

注册金融分析师系列

主编 俞 乔

企业理财

俞 乔 杨志伟 吕春芳 编著 ■

复旦大学出版社 www.fudanpress.com.cn



注册金融分析师系列

主编 俞 乔

企业理财

俞 乔 杨志伟 吕春芳 编著 ■

 复旦大学出版社 www.fudanpress.com.cn

图书在版编目(CIP)数据

企业理财/俞乔,杨志伟,吕春芳编著. —上海:复旦大学出版社,
2004.9

注册金融分析师系列

ISBN 7-309-04153-4

I. 企… II. ①俞…②杨…③吕… III. 企业管理:财务管理-
经济师-资格考核-教材 IV. F275

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2004)第 079844 号

企业理财

俞 乔 杨志伟 吕春芳 编著

出版发行 复旦大学出版社

上海市国权路 579 号 邮编 200433

86-21-65118853(发行部) 86-21-65109143(邮购)

fupnet@fudanpress.com http://www.fudanpress.com

责任编辑 王联合

装帧设计 马晓霞

总 编 辑 高若海

出 品 人 贺圣遂

印 刷 上海崇明裕安印刷厂

开 本 787×960 1/16

印 张 22.5 插页 2

字 数 413 千

版 次 2004 年 9 月第一版第一次印刷

印 数 1—4 000

书 号 ISBN 7-309-04153-4/F·904

定 价 36.00 元

如有印装质量问题,请向复旦大学出版社发行部调换。

版权所有 侵权必究

注册金融分析师系列

编委会

主 编 俞 乔

副主编 汤震宇 徐寒飞

编 委	陶玉净	吕春芳	李 鑫	刘小莉	卢晓生
	马军生	徐华青	薛 隽	肖武侠	杨志伟

序 言

21 世纪世界经济的发展特征是全球化、数字信息化和金融化。世界金融市场的蓬勃发展产生了对合格金融专业人员的大量需求、对世界金融通行语言和通行标准的需求。投资人、企业和金融管理层都需要一个统一的、规范的标准来衡量金融分析人员的知识水平、道德规范 and 专业化程度,从而建立起对他们所提供的金融服务和管理金融资产能力的信赖。

伴随着中国加入 WTO,我国金融市场国际化的步伐必将进一步加快,因此我们必须按照国际标准来参与竞争,了解、熟悉国际标准,参与制定国际标准,才能在国际市场竞争的过程中处于主动的、有利的地位。金融从业人员,包括基金经理、证券分析师、财务总监、投资顾问、投资银行家、交易员等等,不仅要掌握严格而全面的系统的金融知识体系,掌握金融投资行业各个核心领域的理论与实践知识,包括从投资组合管理到金融资产估价,从衍生证券到固定收益证券以及定量分析等,而且要积极了解、熟悉国际标准,参加国际金融交流活动,研讨世界金融市场发展的动向,借鉴国外通行的行业标准来规范中国金融市场的发展,这是对中国的金融市场有长远意义的一件大事。

CFA®(Chartered Financial Analyst,注册金融分析师)是通行于世界的金融分析资格证书,要获取证书不仅要通过严格的三级考试,而且要求持证人遵守必需的职业伦理规范。由于认证机构注册金融分析师学会(CFA Institute)严格地遵从这一准则,所以,CFA®证书在全球投资分析和投资管理界享有较高的声誉,从某种程度上来说,CFA®代表着在国际投资界和投资管理界的一种通行的高标准。越来越多的中国金融从业人员关注和学习 CFA®的知识体系,近两年来中国地区参加考试人数呈骤增趋势。CFA®在中国是一个新的事物,其中的所有课程都是英文原版资料,为了加快学习的进程,迅速地传播国际流行金融知识、分析手段和方法,根据中国现有金融教育的特点,综合开发研究院(中国·深圳)组织金融学术研究人员、金融从业人员和 CFA®专职教育人

员编撰了此套“注册金融分析师系列”。

这套丛书,我认为有以下几个特点:第一,实用性。根据我国金融改革和金融逐步开放的时代需要,书中所涉及的理论、方法和手段对于解决金融工作中的实际问题,对我们金融工作的创新具有启发意义。例如,如何利用久期和凸性来分析债券的风险并进行风险管理,如何在兼并收购中估价企业的价值,如何利用 EVA 方法进行企业内部的绩效管理,以及如何对衍生产品估价等等,都是摆在我们金融工作中迫切要解决的问题。第二,通俗性。金融理论是对经济和金融现实的抽象和归纳,本套丛书追根溯源,还理论的本来面目,而且以平实的语言和举例让金融行业以外的人也能理解、并易于学习和掌握。第三,创新性。创新是任何一项工作的灵魂,没有创新就没有进步。各位研究人员在消化和吸收的基础上,将金融的理论知识进行横向联系和对比,从理论的高度进行了概括和总结。如书中提到任何金融产品都是现金流的契约,如将金融理论归结于“不要将鸡蛋放在同一个篮子里(分散化投资)”和“今天的一块钱与明天的一块钱不相等(资金的时间价值)”等等,都反映了研究人员创新式的总结和概括。

