

公司理财

盛靖芝 徐 鸣 主 编

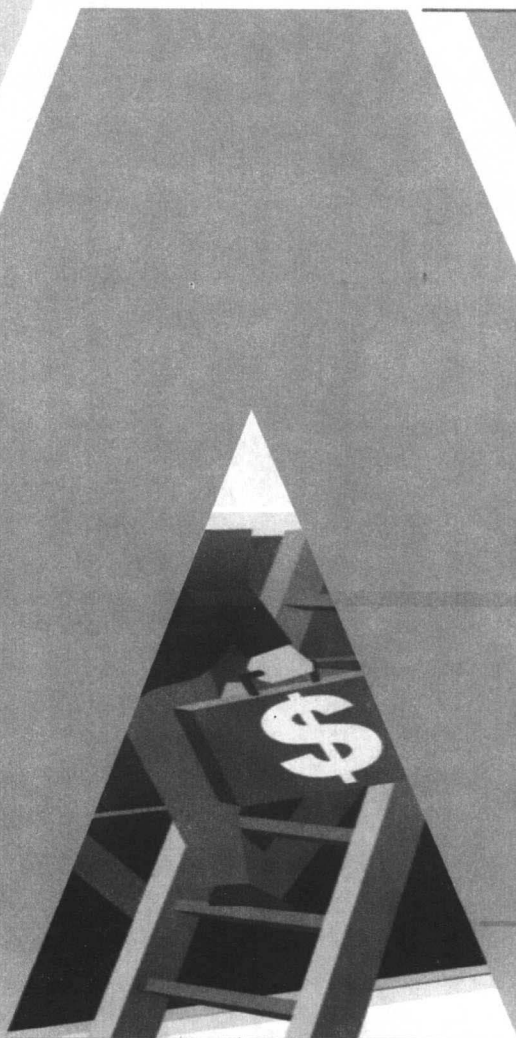


华东理工大学出版社

EAST CHINA UNIVERSITY OF SCIENCE AND TECHNOLOGY PRESS

公司理财

盛靖芝 徐 鸣 主 编



华东理工大学出版社

EAST CHINA UNIVERSITY OF SCIENCE AND TECHNOLOGY PRESS

图书在版编目(CIP)数据

公司理财/盛靖芝,徐鸣主编. —上海:华东理工大学出版社,2006. 1

ISBN 7-5628-1842-8

I. 公... II. ①盛...②徐... 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(2005)第 159203 号

公司理财

主 编/盛靖芝 徐 鸣

责任编辑/许 春

封面设计/王晓迪

出版发行/华东理工大学出版社

地址:上海市梅陇路 130 号,200237

电话:(021)64250306(营销部)

传真:(021)64252707

网址:www.hdlgpress.com.cn

印 刷/江苏句容市排印厂

开 本/787×960 1/16

印 张/17.5

字 数/322 千字

版 次/2006 年 1 月第 1 版

印 次/2006 年 1 月第 1 次

印 数/1-4 050 册

书 号/ISBN 7-5628-1842-8/F·150

定 价/24.50 元

(本书如有印装质量问题,请到出版社储运部调换)

前 言

现代企业的产权组织形式主要是公司制。以公司为特征的现代企业制度是市场经济的微观基础。股份公司是现代企业制度最典型的组织形式,是我国国有企业改革的方向。在过去的十年,我们目睹了市场经济的发展和变革,“公司理财”课的教学和实践从未像今天这样富有挑战性并令人振奋。为适应市场经济下企业制度的创新,我们以股份公司为主体,编著了这本《公司理财》,主要论述股份公司理财方面应具备的基本理论和应掌握的运作方法,目的在于帮助读者提高公司理财的能力和管理水平。

