



高等学校“十三五”规划教材 | 经济管理类

公司理财

◎主 编 王 涛
◎副主编 姜晓兵 王亚玲



西安电子科技大学出版社
<http://www.xduph.com>

高等学校“十三五”

财 理 公 司

主 编 王 涛
副主编 姜晓兵 王亚玲



西安电子科技大学出版社

内 容 简 介

本书系统介绍了公司理财的基本理论、原理和方法,在分析相关理论知识的基础上,进一步突出了实践性和应用性。全书分为十一章,各章按照公司价值管理的递进分析过程进行排列。为了提高读者对公司实际财务问题的分析能力和判断能力,本书采用以问题为导向的编写方法,按照各章主题提供引例和分析案例,使公司理财相关问题与各模块及知识点紧密联系,便于读者体会提出问题、分析问题、学习知识并解决问题的学习过程。

本书可作为高等院校金融学、财务管理、会计学、工商与企业管理等相关专业的教材和参考书,也可供金融从业人士和公司财务专业人士阅读参考。

图书在版编目(CIP)数据

公司理财/王涛主编. —西安:西安电子科技大学出版社,2016.7

高等学校“十三五”规划教材

ISBN 978-7-5606-4115-7

I. ① 公… II. ① 王… III. ① 公司—财务管理—高等学校—教材 IV. ① F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 116008 号

策 划 戚文艳

责任编辑 马武装 夏凌云

出版发行 西安电子科技大学出版社(西安市太白南路2号)

电 话 (029)88242885 88201467 邮 编 710071

网 址 www.xduph.com 电子邮箱 xdupfb001@163.com

经 销 新华书店

印刷单位 陕西天意印务有限责任公司

版 次 2016年7月第1版 2016年7月第1次印刷

开 本 787毫米×1092毫米 1/16 印张 20.5

字 数 487千字

印 数 1~3000册

定 价 37.00元

ISBN 978-7-5606-4115-7/F

XDUP 4407001-1

* * * 如有印装问题可调换 * * *

本社图书封面为激光防伪装覆膜,谨防盗版。

前言

自 20 世纪中叶以来,金融理论蓬勃发展。投资组合理论开启了现代金融学崭新的研究领域;MM 资本结构理论奠定了现代公司财务理论的学科基石;资本资产定价模型反映了收益与风险的量化关系;有效市场假说揭示了资本市场信息与价格的效率关系;代理理论形成了现代公司治理的基础。现代金融理论一般分为三大领域:① 金融市场与金融机构,主要研究货币市场、资本市场、外汇市场、黄金市场、利率、汇率、中央银行、商业银行等内容;② 投资学(或资产定价),主要研究投资组合、资本资产定价、套利定价、期权定价与风险管理等内容;③ 公司理财或公司财务学,主要研究公司治理、现金流与现值、项目投资决策、风险与收益、资本成本、资本结构、筹资方式、股利政策、运营资本管理、公司并购等内容。

公司理财来源于英文 corporate finance,也可称为公司财务或公司金融。公司理财主要研究资本的运作,即围绕资本进行考虑,也就是研究资本从何而来(融资)、投向哪里(投资)、利润如何分配(股利政策)、资本和资产如何运营(运营管理)等问题。随着 21 世纪以来对金融财务理论的深入研究,金融市场中创新工具不断涌现,公司理财的手段更加多样,内容更加丰富,范围也更加广泛,公司理财理论和方法已日益成为现代企业筹资、投资和提高企业价值的重要手段,成为企业决策的重要依据。

本书主要介绍公司理财学的相关理论、方法和应用。从公司理财基础理论观点出发,围绕资本筹集、资金运用、收益分配、财务活动分析以及公司并购等内容构建了全书的内容框架。

本书强调基于问题的学习方法,使读者在公司理财现实问题的牵引下,在分析问题和解决问题目标的驱动下,提升理论与方法学习效果。为了便于教师教学和学生自学,各章都给出了练习题,还提供了一些分析和思考案例。

