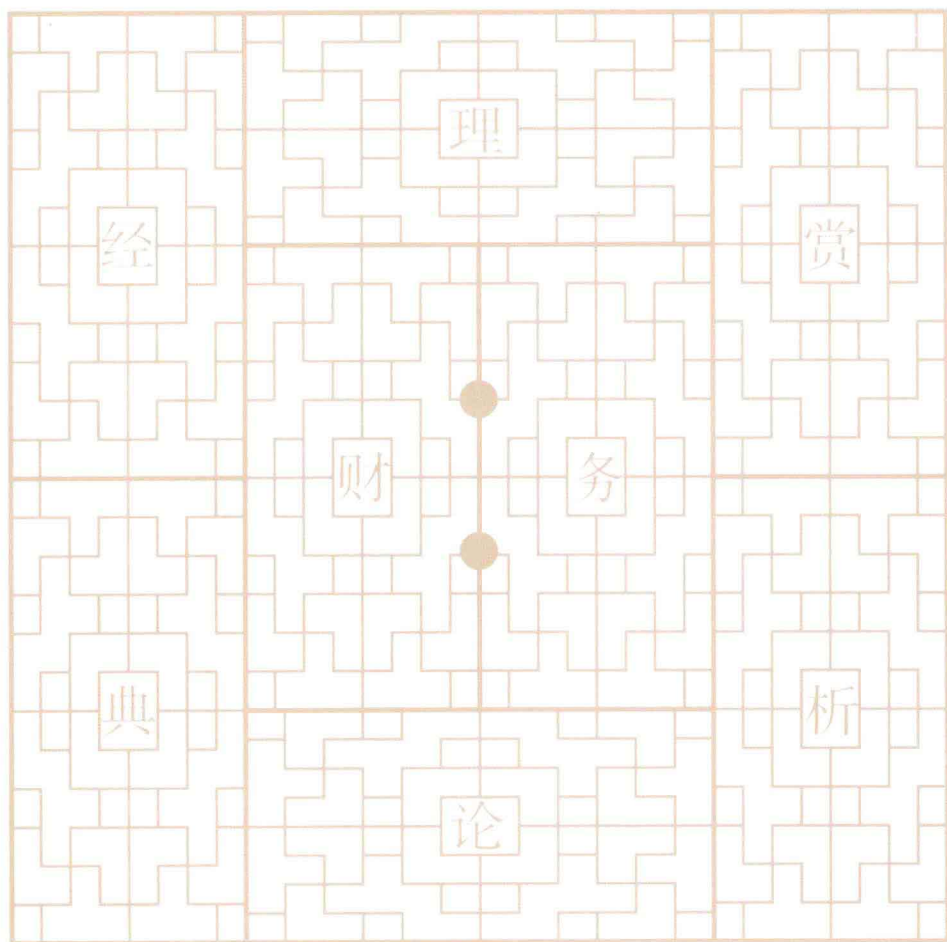


经典财务理论赏析

Classic Financial Theories Appreciation

黎精明 著



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

经典财务理论赏析

Classic Financial Theories Appreciation

黎精明 著



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

经典财务理论赏析/黎精明著. —北京: 经济管理出版社, 2014. 2
ISBN 978 - 7 - 5096 - 2833 - 1

I. ①经… II. ①黎… III. ①财务管理 IV. ①F275

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 286978 号



组稿编辑: 张巧梅
责任编辑: 张巧梅
责任印制: 黄章平
责任校对: 李玉敏

出版发行: 经济管理出版社

(北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 A 座 11 层 100038)

网 址: www.E-mp.com.cn

电 话: (010) 51915602

印 刷: 北京广益印刷有限公司

经 销: 新华书店

开 本: 770mm × 1000mm/16

印 张: 15

字 数: 220 千字

版 次: 2014 年 2 月第 1 版 2014 年 2 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978 - 7 - 5096 - 2833 - 1

定 价: 38.00 元

· 版权所有 翻印必究 ·

凡购本社图书, 如有印装错误, 由本社读者服务部负责调换。

联系地址: 北京阜外月坛北小街 2 号

电话: (010) 68022974 邮编: 100836

前 言

自 1900 年巴舍利耶（Bachelier）发表《投机的理论》（Théorie de la spéculation），标志着财务学作为一门新学科从经济学中独立出来至今，财务学已经走过了 110 余年的历程。在其波澜壮阔的百年发展史上，财务思想和财务理论之间层峦叠嶂、纵横交错、相互渗透成为一张密密麻麻的网。财务学发展史也是财务理论不断发展演进的历史。在财务学百年发展史上，曾经产生了一批具有重要地位的学者，涌现了大量具有奠基意义和深远影响的理论成果。百余年来，财务界目睹了新思想对旧理论的挑战及财务理论罗曼蒂克式假设的松绑，目睹了新理论对旧理论的修正和扬弃，目睹了资本市场异象及“人”的行为异化对财务理论的冲击，更目睹了财务理论面对困境时成功实现自我疗伤和突围。

