



高级财务管理-第3版ppt+章后
练习题答案-01现代财务理论
的发展特征及启示

第一节、现代财务理论的发展

一、现代财务理论的初创期

- (一) 早期的资本结构理论
- (二) 鼓励相关论
- (三) 随机游走假说

（一）早期的资本结构理论

1、净收入理论（威廉斯，1938）

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，负债程度更高，综合资本成本越低，企业价值越大。由此推出，负债比重达到100%以上，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）

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。因此，企业的资本成本不受财务杠杆、资本结构的影响，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）

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带来的好处，因此会导致综合资本成本下降，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带来的资本成本的好处，权益成本的上升就不再为债务成本的下降所抵消，综合资本成本会上升。由下降转为上升的转折点（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。

(二) 股利相关论

该理论被认为是流行最广泛且最持久的股利理论。其初期表现为股利重要论，后经威廉姆斯、林特纳、华特和戈登等发展为“在手之鸟”理论。其中戈登是该理论最主要的代表人物。

根据该理论，股票的价值等于未来股利的贴现值之和。

$$V_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{1 + K_t}$$

股利相关论是根据投资者心理分析而提出的。该理论认为，投资者对于风险有天生的反感，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来的资本利得的不确定性要高于股利支付的不确定性。由此，股东宁愿现在收到较少的股利，也不愿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。

(三) 随机游走假说

1900年，法国经济学家巴歇利埃在研究法国商品走势时发现，这些商品的价格呈随机波动，即某种商品的当前价格是其未来价格的无偏估计值。因而，他认为价格行为的基本原则应是“公平原则”，投机者的期望利润应为0。

在金融文献中，“随机游走”术语通常不是很严格地来说明价格特征的，在这个价格序列中，全部后期价格变化都是随机偏离其前期的价格，这样，价格的变动便于以往的价格变化无关。

规范地说，随机游走模型表明：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。

总体来说，这些理论大多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”，很少对企业完整的财务现象进行系统性分析。

第一节、现代财务理论的发展

二、现代财务理论的成熟期

(一) 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。

- Fama (1970) 提出了有效市场假说, 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。

- Rubinstein(1975) 等人从逻辑学、信息经济学的角度对市场有效性进行了重新构造, 首次将交易量与市场有效性结合在一起研究。

- Jensen(1978) 提出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后的净收益, 交易成本不仅包括交易过程中的成本, 也包括获得信息和处理信息的成本。此定义对实证研究者很有启发, 成为很多实证研究的基点

第一节、现代财务理论的发展

(二) 投资组合理论

1952年，马克维茨发表了《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。其主要贡献在于建立了“均值-方差”分析框架和提出了“有效前沿”资产组合理论。

$$E(R_p) = \sum_{i=1}^n W_i E(R_i)$$

$E(R_p)$ --- 投资组合的期望收益率

W_i ---- 第 i 种证券的投资比重

$$\delta_p^2 = W_i^2 \sum_{i=1}^n \delta_i^2 + W_i W_j \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n \delta_{ij} (i \neq j)$$

δ_p^2 ---- 投资组合的方差

δ_{ij} ---- 各种证券之间的协方差

投资组合理论的核心思想是：证券的组合投资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。

第一节、现代财务理论的发展

（三）资本结构理论

- 1958年，米勒（Miller）和莫迪格莱尼（Modigliani）发表了《资本结构、公司财务与成本》，提出了资本结构无关论，即在一些假设下，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，企业价值不变，即企业的资本结构与其价值无关。

- 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。

第一节、现代财务理论的发展

（四）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资金成本产生任何作用。该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。他们这一观点被称为MM股利政策无关性定理。

第一节、现代财务理论的发展

(五) 资本资产定价理论

- 夏普 (1964) 和林特 (1965)、莫斯 (1966) 等将马克维茨的均值-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)。

$$E(R_i) = R_f + [E(R_m) - R_f] \beta_i$$

- 该模型的主要观点是, 为了降低投资风险, 所有的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都等于无风险收益率加上这种资产的风险报酬率乘以风险价格。

第一节、现代财务理论的发展

(六) 套利定价理论

罗斯（1976）从套利定价的角度提出了资本市场均衡定价模型，即套利定价理论（Arbitrage Pricing Theory, APT）。该理论假设任何证券的收益率均与K个因素相关：

$$R_i = E(R_i) + b_{1k}F_1 + \dots + b_{ik}F_k + \varepsilon_i$$

- 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} - 对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_i - 对全部资产收益率有影响的均值为0的随机扰动因素