公司财务管理是公司经营管理的重要组成部分。本书在写作过程中充分考虑市场经济的客观环境和公司制度的主要特征,以公司理财目标作为理论研究的起点,以财务决策为核心方法,围绕公司财务活动的基本内容,运用时间价值原理和风险报酬原理,全面阐述财务分析与财务预算、筹资管理与资本投资管理、流动资金管理与收益分配管理、财务效绩评价等内容,并将这些内容的原理与案例结合起来,使得财务理论通俗易懂,具有一定的新颖性和较强的实用性。

本书由盛靖芝、徐鸣担任主编,盛靖芝对全书初稿进行修改、补充和总纂。本书第一章、第五章、第九章由盛靖芝编写;第三章、第七章、第八章由徐鸣编写;第四章、第六章由章卫红编写;第二章由应明、查蕾、胡寅编写。

本书在编写过程中得到了华东理工大学出版社、教务处的热情支持与帮助。在此表示最诚挚的感谢。

由于编者水平有限,书中不妥之处在所难免,恳请专家、读者批评指正。

编 者

2006 年 1 月

目 录

第一章 公司理财概述	(1)
第一节 公司理财的内容	(1)
第二节 公司理财的目标	(6)
第三节 公司理财的环境	(13)
第四节 公司理财的原则	(21)
第二章 公司财务收益原理	(26)
第一节 货币的时间价值	(26)
第二节 债券估价	(38)
第三节 股票估价	(43)
第四节 风险和报酬	(47)
第三章 公司财务报表分析	(63)
第一节 财务分析的方法	(63)
第二节 财务比率分析	(65)
第三节 财务综合分析	(77)
第四章 公司财务预算	(81)
第一节 财务预算的意义和体系	(81)
第二节 财务预算的编制方法	(82)
第三节 财务预算的编制	(87)
第五章 公司流动资金的管理	(101)
第一节 现金和有价证券管理	(101)
第二节 信用管理	(108)
第三节 存货管理	(116)
第六章 公司筹资管理	(125)
第一节 企业筹资概述	(125)
第二节 资金需要量预测	(127)

第三节	权益资金的筹集	(132)
第四节	负债资金的筹集	(140)
第五节	资本成本	(153)
第六节	杠杆效应	(162)
第七节	资本结构决策	(169)
第七章	公司资本投资决策	(175)
第一节	资本投资现金流量的估计	(175)
第二节	资本投资的基本方法	(188)
第三节	投资决策实例分析	(195)
第四节	资本投资的风险处置	(202)
第五节	投资管理中的期权特征	(206)
第八章	公司收益分配管理	(208)
第一节	利润分配的内容	(208)
第二节	股利支付的程序和方式	(209)
第三节	股利分配的相关理论	(210)
第四节	股利分配政策和内部筹资	(213)
第五节	股票股利和股票分割	(217)
第九章	公司财务绩效评价	(221)
第一节	公司效绩评估方法	(221)
第二节	我国效绩评价体系	(234)
附录一	企业效绩评价操作细则(修订)	(239)
附录二	企业效绩评价评议指标参考标准(修订)	(252)
附录三	复利、年金终现值系数表	(258)
参考文献		(273)

第一章

公司理财概述

现代产权制度,是与市场经济体制相适应、与所有制相联系的现代企业制度的核心内容。建立归属清晰、权责明确、保护严格、流转顺畅的现代产权制度十分重要。对现代企业而言,它是指与注入资本金的行为相联系、具有一定约束力的财产关系。

第一节 公司理财的内容

公司理财的基本原理和首要目标就是要为公司增加其市场价值,即为公司所有者创造价值。一家公司如果无法为它的所有者创造价值,那它就不能吸引到权益资本来为公司的活动提供资金,没有权益资本,也就没有公司。

一、公司制

现代企业的产权组织形式主要是公司制。公司是依照公司法组建并在法定机关登记注册的以营利为目的的法人企业。因各个国家公司法对设立公司的要求不同,公司的法律概念也不尽相同。

创办一家公司比创办一家独资制企业或合伙制企业复杂得多,公司创办人必须准备公司的章程和一系列细则。

公司章程应当载明下列事项:

- (1) 公司名称和住所;
- (2) 公司经营范围;
- (3) 公司设立方式;
- (4) 公司股份总数、每股金额和注册资本;
- (5) 发起人的姓名或者名称、认购的股份数;
- (6) 股东的权利和义务;
- (7) 董事会的组成、职权、任期和议事规则;
- (8) 公司法定代表人;

- (9) 监事会的组成、职权、任期和议事规则;
- (10) 公司利润分配办法;
- (11) 公司的解散事由与清算办法;
- (12) 公司的通知和公告办法。

公司细则是公司规范其自身存续的原则,小至对公司经营管理原则的简要说明,大至数百页的文字。

公司由三类不同的利益者组成:股东或所有者、董事会成员、公司高层管理者。理论上,股东控制公司的方向、政策和经营活动。股东选举董事会成员;相应地,董事会成员选择高层管理人员。高层管理人员以股东的利益为重,管理企业的经营活动。在股权集中的企业,股东、董事会成员和公司高层管理人员三者可能相互交叉。但是,在大型企业中,股东、董事会成员、公司高层管理人员可能是各不相同的集团。

公司制企业组织形式的主要优点是有限责任、易于产权转让和永续经营,这些优点提高了企业筹集资金的能力。但是,公司制企业组织形式存在着一个较大的缺点就是政府对于股东是双重征税,即政府按照公司所得征收公司所得税后又按照股东股利所得(用税后利润分配)征收个人所得税。

二、公司理财的对象

公司理财是一项利用价值形式对公司生产经营过程中的资金运动进行管理的工作。公司理财主要是对资金的管理,其对象是资金的运动,即资金的循环和周转。因为资金流转的起点和终点是现金,所以公司理财的对象也可以说是现金及其流转。

(一) 现金流转的概念

假设你决定创办一家生产摩托车的公司,为此你雇佣一位经理购买原材料,并招聘一批生产和销售摩托车的员工。用理财学的语言来说,你的经营内容和规模明确后,首先要筹集资金,然后将资金用于存货、机器、土地和劳动力方面的购置。你投入在这些资产上的现金等于你筹集的资金。当你开始销售摩托车的时候,你的公司将获得现金。这是创造公司价值的基础。

在生产经营过程中,现金变为非现金资产,非现金资产又变为现金,这种流转过程称为现金流转。这种流转周而复始,不断循环,称为现金的循环或资金的循环。

现金变为非现金,然后又回到现金,所需时间不超过一年或一个经营周期的流转称为现金的短期循环。短期循环中的资产是流动资产,包括现金和在正常经营周期内可以完全转变为现金的存货、应收账款、短期投资及待摊和预付费

用等。

现金变为非现金,然后又回到现金,所需时间在一年或一个经营周期以上的流转称为现金的长期循环。长期循环中非现金资产是长期资产,包括固定资产、长期投资、无形资产、递延资产等。

现金是长期循环和短期循环的共同起点,在换取非现金资产时分开,分别转化为各种长期资产和短期资产,产品经出售又同步转化为现金。转化为现金以后,不管它们原来是短期循环还是长期循环,企业都可以对它们视需要进行重新分配。

(二) 非现金项目

在损益表上,与收入相比比的费用中,有些属于非现金项目,并不影响现金流量。在这些非现金项目中,最重要的有两个:一个是“折旧”,另一个是“递延税款”。

“折旧”反映了会计人员对生产过程中设备的耗费成本估计。假定某项固定资产买价为 10 000 元,寿命为 5 年,5 年后无残值,作为会计人员,他必须将这 10 000 元的成本在该资产的寿命期内摊入产品成本或费用。若按直线折旧法,5 年中每年的折旧费均为 2 000 元。但从理财的角度看,这笔资产的成本是固定资产取得时的实际现金流出(即是 10 000 元而非会计上的每年所分摊的 2 000 元折旧费),摊入成本费用的折旧并不涉及现金流出。

