

CENTURY

21世纪普通高等院校系列规划教材

高级财务管理

Gaoji Caiwu Guanli

主 编 郝以雪
副主编 郑艳秋 李君 苏浩

西南财经大学出版社

中国·成都



21世纪普通高等院校系列规划教材

高级财务管理

Gaoji Caiwu Guanli

主 编 郝以雪
副主编 郑艳秋 李君 苏浩



西南财经大学出版社

中国·成都

图书在版编目(CIP)数据

高级财务管理/郝以雪主编. —成都:西南财经大学出版社,
2017. 5

ISBN 978 - 7 - 5504 - 2914 - 7

I. ①高… II. ①郝… III. ①财务管理—高等学校—教材
IV. ①F275

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2017)第 059876 号

高级财务管理

主 编:郝以雪

副主编:郑艳秋 李君 苏浩

责任编辑:植苗

责任校对:王琳

封面设计:杨红鹰 张姗姗

责任印制:封俊川

出版发行	西南财经大学出版社(四川省成都市光华村街 55 号)
网 址	http://www. bookcj. com
电子邮件	bookcj@foxmail. com
邮政编码	610074
电 话	028 - 87353785 87352368
照 排	四川胜翔数码印务设计有限公司
印 刷	四川森林印务有限责任公司
成品尺寸	185mm × 260mm
印 张	19. 5
字 数	440 千字
版 次	2017 年 5 月第 1 版
印 次	2017 年 5 月第 1 次印刷
印 数	1—2000 册
书 号	ISBN 978 - 7 - 5504 - 2914 - 7
定 价	39. 80 元

1. 版权所有,翻印必究。
2. 如有印刷、装订等差错,可向本社营销部调换。
3. 本书封底无本社数码防伪标识,不得销售。

序

随着我国市场经济的不断发展、金融市场的不断完善，财务管理越来越重要。为了满足企业现代财务管理人才的需要，许多院校设立了财务管理专业，以此来培养急需的财务管理专门人才。为了实现财务管理人才的培养目标，优秀的教材就显得非常重要。这也是高校教学质量保证体系中至关重要的一环。基于这一基本理念，结合财务管理专业精品课程建设的需要，我们组织编写了这套财务管理专业精品课程系列教材。

这套教材的定位是，符合高校教学质量总体要求。高校教学质量总体要求的内容是一个全面的体系，包括众多的衡量指标。但是，在本科层级上，其核心内容是培养符合我国经济建设所需的、具有某一专业领域的相关知识和技能的高级人才。我们认为，满足这一总体要求要符合高校教学质量总体要求。同时我们还认为，为了体现百花齐放的理念，结合高校的特色办学要求，编写具有相应特色的教材，应该是每一个高校责无旁贷的义务。编写出符合特定环境需要的教材，可以在更大程度上落实因材施教的理念。对同样的专业知识体系，以不同的组织方式进行处理，有利于从不同角度进行探索和研究。这对于推动一个高校的教学科研更快发展是极为有利的一件事。同时，对于突出一个高校的办学特色而言，编写具有独特视角的教材，既是高校办学特色的一个具体体现，也应该是其特色办学的一个逻辑结果。在高校的科研活动中，一个重要内容是围绕教学搞科研。而编写相应的教材，其实也是一个重要方面。通过编写系统化的教材，有利于教师将其教学实践中的感悟、体会等重要的知识运用结晶升华为新的知识体系。

在编写这套教材的过程中，我们力图体现如下特色：一方面，强调落实能力培养。体现在教材中，主要表现为知识体系的组织方式。我们在组织内容时遵循一个重要原则，即提出问题，然后分析这一问题。在实施教学时，应该使学生融进教学，参与讨论和分析。另一方面，我们还尽力贯彻精讲多练的原则，以图最大化地实现对学生应用能力的培养目标。

西华大学工商管理学院院长 章道云

2016年12月

前言

当前，中国经济进入新常态，经济发展的目标与动力正在转换，增长要实现中高速，产业迈向中高端。党的十八届三中全会确立“十三五”时期的新理念，即创新发展、协调发展、绿色发展、开放发展、共享发展。在“五大发展理念”的指导下，对财务管理教材提出了新的要求，而实践是理论创新的助力器，财务理论的发展更与经济活动密不可分。这就决定了财务管理的教材必须与时俱进、吐故纳新。

