

Financial
Management

Financial Economics



复旦博学

21世纪高等院校财务管理专业系列

财务金融学

张玉明

Zhang Yuming

/著

Zhu

2



复旦大学出版社

www.fudanpress.com.cn

Financial Management

Financial
Management

Financial Economics



復
旦
學



复旦博学

21世纪高等院校财务管理专业系列

财务金融学

张玉明

Zhang Yuming

/著

Zhu

Financial Management

復旦大學出版社
www.fudanpress.com.cn

图书在版编目(CIP)数据

财务金融学/张玉明著. —上海:复旦大学出版社,
2005.8

(博学·21世纪高等院校财务管理专业系列)

ISBN 7-309-04578-5

I. 财… II. 张… III. 金融学-高等学校-教材
IV. F830

中国版本图书馆CIP数据核字(2005)第060987号

财务金融学

张玉明 著

出版发行 复旦大学出版社

上海市国权路579号 邮编200433

86-21-65118853(发行部) 86-21-65109143(邮购)

fupnet@fudanpress.com <http://www.fudanpress.com>

责任编辑 王联合

总编辑 高若海

出品人 贺圣遂

印刷 上海浦东北联印刷厂

开本 787×1092 1/16

印张 27 插页 2

字数 657千

版次 2005年8月第一版第一次印刷

印数 1—5 100

书号 ISBN 7-309-04578-5/F·1007

定价 38.00元

如有印装质量问题,请向复旦大学出版社发行部调换。

版权所有 侵权必究

作者简介

张玉明 1962年7月生，山东济南人。经济学博士，管理学博士后，山东大学教授。先后师从张晖明、蒋学模、苏东水。研究方向：金融证券、现代企业理财、宏观经济、中小企业发展。教学课程：证券投资理论与实务、财务金融研究、西方经济学、东方管理学。现为山东大学教授，江西财经大学兼职教授，河海大学管理学院兼职教授，山东经济蓝皮书编委，山东世界经济研究会理事、副秘书长。

近两年研究领域主要成果有：独立著有《信息非均衡与银行不良资产》、《资本结构优化与高新技术企业融资策略》、《民营企业融资体系》、《中小企业融资策略》等。合著3本，在核心期刊发表论文近60篇。主持课题及科研项目十多项。

内 容 提 要

中国资本市场经过十多年的发展已日趋完善，企业的财务活动已开始全面融入金融市场和金融中介。本书作者根据教学实践力图建立一门新的专门研究企业金融活动的、涵盖范围更广的、适应现代经济和企业管理的学科——财务金融学，以弥补现有财务管理学对现代金融环境的不适应。与传统的财务管理学相比，财务金融学将企业价值创造的视角延伸到了金融市场和金融中介，突破了传统财务管理学中企业价值创造的分析框架，从而较为全面、系统、动态地考察了企业价值的源泉。全书共分十八章，讨论了财务金融学的研究对象及目标、基本观念；结合当前财务管理理论的新发展侧重就企业的财务管理的金融方面进行了细致阐述，如金融市场与金融中介、金融市场与企业价值、债务融资、股权融资、金融资产定价理论及与财务管理相关的金融衍生产品风险管理。本书适合高校财务管理专业本科生、会计专业本科及研究生、MBA工商管理教学及MPAcc职业会计硕士需要，同时也可兼作经济管理类相关专业学生选修用教材。

