

公司资本投资前期耗资多、回收期长、报酬高，但风险也大，错误的投资决策可能使企业面临破产的灾难，只有正确的投资决策才能维护和推动企业的成长。

公司资本投资决策 方法与应用

GONGSI ZIBEN TOUZI JUECE FANGFA YU YINGYONG

邵希娟 等编著

您 想了解如何估测未来的现金流和资本成本吗？

您 知道如何判别投资方案的优劣？
评价指标有哪些？如何简便计算？

您 知道融资方案如何影响企业价值？
投融资效果达到什么标准才算好？

您 知道证券市场与项目投资决策有什么联系？
股票价格严重偏离价值将怎样影响决策？

您 知道在投资决策中经常出现哪些非理性行为？
具体表现是什么？如何防范？



华南理工大学出版社
SOUTH CHINA UNIVERSITY OF TECHNOLOGY PRESS

广东省自然科学基金项目 (9451064101003425)

教育部人文社会科学研究规划基金项目 (10YJA630129)

广东省哲学社会科学规划项目 (090-15)

华南理工大学出版基金 (2011年)

公司资本投资决策 方法与应用

GONGSI ZIBEN TOUZI JUECE FANGFA YU YINGYONG

邵希娟 等编著



华南理工大学出版社
SOUTH CHINA UNIVERSITY OF TECHNOLOGY PRESS

· 广州 ·

内 容 简 介

本书吸收了行为决策理论的最新成果,完善了相关的理性决策方法;以现实决策过程为编写线路,介绍了公司资本投资决策的逻辑步骤和主要环节,以及每一环节所包含的方法和具体技术,包括估测现金流、资本成本、决策指标和准则、实物期权、项目风险、融资效应以及决策中非理性行为等主要内容,涉及的范围从决策的思维框架、理财概念到实际中常犯的错误、利用软件计算指标的技术,并通过案例进行分析说明。无论是企业高层决策者还是基层分析人员都可以在书中找到自己需要的知识,对公司资本投资决策的组织以及商业计划书、可行性分析报告、投资决策分析报告等文件的撰写或审阅都具有很好的参考作用。

本书可以作为工商管理或经济金融类专业的“财务决策”、“项目投资评价”课程的教材以及“公司理财”、“财务管理”课程的补充读物;也可以作为企业管理培训的“项目投资决策”、“投融资决策”、“行为投资决策”等课程的教材。

本书可供企业管理者、在咨询公司或金融机构工作人员以及对项目评价、资本运营、投融资决策有浓厚兴趣的人士参考。

图书在版编目(CIP)数据

公司资本投资决策方法与应用/邵希娟等编著. —广州:华南理工大学出版社, 2012. 9
ISBN 978-7-5623-3783-6

I. ①公… II. ①邵… III. ①公司—投资决策—研究 IV. ①F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 226893 号

公司资本投资决策方法与应用

邵希娟 等编著

出 版 人: 韩中伟

出版发行: 华南理工大学出版社

(广州五山华南理工大学 17 号楼, 邮编 510640)

http: //www. scutpress. com. cn E-mail: scutcl3@scut. edu. cn

营销部电话: 020-87113487 87111048 (传真)

责任编辑: 朱彩翩

印 刷 者: 广州市穗彩影印厂

开 本: 787mm×1092mm 1/16 印张: 19.75 字数: 481 千

版 次: 2012 年 9 月第 1 版 2012 年 9 月第 1 次印刷

印 数: 1~2 000 册

定 价: 49.00 元

版权所有 盗版必究 印装差错 负责调换

前言

资本投资决策是居于首位的财务决策，是公司最重要的管理决策之一。人们在决策中的困惑以及与资本投资决策相关文件（如：商业计划书、可行性研究报告、投资项目评价报告、投资决策报告、投资计划书等）中大量的不足和错误均表明：资本投资决策者或决策分析者非常需要这方面的知识。然而，公司资本投资决策的知识点却零散分布于《财务管理》（或《公司理财》）、《投资项目评价》、《管理会计》、《管理决策方法》等相关教材中，目前我国还没有发现全面深入介绍该类决策方法的专门教材；而且，目前相关教材中的绝大多数理论以“理性人”和“市场有效”为假设前提，在决策过程中并没有考虑管理者非理性行为的影响等问题；同时在具体的技法中，也没有考虑证券投资者非理性行为导致的资本市场并非有效的影响等问题。本书则同时介绍了行为决策和理性决策两方面的理论和方法，着重于方法的应用，突出本书的特色。