本书是“公司理财”课程实践性教学改革的主要成果,得到了西安电子科技大学教材基金的资助;同时,本书的编写还得到了西安电子科技大学经济与管理学院和教务处相关领导和同事的大力支持;西安电子科技大学出版社的戚文艳、夏凌云编辑为本书的出版付出了大量的汗水和辛勤的劳动。在此向他们表示由衷的感谢。

王涛担任本书主编,姜晓兵、王亚玲担任副主编。王涛负责拟定全书框架和写作大纲。具体分工如下:第一章由王涛、滕青青编写;第二章由王涛、王朵编写;第三章、第四章由李涵编写;第五章、第七章由姜晓兵、王远编写;第六章、第八章由王涛编写;第九章、第十章由王亚玲、冯哲编写;第十一章由王涛编写。此外,夏焕焕和强莉参与了本书

部分章节和习题的修订，全书由王涛统稿。

本书编写中参阅和借鉴了大量文献，其成果对于本书的出版功不可没，在此对所有引用的参考文献的作者表示感谢。限于编者水平，加之时间仓促，不妥之处在所难免，恳请广大专家、同仁和读者提出宝贵意见和建议。

编 者

2016 年 4 月

于西安电子科技大学

目 录

第一章 公司理财导论	1
第一节 公司理财的内容	1
第二节 企业的组织形式	5
第三节 公司理财的目标	7
第四节 公司治理结构与委托代理问题	9
第五节 税收环境	12
第六节 金融市场与金融环境	14
本章小结	21
练习题	21
第二章 财务报表分析	24
第一节 财务报表概述	24
第二节 财务比率分析	30
第三节 财务业绩综合评价	47
第四节 财务报表分析的局限性	55
本章小结	56
练习题	56
第三章 投资价值与估价	59
第一节 投资的时间价值	59
第二节 债券的定价	66
第三节 股票估价	73
本章小结	85
练习题	85
第四章 投资决策	87
第一节 净现值法	88
第二节 投资回收期法	90
第三节 平均投资报酬率法	92
第四节 内含报酬率法	93
第五节 其他指标	100
第六节 项目现金流的估计	101
第七节 不确定条件下的投资决策分析	110
本章小结	116

练习题.....	117
第五章 收益与风险.....	120
第一节 期望收益率与风险.....	120
第二节 组合投资理论.....	125
第三节 单指数模型.....	128
第四节 资本资产定价模型.....	130
第五节 套利定价理论.....	135
本章小结.....	138
练习题.....	138
第六章 权益融资与债务融资.....	141
第一节 股权融资.....	141
第二节 债务融资.....	149
第三节 混合筹资.....	154
第四节 租赁融资.....	161
本章小结.....	168
练习题.....	168
第七章 资本成本.....	170
第一节 资本成本概述.....	170
第二节 个别资本成本.....	172
第三节 加权平均资本成本.....	176
本章小结.....	177
练习题.....	177
第八章 资本结构.....	183
第一节 杠杆系数与风险.....	184
第二节 资本结构理论.....	187
第三节 资本结构决策.....	201
本章小结.....	208
练习题.....	209
第九章 股利政策.....	211
第一节 利润分配概述.....	211
第二节 公司股利政策.....	213
第三节 股利的支付程序与方式.....	218
第四节 股利政策理论.....	219
第五节 股票股利、股票分割和股票回购.....	225
本章小结.....	229
练习题.....	230
第十章 财务规划与营运管理.....	233

第一节	短期财务规划	234
第二节	长期财务计划与预测	253
第三节	营运资本投资政策	260
第四节	现金及有价证券管理	263
第五节	信用管理	268
第六节	存货管理	272
	本章小结	279
	练习题	279
第十一章	公司并购及反并购策略	282
第一节	公司并购概述	283
第二节	公司并购理论	285
第三节	并购的收益与成本	289
第四节	反并购策略	293
第五节	公司并购的财务规划	298
	本章小结	306
	练习题	307
附录		311
参考文献		320

第一章 公司理财导论

学习目标

1. 掌握公司理财的基本概念
2. 熟悉公司理财的基本内容
3. 了解公司理财目标的主要观点和优缺点
4. 理解公司治理结构的内容和有关代理问题
5. 熟悉公司理财的税收环境和金融环境因素

