

金融学译丛·金融学

金融学译丛·金融学

金融学译丛·金融学

金融学译丛·金融学

第1篇

金融和 金融体系

第 1 章 什么是金融

- 你已经开始为日后之需存款了，而且所有的存款在一个银行账户上。你是否应该投资共同基金呢？该选哪家基金？

- 你已经决定要一辆汽车。是购买还是租借呢？

- 在大学时代你曾做过服务员，你现在正在考虑毕业后开一家自己的餐馆。是否值得一做？需要多少钱来开业？从哪里可以得到这些资金？

- 你正在和财务主管讨论是否应将计算机生产公司的业务扩展到远程通信。如果进入这一行业，预计未来几年将耗资 30 亿美元，而此后，预计每年的利润将增加 10 亿美元。你将提出什么建议呢？

- 你是世界银行的一个工作小组的成员，此工作小组正在分析拉丁美洲的一个小国的水电工程的贷款申请。你将提出什么意见？

以上都是金融决策的例子。本书将通过探讨基本的金融原理，向你提供解决这些问题或类似问题的方法。在这一章，我们将给出金融的定义，并思考为什么金融值得学习；然后我们介绍金融世界的主要参与者——家庭和企业——以及它们所作出的金融决策的类型。

§ 1 金融的定义

金融学是研究人们在不确定的环境中如何进行资源的时间配置的学科。金融决策的成本和效益是在时间上分布的，而且决策者和任何其他人无法预先明确知道的。这是金融决策区别于其他资源配置决策的两个特点。例如，在决定是否开一家自己的餐馆时，你必须权衡成本（例如装修、购买炉子、桌子、国外饮料用的小纸伞和其他所需设备的投资）和你希望在未来几年中得到的不确定性收益（你将来的利润）。

人们利用金融系统来完成决策。金融系统被看作是市场及其他用于订立金融合约和交换资产及风险的机构的集合。金融系统包括股票、债券和其他金融工具的市场，金融中介（如银行和保险公司），金融服务公司（如金融咨询公司），以及监控管理所有这些单位的管理机构。研究金融系统是如何发展演变的，是金融学科的重要方面。

金融理论由一系列概念和定量模型组成。概念帮助人们思考如何在时间上配置资源；定量模型用于估价替代方案、制定决策和执行决策。各个层次的决策都采用同样的基本概念和定量模型，从你决定是否租车、是否开业，到大公司的财务主管决定是否进入远程通信领域，甚至到世界银行决定对哪个项目提供融资。

金融的一个基本信条是，金融系统的最终功能是满足人们的消费偏好，包括所有的生活必需品，如食物、衣服和房屋。公司和政府这类经济组织的存在，正是为了有利于实现这一最终目标。

§ 2 为什么研究金融

学习金融至少有以下五个理由：

- 管理个人的资源。
- 处理商务世界中的问题。
- 寻求令人感兴趣和回报丰厚的职业。
- 以公民的身份作出有根据的公共选择。
- 扩展你的思路。

让我们来评论一下这些理由。

第一，了解金融有助于你管理个人资源。你可以在对金融缺乏了解的情况下有所成就吗？也许可以。但是，如果你彻头彻尾一无所知，那么你的命运就掌握在他人手里了。记住这句古训：“愚人同其金钱会迅速分道扬镳。”

在某些情况下，你会求助于专家。世界上有许许多多金融从业者和金融

服务公司提供金融服务，如银行家、股票经纪人、保险代理人、出售共同基金和其他金融产品与服务的公司。如果你是一位潜在的客户，专家的建议经常是免费的。但是，你又如何评价你得到的建议呢？学习金融将为你建立起进行评价的概念框架（见专栏 1.1）。

专栏 1.1

需要一个财务顾问吗？

一些有益的考虑

假设你拥有价值 500 000 美元（包括退休账户的）有价证券、一所房子、一些惯常的债务和一些股票期权。你想知道你的投资是否有意义，你的退休储蓄是否对头，以及你是否还有一些需要考虑的事，诸如人寿保险或购买长期（long-term-care）保险单。因此，按照指南你选择了某人，他在理财行业已从业多年，拥有许多信任证书，不曾犯案，他确实是一个相当不错的人。现在该怎么做？

这是你会预料到的：许多理财顾问/计划者/咨询者（随便你选哪一个）都是经纪人或保险代理商。他们有一种动机让你改变你的投资计划即使你事实上并不需要如此。一些顾问如会计师或律师按小时计费。你可以做一些事情在这些自称为理财顾问的人当中仔细寻找最合适的人选：

不要依靠别人的推荐。确实，你的小舅子也许会滔滔不绝地夸奖他的理财顾问如何好，但是除非他告诉你他投资于什么、为什么要做这种投资以及他的投资回报是好是坏，他很可能像某些人一样因为拥有一辆拖车而自夸其技术有多么娴熟。只有当你的朋友十分清楚他们在说什么的时候才依靠他们的推荐。

