

西南财经大学“十五”“~~圆~~工程”建设项目

发展财务论丛书

相机财务论

不确定性条件下的财务行为选择研究

吴树畅 著

图书在版编目(CIP)数据

相机财务论:不确定性条件下的财务行为选择研究/吴树畅 著

—北京:中国经济出版社, 2007

(发展财务论丛书)

吴树畅著. —北京:中国经济出版社, 2007

相机财务论:不确定性条件下的财务行为选择研究 吴树畅著

中国版本图书馆CIP数据核字(2007)第147670号

出版发行:中国经济出版社(北京百万庄北街24号)

网 址: www.economyph.com

责任编辑:邓媛媛

投稿热线: 010-68353507 电子邮箱: jingji@economyph.com

责任印刷:石星岳

封面设计:红十月工作室

经 销:各地新华书店

承 印:

开 本: 16开 印 张: 12 印 字 数: 250千字

版 次: 2007年 8月 第 1版 印 次: 2007年 8月 第 1次印刷

书 号: ISBN 7-5017-6993-1/F·5602 定 价: 26.00元

版权所有 盗版必究 举报电话: 68359418 68319282

服务热线: 68344225 68353507 68341876 68341879 68353624

编委会 Compiler

总主编 郭复初

编委 (按姓氏笔画为序)

王建中 王锋 冯建 刘蓉 华金秋

向显湖 衣龙新 邢精平 李力 何加明

吴树畅 杨丹 郑亚光 罗福凯 赵德武

郭复初 彭韶兵 程宏伟 曾道荣

《发展财务论丛书》

总序 Preface

中国改革开放已经过了 30 个年头，现已初步建立了社会主义市场经济体制。为适应发展社会主义市场经济的需要，财务学科已从计划经济时期依附于财政学科的一门课程，发展到现在能培养财务管理专业学士、硕士和博士等多层次人才的独立学科。现在需要认真研究的是这门学科的理论体系如何进一步建立健全的问题。在理论体系的构建中，目前大体有两种主张。一是主张全盘引进西方发达国家的财务理论体系与教材体系，其理由是西方市场经济发展的今天就是我国市场经济发展的明天，西方财务理论已比较成熟，相对我们而言具有先进性和超前性，将这些理论引进来已完全够用了；另一种看法则与此不同，主张从中国实际出发构建自己独立的财务理论体系，其理由是中国实行的是社会主义市场经济制度，与西方的市场经济制度具有性质上的不同，西方财务理论不适合中国实际需要，不能照抄照搬。我们的看法则介于上述两种主张之间。我们认为，社会主义市场经济与西方国家的市场经济具有市场经济的一般共性，所以西方财务理论中符合市场经济共性的部分对中国具有普遍适用性，我们应大胆引进和吸收；另一方面，社会主义市场经济是公有制为主体，多种所有制经济共同发展的基本经济制度，与西方国家以私有制为主体的经济制度有所不同，我们又必须从中国国情出发，构建中国特色的财务理论体系。于是，在中国现在和今后相当长的一段时间内，存在中国特色财务理论体系与西方财务理论体系并存的局面，以中国特色财务理论体系为主，西方财务理论体系为辅，主辅结合，共同

为发展社会主义市场经济服务。

中国特色财务理论是立足于中国作为世界上最大的发展中国家这一国情的基础上建立起来的。世界上发展中国家无论国家数和人口数上都占绝大比重。这些发展中国家在经济发展上与西方发达国家相比较，具有很大区别，例如劳动生产率普遍较低，人民生活水平较低，人口出生率高，失业率高、经济发展严重不平衡和国有经济所占比重一般比西方发达国家高等特征。立足于国情之上的中国特色财务理论具有发展中国家财务的一般特点，研究中国特色财务理论也就具有国际意义。从这一角度讲，中国特色财务理论可称为发展财务理论。借鉴发展经济学理论，我们可将西方发达国家的财务理论称作西方传统财务理论，中国特色财务理论称作为发展财务理论。于是，我国的财务理论体系是以发展财务理论为主，西方传统财务理论为辅的财务理论体系。本套丛书的写作目的就是力图构建发展财务理论体系，为我国财务学科发展和指导财务实践作出一定的贡献。

