

金融硕士专业学位主干课程系列教材

公司金融

朱 叶 编著

MASTER OF
FINANCE

 復旦大學 出版社

金融硕士专业学位主干课程系列教材

公司金融

朱 叶 编著

丛书编辑委员会

主 任 姜波克

副主任 陈学彬 刘红忠

编 委 (按姓氏笔画排序)

卢 华 朱 叶 杨长江 张宗新

宋 军 罗忠洲 蒋祥林 攀 登



MASTER OF
FINANCE

 復旦大學 出版社

图书在版编目(CIP)数据

公司金融/朱叶编著. —上海:复旦大学出版社,2012. 10
(金融硕士专业学位主干课系列教材)
ISBN 978-7-309-09277-6

I. 公… II. 朱… III. 公司-金融-研究生-教材 IV. F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2012)第 235087 号

公司金融

朱叶 编著

责任编辑/宋朝阳

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

上海市崇明县裕安印刷厂

开本 787×1092 1/16 印张 21.75 字数 428 千

2012 年 10 月第 1 版第 1 次印刷

印数 1—4 100

ISBN 978-7-309-09277-6/F·1880

定价:43.00 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

本书基于更宽的微观金融学平台来讨论公司金融问题，在理论解释的基础上更加偏重于公司金融的实践，甚至每一个问题都会配以相应的案例加以说明。

本书共有四个部分。第一部分为财务分析（第1-3章）。公司的一切金融活动是否有价值，取决于它是否实现了公司价值增值。第二部分为投资决策（第4-6章）。实物投资决策是公司重要的金融活动。第三部分为融资决策（第7-9章）。融资决策的目的是解决公司的资金缺口，同时实现公司价值增值。第四部分为公司金融的一些特殊问题（第10-11章）。公司治理、并购是一些特殊的专题。

本书适合金融专业及相关经济、管理专业师生选作教材使用，也可作为金融领域的实践工作者的参考材料。

总序

金融硕士专业学位主干课程系列教材

为适应我国社会经济发展对应用型专业人才的迫切需求,2010年教育部推出系列专业学位项目,专业学位教育在研究生教育中得到了高度重视。复旦大学于2010年首批获得金融硕士专业学位的培养资格,从2011年开始招收金融硕士专业学位学生。复旦大学是全国最早建立金融学专业的高校之一,金融学为国家重点学科,强大的学科支持为做好金融专业硕士培养提供了良好的基础。同时,早在1984年,复旦大学便与中国银行总行合作,为其定向培养专业人才;在教育部推出金融硕士专业学位之前,复旦大学经济学院便于2009年开设了金融学(基金管理方向)专业,旨在为基金、证券公司等金融行业培养高层次应用型人才。这些为复旦大学在金融行业实践型人才的培养上积累了宝贵的经验。

复旦大学金融学科历来重视教材的编写,本学科教师编写的《国际金融新编》两次获国家教委推荐教材称号,《国际金融学》获教育部全国优秀教材一等奖称号,《投资学》获上海市优秀教材一等奖称号,与其他高校合作的教学教材项目两次获国家级教学成果一等奖称号,复旦大学金融学科骨干教师共同参与编写的金融学研究生教材项目、复旦大学教育部金融学研究生创新实验室主持的研究生金融创新能力培养模式探索等项目均获上海市优秀教学成果一等奖称号。教学实践与教材编写成果颇丰。

与传统科学学位的教育不同,专业学位项目在授课上更加强调理论联系实际,广泛采用案例教学、模拟训练等多种方式培养学生解决实际问题的能力,而在金融硕士专业学位培养中,全国专业课教材出版方面尚有较多空白。根据专业学位培养目标的要求,授课教师既要处理好理论知识的传授与应用能力培养的关系,又要处理好理

