

## 第一篇 公司财务管理概述

什么是财务？财务就是确定企业价值，也就是说企业值多少钱。因此，公司财务管理主要围绕“钱”来考虑。本篇主要介绍公司财务管理中确定企业价值所应具备的一些基本概念，以及在今后进行财务分析中要用到的一些基本方法。其中主要讨论：公司目标、公司理财的环境、企业价值的确定、风险和收益分析等。



# 第一章 公司财务管理概述

[ 本章内容提要 ] 本章从财务管理的重要性出发，讨论财务职能、财务经理在企业中的作用。介绍企业目标，重点强调股份制公司应该以股东财富最大化为目标。接着进一步讨论有关代理问题，以及解决这些代理问题的方法。最后介绍了财务管理中的十个公理，理解这些公理，有利于后面的学习，并且这十个公理的基本概念将贯穿于本书的始终。

## 第一节 公司财务管理的重要性

### 一、财务管理的重要性

现代公司理财学是企业管理的七大分支之一，其他六大分支是会计学、市场学、管理策略、行为科学、生产管理和国际企业管理。从学科上看，与理财学相关的系列课程有：财务管理、投资学、资本预算、资本市场、风险管理与保险业务、高级理财学、资产选择理论、流动资本管理等。其中财务管理是最重要的基础课。

事实上，财务管理作为一门独立的学科是在 20 世纪初，当时主要强调兼并、新企业的成立和企业为筹集资金而发行各类证券的有关问题上。当时的资本市场相对来说是初级的，资金从盈余部门或个人向赤字部门的转移较为困难，而企业的有关会计报表又不可靠，知情者和操纵者造成价格波动很大，结果投资者不太愿意购买股票和债券。因此，在这种环境里，显而易见，财务管理会集中于与发行证券有关的法律问题上。20 世纪 30 年代西方经济大萧条期间，企业倒闭致使财务管理集中于破产和重组、公司清算和证券市场的政府调节，这时财务管理仍然是描述性、法律性的学科，但重点转移到生存问题而不是扩展问题。在这一时期，西方国家政府加强了对企业的管制，对财务管理学科的发展起到了很大的推动作用。如美国政府于 1933 年和 1934 年分别颁布了《证券法》和《证券交易法》，要求企业公布财务信息，为以后公司财务状况的系统性分析打下了基础。从 20 世纪 40 年代以后，财务管理逐渐从描述性的内容转向数学模型分析的研究，特别是 1958 年，马柯维茨的组合理论以及莫迪格莱尼和米勒的资本结构的研究，使财务管理成为了一门

真正的科学。财务重点越来越从外部者的观点转到内部者的观点上来，财务管理集中转向财务决策，以使企业价值最大化，并且这一观点在 20 世纪 90 年代得到更加深入的研究。进入 20 世纪 90 年代，财务管理的研究到受到以下因素的影响：

- (1) 通货膨胀和通货膨胀对企业决策的影响；
- (2) 金融机构或财务公司趋向于大型化，提供服务的多样化；
- (3) 计算机用于分析和信息电子转换迅速增加；

(4) 市场及企业经营活动的全球化在逐步形成，特别是经营的全球化和计算机技术运用的进一步增强，使其研究内容更加广泛和财务分析更加容易，财务管理在数量分析方面的功能得以加强。

### (一) 经营全球化

对许多企业来讲，有四个因素促使经营全球化：

1. 交通和通讯设施的改进，运输成本的降低，使得国际贸易更为可行。
  2. 消费者更加关注低成本、高质量的产品，这冲击着各国为保护无效率、高成本的国内制造商而设的贸易壁垒。
  3. 随着技术越来越先进，新产品开发成本上升，企业必须要多销售才会有盈利。显然，国际市场要大于国内市场。
  4. 跨国公司的不断增多，这些跨国公司能够将生产转移到成本低的国家和地区。
- 以上四点就要求大多数制造商的生产和销售全球化。

另外服务公司，包括银行、广告代理和会计师事务所也被迫“走向全球”，因为这些企业如果要有广泛的经营，他们就必须为多个国家客户提供更好的服务。当然，总有一些纯国内业务经营公司，但最具有动态增长和能够提供最好就业机会的通常是在世界范围内经营的企业。

### (二) 计算机技术

20 世纪 90 年代，计算机和通讯技术不断改进，先进技术的使用使得作出财务决策的方法也随之改进，公司建立计算机网络，特别是国际互联网，使公司与客户、供应商之间的交易联系更为容易和便捷，因此财务经理能获得更多的信息和有关数据，计算机的应用使得财务分析更为方便。由此数量分析方法应用更广泛，作为新一代财务经理更需要较强的计算机和数量分析技能。

