

高级财务

理论创新与决策应用

ADVANCED FINANCE

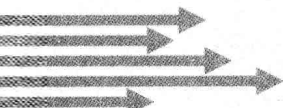
THEORETICAL INNOVATION AND DECISION MAKING

张志强◎著



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

高级财务



理论创新与决策应用

ADVANCED FINANCE

THEORETICAL INNOVATION AND DECISION MAKING

张志强◎著



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

图书在版编目(CIP)数据

高级财务：理论创新与决策应用/张志强著. —北京：北京大学出版社，2012.1

ISBN 978 - 7 - 301 - 19784 - 4

I. ①高… II. ①张… III. ①财务管理 IV. ①F275

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2011)第 237856 号

书 名：高级财务：理论创新与决策应用

著作责任者：张志强 著

责任编辑：李 娟 高今颐

标准书号：ISBN 978 - 7 - 301 - 19784 - 4/F · 2970

出版发行：北京大学出版社

地 址：北京市海淀区成府路 205 号 100871

网 址：<http://www.pup.cn>

电 话：邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62752926

出版部 62754962

电子邮箱：em@pup.cn

印刷者：北京飞达印刷有限责任公司

经 销 者：新华书店

730 毫米 × 1020 毫米 16 开本 16.25 印张 292 千字

2012 年 1 月第 1 版 2012 年 1 月第 1 次印刷

印 数：0001—4000 册

定 价：39.00 元

未经许可，不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有，侵权必究

举报电话：010 - 62752024 电子邮箱：fd@pup.pku.edu.cn

前言

财务与金融的重要性已经为越来越多的人所认识。本书中的“财务”在多数情况下对应英文的“Finance”，即指财务或金融，侧重于“Corporate Finance”，即“公司财务”。公司财务是财务和金融类专业知识的核心与基础，其原理和方法直接针对工商企业中的财务和重大决策，以及银行、保险、证券、风险投资等金融机构的核心业务，也是价值评估、信用评级以及金融、投资、理财研究与咨询等金融服务工作的重要依据。因此，在全国以及全世界的一流商学院中，公司财务都是重中之重的课程。

高级财务与基础财务的内容分工还不是很确定，但是有两方面的工作必须由高级财务来承担。一方面，基础财务还有很多问题没讲清楚。比如，基础财务上讲，评估价值有绝对和相对评估两种方法，那么折现现金流量方法是绝对价值评估的唯一方法吗？如果不是，其他的方法是什么？又如，基础财务往往用加权平均的资本成本(WACC)进行折现计算，这其实并不正确。再如，基础财务上讲，净现值大于零的项目可以投资，但为什么在现实中很难看到净现值为很小正数(如10元)的项目得到考虑或批准？换句话说，现实中的投资决策好像不是以“净现值大于零”为标准。

另一方面，基础财务或传统财务还有许多根本问题没有解决或没有解决好。比如，基础财务上讲，可以用Gordon增长模型评估股票价值，但其实Gordon模型无法用于高增长公司股票的评估，而且模型中的红利永续增长率也极难预测，所以股票价值评估至今没有一个理论上正确、应用上方便的模型。又如，在评价投资项目或评估资产价值时，究竟应该如何考虑风险，或者如何根据风险确定贴现率？Sharpe的资本资产定价模型只能考虑系统风险，而不能考虑全部风险，所以并没有真正解决这个问题。再如，公司究竟应该如何确定最优的债务比率，或者应该如何进行资本结构决策？

读者也许已经发现，只掌握基础财务，很难畅通无阻地理解和解决现实中的财务问题。这并不奇怪，因为诸如上述种种问题，在基础财务或传统财务中的确没讲清楚或没有有效解决。因此，对这些问题的探讨和解决就构成本书的主

要内容。基础财务之所以没讲清楚或没解决好这些问题,主要是因为运用的理论工具较为简单和单一,即折现计算,也称为折现现金流量(DCF)方法。

本书围绕财务的核心问题展开探讨。首先确立财务理论的主线是价值与价值增值——这是其他学科所不可替代也是财务学科责无旁贷的主题。然后,介绍折现现金流量方法和期权定价方法。在这两大理论方法的基础上,围绕证券投资、实业投资、融资与资本结构等重要财务决策问题展开探讨。在讲清楚基础财务没讲清的各种理论和实践问题的同时,解决了若干财务理论和实践难题,包括绝对价值评估的新思路,评估股票价值的有效模型,相对价值评估中的市盈率、市净率、市销率模型,投资和价值评估中考虑风险问题的确定当量模型、约当系数模型以及考虑全部风险的资本资产定价模型,计量破产风险影响的破产成本模型以及公司最优债务比率即最优资本结构模型。

