



高等院校会计学教材系列

accounting

财务原理

汪平 张涛 邹颖 编著

格致出版社



上海人民出版社



高等院校会计学教材系列

财务原理

汪平 张涛 邹颖 编著

图书在版编目(CIP)数据

财务原理 / 汪平, 张涛, 邹颖编著. —上海: 格致出版社, 上海人民出版社, 2010

(高等院校会计学教材系列)

ISBN 978 - 7 - 5432 - 1799 - 7

I. ①财… II. ①汪… ②张… ③邹… III. ①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(2010)第 124131 号

责任编辑 彭琳

美术编辑 路静

高等院校会计学教材系列

财务原理

汪平 张涛 邹颖 编著

出版 世纪出版集团 格致出版社
www.ewen.cc www.hibooks.cn
上海人民出版社

(200001 上海福建中路193号24层)



编辑部热线 021-63914988

市场部热线 021-63914081

发行 世纪出版集团发行中心
印刷 上海市印刷七厂有限公司
开本 787×1092 毫米 1/16
印张 18.5
插页 1
字数 399,000
版次 2010 年 8 月第 1 版
印次 2010 年 8 月第 1 次印刷
ISBN 978 - 7 - 5432 - 1799 - 7/F · 306
定价 32.00 元

高等院校会计学教材系列编委会

主 任 于玉林 天津财经大学会计学院,教授、博导

副主任(按姓氏笔画排序)

万寿义 东北财经大学会计学院,教授
付 磊 首都经济贸易大学会计学院,教授
田昆儒 天津财经大学会计学院,教授、博导
汤湘希 中南财经政法大学会计学院,教授、博导
杨有红 北京工商大学会计学院,教授
陈兴述 重庆工商大学会计学院,教授
胡继荣 福州大学管理学院会计系,教授
栾甫贵 首都经济贸易大学会计学院,教授
麻俊生 上海世纪出版集团格致出版社,副编审

委 员(按姓氏笔画排序,除以上是委员外)

王凡林 首都经济贸易大学会计学院,副教授
王定迅 河南财经学院会计学院,副教授
王建忠 天津财经大学,教授、博导
付 磊 首都经济贸易大学会计学院,教授
包 强 广东金融学院会计系,教授
刘百芳 北京语言大学会计系,教授
刘建中 河南大学会计系,教授
许义生 广东商学院会计学院,教授
许永斌 浙江工商大学财会学院,教授
许家林 中南财经政法大学会计学院,教授、博导
吴彦龙 天津财经大学会计学院,教授
吴秋生 山西财经大学会计学院,教授
张 立 吉林财经大学,教授
张庆龙 北京国家会计学院,副教授
张俊瑞 西安交通大学管理学院,教授、博导

李培根	兰州商学院会计学院,教授
李端生	山西财经大学会计学院,教授
汪 平	首都经济贸易大学会计学院,教授、博导
沈 征	天津财经大学会计学院,副教授
陈海声	华南理工大学管理学院,副教授
周仁仪	湖南商学院会计系,教授
周晓苏	南开大学商学院,教授、博导
郑 伟	山东经济学院会计学院,副教授
胡元木	山东经济学院教务处,教授
胡继荣	福州大学管理学院,教授
倪国爱	安徽财经大学会计学院,教授
倪筱楠	沈阳大学工商管理学院,副教授
唐现杰	哈尔滨商业大学会计学院,教授
唐欲静	北京工商大学会计学院,副教授
徐春立	天津财经大学会计学院,教授
高方露	天津财经大学会计学院,副教授
高亚军	中南财经政法大学财税学院,副教授
袁明哲	山东大学管理学院,教授
盛明泉	安徽财经大学会计学院,教授
傅建设	天津商业大学管理学院,教授
程 夏	成都理工大学商学院,教授
童 盼	北京工商大学会计学院,教授
董惠良	上海商学院财会金融学院,教授

总序

会计是经济管理的重要组成部分,经济越发展会计越重要。凡是有经济活动的地方都需要有会计,会计已成为人民群众需要了解和运用的基本知识。作为一门重要的学科,会计学是研究会计工作规律和会计发展规律的知识体系,它是一门经济管理科学。会计学在发展过程中,为适应经济和社会发展、科学和技术进步、管理和改革要求的需要,形成了相互联系、相互制约的各种分支学科。与此相联系,在高等院校的会计教学中,为了培养高级会计人才,也形成了由各种会计学科相互联系、相互制约的会计课程体系。

