

# 横论财务

## ——财务行为论

胡振兴 著

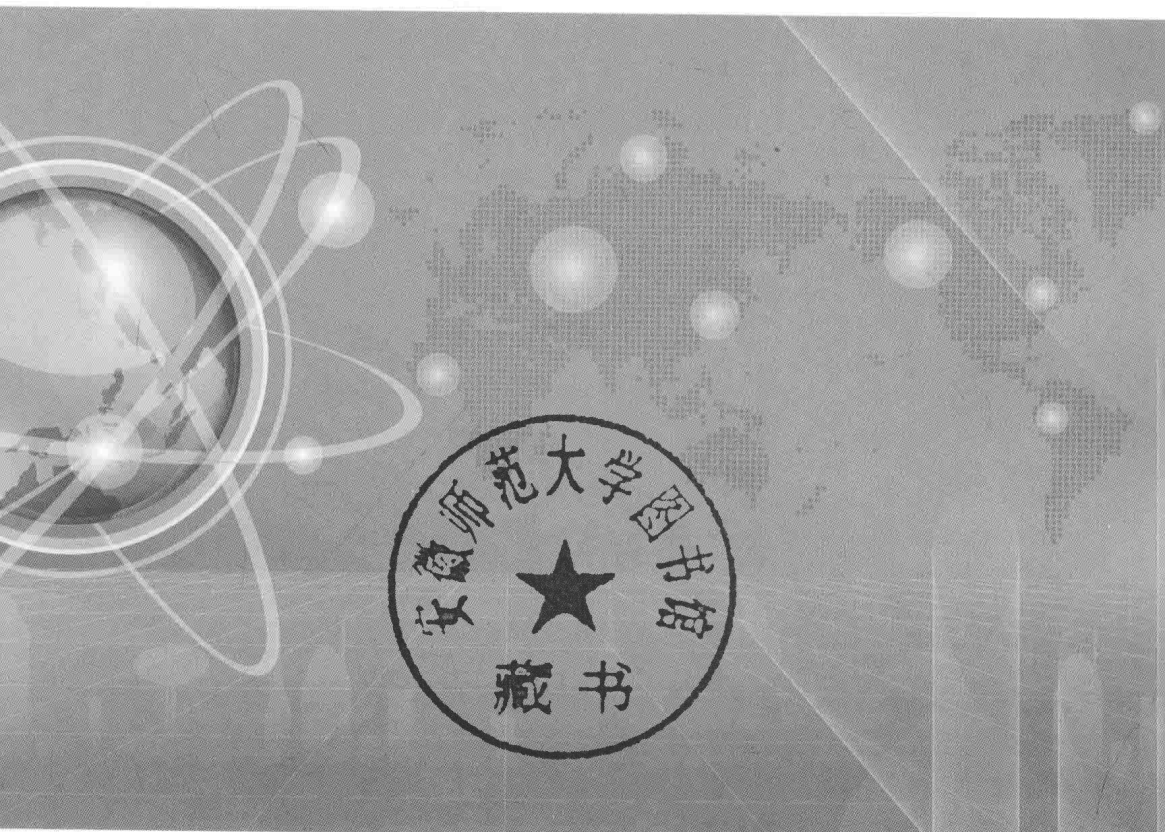


中国社会科学出版社

# 横论财务

## ——财务行为论

胡振兴 著



中国社会科学出版社

## 图书在版编目 (CIP) 数据

横论财务：财务行为论/胡振兴著. —北京：中国社会科学出版社，  
2015. 9

ISBN 978 - 7 - 5161 - 7382 - 4

I. ①横… II. ①胡… III. ①财务管理—研究 IV. ①F275

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2015)第 302249 号

---

出版人 赵剑英  
责任编辑 卢小生  
特约编辑 林木  
责任校对 周晓东  
责任印制 王超

---

出版 中国社会科学出版社  
社址 北京鼓楼西大街甲 158 号  
邮编 100720  
网址 <http://www.csspw.cn>  
发行部 010 - 84083685  
门市部 010 - 84029450  
经销 新华书店及其他书店

