

国家特色专业金融学系列教材



Long Li
Jinrong Xue

公司金融学

丁琪琳◎主编 刘祚祥◎副主编



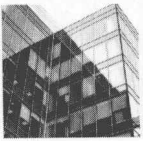
中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

014059559

F276.6-43
73

国家特色专业金融学系列教材

Gongsi
Jinrong Xue



公司金融学

丁琪琳◎主编 刘祚祥◎副主编



F276.6-43

73



中国经济出版社



北航 C1746656

014020220

国家特色专业金融学系列教材

图书在版编目(CIP)数据

公司金融学 / 丁琪琳主编.

北京:中国经济出版社,2014.8

国家特色专业金融学系列教材

ISBN 978-7-5136-3279-9

I. ①公… II. ①丁… III. ①公司—金融学—高等学校—教材

IV. ①F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2014)第 118313 号

公司金融学

责任编辑 焦晓云

责任审读 霍宏涛

责任印制 马小宾

封面设计 任燕飞装帧设计工作室

出版发行 中国经济出版社

印刷者 三河市佳星印装有限公司

经销者 各地新华书店

开本 787mm×1092mm 1/16

印张 19.25

字数 429千字

版次 2014年8月第1版

印次 2014年8月第1次

定价 39.00元

广告经营许可证 京西工商广字第 8179 号

中国经济出版社 网址 www.economyph.com 社址 北京市西城区百万庄北街3号 邮编 100037

本版图书如存在印装质量问题,请与本社发行中心联系调换(联系电话:010-68330607)

版权所有 盗版必究(举报电话:010-68355416 010-68319282)

国家版权局反盗版举报中心(举报电话:12390) 服务热线:010-88386794



京北

前言

PREFACE

“公司金融学”是金融学专业的主干课程之一,它研究现代企业制度的公司制企业内部稀缺资本的有效配置问题,是为了实现公司价值最大化目标,对公司经营过程中的资本运动进行预测、组织、筹集和投放,并对其运动结果进行分析和评价的一种决策活动。

1956年12月,弗朗哥·莫迪利亚尼(Franco Modigliani)和莫顿·H.米勒(Merton H. Miller)发表论文《资本成本、公司财务和投资理论》,提出了著名的资本结构理论,即MM理论。公司金融从此由案例分析为主导转向统一分析框架下的理论研究和实践研究,MM不相关理论、股利政策无关论、资本资产定价模型、套利理论等是这种统一分析框架下的代表性成果。

半个多世纪过去了,公司金融领域有了飞速的发展。MM理论假设的无摩擦力的市场在现实中并不存在,阿罗—德布鲁完备合约范式下的分析结果——公司的资本结构、股利政策与公司价值没有关系,已经与当初所说的理论假设在现实世界中的运用相去甚远了。非完全竞争、不完备的合约、投资者与经营管理者之间因信息不对称导致的逆向选择、道德风险等充斥整个市场,从而加大了公司股东和债权人的代理成本。20世纪70年代几篇有影响力的论文的发表,尤其是詹森和麦克林(Jensen and Meckling)1976年发表的《企业理论、管理行为、代理成本和所有权结构》、迈尔斯(Myers)1977年发表的《企业借债的决定因素》、罗斯(Rose)1977年发表的《财务结构的决定因素:激励信号方法》的问世,引导着20世纪80年代以来的公司金融的主要研究方向转到了公司治理层面,包括管理层激励、外部投资者对内部人的监督和干涉、控制权的分配及潜在兼并者对控制权的竞争、不同证券持有者的偏好、公司金融活动对宏观经济活动的影响、宏观经济政策的含义等问题。这些研究构成了当今公司金融活动的理论基础,解释了公司金融实践中公司治理、过度投资、投资不足、股权融资偏好、债权融资偏好等问题。

本教材遵循公司金融领域近二十多年来的发展规律,以公司价值最大化为目标,以公司治理机制为内部资本运作环境,在概要阐述公司治理理论、资本结构理论之外,重点讨论公司金融实践领域的公司估值、公司投资决策(资本预算和并购,为避免重复,省略了证券市场投资)、公司融资决策和收益分配决策(股利政策)问题,以及公司财务报告中披露的公司治理状况分析、经营策略分析、财务状况和经营成果分析、前景分析,使学生了解一个公司从信

