

高级财务管理

张国平 著



西安交通大学出版社
XI'AN JIAOTONG UNIVERSITY PRESS

F275

320

2004

高级财务管理

张国平 著



西安交通大学出版社

· 西 安 ·

内 容 简 介

财务管理所讨论的内容,就是成本与效益分析,只要效益高于成本就会进行。成本是当下的,效益是未来发生的,因此在折现未来收益使之与成本在同一时点上比较时,就需要考虑未来不确定的影响。本书与传统的财务管理或财务金融学教科书有很大的不同,写作的重点是人们合作时的交易成本的有无及其如何产生,以分析公司资本结构与控制权的改变对公司市场价值的影响。本书另外的着重点是强调事前的机会成本与个人选择范围大小的概念,并以之澄清许多迄今仍是似是而非的观念。书中内容包括:成本与效益分析(机会成本与资本预算);风险与报酬(资产定价模型);衍生性金融商品(期货与现货价格公式与二项式及布莱克-舒尔斯期权定价模型);公司资本结构(以双牛记的故事说明摩迪格兰尼与米勒定理的问题);公司控制权与厂商理论(拥有创新能力的企业家才拥有控制权)等。

本书适合大学本科高年级学生、研究生及实务界的朋友阅读。

图书在版编目(CIP)数据

高级财务管理/ 张国平著. —西安:西安交通大学出版社,2004.8
ISBN 7-5605-1886-9

I. 高... II. 张... III. 财务管理 IV. F275

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2004)第 080433 号

书 名	高级财务管理
著 者	张国平
出版发行	西安交通大学出版社
地 址	西安市兴庆南路 25 号(邮编:710049)
电 话	(029)82668357 82667874(发行部) (029)82668315 82669096(总编办)
印 刷	西安交通大学印刷厂
字 数	307 千字
开 本	727mm×960mm 1/16
印 张	16.75
印 数	2001—4000
版 次	2004 年 8 月第 1 版 2005 年 8 月第 2 次印刷
书 号	ISBN 7-5605-1886-9/F·113
定 价	28.00 元

版权所有 侵权必究

序 言

财务管理所讨论的内容,就如同一个人在做决策时所考虑的一样,都是做成本与效益的分析。只要效益高于成本就会进行,否则就会放弃。成本是当下的,效益是未来发生的,因此在折现未来收益使之与成本在同一时点上比较时,就需要考虑未来不确定的影响。本书与传统的财务管理或财务金融学教科书有很大的不同,写作方向是由经济学的观点出发,但不同于新古典经济学主流派讨论组织(公司)时,只考虑人们在自利下各种能量化之因素的均衡,本书着重于人们合作时交易成本的有无及其是如何产生的,以分析公司资本结构与控制权的改变对公司市场价值的影响。本书另外的着重点是强调事前的机会成本与个人选择范围大小的概念,机会成本的事前概念使得我们在做资本预算(成本与效益分析)时,不会将事后没有选择、必须花费的费用(应称之为沉没费用而不是沉没成本)计入成本计算之中,选择范围的大小可以用来解释:公司的控制权为什么是属于创新的企业家;利息为什么可能下降为零但绝不会是负值;人们为什么同时购买彩票(或股票)又参加保险;期权为什么有价格而期货或远期契约却没有购入价格。书中虽然引用了许多经济学的概念,但都是非常浅显、容易理解的。本书适合大学本科高年级学生、研究生及实务界的朋友阅读,读者只要稍具微积分与统计学的基础,就能了解书中的内容。

回想个人第一次接触财务理论是在宾大时的公司理财(corporate finance)的课程,所采用的教科书是Brealey and Myers的《公司理财原理》的第1版(1981年版),当时的印象是专门术语太多,许多说法似乎经不起进一步的推敲。经过20多年

后,该书已改版至第8版(2006年版),篇幅增加了更多,也有了更多的竞争者(例如 Ross, Westerfield and Jaffe《公司理财》2005年第7版),但是许多的观念迄今仍然是似是而非、混淆不清的。本书与这些教科书不同之处在于:

1. 阐明公司不只是一些契约的组合,否则它与市场中生产资源提供者透过彼此之间的订约生产并没有两样。交易成本的大小才是组成公司并影响公司价值的因素。

2. 公司的控制权并不只因为公司法的规定而属于股东,然后股东再授权给经理阶层来经营管理,因此有了所有权与控制权的分离,并且公司的目标是追求股东的财富最大化。公司的控制权实际上是属于能创新、能创造超额利润的企业家,这些人才有更多的选择,可以与不同的人合作,其他的人是只能得到自己所提供资源的机会成本。

3. 资本预算不是只从资金提供者(股东与债主等)的角度来分析成本与效益。当交易成本为零时,针对股东、资金提供者、或是所有资源提供者整体所做的成本效益分析的结果都会相同,其原因是每个资源提供者都会得到资源的机会成本,而正的净现值(或超额利润)的部分则是属于拥有生产权产权的人。

4. 公司里的各生产资源提供者(例如劳工、原料提供者等)也是股东,分配所得到的,相当于股票再加上远期契约之后的分配所得到的报酬。衍生性金融商品的标的物(证券或是财货)本身也是一种衍生性金融商品,因此两者的性质是相同的。

5. 以一个没有货币、没有借贷、只有交换机制的原始社会的两只母牛的故事,说明了公司市场价值与公司负债比例无关的理论并不需要“个人与公司借款利率相同”的假设条件。股东的报酬率会随着公司的负债比例上升而增加,但并不是因为股东承担的风险增加所致。

本书成形于过去10余年在新竹清华的教学与研究,清华经

济系与计量财务金融系的同仁们的讨论与辩难,特别是对奥地利学派与法律与经济颇有研究的黄春兴与干学平两位教授的异于新古典经济学的看法,对本书观点的形成有很大的帮助,在此表示感谢。对于过去在课堂中忍受一些在当时尚不成熟观点的清华学生,个人也必须致歉,并且感谢她(他)们的提问与讨论。撰写期间,康峻维、梁雅琪、李启煌同学的帮忙打字与绘图,西安交大出版社的林全总编、赵丽萍主任、陈丽主任的鼎力协助与鼓励,使得本书得以顺利出版,在此也要敬致十二万分的谢忱。

本书也免不了会有一些错误或不尽令人满意之处,而这些当然都是本书作者的责任。除了向读者致歉外,我也诚心敬请读者不吝赐教、指正。最后,我要感谢父母的劬劳抚育、栽培,以及妻子与孩子们的支持与体谅。

张国平 谨识于新竹清华
kpchang@mx.nthu.edu.tw

目 录

序言

第 1 章 财务管理概论	(1)
第 2 章 零交易成本下的公司组成及经营目标	(7)
2.1 零交易成本与契约观点下的公司	(8)
2.2 消费与投资选择	(13)
2.3 利润极大化与生产资源提供者财富极大化的等价关系	(22)
2.4 小结	(29)
第 3 章 资本预算方法	(33)
3.1 资本预算的目的	(34)
3.2 资金流量的定义	(36)
3.3 净现值法	(38)
3.4 内部报酬率法	(44)
3.5 利润指标法	(50)
3.6 回收期法	(52)
3.7 平均会计报酬率法	(53)
3.8 资本预算方法的实际应用	(54)
3.9 小结	(56)
第 4 章 风险与报酬	(59)
4.1 期望效用函数方法	(60)
4.2 期望效用函数方法的问题	(67)
4.3 期望值-变异数投资组合分析	(72)

