



21 世纪 高 等 学 校 金 融 学 系 列 教 材

21st

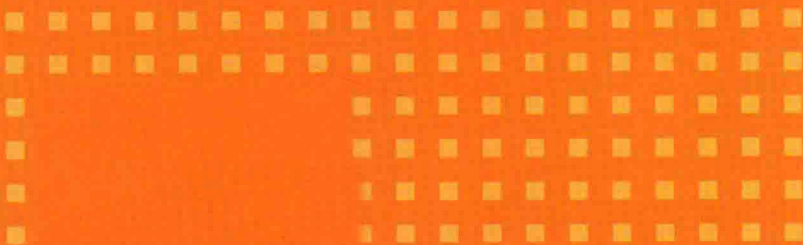
第二版

Textbooks
for Finance

现代公司 金融学

21 世纪 高 等 学 校 金 融 学 系 列 教 材

◎ 主编 马亚明



 中国金融出版社



现代公司金融学

(第二版)

XIANDAI GONGSI JINRONGXUE

主 编 马亚明

副主编 郝文泽

 中国金融出版社

责任编辑：王效端 张菊香

责任校对：张志文

责任印制：陈晓川

图书在版编目 (CIP) 数据

现代公司金融学 (Xiandai Gongsì Jinrongxue) / 马亚明主编. —2 版. —北京: 中国金融出版社, 2016. 8

21 世纪高等学校金融学系列教材

ISBN 978 - 7 - 5049 - 8612 - 2

I. ①现… II. ①马… III. ①公司—金融学—高等学校—教材 IV. ①F276. 6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 163451 号

出版

发行 **中国金融出版社**

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010) 63272190, 66070804 (传真)

网上书店 [http: //www. chinafph. com](http://www.chinafph.com)

(010) 63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010) 66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 保利达印务有限公司

尺寸 185 毫米 × 260 毫米

印张 25. 25

字数 562 千

版次 2009 年 6 月第 1 版 2016 年 8 月第 2 版

印次 2016 年 8 月第 1 次印刷

印数 1—3000

定价 49. 00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 8612 - 2/F. 8172

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

21 世纪高等学校金融学系列教材 编审委员会

顾问：

吴晓灵（女） 清华大学五道口金融学院 教授 博士生导师
陈雨露 中国人民大学 教授 博士生导师
王广谦 中央财经大学 教授 博士生导师

主任委员：

蒋万进 中国金融出版社 总编辑
史建平 中央财经大学 教授 博士生导师
刘锡良 西南财经大学 教授 博士生导师

委员：（按姓氏笔画排序）

丁志杰 对外经济贸易大学 教授 博士生导师
马君潞 南开大学 教授 博士生导师
王爱俭（女） 天津财经大学 教授 博士生导师
王效端（女） 中国金融出版社 副编审
王 稳 对外经济贸易大学 教授 博士生导师
王 能 上海财经大学 美国哥伦比亚大学 教授 博士生导师
王 聪 暨南大学 教授 博士生导师
卞志村 南京财经大学 教授 博士生导师
龙 超 云南财经大学 教授
叶永刚 武汉大学 教授 博士生导师
邢天才 东北财经大学 教授 博士生导师
朱新蓉（女） 中南财经政法大学 教授 博士生导师
孙祁祥（女） 北京大学 教授 博士生导师
孙立坚 复旦大学 教授 博士生导师
李志辉 南开大学 教授 博士生导师
李国义 哈尔滨商业大学 教授
杨兆廷 河北金融学院 教授
杨柳勇 浙江大学 教授 博士生导师
杨胜刚 湖南大学 教授 博士生导师
汪 洋 江西财经大学 教授 博士生导师
沈沛龙 山西财经大学 教授 博士生导师

宋清华 中南财经政法大学 教授 博士生导师
张礼卿 中央财经大学 教授 博士生导师
张 杰 中国人民大学 教授 博士生导师
张桥云 西南财经大学 教授 博士生导师
张志元 山东财经大学 教授
陆 磊 广东金融学院 教授 博士生导师
陈伟忠 同济大学 教授 博士生导师
郑振龙 厦门大学 教授 博士生导师
赵锡军 中国人民大学 教授 博士生导师
郝演苏 中央财经大学 教授 博士生导师
胡炳志 武汉大学 教授 博士生导师
胡金焱 山东大学 教授 博士生导师
查子安 中国金融出版社 副总编辑
贺力平 北京师范大学 教授 博士生导师
殷孟波 西南财经大学 教授 博士生导师
彭建刚 湖南大学 教授 博士生导师
谢太峰 首都经济贸易大学 教授 博士生导师
赫国胜 辽宁大学 教授 博士生导师
裴 平 南京大学 教授 博士生导师
潘英丽(女) 上海交通大学 教授 博士生导师
潘淑娟(女) 安徽财经大学 教授
戴国强 上海财经大学 教授 博士生导师