贷决策角度考察的资产质量及偿债能力,从股权投资决策角度考察的投资价值以及管理角度的资产运转效率及成本管理水平。

公司金融主要内容分为三大块:公司对内对外的投资决策、筹资决策、股利决策。投资决策是指公司在恰当的时机将所筹资金以恰当的方式和规模投资于恰当的地区和产业,以取得最大投资回报率或取得不低于最低可接受收益率的报酬率。筹资决策是关于公司如何从各种不同的来源、用各种不同的方式筹集其生产经营和投资所需要的资金的活动。由于来源途径与筹集方式的不同,筹资条件、资本成本和筹资风险也不同。公司筹资决策的目标就是寻找、比较和选择对公司资金筹集条件最有利、资金筹集成本最低和资金筹集风险最小的资金来源。股利分配决策实质上是筹资决策的一部分,它不仅影响筹资成本、资本结构,还影响股票市值、潜在投资者的共同预期等。在公司发展的不同时期,不同内部条件和市场条件下的股利政策不同。股利分配决策的目的是稳定股价、稳定市值、稳定投资者的信心,同时能保证公司运转所需的现金流。三大决策所需分析的因素巨量,涉及宏观层面的经济环境和产业政策分析,中观层面的行业竞争态势及寿命周期分析,微观层面的企业经营策略分析、竞争力分析、财务分析和发展潜力分析,所参照的理论知识、学科门类很多,如金融市场学、会计学、经济学、管理学、项目管理等。学科交叉的现象在“公司金融学”课程中表现得非常突出,对学生实践能力的要求更突出,因而在教材的编写过程中,我们非常注意对案例的选择与分析。

本教材由丁琪琳担任主编,负责设计框架结构、拟定编写细纲、提供案例和参考资料,统纂各章内容和全书的修订调整;刘祚祥担任副主编,参与第一章的编写、内容的组织和全书的校订;尹筑嘉参与了第二章和第三章的编写;文瑶玲参与了第五章和第九章的编写;黄权国参与了第六章和第七章的编写。此外,姜慧竹、牛文慧等同学也参与了前期的校对工作。

本教材是作者根据过去几年在长沙理工大学为各种培训班、金融学专业研究生、金融学专业本科生讲授“资本运营”、“公司金融专题”、“公司金融学”、“财务报表解读”、“信息披露与证券估价”等课程或专题讲稿,同时参考了大量前人的研究编写而成的。泰富重装集团有限公司前财务总监伍超提供了大量案例,丰富了本书内容,谨向他表示衷心的感谢。

本教材属于长沙理工大学规划教材,其出版得到了长沙理工大学的大力资助。

由于编者学识水平有限,错漏之处在所难免,恳请广大读者批评指正。

丁琪琳

2014年6月

目录

CONTENTS

第一章 公司金融导论

- 第一节 公司金融的含义 / 1
- 第二节 公司金融与公司理财的区别 / 3
- 第三节 公司金融的目标 / 9
- 第四节 公司金融的基础知识 / 14
- 附录 1-1 有效市场假说——信息披露对公司市场价值的影响 / 23

第二章 公司治理

- 第一节 公司制企业的特点与类型 / 25
- 第二节 公司治理的产生、内涵及机制 / 28
- 第三节 公司治理经典理论 / 41
- 第四节 公司治理模式及发展趋势 / 48
- 第五节 我国上市公司治理 / 58
- 附录 2-1 巴林银行的公司治理缺陷 / 62

第三章 公司价值

- 第一节 公司价值概述 / 66
- 第二节 公司债券价值评估 / 70
- 第三节 公司股票价值评估 / 73
- 第四节 公司价值评估 / 78

第四章 公司财务报告信息

- 第一节 信息不对称及信息披露制度 / 97
- 第二节 公司财务报告体系 / 101
- 第三节 公司财务报告分析的主要内容 / 114
- 第四节 财务报告综合分析案例 / 135

第五章 公司的投资决策

- 第一节 投资概述 / 141
- 第二节 投资决策思路及投资机会分析 / 145
- 第三节 资本预算 / 150
- 第四节 投资的风险决策 / 166

第六章 公司的融资决策

- 第一节 公司融资概论 / 180
- 第二节 股权融资 / 197
- 第三节 债务融资 / 206
- 第四节 混合证券融资 / 219
- 第五节 债务融资与股权融资的比较 / 222
- 第六节 短期融资与长期融资决策 / 229
- 附录 6-1 投资者对融资者进行资信调查的十个要点 / 230

第七章 资本结构理论

- 第一节 MM 理论与初始环境 / 235
- 第二节 新古典条件下 MM 理论的修正 / 237
- 第三节 以不对称信息为前提的资本结构理论 / 239
- 第四节 影响公司资本结构的因素总结 / 243
- 附录 7-1 资本结构案例分析——华胜药业股份有限公司 / 244

第八章 股利政策

- 第一节 股利的主要形式 / 249
- 第二节 股利理论 / 255
- 第三节 股利政策的决定 / 256

第九章 公司并购

- 第一节 公司并购概述 / 262
- 第二节 公司并购的程序 / 278
- 第三节 并购交易结构的设计 / 283
- 第四节 反并购防御策略 / 289
- 附录 9-1 某高新科技项目的资产兼并 / 296
- 附录 9-2 反并购案——中信证券收购广发证券 / 297

