

# 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，与收入相配比的费用中，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”认为公司可以被视为许多合同的集合。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：

- (1) 提高经营的边际利润率，可由每元的销售产生最大的经营利润完成。
- (2) 加快资本周转，用最少的资本量产生最大的销售额来完成。
- (3) 减少实际税率，例如通过获得有利的税率和补贴来完成。

## 2. 资本结构

资本结构是指所有者权益与负债的比例关系。一般来说，被公司采纳的投资项目需要从多种渠道、用多种方式来筹集资金，而各种方式的筹资成本是不一样的。公司支付的借款利息可以作为费用从它们的税前利润中扣除，所以债务资本的成本是税后的。假设公司能够以 10% 的利息借款，公司的所得税税率为 40% 那么 借款的税后成本仅为 6% ( $10\% - 10\% \times 40\%$ )。这是因为一元的利息费用会减少一元的税前利润，从而为公司节省了 0.4 元的税款，因此我们说：借款的利息具有抵税的作用。公司支付给股东的红利是从税后利润中支出，没有抵税作用。为了正确进行筹资和投资决策，就必须计算企业的加权平均资金成本。加权平均资金成本是指分别以各种资金成本为基础，以各种资金占全部资金的比重为权数计算出来的综合资金成本。

如果投入的权益资本和债务资本的比例出现变化，借入资本的成本和权益资本的成本也随之变化，加权平均成本就会受到影响。

## 3. 增长率的问题

附加市场价值计算公式的另一个基本含义是单纯的增长率并不一定表示价值创造，产生价值创造的标志是回报率差，它与公司的增长率无关。高增长率的公司可能是价值损害者，而低增长率的公司则可能是价值创造者，只有税后回报率差为正时增长率才产生价值。

为了说明这一点，我们来比较一下 A、B 两公司不同增长率下的价值创造，具体数据如下：

表 1-1 两家不同增长率公司的价值创造对照 单位：百万元

公司	预期增长率	预期 ROIC	预期 WACC	预期报酬率	投入资本	附加市场价值	能否创造价值
A	7%	10%	13%	-3%	100	$(-3\% \times 100) / (13\% - 7\%) = -50$	否
B	4%	13%	10%	+3%	100	$(+3\% \times 100) / (10\% - 4\%) = +50$	是

公司 A 预期增长率为 7% 预期的 ROIC 为 10% 估计 WACC 为 13% 它的回报率差为 -3%。依据附加市场价值公式计算，公司损害了 5 千万元的价值，

这与公司 A 的增长率快于或慢于 7% 无关 它并不创造价值 除非管理者能够使预期的 ROIC 超过估计的 WACC , 把负的回报率差变为正的。公司 B 的预期增长率是较慢的 只有 4% 但预期 13% 的 ROIC 要高于估计的 10% 的 WACC 因此公司 B 的回报率差为正。尽管它的增长率要低于公司 A 但创造了 5 千万元的价值。

## 第三节 公司理财的环境

公司理财环境是指对公司财务活动产生影响作用的外部条件。公司理财环境是公司决策难以改变的外部约束条件, 公司财务决策更多的是适应它们的要求和变化。公司理财环境涉及的范围很广, 其中对公司理财影响比较大的有法律环境、金融市场环境和经济环境等因素。

### 一、法律环境

法律环境是指公司和外部发生经济关系时所应遵守的各种法律与法规。这些法律法规规定了公司经营活动的空间, 也为公司在相应空间内自由经营提供了法律上的保护。

企业组织形式的法律规定和税收的法律规定对公司理财有较大影响。

#### (一) 企业组织法律

企业组织必须依法成立。组建不同的企业, 要依照不同的法律规定。我国企业的组织法主要包括《中华人民共和国公司法》(以下简称《公司法》)、《中华人民共和国全民所有制工业企业法》、《中华人民共和国外商企业法》、《中华人民共和国中外合资经营企业法》、《中华人民共和国中外合作经营企业法》、《中华人民共和国个人独资企业法》、《中华人民共和国合伙企业法》等。

企业组织形式可按照不同的标准进行分类。一般情况下, 可将企业的组织形式分为独资企业、合伙企业和公司三种。各类企业都要按照相应的企业法来进行理财活动, 企业的自主权不能超出法律的限制。

例如, 《中华人民共和国个人独资企业法》对个人独资企业的设立条件、设立程序, 个人独资企业的投资人及事务管理, 个人独资企业的解散和清算、法律责任等作了规定。

个人独资企业是依法设立, 由一个自然人投资, 财产为投资人个人所有, 投资人以其个人财产对公司债务承担无限责任的经营实体。个人独资企业的法律特征是: (1) 只有一个出资者。(2) 出资人对企业债务承担无限责任。(3) 独

