

# 资本成本

股东财富⑤投融资决策



The Cost of Capital,  
Shareholder Wealth  
and Financing & Investment Decisions

汪平 著



中国财政经济出版社

# 资本成本、股东财富与 投融资决策

汪平 著

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

资本成本、股东财富与投融资决策/汪平著. —北京: 中国财政经济出版社, 2007. 10

ISBN 978 - 7 - 5095 - 0265 - 5

I. 资… II. 汪… III. ①企业—投资—资金管理②企业—融资—资金管理 IV. F275. 1

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2007) 第 154253 号

中国财政经济出版社出版

URL: <http://www.cfeph.cn>

E-mail: [cfeph@cfeph.cn](mailto:cfeph@cfeph.cn)

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100036

发行处电话: 88190406 财经书店电话: 64033436

涿州市新华印刷有限公司印刷 各地新华书店经销

880 × 1230 毫米 32 开 11.25 印张 287 000 字

2007 年 10 月第 1 版 2007 年 10 月涿州第 1 次印刷

定价: 24.00 元

ISBN 978 - 7 - 5095 - 0265 - 5/F · 0218

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

# 前言

---

投资行为决定于投资决策，融资行为决定于融资决策，它们构成了企业财务管理活动的主要内容，也决定着一个企业基本的发展方向和经营绩效。对于投融资决策及其行为可以从不同的角度、运用不同的方法来进行研究，但无论如何研究，研究的目的是极为清楚的，那就是最大程度地提高企业投融资决策的水平，提升投融资行为的绩效，从而促进企业的长远可持续发展。

关于投资问题和融资问题的研究是现代理财学的题中之意。投资决策和行为决定了未来时期的现金流量及其风险程度，也就是说，在根本上决定了企业价值；融资决策和行为则决定于投资决策，是为企业的投资活动服务的，但融资决策自身又决定了企业的股权结构和财务风险，在很大程度上影响着企业的发展。投资决策和融资决策是企业最为重要的两大财务决策，其中，投资决策为第一决策，融资决策为第二决策。

我们必须在理论上解决如下问题：投融资决策和行为的科学性体现在什么地方？如何使投融资决策和行为成为推动企业可持续发展的动力？严谨的理论分析毕竟不同于或激进、或稳健的政策建议，它必须延续学术的脉络，恪守学术的规范，对企业投融资问题中存在的具有科学价值的原理予以演绎和挖掘，最终梳理出可供企业进行投融资决策时参考的投融资理论。

近年来，随着公司治理研究的热度日升，从公司治理的角度研究公司理财问题或者从公司理财的角度探讨公司治理问题等方面的

研究文献也越来越多。在公司所有权与管理权“两权分离”之后，作为“代理人”的公司管理者必须明晰如下四个方面的理财问题：

第一，明确公司的理财目标是为公司的所有者即股东谋求财富的最大化，这是最为基本的、必须尽力“代理”的内容。无视这一点，所谓的“代理理论”就无从成立；无视这一点，管理者的行为也就没有了方向。

第二，为了实现所有者对管理者的代理责任或者说代理任务，也是为了让股东更好地监督管理者的行为，管理者必须制定明确的财务政策，通过财务政策的制定，完整地向投资者透露公司的管理战略和发展思路。

第三，以科学的方式、手段组织公司的财务管理活动，实施理财行为。

第四，通过分派股利等方式，向股东支付现金，以履行“股东财富最大化”的代理责任。

其实，以上问题既是理财问题，也是一些重大的公司治理问题。治理的质量将直接影响股东的利益以及公司的发展。但从技术上讲，以上四个重大的问题的解决，更多地依赖于理财的工具和手段。

对上述四个问题进行分析，进而考察企业投融资决策的科学化，正是撰写本书的目的之所在。

在现行经济环境下，股东通过投资于公司的股票而成为公司的法律上的所有者；公司的管理者做为公司所有者的资本的“管家”，以股东财富最大化为理财目标，科学地组织公司的投资活动、融资活动等财务管理活动；通过价值管理等管理理念、技术的实施，最大程度地实现股东财富的增加。各个上市公司股东财富最大化理财目标的实现，是整个股票市场得以有效运行的前提和基础。可以毫不夸张地说，科学的公司理财行为及其所获得的良好效果是股票市场有效运行的基本保证。