第一章 公司金融导论

公司是金融市场的重要参与者,其投融资活动对金融市场有着直接的重要的影响。公司金融是指公司制企业的资本跨时期、跨地域的配置与资本定价、行为金融并列为微观金融的三大内容。公司金融的目标是企业价值最大化,分析的起点是公司治理,分析的依据是金融合约,分析的重点是公司投资活动、公司资本结构及融资行为、索取权性质及收益分配、公司投融资过程中涉及的各种估值技术。从公司角度看,公司金融是外向的,以开放的资本市场和资产经营为重点,研究企业与资本市场间的资本流动;而财务管理是内向的,在给定的资本市场环境下,研究产品经营过程中的资本需求、资金筹集和所筹集资本的投放。学习公司金融或在公司从事金融活动必须具备宏观经济知识、资本市场知识和产业组织知识,熟悉公司质量的分析方法。

第一节 公司金融的含义

一、对“金融”的不同理解

何谓金融?20世纪60年代的试用本及1979年首次公开发行的《辞海》中对金融的释文为:“货币资金的融通。一般指与货币流通和银行信用有关的一切活动,主要通过银行的各种业务来实现。如货币的发行、流通和回笼,存款的吸收和提取,贷款的发放及收回,国内外汇兑的往来,以及资本主义制度下贴现市场和证券市场活动等,均属于金融的范畴。”我国传统的金融被界定为研究货币与金融体系的运行机制以及货币运行与经济运行之间关系的一门经济科学,站在宏观角度研究货币资金的流通,侧重于研究如何供应和调节经济中的货币量、如何构筑金融体系、如何建立金融制度等,以促进储蓄资金向投资资金的转化。

但这种局面在20世纪90年代发生了巨大变化。随着中国经济市场化的推进,中国经济货币化、金融化的水平不断提高,仅仅从宏观角度研究金融已经不能满足现实经济运行对金融学的需求。于是,人们开始关注金融学的界定及金融学科的推进。但国外对“金融”一词的解释也有许多差异,比较普遍的解释有三个:韦伯辞典和2005年的牛津词典对“金融”一词有四种解释:①政府、企业、团体和个人的货币或其他可变现的资源,做此解时常用复数形式;②一个包括货币循环、授信、投资和银行业务的系统;③管理资金的科学;④筹集资金或资本。《新帕尔格雷夫经济学大词典》将“金融”解释为资本市场的运行,资本资产的供给与定价。而兹维·博迪、罗伯特·C.莫顿在2000年版的《金融学》一书中,将“金融”定义为“研究人们在不确定的环境中如何进行资源的跨时期配置的科学”。这些不同的解释引出了

理论界的不少争论与探讨。

而在国外,金融被称为 Finance,包括以下两部分内容:第一部分是公司金融(Corporate Finance),在国内它被称为公司财务,一说公司财务,人们就会把它跟会计联系在一起,似乎只是做做表格。之所以应把 Corporate Finance 译成公司金融而不译成公司财务,就是因为它的实际内容远远超出财务的范畴,它不仅包括公司投融资,还包括投融资的主要影响因素,如公司治理、金融合约等。第二部分是资产定价(Asset Pricing),它将证券市场上不同金融工具和其衍生品价格的研究这两部分合起来,就是国外所指的 Finance,即金融。

二、从生产要素市场的基本构件理解“金融”及金融学体系

究其实质,这些不同的解释并不冲突,它们分别从不同的角度解释了“金融”,即与货币资本这一生产要素相关的一切活动。作为微观经济理论中的四大生产要素之一的资本包括两个重要组成部分——资本品(Capital Goods)和货币资本(Money Capital)。每一种生产要素都有各自的市场,货币资本也不例外。

任何一个市场都有四个基本构件:交易品种、交易双方、交易价格和交易制度(含中介制度)。对货币资本市场来说,交易对象的实质是货币资本,它可以以各种载体出现,如信贷协议、票据、股票、债券、基金、金融衍生品等,这些载体都可以视为金融资产。购买货币资本载体的交易者就是资本的供方,即投资者。他们为了在将来获得更多的报酬而放弃了目前的消费,暂时将货币的使用权让渡给货币短缺的人。而发行货币载体的交易者就是资本需求方,即融资者。他们接受投资者让渡的货币使用权,提前消费或提前使用资本,并支付相应的报酬给投资者。不管是提前还是延后使用资本,行为主体都必定要深思熟虑,充分考虑各种不确定性因素,并且将这种不确定性因素添加在放弃即期使用权的补偿上,决定货币资本的风险及其定价,这便是兹维·博迪所言的“人们在不确定的环境中进行资源的跨时期配置”。“人们”可以是个体、集体、企业、社团等社会组织 and 经济组织。买卖双方达成交易必须遵循一定的交易制度或游戏规则,价格机制是其中最重要的一种制度,所以资本资产定价、风险管理等是金融学的重要组成部分。但货币本身作为一种符号的特殊性决定了货币资本市场的市场化程度受到一国经济和金融环境的稳定性和抗压性的影响,资本市场的交易制度远比价格机制复杂,它是分层次的。货币总量及其运行制度等应该站在整个经济环境角度来考虑制定,属于第一个层次;而不同货币载体的设计、交易规则,如与股票、债券、基金及其他金融衍生产品相关的交易制度,则属于第二个层次,有公约和合约两种不同的模式,前者以法律条文的形式出现,后者则以交易双方约定的形式出现,即金融合约。为节约交易成本,市场中介应运而生。

