

国家级教学团队
东北财经大学财务管理专业系列教材
国家级精品课程教材

公司理财

(第二版)

Corporate Finance

刘淑莲 牛彦秀 主编

 东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press



国家级教学团队
东北财经大学财务管理专业系列教材
国家级精品课程教材

公司理财

(第二版)

Corporate Finance

刘淑莲 牛彦秀 主编



东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press

大 连

© 刘淑莲 牛彦秀 2011

图书在版编目 (CIP) 数据

公司理财 / 刘淑莲, 牛彦秀主编. —2 版. —大连: 东北财经大学出版社, 2011. 1

(东北财经大学财务管理专业系列教材)

ISBN 978 - 7 - 5654 - 0226 - 5

I. 公… II. ①刘…②牛… 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 (2010) 第 252001 号

东北财经大学出版社出版

(大连市黑石礁尖山街 217 号 邮政编码 116025)

教学支持: (0411) 84710309

营 销 部: (0411) 84710711

总 编 室: (0411) 84710523

网 址: <http://www.dufep.cn>

读者信箱: dufep@dufe.edu.cn

大连经济技术开发区兴华彩印包装有限公司印刷 东北财经大学出版社发行

幅面尺寸: 170mm × 240mm

字数: 436 千字

印张: 21 1/2

2011 年 1 月第 2 版

2011 年 1 月第 3 次印刷

责任编辑: 李智慧 车 锐

责任校对: 包慧铭

封面设计: 冀贵收

版式设计: 钟福建

ISBN 978 - 7 - 5654 - 0226 - 5

定价: 35.00 元

总 序

目前，以财务管理为核心的企业管理已经成为现代企业管理的发展趋势。随着知识经济和信息经济时代的到来，加之经济全球化趋势的日益凸显，社会对企业的理财能力提出了更高的要求，因此，高等学校必须为社会培养更多符合其特定要求的财务管理人才。自教育部于1998年设立“财务管理”本科专业以来，越来越多的普通高等学校设立了这一专业。在这种背景下，编写一系列理论融汇实际、符合中国国情的优秀的财务管理专业教材，对于培养财务管理人才的重要性是不言而喻的。为此，国家级教学团队——东北财经大学会计学院财务管理系于2005年组织骨干教师力量，由本团队资深教授担纲，编写并出版了本院第一套财务管理专业系列教材，包括《财务管理基础》、《企业财务管理》、《高级财务管理》、《投资管理》、《资产评估》等五部教材。

第一套财务管理专业系列教材一经推出，就得到了广大读者的厚爱，为许多高等院校所广泛选用，并针对本套教材的体系结构、知识组合和内容界定提出了许多富有建设性的意见。这也促进了我们进一步完善财务管理专业系列教材的信心与决心。2006年以来，国内外的环境发生了显著的变化，尤其是新企业会计准则、新企业财务通则以及企业内部控制基本规范的颁布，使得原有教材的部分内容需要修改与更新。美国金融危机的爆发，也促使社会公众认识到风险管理尤其是金融衍生投资风险管理的重要性，财务管理教材需要与时俱进，及时反映这一时代背景的深刻变化。另外，东北财经大学会计学院2005年被列为首批资产评估全国教学建设基地院校，并于2006年在财务管理专业下设置了“资产评估专门化”方向，因此，原有的财务管理专业系列教材已经无法满足本科教学的需要，针对“资产评估专门化”方向的人才培养特点，非常有必要增加一些专业教材。

基于此，我们对原有的财务管理专业系列教材进行了全面修订，并以第二版的形式呈现在读者面前，分别是《财务管理基础》、《公司理财》、《高级财务管理》、《证券投资》、《资产评估》等五部教材。同时，新编了《资产评估原理》、《企业价值评估》、《房地产评估》、《财务学》等四部教材，补加了非财务专业用书《财务学》。

