

Advanced Financial Management

高等学校会计学与财务管理专业系列教材

# 高级财务管理

( 第三版 )

陈文浩 主编



高等教育出版社  
HIGHER EDUCATION PRESS

GAOJI CAIWU GUANLI

高等学校会计学与财务管理专业系列教材

# 高级财务管理

( 第三版 )

Advanced Financial Management

陈文浩 主编

 高等教育出版社·北京  
HIGHER EDUCATION PRESS BEIJING

## 图书在版编目(CIP)数据

高级财务管理 / 陈文浩主编. —3 版(增订本).  
—北京: 高等教育出版社, 2013. 2  
ISBN 978-7-04-034954-2

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

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 009592 号

策划编辑 刘自挥 责任编辑 刘自挥 封面设计 吴昊 责任印制 蔡敏燕

---

出版发行	高等教育出版社	咨询电话	400-810-0598
社 址	北京市西城区德外大街 4 号	网 址	<a href="http://www.hep.edu.cn">http://www.hep.edu.cn</a>
邮政编码	100120		<a href="http://www.hep.com.cn">http://www.hep.com.cn</a>
印 刷	上海华教印务有限公司		<a href="http://www.hepsh.com">http://www.hepsh.com</a>
开 本	787mm×1092mm 1/16	网上订购	<a href="http://www.landracom.com">http://www.landracom.com</a>
印 张	23.25		<a href="http://www.landracom.com.cn">http://www.landracom.com.cn</a>
字 数	540 千字	版 次	2001 年 7 月第 1 版 2013 年 2 月第 3 版
购书热线	021-56717287	印 次	2013 年 2 月第 1 次印刷
	010-58581118	定 价	37.00 元

---

本书如有缺页、倒页、脱页等质量问题, 请到所购图书销售部门联系调换

版权所有 侵权必究

物料号 34954-00

# 前 言

财务是一门有自己独特的研究对象、理论和方法体系的学科,它融生产、流通领域中的资金运动及所体现的经济关系于一体;而现代财务则是立足于企业微观,置身于经济宏观,涉及财政、金融、部门经济与管理等多学科的学术领域。1990年来,诺贝尔经济学奖的获得者——美国纽约大学的马科维茨教授、斯坦福大学的夏普教授和芝加哥大学的米勒教授,相继拓展了财务学的新领域,深化了理论体系,强化了其功能和效应,获得了举世的荣誉。

现代企业管理的中心是财务管理,这是市场经济发展的必然结果。我国社会主义市场经济体制的形成和发展,使财务管理面临着新的机遇和挑战。机遇在于市场经济为财务管理提供了理财环境,而现代企业制度的建立为焕发企业生机创造了前所未有的有利条件。挑战来自市场的公平竞争,企业只能在竞争中自我发展、自我完善。财务唯有充分发挥其固有的系统功能,才能使企业立于不败之地。为此,财务理论界和实际工作者必须围绕如何强化财务效应问题,不失时机地去研究、总结、探索和实践。

随着我国社会主义市场经济体制的不断完善以及经济的不断全球化、市场化和信息化,经济结构和管理方式已经发生了深刻的变化,出现了不少新的问题和新的矛盾。在新形势下如何使我国的财务管理与国际接轨,如何通过加强管理来提高经济效益,还没有从理论和实践的结合上得到很好的解决。我国的经济的发展带来了财务事业的拓展,也为财务实践和理论提供了极大的发展余地,而且经济全球化

的发展又在客观上为我国财务界提出了更高的实践要求。

但是,我国现有的财务管理理论与国际先进的财务管理发展的水平相比,仍然存在着很大差距。虽然我国引进了大量理论,但是这些理论还停留在基本概念和公式上,不能满足财务管理工作的需要,理论对实践的指导作用较滞后。因此,为了博采众长,研究适应我国国情的财务管理方法,本书试图从一个新的角度来考察新形势下我国企业理财的一些理论及实务问题,研究适应我国国情的财务管理理论,并将之用于实践,为实践提供指导。

本书之所以冠以“高级”,是因为它主要是一本针对我国深化改革开放过程中的企业财务的发展和热点问题而进行的思路发散性、理念创新性和实践联系性的多样性研究的著作性教材。本书的编写本着务实、求新、继承与开拓的精神,力求贴近实际,在总结我国资本市场与上市公司的运作实践,吸收我国财务管理理论研究精华的基础上,试图建立既与国际接轨,又适合我国国情的理论体系,研究适合我国企业当前和未来发展方法,力争做到实用性和理论性相统一,定性、定量分析相结合,更新理财观念和运作技巧,以推动我国财务管理和方法的发展。

