



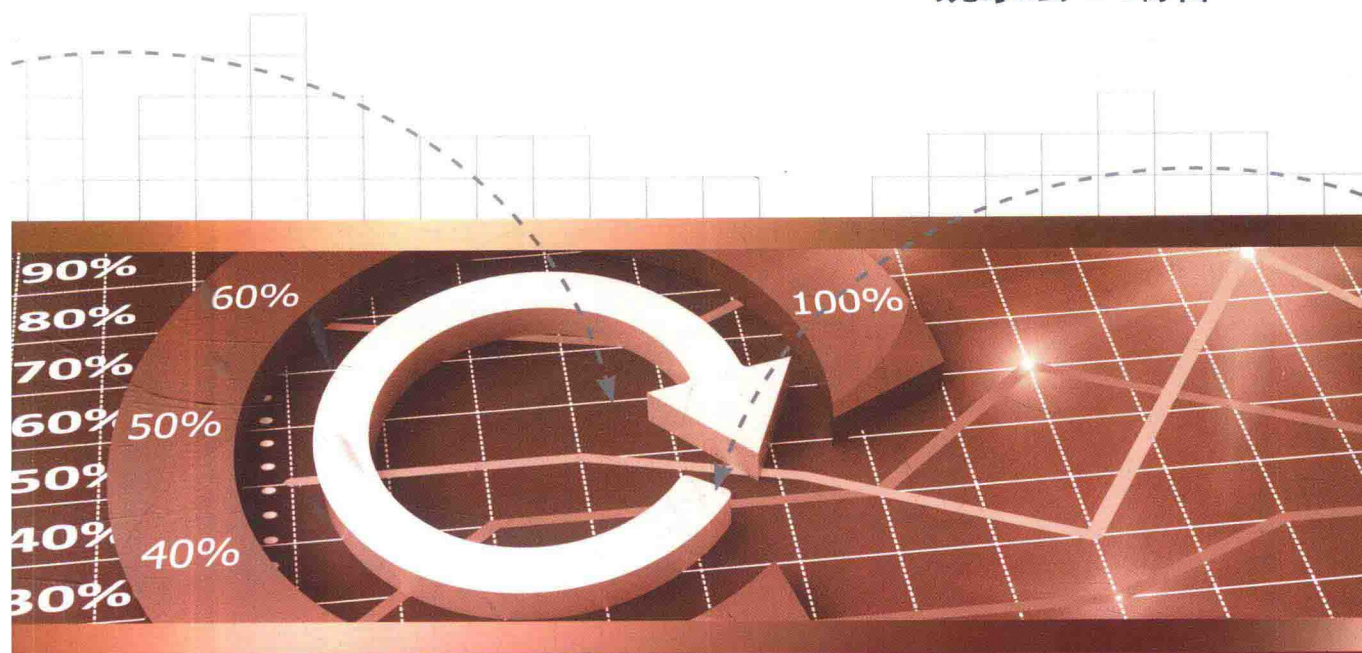
普通高等教育“十三五”规划教材

信華經管 创新系列

Advanced Financial Management

高级财务管理

魏永宏 ○ 编著



中国工信出版集团



电子工业出版社
PUBLISHING HOUSE OF ELECTRONICS INDUSTRY
<http://www.phei.com.cn>



普通高等教育“十三五”规划教材

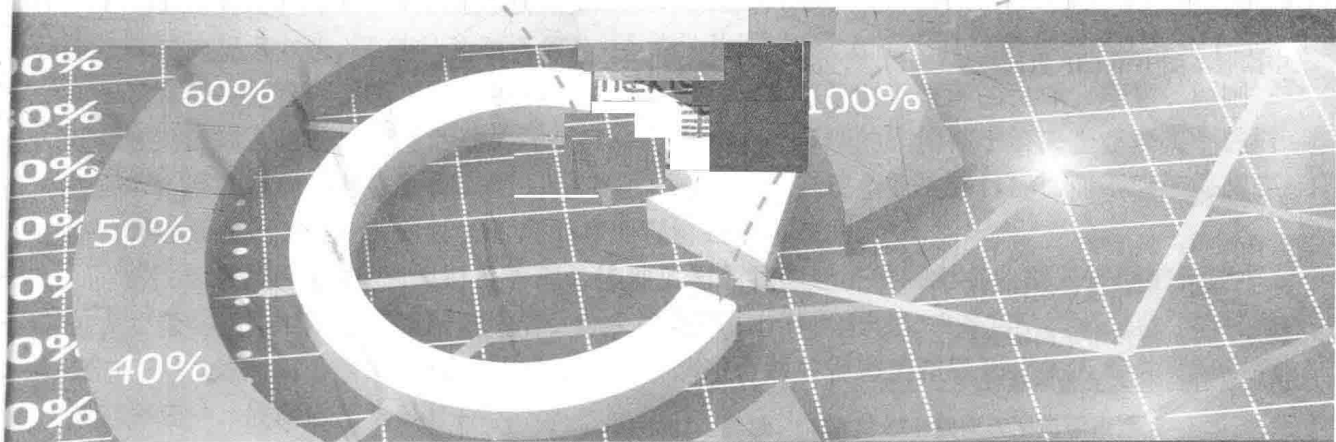


创新系列

Advanced Financial Management

高级财务管理

魏永宏 ○ 编著



電子工業出版社

Publishing House of Electronics Industry

北京·BEIJING

内 容 简 介

高级财务管理是针对特殊业务的财务管理,具有财务专题的性质。本书共9章,主要包括: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,网络财务管理。本书每章均配有本章小结、复习思考题,便于学生预习与复习。本书具有前瞻性、系统性和可操作性的特点。

本书可作为普通高等学校本科、研究生层次会计学专业、财务管理专业、审计专业和工商管理类学科的教学用书,也可作为注册会计师、会计师及其他财经和证券人员的学习用书。

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。

图书在版编目(CIP)数据

高级财务管理 / 魏永宏编著. — 北京:电子工业出版社, 2018.3

ISBN 978-7-121-32988-3

I. ①高… II. ①魏… 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(2017)第264273号

策划编辑:王二华

责任编辑:王二华