现代意义上的财务理论始于 20 世纪 50 年代。考察西方发达国家财务理论 50 多年的发展历程,可以发现财务理论与金融市场和金融中介之间具有内在的良性互动关系。从研究成果上看,20 世纪 50 年代以来,西方财务理论取得了丰硕的研究成果。莫迪利安尼和米勒(Modigliani & Miller)、马科维茨(Markowitz)、夏普(Sharpe)、斯科尔斯(Scholes)和默顿(Merton)等财务学家分别因为资本结构理论、投资组合理论、资本资产定价模型和期权定价模型获得了诺贝尔经济学奖。上述财务理论的发展,大致可以分为三个阶段:第一阶段,以研究最佳资本结构为特征;第二阶段,研究证券资本市场投资组合及收益与风险均衡等问题;第三阶段,研究以衍生金融工具为代表的期权计价模型等问题。这些不同发展阶段的研究成果是随着西方金融市场的发展而不断创新发展起来的。正是由于西方主要发达国家的金融市场在“二战”之后开始复苏和繁荣,才带来了财务理论研究的蓬勃发展。而财务理论的发展和完善,又反过来促进金融市场的完善。如 20 世纪 70 年代以来,金融市场交易日趋复杂,汇率风险、利率风险等各类风险加剧,衍生金融工具就是在这样的环境中应运而生。衍生金融工具的产生催生了对财务理论的研究需求。布莱克和斯科尔斯(Black & Scholes)于 1973 年提出并经由默顿(Merton)等财务学家发展完善的期权定价模型就是在这背景下产生的,它解决了那些内含远期和或有要求权的资产的定价问题,因此大大推动了衍生金融工具的广泛使用,使其成为理想的投资和套期保值工具,并促进了金融市场的健康发展。

金融市场的日益完善,也促进了财务理论研究范式的转变。在 20 世纪 50 年代之前,财务理论的研究是不成系统的,研究方法上侧重规范研究。50 年代以后,西方财务学界开始将经济学的一些数量分析方法和技术引进到财务问题的研究当中,并与传统的规范研究方法有机地结合了起来,使得财务理论研究成果既有严密的内在逻辑,又经过实证检验和修正,更趋完善和成熟,有效避免了理论研究与实践脱节的困惑,结果取得了丰硕的研究成果。随着金融市场的不断发展和完善,财务理论的研究视角从对内逐渐转向研究外部的金融市场,财务研究的价值取向和研究范式也发生了转变,如何使企业等市场参与主体获得最大化的价值成了财务理论研究的主要关注焦点。

在我国,资本市场经过十多年的发展已日趋完善,企业的财务活动已开始全面融入金融市场和金融中介。此外,加入 WTO 后,我国将逐步放松对外资金融机构准入的范围和区域限制,这必将使我国金融市场发生全面而深远的影响,从而对企业的金融活动产生极大的影响。在这样的金融大背景下,财务理论的研究必须突破传统财务理论研究的封闭式的、静态的局限性,将研究视角从企业内部延伸到企业外部的金融市场中去,从开放的、动态的角度对企业的金融活动进行研究。西方发达国家财务理论的研究历程表明,这种面向财务实践、立足于金融市场的研究视角可以促进财务理论的不断完善。基于这种认识,笔者根据教学实践提出建立一门新的专门研究企业金融活动的、涵盖范围更广的、适应现代经济和企业管理的学科——财务金融学,以改善现有财务管理学对现代金融环境的不适应性。财务金融学是从金融的视角来分析财务管理活动的一门学科,与传统的财务管理学相比,财务金融学将企业价值创造的视角延伸到了金融市场和金融中介,突破了传统财务管理学中企业价值创造的分析框架,从而较为全面、系统、动态地考察了企业价值的源泉。

本书主要作为财务管理专业高年级的本科生和研究生及 MPAcc 的教材,经济管理类相关专业亦可作为选修教材,同时也可以作为微观金融研究的参考用书。作为一种探讨性的尝试,本书一定会存在许多不尽如人意的地方。为此,真诚希望广大读者批评指正。

张玉明 博士

2005 年 3 月 25 日

第一章 导论	1
学习目标	1
第一节 财务金融学的性质与对象	1
第二节 企业组织形式与财务金融	8
第三节 财务金融学的目标	13
案例分析	18
本章小结	19
复习思考题	19
补充阅读材料	20
第二章 财务金融的环境分析	21
学习目标	21
第一节 财务金融的宏观环境	21
第二节 财务金融的微观环境	28
第三节 财务金融与公司治理	33
案例分析	39
本章小结	39
复习思考题	40
补充阅读材料	40
第三章 财务金融学的基本观念	41
学习目标	41
第一节 现金流量观念	41
第二节 货币时间价值观念	45
第三节 风险收益均衡观念	54
第四节 信息经济学观念	57
案例分析	62
本章小结	63
复习思考题	63
补充阅读材料	64

