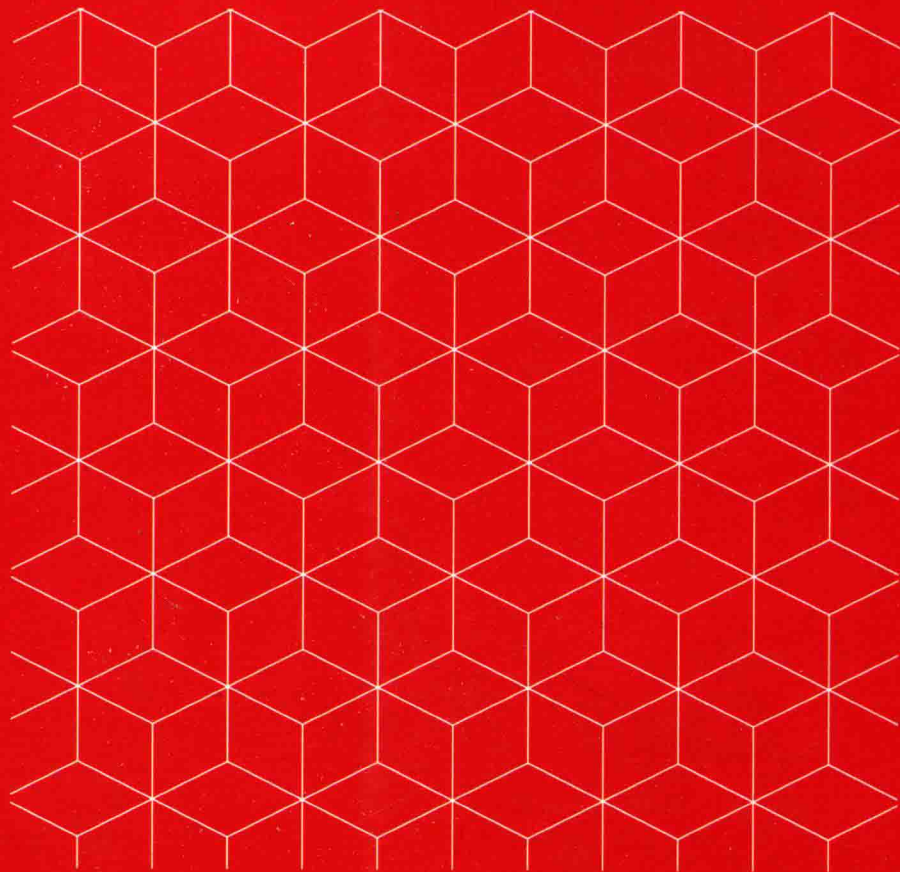


高等院校经济学管理学系列教材



# 公司金融学

Corporate Finance

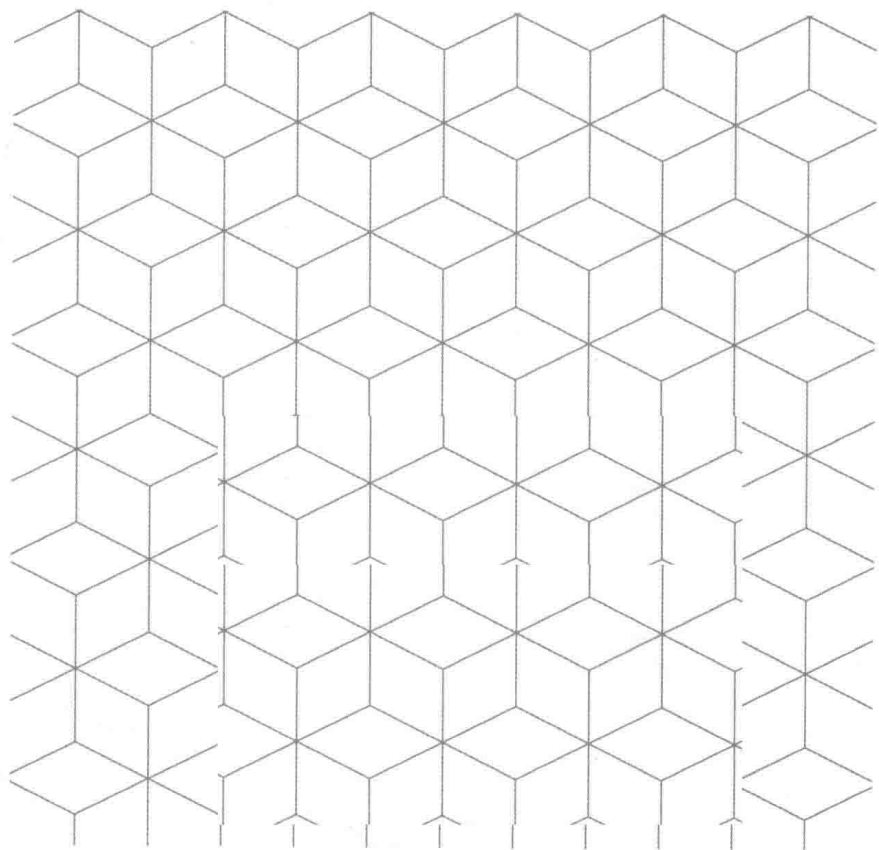
王长江 主编



北京大学出版社  
PEKING UNIVERSITY PRESS

非外借

高等院校经济学管理学系列教材



# 公司金融学

Corporate Finance

王长江 主编



北京大学出版社  
PEKING UNIVERSITY PRESS

## 图书在版编目(CIP)数据

公司金融学/王长江主编. —北京:北京大学出版社, 2018. 9

(高等院校经济学管理学系列教材)

ISBN 978-7-301-29746-9

I. ①公… II. ①王… III. ①公司—金融学—高等学校—教材 IV. ①F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2018)第 171210 号

- 书 名** 公司金融学  
GONGSI JINRONGXUE
- 著作责任者** 王长江 主编
- 责任编辑** 杨丽明
- 标准书号** ISBN 978-7-301-29746-9
- 出版发行** 北京大学出版社
- 地 址** 北京市海淀区成府路 205 号 100871
- 网 址** <http://www.pup.cn> 新浪微博 @北京大学出版社
- 电子信箱** sdy\_2005@126.com
- 电 话** 邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 021-62071998
- 印 刷 者** 三河市博文印刷有限公司
- 经 销 者** 新华书店
- 787 毫米×1092 毫米 16 开本 27.5 印张 602 千字  
2018 年 9 月第 1 版 2018 年 9 月第 1 次印刷
- 定 价** 69.00 元

---

