

教育部推荐教材

金融学研究生核心教材系列

金融经济学

汪昌云 主编·····



中国人民大学出版社

金融学研究生核心教材系列

1. 货币经济学
2. 金融工程学
3. 高级财务学
4. 证券投资学
5. 投资银行学
6. 保险经济学
7. 保险精算学
8. 计量金融学
9. 国际金融学
10. 数理金融学
- ▶ 11. **金融经济学**
12. 制度金融学
13. 银行经济学



如果您想了解更多有关财政、金融方面的图书信息，请点击下列网址：
www.crup.com.cn/财金部 或 <http://finance.crup.cn>

ISBN 7-300-07713-7



9 787300 077130 >

ISBN 7-300-07713-7/F · 2620


定价：49.00元

教育部推荐教材

金融学研究生核心教材系列

金融经济学

.....汪昌云 主编

 中国人民大学出版社



图书在版编目 (CIP) 数据

金融经济学/汪昌云主编.
北京:中国人民大学出版社,2006
教育部推荐教材
金融学研究生核心教材系列
ISBN 7-300-07713-7

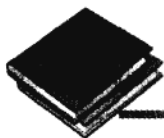
I. 金…
II. 汪…
III. 金融学-研究生-教材
IV. F830

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2006) 第 125634 号

教育部推荐教材
金融学研究生核心教材系列
金融经济学
汪昌云 主编

出版发行 中国人民大学出版社
社 址 北京中关村大街 31 号 邮政编码 100080
电 话 010-62511242 (总编室) 010-62511398 (质管部)
010-82501766 (邮购部) 010-62514148 (门市部)
010-62515195 (发行公司) 010-62515275 (盗版举报)
网 址 <http://www.crup.com.cn>
<http://www.ttrnet.com> (人大教研网)
经 销 新华书店
印 刷 北京鑫丰华彩印有限公司
规 格 185mm×240mm 16 开本 版 次 2006 年 11 月第 1 版
印 张 33.5 插页 1 印 次 2006 年 11 月第 1 次印刷
字 数 650 000 定 价 49.00 元

版权所有 侵权必究 印装差错 负责调换



总序

亚里士多德曾经将人类的知识分做三大类：纯粹理性、实践理性和技艺。而金融学却将这三类知识完美地融合在一起，体现了它的独特魅力，也激发了一代又一代学者的研究兴趣。金融业的发展壮大，金融学者的艰难求索，推动了金融学科的发展。曾几何时，金融学只是经济学中一个无足轻重的分支；今天，金融学与经济学相互融合，你中有我，我中有你，并且在很大程度上金融学在改写着经济学。诺贝尔经济学奖多次颁发给在金融研究中有突出贡献的经济学家便是金融学科日益壮大的明证。

20世纪30年代之前，受落后的经济发展水平和简单的金融活动的制约，当时的经济学家将货币看做覆盖在实体经济上的一层“面纱”，对经济并不产生实际影响。货币政策的任务也仅是控制货币数量，稳定物价水平，维持货币的购买力。30年代大萧条之后问世的凯恩斯《就业、利息与货币通论》成为金融学发展史上一个重要的里程碑，它推进了经济学家对于货币的地位和作用的认识。当时金融理论的视角虽然由宏观和微观两个角度构成，但是宏观层面的研究明显要重于微观层面的研究。宏观金融理论主要围绕货币职能、货币供求机制以及货币政策等问题展开。微观金融理论则局限于商业银行领域，对其他金融机构极少涉及。在研究方法上，当时的金融理论采用的是古典经济学一般均衡的分析方法，侧重于纯理论性的描述，极少运用数学和统计学的分析工具。