在超越基础财务和解决问题的前提下,本书力求内容上简单实用,尽量排除不实用的理论和方法。例如,从我国实际需要出发,除了基本的期权定价模型,本书省略了其他各种衍生金融工具的定价问题,包括各种复合衍生产品的定价问题;不运用随机过程(如随机波动的贴现率)探讨资产价值;不考虑各种无法预测的变量,如效用以及效用函数等近年的财务热点理论。与这些热点和高难理论相比,作者的原创理论与模型既有理论合理性,也有应用可行性,且明显超越基础财务理论,将系统、全面地补充读者原有的财务模型和决策工具,也将给予现实中企业和金融机构的相关决策以有力的支持。

作者在写作中坚持以理解和解决财务问题为目标,以不增加读者负担为原则,将数学和其他非财务学科的理论引用降到最低限度。所以,在阅读本书的过程中,读者的时间不会浪费在非财务所需的数学或其他理论上。作为高级财务,本书会有一定难度,但这种难度主要来自于财务问题本身。具有经济、财务、会计、金融、管理专业本科低年级或相当水平的读者应该都不难掌握本书内容。

本书对若干重大财务问题的解答和模型都是作者的原创,虽然经过多年课堂教学的检验,仍难免有不完善的地方;与其说是解决方法,不如说是为引出真正的解决方法而抛出的引玉之砖,这正是作者写作本书的目的之一。若您在思考、教学、科研以及实际应用中发现了这些模型的缺点、错误,请及时告诉本人(jinronglilun@126.com)。作者愿意接受读者朋友从各个角度提出的批评和改进意见,也愿意为读者朋友理解和应用有关财务理论与方法提供力所能及的帮助。

张志强
于育新花园
2011年5月6日

目录

第一章 财务的本质	/1
第一节 财务的本质	/1
第二节 学科基本特征	/10
第三节 若干基本关系	/18
第二章 价值决定与评估	/22
第一节 风险态度	/22
第二节 价值决定公理	/25
第三节 传统价值评估方法	/36
第四节 期权定价方法	/44
第三章 债券的价值	/58
第一节 债券价值初步	/58
第二节 付息频率的影响	/66
第三节 应计利息的影响	/74
第四节 可转换债券的价值	/83
第四章 股票的价值	/88
第一节 股票价值初步	/88
第二节 Gordon 增长模型	/96
第三节 ZZ 增长模型	/101
第四节 理论比率模型	/108
第五章 投资评估与决策	/115
第一节 投资评估初步	/115
第二节 折现的评估方法	/123
第三节 投资中的实物期权	/138

第六章 融资与资本结构决策	/148
第一节 融资决策初步	/148
第二节 MM 模型与权衡模型	/152
第三节 ZZ 杠杆模型	/161
第四节 ZZ 杠杆模型的应用扩展	/174
第五节 对若干资本结构之谜的解释	/182
第七章 风险与收益的关系	/190
第一节 资本资产定价模型	/190
第二节 贴现率确定难题	/198
第三节 ZZ 确定当量模型	/203
第四节 ZZ 资本资产定价模型	/209
第五节 模型的应用举例	/212
第八章 为什么会发生金融危机	/219
第一节 历次金融危机回顾	/219
第二节 为什么会发生金融危机	/228
第三节 相关政策建议	/237
主要参考文献	/241
后记	/250

第一章

财务的本质

财务科学有庞杂的理论和知识体系,但如果搞清楚其本质,就可以分清主次,抓住要领和主线,获得事半功倍的学习和研究效果。因此,作为全书的开篇,本章先从财务的本质谈起。注意本章是基于财务决策谈财务的本质,也就是谈财务的本质应该是什么,而不是从财务理论的发展(如目前主流财务研究中的文献回顾)中总结出财务的本质。

