

Mc
Graw
Hill
Education

国际工商管理精选教材

Analysis for Financial Management

(10th edition)

翻译版

财务管理分析 (第10版)

〔美〕罗伯特·C.希金斯 (Robert C. Higgins) 著
沈艺峰 等译



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

国际工商管理精选教材

Analysis for Financial Management
(10th edition)

翻译版

财务管理分析
(第10版)

[美] 罗伯特·C.希金斯 (Robert C. Higgins) 著
沈艺峰 等译



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

著作权合同登记号图字：01-2013-4065

图书在版编目(CIP)数据

财务管理分析：第10版 / (美) 希金斯 (Higgins, R. C.) 著；沈艺峰等译. —北京：北京大学出版社，2015. 9

(国际工商管理精选教材·翻译版)

ISBN 978-7-301-23993-3

I. ①财… II. ①希… ②沈… 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 (2015) 第 220373 号

Robert C. Higgins

Analysis for Financial Management, tenth edition

ISBN 0-07-803468-X

Copyright © 2012 by McGraw-Hill Education.

All Rights reserved. No part of this publication may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic or mechanical, including without limitation photocopying, recording, taping, or any database, information or retrieval system, without the prior written permission of the publisher.

This authorized Chinese translation edition is jointly published by McGraw-Hill Education and Peking University Press. This edition is authorized for sale in the People's Republic of China only, excluding Hong Kong, Macao SAR and Taiwan.

Copyright © 2015 by McGraw-Hill Education and Peking University Press.

版权所有。未经出版人事先书面许可，对本出版物的任何部分不得以任何方式或途径复制或传播，包括但不限于复印、录制、录音，或通过任何数据库、信息或可检索的系统。

本授权中文简体字翻译版由北京大学出版社和麦格劳-希尔（亚洲）教育出版公司合作出版。此版本经授权仅限在中华人民共和国境内（不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾）销售。

版权© 2015 由北京大学出版社与麦格劳-希尔（亚洲）教育出版公司所有。

本书封面贴有 McGraw-Hill Education 公司防伪标签，无标签者不得销售。

书 名 财务管理分析（第10版）

CAIWU GUANLI FENXI

著作责任者 [美] 罗伯特·C. 希金斯著 沈艺峰等译

责任编辑 叶楠

标准书号 ISBN 978-7-301-23993-3

出版发行 北京大学出版社

地 址 北京市海淀区成府路205号 100871

网 址 <http://www.pup.cn>

电子信箱 em@pup.cn QQ: 552063295

新浪微博 @北京大学出版社 @北京大学出版社经管图书

电 话 邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62752926

印 刷 者 北京大学印刷厂

经 销 者 新华书店

787毫米×1092毫米 16开本 23.25印张 537千字

2015年9月第1版 2015年9月第1次印刷

定 价 49.00元

未经许可，不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有，侵权必究

举报电话：010-62752024 电子信箱：fd@pup.pku.edu.cn

图书如有印装质量问题，请与出版部联系，电话：010-62756370

出版者序

作为一家致力于出版和传承经典、与国际接轨的大学出版社，北京大学出版社历来重视国际经典教材，尤其是经管类经典教材的引进和出版。自 2003 年起，我们与圣智、培生、麦格劳希尔、约翰威利等国际著名教育出版机构合作，精选并引进了一大批经济管理类的国际优秀教材。其中，很多图书已经改版多次，得到了广大读者的认可和好评，成为国内市面上的经典。例如，我们引进的世界上最流行的经济学教科书——曼昆的《经济学原理》，已经成为国内最受欢迎、使用面最广的经济学经典教材。

呈现在您面前的这套“引进版精选教材”，是主要面向国内经济管理类各专业本科生、研究生的教材系列。经过多年的沉淀和累积、吐故和纳新，本丛书在各方面正逐步趋于完善：在学科范围上，扩展为“经济学精选教材”“金融学精选教材”“国际商务精选教材”“管理学精选教材”“会计学精选教材”“营销学精选教材”“人力资源管理精选教材”七个子系列；在课程类型上，基本涵盖了经管类各专业的主修课程，并延伸到不少国内缺乏教材的前沿和分支领域；即便针对同一门课程，也有多本教材入选，或难易程度不同，或理论和实践各有侧重，从而为师生提供了更多的选择。同时，我们在出版形式上也进行了一些探索和创新。例如，为了满足国内双语教学的需要，我们改变了部分影印版图书之前的单纯影印形式，而是在此基础上，由资深授课教师根据该课程的重点，添加重要术语和重要结论的中文注释，使之成为双语注释版。此次，我们更新了丛书的封面和开本，将其以全新的面貌呈现给广大读者。希望这些内容和形式上的改进，能够为教师授课和学生学习提供便利。

在本丛书的出版过程中，我们得到了国际教育出版机构同行们在版权方面的协助和教辅材料方面的支持。国内诸多著名高校的专家学者、一线教师，更是在繁重的教学和科研任务之余，为我们承担了图书的推荐、评审和翻译工作；正是每一位推荐者和评审者的国际化视野和专业眼光，帮助我们书海拾慧，汇集了各学科的前沿和经典；正是每一位

译者的全心投入和细致校译,保证了经典内容的准确传达和最佳呈现。此外,来自广大读者的反馈既是对我们莫大的肯定和鼓舞,也总能让我们找到提升的空间。本丛书凝聚了上述各方的心血和智慧,在此,谨对他们的热忱帮助和卓越贡献深表谢意!

“千淘万漉虽辛苦,吹尽狂沙始到金。”在图书市场竞争日趋激烈的今天,北京大学出版社始终秉承“教材优先,学术为本”的宗旨,把精品教材的建设作为一项长期的事业。尽管其中会有探索,有坚持,有舍弃,但我们深信,经典必将长远传承,并历久弥新。我们的事业也需要您的热情参与!在此,诚邀各位专家学者和一线教师为我们推荐优秀的经济管理图书(em@pup.cn),并期待来自广大读者的批评和建议。您的需要始终是我们为之努力的目标方向,您的支持是激励我们不断前行的动力源泉!让我们共同引进经典,传播智慧,为提升中国经济管理教育的国际化水平做出贡献!