知识只有经传播被更多的人接受和掌握,才能产生力量。我相信,这套系列丛书的出版将促进最新金融理论和方法的传播。所以,本书不只为中国参加 CFA® 应试的各级考生编写,对于有志于在金融领域有所发展的金融爱好者来说,这套丛书有助于他们直接掌握当前的金融理论和分析手段;对于金融分析人员来讲,这套丛书有利于他们更好地掌握 CFA® 的知识体系和伦理规范,从而提高个人的专业水准和职业伦理水准;对于金融市场组合管理人员来说,这套丛书有助于他们掌握现代组合管理和投资分析的规范与理念,是了解国际通行做法的一个窗口。

国务院发展研究中心名誉主任

综合开发研究院(中国·深圳)理事长

马洪

2002年9月28日

前 言

企业理财是微观金融理论的三个分支(投资学、金融市场学、企业理财)之一,也是注册金融分析师考试一级、二级必考的主要内容。因此,本书的编撰至少有两个意义:

其一,希望对有志于成为 CFA 的年轻学者及金融从业人员有所帮助。中国的对外开放正以前所未有的速度前进,敞开国门后必然迎来外面的新观念、新事物, CFA 便是其中之一。在全球一体化的浪潮中,有志于在世界资本市场上大显身手,有志于在新兴的中国一展帅才的金融精英们,必将日益认识到 CFA 考试的重要性。对于一些英文基础欠佳者,我们的书无疑是很好的起点;对于即将参加 CFA 考试的人,我们的书也可作为很好的参考教材。

其二,希望对高校的学科建设有所裨益。20 世纪 80 年代以来,我国几乎所有高校的金融学学科,均只将宏观金融理论(货币银行学、国际金融学)作为核心课程,但事实上,社会和企业所要求的是既有理论水平,又精通实务操作的实用型人才。从这个角度讲,本书对在校学习的大学生提高自己的素质,也会有所帮助。

对比传统的中文教材与传统的 CFA 考试用书,本书表现出如下特点:

第一,涵盖面广。本书的内容其实已经超越了 CFA 考试的要求,但对于有志于在业内做出业绩的读者,相信会更乐于见到这样一本内容充实的教材。例如,在第 5 章我们介绍“风险”概念时,不仅详细介绍了理论上常见的波动观,还对高负债观、不确定观、非不确定观和目前流行的风险价值观进行了适当说明。

第二,逻辑性强。本书的结构清晰合理,在结构上,本书分为五篇与一个特别专题,共 18 章。第一篇为基础篇,主要介绍企业理财的一些基本知识。第二篇为投资篇,按照投资理论→资产估价→项目评估→投资决策的顺序加以介绍。第三篇为融资篇,介绍了资本成本公式的理论依据及适用范围,并以全新思路诠释了融资对公司价值的贡献。第四篇为股利篇,完整地、透彻地介绍了相关理论问题。第五篇为并购与重组篇,介绍了收购、兼并、重组的相关知识。可见,本书构建的是企业理财学的完整知识框架,不仅涵盖了传统的投资决策、融资决策、股利决策,还对这些内容加以深化与扩展。

第三,美国背景。作为 CFA 的中文辅导教材,我们仍以美国作为案例发生的

所在地。例如在第8章中,我们特别强调了美国税法对于折旧处理的方法。

本书作为金程教育策划的注册金融分析师系列之一,得到汤震宇老师、谢红樱老师的大力支持,在此表示感谢。若没有汤、谢两位老师提供的良好条件,便没有此书的付梓。

编著者

2004.9.28

目 录

前言	1
----	---

基 础 篇

1 企业理财导论	3
1.1 企业形式及企业的目标	3
1.2 企业的会计报表	7
1.3 企业理财的内容	15
2 财务环境	18
2.1 金融市场	18
2.2 金融中介机构	22
2.3 宏观经济环境	25
3 财务分析与财务预测	28
3.1 基本的财务比率	28
3.2 杜邦体系	39
3.3 财务预测	41
3.4 增长率	45
4 货币的时间价值	53
4.1 单利与复利	53
4.2 年金	56
4.3 净现值	58