第一节 财务的本质

科学来自于实践,同时也高于实践,这是科学能够指导实践的前提。财务科学也不例外。所以,要理解什么是财务的本质和主线,就要理解财务实践,但同时又不能拘泥于财务实践的表面现象,而是要透过纷繁复杂的现象看到财务的本质。

一、财务决策

现实中有大量的个人、家庭和组织,他们面临各种各样的财务问题。相对而言,公司中的财务决策问题更有典型性,从中得到的方法和结论往往可以应用于其他个人和组织。因此,可以针对公司的情况梳理常见的财务决策。

一般而言,公司通过融资获得所需要的资本,并投资于有价值增值潜力的金融和实体资产上,进而通过日常的经营活动实现预期的收益和价值增值。因此,实践中的财务决策问题主要包括证券投资决策、实业投资决策、融资决策和经营决策,如图 1-1 所示。

1. 证券投资决策

公司的证券投资决策可能出于短期投机目的,也可能出于长期战略考虑。

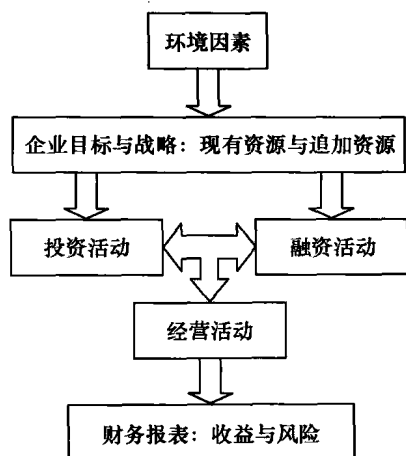


图 1-1 公司的活动

公司可能在一定时期中有一定的闲置资金,如果此时正好在证券市场上发现价值被低估的股票或债券等流动性较好即容易变现的金融资产,则可买进并持有一定时间后获得比现金更理想的收益。如果公司对其他某公司的前景非常看好,或者打算进入新的有很大增长潜力的领域,也可通过购买相应公司的股票并长期持有达到分享成长潜力的目的。与公司自己从头开始相比,这样的方式需要的资金量少,进入速度快,且风险较小。

2. 实业投资决策

公司要开展业务经营,往往需要投资购买一定数量的固定资产、流动资产以及无形资产。涉及有关资产购置的决策即为实业投资决策。公司在成立之初和业务扩张期间,都会进行大量的投资。投资决定公司的未来业务和前景,所以它是一种战略行为。实业投资往往数额巨大,且回收期长。注意投资是将现金变为资产的过程。与其战略特性相联系,投资有不可逆性,即在现金变为资产后,很难在没有损失的情况下再将资产变为现金。这就要求投资者决策要充分考虑未来的风险,尽可能避免决策失误。

3. 融资决策

传统上将公司的融资决策看做是投资决策的附带决策,即投资决策决定了公司什么时间需要多少资本后,公司再决定从哪里获得这些资本。但在现代资本市场条件下,融资决策在公司资本增值中的作用大大增加了。一个明显的事实是,公司在资本市场高涨的时期发行股票不但可以顺利融资,而且将有利于最大限度地实现公司或股票价值增值。除此之外,融资同样会带来公司未来风险和收益的变化,特别是涉及债务资本融资时,随着总资本中债务和权益资本

构成的变化,会有相应的资本成本和破产风险的变化,以及由此引起的公司价值的变化,这些自然都成为财务科学所关注和研究的核⼼问题。

4. 经营决策

经营决策主要涉及公司日常事务的处理和安排,是公司运用资产实现投资决策预想的价值增值的过程。从影响的广泛性和长远性考虑,单个的经营决策没有投资和融资决策那么重要。经营决策涉及公司运营的方方面面、各个环节,决策项目和种类众多,虽然相对琐碎,但不可忽略。在这类决策中,财务关注各项流动资产的规模、质量和结构,流动资产与流动负债的比例关系等,应力争以尽可能少的资本占用保证公司生产和销售的连续性,保证公司现金流的连续和顺畅。

