



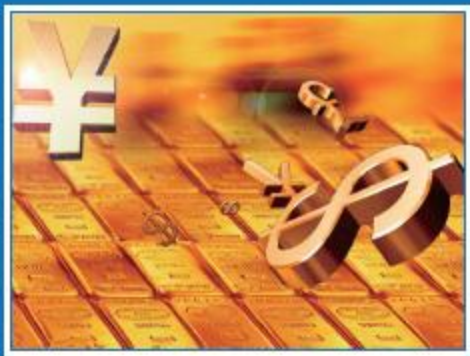
21世纪普通高等教育精品教材

经济管理系列

# 高级财务管理

Gao Ji Cai Wu Guan Li

主 编 朱盛萍



WUHAN UNIVERSITY PRESS

武汉大学出版社



21世纪普通高等教育精品教材

经济管理系列

# 高级财务管理

Gao Ji Cai Wu Guan Li

● 主 编 朱盛萍  
副主编 钟婧薇 张 佳 夏秋烨 张金梅



WUHAN UNIVERSITY PRESS

武汉大学出版社

## 图书在版编目(CIP)数据

高级财务管理/朱盛萍主编. —武汉:武汉大学出版社,2014.9  
21世纪普通高等教育精品教材. 经济管理系列  
ISBN 978-7-307-14297-8

I. 高… II. 朱… III. 财务管理—高等学校—教材 IV. F275

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2014)第 213154 号

责任编辑:王 璇

---

出版发行:武汉大学出版社 (430072 武昌 珞珈山)

(电子邮件:cbs22@whu.edu.cn 网址:www.wdp.com.cn)

印刷:北京泽宇印刷有限公司

开本:787×1092 1/16 印张:18.5 字数:370千字

版次:2014年9月第1版 2014年9月第1次印刷

ISBN 978-7-307-14297-8

定价:42.00元

---

版权所有,不得翻印;凡购买我社的图书,如有质量问题,请与当地图书销售部门联系调换。

# 内 容 提 要

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。本书共有 9 章,分别为: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、重整与清算及财务管理信息化等内容。每章还附有学习目标、引导案例、本章导读、本章小结、本章习题、案例解析,便于学生预习和复习。本书的特点是突出重点,联系实际,探索理论前沿,共享教学资源。

本书的使用对象为会计学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、新会计准则培训人员、财经专业一年级研究生等。



# 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。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。我们比较倾向于按照财务管理的知识层次来划分为初级、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。

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难点、重点问题,内容结构除了谋求在知识体系上的系统性外,还致力于:紧扣财务理论与中国实际问题安排选题,体现“务实”;避免与现有财务学教材内容简单重复,体现“高级”;重点围绕财务的最新实践问题,体现“新颖”;配套教学资源丰富,体现“共享”。

本书旨在使读者在掌握财务管理基本原理和方法的基础上通过进一步学习,理解财务管理在实践中的一些特殊问题、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。

本书由南昌工学院朱盛萍老师担任主编。具体章节及配套教学资源编写分工

为：朱盛萍负责第1章，钟婧薇负责第2、3章，张佳负责第4、5章，夏秋烨负责第6、7章，张金梅负责第8、9章。在编写本书的过程中，编者参考了公开发表过的专家学者的有关论文和著作，在此向他们表示衷心感谢。

由于编者水平有限，不妥之处还望读者批评指正。

编者

# 目 录

## 第 1 章 现代财务理论的发展

1.1 现代财务理论的发展概况 .....	3
1.2 财务理论的深化发展期 .....	10
1.3 现代财务理论发展的新特征 .....	14
1.4 我国现代财务理论的研究现状 .....	20

## 第 2 章 行为财务学

2.1 行为财务学概述 .....	30
2.2 行为财务学的基本理论 .....	33
2.3 传统财务理论与行为财务理论的比较 .....	39
2.4 行为财务理论模型和实证研究 .....	42

## 第 3 章 企业并购财务管理

3.1 企业并购概述 .....	54
3.2 企业并购的动因 .....	58
3.3 企业并购的分类与出资方式 .....	65
3.4 企业并购过程 .....	75
3.5 企业并购对股东利益和控制权的影响 .....	85

## 第 4 章 企业集团财务管理

4.1 企业集团财务管理概述 .....	91
4.2 企业集团财务管理体制 .....	96



4.3	企业集团财务管理内容 .....	100
4.4	企业集团财务控制 .....	109
4.5	企业集团业绩评价 .....	112
4.6	企业集团财务公司 .....	120

## 第5章 国际财务管理

5.1	国际财务管理概述 .....	135
5.2	外汇风险管理 .....	139
5.3	国际投资管理 .....	151
5.4	国际税收管理 .....	158
5.5	跨国经营业绩评价 .....	162

## 第6章 中小企业财务管理

6.1	中小企业财务管理概述 .....	172
6.2	中小企业融资管理 .....	177
6.3	中小企业投资管理 .....	182
6.4	中小企业的政策利用 .....	186

## 第7章 若干行业财务管理

7.1	物业企业财务管理 .....	192
7.2	旅游饭店财务管理 .....	198
7.3	商业银行财务管理 .....	203
7.4	商业企业财务管理 .....	210
7.5	房地产开发企业财务管理 .....	214
7.6	非营利组织财务管理 .....	218

## 第8章 企业破产、重整与清算

8.1	企业破产概述 .....	229
8.2	破产预警管理 .....	233

8.3 重整与和解财务管理 .....	245
8.4 破产清算财务管理 .....	247

## 第9章 财务管理信息化

9.1 财务管理信息化概述 .....	257
9.2 财务管理信息化的建设 .....	262
9.3 Excel在财务管理信息化中的应用 .....	266
9.4 会计软件或ERP在财务管理信息化中的应用 .....	273
参考文献 .....	285



# 第1章

# 现代财务 理论的发展



## 学习目标

- 了解现代财务理论的发展；
- 理解财务理论的深化；
- 掌握现代理论发展的特征和我国现代财务理论的研究现状。



## 引导案例

### 美的电器的财务管理目标

#### 背景

美的电器的前身是一家生产塑料瓶盖的小厂,20世纪80年代美的进入家电业,1992年实行股份制改造,1993年在深交所上市(美的电器,000527),成为中国第一家由乡镇企业改制而成的上市公司。由于当时上市法规的限制,股份公司的发起人和第一大股东由国有背景的北滘镇经济发展总公司担任,持股52.5%,而何享健等创业者只持有22.5%的内部职工股。从1999年开始,美的管理层逐步从北滘镇政府手中收购美的电器股权,并开创了国内上市公司实施MBO(管理层收购)的先河。

#### 股改之前

MBO以后,美的电器以小家电为发展重点,并承担集团融资平台的重要作用。2002年4月17日,美的电器分别与顺德市现代实业及顺德市金科电器签订了《OEM框架协议》,委托两公司生产加工“美的”品牌电饭煲、厨具和电风扇等家用电器产品。同时,美的电器还与东泽电器签署协议,公司部分终端产品通过东泽电器经销,而上述三家公司的实际控制人皆为何享健之子何剑锋。经过上述关联交易之后,2002年美的电器的电饭煲产品毛利率从2001年的31.91%大幅度跌至8.94%,公司控股的广东美的电饭煲制造有限公司的净利润也迅速从2662万元降至150.5万元。