过去，销售部经理设计规划销售，工程师及生产部门人员决定生产所需原料等，而财务经理的任务只是筹集资金购买所需厂房、设备和支付给投资者。现在这种情况将不再

存在了。决策是许多相互联系的行为，财务经理直接负责并控制开发、生产和销售全过程。事实上，财务管理对销售、会计、生产和人事等其他部门的人员也显得十分重要，他们了解财务是为了把自己领域内的工作做得更好。例如，销售人员必须明白，销售决策是怎样影响资金的可用性，是怎样受到资金可用性的影响，怎样受到库存水平、生产能力影响等等。衡量推销人员的业绩不仅仅是看他推销出多少产品，而要看他推销出产品的同时收回多少钱。同样，会计人员必须明白在公司规划中，会计数据的使用以及投资者的看法。

因此，企业中所有决策实际上涉及财务，非财务经理也必须要有充足的财务知识，以便把这些知识用于自己特定领域分析。

## 二、财务职能

什么是财务？财务就是确定企业的价值。从实际工作上看，与理财学相联系的职业有：公司财务经理、银行家、证券经纪商、金融分析家、资产管理者、投资银行家和财务顾问等。其中，公司财务经理是最典型的职业。因此，财务职能可用财务经理的职能和责任来确定其涵义。

尽管企业组织间具体情况各有不同，但主要的财务职能是组织投资、筹资和股利政策。

资金从不同的渠道筹集，并配置于不同的用途。资金在企业运转中要受到监控，通过利润、偿付、产品和服务等形式表现出使用资金的利得。这一财务职能不仅在股份制企业中如此，而且在所有组织机构中，即从公司到政府部门，或像博物馆、医院和剧院等其他非盈利机构都必须履行。因此，财务经理的主要职能是筹措和使用资金，使企业的价值最大。

其次，财务经理必须考虑投资和筹资决策以及二者的联系。

一个成功的企业通常要达到销售额上的较高增长率，这必然要求有资金来支持。财务经理必须确定明确稳妥的销售增长率，列出不同的投资可能性，决定具体的投资量和不同的资金来源。如，是使用内部资金还是使用外部资金？是使用贷款还是使用所有者资金？是采用长期筹资还是采用短期资金？财务经理要在它们之间作出取舍。因为采用不同的方案，可能会对企业未来的发展产生很大的影响。例如：美国 Eastern 和 Delta 航空公司（以下简称 E 公司和 D 公司），在 20 世纪 60 年代，E 公司的股票价格在每股 60 美元以上而 D 公司的股票只卖 10 美元。但是，到 1990 年，D 公司已成为世界上最强的航空公司之一，股票价格超过每股 50 美元，这时 E 公司已破产，不复存在了。虽然有很多因素使得两家航空公司有不同的结局，但财务决策的不同是其中一个主要因素。因为 E 公

司传统上使用了较多的债务，而 D 公司则没有。进入 80 年代，当利率提高时，E 公司的成本迅速提高，而利润下降，但高利率对 D 公司影响不大。进而，当燃料价格上升迫使航空公司购买新的高效燃料飞机时，D 公司可以做到，而 E 公司则不行。当航空公司进行重新组合调整时，D 公司有足够的实力去开拓市场，购买倒闭了的航空公司资产，降价吸引客户，而这时 E 则已不行了。

第三，财务经理与企业经理们相互联系，以帮助企业尽可能高效率运转。

企业所有决策都涉及到财务，所有经理都需要注意到这一点。例如，影响销售增长的营销决策必然会改变投资需求，因此，必须考虑对可用资金的影响，以及它们受到可用资金的影响，对库存政策的影响，工厂生产能力利用的影响等等。

第四，货币市场和资本市场的利用。

货币市场和资本市场的利用也就是说，财务经理必须把企业与筹集资金和买卖企业证券的金融市场联系起来。有关详细内容，我们将在金融体系部分加以讨论。

总之，财务经理的中心职责与投资决策和筹资行为相关，在发挥这些职能作用方面，财务经理对影响企业价值的关键决策负有直接的责任。

### 三、财务经理

由于财务在决策中的核心作用，财务经理在企业组织层中占有较高的位置，如图 1—1 所示。该图描述了具有代表性的股份制企业的组织结构。董事会由股东大会选出的董事组成，是公司的常设机构，也是公司的管理、决策的最高业务执行机构，对内是组织管理的领导机构，对外是经营活动的全权代表。总理由董事会委任或招聘，对董事会负责。总经理既要代表公司从事日常业务活动，又要对业务活动的效率及结果负全责。总经理提请聘任或解聘公司副总经理，在这些主要经理中有一个财务副总经理，他负责制定企业的主要财务政策，也与其他经理联系，提出在别的领域里主要决策中的财务问题，确定应向他报告的财务负责人的职责，并对会计主管和财务主管负责分析的内容负责。

