

Corporate Finance

復旦大學



复旦博学

21世纪高等院校财务管理专业系列

公司理财

刘爱东

Liu Aidong

/主编

Zhubian



复旦大学出版社

www.fudanpress.com.cn

Corporate Finance

博
學



复旦博学

21世纪高等院校财务管理专业系列

公司理财

刘爱东

Liu Aidong

/主编

Zhubian



复旦大学出版社

www.fudanpress.com.cn

图书在版编目(CIP)数据

公司理财/刘爱东主编. —上海:复旦大学出版社,2006.3
(复旦博学·21世纪高等院校财务管理专业系列)
ISBN 7-309-04904-7

I. 公… II. 刘… III. 公司-财务管理-高等学校-
教材 IV. F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2006)第 011734 号

公司理财

刘爱东 主编

出版发行 复旦大学出版社 上海市国权路 579 号 邮编 200433
86-21-65642857(门市零售)
86-21-65118853(团体订购) 86-21-65109143(外埠邮购)
fupnet@fudanpress.com <http://www.fudanpress.com>

责任编辑 王联合 鲍雯妍
总编辑 高若海
出品人 贺圣遂

印刷 浙江省临安市曙光印务有限公司
开本 787×1092 1/16
印张 37 插页 2
字数 923 千
版次 2006 年 3 月第一版第一次印刷
印数 1—4 100

书号 ISBN 7-309-04904-7/F·1109
定价 54.00 元

如有印装质量问题,请向复旦大学出版社发行部调换。

版权所有 侵权必究

公司理财的概念和内容具有动态性,是与经济、管理的发展和理财主体的客观要求紧紧联系在一起的。从公司理财的概念上看,无论将其理解为“一项以资金运动为对象,利用资金成本、收入等价值形式组织公司生产经营中的价值形成、实现和分配,并处理在这种价值运动中的经济关系的综合性管理活动”,还是“研究公司货币资源的获得和管理”,作为管理活动的一个子系统,服从和服务于理财主体“公司”的生存发展与社会目标应是其内涵的永恒主题。从公司理财的主体上观察,由于公司是市场经济运行的主体,其财务活动具有市场行为特征,又要受市场规则、各种相关法律、制度的规范,因此要重视理财环境的研究。追踪公司理财研究内容的演进,无论是资金运动还是价值流转,筹资、投资和股利决策虽是公认的公司理财最基本的内容,但还应关注其内容的拓展和创新对提升公司财务预警、公司理财信息化、人力资源战略价值管理、公司战略财务控制、公司战略联盟利益分配以及公司业务外包财务等公司理财前瞻性研究成果的应用。因此,从公司理财价值管理上的特点和资本增值属性的本能要求上,去研究本课程的体系、方法,才能明确学好本课程的重要性;剖析公司理财理论体系的建立与会计学、经济学、金融学、财政学等密切的内在联系,才能懂得公司理财是一门边缘性、交叉性、实用性很强的学科。基于上述思考,我们按公司基本理财问题、公司特殊理财问题和公司前瞻性理财问题三个模块共十七章设计了本书的框架。本书主要特点如下:

在学术思想上,力求反映该学科国内外最新的研究成果和发展趋势。既考虑了我国《公司理财》教学的特点及实践的客观要求,又注意借鉴、融入公司理财的国际新理念,以及研究内容的现实适用性、理论探索的前瞻性。

在内容组织、结构体系上,既考虑了本课程体系完整性与通用性的协调,又突出了经济全球化对中高级理财人才的培养问题。公司基本理财问题立足高校财务管理、会计、经济管理专业本科教学需要的基点;而公司特殊理财问题与公司前瞻性理财问题,又为 MBA、MPAcc 和会计学等研究生教育提供了教学资源。

在写作上,以公司基本理财问题、公司特殊理财问题和公司前瞻性理财问题的理论阐述为主线,同时考虑了具体内容的内在联系、教学组织的方便以及培养学生分析问题和解决问题综合能力的需要,每章都有相应的案例分析作支持,且这些案例大多是我们多年科研的缩影,或是有关公司实际素材的提炼,这些都有助于学生对课程内容的理解、研究方法和实务技术的掌握。