第四章 金融市场与财务金融	65
学习目标	65
第一节 金融市场的要素与基本特征	65
第二节 金融市场的分类	70
第三节 金融市场与企业金融行为	76
案例分析	82
本章小结	83
复习思考题	83
补充阅读材料	83
第五章 金融中介与财务金融	84
学习目标	84
第一节 金融中介及其功能	84
第二节 商业银行及非银行金融机构	90
第三节 金融中介与企业金融行为	95
案例分析	101
本章小结	102
复习思考题	102
补充阅读材料	102
第六章 金融市场与企业价值	103
学习目标	103
第一节 金融市场与现代经济	103
第二节 金融市场有效性假说	108
第三节 金融市场与企业价值	116
案例分析	121
本章小结	122
复习思考题	122
补充阅读材料	122

第七章 资本成本与资本结构	123
学习目标.....	123
第一节 资本成本及其计量.....	123
第二节 传统资本结构理论.....	131
第三节 现代资本结构理论.....	134
第四节 新资本结构理论.....	146
案例分析.....	150
本章小结.....	152
复习思考题.....	152
补充阅读材料.....	153
第八章 代理成本、控制权与信号模型	154
学习目标.....	154
第一节 代理成本与资本结构优化.....	154
第二节 控制权争夺与资本结构优化.....	162
第三节 信号模型与企业融资.....	168
案例分析.....	174
本章小结.....	175
复习思考题.....	175
补充阅读材料.....	176
第九章 债务融资策略	177
学习目标.....	177
第一节 企业借款融资.....	177
第二节 企业债券融资.....	186
第三节 融资租赁策略.....	193
案例分析.....	200
本章小结.....	201
复习思考题.....	202
补充阅读材料.....	202

第十章 股权融资策略	203
学习目标.....	203
第一节 发行普通股票融资.....	203
第二节 可转换债券融资.....	211
第三节 并购融资策略.....	218
案例分析.....	226
本章小结.....	227
复习思考题.....	227
补充阅读材料.....	228
第十一章 财务分析与价值评估	229
学习目标.....	229
第一节 财务报表比率分析.....	229
第二节 企业价值评估方法.....	240
第三节 金融产品定价方法.....	250
案例分析.....	258
本章小结.....	259
复习思考题.....	260
补充阅读材料.....	260
第十二章 现代金融资产定价理论	261
学习目标.....	261
第一节 资产组合理论.....	261
第二节 资本资产定价理论.....	267
第三节 资本资产套利理论.....	275
案例分析.....	281
本章小结.....	281
复习思考题.....	282
补充阅读材料.....	282

第十三章 风险及风险管理	283
学习目标	283
第一节 经营风险和经营杠杆	283
第二节 财务风险和财务杠杆	289
第三节 综合杠杆和风险管理	295
案例分析	302
本章小结	303
复习思考题	303
补充阅读材料	304
第十四章 期货交易与风险管理	305
学习目标	305
第一节 期货交易的概念与特征	305
第二节 期货交易的功能与机制	308
第三节 套期保值与风险管理	316
案例分析	324
本章小结	325
复习思考题	325
补充阅读材料	326
第十五章 期权交易与风险管理	327
学习目标	327
第一节 期权交易的概念与特征	327
第二节 期权交易类型与盈亏分析	333
第三节 期权交易与风险管理	341
案例分析	346
本章小结	347
复习思考题	348
补充阅读材料	348

