

高等院校精品课程系列教材

公司财务管理

理论与案例

精品课主持人 马 忠◎编著



Corporate Financial Management
Theory and Cases



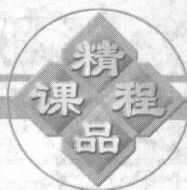
机械工业出版社
China Machine Press

高等院校精品课程系列教材

公司财务管理

理论与案例

精品课主持人 马 忠◎编著



Corporate Financial Management
Theory and Cases



机械工业出版社
China Machine Press

本书全面系统地讲授了公司财务管理的基本理论、原理与方法,反映了公司财务管理在我国的最新实践。全书分为12章,各章按照公司价值管理的递进分析与决策过程而排列。为了提高学生对公司财务实际问题的分析能力与判断能力,本书融入了以问题为导向的教授和学习方法,按照各章主题提供了完全本土化的系列案例分析,使公司财务管理现实问题与各章知识模块及知识点之间相互联系,让学生体验案例分析中提出问题、设计分析思路、提供支撑依据、提炼分析结论的基本过程。

本书是为高等学校经济与管理类本科生公司财务管理课程设计的教材,也可以作为会计与财务专业人员和公司管理人员的参考用书。

版权所有,侵权必究

本书法律顾问 北京市展达律师事务所

图书在版编目(CIP)数据

公司财务管理:理论与案例/马忠编著:—北京:机械工业出版社,2008.9
(高等院校精品课程系列教材)

ISBN 978-7-111-25066-1

I. 公… II. 马… III. 公司-财务管理-高等学校-教材 IV. F276.6

中国版本图书馆CIP数据核字(2008)第136802号

机械工业出版社(北京市西城区百万庄大街22号 邮政编码 100037)

责任编辑:石美华 版式设计:刘永青

北京牛山世兴印刷厂印刷 · 新华书店北京发行所发行

2008年9月第1版第1次印刷

184mm×260mm·41印张

标准书号:ISBN 978-7-111-25066-1

定价:58.00元

凡购本书,如有缺页、倒页、脱页,由本社发行部调换

本社购书热线:(010) 68326294

投稿热线:(010) 88379007

前言

本书是为高等学校经济与管理类本科生的公司财务管理课程而设计的,在系统阐述公司财务管理的基本理论、原理与方法的基础上,反映了公司财务管理在我国的最新实践,体现了以问题为导向的教学方法。下面介绍本书的4大主要特点。

■ 设计了价值管理的内容主线

本书以公司价值管理为内容主线,以在各章相关知识模块与内容主线所涉及的财务问题之间建立相互联系。按照公司价值管理的递进分析与决策过程,围绕着公司财务分析、公司财务规划、投资项目评价、企业价值估价等对公司价值管理产生主要影响的财务活动,构造了与其相关的理论与方法知识模块群,帮助学生梳理与提炼财务理论与方法之间的内在逻辑关系。

■ 提供了全本土化系列案例分析

本书基于各章教学内容的核心问题设计了全本土化系列案例,旨在使学生有机会运用公司财务管理的相关理论、原理与方法,领悟相关知识点与现实问题之间内在逻辑关系,激发学生发现、理解与分析公司财务管理现实问题的兴趣。案例分析过程也将使学生体验如何从企业现象中提炼财务问题、如何确定分析视角、如何设计逻辑层次、如何提供支撑依据、如何表述分析结果以及如何提炼分析结论。

■ 体现了研究性课程教学思想

本书充分体现了以问题为导向的研究性课程的教学思想。研究性课程教学过程的主要特点是运用公司财务的理论与方法针对公司财务的现实问题进行思考与分析的教学过程。在研究性课程的教学过程中,使学生通过案例分析与讨论、课程研究专题报告写作与陈述等多样化的训练

载体,领悟相关知识点与现实问题之间内在逻辑关系,尝试给出符合分析逻辑的基本判断,达到提高自主学习能力的目的。

■ 强调了基于问题的学习方法

本书强调了基于问题的学习方法,使学生在公司财务现实问题的引导下和在分析与解决问题目标的驱动下反哺对理论与方法的学习效果。本书在整体上确定了公司价值管理为主线的框架,以各章所涉及的若干具体问题为引导,再通过例题、案例分析以及课程专题研究的训练过程,使学生在分析问题过程与目标的驱动下,加深对理论与方法的理解,提高运用能力。

本书各章在所提供的示例与案例分析中使用的全部数据及相关资料均来自相关公司的年度报告、公告、CSMAR 数据库及其他公开性资料,并且均已注明资料来源。

本书是本科生公司财务管理课程研究性教学改革实践的主要成果,得到了北京交通大学教务处处长屈波和经济管理学院副院长张真继的大力支持。

虽然本书是在多次讲授公司财务管理课程的讲义和以前曾出版的公司财务相关教材的基础上经过较大幅度的修改、补充、完善而成的,但北京交通大学公司财务管理课程组的全体教师对研究性课程教学改革的经常性研讨、探索与交流,对不断改进和丰富本书的内容起了非常大的作用。在本书的编写过程中,课程组的丁慧平教授以及肖翔、赵健梅、邢颖、周绍妮、胡杰武、王东、张金鑫等教师曾对本书提出了许多建设性修改意见。

此外,在本书的编写过程中,部分研究生参与了数据与素材的收集与整理和部分习题的试算过程,他们是刘宇、李佳晋、朱栗、齐艳。

本书的立项与出版得到了机械工业出版社华章分社的夏伟和石美华两位编辑的热情帮助,可以说没有两位编辑辛勤、认真的工作和积极敦促,本书将难以按期出版。

在此对以上人员一并表示衷心感谢!

