

## 序章 何谓金融经济学？

每个人都是自己财富的创造者

理查德·斯蒂尔

本章学习要点：

1. 金融经济学的研究对象
2. 金融经济学的研究视角
3. 金融经济学的研究内容
4. 金融经济学的学习难点

当需要独立地安排自己的生活的时候，很多人的脑海中经常会萦绕着这样的问题：我应该如何去创造更多的价值才能让自己未来的生活过得更好？如果在现实生活中，这种价值的大小是以自己的付出(比如，体力和智力等个人资源)换来的，而且，还可以用货币单位(比如，工资收入、利息收入等)来度量的话，那么，大家很容易从自己的经历和父辈们的经验中悟出这样的真谛：塑造美好的生活实际上需要包含两个层面上的努力——一是选择最有效的“付出”方式，即尽可能做到用我们有限的资源来创造出最大的财富，二是安排让自己感到最幸福的消费方式，因为即便是拥有了同样的财富，依然有很多人不会过“日子”。事实上，在真正要对自己“付出”方式做出具体选择的时候，不少人会很自然地思考这样的问题：究竟什么样的企业才能帮助自己创造出更多的财富？究竟什么样的理财方法会让自己所创造的财富变得越来越多？在当今瞬息万变的社会环境中，即使拥有了财富，又应该用什么样合理的方法才能让自己美好的消费计划得以实现呢？

其实，要给上述问题一个较为全面和满意的答案确实很不容易，但是，如果大家仅仅把它们限于经济学范畴来考虑，那么，很快就会根据所学的知识归纳出一些基本的原理：比如，最有效的付出方式就是要学会取舍，而要学会取舍就要学会衡量取舍的代价，要学会衡量它们的代价就要学会计算该行为的“边际收益”和“边际成本”；如果人人都是按照这样“理性”的想法来做出自己的选择，同时，社会又能保障这样的个人激励(也就是经济学视角上的“唯利是图”)，并能不断地完善金融交易的市场体系，那么，市场就完全有可能让人们的那种理性行为实现他们自己所追求的美好的生活方式，从而也就推动了社会的文明和进步。另一方面，经济学的基本原理也提醒大家：在现实生活中，市场的“失灵”现象是很普遍的；比如，在一些国家中，人们总是在指责金融市场仅仅是为有钱人或有权人服务，此时，政府的决策和法制体系能否有效的发挥作用对改善市场的资源配置结果就显得至关重要。

今天，随着金融活动(比如，股票买卖、消费贷款等)在所有的经济活动中所占的比重越来越大，人们的疑虑也开始变得越来越多，越来越普遍。其中，最根本的问题是：从上述经济学原理中所总结出来的商品经济的价值规律是否还能指导经济主体(个人、机构、企业和政府等)在金融活动中所做的决策？金融经济学就是直面这一疑虑的一门激动人心的新学问，它在经济学的基本框架内发展了金融理论的主要思想，为后续学习和理解金融学专业课程(比如，金融市场学、投资学、公司财务、金融监管等)的内在经济学机制奠定了理论基础。在这一章里，我们首先将介绍金融经济学的研究对象，阐述金融活动的四大参与主体的行为特征；然后重点介绍在本书中具有理论参照系作用的费雪分离定理——它描述了在理想状态下金融资源(比如，银行贷款、证券投资等)有效配置的条件和结果——它构成了本书观察金融经济学问题的一个重要的理论视角。在此基础上，本章描述了更加接近现实的、所谓“不完全金融市场”的一些特征，并提出了为克服这些缺陷金融机构所应发挥的六大基本功能。事实上，这些基本功能贯穿了本书所介绍的金融经济学的全部内容。同时，本章又通过阐明金融体系基本功能相互制约的特点，指出金融经济学的学习难点就在于是否能正确理解功能强化的“适度性”问题，也就是在特定的金融经济条件下，如何实现金融体系六大基本功能的有机平衡。最后，本章又进一步指出，金融活动能否推动实体经济的发展将成为一个非常关键的、用来衡量金融体系功能发挥是否适度的重要依据。

体制永远是死的。一种能够把一国经济推向最顶峰的金融体制，却也能够把另外一个国家的经济拉向万劫不复的深渊。正如我们要用活的眼光来看待这个世界一样，我们也同样要用活的眼光来观察，思考，审度我们的经济和金融世界。通过本书的学习，我们试图带领大家进入到这样的一个世界，以帮助大家用自己的智慧去开拓一个前所未有的广阔新天地。

### 0.1 金融经济学的研究对象

所谓金融经济学，它就是一门研究金融资源有效配置的科学。虽然，金融资源(也称金融工具)的形态有多种多样(参考知识专栏 0-1)，有货币、债券、股票，也有它们的衍生产品，它们所带来的收益和风险也各不相同，但是，它们都有一个共同的特征：人们拥有它们不再是像经济学原理所描述的那样是为了想从使用这些“商品”的过程中得到一种满足，而是希望通过它们能在未来创造出更多的价值，从而在这种能够直接提高自身物质购买力的“金融资源配置”过程中得到最大的满足。那么，怎样来认识这一过程呢？以下，首先让我们来直接观察一下金融活动参与者(四大经济主体)的行为和他们之间的相互作用(两大融资渠道)。这是思考任何关于金融资源有效配置问题的原点，也是本书所强调的分析问题的方法。

### 知识专栏 0-1：金融资源的选择

无论打开电视，还是翻开报纸，你一定不会对铺天盖地的股市信息无动于衷。股票已经成为了我们生活中不可缺少的一部分，“全民炒股”也不是一个非常夸张的描述。也许与热热闹闹的股市相比，家庭储蓄和银行借贷低调了许多，但是银行资产在我国金融资产总量中所占据的超大比重(80%左右)使我们不得不重视他们。债券也值得我们深入研究，因为大企业绕过银行，直接在市场上发放债券融资，是世界资本市场近几十年所发生的最重要的变化之一，也是我国资本市场未来重要的发展方向。

显然，这三种金融工具具有不同的特性，这些不同的特性可以实现复杂的经济活动中的投融资功能，促进资源的有效配置。下面我们就分别从投资者和融资者的角度简略的对三种工具做一个比照。

三种资产特点对照表

	投资者关注点	融资者关注点
股票	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 本金不可偿性</li> <li>● 每期所得到的红利不固定</li> <li>● 风险较高，市场风险（价格变化大）</li> <li>● 股票代表了对经营决策的投票权</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 不需要偿还固定的本息</li> <li>● 股票价格提供信息</li> <li>● 资金成本较高</li> <li>● 企业所有权会受到影响</li> <li>● 增加了被敌意兼并的危险</li> <li>● 广告效应(在全国性交易所上市使得公司名称得以家喻户晓，比如雅虎等)</li> <li>● 敏感信息与商业机密会通过信息披露的渠道被竞争对手得知</li> </ul>
债券	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 固定的收益</li> <li>● 中长期</li> <li>● 违约风险和利率风险</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 有一定避税作用</li> <li>● 保持公司融资后经营决策的独立性</li> <li>● 增加破产的压力(因为无论约定日经营状况如何，公司必须支付债券本息)</li> </ul>
储蓄/贷款	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 收益率一般较低但是稳定</li> <li>● 投资风险由金融中介承担（无论投资有没有出现损失，投资都可以按时收回本息）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 资金成本较低</li> <li>● 不需要公开的信息披露，</li> <li>● 银行服务较有针对性，能够满足企业的特殊要求</li> <li>● 融资方式比较简捷</li> </ul>

#### a. 金融活动的参与者

我们每个人每天都在从事各种各样的金融活动，一般来说，大多数人都是以消费者的身份在从事金融活动，比如，去银行存钱取钱用于日常的开支，当然，我们中间的不少人在每天的某一段时间里，还要以企业经理的身份去关心自己公司的融资和收益情况，以银行职员的身份在营业柜台前为客户提供各种各样的金融服务，以基金经理的身份，关注资本市场的行情，不断调整自己的资产构成，甚至以政府监管部门管理人员的身份，审核金融机构经营的合规性与合法性。尽管每一个人所扮演的角色有多有少，金融活动的范围各不相同，但为

了更好的理解金融活动中资源配置的经济学本质，我们还是像经济学原理的做法那样，把金融活动的参与主体抽象为四大类：一是资金的盈余部门，二是资金的赤字部门，三是提供金融服务的金融机构，四是保证金融活动正常运行的监管部门<sup>1</sup>。以下，我们就来看一看这四类主体到底有什么样的特点和行为方式。

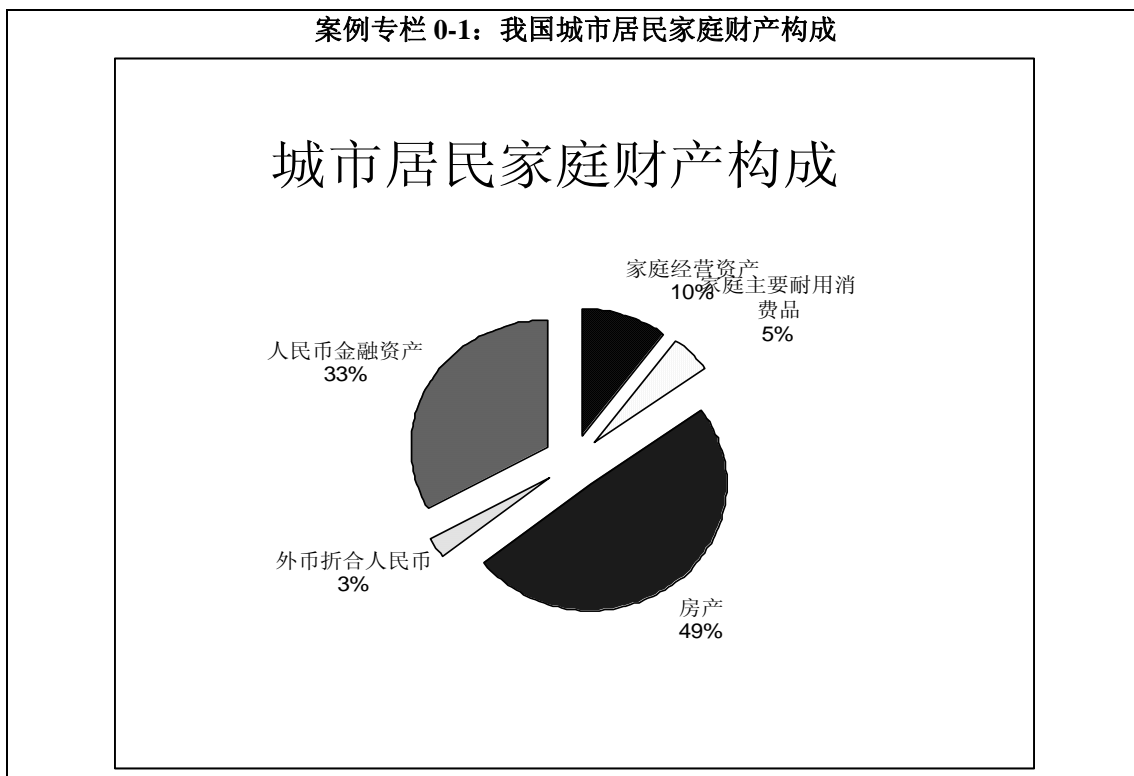
### (1) 资金盈余部门

现实生活中，我们常把家庭看作是资金的盈余部门，因为个人的主要经济活动是付出资源，创造价值，获取回报，从而满足一生的消费。当然，有时企业和政府也会产生资金的积累，也像家庭那样，需要对金融资源做出合理的管理。一般来说，这类经济主体所从事的金融活动主要有以下两种：

