



复旦大学金融学研究生  
学位课程教材

丛书主编 姜波克

**CORPORATE FINANCE**

**公司财务学**

编著



朱 叶  
王 伟

上海人民出版社

**CORPORATE**  
**公司财务学**  
**FINANCE**

编著 朱 叶  
    王 伟

上海人民出版社

**图书在版编目(CIP)数据**

公司财务学/朱叶,王伟编著.

—上海:上海人民出版社,2003

复旦大学金融学研究生学位课程教材

ISBN 7-208-04592-5

I. 公... II. ①朱...②王... III. 公司-财务管理-研究生-教材 IV. F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2003)第 018151 号

责任编辑 王舒娟

美术编辑 王晓阳

封面装帧 张国梁

·复旦大学金融学研究生学位课程教材·

**公司财务学**

朱叶 王伟 编著

世纪出版集团

上海人民出版社出版、发行

(200001 上海福建中路 193 号 www.ewen.cc)

新华书店上海发行所经销 商务印书馆上海印刷股份有限公司印刷

开本 787 × 1092 1/16 印张 22 插页 4 字数 458,000

2003 年 5 月第 1 版 2003 年 5 月第 1 次印刷

印数 1—6,000

ISBN 7-208-04592-5/F · 991

定价 38.00 元

# 总前言

“复旦大学金融学研究生学位课程教材”是复旦大学金融学科建设计划项目,其用意是将当今金融学的各重要分支作为金融学研究生教材建设内容,形成学科建设的示范效应,进一步提升金融学教学和科研的水平,推动金融学各重要分支人才的培养。现在呈献给大家的这8本教材就是该项目的最终成果,它们是:《国际金融学》、《货币银行学》、《现代投资学》、《金融市场学》、《金融工程学》、《公司财务学》、《金融经济学》和《数学金融学》。这套教材涉及的领域很宽,其中既有早已被学界认同的国际金融学和货币银行学,也有在我国有待发展的金融市场学、金融工程学、现代投资学、公司财务学、金融经济学和数学金融学。

我们将这套教材定位在金融学研究生学位课程教材上,不是为了追求全国首套金融学研究生教材的名分,而是想为复旦大学乃至全国的金融学科建设尽自己的一份力量。为此,我们精心组织了在相关课程上有多轮教学经验并长期从事本领域研究的教授负责本套教材的编写工作,总投入48万元,历时三年,力图使这套教材能够体现出三个特色。第一,前沿性。教材充分反映了金融学各主要分支学科的核心内容、主要研究方法以及目前最新的研究成果。第二,交叉性。整套教材的框架兼收并蓄了宏观金融学和微观金融学。值得一提的是,金融学领域的重大变化和发展趋势的微观化,在我们这套教材中得到了充分的体现,其中有5本教材即属于微观金融的范畴。此外,定量分析和定性分析的内容在每一本教材中也得到了较合理的安排。第三,衔接性和层次性。研究生教材既要与本科生教材有衔接性,又要注重培养研究生的独立科研能力,在层次上与本科生教材要有所不同。目前,我国研究生阶段的教学与本科教学的台阶不明显,这在很大程度上与研究生教材的教学深度不够有关。因此在编写本套教材时我们尤其注意这一点,做到了在内容上拉开与同类专业课程的本科生教材的档次。

本套教材的编撰出版得到了上海人民出版社的大力支持。除了给予启动经费的支持外,上海人民出版社的同仁们还在多次有关教材的协调会上提出了诸多宝贵的意见,在此深表感谢。同时,我们也恳切希望全国高校的教师和研究生就本套教材使用中出现的問題向我们提出宝贵意见。