论知识的先进性与实践适用性的关系。因此,一套适用性强的配套教材对金融硕士专业学位的教学有着重要的指导作用。

在复旦大学研究生院的积极支持下,在经济学院专业学位教学指导委员会的组织和协调下,金融硕士专业学位必修课的主讲教师于2010年开始着手编写金融硕士专业学位《金融理论与政策》、《金融机构与市场》、《公司金融》、《财务报表分析》(《财务报表分析行业案例》)、《投资学》、《金融衍生工具》6本必修课教材。这套丛书具有以下突出的特点:一是体系完备,宏微观并进。丛书全面包涵了金融硕士专业学位教学指导委员会指导性培养方案中所确定的6门必修课程,涵盖了宏微观金融核心课程,形成完备的课程体系。二是具有鲜明的应用型教材特色,理论与实务结合,内容包含较多的案例,可读性强,教学适用性强,在分析学科发展前景与金融实践需要的前提下,紧扣应用型人才培养目标,更充分体现复旦专业学位教育特色。三是国内与国际兼顾,丛书充分吸收和借鉴国内和国际相关教材的编写经验,在理论上充分吸收国际最新研究成果,结合国内外的金融实践,尤其是中国本土金融实践案例进行分析,使读者对于国内外的金融理论和实践发展有较全面的把握。

尽管复旦大学在金融应用性人才的培养方面已积累了一定的经验,但金融硕士专业学位系列教材的撰写具有很强的探索性,为此我们热忱地期望得到广大师生使用这套教材的反馈意见,以供修订时参考。

姜波克

2012年8月

前言

· 公 · 司 · 金 · 融 ·

在西方,公司金融(Corporate Finance)是金融学专业教学和研究的主要领域之一。20世纪80年代中期,我国会计学界的学者首先从西方国家的商学院引入了“Corporate Finance”或“Financial Management”,且将其译成“公司财务学”或“财务管理”。但是,1996年之前将《公司金融》列作本科主干课程或专业课程在国内金融系却为数不多。1996年开始,北京大学、复旦大学、中国人民大学、厦门大学、中央财经大学、上海财经大学、武汉大学等多所高校先后合作承担了教育部“金融学科建设与发展战略研究”(1996—1999)和“21世纪中国金融学专业教育教学改革与发展战略研究”(2000—2003)两项重要课题,作为成果形式之一,《公司金融》被作为全国高校本科金融学专业主干课程加以推广。

目前,我国学界对本科层面《公司金融》的基本框架和基本内容已经取得共识。从公司金融实践看,《公司金融》应该包括投资决策、融资决策、营运资本管理等内容;从公司金融理论看,《公司金融》至少应该包括投资组合理论、资本资产定价理论、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、代理理论、现代公司控制理论、金融中介理论、行为金融理论等。

我国学界通常基于上述基本内容来安排本科层面的授课顺序和教学内容。值得注意的是,在金融学科学学位尤其是专业学位研究生层面,《公司金融》的教学内容和授课顺序则显现出多样化、个性化等特点。在全国高校中,复旦大学是较早在本科和研究生两个层面同时开设《公司金融》课程的高校之一。但对我们来说,金融学专业

学位教学同样是一个全新的教学实践,关于专业学位《公司金融》课程的教学目标、教学要求和教学内容一直是我們非常关注的问题。近年来,我们在以下两个方面进行了尝试。

第一,如何在公司金融实践与理论解释之间进行取舍。一直以来,《公司金融》常常被视为操作性非常强的课程,教学内容通常也基于这样的认识进行安排。但是,继续沿用这样的思路来设计金融学专业学位研究生教学内容是不妥的。在公司金融实践中,对诸多决策甚至所有决策而言,我们其实无法给出应该这样做或不应该那样做的建议,最多只能给出可能的实现路径及其理论解释。因此,我们在教学中,在讨论诸如目标项目评价、目标资本结构和股利政策选择、兼并与收购策略选择、公司治理机制设计等公司金融问题时,我们同样强调这些做法可能的理论解释。

第二,如何看待《公司金融》与《投资学》和《金融市场学》之间的关系。长期以来,我国学界对《公司金融》的重视程度远不及《投资学》和《金融市场学》。在西方,《公司金融》、《投资学》和《金融市场学》是微观金融学的三大支柱,它们遵循共同的概念、理论和方法。比如,市场有效理论、投资组合理论、资本资产定价理论等是它们共同遵循的基本概念和理论,因此《公司金融》与其他微观金融学课程具有共同的微观金融学基础。为此,在教学中,我们基于这一更宽的微观金融学平台来讨论公司金融问题。

我们尝试将上述教学目标和教学要求融入本教材之中,至于本书的基本框架和内容,我们仍采用目前流行的授课顺序和习惯来进行安排。全书共有四个部分。

第一部分为财务分析(第一至三章)。公司的一切金融活动是否有价值,取决于它是否实现了公司价值增值。知己知彼才能百战不殆,财务分析有助于投资者了解目标项目,有助于融资者了解自身的融资灵活性,因此以选好投资项目和融资渠道为目的的投资融资实践者应该从财务分析做起。

