

21 世纪高等学校经济与管理类核心课程教学用书

财务管理

CAIWU GUANLI

苗润生 主 编

陈 洁 于桂琴 副主编



清华大学出版社
<http://www.tup.tsinghua.edu.cn>



北京交通大学出版社
<http://press.bjtu.edu.cn>

21 世纪高等学校经济与管理类核心课程教学用书

财 务 管 理

苗润生 主 编

陈 洁 于桂琴 副主编

清华大学出版社
北京交通大学出版社
· 北京 ·

内 容 简 介

财务管理是以风险与收益均衡的原理为理论基础,协调企业资金及资金流,从而实现企业财务管理的目标,研究对象是资金量及资金流,核心是均衡风险与收益。本书以此为主线,介绍了货币的时间价值与证券估值,风险分析与投资组合理论,财务报表分析与预警,项目投资管理,营运资金管理,筹资管理,企业的并购与重整,财务预算等内容。对财务管理的理论进行了系统、全面的阐述。内容丰富,通俗易懂,可以作为高等学校经济类、管理类专业学生的教学用书,也可以作为 MBA、MPA 和工程硕士等专业学位学生及非经管类专业学生的教学用书或参考书。

本书封面贴有清华大学出版社防伪标签,无标签者不得销售。

版权所有,侵权必究。侵权举报电话:010-62782989 13501256678 13801310933

图书在版编目(CIP)数据

财务管理/苗润生主编. —北京:清华大学出版社;北京交通大学出版社,2011.5
(21 世纪高等学校经济与管理类核心课程教学用书)

ISBN 978-7-5121-0555-3

I. ① 财… II. ① 苗… III. ① 财务管理-高等学校-教材 IV. ① F275

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2011)第 087486 号

责任编辑:赵彩云 特邀编辑:张奉格

出版发行:清华大学出版社 邮编:100084 电话:010-62776969

北京交通大学出版社 邮编:100044 电话:010-51686414

印刷者:北京瑞达方舟印务有限公司

经 销:全国新华书店

开 本:185×230 印张:17 字数:381 千字

版 次:2011 年 7 月第 1 版 2011 年 7 月第 1 次印刷

书 号:ISBN 978-7-5121-0555-3/F·821

印 数:1~3 000 册 定价:29.00 元

本书如有质量问题,请向北京交通大学出版社质监组反映。对您的意见和批评,我们表示欢迎和感谢。
投诉电话:010-51686043, 51686008; 传真:010-62225406; E-mail: press@bjtu.edu.cn。

前 言

财务管理是企业管理的一个重要组成部分，它是利用风险与收益均衡的原理，协调企业资金及其运行，以实现企业财务管理的目标。财务管理是一门理论和实际结合紧密、应用性极强的经济管理学科，它是以财务决策为中心，按照财务预测、财务决策、财务预算、财务控制和财务分析等方法体系，对企业财务活动利用价值形式进行综合管理。随着我国企业经济体制改革的深入，企业在资金管理及其运行规律时，不断有新的内容、方法产生出来。随着我国市场经济的逐渐发展，企业在市场中的竞争也越来越激烈，财务管理为企业创造价值的作用也会越来越重要。

本书在编写过程中力求做到：从我国财务管理实践出发，坚持“博采众长，为我所用”的原则，充分借鉴、吸收中外优秀教材的精华，尽量做到理论与实践相结合；坚持以现代公司制企业为基础、现代财务管理理论与业务为主线，尽可能从我国实际出发来阐述企业财务管理问题，力求具有较强的实用性；坚持专业基础教育与创新能力培养相结合，在加强基本理论、基本方法和基本技能论述的同时，尽可能增加中外财务管理理论与实践发展的新内容，使本教材具有一定的先进性和前瞻性；坚持按市场经济的环境和条件来阐述企业财务管理的理论和方法，体现现代财务管理规律的客观要求，并且在内容安排上符合财务管理工作的进程，尽量做到由浅入深、方便教学；语言精练、直接，计算公式的解释容易理解。