本套丛书由郭复初教授担任总主编，初步规划由以下 员源本系列专著构成：

- 员 发展财务学导论
- 圆 企业财务制度论
- 猿 国家财务战略研究
- 源 国有资本营运新论
- 缘 资本市场与国有资本监管
- 远 经济可持续发展财务论
- 苑 人力资本财务论
- 愿 隐形契约与企业财务政策研究
- 怨 公司财务治理理论
- 员园 国有土地运营论
- 员员 资产评估理论体系研究
- 员圆 相机财务论
- 员猿 公司财务危机论
- 员源 公司战略管理与税收策略研究

这猿原著作中，第员猿本是发展财务论基础理论问题，第猿猿源缘本是国家财务发展理论问题，第远至猿本是公司财务发展理论问题，第猿圆猿猿猿本是发展财务中的特殊理论研究问题。私人财务理论问题在第一本著作中辟专章研究，未独立成书。从上面的内容看，本套丛书基本上是按国家财务、公司财务与私人财务这三个层次的财务主体来安排的，着重研究各层次财务主体在经济发展中的主要财务问题，具有比较密切的内在逻辑联系。这些内容只是初步探讨，很不成熟，望财务学界的专家学者和广大读者批评指正。

本套丛书能得以出版，首先感谢中国经济出版社的领导和编辑同志大力支持，精心组织，没有他们的支持，我们是无法完成的。同时，这套丛书列入了西南财经大学“猿猿工程”第十个五年计划的重点建设项目，得到了学校领导的大力支持和项目建设经费的资助。我们在此对中国经济出版社的领导、编辑和西南财经大学的领导表示衷心的感谢。

郭复初

二〇〇五年八月摇于西南财经大学

摇 前 言 摇摇摇摇摇摇摇摇摇摇摇摇摇摇摇摇 *Foreword*

时间、空间与行为的分布状态决定了财务世界的不确定性，而作为有限理性的财务主体如何在一个充满不确定的世界里确切知道其财务机会集合，并从中选择能够满足其利益最大化需求的财务行为呢？这个问题引发了我对传统财务研究范式及其理论框架的反思，并以不确定性与风险作为逻辑起点构建了相机财务行为选择的逻辑分析框架。

在不确定性和风险承受能力一定的条件下，单个投资者可供选择的财务行为机会集合是确定的，但是，投资者可以通过选择企业、市场或关系合同等不同的风险分散机制及其组合分散风险，以提高风险承受能力，扩大财务行为选择机会集合。在正确评判财务状态、识别财务机会的条件下，投资者可以通过调整资产组合和融资组合将风险控制在可接受的范围内。在不确定性条件下，投资人为了有效防范风险、相机选择财务行为，必须拥有一定的选择权，这种选择权有助于改善投资者的风险依存状态。投资者为了实现预期收益目标，必须动态选择适应性财务行为以及与之相适应的风险分散机制。

全书共分八个部分，具体内容安排如下：

第一部分，引言。该部分从不确定的客观存在性与理论研究范式的缺陷出发提出了投资者如何在不确定性条件下选择财务行为的研究问题。并对国内外不确定性财务行为选择研究的方法、主要观点进行了综述，提出了进一步研究的视角、方法、技术路线与创新突破点。

第二部分，不确定性、风险与投资者策略选择。该部分是全文的逻

辑起点，明确界定了不确定性与风险的关系，进一步分析了财务的不确定性形式，以及不确定条件下的风险管理策略。主要观点认为不确定性是状态、行为与结果的分布函数；风险是客观结果与主观预期的偏离程度及其对投资者未来行为选择的影响。不确定性是风险形成的条件，风险是主观不确定性与客观不确定性相互作用的结果。在不确定性条件下，财务主体可以通过风险接受、风险拒绝、风险转移等不同策略调整所处的风险状态，实现不确定性、风险状态与预期收益的协调一致。