北京大学出版社
经济与管理图书事业部

译者序

长达一个世纪里，在西方财务学历史发展的各个不同阶段，都曾先后存在各类不同版本的财务学教科书，这些教科书在财务学科的历史上占有相当重要的地位。一方面，虽然这类教科书往往只是使用通俗易懂的语言和表达方式，本身没有太多艰深、奥妙的理论在内，教科书的作者也不见得是财务学某一方面的理论大师，但由于教科书的作者常常能够把在那个时期比较流行的各种理论加以归纳串联和表述，搭出一个基本框架，所以，这批教科书还是能够体现若干历史时期内财务学科建设的客观事实，反映一定历史条件下财务理论的发展水平，具有不可忽视的历史作用。比如米德（E. S. Mead）这个人，虽然他本人并没有提出过在财务思想史上有重大意义的理论，但米德于 1910 年撰写的《公司理财》却被公认为是第一本现代西方财务学教科书，在财务理论史上具有里程碑式的地位。另一方面，财务学教科书也是西方财务学家传播财务思想和观念，推介财务理论，为企业提供财务分析手段，促进社会公众对财务学科的理解和重视的重要宣传工具之一。萨缪尔森在谈到经济学教科书时曾说过：“每个人都知道，当一种思想写进这种书（指教科书——引者注）中以后，不管它是多么不正确，它几乎会变为不朽的。”^① 财务学是经济学的一门分支，财务学家也与经济学家一样不能脱俗，自第一任主席费尔德博士（Dr. Kenneth Field）之后，美国财务学会数任主席如格思曼（Harry G. Guthmann）、韦斯顿（J. F. Weston）、米勒（M. H. Miller）、迈尔斯（S. C. Myers）、利曾伯格（R. H. Litzenberger）和罗斯（S. A. Ross）等人都醉心于财务学教科书的编写和修订。其中最为典型的是范霍恩（J. C. Van Horne）。范霍恩是美国财务学会 1984 年的主席，他所撰写的《公司财务与政策》从 1968 年起以每三年修订一次的速度到 1995 年已整整出了十版，堪与当年格思曼和杜格尔（H. E. Dougall）的《公司财务政策》五年内连续印刷九次相媲美。随着时间的推移，历史的变迁，不同时代财务理论表现形式的不同需要，旧一代或老一版的财务学教科书终究要被新一代或新一版的财务学教科书所替代，财务学教科书的这种更迭替换正是现代西方财务理论发展的一个缩影。历史地看，在确立起现代意义上的财务学教科书之前，西方财务学教科书大致上还经历过以下两个阶段的演进：早期阶段（1900—1928 年）和过渡阶段（1929—1949 年）。就时间顺序而言，西方财务学教科书这一演变过程与西方财务理论的发展进程大体上是相适应的。^②

① 见萨缪尔森：“论《通论》”，载《新经济学》（哈利斯编），纽约，1948 年，第 147 页。转引自萨缪尔森著，高鸿业译，《经济学》译者序，商务印书馆，北京，1981 年版，第 I 页。

② 关于西方财务理论的历史发展，见沈艺峰：“现代西方财务学：形成、演变及最新发展趋势”，载《中国会计年鉴》，1999 年。诺加德（R. L. Norgaard）所划分的阶段与译者不同，他把 1860—1949 年看成是组织阶段，把 1950—1959 年当作过渡阶段，最后把 1960 年至今称为管理-价值评估阶段。见诺加德：“企业理财教科书的演变”，载《财务管理》，1981 年十周年纪念刊，第 34—45 页。

一、早期阶段的西方财务学教科书

财务学在西方独立作为一门学科出现于20世纪初。1900年3月10日,一位名为贝奇利尔(Louis Bachelier)的法国人写了一篇题为《投机理论》的博士论文。这篇关于证券市场的统计研究数十年后被认定是标志着财务学从经济学中独立出来成为一门新学科的里程碑。不过,关于贝奇利尔,我们所知甚少,只知道他因为写了这篇博士论文而在毕业后找不到工作,没有人愿意要一个“投机”家。后来他勉强到法国一所规模很小的学院里教书,穷困潦倒。数年后,一场大火烧毁了学院,学院所有的档案毁于一旦,甚至没有能够给我们留下一张贝奇利尔本人的照片。但是,在这篇直到1960年才被译为英文的论文里,我们已经可以看到现代西方财务理论早期的思想萌芽。虽然在贝奇利尔之前,还有一位纽约市的审计师格林(T. Greene)编撰过一本题为《公司理财》的书,但是这本书从内容上看名不副实,更像是一本为业者编写的“手册”。除此之外,“自(贝奇利尔)之后,财务学的基本理论似乎发展缓慢”。^①作为这种现状的反映,这时期的财务学教科书像纽约大学商学院会计和财务学教授、纽约市立商业培训公司主席洛(W. H. Lough)所言“如此稀少”,大致上能搜罗到的只有1903年由沃顿商学院律师克利夫兰(F. A. Cleveland)所编的《财务学首要教程》,1906年由罗纳德出版社董事长科宁顿(H. R. Conyngton)撰写的《企业的融资》,库珀(F. Cooper)在同一年编撰的《为企业融资》。此外就是1909年由沃顿商学院教授米德(E. S. Mead)编撰的《公司理财》,由莱昂(H. Lyon)在1912年编写的《公司财务》,著名的培生(Prentice-Hall)出版公司的创始人格斯滕伯格(C. W. Gerstenberg)于1915年编著的《公司财务资料》及其到1924年才出版的配套教材《财务组织和商业管理》,1917年洛的《企业理财学》和杜因(A. S. Dewing)1919年首次出版的《公司理财政策》,以及博纳维尔(J. H. Bonneville)1927年出版的《企业经营的组织与融资》。表1列出了其中五本代表性的财务学教科书的基本内容。从表1可以明显看出这时期的此类书已经具有现代财务学教科书的雏形,例如财务学已经被独立出来成为一门分支学科,具有自己的学科内容。杜因就明确指出:“财务学可以简便地分为公共财政和私人财政,前者处理如何保护政府行为下的钱财安全和公共基金的管理……后者又进一步再分为各类部门,例如个人理财、合伙制理财和公司理财……现在这本书的主要目的就是要描述公司理财的过程。”^②杜因对财务学的这种分类现今仍被沿用。另外,少数学者如洛已经构建起非常接近于当代财务学教科书的基本框架。洛的书尽管从现代观点来看,理论的部分单薄了一点,但整体框架已经相当接近于当代财务学教科书。令人遗憾的是,洛的书没有流行起来,倒是像格斯滕伯格和杜因这类“百科全书式”的教科书充斥一时。

