

“名课精讲” MINGKE JINGJIANG
JINRONGXUE XILIE
金融学系列

公司金融

GONGSIJINRONG

主编 冯曰欣 王俊籽

山东人民出版社

全国百佳图书出版单位 国家一级出版社

公 司 金 融

主 编 冯曰欣 王俊籽



山东人民出版社

图书在版编目(CIP)数据

公司金融 / 冯曰欣, 王俊籽主编. — 济南: 山东人民出版社, 2013. 2

ISBN 978-7-209-07131-4

I. ①公… II. ①冯…②王… III. ①公司—金融学
高等学校—教材 IV. ①F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2013)第 032804 号

责任编辑:袁丽娟

公司金融

冯曰欣 王俊籽 主编

山东出版集团

山东人民出版社出版发行

社 址:济南市经九路胜利大街 39 号 邮 编:250001

网 址:<http://www.sd-book.com.cn>

发行部:(0531)82098027 82098028

新华书店经销

莱芜市华立印务有限公司印装

规 格 16 开(184mm×260mm)

印 张 20.75

字 数 400 千字

版 次 2013 年 2 月第 1 版

印 次 2013 年 2 月第 1 次

ISBN 978-7-209-07131-4

定 价 35.00 元

如有质量问题,请与印刷厂调换。电话:(0634)6216033

前 言

公司金融对应的英文名称是“Corporate Finance”。“Corporate Finance”可以翻译为“公司金融”，也可以翻译为“公司理财”或“公司财务”。从国内外出版的教材来看，其基本框架和内容基本相同。本书定名为“公司金融”而非“公司理财”或“公司财务”是基于以下考虑：其一，从金融学专业课程体系的构成来看，公司金融是金融学专业的一门专业必修课程，将该教材命名为公司金融更符合专业课程的命名规范；其二，正如陈雨露教授在其所主编的《公司理财》(2008)一书中所言，“财务总是与会计学更为紧密”，公司财务的命名适宜会计学专业课程的命名规范。

一、教材框架设计

兹维·博迪、罗伯特·C.莫顿、戴维·L.克利顿在其所著的《金融学》一书中指出，金融学是一项针对人们怎样跨期配置稀缺资源的研究，跨期配置稀缺资源的决策就是金融决策。人们的金融决策是借助于金融体系实施的。按决策主体划分，金融决策分为居民的金融决策和企业的金融决策。

基于金融的定义，企业金融是指企业对稀缺资源的跨期配置。我们知道，企业是生产产品和劳务的经济实体，而公司又是企业的基本组织形式，因此，企业对稀缺资源的跨期配置主要是通过公司对稀缺资源的跨期配置实现的，企业的金融决策主要体现为公司的金融决策。公司金融决策的目标是追求价值最大化，这是由公司的本质属性决定的。

就产品制造类公司而言，公司对稀缺资源的跨期配置体现为公司借助于厂房、设备等生产手段，对原材料等生产对象进行加工，生产产品的过程，因此，在资源配置过程中，公司面临的首要任务是挖掘投资项目，然后根据公司价值最大化目标的要求，评估投资项目，决定投资项目是否实施。公司对投资项目的选择和确定称为项目投资决策，也称为长期资本投资决策、资本预算决策。这是公司面临的首要金融决策。为支撑项目投资，公司必须借助于金融体系筹集长期资本。长期资本可以从公司内部筹集，也可以从公司外部筹集。由于不同筹资方式下的资本成本不



同,因而由不同的筹资方式及其融资量决定的不同资本结构下的平均资本成本也是不同的。因此,为实现公司价值最大化目标,必须寻求平均资本成本最低的资本结构,即最优资本结构。这就是公司的资本结构决策。为保证长期资本投资取得预期的效果,公司必须加强营运资本的管理。营运资本是指公司在流动资产上的投资,其形成情况有两种:一是伴随着长期资本投资形成的,即净营运资本,二是通过流动负债形成的。因此,营运资本管理既涉及流动资产管理,又涉及流动负债管理。以上分析表明,公司金融研究的主要内容包括资本预算决策、资本结构决策和营运资本管理。

