

复旦博学·微观金融学系列

公司金融

Corporate Finance

朱叶 编著

復旦大學 出版社

内 容 提 要

本书立足于现代公司理论,针对公司经营和金融市场日益国际化的现状,从微观角度对公司的各种金融活动进行了较为全面的阐述,包括:现值与价值评估、风险和收益、资本预算、长期融资决策、投资决策、资本结构理论、股利政策等等。还涉及财务分析、财务预算、公司并购及相应财务配合等特殊领域的财务行为。在内容的选择和编撰上,更加强调对公司各种金融行为的理论解释,有助于理解经济模型和方法的内在涵义和渊源。

全书结构完整、体例清晰、叙述简洁,配有关键词、习题和参考文献,适用于高校金融学、经济学、财务管理学、经济学、会计学等专业本科教学使用。

前言

Preface

在我国,“公司金融”(Corporate Finance)也称“财务管理”或“公司财务学”。这种看似称谓差异之争,其实反映了中国金融学学科对公司金融有了全新认识。“公司财务学”或“财务管理”最早由我国会计学界的学者从国外引入,其教学和研究最早也出现在会计学专业中,“Corporate Finance”的中文译名乃至其研究内容也或多或少带有会计学色彩。在西方,“Corporate Finance”是金融学专业教学和主要研究领域之一,属于微观金融学范畴。它与投资学等存在血缘关系,具有共同的概念和方法。因此,无论从“Corporate Finance”的学科归属而言,还是就其研究内容而言,将“Corporate Finance”定名为“公司金融”而非延续原来的称谓是合适的。

20 世纪上半叶,公司金融仅仅涉及公司融资和头寸管理,“现值”理论出现后,公司金融开始广泛涉足投资领域。20 世纪 50 年代,规范的公司金融理论开始形成。马柯维茨的投资组合选择理论和莫迪利亚尼和米勒的 MM 理论是现代公司金融的发端。可以说,之后每一次新的经济学分析方法的出现,都促使公司金融理论得到了发展。

公司金融研究公司如何通过投资决策、融资决策和资产管理的优化来实现公司价值最大化或股东财富最大化目标的过程。公司金融理论内涵则很难界定,从广义上说,公司金融理论包括投资组合理论、资本结构理论、股利政策理论、有效资本市场假说、现值理论、期权理论、信号理论、现代公司理论等。狭义的公司金融理论至少包括资本结构理论、股利政策理论、现代公司理论、现值理论等。20 世纪 50 年代以来,业界和学界对于这些领域的研究乐此不疲。

资本结构理论研究始于 20 世纪 50 年代的美国。现代资本结构理论与传统资本结构理论的分水岭是 1958 年莫迪利亚尼(Franco Modigliani)和米勒(Merton H. Miller)的 MM 定理。MM 理论最先采用“无套利均衡”分析方法,可视为微观金融学的发端。20 世纪 60 年代末,资本结构理论循着 MM 理论,在逐渐释放原先的假设条件的基础上对 MM 理论进行修正,形成了两派。一是以米勒为代表的“税务学派”;二是以斯蒂格利茨为代表的“破产成本学派”。20 世纪 70 年代,迈尔斯(Stewart C. Myers)等人经过研究,认为企业最优的资本结构是在负债的税盾效应和破产成本现值之间进行权衡,到后期,该学派将负债的成本拓展至代理成本、财务困境成本和非负债税收收益损失,由此产生了“权衡理论”。随着代理理论、信息不对称理论等新的经济学分析方法的出现,该理论认识到了“信息不对称”等在资本结构决定中的主导作用。较为主要的流派是詹森(Jason)和麦克林(Meckling)的“代理成本说”、史密斯(Smith)等人的“财务契约说”、迈尔斯等人的“新优序融资理论”以及斯蒂芬·罗斯(Stephen A. Ross)等人的“信号模型”。

股利政策事实上是一种分配选择,即公司税后利润如何在股利支付和留利之间进行选择。股利政策理论源于米勒和莫迪利亚尼的无税股利政策 MM 理论,该理论认为在完善资本市场条件下,公司价值与公司资产的获利能力和管理水平有关,但与公司股利政策无关。法勒(Farrar D.)等学者之后提出了税差理论,强调在考虑个人所得税的条件下,公司价值和股利政策有关。随着经济学新的分析方法的引入,股利政策理论得到发展,并且也越来越具有现实解释功能,约瑟夫(Rozeff)等提出了股利政策代理成本理论,巴恰塔亚(Bhattacharya)等提出了股利政策信号理论。它们是主要的现代股利政策理论。

