



解读金融

成为金融高手的惟一途径

Mastering Finance

Your Single—Source Guide to
Becoming a Master of Finance

〔英〕蒂姆·迪克森 主编

(Tim Dickson)

刘君 范莉 刘枫 梁云萍 闫雪花 译

解读金融

成为金融高手的惟一途径

Mastering Finance

Your Single—Source Guide to
Becoming a Master of Finance

〔英〕蒂姆·迪克森 主编

(Tim Dickson)

刘君 范莉 刘枫 梁云萍 闫雪花 译

经济管理出版社

ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

解读金融：成为金融高手的惟一途径/[英]蒂姆·迪克森主编；刘君等译．—北京：经济管理出版社，2005

ISBN 7-80207-352-9

I. 解... II. ①蒂... ②刘... III. 金融—基本知识 IV. F83

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2005) 第 076303 号

出版发行：经济管理出版社

北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 11 层

电话：(010) 51915602 邮编：100038

印刷：北京求实印刷厂

经销：新华书店

责任编辑：申桂萍

技术编辑：杨 玲

787mm×1092mm/16

36 印张

749 千字

2005 年 8 月第 1 版

2005 年 8 月第 1 次印刷

定价：78.00 元

书号：ISBN 7-80207-352-9/F·338

· 版权所有 翻印必究 ·

凡购本社图书，如有印装错误，由本社读者服务部

负责调换。联系地址：北京阜外月坛北小街 2 号

电话：(010) 68022974

邮编：100836

《金融衍生工具与资本市场译库》编委会名单

主 编 沈志渔

副主编 杨世伟

编 委 (以下按姓氏笔画排序)

王 勇	刘 君	宋清秋	李红枫	李国华
杨世伟	杨冠琼	沈志渔	陈宋生	周金泉
范占军	赵志义	崔 宏	赫晓峰	

前言

《金融时报》的“解读”系列丛书是《金融时报》和一些世界顶尖商学院卓有成效的合作的产品。就像之前由 FT 和 Prentice Hall 联合出版的《解读管理》与《解读企业》一样，这已是第三本合作的书，我们相信这本书囊括了必要的理论与最新的相关实务。

这本书收集了供职于芝加哥大学商学院、伦敦商学院和宾州大学沃顿商学院的撰稿人的 60 多篇文章，这些文章发表在 1997 年夏季每周出版的《金融时报》上。本书的撰稿人都是在金融领域中享有盛誉的专家学者，因此本书不论对学生还是该行业的实践者都极具价值。

本书分为十三篇：估价、公司财务、会计、价值管理、金融市场的本质、运作中的股权市场、债务市场、资产组合投资、风险管理、衍生工具、金融机构、监管和公司治理、财政和政府。

每一篇的简要导读向读者展示了该部分不同话题的重要性，而每篇文章末尾的总结可以帮助读者很快地识别自己感兴趣的主体。文章后面列出的推荐阅读也有助于读者进行更深入的钻研。

《解读金融》不是对初学者的一个指导——许多其他书的主要目的都是如此——所以它假定了读者都具有如下基础知识：现金流、营运资本和股息率。《解读管理》一书的融资部分对那些需要基础知识的人来说可能是一个最好的起点。

和《金融时报》的“解读”系列的其他丛书一样，正是由于许多人的参与才使这个项目成为可能，没有他们就不可能把如此众多的著名撰稿人聚集在一起。然而，不可避免的是这个重担落在了每所学校学术的和行政的协调人员身上，他们分别是 Harold Rose 教授（伦敦商学院）、Richard Leftwich 和 Allan Friedman 教授（芝加哥大学商学院）、Michael Gibbon 和 Michael Baltes 教授（沃顿商学院）。对他们不知疲倦的工作和支持我们非常的感激。

最后，如果你已经阅读过这本书的话，你将会很高兴地了解到还有更多的“解读”系列丛书正在出版中：《金融时报》的另外两个主题是《解读全球商业》和《解读市场》。

Tim Dickson 和 George Bickerstaffe

1997 年 11 月

目 录

第一篇	估价	(1)
第二篇	公司财务	(63)
第三篇	会计	(125)
第四篇	价值管理	(151)
第五篇	金融市场的本质	(199)
第六篇	运作中的股权市场	(229)
第七篇	债务市场	(277)
第八篇	资产组合投资	(329)
第九篇	风险管理	(367)
第十篇	衍生工具	(417)
第十一篇	金融机构	(457)
第十二篇	监管和公司治理	(497)
第十三篇	财政和政府	(529)
术语表		(555)