综上所述,货币资本交易市场的基本构件及资本的流转过程如图 1-1 所示。

根据图 1-1 可以将金融学内容体系划分为三个层次:

第一层次:探讨资本市场外生变量的相关问题及对资本市场的影响,如国内、国际经济环境与金融的关系、金融机制的运行以及金融市场的监督管理、货币政策的制定与实施等。

第二层次:研究货币资本市场内生变量的相关问题,主要是货币资本的交易问题,包括

货币资本价格(利率)水平的决定、货币资本载体即金融资产的定价、风险的管理、交易双方及交易中介的资格与行为规范、投资者和融资者的群体性行为特征、交易制度的制定与执行等。从市场本质上讲,货币资本的价格应由市场供需内生决定,但基于风险考虑,目前我国还未完全实现利率市场化。

第三层次:研究资本市场的交易双方的个体行为问题,主要从政府行为、资本市场条件和投资者心理特征等方面来分析个体的投资决策、融资决策等。

按照新古典经济学的分析范式,研究单个市场或单个主体行为的理论属于微观范畴,而研究整体行为的理论属于宏观范畴,所以钱颖一等学者将上述第一层次的内容归类为宏观金融,通常包括计划经济体制下的货币银行学和国际金融^①;第二、三层次则属于微观金融,包括公司金融和资产定价;如图 1-1 所示,公司金融学属于第三层次,主要研究公司制企业跨时期、跨空间、跨行业配置资本的问题,包括投资、融资、收益分配以及相关问题,如公司治理机制、金融合约等。

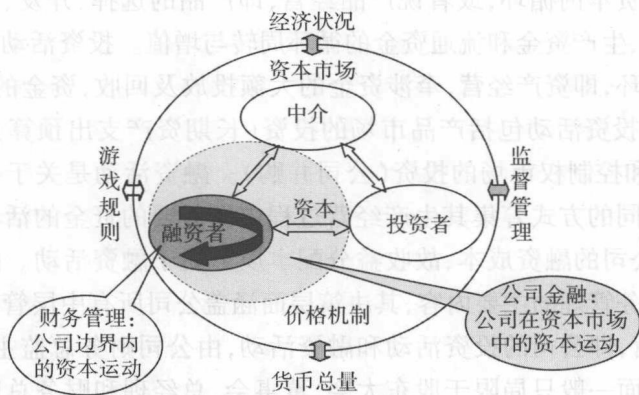


图 1-1 资本市场及宏观金融、微观金融、公司金融、财务管理

第二节 公司金融与公司理财的区别

一、公司资本的两个循环

资本是公司运作的血液。公司的资本在流动过程中形成两个循环,如图 1-2 所示。图中,虚线表示资本的内循环,相当于人体血液的静脉循环,来自客户的资金流以销售收入形式进入公司,然后以成本方式支付给供应商及劳动者等。外循环以实线表示,相当于人体血液的动脉循环,来自资本市场投资者的资金以股权资本或债权资本进入公司(发生资本成本),向投资者分配利润或偿付债务本金、利息时流出企业。

^① 钱颖一. 经济学科在美国[J]. 经济社会体制比较,2001(6).

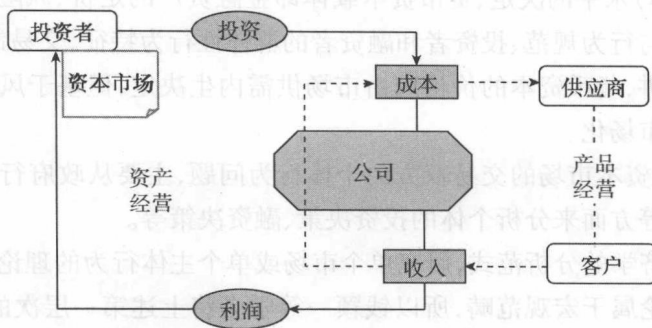


图 1-2 公司资本的内循环和外循环

借助目前国内外上市公司的现金流量表,我们可以知道,所有公司的经济活动都可以划分为三类,即经营活动(Operation)、投资活动(Investment)和融资活动(Finance)。经营活动对应于图 1-2 中的资本内循环,或者说产品经营,即产品的选择、开发、生产、销售、升级换代等,牵涉储备资金、生产资金和流通资金的循环周转与增值。投资活动和融资活动对应于图 1-2 的资本外循环,即资产经营,牵涉资金的大额投放及回收,资金的筹集与偿付(包括支付投资者报酬)。投资活动包括产品市场的投资(长期资产支出预算)、资本市场的投资(金融资产的竞买)和控制权市场的投资(公司并购)。融资活动是关于公司如何从各种不同的来源、用各种不同的方式筹集其生产经营过程中所需要的资金的活动。因向资本出让方支付的报酬属于公司的融资成本,故收益分配本质上属于融资活动。内循环由企业财务会计部门主管,是财务管理的主要内容,其决策层面涵盖公司所有中层管理人员,甚至员工。外循环涉及资产经营,即公司的投资活动和融资活动,由公司财务总监主管,是公司金融的主要内容,其决策层面一般只局限于股东大会、董事会、总经理和财务总监。产品经营决定公司的优劣,而资产经营决定公司的存亡。