2003年9月,美的电器斥资6500万元,整合金科电器下属的风扇业务,并把美的的风扇业务迁至中山;2004年6月,美的电器又以1788.75万元收购现代实业,整合其电饭煲业务;2004年10月,美的电器再次出资5200万元“收编”了金科电器,将之融入美的厨具公司。数据显示,当美的电器与上述三家公司关联交易额大幅减少之后,在产品降价、原材料全面涨价的情况下,美的电器的电饭煲产品毛利率又回升至21.57%。在小家电业务逐



渐培养成熟之后,2005年5月20日,美的电器将主管小家电业务的下属子公司日电集团85%的股权以24 886.92万元的价格转让给美的集团。

与此同时,美的集团实施多元化扩张战略,淡化上市公司地位。2004年,美的集团先后并购了荣事达和华凌集团(00382 HK);2004年5月,美的集团通过收购股权成为国内最大的通风机制造商上风高科(000967)的第二大股东;2005年8月,由何享健的女婿张建和、女儿何倩兴控股的新的集团收购了主营电真空器件、高低压成套配电装置的旭光股份(600353)。华凌集团主营空调、冰箱,与美的电器存在同业竞争,而荣事达主营的冰箱、洗衣机业务也同属白电行业,因此,美的集团的做法使美的电器在集团的地位日趋边缘化。

此外,美的集团还投资1亿多元在长沙、昆明发展客车产业,单在三湘客车上就计划投资15亿元;成立了房地产事业部,进军地产行业。不过,这些投资并没有收到满意的效果。2005年后期,何享健又重新明确了要坚持家电主业,集团多元化将围绕制冷和日用电器等产业展开。

### 股改之后

2005年4月30日,中国证监会宣布启动股权分置改革试点工作,正式拉开了股权分置改革序幕。首先,美的集团分别与顺德市有利投资服务有限公司、上海投资管理有限公司、广东核电实业开发有限公司、宁波银盛投资有限公司签署股权转让协议,计划受让该四家公司所持有的美的电器非流通股股份合计2 174.64万股。2006年2月,美的电器宣布了其精心设计的股改方案:第一,每10股流通股送1股以及5元现金;第二,如果美的电器2007年度相对于2006年度的净利润增长率低于10%,美的集团将放弃当年的分红,归除开联实业(何氏家族控股企业)以外的其他股东所有;第三,美的集团承诺在对外支付完成后的6个月内,增持不少于2亿元的美的电器股份。

2006年3月10日~5月19日,美的集团通过二级市场,总计使用资金10.8亿元,共增持了美的电器148 660 970股,占总股份的23.58%,平均买入成本为7 026元。何氏家族持股比例由2005年年末的合计30.8%增加到50.99%。

与此同时,2006年4月25日,美的电器董事、监事会审议通过了《关于修订〈公司章程〉的议案》,其中设置了包括“金色降落伞”在内的一系列反收购条款,加强对上市公司的控制。

从全流通后H股和A股对家电股票的估值比较来说,华凌集团等港股对美的集团的吸引力在下降,美的集团有动力将资产注入A股上市公司享受流通溢价。2006年11月底,美的电器完成合肥荣事达洗衣机、合肥荣事达冰箱、合肥荣事达美的电器营销公司的资产注入,达到50%的控股比例,确定了上市公司作为白电业务平台的地位。

财务报表资料显示,股改后美的电器主要财务指标有了明显改善。根据股改承诺,美的电器自2006年起把每年盈利的40%以现金分红,有助于形成稳定的估价预期。更重要的是,2007年3月,美的电器董事会一改多年派息多而送股和转增公积金少的分配风格,决议以资本公积金每10股转增10股,并派息3.5元。这样,连同计划中向高盛和管理层激励定向增发的股份,美的电器总股本将扩至14.12亿股,股票流动性显著增强,有利于估值水平优化。

(资料来源:王化成.高级财务管理学[M].北京:中国人民大学出版社,2007.)

### 【思考与讨论】

- (1)美的集团股改前后的财务目标有何变化?
- (2)结合财务管理目标的基本理论,具体分析美的集团带给我们的启示。



## 本章导读

20 世纪初以来,西方财务理论发展迅速,由初创期、成熟期到深化发展期,主要内容也从仅重视融资问题发展到资金运用管理、收益分配管理及国际化、综合化、实证化的财务管理,与自然科学、社会科学的融合逐渐加深,发展成为一门崭新的综合学科。新时期新的财务理论给我国的财务管理实践带来很多启示。

# 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·L. 格林(Thomas L. Green)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。到了 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,米德(Meade)出版了《公司财务政策》、《公司及其财务问题》等著作,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。

## 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,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。阿瑟·斯通(Arthur Stoue)于 1920 年写成的《公司财务策略》一书是这一时期的代表作,该书总结了当时各种学派的观点,并提出了一些新的观点。

1929 年爆发的经济大危机和 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。美国学者罗夫所著的《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和控制,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,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 20~30 年代的研究内容的基础上,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“传统性公司财务理论”学派。这些传统理论主要包括以下几种。

### 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,企业价值就越大。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,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,即

$$V_0 = \sum_{T=1}^{\infty} \frac{D_T}{1 + K_T}$$

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,法国经济学家路易斯·巴歇利埃(Louis Bachelier)在研究法国商品价格走势时发现,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等于零。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。

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价格的。这样,价格的变动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)、考尔斯(Cowles)和琼斯(Jones)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。

## 知识拓展

1905年,美国《自然》杂志刊登的一封通信中,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开始找,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”。

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。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成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(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发挥了决定性的作用。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,财务管理中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,构成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了股票价格呈现随机游走的特征,无规律可循。奥肯(Working, 1934)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(Fama)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(Fama)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(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(Markowitz)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

$$E(R_p) = \sum_{I=1}^N W_I E(R_I)$$
$$\delta_p^2 = W_I^2 + W_I W_J \sum_{I=1}^N \sum_{J=1}^N \delta_{IJ} (I \neq J)$$



式中,  $E(R_p)$ ——投资组合的期望收益率;

$W_I$ ——第  $I$  中证券的投资比重;

$\delta_p^2$ ——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,对企业价值与其资本结构的关系进行了严密的分析,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,即企业的资本结构与其无关。

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理论提出后,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、莫迪莱尼、法拉、塞尔文、贝南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、阿特曼和华纳为主,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、梅耶期、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(Miller)和莫迪莱尼(Modigliani)发表的《股利政策、增长与股票价值》(*Dividend Policy, Growth and the Valuation of Share*)论文,第一次对股利政策的性质和



影响进行了系统的分析,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。MM 理论开创了股利政策研究的新篇章。

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。如法勒和塞尔文(Farrar and Selwyn, 1967)、布伦南(Brennan, 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. 资本资产定价理论

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学方法检验的资产收益模型。为此,夏普、马科维茨和米勒共同获得 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、詹森和斯科尔斯(Black, Jensen and Scholes, 1972)、法玛和麦克培斯(Fama and Macbeth, 1973)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飞跃。

随后,资本资产定价模型不断得以修正和发展。布莱克(Black, 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(Mayers, 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。

### 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



经济学家罗尔(Roll)。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有效。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。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,用公式表示为