姜波克

2002年11月

001

总  
前  
言

---

# 前 言

公司财务实践历史久远,但是,公司财务学理论则较晚才出现。在西方,20世纪50年代才开始形成比较规范的理论,马柯维茨的投资组合选择理论与莫迪利亚尼和米勒的MM理论是现代公司财务学的发端。20世纪70年代末开始,公司财务学研究发生了重大变革,具有革命性的变化是,以信息不对称理论为中心的新财务学理论取代了旧财务学理论。在研究中,引入了大量经济学方面的最新分析方法,一反过去只重视税收、破产等“外部因素”,转而引入信息不对称理论中的“信号”、“动机”和“激励”等概念,从企业“内部因素”来展开研究。詹森和麦克林的“代理成本说”、史密斯和汤生等人的“财务契约说”、梅耶等人的“新优序融资理论”以及近年来罗斯等人的“信号模型”等构成了公司财务学研究的主流。

投资决策、融资决策以及资产管理是公司财务学的主要内容。资本结构、股利政策以及估价则是公司财务学三个主要的研究对象,或被称为核心内容,20世纪50年代以来,业界和学界对于这些领域的研究乐此不疲。

真正意义上的资本结构理论研究始于20世纪50年代的美国。现代资本结构理论与传统资本结构理论的分水岭是1958年莫迪利亚尼(Franco Modigliani)和米勒(Merton H. Miller)的MM定理,20世纪60年代末,资本结构理论循着MM理论,在逐渐释放原先的假设条件的基础上对MM理论进行修正,并形成了两派。一是以米勒为代表的“税务学派”;二是以斯蒂格里茨为代表的“破产成本学派”。20世纪70年代,梅耶(Myers)等人经过研究,认为企业最优的资本结构是在负债的税收利润和破产成本现值之间进行权衡,到后期,该学派将负债的成本拓展至代理成本、财务困境成本和非负债税收收益损失,由此产生了“权衡理论”。70年代以后的资本结构的理论特征是,认识到了“信息不对称”在资本结构决定中的主导作用。较为主要的流派是詹森和麦克林的“代理成本说”、史密斯和汤生等人的“财务契约说”、梅耶等人的“新优序融资理论”以及近年来罗斯等人的“信号模型”。

股利政策事实上是一种分配选择,即企业的税后利润如何在股利支付和留利之间进行选择。主流股利政策研究的核心内容是企业的股利政策与企业价值之间的关系,资本成本最小化,企业价值最大化的股利政策是企业所追求的。股利政策理论源于MM理论,该理论认为在完善资本市场条件下,企业价值与企业的资产获利能力和管理水平有关,但与公司股利政策无关。随着经济学新的分析方法的引入,股利政策理论得到发展,并且也越来越具有现实解释功能,代理成本/股利合同

模型和信号传递模型是两种主要的现代股利政策模型。

企业估价适用于证券组合投资、企业并购分析、投资和融资决策等诸多领域，同时，也是争议最大的一部分。

公司财务学与投资学和金融市场学有着血缘关系，其遵循的基本概念或方法是一致的，它们是微观金融学三个重要的分支学科。有效市场假说、证券组合投资、资本资产定价模型、风险收益理论等为金融经济学的基本概念或方法，它们在资本市场理论、投资理论以及公司财务学理论中有着不可缺少的学术价值。

20世纪70年代以后，企业经营和金融市场逐渐国际化，以国际企业为主体的公司财务学逐渐形成和发展起来。汇率、税制差异、国际营运资本转移、资金冻结等因素被引入公司财务学领域，使公司金融的内容更加丰富多彩，也使以国际企业为主体的财务管理的环境更为复杂。汇率等因素的变化对国际企业的投资决策、融资决策和资产管理也将产生重大影响。

在西方，微观化是金融学的重要特征，这对我国金融学教学产生了冲击。为此，我校金融学专业在课程设置方面作了大胆的尝试，增加微观金融学方面的课程，并着力进行教材建设。本教材基于研究生层面，从内容完整性和避免与本科生教学重复的角度出发，本书不包括流动资产管理、财务计划等方面的内容。

