

MODERN CORPORATE FINANCE

(第二版)

现代公司理财

朱军生 主编

上海交通大学出版社

现代公司理财

(第二版)

朱军生 主编

上海交通大学出版社

内 容 提 要

现代公司理财是企业管理的重要内容,本书从最新的公司理财理论和实务入手,在第一版基础上,进行了全面修订。

本书内容包括财务报表分析、资金的时间价值、资本预算、筹资决策、营运资金管理、股利分配、财务计划和财务控制、企业并购与兼并决策以及国际财务管理等内容。书中配有丰富案例进行计算说明,可以让读者容易理解并掌握运用。

本书读者对象为经济管理专业本科生、MBA 以及企业财务人员。

图书在版编目(CIP)数据

现代公司理财/朱军生主编. —2 版. —上海:上海
交通大学出版社,2009

ISBN978-7-313-05761-7

I. 现... II. 朱... III. 公司—财务管理
IV. F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2009)第 059684 号

现代公司理财

(第二版)

朱军生 主编

上海交通大学出版社出版发行

(上海市番禺路 951 号 邮政编码 200030)

电话:64071208 出版人:韩建民

常熟梅李印刷有限公司 印刷 全国新华书店经销

开本:787mm×1092mm 1/16 印张:20.25 字数:499 千字

2008 年 8 月第 1 版 2009 年 6 月第 2 版 2009 年 6 月第 3 次印刷

印数:1~2030

ISBN978-7-313-05761-7/F 定价:35.00 元

版权所有 侵权必究

前 言

公司理财是现代企业管理的主干课程之一,其包括的内容广泛,涉及许多理论及实践方面的问题。现代公司理财已经上升到战略高度,全球视角。但是,基本内容万变不离其宗,本教材就是在上海交通大学“九五”重点教材的基础上进行再版的。

本书从理论与实践两方面阐述了公司理财的基本原理。主要包括:理财概论;价值评估;风险衡量;财务状况分析,资本预算,长期融资;金融衍生产品;资本成本,资本结构和股利政策;财务规划和短期融资;兼并与收购;跨国公司财务等方面。

近年来各种版本的财务书籍层出不穷,特别是外国教材的大量使用,使中国市场被全面占领,已经很少有我们自己的教材。这次上海交通大学出版社再版我的现代公司理财,是对我们自己版本的最大支持,我们感到由衷欣慰。在财务领域,如何结合东西方,不唯外,坚持中国特色,培养熟悉我们本土公司的财务管理者是我们一直应该坚持的教育方向。在今天西方金融危机泛滥的时刻,更加应该让我们深省。

本版在初版上基本保留了长期使用的内容,突出我们原来的理论联系实际,定性与定量结合的特色。同时,根据情况变化,修改了某些章节顺序,使其逻辑更加合理;并且完善了许多章节内容,添加和独立出一些新的章节。

本书内容力求全面,理论浅显易懂。适合金融或财务专业本科生、研究生、MBA 学生学习,对金融领域研究人员及从业者也有一定参考价值。

在再版中,我荣幸得到我的进修生又是同行,宁夏大学马平讲师的协助,对内容和习题提出了许多调整意见,并结合有关中国的一些实践,对第二章、第三章、第四章、第六章和第十一章进行重新编辑和修改。此外,上海交通大学出版社张天蔚总编和提文静编辑也给予了大力帮助,没有他们的鼎力支持,不会有本教材的再版。因此,我们在此表示衷心感谢。

尽管多方努力,但难免还有不足,敬请广大读者见谅,并恳请多提宝贵意见。

朱军生

上海交通大学安泰经济与管理学院

2009年5月5日

目 录

第一章 导 论	1
第一节 财务管理的主体、目标、内容及演变	1
第二节 财务管理的基本概念	6
第三节 财务管理的外部环境	10
第二章 财务报表分析	14
第一节 财务报表分析的意义与内容	14
第二节 财务报表体系	16
第三节 财务报表分析方法	23
第四节 EXCEL 在财务报表分析中的应用	40
第三章 货币的时间价值与风险分析	45
第一节 货币的时间价值	45
第二节 风险分析	50
第三节 资本资产定价模型	55
第四章 长期证券估价	61
第一节 长期证券估价概述	61
第二节 债券估价	62
第三节 股票估价	67
第五章 资本预算	74
第一节 资本预算的相关概念	74
第二节 现金流量	75
第三节 资本预算决策指标	81
第四节 资本预算决策	88
第五节 资本预算中的风险分析	92
第六节 EXCEL 在资本预算决策中的应用	99
第六章 长期筹资决策	103
第一节 金融市场	103
第二节 企业筹资概述	108
第三节 权益资金的筹集	112

