

企 业 金 融 管 理 学

〔美〕欧根·布里汉 著

王大鸿 王武平 吕学锋 等译

王大鸿 校

中 国 金 融 出 版 社

中 译 本 序

欧根·布里汉 (Eugene F. Brugham) 教授所著《企业金融管理学》翻译成中文出版, 是切合当前深化企业体制改革, 转变企业经济机制的需要, 对于企业经营管理人员和银行工作者将提供最新的讯息和知识。

这本书提供了商品经济体制下企业财务、经营、资金管理等方面的知识, 包括企业的财务报表、税收、金融市场、利率、现金、债券、股票、风险、收益率、财务报告、长期金融决策、长期债务、资本成本、资本结构、红利政策、流动资金、短期信贷、应收帐户、库存、跨国公司、控股公司等等内容。在经济体制改革进行了十年的中国, 这些知识日益成为迫切的需要。由于短期资金市场和长期债券市场的出现, 企业家需要了解金融市场、股票、债券等方面知识。由于企业要自主经营, 不了解利率、现金、税收、财务报告、流动资金、短期信贷、应收帐户、库存等方面的知识, 就难以适应市场的变化; 由于投资体制改革, 企业成为投资主体, 不了解战略性长期金融决策、股票发行、资本成本、资本结构、红利政策等知识, 就会缺乏竞争能力。

当前我国正在进行投资体制改革, 在广义上说, 是要改革高度中央集权的、以国家为投资唯一主体的投资体制, 而为以企业成为扩大再生产投资主体, 地方为公用事业、基础设施的主体, 中央只管跨省市的公用事业和基础设施。就其狭义方面来说, 是将积累集中中央, 财政统收统支、无偿投资的大锅饭体制, 改为积累分别留在农民、企业、地方和中央, 运用经济手段集中社会资金, 讲求投资效果的体制。在这种情况下, 我们原来熟悉的基建拨款等作法, 就显得很不够了。我们有必要从西方市场经济国家引进投资知识、制度和作法, 结合我国实践, 创造中国自己的社会主义的投资体制。这本书的出版, 适当其时, 我相信我们的建设银行、工商银行、农业银行、中国银行、投资银行、信托投资公司以及广大企业单位的同志将会利用这本书吸收外国的有用的知识, 作为自己工作中的参考。

杨培新 1988年11月

译者前言

《企业金融管理学》是美国基登公司(The Dryden Press)出版的金融管理丛书之一,作者是美国著名的金融管理专家,佛罗里达大学欧根·布里汉教授。除本书外,在这套丛书中,布里汉教授还著有《企业金融管理的理论与实践》、《中级金融管理》、《金融管理引论》、《金融管理软件Lotus 1-2-3》、《金融管理案例》、《金融管理要义》等多本专著。这本《企业金融管理学》经全美120多位教授的联合审定,被广泛采用作为大学企业金融管理的基础教材。该书已先后被译成日、法、意大利、葡萄牙、印度尼西亚、土耳其、西班牙等七国文字,成为一本享有国际声誉的教科书。基登公司出版的与此书配套的辅助教材包括《教师指导书》、《学生指导书》、《题库》等共10种。

这本书主要介绍在市场经济条件下,股份公司的融资和投资战略。在我国,建立和完善市场机制、全面推行股份制已成为经济体制改革的既定目标。在市场环境中营运的股份制企业,与金融机构和金融市场的关系极为密切,追求股票市价极大化成为现代股份公司最主要的经营目标。公司的经营活动不但需要通过商品市场而且还要通过证券市场才能得到充分的支撑和反映。《企业金融管理学》正是站在企业经营活动与金融市场的结合点,围绕着提高企业股票市价这一中心线索,将严密的理论框架和翔实的实例分析相结合,深入而细致地论述了西方股份制企业融资和投资的实用理论和技术,为我国方兴未艾的股份化尝试提供了大洋彼岸有益的借鉴。

本书中文版的翻译工作在国家计委技术经济研究所王大鸿主持下,由十二位同志协力完成,具体分工如下:王大鸿(第一、二、十八章)、吕学锋(第三、六、十二章)、胡玉菲(第四、廿一章)、韩晶(第五、十八章)、王武平(第七、八、十二章)、樊炳清(第九、十章)、唐若锋(第十一章)、王松(第十二、十三、十四章)、常强(第十五、十六章)、单克强(第十七章)、李春荣(第十九章)、乔史群(第廿章)。

