

21世纪高等院校金融学教材新系

Corporate Finance

王东胜 编著
(南开大学)

公司金融学

FE 东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press



21世纪高等院校金融学教材新系

Corporate Finance

公司金融学

FE 东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press

· 大 连 ·

© 王东胜 2010

图书在版编目 (CIP) 数据

公司金融学 / 王东胜编著. —大连: 东北财经大学出版社, 2010. 8
(21 世纪高等院校金融学教材新系)

ISBN 978 - 7 - 5654 - 0051 - 3

I. 公… II. 王… III. 公司 - 金融 - 高等学校 - 教材
IV. F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 136641 号

东北财经大学出版社出版

(大连市黑石礁尖山街 217 号 邮政编码 116025)

教学支持: (0411) 84710309

营 销 部: (0411) 84710711

总 编 室: (0411) 84710523

网 址: <http://www.dufep.cn>

读者信箱: dufep@dufe.edu.cn

大连北方博信印刷包装有限公司印刷 东北财经大学出版社发行

幅面尺寸: 170mm × 240mm 字数: 403 千字 印张: 19 插页: 1
2010 年 8 月第 1 版 2010 年 8 月第 1 次印刷

责任编辑: 田玉海 孙 平

责任校对: 齐 心

封面设计: 沈 冰

版式设计: 钟福建

ISBN 978 - 7 - 5654 - 0051 - 3

定价: 30.00 元

前 言

公司金融学 (Corporate Finance) 是“公司” (Corporate) 和“金融” (Finance) 的结合, 是专门研究公司资金的筹集 (资金融入)、使用 (资金融出) 和管理的学科。公司金融学是一门理论与实践紧密结合, 同时实践性很强的学科。

近年来, 随着知识经济的到来和全球经济一体化程度的不断加深, 我国金融业的发展取得了举世瞩目的成就, 金融环境发生了翻天覆地的变化, 公司金融变成了现代金融学科体系中的核心课程之一。这对于公司金融学教材的编写也就提出了更高的要求。虽然, 有关这方面的译本和国内教材已出版了许多, 各有优点和特点, 但为了进一步反映这门学科的发展现状, 我们较系统地梳理了国内外的最新进展, 并与我国的实践相结合, 在参考国内外已有著述的基础上, 结合多年的教学经验和学生的反馈意见, 兼收并蓄, 扬长避短, 编著了这本融合国内外公司金融理论和研究方法的教材。

本教材的主要特点是:

1. 定位明确。本教材定位于培养本科应用型人才, 坚持按照先进、简明、适用、通俗的原则选择教材内容。所谓“先进”, 就是强调金融学科新理论、新知识、新技术、新方法、新经验、新案例, 使教材内容先进、科学; 所谓“简明”, 就是教材提供的“必需、够用”即可, 而不片面强调过于复杂的论证; 所谓“适用”, 就是着眼于金融学科发展和现实应用, 具有理论和实用价值, 具有可操作性; 所谓“通俗”, 就是力求深入浅出、通俗易懂。

2. 反映时代特色, 注意本土化。本教材能够反映对金融学科的最新认识、形成的新成果。所谓“本土化”, 既不是写成土生土长的“中国乡土教材”, 也不能写成洋味十足的“洋教材”, 而是要有意识地把金融学科的普遍原理与中国金融实践的现实现国情和中国金融学科的最新发展相结合。

3. 体系清晰, 使读者对所学内容一目了然。本教材将公司金融学的内容分为3大部分: 公司金融基础、筹资管理和投资管理。这样编排章节, 使全书的内容更有条理。

4. 栏目设置完整。每章的开篇设有导读, 使前后章节衔接得更加紧密, 也能让读者迅速了解每章所学的内容和应掌握的知识。在每章结尾设有本章小结、关键概念和综合训练, 对每章的重点内容进行总结并以练习的形式帮助读者复习。而本书的最大特色栏目则是每章设置的“案例分析”和“知识拓展”栏目。“案例分析”结合每章所学内容, 引入国内外经典案例启发读者思考; “知识拓展”则是对正文内容的拓展, 向读者介绍最新的国内外研究成果, 激发读者深入学习的兴趣。