20世纪六七十年代，货币经济进一步发展到金融经济。随着金融市场化、自由化的兴起和技术进步的加快，金融活动突破了原有的机构和国界的藩篱，金融创新层出不穷。沧海桑田式的巨大变迁，不仅冲击着传统的经济思想，而且，从根本上使人们重新认识了金融之于现代经济的重要意义，分析视角也日趋创新。追随着哈里·马科维茨的创见，金融学家在资本市场运行机制、资产定价与公司财务方面进行了深入的探索，奠定了金融经济时代的思想基础。与传统金融理论相比，现代金融学研究更加务实与深入，研究对象更偏重微观层次。由于金融活动前所未有的复杂性，金融理论的研究手段更为先进，借助了现代信息技术，并广泛运用数学和模型分析方法以及定量分析方法。金融学由描述性逐步走向了分析性科学。

金融实践的革命，金融学研究的推进，成为推动金融学科发展的沃土。尤其在我国这样一个经济体制转轨的国家，近几十年间，金融无论在实践还是在理论上的发展都是日新月异，一日千里。结果是，金融学在整个学科体系中的独立地位日渐凸现，研究体系和基本框架日益完善，有力地指导着现实的经济运行。改革开放之前，金融学科的理论基础是马克思主义经典作家关于货币、信用和银行在社会主义社会中的地位和作用的有关论述，学科发展模式则是以当时的苏联为范本。这一时期，该领域研究的重点集中在货币、信用和银行等问题上。由于当时实行的是高度集中的计划经济体制，金融业在经济中的作用受到了极大的抑制，金融学科发展缓慢。随着经济制度的转轨，中国的金融实践得到了发展，同时，以市场经济为背景的西方金融理论思想被引入，涌现出一批旨在描述和解释中国金融实践的理论成果。金融学作为新兴学科在高等教育学科体系中确立了相对独立的地位，金融学科发展呈现出繁荣景象。20世纪80年代开始，随着改革开放的深入，我国金融业发展的市场化、科技化和全球化的趋势日益明显，对金融人才的质量和结构提出了更高的要求。为此，金融教育需要先行一步，通过相应的改革设计，努力培养出大批既掌握本国金融运行特点和规律，又通晓金融国际运作的高级人才。目前，金融学术界和教育界人士就学科发展定位、学科边界、课程体系设计等诸多方面还存在着争论，但总体而言，要适应我国金融实践的发展，金融学科的研究对象应当向金融市场和微观主体倾斜，更加体现其应用性；研究方法也应当更多地使用数理分析工具，更加体现其科学性。

金融学研究生核心教材系列是“211工程金融政策与金融管理”项目的标志性成果之一。该项目根据教育部“进一步凝练学科方向，使学科的结构更加优化，定位更加准确，重点更加突出，特色更加鲜明”的指示精神，目标是要巩固和加强中国人民大学在宏观金融学领域的优势地位，并以此为基础，发展以金融风险为基础的微观金融学，特别是努力探索微观金融与宏观金融的内在联系机理，然后在一个合理逻辑的基础上，推动中国金融教学领域的改



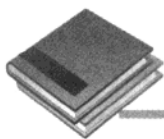


革。本套教材系列包括的 13 部教材：《货币经济学》、《金融经济学》、《数理金融学》、《计量金融学》、《制度金融学》、《高级财务学》、《证券投资学》、《国际金融学》、《投资银行学》、《银行经济学》、《金融工程学》、《保险经济学》、《保险精算学》，就是基于上述思想，在充分消化、吸收国际一流同类教材精华的基础上，立足于中国国情，强调金融学一般原理与本土案例的结合。值得一提的是，本套教材吸收了中国人民大学成功的教学改革实践——“中美金融教学实验项目”的许多成果。这一中外合作办学项目于 2002 年开始实施，旨在培养融会贯通中西、既掌握现代金融理论、又有实际应用能力的高层次人才。项目的生源是中国人民大学相关专业本科三年级开始本硕连读的优秀学生（2005 年开始通过全国大学生金融夏令营的方式选拔）；授课教师既有美国麻省理工学院、耶鲁大学、哥伦比亚大学和明尼苏达州立大学的经济学或金融学教授，又有接受过国外金融学教育的国内优秀教师。课程安排的原则是学术与应用并重，思想与方法并重，中外教材并重，授课语言依从效果。四年来，该项目培养的人才已经开始得到社会和学界的认可。“中美金融教学实验项目”的有益成果为本套教材提供了教育实践基础。