本书共分为9章。第1章是全书的理论基础，主要介绍了财务管理的基本概念、基础知识，为理解财务管理知识体系和学习以后各章的内容奠定了基础。第2章，货币的时间价值是财务管理计算的基础，利用时间价值进行估值是财务人员的基本技能。第3章，风险分析与投资组合理论，介绍了风险的概念及衡量风险的方法，并分析了利用资产组合降低风险的理论。第4章，财务报表的分析与预警是财务管理的基本工具。介绍了各种分析指标的含义、计算公式和分析评价方法，利用这些分析方法可以掌握分析和评价企业财务状况与经营成果及其变动的原因的能力。第

5章、第6章、第7章分别阐述了企业的项目投资管理、营运资金管理和筹资管理，是传统财务管理的基本内容。第8章，企业并购与重整，对企业快速发展提供一种理想的方法，并对企业发生债务危机的重整方法进行了介绍。第9章，财务预算，介绍了企业预算管理体系和预算的编制方法。

本书适合作为高等院校经济管理、企业管理、财会专业学生教材，研究生参考用书；大专、中专师生参考用书；适合作为企业集团、公司、工商业高层领导，管理干部以及培训人员的教材；适合各级政府经济管理部门的管理人员、各级各类图书馆、资料室以及经济管理、企业管理科研工作者等阅读。

本书的参编人员都是长期从事财务管理课程的教学、科研人员，将多年教学实践的精髓融入到本书的编写中。本书由苗润生教授任主编，陈洁副教授、于桂琴副教授任副主编，戴婷婷、刘钊、刘立恩、苗露等参加了部分编写工作。编者深知由于自身知识与所能够搜集的资料有限，疏漏、不当甚至谬误在所难免，衷心希望读者给予批评指正。

本书的编辑出版得到北京交通大学出版社的大力支持和帮助，在此表示衷心感谢！在本书的编写过程中，参考了国内外的相关教材，有些未能一一详尽注明，谨在此一并表示感谢！

编者

2011年6月

目 录

第1章 总论	(1)
本章内容引言	(1)
1.1 财务管理的概念	(1)
1.1.1 财务管理的定义	(1)
1.1.2 财务管理的内容	(2)
1.1.3 现代财务管理的基本理论	(4)
1.2 财务管理的目标	(7)
1.2.1 财务管理目标的类型	(7)
1.2.2 影响财务管理目标的因素	(9)
1.3 财务管理的环境	(9)
1.3.1 法律环境	(10)
1.3.2 经济环境	(11)
1.3.3 金融环境	(12)
本章小结	(14)
思考题	(14)
第2章 货币的时间价值与证券估值	(15)
本章内容引言	(15)
2.1 货币的时间价值	(15)
2.1.1 货币时间价值的概念	(15)
2.1.2 货币时间价值的计算	(16)
2.1.3 年金终值和年金现值	(18)
2.1.4 时间价值的特殊计算	(26)
2.2 有价证券估值	(28)
2.2.1 债券估值	(29)
2.2.2 股票估值	(34)
本章小结	(37)

思考题	(37)
第3章 风险分析与投资组合理论	(39)
本章内容引言	(39)
3.1 风险及风险的衡量	(39)
3.1.1 风险的概念	(39)
3.1.2 风险与收益	(40)
3.1.3 风险收益的表示方法	(40)
3.1.4 风险的衡量	(41)
3.2 资产组合理论	(45)
3.2.1 投资组合的收益	(45)
3.2.2 投资组合的风险	(46)
3.2.3 投资组合的风险计量	(48)
3.3 资本资产定价模型	(49)
3.3.1 资本资产定价模型	(50)
3.3.2 资本资产定价模型的应用	(51)
本章小结	(52)
思考题	(52)
第4章 财务报表分析与预警	(53)
本章内容引言	(53)
4.1 财务分析概述	(53)
4.1.1 财务分析的概念	(53)
4.1.2 财务分析的目的	(53)
4.1.3 财务分析的内容	(54)
4.1.4 财务分析的意义	(55)
4.1.5 财务分析的方法	(55)
4.2 财务比率	(59)
4.2.1 资产流动性比率	(61)
4.2.2 资产管理比率	(62)
4.2.3 负债管理比率	(65)
4.2.4 盈利能力比率	(67)
4.2.5 市场价值比率	(69)
4.2.6 财务比率的综合应用	(70)