二、教材内容的比较

“公司金融”与“公司财务”都是“Corporate Finance”或“Business Finance”的中文翻译。从大量的命名为“公司金融”和“公司理财”的教材所编排的内容来看,两者的主要内容大体相同。如武汉大学出版社 2005 年 9 月出版的王晋忠主编的“21 世纪金融学系列教材”之一的《公司理财》将该课程的主题内容划分为投资管理、融资管理、营运资本管理^①;中国金融出版社 2003 年 6 月出版的陈琪伟主编的《公司金融》(第二版)则没有包括营运资本管理内容^②;机械工业出版社引进的美国斯蒂芬·A. 罗斯和杰弗利 F. 杰富合著的《Corporate Finance》(5th Edition),目前被许多高校的财务管理专业和金融专业推崇,其主体内容包括价值与资本预算、资本结构与股利政策、长期融资、财务规划与短期融资,其中财务规划与短期融

① 王晋忠. 公司理财[M]. 武汉大学出版社, 2005.

② 陈琪伟. 公司金融[M]. 北京: 中国金融出版社, 2003.

资涉及现金、应收账款等营运资本或流动资产的管理^①。如此看来,公司金融与公司理财似乎没有区别。但是细心的学生会发现,在命名为“公司理财”或“Finance Management”的教材中,营运资本(流动资产)管理是主体内容之一,此外还可能涉及税收筹划,如中国人民大学出版社出版的荆新主编的教育部推荐教材《财务管理学》、清华大学1998年引进的世界工商管理名典系列之一《Foundation of Finance—The Logic and Practice of Financial Management》(2nd edition)^②和上文提到的王晋忠主编的《公司理财》、中国注册会计师考试的《财务成本管理教材》;而在命名为“公司金融”或“Corporate Finance”的教材或专著中,营运资本的管理要么被忽略掉(如陈琪伟),要么是作为短期融资决策的内容出现(如斯蒂芬·A.罗斯)。就Jean Tirole看来,公司金融研究的出发点是公司治理,不同的公司治理将产生不同的融资行为和投资行为^③。这说明公司金融与公司理财是有区别的,我们认为,两者的差异如下:

1. 理论研究视角不同

如图1-1所示,公司金融是站在公司角度向外看,把自己看成是公司外部资本市场的一个参与者,研究自身价值在资本市场上的体现,研究如何低成本地从外部资本市场上筹集到自己所需要的资金,如何根据外部资本市场的变化进行投资决策。而财务管理是以生产线为核心的内向型视角,资本市场只是财务管理的外部环境。

2. 风险管理及价值创造的手段不同

公司金融以资产经营为重点,以整体资产和能力为基础,利用各种金融工具进行风险管理和价值创造。而财务管理以产品经营为重点,以产品为基础,利用产品市场势力和多样性进行风险管理和价值创造。

3. 对“公司”的研究态度不同

公司金融注重“公司”的本质、公司股权的利用、公司内部权利的分配、代理与监督、证券(金融合约)的多样性对公司权利分配的影响;而财务管理并不注重公司这种组织形式的优势与利用。

4. 两者的研究内容有重复也有差异,但共有内容的侧重点有差异

两课程的重点内容如图1-3所示。

虽然两门课程均有投资决策、融资决策和收益分配的内容,但是这些内容的侧重点还是有区别的,如表1-1所示。

① [美]斯蒂芬·A.罗斯、杰弗利·F.杰富. Corporate Finance(5th Edition)[M].北京:机械工业出版社,2000.

② 由Arthur J. Keon, J. William Petty等合著,其中第4章、第14章、第15章分别讲述Financial Forecasting, Planning and Budgeting; Introduction to Working-capital Management; Liquid Asset Management.

③ Jean Tirole. 公司金融理论[M].北京:中国人民大学出版社,2007.