与第一套财务管理专业系列教材相比，本套教材呈现出以下几个特点：

1. 体系更加完整。本套教材中，《财务管理基础》、《公司理财》、《资产评估》、《企业价值评估》为财务管理专业（含“资产评估专门化”方向）通用专业教材；《资产评估原理》、《房地产评估》是资产评估专门化方向所特有的专业教材；《高级财务管理》则作为除“资产评估专门化”方向的财务管理专业学生的选

用教材；《财务学》为非财务管理专业的同学学习、了解和掌握财务学知识和技能而设计与创作。这样的体系安排或可满足不同方向、不同层次的教学需要。

2. 内容更加全面。依据《企业会计准则》、《企业财务通则》、《企业内部控制基本规范》等一系列最新规范制度，结合国内外实务的最新动态，吸收读者反馈的合理建议，在保持原系列教材基本体系、特色与优点的基础上，我们在新系列教材中尽可能地反映了财务管理、资产评估理论和实务的最新进展。

3. 更加突出实务。鉴于目前我国高等院校的大部分财务管理专业本科毕业生均走向社会从事实务工作，因此，在教材中除了强调基本概念和基本原理以外，更重要的是培养学生的操作能力。本套教材更加强调理论结合实际，更加强调基本方法的运用和基本技能的掌握，大量穿插了真实的案例，突出案例教学。

4. 体例更加合理。每一部教材不仅列出了本章学习目标、学习要点和主要概念，归纳和总结了主要知识点之间的相互联系，而且还配有大量的习题与案例，供教师教学和学生自学使用。

东北财经大学财务管理专业系列教材是国家级教学团队——东北财经大学会计学院财务管理系全体教师共同劳动的结晶，尤其凝聚了众多资深教授和专家多年的经验和心血。当然，由于我们的经验与人力有限，教材中难免存在不足甚至缺陷，恳请广大读者批评指正。

正如第一版总序所言，我们的工作尚处于一个开端处，第二版的推出仅仅是一个新的起点，而不是终点。随着社会的进步、经济的发展和环境的变化，我们将不断修订，使东北财经大学财务管理专业系列教材不断地与时俱进，及时跟踪反映学科的最新进展。

东北财经大学财务管理专业系列教材编委会

前言

从理论渊源上看，财务管理学与金融学密切相关。金融学（finance）作为经济学的一个分支，研究的起点是从宏观层面开始的，研究的内容主要是货币银行学（money and banking）和国际金融（international finance）。直到 20 世纪 50 年代前后，金融学才逐渐从经济学中分离出来，成为一门独立的学科，进而其研究范围逐渐从宏观向微观层面延伸，研究内容逐渐从“money and banking”向“finance”过渡，最后形成了以公司理财（corporate finance）或财务管理（financial management）、投资学（investment）和金融市场（financial market）为核心的金融学；而货币银行学、国际金融则成为宏观经济学的重要分支。伴随着学科研究内容的变化，金融活动的市场实践也形成了不同的管理范畴。正如格林斯潘所说，美联储只管货币（money），不管金融（finance）。

公司理财作为一门独立的学科，与“金融市场”、“投资学”等学科密切相关。“金融市场”主要是分析金融市场的组织形式以及微观结构，考察不同的金融产品及其特征，以及金融市场在实现资源配置过程中的作用；“投资学”是以投资者决策为出发点，研究金融市场和金融资产（包括股票、债券、期权和期货）定价模式及其投资分析与组合管理；公司理财则以公司决策为出发点，研究公司稀缺资源的取得（融资决策）和使用（投资决策），即公司实物投资与资本运作的决策过程。在这三者中，投资学与公司理财的关系更加紧密，投资学的理论只有通过公司财务活动才能真正和实物经济发生联系，与商品市场发生联系；而公司价值又要通过金融市场的交易才能得到正确的评估。