第四节 负债资金的筹集	122
第七章 金融衍生产品	134
第一节 概述	134
第二节 期权定价理论	137
第三节 选择权与筹资	148
第八章 资本成本与资本结构	155
第一节 资本成本	155
第二节 杠杆分析与资本结构分析	165
第三节 EXCEL 在筹资决策中的应用	179
第九章 营运资金管理	187
第一节 营运资本概述	187
第二节 现金管理	190
第三节 有价证券管理	196
第四节 应收账款管理	198
第五节 存货管理	207
第十章 短期筹资决策	217
第一节 短期筹资概述	217
第二节 商业信用	218
第三节 商业票据	222
第四节 短期借款	224
第五节 抵押性短期筹资	227
第六节 短期筹资的优化	229
第十一章 股利分配	232
第一节 利润分配的内容	232
第二节 股利支付的程序和方式	234
第三节 股利政策	235
第四节 影响股利政策的因素	239
第五节 股票股利、股票分割和股票回购	242
第十二章 财务计划与财务控制	248
第一节 财务计划的过程和方法	248
第二节 财务预算的编制	249
第三节 财务控制	264
第四节 Lotus1-2-3 在财务计划和调控中的应用	268

第十三章 企业收购与兼并决策	281
第一节 收购与兼并的动机与途径	281
第二节 对收购与兼并活动的相关评估	283
第十四章 国际财务管理	288
第一节 外汇市场、汇率及基本平价关系	288
第二节 外汇风险的避让	292
第三节 跨国公司财务管理决策	295
附录	
(一) 将来值利息系数表	302
(二) 现值利息系数表	305
(三) 年金将来值利息系数表	308
(四) 年金现值利息系数表	311
(五) 正态分布表	314
(六) 二维随机数表	316

第一章 导 论

“财务”从字面上理解,是理财事务的简称。而理财范围可以小到一个家庭,大到一个国家。对于家庭的理财事务,可以归入家政学中研究,而国家的理财活动则是财政学研究的问题。因此,本书所涉及和研究的理财事务是介于上述两方面的中间——经济实体的理财活动。

作为经济实体,企业有多种类型,但不论形式如何,企业的最一般目的都是注重经济效益,通过自身的生产要素和资源配置,创造新的更大的价值。没有这种增值,企业将会停滞,甚至“死亡”。经济实体的细胞是企业,因此,财务管理实际上是针对企业的理财事务的管理。

第一节 财务管理的主体、目标、内容及演变

一、财务管理的主体

财务管理的主体是企业,从企业的组织形式来看,一般又分为个体企业、合伙企业和公司。

(一) 个体企业

个体企业由单一业主创立和经营,业主对企业的投资仅来自个人的积蓄和企业盈利的再投入,向外部的少量借债主要来自亲朋好友或个人财产的抵押,因而业主的个人财富与企业融为一体,这使得他的负债具有无限的偿还义务,可追索到他、甚至他的后代的私人财物。个体企业一般规模小,易于控制,全部盈利归业主,业主对政府交纳个人所得税。业主死亡后,个体企业关闭或传给其后代经营。

个体企业在市场经济中占绝大部分,并从中演变出规模更大的企业。

(二) 合伙企业

它是指两个以上合伙人,按照协议投资,共同经营,共负盈亏的经济实体。其资本来自合伙人的积蓄,以及某合伙人的其他有形和无形资产投入。合伙企业又可分为一般合伙和有限合伙两类。

一般合伙较松散,合伙人对企业债务负连带无限责任。若某一合伙人无力承担债务,其他合伙人代其清偿,然后再向该合伙人追偿,直至其个人的财产。企业盈利按协议分配,合伙人分别据此向政府交纳个人所得税。

有限合伙则是合伙人对债务负有限连带责任,仅就合伙资本为最高清偿额度,不追索到合伙人个人私人财物,利润要以合伙企业的名义交纳企业所得税。有限合伙企业应事先标明“有限责任”字样,有符合规定的企业章程、注册资金有合法验资证明,并不得减少注册资本。某一合伙人转让投资,应取得其他投资者同意。有限合伙企业名义上已具有法人资格,但一般不可向社会公开筹资。

