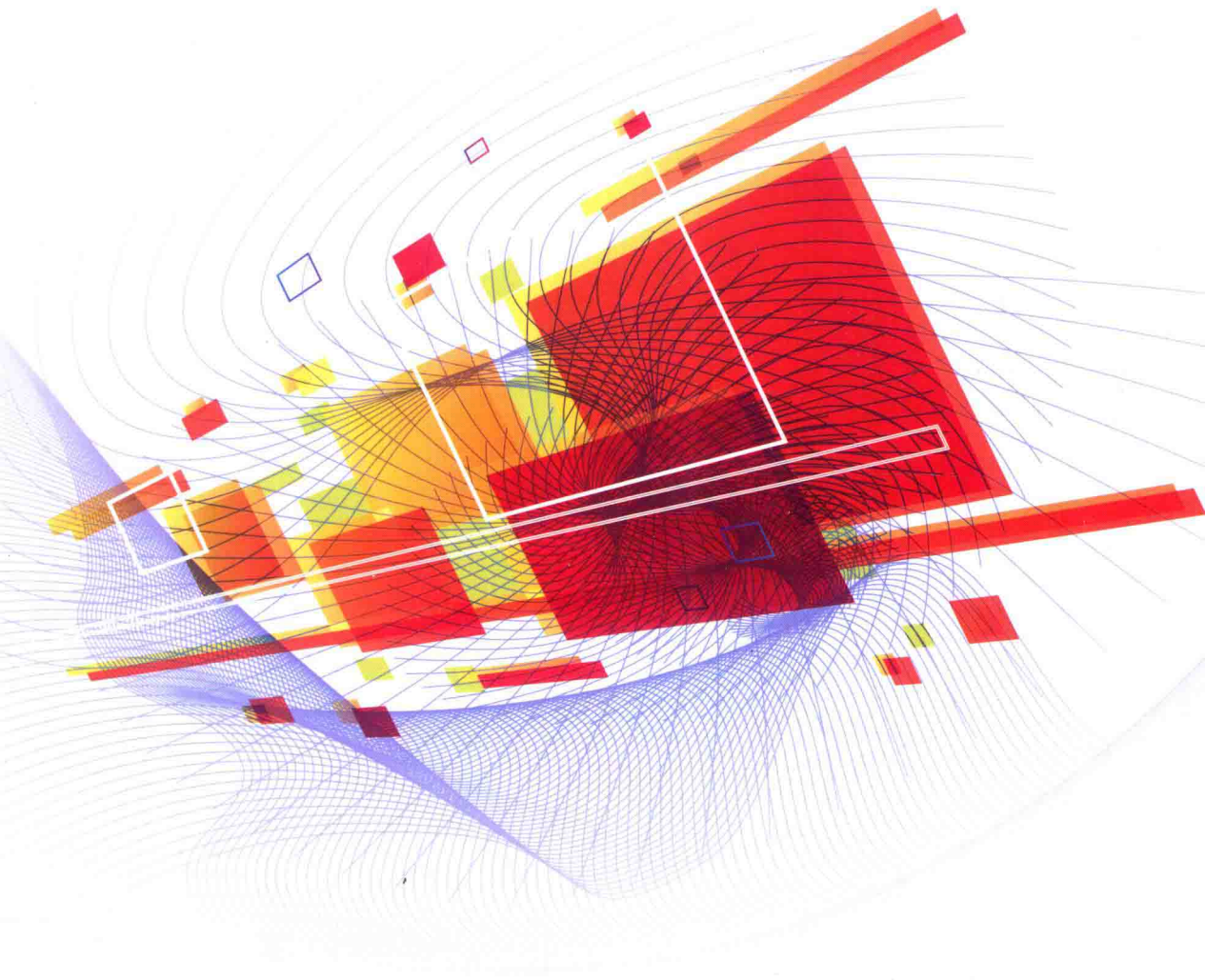


“十二五”普通高等教育规划教材

公司金融

GONGSI JINRONG

李玉志 赵炳盛 高卫东◎主 编



中国铁道出版社
CHINA RAILWAY PUBLISHING HOUSE

“十二五”普通高等教育规划教材

公司金融

GONGSI JINRONG

李玉志 赵炳盛 高卫东◎主 编

王 宁 王 川 王 荣 徐 芳 高 鑫◎副主编

中国铁道出版社
CHINA RAILWAY PUBLISHING HOUSE

内 容 简 介

本书立足于现代公司理论,针对公司经营和金融市场国际化的现状,对公司的各种金融活动进行了较为全面的阐述,包括公司治理、公司金融的基本理念、财务报表分析、投资决策、资本成本与资本结构、企业融资决策实务、股利政策、公司并购与重组、公司风险管理。