在本书的编撰过程中，上海人民出版社给予我们大力支持，使我们非常感动，在此，向他们表示衷心的感谢。

书中不当之处，敬请广大读者批评指正。

朱 叶 王 伟

2002年11月于复旦大学

# 目 录

总前言 .....	001
前 言 .....	001
<b>第 1 章 财务环境 .....</b>	<b>001</b>
1.1 企业的主导形式和模型 .....	001
1.2 金融环境 .....	004
1.3 财务原则 .....	010
本章小结 .....	015
复习与思考 .....	015
参考文献 .....	016
<b>第 2 章 现值与价值评估 .....</b>	<b>017</b>
2.1 现值与折现率 .....	017
2.2 现值的计算 .....	024
2.3 价值评估 .....	033
本章小结 .....	048
复习与思考 .....	050
参考文献 .....	052
<b>第 3 章 风险和收益率 .....</b>	<b>053</b>
3.1 收益率与风险 .....	053
3.2 投资组合理论、资本资产定价模型和套利定价理论 .....	064
本章小结 .....	087
复习与思考 .....	088
参考文献 .....	090
<b>第 4 章 财务分析 .....</b>	<b>092</b>
4.1 财务资料的阅读与理解 .....	092

4.2	会计分析	098
4.3	财务分析方法	103
	本章小结	115
	复习与思考	115
	参考文献	118
<b>第5章</b>	<b>资本结构与股利政策</b>	<b>119</b>
5.1	资本成本	119
5.2	资本结构	128
5.3	股利政策	147
	本章小结	152
	复习与思考	154
	参考文献	154
<b>第6章</b>	<b>中长期融资</b>	<b>157</b>
6.1	一级市场	157
6.2	二级市场	172
	本章小结	189
	复习与思考	190
	参考文献	190
<b>第7章</b>	<b>投资决策分析</b>	<b>191</b>
7.1	投资决策分析中的净现值准则	191
7.2	投资决策分析中的其他准则	201
	本章小结	212
	复习与思考	212
	参考文献	213
<b>第8章</b>	<b>项目决策分析</b>	<b>214</b>
8.1	投资决策分析中的项目分析	214
8.2	净现值准则在投资决策中的具体应用	221
	本章小结	244
	复习与思考	245
	参考文献	247
<b>第9章</b>	<b>营运资本管理</b>	<b>249</b>
9.1	短期资产管理	249



9.2	短期负债管理 .....	259
9.3	国际营运资本的流量管理 .....	273
	本章小结 .....	286
	复习与思考 .....	286
	参考文献 .....	287
<b>第 10 章</b>	<b>风险管理 .....</b>	<b>288</b>
10.1	风险管理与公司价值 .....	288
10.2	利率风险管理 .....	303
	本章小结 .....	313
	复习与思考 .....	314
	参考文献 .....	314
<b>第 11 章</b>	<b>企业并购 .....</b>	<b>316</b>
11.1	企业并购的效益分析 .....	316
11.2	并购过程中的财务配合 .....	320
11.3	杠杆收购 .....	331
	本章小结 .....	339
	复习与思考 .....	340
	参考文献 .....	340

## 财务环境

公司财务实践历史久远,但是,公司财务学理论则较晚才出现。在西方,20 世纪 50 年代才开始形成比较规范的理论。随着公司财务学研究方法的改进和丰富,现代公司财务学理论<sup>①</sup>得到迅速发展,资产管理、融资决策以及投资决策构成了公司财务学的基本内容。随着金融市场的发展和成熟,企业越来越多的投融资活动是在金融市场中完成的,即越来越依赖于金融市场,因此,了解公司投融资活动所处的财务环境将有助于投融资活动的顺利进行。

### 1.1 企业的主导形式和模型

企业组织主要有三种形式,即独资、合伙和股份有限公司。与独资和合伙企业相比较,股份有限公司有四个主要优点:一是有限责任;二是永久性;三是所有权可转让性;四是易于获得外部资本来源。但同时也存在一些缺点,比如,双重纳税。本书以股份公司作为财务管理的主体,这种定位源于公司日渐成为企业组织的主导形式。

#### 1.1-1 公司的目标

关于公司目标的看法在不断变化。从历史的角度看,最早的提法是以利润最大化为公司目标,而以股东财富最大化为目标是目前的主流看法。股东财富最大化是利润最大化更为确切的形式。理由为:

第一,利润最大化的提法比较模糊。因为利润存在多种定义,比如,会计利润、应税利润、经济利润等等,因此,利润最大化中的利润概念较为含糊。

第二,利润最大化忽略了公司获得现金流的时间差异。由于存在货币的时间价值,且在财务决策中非常重要,然而利润最大化没有明确区别不同时间点上的货币是不等价的,因此不具有可比性。当成本和收益随着时间延续发生时,利润的计

<sup>①</sup> 公司财务学与投资学和金融市场学具有血缘关系,有效市场假说、证券组合投资、资本资产定价模型、风险收益理论等为金融经济学的基本概念或方法,它们在资本市场理论、投资理论以及公司财务学理论中有着不可或缺的学术价值。

量无法恰当地调整时间差异对价值的影响。

第三,利润最大化忽略了不同方案之间的风险差异。通常,当两个报酬率相同而风险不同的互斥方案进行比较时,大多数人会选择风险低的方案。在这种情况下,风险低的方案更具有价值,显然,利润最大化无视这种风险上的差异。

股东财富最大化将利润动机明确集中于企业所有者,这种提法相对于利润最大化而言更明确到位。首先,股东财富这个概念很明确,它是基于期望流向股东的未来现金流量,而不是模糊的利润或收入概念;其次,股东财富明确地取决于未来现金流量的时间;最后,股东财富的计量过程考虑了风险差异。

## 1.1-2 公司的模型

公司有三种不同的模型,即投资工具模型、会计模型和契约模型。它们构成了公司的框架。

### 投资工具模型

投资工具模型是企业最基本的模型,它规定了企业的框架。该框架以及各因素之间的钩稽关系见图 1.1。

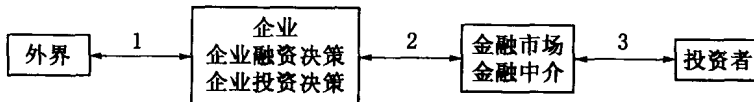


图 1.1 企业投资工具模型

图 1.1 反映了财务的三个主要方面,即公司财务管理、投资和金融中介。这些方面通常涉及相同的财务交易,但每一个方面都是从不同的角度处理财务交易。

公司财务管理决策主要有三类:(1)投资决策。主要涉及资产方,决定企业投资于哪些资产。(2)融资决策。主要涉及负债和股东权益,决定企业如何获得资金以便投资。(3)运营决策。这是公司第三种主要的决策类型,它涉及企业大量的日常运营决策。

投资方面是从企业外部投资者的角度审查财务交易,投资者提供资金以交换金融证券。金融证券在形式上属于契约,它规定在特定时点可兑换货币。金融证券有两种类型:权益性证券和债务性证券。

金融中介是从第三方的角度来思考企业融资决策的,它不同于公司和投资者交易双方,金融中介作为中间人为促进投资者与公司之间的交易服务。金融市场是买卖金融资产的市场,金融中介就其提供的服务收取佣金。

在投资工具模型下,企业管理层是个较为模糊的中间人,它仅以股东的最佳利益行事。企业的投资工具模型体现一个设定的目标,即企业管理层的目标应该是股东财富最大化。在“完善”状态下,股东财富最大化在理论上是正确的管理目标,

基于此,投资工具模型是投资决策分析的最佳起点。

### 会计模型

从某种意义上说,企业的会计模型是投资工具模型的一个子集。在美国,它是实施和模拟投资工具模型的一种方式。以企业资产负债表作为观察点,我们可以对企业会计模型有个比较全面的了解。该会计模型见图 1.2。