印 刷:涿州市京南印刷厂

装 订:涿州市京南印刷厂

出版发行:电子工业出版社

北京市海淀区万寿路173信箱 邮编:100036

开 本:787×1092 1/16 印张:15.25 字数:400千字

版 次:2018年3月第1版

印 次:2018年3月第1次印刷

定 价:42.00元

凡所购买电子工业出版社图书有缺损问题,请向购买书店调换。若书店售缺,请与本社发行部联系,联系及邮购电话:(010)88254888, 88258888。

质量投诉请发邮件至 zlts@phei.com.cn, 盗版侵权举报请发邮件至 dbqq@phei.com.cn。

本书咨询联系方式:(010)88254532。

序

随着经济的发展,财务管理的内容不断变化,需要掌握的财务管理知识日益扩展,现在或将来从事财务管理工作的人员需要具备比以往更为丰富的知识和更为宽广的视野。

美国《时代》周刊曾对10位分别来自北美、欧洲的世界一流的财务总监(CFO)进行过一次采访,主题为“2010年财务总监的角色(The Role of the Chief Financial Officer in 2010)”。财务总监们普遍认为,财务总监的工作与以前相比发生了一些变化,这些工作大体包括:(1)与股东、银行、顾客、公司内部各部门之间更为积极主动的交流与合作;(2)与公司首席执行官(CEO)更为密切的合作;(3)筹资、投资、现金等诸领域的风险管理;(4)参与公司的战略制定;(5)对各种信息的合成、分析和处理;(6)实施内部控制和公司治理。按照这些财务总监的说法,财务管理的工作比过去要宽广,不仅需要做好传统的财务决策、控制和评价,还要与人打交道,要把握市场和形势,要能够有效地开展管理。西方发达国家的情况与我们有所不同,不宜简单地以他们的做法套用于我国企业,但他们的财务管理现状与变化无疑是我们必须借鉴的。事实上,我国企业的财务管理同样处在发展之中,理念、内容和方法不断更新,财务管理人员需要及时更新知识,开阔眼界,提高能力。