主编简介

马亚明，1973年10月出生，湖北赤壁人，经济学博士，教授，博士生导师。现任中国滨海金融协同创新中心研究员，天津财经大学经济学院副院长，天津市“131”创新型人才培养工程第一层次入选人，天津市宣传文化“五个一批”社科理论人才入选人。1995年、1998年在华中师范大学数学系分别获得理学学士学位和硕士学位，2001年在南开大学国际经济研究所获得经济学博士学位，2004年赴香港参加国内企业金融高级研修班，2008年赴美国加州州立大学富勒顿分校做高级访问学者。主要研究方向为资本市场与公司金融、货币金融理论与政策等。出版专著和教材5部，参编著作8部，在 *Rockey Mountain Journal of Mathematics*、《世界经济》、《国外社会科学》、《国际金融研究》、《南开经济研究》等国内外核心期刊公开发表论文50余篇，主持完成或在研国家社会科学基金重点项目、国家社会科学基金一般项目、天津社会科学基金项目、天津市政府重点咨询课题等各类项目10余项，参与完成国家社科重大项目1项、国家自然科学基金项目2项、其他省部级项目多项，多次获天津市金融学会优秀调研课题一等奖。



金融工程子系列

第二版前言

本书是在《现代公司金融学》（中国金融出版社2009年6月出版）基础上修订而成的。公司金融与资本市场紧密相关，尽管经历了2015年的“股灾”，但不可否认，2009年以来我国资本市场获得了长足的发展，创业板的推出、新三板的设立、融资融券业务的开展及股票发行注册制的渐近，为公司金融的教学提供了丰富的实践素材。

本书的修订在总结近年来国内外公司金融理论和实践发展的基础上，结合我国投融资政策的变化，针对本科生和金融专业硕士的培养要求，进行了较大规模的修改。主要体现在以下几个方面：（1）每章增加了知识结构图；（2）增加了第6章（企业不同生命周期融资方式与选择）和第10章（公司价值评估）两章全新的内容；（3）更新了部分案例，使案例更加具有时效性；（4）完善和更新了每章的习题，使本书更方便于教学；（5）吸收了公司金融理论与实务的一些新知识点，如在投资决策分析方法中增加了修正的内部收益率法、在企业融资方式中加入了新三板的内容等。

本书由马亚明教授担任主编，郝文泽担任副主编。各章修订工作具体分工如下：第1章、第2章，马亚明、王若涵；第3章、第4章，马亚明、宋羚娜；第5章、第6章，郝文泽、延诗苑；第7章、第8章，郝文泽、徐洋；第9章、第10章，李春霞、王玥；第11章、第12章，张伟、胡春阳；第13章、第14章，张伟、王经纬。

在本书的修订过程中，我们希望在保持公司金融知识体系完整性的同时，力求与时俱进、吐故纳新，但尽管如此，本书还可能存在一些疏漏和不足，恳请读者批评指正。

编者
2016年5月



金融工程子系列

第一版前言

我国以往的金融教学侧重于对宏观金融问题的研究和讲授，而微观金融教学则十分薄弱。现代西方发达国家对金融理论的研究侧重于微观层面，由托宾和马柯维茨创建的现代投资组合理论、资产定价理论等成为现代西方金融学主流。相应地，发达国家金融学高等教育也是以教授微观金融理论和业务为主的商学院模式下的金融学专业。近年来，随着改革开放的深入，我国金融业也发生了深刻的变化，资本市场及各种投资主体的发展、加入世界贸易组织之后金融业对外开放所带来的国际竞争压力、金融国际化过程中面临的越来越复杂的经营环境等，都迫使人们重视微观金融问题，对熟悉微观金融理论和业务的人才需求迅速增加。与此同时，一批具有国外教育背景或具有良好的数理分析基础的人员充实到金融学专业师资队伍中，大大提高了各高校开设微观金融课程的能力。在这种背景下，国内各高校金融学专业在保持宏观金融研究与教学优势的同时，开始注重微观金融的教学和研究，相继开设了一批微观金融、金融技术和现代金融实务方面的课程，如“公司金融”、“衍生金融工具”、“金融工程”、“投资组合理论与实务”等。但与国外著名大学相比，我国目前的金融学科在微观类课程方面差距较大。加强微观类课程的建设可以使学生所学能够更接近于现实和服务于社会，提高适应性和就业能力，同时，对于宏观金融研究的深化和提高对金融问题的总体把握亦有重要意义。