为了顺应当前经济发展形势,我们在第二版的基础上作了较多的修订,把相当部分的研究力量转向了财务实务研究,增加了很多更贴近企业的实际内容,以使我们的财务管理理论与实践更多地结合,更好地指导现实财务活动,发挥解释和预测功能。第三版主要新增了全面预算管理、全面风险管理、内部控制和公司治理四章。

本书主要适用于财经类大专院校、综合大学商学院的专业教学。同时也可供财经院校教师、经济管理干部及企业管理层等人士参考使用。由于本书内容较丰富,且部分章节有一定的难度,因此,在授课时,可根据学生的不同层次做适当的删减。本书由陈文浩、张纯、张士怀、胡少波、刘杨、黄丹、朱冬琴、陈吉芳、崔彦佼、胡安宜、杨蕾、张广玲参加编写,全书由陈文浩总纂。

由于作者水平有限,书中难免会有不足之处,恳请读者批评指正。

作者

2012年12月4日

## 郑重声明

高等教育出版社依法对本书享有专有出版权。任何未经许可的复制、销售行为均违反《中华人民共和国著作权法》，其行为人将承担相应的民事责任和行政责任；构成犯罪的，将被依法追究刑事责任。为了维护市场秩序，保护读者的合法权益，避免读者误用盗版书造成不良后果，我社将配合行政执法部门和司法机关对违法犯罪的单位和个人进行严厉打击。社会各界人士如发现上述侵权行为，希望及时举报，本社将奖励举报有功人员。

反盗版举报电话 (010)58581897 58582371 58581879

反盗版举报传真 (010)82086060

反盗版举报邮箱 dd@hep.com.cn

通信地址 北京市西城区德外大街4号 高等教育出版社法务部

邮政编码 100120



高等教育出版社

## 教学资源索取单

尊敬的老师:

您好!

感谢您使用陈文浩主编的《高级财务管理》(第三版)。为便于教学,本书配有相关教学资源和章后练习题参考答案。如贵校已使用了本教材,您只要把下表中的相关信息以电子邮件或邮寄方式发至我社,或者登录网站([www.hepsh.com](http://www.hepsh.com)),根据提示填写相关信息,经我社确认后,即可免费获得我们提供的教学资源。

**我们的联系方式:**

联系人:盛晓晨                      电话:(021)56718921                      电子邮件:hbys@hepsh.com  
 QQ:1984858542(教学资源) 会计教师论坛 QQ群:116280562      传真:(021)56718517  
 地址:上海市虹口区宝山路 848 号                      邮编:200081

姓 名		性 别		出生年月		专 业	
学 校				学院、系		教 研 室	
学校地址						邮 编	
职 务				职 称		办公电话	
E-mail						手 机	
通信地址						邮 编	
本书使用情况	用于_____学时教学,每学年使用_____册。						

您对本书的使用有什么意见和建议?

您还希望从我社获得哪些服务?

- 教师培训                       教学研讨活动  
 寄送样书                       获得相关图书出版信息  
 其他 \_\_\_\_\_

# 目 录

◎ 第 1 章	现代财务理论的发展特征及启示 .....	1
第一节	现代财务理论的发展 .....	1
第二节	财务理论的深化发展期 .....	9
第三节	现代财务理论发展的新特征 .....	13
第四节	我国现代财务理论的研究现状及其启示 .....	19
练习题	.....	26
◎ 第 2 章	行为财务学 .....	28
第一节	行为财务学概论 .....	28
第二节	行为财务学的基本理论 .....	31
第三节	传统财务理论与行为财务理论比较 .....	37
第四节	行为财务理论模型和实证研究 .....	40
练习题	.....	46
◎ 第 3 章	全面预算管理 .....	49
第一节	全面预算管理概述 .....	49
第二节	全面预算编制的程序与方法 .....	54
第三节	全面预算管理的执行及考评 .....	70
练习题	.....	75
◎ 第 4 章	企业业绩评价 .....	77
第一节	企业业绩评价概述 .....	78
第二节	业绩评价的指标体系 .....	80
第三节	具有中国特色的企业业绩评价体系 .....	90