与相关教材相比，本书具有以下三个显著的特点：

1. 相关的传统教材并没有考虑现实中人们由于认知偏差或心理因素可能出现的非理性行为；而本书针对“公司管理者可能出现非理性行为”和证券投资者非理性行为导致的“资本市场并非有效”的现实，吸收了行为决策理论的最新成果，优选和完善了理性决策方法，有机地融合了行为决策与理性决策理论来解决公司资本投资决策过程中的问题。这样更符合人们在决策时同时运用大脑的左右两部分进行逻辑思维和形象思维的事实，得到的方法也更切合现实条件。本书能做到这一点，主要得益于2004年丹尼尔·卡尼曼（Daniel Kahneman）在行为决策方面的突出贡献，以及行为经济学、行为金融、行为公司财务等理论研究的迅速发展。

2. 公司资本投资决策是用管理决策方法解决财务领域的问题，需要同时具备决策方法和投融资方面的相关知识。目前，《投资项目评价》侧重于项目评价，而在融资方案的价值评估方面明显不足，因此不能为决策提供直接依据；《财务管理》深入介绍了投融资方面的原理性知识，但方法技术方面比较弱，尤其是方法应用中的非财务问题，如盈亏平衡分析或敏感性分析中可能出现的技术性错误，利用EXCEL软件计算决策指标过程中的问题等。还有一些内容在《管理决策方法》、《管理会计》等教材中有所介绍，但其主要侧重于单个方法而没有特别结合资本投资的决策过程。本书以解决实际问题为导向，围绕“公司资本投资决策”整合决策方法和财务决策两大知识领域的主要思想、原理和方法，也就是说，打破知识点在各门课程之间的划分，无论该知识点原本是在“财务管理”还是在“管理决策方法”或“管理会计”中介绍，只要能解决公司资本投资决策的实际问题，就整合进来，并按照所要解决的具体问题，归整概念和方法。涉及的范围从决策的思

维框架、财务原理到实操中常犯错误、利用软件的技术，因此，无论是企业高层决策者还是基层分析人员都可以根据自己在资本投资决策过程中面临的具体问题，在这本书中找到所需要的知识。

3. 目前大多数《财务管理》教材按知识性质编排顺序，如在介绍资金时间价值概念后，马上介绍融资决策中与时间价值计算有关的内容（债券估值，股票估值），紧接着是投资决策中与时间价值相关的内容（净现值等决策指标）；然后再介绍风险概念，接着是资本投资中的风险问题和长期融资中的风险问题。这样，有利于学生掌握资金时间价值与风险方面的知识点，但不利于应用知识解决问题，因为决策中同一个环节的知识可能零散分布于教材的不同章节，造成知识和应用脱节，读者不容易明白所学知识应该用在现实决策中哪个环节，也不明白整个决策流程以及每个环节应该用哪些知识。本书以现实决策过程作为编写的线路，将零散分布于相关教材中的知识点，从方法论的高度进行集成，提出了公司资本投资决策的逻辑步骤和主要环节，按照决策步骤的先后顺序深入细致地介绍每一个环节所包含的方法和具体技术，并通过案例进行分析说明。这样不仅提高了知识的应用性，而且方便读者查询。

近9年来，本人专注于公司资本投资决策研究，主持的研究课题中有6项是直接针对公司资本投资决策，本人的教学、企业培训以及指导的研究生论文选题等工作也侧重于公司资本投资决策。本书主要是根据本人的讲义、讲课录音、发表的论文和专著以及我们研究团队在完成研究课题过程中的研究报告和论文整理而成的，其中黄嫦月整理第1~3、5、8章以及第9.1、9.4~9.6节，李雅馨整理第4章，朱天霖整理第6章，程蕾整理第7章，王非整理第9.2、9.3、9.7节，黄嫦月、朱天霖、程蕾、李雅馨和王非参与了5个案例及其分析要点的整理。本人对整理的文稿反复斟酌并进行了多次修改，在交给出版社之前，黄嫦月、朱天霖、程蕾、李雅馨、王非、王丽欣、蒋艳、王芬、肖媛媛进行阅读并提出了宝贵的意见。因此，这本书凝结了我们研究团队成员大量的心血和劳动。

在完成本书的过程中，得到多位专家和教授的支持，特别是杨建梅教授在关键问题上给予了非常重要的指导，崔毅教授和刘小清教授给予了很大的帮助和鼓励；广东省自然科学基金、教育部人文社会科学研究规划基金、广东省哲学社会科学基金、华南理工大学出版基金给予了资助；华南理工大学出版社社长韩伟先生以及他的团队的大力支持；钟建军等企业管理者为案例编写提供了实际素材；华南理工大学工商管理学院领导、同事、学生以及我的亲朋好友、家人都给予了鼓励和支持。在此，我深表谢意！

