



THE MANAGEMENT OF
CORPORATE FINANCE AND
INVESTMENT

现代公司财务 与投资管理

胡援成 著

上海社会科学院出版社

责任编辑 陈国梁
封面设计 肖蔚群

现代公司财务与投资管理
胡援成

上海社会科学院出版社出版

(上海淮海中路 622 弄 7 号)

新华书店上海发行所发行 江西财经学院印刷厂印刷

开本 850×1168 1/32 印张 13.562 字数 333000

1995 年 9 月 第 1 版 1995 年 9 月第 1 次印刷

印数 1—2000

ISBN 7—80618—111—3/F·329

定价:17.20 元

前 言

世界已进入 90 年代中期,我国的社会主义市场经济也正在由初创逐步走向成熟。尽管道路还很漫长,但我坚信这一基本取向不会变。“洋为中用”,人类的思想成果都是宝贵财富。打开国门,尽可能吸收国外一切先进的科学技术和管理经验,为我所用,何乐而不为。既然是搞市场经济,就得重视市场经济规律,尊重经过几代人的不懈努力和探索而得出的宝贵经验以及教训。搞市场经济,离不开市场主体。我认为当今世界,最基本也是最重要的市场主体是现代公司。尽快培育和发展我国的现代公司乃是促进我国市场经济走向成熟的关键一环。

本人去年在挪威商学院访问学习期间,有幸接触到西方财务及投资管理理论,经过系统学习和研究,深感其魅力,并相信其将能有益于我国。遂尝试撰写此书。在写作过程中,又荣幸地得到挪威商学院金融系 Thore Johnsen 教授和 Per Ivar Gjørnum 教授的多方指导和帮助。经过整整一年的努力和苦战,终于脱稿。

“现代公司财务与投资管理”一书,共分 20 章,它是根据我国社会主义市场经济的发展要求来写的。本着理论与实践相结合的原则,该书注重介绍目前西方通行的公司财务及投资管理的理论和方法。其基本内容包括公司筹资与投资两个基本方面,主要涉及资产估价方法,资本预算与投资风险分析,资本结构理论,股利分配决策,金融性筹资手段,流动资本管理,财务报表与计划,以及国际经营与投资决策等。

在写作过程中,我主要参考了国际流行的有关教材和参考书,并依照中国的实际情况就所叙内容作了适当取舍。该书可用作中

国工商管理、金融投资、财务会计等专业的本科高年级学生及研究生的教材,也可作为专业教师及实际工作者的有益参考书。

最后,我要向给了我无私帮助和宝贵指导的 Thore Johnsen 教授和 Per Ivar Gjørum 教授表示衷心感谢;向支持我写作和幫助我出版此书的史忠良教授、江西财院科研处、上海社科院出版社的同志们表达深深的谢意。本书由肖江工程师统一制图,在此也向她表示感谢。此外我还要向一直替我整理、誊写书稿的妻子献上一份祝福。

由于本人才疏学浅,不当之处还请各位专家指正。

胡援成

一九九五年三月于江西财院

目 录

第一章 财务与投资管理的范围、对象和任务	(1)
第一节 管理所涉及的范围和对象	(1)
第二节 管理的目标和任务	(4)
第二章 财务与投资管理的环境	(7)
第一节 企业类型	(7)
第二节 金融市场	(11)
第三节 税制结构	(16)
第四节 财务制度与财务报表	(23)
第三章 现值、机会成本和投资标准	(30)
第一节 现值的概念和计算	(30)
第二节 投资的机会成本	(40)
第三节 投资标准的选择	(47)
第四章 债券和股票的估价	(56)
第一节 债券的估价	(56)
第二节 普通股票的估价	(59)
第五章 资本预算与项目现金流量分析	(69)
第一节 资本预算的一般概念	(69)
第二节 项目现金流量分析	(73)
第三节 案例分析	(83)
第六章 项目评价与决策的一般方法	(91)
第一节 不同寿命重置项目的估价与决策	(91)
第二节 盈利能力分析	(94)
第三节 敏感性分析	(96)

