

一、证券投资的风险

(一) 风险的含义

风险是指造成损失的可能性。证券投资的风险是指投资者不能获取预期报酬的可能性。如果投资者期望在证券投资中获得 20% 的报酬率,而实际上,他可能只得到 10% 的收益率,那么,这两者之间的差额便是该项投资中的风险实质。

对一项事件将来发生的结果,按照其可预知的程度,可分为确定性、风险性和不确定性。投资者应先就这三者的意义有所了解,才能对所谓的风险内涵有深切的认识。确定性指的是事件将来可能发生的结果,可以在确定的情况下预知,则表示其发生的概率为 1,即投资者期望的收益率和实际收益率一致。当然,确定性事件在现实世界中很少发生;风险性是指事件可能发生的结果及其概率为已知;不确定性是指事件将来可能发生的结果或其概率是未知的。通常,在投资学领域中,习惯上对风险性和不确定性事件不加以区分。

(二) 风险的种类

证券投资的风险一是来自企业本身,二是来自投资环境和国家的经济状况。各种来源的风险种类对不同性质的证券影响程度是不相同的。以下分别就固定收益证券和不确定收益证券的风险加以分析。

1. 固定收益证券的风险

固定收益的证券一般指的是债券和优先股,其风险有:

(1) 利率风险 利率风险是指市场利率发生波动时所导致的收益变动的风险。一般说,市场利率是影响债券价格最主要的因素。市场利率如有涨跌,则已发行的债券的市场价格必将随之调整。例如,市场利率上升时,在其他情况不变的条件下,已发行的债券市场价格会下跌,反之,就必然会上涨。由此可知,债券的面值和债券的利率虽是固定的,但市场利率的变化会使债券投资的价格发生变动,进而影响到实际投资收益率的变异。

市场利率的高低是由多方面因素造成的,如对资本投资资金的需求、储蓄或存款的供应量、通货膨胀率、经济发展前景等。

(2) 购买力风险 购买力风险是指物价水平发生变化所导致的实际投资收益的变化。换言之,它是通货膨胀产生的固定收支款项购买力的下降,给投资者带来的某种程度的损失。通货膨胀主要是由于过多地增加货币供应量和商品短缺造成的。购买力风险最容易损害固定收益的证券投资。因为债券的票面利率固定,属于一种名义利率^①,当物价水平波动时,名义利率会随之受到影响。例如:

某一面额为 1 000 元的债券,其票面利率为每年 10%。这样,该债券投资的年收益应是:1 000 元 $\times$ 10% = 100 元。假定物价水平上涨 5%,则该债券的实际收益是:1 000 元 $\times$ (1 + 10%) / (1 + 5%) - 1 000 元 = 47.62 元,实际利率为 47.62 / 1 000 $\times$ 100% = 4.762%。由此可知,由于通货膨胀

^① 名义收益率指债券的面值利率,因在大多数情况下,债券的面值利率与实际收益率不一致,所以称之为名义收益率。

的影响,该项投资收益率实际减少了 5.238%(10%—4.762%)。

(3) 到期风险 到期风险是指债券存续时期太长,对投资者而言则会“夜长梦多”,所以投资风险较大。因为一般来说,在证券市场上,债券到期期限越长,其市场价格越可能受到利率波动的影响,因此投资收益率的变化就越大。

(4) 违约风险 违约风险是指债券到期时,发行债券的公司由于经营发生困难或其他原因,无法支付利息和偿还本金而给投资者带来的损失。因为债券有固定的到期日,只有在债券到期时,才能要求偿还资金,届时可能会发生对方无力偿还而遭受损失。

(5) 赎回风险 赎回风险是指在债券到期前,被发行单位用低于市场价格赎回而给投资者带来的损失。因为可赎回债券的赎回权在于发行单位,一旦市场利率下跌,站在发行单位的立场上为了减少利息负担,必然会在既定的赎回价格与当时的市场价格之间作一权衡,以赎回已发行的债券。这样,对于投资者必会发生投资损失而影响投资收益。

(6) 变现风险 变现风险是指债券在急需资金的情况下变现而发生损失的可能性。可谓变现力是指为了获取现金,能满足投资者在其能忍受的成本及价格上让价出售债券的情况。因此变现力越差的债券,其风险越大,反之亦然。