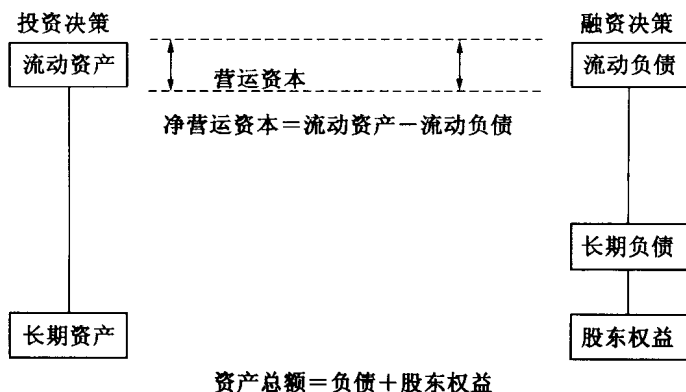


图 1.2 会计模型

图 1.2 显示,企业的投资决策涉及资产方的所有领域,不同类型的资产都是企业投资的结果;融资决策涉及负债和股东权益方,负债和股东权益的多样化反映了企业融资的多样化。企业日常经营和财务的许多政策也可以通过资产负债表以及损益表和现金流量表来观察。会计模型高度浓缩地反映了企业的某一部分是如何适应整体的,同时该模型也便于沟通。但是,会计模型主要基于历史资料,而企业决策所需要的大量信息并不限于会计系统,会计信息仅仅是企业进行决策的依据之一,而非全部。应该说,会计尽管重要并对决策有用,但是,会计系统所产生的会计信息在可靠性问题尚未完全解决时,其相关程度并不很高。

### 契约模型

企业的契约模型是对投资工具模型的提炼,它是指企业与其他有利益关系的个人或实体之间的关系。主要的利益关系人包括股东、债券持有人、短期债权人、员工、客户、经理、社区和政府。企业的契约模型始于投资工具模型,同时又能识别投资工具模型带来的不足。

契约模型包括明确的契约和模糊的契约,企业与诸如股东和债权人等投资者订有明确的契约,即企业保证在未来特定日期向他们支付特定金额的货币资金。企业的模糊契约更需要公正对待并披露相关信息。员工与企业之间有模糊契约,如员工承诺诚实和努力地工作;经理和股东之间也存在模糊契约,比如经理承诺按股东的财富最大化行事。

行政监管和法律强制的契约既包含明确的内容,同时也包含模糊的内容,必要

时,法庭可以就模糊契约的内容规定特定的义务。

值得注意的是,许多契约有赖于未来特定结果的发生。比如,当企业利润达到某一既定水平时,员工才能获得奖金,这种奖金是依利润水平而定的。此外还有不少类似的契约。

## 1.2 金融环境

尽管企业在产品或商品市场上互相争斗,但是,每个企业都是金融市场的主体之一,因此,它们在金融市场上又保持相互联系。金融环境影响着企业的投融资行为,对于企业来说,了解变化无常的金融环境有助于企业进行有效的投融资决策。

### 1.2-1 金融市场与主要参与者

#### 金融市场的功能

在经济生活中,金融市场存在的目的是将储蓄有效地配置给最终的使用者。由于大多数企业投资于实物资产的资金远远超过了自己的储蓄,而对大多数个人来说,却是总储蓄超过了总投资,因此,效率原则要求金融市场以最低的成本、最简洁的方式将实物资产的最终投资者和最终的储蓄者连接在一起。金融市场提供了以下三种额外的经济功能:第一,价格<sup>①</sup>发现过程。公司获取资金的动力取决于投资者所要求的回报率,金融市场的这一特点指示着资金如何在金融资产之间进行分配。第二,金融市场提供了一种流动性<sup>②</sup>。金融市场为投资者出售金融资产提供了一种机制,它对被迫或主动出售金融资产的投资者具有很大的吸引力。第三,金融市场减少了交易的搜寻成本和信息成本。某种有组织的金融市场的出现降低了信息成本,因为在有效的资本市场中,价格反映了所有市场参与者收集到的总信息。

金融市场还可以进一步细分,划分的标准主要有三种:一是按照金融要求权可划分为债券市场和股票市场;二是按照金融要求权的期限可划分为货币市场和资本市场;三是按照金融要求权是否首次发行可划分为一级市场和二级市场。

金融全球化意味着世界金融市场将统一成为一个国际金融市场,这种变化的结果是,任何国家的企业在寻求资金以及进行投资时,不必受限于国内金融市场。引发金融全球一体化的主要因素有:世界主要金融中心对市场以及参与者行为放松管制或实施自由化;监管市场、执行指令和分析金融机会的技术的进步;金融市