在资本预算决策中,我们是按照一定的贴现率即资本成本,将投资项目的现金流入量与现金流出量换算为现值,然后运用一定的方法,通过比较投资项目现金流入量的现值与现金流量的现值,以决定投资项目在经济上是否可行。为此,我们需要运用现金流量、现值、风险收益和资本成本等金融分析工具。在资本结构决策中,我们是假设在公司资产未来取得的现金流量既定的情况下,分析资本结构与公司价值之间的关系,选择平均资本成本最小的资本结构,即最优资本结构。可见,在资本结构决策中,同样需要现金流量、现值、风险收益和资本成本等金融分析工具。

基于以上分析,教材框架设计是:首先阐述公司金融的分析工具,包括现金流量、现值、风险收益、资本成本,在此基础上,阐述资本预算决策、资本结构决策和营运资本管理。

二、教材内容安排

基于上述认识,本教材内容分为十章。第一章公司金融导论,主要阐述公司的基本概念和特征、公司经营目标、公司与金融体系的关系、公司金融的研究内容以及公司金融的分析工具。第二章财务报表与长期财务计划,主要阐述财务报表提供的信息,重点是现金流量信息以及长期财务计划的编制。第三章货币的时间价值和有价证券估价,主要阐述现值的计算方法以及利用现值计算方估算债券和股票的价值。第四章风险与收益,主要阐述资本资产定价模型和套利定价模型,为资本成本估算提供方法准备。第五章资本成本,主管阐述资本成本的估算方法。第六章资本预算决策,主要阐述投资项目现金流量的估算以及资本预算决策方法。第七章资本筹集,主要阐述长期资本筹集的方式及其特点,为第八章资本结构决策的阐述做好铺垫。第八章资本结构决策,主要阐述资本结构理论以及依据资本结构理论进行资本结构决策。第九章股利政策,它涉及的既是一个分配问题,又是一个融资问题。本章主要阐述股利政策的内容、股利政策的类型、股利政策理论以及

确定股利政策应考虑的因素。第十章短期财务计划与营运资本管理,主要阐述短期财务计划的编制过程以及营运资本管理的方法。

三、教材编写人员分工

本教材由山东财经大学金融学院公司金融教学团队的教师编写。具体分工如下:冯曰欣编写第一章、第二章;郅海娜编写第三章、第四章;郑萌萌编写第五章、第六章;毛亚静编写第七章、第八章;王俊籽编写第九章、第十章。冯曰欣、王俊籽负责统稿。

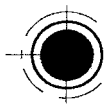
在教材编写过程中,我们参考了大量的著作和文献,得到了山东人民出版社袁丽娟老师以及山东财经大学金融学院领导的大力支持和帮助,在此一并表示感谢。

由于编写者水平有限,教材中可能存在错误或不妥当之处,敬请读者和同行专家批评指正。

编者
2012.12.8

目 录

第一章 公司金融导论	/1
第一节 企业的组织形式	/2
第二节 代理问题和公司控制	/4
第三节 公司的经营目标	/6
第四节 公司与金融体系	/10
第五节 公司金融的研究内容	/14
第六节 公司金融的分析工具	/17
第二章 财务报表与长期财务计划	/21
第一节 财务报表	/22
第二节 长期财务计划	/40
第三章 货币的时间价值与有价证券估价	/54
第一节 货币的时间价值的计算	/55
第二节 有价证券估价——债券估价	/61
第三节 有价证券估价——股票估价	/70
第四章 收益与风险	/80
第一节 收益与风险概述	/80
第二节 投资组合的选择	/88
第三节 资本资产定价模型	/101
第四节 套利定价理论	/110
第五章 资本成本	/128