2. 不确定收益证券的风险

不确定收益证券一般指的是普通股。有关普通股投资的风险与债券投资风险有些差异。其风险是:

(1) 利率风险 利率风险是指当市场利率上涨时,也许会引起股票市场的价格波动而影响投资收益率。一般说来,利率上升时,企业经营成本增加,利润减少,因为企业的经营总离不开信贷;利率上升还会使消费信贷萎缩,社会购买力下降,企业销售额减少,直接影响企业利润。利润减少,可分配的股息随之减少,甚至不能分配股息,这样的股票自然也就缺乏吸引力。投资于这种股票的人就会把它卖掉,转而投资于有高利息收入的其他证券。由于要卖的人多,想买的人少,致使这种股票在市场上供过于求,造成价格下跌。利率下跌,情况则正好相反。

(2) 购买力风险 购买力风险对于普通股的影响因股票被认知的性质不同而有差异。早先,股票被视为一种财产证券,因为它代表发行企业的资产、厂房、原料、机器设备和商誉等的价值,所以股票经常被作为逃避通货膨胀的适当手段,由于股票价格的上涨幅度也往往超过通货膨胀率,因此股票投资被视为是保值,而不认为有购买力风险。然而,在现代的资本证券化时代,投资者并没有直接参与企业经营,所以股票性质已经不再是财产证券而成为收益证券。因为股票投资者的目的是希望能分派较多的股利和资本利得,所以当通货膨胀起到增加发行企业支付股利能力的作用时,股价则会上涨;(因为货币供应量增加,开始能刺激生产,扶持物价,增加企业利润,从而可分派较多股息。股息增加,使股票更具吸引力)反之,股价则会下跌。(因为通货膨胀到一定程度后,会推动利率上涨,这将会使企业利润减少,导致企业分派的股利相应减少。股息的下降,使股票不具吸引力)总之,通货膨胀对股票价格的影响比较复杂,只有在股票收益率低于通货膨胀率时,股票投资才具有购买力风险。以目前我国股票投资情况来看,似乎不存在购买力风险。

(3) 商业风险 商业风险是指企业的股利或盈余达不到原来期望的水平。这种风险和企业的经营以及获利能力密切相关。通常商业风险包括以下三项风险:

A. 财务风险。它是指企业因举债过多而无法支付固定支出项目,使经营发生困难的风险。举债意味着企业必须把其一部分利润用来还本付息,当销售收入下降或成本上升时,企业利润会随之减少,企业此时如有大量的债务,则可能导致不能完全支付利息或不能支付普通股投资者的股息。由此可知,财务风险的大小是由企业借债多少而确定的。

B. 营运风险。它是指由于企业的规模、产品种类、竞争以及经济前景等因素,影响了企业的经营而产生的风险。企业的营运风险能决定企业利用债务的程度,如营运风险小,则可多借债而不必担心还不起债务或支付不出股息;相反,如企业面临很大的营运风险,大量举债会恶化企业的未来经营。所以企业的营运风险和财务风险这两者相互关连。

C. 行业风险。它是指由于国家基本政策的改变或科学技术的进步而造成企业兴衰的风险。如政府限制某些产业的发展可使某些企业难以生存;若政府扶持某些产业的发展,则可使某些濒临破产的企业起死回生。又如科学技术的发展使原来生产的电子产品逐渐被更先进的产品所替代,从而影响这些企业的股票价格,产生投资风险。

(4) 有形风险和无形风险 有形风险是指由国际经济周期的影响所造成。实例研究显示:当经济萧条时,股价一般会趋跌,而在经济繁荣时,股价会上扬;无形风险是指由政治、社会和心理因素对股票市场的影响,如经济政策或法规的重大变化。这些因素常常会使某种股票或某种工业的股票甚至整个股票市场的价格上涨或下跌。

(三) 风险的衡量

1. 高品质、低品质债券

通常所说的债券品质是指债券投资者按期获取债券利息和本金的可能性。这个可能性越大,债券的品质就越高,被称之为高品质债券;反之,则称为低品质债券。显然,投资于高品质债券的风险小,收益稳定但不大;低品质债券风险较大,收益不稳定,但也有可能获取较高收益。