考虑到在 21 世纪发展知识经济的条件下会计更要重视管理的要求,以及会计人员要具有创新精神和实践能力的要求,为了适应普通高等院校和高等职业、成人学校会计教育的需要,在上海世纪出版股份有限公司格致出版社大力支持下,我们组织有关高等学校编写“高等院校会计学教材系列”。在这套会计学教材系列中,有 20 门左右是会计专业、财务管理专业和审计专业的主体课程,另有 20 门左右是选修课程,供会计及相关专业教学选用。

会计学教材系列的编写,力求适应我国改革开放现阶段发展的实际需要,从培养符合现代市场经济要求的会计人才出发,特制定如下的编写要求:(1)要理论和实践相结合;(2)要反映会计工作规律,具有相对稳定性;(3)要反映认识由浅入深循序渐进的规律;(4)要反映最新财务会计准则、制度和相关法规的要求;(5)要反映会计信息化对会计核算的影响;(6)要反映当代会计研究水平,具有一定的超前性;(7)要借鉴西方会计,并与国际会计准则协调;(8)要开拓创新编写新教材;(9)严格遵守《著作权法》和相关法规的规定,严禁抄袭、剽窃。

为了编好会计学系列教材,特成立编委会,负责组织教材系列的编写工作。每本教材实行主编负责制,主编负责组织本书的编写工作,每位作者对本人编写的内容完全负责。欢迎广大教师和学生在使用过程中提出意见和建议。

高等院校会计学教材系列编写委员会

公司理财(corporate finance)又被称为公司财务或者公司财务管理,从学科性质的角度来讲,它属于金融学的组成部分。从1958年MM资本结构无关论发表以来,现代公司财务理论已经走过了半个世纪的光景,取得了重大的学术进步。

人们普遍把1958年之后的财务理论称为实证的财务理论。这种实证的财务理论既有赖于MM理论的奠基意义,也有赖于20世纪50年代以后资产定价理论和模型的发展。以资本资产定价模型(CAPM)为代表的资产定价理论的发展,解决了投资者的收益—风险权衡及要求报酬率的理性估算问题,为科学的公司理财奠定了扎实的理论基础和技术基础。在投资者要求报酬率水平既定的情况下,公司董事会和管理高层通过制定科学而合理的财务政策,有效组织与协调理财行为,最终实现了股东财富的最大化,确保了企业的可持续发展。

20世纪80年代以后,伴随着企业经营风险、财务风险程度的加大,美国企业的公司治理逐渐显露出缺陷和不足,严重影响了公司的健康发展,甚至制约了整个美国经济的运行。学术界在伯利和米恩斯两权分离研究的基础上,又开始了对以公司股权结构研究为核心的治理问题的探讨。这一研究领域的扩展,在很大程度确立了世纪之交公司财务理论研究的基本格局。

在公司财务理论的层面上,目前已经基本上达成如下共识:公司股权资本投资者利益保护的主要机制一是董事会,二是公司的财务管理活动。没有科学理性的财务管理活动,企业将难以实现价值的最大化,股东财富最大化这一理财目标的实现也就失去了基础。

从我国企业界的现状来看,财务管理工作仍然处于一个极低的水平上。许多公司高管缺乏科学的理财观念,比如资本成本观念、股东利益保护观念、净现值观念等。同时,没有稳定而科学的财务政策,比如投资政策、融资政策、股利政策等,也是我国企业界的通病。这些问题不解决,我国企业管理质量的提高终将难以实现。

本书是原理层次的财务教科书。共分为10章,其中第1章到第4章为公司财务的基础理论部分,陆续讨论了公司财务的性质、公司财务目标、折现技术以及折现现金流量模型在证券估价中的应用、风险与收益的权衡理论,和重要的资产定价模型。这些理论