现代公司理论的代表人物是布拉德利(Bradley)。20 世纪 80 年代,伴随着并购浪潮,在学术界,现代公司控制理论在此间产生和发展起来。该理论含义深刻,一方面对自由并购的资本市场的经济优势进行了论述;另一方面,对并购市场的行为提供了合理的解释(竞争对手的管理当局奋力争夺目标公司资产控制权)。

20 世纪 70 年代以后,公司经营和金融市场逐渐国际化,以国际企业为主体的公司金融学逐渐形成和发展起来。汇率、税制差异、国际营运资本转移、资金冻结等因素被引入公司金融学领域,使公司金融的内容更加丰富多彩,也使以国际企业为主体的公司金融管理的环境更为复杂。汇率等因素的变化对国际企业的投资决策、融资决策和资产管理将产生重大影响。

在西方,微观化是金融学的重要特征,这对我国金融学教学产生了冲击。在姜波克教授、胡庆康教授的主持下,我校金融学专业从 1996 年开始,在课程设置方面作了大胆的尝试,增加微观金融学领域的课程,并着力进行相关教材的建设。在 2004 年 10 月的金融学沙龙上,刘红忠教授提议编写一套既能反映金融学前沿,又有复旦特色的“金融学本科系列教材”。“公司金融”就是其中的一本。

本书共十二章,涉及现值理论、投资决策、资本结构理论、股利政策、公司治理等几乎所有的公司金融领域。第一章为导论部分,概述了基本概念、基本原则和理论发展以及对公司金融的影响;第二、第三章为现值和估价部分,它们是投资决策、融资决策的基础;第四章为投资决策和真实期权部分,从时间、风险和期权角度介绍资本预算方法;第五、六、七章为资本结构理论和股利政策部分,从理论上描述了融资决策及其复杂性;第八、九、十章为财务规划和营运资本管理部分;第十一、十二章为特殊领域部分,主要介绍财务报表分析和并购的财务配合。在内容的选择和编撰上,更加强调公司各种金融行为的理论解释,这也是本书最大的特色。

本书在编写过程中,得到了姜波克教授、胡庆康教授、刘红忠教授和许少强教授的关心和指导,张金青教授、张陆洋教授、聂叶教授、邵宇博士、张宗新副教授、攀登博士等的观点也在书中有所体现。

在本书的编撰过程中,承蒙复旦大学出版社鲍雯妍和徐惠平老师的大力支持,在此,向他们表示衷心的感谢。书中不当之处,敬请广大读者批评指正。

朱 叶

2005 年 10 月

Contents

目录

第一章 公司金融导论	1
第一节 公司的概念	1
第二节 公司的财务目标	3
第三节 公司的金融活动	5
第四节 公司金融的原则	8
第五节 公司金融理论	12
本章小结	18
关键词	18
习题	18
重要文献	19
第二章 现值和价值评估	20
第一节 现值与贴现率	20
第二节 现值的计算	21
第三节 价值评估	25
本章小结	34
关键词	35
习题	35
重要文献	36
第三章 风险和收益	37
第一节 收益和风险概念	37
第二节 投资组合理论	42
第三节 资本资产定价模型	48
第四节 套利定价理论	51
本章小结	52
关键词	53
习题	53
重要文献	54

第四章 资本预算	55
第一节 传统资本预算方法	55
第二节 资本预算的风险调整方法	63
第三节 真实期权和资本预算	69
本章小结	78
关键词	78
习题	79
重要文献	80
第五章 长期融资决策	81
第一节 普通股	81
第二节 公司债券	85
第三节 优先股	89
第四节 长期融资决策原则	91
本章小结	97
关键词	98
习题	98
重要文献	99
第六章 资本结构理论	100
第一节 现代资本结构理论	100
第二节 新资本结构理论	112
本章小结	120
关键词	120
习题	121
重要文献	121
第七章 股利政策	122
第一节 股利政策的决定	122
第二节 传统股利政策的重要理论	127
第三节 现代股利政策理论	132
本章小结	139
关键词	140
习题	140
重要文献	141