（三）公司

它是在《公司法》制约下成立的,由股东投资创办的经济实体。它克服了个体和合伙企业的短处。其资本来源多以定向或公开销售股权证书来募集初始资本,也可发售债券或以抵押获得银行长期借款,甚至只凭信用获得借贷资金,因此公司规模大,资本来源渠道多。公司的所有者仅就其认购的股本金,承担企业经营和负债的风险,负有限清偿责任。同时,股东按持股数大小来控制企业全部施政方针的表决权,并通过选举董事会,委托代理人——经理去经营企业。公司是独立法人,资本金注册登记,不可任意抽逃。股东可通过股权转让形式将资本变现。因此,企业资本具有完整性与流动性的统一,是投资者、经营者和职工的利益共同体。盈利要向政府交纳企业所得税,然后再按税后利润的一定比例提取积累和公益金,并按股派发股息以回报股东。

企业的三种形式中,公司最具规模、体制、运作、监管之优势,也大体涵盖了另两种形式的各类理财问题。因此,现代财务管理的主体都以公司为出发点,本书的分析和论述也从公司理财的角度展开。

二、财务管理的目标

企业财务管理目标(又称企业理财目标),是财务管理的一个基本理论问题,也是评价企业理财活动是否合理有效的标准。目前,我国企业理财的目标有多种,其中以产值最大化、利润最大化、股东财富最大化或企业价值最大化等目标最具有影响力和代表性。

企业财务管理目标是企业经营目标在财务上的集中和概括,是企业一切理财活动的出发点和归宿。制定财务管理目标是现代企业财务管理成功的前提,只有有了明确合理的财务管理目标,财务管理工作才有明确的方向。因此,企业应根据自身的实际情况和市场经济体制对企业财务管理的要求,科学合理地选择、确定财务管理目标。

财务管理是企业的一部分,是有关资金的获得和有效使用的管理工作。财务管理的目标,取决于企业的总目标。

财务管理目标应具备以下四个特征:具有层次性;具有多元性;具有相对稳定性和具有可操作性。

从目前看,企业财务目标有如下不同的描述:

（一）利润最大化

利润最大化的发展初期是在 19 世纪初,那时企业的特征是私人筹集、私人财产和独资形式,通过利润的最大化可以满足投资主体的要求。

利润最大化是指企业通过对财务活动和经营活动的管理,不断增加企业利润。企业利润也历经了会计利润和经济利润两个不同的发展阶段。利润最大化曾经被人们广泛接受,在西方微观经济学的分析中就有假定:厂商追求利润最大化。这一观点认为,利润代表企业新创造的财富,利润越多则说明企业的财富增加越多,越接近企业的目标。

（二）股东财富最大化

这种观点认为,企业主要是由股东出资形成的,股东创办企业的目的是扩大财富,他们是企业的所有者,理所当然地,企业的发展应该追求股东财富最大化。在股份制经济条件下,股东财富由其所拥有的股票数量和股票市场价格两方面决定,在股票数量一定的前提下,当股票价格达到最高时,则股东财富也达到最大,所以股东财富又可以表现为股票价格最大化。

股东财富最大化与利润最大化目标相比,有着积极的方面。因为一是利用股票市价来计量,具有可计量性,利于期末对管理者的业绩考核;二是考虑了资金的时间价值和风险因素;三是在一定程度上能够克服企业在追求利润上的短期行为,因为股票价格在某种程度上反映了企业未来现金流量的现值。

同时,也应该看到,追求财富最大化也存在一些缺陷:一是股东价值最大化只有在上市公司才可以有比较清晰的价值反映,对非上市公司很难适用;二是它要求金融市场是有效的。由于股票的分散和信息的不对称,经理人员为实现自身利益的最大化,有可能以损失股东的利益为代价作出逆向选择。因此,股东财富最大化目标也受到了理论界的质疑。

（三）企业价值最大化

企业价值最大化是指通过财务上的合理经营,采取最优的财务政策,充分利用资金的时间价值和风险与报酬的关系,保证将企业长期稳定发展摆在首位,强调在企业价值增长中应满足各方利益关系,不断增加企业财富,使企业总价值达到最大化。企业价值最大化具有深刻的内涵,其宗旨是把企业长期稳定发展放在首位,着重强调必须正确处理各种利益关系,最大限度地兼顾企业各利益主体的利益。企业价值,在于它能带给所有者未来报酬,包括获得股利和出售股权换取现金。

