

# 公司理财

汪丽

工商管理系

《公司理财》第一章

## 考核方法

- 采取期末笔试和平时成绩相结合的形式
- 期末笔试占总成绩的**60%**。
- 平时成绩：**40%**，由两部分组成
  - 案例分析报告成绩，占总成绩的**30%**
  - 课堂表现（如出勤率、参与讨论情况）成绩，占总成绩的**10%**

《公司理财》第一章

## 一个企业主的故事



《公司理财》第一章

## 教学目的与要求

- 《公司理财》是全国本科教育指导委员会规定的核心课程之一
- 通过本课程的学习
  - 系统了解财务金融学基本理论框架
  - 熟练掌握公司理财的基本方法与理念

《公司理财》第一章

## 主要参考书籍

- **Ross**等，《公司理财》，第**5**版，机械工业出版社，**2000**年
- **G. Hawawini**，《经理人员财务管理——创造价值的过程》，机械工业出版社，**2000**年
- **R. C. Higgins**，《财务管理分析》，北京大学出版社

《公司理财》第一章

## 早期

- 王先生在南京珠江路拥有一家小型的硬件连锁店
- 他不懂财务！
- 他问他的一个财务顾问该如何知道所取得的财务结果算得上是诱人的？

《公司理财》第一章

## 疑惑

- 有一家连锁店的回报率低于平均水平，是否应该关闭？
- 企业经营的目标到底是什么？

《公司理财》第一章

## 郁闷！

- 别人拍脑袋的决策结果比王先生的业务增长的快
- ？



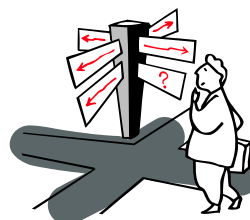
《公司理财》第一章

## 新业务

- 王先生发现了新的投资机会
- 但因为新的投资可能使企业未来几年的经济利润可能下降
- 如何权衡短期经济利润的下跌于长期的改善？

《公司理财》第一章

## 资金不足！

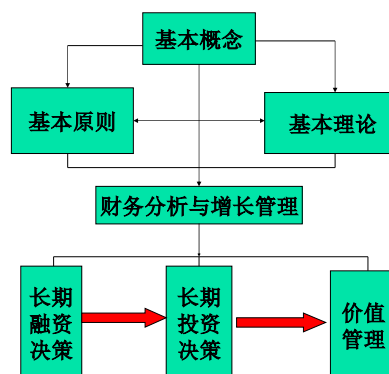


《公司理财》第一章

## 目录

- 第一章 公司理财导论
- 第二章 公司理财基本原则
- 第三章 财务分析与增长管理
- 第四章 融资工具和资本成本
- 第五章 资本结构理论与实务
- 第六章 项目现金流的估算
- 第七章 投资决策评价的方法
- 第八章 创造价值的管理

《公司理财》第一章



## 第一章 导论

### 第一节 公司理财的基本概念 第二节 公司理财的基本理论

《公司理财》第一章

## 身边的故事

### ■ 猫吞卡事件



《公司理财》第一章

## 财务金融学的三大分支

- 公司理财(Corporate finance)
- 金融市场与中介 (Financial markets & institution)
- 投资学(Investment)

《公司理财》第一章

## 第一节 公司理财的基本概念

- 一、公司理财的内涵
- 二、公司理财的目标及其实现
- 三、公司理财的环境

《公司理财》第一章

## Finance的定义

- 研究个人和机构 (Agents) 如何在不确定条件下，对资金进行跨时空最优配置
- 要素
  - 风险
  - 时间

《公司理财》第一章

## 一、公司理财的内涵

- “一个企业所做的每一个决定都有其财务上的含义，而任何一个对企业财务状况产生影响的决定就是该企业的财务决策。因此，从广义上讲，一个企业所做的任何事情都属于公司理财的范畴。”
- ——达摩达兰