初译稿完成后,由王大鸿同志负责对全书作了校译和总纂。王武平、吕学锋、王松协助做了部分校译工作。

著名经济学家、国务院发展中心常务干事杨培新研究员在百忙中为本书作序,译者在此深表感谢。

本书的翻译工作曾得到译者的老师,华中理工大学管理学院院长蔡希贤教授和管理工程系副主任陈荣秋副教授的热情鼓励和支持。本书责任编辑由中国人民建设银行投资研究所史品高同志担任,中国人民银行金融研究所刘信同志仔细审读了全书,提出了很多宝贵意见,译者谨在此一并致谢。

由于译者水平所限,加之成书比较仓促,本书在翻译及印刷方面一定存在不少错漏之处,恳请广大读者来信给我们指出,以便再版或重印时更正。来信请寄:国家计委技术经济研究所王大鸿收。

译者

1988年10月

目 录

第一编 企业金融管理的基本概念

第一章 企业金融管理概述

第一节 企业金融管理日趋重要	(2)
第二节 金融管理部门在企业组织中的地位	(3)
第三节 企业目标	(3)
第四节 代理问题	(6)
第五节 使股东财富极大化的管理措施	(9)
第六节 经济环境	(11)
第七节 本书的结构	(11)

第二章 企业组织形式、财务报表与税收

第一节 企业的各种组织形式	(13)
第二节 有价证券与财务报表	(14)
第三节 联邦所得税制度	(16)
第四节 折旧	(21)

第三章 金融市场、金融机构与利率

第一节 金融市场	(25)
第二节 金融机构	(26)
第三节 股票市场	(28)
第四节 资本的成本	(30)
第五节 利息率水平	(31)
第六节 市场利率的确定	(33)
第七节 利率的期限曲线	(35)
第八节 影响利率水平的其它因素	(38)
第九节 利率水平和股票价格	(39)
第十节 利率和企业决策	(39)

第四章 折现现金流分析

第一节 未来值	(41)
第二节 现值	(43)
第三节 未来值和现值的关系	(45)
第四节 年金的未来值(等额支付序列未来值)	(46)
第五节 年金的现值(等额支付偿债基金)	(47)

第六节	永续年金	(49)
第七节	非等额支付序列的现值	(50)
第八节	确定利息率	(51)
第九节	半年复利期和其它复利期	(52)
第十节	分期偿还贷款	(53)
附录4A:	连续复利和连续折现	(55)

第五章 债券、股票定价模型

第一节	债券定价问题	(57)
第二节	普通股票定价问题	(66)

第六章 风险与收益率

第一节	风险的定义和度量	(78)
第二节	期望收益率	(79)
第三节	证券组合的风险与资本资产定价模型	(83)
第四节	风险与收益率之间的关系	(92)
第五节	证券市场的均衡	(96)
第六节	实物资产风险与证券风险	(99)
第七节	告诫之词	(100)
附录6A:	β 系数的计算方法	(100)

第二编 财务报告和财务预测

第七章 财务报告的分析

第一节	财务报表和财务报告	(103)
第二节	财务报表分析	(114)
第三节	比率分析	(114)
第四节	可比比率	(124)
第五节	比率分析的运用	(125)
第六节	比例分析的局限性	(125)
附录7A:	折旧方法对税金、净收益和现金流的影响	(126)

第八章 财务预测

第一节	销售预测	(129)
第二节	财务需求的预测: 销售百分率法	(130)
第三节	资产负债表比率变化时财务需求的预测	(136)
第四节	财务计划的计算机模型	(139)
附录8A:	计算机与财务预测	(139)

第三编 战略性长期投资决策：资本预算

第九章 资本预算的基本理论

第一节	项目计划与分类	(143)
第二节	资本预算与证券评估的相似之处	(144)
第三节	资本预算决策规则	(145)
第四节	对决策规则的评价	(151)
第五节	净现值法与内部收益率法的比较	(151)
第六节	事后审计	(153)
第七节	资本预算中的其它问题	(154)

第十章 现金流量估计、风险及资本预算的其它问题

第一节	现金流量的估计	(155)
第二节	相关现金流的识别	(156)
第三节	净流动资金变化	(158)
第四节	资本预算项目评价	(158)
第五节	风险分析	(163)
第六节	公司总风险与 β 风险	(164)
第七节	测量公司总风险的技术	(165)
第八节	β 风险	(170)
第九节	测量 β 风险的方法	(172)
第十节	企业内部的证券组合效应	(172)
第十一节	有关项目风险问题的小结	(173)
第十二节	部门的资本成本	(174)
第十三节	资本限额	(174)