如,某公司的损益情况如下(单位:万元):

销售收入		50 000
制造成本(不含折旧)	25 000	
销售和管理费用	5 000	
折旧	10 000	40 000
税前利润		10 000
所得税(30%)	3 000	
税后利润		7 000

在进行会计核算时,利润是根据权责发生制将收入减去全部费用,得出该公司获利为 7 000 元。在确定现金流量时,现金余额是根据现金收入减去全部现金支出计算的,该公司因为销售收入增加现金 50 000 元,各种现金支出是 33 000 元(付现成本 25 000 + 付现费用 5 000 + 所得税 3 000),所以现金增加了 17 000 元,比净利润多 10 000 元(17 000 - 7 000),这是由于计提折旧 10 000 元引起的。折旧不是本期的付现成本,因此在某种意义上我们可以将它作为现金的一种来源。

“递延税款”是由于时间性差异产生的税前会计利润与实际应纳税所得额

之间的差异。我们可以把损益表所得税分为两个部分：当期税款和递延税款，当期税款向税务机关缴纳，而递延税款则实际并不缴纳。从理论上说，如果本年的应税所得小于会计利润，以后年度的应税所得就会大于会计利润。也就是说，本年未付的税款将在以后年度付出，这就形成公司的负债，在资产负债表上表示为递延税款贷项。但是，从现金流量的角度来看，递延税款不是本期的一笔现金流出。

从公司理财的角度看，其关注的是现金流量（现金流入与现金流出），注重的是公司的经营是否给公司创造了现金流量，而不是根据公认会计准则计算的利润。公司创造的现金流量超过它所使用的现金流量，公司就创造了价值。也就是说，公司必须通过购买的资产创造出超过资产成本的现金，必须通过发行债券、股票和其他金融工具筹集的资金创造出超过其成本的现金。

三、公司理财的内容

公司理财的内容是指资金的筹集、投放、使用、收回和分配等一系列行为。从整体上讲，公司理财的内容主要包括筹资决策、投资决策、流动资金决策和股利决策四项。

（一）筹资

筹资是指公司为了满足投资和用资的需要，筹措和集中所需资金的过程。在筹资过程中，公司一方面要确定筹资的总规模，以保证投资所需的资金；另一方面要选择资金的来源方式，合理决定各种资金来源在总资金来源中所占的比重，即确定资本结构，以降低筹资成本和风险，提高公司价值。

公司的筹资决策，按不同的标准可以分为以下类型：

1. 权益资金和债务资金

权益资金是指公司通过向投资者吸收直接投资、发行股票、用留存收益转增资本等方式取得的资金，其投资者包括国家、法人、个人等。权益资金不需要归还，可以长期使用，筹资的风险小，但股东期望的报酬率较高。

债务资金是指公司通过向银行借款、发行债券、利用商业信用等方式取得的资金。债务资金要按期归还，有一定的风险，但其要求的报酬率比权益资金低。

权益资金和债务资金的比例关系称为资本结构。筹资决策的一个重要内容就是确定最佳资本结构。

2. 长期资金和短期资金

长期资金是指公司可以长期使用的资金，包括权益资金和长期债务资金。习惯上，把一年以上五年以内的借款称为中期资金，而把五年以上的借款称为长期资金。

短期资金一般是指一年内要归还的短期借款。短期资金的筹集主要解决临时资金需要。例如,在生产经营旺季需要资金较多时,可借入短期资金来满足。

长期资金和短期资金的筹资速度、筹资成本、筹资风险以及借款时企业所受的限制条件均有所区别。如何安排长期和短期筹资的比例,是筹资决策要解决的另一个重要问题。

公司筹集资金,表现为公司资金的流入。公司偿还借款、支付利息和股利以及付出各种筹资费用等,则表现为公司资金的流出。

(二) 投资

投资是指以收回现金并取得收益为目的而发生的现金流出。例如,兴建工厂、购置设备、招聘员工、生产产品、购买政府公债及公司股票和债券等,公司都要发生现金流出,并期望取得更多的现金流入。