全书共分十七章。刘爱东教授任主编,负责总体框架的设计、编写大纲的制

定、全书的修改、总纂和定稿,并撰写第一、三、四、六、七、八、九、十章;易玄、周浪波副教授任副主编,并分别撰写第二、十三、十四章和第十一、十五章;谢志明参与了第十三章的编写;第五章和第十七章分别由曾蔚、徐姝博士撰写;刘爱东、夏艳辉及刘爱东、阮捷分别合撰第十二、十六章。王瑛、周亮、伍健、温皓亮、刘亚伟、任圣林、贺琳琳和王慧参与了本书的校对、修改和有关章节的编写,邓诚、刘祝阳、胡雅兰和袁飞对本书的完成有一定贡献。

本书的出版得到了复旦大学出版社的大力支持,王联合副编审对我们的信任、鼓励及认真负责的敬业精神,鲍雯妍编辑所付出的艰辛劳动至今仍使我们感动。在本书编写过程中,我们参考了国内外大量文献资料。在此,一并表示诚挚的谢意。

由于时间仓促,编者水平有限,书中不妥之处在所难免,敬请同仁、读者批评赐教。

编 者

2006年2月于长沙岳麓山中南大学

第一章 公司理财导论	1
学习目标	1
第一节 公司理财的产生及发展	1
第二节 公司理财目标理论	11
第三节 公司理财的内容	15
第四节 公司理财的环境约束与制度体系	20
案例分析 北方时发集团公司快速高效发展之谜	26
补充阅读材料	28
第二章 公司理财研究方法	29
学习目标	29
第一节 理财研究方法体系	29
第二节 理财规范研究方法	31
第三节 理财实证研究方法	33
补充阅读资料	40
第三章 长期固定资产投资——项目投资决策	41
学习目标	41
第一节 项目投资决策概述	41
第二节 影响项目投资决策的重要因素	46
第三节 项目投资决策的基本方法	58
第四节 项目投资决策的不确定性分析	77
案例分析 华川重型机械有限公司新型车床投资项目的决策分析	83
补充阅读材料	84
第四章 风险投资管理	85
学习目标	85
第一节 风险投资概述	85
第二节 风险投资的发展	94
第三节 风险投资的运作机制	102
第四节 风险管理	111

案例分析 深圳金蝶软件公司引入海外创业投资·····	122
补充阅读材料·····	123
第五章 证券投资	125
学习目标·····	125
第一节 证券投资概述·····	125
第二节 证券估价·····	133
第三节 证券组合投资·····	146
补充阅读材料·····	162
第六章 长期筹资	163
学习目标·····	163
第一节 长期筹资应考虑的几个基本问题·····	163
第二节 股票筹资·····	166
第三节 债券筹资·····	176
第四节 认股权证与可转换债券筹资·····	183
第五节 长期借款筹资·····	187
第六节 其他长期融资方式·····	190
案例分析 筹集资金长期闲置现象的分析·····	197
补充阅读材料·····	198
第七章 资本结构	199
学习目标·····	199
第一节 资本成本·····	199
第二节 杠杆分析·····	211
第三节 资本结构理论的发展及政策启示·····	220
第四节 资本结构决策·····	232
案例分析 华胜药业股份有限公司资本结构优化方案分析·····	247
补充阅读材料·····	250
第八章 股利政策	251
学习目标·····	251

第一节 股利的支付形式及支付程序·····	251
第二节 国外上市公司股利政策的理论与实践·····	254
第三节 公司股利政策的制定·····	267
案例分析 “佛山照明”股利政策的启示·····	273
补充阅读材料·····	275
第九章 营运资金管理 ·····	276
学习目标·····	276
第一节 营运资金管理概述·····	276
第二节 营运资金管理策略·····	281
第三节 短期融资·····	285
第四节 现金管理·····	299
第五节 信用管理·····	310
第六节 存货管理·····	317
案例分析 中集集团(0039)应收账款证券化融资·····	325
补充阅读材料·····	328
第十章 公司财务分析 ·····	329
学习目标·····	329
第一节 公司财务分析的几个基本问题·····	329
第二节 财务分析的主要方法·····	338
第三节 财务分析与评价的新发展·····	357
案例分析 上市公司效绩评价指标体系 ·····	363
补充阅读材料·····	365
第十一章 公司重组、并购与清算 ·····	367
学习目标·····	367
第一节 公司重组·····	367
第二节 公司并购·····	375
第三节 公司财务困境·····	395
案例分析 国美借壳香港上市·····	402
补充阅读材料·····	403