---

印刷 北京君升印刷有限公司  
装订 廊坊市广阳区广增装订厂  
版次 2015 年 9 月第 1 版  
印次 2015 年 9 月第 1 次印刷

---

开本 710 × 1000 1/16  
印张 34.25  
插页 2  
字数 578 千字  
定价 120.00 元

---

凡购买中国社会科学出版社图书，如有质量问题请与本社营销中心联系调换

电话：010 - 84083683

版权所有 侵权必究

# 前 言

财务学科的起源虽然可以追溯到 15 世纪，但正式形成于股份制经济方兴未艾的 20 世纪初期。20 世纪 50 年代，随着资本结构理论（主流筹资理论）和资产组合理论（核心投资理论）的相继问世，随着现金流量取代净利润成为基本价值评价标准，随着财务杠杆原理在财务活动中的广泛应用，随着期权价值的引入对时间价值和风险价值的决策相关性进行完善，形成了相对完备的财务学科框架体系。20 世纪 80 年代以来，随着资本市场的快速发展，财务对象不断充实，财务手段不断创新，财务环境不断完善，财务目标不断优化，目前业已筑起财务学科大厦。

在市场竞争日趋激烈的今天，财务活动日渐居于企业活动的核心环节。做好财务活动，努力为股东创造财富，是经营者的中心工作和基本职责。经营者所做的，肯定是股东不敢做或做不了或做不好的。若经营者不能为股东增加财富，股东就会另请高明，或亲自上马。除非经营者勤勉尽责，忠于职守，努力实现股东目标，否则，经营者会面临物质利益、市场声誉、社会地位、职业生涯、人身自由的多重挑战。

本书分 8 章。第一至第三章为理论部分，第四至第八章为实务部分，其中第四、第八章为投资内容，第五、第七章为筹资内容，第六章有投资内容也有筹资内容。本书尽可能吸收现代财务理论和实务的最新成果，主要有以下特色与创新。

## 一 主要特色

### （一）主张财务对象二分论

将具体财务对象分为投资和筹资，突破了以往财务对象五分论、四分论、传统三分论、变革三分论和改良三分论，认为投资是支点，以投定筹，投资决定筹资，筹资为投资服务，以往的“筹资是起点，以筹定投”不符合市场经济的基本原则，应当摒弃。

### (二) 主张财务目标起点论

将财务目标作为财务系统运行的起点，认为财务目标是组织财务活动、处理财务关系所达到的理想境地，是指导财务评价、考核财务绩效的基本圭臬，成为从事财务工作的立足点和规范财务行为的指南，位列财务系统的核心地位和最高层次。财务目标与财务主体、财务对象、财务手段、财务环境（五大财务要素），一起筑成财务活动系统，并与四大财务理论、三大财务观念共同构建财务概念框架。

### (三) 主张财务法则三元论

将财务观念分为时间价值、风险价值和期权价值，并引入期权价值对时间价值和风险价值的决策相关性进行了修正，拓展了以往财务观念二元论，并将三元论的财务法则贯彻到各项财务活动中，整合了三大财务观念。

### (四) 主张财务指标统一论

基于财务活动分为经营性活动和金融性活动，将财务指标分为经营性指标和金融性指标，如投资分为经营性投资和金融性投资（资产分为经营性资产和金融性资产）、筹资分为经营性筹资和金融性筹资（资本分为经营性资本和金融性资本）、负债分为经营性负债和金融性负债、成本分为经营性成本和金融性成本、杠杆分为经营性杠杆和金融性杠杆、风险分为经营性风险和金融性风险、现金流量分为经营性现金流量和金融性现金流量、营运资金分为经营性营运资金和金融性营运资金、租赁分为经营性租赁和金融性租赁等，建立了一套较为完整的财务指标体系。

## 二 主要创新

### (一) 对财务要素进行了详细解析

财务要素分为财务主体、财务对象、财务手段、财务环境和财务目标。财务主体是经营者。经营者有最广义（基层以下管理者及所有员工）、广义（中层以上管理者）、常义（高管）、狭义（CEO）、最狭义（企业家）之分。具体财务对象是投资与筹资（二分论）。经过投资与筹资的梳理和分合，财务行为分为长期经营性投资、长期外源性筹资、营运资金管控（短期经营性投资与短期外源性筹资）、内源性筹资和金融性投资五个部分。财务手段从纵向上划分财务活动（财务对象从横向上划分财务活动），包括基本手段和辅助手段，前者有财务决策、财务预算和财