第二部分为投资决策(第四至六章)。实物投资决策是公司重要的金融活动。由于实物投资具有不可逆的特点,因此要求投资者在投资前必须进行价值评估以决定取舍。第四章安排了单一资产的风险和收益,从理论上解释贴现率的经济含义,并重点讨论如何有效使用贴现率。第五章安排了在确定性和不确定性两种情况下目标项目的估值方法。第六章讨论实物期权识别、实物期权估值以及对目标项目价值的影响。

第三部分为融资决策(第七至九章)。融资决策的目的是解决公司的资金缺口,同时实现公司价值增值。融资决策复杂难懂,为此,第七和第八章分别从税收、破产以及动机、信息两个视角对公司融资决策行为进行讨论,并寻求理论解释。第九章讨论了既是公司盈余分配政策,又是一种特殊融资决策的股利政策,以解释股利政策的

制定过程及其对价值创造的影响。

第四部分为公司金融的一些特殊问题(第十至十一章)。公司治理、并购是一些特殊的专题。20世纪80年代以来,并购和公司治理是公司金融的两大热点,业界和学界对它们保持着持续的关注度。

本书在编写过程中,得到了姜波克教授、陈学彬教授、刘红忠教授、许少强教授、张金清教授、张陆洋教授、杨长江教授关心。因此,在本书完稿之时,对以上提及的前辈和同仁深表谢意。

在本书的编撰过程中,承蒙复旦大学出版社宋朝阳老师的全力支持,在此,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

2012年8月于复旦园

目 录

· 公 · 司 · 金 · 融 ·

第一章 导 论	001
第一节 公司价值创造	001
一、价值创造过程	001
二、现金流量	002
三、净现值法则	003
四、净现值法则的基础	004
第二节 公司财务经理的职责	005
一、投资决策	005
二、融资决策	006
三、营运资本管理	008
第三节 金融市场的功能和复杂性	009
一、金融市场的功能	009
二、金融市场的主要参与者	010
三、公司金融活动与金融市场的互动	011
四、资金募集	011
五、金融市场复杂难懂	018

第四节 目标和代理冲突	019
一、股东财富最大化目标	019
二、冲突及其缓解之道	020
案例 1-1 俏江南寻觅上市通道	022
本章小结	026
第二章 公司财务分析	028
第一节 行业分析和企业竞争策略分析	028
一、行业分析	028
二、企业竞争策略分析	030
第二节 会计分析	032
一、会计资料的信息含量	033
二、会计信息质量评价	035
三、会计资料的复杂性	039
第三节 财务分析方法	041
一、比率分析	041
二、现金流量分析法	051
案例 2-1 贵州茅台财务分析	055
本章小结	056
第三章 公司前景分析	058
第一节 财务预测	058
一、公司财务目标和预测起点	058
二、经营现金流预测	060
三、投资规划	061
四、长期融资计划	062

五、预计财务报表	062
第二节 财务预测举例	064
一、销售收入和资产负债表项目的关系	064
二、预测经营现金流	065
三、投资预测	066
四、资金缺口预测和长期融资政策	067
五、外部融资约束和融资政策	068
六、预计财务报表	070
案例 3-1 康柏公司估价	074
本章小结	076
第四章 资产估值的基本技术	079
第一节 现值和贴现率	079
一、终值和现值的含义	079
二、净现值法则	080
三、贴现率	081
第二节 现值的计算	082
一、多期复利	082
二、不同计息方式下的现值	085
三、债券和股票的估值模型	087
第三节 贴现率的选择	091
一、单个金融资产的期望收益率	091
二、证券市场线	093
三、单一风险性金融资产期望收益率的相关计算	094
四、目标资产或项目的贴现率	095
案例 4-1 耐克公司——资本成本估算	099
本章小结	105