本书虽经多次认真推敲和仔细修改，但很可能还会存在不当或错误。本人热切期望读者能够对本书提出中肯批评和建设性意见，邮件请发至：xjshao@scut.edu.cn，谢谢！

邵希娟

华南理工大学工商管理学院

新型工业化发展研究所管理决策与复杂性研究中心

2012年8月

CONTENTS 目 录

第1章 公司资本投资决策导论	1
1.1 公司资本投资决策概述	2
1.2 公司资本投资决策的目标:公司价值最大化	3
1.2.1 利润最大化	3
1.2.2 股东财富最大化(股票价格最大化)	4
1.2.3 公司价值最大化	4
1.3 公司资本投资决策中面临的非理性行为	5
1.4 公司资本投资决策的基本程序及其关键性步骤	6
1.4.1 公司资本投资决策的基本程序	6
1.4.2 公司资本投资决策中的关键性步骤	8
1.5 本书的结构安排	8
思考题	10
第2章 公司资本投资决策中的现金流及其估测方法	11
2.1 现金流量与增量现金流量	12
2.1.1 现金流量和现金流量图	12
2.1.2 相关现金流量	12
2.1.3 项目现金流量的构成	13
2.2 估测增量现金流量应遵循的基本原则	14
2.2.1 不考虑沉没成本	14
2.2.2 不能忘记机会成本	15
2.2.3 要考虑新项目的附带效应	15
2.2.4 考虑净营运资本的需求	16
2.2.5 不考虑利息和融资现金流量	16
2.3 利用直接法估测项目现金流量	17
2.3.1 直接法的操作步骤	17

2.3.2 直接法的优点	19
2.4 项目现金流量的调整	21
2.4.1 确定当量法	21
2.4.2 概率法	22
2.5 项目现金流量估测中的非理性行为	23
2.5.1 计算基准 NPV 时将利息作为增量现金流	24
2.5.2 没有考虑营运资本	24
2.5.3 没有考虑机会成本	24
2.5.4 忽略竞争对现金流的具体影响	24
2.5.5 高估收入低估成本	25
2.5.6 沉没成本效应	25
2.6 拓展阅读:间接法——预计财务报表与项目现金流量	26
2.6.1 起步:预计财务报表	26
2.6.2 项目现金流量	27
2.6.3 预计总现金流量	28
思考题	29
第3章 公司资本投资决策中的资本成本	30
3.1 投资决策中的资本成本的性质与作用	31
3.1.1 资本成本的性质	31
3.1.2 资本成本的作用	31
3.2 风险与报酬:资本资产定价模型	32
3.2.1 风险及其度量	32
3.2.2 系统风险及其度量	33
3.2.3 资本资产定价模型	37
3.3 资本成本使用过程中的非理性行为	38
3.3.1 根据项目的全部风险确定要求的报酬率	38
3.3.2 一个折现率通用	39
3.3.3 认为项目资本成本取决于融资而不是投资项目	40
3.4 拓展阅读1:投资与融资体系下的资本成本的比较	41
3.4.1 资本成本的分类	41
3.4.2 不同体系下的资本成本之间的比较	42
3.5 拓展阅读2:证券投资者非理性行为对 CAPM 应用条件的影响	45
3.5.1 资本资产定价模型的应用及其假设条件	45
3.5.2 基于行为金融理论对 CAPM 应用条件现实性的分析	47
思考题	49

第 4 章 估测项目资本成本的方法	50
4.1 估测项目资本成本的原理和步骤	51
4.2 无风险报酬率的确定	52
4.2.1 金融工具的选择	52
4.2.2 我国市场无风险报酬率的估测	54
4.3 基于市场信息估测项目贝塔	56
4.3.1 系统风险的传导机制	56
4.3.2 各类贝塔的概念及相互间的关系	59
4.3.3 估测经营贝塔的方法	61
4.3.4 基于市场信息估测项目贝塔的逻辑步骤	63
4.4 市场风险溢价的确定	64
4.4.1 确定市场风险溢价常用的方法	65
4.4.2 利用历史性方法估测我国的市场风险溢价	67
4.5 拓展阅读 1: 证券投资者非理性行为对 CAPM 应用结果的影响	71
4.5.1 关于噪声交易者界定的分析	71
4.5.2 噪声交易者非理性行为对证券市场的影响	74
4.5.3 噪声交易者风险对证券报酬的影响	76
4.6 拓展阅读 2: 应用 BAPM 的理论依据与难点分析	77
4.6.1 BAPM 与资本机会成本之间的关系	77
4.6.2 应用 BAPM 的难点分析	79
4.7 拓展阅读 3: 动量指数的修正与比较	80
4.7.1 用交易量作为构建组合依据的分析	80
4.7.2 DVI 构建思想及修正	81
4.7.3 DVI 替代指数的比较	83
4.8 拓展阅读 4: 查询上证综指报酬率的方法	85
思考题	88
第 5 章 公司资本投资决策的指标与准则	90
5.1 净现值及其决策准则	91
5.1.1 净现值的定义及计算公式	91
5.1.2 净现值的经济含义	92
5.1.3 净现值的决策准则	94
5.1.4 净现值的特点	94
5.2 获利指数及其决策准则	95
5.2.1 获利指数的定义及计算公式	95
5.2.2 获利指数的经济含义	96