债券品质的鉴定即指给债券评定等级,这项工作是由专门的证券评级机构进行。计算方法是根据债券发行者近年来的财务收支、生产状况、业务活动、盈利情况以及发行债券的规模等等因素分别评分,最后汇总为三等九级。一等 AAA、AA、A;二等 BBB、BB、B;三等 CCC、CC、C。通过债券的级别,债券投资者能够对债券发行人有无按期还本付息能力或其能力大小进行判断,权衡该项投资的收益和风险。

2. 价格变动范围

价格变动范围是指股票交易的价格在一段时间内(如一年)的变化情况。例如,某股票价格下降到今年度的最低点,这说明是买进这种股票的最佳时刻;相反,如某股票交易价格接近今年度的最高点,这说明是卖出这种股票的最佳时刻。从股票价格变动范围的情况可以看出风险的大小。一般说,股票价格变动的范围越大(即最低价和最高价相差越大),风险也越大。此外,下面一种情况必须加以说明,即两种不同价格的股票,虽然两者的价格变动范围相同,风险程度却是完全不同的。例如,甲股票价格变动在 10~30 元之间,乙股票价格变动在 50~70 元之间,两者变动范围均为 20 元,但甲股票价格变动是从 10 元到 30 元,其价格增长率为 200%;乙股票价格的增长是从 50 元到 70 元,其增长率为 40%。显然,投资于乙股票比甲股票的风险要小。

3. 期望价格^①的离中趋势

这种方法不仅同前一方法一样,考虑了股票交易价格变动的两个极端(即指最高价和最低价),而且还考虑了股票交易中的每一价格偏离平均价格的影响。股票各交易价格相差小,表明它的离散度小;反之,股票各交易价格相差大,表明它的离散度大。根据统计学理论得出,离散度越大,期望价格的离中趋势就越大,投资风险也越大;反之亦然。

围绕着期望价格的离中趋势的大小意味着投资者能否把握股票的未来价格。离中趋势大,投资

^① 期望价格=平均价格±标准方差(63.2%置信度); 标准方差=偏差的方均根值;偏差=价格-平均价格。

者遭受损失的机会就大,其得益机会也大。这种潜在收益增加的可能性是和承担较大风险相统一的。反之,由于离中趋势小,风险则小,意味着其潜在收益增加的可能性也小。

4. 贝他系数

贝他系数是指某股票价格对整个股票市场变化的反应。它的表示式是:

$$\text{贝他系数} = \frac{\text{某股票价格变化的百分比}}{\text{股票市场变化的百分比}}$$

贝他系数为 1,意味着某股票价格的移动同整个股市价格指数是一致的;贝他系数小于 1,意味着某股票价格变动小于整个股市价格变动;贝他系数大于 1,意味着某股票价格变动大于整个股市价格变动。贝他系数越大,风险也越大,这说明某股票价格比整个股市价格上升或下跌得快。在股市上升的情况下,能获额外利润;在股市下跌的情况下,损失重大,这类股票被称为进攻性股票(Aggressive)。那些具有较小贝他系数的股票,在股市上升时,其上升幅度较之股市要小;而在股市下跌时,其下降幅度也小于股市,这类股票被称为保守性股票(Defensive)。

二、证券投资的收益

投资的收益有两项来源:一是投资所产生的一系列收入,如银行储蓄的收益表现为银行开户后的一系列利息收入;二是来源于投资资本的增值,如买入房产后房价的增长,能使投资者获得一笔资本利得的收入。任何投资的主要目的都是为了获取满意的收益。证券投资的总收益是由债息或股息收入和证券价格的买卖差价即资本利得两部分构成。

(一) 债券投资收益的衡量

债券投资者的收益主要受债券利率的影响。债券利率就是债券的利息与债券面值之比。它的高低与银行利率、发行人的资信以及资本市场情况有着密切联系。当银行利率上升时,债券利率也随着上升,否则人们就会把钱存入银行,而不会去购买债券;债券发行人的资信高,债券的利率就可以低些,因为利息虽少,风险也小了,比较安全;资本市场上的资金充足时,债券的利率则低,反之就高。

债券的收益率指的是债券购买者在债券上的收益与他实际投入的本金之比。显然,只有当债券的价格等于它的面值时,债券的收益率和债券利率才是一致的。在许多情况下,债券的价格不等于它的面值,这时债券的收益率也就不等于债券的利率。计算债券实际收益率的公式如下:

$$\text{债券实际年收益率} = \frac{\text{债券面值} \times \text{债券利率} + (\text{债券卖出价} - \text{债券买入价}) \times \frac{365}{\text{实际持有天数}}}{\text{债券买入价}}$$