第十六章 信息不对称下的财务金融决策	349
学习目标.....	349
第一节 信息不对称与资本结构决策	349
第二节 信息不对称与债务管理	355
第三节 信息不对称和股利政策	361
案例分析.....	368
本章小结.....	368
复习思考题.....	368
补充阅读材料.....	369
第十七章 收购兼并与企业价值	370
学习目标.....	370
第一节 企业收购兼并的目的	370
第二节 收购兼并的类型和程序	376
第三节 收购兼并协同效应与企业价值	384
案例分析.....	394
本章小结.....	394
复习思考题.....	395
补充阅读材料.....	395
第十八章 财务重构与公司治理	396
学习目标.....	396
第一节 公司治理理论概述	396
第二节 最优财务重构点的确定	401
第三节 财务重构与公司治理优化	406
案例分析.....	412
本章小结.....	413
复习思考题.....	413
补充阅读材料.....	413
参考文献.....	415

第一章

导 论

学习目标

要求通过本章学习,理解财务金融学的学科性质、研究对象和研究方法,掌握财务金融学的基本内容,认识企业组织形式之间的区别,掌握财务金融学的目标。

在 20 世纪后半期,特别是在 80 年代以后,随着经济的发展,金融在经济中的地位有了极大的提高,金融已经成为现代经济的核心。作为社会经济细胞的企业,其价值创造离不开金融市场和金融中介。企业与金融的融合将加速财富创造的速度和效率,越来越多的财富和社会资源将通过企业实现金融化。然而,传统的财务管理学科体系仍然将主要的视野局限于企业内部的财务分析和管理的。在企业理财环境已经发生重大变化的情形下,这种分析视角是有缺陷的,它无法完整地理解和分析企业价值的来源问题,使得财务管理学日益表现出对金融环境的不适应性。本书就是在这样的背景下提出构建财务金融学的设想,试图从金融的视角分析企业价值的创造问题。

第一节 财务金融学的性质与对象

在提出具体分析框架之前,首先分析财务金融学的学科性质、研究对象和研究方法。作为传统财务管理学的补充和完善,财务金融学体现了不同的学科性质和研究对象,客观上要求采用不同的研究方法。

一、财务金融学的内涵

财务金融学是在众多相关学科,特别是财务管理学的基础上形成和发展起来的。财务管理作为一门学科,并非起源于学术研究,而是直接来源于企业的实践活动,而企业实践的发展变化要比学术界迅速和复杂得多^①。财务实践的发展要求财务管理的教学必须面向现代市场

^① 王颖梅:《关于财务管理学科体系的理性思考》[J],湖南商学院学报,2000 年第 5 期,第 21—23 页。

经济,从而为社会培养真正合格的财务管理人才。因此要改革和完善财务管理学科,首先需要清楚企业理财环境发生的重大变化。

理财环境是一个综合因素作用的结果,其中经济环境是最重要的因素。我国正处于经济转轨期,市场化程度已显著提高。目前已有东盟、新西兰等多个地区组织和国家承认我国的市场经济地位。市场经济国家的主要标准是主要原材料市场是否市场化、劳动力市场是否市场化、金融市场是否市场化、政府的干预程度。在这些标准中,金融市场的市场化与企业的理财活动关系最密切,也是市场经济最重要的标志性因素。早在 1991 年,邓小平同志考察上海时就已经提出“金融是现代经济的核心”的重要论断。现代金融对经济的渗透力与影响力日趋显著,社会财富与经济资源也越来越多地通过金融方式进行。在我国,资本市场经过十多年的发展已日趋完善,企业的财务活动已开始全面融入金融市场和金融中介。此外,加入 WTO 后,我国将逐步放松对外资金融机构准入的范围和区域限制,这必将使我国金融市场发生全面而深远的影响,从而对企业的金融活动产生极大的影响。

在这样的金融大背景下,财务学科建设必须突破封闭式的、静态的局限性,从而将视角从企业内部延伸到企业外部的金融市场中去,从开放的、动态的角度对企业的金融活动进行管理。有的学者也认为,财务已不再仅限于企业,市场(包括证券市场、控制权市场)已成为公司财务的主要活动场所^①。随着金融渗透的普遍深入,如何使企业的财务活动动态地适应外部环境,如何使宏观与微观结合,如何使财务理论与财务实践更好地结合,更好地为企业经营管理服务,实现经营目标,应当成为财务学科建设的指导思想。因此,我们认为有必要建立一门新的专门研究财务金融活动的、涵盖范围更广的、适应现代企业管理的学科——财务金融学。