不要过分关注信任证书。职业认证通常意味着该人有执照可以从业、能够通过一次多向选择式的考试，或者曾参加过在一些地方比如 Palm Spring、加利福尼亚召开的会议。相反你要询问理财顾问在他们成为顾问之前曾做过什么工作。许多理财顾问曾有过销售背景，但是越来越多的顾问出身于其他专业诸如会计学、工程学、教育或法律。不同的背景可以从不同的视角使你受益。

小心这些危险信号。避开那些试图向你销售价格低下的普通股、税收置留权、商品、铸币、艺术品或赛马的顾问。某些宣称拥有市场知识或拥有“保密战略”的人很可能不是一个无赖就是一个白痴。

（摘自 1998 年 5 月 22 日的《华尔街日报》第 C1 版，作者艾伦·E·舒尔茨。）

第二，对金融的基础性了解对于商业世界来说是特别重要的。即使你并不期望在金融领域有所钻研，你还是必须对金融专业人士所使用的概念、技术和专业术语有充分的理解，以便与他们进行交流，并认识到他们能力的局限性。

第三，你可能对金融职业很有兴趣。在金融领域有多种潜在价值的从业机会，并且存在很多途径可以使你成为金融专业人员。大多数金融从业人员在金融服务行业工作，包括银行业、保险业、投资管理等。然而，也有很多人以金融管理人员的身份服务于非金融企业或政府部门，甚至有些人在学术机构任职。

家庭、企业和政府机构经常征询金融顾问的建议。而且，金融方面的背景会为一般管理方面的职业构成良好的基础。许多大公司的首席执行官是从

金融干起的。

第四，作为公民，要作出有根据的公共选择，应该对金融系统的运行情况有基本的了解。对于任何市场经济社会，金融体系都是一个重要的基础性行业。实际上，许多人认为，一批状况良好的金融机构是经济增长和发展的不可或缺的因素。作为公民，我们有时必须作出可能影响金融体系运行的政治选择。例如，有两个候选人，一个主张废除政府存款保险，另一个要加强对股票交易的控制，你要投谁的票呢？

第五，仅从学术上说，金融也是一个十分有意思的研究领域，它可以扩展一个人对现实世界运行状况的认识。对金融进行科学研究已经有很长的历史了。于 1776 年出版的亚当·斯密的《国富论》，被认为是经济科学的开端。今天的金融理论家是专门研究“金融经济学”的经济学家。实际上，在 1990 年和 1997 年，诺贝尔经济学奖就授予了在金融领域作出科学性贡献的学者（见专栏 1.2）。

专栏 1.2

1990 年，诺贝尔经济学奖授予了三位学者——哈里·马柯威兹，莫顿·米勒和威廉·夏普，这是因为他们的科学贡献在金融的理论和实践中都产生巨大的影响。让我们简单地介绍一下他们的贡献。

哈里·马柯威兹是现代投资组合理论之父。投资组合理论研究如何在风险投资中进行选择从而避免风险并获得回报。在其 1952 年发表于《金融杂志》（*Journal of Finance*）的启发性论文《投资组合选择》中，他发展了一个数学模型，用来表示投资者如何能在给定的回报率目标下承受最低的风险。马柯威兹模型成为基础的金融理论，并在投资经理的工作中获得广泛应用。

威廉·夏普以马柯威兹的研究成果作为起点，发展出对资产价格的指示作用模型。通过加入一个假设，他说明在风险资产的预期回报中存在一个特定的结构（《资本资产价格：关于在风险条件下市场均衡的理论》，《金融杂志》，1964 年）。这个假设是，在任何时间，资产价格将随着对资产的需求和供给而变化。夏普的理论中指出的结构，作为风险调整的基础，目前被广泛应用于金融理论和实务中。

莫顿·米勒的贡献主要在于公司金融。他和弗兰柯·莫迪利亚尼（诺贝尔经济学奖的早期获得者）在一系列文章中提出了企业分红和借款的策略。这些文章的第一篇是《资本成本，公司金融和投资理论》，1958 年发表于《美国经济评论》。他们主要的贡献在于使金融理论家和实际工作者注意公司的分红和金融政策如何影响公司的整体价值。他们合著的文章中提出的 M&M（Modigliani - Miller）命题，是现代公司金融的基石。

1997 年，诺贝尔经济学奖再一次授予了金融经济学家。这一次的获奖者是罗伯特·莫顿（本书的一位作者）和马龙·斯科尔兹。评奖委员会也提到了费雪·布莱克。费雪·布莱克在 1996 年去世，享年 57 岁，这使他无法获奖。这三位学者发现了一个可以用来为期权和其他衍生证券定价的数学模型。这一模型对金融理论和实践都产生了巨大影响。此模型一般被称为布莱克 - 斯科尔兹期权定价公式。