为了写出一部高质量的教材,我花了许多时间核实数据、确认文献、修订文字以及复核分析例题与案例分析,其间八易文稿。值此最终定稿之际,已是夜半时分,而今天恰好是第 29 届夏季奥林匹克运动会在北京开幕的日子。

马 忠

北京交通大学经济管理学院会计系

2008 年 8 月 8 日

第一章 绪论	1.1 财务管理的基本概念 1.2 财务管理的基本职能 1.3 财务管理的基本目标 1.4 财务管理的基本环境	第一章 绪论
第二章 财务报表分析	2.1 财务报表分析的基本概念 2.2 财务报表分析的基本方法 2.3 财务报表分析的基本内容 2.4 财务报表分析的基本环境	第二章 财务报表分析
第三章 营运资金管理	3.1 营运资金管理的基本概念 3.2 营运资金管理的基本方法 3.3 营运资金管理的基本内容 3.4 营运资金管理的基本环境	第三章 营运资金管理
第四章 长期投资决策	4.1 长期投资决策的基本概念 4.2 长期投资决策的基本方法 4.3 长期投资决策的基本内容 4.4 长期投资决策的基本环境	第四章 长期投资决策
第五章 长期融资决策	5.1 长期融资决策的基本概念 5.2 长期融资决策的基本方法 5.3 长期融资决策的基本内容 5.4 长期融资决策的基本环境	第五章 长期融资决策
第六章 股利分配决策	6.1 股利分配决策的基本概念 6.2 股利分配决策的基本方法 6.3 股利分配决策的基本内容 6.4 股利分配决策的基本环境	第六章 股利分配决策

教学建议

本书作为高等学校经济与管理类本科生和商学院 MBA 学生的公司财务管理课程教材,是按照 3 个学分总计 48 学时课程而设计的,各章学习要点与授课学时的大体分配见下表。如作为 MBA 学生的公司财务管理课程教学用书,可酌情减少或简化部分理论内容而适当增加案例分析与讨论的分量,并对各章之间的授课学时分配做出适当的调整。

为配合各章教学内容而配备的共计 12 个案例在教学实施中大体分为两类:一是本章案例讨论与点评,即学生在课内简要讨论,教师点评;二是本章案例阅读与思考,即主要以学生课外阅读与思考为主,教师在课内简要点评。

除案例分析外,为提高学生对综合性公司实际财务问题的分析与判断能力,本书按照价值管理的内容主线和对知识模块及知识点的综合运用能力,设计了 3 个课程研究专题报告写作和陈述的训练环节(使用本书可以根据教学情况而加以调整)。课程研究专题报告陈述与点评分配的授课学时一般是在相应章节内容讲授完成后的若干周内进行。

教学内容	学习要点	授课学时
第 1 章 绪论	(1) 理解公司财务管理的相关概念 (2) 了解公司财务管理的主要内容与基本理论 (3) 了解本教材的内容结构与学习方法 ◆ 本章案例阅读与思考	2
第 2 章 财务报表分析	(1) 掌握企业财务报表的结构及其相互关系 (2) 掌握解读财务报表和分析财务报表的基本方法 (3) 理解整体财务分析的框架与方法 ◆ 本章案例讨论与点评 ★ 课程研究专题报告陈述与点评:公司财务分析(1 课时)	4+1
第 3 章 营运资金管理	(1) 理解营运资金的持有策略和融资策略 (2) 了解现金、应收账款、存货等单项流动资产的存量管理 (3) 掌握短期融资的类型及管理 ◆ 本章案例讨论与点评	4

(续)

