

黄 鹏 著

新世纪

财

Xinshiji

务专论

caiwuzhuanlun



◆ 苏州大学出版社

新世纪财务专论

黄 鹏 著

苏州大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

新世纪财务专论/黄鹏著. —苏州: 苏州大学出版社,
2002.3

ISBN 7-81037-949-6

I. 新… II. 黄… III. 公司-财务管理-研究
IV. F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2002)第 014032 号

新世纪财务专论

黄 鹏 著

责任编辑 张 凝

苏州大学出版社出版发行

(地址: 苏州市干将东路 200 号 邮编: 215021)

丹阳兴华印刷厂印装

(地址: 丹阳市胡桥镇 邮编: 212313)

开本 850×1168 1/32 印张 17.75 字数 443 千

2002 年 3 月第 1 版 2002 年 3 月第 1 次印刷

印数 1-3100 册

ISBN 7-81037-949-6/F·102(课) 定价: 32.00 元

苏州大学版图书若有印装错误, 本社负责调换
苏州大学出版社营销部 电话: 0512-7258815

前 言

我国企业正面临着前所未有的经济机遇和严峻挑战——加入 WTO、参与全球化的市场竞争。在机会与风险并存的全球经济环境中,企业财务已不再是被动地筹集外部资金和处理内部具体财务问题的一种工具,而是已经成为格外注重在有效的金融市场上,对各种金融商品进行理性选择,以便抓住机遇、规避风险、实现企业价值最大化财务目标的一门科学。它深刻地反映了世纪之交企业理财观念的变革及理财思路、模式和方法的创新,极大地启示了中国财务科学在下一世纪的发展趋势。实践证明,现代财务理论从一开始就被广泛地运用于企业财务分析和决策之中,并不断地受到财务实践的检验;企业理财已日益成为金融市场中的一种主动经营活动,它比起企业在实物商品市场中的经营活动毫不逊色。

作为企业管理重要组成部分的财务管理一直是我国企业管理中的薄弱环节。我国的企业在加入 WTO 的过程中提升其财务管理水平是参与全球竞争的必由之路。尽管加入 WTO 对我国各个行业、各种类型的企业所产生的冲击表现在方方面面且不容忽视,但全球经济一体化所带来的市场空间的扩大,信息技术对传统企业改造带来的管理效率和管理水平的提升,以及互联网、电子商务对企业运作模式的彻底革新等都会给世纪之交的中国企业提供巨大的发展机遇。我国企业应立足自身的优势,充分分析和挖掘自身潜能,运用信息技术、互联网、电子商务等现代化的管理手段改造企业固有的落后的业务流程和运作模式,以成本、效率为核心,

全面提升企业的管理水平,尤其是企业的财务管理水平。

众所周知,20 世纪从 50 年代初到 80 年代末,中国选择了计划经济体制。近半个世纪的试验和摸索,中国人在重新审视亚当·斯密的“看不见的手”之后,终于迈出了建立社会主义市场经济体制的新步伐。然而,如果只是简单地重复西方国家的老路,那么,我们就浪费了整整一个世纪人类积聚的宝贵经验和精神财富。特别是进入 20 世纪 50 年代以后,财务科学的许多研究成果都获得了诺贝尔经济学奖。例如,在投资组合理论研究方面所取得的突破性进展,将传统财务学推进到现代财务学的新阶段,使财务管理从描述科学的领域进入到实证科学的领域;资本资产定价模型自创建以来一直是企业分析资本资产价值和证券投资的资本模型;资本结构理论亦始终是企业理财中理论和经验分析的基础与标准;期权定价理论更是集中反映了现代财务理论的最新研究成果,为现代企业财务决策提供了一套全新的分析思路,在实践中具有十分重要的应用价值;信息不对称理论则对市场是万能的传统经济理论提出了挑战,应用十分广泛。正因为如此,现代财务科学被誉为现代经济学的典范,并与资本市场理论和投资理论并驾齐驱,共同构成了 21 世纪的主流经济学。

由于共同面向市场,企业制度改革,经济、科技的全球化进程使得中西方企业在财务观念、理论和实践上的差异日益缩小,因此国外先进的财务观念和成功的理财模式会更加广泛地被中国企业所吸纳与借鉴,成熟的财务理论将会更好地推进中国财务科学的研究和发展。但是,融合中西方理财思想和管理文化,必须符合中国国情、具有中国特色、形成更加适合中国企业应用的财务科学体系。只有这样,才有可能使中国企业的财务管理水平走到世界前列,使中国的财务管理从理论上和实践上都真正成为一门最有活力的管理科学,并不断地步入世界先进水平的行列。