§ 3 家庭的金融决策

家庭的组成和规模各不相同。一个极端是扩展式家庭（extended family），几代同堂，共同分享经济资源；另一个极端是一个人单独居住，很多人并不认为这是家庭。在金融中，它们均被看作家庭。

家庭要处理四种基本的金融决策：

- 消费和储蓄决策：将多少当前的财产用于消费，将收入的多大部分储蓄起来，以备日后之需？
- 投资决策：如何投资用于储蓄的金钱？
- 融资决策：家庭在何时及如何使用他人的钱来完成消费和投资计划？
- 风险管理决策：如何减少家庭面临的金融方面的不确定性，或者说，如何减少风险？

家庭存入一部分收入以备日后需要，人们便会积累一些财产。这些财产有多种形式。一种形式是银行账户；另一种形式可能是一份房地产或是公司股份。所有这些都是资产。资产是具有经济价值的东西。

人们选择以何种方式保持其储蓄，称为个人投资或资产分配。除了投资于自己的住房外，人们经常选择投资于金融资产，如股票、债券等。

当人们借款时，会形成负债，这是债务的另一种说法。家庭的财产，或者说净资产，是通过资产减去负债计算出来的。假设你拥有一幢价值 100 000 美元的房屋，并有一个 20 000 美元的银行存款账户；同时你因住房抵押贷款欠银行 80 000 美元，并有信用卡上的 5 000 美元的借方余额。你的净财富是 35 000 美元：全部资产——120 000 美元——减去全部负债——85 000 美元。最终，社会上的所有资源都被家庭部门拥有，因为它们拥有企业（直接拥有，或者通过持有公司股票、养老金、或者人寿保险单拥有），并且支付由政府开支的税收。

金融理论认为，人们的消费偏好是给定的。虽然偏好会随着时间的推移而改变，但理论并未阐述它如何改变以及为什么会改变。人们的行为被解释为用来满足其偏好。对企业和政府的行为的考察，是从其如何影响人们的福利这一角度出发的。

§ 4 企业的金融决策

根据定义，商业企业——或者简称企业——是为制造产品和提供服务的实体。与家庭一样，企业的规模和形式也是多种多样。一种极端情况是小作

坊、零售摊点和由个人或家庭经营的小餐馆；另一种极端情况是三菱和通用汽车这样的巨型公司，拥有成千上万或更多的员工。金融中研究企业金融决策的分支，被称为商业金融（business finance）或公司金融（corporate finance）。

为了提供商品或服务，所有的企业，不论大的还是小的，都需要资本。建筑物、机器设备和其他用于生产过程的中间输入产品等，被称为实物资本（physical capital）。用于融资而购买实物资本的股票、证券和贷款等，被称为金融资本（financial capital）。

任何企业必须作出的第一个决策，是它要从事哪个行业，这被称为战略计划。战略计划涉及到对成本和收益在一定时间跨度中的估算，所以它在很大程度上也是一个金融决策的过程。

企业往往因其产品序列而有一个“核心”业务，并可能涉及相关的业务。例如，一家生产计算机硬件的企业可能也生产软件，也可能提供计算机服务。

企业的战略目标会随时间的推移而变化，有时变化很大。一些公司进入了一些看起来毫不相关的行业。它们甚至可能彻底抛弃原始的核心业务，使其名称与其当前业务没有任何联系。

例如，国际电话电报公司（ITT, International Telephone and Telegraph）是 1920 年起家的一个电话公司。在 70 年代，ITT 变成了一家大型的跨国企业集团，经营着种类繁多的业务，其中包括（除了远程通信之外）保险、军需品、旅馆、面包店、汽车租赁、采矿、林业产品和园艺产品。在 80 年代，ITT 退出了许多行业；到 1996 年，它集中精力经营旅店和赌场。它已经放弃了最初的生产电话设备和提供远程通信服务的核心业务。

一旦企业的经理决定开展哪个项目，他们必须准备一项计划，安排如何获得工厂、机器设备、研究实验室、演示厅、仓库和其他的长期资产，培训操作设备的员工。这是资本预算过程。

资本预算决策分析的基础部分是投资项目。资本预算的过程包括明确新的投资项目的想法，对其进行评估，决定采取哪种方案，然后实施项目。

一旦企业决定采用哪个项目，就必须考虑如何为其融资。与资本预算决策不同，资本结构决策分析的基础不是个别的投资项目，而是整个企业。制定资本结构决策的起点是为企业制定一个富有灵活性的融资方案。一旦得到一个灵活的融资计划，便可考虑对融资组合进行优化。