作为一种价值管理，公司理财在研究资源配置时，需要借助于其他学科，诸如数学、计量经济学、运筹学、会计学等各种分析工具和概念，搜集各种必要的信息，以便在不确定条件下选择最优方案，在这些学科中，又属会计学对财务管理影响最大。在财务管理中，如果要对某项财务活动做出抉择，例如资本支出、资本结构、兼并与收购、风险管理等都必须依靠有关信息的支持。在计划、组织、指挥、协调、控制企业的财务活动中，要想达到既定的目标，实现价值增值，也必须收集、整理、利用有关的经济信息。在浩如烟海的信息中，会计信息是最重要的组成部分。利用会计信息的载体，如凭证、账簿和会计报告，可以传递有关的财务状况、经营成果以及现金流量等方面的历史信息，经过对这些会计信息的进一步分析、解释和加工，还可以获得有关经济活动变化趋势的预测信息。因此，从一定意义上说，会计作为一种商业语言为公司的财务决策提供了数据支持，因此财务管理与会计学有着千丝万缕的联系。

在过去半个多世纪里,公司理财研究空前繁荣,从以融资为核心的传统财务学派,到以价值评估、价值创造为核心的现代财务学派,其研究视角发生了很大的变化。总体来说,公司财务管理的研究框架主要表现在两个方面:一是通过资源的流动和重组实现资源的优化配置和价值增值;二是通过金融工具的创新和资本结构的调整实现资本的扩张和增值。这两个问题的核心就是如何通过投资和融资决策为公司创造价值。本书的特点主要表现在:

第一,在体系安排上注重学科知识的逻辑性。

基于对财务理论研究框架的理解,本书以公司理财为主体,以价值评估为主线,系统地介绍公司财务的基本理论和实用技术。全书共分13章:第1章至第4章可以看做估价基础篇,在阐述了财务管理的内容、委托代理关系、金融市场的基础上,系统介绍了货币时间价值、证券价值评估、投资项目价值评估的基本方法;第5章则是从风险与收益的角度介绍了资产定价技术,在此介绍的必要收益率(折现率)既是前述各章价值评估的重要参数,也是后续融资决策的依据;第6至第8章可以看做公司理财的融资篇,先后介绍了资本结构、股利政策、公司融资方式等基本理论与方法;第9章至第13章可以看做公司理财的应用篇,先后介绍了流动资产的管理、财务预测与公司估价、期权估价与公司财务、衍生工具与风险管理、公司并购与收缩、价值创造等理财技术。书中内容设置积木化,各章既相互联系,又独立成章,便于根据实际需要组织教学与学生自主学习。

第二,在写作方法上注重理财技术的应用性。

本书力求突破公司理财教材的传统模式与写作方法,将求“实”与求“新”、求“深”相结合;将现代公司财务模式与我国公司理财现实情况相结合,尽量为读者提供一种理财的思路或导向。书中许多章节中以我国上市公司的财务数据为基础,通过大量的实例将各章的前后概念和财务术语联系起来,运用价值估价模型将公司投资决策、资本结构、营运资本管理和风险管理有机地结合在一起。通过反复讨论和提示给予读者更多的启发,可以帮助读者理解书中内容,掌握财务理论与应用技术。

第三,在内容安排上注重理财技能的演练性。

与一般教材不同的是,本书不仅融入了财务学研究的最新成果,使读者通过学习本书得到完整的财务知识,而且提供了按Excel财务函数解决一般财务问题的具体操作过程,通过模拟增加了读者对财务模型的理解和应用能力,学会利用Excel工具进行财务建模、财务决策和价值评估。本书是一本将财务理论带出课堂的教科书,读者在学习相关的财务理论后,只需具备Excel的基础知识,根据各种财务变量关系,导入真实数据,即可进行实际演练。本书各章之后设置了本章小结、基本训练等栏目。基本训练适合小组作业和现场报告,即由5~10名学生组成小组,在主讲教师指导下,让学生按特定题目各抒己见,然后展开讨论,互相切磋,这样就为学生提供了在课堂中难以得到的自我表现机会。书后列示的参考文献和相关链接(网址)有利于开阔学生眼界,引发学生深入思考和研究。事实上,学生知识的主

