

21世纪高等学校金融学实践创新系列教材

公司金融学

3rd 第3版
Edition

(公司理财学)

CORPORATE FINANCE

主 编 ◎ 王重润

副主编 ◎ 闫 福

- 学以致用的编写思路
- 知识的延伸与扩展
- 系统的基础训练
- ✓ 教师教学 PPT

公司金融学

(又名：公司理财学)

(第三版)

主 编 王重润

副主编 闫 福

编 者(按姓氏笔画排序)

王重润 武 冰

徐 鹿 徐菱涓

阎 福

东南大学出版社

· 南京 ·

内 容 提 要

本书共 12 章,全面介绍了公司金融的基本理论与方法。主要内容包括公司财务报表的基本知识以及分析方法,货币时间价值与风险收益的概念,公司资本预算的有关理论以及投资决策方法,各种资本成本的概念、理论及其计算,公司的融资方式及其管理,公司营运资本的管理,股利政策理论以及影响股利政策的因素,公司的外部增长方式,实物期权方法及其在公司财务决策中的应用,公司金融风险的管理等等。

本书可作为高等学校金融学专业的教学用书,也可以作为财务管理专业学生以及实际工作者的参考书。

图书在版编目(CIP)数据

公司金融学/王重润主编. —3 版. —南京:东南大学出版社,2016.8

ISBN 978-7-5641-6561-1

I. 公… II. 王… III. 公司—金融学
IV. F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2016)第 129732 号

公司金融学(第 3 版)

出版发行:东南大学出版社
社 址:南京四牌楼 2 号 邮编:210096
出 版 人:江建中
网 址:<http://www.seupress.com>
电子邮件:press@seu.edu.cn
经 销:全国各地新华书店
印 刷:江苏徐州新华印刷厂
开 本:787mm×1092mm 1/16
印 张:20.25
字 数:505 千字
版 次:2016 年 8 月第 3 版
印 次:2016 年 8 月第 1 次印刷
书 号:ISBN 978-7-5641-6561-1
印 数:3000 册
定 价:36.00 元

本社图书若有印装质量问题,请直接与营销部联系。电话(传真):025-83792328

本书有配套 PPT,选用该教材的教师请联系 wchongrun@heuet.edu.cn,或者 LQCHU234@163.com

第三版修订说明

经过几年教学实践的检验,公司金融教学团队对该课程的教学安排和教学内容有了新的认识和体会,同时也得到了来自修读这门课程学生的反馈意见,为了把这些新的认识体会以及来自学生的意见和建议反映进来,所以我们决定对《公司金融学》(第二版)进行修订。与第二版相比,第三版在以下几个方面作了改进:

1. 增加了每章后面的练习题和思考题,特别是增加了有利于能力训练的计算题、案例分析题和讨论题。
2. 部分章节作了较大改动,调整或者充实了有关内容。
3. 教学内容的组织安排更加合理。在每一章章首增加一个引导案例,引导出本章的主要的教学知识点,激发学习兴趣。各章后增加了本章小结,便于复习。
4. 更正了第二版中出现的个别错误,文字表述更加精炼准确。
5. 增加了现值系数表等附录,方便查阅。
6. 提供了全书知识结构图,便于学生掌握各章节的逻辑关系以及重要的知识点,方便学习。

衷心希望第三版能够为广大师生和读者所喜欢。不过由于编者水平有限,时间仓促,书中可能仍然存在不足,欢迎读者批评指正。

参与第三版修订的人员及其分工如下:

章 节	原 作 者	二版修订者	三版修订者	
第一章	河北经贸大学王重润教授	河北经贸大学王重润教授	河北经贸大学王重润教授	
第二章	河北经贸大学闫福教授	河北经贸大学闫福教授	河北经贸大学闫福教授	
第三章				
第四章	中央民族大学杨松武副教授	河北经贸大学王重润教授		
第五章	哈尔滨商业大学徐鹿	哈尔滨商业大学徐鹿	河北经贸大学王重润	
第六章	南京航空航天大学徐凌涓	南京航空航天大学徐菱涓		
第七章				
第八章	哈尔滨商业大学徐鹿	哈尔滨商业大学徐鹿		
第九章	石家庄经济学院孟亚君	沈阳工业大学武冰		
第十章	河北经贸大学王重润教授	河北经贸大学王重润教授		
第十一章	北京农学院赵连静	沈阳工业大学武冰		
第十二章				

全书最后由王重润统稿。

目 录

第一章 公司金融导论	(1)
第一节 公司的基本特征及其分类	(1)
第二节 公司金融的内涵与目标	(4)
第三节 公司财务目标	(6)
第四节 公司金融环境	(12)
第二章 公司财务报表分析	(22)
第一节 财务报表分析概述	(22)
第二节 财务比率分析	(33)
第三节 现金流量分析	(42)
第三章 货币时间价值与风险收益	(51)
第一节 货币的时间价值原理	(51)
第二节 风险与收益的关系	(63)
第四章 公司资本预算	(72)
第一节 现金流量测算	(72)
第二节 投资决策方法	(78)
第三节 资本预算风险分析	(91)
第五章 融资管理	(103)
第一节 权益融资	(103)
第二节 长期债务融资	(111)
第三节 短期债务融资	(125)
第四节 混合证券融资	(132)
第五节 融资方式选择	(137)
第六章 资本成本与资本结构	(148)
第一节 资本成本	(148)
第二节 经营杠杆与财务杠杆	(161)