本书内容精练,体系完整,非常适合应用型人才培养目标的教学需要,设置专栏,注重知识更新,以便于学生对公司金融最前沿知识的掌握。

本书适用于高等院校金融学、经济学、财务管理和会计学等专业的教学使用。此外,本书还可供对公司金融有兴趣的读者参阅。

图书在版编目(CIP)数据

公司金融/李玉志,赵炳盛,高卫东主编. —北京:
中国铁道出版社,2015.8

“十二五”普通高等教育规划教材

ISBN 978-7-113-18833-7

I. ①公… II. ①李… ②赵… ③高… III. ①公司—
金融—高等学校—教材 IV. ①F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2015)第 165775 号

书 名: “十二五”普通高等教育规划教材
公 司 金 融
作 者: 李玉志 赵炳盛 高卫东 主编

策 划: 邢斯思 读者热线: 400-668-0820
责任编辑: 邢斯思 贾淑媛
封面设计: 一克米工作室
责任校对: 汤淑梅
责任印制: 李 佳

出版发行: 中国铁道出版社(100054,北京市西城区右安门西街8号)
网 址: <http://www.51eds.com>
印 刷: 三河市兴达印务有限公司
版 次: 2015年8月第1版 2015年8月第1次印刷
开 本: 787 mm×1 092 mm 1/16 印张: 18.75 字数: 459 千
书 号: ISBN 978-7-113-18833-7
定 价: 39.80 元

版权所有 侵权必究

凡购买铁道版图书,如有印制质量问题,请与本社教材图书营销部联系调换。电话:(010) 63550836

打击盗版举报电话:(010) 51873659

前言

公司金融 Preface

公司金融是企业理论研究和金融理论研究的交叉研究,是经济学中独具特色的一个领域,也是西方微观金融理论的重要组成部分。它是指在存在风险的条件下,公司如何利用金融市场、产品市场和商品市场,实现公司资本跨期最优配置的科学。作为一门综合性、实践性的学科,它以公司融资为主干,公司财务为核心,公司治理和资本运营为两翼;以公司为载体,资本市场为基本背景,综合了会计学、管理学、经济学、统计学、营销学、金融市场学、金融工程学和投资银行学等学科的知识。通过本课程学习,使学生掌握公司金融的相关理论和方法,熟悉该领域内的最新研究成果,以及熟练运用相关理论分析现实问题。

本书作者侧重于应用性的视角,根据培养应用型人才的需要,在博取百家之长和吸收国内外最新研究成果的基础上,结合丰富的教学经验,编写《公司金融》一书,该书不仅反映了公司金融学科体系,而且理论结合实际,反映了公司金融研究的最新进展和公司金融领域的经典案例。满足在校金融学专业本科生和其他经济管理类专业的本科生,以及从事公司金融实务、决策和理论研究的人们需要,是我们编写这本教材的初衷。

本书的特色体现在以下三个方面:

(1) 内容精练,体系完整。本书基于效率市场假说、货币时间价值、风险与收益的基本理念,从公司经营目标——公司价值最大化,引出公司治理及公司价值评估的必要性,以公司融资决策、投资决策、股利分配决策为主线,以财务报表分析为工具,以公司并购与重组、公司风险管理为结尾。

(2) 非常适合应用型人才培养目标的教学需要。为了便于学生自学,力争融“教、学、练”于一体,本书每一章都精心设置了复习思考题,题型丰富,包括单选、多选、计算、简答等题型。

(3) 设置专栏,注重知识更新,以便于前沿知识掌握。为了便于学生对公司金融最新前沿知识的掌握,每一章都设立了专栏,以增加学生的阅读兴趣。

本书由吉林财经大学、长春工业大学人文信息学院、长春光华学院,以及长春金融高等专科学校主讲公司金融课程的教师共同编写完成。本教师团队都具有丰富的一线教学经验,了解国内外流行的同类教材的体系和主要观点。

本书由李玉志、赵炳盛、高卫东任主编,王宁、王川、王荣、徐芳、高鑫任副主编。本书由长春工业大学人文信息学院李玉志编撰大纲,由吉林财经大学赵炳盛进行统稿。长春工业大学人文信息学院李玉志编写第五章、第九章、第十章;赵炳盛编写前言、第一章、第二章、第六章;长春光华学院高卫东编写第四章;长春光华学院王荣编写第三章;长春金融高等专科学校王宁编写第八章;长春光华学院徐芳编写第七章第四至七节;长春光华学院高鑫

负责第七章第二、三节；吉林省公安边防检查站中级会计师王川编写第七章第一节及全书各章专栏及案例。

本书在写作过程中参考并借鉴了国内外已出版的有关著作的部分内容，后面列出了主要的参考文献，在此向文献作者表示谢意！

由于我们水平有限，书中疏漏之处在所难免，恳请专家学者和广大读者给予指正。

编者

2015年4月

目 录

公司金融 Contents

第一章 公司金融导论	1
第一节 企业组织形式	1
第二节 公司金融的研究内容	3
第三节 公司金融目标的选择	5
第四节 公司金融的决策环境	7
第二章 公司治理	14
第一节 委托-代理问题	14
第二节 公司治理	17
第三节 绩效评估	20
第三章 公司金融的基本理念	28
第一节 效率市场假说	28
第二节 货币的时间价值	31
第三节 风险与收益的观念	44
第四章 公司金融决策基础——财务报表分析	56
第一节 主要财务报表	56
第二节 财务报表分析	65
第三节 价值评估	74
第五章 投资决策	83
第一节 投资决策的指标分析	83
第二节 投资决策指标的比较	91
第三节 企业常见的投资决策问题分析	97
第四节 资本配置条件下的投资决策	100
第五节 投资决策的风险调整与控制	104
第六节 实物期权与投资决策	108
第六章 资本成本与资本结构	119
第一节 资本成本	119
第二节 杠杆理论与融资风险	126
第三节 资本结构理论	130
第四节 资本结构与企业筹资决策	139
第七章 企业融资决策实务	149
第一节 企业融资概述	149