务控制；后者有财务预测、财务评价、财务战略和财务治理。财务环境分为微观环境和宏观环境。前者主要是指财务制度、体制和机制；后者分为金融市场（最直接）、税制结构（最现实）、经济与法律（最起码）。财务目标存在利润最大化和股东财富最大化两大流派。由于利润最大化存在一些难以逾越的致命弱点，股东财富最大化自然而然地走上了历史舞台。在股东财富最大化实现的过程中，股东与经营者、债权人与股东（唆使经营者）、其他利益攸关人与股东（误导经营者）、中小股东与大股东（控制经营者），不可避免地会发生目标冲突。股东与经营者之间的目标冲突最激烈、最频繁、最典型，往往演化为经营者腐败。治理经营者腐败，一靠完善激励与监控并重的防范机制，二靠健全行政制裁与司法制裁并举的惩处机制。

#### （二）对财务理论进行了系统归纳

现代财务理论主要包括现代资产组合理论、现代资本结构理论、现金流量理论和财务杠杆理论。现代资产组合理论的鼻祖是马柯维茨的均值—离差理论，属于核心投资理论。现代资本结构理论的代表是MM理论，属于主流筹资理论。现金流量理论之所以成为投资理论与筹资理论的支撑点，是因为现金流量取代净利润成为基本价值评价标准，成为投资决策和筹资决策的基本依据。财务杠杆理论之所以成为投资理论与筹资理论的结合部，是因为经营性杠杆的本质是经营性投资杠杆，金融性杠杆的实质是金融性筹资杠杆，其合理搭配方式是高经营性杠杆与低金融性杠杆，或者低经营性杠杆与高金融性杠杆。

#### （三）对财务法则进行了全面梳理

时间价值、风险价值和期权价值是客观存在的三种经济观念，是财务活动必须遵循的三条基本法则，贯穿于企业财务活动过程的始终。时间有价体现了“时间就是金钱，现在一块钱比未来一块钱值钱”，成为财务活动第一法则。风险溢价还原了财务活动的本来面目，成为财务活动第二法则。期权定价弥补了时间价值和风险价值的内在缺陷，成为财务活动第三法则。

#### （四）对财务行为进行了精要阐述

长期经营性投资、长期外源性筹资、营运资金管控、内源性筹资和金融性投资，依次成为企业第一财务行为、第二财务行为、第三财务行为、第四财务行为和第五财务行为。无论哪一种财务行为，主要涉及两个步骤

或问题：一是价值估计，是财务决策的必经阶段，主要表现为事前财务行为；二是收益（成本）评价，是财务评价的必要步骤，属于事后财务行为。

本书得到河南理工大学博士基金项目（B2010-24）、河南省哲学社会科学规划项目（2015BJJ008）和河南理工大学能源经济研究中心的资助。

胡振兴 于焦作  
2015年5月21日

# 目 录

前 言	1
第一章 财务活动系统：五大构成要素	1
第一节 财务主体——由谁做？	2
一 财务学科体系	2
二 财务主体界定	5
第二节 财务对象——做什么？	12
一 总体财务对象：资金及其运动	12
二 具体财务对象：投资与筹资	15
三 综合财务对象：财务关系	29
第三节 财务手段——怎样做？	33
一 财务手段、财务行为和财务活动	33
二 基本手段：财务决策、财务预算和财务控制	35
三 辅助手段：财务预测、财务评价、财务战略和 财务治理	40
第四节 财务环境——从哪做？	48
一 基本微观环境：财务制度、体制和机制	48
二 最直接的宏观环境：金融市场	52
三 最现实的宏观环境：税制结构	74
四 最起码的宏观环境：经济与法律	80
五 宏观环境共有因子：利率	83
第五节 财务目标——为何做？	90
一 财务目标体系及评价	90
二 财务目标冲突及协调	95



