

复旦博学·微观金融学系列



公司金融

(第二版)

朱叶 编著

Gongsi Jinrong

复旦博学·微观金融学系列

公司金融

Corporate Finance

第二版

朱 叶 编著

復旦大學 出版社

内 容 提 要

本书立足于现代公司理论,针对公司经营和金融市场国际化的现状,从微观角度对公司的各种金融活动进行了较为全面的阐述,包括现值和价值评估、风险与收益、投资评价方法和投资决策、投资风险调整和实物期权、长期融资决策、资本结构理论、股利政策等。还涉及财务报表分析、财务计划、公司治理、并购等相关领域的财务行为。第二版更强调对公司金融行为的理论解释,有助于理解经济模型和方法的内在含义和渊源,并新增了投资风险调整和实物期权以及公司治理等内容。

本书结构完整清晰,对理论和实务案例的阐述由浅入深,并配有习题和参考文献,适用于高校金融学、经济学、财务管理和会计学等专业的教学使用。

第二版说明

Second Edition

五年前,金融学界对“Corporate Finance”的中文新译名——“公司金融”多少心存疑虑,而现在,大家已完全接受这种称谓。在过去的五年间,金融市场的变革和创新日新月异,重大的金融事件层出不穷。显然,本书也到了该修订的时候了。但是,究竟坚持什么以及如何取舍,则颇费思量。

第一,保留了第一版的基本架构。《公司金融》有着特有的基本概念、方法、原则和理论,它们构成了《公司金融》的知识点。串联起这些知识点的主流方式是:以投资决策、融资决策、资产管理等重要的公司金融行为为线索,寻求如何最大化股东财富或最大化公司价值的方法和路径。因此,本书的架构与国际主流的认识契合。

第二,仍旧强调公司金融行为的理论解释。长期以来,我们总将《公司金融》误认为是实务性很强的课程,并基于这样的认识来安排内容。事实上,我们对公司金融的认识和认知还非常有限,我们尚无法解释许多公司金融行为和金融现象。迄今为止,尚有许多未解之谜。因此,给出可能的理论解释远比给出答案更可信。

本次再版,对第一版书稿进行了较大幅度的修改和补充。新增了投资风险调整和实物期权、公司治理两大内容。

第一,扩展了资本预算的内容。将投资风险调整和实物期权独立成章,希望读者在掌握资本预算的基本方法和技术的同时,对资本预算的复杂性和不可预知性有充分的了解和认识。

第二,将原书中分散的公司治理内容集合起来。公司治理是公司金融的重要领域,在所有权和经营权分离的公司中,公司治理是个永久的话题。最近 10 多年来,关于大股东“掏空”、小股东控制等新的公司治理问题日益引起学界和业界重视。本书试图介绍这些有趣的问题。

《公司金融》第一版问世后,我曾与好友王伟博士长谈过一次。他给了我很好的建议,此次修订采纳了这些建议。在本书的再版过程中,承蒙复旦大学出版社鲍雯妍老师的大力支持。在此,一并表示感谢。

朱 叶

2011 年 7 月于复旦大学

第一版前言

Preface

在我国,“公司金融(Corporate Finance)”也称“财务管理”或“公司财务学”。这种看似称谓差异之争,其实反映了中国金融学学科对公司金融有了全新认识。“公司财务学”或“财务管理”最早由我国会计学界的学者从国外引入,其教学和研究最早也出现在会计学专业中,“Corporate Finance”的中文译名乃至其研究内容也或多或少带有会计学色彩。在西方,“Corporate Finance”是金融学专业教学和主要研究领域之一,属于微观金融学范畴。它与投资学等存在血缘关系,具有共同的概念和方法。因此,无论从“Corporate Finance”的学科归属而言,还是就其研究内容而言,将“Corporate Finance”定名为“公司金融”而非延续原来的称谓是合适的。

