

PEARSON

Sunyo Translation Series in Accounting Classics

CORPORATE FINANCE THEORY

William L. Megginson

三友会计名著译丛

“十二五”国家重点图书出版规划项目

公司财务理论

(美) 威廉·L. 麦金森 ● 著

刘明辉 薛清梅 ● 主译

 东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press



Sunyo Tr

Accounting Classics

CORPORATE FINANCE THEORY

William L. Megginson

三友会计名著译丛

“十二五”国家重点图书出版规划项目

公司财务理论

(美)威廉·L. 麦金森 著

刘明辉 苗清梅 译

 东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press

大连

© 东北财经大学出版社 2011

图书在版编目 (CIP) 数据

公司财务理论 / (美) 麦金森 (Megginson, W. L.) 著; 刘明辉, 薛清梅主译.
—2 版, 一大连: 东北财经大学出版社, 2011. 9

(三友会计名著译丛)

书名原文: Corporate Finance Theory

ISBN 978-7-5654-0532-7

I. 公… II. ①麦… ②刘… ③薛… III. 公司-财务管理 IV. F276. 6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 170964 号

辽宁省版权局著作权合同登记号: 图字 06-2010-455 号

Authorized translation from the English language edition, entitled Corporate Finance Theory, 1E, 9780673997654 by William L. Megginson, published by Pearson Education, Inc., publishing as FT Press, Copyright©1997

All rights reserved. No part of this book may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic or mechanical, including photocopying, recording or by any information storage retrieval system, without permission from Pearson Education, Inc.

CHINESE SIMPLIFIED language edition published by PEARSON EDUCATION ASIA LTD., and DONGBEI UNIVERSITY OF FINANCE & ECONOMICS PRESS Copyright©2011

本书翻译版由培生教育出版集团授权东北财经大学出版社独家出版发行。此版本仅限在中华人民共和国境内 (不包括中国香港、澳门特别行政区及中国台湾) 销售。未经授权的本书出口将被视为违反版权法的行为。未经出版者预先书面许可, 不得以任何方式复制或发行本书的任何部分。

版权所有, 侵权必究。

本书封面贴有 Pearson Education 培生教育出版集团防伪标签, 无标签者不得销售。

东北财经大学出版社出版

(大连市黑石礁尖山街 217 号 邮政编码 116025)

教学支持: (0411) 84710309

营 销 部: (0411) 84710711

总 编 室: (0411) 84710523

网 址: <http://www.dufep.cn>

读者信箱: dufep@dufe.edu.cn

大连图腾彩色印刷有限公司印刷 东北财经大学出版社发行

幅面尺寸: 185mm×260mm 字数: 600 千字 印张: 26 1/2 插页: 1

2011 年 9 月第 2 版

2011 年 9 月第 2 次印刷

责任编辑: 李 季

责任校对: 刘咏宁

封面设计: 冀贵收

版式设计: 钟福建

ISBN 978-7-5654-0532-7

定价: 56.00 元

作者简介

威廉·麦金森是佐治亚州立大学特里商学院的教授。他主要为本科生和硕士生讲授企业财务和国际财务课程。同时，他还为博士生讲授公司财务理论课程，并负责系研究生工作多年。在此期间，他指导了 8 篇博士论文和 12 篇硕士论文，其中大部分都是研究公司财务或国际财务问题的。

麦金森教授的研究领域包括公司管理、税收对公司财务政策的影响、风险投资、国际财务，尤其擅长于私有化股票发行、项目融资、国际银团贷款的研究。他还在几个顶级杂志上发表了 10 篇专业论文，这些杂志包括《财务杂志》（Journal of Finance）、《财务与定量分析杂志》（Journal of Financial and Quantitative Analysis）、《货币、信贷与银行杂志》（Journal of Money, Credit and Banking）。

1976 年麦金森获得密西西比大学的化学学士学位，随后，他在 Coston 石油化学公司设在路易斯安纳州卡维尔市（Carville）的苯乙烯单体工厂工作了两年，职务是工厂化学工程师及环保工程师。然后，他在 GHR 能源公司设在路易斯安纳州新奥尔良市的新希望炼油厂任分析组长一职。在此期间，他于 1982 年 8 月获得了路易斯安纳州立大学的工商管理硕士学位。在 1986 年 6 月加入佐治亚州立大学教师队伍之前，他获得了佛罗里达州立大学的财务学博士学位。

序 言

任何一门学科都可以看做是思想的集合，它们随着时间的推移最终成为了科学。这些看上去可用来解释一定客观现实的思想还须接受实证检验，而经受了理性市场检验的思想就成为了一门学科核心理论的组成部分。尽管财务学是现代最年轻的学科之一（多数人认为它诞生于1958年之后），但它已经为我们用经济学的观点来理解世界做出了巨大贡献。例如，财务学者们已经有了以下的成就：（1）创立了信息有效资本市场的概念；（2）解释了期权定价及其他衍生工具；（3）描述了现代公司管理理论；（4）揭示了在无摩擦市场条件下如何评价公司债权证券及权益证券；（5）对投资风险进行量化；（6）根据人们行为的可预测性，从经济上解释普遍存在的代理关系。对于创立才三十多年的学科而言，这一切说明其发展已相当不错。