自 1994 年起,本人在苏州大学财经学院为硕士研究生主讲

“公司理财”课程,几十遍的修炼,略有长进,似有感悟。本书是以历年的讲稿为基础撰写而成的,可以说是作者多年来从事财务管理教学和研究的阶段性总结。

全书共分十五章,包括了当代公司财务的主要理论、方法和应用,力求观念的前瞻性、理论的先进性和方法的实用性。本书围绕企业价值最大化这一财务目标展开,对新世纪财务科学最重要的观念、理论和方法,例如财务目标理论、财务环境理论、现值及价值守恒定律、风险控制理论、价值评估理论、资本成本理论、财务战略理论、投融资战略、资本结构战略、资本资产定价模型、套利定价模型、期权理论、资本市场理论以及代理理论、信息不对称理论、跨国兼并理论和网络财务理论等都进行了专门论述。在论述理论和方法时,本书以国际通用准则为基础;在涉及应用和实务、设计实例和引用案例时,则尽量适合中国国情。

本书的写作动机之一是试图为那些在现代市场经济中作为微观经济主体的现代企业提供一把理财的钥匙。因为在新世纪,具有巨大活力、代表中国现代企业发展趋势的那些微观经济主体不仅对于上述观念、理论和方法是无法回避的,而且在复杂多变、无比激烈的全球竞争中必须以此来强化自己的理财意识,规范自己的财务行为,并由其自己来科学回答和正确处理所面临的各种财务问题。这将决定企业在竞争中的命运和发展后劲。科学的财务观念、先进的财务理论和高超的理财技巧对企业的生存和发展的影响将越来越大。为此,在新世纪培养更多懂得财务科学、熟悉金融市场和风险管理及擅长财务运作的财务管理人才已成为当务之急,这是本书作者的又一写作动机。由于受作者个人视野和学识水平的限制,本书对理论问题的论述、对实践问题的观察和对这些问题的探讨,肯定尚有偏颇或不当之处,甚至错误也在所难免。因此,由衷地接受任何严肃而科学的批评,这也是本书作者所追求的。唯此,财务科学才能发展,管理水平才会提高,个人学识方能

长进。

当本书即将付印时,作者感触颇深。要想在财务科学知识的海洋中畅游,真是谈何容易。管理学、会计学、金融学、经济学、财税学和数学等一门都不能少,需要学习的知识真是太多了。虽然呈现在读者面前的只不过是一本很不起眼的“小书”,但是作者已是费了九牛二虎之力,最后是凭借兴趣、鼓足勇气才得以完成。“书到用时方恨少”真乃千古真理。在兴奋与疲惫之余,首先要感谢我的老师和父母,是他们共同铸就了我的人生;其次要感谢我的妻子和朋友,是他们齐心扶持了我的人生;再次要感谢我的学生和同行,是他们双向激励了我的人生。

作者在写作过程中,借鉴了国内外有关专家、教授、学者最近出版的财务管理方面的优秀论著、教材与其他文献,获益匪浅。在此,特对这些作者表示由衷的敬意和谢意!此外,我的研究生朱冬琴为我收集了部分资料,张裕龙和孙振华为我打印了部分文稿,对他们的无私帮助,我同样表示深深的谢意!苏州大学出版社的张凝同志为了本书能及早与读者见面,亲自策划、编辑,她那高质、高效的工作作风,无疑为本书增色不少,给我留下了深刻的印象。在此,我要从心里对她说一声“谢谢”!