第十二章 公司财务预警	404
学习目标	404
第一节 公司财务预警的基本方法	404
第二节 公司财务预警体系	413
第三节 公司财务预警运行机制	417
第四节 公司财务预警评价	423
案例分析 四川长虹预亏 37 亿元的财务警示	435
补充阅读材料	436
第十三章 公司理财信息化	437
学习目标	437
第一节 公司理财信息化的重要性	437
第二节 公司组织模式创新与公司理财信息化模式构建	443
第三节 公司理财信息化项目的实施与运行管理	447
案例分析 广州五十铃信息化提升理财水平	451
补充阅读材料	456
第十四章 人力资源战略价值管理的实施与评价	457
学习目标	457
第一节 人力资源战略价值管理在公司理财中的重要性	457
第二节 人力资源战略价值管理体系	460
第三节 人力资源战略价值管理的实施与评价	465
补充阅读材料	475
第十五章 公司财务控制——战略预算管理	476
学习目标	476
第一节 公司财务控制体系	476
第二节 战略预算管理基本理论	483
第三节 战略预算管理实施环境塑造	489
第四节 战略预算管理实施	496
补充阅读材料	507

第十六章 公司战略联盟利益分配	509
学习目标	509
第一节 公司战略联盟利益分配的概述	509
第二节 公司战略联盟的价值创造	512
第三节 公司战略联盟利益分配机制的模式	519
第四节 公司战略联盟利益分配机制的运行及评价	531
案例分析 新联想决战戴尔的战略联盟	539
补充阅读材料	540
第十七章 公司业务外包财务	541
学习目标	541
第一节 公司业务外包的概念及内容	541
第二节 公司业务外包的决策分析	546
第三节 公司业务外包绩效评价	559
案例分析 耐克公司的生产业务外包、索尼公司的人力资源外包及 青岛啤酒集团的物流变革	566
补充阅读材料	569
参考文献	570
附录 复利系数表	575

第一章

公司理财导论

/学习目标/

通过本章的学习,理解公司理财的科学内涵,明确公司理财的目标功能,了解公司理财的产生与发展以及现代公司理财理论发展的主要里程碑;掌握公司理财的研究内容,熟悉公司理财的环境和制度体系及其对公司理财的影响。

公司理财是对公司制企业经营过程中的资金运动进行预测、组织、协调、分析和控制的一种决策与管理活动。从决策角度来讲,公司理财决策职能包括投资决策、筹资决策、股利分配决策和营运资本决策;从管理角度来讲,公司理财的管理职能主要是指对资金筹集和资金投放的管理。作为微观金融支柱,公司理财活动受到来自于外部环境特别是资本市场的影响,其投资、筹资、股利分配决策及其资金管理内容日趋复杂;而战略联盟等新兴组织模式的出现,公司业务外包、基于战略的财务控制与人力资源价值管理等公司理财内容的产生,使公司理财主体和公司财务关系发生了重大变化,进一步丰富和拓展了传统公司理财的理论、方法和技术。

第一节 公司理财的产生及发展

一、西方公司理财的产生与发展

西方公司理财的产生可以追溯到 19 世纪末,是为了适应股份公司产生、发展的客观要求而作为一项独立的管理职能,从企业管理中分离出来的。各个公司纷纷成立了一个新的公司理财部门,专业化的公司理财由此产生了。最早较为系统研究公司理财问题的著作是美国人格林(Thomas L. Greene)于 1897 年出版的《公司理财》(Corporation Finance)以及 1920 年斯通(Arthur Stone)出版的《公司财务策略》(Financial Policy of Corporation)。