相比股东财富最大化而言,企业价值最大化最主要的是把企业相关者利益主体整合形成企业这个唯一的主体,在企业价值最大化的前提下,也必能增加利益相关者之间的投资价值。现代企业的主要特征是经营权和所有权分离,企业由业主(或股东)投资,而由职业经理人来控制其经营管理。此外,还有债权人、消费者、员工以及政府和社会等,都是企业的利益相关者。但是,企业价值最大化最主要的问题在于对企业价值的评估上,由于评估的标准和方式都存在较大的主观性,股价能否做到客观和准确,直接影响到企业价值的确定。现在通行的说法有若干,其中,以“未来企业价值报酬贴现值”和“资产评估值”具有代表性。

（四）相关利益者价值最大化

这种观点认为,企业的本质是利益相关者的契约集合体,利益相关者是所有在公司真正拥有某种形式的投资并且处于风险之中的人,企业利益相关者包括股东、经营者、员工、债权人、顾客、供应商、竞争者以及国家。由于契约的不完备性,使得利益相关者共同拥有企业的剩余索取权和剩余控制权,进而共同拥有企业的所有权。对所有权的拥有是利益相关者参与公司治理的基础,也是利益相关者权益得到应有保护的理论依据。

在利益相关者框架下,企业是一个多边企业的结合体,它不仅仅由单纯的股东或单一的利益相关者构成,而是由所有的利益相关者通过契约关系组成。也就是说,企业是使许多冲突目标在合约关系中实现均衡的结合点。对众多利益相关者专用性资源进行组合,其目的是为了

获取单个组织生产所无法达到的合作盈余和组织租金。各产权主体在合作过程中,由于向企业提供了专用性资源并承担企业的经营风险,因此都有权获得相对独立于其他利益相关者的自身利益。

三、财务管理的内容

财务管理作为企业管理的核心,关系到整个企业资源的获得和有效配置。为使企业创造更大的价值,财务决策渗透到可以计量的增加企业价值的各个领域和环境中,因此,现代财务管理的内容变得十分广泛和复杂。

从一般职能上看,财务管理主要分为三大块。

(一) 投资决策

财务主管必须根据企业经营和发展目标,分析可供投资的各种机会,选择对企业发展最有利的某项投资或某组投资组合,并根据项目的进度,确定各阶段的投资量计划。不仅如此,现代财务管理的投资项目的范畴被进一步拓宽。购买建造生产设施是投资,购买金融衍生产品也是投资;新建是投资,购并已有企业也是投资;长期项目是投资,短期项目也是投资。投资多元化、跨地域已成为企业集团的经常战略。由此导致投资分析更加复杂,投资管理向体系化方向发展,投资形成的资产也更为丰富。

(二) 筹资决策

投资与筹资是密不可分的整体。投资的资本来源,要求最低的代价和及时地到位。筹资决策正是从这两方面对资本进行安排的。为此,要估算各种资本的使用成本,研究资本的最佳结构,构造有弹性的资本组合,选择资本的期限和安排资本的偿还计划。同时,在分析资本市场状况的基础上,利用各种筹资工具,降低成本和风险,满足企业资本需要。现代筹资还涉及金融衍生产品创新问题的研究。

(三) 日常经营资本的管理

从企业正常经营的第一天起,就面临着如何合理地分配经营所需资本到原材料、在产品、产成品及结算、分配等环节上。在不影响企业正常运转的前提下,最大限度地减少各环节的占用,提高资本使用效率,降低经营资本成本。从这部分资本管理策略上看,可以用长期筹集的资本来保证,也可以用短期负债来满足,不同性质和数量的资本对企业所承担的风险和整个资本成本有不同影响。

要搞好这类日常资本管理,财务经理要详细地制定经营预测和现金等的动态计划,并在计划付诸实施时,进行严格的控制和及时的调整,对于资金的临时性不足,要迅速借助货币市场进行筹资;而对于资金的临时性有余,也要寻找出路,发挥其应有的潜力。

资金的日常管理除内部计划周密之外,还涉及与金融机构、供应商和客户之间的金融关系处理,与政府管理部门和税务部门的交往和协调,包括利用税收政策制度的机会进行纳税筹划,对股东眼前收益和长远增长的分配决策,与下层子企业和上属母企业的核算关系,等等。