要部分不是从教师授课中得到的,图书馆、网络资源、实验室也是知识的主要园地。

与公司理财学习相关的网络资源(通过国家精品课程资源共享系统:<http://www.jpkenet.com>,链接到东北财经大学天空教室:<http://classroom.dufe.edu.cn/jpkc/cwgl/zcr-1.htm>)提供了一整套网络教学整合资源包,主要有:教学资源包,如教学大纲、教学日历、教案、综合练习题、模拟试题、参考文献;多媒体教学资源包,如教学课件、网络辅助教学软件、网络视频教学课件;实践教学资源包,如学生上机实验和实验数据库。这些教学资源对于读者学习与自我测试,尽快掌握理财技术是一个非常好的辅助资源。

本书的章节顺序可作为本课程的一般授课顺序,也可根据学生的实际情况变更次序或根据需要作某些增删。假如学生已经学习了经济学、管理学、会计学、概率论与统计学,这些先修课程有助于学生加深对本书内容的理解。但是先修课程并非至关重要,为学习方便,本书对前续课程中的有关概念作了必要的铺垫性说明。书中许多内容曾作为高等院校相关专业的教材,并在使用过程中不断进行修订和补充。这次再版既可作为财务管理、会计、金融等专业本科高年级教材,也可满足MBA、MPAcc课程学习和中高级管理人员培训需求。本书不论是对于渴望学到财务管理知识的学生,还是对于追求公司价值最大化的财务决策者,都可以找到值得学习和借鉴的地方。

全书框架由刘淑莲教授设计,各章具体分工如下:第1章、第4章、第5章、第10章至第12章刘淑莲教授撰写;第2章、第3章由罗菲副教授撰写;第6章、第7章由张晓东讲师撰写;第8章、第9章、第13章由牛彦秀教授撰写。最后由刘淑莲教授、牛彦秀教授对全书进行修改和总纂。此外,吴世飞、耿琳、韩朋、孟宪楠、王月华、杨雯露等研究生对全书进行了仔细的校对,由于他们的工作,本书得以顺利完成,在此一并表示感谢。

任何一本教材的架构和写作不仅源于作者的知识积累和创造,更来自于前人的研究成果和贡献。本书在写作过程中,参阅了国内外许多财务专家、学者的最新研究成果,他们的思想和观点对本书的完成极为重要。为了反映这些专家和学者的贡献,我们对书中引用的观点和案例尽可能标注了相应的出处。对于这些专家和学者,我们再次表示诚挚的谢意!

感谢东北财经大学出版社的支持,感谢出版社责任编辑李智慧在本书编辑出版过程中所付出的辛勤劳动,他们的支持和帮助使得本书增色许多并得以顺利出版。

本书写作的目的不仅在于通过财务知识的介绍、传播,帮助读者将财务概念用于解决现实问题,同时希望将我从这个学科中获得的兴奋与快乐传递给读者。虽然我主讲公司理财课程已二十多年了,多次主编了不同层次的财务管理教材,但每次撰写教材都是我重新学习的过程。在本书的写作过程中,虽然穷尽了自己在这一领域教学与实践的积累,许多地方反复推敲,几易其稿,但限于水平和时间,书中难

免有许多疏漏和不当之处。谨以此书献给理论界与实务界的理财专家，献给在这一领域进行学习探索的未来的理财专家，你们的批评和建议将是本书重新修订的重要依据。

刘淑莲

2010年9月

目 录

第1章 公司理财概述	1
学习目标	1
1.1 财务与财务经理的职责	1
1.2 理财目标与代理问题	4
1.3 金融市场	7
本章小结	12
基本训练	12
第2章 货币时间价值	14
学习目标	14
2.1 货币时间价值	14
2.2 利率决定因素	22
2.3 Excel 时间价值函数	28
本章小结	31
基本训练	32
第3章 证券价值评估	34
学习目标	34
3.1 债券价值评估	34
3.2 股票价值评估	39
本章小结	49
基本训练	50
第4章 投资决策与风险分析	51
学习目标	51
4.1 现金流量预测	51
4.2 投资项目评价准则	55
4.3 投资项目风险分析	66
附录：财务资本金基准收益率取值表	72
本章小结	73
基本训练	73
第5章 风险与收益	75