基于这一思想且在西华大学精品课程建设的基础上，我们组织编写了本教材。虽然高级财务管理的内容体系至今仍然没有统一的界定标准，但是随着多年的教学尝试与不断研发，我们终于对高级财务管理应包括的基本内容有了较为清晰的认识。我们认为，高级财务管理应从更高的理论层次，对企业内部管理效率的提高和竞争能力的增强进行探索与研究。在内容上涵盖了财务理论专题、企业价值评价、企业并购财务管理、企业集团财务管理、中小企业财务管理、资本运营财务管理等专门性的财务问题。这些问题有些内容是当前经济生活中的热门问题，如并购问题；有些内容是当前财务管理的难点问题，如企业集团财务管理、企业价值评估；有些内容是一般财务管理教材中较少涉及的内容，如公司重组与破产清算的财务管理；有些内容是财务理论的专题问题，如财务管理理论结构、财务管理假设。本教材谋求知识体系上的系统性，第一章介绍了财务管理理论结构，其余章节就高级财务管理所含内容分别进行了详细阐述，将财务理论与实际问题有机结合，充分体现了务实性。

通过本教材的学习，我们希望学生在掌握财务管理基本原理和方法的基础上，进一步学习、了解高级财务管理的内容，以帮助学生构建完整的财务知识体系，使学生对财务管理知识有更准确、合理、科学的理解，从而达到提高学生财务理论水平，提高处理特殊复杂环境中财务管理问题以及企业集团财务管理的能力。

本书的编写凝结着诸多教师多年的心血，其中郝以雪老师统筹设计了本书的框架结构。具体分工如下：

第一章由郝以雪、陈万江编写，第二章、第四章、第六章由郝以雪、郑艳秋编写，第三章由郝以雪编写，第五章、第八章由郝以雪、苏浩编写，第七章、第九章由郝以雪、李君编写，最后由郝以雪老师审定全书。

本书的修订历时将近一年，编写过程中我们得到了西华大学陈万江教授、章道云教授、谢合明教授、周佩教授的大力支持。同时本书在编写过程中，参考了许多专家、学者的专著、论文。在此，谨向这些专家、学者致以衷心感谢。

高级财务管理教材内容的设计、结构安排仍是极具争议性的课题，我们希望本书

有一些新的观念、新的启迪，能够为推进财务管理学科的建设尽一份微薄之力。我们也将以此为起点，不断探索，与时俱进，追求卓越。

即便如此，限于编者的学术水平、资料来源有限、时间紧迫，本书的内容难免有不足之处，敬请专家、学者及各位读者提出宝贵意见。

编者 谨识

2016年12月于西华大学

目 录

第一章 财务学基本理论架构	(1)
第一节 西方财务管理的发展及理论基础	(1)
第二节 我国财务管理的发展历程	(18)
第三节 财务管理理论框架结构	(27)
第四节 财务管理假设理论	(32)
第二章 价值评价理论	(36)
第一节 价值评估概述	(36)
第二节 证券价值的评估	(46)
第三节 企业价值的评估	(58)
第三章 期权估价	(102)
第一节 期权概述	(102)
第二节 期权价值评估的方法	(117)
第三节 实物实权	(134)
第四章 企业组织形式与财务治理	(148)
第一节 企业组织形式	(148)
第二节 财务治理的基础理论	(151)
第三节 公司治理结构与财务治理	(154)
第五章 企业并购的理论基础	(162)
第一节 企业并购的概念	(162)
第二节 企业并购的类型和程序	(165)
第三节 并购的经济学解释	(173)

第四节	企业并购的动机和效应	(179)
第六章	企业并购的财务管理	(188)
第一节	目标企业的评价	(188)
第二节	企业并购的出资方式	(196)
第三节	目标公司的反并购措施	(205)
第七章	企业集团财务管理概述	(209)
第一节	企业集团财务管理概述	(209)
第二节	企业集团财务管理体制	(222)
第三节	企业集团财务管理内容	(230)
第四节	企业集团的财务战略	(244)
第八章	中小企业财务管理	(250)
第一节	中小企业财务管理概述	(250)
第二节	中小企业融资管理	(254)
第三节	中小企业投资管理	(264)
第四节	中小企业的外部财务环境与内部财务治理	(273)
第九章	公司重组与破产清算的财务管理	(279)
第一节	公司分立	(279)
第二节	公司重组、破产、清算概述	(285)
第三节	公司重组的财务管理	(288)
第四节	破产清算财务管理	(292)
第五节	清算财产的估价方法	(298)
参考文献		(302)

第一章 财务学基本理论架构

第一节 西方财务管理的发展及理论基础

一、西方财务管理的发展^①

财务管理是一种古老的活动，自人类生产劳动出现开始，便有了理财活动。但是，最早的财务管理只是简单的会计意义上的管理。财务管理作为企业的一种独立经济活动，是伴随着公司制这一企业组织形式的产生和发展而逐渐形成的。早在十五六世纪商业比较发达的地中海沿岸城市，特别是意大利的威尼斯，商业比较发达，是欧洲与远东之间的贸易中心，出现了邀请公众入股的城市商业组织（原始的股份制形式），入股的股东包括商人、王公、大臣、市民等。商业经济的初步发展要求商业组织做好资金筹集、股息分派和股本管理等财务管理工作。但由于这时企业对资本的需要量并不是很大，且筹资渠道和筹资方式比较单一，因此企业的筹资活动仅仅附属于商业经营管理，并没有形成独立的财务管理职业，这种情况一直持续到19世纪末20世纪初。尽管当初尚未在企业中正式形成财务管理部门或机构，但上述财务管理活动的重要性已在企业管理中得以凸显。因此，该时期被视为西方财务管理的萌芽时期。