教 学 内 容	学 习 要 点	授 课 学 时
第4章 长期融资	(1) 了解股权融资和债权融资的基本概念 (2) 了解我国企业股票与债券融资的基本内容 (3) 理解不同形式的长期融资对企业财务的影响 ● 本章案例阅读与思考	3
第5章 财务预测与规划	(1) 了解财务预测的基本方法 (2) 掌握外部融资需求的概念与计算方法 (3) 掌握内部增长率与可持续增长率的概念与计算方法 ◆ 本章案例讨论与点评 ★ 课程研究专题报告陈述与点评:公司财务规划(1课时)	4+1
第6章 风险与收益	(1) 掌握风险与收益的基本原理 (2) 理解单项资产与资产组合的风险与收益 (3) 掌握资本资产定价模型 ● 本章案例阅读与思考	3
第7章 时间价值与证券估价	(1) 理解货币时间价值概念 (2) 掌握现金流量等值运算 (3) 掌握证券估价基本模型与应用 ◆ 本章案例讨论与点评	4
第8章 投资项目评价	(1) 企业投资项目的现金流量构成与预测 (2) 企业投资项目评价标准 (3) 企业投资项目评价应用 ◆ 本章案例讨论与点评	6
第9章 资本成本与资本结构	(1) 掌握资本成本与加权平均资本成本的概念与计算 (2) 掌握杠杆原理 (3) 了解资本结构理论 (4) 掌握资本结构决策基本方法 ◆ 本章案例讨论与点评	4
第10章 股利分配与政策	(1) 了解我国上市公司股利分配的形式、程序与现状 (2) 了解股利的相关理论 (3) 掌握股利政策的类型及其对企业的影响 ● 本章案例阅读与思考	3
第11章 企业估价与管理	(1) 掌握基于现金流量贴现法的企业价值评估方法 (2) 掌握基于现金流量贴现法的企业价值评估方法的应用 (3) 了解相对价值估价法的原理和适用条件 ● 本章案例阅读与思考 ★ 课程研究专题报告陈述与点评:上市公司价值估价(1课时)	4+1
第12章 融资租赁	(1) 了解企业融资租赁的相关概念 (2) 掌握融资租赁的决策方法 (3) 了解融资租赁对企业财务的影响 ● 本章案例阅读与思考	3
课程总复习	(1) 提炼本书讲授的公司财务管理的主要理论与实际问题 (2) 概括主要理论与方法 (3) 梳理各章知识模块与知识点之间的逻辑关系	1
课时总计		48

目 录

前言	8
教学建议	8
第1章 绪论	1
学习目标	1
1.1 企业组织形式	2
1.2 财产权利与受托责任	3
1.3 公司目标与公司财务目标	7
1.4 公司财务管理内容	12
1.5 公司财务管理基本理论	14
1.6 本书内容结构安排与学习	
方法	18
本章小结	22
关键术语	23
思考题	23
本章案例	23
股东当前利益与企业长远价值的权衡： 雷士光电案例分析 ^①	23
第2章 财务分析	28
学习目标	28
2.1 财务分析概述	29
2.2 财务报表及解读	32
2.3 基本财务比率	51
2.4 财务分析框架与分析体系	60
本章小结	73
关键术语	73
附录2A 企业效绩评价体系简介	74
附录2B 净资产收益率计算的 另一视角	77
思考题	79

练习题	80
自测题	83
本章案例	91
四川长虹经济增加值案例分析	91
第3章 营运资金管理与短期融资	105
学习目标	105
3.1 营运资金	106
3.2 营运资金的持有策略	112
3.3 营运资金融资策略	114
3.4 现金管理	117
3.5 应收账款管理	123
3.6 存货管理	128
3.7 短期融资	131
本章小结	137
关键术语	138
思考题	138
练习题	139
自测题	140
本章案例	144
招商地产高成长性背后的营运 资金效率	145
第4章 长期融资	153
学习目标	153
4.1 股权融资	154
4.2 长期债权融资	174
4.3 长期融资决策	196
本章小结	198
关键术语	199
思考题	199

练习题	200
自测题	200
本章案例	202
蒙牛乳业私募权益(PE)融资 ^②	202
第5章 财务预测与规划	214
学习目标	214
5.1 财务预测	215
5.2 财务规划概论	223
5.3 外部融资需求的确定	225
5.4 融资约束条件下的增长率	231
5.5 非稳态(放宽假设)下的内含 增长率和可持续增长率	241
本章小结	249
关键术语	249
思考题	250
练习题	250
自测题	252
本章案例	256
营业收入增长速度管理案例分析	257
第6章 风险与收益	267
学习目标	267
6.1 风险与收益的权衡	268
6.2 单项资产的风险与收益	273
6.3 投资组合的风险与收益	277
6.4 资本资产定价模型	286
本章小结	300
关键术语	301
思考题	301
练习题	301
自测题	303
本章案例	306
股票型基金与混合型基金风险比较	307
第7章 时间价值与证券估价	314
学习目标	314
7.1 货币时间价值	315
7.2 债券估价	327
7.3 股票估价	334
本章小结	342
关键术语	344

附录7A 等差序列现金流量	344
附录7B 等比序列现金流量	345
思考题	346
练习题	346
自测题	347
本章案例	350
如何选择购房贷款的还款方式	351
第8章 投资项目评价	359
学习目标	359
8.1 投资项目评价概述	360
8.2 投资项目现金流量及其预测	367
8.3 投资项目评价标准	375
8.4 投资项目评价的实例应用	387
附录8A 管理(实际)期权	398
附录8B 杠杆企业的投资项目 评价	400
本章小结	405
关键术语	406
思考题	407
练习题	407
自测题	409
本章案例	413
中国联通 CDMA 投资效益案例 分析	414
第9章 资本成本与资本结构	422
学习目标	422
9.1 资本成本	423
9.2 杠杆原理与应用	433
9.3 资本结构理论	443
9.4 资本结构决策	455
本章小结	459
关键术语	461
思考题	462
练习题	462
自测题	464
本章案例	468
金地集团公司债券融资对资本结构 的影响 ^②	469
第10章 股利分配与政策	480
学习目标	480