本书之所以能够在一个较短的时间内完稿，我要感谢闫甜博士、巩方亮硕士在数据分析方面所做的大量的工作，没有他们的前期研究，本书有关章节的完成是不可想象的。

2007 年是北京市假日期间鞭炮燃放“禁改限”的第二年，我们因而度过了一个热热闹闹的春节。从大年三十晚上开始，满城尽闻鞭炮声。从高楼远远望去，整个北京城沐浴在节日的喜庆气氛中。妻子在厨房里忙着包素食水饺，我和女儿在门上贴上了红色的春联，手机短信鸣响着传递着人们对新春的祝福和期望。窗外，烟花四起，夜空绚烂……

又是一年春来到！

鞭炮声逐渐送走了 2007 年的春节，迎来了树杈枝头淡淡的嫩绿。这本书的撰写也按照计划完成了。

在本书的第一章我写了这样一句话，“财务理论的发展仍然处于初级阶段。”因为，许多现实的理财问题仍然没有得到合理的解释，成为制约我国社会可持续发展的一个重要因素。

需要我们做的工作还很多，任重而道远。

汪平博士

理财学教授，博士生导师

农历正月初十，北京

2007 年 2 月 27 日

# 目 录

---

|                                  |         |
|----------------------------------|---------|
| 第一章 我国企业投融资行为及其他财务政策分析·····      | ( 1 )   |
| 一、企业理财行为、财务政策研究与现代财务理论的发展·····   | ( 2 )   |
| 二、我国企业投融资行为研究——基于资产负债表的实证分析····· | ( 11 )  |
| 三、理财行为、财务政策与理财目标·····            | ( 43 )  |
| 第二章 资本成本分析·····                  | ( 48 )  |
| 一、资本成本的性质与作用·····                | ( 49 )  |
| 二、资本成本的估计·····                   | ( 56 )  |
| 三、关于资本成本的其他几个问题·····             | ( 66 )  |
| 第三章 资本成本与股东财富：理财目标理论·····        | ( 80 )  |
| 一、理财目标——股东财富最大化分析·····           | ( 81 )  |
| 二、股东财富与投融资决策·····                | ( 93 )  |
| 三、对其他理财目标假设的否定性分析·····           | ( 98 )  |
| 第四章 现金流量与资本成本、股东财富·····          | ( 113 ) |
| 一、现金流量的相关概念·····                 | ( 114 ) |
| 二、现金流量分析——流向分析·····              | ( 118 ) |
| 三、现金流量分析——变动特征分析·····            | ( 130 ) |

---

|                                    |              |
|------------------------------------|--------------|
| 四、现金流量预测 .....                     | (143)        |
| <b>第五章 资本投资、现金流量与股东财富 .....</b>    | <b>(149)</b> |
| 一、资本预算决策的战略价值 .....                | (150)        |
| 二、资本投资项目的选择法则 .....                | (154)        |
| 三、资本预算之现金流量预测 .....                | (171)        |
| 四、资本预算风险分析 .....                   | (179)        |
| 五、实物期权与资本预算 .....                  | (190)        |
| <b>第六章 长期融资、财务风险与可持续发展 .....</b>   | <b>(201)</b> |
| 一、企业融资渠道与融资行为 .....                | (202)        |
| 二、股权资本融资与股权结构、公司治理 .....           | (214)        |
| 三、债务融资与财务风险 .....                  | (226)        |
| <b>第七章 营运资本、营运资本政策与企业价值 .....</b>  | <b>(244)</b> |
| 一、营运资本与企业价值 .....                  | (245)        |
| 二、营运资本政策分析 .....                   | (255)        |
| 三、关于我国企业营运资本政策的分析 .....            | (263)        |
| <b>第八章 公司估价与基于价值的企业管理 .....</b>    | <b>(283)</b> |
| 一、现金流量、企业价值与股东财富 .....             | (285)        |
| 二、公司估价的理论与技术 .....                 | (297)        |
| 三、基于价值的企业管理 .....                  | (305)        |
| 四、公司估价与财务决策 .....                  | (319)        |
| <b>第九章 资本成本、股东财富最大化与股票市场 .....</b> | <b>(327)</b> |
| 一、资本成本、股东财富与股东财富最大化 .....          | (328)        |
| 二、以我国上市公司数据为基础的实证分析 .....          | (334)        |
| 三、公司理财、投资者利益与股票市场 .....            | (345)        |