1897年，美国著名财务学者托马斯·格林（Thomas L. Green）出版了《公司理财》（*Corporation Finance*）一书，标志着西方财务理论的独立。自此，西方财务理论以其独特的研究核心和研究方法成为经济学的一门分支，并在20世纪取得了重大发展，大批学者以股份公司为研究对象，着眼于不断发展的资本市场，涌现出了丰富的研究成果。王化成^②（1997）、郭复初^③（1997）等学者对这一百多年来财务管理的发展进行了归纳，学者们对西方财务管理发展阶段划分观点不一致。在对众多学者文献进行总结的基础上，本书根据西方财务管理的发展变化将其划分为以下七个发展阶段。

（一）筹资财务管理阶段（19世纪末20世纪初）

19世纪末20世纪初，工业革命的成功使制造业迅速崛起，新技术、新机器的不断涌现，西方股份公司得到迅速发展，资本主义经济也得到快速发展。这时，股份公司不断扩大生产经营规模，在财务上要求开辟新的筹资渠道，及时足额筹得资金满足生

① 曾蔚. 高级财务管理 [M]. 北京: 清华大学出版社, 2013.

② 王化成. 20世纪西方财务管理的五次浪潮 [N]. 中国财务财经报, 1997-11-08.

③ 郭复初. 中西方近代财务管理的发展与启迪 [J]. 四川会计, 1997 (7).

产经营规模扩大的资金需求,并在财务关系上要处理好公司与投资者、债权人之间的权、责、利关系,分配好盈利。于是,各股份公司纷纷成立专职财务管理部门,以适应加强财务管理的需要。而财务管理职能与机构的独立化,标志着近代西方财务管理的完全形成。

在这个阶段中,市场竞争并不是十分激烈,各国经济得到了迅速发展,只要筹集到足够的资金,一般都能取得较好的效益。然而,当时的资金市场还不是很成熟,金融机构也不是十分发达,因而,如何筹集资金便成为财务管理的最主要问题。财务管理的主要职能是预测公司资金的需要量和筹集公司所需的资金,理论研究的侧重点在于金融市场、金融机构和金融工具的描述与讨论。因此,筹资理论和方法得到了迅速的发展,为现代财务管理理论的产生和完善奠定了良好的基础。

这个阶段具有代表性的理论贡献如下:①1897年,托马斯·格林出版了《公司理财》一书,详细阐述了公司资本的筹集问题。该书被学界认为是筹资财务理论的最早代表作,标志着西方财务理论的独立。②1910年,米德(Meade)出版了《公司财务》一书,主要研究企业如何最有效地筹集资本。该书为现代财务理论奠定了基础。③1920年,亚瑟·斯通(Arthur Stone)出版了《公司财务策略》一书。④德国施曼林巴赫的《财务论》,主要研究资本的筹集,重点研究股票和公司债等资本筹措方式。这个阶段的研究成果主要集中于如何有效地筹集资金。

(二) 内部控制财务管理阶段(1931—1950年)

筹资阶段的财务管理往往只注重研究资本筹集,却忽视了企业日常的资金周转和企业内部控制。1929年的经济危机发生后,为保护投资者利益,各国政府加强了证券市场的监管,尤其加强了对公司偿债能力的监管。美国在1933年、1934年通过了《联邦证券法》和《证券交易法》,要求公司编制反映企业财务状况和其他情况的说明书,并按规定的要求向证券交易委员会定期报告。政府监管的加强客观上要求企业把财务管理重心转向内部控制。同时,对企业而言,如何尽快走出经济危机的困境,内部控制也显得十分必要。第二次世界大战以后,全世界被压迫民族和人民迅速觉醒,纷纷争取独立,殖民主义制度土崩瓦解,科学技术迅速发展,市场竞争日益激烈。西方财务管理人员更加清醒地认识到,在残酷的市场竞争中,要维持企业的生存和发展,财务管理的主要功能不仅在于筹集资金,更在于获得有效的内部控制,妥善管理和使用资金。因此,在这一时期,公司内部的财务决策被认为是公司财务管理的最重要问题,而资本市场等和筹资有关的事项已退居次要地位。西方财务学家将这一时期称为“守法财务管理时期”或“法规描述时期”。