财务学的思想灵魂蕴涵于财务理论之中。要洞悉财务学知识就必须了解相关财务理论；要切实解决现实财务问题就必须以恰当的财务理论为指导；要合理解释财务经济现象就必须深谙其理论思想。正因如此，财务理论可谓是财务从业者和财务爱好者理应悉心品鉴的知识精华。可以断言，对于从事财务工作（乃至经济管理工作）的人而言，如若没有厚实的财务理论功底，或其财务理论水平达不到较高层次，那么其职业眼界势必缺乏足够的宽度，其职业境界也必然缺乏应有的高度。事实上，这种论断已经不止一次地得到了企业管理实践的证实。目前，财务理论的重要性越来越受到人们的关注和重视，其表现在于：第一，已经或有意向开设财务理论课程的高校越来越多，并且许多高校还将其作为财经相关专业的必修课进行重点讲授；第二，

当企业生产经营面临困境时，越来越习惯于向理论界寻求帮助，而财务理论学家就是其“取经”的主要对象；第三，越来越多的高层次人才培养项目（如 MBA、MPAcc、EMBA 等）将财务理论相关课程纳入了课程体系；第四，财务专业近年的报名、咨询和录取人数呈现井喷态势。可以预期，作为财务学重要知识板块的财务理论，其重要性必将进一步凸显。

然而，财务理论是一个动态发展的理论系统，从横向看，它由若干理论板块组成，从纵向看，不同的财务理论板块又在进行着分化组合，这种纵横交错状况使财务理论呈现出动态性和复杂性的特征；另外，与其他理论类似，财务理论也具有较强的抽象性。正因如此，要撰写一部能较好地反映经典财务理论真实面貌的著作是非常不容易的。客观地说，目前公开出版的财务理论著作并不多见。就市面上可以见到的那几本弥足珍贵的财务理论书而言，它们要么侧重于介绍西方财务理论的主要流派或发展趋势，要么撰写内容或体例安排落入了财务管理教科书的窠臼。对此，前一种情况的结果是，其对财务理论的描述虽然全面客观但却晦涩难懂，缺乏可读性；后一种情况的结果是，其对财务理论的反映不够深入系统，缺乏对理论思想的深层次挖掘和解读。因此，编著一部符合中国人的思维和语言习惯且具有全面性和系统性的财务理论著作就显得必要而迫切。我在给研究生讲授《公司理财理论》课程时，就深深地感受到此类著作的匮乏以及由此所带来的不便。研究生们对财务理论相关知识的强烈渴求和兴趣促使我萌生了撰写本书的念头，而为本学科的发展略尽绵薄之力乃是我作为财务学人的基本职责所在。

财务理论犹如名贵香水，“只可细细品鉴，不可生吞活剥”。只有经历“学习、思考、再学习、再思考”的不断琢磨过程，才可能领悟其思想精髓。正因如此，研习财务理论最好怀揣品味茗茶之雅兴，抱持鉴赏宝物之虔诚！唯有如此，才可能充分发掘理论背后的深层次思想，才能领悟理论背后的真谛。这既是财务理论研习者应该秉持的态度和心境，也是我撰写本书时渴望达到的意境和效果。基于这样的期盼，我将拙著定名为《经典财务理论赏析》，以期用鉴赏和品析之心境来诠释和解构财务理论。书名被赋予“经典”一词的考量在于：财



务理论的丛林异常茂盛，我无意于也无力于此作全方位论述，而拟将着力点置于已经较系统完善的财务理论的几大核心板块（即经典部分）展开探讨。具体而论，本书共由七章构成：第一章剖析了财务理论形成的经济学基础；第二章对财务学及其理论体系的发展历程进行了分析，并归纳了其中所蕴涵的基本规律；第三章对资本结构与财务杠杆理论进行了解构；第四章多角度、多层次地论述了风险报酬与投资组合理论；第五章阐述了期权相关理论，并尝试运用期权观点描述企业的财务结构和财务行为；第六章系统地论述了公司财务治理理论；第七章探究了财务效率的相关理论。