10.1 利润构成与分配	481	美的电器市值管理案例分析	587
10.2 股利分配	485	第12章 融资租赁	595
10.3 股利理论	491	学习目标	595
10.4 股利政策	501	12.1 融资租赁概述	596
本章小结	516	12.2 融资租赁的会计分析	602
关键术语	517	12.3 融资租赁决策的财务评价	604
思考题	517	12.4 融资租赁对企业财务决策的 影响	617
练习题	518	本章小结	618
自测题	519	关键术语	618
本章案例	521	思考题	618
A股市场最高红利派发案例分析	522	练习题	619
第11章 企业估价与管理	529	自测题	620
学习目标	529	本章案例	622
11.1 企业价值评估概述	530	南方航空股份有限公司飞机租赁 案例分析	623
11.2 现金流量贴现估价法	535	附录	630
11.3 相对价值法	561	参考文献	635
11.4 价值管理	569	推荐阅读	639
本章小结	574		
关键术语	575		
思考题	575		
练习题	575		
自测题	578		
本章案例	586		

第一章 绪论



图 1-1 本书结构图

绪 论

1.1 企业的组织形式

企业的组织形式是指企业在法律上和组织上的形式。根据我国《公司法》的规定，企业可以分为有限责任公司和股份有限公司两种。有限责任公司是指由一定数量的股东组成，每个股东以其认缴的出资额为限对公司承担责任的企业。股份有限公司是指由一定数量的股东组成，每个股东以其认缴的股份为限对公司承担责任的企业。

学习目标

- ◆ 了解企业的基本组织形式。
- ◆ 理解企业的财产权利关系与受托责任。
- ◆ 理解公司目标与财务目标。
- ◆ 掌握公司财务管理的主要内容。
- ◆ 了解公司财务管理的主要基本理论。
- ◆ 了解本书的主要结构安排。
- ◆ 了解基于问题的学习方法。

引言

本章内容主要包括两个部分：一部分是相关概念介绍。例如，在现代公司制企业中，公司的财务目标是什么，为实现公司财务目标管理层被赋予什么受托责任，企业股东与经营者之间是否存在利益冲突，等等。理解这些问题是掌握相关概念和学习公司财务管理的基本前提。本章第二部分在概述公司财务管理主要内容的基础上，重点讲述了公司财务管理的基本理论。在本章最后介绍了本书的结构安排与学习方法。

第 1.1 节简要介绍了最常见的三种企业组织形式。第 1.2 节从财产所有权、法人财产权以及法人财产的经营管理权三个层面简要说明了现代公司制企业的财产权利关系，并基于企业法人财产的形成过程概述了企业管理层对法人财产的受托责任。第 1.3 节在概述公司目标的基础上，对各种公司财务目标进行了阐释和比较，并基于公司价值最大化的财务总体目标讲述了公司财

务的各个具体目标以及相互之间的逻辑关系。第1.4节从公司财务的基本活动出发概括了公司财务管理的内容。第1.5节重点概述了公司财务管理几个基本理论的内容、主要贡献者以及对公司财务研究与应用的影响。第1.6节说明了本书基于公司价值管理的内容主线以及从有利于实施研究性课程教学的角度而设计的整体结构安排。为了达到研究性课程教学的预期效果，本章重点解释了基于问题的学习方法。本章的内容结构框架如图1-1所示。

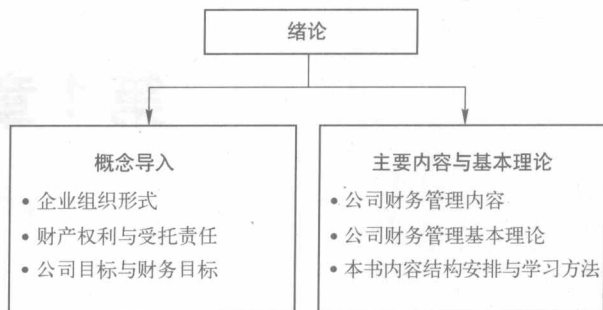


图 1-1 本章内容结构框架图

1.1 企业组织形式

市场经济环境中的企业具有多样化的组织形式，而最基本的三种企业组织形式是独资企业 (sole proprietorship)、合伙企业 (partnership) 与公司制企业 (corporation)。

独资企业通常只有一个所有者，是传统意义上的业主型企业。《中华人民共和国个人独资企业法》^①规定，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。独资企业因由一个投资者设立，业主投资者拥有全部收益，并只缴纳个人所得税。与公司制企业相比，独资企业具有“设立简单且避免了个人所得税和企业所得税双重纳税”的特点。独资企业的所有者对企业债务承担无限责任，投资者的个人财富决定企业的融资能力和业务规模，是一种明显不同于有限责任的公司法人的企业形式。

合伙企业是由两个或两个以上的合伙人共同组成的。《中华人民共和国合伙企业法》^②规定，合伙企业是指自然人、法人和其他组织在中国境内设立的普通合伙企业和有限合伙企业。普通合伙企业由普通合伙人组成，合伙人对合伙企业债务承担无限连带责任。有限合伙企业由普通合伙人和有限合伙人组成，普通合伙人对合伙企业债务承担无限连带责任，有限合伙人以其认缴的出资额为限对合伙企业债务承担责任。合伙企业的合伙协议依法由全体合伙人协商一致、以书面形式订立，合伙协议内容的变更意味着达成新的合伙协议。由于合伙企业受合伙人数的限制，其外部融资能力、业务规模与发展速度有时会受到一定程度的约束。

