

复旦博学·微观金融学系列



公司金融

(第三版)

朱 叶 编 著

Gongsi Jinrong



Gongsi Jinrong

责任编辑 鲍雯妍

ISBN 978-7-309-11699-1



9 787309 116991 >

定价：42.00元

复旦博学·微观金融学系列

公司金融

Corporate Finance

第三版

朱叶 编著

復旦大學出版社

图书在版编目(CIP)数据

公司金融/朱叶编著. —3版. —上海:复旦大学出版社, 2005. 9
(复旦博学·微观金融学系列)
ISBN 978-7-309-11699-1

I. 公… II. 朱… III. 公司-金融-高等学校-教材 IV. F276.6

中国版本图书馆CIP数据核字(2015)第190721号

公司金融(第三版)
朱叶 编著
责任编辑/鲍雯妍

复旦大学出版社有限公司出版发行
上海市国权路579号 邮编:200433
网址:fupnet@fudanpress.com <http://www.fudanpress.com>
门市零售:86-21-65642857 团体订购:86-21-65118853
外埠邮购:86-21-65109143
大丰市科星印刷有限责任公司

开本 787×1092 1/16 印张 21.5 字数 447千
2015年9月第3版第1次印刷

ISBN 978-7-309-11699-1/F·2179
定价:42.00元

如有印装质量问题,请向复旦大学出版社有限公司发行部调换。
版权所有 侵权必究

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:现值和价值评估、风险和收益、资本成本、资本预算、投资风险调整、期权定价和实物期权、资本结构、股利政策等。还涉及营运资本管理、财务报表分析、公司价值评估、公司治理、收购与兼并等相关领域的财务行为。第三版更强调对公司金融行为的理论解释,扩展了资本预算的内容,将投资风险调整和实物期权分别独立成章,并把原先较分散的公司治理内容集合起来。

本书结构完整、清晰,对理论和实务案例的阐述由浅入深,并配有习题和参考文献,适用于高校金融学、经济学、财务管理和会计学等专业的教学使用。

第三版说明

Third Edition

《公司金融》(第二版)2011年出版后,我一直处于修订教材的状态中,持续至今。原因有三。

第一,教材内容需要补充、更新和整合。尽管知识点的补充、更新和整合对成熟的《公司金融》教材来说是零星化和碎片化的,但这是实现经典教材梦想无法回避的工作。

第二,教材版本更新速度加快。近年来,国内外教材版本更新周期大大缩短,《公司金融》(第二版)出版至今已近四年,到了更新的时候。

第三,读者的阅读习惯发生改变。现在的读者,尤其是“90后”和“00后”的广大读者,对教材的阅读习惯发生了很大改变,他们不再满足教材提纲挈领式的叙述方式,还希望教材具有可读性。

这个版本对第二版书稿进行了较大幅度的补充、修改、更新和整合。具体来说:

第一,对资本预算的基本技术做了补充。现金流和贴现率的估算是资本预算的两项基本技术,为了更好地凸显贴现率估算的重要性,也为了便于读者完整地阅读该内容,第三版将其单独列成一章(详见第三版第四章)。

第二,进一步扩展了资本预算的内容。第三版将投资风险调整方法和实物期权拆分成独立的两章(详见第三版第六章和第七章),希望读者在掌握资本预算的基本方法和技术的同时,对项目风险度量以及实物期权对资本预算的影响有更充分的了解和认识。

第三,将流动资产管理 and 流动负债管理进行合并。鉴于流动资产管理 and 流动负债管理属营运资本管理范畴,为此,第三版将它们合并成一章(详见第三版第十章),并按营运资本管理的要求对这些内容作了重新安排。

第四,增设了公司价值评估内容。公司价值评估属估值范畴,但它是最复杂的一种估值。第三版增设了“公司价值评估”(详见第三版第十一章),希望读者能够了解公司价值评估的基本框架和基本技术。