全书分为3个部分, 共11章, 围绕公司筹资和投资两大活动展开。其中第1至4章介绍公司金融学科的基本概念和基础知识, 第5至8章介绍公司的筹资管理, 第9

至 11 章介绍公司的投资管理。

在编写的过程中，南开大学金融系的多位老师和研究生对本教材的编写提供了帮助。这里我要特别感谢郭文斌、刘仁宾、师军、许玥和邓敏等，他们查找了大量文献，提出了许多有益的建议并协助作者完成了此书，郭文斌还为本书制作了配套的教学课件。另外，本书编写过程中得到了东北财经大学出版社田玉海编辑的大力支持和帮助，在此表示衷心的感谢！

尽管在编写的过程中本书多次进行了修改和完善，但由于时间仓促以及本人的研究和实践深度所限，书中的错误和疏漏在所难免，还望广大师生予以批评指正，以便日后逐步改进和完善。

王东胜

2010 年 7 月于南开园

目 录

第一篇 公司金融基础

第1章 公司金融导论

1

★ 导读/1

§ 1.1 企业的组织形式/2

§ 1.2 公司金融的目标/4

§ 1.3 公司金融的内容/10

§ 1.4 公司金融的环境/12

★ 本章小结/24

★ 关键概念/25

★ 综合训练/25

★ 本章参考文献/26

第2章 财务分析

27

★ 导读/27

§ 2.1 财务报表概述/28

§ 2.2 财务分析概述/36

§ 2.3 财务比率分析/39

§ 2.4 杜邦财务分析/54

★ 本章小结/59

★ 关键概念/60

★ 综合训练/60

★ 本章参考文献/62

第3章 资金的时间价值与证券定价

63

★ 导读/63

§ 3.1 资金的时间价值/64

§ 3.2 债券估价/73

§ 3.3 股票估价/80

★ 本章小结/85

★ 关键概念/86

★ 综合训练/86

★ 本章参考文献/87

第4章 财务预测与预算

89

★ 导读/89

- § 4.1 财务预测/90
- § 4.2 财务预算/96
- ★ 本章小结/113
- ★ 关键概念/113
- ★ 综合训练/114
- ★ 本章参考文献/115

第二篇 公司的筹资管理

第5章 企业筹资概论

/116

- ★ 导读/116
- § 5.1 筹资管理概述/117
- § 5.2 筹资的类型和渠道/119
- § 5.3 企业的短期筹资方式/123
- ★ 本章小结/136
- ★ 关键概念/137
- ★ 综合训练/137
- ★ 本章参考文献/138

第6章 企业的长期筹资方式

/139

- ★ 导读/139
- § 6.1 发行普通股/140
- § 6.2 发行优先股/144
- § 6.3 长期负债筹资/146
- § 6.4 融资租赁/150
- § 6.5 认股权证和可转换债券/154
- ★ 本章小结/159
- ★ 关键概念/159
- ★ 综合训练/160
- ★ 本章参考文献/161

第7章 资本结构决策

/162

- ★ 导读/162
- § 7.1 资本成本/163
- § 7.2 杠杆原理/173
- § 7.3 最优资本结构的确定/179
- 本章小结/189
- 关键概念/190
- 综合训练/190
- 本章参考文献/192

第8章 股利政策

193

- ★ 导读/193
- § 8.1 股利的支付/194
- § 8.2 影响股利政策的因素/201
- § 8.3 股利政策类型/204
- ★ 本章小结/208
- ★ 关键概念/208
- ★ 综合训练/208
- ★ 本章参考文献/210

第三篇 公司的投资管理**第9章 确定条件下的投资决策分析**

211

- ★ 导读/211
- § 9.1 投资概述/212
- § 9.2 投资项目现金流量的确定/214
- § 9.3 投资项目的评价方法/222
- § 9.4 投资决策指标的比较/231
- § 9.5 寿命期不等的互斥项目评价方法/236
- ★ 本章小结/240
- ★ 关键概念/241
- ★ 综合训练/241
- ★ 本章参考文献/243