公司制企业是现代企业的最主要形式。《中华人民共和国公司法》^③规定，公司是企业法人，

① 《中华人民共和国个人独资企业法》由中华人民共和国第九届全国人民代表大会常务委员会第十一次会议于1999年8月30日通过，自2000年1月1日起施行。

② 《中华人民共和国合伙企业法》由中华人民共和国第十届全国人民代表大会常务委员会第二十三次会议于2006年8月27日修订通过，自2007年6月1日起施行。

③ 《中华人民共和国公司法》由中华人民共和国第十届全国人民代表大会常务委员会第十八次会议于2005年10月27日修订通过，自2006年1月1日起施行。

有独立的法人财产,享有法人财产权。公司以其全部财产对公司的债务承担责任。公司制企业分为有限责任公司和股份有限公司两者形式。有限责任公司的股东以其认缴的出资额为限对公司承担责任;股份有限公司的股东以其认购的股份为限对公司承担责任。我国公司法还规定,有限责任公司由50个以下股东出资设立,股份有限公司应当有2人以上200人以下的发起人,其中须有半数以上的发起人在中国境内有住所。所有权与控制权实现分离以及股东承担有限责任是公司制企业区别于独资企业和合伙企业的最显著特点。其中,所有权与控制权的分离是股东通过股东大会提名成立董事会,再由董事会任命总经理等管理层人员,公司的日常经营管理交由管理层负责;而有限责任则明确划分了股东对公司的投资与其个人财产的界限,有利于股份的自由转让和吸引更多的投资者。在公司制企业中,股份公司可以通过在证券交易所挂牌上市公开发行股票融资,并且股东人数没有限制,从而大大增强了公司的权益资本融资能力,有利于扩大公司的业务规模和提高公司的债务偿还能力。但公司制企业的一个主要缺陷是双重纳税,即公司作为企业法人交纳公司所得税,而股东在获得公司利润分配之后还要交纳个人所得税。

1.2 财产权利与受托责任

1.2.1 公司财产权利关系

在现代公司制企业中,所有权和经营权是相分离的,经营者和投资者之间形成了以法人财产受托管理为主要内容的公司受托责任。股东作为权益资本的投资者拥有财产所有权,除了业主型的独资企业外,一般的大型公司制企业的股东并不直接经营和管理企业日常业务。股东会作为全体股东的整体代表,一般是对公司董事会及董事会下设的专门委员会所涉及的重大决策的报告、方案与计划拥有批准和决议的权利,而把对公司的控制权通过合同形式委托给董事会。少数大股东持股比例比较高,不仅可以亲自参与董事会,还可对董事会进行控制。董事是股东的受托人,承担受托责任,董事会与股东会之间存在一种信托托管关系。董事会受股东会的委托,受托管理公司的法人财产,拥有对法人财产管理权和重大经营决策权。董事会作为企业经营管理的最高决策机构,一般也不直接经营企业,而是选择有能力的职业经理人。经理层和董事会之间是委托代理关系,经理层受雇于董事会,受董事会委托拥有企业的经营管理权。在大型公司中,董事会可以把一部分决策权授权给经理层。这样,在现代公司制企业中,就形成了股东会、董事会和经理层的科层式结构(hierarchy structure),它们分别拥有财产所有权、法人财产权和法人财产的经营管理权,如图1-2所示。董事和经理分别对股东会和董事会负有诚信义务(fiduciary duties)和受托责任(accountability)。

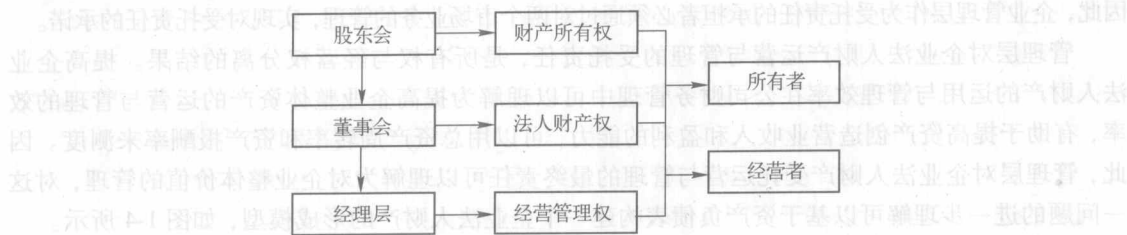


图 1-2 上市公司的财产权利关系

公司的所有权可以是分散的,也可以是集中的。如果所有权集中于一个或少数大股东手中,这些大股东被称为控制性的大股东,他们不仅可以控制董事会,还可以直接或间接控制经理层。

1.2.2 受托责任

公司的财产权利关系使经营者对公司法人财产负有受托管理与经营的责任,而这种受托责任的最终业绩体现在来自产品市场和资本市场对企业的判断。

企业在经营过程中会处于一个产品市场、资本市场、经理市场、劳动力市场等多市场的环境中,而外部市场对企业业绩进行综合判断时主要关注两个市场:产品市场业绩和资本市场业绩。企业其他方面的能力与业绩,如研发与创新投入、员工素质、基础管理水平、团队合作、设备能力等也是反映企业经营能力的重要方面,但需要通过产品市场业绩和资本市场业绩展示出来。管理层对企业法人财产受托管理与经营的责任与义务的履行状况也集中反映在产品市场业绩和资本市场业绩两个方面。企业一方面通过发行股票或债券等方式从资本市场取得股权投资者和债权人投入的资金,并将取得的资金投入企业的主营业务,通过对产品市场业务的管理,取得营业收入,实现利润;另一方面,企业经营活动现金流量的一部分会以资本回报的形式返回到投资者手中。企业两个市场及其价值管理的简单模型如图 1-3 所示。