由于本人学识和水平所限，书中难免存在纰漏甚至错误之处，恳请读者批评指正。

黎精明

2013年9月于武汉

目 录

第一章 经典财务理论的经济学基础	1
第一节 经典财务理论假设溯源	1
一、关于环境的假设	2
二、关于人的假设	6
第二节 资本市场效率理论	8
一、资本市场效率问题的提出	8
二、EMH 假说	10
三、现实资本市场的效率状况	13
四、市场失效与纠正	15
第三节 现代企业契约理论	19
一、交易成本理论	19
二、委托代理理论	22
三、产权理论	24
第四节 企业财务行为理论	26
一、传统财务理论的最优决策	26
二、现代新财务理论下的财务行为异化	30
三、财务行为异化对企业效率的影响	36
第二章 财务学及其理论体系的发展演进	38
第一节 财务学科的发展历程	38
一、筹资管理阶段	38



二、内部控制阶段	39
三、投资管理阶段	40
四、资本运作阶段	40
五、知识管理阶段	41
第二节 财务理论的发展演进过程	41
一、西方公司财务理论的发展	42
二、国内财务理论的发展	52
第三节 财务学科及其理论体系发展演进的规律	54
一、财务学科及其理论体系发展符合矛盾运动论特征	55
二、财务学科及其理论体系发展符合量变质变规律性	57
三、财务学科及其理论体系发展具有分合螺旋运动特征	58
第三章 资本结构理论	60
第一节 早期资本结构理论	60
一、净收益理论	61
二、净营业收益理论	62
三、传统理论	63
第二节 MM 资本结构理论	63
一、MM 资本结构理论的背景	63
二、MM 资本结构理论的内容	64
第三节 现实环境下的 MM 模型修正	72
一、对假设条件的思考和修正	72
二、对有公司税的 MM 模型的改进	73
三、基于修正的 MM 模型所得出的结论	75
第四节 现代资本结构理论	77
一、权衡理论	77
二、代理成本理论	78
三、信息传递理论	78
四、优序融资理论	78
第五节 资本结构质和量的研究	79
一、资本结构质的规律性	79

二、资本结构量的规律性	80
第四章 风险报酬与投资组合理论	83
第一节 环境约束与投资者利益诉求	83
一、投资行为的环境约束	83
二、投资者的利益诉求	87
第二节 投资项目的风险与收益度量	88
一、证券价值的确定	88
二、风险与收益度量	90
第三节 风险分散原理及其控制策略	94
一、风险概述	94
二、投资组合与风险分散	95
第四节 最优投资组合存在性论证	104
一、可行集与有效投资组合	105
二、效用无差异曲线	107
三、最优投资组合的确定	108
第五节 资本资产定价模型解析	112
一、组合投资的风险	112
二、资本资产定价模型	114
第五章 财务期权理论	119
第一节 期权基本理论	119
一、期权的概念和内涵	119
二、期权的特点	120
三、期权的分类	121
四、期权合约的构成要素及相关价格	122
第二节 期权执行与损益分析	125
一、基本期权交易行为分析	125
二、组合期权交易策略分析	132
第三节 期权定价原理	133
一、影响期权定价的因素	133

二、买权卖权平价关系	137
三、期权定价方法	139
第四节 实物期权	146
一、实物期权的含义	146
二、实物期权分类解析	147
第五节 公司财权安排的期权观	153
一、公司两类出资人的价值函数分析	154
二、看涨期权视角下的公司财权安排	156
三、看跌期权视角下的公司财权安排	158
第六章 财务治理理论	163
第一节 财务治理的概念与框架	163
一、财务治理问题的产生	163
二、财务治理的含义	165
三、财务治理的实质	167
四、财务治理的基本框架	168
第二节 内部财务治理结构理论	170
一、公司的股权结构安排	171
二、董事会和监事会的结构安排	173
三、经营者激励约束的制度安排	174
第三节 外部财务治理机制理论	175
一、市场治理机制	176
二、债务治理机制	178
三、机构投资者治理机制	180
四、社会组合治理机制	182
第四节 财务治理的本质	183
第五节 控制权市场理论	186
一、并购	187
二、代理权争夺	190
三、其他形式的控制权变更	191