引例

国美电器集团股份纠纷

国美电器集团的第一大股东黄光裕于2009年1月18日正式辞职,陈晓出任国美电器董事局主席,同时兼任总裁。国美电器在2010年8月5日起诉黄光裕,针对其在2008年1月至2月前后回购公司股份中被指违反公司董事的信托责任及信任的行为寻求赔偿,而黄光裕方面则呼吁投资者支持重组董事局。至此,作为大股东的黄光裕与国美电器现任管理层间的矛盾大白于天下,这也意味着以陈晓为代表的国美电器董事会与大股东黄光裕方面正式决裂。黄光裕通过二级市场增持2%(2%为增持上限)的股份,而陈晓和贝恩资本方面的策略是:在股东大会前夕由贝恩进行债转股;债转股后,贝恩持股9.98%,成为国美第二大股东,黄光裕则由原来的33.98%被摊薄至32.47%。贝恩合理利用规则,在债转股的时间点选择上既保证了债转股能够在股东大会前完成,获得对应的投票权,又不给黄光裕留下在股东大会前增持的机会。最终,国美电器集团董事局主席陈晓胜出。由黄光裕一方提出的五项决议案,除“即时撤销一般授权”这项获得通过外,其余四项均被否决;现任董事局主席陈晓留任,而由陈晓一方提出重选3名贝恩资本代表担任国美非执行董事的决议案悉数获得通过。

那么,在国美控股权争夺中,带给所有者和经营者的启示有哪些?为什么会出现董事和管理层的矛盾?当所有者和管理者发生利益冲突时,该如何解决?

通过本书的学习,你将不仅对以上问题有清楚的了解,还将对公司结构、筹资、投资、运营等内容有清晰的了解。

第一节 公司理财的内容

公司要进行生产经营活动,就必须具有人力、物资、资金、信息等各项生产经营要素并开展有关方面的活动。公司生产经营过程中的资金活动,就是公司的财务活动;而对公

司财务活动的管理,则是公司理财。要深刻理解公司理财的概念,就必须首先对公司财务活动、财务关系以及公司理财的特点有一个全面的了解。

一、财务活动

公司在生产经营活动中,客观地存在着一种资金的活动,这同商品经济的存在和发展是分不开的。公司的再生产过程具有两重性,它既是使用价值的生产和交换过程,又是价值的形成和实现过程。在这个过程中,劳动者将生产中消耗掉的生产资料的价值转移到产品上去,并且创造出新的价值。这样,一切物资都具有一定的价值,它体现着用于物资中的社会必要劳动量。物资的价值是通过一定数额的货币表现出来的。在社会再生产过程中,物资价值的货币表现就是资金,资金的实质是社会再生产过程中运动着的价值。为了保证生产经营活动的正常进行,公司就要筹集一定数额的资金。公司拥有一定数额的资金,是进行生产经营活动的必要条件。

公司在生产经营过程中,物资不断地运动,物资的价值形态也不断地发生变化,由一种形态转化为另一种形态,周而复始,不断循环,形成了资金的活动。物资价值的运动就是通过资金活动的形式表现出来的。所以,公司的生产经营过程,一方面表现为物资运动(从实物形态来看),另一方面表现为资金活动(从价值形态来看)。公司资金活动就价值方面,它以价值的形式综合地反映着公司的生产经营过程。公司的资金活动,构成公司经济活动的一个独立方面,具有自己的运动规律,这就是公司的财务活动。

随着公司生产过程的不断进行,企业资金总是处于不断的运动之中。一般来说,企业在生产过程中,公司资金从货币资金形态开始,顺次通过购买、生产、销售三个阶段,分别表现为固定资金、储备资金、生产资金、成品资金等各种不同形态,然后又回到货币资金形态。从货币资金开始,经过若干阶段,又回到货币资金形态的运动过程,叫做资金的循环。公司周而复始不断重复的循环,叫做资金的周转。资金的循环、周转体现着资金活动的形态变化。

公司的资金活动及公司的财务活动,是指资金的筹集、投放、使用、收回及分配等一系列行为。公司财务活动描述了公司财务的形式特征。从整体上讲,财务活动包括筹资活动、投资活动、资金营运活动和分配活动四个方面。