4.3 现金流量分析	(74)
4.3.1 现金流量的结构分析	(75)
4.3.2 现金流动性分析	(77)
4.3.3 获取现金能力分析	(77)
4.3.4 财务弹性分析	(78)
4.3.5 收益质量分析	(79)
4.4 财务预警	(79)
4.4.1 企业财务预警	(79)
4.4.2 财务报表预警分析	(82)
本章小结	(86)
思考题	(86)
第5章 项目投资管理	(87)
本章内容引言	(87)
5.1 项目投资的现金流量	(87)
5.1.1 项目投资的相关概念	(87)
5.1.2 现金流量	(90)
5.1.3 估计现金流量应注意的问题	(93)
5.2 项目投资决策方法	(95)
5.2.1 投资决策的基本原理	(95)
5.2.2 投资项目评价的基本方法	(96)
5.2.3 固定资产更新的决策	(100)
5.2.4 所得税和折旧对现金流量的影响	(101)
5.3 项目投资的风险分析	(106)
5.3.1 投资项目风险的处置方法	(106)
5.3.2 项目系统风险的估计	(109)
本章小结	(111)
思考题	(111)
第6章 营运资金管理	(113)
本章内容引言	(113)
6.1 营运资金概述	(113)
6.1.1 营运资金的概念	(113)
6.1.2 营运资金的特点	(114)

6.1.3 营运资金政策	(114)
6.2 流动资产的管理	(119)
6.2.1 现金管理	(119)
6.2.2 应收账款管理	(128)
6.2.3 应收账款的日常管理	(133)
6.2.4 存货管理	(137)
6.3 流动负债管理	(149)
6.3.1 商业信用	(149)
6.3.2 短期借款	(151)
6.3.3 短期融资券	(156)
本章小结	(157)
思考题	(158)
第7章 筹资管理	(159)
本章内容引言	(159)
7.1 筹资概述	(159)
7.1.1 筹资的动机	(159)
7.1.2 筹资的分类	(160)
7.1.3 筹资方式	(161)
7.2 资本结构	(163)
7.2.1 资本成本	(163)
7.2.2 杠杆理论	(170)
7.2.3 资本结构	(174)
7.3 股利理论	(180)
7.3.1 股利的基本理论	(180)
7.3.2 股利政策	(183)
本章小结	(192)
思考题	(192)
第8章 企业并购与重整	(193)
本章内容引言	(193)
8.1 企业并购	(193)
8.1.1 并购概述	(193)
8.1.2 企业并购的财务分析	(198)

8.2 企业失败与重整	(214)
8.2.1 企业失败	(214)
8.2.2 企业重整	(219)
本章小结	(224)
思考题	(224)
第9章 财务预算	(225)
本章内容引言	(225)
9.1 财务预算概述	(225)
9.1.1 财务预算的含义与作用	(225)
9.1.2 财务预算的编制方法	(228)
9.2 现金预算	(236)
9.2.1 现金预算及其作用	(236)
9.2.2 现金预算的编制	(237)
9.3 预计财务报表	(247)
9.3.1 预计利润表	(247)
9.3.2 预计资产负债表	(248)
本章小结	(249)
思考题	(249)
附录A 1元复利终值系数表	(250)
附录B 1元复利现值系数表	(253)
附录C 1元年金终值系数表	(256)
附录D 1元年金现值系数表	(259)
参考文献	(262)