20世纪上半叶,公司金融仅仅涉及公司融资和头寸管理,“现值”理论出现后,公司金融开始广泛涉足投资领域。20世纪50年代,规范的公司金融理论开始形成。马柯维茨的投资组合选择理论和莫迪利亚尼(Franco Modigliani)和米勒(Merton H. Miller)的MM理论是现代公司金融的发端。可以说,之后每一次新的经济学分析方法的出现,都促使公司金融理论得到了发展。

公司金融研究公司如何通过投资决策、融资决策和资产管理的最优化来实现公司价值最大化或股东财富最大化目标的过程。公司金融理论内涵则很难界定,从广义上说,公司金融理论包括投资组合理论、资本结构理论、股利政策理论、有效资本市场假说、现值理论、期权理论、信号理论、现代公司理论等。狭义的公司金融理论至少包括资本结构理论、股利政策理论、现代公司理论、现值理论等。20世纪50年代以来,业界和学界对于这些领域的研究乐此不疲。

资本结构理论研究始于20世纪50年代的美国。现代资本结构理论与传统资本结构理论的分水岭是1958年莫迪利亚尼和米勒的无税MM定理。无税MM理论最先采用“无套利均衡”分析方法,可视为微观金融学的发端。20世纪60年代末,资本结构理论循着MM理论,在逐渐释放原先的假设条件的基础上对MM理论进行修正,形成了两派:一是以米勒为代表的“税收学派”;二是以斯蒂格里茨为代表的“破产成本学派”。20世纪70年代,迈尔斯(Stewart C. Myers)等人经过研究,认为企业最优的资本结构是在负债的税盾效应和破产成本现值之间进行权衡,到后期,该学派将负债的成本拓展至代理成本、财务困境成本和非负债税收收益损失,由此产生了“权衡理论”。随着代理理论、信息不对称理论等新的经济学分析方法的出现,学界认识到了“信息不对称”等在资本结构决定中的主导作用。较为主要的流派是詹森(Jensen)和麦克林(Meckling)的“代理成本说”、史密斯(Smith)等人的“财务契约说”、迈尔斯等人的“新优序融资理论”以及斯蒂芬·罗斯(Stephen A. Ross)等人的“信号模型”。

股利政策事实上是一种分配选择,即公司税后利润如何在股利支付和留利之间进行选择。股利政策理论源于米勒和莫迪利亚尼的无税股利政策 MM 理论,该理论认为在完善资本市场条件下,公司价值与公司资产的获利能力和管理水平有关,但与公司股利政策无关。法勒(Farrar D.)等学者之后提出了税差理论,强调在考虑个人所得税的条件下,公司价值和股利政策有关。随着经济学新的分析方法的引入,股利政策理论得到发展,并且也越来越具有现实解释功能,约瑟夫(Rozeff)等提出了股利政策代理成本理论,巴恰塔亚(Bhattacharya)等提出了股利政策信号理论。它们是主要的现代股利政策理论。

现代公司理论的代表人物是布拉德利(Bradley)。20 世纪 80 年代,伴随着并购潮,在学术界,现代公司控制理论在此间产生和发展起来。该理论含义深刻,一方面对自由并购的资本市场的经济优势进行了论述;另一方面,对并购市场的行为提供了合理的解释(竞争对手的管理当局奋力争夺目标公司资产控制权)。

20 世纪 70 年代以后,公司经营和金融市场逐渐国际化,以国际企业为主体的公司金融学逐渐形成和发展起来。汇率、税制差异、国际营运资本转移、资金冻结等因素被引入公司金融学领域,使公司金融的内容更加丰富多彩,也使以国际企业为主体的公司金融的环境更为复杂。汇率等因素的变化对国际企业的投资决策、融资决策和资产管理将产生重大影响。