第一节	资本成本概述	/128
第二节	权益资本成本	/132
第三节	债务成本和平均资本成本	/141
第四节	发行成本与 NPV	/144

第六章 资本预算决策 /149

第一节	资本预算决策的概述	/149
第二节	项目现金流量的估算	/152
第三节	资本预算决策的方法	/155
第四节	特殊条件下的资本预算决策	/168
第五节	资本预算决策中的不确定性分析	/173

第七章 资本筹集 /187

第一节	资本筹集概述	/187
第二节	权益融资	/191
第三节	债务融资	/202
第四节	其他资本筹集方式	/208

第八章 资本结构决策 /221

第一节	资本结构理论概述	/221
第二节	早期的资本结构理论	/223
第三节	MM 理论	/225
第四节	米勒模型和权衡模型	/239
第五节	资本结构的确定	/244

第九章 股利政策 /252

第一节	股利政策概述	/252
第二节	股利政策理论	/266
第三节	制定股利政策应考虑的因素	/273

第十章 短期财务计划与营运资本管理 /278

第一节	短期财务计划	/278
-----	--------	------

第二节 营运资本管理	/290
参考文献	/312
附 录	/313
附录一 复利终值系数表	/313
附录二 复利现值系数表	/315
附录三 年金终值系数表	/317
附录四 年金现值系数表	/319
后记	/321

CHAPTER 1

公司金融导论

第一章

【学习目标】

通过本章学习,要求了解企业的组织形式,掌握公司特别是股份有限公司的基本特征;明确股份有限公司“两权分离”形成的代理关系、代理成本以及抑制代理成本的基本措施;了解公司经营目标的历史演变,掌握公司价值最大化目标的含义、决定因素、表现形式及其本质;熟悉金融体系的构成及其功能,掌握公司与金融体系之间的资金运动;熟悉金融、公司金融的含义,掌握公司金融的研究内容;熟悉公司金融的分析工具。

【重要概念】

公司制企业 股份有限公司 有限责任公司 代理关系 代理成本 公司(企业)
价值 金融体系 金融 公司金融

公司金融的研究对象是公司。公司是现代企业的基本组织形式,有着与其他组织形式的企业不同的特征,其基本特征是所有权与经营权的分离。公司“两权分离”形成了代理关系,并引发代理问题与公司控制。在代理关系下,为保证股东利益,必须界定公司的经营目标。在现代金融条件下,公司的经营活动离不开金融体系。

金融学是研究人们在不确定的环境中如何跨期配置资源的学科。根据其研究范围的不同,金融学分为宏观金融学和微观金融学。宏观金融学是研究人们在一国范围或全球范围内如何跨期配置资源的学科,而微观金融学则是研究居民、企业如何跨期配置资源的学科,包括公司金融和投资学等内容。

公司金融是研究公司在不确定的环境中如何跨期配置资源的学科。公司跨期配置资源是借助于金融体系实现的。公司跨期配置资源的决策就是公司金融决策,包括资本预算决策、资本结构决策和营运资本管理。资本预算决策和资本结构决策是借助于一定的金融分析工具进行的,包括现金流量、现值、贴现率以及风险收益。

第一节 企业的组织形式

企业是生产产品和劳务的经济实体。企业的组织形式多种多样,其法定组织形式有三种:个体业主制企业、合伙制企业和公司制企业。通过对三种企业组织形式特征的研究,分析企业组织形式未来发展的动态。

一、个体业主制企业

个体业主制企业是指归个人所有的企业,它没有独立于企业所有者之外的财产,没有自己的组织机构。

个体业主制企业具有以下基本特征:

(1)企业的所有权和经营权是统一的,也就是说,企业业主既是企业的所有者,又是企业的经营管理者。

(2)企业内部的所有、经营与劳动的关系或是统一的,或是分离的。统一关系体现在企业的所有者既是经营者又是劳动者,分离关系体现在企业的劳动者除所有者之外还有雇用劳动者。