二、财务的本质

1. 财务的本质

可以理解,财务是围绕资产进行决策和管理的。证券投资和实业投资都是买进资产,融资则是以股权或债权的形式卖出资产,而经营则是资产的维护和运用。

在通俗的意义上,财务是通过分析盈亏解决有关决策的问题。真正的科学理论应该可以支持决策,解决实践问题。但理论问题与实践问题未必是一一对应的。实践问题往往是具体和烦琐的,而理论问题是实践问题的抽象。通过合理的抽象,一个理论问题的解决可以应用于解决同类或类似的大量而广泛的实践问题。

就资产而言,资产价值增加即为“盈”,反之为“亏”。实际上,无论是证券投资决策、实业投资决策,还是融资决策和经营决策等,目的都是最大限度地实现价值增值。因此,财务的盈亏分析即是资产的增值分析。从而,财务理论的核心是要解决价值评估(valuation)问题。只要能评估各种决策中价值的变化,就不难判断盈亏并做出合理的决策。

所以,价值增值是财务实践的本质追求,而评估价值则成为财务理论的本质追求。财务理论和应用的各个部分都是围绕这个本质或主线展开的。抓住了这个本质和主线,就容易提纲挈领,更好地理解和研究财务问题,也容易把握财务理论的主干脉络。也只有这样,才能融会贯通地掌握财务概念和原理,并在实践中得心应手地应用。

在财务理论中,资产定价(asset pricing)是与价值评估类似的概念,可以说两者所针对和解决的是同样的问题。但在具体表达中,价值评估与资产定价又有一些细微差异。资产定价往往更侧重研究资产价格的预测;而价值评估则侧重研究资产的价值。另外,资产定价往往偏重于资本市场和高难数学方法的应

用;而价值评估则更侧重一般资产的价值估量,包括实体资产和金融资产,所探讨的往往是简单、实用的方法。

2. 财务的理论体系

根据上面的分析,要理解财务,就要理解价值。在理论上,财务就是研究一般资产价值决定和评估、探寻价值增值途径的科学;在实践上,财务工作就是基于相关具体资产在具体情况下的价值和价值增值潜力进行相应决策。

财务所研究的价值不是世界观层面好坏对错的价值判断,而是定量意义上的价值计算。同时,财务所研究的价值也不是一般物品或商品的价值。如马克思的劳动价值论就是以一般商品的价值为研究对象,而财务科学侧重于研究资产的价值。

资产是投资的对象,也可以说是资本的物化体现。资产作为一种特殊的商品,除了有可交换的特性,还具有要求增值的特性。资产的种类也有很多,可以笼统地分为金融资产和实体资产。较为常见的股票、债券、期权、期货等都属于金融资产;而房地产、企业、生产线、机器设备、销售渠道、客户关系、品牌商誉、技术专利等则属于实体资产。

资产作为一种商品,往往既有价值,也有价格。价值和价格都会随时间而波动;但理论上价格是价值的表现形式,从而会围绕价值波动。实际中,无论是金融资产还是实体资产,其市场价格多数情况下是由市场供求决定的。对比价值和价格,可以判断资产被高估还是被低估,从而可以做出相应的财务或投资决策。

就价值决定而言,有一个基本公理,即资产未来的期望风险和收益决定其价值,简单表达为风险和收益决定价值。所以,财务科学要解决如何计量风险和收益,以及如何在价值评估中综合考虑风险和收益的问题。由此可以理解,理论上完备的价值评估模型应该能够定量地综合考虑资产的风险与收益。

风险与收益之间也存在相互关系。这里也有一个基本公理,即风险与收益的同向对应关系——高风险高收益、低风险低收益。除了价值评估中的考虑,许多财务决策还需要直接在风险和收益之间做出权衡和取舍。因此,风险与收益的定量关系也是财务研究的一个核心问题。由此可知,能否反映高风险高收益、低风险低收益的基本方向性关系,也是判断价值评估和财务决策模型是否正确标准。

财务科学是从经济学中发展和独立出来的。与经济学相比,财务科学是更接近应用的专业学科。作为面向应用的科学,财务将现实决策难题抽象出来纳入理论研究的范围。比如,如何评估公司债券和股票的价值,依据什么指标或方法进行投资决策最为合理或最为有效,公司资本构成中债务资本占多大比例为最优等。