在西方,微观化是金融学的重要特征,这对我国金融学教学产生了冲击。在姜波克教授、胡庆康教授的主持下,复旦大学金融学专业从 1996 年开始,在课程设置方面作了大胆的尝试,增加微观金融学领域的课程,并着力进行相关教材的建设。在 2004 年 10 月的金融学沙龙上,刘红忠教授提议编写一套既能反映金融学前沿,又有复旦特色的“金融学本科系列教材”。“公司金融”希望能够成为其中的一本。

本书共十二章,涉及现值理论、投资决策、资本结构理论、股利政策、公司治理等几乎所有的公司金融领域。第一章为导论部分,概述了基本概念、基本原则和理论发展以及对公司金融的影响;第二、第三章为现值和估价部分,它们是投资决策、融资决策的基础;第四章为投资决策和实物期权部分,从时间、风险和期权角度介绍资本预算方法;第五、六、七章为资本结构理论和股利政策部分,从理论上描述了融资决策及其复杂性;第八、九、十章为财务规划和营运资本管理部分;第十一、十二章为特殊领域部分,主要介绍财务报表分析和并购的财务配合。在内容的选择和编撰上,更加强调对公司各种金融行为的理论解释,这也是本书最大的特色。

本书在编写过程中,得到了姜波克教授、胡庆康教授、刘红忠教授和许少强教授的关心和指导,张金青教授、张陆洋教授、聂叶教授、邵宇博士、王伟博士、张宗新副教授、攀登博士等的观点也在书中有所体现。值得一提的是,本书第二、三章使用了与王伟博士合编的“公司财务学”中的部分内容。

在本书的编撰过程中,承蒙复旦大学出版社鲍雯妍和徐惠平老师的大力支持,在此,向他们表示衷心的感谢。

书中不当之处,敬请广大读者批评指正。

朱 叶

2005 年 10 月

目录

Contents

第二版说明	1
第一版前言	1
第一章 公司金融导论	1
学习要点	1
第一节 公司的概念	1
第二节 公司的金融活动	3
第三节 公司的财务目标和代理冲突	6
第四节 公司金融的原则	9
第五节 公司金融理论	13
本章小结	18
关键词	19
习题	19
参考文献	19
第二章 现值和价值评估	21
学习要点	21
第一节 现值与贴现率	21
第二节 现值的计算	24
第三节 价值评估	28
本章小结	39
关键词	39
习题	39
参考文献	40
第三章 风险和收益	41
学习要点	41
第一节 收益和风险概念	41
第二节 投资组合理论	48
第三节 资本资产定价模型	55
本章小结	59

关键词	60
习题	60
参考文献	61
第四章 投资评价方法和投资决策	62
学习要点	62
第一节 投资评价的基本方法	62
第二节 净现值法与其他投资评价方法比较	66
第三节 投资评价的基本技术	70
本章小结	77
关键词	77
习题	77
参考文献	78
第五章 投资风险调整和实物期权	79
学习要点	79
第一节 投资风险调整方法	79
第二节 实物期权和资本预算	86
本章小结	93
关键词	93
习题	94
参考文献	95
第六章 长期融资决策	96
学习要点	96
第一节 普通股	96
第二节 公司债券	100
第三节 优先股	105
第四节 长期融资决策原则	106
本章小结	114
关键词	114
习题	115
参考文献	115
第七章 资本结构理论	116
学习要点	116
第一节 现代资本结构理论	116
第二节 新资本结构理论	126

本章小结	133
关键词	133
习题	134
参考文献	134
第八章 股利政策	136
学习要点	136
第一节 股利政策的决定	136
第二节 传统股利政策的重要理论	142
第三节 现代股利政策理论	146
本章小结	153
关键词	154
习题	154
参考文献	155
第九章 财务报表分析	156
学习要点	156
第一节 会计资料	156
第二节 会计分析	163
第三节 财务分析方法	168
本章小结	184
关键词	184
习题	184
参考文献	187
第十章 公司财务计划	188
学习要点	188
第一节 财务规划	188
第二节 短期财务计划	200
本章小结	211
关键词	212
习题	212
参考文献	213
第十一章 流动资产的管理	214
学习要点	214
第一节 现金和有价证券管理	214
第二节 商业信用管理	219