(3)企业所有者对企业债务负无限清偿责任。

(4)企业的建立或关闭、经营和管理受内部和外部制约较小,比较灵活,自主权充分。

(5)企业财务不公开。

(6)企业资金来源有限,规模较小,发展缓慢。

(7)企业寿命受业主正常或非正常变动的制约,稳定性较差。

二、合伙制企业

合伙制企业是由两个或两个以上的合伙人共同出资组建的企业。与独资企业相比,合伙制企业的一个基本特征是业主多于一人。它包括两种类型:一般合伙企业和有限合伙企业。

在一般合伙企业中,每个合伙人都对企业的债务负无限连带责任,每个合伙人的行为都代表整个企业而不是个人,合伙人之间要订立书面或口头形式的合伙协议。

在有限合伙企业中,一个或多个于一个的合伙人仅以自己投入企业的资本对债务承担有限责任。然而,要成为有限合伙人,需满足以下条件:(1)至少存在一个一般合伙人对企业债务负无限连带责任;(2)有限责任合伙人的姓名不能在企业名称中出现;(3)有限责任合伙人不能参与企业的经营管理。

三、公司制企业

公司制企业是依法组建的具有法人资格的企业,它有独立于公司所有者之外的自身财产,有自己的组织机构,能独立承担民事责任和享有民事权利。

在现代社会中,公司制企业的基本类型有以下两种:有限责任公司和股份有限公司。

(一)有限责任公司

有限责任公司是指由2个或2个以上,50个人以下的股东共同出资,每个股东以其所认缴的出资额对公司债务承担有限责任,公司以其全部资产对公司债务承担责任的企业法人。有限责任公司的资本不表现为等额股份,不能向社会公众发行股票募集资本。

有限责任公司的基本特征是:

(1)股东以其出资比例享受权利,承担义务,对公司的债权人不负直接责任,在公司破产或解散时,仅以在公司中的投资承担有限责任,不涉及个人财产,因而是典型的“资合公司”。

(2)公司不公开发行股票,股东协商确定各自的出资额,公司给股东出具书面的股份权利证书。

(3)公司股份不能随意转让,股东若要转让其股份,须经半数股东同意,现有股东拥有优先购买权。

(4)公司股东通常直接参与公司的经营管理。

(二)股份有限公司

股份有限公司是指注册资本由等额股份构成并通过发行股份(或股权证)的方式募集资本,股东以其所认购的股份对公司债务承担有限责任,并享有相应的权利,公司以其全部资产对其债务承担责任的企业法人。

股份有限公司的基本特征是:

(1)公司的资本总额划分为等额股份。

(2)股东以其所认购的股份对公司债务承担有限责任,公司以其全部资产对公司的债务承担责任,在公司破产或解散时,公司债权人只能对公司的资产提出要求,无权直接对股东进行起诉,因而也是典型的“资合公司”。

(3)经批准,公司可以向社会公开发行股票,股票可以交易或转让,但不得退股。

(4)股本数不得少于规定的数目,但没有上限。

(5)股东以其持有的股份,享受权利,承担义务,每一股有一票表决权。

与个体业主制企业和合伙制企业相比,公司具有以下基本特征:

(1)公司的所有权与经营权是分离的,即公司所有者组成股东大会,股东大会是公

司的最高权力机构,选出董事组成董事会;董事会是公司的最高决策机构,拥有对高级经理人员聘用、解聘和奖惩权;高级经理人员受雇于董事会,组成在董事会领导之下的执行机构,在董事会的授权范围内负责公司的日常经营。也就是说,公司是由公司治理结构来统治和管理的。这种公司治理结构是一个由所有者、董事会和高级经理人员组成的组织结构。在这一结构下,所有者、董事会和高级经理人员之间形成一定的制衡机制。