(一) 筹资活动

筹资是企业为了满足投资和资金运营的需要,筹集所需资金的行为。在筹资活动中,公司需要根据公司战略发展的要求和投资规划确定不同时期的筹资规模,并通过不同筹资渠道和筹资方式的选择,合理地确定筹资结构,降低筹资成本和风险,以保持和提升公司价值。公司通过筹资通常可以形成两种不同性质的资金来源:一是公司权益资金;二是公司债务资金。筹资活动应达到以下基本目标:① 所筹资金能满足公司不同时期的投资和经营需要;② 资金成本尽可能低;③ 财务风险控制在合理的限度内。

(二) 投资活动

投资是指企业根据项目资金需要,将所筹集的资金投放到所需要的项目中的行为。广

义的投资包括企业投资购买其他公司的股票、债券,或与其他企业联营,或投资于外部项目等对外投资,以及购置固定资产、无形资产、流动资产等企业内部使用资金。狭义的投资仅指对外投资。企业在投资过程中,必须考虑投资规模,降低投资风险。投资是实现投资者财产价值增值的手段。投资活动的主要目标是:权衡投资报酬与风险的得失,达到投资项目在一定风险水平下取得最理想的报酬或者在取得一定报酬下风险最小。

(三) 资金营运活动

资金营运活动是指企业日常经营活动中的资金收付行为。企业经营所需材料物资的采购、工资和相关费用等支付,构成了日常财务支出;企业产品销售和其他业务等所获得的相关收入,构成了日常财务收入。为了保证日常财务收支在时间上的平衡,企业需要利用筹集的资金垫付支出大于收入的缺口资金。企业为满足日常营业活动的需要而垫支的资金,称为营运资金。在一定时期内,营运资金周转速度越快,资金的利用效率就越高,企业就越有可能生产出更多的产品,取得更多的收入,获取更多的利润。

(四) 分配活动

企业通过投资和资金的营运活动所获得的各项收入,在用于弥补生产经营消耗、缴纳税金后,需要依法对剩余收益进行分配。广义地说,分配是指对企业各种收入进行分割和分派的行为;而狭义的分配仅指对企业净利润的分配。企业实现的净利润可作为投资者的收益,分配给投资者或暂时留存企业。在分配净利润时,企业应合理确定分配规模和分配方式,以确保企业取得最大的长期利益。企业分配净利润的方式,也称股利政策。

二、财务关系

企业在筹资、投资、资金营运和分配活动中,与企业各方面有着广泛的财务关系。企业的财务关系因经济利益和责任的多样性而较为复杂,归纳起来主要有以下五个方面。

(一) 企业与投资者之间的财务关系

企业投资者向企业投入权益性资本,又称“主权资本”,从而形成了履行投资义务,承担终极风险,享受投资收益分配的经济关系。在这个经济关系中,履行投资者义务是基础,只有完整地履行投资义务,才有资格享有收益的分配权。

(二) 企业与债权人、债务人之间的财务关系

企业的债权人是借入资金的提供者,企业应按合同规定向债权人支付利息和归还本金;企业的债务人是企业资金的占有者,企业与债务人之间的财务关系,是因企业将其资金以购买债券、提供借款或商业信用等形式出借给其他单位而形成的。

(三) 企业与受资者之间的财务关系

受资者是接受企业投资的经济实体,当企业采取直接投资或者购买股票的间接投资方式成为被投资单位的股东时,企业就随之享有相应的权利并承担相应的风险,因此,体现

的财务关系是股东与受资者之间的权利与义务关系。

(四) 企业与内部各级单位之间的财务关系

在一个独立的企业组织内,内部各级单位表现为不同层次的基本生产经营部门和非生产经营部门。这些部门相互间既有分工又有合作,在生产经营各环节中相互提供产品或劳务。企业与内部各级单位之间的财务关系表现为企业内部所形成的资金结算关系。