Forewords

或模型是公司进行科学理财的重要依据和基础。第5章系统介绍了公司理财学中的第一概念——资本成本。从某种意义上讲,资本成本是联结各种基础理论与财务政策的一个桥梁。没有对资本成本的深刻理解和科学而合理的估算,理性的、有助于股东财富最大化目标实现的财务政策就没有了概念基础和技术基础。第6章到第9章是财务政策部分,分别讨论了资本预算决策、融资决策、短期财务管理决策(营运资本政策)和股利政策。制定出明确、稳定、科学的财务政策,既是一个企业财务管理工作趋于成熟的标志,也是企业董事会、管理高层履行为股东理财责任的一种具体形式。第10章讨论了公司治理与理财行为、股东利益保护之间的关系。促成股东财富最大化目标实现的机制就是公司治理。公司治理最基本的问题是投资者利益保护问题,而投资者利益保护的根本途径就是公司理财。

本书由汪平教授、张涛教授与邹颖副教授共同编写。参与编写的人员还有:孙士霞、闫甜、李光贵、陈艳、王丽萍和叶飞。特向他们致以诚挚的感谢。

第一章 财务原理概述/1

第一节 财务理论概述/1

第二节 财务规则与财务政策的制定/12

第三节 财务行为及其科学化/14

第二章 财务目标理论/20

第一节 财务目标——股东财富最大化分析/20

第二节 股东财富与财务决策/24

第三节 财务目标的其他观点分析/26

第三章 现值、折现技术及证券估价/34

第一节 货币时间价值与财务决策/34

第二节 货币时间价值的计算/36

第三节 货币时间价值的复杂与特殊情况/46

第四节 证券估价/53

第四章 风险与报酬分析/75

第一节 风险与报酬概述/75

第二节 单一证券:风险与报酬/81

第三节 投资组合:风险与报酬/86

第四节 风险与报酬:资本资产定价模型/94

第五章 资本成本及其估算技术/114

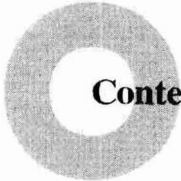
第一节 资本构成与资本成本/114

第二节 个别资本成本的估算/121

第三节 综合资本成本的估算/127

第四节 边际资本成本/133

第五节 资本成本估算中的其他问题/136



Contents

第六章 资本预算决策/142

第一节 资本预算法则/142

第二节 资本预算中的现金流量估计/154

第三节 资本预算风险分析/160

第七章 融资决策/172

第一节 股权资本融资/172

第二节 债务融资/177

第三节 短期融资/195

第四节 资本结构理论与政策/201

第八章 营运资本政策/221

第一节 短期财务管理与营运资本政策/221

第二节 流动资产资产管理/230

第九章 股利政策/246

第一节 股利理论、资本成本与企业价值/246

第二节 股利与资本投资——剩余股利原则/253

第三节 股利政策/256

第四节 我国上市公司股利政策分析/263

第十章 公司治理与理财行为/268

第一节 所有权、公司治理结构与理财目标/268

第二节 代理问题与公司治理/273

附录/278

参考文献/286

【本章学习目标】

1. 了解并掌握财务理论的性质；
2. 熟悉财务理论基础学说的主要内容和作用；
3. 理解财务政策制定的主要原则；
4. 了解企业内部理财机构设置的基本原则。

第一节 财务理论概述

财务理论在现代经济理论中具有重要的学术地位,现代财务理论对公司财务管理行为的科学化有着不可替代的支持作用。公司财务学(Corporate Finance)^①(即公司理财学)、金融市场学(Financial Market)和投资学(Investment)共同组成了现代金融学(Finance)。简要而论,所谓公司理财就是对存在于公司内部的资金进行科学、合理运作,以确保企业理财目标的顺利实现。公司财务学属于微观层面的金融学,旨在对基本的、重要的财务现象进行分析和研究,从而实现解释和预测理财实践的目的。

^① 20世纪80年代初期,我国经济体制改革伊始,理财学更多地被人称为财务管理学。后来,越来越多的人接受了“理财学”这一称谓。在我国古代典籍中,“理财”是一个较常出现的字眼,其原意乃是“管理国库收支”,即为皇宫理财的意思。在英文中,事实上,也有两种称谓,一是“Corporate Finance”(即公司理财),二是“Financial Management”(即财务管理)。因此,“理财学”与“财务管理学”两种称谓所代表的是同一个学科。在近年影印出版的国外英文版的财务管理教材中,有一些书名被译为“公司金融”,从根本上讲,应当说没有错误。但按照约定俗成的惯例,还是译为“公司理财”为妥。