未经许可,不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有,侵权必究

举报电话:010-62752024 电子信箱:fd@pup.pku.edu.cn

图书如有印装质量问题,请与出版部联系,电话:010-62756370

# 前 言

公司金融是宏观金融的基础，是商业银行、投资银行等金融机构工作的对象。因此，公司金融研究的重点在于公司在金融市场上的各种活动，主要包括公司融资、公司投资、公司保险、公司并购重组、公司资信评估与公司信用担保等。

公司金融的各项活动，离不开金融市场。当公司不是公众公司时，也可能通过债券市场等进行投融资活动；当公司是一个公众公司时，股权投融资、债权投融资等是其常常涉及的。因此，金融市场上的股票、债券等金融产品，是公司金融的基础问题。当然，公司在金融市场的投融资活动是否顺畅、投融资的效率是否高等，则与金融市场的有效性息息相关。

研究公司金融，一个重要的起点是对公司财务报表的分析。理论上，公司财务报表是其经营状况、现金流量等情况的最直观的反映，政府机构、金融机构、税务部门、金融投资者、监管者以及公司管理者等通过公司财务报表分析，能够对公司经营的基本情况作出判断。当然，公司会计处理方法与原则等，对财务报表的结论具有重要的影响。

公司发展，投资是永恒的主题。投资包括短期投资与长期投资，特别是长期投资决策，必须考虑资金时间价值，运用动态分析方法，即净现值法、现值指数法、内部报酬率法等进行科学决策。在公司的股权投资和债权投资中，需要运用资金时间价值理论以及财务比率等进行估值。在公司的并购重组等业务中，一个重要问题是运用上述理论等对并购标的公司进行科学估值，也要对实行并购公司自身进行科学评估。当然，无论是哪一种投资，都存在不同的风险。按照马科维茨（Harry Markowitz）的投资组合理论和夏普（William Sharpe）等的资本资产定价模型理论，可以运用方差及标准差、贝塔值等对风险进行科学计量或对风险敏感度进行判断，从而得出投资者的最优投资组合或投资者的必要收益率。