第五章 投资项目评价	108
第一节 净现值法	108
一、净现值法的关键之处	108
二、净现值法最不易犯决策错误的理由	112
第二节 风险投资项目评价	119
一、风险调整贴现率法	119
二、确定性等值法	125
本章小结	129
第六章 实物期权和目标项目价值	131
第一节 传统净现值法的困惑	131
一、方法上的困惑	131
二、理念上的困惑	133
第二节 金融期权及其价值评估	134
一、期权价值的决定	134
二、期权定价方法	136
第三节 实物期权对项目价值的影响	142
一、实物期权的类型	143
二、实物期权的特点	144
三、实物期权对项目价值的影响	145
案例 6-1 续集拍摄项目	153
本章小结	157
第七章 税收、破产成本对融资选择的影响	159
第一节 无税 MM 模型和无套利均衡	159
一、假设	159
二、主要命题	160

第二节 税收如何影响融资选择	162
一、公司税对融资选择的影响	162
二、个人税对融资选择的影响	165
三、应税收益、非债务税盾效应和融资选择	169
第三节 破产成本如何影响公司融资选择	170
一、直接破产和间接破产成本	171
二、破产成本与资本结构关系	172
三、间接破产成本和公司融资行为	173
第四节 目标资本结构	175
一、早期权衡理论	175
二、后期权衡理论	176
第五节 税收、融资对投资决策的影响	177
一、贴现率调整法	178
二、现值调整法	180
案例 7-1 保利地产的债券融资分析	181
本章小结	185
第八章 动机、信息对融资选择的影响	188
第一节 管理者动机与融资决策	188
一、管理层动机和公司融资决策	188
二、管理层动机影响资本结构的理论解释	191
第二节 信息不对称与融资顺序	194
一、融资的逆向选择	194
二、融资逆向选择的理论解释	195
第三节 资本结构选择的信息成分	198
一、资本结构的信息含量	198

二、资本结构信息含量的可靠性	199
三、资本结构信号效应的理论解释	200
第四节 公司融资选择的另一些解读	202
一、非财务利益群体对融资决策的影响	202
二、竞争战略对融资决策的影响	204
三、行业特征对融资决策影响	205
四、公司治理对融资决策影响	205
案例 8-1 杜邦公司的目标资本结构	207
本章小结	213
第九章 股利政策	215
第一节 股利政策决定	215
一、股利政策内涵	215
二、股票回购	218
三、股票回购不能替代现金股利	219
四、股利政策决定的现实分析	220
第二节 完美市场中的股利政策	222
一、完美市场条件下的股利政策	222
二、解读无阻力市场中的股利政策	223
第二节 税收如何影响股利政策	226
一、现金股利的税收劣势	226
二、股利政策影响预期股票报酬	228
三、股利税对融资决策和投资决策的影响	231
第三节 管理者动机和股利政策	233
一、管理者的信息优势和动机	233
二、基于管理者动机的股利政策设计	234
第四节 股利政策的信息成分	237

一、股利公告的信息成分	238
二、股利政策信息成分的理论解释	240
案例 9-1 微软公司股利政策	242
案例 9-2 现金奶牛	242
本章小结	245
第十章 兼并与收购	247
第一节 并购的财富效应	247
一、并购类型和特征	247
二、并购收益的来源	249
第二节 并购的基本环节	253
一、物色并购目标	253
二、接洽	256
三、目标公司估价	257
四、出价策略	262
五、支付工具的选择	263
六、融资安排	267
第三节 杠杆收购	268
一、杠杆收购的特征和基本流程	268
二、杠杆收购兴衰及其原因	272
三、杠杆收购的融资体系	274
第四节 并购的理论解释	277
一、效率理论	277
二、信息理论	279
三、代理理论	280
第五节 反收购布防和敌意收购策略	281
一、举牌后的反收购布防	281

二、举牌前的反收购布防	282
三、反收购布防的理论分析	284
四、敌意收购的策略	285
案例 10-1 太极集团并购桐君阁	287
本章小结	293
第十一章 公司治理	296
第一节 代理问题	296
一、公司制企业的弱点	296
二、公司金融活动中的代理问题	297
第二节 剥夺问题	300
一、现金流权和控制权	300
二、控制者的私人利益	301
第三节 公司治理机制	303
一、董事会监督	303
二、债权人监督	307
三、股票期权激励制度	308
四、所有权集中	310
五、股票跨国上市	312
六、公司控制权市场	312
第四节 绩效评估和薪酬制度	313
一、公司高级管理者的业绩评估和薪酬制度	313
二、公司中低层管理者的业绩评估和薪酬制度	316
案例 11-1 CEO 之死与股票价格	320
案例 11-2 格力电器中小股东否决“空降”高管任董事	321
本章小结	323
附录：专业词汇英汉对照表	326