- 资金在消费、储蓄和投资之间的分配
- 储蓄和投资资金的价值创造和风险管理

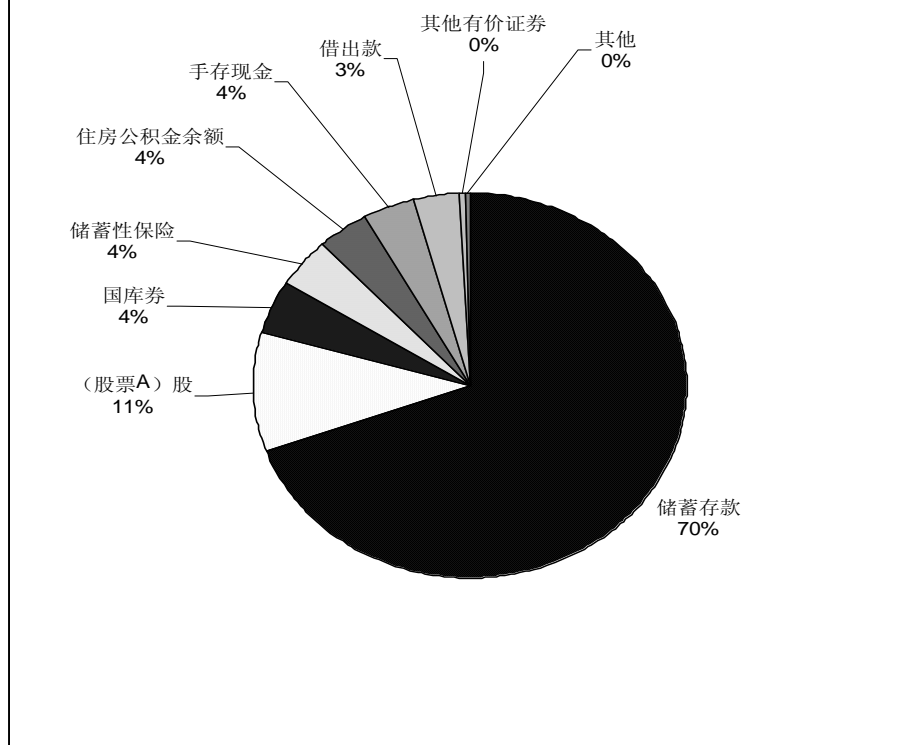
第一种金融活动主要是着眼于现在，第二种金融活动主要是面向未来，不管是哪一种，其目的都是想通过合理地安排金融资源以使自己的人生过得幸福美满。但是，为了更好地阐明金融资源配置问题的实质，资金盈余者在本书中被认为是不具备价值创造能力的经济主体，所以，他们价值创造的愿望只有“委托”具备这种能力的专业机构(比如，企业等)才能得以实现，尤其是在今天科技高度发达、竞争空前激烈的经济社会里，这一假定还是能够行得通的。

案例专栏 0-1：我国城市居民家庭财产构成



<sup>1</sup> 在经济学原理中，我们把经济主体分成了消费者、企业、市场和政府这四大类。

## 其中人民币金融资产构成



数据来源：《首次中国城市居民家庭财产调查总报告》国家统计局，2002

改革开放以来，我国 GDP 年均增长达到 9.5%，是世界上 GDP 增长最快的国家，速度是同期世界经济年均增速的 3 倍。城市居民人均收入由 1978 年的 344 元增加到 2000 年的 6280 元，提高了 17 倍（名义增长）。作为收入增长的必然结果，城市居民家庭财产积累也日渐增多，同时居民家庭财产的品种也日益丰富。截至 2002 年 6 月底，我国城市居民家庭财产户均总值已达 22.83 万元。其中房产是我国城市居民最重要的财产，占家庭财产总额近一半，其次是金融资产。我国居民金融资产依然主要是由储蓄存款构成，这一项资产品种占了我国居民金融资产的 70%！由于我国连年降低储蓄利率，2004 年来又有通货膨胀压力，使得储蓄成为众多金融资产中收益率最低的品种。如此多的资金都被投放在收益率较低的银行存款上，这说明我国金融体系的投融资功能的发挥还不够充分，投资品的种类相对稀少。当然我们应该认识到，我国居民金融资产的这个结构特征也与我国经济转型有关系——居民认为未来的经济生活充满了不确定性，希望增加持有安全性高、流动性强的资产来应付未来所必须的开支。

### (2) 资金赤字部门

一般来说，我们把能够直接为资金盈余者创造价值和提供服务的经济实体看作是资金的赤字部门，因为他们只有从资金盈余者的手中融通足够多的资金才能够发挥自己的比较优势，进行生产性投资和经营活动。另一方面，资金的赤字部门因为接受了资金盈余部门的金融资源，实际上就等于接受了盈余部门的“委托”——为**他们**创造价值。现实生活中，我们把企业归于这一类。当然，有时个人和政府也会产生资金的需求，这也同样要求他们为资金的盈余部门创造价值。一般来说，这类经济主体所从事的金融活动主要有以下几种：

- 项目评估(落实为消费者创造价值和提供服务的具体内容)
- 融资决策(使用内部资本，还是利用贷款、发行股票或债券等)
- 资本管理(包括日常开支、利润管理、债务偿还、股息发放等)

本书中，我们除了关注资金需求者的上述金融活动特征以外，更重要的是分析作为“代理人”的资金赤字部门是否能够充分利用自己的比较优势，并探讨“代理人”怎样实现作为“委托人”的资金盈余部门的愿望。

### (3) 金融机构

有了对金融资源的供需双方，再建立一个保证金融资源正常交易的市场，按经济学原理来讲，就可以实现金融资源的有效配置。但为什么还需要金融机构呢？这个问题实际上是区别商品经济和金融经济的关键所在，也是本书将用所有的篇幅来阐明的问题。这里，我们先认为金融机构存在的合理性是毋庸置疑的，它的职能就是专门从事与金融交易有关的各种业务(例如，存款、贷款、支付、清算、保险、派息、审核等等)，从而保证金融资源的运转畅通无阻。尽管听起来还很抽象，但我们可以这样认为，金融交易存在较高的交易成本，而金融机构存在的好处恰恰就是降低交易成本。当然，金融机构还有许多其他重要的功能。正是为了充分发挥这些功能，我们才需要金融机构的存在。关于这一点，我们将在后面关于“金融体系基本功能”的小节中再详细介绍它的具体内涵。

事实上，在现实生活中，金融机构的类型有很多种，比如有商业银行、信用合作社、证券公司、金融公司、保险公司、信托公司、投资基金、养老基金等等，虽然它们的资金来源和资金用途不完全相同(表 1)，但是，他们为金融资源有效配置所发挥的基本功能并无二致。如果基本功能不能正常发挥，那么，从资金盈余部门流向资金需求部门的金融资源的有效配置就不可能完全实现。

表 0.1 美国金融机构融资渠道及其资金用途的比较

金融机构	资金主要来源	资金主要用途
商业银行	家庭、企业和政府部门的存款	购买政府债券、公司债券；对企业和政府部门的贷款
储蓄贷款协会	家庭、企业和政府部门的存款	购买政府债券、公司债券；对家庭的抵押贷款或其他贷款；少量的企业贷款
信用合作社	信用合作社会员的存款	向会员提供贷款
金融公司	向家庭和企业出售证券	向家庭和企业贷款
共同基金	向家庭、企业和政府部门出售份额	购买长期政府债券和公司债券
货币市场基金	向家庭、企业和政府部门出售份额	购买短期政府债券和公司债券
保险公司	保费和投资收益	购买长期政府债券和公司债券
养老基金	雇主/雇员的缴纳	购买长期政府债券和公司债券

#### (4) 监管部门

同样，我们也暂且不回答为什么需要监管，而是把这个问题放到第二十章以后来讨论。但事实上，我们每个人都能意识到，随着金融自由化和全球化的不断深入、科学技术的不断进步，金融活动中的“市场失灵”现象——比如，股市泡沫、银行危机等等资源配置的扭曲现象——在全世界会变得越来越频繁，而且其原因也变得越来越复杂。更令人担忧的是，“市场失灵”对实体经济的冲击也变得越来越严重。因此，对金融活动进行适度的监管以防范金融危机是非常必要的。不过，令人担忧的是过度的监管和不公正的监管反而会使金融资源的配置发生更为严重的扭曲。为此，监管的对象不能仅仅局限于资金的赤字部门和金融机构，资金盈余部门、甚至监管者的行为也应该被纳入监管的范畴。

今天的很多问题就出在监管者本身，他们考虑到自己的既得利益，要么对不应该严重处置的对象监管过度，压抑了竞争和创新，要么对应该严格监管的对象却监管不足，助长了不当的交易行为。所以，如何从制度和法律的完善上达到对监管人实施“监管”的目的，这也是保证金融资源有效配置的又一个令人深思的问题。

#### b. 金融体系的基本构成

现在，可以把上述这些金融活动的参与主体放在一个共同的舞台上考察它们之间的相互影响，只有这样才能观察到金融活动中所蕴含的普遍规律和需要我们去探索的奥秘。从下图 0.1 中可以注意到，在任何一个文明的经济社会中，伴随金融活动而产生的资金流动主要存在两种渠道，一种是资金的赤字部门直接在金融市场上发行证券(如股票和债券)来融资，这种证券事实上就是对资金盈余者享受某种权利和未来收益的一种承诺；还有一种是借助于金融中介机构(如银行等)来完成融资，即金融中介机构发行证券先向资金盈余部门集资，然

后再由它们用所集的资金去购买资金赤字部门所发行的证券。前者被称为是直接融资，后者则被称为是间接融资，它往往伴随着资产期限转换的过程。于是，整个融资渠道和所有金融活动的经济主体就构成了一个承担国家金融资源配置职能的金融体系。

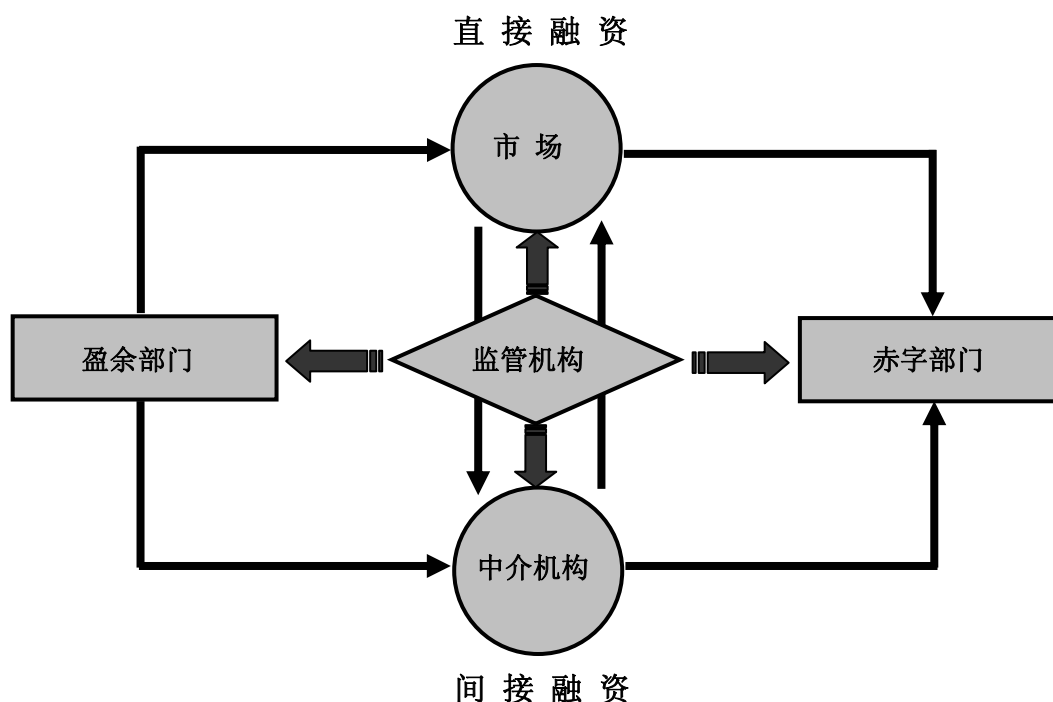


图 0.1 金融体系的基本构成

不过在当今世界上，很少存在两种融资渠道都很发达的金融体系。比如，在美国和英国，金融市场的融资渠道就起着十分重要的作用。而在德国和法国，金融中介的融资方式则左右着国家经济的命脉。那么，为什么不同的国家会有如此不同的金融体系呢？是不是因为这些国家的经济发展，需要不同的资源和技术，而这些不同的资源和技术又要求匹配不同的金融体系？我们能否断定市场主导的金融体系就一定比银行主导的金融体系“更合理”呢？

目前世界上很多的经济学家在试图回答这类问题，他们通过大量的历史（纵向）比较和国际（横向）比较，从不同的视角对此问题做出剖析，但观点还是没有形成统一。总体的感觉是，每一种金融体系都有它的比较优势和比较劣势。虽然本书不是一本专门介绍比较金融体系研究成果的教科书，但是，通过对金融体系资源配置的经济学原理的阐述，本书也间接地呼应了“不存在哪种金融体系更好或更差，而问题的关键在于金融体系的基本功能是否得以正常发挥”这一辩证的观点。为了更好地勾勒出分析金融体系资源配置问题的基本框架，以下，就开始引出重要的费雪分离定理，它是贯穿本书关于资源配置功能分析的重要参照系。

## 0.2 费雪分离定理和完全市场

费雪分离定理是研究现代金融问题的理论基础，尤其是因为它既涉及到企业（资金的赤字部门）的投资决策、股利政策和融资决策，又涉及到消费者个人（资金的盈余部门）的资源配置和消费计划的问题，而且，通过资本市场（融资渠道）将两者的相互关系很好地结合了起来。所以，这一定理对于我们理解金融体系资源配置的经济学规律有着十分重要的借鉴意义。

