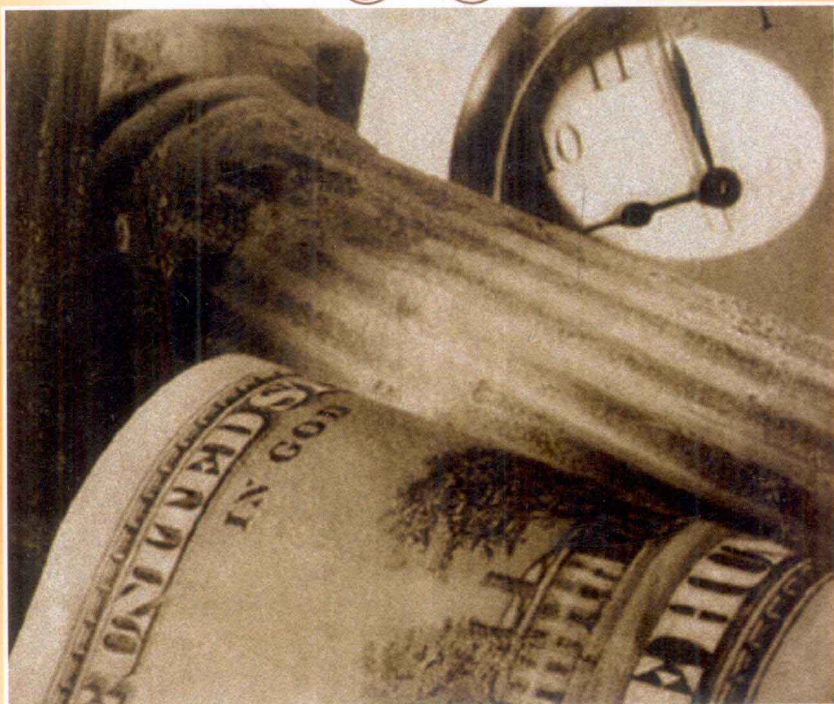


Finance
经济管理类课程教材

金融系列

公司财务

向东 邓鑫 主编



中国人民大学出版社

经济管理类课程教材·金融系列

公司财务

向东 邓鑫 主编

中国人民大学出版社

· 北京 ·

图书在版编目 (CIP) 数据

公司财务/向东, 邓鑫主编. —北京: 中国人民大学出版社, 2011. 6
经济管理类课程教材·金融系列
ISBN 978-7-300-13850-3

I. 公… II. ①向… ②邓… III. 公司-财务管理-高等学校-教材 IV. ①F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 164270 号

经济管理类课程教材·金融系列

公司财务

向东 邓鑫 主编

Gongsi Caiwu

出版发行 中国人民大学出版社

社 址 北京中关村大街 31 号

邮政编码 100080

电 话 010-62511242 (总编室)

010-62511398 (质管部)

010-82501766 (邮购部)

010-62514148 (门市部)

010-62515195 (发行公司)

010-62515275 (盗版举报)

网 址 <http://www.crup.com.cn>

<http://www.ttrnet.com> (人大教研网)

经 销 新华书店

印 刷 北京市易丰印刷有限责任公司

规 格 185 mm×260 mm 16 开本

版 次 2011 年 6 月第 1 版

印 张 19.25

印 次 2011 年 10 月第 1 次印刷

字 数 447 000

定 价 33.00 元

版权所有 侵权必究 印装差错 负责调换



出版说明

改革开放以来，中国的金融走上了高速发展的快车道，获得了前所未有的发展，有关院校都开设了金融课程，以便培养我国急需的人才。

一套高质量的教材是提高教学质量的前提之一。教材规定了教学内容，是教师授课取材之源，是学生求知和复习之本，没有优秀的教材，就无法提高教学质量。中国人民大学出版社推出“经济管理类课程教材·金融系列”，旨在推动国内金融人才培养工作的发展。