第八章 公司财务计划	142
第一节 财务规划	142
第二节 短期财务计划	154
本章小结	168
关键词	169
习题	169
重要文献	170
第九章 流动资产管理	171
第一节 现金和有价值证券管理	171
第二节 应收账款管理	175
本章小结	183
关键词	183
习题	183
重要文献	184
第十章 短期融资管理	185
第一节 短期融资方式	185
第二节 短期融资原则	193
本章小结	195
关键词	195
习题	196
重要文献	196
第十一章 财务分析	197
第一节 财务资料的阅读与理解	197
第二节 会计分析	202
第三节 财务分析方法	207
本章小结	221
关键词	221
习题	221
重要文献	224
第十二章 并购及其财务配合	225
第一节 并购的效益分析	225
第二节 并购过程中的财务配合	228
第三节 杠杆收购	241

本章小结	248
关键词	249
习题	249
重要文献	250

第一章

公司金融导论

公司金融(Corporate Finance)是金融学的一个重要分支学科。它与投资学、金融市场学等金融学其他分支学科具有血缘关系,它们遵循共同的基本概念和方法。就研究对象而言,一定财务目标条件下的投资决策、融资决策和营运资金管理构成了公司金融的基本内容。本章从公司金融的研究主体出发,介绍公司金融的基本框架、公司金融规则以及理论的发展脉络。

第一节 公司的概念

公司金融的研究主体是公司,因此,对公司的界定可以成为学习和研究公司金融的起点。不同学科对公司的理解是不同的,也形成了关于公司的多种定义。与其他学科不同,公司金融在对公司的理解上具有一致性。个体业主制(Sole Proprietorship)、合伙制(Partnership)和公司制(Corporation)是三种基本的企业合法形式,其中公司制企业(俗称公司)是公司金融的研究主体。

一、个体业主制企业

个体业主制企业是指一个人拥有的企业,它的设立非常简单。这类企业的优点是:费用最低,无需正式的章程,在大多数行业中需要遵守的政府规定极少;无需缴纳公司所得税,企业的所有利润均按个人所得税相关规定纳税。主要缺点是:这类企业承担无限责任,个人资产和企业资产之间没有差别;企业存续期受制于业主本人的生命期;企业筹集的权益资本仅限于业主个人财富。

二、合伙制企业

合伙制企业是指两个或两个以上的人创办的企业。一般合伙制和有限合伙制是这类企业的两种形式。

在一般合伙制企业中,所有合伙人按协议规定的比例提供资金和工作,并分享相应的利润或承担相应的亏损,承担相应的债务。协议可以是口头的,也可以是书面的。该类企业的优点是:合伙制企业的费用较低;合伙制企业的收入按合伙人征收个人所得税。

主要缺点是：当一个一般合伙人死亡或撤资时，一般合伙制终结；合伙制企业难以筹集大量资金；合伙人对所有债务负有无限责任。

在有限合伙制企业中，至少有一人为一般合伙人，有限合伙人不参与企业管理，其责任仅限于其在合伙制企业中的出资额。这类企业有别于一般合伙制企业的特征为：① 有限合伙人仅仅承担与其出资额相应的责任；② 有限合伙人可以出售他们在企业中的利益；③ 管理控制权归属于一般合伙人。

三、公司制企业

公司制企业是一个独立的法人，是以公司身份出现的法人，是最重要的一种企业组织形式。这类企业的所有权和管理权实现了分离。公司有许多类型，股份有限公司和有限责任公司是两种基本的公司类型。尽管不同体制国家的公司所有权结构存在很大差异，但是，股份公司和有限责任公司具有显著的通用性，它们也是各国企业组织的主导形式。

公司设立较为复杂，其创办人必须起草准备公司章程以及一系列细则。公司章程的内容包括公司名称、公司计划经营年限、经营目的、公司获准发行的股票数量、股东的权利、公司创建时董事会的成员数量等。

