



高等教育“十二五”应用型人才培养规划教材

GAOJI  
CAIWU GUANLI

# 高级财务管理

熊细银◎主编

## 内 容 简 介

高级财务管理是针对非常规性业务的财务管理,具有财务专题的性质。其主要内容包括:现代财务理论的发展,行为财务学,企业并购财务管理,企业集团财务管理,国际财务管理,中小企业财务管理,若干行业财务管理,企业破产、重整与清算财务管理,计算机财务管理应用等内容。本教材共9章,每章还附有学习目标、本章小结、案例分析、思考与练习,便于学生预习和复习。本书特点是:突出和明确要点、具有前瞻性、可操作性和系统性。

本教材的使用对象为会计专业和财务管理专业高年级学生、有一定实务经验的会计和财务管理实务工作者、CPA 应考人员、新会计准则培训人员等。

版权专有 侵权必究

---

### 图书在版编目(CIP)数据

高级财务管理 / 熊细银主编. —北京:北京理工大学出版社, 2012. 7  
ISBN 978-7-5640-5391-8

I. ①高… II. ①熊… 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(2011)第 270871 号

---

---

出版发行 / 北京理工大学出版社

社 址 / 北京市海淀区中关村南大街 5 号

邮 编 / 100081

电 话 / (010)68914775(办公室) 68944990(批销中心) 68911084(读者服务部)

网 址 / <http://www.bitpress.com.cn>

经 销 / 全国各地新华书店

印 刷 / 北京市通州富达印刷厂

开 本 / 787 毫米×1092 毫米 1/16

印 张 / 17

字 数 / 387 千字

版 次 / 2012 年 7 月第 1 版 2012 年 7 月第 1 次印刷

责任编辑 / 申玉琴

印 数 / 1-4000 册

责任校对 / 周瑞红

定 价 / 36.00 元

责任印制 / 吴皓云

---

图书出现印装质量问题,本社负责调换

# 前 言

高级财务管理是会计学、财务管理专业的专业课，也是其他财经类专业的专业基础课。它是以资金管理为中心内容的一项管理活动。资金是现代企业经营和发展所需要的一种基本资源，实现企业的战略目标离不开资金的支持；同时，企业要想取得良好的资金运作效果，又要依赖发展战略的正确选择。但是，从企业发展的最终目标是实现企业价值和资本增值最大化的角度来看，高级财务管理应处于企业管理的中心地位。

高级财务管理的内容体系在学术界至今没有统一的界定标准。我们比较倾向于按照财务管理的知识层次来划分初级、中级与高级。财务管理的基本理论、基本观念与基本方法属于初级财务管理的内容；中级财务管理主要讲述常规业务的财务管理，具体包括筹资管理、投资管理、营运资金管理和利润分配管理等；高级财务管理是针对非常规性业务的财务管理，具有财务专题的性质，其主要内容包括现代财务理论的发展，行为财务学，企业并购财务管理，企业集团财务管理，国际财务管理，中小企业财务管理，若干行业财务管理，企业破产、重整与清算财务管理，计算机财务管理应用等内容。

本书是“财务管理核心课程教材”之一，从价值目标、战略规划与组织管理等视角综合讨论了财务管理的重点、难点问题。本书内容结构除了谋求在知识体系上的系统性外，还致力于：①紧扣财务理论与我国实际问题安排选题，体现“务实”；②避免与现有财务学教材内容简单重复，体现“高级”；③重点围绕财务的最新实践问题，体现“新颖”。

本书旨在使读者在财务管理基本原理和方法基础上通过进一步学习，理解财务管理在实践中的特殊问题、难点问题，以不断提升财务管理的专业意识、执业判断和专业创新能力。

本书由江西农业大学南昌商学院熊细银教授任主编，由张鹄、王文冠和黄慧雯老师任副主编。本书在编写过程中，得到了袁瑾洋教授、杨光耀博士的大力帮助，并参考了公开发表的众多专家学者的有关论文和著作，在此，向他们表示衷心的感谢。