本书的出版得到苏州大学 211 工程学科建设的立项资助和财经学院的支持、帮助。作者将再接再厉,决不辜负学校各级领导以及老师的关心和厚望。

鉴于本人水平与时间有限,书中谬误之处,敬请广大读者批评指正。

著 者

2001 年 10 月于苏州大学财经科学馆

目 录

前言	(1)
第一章 走向 21 世纪的财务科学	(1)
一、20 世纪西方财务科学走过的历程	(1)
二、20 世纪西方财务科学的杰出贡献与深刻启示	(5)
三、21 世纪我国财务科学发展趋势和财务管理模式创新	(9)
第二章 财务目标的国际比较与国情研究	(23)
一、财务目标的国际比较	(23)
二、中国的市场经济体制	(26)
三、中国的内部人控制问题	(31)
第三章 财务目标的确立和实现	(43)
一、财务目标设计理论：委托—代理理论	(43)
二、财务目标的评价	(47)
三、财务目标的选择	(52)
四、财务目标的实现	(60)

第四章 现值与定价原理	(66)
一、现值	(66)
二、资产估价方法与模型	(70)
三、债券定价	(79)
四、普通股股票定价	(87)
第五章 风险与收益	(99)
一、收益及其测定	(99)
二、风险及其测定	(108)
三、风险估计和溢价	(115)
四、投资组合理论	(118)
五、资本市场理论	(129)
第六章 企业价值评估	(151)
一、企业价值评估概述	(151)
二、调整账面价值法	(153)
三、直接比较法	(160)
四、股票和债券的估值法	(173)
五、折现现金流量法和市盈率法	(186)
第七章 资本成本估算	(189)
一、资本成本概述	(189)
二、固定收入证券资本成本估算	(191)
三、普通股股票资本成本	(199)
四、资本资产定价模型	(202)
五、套利定价模型	(212)
六、估算公司的资本结构权重	(214)

第八章 财务环境研究	(217)
一、“入世”对我国企业财务管理的影响	(217)
二、经济体制环境对财务管理的影响	(222)
三、市场经济环境对财务管理的影响	(227)
四、法律环境及其税法环境对财务管理的影响	(234)
五、金融环境变化对财务管理的影响	(243)
第九章 财务战略设计	(248)
一、企业战略的涵义及其发展	(248)
二、财务战略的涵义与地位	(255)
三、财务战略的设计	(257)
第十章 融资战略研究	(298)
一、融资战略的动机分析和环境分析	(298)
二、企业融资结构优化	(307)
三、国有企业融资发展趋势与改革	(316)
四、企业融资风险的防范	(324)
五、跨国公司融资	(331)
六、国际资本市场证券化趋势与我国海外证券融资策略	(331)
七、企业集团的内部融资	(338)
第十一章 资本结构研究	(343)
一、资本结构理论简介	(343)
二、莫迪格莱尼—米勒模型(简称 MM 模型)	(346)
三、不对称信息及对公司价值的影响	(356)
四、对资本结构理论的评说	(359)

五、目标资本结构的设定：案例	(362)
六、良性资本结构的提出和模式选择	(370)
七、良性资本结构的确定和案例分析	(376)
第十二章 投资战略研究	(385)
一、多元化投资战略	(385)
二、投资形成战略	(396)
三、空间投资战略	(400)
四、产业投资战略	(403)
五、人力资本投资战略	(404)
六、绿色投资战略	(406)
七、成本领先战略	(408)
八、投资战略创新	(411)
第十三章 期权理论及其财务价值	(416)
一、期权概述	(417)
二、可转换证券和认股权证	(430)
三、期权定价理论	(444)
四、期权定价模型	(450)
五、管理期权	(469)
六、期权在风险管理中的应用	(476)
第十四章 跨国公司并购及其风险控制	(482)
一、经济全球化——机遇和挑战并存	(482)
二、跨国公司面向 21 世纪的并购	(486)
三、跨国并购是世界直接投资的重要形式	(491)
四、跨国并购面临的主要风险	(493)
五、跨国并购风险控制的主要途径	(499)

六、财务集中控制	(501)
七、应用平衡积分法进行内部控制	(509)
八、内部控制设计	(513)
第十五章 网络财务研究	(519)
一、网络财务的涵义和意义	(519)
二、网络财务的技术平台	(520)
三、网络财务的优势	(522)
四、网络财务系统内部控制的影响	(526)
五、财务人员在网络财务环境下应充当的角色	(528)
附表	(530)
主要参考文献	(551)

第一章 走向 21 世纪的财务科学

中国市场经济的成熟、现代企业制度的完善,以及国内外竞争的加剧,促使企业管理的重点从以商品生产为中心的经营管理逐渐转换到以企业资金为中心的资本经营上来。财务管理作为一种自觉的理财活动,体现着企业经营者对资金的经营及其运动的规划、协调与控制。在企业管理中,经营者们已不单纯只注重实物商品的生产和经营,而且还格外注重在有效的金融市场上,对各种金融商品进行理性选择,以便分散经营风险和财务风险,实现资产和资本的保值、增值,直至实现公司价值最大化的目标。公司如何融资、投资,以及如何进行资产管理和股利分配,应该是 21 世纪公司理财的基本内容。