总 论

■ 本章内容引言 |

财务管理的对象是企业生产经营活动产生的现金及现金流，涉及企业的各个业务环节，静态看是现金占用量，动态看是资金流；管理现金及现金流的原则是风险与收益的均衡，风险与收益的均衡贯彻于全部财务管理的环节和内容之中；财务管理的对象是实现企业价值最大化，企业价值最大化又会涉及不同利益阶层，要协调好财务管理的目标。企业进行财务管理时，还要考虑外部环境对财务管理理论及方法的影响，这些外部环境主要有经济环境、法律环境和金融环境。

1.1 财务管理的概念

1.1.1 财务管理的定义

财务管理一词在各种教材中出现过多种解释，财务管理的学科应以其定义为出发点，财务管理清楚的界定有助于深刻理解其内涵、特点及其规律性，对其研究方法有很大益处。

在企业的很多活动中，都涉及价值的概念，在保持和创造价值的过程中，又有一个关键的因素——资金，不管是一个以价值增值为目标的企业，还是以完成公共事务为目标的非营利单位，资金都会贯穿在其活动的始终，我们要研究的是以营利为目的的企业。要研究资金，就必须解决以下问题：首先，要解决资金来源与使用的问题；其次，日常生产经营中，要解决资金运转及其运行规律的问题。企业的生产经营是将所消

耗的生产资料的价值转移到产品中去,商品实物形态不断地运动;同时,其价值形态也不断地发生变化,周而复始,不断循环,如此形成了资金运动。所以,企业的生产经营过程,一方面表现为实物商品的运动过程,另一方面表现为资金的运动过程或资金运动;资金运动不仅以资金循环的形式而存在,而且伴随再生产过程的不断进行。因此,资金运动也表现为一个周而复始的周转过程。企业的资金运动构成企业经济活动的一个独立方面,具有自己的运动规律,资金的运动规律就成为企业财务研究的对象。

研究资金的运动规律要依据一定的原理,依据的不同的原理就可以区分传统的财务管理理论和现代的财务管理理论。传统的财务管理理论在研究资金运动规律时采用的是成本与收益均衡的原理,即考虑收入与支出,使其差额达到最大,也就是利润最大化。传统的财务管理理论要求在收益不变的基础上降低成本;或在成本不变的基础上增加收益;或收入的增加速度快于成本的增加速度;或成本的降低速度快于收入的降低速度,并从上面的原理中衍生出传统财务管理的理论和方法。现代财务管理理论采用的基本原理是风险与收益均衡的原理,在市场经济中,由于外界环境的变化以及企业内部条件的变化,会使企业面临很多不确定性,决策具有很大风险。如何面对风险是每个企业必须要解决的问题。一些企业为了要求较高的回报,有意识地承担较大的风险;还有一些企业不愿意承担风险。一般来讲,风险越高,要求(预期)的报酬越大;风险越低,要求(预期)的报酬越小。但是,企业在从事较高风险的项目时,除了考虑预期的报酬以外,还要考虑自身有没有承担较高风险的能力,否则,会使企业陷入困境。企业要在考虑自身承担风险能力的条件下,协调风险与预期收益的关系,从而作出选择。可以说,风险与收益均衡的原则贯穿财务管理的全部内容与环节。

企业协调资金的目的是为了使资金在运动过程中产生价值增值,资金增值是管理资金的目的,运用的手段是风险与收益的统一。具体到企业而言,实现资金的增值实际上是为了达到企业财务管理的目标,从价值的角度讲就是使企业的价值达到最大化。

综上所述,企业财务管理是以风险和收益均衡的原理,协调企业的资金及其运动,以实现财务管理目标。

1.1.2 财务管理的内容

按照财务管理的定义,资金运动过程中的每个方面都应该是财务管理的内容。1998年美国财务学家詹姆斯·C. 范霍恩(James C. Van Horne)和约翰·M. 瓦霍维奇(John M. Wachowicz)在其出版的《现代企业财务管理》一书中,归纳现代企业财务管理的内容包括:①定价理论,包括货币时间价值、长期证券定价、风险与收益、资本资产定价模型等;②财务分析、现金流量分析与财务计划;③营运资本管理;④资本性资产管理,包括资本预算和现金流量预测、资本预算方法、资本预算中的风险和管理期权等;⑤资本结构理论,包括资本成本和预期报酬率、营业杠杆和财务杠杆、资本结构决策与股利政策等;⑥中长期融资理论,包括资本市场、长期负债、优先股与普