公司金融是“公司”(Corporate)与“金融”(Finance)的结合，它以企业为核心，金融市场为平台，研究作为经济法人的公司在从事与公司经营管理相关的金融活动中的一些规律性的问题。公司金融的基本内容包括投资决策、融资决策、股利政策决策、并购重组决策等，公司通过这些活动来实现其价值最大化的目标。公司金融是现代微观金融学的核心课程之一，目前我国的财经类院校、理工大学、综合性大学的金融学专业基本上都开设了“公司金融”(或称之为“公司理财”)这门课程，教材的内容以公司财务为主，但事实上，“公司金融”与“公司财务”有很大的区别。例如，公司股利决策虽然是公司金融和公司财务都涉及的内容，但公司金融侧重于从融资角度来分析公司股利决策，而公司财务则侧重于从分配角度来分析公司股利决策。为适应金融学课程体系改革和公司金融实践活动的需要，很有必要编写一本真正意义上的公司金融教材。

与国内现有的公司金融或公司理财教材相比，本教材将公司置于宏观金融环境中考虑，侧重于金融方面的内容，如金融市场、金融中介等，删掉了传统教材中的一些传统

内容,如财务报表分析、财务比率分析、营运资金的管理等,同时添加了一些更能突出公司金融活动的内容,如从法与金融的角度考虑公司治理,结合金融市场来考虑企业的并购重组。而且,本书在第12章中^①加入了公司金融的一些前沿问题的介绍,一方面能使部分读者能顺利地从中本科学的学习过渡到研究生阶段,另一方面也培养本科生进行科学研究的初步能力,为他们撰写本科毕业论文打下一定的基础。在内容上,本教材尽量与西方发达国家的公司金融教材接轨,在考虑到教材难易程度的基础上,尽可能用一些简单的数理模型来描述公司金融的一些基本理论,使读者能了解公司金融建模的一些基本方法和思维模式。本书整体来说有如下几个特点:

1. 新颖性、前沿性。本教材在介绍相关理论时,注重介绍相关理论的最新发展,使读者可以了解新的解释和理论,同时在传统公司金融教材的基础上,增添一些新的内容,如公司治理、并购重组、私募股权基金等。

2. 实用性。内容上注重经济学、金融学理论与实践的结合,在范围上尽可能涵盖公司金融活动的全过程,包括融资、金融投资以及保证融资正常循环的实物资产投资决策等。在涉及主要理论的章节,以我国上市公司为案例,使读者可以结合案例的相关背景,进一步将所学知识融会贯通。

3. 规范性。对公司金融中的一些核心内容,如MM定理、经营杠杆等,尽可能用比较简洁、规范的数理语言进行推导和论证,使读者能知其然,更知其所以然,进而能了解公司金融这门课程的逻辑思维。

4. 突出重点,体例清晰。每一章都匹配学习目标和本章小结,使读者能充分了解公司金融理论的重点和难点。

在本书的编写过程中,参考了国内外专家学者相关的研究成果,得到了天津财经大学副校长高正平教授的大力支持和帮助,在此表示衷心的感谢。本书由天津财经大学金融系马亚明制定写作大纲、组织编写和总纂定稿。具体编写分工如下:第1章、第7章、第8章由马亚明编写,第2章由柴正猛、马亚明编写,第3章、第4章由张元萍、周远编写,第5章由刘敬编写,第6章由李虹、黄树青编写,第9章由黄树青、马亚明编写,第10章由安合祥编写,第11章由温博慧编写,第12章由田存志编写。本教材主要是为金融系的高年级本科生设计的,也可以作为管理类与经济类专业硕士研究生、MBA,以及准备对公司金融作深入探究的读者的基础教材或参考书。第12章^②是针对研究生设计的,本书作为本科生教材时,教师可以省略这一章。