《公司理财》第一章

## 理“财”

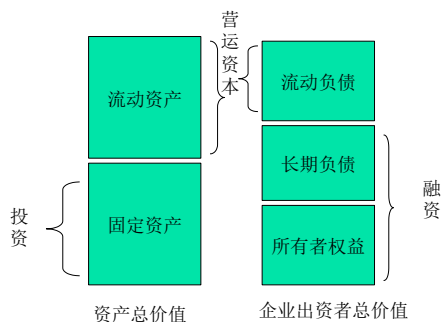
- **财务**——组织财务活动、处理财务关系的各项管理工作
- **财富**——运用财富进行经营、追求财富增值的技巧
- **核心：开源节流 (Moneymaker or Moneybags)**

《公司理财》第一章

## 1、财务管理

- 企业主要财务活动
  - 资金筹措——长期融资决策
  - 资金投放——长期投资决策
  - 利润分配——股利政策
  - 资金控制——营运资本管理
  - 财务分析与规划——决策基础

《公司理财》第一章



## 财务与会计的区别

- **会计(Account)**  
基于**历史**簿记与核算活动，为企业决策者提供信息，静态，“管帐”的
- **财务(Finance)**  
基于**未来**确定价值和进行决策分析，动态，“管钱”的

《公司理财》第一章

## 例1:

- 米德兰公司从事黄金提炼和贸易。到年底，公司销售收入100万美元，但没有付现，年初公司支付了90万美元购矿石。

公司损益表  
(会计角度)

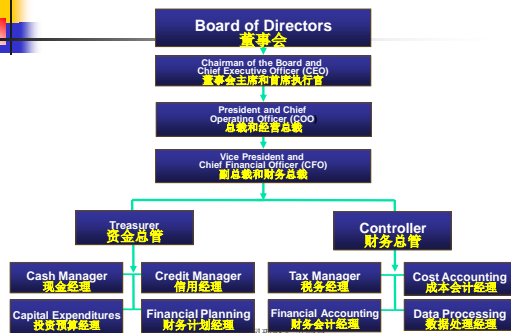
销售收入	1,000,000
成本	-900,000
利润	100,000

公司损益表  
(理财角度)

现金流入	0
现金流出	-900,000
现金收支差	-900,000

《公司理财》第一章

## 典型的企业组织结构图



## 2、财富创造

- 公司财富（价值）直接来源于经营活动（产品或服务市场），并最终通过财务活动（资本市场）来实现
- 理财的任务：运用资本市场的机制来管理经营活动，使所有者的价值最大化

《公司理财》第一章

## OPM理论

- **To finance: “to raise or provide funds or capital for...”**
- **Corporate finance**的直译是企业法人的融资，即公司的融资
- **关键：Other People's Money(OPM)**, 无论是权益资本还是债务资本
- 别人的钱不是**easy money**

《公司理财》第一章

## 全球资本市场的事实

- **20世纪**各大股市持续增长，长期投资股市的平均年回报率超出无风险国债收益率**6个百分点**
- 意味着投资者通过分散化投资组合可以得到高于投资无风险国债**6个百分点**的回报（市场平均回报率）

《公司理财》第一章

## 启示

- 对投资者：将钱长期放在一家不能提供高于市场平均报酬率的公司是不明智的
- 任何一家公司，如果其长期不能给其股东提供高于市场平均回报率，最终将被投资者抛弃

《公司理财》第一章

## 创造价值的意义

- 面对日趋激烈的竞争，公司不仅要想方设法在市场中立足，而且要争夺公司成长和繁荣所需要的资源。为此，获取足够的财务资源对于公司长期发展至关重要
- 公司在资本市场中的表现常常以为财务资源提供者创造的价值（**不是利润**）来衡量，因此管理行动必须以价值创造需求为导向