第四节	盈亏平衡分析·····	(100)
第五节	决策树分析·····	(103)
第七章	风险收益与资本资产定价模型·····	(107)
第一节	收益和风险的衡量·····	(107)
第二节	资本资产定价模型 (CAPM)* ·····	(119)
第八章	资本预算与风险·····	(131)
第一节	投资收益成本·····	(131)
第二节	β 的测定 ·····	(133)
第三节	资本结构与公司投资机会成本及 β ·····	(136)
第四节	影响 β 的其他因素 ·····	(139)
第五节	投资机会成本的实际估测·····	(142)
第六节	风险与贴现率的相互关系·····	(143)
第九章	筹资的环境、类型和实践 ·····	(147)
第一节	资金的市场环境·····	(147)
第二节	筹资的一般工具·····	(153)
第三节	公司筹资与证券发行·····	(159)
第四节	长期负债·····	(163)
第五节	筹资结构的考察·····	(173)
第十章	资本结构理论·····	(176)
第一节	不考虑公司税的莫迪格利尼—米勒模型·····	(177)
第二节	含公司税的莫迪格利尼—米勒模型·····	(181)
第三节	米勒模型·····	(185)
第四节	财务危机成本与机构费用·····	(188)
第五节	可替换模型及其验证·····	(193)
第十一章	资本结构决策·····	(198)
第一节	营业风险与财务风险·····	(198)
第二节	资本结构案例分析·····	(207)
第三节	影响资本结构决策的其他因素·····	(213)

第四节	三种估价方法及其比较·····	(215)
第十二章	股利政策·····	(222)
第一节	支付股利的政策选择·····	(223)
第二节	股利支付实践·····	(229)
第三节	股票再购买方式·····	(232)
第四节	股票分裂与股票股利方式·····	(235)
第十三章	期 权·····	(240)
第一节	期权的基本概念和内容·····	(240)
第二节	期权的价值决定·····	(248)
第三节	期权与股票和公司财务·····	(258)
第十四章	认股证、可转换债券与租赁 ·····	(262)
第一节	认股证·····	(262)
第二节	可转换债券·····	(267)
第三节	租赁·····	(272)
第十五章	规避金融风险·····	(280)
第一节	远期合同与期货合同·····	(280)
第二节	规避金融风险·····	(289)
第十六章	短期财务管理与筹资·····	(302)
第一节	短期财务管理的内容与决策·····	(302)
第二节	短期筹资·····	(312)
第三节	对违约风险的估测·····	(325)
第十七章	现金、可售证券、应收帐款和存货管理·····	(329)
第一节	现金管理·····	(329)
第二节	可售证券管理·····	(339)
第三节	应收帐款管理·····	(343)
第四节	存货管理·····	(351)
第十八章	财务报表分析·····	(360)
第一节	现金流量表·····	(360)

第二节	重要财务比率·····	(364)
第三节	财务报表分析的几种方法·····	(370)
第十九章	财务计划·····	(378)
第一节	财务计划的内容·····	(378)
第二节	估算表与财务比率·····	(382)
第三节	财务计划与增长模型·····	(387)
第四节	财务计划与线性规划模型·····	(390)
第五节	线性回归与销售预测·····	(393)
第二十章	国际性财务与投资管理·····	(395)
第一节	国际经营和投资的一般内容·····	(395)
第二节	汇率机制及其理论·····	(402)
第三节	国际投资项目评价·····	(410)

附 录

附表

主要参考资料

第一章 财务与投资管理的 范围、对象和任务

经济改革推动经济制度的更新,也呼吸着新的经济理论的指导。我国传统的财务管理是围绕企业的资金运动,对生产经营过程中资金运用、成本耗费进行核算和管理,以及对利润分配进行管理,重点是围绕企业生产来进行理财和管理。这种管理是和过去集中管理的计划体制分不开的。随着我国经济体制的转轨,社会主义市场经济体制开始形成,企业逐渐成为独立的经济法人,在市场中参与竞争,面临各种挑战,接受市场规律的调节。新的环境,新的机制,要求企业尽快适应新的形势,迅速转轨,并相应采用一套经长期发展已相当成熟的市场型管理方式。本书的目的便在于将西方目前较成熟的一套公司理财的管理或决策方法引入我国,以期能有所借鉴。