通股、定期贷款与租赁等；⑦ 特殊理财领域，包括可转换债券和认股权证、兼并与公司重组、国际财务管理等。美国迈阿密大学教授 William J. Serraino 与洛瓦大学教授 Robert M. Soldofsky 在《财务管理的前沿问题》一书中，总结了财务管理学的 10 个前沿内容：资本预算、资本结构与资本成本、股利政策与估价、融资技术、营运资金管理、兼并与购买、财务规划模型、会计与赋税的财务影响、小企业融资、国际财务管理等。

按照组织学原理，企业是一个有明确目标的组织。为了实现组织的目标，需要运用可以利用的资源——资金，在组织利用资源的过程中需要进行决策，这种决策主要有三类：如何有效运用企业所拥有的资源；如何拥有所需要的资源以及日常的经营决策。第一类决策涉及资产负债表的左方；第二类决策涉及资产负债表的右方；第三类决策涉及流动资产和流动负债。因此，财务管理的内容主要包括：

1. 投资决策

企业要完成其目标，创造新的价值必须将资金投入使用，形成企业的资产，通过资产合理、有效地使用以谋求企业的价值最大化。投资分为广义投资和狭义投资两种：广义投资是指企业将资金投入使用的过程，包括企业内部使用资金（如购置原材料、固定资产、无形资产等）以及对外投放资金（如投资购买其他企业的股票和债券等）；狭义投资仅指对外投资。

企业在投资决策过程中，首先必须考虑投资的规模，使企业的经济效益最佳，根据微观经济学的平均成本 u 型曲线理论，就是要找到平均成本的最低点；其次，通过投资方向和投资方式的选择，确定合理的投资结构，保持各种资产的适当比例，形成最佳的资产结构；在投资决策时，还需要协调风险与收益关系；另外，投资决策还必须在长期投资与短期投资、直接投资与间接投资之间进行权衡等。

2. 筹资决策

资金是企业赖以生存和发展的前提条件，企业要从事经营活动首先必须筹集一定数量的资本。筹集资本是财务管理的一项最原始、最基本的职能，企业成立初期，资本金主要由股东的自有资金组成；随着经营业务的扩大，企业扩张的需要，必须考虑通过市场进行筹资。在筹资过程中，企业一方面要确定筹资的总规模，以保证投资所需要的资金；另一方面要通过一定筹资渠道、筹资方式或工具的选择，合理确定筹资结构，以降低筹资成本和财务风险，提高企业价值。企业资金来源有两种：一是所有者权益资金，可以通过向投资者吸收直接投资、发行股票、留存收益等方式取得；二是债务资金，可以通过从银行借款、发行债券、利用商业信用等方式取得。

筹资决策需要协调负债与所有者权益的关系、所有者权益内部各种资金来源的关系、长期负债与流动负债的关系以及流动负债内部和长期负债内部的关系等。对企业有长期影响、战略意义的筹资决策是长期负债和股权资本的比例关系，又称为资本结构决策。在考虑所有者权益内部结构问题时又会涉及股利及股利分配政策。筹资决策需要解决以下问题：① 预测企业资金需要量；② 确定企业资金的来源；③ 研究企业可行的筹资

方式；④ 确定不同筹资方案对企业资本成本与财务风险的影响，确定最佳资本结构。

3. 营运资金管理决策

营运资金是企业流动资产和流动负债的总称，流动资产减流动负债的余额称为净营运资金。在日常生产经营过程中，企业会发生一系列的资金收付。企业要采购材料或商品，以便从事生产和销售活动；要支付工资和其他营业费用；当企业把产品或商品售出后，可以取得收入，收回资金；如果企业现有资金不能满足企业日常经营的需要，还要采取短期借款方式来筹集所需资金。上述各方面都会产生企业资金的收付。营运资金的管理就是管理由此引发的资金流，同时，考虑利用流动负债满足资金需要的可能性。