组织编写这套教材时，我们遵照以下原则：

1. 教材实行本土化。为了更快地与国际接轨，许多人主张采用“拿来主义”原则，直接引进国外的教材。实践证明，我国与发达国家相比，国情不同，文化背景不同，思维方式不同，语言表述方式不同，广大的专家教授一致认为：我们培养的是中国金融人才，是为中国的金融服务的，教材还是本土化为宜。在了解我国现况之后，再学习国外的知识。把中国的背景知识与国际接轨才是我们最需要的。该套教材均为本土原创作品。

2. 精选作者，保证教材质量。金融与国家的政策联系紧密，应用性强，培养的学生既要懂理论又要会应用，既要与国际接轨，又要考虑中国的国情。该套教材涵纳全国“政产学研”方面的作者，从源头上保证了这套书的质量。

3. 要始终保持教材的“精”与“新”。现代金融日新

月异，课程设置不断变化。该套教材根据形势的发展，不断推出新课程教材，并不断修订、完善。

4. 形式多种多样，方便教材使用者。书中每章都设有“本章小结”、“本章要点”、“本章关键术语”、“本章思考题”和“本章练习题”等栏目。此外，各书还有配套的“学习指导书”，方便读者学习和使用。

总之，这套系列教材紧密结合当前国内外金融研究的最新成果与金融政策发展的实际情况，全面讲述金融基本理论和基本知识。我们相信“经济管理类课程教材·金融系列”的推出，能够为读者掌握现代金融知识，培养人才起到应有的作用。

中国人民大学出版社



“公司财务”是一门引进课程。20 世纪 90 年代后期，随着我国资本市场的发展，公司这一微观主体的行为及其与资本市场的关系逐步引起了人们的重视，对应的教材和课程也相继引入国内。对于 corporate finance 的翻译出现了“公司财务”、“公司理财”和“公司金融”等多种译法。不同的译法多少反映出人们希望突出这门课程的“金融”特性，而区别于传统的“会计”课程。无论何种译法，其内涵是一样的，corporate finance 就是研究公司如何通过各项财务决策达到价值最大化的目标。本书使用“公司财务”这一广泛使用的译法。公司财务是一个综合统一的体系，本书紧紧围绕公司价值管理这一主线来组织内容，从金融中最基本的价值分析工具入手，继而说明公司的投资、融资和分配决策如何影响公司的价值。

“公司财务”是一门年轻的课程。国内把“公司财务”列为金融学的专业基础课，不过是近十年的事情。而近十年来，在全球金融市场一体化快速发展的背景下，我国公司的经营环境发生了根本性的变化，各种法律法规的建立健全、资本市场的变革以及创新金融工具的出现，使得公司财务的理论和实践都在快速的发展。因此，在阐述基本原理的基础上，如何反映新的实践变化成为“公司财务”教科书面临的难题。而作为一门引进的年轻的课程，其教材如何体现中国的特点以及如何与已有的课程进行内容整合也是不可避免的问题。为了达到“新”、“本土”以及

“整合”的目标，本书在内容上突出了三个“结合”，具体是：

第一，与中国的实践相结合。首先体现了中国实践的特殊性。目前流行的西方教材主要是以美国为背景，有些与中国的实际并不相符，例如中国的所得税制度、IPO制度和破产制度等。本书是在中国相关制度的背景下，介绍公司财务基本原理及其应用，并辅以中国的案例进行说明，就重要理论使用中国数据的实证结果也进行了介绍。其次体现了中国实践的发展。例如，越来越多的企业开始采用经济增加值（EVA）指标进行管理，特别是从2010年开始，国资委下属中央企业全面推进EVA考核。因此我们专门辟出一节介绍了EVA的概念和应用，并将其与传统的估值方法进行比较。

第二，与专业考试内容相结合。公司财务是许多专业考试的内容，如中国的注册会计师考试、全球范围的注册金融分析师（Chartered Financial Analyst, CFA）考试。不少学生和从业人员同时参加上述中英文的考试。这些考试各有自己的教材体系，与传统教材在概念和方法上不尽相同，中英文考试教材本身也存在差异。为了增强本书的实用性，我们在编写时一方面尽量反映最新的专业考试教材的要求，另一方面在名词的使用上尽量与专业考试教材一致。常用名词我们都标出英文，以避免翻译造成的歧义。如第13章的估值，我们主要参考了CFA考试的标准。