以上关于财务科学的主线及其相关计量、评估和决策问题总结在图 1-2 中。其中大部分为本书内容会涉及的问题。

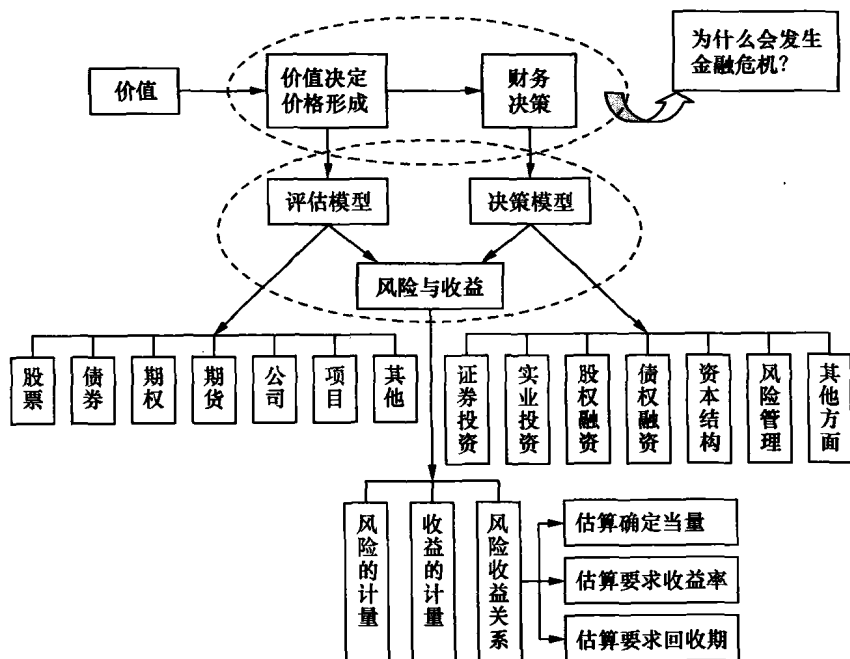


图 1-2 财务科学的主线及其相关计量、评估和决策问题

三、高级财务的任务

到目前为止，财务科学已经建立了股票、债券、期货、期权等各种资产的价值评估模型，也建立了包括投资、融资和风险管理在内的各种财务决策模型。然而，这些模型并不完善，有些有概念和理论上的缺陷，有些还缺乏应用可行性，也有些价值评估或决策问题还没得到真正解决。在图 1-2 所概括的财务科学主线直接相关的计量、评估和决策问题中，到目前为止，真正用通俗实用方法可以解决的问题不多。

比如，在股票定价方面，Gordon 增长模型（1962）之后，从简单红利折现到随机波动贴现率的应用，都没有离开现金流量折现的基本评估思路，并没有提出更好的简便易行的评估方法。除了模型越来越复杂难懂，就是应用越来越不方便。

由于股票定价理论没有实质进展，相关问题也没有找到更好的解决方法。比如，在绝对价值评估没有简单有效的评估模型的情况下，相对价值评估受到较为广泛的欢迎和应用。相对价值评估虽然简单易行，但问题的关键是，如何确定市盈率、市净率和市销率等比率的合理标准？目前仍然靠主观和经验判

断。再如,股市泡沫的计量问题,虽然提出的方法很多,但没有理论上简明透彻、应用上方便有效的方法。所以,相对价值评估主观随意、股市泡沫无法判断等问题都没有得到理想的解决。

风险与收益的定量关系决定了风险的收益补偿标准,从而成为确定贴现率的依据。在这方面的探讨中,目前只有 William Sharpe 的资本资产定价模型(即 CAPM)较为透彻地描述了风险与收益的关系。但 Sharpe 的 CAPM 只考虑系统风险,而假定非系统风险可以通过分散投资完全消除。这显然是过于理想化的假设,多数情况下无法实现。所以,运用 Sharpe 的 CAPM 来考虑风险(确定贴现率)必然低估风险,违背稳健原则。

在资本结构方面,Miller 和 Modigliani 的 MM 模型(1958,1963)点燃了财务学者的研究热情。在过去的五十多年中,全世界投入巨量的人、财、物力进行研究。但受各种财务研究流弊的影响,除了 1958 年的 MM 模型 I 和 1963 年的 MM 模型 II,真正抓住资本结构决策的实质并有理论贡献的研究不多。资本结构问题就是如何安排公司的债务比率才最有利于公司价值增值,即如何确定公司的最优杠杆(债务)比率。虽然两个 MM 模型有理论贡献,但并没有解决这个问题。

