

Advanced Financial
Management



高等学校会计学专业系列教材

高级财务 管理

(第二版)

陈文浩 主编



高等教育出版社
HIGHER EDUCATION PRESS

Advanced Financial
Management

 高等学校会计学专业系列教材

高级财务 管理

(第二版)

陈文浩 主编



高等教育出版社
HIGHER EDUCATION PRESS

图书在版编目(CIP)数据

高级财务管理/陈文浩主编. —2 版. —北京:高等教育出版社,2007. 8

ISBN 978 - 7 - 04 - 021686 - 8

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

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2007)第 114588 号

策划编辑 刘自挥 责任编辑 肖春茂 封面设计 吴昊 责任印制 蔡敏燕

出版发行	高等教育出版社	购书热线	010 - 58581118
社 址	北京市西城区德外大街 4 号		021 - 56964871
邮政编码	100011	免费咨询	800 - 810 - 0598
总 机	010 - 58581000	网 址	http://www.hep.edu.cn
传 真	021 - 56965341		http://www.hep.com.cn
			http://www.hepsh.com
经 销	蓝色畅想图书发行有限公司	网上订购	http://www.landaco.com
排 版	南京理工出版信息技术有限公司		http://www.landaco.com.cn
印 刷	江苏如皋市印刷有限公司	畅想教育	http://www.widedu.com
开 本	787 × 960 1/16	版 次	2007 年 8 月第 2 版
印 张	24.75		2001 年 7 月第 1 版
字 数	505 000	印 次	2007 年 8 月第 1 次
		定 价	32.00 元

本书如有缺页、倒页、脱页等质量问题,请在所购图书销售部门联系调换。

版权所有 侵权必究

物料号 21686 - 00

第二版前言

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。现代财务学立足于企业微观,置身于经济宏观,涉及财政、金融、部门经济与管理等多学科学术领域。从这个意义上说,财务可以被称为一门新兴的边缘学科。1990年诺贝尔经济学奖的获得者,美国纽约大学的H.马科维茨教授、斯坦福大学的W.夏普教授和芝加哥大学的M.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,博得了举世的荣誉。

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。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构建了理财环境,而现代企业制度的建立为企业发展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,而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的逐渐形成和不断完善,经济结构和管理方式已发生了深刻的变化。一方面,旧体制下的问题和矛盾已得到较好的解决;另一方面,又出现了不少新的问题和新的矛盾。在新形势下如何使企业财务与国际接轨,如何通过加强管理来提高经济效益,这需从理论和实践的结合中找到好的解决办法。我国的经济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,而且随着经济全球化的发展,我国加入WTO后的跨国经营趋势又在客观上向我国财务界提出了更高的理论和实践要求。为了适应上述情况,笔者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。

但是,我国对财务管理理论和方法的研究与现代财务发展的水平相比,仍然存在着很大的差距。虽然引进了一些基本理论,但还是停留在基本概念和公式上,而财务管理作为一门解决现实财务运行中各种矛盾和问题的应用学科,对实践应有一定的指导意义。因此,在宏观经济条件已经发生变化,特别是社会主义市场经济体制已初步构建并逐步完善的现代中国理论界与实务界正在探索有效的原理、政策与方法,博采众长,走自己创新之路,研究适应我国国情的财务管理理论和方法,就成为我们编写《高级财务管理》一书的指导思想。

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运作的实践经验,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的方法,力争做到实用性和超前性相统一,定性与定量分析相结合,更新理财观念和运作技巧,以推动我国财务管理的理论和实践的发展。

本书之所以冠之为“高级”,是因为它主要是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读物。在此过程中我们借鉴了国际上的成功经验,凝聚了作者的部分研究成果,力求站在更高的角度来分析财务现象,并结合国内、国际最新财务活动从不同的角度进行对比论述。我们在第一版的基础上作了较多的修订,并增加了现代财务发展、行为财务学、财务管理机制、EVA 评价体系、财务预警系统等章节。

本书主要适用于财经类大专院校和综合大学商学院的专业教学,同时也可供财经和管理专业的教师、学生和经济管理干部等人士参考使用。本书由陈文浩、张士怀、张纯、刘晓宏、黄丹、李飞、李莹、林莹、管章侠、胡博雅、包雪飞参加编写,全书由陈文浩总纂。

由于作者水平有限,书中难免会有不当之处,恳请读者批评指正。

作 者

2007 年 7 月

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。现代财务学立足于企业微观,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。从这个意义上说,财务可以被称为是一门新兴的边缘学科。1990年来诺贝尔经济学奖的获得者,美国纽约大学的 H. 马科维茨教授、斯坦福大学的 W. 夏普教授和芝加哥大学的 M. 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,博得了举世的荣誉。

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。我国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构建了理财环境,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;挑战来自于市场的公平竞争,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。

随着我国市场经济的逐渐形成和不断完善,经济结构和管理方式已发生了深刻的变化。一方面旧体制下形成的问题和矛盾已得到比较好的解决;另一方面又出现了不少新的问题和新的矛盾。在新形势下如何使企业财务与国际接轨,如何通过加强管理来提高经济效益,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,而且随着经济全球化的发展,我国加入 WTO 后的跨国经营趋势又在客观上向我国财务界提出了更高的理论和实践要求。为适应上述情况,笔者试图从一个新的角度考察我国新形势下企业理财的一些理论及其实务问题。

《高级财务管理》一书,主要是对我国深化经济体制改革过程中企业财务的发展和热点问题,以专题的形式展开讨论,借鉴了国际上的成功经验,凝聚了作者的部分研究成果,力求站在更高的高度分析财务现象,并结合国内和国际发生的最新财务活动从不同的角度进行对比论述。全书共分九章,内容涵盖财务的功能、财务管理机制、财务监督、企业业绩评价、财务风险管理、企业兼并与控股、企业清算、风险企业融资、跨国公司财务等。