具体的财务职能主要在两个财务负责人之间划分——财务主管和会计主管。如图 1—1 所示。除了这些职责外，他们的职责还包括一些其他活动。例如，财务主管一般对现金的获得负责，因此，他要负责与商业银行和投资银行联系。他可就企业的日常现金状况和营运资本状况作出报告，同时负责制订现金预算等。

在小型企业组织中，财务副总经理可能履行财务主管和会计主管的两个职能，或财务负责人在财务副总经理领导下执行财务主管和会计主管两个方面的职责。而大型企业则常用财务委员会的形式，因为筹资和投资决策需要较宽的知识面和一定的平衡判断能力，因而委员会集合了有制定政策和决策的不同背景和能力的人，他们能提供颇有价值的决

策意见。例如，获得外部资金是一项重要的决策。0.25% 和 0.50% 的利率不同，也许表示一笔绝对数量很大的货币流出量或流入量。贷款 6 亿元，0.5% 之差就是 300 万元的流出量，因此，具有财务知识的高级经理的判断力，在与银行就贷款期限和条款方面作出决策是非常有价值的。

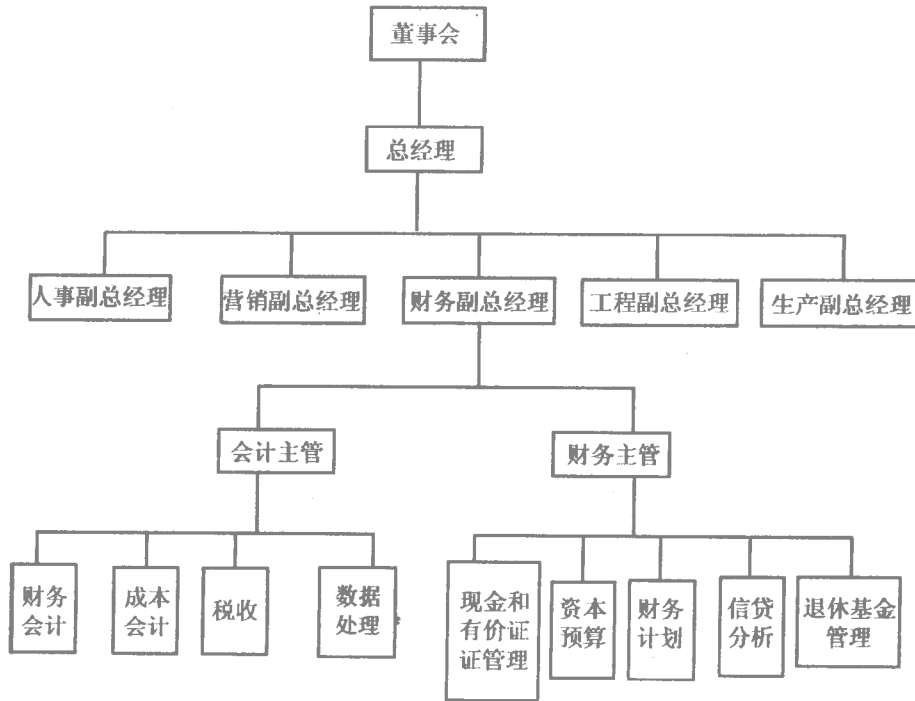


图 1-1 财务经理在组织机构中的位置

财务职能与企业组织结构中的最高层紧密联系，财务决策对于企业生存和成功至关重要。如，增加某项新产品线或削减旧生产线上的人员，扩大或增加一个工厂或改变布局，出售库藏股票或新增发股票，租赁安排，支付股利及股票回购等，这些决策对于企业长期赢利能力具有持久的影响。

## 第二节 公司目标

财务决策要求明确公司的目标，使公司的财务目标与公司的总体目标一致。一般来说，公司的主要目标体现在以下几方面：

### 一、利润最大化

利润最大化是财务管理的最基本的目标，也是公司可能实现的目标。它是指公司的利润额在尽可能短的时间内达到最大，公司只有在盈利的基础上才能生存，这与微观经济学中强调的利润最大化目标，资本资源有效使用是一致的。但是，由于利润最大化是按照利润总额来计量的，而不是按照每股收益来计量，从而导致企业在追求利润最大化的过程中并不对其经营决策可能对股票价格产生的影响加以考虑，因此这一目标存在着一定的局限性：

