



创造大学生的未来

清华大学 431 金融学综合

真题答案解析 2014 年

万学教育·海文考研
考研教学与研究中心

一、单项选择题（每小题 3 分，共 90 分）

【题目】1. 商业银行最基本的职能是：

- A 信用中介 B 支付中介 C 信用创造 D 金融服务

【解题】A

【分析】

解析：A。商业银行最基本的职能是信用中介，其他职能都是在信用中介的基础上衍生出来的。

【题目】2. 为保持银行的清偿能力和流动性，商业银行贷款期限结构必须与下列哪项的期限结构匹配：

- A 存款和中间业务 B 资产 C 经营 D 存款与其他负债

【解题】D

【分析】

解析：D。根据商业银行经营管理理论，商业银行的资产和负债的期限在基本一致的情况下才能保持银行的清偿力和流动性，所以应是存款与其他负债与贷款的期限结构相匹配。

【题目】3. 以下哪个不属于我国 M1 的统计范畴：

- A 居民持有的现钞 B 企业持有的现钞 C 企业活期存款 D 居民活期存款

【解题】D

【分析】

解析：D。根据货币统计的口径，M0 是指流通中现金，即流通银行体系之外的现金（居民现钞）+企业备用金（企业现钞）但不包括商业银行的库存现金。 $M1=M0+$ 企业支票存款+

个人借记卡活期+机关团体部队+农村存款，后两者很少。 $M2=M1+$ 城乡居民储蓄存款+企业定期+信托存款+其他。

【题目】4. 什么确定了中央银行在金融体系中的核心和主导地位，确定了中央银行对金融机构实施监管的必然性和必要性：

- A 依法实施货币政策 B 代理国库 C 充当最后贷款人角色 D 集中与垄断货币发行

【解题】B

【分析】

解析：B。央行之所以能对金融机构实施监管是因为央行是“银行的银行”，在此项职责中最重要的是因为央行充当了最后贷款人的角色。

【题目】5.如果金银的法定比价是 1:14, 而市场比较是 1:15, 这时, 充斥市场的将会是:

A 银币 B 金币 C 金币和银币同时 D 都不是

【解题】A

【分析】

解析: A。根据劣币驱逐良币定律, 充斥在市场上的是劣币, 即被高估的货币, 而在官方市场上银被高估, 所以银充斥在市场, 而黄金会被融化、收藏或者流向国外。

【题目】6 商业银行利用资本金来应对:

A 预期损失 B 非预期损失 C 灾难性损失 D 以上全部

【解题】B

【分析】

解析: B。商业银行的资本金主要用来应对非预期的损失, 商业银行通常会列示损失准备金来应对预期的损失。

【题目】7.美国境内的 XYZ 公司, 有一笔 7.5 亿日元的应付款项, 需要在一年后支付给东经银行。目前即期汇率是 RMB116/D1.00, 一年远期汇率是 RMB109/1.00。美元的年利率为 6%, 日元为 3%。XYZ 公司也可以购买以 0.0086 美元/日元的为执行价格的一年期看涨期权, 成本为 0.0012 美分/日元。如果远期汇率是对未来即期汇率的最佳预期, 若用期权对冲, 一年后总支付的美元价值为:

A 6, 450, 000 B 6,545,400 C 6,653, 833 D 6, 880,734

【解题】B

【分析】

解析: B。因为远期汇率是最优预期, 那么一年后投资者面临的汇率是 1 美元=109 日元, 支付 7.5 亿日元需要支付 6880734 美元。在看涨期权方面, 执行价格是 1 日元=0.0086 美元, 如果执行看涨期权需要支付 6450000 美元。所以投资者肯定会执行看涨期权来获得 7.5 亿日元, 也就是支付 645 万美元的价格得到 7.5 亿日元。另外看涨期权不是免费的, 看涨期权费用是 90000 美元。由于期权费是 0 时刻支付, 那么一年后看涨期权费用是 $90000 \times 1.06 = 95400$ 美元, 所以总共需要支付 645 万+9.54 万=654.54 万美元

【题目】8.缺失

【题目】9.一个投资项目有如下信息:

IRR=8.7%, 利润率: 98%, 净现值: -393 美元, 回收期: 2.44 年, 资本成本: 9.5%。

以下哪个陈述是对的?