第三部分，相机财务理论模型。该部分是全文分析的理论基础，构建了相机财务的基本概念结构与应用概念结构。明确界定了相机财务的目标、本质、功能、对象、内容、假设、原则等基本概念与应用概念。主要观点认为相机财务的目标是正确权衡风险收益关系，实现经济收益的满意化；相机财务的本质是资本的跨期配置活动及其形成的风险收益关系；相机财务的功能是风险分散、价值创造与利益关系协调；相机财务的对象是不确定性条件下的财务行为选择；相机财务的内容是财务状态评判、财务机会识别、财务政策选择、财务行为选择与相机财务治理；相机财务的假设包括不确定性假设、财务主体假设、有限理性假设与风险承受能力假设；相机财务的原则包括协调原则、权衡原则、期权原则、弹性原则和修正原则。

第四部分，财务状态评判。该部分构建了识别不确定性及其对财务运行系统影响结果的理论模型。主要观点认为不确定性对财务运行系统的影响表现为财务状态的波动。财务状态的评判是财务机会识别与财务行为选择的基本前提，通过评判可以正确评估不确定性对风险的影响。并从财务环境状态与财务运行状态分别构造了评判模型，其中，重点研究了财务运行指数模型及其信号显示功能问题。

第五部分，财务机会识别。该部分分析了财务机会对财务行为选择的影响，以及如何构建财务机会识别模型。主要观点认为财务机会是财务行为选择的约束条件，只有正确识别财务机会才能有效选择财务行为。并从托宾 匝值模型、投资机会因素分析模型、盈亏平衡点分析模型等角度分析了识别投资机会的方法；从融资窗口理论模型、托宾 匝值理论模型的角度分析了融资机会识别的方法；从机会成本理论、风险偏好理论

的角度分析了收益分配机会识别的方法。

第六部分，财务政策选择。该部分为财务行为选择提供了政策分析框架。主要观点认为财务政策是财务行为选择的信号，利益相关者通过达成财务行为选择的政策框架，可以有效消除利益相关者之间风险收益关系冲突，约束代理人的逆向选择行为和道德风险。由于不确定性因素的存在，财务政策选择应坚持时间一致性与相机性基本原则，保持财务政策与财务状态、财务机会的协调一致。企业应当根据生命周期的财务特点选择适应性的财务政策。国资委和国有企业应分别制定国有资本的配置政策和经营政策。

第七部分，财务行为选择。该部分主要从技术的角度分析了不确定性条件下的相机财务行为选择的约束因素，以及相机财务行为选择的策略与决策模型，确定了相机财务行为选择的原则性框架。主要观点认为在不确定性条件下财务行为选择不仅要有利于防范风险而且还要有利于提高风险承受能力，有利于未来财务行为的相机选择。应当在进一步放宽假设条件的基础上，进一步修正贴现模型，分别构建基于信息不对称、信息不完全条件下的投资决策模型。

第八部分，国有企业财务行为相机选择的实证分析与设想。该部分通过对上市公司资产结构、融资结构对绩效影响的实证分析，进一步检验相机财务行为选择理论的有效性，以及中国上市公司是否具有相机选择财务行为。实证结果表明虽然国有股的非流通性限制了上市公司相机选择的灵活性，但是，上市公司仍然具有相机选择财务行为的动机。上市公司股权融资偏好行为验证了再融资能力理论的有效性。在实证分析的基础上，研究了国有企业的相机投融资体制的创新问题，认为国有企业应当进一步发挥投资平台优势，创新投资管理体制，提高财务行为选择的相机性；考虑选择国资委主导下的资本共生融资模式或银行主导下的关系型融资模式，以提高抵抗财务风险的能力。