投 资 篇

5 风险与收益	65
5.1 风险与收益的概念	65
5.2 单一资产的风险与收益	66
5.3 资产组合的风险与收益	68
5.4 风险度量的新方法:半方差法	72

6 经典投资组合理论	79
6.1 市场的有效性.....	79
6.2 现代投资组合理论.....	83
6.3 资本资产定价模型.....	86
6.4 套利定价理论.....	97
7 财务估价	101
7.1 债券定价	101
7.2 股票定价	113
7.3 期权定价	115
8 投资决策	121
8.1 资本预算	121
8.2 投资项目现金流量的估计	128
8.3 投资项目的风险分析	140
8.4 实物期权	147
9 流动资金管理	152
9.1 现金和有价值证券管理	152
9.2 应收账款管理	157
9.3 存货管理	162

融 资 篇

10 资本成本	175
10.1 资本成本:一些预备知识	175
10.2 个别资本成本.....	176
10.3 权益成本.....	180
10.4 加权平均资本成本.....	183
10.5 根据风险大小调整资本成本.....	184
10.6 资本成本中的其他问题.....	188
11 资本结构和杠杆	191
11.1 资本结构理论.....	191
11.2 目标资本结构和杠杆.....	201
11.3 最优资本结构.....	209

12 融资和资本预算	215
12.1 调整贴现率——税后 WACC	216
12.2 调整现金流——APV	220
12.3 调整贴现率和调整净现值.....	222
12.4 安全现金流的折现率.....	226
13 长期融资：普通股和长期债务	229
13.1 普通股.....	229
13.2 长期债务.....	236
14 混合融资：优先股、租赁、认股权和可转换证券	244
14.1 优先股.....	244
14.2 租赁.....	246
14.3 认股权.....	252
14.4 可转换证券.....	255

股 利 篇

15 股利政策	261
15.1 股利的种类和支付程序.....	261
15.2 相关理论.....	262
15.3 股利分配政策.....	267
15.4 影响股利政策的因素.....	273
15.5 股票分割、股票股利和股票回购	275

专 题 篇

16 并购	285
16.1 并购的基本原理和种类.....	285
16.2 并购的程序.....	288
16.3 并购的财务分析——对企业盈余和市场价值的影响.....	292
16.4 并购的资金筹措.....	299
17 重整与清算	303
17.1 企业财务重整.....	303
17.2 企业清算.....	310

18 跨国公司财务	314
18.1 跨国公司的发展及其动因.....	314
18.2 与跨国公司财务有关的国际环境.....	315
18.3 跨国公司财务管理.....	321
附录 1 复利终值系数表	325
附录 2 复利现值系数表	330
附录 3 年金终值系数表	335
附录 4 年金现值系数表	340
附录 5 标准正态分布面积	345

基 础 篇

企业理财,谈论的是企业作为行为主体,如何通过正确、合理的理财手段,实现企业价值的增值。这里面有三方面的事件需要了解清楚:(1)什么是企业,它是怎样的一种组织行为体;(2)如何理解理财的目标;(3)企业理财在企业经营管理中处于怎样的地位。下面我们将就这三方面的问题展开。

1.1 企业形式及企业的目标

1.1.1 企业

企业是指依法设立的以营利为目的的从事生产经营活动的独立核算的经济组织。

企业有如下特征:

(1) 企业是一种社会经济组织。企业是经济活动中的基本单位,是经济活动的细胞。作为一个组织,它有自己的机构和工作程序要求。

(2) 企业以营利为目的。企业作为社会经济组织,从事生产经营活动,其最基本的目标是赚取利润。

(3) 实行独立核算。这是指企业要单独计算成本、费用,以收抵支,计算盈亏,对经济业务做出全面反映和进行控制。

(4) 依法设立。企业依法设立,即是一种合法的组织,能得到国家法律的认可和保护。

1.1.2 企业形式

按企业的所有制形式,可将企业分为三类,即个人所有制企业、合伙制企业和公司制企业。在美国,20世纪80年代末,按企业总数和销售收入分别统计,这3类企业依次约占80%、10%、10%和7%、13%、80%。也就是说,尽管个人所有制和合伙制企业个数比例很大,但只占销售收入很小的一部分。而公司制企业虽