公司细则是公司规范其自身存续的原则，涉及股东、董事会成员和经理。传统上，股东控制公司的方向、政策和经营活动；股东选择董事会；董事会成员选择高层管理人员；高层管理人员以股东利益为重，管理公司的经营活动。但是，在股权较为集中的公司，股东、董事会成员和高层管理人员三者可能相互交叉，而大型企业的股东、董事会成员以及公司高层管理人员可能代表不同的集团。因此，公司须以细则的方式对公司的经营管理原则进行说明。

公司有着与个体业主制企业和合伙制企业不同的一些特征：（1）公司的所有产权可以随时转让给新的所有者，不会像合伙制企业那样受限制；（2）公司永续经营，具有无限存续期。即便原有的所有者撤资，公司仍然能够继续经营；（3）股东的责任仅仅限于其所投资的股份数。

四、选择公司制企业的理由

公司制企业（也称公司）是组织众多个人经济活动的一种方式，大部分经济活动都由公司来实现，几乎所有的大型企业均采用公司制。公司制企业也是具有较高再投资率的其他组织形式企业的转型方向。但是，究竟是哪些因素在引导企业更多地采用公司制这一组织形式？这是一个复杂的问题，有些甚至连公司理论也没法解释。通常，公司制企业的选择基于企业规模、潜在增长能力、再投资能力等因素。

第一，大型企业要以个体业主制或合伙制存在是非常困难的。这两个组织形式具有无限责任、有限企业寿命和产权转让困难等三个重大的缺陷，这些缺陷决定了企业难以筹集大量资金。

第二，企业潜在的增长机会需要资金支持，同时，为未来的增长须提高融资能力，包括权益资本和债务资本。个体业主制企业和合伙制企业在权益资本融资方面的能力非

常有限。公司在资本市场上的融资能力具有得天独厚的优势。

第三,公司拥有的再投资机会多。因为公司比合伙制企业和个体业主企业更容易留存收益,因此,更有利于今后再投资于有利可图的投资机会。

第二节 公司的财务目标

传统的观念认为,公司的财务目标是实现股东财富最大化,或实现公司价值最大化。因为股东拥有并控制公司,所以,假设管理者均会以如何实现股东财富最大化来实施自己的行为,公司的任何财务决策均基于公司股东财富最大化。但是,公司的所有权和经营权相分离,两权分离使我们有必要重新审视究竟是谁在控制公司,否则,公司的财务目标会变得有些模糊不清。

一、股东财富最大化目标

关于公司的财务目标有多种观点,利润最大化目标、收入最大化目标、股东财富最大化目标是最重要的几种公司目标理论。股东财富最大化也称股东价值最大化,如果考虑债权人对公司财富要求权的话,公司财务目标也可称为公司价值最大化或公司财富最大化。股东财富最大化目标避免了利润最大化或收入最大化目标的三个缺陷。这是因为:① 股东财富基于期望流向股东的未来现金流量,内涵非常明确,而不是模糊的利润或收入;② 股东财富明确地取决于未来现金流量的时间;③ 股东财富的计量过程须考虑风险差异。因此,股东财富最大化是公司最合适的财务目标。

股东财富最大化目标为公司的各类财务决策提供了决策依据,公司股利政策的制定、融资方式的选择、投资项目的选择等具体的决策行为都依赖于公司财务目标。在股东财富最大化这一单一目标体系下,任何公司的财务决策,只要能提高或至少保持股东财富,就被视为好的决策,所有降低公司价值的决策均被视为坏决策。

股东财富最大化目标可以用公司价值最大化或风险成本最小化的目标函数来表达。它是公司金融学理论的一个单一的目标函数,基于这个目标函数,发展出了诸如资本结构、股利政策、真实期权等一系列公司金融学的理论和模型。

对于股票公开交易的股份公司,股东财富最大化往往可以表现为股票价格最大化。在有效市场上,股票价格是一个很客观、明确,且易于观测的指标。

二、管理者行为的控制

1. 管理者的目标

在公司所有权和经营权两权分离的条件下,股东过于分散或分割,因而难以真正有效控制管理者。为此,管理者的目标可能不同于股东的目标,从而损害股东的利益。如果管理者追求自己而不是股东的目标,那么,管理者所要追求的最大化目标是什么?