第二节	权益融资	154
第三节	负债融资	168
第四节	租赁融资	178
第五节	项目融资	186
第六节	BOT 衍生融资模式的新发展	192
第七节	ABS 项目融资方式	197
第八章	股利政策	204
第一节	股利的支付	204
第二节	股利政策理论	211
第三节	股利政策的制订	217
第四节	股票回购	227
第五节	股票股利和股票拆分	231
第九章	公司并购与重组	240
第一节	公司兼并与收购概述	240
第二节	公司并购的动因	242
第三节	并购流程分析	246
第四节	目标公司的价值评估	248
第五节	并购防御策略	251
第六节	公司剥离与分立	257
第七节	上市公司重大资产重组	259
第十章	公司风险管理	273
第一节	公司风险管理概述	273
第二节	公司风险管理的基本程序	277
第三节	利用衍生工具管理风险	280
参考文献		293

第一章 公司金融导论

公司金融是金融学的一个重要分支科学,它与投资学、金融市场学等金融学其他分支科学具有“血缘”关系,它们遵循共同的基本概念和方法。公司金融是一个舶来品,国外称其为 Corporate Finance,而翻译为中文则有了很多名字,诸如“公司金融”“公司理财”和“公司财务”等,但其实都是指同一学科。

第一节 企业组织形式

公司是企业组织形式的一种,作为金融活动的主体,公司制企业组织形式的特点决定了它在金融领域具有诸多优势。

一、企业组织形式

人们在日常生活中很少刻意区分“企业”和“公司”的实质差异,实际上,二者并不完全相同。企业是以营利为目的的经济组织,其形式多种多样;通常,我们习惯上将企业划分为三种不同的组织形式,即独资企业、合伙企业和公司制企业。因此公司是企业组织形式中的一种。

(一) 独资企业

独资企业(Sole Proprietorship)也称个体企业,是指由业主个人单独出资创建并经营的企业。独资企业是一个会计主体,但不是法律主体。从法律的角度来看,企业和业主是融为一体的,业主对企业的债务负无限责任,即在偿还债务时,如果企业无力偿还,业主应当以其所拥有的个人财产偿还所欠负债。它的优点主要表现在三个方面:一是所需出资额较少,易于创立;二是经营独立性强,易于决策;三是企业利润全部归业主个人所有。

但是,独资企业也有其自身的缺点,这主要表现在:第一,筹资渠道有限,企业规模受到限制;第二,承担无限责任,业主承担风险较大;第三,企业生命力有限。

(二) 合伙企业

合伙企业(Partnership)是由两个或两个以上的合伙人自愿组成、共同出资创办的企业。通常可以分为一般合伙企业和有限合伙企业。

一般合伙企业除企业业主为两人或两人以上外,它与独资企业有许多共同点,即合伙企业中每一个合伙人对企业的债务负无限责任,且每个合伙人都可以代表企业。企业收益或损失的分配方法在协议中规定。有限合伙企业的合伙人对企业债务承担有限责任,以合伙人在企

业中占有的份额为限承担债务。我国现存的改制后的会计师事务所大多是有限合伙企业。

合伙企业也和独资企业一样,存在许多缺点:难以筹集大量资金;无限的偿债责任;有限的生命力;所有权的转移困难。当某个合伙人想退出时,须经其他合伙人同意才能转让他的所有权。因此,所有权的转移就有一定的困难。

(三)公司制企业

公司(Corporation)制企业是由若干人共同出资,按照法定程序组成的,具有法人资格并以营利为目的的企业。它的最大特点在于经营权与所有权的分离,即出资人(所有者)不必亲自经营企业,而是聘请专业的管理者经营企业,达到获利、发展的目的。

公司作为一个法律主体,选派“法人代表”对外履行法律程序,公司的所有者对公司债务承担有限责任。由于公司的经营管理者与资本所有者实现了分离,使得公司这一组织形式具有明显优势,主要表现在:第一,所有者的股份可自由转让;第二,公司具有无限生命力;第三,公司的所有者承担有限责任;第四,公司筹集资本的能力很强。

因此,当独资企业、合伙企业发展到一定规模时,要想有进一步发展,必须筹集足额的资金,满足企业发展的资金需要。而公司这一组织形式为筹集资金开拓了广泛、灵活的渠道,许多独资企业、合伙企业纷纷转变为公司,诸如惠普、微软公司等。可以说公司是现代企业组织的典型形式,在现代经济发展中发挥着十分重要的作用。

但是,公司这一组织形式也有一些缺点,主要是创建成本较高,创建手续烦琐。不论在哪个国家,设立公司都需要按法律程序进行,在符合规定的条件时,经审批才准予设立。我国公司法对设立公司的要求做出了详细规定,如对企业名称、章程、出资额、审批程序、部门等都有具体要求。

