

公司理财学

GONG SI LI CAI XUE

王东胜 编著

南开大学出版社

013033001

F276.6
653

公司理财学

王东胜 编著



南开大学出版社

天津



北航

C1640774

F276.6
653

100880810

图书在版编目(CIP)数据

公司理财学 / 王东胜编著. —天津: 南开大学出版社, 2013. 3

ISBN 978-7-310-04122-0

I. ①公… II. ①王… III. ①公司—财务管理
IV. ①F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2013)第 037465 号

版权所有 侵权必究

南开大学出版社出版发行

出版人: 孙克强

地址: 天津市南开区卫津路 94 号 邮政编码: 300071

营销部电话: (022)23508339 23500755

营销部传真: (022)23508542 邮购部电话: (022)23502200

*

唐山天意印刷有限责任公司印刷

全国各地新华书店经销

*

2013 年 3 月第 1 版 2013 年 3 月第 1 次印刷

260×185 毫米 16 开本 22.5 印张 2 插页 520 千字

定价: 39.00 元

如遇图书印装质量问题, 请与本社营销部联系调换, 电话: (022)23507125

前 言

公司理财学 (Corporate Finance) 是“公司”(Corporate) 和“理财”(Finance) 的结合, 是专门研究公司资金的筹集、使用 and 管理的学科。这是一门理论与实践紧密结合, 同时实践性很强的学科。

近年来, 随着知识经济的到来和全球经济一体化程度的不断加深, 公司理财学变成了现代经济学科体系中的核心课程之一。这对公司理财学教材的编写也就提出了更高的要求。虽然国内相关教材已出版了许多, 各有优点和特色, 但为了进一步反映这门学科的发展现状, 我们较系统地梳理了国内外的最新进展, 并与我国的实践相结合, 在参考国内外已有版本的基础上, 结合多年的教学经验和学生的反馈意见, 兼收并蓄, 扬长避短, 编著了这本融合国内外公司理财理论和研究方法的教材。

本教材的主要特点是:

1. 教材定位明确。本教材目标院校为教学型院校和教学研究型院校, 定位于培养本科应用型人才。教材编写以简明性、原理性为宗旨, 内容上做到“必需, 够用”, 并着眼于实际应用, 具有可操作性。坚持按照先进、简明、适用、通俗的原则选择教材内容: 所谓“先进”, 就是强调理财学科的新理论、新知识、新技术、新方法、新经验、新案例, 使教材内容先进、科学; 所谓“简明”, 就是教材提供的内容“必需, 够用”即可, 而不片面强调过于复杂的论证; 所谓“适用”, 就是着眼于理财学科的发展和现实应用, 具有理论和实用价值, 具有可操作性; 所谓“通俗”, 就是教材写得深入浅出, 通俗易懂。

2. 反映时代特色, 注意本土化。本教材能够反映对公司理财学的最新认识与研究形成的新成果。所谓“本土化”, 既不是写成土生土长的“中国乡土教材”, 也不是写成洋味十足的“洋教材”, 而是有意识地把该学科的普遍原理与中国的特殊国情和公司理财的最新实践相结合。

3. 体系清晰, 使读者对所学内容一目了然。本教材将公司理财学的内容分为三大部分: 公司理财基础、筹资管理和投资管理。这样编排章节, 使全书的内容更有条理, 也有利于读者掌握相关知识。

4. 栏目设置完整。每章开篇设有导读, 使前后章节衔接得更加紧密, 也能让读者迅速了解每章所学的内容和应掌握的知识。每章结束设有小结、关键概念和综合训练, 对每章的重点内容进行总结, 并以练习的形式帮助读者复习。而本书的最大特色, 则是每章设置的“案例分析”和“知识拓展”栏目。“案例分析”结合每章所学内容, 引入国内外经典案例启发读者思考; “知识拓展”则是对正文内容的拓展, 向读者介绍最新的国内外研究成果, 激发读者深入学习的兴趣。

全书分为三个部分，共 12 个章节，围绕公司筹资和投资两大活动展开。其中，第 1 至 3 章介绍公司理财学的基本概念和基础知识，第 4 至 8 章介绍公司的筹资管理，第 9 至 12 章介绍公司的投资管理。