在这一时期,财务管理的重点开始从扩张性的外部融资问题向防御性的内部资金控制转移,各种财务目标和预算的确定、债务重组、资产评估、保持偿债能力等问题,开始成为这一时期财务管理研究的重要内容。具体表现在以下几个方面:①财务管理不仅要筹集资本,而且要进行有效的内部控制,妥善管理和使用资本。资产负债表中的资产项目,如现金、应收账款、存货、固定资产等应引起财务管理人员的重视。②人们普遍认为,企业财务活动是与供应、生产和销售相并列的一种必要的管理活动,

能够调节和促进企业的供应、生产、销售活动。③对资本的控制需要借助于各种定量方法,因此各种计量模型逐渐应用于存货、应收账款、固定资产管理上,财务计划、财务控制和财务分析的基本理论与方法逐渐形成,并在实践中得到了普遍应用。④如何根据政府的法律法规来制定公司的财务政策成为公司财务管理的重要方面。⑤财务管理内容还涉及企业的破产、清偿和合并等问题。

这个时期具有代表性的理论贡献如下:①洛弗(W. H. Lough)出版的《企业财务》一书,首先提出了企业财务除筹措资本之外,还要对资本周转进行有效的管理;②罗斯(T. G. Rose)出版的《企业内部财务论》一书,强调企业内部财务管理的重要性,认为资本的有效运用是财务管理的中心。这个时期的研究成果为对企业财务状况的系统及资产流动性分析打下了基础。

(三) 资产管理理财阶段(1951—1964年)

20世纪50年代以后,面对激烈的市场竞争和买方市场趋势的出现,财务经理普遍认识到单纯靠扩大融资规模、增加产品产量已无法适应新的形势发展需要,财务经理的主要任务应是解决资金利用效率问题,但公司内部的财务决策上升为首要问题。西方财务学家将这一时期称为“内部决策时期”(Internal Decision-making Period)。在此期间,资金的时间价值引起了财务经理的普遍关注,以固定资产投资决策为研究对象的资本预算方法日益成熟,财务经理的重心由重视外部融资转向注重资金在公司内部的合理配置,使公司财务管理发生了质的飞跃。由于这一时期资产管理成为财务管理的重中之重,因此被称为资产管理时期。

20世纪50年代后期,对公司整体价值的重视和研究,是财务管理理论的另一显著发展。实践中,投资者和债权人往往根据公司的营利能力、资本结构、股利政策、经营风险等一系列因素来决定公司股票和债券的价值。因此,资本结构和股利政策的研究受到了高度重视。

这一时期的财务研究成果主要有如下几个方面:

(1) 1951年,迪安(Joel Dean)出版了最早研究投资理财理论的著作《资本预算》。该书着重研究如何利用货币时间价值确定贴现现金流量,使投资项目的评价和选择建立在可比的基础之上。该著作成为此后在这一领域众多论著共同的思想、理论源泉,起到了极其重要的先导和奠基作用,同时也对财务管理由融资财务管理向资产财务管理的飞跃发展起到了决定性影响。

(2) 1952年,哈里·马科维茨(H. M. Markowitz)发表了论文《资产组合选择》。他认为在若干合理的假设条件下,投资收益率的方差是衡量投资风险的有效方法。从这一基本观点出发,1959年,马科维茨出版了专著《组合选择》,从收益与风险的计量入手,研究各种资产之间的组合问题。马科维茨也被公认为资产组合理论流派的创始人。

(3) 1958年,弗兰科·莫迪利安尼(Franco Modigliani)和米勒(Merto H. Miller)在《美国经济评论》上发表了《资本成本、公司财务和投资理论》一文,提出了著名的MM理论。莫迪利安尼和米勒因为在研究资本结构理论上的突出成就,分别在1985

年和1990年获得了诺贝尔经济学奖。

(4) 1964年,夏普(William Sharpe)、林特纳(John Lintner)等在马科维茨理论的基础上,提出了著名的资本资产定价模型(CAPM)。该理论系统地阐述了资产组合中风险与收益的关系,区分了系统性风险和非系统性风险,并明确提出了非系统性风险可以通过分散投资而减少等观点。资本资产定价模型使资产组合理论发生了革命性变革,夏普因此与马科维茨一起共享第22届诺贝尔经济学奖的荣誉。

总之,在这一时期,以研究财务决策为主要内容的“新财务论”已经形成,其实是注重财务管理的事先控制,强调将公司与其所处的经济环境密切联系,以资产管理决策为中心,将财务管理理论向前推进了一大步。

(四) 投资财务管理阶段(20世纪60年代中期至20世纪70年代)