第五,增强了可读性。为满足新读者的阅读要求和习惯,第三版增加了不少文字说明,大大增强了可读性。

在本书第三版的出版过程中,承蒙复旦大学出版社鲍雯妍老师的大力支持,在此表示感谢。

朱 叶

2015年5月于怡景南园

第二版说明

Second Edition

五年前,金融学界对“Corporate Finance”的中文新译名——“公司金融”多少心存疑虑,而现在,大家已完全接受这种称谓。在过去的五年间,金融市场的变革和创新日新月异,重大的金融事件层出不穷。显然,本书也到了该修订的时候了。但是,究竟坚持什么以及如何取舍,则颇费思量。

第一,保留了第一版的基本架构。《公司金融》有着特有的基本概念、方法、原则和理论,它们构成了《公司金融》的知识点。串联起这些知识点的主流方式是:以投资决策、融资决策、资产管理等重要的公司金融行为为线索,寻求如何最大化股东财富或最大化公司价值的方法和路径。因此,本书的架构与国际主流的认识契合。

第二,仍旧强调公司金融行为的理论解释。长期以来,我们总将《公司金融》误认为是实务性很强的课程,并基于这样的认识来安排内容。事实上,我们对公司金融的认识和认知还非常有限,我们尚无法解释许多公司金融行为和金融现象。迄今为止,尚有许多未解之谜。因此,给出可能的理论解释远比给出答案更可信。

本次再版,对第一版内容进行了较大幅度的修改和补充。新增了投资风险调整和实物期权、公司治理两大内容。

第一,扩展了资本预算的内容。将投资风险调整和实物期权独立成章,希望读者在掌握资本预算的基本方法和技术的同时,对资本预算的复杂性和不可预知性有充分的了解和认识。

第二,将原书中分散的公司治理内容集合起来。公司治理是公司金融的重要领域,在所有权和经营权分离的公司中,公司治理是个永久的话题。最近十多年来,关于大股东“掏空”、小股东控制等新的公司治理问题日益引起学界和业界的重视。本书试图介绍这些有趣的问题。

《公司金融》第一版问世后,我曾与好友王伟博士长谈过一次。他给了我很好的建议,此次修订采纳了这些建议。在本书的再版过程中,承蒙复旦大学出版社鲍雯妍老师的大力支持。在此,一并表示感谢。

朱 叶

2011年7月于复旦大学

第一版前言

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以及莫迪利亚尼(Franco Modigliani)和米勒(Merton H. Miller)的MM理论是现代公司金融的发端。可以说,之后出现的每一种新的经济学分析方法,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最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。公司金融理论的内涵很难界定,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年莫迪利亚尼和米勒的无税MM定理。无税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“税收学派”;二是以斯蒂格里茨为代表的“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现值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,学界认识到了“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,该理论认为在完善的资本市场条件下,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,复旦大学金融学专业从 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》希望能够成为其中的一本。

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;第二章、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实物期权部分,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,更加强调对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、王伟博士、张宗新教授、攀登博士等的观点也在书中有所体现。值得一提的是,本书第二、三章使用了与王伟博士合编的《公司财务学》中的部分内容。

在本书的编撰过程中,承蒙复旦大学出版社鲍雯妍老师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

目 录

Contents

第三版说明	1
第二版说明	1
第一版前言	1
第一章 导论	1
学习要点	1
第一节 公司制企业	1
第二节 公司的金融活动	3
第三节 公司的财务目标和冲突	8
第四节 公司金融的原则	11
第五节 公司金融理论	15
本章小结	21
关键词	21
习题	21
参考文献	22
第二章 现值和价值评估原理	23
学习要点	23
第一节 现值与贴现率	23
第二节 现值的计算方法	27
第三节 不同计息方式下的现值	31
第四节 公司债券定价原理	33
第五节 普通股定价原理	36
本章小结	42
关键词	42
习题	43