在编写过程中，南开大学金融学系的多位老师和研究生对本教材的编写提供了帮助。这里，我要特别感谢王洋、郭文斌、刘仁宾、师军、许玥和邓敏等，他们查找了大量文献，提出了许多有益的建议并协助作者完成了此书；他们还为本书编写例题以及每章的特色栏目，增强了教材的实用性。本书编写过程中得到了南开大学出版社赵文娇编辑的大力支持和帮助，在此表示衷心的感谢！

尽管在编写的过程中对本书不断进行修改完善，但由于时间仓促以及本人的研究和实践深度所限，书中的错误和疏漏在所难免，还望广大师生予以批评指正，以便日后逐步改进和完善。

王东胜

2012 年 11 月

于南开园

目 录

第一篇 公司理财基础

第 1 章 公司理财导论	3
导读	3
§1.1 企业的组织形式	4
§1.2 公司理财的目标	6
§1.3 公司理财的内容	11
§1.4 公司理财的环境	13
本章小结	26
关键概念	26
综合训练	26
本章参考文献	27
第 2 章 财务分析	28
导读	28
§2.1 财务报表概述	29
§2.2 财务分析概述	38
§2.3 财务比率分析	42
§2.4 杜邦财务分析	58
本章小结	62
关键概念	63
综合训练	63
本章参考文献	65
第 3 章 资金的时间价值与证券定价	66
导读	66
§3.1 资金的时间价值	67
§3.2 债券估价	77
§3.3 股票估价	84
本章小结	90
关键概念	90
综合训练	90

本章参考文献	92
--------------	----

第二篇 公司的筹资管理

第4章 企业筹资概论	95
导读	95
§4.1 筹资管理概述	96
§4.2 筹资的类型和渠道	99
§4.3 企业的短期筹资方式	103
本章小结	117
关键概念	117
综合训练	117
本章参考文献	119
第5章 企业的长期筹资方式	120
导读	120
§5.1 发行普通股	121
§5.2 发行优先股	128
§5.3 长期负债筹资	130
§5.4 融资租赁	136
§5.5 认股权证和可转换债券	139
本章小结	148
关键概念	149
综合训练	149
本章参考文献	150
第6章 资本结构决策(Ⅰ)——基本概念和方法	152
导读	152
§6.1 资本成本	153
§6.2 杠杆原理	163
§6.3 最优资本结构的确定	173
本章小结	183
关键概念	184
综合训练	184
本章参考文献	186
第7章 资本结构决策(Ⅱ)——理论综述	187
导读	187
§7.1 资本结构理论的演变	188
§7.2 早期资本结构理论	189
§7.3 MM理论	191
§7.4 MM理论的发展	197

§7.5 新资本结构理论	202
本章小结	206
关键概念	207
综合训练	207
本章参考文献	208
第 8 章 股利政策	210
导读	210
§8.1 股利的支付	211
§8.2 股利政策理论	218
§8.3 影响股利政策的因素	221
§8.4 股利政策类型	224
本章小结	228
关键概念	229
综合训练	229
本章参考文献	230

第三篇 公司的投资管理

第 9 章 确定条件下的投资决策分析	233
导读	233
§9.1 投资概述	234
§9.2 投资项目现金流量的确定	237
§9.3 投资项目的评价方法	245
§9.4 投资决策指标的比较	254
§9.5 寿命期不等的互斥项目评价方法	259
本章小结	264
关键概念	265
综合训练	265
本章参考文献	267
第 10 章 风险与收益	268
导读	268
§10.1 风险与风险分类	269
§10.2 风险的衡量	270
§10.3 投资组合效果	275
§10.4 风险与收益的关系	284
本章小结	288
关键概念	289
综合训练	289
本章参考文献	290