限于作者的水平和时间,本书结构和内容方面难免存在不足之处,恳请读者批评指正。

马亚明

2008年7月于天津财经大学

^① 第二版修订时改为第14章。

^② 第二版修订时改为第14章。



目 录

1	第1章 公司金融导论	33	二、融资
1	★本章知识结构 ★本章学习目的	36	三、公司金融活动原则
2	第1节 公司金融概述	38	本章小结
2	一、什么是现代金融学	39	本章思考练习题
3	二、现代金融理论的发展		
5	三、公司金融范畴的界定		
7	四、现代公司金融学的研究方法 特点		
8	第2节 公司金融的目标	40	第3章 资金的时间价值与证券的 价值评估
9	一、利润最大化	40	★本章知识结构 ★本章学习目的
10	二、每股盈余最大化	40	第1节 资金的时间价值
11	三、股东财富最大化	41	一、资金时间价值的含义
11	四、公司价值最大化	41	二、终值与现值
13	五、相关利益者价值最大化	43	三、年金
14	第3节 现代公司金融理论的发展	49	第2节 债券的估价
14	一、西方公司金融理论的发展	49	一、债券的基本要素
17	二、西方经典公司金融理论在我国的 研究现状	49	二、债券的估价
18	本章小结	52	三、影响债券价值的因素
19	本章思考练习题	53	第3节 股票的估价
20	第2章 公司与金融	53	一、现金流贴现模型
20	★本章知识结构 ★本章学习目的	56	二、市盈率估价法
20	第1节 企业的组织形式	58	本章小结
21	一、个人独资企业	59	本章思考练习题
21	二、合伙制企业		
22	三、公司		
24	第2节 公司金融与公司治理	62	第4章 收益与风险
24	一、公司目标与委托—代理问题	62	★本章知识结构 ★本章学习目的
27	二、公司治理的内涵	63	第1节 收益和风险的衡量
28	三、公司治理结构与公司金融决策	63	一、收益的度量
30	第3节 公司的金融活动	64	二、风险的度量
31	一、投资	65	三、风险的划分
		66	第2节 投资组合理论
		66	一、投资组合收益率和风险的测定
		69	二、投资组合收益率和 risk 的关系
		73	第3节 资本资产定价模型

2 现代公司金融学

74	一、资本资产定价模型的假设	120	一、内源融资
74	二、资本市场线	123	二、外源融资
75	三、证券市场线	135	第3节 企业不同生命周期融资方式与选择
77	第4节 套利定价理论	135	一、企业的生命周期理论
77	一、套利定价理论的基本假设	136	二、企业不同生命周期融资方式与选择
78	二、套利和套利证券组合	138	三、企业生命周期与企业资本配置效率
79	三、套利定价线	140	本章小结
81	四、套利定价理论和资本资产定价模型 的比较	141	本章思考练习题
84	本章小结		
84	本章思考练习题		
87	第5章 投资决策分析与资本 预算	142	第7章 债务融资
87	★本章知识结构 ★本章学习目的	142	★本章知识结构 ★本章学习目的
88	第1节 投资项目及其现金流量估算	143	第1节 企业借款融资
88	一、投资项目	143	一、短期借款融资
88	二、现金流量估算的原则	147	二、长期借款融资
90	三、现金流量估算的方法	150	第2节 企业债券融资
92	四、现金流量估算中应注意的问题	151	一、企业短期债券
93	第2节 投资项目决策的基本方法	152	二、企业长期债券
93	一、投资项目决策的静态分析方法	155	第3节 融资租赁
95	二、投资项目决策的动态分析方法	155	一、融资租赁概述
101	第3节 资本限额下的投资项目决策	157	二、融资租赁的种类
101	一、资本限额下的互斥方案投资决策 方法	161	三、租赁期满融资租赁物的处理
103	二、资本限额下的独立方案投资决策 方法	162	四、租赁决策分析
106	第4节 考虑投资风险的投资项目决策	162	五、融资租赁的租金
106	一、敏感性分析法	162	本章小结
109	二、情境分析法	163	本章思考练习题
110	三、盈亏平衡分析法		
113	本章小结	166	第8章 权益融资
115	本章思考练习题	166	★本章知识结构 ★本章学习目的
118	第6章 企业不同生命周期融资 方式与选择	167	第1节 普通股
118	★本章知识结构 ★本章学习目的	167	一、普通股的概念和种类
119	第1节 企业融资概述	168	二、首次公开发行融资
119	一、企业融资	173	三、再融资
119	二、企业融资方式分类	176	四、普通股融资的利弊
120	三、企业融资选择的必要性	177	第2节 优先股
120	第2节 企业融资渠道与方式	177	一、优先股的概念及特征
		178	二、优先股的种类
		180	三、优先股筹资的利弊
		181	第3节 私募股权投资基金
		181	一、私募股权投资基金概述
		183	二、私募股权投资基金的组织形式