第四编 筹资的长期战略决策

第十一章 普通股票和投资银行业务过程

第一节	资产负债表的科目及其意义	(176)
第二节	普通股股东的合法权力及特权	(177)
第三节	普通股票的类型	(178)
第四节	作为资金来源的普通股票的估值问题	(179)
第五节	普通股票市场	(180)
第六节	投资银行的业务过程	(184)
第七节	国际商用机器公司的初次债务出售	(189)
第八节	发展趋势	(190)

第十二章 长期债务

第一节	传统的债务证券	(191)
第二节	特定债务合同的特征	(193)
第三节	最近的创新	(195)
第四节	债券等级	(198)
第五节	使用不同类型证券的基本原理	(202)
第六节	影响长期筹资决策的因素	(202)

第十三章 混合筹资：优先股、租赁和选择权证券

第一节	优先股	(206)
第二节	租赁	(209)
第三节	选择权	(215)
第四节	认股权证	(218)
第五节	可转换证券	(220)
第六节	存在认股权证或可转换证券时如何报告收益	(223)

第十四章 资本成本

第一节	为什么要引入资本加权平均成本的概念	(224)
第二节	基本定义	(224)
第三节	债务成本 K_d	(225)
第四节	优先股成本 K_p	(226)
第五节	保留收益成本 K^s	(226)
第六节	新发行普通股或外部股本资本的成本 K_e	(228)
第七节	资本的加权平均或组合成本 $WACC=K_a$	(229)
第八节	边际资本成本	(230)
第九节	边际资本成本曲线和投资机会曲线的组合	(235)

第十五章 资本结构和杠杆作用

第一节	商业风险和财务风险	(239)
第二节	确定最优资本结构	(244)
第三节	杠杆程度	(250)
第四节	流动性与现金流分析	(253)
第五节	资本结构理论	(254)
第六节	资本结构与兼并	(255)
第七节	资本结构决策的检验项目	(256)
第八节	企业间在资本结构方面的差异	(257)

第十六章 红利政策

第一节	红利政策理论	(259)
-----	--------	-------

第二节	对红利理论的检验	(261)
第三节	有关红利政策的其它问题	(262)
第四节	实践中的红利政策	(263)
第五节	影响红利政策的因素总结	(269)
第六节	股票红利和股票分割	(270)
第七节	制定红利政策: 几个案例	(273)
附录16A:	股票回购	(274)
附录17:	有担保的短期信贷资金	(277)

第五编 流动资本管理

第十七章 流动资金政策与短期信贷

第一节	有关流动资金的一些专业术语	(281)
第二节	外部流动资金的需求	(282)
第三节	流动资金现金流量循环	(283)
第四节	流动资产投资和筹资策略	(284)
第五节	短期信用的优缺点	(287)
第六节	应计工资和应计税金	(288)
第七节	应付帐款	(288)
第八节	短期银行贷款	(291)
第九节	商业票据	(295)
第十节	证券在短期资金筹措中的运用	(296)

第十八章 现金与有价证券

第一节	现金管理	(297)
第二节	现金预算	(298)
第三节	提高现金管理的效率	(301)
第四节	银行关系	(303)
第五节	现金管理中成本与利润的匹配	(304)
第六节	畅销有价证券	(304)
第七节	平衡现金与有价证券的鲍莫尔模型	(308)

第十九章 应收款管理和库存管理

第一节	应收款管理	(312)
第二节	信用政策	(314)
第三节	分析信用政策变量的变化	(319)
第四节	库存管理	(320)

第五节 最优订货批量	(324)
------------------	---------

第六编 金融管理中的特殊专题

第二十章 国际金融

第一节 跨国公司	(330)
第二节 跨国金融与传统金融管理	(330)
第三节 汇率及国际金融体系	(331)
第四节 外汇兑换市场的交易	(335)
第五节 通货膨胀、利率及汇率	(337)
第六节 国际短期资金与长期资金市场	(337)
第七节 跨国公司的金融管理	(338)
第八节 分析对外投资的程序	(340)

第二十一章 兼并、转让和控股公司

第一节 兼并的合理性	(343)
第二节 兼并的类型	(345)
第三节 兼并活动的水平	(345)
第四节 兼并的程序	(348)
第五节 兼并分析	(349)
第六节 估计被兼并公司的价值	(350)
第七节 投资银行家的作用	(351)
第八节 合资经营	(352)
第九节 转让	(353)
第十节 控股公司	(355)

第一编 企业金融管理的基本概念

对企业金融决策的分析归结于对影响企业股票价值的各种因素的分析。这就需要掌握有关各种备选决策对于企业股票价格影响的知识。因而，在第一编中我们提出了一种基本的股票估价模型，这一模型的使用将贯穿于全书。