资企业不作为企业所得税的纳税主体，其收益纳入所有者的其他收益一并计算缴纳个人所得税。

独资企业主要的优点是结构简单，容易开办，利润独享；其主要的缺点是出资者须承担无限偿债责任，筹集资金比较困难。

《中华人民共和国合伙企业法》对合伙企业的设立条件，合伙企业财产，合伙企业的事务执行，合伙企业与第三人关系，合伙人入伙、退伙，合伙企业解散清算，法律责任等作了规定。

合伙企业是指在中国境内设立的，由各合伙人订立合伙协议，共同出资、合伙经营、共享收益、共担风险，并对合伙企业债务承担无限连带责任的营利性组织。

合伙企业的法律特征是：

(1) 有书面合伙协议。合伙协议应当依法由全体合伙人协商一致，以书面形式订立。合伙人应当按照合伙协议约定的出资方式、数额和缴付出资的期限，履行出资义务。各合伙人按照合伙协议实际缴付的出资，为对合伙企业的出资。

(2) 合伙企业的利润和亏损由合伙人依照合伙协议约定的比例分配和分担，合伙协议未约定利润分配和亏损分担比例的，由各合伙人平均分配和分担。

(3) 合伙人对合伙企业债务承担无限连带责任。

(4) 有关合伙企业改变名称、向企业登记机关申请办理变更登记手续、处理不动产或财产权利、为他人提供担保、聘任企业经营管理等重要事务，均须经全体合伙人一致同意。

合伙企业的优点是开办容易，信用相对较好。其缺点是须承担无限责任，权力不易集中，有时决策过程过于冗长等。

《公司法》对公司的设立条件、设立程序、组织机构、组织变更和组织终止的条件和程序等都作了规定，还对公司股票的发行和交易、债券的发行和转让、利润的分配作了规定。

公司是指在中国境内设立的有限责任公司和股份有限公司。有限责任公司和股份有限公司是企业法人。

有限责任公司：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公司的债务承担责任。其特征有：(1) 公司的资本总额不分为等额股份；(2) 公司向股东签发出资证明书，不发股票；(3) 公司股份的转让有较严格限制；(4) 限制股东人数，不得超过一定限额；(5) 股东以其出资比例享受权利 承担义务；(6) 股东以其出资额为限对公司承担有限责任。

股份有限公司：其全部资本分为等额股份，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的债务承担责任。其特征有：(1) 公司的

资本划分为股份，每一股的金额相等；(2) 公司的股份采取股票的形式，股票是公司签发的证明股东所持股份的凭证；(3) 同股同权 同股同利 股东出席股东大会。所持每一股份有一表决权；(4) 股东可以依法转让持有的股份；(5) 股东不得少于规定的数目，但没有上限限制；(6) 股东以其所持股份为限对公司债务承担有限责任。

股份有限公司的优点：(1) 有限责任。股东对股份有限公司的债务承担有限责任，倘若公司破产清算，股东的损失以其对公司的投资额为限。(2) 永续存在。股份有限公司的法人地位不受某些股东死亡或转让股份的影响，因此，其寿命较之独资企业或合伙企业更有保障。(3) 可转让性。一般而言，股份有限公司的股份转让比独资企业和合伙企业的权益转让更为容易。(4) 易于筹资。就筹资资本的角度而言，股份有限公司是最有效的企业组织形式。因其永续存在以及举债和增股的空间大，股份有限公司具有更大的筹资能力和弹性。其最大的缺点是对公司的收益重复纳税。

## (二) 税收法律

税法是由国家机关制定的调整税收征收关系及其管理关系的法律规范的总称。任何企业都有法定的纳税义务。有关税收的立法分为三类：所得税的法规、流转税的法规、其他地方税的法规。

### 1. 所得税

(1) 企业所得税。企业所得税是对企业纯收益征收的一种税，体现了国家与企业的分配关系。企业所得税适用于境内的实行独立经济核算的企业组织，包括合伙企业、股份制企业和其他企业，但个人独资企业、外商投资企业和外国企业除外。上述企业在我国境内和境外的生产、经营所得和其他所得的应纳税所得额按 33% 的税率计算缴纳税款。

(2) 外商投资企业和外国企业所得税。外商投资企业和外国企业所得税适用于在中国境内设立的中外合资经营企业、中外合作经营企业和外商独资企业，以及在中国境内设立机构、场所 从事生产、经营和虽未设立机构、场所 而有来源于中国境内所得的外国公司、企业和其他经济组织。其应税所得额，按 30% 的税率计算 地方所得税税率为 3%。

(3) 个人所得税。个人所得税是对个人收入征收的一种税，体现了国家与个人的分配关系。个人所得税税率设有 5% ~ 45%、5% ~ 35% 的超额累进税率和 20% 的比例税率。