威廉森(Williamson)的费用偏好理论认为,管理者通过某些额外消费获得了价值,特

别是享受公司的豪华小汽车、豪华办公家具以及拥有自主决定的资金。对管理者来说,额外消费偏好所获得的价值超过了其付出。

多纳德森(Donaldson)的激励理论认为,管理者的行为受到两种基本激励的影响。一是生存激励,管理者为了防止企业被淘汰,他们总是要控制足够的资源;二是独立性和自我实现的激励,管理者期望拥有在不受外界干扰和不依赖于外部的资本市场条件下进行决策的独立性。多纳德森指出,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,公司的财富并非必然是股东的财富。

2. 股东控制管理者行为的理论和实践

两权分离后,股东与管理者的冲突是必然的。当冲突发生时,究竟是谁控制了公司?在股权集中度较高的公司毫无疑问是股东占上风,在股权分散的大公司则很难预测,为此,我们先从理论上分析究竟谁在控制公司,然后描述股东如何通过将管理者的利益和股东的利益联系在一起的措施来实现公司的财务目标。

(1) 股东控制管理者行为的理论描述

根据企业系列契约理论(Set-of-contracts Viewpoint),公司可以被视为许多契约的集合。所有者权益契约可以定义为一种委托—代理关系。股东是委托人,公司管理者是代理人。假定股东和管理者各自一方的话,他们都将力图为自己谋利。

为了防范管理者背离股东利益,股东可以设计合适的激励机制并使用监督管理者的行为的各种方式。但是,这些手段极其复杂、成本又高。解决管理者和股东利益冲突的费用称为“代理成本”,包括“股东的监督成本”和“实施控制方法的成本”。系列契约理论认为,通过设计合理的契约,公司管理者采取的行动一般都以股东利益为重,但是,代理问题仍然无法完美地得到解决。公司股东为此可能面临“剩余损失”,即由于管理者背离股东利益而使股东蒙受的财富损失。

(2) 股东控制管理者行为的措施

股东控制管理者行为的措施是恰当地构建对负责公司经营管理的经理的激励机制,确保公司经营符合社会一般利益和股东自身利益。下面,通过介绍两种措施来说明股东是如何控制管理者行为的。

① 制定股票期权激励制度。“股票期权激励制度”是解决公司两权分离后股东目标和管理者目标不一致的方法。这种方法是将管理者的报酬分为薪水和股票期权两个部分,薪水是对管理者目前工作的补偿,而股票期权是对管理者工作绩效的补偿,股票期权只能在未来视企业业绩的好坏行权或弃权。因此,管理者的工作付出一方面为了现在,另一方面,管理者未来股东的身份使得其目标与股东的目标相一致。

② 利用公司控制权市场。来自公司外在的并购威胁会激励管理者采取能使股东财富最大化的行动。当公司的业绩因为管理者的经营不善一路下滑,公司的股票价格会大幅下降,公司可能会成为其他股东集团、公司或个人的猎物公司。一旦被收购,被收购公司的高管层可能被解雇。因此,被收购的威胁对管理者是否以股东利益为重进行决策形成了一种压力。

第三节 公司的金融活动

资产负债表是反映公司财务状况的载体,因此,我们可以在某一时点上借助资产负债表(见图 1-1)浏览公司财务状况以及金融活动。我们进而能够借助资产负债表来理解公司金融学的基本内容。资产负债表的左边是公司的资产,包括流动资产、固定资产、无形资产等,公司的资产状况反映了公司流动资产管理水平以及长期资产投资状况;资产负债表的右边表示公司的资金来源,包括流动负债、长期负债和股东权益,公司的负债和所有者权益则反映了其在融资方式、融资结构方面的偏好或无奈。