第10章 投资项目的不确定性分析

245

- ★ 导读/245
- § 10.1 投资项目的不确定性因素/246
- § 10.2 风险的衡量/247
- § 10.3 盈亏平衡分析/250
- § 10.4 敏感性分析/253
- ★ 本章小结/259
- ★ 关键概念/260
- ★ 综合训练/260
- ★ 本章参考文献/261

第11章 流动资产的管理

262

- ★ 导读/262
- § 11.1 现金的管理/263
- § 11.2 短期证券投资的管理/271
- § 11.3 应收账款的管理/273

291

§ 11.4 存货的管理/284

- ★ 本章小结/292
- ★ 关键概念/293
- ★ 综合训练/293
- ★ 本章参考文献/295

★ 导论/291

§ 11.1 现金的管理/288

§ 11.2 应收账款的管理/288

§ 11.3 存货的管理/284

★ 本章小结/292

★ 关键概念/293

★ 综合训练/293

★ 本章参考文献/295

第三章 公司的投资与融资

292

§ 11.1 资本预算/292

★ 导论/291

§ 11.1 投资项目的评估/292

§ 11.2 投资项目的现金流量/292

§ 11.3 投资项目的风险评估/292

§ 11.4 投资项目的比较/292

§ 11.5 投资决策的不确定性/292

★ 本章小结/292

★ 关键概念/293

★ 综合训练/293

★ 本章参考文献/295

§ 11.2 资本结构/292

★ 导论/291

§ 11.1 投资项目的不确定性/292

§ 11.2 风险的度量/292

§ 11.3 盈亏平衡分析/292

§ 11.4 敏感性分析/292

★ 本章小结/292

★ 关键概念/293

★ 综合训练/293

★ 本章参考文献/295

§ 11.3 资本成本/292

★ 导论/291

§ 11.1 资金的成本/292

§ 11.2 资本成本的管理/292

§ 11.3 应收账款的管理/292

293

第一篇

公司金融基础

第1章

公司金融导论

★ 导读

§ 1.1 企业的组织形式

§ 1.2 公司金融的目标

§ 1.3 公司金融的内容

§ 1.4 公司金融的环境

★ 本章小结

★ 关键概念

★ 综合训练

★ 本章参考文献

★ 导读

金融是人类经济活动的基本职能之一，在英文中金融称为“Finance”。从非个人经济活动角度来看，政府的金融活动称为公共财政（Public Finance），作为社会金融结构的货币与金融（Currency and Finance）更是经济活动的核心。而公司金融（Corporate Finance）是专门研究公司如何在一定金融目标条件下的筹资决策（资金的融入）和投资决策（资金的融出）的学科。它与投资学、金融市场学等金融学其他分支学科具有血缘关系，它们遵循共同的基本概念和方法。公司金融产生于19世纪末，兴盛于20世纪。目前它之所以大行其道，是因为它与企业组织结构演变即所有权与经营权相分离的变化有密切关系，这种变化使公司成为企业组织的主要形式。由于公司内部组织结构的特征以及与资本市场、信贷市场的密切关系，其金融活动对公司的生存与发展有非常重要的决定作用。与公司金融活动相联系的职业也非常广泛，如公司金融经理、银行家、证券经纪人、金融分析师、资产管理者、投资银行家、金融顾问等。由此可见，公司金融的规则和活动构成了市场经济的重要组成部分。

本书的第一部分先向读者介绍有关公司金融学的基础知识，以便为后续的学习打下良好基础。作为全书的开篇，本章首先对公司金融研究的主体——公司进行介绍，然后详细阐述公司金融的目标、内容以及环境。

§ 1.1 企业的组织形式

企业的组织形式主要有三种：个体企业（Sole Proprietorship）、合伙企业（Partnership）和公司（Corporation）。公司金融的研究主体是公司，为什么整个企业金融中，仅对公司作为研究主体呢？这和它们的特点有关。