## DIYIZHANG

### 第一章

# 我国企业投融资行为及其他 财务政策分析

投资决策与融资决策是企业最为重要的两个财务决策，对于企业的发展具有决定性的影响。自从 1958 年的 MM 资本结构无关理论之后，学者们对投资决策、融资决策与企业价值、股东财富等之间的关系进行了长期地、深入地分析和研究，推进了现代理财学的发展。概要而言，投资决策直接决定了企业未来时期经营活动现金流量的多少及其风险，进而坚定了企业价值以及股东财富的变化；而融资决策则通过对企业财务风险、股权结构等的影响，对企业的未来发展产生重大影响。从进入 21 世纪以来的财务理论演变情形来看，对于融资问题以及与此密切相关的股权结构、公司治理等问题的研究仍然位居主流。投资决策的理财价值仍有待于人们的进一步发掘。

## 一、企业理财行为、财务政策研究 与现代财务理论的发展

现代理财学的研究可以划分为如下四个层面，而各个不同的研究层面对于研究方法的要求是截然不同的。

第一层面，财务理论层面。财务理论研究的目的是揭示财务对象各要素之间本质的、稳定的、规律性的联系，从而解释财务管理实务和预测未来的财务管理结果。换言之，如何解释理财现实与如何预测理财未来，是财务理论研究所面临的两大问题。

出于科学研究的需要，财务理论往往是一个虚幻而优美的世界，旨在以理性、简洁的工具对现实的理财实务进行分析、判断与预测，进而指导人们的理财行为，优化企业的财务状况，促进和保障企业的长远可持续发展。米勒教授和莫迪格莱尼教授在 1958 年发表的论文，在现代财务理论的发展历史上，具有奠基性的意义。在这篇文献中，两位教授首先对“资本成本”、“企业价值”等概念进行了开创性的研究；在此基础上，对于投资决策、融资决策问题进行了严谨的分析；同时，在研究方法论方面，也取得了重大突破。该项研究为现代财务理论的发展演变确定了基本的研究规范。

经过半个多世纪的发展，现代金融学已经取得了众多的、价值极大的学说或模型，并形成了严密的金融学的基础理论或学说。这些金融学的基础理论代表了整个经济学在 20 世纪所取得的几乎所有的重大进展，也是金融学逐渐地独立于经济学而发展的重要标志。这些基础理论、学说和模型，对于公司理财学的影响也是绝对不容忽视的。很难设想，如果没有资产定价那些极具天才创意的学

术研究成果,理财学中关于资本成本的认识能否达到今天的高度。但也必须指出的是,金融学的基础理论或模型大多是关于资产定价问题的研究成果,是针对证券市场、针对投资者的证券投资行为所进行的分析。严格而论,它们不属于公司理财学的研究内容。在理财学中,重要的是如何正确的、科学地运用这些理论和模型,毕竟这些理论为理财行为的理性化奠定了扎实的理论基础,也推动了现代理财学的发展。

卡普兰(Copeland)教授与威斯顿(Weston)教授是国际上著名的学者,在他们合作撰写的《财务理论与公司政策》<sup>①</sup>一书中,将以下学说列为金融学的基础理论:效用理论、状态偏好理论、均值一方差理论、资本资产定价模型、套利定价理论、期权定价理论与MM理论。Clifford W. Smith · Jr 教授认为<sup>②</sup>,金融学的基础理论应当有:有效市场理论、组合理论、期权定价理论、资本资产定价模型与代理理论。布里格姆(E. F. Brigham)教授在其著名的《中级财务管理》<sup>③</sup>一书中,将以下学说列为金融学的基础理论:完全资本市场、贴现现金流量模型(DCFM)、MM资本结构理论、MM股利理论、组合理论与资本资产定价模型(CAPM)、期权定价理论、有效市场理论、风险与收益的权衡理论、代理理论、不对称信息理论。麦金森(William L. Megginson)教授在《公司财务理论》<sup>④</sup>一书中,按照学术文献中出现的时间顺序,将金融学基础理论排列如下:①完全资本市场;②组合理论;③资本结构理论;④股利理论与政策;⑤资产定价模型;⑥有效资本市场理论;⑦期权定价理

① Thomas E. Copeland & J. Fred Weston, *Financial Theory and Corporate Policy*, third edition. Addison-Wesley Publishing Company, 1988.