本章小结	226
关键词	227
习题	227
参考文献	227
第十二章 短期融资管理	228
学习要点	228
第一节 短期融资方式	228
第二节 短期融资原则	238
本章小结	240
关键词	241
习题	241
参考文献	242
第十三章 公司治理	243
学习要点	243
第一节 代理问题	243
第二节 剥夺问题	247
第三节 公司治理机制	250
本章小结	259
关键词	259
习题	259
参考文献	260
第十四章 并购	262
学习要点	262
第一节 并购的效益分析	262
第二节 并购过程中的公司金融问题	266
第三节 杠杆收购	277
第四节 并购的理论解释	284
本章小结	288
关键词	288
习题	288
参考文献	289

第一章

公司金融导论

学习要点

1. 为什么大企业会选择公司制这种企业组织形式？
2. 公司的目标以及价值创造过程。
3. 究竟是谁在控制公司？
4. 公司金融的理论脉络。

公司金融(Corporate Finance)是金融学的一个重要分支学科。它与投资学、金融市场学等金融学其他分支学科具有血缘关系,它们遵循共同的基本概念和方法。就研究对象而言,一定财务目标条件下的投资决策、融资决策和营运资金管理构成了公司金融的基本内容。本章从公司金融的研究主体出发,介绍公司的目标、价值创造过程以及代理冲突,并梳理了公司金融的重要规则以及公司金融理论的发展脉络。

第一节 公司的概念

公司金融的研究主体是公司,因此,对公司的界定可以成为学习和研究公司金融的起点。不同学科对公司的理解是不同的,也形成了关于公司的多种定义。与其他学科不同,公司金融在对公司的理解上具有一致性。个体业主制(Sole Proprietorship)、合伙制(Partnership)和公司制(Corporation)是三种基本的企业合法形式(或称为三种企业组织形式),其中公司制企业(俗称公司)是公司金融的研究主体。

一、个体业主制企业

个体业主制企业是指一个人拥有的企业,它的设立非常简单。这类企业的主要优点是:费用低廉,无需正式的章程,它们在大多数行业中需要遵守的政府规定极少;无需缴纳公司所得税,企业的所有利润均按个人所得税相关规定纳税。这类企业的主要缺点有:承担无限责任,个人资产和企业资产之间没有界限;企业存续期受制于业主本人的生

命期;企业筹集的权益资本仅限于业主个人财富。

二、合伙制企业

合伙制企业是指两个或两个以上的人创办的企业。一般合伙制和有限合伙制是这类企业的两种形式。

在一般合伙制企业中,所有合伙人按协议规定的比例提供资金和工作,并分享相应的利润或承担相应的亏损,承担相应的债务。协议可以是口头的,也可以是书面的。该类企业的主要优点是:费用较低;企业利润按合伙人征收个人所得税。这类企业的主要缺点有:当一个一般合伙人死亡或撤资时,一般合伙制终结(也就是说,一般合伙人不能出售其在企业中的利益);合伙制企业难以筹集大量资金;合伙人对所有债务负有无限责任。

在有限合伙制企业中,至少有一人为一般合伙人,有限合伙人不参与企业管理,其责任仅限于其在合伙制企业中的出资额。这类企业有别于一般合伙制企业的特征为:

第一,有限合伙人仅仅承担与其出资额相称的责任,而一般合伙人则承担无限责任;

第二,有限合伙人可以出售他们在企业中的利益;

第三,管理控制权归属于一般合伙人。

三、公司制企业

公司制企业是一个独立的法人,是以公司身份出现的法人,是最重要的一种企业组织形式。这类企业的所有权和管理权实现了分离。公司有许多类型,股份有限公司和有限责任公司是两种基本的公司类型。尽管不同体制国家的公司所有权结构存在很大差异,但是,股份有限公司和有限责任公司具有显著的通用性,它们也是世界各国大企业首选的企业组织形式。