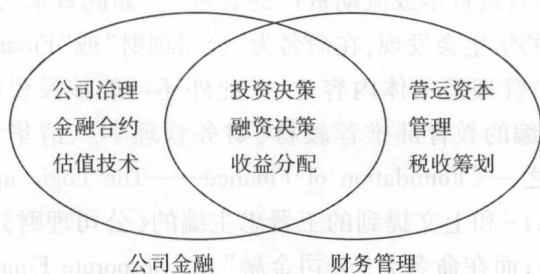


图 1-3 公司金融和财务管理的主要内容

表 1-1 公司金融和财务管理侧重点的比较

主要内容	公司金融侧重点	财务管理侧重点
投资决策	资本市场投资 控制权市场投资 产品市场投资	产品市场投资 闲置资金在资本市场的投放
融资决策	战略性的、兼顾治理效率的融资	按产品生产过程需要融资
收益分配	公司治理与激励	回报投资者

三、公司金融学的主要内容

从现代公司金融理论和实践的相关文献来看,公司金融学包括以下内容:

1. 公司治理

公司治理主要研究公司权、利在不同利益相关者之间的分配。Jean Tirole 认为,在信息不对称的非阿罗—德布鲁环境下,公司治理环境是公司金融活动分析的基础。公司治理涉及公司出资人确保获取投资回报的方式。一些学者从代理理论出发,认为适当的资本结构安排能够帮助完善公司治理。詹森和麦克林(1976)证明了最优融资结构存在着股权代理成本和债权代理成本之间的权衡。适当的债务融资可以限制管理层滥用公司的自由现金流(Jensen,1986)。Grossman 和 Hart(1986)认为,股权结构分散会使单一股东缺乏积极参与公司治理和驱动公司价值增长的激励,导致公司治理系统失效,产生管理层内部人控制问题,形成公司管理层强、外部股东弱的格局。因此,为了调和公司管理层与外部股东之间的利益偏差,降低代理成本,可通过恰当的薪酬结构设计,使双方的利益趋于一致。在现实中,许多公司已开始在经理薪酬中加入一定比例的公司股份或期权。目前,理论界关于薪酬设计的争论焦点在于最优的股权和现金比例(Morgan 和 Poulsen,2001;Core 等,1999)。公司的并购重组也受公司治理结构的影响。因此,与公司融资结构密切联系的控制权市场有助于增强现有管理层的危机感,从而控制其危害股东利益的行为(Jensen,1993)。

2. 公司的融资决策

公司的融资决策主要包括融资方式、融资成本的介绍,资金需求量预测,以及公司何时、以何种方式或方式组合、以多大的成本融资到目标资金的决策依据、过程等。该部分的理论

核心是资本结构。以 1956 年莫迪格利安尼与米勒合作发表了开创性的论文《资本成本、公司融资与投资理论》(两人合作创造的理论简称 MM 理论)为起点,阐述现代及后现代资本结构理论的发展及最优资本结构的决策实践。

3. 公司的投资决策

公司是逐利的经济实体,投资活动是其逐利的主要途径。公司的投资领域有证券投资、实业投资和控制权投资。公司的投资决策主要包括:①分析公司投资的方向和规模,即公司在何地、采用何种性质、以何种对象和规模、用何种资金流进行投资;②固定资产、无形资产等长期性资产的投资决策,即资本预算;③公司控制权投资,即公司并购;④证券市场投资,即公司购买金融资产的行为。

4. 与公司融资、投资及估价相关的技术问题

主要有金融资产定价、融资工具创新、风险管理等。威廉·L·麦金森(1997)总结了现代公司金融理论的基本框架。他指出,从 20 世纪 30 年代欧文·费雪的贴现现金流量方法开始,经历了哈里·马科维茨提出的投资组合理论、MM 理论开端的资本结构理论、股利政策、资本资产定价模型、有效资本市场理论、期权定价理论、代理理论、信号理论、现代公司控制理论、金融中介理论、市场微观结构理论 12 个里程碑。资本资产定价模型、期权定价模型等金融估价的理论与技术的发展,对公司金融学的发展起到了强大的推动作用。一些以企业融资与风险管理为目的所创新的金融工具,如混合证券设计,正是建立在这些重要的原理与技术基础之上。

与标准的金融理论假设不同,近年兴起的融合心理学的行为公司金融研究方法,开始受到理论界的重视。学者们运用行为方法进行的 IPO(首次公开募股)、增发股票、股票回购和公司分立方面的研究,得出了与传统研究方法不同的结论,进一步丰富了公司金融理论。理论界对各个专题性研究所进行的卓有成效的研究工作,使得 Jean Tirole(2006)在激励理论和契约理论的基础上对公司金融学进行了一次综合。尽管其成果仍然需要时间来检验,但这种尝试说明公司金融学科已进入成熟期。

本教材吸取了目前公司金融理论方面的研究进展,结合金融学专业课程的前后关系及学生在学习本课程之前的知识体系,构建了图 1-4 的内容体系。其中,公司金融投资决策的重要内容之一证券投资,由于金融学专业的骨干课程之一“证券投资学”中有专门的阐述,为避免重复,本教材中没有专论。

四、公司金融的重要概念

1. 净现值(Net Present Value, NPV)

净现值是某项资产或资产组合(项目或公司)未来所赚取的现金净收入(净现金流量)的现值之和。本概念是基于资本的时间价值和资产的较长使用寿命而提出来的。金融专业或财务管理专业的学生在选修本课程之前,已经掌握了资本的时间价值概念。资本市场是以未来现金流的所有权为交易标的的场所,如果公司经营者能替股东以比资本市场上更便宜的价格买入现金流,那就增加了股东投资的价值。这就是 NPV 的基本原理。计算一个项