② Clifford W. Smith, Jr, *The Modern Theory of Corporate Finance*. 1990 Clifford W. Smith, Jr, *The Modern Theory of Corporate Finance*, second edition. McGraw - Hill Publishing Company, 1990.

③ Eugene F. Brigham & Louis C. Gapenski, *Intermediate Financial Management*, fifth edition. The Dryden Press, 1996.

④ William L. Megginson, *Corporate Finance Theory*. Addison - Wesley, 1997.

论；⑧代理理论；⑨信号理论；⑩公司控制的现代理论；⑪金融中介理论与⑫市场分区理论等。

金融学基础理论的发展为公司财务决策提供了雄厚、扎实的理论依据，提高了财务管理工作的质量。但如果把公司理财学作为一门相对独立的学科来考察，人们意识到，它距离一门成熟的学科还很远，还有很长的一段路需要走。

目前有一种趋势，即从不同的角度对现代公司财务理论进行研究。比如，越来越多的学者从公司治理的角度来研究公司理财问题，对于股权结构、代理冲突、管理层薪酬等在公司理财过程中的作用和影响进行深入的分析和研究。观察中外公司理财方面的知名学术杂志，近年来有关公司治理与公司理财方面的研究文献数量极大。其实从公司治理理论发展的源头上来看，就与公司理财是密不可分的。比如由于管理权与所有权的分离，直接引出了股东利益保护问题与代理冲突问题，等等。我国国有企业由于在治理方面与西方公司存在着明显的差异，因而从公司治理层面上研究公司理财问题具有极大的空间。

第二层面，财务规则层面。财务规则又可称之为理财规则，是指通行于企业界、经过长期检验的、有助于理财目标实现的理财工作的重要惯例或者经验。理财规则未必能够与纯粹的财务理论分析相符合，未必有足够的理论支持。比如，在西方企业界被广泛采用的“30% 负债率规则”，“剩余股利分派原则”，等等。对于一些广泛运用的财务规则的研究，常常会构成为财务理论的有机组成部分，推动财务理论的发展。比如，现代资本结构理论中的所谓的“优序融资理论”即属此类。

所谓财务规则，实则是对企业界长期以来实施某些理财行为的经验的总结。公司理财学是一门致用的学科，这些实际理财经验的总结在财务理论的发展过程中往往会起到重大的作用。

了解国际上管理先进企业广泛采用的财务规则，对于改进我国

企业的财务管理水平，具有不可估量的样板作用。与财务理论对财务实践的指导机制不同，财务规则可以直接地被借鉴、被运用。即使由于各种原因，不能直接采用这些规则，我们也可以发现在财务管理方面存在的差距，为改进理财工作提供方向。

第三层面，财务政策层面。财务政策是企业管理当局根据基本的财务理论、财务规则以及企业的发展战略、经营环境等所确定的、进行财务管理工作必须遵循的原则、程序、方法等内容的总称。对于公开交易的上市公司而言，重要的财务政策需要向投资者公众披露，借以赢得市场、投资者的支持。较为重要的财务政策有“投资政策”、“融资政策”、“资本结构政策”、“营运资本政策”、“股利政策”等。

对于一个发展迅速的公司来讲，制定并对外宣布自己的重大财务政策标志着在财务管理方面的自信和成熟，同时，也是对企业投资者负责任的一种行为。没有明确的、稳定的财务政策，至少说明这家公司在财务管理方面尚没有进入到科学的、理性的阶段。

以股利政策为例，人们对于我国上市公司不向投资者分派股利颇有微辞。而事实上，与不分派现金股利相比较，没有明确而稳定的股利政策要更为严重。对于股票投资者来讲，只要企业能够说清楚不分派现金股利的理由，他们就可以理解并予以支持，通过长期持有股票来获取收益。没有明确的股利政策，让投资者在对将来股利收益没有任何合理估计的情况下进行投资，只能提高投资风险，降低股票市场的效率，没有任何益处。