5.2.3 获利指数的决策准则	96
5.3 内部报酬率及其决策准则	97
5.3.1 内部报酬率的定义及计算公式	97
5.3.2 内部报酬率的经济含义	97
5.3.3 内部报酬率的决策准则	99
5.3.4 内部报酬率的问题	100
5.3.5 修正内部报酬率	102
5.4 非常规现金流下的内部报酬率	103
5.4.1 贴现法	103
5.4.2 再投资法	104
5.4.3 混合法	104
5.4.4 三种方法的比较	105
5.5 回收期及其决策准则	106
5.5.1 贴现回收期	106
5.5.2 脱险回收期	107
5.5.3 最佳回收期	108
5.5.4 回收期的决策准则	110
5.5.5 回收期的优缺点	110
5.6 等效年金与等价年成本	111
5.6.1 等效年金	111
5.6.2 等价年成本	112
5.7 特殊情况下的资本投资决策	113
5.7.1 只有一个备选方案的采纳与否决策	114
5.7.2 投资规模不同的多项目择优决策	114
5.7.3 现金流结构不同的多项目择优决策	115
5.7.4 寿命期限不等的多项目择优决策	117
5.8 公司资本投资决策指标的实际应用情况	119
5.8.1 各种决策指标在实践中的运用状况	119
5.8.2 回收期在现实中的使用	120
5.9 利用 EXCEL 计算各种投资决策指标	121
5.9.1 利用 EXCEL 计算净现值(NPV)	122
5.9.2 利用 EXCEL 计算获利指数(PI)	123
5.9.3 利用 EXCEL 计算内部报酬率(IRR)	125
5.9.4 利用 EXCEL 计算修正内部报酬率(MIRR)	126
5.9.5 利用 EXCEL 计算等效年金与等价年成本	130
思考题	133

第6章 公司资本投资决策中的风险分析方法	134
6.1 净现值盈亏平衡分析	135
6.1.1 净现值盈亏平衡分析的原理	135
6.1.2 净现值盈亏平衡分析的应用	137
6.2 敏感性分析	139
6.2.1 单因素敏感性分析	139
6.2.2 多因素敏感性分析	142
6.2.3 敏感性分析中的常见问题	144
6.3 场景分析	147
6.4 扩展阅读:会计利润盈亏平衡分析	148
6.4.1 盈亏平衡分析的概念	149
6.4.2 盈亏平衡分析的基本原理	149
6.4.3 盈亏平衡分析的局限性	150
思考题	151
第7章 实物期权及其价值评估	152
7.1 实物期权及其分类	153
7.1.1 实物期权的概念	153
7.1.2 实物期权的分类	154
7.2 实物期权价值的评估方法	155
7.3 考虑实物期权的项目投资决策方法	158
7.3.1 决策树方法	158
7.3.2 实物期权技术	163
7.3.3 考虑实物期权的项目投资决策的逻辑步骤	163
7.3.4 应用示例	166
7.4 应用实物期权技术易出现的非理性行为	168
7.4.1 模糊厌恶的影响	169
7.4.2 过度自信的影响	169
7.4.3 过度乐观的影响	174
7.5 扩展阅读:金融期权及其价值评估	177
7.5.1 金融期权及其分类	177
7.5.2 金融期权价值的评估方法	178
思考题	183
第8章 融资效应及其计算方法	184
8.1 调整净现值法及其思想	185