4.4	期望值-变异数投资组合方法的应用	(79)
4.5	小结	(85)
第5章	资本资产定价模型与套利定价模型	(87)
5.1	资本资产定价模型	(88)
5.2	零 β 与二因子模型	(93)
5.3	套利定价模型	(102)
5.4	资本资产定价模型的实证问题	(105)
5.5	小结	(110)
第6章	远期契约与期货契约	(115)
6.1	远期契约	(116)
6.2	期货契约	(117)
6.3	期货与现货价格	(121)
6.4	期货与衍生性金融商品	(124)
6.5	小结	(125)
第7章	期权	(127)
7.1	期权市场	(128)
7.2	期权价格的性质	(130)
7.3	二项式期权定价模型	(133)
7.4	布莱克-舒尔斯期权定价模型	(140)
7.5	期权与衍生性金融商品	(150)
7.6	小结	(159)
第8章	零交易成本之下的资本结构	(161)
8.1	双牛记与摩迪格兰尼-米勒第一定理	(162)
8.2	摩迪格兰尼-米勒第二定理的谬误	(165)
8.3	小结	(170)

第 9 章 有交易成本之下的资本结构	(173)
9.1 低负债的交易成本	(174)
9.2 高负债的交易成本	(179)
9.3 融资顺位理论	(181)
9.4 资本结构的实证结果	(182)
9.5 小结	(183)
第 10 章 厂商理论	(187)
10.1 零交易成本与控制权	(188)
10.2 创新能力与控制权	(193)
10.3 委托人与代理人的利益分配	(197)
10.4 小结	(202)
第 11 章 公司接管与并购	(205)
11.1 接管种类与性质	(206)
11.2 公司接管的防御	(209)
11.3 公司合并后的会计处理方法	(212)
11.4 小结	(217)
第 12 章 公司治理	(219)
12.1 财产权与控制权	(220)
12.2 影响公司治理的因素	(222)
12.3 各国的公司治理	(227)
12.4 小结	(231)
第 13 章 股利政策	(233)
13.1 零交易成本与股利无关论	(234)
13.2 交易成本与股利政策	(235)
13.3 小结	(237)

第 14 章 债券管理	(239)
14.1 债券性质与评价.....	(240)
14.2 债券的波动性.....	(242)
14.3 利率期间结构.....	(243)
14.4 小结.....	(246)
索引.....	(247)

第1章

财务管理概论

每一个人每一天对任何事都在做决定:做还是不做,所根据的就是成本与效益的比较,若是效益大于成本就会进行,否则就会放弃。个人所认识的效益或成本并不一定是用金钱衡量,效益也许是经济学里的效用(utility),而成本可能是不愉快的程度(或是反效用:disutility)。财务管理所讨论的也不外乎是成本与效益分析(cost-benefit analysis),只不过这里的成本与效益多是以金钱来表示。经济学里的成本指的是机会成本(opportunity cost),是个事前的概念,凡在事后没有选择,必须花费的金钱都不是机会成本,不能考虑在成本效益分析之中。效益与成本也必须相对应,若是针对个人则是这个人的成本与效益相比较,若是针对某个团体则是该团体整体的收益与成本做比较。当机会成本的事前概念应用在财务管理时,成本与效益分析指的是边际收益(marginal revenue)是否大于边际成本(marginal cost)。例如一个公司已在生产某些产品,当它在考虑是否另增设一条生产线时,是只需要考虑增设这条生产线的收益(边际收益)是否大于增设的成本(边际成本),而完全不需要考虑公司原来生产的收益或成本。若是人们只进行边际收益大于边际成本的投资项目(也就是净现值大于零的项目),则当事人(或公司)的财富就会不断地累积,这也符合财富最大化的最优化(optimization)原则。本章以下就投资与融资决策与本书后面章节的关系做一简单的介绍。

成本与效益分析

在没有交易成本(亦即没有寻找合作交易对象、谈判订约、检查监督合约的成本)之下,由市场或是由组织(公司)协调生产的效率都是相同的,利润极大化与公司各生产资源提供者的财富极大化是等价的,跨期消费的偏好与生产决策(最佳投资金额)互相独立,生产决策也与融资决策无关(第2章)。第3章的资本预算方法接续了第2章有关零交易成本的