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

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;

$\varepsilon_i$  ——对第  $i$  项资产的均值等于 0 的随机扰动项。

## 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远大的影响。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。“期权定价理论几乎涉及了财务的各个领域。事实上,所有公司的证券均可视为公司的看涨期权与看跌期权的组合。”

1973 年,布莱克和斯科尔斯(Black and Soholes)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用公式表示为

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

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。其后,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的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。

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(Rubinstein, 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(Constant Elasticity of



Variance Model); 吉斯科(Geske, 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(Fisher, 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, 使得该模型更易被接受和使用。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》这部集西方财务管理之大成的著作, 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。

## 1.2 财务理论的深化发展期

20世纪80年代后, 金融工具创新、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, 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都发生了巨大变化。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。

### 1.2.1 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CAPM, 如布莱克、詹森和斯科尔斯(Black, Jensen and Scholes, 1972)。但是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。如法玛(Fama, 1992)使用了1962—1989年之间的数据, 证明即使在 $\beta$ 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: 班茨(Banz, 1981)的规模效应, 发现市场权益(market equity, 即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; 班达里(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研究支持了CAPM。布莱克(Black, 1993)认为, 班茨提出的公司规模效应只是在某个样本时期内才出现。科塔里(Kothari, 1995)等人主要从 $\beta$ 值的系数上, 对法玛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(Roll and Ross,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,至少有三个或四个基础因素是重要的。罗斯(Ross,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)把不同的变量与五组证券组合的收益相联系,以模拟出基本因素影响因素,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四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,迈耶斯和梅杰弗(Myers and Majluf,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)。他指出,公司在为新项目融资时首先倾向于以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,通过现金流量,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. 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。考克斯(Cox,1989)等人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。

# 1.2.2 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,主要是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,以赫伯特·西蒙(Herbert. Simon)和肯尼思·阿罗(Kenneth. 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(George. Stigler)、威廉·维克里、盾姆斯、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的,而且信息的分布是不均匀、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、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、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这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(Stiglitz, 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、财务契约理论、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,从与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(Jensen)和麦克林(Meckling)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,就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,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,股东可能会通过管理者为实现自己的利益而伤害债权人的利益,致使两者之间存在潜在冲突)。③公司内部经理与中层、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。

## 1.3 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;财务学与相关技术将形成共生关系,协同发展;财务学将进一步国际化,以形成一个国际财务学科群体。

可以预见,在新世纪里,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。

### 1.3.1 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,新财务思想的各种新思维、新观点和新主张几乎都是跨学科研究的产物。

跨学科研究最为典型的是行为财务学的出现。进入 20 世纪 80 年代之后,西方财务金融学领域兴起了一种融集现代金融理论、心理学、人类学、决策科学等学科于一体的行为财务理论(Behavior Finance),这一研究注重人们决策时的实际心理活动对其决策行为的影响,进而讨论和解释了这种决策和投资行为对证券价格行为的影响,并对传统的有效市场假设提出了挑战。

现代财务理论关于投资者行为的两个基本假设是:①投资是理性的和风险回避的;②资本市场是有效的。但是,行为财务学认为,大量的心理学研究表明,人们的实际投资决策并不是理性的,投资者在证券市场上的实际决策行为与上述基本假设是不相符的。行为财务学认为,人们的实际决策过程并不能很好地遵从最优决策模型,资本市场的证券价格并不只



是由证券市场自身包括的一些内在因素所决定,而是在相当程度由市场各参与主体行为所支配。

因此,行为财务学提出下列三种理论:①噪声理论(Noise Trading Theory),即不对称信息情况下,导致股票均衡价格与其内在价值偏离的非理性信息。②期望理论(Prospect Theory),即认为当面临亏损时,人们更倾向追求风险而不是风险回避。③过度反映和不足反映理论(Over-and-Under-Reaction Theory),即认为过度反映是指某一重大事件引起股票价格产生剧烈变动,超过预期水平,然后以反向修正的方式回归到其应有的价位上的现象;而不足反映是指市场上有重大信息变化时,股价无动于衷,在非重大信息变化的场合,股价却有较大波动。行为财务理论是第一个较为系统地对有效市场假设提出挑战并能够有效地解释证券市场价格异常的理论,行为财务理论以心理学对人类决策信息的研究成果为依据,以人们的实际心理为出发点,讨论投资者的投资决策对证券价格变化的影响。上述种种行为财务理论虽然从一个全新的视角试图解开证券价格形成及投资者行为过程的谜团,但目前仅限于对资本市场一些异常现象的解释,尚未形成统一体系和比较成熟的理论模型。

综合近年的研究文献来看,在20世纪90年代还持续对现代财务学产生深刻影响的其他学科理论主要包括:以科斯、德姆塞茨和阿尔沁为代表的产权理论,产权理论极大地影响了詹森、麦克林和法玛等人的代理成本理论以及卢巴克、斯图茨等人关于企业控股权市场的理论;诺斯、威廉姆森等提出的新制度经济学,对罗斯曼和哈特关于公司治理结构理论产生影响;斯宾塞、霍姆斯托等人提出的信息不对称理论,除了对罗斯的激励—信号模型、米勒和诺克的信号模型产生影响外,还深刻影响到资本市场理论的研究;汤生等人的现代合约经济学,它对哈特在财务契约论上的研究产生了深刻影响。

必须指出,跨学科研究对现代财务学的影响不只是停留在对其他学科理论简单地交叉运用上,而是从根本上改变了财务学家关于财务学问题的传统思维,彻底改变了财务学家的思考方式和角度。例如,不对称信息理论、委托—代理理论和信号模型让财务学家看到了资本结构和股利政策背后的个人利益动机,从而深刻认识到管理者个人行为 and 报酬机制左右企业资本结构的本质。

财务学与其他人文社会学科及自然科学的日益频繁的交叉融合,将使现代财务学的研究范围更加广泛,研究主体更加多样化,研究内容更加丰富,研究方法更加复杂,由此将产生大量的新学派、新观点和新思维。

## 2. 财务理论的综合研究

20世纪后半期,公司财务理论的综合研究不断涌现。一方面,各个财务理论之间开始互相借鉴。例如,基于对经营风险和财务风险双重影响的考虑,美国经济学家哈莫达(Hamada, 1969)、鲁宾斯坦(Rubinstein, 1973)将CAPM与修正的MM模型结合起来,推导出负债企业的股本收益率为:

$$K_{S1} = R_F + \beta_U(R_M - R_F) + \beta_U(R_M - R_F)(1 - T)B/S$$

式中, $R_F$ ——无风险投资报酬率;



$R_M$  ——市场平均股票投资报酬率；

$\beta_U$  ——无负债经营企业的  $\beta$  系数。

上式称为“哈莫达公式”，它表示负债经营企业的期望股本收益率，亦即普通股成本由无风险报酬率  $R_F$ 、经营风险报酬率  $\beta_U(R_M - R_F)$  和财务风险报酬率  $\beta_U(R_M - R_F)(1 - T)B/S$  三部分组成。运用哈莫达公式计算负债企业的普通股成本，包含了属于市场风险范畴的经营风险和财务风险双重因素影响，以此作为资本化率，即可计算在不同资本结构下负债经营企业的价值。

