

几个问题

- 如果你想出售你的房产，是否希望卖到最高价格？
- 希望当天拿到款项还是一年以后？
- 如果你是房子的买主，是否希望支付尽可能低的价格？
- 你是否希望房子增值？
- 你愿意承担贬值的风险吗？

公司理财 第二章

第二章 公司理财的基本原则

一、行为原则

二、价值原则

三、财务交易原则

公司理财 第二章

一、行为原则

公司理财 第二章

1、自利原则

- 人们按自己的财务利益行事：对于财务交易活动，所有机构都会选择对自己经济利益最大的行为
- 应用：
 - 没有免费的午餐
 - 代理问题
 - 机会成本

公司理财 第二章

2、双方交易原则

- 每一项财务交易都至少存在两方
- 应用：
 - 无套利机会
 - 在财务决策时不要为我为中心
 - 不要笑话市场

公司理财 第二章

3、模仿原则

- 以别人的行为作为借鉴
- 应用：
 - 当理论无法提供最佳方案（资本结构的选择）
 - 当信息成本过高（资产估价）
 - 自由跟庄（跟随战略）

公司理财 第二章

二、价值原则

公司理财 第二章

1、现值原则

- 货币时间价值（时效性）——不同时间的等面值货币不等价
- 不同时刻实现的现金收益不能简单相加
- 资产价值等于其预期未来产生各期现金收益的现值之和

公司理财 第二章

时间价值的来源

- 人性不耐——放弃当前的消费必须要用未来更多的消费来补偿
- 投资机会——货币在流动中增值
- 鸟论——“**One bird in hand is worth two birds in bush**”（厌恶风险）
- 通货膨胀

公司理财 第二章

例：单期问题

- 某公司考虑出售一块地产。**A**愿出价**100**万；**B**愿出价**115**万，但一年后付款
- 公司机会成本为**10%**
- **100**万的终值= $(1+10\%)100=110$ 万
- **115**万的现值
= $115/(1+10\%)=104.55$
- 结论：？

公司理财 第二章

计算终值 FV_n 与现值 PV_0

- 给定期限 n 和收益率 r
- 已知现值（Present Value） PV_0
 $FV_n = PV_0 (1+r)^n = PV_0 FV(r, n)$
- 已知终值（Future Value） FV_n
 $PV_0 = FV_n (1+r)^{-n} = FV_n PV(r, n)$
- r ——贴现率（必要报酬率）

公司理财 第二章

问题（复利的陷阱）

- 每年投入**1.4**万元，持续**40**年，年收益率**20%**

年份	投入	增加财富	总财富
10	14	36	36
20	14	225	261
30	14	1394	1655
40	14	8626	10281

公司理财 第二章

可能的问题

- 结果对收益率非常敏感。如若为**15%**，则**40**年后财富只有**2500**万元左右。
- 林中的鸟，不是手中的鸟
- 现值是多少？

公司理财 第二章

应用之一：债券定价

- 债券的价值等于债券未来各期支付利息与还本金的现值之和
- $P_0 = \sum (I_t + P_t) / (1 + r)^t$
 - 市场利率为 r ,
 - 每年的利息为 I_t
 - 本金偿还 P_t
- 结论：价值取决于付息还本方式

公司理财 第二章

应用之二：股利定价模型

- 股票价值等于公司未来所支付的各期现金股利**Div**的现值之和

$$P_0 = \sum \text{Div}_t / (1 + k_e)^t$$

k_e : 股东必要报酬率（权益资本成本）
- 预期**Div**的变化
 - 一般模式
 - 稳定增长
 - 二阶段模型：先高速增长，后稳定增长

公司理财 第二章

应用之三：项目价值评估

- 问题：你的决策能否创造价值？
- 前提：净现值大于零
 - 净现值：未来各期净现金收益的现值之和减初始投资值

$$V = \sum \text{CF}_t / (1 + r)^t - I_0$$
- 一项投资只有在其预期产生的未来现金收益的现值超过实施该投资的初始现金支出时,才会增加(或为公司创造)价值

公司理财 第二章

应用之四：企业价值评估

- 未来寿命期内各年可以产生的现金流的现值之和
 - 折现率（资本成本）
 - 各年现金流（成长性）
 - 寿命期

公司理财 第二章

影响现值的因素

- 贴现率 r ——必要报酬率
 - 必要报酬率——投资者能够接受的最低报酬率或资本成本
- 现金流的大小与时间分布
- 资产经济寿命期

公司理财 第二章

2、现金原则

- 现金是企业的血液（**Cash is the king**）
- 任何其他的东西都无法替代现金
- 现金至上

公司理财 第二章

一个银行家的提醒！

公司理财 第二章

现金不等于利润

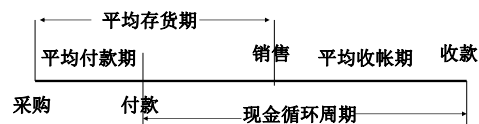
- 营业性支出当期扣除；资本性支出各期摊提——**R&D**支出，广告费用
- 非现金费用——折旧费，待摊费
- 权责发生制与收付实现制