① 见伊特韦尔(J. Eatwell)、米尔盖特(M. Milgate)和纽曼(P. Newman):“财务学”,《新帕尔格雷夫大辞典》,第xii页。

② 见杜因:《公司理财政策》,罗纳德出版公司,纽约,1921年版,第vii-viii页。

表 1 过渡时期代表性财务学教科书的再版情况（1910—1949 年）

作 者	书 名	出 版 商	各 版 年 份
1. J. H. Bonneville (L. E. Dewey and H. M. Kelly)	《企业经营的组织与融资》	Prentice-Hall, Inc.	1927, 1935, 1938, 1945, 1949
2. F. F. Burchett (J. Hick)	《公司理财》	Harper & Dow Johnson Publishing Co.	1934, 1948, 1959
3. A. S. Dewing	《公司理财政策》	The Ronald Press	1919, 1920, 1926, 1934, 1941
4. C. W. Gerstenberg	《财务组织和商业管理》	Prentice-Hall, Inc.	1924, 1932, 1939
5. E. S. Mead	《公司理财》	D. Appleton & Co.	1910, 1912, 1915, 1920, 1923, 1925, 1928, 1933, 1941

注：括号内的作者为再版时的合作者。

不过，总体来说，这时期的财务学教科书仍存在三个显著的缺点：第一，这时期的教科书博大而不精深、庞杂而不系统，基本上是当时关于公司财务的各种材料的汇总。缺乏一个基本统一的体系，理论部分也相对缺乏。像杜因的书，共五卷，多达 1 281 页，其中 50% 为各种注脚，令人对一代大师的博才多学肃然起敬。而格斯滕伯格的书也是洋洋洒洒的 1 023 页，属编年史般的巨著。格氏自撰一单页序言，说明该书“在原始文件无法使用或不适用时，可在课堂上用于帮助学生对公司财务的学习”，^① 并自称花了 7 年的时间才搜集到这些材料。第二，当时学术界对“公司财务”这门学科的理解也比较肤浅，而且往往是从很狭义的范围来看待财务学。例如，格斯滕伯格在谈到他的教科书时曾说过：“公司财务管理的内容从与企业年度报告相联系中就可以进行了。”^② 相关学者在关于财务学的定义、对象、目标，以及财务学科的目的和作用等基本问题的认识上都与现在的观点有较大的差距，比如关于财务学的定义和对象，连一代大师杜因也只是认为：“财务学是关于钱的科学……然而‘财务学’一词，从一般最为广泛的定义来说，通常也只缩小到仅仅是包括对掌握钱的控制权和管理权的原理和方法的研究，钱自储蓄者转移而来……因此，财务学变成指大型资本化企业，无论是受政府、政治分支机构或者个人与个人团队管理。”^③ 而关于财务学的目的，米德就认为，“‘公司财务’的目的在于解释和演示公司在销售、资本化、财务管理以及合并与重组中所使用的办法”。^④ 而库珀则认为：“一般目的在于为诚实地推销企业起到帮助作用”。关于财务学科的作用，莱昂甚至说：“在某种场

① 见格斯滕伯格：《公司财务资料》，培生出版公司，纽约，1915 年版，序页。

② 同上书，第 xvi 页。

③ 见杜因：《公司理财政策》，罗纳德出版公司，纽约，1921 年版，第 vii 页。

④ 见米德：《公司理财》，苹果顿公司，纽约和伦敦，1912 年版，第 viii 页。

合可能对一个律师起到帮助作用。”^① 凡此种种,说明该时期的财务理论仍处于零乱、幼稚的阶段,财务学教科书也就无法从理论高度相对全面地传授财务基础知识,搭建财务学科体系。第三,从1881年沃顿商学院成立到1910年止,美国共有包括加州大学伯克利分校、芝加哥大学、达特茅斯学院、纽约大学等在内的14所商学院,以公司理财为名称的课程首次出现于1904年,不过,这时期出版的财务学教科书却是出自各种不同目的,不完全是为学生编写的,像洛的书,他自己说该书是为三类人而写的,“第一类……包括公司发起人、董事长和高级管理人员……第二类包括银行家、债券经纪人和其他财务人员……第三类包括工程师、律师、会计师和其他职业人员”。^② 库珀的书则干脆加个副标题:“为推销商、投资者和商人提供一般信息和建议的手册”。其中真正为学生编写的书只有莱昂、米德和格斯滕伯格(1924)的书。哥伦比亚大学讲师莱昂的这本书则是基于他为达特茅斯图克管理和金融学院学生上课时的讲稿所编写的。米德的《公司理财》则被公认为是有史以来第一本为学校学生编写的现代财务学教科书。该书“大量地使用了1908—1909年间在哈佛商学院讲授公司财务一课时的讲稿。”^③ 格斯滕伯格的《财务组织和商业管理》长达723页,被诺加德评论说“无论从哪种标准来看,都属史书般的巨著”。^④ 不过,按照当代人的观点,这三本教科书太缺乏理论内容,只是采用一般的描述性方法,不像当代财务学教科书那样充满了理论和数学等高深内容,而且很多章节是从法学的角度而不是从经济学的角度来探讨财务问题,所以不受经济学系出身的教授财务学的教授们所喜欢。