一、财务理论的功能

伴随着经济金融化的进展,公司内部的理财活动越来越复杂,同时,这些理财活动对于企业目标实现的影响程度也越来越大。很难设想,一个没有科学理财行为的企业,能够获得长远的可持续发展,能够在发展过程中满足股东对于财富增加的要求。最近半个世纪以来,公司财务理论有了长足的发展。这种发展不仅满足了人们对于理财科学化要求,同时也推动了现代经济学的革命。

1958年,米勒(Merton H. Miller)教授与莫迪利亚尼(Franco Modigliani)教授(以下简称MM)共同发表了一篇重要的学术论文,即《资本成本、公司理财与投资理论》(The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment)^①,该文的发表标志着现代理财学的诞生。在此之前,人们对于公司在发展过程中所涉及的理财问题,比如投资问题、融资问题等,基本上都是采用传统的、规范的研究方法来予以解释并给出解决方案。这种研究方法更多的是就事论事,很难在基本概念层面进行深入研究和分析。MM这篇文章的发表,为理财学研究开辟了一个新天地:首先,该文界定了几个重要的理财学概念,即资本成本、资本结构、企业价值等,并在此基础上对于各个概念之间的相关性质进行了科学研究,为后续的理财学研究奠定了扎实的基础;其次,该文首次在理财学研究中应用了“无套利证明”的方法论证理论问题,奠定了现代理财学的方法论基础。从20世纪50年代至今,现代理财学已经经过了半个多世纪的发展,取得了一些重大的研究成果,对于改善企业的财务管理行为、优化财务状况发挥了重大作用。

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。

科学而合理地解释理财现实是人们进行财务理论研究的重要功用之一。在财务管理实践中,客观上存在诸多理财问题,但长期以来并没有得到合理的认识。以我国企业的财务管理实践为例,其中有很多问题应进行深入的学术分析及探讨。比如:我国企业界普遍以“利润最大化”为理财目标,虽说产生这种状况有着长期的历史演变背景,但单纯对利润的追求,恰恰成为我国企业不能实现可持续发展的重要原因之一;再比如,目前我国很多上市公司竟然认为股票融资没有资本成本或者资本成本很低,因而造成了“股权融资偏好”的现象,成为我国企业融资行为的一大特色。作为一个经济发展速度较快的发展中国家,再加上鲜明的历史背景,中国在财务管理方面存在着更多的、有待于人们去探索的理财难题。

没有科学的解释,科学的预测便无从诞生。

^① 莫迪利亚尼、米勒:《资本成本、公司财务与投资理论》,载卢俊:《资本结构理论研究译文集》,上海三联书店、上海人民出版社2003年版。

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、简捷的工具,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,促进和保障企业的可持续发展。

没有科学财务理论作指导的理财行为,通常是非理性、非效率的。这种理财行为的直接后果就是无助于股东财富最大化目标的实现,无助于企业的可持续发展。

二、财务理论基础学说

企业的财务管理工作是一项技术性、观念性极强的工作,不经过一定的、严格的学术训练,想成为一个合格的理财人员是不可能的。学习理财学、掌握必要的财务观念和技术,除了要对一些重要的财务概念,比如资本成本、净现值、自由现金流量等,进行认真钻研之外,还要了解一些必要的金融学的基础学说或基础模型。这些基础学说或者基础模型对公司理财行为的科学化产生了重大影响。

现代金融学由金融市场学、投资学与公司理财学等3个子学科构成。金融市场学属于宏观的金融学,对现代金融市场机制进行分析;投资学与公司理财学则属于微观的金融学,对个人、企业在风险状态下的投融资行为进行分析,旨在有效地分散风险,创造更高水平的报酬率。在现代金融学的发展历史中,产生了大量极具价值的、具有奠基意义的概念、学说和模型,这些基础性质的理论既标志着整个金融学的发展,也为金融学的进一步发展奠定了基础。

科普兰(Copeland)教授与威斯顿(Weston)教授在他们合作撰写的《财务理论与公司政策》^①一书中,将以下学说列为财务学的基础理论: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。史密斯(Clifford W. Smith, Jr.)教授认为^②,财务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》^③一书中,将以下学说列为财务学的基础理论:完全资本市场、贴现现金流量模型、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、期权定价理论、有效市场理论、风险与报酬的权衡理论、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》^④一书中,按照学术文献中出现的时间顺序,将财务学基础理论排列如下:完全资本市场、组合理论、资本结构理论、股利理论与政策、资产定价模型、有

^① Thomas E. Copeland, J. Fred Weston and Kuldeep Shastri, *Financial Theory and Corporate Policy* (4th Edition), Addison Wesley Publishing Company, 2003.