第一章提供了企业金融管理的基本轮廓。第二章考察了各种不同类型的企业，着眼于这些企业所发行的有价证券以及企业及其所有者的纳税方式。第三章描述了资本是如何配置的，以及为了方便资金从存款人流向借款人而设立的各种金融组织，这一章还介绍了利率是如何决定的。第四章包括了折现现金流分析。第五章则将上述方法进一步发展并运用于股票和债券的定价。最后，第六章讨论了风险的概念，测量风险的方法以及风险对股票价格和收益率的影响。

第一章 企业金融管理概述

引言：

金融由以下三个互相关联的领域组成：（1）短期资金市场与长期资金市场，或称之为宏观金融。它研究很多宏观经济学中讨论的问题。（2）投资，着重研究个人和金融机构在作投资组合决策时如何选择适当的证券。（3）金融管理，或“企业金融管理”，它涉及企业内部的决策。这三个领域相互牵联，相互作用。作为一个公司的财务经理必须既了解短期与长期资金市场又知道个人与金融机构是如何评价一个企业所发行的各种证券的。

这些年来，企业金融管理的内容发生了很大变化。20世纪初，当企业金融管理第一次作为一个独立的研究领域出现的时候，其重点放在对诸如兼并、联合，新企业组建及公司所发行的各种有价证券所涉及的法律问题的研究。随着工业化浪潮席卷全国，象美国钢铁公司及雷诺兹烟草公司这样的企业所面临的关键问题变为如何获得扩大产业所必需的资金。当时，将个人储蓄资金转移给资金短缺企业的长期资金市场还处于初级的阶段。会计报告中所反映的盈利与资产价值的数字很不可靠，同时，由于内部管理人员与投机商所进行的投机性股票交易使股票市场价格大起大落。因而，投资者不愿大量购买股票和债券。在这种环境条件下，20世纪初的金融管理着重研究与证券发行有关的法律问题。

直到本世纪20年代，有价证券一直是金融管理的重点。然而，30年代的大危机使破产、倒闭的企业数目空前增多，金融管理的重点迅速转移到破产与重组，公司清偿能力以及政府对证券市场的管理上来。虽然当时金融管理依然是叙述性的法律条文，但其重点已由求扩张转向保生存。

40年代到50年代,金融管理继续被当作一种叙述性的制度和条款来讲授,它从企业外部而不是内部经营者角度看问题。然而,正是这一时期,帮助企业实现利润和股票价格极大化的金融管理技术引起了人们的注意。

50年代后期,金融管理这门学科迅速向精确分析演化。其重点亦从资产负债表右边(负债和股本)转向资产分析。计算机开始用于财务分析,用于库存、现金、应收帐款和固定资产管理的各种模型也应运而生。随着企业内部金融管理决策成为公司财务的关键,金融管理的重点不断从外部转向内部。虽然人们仍然在研究有关长期资金市场和金融工具的描述性和条例性的材料,但这类研究是放在企业金融管理决策这样一个大题目之下进行的。

60年代和70年代,人们重新对资产负债表中的负债和股本发生兴趣,并将重点放在:(1) 有价证券的最优组合;(2) 个体投资者作出投资决策的方法,或称为证券组合理论,以及它对企业金融管理的影响。企业金融管理的知识可以帮助高层管理人员正确作出决策,以使公司价值和股东财富都达到极大,因而,企业金融管理决策的效果就取决于投资者对这一决策作出的反应。在60年代和70年代人们认识到了这一点,从而最终导致了投资与企业金融管理的结合。

80年代至今,有三个方面的问题受到广泛重视:(1) 通货膨胀与利率;(2) 金融机构的复杂化以及所伴随的从专业化转向广泛的一股性金融业务的倾向;(3) 在金融管理决策分析中大量使用计算机。无论是金融管理理论还是实际的金融管理决策都需要考虑通货膨胀因素。通货膨胀甚至导致了新的金融机构的创立——例如:短期资金基金会和利率期货市场。老的金融机构被迫作出重大的结构调整。结果,使银行和储蓄贷款协会,保险公司与经纪商行之间越来越难以区分了。例如,美洲银行拥有自己的股票经纪商行;麦里尔·林奇提供支票帐户服务;西尔斯·罗巴克是美国最大的金融机构之一,拥有诸如奥尔斯台特保险公司和柯德威尔银行等企业。与此同时,计算机硬件和通讯领域中的技术发展以及大型软件包的出现,使得本来很困难的数量分析变得非常容易。这一切给管理人员的管理方法带来了实质性的变化。数据存贮、传输和回收技术使得金融管理人员能经常得到各种可行方案可能结果的精确估计,从而减少了管理中的“主观判断”因素。