第九部分，风险状态依存与利益相关者相机财务治理。该部分从制度的角度分析了不确定性条件下的风险分散机制设计与选择问题。主要观点认为不确定性决定了投资者风险状态依存性，风险状态依存性决定了投资者具有相机选择企业、关系合同与市场等不同风险分散机制的行

为动机。在既定的风险分散机制下，为了将实际风险控制在可接受的范围之内，实现风险与收益配比，如何设定相机选择权是问题的核心。应当根据风险依存状态配置相机财务选择权，为利益相关者相机财务治理、实现预期收益提供制度保障。

研究创新之处：

第一，研究范式创新。从时间、空间与行为视角研究了不确定性条件下的财务行为选择问题，突破了传统的通过假设简约不确定性的理想化的研究范式，理论研究成果更具有可操作性，对投资者行为选择具有现实指导意义。

第二，风险分散理论创新。个别投资者的风险承受能力是有限的，不同投资者通过结成利益相关者共同体，可以有效利用不同投资者的风险分散优势，以提高个体投资者的风险承受能力之下，获取更大的投资收益。市场、企业与合同是可供投资者选择的不同风险分散机制，通过不同风险分散机制及其组合机制的选择，投资者可以有效分散风险。根据风险状态依存，投资者可以相机选择具有不同风险分散功能的风险分散机制，进一步扩展财务机会集合。

第三，风险依存状态识别理论创新。在既定的风险承受能力之下，风险分散机制和相机选择权是影响财务主体行为选择的主要因素。财务状态评判与财务机会识别模型为财务主体提供了相机选择不同风险分散机制的理论分析工具，有效解决了相机财务行为选择的风险依存状态评估问题。

第四，财务行为选择理论创新。财务行为选择的核心问题是如何分散风险，实现预期收益，但是，风险分散的技术关键是如何选择资产组合和融资组合。从相机财务论的观点看，资产组合与融资组合选择是有约束条件的。首先，财务主体要购买具有相机选择权的合约，这种合约可以通过平台投资获得。有了这种合约就拥有了新的财务机会，这种新的财务机为实现资产组合与融资组合的动态优化提供了可能。其次，在存在风险性负债、税负、利益相关者收益要求不同等条件下，融资行为选择又会影响投资行为的选择。融资行为的选择不仅要考虑直接融资成本，而且还要考虑由于融资行为选择对再融资能力的影响，以及再融资

能力对投资行为选择的约束作用。

本书是在我的博士论文基础上，经过修改完成的。之所以能够顺利出版发行，首先，感谢我的导师郭复初教授的教导与支持，本书也凝聚了先生的心血和学术智慧；其次，感谢西南财经大学冯建教授、陈苑红教授、杨丹教授、林万祥教授、蒋明新教授、彭韶兵教授、傅代国教授，暨南大学宋献中教授，中国人民大学孙茂竹教授，西南交通大学武振业教授，四川大学杜肯堂教授提出的宝贵意见与建议；感谢中国经济出版社邓媛媛女士的支持与帮助。