^② Clifford W. Smith, Jr., *The Modern Theory of Corporate Finance* (2nd Edition), McGraw-Hill Publishing Company, 1990.

^③ Eugene F. Brigham and Phillip R. Daves, *Intermediate Financial Management* (8th Edition), Thomson South-Western Educational Publishing, 2004.

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

效资本市场理论、期权定价理论、代理理论、信号理论、公司控制的现代理论、金融中介理论与市场分区理论等。

下面对与现代财务理论密切相关的几个金融学学说和模型——有效市场理论、资本结构理论、折现现金流量模型、组合理论与资本资产定价模型、代理理论等予以简要讨论^①。

（一）有效市场理论

有效市场理论是对理财学的发展影响最大的金融学说之一，它事实上是关于理财行为的一个环境假设。首先要明确的是，完全资本市场与有效资本市场是两个不同的概念。完全资本市场所侧重的是资本市场的纯粹性，是理论推导所赖以进行的逻辑前提；有效市场假说则侧重于金融市场上信息的有效性，即证券价格能否有效率地、及时地反映全部的相关信息。能够及时地、正确地反映全部相关信息的资本市场是有效的资本市场；反之则反。在现代金融学中，有效市场理论是一个极具挑战性的领域。经过众多学者多年以来的不懈努力，这一理论的重大价值正逐渐地显现出来。

金融的本质就是现金流的交换。就宏观而言，金融市场的目的，是将一个经济体系中的储蓄，有效地分配给资金运用效率更高的使用者。由于历史及其他各方面原因的影响，不同国家、不同时期的市场效率有着重大的差别。比如就目前来看，美国证券市场的效率要远远地高于我国证券市场的效率。在一个有效率的资本市场上，公司财务人员的任何行为均可以通过本公司发行在外的证券，如普通股股票或公司债券等的价格反映出来；有利的理财行为可以提高证券价格，不利的理财行为则会降低证券价格。定价机制是资本市场功能中最为重要的成分之一，它为企业绩效的研究开辟了一个理想通道。比如托宾Q分析、市场增加值(MVA)的评价甚至于经济增加值(EVA)的评价等等，均是基于资本市场的企业绩效评价指标。

1970年，法玛(Fama)教授将有效资本市场按照信息反应的程度划分为3类，分别为弱式有效市场、次强式有效市场和强式有效市场。这种划分极有价值，它是以用于决策的不同类型的一系列信息为基础的。

(1) 弱式有效市场(Weak-Form Market Efficiency)：当前的证券价格完全地反映了所有历史的信息。这一假设隐含着如下含义：任何一个投资者按照历史的价格或盈利信息预测未来，进行交易，均不能获得超额盈利。

(2) 次强式有效市场(Semi-Strong-Form Market Efficiency)：证券价格完全地反映了所有公开的可用信息。这样，根据一切尽可能公开的信息，如公司的年度报告、证券交易所行情或公开的投资咨询报告等，投资者均不可能获得超额盈利。

(3) 强式有效市场(Strong-Form Market Efficiency)：证券价格能够完全地反映一切

^① 在以后的有关章节以及《财务管理》一书中，将分别对这些学说和模型予以展开分析。如果读者有意对这些学说和模型进行更为深入和系统的了解，请参阅其他金融学或投资学著述。

公开的或非公开的信息。这意味着即使掌握了公司的内幕信息,投资者也无法获得超额盈利。

以上划分同样具有方法论方面的重要意义,它使人们能够运用不同类型的信息对有效资本市场的有效程度进行经验上的检验。对于某些实用性较强的社会科学而言,实证检验是一个极好的验证理论是否成立的主要途径和工具。有效资本市场便是一个被事实证实了的或者说至少是部分地被证实了的学说。