A 用于计算净现值的折现率必须小于 8.7%

- B 按照净现值该项目应该被接受
C 按照利润率项目应该被接受
D 按照内部收益率项目应该被拒绝

【解题】D

【分析】

解析：D。根据 IRR 法则，对投资项目来说，当 $IRR > \text{资本成本}$ 时，应接受该项目；当 $IRR < \text{资本成本}$ 时，拒绝该项目。

【题目】10. 公司财务经理的责任是增加：

- A 公司规模 B 公司增长速度 C 经纪人能力 D 股东权益价值

【解题】D

【分析】

解析：D。公司财务的目标是股东价值，即股东权益最大化，公司价值最大化，股票价格最大化。

【题目】11. 如果你父母每年年初给你 10000 元，存款年利率 60%，到第三年年末你父母给你的钱一共值多少？

- A33660 B33746 C34527 D35218

【解题】B

【分析】

解析：B。因为远期汇率是最优预期，那么一年后投资者面临的汇率是 1 美元=109 日元，支付 7.5 亿日元需要支付 6880734 美元。在看涨期权方面，执行价格是 1 日元=0.0086 美元，如果执行看涨期权需要支付 6450000 美元。所以投资者肯定会执行看涨期权来获得 7.5 亿日元，也就是支付 645 万美元的价格得到 7.5 亿日元。另外看涨期权不是免费的，看涨期权费用是 90000 美元。由于期权费是 0 时刻支付，那么一年后看涨期权费用是 $90000 \times 1.06 = 95400$ 美元，所以总共需要支付 645 万+9.54 万=654.54 万美元

【题目】8.缺失

【题目】9.一个投资项目有如下信息：

IRR=8.7%，利润率：98%，净现值：-393 美元，回收期：2.44 年，资本成本：9.5%。

以下哪个陈述是对的？

- A 用于计算净现值的折现率必须小于 8.7%
- B 按照净现值该项目应该被接受
- C 按照利润率项目应该被接受
- D 按照内部收益率项目应该被拒绝

【解题】D

【分析】

解析：D。根据 IRR 法则，对投资项目来说，当 $IRR > \text{资本成本}$ 时，应接受该项目；当 $IRR < \text{资本成本}$ 时，拒绝该项目。

【题目】10.公司财务经理的责任是增加：

- A 公司规模
- B 公司增长速度
- C 经纪人能力
- D 股东权益价值

【解题】D

【分析】

解析：D。公司财务的目标是股东价值，即股东权益最大化，公司价值最大化，股票价格最大化。

【题目】11.如果你父母每年年初给你 10000 元，存款年利率 60%，到第三年年末你父母给你的钱一共值多少？

- A33660
- B33746
- C34527
- D35218

【解题】B

【分析】

解析：B。每年年初有一比现金流入，实际是预付年金的问题。根据预付年金的终值公式

$$FV = C \frac{(1+r)^{t+1} - 1}{r} - C, \text{ 代入 } C=10000, r=0.06, t=3 \text{ 可得 } FV=33746.$$

【题目】12. 一个债券的年收益率是 7.25%，同期通货膨胀率是 3.5%，那么这个债券的实际收益率是多少？

A 3.5% B 3.57% C 3.72% D 3.62%

【解题】D

【分析】

解析：D。根据费雪方程式， $(1+r)(1+\pi) = 1+R$ ，其中 r 为实际利率， π 为通胀率， R 为名义利率。将 $R=7.25\%$ ， $\pi=3.5\%$ 代入得 $r=3.62\%$ 。