(五) 企业与政府管理部门之间的财务关系

政府是维持社会正常秩序、保卫国家安全、行使公共管理职能的社会管理者。企业与政府管理部门之间的财务关系是强制性的经济关系,体现在相关的法律中。企业必须向税务机关和其他部门依法纳税与缴纳法定费用。

企业财务关系揭示了企业财务的本质,因为企业财务活动是在不同主体的利益驱动下开展的。投资者的投资利润驱动,形成了权益性资本;银行的经营利润(利息收入)驱动,形成了银行信用资金;商家的商业利润驱动,形成了商业信用资金;经营者和职工的工薪收入驱动以及激励驱动,形成了活劳动;政府维持公共利益的驱动,维护了企业的合法经营。由此可见,只有不同主体的不同经济利益得到保证,企业财务活动才能顺利进行。

三、公司理财的重要性

一个企业的兴衰与理财息息相关,企业管理必须以公司理财为中心,其重要性主要体现在以下几个方面:

(1) 公司理财是企业管理的基础,是企业内部管理的中枢。

公司理财是组织资金运动、协调财务关系的一项经济管理工作。它是一种价值管理,渗透和贯穿于企业一切经济活动之中。企业的资金筹集、使用和分配,一切涉及资金的业务活动都属于公司理财的范围。

企业的生产、经营、进、销、调、存每一环节都离不开财务的反映和调控,企业的经济核算、财务监督更是企业经济活动的有效制约和检查。

公司理财是一切管理活动的共同基础,它的中心地位是企业管理的一种客观要求。

(2) 企业的管理从注重生产的管理转到公司理财,是社会的进步。

随着社会主义市场经济体制的逐步建立,理财工作在企业管理中占有越来越重要的地位。必须坚持一手抓生产发展,一手抓公司理财,既要向生产要效益,又要向管理要效益,管理也是生产力。公司理财与经济效益有着密切的联系。

企业的中心目标就是以较小的消耗取得尽量大的经济效益。加强公司理财能够促进企业控制费用、降低消耗;通过资金的筹集调度,合理运用资金,提高资金的使用效果,防止资金的浪费;通过对存货的管理可以优化库存结构,减少存货积压,做到经济库存;通过价格的拉动,可以增加企业的收入;通过对国有资产的管理,可以促使企业合理有效地使用国有资产,并且做到国有资产的保值、增值。因此,充分发挥公司理财的龙头作用,就能更加有效地提高经济效益。

(3) 公司理财是实现企业和外部交往的桥梁。

通过会计核算,对原始数据进行收集、传递、分类、登记、归纳、总结、储存,将其处理成有用的经济管理信息;然后开展财务分析,对企业财务活动的过程和结果进行评价和分析,并对未来财务活动及其结果作出预计和测试。通过这一系列公司理财环节,使企业能够向外界提供准确、真实的信息,从而有助于国家宏观调控,投资人进行合理投资,银行做出信贷决策以及税务机关依法征税。

(4) 企业管理以公司理财为中心,公司理财以资金管理为中心,这是观念上的根本转变。

加强资金管理,提高资金的营运效益是公司理财的首要任务。资金是企业的“血液”,企业资金运动的特点是循环往复地流动,资金的生命在于“活”,资金活,生产经营就活,一“活”带百“活”,如果资金不流动,就会“沉淀”或“流失”,得不到补偿增值。只有提高资金使用效率,才能确保企业的经济效益,正因为如此,资金管理成为企业财务管理的中心是一种客观必然。

(5) 强化公司理财可以找出企业问题的根源,拿出解决问题的方法。

财务部门通过对财务指标的经常性计算、预测、整理、分析,肯定成绩、揭露问题、寻找原因,提出改进措施,促使企业不断提高经济效益。

第二节 企业的组织形式

企业组织形式是指企业财产及其社会化大生产的组织状态,它表明一个企业的财产构成、内部分工协作与外部社会经济联系的方式。认真研究并合理选择企业的组织形式,是建立与发展企业必需的基本条件。根据市场经济的要求,按照财产的组织形式和所承担的法律 responsibility 划分,国际上现代企业的组织形式通常可分为:个人独资企业、合伙企业和公司企业。