企业可以发行很多金融工具和权证（claims）。其中标准的证券，如普通股、优先股、债券、可转换证券等，可以在有组织的市场上交易。其他的证券是不可上市权证，如银行贷款、职工股票选择权、租约和养老金负债（pension liabilities）。

公司的资本结构决定了谁将获得企业未来多大部分的现金流量。例如，债券保证固定的现金支付，而股票将支付所有负债之后剩余的部分。资本结构也决定谁来控制公司，一般是通过董事会主席的选举权进行控制。但是，债券和其他贷款的条件中也经常包括限制管理活动的条件，这些限制使

放款人对公司的事务有所控制。

营运资本管理 (working capital management) 对于企业的成功是必不可少的。如果企业的管理没有跟上日常金融业务的变化, 最好的长期计划也会被歪曲。即使在成长性的成功企业中, 现金的流入和流出也不会在时间上完全搭配。经理必须从客户那里收款, 在账单到期前支付, 管理企业的现金流量, 以保证营运现金流出现赤字时得到融资, 并且在现金有盈余时进行有效率的投資, 从而获得好的收益。企业在金融决策的各个方面——投資、融资和营运资本管理——的选择, 决定于其技术和特定的法律、税收和竞争环境。政策的选择也是高度相关的。

§ 5 企业组织形式

企业的基本组织结构有三种: 独资企业、合伙制和公司。所谓独资企业, 是指企业由一个人或家族拥有, 其资产和负债都是企业所有者的个人资产和负债, 企业所有人对企业的所有债务负有无限责任。这意味着, 如果企业无法支付其债务, 所有人的其他个人资产将被用来归还债务。

许多企业的开始形式是独资企业的形式; 随着企业的建立、发展和壮大, 企业的组织形式也随之变化。但在大多数情况下, 饭馆、房地产代理和小作坊会保持独资企业的组织形式。

合伙制是指企业有两个或更多的所有者, 这些所有者称为合伙人, 他们共同拥有企业的资产。合伙人协议经常规定了决策如何制定、利益和损失如何分担等问题。除非特别说明, 与独资企业一样, 所有的合伙人负有无限责任。

然而, 一些合伙人可能只有有限责任, 即“有限责任合伙人”。至少有一名“一般合伙人”, 对企业的债务负有无限责任。有限责任合伙人一般不参与日常业务的管理, 这些工作由一般合伙人来做。

与独资企业或合伙制不同, 公司是一个与所有者分离的法律实体。公司可以拥有资产、借款和签订合同, 它们可以诉讼和被诉讼, 它们在应税时适用的法律与其他类型的企业适用的法律也不一样。

公司的章程设定了其要遵守的规则。股东将根据拥有的股份的数量获得公司发放的利益的一部分 (如现金红利)。股东选出董事会, 董事会决定经理的人选, 由经理运营公司。一般来说, 每一股份拥有一票, 但在一些情况下, 不同种类的股票拥有不同的权力。

公司形式的好处是所有权可以转让而不破坏公司的运营。另一个好处是有限责任, 即如果公司无法偿付债务, 债权人可以获得公司的资产, 但对股东的个人资产没有追索权。在这一意义上, 公司具有合伙制企业中一般合伙人的职能, 而股东很像有限责任合伙人。

世界上的大型企业一般都是公司, 虽然公司的所有权可能集中于一个人

或一个家族的手中。在美国，所有权十分分散的公司被称为公共公司；所有权集中的公司被称为私人公司（见专栏 1.3）。

专栏 1.3

如何识别一个企业是否是公司

在美国，公司可以通过其名称后面的 Inc. 来识别，Inc. 即英语中的 incorporated。法国为 SA (Société Anonyme)；意大利为 SpA (Società per Azioni)；挪威是 NV (Naamloze Vennootschap)，瑞典为 AB (Aktiebolag)。

在德国，公共公司被称为 Aktiengesellschaften，可通过公司名称后的字母 AG 识别；私人公司为 Gesellschafter mit beschränkter Haftung，用 GmbH 表示。英国用 PLC 表示公共有限公司，用 LTD 表示私人有限公司。

在细节上，不同的国家规范企业组织形式的法律是不同的，甚至在同一个国家的不同司法管辖权下也不相同。例如，在美国，规范公司的法律由州来制定和管理。

§ 6 所有权与管理权分离

在独资企业，甚至在很多合伙企业，所有者和企业管理人员是同一个人。但很多企业，尤其是大型企业，所有者自己并不管理业务，他们将责任交给职业管理人员，这些管理人员可能自己并不拥有企业的股份。至少有五条理由使所有者将运营企业的权力交给其他人。

第一，职业经理可能具有运营公司的更高的能力。这可能是因为职业经理拥有更好的技术知识、更多的经验或者更适合运营企业的能力。在所有者也是管理者的结构下，所有者必须既有经理的天分，也要有可以进行生产的资金。在两者分离的结构下，并不要求有这种统一性。