财务管理的三方面内容是相辅相成、有机联系的。没有新的投资选择,不会产生新的筹资

需要,对日常经营管理也产生不出新的业务范围和增长的盈利及分配问题。有效的营运管理,反过来,又对投资的回收、筹资的归还本息创造条件。

四、财务管理理论与实践的演变

财务管理是企业与生俱来的,但最早的财务管理只是简单的会计意义上的管理,核算经营业务中资金的流出流入,财务管理理论也只是微观经济学的一个分支。随着企业规模的增大,企业需要在外界获得资本,因此开始认识和研究证券市场和货币市场情况。西方最早出现的一本企业财务方面的书——《公司财务》是由格林(Thomas L. Greene)在 1897 年写成的。其中主要涉及信用工具、金融机构和资本市场。

20 世纪 20 年代起,新兴的科学、技术和发明,为新兴工业作了技术准备,但资本来源对新兴工业来说,并没有原始积累。这时的财务管理者开始关注来自外部的资金筹集,特别对普通股股票投资者和投资银行等金融机构进行广泛的联系。研究一个公司财务策略的文章和书籍开始出现,并系统进入大学经济管理课程的教材中。

但在财务实践中,新兴的证券市场运行并不规范,企业业绩不实,弄虚作假的情况时时困扰着市场和投资者,伴随着 30 年代经济大危机,很多企业相继破产,股价暴跌,股份制公司面临生存危机。财务管理重点集中到企业的清算、破产、重组及投资利益保护问题上。这一时期内,财务研究开始涉及对财务信息利用,有关财务比率的科学衡量和分析,企业财务状况及业绩评价方面。这一时期的努力,为以后的有关财务状况系统性分析、资本结构研究都打下了基础。

20 世纪 40~50 年代,财务管理学仍然以描述性、制度性作为特色的学科来从事教学和实践。但眼光已从企业外部或投资者角度,逐步向企业内部转移,有人认为正是在这一时期,财务管理者从资产负债表的贷方(负债和收益)开始转向其借方。自 20 世纪 50 年代初期开始,财务预算和别的内部控制程序受到重视,研究内容涉及预测和控制企业现金流量、投资决策和资本预算、资本结构及合理利用资本,以及股息策略等方面。

随着世界市场竞争日趋激烈,理论界从经济学基础上引申出“有效市场”概念和“资产组合”理论,对企业价值或某种证券的价值进行了深入分析。

自 20 世纪 50 年代后期到 80 年代,是一批实证分析的理论孕育和发展的时期,它们为西方财务管理提供了较多的新理论、新概念及新的技术分析方法,这部分内容归功于有一批数学家改行研究财务理论和计算机技术的推广运用,为某些分析提供更便捷的实证模拟。

这些财务理论多数带有较强的约束条件,同时还带有严密的假设前提。因此,理论上的论证是正确的,但是实践中却碰到不少困难,甚至没有理想的参数值可供运用。尽管如此,它们毕竟为理论分析提供了工具和方法。这些理论包括:

- (1) 有效率市场理论及其对整个财务、金融基础意义。
- (2) 资产组合理论及其对风险的度量和分析。
- (3) 资本资产定价模型和进一步发展的多因素定价模型,以及对整个金融资产的估价。
- (4) 资本结构理论及资本成本分析。
- (5) 代理理论及对策分析。
- (6) 信号理论及其对投资、筹资和股息分配的影响。

(7) 期权定价模型及金融创新。

具体内容将在以后的章节中适当加以介绍。

第二节 财务管理的基本概念

有几个基本概念将对整个财务管理活动产生重大影响,许多决策都是在这些概念的基础上进行的。

一、市场有效性

财务管理是在与金融市场的密切联系中进行决策的。因此,当前金融市场有效性如何,就成为关键问题。所谓有效是指上市的金融产品(主要指股票)的价格已经反映了影响其变化的全部信息,因而已处于均衡状态之下。之所以会如此,主要因为职业投资分析家对每一条信息的出现都加以迅捷的分析,从而引导投资者(特别是主力投资者)作出投资的最快反应。由信息引起的不均衡价格在以秒计算的时间里就被恢复到均衡状态。因此,在金融市场上利用价格差进行无风险套利是困难的,谁也不是常胜者。或者说,投资者靠已经发生的信息预测今后股价变化是不确定的和无效的。