第一节 企业金融管理日趋重要

上述的演化和变革大大提高了企业金融管理的重要性。早期的市场部门负责预测销售量,工程和生产部门根据市场部门的预测确定生产所需的资金,而企业金融管理部门的工作仅仅是筹集资金购买所需的厂房、设备和库存品。这种工作程序现已不再流行。现在的决策过程是相互关联的过程,企业金融管理人员直接负责整个过程的控制。

我们以印第安那公用事业公司为例来说明这一变化。几年以前,该公司的经济预测人员总是根据历史资料预测出下一年的动力需求,然后将这些预测资料交给工程师,由他们负责建立新的工厂来满足这一预测的需求。企业金融管理部门只管根据工程师提出的预算筹集所需的资金。然而,通货膨胀和环境保护费用等一系列因素的综合作用往往使建设费用提高2~3倍,这又引出了新的资金需求。同时,油价上升引起电力价格猛涨,这又反过来减少了对电力的需求,从而使得新工厂的建设成为多余。于是该公司发现一方面自己正在建设一个

并不真正需要的核电站，另一方面又无法筹集到完成这一核电站所需的建设资金。到头来，25亿美元的投资只得注销，公司股票价格从70年代后期的每股35美元跌到1985年每股6.88美元。由于这一惨痛经历，该公司现在把很大一部分力量投入到计划和控制过程，从而大大提高了财务人员的地位。

《幸福》杂志描述了当前企业发展的方向以及金融管理在企业中日益重要的地位。仅仅几年以前，企业的高级经理人员中只有25%的人有工商管理学历，而现在有一半高级经理人员在大学念的是工商管理。

在各类企业的较低层管理人员中，甚至在非盈利性的政府组织内也存在着同样的趋势。因而市场部门、会计部门、生产部门、人事部门和其它部门的人员都有必要了解一些金融管理知识，以便更好地完成他们各自的本职工作，这一点已变得日益重要。

例如，市场人员必须懂得市场决策如何影响资金供给、库存水平和多余生产能力等，反过来还要知道这些因素又是如何影响市场决策的。再以会计人员为例，他们必须懂得公司在作计划时是如何运用会计数据的，投资者是如何看待这些数据的；会计的功能就是提供定量的财务信息来支持经济决策，而金融管理的主要功能就是计划、筹措和使用资金，以便使企业的效率和价值都达到极大。

因此，在几乎所有的企业决策中，都包括有金融管理的潜在影响，那些非金融管理部门的经理人员必须掌握足够的金融管理知识，这样，才能在他们各自的专业领域内充分考虑到金融管理因素所产生的影响。这一观点我们将在下一节中加以详述。

第二节 金融管理部门在企业组织中的地位

企业的组织结构是各不相同的，图1—1反映了金融管理部门在企业组织中的地位，它表示的是一种典型的情况。财务处长——他有公司负责财务管理的副总裁头衔——向总裁报告其日常工作。其主要下属人员是财务主任和会计主任。财务主任直接负责管理企业的现金和有价证券，负责计划财务结构，负责通过发行股票和债券筹集资金，并负责监督管理企业的退休基金。在财务主任手下的（在某些企业中，是在会计主任手下）是信贷部经理，库存部经理和资本预算部主任（他负责分析固定资产投资决策）。会计主任负责会计和税收部门的工作。

第三节 企业目标

决策是带有目的性的，而不是凭空作出的。在本书中有一条贯穿始终的基本假定，即管理人员的主要目标是使股东财富极大化。我们很快会看到，这一目标等价于使普通股票的价格极大化。当然，企业还有其它的目标——如：负责作出实际决策的经理人员对他们个人的满足程度、雇员的财富以及大范围的团体和社会的状况都感兴趣。但股票价格的极大化是大多数企业的最重要的目标。其原因如下：

潜在盈利能力，这不是一种正确态度？

对这些问题我们不可能给出确定的答案。然而，我们清楚地知道，处于竞争环境下的公司经理们将被迫采取与股东财富极大化相一致的行动。如果他们不这么做，他们就可能成为一次恶意兼并的牺牲品，他们也可能因为失去公司董事会的信任而丢掉饭碗。因此，尽管经理人员可能有其它的目标，我们仍然有理由认为股票价格极大化是大多数企业的主导性目标，在本章的后半部，我们将再次回到这一论题上来。