二、选择公司制企业的理由

公司制企业是组织众多个人经济活动的一种方式,大部分经济活动都由公司来实现。几乎所有的大型企业都采用公司制。同时,公司制企业也是具有较高再投资率的独资企业和合伙企业转型的首选企业组织形式。之所以有众多企业采用公司制企业组织形式,其原因非常复杂;通常,公司制企业的选择基于对企业规模、潜在增长、再投资能力等因素的考虑。

(1)大型企业无法以独资企业或合伙企业的形式存在。独资企业和合伙企业这两个组织形式具有无限责任、有限企业寿命和产权转让困难三个缺点,这三个缺点对大型企业来说是严重的缺陷。首先,无限责任限制了企业举债融资的动力;其次,有限企业寿命限制了债权人进一步向公司提供资金的冲动;最后,产权转让困难使得投资者的资产缺乏流动性,阻碍了投资者的投资热情。所有这些缺陷决定了它们难以筹集其发展所需要的大量资金,包括权益资金和债务资金,也谈不上公司金融活动。

(2)公司融资灵活性强。任何企业的成长都需要资金支持,同时,为满足未来的成长性需要,企业须提高自身的融资能力,提高权益资本和债务资本融资灵活性。由于独资企业和合伙企业的所有者在收益要求权方面具有排他性,因此,这些组织形式缺乏利用股票市场进行融资的意愿。此外,由于独资企业和合伙企业的规模不大,它们在债务市场上的融资能力也非常有限。相比之下,公司的股票融资极具开放性,公司的成长过程也是公司通过不断发放新股票吸纳更多新股东的过程;公司的债务融资极具灵活性,公司规模大、盈利水平高的特点增强了其灵活运用众多债务融资工具的能力。可以说,公司在资本市场上进行融资具有得天独厚的优势。

(3)公司的再投资机会多。通常,合伙企业不得将其净现金流量(或净利润)用于再投资,而是将所有的净现金流量分配给合伙人。与合伙企业相比,尽管公司的股权集中度有大有小;但是,在决定留存收益的比重上,公司总体上拥有较大自由。因此,公司便于通过收益留存积累内部资金,有利于今后再投资于有利可图的投资机会。

可见,在所有的企业组织形式中,公司制企业在金融活动中具有得天独厚的优势,它的特征决定了它有利于开展金融活动。然而,不论是何种企业组织形式,在市场经济条件下,其目标都是获利。因此公司的金融原理与方法也可以为独资企业和合伙企业提供参考、借鉴。

第二节 公司金融的研究内容

一、公司的金融活动与价值创造

公司的经营活动总是起始于一定数量的现金流,这些资金可以由公司发起人投入,也可以从金融市场筹集。公司以这些资金形成公司的长期资产和流动资产并开展公司生产经营活动。通过公司的生产经营活动,将投入到公司经营领域中的现金流转化为公司的产品,并通过公司产品的销售收回现金,从而完成一次资金在公司内部的循环。资金在公司内部的循环会产生增值,这就是公司金融活动的价值创造,即公司创造的现金流入量必须超过其所使用的现金流出量。经过增值的现金流会有一部分以税收、股利和债务支付等形式流出公司,另外一部分则以留存收益的形式留在公司内部进入下一轮的资金循环。同时,在公司经营过程中可以随时通过外部金融市场筹集资金满足自身生产经营需要。这个过程如图 1.1 所示。

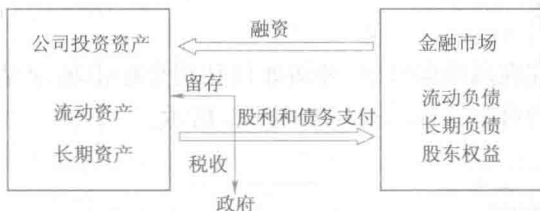


图 1.1 公司和金融市场之间的现金流量

以上现金流量的流动过程循环往复,当投资所产生的现金流入量超过初始资产投资时,或者当支付给债权人和股东的现金超过从金融市场筹集到的资金时,公司便实现了价值增值。价值创造是企业生生不息的源泉,公司成长有赖于这种价值创造。然而,不同的市场,其完善程度各异,公司价值创造的空间也就存在差异。公司面对的市场越不完善,其价值创造的空间越大。

图 1.1 不仅揭示出公司价值创造的过程,也显示出公司金融活动的主要内容。公司金融方面的专家达莫德伦在其撰写的公司金融教科书中,认为公司金融主要回答以下三个问题:

- 公司的稀缺资源应如何分配。
- 如何为公司的投资筹集资金。
- 这些投资产生的收益应该有多少返还给所有者,有多少进行再投资。

对应着这三个问题,公司金融主要的研究内容就是公司投资决策、融资决策和收益分配决策。

1. 投资决策

公司在创立之初以及面对未来成长机会时,会面临同样的问题:公司应该采取什么样的长期投资战略?长期资产投资决策便成为公司金融的重要问题之一。长期资产尤其是固定资产投资往往具有不可逆的特征,一旦发现投资失误,很难收回。因此,财务经理的职责在于使用资本预算(Capital Budget)描述固定资产的投资过程。

在投资之前,公司对固定资产形成之后可能产生的现金流入量进行预测,并据此与固定资产投资所发生的现金流进行比较,用现金流入现值和现金流出现值的差量——净现值(Net Present Value, NPV)是否大于或等于零来决定是否进行固定资产投资。