1. 利润最大化是一种静态的反映，没有考虑预期利润发生的时间因素，因而造成公司只顾眼前利益，造成经理的短期行为。
2. 利润最大化无确切严格的标准去衡量利润，即利润是关于销售的利润，还是关于股东权益的利润等等。
3. 对财务管理来说，没有考虑获取利润时所应承担的风险。
4. 利润最大化强调的是会计利润，而会计利润没有考虑重要的资金成本之一的股本成本。在计算会计利润时，利息费用作为成本考虑进去了，而忽略了股东所提供的成本。例如，公司在一个新投资项目上获得 8% 收益，若贷款资金成本是低于 8% 这肯定会增加公司的利润。但是，若公司的股东用同样多的钱投资相同风险的项目，可获得 12% 的收益。公司是否可接受这一项目呢？在该目标下，就没有考虑这一因素。

### 二、股东财富最大化

企业资金的来源一部分来源于固定利率的向外借款，如向银行贷款、发行公司债券等，它们的筹资成本都是固定的（如 8% 或 12%），另一部分则来源于股东的资金，通过发行股票获得。不管企业的盈利多么高，债权人依然只得到 8% 或 12% 的收益，但是，如果企业是非常成功的，股本的市场价值（公司普通股）可能会较大幅度地上升。投资者对引起公司股票价格下降的不好投资和股利政策有反应，同时他们对引起公司股票价格上升的好投资和股利政策也有反应，所以，股本价值提供了衡量公司业绩效果好坏的良好指

标。据此，财务管理的目标之一是以使企业股本价值最大化的形式表示，即股东财富最大化。

股东财富最大化是指管理者应寻求公司的股东预期将来收益的现值最大化，因此该目标考虑了货币的时间价值，收入流量的风险等因素。股东财富最大化是一个市场概念，而不是会计概念，市场概念的具体表现为公司应竭力使其股票价格最大化。当然，我们应该知道，股票价格除了受到企业经营利润、业绩的影响外，还受到企业经营活动的外部环境，即宏观经济、调控政策等因素的影响。企业外部的经济环境决定着企业决策政策，而企业决策政策又制约着未来预期的现金流量。这些种种因素决定股票价格水平。下面以近些年利率变化来说明经济环境的变化对企业股票价格的影响。

### [ 实例分析 1-1 ]                      利率对证券市场的影响

1995 年新年首日，各大传媒均报道，中国人民银行从即日起提高对金融机构的贷款利率（即再贷款利率），年利率上调 0.24 个百分点。这是自改革开放以来中央银行第 14 次调整贷款利率，但通过调整央行再贷款利率来调整金融机构的部分贷款利率还属首次。此次调整再贷款利率，向社会传递了如下信息：

#### 1. 发出加大抑制通货膨胀力度的信号

央行运用货币政策工具抑制通货膨胀，调整利率是重要手段。由于通货膨胀是过多的资金追逐过少的商品所致，而利率是资金的价格，所以许多市场经济国家都将利率作为对付通货膨胀的有效武器，一旦出现通胀压力，就提高央行基准利率，借以提高利率水平，抑制社会的资金需求。美联储在 1994 年连续 6 次提高利率，目的就是为控制 1995 年可能出现的通胀。

#### 2. 利率管理向国际惯例接轨

这次调整利率，央行不直接提高贷款利率，而是提高对金融机构的贷款利率，即再贷款利率，从而使各金融机构贷款利率随之发生变化。这一做法，反映中央银行对利率管理在向国际惯例靠拢。

#### 3. 这将预示利率调整将更灵活、适时

此次央行上调再贷款利率后，各金融机构的固定资产年贷款利率在现行基础上平均提高 0.72 个百分点，而存款利率和流动资金贷款利率未动。这说明当前的存款利率是比较合适的，而固定资产投资膨胀是造成我国通货膨胀的主要原因。因此，这次是以反通胀为目标，操作利率杠杆，重点是提高固定资产贷款利率，迫使社会盲目投资降温。

因此，1995 年年初，证券市场开局不佳，一方面央行提高再贷款利率后，对企业资金

运作有一定的限制，投资者对企业效益持观望态度，另一方面是从 1995 年实行“T+1”<sup>①</sup>交收制度后，原来习惯于在“T+0”<sup>②</sup>交收制下快进快出的“短、频、快”手则变得不会操作了。由此可见，经济环境的变化，操作手段的不同，都会给投资者心理造成一定的影响，使股票交易量增大或减少，从而影响股票价格。