关于公司理财的发展,比较一致的看法是经历了三个阶段^①,即筹资公司理财阶段、内部控制公司理财阶段、投资管理阶段。

^① 栾庆伟等:《财务管理》,大连理工大学出版社,2001 年,第 2—4 页。

在筹资公司理财阶段,公司理财的主要职能是预计公司资金的需要量和筹集所需要的资金。由于 20 世纪初股份公司的迅速发展,如何筹集扩大经营所需的大量资金是各公司面临的重大问题。所以,这一阶段公司理财主要从公司外部入手,全面研究外部因素对融资活动的影响,以及公司合并、破产、清偿所涉及的财务问题。

内部控制公司理财阶段是公司理财发展的一个重要阶段。在内部控制公司理财阶段,公司内部的财务决策被认为是公司财务管理最重要的问题。因此,这一阶段的主要职能是对企业进行有效的内部控制,管好用好资金;主要研究的理论问题是企业内部的财务决策,即重视资产负债表中资产科目中的现金、应收账款、存货、固定资产等资产项目的日常控制与管理;将各种计量模型、财务分析、财务计划与控制方法应用于该阶段的公司理财中。

在投资管理阶段,投资管理受到空前的重视,主要表现在:(1)确定比较合理的投资决策程序。科学的决策必须遵循必要的程序,这一程序主要包括:投资项目的提出、投资项目的评价与审核、投资项目的决策、投资项目的执行、投资项目的再评价。(2)建立科学的投资决策分析、评价指标体系。在这一阶段中,逐渐认识到投资回收期、投资报酬率等指标的缺陷,建立了包括净现值法、内部报酬率和利润指数法等指标体系。(3)建立科学的风险投资决策方法。这一时期建立起来的各种风险投资决策方法,为正确进行有风险的投资决策提供了科学依据。

从公司理财的产生和发展历程来看,公司理财处在不断变化和日趋完善的过程中,其发展方向主要表现在:

(1) 财务决策数量化,在未来的公司理财中,数学将会得到更加广泛的应用,财务决策的数量化会更加受到重视。

(2) 财务预测将会广泛开展,越来越受到重视。

(3) 随着科学技术的不断发展,生产规模的不断扩大,世界市场竞争的加剧以及公司的国际化经营,国际化公司理财越来越受到重视。

二、中国公司理财的发展回顾

在我国,新中国成立以前社会经济发展缓慢,并长期处于落后状态,始终未形成独立的理财工作和公司理财学科。我国公司理财的发展是随着经济的发展而发展的,其发展阶段可概括为图 1-1。

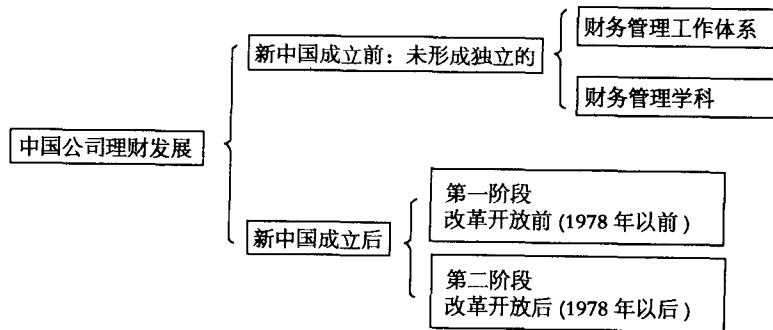


图 1-1 中国公司理财发展

本书主要研究新中国成立以后,特别是1978年改革开放以来的公司理财的发展。在这一时期,从公司理财的实践、内涵、职能,到公司理财理论的研究都发生了巨大变革。它与中国的经济体制改革和企业改革紧密相关。因此,我们首先对我国企业改革历程进行简单回顾。有学者^①把企业改革分为三个阶段:(1)1978年12月—1984年9月是中国企业改革的起步阶段,改变高度集中的计划经济管理体制,通过扩权让利来增强企业活力。国务院颁布了《关于进一步扩大国营工业企业自主权的若干规定》,赋予企业10个方面的自主权。(2)1984年10月—1991年12月是中国企业改革全面展开阶段,实行政企分开,所有权与经营权适当分离,明确企业是自主经营、自负盈亏的经济实体,实行多种经济责任制。主要改革措施:实行厂长(经理)负责制,推行承包制,对一些企业实行租赁制,并试行股份制和企业集团。期间颁布了《中华人民共和国全民所有制工业企业法》。(3)1992年以后企业改革从政策调整转向制度创新,建立健全适应社会主义市场经济的现代企业制度。先后制定了《全民所有制工业企业转换经营机制条例》、《国有企业财产监督管理条例》、《中华人民共和国公司法》等,党的十四届三中全会通过了《关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》,标志着企业改革进入了新的阶段。