财务金融学是关于企业价值创造的学问,是指企业从事的金融活动,贯穿于企业内部和外部,贯穿于企业的整个生产经营活动,具有显著的动态性,是连续的、动态的企业财务管理。其核心问题是企业价值的创造。任何一个企业的生存和发展都依赖于该企业能够创造价值,以实现其价值最大化目标。企业的融资活动需要持续地取得成本尽可能低的内部或外部资金来源;投资活动是要把取得资金向能创造尽可能多价值的方向投入;企业的融资、投资等财务活动离不开金融市场和金融中介,其套期保值、风险控制等价值创造与保持活动同样也离不开金融市场和金融中介。从金融的角度看待公司财务,就不会关起门来,只作公司内部财务分析和财务预算,而会把公司财务管理与整个社会的金融运行联系起来,把个别企业的公司财务看作整个社会金融的一个细胞、一个作用点、一个基本要素;也只有将公司财务纳入到金融理论体系,才能实现真正意义上的企业价值最大化。

二、财务金融学的学科性质

财务金融学作为一门正在逐渐形成并发展的交叉学科,它的建立涉及经济学、金融学、会计学、统计学、计量经济学、信息经济学等诸多学科。从财务实践看,财务金融学科可以看成是传统财务管理学以金融市场和金融中介为依托所进行的改革和创新的产物。从渊

^① 魏明海:《公司财务理论研究的新视角》[J],会计研究,2003 年第 2 期,第 56 页。

源来看,财务与金融原本就是一体的,企业财务理论所研究的对象即现金流是置于金融市场中的现金流,股票、债券等概念属于财务还是金融学的范畴,并不能做出清楚的区别^①。因此,本书所提出的“财务金融”的概念,是对财务理论的还原,重现了财务学和金融学之间的一体关系。

与现行财务管理学科体系相比,财务金融学凸显了以下几个特性:

(1) 实践性。财务金融学科立足于金融市场和金融中介的实际运行,关注企业的理财实践,如何使企业获得最大化的价值成了财务金融学的目标。

(2) 综合性。财务金融学的建设综合了经济学、会计学等多门学科的研究成果,并用这些研究成果对传统的财务管理学科进行改革和重建。学科的研究方法也将是综合性的研究方法。

(3) 系统性。财务金融学科的建设符合系统论的基本要求,构成要素之间具有内在的联系,并在企业价值最大化目标的引导下形成一个完整的统一体。

三、财务金融学的研究对象

财务金融学的研究对象可以从内涵和外延两个角度加以阐述,前者是财务金融学的本质内涵,后者则指财务金融学与相关学科之间的关系界定。“财务金融学”是由“金融学”衍生而来的。当前,学术界对“什么是金融”、“金融的本质是什么”、“金融研究什么”诸如此类的问题尚未形成统一的认识。对于这样的困境,著名金融学家黄达先生指出,“既然不同用法的并存是客观事实,那就难以存此废彼,定于一尊”,“只是需要在讨论问题时事前交代一下自己所使用的口径”^②。黄达将金融界定为“凡是既涉及货币,又涉及信用,以及以货币与信用结合为一体的形式生成、运作的交易行为的集合”^③。从历史的角度看,金融范畴的萌芽、初步形成、发展等各形态的演变历程本质上是一条“经济价值拉动型”的路径。综合多个角度分析,我们认为,金融学是一门专门研究经济价值创造的学科。在对金融学科的研究对象进行分析的基础上,我们接下去对财务金融学的研究对象进行分析。从历史上看,企业组织形式的演化,特别是现代公司制度的形成、发展和完善,是与金融市场的建立和发展相辅相成的。而现代公司制度和金融市场的发展,创造了许多新的金融资产,使得企业投资、筹资、风险管理方式日趋多元化和复杂化,从而促进了现代企业财务管理理论的形成和发展。这就是现代公司制度、金融市场与企业财务管理的共生互动性,也是财务学科建设的基础^④。然而现行的财务管理学科体系已经偏离了共生互动性的要求。为真实表示学科性质以及与传统财务管理学科相区别,我们提出建设财务金融学科的设想。与现行财务管理学科不同,财务金融学科专门研究以金融市场和金融中介为依托的企业价值创造的各类经济活动。