① 至于这些价格信号是否正确则应该视金融市场的效率而定。

② 虽然所有的金融市场均提供某种形式的流动性,但是,流动性的程度却是决定不同市场特点的因素之一。

场机构投资者的增加等。全球性竞争迫使政府对金融市场的各个方面放松管制,并实行自由化,以便金融企业有效地参与世界竞争。技术的进步加快了全球金融市场一体化并提高了效率,电子通讯系统的进步将世界各地的市场参与者联系起来。电子技术的进步和先进的电子通讯一起使得股票的实时信息和其他重要信息得以传递至各地的投资者。因此,投资者能同时获得全球市场的信息并评估这些信息将如何影响他们的投资组合的风险和收益。

### 市场参与者

中央政府、中央政府的代理机构、地方政府、国际机构、非金融机构、金融机构以及家庭构成了金融市场的主要参与者。

中央政府以政府信用发行债券借钱,政府融资通常由财政部完成,通过发出国库券筹集资金。在美国,由中央政府的代理机构负责筹集资金并行使特定的功能,通常有两种代理机构,一是联邦机构,二是政府赞助公司。许多国家的地方政府也在资本市场上进行融资。

作为金融市场的主力,企业可以划分为金融企业和非金融企业两大类,这些经济实体在债券市场上举债,在股票市场上融资。

金融企业包括存款性机构、保险公司、养老基金和金融公司,它们通过向市场参与者发行金融要求权获得资金,然后将这些资金进行投资。这些金融中介的基本功能是将不被公众认可的金融资产转化为人们能够接受的金融资产。这种转变涉及四个基本功能:

(1) 期限中介。期限中介为金融市场提供两个层面的便利:一是投资者对其投资期限、借款人对其债务长度都有了更多的选择;二是由于投资者一般不愿意投入长期资金,因此,长期借款人必须支付高于短期的利息。

(2) 通过分散化减少风险。金融中介将风险较高的资产转变为风险较低的资产的经济功能称为分散化。投资者通过购买金融中介的金融资产以达到低成本的分散化,减少投资风险是金融市场的一个重要经济优势。

(3) 减少订立合同和处理信息的成本。通常,投资者处理金融资产以及发行人的信息存在机会成本,获取信息也需要成本,所有这些成本被称为信息处理成本。金融机构在金融资产的信息处理上有规模经济效应,因为金融中介管理的资金数额很大,低成本反过来增加了购买金融中介机构的金融要求权的投资者以及金融资产发行人的利益,后者从低借款成本中受益。

(4) 提供支付机制。如果前三个经济功能尚不明显,那么最后一个却应该是很明显的。金融中介提供支票、信用卡、借记卡和资金电子划拨等支付方式。存款机构通过非现金支付将不能用于支付的资产变为其他拥有这一特点的资产。

金融中介机构主要提供以下多种服务:(1)将从市场上获得的金融资产改变并构建成不同类型的更易接受的资产,成为金融机构的负债,这也是金融中介机构的基本功能;(2)代表客户交易金融资产;(3)自营交易金融资产;(4)帮助客户创造金融资产并将这些金融资产出售给其他市场参与者;(5)为其他市场参与者提供政策

建议；(6)管理其他市场参与者的投资组合。

### 金融工具和金融市场的组织结构

#### 1. 金融工具。

金融工具是对未来现金流量的要求权,包括货币市场证券、债券、股票和衍生证券等等。

货币市场证券是短期要求权,是级别最高的证券,是无违约风险、高度变现的短期期票,其主要的工具是短期国库券、商业本票、存单和银行承兑汇票等等。

股票和债券是公司或政府发放的长期证券。债券是长期性证券,它对所借款项承担法律义务,有本金承诺,不能履行者可能导致破产。股票是公司的权益,代表所有权。普通股代表公司的剩余利益,没有到期日。优先股也代表一种要求权,与普通股和债券之间有一些区别。