根据其自身的特点,这一时期公司理财的改革可以分为四个阶段:第一阶段为1978—1982年,是企业财务改革起步阶段。其特点是从调整国家与企业分配关系入手,扩大企业自主财力,实行经济核算制和经济责任制,调动职工积极性。第二阶段为1983—1986年,是探索建立国家与企业之间规范分配关系的阶段。其特点是强调以法律法规来实现国家与企业分配关系,先后实施了两步“利改税”,颁布了企业成本管理和固定资产管理条例。第三阶段为1987—1992年,是在所有权与经营权相对分离的条件下,探索适应多种财产所有制、企业组织形式和企业经营方式的企业财务体制阶段。具体包括企业实行承包经营责任制、租赁制等不同经营形式的财务管理制度;对私营企业、外企、股份制企业、企业集团等不同所有制或企业财产组织形式的财务管理制度;探索企业兼并、小型企业出售等产权变动的财务管理制度——有计划商品经济条件下企业财务管理。第四阶段为1993年7月1日以后,是改革开放以来时间最集中、内容最全面、影响最深远的一次公司理财变革。《企业财务通则》和分行业财务制度出台实施,标志着与社会主义市场经济体制相适应,与国际惯例接轨的新企业财务体系的确立。

三、现代公司理财理论发展的主要里程碑与应用

(一) 现代公司理财理论发展的主要里程碑

现代公司理财理论所取得的研究成果可归纳为以下12个方面^②。

1. 完美资本市场下的储蓄和投资

在20世纪初期,著名的美国经济学家欧文·费雪(Irving Fisher)根据存在运作良好的资本市场和不存在这样的资本市场两种情况,分别提出了有关投资和消费的基本原理。费雪从理论上揭示了资本市场是如何增加储蓄人和借款人的效用的——资本市场通过提供一种低成

^① 丁学东等:《1978—1994年中国企业财务改革评论》,《会计研究》,1996,5,第5—6页。

^② William L. Megginson 著,刘明辉译:《公司财务理论》,东北财经大学出版社,2000年,第4—25页。

本的方式,使拥有剩余财富的经济代理人(储蓄人)和拥有投资机会但超出自身财力的代理人(借款方)实现其目标。储蓄人通过将资金借给资本市场能获得更高的收益,同样,借款人也无须花费搜寻成本就能得到低息的借款。这样,储蓄人将会比没有资本市场时储蓄更多,借款人也能够比自行寻找资金情况下获得更多的低息借款。因此,整个经济中的储蓄额和投资额比没有资本市场时要大得多。依据费雪分离原理(Fisher Separation Theorem),资本市场产生了一个单一的利率,使借贷双方在进行消费和投资决策时都可以以此为依据,而这反过来又促进投资和筹资决策的相互分离。

为了更好地为投资和公司筹资决策提供有效的分析工具,一些研究人员对费雪有关投资和消费的基本原理进行了修正。其中,贴现现金流量法已成为现代财务分析的一个基本工具,即将未来的某个或一系列现金流量折合为现值。贴现现金流量法是投资者进行股票和债券评价的基本方法,同时也是公司资本决策预算决策的基本步骤。

2. 投资组合理论

1952年,哈里·马科维茨(Harry Markowitz)发表了一篇著名文章,提出了投资组合理论的基本原则。文章中主要运用了统计分析方法,其中“不要把鸡蛋放在一个篮子里”的思想深刻地揭示了合理投资组合设计的核心。马科维茨指出,当增加投资组合中的资产数量时,投资组合的风险(用总收益的方法或标准差表示)将不断降低,但投资组合的期望收益率是所有个别资产期望收益的加权平均值。通过组合投资而不是投资于个别资产,投资者可以在不减少收益的情况下降低投资的总风险,图1-2形象地描述了这一原则。