鉴于金融是当前市场经济中最为活跃的一分子，金融学是一个正在发展的开放性新兴学科，因而学科边界和内涵都处于一个不断更新、变化的动态环境之中。金融理论研究和金融学科建设的争论远远没有尘埃落定的一天。现在，本套教材即将面世，唯愿能够为生机无限的金融学科贡献一份绵薄之力！

最后，特别感谢国务院学位办领导和教育部社政司领导的支持与指导。在 2002 年 7 月举办的“全国金融学科研究生专业建设研讨会”中，该套教材被定为推荐教材。





前 言



汪昌云，1964年出生。1986年获中国人民大学经济学学士学位；1989年获中国人民大学经济学硕士学位；1999年获伦敦大学金融学博士学位。现任中国人民大学财政金融学院教授、博士生导师，应用金融系主任。主要研究领域包括资产定价、金融衍生工具与风险管理和中国资本市场。

现代金融经济学始于20世纪50年代的证券组合理论。20世纪50年代以前的金融经济学一般称为早期金融经济学。金融经济学的确切起源难以考证。有学者认为金融经济学至少有500~600年历史。也有人认为，金融经济学起源于1738年贝努里（Daniel Bernoulli）发表的题为《关于风险衡量的新理论》的拉丁论文。更多的学者认为，金融经济学作为独立学科起源于以现代研究方法对股票价格行为进行理论研究的法国数学博士贝切利尔（Louis Bachelier）1900年完成的博士论文《投机理论》（Theory of Speculation）。贝切利尔





以全新的方法对法国股票市场进行了研究，为现代资产定价理论奠定了基础。虽然金融经济学从 20 世纪 70 年代就开始进入国外大学金融学和经济学专业研究生专业核心课程体系，然而，迄今为止，国内外学者都没有对金融经济学的内涵和外延给予清晰的界定。

本书将金融经济学界定为研究金融问题的微观经济学，它是从经济学角度研究资产价格的形成和决定，以及投资者和公司的金融决策问题。金融经济学研究涵盖两大主要领域：资产定价和公司财务政策。资产定价理论是旨在研究和决定具有不确定未来收益的索偿权（claims），包括股票、债券、衍生工具等的价值或价格的经济理论。公司财务政策研究和分析公司如何做出影响公司价值的财务决策，包括资金筹集和资本结构问题、股利政策和策略、并购政策和策略以及公司治理等问题。

按照上述对金融经济学内涵的界定，本书分为 4 个部分共 18 章介绍资产定价和公司财务决策的基本理论和方法。第一部分也就是第 1 章，主要讨论金融经济学的起源、发展历程以及 20 世纪 80 年代以来金融经济学的新发展。第二部分包括第 2 章~12 章，介绍和探讨现代资产定价理论，包括期望效用理论、现代投资组合理论、资本资产定价理论、多因素资产定价理论、衍生品定价理论和方法、资产流动性定价、市场微观结构理论以及有效市场理论。第三部分包括第 13 章~17 章，介绍公司财务决策政策的理论和方法以及公司治理理论，包括公司资本结构政策、股利政策、并购政策、风险管理政策以及公司治理理论。最后一部分即第 18 章，介绍近几年发展起来的行为金融理论，探讨在放松完全理性假设条件下资产定价理论和公司财务决策理论的新发展。

与现有的国内外金融经济学教材相比，本书的一个创新之处是将资产流动性定价、市场微观结构理论、风险管理政策、公司治理理论以及行为金融理论纳入金融经济学分析框架。这些理论多在近些年得到迅速发展并趋向成熟，也是金融学家探讨的热点问题。这些问题理应成为研究生以及金融学者密切关注的研究课题。