例如娱乐行业，最适合管理影片制作室或电视网络的人，可能没有资金拥有自己的企业，而那些拥有财富、可以拥有企业的人，却又没有管理企业的能力。因此，由具有管理才能的人制作和发行电影，由富有的人提供资本，是很有意义的。

第二，为了获得企业规模方面的效率，许多家庭可能需要进行合作。例如，对于一个低预算的企业来说，制作一部电影的成本至少需要几百万美元，而达到平均长度的电影往往需要耗资几千万美元。为了获得规模效益，需要许多所有者，但并非全部所有者都参与管理。

第三，在不确定的经济环境中，所有者希望通过投资多个企业来分散风险。要有效地分散风险，需要投资者持有一个投资组合，在投资组合中，每种证券只占一小部分。没有管理权和所有权的分离，高效率的多样化投资是很难实现的。

例如，假设一名投资者认为娱乐行业的企业将在未来几年中表现良好，而且希望购买此行业内企业的股票。如果投资者必须自己管理其投资的企

业，他就无法对多个企业投资。公司形式十分适合投资者（所有者）进行多样化投资，因为这种形式允许他们在每个企业中拥有相对较少的股份。

第四，分离式的结构可以降低获得信息的成本。经理可以得到关于企业的生产技术、原材料的成本和对其产品的需求等最准确的信息。企业的所有者无须了解企业所需的生产技术和产品的需求情况。

再以娱乐业为例。正确地获得关于影片制作和发行方面的信息是至关重要的。虽然关于哪个影星或顶尖导演会参与影片的拍摄等信息可以低成本获得，但对于其他影片制作和发行方面的信息就不容易得到了。建立代理和临时工的信息网络成本高昂，通过电影专业管理者可以有效地管理。

第五，因为存在“学习曲线”或“关注（going concern）”效应，分离型结构更适当。假设所有者希望现在或以后卖出其全部或部分技术。如果所有者也是管理者，为了有效地管理，新的所有者必须从旧的所有者那里了解企业的情况。但是，如果所有者不是管理人，当企业出售时，经理们会继续留任并为新的业主工作。当一家公司第一次向社会公开发行股票时，原来的所有者或经理人往往会继续管理企业，即使他们不再占有任何公司的股份。

公司形式特别适合所有者和经理人分离的结构，因为这可以使所有权较频繁地变更，而不影响企业的运作。全球每天有成百万的股票易手，但很少对企业的管理或运营产生影响。

对所有权和管理权造成负面影响的，是这种分离的结构使所有者和管理者之间的利益冲突。因为公司的所有者只有不完整的信息来评价管理者是否有效地为所有者的利益服务，所以管理者可能会无视他们对股东承担的责任。在极端的情况下，管理人甚至会损害股东的利益。古典经济学之父亚当·斯密对此进行了如下总结：

作为他人钱财的管理人而不是自己钱财的管理人，公司的经理不会像私有企业的业主那样用同样的精力来管理企业。就像富人的侍从，他们倾向于考虑小事情，而不是为了他们主子的荣誉行事，也很容易给自己分一份东西。因此，疏忽和挥霍多多少少会存在于这种公司的管理之中的。

在那些所有者与管理者的利益冲突可以在合适的成本上得到解决的经济环境中，我们会发现企业的所有者并不是管理者。企业的所有权会分散到很多人的手上。进一步，我们会看到，在一段时间内，所有权结构的变化一般比管理队伍结构的变化频繁得多。

§ 7 管理的目标

一旦股东雇用了公司管理者（通过董事会），管理者的主要任务是作出决策，为股东的利益服务。这并不是管理的惟一目标。同社会中的其他人一样，公司管理者必须遵守法律。如果可能的话，他们也要在对股东来说合理的成本下，遵守道德规范和促进社会目标的实现。

但是，即使将公司管理的目标限定于为股东的权益服务，管理者如何实现这一目标也并不明确。在原则上，管理者可以向所有者汇报每一个决策，包括产品的选择、获得资本的成本以及询问哪种组合更好。但是，在这种情况下，所有者也必须拥有同样的知识，并且像他们自己管理企业那样耗费大量的时间。这样一来，雇用管理者经营企业就没有什么意义了。

另外，当企业的所有者很少时，这种方式还是适用的，但如果股东的数量很多，就彻底无法实行了。实际上，一个大的跨国公司，股东的数量可以在 100 万以上，他们住在不同的国家。所以，必须使企业的管理者找到一个目标或规则，而无须所有者对大多数决策进行投票表决。