本章小结	104
<b>第二章 财务行为指南：四大理论基石</b>	<b>106</b>
第一节 现代资产组合理论	106
一 资产收益及其数理统计量	107
二 现代资产组合理论的先驱： $\sigma-\mu$ 理论	113
第二节 现代资本结构理论	130
一 传统资本结构理论	131
二 现代资本结构理论的化身：MM理论	133
三 现代资本结构理论的重大突破：权衡理论	138
四 现代资本结构理论的最新发展	141
五 现代资本结构理论的另一分支：股利理论	145
第三节 现金流量理论	148
一 现金流量涉及的基本范畴	148
二 现金流量的层次体系	153
三 现金流量的指标体系	160
第四节 财务杠杆理论	161
一 财务杠杆原理涉及的基本概念	161
二 经营性杠杆	168
三 金融性杠杆	173
四 联合性杠杆	181
本章小结	186
<b>第三章 财务行为法则：三大价值观念</b>	<b>188</b>
第一节 时间价值观念	188
一 时间及其价值	188
二 一次性现金流量的时间价值	192
三 分期等额现金流量的时间价值	196
四 几个特殊的时间价值问题	206
第二节 风险价值观念	213
一 风险及其价值	214
二 非系统性风险的衡量与分散	222

三	系统性风险的计价与补偿·····	226
<b>第三节</b>	<b>期权价值观·····</b>	<b>234</b>
一	期权及其价值·····	235
二	期权定价模型·····	242
三	期权在财务活动中的应用·····	250
<b>本章小结</b> ·····		<b>258</b>
<b>第四章</b>	<b>长期经营性投资：第一财务行为·····</b>	<b>260</b>
<b>第一节</b>	<b>长期经营性投资与财务目标·····</b>	<b>260</b>
一	长期经营性投资概述·····	260
二	长期经营性投资类型·····	263
三	长期经营性投资对股东财富的影响·····	272
<b>第二节</b>	<b>投资项目估价·····</b>	<b>274</b>
一	投资项目估价方法·····	274
二	投资项目的现金流量·····	287
<b>第三节</b>	<b>资产收益评价·····</b>	<b>302</b>
一	动态资产收益评价·····	303
二	静态资产收益评价·····	309
<b>第四节</b>	<b>长期经营性投资决策·····</b>	<b>312</b>
一	独立方案决策·····	312
二	互斥方案决策·····	315
<b>本章小结</b> ·····		<b>324</b>
<b>第五章</b>	<b>长期外源性筹资：第二财务行为·····</b>	<b>326</b>
<b>第一节</b>	<b>长期外源性筹资与财务目标·····</b>	<b>326</b>
一	长期外源性筹资概述·····	326
二	长期外源性筹资分类·····	329
三	长期外源性筹资对股东财富的影响·····	352
<b>第二节</b>	<b>筹资项目定价·····</b>	<b>354</b>
一	普通股发行及定价·····	354
二	公司债券发行及定价·····	367
<b>第三节</b>	<b>资本成本计量·····</b>	<b>371</b>

一	类别资本成本	371
二	平均资本成本	378
第四节	长期外源性筹资决策	382
一	长期外源性筹资决策的影响因素	382
二	长期外源性筹资决策的基本方法	384
	本章小结	395
第六章	营运资金管控：第三财务行为	397
第一节	营运资金管控与财务目标	397
一	营运资金构成	397
二	营运资金分类	404
三	营运资金管控内容	406
四	营运资金管控对股东财富的影响	407
第二节	短期经营性投资：营运资金投资	409
一	短期经营性投资政策	409
二	短期经营性投资成本	412
三	短期经营性投资规模决策	419
第三节	短期外源性筹资：营运资金筹资	434
一	短期外源性筹资政策	434
二	短期经营性筹资：经营性流动负债	439
三	短期金融性筹资：金融性流动负债	443
	本章小结	447
第七章	内源性筹资：第四财务行为	449
第一节	内源性筹资与财务目标	449
一	内源性筹资与股利分配	449
二	股利分配与收益分配	452
三	股利分配流程	455
四	内源性筹资对股东财富的影响	460
第二节	内源性筹资的转移或替代形式	462
一	股票股利	462
二	股票配售	464