第三节	资本结构理论	(165)
第四节	资本结构管理	(170)
第七章	营运资金管理	(182)
第一节	营运资本概述	(182)
第二节	现金管理	(187)
第三节	应收账款管理	(193)
第四节	存货管理	(197)
第八章	股利政策	(207)
第一节	股利政策理论	(207)
第二节	影响股利政策的因素	(211)
第三节	股利政策类型	(216)
第四节	股利种类和支付程序	(220)
第九章	公司外部增长与调整	(229)
第一节	公司并购	(229)
第二节	公司重组	(241)
第十章	期权原理在公司金融中的应用	(255)
第一节	期权定价原理	(255)
第二节	资本预算中的期权	(260)
第三节	期权定价的其他应用	(266)
第十一章	风险管理	(278)
第一节	风险的涵义与类型	(278)
第二节	风险的测量方法	(280)
第三节	风险的管理方法	(284)
第四节	风险管理的收益	(290)
第十二章	跨国公司财务	(298)
第一节	跨国资本预算	(298)
第二节	跨国筹资管理	(309)

第一章 公司金融导论

【本章提要】公司金融研究公司内外部资源如何实现有效配置,涉及所有具有财务意义的决策,包括资本预算、融资决策、股利分配决策等。公司财务目标是使公司价值最大化,有时候以股东财富最大化代替。但是在股东财富最大化目标下,存在股东与债权人以及经理与股东之间的利益冲突。在实践中,建立了一套完善的激励约束机制来协调三者之间的利益关系。公司金融活动在一定的环境中进行,包括内部环境如企业规模、治理结构、经营管理水平等以及外部环境如金融市场和税收制度与政策,等等。

【引例】四川长虹在1998年11月在彩电行业打响了“彩管大战”,试图通过控制上游彩管的形式,让其他彩电生产企业在1999年春节期间无货可供,从而将其他彩电生产商挤出市场。事实上,控制上游资源是一种常用的竞争手段,蒙牛乳业等大量圈地抢占有限的奶源地跟长虹控制彩管行业是一样的道理。但当时四川长虹的管理层低估了东南亚金融危机对国内经济的影响,对国内市场因通货紧缩而陷入疲软的心理准备不足。最终,四川长虹的存货出现了失控的局面,净利润大幅下滑超过70%,公司股价大幅下跌,四川长虹公司的无数投资者被套牢,损失惨重。

这个例子说明,公司的投资决策与公司价值增长之间有密切联系。决策失误会导致公司股价下跌。

第一节 公司的基本特征及其分类

学习公司金融,首先必须了解企业组织形式及其特点。企业的基本组织形式有三种,即个人独资企业(Sole Proprietorship)、个人合伙企业(Partnership)和公司企业(Corporate)。

一、个人独资企业与合伙企业组织形式及其特点

(一) 个人独资企业

个人独资企业是指由一个自然人投资,财产为投资人个人所有,投资人以其个人财产对公司债务承担无限责任的经营实体。个人独资企业有以下几个特点:只有一个出资者,并且出资人对企业债务承担无限责任,也就是说出资人直接拥有企业的全部资产并直接负责企业的全部负债。独资企业不作为企业所得税的纳税主体,其收益纳入所有者的其他收益一并计算交纳个人所得税。

(二) 合伙企业

合伙企业是由各合伙人订立合伙协议,共同出资,合伙经营,共享收益,共担风险,并

对合伙企业债务承担无限连带责任的营利组织。合伙企业有以下几个特点：1. 有两个以上所有者(出资者)。2. 合伙人对企业债务承担连带无限责任。包括对其他无限责任合伙人集体采取的行为负无限责任。3. 合伙人通常按照他们对合伙企业的出资比例分享利润或分担亏损。4. 合伙企业本身一般不交纳企业所得税,其收益直接分配给合伙人。

不论个人独资企业还是合伙企业,都没有独立于企业所有者之外的企业财产,由于这个原因它们统称为自然人企业。它们的优点在于,企业注册简便,注册资本要求少,经营比较灵活,所以大多数中小企业都采取这两种形式,这两类企业数量最多。但是自然人企业具有比较明显的缺点:一个是资金规模比较小,融资渠道狭窄,抵御风险的能力低。另一个是企业经营缺乏稳定性,受企业所有者个人状况影响很大。此外,企业所有权转移困难。

二、公司企业组织形式及其特点

公司企业是具有法人地位的企业组织形式。公司拥有独立的法人财产,独立承担经济责任。相对于自然人企业,公司企业顺应了现代工业化生产的要求,它的出现是企业组织形式的一次革命,具有巨大优越性。