霍西尔(Hsia, 1981)结合期权定价模型、资本资产定价模型与 MM 定理，利用简单的代数方法，探讨了资本结构的变化如何影响风险债务成本。在假设债务是有风险的及破产成本为零的情况下，得出 OPM、CAPM 和 MM 定理可以表达为一致的形式。

另一方面，各种财务理论的研究成果开始总结和整合。例如，莫迪格莱尼(Modigliani, 1982)、凯姆(Keim, 1982, 1987)、罗斯(Ross, 1985)等将均衡分析和米勒模型综合起来，研究资本结构问题；Mandy Man-Iai Li(2000)用期权定价方法提供了一个解释现有资本结构理论的统一框架，从而使我们可以更好地理解各资本结构理论的精华及其内在的假设，并可为实务界优化决策提供指导。此外，还有一些学者将有效市场理论和资产定价理论、投资组合理论和资本结构理论结合起来研究，都取得了一定的成果。

### 1.3.2 精确数量化

整个 20 世纪，科学技术发展表现出下列突出特点：快速化、交叉化、综合化，以及社会科学运用数学程度的显著增加，其中又以经济学尤为突出。在美国，有许多研究数学前沿的数学家从事建立经济数学模型的工作。在我国，有许多经济学家主要从事数量经济和技术经济研究。这些都说明数量分析和数学方法在经济学中的重要性。

在财务学中，数量分析方法和手段的运用随处可见。在财务管理的筹资、投资和成本控制中运用最多的是对一阶导数  $dy/dx$  的分析(边际分析法)，以一阶导数为基础，许多相关的两个财务变量的变化趋势都可以用二维函数图形形象地描述。边际分析方法的产生，孕育了财务管理中若干财务数量模型，如经济订货批量模型、现金持有量模型等。财务理论通过对数量分析方法的引入，不仅有助于解决财务问题，还可以创新财务理论。例如，资产组合理论与资本资产定价模型就是建立在均值一方差分析基础之上的。

将企业价值最大化作为财务管理的目标，是财务管理在 20 世纪末的一个重大变化。企业价值最大化这一目标函数的确定，使得资本成本、净现值、资本结构等基本财务范畴一并归拢到企业价值及其最大化的约束之下，反映了投资决策与融资决策的内在联系，使得财务理论真正成为一个概念明确、结构严谨、分析规范的学科整体。随着企业价值最大化作为财务管理目标假说获得普遍接受，现代财务管理的定量化趋势越来越明显，现代财务管理要求对财务管理对象(企业或项目)的经济活动给出明确的数量概念，以进行价值判断。换句话说，凡是量化的经济要素都应作出量的表述。

与此同时，财务股价技术及理论也获得了越来越多的实际运用，并对整个财务理论的结



构产生了重大影响。由于财务估价理论的基础研究性质,许多学者为此付出了艰辛的劳动,同时也获得了丰硕的成果。20世纪80年代以后,诺贝尔经济学奖多次授予了与估价理论研究有关的学者。例如,1985年莫迪格莱尼教授由于生命周期模型与资本结构理论获奖,1990年马科维茨教授由于证券组合理论获奖,1990年米勒教授由于资本结构和股利理论获奖,1997年默顿教授和斯科尔斯教授由于期权定价理论获奖。显然,获奖学者对财务学的基本贡献几乎全部属于估价的内容,这充分说明了财务估价在财务理论中的重要位置。具体看来,财务管理的定量趋势主要表现为以下几个方面:

(1)财务决策过程中的数量化要求越来越高。由于财务决策是一项系统工程,会涉及方方面面的数据和信息,其中必然涉及大量的统计、计算和分析,因此,数量化的要求越来越高。在过去30多年时间里,高级统计、高等数学已逐渐引入财务管理,并广泛应用到财务预测、决策、计划、控制和风险分析等方面。在进行资金筹集、运用和分配的过程中,计算资金时间价值和资金成本,测算资金流量和投入产出效果,预测成本降低和利润分配等,都建立了数学模型,采用代数方程、回归方程、微分方程、积分方程和概率论等方法。随着科学技术的发展,财务管理中数量化进程还会加快。

(2)统计学、经济数学等在投资领域广泛运用。投资活动的本质特征是风险性,即投资收益的不确定性,所以,投资风险的研究是财务管理的定量特征的主要表现。这种投资既包括有形资产,也包括无形资产;既涉及实物资产,也包括金融资产等诸多投资领域。任何财务决策的作出在理论上讲都是风险与收益之间衡量的结果。比如,资本预算决策,无论是项目现金流量预测还是资本成本预测,风险因素和收益因素的确定与计量都始终贯穿全部过程。投资项目的风险具体通过现金流量的波动来体现,进而又决定着企业资本成本的高低。

(3)更加注重实证分析。财务理论具备实证特征是财务理论现代化的一个重要标志。纵观西方财务理论的发展历程,我们发现,西方学者非常重视实证研究的运用,注重分析理论所处的市场环境以及赖以成立的前提和条件。例如,布瑞斯和迈耶斯(Brealey and Myers, 1984)通过研究美国1965~1982年非金融企业的筹资,指出在这些企业的筹资总量中,平均内部盈余筹资占61%,债券筹资占23%,新股发行筹资占2.7%,结果验证了融资次序理论。具体到我国,虽然目前定性分析在财务研究中仍然占主流地位,但是实证研究已经越来越受到学者们的重视,并得到广泛应用。例如,陈晓(2001)通过对上海、深圳股市1997年前上市公司股票交易量对年报信息反应的研究发现,我国股票市场的超常交易量反应与盈余信息之间不存在显著的相关关系,与西方的研究结果并不一致;投资者的信息占有存在着不对称迹象,由此指出我国证券市场的效率距成熟资本市场尚有一定的差距。

### 1.3.3 关注跨国经营

第二次世界大战以后,特别是20世纪70年代以来,随着经济全球化逐渐深化,许多公司为了增强自身的竞争实力、扩大市场占有率,不断进行纵向一体化的兼并和收购,产生了许多以多国或全球为目标的跨国公司,它们往往与实力强大的金融机构联合,充分利用财务杠杆进行收购兼并。目前,发达国家的跨国公司平均每一家母公司拥有8~9家国外子公



司,其中最大的 32 家跨国公司,大多在 20 多个国家设立了几十家、几百家,甚至上千家公司。

此外,科技革命和生产国际化的发展还推动了资本的国际化进程,国际资金借贷日益频繁。在国际金融市场形成之前,各国企业生产经营所需资金均在国内筹措,货币资金的投放也仅限于国内。20 世纪 70 年代末开始,国际金融交易出现了一个重要的变化,就是试图摆脱任何一国的管辖,出现了新兴的国际金融市场、境外交易市场。它不受所在国金融、外汇政策的限制,可以自由筹措资金,进行外汇交易,实行自由汇率,无需交存款准备金,这为跨国公司迅速筹集资金和合理运用资金提供了方便条件。金融市场的国际化和汇率的不断波动,极大地促进了理论界对跨国公司财务管理的关注和研究。为了规避跨国经营带来的风险,金融市场上产生了许多金融创新,出现了一系列的金融衍生工具。汇率预测、外汇套利、外汇风险管理、跨国投资的环境分析和投资决策、跨国融资的环境分析和融资决策、跨国经营中的流动资产和税收管理等一些重要的财务问题越来越受到公司的关注。这样,现代财务学已经不限于只是考察企业在一国内的财务政策,而是牵扯到多国的财务问题。当然,一国财务管理的基本原理对国际企业也是适用的,但是,由于国际企业涉及多个国家,要在不同制度、不同环境下作出决策,就会有一些特殊问题需要解决,如外汇风险问题、多国融资问题、跨国资本预算问题、国际投资环境的评价问题、内部转移价格问题等,都与一国财务管理不同。因此,财务学从以单一国家为分析对象转向以跨国或全球为研究视野。