二、过渡阶段的西方财务学教科书

1929—1933年大萧条的惨痛经历促使财务学领域的学者们开始孜孜不倦地深入探讨证券市场的价格变动规律和证券内在价值问题。与此同时,财务学科教育的重点也从公司资金筹集转向公司破产、负债和流动性以及资金控制和管理等方面。这时期财务学最为重要的特征是,经济计量技术终于被应用到财务研究上,与此同时也被引进到财务理论研究里面来,而正是因为这一趋势的转变,才进一步推动西方财务理论研究的发展。大萧条后出现了数本具有较高理论学术价值的名著,构成了西方财务理论史上第一批有重大理论价值的历史文献。其中值得一提的是:1934年格雷厄姆和多德(B. Graham and D. L. Dodd)出版的《证券分析》、1937年威廉斯(J. B. Williams)出版的《投资价值理论》和1938年杜因再版的鸿篇巨制《企业理财政策》。四年内连续出版的这三本书摆脱了格斯滕伯格之流“手册”和“指南”之类的旧财务学教科书的写作方法,“主要关心概念、方法、标准、原理以及最为重要的逻辑推理”^⑤,并且强调“数学方法作为一种新的工具所具有的巨大能力,它的运用能够

① 见莱昂:《公司财务》,培生出版公司,波士顿、纽约和芝加哥,1912年版,第v-vi页。

② 见洛:《企业理财学》,罗纳德出版社,纽约,1919年版,第iv页。

③ 见米德:《公司理财》,苹果顿公司,纽约和伦敦,1912年版,第viii页。

④ 见诺加德:“企业理财教科书的演变”,载《财务管理》,1981年十周年纪念刊,第36页。

⑤ 见格雷厄姆和多德:《证券分析——原理与技术》,威特利塞出版社,1934年版,第ix页。

保证把我们引向投资分析的发展”。^① 这三本书为现代财务学科教育体系的最终形成埋下了坚实的理论基础，也为现代财务学教科书的成型提供了理论源泉。从大萧条到 20 世纪 40 年代末，西方财务学发展的另一个显著特点是在财务学科教育的制度化方面。所谓学科制度化，包括学术团体、专业刊物、基金资助、课程设置和职业化等方面的建设。1932 年，由芝加哥豪门后裔、富商考尔斯（A. Cowles）在科罗拉多春泉市设立的考尔斯委员会开始支持财务学领域里的计量研究与分析。1940 年 12 月 28 日，经过一年多的酝酿和筹备，美国财务学会在美国芝加哥史蒂文斯饭店（The Stevens Hotel）正式成立，共有 32 人出席，卡内基理工学院的菲尔德博士（Dr. K. Field）当选为历史上首任美国财务学会主席。^② 作为一个“非营利的职业团体”，该学会的宗旨是“为了加强学会里对财务学有兴趣的个人间的相互联系，增进公众对财务学问题的了解，通过期刊及其他媒介的传播，提供关于财务学想法的交流和鼓励大学院校里对财务学的研究，以及从事与财务学领域里一个非营利职业团体相适应的活动”。^③ 遗憾的是，本来美国财务学会的成立已经落后于其他相应的专业学术学会，如美国会计学会和市场学学会成立于 30 年代，却又由于第二次世界大战的爆发，财务学研究受到极大影响。羽翼未丰的美国财务学会的活动完全停止，原定于 1942 年 12 月在克利夫兰举行的财务学会年会应美国战时交通国防委员会的命令不得不取消。直到第二次世界大战结束，美国财务学会的各项活动渐次恢复，财务学研究得以迅速发展。与此同时，美国财务学研究领域的另一个重要组织——全美财务分析家联盟（FAF）也得以产生。战前，美国各地分散的大小不等的财务分析家协会，主要成员来自证券分析师、基金管理人以及经济学家等，这些协会各自为政，缺乏统一的职业道德准则和行为标准。1947 年 5 月 1 日，当时代表美国五大地区（波士顿、芝加哥、纽约、费城和普维顿斯）财务分析家协会的 25 人终于走到一起，同年 6 月 11 日，来自其中四个主要分会的 11 名代表虽然仍心存疑虑，还是在纽约与其他人一起投票同意成立一个全国性的财务分析家联盟。该联盟的目的在于“交流想法和信息，讨论相互间的问题，以及提高该职业和成员的福利”。在联盟几个主要创办人如波士顿协会主席伍德沃思（K. Woodworth）、纽约协会主席胡珀（L. O. Hooper）和芝加哥协会主席莫尔豪斯（M. D. Morehouse）的大力推动下，全美财务分析家联盟在 CFA 项目、专业刊物出版、职业道德伦理和信息交流等方面取得长足的进步，而且已经以“超出任何人所能想象的范围

① 见威廉斯：《投资价值理论》，奥盖斯特图思·M. 克雷出版社，1937 年版，第 ix 页。

② 成立美国财务学会的最初想法是 1939 年在美国历史名城费城举行的美国经济学会年会的午餐宴会上提出的。当时以菲尔德为代表的 32 名与会者不满美国经济学会没有把财务学纳入经济学会的活动计划中，故发起成立美国财务学会。28 年后，菲尔德在纽约第二十五次主席餐会的发言中回忆过这件事。见卡维什（R. A. Kavesh）：“美国财务学会（1939—1969）”，载《财务学刊》，1970 年，第 25 卷，第 1—2 页。事实上，美国经济学会当时也正面临着日益壮大的学科队伍，不得不采取措施，限制各个领域的学者在年会上的发言时间及在《美国经济评论》上发表的文章数量。