第二次世界大战结束以来,科学技术迅速发展,产品更新换代速度加快,国际市场迅速扩大,跨国公司增多,金融市场繁荣,市场环境更加复杂,投资风险日益增加。因此,企业必须更加注重投资效益,规避投资风险,这对已有的财务管理提出了更高的要求。20世纪60年代中期以后,财务管理的重心重新从内部向外部转移,理财活动比以往更加关注投资问题,特别是20世纪70年代以后,金融工具的推陈出新使公司与金融市场的联系日益加强。认股权证、金融期货等广泛应用于公司的筹资与对外投资活动中,推动了财务管理理论的日益发展和完善。另外,统计学和运筹学优化理论等数学方法也被引入财务理论研究中。因此,这一时期被称为“投资财务管理阶段”,其核心问题是资本结构和投资组合的优化。

这个阶段的主要研究成果有以下几个方面:

(1) 资本结构理论进一步深化和发展。如前所述,投资组合理论和资本资产定价模型揭示了资产的风险与其预期报酬率之间的关系,受到了投资界的欢迎。它不仅将证券定价建立在风险与报酬的相互作用的基础上,而且大大改变了公司的资产选择策略和投资策略,因此被广泛应用于公司的资本预算决策中。其结果导致财务学中原来比较独立的两个领域——投资学和公司财务管理相互结合,使公司财务管理理论跨入了投资财务管理的新时期。前述资产财务管理时期的财务研究成果同时也是投资财务管理初期的主要财务研究成果。

在这一时期,资本结构理论研究的深化,历经了从早期传统资本结构理论到现代资本结构理论的发展过程(1952—1977年),并以MM理论为开端,逐渐发展到破产成本理论、税差学派、市场均衡理论、权衡理论、信息不对称理论等。从1977年开始,以梅耶斯、迈基里夫为代表的新优序融资理论为起点并开始了新资本结构理论的发展阶段,其后出现了以詹森、麦克林、梅耶斯为代表的代理成本说,以史密斯、华纳等人为代表的财务契约论,以罗斯、利兰等人为代表的信号模型,以邓洛夫斯基、史密斯为代表的产业组织理论以及以哈里斯、拉维夫为代表的企业治理结构学派。

(2) 资本市场的发展和投资风险的日益加大使人们开始寻求资产组合、避险和控制的工具,金融工具的推陈出新使企业与金融市场的关系更加密切,认股权证、金融期货等广泛应用于企业融资和对外投资活动中,特别是20世纪70年代中期,布莱克

(F. Black) 等人创立了期权定价模型 (Option Pricing Model, OPM); 斯蒂芬·罗斯提出了套利定价理论 (Arbitrage Pricing Theory)。这一时期的财务管理呈现出百花开放、百家争鸣、一片繁荣的景象。

(3) 1972 年, 法玛 (Fama) 和米勒 (Miller) 出版了《财务管理》一书。这部集西方财务管理理论之大成的著作的问世, 标志着西方财务管理理论已发展成熟。

一般认为, 该时期是西方财务管理理论走向成熟的时期, 主要表现在以下几个方面: ①建立了合理的投资决策程序; ②形成了完善的投资决策指标体系; ③建立了科学的风险投资决策方法。由于吸收了自然科学和社会科学的丰富成果, 财务管理进一步发展成为集财务预测、财务决策、财务计划、财务控制和财务分析于一身, 以筹资管理、投资管理、营运资金管理和利润分配为主要内容的管理活动, 并在企业管理中居于核心地位。

(五) 财务管理深化发展的新时期 (20 世纪 70 年代末以后)

20 世纪 70 年代末以后, 企业财务管理进入深化发展的新阶段。这一阶段, 财务管理的环境发生了以下变化: ①通货膨胀及其对利率的影响; ②政府对金融机构放松控制以及由专业金融机构向多元化金融服务公司转化; ③电子通信技术在信息传输中和电子计算机在财务决策上大量应用; ④资本市场上新的融资工具的出现, 如衍生性金融工具和垃圾债券; ⑤企业集团化与国际化。

以上条件的变化对财务决策产生了重大影响, 加剧了公司面临的不确定性, 使得市场需求、产品价格以及成本的预测变得更加困难。这些不确定性的存在使财务管理的理论和实践都发生了显著变化, 并且产生了更为细分的财务管理领域, 如通货膨胀财务管理、企业集团财务管理、跨国企业财务管理、企业并购财务管理等。

另外, 20 世纪 80 年代以后, 财务学在吸收了心理学、行为科学、决策科学等的相关成果的基础上, 研究心理和行为因素对人类的财务行为的影响, 解释和预测财务主体的财务决策行为的实际决策过程 (而非最优决策模型) 以及金融市场的实际运行状况, 促成了一门新的科学——行为财务学的发展。