对跨国公司财务管理问题的研究起始于 20 世纪 50 年代,发展于 70 年代。20 世纪 80 年代末以来,跨国公司财务管理的理论与方法得到了迅速发展,逐渐成为一门独立的新兴学科,受到学术界和实务界的重视。但对其定义、研究对象、内容和方法体系,国内外学者则众说纷纭,莫衷一是,人们仍然在不断地探讨。

### 1.3.4 重视委托代理问题

在阿罗—德布鲁世界里,厂商被看成一个“黑匣子”,它吸收各种要素投入,并在预算约束下采取利润最大化行为。很多经济学家认为这种厂商观过于简单,它忽略了企业内部的信息不对称和激励问题。于是,从 20 世纪 60 年代末 70 年代初开始,一批经济学家从这两方面入手,深入分析企业内部关系,并提出了代理理论。

由詹森和麦克林(Jensen and Meckling,1976)提出的公司代理理论模型将人性纳入一个综合的公司行为模型中。在这个模型中,“公司”是一个法律规定的并由一系列契约所组成的集合,是服务于经理人、股东、供应商、顾客和其他方面之间的协定。所有各方都以个人利益为出发点,也就是说,这个模型依据利己的经济代理人的理性行为,他们了解所有其他合同方的激励因素,并采取步骤以保护他们不受这些方面作出的各种行为损害。这个模型为投资者怎样分配资本和公司经理人怎样决策提供了一个客观、科学的描述。

近年来西方经济学界对各类委托代理问题进行了深入的研究,设计出许多复杂的信息激励机制,以协调委托、代理双方的利益,其根本原则是“激励兼容”。这种激励兼容信息虽然不能完全消除不对称信息带来的资源配置的扭曲,但可以使资源配置达到“次优”状态。



由于委托代理关系普遍存在,很多问题都可以用代理结构加以解释和深入讨论。因此,许多专家、学者纷纷在会计学、财务学、市场学、组织行为学等学科及领域中用不同方法研究和运用代理理论,使之得到了丰富与发展。

但在实际生活中,委托代理关系与理论模型却存在着很大的差别。因为契约关系非常复杂,且千变万化,要建立一个反映这种复杂关系的函数是十分困难的,也要花费很高的代价。此外,基于一定的直观测量绩效的方法不会总是客观的,多样化的监督也很不明确,系统缺乏为确定最优支付函数所需的全部信息。再者,支付与惩罚手段的有限性最终影响到激励的有效性。所以,非货币形式的赏罚,经济问题代理模型的建立与完善,需要代理理论作深入的探讨。

委托代理问题不仅是企业产权理论的核心,在财务理论研究中也有着十分重要的理论价值和实践意义。目前,财务理论界对委托代理问题的讨论大多集中在代理冲突、代理成本及如何规范代理人的行为等方面。

詹森和麦克林将由代理冲突所产生的代理成本归纳为三种:委托人承担的监督支出、代理人承担的担保性支出以及剩余损失。如何既减少代理成本,又不会损害投资者的利益,成为学术界多年来所关注的一个问题。比如,经过大量的实证分析,理财学家发现,外部融资在减少代理成本方面具有很好的作用。因为在进行外部融资——发行股票或者发行公司债券等的过程中,为了得到外部广大投资者的认可,确保他们的收益,需要由各种评估机构、财务分析师、证券评估师等对发行证券公司的信用状况、发展前景、未来现金流量等情况进行详尽的分析和研究。事实证明,这种来自外部对公司所进行的详尽评估,对于企业管理者的行为会产生重大的规范和约束作用,从而在很大程度上节约代理成本。在许多情况下,信息公开化对于上市公司来讲的确是一个不小的压力,并直接影响到管理者的管理行为。

目前,对代理成本的研究可归纳为如下几类:①代理成本产生条件的研究。詹森(Jensen,1986)认为,企业拥有的闲置现金流量越多,成长潜力越小,管理者越倾向于较高的非货币性在职消费。②降低代理成本途径的研究。伊斯特布鲁克(Easterbrook,1984)认为,现金股利将减少管理者控制的资源,增加企业外部筹资的机会,使企业面临资本市场的监督,有利于降低代理成本,其依据是除非企业有潜在的、正的投资机会,否则,股票价格将随股利的增加而增加。③关于代理成本计量的研究。宋(Sung,1994)认为,闲置现金流量和内部股权比例可以用来计量代理成本。昂(Aung,1998)在对代理成本与管理者股权比例、外部股东数量、银行监督程度等的关系进行分析后认为,全部的经营费用率和资产周转率符合代理成本的性质,可以用来计量代理成本。④关于代理成本与财务决策的关系。彼得(Peter,1998)认为,基于平衡现金流量考虑的风险管理,在减少负债可能带来的财务困境成本的同时,也增加了代理成本发生的可能。宋(Sung,1994)认为,债务契约保护条款在降低负债代理成本的同时,也使企业免遭恶意接管,增加了权益代理成本。

目前,我国对委托代理关系的研究虽然处于起步阶段,但并没有仅停留在对西方学术文献的介绍性文字上面,很多研究都是结合了我国的具体情况。例如,张维迎(1995)通过对公有制经济中的委托代理关系及其监督激励机制的分析,揭示了与中国经济改革有关的问题,



如乡镇企业为什么比国有企业更有效率等。此外,唐萍(1999)在委托代理关系的基础上分析了我国财务总监委派制的可行性。随后,陈文浩(2001)对财务总监制度进行了深入分析,揭示财务总监的本质问题为财务代理人问题,提倡设置财务代理人制度。近年来,代理成本与公司治理结构、资本结构等问题引起了我国理论界的广泛关注,如晏艳阳、陈共荣(2001)分析指出,资本结构的优化对于减少代理成本、规范经理人员有着不可替代的作用,由此建议扩大公司债务融资比例,控制配股融资。

## 1.4 我国现代财务理论的研究现状

我国财务管理理论研究的内容非常广泛,既包括对一些基本概念的探讨,如财务、财务本质、财务管理的目标及假设,也包括近年来兴起的国际财务管理研究等,而筹资、投资和分配更是财务管理的几大支柱。但也应该看到,我国现有的财务理论尚不能满足财务管理实践的需要,理论对实践的指导作用仍然不足,财务理论的发展远不能令人满意。

### 1.4.1 我国的财务理论研究

我国财务管理理论(这里指的是新中国成立以来的财务管理理论)是随着我国财务管理实践的发展而发展的。中共十一届三中全会以前,我国财务理论的内容主要来自马列主义原则、古文化传统思想和前苏联模式三个方面。改革开放以来,通过学习和借鉴西方财务理论,大胆运用现代经济学的定量分析、动态分析、实证分析等方法,我国财务学界理论研究无论是在研究角度、研究方法、研究素材上,还是在研究观点上都进入了一个创新的阶段,取得了较为丰硕的成果。