### 人物专栏 0-1 欧文·费雪（1867-1947）

熊彼特曾这样评价这位伟大的经济学家：费雪有可能扮演其他角色，如社会哲学家、经济师、还有他本人坚信对人类福利事业不可或缺的改革运动者、教师、发明家、商人，但我敢说，他将主要以这个国家最

伟大的科学经济学家的身份，在历史上占据极其重要的地位。

他是一个多产、多才和具有独创性的学者，他在经济科学的广泛领域中作出了开创性的贡献。由于费雪对数学方法的奉献及其使用数学方法的技巧，可以称之为美国第一位数理经济学鼻祖，并与熊彼特一起创建了经济计量学会并任第一任会长，费雪还把他的天才运用于货币理论，因为他觉得，经济的不稳定性主要来源于现行货币制度的错误。他的“债务-通缩理论”就是被遍及全球的 30 年代大萧条所激发而就的。

费雪的经济思想主要体现在如下几部经济学著作中：《价值与价格理论之数学的研究》、《增值与利息》、《资本与收入》、《利息理论》、《货币的购买力》、以及《繁荣与衰败》，这些好比是一座前所未有的寺庙的支柱，他们属于建筑师从未将其作为构造单位的壮丽的结构。亚当·斯密，J.S.穆勒和马歇尔等经济学的领袖人物通过系统化的论著给他们的时代及后世留下了深刻的印象。但费雪从未将他的思想详加解释，因此他没有创立学派，他有很多的学生，但没有信徒。

作为一位经济学家，当我们听到他的麻烦时，不免大吃一惊。1929 年 10 月，美国股市已经处于山雨欲来风满楼的状况，欧文·费雪就在此时犯了一个大错误，这位大经济学家不仅自己融进了投机者的行列，而且还在公开演讲中宣称：“股票价格已达到了某种持久的高峰状态。”当股市崩溃时，他几天之中损失了几百万美元，顷刻间倾家荡产，从此负债累累，直到 1947 年在穷困潦倒中去世。但这并不妨碍人们对他的尊敬，他被认为是美国生长成才的一位最伟大的经济学家。

### 0.2.1 完全市场的基本假定

我们假定企业的目标是利用自己生产的比较优势，在未来创造出更多的财富，以实现资金盈余部门——消费者从跨期消费计划中得到效用最大化的愿望。因此，为了达到这个目的，企业的管理者就必须进行相关的投融资决策和股利分配决策。另外，消费者为了未来的消费一定会在当期购买金融资产，从而提供给企业必要的生产资金。为此，我们假定这一金融资产为股票，因此，作为股东的消费者就可以在未来得到企业发放的股息回报。为了能推导出重要的分离原则，费雪假定：

- (a) 在时间上只有两点：现在（时点 1）和将来（时点 2）。
- (b) 不存在不确定性，从而，每个人现在都能够获知各种决策的结果。
- (c) 金融活动没有交易成本。
- (d) 所有决策者都是理性的。
- (e) 企业管理者依据股东的愿望来使用企业的资源。

于是，符合上述假定的金融资源配置渠道就被称为“完全市场”。

### 0.2.2 企业的投资和股利政策

图 0.2 是企业的生产可能性曲线，企业可以在这条曲线上的任一点作出投资和股利政策决策（曲线内的点代表资源的浪费，曲线外的点企业没有能力达到）。在时点 1 上，企业的禀赋资源是固定的，它来自于消费者期初的全部财产，企业的管理者必须做出决策，多少用来投资，多少用来支付股息以满足消费者当期消费的需求。并且在时点 1 上，除了用于支付股息外，企业将所有的资源都用于投资，而这些投资又决定着时点 2 上的股息分配，以用于未来消费的需求。如图 0.2 所示。

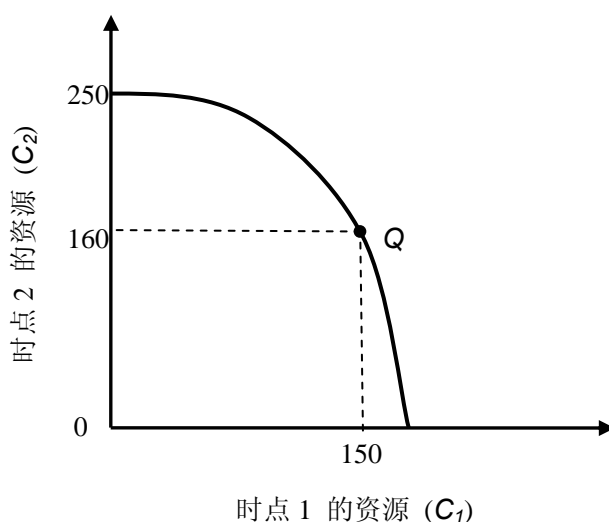


图 0.2 企业的决策

横轴代表企业在时点 1 上能够从消费者那里获得的资源，假设企业的可得资源为 200 单位。我们来看一下两个极端的情况。如果企业把 200 单位都用作支付股息，那么生产性投资就为 0，在时点 2 的股息分配也为 0。这对应于图上的决策点 (200, 0)；而如果企业在时点 1 上不进行任何的股息支付，而是把所有的资源进行投资，那么在时点 2 上就将会有 250 单位的资源可用作股息分配。这对应于图上的决策点 (0, 250)。Q 点则是介于这两个极端之间，在时点 1 支付股息 150 单位，剩余 50 单位进行投资。从生产可能性曲线可以看到，时点 1 上 50 单位的投资将带来时点 2 上 160 单位的产出。也就是，时点 2 上可以用作股息分配的资源有 160 单位。这就是企业为消费者创造价值的过程。

### 0.2.3 股东（即消费者个人）的消费和投资计划

股东的决策行为如下：通过放弃时点 1 上的当前消费，对某一企业进行投资以期获得回报，从而增加时点 2 上的消费。个人在时点 1 和时点 2 上的消费偏好可以用图 0.3 的无差异曲线来表示。在任意一条无差异曲线上，对该消费者来说，各点的总效用是相同的。例如，消费者从点 X 和点 Y 所获得的总效用是一样的。同时，越往外的无差异曲线，其效用也就越大。例如，点 Z 的效用就要比点 X 和点 Y 的都大。

此外，无差异曲线的斜率代表了消费者为增加  $C_2$  未来的消费而放弃  $C_1$  当前消费的意愿的大小。从图 0.3 中我们可以看出，无差异曲线是凸向原点的，也就是，随着  $C_1$  的增加，曲线逐渐逼近横轴；随着  $C_2$  的增加，曲线逐渐逼近纵轴。也就是说，在给定的时点上，随着消费者可获得的消费的增加，其进一步增加消费的意愿就逐渐减小。

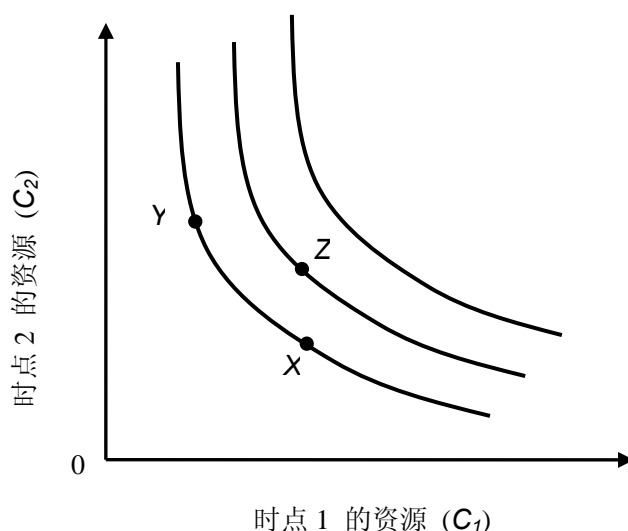


图 0.3 股东消费计划的选择

### 0.2.4 股东的利益冲突和企业的两难选择

现在，我们把企业和股东放在一起来看一下企业是如何进行决策的。我们假设有两个股东 A 和 B。

在图 0.4 上，股东 A 和 B 的无差异曲线分别标作  $A_1, A_2, A_3$  和  $B_1, B_2, B_3$ 。如果企业选择 A 点，也就是，当前的股息支付为 90（单位），投资为 110（单位），而在时点 2 上获得 228（单位）的回报。这样，股东 A 的效用就得到最大化。但是，股东 B 的效用在这一点上却没有得到最大化。只有在 B 点上其效用才是最大的。这要求企业拿出 160（单位）作为当前的股息支付，而仅仅投资 40（单位），这样在时点 2 上获得的回报为 144（单位）。简而言之，企业无法拿出一个方案来同时满足两个股东的效用最大化要求。这种情形给企业带来了一个很大的难题，因为这意味着企业在做投资决策的时候必须要考虑各个股东的不同偏好。换句话说，企业无法找到一个可以令所有股东都满意的单一决策法则。然而，如果存在着资本市场，这种决策法则是存在的。

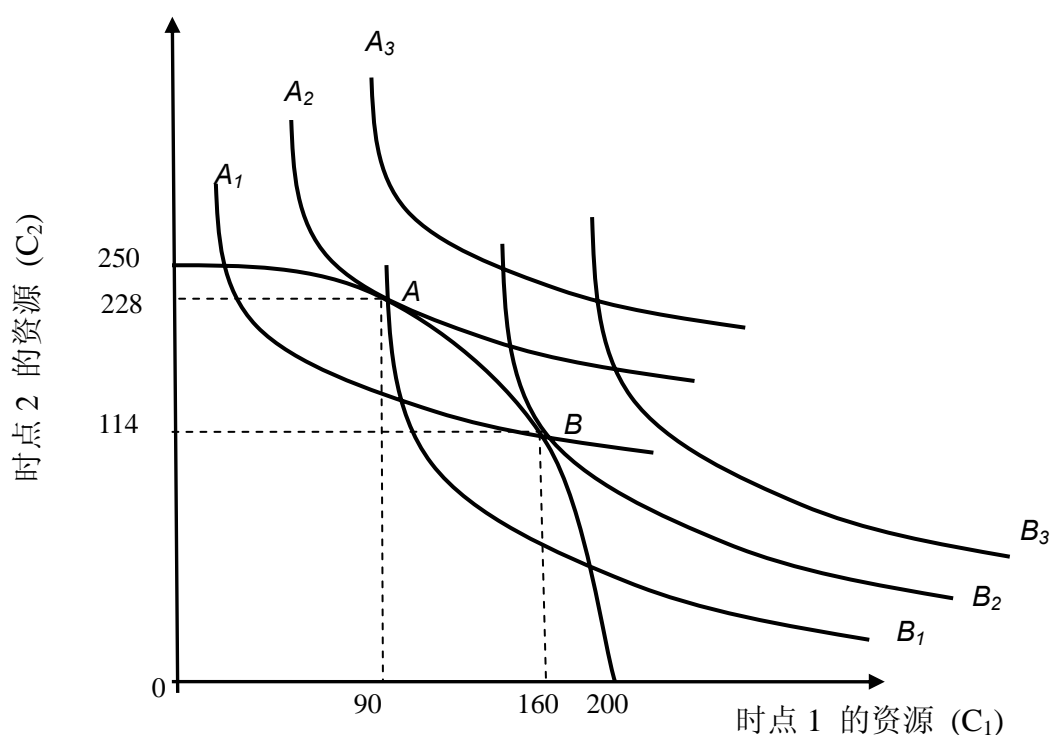


图 0.4 股东利益冲突

### 0.2.5 解决方案：引入金融市场

在这个简单的模型当中，包含两种融资渠道的金融市场可以被看作是进行当期资源和未来资源转换的场所。转换的价格也就等同于利率，它反映了金融市场的时间价值。我们假设金融市场的交易是不需要额外成本的，因此资金的借贷利率就认为是一致的（这是一个强假定，如果没有这个条件，后面的结论就很难成立，请读者思考一下这是为什么）。例如，如果每一期的利率为 10%，那么，当前 100 个单位的资源进行一期的置换，则在时点 2 可以得到  $100 \times 1.1 = 110$  单位的资源。实际上，这相当于在资本市场上贷出。同样的，如果有人想在时点 2 上使用 110 单位的资源，那么就可以在时点 1 上，在金融市场里进行  $110/1.1 = 100$  单位的资源置换。当然，如果要保证交易能够顺利完成，那么就需要有人愿意在时点 1 上借入 100 单位的资源并且在时点 2 上偿付本息才行。

假设一投资者在两个时期里都可以得到某种资源。例如，他可能在时点 1 获得 100 单位的收入，而在时点 2 获得 165 单位的收入。如果利率是每期 10%，那么，该投资者的消费可能性有多少呢？如果他仅仅选择在第 2 期消费，那么其第 1 期的消费为 0，而把所持有的全部资金利用金融市场都贷出，则在第 2 期的消费为  $165 + 100(1.1) = 275$ 。相反，如果他仅仅选择在第 1 期消费，则可以在当期从金融市场上先提前借入相当于第二期的收入，于是在第 1 期的消费就可扩大为  $(165/1.1) + 100 = 250$ 。而当未来所获得股息收入时再将其全部偿还自己在第一期时所欠的连本带息的债务。因此，他可得到的当期资源为 250 单位，也就是说，他在时点 1 上的财富为 250 单位。如图 0.5 所示。