③ 见美国财务学会成立章程。该条款现在被放入美国财务学会网页。

在迅速和繁荣地增长”。^①1945年,美国著名的财务学刊物之一,《财务分析学家》杂志创刊。^②1946年8月,美国财务学会会刊《财务学刊》第1卷第1期正式出版。^③美国财务学会的成立和《财务学刊》的出版为财务理论朝着有组织、系统化的发展创造了良好的条件,就像斯威策和佩特里(A. G. Sweetse and G. H. Petry)所说:“今天,该学科(指财务学)能够得到广泛的理解与接受,自身得以均衡发展,且成为学术界和管理界的一支有生力量,很大一部分功劳要归功于专业学术学会。”^④伴随着财务理论和财务学科的发展,美国各大名校的商学院也开始重视财务学的教育问题。早些时期,大部分商学院有关财务学方面的课程都是在经济系上的,而此时已逐步从经济系转向商学院。1949年,厄普顿(R. M. Upton)和卡尔金斯(F. J. Calkins)在同一期的《财务学刊》上分别撰文探讨“企业财务学的教学”和“大学财务学设置”等问题。财务学与管理学、经济学等学科一样最终逐渐制度化为美国大学商学院教育体制中的一个有机组成部分,也使财务理论有了一个可以传播、讨论和沿袭的平台。

这时期我们能够搜集到的财务学教科书主要包括两大类:一类是从早期阶段沿袭下来的旧财务学教科书的修订和再版,特别是在第二次世界大战后期及刚结束的那一段时间里(1943—1947年),忙于战事和战后重建的美国一时还无暇顾及教育事业的发展问题,这时期的财务学教科书基本上都是旧教科书的翻版,如格斯滕伯格于1932年出的《财务组织和商业管理》的第二版和1939年出的第三版,杜因先后于1934年和1941年再版的《公司理财政策》,1938年博纳维尔、杜威和凯利(J. H. Bonneville, L. E. Dewey and H. M. Kelly)的《企业经营的组织与融资》及莱昂的《公司及其融资》的再版,以及米德于1933年出的《公司理财》第八版和1941年出的第九版。这时期代表性教科书的各次再版情况详见表1。另一类是过渡时期(主要是在第二次世界大战前和美国参战初期)新出现的教科书,像1934年伯切特(F. F. Burchett)出版的《公司理财》,同年史蒂文斯(W. M. Stevens)编著的《财务组织和管理》,1938年菲尔德撰写的《公司理财》和霍格兰(H. E. Hoagland)所著的《公司理财》,1939年克拉姆贝克(Crumbaker)编写的《现代企业的组织与融资》、哈罗德(G. Harold)编写的《公司理财大纲》以及布坎南(Buchanan)于1940年编著的《公司经济学》,1940

① 见赫尔曼(Mildred M. Hermann):“全美财务分析家联盟(FAF)35年历史的回顾和展望”,载《财务分析家》,1982年,第7—8期合刊,第17页。

② 《财务分析家》早先名为《分析家学刊》,原为纽约投资家协会的刊物。1954—1955年被全美财务分析家联盟接管,由该联盟主办,1959—1960年正式改名为《财务分析家》,一年出版六期。

③ 作为美国财务学会会刊,《财务学刊》的出版远没有美国财务学会的成立那般顺利。事实上,菲尔德在1940年就打算与美国法学学会联合出版学会会刊,拟名为《法与商》。但因为两个学会的会员人数无法达到500名的最低要求,所以美国商会清算所最终取消出版赞助,出版会刊的想法不得不暂时放弃。尽管世事维艰,但菲尔德还是设法于1942年和1943年发行了两期刊名为《美国财务学》的期刊。《财务学刊》第1卷第1期共96页,印数600份,每份3美元。编辑为科肖,卷面第一篇文章是芝加哥大学利兰(S. E. Leland)教授所写的“政府、银行和国债”。

④ 见斯威策和佩特里:“七个学术性财务学会的历史及其对学科发展的贡献”,载《财务管理》1981年十周年纪念刊,第46页。

年还出现了另一本非常有影响的财务学教科书，即格思曼和杜格尔的《公司财务政策》，1941年林肯（Lincoln）首次出版的《实用企业理财》，以及于1942年相继出版的两本教科书：赫斯本德和多克里（W. Husband and J. C. Dockeray）的《现代公司财务》和泰勒（W. B. Taylor）的《企业的财务政策》。

综合起来看，这两类财务学教科书都带有过渡时期的显著特征。一方面，这时候的教科书大致上保留了早期教科书里的传统内容，例如长期筹资（股票、债券和留存收益等）、短期筹资（流动资金等）和公司破产与合并等，传承了上一代教科书的精华；另一方面，又加入了财务学科新近发展的内容，例如资金控制等等，使之向现代财务学教科书又迈进了一大步。同时，在体系结构上基本确定了现代财务学教科书的大部分框架。我们且以格思曼和杜格尔的《公司财务政策》为典型来细加分析。格思曼和杜格尔的这本书是这时期“最为流行”的财务学教科书，而且它的流行期又横跨过渡阶段和发展与完善阶段，其中仅1948年的版本在1948—1953年间就先后印了九次，足见其流行的程度，所以分析这本书具有代表意义。从文本结构来说，格思曼和杜格尔的书共包括三十章，我大致上把它分为四大部分，第一部分包括第一章至第四章，该部分内容主要讲企业的组织形式和公司的设立等问题，相当于现代财务学教科书中的引言部分（Introduction）。第二部分为本书的主要内容，着重讨论公司资金的筹集，共包括第五章至第九章、第十四章至第二十二章、第二十六章等十五章，占全书正文近49%的篇幅。无论是从形式上还是从材料上看，这部分内容已经非常接近于现代财务学教科书的标准内容。现代财务学的两大主要内容——资本结构和股利政策也分别出现在第九章、第二十一章、第二十二章和第二十六章，并作了较深入的探讨，这是本书有别于早期和过渡时期其他财务学教科书的地方。第三部分由第十章至第十三章和第三十章共五章组成，这几章除专门探讨若干典型行业如公用事业、铁路等的筹资问题外，再就是讨论诸如公司的推销和因公司引起的社会问题等。讨论铁路公司的筹资问题历来都是早期财务学教科书的传统习惯，杜因在1921年版的《公司理财政策》的序里曾解释过其中的缘由，按杜因的说法：“从1830年到1890年，铁路和银行是仅有的需要使用大量资金并因此必须要有公司这种组织形式的大行业。因此，与新的组织相关的财务条款、方法和政策在被运用到其他行业之前首先是在铁路公司的理财里得以建立起来的”。^①格思曼和杜格尔的书保留了这部分内容，明显地带有早期财务学教科书的烙印，而现在的教科书多已不见这部分内容。第四部分包括从第二十三章到第二十九章约七章的内容（其中，第二十六章涉及第二部分的个别内容），也占了将近全书四分之一的篇幅。这部分内容沿袭杜因、米德等早期财务学家的传统，重视公司兼并、重组与破产等制度性的问题，以前杜因和米德大体上都要用到近三分之一的篇幅来讨论这方面的问题。虽然现在大部分财务学教科书在书后几章也会谈到公司破产、清算和重组问题，但篇幅和重要程度已不可同日而语。由此，我们可以大致地看出过渡时期财务学教科书所具有的承上启下的历史作用。