由于时间和水平的局限，书中难免存在疏漏和欠妥之处，还希望读者批评指正。

编 者  
2011 年 7 月

# 目 录

|                      |    |
|----------------------|----|
| <b>第1章 现代财务理论的发展</b> | 1  |
| 学习目标                 | 1  |
| 1.1 现代财务理论的发展概况      | 1  |
| 1.2 现代财务理论发展的新特征     | 11 |
| 1.3 我国现代财务管理理论的研究现状  | 17 |
| 本章小结                 | 23 |
| 案例分析                 | 23 |
| 思考与练习                | 26 |
| <b>第2章 行为财务学</b>     | 27 |
| 学习目标                 | 27 |
| 2.1 行为财务学概述          | 27 |
| 2.2 行为财务学的基本理论       | 29 |
| 2.3 传统财务学与行为财务学的比较   | 34 |
| 2.4 行为财务理论模型和实证研究    | 37 |
| 本章小结                 | 42 |
| 案例分析                 | 43 |
| 思考与练习                | 43 |
| <b>第3章 企业并购财务管理</b>  | 44 |
| 学习目标                 | 44 |
| 3.1 企业并购概述           | 44 |
| 3.2 企业并购的动因          | 47 |
| 3.3 企业并购的分类与出资方式     | 52 |
| 3.4 企业并购过程           | 61 |
| 3.5 企业并购对股东利益和控制权的影响 | 71 |
| 本章小结                 | 72 |
| 案例分析                 | 73 |
| 思考与练习                | 76 |
| <b>第4章 企业集团财务管理</b>  | 77 |
| 学习目标                 | 77 |
| 4.1 企业集团概述           | 77 |
| 4.2 企业集团财务管理体制       | 82 |
| 4.3 企业集团财务管理的内容      | 85 |
| 4.4 企业集团财务控制         | 98 |



|                                 |     |
|---------------------------------|-----|
| 4.5 企业集团业绩评价 .....              | 101 |
| 4.6 企业集团财务公司 .....              | 105 |
| 本章小结 .....                      | 112 |
| 案例分析 .....                      | 113 |
| 思考与练习 .....                     | 115 |
| <b>第5章 国际财务管理</b> .....         | 116 |
| 学习目标 .....                      | 116 |
| 5.1 国际财务管理的相关问题 .....           | 116 |
| 5.2 外汇风险管理 .....                | 121 |
| 5.3 国际投资决策 .....                | 128 |
| 5.4 国际税收决策 .....                | 135 |
| 5.5 跨国经营业绩评价 .....              | 139 |
| 本章小结 .....                      | 143 |
| 案例分析 .....                      | 144 |
| 思考与练习 .....                     | 149 |
| <b>第6章 中小企业财务管理</b> .....       | 150 |
| 学习目标 .....                      | 150 |
| 6.1 中小企业财务管理概述 .....            | 150 |
| 6.2 中小企业融资管理 .....              | 155 |
| 6.3 中小企业投资管理 .....              | 160 |
| 6.4 中小企业的政策利用 .....             | 166 |
| 本章小结 .....                      | 170 |
| 案例分析 .....                      | 170 |
| 思考与练习 .....                     | 173 |
| <b>第7章 若干行业财务管理</b> .....       | 174 |
| 学习目标 .....                      | 174 |
| 7.1 物业企业财务管理 .....              | 174 |
| 7.2 旅游饭店财务管理 .....              | 178 |
| 7.3 商业银行财务管理 .....              | 184 |
| 7.4 商业企业财务管理 .....              | 190 |
| 7.5 房地产开发企业财务管理 .....           | 195 |
| 7.6 非营利组织财务管理 .....             | 198 |
| 本章小结 .....                      | 201 |
| 案例分析 .....                      | 202 |
| 思考与练习 .....                     | 203 |
| <b>第8章 企业破产、重整与清算财务管理</b> ..... | 204 |
| 学习目标 .....                      | 204 |
| 8.1 企业破产概述 .....                | 204 |
| 8.2 破产预警管理 .....                | 208 |

|                            |            |
|----------------------------|------------|
| 8.3 重整与和解 .....            | 217        |
| 8.4 破产清算财务管理 .....         | 218        |
| 本章小结 .....                 | 220        |
| 案例分析 .....                 | 221        |
| 思考与练习 .....                | 224        |
| <b>第9章 计算机财务管理应用</b> ..... | <b>225</b> |
| 学习目标 .....                 | 225        |
| 9.1 基于信息系统的财务管理 .....      | 225        |
| 9.2 基于商业智能工具的财务管理 .....    | 230        |
| 9.3 基于 Excel 的财务管理 .....   | 235        |
| 本章小结 .....                 | 257        |
| 案例分析 .....                 | 258        |
| 思考与练习 .....                | 259        |
| <b>参考文献</b> .....          | <b>262</b> |