现举例说明:例如一投资者在 200 天前花了 120 元买入面值为 100 元、年利率为 10% 的甲债券。今天,他以 130 元的价格卖出该债券,那么他的年实际收益率应是:

$$\frac{100 \text{ 元} \times 10\% + (130 \text{ 元} - 120 \text{ 元}) \times \frac{365}{200}}{120 \text{ 元}} = 23.54\%$$

(二) 股票投资收益的衡量

在进行股票投资时,其收益仅是一个预计值,因为股息是不固定的,且股票价格的波动也比债券大得多。因此,只有当股票被卖出和转换成现金时,

(下转第 44 页)

但已为以后的旺销铺平道路。如果截取一段时间仅着眼于短期效益,那自然也是不正确的。又如有些要求直接反馈的广告(有奖、趣味性比赛、广告上附索样附单等)有时会产生轰动性效应,但究竟不是、至少主要不是广告主的终极目的,归根到底要看销售效果如何、购物者的反应怎样,而不应只看一时的热烈反应。

第三,将效果评估与确定具体目标直接挂钩是西方一种新的评估做法。它称为“达格玛”观念——DAGMAR。这是下列定义“Defining Advertising Goals for Measured Advertising Results”各字第一个字母连起来的缩写。为能衡量广告效果而确定广告目标,“达格玛”方法最基本的一点是向人们指出具体的广告目标是必不可少的,然后才能问是否达到了目标,如没有达到,为什么?未能达到目标可能出于这样几个原因:可能订立的目标是错误的(也许期望值过高),或者广告宣传本身也是错误的,也可能衡量效果所用方法不适当。但无论是什么原因,“达格玛”方法导致人们须重新审查广告计划和它与全盘营销业务的内在联系。如果没有达到预定的广告目标,也不一定广告就应受到谴责,而可能是由于营销本身的错误。反之,即使达到了目标也没有理由自满。因为事后分析,任何成功的广告也总是有可能做得更好的。

此外,评估的项目可说是多种多样,诸如①评估产品所提供的特色;②评估所使用的媒介;③评估广告覆盖面是否适当;④从广告的转化作用进行效应评估;⑤从广告的构件如尺寸、刊出位置、彩色等进行评估;⑥对频率进行效应评估;⑦对广告显露时间的评估;⑧对创意主题进行评估;⑨对创意的表现手法进行评估;⑩通过销售审计进行效应评估。……甚至在某些情况下,不是估量销售或购买行为而是估量变化。譬如:估量消费者对你们产品的认识和对竞争品的认识各如何?如果你们的广告目标是改变消费者的态度,则应组织调查,弄清消费者在广告前后的态度有无变化,即使调查消费者的“态度”,重要的是也须有具体的目的。因为“态度”是个具有非常广泛含义的措词。你们究竟希望在哪些方面改变你们的牌号形象?是希望人们提高对你们产品描述的信任程度还是希望人们喜欢你们的公司?抑或是希望人们乐于购买你们的产品?

总之,广告效应评估的目的不外乎克服缺点,改进今后的业务。“什么是健康?”有人说:“去掉疾病,就是健康”!希望此文能有助于广告人认真对待广告评估,克服业务上的缺点,从而有效地提高广告效益。

(上接第 61 页)

才能知道确切的收益是多少。所以,收益就有期望收益和实际收益之分。期望收益^①使人作出投资响应(Response)即去购买股票;实际收益则是投资的结果。计算股票投资实际收益率的公式如下:

$$\text{股票实际收益率} = \frac{\text{年平均股息}}{\text{股票实际买入价}} + \text{股价的增长率} \times \frac{365}{\text{实际持有天数}}$$

例如,一投资者买入每股为 20 元的股票,一年之后又以 30 元的价格将股票卖出,其股息为 1 元,这样在这一年里,他就有 55% 的股票实际收益率。即:

$$\text{股票实际收益率} = \frac{1 \text{ 元}}{20 \text{ 元}} + \frac{30 \text{ 元} - 20 \text{ 元}}{20 \text{ 元}} \times \frac{365}{365} = 55\%$$

一般说,股票投资者的主要目的是获取买卖差价。

^① 期望收益率 = $\frac{\text{股息(年)}}{\text{股票买入价}} + \text{预计股价年增长率}$