财务金融学科的建设涉及与相关学科的界限如何划分的问题。财务金融学的相关学科比

① 在英语中,财务与金融都用同一个单词“finance”来表示,这也从另外一个角度佐证了财务学与金融学之间的密切关系。

② 黄达:《金融学》[M],北京:中国人民大学出版社,2003年版,第102—103页。

③ 同上书,第107页。

④ 胡玉明:《现代企业财务管理学科建设若干理论问题探讨》[J],云南财贸学院学报,1997年第2期,第48页。

较多,这里主要探讨财务金融学和财务管理学、会计学的关系。财务金融学是在对传统财务管理学进行创新的基础上发展起来的,两者在研究角度上有一些区别,但完全可以合二为一,即财务管理学可以作为分支学科列入财务金融学科体系。尽管早在1998年,我国就已经成立独立的财务管理专业,但学术界对于财务和会计两个学科的关系仍然众说纷纭。概括起来主要有三种认识:一是大会计论,也就是财务活动是会计活动的一个组成部分,财务学科包含在会计学科中;二是大财务论,也就是说会计活动是财务活动的一个组成部分,会计学科包含在财务学科中;三是独立论,也就是两者分别独立建设一个学科。我们赞同第三个观点,财务学科与会计学科之间尽管存在密切联系,但仍然属于两个独立的学科,并遵循着不同的发展规律和趋势。财务学科和会计学科在业务内容、工作方法、地位作用等几个方面都有所区别,各有其特殊性。财务学科侧重于研究企业价值创造的各类经济活动,其核心内容包括投资、筹资、营运资本管理与风险管理。而会计(包括财务会计、管理会计)则侧重于研究核算和监督,并向各会计信息使用者提供真实可靠有用的信息,尤其是现金流量的信息。从本质上看,企业价值是企业未来现金流量的现值。因此,如果说财务学科研究现金流量,那么它研究的是现金流量本身,而会计则研究现金流量信息,两者是有区别的。如前述及,财务金融学作为以金融市场和金融中介为依托的企业价值创造活动的学科,就其研究对象来说和财务管理学是一致的,只是财务金融学的研究视角更富开放性和动态性。因此,财务与会计的上述区别同样可用于区分财务金融学与会计学。

四、财务金融学的研究方法

从学科的研究方法看,财务金融学是一门交叉性的学科,其研究方法也是综合性的。主要包括:一是实证方法,它是一门实践性很强的学科,必须从财务金融活动的实际出发,才能把握国内外财务金融活动的现状,并对实际工作起指导作用,因此,财务金融学科将涉及较多密切联系实际案例分析;二是采用计量经济学、数理统计学、会计学、投资学、证券学和市场学等方法及数学模型,对企业的金融活动进行定量分析,如企业价值分析、风险与收益的计量与分析、投资收益与融资成本的分析等。当然,财务金融学科仍然应当根据实际情况适当采用演绎法和规范研究的方法。

五、财务金融学与财务管理学

财务金融学 and 传统公司理财学相比,主要有以下三个方面的重要区别。

1. 内容更为广泛

财务管理的主要内容包括企业筹资决策、投资决策和股利政策三部分。而财务金融学不仅包括筹资、投资等内容,还包括与企业密不可分的金融市场和金融中介,其内容更为广泛。在现代市场经济中,企业并不是一个独立的经济实体,其生产经营活动是在一定的社会经济环境中,尤其是在一定的金融市场环境中进行的。特别是在现代市场经济中,宏观和微观经济环境的不确定性使企业面临各种风险如利率、汇率及重要原料价格的剧烈波动,为了有效地规避