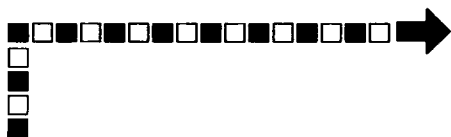
第三，与相关课程内容相结合。国内的金融学专业最初主要是从货币银行的角度设置课程，传统的课程包括货币银行学、商业银行业务与经营、国际金融，现在多数还设有证券投资学等课程。而且，金融学本科专业学生还普遍设有2~3门会计课程。从内容上讲，这些课程不可避免地与公司财务有所交叉。因此，从教学需要出发，我们在本书的内容安排上，在不影响公司财务逻辑框架完整性的情况下，排除了交叉内容，将重点放在公司价值管理上。具体来说，我们略去了短期财务管理、跨国公司财务、有效市场假说的部分，而在资本结构和公司估值部分加大了篇幅。

本书是为经济与管理类专业本科生的公司财务课程而设计的，可以作为微观金融的入门教材，亦可作为企业、银行和证券等金融机构从业人员的学习参考书。使用这本书要求读者业已或者正在学习经济学、会计学和概率统计的基本知识，这将有助于读者更好地理解本书。

本书的提纲由向东拟定，全书由向东和邓鑫统撰。具体参加撰写的有：向东（第1、5、7、8、13章），邓鑫（第2、10章），吴代莉（第3章），石邵磊（第4章），黄伊宁（第6章），丁孙楠（第9章），王秋香（第11章），洪洁瑛（第12章），孔令瑶（第14章）。此外，在本书撰写过程中，费逸和潘明曦等同志在数据与素材的收集和整理方面承担了一定工作，在此一并表示感谢。

从草拟提纲伊始，直至写作、修改的过程中，我们始终力求本书的内容在理论和实践上能够“与时俱进”。完稿之时，仍有不少遗憾之处。限于编者的能力，难免存在错误或纰漏，敬请广大读者予以指正。

编者



目 录

第 1 章	公司财务概述	1
	1.1 公司制企业	1
	1.2 公司财务的内容	6
	1.3 公司财务的目标	8
	1.4 本书的结构	12
第 2 章	财务报表分析	14
	2.1 财务报表介绍	14
	2.2 财务比率	22
	2.3 财务报表分析	32
第 3 章	长期财务规划	35
	3.1 基本概念	35
	3.2 销售百分比法及其应用	40
	3.3 增长率与资金需求	44
第 4 章	折现与估值	50
	4.1 货币时间价值	50
	4.2 债券估价	62
	4.3 股票估价	68
第 5 章	风险与收益	80
	5.1 风险的数学表达	80

	5.2 投资组合的选择	84
	5.3 风险与收益理论——资本资产定价模型	87
	5.4 风险与收益理论——套利定价理论	91
	5.5 加权平均资本成本	93
第 6 章	期权定价	97
	6.1 期权	97
	6.2 期权定价的二叉树模型	104
	6.3 Black-Scholes 期权定价公式	108
第 7 章	净现值原理及其应用	113
	7.1 净现值法则和价值最大化目标	113
	7.2 项目现金流估算	115
	7.3 项目风险和折现率的选择	122
	7.4 净现值应用的其他问题	125
第 8 章	资本预算法则	131
	8.1 资本预算概述	131
	8.2 常见资本预算法则评价	134
	8.3 资本配置条件下的资本预算	142
第 9 章	长期融资	147
	9.1 股票发行	147
	9.2 长期债券	162
	9.3 租赁	165
第 10 章	资本结构理论（一）	171
	10.1 资本结构问题	171
	10.2 MM 理论（无税）	173
	10.3 MM 理论（有税）	183
	10.4 对 MM 理论的评价	195
第 11 章	资本结构理论（二）	197
	11.1 权衡理论	197
	11.2 优序融资理论	207
	11.3 市场择时理论	210
	11.4 资本结构的其他理论	213
	11.5 企业如何确定负债水平：中国的实证	215