三	股票回购	466
四	股票分割	469
第三节	决定内源性筹资的股利分配政策	471
一	剩余股利政策	471
二	不变股利政策	472
三	稳定增长股利政策	474
四	固定股利支付率政策	475
五	低正常股利加额外股利政策	476
本章小结		477
<b>第八章</b>	<b>金融性投资：第五财务行为</b>	<b>479</b>
第一节	金融性投资与财务目标	479
一	金融性投资特征与流程	480
二	金融性投资主流对象：证券	482
三	金融性投资对股东财富的影响	488
第二节	金融性投资估价	490
一	股票投资估价	490
二	债券投资的估价	495
三	基金份额投资的估价	502
四	衍生金融产品投资的估价	514
第三节	金融性投资收益	523
一	股票投资收益	523
二	债券投资收益	526
三	基金份额投资收益	530
四	衍生金融产品投资收益	532
本章小结		533
<b>参考文献</b>		<b>535</b>

# 第一章 财务活动系统：五大构成要素

财务活动作为企业活动的关键组成部分和核心环节，直接关系到企业的生存与发展。财务活动由谁做（Who）？做什么（What）？怎样做（How）？从哪做（Where）？为何做（Why）？这五个要素及其对应的五个问题（4W1H），共同构成企业财务活动系统框架，分别涉及财务主体、财务对象、财务手段、财务环境和财务目标。如图 1-1 所示。

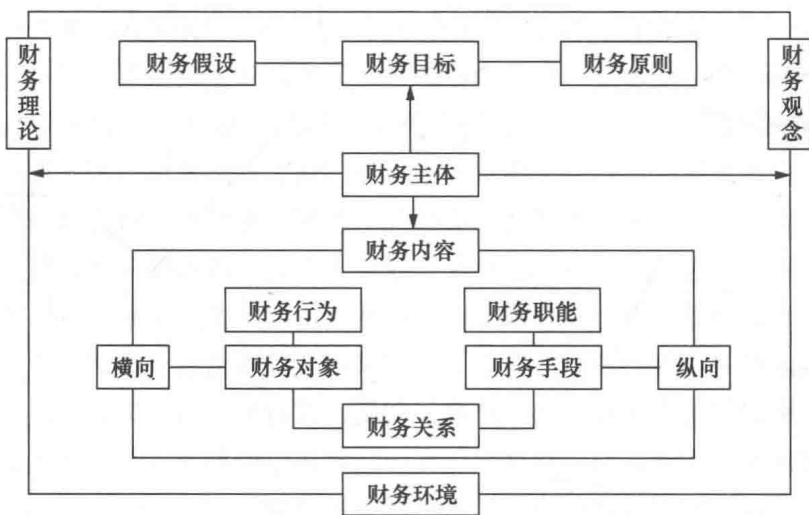


图 1-1 财务活动系统

财务主体在财务目标的引导下，通过财务环境支持，运用财务手段，作用于财务对象，这种关系就是财务活动系统。发挥和利用财务主体的能动性、财务对象的反馈性、财务手段的创造性、财务环境的机遇性、财务目标的激励性，是财务活动的出发点。

## 第一节 财务主体——由谁做？

财务活动究竟由谁做，涉及财务主体。财务主体界定是一个很严肃的问题，这是因为：第一，只有科学地界定财务主体，才能明确财务对象，正确运用财务手段，完善财务内容体系；第二，财务主体若界定不清甚至不实，就会导致财务目标的模糊乃至混乱。

### 一 财务学科体系

要科学界定财务主体，必须对财务学科结构进行剖析。

#### （一）中西财务学科对比

西方财务学的起源虽然可以追溯到 15 世纪，但正式形成于企业组织形式发生重大变革的 20 世纪初期。20 世纪 50 年代之后，随着资本结构理论和资产组合理论（财务理论的两大基石）的相继创立，随着杠杆原理的广泛应用，随着财务观念的推陈出新，形成了相对完整的财务理论框架和方法体系。80 年代以来，随着资本市场的迅猛发展，财务对象不断充实，财务目标不断优化，财务环境不断完善，财务方法不断创新，财务理论不断升华，以资金及其运动为研究对象的财务学科大厦逐渐形成。