【题目】13. 当我们把一个股票加入一个投资组合时，哪像会降低？

A 总风险 B 系统风险 C 非系统风险 D 经济风险

【解题】C

【分析】

解析：C。分散化的效应只能降低非系统性风险，未必会降低系统性风险以及总风险，因为加入的这只股票可能本身系统性风险较高。

【题目】14. 当你使用财务报表估值时，如果公司未来的分红比例升高，无杠杆现金流将会如何变化？

A 升高 B 不变 C 降低 D 不可预测

【解题】B

【分析】

解析：B。无杠杆现金流为 $EBIT(1-t) + DEP$ ，是经营活动产生的能够分给股东和债权人的最大现金流，分红比例只影响分配给股东的现金，并不改变无杠杆现金流大小。

【题目】15. 如果一家公司的应收账款增加，其他情况不变，那么公司的现金流将：

A 增加 B 不变 C 减少 D 不可预测

【解题】C

【分析】

解析：C。应收账款增加意味着有部分利润并未以现金的方式流入，相当于是企业拿现金去投资了应收账款，现金流减少。

【题目】16. 名义年利率是 10%，那种复利计算方式导致最高的年利率？

A 年复利 B 月复利 C 日复利 D 连续复利

【解题】D

【分析】

解析：D。连续复利计息次数最多，有最高的实际利率。

【题目】17.根据 CAPM，贝塔为 1.0，阿尔法为 0 的资产组合预期收益为：

A R_m 和 R_f 之间 B 无风险利率 R_f C $R_m - R_f$ D 市场预期收益 R_m

【解题】B

【分析】

解析：B。根据 CAPM 模型， $\beta = 1$ ， $\alpha = 0$ 时即为市场收益。

【题目】18.缺失

【题目】

19、假定投资者的效用函数为 $U = E(r) - 0.005\sigma^2$ ，给定以下投资组合：
投资组合 预期收益 (%)，标准差 (%) 效用最大

A. 12, 30

B. 15, 50

C. 21, 16

D. 24, 21

【解题】

【分析】

解析：没给 A 的数据，做题时将各选项的数据代入效用函数中算出最大值即可。

【题目】20.你管理的股票基金的预期风险溢价为 10%，标准差 14%，短期国库券利率为 6%，股票基金的风险回报率是多少？

A 0.71% B 1.00% C 1.19% D 1.91%

【解题】A

【分析】

解析：A。计算夏普比率即可， $\text{Sharp Ratio} = \frac{R - R_m}{\sigma} = 10/14 = 0.71\%$

【题目】21. 国库券即期利率为 4%，一年期国库券及其利率为 5%，则六个月后隐含的六个月远期利率为：

A 3.0% B 4.5% C 5.5% D 6.0%

【解题】D

【分析】

解析：D。根据即期利率远期利率的关系， $(1+2\%)(1+rf) = (1+2.5\%)^2$ ，代入数据得 $rf=6.0\%$

【题目】22. 缺失

【题目】23. 缺失

【题目】24. 半强有效市场认为股票价格：

A 反映了全部历史信息

B 反映了全部公开信息

C 反映了包括内幕信息在内的全部信息

D 是可以预测的

【解题】B

【分析】

解析：B。半强势有效认为价格反映了全部公开的信息。

【题目】25.

央行实行宽松的货币政策，以下哪种情况会发生？

A 债券价格上升，利率上升 B 债券价格下降，利率上升

C 债券价格上升，利率下降 D 债券价格下降，利率下降

【解题】C

【分析】

解析：C。扩张货币政策必然是货币供给增加，利率下降，债券价格上涨。

【题目】26.

通货膨胀的直接原因

【解题】总需求大于总供给

【分析】

【题目】27.

根据《中国人民银行法》，中国货币政策的主要目标是？

【解题】币值稳定

【分析】

我国的货币政策目前是多重目标制，但币值稳定是最重要的目标

【题目】28.

央行的一般性货币政策工具不包含哪一项？

【解题】一般性货币政策：法定准备金、贴现贷款、公开市场业务

【题目】29.

下列不属于短期国际资本流动形式的是？

A 贸易性资本流动 B 保值性资本流动 C 证券投资 D 银行性资本流动

【解题】C

【分析】

解析：C。短期国际资本流动是指期限为1年或1年以内或即期支付资本的流入与流出，流动形式有贸易性资本流动，保值性资本流动，银行性资本流动以及投机性资本流动。

【题目】30.