第一节 管理所涉及的范围和对象

一个世纪以来,西方财务管理发生了根本性变化。过去,财务管理者仅仅局限于记帐、核算、现金管理,以及如何取得资金。现在,如何运用、分配金融性资本、并如何使其增值,成为最主要的活动目标和研究课题。

20 世纪初至 20 年代,金融性的财务管理刚刚分化出来,其主要是从事于企业兼并和重组事宜,以及各种筹资证券的发行管理。30 年代,财务管理重点转移到如何处理企业破产与重建,公司流

动资金管理以及对证券市场的调节方面。整个 40 年代至 50 年代初,财务管理仍然是一种描述型、制度型、局外人调节型的管理。到 50 年代后期,以及延续到 70 年代,财务管理继续突出金融资产估价和增值决策,同时,在以下四方面呈现出新特点:(1)加强了对通货膨胀影响的研究;(2)加强了对金融机构调节作用及其演化形式的研究;(3)电子计算机在决策分析和信息传递方面广泛运用;(4)国际金融市场和国际化经营的较快发展。从 90 年代开始,后两个特征又进一步突出了。

要经营一个现代企业,需要各种真实资产(real assets)。它们绝大多数是有形的,如机器、厂房、土地;还有一些是无形的,如技术、专利、商标等。为了能购买这些资产,公司需出售各种金融性资产(finacial assets),或者说各种有价证券,包括股票、债券以及租赁契约等等。

财务管理者面临着两个基本问题,第一,公司应投资于哪种资产,投资多少?第二,需筹集多少现款?回答第一个问题需要做资本预算或投资决策,回答第二个问题则需要做财务决策。但归根结底,决策的结果或目标是要增加投资者的投资价值,即一个好的投资决策,应使得他的产出大于投入。那么如何做到这一点,这就要求财务管理者能正确地决策。

有个很好的实例来说明决策的重要性。60 年代的美国,东方航空公司的股票每股售价超过 60 美元,而德尔塔航空公司的股票每股售价只有 10 美元。但到了 1990 年,德尔塔公司的股票每股售价已超过 90 美元。而东方航空公司则被迫并入德克萨斯航空公司,导致这个结果的的重要原因之一就是财务决策的差异。东方航空公司按惯例使用大量贷款,而德尔塔公司则使用很少,当贷款利率大幅度上升后,前者成本明显上升;而后者对成本影响轻微;再者,70 年代石油危机导致燃料涨价,后者资金充足,有能力购买节能的新式飞机,而前者却无力购买;最后,后者成本低,有能力通过

削价竞争扩展市场,而前者不能。

实际上,财务管理也是一项极复杂而涉及面广的系统工程。它包括财务分析和预测、资产估价、投资决策、筹资计划、股利的分配,国际化经营决策等等。若用最简略的话来表述,则财务管理活动可看作介于或衔接企业和金融市场的中介。现用一简图来描述:

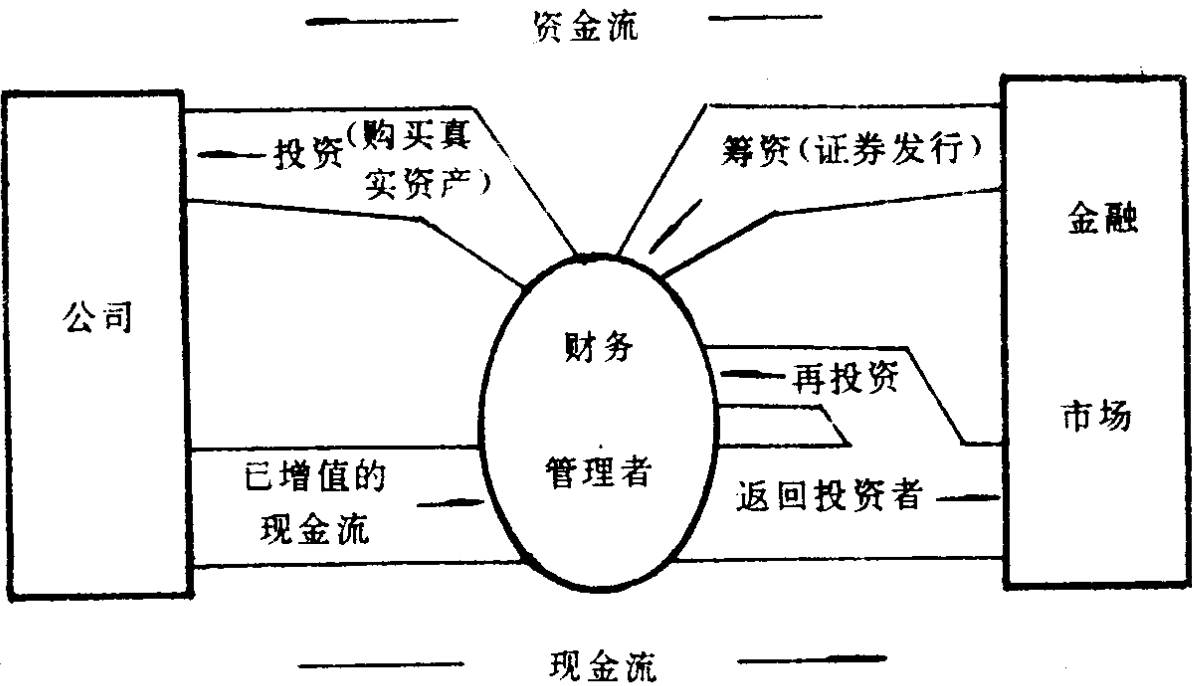


图 1—1 财务管理活动

首先,财务管理者在资本市场发行有价证券,以筹集资金。其次,用资金购买真实资产。随着投资活动的进行,产生了已增值的现金流,然后其中一股现金流返回投资者,包括本息和股利,另一股现金流作为再投资重新进入该公司的投资活动。

这里,我们不妨再看看公司的整个管理机构。一般而言,一个典型现代化公司可由图 1—2 来描述。

虽然现代企业组织形式各个企业不完全一样,但基本框架结构和功能是相似的。大公司通常都有一最高层次董事会,然后是董事长和总经理。各大公司都有一副总经理专门负责财务。这个副总经理手下有两个核心人物:即财务主任和总会计师。

