

PEARSON
Prentice
Hall

金融学精选教材译丛

MULTINATIONAL BUSINESS FINANCE [第11版]

跨国金融与财务

戴维·K. 艾特曼 (David K. Eiteman)

[美] 阿瑟·I. 斯通希尔 (Arthur I. Stonehill) 著

迈克尔·H. 莫菲特 (Michael H. Moffett)

贺学会 陈净 王海峰 梁志兵 译



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

金融学精选教材译丛

MULTINATIONAL BUSINESS FINANCE [第11版]

跨国金融与财务

戴维·K. 艾特曼 (David K. Eiteman)

[美] 阿瑟·I. 斯通希尔 (Arthur I. Stonehill) 著

迈克尔·H. 莫菲特 (Michael H. Moffett)

贺学会 陈诤 王海峰 梁志兵 译



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

北京市版权局著作权合同登记 图字:01-2006-5874

图书在版编目(CIP)数据

跨国金融与财务(第11版)/(美)艾特曼(Eiteman, D. K.)等著;贺学会等译. —北京:北京
大学出版社, 2009. 2

(金融学精选教材译丛)

ISBN 978-7-301-12316-4

I. 跨… II. ①艾… ②贺… III. 跨国公司-国际金融-教材 IV. F276.7 F831

中国版本图书馆CIP数据核字(2007)第113280号

Authorized translation from the English language edition, entitled MULTINATIONAL BUSINESS FINANCE, 11th Edition, 0321357965 by DAVID K. EITEMAN, ARTHUR I. STONEHILL, MICHAEL H. MOFFETT, published by Pearson Education, Inc., publishing as Addison-Wesley. Copyright © 2007 by Pearson Education, Inc.

All rights reserved. No part of this book may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic or mechanical, including photocopying, recording or by any information storage retrieval system, without permission from Pearson Education, Inc.

本书原版书名为《跨国金融与财务》(第11版),作者戴维·K.艾特曼,阿瑟·I.斯通希尔,迈克尔·H.莫菲特,书号0321357965,由培生教育出版集团2007年出版。

版权所有,盗印必究。未经培生教育出版集团授权,不得以任何形式、任何途径,生产、传播和复制本书的任何部分。

CHINESE SIMPLIFIED language edition published by PEARSON EDUCATION ASIA LTD., and PEKING UNIVERSITY PRESS Copyright © 2009.

本书简体中文版由北京大学出版社和培生教育亚洲有限公司2009年出版发行。

书 名: 跨国金融与财务(第11版)

著作责任者:[美]戴维·K.艾特曼 阿瑟·I.斯通希尔 迈克尔·H.莫菲特 著
贺学会 陈 净 王海峰 梁志兵 译

责任编辑:张 燕 张慧卉

标准书号:ISBN 978-7-301-12316-4/F·1657

出版发行:北京大学出版社

地 址:北京市海淀区成府路205号 100871

网 址: <http://www.pup.cn> 电子邮箱: em@pup.pku.edu.cn

电 话: 邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62752926 出版部 62754962

印 刷 者: 北京宏伟双华印刷有限公司

经 销 者: 新华书店

850毫米×1168毫米 16开本 45印张 1025千字

2009年2月第1版 2009年2月第1次印刷

印 数: 0001—4000册

定 价: 78.00元

未经许可,不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有,侵权必究

举报电话:010-62752024 电子邮箱: fd@pup.pku.edu.cn

丛书序言

《金融学精选教材》

金圣明序

北京 2005

北京大学出版社策划出版的《金融学精选教材》系列图书与读者见面了,这是一件令人兴奋的好事。众所周知,现代经济已经进入金融经济时代。经济关系的国际化扩大了金融活动的空间,使得经济全球化、金融全球化的格局逐步形成。如何使广大金融学和相关专业的学生站在国际视野,全面而系统地了解现代金融活动的本质和金融市场运作的内在规律,已经成为世界各国金融学教育中必须面对的重大现实问题。