公司理财 第二章

现金循环周期T

$$T = T(\text{存}) + T(\text{收}) - T(\text{付})$$

要求：增量、速度快



三、财务交易原则

公司理财 第二章

1、风险原则

- 风险——决策的预期结果与实际结果之间可能偏差
- **more things can happen than will happen**
- 基准值：预期平均值或平衡点
- 正偏（**Upside**）：优于基准的结果
- 负偏（**Downside**）：劣于基准

公司理财 第二章

风险的度量

- 传统：标准差；标准差系数
 - 问题：对称波动；基于历史
- 新定义：
 - 确定基准X
 - 乐观值 $\text{Max}(0, X - X^*)$ —— 正偏的结果
 - 负偏的后悔值 $\text{Max}(0, X^* - X)$ —— 负偏的结果
 - 极端损失

公司理财 第二章

分类1：财务风险与营运风险

- 财务风险——股东收益的不确定性（负债固定利息支出引起）
- 营运风险——营业利润（EBIT）的不确定性（固定经营成本引起）
- 经济风险——销售额不确定性（外部环境引起）

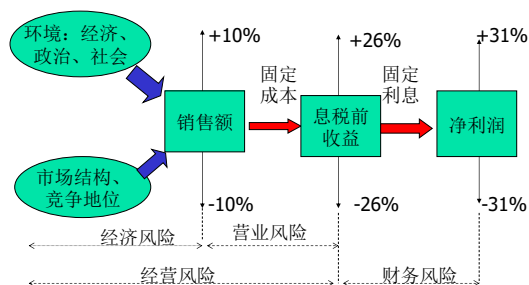
公司理财 第二章

H公司的风险

	预期	销售下降10%		销售增加10%	
销售额	1000	900	-10%	1100	+10%
变动成本	(380)	(342)	-10%	(418)	+10%
固定成本	(380)	(380)	不变	(380)	不变
息税前收益	240	178	-26%	302	+26%
固定利息	(40)	(40)	不变	(40)	不变
税前利润	200	138	-31%	262	+31%
所得税	(100)	(69)	-31%	(131)	+31%
净利润	100	69	-31%	131	+31%

公司理财 第二章

风险的分类与传递



结论

- 经济风险（Economic risk）是基本或初始风险
- 由于固定经营成本的存在造成营运风险（Operating risk）
- 经济风险和营运风险累积的影响为经营风险（Business risk）
- 由于固定利息支出的存在造成财务风险（Financial risk）
- 净利润的波动反映了总风险

公司理财 第二章

分类2：系统风险与非系统风险

- 系统风险（市场风险）：不可分散风险，由对整个经济都产生影响的事件（利率、通胀、社会环境等）导致
 - 同时影响所有企业
 - 不同企业受影响的程度不同
- 非系统风险：可分散风险，由影响单个企业的特殊事件所致（诉讼、研发、劳资纠纷等）
- 决定必要报酬率的风险是系统风险

公司理财 第二章

态度1：风险的分散化

- 效果：取决于资产的相关程度
- 代价：减少预期收益率
- 分散化有限：减少非系统风险
- 问题：把鸡蛋放在不同篮子里，还是放在一个最坚固的篮子里？

多元化与固守主业

- 多元化
- 固守主业
 - 格力？
 - 格兰仕？
 - 宝洁？

多角化的可能结果

- 东方不亮西方亮
- 补了东墙漏西墙

多元化音像资料

态度2：风险与预期收益率成正比

- 人们厌恶风险：风险与报酬的权衡
- 承担系统风险要求得到相应的补偿（无免费午餐）
- 必要报酬率与风险成正比

态度3：避险和趋险相结合

- 避险——风险管理（利率风险、汇率风险）
- 趋险——承担风险（经营风险）

新的风险价值观

- 传统观念
 - 风险等于危险；
 - 风险越大，价值越小
- 新观念 —— **Change is what creates opportunity** :
 - 风险不等于危险；
 - 风险越大，机会越多