目前西方财务学大致有金融学、投资学和财务管理学三个分支。金融学主要研究货币、银行与非银行金融机构、金融工具、金融市场、金融体制和金融政策有关问题，主要涉及宏观领域的资本流通；投资学主要研究专业投资机构的现实投资的理性选择问题以及价值增值问题，主要涉及中观领域的资本流通；财务管理学主要研究实体组织的投资与筹资问题以及资产组合决策与资本结构决策问题，主要涉及微观领域的资本流通。

我国财务学建立和发展较晚。新中国成立后，我国沿袭采用苏联计划经济体制框架下的财务体制。改革开放后，我国开始引进西方发达国家的财务体制。随着我国社会主义市场经济体制的确立，我国逐步建立起具有中国特色的财务体制。

英文 finance，在我国通常译为财务或财务学，有时也译为金融或金融学，有时甚至译为财政或财政学，缘由是西方财务学将金融学、投资学和财务管理学作为一个大一统的学科体系。但是，在中国人观念中，财务往往与企业、会计相联系，金融往往与银行、证券、保险相联系，财政往

往与政府、非营利组织相联系。

为什么西方财务学科的范围会如此之广？事实上，财务作为以资金及其运动为载体的社会经济现象，作用于经济社会中的每个人、每个企业或单位、每个产业或行业、每个国家或地区，乃至整个国际。其作用的空间有宏观的，有微观的；作用的时间有连续的，有间歇的；作用的程度有共性的，有个性的；作用的方式有直接的，有间接的。从某种意义上讲，只要资金渗透到哪里，财务问题就会波及哪里。无时不要财务，无事不是财务，无处不话财务；无官不懂财务，无商不倚财务，无民不做财务。这么说虽然有失偏颇，但足以诠释财务的重要性、牵涉面、影响力和普遍化。

## （二）我国的财务学科体系

为什么我国财务学科的视阈又如此特殊？这涉及财务学科的划分问题。我们习惯上将财务分为常义财务和广义财务。

### 1. 常义财务

常义财务指企业财务，主要研究从企业（工商企业及其他盈利单位）层面如何组织资金运动以及相关的理论、微观制度设计和管理方法问题。企业财务在国外也称为企业金融，主要涉及企业的投资和筹资活动。由于企业目标是生存、发展和盈利，企业是股东的企业，企业财务的最终目标是实现股东财富的最大化。

企业财务属于私人财务。私人财务包括企业财务和个人财务。个人财务主要是指居民及家庭理财。随着城乡居民收入的不断提高，人们理财意识的不断增强，社会信用制度的不断完善，个人财务在不远的将来一定会堂而皇之地登上历史舞台。

### 2. 广义财务

广义财务除企业财务外，还包括政府财务和市场财务两个层次。

（1）政府财务。政府财务是通常所说的财政，主要研究从政府（包括中央政府和地方政府）层面如何组织财政收支以及与资金筹措和使用的相关理论、宏观制度安排和公共选择问题。财政收入主要来自税收；财政支出主要用于行政、外交、国防、公共安全、国家安全、文教科卫、社会保障、环境保护、“三农”等。政府财务主要服务于公众需要和社会整体利益，也称公共财政，其最终目标是提供公共产品，满足社会公众利益的最大化。当然，政府财务除公共财政外，还有公共金融。随着政府职能

的转变，公共金融的重要性日渐加强。

(2) 市场财务。市场财务是通常所说的金融，主要研究从市场（主要指金融市场）层面如何组织资金运动以及相关的理论、市场机制规范和管理方法问题。金融市场是社会资金集散地，是连接资金所有者（供给者、盈余者）和资金使用者（需求者、短缺者）的纽带，是引导社会闲散资金流入生产领域或者动员低效使用资金流入高效生产部门的桥梁。市场财务主要服务于社会资源的优化配置，为市场参与者提供不同类别金融服务和不同风险的金融工具，其最终目标是实现市场参与者报酬的最大化。