中国是一个金融人才短缺的国度,急需培养一大批高质量、具有国际先进知识的优秀金融人才,从而增强在经济全球化背景下的国际竞争力。而我们深知,要培养出一流的金融人才,不仅需要一流的师资和学者、一流的教学管理水平,而且还需要一流的教科书。作为在国内外从事了多年金融学研究和教学的学者,我们深感国内教材建设严重滞后,教材老化、脱离现实、远离前沿的现象非常严重。虽然随着近年来一批国外原版教科书的陆续引进,上述情况已经有所改善,但与国外相比还存在着很大的差距。将国外最优秀的著作引入中国,让国内的学生能够接触到国际最经典和前沿的理论知识,让国内的教师能够借鉴国际上最成熟先进的教材编写方式和教学方式,进而推动中国的现代金融学教育,是中国的教育界和出版界共同肩负的神圣责任和使命。正是本着这样一种强烈的使命感,北京大学出版社在组织国内顶级专家编写优秀金融学教材和专著的同时,特地精选了一批在国际上享有盛誉的经典力作。

《金融学精选教材》系列所入选的图书包括三种类型:在专业领域内有着广泛影响的权威之作,比如 J. Weston, Mark Mitchell 和 J. Harold Mulherin 教授撰写的有着广泛影响的并购重组和公司治理教材 *Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance* (第 4 版);国外最具畅销性的金融学教材,如 Copeland 等人的 *Financial Theory and Corporate Policy* (第 4 版);著名金融学专家的最新力作,如货币银行学专家 Stephen G. Cecchetti 教授编著的最新货币银行教材 *Money, Banking and Financial Markets*, 等等。这些著作都有一个共同特点,就是内容丰富,叙述严谨,深入浅出,非常适合金融学和相关专业高年级本科生、研究生和 MBA 作为教材或研究参考书;同时,由于理论与实践的并重,其中大多数著作对于金融行业的从业人员来说也具有

《金融学精选教材》是一个开放的系列,在出版社和丛书编委会的精心挑选和严格把关下,相信将有越来越多的国外优秀金融教材入选其中。我们热切期待更多的专家学者为我们提出宝贵的意见和建议,也衷心希望本丛书的出版能为中国的金融学教育和现代金融人才的培养作出一份贡献。

2006 年 12 月

前言

如同国际金融领域所取得的进展一样,《跨国金融与财务》的内容也发生了很大的变化。在以前的版本中,我们将跨国企业看做既充当国际贸易的催化剂和服务商,也充当其分支机构东道国中的重要生产商和分销商的唯一的机构。跨国企业的成功仍被认为是取决于其识别并受益于国内产品、要素和金融资产市场不完善的能力。

从以前版本中延续过来的还有本书的主题,那就是汇率的波动可能会加大风险,但如果对外汇风险管理有正确的理解,它们也会为投资者和企业创造获利的机会。

在第 11 版中,我们继续重点关注货币市场和资本市场的全球一体化这一重要的趋势,因为这一趋势为需要筹资的投资者和机构创造了更多机会。尽管金融市场的全球一体化消除了阻止资本跨国流动的一些市场不完善因素,但仍然存在一些有利的机会,对投资者而言可以使他们在通过国际性组合投资降低风险的同时提高收益,对企业而言可以通过资金来源的国际化而降低资本成本。

第 11 版的改进

- 本书的章节根据读者们的意见进行了重新排序:国际平价条件从以前的第 6 章前移到了第 4 章,汇率决定与预测现在是位于第 5 章而不是第 7 章,外汇市场现在是第 6 章而不是第 4 章,外汇衍生品现在是第 7 章而不是第 5 章。

- 第 1 章进行了修改,以突出对公司控制权的白热化的争论,以及政府对大量治理危机和失灵[如安然(Enron)和世界通信公司(Worldcom)]的反应。

- 第 2 章“国际货币体系”的内容进行了更新,以将一些特定的材料包括进来,如 2005 年 7 月人民币升值的最新小案例。

- 第 3 章“国际收支平衡”的内容进行了更新和扩展,使其涵盖了关于贸易流和贸易余额如何受到汇率变化和波动影响的最新研究成果。本章的新增内容还包括美国政府持续增长的赤字在融资上对外国资本的依赖。

- 第 5 章对汇率决定的分析中,在汇率预测的理论和实践层面都得以扩展,以便突出对预测理论与实践不足之处的新近研究成果。本章中给出的一个新的小案例突出了近期在汇率预测实践中的困难。