一、20 世纪西方财务科学走过的历程

20 世纪是现代财务科学的产生和完善阶段,西方经济发达国家经历了一个世纪的市场运作,形成了一系列经典财务理论和一整套科学理财经验与方法,其大部分适合中国国情,是值得吸收和借鉴的。刚刚步入新世纪,回顾财务科学走过的历程,展望其未来的前景,无疑具有十分重要的现实意义。

(一) 20 世纪上半叶:注重融资决策和资产管理的财务时期

19 世纪末至 20 世纪 20 年代,是现代公司发展的重要时期。这一时期,西方股份公司快速成长,并经历了两次企业兼并高潮。

所有这些都促进了资本市场的发育和企业规模的扩大,新的行业和企业不断涌现。各企业普遍面临着如何筹集扩大经营所需资金的问题。然而,当时的资金市场不够成熟,企业提供投资者有关收益和资产价值等方面的财务信息往往失真,加之企业内线人员和股市操作人员参与股票买卖,经常导致股价大起大落,致使广大投资者裹足不前,不愿也不敢购买企业股票。

进入 30 年代,持续的世界性经济大萧条导致成千上万的企业破产倒闭。财务管理的重点迅速由扩张型的外部融资转向防卫型的内部资金调控,如破产清算、债务重组、资产评估、保持偿债能力等。与此相适应,政府也加强了对证券市场的管理,如美国政府于 1933 年和 1934 年分别通过了《联邦证券法》和《证券交易法》,规定企业在发行证券前必须向证券交易委员会登记注册,向投资者提供可靠的财务信息,并按规定的模式向证券交易委员会定期报告财务状况,以便消除金融市场运行的无序状态,保护广大投资者和债权人的合法权益,为实现公司融资的规范化和有效化创造了条件,为企业财务状况的系统分析及资产流动性分析奠定了基础。

为此,这一时期的财务科学研究主要集中在公司融资决策和资产管理上。

据文献记载,第一部系统研究公司财务理论的著作是美国财务学者格林纳于 1897 年出版的《公司财务》。格林纳从公司外部因素入手探讨了大型企业的融资问题,并着重探讨了公司组织和财务问题的实质。从此,财务管理作为一门独立研究学科从经济学中分离出来,并不断发展和完善。

此后的代表作有米德于 1910 年出版的《公司财务》,该书不仅研究了信托融资问题,而且还研究了公司外部融资的其他问题,如利润确定、公司发起、出售有价证券、股利政策、控股公司、公司合并、租赁和重组中的财务问题等。戴维于 1920 年出版了《公司财

务政策》，在该书中，戴维以公司经营生命周期为基础，系统地阐述了各个经营时期的融资问题，从而奠定了未来 30 年的融资理论模式，是现代财务理论的经典著作。莱昂于 1938 年出版了《公司及其财务问题》，在该书中，莱昂在戴维的融资理论模式基础上，提出了“所有权附带因素”概念，并且认为，公司融资就是将公司风险、收益和控制这三个基本的所有权附带因素分配给不同的投资者，从而为财务学家从内部因素分析公司融资提供了概念基础。

1934 年，公司资产管理理论的代表人物史蒂文森出版了《财务组织与管理》，该书详细地阐述了有关公司资产管理问题和预算控制、销售预测、生产过程财务控制、资产和费用财务控制以及财务管理协调等问题。但是，直到第二次世界大战后，汉特和威廉斯出版了《融资案例分析》，公司资产管理的问题才引起理论界的重视。该书既分析了公司外部融资问题，也分析公司内部财务管理问题。

1951 年，迪安出版了其名著的《资本预算》，对财务理论从外部融资时期转入内部决策时期产生了决定性的影响。自此，以固定资产投资决策为研究对象的资本预算成为财务管理的研究中心；财务经理开始重视资本在企业内部的合理配置与有效利用，研究的角度从企业外部转向企业内部，财务管理的重点亦从资产负债表的右方（负债和股本）转向左方（资产）；财务决策开始和生产决策、营销决策并驾齐驱，共同成为公司赖以生存和发展的三大决策支柱。1953 年，美国学者哈瓦德和厄普顿出版了《企业财务基础》，才使公司资产管理理论系统化和方法定量化。在该书中，哈瓦德和厄普顿扩展了莱昂的“所有权附带因素”概念，着重分析了现金预算中的风险问题。之后，计算机开始用于财务分析，各种计量模型逐渐应用于存货、现金、应收账款和固定资产等科目；现金流折现方法被用于资本预算分析及金融资产定价，资本成本、股息