(2)公司所有者财产与公司自身财产是分离的,也即是说,公司有自己独立的财产,这些财产包括与经营规模相适应的固定资产和流动资产。

(3)公司所有者仅以其在公司中的投资额对公司债务负责,公司的债权人对公司所有者个人的财产没有索取权。

(4)公司以自己的名义进行活动,对它的法人代表和代理人在其权限内的活动承担民事责任,公司以其全部财产对其债务承担责任,公司可以以自己的名义起诉、应诉。

(5)公司的建立或关闭、经营和管理,受内部和外部的制约较大。

(6)公司寿命一般不受所有者变动的制约,因而具有稳定性。

(7)公司财务公开。

(8)公司资本来源广泛,规模较大。

(9)股份公司的股份具有流动性。

在上述三种企业组织形式中,公司特别是股份有限公司,因其股东对公司债务仅承担有限责任和通过股票的自由买卖转移股权,使得公司这种组织形式更有利于企业融资,从而成为现代企业的一种典型组织形式。正因如此,本课程对企业金融的分析和研究就以公司这种组织形式为基本对象。

第二节 代理问题和公司控制

前面讲到,公司的基本特征是所有权与经营权的分离,即“两权分离”,两权分离形成了股东与经营管理者之间的代理关系,代理关系将会导致代理问题,引发代理成本,而解决代理问题的措施是激励和公司控制。

一、代理关系

根据企业委托代理理论,当某一经济主体通过契约关系将达到某一目的的行为委托给另一经济主体实施时,两经济主体之间就形成委托代理关系。其中,行为委托主体称为委托人,代替委托人实施行为的主体称为代理人。

股份有限公司的基本特征是“两权分离”,两权分离形成了股东与经营管理者之间的代理关系,体现在公司股东通过股东大会选举董事、董事组成董事会、董事会聘任经营管理者负责公司的日常经营活动。

二、代理成本

委托代理关系的特点在于委托人和代理人在两者的行为目标上存在着不一致,即代理人在代理委托人的行为时有着与委托人 inconsistent 的目标。由于行动的目标不一致,因而,代理人行动的结果往往与委托人所希望的结果不一致,有时甚至发生冲突,这种冲突称为代理问题。代理问题必然引发代理成本。所谓代理成本,是指在委托代理关系中委托人与代理人之间利益冲突的成本。

由于股东与经营管理者之间存在委托代理关系,这种委托代理关系必然导致股东与管理者之间的利益冲突,引发代理成本。

代理成本可能是间接的,也可能是直接的。

1. 间接代理成本

所谓间接代理成本,是指由于代理人的不作为而使股东遭受的潜在损失。如管理者出于风险考虑而放弃新的投资项目。就一项新的投资项目而言,根据投资学原理,高风险的投资项目具有高收益。从收益分配的角度来看,经营管理者以提供劳动力的形式获取固定的报酬,而股东以提供资本的形式获取股利和资本利得收益;从风险回避的角度来看,在完善的资本市场条件下,股东可以通过分散投资的方式回避相应的投资风险,而经营管理者回避风险的难度要大得多,一旦企业经营不善陷入破产的境地,经营管理者不仅会失去自己的职位,而且还会遭受社会地位的降低、名誉毁损等损失,难以在经理人市场谋求到职位。因此,相对于股东的风险态度而言,企业经营管理者们的风险态度更加偏向于风险厌恶。经营管理者的风险厌恶态度又可能使其在投资决策时选择低风险的投资项目,而放弃对股东来讲可能有利的高风险投资项目。这样,就会导致从股东角度看的投资不足(放弃净现值大于或等于零的投资项目)问题的发生。

2. 直接代理成本

所谓直接代理成本,是指由于代理人的作为而使股东遭受的损失。具体说来有以下情形:(1)经营管理者从事有利于自己但损害股东利益的公司支出,如购买豪华的飞机等;(2)因监管当局行动的需要而发生的费用,如聘请外部审计师评价财务报表信息的准确性的支出。

