

●刘 恒 保

## 股票投资规模收益论

在微观经济学中,规模收益(也称规模经济)是一个被广泛使用的概念,它是指在技术条件不变的情况下,用一定的生产规模而能获得的经济上的利益。目前,经济学界运用规模收益的原理分析工业企业的经济规模的论著居多,而较少对证券市场投资主体的规模收益进行分析。本文试图就此作一些粗浅的探索。

获取规模收益是商品经济发展的客观要求。在商品经济条件下,各级经济主体的一切经济活动都要面向市场,价值规律自发地起作用,追逐利润最大化和相关的竞争规律、优胜劣汰规律调节着各经济主体的行为。因而,从某种意义上讲,商品经济是一种风险经济。股份制是商品经济发展的产物,商品经济运行中通行的规则是收益与风险的对称。股票投资收益是双重的:一是来自于发行企业的经营效益,效益越高,股票投资者的收益也就越高,其表现形式为股息红利率高;二是来自于股票价格的上涨,这是股票在股票市场上供求失衡的一种现象,股票投资者买入股票以后,股价上涨,就会给投资者带来价差收益。价差收益由可能性转化为现实性是以手持股票的抛出手为前提,否则,只是一种帐面价差收益。无论哪种收益的取得,都是以企业的经济效益为基础,股息红利和价差收益均取决于企业的经济效益的高低和发展前景的好坏。企业的效益好,发展前景光明,收益就高。反之,则收益低,甚至股东的股本还要用于清偿企业的债务。因此,这种投资是一种风险很大的投资,其风险也是双重的:一是上市公司经营不善的风险,这种风险影响股票的股息红利收益;二是股价下跌的风险,这种风险主要影响价差收益。所以,股票投资者总是处于收益与风险的边缘。

由此可见,股票投资者分散风险、减少风险,相对而言就是增加了收益。投资者如何投资才能分散风险和减少风险,获取最大的收益呢?很显然,每个投资者在资金量一定时,只能将有限的资金投向一二种股票,这种因受资金规模限制而发生的投资行为,如同把所有的鸡蛋放在同一个篮子里,稍有风险就会给投资者带有惨重的损失。相反,如果投资者的资金规模达到了一定的程度,投资者根据自己的分析、预测和判断,将资金投向不同的股票,达到分散风险、增加收益的目的。这样的投资者才有可能获得社会平均收益。一般来说,投资者能够获取平均收益是很难的,大部分投资者不可能得到,资金规模不经济的投资者得到社会平均收益的可能性更小。只有那些具有一定资金规模的投资者,将资金投向不同的股票,实现股票优化组合,才有较大的可能获取平均收益。在一定条件下,分散风险的资金规模客观上有一个起点值。起点值的大小取决于股票面值和市价的高低。衡量起点值的标准,是看能否取得社会平均收益。股票面值越大,市场价格越高,规模经济的起点越高;反之,起点要低一些。当资金规模达到起点值之后,投资者在投资选择时就有较大的回旋余地,克服了小规模投资中非此即彼的单一选择而带来的风险,避免了“将所有的鸡蛋放在同一篮里”的现象。

具有起点规模的投资者就可以将资金分布在不同的行业、不同的部门、不同的地区，还能实现债券投资与股票投资相结合，“金边股票”与“垃圾股票”相结合（金边股票指的是风险较小、收益低但比较稳定的股票，垃圾股票是指收益高但风险很大的股票，这种股票极易造成损失）。这样，投资者不仅能获得短期的高收益，而且还能获取长期的高收益。

国外的研究资料表明，股票投资者要分散风险必须投资于10种以上的股票，才能具有抵抗各种风险的能力，保证总体上的收益不低于社会平均收益。毫无疑问，这10种股票的面值之和与市价之和，构成了规模经济起点的波动区间，这个区间的任何一点上的投资规模都是经济的（当然，超出区间最高点的规模同样可以获得规模收益）。正由于规模经济的存在，所以，国外广泛兴起了“共同投资基金”，就是把分散的小额的资金汇集起来，达到一定的资金规模，分散投资风险，获取规模经济的收益。如果“共同投资基金”不能达到起码的规模，同样不能分散风险，享受规模效益。

在投资规模一定时，投资者的素质越高，资金投向越合理，获得收益越多。但这种收益主要是智能收益。如果既定的规模达到了起点值，投资者就获取了规模和智能的双重收益。需要指出的是，投资者素质的提高需要一个较长的过程，不象规模收益那样快捷。

## 二

从我国目前试点的情况来看，股票投资规模边际收益并不十分明显。其所以如此，主要有以下几个方面的原因：1. 推行上市股票股份制试点的企业都是国营大中型企业和外资企业，它们的经济效益本来就比较好，股票的安全系数大，基本上没有风险。股票的股息、红利、涨价收入远远大于债券利率和银行存款利率。所以，投资的规模收益不能很好地体现出来。2. 由于股份制没有普遍推开，上市的股票数量有限，求大于供的矛盾比较突出，股票市场本身也没有达到规模经济，所以，收益对投资的规模也不那么明显。3. 人们的风险意识还没有建立起来。投资中出现许多盲目现象，对购买股票的潜在风险没有心理准备，甚至认为国营企业发行的股票总是好的，不会有风险。因而，在两个试点城市甚至出现股民并不关心股息、红利的多少和股本的增殖，只关心买卖差价的不正常现象。4. 股票的面值较小，对投资获取规模收益的起点要求比较低。这些因素共同发生作用，投资的规模对收益的影响就不可能体现出来。从某种程度上讲，这是不规范的股份制条件下所特有的现象。