二、社会责任

值得考虑的另一问题是社会责任。企业应该严格按照股东的最佳利益来经营吗？企业是否也该对雇员、用户以及企业所在社区的福利承担部分责任呢？更广泛地看，企业该不该对整个社会的福利也承担某些责任呢？为了回答这些问题，让我们首先考虑那些利润和投资收益率接近正常水平（即所有企业的平均水平）的企业。如果这些企业试图充当社会改良主义者的角色，而同行中的其它老企业并不跟着这么做，那就意味着这些关心社会福利的企业将付出额外代价，这些企业最终会由于竞争因素而被迫停止这么做。因此，任何具有社会责任感的行动，由于会引起成本上升，使企业处于不利的竞争地位，所以真正实施起来是很困难的。

让我们再来看看具有超出正常水平的高额垄断利润并且股权集中于少数人的企业，他们是否会拿出一些资金和力量贡献于公共福利事业呢？毫无疑问，这些企业是会这样做的。因为许多成功的大公司确实参与了各种社区建设项目，雇员福利计划以及类似的项目。这些公司的所做所为是不能单纯用追求利润和财富极大化来解释的。而股权分散于公众的企业由于受到资金市场因素的制约，一般只能从事有利于企业利润和股东财富极大化的活动。假定一个持有存款的投资者，正在考虑两个可供选择的企业，其中一个企业投入大量资金用于社会福利事业，而另一个则只关心自身的利润和股票价格。大多数投资者很可能会避开那个关心社会福利的企业，使这个企业在资金市场上处于不利地位。一个公司的股东，有什么理由要比另一个公司的股东要承担更多的社会责任呢？由于这个原因，即使是那些利润丰厚的企业（除非它们的股权集中于少数人而不是分散于公众）一般也不愿参与那些只会增加本企业成本负担的社会福利事业。

是不是所有这一切意味着企业不应该承担社会责任呢？完全不是。这一切仅仅意味着大多数会使企业增加成本负担的社会福利项目至少一开始的时候应该基于强制而不是自愿的基础来分派给企业完成，以便所有企业均摊负担。如果一开始就制定出一些切合实际的条例并由政府部门强调执行，下列的社会福利计划将会是非常有效的。这些福利计划包括公正的雇佣方式、对少数民族的训练、产品的安全性、减轻污染以及反托拉斯法的建立。当然，极为重要的是，在制定这些条例的过程中，政府和企业应相互合作，精确估计并认真考虑这些条例可能带来的损失和收益。还有一条就是企业必须严格遵守条例的精神和具体细则。只有这样，条例才真正具有约束力。在本书中，我们假定经理人员在一系列社会强加给企业的约束下，努力追求股票价格极大化的目标。

三、股票价格极大化与社会福利

企业追求股票价格极大化，这对社会来说是好事还是坏事呢？一般说来，这是有益于社会的。除了企图构成垄断组织，违反安全法以及造成严重污染等违法行为（这一切均由政府负责监督）之外，对股票价格极大化的追求会同时导致社会福利的增进。首先，股票价格极

大化要求高效率低成本的生产方式,用最低的成本生产出一定数量的合格产品。第二,股票价格极大化要求不断推出消费者需要的新产品。所以,追求利润的动机带来了新技术、新产品和新的就业机会。最后股票价格极大化要求企业提供高效、礼貌的服务,充足的商品储备和方便的服务网点。因为所有这一切是提高销售量的必要条件,而大量销售是大量利润的来源。因此,企业为使股票价格极大化而采取的各种措施也直接有利于社会。这就是为什么以利润为动机的,自由竞争的经济体制比中央计划经济及其它各种经济制度更为优越的原因。在一切成功的企业经营活动中,财务经理总是起着关键的作用,而要想建立健康的高效率的经济,成功的企业是必不可少的。因此,从社会的角度很容易看出,财务是非常重要的。

第四节 代理问题

在一篇非常重要的文献中,密西尔·詹森和威廉姆·麦克林将代理关系定义为一种契约,根据这一契约的规定,一人或若干人(主人)雇用另一人(代理人),授予其一定的决策权力,使其代表雇主的利益从事某种活动。在财务管理的组织中存在着两种代理关系:(1)股东与经理之间的代理关系;(2)债券持有者(一般称为债权人)与股东之间的代理关系。我们在下面的各节中对此加以讨论。

一、股东与经理人员

詹森和麦克林认为只要经理人员没有完全掌握企业的股权,就存在着代理问题。如果一个企业由一个人所有并独自经营,我们可以推断此人一定会想尽办法来增加自己的福利,一般是增加个人财富,有时是增加闲遐时间或个人在豪华生活方面的享受。如果这个独资独营者通过出售股票放弃一部分所有权,潜在的利益冲突就会出现。例如,那个原来的独资独营者现在可能决定:(1)不再象过去那样拼死拼活增加股东财富,而是要过一种轻松一点的生活。因为,他现在不再是唯一的股东了,挣来的利润得和其他股东分享。(2)用公司的钱追求更多的个人享受,因为由此而增加的费用是由全体股东分担的。这一潜伏于主人(经营者之外的股东)与代理人(经营者)之间的利益冲突是第一种类型的代理问题。