外汇储备过多的负面影响？

【解题】

加大通货膨胀压力，增加本币汇率升值压力，加剧本国与贸易伙伴之间的贸易摩擦。
过量的外汇储备规模实际上也是一种资金的闲置，即放弃了国内众多的较高投资收益，形成外汇储备的巨额机会成本，无法实现货币这种经济资源的最优配置。
增加了储备资产管理的难度和风险。

【分析】

通胀压力，本币升值，贸易摩擦

论述与计算题

【题目】

论述和计算题

1、假定基期时加拿大元的即期汇率为 1 加元=1.01 美元，现在的即期汇率为 1 加元=0.95 美元。根据下表进行计算：

国家 \ 指标	加拿大	美国
基期物价水平	100	100
现期物价水平	102	105
预期年通货膨胀率	2%	3%
预期年利率	3%	5%

(1) 假定购买力平价成立，计算现在的加元美元购买力平价汇率，题中数据表明支持购买力平价吗？

(2) 如果国际费雪效应成立，预测 1 年后加元兑美元的即期汇率

(3) 如果相对购买力平价成立，预测 4 年后加元兑美元的即期汇率。

【解题】

(1) 假定购买力平价成立，计算现在的加元美元购买力平价汇率，题中数据表明支持购买力平价吗？

解答思路：直接套用购买力平价的公式。绝对购买力平价的公式 $e = \frac{P}{P^*} = \frac{105}{102} = 1.03$ ，即 1 加元=1.03 美元，表中数据不支持购买力平价理论，加元在理论上被低估了

(2) 如果国际费雪效应成立，预测 1 年后加元兑美元的即期汇率。

解答思路：国际费雪效应指在预期的未来即期汇率等于远期汇率的前提下，各国的实际利率相等

$$f = e \frac{1+r}{1+r^*} = 0.95 * \frac{1.05}{1.03} = 0.97$$

，1 年后加元兑美元的即期汇率是 1 加元=0.97 美元。

(3) 如果相对购买力平价成立，预测 4 年后加元兑美元的即期汇率。

解答思路：相对购买力平价公式可以从绝对购买力平价公式推导过来，

$$e = \frac{P}{P^*} \Rightarrow \ln e = \ln P - \ln P^* \Rightarrow \frac{f}{e} = 1 + \pi - \pi^*$$

$$\Rightarrow f_t = e(1 + \pi - \pi^*)^t = 0.95(1 + 3\% - 2\%)^4 = 0.99$$

所以 4 年后加元兑美元的即期汇率是 1 加元=0.99 美元。

【题目】2.

2013 年 7 月，国务院办公厅发布《关于金融支持经济结构调整和转型升级指导意见》提出，“逐步推进信贷资产证券化常规化发展，盘活资金支持小微企业发展和经济结构调整”。请简要分析信贷资产证券化业务对商业银行的经营会带来哪些影响？

【解题】

答：

(1) 定义：资产证券化是指把流动性不足但有未来现金流流入的资产（如银行的贷款、企业的应收账款）经过重组形成资产池，并以此为基础发行证券。从公司理财的角度来说其实是现值原理的应用，就是把未来的预期收入变成现在的现金流。信贷资产证券化是以信贷资产作为基础资产的证券化，包括住房抵押贷款、汽车贷款、消费信贷、信用卡贷款、企业贷款等信贷资产的证券化。信贷资产证券化的基本过程包括资产池的组建，交易结构的安排和资产支持证券的发行，以及发行后管理等环节。

(2) 发展现状：我国信贷资产证券化试点从 2005 年正式启动，随着金融危机爆发，国内监管机构出于审慎原则考虑延缓了其市场发行速度，并于 2008 年年底暂停不良资产证券化试点。2009 年来，资产证券化便停滞了 3 年。然而在商业银行流动性资金需求旺盛，信贷规模持续扩大的背景下，资产证券化作为增强商业银行流动性，降低风险，缓解资本占用压力的有效手段，重启的呼声日益高涨。2012 年 9 月份，停滞三年的资产证券化试点工作重启，批准国开行发行 101 亿的 ABS 资产支持证券。