第 12 章	股利政策	224
12.1	股利支付	224
12.2	股利政策理论	227
12.3	实践中的股利政策	236
12.4	股票回购	239
第 13 章	公司估值	245
13.1	公司估值概述	245
13.2	倍数法	248
13.3	自由现金流量折现法	253
13.4	经济增加值法	262
第 14 章	兼并与收购	268
14.1	并购的含义	268
14.2	并购的主要形式	270
14.3	并购和税收	274
14.4	并购的会计处理方式	276
14.5	并购的收益及成本估计	281
14.6	并购绩效的实证研究	284
14.7	反收购策略	285
附表一		290
附表二		291
附表三		292
附表四		293
附表五		294
参考文献		295



◎学习目标◎

- 了解公司制企业的特点。
- 了解公司财务的内容。
- 理解公司存在的委托—代理关系。
- 掌握公司财务的目标。

1.1 公司制企业

1.1.1 企业的三种组织形式

从所有权的角度来看，企业的组织形式一般可以分为三类。公司虽然只是其中的一种，但最具优势，因此是现代企业普遍采取的组织形式。

1. 个人独资企业

个人独资企业（sole proprietorship）是指单个自然人所拥有的企业。《中华人民共和国个人独资企业法》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。个人独资企业是最简单的组织形式，其设立、转让和关闭的手续简便，所有者只需缴纳个人所得税。但企业的寿命取决于所有者个人的生命周期，并且个人对企业的债务负有无限责任。

2. 合伙企业

合伙企业（partnership）由两个或两个以上的合伙人所拥有。《中华人民共和国合伙企业法》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。普通合伙企业由二个以上普通合伙人组成，合伙人对合伙企业债务承担无限连带责任。有限合伙企业由二个以上五十个以下普通合伙人和有限合伙人组成，至少应当有一个普通合伙人。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。国有独资公司、国有企业、上市公司以及公益性的事业单位、社会团体不得成为普通合伙人。通常，有限合伙人不参与企业的经营管理。

合伙企业在设立时，需签订合伙协议，明确出资方式 and 数额，以及利润或亏损的分担方式。普通合伙企业原合伙人退伙和新合伙人入伙，一般需经全体合伙人一致同意。有限合伙人可以按照合伙协议的约定向合伙人以外的人转让其在有限合伙企业中的财产份额，因此，合伙人的所有权转让相对困难。此外，合伙企业的寿命是有限的，一般合伙协议会规定合伙期限。

合伙企业生产经营所得和其他所得采取“先分后税”的原则。合伙企业以每一个合伙人为纳税义务人。合伙企业合伙人是自然人的，缴纳个人所得税，合伙人是法人和其他组织的，缴纳企业所得税。

合伙企业多见于专业服务行业，如会计师、律师事务所，私募基金等。

3. 公司

个人独资企业和合伙企业虽然创立较为简单，但创立后由于在企业寿命、负债责任、所有权转让等方面的局限性，筹集资金有限，因此发展规模受到制约。随着企业的投资和融资需求不断扩大，公司制企业的优势得以显现。

《中华人民共和国公司法》规定我国的公司（corporation）为两类：有限责任公司和股份有限公司。有限责任公司由五十个以下股东出资设立。股份有限公司的设立，应当有二人以上二百人以下发起人，其中须有半数以上的发起人在中国境内有住所。可以采取发起设立或募集设立的方式。发起设立，是指由发起人认购公司应发行的全部股份而设立公司。募集设立，是指由发起人认购公司应发行股份的一部分，其余股份向社会公开募集或者向特定对象募集而设立公司。

公司是企业法人，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。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。

在股份转让方面，有限责任公司的股东之间可以相互转让其全部或者部分股权。股东向股东以外的人转让股权，应当经其他股东过半数同意。股份有限公司的资本划分为股份，采取股票的形式，同股同价，股东持有的股份可以依法转让。

从财务的角度来看，公司有四个重要的特点：

（1）融资渠道拓宽。股份有限公司可以通过向投资者出售新股或发行债券来募集资金，也可以与其他公司进行兼并收购。由于股东人数没有上限，从而大大增强了股份有限公司的融资能力。