综上所述,无论是证券投资决策,还是实业投资决策以及融资决策等,都存在没有解决的基本问题。图 1-3 将这些问题按照理论问题和实践问题分别做了梳理总结。请注意,这些基本的理论问题和实践问题相互关联,因而有关这些问题的研究进展和最终解决必然兼有重要的理论意义和实践意义。

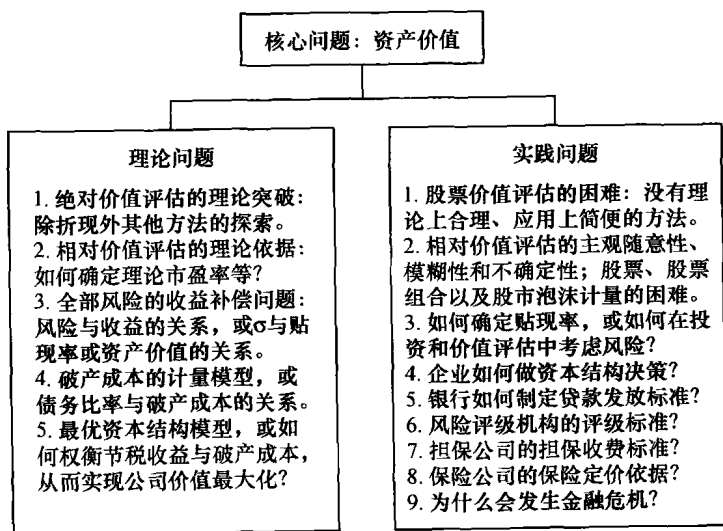


图 1-3 财务科学至今没有完成的任务

需要说明的是,实践往往走在理论前面,这是因为有关的决策必须完成,不管理论上是否解决。所以,有关决策问题在实践上的“解决”实际上并不是真正的解决。比如,如何确定贴现率,无论如何,在价值评估中必须确定一个贴现率;如何做资本结构决策,无论如何,企业必须选择或决定一个资本结构;同样,如何制定贷款发放标准?如何评价债务的风险等级?如何确定债务担保的收费标准?如何设计保险产品并进行定价?对于这些实际问题的决策,实践中必须及时完成。但是,“操作”不等于“解决”,这些问题的真正解决还须依赖于理论上的突破。

四、本书的内容

高级财务与基础财务的内容分工还不是很确定。但既然财务领域还有这么多没有解决的重要问题,高级财务就责无旁贷地要解决这些问题。简单讲,本书的主要内容就是解决或解答上述理论问题和实践问题,为财务和金融的实践提供理论依据和决策支持。

具体包括两个方面的内容。一是目前财务上没有讲清楚甚至讲错的问题,需要纠正错误,或讲解清楚。比如,目前计算项目净现值时用加权平均资本成本(WACC)作为贴现率,这其实在多数情况下都是错误的。二是目前财务上没有解决或没有彻底解决的重要问题,需要高级财务尽力予以彻底解决。比如,如何根据全部风险调整并确定贴现率?应该如何确定公司的最优资本结构,或者应该如何进行资本结构决策?本书的逻辑结构如图1-4所示。

本书第一章首先探讨财务的本质以及财务相对于其他学科而言的重要特征等基本问题。这是理解本书也是理解财务问题和财务理论的概念和理念基础。

第二章系统而简要地介绍价值评估的DCF方法和期权定价方法。这两种方法是理解和掌握高级财务理论、解决有关财务问题的理论和方法基础。

第三、四、五、六章分别探讨投资、融资等主要财务决策问题。其中第三、四章主要涉及证券投资问题,第五、六章主要涉及实业投资和融资问题。

第三章主要是探讨债券价值评估问题。基础财务并没有解决普通债券评估问题,遗留的问题主要是付息频率和应计利息与债券价值的关系。付息频率与债券价值之间的关系在基础财务中往往有模型表达,但这个表达存在普遍的错误;同时,基础财务中的债券价值模型仅仅表达了每次付息之后的债券价值。本章将在纠正关于付息频率考虑错误的基础上,进一步建立正确的任意时间的债券价值模型。解决了任意时间普通债券价值评估问题,本章将进一步探讨有可赎回和可转换条款情况下的债券价值评估问题。