第 11 章 投资项目的不确定性分析	292
导读	292
§11.1 投资项目的不确定性因素	293
§11.2 盈亏平衡分析	294
§11.3 敏感性分析	298
§11.4 概率分析	302
§11.5 决策树分析	307
本章小结	311
关键概念	312
综合训练	312
本章参考文献	314
第 12 章 流动资产资产管理	315
导读	315
§12.1 现金的管理	316
§12.2 短期证券投资的管理	325
§12.3 应收账款的管理	329
§12.4 存货的管理	340
本章小结	348
关键概念	349
综合训练	349
本章参考文献	351

第一篇 公司理财基础

第 1 章 公司理财导论

导读

§ 1.1 企业的组织形式

§ 1.2 公司理财的目标

§ 1.3 公司理财的内容

§ 1.4 公司理财的环境

本章小结

关键概念

综合训练

本章参考文献

导读

理财是人类经济活动的基本职能之一，在英文中理财称为“Finance”。从非个人经济活动角度来看，有政府的理财活动，称为公共财政（Public Finance），而作为社会金融结构的货币与金融（Currency and Finance）更是经济活动的核心。公司理财学（Corporate Finance）是专门研究公司如何在一定理财目标条件下进行筹资决策和投资决策的学科。它与投资学、金融市场学等应用经济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。公司理财产生于 19 世纪末，兴盛于 20 世纪。目前它之所以大行其道，是因为它与企业组织结构演变即所有权与经营权相分离的变化有密切关系，这种变化使公司成为企业组织的主要形式。公司内部组织结构特征以及与资本市场、信贷市场的密切关系，使理财活动对公司的生存与发展具有非常重要的决定作用。与公司理财活动相联系的职业也非常广泛，如公司财务经理、银行家、证券经纪商、理财分析家、资产管理者、投资银行家、理财顾问等。由此可见，公司理财的规则和活动构成了市场经济的重要组成部分。

本书的第一部分先向读者介绍有关公司理财学的基础知识，以便为后续的学习打下良好基础。作为全书的开篇，本章首先对公司理财研究的主体——公司进行介绍，然后详细阐述公司理财的目标、内容以及环境。

§1.1 企业的组织形式

企业的组织形式主要有三种：个体企业（Sole Proprietorship）、合伙企业（Partnership）和公司（Corporation）。公司理财的研究对象是公司。为什么研究企业理财仅以公司作为研究对象呢？这与不同企业的特点有关。

1.1.1 个体企业

个体企业又称独资企业，是由一人独资经营，并且独享营业利润和独担失败风险的一种企业经营方式；这种企业不具有法人地位。

1) 个体企业的优点：

- (1) 所有权和经营权合一，个人决策，能随机应变；
- (2) 单独出资，不受他人干扰；
- (3) 无须向社会公布企业的财务报表，可以保持业务机密，有利于竞争；
- (4) 企业组建简单、费用低，只要向政府的工商管理部门申请营业执照即可。

2) 个体企业的缺点：

(1) 个体企业的资本由个人单独提供，因而财力有限，很难筹集到大笔资金用于企业的经营与发展；

(2) 投资以后，除非破产，企业不能以转让方式收回资金，投资比较固定；

(3) 个体企业对自己的债务负有无限责任，当个人投入企业的资产不足以抵偿债务时，业主的个人财产将被追索，风险较大；

(4) 个体企业的存在随业主的死亡而告终，因此企业寿命有限。

由于以上原因，个体企业建立得多，消失得也快，其规模较小。当个体形式妨碍企业的进一步发展时，它们会转向其他更有利的形式。

1.1.2 合伙企业

合伙企业是指由两人或两人以上共同出资，共同经营，共同按约定比例分享利润和承担风险的一种契约行为；这种企业不具有法人地位。

1) 合伙企业的优点：

(1) 凡是有两人或两人以上彼此同意合作，就可以订定契约，投资经营业务，所以手续较为简便；

(2) 与独资企业相比，资本与人力均较充足，因此可以较大规模地经营；

(3) 由于合伙人负有无限责任，信用较强，所以比较容易筹集资金和开展业务。

2) 合伙企业的缺点：

(1) 合伙人不管每人出资多少，共同负有无限责任；

(2) 由于合伙人的意见难免存在分歧，所以可能出现合伙人退出或其他意外事件，影响业务的稳定；

(3) 由于所负责任太大, 合伙人彼此常存戒心, 难以和衷共济;