1. 无限责任公司

无限责任公司就是全体股东对公司债务承担连带无限责任的公司。所谓连带无限责任包括两层含义:(1) 股东对公司债务负无限责任。就是指股东要以自己的全部资产对公司债务负责。当公司资不抵债时,不管股东出资多少,都要拿出自己的全部资产去抵债。(2) 股东对公司债务负连带责任。即全体股东共同对公司债务负责,且每一个股东都承担全部债务的责任,在公司资不抵债时,债权人可以要求股东偿债,他既可要求全体股东共同偿债,也可只对其中一个股东提出偿债要求,股东不得拒绝,当一个股东偿还了公司的全部债务后,其他股东就可解除债务。除此之外,连带责任还包括:股东对其加入公司前公司所发生的债务也要负责;在退股登记后,股东对退股时公司所发生的债务在退股后二年内仍负有连带责任;在公司解散后的3年至5年内,股东对公司债务仍负有偿还责任。

无限公司的股东至少要有两个,公司资本是在股东相互熟悉、相互信任的基础上,出资形成的。在这里,信任因素起着决定性作用,因此,无限责任公司也称为“人合公司”。

无限责任公司是最早出现的一种公司组织形式,是由合伙企业演变而来。无限公司与合伙企业的根本区别在于无限公司是法人,而合伙企业不是。但是在英美等国家,无限责任公司不具有法人地位,因为股东对公司债务负有无限连带责任。在现在,无限责任公司已经越来越少了。

2. 有限责任公司

有限责任公司是指股东以其出资额为限对公司承担责任,公司以其全部资产对公司的债务承担责任的企业法人。同股份无限责任公司相比,有限责任公司的股东较少,许多国家公司法对有限责任公司的股东人数都有严格规定。我国规定,有限责任公司的股东人数应在2至50人之间,如果超过50人,必须向法院申请特许或转为股份有限公司。

2005年修订的新《公司法》还规定了一人有限责任公司。《公司法》第五十八条规定：一人有限责任公司，是指只有一个自然人股东或者一个法人股东的有限责任公司。一人有限责任公司的注册资本最低限额为人民币十万元。但是，第六十四条规定：一人有限责任公司的股东不能证明公司财产独立于股东自己的财产的，应当对公司债务承担连带责任。

有限责任公司的资本并不必分为等额股份，也不公开发行股票，股东持有的公司股票可以在公司内部股东之间自由转让，若向公司以外的人转让，须经过公司的股东的同意。公司设立手续简便，而且公司也无须向社会公开公司财务状况。

3. 股份有限公司

股份有限公司是指其全部股本分为等额股份，股东以其所持股份为限对公司承担责任，公司以其全部资产对公司的债务承担责任的企业法人。在现代企业的各种组织形式中，股份有限公司在企业组织形式中占主导地位。股份有限公司是与其所有者即股东相独立和相区别的法人。

股份有限公司的特点：（1）有限责任。股东对股份有限公司的债务承担有限责任，倘若公司破产清算，股东的损失以其对公司的投资额为限。而对独资企业和合伙企业，其所有者可能损失更多，直至个人的全部财产。（2）永续存在。股份有限公司的法人地位不受某些股东死亡或转让股份的影响，因此，其寿命较之独资企业或合伙企业更有保障。（3）股份有限公司的股东人数不得少于法律规定的数目，如法国规定，股东人数最少为7人。（4）股份有限公司的全部资本划分为等额的股份，通过向社会公开发行的办法筹集资金，任何人在缴纳了股款之后，都可以成为公司股东，没有资格限制。（5）可转让性。一般而言，股份有限公司的股份转让比独资企业和合伙企业的权益转让更为容易。（6）易于筹资。就筹集资本的角度而言，股份有限公司是最有效的企业组织形式。因其永续存在，因而举债和增股的空间大，股份有限公司具有更大的筹资能力和弹性。

在每一营业年度结束之后，股份公司都要进行盈利分配。就股份公司而言，其盈利主要来自两个方面：（1）营业性盈利收入；（2）非营业性盈利收入，它包括超过票面金额发行股票所得的收入、由于资产估价增值所获得的收入、出售资产获得的溢价收入以及馈赠收入等。

根据公司法规定，股份公司的盈利应按照一定的顺序和比例进行分配。首先，应从公司盈利中提取一部分公积金。盈余公积金主要用于弥补公司意外亏损，扩大生产规模。盈余公积金又可分为法定盈余公积金和任意盈余公积金。法定公积金是根据法律规定而强制提取的公积金，公司股东大会无权予以变更。任意公积金是指除法定公积金外，由公司章程规定或股东大会决定而提取的公积金，是公司应付以后的不时之需而准备的，如用于维持亏损年度的股息水平等，它的提取比例由公司在公司章程中自行规定。