在图 0.5 中，连接这两个极端点的线叫做市场机会线，它定义了在这两个时期内，初始财富为 250 单位的所有可能消费的组合。如果一股东的消费位于这条线上的某一点，那么，通过借入或贷出，他就可以达到这条线上的任何一点。例如，如果股东的消费可以达到 A 点（1 期 100 单位，2 期 165 单位），那么他同样可以通过在今天借入 40 单位，在第 2 期偿付 44 单位来达到 A' 点（1 期 140 单位，2 期 121 单位）的消费。

市场机会线可以通过如下的方法推导得到。假设一消费者在第 1 期的收入为  $C_1$ ，在第 2 期的收入为  $C_2$ ，每一期的利率为  $i$ 。这样，他在时点 1 的财富  $W_1$  为

$$W_1 = C_1 + \frac{C_2}{1+i}$$

同样，上式可以改写成

$$W_1(1+i) = C_1(1+i) + C_2$$

或者

$$C_2 = -(1+i)C_1 + W_1(1+i)$$

这是斜率为 $-(1+i)$ ，截距为 $W_1(1+i)$ 的线性方程。在初始财富为 250，每期利率为 10% 的情况下，原方程变为

$$C_2 = -(1+0.1)C_1 + 250(1.1)$$

因此，得到

$$C_2 = -1.1C_1 + 275$$

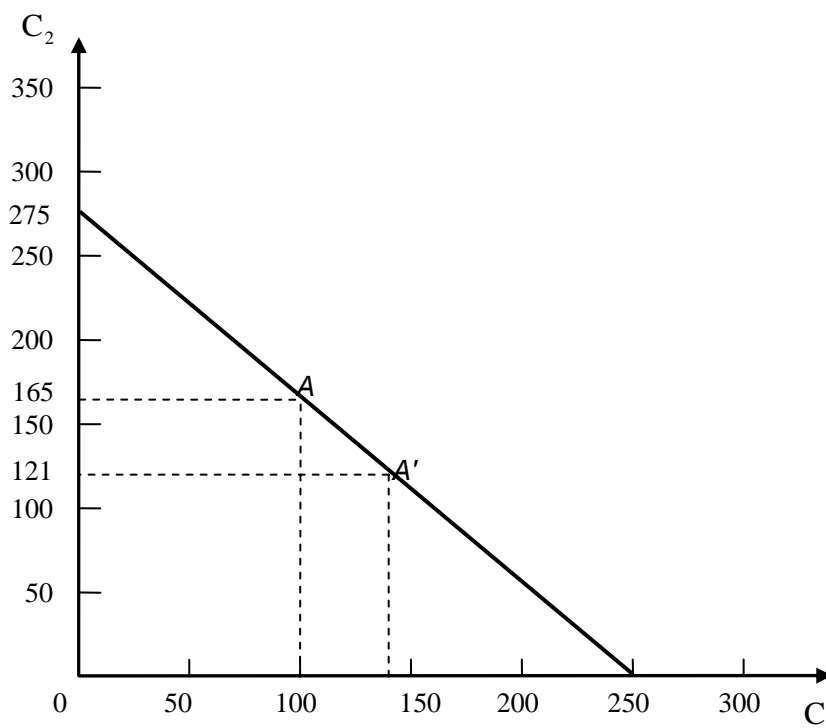


图 0.5 金融市场的时间价值

#### 0.2.6 证明：最优决策的存在性

费雪的分利定理包括了所有的三个因素：企业，股东和金融市场，并且为企业提供了一个最优的解决利益冲突的方案。

假设企业拥有 $E$ 单位的资源，并且考虑三种不同的投资/股息策略，如图 0.6 中的 $I_1$ 、 $I_2$ 和 $I$ 所示。一斜率为 $-(1+i)$ 的市场机会线分别通过 $I_1$ 、 $I_2$ 和 $I$ 三点。通过 $I_1$ 点的市场机会线表明，如果策略 $I_1$ 被接受，则股东的财富(的现在价值)将由 $E$ 增加到 $W_1$ 。类似的，如果策略 $I_2$ 被接受，则股东财富(的现在价值)由 $E$ 增加到 $W_2$ ；如果策略 $I$ 被接受，则股东财富(的现在价值)由 $E$ 增加到 $W$ 。此时，企业达到了它生产能力的极限水平，即生产可能性曲线与市场机会线相交于唯一的切点。由于股东(消费者)的效用直接取决于企业为他们创造的财富(的现在价值)，因此，他们会毫无异议地选择策略 $I$ ，很明显，股东们获得的最终财富(的现在价值)水平是最大的。和策略 $I$ 相比较， $I_1$ 进行的投资太少，而 $I_2$ 又过多。企业采取策略 $I$ ，该点是生产可能性曲线和市场机会线的切点，因此，对企业来说是最优的，同时这一策略也将得到所有股东的支持。在图 0.6 中对股东 $A, B$ 的无差异曲线的再次分析，能够更明了的说明这一点。请看图 0.7。在图 0.7 中，企业选择策略 $I$ ，也就是，在第 1 期进行 $(E - C_1^*)$ 的投资，并支付股息 $C_1^*$ 。在第 2 期，支付股息 $C_2^*$ 。股东 $A$ 在资本市场上贷出资金，从而实现个人的最优策略点 $I^A$ ；股东 $B$ 则在资本市场上借入资金，从而也实现了其个人的最优策略点 $I^B$ 。任何 $I$ 之外的其他策略，

都会降低股东的效用。例如，如果企业采取 $I_1$ 策略，那么股东A的最大化效用将出现在 $I_1^A$ 点，同样股东B的最大化效用将出现在 $I_1^B$ 点，这两点的效用分别要比 $I_A, I_B$ 小。如果企业采取 $I_2$ 策略，其结论也是一样的。

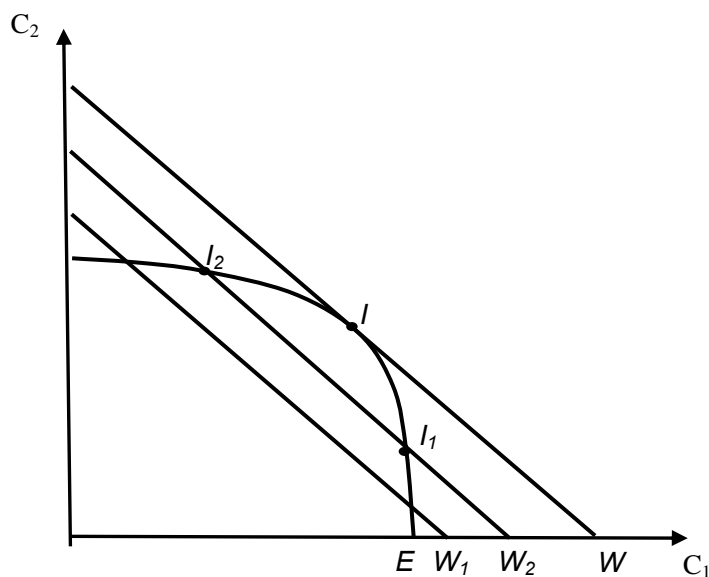


图 0.6 企业生产计划及其价值评估

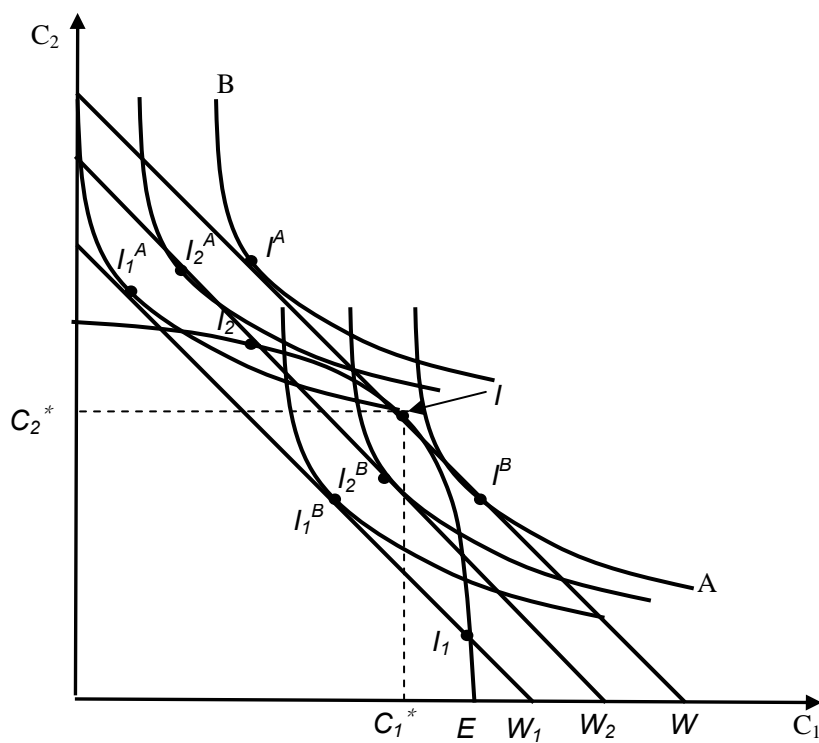


图 0.7 费雪分离定理

因此，只存在着一个最优的策略可以同时满足所有股东的效用最大化要求。尽管各个股东的效用函数是不一样的，但是他们都会支持企业的决策而选择 $I$ 策略。从这个意义上来说，企业和股东是相分离的。尽管企业的管理者知道，各个股东的偏好是不一样的，但由于他们事先知道股东们一定会一致支持 $I$ 策略，因此，在作决策的时候，企业也就没有必要和每个

股东进行协商。既然企业在做出选择  $I$  策略的时候，并不要求了解任何股东的效用函数，也就是各个股东的偏好，那么，企业只要运用直接可得的数据就可以得到  $I$ 。实际上，下节的论述就证明了这一事实。

### 0.2.7 对财务决策的建议

许多对投融资以及股息政策的建议都可以从费雪的分析当中得到。在完善的资本市场和完善信息的条件下，这些建议都是有效的。但是，如果假设所有的参与者都具有相同预期的话，那么不确定性的引入将使费雪分离定理失效。而且，尽管费雪分离定理已经论及到了 2 期模型，但是，在更为复杂的多期模型当中，费雪分离定理也将失效。

#### (1) 投资决策

费雪分离定理认为，尽管在股东之间存在着不同的偏好，但企业还是可以找到令所有股东都满意的投资决策。而且，这种决策有如下原则可以依据：企业应不断的追加投资，直至投资的边际收益净现值为零。在本节的模型里，上述的原则等同于：企业应不断的追加投资，直至投资的边际收益率等于市场利率为止。

#### (2) 融资决策

在费雪分离定理中，市场利率是单一的。也就是说，债务和股票没有区别，同时企业不管发行什么样的债券进行融资，其成本也都相同。这意味着，企业的价值和股东的财富都与企业的资本结构无关。因此，融资决策就显得无关紧要。

#### (3) 股息政策

在费雪分离定理中，所有在 1 时期用于投资以外的资源都被当作股利分配给股东，且第 2 期的所有收益也都被用作股利分配。也就是说，尽管股东在资本市场上可能会进行各种借贷行为，但企业自身在资本市场上并不发生任何的借贷行为。然而，如果假设企业也可以在资本市场进行借贷，那么企业就可以在维持同样的投资水平的情况下拥有更多的股息政策的选择机会。例如，企业可以在第 1 期支付更多的股息，同时在资本市场借入所需的资金以维持由生产可能性曲线和市场机会线的切点所决定的最优投资水平。如图 0.8 所示。