随着投资组合中资产数量的增加,投资组合收益的方差相应地递减。开始时曲线较为陡峭,当投资组合中资产数量逐渐增加至20以后,曲线渐渐趋于平缓。如果包含国际市场的资产,投资组合的方差降幅将更大。在两种情况下,投资组合的期望收益都是所有个别资产期望收益的加权平均值。如果投资组合中的资产增加到足够数量后,收益的方差值将接近 σ_m^2 ,即市场投资组合收益的方差值。

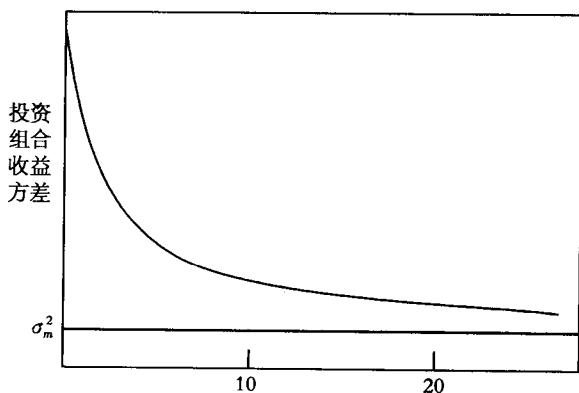


图 1-2 投资组合收益风险

该理论主要的理论贡献在于,论证了当某项资产在投资组合中的比重降低时,该项资产收益的变动(非系统风险)对投资组合的影响变得微乎其微。当投资组合中资产分散到一定程度后,唯一的风险只剩下全部资产的风险(或称系统风险)。多元化投资抵消了投资于单项资产的风险因素,只剩下系统风险(用协方差表示)。由于没有有效的方法能够消除系统风险,投资

者必须承担该风险并获得相应的投资回报。对投资者来说,决策时只须考虑某项资产和投资组合中其他资产间收益的协方差。投资者将倾向于投资那些协方差较低的资产组合,当然最好是协方差为负的资产组合。因此,马科维茨投资组合的选择原则是:选择那些在一定风险水平下收益最高的资产,然后将其作为有效投资组合——在一定收益条件下风险水平最低,或者在一定风险水平下收益最高。另外,马科维茨还提出了选择投资组合时衡量相关系数、协方差、标准差及方差的基本方法。

3. 资本结构理论

M&M(Modigliani and Miller)模型的主要观点是,某公司所拥有的资产组合的价值取决于资产所产生的经营现金流量。正是资产组合的预计现金流量形成了资产价值,市场参与者首先预测平均现金流量,然后依据该现金流量的预计风险水平来确定其现值。M&M理论的命题是总价值不变规律,即公司的市场价值将不受资本结构的影响,在一定风险水平下,其价值由投资所产生的预计收益决定。如果公司资产的预计收益保持不变,当增加资本结构中的无风险负债时,有负债公司的股东所要求的收益率将相应呈线性增加。综观两者,可以看出,在完美资本市场下,资本结构与总价值无关,股东所要求的收益率直接取决于公司债务权益比率,以及在既定风险水平下市场对公司所要求的收益率。

如果不考虑公司所得税、个人所得税以及破产成本等因素,该模型非常有效——尽管这些因素都改变了模型的假设条件,但从预测上来说还是有效的。在20世纪70年代,随着代理理论和信息不对称模型的发展,学者们又对M&M基本模型进行了修正。可是直至今日,经过五十年的深入研究和实践检验,还是无法就资本结构对M&M模型的影响做出简单而明确的解释。

4. 股利政策

在发表了M&M股利无关论后,米勒与莫迪里阿尼通过研究股利政策,又得出了另一项无关性结论。他们认为,如果某公司的投资政策保持不变,在完美市场条件下,现金股利的支付不会影响公司的总价值。因为不论如何分配股利,通过发行新股都能使公司价值得到补偿。M&M股利无关论是建立在现金流量均衡的基础上,即现金流入量(包括经营利润和外部筹资)恰好等于现金总流出量(包括投资支出和股利分配)。如果某公司的投资支出等于或超过经营利润,它只能靠发行新股筹资以支付股利。而且,在完美资本市场条件下,公司需要资金时,就可以迅速并无成本地发行新股。同样,投资者并不关心能否收到现金股利(发行股利通常会导致所持股票价格的等量下跌)。如果公司的利润超出投资支出,这种分析同样正确。公司仍然能够支付任何计划水平的股利,市场对公司总价值的评价将保持不变。但是,如果公司保留多余的现金(即超出投资支出的部分),由于公司总资产增加将在事实上导致投资增加,那么就破坏了模型中的投资政策保持不变这一假设。