公积金提取之后，剩下的盈利部分则用于支付债权人的利息和股东的股利，由于公司对债权人必须按期定额支付利息，因此这部分提取比例由利息率决定，比较固定。在公司盈利中用于支付股东股利的部分则不固定，它是由公司盈利总额及上述扣除款项的多少决定的，盈利多，股利就可多分，否则就会减少，有时甚至没有。

尽管公司这种企业组织形式具有优势,但是实行公司制度需要付出代价:

(1) 对公司的收益重复纳税。公司的收益先要交纳公司所得税;税后收益以现金股利分配给股东后,股东还要交纳个人所得税。

(2) 容易为内部人控制。所谓内部人指具有信息优势的公司内部管理人员。由于公司这种组织形式造成了所有权与经营权的分离,这样就出现了委托代理问题,经理们可能为了自身利益而在某种程度上侵犯或者牺牲股东利益。

(3) 信息披露。上面已经谈到,由于两权分离,股东和经理人的目标函数并不一样,甚至存在冲突,经理人为了自身利益最大化而侵犯股东利益。为了保护股东以及债权人的利益,公司经理人必须定期向股东和投资者公布公司经营状况,接受监督。

第二节 公司金融的内涵与目标

一、公司金融的内容

公司金融(Corporate Finance)又被称为公司财务或者公司理财,研究如何最有效率地配置公司内外资源来实现公司的财务目标。一般来说,公司财务决策分为三个部分:投资决策、融资决策以及股利决策。

1. 投资决策

公司必须在相互竞争的投资机会之间做出选择并合理配置有限资源。公司金融理论的作用在于提供了多种可供选择的方法和工具(比如净现值法、期权等)来帮助公司经理做出合理的资源配置决策。因此,投资决策包括的内容广泛,不仅包括流动资产投资(现金、存货、短期证券以及短期商业信用等),固定资产投资,长期证券投资(比如持有其他公司股票、债券等),还包括有关市场进入和公司兼并的广义战略性决策。

2. 筹资决策

当公司作出投资决策之后,必须考虑如何筹集投资所需要的资金,并实现最优资本结构。公司必须考虑几个方面的内容:资金来源(外部融资还是内部融资),资金筹集方式以及筹资成本(包括资金成本、证券发行费用等)。资金筹集方式大致可以分为两种,借款或者发行股票进行权益融资。两种筹资方式的主要区别在于借款要承担支付利息以及偿还本金的义务。公司还可以将两种方式结合起来融资。具体采用哪种方式融资,除了取决于公司的信用等级、资本金规模等因素外,还与公司对最佳资本结构的追求有关。

3. 股利决策

股利是一个广义的概念,泛指分配给股东的现金回报。任何一个公司,不论规模大小,都必须决定如何在再投资和股东回报之间分配其经营所得,不仅决定分配的数量规模,还要权衡二者的比例。给予股东较多回报可以满足他们对现金的需要,但是另一方面,这会增加收入所得税,而且也不利于公司的成长,公司价值会因为股利分配过多而下降,从长远来看,不利于股东的利益。

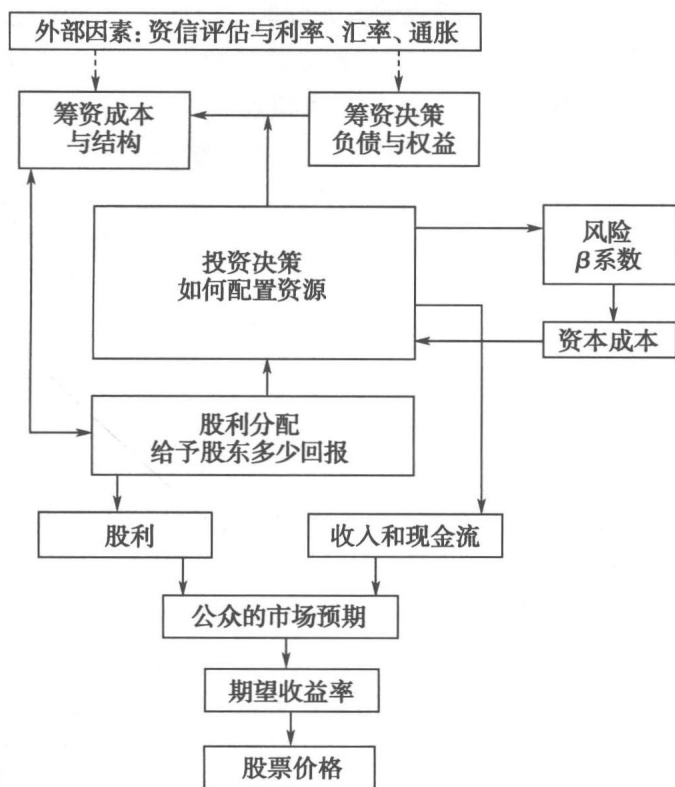


图 1-1 公司财务流程图

图 1-1 简明扼要揭示了公司财务决策过程及其对公司价值的影响渠道。图中箭头所指代表影响方向。投资(行为)决策,即资本预算,产生了融资要求,公司根据价值最大化目标,合理安排筹资结构,包括权益融资和债务融资的比例,最大限度降低筹资成本。公司融资规模和结构一方面受到公司盈余分配政策的影响,另一方面,也会影响公司分配政策的制定。一旦公司股利分配政策确定下来,决定了股东应该得到的回报,同时对公司投资决策也会产生影响——有多少盈余可供投资以及可以投资多大规模。投资活动给公司带来了收入和现金流,投资者通过观察公司的股利分配以及现金流,形成对公司未来发展的预期,并修正对风险的估计,引起供求变动,最终影响公司股票价格。