本书编写的目的在于：全面评述公司财务领域中最重要理论概念，然后分析这些理论是否得到了实证研究的支持。本书主要讲述原理，并综合了关键性的实证和理论文章。事实上，许多读者将会惊奇地发现，与其他高级财务学教材相比，本书较少出现公式和推导过程。而且，本书中也很少有将讨论的原理直接运用于具体企业的案例。相反，我们侧重于讲述财务理论的核心问题，并讨论这些知识本身如何随着时间的推移而发展。同样，对于核心理论的侧重也是为什么本书只有9章（当然部分章节总是很长）的原因。

本书的服务对象主要包括三类。第一，本书希望能对那些虽已接受过高级财务学培训，但又想更新知识并（或）跟上目前研究的实务界（特别是投资银行和商业银行界）专业人员有所帮助。第二，本书可用做工商管理硕士的高级公司财务的阅读材料，或者作为案例教学的理论教材。第三，本书将被证明是财务学、经济学和会计学博士生（同样也希望能作为教授们）有用的参考资料。本书主要适合于至少学过两门公司财务课程的读者，但是由于我们尽量用非专业的语言来写作此书，所以即使是普通读者，也至少能够理解本书的基本思想。最后，本书还旨在为读者提供关于某个特定主题的重要文献，所以我们对几乎所有的问题都包含了诸多引证。

为确保本书风格的一致，以及便于管理，从而完成本书，在本书原稿的写作中遵循了几项基本原则，下面列举并简要讨论这些原则：

1. 因为看到已出版的书中，采用第一人称单数代词“我”及其派生形式（如“我的”等）会显得很和谐，所以本书虽然是由一个作者所写，却也都一律采用比较庄重的代词“我们”。而且由于在未来一年内即将出版的本书另一版本（针对本科生的）是与 Larry Gitman 联合编写的，因此，现在采用这种表述是恰当的。

2. 我们将引用的范围限定在公开发表的杂志文章内，没有来自工作论文（working papers）或书籍的部分。这样做的理由有两个，首先是为了控制时间以达到自我保护（self-defense）的目的。因为通常工作论文分布广泛而且数量庞大，没有人（本书作者也不例外）会有信心既能在这一领域内保持先进，又能同时写出回顾性的文章。主要依赖于公开的杂志文章的第二个原因是，这些文稿已经通过了重要的市场检验——盲审程序，而在工作论文和书籍中则不可能存在这种检验。

3. 在决定本书中引用或讨论哪些文章时，我们遵循以下一般规则：首先，对

1990 年以前的文章主要根据其对未来研究的影响,大致用它们在后来研究中被引用的频率来衡量。其次,在选择引用近年的文章时,主要依据学术达尔文主义(Darwinism),并侧重于引用核心杂志中所发表的文章。

还有一点需要明确说明,细心的读者将会很快发现本书倾向于自我引用。这并不是为了夸大其重要性,而只是为方便作者指向文章中的某个地方,这个地方可能已经对某个问题做了更深入的描述,或者对某个特定问题的讨论比一般介绍所能阐述的要长。

任何针对现存领域而创作新书的人都试图与他人有所区别,我们认为本书具有如下独特之处:

1. 在第 1 章,按照年代顺序(即按照财务学学科的发展历程)叙述本书的主要内容。我们按照文献顺序介绍现代公司财务理论的核心原理,然后揭示各原理在其开创性文章发表后是如何发展并得以完善的。

2. 第 2 章(所有权、控制与报酬),完全不同于其他财务学教材,它作为第一个有实质内容的章节,强调了公司管理是如何在现代企业中变得重要的。在本章,我们还分国家(地区),即按英国、美国、西欧(特别是德国)、日本和韩国,分别讲述了各国(地区)实际存在的公司组织结构的三种形式(上市公司、非上市公司及企业集团)。

3. 在第 3 章中,简要介绍了有关资产定价模型的最主要的理论和实证研究。该章还总结了有关市场效率的文献,包括对方差弹性检验的讨论、有关噪音交易的文献资料。同时指出,近年来的研究表明,我们所公认的资产定价模型的实用价值实际上微乎其微。

4. 全书体现了“比较公司财务”这一思想,并在所有主要方面都对国际财务问题进行了讨论。现实中并不存在国内财务与国际财务的明显区分,因此,本书也未设立单独的“国际财务”章节。

5. 第 4 章(债券与股票的定价),包括了一般公司财务学教材中所没有的内容,比如债券期限结构的选择、债券保证条款、股票价格与公司收益数据的关系,流动性和税收对证券价格的影响。我们还针对有关市场微观结构的文章做了深入分析。