1.1.1 个体工商户

个体工商户是独资企业，是由一人独资经营，并且独享营业利润、独担失败风险的一种企业经营方式，这种企业不具有法人地位。这种经营方式有如下优缺点：

1) 个体工商户的优点

- (1) 所有权和经营权合一，个人决策，较能随机应变；
- (2) 单独出资，不受他人干扰；
- (3) 无须向社会公布企业的财务报表，可以保持业务机密，有利于竞争；
- (4) 企业组建简单、费用低，只要向政府的工商管理部门申请营业执照即可。

2) 个体工商户的缺点

- (1) 个体工商户的资本由个人单独出资，财力有限，很难筹集到大笔资金用于企业的经营与发展；
- (2) 投资以后，除非关闭，企业不能以转让方式收回资金，投资不易变现回报；
- (3) 个体工商户对债务负有无限责任，当个人投入企业的资产不足以抵偿债务时，业主的个人财产也将被追索，风险较大；
- (4) 个体工商户的寿命最长也就是随业主的死亡而告终，因此企业只能是有限寿命。

由于以上原因，个体工商户建立得多，消失得也快，其规模较小。当个体形式妨碍企业的进一步发展时，它们会转向其他更有利的形式。

1.1.2 合伙企业

合伙企业是指由两人或两人以上共同出资、共同经营、共同按约定比例享受利润及承担风险的一种契约行为，这种企业不具有法人地位。

1) 合伙企业的优点

- (1) 凡是有两人或两人以上彼此同意合作者，就可以订立契约，投资经营业务，所以手续较为简便；
- (2) 与独资企业相比，资本与人力均较充足，因此，可以实现较大规模的经营；
- (3) 由于合伙人负有无限责任，信用较强，所以比较容易筹集资金及开展业务。

2) 合伙企业的缺点

- (1) 合伙人不管每人出资多少，共同负无限责任；
- (2) 由于合伙人的意见难免存在分歧，所以合伙人退出及其他意外事件无法避免，因此业务稳定性低；

(3) 由于所负责任太大, 合伙人彼此常存戒心, 难于和衷共济;

(4) 财力仍然有限, 不容易作大规模的经营与发展。

合伙企业可把不同个人的资本、技术和能力聚合起来, 形成比个体企业更强、更有创造力的经营实体。但它在无限责任和有限生命这两点上与个体企业是一致的。此外, 合伙企业的资本不以股票形式出现, 不能转让和变现, 因此与公司相比, 所有权的转移比较困难, 也较难筹集大量资金, 故合伙企业适合于小型企业。一般高技术的风险投资刚起步时, 往往采用合伙形式。

1.1.3 公司制企业

公司制企业是一个独立的法人, 是以公司身份出现的法人, 是最重要的一种企业组织形式。这类企业的所有权和经营权实现了分离。由于各国法律规定上的区别, 它所包含的内容及分类方法亦不完全一致。例如, 在一些大陆法系国家, 像德国和法国等, 凡是依法成立的, 以营利为目的的企业法人都是公司, 公司形式包括了无限责任公司、有限责任公司、两合公司、股份有限公司, 但不包括非营利公司。而在英美的法系国家, 公司形式中包括了非营利公司, 但不包括无限责任公司和两合公司。从两种法系关于公司制度的法律规定中可以看出, 有限责任公司和股份有限公司是公司的基本类型。我国现代企业制度建立的主要类型也是有限责任公司和股份有限公司。本书所述金融活动就是以这两种公司为主要框架的。

1) 公司的优点

- (1) 股东的责任仅仅限于其所投资的股份数;
- (2) 股份可以自由转让, 易于变现, 企业的股票有很好的流动性;
- (3) 可集合大量资本, 具有较多的增长机会;
- (4) 由于股票可以自由转让, 公司业务不致受股东个人兴趣、健康及寿命的影响, 因此公司能保持经营的连续性;
- (5) 公司所有权和经营权的分离使企业能聘用技术专长与管理专家, 提高经营管理的效率。

2) 公司的缺点

公司组织形式的主要缺点是双重纳税。公司在经营活动中获得的利润要缴纳企业所得税, 股东获得分红等所得还要缴纳个人所得税。此外, 股票上市的公司要定期公布财务报表, 政府对公司的法律管制也较严格。