另外就是，1996 年底至 1999 年 6 月 10 日连续 7 次降息，在短期内 7 次调低利率，不但在我国前所未有的，在国际上也不多见，降息有其背景，对证券市场有一定影响，对上市公司也有一定的影响。以人民币一年期存款利率为例，降息使一年期存款利率由原来的 10.98% 下降到 2.25%，下降近 80%，成为建国近年来最低的年利率。连续 7 次下调利率，起到以下几方面的作用：

### 1. 对国债市场的影响

对国债市场的影响是最为直接的，有利于国债的发行，降低发行国债的成本。

### 2. 对股票市场的影响

调低存款利率实际上起到一种政策导向作用，促使一部分资金流入股票二级市场。从 1996 年以来，在多次降息之后，居民储蓄依然保持较高的增长态势。我国目前的储蓄存款增量一年可达上万亿人民币，只要其中很少一部分流入股票市场，就足以引起股指上扬。据统计资料表明，1996 年底至 1997 年上半年两次降息后，至少有 1 000 亿左右的储蓄存款流入股票市场。至 1999 年的那次降息为止，预示着存款已进入“微利时代”，部分居民已考虑适当调整和分配手中的储蓄。

另外，从短期看，由于市场参与者预期，降息将降低企业的营运和投资资金成本，由此会引起一系列的变化，如上市公司业绩的提高，股市整体素质的提高，股市会更加景气。这种预期会引导市场参与者更多地介入股市，由此也会促使增量资金的流入。

从长期看，这种影响又是间接的。因为影响股市因素不是单一的，而是综合的，诸如宏观经济的景气度、股市的供求关系和上市公司业绩的改善等。

### 3. 对上市公司的影响

降息无疑会减轻企业的利息负担，降低企业营运成本，提高经营业绩，同时降息也会影响社会总量资金的重新分配和流向，为上市公司创造一个可获得贷款的外部环境。特别是 1999 年的那次降息，还大幅度调低了逾期贷款利率（由万分之三降至万分之一），因此，实际受惠范围扩大。不仅新贷款企业利息负担减轻，而且欠债企业的利息负担亦大大减轻，此举无疑将改善国有企业经营效益，提高国有企业偿债能力。不过，不同类型的上

① T+1 交收制下，买入证券后当日不能了结，而卖出后仍能买入，但清算交割日都放在次日。

② T+0 交收制下，买入卖出清算交割均在当日。

上市公司，降息影响的传导方式、途径和程度都是不相同的，降息对上市公司经营业绩的改善往往存在着一种“时滞”效应，也就是说，这种影响不会立竿见影，而需要一个长期的过程。

#### 4. 促使证券投资基金的组建与发展

1997年10月7日《证券投资基金管理办法》在国务院获得原则通过，组建几只大的证券投资基金只是时间的问题，此次调低银行存款利率，将会使基金更具吸引力，组建证券投资基金将更加容易。

#### 5. 降息有利于进一步理顺利率结构，加速利率市场化，运用利率杠杆调控经济

从以上分析可见，宏观经济的改变，调控政策的实施都对证券市场有影响，进而影响股票价格。但是，企业以股票价格最大化为目标除了它代表着投资者对公司价值的客观评价，同时对社会而言也是有利的，这是因为：

(1) 股价最大化需要企业低成本，高效率，尽可能以低的成本提供高质量的产品及服务；

(2) 股价最大化要求公司不断开发新产品以满足消费者的需要，从而创造出更多的新技术、新产品和新的就业机会；

(3) 股价最大化需要提高服务质量，公司要有合理的库存和地点合适的商业设施。

可见，财务管理在成功企业经营中起到关键作用，而成功的企业对国家经济的健康运行和生产力的提高又有益。因此，从社会的角度来看，财务管理也是十分重要的。

### 三、社会责任

企业在寻求股票价格最大化的同时，还应该考虑社会责任。成功的企业与雇员、供应商、消费者以及周围的公共团体等紧密联系在一起，这些团体的许多财富又与公司的繁荣和不断增长联系在一起，所以，公司应寻求与这些所有团体的利益均衡，而不只是关心自己公司的股东财富最大化。在许多情况下，这种社会责任的承担与法律和其他形式的义务一样重要。

另外，近些年来，人们越来越重视我们的生存环境的改善，也十分重视环境保护。企业作为举足轻重的经济实体必须考虑其政策和行为对整个社会的影响，人们早就认识到外部经济环境对企业决策至关重要。因此，越来越多的企业也自觉承担环境保护的社会责任，如麦当劳等快餐店就采用可回收的纸容器等，更多的消费者愿意购买绿色食品。企业也常常做一些公益广告，消费者也愿意购买有社会责任公司的产品。