(4) 财力仍然有限, 不容易做大规模的策划与发展。

合伙企业可以把不同个人的资本、技术和能力聚合起来, 形成比个体企业更强、更有创造力的经营实体。但它在无限责任和有限生命这两点上与个体企业是一致的。此外, 合伙企业的资本不以股票形式出现, 不能转让和变现, 因此与公司相比, 所有权的转移比较困难, 也较难筹集大量资金。故合伙企业适合于小型企业。一般而言, 高技术的风险投资刚起步时, 往往采用合伙形式。

1.1.3 公司企业

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。由于各国法律规定上的区别, 它所包含的内容及分类方法亦不完全一致。例如, 在一些大陆法系国家, 像德国和法国等, 凡是依法成立的, 以营利为目的的企业法人都是公司, 公司形式包括了无限责任公司、有限责任公司、两合公司、股份有限公司, 但不包括非营利公司; 而在英美法系国家, 公司形式中包括非营利公司, 但不包括无限责任公司和两合公司。从两种法系关于公司制度的法律规定中可以看出, 有限责任公司和股份有限公司是公司的基本类型。我国现代企业制度建立的主要类型也是有限责任公司和股份有限公司。本书所述理财活动就是以这两种公司为主要内容的。

1) 公司的优点:

(1) 股东的责任仅仅限于其所投资的股份数;

(2) 股份可以自由转让, 易于变现, 企业的股票有很好的流动性;

(3) 可集合大量资本, 具有较多的增长机会;

(4) 由于股票可以自由转让, 公司业务不致受股东个人兴趣、健康及寿命的影响, 因此能保持经营的连续性;

(5) 公司所有权和经营权的分离, 使企业能聘用有技术专长者与管理专家, 提高经营管理的效率。

2) 公司的缺点:

公司这种企业组织形式的主要缺点是双重纳税: 公司在经营活动中获得的利润要交公司所得税, 股东分红所得还要交个人所得税。此外, 股票上市的公司要定期公布财务报表, 政府对公司的法律管制也较严格。

由此可见, 公司的理财活动要比其他两种企业复杂得多, 这主要表现在:

第一, 在筹资(资金的融入)方面: 个体业主制与合伙制这两种组织形式具有无限责任、有限企业寿命和产权转让困难三个重大缺陷, 这些缺陷决定了其难以筹集大量资金, 融资方面的能力非常有限。而公司的融资方式多种多样, 在资本市场上的融资能力具有得天独厚的优势。

第二, 在投资(资金的融出)方面: 由于规模大, 公司投资面临的问题多且复杂; 另外, 公司比个体企业和合伙企业更容易留存收益, 因此有更多的再投资用于有利可图的投资机会。

由此而言,只要公司的理财活动研究清楚了,其他两种企业的理财活动也就掌握了。所以,公司理财的研究对象是公司;当然,公司理财中的概念、原则和方法同样适用于个体企业和合伙企业。

§1.2 公司理财的目标

为了有效地管理企业内部的资金流转,公司理财必须有一个目标或目的。因为企业必须依据某个目标才能判断一项决策是否有效,也只有有了明确的财务目标,才能把企业各种各样的财务行为整合为一体,围绕一个共同的目标开展公司理财工作。

关于公司理财的目标,曾有过以下几种主要的观点:

1.2.1 利润最大化

利润最大化目标强调企业的利润额在一定时间内达到最大。将利润最大化作为公司理财的目标,有其合理性和科学性的一面。因为公司是营利性经济组织,利润是企业生存和发展的必要条件,追求利润是企业和社会经济发展的重要动力。同时,利润代表了企业新创造的财富与价值,利润越大,企业新创造的财富就越多。但是,这种观点也存在一些重要的缺陷:

1) 没有充分考虑利润取得的时间性。例如,今后三年内每年可获利 100 万元的投资项目与第三年可获利 300 万元的投资项目孰优孰劣?对这个问题的回答,必须考虑货币的时间价值才能做出正确的判断。