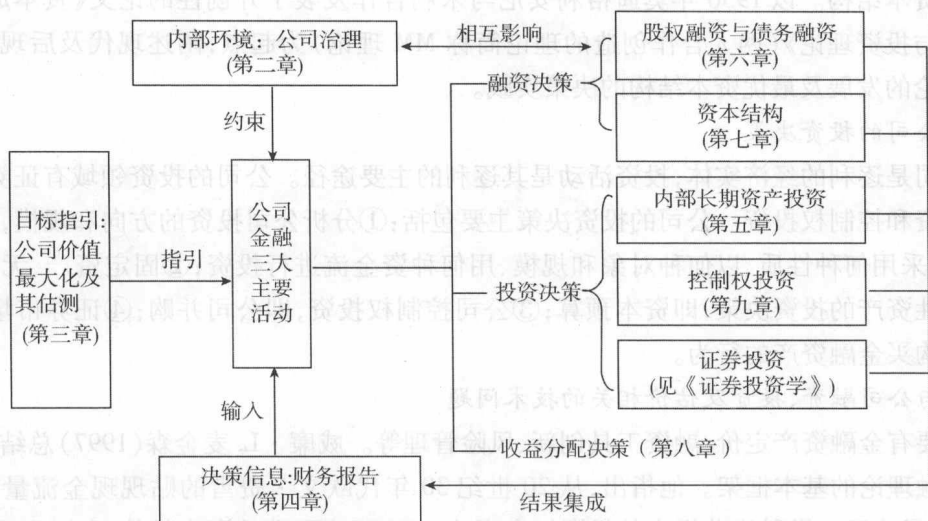


图 1-4 本教材的内容体系

目的 NPV,要先确定该项目是否比它的投入成本更“值钱”。估计项目价值的方法是计算出其现金流所有权在资本市场上单独交易时能卖个什么价钱。这就是为什么在计算 NPV 时采用资本的机会成本作为现金流的折现率,即采用和项目风险程度相当的资产的预期收益率作为折现率。在一个有效的资本市场上,所有风险程度相当的资产的价格隐含着相同的预期收益率。净现值的计算公式的一般形态如下:

$$NPV = \sum_{t=1}^n \frac{NCF_t}{(1+k)^t} - C_0 = \sum_{t=0}^n \frac{NCF_t}{(1+k)^t} \quad (1-1)$$

式中, n 为资产或资产组合的持续时间, k 为折现率, NCF_t 为第 t 期的净现金收入或净现金流量, C_0 为取得该项资产或资产组合而支付的现金投资总额。不同的资产的使用寿命不同,未来各年所赚取的现金流也不同,所以式(1-1)有多种变换形式。譬如,对债券而言, NCF 就是每年的利息;对项目而言, NCF 就是每年的现金收入与现金支出的差额;对公司来说, NCF 就是每年以现金形式赚取的净利润。

此外,式(1-1)可以进行如下变换:

$$PV = NPV + C_0 = \sum_{t=1}^n \frac{NCF_t}{(1+k)^t} \quad (1-2)$$

式(1-2)就是该项资产或资产组合的价值,即 NPV 与 C_0 之和。上文已述,资本市场是以未来现金流的所有权为交易标的的场所,那么在资本市场上交易的资产的价值就是未来现金流折现的价值总和,即 PV (现行价值)。如此一来,式(1-2)就是资产价值的估算公式。本书的第三章、第五章将详细展示净现值计算公式在公司估价、项目估价(项目财务评价)中的应用。

式(1-2)还告诉我们一个非常重要的事实:金融学专业的各种原理都集中应用到净现值的计算中了, NCF 是资产或资产组合未来的现金净收入,其多寡受产品的市场竞争力和成

本水平的影响(经济学原理); k 是公司的资本成本或预期投资报酬率,其高低取决于资本的时间价值、投资者可感知的风险及资本的机会成本(时间价值理论、风险管理理论、资本资产定价理论和资本结构理论)。

2. 资产定价模型(Capital Asset Pricing Model, CAPM)

有人认为现代金融学的全部就是资产定价模型,这有以偏概全之嫌疑。即使资产定价模型从未被发明,金融学家对金融经理的建议基本上还会一样。资产定价模型的吸引力在于给出了一个可定量操作的方法,用这种方法可衡量出风险性投资能得到的回报率。其精华在于对风险的两种定义:可以通过分散投资去除的非系统性风险和不可以通过分散投资去除的系统性风险。

3. 有效市场假说(Efficient Markets Hypothesis, EMH)

有效市场假说是尤金·法玛(Eugene Fama)于1970年提出的。其核心观点是:投资者在买卖股票时会迅速有效地利用可能的信息,所有已知的影响一种股票价格的因素都已经反映在股票的价格中。根据此理论,资本市场的有效性有三种层次:强式有效、半强式有效和弱式有效。在不同有效程度的市场上,公司披露信息的市场反应不一样,投资者对信息的利用程度也不一样,因而投资者对公司的估价也不一样,从而影响公司的投资或融资决策。