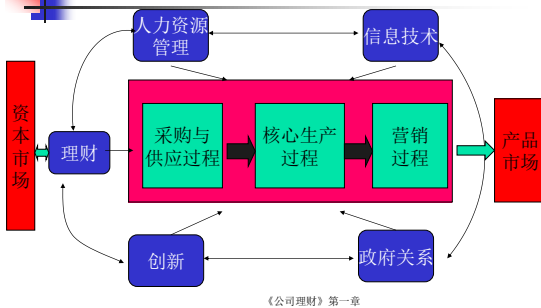
《公司理财》第一章

## 财务挑战

- 传统上，财务管理人员的职责比较狭隘：他们只负责数据。
- 现在，财务管理人员要与业务管理人员建立合作关系，财务管理人员指导、建议和支持部门做出正确的决策，并且协助制定和执行公司战略。

《公司理财》第一章

## 价值形成过程



## 源于经营活动的价值驱动因素

- 营销
- 定价策略
- 全面质量管理
- 消费者满意度与忠诚度
- 研发
- 运营效率
- 供应与采购
- 智力资本
- 产品组合



《公司理财》第一章

## 源于财务活动的价值驱动因素

- 资本配置
- 战略性投资
- 资本结构
- 资本成本
- 投资者关系



《公司理财》第一章

## 麦肯锡关于化工行业的调查

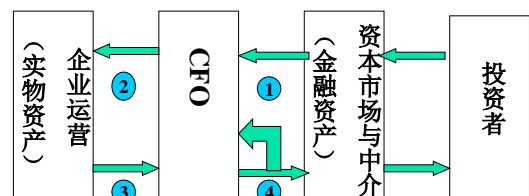
- 很多大型化工企业为加强重点业务或提高股东回报将部分资产出售给LBO公司。
- 近20年，公众拥有的总股东回报（15.2%）一直低于S&P500指数的平均值（17.8%），而LBO公司投资的企业回报高出很多（24.5%）
- 最大的价值创造来源于运营的改善（LBO收益的2/3来源于持有期的价值创造）

《公司理财》第一章

## CFO (Chief financial officer)的职责

- 最好地组织财务部门承担其不同的职责。
- 财务分析、预测与规划
- 投资与融资决策
- 财务协调与控制
- 与资本市场打交道

《公司理财》第一章



- (1) 发行证券得到现金
- (2) 将现金投资于企业运营
- (3) 运营产生现金
- (4) 再投资及支付投资回报

## 二、公司理财的目标及其实现



《公司理财》第一章

## 财富是什么？

光有钱（贝），不能富；  
光有才，也不能富。

只有把钱与才合在一起，才能富。  
这二者合一，产生了企业。

《公司理财》第一章

## 企业如何运作？

人	贝	才	社会角色
一	✓	×	所有者
二	×	✓	经营者
三	×	×	雇员（打工者）

《公司理财》第一章

## 1、销售收入最大化

两个经济学家的经历。



《公司理财》第一章

## 2、利润最大化目标

- 合理性
  - 生存与发展的必要条件
  - 考核企业效益的基本指标
- 问题
  - 定义的多重性
  - 定义的缺陷
  - 创造性会计

《公司理财》第一章

## 问题1: 定义的多重性

- 相对与绝对:
  - 绝对利润——投资过度
  - 相对利润——投资不足
- 税前与税后
- 会计利润与经济利润
- 短期利润与长期利润

《公司理财》第一章

## 问题2:定义的缺陷

- 忽略时间价值：今天的¥1不等与一年后¥1。
- 忽视了风险因素：高利润高风险与低利润低风险可能效用相同。

《公司理财》第一章

## 例2:

- 米德兰公司考虑生产新产品而从两个方案中选择一种：各需投资1万元，现金流量如下：

年份	方案A（元）	方案B（元）
1	0	4000
2	0	4000
3	0	4000
4	20,000	4000
总计	20,000	16,000

《公司理财》第一章

## 例3

- 该公司考虑海外经营，选择欧洲和日本两个地点之一，日本经营存在较大风险。
- 不同情况现金流量如下：

	悲观	最可能	乐观
欧洲	75,000	100,000	125,000
日本	0	150,000	200,000

《公司理财》第一章

## 问题3:创造性会计(财务点金术)

- 因为稳定的增长是公司追求的目标，所以利用“熨斗”来“熨平”利润是管理者的天职
- 财务点金术：迅速实现帐面利润，但不增加价值

《公司理财》第一章

## 例

- 100万元在一天内实现40万利润？
- 购入
  - 10块真金砖\*9=90
  - 10块镀金砖\*1=10
  - 报告：用100万元得到20块金砖，平均成本5万元