第一篇 估 价

撰稿人

Jeremy J. Siegel: 宾夕法尼亚大学沃顿商学院金融系教授, 美国证券学会研究室主任, 美国证券交易委员顾问。

Robert Z. Aliber: 芝加哥大学商学院国际经济学和金融学教授, 国际金融研究中心主任。

Elroy Dimson: 伦敦商学院金融学教授, LBS 风险衡量编辑。

Howard Kaufold: 宾夕法尼亚大学沃顿商学院金融学副教授, 沃顿 EMBA 项目主任。

Isik Inselbag: 宾夕法尼亚大学沃顿商学院金融学副教授, 前沃顿商学院研究生分院副院长。

Massoud Mussavian: 伦敦商学院金融学副教授, 研究兴趣包括金融时间序列分析、投资和基金管理。

Donald B. Keim: 宾夕法尼亚大学沃顿商学院金融学教授。

Gabriel Hawawini: INSEAD 投资银行部的 Henry Gunfeld 教授, 在金融服务领域发表过若干论文和出版过数本著作。

Luigi Zingales: 芝加哥大学商学院金融学副教授, 研究兴趣包括资本结构和公司治理。

目录

风险和回报：从现代金融的基石谈起 (9)

Jeremy J. Siegel, 宾夕法尼亚大学沃顿商学院

从股票和债券的历史数据中寻找其运动规律，从而预测未来走势。

资本预算：这个投资项目有利可图吗？ (18)

Robert Aliber, 芝加哥大学商学院

外国投资项目的评估方法，以及资本预算算法讨论。

资本预算： β 系数法 (23)

Elroy Dimson, 伦敦商学院

评估风险和回报的关系的最常用方法：资本资产定价模型。

杠杆收购(LBO)的资产评估方法 (32)

Isik Inselbag 和 Howard Kaufold, 宾夕法尼亚大学沃顿商学院

对杠杆收购资产评估方法的评述。

风险评估的套利定价方法 (40)

Massoud Mussavian, 伦敦商学院

评估风险的又一种方法——套利定价模型。

β 系数、公司规模和市价账面价值比：三种风险评估方法还是仅为一种？ (48)

Gabriel Hawawini, INSEAD

Donald Keim, 宾夕法尼亚大学沃顿商学院

对股票回报的不同形式的讨论——公司规模、账面价值和市价比、历史回报。

为什么要控股？ (56)

Luigi Zingales, 芝加哥大学商学院

成为控股股东的种种好处。

导读

在股票投资和实业投资中，价值评估是一大核心。本章将引入风险和回报的概念，考察一系列资本预算的方法（包括著名的资本资产定价模型），提供杠杆收购评估方面的建议，以及评价控股地位所带来的好处。

风险和回报：从现代金融的基石谈起

Jeremy J. Siegel

如果给定某一资产或资产类别的风险和回报，那么根据现代金融理论，就能够由投资者对风险的偏好程度确定出最佳的投资组合。然而预期的投资回报不是物理常数，不可能像光速那样等待人们去发现。预期投资回报要从历史数据中去推算得出，并结合当前的经济、政治和社会因素对从过去数据中得出的参数进行修正。

金融数据从来都不缺乏。在社会科学领域，金融数据不管是从量上还是从质上都是其他学科所无法比拟的。但是专业人士在衡量两大资产——股票和债券的风险及回报上总是分歧众多。

另一方面，数据的充足并不能保证在预测回报时做到百分之百的精确，因为谁都不能保证那些影响到资产价格的因素会保持不变。正如诺贝尔经济学奖获得者 Paul Samuelson 经常喜欢说的一句话：我们惟一能确定的是过去。

历史回顾

让我们从美国 and 英国一战刚刚结束后的历史开始，截取这段历史的理由在于它覆盖了股票市场主要的循环规律：20 世纪 20 年代末的投机浪潮以及随之而来的股市崩盘，二战和二战后的兴起与繁荣。不过用这段历史作为我们预测未来的基准也有缺陷，因为和 20 世纪 30 年代不同的是，当前对国民经济最大的威胁不是来自于通货紧缩，而是通货膨胀。

经济从通货紧缩倾向转向通货膨胀倾向其实不难理解。曾统治工业国 200 多年的金本位货币制，在 20 世纪 30 年代大萧条以后被抛弃了，政府转向了纸币制度，而且这一制度如今普遍为发达国家和发展中国家所采用。

这种转变极大地改变了价格水平的变动规律，而更容易地导致通货膨胀。美国 and 英国二战以来物价上涨的水平是过去 200 年物价上涨水平的总和。从 1800 年到 1945 年，物价从整体上是平坦的，尽管短期内有些比较大的波动。从金本位制到纸币本位制的转变还对固定收益资产的回报产生了重大影响。回顾 20 世纪 40、50

和 60 年代的情况，投资者踊跃购买债券，他们似乎还没有意识到货币制度的转变所带来的影响。否则怎么解释在政府采取各项反通货紧缩政策的情况下，投资者还积极购买仅有 3%~4% 利息的长期债券？事实上，战后的数据显示，在大多数年份里长期债券的回报并不理想。