6. 我们单独用一章(第 5 章)来讨论期权定价问题,并将期权定价的概念运用到第 6 章资本预算程序的讨论中。在资本预算与投资决策一章中,还包含了近来的有关时间、弹性、生产能力的期权价值的研究。

7. 在资本结构、股利政策和金融市场 3 章的开头部分,都对全世界公司实际所采用政策的风格(stylized facts)或者其基本的特征进行了概述。例如,我们发现在所观察的所有国家中,尽管这些国家的企业平均负债和股利水平差异巨大,其负债和股利支付政策却具有显著的行业性特点。

任何新书都是一种尝试,本书当然也不例外。我们欢迎社会各界对本书提供反馈意见,尤其希望得到下列信息:(1)任何有关引用、归属及解释的事实性错误;(2)有关在本书未来版本中应当增加或删除的问题的建议;(3)有关在学术上或专业训练课程中如何更好地使用本书的反馈意见;(4)在未来版本中应当增加的表格、图形、公式及推导。

最后，我想对帮助我完成书稿的一些人表示感谢。首先是我长期备受冷落的家人，笔者急切地希望承担起丈夫和父亲的责任。和克里斯丁·桑德伯格（Kirstin Sandberg）一样，拉瑞·吉特曼（Larry Gitman）也对本书的创作起了关键性作用，我对他们的帮助感激不尽。此外，我要感谢 Harper Collins 大学出版社的员工（尤其是琼·坎农（Joan Cannon））和本书的责任编辑伊莱恩·西尔弗斯坦（Elaine Silverstein），他们为本书提供了非常宝贵的支持。最后，我想感谢佐治亚州立大学的同事们在本书写作过程中所给予的帮助、鼓励和理解。尤其是马克·利普森（Marc Lipson）和史蒂夫·琼斯（Steve Jones）阅读并评价（但并不对本书负责）了本书的最初草稿，他们的帮助非常重要。当然，文责自负。

威廉·L. 麦金森
于美国佐治亚州雅典城

目 录

第1章 财务理论概述	1
1.1 现代财务理论的基本框架	3
1.2 运用财务基本理论解决企业实际问题	21
小 结	23
习 题	24
参考文献	25
第2章 所有权、控制与报酬	31
2.1 导 言	31
2.2 美国企业的法定组织形式	31
2.3 其他国家企业组织形式	40
2.4 所有权结构与公司政策	42
2.5 公司治理的实践	52
2.6 报酬与激励：理论与实务	57
小 结	59
习 题	59
参考文献	60
第3章 投资风险、投资收益与市场效率	78
3.1 导 言	78
3.2 投资风险与收益的基本原理	79
3.3 投资组合的风险与收益	84
3.4 资本资产定价模型	89
3.5 套利定价模型	102
3.6 有效市场	109
小 结	125
习 题	125
参考文献	127
第4章 债券与股票的定价	141
4.1 导 言	141
4.2 基本原理	141
4.3 债券定价	142
4.4 债券定价的高级技术	147
4.5 普通股定价	160
4.6 普通股定价的高级研究	167
4.7 市场微观结构理论与实务	171
小 结	178
习 题	178
参考文献	180

第5章 期权估价	195
5.1 导 言	195
5.2 期权交易的术语与损益图	195
5.3 布莱克—斯科尔斯期权定价模型	201
5.4 布莱克—斯科尔斯期权定价模型的实证研究及理论扩展	207
5.5 布莱克—斯科尔斯期权定价模型的延伸及应用	212
小 结	215
习 题	215
参考文献	216
第6章 资本预算与投资决策	223
6.1 导 言	223
6.2 资本预算决策程序	223
6.3 识别相关（增量）的现金流量	226
6.4 资本预算方法	230
6.5 净现值法与内含投资报酬率法的比较	234
6.6 风险调整法	238
6.7 资本预算的深入探讨	243
6.8 高级资本预算问题：融资与投资之间的相互作用	247
6.9 资本预算中的或有项目分析	251
小 结	253
习 题	253
参考文献	257
第7章 资本结构理论	264
7.1 导 言	264
7.2 资本结构模型	264
7.3 M&M 资本结构无关论的假设	271
7.4 公司杠杆作用中的代理成本/税收规避平衡模型	278
7.5 公司资本结构的排序假说	290
7.6 公司杠杆作用的信号理论及其他信息不对称理论	293
小 结	294
习 题	294
参考文献	296
第8章 股利政策	305
8.1 导 言	305
8.2 现行的股利政策模式	305
8.3 无摩擦资本市场的股利政策	312
8.4 不完美市场的影响	315
8.5 代理成本/契约模型	323
8.6 信号模型	324

小 结	326
习 题	326
参考文献	328
第9章 认识与运用金融市场	335
9.1 导 言	335
9.2 金融市场的基本特征	336
9.3 金融市场的分类与术语	339
9.4 金融中介在现代经济中的作用	353
9.5 证券市场在全球经济中作用的增强	363
小 结	373
习 题	374
参考文献	375
附录 财务报表	398