营运资金的周转与生产经营周期具有一致性。在一定时期内，营运资金周转越快，资金的利用效率就越高，就会给企业带来更多的收益。营运资金的管理决策包括流动资产管理决策和流动负债管理决策，流动资产包括库存现金、有价证券、应收账款及存货等；流动负债包括短期借款、应付票据、应付账款及应付职工薪酬等。合理控制流动资产和流动负债的数量及其搭配，既可以增加资产的流动性，使短期资金得到有效利用，提高整体资产的利用效率；同时可以降低企业的风险。

除了以上传统的财务管理内容，其他与资金运动有关的企业并购、重组等也是财务管理的研究内容；同样，以财务管理的方法划分，财务管理的内容可以包括财务预测、财务决策、财务预算、财务控制和财务分析。

1.1.3 现代财务管理的基本理论

在对现代财务管理内容进行研究的过程中，创立了大量的理论，这些理论奠定了现代财务管理理论基础。在现代财务管理理论的发展完善过程中，也形成了不同的理论流派，主要有以下理论。

1. 资本结构理论

资本结构理论是研究企业资金来源中长期资金来源结构的理论，主要是负债与所有者权益资金的结构。

(1) 净收入理论。净收入理论 (Net Income Theory) 是早期的西方资本结构理论之一，该理论认为，企业利用债务，可以降低加权平均资本成本，提高市场价值，因而企业举债经营、利用债务资金总是有利可图的。

(2) 净营业收入理论。净营业收入理论 (Net Operating Theory) 认为，不论资本结构如何，企业的综合资本成本总是固定的，增加成本较低的负债资本，会增加公司风险、提高股权资本成本。因而，企业的资本成本不受财务杠杆和资本结构影响，企业不存在最佳资本结构问题。

(3) 传统理论。传统理论 (Traditional Theory) 是一种介于净收入理论和净营业收入理论之间的折中理论，它认为，每个企业都存在一个最佳资本结构，企业可以通过运用财务杠杆降低加权平均资本成本、增加公司总价值。当企业加权平均资本成本最低

时,即为公司最佳资本结构。

(4) MM 资本结构理论。MM 资本结构理论 (Modigliani-Miller Model) 是 1958 年 6 月,莫迪格莱尼 (Franco Modigliani) 教授和米勒 (Merton H. Miller) 教授在《美国经济评论》杂志上发表了著名的学术论文《资本成本、公司理财与投资理论》,提出了 MM 无公司税资本结构理论,该理论在极其严格的假设前提下,以无套利分析技术论证了资本结构与企业价值间的不相关关系,得出如下结论:任何公司的市场价值与其资本结构无关,它由未来预期收入按所处等级的折现率折现得到。1963 年 6 月,莫迪格莱尼教授和米勒教授在《美国经济评论》杂志上发表了学术论文《所得税与资本成本》,提出存在公司所得税的条件下的资本结构理论,认为在公司税影响下,负债会因利息减税效应而增加企业价值,负债企业的价值等于同风险等级中无负债企业价值加上风险补偿价值和赋税节余价值。1977 年 5 月,米勒教授在《金融》杂志上发表了《税与债务》,提出了 MM 理论的一般形式即米勒模型,认为前一种理论夸大了公司所得税对企业价值的正向作用,而私人所得税的存在会抵消此影响;同时,在米勒均衡状态下,即使存在各种所得税,资本结构对企业价值也无影响。

(5) 权衡理论。权衡理论 (Tradeoff Theory) 认为,负债企业的价值等于无负债企业价值加上赋税节余价值减去预期财务拮据成本和代理成本现值。按照权衡理论,最佳资本结构存在于负债减税利益与负债的财务拮据成本和代理成本的平衡点上。