- 184 三、私募股权基金在我国的发展现状
- 184 四、私募股权金融资的优势
- 186 第4节 认股权证与可转换债券
- 186 一、认股权证
- 189 二、可转换债券
- 192 本章小结
- 193 本章思考练习题
- 196 **第9章 资本成本与资本结构**
- 196 ★本章知识结构 ★本章学习目的
- 197 第1节 资本成本
- 197 一、资本成本的概念
- 198 二、影响资本成本的因素
- 199 三、资本成本的计算
- 203 第2节 经营风险、财务杠杆与
杠杆原理
- 203 一、经营风险与经营杠杆
- 205 二、财务风险与财务杠杆
- 207 三、复合杠杆
- 208 第3节 早期的资本结构理论
- 209 一、净收益理论
- 210 二、营业净收益理论
- 211 三、传统理论
- 212 第4节 现代资本结构理论
- 212 一、无公司税条件下的MM理论
- 216 二、存在公司税条件下的MM理论
- 220 三、米勒模型
- 222 四、权衡理论
- 224 第5节 信息不对称与新资本结构理论
- 225 一、优序融资理论
- 226 二、代理成本理论
- 227 三、信号模型
- 228 四、财务契约理论
- 229 第6节 资本结构决策
- 229 一、影响资本结构决策的因素
- 230 二、资本结构决策的方法
- 236 本章小结
- 236 本章思考练习题
- 241 **第10章 公司价值评估**
- 241 ★本章知识结构 ★本章学习目的
- 242 第1节 现金流量贴现法
- 242 一、基本原理
- 242 二、公司自由现金流量贴现模型
- 247 三、股权自由现金流量贴现模型
- 248 第2节 调整现值法
- 248 一、调整现值评估模型
- 249 二、调整现值模型的应用
- 253 第3节 经济利润法
- 253 一、经济利润评估模型
- 255 二、经济利润模型的应用
- 255 第4节 比较价值法
- 255 一、基本原理
- 256 二、常用的比率
- 259 三、比较价值法的应用
- 260 本章小结
- 260 本章思考练习题
- 262 **第11章 股利政策理论与实践**
- 262 ★本章知识结构 ★本章学习目的
- 263 第1节 股利的基本知识
- 263 一、股利与股利的种类
- 264 二、股利发放程序
- 266 三、股利政策在公司金融中的作用
- 267 第2节 传统股利政策理论
- 267 一、股利无相关假说
- 270 二、“在手之鸟”理论
- 270 三、股利分配的税收效应理论
- 273 第3节 现代股利政策理论
- 273 一、股利分配的信号传递理论
- 275 二、股利分配的代理成本理论
- 276 三、股利分配的客户效应理论
- 276 第4节 公司股利政策的选择
- 276 一、影响公司股利政策的因素
- 278 二、常用的股利政策
- 282 第5节 股票股利、股票分割和
股票回购
- 282 一、股票股利
- 283 二、股票分割
- 284 三、股票回购
- 286 本章小结
- 286 本章思考练习题
- 289 **第12章 公司资产重组与并购**
- 289 ★本章知识结构 ★本章学习目的
- 290 第1节 公司资产重组