由于本人时间与知识的有限性，书中疏漏之处、观点不当之处在所难免，在此，恳请学术界的同仁们、读者朋友们提出批评指正。

吴树畅

圆年愿月猿日于山东工商学院

目 录 Contents

摇圆阿|摇言 员

摇摇圆员 研究背景以及问题提出 员

摇摇圆圆 研究现状以及需要进一步研究的问题 猿

摇摇圆猿 研究的内容、目标以及要解决的关键问题 员

摇摇圆源 研究方法与技术路线..... 猿

摇摇圆缘 研究方法..... 猿

摇摇圆缘 研究技术路线..... 猿

摇摇圆缘 研究特色与创新..... 员

摇摇圆远 研究不足之处..... 苑

摇

摇摇圆环不确定性、风险与投资者策略选择 员

摇摇圆员 不确定性及其成因分析..... 员

摇摇圆圆 不确定性的分类..... 圆

摇摇圆猿 财务的不确定性..... 圆

摇摇圆缘 财务状态的不确定性..... 圆

摇摇圆缘 财务行为的不确定性..... 圆

摇摇圆缘 财务结果的不确定性..... 猿

摇摇圆源 风险..... 猿

摇摇圆缘 投资者的风险因素模型..... 猿

摇摇圆远 投资者的风险控制策略选择..... 猿

摇摇圆缘 风险分散与收益分享机制选择..... 猿

摇摇摇圆 不确定性条件下的风险控制策略选择	猿
摇	
摇圆 相机财务理论模型	猿
摇圆 相机财务基本概念结构	猿
摇摇圆 相机财务目标	猿
摇摇圆 相机财务本质	猿
摇摇圆 相机财务职能	源
摇摇圆 相机财务对象与内容	源
摇摇圆 相机财务假设	源
摇摇圆 相机财务原则	源
摇圆 相机财务应用概念结构	源
摇	
摇圆 相机财务状态评判	缘
摇圆 相机财务状态的含义	缘
摇圆 相机财务状态的分类	缘
摇摇圆 相机财务环境状态	缘
摇摇圆 相机财务运行状态	缘
摇摇圆 相机财务状态评判	缘
摇摇圆 相机财务环境状态评判	缘
摇摇圆 相机财务运行状态评判	缘
摇	
摇圆 财务机会识别	愿
摇圆 财务机会界定	愿
摇圆 财务机会识别及其意义	愿
摇圆 影响财务机会的因素	苑
摇圆 财务机会识别	苑
摇摇圆 投资机会识别	苑
摇摇圆 融资机会识别	苑
摇摇圆 收益分配机会识别	苑
摇	
摇	

摇摇摇摇摇财务政策选择	苑
摇摇摇员 财务政策的含义	苑
摇摇摇圆 财务政策的内容	苑
摇摇摇圆 投资政策	苑
摇摇摇圆 筹资政策	苑
摇摇摇圆 收益分配政策	苑
摇摇摇圆 财务治理政策	苑
摇摇摇圆 财务政策选择	苑
摇摇摇圆 财务政策选择主体	苑
摇摇摇圆 财务政策选择原则	苑
摇摇摇圆 影响财务政策选择的因素	苑
摇摇摇圆 企业生命周期财务政策选择	苑
摇摇摇圆 企业生命周期及其阶段性规律	苑
摇摇摇圆 企业生命周期的财务特征	苑
摇摇摇圆 企业生命周期阶段的财务政策选择策略	苑
摇摇摇圆 国家财务政策选择	苑
摇摇摇圆 国家财务政策的经济含义	苑
摇摇摇圆 国家财务政策的客观基础	苑
摇摇摇圆 国家财务政策的内容	苑
摇摇摇圆 国家财务政策选择的主体	苑
摇摇摇圆 影响国家财务政策选择的因素	苑
摇摇摇圆 影响国有资本配置政策选择的因素	苑
摇摇摇圆 影响国有资本经营政策选择的因素	苑
摇摇摇摇摇	
摇摇摇摇摇相机财务行为选择	苑
摇摇摇员 资产组合选择	苑
摇摇摇圆 资产依存关系	苑
摇摇摇圆 资产品种选择	苑
摇摇摇圆 资产时机选择	苑
摇摇摇圆 资产比例选择	苑
摇摇摇圆 投资策略选择	苑