对于财务管理(包括高级财务管理)的认识,除了需看到其不断丰富发展的特征外,还有一个重要的问题,即开展财务管理活动,必然要运用一系列财务技术,但不能把财务管理看作是单纯的技术方法,不能认为财务管理只是各种计算公式和分析技巧的集合。从本质上讲,财务管理是一种管理,既具有完整的财务技术方法,也包括财务管理的目标、理念、原则、对环境的认知、与其他管理活动的配合与协调等;财务管理的作用在于解决企业现实中的财务问题,通过合理的财务安排,切实提升企业的价值,实现企业战略目标,而不应该将其当作自娱自乐的数字游戏。对财务管理的片面理解是不可取的。

魏永宏教授编著的《高级财务管理》,体现了当前我国经济发展对企业财务管理的新要求,包含了现实工作中财务管理的新内容,力求在实际工作中用得上,“务实”、“接地气”的特点突出,与上述对财务管理的认识相吻合,是一部适合财务管理工作者和相关人员学习与更新知识的教材,故而乐于为其作序。

首都经济贸易大学教授、博士生导师 付磊

2018年2月23日

前 言

高级财务管理是会计学专业、财务管理专业的专业核心课程，也是其他财经类各专业的专业基础课程。高级财务管理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与发展所必需的经济资源，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营效果，又要依赖于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。笔者比较倾向于按照财务管理的知识层次划分为初级、中级和高级。财务管理的基本理论、基本观点和基本方法属于初级财务管理(或成为财务管理基础)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；而高级财务管理是针对非常规性的、特殊业务的财务管理，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，网络财务管理等内容。

本书从价值目标、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。本书的内容结构除谋求在知识体系上的系统性以外，还致力于：紧扣财务理论与我国实际问题安排选题，体现“务实”；避免与现有财务管理学教材内容简单重复，体现“高级”；重点围绕财务管理的最新实践问题，体现“新颖”。

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

本书由魏永宏教授编著。在本书的整个编写过程中，得益于同类优秀教材的思路启发，得益于电子工业出版社的支持与帮助，也得益于笔者多年从事高级财务管理教学与研究的心得体会。

虽然本书在编写过程中，力求做到精益求精，但因撰稿、定稿时间仓促，更由于编著者的水平有限，书中难免有疏漏和不妥之处，敬请同行、专家及广大读者批评指正。

魏永宏

2018年1月

目 录

第一章 现代财务理论的发展	1
第一节 现代财务理论的发展概述	1
一、现代财务理论的初创期	1
二、现代财务理论的成熟期	3
三、现代财务理论的深化发展期	8
第二节 现代财务理论发展的特征	11
一、跨学科交叉整合研究	11
二、精确数量化	13
三、关注跨国经营	15
四、重视委托代理问题	15
第三节 我国现代财务管理理论的研究现状	17
一、我国的财务理论研究	17
二、现代财务理论给我国财务理论研究的启示	19
本章小结	23
复习思考题	24
第二章 行为财务学	25
第一节 行为财务学概述	25
一、历史回顾	25
二、定义和理论出发点	26
第二节 行为财务学的基本理论	27
一、行为财务学关于投资者决策行为特点的研究	27
二、行为财务学的实证研究对有效市场假说的质疑	29
三、行为财务学针对市场非有效性的对策	30
第三节 传统财务学与行为财务学的比较	32
一、公司内部问题	33
二、公司外部问题	33
第四节 行为财务理论模型与实证研究	35
一、BSV 模型	35
二、DHS 模型	37
三、行为财务学对股价过度反应的实证研究	39
本章小结	41
复习思考题	41
第三章 企业并购财务管理	42
第一节 企业并购概述	42
一、企业并购的含义	42
二、企业并购的战略	43
第二节 企业并购的动因	45
一、企业并购的原始动因	45
二、企业并购的动因分析	45
第三节 企业并购的分类与出资方式	51
一、企业并购的分类	51
二、企业并购的出资方式	57
第四节 企业并购过程	59
一、企业并购的一般程序	59
二、目标公司的确定	61
三、目标公司的价值评估	62
四、并购融资	65
五、企业并购后的整合	67
第五节 企业并购对股东利益和控制权的影响	70
一、企业并购对股东利益的影响	70
二、企业并购对公司控制权的影响	70
本章小结	71
复习思考题	72
第四章 企业集团财务管理	73
第一节 企业集团概述	73