由上可见, 公司的金融活动要比其他两种企业复杂得多, 这主要表现在:

第一, 筹资(资金的融入)方面: 个体业主制或合伙制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等三个重大的缺陷, 这些缺陷决定了企业难以筹集大量资金, 融资方面的能力非常有限。而公司的融资方式多种多样, 在资本市场上的融资能力具有得天独厚的优势。

第二, 投资(资金的融出)方面: 由于规模大, 投资面临的问题多也复杂, 还因公司比合伙企业和个体企业更容易留存收益, 因此, 有更多的再投资于有利可图的投资机会。

因此,只要公司的金融活动研究清楚了,其他两种企业的金融活动也就掌握了。所以,公司金融的研究主体是公司。当然,公司金融中的概念、原则和方法同样适用于个体和合伙企业。

§ 1.2 公司金融的目标

为了有效地管理企业内部的资金流转,公司金融必须有一个目标或目的。因为企业必须依据某个目标,才能判断一项决策是否有效,也只有有了明确的财务目标,才能把企业各种各样的财务行为整合为一体,围绕一个共同的目标进行公司金融工作。

关于公司金融的目标,曾有过以下几种主要的观点。

1.2.1 利润最大化

利润最大化目标强调企业的利润额在一定的时间内达到最大。将利润最大化作为公司金融的目标有其合理性和科学性的一面。因为公司是营利性经济组织,利润是企业生存和发展的必要条件,追求利润是企业和社会经济发展的重要动力。同时利润代表了企业新创造的财富与价值,利润越大,企业新创造的财富就越多。但是,这种观点也存在一些重要的缺陷:

1) 没有充分考虑利润取得的时间性

例如,今后三年内每年可获利 100 万元的投资项目与第三年可获利 300 万元的投资项目孰优孰劣?对这个问题的回答,必须考虑货币的时间价值才能做出正确的判断。

2) 忽视了投入与产出的关系

以总利润作为公司金融目标,没能反映创造的利润与投入的资本额之间的关系。例如,以 2 000 万元的投入创造 500 万元总利润的项目与以 4 000 万元的投入创造 600 万元总利润的项目孰优孰劣?而单纯比较不同投入资本所创造的利润总额,由于相互之间缺乏共同的比较基础,可能没有太多的意义。

3) 忽略了未来获取利润时所承担的风险

投资一般都具有利润越大风险也就越大的特点,在追求利润最大化的同时可能也伴随着风险最大化。在这种情况下,只比较利润而不计风险大小,很难确切区分投资项目的优劣。

4) 片面追求利润最大化会强化企业短期行为

公司经理人在追求利润最大化目标时,往往会忽略当前成本支出大而将来收益更大的项目,产生管理上的短期行为;还可能通过该提不提、该摊不摊、推迟必要的维修和保养设备甚至虚盈实亏等方法增加企业的短期会计利润,影响企业长期利润的实现。

1.2.2 每股盈余最大化

对于股份公司而言,一家公司的所有权用普通股股票来证明。每一股表示它的持

有者拥有该公司代表流通在外的普通股总数分之一的所有权。一般地,公司的每股盈余(Earnings Per Share,简称EPS)等于公司的税后净利除以流通在外的普通股数。

每股盈余最大化的观点认为,公司股东的财富取决于每股盈余而非盈利总额,因此公司金融的目标应努力使每股盈余达到最大。每股盈余最大化目标反映了所投资本与所获利润之间的对应关系,也是它与利润最大化目标相比较最明显的优点。但是,它同样存在以下几项重要缺陷:(1)没有考虑到每股盈余发生和持续的时间性;(2)没有考虑每股盈余承担的风险;(3)无法克服短期行为。