① 见杜因：《公司理财政策》，罗纳德出版公司，纽约，1921年版，第viv页。

西方财务学教科书之所以没有能够在20世纪40年代内就完成向现代意义上的财务学教科书的历史性转变,而只是处于过渡时期的“半梦半醒”的状态,其中最为致命的原因之一仍是在于这一时期的财务学尚缺乏一套完整的理论体系,早期的经验总结还没有能够被提升到理论的高度上来进行诠释,虽然这时期已经有诸如格雷厄姆、多德、威廉斯和杜因等个别学者多多少少作过理论研究上的努力,但总体而言,财务理论依旧处于偶发性的发展阶段,没有形成一个系统的理论分析框架。我们从《财务学刊》早期所登载的文章中就可可见其端倪。卡维什评述说:“早期的(《财务学刊》)充斥描述性的文章,带有浓厚的‘制度学派’口味——绝大部分反映那些年头里正在流行的研究风格,那就是那个时候财务思想的前沿。”^①与此同时,美国各大著名商学院里的财务学教育“与其他日益丰富的学科领域相比,世纪之交(指19—20世纪)所创立的商学教育仍显封闭。例如财务知识,它的大部分内容仍然是描述性的,偏重于制度和法律结构……研究文献很少且没能通过系统的理论综合地联系起来”。^②因此,缺乏系统的理论体系和精密的数学分析方法造成了西方财务理论无法在20世纪50年代之前最终完成向现代财务理论的历史性转变,西方财务学教科书同样也无法在50年代之前完成向现代财务学教科书的最终转变。

三、现代西方财务学教科书的确立

从历史文献来看,现代西方财务学教科书是在20世纪50年代初开始从以格思曼和杜格尔为代表的过渡阶段财务学教科书最终完成向现代意义上的财务学教科书的历史性转变的,导致这一里程碑式转变成功有两大历史因素,这两大历史因素也使现代财务学教科书具有超越过去两个发展阶段财务学教科书的两大特征。第一个历史因素,50年代财务理论研究空前繁荣,为财务学教科书累积了理论厚度。与过渡阶段“财务学的基本理论似乎发展缓慢,完全局限在一些孤独的主要是经验研究者如科利斯和沃金斯等人之中”(着重号为译者所加)。^③不同的是,50年代出现了一群日后在西方财务学说史上举足轻重的代表性人物,他们先后发表了一批“在财务学术领域里有重大贡献”(韦斯顿语)的理论著作和文章,这批作品构成了财务理论史上第二批有重大理论价值的历史文献。相比起第一批历史文献,第二批历史文献无论是在数量上还是在质量上都不可同日而语。第二批历史文献勾勒出现代西方财务学的主体理论轮廓。按照韦斯顿(J. F. Weston)、詹森(M. C. Jensen)、罗斯(S. A. Ross)和迈尔斯(S. C. Myers)等财务学大师的提法,现代西方财务学的主体理论包括:证券市场效率、资产组合理论、资本资产定价模型(CAPM)、期权定价模型(OPM)、代理学说、资

① 见卡维什(R. A. Kavesh):“美国财务学会(1939—1969)”,载《财务学刊》,1970年,第25卷,第5页。

② 见巴斯金(J. B. Baskin)和小米兰提(P. J. Miranti, Jr.):“公司财务学的历史”,剑桥大学出版社,1997年版,第10页。

③ 见伊特韦尔、米尔盖特和纽曼:“财务学”,《新帕尔格雷夫大辞典》,第xii页。

本结构理论、投资理论（资本预算）以及股利政策等。^① 而这里的许多理论皆是在 50 年代才得以确立的，譬如现代西方财务理论的“两个最主要的革命性突破”——资产组合理论和资本结构理论都是在 50 年代得以完成的。前者的奠基性工作由马克维茨（H. Markowitz）在 1952 年的“组合选择”一文和 1959 年的《证券组合选择：有效的分散化》一书以及托宾于 1958 年在《经济研究评论》上发表的“趋向风险行为中的流动偏好”一文里所完成。资产组合理论也为夏普（W. F. Sharpe）、林特纳（J. Lintner）和莫辛（J. Mossin）等人日后推导出 CAPM 埋下了伏笔。后者源于莫迪利亚尼（F. Modigliani）和米勒（M. H. Miller）在 1958 年所发表的“资本成本、公司财务和投资理论”一文，文中所提出的 MM 定理标志着现代西方资本结构理论的诞生。再如著名的证券市场效率假说，其雏形也是产生于 50 年代。当时先是肯德尔（M. Kendall）于 1952 年发表了“经济的时间序列分析”的第一部分“价格”，以后罗伯特（H. Robert）和奥斯本（M. F. M. Osborne）在 1959 年又分别发表了“股票市场‘图形’和财务分析：方法论上的建议”以及“股票市场的布朗运动”两篇论文。学界一般公认这三位作者是证券市场效率假说的先驱。财务理论的发展更好地总结了财务学的基本规律，为解释现实生活里的财务现象提供了深层次的分析起点，也充实和拓展了财务学教科书的核心内容。以上所谈到的财务理论现在都已成为现代财务学教科书的必备内容。我们把早期阶段的财务学教科书、过渡阶段的财务学教科书和现代发展与完善阶段的财务学教科书在表 2 里作了一个比较，从中可以看出它们在理论内容上的差异。