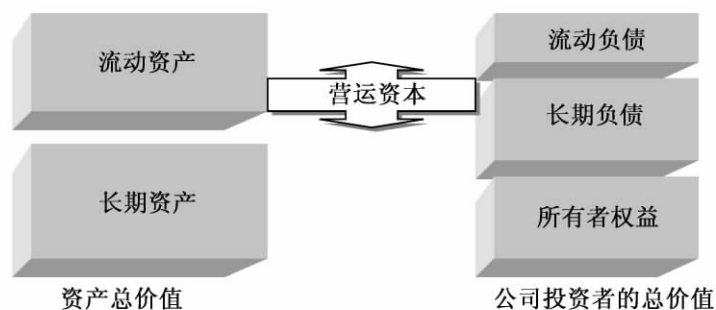


图 1-1 公司资产负债表模式

一、主要金融活动

1. 投资决策

公司在创立之初和面对未来成长机会时,会面临同样的问题,即公司应该采取什么样的长期投资战略?长期资产投资决策便成了公司重要的金融问题之一,这一问题涉及资产负债表的左边。长期资产尤其是固定资产投资往往具有不可逆的特征,因此,需使用“资本预算”(Capital Budget)描述固定资产的投资和管理过程。在投资之前,须对固定资产形成之后可能产生的现金流入进行预测,并据此与固定资产投资所发生的现金流出进行比较,来决定是否进行固定资产投资。可见,资本预算是固定资产投资决策的重要依据之一。

由于长期投资的未来现金流入具有不确定性,因此,资本预算的复杂性凸现。在现实经济生活中,尽管存在一些识别有价值投资项目的原则,但是,要真正发现有价值的长期资产投资项目一般来说并非是件易事。事实上,除了一些能够率先推出新产品、拓展比竞争对手更低的成本等诸如此类的长期投资项目通常被视为有价值项目之外,真正有价值的长期投资项目并不多。

20 世纪 70 年代以来,实物期权或真实期权(Real Options)从观念上对传统资本预算产生了冲击,即固定资产投资是否具有价值并非完全取决于现金流入和现金流出的比较。按照实物期权思想,长期资产投资价值还应该包括持有长期资产(实物资产)所拥有

的实物期权的价值。

2. 融资决策

如何筹集投资所需要的资金将是公司面临的第二个金融问题。在公司投资于一种固定资产或发生资本性支出之前,公司筹集资金的方式应该基于公司价值最大化。这一问题涉及资产负债表的右边。我们可以用“资本结构”(Capital Structure)来描述资金筹措过程。资本结构是指企业长期负债和股东权益之间的比例,它是公司长期融资决策的重要理论依据。

美国著名金融学家米勒(Miller)曾生动地将公司视为一个圆饼,圆饼的大小基于公司在金融市场上的价值,既取决于投资决策,同时也取决于资本结构,即取决于公司的融资决策。假如公司的价值为 V ,则 V 可以写作:

$$V = B + S$$

上式中, B 表示债权或负债的价值, S 表示股权或所有者权益的价值。

公司资本结构将影响公司的价值,因此,公司财务主管的目标之一就是选择合理的融资方式。这种融资决策就是选择可使公司价值最大化的负债和所有者权益的比率,或者说选择最恰当的资本结构。

3. 营运资金管理

为了满足公司正常运作,公司需要配置多少流动资产以及需要多少短期现金流量来支付其到期账单?这是公司的营运资本^①管理问题,它们涉及资产负债表的上方。营运资金管理包括流动资产管理和流动负债管理。

从流动资产存量管理要求看,流动资产中的每个项目都需要保持一个合理的量,这个合适的量基于成本—收益分析。从流动资产流量管理要求看,流动资产中的每个项目都有必要增强其变现能力,提高效率。

公司流动资产中有一部分属于永久性流动资产,这部分流动资产所需要的资金可以用长期银行信贷、公司债券、股票等长期融资方式加以解决。而其他流动资产则用商业信用、短期银行信贷、商业票据等短期融资方式解决资金需求。企业的短期融资构成了企业的流动负债。在短期融资决策中,首先以融资成本最小化选择短期融资方式。由于低融资成本的商业信用等短期资金是有限的,因此,须参照可得性原则选择短期资金,即按融资成本由低到高的原则选择短期资金。公司流动负债项目的多样化由此而来。

值得一提的是,公司金融活动远不止这些。然而,以上提到的一些金融活动的确是公司金融的重要内容,并且,它们提供了公司金融的一个基本框架。

二、公司金融活动的价值创造

1. 价值创造过程

价值创造是公司的财务目标,这是公司成长、公司财富最大化的依据。所谓价值创

^① 广义的营运资本是指对流动资产的投资,狭义的营运资本是指流动资产和流动负债的差额。此处专指广义的营运资本概念。

造是指公司创造的现金流量必须超过它所使用的现金流量。公司可以通过投资决策、融资决策和资产流动性管理等金融活动来为公司创造价值。为了揭示公司金融活动的价值创造过程,可以通过公司和金融市场之间的相互作用来说明公司价值创造是如何实现的。