但是，我国的这种特有的现象并不否认投资规模收益的存在。随着股份制改革的推进和企业经营机制的转换，越来越多的企业要直接面向市场筹资，各种不同的风险将逐渐在市场上显示出来。面对日益巨大的资金需求和风云变幻的投资风险，将使得投资规模收益成为投资者决定资金投向的关键问题。

可以肯定，股票投资者的规模经济问题必将成为理论界和投资者潜心研究、并且量化的热点问题。根据我国的实际情况，参照国外股票市场较为发达国家的经验，我们认为，在我国应该发展“合作投资基金”这种金融工具和“合作投资基金社”这种金融机构。所谓“合作投资基金”，是指由许多居民将分散的资金汇集在一起，交由专家统一经营，然后将取得的收益再按出资额进行分派。

“合作投资基金”的产生缘于小额投资的风险性太大，对投资者不利。（下转第11页）

行的一种规范化的企业组织形式，我们筹建股份公司对国有资产进行评估时，应该充分利用这个机会，学习发达国家在这方面的经验，更清晰地界定公司的各种产权，改造原有的企业组织形式，而不应该把筹办股份公司看成仅仅是筹集资金、扩大投资的一个捷径。

2. 提高企业的市场经营能力。我们的企业长期以来在集中的计划体制下习惯于根据政府部门的要求进行生产，而且往往几十年一贯制，不管消费者是否需要；仅仅根据少数专家制定的技术标准来判断产品的质量，也不问消费者对产品的外观和内在质量有什么要求。这样的管理方式是不能适应市场经济的要求的。在市场经济中，虽然在某些条件下企业应该有引导市场需求的胆识和气魄，但需求最终还是由消费者而不是由生产者决定的。市场经济中的企业必须有意识地、系统地搜集和研究市场信息，不断地调整生产和销售计划。西方发达国家的企业在市场营销方面积累了很多的经验，我们在由集中的计划经济向市场经济转变的过程中可以向他们学习不少东西。

3. 增强企业的风险意识。我们的企业长期以来依赖于国家的保护，投资用的是国家的钱，投资的收益可以与国家分享，而投资的风险则由全民分摊。企业在国内竞争很少，而来自国际的竞争压力，也被国家的无条件保护所转移。除了极个别的例外，企业几乎从不知什么是倒闭和破产。而在市场经济中，效率是和来自企业兼并和破产的压力联系在一起的，没有风险就没有效率。我们的企业为了适应今后的社会主义市场经济大环境，企业的经营者和其他职工都必须要有这种现实的风险意识。

4. 加强企业的内部管理。我国的企业内部管理水平参差不齐，企业间差别很大。有的企业内部管理水平相当高，甚至引起西方发达国家的注意，但是也有相当一部分企业的管理非常落后，基础工作也没有做好。在企业管理和企业文化方面，西方国家的企业也可以为我们提供不少值得借鉴的经验。

最后需要说明一点，学习好和利用好资本主义不是一件容易的事情。资本主义国家和企业在经济发展和经济管理方面固然积累了不少值得我们学习和借鉴的经验、教训，但是我们也应该看到资本主义作为一种社会形态毕竟存在着它内在的矛盾。特别是由于财产和收入分配的两极分化所引起的社会矛盾，更是我们在经济改革进程中要始终注意的。此外，资本主义经济的发展也是与西方文化背景联系在一起的。有一些管理的体制和方法，可能在西方某些国家是行之有效的，但是由于中国自己的独特历史和文化，把这些体制和方法不加改变地搬到中国来就很可能是失败的。总之，西方资本主义在经济发展和管理方面的经验是人类文明的宝贵财富，我们应该根据中国的国情，以解放生产力为最终的标准，大胆地把它们拿来，为中国经济的发展、综合国力的加强和人民生活水平的提高服务。

（上接第55页）于是，小额投资者就将各自的资金集聚在一起，使小钱变成大钱，“投资基金”这种金融工具便应运而生。投资基金达到了一定的数量以后，就能够投向不同的股票，分散风险，取得收益。这种分散风险而获取的收益就是规模收益。如果没有规模收益的存在，就没有必要发展“投资基金”，或者说投资基金就失去了其存在的基础。即使是再高明的专家，也会因为信息搜集失真或其它因素的影响而造成失误，如果他的资金没有达到规模经济的起点值，同样会遭受投资风险的厄运。即使投资不失误，也不会取得规模收益。正因如此，上海市一些有经验的股票投资者总是网罗其它的一些投资者，集中资金投于不同的股票。虽然这部分人可能没有认识到规模经济，但他们的行动却雄辩地证明规模经济的存在。