二、公司金融分析的基本工具

公司在进行投资决策、融资决策以及股利决策的时候,要借助基本的概念工具。这些概念工具包括现值与时间价值,财务报表分析,风险与收益,期权定价等。

现值是公司财务分析中最基本的概念,也是一个最有力的工具。现值所表述的是,资产的价值等于该资产预期现金流量的现值之和。投资者购买资产,其实购买的是资产在未来一段时间所产生的收益,这些收益在投资者购买资产时的价值就成为投资者愿意支付的最高价格。现值概念基于这样一个事实,在不同时点上等量的现金流量所产生的货币购买力是不一样的,或者说具有不同的时间价值。现金流量有很多种形式,比如普通年金,先付年金,永续年金等等。

财务报表分析是在对公司财务报表的有关数据进行汇总整理基础上,计算各种财务比率并进行对比,综合地分析和评价公司的财务状况和经营成果,并对未来的决策提供合理化建议。公司财务报表包括损益表,资产负债表,以及现金流量表等,向各种报表使用者提供了反映公司经营情况及财务状况的各种不同数据及相关信息。不过它只是一种静态结果,只能概括地反映一个公司在过去一段时间内的财务状况与经营成果,而财务分析并不是研究过去的事情,而是要对公司未来的发展提供决策建议。这种概括的反映不足以作为投资者进行投资决策的全部依据,还需要将报表与其他报表中的数据或同一报表中的其他数据相比较,否则意义并不大。

风险与收益的权衡贯穿于公司金融分析过程中,是公司投资决策所关注的核心问题。风险与收益是对称的,公司或者投资者承担了高风险就理应要求获得比较高的期望收益。但是并非所有的风险都能得到补偿,只有不能够被分散的风险,即系统性风险才能从市场那里得到合理补偿。资产组合理论和资产定价理论(包括资本资产定价模型和套利定价理论)提供了风险分散技术和确定风险补偿机制,是公司财务分析的两个重要工具。

期权定价技术并非是投资和金融市场分析的专利,事实上在公司财务中存在大量期权,称之为实物期权。比如,在投资决策中,公司要面临延迟、扩大或者放弃某个项目等多种选择,传统的评估技术无法评估投资的灵活性,而运用期权理论能够对项目价值做出更准确的评估。在公司资本结构中,包括了很多具有期权性质的证券,比如认股权证,可转换公司债等,期权定价理论有助于公司设计具有期权性质的证券,对他们合理定价,优化资本结构。因此,期权定价技术在公司财务中的应用相当广泛。

第三节 公司财务目标

公司的财务决策在一定目标指引下进行,并为实现这一目标服务。公司财务目标的不同,会产生不同的决策行为。

一、股东财富最大化与公司价值最大化

在公司财务理论中,一般将股东财富最大化作为公司财务目标。不过这一目标的内涵仍需要澄清,到底是公司价值最大化,还是股东财富最大化?如果不详细区分的话,这两种提法可以通用。但实际上他们还是有区别。公司价值最大化的实现可以保障公司各类投资者(如债权人、股东)对企业资产索偿权的要求。而股东财富最大化目标并没有考虑其他投资者的利益。所以股东财富最大化与公司价值最大化的目标模式并不完全相同。

那么,能使企业价值最大化的策略是否也能使股东财富最大化呢?如果企业债务是无风险的(即债权价值不受企业经营风险的影响),那么,企业实现股东财富最大化的同时也实现企业价值的最大化。或者,如果资本市场无交易成本,市场是完全竞争的,个人所得税中性,且所有投资者(股东与债权人)对收益与风险具有相同的预期,那么两个目标也可以取得一致。但上述假设在现实中往往得不到满足,如果考虑放弃一部分假设,比如承认财务风险的存在、市场的不完全竞争、信息不对称等等,这样就会得出不同的结