第七章 财务效率理论	193
第一节 财务效率的形成机理	193
一、有关效率定义的考究	193
二、财务效率的形成机理分析	194
三、哈耶克的效率改进学说	195
第二节 财务效率秩域划分	196
一、从现有评价方法考察财务效率秩域的存在性	197
二、企业财务效率秩域的科学划分	199
第三节 财务效率影响因素	202
一、企业融资效率影响因素	203
二、企业投资效率影响因素	204
三、企业投融资协同效率影响因素	204
第四节 财务效率评价模型构建	205
一、企业融资效率评价模型	205
二、企业投资效率评价模型	206
三、企业投融资协同效率评价模型	208
第五节 财务效率管理	211
一、企业财务效率管理框架	211
二、企业财务效率诊断	213
三、企业财务效率目标管理	214
参考文献	217
后记	226

第一章 经典财务理论的经济学基础

财务学脱胎于经济学，财务理论的形成自然也是以经济学为基础。作为探究财务理论的起点，本章将对经典财务理论的经济学基础进行溯源性论述，以期后续具体财务理论的分析起到奠基作用。

第一节 经典财务理论假设溯源

著名的《新韦氏国际词典》将理论定义为：理论是某一研究领域的一套前后相互一致的假设、概念和实用原则所构成的系统^①。理论是实践的基础，而假设又是理论的前提，几乎所有学科的形成与发展都是以相应假设为逻辑起点的。自然地，公司理财理论也是根据假设进行科学推理和实践总结后所建立的概念体系。假设是财务学科的理论原点和实践基础，如果假设不成立或被更改，那么，整个财务理论的大厦必将被推翻或需要重构，因此，理论假设是公司理财理论中非常核心的环节，探索公司理财理论的假设源流理应成为研究公司财务理论的起点。

由于所有的经济管理问题（包含财务问题）乃至社会问题本质上都是一定的行为主体在特定环境条件约束下进行行为选择的结果^②，因

① 《新韦氏国际词典》，世界图书出版公司，2011年，第513页。

② 莱昂内尔·罗宾斯：《经济科学的性质和意义》，丹尼尔·豪斯曼编《经济学的哲学》，上海人民出版社，2007年，第59～73页。



此,任何经济管理问题都离不开两大基本要素:环境和人。这两大要素缺少其中任何一项,经济管理问题都不可能存在或成立。既然如此,那么,“环境”究竟是怎样的环境?“人”究竟是怎样的人?任何经济管理理论体系的构建都必须对此做出基础性约定,否则,后续的逻辑框架就无法构建。当然,这种约定有显性约定和隐性约定之分,有些理论构建之前对此做了明确的显性约定,而有些理论体系却将某些约定作为隐含或默认的前提条件而未对此做明确交代,这即是隐性约定。不管是否阐明,所有的经济管理理论都对“环境”和“人”作了基础性假设或约定却是不争的事实。正因如此,经典财务理论的假设源泉应该追溯到有关“环境”和“人”的假设中去。

一、关于环境的假设

公司理财环境是影响公司理财活动的一切内外部要素和作用力的总称。它既包括宏观的理财环境,也包括微观的理财环境。宏观理财环境主要有政治、经济、法律和文化等环境要素;微观理财环境主要有企业组织形式,企业生产、销售和采购方式等要素。公司理财活动是在特定环境下所开展的经济活动,这种行为受制于其所处的环境条件。由于环境条件是纷繁复杂的,财务理论构建过程中不可能逐一考虑所有环境因素以及特定环境影响的所有方面,因此,财务理论构建之前必须对环境做出相应的假设。总体而言,财务学有关环境的假设主要包括如下四个方面。

(一) 资源具有稀缺性

资源是人类得以生存和发展的物质基础。虽然大自然赋予了人类丰富的资源,但是相对于人类无限的需求,任何资源都可能是稀缺的。资源的稀缺性是指相对于人类的无限欲望而言,用来满足欲望的经济物品以及用来生产物品的经济资源总是有限的。人类活动是一个不断追求更高生活质量的过程,但是这种追求总会遭遇时间、空间和资源的限制。所以,资源的稀缺性某种意义上是人类自身制造出来的。绝大部分财务理论正是建立在资源稀缺性假设之上的。资源的稀缺表现在两个方面:一方面是在一定的时期内资源本身是有限的;另一方面利用资源进行生产的技术条件是有限的,并且人们的生命也是有限的。