《公司理财》第一章

- 卖出真金
- 实现利润（9-5）\*10=40



《公司理财》第一章



## 现金收益不等于会计利润

- 营业性支出与资本支出
  - 营业性支出（只在当期产生收益的费用）：当期扣除
  - 资本性支出（多期产生收益的费用）：各期摊提——R&D支出，广告费用
- 非现金费用（折旧费，待摊费）：计入成本，但不产生现金流出

《公司理财》第一章

## 折旧方法的选择

- 通用汽车**87**年通过延长固定资产预计使用年限减少当年折旧与摊提，增加利润**120**亿美元

《公司理财》第一章

## 江西赣粤高速公路（600269）

- 2001年EPS为0.51元
- 折旧按照国内会计准则，按总工作量(即车流量法)计算，2001年折旧仅为2800万元
- 公路总金额为37.7亿多元，折旧率为0.74%，按此速度需要130多年
- 实际工作年限平均只有28年，今后的折旧压力会很大
- 国际会计准则是直线折旧，按30年直线折旧，年折旧额为1.2亿元左右
- 主营利润为3.4亿元，净利润1.8亿元，所得税率仅8%

《公司理财》第一章

## 3、价值最大化目标

- 价值的内含
  - 价值有一定的主观性
    - “SM卡和小猫”
    - “青蛙王子与公主”

《公司理财》第一章

- “除非一个企业将要破产，否则其价值取决于该企业未来创造的收益流，而其拥有的资产并没有什么意义，它们只是创造收益流的必要条件之一。没有任何资产、却能创造收益流的企业是最好的企业” -----Higgins

《公司理财》第一章

## 内在价值的估计

- 帐面价值——面向过去（基于交易）
- 市场价值——面向未来（收益贴现）

《公司理财》第一章

## 内在价值的决定因素

- 创造价值的能力，即预期在未来各期所产生现金流的现值之和  

$$V = \sum CF_t / (1+k)^t$$
  - 预期现金流大小及时间分布先后
  - 资产经济寿命期长短
  - 与现金流风险特征相对应的贴现率 $k$ ，即资本成本(cost of capital)
- “经济学家知道任何东西的价格，而对其价值一无所知”

《公司理财》第一章

## 帐面价值不等于内在价值

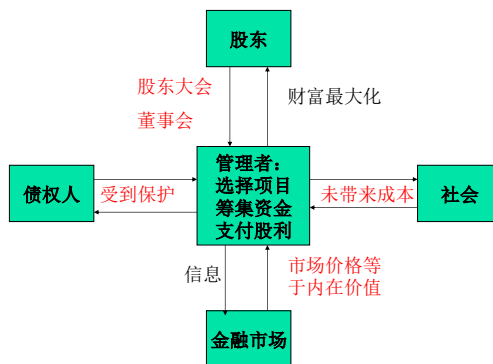
- 资产的内在价值为该资产未来创造价值的能力，即预期未来创造的现金流的现值之和（面向未来）
- 帐面价值反映获得资产的历史成本（面向过去）
- 无形资产（智力资本）成为创造价值的主要来源，但没有在资产负债表上得到适当的反映