为了提高效率，正确的规则不应要求管理者知道股东的风险偏好或观点，因为这种信息实际上是无法获得的。即使在某个时点上可以得到这种信息，它们也会随时间的推移而变化。其实，股票每天都易手，公司的所有者每天都在变化。因此，出于可行性的考虑，正确的规则应该独立于所有者。

如果管理者根据一个可行的规则制定出的投资和融资的决策与投资者自己作出的决策是一致的，这一规则就是正确的。使当前股东的财富最大化就是这样一种规则。让我们来解释为什么。

例如，假定你是公司的经理，要在两种投资方案中作出选择。一种选择是进行风险很高的投资，另一种投资是绝对安全的。有些股东可能希望规避风险，另一些股东可能对投资的前景持悲观态度。也会有一些股东喜欢承担风险，并对投资的结果很乐观。这时，管理者应作出什么决策来实现所有股东的最大利益呢？

假如采用风险性的项目比安全的项目更能提高企业股票的市值，即使某些股东最终还是希望投资于安全性的资产，你作为管理者，选择安全的项目也不符合他们的最大利益。这是因为，在高效的资本市场，股东可以通过卖出部分你所管理的公司的股票，并买入一些安全的资产，来调整自己的投资组合的风险。你若采取风险更高的项目，规避风险的股东也能获得好处，他们今天会拥有更多的钱来进行他们认为合适的投资和消费。

这样，我们会发现任何所有者都会希望管理者选择可以使公司市值最大化的投资项目。与管理者决策相关的惟一风险，是影响公司股票市值的项目的风险。

股东财富最大化规则只依赖于企业的生产技术、市场利率、市场风险费用和证券价格。在这一规则的引导下，管理者作出的决策会与所有者作出的决策相同。同时，此规则并不依赖于风险规避或所有者的财产，它也无须任何有关所有者的特别信息。股东财富最大化规则是管理者在经营企业时要遵循的正确的规则。在此规则下，他们无须在任何时候都召集股东进行投票表决作出决策。

有时，公司行为方面的学者或评论者断言，管理者的目标是使企业的利润最大化。在特定条件下，利润最大化和股东财富最大化会得出同样的决策。但一般情况下，利润最大化标准有两个模棱两可的问题：

- 如果生产流程需要多个期间，应当最大化哪个期间的利润？
- 如果未来的收入和支出都不确定，当利润呈概率分布时，“利润最大化”的含义是什么？

让我们用利润最大化标准来说明这两个问题。首先是多个期间的问题。

假定企业面临两个项目的决策，两项目均需初始投入 100 万美元，但持续的时间不同。A 项目会从现在开始一年内返还 105 万美元，然后结束，其利润是 50 000 美元（105 万美元 - 100 万美元）。B 项目将持续两年，第一年没有回报，第二年会有 110 万美元返还。在这种情况下，如何采用利润最大化标准呢？

现在让我们解释一下在不确定的环境下采用利润最大化标准的困难。假定你是一家企业的经理，正在从两个投资项目中进行选择。两个投资项目都需要初始投入 100 万美元，而且在一个期间实现回报。与前面的例子一样，A 项目确定会获得 105 万美元。因此，我们可以毫不含糊地说，A 项目的利润是 50 000 美元。

但 C 项目的回报并不确定，是 120 万美元，或者是 90 万美元，概率都是 0.5。这样，C 项目或者得到 200 000 美元的利润，或者损失 100 000 美元。在此情况下，“选择可以最大化企业利润的项目”有什么意义呢？

与利润不同，企业股东所持股票的当前市值是确定的（例如，IBM 公司未来的现金流入是未知的，但其股票价格却不是不确定的）。因此，与利润最大化原则不同，在公司未来现金流入不确定的情况下，股东财富最大化原则也不会有丝毫含糊。

当然，管理者在估计决策对企业股票市值的影响方面依然存在困难。这样，在我们前面的说明中，为了能从 A 项目和 B 项目或 A 项目和 C 项目中作出选择，管理者必须知道哪个项目更能提高企业的市值。这并不容易，但进行决策的标准是明确的。

所以，管理的目标是作出决策来实现企业股东所拥有的价值的最大化。采取这一准则的最大挑战，在于获得关于决策将怎样影响企业市值方面的信息。当可以发现公司自身或其他公司股票的价格时，管理的任务就变得容易了。

其实，在缺乏市场价格信息的情况下，很难看出管理者如何采用这一准则。虽然假定好的管理者会像其他人那样拥有同样的关于公司生产技术方面的信息，但这种内部（对公司来说）信息并不足以支持作出有效决策。没有股票市场，如果可行的话，管理者可能使用外部（对公司来说）信息，即财产、偏好和所有者的其他投资机会。

股票市场可以使管理者用一系列相对来说容易获得的外部信息（如股票价格）来代替实际上无法得到的信息——股东财产、偏好和其他投资机会。因此，高效的股票市场可以促进企业所有权和管理权分离的效率。