8.2 利息税盾的融资效应	187
8.2.1 利息税盾	187
8.2.2 利息税盾融资效应的计算	187
8.3 发行成本的融资效应	188
8.3.1 发行成本	188
8.3.2 发行成本融资效应的计算	188
8.4 政府优惠贷款的融资效应	190
8.5 财务困境和代理行为引起的融资效应	191
8.5.1 财务困境成本的融资效应	191
8.5.2 代理成本的融资效应	192
8.6 股票错误定价产生的融资效应	192
8.6.1 股票错误定价	192
8.6.2 股价被高估时的融资效应及其计算	193
8.6.3 股价被低估时的融资效应及其计算	193
8.7 拓展阅读:运用 WPV 法计算利息税盾效应	194
8.7.1 WPV 法及其思想	194
8.7.2 WPV 法与 APV 法的比较	195
思考题	195
第9章 公司资本投资决策中的非理性行为及其防范	197
9.1 理性决策及行为决策	198
9.1.1 理性决策	198
9.1.2 行为决策	198
9.1.3 行为决策与理性决策之间的比较	199
9.2 启发式认知偏差和前景理论	200
9.2.1 启发式认知偏差	200
9.2.2 前景理论	203
9.3 现实中常见的非理性行为	207
9.3.1 衡量能力假说	207
9.3.2 心理账户	208
9.3.3 框架效应	209
9.3.4 沉没成本效应	211
9.3.5 证实偏差	212
9.3.6 赋予效应	212
9.3.7 模糊厌恶	213
9.3.8 自利性归因	214

9.3.9 过度自信	214
9.4 公司资本投资决策中的非理性行为	215
9.4.1 项目现金流估测中的非理性行为	215
9.4.2 项目折现率确定过程中的非理性行为	217
9.4.3 决策指标选择过程中的非理性行为	218
9.5 公司资本投资决策中非理性行为的防范方法	220
9.5.1 现金流估测中非理性行为的防范方法	220
9.5.2 项目折现率确定过程中非理性行为的防范方法	223
9.5.3 决策指标选择过程中非理性行为的防范方法	226
9.6 拓展阅读1:行为决策及其理论发展阶段	227
9.6.1 行为决策与理性决策的比较	228
9.6.2 行为决策理论的发展阶段	230
9.7 拓展阅读2:管理者非理性行为导致的行为成本分析	231
9.7.1 行为成本的含义	231
9.7.2 行为成本与代理成本的比较	232
9.7.3 行为成本与机会成本的比较	233
思考题	234
第10章 案例及其分析要点	235
10.1 案例材料	235
10.1.1 案例1:HMA公司资本结构决策	235
10.1.2 案例2:百事可乐公司资本成本的估测	240
10.1.3 案例3:好顶塑料集团公司	244
10.1.4 案例4:SLG公司环保材料技术项目投资决策	247
10.1.5 案例5:DH公司MES项目投资决策	250
10.2 案例分析要点	260
10.2.1 案例1:“HMA公司资本结构决策”案例分析要点	260
10.2.2 案例2:“百事可乐公司资本成本的估测”案例分析要点	265
10.2.3 案例3:“好顶塑料集团公司”案例分析要点	265
10.2.4 案例4:“SLG公司环保材料技术项目投资决策”案例分析要点	266
10.2.5 案例5:“DH公司MES项目投资决策”案例分析要点	270
附件1 投资项目可行性分析与决策程序图	289
附件2 公司资本投资决策的环节及其主要内容	290
附件3 资金时间价值计算中的常用表	291
参考文献	299

第1章 公司资本投资决策导论

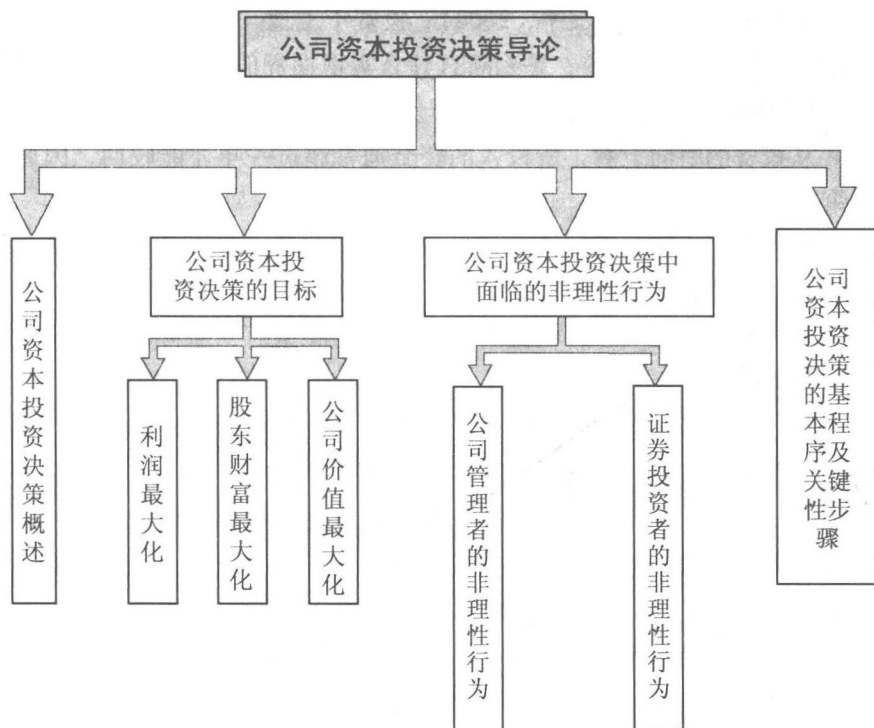
你的一位好朋友是广东一家民营企业的管理者，他现在发现了一个自认为很好的投资项目，但又不知道如何向三位大股东阐明自己的想法，说明该项目是个好项目。