公司的投资决策,按不同的标准可以分为以下类型:

1. 直接投资和间接投资

直接投资是指把资金直接投资于生产经营性资产,以便获取利润的投资。例如,购置设备、兴建工厂、开办商店等。

间接投资又称证券投资,是指把资金投放于金融性资产,以便获取股利或者利息收入的投资。

这两种投资决策的具体方法很不一样。证券投资只能通过证券分析与评价,从证券市场中选择公司需要的股票和债券,并组成投资组合。投资组合的方案不是事先创造的,而是通过证券分析得出的。直接投资要事先编制一个或几个备选方案,通过对这些方案的分析和评价,从中选择一个足够满意的行动方案。

2. 长期投资和短期投资

长期投资是指影响超过一年的投资,又称资本性投资。例如,购买设备、建造厂房等。用于股票和债券的长期投资,在必要时可以出售变现,而难以变现的是生产经营性固定资产投资。所以,有时资本投资专指固定资产投资。

短期投资是指影响不超过一年的投资,又称流动资产投资或营运资产投资。如对应收账款、存货、短期有价证券的投资。

长期投资和短期投资的决策方法有所区别。长期投资涉及的时间长、风险大,决策分析更重视货币的时间价值和投资风险价值的计量。

公司在投资决策过程中,除考虑投资规模外,还必须通过投资方向和投资方式的选择来确定合理的投资结构,以提高投资效益,降低投资风险。

公司投资项目需要支付资金,表现为资金的流出。而当投资回收时,则表现

为资金的流入。

(三) 流动资金

流动资金是指投放在流动资产上的资金。流动资金的主要项目是现金、应收账款和存货,它们占用了绝大部分的流动资金。流动资金有一个不断投入和收回的循环过程,这一过程没有终止的日期。

公司在流动资金决策过程中,应控制流动资金的持有数量。既要防止流动资金不足,也要避免流动资金占用过多,应以最低的成本满足生产经营周转的需要。

(四) 股利分配

公司筹集的资金归结为所有者权益和负债两个方面,在对这两种资金分配报酬时,前者是通过利润分配的形式进行的,属于税后分配;后者是通过将利息等计入成本费用的形式进行的,属于税前分配。

股利分配是指在公司赚得的利润中,有多少作为股利发放给股东,有多少留在公司作为再投资。过高的股利支付率,会影响公司再投资的能力,使未来收益减少,造成股价下跌;过低的股利支付率,可能会引起股东不满,股价也会下跌。

公司在股利分配的决策中,应根据自己的具体情况,依据一定的法律原则,确定最佳的股利政策,确保企业创造价值。

第二节 公司理财的目标

公司理财的目标是公司在规划、获取、使用和控制资金运动过程中所要达到的目的,其取决于公司的总目标,取决于特定的社会经济模式,反映了特定的产权关系和产权结构,体现了不同时期产权主体利益的不同偏好。当然,公司理财目标受公司财务管理本身特点的制约。

理财目标之所以重要,因为它是制定生产、销售等一系列目标的基础和前提;是进行财务决策的准绳和依据;是理财绩效考核的标准。财务管理在公司管理中处于一个核心的地位。根据现代理财理论和实践,最具代表性的理财目标有以下几种观点:

一、利润最大化

利润是按照收入与费用配比原则计算的,它是公司在一定期间全部收入和全部费用的差额。这种观点认为:

(1) 利润代表了企业新创造的财富,利润越多则说明公司的财富增加得

越多。

(2) 利润是公司生存、补充资本公积、扩大生产经营规模的必要条件。

(3) 利润最大化有利于社会资源的合理配置。

显然将利润最大化作为公司理财的目标,有其一定的道理。

但是,这种观点的缺陷是:

(1) 没有考虑利润取得的时间。例如,今年获利 1 000 万元和明年获利 1 000 万元,哪一个更符合公司的目标? 如果不考虑货币的时间价值,就难以作出正确判断。

(2) 没有考虑取得的利润与投入资本额之间的关系。例如,同样获得 1 000 万元利润,一个公司投入资本 5 000 万元,另一个公司投入 6 000 万元,哪一个更符合公司的目标? 如果利润不与投入的资本额联系起来,就难以作出正确判断。

(3) 没有考虑所取得利润和所承担风险之间的关系。例如,同样投入 5 000 万元,本年获利 1 000 万元,一个公司获利已全部转化为现金,另一个公司获利则全部是应收账款,并可能发生坏账损失,哪一个更符合公司的目标? 如果不考虑风险大小,就难以作出正确判断。

(4) 片面追求利润最大化,可能会导致公司产生追求短期利益的行为,而忽略长远目标,影响公司长远发展。

二、股东财富最大化

这种观点认为:

股东拥有并控制公司,所以公司的管理者应该为股东的利益而决策,公司的目标是为股东增加财富。股东的财富是其拥有股份转让时所得的净现金及其股利收入,股东的财富只有通过市场股价的高低才能表现出来。每股价格的高低反映了资本和获利之间的关系;它受预期每股盈余的影响,反映每股盈余的大小和取得的时间;它也受公司风险大小的影响,可以反映每股盈余的风险。

但是,某些人对股东是否完全控制公司存在争议。

“系列合同理论”认为公司可以被视作许多合同的集合。合同条款之一是所有者的权益对公司资产的剩余索取权。所有者权益合同可定义为一种委托—代理关系。管理小组的成员是代理人,股东是委托人。它假设管理者和股东如果各自一方,都将为自己谋利益。

为了使得股东利益达到最大,股东通过设计合适的激励机制监督管理者行为,减少管理者背离股东的利益。解决管理者和股东之间利益冲突所需的费用是一种特别类型的成本,称为“代理成本”,它包括:(1) 股东的监督成本;(2) 实施控制方法的成本。

“系列合同理论”建议：公司管理者采取的行动一般应以股东利益为重。但是，代理问题仍然无法完美地得到解决，结果由于管理者背离股东利益而使股东蒙受财富损失。

“系列合同理论”从另一个角度告诉了我们：在股东财富最大化的前提下，应考虑其他不同方面（客户、销售者、雇员等）的利益。

管理者所要追求的最大化目标是什么呢？威廉姆森（Williamson）提出了“费用偏好”的概念。他指出管理者通过某些费用获得了价值。特别是公司的小汽车、办公家具、办公地点和自主决定投资的资金，对管理者来说，它们的价值超过了他们的生产能力。

多那德森（Donaldson）对一些大公司的高层管理者进行了访谈。他的结论是管理者受到两种基本激励的影响：（1）生存。组织的生存意味着管理者总是要控制足够的资源来防止企业的被淘汰。（2）独立性和自我满足。这是指不受外界干扰和不依赖于外部的资本市场而进行决策的独立性。这些激励因素导致多那德森得出以下结论：管理者基本的财务目标是公司的财富最大化。公司的财富是管理者所能进行有效控制的财富，它与公司的成长性和公司规模密切相关。公司财富并非必然就是股东财富。通过提供成长所需资金和在一定程度上限制筹集新的权益资本，公司财富具有导致成长性提高的趋势。而提高公司成长性及规模与提高股东财富并非必然地相同。