1.2.3 股东财富最大化

企业为投资者(股东)所有,企业所有者把资金投入企业形成了企业的法人财产,并授权企业经营者进行经营管理,而股东之所以投资创办企业,就是为了使其投入的资本保值、增值,创造尽可能多的财富。公司这种企业组织形式若不是遇到破产和兼并,一般具有无限寿命。股东希望从公司的长期稳定经营中得到最大的利益,因此企业的主要目标应是股东财富最大化,亦即公司的股票价格最高化。所以,股东财富最大化观点认为,公司金融应该站在股东的立场来考虑问题,努力使其股东的财富达到最大。对于股份上市公司而言,由于股票市场价格代表了市场上所有投资者对该企业价值的集中评价,是一个客观的衡量标准,因此人们通常就用股票价格来代表公司股东财富或企业价值的大小。对于非股份上市公司而言,则可以利用股票的机会价格来测定。通过对同类公司公开上市股票的分析,可以大致估计出有关公司的股票的市场价格。由于这一原因,该目标也可以直接称为“股票价格最大化”目标。一般而言,在有效的资本市场上,股票价格反映了企业的市场价值,它是企业未来现金流量的现值。它一方面取决于现金流量的大小,另一方面还取决于反映时间价值的折现率,在折现率中体现了金融市场的利率及风险补偿。股票价格综合反映了每股的当前盈余与预期的未来盈余,这些盈余的时间性或持续时间、盈余的风险、企业的股利政策以及影响股票价格的其他因素及其变化;同时股票价格体现了资本和获利之间的关系,并综合体现了各种因素的影响,同时也是衡量企业各项财务活动绩效的有效指标,它反映了企业管理当局为股东在干什么、干得怎样。

由于公司管理当局经常处于股东的监督之下,这种监督机制使公司经理层不得不选择股东财富最大化这一目标,因为:

(1) 资本市场能对经理阶层施加压力以保证公司的决策过程朝着有利于股东的方向发展。这个监督机能的有效程度取决于资本市场是否有效。当一个股东在作初始投资时,他所付的股价对预期的代理成本的大小做出了反映。但是,获得信息是需要付出代价的,人们的预见也可能有缺陷,事后经理人员也会偷懒或从股东处攫取财富。资本市场的特殊性质使得股东在监督和揭示事前未遇到的经理阶层的机会主义行为起一定作用,所以股票价格能够反映管理人员是否有不良行为,资本市场给股东提供了公司经理人员盈利成就和承担风险的程度。所以,股票价格的升降和股票买卖行为,促进经理人员致力于公司财富的最大化。如果他们不这样选择,就将无法顺利地筹措资金,因为该公司的股票价格将下降;有些公司如不选择最佳公司财务决策,长

期的竞争必将把这些公司逐出市场，因为有关这些公司经营情况的不利信息将不断增多。

(2) 股东选择制度对限制经理阶层利己行为也起到重要作用。股东选举权给了剩余资产所有者决定董事会人选的权利。假如经理人员为追求个人利益而偷懒、不负责任或攫取公司财富，董事会有责任和权利处分和撤销这些经理人员。倘若股东对董事会行使职能不满意的话，他们则有权重组董事会。另外，当某公司的股东不满意该公司管理当局的经营业绩时，将会采取抛售行动，用“脚”投票，从而迫使该公司股票的行情下跌。

除了以上两点，经理人市场和竞争对手的兼并行为也能有效地监督经理人员。在有效的经理市场上，不负责的或低能的经理得到低工资和低职位，而勤奋和有能力的经理能得到较快的晋升和较优厚的报酬。在竞争性的经理人员晋升需求刺激下，低层经理人员对高层经理人员的监督行为是有效率的。具有无限限制转让性的剩余求偿权和兼并市场的外部监督机制对公司管理产生了重要的影响。由于剩余求偿权是可以自由转让以及和经营权相分离，“敌意性”的兼并者可以越过现任经理人员、董事会而收购相对多数的股票，从而达到对某公司决策过程的控制。兼并市场的存在使负有责任的经理阶层更注意使得自身利益与股东的利益一致化。假如经理人员不负责任或攫取公司财富，兼并者会迅速做出反应，因为兼并者因兼并而获得的利益跟股东因代理成本而遭受的损失是直接关联的。