# 现代财务理论的发展



## 学习目标

- 了解现代财务理论的发展状况。
- 懂得财务理论的深化。
- 掌握现代财务理论发展的特征和我国现代财务理论的研究现状。

## 1.1 现代财务理论的发展概况

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, 公司财务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 3 部分。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不可缺少的构成部分。1910 年, 《公司财务政策》《公司及其财务问题》等著作的出版, 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 3 个阶段。

### 1.1.1 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, 至此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 (Stone) 于 1920 年写成的《公司财务策略》一书是这一时期的代表作, 该书在总结当时各种学派观点的基础上提出了一些新的观点。

1929 年爆发的经济危机和 20 世纪 30 年代的经济大萧条, 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。美国学者洛弗 (W. H. Lough) 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与控制, 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,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,内部组织越来越复杂,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二三十年代研究内容的基础上,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(Dewing)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“传统型公司财务理论”学派。下面主要介绍几种传统理论。

### 1. 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(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(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和净营业收入理论之间的理论。

### 2. 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持久的股利理论。其初期表现为股利重要论,后经威廉斯、林特纳、华特和戈登等发展为“在手之鸟”理论。其中戈登是该项理论主要的代表人物。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。用公式表示为:

$$V_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{1 + K_t}$$

股利相关论是根据对投资者心理状态的分析而得出的。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到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,也不愿意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。

### 3. 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未来价格的无偏估计值。从时间序号来看,第二天商品的预期价格期望值与今天实际价格差额的值为零。因此他认为,价格行为的基本原则应是“公平原则”,投资者的期望利润应为零。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》杂志刊登的一篇通讯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,从什么地方开始找最好呢?答案是从醉汉最初所在地的地点找起,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证据。这些研究都发现,逐次价格变化之间的序列相关系数为零。

总体来说,上述这些理论大多数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”的规范性的问题,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。

## 1.1.2 现代财务理论的成熟期

20世纪50年代后期至70年代末是西方经济学发展的黄金时期,在此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到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方法广泛应用于资本预算分析、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起到了决定性的影响。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,财务管理开始运用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,促使一系列的现代财务理论的基础性研究成果不断涌现。

### 1. 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种工业股票价格指数与纽约棉花、芝加哥小麦的价格周期变化后,明确提出了股票价格呈现“随机游走”的特征,无规律可循。奥肯和奥斯伯恩(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性所致。

但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)首先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(Ball and Brown, 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3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,鲁宾斯坦(Rubinstein, 1975)等人从逻辑学、信息经济学的角度对有效市场性进行了重新构造,提出了不同的定义,并且首次把交易量与有效市场性结合在一起进行研究。詹森(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,对理解一些股市的非正常现象很有说服力。

### 2. 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2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:

$$E(R_p) = \sum W_i E(R_i)$$

$$\delta_p^2 = W_1^2 \delta_1^2 + W_1 W_J \sum_{i=1}^N \sum_J^N \delta_{ij} (i \neq J)$$

式中  $E(R_p)$ ——投资组合的期望收益率;

$W_i$ ——第*i*种证券的投资比重;

$\delta_p^2$ ——投资组合的方差;

$\delta_{ij}$ ——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。投资组合理论的核心思想是:证券的投资组合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一方差分析法的定价问题提供了研究方法。

### 3. 资本结构理论

1958年6月,米勒(Miller)和莫迪格莱尼(Modigliani)在《美国经济评论》上发表了《资本结构、公司财务与成本》一文,对企业价值与资本结构的关系进行了严密的分析后提出了资本结构无关论(MM理论),由此开创了企业资本结构的现代研究。该理论认为,在一些假设下,由于套利机制的作用,企业不论发行股票筹资还是发行债券筹资,企业的价值不变,即与企业的资本结构无关。

MM理论虽然在逻辑推理上得到了肯定,但在实践中却面临挑战。现实中,企业都非常重视资本结构对企业价值的影响。为了揭示这一理论与实际的差异,米勒和莫迪格莱尼于1963年对他们的理论进行了修正,提出了有企业税的MM模型,指出由于负债利息的抵税作用,企业可以通过增加负债来降低加权平均资本成本,从而提高企业价值,当负债率达到100%时,企业价值最大,综合资本成本最小。