练习题 .....	96
◎ 第 5 章 EVA 评价体系 .....	101
第一节 EVA 的来源与计算原理 .....	101
第二节 EVA 的激励机制与评价理念 .....	112
第三节 EVA 是一种新的价值管理工具 .....	116
第四节 EVA 是现代企业管理的一场革命 .....	119
第五节 EVA 指标与上市公司业绩 .....	123
第六节 实施 EVA 管理模式的关键因素 .....	127
练习题 .....	129
◎ 第 6 章 风险管理 .....	134
第一节 风险管理与企业价值的关系 .....	134
第二节 企业融资风险管理 .....	138
第三节 企业投资风险管理 .....	146
第四节 企业收入分配风险管理 .....	154
练习题 .....	156
◎ 第 7 章 全面风险管理 .....	157
第一节 从风险管理到全面风险管理 .....	157
第二节 全面风险管理的框架和体系 .....	160
第三节 风险分析及评估 .....	166
第四节 风险管理步骤 .....	173
练习题 .....	181
◎ 第 8 章 财务预警系统 .....	182
第一节 财务预警系统概述 .....	182
第二节 财务预警系统的构建 .....	185
第三节 财务预警系统的实施 .....	197
第四节 财务预警指标体系及其运用 .....	200
第五节 其他影响企业财务预警系统的因素 .....	204
练习题 .....	208
◎ 第 9 章 内部控制 .....	210
第一节 内部控制概述 .....	210

第二节	内部控制在企业中的开展 .....	214
第三节	内部控制与风险管理、内部审计 .....	224
第四节	企业内部控制报告 .....	229
练习题	.....	231
◎ 第 10 章	企业的并购重组与公司的控制 .....	233
第一节	企业并购概述 .....	233
第二节	企业并购的财务评价 .....	237
第三节	剥离与分立 .....	247
第四节	公司控制 .....	252
练习题	.....	257
◎ 第 11 章	财务重整与清算 .....	262
第一节	财务重整 .....	262
第二节	财务重整的实施 .....	267
第三节	企业清算 .....	270
练习题	.....	277
◎ 第 12 章	风险金融投资 .....	281
第一节	风险企业与风险资本 .....	282
第二节	风险企业融资 .....	285
第三节	风险企业融资策略 .....	289
第四节	风险企业融资问题的启示 .....	294
练习题	.....	300
◎ 第 13 章	跨国公司财务管理 .....	305
第一节	跨国公司外汇风险管理 .....	306
第二节	跨国公司筹资管理 .....	312
第三节	跨国公司投资管理 .....	316
第四节	跨国公司运营资本管理 .....	321
第五节	跨国公司税收管理 .....	326
练习题	.....	332
◎ 第 14 章	公司治理 .....	336
第一节	公司治理概述 .....	336

第二节 公司治理结构 .....	341
第三节 公司治理机制 .....	345
第四节 公司治理模式 .....	351
练习题 .....	358
参考文献 .....	360
教学资源索取单	

## 现代财务理论的发展特征及启示

20 世纪初以来,西方财务理论发展迅速,由初创期、成熟期到深化发展期,主要内容也从仅重视融资问题发展到资金运用管理、收益分配管理及国际化、综合化、实证化的财务管理,与自然科学、社会科学的融合逐渐加深,逐渐发展成为一门崭新的综合学科。新时期新的财务理论给我国的财务管理实践带来很多启示。

本章共分为四个部分,分别从现代财务理论的发展、深化以及发展的特征和启示四个方面,详细论述现代财务理论的发展情况。

第一节为现代财务理论的发展。现代财务理论共经历了初创期、成熟期及深化发展期三个阶段。本章详细介绍了各个阶段的发展历程及各个期间的代表理论,包括初创期的资本结构理论、股利相关论和随机游走假说;成熟期的有效市场假设、投资组合理论、资本结构理论、股利政策理论、资本资产定价理论、套利定价理论和期权定价理论等。正是由于这些理论的发展,才使得财务管理发展成为一种集财务预测、财务决策、财务计划、财务控制和财务分析等方法于一体,以筹资管理、投资管理、营运资金管理和利润分配管理为主要内容的管理活动,并在企业管理中越来越处于中心地位。第二节为财务理论的深化发展期。现代财务理论在原有的基础上得到了验证和深化发展,包括资本资产定价模型、套利定价理论、资本结构理论和股利理论的完善和深化,以及信息不对称理论和代理理论的产生和发展。这些理论的深化发展使得公司理财进入验证和深化发展的新阶段,并朝着国际化、精确化、电算化、网络化发展。第三节为现代财务理论发展的新特征。现代财务理论具有跨学科交叉整合研究、财务决策精确数量化、关注跨国经营和重视委托代理问题等四个方面的特征。可以预见,在新世纪里,财务学必然会高度融合自然科学、社会科学等各门类科学的优秀成果而发展成崭新的综合学科。第四节是我国现代财务理论研究的现状及其启示,主要讨论我国财务理论研究中关于财务本质与财务职能、财务管理目标、财务理论体系、财务学科建设以及实证研究等方面的问题。现代财务理论给我国财务理论研究带来许多重要的启示,包括关注现实财务问题、拓展理论研究内容、注重实证分析和改善财务教育现状等方面。