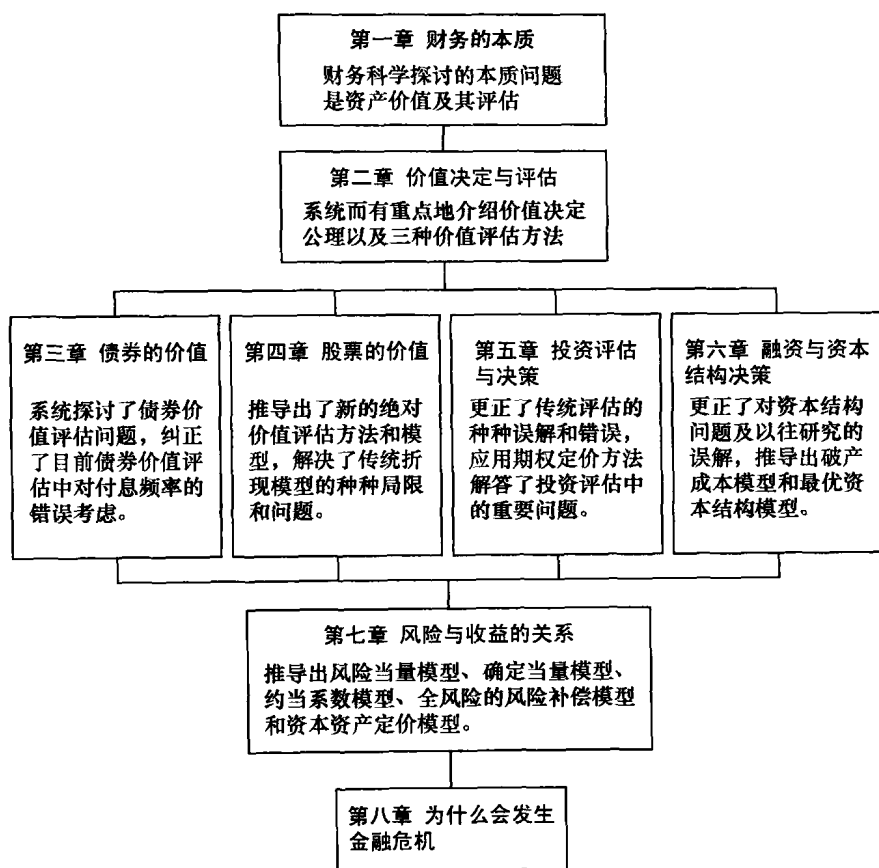


图 1-4 本书的逻辑结构

第四章主要探讨股票价值评估问题。股票作为最常见和最基本的证券之一,其价值评估至今还没有一个理论上合理、应用上方便的模型。财务课本中普遍介绍 Gordon 增长模型,但这个模型在应用中存在若干问题和局限。除了无法评估高增长的股票,还有永续增长率其实完全超出了人类的预测能力。这意味着 Gordon 增长模型其实没有应用可行性。

本章提出了以要求回收期为标准的价值评估思路,并建立了可以替代 Gordon 增长模型的 ZZ 增长模型。ZZ 增长模型以可预测期内的收益增长为评估依据,基础变量有了明确的预测可行性;而且变量取值基本不受限制,只要符合实际即可。ZZ 增长模型以要求回收期为标准进行价值评估,是与折现现金流量并列的全新价值评估方法。

借助于 ZZ 增长模型,本章进一步探讨了相对价值评估中的比率估计问题,

推导出市盈率、市净率、市销率的理论模型。由此不但解决了相对价值评估的主观随意问题,打通了相对价值评估与绝对价值评估之间的逻辑联系,也轻松解决了市场泡沫的计量问题。

第五章主要探讨实业投资评估与决策中的有关问题。在梳理基础财务内容的基础上,指出了贴现的投资回收期概念上的错误和计算中的问题,指出了计算净现值时以加权平均资本成本(WACC)为贴现率的错误,并探讨了更正这个错误的思路和方法,进而通过案例演示出股权角度的评估与项目角度评估的区别。在此基础上,说明了投资决策中考虑实物期权的必要性,以及如何在投资决策中定量地考虑实物期权。无论从理论角度还是从实践角度看,实业投资决策都是财务中最重要的问题。所以,本章在讲解清楚投资评估与决策的原理和方法的基础上,通过多种案例演示了这些原理与方法的应用。