公司设立较为复杂,其创办人必须拟定公司章程以及一系列细则。公司章程的内容包括公司名称、公司计划经营年限、经营目的、公司获准发行的股票数量、股东的权利、公司创建时董事会的成员数量等。

公司细则是公司规范其自身存续的原则。在公司中,股东控制公司的方向、政策和经营活动,他们拥有公司,但不管理公司;股东选择董事会;董事会选择高层管理人员;高层管理人员以股东利益为重,管理公司的经营活动。但是,在股权较为集中的公司,股东、董事会成员和高层管理人员三者可能相互交叉,而大型企业的股东、董事会成员以及公司高层管理人员可能代表不同的集团利益。因此,公司须以细则的方式对公司的经营管理原则进行说明。

公司有着与个体业主制企业和合伙制企业不同的一些特征:一是公司的所有权(或称股权)可以随时让渡给其他所有者或投资者,不会遇到合伙制企业那样的限制;二是公司永续经营,具有无限存续期,公司不会因所有者或股东撤资而终止经营;三是股东承担有限责任,即他们所承担的责任仅仅限于其投资额。

四、大公司选择公司制的理由

综观整个世界,尽管公司在绝对数量上不占上风,但在资产规模、创造的财富上则占有绝对优势。几乎所有耳熟能详的大型企业均采用公司制,比如,微软公司、中国移动、中国银行、索尼公司、苹果公司、西门子公司等。事实上,公司制也是具有较好成长性的其他组织形式企业的转型方向。究竟有哪些因素在引导企业更多地采用公司制这一组织形式?这是一个复杂的问题,有些甚至连公司理论也没法解释。企业选择公司制的理由可能有以下三个方面。

第一,大型企业要以个体业主制或合伙制存在是非常困难的。个体业主制与合伙制这两个组织形式具有无限责任、有限企业寿命和产权转让困难三个重大的缺陷,这些缺陷决定了这两类企业难以筹集大量资金。显然,大企业采取这两种组织形式将难以为继。

第二,公司具有得天独厚的融资灵活性。企业潜在的增长机会需要资金支持,包括权益资本和债务资本。个体业主制企业和合伙制企业在权益资本融资方面的能力非常有限,而公司在资本市场上能够左右逢源,尽显融资优势。

第三,公司拥有更多的再投资机会。因为公司比合伙制企业和个体业主企业更容易留存企业的当期收益,因此,更有利于今后再投资于有利可图的投资机会。

第二节 公司的金融活动

资产负债表是反映公司财务状况的载体,因此,我们可以在某一时间点上借助资产负债表(见图1-1)知晓公司财务状况以及公司金融活动的结果。我们进而能够借助资产负债表来理解公司金融的基本内容。资产负债表的左边是公司的流动资产和长期资产(包括长期投资、固定资产、无形资产等),公司的资产状况反映了公司流动资产管理水平以及长期资产投资状况;资产负债表的右边显示公司的资金来源,包括流动负债、长期负债和所有者权益(或称股东权益),公司的负债和所有者权益则反映了其在融资方式、融资结构方面的偏好或无奈。