多那德森得出的结论从另外一个角度告诉了我们：股东财富最大化与公司价值最大化是两个不同意义的概念。

三、企业价值创造最大化

这种观点认为：

公司最终的成功不能仅用公司增加销售额的能力、产生利润的能力或是从经营中产生现金的能力来衡量。在最后的分析中，最重要的是公司的活动是否在其所有者创造价值。那么我们怎样知道一家公司是否在创造价值呢？根据基本财务原理，如果公司全部投资的净现值为正数，那么它就在创造价值。价值创造是资本的市场价值与产生这些价值所占用的资本数量的差额最大化。即：

$$\text{净现值} = \text{公司资本的市场价值} - \text{占用资本总额}$$

这个净现值通常是指公司的附加市场价值增量（Market Value Added, MVA）。如果市场价值增量为正数，公司就在创造价值，因为公司资本的市场价值超过了公司的资本投入额。如果市场价值增量为负数，公司就在亏损。

[例1-1] 某公司2005年12月31日资产负债表反映当天公司运用股东和债权人投入公司的资本总额为110 000万元,那么,2005年12月31日公司资本的市场价值是多少?

要想估算这些价值,我们需要知道该公司当天的所有者权益资本和借入资本的市场资料。假定该公司有10 000万股发行在外的股份,当天每股价格为9元,这样,该公司当天资本的市场价值就是90 000万元,再假定该公司当天借入资本的市场价值为55 000万元(资产负债表中的账面记录),那么,该公司2005年12月31日的市场价值增量为:

$$\begin{aligned}\text{市场价值增量(MVA)} &= \text{资本的市场价值} - \text{占用资本总额} \\ &= (90\,000 + 55\,000) - 110\,000 \\ &= 35\,000(\text{万元})\end{aligned}$$

在2005年12月31日这天,该公司为股东创造了35 000万元的财富。

那么,是什么推动价值的创造和附加市场价值增量呢?是公司产生的正的附加经济价值(Economic Value Added, EVA)。其计算公式如下:

$$\begin{aligned}\text{经济价值增量(EVA)} &= \text{税后营业净利润} - \text{占用资本的成本} \\ &= \text{息税前利润} \times (1 - \text{税率}) \\ &\quad - (\text{占用资本} \times \text{加权平均资本成本}) \\ &= (\text{税后营业净利润} / \text{占用资本} - \text{加权平均资本成本}) \\ &\quad \times \text{占用资本} \\ &= (\text{税后投资资本回报率} - \text{加权平均资本成本}) \\ &\quad \times \text{投入成本}\end{aligned}$$

[例1-2] 某公司损益表中记录息税前利润为2.4万元,税后利润为1.2万元,在资产负债表上记录公司运用的资本总额是10万元。资本的一半是股本,假定其成本为16%,一半是借入资本,税后成本为4%(税前负债成本是8%,税率是50%)。则:

$$\begin{aligned}\text{经济价值增量} &= 1.2 - 10 \times [(4\% \times 50\%) + (16\% \times 50\%)] \\ &= (1.2/10 - 10\%) \times 10 \\ &= 0.2(\text{万元})\end{aligned}$$

计算的结果说明:由于该公司税后投资资本回报率超过了加权平均成本,因此产生了正的0.2万元附加经济价值,为公司创造了价值。

前面我们已经分析了正确测量管理者创造价值的能力是经济利润或EVA,它们是在一段时期内(通常为1年)产生的,但是大多数管理决策产生效益都在

几年后,而不是立即产生。因此,我们需要测量决策在未来预期产生的全部经济利润流量的现在价值,而不是在1年内产生的经济利润。换句话说,我们需要测量未来预期全部附加经济价值流量的现值,这个现值可以测量决策将产生的潜在价值,而决策产生的潜在价值就是决策的附加市场价值,它与经营获利能力、资本成本、增长率之间的关系可用下列公式表示:

$$MVA = \frac{(ROIC - WACC) \times \text{投资资本}}{WACC - \text{增长率}}$$

式中 ROIC——税后投资资本回报率;