策略、资本结构和风险理论也开始发展起来。

(二) 20 世纪下半叶:注重组合选择和资本结构的财务时期

第二次世界大战之后的整个 50~60 年代,全球范围内又经历了第三次企业兼并高潮。与前两次明显不同的是,这次兼并并非单纯通过横向兼并扩大规模和纵向兼并扩充资本,以便获取巨大的规模经济效益,而是采取混合式兼并方式,由优势企业兼并那些与其生产和职能并无多大联系,甚至毫无联系的其他行业部门的企业,从而谋求生产经营多元化,以降低经营风险。这一时期,财务学家们开始转向公司投资决策研究。

1959 年,马科维兹在预期投资收益和风险计算方面对托宾首创的投资组合选择理论作了进一步丰富和扩展,首次提出了平均方差分析法,形成了研究风险与报酬之间关系的理论。夏普师承马科维兹的投资组合选择理论,于 1964 年提出了资本资产定价模型(简称 CAPM),更进一步揭示了风险与报酬之间的数量关系,从而使马科维兹微观分析迈向了金融资产价格形成的市场分析,使资本资产定价模型在公司投资决策中具有了广泛的实用性,被认为是金融市场现代价格理论的主干。

20 世纪 70 年代是财务管理的一个重要发展时期,经济金融化成为现代经济中的一个趋势,金融市场出现了许多基本的、重要的变化,金融工具不断创新,促使公司财务与金融市场的联系日益加强。这不仅对公司理财提出了挑战,而且也为财务科学的发展提供了机遇。1973 年,布莱克和斯戈尔斯根据期权投资中的预期和对冲概念,创立了期权定价模型(简称 OPM);1976 年,罗斯根据资本资产定价模型的基本思路,推导出套利定价理论(简称 APT)。所有这些,形成了现代财务学的主要理论框架。

进入 80 年代以后,伴随着计算机的广泛应用,现代通信技术和交通工具的迅速发展,公司不断朝着国际化和集团化的方向发

展,国际贸易和跨国经营空前活跃,加之美元贬值,通货膨胀肆虐,里根政府的政策导向、垃圾债券的发行,以及企业为防御敌意兼并而采取的防御性兼并,出现了第四次企业兼并高潮。这次兼并的一个重要特征就是国际兼并,它使财务研究的注意力转向了国际财务管理领域。

80 年代末到 90 年代,国际金融市场动荡不安,公司面临着高度不确定的投资和融资环境,财务风险的评估和回避日益受到重视,从而导致财务理论数学化、动态化和最优化。美国学者达夫认为,传统的资本资产定价模型是一个单一期间静态模型,必须予以动态化。假设投资者的初始效用函数是连续递增的,且为严格凹函数,那么,给定一附加约束条件,就可以根据随机尤拉方程式确定有价证券的价格,马尔柯夫动态规划和均衡是动态资产定价的基本数学工具。默尔顿则最早将连续时间序列应用于资本资产定价和有价证券分析,建立所谓连续时间金融理论,解决了投资组合理论中随机事项分析的一系列重大问题。

随着资本资产定价和投资组合选择理论的发展,财务学者不再停留在从外部因素分析入手来研究公司融资对公司价值的影响及其杠杆效应,而是试图建立公司最优资本结构。莫迪格莱尼和米勒通过大量实证性研究,共同倡导的著名的 MM 定理,是现代融资经典理论。该定理认为,即使信贷利率上升,资本成本也可能不变,因而在不考虑税金因素时,公司资本结构对公司价值没有直接影响。它为正确评估预期投资收益和举债经营提供了科学依据。

二、20 世纪西方财务科学的杰出贡献与深刻启示

回顾 20 世纪,特别是后半期,财务科学形成了一系列经典理论,托宾、莫迪格莱尼、马科维兹、夏普、米勒、斯戈尔斯、默尔顿、阿克洛夫、斯彭斯和斯蒂格利茨等一批在财务科学研究领域中作