第1章 财务理论概述

“我为什么要接受这份工作?”这个问题今天你思考了多次。作为信息技术发展公司 (Information Technology Development Corporation, ITDC) 的新任财务总监,你受命改组混乱的管理体系并实施有序的财务管理。ITDC 的年销售额为 40 亿美元,如果用跨国公司的标准来衡量,只能算作小型公司而已。但 ITDC 在 5 个国家拥有生产基地,向十几个国家销售产品或提供服务,在世界三大洲拥有实验室,而且通常每年将销售收入中 10% 的资金投入到研究与开发中。然而,最可喜的事情可能要算公司销售和资产的快速增长——在过去的 5 年里,年增长率超过了 20%,而且增长势头看来还在继续。现在,正如你的前任一样,你必须在最开始就学会驾驭和处理复杂的财务难题。你会面临诸多特殊的问题和挑战,其中可能需对如下问题做出决策:

决策一:(1) 投资 1 亿美元左右购买制造设备,以迅速扩大公司在硅谷的生产能力;或者(2) 暂不建立新的生产线,利用已到更新期限的设备再运转 1 年,看市场对工厂产品的需求是否能保持强劲的增长势头,或者看利息率是否会下跌再做决定。

决策二:是否应当采用风险管理与套期保值策略,以便:(1) 稳定公司生产所需原材料的价格;(2) 稳定公司以外币计价的应收账款金额;(3) 稳定短期借款成本从而满足公司日常经营的需要。

决策三:公司拟在未来 3 年内实施一项重大资本投资方案,如何更好地确保迅速增长的资金需求?公司的内部资金远不能满足需要,但公司的投资银行向你保证,公司所发行的任何债券或权益性证券都会备受投资者的青睐。你可能需要权衡如下因素:(1) 发行股票对公司股东权益的稀释;(2) 借款筹资的利息支付是否会加剧公司自开业以来就一直很紧张的现金流量缺口。同时,你还敏锐地意识到,公司现在的债务权益比率已经高于行业标准。

决策四:董事会向你咨询,是否应当执行一项针对公司高级管理人员的递延养老金计划。董事会下属的管理报酬委员会成员们提议,改革目前的只包含短期股票期权、工资和年度奖金的养老金计划,扩展为包括递延养老金的报酬计划。按照新的规定,只有当管理人员达到规定业绩并为公司服务若干年后,才能领取该项养老金。推出这项新计划,目的显然是为了留住并激励关键管理人员,但董事会部分成员担心实施该计划的成本过高。

决策五:部分机构股东要求公司增加普通股的小额股利支付,甚至有些股东提出公司应当回购已发行在外股票,以增加剩余股东的股票价值。董事会请你测算公司的预期利润能否足以支付更高的股利,如果可能的话,新的股利应当是多少。在决定是否回购股票之前,董事会请你确认公司股东的投资是否得到了公平的风险调整收益,还请你预测一下股票回购对股票价格、股东所要求收益率的可能影响。

决策六:最后,如果上述问题都不难解决的话,董事会又秘密地告诉你一件事:一家美国大型电信公司已会晤了公司首席执行官,并提出了兼并要约。该电信公司向 ITDC 提出了善意兼并要约,同时也明确指出,如果 ITDC 不接受要约,该公司可能会进行敌意收购。董事会请你就该项要约是否符合股东最大利益做出决策。如果不符合

股东最大利益，公司可以采取哪些合法的步骤，以防事态的进一步发展。另外，ITDC 的大部分外国合作伙伴位于那些很少发生收购（特别是恶意收购）的国家，而且其中许多合作伙伴与该电信公司的竞争异常激烈。因此，董事会还请你评价公司的外国合作伙伴对这项兼并的可能反应。

眼下，你可能会陷入困境，你在思考现代公司财务理论和实证研究能否为你提供有用的指导，以应付所面临的挑战。当然，回答是绝对肯定的，下面我们将逐步说明这一点。本书主要讲述近年来财务管理理论的发展，从而展示了财务管理既是现实的企业管理技能，又是一门严谨的理论学科。在许多方面，财务学对企业和经济学的作用都类似于工程学对基础科学的作用——“财务工程师”运用其理论知识为企业的实际问题设计出解决的办法。财务经理试图以最低的成本为公司筹措足够的资金，而投资经理（或者个人投资者）试图以最低的风险获得最高的回报。在有效的金融市场环境下，通过需筹资的公司之间与渴望获得收益的投资者之间的竞争，资本将流向那些拥有良好投资机会的公司，个人投资者也能够就其所愿意承担的风险水平获得公平的回报。