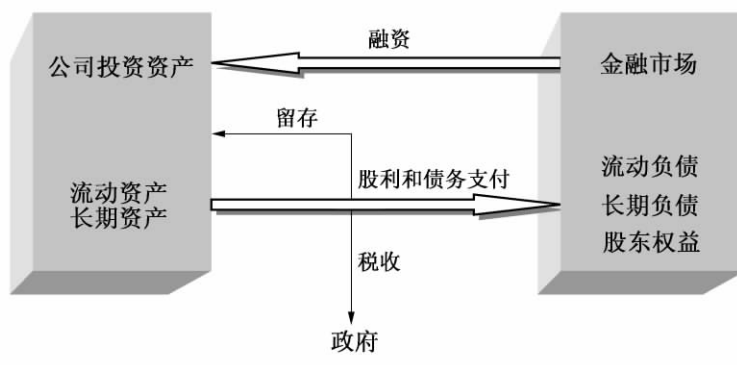


图 1-2 公司和金融市场之间的现金流量

如图 1-2 所示,假如公司的金融活动始于融资活动,那么,公司现金流量的流动方向和过程为:

- (1) 公司在金融市场上向投资者发售公司债券或普通股股票或优先股股票筹措资金;
- (2) 将现金投资于流动资产或长期资产;
- (3) 当公司开始销售产品时,公司获得了现金,也可以理解为公司创造价值;
- (4) 公司以现金方式向债权人支付利息,最终将偿还本金;
- (5) 在上缴所得税后,支付现金股利;
- (6) 公司留存一部分收益。

以上现金流量的流动过程循环往复,当支付给债权人和股东的现金超过从金融市场上筹集到的资金时,公司的价值就此增加。

2. 现金流量

以上用现金流量描述了价值创造的过程。事实上,在公司金融以及在整个金融学中,现金流量是一个非常重要的概念,金融资产价值乃至整个公司价值都需要用现金流量进行计量。在公司金融中,有两个关于现金流量的假设:

① 假设任何人都偏好尽早收到现金流量。今天的 1 元钱比明天的 1 元钱更有价值,公司投资的价值取决于现金流量的时效性。根据这一时效性假设,对投资期限、投资额相同的两个投资项目的取舍除了取决于投资项目所产生的现金流量数量之外,同时还要视现金流量产生的时间而定。

② 假设大多数投资者厌恶风险。无风险的 1 元钱比有风险的 1 元钱更有价值。风险增加了现金流量的不确定性,使得现金流量的数额和时间难以确切预测。

现金流量在价值评估方面的作用无可替代,基于现金流量的估价方法仍然是目前投资银行等金融机构主要的价值评估方法。然而,公司的现金流量不易被观测,尤其是公司未来的现金流量。通常,我们可以借助于公司财务报表获得大量信息,因此,财务分析

的重要内容就是从历史和预计财务报表中获得公司有关现金流量的信息。

三、公司金融活动和金融市场的关系

尽管公司在产品或商品市场上互相争斗,但是,所有的公司都是金融市场的主体之一,因此,它们在金融市场上又保持联系。金融环境影响着公司的投融资行为,对于公司来说,了解金融环境有助于公司进行有效的投融资决策。

1. 金融市场的功能

金融市场可以进行细分,划分的标准主要有三种:①按照金融要求权划分为债券市场和股票市场;②按照金融要求权的期限划分为货币市场和资本市场;③按照金融要求权是否为首次发行划分为一级市场和二级市场。

金融市场为公司提供了三种经济功能。①价格^①发现过程。公司获取资金的动力取决于投资者所要求的回报率,金融市场的这一特点将引导资金在金融资产之间进行分配;②金融市场提供了一种流动性^②。金融市场为投资者出售金融资产提供了一种机制,它对被迫或主动出售金融资产的投资者具有很大的吸引力;③金融市场减少了交易的搜寻成本和信息成本。有组织的金融市场的出现会降低信息成本,因为在有效的资本市场中,价格反映了所有市场参与者收集到的总信息。

