

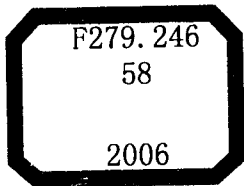
CORPORATE
FINANCE
FOR
CHINESE ENTREPRENEURS

张春 著

写给
中国企业家的
公司财务



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS



CORPORATE
FINANCE
FOR
CHINESE ENTREPRENEURS

张春 著

写给
中国企业家的
公司财务



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

图书在版编目(CIP)数据

写给中国企业家的公司财务/张春著. —北京:北京大学出版社,2006.1

ISBN 7-301-10400-6

I. 写… II. 张… III. 公司-财务管理-中国-问卷
IV. F279.246-44

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2005)第 153478 号

书 名: 写给中国企业家的公司财务

著作责任者: 张 春 著

责任编辑: 朱启兵

标准书号: ISBN 7-301-10400-6/F·1345

出版发行: 北京大学出版社

地 址: 北京市海淀区成府路 205 号 100871

网 址: <http://cbs.pku.edu.cn> 电子信箱: em@pup.pku.edu.cn

电 话: 邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62752926

排 版 者: 北京高新特打字服务社 82350640

印 刷 者: 涿州市星河印刷有限公司

经 销 者: 新华书店

850 毫米 × 1168 毫米 32 开本 9 印张 128 千字

2006 年 1 月第 1 版 2006 年 1 月第 1 次印刷

印 数: 0001—8000 册

定 价: 26.00 元

未经许可,不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有,翻版必究

公司财务(也称为公司金融或公司理财)是关于公司怎样进行资本管理和资本运作的学科。在资本市场成熟和发达的国家里,商业性企业和学者摸索和发展出了一套先进的公司财务管理理念、技巧和方法。这些方法能帮助公司改善投资决策,降低融资成本,更准确地衡量公司绩效。其实这是国外管理水平先进的公司的一大竞争优势。中国改革开放的 20 多年以来,中国企业的管理水平有了很大的提高。但是和国外企业相比,差距最大的就是财务管理。由于中国的资本市场不是很发达,国内的企业和管理者对国际上先进的投资、融资和绩效评估的方法了解得很少,即使对国外的公司财务有一定的了解,也不知道怎样将它们运用到企业的实践中去。

自 2002 年以来,我在国内教了 30 多次公司财务方面的课程,主要是给 EMBA 和 MBA 学生上,也有的是给研究生和高校教师上的,用的教材都是国

外学者写的。它们阐述的公司财务的理论和运用与中国的实际有很大的差距。它们阐述的方法也比较难以让中国学生尤其是中国企业家理解，中国学生往往不知道学这些理论有什么用处，哪些在中国能用，哪些不能用。很多学生希望有一本能结合中国实际的书。

所以我想用中国人比较容易理解的问答方式，结合中国的情况写一本给中国的经营者和学生阅读的，阐述公司财务一些最基础的知识的书。当然，要真正地写好这样一本书也是很不容易的，我目前写出来的内容还只是一种尝试，有待进一步的提高。本书有以下几个特征：

首先，这本书不是一般的教科书，它不求对公司财务知识进行全面性介绍，而是将公司财务里经常会遇到的问题用提问的方式写出来，以便读者查阅。它阐述的方式也是用说话的方式，尽量少用公式，把公式的道理用语言、用例子讲出来。我注重的是教读者怎样去运用公司财务的基本理念去思考问题，而不是这些理论或公式是如何推导出来的。读者如果想对相关内容有更深的了解，可以参考正规的教科书。

第二,虽然是用问答的方式写书,但是这些问题是按照它们背后的理论主线和思维框架连接起来的。有些理论是金融学的经典理论,也有最近这些年才发展起来的新理论,还有一些结论和我最近这几年的研究成果有关。

第三,除了将国外一些著名企业作为本书分析的案例以外,本书还用现代金融财务理论来分析一些中国公司的案例。通过对这些案例的分析,我希望让读者了解怎样将现代金融财务理论经过适当的变通后,运用在中国企业上。但是在这方面我们所做的还只是一个起步,有些思路还不成熟,还值得商榷。我希望读者和其他学者一起努力来创造出适合中国的金融财务理论和实践。

由于时间上的仓促,也由于希望先出一本易读的书,我在写这本书的时候没有将公司财务的很多内容写进去。我希望在下一版的时候加上更多的内容。同时,由于我回国时间还不太长,对国内的有些情况还不够熟悉,本书一定有很多错误和不足的地方。希望读者多多指正。

我要感谢我在中欧国际工商学院、清华大学、复旦大学、中国人民大学、中山大学和美国明尼苏

达大学 Carlson 商学院教过的学生们, 是他们的求知欲望给了我激励, 给了我成就感, 在他们那里我也学到了很多很多。没有他们, 我是写不出这本书的。

在本书的写作过程中, 我的助手沈红波为我收集了很多资料和案例, 并对文稿进行了修改。在此我要向他表示深深的感谢。我还要感谢曾鹏、沈华、陆莉菊和刘伟清在本书写作中对我提供的帮助。