综上所述，股票价格最大化是对公司经营成就的最好测量，公司制度的完善也在于促使这一机制更加有效，但它仍存在一些缺陷。例如，一些影响股票价格的因素不为公司所控制，股价无法准确测量经理阶层的成就，经理阶层可能会失去信心；另一种可能是经理阶层如果过分注意每天股价的波动，对眼前利益的考虑将胜过长期利益的考虑。

目前，世界上大多数财务学家均认为：尽管股票价格最大化目标也存在着这样或那样的不足，还不能认为是一个完全理想的公司金融目标，但它可以克服前述利润最大化或每股盈余最大化等目标的一些致命缺陷。在目前条件下，与其他公司金融目标相比，股票价格最大化目标在理论上是最完善、最合理的。因此，绝大多数公司金融论著都假设企业公司金融的目标是使其股东财富（或企业价值）最大化。本书也将采用这一目前世界上普遍认可的假设作为论述的基础。

1.2.4 企业公司金融目标：理论与现实的协调

在前面的讨论中，我们了解到“股东财富最大化”这一目标与现实企业公司金融目标之间是有一定冲突的。这种冲突的原因是多方面的，但最根本的原因是，股东财富最大化的目标是单纯从股东的最大利益出发的，而在企业中，还存在着多方面的财务关系人，他们具有各自不同的利益与追求，因而就会具有与股东不完全相同的财务目标。在他们之中，与股东之间存在着委托代理关系的人可以说是企业最重要的财务关系人。1976年10月，美国著名学者M. 詹森和W. 麦克林（Michael C. Jensen & William H. Meckling）在一篇非常重要的论文中，提出了“代理关系”的重要概念并

阐述了企业中的委托—代理关系问题。他们认为,代理关系 (Agency Relationship) 是一种契约,在此契约下,一人或多人即委托人 (Principals) 雇用另外的人即代理人 (Agents) 代表他们去执行某些工作,然后再把某些决策权授予代理人。这一论述对财务管理有很重要的意义。在公司金融框架中,主要存在两种委托代理关系:第一种是股东与经营管理者之间;另一种是股东与债权人之间。因此经营管理者与债权人可以说是除股东之外企业最重要的财务关系人,对企业公司金融目标的选择与实现有重要影响。另外,企业与整个社会其他各方面,如员工、顾客等,也具有广泛的财务关系,因此企业应承担何种社会责任、如何承担社会责任等问题对企业财务管理目标也有很大影响。企业必须协调这三方面的冲突,才能实现“股东财富最大化”的目标。下面我们即从这三个方面分别论述实际公司金融目标与理论公司金融目标之间的矛盾冲突及协调办法。

1) 股东与经营管理者之间的矛盾与协调

詹森和麦克林指出,只要经营管理者不是拥有企业的全部股权,就可能产生代理问题 (Agency Problem)。所谓代理问题,是指所有权和经营权分离后,委托人 (外部股东) 和代理人 (经营管理者) 双方潜在的利益冲突。

股东与经营管理者之间的矛盾之一即是两者的目标不完全一致。股东的目标是使股东财富最大化,千方百计要求经营管理者以最大的努力去完成这个目标,而经营管理者作为个人最大合理效用的追求者,其具体行为目标通常是:①报酬,包括物质和非物质的;②增加闲暇时间;③避免风险等。因此,经营管理者有可能为了自身的目标而背离股东的利益。这种背离有两种表现形式:

(1) 道德风险 (Moral Hazard)。经营管理者为实现自己的目标,不是全力以赴为增加股东的财富或提高股价而工作。因为股价上涨的好处将全部归于股东,如若失败他们的“身价”将下跌,他们不愿为此而冒险。他们不做什么错事,只是不十分卖力,以增加自己的闲暇时间。这样做,不构成法律和行政责任问题,只是道德问题,股东很难追究他们的责任。

(2) 逆向选择 (Reverse Selection)。经营管理者为追求自己的目标而背离股东财富最大化的目标。其表现之一为追求更多的豪华享受,因为他享受的成本要由全体股东共同分担;表现之二为杠杆收购 (Leveraged Buyout),即经营管理者以自己的名义借款并买回公司发行在外的股份、将公司据为己有的行为。为了达到从中渔利的目的,在此之前管理者可能采取行动蓄意压低股票价格,从而导致股东财富受损。