### 第一节 现代财务理论的发展

20 世纪以前,公司财务学一直被认为是微观经济理论的一门应用学科,是经济学的

一个分支,直到1897年,托马斯·格林纳(Thomas L. Greene)出版了《公司财务》后,公司财务学才逐渐从微观经济学中分离出来,成为一门独立的学科。当时,公司财务学的内容仅包括信用工具、金融机构和资本市场三个部分。到了20世纪初,西方资本市场已经具备了相当的规模,投资银行、商业银行、储蓄公司和信托与贷款公司已成为企业经营环境中不可缺少的构成部分。1910年,米德(Meade)出版了《公司财务政策》、《公司及其财务问题》等著作,进一步发展了早期的公司财务理论。财务理论根据发展特点,大致可分为初创期、成熟期及深化发展期三个阶段。

## 一、现代财务理论的初创期

20世纪初期,西方国家股份公司迅速发展,企业规模不断扩大,客观上要求企业研究筹资成本、资金的使用及盈利的分配问题。与之相适应,各公司纷纷成立财务管理部门,财务管理作为一项独立的功能从企业管理职能中分离出来,专门化的公司财务管理由此产生。显然,这一时期公司财务管理的内容主要是融资问题。斯通于1920年写成的《公司财务策略》一书是这一时期的代表作,该书总结了当时各种学派的观点,并提出了一些新的观点。

1929年爆发的经济危机和20世纪30年代全球经济大萧条,造成了大量企业破产,投资者损失惨重,使得公司财务管理人员意识到,不仅需要研究资金的筹集问题,而且必须研究资金的使用及内部控制方法。美国学者罗夫所著的《企业财务》首先提出公司财务除了筹措资本外,还要对资本周转进行有效的管理。另外,经济危机使得美国政府加强了对企业和资本市场的管理和控制,加强了对企业信息披露方面的严格要求,这一措施又促进了财务分析研究的发展。

20世纪40—50年代初,西方资本主义特别是美国经济迅速发展。许多企业通过横向一体化的兼并收购,规模不断扩大,管理越来越复杂,客观上要求更加科学的公司财务管理。公司财务管理在继承了20—30年代的研究内容的基础上,增加和丰富了财务计划、现金流量控制等方面的内容。

总体来说,到20世纪50年代初,公司财务理论与方法仍然没有实质性进展。公司财务的重点仍停留于外部融资,财务理论的内容仍以介绍法律、金融市场和金融工具为主,而忽视资金使用效率和强化内部控制等问题。

这期间的代表作除了上述提到的外,还有1938年戴维(Dawing)和李昂(Lyon)的《公司财务政策》及《公司及其财务问题》等。这些著作主要研究企业如何卓有成效地筹集资本,形成了以研究公司融资为中心的“传统性公司财务理论”学派。这些传统理论主要包括以下几种:

### (一) 早期的资本结构理论

1952年,美国学者杜兰特(Durand)在《企业负债和权益资本成本:计量趋势和问题》一文中,全面系统地总结和提出了早期资本结构的三种理论:净收入理论、净营业收入理论、传统理论。他认为三种理论的区别在于投资者确定企业负债和股本价值的假设条件和方法的不同。

#### 1. 净收入理论(net income theory, 威廉斯,1938)

该理论认为,企业增加负债,提高财务杠杆,不会增加普通股股东的风险。企业利用负

债可以降低综合资本成本,带来更大的企业价值,负债程度越高,综合资本成本越低,企业价值越大。由此推出,当负债比重达到100%时,资本结构最佳;企业应该可以最大限度地利用债务资本,不断降低企业的资本成本以提高企业价值。