一、企业集团的含义	73	四、经济风险的管理与决策	120
二、企业集团的分类	73	第三节 国际投资决策	122
三、企业集团的特征	75	一、国际投资的概念和特点	122
四、企业集团的组织结构	75	二、国际投资的方式	123
五、企业集团财务管理的特点	77	三、对外直接投资方式的战略选择	125
第二节 企业集团财务管理体制	78	四、国际投资项目财务可行性分析	127
一、财务管理体制的含义	78	第四节 国际税收决策	129
二、建立企业集团财务管理体制的原则	78	一、国际税收	129
三、企业集团财务管理体制的基本模式	79	二、国际税收关系	130
四、企业集团财务管理体制的选择	80	三、国际纳税种类	131
第三节 企业集团财务管理的内容	81	四、国际双重征税的避免	132
一、企业集团融资管理	81	第五节 跨国经营业绩评价	133
二、企业集团投资管理	84	一、跨国经营业绩评价的特点	133
三、企业集团内部转移价格管理	89	二、跨国经营业绩评价的制度基础	134
四、企业集团收益分配管理	92	三、境外企业业绩评价的指标体系	136
第四节 企业集团财务控制	94	四、评价境外企业财务业绩的方法	137
一、财务控制的含义	94	本章小结	137
二、企业集团财务控制的主要环节	94	复习思考题	138
三、企业集团财务控制的主要方法	95	第六章 中小企业财务管理	139
第五节 企业集团业绩评价	97	第一节 中小企业财务管理概述	139
一、企业集团业绩评价的基本要求	97	一、中小企业的概念	139
二、企业集团业绩评价的传统方法	97	二、中小企业对经济的特殊作用	141
三、以市场为基础的业绩评价方法	98	三、中小企业财务管理的特点	142
第六节 企业集团财务公司	102	第二节 中小企业融资管理	143
一、财务公司的性质与特点	102	一、中小企业的内部融资	143
二、财务公司的业务范围与功能	103	二、中小企业的外部融资	144
三、财务公司的运作	105	三、风险投资	146
本章小结	108	第三节 中小企业投资管理	148
复习思考题	109	一、中小企业的投资战略管理	148
第五章 国际财务管理	110	二、中小企业投资项目决策因素	149
第一节 国际财务管理的相关问题	110	三、应积累中小企业的资本运营	150
一、财务管理的国际化	110	第四节 中小企业的政策利用	154
二、国际财务管理的特点	112	一、中小企业的信用担保体系	154
三、国际财务管理的研究内容	113	二、政府的扶持	157
第二节 外汇风险管理	115	本章小结	158
一、外汇风险概述	115	复习思考题	158
二、交易风险的管理与决策	116	第七章 若干行业财务管理	159
三、折算风险的管理与决策	119	第一节 物业企业财务管理	159