在有效的市场环境下,财务理论可以将公司理财行为的外部环境固定化、空想化,不必考虑市场失调对理财行为的影响。在财务目标分析中,人们往往假设财务人员应当以股东财富最大化为理财的最高境界,在这个目标的实现过程中,我们可以忽略掉股票市场对公司股票价格的低估或者高估,而假设股票市场始终是高效的,所有证券均被公允地定价。

一个理性的财务人员,应当充分地尊重资本市场,不要做欺瞒资本市场的事情。从某种意义上,欺瞒市场就是欺瞒投资者,就是欺瞒股东。这样的企业是没有道德的企业,也是没有前途的企业。

(二) 资本结构理论

财务决策主要是指投资决策与融资决策,财务理论研究的主要内容也是对这两个财务决策以及它们各自与企业价值之间的相关性进行分析和探讨。资本结构理论正是财务决策研究、财务决策与企业价值之间相关性研究的核心内容之一。在财务理论研究中,以下几个问题是不容回避的:投资决策与融资决策对企业价值的影响是相同的吗?投资决策与融资决策哪一个是根本意义上的财务决策,即哪一个是基本的财务决策,哪一个是次生的财务决策?财务决策如何影响资本成本与企业价值?这些问题都是财务理论中的根本问题,它们的解决与否以及如何解决对于整个财务理论的发展都会产生重大的影响。MM 资本结构理论为这些问题的解决提供了一个科学的范式,因而极大地促进了财务理论的现代化与科学化进程。

在众多荣获诺贝尔经济学奖的学者中,唯有米勒教授数十年以来在公司财务理论领域里进行着成果卓著的学术研究活动。“他在奠定现代公司财务理论的基础上所做的开创性工作,彻底改变了私人企业制定投资和财务决策的模式。他也因此而荣获了 1990 年诺贝尔经济学奖。现代公司财务理论不仅对商业和金融领域的问题给予了描述,而且也使其渐趋成形。很少有经济理论分支能如此贴近企业管理的实际决策过程^①。”因而,米勒教授被尊称为“现代理财学之父”。

根据 MM 资本结构理论,投资决策与融资决策对资本成本、企业价值影响的机制是完全不一样的。投资决策是根本意义上的财务决策,只有投资决策才能对资本成本、企业价

^① (美)Merton Miller 著,刘勇、刘菲译:《莫顿·米勒论金融衍生工具》,北京:清华大学出版社 1999 年版。

值产生根本的影响;而融资决策是派生的、处于从属地位的财务决策。现金流量与资本成本是财务决策影响企业价值的联结体。

按照严格的理论分析,资本结构^①(Capital Structure)是指长期负债(尤其是公司债)与股权资本(尤其是普通股)之间的结构。在众多的理论分析中,为了简化问题,一般会假设公司只以公司债与普通股两种融资方式来筹措企业经营所需要的资金。那么所谓资本结构理论,实际上是要探讨这样的一个问题:在公司投资决策既定的情况下,以公司债融资与以普通股融资对资本成本、企业价值会产生不同的影响吗?

按照人们的一般想法,资本结构对资本成本与企业价值应当产生重大的影响。这是因为债务的资本成本要比股权资本的资本成本低得多。因此,较多地使用债务,企业的加权平均资本成本将趋于下降,从而提高企业价值。当负债率达到100%时,企业的加权平均资本成本最低,企业价值最大。所谓“负债经营”的理论依据便在于此。

但是,负债率的提高会增加企业的财务风险,进而提高投资者对企业的报酬率要求,造成资本成本的提高。很明显,在这种情况下,公司的资本成本并不独立于其资本结构,而每一公司均有其最佳的资本结构。

在通常情况下,最佳资本结构(或称最优资本结构)是指使企业的加权平均资本成本最低、企业价值最大化的资本结构。人们经常以负债率来替代严格意义上的资本结构,比如30%的负债率是指负债占企业全部资本的比重。需要了解的是,在计算负债率的时候,如果不做特别说明,分子上的负债通常既包括长期负债,也包括短期负债。在资本结构理论中,负债仅仅是指长期负债,不包含短期负债。短期负债与流动资产一起构成企业短期财务管理或营运资本管理的内容。