第六章主要探讨公司融资决策和最优资本结构问题。在过去五十多年中,最优资本结构问题一直是财务研究的一个热点问题,但至今没有得到有效解决。本章有重点地梳理了20世纪50年代以来的资本结构研究成果,包括50年代和60年代的MM模型,到70年代的权衡模型等。作者发现以往的权衡理论研究存在考察期假设的错误。作者在更正考察期假设的错误基础上,进一步更正了节税收益和破产成本的概念,借助于Black-Scholes期权定价模型,解决了节税收益和破产成本的计量问题,并最终解决了最优资本结构问题。运用本书建立的ZZ杠杆模型,可以轻松解决各种情况下的资本结构决策,也可以轻松解释几十年来令财务学术领域迷惑不解的多数资本结构之“谜”。

第七章主要探讨风险与收益的关系问题。一直以来,财务上都通过折现计算价值,而折现就要用到贴现率,也就是通常说的风险调整的贴现率(risk-adjusted discount rate)。就根据风险确定贴现率而言,Sharpe的资本资产定价模型是可以依赖的主要模型。但这个模型只考虑了系统风险,而假定非系统风险通过分散投资完全消除,这与多数实际情况不相符。所以,其实财务上一直没有可靠的方法来根据全部风险确定贴现率。

在没有解决如何根据全部风险确定贴现率的情况下,本章另辟思路,基于Black-Scholes期权定价模型,推导出了计量确定当量和约当系数的模型。在可以计算确定当量的情况下,就可以按照无风险利率折现确定当量来计算价值,这就避免了风险调整的贴现率估计的困难。从而,本章在解决了财务上一直没有解决的确定当量和约当系数客观计量问题的同时,也解决了在投资决策和价值评估中如何考虑全部风险的问题。

在确定当量和约当系数模型的基础上,本章进一步推导出了考虑全部风险(系统风险和非系统风险)情况下的风险与收益关系,即 ZZ 风险补偿模型和 ZZ 资本资产定价模型。ZZ 资本资产定价模型直接弥补了 Sharpe 的资本资产定价模型只考虑系统风险的逻辑缺憾,可以有效解决投资和价值评估实践中贴现率的确定难题。

第八章主要探讨金融危机的深层原因。此次金融危机以来,关于危机的直接原因即导火索,有很多研究和探讨,但危机的根本原因才是最值得探讨的。即便管住了次贷这个引起此次危机的导火索,对于避免下次危机的发生也可能起不到任何作用,因为在根本问题没有得到认识以及监管或遏制之前,危机可以随时通过其他导火索而引发出来。所以,本书最后一章探讨了导致金融危机的基本机制和深层原因,并提出了相关政策建议。

第二节 学科基本特征

学科基本特征是一门学科区别于其他学科的特征。学科的本质决定了学科应该具有的基本特征。有无明确的基本特征决定了学科独立存在的必要性与价值。要理解和发展一个学科的理论,就要明确学科的本质和基本特征。所以,在上节探讨财务的本质的基础上,本节我们探讨一下财务学科的基本特征及其与相关学科的关系。

一、学科基本特征

1. 定性还是定量

根据上节的讨论,财务从价值角度探讨管理决策问题。要评估价值,就必须做定量的分析与计算。因此,财务是一门具有定量特征的学科。有多门学科都致力于解决管理决策问题,比如人力资源、市场营销、公司战略等。这些学科多是依据定性分析做出决策;相对而言,财务则是依据定量分析做出决策。这方面的特征使财务明确区别于这些学科。

人力资源、市场营销、公司战略等学科有时也采用定量分析,但一般没有本学科“独有”的定量方法,所采用的定量方法往往是根据分析问题的需要而从其他学科“借用”来的。而财务有自己独有的定量方法即价值评估方法,换言之,对于资产价值的计量基本上要依赖于财务或其分支学科(如价值评估等),没有任何其他学科可以替代。当然,定性还是定量以及有无本学科独有的定量方法是由学科性质决定的,在这里没有高下之分。

2. 事先还是事后

既然财务工作是依据资产价值进行决策,而资产价值是由未来的风险与收