参考文献	44
第三章 风险和收益	45
学习要点	45
第一节 收益和风险概念	45
第二节 投资组合的风险和收益	52
第三节 资本资产定价模型	60
本章小结	65
关键词	66
习题	66
参考文献	67
第四章 资本成本	68
学习要点	68
第一节 资本成本概述	68
第二节 普通股成本	72
第三节 债务成本	76
第四节 加权平均资本成本	79
本章小结	85
关键词	86
习题	86
参考文献	88
第五章 资本预算的基本方法和技术	89
学习要点	89
第一节 资本预算的基本方法	89
第二节 资本预算方法比较	93
第三节 净现值法的基本技术	98
本章小结	108
关键词	109
习题	109
参考文献	111

第六章 投资风险调整方法	112
学习要点	112
第一节 项目风险处置的基本方法	112
第二节 项目特有风险的度量	114
第三节 项目系统性风险的度量	123
本章小结	126
关键词	127
习题	127
参考文献	129
第七章 期权定价和实物期权	130
学习要点	130
第一节 实物期权的基本理念	130
第二节 金融期权的定价原理	132
第三节 实物期权和资本预算	140
本章小结	147
关键词	147
习题	147
参考文献	149
第八章 资本结构	150
学习要点	150
第一节 税、破产和资本结构	150
第二节 管理者动机、信息不对称和资本结构	161
第三节 目标资本结构	167
本章小结	174
关键词	175
习题	175
参考文献	176
第九章 股利政策	177
学习要点	177

第一节 股利发放方式和程序	177
第二节 股利政策理论	180
第三节 股利政策决定和类型	188
本章小结	193
关键词	194
习题	194
参考文献	196
第十章 营运资本管理	197
学习要点	197
第一节 营运资本政策	197
第二节 现金和有价证券管理	203
第三节 应收账款管理	208
第四节 短期融资的方式、原则和策略	215
本章小结	228
关键词	229
习题	229
参考文献	230
第十一章 财务报表分析	231
学习要点	231
第一节 会计资料	231
第二节 会计分析	239
第三节 财务分析方法	244
本章小结	259
关键词	260
习题	260
参考文献	262
第十二章 公司价值评估	263
学习要点	263
第一节 公司背景分析	263

第二节 公司财务预测	270
第三节 贴现现金流量法	276
第四节 市场法	280
本章小结	283
关键词	283
习题	283
参考文献	284
第十三章 收购与兼并	285
学习要点	285
第一节 并购协同效应分析	285
第二节 并购过程中的公司金融问题	289
第三节 杠杆收购	300
第四节 并购的理论解释	306
本章小结	309
关键词	309
习题	309
参考文献	310
第十四章 公司治理	311
学习要点	311
第一节 代理问题	311
第二节 剥夺问题	315
第三节 公司治理机制	319
本章小结	327
关键词	328
习题	328
参考文献	329

第一章

导 论

学 习 要 点

1. 为什么大企业和转型企业会选择公司制?
2. 股东至上和价值创造过程。
3. 究竟是谁在控制公司?
4. 公司金融的重要规则和理论脉络。

公司金融(Corporate Finance)是金融学的一个重要分支学科^①,它是关于公司如何在未来收益和当前收益之间进行取舍的一门学科。一定财务目标条件下(如股东财富最大化)的投资决策、融资决策和营运资本管理构成了公司金融的基本内容。本章立足于公司这一特定的企业组织形式,介绍其财务目标、价值创造过程以及所面临的代理冲突,并梳理公司金融的重要规则以及公司金融理论的发展脉络。

第一节 公司制企业

企业多如牛毛,但不是所有的企业都是公司。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(或称为三种企业组织形式),其中,公司制企业才是公司。公司金融的主体是公司,因此,对公司制企业的了解和认识可以作为学习和研究公司金融的起点。

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,独享企业的全部利润,独自承担企业的所有风险。这类企业的主要优点是:设立程序简单,无需正式的章程,退出程序也简单易行;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

^① 公司金融与投资学、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。

均按个人所得税相关规定纳税；经营者和所有者合一，两者利益完全重合。这类企业的主要缺点有：承担无限债务责任，个人资产和企业资产之间没有界限；企业的寿命有限，企业存续期受制于业主本人的生命期；企业的规模有限，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按协议投资、共同经营、共担风险的企业。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。一般合伙企业创办费用较低，企业利润按合伙人征收个人所得税。其主要缺点有：