资本成本、资本结构等直接与公司融资相关。公司的资本成本包括债权资本成本与股权资本成本。如果不考虑其他因素，因为存在税盾效应，往往债权资本成本低于股权资本成本。公司的债权融资与股权融资多少，决定了公司的资本结构。以MM定理为起点的现代公司资本结构理论，根据相关假设前提，从不同方面对公司资本结构与公司价值之间的关系进行了论证，推动了公司资本结构理论的发展。当然，公司经营中固定成本的高低、负债数量的多少等对公司的息税前利润会产生不良影响，由此，研究公司的经营杠杆、财务杠杆等非常必要。

衍生品包括期货、期权和互换等，与公司金融关系密切。期货的功能在于价格发现、套期保值和投机，对于公司未来投融资所面临的风险有较好的控制作用，但同时也可能因为运用不当或判断失误而产生巨大风险；期权包括看涨期权与看跌期权等，是公司投资与融资工具，也是公司投融资风险控制的方法之一；利用经济学中比较优势理论的互换工具，期权对公司融资成本的降低具有积极意义，也是金融机构重要的业务之一，但也面临相关的互换风险。

公司投融资等活动的结果体现在公司是否盈利方面。如果亏损，公司应该按照相应的财务与税务制度进行处理；如果盈利，则按照规定提取公积金、公益金、利润分配等。公司的利润分配，受股东、公司法规定、金融市场融资便利等影响。例如，假定股东考虑税差问题，因为有些国家规定资本利得税率低于资本收益税率，这样，理论上公司应该少分红或者不分红。股份有限公司的利润分配也称股利分配，有可能采用剩余股利政策、固定股利政策、固定比例股利政策等，对公司未来发展以及股东带来不同的效应。当然，股利分配可以采用现金股利、股票股利、现金加股票股利等不同的形式，公司在决定采用哪一种形式时应该权衡利弊。

公司金融理论与实践的发展，带来了许多新的变化。本书是作者多年教学与科研的总结，更是借鉴了大量专家的理论研究成果以及实务部门的具体案例，在此一并致谢！本书适合作为大专院校经济管理类专业教材，也适合作为金融学专业硕士等研究生教学参考书。感谢南京大学“金融学专业学位研究生培养的案例库建设与教学改革”课题、江苏省教育厅“‘互联网+’下经济学核心课程教学模式创新研究”课题以及南京大学商学院江苏省首批品牌专业——经济类专业对本书出版的大力资助。

特别感谢北京大学出版社的大力支持与鼓励！

王长江

2018年7月15日



## 第一篇 公司金融基础

第一章 公司金融导论 .....	3
第一节 公司、金融与公司金融 .....	3
第二节 公司金融基石 .....	8
第三节 公司金融目标 .....	11
第四节 公司金融理论发展 .....	15
本章案例 .....	26
本章思考题 .....	28
第二章 公司金融与金融市场 .....	29
第一节 金融市场概述 .....	29
第二节 金融市场要素 .....	38
第三节 金融市场功能与作用 .....	46
第四节 金融市场利率 .....	49
本章案例 .....	53
本章思考题 .....	55
第三章 公司财务报告分析 .....	56
第一节 财务报告概要 .....	56
第二节 财务分析概要 .....	75
第三节 财务比率分析 .....	82



本章案例 .....	101
本章思考题 .....	104

## 第二篇 投资决策与风险

---

<b>第四章 公司价值评估</b> .....	107
第一节 货币时间价值 .....	107
第二节 债券估值 .....	113
第三节 股票估值 .....	120
本章案例 .....	130
本章思考题 .....	132
<b>第五章 风险与收益</b> .....	133
第一节 风险与收益的衡量 .....	133
第二节 资产组合理论 .....	140
第三节 资本资产定价模型 .....	153
本章案例 .....	157
本章思考题 .....	160
<b>第六章 长期投资决策</b> .....	161
第一节 长期投资决策概述 .....	161
第二节 长期投资决策标准 .....	164
第三节 证券投资决策 .....	172
本章案例 .....	180
本章思考题 .....	181