让我们再来看看潜伏于经营者与股东之间的另一种利益冲突。我们称之为杠杆赎买。意思是经理从本公司借出一笔钱直接向本公司股东收购股票,这叫“股权收购”。当收购的股份达到一定数量后,经理个人就控制了公司的所有权。近来,很多在纽约股票交易所挂牌的企业都发生过杠杆赎买。一旦某一个经理被发现在进行股权收购,经营者与股东之间的潜在冲突就爆发了。例如,美国最大的斜纹棉布生产厂家柯恩·米尔斯公司的经理最近向外界股东提出了收购股权的报价。在购回股权以前,经理们当然希望股票价格越低越好。因而,他们四处收集外界对该公司股票的看法,以便逃避法律诉讼的麻烦。同时,也正象大多数情形下会发生的那样,柯恩·米尔斯公司经理人员的报价会受到来自其它竞争者的挑战。尽管报价有竞争性,该公司的经理们还是能以低于实际价值的价格回购公司的股票。因此,杠杆赎买的确引起了股东与经理之间的代理问题。

为了保证经理们按照不参与经营的股东的最佳利益进行经营活动,公司必须付出代理费用。它包括下面几项:(1)监督经营管理活动的费用;(2)调整组织机构,提高经营效率的费用;(3)如果经营者同时又是所有者,在遇到好的投资机会时他可以当机立断,不受

任何限制地迅速做出投资决策。但如果经营者并非所有者，他的决策权力是有限的，因此很可能失去好的投资机会，这就引起了机会损失，构成代理费用的一部分。

怎样解决代理问题呢？有两种极端的做法。首先，可以用公司的股票作为给经理人员的报酬。这样代理费用就可望降低。因为经理们不再会尽力追求闲遐时间和用公款满足个人享受。这样做会增加公司成本，从而降低公司的股票价格。然而，在这样的规定下雇用经理是很困难的。另一个极端的做法是，公司股东严格监督经理们的每一项活动，但这一解决办法代价高昂，同时效率也很低。在这两个极端之间存在着一种最优解决办法。这就是使经营者的报酬与他们的经营活动挂上钩，同时对他们进行一定的监督。下面的各节中讨论了几种促使经理人员按照股东的最佳利益从事经营活动的方法。这些方法包括：（1）解雇威胁；（2）收买威胁；（3）对管理人员的激励。

解雇威胁 直到最近，很少出现大公司的经理被股东解雇的事。因此，对大公司的经理来说，并不存在真正的解雇威胁。这种现象的出现是因为大多数公司的股票都是被分散持有的，而经理们在很大程度上控制着股东代表。因此，持不同意见的股东几乎不可能联合到足够的力量来推翻现任经理。然而，现在公司股权有日益集中于大的金融机构而不是分散在个人手中的趋势。这些金融机构的经理们有很大的操纵权。如果他们想运用这一权力，则可对公司的经营活动产生相当大的影响。

为了说明这一点，让我们来看看GAF公司的案例。GAF公司是一家很大的生产建筑材料和工业用化学药品的公司，1984年的销售额是6.99亿美元，1965年其股票价格高达每股41美元。从那以后，开始不断下跌，到1980年初，每股跌到了8美元以下。在这种情况下，几家金融机构开始大量买进GAF公司的股票。他们的股权占有率从15%提高到40%。许多股票购买者都预测GAF公司的董事长杰斯·沃纳很快就要退休，公司将不是解体就是被其它公司接管。又由于1964年以来一直担任董事长的杰斯·沃纳宣布GAF公司将卖掉8个盈亏基本平衡，略有薄利的工厂（这8个厂的销售额占了总销售额的一半），这就更加证实了人们的预测。分析家们指出，这将使GAF公司得到大量现金从而成为接管对象，其股票价格必定会上升——股票价格的确涨了一倍，从1981年每股7.75美元上升到每股16.375美元。

但是沃纳先生决定继续工作下去。他续签了五年的合同并宣布公司将把出卖利润不高的工厂所得的钱用于内部投资。这一行动使GAF公司的股票价格跌回到每股9美元以下。这又促使掌握有GAF公司4.2%股权的康乃狄格州购物中心老板萨缪尔·赫曼发动了一场代理权争夺战。赫曼先生终于在1983年的公司股东年会上赢得了60%股票的代理权，从而如愿以偿地赶走了沃纳先生。