MM模型提出后,西方财务中几乎各种资本结构均是围绕该模型的假设与命题进行的。在这个意义上,可以说MM理论标志着现代公司财务理论的诞生,是现代资本结构理论的基石。

资本结构理论随后主要沿着两个主要分支发展:一支以米勒、莫迪格莱尼、法拉(Farrar)、塞尔文(Sharevell)、贝南(Brennan)和斯达普顿等为代表,主要探讨税收差异对资本结构的影响,这个学派最后在米勒手中达到顶峰;另一支以巴科特、斯蒂格利茨(Stiglitz)、阿特曼和华纳为代表,将市场均衡理论应用于资本结构理论的研究之中,重点研究破产成本与资本结构的关系问题,以后再推广到财务困境成本中。这两大学派最后再归结到以罗比切克、梅耶斯(Mayers)、斯科特、考斯和李真伯格等人所倡导的权衡理论,后来又演变为后权衡理论。1977年,米勒批驳斯蒂格利茨等人的均衡分析中没有考虑个人所得税的缺陷,而加入个人所得税,又一次修正了MM理论模型,使其研究结论又回到MM定理。

### 4. 股利政策理论

1961年,米勒和莫迪格莱尼发表的《股利政策、增长与股票价值》论文,第一次对股利政策的性质和影响进行了系统分析,研究了完善资本市场中的股利政策。该理论在一系列严密的假设下,论证了股利政策不会对公司价值或其资金成本产生作用。该项理论的关键是存在一种套利机制,通过这一机制,使支付股利与外部筹资这两项经济业务所产生的效益与成本正好相互抵消,股东对盈利的留存与股利的发放将没有偏好,因此,单就股利政策而言,无所谓最佳,也无所谓最次。他们的这一观点被称为MM股利政策无关性定理。

此后,人们对公司股利政策的探索发生了变化,MM理论的严格假设条件成为现代股利理论研究的主要内容和线索,财务学家的研究重点转移到考察放松假设条件后的不完善市场的MM理论。总体看来,后来的研究大多围绕无交易成本及信息对称两个假设进行。如法拉和塞尔文(1967)、贝南(1970)引进税负因素,研究现实世界中股利政策对企业价值的影

响,建立了税差理论。随后,税差理论进一步发展为追随者效应理论,埃尔顿(Elton, 1970)、格鲁伯(Gruber, 1970)、布莱克和斯科尔斯(Black and Scholes, 1974)等学者对追随效应理论进行了大量的、系统的研究。在引入信息不对称后,财务学家又从代理理论和信号理论两个角度对管理者制定股利政策的动因进行了深入分析。

### 5. 资本定价理论

夏普(Sharpe, 1964)和林特(Lintner, 1966)等将马科维茨的均值一方差分析推广到竞争经济环境中,通过研究投资者的总体行为和市场对资产定价的内在机理,提出了资本资产定价的均衡模型(Capital Asset-Pricing Model, CAPM),即:

$$E(R_i) = R_f + [E(R_M) - R_f]\beta_i$$

该模型的主要观点是,为了降低投资风险,所有投资者都会选择一个无风险资产和有风险资产的线性组合。因此,任一风险资产的期望收益率 $E(R_i)$ 都等于无风险收益率 $R_f$ 加上这种资产的风险报酬率 $\beta_i$ 乘以风险价格 $[E(R_M) - R_f]$ 。CAPM提供了一种与资产组合理论相一致的有关个别资产的风险度量,在财务理论研究中第一次建立了一个能够由经济计量检验的资产收益模型。为此,夏普、马科维茨和米勒共同获得了1990年诺贝尔经济学奖。

20世纪60年代末,芝加哥大学应用GPSP股票价格信息验证了资本资产定价模型,从而引发了财务理论中实证研究的兴起。布莱克、詹森、斯科尔斯、法玛、麦克培斯等分别对CAPM进行检验,而且都证实了资本资产定价模型与实际情况十分吻合。资本资产定价理论的产生及其被验证标志着财务理论的又一次飞跃发展。

随后,资本资产定价模型不断得以修正和发展。布莱克(1972)放松了无风险利率自由借贷的假设,得出双因素模型(Two-Factor Model);梅耶斯(1972)引入非市场交易性资产,得出扩展的资本资产定价模型;默顿(Merton, 1973)假设交易行为在整个期间内连续发生,推导出一个新的跨时期的资本资产定价模型;Bucus(1978)、Breedn(1979)、Crossmant和Shiller(1981)运用默顿的分析方法,分别提出了基于消费的动态CAPM模型。

### 6. 套利定价理论

资本资产定价模型自诞生以来也受到了许多的挑战与批评,其中最著名的批评来自经济学家罗尔。罗尔指出,资本资产定价模型主要依赖于市场证券组合的存在,其唯一有效的检验方法是判断市场证券组合是否符合均值一方差。而现实中,只能利用市场指数对市场资产组合进行近似描述,实证分析中该模型的结果会因市场指数的不同选择而发生很大的差异,因而该模型是不能被验证的。证券组合的残差与直线没有发生较大的偏离,仅说明市场指数的选择是事后有效的。其他的批评主要集中在该模型的假设上,认为该模型假设太多,过于严格,与现实相差太远。