学习目标	75
5.1 单项资产收益率与风险	75
5.2 投资组合收益率与风险	81
5.3 投资组合风险与收益分析	87
5.4 风险与收益计量模型	92
本章小结	104
基本训练	104
第6章 杠杆效应与资本结构	106
学习目标	106
6.1 资本成本	106
6.2 杠杆分析	114
6.3 资本结构理论	119
本章小结	129
基本训练	130
第7章 股利政策	131
学习目标	131
7.1 股利政策的基本理论	131
7.2 股利政策的实施	135
7.3 股利支付方式	139
本章小结	144
基本训练	145
第8章 长期融资	146
学习目标	146
8.1 股票融资	146
8.2 长期债务融资	156
8.3 融资租赁	165
本章小结	168
基本训练	169
第9章 营运资本管理	170
学习目标	170
9.1 现金管理	170
9.2 应收账款管理	178
9.3 短期融资	188
本章小结	199
基本训练	200
第10章 财务分析、预测与价值评估	202
学习目标	202

10.1 财务业绩分析	202
10.2 财务预测	211
10.3 价值评估案例分析	222
本章小结	232
基本训练	233
第11章 期权与公司理财	234
学习目标	234
11.1 期权交易的基本知识	234
11.2 二项式模型	241
11.3 布莱克/斯科尔斯模型	246
11.4 期权与证券估价	251
11.5 实物期权与投资分析	259
本章小结	268
基本训练	269
第12章 衍生工具与风险管理	271
学习目标	271
12.1 衍生工具概览	271
12.2 外汇风险套期保值	275
12.3 利率风险管理	285
本章小结	298
基本训练	298
第13章 公司并购与收缩	300
学习目标	300
13.1 并购与价值创造	300
13.2 并购价值评估与对价方式	306
13.3 收缩与价值创造	311
本章小结	315
基本训练	316
主要参考文献与网络资源地址	318
附录 现值、终值表和正态分布曲线的面积	321
表1 复利终值系数表	321
表2 复利现值系数表	323
表3 年金终值系数表	325
表4 年金现值系数表	327
表5 正态分布曲线的面积	329

第1章 公司理财概述

学习目标

1. 了解财务管理的内容和财务经理的职责；
2. 熟悉公司理财目标、委托代理关系与代理问题；
3. 熟悉金融市场的类型及作用；
4. 掌握金融资产的特点与价值决定因素；
5. 了解有效市场假说的基本含义。

有人说，公司理财是研究“以钱生钱”之术。“以钱生钱”，这是一个古老而简单的概念，也是一个全新而繁杂的技术。从一个公司的角度来看，“以钱生钱”就是将公司获得的资本投放到能够创造增长价值的活动。这里的“资本”通常是“他人的钱”（other people's money），对于上市公司来说，“他人的钱”主要是由股东和债权人提供的。这些资本不是免费午餐，公司作为资本的使用者，必须为资本的提供者提供报酬，这个报酬通常是公司用“他人的钱”，“以钱生钱”（投资）创造的。公司只有不断地为“他人”“生钱聚钱”，才能持续不断地得到“他人的钱”（外部融资）。因此，在研究“以钱生钱”之术时，必须要正确权衡资本提供者与使用者之间的委托代理关系，在为“他人”创造财富的同时，也为公司创造价值。

1.1 财务与财务经理的职责

1.1.1 公司财务研究的内容

公司理财（corporate finance）是以公司为主体，以金融市场为背景，研究公司资本的取得与使用的管理学科。所谓资本的取得主要指融资活动，即筹措满足经营活动和投资活动所需要的资本；所谓资本的使用是指投资活动，即将筹得的资本用在旨在提高公司价值的各项活动中。^① 公司理财研究的核心问题是公司资产定价与提高资本的配置效率。