张春 (Chun Chang)

2005 年末于上海

第一章 公司财务和市场价值的基本概念 \1

1. 什么是公司财务、公司金融和公司理财? \3
2. 公司财务的基本内容是什么? \4
3. 商业性企业的最终目标应该是什么? \4
4. 商业性企业应该怎么看待它们的社会责任? \5
5. 为什么大多数企业的所有权和控制权应该由股东所有? \6
6. 除了股东价值极大化的模式之外,有没有其他的模式? \7
7. 为什么会有所有权和经营权的分离? 两权分离的好处和坏处是什么? \7
8. 什么是现代企业的代理问题? \9
9. 发达国家企业的代理问题和发展中国家企业的代理问题有什么区别? \10
10. 哪些机制可以将经营者的利益和为外部股东创造价值联系起来? \10
11. 公司为什么要上市? 证券为什么要有二级市场

场? \12

12. 二级市场的存在和其中的交易创不创造价值? \13

13. 什么是一个企业的价值? \14

14. 企业的价值和股东的价值有什么区别? \15

15. 股票的内在价值和它的市场价格有什么区别? 什么是有效的资本市场? \16

16. 根据华夏的会计报表,它的股东每年能获得多少现金? \21

17. 如果不用猜的方法,以上我们得到的这个每股 1.19 元的价值能算出来吗? \22

18. 以上估值方法的道理是什么? 为什么要用现金流来估值? \23

19. 为什么还要将现金流折现? \23

20. 什么是现代估值中最常用的折现现金流法(DCF)? \24

21. 在以上计算华夏股票的价值时,我们将它今后直到永远所有预期的股息都折现了。这是不是假设我们会永远持有华夏的股票? 如果不会永久持有,这样计算的价值对不对呢? \25

22. 怎么估计投资者能得到的现金流? 它和净利润有

- 什么区别? \25
23. 什么是折现率? 它是怎么决定的? \26
24. 用企业的净资产来估值合适吗? 这有什么优缺点? \27
25. 用净资产来定价和衡量增值保值能有效地配置资本资源吗? \28
26. 中国企业为什么常用净资产来估价? \28
27. 财务会计 (financial accounting) 和公司财务 (corporate finance) 主要有哪些区别和联系? \29

第二章 企业的投资决策 \31

1. 企业有哪些投资决策? \33
2. 为什么做投资决策要有规范的方法? 什么时候拍脑袋做投资决策就不够了? \34
3. 企业投资决策的目标应该是什么? \35
4. 评判一个投资项目有没有为企业增值有哪几种主要的方法? \35
5. 什么是回收期法? \35
6. 回收期法有哪两大缺陷? \36
7. 在哪些情况下回收期法还是有用的? \36
8. 对中国企业来说, 回收期法还有什么优点? \37

9. 什么是内部回报率方法? \38
10. 什么是净现值方法? \39
11. 以上三种投资决策方法的比较 \40
12. 怎样估算一个投资项目的现金流? 项目的现金流有哪三个组成部分? \41
13. 华夏这个新店项目的经营活动产生的现金流是怎么估算的? \43
14. 估算现金流时应该怎样处理沉没成本和机会成本? \44
15. 为什么不用净利润而用现金流来做今后盈利的指标? \45
16. 为什么利息费用没有被扣除? \46
17. 什么是维持企业运行需要的资本开支: 营运资本(流动资金)投入和固定资产投入? \47
18. 什么是营运资本? \48
19. 怎样计算营运资本(流动资金)投入所需的现金流? \50
20. 怎样计算固定资产(资本性支出)所需的现金流? \51
21. 华夏商店投资这个新店项目的自由现金流是多少? \52

22. 华夏商店投资这个新店项目的净现值是多少? \53
 23. 一个投资项目的净现值对企业代表了什么? 华夏商店应该投这个项目吗? \54
 24. 在以上的分析里,对今后的各项现金流(销售、成本等)的预测都只是一个数字。但如果现金流是不确定的话,这个预测是怎么做出来的? 现金流的风险又是怎样影响价值的呢? \55
 25. 对投资项目还应该做哪些分析? 什么是敏感度分析? \56
 26. 营运资本投入和固定资产投入有什么本质上的区别? \57
- 案例:尤里卡金矿 \57

第三章 企业的资本(融资)成本 \63

1. 什么是企业的资本(融资)成本? \65
2. 为什么公司财务里讲的一个企业的资本成本就是它的投资者要求的回报率? 为什么它的单位是百分比? \66
3. 为什么企业的资本成本是它各种融资方法(资金来源)的平均成本? \67