（2）股东对公司负债负有限责任。也就是说，公司的负债与股东的个人财产无关，股东仅以其出资额对公司债务承担有限责任。这就使得股东分散了投资风险，便于公司吸引更多的资金。也正是由于有限责任这一点，股权的最低价值为零，并且随着公司价值的不断

断提高而提高。

(3) 双重纳税。公司作为独立法人，需要缴纳公司所得税，但股东在获得公司的利润分配后还要缴纳个人所得税。双重征税对公司在债务和股权融资之间的选择，以及如何分配利润给股东都会产生影响。

(4) 所有权与经营权的分离。尽管股东拥有公司，但股东通过选举董事会，再由其任命管理层，将经营权委托给专业的经理人。这种分离保证了公司经营的持续性，在正常情况下公司可以无限存续。即便是经理人变换，或者股东转卖股份，也不会影响公司的正常运转。

1.1.2 公司的组织机构

公司的组织机构体现了公司的所有权与经营权的分离。一般来说，公司的组织机构包括三个部分，即决策机构、执行机构和监督机构。有限责任公司由于股东数量相对较少，上述三个部分的组织机构设置相对简单。本小节主要讨论股份有限公司的组织机构。

股份有限公司的决策机构包括股东大会和董事会。股东大会由全体股东组成，是公司的权力机构，股东所持每一股份代表一份表决权。股东大会选举董事和监事。股东大会至少每年召开一次年会，此外涉及公司重大决策还需召开特别大会。一般来说，公司的增资扩股、重组及合并、转让受让重大资产、董事会改组等都需经股东大会决议。股东可以委托代理人出席股东大会会议，代理人应当向公司提交股东授权委托书，并在授权范围内行使表决权。因此，对表决代理权（proxy）的争夺，是获得对公司控制权的一个重要途径。

董事会由股东大会选举产生。按照现行公司法规定，董事会成员为五人至十九人，上市公司还需设立独立董事。董事会对股东大会负责，主要职权包括：决定公司的经营计划和投资方案；制定公司利润分配、融资和兼并方案；决定公司内部管理机构的设置；决定聘任或者解聘公司经理及其报酬事项，并根据经理的提名决定聘任或者解聘公司副经理、财务负责人及其报酬事项等。董事会通常再下设若干委员会来具体行使各职权。

公司的执行机构是指由公司高级职员组成的具体负责公司经营管理活动的团体，其主要职责是贯彻执行董事会作出的决策。经理由董事会决定聘任或者解聘，经理主持公司的生产经营管理工作，组织实施公司年度经营计划和投资方案，并提请聘任或者解聘公司副经理、财务负责人及其他主要管理人员。

公司还设有监督机构，即监事会。股份有限公司的监事会成员不得少于三人，应当包括股东代表和适当比例的公司职工代表，其中职工代表的比例不得低于三分之一，董事和高级管理人员不得兼任监事。监事会可以检查公司财务、列席董事会会议并对董事会决议事项提出质询或者建议，对董事和高级管理人员执行公司职务的行为进行监督并提出罢免建议，提议召开临时股东会会议等。

因此，从组织机构上看，股东对公司的控制权主要是通过股东大会来实现的。股东大会决定公司章程的修订，其中设有对董事任期和改选的规定。通过控制董事会成员的任命，进而决定公司管理层的聘请和解雇。

1. *Journal of the American Medical Association*, 1997; 277: 1001-1005.

资料来源：中国石油化工有限公司网站，<http://www.sinopec.com>。

4

四 专题 1—2

中国石油化工有限公司的利益相关者

“本公司重视加强与利益相关者的沟通和对话，了解利益相关者对公司在可持续发展方面的意见、关注点和相关问题解决方案，建立起公开、透明的交流机制，将他们合理的建议和要求纳入到公司政策、战略、计划的制定和实践中去，并通过积极有效的回应与其建立起健康友好、互利互信、合作共赢的关系。”