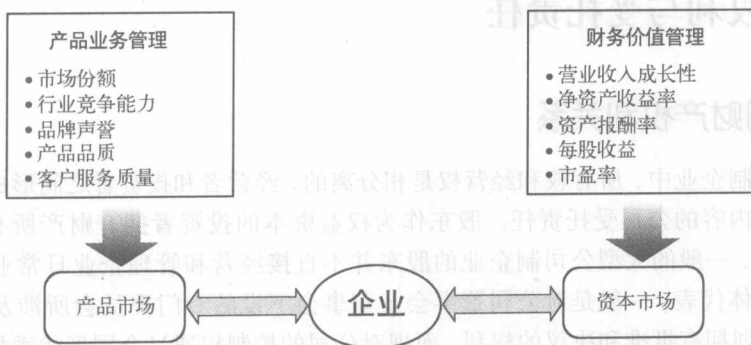


图 1-3 企业两个市场的价值管理

企业的生存和发展依赖于对产品市场和资本市场两个市场的价值管理。其中,对产品市场业务的价值管理能力主要体现在市场份额、行业竞争力、品牌形象与声誉、产品品质及客户服务质量等方面;对资本市场的价值管理能力主要体现在营业收入的成长性、净资产收益率、资产报酬率、每股收益、市盈率等方面。企业对产品市场业务的价值管理通过营业利润和营业收入现金流量支撑了企业在资本市场上的业绩表现,股东和潜在投资者据此对企业目前的经营状况和未来成长性做出判断。显然,股东和潜在投资者对企业未来投资价值的判断又将对企业从资本市场进一步融资的能力产生影响,进而对企业未来的成长能力产生影响。

从图 1-3 可以看出,企业对两个市场的价值管理是整体价值的基础,也是相互支撑的两个方面。因此,企业管理层作为受托责任的承担者必须通过对两个市场业务的管理,实现对受托责任的承诺。

管理层对企业法人财产运营与管理的受托责任,是所有权与经营权分离的结果。提高企业法人财产的运用与管理效率在公司财务管理中可以理解为提高企业整体资产的运营与管理的效率,有助于提高资产创造营业收入和盈利的能力,可以用总资产周转率和资产报酬率来测度。因此,管理层对企业法人财产受托运营与管理的最终责任可以理解为企业整体价值的管理,对这一问题的进一步理解可以基于资产负债表构建一个企业法人财产的形成模型,如图 1-4 所示。

股东与债权人投入企业的资本被投资于主营业务所需要的各项具体资产,而各项具体资产在整体上构成了企业的全部账面资产。^①在资产负债表的右方,因债权投资和股权投资拥有回报

① 企业对人力资本的投资并未直接列示在资产负债表上。

的要求权,任何一个债权投资者和股权投资者均可以通过明细科目被确认为具体的索求者。债权投资者和股权投资者的投资,无论是现金还是实物投资,均转化为企业法人本身的资产,构成整体资产的一部分,原债权投资者和股权投资者均不再对资产负债表左方的具体资产项目具有索求权。