论,即两种财务目标存在不一致性,这种不一致性经常导致企业的财务决策达不到预期的效果。在以股东财富最大化为目标指导决策时,经营者可能采取这样的投资方案,其风险大于债权人预期的风险。风险的提高将导致企业债权人的要求报酬率提高,债权价值发生贬值。项目成功了,债权人不能分享盈利,而一旦项目失败,债权人却不得不承担一部分损失。短期内,股东将本应属于债权人的部分风险报酬据为己有,因此股权价值增加,但企业价值未必增加。债权人当然不会坐视自身利益受损而不采取行动,即使已签订的债务合同无法更改,债权人仍然会寻求其他可行的措施对企业进行必要的控制以保护他们的利益,这些限制可能提高企业的举债成本,从而使股权价值降低。因此在股东财富最大化目标的指导下,一个长期决策,起初似乎是股东受益更大了,但实际上长期的股权价值却在减少。股东财富最大化目标忽略了某些至关重要的因素,从表象上则反映为与企业价值最大化目标模式的不一致。两个财务目标的不一致性实际可以归结为股东和债权人之间的利益关系问题,片面追求股东财富,甚至以牺牲债权人的利益为代价,最终也将减少股东自身的利益。只有企业的经营者权衡好股东和债权人之间的利益关系,股东财富最大化目标才可能与企业价值最大化的目标相一致。

尽管股东财富最大化与公司价值最大化的目标存在差异,但是大部分财务分析模型并不强调这种差异。目前大部分公司财务理论都是建立在公司股东财富最大化这个前提下。在不特别强调的条件下,本书对这两个目标并不加以区分,等同使用。

二、传统的财务目标

(一) 股东财富最大化目标的假设条件

以股东财富最大化作为公司财务目标,需要一些假设条件。离开这些假设条件,股东财富最大化就不再具有合理性。这些假设条件是:

1. 股东与经理之间不存在信息不对称,股东可以准确评价和监督经理的工作,经理完全根据股东财富最大化目标来制定决策。

2. 债权人利益得到完全保护,从而可以避免遭受股东的侵犯。

3. 资本市场是有效率的,也就是说有关公司的各种信息都已经及时、充分地反映在公司股票价格上,任何人不能够利用信息优势获取超额利润。这个假设条件支持股东财富最大化的另一种更严格的表述,即股票价格最大化。

4. 不存在社会成本或者社会成本远远小于财富最大化所产生的价值。社会成本是与外部不经济相联系的一个概念,是指公司在追求财富最大化过程中产生,没有进入公司生产函数、无法向公司收取费用加以弥补的成本。

(二) 传统的财务目标的潜在社会成本

在现实当中,这些假设条件很难同时得到满足。这很可能意味着,当公司唯一地追求财富最大化时,会产生负面影响。如果这种负面影响造成的社会成本超过财富最大化所带来的效益,那么就有必要调整公司财务目标。

比如,在大的股份公司里面,所有权与控制权分离,所有者委托经理阶层行使经营管理权,而这二者的效用函数是不一样的,存在利益冲突。在信息不对称的环境中,股东很

难对经理工作业绩做出准确评价,无法监督经理按照股东财富最大化目标来行事。即便能够有效监督,监督成本也很高。

抛开公司经营中的委托代理问题,就财富最大化这个目标本身来讲,在某些情况下也会带来社会成本。例如,在“恶意收购”中可能会出现社会成本超过财富最大化所带来的效益。恶意收购者高价购买被收购公司的股票,然后重组公司高级管理层,改变公司经营方针,并解雇大量工人。由于被收购公司的股东可以以高价将股票卖给收购者(一般都超出原股票价格的50%到一倍以上),他们往往同意恶意收购者的计划。按照股东财富最大化的目标,经理有义务接受恶意收购。但是,恶意收购带来的社会成本很高(比如工人失业),在这个例子中,追求股东财富最大化是不可取的。

在股东与债权人之间也存在利益冲突。利益冲突的本源在于对现金流量要求权的不同。债权人具有固定金额的第一位求偿权。股东对残余现金流量有求偿权,因此,债权人要以比股东更消极的眼光看待项目选择和其他决策中存在的风险。在债权人利益没有得到有效保护的前提下,股东为了追求财富最大化很可能会侵犯债权人利益,谋取债权人财富。

金融市场的缺陷,即低效率或者无效率,可能导致不合理的资源配置和错误的决策。这种成本发生在我们将公司财务目标界定为股票价格最大化的情况中。这是因为当股票价格不能够灵敏、真实、充分地反映所有公司信息的时候,价格就失去了引导资源配置的作用。谋求公司长远发展、进而增加公司价值的举措很可能引起股票价格的下降,比如减少当期股利分配以便为投资一个有前景的项目融资的措施,由于股东短期收入下降,股价下跌。因此,这个政策就会遭到投资者的反对。相反,减少公司价值、但能增加短期收入的举措可能会促使股价上涨。

三、可供选择的其它目标

虽然普遍认为公司价值最大化应该作为公司财务目标,但是也存在一些其他的可替代目标。不过这些目标或多或少存在缺陷。

1. 利润最大化

这个目标着眼于公司盈利能力,而不是价值。因为利润远比价值容易度量。而且,从长期来看,较高的利润通常意味着较大的价值。但是这一目标有明显缺陷。

(1) 忽略了货币的时间价值因素。例如,今年获利100万元和明年获利100万元,哪个更符合公司的目标?若不考虑货币的时间价值,就难以作出正确判断。

(2) 没有考虑不确定性和风险因素的影响。例如,同样投入500万元,本年获利100万元,一个企业获利已经全部转化为现金,另一个企业则全部是应收账款,并可能发生坏账损失,哪个更符合公司的目标?若不考虑风险的大小,就难以做出正确判断。