(3) 对商业银行的影响：

i. 对资产业务的影响：

A. 由于“破产隔离”机制的存在，有利于商业银行分散和转移信用风险，调整优化信贷资产结构。比如商业银行可以将其不希望持有的信贷资产卖出；

B. 增加流动性。资产证券化使银行把流动性较差的资产转换成流动性比较强的现金资产，增加了商业银行资产的流动性；

ii. 对负债业务的影响：降低融资成本，扩充商业银行融资渠道。当商业银行出现资金短缺时，可以通过传统的融资渠道——向中央银行贴现或者在银行间的同业市场拆借来获取资金，但是这种融资方式的成本往往比较高，相比之下，银行通过主动将自身流动性较差的资产证券化，能够降低融资成本；

iii. 对中间业务的影响：增加中间业务收入，改变以存贷利差为主的盈利模式，促进规模银行向价值银行的转变。在证券化过程中，商业银行往往同时扮演发起人与中介服务商的角色，服务费收入也可以弥补一部分证券发行费用；

iv. 对资本业务的影响：这其实就是以前给大家讲过的表内业务表外化，银行可以释放资本、降低资本占用，满足资本充足率监管；

v. 对风险的影响：

A. 信用风险：分散和转移信用风险；

B. 流动性风险：增加资产方流动性，降低流动性风险；

C. 市场风险：改善期限结构，帮助商业银行调整杠杆久期，从而降低利率风险。

(4) 宏观效益：

i. 有利于鼓励金融部门支持实体经济，促进产业结构调整。通过调节不同基础资产的权重，可以鼓励金融机构选择涉农贷款、中小企业贷款、节能减排贷款、战略性新兴产业贷款等国家重点支持行业的信贷资产作为基础资产开展信贷资产证券化，从而将资金引导至这些领域，保障投资力度，促进这些行业的发展。

ii.打通间接融资和直接融资市场,为资本市场提供了投资途径,为信贷市场提供了融资途径,促进了多层次资本市场的发展。

(5) 建议:

- i.产品设计的风险缓释,注重对实体经济支持,禁止再证券化;
- ii.风险自留和破产隔离并存,防止道德风险;
- iii.双评级,评级结果更加客观公正;
- iv.降低商业银行互持比重。

总之,国际经验表明,资产证券化无论对于宏观经济还是微观经济都具有重大影响:在宏观方面,能够优化资源配置,带来金融效率的提高;在微观方面,能够帮助商业银行改善资金结构,也能够促进投资者投资的多样化。虽然其过程中不可避免地存在一些问题,但在我国商业银行的融资方式和经营方法已经不能适应国际金融市场证券化趋势和本国金融市场发展需要的情况下,适当借鉴和运用信贷资产证券化这一金融创新工具,改变商业银行资金流动性差的缺陷,进而推动整个金融市场的发展不失为一条可行之路。后金融危机时代,理性看待我国商业银行资产证券化业务的发展,对于我国金融业的良性发展具有十分重要的意义。

【分析】

解答思路:题目问资产证券化对商业银行经营的影响,首先要给出资产证券化的概念及内容,其次要结合我国实际情况简要分析实施这一政策的背景和原因。最后从正反两个角度阐述对商业银行的影响,尤其要注重分析对商业银行经营的影响。

【题目】3.

利用凯恩斯货币需求理论简述收入水平下降对利率的影响,央行可以用哪些政策防止收入减少对利率的这种影响?