衍生证券是指那些价值来源于另一种证券价值的证券,期权合约、远期合约、期货合约和互换合约是最常见的衍生证券。它们的出现是源于规避金融风险的需要,但是在实践中,也将其作为投机工具。

期权是一项没有义务的权利,许多证券具有类似于期权的特性。认股权证是公司签发的一种长期期权,它给持有人以直接按照公司固定的价格购买股票的权利。可转换证券持有者拥有以这种证券交换普通股的权利。

期货是在期货市场上交易的标准的远期合约,期货合约是按特定的价格在将来某个时间点买卖某种物品的协议。期货合约不是一项期权,所有者有履行交易的义务。期货可以是商品交易,也可以是金融证券资产交易。

#### 2. 金融市场的组织结构。

金融市场可以分为一级市场和二级市场,前者是新证券的发放市场,而后者是证券的转手交易市场,资本市场上绝大部分交易属于二级市场交易。

在金融市场中,经纪人、证券商和投资银行为证券交易提供了便利。经纪人和证券商是帮助投资者在二级市场上进行证券交易的中间人。经纪人帮助投资者买卖证券,收取销售佣金,他不是证券所有者。证券商则真正以证券所有人的身份为自己买进证券,再在适当的时机出售所持证券。投资银行在一级市场上销售新证券,销售对象可以是个人,也可以是金融团体。在一些情形下,投资银行充当经纪人的角色,不作为证券持有人;在另一些情形下,投资银行作为一个包销商,它保证以最低的价格销售证券。公司首次向公众发行股票称为初次公开发行。这些交易主体的关系见图 1.3。

### 1.2-2 利率的期限结构

在经济生活中,资金配置的首要基础是价格,而价格则是以期望收益率表示的。通常,需要资金的主体必须以高出其他单位的出价才能获得资金。尽管资金的配置过程受诸多因素影响,比如,资金供应量、政府的限制等等,然而,期望收益

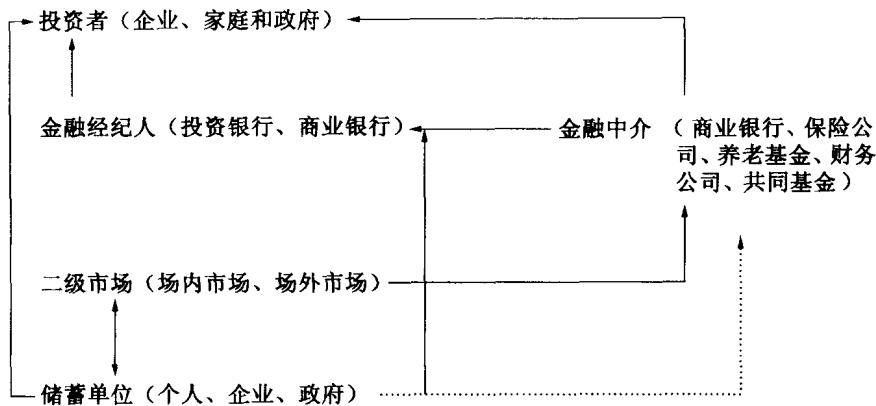


图 1.3 金融市场机制

率是最重要的因素。金融工具通过期望收益率在金融市场上取得供求平衡,其效果是,如果风险保持不变,那么愿意支付最高期望收益率的经济单位将获得资金使用权。

同时值得注意的是,经济生活中储蓄的配置过程不仅依赖于期望报酬率,也依赖于风险。金融工具为了在竞争中获得资金,就必须提供不同的期望报酬率。由于不同的工具有着不同的流动性、违约风险、期限、纳税义务和期权特征,因此,不同的金融工具有着不同程度的风险,向投资者提供的期望收益率也就完全不同。

#### 1. 流动性。

金融工具的流动性与变现能力有关。流动性的度量标准有两条,即资产出售时可实现的价格和变现所需的时间长度。这两条标准是相互关联的,它为金融工具流动性的界定提供了基础,即在价格没有受到明显损失的条件下,短期内大量出售金融工具的能力。金融工具的流动性越高,在标价附近大量成交的可能性就越大;反之,金融工具的流动性越差,投资者所需求的收益率也就越大。