4 现代公司金融学

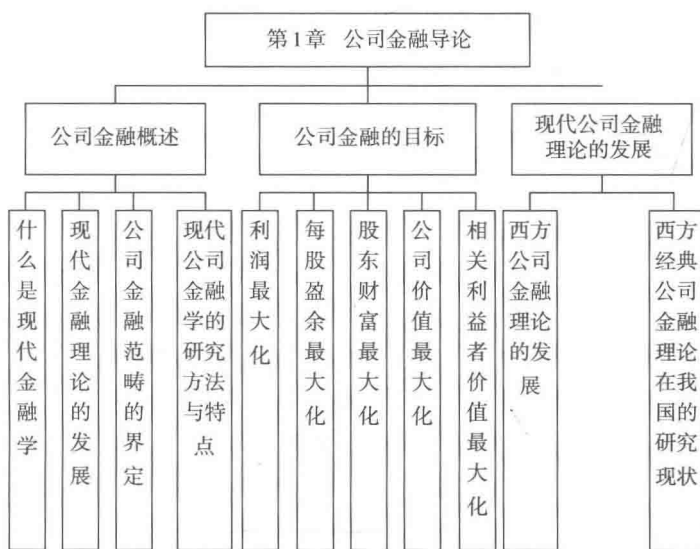
- 290 一、资产重组的概念
- 290 二、资产重组的分类
- 293 三、公司资产重组的若干形式
- 297 第2节 并购的诱因和类型
- 297 一、并购的概念
- 297 二、并购的诱因
- 300 三、并购的类型
- 303 第3节 并购一般程序
- 303 一、聘请中介机构
- 303 二、物色并购目标
- 304 三、目标公司预审
- 305 四、目标公司的估价和出价策略
- 306 五、支付方式选择
- 307 六、规划目标公司接洽和意向书签订
- 307 七、签署并购协议
- 308 八、并购后的整合
- 308 第4节 管理层收购与反收购
- 308 一、杠杆收购
- 309 二、管理层收购
- 310 三、管理层收购的运作模式
- 312 四、反收购对策
- 314 本章小结
- 315 本章思考练习题
- 319 第13章 公司风险管理
- 319 ★本章知识结构 ★本章学习目的
- 320 第1节 风险的识别与种类
- 320 一、公司风险的含义
- 321 二、公司风险的种类
- 325 三、公司风险的识别
- 326 第2节 风险管理与公司价值
- 326 一、公司风险管理的目标
- 326 二、风险管理对公司价值的影响
- 328 第3节 风险估测方法: VaR 分析法
- 328 一、VaR 及其相关概念的含义
- 329 二、测算 VaR 的主要方法
- 333 第4节 风险管理的工具
- 333 一、远期合约
- 335 二、期货合约
- 337 三、期权合约
- 339 四、互换合约
- 341 第5节 公司风险管理的实践
- 341 一、公司主营业务风险管理的实践
- 343 二、公司非主营业务风险管理的实践
- 347 本章小结
- 348 本章思考练习题
- 351 第14章 公司金融前沿理论专题
- 351 ★本章知识结构 ★本章学习目的
- 352 第1节 行为公司金融
- 352 一、行为公司金融理论
- 353 二、投资者非理性时的公司金融行为
- 359 三、管理者非理性时的公司金融行为
- 362 四、投资者和管理者都为非理性时的情形
- 363 五、行为公司金融研究在我国的实践意义及展望
- 363 第2节 股权结构与公司业绩
- 364 一、股权结构与公司业绩的理论研究
- 366 二、国外股权结构与公司业绩的实证研究
- 367 三、国内股权结构与公司业绩的实证研究
- 369 四、总结
- 369 第3节 信息非对称与公司的投融资决策
- 369 一、信息非对称与证券市场
- 370 二、信息不对称与公司投资决策
- 371 三、信息不对称与公司融资决策
- 373 四、信息不对称下的融资理论
- 376 本章小结
- 377 本章思考练习题
- 378 思考练习题答案
- 384 参考文献



第1章

公司金融导论

本章知识结构



本章学习目的

1. 了解现代金融学的内涵和现代金融理论的发展;
2. 掌握公司金融的范畴;
3. 了解现代公司金融学的研究方法特点;
4. 理解公司金融的目标;
5. 了解公司金融理论在西方的发展及在我国的研究现状。