本书作者分工如下:陈文浩撰写第一、二、三、六、九章,何学斌、高新宇、叶盛撰写第四章,刘云撰写第五章,陈文浩、郭丽红撰写第七章,陈文浩、冯侠撰写第八章,全书由陈

文浩主编。

本书可用于高等财经类院校的研究生、本科生的教材和学习参考书,尤其是财务、财政、金融、投资、工商管理 and 会计专业学生的学习需要,也可作为研究单位和企业高级管理人员更新知识的参考读物。在本书的编写中江西财经大学的袁业虎同志提供了一些有益的建议,在此表示感谢。

限于我们的学术水平,本书中难免有不足之处,敬请广大读者指正。

作 者

2001年3月31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给予严厉打击。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)58581897/58581896/58581879

传 真：(010)82086060

E - mail: dd@hep. com. cn

通信地址：北京市西城区德外大街 4 号

高等教育出版社打击盗版办公室

邮 编：100011

购书请拨打电话：(010)58581118

2007年8月第2版
2007年7月第1版
2007年8月第1次
32.00元 价 宝

787×960 1/16
24.75
202 000 本 开
24.75 米 印
202 000 数 字

本册书为... 请向... 联系...

... ..

... ..

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	2
第二节 财务理论的深化发展期	10
第三节 现代财务理论发展的新特征	15
第四节 我国现代财务理论的研究现状及其启示	21
练习题	28
第 2 章 我国的财务代理人制度	31
第一节 企业治理结构及委托代理问题	32
第二节 我国的财务代理人制度问题	36
第三节 建立财务代理人制度的现实意义	42
第四节 财务代理人制度的具体实施	45
练习题	50
第 3 章 行为财务学	52
第一节 行为财务学概论	53
第二节 行为财务学的基本理论	56
第三节 传统财务理论与行为财务理论的比较	62
第四节 行为财务理论模型和实证研究	66
练习题	72
第 4 章 企业财务功能的开发	75
第一节 企业的财务目标	76
第二节 企业的财务功能	87
第三节 发挥企业各层次财务功能的作用	99
练习题	107
第 5 章 财务管理机制	110
第一节 企业财务管理机制概述	111

第二节 现代企业制度下的财务控制·····	116
第三节 现代企业制度下的经营者激励机制·····	124
练习题·····	127
第 6 章 财务监督·····	130
第一节 财务监督概述·····	131
第二节 国有企业的财务监督·····	134
第三节 财务总监委派制·····	138
练习题·····	149
第 7 章 企业业绩评价·····	151
第一节 企业业绩评价概述·····	152
第二节 业绩评价的指标体系·····	154
第三节 具有中国特色的企业业绩评价体系·····	165
练习题·····	171
第 8 章 EVA 评价体系 ·····	177
第一节 EVA 的来源与计算原理 ·····	178
第二节 EVA 的激励机制与评价理念 ·····	190
第三节 EVA 是一种新的价值管理工具 ·····	194
第四节 EVA 是现代企业管理的一场革命 ·····	197
第五节 EVA 指标与上市公司业绩 ·····	201
第六节 实施 EVA 管理模式的关键因素 ·····	206
练习题·····	208
第 9 章 风险管理·····	213
第一节 风险管理与企业价值的关系·····	214
第二节 企业融资风险管理·····	218
第三节 企业投资风险管理·····	226
第四节 企业收入分配风险管理·····	235
练习题·····	237
第 10 章 财务预警系统 ·····	239
第一节 财务预警系统概述·····	240
第二节 财务预警系统的构建·····	242

第三节 财务预警系统的实施·····	256
第四节 财务预警指标体系及其运用·····	258
第五节 其他影响企业财务预警系统的因素·····	263
练习题·····	268
第 11 章 企业的并购重组与公司的控制 ·····	270
第一节 企业并购概述·····	271
第二节 企业并购的财务评价·····	275
第三节 剥离与分立·····	286
第四节 公司控制·····	291
练习题·····	296
第 12 章 财务重整与清算 ·····	302
第一节 财务重整·····	303
第二节 财务重整的实施·····	307
第三节 企业清算·····	310
练习题·····	318
第 13 章 风险金融投资 ·····	323
第一节 风险企业与风险资本·····	324
第二节 风险企业融资·····	327
第三节 风险企业融资策略·····	332
第四节 风险企业融资问题的启示·····	337
练习题·····	344
第 14 章 跨国公司财务管理 ·····	350
第一节 跨国公司外汇风险管理·····	351
第二节 跨国公司筹资管理·····	358
第三节 跨国公司投资管理·····	362
第四节 跨国公司运营资本管理·····	367
第五节 跨国公司税收管理·····	373
练习题·····	379
参考文献 ·····	384
教学课件索取单	

第1章

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。本节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、拓展理论研究成果、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,公司理财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,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、建筑公司、建筑协会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,投资者损失严重,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。

这期间的代表著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理论的三种理论: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得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,随机游动模型表明: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发挥了决定性影响。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,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。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:

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

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

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;

δ_p^2 ——投资组合的方差;

δ_{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。

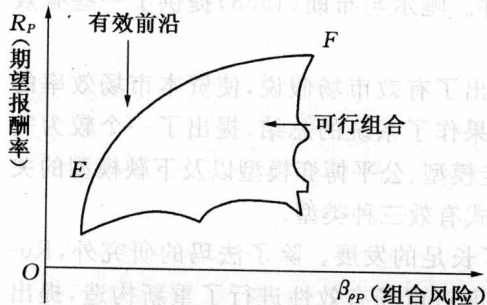


图1-1 市场有效投资组合

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。