根据财务管理内容变化的特点, 可将 20 世纪 70 年代末以后的财务管理的发展阶段分为下面三个子阶段。

1. 通货膨胀理财阶段 (20 世纪 70 年代末期至 20 世纪 80 年代初)

20 世纪 70 年代末期至 20 世纪 80 年代早期, 伴随着石油价格的上涨, 西方国家出现了严重的通货膨胀, 持续的通货膨胀给财务管理带来了一系列前所未有的问题, 因此这一时期财务管理的主要任务是对付通货膨胀。在通货膨胀条件下, 如何有效地进行财务管理一度成为热点问题。大规模的通货膨胀使企业资金需求不断膨胀、货币资金不断贬值、资金成本不断提高、成本虚降、利润虚增、资金周转困难。为此, 西方财务管理根据通货膨胀的状况对企业筹资决策、投资决策、资金日常调度决策、股利分配决策进行了相应的调整。

2. 国际财务管理阶段 (20 世纪 80 年代中后期)

国际企业是指在两个或两个以上国家进行投资、生产或销售的企业。国际企业中

的财务管理,就叫国际财务管理。20 世纪 80 年代中后期,由于运输和通信技术的发展,市场竞争加剧,国际企业发展迅速。因此,国际企业财务管理也显得越来越重要。当然,一国财务管理的基本原理也是适合国际财务管理的。但由于国际企业涉及多个国家,要在不同的制度、不同的经济环境下做出决策,因而有一些特殊问题需要解决。如外汇兑换的损益及其风险问题、多国性融资问题、在其他国家投资的资本预算问题、国外投资环境问题、内部转移价格问题、国际投资分析、跨国公司财务业绩评估等都和一国企业财务管理不同。自从 20 世纪 80 年代中期以来,国际财务管理的理论和方法得到了迅速发展,并在财务管理实务中得到了广泛应用,成为财务管理发展过程中的又一个高潮,并由此产生了一门新的财务学分支——国际财务管理。

20 世纪 80 年代中后期,拉丁美洲、非洲和东南亚发展中国家陷入沉重的债务危机,苏联和东欧国家政局动荡、经济濒临崩溃,美国经历了贸易逆差和财政赤字,贸易保护主义一度盛行。这一系列事件导致国际金融市场动荡不安,使企业面临的投融资环境具有高度的不确定性。因此,财务风险问题与财务预测、决策数量化受到高度重视。

3. 网络财务管理阶段(20 世纪 90 年代以来)

20 世纪 90 年代中期以来,随着计算机技术、电子通信技术和网络技术的迅猛发展,财务管理的一场伟大革命——网络财务管理,已经悄然到来。

人类社会自 21 世纪以来已经进入了一个以知识为主导的时代,知识、创新精神和声誉等无形智力资源成为企业赢得竞争优势的关键资源和企业价值创造的主要驱动力。从财务管理学的角度来看,智力资源改变了企业资源配置结构,即从传统的以厂房、机器、资本为主要内容的资源配置结构转变为以知识为基础并以智力资本为主的资源配置结构。例如,美国的微软公司有形资产的数量与小型企业相差无几,而市场价值则超过美国三大汽车公司的总和。面对知识经济趋势的深化,传统财务管理理论以“物”为本的观念受到巨大冲击,以人为本的理念必将贯穿企业筹资、投资、资金运营和利润分配的各财务环节,而对智力资本如何进行确认、计量和管理将成为财务管理的一个重要课题。

同时,知识经济拓宽了经济活动的空间,改变了经济活动的方式。其主要表现在以下两个方面:一是网络化。容量巨大、高速互动、知识共享的信息技术网络构成了知识经济的基础,企业之间的激烈竞争将在网络上进行。二是虚拟化。由于经济活动的数字化和网络化加强,开辟了新的媒体空间,如虚拟市场、虚拟银行。许多传统的商业运作方式也将随之消失,代之以电子支付、电子采购和电子订单,商业活动将在全球互联网上进行,使企业购销活动更便捷、费用更低廉,对存货的量化监控更精确。同时,网上收付使国际资本的流动速度加快,而财务主体面临的货币风险也大大增加,网络财务管理主体、课题、内容、方式都会发生很大的变化。相应地,现代的财务管理理论和实践将随着理财环境的变化而不断革新,并继续朝着国际化、精确化、电算化和网络化方向发展。

从 20 世纪以来财务管理的发展过程可以看出,财务管理目标、财务管理内容、财务管理方法的变化都是理财环境综合作用的结果。可以这样说,有什么样的理财环境,

就会产生什么样的理财模式,也就会产生相应的财务管理理论体系。实际上,财务管理总是依赖于其生存发展的环境。在任何时候,财务管理问题的研究,都应以客观环境为立足点和出发点,这才有价值。脱离了环境来研究财务管理理论,就等于是无源之水、无本之木。因此,将财务管理环境确定为财务管理理论结构的起点是一种合理的选择。