然只占企业总个数的 10% 左右,但却占经营活动(销售收入)的 80%。因此,公司制企业是整个经济生活中最重要的组成部分。

下面分别介绍这三种形式。

1.1.2.1 个人所有制企业

个人所有制(Proprietorship)企业是指一个人拥有并独立经营的企业,又称业主制。从企业发展历史看,它是最早、最简单的一种企业形式。它的主要优点是建立成本非常低、受政府控制很少,并且只交纳个人所得税,不交纳企业所得税,税负较轻。它也有明显的缺点,主要有:

(1) 企业规模一般较小,结构简单,很难得到大量的融资进行大规模的投资活动;

(2) 业主对企业债务负有无限责任,企业一旦破产,业主必须使用个人财产偿还企业不能还的全部债务;

(3) 存续的时间有限(通常依附于业主的寿命)。

1.1.2.2 合伙制企业

合伙制(Partnership)企业是指由两个或两个以上的自然人按照书面协议共同出资经营、共同拥有的非法人组织。它同个人所有制企业一样都是自然人企业,多数规模较小,企业数量也较少。合伙制企业的优点与个人所有制相类似,创立和营业成本很低,政府限制较少,税收较低,同时由于合伙人共同偿还债务,降低了风险,提高了其融资能力。它有两个主要缺点:

(1) 合伙人对企业债务负无限责任,合伙人之间承担连带责任。

(2) 合伙制企业是依据合伙人之间的合约或协议建立的,每当一个合伙人退出或死亡,或一个新的合伙人被接纳,都必须重新建立合伙企业,这就限制了它的发展能力。而且由于重大决策都需要得到所有合伙人的同意,容易造成决策延误。此外,合伙制企业寿命也有限,转换所有权困难,难以得到大量投资。这是一种资合兼人合的经济组织。

1.1.2.3 公司制企业

公司(Corporation)是依照《公司法》组建并登记的以营利为目的的企业法人。公司的产权分属于股东,股东有权分享公司的盈利,并以出资额为限对公司债务承担有限责任。股东一般不能退股,而只能转让其所持股份。因此,公司是一种资合组织,可以脱离其所有者而具有独立的生命。

公司最初的股东是公司的发起人。发起人以货币或其他资源(如房屋、土地、机器设备以及专利技术、技术诀窍等无形资产)投资入股。此外,公司可以通过募股取得资本。

公司的最高权力机构是股东大会。股东大会的例会一般每年举行一次。由于一年一度的股东大会无法适应及时做出经营决策的需要,通常选举出董事会,作为股东大会的常设机构,代表股东大会行使经营管理权,并聘请总经理。总经理是公司的行政首脑,是股东大会和董事会决议的执行者。

同合伙制企业相比,公司制企业的突出优点是股东一般只对企业债务承担有限责任,即只在其出资范围内对公司债务负责。一旦公司破产,债权人只能对公司的破产资产要求赔偿,而无权起诉股东或者要求股东以股本以外的财产来抵债。这样就使得公司成为筹集大量资本的较佳组织形式。公司的另一个优点是具有独立生命,除非破产或歇业,它的生命是“永远延续”的。公司一旦建立,其业务不会因股东死亡或股权转让而终止。同时,公司设立董事会和监事会,聘请总经理,可以实现专家管理,保证决策的及时性、连续性和科学性。因此,公司制这种组织形式一旦出现就迅速发展起来。现在,它已成为社会经济生活中最重要的组成部分。

公司这种组织形式的缺点主要有:

(1) 公司的设立程序复杂,不像个体企业那样可以随时建立和歇业,也不像合伙制企业那样仅仅由合伙者的协议决定,公司在成立条件、设立程序等方面均有严格要求。因而,公司的组建不像以上两种企业组织形式那样方便灵活。

(2) 由于所有权与经营权相分离,公司的经营者往往不是公司的所有者,两者的目标并不一致,因此产生了委托人(出资者)和代理人(经营者)之间复杂的委托—代理关系。

(3) 作为法人,公司必须缴纳企业所得税,而股东也要为股利缴纳个人所得税,因此有双重税负。

(4) 大多数国家对于公司制企业的注册资本额通常有最低限要求。

公司有两种基本形式:

(1) 有限责任公司。

(2) 股份有限公司。

两者的主要区别是:前者股本不必分成等额股份;股东人数较少;不能公开募集股份;股东出资不能随意转让,不必公开财务状况。而股份公司的资本划分为等额股份;股东人数只有下限而无上限;可以通过公开发行股票筹集资本;股票可以自由转让,上市公司必须公开财务状况等。

公司制可以增加企业价值,这主要是因为:

(1) 公司的股东只承担有限债务责任,降低了投资风险。在固定条件下,风险低、价格就高。

(2) 企业的价值依赖于增长机会,依赖于吸收资本的能力,公司比非公司制企