下面，我们将通过比较财务学与企业、经济学的关系以及工程学与基础学科的关系做进一步分析。正如科学家和工程师们有时假设自然界不受重力、压力和能量损失等摩擦（frictions）因素的影响一样，为建立理论模型，财务学研究人员常常假设存在一个没有“摩擦”因素影响的经济环境，这些“摩擦”因素包括诸如税收和交易成本等。尤其是，许多财务理论都假设存在完美资本市场（perfect capital markets），其特征为：（1）存在许多充分了解信息的买者和卖者，但没有人有足够的力量影响市场价格；（2）没有市场“摩擦”，比如税收、手续费、获取信息及其他交易的成本等；（3）市场参与者对有关资产未来价值、利息率及其他相关经济因素的认识一致（此项假设通常被称为“相同预期”）；（4）存在完全竞争的产品市场和要素市场，并始终保持均衡；（5）所有潜在的买者和卖者可以无成本并快速地进入市场。当然，理论研究人员先假定存在完美资本市场，不是因为他们认为现实市场没有“摩擦”，而是因为只有在理想情况下才能推导出基本的结论。实证研究表明，这些原理足用来很好地解释现实的金融市场（即考虑了税收、交易成本、破产成本以及市场交易者间信息获取能力的巨大差异等因素）。

虽然现代财务理论的发展在很大程度上是从英美两国发展起来的，其基本原理却适用于任何市场经济国家，而且，近年来出现了全球真正一体化的金融市场。比如，一家美国公司可以向设在美国的法国银行获取流动资金贷款。该公司还可以向亚洲、中东及西欧国家的机构投资者发售美元票面的欧洲债券，以筹集资本在印度尼西亚建立新的工厂。同样，一家在美国设立分部的日本公司也可以向美国投资者发行收益性债券，然后将所获得的美元现金向一家英国投资银行转换成日元票面的银行票据。如今，投资者越来越能安全快捷地在全球范围内调度资金，以获取最高的风险调整收益。此外，财务国际化的进程看来还在继续，很可能还会进一步加剧，金融市场和懂得财务知识的经理们的作用将会显著增强。

作为作者，我们的目的是用一种清晰系统的方式来讲述现有的最重要的财务理论，并阐明如何在美国和国际市场用这些原理解决企业实际问题。书中按这样的方式

来阐述：先介绍财务理论模型，再说明财务实践是如何根据企业需要而发展的。通常，我们先介绍一个基本概念，接着讨论与该理论验证直接有关的学术研究成果。最后，将有关理论同公司财务管理联系起来，比如通过引入实际案例或者结合具体财务政策的制订进行说明。

1.1 现代财务理论的基本框架

下面，我们将分别讲述现代财务理论发展的 12 个里程碑。如前所述，财务管理人员正是运用这些基本理论来分析并规划出具体方法，从而解决企业实际问题。正如许多好的理论模型一样，这些基本原理既容易理解又形象直观，也就是说，它们既合乎常理，又能为解释现实问题提供有用的工具。由于这些理论在学术刊物上是按照年代顺序发表的，所以我们将按此顺序讲述。经验表明，要说明财务管理学科的发展过程，最好的方式是说明每项重大的理论发展如何突破并丰富了原有的理论体系。这些基本理论经历了时间的检验，而且将来随着理论研究的深化和实践的进一步反馈，肯定还要被修正和更新，但它们绝对不会被完全否定或过时。

1.1.1 完美资本市场下的储蓄和投资

在 20 世纪初期，著名的美国经济学家欧文·费雪（Irving Fisher）根据存在运作良好的资本市场和不存在这样的资本市场两种情况，分别提出了有关投资和消费的基本原理。1930 年，费雪从理论上揭示了资本市场是如何增加储蓄人和借款人的效用的——资本市场通过提供一种低成本的方式，使拥有剩余财富的经济代理人（储蓄人）和拥有投资机会但超出自身财力的代理人（借款方）实现其目标。与自行寻找借款人相比，储蓄人通过将资金借给资本市场能获得更高的收益。同样，借款人也无须花费搜寻成本就能得到低息的借款。这样，储蓄人将会比没有资本市场时储蓄更多，借款人也能够比自行寻找资金情况下获得更多的低息借款。因此，整个经济中的储蓄额和投资额比没有资本市场时要大得多，这并没有使任何人的效用降低，甚至还显著提高了许多代理人的效用。Fisher 的另外一个极为重要的理论成果为后来的研究奠定了基础。依据费雪分离原理（Fisher Separation Theorem），资本市场产生了一个单一的利率，使借贷双方在进行消费和投资决策时都可以以此为依据，而这反过来又促使投资和筹资决策的相互分离。这样，拥有良好投资机会的企业或个人在决策时，只要投资项目的收益率高于或等于市场利率，就可以接受该项目，并且只要内部资金不足就可以从资本市场筹资。借款人在决策时，只要求其投资回报率高于市场利率，而无须考虑个别投资者的具体消费偏好。同样，储蓄人也无须考虑借款人所做投资的具体情况，比如对借贷期限或现金流量的偏好等。相反地，只要投资项目的收益能补偿其风险，或者能将该项目转让给其他投资者，储蓄人就能通过资本市场投资任何项目，或者做出任何跨期的消费决策。^①