公司理财 第二章

2、杠杆原则——善用杠杆

- 杠杆——利用固定支付创造更高收益的机制（支出确定性与收益不确定性）

公司理财 第二章

H公司的风险

	预期	销售下降10%		销售增加10%	
销售额	1000	900	-10%	1100	+10%
变动成本	(304)	(274)	-10%	(334)	+10%
固定成本	(456)	(456)	不变	(456)	不变
息税前收益	240	170	-29%	310	+29%
固定利息	(40)	(40)	不变	(40)	不变
税前利润	200	138	-31%	262	+31%
所得税	(100)	(69)	-31%	(131)	+31%
净利润	100	69	-31%	131	+31%

公司理财 第二章

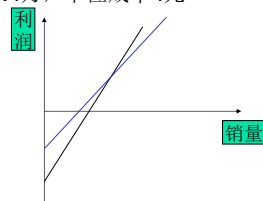
经营杠杆(operating leverage)

- 以固定成本获得不固定EBIT的机制（用机器取代计时人工）
- 反映投资决策所致的使用固定成本程度
- 经营风险的度量
- 营业杠杆 = $\frac{\text{EBIT的变动}}{\text{EBIT}} / \left(\frac{\text{S的变动}}{\text{S}} \right)$

公司理财 第二章

例子：滑雪帽的生产

- 工艺A：固定成本3万，单位成本6元
- 工艺B：固定成本5.4万，单位成本4元
- 每顶售价11元
- 工艺A的利润：
 - 5N-30000
- 工艺B的利润：
 - 7N-54000



公司理财 第二章

财务杠杆(financial leverage)

- 以固定财务费用获得不固定EAT的机制(用他人的钱取代自己的钱)
- 反映融资决策所致的使用固定财务费用程度
- 财务风险的度量

公司理财 第二章

1、问题

- 给定两个融资方案，一个负债多，一个负债少
- 哪个方案较优？

例

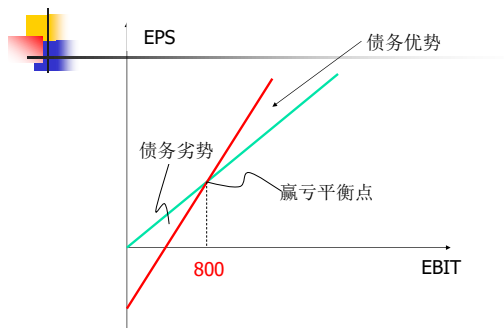
- 某公司已有资本**75万元**，其中债务**10万元**（利率**8%**），权益**65万元**（普通股**3万股**）。
- 公司希望再融资**25万元**。现 **EBIT = 5.5万元**，增资后可增加**2.2万元**。

可供选择的融资方案

- **A**：发行债券**25万元**，利率**8%**；
- **B**：发行股票**1万股**，每股**25元**。
- 应当选择哪个方案？

财务杠杆度

- 财务杠杆度 = EAT变动率 / EBIT变动率
- = EPS变动率 / EBIT变动率
- 判断条件:使**EPS最大**
 - $EPS = (1-t) (EBIT-I) / n$
 - $= [(1-t) / n] EBIT - (1-t) I / n$



启示

- 支配资产比拥有资产更重要
- 财务杠杆和经营杠杆分别反映财务风险和经营风险
- 杠杆是双刃剑——必要收益率与风险的权衡

3、灵活性原则

选择权（Option）有价值

问题：相机决策能力的价值

- 经营环境越来越不确定
- 决策的动态性
- 决策的多阶段性

韦尔奇的管理思想(FORCE)

- F (Flexible)——灵活性
- O (Organizational)——条理化
- R (Result-Orientated)——结果导向
- C (Communication)——沟通
- E (Education)——教育

灵活性在投资决策中的体现

- Real option(实物或实际期权)
- 决策的可延迟性：
 - 承诺项目和机会项目的区别
- 项目的扩张与缩小
- 项目的转换：投入品；产出品
- 项目的暂停与中止
- 战略机会

灵活性在融资决策中的体现

证券设计问题

- 可转换证券
- 可赎回债券

财务灵活性

- 公司动用闲置资金和剩余负债能力应对未来可能产生的不可预见的紧急情况 and 把握未预见机会的能力
- 做财务上的自主选择者，而不是乞讨者，因为机会首先敲响有钱人的大门
- 银行只会愿意把钱借给那些不需要钱的企业

财务灵活性的意义

- 在将来有好项目时有可能采纳
- 给管理者更多的权力空间
- 为应付将来某一天迫切的注资需求而打开的窗口可能会在最需要资金的时刻关闭（封锁天窗）
- 千万不要把短期借款用于长期投资