综上所述，作为股份制企业，应该以股东财富最大化为最佳目标，同时兼顾社会责任。

## 第三节 代理理论

在前面，我们已经了解到公司的目标是使股东财富最大化，即使股票价格最大化。但是，在企业的经营活动中，经理在组织实施公司年度经营计划和投资方案，主持公司的生产经营管理等多方面负有直接的责任和决策权，因此，经理为了满足自己的利益需要，作为经理个人，可能会有一些其他的目标，这些目标与股东财富最大化目标相冲突，由此引出了有关代理关系的代理理论。

### 一、代理冲突

代理冲突是由代理关系引起的。所谓代理关系即为一种契约或合同关系，在这种关系下，一个和多个人（称为主体）雇佣另一个或多个人（称为代理人）来代表主体完成某些服务或活动，并授予代理人一定的决策权。在财务管理中，最基本的代理关系就是股东和经理之间，由经理作为股东的代理的代理关系，以及股东和债权人之间，由经理既作为股东的代理，又作为债权人的代理的代理关系。其中最重要的关系是股东和经理的代理关系。

#### （一）股东和经理的冲突

在现代企业中，所有权一般都广为分散，经理不可能拥有公司的 100% 的股份，并且他通常还不拥有占支配权地位的股权，经理只是所有者的代理人。所有者期望经理代表他们的利益工作，实现股东财富最大化；而经理则有他自身的利益，要求有诸如豪华的办公室、公司汽车等一些额外的东西，把股东财富最大化放在其他管理目标之后。在一些大公司，潜在的利益冲突更为明显。例如，经理的主要目标是企业规模的最大化。通过创造一个大的、迅速增长的企业，经理可以达到以下目的：(1) 由于敌意收购减少，增加了经理工作的安全性；(2) 增加了经理的权力、地位和工资；(3) 为中、低层经理的晋升创造了更多的机会。另外，由于有更多的外部股东承担大多数成本，因此，经理对工资和额外报酬的胃口更大，同时也用公司的资金支持他所感兴趣的慈善机构以提高他在公众面前的形象。所有这一切就产生了被叫作“代理冲突”的问题。

#### （二）股东和债权人的冲突

除了上述股东和经理之间的冲突外，还有另外一种冲突，即债权人和股东之间的冲

突。债权人对公司的部分收益有索偿权（到期要求偿还本金和利息），一旦公司破产，债权人还有对公司资产的索偿权。然而，股东可以通过公司经理控制影响企业赢利和风险的决策。作为债权人贷款给公司的贷款利率基于这些因素：(1) 公司现有资产的风险程度；(2) 对新增资产风险的预期；(3) 公司现有资本结构（即债务所占的比重）；(4) 对将来资本结构的预期。它们是影响公司现金流量风险的主要决定因素，因此，债权人可根据这些因素来确定他们的要求收益率。

假如股东通过公司的管理层隐瞒高风险，投资一个比债权人预期风险要高的项目，高风险意味着高收益，因此，当该项目成功时，债权人只能得到低风险的固定收益，如 12%，但是，股东则获得高报酬率；如果该项目不成功，债权人不得不承担一定的损失。这显然对债权人是公平的。类似地，假如公司经理不用改变公司目前的资产状况而提高负债水平，负债比例的提高，由股东承担的风险增大，因此，股东的要求收益率上升。然而，公司新增债务，使债权人对公司的索偿权增加，那么，对旧债的破产保护也将减少。因此，这就产生了股东和债权人之间的冲突。

## 二、代理成本

显然，可以通过激励、限制和惩罚手段使得公司经理的行为是为股东利益服务的，但是，有时经理谋取个人利益的行为并不明显，股东不可能完全监控经理的行为。为了减少经理与股东之间的利益冲突，这就需要增加开支，这就是代理成本。它们包括：

- (1) 监控经理行为的费用，如审计系统；
- (2) 限制经理行为的组织机构，如监事会，这是股东大会领导下的公司常设监察机构，独立行使对董事会、总经理、高级职员及整个公司管理的监督权；
- (3) 股东行使权利而发生的机会成本，如对一定的问题股东要求的投票权，由经理作出各种形式的契约保证，以股东财富最大化为目标行事。

缺乏股东的努力去影响经理的行为，则代理成本是零，但是，股东会因为经理的不适当的行为而使得股东财富有所损失。反之，如果股东企图使每一个经理的行为完全符合股东的利益，则代理成本就非常高。

此外，股东是否可以通过经理 / 代理人从债权人那里获得更多的财富？回答是否定的。首先，这是不道德的，在商业世界里，不道德的行为没有活动的空间。其次，由于存在着股东利用各种方式从债权人那里得到额外收益，债权人必需有若干保护性约束条款。最后，如果债权人知道公司经理利用他们，他们将拒绝进一步贷款给公司，或提高名义贷款利率以补偿由于公司隐瞒项目的实际风险可能造成的损失。因此，为了避免股东与债权人之间的冲突，公司签订的一些贷款条款，比如要求公司在贷款期内，保持一定的流动