图1—1列示了资产负债表的一般表达式，反映了公司资源的配置状况。从结构上看，可将公司财务管理分为长期投资管理、长期融资管理和营运资本管理三部

^① 本书主要研究公司制下的财务管理，其基本理论与方法也同样适用于业主制和合伙制企业的财务管理。书中出现的“公司”或“企业”为同一含义。

分。长期投资管理（资本预算）主要侧重于公司资本的投向、规模、构成及使用效果管理，即对列示在资产负债表左下方的有关项目的管理；长期融资管理主要侧重于资本的来源渠道、筹措方式、资本成本及资本结构管理，即对列示在资产负债表右下方的有关项目的管理；营运资金管理主要侧重于流动资产管理和为维持流动资产而进行的融资管理^①，即对列示在资产负债表上方有关项目的管理，或经营活动现金流量管理。投资、融资及营运资本管理的目标是资本的使用效益大于资本的取得成本，实现公司价值最大化。

需要说明的是，股利政策是确定公司的利润如何在股利和再投资这两方面进行分配。尽管分配股利会增加股东财富，但如若不将利润作为股利分配给股东，它便成为公司的一项资本来源，将其进行再投资可为股东创造更多的财富。因此，在投资既定的情况下，公司的股利政策可看做是融资活动的一个组成部分。

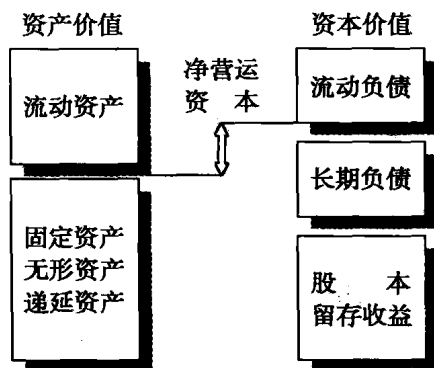


图 1—1 资产负债表模式

1.1.2 财务经理的职责

在实务中，公司财务通常与公司高层管理人员有关，如财务副总经理（vice president of finance, VP）或财务经理（或称首席财务官，chief financial officer, CFO）。财务经理的大部分工作在于通过财务和会计工作为公司创造价值。图 1—2 描述了财务经理的主要职责。

如果说图 1—1 是从静态的角度描述了公司财务的基本内容，图 1—2 则从动态的角度描述了现金从投资者流向公司并最终返回投资者的过程。其中：（1）在资本市场向投资者出售金融资产；（2）在商品市场进行实物资产投资；（3）将融资的现金流量与投资现金流量进行对比分析；（4）将投资或经营产生的现金流量的的一部分用于再投资；（5）将投资收益的一部分以利息、股息或红利的形式分配给

^① 从会计的定义看，营运资本一般是指净营运资本，即流动资产与流动负债之间的差额，用来衡量公司资产的流动性。但是，从管理的角度看，讨论如何管理流动资产与流动负债之间的差额是没有任何意义的。在这里，营运资本管理是指流动资产（包括现金、有价证券、应收账款和存货）管理以及与此相关的流动负债管理。

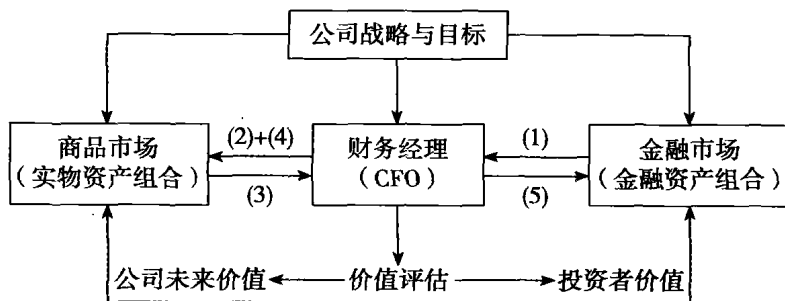


图 1—2 财务经理的职责

投资者。

根据图 1—2，财务经理需要回答两个基本问题：一是如何在商品市场上进行实物资产投资，为公司未来创造价值。二是如何在金融市场上筹措资本，为投资者创造价值。对第一个问题的回答是公司的投资决策，即根据公司的战略规划确定公司资本预算，参与投资方案的财务评估。对第二个问题的回答是公司的融资决策，即根据公司融资需要与商业银行或投资银行一起选择或设计各种融资工具、估算资本成本；设置资本结构和股利政策等。