市场有效程度可以分为三级。

(一) 弱势市场

它是指股价已反映了过去公开发布的信息。因此,按照过去的股价变动,预测未来的变化是徒劳的。因为,未来的股价变化,只会根据新的公开信息而变化。弱势市场的效率确定被许多事实所证明。

(二) 半强势市场

它是指股价已反映了所有已公开的信息,不论此信息是否已正式发布。这样一来,想根据公开信息的研究,获取非正常收益是不可能的。但是,依靠内幕交易(即利用秘密情报)仍有获取额外收益的机会。

(三) 强势市场

这种市场是一种理想化市场,至今尚没有资料证实它确实存在。它不过是作为一种极端被理论界研究。它是指:股票价格中已反映了所有信息,不论此信息是公开的,还是秘密的。这样,即使是内部知情者也无法获得非正常利润。

市场有效的概念,对财务管理的意义在于,任何一项金融市场的产品已经被相应地估价,这种价格是通过投资者的竞争而达到均衡的,财务活动中的决策,应充分估计到这种市场的效率性。每项决策都要为提高企业价值而努力。那些虚假的活动(如篡改报表、假传信息)并不能得逞。另外,在资本市场上被过度高估和低估的品种是很少的,当进行兼并、证券发行、股票回购、偿还债券时,要周密地考虑各种因素的影响,慎重决策。

在一定的资本市场上,只有了解其处于何种阶段,才能根据此时信息对股价的影响情况,

进行财务决策。但分析此种阶段是较困难的,实证分析的可选择方法为,对某一信息公开发布时点前后的股价走势进行考察,假定有一个好消息作用于某种股票,则股价变化可如图 1-1 上半部分的情况发展。若此信息在发布的时点 K 的前后,股价沿上升轨道继续行走,可认为市场为弱势状态;当股价在信息发布点 K 之后,随机游走,应看成是一种半强势市场状态,而强势市场状态无法反应。因为,这时股价已不受任何突发信息的影响,仅以随机波动形式出现,要分出这种变化是几乎不可能的。

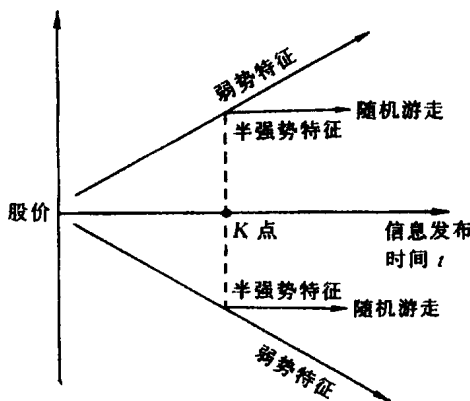


图 1-1 股价变化情况

二、风险与收益的均衡

风险是指一种“未来的不确定性”。在企业的整个经营过程中,几乎所有的选择,都包含着不确定性。严格地说,这种不确定性有向好和向坏变化的两种可能。但是从它与确定性相对应上看,人们更偏好确定性的情况。因此,在经济学上一般总事先假设人们普遍厌恶风险。所不同的是,每个个体对风险厌恶的程度不同。在现实经济活动中,人们所冒风险的大小,应该同得到的收益相对应,这种收益是对所冒风险的补偿。高风险就要有高收益相匹配。财务决策的所有方面,都应建立在这种风险与收益的取舍上。

在有效的市场状态下,风险与收益的补偿正好相等(这里的含义应理解为:人们已普遍取得对某种程度的风险应给予多高补偿的一致看法)。风险资本的投资恰好得到它应有的风险平均报酬率。在资本市场和任何产品市场上,这种风险收益均衡都存在。若这个均衡遭到破坏时,无数眼疾手快的投资者将以无风险套利的方式修复这种均衡。当然,在资本市场上的修复比在产品市场上的修复过程快得多,因为后者的资源重新组合要困难些。

风险的划分在财务管理中有两种不同考察角度。

一种是从资产组合角度看,风险可分为非系统风险和系统风险。非系统风险指特定企业经营活动中存在的确定性,这种风险可以通过投资者资产多样化投入来分散甚至完全消除。据有关证券市场资料分析,经济学家发现,只要将投资分散到 40 个以上的证券品种上,非系统风险几乎被全部消除。系统风险是指整个市场大环境引起的不确定性,这种风险如宏观政策调整,经济周期影响,货币、利率的变化等等。这种风险是难以通过简单的投资组合来消除的(参见图 1-2)。从组合资产投资的风险补偿上讲,只有系统风险应得到补偿,非系统风险则不