2. 公司金融活动依赖金融市场

中央政府、中央政府的代理机构、地方政府、国际机构、公司、金融机构等成了金融市场的主要参与者。作为金融市场的主力,公司以投资者和融资者的身份在金融市场上完成投资并实现资金融通。随着金融市场的发展,公司与金融市场的关系更加紧密。

金融市场为公司提供了众多可以选择的融资品种,越来越多的公司融资活动是在金融市场上完成的。公司可以在债务市场上举债,在股票市场上融资。公司在流动资产投资、固定资产投资等方面存在的资金缺口都可以借助金融市场来加以解决。

金融市场为公司提供了投资的场所,公司大量的投资活动发生在金融市场上。债券市场和股票市场为公司长期投资提供了新的内涵,随着金融市场的发展,证券投资在长期投资中所占的比重不断上升,证券投资收益也成了公司投资收益的重要来源。

金融市场还为公司金融活动提供了进行风险管理的工具。公司的投资和融资活动会面临金融风险,公司可以借助衍生金融市场,采用风险管理和套期保值等策略规避投资风险和融资风险。

第四节 公司金融的原则

公司的金融交易和决策基于一系列原则,这些原则建立在逻辑推理和观察试验的基

① 至于这些价格信号是否正确则应该视金融市场效率而定。

② 虽然所有的金融市场均提供某种形式的流动性,但是,流动性的程度却是决定不同市场特点的因素之一。

基础上。尽管它们不是所有环境均能使用的原则,然而,它们却是所有公司金融决策的实践者都能接受的原则。

一、竞争经济环境的原则

1. 自利行为原则

所谓自利原则是指在其他条件相同的情况下,对于财务交易,所有的公司均选择利益最大化的行为方式。这个原则可以很好地解释现实社会中的经济行为,大部分商业交易是非人格化的,决策者从交易中所能获得的最大利益是其最先考虑的因素。

自利行为原则的一个重要应用为代理理论,代理理论分析了在委托—代理关系中利益和行为之间的矛盾。委托—代理关系中,其中的代理人影响委托人的决策。在公司的股东和债权人之间也存在一种重要的委托代理关系。在委托—代理关系中,必须考虑道德风险问题,道德风险是指代理人能够为了个人利益采取秘密行动,即使这些行为对委托人来说代价是很高的。代理理论有助于我们为委托—代理合同开发出更有效的条款,这些合同条款的一个重要目标是降低利益矛盾,从而减少道德风险。

2. 双方交易原则

当我们遵循自利行为原则,并根据我们的经济利益作出决策时,交易对象也在按照他们自己的经济利益行动。因此,财务交易要求我们不要仅仅以自我为中心。

自利的实体可能经常忽视双方交易原则,它们过分骄傲和不尊重交易对手,这种傲慢会导致许多不利的决策。比如,在企业并购过程中,收购方高价收购被收购企业,收购方的管理层认为,他们之所以花如此高价收购是因为现行市场价格太低,股价太低是由于目标公司管理不力。事实上,每项交易都至少存在两方,处于另一方的公司和你一样聪明和富有创造力。因此,低估交易对方的后果可能招致失败。

3. 信号传递原则

信号传递原则是自利行为原则的延伸,根据自利行为,一项资产买卖决策能传达出这项资产的状况或有关决策者对未来预期或计划的信号。同理,一个公司决定进入一个新的行业可以反映出管理者对公司实力的信赖和对未来的前景充满信心;当公司宣布发放股利、进行股票分割时,它们预示着公司未来收益状况的好转,人们可以借此解释公司的这种行为。但是值得注意的是,在有些情况下,决策可能被误解从而提供并非它们真正要传递的信息^①。

4. 行为原则

行为原则是信号原则的直接运用。信号传递原则是指行动传递信息,而行为原则是指如何使用信息。比如,财务经理正面临着一项重大决策,该决策看上去似乎没有唯一的方案。在这种情况下,一个合理的方法是从类似的公司中寻找出路,参考它们当前的做法,或者模仿你认为最好的那些公司的做法。

在现实中,行为原则被典型地运用于两类情况。一是在某些情况下,理论不能为实

^① 不严格地说,如果提供的是一个负面的信号,逆向选择就会发生。
www.ertongbook.com