现实生活中并不存在完美资本市场,并且真实市场中的“摩擦”因素并不主张股利支付。事实上,公司不分配股利更容易为人们所理解。这是因为:其一,我们并不完全准确地知道为什么公司开始分配股利,或者为什么在行业及国家内对宣布发放股利进行管理。其二,简单的M&M股利模型假设不存在公司管理者与股东之间的代理问题和信息不对称问题。一旦在M&M理论的完美资本市场模型中,将现实中存在的这两项因素考虑进去,现实中的股利支付模式大都能够因此得以解释。股利政策理论正处于蓬勃发展时期,虽然我们能够解释周围金融领域的诸多问题,但一些重要的基本问题依旧有待解决。

5. 资本资产定价模型

1964年夏普(Sharp)发表其“资本资产定价模型”(Capital Asset Pricing Model, CAPM)一文,财务学才成为一门成熟而科学的学科。这一模型具有革命性意义,因为它第一次使财务学专家能够描述和量化资本市场的风险程度,并能够对此进行具体定价。理论研究人员能够具体描绘出资本市场均衡的条件(即资本供给与需求达到平衡,市场利率趋于稳定),这一理论连同MM股利与资本结构模型,说明财务学在资本市场和公司理财两方面都形成了完善的理论体系。

依据资本资产定价模型,投资者运用投资组合进行多角化投资,个别资产的风险可以相互抵消,因而决策时无须考虑这种非系统风险。只有投资组合的系统风险具有决策意义,投资组合的系统风险是组合中个别资产风险的加权平均数。系统风险也就是某项资产(或投资组合)对经济环境因素的敏感程度,比如对利率、汇率、通货膨胀和商业周期变化所做出的反应。由于这些因素在不同程度上影响所有金融资产的价值,多元化投资无法消除或减少系统风险,因此投资者持有风险资产需要得到相应的补偿,即要求一个更高的收益率。显然,资产的系统风险越大,所要求的收益率就越高。

夏普的理论贡献在于,唯有他对系统风险做了定义,并且具体阐述了投资者如何权衡风险和收益。他假定,投资者要么投资于风险资产,要么投资于无风险资产。合理的投资组合要求投资者只选择有效的投资组合,即在一定收益条件下风险最小,或者在一定风险条件下收益最高。他指出,既然投资者要么可以投资于无风险资产,要么可以投资于风险资产组合,唯一最有效的风险资产投资组合就是市场投资组合,这种组合或者在风险方面或者在收益方面或者两方面都优于其他组合。运用上述基本原理,投资者能将资金部分投资于无风险资产,部分投资于市场投资组合。衡量风险和收益权衡线的斜线称为资本市场线(Capital Market Line, CML)。风险规避程度高的投资者将其主要资本投资于无风险资产;风险规避程度低的投资者一般会将主要资本投资于市场投资组合。风险爱好者甚至会借款(利率为无风险利率),以筹集更多资本投入市场投资组合,这样CML线高于其他投资者。投资者只需通过调整在无风险资产和市场投资组合之间的投资比例,就能够将风险控制一定水平下,并仍能获得公平的回报。

6. 有效资本市场理论

1970年,法玛(Fama)发表了一篇文章,该文可以堪称经济学史上最为著名的文章之一。他从统计上和概念上定义了有效资本市场(efficient capital market),其中有效是指资本市场将有关信息融入证券价格的速度和完全程度。在一个信息有效的市场,证券价格反映了与公司生产、利率、管理水平及发展前景等有关的全部公开信息。如果公布了有关某公司的重要信息,其股价会立即发生变化。在法玛模型中,多次强调有效的界定是金融市场如何对信息做出反应,而不是怎样在经济中分配资本,或者使投入的经济产出最大。

