险不变但预期收益将降低,此时证券投资者都会考虑是否还继续持有这种证券。因此证券“持有期偏好”明显地受到证券的“收益”和“风险”的制约和影响。

投资者进行证券投资的目的是为了获取高的投资收益率,这种收益率指的是实际收益率而不是预期收益率。但是,证券投资者在作出投资选择时只能依据对某种证券预期收益率的估计和判断,而不可能确定地知道实际收益率。由于风险的存在,证券投资的实际收益率与预期收益率之间会有一定偏离。当某种证券投资的实际收益率低于预期收益率时,投资者就会倾向于出让这种证券。因此,证券投资的实际收益率与预期收益率偏离程度,就成为投资者对某一证券持有期偏好程度的依据。

在现实经济中,投资者对某一证券的持有期时间的长短,一般根据投资者对该证券发行者的资信状况、财务状况及发展前景的分析,评价和预测。若证券发行公司的生产经营情况稳定、良好,证券投资实际收益与预期收益的偏离程度小,投资者持有这一证券的时间就较长;反之,则较短。因此,生产经营状况好的企业能够筹集到稳定的和源源不断的资金,而生产经营差的企业的情况正好相反。这表明,投资者对各种证券的持有期偏好程度,在客观上形成了对证券发行者的生产经营状况、资信程度和盈利水平的一种制约,因此它也是促进社会投资资金合理流动和优化组合的一股力量。

证券投资三大属性理论相互联系、相互补充,使证券投资理论形成一个有机的理论整体。其中,预期收益论是理论整体中的核心,风险溢价论和持有期偏好论则是预期收益论的继续和补充。在证券投资中,预期收益决定着证券投资者的资金投放方向;风险溢价决定着证券投资者的资金投放数量;持有期偏好则决定着证券投资者的资金留存时间。这种证券投资的收益性、风险性和流动性,对投资者而言,既极具吸引力、诱惑力又极具挑战性。它使那些理性的、智慧的、具有科学理念和现代投资意识的投资者成为赢家。而对全社会而言,它能促使社会资金由效率低的企业、行业、部门向效率高的地方流动,

进而不断提高社会资源配置的市场化、合理化程度。

[参 考 文 献]

- [1] Eugene F. Brigham. Financial Management [M]. Toronto: Holt, Rinehart and Winston of Canada, Limited, 1991.
- [2] 张志平. 金融市场实务与理论研究[M]. 北京: 中国金融出版社, 1991.
- [3] 刘海云, 等. 中国证券市场与证券投资[M]. 武汉: 华中理工大学出版社, 1997.
- [4] 成伟林, 等. 投资经济学[M]. 武汉: 华中理工大学出版社, 1997.

(责任编辑 邹惠卿)

Securities Investment 3 Attribute & Investment Tactic

LI Ren-fen

(Shenzhen Institute of Information Technology, Shenzhen 518029, Guangdong, China)

Biography: LI Ren-fen (1951-), female, Associate professor, Shenzhen Institute of Information Technology, majoring in the theory of capital market.

Abstract: Securities investments is the venture investment to expectable proceeds. Profitability, risky and fluidity are three essence attributes of them. During securities investing, the investment direction is decided by expectable proceeds, the amount is decided by risky, and the subsistence of fund is decided by fluidity. These three essence attribute make securities investments to be one of the most attractive and challenge economic activities, and they impulse the social fund to flow from inefficient area to high efficient.

Key words: securities investments; profitability; risky; fluidity