(三) 折现现金流量模型(Discount Cash Flow Model, DCFM)

按照现代经济学理论,所谓价值就是指未来现金流量的折现值。这种观念在现代财务理论中得到了充分的认可与应用。无论是证券的估价,还是企业价值的估价,均是建立在这种价值观念之上的。折现现金流量模型将这种价值观体现在了具体的操作工具之中。

折现现金流量估价法有时被称为折现现金流量模型,是最具理论意义的财务估价方法,是其他财务估价方法的基础。

折现现金流量方法是最基本的财务理论之一,也是财务管理工作的重要工具之一。

^① 财务结构(Financial Structure)的提法并不规范,在严格的学术文献中也很少见。有一种看法认为财务结构是指全部负债(不仅仅包括长期负债,而且还包括短期负债)与股权资本之间的结构。但如此定义,显然不利于进行理论分析。在现代财务理论中,所谓短期管理的内容,比如现金管理、存货管理、信用管理、短期借款及其他短期负债的管理等等,构成一个相对独立的部分。这一部分过去被称为“营运资本管理”(Working Capital Management),现在则较多地被称为“短期财务管理”(Short-Term Financial Management)。在财务理论中,之所以如此重视短期与长期的划分,一个很重要的原因便是影响企业价值的根本因素是战略意义上的因素,是长期决策的因素。从一定意义上讲,短期财务管理的结果不过是企业长期财务管理决策的滞后反应而已。换言之,企业价值决定于长期的财务决策,而非短期的财务决策。

威廉姆斯(John Burr Williams)最早提出了折现现金流量的概念。但真正使这一概念在财务管理中得以重视并广泛运用的则是著名财务学家戈登(Myron J. Gordon)教授,他在资本成本的研究中成功地运用了这一概念^①。这一方法的技术基础是货币时间价值概念及其计算。

折现现金流量方法的运用可划分为如下四步^②:

第一步,预测未来现金流量。在证券估价中,有些证券现金流量的预测是较为容易的,比如公司债,因为这些证券的现金流量都在信贷契约中提前固定了,除非清算倒闭,企业必须如期偿清这些款项;而有些证券的现金流量的预测则比较困难,比如普通股票的现金流量。当然,预测难度最大的则是对决定企业价值的经营活动所创造现金流量的预测。

第二步,分析并度量现金流量中所隐含的风险程度。当未来时期的现金流量是唯一的、确定的数值的时候,该现金流量为无风险的现金流量。比如,人们一般视政府公债所提供的现金流量为无风险现金流量。当未来的现金流量因未来状态不同而出现差异时,该现金流量则为有风险现金流量。可能状态的情形越多,变化越复杂,现金流量的风险也就越大。自20世纪50年代以来,对风险及其度量的研究始终是现代金融经济学的一个重大课题。

第三步,将风险因素加入折现现金流量分析之中。在财务估价中,将风险因素加入折现现金流量分析中的方式有两种:一种是确定等值法(Certainty Equivalent Approach);另一种是风险调整折现率法(Risk-Adjusted Discount Rate Approach)。按照前者,风险因素所调整的是未来时期的现金流量,即风险越大,现金流量的确定等值越小。比如,高风险的1000元可等同于无风险的800元。按照后者,风险因素所调整的是对现金流量进行折现计算的折现率,即风险越大,折现率越高。通常情况下,人们较习惯于使用风险调整折现率法。

第四步,计算未来现金流量的现值,即价值。

按照折现现金流量方法,价值是期望现金流量的现值,现金流量是价值的最终源泉。按照经济学的分析,当人们或者企业进行投资的时候,意味着他们推迟了现在的消费而着眼于未来的消费。现金可以提供给人们在未来消费各种不同商品和劳务的一种交换媒介。一项资产(或者是企业)之所以有价值,就是因为它具备提供未来现金流量的能力。该方法的一般模型为:

$$V = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

① J. B. William, *The Theory of Investment Value*, Harvard University Press, 1938.

Myron J. Gordon, *The Investment, Financing, and Valuation of the Corporation*. Homewood, Ill: Irwin, 1962.

② Eugene F. Brigham and Phillip R. Daves(2004), *Intermediate Financial Management (8th Edition)*, Thomson South-Western Educational Publishing.