针对这些批评,罗斯(Ross)在1976年从另一个角度(套利定价)提出了资产市场均衡定价模型,即套利定价理论(Arbitrage Pricing Theory, APT)。该项理论假设任何证券的收益率均与 $K$ 个因素相关,表达式为:

$$R_i = E(R_i) + B_{i1}F_1 + \cdots + B_{iK}F_K + \varepsilon_i$$

式中  $R_i$ ——第 $i$ 项资产的随机收益率;

$E(R_i)$ ——第 $i$ 项资产的期望收益率;

$B_{iK}$ ——第 $i$ 项资产的收益相对于第 $K$ 个因素的敏感程度;

$F_K$ ——对全部资产收益率有影响的均值为0的第 $K$ 个因素;

$\varepsilon_t$ ——对全部资产收益率有影响的均值为0的随机扰动项。

根据套利定价理论,风险性资产的收益应该是市场组合资产、市场指数、拖欠风险贴水、收益曲线偏差及预期通货膨胀等多个因素的线性组合。

资本资产定价模型认为市场均衡力量来自投资者对不同资产风险边际收益的对比,而套利定价理论认为市场均衡是投资者无限追逐无风险套利机会(一种零风险、零投资但收益确定的投资机会)而形成的。投资者无限追求套利投资机会,使得资产的预期收益满足下述公式,即无套利机会的市场均衡条件:

$$E(R_i) = \lambda_0 + \lambda_1 B_{i1} + \cdots + \lambda_K B_{iK}$$

式中  $\lambda_0$ ——风险资产的预期收益;

$\lambda_K$ ——第  $K$  个因素风险回报的期望值。

套利定价理论与资本资产定价模型基于相似的基础,CAPM 可以被认为是 APT 模型的一个特例,即当单一公共因子被确认为市场资产组合报酬时的单因子 APT 模型。但相比之下,APT 在实际应用上更具有灵活性和说服力,不需要 CAPM 模型那样严格的假设条件,可以避免 CAPM 中的许多检验问题。APT 的建立对后来资产定价问题的深入研究具有重要意义。

## 7. 期权定价理论

20 世纪 70 年代以来,以期权和期货为代表的金融产品的广泛运用和迅速发展对金融领域产生了深远的影响。这促使了布莱克—斯科尔斯期权定价模型(Black-Scholes Option Pricing Model)的诞生,该模型继承和发展了传统的二项式模型,为现实期权交易价格的确定提供了重要的理论参考。

1973 年,布莱克和斯科尔斯以 CAPM 为基础,在一系列合理的假设条件下,利用套利定价机制得出了欧式买入股票选择权(期权)的计算公式,即布莱克—斯科尔斯期权定价模型。在一系列的假设条件下(股票价格连续变动,股票回报率波动服从正态分布,不考虑税收和交易费用等),欧式买入期权的价格由下式给定:

$$G = S_0 \times N(D_1) - Y_e^{-RN} N(D_2)$$

式中  $G$ ——买入期权的当前价格;

$S_0$ ——股票的当前价格;

$N(D_1)$ ——服从标准正态分布,小于  $D$  概率;

$R$ ——无风险利率;

$N$ ——距期权到期的时间。

同时,这两位学者还首次提出,有负债公司的权益实际上是公司价值的看涨期权。随后,有大量文章进一步对如何将期权定价理论运用于解决许多不同公司财务问题进行了深入探讨,如股利政策、资本结构、兼并与收购、投资决策、可转换债券及认股权证等。默顿(1973, 1976, 1977)对布莱克—斯科尔斯期权定价模型进行了多方面的拓展。

后来,财务学家们沿着布莱克—斯科尔斯期权定价模型的思路进一步发展并完善了期权定价理论。鲁宾斯坦(1976)从一个离散的不完全市场均衡中推导出布莱克—斯科尔斯期权定价公式;考克斯(Cox, 1975)提出固定弹性方差模型;吉斯科(1977)提出的复合期权模型揭示了应当如何对期权为标的物的期权进行定价;费雪(1978)解决了在执行不确定情况下的期权定价问题;考克斯、罗斯和鲁宾斯坦将布莱克—斯科尔斯期权定价模型中涉及的对数和微积分等复杂的数学公式利用二项式方法予以简化,使得该模型更易接受和使