需要注意的是，在一个方面，公司自身的高级经理和跟踪公司的外面的股票分析人员面对着同样的任务。这两个群体都关注于回答这样的问题：管

理方面的行为如何影响企业股票的价格？大的不同点是，经理们要作出决策，并有责任付诸实施。

在给股东的年报中可以找到公司的高层管理者对公司目标的陈述。通常，公司首席执行官的公开信阐述了管理当局的财务目标和实现目标的大致战略计划（见专栏 1.4）。

专栏 1.4

公司财务目标和年报

下文摘自 Honeywell 公司 1994 年年报。Honeywell 公司的主席兼首席执行官 Michael R. Bonsignore 给股东的信中写到：

“利润增长，消费者高兴，处于世界范围的领导地位。这是我和 Honeywell 的员工为我们自己设定的 Honeywell 的前景。它体现了我们的希望。它支持我们设定目标。它决定了我们要如何实现公司的宗旨——为我们的股东创造价值……”

“公司正在稳定地实现我们主要的财务目标：同行业全部股东回报中的 1/4。我们将全部股东回报定义为股票价格上涨和再次投资于股票的红利。

“我们的管理人员正在坚定地实现这一目标。这是我们长期激励系统的关键目标。我们的短期行政奖励补偿计划的经济价值增加了。我们制定了完整的财务计划，在每一个提高股东价值的因素上都设定了进取的目标：销售增长、营业利润、运营资本、资本支出和税收。”

§ 8 市场纪律：收购

是什么力量促使管理者为了股东的最大利益而行动呢？股东可以通过投票将经理解雇。但是，分离型的结构的一个主要优点是所有者可以对企业的运营知道较少的信息，所以，所有者不容易知道企业是否被管理得好。

如果企业的所有权十分分散，投票的权力作为一种强制手段的价值有多大，也值得怀疑。如果确实如此，单个股东的股份持有量太小，使其不会支出费用来了解情况，并把情况通知其他所有者。这时，单独投票的权力无法解决这一问题。

竞争性股票市场的存在，提供了另外一个重要的机制，使管理者的动机与股东相一致。这一机制就是收购。

为了说明来自收购的威胁如何迫使管理者为股东的最大利益服务，我们假定某一实体——例如一个名为“雷达”的公司——发现了一家管理很差的企业：企业的管理者选择了一项投资计划，此计划使公司的市值远远低于公司拥有的资源能达到的最大价值。雷达公司购买了那个被低估价值的企业的足够的股份，获得控制权，并用能把企业管理好的人来替换现有的管理者。

在宣布公司的投资计划改变之后，雷达公司可以在市场上卖出企业股

票，立即获得利润。需要注意的是，雷达公司为了获得利润，没有必要向企业注入任何有形的资源，所需要的支出仅仅是找到一家管理较差的企业和获得企业股票的成本。

虽然找到一家管理差的企业的成本各不相同，但如果雷达公司碰巧是企业的供货商、客户或竞争者，这方面的成本会相对较低，因为很多需要的信息已经因为其他用途而收集到了。因此，即使资源并未明显地用于寻找管理水平差的企业，收购的机制也可以起作用。

但是，如果很差的企业管理水平普遍存在，那么用于寻找这类企业所支出的资源与用于研究新的实际投资项目的资源在很大程度上是一样的。所以，来自收购的威胁和由此而来的对管理者的替换，激励着当前的管理者（为自己的利益而活动）通过提高市值为企业当前股东的利益而工作。

其实，即使没有来自股东的任何明确的指令或关于好的管理水平的任何知识，管理者也会出于自我保护而向使市值最大化的方向努力。而且，应注意的，不论管理水平差的原因是竞争性不强还是追求不同目标，收购的机制均可对其进行纠正。

收购机制的效率会因政府政策而降低。例如，为了防止在市场上形成垄断，美国司法部会在反托拉斯法的规定下防止可能造成竞争下降的收购与合并。由于供货商、客户和竞争者可能成为管理较差的企业的购买者，这一公共政策会减少收购的威胁。

§ 9 财务专家在公司中的作用

实际上，公司所有的决策都部分地与财务有关，因为决策涉及平衡在一定时间跨度上的成本和收益。因此，在大公司里，所有的管理人员，从顶层的首席执行官到下面的个别生产单位、营销机构、研究实验室或其他单位的经理，都需要财务专家的服务。

财务执行官组织（*Financial Executives Institute*）是财务方面的公司官员组成的志愿者组织，此机构将财务官员定义为工作中有表 1—1 所列出的任一职能的公司官员。

财务部门的组织及其与其他部门的关系，在不同的公司中是不同的。但图 1—1 列出了一家大公司的典型组织图。居于顶部的是企业的首席执行官（CEO），CEO 一般也是总裁（*president*）。财务总监（CFO）是高级副总裁，负责企业内所有与财务有关的事务，直接向 CEO 汇报。企业同时也有负责营销和生产的副总裁。