一、物业企业财务管理的特点	159	第二节 破产预警管理	192
二、物业企业财务管理的职能	160	一、防范企业财务危机	192
三、物业企业财务管理的法规制度	160	二、破产危机的征兆	194
四、物业企业财务分析应遵循的原则	162	三、企业破产财务预警分析系统	197
五、物业企业财务分析的方法	163	四、企业破产危机的应对与管理评价	200
第二节 旅游饭店财务管理	164	第三节 重整与和解	201
一、旅游饭店财务管理的概念	164	一、重整与和解财务管理的特点	201
二、旅游饭店财务管理的任务	165	二、重整计划的制定与执行	201
三、旅游饭店财务管理的特点	166	三、和解	202
四、旅游饭店财务管理的内容	167	第四节 破产清算财务管理	202
五、旅游饭店财务管理的方法	168	一、破产清算的程序	202
第三节 商业银行财务管理	169	二、破产财产的范围及计价	203
一、商业银行财务管理的内容	169	三、破产债权的范围及计价	204
二、商业银行财务管理的特点	172	本章小结	204
三、商业银行财务管理的方法	173	复习思考题	205
第四节 商业企业财务管理	176	第九章 网络财务管理	206
一、商业企业财务管理的概念	176	第一节 网络财务的特点与功能	206
二、商业企业财务管理的意义	178	一、网络财务的概念与产生背景	206
三、商业企业财务管理的任务	179	二、网络财务的特点	207
四、商业企业财务管理的基本工作环节	180	三、网络财务的主要功能	208
第五节 房地产开发企业财务管理	181	四、网络财务实现的四个阶段	209
一、房地产开发企业财务管理的内容	181	第二节 网络财务系统的构建	210
二、房地产开发企业财务管理的特点	182	一、网络财务系统战略规划	210
三、房地产开发企业财务管理的原则	183	二、网络财务系统建设项目可行性分析	212
四、房地产开发企业财务管理的任务	183	三、网络财务系统应用软件的选择	214
第六节 非营利组织财务管理	184	四、网络财务系统的评价	219
一、非营利组织财务管理的内容	184	第三节 网络财务系统的安全管理	221
二、非营利组织财务管理与其他财务管理的区别	184	一、网络财务系统的安全问题	221
三、非营利组织财务管理的重要性	186	二、网络财务系统的安全管理工作体系	223
本章小结	187	第四节 网络财务的业务管理	227
复习思考题	188	一、网络采购财务管理	227
第八章 企业破产、重整与清算财务管理	189	二、网络销售财务管理	230
第一节 企业破产概述	189	三、电子支付及结算管理	231
一、企业破产的界定	189	本章小结	234
二、企业破产的法律相关规定	189	复习思考题	234
三、企业破产财务管理的研究内容	191	参考文献	235

现代财务理论的发展

第一节 现代财务理论的发展概述

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三个部分。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,客观上要求研究筹资成本、资金的使用及赢利的分配问题。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 年出版的《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集资本外,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 世纪四五十年代,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 20 世纪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及方法的不同。

(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,当负债比例达到 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,就不会完全抵销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销,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。

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。

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(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。

二、现代财务理论的成熟期

20世纪50年代后期至20世纪70年代末是西方经济学发展的黄金时期,在这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和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(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做了系统的总结, 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, 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:

$$E(R_p) = \sum W_I E(R_I)$$
$$\sigma_p^2 = W_1^2 \sigma_1^2 + W_I W_J \sum_{I=1}^N \sum_{J=1}^N \sigma_{IJ} (I \neq J)$$

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;

σ_p^2 ——投资组合的方差;

σ_{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的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-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销,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-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 β_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,资本资产定价模型得以不断修正和发展。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)、Cross-mant 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-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,实证分析中该备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；

ε_1 ——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， λ_0 ——风险资产的预期收益；

λ_K ——第 K 个因素分析汇报的期望值。

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-Schoes 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(1976)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。

三、现代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。然后，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 β 之间的这种正相关关系在20世纪70年代之后的数据中消失了。法玛(1992)使用了1962—1989年的数据，证明即使在 β 为唯一解释变量的情况下，CAPM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 β 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Iaikonishok(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 β 值关系的估计值是显著正相关的。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 β 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， β 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、违约风险溢酬的变化程度、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赢利为基础的趋势,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

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,所以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