《公司理财》第一章

## 价值最大化目标层次

- (1) 公司价值最大化
- (2) 股东财富最大化
- (3) 股票市场价格的最大化

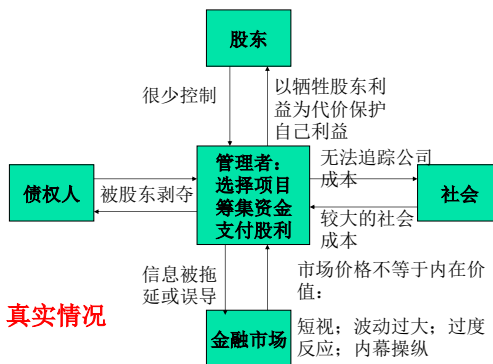
《公司理财》第一章



## 隐含假设

- (1) 管理者目标与股东目标一致
- (2) 债权人受到完全的保护
- (3) 管理者不误导或欺骗金融市场，且市场得到足够的信息供给，从而对公司绩效做出理性的判断
- (4) 不存在社会成本

《公司理财》第一章

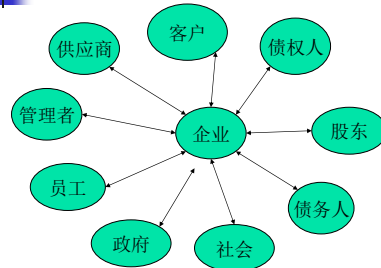


## 利益关系人理论

- 任何可能影响企业目标或被企业目标影响的个人或集团称为利益关系人
- 企业是各种利益相关者构成的网络，价值是维系这一网络的基础
- 企业应当实现自己目标与各类利益关系人目标的权衡

《公司理财》第一章

## 企业契约模型

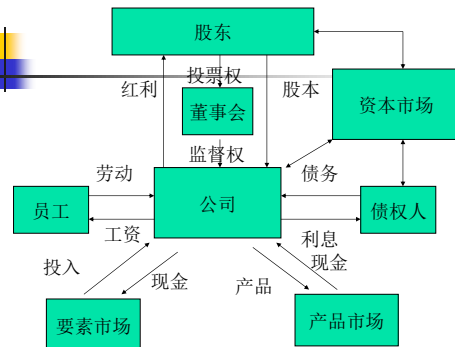


《公司理财》第一章

## 4、目标的实现(委托代理问题)

- 目标的分歧
  - 经理与股东
  - 股东与债权人
  - 股东与其他利益人

《公司理财》第一章



《公司理财》第一章

## 经理与股东冲突

- 股东：财富最大化
- 经理：发展速度和较大规模
  - 更稳定的就业保证
  - 更高的报酬
  - 管理人员——干净的衬衣和不大干净的心灵

《公司理财》第一章

## 股东与债权人冲突

- 资产替换难题
  - 绿峡谷项目
- 投资不足问题
- 发放现金股利稀释负债求偿权
- 发行新债稀释负债求偿权

《公司理财》第一章

## “郎闲评”眼中的长虹

股东与管理者的目标分歧

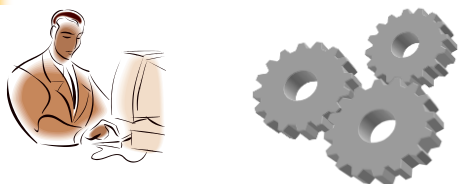
《公司理财》第一章

## 减少代理成本（管理者）方法

- 激励——让管理者像股东那样思考
  - 年薪 + 奖金 + 股票期权
- 治理结构——增加股东权力
- 市场
  - 经理人才市场
  - 公司控制市场——兼并威胁
  - 资本市场
  - 产品市场

《公司理财》第一章

## 三、企业理财的环境



《公司理财》第一章

## 1、金融市场环境

- 融资和间接投资的场所
- 有价值信息的来源
- 提供各种金融服务

《公司理财》第一章

## 2、经济环境

- |  |  |
|--|--|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 宏观经济环境               <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 经济周期</li> <li>■ 经济发展水平</li> <li>■ 经济体制</li> <li>■ 经济政策</li> </ul> </li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 微观经济环境               <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 产品市场环境</li> <li>■ 采购环境</li> <li>■ 生产环境</li> <li>■ 组织环境</li> <li>■ 人员环境</li> </ul> </li> </ul> |
|--|--|