按照现代财务会计理论，公司必须向自己的股东披露足够他们了解公司财务状况等的财务信息，从而确保投资者在基本知情的前提下做出正确的投资决策。这已是市场经济环境下的一个常识。但很多的人还没有意识到，了解公司的财务政策尤其是重大财务政策也是投资者知情权的极其重要的组成部分。只有了解了公司的各种

财务政策，投资者才能够准确地对于公司的未来进行判断，了解公司真正的价值。如果说通过公司的财务报表可以了解公司截止到目前已经呈现的发展态势，那么，通过公司的财务政策，投资者便可以知晓董事会、管理层在公司未来发展上所采取的重大战略和思路。

企业制定合理而稳定的财务政策的基本原则就是要在财务政策中充分地体现理财目标，并通过财务政策的实施促进理财目标的顺利实现。没有理财目标做基本准绳的财务政策是盲目的、非理性的财务政策，自然也不会取得良好的政策影响。具体言之，理财人员在制定企业在某一特定时期的财务政策时，需要认真考虑的因素大致有：理财目标、基本的理财原理、国内外理财规则以及企业的内外部环境等。

第四层面；理财行为层面。理财行为即是理财人员根据确定的财务政策所实施的财务管理工作。有理论支持的、或者有财务规则支持的、依照既定的财务政策所实施的理财行为是合理的、理性的理财行为，它将有助于理财目标的实现。

对存在于企业界内部的、客观的理财行为进行实证分析，是财务理论研究中的重要方法和手段之一，也是总结理财规则的重要途径之一。

科学的、合理的理财行为一定是有助于理财目标实现的理财行为；而理性的理财行为又必须是有既定的财务政策为指引的。

关于财务理论的发展演变，人们在如下问题上基本达成了共识，即 1958 年 MM 资本结构无关理论的发表意味着财务理论的发展进入了现代阶段。作为现代金融学的一个重要分支（其他两个分支分别是金融市场学、投资学），理财学研究的两个基本理论问题，一是目标函数问题；二是财务决策与理财目标之间的相关性问题。米勒教授在这两个方面的研究均具有奠基性的学术贡献。

1958 年 6 月，米勒教授与莫迪格莱尼教授合作在《美国经济

评论》杂志上发表了论文“资本成本、公司理财与投资理论”<sup>①</sup>，开启了理财学现代化进程的大门。

这篇文章首次从理论上、以一种全新的论证方法对企业价值、资本成本、财务决策等问题进行了严谨的、科学的分析。

米勒教授认为，企业价值为企业未来自由现金流量的资本化价值，即：

$$V_L = V_U = FCF/WACC$$

式中， $V_L$ 为有杠杆企业的价值； $V_U$ 为完全股权资本企业的价值； $FCF$ 为自由现金流量； $WACC$ 为企业加权平均资本成本。

以上企业价值命题的基本含义为：任何企业的价值，无论其是否借有负债，都与其资本结构无关，而取决于其生产经营活动创造现金流量的能力。通过科学的投资决策，企业可以创造理想的经营现金流量，结合合理的风险控制，实现理财目标——企业价值最大化，进而实现投资者财富的最大化。与投资决策相比较，其他的财务决策比如融资决策、股利政策、营运资本政策等均为派生的、从属的、次要的财务决策。理财目标的实现归根结底要依赖于企业投资决策的水平，因而，对投资决策进行分析、判断的过程，就是对企业价值进行长远规划的过程；而投资决策实现的过程，就是企业价值最大化目标实现的过程。MM的股利无关论实际上是对MM企业价值理论的进一步补充。<sup>②</sup>

1977年5月，米勒教授在《金融学杂志》上发表了学术论文“债务与税”，在一个更为现实的条件下，重新论证了企业价值与资本结构无关的重大理财学命题。他认为，有公司税的MM资本结构

---

① Modigliani, Franco and Merton Miller, 1958. 'The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment', *American Economic Review*.