- “资金转移”(原第 21 章)和“营运资本管理”(原第 22 章)被整合在一起,成为

新版中的第 22 章。

- 原第 24 章“国际金融高级议题”中的诸多主题,被移至贯穿全书的选读性附录中,且位置一般都紧随在与之相关的基本主题之后。

- 原第 20 章“国际投资组合理论”被重新编排至新版的第 15 章。原版第 23 章“国际贸易融资”则被重新安排至第 20 章。

- 由于我们的小案例受到越来越多的欢迎,因此每章现在都至少包含一个作为对本章材料应用的小案例。有些章节(如第 8 章)在对交易风险的论述中,实际上包含了两个小案例,其中有些是在本版中新增的。

- 每一章都有各种对当前热点话题和事件的讨论,这些讨论被放在“金融实务专栏”中,以便继续深化读者对现实世界中的行业惯例以及对章节内容的管理和制度含义的认识。

《跨国金融与财务》一书中的大量修改充分反映了我们所理解的一本教材所应具有的易接受性,这些修改包括全书页数的缩减、更为短小精悍的案例讨论,以及既有利于复习又对读者具有一定挑战性的各类新颖的习题。我们希望借此修改,在这一领先的教科书中继续保持简明性、实践性、与时俱进性和可读性。

补充材料

第 11 版仍然包含一个补充材料包。由南俄勒冈大学的 Curti. J. Bacon 准备的题库包括 700 多道题目,由 Mark. J. Bradt 准备的 PPT 幻灯片提供了各章的讲义和有关的图表,教师资源光碟包括了教师手册、题库、PPT 幻灯片、章末习题的工作表解答以及案例材料。

此外,学生也可以得到一部分经选择的章后习题工作表解答。他们可以从 www.aw-bc.com/eiteman 的网址去下载这些工作表。教师可以通过教师资源中心和教师资源光碟得到对所有习题的工作表解答。

读者群

《跨国金融与财务》第 11 版适用的读者群与以前的版本完全一样。以前的版本被各大学本科学位教育项目、大学承担的管理教育项目 and 公司管理发展项目作为国际金融与财务管理课程的教科书广泛使用。

读者将会发现,如果他们具有基本金融课程的知识背景或者与此类似的实践背景,本书将能发挥更大的作用。如果之前修过国际经济学的课程是最理想的,但本书和网站补充材料的设计已经覆盖了足够的经济学内容,因此,这样的课程背景并不是必需的。

语言

请原谅我们“王婆卖瓜,自卖自夸”,但我们的确非常骄傲于这一事实:《跨国金融与财务》已经被译为六种文字:中文(简体和繁体)、法语、印度尼西亚语、葡萄牙语、西

班牙语和乌克兰语。看来市场本身也已经认识到本书的内容是全球性的了。

致谢

作者非常感谢许多为本书各版本提供了评论、批评意见及改进建议的人们。第11版从我们收到的对以前版本的评论(无论是正式评论还是各位同事对我们的回复)中受益匪浅。

不可避免的是,本书中嵌入了许多来自世界各地我们所任教的机构中的同事和学生的想法。这些机构包括我们所工作的大学,即加州大学洛杉矶分校、俄勒冈州立大学、夏威夷大学和雷鸟大学(Thunderbird)。我们作过短暂访问的机构包括香港科技大学、加州大学伯克利分校、位于安娜堡的密歇根大学、英国的克兰菲尔德管理学院、夏威夷大学马诺亚分校、挪威的北欧管理学院、丹麦的哥本哈根商学院和奥尔胡斯商学院、芬兰的赫尔辛基经济与工商管理学院、位于海德拉巴的印度商学院、阿根廷的管理发展学院、新加坡国立大学、南斯拉夫公共企业国际中心、中国的北京化工大学和大连科技大学。我们还从阿根廷、比利时、加拿大、丹麦、芬兰、危地马拉、中国香港、印度尼西亚、日本、马来西亚、墨西哥、荷兰、挪威、中国内地、秘鲁、瑞士、中国台湾、英国和委内瑞拉等国家和地区进行的咨询工作中受益匪浅。

我们还想感谢 Addison Wesley 公司为本书第11版付出了辛苦劳动的所有人——Donna Battisa, Allison Stendari, Meredith Gertz, Heather Mo, 以及 Argosy 出版公司的 Richard Harrington 和 Kevin Sullivan 所率领的超强团队。