(3) 没有考虑权益资本成本。例如,同样获得100万元利润,一个企业投入资本500万元,另一个企业投入600万元,哪一个更符合企业的目标?若不与投入的资本额联系起来,就难以作出正确判断。另外,不考虑利润和投入资本额的关系,也会造成公司短视行为,优先选择高投入的项目,而不利于高效率项目的选择。

(4) 容易受到会计方法和人为因素影响,不够准确。

正因为如此,利润最大化不宜作为公司财务的目标。

2. 市场份额最大化

由于公司价值比较难以度量,所以一种观点认为公司财务目标应该与某些能够真实反映长期价值增长,同时又比财富价值更易于度量的指标联系在一起,比如市场占有率。市场占有率易于观测和度量,更重要的是从长期来看,比较高的市场占有率通常意味着较高的利润和价值。以市场占有率作为公司财务目标的前提是,市场占有率必须与公司价值之间保持持续的紧密联系,如果这种联系不复存在,那么这个目标就会出现问題。例如,20世纪80年代,美国航空公司决定扩大其在美国航空市场的份额,认为这能够给他们带来更多的利润。但是1993年该公司首席执行官承认,市场份额最大化的战略已经失败,重新以提高盈利能力作为公司目标。

四、股东财富最大化目标下的利益冲突与协调

现代公司制的一个重要特征是所有权与经营权分离,虽然两权分离机制为公司筹集更多资金、扩大生产规模创造了条件,并且管理专业化,有助于管理水平的提高,但是一个不可避免的问题出现了,即代理问题。由于公司所有者与经理利益目标并不完全一致,经理出于使自身效用最大化的活动必然会损害股东利益。因此所有者的问题是如何设计激励约束机制使经营者的活动符合股东的利益,减少利益冲突。另一方面,公司股东与公司债权人之间也存在利益冲突,为了追求财富最大化股东可能要求经理采取不利于债权人利益的行动。下面我们分别对股东和经理之间以及股东和债权人之间的代理关系进行分析。

(一) 股东与经理、债权人的利益冲突

1. 股东和经理

股东与经理之间的利益冲突源于经理持有少于100%的剩余索取权,经理在承担全部经营活动成本的同时,却不能攫取全部经营活动的收益。这会导致经理投入更少的努力于管理企业的资源或者可能将企业资源转移到个人利益之中,引发经理道德风险。道德风险最明显的例子,就是雇员做出的会影响个人利益即职务待遇的决策。职务待遇包括直接好处和间接好处,前者如使用公司的轿车或办私事时用公费开支,后者如过分花哨的办公室装饰品。在这类事上花费过多的钱,对股东来说就是损失。

信息不对称加剧了道德风险。由于雇员的努力程度不可观察,雇员的努力程度与公司目标的实现之间不存在必然的因果关系,比如公司价值的增加可能是由于长期利率水平降低而导致股票价格的上涨,而并非是由于经理决策的结果。因此,所有者无法根据公司股价的表现来决定对雇员的考核。一些雇员希望不做出任何努力就得到报酬。

经理对股东利益的侵犯还有一个因素,这就是不可分散化的人力资本。人力资本具有投资专有性,雇员长期在一个职位或者公司工作,造成人力资本高度专业化。它直接影响到经理在进行资本投资时的选择。股东可以构造投资组合,持有多种不同股票。因此,对于某家公司价值的波动,他们并不过分在意。因为分散化投资导致不同股票价格

波动会相互抵消。但是公司价值的波动对经理影响很大。因此,在进行投资决策时经理的激励因素可能会与股东有很大不同。激励因素的背离导致投资决策中存在偏见。因为雇员在非常坏的结果中失去的更多,所以他们对公司进行高风险投资会产生偏见。而且由于这种偏见是基于风险(而不是报酬),因此,即使投资会带来很大的正的净现值,经理也不会选择它。

股东与经理之间的利益冲突有很多表现,比如有一种称为“绿色讹诈”的公司收购,被恶意收购者相中的公司经理被迫以更高的价格全部买下恶意收购者持有的公司股票,从而避免他们的公司被收购。反收购行动保全了经理的职位,但是却耗费了公司大量资源,给公司股价造成了不利影响。而绿色讹诈并不需要事前得到股东的同意,并通常迫使董事会通过反收购计划。

使股东利益受损的一种比较严重的表现是在收购中过度支付,当然经理并不承认这一点。经理层认为收购行动中支付溢价是由以下原因造成的,比如,目标公司价值被低估,存在战略利益,等等。但是收购公司的股东对收购或者合并行动并不像经理那样热情,因为收购公司的股价在宣布收购行动后会随时间的推移而逐步下降。收购行动中的过度支付带来的后果就是,收购公司股东的财富被转移到被收购公司股东手中。