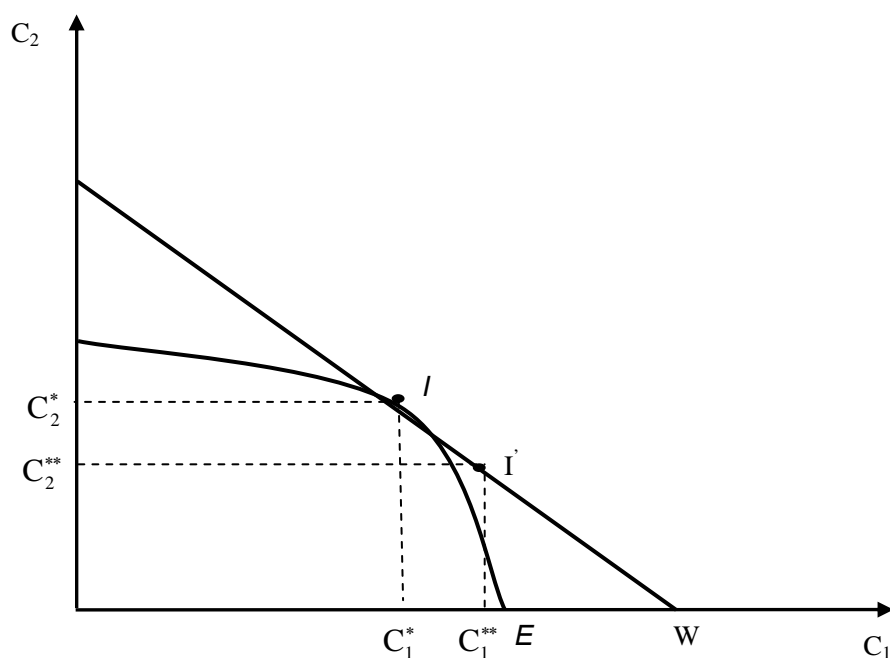


图 0.8 企业股息政策的调整

和基本的费雪分离定理（图 0.7）相比较，在图 0.8 中，企业第 1 期支付了更多的股息，而在第 2 期则支付了更少的股息。为了维持企业的投资水平  $E - C_1^*$ ，企业从资本市场借入资金  $C_1^{**} - C_1^*$ 。在第 2 期，企业的总收益为  $C_2^*$ ，但是贷款的偿还使得净收益减少为  $C_2^{**}$ 。

简而言之，企业的投资决策并没有改变，但股息分配却不一样。其中重要的一点是，新的决策点 $I'$ 与原先的费雪决策点 $I$ 一样，决定于完全相同的市场机会线。因此，股东的财富水平并没有变化，股东最大化他们效用的能力也没有变化。如前所示，如果市场机会线上的任一点是可以实现的，那么通过借贷，线上其他各点也都可以实现。因此，从股东方面的观点来看， $I'$ 和 $I$ 比较起来，既没有改善，也没有恶化。

综上所述，如果企业没有改变其投资决策，则股息分配政策并不会影响股东的财富水平。从这种意义上来说，股息政策无关紧要。

### 0.3 金融体系的基本功能

从上面的分析中可以看出，费雪并没有强调金融机构的作用，甚至认为它们没有存在的必要性。因为只要存在这样一个完全的金融市场(市场机会线)，它就必然能给企业提供创造最大社会财富价值的机会，同时它也会给消费者提供在企业所创造的社会财富中找到使自己最幸福的生活方式(消费计划)的机会。

事实上，各国金融体系运行的过程中金融机构都扮演了重要的角色，正是通过它们对金融资源的有效配置才促进了各国的经济发展。尽管如此，各国金融机构的运行模式却大不相同。以市场为主导的美、英的金融机构就与以银行为主导的德、日相差甚远，这里有很多方面的原因。比如，政治、文化和历史背景的不同，也有技术水平的差异。而且，即使一国自身的金融机构也会随着时间的推移而变化。尽管已经历了两三百年机构的发展机构的名称并没有发生任何大的改变，但是机构执行的内容却已大相径庭。因此，从表面上看，考察金融机构的作用可能更为直接、更易把握金融资源有效配置的规律，但是，本书将建立功能分析的统一框架来分析金融资源配置的问题。这主要是基于以下两点考虑：一、金融功能比金融机构更为稳定；尽管跨越了国界、经历了岁月，但金融体系所应发挥的功能却基本不变。二是机构的形式千变万化，它们之间的创新和竞争带来了金融体系功能发挥的效率提高，反过来为了提高功能发挥的效率，经济发展也会促使金融机构不断改革。因此，金融体系的功能分析至关重要。

#### 0.3.1 分离失效与投融资的实现

显然，从功能发挥的意义上讲，费雪的描述是非常理想化的，他认为金融体系的存在与实体经济的发展之间没有必然的内在联系，金融市场只是为企业投资和经济增长提供了一个必不可少的“投融资”平台而已。事实上，费雪的这种金融中立观点在现实世界中是难以成立的。

例如，当金融活动的交易成本很大的时候，贷款利率会高于存款利率。贷款利率与存款利率的差额代表金融市场提供经济服务而获得的酬金。存贷差将导致费雪分离定理的失效。

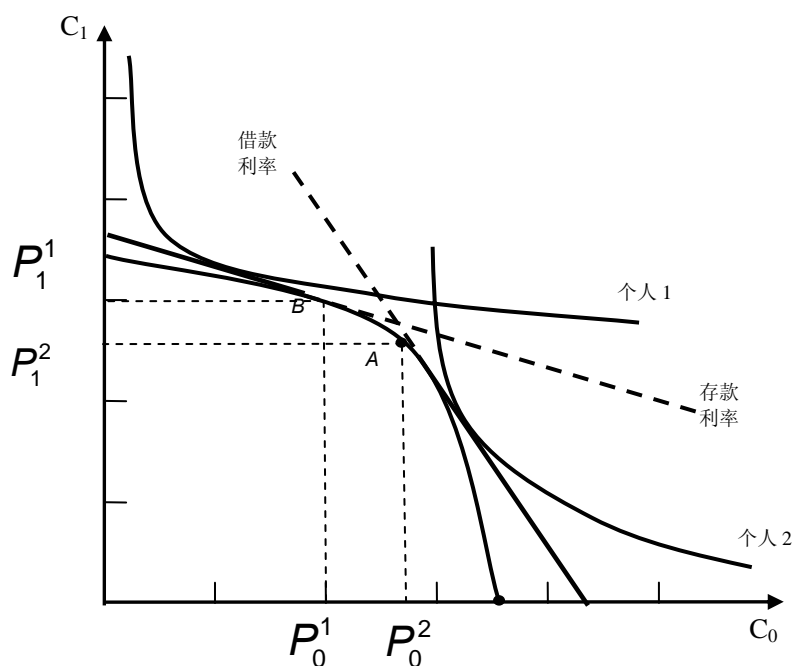


图 0.9 交易成本导致费雪分离定理失效

如图 0.9 所示，具有不同无差异曲线的个人会选择不同的投资水平。如果没有单一的市场利率，他们就无法将投资决策授权予厂商的管理者。因为个人 1 会引导管理者使用存款利率投资于点 B，个人 2 则会使用贷款利率而引导管理者投资于点 A。显然，在这种状态下，金融体系最基本的投融资功能并不能得到有效的发挥。除交易成本会破坏费雪分离定理以外，还有许多其他因素，比如不确定性、信息不完全性、信息不对称性、委托-代理人的利益不一致性以及金融活动的外部性，也都会阻碍资源的有效配置。

因此，在现实世界中，费雪所描述的“理想状态”是很难存在的，我们只能尽量寻找接近费雪所描述的“理想状态”。正因为如此，资源的配置也就存在了一个效率的问题。那么，我们应该怎样去评价资源的配置效率，或者说一国金融体系的效率呢？

除了上述费雪分离定理所强调的具有核心地位的投融资功能以外，我们还应该考虑其他五大基本功能——流动性保障、风险分散、价格发现、信息生产和公司治理(图 0.10)。金融体系的这六大功能是否能得到充分有效的发挥和实现就被认为是衡量一个国家的金融体系能否实现资源有效配置的关键。而且，我们应该注意到，金融体系的六大基本功能的作用在很多方面是交叉的，但是，环环相扣，一种功能得不到正常发挥就会制约其他功能的有效发挥。本书在后面的各章中将逐一阐述这种内在的相互关系。接下来，我们就来了解一下金融体系的其他五大基本功能的具体内涵。

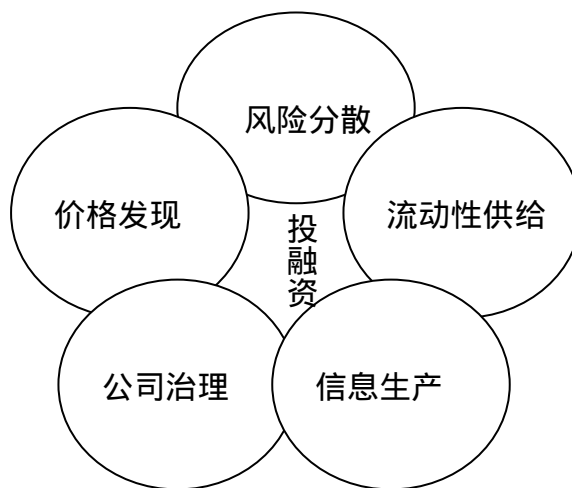


图 0.10 金融体系的基本功能

### 0.3.2 交易成本和流动性保障

在经济发展的过程中,实现每一个相应的金融交易要经过许多阶段。首先,要找到一个高质量的交易伙伴,进行关于交易条件的“谈判”,然后双方必须签订有约束力的协议。而且,为了保证将来能按照要求来履行协议,现在就需要对对方的行为实施必要的监督,如果违规就要给予惩罚。这一切都包含着各种各样的交易成本,所以,本来费雪所描述的最优生产计划(I)和消费计划( $I_A$ 和 $I_B$ ),就可能因为交易成本高昂而无法实现。

但是,如果金融体系能够正常发挥它的功能,上述过程所带来的交易费用就会大大降低。因为,在以银行为主导的金融体系的国家中,金融中介机构具有“规模的经济性”和“范围的经济性”的比较优势。众所周知,银行体系的一大基本功能就在于能够向消费者提供支付的手段和资产交换的场所,以完成商品、服务和资产的交易。只是,以市场为主导的金融体系要确保这一基本功能的正常实现,则必须确保市场的流动性。提高市场流动性可以减少投资者的交易成本。但是,另一方面,投资者也会因为较低的交易成本,而很容易的撤走它们的资金,甚至有时会由于市场的过度反应而形成巨大的传染效应,从而导致市场的极端不稳定。一旦这种状态失去控制,反而会增加投资者的交易成本、甚至会导致金融市场的崩溃,这也是要求加强市场监管的一个重要的理由。

另外,由于银行是短期负债(吸收存款),长期贷款,存在期限不匹配,所以,银行除了要发挥投融资功能用好资产以外,还要受到负债面的流动性约束。也就是说,对银行来讲,突如其来的流动性需求(比如,临时发生的个人支付等)随时都有可能发生,这就使得银行在一开始安排存款(负债)时,就必然要面临两难困境:若将存款全部留在银行内以防备临时性的大规模提款行为的发生,则虽然能够满足不确定的流动性需求,但是由于放弃了高收益的投资从而也就无法得到较高的收益回报;相反,若将短期负债完全用于投资,以追求高额的收益,则很有可能满足不了客户临时性的流动性需求。所以,这也就需要银行权衡好收益和风险,确保最适量的流动性。事实上,金融中介机构将流动性很高(满期期限较短)的间接证券发行给众多的资金盈余者,也就是为了分散流动性风险,使企业的长期投资成为可能,金融中介机构的这种功能又被称为“流动性保险”。

### 0.3.3 不确定性和风险分散

我们已经反复地强调过,金融经济和通常的商品、服务经济有着本质上的区别。后者是在标的产品和货币交换的过程中完成的。对于前者来说,即使获取的资金是建立在与有承诺的证券进行交换的基础上,资金的实际偿还也还是在未来的某一个时点上。因此,就存在着固有的不确定性的问题,这种不确定性可以用各种各样的金融风险来描述<sup>2</sup>。在费雪的理论框架中就表现为交易条件——实际利率(金融市场机会线的斜率)的不确定性。很显然,这种不确定性使得投资决策和消费计划无法分离开来。但是,一些对经济增长的研究表明,金融体系通过分散风险,能提高投资的预期收益率,从而带动更快的经济增长。

一般来说,人们通过在资本市场上选择收益率相关性不大甚至负相关的金融产品,建立资产组合,就能够达到规避某些风险(在金融学上,称为非系统性风险)的目的。因为,政府出台的某项政策,或者市场的某种变动对一种资产来说可能是不利的影响,但对另外一种资产却很有可能是有利的。当同时持有这两种资产的时候,一种资产的损失就可以由另一种资产的收益来得到弥补,风险也就得到了规避。但是,另一方面,实证研究的数据表明,对于股票、债券等金融资产来说,有些风险却是无法规避的。比如经济萧条的时候,整个市场都会受到不利的影响。为了分散这样的系统性风险,就应该考虑发挥金融中介的职能。为了更好的理解这个问题,我们来看一个农业生产的例子。农田灌溉经常要受到气候的影响,一般来说,我们不管通过任何办法都无法改变气候,气候对所有农田的灌溉都产生影响,而不是只影响单个农田的灌溉。我们可以把气候变化看成是系统性的风险。为了减少气候对农田灌溉的影响,我们就修建了水库或者蓄水池。蓄水池的作用在于,雨涝的季节,可以把多余的水量储存起来,以备旱季时候的灌溉之用。很明显的,蓄水池降低了气候的变化对农田灌