第1节 公司金融概述

一、什么是现代金融学

金融在经济发展中承担着越来越重要的角色。世界银行在2001年出版的《金融与增长》报告中指出，“经济增长和消除贫困取决于一国金融体系的有效运行”。邓小平同志在1991年1月视察上海时也指出，“金融很重要，是现代经济的核心。金融搞活了，一着棋活，全盘皆活。”无论对研究者还是实践者，金融领域都是值得冒险的乐园。金融这一术语，也已经成为一个重要的日常词汇，如银行、信托、货币、利率、汇率、股票、债券、信用卡、权证、股指期货、股市泡沫等。每天的新闻报道也充斥着各种各样的金融事件，例如，人民币升值、人民币贬值、央行加息、提高银行存款准备金率、通货膨胀、股票价格波动、股权分置改革、沪港通、深港通、熔断机制、注册制等。事实上，在人们的经济生活中，金融所涵盖的领域非常广，它包括与物价紧密联系的货币流通、银行与非银行金融机构体系、货币市场与资本市场、保险系统、金融工具与支付系统，以及国际金融等。但这是“大众化的金融”，是宽泛意义上的金融，它将与货币（Money）有关的全部内容都纳入了金融的范畴，这不是现代金融学的内涵。如果要从学科的高度来定义金融学则不是一个简单的问题。在国内学界，对于“金融”一词的代表性定义为“货币流通和信用活动以及与之相联系的经济活动的总称”。一般而言，国内学界理解“金融学”（Finance），主要以“货币银行学”（Money and Banking）和“国际金融”（International Finance）两大代表性科目为主线。其原因大致有二：一是在视资本、证券为异类的历史环境下，由政府主导的银行业间接融资是金融实践的中心内容。与此相适应，针对银行体系的货币金融研究成为金融学的绝对主导。二是发端于20世纪80年代初的改革开放国策使对外贸易的重要性大大加强，国内高校相应大面积开设以国际收支和贸易为核心的“国际金融”（International Finance）专业。在这种情况下，国内金融研究的范畴主要集中于货币、信用、银行、货币供求、货币政策、国际收支、汇率等专题。

但国内高等院校的金融专业学生常常会惊讶地发现，自己手中的金融学教材与国际上普遍采用的金融学教材在内容上存在较多差异；而国内的金融学教授在国际学术交流中也往往和国外同行缺少共同的研究兴趣和学术语言。甚至有人认为，中国金融学不是水平高低的问题，而是有没有的问题，因为在《金融经济学杂志》（*Journal of Financial Economics*）、《金融学杂志》（*Journal of Finance*）、《金融研究评论》（*Review of Financial Study*）等国际三大顶尖的金融学期刊上很难找到大陆学者的踪影。那么国际上金融学的情况又如何呢？

我们不妨以国内学者经常引用的《新帕尔格雷夫经济学词典》为例，斯蒂芬·A. 罗斯（Stephen A. Ross）在其所撰的“金融学”（Finance）这一条目中明确写道：金融学以其不同的中心点和方法论而成为经济学的一个分支，其中心点是资本市场的运营、

资本资产的供给和定价。其方法论是使用相近的替代物给金融契约和工具定价。罗斯概括了“Finance”的四大课题：“有效率的市场”、“收益和风险”、“期权定价理论”和“公司金融”。而默顿（Merton）则在其备受好评的《金融学》一书中指出，金融学是研究人们在不确定的环境中如何进行资源跨期配置的学科。Webster 字典则将“To Finance”定义为“筹集或提供资本”（to raise or provide funds or capital for）。因此，国外金融学的研究主要包括四个层面：一是公司金融与公司治理；二是投资者行为；三是金融资产的价格行为和金融市场的微观结构设计；四是商业银行、投资银行及投资基金等金融中介机构的运作。

由此可见，国际通行的金融学继承了新古典经济学的精神，其核心是从微观角度研究不确定条件下，能够实现资本最优配置的金融资产均衡价格。而国内金融研究的热点问题，如商业银行改革、金融宏观调控、中央银行与货币政策、通货膨胀、利率市场化、金融风险及其防范、通货紧缩等事实上是主流宏观经济学的货币演绎，在国际上均被归入宏观经济学的研究领域，所谓的国际金融学其实也只是开放环境下的宏观经济学（Open Macroeconomics）。总体观之，国内所理解的“金融学”，大体属于西方学界宏观经济学、货币经济学和国际经济学领域的研究活动。而西方学界所指的“Finance”，就其核心研究对象而言更侧重微观金融领域。

基于微观经济分析的西方金融学已经成为当今最激动人心的经济学分支之一。这不仅是因为其短短几十年的发展造就了多位诺贝尔经济学奖获得者，而且其精深的模型和思想已经直接或间接地应用于金融市场运作和投资实践。诺贝尔经济学奖获得者默顿（Merton）曾这样说过：“优美的科学不一定实用，实用的科学也未必给人以美感，而现代金融学却兼备了优美和实用。”确实，这个高度复杂的分析领域，包含了概率论和随机过程等抽象数学最完美的应用；同时，出自“象牙塔”里金融学家之手的许多模型，已经或正在实际的金融市场中大放异彩。

二、现代金融理论的发展

“优美”又“实用”的现代金融理论到今天只有半个世纪的发展历史。20世纪50年代以前，金融研究只不过是经济学中非常不起眼的的一个领域。但进入50年代后，以数学为基本分析工具、论证严格的现代金融理论开始出现，并以极其迅猛的速度发展。