2. 融资决策

如何筹集投资所需要的资金将是公司面临的第二个公司金融问题。在公司投资于一种固定资产或发生资本性支出之前,公司需要考虑如何筹措投资所需资金。公司融资决策不仅要决定公司要如何选择资金类型,还要就具体的融资方案安排提供合理建议,诸如债务期限是长期还是短期,利率是固定还是浮动、是否可转换等。从融资特点和相应资产特点相匹配的基本假设出发,结合公司融资的内外部环境确定合理的融资方案。

3. 收益分配决策

市场经济条件下公司经营的目标在于营利,这也是股东创办公司的目的,理论上公司经营所得应当全部返还股东作为股东创办公司的回报。然而公司收益全部分配给股东却使公司面临资金短缺。而不分配股利会导致股东的不满,公司需要在股利支付和留存收益中做出合理的分配,以实现公司价值最大化。

二、公司金融学

公司金融学就是研究在风险条件下,公司如何利用金融市场、产品市场和商品市场,实现公司资本跨期最优配置的科学。这个过程如图 1.2 所示。

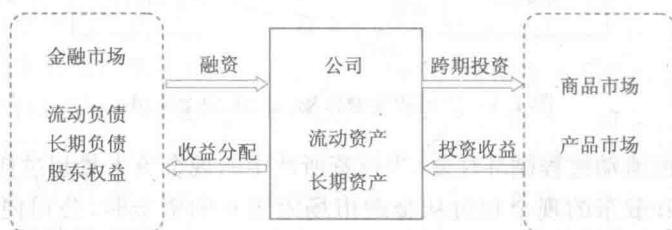


图 1.2 公司资本配置过程

在公司资本配置过程中,无论是融资过程还是投资过程,都存在风险。而公司所有的投资,无论是固定资产投资还是证券投资,都具有明显的跨期性。因此,公司金融学实质上就是一个资本配置的科学,在资本配置的过程中,每一个过程都是相互影响的:公司的融资结构会影响到公司的投资决策,例如资本结构的不同对公司治理具有不同影响,进而影响到项目投资的有效决策;公司的投资过程又影响到公司未来的收益及收益分配状况,进而影响到公司在金融市场上的融资能力。这些金融活动错综复杂交织在一起构成了一个有机整体,由此带来了公司金融决策的复杂性和困难性。

20 世纪 30 年代欧文·费雪提出了完美资本市场下的储蓄和投资理论,该理论通过构造

完美资本市场,获得了金融市场分离定理,即由于存在完美市场,项目所需资金可以随时、无成本的从资本市场上获取,无须考虑个别投资者的消费偏好。投资决策和融资决策可以相互分离。通过金融市场分离定理的引入,将错综复杂的公司金融活动进行分解,极大地简化了公司金融决策。

第三节 公司金融目标的选择

在公司所有权与经营权分离的情况下,如果所有者与经营者的目标一致,管理者将通过实施有效的金融决策来创造公司价值,最终实现公司价值最大化的目标。但是两权分离使我们有必要重新审视究竟是谁在控制公司,否则,公司的金融目标会变得模糊不清。

一、公司金融的目标

公司金融的目标是指公司进行金融活动所要达到的目标。它是一切金融活动的出发点和归宿,也是评价各项金融决策是否正确的有效标准,它决定着公司金融的基本方向。作为公司经营决策的一部分,公司金融的目标要根据公司总体目标的要求制订。确立合理的金融目标,在理论和实践上都有重要的意义。根据现代公司金融理论和实践,最具代表性的公司金融目标主要有几种提法:利润最大化、股东财富最大化及公司价值最大化。

(一) 利润最大化

这种观点认为,利润代表了资产利用程度的高低和经济效益的大小,利润直接反映了经营者的经营业绩,公司金融的目标是要追求利润最大化。西方微观经济学历来是将利润最大化作为其理论基础的,因此利润最大化是典型的传统公司金融目标理论。20世纪50年代以前,西方财务金融理论界也认为,利润最大化是财务金融管理的最优目标。

1. 以利润最大化作为金融目标的主要优点

(1) 利润是公司在一定期间经营收入和经营费用的差额,而且是按照收入和费用配比原则计算的,它反映了当期经营活动中投入与产出对比的结果,在一定程度上体现了公司经营效益的高低。

(2) 在市场经济条件下,在公司自主经营的条件下,利润的多少不仅体现了公司对国家的贡献,而且与公司的利益息息相关。利润最大化对于公司投资者、债权人、经营者和职工都是有利的。

(3) 利润这个指标在实际应用方面比较简单。利润额直观、明确、容易计算,便于分解落实,大多数职工都能理解。

2. 以利润最大化作为金融目标的局限性

(1) 利润最大化是以利润总额来衡量的,不便于不同企业之间进行比较,没有考虑利润实现的时间,忽视了公司金融中最重要的资金时间价值。

(2) 利润最大化没有有效的考虑风险问题,一般而言,报酬越高,风险越大。利润最大化目标会导致公司不顾风险地追求利润,导致公司破产的后果。

(3) 利润最大化往往会使公司决策带有短期行为的倾向,只顾眼前的最大利润,而不顾公司的长远发展和履行社会责任。

(4) 利润是一个会计概念,其大小受会计方法影响,有一定的不确定性。

(二) 股东财富最大化

股东财富最大化是指通过财务上的合理经营,为股东带来最多的财富。在股份经济的条件下,股东财富由其所拥有的股票数量和股票市场价格两方面决定。股东持有的股票数量既定时,股票价格越高,股东财富就越大。所以,股东财富最大化又演变为股票价格最大化。与利润最大化相比,股东财富最大化克服了利润最大化的一些缺陷,又同样存在不足。