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于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而形成的。

第一节、现代财务理论的发展

(七) 期权定价理论

1973年，布莱克和斯科尔斯以CAPM为基础，在一系列合理的假设之下，利用套利定价机制得出了欧式买入股票期权的计算公司，即布莱克-斯科尔斯期权定价模型。在一系列的假设条件下，欧式买入期权的价格由下式给定：

$$G = s_0 \times N(d_1) - Ye^{-rn} N(d_2)$$

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_1 的概率

Y-期权的履约价格

r-无风险利率

n-距期权到期的时间

两位学者还首次提出，有负债的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的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。默顿对此理论进行了多方面的拓展。

第二节、财务理论发展的深化期

一、原有理论的深化

(一) 资本资产定价模型的检验

早期的验证结果大部分支持了CAPM，如布莱克、詹森和斯科尔斯（1972）和法玛和麦克佩斯（1973）。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)发现平均股票收益率和 β 之间的这种正相关关系在70年代之后的数据中消失了。

与此同时，许多其他因素被发现对于股票的收益具有显著的解释能力。比较著名的有：Banz（1981）的规模效应，发现市场权益（market equity，即ME）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 and Lanstein 发现美国股票的平均收益与企业普通股股权的账面价值（BE）与其市场价值（ME）之比正相关。

Bhandari(1988)发现财务杠杆与平均收益之间是正相关。

也有学者的实证研究支持CAPM。如Amihud, Christensen and 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 值关系的估计值是正的而且是显著的。Black（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能出现,这个结果也被Jagannathan和McGrattan(2019)的研究所证实。

第二节、财务理论发展的深化期

一、原有理论的深化

(二) 套利定价理论的验证和完善

罗尔和罗斯（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（1983）发现套利定价模型给出了关于电力公用事业行业权益成本更为精确的估计。

- 陈（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

第二节、财务理论发展的深化期

一、原有理论的深化

(三) 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。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），史密斯、华纳、霍肯、西贝特和哈特的债务契约理论（1979）
- 20世纪80年代，迈耶斯和梅杰弗（1984）提出了信息不对称下的资本结构优序理论。
- 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余为基础的趋势。

第二节、财务理论发展的深化期

一、原有理论的深化

(四) 新股利理论的发展

20世纪80年代，财务学家对税赋因素和信息不对称因素展开研究，提出了股利政策的代理理论和信号传递理论，为企业股利支付模式的选取提供了理论指导。

- 罗杰夫（1982）研究表明即使忽略税收因素，最优股利政策也能存在。

- 米勒和洛克（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，并显示股利与外部融资是一件事情的两个方面。

第二节、财务理论发展的深化期

一、原有理论的深化

(五) 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。

- 哈里森和普利卡（1979）引进鞅理论对风险中性原理加以证明。Cox and
- Huang(1989)、Karatzas、Leloczky and Shreve(1990)用鞅理论将随机动态的跨期问题简化为完全市场中的静态问题，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（1991）在鲁宾斯坦（1976）推导布莱克-斯特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。

第二节、财务理论发展的深化期

二、新基础理论的发展

(一) 信息不对称理论

- 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。
- 葛罗斯曼（1976）通过分析股票市场中的信息不对称现象，拉开了将信息不对称应用于财务理论研究的序幕。
- 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。
- 近年来，财务学家将信息不对称理论引入资本结构理论的研究和对股利政策的研究中，斯蒂格利茨（1972）最早采用信息不对称理论来模拟资本结构，而巴塔哈亚（1979）率先在股利研究中建立了股利显示信号模型。

第二节、财务理论发展的深化期

二、新基础理论的发展

(二) 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。
- 詹森和麦克林（1976）在《厂商理论：管理行为、代理成本与所有权结构》一文中，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。
- 代理理论所解决的主要问题是设计有效的激励机制，以最大限度地降低代理成本，从而确保委托人利益的实现。
- 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。

第三节、现代财务理论发展的新特征

一、跨学科交叉整合研究

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，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说提出了挑战。

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的交叉运用，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。

第三节、现代财务理论发展的新特征

二、精确数量化

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(即边际分析法)，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，不仅有助于求解财务问题，而且还可以创新财务理论，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目标假说，是财务管理学在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明确，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，连通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。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/635303202214011124>