一、个人独资企业

个人独资企业是由一个自然人投资,财产为投资人个人所有,投资人以其个人财产对企业债务承担无限责任的经营实体,也被称为业主制。

个人独资企业的优点:

(1) 创立容易。例如,不需要与他人协商并取得一致,只需要很少的注册资本等。

(2) 维持个人独资企业的固定成本较低。例如,政府对其监管较少,对其规模也没有限制,企业内部协调比较容易。

(3) 不需要交纳企业所得税,只需交纳个人所得税。

个人独资企业的缺点:

(1) 业主对企业债务承担无限责任,有时企业的损失会超过业主最初对企业的投资,业主自己的财产也将被追索。

(2) 企业的存续年限受制于业主的寿命,存续的时间一般比较短。

(3) 企业规模一般比较小,难以从外部获得大量资本用于经营。

多数个人独资企业的规模较小,抵御经济衰退和承担经营失误的能力不强,其平均存

续年限较短。有一部分个人独资企业能够发展壮大,规模扩大后会发现其固有缺点日益放大,于是转变为合伙企业或公司制企业。

二、合伙企业

合伙企业是由几个人、几十人、甚至几百人联合起来共同出资创办的企业。一般而言,合伙制企业均是按照书面协议组成的非法人组织。它是由各合伙人订立合伙协议,共同出资,共享收益,共担风险,并对合伙债务承担无限连带责任的营利性组织。通常,合伙人是两个或两个以上的自然人,有时也包括法人或其他组织。

合伙企业的优点和缺点与个人独资企业类似,只是程度有些区别。这两类企业属自然人企业,出资者对企业承担无限责任。如果一个合伙人没有能力偿还其应分担的债务,其他合伙人须承担连带责任,即有责任替其偿还债务。法律还规定合伙人转让其所有权时需要取得其他合伙人的同意,有时甚至还需要修改合伙协议,因此其所有权的转让比较困难。按照每个人的责任区别,又可以划分为一般合伙和有限合伙。前者中每一个合伙人都必须以自己的财产对企业负有无限的连带责任;后者只有一个合伙人负有无限责任,其他人负有有限责任,但是企业主导权在负无限责任的合伙人身上,其他人不得干预。这种形式的企业比较适合于规模刚刚起步的高科技行业,比独资企业有更大的发展空间。

三、公司企业

公司企业是指所有权和管理权分离,出资者按出资额对公司承担有限责任创办的企业。主要包括有限责任公司和股份有限公司。

有限责任公司指不通过发行股票,而由为数不多的股东集资组建的公司(一般由2人以上50人以下股东共同出资设立),其资本无需划分为等额股份,股东在出让股权时受到一定的限制。在有限责任公司中,董事和高层经理人员往往具有股东身份,使所有权和管理权的分离程度不如股份有限公司那样高。有限责任公司的财务状况不必向社会披露,公司的设立和解散程序比较简单,管理机构也比较简单,比较适合中小型企业。

股份有限公司全部注册资本由等额股份构成并通过发行股票(或股权证)筹集资本,公司以其全部资产对公司债务承担有限责任的企业法人(应当由2人以上200以下为发起人,注册资本的最低限额为人民币500万元)。其主要特征是:公司的资本总额平分为金额相等的股份;股东以其所认购股份对公司承担有限责任,公司以其全部资产对公司债务承担责任;每一股有一表决权,股东以其持有的股份,享受权利,承担义务。

公司制企业的特点是:

(1) 永久存续性。不会因为股东的死亡和退出而影响到企业的存在。

(2) 容易转让所有权。公司所有权的每个份额可以单独转让,无需经过其他股东同意,流动性强于前两种企业。

(3) 有限责任。公司的债务与股东个人的财产无关。所有者对公司的债务以其出资额为限。

公司制企业的缺点是:

(1) 双重课税。公司作为独立的法人,其利润需缴纳企业所得税,企业利润分配给股东后,股东还需缴纳个人所得税。

(2) 公司的设立比较复杂。成立条件、设立程序都有着严格的要求,因此成立的成本较高,手续繁琐。

(3) 存在代理问题。经营者和所有者分开以后,经营者成为代理人,所有者成为委托人,代理人可能为了自身利益而伤害委托人利益。

第三节 公司理财的目标

从企业目标出发,在充分研究财务活动客观规律的基础上,根据实际情况和财务变量的未来变动趋势确定财务管理目标,是理财主体必须首先解决的一个理论和实践问题。

一、利润最大化

经营获利是企业生产发展的必要条件。如果企业长期亏损,势必会导致资不抵债,继而陷入破产、倒闭境地。以利润最大化作为公司的财务管理目标,有其科学成分。这是因为,公司追求利润最大化,就必须讲求经济核算、加强管理、改进技术,提高劳动生产率,降低产品成本,这些措施都有利于资源的合理配置,有利于经济效益的提高。但是,孤立地将利润最大化作为公司理财目标存在以下缺点:

(1) 没有考虑利润发生的时间,没有考虑资金的时间价值。例如,今年获利 100 万元和明年获利 100 万元,哪一个更符合企业的目标?如果不考虑资金的时间价值,就难以作出正确判断。

(2) 没有考虑获取利润和所承担风险的大小。例如,同样投入 500 万元,当年获利 100 万元,一个项目获利已全部转化为现金;另一个项目则全部是应收账款,可能发生坏账损失,哪一个项目更符合公司的目标?如果不考虑风险大小,就难以做出正确判断。

(3) 利润最大化往往会使公司财务决策带有短期行为的倾向,即只顾目前的最大利润,而不顾公司的长远发展。例如,忽视科技开发、产品开发、生产安全、履行社会责任等。

(4) 如果以利润总额为目标对象,则没有反映所创造的利润与投入资本之间的关系,因而不利于不同资本规模的公司或同一公司不同期间的比较。

应该看到,利润最大化的提法,只是对经济效益浅层次的认识,存在一定的片面性。所以,现代财务理论认为,利润最大化不是公司理财的最优目标。

二、股东财富最大化

股东财富最大化即基于委托代理条件下的受托财产责任,经营者应最大限度地谋求股东或委托人的利益——提高资本报酬,增加股东财富,实现权益资本的保值增值。这种理财目标常常采用的评价指标是股票市价。

我国市场经济的逐步完善及股份制的普遍推行,再加之西方财务理论的全面引入,股

东财富最大化作为财务管理目标开始受到重视,被认为比较科学的财务管理目标。股东财富最大化是指企业通过合理的经营,为股东带来最大的财富。在股份制经济条件下,股东的财富是由其所拥有的股票数量和股票市场价格两方面决定的。在股票数量一定时,当股票价格最高时,股东的财富达到最大。对于一个企业来讲,股票的数量增加并不是经常发生的,从而力图使股东财富最大化的财务管理就集中在使股票的价格最大化上。这样,股东财富最大化就演变成了股票价格最大化。这里的股票价格指的是现行市场价格。财务管理的目标就是使企业每股的现行市场价值最大。

与利润最大化目标相比,股东财富最大化目标的优点在于:

(1) 它考虑了风险因素和资金的时间价值。企业经营所面临的风险大小,对公司股票价格有重大影响,因而,公司在追求股票价格最大化的过程中,不能不考虑风险因素。股票的市场价格在利率上是指股票未来预期收益的现值之和。在现实的交易中,人们购买股票主要考虑的也是它所具有的未来预期收益,并与付出的现值(股票价格)相比较,看是否划算。理论和现实的股票价格形成都考虑了资金的时间价值,要使股票的价格最大化,当然得考虑资金的时间价值。

(2) 股东财富最大化有利于克服企业的短期行为。股票未来的收益决定现在的价格,旨在追求股票价格最大化的任何财务决策不能不考虑其对公司股东未来收益的影响,不能不考虑公司的长远发展。这无疑将减少公司经营的短期行为。