2) 忽视了投入与产出的关系。以总利润作为公司理财目标,没能反映创造的利润与投入的资本额之间的关系。例如,以 2,000 万元的投入创造 500 万元总利润的项目与以 4,000 万元的投入创造 600 万元总利润的项目孰优孰劣?而单纯比较不同投入资本所创造的利润总额,由于相互之间缺乏共同的比较基础,所以可能没有太大的意义。

3) 忽略了未来获取利润时所承担的风险。例如,投资一般都具有利润越大风险也越大的特点,在追求利润最大化的同时可能会伴随风险最大化。在这种情况下,只比较利润而不计风险大小,很难确切区分投资项目的优劣。

4) 片面追求利润最大化会强化企业短期行为。例如,公司经理在追求利润最大化目标时,往往会忽略当前成本支出大而将来收益更大的项目,产生管理上的短期行为;可以通过该提不提,该摊不摊,推迟必要的维修和保养工作,甚至虚盈实亏等方法,增加企业的短期会计利润,却影响了企业长期利润的实现。

1.2.2 每股盈余最大化

对于股份公司而言,一家公司的所有权用普通股股票来证明。每一股表示它的持有者拥有该公司流通在外的普通股总数分之一的所有权。一般地说,公司的每股盈余(Earnings Per Share, 简称 EPS),等于公司的税后净利润除以流通在外的普通股总数。

每股盈余最大化的观点认为,公司股东的财富取决于每股盈余而非盈利总额,因此

公司理财的目标应是努力使每股盈余达到最大。每股盈余最大化目标反映了所投资本与所获利润之间的对应关系,也是它与利润最大化目标相比较最明显的优点。但是,它同样存在以下几项重要缺陷:

- 1) 没有考虑每股盈余发生和持续的时间性;
- 2) 没有考虑每股盈余承担的风险;
- 3) 无法克服短期行为。

1.2.3 股东财富最大化

企业为投资者(股东)所有,企业所有者把资金投入企业形成了企业的法人财产,并授权企业经营者进行经营管理。而股东之所以投资创办企业,就是为了使其投入的资本保值、增值,创造尽可能多的财富。公司这种企业组织形式若不是遇到破产和兼并,一般具有无限寿命。股东希望从公司的长期稳定经营中得到最大的利益,因此企业的主要目标应是股东财富最大化,亦即公司的股票价格最高化。所以,股东财富最大化的观点认为,公司理财应该站在股东的立场来考虑问题,努力使其股东的财富达到最大。对于股票上市公司而言,由于股票的市场价格代表了市场上所有投资者对该企业价值的集中评价,是一个客观的衡量标准,因此人们通常用股票价格来表示公司股东财富或企业价值的大小。对于非股票上市公司而言,则可以利用股票的机会价格来测定股东财富。通过对同类公司公开上市股票的分析,可以大致估计出有关公司股票的市场价格。

股东财富最大化目标也可以直接称为“股票价格最大化”目标。一般而言,在有效的资本市场上,股票价格反映了企业的市场价值,它是企业未来现金流量的现值。它一方面取决于现金流量大小,另一方面还取决于反映时间价值的折现率,在折现率中体现了金融市场的利率及风险补偿。股票价格综合反映了每股的当前盈余与预期的未来盈余,这些盈余的时间性或持续时间、盈余的风险、企业的股利方针以及影响股票价格的其他因素及其变化;同时,股票价格能够体现资本和获利之间的关系,并综合体现各种因素的影响,也是衡量企业各项财务活动绩效的有效指标,反映了企业管理当局为股东干了什么、效果如何。

由于公司管理当局经常处于股东的监督之下,这种监督机制使公司经理层不得不选择股东财富最大化这一目标,因为:

1) 资本市场能对经理阶层施加压力,以保证公司的决策过程朝着有利于股东的方向发展。这个监督机能的有效程度取决于资本市场的有效性。当一个股东做初始投资时,他所付的股价对预期的代理成本的大小做出了反应。但是,获得信息是需要付出代价的,人们的预见做可能有缺陷,事后经理人员也会偷懒或从股东处攫取财富。资本市场的特殊性质使得股东在监督和揭示事前未遇到的经理阶层的机会主义行为方面能够发挥一定作用,所以股票价格能够反映管理人员是否有不良行为,资本市场给股东提供了公司经理人员盈利成就和承担风险的程度的信息。所以,股票价格升降和股票买卖行为,促使董事和经理人员致力于公司财富的最大化。如果不这样选择,他们将无法顺利地筹措资金,因为该公司的股票价格将下降;有些公司可能不会选择最佳公司财务决策,而长期的竞争必然将这些公司逐出市场,因为有关这些公司经营情况的信息将不断增多。

2) 股东选择制度对限制经理阶层的利己行为也起到重要作用。股东选举权给了剩余资产所有者决定董事会人选的权利。假如经理人员为追求个人利益而偷懒、不负责任或攫取公司财富,董事会有责任和权利处分或撤销这些经理人员。倘若股东对董事会职能不满意的话,他们则有权重组董事会。另外,当某公司的股东不满意该公司管理当局的经营业绩时,将会纷纷采取抛售行动,用“脚”投票,从而使该公司股票行情恶化。

除了以上两点,经理市场和竞争对手的兼并行为也能有效地监督经理人员。在有效的经理市场上,不负责任的或低能的经理得到低工资和低职位,而勤奋、有能力的经理能得到较快的晋升和较优厚的报酬。在竞争性的经理人员晋升需求刺激下,低层经理人员对高层经理人员的监督行为是有效率的。具有无限制转让性的剩余求偿权和兼并市场的外部监督机制对公司管理产生了重要的影响。由于剩余求偿权是可以自由转让以及与经营权相分离的,“敌意性”的兼并者可以越过现任经理人员、董事会而收购有多数权的股票,从而实现对某公司决策过程的控制。兼并市场的存在使负有责任的经理阶层更注意自身利益与股东利益的一致化。假如经理人员不负责任或攫取公司财富,兼并者会迅速做出反应,因为兼并者因兼并而获得的利益跟股东因代理成本而遭受的损失是直接关联的。

综上所述,股票价格最大化是对公司经营成就的最好测量,公司制度完善的目的在于促使这一机制更加有效,但它仍存在一些缺陷。例如,一些影响股票价格的因素不为公司所控制,股价无法准确反映经理阶层的成就,经理阶层可能会失去信心。另一种可能是,经理阶层如果过分注意每天股价的波动,对眼前利益的考虑将胜过对长期利益的考虑。

目前世界上大多数财务学家均认为:尽管股票价格最大化目标存在这样或那样的不足,还不能被认为是一个完全理想的公司理财目标,但它可以克服前述利润最大化或每股盈余最大化等目标的一些致命缺陷。在目前条件下,与其他公司理财目标相比,股票价格最大化目标在理论上是最完善、最合理的。因此,目前绝大多数公司理财论著都假设企业公司理财的目标是使其股东财富(或企业价值)最大化。本书也采用这一目前世界上普遍认可的假设作为论述的基础。

1.2.4 企业公司理财目标:理论与现实的协调

在前面的讨论中,我们了解到“股东财富最大化”这一目标与现实企业公司理财目标之间是有一定冲突的。这种冲突的原因是多方面的,但最根本的原因是,股东财富最大化的目标是单纯从股东的最大利益出发的,而在企业中还存在着其他的财务关系人,他们具有各自不同的利益与追求,因而会具有与股东不完全相同的财务目标。在这些人中间,与股东之间存在着委托代理关系的人可以说是企业最重要的财务关系人之一。1976年10月,美国著名学者M. 詹森和W. 麦克林(Michael C. Jensen & William H. Meckling)在一篇非常重要的论文中提出了“代理关系”的重要概念,并阐述了企业中的委托—代理关系问题。他们认为,代理关系(Agency Relationship)是一种契约,在此契约下,一人或多人(即委托人, Principals)雇用另外的人(即代理人, Agents)代表他们去执行某些工作,然后再把某些决策权授予代理人。这一论述对财务管理有很重要的意义。