事实上,“稀缺这一事实存在于经济学的核心之中”^①,资源稀缺性是整个经济学大厦赖以建立的基本假设,没有稀缺性就没有经济学^②。正是由于稀缺性的存在,使得人们在选择使用经济物品时必须考虑如何使用有限的相对稀缺资源来满足多样化的需要。如何有效地配置和利用资源才使得这些基于经济学问题的研究显得极为有意义。正如萨缪尔森指出的:“物品是有限的,而需求却无限。在经历了两个世纪的经济增长后,美国的生产能力也并未满足每一个人的欲望……鉴于欲望的无限性,就一项经济活动而言,最重要的事情就是最好地利用其有限的资源。这一点使我们不得不面临效率这一关键概念。效率是指最有效地使用社会资源以满足人类的愿望和需要。”^③ 假如有取之不尽、用之不竭的资源,人们可以任意地挥霍,经济学就失去了其存在的意义。因此,资源的稀缺性以及由此而产生的以最少的资源消耗来获得最高的满足程度的愿望,是经济学作为一门独立学科产生和发展的重要原因。对于企业的经济活动而言,它是通过最少的资源投入以求获得最大的产出,如果资源不具有稀缺性,那么,不仅企业在经济活动中无须顾及投入资源的耗费问题(因为可用于投入的资源足够多),而且也无须关注产出的多寡问题(因为产出也表现为某种资源(组合),它同样足够多),因此,就无须对企业的生产经营活动所需的资源进行合理配置,从而,企业的管理决策乃至效率问题研究也就失去了必要性,正是资源稀缺性假设的存在,使得企业在生产决策的时候,为了最大限度地满足欲望,就必须有效地利用资源。

(二) 用途的多样性

资源用途的多样性假设是建立在稀缺性假设基础之上的。所谓用途的多样性,是指用来满足人们欲望的物品以及用来生产物品的经济资源具有若干种应用场合并产生不同效用的特性。只有资源具有多样性,才会存在资源配置问题。资源的配置是在一定的范围内用最少的资源消耗来获得资源的最佳利用,即对社会各种资源在不同用途之间的分配。如果资源没有多样性用途,满足人们欲望的特定物品与生产

① 萨缪尔森、诺德豪斯:《经济学》(第14版),北京经济学院出版社,1996年,第14页。

② 樊宝平:《资源稀缺性是一条普遍法则——兼与周兆光同志商榷》,《经济问题》2004年第7期。

③ 萨缪尔森:《微观经济学》,华夏出版社,1999年。

物品的特定资源只有唯一的应用场合，也就只能产生唯一的效用。一个萝卜一个坑，就不存在最优的资源配置问题。这也就是说，只有当一种资源既可以用于 A 处也可以用于 B 处，并且在 A 处、B 处所创造的价值或发挥的效用不一样时，人们才需要煞费苦心地去研究究竟应该把该项资源用于 A 处还是 B 处的问题，否则，如果该项资源只能用于 A 处或 B 处且无其他用途，人们也就失去了对该项资源进行配置的空间，进而，效率问题的研究也就失去了可能性。

（三）复杂性和不确定性

“新古典经济学”以其基础理论把整个世界简化为几页纸就能说明一切的抽象法则。这些理论把经济描述成完美的均衡，供给总是等于需求、自由市场总是能完美地做出调节以使一切处于均衡之下并使经济效益最大化。可是人类世界充满了无序和非理性，为了研究企业的经济活动，我们必须对这种复杂性和不确定性做出假设。复杂性（complexity）和不确定性（uncertainty）是公司理财理论有关环境问题的基本假设。所谓复杂性是指世界上的万事万物都是辩证地相互影响，它们之间存在千丝万缕的联系，呈现出复杂而非简单的关系层次^①。不确定性是指人们缺乏对事件的基本知识，对事件的结果知之甚少，因而，不可能通过现有理论或经验进行预见或定量分析^②。事实上，一方面环境的复杂性是导致不确定性的首要原因；另一方面环境的复杂性和不确定性又始终交叉影响和相互作用，并彼此强化，进而加大了行为主体决策的难度，使人们几乎所有的决策都处于不确定性中。正因如此，方法、能力和技巧在决策过程中就显得尤其重要。环境的复杂性和不确定性会导致多种结果：首先，处于该环境中的任何个人或组织都不可能完全掌握有关交易的全部信息，从而导致经济学上所谓的信息不完全（information incompleteness）问题；其次，由于环境具有复杂性和不确定性，从而使市场交易参与者或利益相关者掌握的信息不均衡，有些人因掌握较多的私人信息或内幕信息而处于信息优势地位，而有些人则正好相反，从而导致经济学上所谓的信息不对称（in-

^① 谢德仁：《企业剩余索取权：分享安排与剩余计量》，上海三联书店、上海人民出版社，2001 年，第 7 页。

^② Knight F. H. , Risk Uncertainty and Profit, New York: Augustus M. Kelly, 1921.