### 2. 流转税

(1) 增值税。增值税是以增值额为课税对象的一种流转税。所谓增值额，从理论上讲就是企业在商品生产、流通和加工、修理、修配各个环节中新增的那

部分价值。增值税税率分为三档：基本税率为 17% 低税率为 13% 出口税率为零。增值税属于价外税。

(2) 消费税。消费税是对我国境内从事生产委托加工和进口应税消费品的单位和个人就其销售额或销售数量为课税对象征收的一种税。

(3) 营业税。营业税是对在我国境内提供应税劳务的第三产业（如交通运输、金融保险、邮电通讯、文化娱乐、建筑安装、服务业等单位）转让无形资产或销售不动产的单位和个人征收的一种税。

税款缴纳是企业的一种费用。它会增加企业的现金流出，对企业理财有重要影响。任何企业都希望在不违反税法的前提下减少税务负担。税负的减少，只能在投资、筹资和利润分配等财务决策时精心安排，而不允许在纳税行为已经发生时去偷税、漏税。对财务主管人员来讲，精通税法，合理减少企业税务负担具有重要意义。

## 二、金融市场环境

金融市场是指资金筹集的场所。广义的金融市场，是指一切资本流动的场合，包括实物资本和货币资本的流动。广义金融市场的交易对象包括货币借贷、票据承兑和贴现、有价证券的买卖、黄金和外汇买卖、办理国内外保险、生产资料的产权交换等。狭义的金融市场一般是指有价证券市场，即股票和债券的发行、买卖市场。

### （一）金融市场的分类

#### 1. 按期限划分为货币市场和资本市场

货币市场是指短期的债务证券市场，须在一年内偿还。资本市场是指长期债务证券和权益股份市场，因为发行股票和债券主要用于固定资产等资本货物的购置，所以叫资本市场。

#### 2. 按交易的性质分为一级市场和二级市场

发行市场是指从事新证券和票据等金融工具买卖的转让市场，也叫初级市场或一级市场。它提供投资新的经营项目和保持业务增长的资金。这个市场的职能就是通过发行证券筹集新的资本，为有富余现金要进行投资的个人和公司与想要弥补现金短缺的公司充当中间人。流通市场是指从事已上市的旧证券或票据等金融工具买卖的转让市场，也叫次级市场或二级市场。它提供一个高效的机制进行已发行证券的交易，并且通过证券价格上涨（或下跌）把公司创造价值或破坏价值的决策转换成股东财富的增长（或减少）。

#### 3. 按交割的时间划分为现货市场和期货市场

现货市场是指买卖双方成交后，当场或几天之内买方付款、卖方交出证券的

交易市场。期货市场是指买卖双方成交后，在双方约定的未来某一特定的时日才交割的交易市场。

4. 按交易的直接对象分为同业拆借市场、国债市场、企业债券市场、股票市场、金融期货市场等。

## (二) 金融市场的作用

一个有效的金融市场可以担当起便宜、安全地执行转移资金的角色，它是公司持续增长的主要驱动力量。如果没有金融市场，企业家们就不得不完全用他们自己的储蓄和公司内生资金来为他们的经营行为提供资金。

从公司理财的角度看，金融市场的作用主要体现在以下几个方面：

首先，金融市场是资金融通的场所，是资金供求双方进行交易的场所。金融市场上有许多种筹集资金的方式，企业需要资金时，可以到金融市场上选择适合自己需要的方式进行筹资。企业有了剩余资金时，可以到金融市场上选择灵活的投资方式，为其资金寻找出路。

其次，金融市场能使企业的长短期资金互相转化。企业持有的股票和债券是长期投资，在金融市场上随时可以转手变现，成为短期资金；远期票据通过贴现，变为现金；大额可转让定期存单，可以在金融市场卖出，成为短期资金。与此相反，短期资金也可以在金融市场上转变为股票、债券等长期资产。

再次，金融市场为企业理财提供有意义的信息。金融市场的利率变动，反映资金的供求状况。在金融市场上，利率是资金使用权的价格。一般说来，金融市场上资金的购买价格，可用下列公式表示：

$$\text{利率} = \text{纯利率} + \text{通货膨胀补偿率} + \text{风险收益率}$$

纯利率是指无通货膨胀、无风险情况下的社会平均利率。例如，在没有通货膨胀时，国库券的利率可以视为纯利率。纯利率的高低，受平均利润率、资金供求关系和国家调节的影响。

通货膨胀使货币贬值，投资者的真实报酬下降。因此投资者在把资金交给借款人时，会在纯利息率的水平上再加上通货膨胀补偿率，以弥补通货膨胀造成的购买力损失。因此，每次发行的国库券的利息率随预期的通货膨胀率而变化，它等于纯利息率加预期通货膨胀率。

风险收益率是投资者要求的除纯利率和通货膨胀之外的风险补偿。风险与收益之间存在对应关系。风险收益率包括违约风险收益率、流动性风险收益率和期限风险收益率。其中，违约风险收益率是指为了弥补因债务人无法按时还本付息而带来的风险，由债权人要求提高的利率；流动性风险收益率是指为了弥补因债务人资产流动不好而带来的风险，由债权人要求提高的利率；期限风险收