【解题】

答：

凯恩斯对货币需求的研究是从对微观主体的持币动机的研究出发的。凯恩斯认为，人们对货币的需求出于三种动机：①交易动机：为从事日常的交易支付，人们必须持有货币，产生于收支的不同步性；②预防动机：又称谨慎动机，持有货币以应付一些未曾预料的紧急支付。产生于收支的不确定性；③投机动机：由于未来利息率的不确定，人们为避免资本损失或增加资本收益，及时调整资产结构而持有货币。产生于有息债券与无息货币之间的套利。在货币需求的三种动机中，由交易动机和谨慎动机而产生的货币需求均与商品和劳务交易有关，故而称为交易性货币需求（ L_1 ）。而由投机动机而产生的货币需求主要用于金融市场的投机，故称为投机性货币需求（ L_2 ）。而货币总需求（ L ）等于货币的交易需求（ L_1 ）与投机需求（ L_2 ）之和。对于交易性需求，凯恩斯认为它与待交易的商品和劳务有关，若用国民收入（ Y ）表示这个量，则货币的交易性需求是国民收入的函数，表示为 $L_1 = L_1(Y)$ 。而且，收入越多，交易性需求越多，因此，该函数是收入的递增函数。对于投机性需求，凯恩斯认为它主要与货币市场的利率（ i ）有关，而且利率越低，投机性货币需求越多，因此，投机性货币需求是利率的递减函数，表示为 $L_2 = L_2(i)$ 。但是，当利率降至一定低点之后，货币需求就会变得无限大，即进入了凯恩斯所谓的“流动性陷阱”。

根据凯恩斯的货币需求理论，当收入下降时，交易性需求 L_1 下降，在其他条件不变的情况下货币性需求下降。在货币供给一定的情况下，货币需求下降引进利率的下降，因此收入下降会导致利率的下降

为了减少收入下降引起的利率下降，央行应采用紧缩的货币政策，控制货币发行，回笼货币。

（1）控制和调节对政府的贷款

为了防止政府滥用贷款助长通货膨胀，国家一般都规定以短期贷款为限，当税款或债款收足时就要还清。

（2）公开市场卖出

中央银行可以通过在公开市场上卖出以及回购业务，起到调节货币供应量，紧缩银行信贷，进而起到调节经济的作用。

(3) 提高存款准备金率

提高存款准备金率从而冻结商业银行的部分现金资产以控制商业银行贷款、影响商业银行的信贷活动。

(4) 提高再贴现率

再贴现是商业银行和中央银行之间的贴现行为。提高再贴现率、限制再贴现资格可以控制和调节信贷规模，影响货币供应量。

(5) 选择性信用控制

它是对特定的对象分别进行专项管理，包括：消费信用控制、证券市场信用控制、不动产信用控制以及预缴进口保证金。

(6) 直接信用控制

它是中央银行采取对商业银行的信贷活动直接进行干预和控制的措施，以控制和引导商业银行的信贷活动。

(7) 间接信用控制

主要包括道义劝告和窗口指导。

【本题也可以引入我国一些新型的货币政策工具，比如 SLO\SLF\定向降准可能会给老师耳目一新的感觉】

【分析】

解答思路：题目中明确指出用凯恩斯货币需求理论阐述收入水平下降对利率的影响。因此答题时，首先要完整地论述凯恩斯的货币需求理论，其次通过这一理论分析收入下降对利率的影响，最后再提出相应的政策措施。

【题目】4.

考虑你管理的风险资产组合期望收益为 11%，标准差为 15%，假定无风险利率为 5%，

(1) 你的委托人要把他的总投资预算的多少投资于你的风险资产组合中，才能是他的总投资预期回报率等于 8%？

(2) 他的投资回报率的标准差是多少？

(3) 另一委托人要求标准差不大于 12%，那么他能得到的最大预期回报率是多少？

【解题】4、(1)0.5 (2)7.5% (3)9.8%

已知 $E(r_p) = 11\%$, $\sigma_p = 15\%$, $r_f = 5\%$

$$(1) \quad E(r_c) = 8\% = yE(r_p) + (1-y)r_f \Rightarrow y = 0.5$$

$$(2) \quad \sigma_c = y\sigma_p = 7.5\%$$

(3) $\sigma_c = y\sigma_p \leq 12\% \Rightarrow y \leq 0.8$ ，因为期望收益与 y 正相关，为获得最大预期回报，该委托人投资的 y 只能取 0.8. $E(r_c) = 0.8E(r_p) + 0.2r_f = 9.8\%$

【分析】

解答思路：此题考查资产组合理论，根据配置风险资产和无风险资产的步骤即可解答。

【题目】5.