<sup>2</sup> 它包括信用风险、流动性风险、市场风险、利率风险、汇率风险、表外业务风险、主权风险、经营风险等。

溉的影响。实际上，金融中介可以起到一个蓄水池的作用。它可以在宏观经济面较好时积累资金，在宏观经济萧条时提供流动性，弥补投资者的损失。也就是说，通过世代间金融资产期限转换，金融中介机构分散了在同一个时点上无法分散的(系统)风险。比如，目前，一些国家的养老金制度也是一种重要的世代间分散风险的方法。

### 案例专栏 0-2: 我国股票市场扫描 (资料来源: 中国证监会网站)

2004年5月中国证券市场基本数据

股票市场主要指标 2004年5月	
境内上市公司数(A、B股)	1324家
市价总值	44742.63亿元
流通市值	14119.76亿元
总股本	6729.33亿元
筹资金额	215.93亿元
股票成交额	1801.25亿元
投资者开户数	7133.74万户
印花税	7.21亿元

我国股市从1990年发展到现在，已经经历近14年了，上市公司数从二十多家增加到上千家，股市市价总值达到了国民生产总值的1.6倍，注册开户人数也非常巨大，逾七千万户。2002年时，A股股票占据大约居民金融财产的10%。

虽然我国股票市场已经获得了长足的进步，存在的隐忧也是不少的：

- 中国股市是一个为了满足特殊的政策需要建立起来的，有着根本制度缺陷的新兴市场
- 股市交易尚待规范：监管部门虽然每年颁布无数的规章制度，但是坐庄操纵股价、内幕交易、会计欺诈等事件依然时有发生
- 股市交投过旺：我国股民投机性较强，其入市的动机主要是追逐差价
- 股市股权结构割裂：大量的非流通股的存在极大的影响我国股市的运作效率
- 股市不存在做空机制：使得市场波动性十分大，市场力量对价格的影响往往会驱使价格远离均衡

当然作为一个新兴的市场，我国股市的整个市场机制、交易文化都是外生的，我们应该对它更加宽容，不能仅仅因为它现在的病态而否定它。

下面我们来看看我国股市的一大特点——股本结构分裂(请看下表)：

我国上市公司股本结构情况统计表(2004年5月)				单位：亿元			
股份				总数	6729.33		
尚未流 通股份	合计	4315.62	64.13%	已流通 股份	合计	2390.04	35.52%
	发起人 股份	3966.69	58.95%		境内上市人 民币普通股	1828.1	27.17%
	募集法 人股	330.54	4.91%		境内上市外 资股	184.32	2.74%
	内部职 工股	12.2	0.18%		境外上市外 资股	377.62	5.61%
	转配股	0.14	0.00%		其他	0	0.00%

	战略投资者配售股份	4	0.06%		
	其他	1.33	0.02%		

由于历史原因，我国上市公司的股份分为流通股和不可流通股，而且规定了上市公司的流通股和非流通股比例。顾名思义，流通股指的是可以在股票市场上自由交易的股票，而非流通股则是由发起人、法人等持有的股票。正是由这个股权分裂这个根本性缺陷，使得我国股市的投融资功能大打折扣。

#### 0.3.4 不完全市场和价格发现机制

在经济学原理中，我们已经知道，在一个完全竞争的经济环境中，市场能够通过价格信号自发的实现资源的最优配置，从而达到市场的出清。但是，在金融交易中，资产价格的形成机制还和交易成本以及相关企业经营、产业发展、宏观经济运行等诸多的信息有着密切的关系。如果信息能够向大家平等的公开，而且，投资者对信息的理解和判断能力都符合经济学的基本价值规律，那么，在没有较高交易成本的完全竞争环境中，均衡价格的意义就完全和商品经济一样，它能够指导市场的参与者进行最优的资源配置。比如，买入看涨的资产，抛售看跌的资产。

但是，现实中的金融市场是不完全的，存在着大量的私人信息、昂贵的交易成本和非理性的交易行为，比如，内幕交易、金融欺诈等，因此，经济学中的均衡价格形成规律就无法正确解释金融交易中的价格变化规律。于是，如何在这种不完全的市场中，建立一个能够真正发现证券（即企业）内在价值的良好机制，就成为我们在改善金融资源配置过程中首先应该认真思考的问题。

#### 0.3.5 信息不对称和信息生产

在费雪的分析框架中，企业的生产能力和所从事的项目价值都已经被投资者所了解，而且，企业的投资决策也都是公开信息。但是，事实上企业的类别是不一样的，企业的行为是无法监控的，比如，企业知道自己的类别和所从事的项目的价值，而投资者是不知道的。由于投融资双方的信息差异就会产生资源配置的非效率性，即企业有可能不去选择能够创造社会财富最大的生产计划(I 点)，因而消费者的利益也会受到损失(效用降低)。造成这类问题的原因主要来自于三个方面：

(1) 事前的逆向选择。因为融资能力差的企业有动机模仿好的企业，给投资者造成一种假象以增加其融资的可能性。所以，不知情的贷款人不能识别不同种类的借款人，只能用“平均”原则来处理，比如设定同一的贷款利率。或者也可能通过控制信贷量来防范信息不对称可能带来的损失。

(2) 事中的道德风险。由于成本高昂，贷款人无法跟踪借款人的行动。所以，借款人很可能利用贷款人无法观察到自己的行为而改变投资项目(资产替代问题)，给贷款人带来额外的风险。另一方面，由于贷款人无法进行监督，管理层就可能“不努力”，最终导致该企业的经营效益大幅下降，贷款人由此而受到损失。

(3) 事后的状态确认成本。在企业最后取得收益的时候，经理人为了从中牟利，往往会谎报业绩，从而给贷款人或投资方带来损失。为了减少这种损失，贷款人就必须对企业的经营效益进行核实，也就是状态确认(state verification)。但状态确认的信息收集成本是高昂的，对单个投资者来说不可能实现。因此，一个健全的金融体系就要求金融机构能够进行这样的信息生产，否则，投资方的利益将会受到侵犯，资源的有效配置就无法实现。当然，金融机构的信息生产也是需要成本的，有时它的大小会直接影响金融体系信息生产这一基本职能的正常发挥。

#### 0.3.6 委托-代理人问题和公司治理

公司治理是上述费雪的分析框架中被忽略掉的金融体系的又一大基本功能。在费雪描述的理想世界中，企业所追求的目标-----创造最大社会财富的生产计划(I 点)，是与消费者的利益(自身效用的最大化)完全一致的。但是，事实上，企业经理人很可能谎报自己的业绩，

挪用投资者的专项资金，放纵地挥霍企业的资源以及懈怠监督管理的职能等等。因此，对企业和管理层进行相应的监督是非常必要的。当然，企业的融资方式也会对克服代理人的道德风险问题，提高企业的经营效率产生一定的外部制约作用。下面，我们分别以股权融资、债券融资和银行贷款这三种不同的融资方式(参考知识专栏 0-1)来考察一下金融体系的公司治理功能：

### (一) 股权融资结构给公司治理带来的影响和效果

#### 1. 市场评价机制与公司治理

如果经营者的岗位待遇很丰厚，为了维持这种待遇，在面对外部敌对性的企业兼并（通过大量的股权收购）或管理层的职位更迭的压力时，经营者就会努力提高经营效率和生产业绩。

#### 2. 股权集中度与公司治理

在股权集中的情况下，大股东的利益和企业的经营业绩密切相关，因此大股东就有激励进行信息生产并对管理者进行监督，以维护自身的利益。一旦信息被生产出来，股票定价也就变得容易许多。而在股权过于分散的情况下，小股东利用他人信息“搭便车”的现象非常严重，这会导致整个社会信息生产的不充份和股票价格的扭曲。然而，对于公司的经营层来说，尽管大股东的存在能降低他们融资的搜索成本，但是另一方面他们也认识到，由于大股东对企业存在着很强的干预能力，因此他们自身的岗位利益会受到一定的影响。因此，他们会设计一个满足“最优集中度”的股票发行方式来平衡股权集中所带来的利弊问题。有时，公司经理为了强化自己的企业控制能力，有意采取消极的股利政策，并同时鼓励员工持有公司股份来稀释外部对企业的控制力。

#### 3. 股东特征与公司治理

股东对企业经营的监督能力越高，那么企业的业绩就会越好。比如，像机构投资者这样的专业化程度很高的股东，其参股的比例越大，企业的治理效率就会越高。

### (二) 债券融资结构对公司治理效果的影响机制

#### 1. 对自由现金流支配的制约

在债券融资的状况下，本息偿还的要求将迫使公司经理不会轻易去增加自由支配的资金，从而促使经营者想方设法提高资金的使用效率。

#### 2. 企业清算的压力

尽管企业的债券融资和银行贷款都是“负债”，但还是有差异，尤其是企业陷入经营不佳而无法偿债的状态时，债券的负债结构最终被清算的可能性要大于银行贷款方式。因此，一方面它会在事前促使企业加强自身的有效管理，但另一方面，事后清算也有可能不利于一时限于流动性困境的企业的再生，造成企业资源的浪费。

### (三) 关于银行贷款的利弊问题

这个案例在现实中的一个体现就是关系信贷,它是指公司长期只与一家或少数几家银行打交道，如日本和德国的银行体制。银行在监督方面可以实现规模经济，协调各个产品之间的市场，同时在公司发生财务危机时的重组中取得领导地位。由于银行与公司的这种关系，一方面，它能更好的监督公司的经营行为，减少道德风险的发生，有利于公司治理。但另一方面，一部分经济学家也指出，银行与企业的密切关系不但会妨碍企业参与市场竞争，而且银行甚至会与公司的经理人合谋，做出有损于其他债权人利益的行为。因为此时的银企关系的最终目标未必是促进公司的有效管理，而是达到某些利益集团的最大利益。另外，企业的经理会认为，在公司发生危机时公司仍有可能获得融资，原因在于与银行的再谈判可以使双方都获利。因而，这种情况下的公司监督机制就会大打折扣。

以上论述了金融体系的六大基本功能，本书也将以这六大基本功能为主线，来探讨金融资源配置过程中所呈现出来的一般规律。但是，在开始详细介绍其基本内容之前，我们还是想特别强调一下这六大功能之间的相互关系。我们很容易发现，过分的强调某一个功能的发挥，而忽略它们之间的相互协调性，就很有可能破坏金融体系的稳定性，最终反而会使得所预期的效果无法实现。比如，价格发现功能要求金融体系能保持充分的竞争，但是有时竞争

过度反而会大幅降低金融机构的利润，从而削弱了它们信息生产和抵御风险的能力。因此，要协调好各个功能之间的相互牵制作用，保持适度的竞争——即确保价格发现功能的有效发挥，对确保金融活动顺利进行是十分必要的。那么，究竟如何来把握功能发挥的“度”呢？本书的衡量标准是，当金融活动能够最大程度推动经济发展时，此时对“度”的把握就可以被认为是最佳的。于是，很显然，为了把握好金融体系六大基本功能，我们还需要认识金融活动如何对实体经济产生影响，也就是金融活动对实体经济影响的传导机制。

#### 0.4 金融活动和实体经济

金融活动存在外部性，不仅通过资源配置过程能够实现参与者价值创造的目的，而且它对实体经济产生重大的影响。它的传导机制主要有利率机制和信贷机制。我们将通过观察实体经济的两大主要部门——消费部门和生产投资部门——受金融活动的影响状况来对此进行说明。

##### 0.4.1 利率机制

利率主要反映了资金的成本和资产的收益。对于企业来说，利率的上升就意味着融资成本的上升，它会降低企业的外部融资规模，从而也就有可能减小投资，造成经济的衰退。相反，利率下调会增加企业资金的需求，刺激投资，促进经济增长<sup>3</sup>。而对于个人而言，利率的上升会产生两种互相背离的效应，一是替代效应，即由于储蓄的收益在增加，目前消费的机会成本在变大，所以，人们可能减少今天的消费，增加储蓄，用于未来的消费；二是财富效应，即由于人们的资产收益(比如，利息收入)在增加，这有可能带来整体消费能力的提高，即同时增加现在和未来的消费。所以综合来看，利率上升会增加储蓄，但是否能增加目前的消费还很难断定，要取决于替代效应和财富效应的相对大小。

在上一世纪后半叶，很多经济学家认识到利率渠道的重要性，指出经济发展的最大障碍是缺乏价格发现的市场机制，它具体表现在利率管制上。他们认为，这种“人为的”金融压抑政策不仅从量上而且从质上都会制约投资水平。为此，他们设计了一整套“金融自由化”的方案，但是这些方案在很多发展中国家的实施效果并不如意。比如，90年代东南亚国家根据金融自由化的思想，放开了利率管制，开放了资本市场，这些改革措施的确有利于部分企业降低他们的融资成本，提高他们资源的有效配置；同样，对某些消费者来讲，这会拓宽他们的投资渠道，提高他们风险分散的能力。可是，由于当地的金融机构和企业过分的追求投融资的收益，认为即使存在风险也会由国家来承担，所以，它们采取过度冒险的投资行为，比如，大量的借入短期外债，在没有提取充足的备用资金的状况下，他们将资金投入了股市、楼市的炒作。最终当资产泡沫崩溃的时候，这些经济部门的经营状况急剧恶化，于是，国家不得不耗费巨额的外汇储备来偿付国外投资者的短期债务，最终导致了不可避免的金融和货币危机。