二、西方财务管理的理论基础

(一) 确定环境下现值分析理论 (Present Value Analysis Theory)

现值分析理论是贯穿现代财务管理的一条红线,对企业未来的投资活动、筹资活动产生的现金流量进行贴现分析,以便正确地衡量投资收益、计算筹资成本、评价企业价值。

现值模型或完全确定的费希尔 (Fisher) 模型,其假定条件如下:

(1) 所有现在或未来流向个人和企业的现金流量均能被大家完全充分地加以预测 (即完全确定)。

(2) 资本市场是完美的。这意味着:①在资本市场上,没有一个债务人或债权人能够富足到足以影响利息率 (没有一个人能够影响市场贷款的成本);②每个人都能按照市场利率借到相当于最高财富界限的贷款;③信息是免费的、无代价的,任何人都可以随时获得;④不存在交易成本或税收;⑤所有资产都具有无限分割性。

(3) 投资者是理智的,在任何时候都偏好于多消费,并对筹集消费的现金流量形式不感兴趣。

(4) 投资者认为其他人的行为也是合乎理性的。

根据这些假设,一家企业或一个项目的市场价值可以看成这家公司或这个项目未来现金流量的贴现值。现值理论的基本计算公式为:

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1 + R_t)^t}$$

式中: P_0 ——现在的市场价值;

CF_t ——第 t 年的现金流量;

R_t ——第 t 年的折现率。

过去几年,这个模式被广泛地应用于经济和金融领域。所谓确定,是指公司未来的现金流量和经济体制中的利率是众所周知的、确定的。这也是我们所指的理想环境 (Ideal Conditions)。

利用现值分析进行财务决策的标准是未来现金流入量的现值大于现金流出量的现值,即净现值大于零时值得去投资或筹资。在通常情况下,几乎所有的财务决策都涉及未来现金流量,都需要决定未来现金流量的现时价值。

(二) 资本结构理论 (the Theory of Capital Structure)

资本结构是财务管理研究领域一个经典而永久的话题,一种资本结构理论的变迁史实际上也就是财务思想的兴衰史。根据威廉·L. 麦金森 (1995) 的界定,资本结构

是指在公司长期财务结构中, 负债与权益的相关混合比例。与负债比率、杠杆比率及其他更普遍的公司总体负债计量方法相比, 资本结构通常与公司经营所需的永久性或长期性资本相关。可以看出, 资本结构通常是指一个企业长期负债资本与权益资本的比例关系。

资本结构研究的核心是一个公司能否通过改变其融资组合以对其整体价值及资本成本产生影响。通常认为, 资本结构理论起源于 20 世纪 50 年代杜兰德 (Durand, 1952) 对资本结构理论的总结, 随后以 MM 理论 (1958) 的形成为标志, 在此之前的一般被称为传统资本结构理论, 之后的一般被称为现代资本结构理论。莫蒂里安尼 (Modigliani) 和米勒 (Miller) 也因此分别于 1985 年和 1990 年获得了诺贝尔经济学奖。

MM 定理是在极其严格的假定条件下得出的, 其与现实状况相差甚远, 折旧使得众多学者对此颇为不满。从那以后, 经济学家从放宽 MM 定理的假设条件入手, 对企业的资本结构与其价值之间的关系展开了深入研究。至 20 世纪 60 年代末, 围绕着 MM 定理的假设条件而进行的资本结构理论的研究明显分成了两大分支。一是所谓的“税差学派”, 即探讨各类税收差异与资本结构的关系; 二是所谓的“破产成本主义”, 即探讨企业破产成本对其资本结构的影响。此后, 经过众多学者的努力, 大约在 20 世纪 70 年代中期, 税差学派与破产成本主义最后归结到权衡理论。其主要观点是, 企业的最优资本结构就是在负债的避税收益与各类破产成本之间的权衡。从 MM 定理到权衡理论, 这期间资本结构理论的研究均是围绕着企业的外部因素 (如税收、破产等) 对其资本结构的影响。

在继续对 MM 理论假设条件放宽后, 形成了现代资本结构理论发展的两个阶段。通常, 把以 MM 理论及权衡理论为代表的资本结构理论称为旧资本结构理论阶段, 把以信息不对称为标志的资本结构理论及以后的依托其他理论而发展的资本结构理论称为新资本结构理论阶段或者资本结构理论的后续阶段。