股票发行抑价是全球金融市场都存在的普遍现象，请解释什么是股票发行抑价？并阐述为什么发行抑价会存在？

【解题】

答题思路：题目让分析股票首次公开发行的折价现象并解释原因。答题时可按照“股票首次

公开发行——折价现象——理论解释——现实因素”这一思路进行作答。首先简单描述什么是股票首次公开发行，其次进一步阐述 IPO 时的折价现象。解释原因是可先进行名词解释，解释 IPO 和折价现象，其次分析原因，从理论和现实两个方面分析。

解答：首次公开发行，指股份公司首次向社会公众公开招股的发行方式。折价发行又称抑价发行，是指新股发行当日收盘价远高于发行价格，从而发行当日收益率显著高于正常收益率的现象。

关于 IPO 折价问题的理论有：

(1) “赢者诅咒”理论

一个公司在首次公开发行股票时，不论其开始发行数量的多少，只要市场需求大于公司股票供给时，则只能在固定的发行价格下按比例分配该公司的股票。如果部分投资者对 IPO 定价真实信息劣于另一部分投资者，按比例分配股票将会给在信息上处于劣势的投资者造成损失。假设 IPO 市场上同时存在首次发行定价折价和溢价，具有信息优势的投资者会将自己资金全部申购折价的股票，而不去购买溢价的股票，但是处于信息劣势的投资者会因为无法区分折价或溢价的股票，只有平均地投资于折价和溢价的股票。此时处于信息劣势的投资者面临一个“赢者诅咒”：如果他们得到了某发行企业全部的股票，那么就说明具信息优势的投资者并不看好该股票，他们所买的是相对较差的股票。面对这样一个逆向选择问题，处于信息劣势的投资者只有在 IPO 折价大到可以弥补由于“赢者诅咒”所带来的损失时，才可能去申购新发行的股票。

(2) 市场反馈假说

在实行 IPO 发行询价制度下，投资银行往往通过发行折价的方式来诱使其常规大客户报出真实价格，因为这些常规大客户的真实报价可以使投资银行比较准确地确定发行价格。但是很明显，要使这些投资者报出自己真实的价格是有代价的，从理性人的角度来看，投资银行至少要保证这些投资者实报价格要比虚报价格来得合算，即要保证这些投资者的激励约束。因此，最后招股说明书中的价格一定比真实价格要低。通过询价的方式虽然可以比较准确地知道真实价格，但是投资银行为了使大投资者能够继续报出真实价格而不得不对发行价格进行折价，以此来回报投资者提供真实的报价。

(3) “马车效应”假说

这是从投资心理学角度来说明的，因为投资者进行投资时往往并不单是根据自己所掌握的信息进行的，而是经常受到其他投资者的行为所影响。比如某投资者看到没有人购买某一股票时，他就往往也不去购买此股票，即使他拥有该股票的某利好消息。如果这种心理在市场上占主导地位，那么新发行股票的公司就会注意到此种情况，并想方设法来避免上述情形的出现。要避免无人购买情况出现的最实际的方法就是发行折价，因为发行折价后就可以吸引第一批投资者，而且由于市场存在“马车效应”，通过第一批投资者的申购行为，就会引来此后大量投资者的加入。

(4) 投资银行垄断假说

此假说认为投资银行利用其市场信息资源的垄断优势而对发行价格进行折价，这样可以减少投资银行在承销或包销该股票时的风险。通过折价，投资银行还可以和与其关系密切的投资者建立良好的关系，从而可以进一步降低风险。而且投资银行由于处于垄断地位，长期对 IPO 进行折价发行，从而使所有的客户、投资者和监管机构都认为 IPO 折价现象是非常正常的。但是该理论很难解释当投资银行自身 IPO 时，其 IPO 折价率和与其公司规模相当的其他公司的 IPO 折价率相当的现象。