在工业发达国家，CFO 负责公司的财务管理工作，其下设立会计部门和财务部门，分别由主计长（controller）和司库（treasurer）负责，其下再根据工作内容设置若干科室。主计长的职责主要是通过各种会计核算工作向外部投资者和公司管理当局提供各种数量化的财务信息。司库的职责主要是负责公司的现金管理、资本筹措，以及与银行、股东及其他投资者保持联系。公司 CFO 的主要职责不仅是监管主计长和司库的工作，更重要的是根据公司战略规划和经营目标编制和调整财务计划，制定公司的财务政策等。

在上述各种管理职责中，有的是集中在财务部门，也有的是由几个部门共同管理，如应收账款中的信贷限额可由财务部负责，也可由市场部负责，但由此引起的现金流量必须通过财务部才能完成。又如，为公司现在经营或未来增长提供资本是财务经理的主要职责之一，但有关融资工具或金融品种的设计、包装、发行通常由财务部门和证券管理部门（如果公司专门设置了这一部门）共同完成。虽然公司的资本预算过程交由司库或 CFO 负责组织、监管，但重大资本投资项目与产品开发计划、产品营销等方面的决策需要相关部门经理参与筹划和分析，最终的决策需由公司总裁或董事会决定或批准。

随着经济全球化、金融一体化进程的推进，公司对资本市场的依赖程度不断增强，迫切需要越来越多的专业 CFO，他们在资本经营、价值工程、风险管理、公共关系、业绩评价、财务信息供应等方面发挥着重要作用。CFO 的战略视野和沟通能力被视为 CFO 的重要技能，其重要性甚至超过会计专业技能。

1.2 理财目标与代理问题

1.2.1 公司理财目标

起源于亚当·斯密的基于“经济人”假说的利润最大化目标是经济学界的传统观点，虽然这种观点在实务界仍有较大影响，但从公司资源提供与风险承担的角度分析，股东作为公司资源的提供者，对公司收益的索取权位于其他所有关系人（如债权人、经营者等）之后，承担了公司的全部风险。这种剩余收益索取权赋予股东的权利、义务、风险、收益都大于公司的债权人、经营者和其他员工。因此，公司在确定财务管理目标时，应从股东的利益出发，选择股东财富最大化。

与利润最大化相比，将股东财富最大化作为理财目标具有其积极的方面，主要表现在：（1）股票的内在价值是按照投资者要求的收益率折现后的现值，这一指标考虑了获取收益的时间因素和风险因素；（2）股票价值是一个预期值，股东财富最大化在一定程度上可以克服公司在追求利润上的短期行为，保证了公司的长期发展；（3）股东财富最大化能够充分体现公司所有者对资本保值与增值的要求。

股东财富最大化存在的缺点主要是：（1）股东财富最大化只适用于上市公司，对非上市公司很难适用；（2）由于股票价格的变动不是公司业绩的唯一反映，而是受诸多因素影响的综合结果，因而股票价格的高低实际上不能完全反映股东财富或价值的大小；（3）股东财富最大化目标在实际工作中可能导致公司所有者与其他利益主体之间的矛盾与冲突。

除以上两种目标外，还存在公司价值最大化、相关利益者价值最大化等目标。这些目标实现的前提条件是公司管理者的目标与股东的目标相一致，公司经营不产生无法追踪的社会成本。