(6) 不对称信息理论。不对称信息理论 (Asymmetric Information Theory) 认为管理者和投资者在信息获得方面是不平等的,管理者比投资者掌握更准确的信息;管理者会试图为现有的股东而不是将来股东谋求最大利益,这促使企业储备一定的借债能力以便将来内部资金匮乏时能为新投资项目举债筹资;同时为了避免股价下跌,管理者往往不用股本筹资方式而宁愿使用内部留存收益和发行新债,最佳资本结构是一个不断优化的过程。

2. 资金投放理论

(1) 投资组合理论。1952 年,哈里·马克维兹 (Harry Markowitz) 发表了一篇著名的文章,提出了投资组合理论^①基本原则,马克维兹从收益和风险计量入手,通过效用曲线和有效边界的结合,来确定最优投资组合。马克维兹将风险定义为未来资产收益的不确定性,这种不确定性可以用标准差来表示,马克维兹认为,每一种投资组合的风险不仅取决于本身的风险和收益,而且还取决于其在该投资组合中的比重,当预期收益率和方差既定时,只要改变投资组合中的比重,就可以获得不同风险的投资组合。当增加投资组合中的资产数量时,投资组合的风险 (用总收益的方差或标准差) 将不断降

^① 该理论也是财务理论发展的里程碑之一,正是该理论使马克维兹于 1990 年成为最早获得诺贝尔经济学奖的三个财务学教授之一,转引自 [美] 威廉·L·麦金森:《公司财务理论》,刘明辉,主译,东北财经大学出版社,培生教育出版集团,2002 年 6 月版,第 6 页。

低,但投资组合的期望收益率是所有个别资产期望收益的加权平均值。通过组合投资而非投资于个别资产,投资者可在不减少收益的情况下降低投资的总体风险。

(2) 夏普的资本资产定价模型。1964 年美国斯坦福大学威廉·夏普教授 (William Sharp) 发表了其著名的资本资产定价模型^①。该模型具有划时代的革命意义:它第一次使财务学家能够描述、量化资本市场的风险,并将其运用到具体的资本资产定价中。该模型认为,某种证券的风险并不完全取决于它自身的标准差,而且还取决于它与市场组合的协方差,每一种资产投资组合都包含两方面的风险,即系统性风险 (Systematic Risk) 和非系统性风险 (Unsystematic Risk)。系统性风险是整个市场所有证券都具有的风险,是投资者无法避免的。非系统性风险是某些证券所特有的风险,非系统性风险可以通过投资组合方式得以降低。当某一种投资组合与市场组合完全相关时,则其风险完全取决于市场的系统性风险和该种证券与市场组合的相关程度。

(3) 罗斯的套利定价理论。罗斯 (Ross) 于 1976 年在《经济理论学刊》上系统阐述了一种全新的资本资产定价模型。罗斯首先放宽了资本资产定价模型的基本条件,按照罗斯的假设,在均衡状态下,投资组合的非系统性风险完全可以分散,影响资产收益率的非正常因素趋于零,任何资产的预期收益率可以表示为:

$$E_i = \lambda_0 + \lambda_1 b_{i1} + \lambda_2 b_{i2} + \cdots + \lambda_k b_{ik}$$

式中: λ_0 为无系统性风险的预期收益率; λ_i 为第 i 个因子的风险报酬; b_{ik} 为 i 资产的收益率对 k 因子的敏感性。

某项资产的期望收益源于该资产对一项或多项系统因素的敏感性,而不是像资本资产定价模型 (CAPM) 那样,只源于该资产对市场投资组合收益的协方差。其中,某项资产的期望收益对各因素的敏感程度称为生产能力因素 (Factor Loading)。与 CAPM 相比,由于罗斯的套利定价理论放宽了假设条件,从而更具一般性和现实性;尽管 CAPM 理论更为完善且易于理解,但该模型远不如 APT 对现实中的证券收益更具解释力。