最后,我们愿意将该书献给我们的父母——已故的 Wilford 和 Sylvia Fiteman、已故的 Harold 和 Norma Stonehill, 以及 Bennie Ruth Moffett 和已故的 Hoy K. Moffett, 是他们给了我们作为学者和作者的动力。我们还要感谢我们的妻子 Keng-Fong、Kari 和 Megan, 感谢她们在我们准备该书的数年中所付出的耐心。

戴维·K. 艾特曼

阿瑟·I. 斯通希尔

迈克尔·H. 莫菲特

目 录

第一篇 国际金融环境

第1章 比较公司治理与财务目标 3

- 1.1 全球金融管理有何不同 3
- 1.2 所有权和管理权的分离 4
- 1.3 管理的目标是什么 4
- 1.4 公司治理 10
- 1.5 货币术语注释 20

小案例 安然的公司治理失灵 22

第2章 国际货币体系 34

- 2.1 国际货币体系简史 34
- 2.2 当代货币制度 42
- 2.3 新兴市场与制度选择 44
- 2.4 欧洲货币的诞生:欧元 47
- 2.5 汇率制度:何去何从 52

小案例 欧洲美元的形成 53

小案例 人民币升值 57

第3章 国际收支 66

- 3.1 典型的国际收支交易 66
- 3.2 国际收支平衡表会计的基本原理 67
- 3.3 国际收支平衡表账户 69
- 3.4 资本和金融账户 71
- 3.5 国际收支平衡表总览 75
- 3.6 国际收支与主要宏观经济变量的相互作用 78
- 3.7 贸易差额与汇率 81

3.8 资本流动 84

小案例 土耳其危机(A):国际收支恶化 87

第二篇 外汇理论

第4章 国际平价条件 99

- 4.1 价格与汇率 99
- 4.2 利率与汇率 107
- 4.3 作为对未来即期汇率无偏预测的远期汇率 115
- 4.4 均衡状态下的价格、利率与汇率 117

小案例 保时捷911卡雷拉4S敞篷车的引入 118

小案例 土耳其危机(B):非抛补利息套利 119

附录 国际平价条件的代数基础 130

第5章 汇率决定与预测 133

- 5.1 汇率决定示意图 133
- 5.2 汇率决定:理论线索 134
- 5.3 预测的资产市场方法 137
- 5.4 非均衡:新兴市场的汇率 139
- 5.5 案例解析:亚洲危机 140
- 5.6 案例解析:1998年俄罗斯危机 143
- 5.7 案例解析:2002年阿根廷危机 146
- 5.8 实践中的预测 151

小案例 摩根大通预测的精确性 157

第三篇 外汇市场和衍生品

第6章 外汇市场 169

- 6.1 外汇市场的地理范围 169
- 6.2 外汇市场的功能 170
- 6.3 市场的参与者 171
- 6.4 银行间市场的交易 175
- 6.5 市场的规模 176
- 6.6 汇率与报价 178

小案例 委内瑞拉博利瓦黑市 187

第7章 外汇衍生品 198

- 7.1 金融衍生品 198
- 7.2 衍生品的好处 198
- 7.3 外汇期货 199
- 7.4 外汇期权 202
- 7.5 外汇投机 205
- 7.6 期权的定价和估值 213
- 7.7 货币期权价格的敏感度 216
- 7.8 实践中的审慎原则 224

小案例 魔鬼交易员尼克·里森 225

附录 外汇期权定价理论 235

第四篇 外汇风险

第8章 交易风险 241

- 8.1 外汇风险的类型 241
- 8.2 为何要对冲风险 243
- 8.3 衡量交易风险 245
- 8.4 Dayton 制造公司的交易风险 247
- 8.5 策略选择和结果 255
- 8.6 风险管理实践 258

小案例 西安杨森制药有限公司(中国)和欧元 260

小案例 汉莎航空集团购买波音 737 264

附录 复杂期权 275

第9章 经营风险 284

- 9.1 经营风险的特性 284
- 9.2 经营风险影响的度量 286

9.3 经营风险案例分析:

Carlton 公司 288

9.4 经营风险的战略管理 293

9.5 经营风险的积极管理 295

小案例 保时捷的风险 303

小案例 丰田的欧洲经营风险 307

第10章 折算风险 315

10.1 折算的概述 315

10.2 折算实例: Carlton 德国子公司 322

10.3 折算风险管理 327

10.4 绩效评估 332

小案例 LaJolla 的工程服务 336

附录 A 外汇会计基础 343

附录 B 2004 年风险管理调查 345

第五篇 公司的全球化融资

第11章 国际资本成本及资本可得性 351

11.1 加权平均资本成本 352

11.2 对国外证券的需求: 国际证券投资者的作用 358

11.3 案例分析: Novo 公司 363

11.4 跨国公司与国内公司资本成本的比较 370

11.5 揭开谜底: 跨国公司的加权平均资本成本真的比国内公司的要低吗 372

小案例 巴西的 Petrobrás 公司和资本成本 374

第12章 全球股权融资 387

12.1 全球性股权融资策略的设计 387

12.2 国外股权上市及发行 391

12.3 交叉上市和股权发行对股价的影响 394

12.4 在国外交叉上市和出售股权的障碍 396

12.5 在全球市场上募集股权的替代工具 397

小案例 Deutsche 银行全球注册股票 401

第13章 财务结构和国际债务 408

- 13.1 最优财务结构 408
- 13.2 最优财务结构和跨国公司 409
- 13.3 外国子公司的财务结构 412
- 13.4 国际债务市场 416
- 13.5 项目融资 424

小案例 Tirstrup BioMechanics(丹麦):
筹借美元债务 425

小案例 Tenaga Nasional Berhad(TNB)
的外币债务 427

第14章 利率互换与货币互换 436

- 14.1 利率风险的定义 436
- 14.2 利率风险管理 437
- 14.3 Carlton公司:换成固定利率 447
- 14.4 Carlton公司:美元浮动利率
贷款与瑞士法郎固定利率
贷款的互换 450
- 14.5 交易对手风险 452
- 14.6 案例解析:三方背对背跨
币种互换 453

小案例 麦当劳公司的英镑敞口 454

附录 利率风险管理高级专题 459

第15章 国际组合理论与分散化 470

- 15.1 国际分散化和风险 470
- 15.2 国内投资组合的国际化 474
- 15.3 国家市场和资产表现 478

小案例 策略性货币对冲 483

第六篇 对外投资决策

第16章 对外直接投资的理论与策略 493

- 16.1 比较优势理论 493
- 16.2 市场不完善:跨国公司存在的
合理性 498
- 16.3 保持和转移竞争优势 499
- 16.4 OLI范式与国际化 502
- 16.5 决定在何处投资 504

- 16.6 如何对外投资:
对外投资的模式 506

小案例 Benecol的全球授权
经营协议 510

第17章 政治风险的度量与管理 516

- 17.1 定义政治风险 516
- 17.2 评估政治风险 517
- 17.3 公司特有风险 519
- 17.4 国家特有风险:资金转移风险 523
- 17.5 国家特有风险:文化制度风险 526
- 17.6 全球特有风险 531

小案例 全球化和星巴克咖啡 536

第18章 跨国资本预算 544

- 18.1 跨国投资项目资本预算的
复杂性 544
- 18.2 估值:项目的角度 vs
母公司的角度 545
- 18.3 案例解析:墨西哥水泥公司
进入印度尼西亚 547
- 18.4 实物期权分析 559

小案例 Carlton公司进入中国市场
——实物期权分析的应用 560

附录 对外投资中的风险调整 569

第19章 跨国并购与估值 575

- 19.1 跨国并购 575
- 19.2 跨国并购的驱动力 577
- 19.3 跨国收购的过程 578
- 19.4 公司治理和股东权利 583
- 19.5 案例解析:对中国青岛啤酒有限公司
可能的部分收购 585

小案例 (中国)哈尔滨啤酒集团的
竞标大战 592

第七篇 跨国经营管理

第20章 国际贸易融资 603

- 20.1 贸易关系 603

国际金融环境

第1章 比较公司治理与财务目标

第2章 国际货币体系

第3章 国际收支

第一篇主要介绍跨国公司(MNE)所赖以生存的国际金融环境。

其中第1章描述了国际金融管理的不同之处。给定所有权和管理权的分离,管理的目标是什么?我们分别阐述了股东财富最大化模型和利益相关者资本主义模型。我们仍然需要确定营业目标。本章的主题是公司治理的作用,其内容将包括公司治理的目标与结构、公司治理的比较、家族所有制、公司治理的失灵及其改革。