##### 0.4.2 信贷机制

早在80年代初期，一部分的经济学家就开始注意到，强调发挥投融资功能和价格发现功能的利率渠道，只是把焦点放在了宏观经济层面的效果上，而缺乏一定的微观基础。比如，对投融资双方的信息不对称问题、委托代理问题，还有投资项目的收益不确定问题等等都没有做深入细致的思考。而事实上，这些问题即使在金融自由化的环境下也会制约金融体系的资金供给及其投资的质量。

由于存在上述的问题，一些经济学家认为，与债券融资和股票融资不同，银行融资具有信息生产、公司治理和风险分散的比较优势。从这个意义上，它是不可替代的。他们认为在信息不对称的状态下，市场无法克服道德风险和逆向选择问题，所以，为了能发挥金融体系中银行的信息生产和激励机制的比较优势、提高资源配置的效率性，政府应该通过限制储蓄利率和制约过度竞争等干预手段——即金融约束政策给银行提供必要的激励机制(也就是一定的超额收益)。不过，又有一些经济学家提出了尖锐的质疑：尽管利率渠道缺乏了微观基础，银行也不一定会发挥出它的比较优势。银行可能会利用它的这一“比较优势”，故意加大企业资金的使用成本，导致资源配置的扭曲。比如，当具有成长潜力的企业遇到资金困难需要救助时，银行本来可以及时提供这种资金救助——只要银行能够通过向上调整对该企业的贷款利率来弥补现在救助所提供的额外开支。但是，银行会担心企业在渡过危机以后终止

<sup>3</sup>尽管投资理论还有很多其他的观点，但利率的重要性还是依然保持不变。

与自己的信贷关系，而重新去和一个利率条件较好的其他银行签订协议，这样使得银行没有动力参与救助以补偿企业的损失。如果所有的银行都会考虑到这种可能性的存在，那么，都会对处于困境中的企业采取“见死不救”的观望态度。所以，争论尽管从利率渠道的宏观视角转向了信贷渠道的微观视角，但目前为止还没能达成认识上的统一，即使是在对各个国家的经验分析的研究结果中也没有看到一致的结论。

通过上述金融活动对实体经济部门产生影响的两种渠道的介绍，我们可以看出，无论是重视投融资、价格发现功能，并从宏观视角上进行分析的利率渠道，还是重视风险分散、信息生产和公司治理功能，并从微观视角上进行分析的信贷渠道，都在一定程度上揭示了金融活动对实体经济影响的客观规律。本书所架构的金融经济学理论体系可以用如下的流程图加以归纳(图 0.11)。

## 0.5 本书的构成及使用方法

### 0.5.1 本书的特色

本书区别于其它国内外金融经济学教科书的最大之处是在于它至始至终从功能分析的视角来说明问题，它的特点主要在于以下几个方面：

#### 一、力图抓住金融活动中资源配置的本质

因为金融经济学是研究金融资源的有效配置的问题，它就应该和研究商品经济价值规律的经济学原理有着相同的思维方式，那就是通过研究市场参与者的行为和相互作用的效果，来考察资源配置的价值规律。在商品经济中，价格的形成机制如同一只看不见的手在主宰着经济主体的行为，那么，在金融经济中也要去寻找影响资源配置的因素。我们会发现金融资源和商品资源在很多方面具有本质的不同，仅仅重视市场价格发现功能还远远不能保证金融

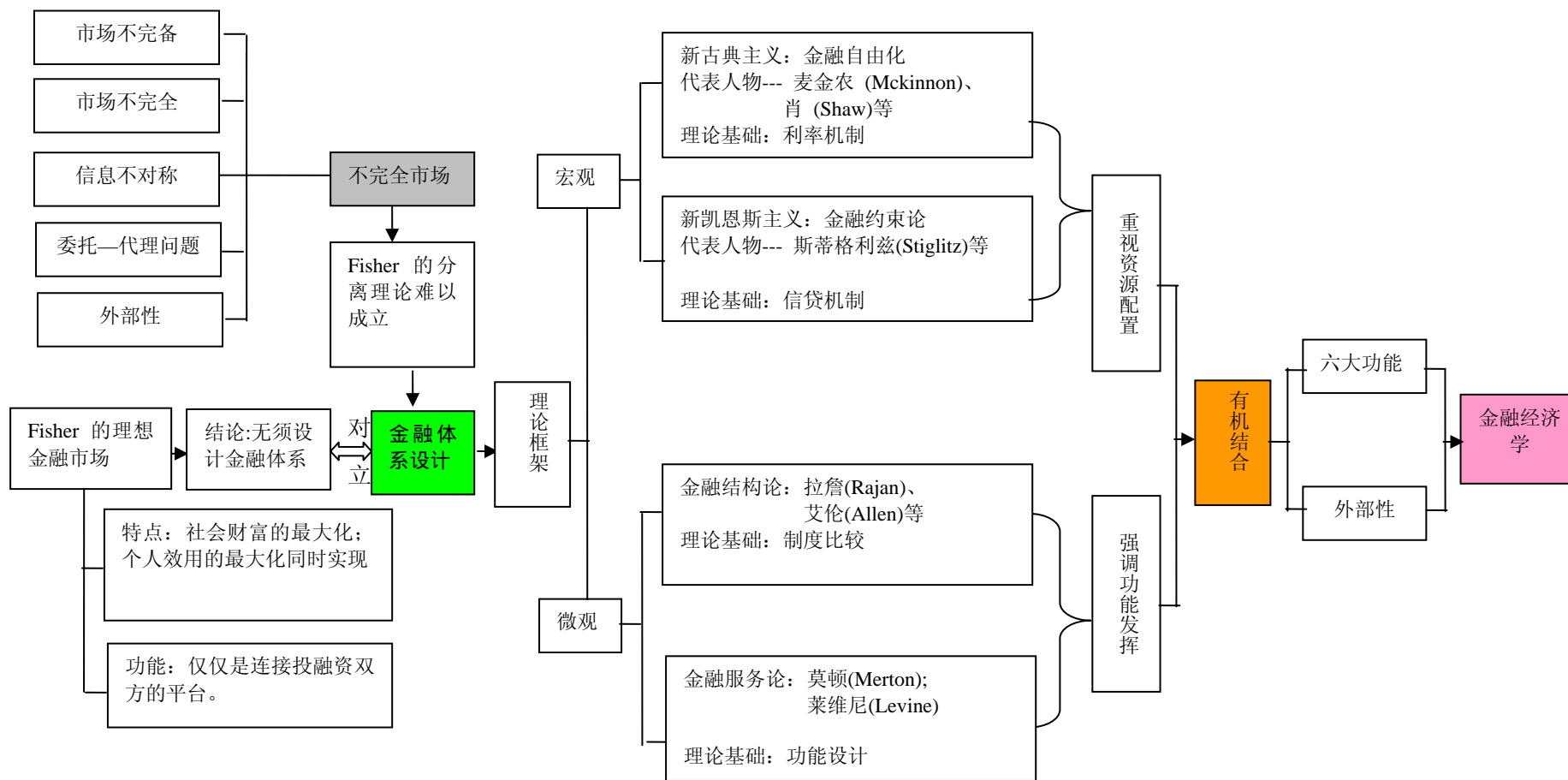


图 0.11 金融经济学的理论脉络

资源的有效配置。于是，其他功能的发挥就必然成为金融经济学的主题。

## 二、体现出它区别于货币银行学、金融市场学、投资学和公司财务的鲜明个性

因为我们是强调金融体系的基本功能的发挥对资源配置起着重要的作用，所以，我们对于金融中介的服务、金融资产的价格形成机制、投资者对金融产品的选择、公司融资的策略等问题的考察视角就明显的区别于其他学科对同样问题的研究。比如，本书不是强调金融中介的运行方式、关注资本市场的金融工具和交易条件，以及提供消费者价值创造的战略，也不是解决公司和个人在融资和理财问题上所应注意的问题，而是强调金融中介存在的价值，关注资本市场价格形成的各种规律及其对资源配置的影响，解释消费计划无法实现的根本原因，试图解决高额的委托代理成本阻碍资源有效配置的问题。因为它揭示的是资源配置过程中金融活动所表现出来的特殊性，所以具有鲜明的个性。

## 三、有利于国际比较和评价制度改革的成效

功能分析方法有较强的现实意义和政策上的指导意义。所以，它不仅适合作为学校的教材来系统的传播金融经济学的理论体系，而且它也为社会上从事金融工作的实务人员和政府部门的决策人员提供了非常丰富的观察金融问题的新视角。

实际上，本书在编写过程中始终都在向读者努力传递这样的信息：一个能保证金融发展和实体经济之间良性互动关系的金融体系，绝对不应单纯地在规模和数量上去追求最好的投、融资制度和最先进的金融工具，而应该是一个能够有效地发挥金融体系六大基本功能、从而能够推动实体经济持续稳定增长的最优化的动态体系。从这个意义上讲，一个国家的金融发展，不应该从数量和规模上与发达国家看齐，而是应该根据(内生于)自己国家金融发展与实体经济的互动关系中所反映出来的、金融体系六大基本功能之间互相抑制或互相促进的实际效果，来不断设计和修正自己的金融制度，进行必要和有效的金融创新。由于金融制度的变迁存在明显的路径依赖特征，外国的成功经验只能帮助发展中国家强化某些功能的改革，但不能靠它改变自身金融体系本质上的脆弱性。

### 0.5.2 本书的构成

本书按照金融体系的六大基本功能和其相互制约的特点，共分成了7篇22章。

在第一篇“价格发现功能”的阐述中，我们着重介绍了金融资产交易中普遍存在的五种价格形成规律：一是均衡机制，即资本资产定价模型(CAPM)；二是套利机制，即套利定价理论(APT)；三是或有权定价机制，即期权理论；四是报价机制，即金融市场微观结构理论；五是认识机制，即关于投资者心态的理论。因此，这一部分内容介绍的特点是把传统的金融经济学理论——即在市场出清条件下的金融资产的均衡定价理论做了必要的归纳和比较。然后，在此基础上本书补充了其它同类教科书没有提及的均衡状态下的资产价格的泡沫现象，这对更好的理解金融资产区别于商品经济的定价规律有很大的帮助。另一方面，在这一部分中，本书又介绍了现代金融资产定价理论发展的现状——即把在非瓦尔拉斯均衡条件下影响金融资产价格形成的主要因素作了必要的阐述。

第二编开始的所有章节是本书所建立的金融经济学的理论体系中特有的内容，而一般金融经济学的教科书都把内容限定在资产价格理论上，和微观经济学有很大的相似之处。但是，仅有第一编所介绍的价格理论是无法很好地解释“看不见的手”——价格规律在金融市场上为什么容易失灵的原因。于是，在第二编“流动性功能”的阐述中，本书提出了金融资源配置过程中较为特殊的“便捷性”问题。全编分成两大块来探讨金融资源这一特有的内在属性。在“市场流动性”这一章中，首先指出了当市场出现流动性约束——即存在“交易成本”时、上编中提到的价格形成规律将无法实现的基本事实，然后通过向读者展示经济学家几种完全对立的观点来阐述市场流动性存在着不可分割的“两面性”，从而强调它对金融市场参与者的决策以及金融资源配置的最终结果会产生不可低估的影响。另一方面，本书又在“银行的脆弱性和挤兑行为”一章中揭示了流动性在间接融资渠道中所呈现出来的全新特征，并在此基础上，进一步讨论了“存款保险制度”在银行流动性问题中所能发挥的作用。

在第三编“风险分散功能”的阐述中，本书指出了第一编中所介绍的依靠资产组合分散非系统风险、依靠定价“转嫁”系统风险的机制并不“完全”的特点，并向读者揭示了为保证资源的有效配置、金融体系所应提供的世代间风险分担机制的特征及其重要性。

从第四编“信息生产功能”开始，本书将分析问题的焦点转向信息不对称对序章和第一章中所描述的完全市场条件下的资源配置和价值规律的影响以及由此带来的违约风险等“新”问题的考察上。第四编主要是从市场参与者对投资项目的属性存在信息不对称的视角来考察价格和资源配置的扭曲问题。首先，在“逆向选择和事前审查”这一章中，阐明了信息劣势者对信息优势者投资项目的“安全性”会发生“事前”的“逆向选择”问题，并在此基础上进一步分析和比较了信息劣势者所采取的各种对策的特点及其有效性。它们包括信贷配给、事前审查、合约设计和信用评级等。然后，“信号机制和融资条件”这一章主要是介绍了信息优势者中低风险的投资者、为了能从信息劣势者手中获得较为优惠的融资条件自愿发送信号的内在激励机制。最后在“状态确认”这一章中，阐述了信息劣势者对信息优势者投资项目的结果会发生“事后”的“逆向选择”问题。并在基础上考察了克服和缓解这类信息不对称问题所采用的合约设计和再谈判方法的有效性。