应受到补偿。一般认为,非系统风险是投资者偏好的代价。

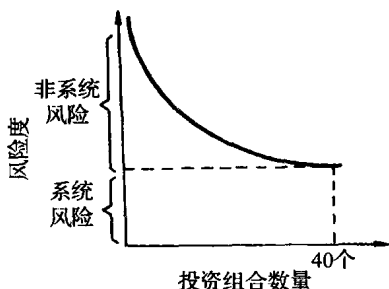


图 1-2 风险的划分

另一种是从企业资本结构的角度,将风险分解为经营风险和财务风险。企业资本来自权益资本和债务资本两部分。企业所有者仅仅以股权资本参与一个企业的经营,所冒的风险全部体现在经营过程中,这种风险称为经营风险。所有者要获得更大收益,可以进一步选择成本较低的债务资本加入经营。但在使用债务资本增加获利的同时,由于需按时归还债务本、息,因此在经营风险之外,又增加一种新的偿债风险,这种风险称之为财务风险。若企业不能按期偿债,无论企业是否能继续经营下去,或者是否有优良的发展潜力,都面临被债权人起诉破产的可能。

上述两种风险分类,在以后的章节中,我们还要详细讨论。风险收益均衡的概念使财务管理者明白,超额利润的存在是短暂的,要获取这种超过平均水平的收益,应迅速决断。但并非每次都能如愿。财务管理的主要精力应放在选择适合本企业承受风险能力的相应投资和经营项目上。高收益的背后,有高风险。同时,企业使用何种资本,不仅是获得收益多少的问题,而且是所冒风险高低的问题。进一步看,企业应发展自己最有竞争力的强项,以取得高收益。至于伴随此收益的高风险,只要与收益匹配就可以承受。不愿冒这种高风险的股东,可以通过其个人投资的多样化组合来抵消这种非系统风险,从这个意义上讲,追求每股收益最大化仍然是正确的目标。

三、现值和现金流增量考察

在财务管理中,应始终遵循“今天的一元钱比今后的一元钱更好”的思想,这不仅因为有未来的不确定性,而且存在着时间价值影响。即:现在的一元货币会在一年后增值。增值幅度因个体的时间偏好、投资机会及预期的通货膨胀率而定。

由于存在这种时间价值,就有个未来货币转换为现在货币的概念问题。这就是现值的概念。理解和运用此概念,对财务决策非常重要。未来收益的大小,资产或有价证券的评估价值,投资项目的可行性,某一企业是否值得收购,发行债券的偿还或是延长的决定,购买设备或是租赁设备等等,都涉及现值的评价标准。

与现值相联系的是现金流量概念。由于财务管理以理财为核心,企业的盈利与否仅仅是会计上的概念。这笔盈利是否带来企业所得现金流入量净增加,才是问题的关键。一项财务决策会带来现金的流出企业,也会带来流入企业,若两者相等,并不能给股东带来价值的增加,

只有产生现金流量的切实增加,此财务决策才是合理的,有效的。这种现金净流入也是在现值基础上进行比较的。从一个具体项目上讲,只要在其经济寿命期内的净现值为正数,即使在经营中存在阶段性亏损,并不会改变此项目的可行性。由此可见,财务决策大多数应建立在现金流量现值的增量基础上进行分析。

四、期权(选择权)

在现代财务管理中,有些计划或决策是否进行,要视一个先期的计划是否成功而定。这种计划或决策就是一个期权问题。期权是给予持有者做某项事的权力,同时又不必承担一定要做该项事的义务。这样,决策者则能获得一种推迟决策,收集更多信息的机会。当局面对做该事不利时,就能退出;而对做该事有利时,又不会错过这种机会,从这种只有权利而无义务的条件看期权,显然获得此权是有代价的,此代价就是期权的价值。值得注意的是,期权价值是无法用现金流量分析方法来确定,必须借助期权估价理论来确定,这将在以后专门讨论。

期权的运用在财务管理中十分广泛,它首先可作为规避风险的手法。此外,企业或有负债的估值,贷款担保的估值,筹资中的附加选择权,企业投入的研究和发展费用的价值,直至企业权益资本的价值,都可以用期权定价模型来计算。因此,1997年经济学的诺贝尔奖授予了期权定价理论的创始者:哈佛的 C. Merton,斯坦福的 M. Scholes 和 Fish. Black。