#### 1. 财务本质与财务职能问题

王庆成(1988)发展了“资金运动论”(邢宗江等,1964)。他认为,“财务是企业再生产过程中客观存在的资金运动及其所体现的经济关系”。这一观点较全面地概括了财务的内容、形式与社会属性,较好地反映了企业财务管理的实践活动。有的学者还提出了以下观点:一是“价值分配论”,认为财务是以社会主义企业为主体所进行的微观价值分配活动以及这种活动所体现的经济关系(王广明,1988);二是“价值运动论”,认为财务是价值运动及其体现的经济关系(赵玉珉,1980)。进入20世纪90年代,根据财务面临的环境和地位变化及其对财务规律性的研究,还出现了“本金投入收益论”(郭复初,1993)及“财权流论”(伍中信,1998)两种观点。“本金投入收益论”认为,财务是社会再生产过程中本金的投入与收益活动以及形成的特定经济关系。“财权流论”认为,财务管理不是简单的对资金运动的管理,而是借助于资金运动的管理实现产权管理,是“价值”与“产权”的结合。

在我国财务理论界,有关财务职能的主要论点有:①六职能说,包括筹集资金、垫支资金、增值价值、实现价值、分配价值和财务监督。②四职能说,包括财务计划、财务组织、财



务指挥和财务控制(金喜贞,1995)。<sup>③</sup>三职能说,包括组织、调节和监督(王庆成、郭复初,2000)。

造成上述各种观点不一致的原因之一是研究的角度不同。一种是从企业财务管理的客体角度研究财务的职能;另一种是从财务管理的主体角度研究财务的职能。但无论是哪一角度,通过对财务职能的探讨,对如何发挥财务的作用,促进社会再生产的良性循环都具有理论和实践意义。

## 2. 财务管理目标问题

近十年来,我国财务学者就理财目标问题发表了大量的论著,提出了众多的观点,是继财务本质之后讨论最热烈的一个问题。其中代表性的观点主要有:①经济效益最大化(王化成,1991);②利润最大化(陈毓圭,1992);③所有者权益最大化(郭复初等,1997);④企业价值最大化(王化成,2000)。企业价值最大化观点目前在一些论著中占显著地位,而分别坚持前三种观点的学者依然不在少数。

20世纪90年代后期又有学者提出了以下两个论点:

第一,企业价值最大化同股东财富最大化并不是一回事。长期以来,中外许多财务学者对这两者不作区分,有的甚至强调两者完全相同,这在许多教材、专著中都有反映。荆新等(2000)的论文分析了两者的内涵,说明两者在质上并不相同,并举例表明在相同条件下两者计算的结果会有较大差异,说明在数值上两者也不一定是相等的。这就澄清了长期困扰人们的一个疑点。

第二,相关者利益最大化。张兆国等(1999)认为,在知识经济时代,物质资本的地位将相对下降,知识资本的地位则相对上升,企业不再归属于股东,而是归属于相关利益主体,如债权人、经营者、员工和顾客等。李心合(2000)指出,不同利益相关者对企业有不同的财务利益要求,企业理财要兼顾和均衡各利益相关者的财务利益要求。

## 3. 财务理论体系问题

在研究财务理论的过程中,大多数人认为,我国财务理论研究虽然取得了丰硕的成果,但财务理论体系尚未建立。这个问题不解决,势必对财务理论和实务的发展带来不便,甚至阻碍其发展。近年来,我国财务学者对如何建立财务理论体系提出了自己的主张。例如,王庆化(1991)将财务管理体系的构成要素概括为财务管理对象、财务管理职能、财务管理主体、财务管理环节和财务管理方法。刘恩禄(1990)认为,财务理论体系由财务基础理论和财务应用理论两大部分组成。

## 4. 财务学科建设问题

财务学科建设问题自20世纪80年代初期提出来后,逐步受到财务界的重视。在试办财务学专业的基础上,财务学者对财务学科的研究对象、学科体系和课程体系的研究取得了重要成果。其主要观点有:①由基础理论学科、应用理论学科和业务方法学科构成财务学科体系;②由财务基础学科、专门学科和特殊学科组成财务学科体系。财务学科的课程体系一般包括财务原理、财务数学、财务史学、企业财务学、国家财务学、国际财务学、财务制度设计和财务电算化等。





### 5. 实证研究的兴起

近年来,实证研究已经在我国的财务学术界悄然兴起,成为传统研究方法的重要补充。目前,我国的实证研究还处于起步阶段,国内学者大多以我国股市及上市公司的实践为研究对象,对股利理论、CAPM 及资本结构等进行实证研究。

例如,在对股利政策的研究上,魏刚(1998)对我国上市公司推出的 1997 年度股利分配预案的市场反应进行实证分析,得出我国上市公司的股利分配政策与公司股票价格相关的结论;吕长江(1999)认为,我国上市公司的股利分配政策支持股利信号传递理论和代理理论,不支持筹资优序理论。

此外,陆正飞、辛宇(1998),洪锡熙、沈艺峰(2000),肖作平、吴世农(2002)等对企业规模与负债率的关系进行了实证研究;陈刁诚、孙爱军(2000),陈浪南、屈文洲(2000),马静如(2001)等对 CAPM 在中国股市的有效性进行了检验;等等。

与此同时,我国财务学术界还对国有企业的资金供给和管理体制、国有企业的财务监督、国有企业的利润分配等现实问题展开了讨论,对理财环境、理财策略、理财手段、财务法规、财务制度和财务机构等问题展开了探讨。这些理论研究成果不仅丰富了财务理论本身的内容,同时对指导我国的财务实践、搞好财务活动、规范财务行为等都具有重大的理论和实践意义。

## 1.4.2 现代财务理论给我国财务理论研究的启示

### 1. 财务理论研究应关注现实财务问题

正确的、科学的财务理论具备解释理财实践和预测未来结果的双重功能,并能理性地指导企业的财务管理行为,最终会极大地优化企业的财务状况,更好地发挥财务管理在现代企业管理机制中的重要作用。

综观我国近 20 年对财务理论的探讨,大部分都来源于经济生活的热点问题。20 世纪 80 年代,股份制成为当时的热点问题,引起了财务理论界的广泛讨论,这种讨论大多是关于是否以股份的方式重新划分企业的资本,建立新的资本结构,是否以发行股票的形式筹集更多的企业发展基金等。应该说,这种讨论对于股份制的推广和发展起到了推动作用。进入 20 世纪 90 年代,国有资产管理、国有企业资本结构及国有股等问题引起了广泛的关注,国有股的流通以及减持成了理论界讨论的热点。近几年,我国发生了大量的重组、收购业务,与此相关,理论上开始关注并购中的产权、财务、动机和行为的定性研究,以及成熟期企业的并购战略、国有资产的转让定价等问题的研究。此外,随着我国证券市场的快速发展,理论界出现了大量的分析上市公司资本成本、资本结构相关问题的论著,如陈晓、单鑫(1999)考察了财务杠杆对资本成本的影响,王娟、杨风林(2002)研究发现我国公司的资本结构处于“权衡理论”中关于资本结构与资本成本趋势图的前半段。