## 第三篇 资本成本与资本结构

---

<b>第七章 公司融资决策</b> .....	185
第一节 公司融资决策理论 .....	185
第二节 股权融资 .....	189
第三节 债权融资 .....	193
本章案例 .....	201
本章思考题 .....	202
<b>第八章 资本成本</b> .....	203
第一节 资本成本概述 .....	203
第二节 个别资本成本 .....	205

第三节 加权资本成本 .....	211
本章案例 .....	216
本章思考题 .....	219
<b>第九章 资本结构 .....</b>	<b>220</b>
第一节 资本结构概述 .....	220
第二节 现代资本结构理论 .....	223
第三节 最优资本结构 .....	236
本章案例 .....	243
本章思考题 .....	245
<b>第十章 杠杆 .....</b>	<b>246</b>
第一节 经营杠杆 .....	246
第二节 财务杠杆 .....	252
第三节 总杠杆 .....	259
本章案例 .....	261
本章思考题 .....	264

## 第四篇 衍生品与公司金融

---

<b>第十一章 期权 .....</b>	<b>267</b>
第一节 期权概述 .....	267
第二节 期权价格 .....	275
第三节 认股权证与可转换债券 .....	280
第四节 期权与公司投融资 .....	290
本章案例 .....	294
本章思考题 .....	295
<b>第十二章 期货 .....</b>	<b>296</b>
第一节 期货概述 .....	296
第二节 期货价格 .....	305
第三节 期货的运用 .....	309
本章案例 .....	320
本章思考题 .....	321
<b>第十三章 互换 .....</b>	<b>322</b>
第一节 互换市场概述 .....	322
第二节 互换的种类 .....	326



第三节 互换的应用 .....	330
本章案例 .....	339
本章思考题 .....	340

## 第五篇 盈余管理与公司战略

<b>第十四章 盈余管理</b> .....	343
第一节 盈余管理概述 .....	343
第二节 盈余管理的动因 .....	345
第三节 盈余管理的类型、手段与衡量 .....	347
第四节 盈余管理的披露与识别 .....	351
本章案例 .....	355
本章思考题 .....	358
<b>第十五章 股利政策</b> .....	359
第一节 股利概述 .....	359
第二节 股利理论与政策 .....	365
第三节 影响股利政策的因素 .....	371
本章案例 .....	374
本章思考题 .....	376
<b>第十六章 并购战略</b> .....	377
第一节 兼并收购概述 .....	377
第二节 并购的程序与风险 .....	383
第三节 几种特殊的并购方式 .....	387
第四节 企业并购价值评估 .....	396
本章案例 .....	403
本章思考题 .....	405
<b>第十七章 公司治理</b> .....	406
第一节 公司治理概述 .....	406
第二节 公司内部治理 .....	409
第三节 公司外部治理 .....	414
第四节 公司治理模式 .....	418
第五节 公司治理模式的趋同化 .....	421
第六节 中国公司治理问题研究 .....	425
本章案例 .....	428
本章思考题 .....	431
<b>参考文献</b> .....	432

## 第一篇

# 公司金融基础

从不同的角度理解，公司金融的目标各有侧重，对公司金融目标内涵的科学认识有利于公司投融资、股利政策等决策；公司金融与金融市场发展密不可分，掌握公司金融的基础之一则是对公司财务报表的分析。



# 公司金融导论

公司金融的研究对象是公司的融资行为，公司金融具有价值核心、价值守恒、期望跑步机和最佳所有者四大基石，以此来引导公司创造持久的价值。公司金融目标的建立有助于其理论的发展，目标明确了决策者要努力完成什么以及提供了如何在备选方案中作出选择的衡量方法。

## 第一节 公司、金融与公司金融

### 一、公司

公司，是指由众多的人经营某项共同的事业所组成的一个集合体。现实经济生活中，公司形式多种多样，每一种公司形式的产生和发展均与一定时期的生产力发展水平相适应。

在公司制度的发展过程中，先后出现了无限公司（即由两个以上少数股东组成的、对公司债务负无限连带清偿责任的公司）、两合公司（即由少数负无限责任的股东和少数负有限责任的股东共同组成的公司）、股份有限公司、有限责任公司等形式。不过，伴随着科技进步和市场经济的发展，无限公司和两合公司在世界各国已经逐步减少，而适应现代经济发展需要的有限责任公司和股份有限公司在不断壮大。