用。理论界认为,期权定价模型将同资本资产定价模型一样,在企业的财务决策中起着越来越重要的作用。

由于吸收了自然科学和社会科学的丰硕成果,财务管理进一步发展成为集财务预测、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。1972年,法玛和米勒出版的《财务理论》,集西方财务管理之大成,标志着西方财务理论已经发展成熟。这一时期也是财务管理发展史上公认的财务管理发展成熟时期。

### 1.1.3 财务理论的深化发展期

20世纪80年代后,金融工具的创新、金融风险的加剧、产品生产和需求的柔性化以及网络经济的发展,均加剧了公司面临的不确定性和预测、决策的难度,使企业财务管理和实践发生了巨大变化。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、网络化方向发展。

#### 1. 原有理论的深化

##### (1) 资本资产定价模型的检验

早期的验证结果大多支持了CAPM,如布莱克、詹森和斯科尔斯(1972),法玛和麦克培斯(1973)所做的验证。然而后来,特别是20世纪80年代以来,负面的验证结果大量出现。Reinganum(1981)、Lakonishok and Shapiro(1986)发现,平均股票收益与 $\beta$ 之间的这种正相关关系在70年代之后的数据中消失了。法玛(1992)使用了1992—1989年的数据,证明即使在 $\beta$ 为唯一解释变量的情况下,CAP所预示的关系也不存在。

与此同时,许多其他因素被发现对于股票收益具有显著解释能力。比较著名的有:Banz(1981)的规模效应,发现市场权益(Market Equity, ME, 股票价格与流通股数量的乘积)对于市场 $\beta$ 值所提供的截面平均收益具有解释能力,指出ME与收益负相关;Stattman,(1980),Rosenberg Reid 和 Lanstein(1985)发现美国股票的平均收益与企业普通股权的账目(BE)与其市场值(ME)之比(BE/ME)正相关;Chart, Hamao 和 Ialkonishok(1991)发现BE/ME对于日本股票的截面平均收益具有很强的解释能力;Bhandari(1988)发现财务杠杆与平均收益之间是正相关的,财务杠杆仍然对收益具有解释能力。

但也有一些学者的实证支持了CAPM。Amihud, Christensen 和 Mendelson(1992)进一步发现,如果使用更有效的统计方法,那么平均收益率和 $\beta$ 值关系的估计值是正的而且是显著的。布莱克(1993)认为,Banz(1981)提出的公司规模效应只是在某个样本时期内才出现;这个结果也被Jagannathan 和 McGrattan(1995)的研究所证实。Kothari, Shanken 和 Stoan(1995)主要从 $\beta$ 值的系数上,对法玛(1992)的研究结果进行分析,他们认为这个估计值具有较大的标准差,这说明在较大的置信区间上, $\beta$ 值的系数有较大的取值范围,统计上不能认为其只能是负值。

##### (2) 套利定价理论的验证和完善

罗尔和罗斯(1980)采用实际数据测试了套利定价理论,结果表明,在解释资产定价方面,至少有3个或4个基础因素是重要的。罗斯(1983)发现,套利定价模型给出了关于电力公用事业权益成本更精确的估计。陈(Chen, 1983)认为,统称为规模效应的资本资产定价模型的不规则性可以利用套利定价模型予以修复,套利定价模型能够解决资本资产定

价模型的遗留问题；反之，则不然。陈、罗尔和罗斯（1983）把不同的变量与5组证券组合的收益相联系，以模拟出基本影响因素，认为工业生产指数、违约风险溢价的变化程度、收益曲线的扭曲程度及未预计通货膨胀4个变量具有重大影响。

### （3）资本结构理论的深化

20世纪70年代，财务学家将信息不对称理论引入资本结构的研究，形成了以信息不对称理论为中心的新资本结构理论，主要包括詹森和麦克林的代理成本说（1976），罗斯、利兰德和派尔的信号—激励模型（1977），以及史密斯、华纳、霍肯、西贝特和哈特的债务契约理论（1979）等。进入20世纪80年代，梅耶斯和梅杰弗（1984）在《资本结构之谜》一文中提出了信息不对称下的资本结构优序理论（Pecking Order Theory）。文章指出，公司在为新项目融资时首先倾向于留存收益作为主要资金来源，其次选择负债，最后才是外部权益融资。进入20世纪90年代，现代资本结构的研究出现以现金流量代替会计盈利为基础的趋势，通过现金流，现代资本结构理论进一步扩展为包括筹资结构、投资结构以及利润分配结构在内的涵盖公司整体资本运作结构的研究范畴。