五、代理关系

在一个大型企业中,所有者因持股的分散,多数人不直接参加企业管理;同时,这样的企业也需要专家来管理。因此,所有权与经营权出现分离,代理关系由此产生。所谓代理关系是一种合同或契约关系。在此关系中,一个或多个委托人雇佣他人(代理人)来代表委托人完成某项活动,同时授予代理人一定的决策权。

为保证企业经营目标以股东财富最大化,所有者必定要因代理关系而增加新的开支,这就是代理成本。代理成本可表现在以下几方面。

首先,表现在代理人开支上,包括工资、奖金及各种福利待遇。这种成本是代理人的履约费用。

其次,表现在委托人的控制、约束代理人行为的开销上,包括监督、考核等开销,设立相应机构的开销等等。

最后,还表现在因为决策的偏向、失误和错过时机所丧失的各种有利于股东收益最大化的机会损失。

要使代理人按股东收益最大化目标行事,存在一些制约因素,它们是代理人人才市场;所有者解雇的威胁;公司业绩下降时被收购的威胁和企业建立对代理人的考核机制。这些因素在一定程度上会减少代理成本,缓和利益冲突。

代理关系还表现在代理人处理股东与债权人的利益上。从根本上说,代理人会以损害债权人的利益来满足股东利益,从而导致债权人保护自身利益而限制企业经营活动,这样又会增加新的代理成本。代理人成本是难免的,作为财务决策来看,只要代理人为企业创造的收益增长超过代理人成本及其增长,股东将认可此财务决策的有效性。

第三节 财务管理的外部环境

企业财务管理是处在一个特定的经济、政治背景上进行的,本节仅着重从经济背景上加以分析。政治背景的影响虽然也十分重要,如国家之间的关系变化会给大量国际贸易活动带来巨大影响,但除了国家一贯的政治政策之外,大部分政治背景都可能带有偶发性和排斥经济性。在这里用财务理论来指导应付或许并不适宜。

经济背景可划成四块研究。

一、经济周期与财务管理

经济周期又称商业周期,一般指国民经济活动所表现出的由扩张到失调、到调整和收缩的循环变化过程,具体经济周期可分成繁荣期、衰退期、萧条期和复苏期四个阶段。

经济周期的时间跨度少则几年,多则十几年,几十年。其成因较复杂,根子是在市场经济的无计划性盲目发展造成的经济中供求关系的不平衡性。事实证明,虽然经济周期有时是不明显的,但这种不平衡波动确是存在于经济发展过程中。

衡量经济周期的转折点有各种方法,最简单的是以国民生产总值、社会平均盈利率、失业人口等指标加以反映;如国民生产总值在连续两个季度下降,则可认为经济处于衰退时期。高盈利伴随着经济高速增长的高通货膨胀,往往是经济繁荣期;而高失业率则可能反映出衰退后期,经济萧条已近尾声。

中国经济也不可避免地表现出市场经济运行的一般规律,显现出经济周期现象。例如,1987~1988年高涨,1990~1992年衰退;1993~1995年高涨,1997~1999年衰退;2004~2007年高涨,2008年出现衰退。

经济周期对财务管理将产生下列重要影响。

(一) 经济周期直接影响投资选择

由复苏向高涨的阶段,企业投资会加速增长,预期的销量和销价都呈上升趋势,使企业扩张的动力十足,新项目可行性趋于乐观,使投资急剧膨胀。而在衰退和萧条期,经济像泄了气的皮球,逐步看淡;紧缩成为企业的明智选择,投资项目减少,已建项目也可能因财力短缺或前景悲观而暂缓进行。

(二) 经济周期影响筹资机会

经济周期波动与资本供应有密切联系。经济高速发展对资金需求剧增,这时的筹资可能面临困难,或需支付较高资本成本。对于负债较高的企业更是如此,但是在这个时间,企业间信贷十分活跃,负债比率和短期筹资需求居高难下。若非新兴和高速增长的行业,在经济繁荣期都会面临银根紧张、筹资艰难的情况。在萧条期到复苏期的阶段,情况有所不同,一方面较多资金滞留在银行正寻找出路,另一方面,复苏的热点产业尚未完全形成,这时的企业筹资环境相对宽松。资本成本也因利率水平而大为低廉。因此,企业筹资的难易程度受经济周期制约较为明显。