股东、债权人	● 定期报告 ● 公司公告 ● 推介活动 ● 股东对话和反馈	● 保护股东、债权人利益 ● 信息披露真实性、准确性、及时性和完整性	● 股东应占利润 ● 已占用资本回报率 ● 所有者利益 ● 股息、债息派发	● 完善信息披露机制 ● 实现公司公平的企业价值 ● 完善工作机制和投资者关系
客户	● 客户见面会和意见征询 ● 日常联络 ● 客户反馈机制 ● 电话热线服务 ● 在线服务	● 反应速度 ● 服务质量 ● 特殊需求 ● 投诉处理	● 客户满意度 ● 客户投诉处理率	● 确定客户需求 ● 市场分析 ● 销售计划 ● 改进产品和加工的活动
员工	● 建议、投诉邮箱 ● 谈话	● 职业发展规划 ● 雇员福利 ● 投诉处理	● 培训 ● 客户反馈 ● 人员流失率 ● 信访结案率	● 确定员工需求 ● 建立有效沟通 ● 加强员工培训 ● 改善员工福利 ● 改进人力资源管理
供应商	● 合同协议谈判 ● 实时交流 ● 招标会议	● 产品价格 ● 配送和服务 ● 及时付款 ● 长期的合作伙伴关系	● 成本和付款合同	● 确认服务请求 ● 确认评价和选择合格供方的准则
金融、保险公司	● 合同谈判 ● 日常的业务交流	● 降低筹措资金成本 ● 减少风险 ● 及时付款	● 计划付款 ● 索赔率	● 研究金融和保险政策 ● 调整公司的策略，减少融资风险
工会	● 集体谈判 ● 正常交流 ● 职工代表大会	● 员工的权利和收益 ● 民主的管理 ● 企务公开	● 职代会 ● 基层工会组织 ● 集体合同签约率 ● 企务公开推行率	● 加强交流 ● 改进民主的管理
商业伙伴	● 合同谈判 ● 日常会议 ● 高层会晤 ● 文件函电来往 ● 日常业务交流	● 利润分摊 ● 信息资源共享 ● 诚信互惠	● 销售收入 ● 资本回报率 ● 市场占有率	● 了解行业和竞争者 ● 建立有效的合作伙伴关系
政府	● 法规、政策发布 ● 专题汇报和拜访	● 安全、环境和合规要求 ● 保障供应 ● 提供就业机会 ● 带动地方经济发展	● 税收总额 ● 创造就业机会数 ● 工伤事故伤亡率 ● 社会贡献率	● 确定合规要求 ● 研究、调整发展战略 ● 改善内部管理

续前表

利益相关者	沟通	主要活动
社区	● 签订公益协议 ● 参与志愿者活动 ● 定期会议	● 环境保护 ● 共建和谐社区 ● 污染投诉事件数 ● 社区公益投入 ● 建立沟通交流机制 ● 改善公益投入
非政府组织	● 定期参加会议或活动 ● 日常联络	● 共同倡导可持续发展 ● 为建设行业标准/规范投入资源 ● 促进公司业务发展 ● 加强信息沟通 ● 建立有效的合作伙伴关系

资料来源：中国石油化工有限公司《2008 年可持续发展报告》。

1.2 公司财务的内容

公司为了持续经营，需要多种实物资产（real asset），既有有形的固定资产，如机器和设备等，也有无形资产，如专利和商标等。为了筹集支付这些资产所需的资金，公司走向金融市场（financial market），寻找投资人。公司基于拥有的实物资产及其产生的未来现金流，向投资人发出权利证书，也就是金融资产（financial asset）。公司可以以债务（debt）的形式借款，向银行贷款或者发行债券，到期支付债权人利息和本金；也可以以权益（equity）的形式出售公司的股份，未来以股利的方式回报给股东。

图 1—1 描述了现金在公司与金融市场之间的流动轨迹，如何从投资人流向公司，再从公司返还投资人的过程。（1）公司首先在金融市场发行证券（security）筹集资金。（2）现金被用于公司进行资产投资。（3）公司投资后产生现金。（4）现金的一部分以税收的形式上缴政府。（5）现金的一部分以留存收益的形式返回公司，用作再投资。（6）现金的其余部分返还给原始投资人。债权人因出借资金获得利息，并且最终收回本金。股东以股利的方式得到投资回报。当支付给投资人的现金大于从金融市场上筹集的现金，公司就创造了价值。公司价值的大小，取决于投资人取得的回报超出投入资金的数额。