1. 以股东财富最大化作为公司金融目标的优点

(1) 股东财富最大化目标科学考虑了风险因素,因为风险的高低会对股票价格产生重要影响。

(2) 股东财富最大化在一定程度上能够克服公司在追求利润上的短期行为,因为不仅目前的利润会影响股票价格,预期未来的利润对公司股票价格也会产生重要影响。

(3) 股东财富最大化目标容易量化,便于考核和奖惩。

2. 以股东财富最大化作为公司金融目标的不足

(1) 它只适合于上市公司。对于非上市公司,只有对公司进行专门评估才能真正确定其价值,而在评估公司的资产时,由于受评估标准和评估方式的影响,不易做到客观和准确。

(2) 对于上市公司,虽可通过股价的变动揭示公司价值,但股票价格受多种因素的影响,很多因素对公司而言属于不可控因素,把不可控因素引入公司金融目标是不合理的。

(3) 它只强调股东利益,而忽略了公司其他相关利益主体的利益。

(三) 公司价值最大化

公司价值是公司全部资产的市场价值,包括股票市场价值和债务市场价值。公司价值最大化是指通过公司财务金融的合理经营,采用最优的金融政策,充分考虑资金时间价值和风险与报酬的关系,在保证公司长期稳定发展的基础上使公司价值达到最大。公司价值最大化作为公司金融目标的主要优点有:

(1) 公司价值最大化目标考虑了资金的时间价值。

(2) 公司价值最大化目标考虑了风险因素,强调了风险与收益的均衡。

(3) 公司价值最大化目标能克服公司在追求利润上的短期行为。

(4) 公司价值最大化目标有利于社会资源合理配置。社会资金通常流向有价值的公司,有利于实现社会效益最大化。

(5) 公司价值最大化目标不仅考虑了股东的利益,而且考虑了债权人等其他相关利益主体的利益。

公司价值最大化目标考虑了债权人等其他相关利益主体的利益,因此,从公司永续生存发展的角度来看,这一金融目标是比较科学的。但是,公司价值最大化目标的难点在于其有效计量上,实践中很难确定与公司风险相适应的贴现率及准确预测公司未来的现金流量。

二、管理者行为控制

(一) 管理者的目标

公司,尤其是大公司,所有权和经营权分离是不可避免的。大公司股东过于分散,因而难以真正有效控制管理者行为。因此,当管理者的目标有悖于股东的目标时,损害股东利益的行为就有可能发生。管理者的目标比较复杂,其主要在下面两个:

(1) 额外消费偏好。为了弥补其付出,管理者以额外津贴方式侵占大量公司资源,用于个



人消费。他们享受公司的豪华小汽车、豪华办公家具以及拥有自主决定的资金。公司留存收益或自由现金流往往被视为管理者的“免费午餐”。

(2) 避免个人成本和焦虑。管理者寻找新的盈利项目需要付出巨大努力,但是,同样也需要承担巨大的风险。如果艰苦工作不能获得相应的回报,理性的管理者会在工作上投入较少的精力,他们从事像寻求新的盈利项目这样的创造性活动的激情将会下降,转而享受更多的特权。

管理者的目标偏离公司目标之后,所有者的利益将受到损害,管理者的第(2)个目标对公司危害更大,公司可能因此失去很多成长机会。

(二) 股东能否控制管理者的行为

两权分离后,股东与管理者的冲突是必然的。当冲突发生时,究竟是谁控制了公司? 股权集中度较高的公司毫无疑问是股东占上风,股权分散的大公司则不好说,甚至股东无法使他们的目标被人知晓。公司股东和管理者之间相互冲突的目标是如何平衡的呢?

股东和管理者的冲突可以用委托-代理理论进行描述。股东是委托人,管理者是代理人。股东要求管理者创造公司价值,增加公司价值,实现福利最大化;而管理者可能不顾所有者利益,追求更多的闲暇、享乐,挥霍股东的资源。股东必须付出成本监督和约束管理者,影响管理者的行为。于是就产生了代理成本(Agency Cost)。代理成本是解决管理者和股东利益冲突的费用,包括因管理者懈怠而使公司价值遭受的损失、股东的监督成本和实施控制方法的成本等。

股票期权激励制度是解决公司两权分离后股东目标和管理者目标不一致的方法。这种方法将管理者的报酬分为薪水和股票期权两部分,其中薪水是对管理者当下工作的补偿,而股票期权是对管理者工作绩效的补偿,股票期权只能在未来视公司业绩好坏行权或放弃。因此,管理者在服务于现有股东的同时,也在为身为潜在股东的自己工作。管理者潜在股东身份使得其目标更加能够与股东的目标相一致。