代理成本产生的后果是减少了公司未来的收入现金流量,降低了公司的市场价值。

三、激励与控制

在委托代理关系下,如何使管理者真正地为股东利益服务,抑制代理成本的发生,取决于以下两个因素:一是管理者的目标与股东的目标是否一致,这个问题关系到经理人的激励方式。二是管理者如果不追求股东目标能否被撤换,这个问题关系到公司的控制。

(一)激励

前面讲到,股东与管理者之间利益冲突的原因在于两者之间行动目标的不一致,如果采取一定的措施,使管理者的目标与股东的目标一致,就能在一定程度上规避股东与管理者之间的利益冲突。与之相对应的措施就是对管理者的激励。

通常,对管理者的激励方式有两种:

第一,管理激励。管理激励,尤其是高层的管理激励,通常采用的方式是股权激励,即赋予管理者按照约定价格购买公司股票的选择权,这种激励方式将管理者的自身利益与公司的总体财务业绩挂钩。因此,管理激励促使管理者为了自身利益,会努力经营公司,进而实现股东利益最大化。

第二,晋升激励。通常,在公司表现好的经理人会得到职位晋升。伴随着职位的晋升,一方面,其报酬会随之提高,另一方面,其在经理人市场也会获得更高的被聘任的机会,获取高工资报酬。因此,晋升激励机制促使经理人努力工作,实现股东利益最大化。

(二)公司控制

如果激励机制还不能使管理者为股东利益服务,股东还可以动用其拥有的权利,对管理者实施控制。

股东对管理者实施控制的方式有两种:

第一,“用手投票”。根据公司控制权理论,股东拥有公司的控制权,即股东通过股东大会选举董事,董事组成董事会,董事会聘任和解聘管理者。这就是通常讲的“用手投票”。股东通过“用手投票”的方式能否有效实施对管理者的控制,取决于其拥有的投票权的多少。不满意的股东借以更换现任管理者的一个重要机制是“委托书争夺战”。委托书是股份持有人委托他人代为行使投票权的一种书面证明。当一个集团搜寻到足够多的委托书时,就可以更换现任的董事会,进而更换现任的管理者。

第二,“用脚投票”。当公司管理者不能很好地为股东利益服务时,股东就会将手中持有的股份卖出,这就是所谓的“用脚投票”。股东“用脚投票”带来的结果是导致公司股票价格下跌。当公司股票价格下跌到一定程度时,该公司极易被其他公司收购,因为与管理良好的公司相比,管理不善的公司存在更大的潜在利润,被收购的吸引力更大。一旦公司被收购,董事会就会被更换,进而管理者也会被更换。因此,接管机制的存在促使管理者更好地为股东利益服务。

第三节 公司的经营目标

公司的经营目标是通过相应的经济指标来反映的。反映公司经营目标的经济指标应如何设定,其基本要求有三:一是经济指标应反映公司经营目标的本质要求;二是经

济指标应符合现代金融理论的基本观念,如时间价值观念、风险收益观念等;三是经济指标应具有约束代理关系下管理者短期行为的作用。

理论界关于公司经营目标的观点,经历了利润最大化、每股收益最大化和价值最大化的发展演变过程。

一、利润最大化

利润最大化是西方微观经济学的理论基础。西方经济学家往往以利润最大化这一概念来分析和评价企业的行为与业绩。将利润最大化作为其经营目标是企业作为盈利性经济组织的本质体现。具体说来:

(1)人类进行的一切经济活动都是为了创造剩余产品,而剩余产品的多少是以利润的多少来衡量的,因此,以利润最大化作为企业的经营目标可创造出更多的剩余产品。

(2)利润代表了企业新创造的价值,是企业新创造的财富,它是企业生存和发展的必要条件,是企业和社会发展的重要动力。

(3)利润是一项综合性指标,它反映了企业综合运用各项资源的能力和经营管理状况,是评价企业业绩的重要指标。

(4)企业追求利润最大化是市场经济体制发挥作用的基础。企业作为社会经济活动的基本单位,自主经营、自负盈亏,以利润最大化作为其经营目标,可以达到优化资源配置和提高社会效益的目标。

然而,利润最大化目标在实际运用中遇到很多问题:

(1)利润最大化的概念模糊不清。利润是短期利润还是长期利润?是税前利润还是税后利润?是经营总利润还是支付给股东的利润?