如果投资和筹资决策不能有效地分离，公司只能依据单个投资者的偏好情况做出

^① 有关费雪模型的探讨及它与实际投资和融资决策的相关性，请参见第 1 章和第 2 章（Copeland、Weaton, 1988）。我们将在资本预算和投资一章中对实际的投资理论做更深入的讨论。

投资决策，那么，源于自身条件和时间的局限，大型的现代化公司就不可能存在。事实上，正如后面将提到的那样，世界上众多小型企业所面临的最大问题就是它们无法将投资和筹资截然分开。相反，它们只不过被看做是其企业家或创始人的延伸，因而无法凭借自身条件合法地筹资，或者完全与创办者独立开来。在一定程度上，正是这种原因使有限责任公司成为全球主要的企业组织形式。这些公司大都由职业经理人员管理，拥有众多分散的股东（所有者），且能够从多种渠道筹措资金。上市公司的出现，有效地解决了随着公司规模扩大和股权分散而带来的诸多问题（在代理成本一节中，我们还将深入探讨这一问题）。

为了更好地为投资和公司筹资决策提供有效的分析工具，一些研究人员对费雪有关投资和消费的基本原理进行了修正。^① 其中，贴现现金流量法已成为现代财务分析的一个基本工具，即将未来的某个或一系列现金流量折合为现值。贴现现金流量法是投资者进行股票和债券评价的基本方法，同时也是公司资本预算决策的基本步骤。可以说，没有该方法就没有现代财务管理。

1.1.2 投资组合理论

1952年，哈里·马科维茨（Harry Markowitz）发表了一篇著名文章，提出了投资组合理论的基本原则，这是财务理论发展的第二个里程碑。文章中主要运用了统计分析方法，其中“不要把鸡蛋放在一个篮子里”深刻地揭示了合理投资组合设计的核心思想。马科维茨指出，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表示）将不断降低，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。换句话说，通过组合投资而不是投资于个别资产，投资者可以在不减少收益的情况下降低投资的总风险。图1—1形象地描述了这一原理。

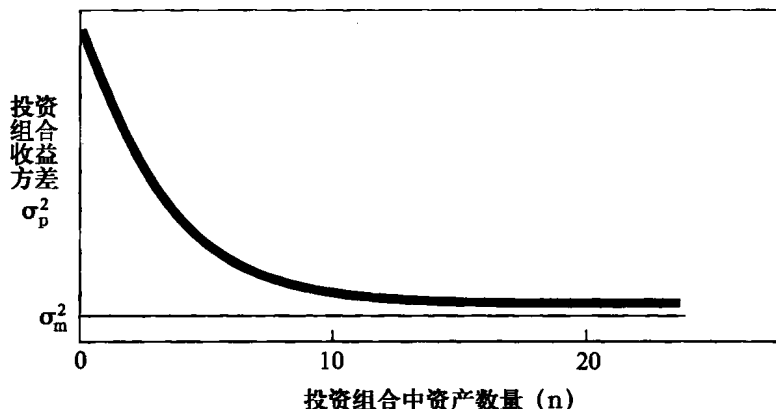


图1—1 投资组合中资产数量与投资风险关系

随着投资组合中资产数量的增加，投资组合收益的方差相应地递减。开始时曲线较为陡峭，当投资组合中资产数量逐渐增至20以后，曲线渐渐趋于平缓。如果包含国际市场的资产，投资组合的方差降幅将更大。在两种情况下，投资组合的期望收益都是所有个别资产期望收益的加权平

^① John Burr Williams (1938) 和 Durand (1952) 及其他作者将费雪模型拓展到证券分析领域。此外，包括 Hirshleifer (1958) 和 Rubinstein (1973) 在内的许多研究人员将费雪理论的基本原理运用到公司决策中。

均值。如果投资组合中的资产增加到足够数量后，收益的方差值将接近 σ_m^2 ，即市场投资组合收益的方差值。

正如每一篇重要的文章问世之后的情形，Markowitz 的研究结果看上去很形象直观，也有其合理的成分，毕竟是他最先用系统、一致的方式提出了投资组合理论。^① 其主要的理论贡献在于，论证了当某项资产在投资组合中的比重降低时，该项资产收益的变动（非系统风险）对投资组合的影响变得微乎其微。当投资组合中资产分散到一定程度后，唯一的风险只剩下全部资产的风险（或称系统风险）。多角化投资抵消了投资于单项资产的风险因素，只剩下系统风险（用协方差表示）。由于没有有效的方法能够消除系统风险，投资者必须承担该风险并获得相应的投资回报。类似地，对投资者来说，决策时只需考虑某项资产与投资组合中其他资产间收益的协方差。投资者将倾向于投资那些协方差较低而不是较高的资产组合，当然最好是协方差为负的资产组合。因此，马科维茨投资组合的选择原则是：选择那些在一定风险水平下收益最高的资产，然后将其作为有效投资组合（efficient portfolios）——在一定收益条件下风险水平最低，或者在一定风险水平下收益最高。