你能告诉他应该从哪些方面去做吗？有哪些关键性步骤？

到底什么样的项目才算是一个好项目？你可能会说：“利润最大的项目就是最好的项目。”但实际操作中你会发现这只是可说而不可用的一句话，即这句话不具有可操作性。你也可能听说过“使公司价值最大化的项目是最好的项目”，为什么？现实操作中如何知道哪个项目能使公司价值最大化？

目前绝大多数相关的经典教材中，在公司资本投资决策的理论和方法中没有系统纳入行为因素，但现实中确实存在非理性行为，这将使原有方法的使用受到限制。本书介绍的方法吸收了行为公司金融的最新研究成果，更贴近现实。

■ 本章概览



1.1 公司资本投资决策概述

投资是企业可持续发展的源泉和动力。但是，只有正确的投资决策才能维护和推动企业的成长，错误的投资决策可能使企业面临破产的灾难。因此，公司资本投资决策是管理者面临的最重要的财务决策。企业的财务决策体系如图 1-1 所示。

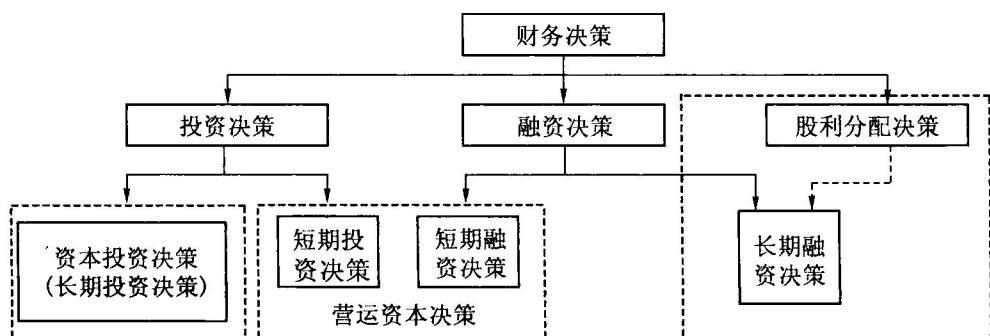


图 1-1 企业财务决策体系

财务决策一般包括资本投资决策、长期融资决策和营运资本决策。其中，资本投资决策是最主要的居于首位的财务决策，它统领着其他两个决策。

资本投资决策（Capital Investment Decision），是指关于固定资产投资所涉及现金流量及其风险程度分析的预算（汪平，2008）；投资于土地、厂房及其他机器设备的行为均属于这一范畴（爱默瑞，1999）；是判断“什么实物投资值得企业投资”的过程（布雷利，2007）；也是按照某种准则决定某个项目计划是接受还是拒绝的过程。

（1）从投资的时间上看，所投入的资金通常超过一年才能收回，因此又称为“长期投资决策”。

（2）从投资的内容上看，主要是针对企业固定资产方面进行，或者说，投资后一般会形成固定资产（如厂房及机器设备等），因此又称为“固定资产投资决策”。

（3）从评价的对象上看，在做出投资与否的决策时，通常是对某一个项目的财务效益进行评价从而决定是否投资该项目，因此又称为“项目投资决策”。

（4）从投入资金的属性看，由于投下去的资金很长时间才能收回，因此需要使用长期资金，即资本（债务资本或权益资本），而不能使用短期资金，并且需要对资本投入量以及产生的现金流量及其风险程度进行预测，对决策指标进行估算，因此也称为“资本预算”或“资本预算决策”，其结果将被纳入企业全面预算中的资金预算。