表 2 三个不同阶段的西方财务学教科书比较

内 容	各部分内容在书中所占的百分比				
	早期阶段		过渡阶段		发展与完善阶段
	米德	格斯滕伯格	格思曼和杜格尔	罗斯	布雷德利和迈尔斯
企业组织形式	3	17	10	1	0.4
公司的推销	22	7	3	—	—
投资银行	11	9	5	3	3
收益管理/股利政策	17	10	7	4	3
流动资金管理	—	12	9	8	7
资本预算	—	—	—	25	17
资本成本与资本结构	—	—	5	11	7
有效市场假设	—	—	—	4	3
资产组合理论	—	—	—	10	9

① 见詹森和史密斯：“公司财务理论：历史的一般观察”，载《现代企业财务理论》，麦格劳-希尔出版公司，1984 年版，第 3—15 页；韦斯顿：“财务理论的发展”，载《财务管理》1981 年十周年纪念刊，第 5—6 页；罗斯：“财务学”，《新帕尔格雷夫大辞典》，载伊特维尔、米尔盖特和纽曼编，第 1—34 页；布雷德利和迈尔斯：《公司财务原理》，麦格劳-希尔出版公司，1996 年版，第 35 章。

续表

内 容	各部分内容在书中所占的百分比				
	早期阶段		过渡阶段		发展与完善阶段
	米德	格斯滕伯格	格思曼和杜格尔	罗斯	布雷德利和迈尔斯
风险、不确定性和收益	—	—	—	14	10
代理理论	—	—	—	0.4	0.3
证券（股票与债券）	20	18	28	2	13
收购与兼并	11	17	20	4	4
公司破产与清算	16	10	4	2	—
社会问题	—	—	3	—	—

注：表内各书的版本分别为：米德：《公司理财》，苹果顿出版公司，1910 年版；格斯滕伯格：《财务组织和商业管理》，培生出版公司，1924 年版；格思曼和杜格尔：《公司财务政策》，培生出版公司，1948 年版；罗斯、威斯特、菲尔德和杰菲：《公司理财》，欧文、麦格劳-希尔出版公司，1999 年版；布雷德利和迈尔斯：《公司财务原理》，麦格劳-希尔出版公司，1996 年版。各书部分内容交叉重复，如罗斯一书第 9 章、第 12 章同时涉及资本预算、风险、不确定性和收益以及资产组合理论等内容。布雷德利和迈尔斯书中的第二部分也存在相同问题。

第二个历史因素，方法论上的突破使财务学教科书得以按照“科学”的方法来重新建构。随着财务理论的突飞猛进，财务学开始被看成是一门具有自己学科体系、概念框架、理论范畴、研究方法和主题范围的“科学”（Science）^①，其中这时期财务学在研究方法上的突破具有特别重要的意义。50 年代之前财务学的方法论有一个明显的缺陷，即“财务学的绝大部分领域都是描述性的”^②。正如詹森和史密斯所感叹的：“50 年代之前的公司财务理论充斥了逻辑上的不一致性，而且几乎完全是带法规性质的，也就是以规范研究为取向”^③。从 50 年代开始，实证研究方法取代规范研究方法成为财务学最主要的分析工具。“传统上属于经济学的分析方法和技术开始应用到财务问题上”^④，这一应用的结果意义重大，它表明现代西方财务学已经开始在经济学理论分析的基础上构建起自己的数量分析方法。按照现代学者的观点，现代西方财务学有两大主要分析方法：一般均衡分析和效用分析。前者指阿罗和德布鲁（K. Arrow and G. Debreu）对瓦尔拉斯（L. Walras）一般均衡理论的数学再表述；后者指冯·纽曼和摩根斯坦（J. Von Neumann and O. Morgensten）的现代效用分

① 关于财务学作为一门“科学”与“非科学”之间的区别，韦斯顿曾深刻指出：“关键在于我们是否有能力用公式来表示命题……而我们确实具有这种能力”。见韦斯顿：“迈向财务政策的理论化”，载《财务学刊》，1955 年，第 3 卷，第 133 页。

② 见《瑞典皇家科学院新闻公报》，1990 年。转引自王宏昌译，《诺贝尔经济学奖金获得者讲演集：1987—1992》，中国社会科学出版社，1994 年版，第 71 页。

③ 见詹森和史密斯：“公司财务理论：历史的一般观察”，载《现代企业财务理论》，麦格劳-希尔出版公司，1984 年版，第 2 页。

④ 见韦斯顿：“财务理论的发展”，载《财务管理》，1981 年十周年纪念刊，第 5 页。

析方法。方法论上的突破性进展使财务学终于迈出了从微观的、描述性的规范分析到金融资产价格形成和价值评估的宏观、数量化的实证分析的一步，与此相关，财务学教科书的中心议题也由对法规和制度的静态介绍转向对证券市场运行和财务政策操作的动态描述上，从传统财务学（早期和过渡阶段）对“企业资金筹集和内部控制”等微观层次的探讨转向对“个人、社会乃至整个社会如何在风险资产合理估价的基础上就稀缺资源的有效分配作出正确的决策”等宏观层次的分析上。^① 中心议题的转变是现代财务学教科书跨越传统财务学教科书的关键之处，也是现代财务学教科书得以充实和拓展的地方。关于第二个历史因素对财务学教科书的影响，投资决策领域里体现得最为生动。按照现代财务学家的看法，财务管理人员有两大职责，“我们把它压缩成两个基本问题：企业应该怎样进行投资？它要为这些投资付出什么代价？……第一个问题的答案是投资决策或称资本预算，第二个问题的答案是财务决策”。^②但无论是在早期的财务学教科书还是在过渡阶段的财务学教科书里，我们基本上是看不到资本预算（Capitall Budgeting，也有人将其称为长期投资决策）这一部分的。资本预算被放到财务学教科书里是 50 年代初的事。1951 年，乔·迪安（Joe Dean）经由哥伦比亚大学出版社出版了《资本预算》这一财务学史上的名著。在这本书里，乔·迪安最早提出投资决策方法应该考虑到资本市场上所形成的资本成本，只有当内部收益率超出市场确定的资本成本时，投资项目才能被接受。稍后，卢茨和卢茨（F. Lutz and V. Lutz）在 1951 年出版的《企业投资理论》、洛里和萨维奇（J. Lorie and L. Savage）在 1955 年发表的“资本限额的三个问题”以及赫什利弗（J. Hirshleifer）1958 年在其关于投资决策方法的经典性文章“最优投资决策理论”里都进一步深入分析了内部收益率方法的缺点，先后提出以净现值方法作为投资决策的标准。这几部著作及文章共同构成了现代企业投资决策理论的基本框架。可以看出，方法论上的改进使投资决策的数量化分析成为可能，投资决策因此成为现代财务学教科书中不可或缺的内容之一，从而使财务学教科书从资金筹集的单一体系演化为包括筹资决策和投资决策在内的完整体系，西方财务学教科书至此完成了自身的现代化建设。