第一，企业寿命有限。当一个一般合伙人死亡或撤资时，一般合伙制终结（也就是说，一般合伙人不能出售其在企业中的利益）。

第二，合伙制企业通常难以筹集大量资金。

第三，一般合伙人对所有债务负有无限责任。

第四，产权转让比较困难。

在有限合伙制企业中，由一般合伙人和有限合伙人两类合伙人组成，其中，至少有一人为一般合伙人，这类企业有别于一般合伙制企业的特征为：

第一，一般合伙人承担无限责任，他们通常拥有企业的管理控制权；

第二，有限合伙人不参与管理，仅仅负有与其出资额相称的责任；

第三，有限合伙人可以出售他们在企业中的利益。

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。它是世界各国大企业（如雀巢公司、中国移动等）首选的企业组织形式，也深受转型企业（如苹果公司、摩根士丹利等，它们均由合伙制企业转制而来）青睐。股份有限公司和有限责任公司是公司制企业的两种基本形式。

公司设立较为复杂，其创办人必须拟定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。公司章程必须符合公司注册地的法律法规。

在公司中，股东是所有者，他们理应控制公司的方向、政策和经营活动。但由于公司的所有权和管理权存在不同程度的分离，因此，股东无法直接参与公司管理。为此，股东选择由若干个董事组成的董事会，由董事会代其主张权利。董事会选聘高层管理人员，并要求高层管理人员以股东利益为重，对公司的经营活动进行有效管理。

公司很复杂，在股权较为集中的公司，存在大股东，大股东可能拥有公司控制权，而

在股权比较分散的公司里,股东、董事会成员以及公司高层管理人员可能代表不同的利益集团。

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。

第一,公司所有权的流动性强。公司所有权(或称股权)可以随时让渡给其他所有者或投资者。

第二,公司无限存续。公司永续经营,公司经营权和所有权分离的特征使得公司不会因所有者或股东撤资而终止经营。

第三,股东承担有限债务责任。股东所承担的债务责任仅限于其投资额。

第四,双重课税。公司面临双重纳税,首先,公司需根据实现的利润缴纳公司所得税,其次,公司股东必须为其所获得的股利缴纳个人所得税。

第五,公司面临多重代理冲突。公司存在股东和管理者、股东和债权人以及终极控股股东与非控股股东等多重代理冲突。

四、大企业以及转制企业的选择偏好

纵观整个世界,尽管公司制企业在绝对数量上不占上风,但在资产规模、创造的财富上占有绝对优势。几乎所有耳熟能详的大型企业均采用公司制,如微软公司、中国移动、中国石化、索尼公司、苹果公司、西门子公司等。这些大公司或在创设时直接采用公司制,或由其他企业组织形式转制成公司制。那么,究竟有哪些因素在引导高成长性的企业更多地采用公司制这一组织形式呢?可能的理由有三。

第一,个体业主制或合伙制存在先天不足。个体业主制与合伙制这两种组织形式具有无限债务责任、有限企业寿命和产权转让困难三个重大的缺陷,因此,无限债务责任使得企业所有者举债意愿不强,有限寿命使得债权人惜贷,产权流动性差使得投资者投资意愿不足。也就是说,这些先天缺陷决定了这两类企业难以筹集大量资金。显然,大企业采取这两种企业组织形式将难以为继。

第二,公司具有得天独厚的融资灵活性。高成长性企业潜在的增长机会需要资金支持,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,而公司永续经营、有限债务责任、产权转让便利等特点使其在资本市场上能够左右逢源,尽显融资优势。

第三,公司拥有更多的再投资机会。公司比合伙制企业和个体业主企业更容易留存企业的当期收益,因此,更有利于今后再投资于有利可图的投资机会。

第二节 公司的金融活动

资产负债表是反映公司金融活动结果和公司财务状况的载体,因此,我们可以借助资产负债表(见表1-1)来理解公司的金融活动。