因此，可以发现“资本投资决策”、“长期投资决策”、“固定资产投资决策”、“项目投资决策”以及“资本预算（决策）”等词在经典的教科书中经常交替使用。

资本投资决策（长期投资决策）不同于短期投资决策，两者之间的比较如表 1-1 所示。

表 1-1 长期投资决策与短期投资决策的比较

	长期投资决策	短期投资决策
时间（回收期和影响期）	长	短
一次耗资	多	少
资产的变现能力	弱	强
风险	大	小

与公司所进行的短期投资决策相比，资本投资决策具有以下特点：

（1）资本投资决策的投资回收期比较长，通常在一年以上。

（2）资本投资决策的效用是长期的，即投资后形成的优势或劣势将在较长时间内发生作用，对公司的影响是长期的、深远的。

（3）资本投资占用资金庞大。

（4）资本投资决策一旦实施，企业的资金就会从流动性较强的现金等形式转化为专用性很强的固定资产，固定资产的变现能力比较弱。

1.2 公司资本投资决策的目标：公司价值最大化

决策是一种有目标的活动，只有明确决策目标，才能有针对性地做好各个阶段的决策分析工作。为此，应首先明确资本投资决策的目标。

目前，较常提到的财务决策目标有“利润最大化”、“股东财富最大化（股票价格最大化）”与“公司价值最大化”。因此，本书就这三个具有代表性的财务决策目标进行评价。

1.2.1 利润最大化

以“利润最大化”作为企业财务决策的目标，操作性不强。这是因为：

1. 概念含糊不清

“利润最大化”里的利润是短期利润还是长期利润，是税前经营利润还是税后净利润，是总利润还是投入每1元获得的利润，这些都不明确；而且这些利润往往不一致。例如，广告费、人员培训等支出对短期利润和长期利润的影响是不一致的；在公司经营水平高的情况下，当总筹资额一定时，利用债务融资而不用权益融资，则使公司税前利润相对较小，但税后每1元利润（净资产收益率）相对较大。因此，由于“利润”的概念不明确，诸如上述的人员培训、资本结构等决策无法按照“利润最大化”进行操作。

2. 没有考虑利润发生的时间和资金的时间价值

如10年后获得利润10 000元，与前5年内每年获得1 500元利润，哪个更为理想？对此，以利润最大化为财务决策目标不能进行决策，因为有利润不一定有现金流，利润并无时间价值可言，所以并不知道“前5年内每年获得的1 500元利润”相当于10年后的多少资金。

3. 没有考虑风险问题

没有考虑风险问题,可能导致企业财务决策一味追求最大利润而不顾风险的大小。一般而言,报酬越高,风险越大。追求最大利润,必定会增加企业的风险。利润最大化的目标没有考虑企业所承担的风险。

4. 利润最大化忽略了股东应得的报酬

按照利润表计算会计利润时,要依次扣除原材料成本、人工成本、折旧、利息费用等,却没有把股东提供资本应得的报酬扣除,忽略了股东的利益。如果一个公司可以在一项新的投资中预计获得8%的报酬率,这当然会提高公司的利润。然而,如果股东用同样的钱在另一项风险相同的投资上可以获得12%的报酬率,那么,只要公司管理者从股东的利益出发,他们就不会投资于报酬率为8%的项目。

1.2.2 股东财富最大化(股票价格最大化)

股东财富最大化是指通过合理经营,为股东带来最多的财富。股东财富由其所拥有的股票数量和股票价格两方面决定,在股票数量一定的前提下,当股票价格达到最高时,股东财富也达到最大。因此,教科书中所提到的“股东财富最大化”目标,实际上是指“股票价格最大化”。

以“股票价格最大化”替代“股东财富最大化”作为财务决策目标,必须满足两个前提假设:第一,证券市场是有效的;第二,企业是上市公司。然而,现实中不能以“股票价格最大化”作为企业财务决策目标,因为:

(1) 证券市场并非有效,股票价格并不能准确地反映股票的价值。公司的财务决策对公司价值的影响也未必能够体现在股票价格上。显然,以有效市场假说为前提的这一目标并不适用于现实中的财务决策。

(2) 股票价格最大化也许可以作为上市公司财务决策的目标,但却不适用于非上市公司。因为企业并未上市,不能获得自己股票的价格,无法衡量股东财富。

还需指出的一点是,将股票价格最大化作为公司财务决策的目标,事实上是将企业经营绩效单纯地与市场联结在一起。股票价格基本上是市场定价机制的结果,受到多种因素特别是市场噪声交易者的影响,而这些因素并非都是公司所能控制的,把不可控因素引入财务决策目标是不合理的。