formation asymmetrical distribution) 问题, 例如二手车市场的卖方和买方就存在这种信息的不对称; 最后, 由于环境具有复杂性和不确定性, 从而导致作为对未来经济事项进行现时规定的任何经济契约, 都不可能穷尽所有情况和问题, 而只能是对预期可能发生的重要事项做出有限度的约定, 从而导致经济学上所谓的不完全契约 (incomplete contract) 问题。

对企业而言, 经济过程是一个非常复杂的过程。单个企业通过市场中复杂的信息对原材料进行采购, 通过技术、知识和利用多种多样的资源和劳动要素进行生产和提供服务, 最后根据不同消费者的喜好进行销售, 这一过程总是处于环境的日新月异和各方的信息不对称中。假如经济过程是简单的和确定的, 那么企业的决策者就不需要分析市场的信息并对形势做出预测, 正是经济活动复杂性和不确定性的存在, 决策者才必须把前面提到的复杂性和不确定性假设导致的结果考虑到决策中来。

(四) 信息不对称性

所谓信息不对称是指, 缔约当事人一方知道而另一方不知道, 并且验证信息所花费的代价在经济上是不划算的。双方对信息掌握的程度不一样, 导致掌握信息充分的人往往在交易中处于有利地位, 而掌握信息相对不充分的人就会处于劣势地位。如前面提到的二手车交易, 相对于买方而言, 卖方对汽车的信息掌握得更多, 卖方可以通过说谎、隐瞒等方式将低质量的汽车充当高质量的汽车来卖, 从中谋取利润。

信息不对称大致可以分为两类: 第一类是外生性非对称信息, 它指交易双方知识的不对称, 即一方不知道另一方本身所具有的特征、性质与分布状况, 这不是双方当事人行为造成的, 如一辆二手车的质量、新旧程度等买者是不清楚的。第二类是内生性非对称信息, 它是指在签订合同后, 一方对另一方的行为无法管理和约束, 这种信息的非对称取决于另一方的行为, 比如在签订合同后, 管理人员无法知道他们工作的努力程度。

现实生活中, 企业因获得信息的多寡、质量不同, 所承担的风险和收益也不同。信息不对称的存在使得企业不仅要研究事前的信息不对称, 还要研究事后的信息不对称。这种事前和事后问题的研究对企

业是至关重要的，前者主要涉及如何降低信息的成本，后者主要研究如何降低激励的成本。但是，一旦企业抛开了信息不对称假设，信息不对称、复杂性和不确定性假设加上人的特性不可避免地导致交易中的“逆向选择”（adverse selection）和“道德风险”（moral hazard）问题，即在企业的外部，信息的不对称性而导致的“市场失灵”现象，例如，经理人可能会做出不利于企业所有者利益的自身利益最大化行为。

总之，资源的稀缺性假设为公司理财活动效率问题研究提供了必要性；资源用途的多样性假设为公司理财活动效率问题研究提供了可能性；环境的复杂性和不确定性假设使公司理财活动效率问题研究必须植根于复杂的环境系统中；而信息的不对称性又使公司理财活动更加着眼于对所获得信息的研究。

二、关于人的假设

社会科学的所有理论几乎都直接或间接地包含对人的行为假定。所有社会科学中，尤其以经济学对人的假定最深刻，自亚当·斯密以来，经济学家就把人的最本质行为界定为追求财富最大化。公司作为市场经济活动中的行为主体，决策者的行为能够对经济活动产生深远的影响。所以在有关“人”（决策者）的方面，公司理财理论对人的行为假设进行了如下界定。

（一）人是自利的

亚当·斯密在其《国民财富的性质和原因的研究》中写到：“我们每天所需的食物和饮料，不是出自屠户、酿酒师和面包师的恩惠，而是出自他们自利的打算。”人并不是无私的，而是自利的，即具有机会主义倾向。机会主义倾向是人们对自我利益的追求，说明人是具有随机应变、投机取巧、为自己谋求利益最大化的倾向。传统财务理论假设交易主体是“无私的决策者”，即他们总是根据计算和权衡的结果，做出能实现企业利益最大化的行为选择。新财务理论者对此颇有微词，他们相信，现实决策者是自利的，他们具有本能的机会主义行为倾向。所以人们会采用微妙的、隐蔽的甚至损害他人的狡诈伎俩来达到自身利益的最大化。由这个假设我们可以做出一个推论：如果签署协议的