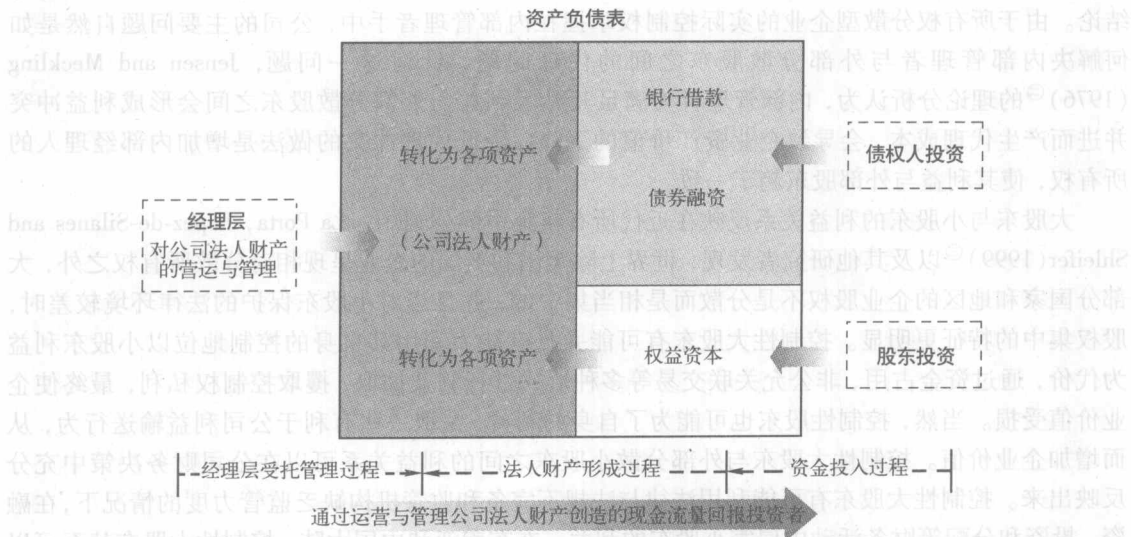


图 1-4 公司法人财产形成过程模型

企业法人财产的形成过程大体可以分为三个步骤：一是企业取得投入资金。企业从资本市场取得股东与债权人投入的资本作为经营与发展的基础。债权人的投资(银行借款、债券融资等)形成了企业的负债,股权投资者的投资(股本)形成了企业的所有者权益。二是法人财产形成过程。债权人与股东投入的资金进入企业后,即转化为企业的单项资产,管理层可以根据经营需要进一步转化为对固定资产、流动资产等具体资产项目的投资,这些资产在整体上表现为公司的法人财产。所有权与经营权的分离首先在法人财产转化过程中体现出来,显然,法人财产的受托责任与管理层是天然联系在一起的,其原因是管理层代理行使了支配公司资源的权利。^①三是管理层对公司法人财产的运营与管理,并以经营成果回报投资者。经营者基于对投资者特别是股东的受托责任,负有对公司法人财产营运管理的责任。管理层在对市场业务进行管理的基础上,通过提高资产的运营效率,增加营业收入与现金流量,进而提升公司价值,为资本投资者提供相应的回报。

1.2.3 代理问题

公司财务管理活动中经营者在履行法人财产的受托责任时始终处于一定的代理关系所决定的利益关系中,这种利益关系格局不仅对经营者的企业财务决策产生影响,也对企业资源在不同利益相关者之间进行分配的结果产生影响,从而最终影响对经营者受托责任的履行。对公司财务决策直接产生影响的主要有股东与经营者之间、大股东与小股东之间、股东与债权人之间的利

^① 美国芝加哥大学教授 Luigi Zingales 在撰写“公司治理”的词条时就提出了源于权益资本之外派生出来的控制权概念,定义为对企业准租金的事后讨价还价的能力,而这一讨价还价的能力取决于对资源的控制能力,即对企业资源行使最终权利的不再是传统意义上的股东。见: Zingales, Luigi, 1998. *Corporate Governance. The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*. London: Macmillan. 后来这一概念被 Zingales 更为详细的举例描述,强调了人力资本对资源的控制能力,见: Zingales, Luigi, 2000, In search of new foundation, *Journal of Finance* 55 (4), 1623-1653.

益关系，其他利益相关者如客户、供应商等也会在一定程度上对财务决策产生影响。

股东与经营者的利益关系在早期的所有权分散的公司中就存在了。Berle and Means(1932)在其经典的论著《现代公司与私有产权》^①中，以美国最大的200家公司为分析对象，经研究发现所有权分散和经理实施有效控制是这些大公司的基本特征，从而得出了所有权与控制权相分离的结论。由于所有权分散型企业的实际控制权掌握在内部管理者手中，公司的主要问题自然是如何解决内部管理者与外部分散股东之间的代理问题。针对这一问题，Jensen and Meckling(1976)^②的理论分析认为，内部管理者为满足其私人利益与外部分散股东之间会形成利益冲突并进而产生代理成本，会导致企业资产价值的下降。降低代理冲突的做法是增加内部经理人的所有权，使其利益与外部股东趋于一致。

大股东与小股东的利益关系反映在近代所有权集中的公司中。La Porta, Lopez-de-Silanes and Shleifer(1999)^③以及其他研究者发现，世界上除美国和英国的企业呈现相对分散所有权之外，大部分国家和地区的企业股权不是分散而是相当集中的，并且当对小股东保护的法律环境较差时，股权集中的特征更明显。控制性大股东有可能并且有能力利用其自身的控制地位以小股东利益为代价，通过资金占用、非公允关联交易等多种形式进行利益抽取，攫取控制权私利，最终使企业价值受损。当然，控制性股东也可能为了自身的利益，采取一些有利于公司利益输送行为，从而增加企业价值。控制性大股东与外部分散小股东之间的利益关系可以在公司财务决策中充分反映出来。控制性大股东有可能利用法律与法规不完备和监管机构缺乏监管力度的情况下，在融资、投资和分配等财务活动中侵害小股东的利益。在东南亚和中國大陸，控制性大股东甚至可以支配公司董事会，经营者近乎不可能违背大股东的意志。在此情形下，管理层对公司法人财产的受托责任已很难充分代表中小股东的利益了。

股东与债权人之间的利益关系反映在信息不对称的公司中。依据公司财务原理，企业债务的财务杠杆效应可以提高企业自有资金即股东权益投资的报酬率。如果在内部股东与外部债权人之间存在着信息不对称，内部股东比外部债权人更清楚新投资项目的风险状况，则内部股东有可能在新投资的项目中提高债务融资的比例，从而达到提高自有投资的报酬率。此时，加大了股东对债权人债务的代理风险，只是由于公司是有限责任，内部股东对超越其风险承受能力的项目进行投资，并大幅提高项目融资的债务比例，如果项目顺利获利，则股东与债权人各得其所。但一旦项目出现风险，股东只损失其投资的价值，而债权人因投资比例高，其价值损失远超过股东的损失。当然，也会出现相反的情况，即内部股东已经意识到债务的高风险，此时，宁愿利用自有资金进行项目投资，而即使投资不足，也不愿进行债务融资以使债权人获益。此外，内部股东还可能增加新的债务而使旧的债务价值贬值并加大了还债难度，或将已经担保的资产进行再担保，使对旧债务的担保资产贬值。因此，加大债权人的监督力度和法律保护是有效降低股东与债权人之间代理冲突的有效措施。