### （4）新股利理论的发展

进入20世纪80年代，财务学家们又对税负因素和信息不对称因素展开研究，提出股利政策的代理理论与信号传递理论，为企业股利支付模式的选取提供了理论指导。罗杰夫（1982）选择64个不同行业的1000家非管制企业为样本，得出结论：即使忽略税收因素，最优股利政策也能存在。米勒与洛克（1985）在建立净股利概念的基础上发展出财务信号模型，它是第一个明确将股利和外部融资相结合的理论，并指出股利与外部融资是同一问题的两个方面。

### （5）鞅途径研究方法的应用

鞅理论是随机过程的一个分支，它的发展为随机微积分提供了新的研究手段（如随机微分方程的鞅表示）。哈里森和普利卡（Harrison and Pliska, 1979）引进鞅理论对风险中性原理加以证明，指出价格无套利机会的充分必要条件是对某一等价的概率测度过程是鞅。Cox 和 Huang（1989），Karatzas、Leloczky 和 Shreve（1990）用鞅理论将随机动态的跨时期问题简化为市场中的静态问题，从而解决了最优消费和资产组合选择问题。

鞅概念还被用于描述套利资产定价。特布尔和米尔纳（Turnbui and Milner, 1991）在鲁宾斯坦（1976）推导布莱克—斯科尔斯期权定价模型所运用的均衡方法基础上，建立了一个用于金融资产衍生套期保值的均衡模型。该模型为鞅资产定价能够通过均衡或套利获得的观点提供了有力支持，而且在这种分析框架下，鞅资产定价可以通过若干可观测变量的函数来计算。

## 2. 新基础理论的发展

经济环境的新变化促进了新的基础财务理论的产生，主要有信息不对称理论和代理理论。

### （1）信息不对称理论

按照新古典经济学的假设，任何经济行为的结果都是确定和唯一的，抉择与行为后果一一对应，“帕累托最优”是可以实现的，故微观经济学的任务是最优化决策问题，即如何实现资源的最优配置和效率最大化。然而，以郝伯特·西蒙（H. Simon）和肯尼思·阿罗（K. Arrow）为代表的一批欧美经济学家在20世纪60年代率先对“充分信息假设”提出质

疑,指出不确定性是经济行为的基本特征之一,抉择策略与行为后果并不存在一一对应关系。进入20世纪70年代以后,乔治·斯蒂格勒(G. J. Stigler)、威廉·维克里、詹姆斯·米尔利斯等人对这一问题作了进一步研究,从现实的制度安排和经济实践中发现,不仅行为者的信息不充分,而且信息的分布也是不均匀、不对称的,这种状况会严重影响市场的运行效率并经常导致“市场失灵”。这构成了不对称信息经济学产生和发展的基础。

信息不对称理论主要包括委托—代理理论,逆向选择与道德风险、信息传递理论等信息不对称理论,对西方财务理论的发展具有重要的影响。葛罗斯曼(Grossman, 1976)通过分析股票市场中的不对称现象,证明了股票价格在一定程度上可以揭示内幕消息,从而拉开了信息不对称现象应用于财务理论研究的序幕。一方面,在公司财务理论研究中,考虑了在不对称信息情况下,如何建立和运用激励和监督机制、信息传递机制的问题;另一方面,借鉴不对称信息的分析方法,财务学者从代理理论与信号理论两个角度对有效资本市场理论、资本结构理论和股利理论等问题展开了研究。

信息不对称理论的显著特征表现在运用行为科学对公司及其投资者在资本市场进行投资、融资活动的价值取向的合理解释,并以此为依据判断在信息不对称环境中进行投资、融资活动的后果。因而,信息不对称理论不构成严格的理论模型结构。这种理论的基础是:在资本市场上,公司经理人员与公众投资者处于信息不对称的地位。通常前者总能比后者掌握更多的与投资者紧密相关的各种信息,比如股票交易或新股上市的内幕信息、机构投资者介入情况、股市的利好消息等。这种信息的不对称,将直接影响投资者的行为、公司筹集资源共享的顺序和资本结构的确定。

近年来,信息不对称理论作为一种新的资本结构理论,在财务理论和实务界得到广泛的认同和较大的发展。斯蒂格利茨(1972)最早采用信息不对称理论来模拟资本结构,而罗斯、迈尔斯等人则在系统中引入信息不对称理论研究资本结构问题。信息不对称理论虽然没有直接回答最优资本结构问题,但引起了财务管理思想的重大飞跃,由此产生了代理成本理论(詹森和麦克林,1976)、财务契约理论(史密斯和华纳,1979)、控制权理论等。