WACC——加权平均资本成本。

根据附加经济价值的定义,我们可以把上式改写为:

$$MVA = \frac{EVA}{WACC - \text{增长率}}$$

从公式中我们可以看出,附加市场价值是由公司预期产生的未来 EVA 流量序列决定的。若未来流量序列的现值为正,则 MVA 也为正。另外,EVA 通过 WACC 把风险考虑了进去,WACC 越高,EVA 就越低。该公式说明,一项业务计划预期产生的未来附加经济价值流量的现值就是该项计划的附加市场价值。换句话说,公司投资资本预期产生的未来全部附加经济价值流量最大化的管理是以公司附加市场价值最大化和创造股东价值为目的的。

显然,以附加市场价值最大化作为公司理财目标的主要优点是将理财目标直接与附加经济价值相联系,有利于公司价值、经营业绩考核和设计引导管理者的行为与所有者相一致的激励计划,能够很好地与资本预算的过程结合起来;有利于引导公司的全部管理者更加注重费用的控制,更有效地使用公司资产,获得更好的公司投资资本回报率。

还应该指出的是,公司资本的市场价值最大化并不一定意味着价值创造的最大化。A 公司市场价值是 B 公司市场价值的两倍,但我们不能说 A 公司创造的价值必定就是 B 公司的两倍,这是本书所采纳的观点。

优秀的管理包括好多因素,但杰出的财务管理只有基本的一点——杰出的资本管理或灵活运用稀缺资本的艺术。

四、影响理财目标实现的因素

公司理财的目标是附加市场价值最大化,附加市场价值代表了公司为投资者创造的财富,附加市场价值的高低反映了公司理财目标实现的程度。

公司创造价值的能力主要是由三个关键因素综合而产生:

1. 税后投资资本回报率

公司要创造价值,预期的投资资本回报率(ROIC)必须超过公司的投资资金成本(WACC)。计算附加市场价值的公式指出只有当预期的 ROIC 高于 WACC,公式的分子为正时,附加市场价值才有可能为正,为公司创造价值。相反,如果公司预期的 ROIC 低于估计的 WACC,公式的分子为负时,附加市场价值就有可能为负,公司损害价值。

ROIC 与 WACC 的差额称为公司的回报率差:

$$\text{回报率差} = \text{ROIC} - \text{WACC}$$

这样,我们可以得出价值创造的条件:正的预期回报率差是价值创造的来源,而负的预期回报率差则是价值损害的原因。当回报率差为零时,公司既不创造也不损害价值,这并不表示公司对资本的供应者没有补偿能力。当回报率差为零时,ROIC 等于 WACC,即公司从经营中产生的利润正好等于债权人和股东期望的回报,而再没有多余的了。要创造价值,公司必须支付给股东超过他们预期能收到的利润,而这只有在 ROIC 超过 WACC 时才能实现。

那么,我们是否有证据可以证明公司的 ROIC 大于它的 WACC 就是创造价值,也就是正的附加市场价值公司? 这个问题很难回答,因为公司的 MVA 与预期的未来一系列回报率差相关,而不是与历史的或过去的回报率差相关。不幸的是,预期的回报率差很难获得,有许多不确定性因素,即所谓的风险。

总之,导致价值创造或损害的过程是全部未来的预期回报率差序列,而不是过去或历史的回报率,这是很重要的。

预期投资资本回报率是指公司的税后营业净利润与以会计期初计算的投资资本的比率。其计算公式如下:

$$\text{ROIC} = \frac{\text{EBIT} \times (1 - \text{税率})}{\text{投资资本}} = \frac{\text{NOPAT}}{\text{投资资本}}$$

式中 EBIT——息税前利润;

NOPAT——税后的 EBIT;

投资资本——公司占用的资本。

我们可以把公司预期的 ROIC 分解为以下公式:

$$\begin{aligned} \text{ROIC} &= \frac{\text{EBIT}}{\text{销售额}} \times \frac{\text{销售额}}{\text{投资资本}} \times (1 - \text{税率}) \\ &= \text{经营边际利润率} \times \text{资本周转率} \times (1 - \text{税率}) \end{aligned}$$

这样,组合下述活动的管理可以提高公司的投资资本回报率: