

Professional
Degree
经管类专业学位

经管类专业学位研究生
主干课程系列教材

Corporation
Finance

公司金融

沈红波 编著

复旦大学出版社

Professional
Degree
经硕专业学位

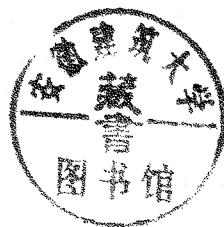
经管类专业学位研究生

主干课程系列教材

Corporation Finance

公司金融

沈红波 编著



 复旦大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

公司金融/沈红波编著. —上海: 复旦大学出版社, 2017. 9
经管类专业学位硕士核心课程系列教材
ISBN 978-7-309-13186-4

I. 公… II. 沈… 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(2017)第 194106 号

公司金融

沈红波 编著

责任编辑/戚雅斯

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 出版部电话: 86-21-65642845

上海复旦四维印刷有限公司

开本 787×1092 1/16 印张 21 字数 460 千

2017 年 9 月第 1 版第 1 次印刷

ISBN 978-7-309-13186-4/F·2398

定价: 42.00 元

如有印装质量问题, 请向复旦大学出版社有限公司出版部调换。

版权所有 侵权必究

内容提要

从目前的教学实践来看，公司金融以及公司金融蕴含的公司价值评估、重大事件冲击对公司价值的影响尚处于学术理论领域。目前还没有系统的基于案例研究和实务经验出发的公司金融教学。这将不适应现代金融专业硕士教学的需要。因此，本课程将进一步建立公司金融的理论分析框架，并通过实务教学和案例教学结合，以期推动公司金融教学质量的提升。教材的主要特色包括三个维度：基本理论的介绍和最新发展；公司金融理论在中国的具体运用；案例研究分析公司的价值和价值变化。

本书与其他公司金融类书籍的不同之处在于考虑了公司金融在中国的实际发展与演变，特别关注了中国特有的制度环境对公司金融理论实际发展进化的影响。在进行制度环境分析的基础上，本书从投资决策、融资决策、股利政策和价值评估、公司治理专题等四大领域进行了介绍和分析，通过讲解理论框架、介绍实务研究以及进行案例讨论，帮助读者理解和运用公司金融理论。

总 序



社会经济的发展对应用型专业人才的需求呈现出大批量、多层次、高规格的特点。为了适应这种变化,积极调整人才培养目标和培养模式,大力提高人才培养的适应性和竞争力,教育部于2009年推出系列专业学位硕士项目,实现硕士研究生教育从以培养学术型人才为主向以培养应用型人才为主的历史性转型和战略性调整。复旦大学经济学院于2010年首批获得金融硕士专业学位培养资格,经济学院专业学位项目依托强大的学科支持,设置了系统性模块化实务型课程,采用理论与实践结合的双导师制度(校内和校外导师),为学生提供从理论指导、专业实践到未来职业生涯设计的全面指导。目前,已经形成了金融硕士、国际商务硕士、保险硕士、税务硕士、资产评估硕士五大专业学位硕士体系,招生数量与规模也逐年增长。

专业学位(Professional Degree)相对于学术型学位(Academic Degree)而言,更强调理论联系实际,广泛采用案例教学等教学模式。因此,迫切需要编写一套具有案例特色的专业学位核心课程系列教材。本套教材根据专业学位培养目标的要求,注重理论和实践的结合。在教材特色上,先讲述前沿的理论框架,再介绍理论在实务中的运用,最后进行案例讨论。我们相信,这样的教材能够使理论和实务不断融合,提高专业学位的教学与培养质量。

复旦大学经济学院非常重视专业学位教材的编写,2012年就组织出版了金融硕士专业学位核心课程系列教材。经过五年的探索和发展,一方面是学院的专业学位硕士由金融硕士扩展到了五大专业硕士学位体系;另一方面,对如何进行学位培养和教材建设的想法也进一步成熟,因此有必要重新对教材的框架、内容和特色进行修订。2015年4月,我院组织专家

审议并通过了专业学位研究生课程教材建设方案。2015年12月,完成了专业学位核心课程的分类,初步设定建设《程序化交易中级教程》《投资学》《公司金融》《财务分析与估值》《金融风险管理实务》等核心课程教材。2016年10月,组织校内外专家制定了《复旦大学经济学院专业学位核心课程教材编写体例与指南》,2016年11月,组织教师申报教材建设并召开我院专业学位研究生教指委会议,针对书稿大纲进行讨论和修订,删除了目前教材之间的知识点重复现象,提高了教材理论的前沿性,修改和增加了教材中每章的案例,突出教材知识点的实务性。教材初稿完成以后,邀请校外专家进行匿名评审,提出修改意见和建议;再要求作者根据校外专家的匿名评审意见进行修改;最后,提交给我院专业学位研究生教指委进行评议并投票通过后,才予以正式出版。

最后,感谢复旦大学研究生院、经济学院以及学院专业学位研究生教指委提供的全方位支持和指导,感谢上海市高峰学科建设项目的资助,感谢校外专家对书稿的评审和宝贵意见,感谢复旦大学出版社的大力支持。本套教材是复旦大学经济学院专业学位教材建设的创新工程,我们将根据新形势的发展和教学效果定期修正。

经管类专业学位硕士核心课程系列教材编委会

2017年6月

前言

公司金融又可称为公司财务,是金融学的一个重要组成部分和金融专业的学生必修的课程之一。公司金融涉及的内容主要有三个方面,即企业的资本预算决策、筹资决策和营运资本管理,而企业投融资决策的核心是价值评估。因此,本书以价值评估为主线,对公司金融的大部分领域进行了介绍和分析,帮助理解公司金融的理论。本书的主要内容包括四大部分。

第一部分是公司投资决策(第一章至第四章)。该部分首先介绍了公司金融的相关概念,公司制企业的出现使得公司和资本市场的联系越发密切,公司作为社会财富的创造主体为社会注入巨大的活力。其次,本书明确了企业的最终目标是实现价值最大化,通过创造性的活动创造财富,公司的发展可以为股东和利益相关者带来价值增值。紧接着,本书讲述了考虑时间和风险后的价值,分析了企业价值的相关概念。各种投资决策方法可以量化项目价值,帮助企业管理层在众多的项目中抉择出能够创造价值的项目。而通过对有效市场的探究,使得读者对传统的基于有效市场成立的理论有批判性的思考,同时保持客观的评价态度。

第二部分是融资决策(第五章至第七章)。企业投资的资金来自融资活动,而常见的融资包括股权和债权融资。股权融资包括普通股融资和优先股融资等,债权融资包括长期借款、公司债券和可转债融资等。不同的融资方式有各自的特点,适用于不同发展阶段的公司。而中国的公司虽然一直依赖间接融资,但直接融资比重上升,资本市场和中国公司的融资活动联系更为紧密。在众多的融资方式中,选择哪种融资方式取决于融资成本的计算,而在估计公司融资的整体成本时,由于公司融资方式的多样性特征,常常用到加权平均资本成本。不同的融资方式,使得企业形成不同

的资本结构,围绕资本结构的理论有很多,从无税MM理论到有税MM理论,再到财务困境成本理论和权衡理论,资本结构理论的研究得到了全面发展。

第三部分是股利政策和价值评估(第八章至第九章)。股利政策是投资者重视的重要信息,公司的股利政策影响投资者对公司价值的判断。而企业价值评估是对企业价值系统而全面的分析,结合企业过往表现估计未来、判断企业价值,是公司在决策前的重要参考依据。常见的价值评估方法包括绝对价值法和相对价值法,这些方法在实务中被广泛应用。

第四部分是公司治理等专题研究(第十章至第十三章)。随着金融的发展和公司的扩张,伴随而来许多问题和挑战。在公司遭遇财务危机时该如何化解;两权分离带来的公司治理问题该采用什么样的机制;如何从日趋复杂的财务报表分析公司的盈利能力的本质;怎样看待现代社会繁多的金融衍生品对公司的影响,等等,这些问题需要大家深入思考,也是公司金融不断完善和发展的方向之一,更是公司金融研究引人入胜的原因所在。

本书与其他公司金融类书籍的不同之处在于考虑了公司金融在中国的实际发展与演变,特别关注了中国特有的制度环境对公司金融理论实际发展进化的影响。公司金融的核心是制度环境,即中国公司金融。对制度性缺陷的研究是发现理论模型的假设和实际的距离的有效方法,也是形成包括中国在内的新兴证券市场的理论体系的核心课题。成熟市场的证券理论,例如资产定价理论等,都是建立在制度性缺陷不存在的假设下而提出的,而在新兴市场中,这些假设都是不成立的。所以,研究这些缺陷对金融理论的影响,也就是研究新兴市场的理论。而这些制度性缺陷正是证券市场改革和建设需要处理的首要问题。

从目前的教学实践来看,公司金融以及公司金融蕴含的公司价值评估、重大事件冲击对公司价值的影响尚处于基本理论领域。目前还没有系统的基于案例研究和实务经验出发的公司金融教学。这将不适应现代金融专业硕士教学的需要。因此,本课程将进一步建立公司金融的理论分析框架,并通过实务教学和案例教学结合,以期推动公司金融教学质量的提升。教材的主要特色包括三个维度:基本理论的介绍和最新发展;公司金融理论在中国的具体运用;案例研究分析公司的价值和价值变化。

案例研究的结果能够使读者更加贴切地感受到公司金融理论在中国的实际环境中是如何应用以及演变的,能够使读者对公司金融理论与中国现实冲击、融合有更强烈的感觉。当然,案例研究也给了读者一种更易于理解理论的方法。从理论到现实,是从抽象到具体、从一般到特殊的过程,而本书的案例研究则是从中国金融环境的实际出发,对西方理论研究某些方面浓缩性的总结。案例研究对中国资本市场的主体——中国上市公司的各种现象进行了详细的描述,剖析了现象背后的原因,它既回答“怎么样”和“为什么”的问

题,也有助于读者把握事件的来龙去脉和本质。案例来源于现实,没有经过理论的抽象与精简,是对客观事实全面而真实的反映,将案例研究作为公司金融研究学习的一个方面,能够增加实证的有效性,能立足中国实际,更好地把握来自西方的公司金融理论。

本书适用于高等院校金融学、经济学和管理学专业的本科生和研究生。本书的编写顺序也是参照一般的公司金融教学过程的顺序来写的,在编写过程得到了很多人的帮助,特别是复旦大学经济学院的朱叶教授、上海交通大学上海高级金融学院的张春教授、清华大学五道口金融学院廖理教授、南京大学刘烨副教授,以及在复旦大学研究生授课期间的多位研究生:刘烨、寇宏、胡婷、崔沁馨、张东东等。本书通过讲解理论框架、介绍实务研究以及进行案例讨论,使学生有了更深刻的理解,而这样的教学方式也能够使理论和实务不断融合,促进学科的建设。遗憾的是,由于时间限制,教材难以达到尽善尽美。书中如有遗漏和写得不当之处,还请读者朋友们批评指正!

沈红波

复旦大学经济学院

2017年6月

目 录



第一章 公司金融的基本概念	1
第一节 企业与公司	1
一、企业的三类组织形式	1
二、公司制企业的优点	3
第二节 公司金融的基本内容	4
一、公司金融的定义	4
二、公司金融的内容	4
三、公司金融与金融市场	6
四、公司的价值创造过程	7
五、公司金融与财务会计的区别与联系	8
第三节 公司金融的基本目标	8
一、目标：股东财富最大化	8
二、价值最大化还是利润最大化？	9
三、如何看待社会责任？	10
第四节 中国公司金融研究的基本现状	11
一、中国的企业发展现状	11
二、公司金融理论在中国的研究现状	17
案例分析 雅虎的成长	17
本章小结	19
重要概念	20
习题与思考题	20
第二章 价值的基本概念	21
第一节 价值评估在公司金融中的作用	21
一、为什么要进行价值评估	21
二、清算价值、内在价值、账面价值和市场价格	21
三、价值评估在公司金融中的运用	22

第二节 货币的时间价值	23
一、什么是货币的时间价值	23
二、终值与复利计息	23
三、现值与贴现率	25
第三节 特殊形式现金流的估值	26
一、年金	26
二、递延年金	28
三、永续年金	29
四、永续增长年金	29
五、增长年金	30
第四节 风险与收益的权衡	31
一、什么是风险	31
二、单项资产的风险与收益	32
第五节 资本资产定价模型	34
一、系统风险与贝塔值系数	35
二、证券的风险报酬与资本资产定价模型	36
案例分析 Shibor 与市场基准利率	37
本章小结	40
重要概念	40
习题与思考题	40
 第三章 投资决策方法的介绍与比较	 42
第一节 投资决策的基本概念	42
一、什么是企业的项目投资决策	42
二、项目投资的分类	43
三、项目投资的基本步骤	44
第二节 投资项目的现金流量	45
一、项目现金流量的构成	45
二、项目现金流量估计的原则	47
三、项目现金流量的计算	48
第三节 投资决策方法的比较	49
一、净现值法	49
二、获利指数法	51
三、回收期法	52
四、内部报酬率法	54
五、平均会计回报率法	55

六、不同方法之间的比较	56
第四节 不确定状况下的投资决策分析	59
一、情景分析	59
二、敏感性分析	60
三、盈亏平衡点分析	61
案例分析 华夏商店新项目的投资决策	62
本章小结	66
重要概念	67
习题与思考题	67
第四章 有效市场的基本概念与检验方法	69
第一节 有效资本市场的基本概念	69
一、资本市场有效性的体系构架	69
二、有效市场的定义	70
三、有效市场的基本假设	71
四、有效市场假设条件的逐步放松	71
第二节 有效资本市场的类型和检验	72
一、有效市场的类型	72
二、弱式有效市场的检验	74
三、半强式有效市场的检验	76
四、强式有效市场的检验	77
第三节 中国资本市场的制度特征和有效性	77
一、中国资本市场的制度特征	77
二、中国资本市场存在的制度缺陷	79
三、中国资本市场的有效性	81
案例分析 市场失灵——以 2015 年中国股市异常波动为例	83
本章小结	88
重要概念	89
习题与思考题	89
第五章 融资渠道与方法介绍	90
第一节 企业的融资决策介绍	90
一、投资决策和融资决策的差异	90
二、直接融资和间接融资	91
第二节 股权融资	92
一、普通股的基本概念	92

二、普通股的种类	93
三、普通股的发行	94
四、股票上市	96
五、普通股融资的优缺点	97
六、优先股融资	97
第三节 债务融资	98
一、长期负债融资的特点	98
二、长期借款融资	99
三、债券融资	101
四、可转换债券融资	103
第四节 不同融资方法的比较	107
一、不同融资方法的优劣势比较	107
二、企业不同生命周期的融资特点	107
三、成熟资本市场的上市公司较少使用外部权益融资	108
四、中国上市公司常用外部权益融资	108
第五节 中国上市公司的融资现状	109
一、权益融资规模不断增长,直接融资比例上升	109
二、债务融资种类多样,债券市场支持作用明显	110
案例分析 蒙牛上市	111
本章小结	115
重要概念	116
习题与思考题	116
 第六章 融资成本的计算	 117
第一节 融资成本的基本概念	117
一、企业融资成本的概念	117
二、融资成本与投资回报的关系	118
三、融资成本的用途	119
第二节 公司债务融资成本的确定	119
一、债券的信用评级	119
二、债务融资成本估计的方法	121
第三节 公司权益融资成本的确定	123
一、权益资本成本的计算方法	123
二、股票贝塔值的影响因素	127
第四节 加权平均资本成本的确定	129
一、加权平均资本成本的计算	129

二、加权平均资本成本的影响因素	131
三、在计算资本成本时应注意的问题	132
案例分析 迪斯尼投融资决策	135
本章小结	140
重要概念	140
习题与思考题	140
 第七章 如何确定企业的资本结构	142
第一节 关于资本结构的无税 MM 理论	142
一、MM 理论的一个引例	142
二、无税 MM 理论的假设	144
三、无税 MM 理论的两个命题	145
第二节 关于资本结构的有税 MM 理论	148
一、税收对公司价值的影响	148
二、有税 MM 理论的两个命题	150
三、对 MM 理论的认识	153
第三节 最优资本结构及其影响因素	154
一、财务困境成本理论	154
二、权衡理论	155
三、新资本结构理论	157
四、资本结构的影响因素	160
第四节 中国上市公司的资本结构	161
一、中国企业融资结构的发展历程	161
二、中国上市公司资本结构的变化趋势	163
案例分析 清华同方的资本结构与筹资方式选择	164
本章小结	168
重要概念	169
习题与思考题	169
 第八章 股利政策	170
第一节 利润分配与股利支付	170
一、利润分配的项目与顺序	170
二、股利支付的程序与方式	171
第二节 股利政策与公司价值	173
一、现金股利政策和公司融资	173
二、股利政策对公司价值的影响	174

三、股利政策制定时应考虑的因素	178
四、常见的股利政策	180
第三节 股票股利、股票分割和股票回购	181
一、股票股利	181
二、股票分割	182
三、股票回购	183
第四节 中国上市公司的股利政策	186
一、上市公司的现金股利政策	186
二、上市公司的股票股利政策	188
案例分析 用友网络的高现金股利政策	189
本章小结	192
重要概念	193
习题与思考题	193
 第九章 企业价值评估	 195
第一节 企业价值评估基本介绍	195
一、企业价值评估的目的	195
二、企业价值评估的对象	196
三、价值评估的价值类型	198
第二节 企业的绝对价值评估	200
一、自由现金流量预测	201
二、“终值”预测	203
三、预期自由现金流量贴现	204
四、权益价值的计算	205
第三节 企业的相对价值评估	206
一、市盈率法	206
二、市净率法	208
三、市销率法	210
第四节 中国上市公司无形资产的结构特征	212
一、不同股票交易市场中国上市公司无形资产结构特征	212
二、上市公司无形资产结构行业分布特征	213
案例分析 惠州硕贝德无线科技股份有限公司的研发创新和价值评估	215
本章小结	219
重要概念	219
习题与思考题	219

第十章 财务困境与公司重组	221
第一节 财务危机与财务危机管理	221
一、财务危机	221
二、财务危机管理	222
第二节 财务困境的解决办法	225
一、应对财务困境	225
二、股权重组	226
三、债务重组	226
四、资产重组	227
第三节 中国上市公司的财务困境与借壳重组	228
一、中国资本市场借壳上市整体情况	228
二、借壳上市的特点	229
三、壳资源概念股被市场疯狂炒作的根源	230
四、对并购重组市场主要问题的监管对策	231
案例分析 鼎泰新材的困局和顺丰控股借壳上市	233
本章小结	238
重要概念	239
习题与思考题	239
第十一章 公司治理	240
第一节 公司治理与代理问题	240
一、两权分离和代理问题	240
二、股份公司的代理问题	242
三、代理问题的表现形式	243
第二节 公司治理机制	245
一、内部治理	246
二、外部治理	249
第三节 中国上市公司的代理问题	250
一、国有上市公司的代理问题	251
二、国企改革策略	252
三、关联交易与代理问题	253
案例分析 海正药业的国企改革与股权激励	254
本章小结	255
重要概念	256
习题与思考题	256

第十二章 公司的盈利能力和绩效评估	257
第一节 盈利能力和比率分析	257
一、企业盈利能力分析	257
二、杜邦分析法	258
第二节 企业的绩效评价分析	260
一、经济利润和经济增加值	260
二、计算 EVA 时对会计报表的调整	263
三、对 EVA 价值评估模型的评价	264
第三节 中国上市公司的业绩粉饰和盈利质量	265
一、上市公司业绩粉饰的动因	265
二、上市公司业绩粉饰的手法	267
案例分析 同花顺的盈利能力分析	269
本章小结	272
重要概念	272
习题与思考题	272
第十三章 期权与公司金融	273
第一节 认股权证的定价	273
一、认股权证的概念及其特征	273
二、认股权证的价格影响因素	274
三、认股权证的价值	275
四、认股权证筹资的利弊	277
第二节 可转换债券的价值评估	278
一、可转换债券的基本特征	278
二、可转换债券的价值分析	280
第三节 衍生品在中国的发展	283
一、中国金融衍生品发展的制度环境	283
二、中国金融衍生品发展现状	284
案例分析 量化对冲与中国资本市场	286
本章小结	290
重要概念	291
习题与思考题	291
第十四章 乐普医疗 国企混合所有制改革与战略布局	292
参考文献	318