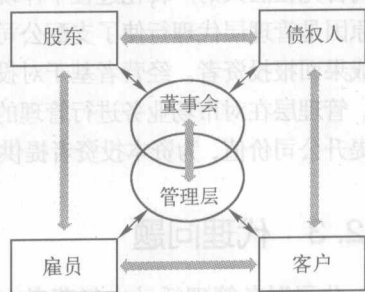


图 1-5 利益相关者内部与外部的利益关系^④

① Berle, Adolf, and Gardiner Means*, 1932, *The modern corporation and private property*, Macmillan, New York.

② Jensen, Michael C., and William H. Meckling*, 1976, Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.

③ La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei Shleifer, 1999, Corporate ownership around the world, *Journal of Finance* 54, 471-518.

④ Hilb, Martin, 2006, *New corporate governance: successful board management tools*, Second edition, Springerlink.

除上述几种主要的代理问题外,企业其他利益相关者之间也会存在影响财务决策或财务政策选择的各种关系。图1-5描述了部分利益相关者的相互关系。

1.3 公司目标与公司财务目标

1.3.1 公司目标

现代市场经济中的企业目标是多元化的,可以从市场、财务等不同的角度概括,如成为行业中成长性最好、最具有竞争力的企业就是一种企业目标的具体表述。^①但任何企业的基本目标都是盈利,这是企业生存与成长的基础。虽然一个企业并非能在每个经营年度都实现盈利,但可以想象,一个长期不能盈利的企业很难在竞争性市场中生存,在行业中处于劣势地位,也就无法实现具有竞争力的持续性增长。盈利目标通常是企业管理层最为关注的目标,也是市场评价企业是否实现业绩目标的重要标准。但是企业作为法人,其目标不会自动显现出来,因为企业盈利目标的提出必须有这一目标所能代表的基本利益为主体。股东作为企业权益资本的投资者,取得投资收益是自然的要求。股东的收益是由股利分配和剩余收益构成的,并且是以企业盈利为前提的,因此,企业盈利目标的最初驱动因素是股东对其投资在企业中的权益资本的收益要求权。

从企业盈利目标的实现过程来看,各种企业的利益相关者(stakeholders)作为参与主体均参与了实现企业盈利目标的过程并对其产生重要影响,如股东、债权人、客户、供应商、经理、员工、政府部门与机构、社区等。契约理论认为企业是“契约的集合”(nexus of contracts),各种利益相关者通过一系列直接与间接的契约关系联系在一起,构成了企业利益相关者群体。由于每一个利益相关者对企业提供和索取的利益形式不同,他们与企业之间的具体利益关系类型也不同。股东为企业提供权益资本并取得股利收益和剩余收益;债权人为企业提供债务资金并从企业取得本金返还和利息收益;客户从企业购买商品与劳务并为企业营业收入现金流量;供应商为企业提供商品与劳务并从企业取得付款收入;经理参与企业经营与发展并从企业取得合理报酬,实现职业目标;员工参与企业的生产过程并从企业取得合理的劳动报酬;政府部门与机构为企业提供各种必要的服务并要求企业合法经营与依法纳税;社会为企业的生存与发展提供了基本条件与环境并要求企业履行社会责任,特别是要体现在环境保护、产品安全、社会公益事业、资源再利用以及对社区服务与贡献等方面。^②近年来,公司履行社会责任问题已成为市场越来越关注的问题,许多公司主动披露了社会责任报告。

【例1-1】 我国越来越多的企业意识到,企业履行社会责任不仅是对股东负责,也是对利益相关者负责,对社会进步与发展负责。企业履行社会责任,已经成为企业实现可持续发展的基础。继2006年3月10日国家电网公司发布了我国企业第一份企业社会责任报告后,越来越多的企业开始披露独立的企业社会责任报告。2008年1月,国资委要求有条件的央企要定期发布社会责任报告或可持续发展报告,主动接受利益相关者和社会的监督。

作为国家石油公司的中国石油天然气集团(简称中石油),必须坚持企业商业价值与社

① 2008年7月9日,美国《财富》杂志在其网站上公布了2008年度世界500强企业排行榜。联想集团作为中国第一家完全竞争和第一家高科技制造业公司进入世界500强。联想集团董事局主席杨元庆表示联想的新目标是“更高的增长、更好的利润”。

② 国务院国有资产监督管理委员会于2007年12月29日印发了《关于中央企业履行社会责任的指导意见》。深圳证券交易所于2006年9月25日发布了《深圳证券交易所上市公司社会责任指引》。上海证券交易所于2008年5月14日发布了《关于加强上市公司社会责任承担工作的通知》及《上海证券交易所上市公司环境信息披露指引》。