### 2. 净营业收入理论(net operating income theory,多德和格雷汉姆,1940)

该理论认为,企业增加成本较低的债务资本,会加大企业的风险,导致权益资本成本提高,一升一降,企业综合资本成本不会变动,则企业价值也不会改变。按照净营业收入理论,企业的资本成本不受财务杠杆、资本结构的影响,彼此的效果没有区别,由此推导出企业不存在最优资本结构的结论。

### 3. 传统理论(杜兰特,1952)

该理论认为,企业增加负债,尽管会导致权益成本的上升,但只要公司在稳健的负债水平内,就不会完全抵消债务成本低所带来的好处,因此会使综合资本成本下降,企业价值上升。但一旦超出稳健水平后,公司会逐渐失去负债所带来的降低资本成本的好处,权益成本的上升就不再能为债务成本的下降所抵消,综合资本成本会上升。由下降变为上升的转折点(稳健负债水平),便是综合资本成本的最低点,此时,资本结构达到最优。传统理论是一种介于净收入理论和净营业收入理论之间的理论。

## (二) 股利相关论

股利相关论又称“在手之鸟”理论,该理论被认为是流行最广泛且最持久的股利理论。其初期表现为股利重要论,后经威廉姆斯、林特纳、华特和戈登等发展为“在手之鸟”理论。其中戈登是该理论最主要的代表人物。他关于股利政策方面的代表性论著有:《股利、盈利和股票价格》(1959)、《投资、融资和公司价值》(1962)及《最优投资和财务政策》(1963)等。

根据“在手之鸟”理论,股票的价值等于未来股利的贴现值之和,公式如下:

$$V_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{1+K_t}$$

股利相关论是根据对投资者心理状态的分析而提出的。该理论认为,投资者对风险有天生的反感,并且认为风险将随时间延长而增大,因而在他们看来,通过保留盈余再投资而带来的资本利得的不确定性要高于股利支付的不确定性,而股利的实现是现实的,风险较小。由此,股东宁愿现在收到较少的股利,也不愿等到将来获得不确定的较多的股利或获得较高的股票出售价。因此,公司发放股利消除了股东的不确定感,从而对股票价格产生实际的影响。但在现实中,该理论的有效性取决于投资者对将风险和红利再投资于其他公司的风险预期,只有在预期风险相等的情况下,该理论才有效。

## (三) 随机游走假说

1900年,法国经济学家巴歇利埃(Louis Bachelier)在研究法国商品价格走势时惊奇地发现,这些商品的价格呈随机波动,也就是说,某种商品的当前价格是其未来价格的无偏估计值。从时间序列来看,第二天商品的预期价格期望值与今天实际价格差额的值等于0。因而他认为,价格行为的基本原则应是“公平原则”,投机者的期望利润应为0。这一发现与人们的传统看法不同,因为人们一致认为价格的波动是有规律可循的。

1905年,美国《自然》杂志刊登的一封通信中,向人们提出了这样一个问题:如果将一个醉汉置于荒郊野外,之后又须将他找回来,那么,从什么地方开始找起最好呢?答案是从醉汉最初所在的地点找起,该地点可能是醉汉未来位置的最佳估计值,因为我们假设醉汉是以一种不可预期的或随机的方式游走。这篇文章首次将这一规律定义为“随机游走”。

在金融文献中,“随机游走”术语通常不是很严格地来说明价格特征的,在这个价格序列中,全部后期价格变化都是随机偏离其前期的价格。这样,价格的变动便与以往的价格变化无关。规范地讲,随机游走假说表明:各投资收益在序列上是独立的,各投资收益的概率分布恒定不变。此后,奥肯(Working, 1934)、考尔斯(Cowles)和琼斯(Jones, 1937)提供了其他一些时间序列的证据。这些研究都发现,逐次价格变化之间的序列相关系数基本为零。

总体来说,上述这些理论大多是对某种惯例的描述,回答的是“投资、筹资、股利政策应该是什么”的规范性问题,很少对企业完整的财务现象进行系统性分析。这表明在20世纪50年代之前,公司财务理论没有系统的框架和完善的研究方法,其研究也是支离破碎的,而且只重视规范研究。