负债比率、已获利息倍数比率等，甚至包含了交叉违约条款<sup>①</sup>，这些条款在一定程度上制约着企业的合法经营。另外，还必须对公司进行监督以保证遵守这些条款，监督的费用也以较高的成本加在股东身上，从而降低股东的利益。

公司在追求股东财富最大化时，股东的财富取决于公司是否能长期稳定地从资本市场获得所需资本，要确保有长期稳定的资本来源，就需要公司与债权人之间保持平等合作的关系，彼此共同遵守有关贷款合同的条款和精神。因此，从长远的利益来看，股东财富最大化的公司经营目标将意味着公司要公平地对待社会各个群体，而且，这些群体的经济利益与公司的经营状况与企业价值密切相关，影响企业管理决策。

### 三、管理机制

考虑怎样处理股东和经理冲突有两种极端的情况。一种是，如果企业经理们只能从股票的变化中获得补偿，他们就会竭尽全力为股东财富最大化努力，这时代理成本就会降低。然而，如果这是不可能的，在此情况下，就很难雇佣有能力的经理，因为公司的盈利要受到许多经济因素的影响，而这些经济因素又是经理所不能控制的。另一种极端的情况是，股东监控经理的每一行为，但这样成本会很高并不一定有效。所以，最佳的办法应该在这两种极端之间作出适当的选择，可采用以下机制鼓励经理为股东利益行事。这些机制包括以下几方面：

#### （一）业绩激励计划

业绩激励计划是把经理的工作业绩与奖励结合起来，根据工作业绩，建立对经理的奖励。这些奖励可以是根据利润提取现金，也可以是股票。例如，在 20 世纪 50 年代至 60 年代，发达国家采用经理股票期权，这种方法即允许经理在未来某时，以给定的价格购买股票。如果到时候，股票的市场价格高于给定的价格，经理就会行使他的权利，这种方法可以激励经理以公司股票价格最大化为目标。但这目标也有一定的弊病，即根据经济情况的变化，利率也发生变化，对股票价格会产生影响，即利率上升，股票价格下降；而利率下降，则股票价格上升，甚至经营效益不好的企业的股票也上升，因此这就很难把经理的业绩与股票价格联系起来。进入 20 世纪 90 年代，又采用业绩股份（performance shares），这是通过建立一个目标利润，如每股收益、资产报酬率、股本报酬率等客观指标来确定给经理的股票份额。这种方法避免了因经济环境变化使得股票价格发生变化，难以衡量经理业绩的弊病，当然，经理得到的业绩股份也要取决于市场情况，股票市场价格上

<sup>①</sup> 对第三方债务的拖欠视为对本债务的违约

升，有利于业绩股份。

总之，业绩激励计划的使用，主要要达到两个目的：第一，鼓励经理始终以公司股东财富最大化行事；第二，有助于公司吸引和留住一批有能力的优秀管理人才。

## （二）股东直接介入

虽然公司的大多数股票为个人股东所拥有，但近几年来，机构投资者拥有公司股票的比例呈上升趋势，如保险公司，退休基金，投资基金等。这些机构投资者既代表他们自己，也代表着一些小股东，影响公司的管理决策。比如，机构投资者与公司管理层对话，对公司如何经营提出一些合理化的建议，甚至他们在股东大会上提出一些提议和议案，直接介入公司的高层管理决策。机构投资者对公司的管理如此感兴趣，主要是他们不再满足于在股东大会上的投票权，因为他们拥有许多公司的股票，他们在证券市场上买卖股票，对公司的股票价格影响很大。同时，公司经营业绩的好坏也直接影响股票价格，对机构投资者的利益产生影响，双方的利益被股票拴在一起了。因而，机构投资者不得不关心公司的经营管理，而公司也与机构投资者保持着良好的关系。

## （三）经理被解雇的威胁

过去，大公司的经理可能被股东解雇似乎只是吓唬吓唬而已，这主要是大多数公司的所有权很分散，经理的管理控制权力远远超过了代理机制，对公司管理有意见的股东想通过投票解雇经理几乎是不可能的。然而，现在这种情况有了很大的改变。随着竞争机制的引入，经理人才市场的建立，经理被解雇的可能性变为现实。所谓经理人才市场，是一种通过对经理的人力资本以价格形式标出的管理劳动市场。该市场以合约的形式对照协议业绩和实际业绩，对经理的管理才能进行不断的评估。如果评估不利的话，则经理间的竞争会使更换势在必行。近几年来，通用汽车、IBM 等一些大公司的董事或高层管理人员因“健康不佳”、“个人原因”或其他原因而离任就反映了经理人才市场的激烈竞争。