(3) 股东财富最大化目标容易量化,便于考核。股东财富用股票价格计量,这使得股东财富最大化目标非常容易量化,便于检验目标完成的情况。

股东财富最大化目标的显著优点,使它在西方财务管理中得到了广泛的认同,被认为是最为合理的财务目标,它在实践中也得到了广泛的应用。但是股东财富最大化作为财务目标仍有其不足之处:一是股票价格作为股东财富的度量,对上市公司可以,对非上市公司难以行得通。股东财富最大化容易使管理当局侧重于公司短期的管理行为,并可能导致其信息失真。而且,对于非上市公司来说,由于没有股票价格这一衡量标准,那么,股东财富最大化作为理财目标便失去了基础;二是从形式上只强调股东利益,对其他相关组织和人员的利益不够重视;三是股票价格受许多种因素影响,并非都在公司控制之中,把不可控因素引入财务管理目标不尽合理。

三、公司价值最大化

为了弥补股东财富最大化目标的不足,人们又提出了公司价值最大化的财务管理目标。即公司财务管理、公司经营的总目标是为了公司的成长和公司价值的不断增加。

公司价值的衡量可采用资产评估的方法确定。对整个公司的价值进行评估,一般有两种方法:一种是对公司的各种资产的价值分别进行估计,然后把各种资产的价值相加,便得到整个公司资产的价值,此即为公司价值;另一种方法是对公司未来收益进行估计、折现,把未来收益的现值加总,以此作为公司的价值。这两种方法,前一种一般用于公司破产清算时的资产评估,后一种适合于持续经营公司的资产评估。作为确定公司考核目标之需,对公司价值进行的评估,是以公司持续经营为前提的,用后一种方法比较合适。以公司未来收益现值计算的公司价值,可以用下式表示:

$$V = \sum_{t=1}^n FCT_t \frac{1}{(1+i)^t} \quad (1-1)$$

式中: V ——公司价值;

t ——取得报酬的具体时间;

FCT_t ——第 t 年的公司报酬, 一般用现金流表示;

i ——与公司风险相适应的折现率;

n ——取得报酬的持续时间, 在持续经营条件下, n 可以是无穷大。

从式 1-1 中可以看出, 公司的总价值 V 与各年的收益 FCT_t 成正向变动关系, 与折现率 i 成反向变动关系, 并与时间有关。 FCT_t 与风险有关, 在市场经济条件下, 报酬与风险是成正比的, 即公司要想获得较高的报酬, 就必须承受较大的经营风险。同样, 折现率 i 也与风险有关。折现率 i 实际上是人们所认可的公司应该给其所有者带来的必要收益率, 公司经营风险越大, 公司所有者要求的必要收益率也越大, 即 i 与风险呈正相关。从对经营报酬的影响看, 经营风险有增大公司价值的作用; 从对折现率的影响看, 经营风险有减小公司价值的作用。因此, 对公司价值最大化的追求, 必须要考虑经营风险, 使风险处于一个恰当的水平。

公司价值最大化目标克服了股东财富最大化目标的缺陷, 吸取了股东财富最大化观念的长处, 是人们对现代企业财务管理目标深层次认识的进一步拓展, 因而成为现代公司理财目标的理想选择。公司价值最大化的真正实现, 是建立在正确处理企业的各种利益关系及保证企业长期稳定发展基础之上的。它不仅考虑了股东的利益, 使股东财富达到最大, 而且也充分考虑了其他利害关系人的利益, 使他们也得到了利益的最大满足。公司价值最大化目标的特点是:

(1) 充分尊重和满足了企业各相关利益主体的利益要求;

(2) 更好地体现了财务管理的本质: 要求企业价值的大小, 不仅与企业当前和未来的盈利能力相关, 还与企业的产品开发能力、市场开拓能力、各种资源的运用能力、偿债能力、防范与控制风险能力、社会贡献能力等密切相关;

(3) 能促使企业更好地履行社会责任。如维护社会公众利益、保护生态平衡、防止环境污染、节约能源资源消耗、支持教育与福利事业、促进社会和谐发展等, 都有助于企业经营目标的实现。

第四节 公司治理结构与委托代理问题

一、公司治理结构

(一) 公司治理结构的概念

公司治理结构, 或称法人治理结构、公司治理机制, 是一种对公司进行管理和控制的体系。是指由所有者、董事会和高级执行人员即高级经理三者组成的一种组织结构。现代企业制度区别于传统企业的根本点在于所有权和经营权分离, 或称所有与控制分离, 从而