摇摇摇源缘员 平台投资策略	员源
摇摇摇源缘圆 等待投资策略	员圆
摇摇摇源缘猿 分期投资策略	员猿
摇摇摇源缘源 分散投资策略	员源
摇摇摇源缘缘 放弃投资策略	员缘
摇摇源缘 相机投资行为决策选择模型	员缘
摇摇摇源缘员 贴现模型的不足	员缘
摇摇摇源缘圆 信息不对称条件下的投资决策模型	员愿
摇摇摇源缘猿 信息不完全条件下的投资决策模型	员园
摇摇源源 融资行为选择	员苑
摇摇摇源缘员 融资结构界定	员苑
摇摇摇源缘圆 融资结构选择的目标与原则	员怨
摇摇摇源缘猿 影响融资结构选择的因素	员员
摇摇摇源缘源 不确定性、机会成本与再融资能力	员猿
摇摇摇源缘缘 中国上市公司股权融资偏好的解释	员缘
摇	
摇摇苑圆 国有企业财务行为相机选择的实证分析与构想	员苑
摇摇苑员 国有企业财务行为相机选择的实证分析	员苑
摇摇摇苑缘员 基本假设	员苑
摇摇摇苑缘圆 模型建立	员苑
摇摇摇苑缘猿 样本选取	员愿
摇摇摇苑缘源 参数估计	员愿
摇摇摇苑缘缘 模型检验	员怨
摇摇摇苑缘远 变量统计特征值	员怨
摇摇摇苑缘苑 结论	员圆
摇摇苑圆 国有企业投资行为选择的进一步构想	员圆
摇摇摇苑缘员 国有企业的风险承受能力	员圆
摇摇摇苑缘圆 国有企业的创新投资	员员
摇摇摇苑缘猿 国有企业的投资平台	员员
摇摇摇苑缘源 国有企业投资管理体制创新	员圆
摇摇苑缘 国有企业融资行为模式选择的进一步构想	员缘
摇摇摇苑缘员 国资委主导下的资本共生融资模式	员缘

摇摇摇苑德圆 银行主导下的关系型资本融资模式	员苑
摇	
摇愿风险依存状态与利益相关者相机财务治理	员猿
摇摇愿员 风险依存状态与相机选择权	员猿
摇摇愿圆 相机财务治理及其机理	员源
摇摇愿猿 风险分散机制选择	员苑
摇摇摇愿德员 风险分散机制	员苑
摇摇摇愿德圆 风险分散机制选择	员员
摇摇愿源 利益相关者相机财务治理	员猿
摇摇摇愿德员 国资委的相机财务治理	员猿
摇摇摇愿德圆 中小股东的相机财务治理	员源
摇摇摇愿德猿 经营者的相机财务治理	员缘
摇摇摇愿德源 债权人的相机财务治理	员远
摇摇摇愿德缘 职工的相机财务治理	员苑
摇摇摇愿德远 客户的相机财务治理	员愿
摇摇摇愿德苑 政府的相机财务治理	员愿
摇摇愿缘 相机财务治理的约束条件	员怨
摇摇愿远 中国资本市场的功能缺失与完善	员园
摇摇摇愿德员 中国资本市场功能的缺失	员园
摇摇摇愿德圆 完善中国资本市场功能的对策	员猿
摇	
摇愿结论摇论	员缘
摇主要参考文献	员苑
摇	

0. 引 摇 言

0.1 研究背景以及问题提出

财务作为经济系统中的一个子系统，其产生与发展和经济系统是密不可分的，而经济系统作为宇宙系统的一个子系统，其产生和发展又与人类对宇宙的认识过程密切相关。

人类对宇宙世界的认识经历了无时间、确定性到有时间、不确定性的过程。从牛顿的万有引力定律、爱因斯坦的广义相对论、伽莫夫的宇宙大爆炸理论到史蒂芬·霍金的黑洞理论、普利高津的不确定性理论，科学家们正试图解开时间之谜、揭开宇宙的面纱。海森伯 1927 年提出了不确定性原理，认为同时测量一个像电子那样从空中飞过物体的空间位置和速度是不可能的，如果想测出某一时刻电子的准确位置，那么它的速度（动量）就不能准确地测定，反之亦然。普利高津（1989）认为确定性是一种错觉，我们生活在一个可确定概率的世界，生命和物质在这个世界里沿着时间之矢不断演化，宇宙是有时间的、不确定的。时间是影响不确定性的因素之一，是刻画宇宙起源与演进历程的重要标尺。

物质决定意识，自然科学家关于时间之谜、宇宙本源的认识必然促进人文社会科学的发展。其中，经济学研究范式的革命就是一个典型的