假设,讨论资金提供者(股东与债主等)如何进行成本与效益分析。由于成本是在期初发生,收益是在未来发生,因此需要将未来的收益以折现率折算为现值,使成本与总收益在同一个时点上做比较。折现率就是资金的机会成本,这里面包含了确定利率(例如银行存款利率)之外,还包含风险贴水(risk premium),这些将是第4章和第5章的内容:讨论风险与报酬之间的关系。

风险与报酬的关系

高风险是否能带来高(平均或期望)报酬在实证上并非没有疑义。使用期望效用函数(expected utility function)来解释人们在不确定下的行为,在实际情况里常常是不成立的(第4章),马可维茨(Markowitz)的期望值-变异数分析的投资组合分析则是假设了投资人喜好期望值、厌恶变异(因此变异数成为风险的衡量指标)。第5章的资本资产定价模型(capital asset pricing model)是在期望值-变异数分析架构下,得到期望报酬率与风险(β 值)的线性关系,套利定价模型(arbitrage pricing theory)则是期望报酬率与风险因子的线性关系,由这两个模型我们可以估计资金的机会成本(亦即资本预算里的折现率)。

衍生性金融商品

由证券或财货衍生出来的金融工具有期货(futures)、远期契约(forward contracts)与期权(options)。衍生性金融商品与作为标的物(根本资产)的证券或财货之间也有函数关系,这就是期货与现货价格公式(第6章)与二项式及布莱克-舒尔斯期权定价模型(第7章)。在这两章中,我们也会发现身为标的物的证券或财货,其本身也是一种衍生性金融商

品,因此衍生性金融商品所含有的性质,这些证券或财货也有。

公司资本结构

当交易成本为零时,组织(公司)的资本结构不会影响到资金提供者分配得到的份额(公司的市场价值),这就是著名的摩迪格兰尼-米勒第一定理(Modigliani-Miller first proposition),第8章以两只母牛的故事,说明了这个定理的成立并不需要“个人与公司借款利率相同”的假设,摩迪格兰尼-米勒第二定理(股东的期望报酬率会随着公司负债比例上升而增加)的成立也并不一定是因为股东的风险增加所致。当有交易成本时,低负债与高负债会带来不同的交易成本(公司所得税抵减、倒闭成本、代理成本等),这些都是第9章的内容。第13章的股利政策是讨论在零交易成本之下的股利与资本利得的等价关系,及在税及代理成本之下公司股利政策对股东的影响。第14章的债券管理分析了债券的性质,及如何评价债券。

公司控制权与厂商理论

厂商理论(theory of firm)并不是有关如何调配生产资源来生产,以获得最大利润的理论。在交易成本为零时,由公司或是市场来协调生产的效率是相同的。厂商理论的重点是公司控制权属于谁,谁就对生产资源有调配指挥的权力。公司里各生产资源提供者有自由加入与退出的选择的自由,所根据的乃是能否在公司里得到不低于机会成本的报酬,因此并没有所谓组织(公司)里面权力均衡(balance of power)的问题:应如何分配公司的控制权。权力均衡的概念来自于政治学,当人们在政治组织里没有加入与退出的选择时,权力制衡才有意义。

本书的第 11 章讨论公司如何进行接管与防御公司的控制权。在零交易成本之下,控制权(第 10 章)与财产权(第 12 章)都是无关紧要的。当有交易成本时,公司控制权的产生既不是由于生产资源提供者放弃部分权力,而听命于某一中央指挥者(类似社会契约的概念),也不是因为接受监督者为提升效率而对之的压迫(类似于马克思的剥削劳工论),第 10 章采取了熊彼得的观点,强调惟有能创新者(企业家)才能创造超额利润(正的净现值),也因为其余的人希冀能有份于这个超额利润,创新者才能对他人(公司)有控制指挥权。

第2章

零交易成本下的公司组成及 经营目标

- 2.1 零交易成本与契约观点下的公司
- 2.2 消费与投资选择
- 2.3 利润极大化与生产资源提供者财富极大化的等价关系
- 2.4 小结