

复旦博学·微观金融学系列



# 公司金融

(第四版)

朱叶 编著

Gongsi Jinrong

非外借

 复旦大学出版社

复旦博学·微观金融学系列

# 公司金融

Corporate Finance

第四版

朱叶 编著



復旦大學出版社

图书在版编目(CIP)数据

公司金融/朱叶编著.—4版.—上海:复旦大学出版社,2018.4  
(复旦博学·微观金融学系列)  
ISBN 978-7-309-13587-9

I. 公… II. 朱… III. 公司-金融 IV. F276.6

中国版本图书馆CIP数据核字(2018)第048266号

公司金融(第四版)

朱叶 编著

责任编辑/鲍雯妍

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

上海华业装潢印刷厂有限公司

开本 787×1092 1/16 印张 24.75 字数 509 千

2018年4月第4版第1次印刷

印数 1—5 100

ISBN 978-7-309-13587-9/F·2451

定价:46.00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

本书立足于现代公司理论,针对公司经营和金融市场国际化的现状,从微观角度对公司的各种金融活动进行较为全面的阐述,包括现值和价值评估、风险和收益、资本成本、资本预算、投资风险调整、期权定价和实物期权、资本结构、股利政策等,还涉及融资决策、营运资本管理、财务报表分析、公司价值评估、收购与兼并、公司治理等相关领域的财务行为。

第四版对第三版进行了全方位的修改、补充、更新和整合,增加了各章的例题和课后习题,可读性更强。

本书结构完整、清晰,对理论和实务案例的阐述由浅入深,适用于高校金融学、经济学、财务管理和会计学等专业的教学使用。

# 第四版说明

## Fourth Edition

每学年都主讲本科生的《公司金融》课程,与年轻人一起教学相长,深知年轻读者的阅读习惯和需求。因此,他们的意见和建议是本次版本更新的主要助推,也是《公司金融》第四版与第三版的间隔期不足三年的注解。

第四版对第三版进行了全方位的修改、补充、更新和整合。

第一,增加了“融资决策与价值评估”。融资也能为公司股东创造财富,为此,特将这部分内容独立成章(第十章),重点介绍融资创造财富的基本逻辑,以及融资影响项目价值的路径。

第二,整合了“资本结构”(第八章)的内容。一是增加了“债务融资和股权融资”,使读者在阅读和理解资本结构理论之前,能够了解公司融资目的以及影响公司融资决策的驱动性因素;二是删除了“目标资本结构”,并将该内容放入本书第十章。

第三,更新了“公司价值评估”(第十三章)的内容。为增强实用性,对“公司价值评估”的第一节和第二节做了全面更新,力争给读者提供一个更清晰的公司估值框架。

第四,补充和修订了全书。对第三版进行了全方位、大幅度的补充和修改,其中,导论(第一章)、资本成本(第四章)、股利政策(第九章)、财务报表分析(第十二章)、公司治理(第十五章)尤甚。

第五,增加了课后习题。为便于读者检验公司金融相关知识点的掌握程度,本书增加了与本书内容契合度高的课后习题,并提供了计算题的参考答案。

第六,增强了可读性。为满足读者新的阅读要求和习惯,一是增加了例题,二是增加了不少文字说明,大大增强了可读性。

在第四版撰写和出版过程中,得到了复旦大学经济学院“高峰教材项目”的资助,以及复旦大学出版社鲍雯妍老师的大力支持。在此一并谢过。

朱 叶

2018年1月于复旦园

# 第三版说明

## Third Edition

《公司金融》(第二版)2011年出版后,我一直处于修订教材的状态中,持续至今。原因有三:

第一,教材内容需要补充、更新和整合。尽管知识点的补充、更新和整合对成熟的《公司金融》教材来说是零星化的和碎片化的,但这是实现经典教材梦想无法回避的工作。

第二,教材版本更新速度加快。近年来,国内外教材版本更新周期大大缩短,《公司金融》(第二版)出版至今已近四年,到了更新的时候。

第三,读者的阅读习惯发生改变。现在的读者,尤其是90后和00后的广大读者,对教材的阅读习惯发生了很大改变,他们不再满足教材提纲挈领式的叙述方式,还希望教材具有可读性。

这个版本对第二版书稿进行了较大幅度的补充、修改、更新和整合。具体来说:

第一,对资本预算的基本技术做了补充。现金流和贴现率的估算是资本预算的两项基本技术,为了更好地凸显贴现率估算的重要性,也为了便于读者完整地阅读该内容,第三版将其单独列成一章(详见第三版第四章)。

第二,进一步扩展了资本预算的内容。第三版将投资风险调整方法和实物期权拆分成独立的两章(详见第三版第六章和第七章),希望读者在掌握资本预算的基本方法和技术的同时,对项目风险度量以及实物期权对资本预算的影响有更充分的了解和认识。

第三,将流动资产管理 and 流动负债管理作了合并。鉴于流动资产管理 and 流动负债管理属营运资本管理范畴,为此,第三版将它们合成一章(详见第十章),并按营运资本管理的要求对这些内容作了重新安排。

第四,增设了公司价值评估内容。公司价值评估属估值范畴,但它是最复杂的一种估值。第三版增设了“公司价值评估”(详见第十二章),希望读者能够了解公司价值评估的基本框架和基本技术。

第五,增强了可读性。为满足新读者的阅读要求和习惯,第三版增加了不少文字说明,大大增强了可读性。

在第三版出版过程中,承蒙复旦大学出版社鲍雯妍老师的大力支持。在此,表示感谢。

朱 叶

2015年5月于怡景南园

# 第二版说明

## Second Edition

五年前,金融学界对“Corporate Finance”的中文新译名——《公司金融》多少心存疑虑,而现在,大家已完全接受这种称谓。在过去的五年里,金融市场的变革和创新日新月异,重大的金融事件层出不穷。显然,本书也到了该修订的时候了。但是,究竟坚持什么以及如何取舍,则颇费思量。

第一,保留了第一版的基本架构。《公司金融》有着特有的基本概念、方法、原则和理论,它们构成了《公司金融》的知识点。串联起这些知识点的主流方式是:以投资决策、融资决策、资产管理等重要的公司金融行为为线索,寻求如何最大化股东财富或最大化公司价值的方法和路径。因此,本书的架构与国际主流的认识契合。

第二,仍旧强调公司金融行为的理论解释。长期以来,我们总将《公司金融》误认为实务性很强的课程,并基于这样的认识来安排内容。事实上,我们对公司金融的认识和认知还非常有限,我们尚无法解释许多公司金融行为和金融现象。迄今为止,尚有许多未解之谜。因此,给出可能的理论解释远比给出答案更可信。

本次再版,对第一版书稿进行了较大幅度的修改和补充,调整幅度超过 1/5。新增了投资风险调整和实物期权、公司治理两大内容。

第一,扩展了资本预算的内容。将投资风险调整和实物期权独立成章,希望读者在掌握资本预算的基本方法和技术的同时,对资本预算的复杂性和不可预知性有充分的了解和认识。

第二,将原书中分散的公司治理内容集合起来。公司治理是公司金融的重要领域,在所有权和经营权分离的公司中,公司治理是个永久的话题。最近 10 多年来,关于大股东“掏空”、小股东控制等新的公司治理问题日益引起学界和业界重视。本书试图介绍这些有趣的问题。

《公司金融》第一版问世后,我曾与好友王伟博士长谈过一次。他给了我很好的建议,此次修订采纳了这些建议。在本书的再版过程中,承蒙复旦大学出版社鲍雯妍老师的大力支持。在此,一并表示感谢。

朱 叶

2011 年 7 月于复旦大学

# 第一版前言

## Preface

在我国,“公司金融(Corporate Finance)”也称“财务管理”或“公司财务学”。这种看似称谓差异之争,其实反映了中国金融学学科对公司金融有了全新认识。“公司财务学”或“财务管理”最早由我国会计学界的学者从国外引入,其教学和研究最早也出现在会计学专业中,“Corporate Finance”的中文译名乃至其研究内容也或多或少带有会计学色彩。在西方,“Corporate Finance”是金融学专业教学和研究的主要领域之一,属于微观金融学范畴。它与投资学等存在血缘关系,具有共同的概念和方法。因此,无论从“Corporate Finance”的学科归属而言,还是就其研究内容而言,将“Corporate Finance”定名为“公司金融”而非延续原来的称谓是合适的。

20世纪上半叶,公司金融仅仅涉及公司融资和头寸管理,“现值”理论出现后,公司金融开始广泛涉足投资领域。20世纪50年代,规范的公司金融理论开始形成。马柯维茨的投资组合选择理论以及莫迪利亚尼和米勒的MM理论是现代公司金融的发端。可以说,之后每一次新的经济学分析方法的出现,都促使公司金融理论得到了发展。

公司金融研究公司如何通过投资决策、融资决策和资产管理的最优化来实现公司价值最大化或股东财富最大化目标的过程。公司金融理论内涵则很难界定,从广义上说,公司金融理论包括投资组合理论、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、现代公司理论等。狭义的公司金融理论至少包括资本结构理论、股利政策理论、现代公司理论、现值理论等。20世纪50年代以来,业界和学界对于这些领域的研究乐此不疲。

资本结构理论研究始于20世纪50年代的美国。现代资本结构理论与传统资本结构理论的分水岭是1958年莫迪利亚尼(Franco Modigliani)和米勒(Merton H. Miller)的无税MM定理。无税MM理论最先采用“无套利均衡”分析方法,可视为微观金融学的发端。20世纪60年代末,资本结构理论循着MM理论,在逐渐释放原先的假设条件的基础上对MM理论进行修正,形成了两派:一是以米勒为代表的“税收学派”;二是以斯蒂格里茨为代表的“破产成本学派”。20世纪70年代,迈尔斯(Stewart C. Myers)等人经过研究,认为企业最优的资本结构是在负债的税盾效应现值和破产成本现值之间进行权衡,到后期,该学派将负债的成本拓展至代理成本、财务困境成本和非负债税收收益损失,由此产生了“权衡理论”。随着代理理论、信息不对称理论等新的经济学分析方法的出现,学界认识到了“信息不对称”等在资本结构决定中的主导作用。较为主要的流派是詹森(Jason)和麦克林(Meckling)的“代理成本说”、史密斯(Smith)等人的“财务契约说”、迈尔斯等人的“新优序融资理论”以及斯蒂芬·罗斯(Stephen A. Ross)等人的“信号模型”。

股利政策事实上是一种分配选择,即公司税后利润如何在股利支付和留利之间进行



选择。股利政策理论源于米勒和穆迪里亚尼的无税股利政策 MM 理论,该理论认为在完善资本市场条件下,公司价值与公司资产的获利能力和管理水平有关,但与公司股利政策无关。法勒(Farrar D.)等学者之后提出了税差理论,强调在考虑个人所得税的条件下,公司价值和股利政策有关。随着经济学新的分析方法的引入,股利政策理论得到发展,并且也越来越具有现实解释功能,约瑟夫(Rozeff)等提出了股利政策代理成本理论,巴恰塔亚(Bhattacharya)等提出了股利政策信号理论。它们是主要的现代股利政策理论。

现代公司理论的代表人物是布拉德利(Bradley)。20 世纪 80 年代,伴随着并购潮,在学术界,现代公司控制理论在此期间产生和发展起来。该理论含义深刻,一方面,对自由并购的资本市场的经济优势进行了论述;另一方面,对并购市场的行为提供了合理的解释(竞争对手的管理当局奋力争夺目标公司资产控制权)。

20 世纪 70 年代以后,公司经营和金融市场逐渐国际化,以国际企业为主体的公司金融学逐渐形成和发展起来。汇率、税制差异、国际营运资本转移、资金冻结等因素被引入公司金融学领域,使公司金融的内容更加丰富多彩,也使以国际企业为主体的公司金融的环境更为复杂。汇率等因素的变化对国际企业的投资决策、融资决策和资产管理将产生重大影响。

在西方,微观化是金融学的重要特征,这对我国金融学教学产生了冲击。在姜波克教授、胡庆康教授的主持下,我校金融学专业从 1996 年开始,在课程设置方面作了大胆的尝试,增加微观金融学领域的课程,并着力进行相关教材的建设。在 2004 年 10 月的金融学沙龙上,刘红忠教授提议编写一套既能反映金融学前沿,又有复旦特色的“金融学本科系列教材”。“公司金融”希望能够成为其中的一本。

本书共十二章,涉及现值理论、投资决策、资本结构理论、股利政策、公司治理等几乎所有的公司金融领域。第一章为导论部分,概述了基本概念、基本原则和理论发展以及对公司金融的影响;第二、三章为现值和估价部分,它们是投资决策、融资决策的基础;第四章为投资决策和实物期权部分,从时间、风险和期权角度介绍资本预算方法;第五、六、七章为资本结构理论和股利政策部分,从理论上描述了融资决策及其复杂性;第八、九、十章为财务规划和营运资本管理部分;第十一、十二章为特殊领域部分,主要介绍财务报表分析和并购的财务配合。在内容的选择和编撰上,更加强调公司各种金融行为的理论解释,这也是本书最大的特色。

本书在编写过程中,得到了姜波克教授、胡庆康教授、刘红忠教授和许少强教授的关心和指导,张金清教授、张陆洋教授、聂叶教授、邵宇博士、王伟博士、张宗新副教授、攀登博士等的观点也在书中有所体现。值得一提的是,本书第二、三章使用了与王伟博士合编的“公司财务学”中的部分内容。

在本书的编撰过程中,承蒙复旦大学出版社鲍雯妍和徐惠平老师的大力支持,在此,向他们表示衷心的感谢。

书中不当之处,敬请广大读者批评指正。

朱 叶

2005 年 10 月

# 目录

## Contents

第四版说明 .....	1
第三版说明 .....	1
第二版说明 .....	1
第一版前言 .....	1
第一章 导论 .....	1
学习要点 .....	1
第一节 公司制企业 .....	1
第二节 公司的金融活动 .....	4
第三节 公司的财务目标和冲突 .....	9
第四节 公司金融的原则 .....	13
第五节 公司金融理论 .....	17
本章小结 .....	23
关键词 .....	23
习题 .....	23
参考文献 .....	24
第二章 现值和价值评估原理 .....	25
学习要点 .....	25
第一节 现值与贴现率 .....	25
第二节 现值的计算方法 .....	29
第三节 不同计息方式下的现值 .....	33
第四节 公司债券定价原理 .....	36
第五节 普通股定价原理 .....	39
本章小结 .....	45
关键词 .....	46

习题 .....	46
参考文献 .....	48
<b>第三章 风险和收益 .....</b>	<b>49</b>
学习要点 .....	49
第一节 收益和风险概念 .....	49
第二节 投资组合的风险和收益 .....	57
第三节 资本资产定价模型 .....	68
本章小结 .....	73
关键词 .....	74
习题 .....	74
参考文献 .....	76
<b>第四章 资本成本 .....</b>	<b>78</b>
学习要点 .....	78
第一节 资本成本概述 .....	78
第二节 普通股成本 .....	82
第三节 债务成本 .....	87
第四节 加权平均资本成本 .....	91
本章小结 .....	97
关键词 .....	98
习题 .....	98
参考文献 .....	100
<b>第五章 资本预算的基本方法和技术 .....</b>	<b>101</b>
学习要点 .....	101
第一节 资本预算的基本方法 .....	101
第二节 资本预算方法比较 .....	105
第三节 净现值法的基本技术 .....	110
本章小结 .....	121
关键词 .....	121
习题 .....	122

参考文献 .....	124
<b>第六章 投资风险调整方法 .....</b>	<b>125</b>
学习要点 .....	125
第一节 项目风险处置的基本方法 .....	125
第二节 项目特有风险的度量 .....	128
第三节 项目系统性风险的度量 .....	136
本章小结 .....	139
关键词 .....	139
习题 .....	140
参考文献 .....	142
<b>第七章 期权定价和实物期权 .....</b>	<b>143</b>
学习要点 .....	143
第一节 实物期权的基本理念 .....	143
第二节 金融期权的定价原理 .....	145
第三节 实物期权和资本预算 .....	154
本章小结 .....	162
关键词 .....	162
习题 .....	162
参考文献 .....	164
<b>第八章 资本结构 .....</b>	<b>165</b>
学习要点 .....	165
第一节 债务融资和股权融资 .....	165
第二节 税、破产和资本结构 .....	168
第三节 管理者动机、信息不对称和资本结构 .....	181
本章小结 .....	187
关键词 .....	188
习题 .....	188
参考文献 .....	190

<b>第九章 股利政策</b> .....	191
学习要点 .....	191
第一节 股利发放方式和程序 .....	191
第二节 税、管理者动机、信号和股利政策 .....	194
第三节 股利政策决定和类型 .....	204
本章小结 .....	210
关键词 .....	211
习题 .....	211
参考文献 .....	213
<b>第十章 融资决策和价值评估</b> .....	214
学习要点 .....	214
第一节 目标资本结构 .....	214
第二节 加权平均资本成本法 .....	221
第三节 调整现值法 .....	226
本章小结 .....	231
关键词 .....	232
习题 .....	232
参考文献 .....	233
<b>第十一章 营运资本管理</b> .....	234
学习要点 .....	234
第一节 营运资本政策 .....	234
第二节 现金和有价值证券管理 .....	240
第三节 应收账款管理 .....	245
第四节 短期融资方式、原则和策略 .....	253
本章小结 .....	265
关键词 .....	266
习题 .....	267
参考文献 .....	267

第十二章 财务报表分析 .....	269
学习要点 .....	269
第一节 会计信息 .....	269
第二节 会计分析 .....	274
第三节 财务分析方法 .....	279
本章小结 .....	294
关键词 .....	295
习题 .....	295
参考文献 .....	298
第十三章 公司价值评估 .....	299
学习要点 .....	299
第一节 公司背景分析 .....	299
第二节 公司财务预测 .....	307
第三节 贴现现金流量法 .....	316
第四节 市场法 .....	320
本章小结 .....	323
关键词 .....	323
习题 .....	324
参考文献 .....	325
第十四章 收购与兼并 .....	326
学习要点 .....	326
第一节 并购协同效应分析 .....	326
第二节 并购过程中的公司金融问题 .....	330
第三节 杠杆收购 .....	340
第四节 并购的理论解释 .....	347
本章小结 .....	350
关键词 .....	350
习题 .....	350
参考文献 .....	351

第十五章 公司治理 .....	352
学习要点 .....	352
第一节 代理问题 .....	352
第二节 剥夺问题 .....	356
第三节 公司治理机制 .....	360
本章小结 .....	368
关键词 .....	369
习题 .....	369
值得参考的网站 .....	370
参考文献 .....	370
附录 部分习题参考答案 .....	371

# 第一章

## 导 论

### 学 习 要 点

1. 为什么大企业和转型企业会选择公司制?
2. 股东至上和价值创造过程。
3. 究竟是谁在控制公司?
4. 公司金融的重要规则和理论脉络。

公司金融(Corporate Finance)是金融学的一个重要分支学科<sup>①</sup>,它是关于公司如何在未来收益和当前收益之间进行取舍的一门学科。一定财务目标条件下(比如股东财富最大化)的投资决策、融资决策和营运资本管理构成了公司金融的基本内容。本章立足公司这一特定的企业组织形式,介绍其财务目标、价值创造过程以及所面临的代理冲突,并梳理了公司金融的重要规则以及公司金融理论的发展脉络。

### 第一节 公司制企业

企业多如牛毛,但不是所有的企业都是公司。个体业主制(Sole Proprietorship)、合伙制(Partnership)和公司制(Corporation)是三种基本的企业合法形式(或称为三种企业组织形式),其中公司制企业才是公司。公司金融的主体是公司,因此对公司制企业的了解和认识可以作为学习和研究公司金融的起点。

#### 一、个体业主制企业

个体业主制企业是指一个自然人拥有的企业,独享企业全部利润,独自承担所有风险。这类企业规模小、雇员不多,创造的财富也少,但从数量上讲,这类企业是最多的。

个体业主企业的主要优点:设立程序简单,无需正式的章程,退出程序也简单易行;

<sup>①</sup> 公司金融与投资学、金融市场学等金融学其他分支学科具有血缘关系,它们遵循共同的基本概念和方法。



在大多数行业中需要遵守的政府规定极少；无需缴纳公司所得税，企业的所有利润均按个人所得税相关规定纳税；经营者和所有者合一，两者利益完全重合。

个体业主企业的主要缺点：承担无限债务责任，个人资产和企业资产之间没有界限；企业的寿命有限，企业存续期受制于业主本人的生命期；企业的规模有限，企业筹集的权益资本仅限于业主个人财富。

## 二、合伙制企业

合伙制企业是指两个或两个以上的人创办的按协议投资、共同经营、共担风险的企业。一般(普通)合伙制和有限合伙制是这类企业的两种形式。

在一般合伙制企业中，所有合伙人按协议规定的比例提供资金和工作，并分享相应的利润或承担相应的亏损，承担相应的债务。协议可以是口头的，也可以是书面的。一般合伙企业创办费用较低，企业利润按合伙人征收个人所得税。会计师事务所、律师事务所、咨询公司等采用一般合伙制，由于它们是以专门知识和技能为客户提供有偿服务的专业服务机构，因此，又被称为特殊的一般合伙制企业，以有别于其他一般合伙制企业。其主要缺点有：

第一，一般合伙人对所有债务负有无限责任。债权人可以要求任何一个一般合伙人偿还企业未履行债务。

第二，企业寿命有限。当一个一般合伙人死亡或撤资时，一般合伙制终结(也就是说，一般合伙人不能出售其在企业中的利益)。若合伙协议另有规定，比如其他合伙人可全部买下撤资或死亡合伙人的股份，企业可避免此结局。

第三，合伙制企业通常难以筹集大量资金。

第四，产权转让比较困难。

在有限合伙制企业(Limited Partnership)中，由一般和有限两类合伙人组成，其中至少有一人为一般合伙人。风险投资基金通常采用有限合伙制。这类企业有别于一般合伙制企业的特征有三点。

第一，只有企业中的一般合伙人承担无限责任，但他们通常拥有企业的管理控制权。

第二，有限合伙人不参与企业经营管理，仅仅负有与其出资额相称的责任，其私人财产不会被强制用于清偿企业未履行的债务。

第三，有限合伙人死亡或撤资不会导致企业散伙，他们可以出售所持有的权益份额。

## 三、公司制企业

公司制企业是一个独立的法人，是以公司身份出现的法人，是最重要的一种企业组织形式。它是世界各国大企业(比如雀巢公司、中国移动)首选的企业组织形式，也深受转型企业(例如苹果公司、摩根士丹利，它们均由合伙制企业转制而来)青睐。股份有限公司(Corporation)和有限责任公司(Limited Liability Company, 简称 LLC)是公司制企业的两种基本形式。

股份有限公司设立较为复杂，其创始人必须拟定公司章程以及一系列细则。公司章