## 二、现代财务理论的成熟期

20世纪50年代后期至70年代末是西方经济发展的黄金时期。财务管理的内容和方法都发生了巨大的变化,从过去单纯的融资管理和资金运用管理发展成涉及多方面经济利益的收益分配管理。研究重心转向资本预算,包括净现值在内的多种技术分析被广泛用于资本预算分析,注重资金在公司内部的合理配置。最早研究投资财务理论的迪恩(Joel Dean)于1951年出版了《资本预算》一书,这本书对公司理财由融资管理向资产管理的飞跃发展具有决定性影响。此外,这一时期的研究进一步扩展了现金和存货管理、资本结构和股息策略。随着第三次科技革命的兴起和发展,财务管理中开始运用电子计算机等先进方法和手段,各种数学模型也被用于处理各种复杂的财务问题。公司财务管理迅速朝着严谨的数学分析方向发展,构成一系列的现代财务理论的基础性研究成果不断涌现。

### (一) 有效市场假设的发展

有效市场假设是一个关于理财行为的环境假设。1953年,肯德尔(Kendall)在其《经济时间序列分析——第一篇:价格》一文中检验了英国19种工业股票指数与纽约棉花、芝加哥小麦的价格周期变化后,明确提出了股票价格呈现出随机游走的特征,无规律可循。奥肯(Working, 1934)和奥斯伯恩(Osborne, 1959, 1962)也分别描述过上述观点。肯德尔还认为,股票价格的“随机游走”可能是股票市场的不确定性和投资者的非理智所致。

但随后许多学者的意见却与之相反,他们认为,随机游走恰好说明股市是理性的。萨缪尔森(Samuelson, 1965)与曼代尔布劳特(Mandelbrot, 1969)首次认真研究了随机游走模型与市场有效性的关系,认为有效市场意味着“公平博弈”预期收益模型,随机游走是市场有效性的充分条件,但不是必要条件。鲍尔与布朗(1968)提供了一些有效市场对新信息调整速度的证据。

1970年,美国著名财务学家法玛(Fama)提出了有效市场假说,使资本市场效率的概念更具有操作性。法玛对过去的相关研究成果作了系统的总结,提出了一个较为完整的

理论框架,严格论证了有效市场与随机游走模型、公平博弈模型以及下鞅模型的关系,将有效市场分为弱式有效、半强式有效及强式有效三种类型。

20 世纪 70 年代以后,有效市场假说获得了长足的发展。除了法玛的研究外,鲁宾斯坦(Rubinstein, 1975)等人从逻辑学、信息经济学的角度对市场有效性进行了重新构造,提出了不同的定义,并且首次把交易量与市场有效性结合在一起进行研究。詹森(Jensen, 1978)提出了一个考虑交易成本的定义,指出证券投资收益应该是除去交易成本和风险调整后的净收益,交易成本不仅包括交易过程中的成本(税收、手续费、机会成本等),也包括获得信息和处理信息的成本。这一定义对实证研究者很有启发,成为许多实证研究的基点。在市场有缺陷的条件下,可以通过检验是否存在经济利润来判断市场的有效性,这实际上是对法玛的市场有效性定义严格条件的放松,对解释一些股市的非正常现象很有说服力。

## (二) 投资组合理论

1952 年,马科维茨(H. Markowitz)发表了《证券组合选择》一文,针对金融市场的不确定性,对证券市场的最佳投资问题进行了开创性的研究,运用数理统计方法全面细致地分析了最优的资产结构,提出了现代证券投资组合理论。马科维茨的杰出贡献主要有两点:①建立了“均值-方差”分析框架;②提出了“有效前沿”资产组合理论。

投资组合风险用方差表示,取决于单项资产各自的方差和每两种证券之间的协方差的大小,用公式表示为:

$$E(R_p) = \sum_{i=1}^n W_i E(R_i)$$

$$\delta_p^2 = W_i^2 \sum_{i=1}^n \delta_i^2 + W_i W_j \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n \delta_{ij} \quad (i \neq j)$$

式中,  $E(R_p)$ ——投资组合的期望收益率;

$W_i$ ——第  $i$  中证券的投资比重;

$\delta_p^2$ ——投资组合的方差;

$\delta_{ij}$ ——各种证券之间的协方差。

对多种证券构成的投资组合,只要组合中两种证券的收益之间的相关系数小于 1,组合的方差就一定小于组合中各种证券方差的加权平均数,风险就会得以分散。

投资组合理论提出,投资者为了实现效用最大化,必将依据两条标准来选择投资组合,即在给定的预期收益下选择风险最小的资产组合和在给定风险下选择预期收益最大的资产组合,由此可以推出市场有效投资组合,如图 1-1 所示。曲线  $EF$  称为有效前沿。