法玛对“有效”做了三种程度的定义。第一类,弱式效率性市场(weak form efficient market),是指所有与证券相关的历史资料信息都已完全反映在证券价格中。第二类,半强式效率性市场(semi-form efficient market),即证券价格包含所有相关的公开信息。半强式效率性要强于弱式效率性,是由于在半强式效率性市场下,证券价格总要反映相关历史信息的变动,而且无论新信息是通过何种公共媒体(比如电视、报纸、政府文件或无线广播等)公布,证券价格都会立即对其做出全面反应。第三类,强式效率性市场(strong-form efficient market),其依

据是完全掌握市场信息。在强式效率性市场下,证券信息包含了全部公开信息和未公开信息。因此,一旦投标公司管理当局做出收购决策后,目标公司的股票价格就会立即发生变化,而不是直到收购正式宣布后才发生变化。又比如,在强式效率性市场下,如果公司发生季度利润下降,一旦公司会计人员发现这种情况,其股票价格就会下跌,而不是直到其信息公布后其股价才会下跌。事实上,现实生活中通常不存在强式效率性市场。

尽管强式效率性市场在现实中并不存在,法玛的有效市场假说改变了人们对于金融市场运作的看法。因为通过证券交易者之间的竞争,证券价格确实能反映所有相关信息,所以市场价格值得人们信赖。因此,投资者应当信任有效市场,无须担心他人因掌握更多信息而获得超额收益。近年来,全球范围内更多国家采用市场经济模式,更多地依据资本市场筹资而不是政府直接决定资本投向,而且这种变化还有加速的趋势。在许多方面,有效市场假说足以以为上述现象提供理论依据。

7. 期权定价理论

布莱克(Black)与斯科尔斯(Scholes)发表文章,提出了股票期权的定价模型。布莱克—斯科尔斯期权定价确实是一个重大的突破,它提供了期权定价的简单方法,即在买入和卖出期权定价时只须考虑五个可观察(至少易于计算)的变量,包括期权的履约价格、公司股票的现行价格、期权合约的剩余有效期、股票收益的风险程度以及无风险利息率。除了用做股票期权定价外,期权定价理论还对金融活动产生了显著影响。例如,可以将能获得较高净现值的投资机会(诸如研究与开发、实施新的热门技术)看作是成长期权。对于能实施成长期权的公司来说,该期权具有巨大的价值,因此必须改变传统的资本预算方法以满足搜索和利用这种期权的战略性需要。期权定价理论还能应用于更广泛的领域,只要公司或个人认为标的物的价格将发生有利变动,为确保不出现价格发生相反变动的风险,同时又不放弃获利机会时,都可以运用该理论。

当然,期权定价模型也有其缺点。首先,人们很快在定价模型中存在许多系统偏见,特别是在进行价内期权和价外期权定价时。价内期权是指期权标的物价格(或者说股票现价)高于其履约价格,价外期权是指期权标的物价格低于履约价格。其次,期权定价基本模型还假定公司股票不分派股利;如果分派股利,用该模型进行期权定价时会产生错误。再次,期权定价模型只能用来分析欧式期权,而事实上大多数交易期权都是美式期权。尽管存在上述缺陷,实践证明期权定价模型及其后来的修正模型都具有异常的生命力,而且不失为能对各类金融资产进行准确定价的模型。

8. 代理理论

1976年,Jensen与Meckling提出了公司代理成本模型,其基本贡献在于,将人的本性融入公司模型的综合模型中。依据该模型,公司只是一种契约关系的法律主体,这种契约关系包括公司经理、股东、供应商、顾客、雇员及其他关系人。所有关系人都是理性人,其行为以维护自身利益为出发点,同时十分期望别人的行为也能维护自己的利益。该模型的前提是,追求自身利益的经理代理人在做出理性行为时,知悉所有其他订约关系人的动机,并能采取措施,防止其他关系人对契约的可能违背,以保护自身利益。这一模型为投资者如何分配资本、公司经理如何做出决策提供了客观科学的模式。

Jensen与Meckling还进一步完善了代理成本模型。他们论述了为什么通过外部负债筹资能够有助于降低发行普通股产生的代理成本问题。同时还指出,如果债务比例过高,也会产