近几年,随着西方财务管理理论的不引入,一些基础理论问题开始成为国内研究的热点。西方财务管理的基础理论不同于我国原有的基础理论,很少研究财务管理的本质、内容、原则、职能等问题,而是更多地关注作为经济活动微观主体的企业和经济活动场所的市



场。这些内容在我国目前的经济环境中也是非常重要的环节。越来越多的研究和实务人员注意到了这些内容,并发表了大量的文章。



## 前沿聚焦

在加强对西方财务理论的借鉴和运用的同时,应该结合我国财务管理环境的特点来研究这些理论的应用问题。以代理理论在我国的应用为例,我国国有企业的委托代理关系比较复杂。首先,作为委托人的国家只能指定或委派政府官员作为股权代表,很明显,其中已经存在了代理人成本问题,因为被指派的官员并不是国企的真正所有者,他并没有自发的激励来维护委托人、国家或各级政府的利益。其次,假设代表官员非常敬业并时时刻刻维护所有者利益,代理问题也不会消失,因为另一个层面的代理问题——企业经理人的代理问题在我国也是一直非常突出。最后,委托人自身的问题也不容忽视,作为委托人的国家一般都是国企大股东,为了其他目标,如保持就业,就有可能损害小股东的利益。代理理论虽然能为我国的国企改革提供一个很好的分析视角,但由于我国国企改革的特殊性,不少情况与标准代理理论所要求的条件不尽相同,所以不能完全照搬该理论。因此,对于财务研究者来说,如何将理论与实际恰当结合,找到可行的解决办法,将是一个需要深入探讨的问题。

综上所述,我国的财务理论研究应注意不能忽略对我国现实财务问题的研究,要通过跟踪、分析我国市场经济进程,研究现实和发展中的财务问题,如资产重组中的财务问题、资本经营中的财务问题、可转让债券的财务问题、资产评估中的财务问题、衍生金融资产的财务问题等。目前,国有资产管理与代理成本控制、中国证券市场的有效性与信息披露规范、中国金融市场的发展与公司理财的变革、企业多元投资与风险控制等都是我国财务理论现实中亟待研究的问题。

### 2. 拓展财务理论研究的内容

从内容上看,近阶段财务理论研究中,对基本理论的研究较多,而对实用性较强的业务理论的研究相对较少,尤其是特殊业务理论;特殊业务中的并购、破产,乃至国际财务管理、集团财务管理都是经济生活中非常重要的问题,对这些问题的忽视不利于这些业务的规范发展。同时,我国财务基本理论研究的一些问题已经基本成熟,如企业价值最大化的财务目标获得广泛的认同,而通用业务和特殊业务理论因为操作性较强,需要对经济生活中的每个微小的调整做出反应,甚至作出超前的研究铺垫。

具体分析现阶段我国业务理论的研究,又可以发现:①通用业务理论的研究占到了绝大部分,如对资本结构、激励机制的研究。特殊业务是指只有在特定的企业或某一个企业的特定时期才有的财务管理业务,如企业并购、企业破产、集团公司财务及国际财务管理等。虽然关于企业并购的文章不少,但由于其他特殊业务在实际经济生活中发生不多,因而没有引起研究人员的更多注意,如1992年开始有对国际财务管理的研究,但后续的应用问题研究



不够。②筹资管理理论占到了相当数量,对投资管理的涉及较少。近年来,关于我国上市公司资本结构、股利分配及股权结构的论著大量涌现,如陈晓等(1998)首次给出了我国上市公司股利政策信号传递效应的结论。我国对投资问题的研究,20世纪80年代主要是从一些经济指标入手。进入90年代,对投资的研究更多地借鉴了西方的投资组合理论,尤其是对证券市场系统风险的研究占的比重较大,如上市公司系统风险与会计变量之间的关系、上海证券市场系统风险的实证分析等。

财务理论研究的内容取决于财务环境和财务实践的需要。当前我国的财务理论研究应该在保持对财务管理目标和财务管理方法等基本理论研究关注的同时,进一步加强对业务理论的研究。具体可以从以下几个方面考虑:

一是加强对金融市场问题的研究。从国际财务理论研究看,财务理论的发展与金融市场的发展密切相关。现代公司制度和金融市场的发展,创造了许多新的金融资产,使企业的筹资和投资方式多元化和复杂化,从而促进了现代财务理论的形成和发展。因此,现代财务理论的研究离不开对金融市场的研究,而及时、有效地加强相应的财务理论研究,提高可操作性,可以适应不断发展的金融市场的需要。

二是平衡发展业务理论。在深入研究筹资理论的同时,加强对投资理论及特殊业务理论的研究。筹资理论中,资本结构仍然是重点,但筹资方式、所有权结构及负债结构等也应继续关注;投资理论中,对于 $\beta$ 系数的计算与应用、新基金投资组合、无形资产和人力资源投资决策等,都应该引起足够重视;分配理论中,需要特别注意盈余管理、业绩评价和激励机制等;特殊业务中,应加强对企业并购的诉讼评估、效果分析、企业集团问题、财务预警等方面的研究。

三是注重跨国经营财务问题。随着改革开放的深化,国际筹资、投资预算与纳税等财务业务逐步开展起来,对跨国公司财务理论的研究具有紧迫性。围绕国际贸易与跨国经营企业的财务管理理论和方法问题的研究,可对我国外向型经济发展起到推动作用。

### 3. 研究方法上应注重实证分析

规范分析与实证分析是现代经济学研究中两种重要的研究方法。规范分析以一定的伦理观念或价值判断为基础,要解决的是“什么应该是”一类的问题。而实证分析则独立于任何特别的伦理观念或价值判断,要解决的是“什么是”之类的问题。为了回答事物是什么、怎么样,必须有能够用于描述过去、推测未来、指导人的未来行为的理论。经济学一向具有构造各类模型的传统,所谓模型,就是采用数学方法建立起来的理论。财务理论具备实证特征是财务理论现代化的一个重要标志,理论来源于实践,同时也需要接受实践的验证。为了更好地发挥财务理论的预测与解释功能,使企业的实际理财行为沿着理性的轨道高效率地进行,必须以科学的手段与方法进行财务理论研究。许多学者认为,理财学属于实证学说,要用实证分析的方法进行研究。在西方学术界,一般认为实证分析包括问卷调查、访问、资本市场研究、预测能力、比率分析、实验室研究、制作模型、模拟、小组讨论和实地试验等。

西方财务理论的核心是由几大理论模块构成的,包括资产组合理论、资本结构理论、资本资产定价模型、市场效率理论、期权定价理论等,这些理论都是回答事物是什么、怎么样



的,都是实证性质的理论,都是以实证研究结果为依据建立起来的。以实证研究为主要方法的现代西方财务理论,严格地遵循了逻辑实证主义的思维模式,相信推理和理论在获得可靠性知识上的有效性,信奉事实的逻辑延伸。即首先提出理论,作出预测,然后搜集证据并构造模型,看检验结果是否与预先的理论预测一致。如果不一致,下一步或者是精炼理论,改变理论的假设基础;或者是对实证检验进行精炼,直到结果能够符合人们的理解。概括地讲,思维轨迹就是从理论假设到实证检验。遵循这样的思维方式,财务研究取得了长足的发展,也获得了丰硕的成果。