有限责任公司是由两个以上、一定数额以下的股东共同出资，每个股东以其出资额为限对公司承担责任、公司以其全部资产对其债务承担责任的公司法人。股东按其出资份额享有权利、承担义务。股份有限公司是指全部注册资本划分为等额股份，股东以其所持股份为限对公司承担责任，公司以其全部资产对公司债务承担责任的公司法人。有限责任公司和股份有限公司都称为股份制公司，但股份有限公司是唯一可以公开发行股票的公司，是股份制公司的典型形式。

(1) 股份制公司的核心是法人特征。股份制公司必须依法成立，并以其全部财产对公司债务负责，各股东以其出资额形成对公司的股权；作为法人，是具有民事权利能力和行为能力的法律关系主体，有自己的名称、机构，可以进行诉讼和应诉等；作为法人，也可以像自然人一样投资成为其他公司的股东，但因为公司法人的独特性，各国公司法对于本国公司向其他公司的投资一般有多种限制；尽管是独立法人，但公司却是无意志的，其行为是由其机构和负责人来实现的。

(2) 股份制公司的基础是有限责任。股东承担有限责任的规定使得公司的进入更为自由和容易，发展规模得以迅速扩大。同时，股东对公司承担有限责任的规定也使得公司的所有权和经营权分离的可行性加大。所有权和经营权的分离是使有管理才能的专家得到公司控制权的保证。有限责任是指：第一，公司以其全部法人财产对其债务承担有限责任。第二，公司破产时，股东仅以其出资额为限，对公司承担有限责任。这一方面可以鼓励投资，因为股东能预先确定其投资风险，即投资者的最大风险仅仅是其出资的损失；另一方面促进了资本流动，股东们可以通过买入或卖出公司股票来表示自己对资本效率的关切和对资源配置的看法。另外，有限责任使得股份的购买者不需要详细地审查公司的责任和其他股东的资产，从而减少了交易费用。当然，股份制形式的公司，也可能带来管理者忽视股东利益、忽略对债权人保护、为董事滥用公司的法律人格提供机会、对侵权责任的规避等问题。以股东利益为例，股东可以采取以下措施将管理者与股东利益联系在一起：股东通过投票决定董事会成员；制定与管理者签订的合同和收入报酬计划，如“股票期权计划”，激励管理者追求股东的目标等。

(3) 股份制公司的关键是公司治理结构。公司治理结构，是指由所有者、董事会和高级经理人员三者组成的一种组织结构。在这种结构中，所有者、董事和经理人员三者之间形成一定的制衡关系。股东虽然不直接参与公司的经营管理，但对公司的经营管理有表达其意见的权力。股东一般通过股东大会来进行意见表达，股东大会是公司的最高权力机构。公司治理结构的完善，其实就是要规范和协调所有者（股东）、受托者（董事会）、控制者（经理）和使用者的（职工）相互权利和利益关系的制度安排。其中，最为主要的是通过严格界定和规范出资者与经营者的权利和责任，设计出一套有效的监督和激励机制，既要赋予经理人员更多的经营权利，使之成为投资者的利益努力工作，又要约束经理的行为，克服“道德风险”，以降低代理成本和提高代理效率。

(4) 现代公司制度中的产权制度。如果按照排他性程度的差异，产权可以分为以下四种：一是私有产权，即具有完全的排他性，私有产权主体拥有对某种经济物品的多种用途进行排他性选择的权力；二是社团产权，即部分人共同拥有的财产所有权，在社团内部无排他性，但社团成员取得社团产权是有条件的，同时社团产权是一个不可分割的整体；三是国有产权，即其产权主体是政府，中央政府是国有产权真正的主体；四是公共产权，即为全社会范围内的成员所享有，其显著特征是非排他性，任何社会成员都无权排斥他人享有公共产品或服务。公司产权是介于私有产权与社团产权之间的一种产权形式，又称为法人产权。在公司制度的演进过程中，资本的两权分离（所有权与控制权）经历了两个重要阶段：第一阶段是资本所有权与法人产权（经营权）的分离。在公司制度的初期，股份公司大都是家族控股式的公司，大股东直接选择或亲自出任董事长和财务主管，股东会的权力很大；经理人员则持股很少，是职业的管理人员，完全受董事会的控制。第二阶段是公司法人产权同经理控制权的分离。这时，董事会的权力被弱化，而经理人员的控制权在不断加强，并随着经理阶层地位