并购市场的威胁会激励管理者采取能使股东财富最大化的行动。当公司的业绩因为管理者的经营不善而一路下滑时,公司的股票价格就会大幅下跌,公司可能会成为其他股东集团、公司或个人的猎物公司或收购目标。一旦被收购,被收购公司的高管层可能遭解雇。因此,被收购的威胁对管理者是否以股东利益为重进行决策形成了一种压力。

通过股东的监督和约束,或设立合理的激励机制,或借助控制权市场的力量,在一定程度上能够纠正公司管理者的行为,使其采取的行动以股东利益为重。但是,股东与管理者之间的目标冲突仍然无法完美的得到解决。

第四节 公司金融的决策环境

公司的生存和发展,就像生物体一样,遵循“适者生存”的规则。如果它不能适应周围的环境,也就不能生存。现代公司金融必须重视公司金融环境的研究,它是公司金融活动的基础和前提,可分为宏观环境和微观环境。

一、宏观环境

宏观环境又称外部环境,是指存在于公司外部并影响公司金融活动的各种条件和因素,包

括经济环境、法律环境、金融环境、国际环境等方面。

(一) 经济环境

经济环境是指经济形势和经济发展趋势等因素,它是影响企业经营和金融活动最主要的因素。经济环境主要包括经济体制、经济周期、经济政策、经济发展水平等,这些因素对企业的筹资、投资和股利分配等金融活动都会产生重大的影响。

1. 经济体制

经济体制是指对有限资源进行配置而制订并执行决策的各种机制,它是一国的基本经济制度。企业必须以一定的经济体制为背景,开展金融活动。现在世界上主要存在两种典型的经济体制:计划经济体制和市场经济体制。但从国家的数量上看,实行计划经济的只有少数几个国家,大多数国家实行市场经济或正在向市场经济转轨,市场经济体制已经成为当今社会经济体制的主流。

市场经济体制是以市场为经济运作基础的经济体制。在市场经济条件下,企业成为真正的金融活动主体,在资金的来源、使用和分配上享有充分的决策权,并可以自主决定企业的筹资、投资、股利分配等金融活动,国家或政府不再直接干预企业的金融行为,而只是通过宏观调节间接影响企业金融活动。企业所有的金融活动都围绕着市场展开,市场预测和决策成为企业金融活动的重要手段。企业根据来自资本市场的信息做出金融决策,以实现企业价值最大化的理财目标。

2. 经济周期

在市场经济条件下,经济的发展、运行都有一定的规律:经济的发展不会是长期持续地增长或萎缩,而是在波动中发展的。在经济发展的波动过程中,大体经历复苏、繁荣、衰退和萧条四个阶段的循环,这种循环就是经济周期。经济发展的周期性对公司金融有着重要的影响。一般而言,在萧条阶段,由于整个宏观环境的不景气,企业极有可能处于紧缩状态之中,产量和销售量下降,投资减少,有时会出现资金供求矛盾尖锐,有时又会出现资金闲置。在经济繁荣阶段,市场需求旺盛,销售量大幅度增加,为扩大生产,企业必须增加投资,增添机器设备、存货和劳动力,为保证扩大生产的需要,企业财务经理必须到金融市场上筹集所需资金。

掌握了经济波动的规律,可以使公司的金融活动具有一定的方向和预期,从而利用波动规律,合理安排资金。需要明确的是尽管政府试图减少不利的经济波动,但事实上经济有时“过热”,有时需要“调整”,而公司财务人员对这种波动及调整要有所准备,适时筹集足够的资金,用以调整生产经营。总之,公司金融活动必须合理地预测经济的波动情况,并适当地调整其财务政策。

3. 经济政策

一个国家或地区在不同的时期会有不同的发展目标,也会有不同的发展重点,因此会对某些领域给予优惠或限制,这些优惠或限制会影响到公司金融活动的开展。我国经济体制改革的目标是建立和发展社会主义市场经济。为此,我国已在各个领域开始制订并实施了一系列改革政策,如财税体制、外汇体制、金融体制、投资体制的改革等。同时,国家还对某些地区、某些行业、某些经济行为给予优惠政策或限制,所有这些政策的实施都对公司的金融活动产生重大影响。因此,企业在进行金融决策时,应认真研究国家经济政策,按照政策导向行事,只有这样才能趋利除弊。



4. 经济发展水平

一个国家或地区的经济发展水平会影响到地区内公司的金融活动。一般的,如果公司的发展速度滞后于地区的经济发展速度,在市场经济条件下就会被市场所淘汰;或者面临破产清算,或者被竞争对手兼并。只有公司的增长速度高于地区经济发展水平时,公司才能在竞争中获胜。

经济发展的速度对公司金融活动的影响可以通过内部增长率和可持续增长率来进行解释。内部增长率是公司不依靠任何外部融资,完全依靠自身留存收益实现公司增长的比率,用公式表示为:

$$\text{内部增长率} = \frac{\text{总资产报酬率} \times \text{留存收益比率}}{1 - \text{总资产报酬率} \times \text{留存收益比率}}$$

可持续增长率是指公司在进行外部融资时保持固定的债务和权益资产比率,权益部分依靠自身积累,也就是留存收益来获得,债务资金依靠外部筹集,由此获得的公司增长比率。

$$\text{可持续增长率} = \frac{\text{净资产报酬率} \times \text{留存收益比率}}{1 - \text{净资产报酬率} \times \text{留存收益比率}}$$