4. 价值可加性(Value Additivity)

价值可加性是指整体的价值等于各组成部分的价值之和。简单地把两个公司合并并不能产生新价值,除非未来现金流量因此增加。同样地,如果一个公司由若干独立的项目构成,这些项目的价值之和就等于公司价值。从资本角度而言,公司的价值就等于公司股权的价值与债权的价值之和。

5. 资本结构理论(Capital Structure Theory)

资本结构是指公司资本总额中债务资本与股权资本的比重,通常以资产负债率来衡量。资本结构理论就是关于最优债务水平决策的理论,而最优债务水平就是能使公司价值最大化的水平或者说能使公司综合资本成本最低的负债水平。资本结构理论经历了三个阶段的发展:传统描述性的资本结构理论阶段;完全信息或完全竞争假设下的MM理论以及MM理论的修正阶段、信息不对称及公司治理角度的代理成本权衡阶段。

6. 代理理论(Agency Theory)

现代公司的利益所有者(Stake-holders)包括管理层、雇员、股东和债权人。通过一系列正式和非正式合同,可以使这些人联结在一起。

考虑到本教材的适用对象,这些概念不一一详述,但它们贯穿于公司金融活动的全过程。

第三节 公司金融的目标

一、公司金融目标的主要特征

公司金融目标是公司进行金融实践活动所期望达到的目的,是评价公司金融行为是否合

理的标准。确定合理的公司金融目标,对公司金融活动乃至整个生产经营活动具有重要意义。

1. 准确、清晰

公司作为营利性的实体组织,其目标首先是生存,其次是发展,最终目的是长期盈利。公司金融目标必须服务并体现长期盈利的终极目标,与此相悖或联系不紧密的目标均可视为不准确或不清晰。不准确的目标可能不具备可操作性,因而发挥不了引航的作用。而不准确的目标一旦具有了可操作性,则会把公司引入歧途。不清晰的目标犹如无目标。

西方国家公司金融目标经历了“筹资数量最大化”、“利润最大化”、“股东财富最大化”和“企业价值最大化”阶段。筹资数量最大化和利润最大化目标就不具备准确、清晰的特征。筹资数量多少才是最大?筹资数量达到了最大的同时能否保证其投资效果也最大?利润最大是短期内最大还是长期最大?是多大投资额下的利润最大?是单纯的数额上的最大还是实际价值最大?此外,还有的把增加市场份额、增加利润或加快成长作为选择对象。虽然这个目标在日本的公司取得了成功,但这种策略是一把“双刃剑”。许多成功地增加了市场份额的公司发现,较高的市场份额并不总是能带来较高的利润和定价权力。有些公司,尤其是政府所有的公司,将社会福利功能作为目标。例如,一家以就业最大化为宗旨的公司将会就此相应地调整人力资源的配备决策,即公司在其运作的所在地会尽可能提供就业机会,但这个目标对公司的长期稳定来说可能是致命的。

2. 简便、可行

简便是指公司金融目标的表述简洁,易于被理解,计量简单。可行一般具有三个含义:①适应性,即公司金融目标能适应经济环境、金融环境、政策环境的变化以及公司不同发展战略的要求;②协调性,即所确定的公司金融目标能协调各项关系,如投资者与管理者、股东和债权人、公司和社会等利益相关者间的关系,也能协调不同投资项目间的关系;③有效性,即能迅速地评估成功与失败。

3. 稳定、系统

公司金融目标一旦确定,公司将依据目标对金融行为做出各种调整,制定出各种行为准则和制度体系。目标稳定,制度则稳定。制度稳定,不确定就少,因而风险也会降低。系统是指公司金融目标必须是由主导目标约束下的多层次的多元目标体系。金融活动是现代公司经营管理活动中一个十分重要的子系统,是一个多元的筹谋策划系统以及综合目标群。在这个多元目标群中,有一个目标是处于支配地位、起着指导作用的,称为主导目标;其他处于被支配地位、对主导目标的达成具有配合功能的目标,称为辅助目标。例如,公司金融活动在实现“价值最大化”这一主导目标的同时,还必须同时满足履行社会责任、加速公司成长、提高公司信誉等一系列辅助目标。这一系列辅助目标又可以根据公司金融活动及其内容划分为若干层次。比如,筹资融资活动就可以分为预测资本需要量、选择筹资渠道、确定筹资方式、决定最佳资本结构等部分。公司金融活动的这种层次性和细分化,使其目标成为一个由整体目标、分部目标和具体目标构成的层次结构系统。整体目标是公司整个金融活动所要达到的目标;分部目标是指在整体目标的约束下,公司进行某一部分金融活动所要达到的目标;具体目标是在整体目标和分部目标的约束下,公司从事某项具体理财活动所要达到的