(5) 信号假说

该理论认为公司在 IPO 时的折价是为了给投资者一个好的印象，折价就是发出的一种信号，从而使投资者认为购买该公司发行的新股有利可图，这样该公司在以后的增发过程

中就可以制定比较高的价格，而且增发的难度也会大大降低。这是一种从动态博弈的角度来研究的一种理论。但是西方学者在实证中发现，折价的信号作用并不明显，从而在信号假说上打了个大大的问号。

（6）所有权分散假说

该理论认为公司在 IPO 时折价发行是为了吸引更多的投资者来申购该公司的股票，这样就可以使公司的所有权更为分散。所有权的分散可以增加该公司股票的流动性，而且可以降低公司外部对公司管理层所造成的压力。

实证表明，市场尚不成熟，IPO 折价的现象就越明显。而中国股票市场是一个转轨过程中的新兴市场，其 IPO 折价现象尤为突出也并不足奇。

【分析】

提示：此题与 2012 年的真题如出一辙，再次提醒同学们一定要注意熟练掌握每年的真题！

答题思路：题目让分析股票首次公开发行的折价现象并解释原因。答题时可按照“股票首次公开发行——折价现象——理论解释——现实因素”这一思路进行作答。首先简单描述什么是股票首次公开发行，其次进一步阐述 IPO 时的折价现象。解释原因是可先进行名字解释，解释 IPO 和折价现象，其次分析原因，从理论和现实两个方面分析。

【题目】6.

木花汽车在评估一个国际收购项目，关于项目及融资有如下信息：

期初投资：20 亿美元

项目年现金流（永久）：4 亿美元

公司税率：25%

无杠杆股权成本：10%

试分析：

（1）项目无杠杆自由现金流是多少？

（2）假设木花汽车将采取通过股票和债券融资收购，而其中项目收购债券融资额为 8 亿美元（永久），债务资本成本为 6%，项目净现值是多少？

【解题】6、(1)3 亿 (2)12 亿

解答：(1) $UCF = EBIT(1-t) = 3$ 亿。

(2) APV 法

$$APV = NPV + NPVF = \frac{EBIT(1-t)}{r_s} - 20 + tB = \frac{3}{0.1} - 20 + 0.25 \times 8 = 12 \text{ 亿}$$

FTE 法

先求项目的现值，要注意项目的现值等于初始投资额+项目的 APV，

$$V_L = 20 + NPV = 32$$

根据有税 MM 定理 2，可得：

$$r_s' = r_s'' + (r_s'' - r_b)(1-t)\frac{B}{S}, \text{ 因为 } B=8, V=32, S=24, \Rightarrow \frac{B}{S} = \frac{1}{3}$$

$$\Rightarrow r_s' = 10 + (10 - 6) \times 0.75 \times \frac{1}{3} = 11\%$$

再求杠杆权益资本成本，

$$\text{再求杠杆现金流 LCF} \Rightarrow LCF = (EBIT - I)(1-t) = (4 - 0.48) \times 0.75 = 2.64 \text{ 亿}$$

最后求 APV，记住要减去的是初始权益投资额，初始的权益投资额是 12 亿，不是总的初始

$$\text{投资额 20 亿，可得：} APV = \frac{LCF}{r_s'} - 12 = \frac{2.64}{0.11} - 12 = 12 \text{ 亿}$$

WACC 法

$$WACC = \frac{B}{V} r_b(1-t) + \frac{S}{V} r_s' = 0.25 \times 6 \times 0.75 + 0.75 \times 11 = 1.125 + 8.25 = 9.375\%$$

$$\text{求 APV 了，} APV = \frac{EBIT(1-t)}{WACC} - 20 = \frac{3}{9.375\%} - 20 = 12 \text{ 亿}$$

【分析】

提示：此题与罗斯教材上第十八章的例题几乎完全一致，再次提醒同学们注意熟练掌握罗斯书上的例题！

版权属于北京万学教育科技有限公司所有，违者必究



集团总部地址：北京市海淀区北四环西路 66 号中国技术交易所大厦 A 座 17 层

万学主网：<http://www.wanxue.cn> 考研频道

百度教育 万学教育 智能矩阵超级学习系统：<http://s.wanxue.cn>