常用的衡量基准

那么，货币制度的转变会给股权资产的回报产生什么影响？理论上，股票是指对资本和土地等实质资产的求偿权，这些资产的价值通过商品和服务的买卖加以反映。从这点出发，我们可以得知：至少在长期内股票回报不会受到货币制度变动的影响。但是如 20 世纪 70 年代的情况所示，短期内股票根本无法作为对冲通货膨胀风险的工具。那么对于长期内股权回报是否受到通货膨胀影响这一论题，我们只能通过对比过去 50 年和最近几年股权的回报情况而做出判断。

在 Alfred Cowles 和 William Schwert 工作的基础上，我经过进一步的计算处理，得到了自 19 世纪早期以来美国股票和债券的两种回报数据：包括通货膨胀效应在内的和去除通货膨胀效应以后的。图 1 显示了 1802~1996 年股票、债券、国库券、黄金的真实回报（包括资本利得、利息和股利所有在内）的增长率以及美元的价格。

我们把两个世纪的历史分为三个阶段：第一阶段从 1802~1871 年，代表了美国早期经济的发展阶段；第二阶段从 1871~1925 年，美国跃居为世界几大工业国之一的经济发展期；第三阶段从 1926 年到现在，标志着金融市场逐渐走向成熟的时期，因此这段时期是拿来分析历史回报时最常用到的衡量基准。

股权资产回报

一个经过良好分散化的股权组合，不仅购买力的增长速度高于其他资产，而且在长期内其含通货膨胀回报的稳定性非常可观。尽管在过去的两个世纪里，美国的经济、社会和政治环境都发生了巨大的变化，但是美国股票的年回报（去除了通货膨胀后）在上述每一个阶段里都保持在 6.5%~7% 的水平。

从 19 世纪早期的农业经济转到工业经济最后到以服务和信息为主导的后工业经济，股权资产真实回报的持续性特征是相当明显的。而且不管是在金本位制还是纸币本位制下，股票在长期内始终保持着稳定的回报。不过有些经济学家对使用美国 and 英国的数据来预测未来提出了质疑。他们认为这两个国家在所有主要战争中都

是战胜者，而且在这 200 多年中的历史中几乎顺利地度过了每次大的危机。所以他们把这两个国家作为世界的典型是一个严重的错误。

总实际回报指数（半对数图）

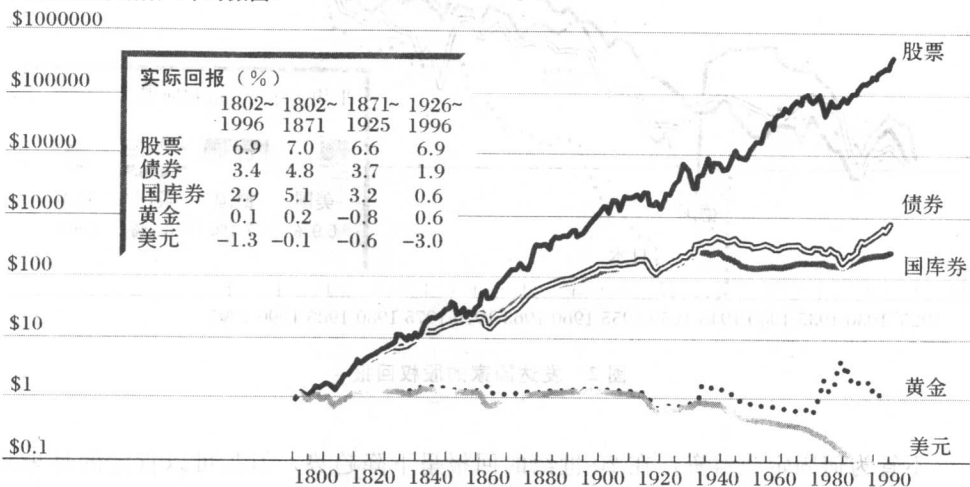


图1 美国的股票和债券——一个长期视角

但是根据笔者对其他国家股权回报数据的调查，发现股权回报稳定性的特征再一次得到证明而不是质疑。图2显示了美国、英国、日本和德国从1926年至今股票的实际美元回报。为了保证数据的连续性，我还特别收集和整理了二战时期的股权回报数据。

对于德国和日本来说，法西斯轴心的失败导致其股市的急剧下降，不过复苏的势头也同样强劲。另外，英国、德国和日本的年度真实回报（美元）下降的幅度不超过1%。尽管日本的股权年回报落后4.8%，但是在固定收益资产上的回报大大超过了同一时期其他任何一个国家。发达国家股市从战争、物价飞涨和经济萧条中复苏的能力令人瞩目，这强有力地说明了股权投资在长期内能获得较好的回报是一个普遍现象。

固定收益资产回报

与实际股票回报的非凡稳定性相反的是，固定收益资产的真实回报却是显著地下降了。在第一个甚至第二个阶段，债券和国库券的回报尽管小于股权资产的回报，但是很显然还是为正的。但是自从1926年尤其是第二次世界大战后，固定收益资产的回报在去除通货膨胀后所剩无几。