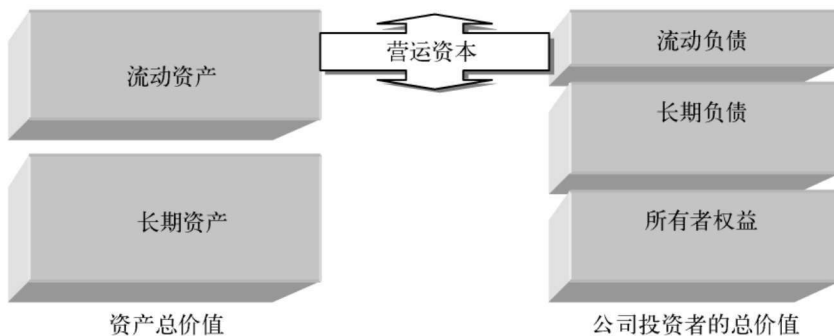


图 1-1 公司资产负债表模式

一、主要公司金融活动

(一) 投资决策

公司在创立之初和面对未来成长机会时,会面临同样的问题,即公司应该采取什么样的长期投资战略?长期资产投资决策便成了重要的公司金融问题之一。长期资产尤其是固定资产投资往往具有不可逆的特征,因此,投资者需使用“资本预算”(capital budget)来描述固定资产的投资和管理过程。在投资之前,须对固定资产形成之后可能产生的现金流入进行预测,并据此与固定资产投资所发生的现金流出进行比较,来决定是否进行固定资产投资。也就是说,如果投资项目的现金流入大于现金流出,则说明该项目有利可图。可见,资本预算是固定资产投资决策的重要依据之一。

未来是不可预知的,因此,长期投资的未来现金流入具有不确定性,建立在资本预算上的长期投资决策并不完全可靠。在现实经济生活中,尽管有一些识别有价值投资项目的原则和经验,但是,要真正发现有价值的长期资产投资项目并非是件易事。事实上,除了一些能够率先推出新产品、拓展比竞争对手更低的成本等诸如此类的长期投资项目通常被视为有价值项目之外,真正有价值的长期投资项目并非比比皆是。

20世纪70年代以来,实物期权或真实期权(real options)从观念上对传统资本预算产生了冲击。按照实物期权思想,长期资产投资价值还应该包括持有长期资产(实物资产)所拥有的实物期权的价值^①。

(二) 长期融资决策

公司在初创以及成长过程中需要大量资金,因此,如何筹集所需资金将是公司面临的第二个公司金融问题。比如,在投资于一种固定资产或发生一笔资本性支出之前,公司应该基于公司价值最大化原则来选择资金。我们可以用“资本结构”(capital structure)来描述资金筹措过程。资本结构是指公司的各种资本在总资本中所占的比重,也可简单表示为企业长期负债和股东权益之间的比例,它是公司长期融资决策的重要理论依据。

美国著名金融学家米勒(Miller)曾生动地将公司视为一个圆饼,圆饼的大小基于公司在金融市场上的价值。圆饼的大小取决于投资决策,同时也取决于资本结构,即取决于公司的融资决策。假如公司的价值为 V ,则 V 可以写作:

$$V = B + S \quad (1-1)$$

式(1-1)中, B 表示债权或负债的价值, S 表示股权或所有者权益的价值。

根据米勒的观点,在无税等一系列假设下,公司的融资决策与公司价值无关。在有税环境下(且仅仅考虑有税),公司选择债务融资还是权益融资是有差别的。由于债务融资成本(利息)可以在税前列支,而权益融资成本(股利)用税后利润支付,因此,债务融资拥有税盾(即省税)效应,可以提升公司价值。

事实上,现实世界远比米勒描述的世界复杂得多,公司管理层的目标之一就是尽可能地选择合理的融资方式,既能够满足公司融资需要,又能够提升公司价值。

^① 读者可参见本书第五章第二节中实物期权的相关内容。

（三）营运资本^①管理

为了满足公司正常运作,公司需要配置多少流动资产以及需要筹集多少短期资金来支付其到期账单?这是公司的营运资本管理问题,它们涉及资产负债表的上方(见图1-1)。营运资本管理包括流动资产管理和流动负债管理。

流动资产的管理包括存量管理和流量管理。从流动资产存量管理要求看,流动资产中的每一类流动资产(比如现金、应收账款、存货等)都需要保持一个合理的规模,它基于成本—收益分析。从流动资产流量管理要求看,流量管理的目的是提高流动资产的流动性,增强它们的变现能力,提高它们的效率。