我国财务理论研究的传统方法主要是规范分析法、归纳法。近年我国的财务研究工作者除系统介绍实证研究法的理论技术外,还进行了初步应用,但同时也出现了否定我国传统研究方法的倾向。一般来说,在财务理论研究的不同阶段,针对不同的财务理论研究任务应采用不同的研究方法。如在财务经验知识研究阶段,应采用观察法、调查法、实验法等;在财务理论知识研究阶段,即从研究资料到提出研究成果、评价成果,以取得财务理论知识的阶段,应采用抽象法、比较法、分类法、归纳法、演绎法、定性与定量分析法、数学模型分析法等。总之,当选择研究方法时,既要坚持传统有效的研究方法,又要注意研究方法的创新。在推崇某一种方法时,要尽可能做到论据充分,以事实为依据,力求避免空议论。

## ● ● ● 本章小结 ● ● ●

现代财务理论共经历了初创期、成熟期及深化发展期三个阶段。我们在本章详细介绍了各个阶段的发展历程及各个期间的代表理论:初创期的早期资本结构理论、股利相关论和随机游走假说;成熟期的有效市场假设、投资组合理论、资本结构理论、套利定价理论和期权定价理论等。在这个时期,由于以上理论的发展,使得财务管理发展成为一种集财务预测、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。在深化发展期,现代财务理论在原有的基础上得到了验证和深化发展:资本资产定价模型、套利定价理论、资本结构理论和股利理论进一步完善和深化,产生了信息不对称理论和代理理论。这些理论的深化发展使得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、网络化发展。接着,我们讨论现代财务理论发展的新特征。现代财务理论具有跨学科交叉整合研究、财务决策精确数量化、关注跨国经营和重视委托代理问题等四个方面的特征。可以预见,在新世纪里,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发展成为崭新的综合学科。最后,讨论我国财务理论研究中关于财务本质与财务职能、财务管理目标、财务理论体系、财务学科建设及实证研究等方面的问题。现代财务理论给我国财务理论研究带来许多重要的启示,包括关注现实财务问题、拓展理论研究内容及注重实证分析等。



## ● ● ● 本章习题 ● ● ●

### 一、选择题

1. 根据财务管理理论,企业在生产经营活动过程中客观存在的资金运动及其所体现的经济利益关系被称为( )。  
A. 企业财务管理  
B. 企业财务活动  
C. 企业财务关系  
D. 企业财务
2. 财务管理的核心为( )。  
A. 财务预测  
B. 财务决策  
C. 财务预算  
D. 财务控制
3. 在下列各项中,能够反映上市公司价值最大化目标实现程度的最佳指标是( )。  
A. 总资产报酬率  
B. 净资产收益率  
C. 每股市价  
D. 每股利润
4. 在财务管理的基本环节中,以计划任务和各项定额为依据,对资金的收入、支出、占用耗费等进行日常的计算和审核,以实现计划目标的财务管理环节是( )。  
A. 财务预测  
B. 财务计划  
C. 财务控制  
D. 财务分析
5. “在手之鸟”理论是指( )。  
A. 净收入理论  
B. 净营业收入理论  
C. 股利相关理论  
D. 随机游走理论
6. 成熟期的现代财务理论主要有( )。  
A. 投资组合理论  
B. 资本结构理论  
C. 股利相关理论  
D. 资本定价理论
7. 企业财务目标是公司价值最大化,其价值是指( )。  
A. 账面价值  
B. 账面净值  
C. 重置价值  
D. 市场价值
8. 行为财务学提出下列三种理论( )。  
A. 噪声理论  
B. 期望理论  
C. 过度反映和不足反映理论  
D. 随机游走理论
9. 现代财务理论发展的新特征主要体现在( )。  
A. 跨学科交叉整合研究  
B. 精确数量化  
C. 关注跨国经营  
D. 重视委托代理问题
10. 下列各项中,符合企业相关者利益最大化财务管理目标要求的是( )。  
A. 强调股东的首要地位  
B. 强调债权人的首要地位  
C. 强调员工的首要地位  
D. 强调经营者的首要地位



## 二、名词解释题

1. MM 理论
2. 委托代理关系
3. 最优资本结构
4. 期望理论
5. 信息不对称理论

## 三、简答题

1. 简述财务理论新基础理论的发展。
2. 现代财务理论发展有何新特征?
3. 现代财务理论发展对我国财务理论研究有何启示?

### 案例解析

(1)从美的的发展历程来看,股改可以说是对其重要影响的分水岭,导致其财务管理目标发生了重要转折。股改前,在整个美的集团的发展版图中,上市公司美的电器是重要的融资平台,在很大程度上起着“反哺”集团的作用,上市公司本身的发展则有被边缘化的趋势,主要是为满足控股股东利益最大化的目标;而在股改完成后,集团将合肥荣事达洗衣机、冰箱、营销公司等资产注入上市公司,凸显出做大做强上市公司的发展战略意愿,积极进行股票市值管理,财务管理目标也更加符合股东财富最大化的定位。

(2)结合理论,美的案例至少带给我们两方面的启示:

第一,财务管理目标往往随着理财环境的变化而变化。从美的案例可以得到一个总的启示,即企业的财务管理目标并非一成不变,而是随着理财环境的变化而不断调整。作为一个实质上的家族控制企业,由于在股改之前何氏家族无法获得合法合理的控股地位,上市公司美的电器的价值并未受到重视,而是成为“反哺”集团其他企业的有利平台,在这一时期,何氏家族的利益在企业的财务目标定位中起着主导作用。股改之后,何氏家族的控股权得以明确和稳定,其作为股东的利益与上市公司的利益完全一致,促进上市公司价值增长,从而增加股东财富成为美的电器新的财务管理目标取向。

第二,财务管理目标决定和影响企业的理财行为。企业理财行为总是受到财务管理目标的约束和制约。在何氏家族利益与上市公司利益并未完全一致的股改之前,家族利益最大化致使上市公司主要承担着集团融资平台角色,何氏家族则通过一系列关联交易实现对上市公司的控制,许多关联交易实质上降低了上市公司的利润率,损害了上市公司的利益。股改之后,由于家族利益与上市公司利益高度一致,此时,增加上市公司价值成为新的财务管理目标,企业的理财行为也发生了重大转折:首先,上市公司在集团中由原先的边缘化地位迅速演变为产业平台(白电业务)和资本平台并重的核心地位;其次,公司向非何氏家族的职业经理人授予5 000万份的股票期权,实施股权激励;再次,引入高盛作为战略投资者,不仅优化了公司的资本结构,而且提升了机构投资者对美的电器投资价值的认可度;最后,积极宣扬美的的企业文化和发展战略,以此改善与投资者的关系。事实证明这一系列理财行为产生了良好的效果,公司市值与何氏家族财富都实现了快速增长。



但也有分析师指出,美的的市值管理目标有短期化迹象,制定的短期净利润目标高于其他行业龙头企业,这可能会对其长期发展产生不利影响。此外,市值管理也可能存在强调股东利益至上,企业其他关系人利益被忽视的风险。这些都是企业在确定财务管理目标时必须慎重考虑的因素。