为了解决股东与经营管理者之间的上述矛盾,有两种极端的方法:一是将付给经营管理者的报酬全部由公司股票构成。这样,管理者所得到的报酬就完全视公司股价高低而定,从而激励其为提高股价而努力工作。但在现实生活中,很难找到愿意接受上述条件的管理者。另外一个极端是股东全面监督管理者的各种行为,然而,这种方法不仅毫无效率,而且代价极高,实际上也是行不通的。可行的解决办法介于上述两者之间,即把二者结合起来,既让管理者的报酬与业绩联系在一起,又花费一定的成本来监督管理者的行动。现实生活中,一般有三种办法来协调股东与管理者的矛盾:

(1) 解雇的威胁。因为股东可以获取必要的信息对管理者进行监督,所以如果

管理者未能使股东财富达到最大，股东就可能行使“用手投票”的权利，即通过表决等手段，改组管理当局将其解雇。特别是随着近年来股权逐步集中到一些大的机构投资者（如各种基金）等手中，解雇的威胁越来越成为一种现实的压力，迫使管理者为股东财富的最大化而努力。

(2) 收购的威胁。如果管理当局决策失误，股东还可以充分发挥市场机制的作用，行使“用脚投票”的权利，即出售自己所持有的股票。如果很多股东采取这一措施，则公司的股价就会降低，以致低于其预期的合理价值。这时敌意收购（Hostile Takeover）即管理当局不希望企业被收购但其他公司要强行收购的情况往往就会发生。一旦公司被收购，管理者通常会被解雇，即使侥幸留住，也会丧失很大的权利。因此为了避免被其他公司收购，管理当局就必须采取那些可以提高股价的措施。

(3) 管理激励计划。现在，越来越多的公司将管理者的报酬与公司业绩紧密联系起来，有关研究也表明：这将使激励管理者的行为与股价最大化的目标一致起来，使之更愿意采取那些能满足股东财富最大化目标的措施。不仅如此，这种办法还可以使公司吸引并留住那些优秀的管理者。这种激励计划有两种主要方式：

①股票择购权（Stock Options）。它是指允许管理者在将来某一时间以固定的价格购买一定数量的公司股票。显然，股票的市场价格越高于该固定价格，管理人员所得报酬就越多，因而管理当局为了获取更大的报酬，就必然会采取能够提高股价的行动。这种办法在20世纪五六十年代在美国曾十分流行，但在70年代由于股票市场整体不景气，因此择购权往往不能奏效（因为如果到约定时间股价低于执行价格，择购权将一文不值），致使其一度失去魅力。目前该方法常与其他激励方式结合使用，而很少再单独使用了。

②绩效股份（Performance Shares）。它是根据公司业绩（以每股盈余、资产报酬率、权益报酬率等指标来衡量）和个人绩效的大小，而给予管理人员数量不等的公司股票作为酬劳以进行激励的一种方式。其好处是，即使在股市低迷时，绩效股份对于管理人员也有一定的价值；同时，管理人员报酬的高低取决于所获绩效股份的数量和当时的股票价格。这样，无论股市整体情况如何，都可激励管理人员努力改善业绩，提高股价。因此，目前它正在取代“股票择购权”而成为最重要的管理激励计划。

2) 股东和债权人的矛盾与协调

公司中第二种重要的代理关系存在于股东（通过经营管理者）与债权人之间。债权人将资金贷给企业，其目标是取得规定的利息收入并在到期时能安全收回本金，而公司借款的目的是用它扩大经营，获取超额收益。二者的目标并不一致，因而也就存在潜在的利益冲突，即代理问题。尽管债权人事先知道借出资金是有一定风险的，并把这种风险相应纳入到利率之中。但是，借款一旦成为事实，资金到了公司手中，债权人就失去了控制权，而股东则可能为了自己的利益迫使管理当局剥夺债权人的财富，伤害债权人的利益。

3) 企业财务目标与社会责任

企业总是存在于一定的社会关系中，它除了与经营管理者 and 债权人之间有密切的