《公司理财》第一章

## 3、法律环境

- 约束财务活动的法律、法规、规章制度
  - 组织
  - 税务
  - 财务会计
  - 证券

《公司理财》第一章

## 第二节 公司理财的基本理论

- 一、投资组合理论
- 二、资本资产定价模型
- 三、资本结构理论
- 四、效率市场理论
- 五、期权定价模型

《公司理财》第一章

## 一、投资组合理论

### Portfolio Theory Markowitz, 1952

《公司理财》第一章

## 1、问题的提出

- 如何配置金融资产以分散风险
- 最优组合——效率前缘
  - 给定风险下预期收益最大
  - 给定预期收益下风险最小

《公司理财》第一章

## 2、方法

- 均值—方差分析
  - 组合风险与收益的表示
  - 资产相关性
- 改进—Sharpe单指标模型

《公司理财》第一章

## 二、资本资产定价模型

### Capital Asset Pricing Model (CAPM), Sharpe, 1962

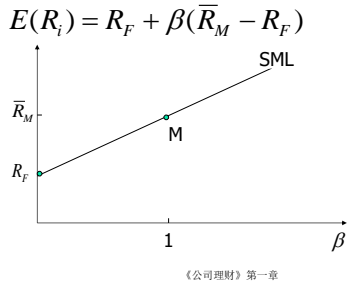
《公司理财》第一章

## 1、问题—如何确定金融资产价格

- 由定价公式，金融资产的价格取决于折现率（资金成本） $k$
- $k$ 为投资者预期报酬率（必要报酬率），即出让资金使用权所能接受的最低报酬率
- $k$ 与投资的系统风险成正比（非系统风险可以分散化）

《公司理财》第一章

## 资本资产定价模型



## 三、资本结构理论

### MM (Miller & Modigliani)

定理, 1958年

《公司理财》第一章

## 1、问题的提出

### 组合理论的对偶

公司是否存在最优的资本结构，  
即资本结构与公司价值是否相关

- 无关论——分饼派（财务守恒）
- 相关论——增饼派

《公司理财》第一章

## 2、MM定理

- 定理1：无所得税时，负债与价值无关
- 定理2：有所得税时，价值与负债水平成正比

$$V_L = V_U + t D$$

其中  $t D$  为税盾 (Tax shield)

《公司理财》第一章

## 3、权衡理论

- 负债的好处：税盾  $tD$
- 负债的坏处：财务拮据成本与代理成本  $C$
- $V_L = V_U + t D - C$
- $C$  的特点：与负债水平呈非线性关系
- 最优资本结构： $tD$  与  $C$  的权衡

《公司理财》第一章

## 四、效率市场理论

### Efficient Market Theory (Fama, 1972)

《公司理财》第一章

## 1、问题的提出

- 信息是否已经迅速、充分和正确地反映在金融资产当前价格之中
- 问题：信息的含义决定了市场效率的类型

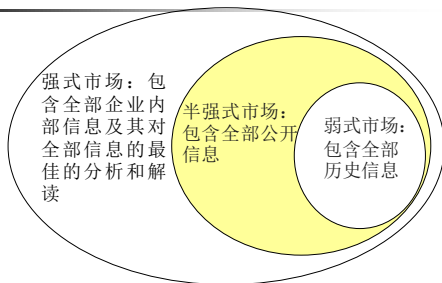
《公司理财》第一章

## 2、信息内含与市场效率

- 弱有效：充分反映价格的历史信息——否定技术分析
- 半强有效：充分反映公开信息——否定基本分析
- 强有效：充分反映所有相关信息（含内部信息）

《公司理财》第一章

## 有效金融市场的三种类型



《公司理财》第一章

## 3、效率市场的意义

- 价格变化遵循随机走动模型
- 市场价格是对真实价值的最优估计
  - 相对性：偏离是随机的
  - 特定性：不是所有市场对所有投资者都有效

《公司理财》第一章

## 五、期权定价模型

**Option Pricing Model,  
Black, Scholes & Merton,  
1973**

《公司理财》第一章