2. 股东与债权人

股东与债权人利益冲突的本源在于对现金流量要求权的不同。债权人具有固定金额的第一位求偿权,而股东对残余现金流量有求偿权,当企业经营得好时,债权人所得的固定利息只是企业收益中的一小部分,大部分利润归股东所有。当企业经营状况差陷入财务困境时,债权人承担了资本无法追回的风险。因此,债权人要以比股东更消极的眼光看待项目选择和其他决策中存在的风险,特别是在企业财务拮据时,股东和债权人之间的利益冲突加剧。

这类冲突主要包括如下几个方面:

第一,求偿权稀释。增加股息支付会降低公司债权的价值。从某种意义上看,公司的未来收益可以看作是公司债务的抵押品,如果在债务到期之前将这些抵押品转移,债权人权益将受到侵害。从另一个角度看,支付股利同时减少公司的现金额和股东权益总量。权益总量的减少,会使公司的负债融资比例提高,从而增加了负债的风险并降低了负债求偿的价值。因此,公司债权的价值总是与股息支付政策联系在一起的。

负债的大规模增加也会稀释现有债权人对公司资产的求偿权。如果新增加的债务造成向现有债权人偿还承诺金额的可能性降低,那么就存在求偿稀释。风险的增加降低了公司未清负债的价值。股东会在债权人价值损失时得到收益。

第二,资产替代。从取得收入的方式来看,股东权益是一个典型的期权,股东可选择违约,而这种选择权是有价值的。该期权的价值是项目收益风险的增函数。这就是说,在借贷契约没有对项目选择作明确界定的情况下,股东有激励选择风险大而价值低的项目。资产替换最简单、最常见的例子就是用现金购买设备或原料。我们知道,如果一项投资的风险越高,那么投资者要求的投资报酬率就越高,这样该项投资的现值就会越小。所以当存在风险性负债时,会促使股东用风险更高(从而价值更小)的资产来替换公司现

存资产。此时由于违约可能性增大,债权人求偿权的价值会减小。

第三,投资不足。当存在未清偿的风险性负债时,若公司进行低风险投资,那么股东会损失价值。所以股东会拒绝从事一项效益好(净现值为正)但风险低的投资,使财富不会从自己这里转移到债权人手中。即使该项目投资净现值为正,如果由于降低资产风险导致的股东价值的减少额,超过了该投资的正净现值,股东仍然会拒绝从事该项投资。一个例子是,假设公司的股东和经理意识到企业很可能发生财务危机,但现在控制权依然掌握在股东手中。这时公司面临一个有利的投资机会,其收益足以偿还到期债务,但这项投资要求公司将现有利润全部投入进去。在这种情况下,股东很可能拒绝该项目,而将利润作为股息分配。因为尽管该项目有利于债权人,并使公司价值最大化,但收益绝大部分归债权人,而投资成本却由股东承担了。

第四,资源的次优配置。债务融资可能导致企业投入的次佳搭配,从而引起企业低效率。债务融资总是与可以监督和抵押的资产联系在一起,债权人希望加大这类资产的比例,因为这样可以保证债权人直接监督和验证资金用于指定的用途而不是被挪用,并且保护债权人最大限度地免于企业家道德风险的危害。尽管企业具有增加不可观察的投入的激励,但双方一致同意的投入组合通常并非最为有效的投入组合——可监督和抵押的要素投入可能过多,而不可观察的投入则有可能过少。

(二) 利益的协调

为了使经理按股东财富最大化的目标进行管理和决策,股东必须设计有效率的激励约束机制。若只采用监督措施,为监视和控制经理的一举一动要花费大量的资源,而且不可能做到全面监控。因此对经理的激励应是企业对经理人员管理的主要策略。将经理的管理绩效以及他对股东财富最大化所作的贡献与经理所获得的报酬联系起来,通过考核经理的工作业绩来决定对他的奖励,调动经理的积极性来为股东利益服务。除了公司内部激励机制外,资本市场和经理市场的存在也能促使经理把公司股票价格最高化作为他经营的目标。具体来讲,以下几个渠道可以在一定程度上缓解经理对股东利益的侵犯。

1. 经理市场

市场依据经理过去取得的业绩为经理定价。而来自资本市场的信息反映了经理的经营绩效。比如公司股价高意味着股东财富增加,说明经理管理水平高,经营业绩好,市场愿意为此而向经理支付较高的报酬。这样就将经理追求个人财富最大的愿望与股东财富最大的目标融为一体。

2. 经理被解雇的威胁

公司股权的分散化使个别股东很难通过投票表决来撤换不称职的经理。同时由于经理被授予了很大的权力,他们实际上控制了公司。大多数股东表达意见的方式只能是“用脚投票”。进入1980年代以来,许多大公司为机构投资者控股,养老基金、共同基金和保险公司在大型企业中的股份足以使他们有能力解雇经理。高级经理被解雇的威胁动摇了他们长期稳固的地位,并使他们的身价下降,促使他们创新,摒弃保守的管理理念而为股东的最大利益服务。