（一）现代金融理论的开创者——马柯维茨

1952年，马柯维茨在《金融学杂志》上发表了《投资组合选择》一文，这篇仅有14页的论文既是现代资产组合理论的发端，同时也标志着现代金融理论的诞生。在该文中，马柯维茨在投资者效用最大化的基础上，将复杂的投资决策问题简化为一个风险（方差）和收益（均值）的二维选择问题（均值—方差模型），即投资者在相同的期望收益条件下，选择风险最小的证券组合；或者在相同的投资风险下，选择预期收益率最大的证券组合。进而以此为基础，证明了证券组合的风险分散效应：随着证券组合中包含的证券的数目增加，单个证券的风险对证券组合的风险的影响越来越小，证券之间的相互作用成为证券组合风险的主要来源；给定证券组合，证券之间的相关程度越小，证

券组合的风险分散效应就越大。

(二) MM 定理：金融学发展史上的里程碑

库恩 (Kuhn) 认为，成熟的科学必须确立一种“范式” (Paradigm)。从这一角度来看，金融学真正发展成为一门成熟的学科是在 1958 年。在该年 6 月的《美国经济评论》上，米勒 (Miller) 和莫迪利安尼 (Modigliani) 提出了著名的 MM 定理，即企业的市场价值与资本结构无关。他们的证明极为简洁，如果在完全市场中的两家公司拥有相同的现金流入，但却拥有不同的资本结构，那么这两家公司的价值应该相同。否则的话，投资者可以卖出价值较高公司的证券同时买入价值较低公司的证券，通过套利 (Arbitrage) 轻松获取收益，直至两个公司的价值相等为止。MM 定理被誉为金融学发展史上的一座里程碑，但其重要性并不在于定理本身，而在于其首次将无套利作为金融学的分析“范式”，即在一个无摩擦的金融市场上不存在零投资、零风险但却能获取正收益的机会，换言之，金融市场不存在“免费的午餐”。

(三) CAPM 和 APT：资产定价理论的革命

20 世纪 60 年代，以马柯维茨的均值一方差模型为基础，夏普 (Sharpe, 1964)、林特纳 (Lintner, 1965)、莫辛 (Mossion, 1966) 各自独立地提出了著名的资本资产定价模型 (Capital Asset Pricing Model, CAPM)，即在资本市场均衡时，任何证券或证券组合的收益与风险满足下面的线性关系

$$r - r_f = \beta(r_M - r_f)$$

式中： r 是证券或证券组合的期望收益率； r_f 是无风险收益率； r_M 是市场组合的预期收益率； β 是证券或证券组合的系统风险测度。CAPM 被认为是现代金融市场价格的脊梁，被广泛应用于测定投资组合绩效、证券估价以及资本成本的计算中。夏普因在这个领域中的先驱性成就而获得 1990 年度诺贝尔经济学奖。

CAPM 模型在考虑决定资产收益率的因素时，只分析了一个因素即市场组合的影响，而且 CAPM 模型要求的假设太强。有鉴于此，罗斯 (Ross, 1976) 突破性地发展了资本资产定价模型，提出了套利定价理论 (Arbitrage Pricing Theory, APT)。APT 建立在“一价法则”基础之上，其理论要点是证券的收益率与一组影响它的要素线性相关，即

$$R_i = a_i + b_{i1}F_1 + b_{i2}F_2 + \cdots + b_{ij}F_j + \varepsilon_i$$

式中： R_i 为第 i 种证券的收益率； F_j 为第 j 个影响证券收益率的要素； b_{ij} 为证券 i 的收益率对要素 j 的敏感程度； ε_i 为随机误差项。

(四) B—S 期权定价公式：“华尔街的第二次革命”

MM 定理的证明运用了静态的套利分析，而布莱克 (Black) 和舒尔斯 (Scholes) 则通过动态的套利策略证明了著名的 B—S 期权定价公式，从而对标的资产的价格服从正态分布的期权进行定价。期权定价理论的提出早于期权市场的建立，这是经济学产生以来唯一一次理论领先于经济事实的发现，是“华尔街的第二次革命”。

(五) 有效市场假说：现代金融理论的基石

有效市场假说是现代西方金融理论的核心思想之一。萨缪尔森曾指出，如果金融经济学是社会科学王冠上的宝石，那么有效率市场假说必定构成这颗宝石一半的刻面。