② 如果把企业比喻为一辆汽车，那么，这辆汽车能否高速地、安全地行驶以抵达目的地，完全取决于驾驶者的水平、汽车的质量以及道路的情况，与该汽车是贷款购入还是完全自掏腰包买入没有任何关系。资本结构、股利分派之于企业价值也是同一道理。因此，“无关论”的价值不是松弛假设就能忽视的。

理论夸大了利息由于抵税给企业价值所带来的增值作用。因为作为企业价值的最终的享有者，普通股股东的收益水平不仅仅涉及公司所得税，还会涉及到个人所得税的多寡。具体言之，较低的公司所得税支付，可能由于税法的原因，会带来较多的个人所得税支付，从而抵减了公司所得税所带来的优势。个人所得税的存在在很大程度上抵消了公司所得税对于企业价值的正向影响。

在这篇文章发表 40 余年之后，莫迪格莱尼教授对于 MM 理论的实质精神予以了明晰地阐述，他说，“MM 理论并不是直截了当地说，资本结构无关重要，因为那是基于一些条件的，所以，你不能泛泛地这样认为。我想说的是，企业的经营目的不是利润的最大化，因为利润是一种不确定的预计的可能性。你为了利润回报要多承担风险，所以，如果你只是为了追求利润最大化，那意味着你将承担所有可能的风险，这将导致资本结构中大量的债务。因为每当你以债务替代资产时，你将提高预期利润，预期利润将提高，但利润的标准没有经过很好的规定。说某某利润率是 90% 是不足以使人信服的。所以，利润不是一个有价值的观念。你应当做的是使公司的价值最大化，那是 MM 理论最重要的贡献，即指出了经营管理的核心是什么：不应是基于这毫无意义的利润最大化的观念，而是更有意义的观念，即努力使股东所拥有的公司的价值最大。所以，这不是说，你要使公司规模很大，不，你应努力使股东们所有的公司的股票增值。你是在为这些股东经营管理公司，你应使他们所有的权益最大化。”<sup>①</sup>

在现代财务理论的发展过程中，MM 的无关理论——资本结构无关论与股利无关论具有极其核心的作用。这两种无关论绝非仅仅是对公司资本结构决策、股利政策等所做的政策性分析，而是在理论上对企业价值、资本成本、资本结构、现金流量、风险等重要的

---

<sup>①</sup> 许小年、高小勇：“莫迪格莱尼访谈录”。《诺贝尔经济学奖得主专访录——评说中国经济与经济学发展》，中国计划出版社 1995 年版。

财务概念所做的深入地、系统地分析。没有哪一位理财学家像米勒教授那样对现代财务理论中的基本概念做出如此精密而科学的研究，从而奠定了现代理财学大厦的基石。

虽说 MM 理论奠定了现代财务理论的基础，但分析半个世纪以来理财学的发展不难看出，这一理论在许多实际的财务决策中的应用却是严重不足的。人们更多地是把资本结构理论看作企业融资决策中的一个影响因素，这就大大降低了该理论的学术价值。从某种意义上讲，截至到目前的公司财务理论事实上并没有形成一个科学而系统的理论体系，许多问题的解决仍然是借助于规范性的政策建议，没有扎实的理论根基。可喜的是，进入 20 世纪 90 年代之后，随着“基于价值的管理”（VBM）模式的推广以及“市场附加值”（MVA）和“经济附加值”（EVA）等绩效评价指标的大量运用，人们终于在现实的经济世界和管理世界中看到了 MM 理论的威力。

除了 MM 理论，资产定价理论尤其是资本资产定价模型（CAPM）、套利定价模型（OPM）等同样也对现代财务理论的发展起到了很大的作用，同样属于奠基性理论。

现代财务理论的主要功用就是对现实当中的理财问题——投资问题、融资问题、股利分派问题、营运资本管理问题等等进行解释和预测，为公司实现理财行为的理性化和最优化提供理论支持。遗憾的是，在众多的财务理论文献中，学者们殚精竭虑地解释了一些问题，但仍有非常多的问题并没有得到合理的解释。财务理论的发展仍然处于初级阶段。

科学的财务理论结构必然是建立在科学的资本成本、股东财富最大化概念与理念之上的。

与纯粹的、概念化的财务理论分析不同，理财行为的研究扎根于现实的企业财务管理实践中。通过对企业理财行为的科学分析，首先可以了解企业的财务政策，判断股东财富最大化目标实现的可