同时,财务学家还将信息不对称理论引入到股利政策的研究中,建立了股利的信号传递理论。巴塔哈亚(1979)率先在股利研究中建立了股利显示信号模型,模型假设股东拥有所知的有关企业价值的私有信息,而股利政策的存在有助于降低这种信息不对称程度。随后,米勒与洛克(1985)将股利与融资、投资问题结合起来,建立了净股利传递信号模型。在该模型中,管理者对企业当前收益知道的信息要比投资者多,并通过股利分配向投资者传递有关当前收益的信号,后者根据收到的信号判断企业的当前收益,由此预测未来收益,进而确定企业的市场价值。总之,股利的支付具有降低代理成本和信息不对称程度的功能。

## (2) 代理理论

代理理论是随着信息经济学的产生和发展而出现的一种新的经济理论。它运用新的概念,从传统经济理论不同的角度来分析组织问题,并得出一系列重要的结论。这些结论较之传统经济学更符合实际情况,因而受到广泛的关注。尽管与信息经济学一样,代理理论还不完善,但它具有的理论与方法论,对于我们深入理解市场经济现象以及研究社会主义市场经济运行机制都很有借鉴意义。

1976年,美国学者詹森和麦克林发表了《厂商理论:管理行为、代理成本与所有权结构》一文,对代理理论作了系统的描述,提出了“代理关系”的重要概念,并阐述了公司

中的委托—代理关系问题。他们首次将代理理论、产权理论应用到公司财务理论研究中,深化了资本结构理论和股利理论的研究。

詹森和麦克林的代理理论认为:现代企业的代理关系实际上是一种契约或合同关系,在这种关系下,一个或多个委托人雇用另一个代理人,并授予后者一定的决策权,使其代理委托人的利益从事某种活动。从公司理财的角度看,公司的利益关系者受个人利益的驱动,从市场进入企业,以谋求个人利益最大化,由于各自目标不一致,所以会引起各方利益的相互冲突,解决冲突的有效方法就是由关系人各方共同订立各种形式的契约,从而产生代理关系。存在于公司中的代理关系主要表现为三个方面:①资源的提供者(股东和债权人,即委托人)与资源的使用者(管理者,即代理人)之间以资源的筹集和运用为核心的代理关系。②资源提供者之间以投资者行为目标和行使权利为核心的代理关系(债权人的目标是到期收回本金并取得规定的利息收入,但没有决策权;而股东的目标是追求股东财富最大化,拥有决策权,股东可能通过管理者为自己的利益而伤害债权人的利益,从而两者之间存在潜在冲突)。③公司内部高层经理与中层经理、中层经理与基层经理、经理与雇员之间以财产经营管理责任为核心的代理关系。现代企业经营的不确定性和代理关系的复杂性,决定了契约各方存在着利益不均衡性、信息不对称性和风险不平等性等,由此决定了契约的监督在客观上需要建立一系列沟通、激励、协调代理关系的管理机制,促使代理人采取适当的行动,最大限度地增加委托人的利益。

如何设计有效的激励机制,以最大限度降低代理成本,从而确保委托人利益的实现,是代理理论要解决的主要问题。詹森和麦克林率先利用代理理论分析了企业股东、管理者与债券持有者之间的代理冲突及解决措施,从代理角度对困扰财务学家的融资问题作了新的阐释,认为股利政策有助于减缓管理者与股东之间以及股东与债权人之间的代理冲突。代理理论对现代企业财务理论的发展具有重要的参考价值,一方面,它可以正确处理股东、债权人与经理之间以及公司内部之间的代理关系,建立适当的公司治理机制;另一方面,它又可以解决企业资本结构的选择和风险偏好问题。

## 1.2 现代财务理论发展的新特征

我国的财务学者对21世纪初的财务学发展进行了系统研究后认为,财务学科将会向多个领域综合交叉发展。其中有代表意义的观点有:财务学将与各门类科学、各层次分支学科不断交叉,同时又加速综合;自然科学尤其是数学科学的不断应用,将使财务学科理论高度数学化、量化;财务学与相关技术形成共生关系,协同发展;财务学将进一步国际化,形成一个国际财务学科群体。

可以预见,在21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形成新的综合学科。

### 1.2.1 跨学科交叉整合研究

#### 1. 跨学科交叉整合研究

跨学科的交叉整合研究成为世纪之交现代财务学的最新发展趋势之一。可以说,新财务