的提高而出现所谓的“经理革命”。导致这种现象出现的主要原因，是股权的多元化和分散化，以及公司规模扩大和生产经营活动的复杂化。公司的法人产权同控制权不同，公司法人产权控制在董事会手中，是相对于资本所有权而言的；而公司的控制权掌握在经理人员手中，是建立在公司法人产权基础上的。

(5) 现代公司制度中的出资者所有权。在现代公司制度中，全体股东是公司的共同所有者。但由于股权的分散化，公司必然实行出资者所有权与法人财产权相分离的原则，股东只享有重大事项决策权和收益权，公司的日常经营管理活动则完全由董事会和经理负责。这就使得出资者对公司的所有权出现分离，即公司专用资源的控制权与这些资源的市场价值实现结果的自愿分离。

公司产权或公司财产所有权是公司享有的一种权利，公司财产所有权的主体是公司法人而不是股东。投资者的出资一旦投入公司，即失去了对其出资的完整所有权，而转换为依其出资份额所形成的以及在此基础上增值所形成的公司全部财产的所有权即公司产权。当然，公司财产所有权与股权并不是对立的，而是既相联系又有区别的，公司权利结构是股东权利与公司法人产权相结合的双重结构。

在现代公司制度中，对公司资产无直接控制权的股东，可能宁愿公司冒高风险以便取得高报酬的机会，因之有其他资产能够“承受”风险。与这些股东相比，公司经理对资产拥有直接控制权，但受公司风险的影响不同。如果公司破产，经理会失业。所以经理可能限制公司风险，甚至放弃有较大潜在报酬的投资机会。不过，各国公司法普遍规定，经理由董事会聘任和解聘。经理被聘任后，其经营管理才能和水平要接受实践的检验，公司可以通过经理的述职、汇报、经营业绩和其他形式，定期和随时评估、监督经理的工作，并根据经理的表现，可留聘或解聘经理，决定经理的报酬事项。在经理的聘任上，市场经济发达国家已经形成了比较健全的公司评估和经理市场机制。当一个经理因自身经营管理不善而对公司造成损害并被公司解聘后，他在其职业经历上就留下一笔失败的记录，会导致其以后很难重新谋取经理的职位。

## 二、金融

金融最直接的定义是资金融通，其核心是货币资金。对于一个公司或组织来说，不论其追求的目的是利润最大化、股东权益最大化还是公司价值最大化，都必须对货币资金的运动进行管理。资金运动在不同公司和组织的经营管理过程中变换形态，不仅在一个公司和组织内部运动，而且在不同的市场主体之间运动。

西方学术界对“金融”的解释一直存在争议，简要概括可以分为以下三种：一是认为金融是支付，是一切货币收支关系的总称；二是认为金融是“研究人们在不确定的环境中如何进行资源的跨时期配置的学科”<sup>①</sup>，金融决策区别于其他资源配置决策的

---

<sup>①</sup> [美] 兹维·博迪等：《金融学》，曹辉等译，中国人民大学出版社2010年版。这里的资源主要指家庭、公司等主体拥有的财产或财富；而跨时期的分配则是指在不同的时间对财产或财富在其成本与收益方面的权衡。