4. 为什么要知道企业的资本成本(即融资成本)? 企业的资本成本有什么用处? \68
5. 投资者要求的回报率有哪些主要决定因素? \69
6. 股东要求的回报率和股票的风险有关系吗? \70
7. 股东要求的预期回报率和股东实际得到的回报率有什么不同? 为什么? \72
8. 什么是借债融资的成本? \72
9. 什么是债券的到期收益率? 它和债券的票面利率有什么区别? \73
10. 债券的融资成本(利率)的两大决定因素是什么? \74
11. 什么是债券的信用评级? 债券的信用评级和利率有什么关系? \74
12. 权益融资的成本应该怎么决定? 主要有哪几种方法? \75
13. 怎样用股息(红利)折现模型来估计权益融资的成本? \76
14. 什么是剩余收益模型? 怎样用它来估计权益融资的成本? \77
15. 怎样通过红利折现模型来估算华夏商店权益融资的成本? \78

16. 根据剩余收益模型的估算,中国上市公司股东要求的回报率(权益融资的成本)是多少? \79
17. 什么是资本资产定价模型(CAPM)? 它的基本思路是什么? \80
18. 什么是股票的市场风险和非市场风险? 为什么通过投资组合可以对冲掉股票的非市场(可分散)风险? \84
19. 什么是一支股票的市场风险度量 β ? \85
20. 怎样估计一支股票的市场风险度量 β ? \87
21. 给定了 β 值,按照资本资产定价模型(CAPM),一支股票投资者要求的回报率(即权益融资的成本)应该是多少? 它的基本思路是什么? \87
22. 怎么来估算市场风险溢价? \88
23. 怎样用资本资产定价模型来估算微软公司的权益融资的成本? \89
24. 除了 β ,还有什么普遍的因素能决定股东要求的回报率? \90
25. 用资本资产定价模型(CAPM)来估算中国企业的权益融资的成本合适吗? \90
26. 企业应该怎样估算它们的加权平均资本成本? \91

27. 融资的过程中,投资者要求的回报以外的费用(手续费)应该被计算在资本成本里吗? \91
 28. 中国企业家为什么必须要有资本成本的概念,要了解自己的资本成本? \93
 29. 中国企业在估算自己的资本成本时应该注意哪些因素? \94
 30. 怎样估计一个非上市公司的资本成本? \95
 31. 是不是要把融资过程中的一些隐性成本考虑到资本成本的估算中去? \96
- 案例:怎么估算长江电力的加权资本成本? \96

第四章 企业的融资渠道和方法 \103

1. 什么是企业的融资决策? 它的目标是什么? \105
2. 什么是融资的显性和隐性成本? \106
3. 融资渠道有哪些? \107
4. 企业的融资成本一般会在什么范围? \108
5. 什么是风险资本(venture capital)和私募股本(private equity)的融资渠道? \108
6. 普通股融资常列举的优缺点有哪些? \109
7. 企业的经营者和投资者是怎样看待常见的融资方法的? \110

8. 融资方法对公司造成的约束是怎样影响融资的显性和隐性成本的? \110
9. 企业在其生命周期的不同阶段的融资有什么特点? \111
10. 什么是内部权益融资和外部权益融资? 它们有什么区别? \112
11. 银行是怎么决定给企业贷款的? \112
12. 什么是优先股? 它和企业债及普通股有什么不同? \113
13. 什么是可转债? 它有什么优势? \114
14. 什么是可转换优先股? 它和可转债有什么区别? \115
15. 为什么由风险投资和私募股权这些渠道进行融资时常用的方法是可转换优先股? \115
16. 成熟资本市场中上市公司的融资有什么规律? 什么是“啄序现象”(pecking order phenomenon)? \116
17. 为什么成熟资本市场中的上市企业很少用外部权益融资(即增发或配股)? \116
18. 为什么中国上市公司常用外部权益融资? \118

案例：风险投资通过可转优先股融资的一般条款 \119

第五章 优化资本(融资)结构 \135

1. 一个企业是高负债好还是低负债好? \137
2. 什么是财务杠杆? 它对企业的净利润有什么影响? \138
3. 借债(用借债置换权益)后企业的总价值会有变化吗(在理想和非理想状况下)? 股票的价值会变吗? \142
4. 什么是有所得税时的馅饼模型? \144
5. 什么是借债融资的税盾? \146
6. 怎么计算税盾的价值? \148
7. 华夏商店负债(杠杆回购)后的价值由于税盾带来的增加是多少? 它负债以后的总价值是多少? \149
8. 什么是有所得税时的 MM 理论? \149
9. 华夏商店在资本结构变化(即用借的钱来回购股票)后,每股的价格会是多少? \151
10. 华夏的股票价格从资本结构变化前的 1.19 元/股变为资本结构变化后的 2.08 元/股,这个增值是