(2)利润最大化没有考虑取得利润的时间因素,即没有考虑货币的时间价值。例如,今年取得 20 万元的利润和明年取得 20 万元的利润,这两年的等额利润具有可比性吗?

(3)利润最大化忽略了投入与产出的关系。例如,同样是取得 20 万元的利润,一个企业投入 100 万元,另一个企业投入 120 万元,哪一个企业的效益更好?

(4)没有考虑利润与所承担的风险之间的关系。例如,同样是投入 100 万元,获取利润 20 万元,一个企业的利润以现金的形式实现,另一个企业的利润全部是应收账款,并有可能发生坏账,哪一个企业更符合企业目标?

(5)短期行为。股份有限公司的基本特征是所有权与经营权的分离,两权分离形成了股东与经营管理者之间的委托代理关系。在委托代理关系下,以利润最大化作为企业经营目标,容易使企业的经营管理者关注近期利益而忽略长远利益,导致企业经营活动短期化,不利于企业的长远发展。就此说来,以利润最大化作为企业的经营目标,适宜于业主制企业。

二、每股收益最大化

这种观点认为,应当把企业的利润与股东投入的资本联系起来考察,用每股收益来概括企业的经营目标,以避免“利润最大化目标”的缺陷。

但是,这种观点仍然存在以下两方面的缺陷:

- (1)没有考虑每股收益取得的时间因素,即没有考虑货币的时间价值。
- (2)没有考虑每股收益的风险性,即投资者承担的风险不同,其要求的收益也不同。

三、公司价值最大化

(一)公司价值最大化的含义

公司价值,也称为企业价值,是指企业资产的价值。关于这一价值,当前有两种基本的度量方法:一是会计度量上的账面价值,二是金融度量上的市场价值。会计度量上的企业价值是资产发生的历史成本减去折旧后的净价值,而金融度量上的企业价值则是资产未来所创造的收入现金流量用资本成本贴现后的现值。后一种方法实际上是市场对企业资产价值的评价,反映了资产的市场价值。

在理论上,公司市场价值的估算模型为:

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1 + K_A)^t}$$

式中, V 表示公司价值, CF_t 表示公司资产第 t 年所创造的收入现金流量, K_A 表示公司的平均资本成本, n 表示预期期限。

(二)决定公司价值的因素

从公司价值的估价模型可以看出,决定公司价值的因素是:

(1)公司资产未来所创造的收入现金流量。在这里,收入现金流量是指现金流入量与现金流出量之差,即净现金流量。收入现金流量由资产带来,而资产又是由投资形成的,因此,在公司资本来源结构既定的情况下,投资所形成的资产未来创造的收入现金流量越多,公司价值也就越大。可见,投资是决定公司价值的重要因素。

(2)公司的平均资本成本。在《资本成本》这一章我们将阐述,资本成本是投资者要求的预期收益率,它是投资风险的函数。公司的投资者有两类:一类是债权人,另一类是股东。债权人和股东面临的投资风险是不同,从而他们要求的预期收益率也不同,体现为债务资本成本与权益资本成本是不同的。更为重要的是,由于债务利息是在税前列支的,具有节税效应,因而,公司资本来源中债务资本和权益资本在资本结构中的比率不同,平均资本成本也不同。而债务资本和权益资本在资本结构中的比率又是由资本结构决定的。可见,公司资本结构是决定公司价值的另一重要因素。