在一般情况下,公司净资产报酬率大于总资产报酬率,由此可持续增长率大于内部增长率。当一个地区的经济增长速度很慢,低于内部增长率时,公司基本不会有外部融资行为,仅依靠自身留存收益就可以跟上地区经济发展水平;而地区经济增长速度超过内部增长率水平时,公司就必须进行债务融资以保证自己的发展速度跟上地区经济;当地区经济发展水平进一步提高,公司的权益部分也必须依靠外部融资获得。

我国东部地区公司融资活动比中部地区公司要积极,中部地区公司比西部地区公司积极,这就是经济发展水平影响公司金融活动的一个证明。

(二) 法律环境

法律环境是指影响企业金融活动的法律法规的总和。这些法律法规为企业经营活动规定了活动空间,也为企业在相应空间内自由经营提供了法律上的保护。企业的金融活动,无论是筹资、投资,还是股利分配,都要和企业外部发生经济关系。在处理这些经济关系时,应当遵守有关的法律规范。影响企业金融活动的法律环境因素主要有企业组织法规、税收法规和财务法规等。

(三) 金融环境

金融环境主要指对公司的资金融通产生影响的金融市场的完善和发达程度。金融市场(Financial Market)是指资本融通的场所,它是对公司金融活动产生影响的最重要的环境之一。金融环境对公司金融的影响主要体现在金融市场的完备程度和金融工具与服务的数量与质量。金融市场越完备,公司金融活动开展就越频繁,公司金融决策也就越简单,完备资本市场是公司金融活动的理想环境。金融市场上金融工具与服务的种类越多,公司开展金融活动就越便利,越有利于公司参与金融市场活动。

(四) 国际环境

国际环境是指国际上的政治、经济、技术等形势及其发展趋势。它包括国际局势、世界的经济形势、世界技术水平以及与之相关的国际市场、贸易、金融等诸多因素。公司金融活动面临的国际环境具体表现为国际筹资、投资活动中的各国政治经济制度的差异,限制投资的立法,外汇管制及汇率风险,国际间纳税等。现代公司金融必须及时了解国际政治、经济、技术等

形势,研究上述具体因素的影响,为公司利用国际金融资本、国际市场提供准确信息。

专栏

英国《金融时报》专栏:中国金融环境的变与不变

摩根大通(JPMorgan Chase)首席执行官杰米·戴蒙(Jamie Dimon)警告称,拆分摩根大通会给中国的银行取而代之留下可乘之机。在除规模以外的衡量标准上,中国工商银行(ICBC)的市值已经与美国最大银行富国银行(Wells Fargo)持平,这一论断似乎有些牵强:一个国有实体怎么可能取代受利润驱动的堡垒般的自由市场企业?

中国的政策能提供支持。中国正着眼于海外扩张。自1999年以来,“走出去”政策鼓励中国企业进行海外投资,最近又加上了“新丝绸之路”计划。该计划旨在刺激中国与亚洲邻国的贸易和投资,应该会带来多个得到中国国有银行支持的大型地区性基建项目。

中国政府还在把人民币推向海外。中国四大银行(中国工商银行、中国银行、中国农业银行和中国建设银行)的跨境人民币交易量增加。中国全球化程度最高的中国银行,人民币跨境结算额增长了三分之一,至8500亿美元(该行的国际结算总额为3.9万亿美元)。

同时,在中国国内,市场的力量也变得更加显著。在过去的一年中,中国已采取措施从国家管控中放开利率。引入存款保险制度——该制度让陷入困境的银行可以破产,而不会损害个人储户的利益。政府还热切希望银行将国内贷款敞口从大公司和固定资产投资转向小公司和科技行业。来自阿里巴巴(Alibaba)和腾讯(Tencent)等公司的竞争被引入,以让这一进程迅速启动。四大行则尽职尽责地加强努力,支持新的经济优先事项。

但美国的银行还无须忧心。中国的金融大环境正在改变,但中国的银行或许并非如此:大多数中国的银行依然带有国民服务的味道。

(译者/许雯佳)

二、微观环境

微观环境又称内部环境,是指存在于公司内部并影响公司金融活动的各种条件和因素,包括企业组织形式、销售和采购环境、生产环境和经营管理水平等方面。

(一)公司组织结构

组织结构是指企业从事和组织、领导金融工作的职能部门的组成情况。它包括各职能部门的设置及其相互间的财务职责的分工和组织程序。金融组织结构的建立,要有利于形成企业内部的金融环境,如组建内部银行、财务公司、项目融资等机构;要有利于企业生产经营各职能部门或环节相互间的财务活动的进行;要有利于企业经营战略的实施,实现经营管理和金融的科学化。

(二)销售和采购环境

销售环境又称为市场环境,是指企业的商品和劳务在市场上销售时的竞争关系构成的组合,大体上反映了市场竞争的程度。采购环境也叫物资供应环境,是指企业到市场上采购物资资料时,由采购数量和采购价格所构成的组合。销售和采购环境对公司金融活动的影响作用可以借用迈克尔·波特教授的产业竞争模型来进行阐述。

在迈克尔·波特教授的产业竞争模型中,影响产业竞争状况的主要有五种力量,分别是现