写作本书的基本目的是为高等院校金融学或财务管理专业硕士（博士）研究生提供专业基础课教材。除此之外，本书也为关注金融经济学研究的学者、金融业界人士以及金融监管者提供一个金融分析的系统框架。本书也可以作为金融学、经济学专业高年级本科生、MBA 等开设高级金融理论课程的基础教材或参考书。

金融经济学课程的教学计划和内容可以视课时安排和分析重点不同进行多种安排。本书是按照 72 学时课程设计的。但是，以资产定价理论为教学重点时，教师可以只讲授第 1~12 章以及第 18 章；以公司财务政策的理论和方法为教学重点时，教师可以省略第 8 章、第 9 章、第 10 章和第 12 章。

本书由汪昌云设计总体框架。具体分工如下：汪昌云编写第 1 章、第 5



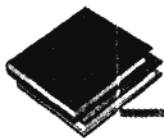


章、第7章、第8章和第16章；王大啸编写第2~4章；周爱民编写第6章和第18章；曾鹭樱编写第9章、第10章和第15章；谢瑾和谢磊编写第11章和第17章；胡博编写第12章；张悦和丁冬编写第13章；王宗和编写第14章。全书由汪昌云通读修改定稿。

金融经济学涵盖范围广泛，研究成果日新月异，对金融经济学分析框架的完善需要金融学界全体同仁的潜心研究和不懈努力。鉴于时间和编者学识所限，不足之处敬请同行专家和诸位读者批评指正。

汪昌云





目 录

第 1 章	金融经济学起源和发展	1
1.1	什么是金融经济学	2
1.2	早期的金融经济学	3
1.3	现代金融经济学	8
1.4	金融经济学新发展	15
1.5	小结	25
第 2 章	确定性条件下投资理论	27
2.1	简单的消费与投资理论	28
2.2	资本市场的作用：简单的数学描述	31
2.3	费雪分离定理与股东价值最大化	35
2.4	投资项目选择标准	36
2.5	小结	40
第 3 章	期望效用理论	42
3.1	确定性条件下的偏好关系和效用函数	42
3.2	不确定条件下的偏好关系和期望效用理论	45
3.3	风险态度和风险溢价	51



3.4	随机占优	62
3.5	均值—方差模型	70
3.6	期望效用理论的局限性	73
3.7	小结	75
第4章	投资组合理论	82
4.1	单一证券的收益和风险	83
4.2	证券组合的收益和风险	85
4.3	最佳投资组合和有效投资组合	88
4.4	现实中的前沿边界	113
4.5	小结	119
第5章	资本资产定价理论	121
5.1	资本资产定价模型基本假设	122
5.2	资本资产定价模型推导	126
5.3	资本资产定价理论的拓展	135
5.4	资本资产定价模型：实证检验	150
5.5	小结	154
第6章	多因素资产定价理论	156
6.1	套利定价理论	156
6.2	套利定价模型的实证检验	163
6.3	三因素定价模型	165
6.4	多因素模型：中国的应用	172
6.5	小结	175
第7章	资产流动性与资产定价	178
7.1	流动性概念和度量	179
7.2	买卖差价与资产价格	179
7.3	成交量与资产定价	182
7.4	凯尔的 λ 与资产定价	184
7.5	流动性风险及其资产定价模型	185
7.6	中国股票市场流动性定价	186
7.7	小结	192
第8章	期货市场与期货定价	194
8.1	期货市场的起源和发展	195
8.2	期货市场功能之经济学分析	199
8.3	无风险套利与期货定价	202