四、希金斯《财务管理分析》的特色

现代财务管理教科书以韦斯顿-布里汉-范霍恩的书为典范，即正文的框架结构被分为基础知识、财务分析与预测、流动资金管理、资本预算、资本成本与价值评估、长期融资以及其他相关问题等章节。这在韦斯顿和布里汉的《管理财务》以及范霍恩的《财务管理及政策》等教材里皆有很明确的表现。以后，布雷德利和迈尔斯的《公司财务原理》以及

① 国内部分学者把这一转变理解为是从“内部控制财务管理阶段”到“投资财务管理阶段”，似乎太过于浅显。没有看到这一转变所隐含的重大意义。见王化成：“略谈西方企业财务管理的产生与发展”，载《四川会计》，1988 年，第 6 期，第 43—44 页。

② 见布雷德利和迈尔斯：《公司财务原理》（英文版），机械工业出版社，1998 年版，第 3—4 页。同样相似的论述在其他现代财务学教科书里也随处可查。

加纳赫和安德鲁的《财务管理》等教材基本上也都是沿袭这一框架结构。我国大部分关于财务管理的教材,如余绪婴等人的《企业理财学》大体上也是参考该框架结构来编写的。由于韦斯顿、布里汉和范霍恩等人先后担任过美国财务学会主席,且长期以来一直在美国各大名校任教,如韦斯顿在加州大学洛杉矶分校、布里汉在佛罗里达大学、范霍恩在斯坦福大学,他们培养的很多学生日后也成为美国各大学主要的教学科研力量,因而,韦斯顿、布里汉和范霍恩所设计的框架结构在国外影响极深。另外,还有一类财务管理教科书是专门针对各大学的博士生而写的,如米勒(M. Miller)和法玛(E. Fama)的《财务理论》、法玛的《财务基础》、C. F. 黄(Huang)和利曾伯格(R. H. Litzenberger)的《财务经济学理论》以及莫顿(R. Merton)的《连续时间金融》等。这类教科书理论性强、研究内容深、数学成分多、阅读难度大,多不为商学院的本科和工商管理硕士课程所采用(卡普兰和韦斯腾的《财务理论与公司政策》一书除外),这里不赘述。近年来,虽然韦斯顿等人也注意到“最近几年,管理财务已经发生了巨大的变化”,范霍恩同样认识到“财务理论与实践持续快速地变化”,他们为此几度修改各自的版本,范霍恩的书已经出到第十版并增添了国际版,但是原来设定的框架结构基本上没有变动。

韦斯顿-布里汉-范霍恩等人所编写的传统教科书确实有体系完整、内容丰富且案例、习题甚至计算机软件配套齐全等优点,但同时普遍存在内容庞杂、平铺直叙、重点不突出、部分章节内容较为牵强等令人遗憾的缺陷,例如韦斯顿和布里汉关于边际资本成本的提法就多不为其他学者所采纳,而且该框架几十年一贯制,虽经过修改,但基本上还是旧瓶装新酒。随着财务理论与实践日新月异的变化,进入 90 年代后,学术界开始探讨如何突破旧框架,建立一个新的框架结构,以容纳财务理论与实践的新内容。作为这方面努力的结果,市场上出现了两本值得注意的教科书:一本是耶鲁大学教授罗斯等人的《公司理财》(1995 年版),罗斯是财务管理学界深孚众望的大师,他的这本书虽然在基本体例上对传统框架有所保留,但在结构上一改原来的教条,从财务管理的几大原则展开讨论,颇有新意,也加入了不少新内容,如 NPVGO 等。遗憾的是,《公司理财》一书在内容选取上太偏重于个人的看法,部分章节属学术界不成熟的争论,以此作为教材的内容似乎不甚妥当,也容易混淆读者的思路。另外一本值得注意的书就是希金斯的《财务管理分析》(1998 年版)。

罗伯特·希金斯(Robert C. Higgins)是美国资深的财务学家,早年毕业于大名鼎鼎的美国哈佛大学商学院,获工商管理硕士(MBA),后又转往美国另一所著名的大学——斯坦福大学攻读财务学博士学位。现为美国华盛顿大学教授,华盛顿大学 MBA 项目主任,美国财务研究领域权威刊物《财务与数量分析学刊》的编辑。其间还曾到瑞典、德国和澳大利亚等国的几所大学做过客座教授。此外,希金斯还曾是美国微软公司、IBM、花旗银行、波音公司以及美洲银行等大公司的顾问,可谓见多识广、阅历丰富。早年,希金斯与罗比切克、麦克唐纳等人曾就资本结构和资本成本问题与后来的财务学界泰斗莫迪利亚尼和米勒有过激烈的争论。发表在《美国经济评论》上的“1954—1957 年电力公用事业单位资本成本的某些估计”与后来同罗比切克和金斯曼合写的发表在《财务学刊》上的“财务杠杆对电力公用事业企业权益成本的影响”(1973),以及发表在《财务管理学刊》上的“通货膨胀下的可