公司流动资产中有一部分属于永久性流动资产(以商品流通企业而言,存货可以分为正常需要和安全需要的存货,其中,安全需要的存货是为防止销售脱节而储备的存货,这部分存货就是公司的永久性流动资产),这部分流动资产所需要的资金可以用长期银行信贷、公司债券、股票等长期融资方式加以解决。而其他流动资产所需资金则用商业信用、短期银行信贷、商业票据等短期融资方式解决。企业的短期融资构成了企业的流动负债。在短期融资决策中,首先以融资成本最小化原则选择短期融资方式。由于低融资成本的商业信用等短期资金是有限的,因此,在用足商业信用之后,公司需参照可得性原则选择短期资金,即按融资成本由低到高的原则选择融资成本稍高的次优短期资金。

值得一提的是,公司金融活动远不止这些。但关于这些金融活动的诸多决策构成了公司金融的重要内容,它们还提供了公司金融的一个基本框架。

二、公司金融活动和金融市场的关系

公司在产品或商品市场上互相竞争,这种竞争同样发生在金融市场上。当下,公司越来越多地依赖金融市场。一方面,它们需要在金融市场上寻求资金;另一方面,它们会在金融市场上寻求更多的投资回报。因此,对公司来说,了解变化无常的金融市场有助于它们进行有效的投融资决策。

（一）金融市场的功能

金融市场可以进行细分,划分的标准主要有三种。一是按照金融要求权划分为债券市场和股票市场;二是按照金融要求权的期限划分为货币市场和资本市场;三是按照金融要求权是否首次发行划分为一级市场和二级市场。金融市场为公司提供了三种经济功能。

第一,价格^②发现过程。公司获取资金的动力取决于投资者所要求的回报率,金融市场的这一特点引导着资金在金融资产之间进行分配。

第二,金融市场提供了一种流动性^③。金融市场为投资者出售金融资产提供了一种

^① 广义的营运资本是指对流动资产的投资,狭义的营运资本是指流动资产和流动负债的差量,即净营运资本。此处专指广义的营运资本概念。

^② 至于这些价格信号是否正确则应该视金融市场效率而定。

^③ 虽然所有的金融市场均提供某种形式的流动性,但是,流动性的程度却是决定不同市场特点的因素之一。

机制,它对被迫或主动出售金融资产的投资者具有很大的吸引力。

第三,金融市场减少了交易的搜寻成本和信息成本。某种有组织的金融市场的出现会降低信息成本,因为在有效的资本市场中,价格反映了所有市场参与者收集到的总信息。

(二) 公司金融活动依赖金融市场

中央政府、中央政府的代理机构、地方政府、国际机构、公司、金融机构等成了金融市场的主要参与者。作为金融市场的主力,公司以投资者和融资者的身份在金融市场上完成投资以及实现资金融通。随着金融市场的发展,公司与金融市场的关系更加紧密。

金融市场为公司提供了众多可以选择的融资品种,越来越多的公司融资活动是在金融市场上完成的。公司可以在债务市场上举债,在股票市场上发新股。公司在营运资本、固定资产投资等方面存在的资金缺口都可以借助金融市场来加以解决。

金融市场为公司提供了投资的场所,公司大量的投资活动发生在金融市场上。债券市场和股票市场为公司长期投资提供了新的内涵,随着金融市场的发展,证券投资在公司长期投资中所占的比重不断上升,证券投资也成了公司投资收益的重要来源。

金融市场还为公司金融活动提供了进行风险管理的工具。公司的投资和融资活动会面临金融风险,公司可以借助衍生金融市场,采用套期保值等风险管理策略规避投资风险和融资风险。

第三节 公司的财务目标和代理冲突

公司的财务目标有单一和多元之说。在英美等国家,公司的财务目标是实现股东财富最大化,或实现公司价值最大化。在日德等国家,公司财务目标具有多元化,股东财富最大化仅为目标之一,而非全部。为便于理解,本书将公司财务目标定位在实现股东财富最大化或股东财富最大化上。从逻辑上讲,股东拥有并控制公司,因此,管理者均会以如何实现股东财富最大化来实施自己的行为,公司的任何决策均基于公司股东财富最大化。但是,公司的所有权和经营权相分离,两权分离使我们有必要重新审视究竟是谁在控制公司,否则,公司的财务目标会变得有些模糊不清。