8.4	市场均衡与期货定价	205
8.5	期货定价的实证研究	210
8.6	小结	213
第9章	期权及期权价格确定	216
9.1	期权的基本概念及其类型	217
9.2	期权损益分析 (payoff profile)	219
9.3	欧式期权价格决定因素	222
9.4	套利与期权价格区间	227
9.5	看涨看跌期权平价关系	232
9.6	美式期权价格区间	234
9.7	小结	244
第10章	期权定价理论	248
10.1	二叉树期权定价模型	249
10.2	布莱克-斯科尔斯期权定价模型	255
10.3	支付股利的股票期权定价公式	263
10.4	期权定价理论应用与延伸	265
10.5	小结	270
第11章	有效市场：理论假说与实证检验	272
11.1	有效市场概念和形式	273
11.2	弱式有效市场实证检验	277
11.3	半强式有效市场与事件研究法	286
11.4	内幕信息与强式有效市场检验	289
11.5	有效市场与定价模型联合假设问题	292
11.6	中国股票市场有效性	293
11.7	小结	300
第12章	市场微观结构	304
12.1	市场微观结构与资产定价	305
12.2	市场与交易系统	306
12.3	市场价格模型	312
12.4	交易者、做市商和信息	317
12.5	策略性交易与价格形成	324
12.6	市场透明度	336
12.7	小结	343
第13章	资本结构理论与实践	346





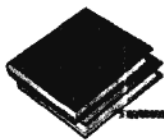
13.1	财务杠杆与公司价值：一个例子	347
13.2	M&M 定理	351
13.3	税收和资本结构	357
13.4	最佳资本结构与资金成本	360
13.5	信号传递理论和啄食理论	364
13.6	资本结构理论实证证据	368
13.7	小结	376
第 14 章	公司股利政策	379
14.1	无摩擦资本市场与公司股利政策	380
14.2	市场摩擦与公司股利政策	385
14.3	股票回购与股利政策	396
14.4	中国上市公司股利政策简析	399
14.5	小结	402
第 15 章	公司并购政策	405
15.1	并购概念和形式	405
15.2	并购浪潮与并购动因	407
15.3	并购与反并购	414
15.4	并购定价	419
15.5	并购绩效	426
15.6	杠杆收购	430
15.7	小结	436
第 16 章	公司风险管理政策	439
16.1	风险的界定与度量	440
16.2	风险管理与公司价值	446
16.3	金融衍生工具与风险控制	451
16.4	公司风险管理的实践	462
16.5	小结	465
第 17 章	公司治理	467
17.1	公司治理核心问题：委托—代理	468
17.2	公司治理内部机制	473
17.3	公司治理外部机制	480
17.4	公司治理和公司绩效	486
17.5	中国上市公司的治理	491
17.6	小结	492





第 18 章	行为金融	495
18.1	行为金融学产生背景分析	496
18.2	行为金融的核心理论	498
18.3	行为金融与资产定价	504
18.4	行为金融与公司财务政策	517
18.5	小结	519





第 1 章

金融经济学起源和发展

本章导读

金融经济学长期以来是经济学的重要分支之一。20 世纪 50 年代以来，金融领域的重大研究突破给金融乃至整个经济学理论界和实务界带来翻天覆地的变化，特别是 20 世纪 80 年代中期开始，诺贝尔经济学奖频繁地授予在金融领域做出突出贡献的学者，例如，1985 年在储蓄和金融市场方面有重要贡献的莫迪里安尼 (Franco Modigliani)，1990 年在金融经济理论上做出开创性工作的马科维兹 (Harry M. Markowitz)、米勒 (Merton H. Miller) 和夏普 (William F. Sharpe) 以及 1995 年首次给出金融衍生工具定价公式的默顿 (Robert C. Merton)，还有斯科尔斯 (Scholes)。2001 年因在市场非对称信息研究方面有重大影响而获诺贝尔经济学奖殊荣的阿克洛夫 (George A. Akerlof) 和斯蒂格利茨 (Joseph E. Stiglitz) 以及 2002 年在计量经济学理论和方法上有贡献的罗伯特·F·恩格尔 (Robert F. Engle III) 和格兰杰 (Clive W. J. Granger) 都与金融经济学密切相关。金融经济学作为一门学科具有重要的地位，金融经济学逐渐演变为一门相对独立的学科。

本章为金融经济学的概括性介绍，以建立读者对金融经济学框架的基本观念。全章共分 5 个小节。1.1 节“什么是金融经济学”介绍了金融经济学的知