1.2.3 公司价值最大化

公司价值最大化是指通过企业合理经营,采用最优的财务决策,充分考虑货币的时间价值、风险与报酬的关系,在保证企业长期稳定发展的基础上使公司价值达到最大。

公司价值是指公司的内在价值,也就是公司未来现金流的总现值,因此它能够解决短期和长期的冲突,同时既考虑了风险也考虑了报酬。公司价值等于债权价值与股权价值之和,而债权人从公司得到的现金流(还本付息)与财务决策产生的超额现金流是没有关系的。这就意味着,债权价值与财务决策新增的公司价值无关,新增的价值仅属于股东。因此,当公司价值达到最大时,股东财富就达到最大。可见,“公司价值最大化”和“股东财富最大化”都能体现财务决策的目标,两者是一致的。

要满足“公司价值最大化”,只要每次财务决策产生的新增价值最大,也就是选择新

增价值最大的决策方案即可。这样，不仅不需要借助股票价格，也不会受到市场是否有效或公司是否上市的限制。由此可见，“公司价值最大化”的财务决策目标不仅能够更好地体现“股东财富最大化”，也具有很好的操作性。

资本投资决策作为财务决策体系中的首位决策，其目标也同样是“公司价值最大化”。现实决策中，只要选择调整净现值（“项目的价值（基准 NPV）”与“融资效应”之和）大于零的项目中最大的投资项目，就能保证“公司价值最大化”这一目标的实现。

1.3 公司资本投资决策中面临的非理性行为

目前，财务管理教科书中介绍的公司资本投资决策理论和方法是建立在“管理者理性”和“证券市场有效”的基础上的，其主要提供了如何判断备选方案优劣的方法、模型和步骤，很少考虑公司管理者的认知偏差或心理因素，也忽略了证券投资者的非理性行为及其导致的证券市场的并非有效性。

行为公司金融（Behavioral Corporate Finance）研究表明：

①公司管理者由于非理性行为所造成的“行为成本”比“代理成本”更大、更隐蔽、更不容易控制（Shefrin, 2007）；

②完全有效的资本市场在现实中是不存在的，其原因是证券投资者的非理性行为以及套利有限性（Shleifer, 2000）。

这表明，现实中公司的资本投资决策面临着两种不可忽视的行为障碍——公司管理者的非理性行为和证券投资者的非理性行为，使得原来的公司资本投资决策方法的前提假设与现实不符，相应的决策方法不能直接使用。因此，必须考虑人的非理性行为对资本投资决策的影响并将该影响反映在决策方法中。非理性行为对公司资本投资决策的影响如图 1-2 所示。

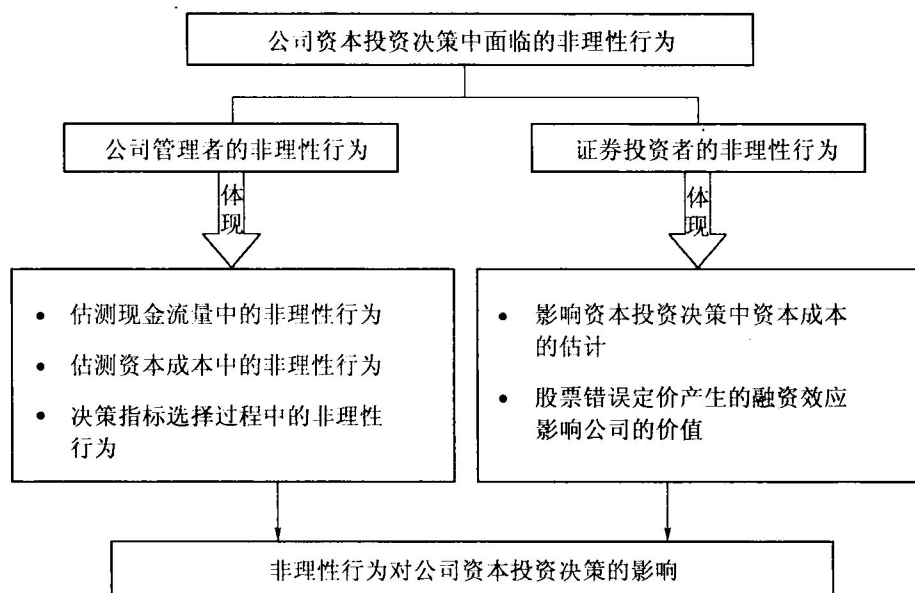


图 1-2 非理性行为对公司资本投资决策的影响