一、股东财富最大化目标

就单一目标而言,关于公司的财务目标有多种观点。利润最大化目标、收入最大化目标、股东财富最大化目标是最重要的几种公司目标说。股东财富最大化也称股东价值最大化,如果考虑债权人对公司财富要求权的话,公司财务目标也可称为公司价值最大化或公司财富最大化。股东财富最大化目标避免了利润最大化或收入最大化目标的三个缺陷。首先,股东财富基于期望流向股东的未来现金流量,内涵非常明确,而不是模糊的利润或收入;其次,股东财富明确地取决于未来现金流量的时间;最后,股东财富的计量过程考虑风险差异。因此,股东财富最大化是公司最合适的财务目标。

股东财富最大化目标为公司的各类公司金融决策提供了决策依据,公司股利政策的

制定、融资方式的选择、投资项目的选择等具体的决策行为都依赖于公司财务目标。在股东财富最大化这一单一目标体系下,任何公司的金融决策,只要能提高或至少保持股东财富,就被视为好的决策,所有降低公司价值的决策均被视为坏决策。

股东财富最大化目标可以用公司价值最大化或风险成本最小化的目标函数来表达。它是公司金融理论的一个单一的目标函数,基于这个目标函数,发展出了诸如资本结构、股利政策、实物期权等一系列公司金融理论和模型。

对于上市公司(listed company)而言,股东财富最大化往往可以表现为股票价格最大化。在有效市场上,股票价格是一个很客观、明确、易于观测的指标。

二、公司金融活动的价值创造

(一) 价值创造过程

价值创造可以实现公司的财务目标,这是公司成长、公司财富最大化的依据。所谓价值创造是指公司创造的现金流入量超过了它所支付的现金流出量,即产生了现金增量。公司可以通过投资决策、融资决策和营运资本管理等金融活动来为公司创造价值。为了揭示公司金融活动的价值创造过程,下文通过公司和金融市场之间相互作用来说明公司价值创造是如何实现的。

如图 1-2 所示,假如公司的金融活动始于融资活动,那么,公司现金流量的流动方向和过程为:

- 第一,公司在金融市场向投资者发售公司债券或普通股股票或优先股股票筹措资金;
- 第二,用资金购置流动资产或长期资产;
- 第三,当公司开始销售产品时,公司获得了收入,也可以理解为公司创造了现金流入;
- 第四,公司用创造的现金向债权人支付利息,最终将偿还本金;
- 第五,在上缴所得税后,向股东支付现金股利;
- 第六,公司留存一部分收益。

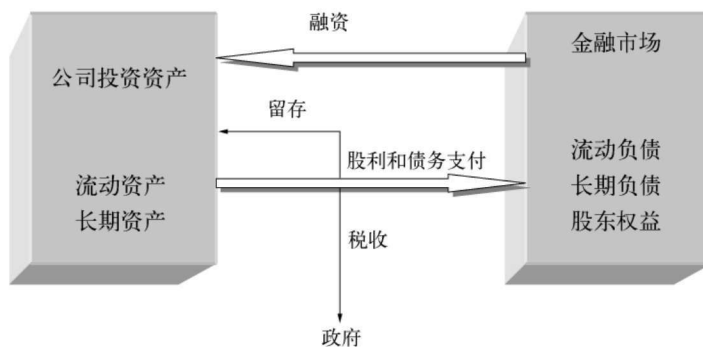


图 1-2 公司和金融市场之间的现金流量

以上现金流量的流动过程循环往复。如果公司支付给债权人和股东的现金超过从金融市场上筹集的资金时,公司的价值就此增加。