第2章以介绍国际货币体系从古典的金本位到当今时代货币的简要历史为开端。这一历史包括欧洲货币市场的发展及该市场上重要的基准利率——伦敦银行间拆放利率(LIBOR)。接下来,我们描述了当代各种不同的货币制度——固定汇率制和浮动汇率制,以及理想货币的特征和属性。然后,我们分析了新兴市场和制度选择,包括货币局和美元化问题。然后介绍了欧元的诞生和通往货币一体化之路,包括欧盟在2004年5月1日的扩张。最后一小节从固定规则与相机抉择、合作与独立的角度分析了不同汇率制度间存在的权衡关系。

第3章的主题是国际收支。我们详细分析了每一个账户以及最重要的汇总账户(summary accounts)。我们解释了国际收支总是维持“平衡”状态的原因。本章接下来提供了美国1993—2004年详细的国际收支账户情况。最后,通过对国际收支如何与GDP、汇率、利率和通货膨胀率等关键宏观经济变量进行互动的分析来结束全章。

第1章 比较公司治理与财务目标

本书是关于国际金融管理的教科书,其重点在于研究跨国公司的活动。跨国公司(multinational enterprise, MNE)是指在国外设有营业性子公司、分公司或附属机构的企业。它还包括从事诸如咨询、会计、基建、法律、广告、娱乐、银行、电信和酒店等服务业的公司。

跨国公司的总部遍及全世界。其中许多公司都是由国内股东和国外股东共同所有。有些公司的所有权是高度国际分散的,以致它们被称为“跨国公司”(transnational corporations)*。跨国公司通常是从全球的视角而不是某一个国家的视角来进行管理的。

尽管跨国公司金融(multinational business finance, MBF)强调的是跨国公司,纯粹的国内公司也常常有可观的国际业务。这些业务包括产品、原材料和服务的进出口。国内公司也可以注册国外公司来运作它们的国外业务。它们在其国内市场上面临来自国外的竞争,也可能通过与客户和供应商之间的往来关系而面临间接的国际风险。因此,国内企业管理者也需要理解国际金融风险,特别是那些与汇率有关国际金融风险,以及与贸易支付有关的信用风险。

1.1 全球金融管理有何不同

图表 1.1 详细描述了国际金融管理与国内金融管理的主要区别。这些区别包括制度、外汇和政治风险,以及对金融理论和金融工具所作的必要修正。

国际金融管理需要对文化、历史和制度上的差异以及它们对公司治理的潜在影响具有一个透彻的理解。尽管国内公司和跨国公司都面临着外汇风险,跨国公司仍要面对一些国内业务经营中通常并不存在的风险,如政治风险。

* 此处作者区别了 MNE 和 transnational corporations。严格地说,MNE 是指多国公司,即在多个国家有分支机构和业务的企业,而 transnational corporations 是指因所有权为不同国家居民所分散持有而称的“跨国公司”。但在中文习惯中,我们并不作这种区分,而统称为“跨国公司”或“跨国企业”。——译者注

图表 1.1

国际金融管理有何不同

概 念	国际金融管理	国内金融管理
文化、历史和制度	在每个其他国家都是独具特色的,且并不总被跨国公司管理层所理解	每个国家都有一个公认的基准
公司治理	外国的监管和制度惯例总是独一无二的	监管和制度被充分理解
外汇风险	跨国公司因为它们的子公司、进出口和外国竞争对手而面临的外汇风险	因进出口、国外竞争(没有外国子公司)而引致的外汇风险
政治风险	跨国公司因其外国子公司和高知名度而面临的 政治风险	政治风险可忽略
国内金融理论的修正	因为国际的复杂性,跨国公司必须对资本预算和资本成本等金融理论作出修正	传统金融理论可以适用
国内金融工具的修正	跨国公司运用期权、期货、互换和信用证等被修正了的金融工具	因为较低的外汇和政治风险,较少运用金融工具和衍生品