投资组合理论的核心思想是:证券的组合投资是为了实现风险一定情况下的收益最大化或收益一定情况下的风险最小化。该理论为投资组合理论的发展和基于均值-方差分析法的定价问题提供了研究方法。

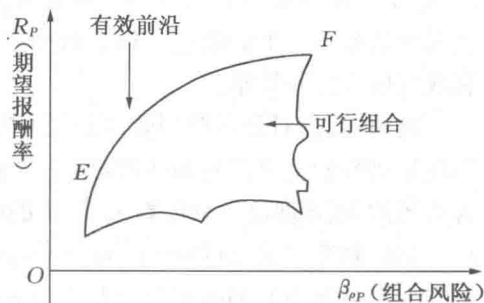


图 1-1 市场有效投资组合



### (三) 资本结构理论

1958年6月,米勒(Miller)和莫迪格莱尼(Modigliani)在《美国经济评论》上发表了《资本结构、公司财务与成本》一文,对企业价值与其资本结构的关系进行了严密的分析,提出了资本结构无关论(MM理论),由此开创了企业资本结构的现代研究。该理论认为,在一些假设下,由于套利机制的作用,企业不论发行股票筹资还是发行债券筹资,企业的价值不变,即企业的资本结构与其价值无关。

MM理论虽然在逻辑推理上得到了肯定,但在实践中却面临挑战,现实中,企业都非常重视资本结构对企业价值的影响。为了揭示这一理论与实际的差异,米勒和莫迪格莱尼于1963年对他们的理论进行了修正,提出了有企业税的MM模型,指出由于负债利息的抵税作用,企业可以通过增加负债来降低加权平均资本成本,从而提高企业价值,当负债率达到100%时,企业价值最大,综合资本成本最小。

MM理论提出后,西方财务中几乎各种资本结构均是围绕该模型的假设与命题进行的。在这个意义上,可以说MM理论标志着现代公司财务理论的诞生,是现代资本结构理论的基石。

资本结构理论随后主要沿着两个主要分支发展:一支以米勒、莫迪格莱尼、法拉、塞尔文、贝南和斯达普里顿等为代表,主要探讨税收差异对资本结构的影响,这个学派最后在米勒手中达到顶峰;另一支以巴科特、斯蒂格利茨、阿特曼和华纳为主,将市场均衡理论应用于资本结构理论的研究之中,重点研究破产成本与资本结构的关系问题,以后再推广到财务困境成本中。这两大学派最后再归结到以罗比切克、梅耶斯、斯科特、考斯和李真伯格等人所倡导的权衡理论,后来又演变为后权衡理论。1977年,米勒批驳斯蒂格利茨等人的均衡分析方法中没有考虑个人所得税的缺陷,而加入个人所得税,又一次修正了MM理论,形成米勒模型,使其研究结论又回到MM定理。

### (四) 股利政策理论

1961年,米勒和莫迪格莱尼发表的《股利政策、增长与股票价值》(*Dividend Policy, Growth and the Valuation of Share*)论文,第一次对股利政策的性质和影响进行了系统地分析,研究了完善资本市场中的股利政策。该理论在一系列严密的假设下,论证了股利政策不会对公司价值或其资金成本产生任何作用。该理论的关键是存在一种套利机制,通过这一机制,使支付股利与外部筹资这两项经济业务所产生的效益与成本正好相互抵消,股东对盈利的留存与股利的发放将没有偏好,因此,单就股利政策而言,无所谓最佳,也无所谓最次。他们的这一观点被称为MM股利政策无关性定理。MM理论开创了股利政策研究的新篇章。

此后,人们对公司股利政策的探索发生了变化,MM理论的严格假设条件成为现代股利理论研究的主要内容和线索,财务学家的研究重点转移到考察放松假设条件后的不完善市场的MM理论。总体看来,后来的研究大多围绕无交易成本及信息对称两个假设进行。如法勒和塞尔文(Farrar and Selwyn, 1967)、布伦南(Brennan, 1970)引进税负因素,研究现实世界中股利政策对企业价值的影响,建立了税差理论。随后,税差理论进一步发展为追随者效应理论,埃尔顿(Elton, 1970)、格鲁伯(Gruber, 1970)、布莱克和斯科尔斯