## （四）公司被收购的威胁

曾经有一位公司的总裁说，如果你想保持你的控制权，就别让你公司的股票按谈判价格售出。由于管理不佳，当公司的股票相对于公司的发展潜力来说被低估时，敌意收购<sup>①</sup>就可能发生。在敌意收购中，被收购公司的经理往往被解雇，或降级使用，使他们原有的地位或权力受到损害。因此，这将很强地刺激经理为股东财富最大化而努力工作。

<sup>①</sup> 敌意收购是指公司管理层并不想让公司被收购

## 第四节 财务管理基础的十个公理

本节对已有财务管理基础的读者可以略过，但对刚开始学习财务管理的读者来讲，在还没有系统学习财务管理前，先了解这十个公理是有必要的。理解这十个公理，不需要财务管理知识，但理解了这十个公理，则有利于后面学习财务。在后面的学习中，我们会进一步用到这十个公理，或通过学习加深理解这十个公理。

公理 1 风险 / 收益的权衡 —— 承担额外风险要有额外预期收益作补偿

一些人为了将来消费，现在储蓄；而一些人则愿意现在消费，甚至借钱消费。因此，推迟消费的人可以将其现在的钱用于投资。怎样投资合理呢？如图 1—2 所示。

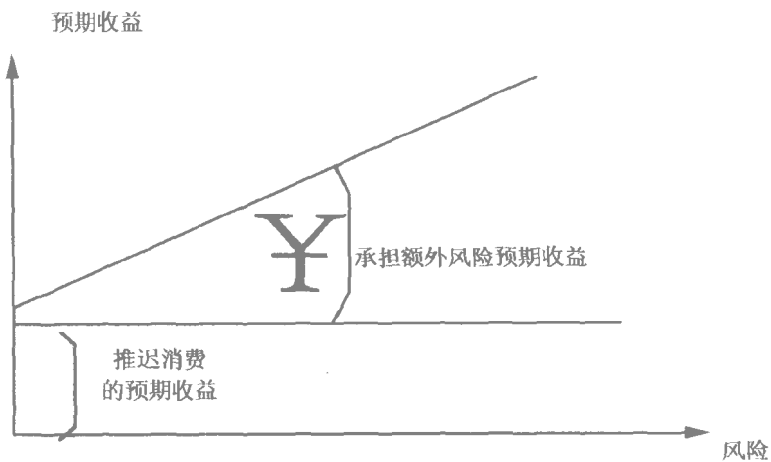


图 1—2 风险 / 收益的权衡

这里要值得注意的是：

### 1. 对推迟消费的预期收益

这是投资者对推迟消费的最低收益，并且该收益要大于预期的通货膨胀率。如果他们的收益不能抵补通货膨胀率对他们的影响，则他们可能愿意提前消费。

## 2. 预期收益

这里用的是预期收益，而不是实际收益。这是因为我们对未来收益的一种预测，即预测期望投资将来有多大的收益，而不能准确得知将来实际的收益。若能得知将来的准确收益，则就不存在风险了。例如，投资国库券，无论将来的经济状况如何，收益都是确定的。而投资股票就不是如此。

## 3. 风险与预期收益的关系

从图 1—2 中可以看出，随着风险的增大，承担额外风险的补偿就越高，因此，预期收益率就越高。当我们评估股票、债券或拟定投资新项目时，风险和收益之间的关系是非常重要的，并且这一概念将贯穿整本书中。

公理 2 货币具有时间价值——今天收到 1 元价值的价值要高于未来收到 1 元价值的价值  
财务管理中的一个基本概念就是货币具有时间价值，即今天收到 1 元与 1 年后收到 1 元的价值是不等的。如图 1—3 所示：



图 1—3 时间示图

从图 1—3 可以看出，在 0 点的 1 元价值的价值与在 1 点的 1 元价值的价值是不等的，即今天收到的 1 元我可以用于存款，获得利息，那么 1 年以后就不是 1 元了，而要大于 1 元。因此，简单地说，货币的时间价值可以用利息来体现。

### [实例分析 1—2] 货币具有时间价值

有两个投资项目，项目 A 和项目 B，投资金额一样，现金流量如下：

年	项目 A	项目 B
1	0	¥ 4 000
2	0	4 000
3	0	4 000
4	¥ 20 000	4 000
总额	¥ 20 000	¥ 16 000