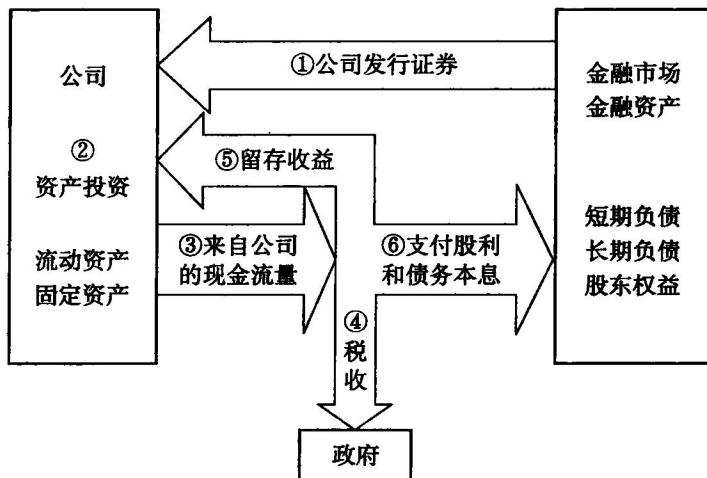


图 1—1 公司与金融市场之间的现金流流动

我们再从公司资产负债表的角度理解上述现金流动。资产负债表反映了某一特定日期公司的资金来源和资金使用情况。图 1—2 是经过少许调整后的简单的资产负债表的示意图。与一般的资产负债表不同的是，我们将公司短期（一年之内）或称为流动负债中的非带息部分，如欠供货商的应付款，移到了表的左边，变为流动资产的减项。这样的调整能够更好地反映投资人的资金投入和使用状况，对应现金流在公司和金融市场之间的流动。

资金的占用	资金的来源
经营性营运资本 = 经营性流动资产 - 经营性流动负债	短期带息负债
非流动资产 固定资产 无形资产	长期负债 股东权益

图 1—2 资产负债表的示意图

资产负债表的左边是公司的资产，反映了现金的使用状况。根据持续时间的长短，以一年为界，分为经营性营运资本（operating working capital）与非流动资产。经营性营运资本对资金的占用主要体现在存货、因向客户赊销造成的应收账款以及欠供货商的应付款上。^① 经营性营运资本是由于公司在经营活动中短期现金流入和短期现金流出在时间和数量上不匹配，导致的对资金的短期占用。非流动资产，主要指机器、设备和厂房等固定资产与商标、专利等代表的无形资产，形成了对资金的长期占用。

资产负债表的右边表示公司的现金的来源状况。按时间分，短期来源可以通过短期借款和短期商业票据获得。长期来源可以来自债券和长期借款，以及发行股票。资产负债表的右边反映了投资人投入资本（invested capital）^② 的多少。因为资金的来源等于资金的占用，投入资本也可以从资产角度求得：

投入资本 = 有息负债 + 股东权益（融资角度）

= 经营性营运资本 + 非流动资产（资产角度）

从资产负债表的结构，我们可以清晰地看到公司财务的内容：

第一，投资决策。什么样的长期实物资产值得投资？我们用资本预算（capital budgeting）一词来表示一年期以上投资的决策过程。长期投资可以将资金直接投放于本公司的生产经营，如购置设备和兴建厂房等，也可以是一些战略性的公司兼并收购或与其他投资者共同成立新的公司。投资决策的基本原则就是投资的收益要高于资本成本，这样才能为股东创造增值。

第二，融资决策。投资需要的资金从哪里来？这包含两个层面的问题。首先是资本结构（capital structure），即负债融资与权益融资的比例问题。债务的收益相对固定且债务的利息在公司所得税前扣除，而股票的收益波动性大，且股利只能来自税后利润。什么样的资本结构是最优的呢？股利政策也可以视为融资决策的一部分，因为公司发放股利和公

① 会计中的营运资本等于流动资产与流动负债之差，这里强调经营性质，不包括短期带息负债。

② 准确的投入资本概念还应减去多余现金和非经营性资产，这里未涉及多余现金和非经营性资产问题，所以公式中未列出。