资本结构理论的后续阶段始于 20 世纪 70 年代后期信息不对称、委托代理理论等被引入资本结构的研究, 主要以信息不对称理论为依托。至 20 世纪 80 年代初, 又形成了四大有代表性的学派, 即詹森和梅克林 (Jensen & Meckling, 1976) 的代理成本说 (债务的代理成本和代理收益也影响企业价值), 罗斯 (Ross, 1977) 以及利兰德和派尔 (Leland & Pyle, 1977) 的信号模型 (资本结构被用来设计成一种信号来影响企业估值), 格罗斯曼和哈特 (Grossman & Hart, 1980) 的财务契约模型 (不完全合同理论、证券设计理论等问题), 梅叶斯和梅吉拉夫 (Myers & Majluf, 1984) 的新融资优序理论 (管理者偏好首选留存收益融资, 然后是债务融资, 而将股权融资作为最后的选择)。不过, 由于这一阶段这些主流学派之间存在非常紧密的横向联系, 各学派的研究思想互相渗透, 因此, 习惯上统称为信息不对称条件下的资本结构理论。

到 20 世纪 80 年代中期以后, 以信息不对称为中心的现代资本结构理论发展出现了衰退之势, 在此情形下, 现代资本结构的发展“急于寻找一个新的理论核心”。

一方面, 美国企业的并购活动正进入一个新的高峰时期, 频繁的并购活动使人们开始关注公司控制权市场理论。而公司控制权市场理论的研究拓展为资本结构理论与公司控制权市场理论的结合提供了契机。以 Stulz 模型 (1988)、Harris 和 Raviv 模型

(1988) 等为代表的公司控制权市场学派摒弃了以往资本结构理论研究的框架,并在一定程度上改变了以信息不对称为中心的资本结构理论的研究现状,从而也拓展了资本结构理论研究领域的一个新方向。但是,这一方向目前力求维系、协调资本结构理论与公司控制权市场理论两大理论的研究现状,似乎仍旧无法让我们准确地预测其未来的命运。

另一方面,20 世纪 80 年代后,随着新产业组织理论的兴起,厂商的战略性市场行为受到广泛关注,而这种关注也在资本结构理论研究中掀起了一股产业组织理论的研究风潮。布兰德和路易斯 (Brand & Lewis, 1986) 是这一研究领域的典型代表。他们认为,公司财务与产品市场竞争是相互联系、相互影响的,资本结构决策会影响企业产品竞争市场的战略安排,进而企业可以有意识地采取一些战略行为,利用寡占竞争对手的反应来获利。马克西莫维奇 (Maksimovic, 1988) 研究表明,资本结构的改变(如负债及其导致的利息支付)会影响由于企业偏离它和竞争对手之间的串谋所发生的成本,从而使得企业间的串谋行为难以维持。因此,如果希望在产品市场上获取串谋利益,公司的负债率不能超过某一上限,即公司存在一个合理的“债务容量”(Debt Capacity)。超过该债务容量,串谋利益将过多地转移到债权人手中,股东维持串谋的激励就会不足。博克顿和沙尔夫斯泰因 (Bolton & Scharfstein, 1990) 用掠夺性定价理论分析了公司融资决策与产品市场竞争的关系后认为,考虑到公司与债权人签订能够使代理成本最小化的契约以及对竞争对手采取最大化掠夺性定价策略的激励因素,因而公司的最优负债水平应在降低内部的代理成本以及减轻掠夺性定价的激励两者之间权衡。除此之外,有一些研究对公司资本结构和产品或投入品特征之间的关系进行了探讨,如蒂特曼 (Titman, 1984) 等的研究。总之,基于产业组织理论的战略公司资本结构问题的研究仍旧是一个新的研究课题,尽管它已经“被边缘化,成为一只游走于主流和非主流之边界的小学派”,但不可否认的是,它不仅将公司融资决策看成一种财务选择,还是一种基于产品市场竞争环境、公司战略以及资本市场环境的商业选择。

此外,行为金融理论在 20 世纪 90 年代也开始被用于资本结构的研究。资本结构理论发展的脉络如图 1-1 所示。

(三) 投资组合理论^① (Portfolio Theory)

分散化的理念有很长的历史了,“不要把鸡蛋放在一个篮子里”这句话早在现代财务管理理论出现之前就已存在。投资组合理论或简称为投资组合理论(也有人将其称为投资分散理论)主要是研究人们在预期收入受到多种不确定因素影响的情况下,如何进行分散化投资来规避投资中的系统性风险和非系统性风险,实现投资收益的最大化。直到 1952 年,哈里·马科维茨^②正式发表了包含分散化原理的资产组合选择模型,为他赢得了 1990 年的诺贝尔经济学奖。这篇文章奠定了投资财务理论发展的基础,被公认为现代财务理论的开端。

① 万伦来. 西方证券投资组合理论的发展趋势综述 [J]. 安徽大学学报 (哲学社会科学版), 2005 (1).

② Harry Markowitz. Portfolio Selection [J]. Journal of Finance, 1952 (3).