CFO 下面有三个部门：财务计划部门、财务部门和控制部门，每个部门都由一个副总裁领导。财务计划部门的副总裁负责分析主要的资本支出，例如进入新的行业或退出新的行业，包括分析提议中的合并、收购和配股。

财务部长负责企业融资和运营资本的管理。财务部长的工作包括协调与

表 1—1 公司的财务职能

1. 计划 作为完整的管理的一部分，建立、协调和管理计划，对运营进行控制。商业中需要的这种计划包括以下内容：	e. 系统和过程（会计） f. 政府报告 g. 经营管理的报告和解释 h. 将经营结果和运营计划与标准进行比较
a. 长期和短期的财务和公司计划	5. 保护资产
b. 资本支出和 / 或运营的预算	a. 根据需要进行保险
c. 预测销售	b. 通过内部控制和内部审计保护企业资产 防止损失
d. 评估业绩	c. 物业管理
e. 定价策略	6. 税收管理
f. 经济评估	a. 建立和管理税收策略及步骤
g. 对收购和分割的分析	b. 与税收代理的关系
2. 提供资本 设立和实施为企业提供所需资本的计划。	c. 准备税收报告
3. 管理资金	d. 税收计划
a. 现金管理	7. 投资人关系
b. 银行业务安排	a. 建立和维护与投资机构的关系
c. 收据、托管和公司资金及证券的支付	b. 建立和维护与公司股东的交流
d. 信用和收款管理	c. 向分析家咨询——公共财务信息
e. 养老金管理	8. 评估和顾问
f. 投资管理	关于公司策略、经营、目标、效率等，向公司的其他官员咨询
g. 托管责任	9. 管理信息系统
4. 会计和控制	a. 开发和使用电子数据处理设备
a. 设立会计政策	b. 开发和使用管理信息系统
b. 会计数据的开发和报告	c. 开发及使用系统和程序
c. 成本标准	
d. 内部审计	

外部投资人的关系，管理企业在货币和利率上面临的风险以及税务方面的工作。

审计官（controller）管理企业的会计和审计活动，包括准备关于比较公司各部门计划的和实际的成本、收入及利润的内部报告，还包括准备股东、放款者和执法机构使用的财务报告。

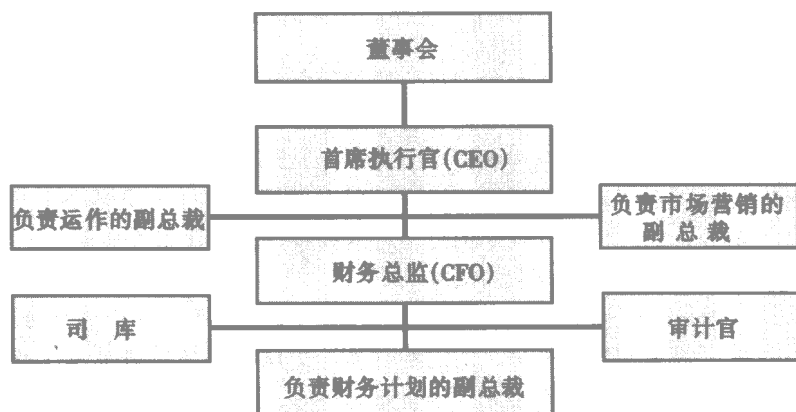


图 1—1 ZYX 公司组织结构图

► 小 结

金融学是研究人们在不确定的环境中如何进行资源的时间配置的学科。金融的两个特点是金融决策的成本和收益在时间上的分配，决策制定者或其他人通常事先并不知道。

金融的基本原则是体系的最终功能是满足人们的消费偏好。企业和政府等经济组织的存在是为了便于实现最终功能。

学习金融至少有五个理由：

- 管理个人的资源。
- 处理商务世界中的问题。
- 寻求令人感兴趣和回报丰厚的职业。
- 以公民的身份作出有根据的公共选择。
- 扩展你的思路。

金融理论中的角色是家庭和企业。家庭在理论中占据特殊位置，因为体系的最终目标是满足人们的偏好，而且理论认为那些偏好是给定的。金融理论以人们满足偏好的努力来解释家庭的行为。企业的行为是从其如何影响家庭福利的角度来研究的。

家庭面临四种基本金融决策：

- 储蓄决策：将收入的多大部分储蓄起来，以备日后之需？
- 投资决策：如何投资用于储蓄的金钱？
- 融资决策：家庭在何时及如何使用他人的钱来完成消费和投资计划？
- 风险管理决策：如何减少家庭面临的经济方面的不确定性，或者说，如何减少风险？