反对派之所以取得了胜利是因为得到了金融机构大股东的支持。“我们得干得超出一般水平”，一位金融家解释说，“我们的顾客都有很多金融家围着他们转，如果我们干得不出色，我们就很快会被顾客抛弃”。另一位金融界人士说：“我们简直无法容忍低水平的管理”。个人股东由于信息不灵或想偷懒，遇到经营不善的企业，一般采取卖掉手中该企业股票的办法来表达不满。而金融机构投资者则可能会积极活动，换掉不称职的经理。正是由于认识到了这一点，象赫曼这样的人才敢于与地位牢固的经理干上一场，而几年前他是不愿这么做的。

收买威胁 当一公司的股票价格由于公司经营失误而下跌时，如果该股票通过改善经营还有回升的潜力，就很可能发生恶意收买。在这种情况下，公司的经理们并不希望被收买。

因为一旦他们所供职的公司被收买，他们自己一般也会遭解雇。即使有幸留下，比起公司被收买以前，也会失掉很多自主权。因此，为了避免被收买，经理们都极力为提高本公司的股票价格而奋斗。用一位公司总裁的话来说，“如果你想保持对公司的控制，就别让你的公司的股票卖得使买者觉得很合算。”

提高公司股票价格对于股东来说当然是有利的。但经理们为防止被收买而采取的其它一些手段却未必都对股东有利。下面两种手段就很有争议：（1）服“毒药丸子”；（2）支付高额勒索。毒药丸子是指公司可能采取的旨在自我破坏，从而使公司失去对潜在收买者吸引力的行动。例如，沃特·迪斯尼公司曾决定以低价向“友好”各方大量抛售股票。斯高特公司曾宣布如果本公司经理换人，则公司将允许债主立即收回借给公司的钱。卡林顿公司决定，一旦被收买，本公司将从公司积余中拨出大笔款子，作为经理人员的退休津贴（通常称这笔钱为“金色降落伞”）。当下列事件同时发生时，就会出现高额勒索现象。（1）某潜在的收买者（公司或是个人）买进大量公司股票；（2）目标公司（面临被收买的公司）的经理们担心此潜在收买者会投标出价，购买剩余股权，从而最终控制目标公司；（3）为了阻止可能的收买，经理们主动出高于现行市场价格的勒索性价格从潜在收买者手中买回本公司股票。注意，这一高价只是针对潜在的收买者出的，而不是对所有股东。因此，称之为支付高额勒索。这里有一个很好的例子。1984年德克萨柯公司的股票市价是每股不到40美元，而该公司经理却以每股50美元的高价从贝斯兄弟公司买回1300万股本公司的股票。1985年夏，证券交易委员会和国会正在考虑制定法律保护股东，使其免遭毒药丸子和高额勒索的损害。

对管理人员的激励 企业越来越倾向于使经理们的报酬与公司经营情况挂上钩。研究显示，这可以促使经理以股票价格极大化为原则从事经营。

表现计划业已成为一种被广为接受的管理手段。50年代和60年代，大多数这类计划包括股票预购选择权。所根据的理论是，允许经理以固定价格购买公司的股票会激发经理人员努力提高股票价格。然而，这类激励在70年代失去了效力，因为股票选择权通常并不能给经理们带来很多收益。整个股票市场总体来说是相对平稳的。股票价格上升并不一定反映公司实际盈利的增长。激励计划应建立在经理人员所能控制的因素上，因为某一公司的经理人员无法控制股票行市总趋向，所以股票选择权作为一种激励手段是有缺陷的。1970年美国100家最大的公司中有60家使用股票选择权作为对经理人员的唯一的激励手段，但到了1984年这100家公司中竟没有一家继续把选择权作为唯一激励手段了。

现在，表现股份已成为主要的激励手段。所谓表现股份是指按照每股收益、资产收益率及股本收益率等指标所反映的工作成绩而奖给经理的股份。例如，哈尼威尔公司就用每股收益的增长作为主要的工作考核指标。这个公司有两个相互重叠的4年工作期，两个工作期的起始时间相隔2年。在每一工作期的开始，分配给参与这项考核计划的经理一定数量的股份，股份数量从总裁一人1万股依级别降至低级经理人员每人1千股。如果公司的每股收益实现了年平均增长率13%的目标，经理们将得到他们已有股份的100%作为附加报酬，但如果增长率低于9%，则经理们就一无所得。

注意到当股票价格由于股市总体行情不振而没有增长时，表现股份仍然是有价值的。而在相同情况下，即使经理们经营很成功，使公司收益增长很多，如果股票价格不变，股票选择权对经理来说则是毫无价值的。当然，股票价值是依赖于股票市场价格变动的，因为经理