(4) 期权定价理论。期权定价理论被认为是经济学界在 20 世纪所取得的具有划时代意义的重大研究成果。1997 年,美国哈佛大学的罗伯特·莫顿 (Robert C. Merton) 教授和斯坦福大学的麦伦·斯科尔斯 (Myron Scholes) 教授被授予了诺贝尔经济学奖,表彰他们在衍生金融商品估价方面所作出的巨大贡献。他们认为,在进行期权定价时,根本不需要考虑风险报酬因素,因为股票价格的波动已经蕴含了风险报酬这一因素。在 Fama 发表了有效市场理论的三年里,1973 年,布莱克 (Black) 教授与斯科尔斯教授发表文章,提出了著名的以其名字命名的股票期权定价模型 (B-S 模型),几乎与此同时,莫顿 (Merton, 1973) 教授也发表一篇理论文章,提出了不同类型期权定价的基本规则。B-S 模型最初是针对欧式期权以及期间无付现资产的,后又扩充至美式期权以及期间有付现的资产。B-S 模型通过连续地构建无股利普通股和欧式期权的无风险套期

^① 参见戈登·亚历山大,威廉·夏普. 证券投资原理. 成都:西南财经大学出版社,1992 年版,第 207 页。

组合,使其保持无风险状态,同时通过连续时间数学技术解决了期权的定价难题。

3. 收益分配理论

(1) 股利无关理论。该理论首先由MM理论提出,MM理论开始股利政策分析时,假设世界有完美的市场、理性的行为和完全的确定性。在信息对称、无摩擦的完全资本市场里,股利政策不会影响企业的市场价值,后者是由企业资产的盈利能力和企业管理队伍的能力决定的。该理论认为,股东得到现金股利和将现金留存企业而获得资本利得是等值的;企业可以在不发生交易成本条件下从外界获得资本投资于盈利项目,是否发放股利不影响企业价值。换言之,企业价值与企业的股利政策无关。

(2) 股利纳税差异理论。该理论在无关理论基础上,加进税收因素,在西方税制中,股利收益的个人所得税一般高于资本利得所得税,所以,股东不欢迎现金股利,而情愿在需要现金时出售股票获得低税率的资本利得;并且即使没有税率差异,投资者也可以通过持有股票,推迟资本收益获得延缓纳税的好处。因此,低股利或无股利政策符合股东财富最大化目标,从税收角度讲,较低的现金股利维护了股票投资者的利益。对于股票投资者特别是巨额投资者而言,获得较高的资本利得收益可以达到避税的目的。

(3) 最优股利政策理论。上述两种股利理论都有着诸多的假设条件限制而脱离现实,难以说明不同企业选择不同股利政策的主要原因。最优股利政策理论试图释放上述特定假设,对股利政策和股东财富关系进行研究。最优股利政策理论有三种代表性模型。第一种是代理成本/契约模型。是当前用以解释股利支付的主流模型。研究认为企业增加股利发放将引起外部筹资成本增加及代理成本减少,两者权衡,可以确定最优的股利政策。第二种是信号模型。该理论认为股利发放可以作为信息披露策略,可以在一定程度上克服信息不对称带来的问题,有效增加企业财富;股利变动传递了有关企业未来现金流量的信息,反映了管理部门对企业前景的预期,即使在公布收益后公布股息,仍然会有较强市场反应,在西方股利理论研究中,大部分实证研究结果都支持这一结论。第三种模型认为股东不会一致同意企业的股利政策,高档税负的股东愿意降低股利发放率,增加企业投资;低档税负的股东愿意减少企业投资,提高股利,降低收益风险;高增长企业可能将内部资金全部用于投资而不发放股利,以免影响对企业的控制权。

1.2 财务管理的目标

1.2.1 财务管理目标的类型

财务管理目标又称理财目标,是企业进行财务管理活动要达到的目的,财务管理目标决定着财务管理的基本方向。由于财务管理是企业管理的一个重要组成部分,财务管理的目标既取决于企业的总目标,又受财务管理本身特点制约。财务管理的目标有一个