第五编主要是从市场参与者对投资行为本身存在信息不对称的视角来考察价格和资源配置的扭曲问题，从而强调金融体系“公司治理功能”的重要性。在“MM定理和道德风险”这一章中，首先通过阐述著名的MM定理，向读者介绍了在完全市场条件下资本结构不会改变企业价值的观点。然后，通过引进道德风险的问题揭示出资本结构通过影响投融资双方的利害关系会对企业价值产生重大影响的经济学原理。为了更好的理解这一较为抽象的原理，这一编又分别通过股权融资、债务融资和关系贷款这三种具体的融资形式考察了资本结构的激励机制对资源配置的影响。

在充分认识了金融体系在资源配置过程中所表现出来的各种“特殊性”——即不确定性、流动性约束、信息不对称、投资情绪等现象之后，第六编将探讨金融体系在资源配置过程中所应发挥的最为重要的、而又区别于商品生产的“投融资功能”。首先，在“投融资效率和经济增长”这一章中，提出了衡量金融体系投融资功能是否有效发挥的两大标准：一是内部效率(比如，银行的生产效率等)，二是外部效率(比如，资本市场的资源配置效率等)。并在此基础上，阐述了影响投融资效率的两大因素：一是完全竞争，二是信息不对称问题。然后，通过对金融自由化和金融约束两大改革政策目标的比较，揭示适度的竞争对信息不对称问题相对较为严重的金融体系而言是十分必要的经济学原理。为了更好地说明这一原理的现实意义，在“银行的投融资效率和最优市场结构”这一章中，通过列举银行经营的稳定性和效率性的双重特点，充分证实了上述适度竞争原理的重要性。而在“观点多元化和市场体系的比较优势”这一章中，通过深入分析产业发展与融资渠道的相互关系，阐明市场融资方式在资源配置过程中也能发挥出银行体系不可替代的效率性。

最后，本书探讨了金融体系六大基本功能的失灵所带来的“外部性”特征和防范这种负面外部性影响而需实施的金融监管和法律体系的设计问题。在“金融体系脆弱性及其后果”的这一章中，首先阐明了由金融脆弱性所造成的负面外部性的两大表现形式：即一是导致货币政策的有效性衰弱，二是引起宏观经济波动乃至造成严重的金融危机。然后运用前六编金融经济学的基本原理进一步分析了这种宏观现象的微观传导机制。在“银行监管”这一章中，根据银行的特殊性提出了审慎性监管和收益保障性接管这两大机制有机结合的必要性。在“市场监管”这一章中，主要是根据近来资本市场价格波动的传染效应在不断加大的特点，对现有的监管模式提出了质疑。在“法和金融关系”的这一章中，对大陆法系和英美法系做了深入的比较，并通过列举大量的最新研究成果阐明了法律的作用及其与金融活动之间内在的必然联系。

### 0.5.3 本书的使用方法

本书作为一本现代金融学的基础理论教材，在内容的选择和体例的编排上都充分考虑了不同知识结构读者群的需要。

作为金融专业的本科生教材，可以利用一学期的时间进行系统的教学，让学生充分认识到金融资源配置过程中金融体系所应发挥的六大基本功能的必要性；同时，也向学生强调在金融资源配置的过程中风险管理的重要性。事实上，全书也可以当作一本金融风险管理的经济学教材来使用，前四编主要讲述市场风险和流动性风险的形成机制，后两编主要探讨信用(违约)风险的形成机制，最后一编则是对由前述的个别风险所可能引起的系统风险及其防范措施进行重点考察。

因为本书涉及的内容的前沿性和理论性都比较强，所以也可作为一年级经济类或金融类

研究生的教材或补充教材,有利于培养他们金融学的研究意识和发现问题的能力。尤其是带“\*”章节的内容理论性较强,更适合金融专业高年级本科生和一年级研究生的学习。同时,为了满足更多学生进一步深入学习的求知欲,本书在每一章最后安排了为进一步学习用的“文献导读”。

另外,值得一提的是,为了满足更多非金融专业的学生和一般读者的需要,本书在每一编的前言部分用通俗易懂的语言阐述了这一编所要解决的问题及其现实意义。读者可以按照这个“知识向导”的说明、再根据自己的需要和兴趣来选择其中有关章节的阅读或学习。书中我们还特意安排了人物专栏、案例专栏和知识专栏帮助读者更好的理解金融经济学所阐述的问题。尤其值得一提的是,人物专栏基本上是按照金融经济学发展的脉络来编写的,不管是分开阅读还是先集中放在一起阅读,都会产生很好的效果。这个专栏不仅让读者了解到金融经济学所有的大师级人物,而且也能让读者了解金融经济学所关注的问题全貌和感受到它激动人心的发展势头。另一方面,本书所提供的案例专栏都具有一定的代表性、知识性和趣味性,如果读者能够理解它所在章节的基本内容,阅读起来就会更易觉察出它的现实意义。

本书作为一本大学基础理论专业教材,十分重视它的规范性和系统性,在每一章的开头都列出了本章学习的基本要求,在每一章末尾都画出了反映主要内容之间相互关系的知识结构图,并列出了重要的专业词汇和本章的小结,便于读者的知识消化和深入学习。同时,为了培养读者的阅读能力、分析能力和举一反三能力本书各章还相应的配有大量的习题、思考题和应用题,供教学和自学使用。在书的末尾,为了便于查阅和复习,本书的最后部分还列出了关键词索引、人物索引和专栏索引。

尽管功能体系的金融经济学的架构是一个全新的概念和尝试,但我们希望它能揭示出当今金融资源配置过程中所凸现出来的各种各样的冲突和复杂的现象背后所蕴藏的事物变化的客观规律。

## 本章小结

金融经济学是一门研究金融资源有效配置的科学,它所回答的问题是,商品经济的价值规律是否还能完全指导所有的经济主体(个人、机构、企业和政府等)在参与金融活动中所做的决策。它在微观经济学的基本框架内发展了金融理论的主要思想,并以此思想来观察金融活动参与者的行为和他们之间的相互作用(两大融资渠道),从中探索金融交易过程中所蕴含的经济学的普遍规律。

费雪分离定理描述了在理想状态下金融资源(比如,银行贷款、证券投资等)有效配置的条件和结果。费雪认为,在理想状态下,通过资本市场,可以同时达到企业的利益最大化要求和股东的效用最大化要求。也就是金融决策与实体经济之间不存在着相互影响的内在关系。

但是,费雪的理想状态在现实世界中是不存在的,资源的配置也就存在了一个效率的问题。衡量一个国家的金融体系能否实现资源有效配置的关键就在于,该国的金融体系是否能够保证投融资、流动性保障、风险分散、价格发现、信息生产和公司治理这六大功能的发挥和实现。

金融活动具有外部性,它对实体经济有影响的传导机制主要有利率机制和信贷机制。利率主要反映了资金的成本和资产的收益。利率渠道重视投融资、价格发现功能,并从宏观视角上分析金融活动对实体经济的影响;信贷渠道则更加关注资金盈余部门的资产负债状况,通过对影响他们信贷供给能力的分析来考察金融活动对实体经济的影响。因此,这种观点更加重视风险分散、信息生产和公司治理功能。

## 本章重要概念

金融资源配置 分离定理 完全市场 投融资功能 流动性保障功能 风险分散功能  
价格发现功能 信息生产功能 公司治理功能 功能协调 利率机制 信贷机制  
习题

1. 阐述在微观经济学中所学的效用、预算约束、生产可能曲线的意义以及他们三者之间的相互关系。
2. 比较金融资源之间收益和风险之间的差异。
3. 本书所定义的资金盈余部门、资金赤字部门、金融机构和监管部门各具有什么样的特点？
4. 阐述金融体系的构成和两种金融资源配置渠道的特点。
5. 讨论完全市场的经济学含义
6. 为什么金融市场能解决股东利益的冲突？
7. 假设在一个 3 期模型当中，一理性投资者的资源禀赋为：当期 200 美元，未来第一年 100 美元，未来第二年 50 美元。如果投资者希望在当期消费 40 美元，而在第二年消费 120 美元，那么他在第一年应该（或者可以）消费多少？
  - (1) 如果不存在资本市场；
  - (2) 如果存在资本市场，且年利率为 5%。
8. 费雪分离定理的“分离”主要表现在哪些方面？
9. 请具体说明金融资源配置过程中会产生哪些交易成本。
10. 请区别市场流动性和银行流动性的概念
11. 请举例说明横向风险和纵向风险的概念
12. 请举例说明信息生产三大过程的重要性
13. 企业的融资方式有哪些，各有什么样的利弊(参考专栏 0-1)。
14. 请举例说明投融资双方可能发生的利益冲突及其主要原因
15. 请举例说明企业的资本结构对经理人的公司运营所起的约束作用
16. 请阐明利率机制和信贷机制的差异。

#### 思考题

1. 影响个人消费计划实现的最大障碍是什么？请举例说明。
2. 既然利用金融资源的目的基本一样，为什么要搞这么多形态的金融商品？
3. 为什么金融活动的参与主体要分成四大部门？这样的划分方法有哪些利处和弊处？请举例说明。
4. 请根据金融体系各个组成部分的特征描述一下我国金融体系的特点。
5. 一厂商的初始禀赋为 32 000 美元，生产可能性曲线满足
 
$$(C_1 + 10)^2 + (C_2 + 5)^2 = 1789, \text{ 且 } C_1, C_2 \geq 0$$
 其中， $C_1$  为以千美元计算的当前消费， $C_2$  为以千美元计算的未产出。（在图形上，这是一个以 (-10, -5) 为中心半径为  $\sqrt{1789}$  的圆的一部分）。该厂商的效用函数为
 
$$U = 40 C_1^2 + 100 C_1 C_2, \text{ 其中 } C_1 \text{ 是当前消费（千美元），} C_2 \text{ 是未来消费（千美元）。}$$
 因此可以得到该厂商的无差异曲线为

$$\frac{dC_2}{dC_1} = -0.8 - \frac{C_2}{C_1}$$

同时，每一期的借贷利率为 20%。

- (1) 画出生产可能性曲线和市场机会线；
- (2) 运用上述曲线预测最优的投资水平，当前消费水平和未来产出水平；
- (3) 计算最优的投资水平，当前消费水平和未来产出水平；
- (4) 计算最优投资的净现值；
- (5) 计算最优的当前消费和未来消费的水平，使得厂商的效用最大化；

- (6) 证明该厂商的计划消费是可行的。
6. 请举例说明费雪分离定理“失灵”的情形，并究其原因展开讨论。
  7. 讨论中国股市在发挥六大基本功能方面的作用。
  8. 请结合专栏 0-1 的内容，讨论中国企业的经理是否会重视自己的融资方式。
  9. 请根据金融活动对实体经济影响的两种机制分析当前我国货币政策的有效性。

#### 应用题

1. 调查我国家庭的金融资源的配置结构(储蓄和各种金融投资的比例)，分析我国居民不同的年龄层和知识结构对此资源配置结构的影响。
2. 调查我国乡镇企业的融资方式并分析非正规融资渠道如何实现金融体系所应发挥的六大基本功能。
3. 调查我国四大国有银行商业化改革的各种模式并从功能分析的视角评价它们各自的利弊。
4. 调查境外投资者对中国资本市场的进入现状，并分析它会给我国家本市场的投融资功能产生何种影响。
5. 调查以银行为主导的金融体系国家其货币政策的目标是什么，货币政策的实施工具是什么，有效性如何。

#### 学术文献导读

1. 为了让读者更好地全面掌握金融经济学的原理，这一章特别推荐给初学者一本浅显易懂、逻辑严密的金融学入门教材——《金融学》。配合本章的相关内容一起同步阅读，一定会让你受益匪浅。著书的作者是美国著名的金融学家博迪和莫顿，它已经于 2000 年在中国人民大学出版社翻译出版。
2. 对金融学理论已有一定基础的高年级本科生和一年级研究生，建议进一步阅读当代金融学中较有影响力的专著——《比较金融系统》，它有助于你建立对金融经济学的现象和本质进行正确分析的思维方式。这本专著是有当今金融学领域年轻有为的学者美国宾西法尼亚大学教授法兰克福·艾伦和纽约大学教授道格拉斯·盖尔合著，已在 2000 年由中国人民大学出版社翻译出版。有一定的理论深度。