特征包括金融决策的成本与收益是跨期分摊的，无论是决策者还是其他人，通常都无法预先确知金融决策的成本与收益；三是认为金融是资本市场的运行、资本资产的供给与定价等。

如果从资金融通角度看，关系型融资（relationship finance）是近年来西方金融中介理论研究的热点问题。关系型融资是金融中介提供的金融服务，其目的是获取特定客户的专有信息，并通过长期客户关系或范围经济获取收益。尽管至今没有对关系型融资的一个统一的定义，但一般认为关系型融资应该具备三个条件，即收集可利用的公开信息以外的信息；在与借款人的多重交互中，信息收集是一个长期过程；信息保持保密状态等。关系型融资是一种广泛存在的融资活动，其优势体现在：一是促进信息交流，提高融资效率。关系型融资活动在长期内重复多次进行，银行每次给公司提供融资后，都可以获得一些其他金融机构不了解的专有信息，这些信息有利于其向公司提供再融资。二是增加中小公司和高科技公司等信息敏感型公司的贷款可获得性。中小公司、处于初创期的高科技公司自身信息透明度不高，缺乏贷款所需的抵押担保品，很难获得外源融资支持，只能依赖于关系型融资。三是有利于实现贷款条件的跨期优化。公司在初创期还贷能力一般不强，若贷款人能够在初创期提供优惠贷款，就能促进公司成长，而贷款人也可以获得公司成熟后的高额回报，补偿前期贷款优惠，实现跨期优化，不过这只有在贷款人能确保公司能够成熟并在成熟后按照约定归还贷款时才能成立。

### 三、公司金融

现代公司金融的一个前提是，公司内部人的行为未必符合出资人的最大利益，这是因为道德风险会以不同方式存在。如何减轻公司内部人的道德风险？一般地，可以采取两种方式：一是激励制度，通过采用对管理层绩效的激励制度，能够在一定程度上把内部人的激励与投资者的利益相挂钩；二是股东或债务人可以对内部人实行监督。

公司金融的主体是各类公司，公司金融是公司对外经济活动的重要组成部分，是公司为了实现其价值最大化而在金融市场上所开展的投融资等活动。公司金融是宏观金融的基础，是银行等金融机构工作的对象。因此，公司金融研究的重点在于公司或公司在金融市场上的各种活动，主要包括公司融资、公司投资、公司保险、公司并购重组、公司资信评估与公司信用担保等。具体说：第一，公司融资是指公司以所有权和剩余索取权交换其他经济主体资金使用的活动。例如，在股票融资中，公司是通过稀释其所有权而获取他人的资金；在债务融资中，公司则是通过放弃一部分剩余索取权而换取他人资金的使用权。公司融资是公司生存与发展的基础和条件，但也可能给公司带来灾难。例如，公司股份过于分散可能使公司股价极易发生大的波动和公司控制权频繁变化，公司大量负债可能造成公司未来的财务困难或破产清算。第二，公司投资是指公司为了获得一定的利益而将所拥有的资金投向其他经济主体的行为，如购买其他经济主体发行的债券、股票和票据，与其他经济主体合资合作、新设一家公司

等。广义的公司投资还包括固定资产投资、科研开发投资和人力资本投资等。公司投资与公司融资的联系非常密切，他们是资金融通活动的两个端点，融资是投资的前提条件，投资是融资的目的。第三，公司保险是指公司为了降低生产经营以及投资、融资的风险而购买各类财产保险和人身保险的活动。公司保险的意义在于转移公司在生产经营以及投融资活动中的风险、降低风险损失、提高资信等级、降低生产经营和投融资成本。公司保险也是公司的一种投资活动，投资者（即投保人）的动机不是为了获取直接收益，而是为了获得一种安全感。公司保险在我国还没有得到公司的重视，这种局面一定会很快改变。第四，公司并购重组是公司之间存量资产的调节与重新组合，它既是公司实行生产经营规模扩张所采用的措施，也是公司实施生产经营规模紧缩、规避恶意收购的手段。

公司金融学是从英文 corporate finance 翻译过来的，finance 在英文中可以翻译成金融或财务。其实，它的含义同时包含中文里的金融和财务两个概念。因此，有人将 corporate finance 译成公司财务。但在传统的中文里，人们对金融学的理解更偏向于宏观的货币银行学，同时很多人又常常将财务和会计等同起来，所以很多人对公司金融或公司财务这个概念比较陌生。实际上，corporate finance 主要关注的是公司的融资、投资和兼并等决策及其对公司市场价值的影响。目前，国际上传统的公司金融学研究中最关注的一些研究议题有：公司的资本结构（capital structure），研究和分析公司最优的融资方法和融资结构；公司的股利策略（dividend policy），研究公司用什么方法将所赚的钱返还给股东以及返还多少；兼并与收购（mergers and acquisitions），探讨并购的原因和并购的方法；公司治理（corporate governance），研究公司的所有权和控制权结构以及怎样对投资者进行保护；投资银行业务的过程（investment banking process），研究证券上市和发行的过程和方法；金融中介（financial intermediation），研究和分析商业银行等金融中介机构的功能及效率等。