1.2.2 代理问题与公司治理

在公司制下，参与公司经营活动的关系人主要有两种：一种是公司资源的提供者——股东和债权人；另一种是公司资源的使用者——经营者。除此之外，公司在经营活动中还要与社会上的其他关系人（如社区、供应商、客户、政府等）发生往来。公司在经营活动中形成的各种关系表现为委托—代理关系，如图1—3所示。

图1—3中的各种关系人从市场进入公司，其目标函数各不相同，如股东追求股票价格最大化；债权人希望到期收回本金和利息；经营者关心工资待遇与工作条件；供应商和客户重视产品的质量和价格；政府和社区关心税收和环境等。由于关系人各方目标函数不一致，因而不可避免地引起各方利益的相互冲突。解决矛盾与冲突的方式就是关系人各方签订一系列合约，因此，现代公司的代理关系可以定义为一种契约或合同关系。这种契约或合同可能是明确的，也可能是模糊的。前者如公司与债权人之间的借贷契约，公司与员工之间的用工合同，公司与供应商、客户

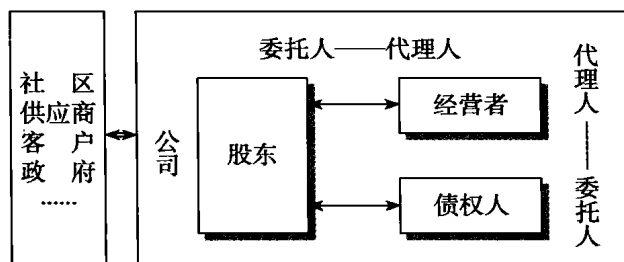


图 1—3 公司代理关系模式

之间的购买与销售合同等；后者如股东与经营者之间的契约（承诺按股东的最佳利益行事）等。

图 1—1 是从投资和融资两个方面描述了财务管理的基本内容，图 1—3 则是从产权关系描述了财务管理的本质特征。在产权制度下，资产负债表的左方反映了公司对各种资源的使用权；右方反映了公司对各种资源提供者的责任或义务，对应于这些责任或义务的是这些资源提供者对公司收益的索取权，即放弃资本当前使用权以取得未来收益的索取权。按照索取权获得方式的不同，可分为固定索取权（fixed claims）、剩余索取权（residual claims）和或有索取权（contingent claims）三种。一般来说，债权人对公司收益具有固定索取权或法定索取权。债务合约赋予债权人按约定时间向公司索取固定数额现金（本金和利息）的权利，不论公司是否盈利。与固定索取权对应，在公司持续经营的情况下，债权人只是一个“默默无闻”的商业伙伴，没有投票权。只有在公司清算时，债权人才可能参与管理。

与债权人的索取权不同，股东对公司收益的索取权是一种剩余索取权。在公司持续经营的前提下，这种索取收益的权利仅限于公司的利润或净利润；在公司清算时，这种索取权位于其他关系人的索取权（工资、利息、税收等）之后。与剩余索取权相对应，股东成为公司风险的主要承担者，因此，股东拥有公司的控制权和管理权，以确保公司在投资、融资活动中增加公司价值和剩余索取权价值。

或有索取权是一种状态依存的索取权，也就是说，这种索取权对收益享有的权利依存于未来某时刻（约定或未约定的）某物（如果是约定的，又称为标的物）的状态，如可转换债券、认股权证和期权等。

1) 股东与经营者

股东与经营者之间委托代理关系产生的主要原因是资本的所有权与经营权相分离，但代理关系并不必然导致代理问题。如果代理人的目标函数与委托人的目标函数完全一致，则不会引发代理问题，但在两权分离的条件下，这一假设是很难满足的。拥有公司所有权的股东具有剩余索取权，他们所追求的目标是资本的保值、增值，最大限度地提高资本收益，增加股东价值，它集中表现为货币性收益目标；拥有公司经营权的经营者作为所有者的代理人，除了追求货币性收益目标（高工资、高奖励）外，还包括一些非货币性收益目标，如豪华的办公条件、气派的商业应酬以及个人声誉、社会地位等。由于代理人的目标函数既包括货币性收益，又包括