另外，Markowitz 还提出了选择投资组合时衡量相关系数、协方差、标准差及方差的基本方法。事实上，他所采用的术语和公式一直沿用至今。然而，尽管该篇文章具有重要的地位，它本身并没有使用也没有提出有关资本市场如何量化和确定财务风险的实证经济理论。直到十年后（1964），当 Sharpe 对 Markowitz 投资组合理论做了两处重要修正，与林特纳（Lintner）及莫森（Mossin）共同提出了资本资产定价模型后，才真正解决了这一问题。我们将在 1.5 节中对其做具体阐述。

1.1.3 资本结构理论

作为学习高级财务学的学生或者实际财务管理者，你肯定已经学习过 M&M（Modigliani and Miller）资本结构无关论。一开始，你可能会像许多人一样，认为这些模型只不过是深奥的理论研究，因为这些模型虽然在理论上颇具道理，对企业的实际决策却没有用处。事实上，自从其首次被提出以来，M&M 理论 50 年来一直经久不衰，形象地描绘了金融市场均衡（financial market equilibrium）。正如物理学中设想存在理想的气体一样（比如不存在重力因素），M&M 模型假设市场不存在摩擦（指交易成本，如中介费、税收等）因素时，经济系统是如何运行的。尽管这种理想状态并不符合客观世界，但是我们可以逐个加入现实中存在的因素，观察理论预测的变化，直到出现能真正解决问题的模型。基于上述考虑，我们先来看 M&M 的基本模型，然后再看它是怎样逐步接近现实情况的。

M&M 模型的主要观点是，某公司所拥有的资产组合的价值取决于资产所产生的经营现金流量。正是资产组合的预计现金流量形成了资产价值——市场参与者首先预测平均现金流量，然后依据该现金流量的预计风险水平来确定其现值。那么，你有什么疑问呢？这些看上去对金融市场如何评价资产很有道理的论述，根本没有提及现金流量在股东和债券持有人之间是如何分配的。这一点绝不是疏忽。因为它认为总价值

^① 事实上，正是该理论使他成为最早获得 1990 年度诺贝尔经济学奖的财务学教授（其中还包括 Miller 和 Sharpe）之一。

只来自于未来现金流量，因此，不会因为现金流量在不同投资者间的再分配而增减。图 1—2 描述了这一原则。钟形曲线表示公司经营所产生的现金流量情况（ μ 表示其平均值， σ 为标准差）。公司经理如何将现金流量在债务人和股东间分配并不影响现金流量的总价值。

M&M 理论的命题一是总价值不变规律（law of conservation of value），即公司的市场价值将不受资本结构的影响，在一定风险水平下，其价值由投资所产生的预计收益（用 p 表示）决定。掌握了命题一的原理后，命题二也迎刃而解。如果公司资产的预计收益 p 保持不变，当增加资本结构中的无风险负债时，有负债公司的股东所要求的收益率将相应呈线性增加。综观两者，可以看出，在完美资本市场下，资本结构与总价值无关，股东所要求的收益率直接取决于公司债务权益比率，以及在既定风险水平下市场对公司所要求的收益率。换句话说，抛开上述命题，如果资本结构影响公司总价值，或者当公司资本结构中用负债替代普通股，导致综合资本成本（风险调整后的必要收益率）发生变化时，必定是因为 M&M 模型中一个或数个假设被否定。

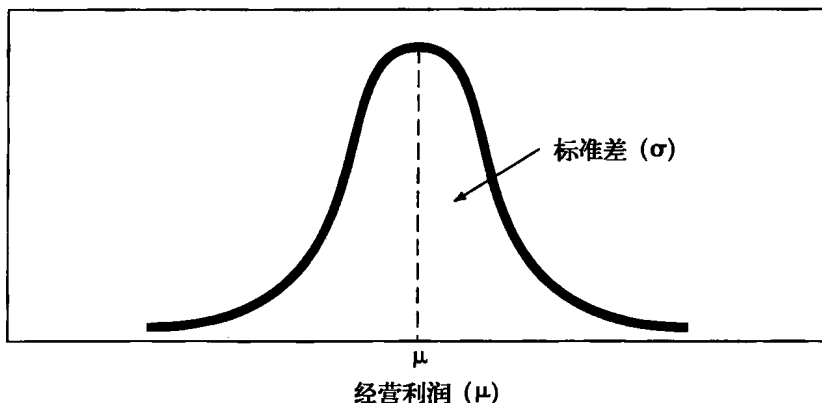


图 1—2 M&M 资本结构模型中总价值的确定

依据 M&M 理论，公司总价值只取决于公司经营利润以及描绘这些回报概率分布的期望值（用 μ 表示）的标准差（ σ ）。预计收益如何在不同投资者（普通股东与债权人）之间进行分配，不会影响公司现金流量的基本价值。