可见，从广义上讲，与西方财务学科的范围相比，我国财务学科的研究领域并无实质性差异，只是社会制度、文化习俗、思维方式、考察重点和研究视角有所不同罢了。

### （三）财务学与金融学

本书所指财务是指常义财务，即企业财务。有两个问题需要澄清：一是财务活动、企业财务活动、公司财务活动三者之间不能画等号，其财务活动主体、财务活动对象的级次依次递减；二是企业财务与市场财务乃至政府财务有着千丝万缕的联系，因此，企业财务活动理论和实务中不免会或多或少带有金融学和财政学的痕迹。

财务与金融，目前属于社会科学中两个最热门的学科专业，两者既有一定区别，也有很大联系。

#### 1. 区别与联系

财务（企业财务）隶属于“管理学—工商管理—会计学或企业管理”，为管理学三级学科；金融（市场财务）隶属于“经济学—应用经济学”，为经济学二级学科。因此，财务与金融的区别，可以大致遵从管理学与经济学的区别。管理学与经济学的区别涉及研究起点、研究假设、研究视角、研究目的、研究思路、研究对象、研究内容、研究方法等，但主要集中在两个方面：第一，管理学注重正确地做事；经济学强调做正确的事。第二，管理学追求效率；经济学讲究效果。

同样，财务与金融的联系可以粗略表现为管理学与经济学的联系。管理学和经济学的共同点有：第一，都是研究稀缺资源配置和使用的显学；第二，都是与现实结合紧密从而被誉为社会科学的皇冠；第三，管理学在社会科学中实用性最强，经济学在社会科学中科学性最强。更何况，财务



学是管理学中最璀璨的宝石；金融学是经济学中最富饶的矿藏。因此，财务和金融的关系是宝石和矿藏、鱼和水的关系。

## 2. 对立统一

财务与金融的对立统一表现在：

(1) 有的经济事项，这边看是财务，那边看是金融，所谓“横看成岭侧成峰”。如借款（企业）= 贷款（银行），企业的借款是筹资，是财务；银行的贷款是投资，是金融。又如发股（企业）= 买股（证券公司或基金公司），企业的发股是筹资，是财务；证券公司或基金公司的买股是投资，是金融。企业发债和基金公司买债同理。再如创业筹资（企业）= 风险投资（创业投资公司），创业筹资以自主创业为目的，解决创业企业筹资，在政策取向上更多地考虑资金需求者的利益，是财务；风险投资以风险管理为导向，涉及创业投资公司投资，在政策取向上更多地考虑资金供给者的利益，是金融。

(2) 财务中有金融。企业财务活动有经营性和金融性<sup>①</sup>之分。企业除了采购、生产、销售等正常经营性活动外，有借款、发债、信贷投资（贷款）、证券投资（买股、买债）等金融性活动。因此，难怪有人说财务是工商企业金融，有的干脆将企业财务称为企业金融。

金融离不开财务。如金融企业的许多经营活动，如信贷筹资（借款）、证券筹资（发股、发债）、项目投资（固定资产）等，必须依赖财务手段，如财务战略、治理、预测、决策、预算、控制、评价等才能实现，并最终要反映到财务报表中。因此，难怪有人说金融是金融企业财务。

(3) 社会经济运行，同时离不开财务和金融，两者在一定形式下并存，在一定条件下结合，在一定范围内相互影响。如在宏观经济运行中，企业发股对金融市场的影响，是财务对金融的作用体现。又如在微观经济运行中，央行提高利率对企业成本的影响，是金融对财务的作用体现。

## 二 财务主体界定

现代企业制度不仅造就了所有者、经营者、作业者的多元财务主体，

---

<sup>①</sup> 笔者将企业财务活动分为经营性活动和金融性活动。经营性活动与商品市场（产品市场、原材料市场、技术市场、劳务市场等）有关，不同于“现金流量表”的“经营活动”；金融性活动与资本市场（信贷市场、证券市场等）有关。财务管理要求将可以增加股东财富的经营性资产与利用闲散资金的金融性资产分开考察，也要求将有着本质区别的经营性负债与金融性负债分开处理。本书的许多创新性术语均来源于此。