跨国公司还面临一些其他任务,这些任务可以被归入对国内金融理论的延伸。例如,必须对资本成本、债务与股权融资、资本预算、营运资金管理、税收和信用分析等国内适用的常规分析方法进行修正,以适应国际市场的高度复杂性。此外,国内金融管理中使用的金融工具也需要进行修正,以满足国际金融管理的要求。这方面的例子有外汇期权和期货、利率和货币互换、信用证等。

本章的其余部分考察了文化、历史、法律、政治和制度方面的差异如何影响一个公司财务目标的选择和公司治理。

1.2 所有权和管理权的分离

美国和英国股票市场是以股权的高度分散为特征的。管理层仅持有其公司一个很小比例的股票。与之相对,在世界的其他地方,所有权往往以存在控制性股东为特征。典型的控制性股东包括:

- (1) 政府(如私有化的公用事业);
- (2) 机构(如德国的银行);
- (3) 家族(在法国和亚洲很普遍);
- (4) 财团(如日本的财团和韩国的财阀)。

通过双重投票权、董事会联结、董事会轮选制、收购保护和其他在英美市场上不甚采用的技术,股票所有者的控制权得到了强化。

1.3 管理的目标是什么

金融学入门课程的教学往往是在将股东财富最大化作为管理目标的框架下进行

的。这一看法不仅在英美国家的金融课程中占据主导地位,而且从某种程度来说,在其他地区的基础金融课程中也是如此。人们可以观察到同样的教科书(或者是其译本)在全世界使用。即使是一些本土的作者撰写本国使用的基础金融教科书时,也往往采用英美市场上使用的同样的理论模型。

尽管在英美市场上,最大化股东财富的目标很可能在理论和实践层面都是具有现实意义的,但在其他地方不见得总是如此。在英美市场和世界其他地区的市场上,公司和投资者的哲学方面存在着一些根本的区别。因此,我们必须认识到,在基础金融课程中教授的所谓的“普遍真理”事实上可能是“文化决定的规范”。

1.3.1 股东财富最大化模式

英美市场上有一个基本的哲学,即公司的目标应该服从**股东财富最大化**(shareholder wealth maximization, SWM)模式。更具体地说,公司应该坚持在给定风险水平的条件下,使股东的收益最大化,其收益通过资本利得和股利之和来进行度量。换句话说,对于给定的收益水平,公司应该最小化股东的风险。

SWM 模型假设股票市场是有效的,并将其视为一条普遍真理。这种描述意味着股票价格永远是正确的,因为它包含了投资者认识到的收益和风险的所有预期因素。股票价格会立即将新的信息反映进来。如此一来,股票价格就被当做宏观经济中最佳的资本配置器了。

SWM 模型还将它对风险的定义当做一个普遍真理。风险被定义为该公司的股票给一个分散化投资组合所增加的风险。公司总的营业风险可以被投资者的投资组合分散化消除掉。因此,这种**非系统风险**(unsystematic risk),即个体证券的风险,不应该被作为管理层的一个主要关注点,除非它增加了破产的可能性。**系统风险**(systematic risk),即一般性的市场风险,是不能被消除的。这一概念是通过将股票价格看做是股票市场的函数来反映风险的。

代理理论。代理理论研究股东如何激励管理层来接受 SWM 模型的理念。^① 例如,股票期权的有效使用应该可以鼓励管理层站在股东的立场上考虑问题。这些激励是否取得了成功,仍需要讨论。但是,如果管理层与为股东收益最大化工作的 SWM 目标偏离太远的话,董事会将会换掉他们。在董事会过于弱势而无法采取这种行动的情况下,股权交易市场可以通过接管来实现这一点。通过大多数英美市场中存在的一股一票的投票规则,这种约束机制发挥作用成为可能。

长期与短期价值最大化。在 20 世纪 90 年代,美国和其他国家,特别是美国经济的繁荣与股票价格的上升暴露了 SWM 模型的一个缺陷。几个大的美国公司不是在寻求长期价值最大化,而是短期价值最大化(如关于是否要满足市场每季度赢利预期的持续争论)。这种策略部分地导源于过分慷慨地使用股票期权来激励高级管理层。为了

^① Michael Jensen and W. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, No. 3, 1976, and Michael C. Jensen, "Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers", *American Economic Review*, 76, 1986, pp. 323—329.