1958 年以来，财务理论研究人員（包括 M&M 自身）在考虑，如果逐步抛开上述假设，将会对资本结构无关论的结果产生什么影响。^① 如果不考虑公司所得税、个人所得税以及破产成本等因素，该模型非常有效——尽管这些因素都改变了模型的假设条件，但从预测上来说还是有效的。^② 在 20 世纪 70 年代，随着代理理论和信息不对称模型的发展，学者们又对 M&M 基本模型进行了修正。可是直至今日，经过近 50 年的深入研究和实践检验，我们还是无法就资本结构对 M&M 模型有什么影响这一问题做出简单而明确的解释。或许，将来你能够解开这个难题。

① 有趣的是，Modigliani 和 Miller 在其 1958 年那篇文章中，提出包含公司所得税的扩展模型，同样得出了资本结构无关论的结果。然而，该结果很快被证明是错误的。1963 年，他们假定公司利润被征税，借款利息可以抵税，进而提出了“正确的”资本结构模型。这一模型导致了令人尴尬的结果，即 100% 的负债融资为最优结构（当然两位作者从来没有承认其文章所隐含的这个意思），原因在于这将使政府最可能地降低对公司利润征税，而使更多的利润归于私人手中。

② 除了上述 M&M (1963) 文章外，有关基本 M&M 的扩展模型可参见 Hamada (1969) 和 Stiglitz (1974)。Miller (1977) 在其校长致辞中恢复了最初的资本结构无关论（从个别公司角度）。

1.1.4 股利政策

在发表了 M&M 股利无关论后, Miller 和 Modigliani 并不满足于对资本结构理论进行革新, 通过研究股利政策, 他们又得出了另一项无关性结论。他们认为, 如果某公司的投资政策保持不变, 在完美市场条件下, 现金股利的支付不会影响公司的总价值。理由是, 不论如何分配股利, 通过发行新股都能使公司价值得到补偿。稍加思考, 你就能发现这一结论是显而易见的。我们假设某公司不论是否支付股利, 都计划接受所有净现值为正的投资项目, 并承诺不论其未来经营利润是多少, 都将投入一定数量的投资。根据某年经营利润的实际水平, 如果公司的利润少于、多于或等于投资支出, 该公司年末将会出现现金短缺、现金剩余或者现金均衡。简单地说, 我们假设利润恰好等于投资支出, 即年末现金既没有剩余也没有短缺。该公司仍能够支付任何计划水平的股利, 但为使现金流量均衡 (cash flow identity), 公司要想支付现金股利, 就应由公司股东投入等额的资本金来补偿。

M&M 股利无关论正是建立在现金流量均衡的基础上, 即现金总流入量 (包括经营利润和外部筹资) 恰好等于现金总流出量 (包括投资支出和股利分配)。如果某公司的投资支出等于或超过经营利润, 它只能靠发行新股筹资以支付股利。而且, 在完美资本市场条件下, 公司在需要资金时, 就可以迅速并无成本地发行新股。同样, 投资者并不关心能否收到现金股利 (发放股利通常会导致所持股票价格的等量下跌)。如果公司的利润超出投资支出, 这种分析同样正确。公司仍然能够支付任何计划水平的股利, 市场对公司总价值评价将保持不变。但是, 如果公司保留多余的现金 (即超出投资支出部分), 由于公司总资产增加将事实上导致投资增加, 那么就破坏了模型中的投资政策保持不变这一假设。我们必须关注投资政策保持不变的假设, 但如果能做到这一点, M&M 股利无关论自然也就不难理解。

现在, 你可能会这样想: 尽管上述理论不无道理, 但现实生活中并不存在完美资本市场。非常正确。并且事实证明真实市场中的“摩擦”因素并不提倡股利支付。事实上, 与公司为什么要分配股利相比, 不分配股利更易为人们所理解。例如, 假定存在如下情况, 试分析股利无关论模型会发生什么变化: (1) 与发行新债券无须发行成本相比, 公司发行新股必须向投资银行支付固定的费用; (2) 投资者对所有收到的股利现金必须支付最高的个人所得税, 但也可以通过持有股票而递延所得税若干年; (3) 股票市场几乎总将新股发行看做利空消息, 即宣布发行新股的公司股价会下降。虽然上述 3 项假设在美国金融市场确实存在, 但每年美国公司大约将净收益的一半分派股利。那么, 尽管理论上讲不应分配股利, 为什么几乎所有大型美国公司、欧洲及其他国家公司都支付股利呢?

这一问题的答案有二。其一, 也是最简单、最诚实的答案, 我们并不完全准确地知道为什么公司开始分配股利, 或者为什么某个行业及某个国家会对宣告发放股利进行管制。其二, 简单的 M&M 股利模型假设不存在公司管理者与股东之间的代理问题和信息不对称问题。一旦在 M&M 理论的完美资本市场模型中, 将现实中的这两项因素考虑进去, 现实中的股利支付模式大都能够因此得以解释。如果考虑发行新股的成本因素, 从理论上能够说明快速成长中的公司将保留大部分盈余, 而投资机会较