公司金融的研究对象是公司的融资行为，不过这种融资行为应该是公司在整个金融体系中进行的融资行为，而不仅仅是公司在金融市场上的融资行为。公司的融资活动要求能够以尽可能低的成本持续地获得内部或外部资金来源。当公司发现投资机会时，就要通过一定的渠道筹集相应数额的资金。不同来源、不同方式的融资渠道，其财务风险特征和融资成本各不相同，公司融资的结果导致不同的资本结构。合理地确定公司资金来源，优化公司资本结构，对降低公司的资本成本、控制公司筹资风险，具有重要意义。同时，伴随着资本市场的日益发达，金融工具不断推陈出新，这些金融工具各具特色，公司一定要依据自身实际情况和融资环境的许可，选择最适合自己的融资工具。公司的投资活动是要将所取得的资金投向能够创造尽可能多价值的方向和领域，一般包括以下内容：做什么，即投资的方向选择；做多少，即投资额的确定；何时做，即投资时机的抉择；怎样做，即以什么样的生产方式和资产形式完成所选定的生产经营活动。投资决策，特别是长期投资决策是公司最重要的决策，决定了公司资金的运用方向及未来的收益状况，从而决定了公司的价值。但投资是当前的支出，回报是未来的收益，但未来一定是不确定的。所以，投资决策必须研究两个方面

的回报，即当前的支出与未来的收益需要考虑时间价值的回报，未来不确定的收益需要取得相应的风险报酬。

## 第二节 公司金融基石

在市场经济中，价值是一个重要的度量工具。当人们进行投资时，均希望投资价值的增长能够弥补投资带来的风险以及资金的时间价值。公司金融具有价值核心、价值守恒、期望跑步机和最佳所有者四大基石，以此来引导公司创造持久的价值。<sup>①</sup>

### 一、价值核心

任何一个公司初始进行投资，都希望未来产生更多的现金，以便为股东创造价值。一项投资的价值创造量是初始投资额与未来现金流入现值之间的差额。按照蒂姆·科勒等的推导，<sup>②</sup> 投入资本回报率（即税后营业利润除以营运资金加固定资产）和收入增长是推动价值创造的根本因素，见图 1-1。因此他们认为，对于任何水平的增长，价值总是随着投入资本回报率的改善而增长，即在其他条件都相同时，投入资本回报率总是越高越好；但增长并不如此：当投入资本回报率较高时，高增长推动价值增加，但当投入资本回报率较低时，高增长却会导致价值下降。投入资本回报率与资本成本相等是区分增长是推动还是削弱价值的分界线。当投入资本回报率高于资本成本时，高增长促进价值创造；在分界线即投入资本回报率与资本成本一致时，不管增长多高，都不会创造或削减价值。

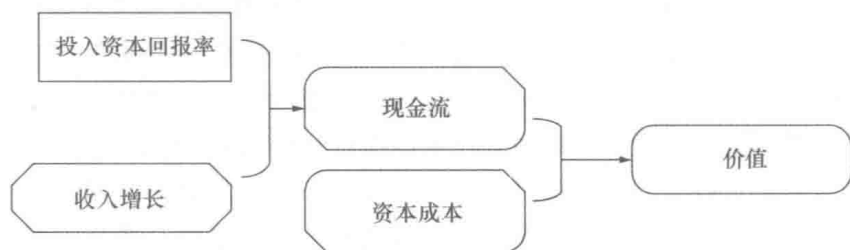


图 1-1 收入增长和投入资本回报率推动价值

价值创造的核心是理解投入资本回报率的持续性。公司能获得高投入资本回报率的持续时间越长，其创造的价值越大。在一个完全竞争的市场环境中，投入资本回报率最终将与资本成本趋同。但是在现实市场环境中，在相当长的时间内，公司和行业的投入资本回报率一般变化比较大。

增长是创造价值的一个关键驱动力，但不同类型的增长具有不同的投入资本回报率，从而创造不同的价值。收益增长的类型包括市场份额增长、价格增长、潜在市场

<sup>①</sup> 参见〔美〕蒂姆·科勒、理查德·多步斯、比尔·休耶特：《价值》，金永红、倪晶晶、单丽翡译，电子工业出版社 2012 年版。

<sup>②</sup> 同上。