#### 2. 违约风险。

金融工具提供者的风险高低直接影响到金融工具期望收益率的大小。就典型的投资者而言,它们通常不会直接判断或关注违约风险,而是根据金融工具的信用评估来确认它的违约风险的大小。金融工具的信用评估由主要的评级公司完成,在美国,穆迪公司和标准普尔公司是两家世界著名的投资服务公司,它们评定并公布金融工具的信用等级以供投资者使用。根据这些投资服务机构确定的信用等级,前四类信用等级被认为是“投资信用等级”,第五等级以下的信用等级被认为是“投机信用等级”<sup>①</sup>,其中,投机信用等级的金融工具的需求受到限制,并伴随着高违约风险,因此,这类金融工具必须向投资者提供更高的期望收益率。

#### 3. 期限。

金融工具的期限常常对其期望收益率具有很大影响力。只有从目前至到期日

<sup>①</sup> 在美国,信用等级在 BB 以下的企业所发放的债券也称垃圾债券。



的时间长度不同的几种金融工具的收益率和期限之间的关系才被称为利率的期限结构。代表某一时刻这种关系的曲线称为收益曲线。我们以国库券为例来说明无违约风险的内库券在两个独立日期的收益率和期限的关系,该关系见图 1.4。

在图 1.4 中,可以观察到两条单独曲线或收益曲线。通常,当预期利率上升时,收益率曲线是向右上方向倾斜的;当预期利率急剧下降时,收益率曲线是向右下方倾斜的。收益曲线呈正斜率是最常见的状态。在理论上,正斜率收益曲线的趋势代表与短期投资相对的长期证券投资的风险,证券的期限越长,其市场价值波动的

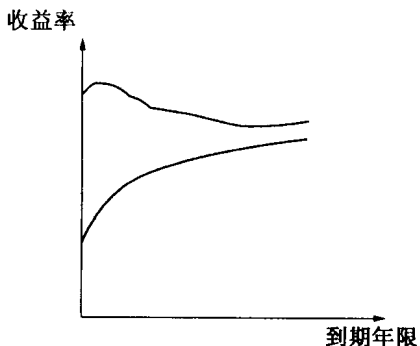


图 1.4 国库券收益曲线

的风险也就越高。因此,为使投资者对长期投资产生兴趣,必须给投资者一个风险溢价。只有在利率预期激烈下降时,投资者才愿意投资于长期证券,而不愿意投资于短期投资。

#### 4. 期权特征。

证券包含的期权特征是影响证券市场收益的另一个重要因素。这种期权特征主要有可转换权和认股权、证券赎回和偿债基金等等,投资者可以运用该权利获得公司普通股股票。如果投资者接受这些期

权,金融工具发行公司就可以用较低的利息成本借贷资金;相反,金融工具发行公司拥有这些期权,投资者就可以要求有较高的收益率作为补偿。

#### 5. 通货膨胀<sup>①</sup>。

预期的通货膨胀对利息率也会产生重要的影响,预期的通货膨胀率越高,证券的名义利率也就越高;反之,则越低。

#### 6. 公司收益率的变动。

证券的收益率将随时间的变化而变化,金融市场供求能力的变化以及通货膨胀变化的预期将有助于解释收益率的变化。

### 1.2-3 金融市场监管

在金融市场和机构的发展以及演化过程中,政府扮演着重要的角色。政府、金融工具的发行人以及投资者三者之间相互作用、相互影响,市场对监管的反应会促使政府采取更新的措施,进而引发市场机构也改变其行为,并不断循环下去。

政府进行市场监管的主要原因是市场自身不会以有效的方式和最低可能的成本生产其特定的产品和服务。效率和低成本是完全竞争市场的标志,无法有效生产的市场不是有效竞争的市场。监管是政府控制经济的一个重要特点,在市场失

<sup>①</sup> 欧文·费雪将债券的名义利率表示为债券的实际利率与债券期限内预期的物价变动率之和。