财务主任通常直接负责信贷筹资。现金帐户管理、协调与银

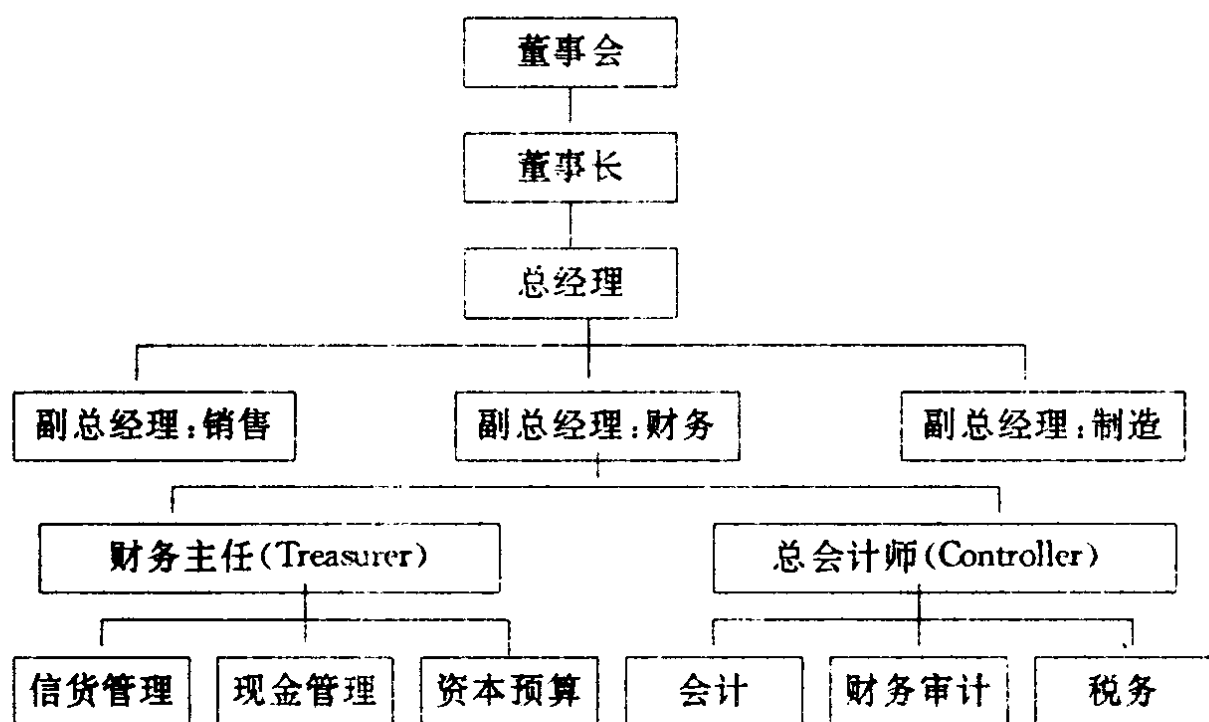


图 1—2 现代公司结构示意图

行及其他金融机构的关系、股息股利分配及支付,以及资本预算等。

总会计师通常负责会计事务、内部审计、财务报告,税务等。当然,二者也不是绝对的,比如有的公司财务预算和信贷管理是由总会计师负责(须说明的是,市场经济条件下的企业通常有三种形式,独资、合伙、股份有限公司。这里主要是指股份有限公司)。

第二节 管理的目标和任务

对股份制企业来说,财务与投资管理的基本目标,可以解释为:使公司股东资产最大化或使公司股票价值最大化。在我国政治经济学教科书中,通常明确指出,市场经济条件下,企业的基本目标是使其利润最大化。同样,在西方微观经济学教科书中,一般也指明企业的利润最大化是其基本目标。追求利润最大化可使企业有效使用其资本资源。从理论上说,它应是企业的最终目标或总目标。但就财务与投资管理来说,追求利润最大化显得过于笼统或抽

象。它未涉及现实世界诸多复杂的各个方面。从现实角度看,财务与投资管理选择股票的价格或价值最大化目标比选择利润最大化目标优越。这主要突出在以下四个方面:

第一,就企业股东来说,与其使利润最大化,还不如使其股票价值最大化。例如,一个公司的资金一半来自筹资,一半是自有。假如利息率固定为10%,则不管公司利润为多少,公司债券持有者的利息收入只能是其所持有债券的10%。又假定公司股东的股利收入也只是股票价值的20%或更多点。但是若公司经营成功,使其股票价格上升100%,则股东的股票总价值也将上升100%。显然后者增值既快捷也显赫。

第二,股票价值最大化考虑了货币的时间价值,而利润最大化则没有。现在所得到的资金,一般都要比10年后所得到的同样数量的资金更值钱。

第三,股票的价值最大化考虑了收入流量的风险因素,而利润最大化则没有。比如,投资于无风险的政府债券的报酬率就要低于投资于有风险的股票的报酬率。

第四,价值最大化目标相对更稳定,更接近现实。利润或纯收入指标的预算,其所依据的会计项目和制度复杂多变,不容易把握;而价值最大化目标则基于现金或资金流的测算,这就避免了利润或纯收入指标测算的诸多问题。

因此,综合比较起来,价值最大化目标比利润最大化目标,更为实用,更为准确,因而也更利于企业进行财务和投资决策。

对企业财务管理者来说,财务与投资管理的主要任务是筹划应如何取得和使用资金,以使企业的资产价值从而股东的资产价值最大化。因此,具体来说,主要任务包括:

第一,预算和计划。财务管理者须协调财务投资计划与企业总计划的关系,在总计划指导下,做好财务与投资规划和衔接工作。

第二,主要的财务和投资决策。一个成功的企业往往有较高的

销售增长率,因而也就相应需要增加投资,以扩大厂房,设备和流动资金。这就要求财务管理者帮助确定最佳的销售增长率,从而决定特定的投资方式,以及筹资的方式和种类。因而也就必须确定是使用内部的资金还是使用外部的资金,是举债还是利用积蓄,是采用长期负债还是短期负债。

第三,内部协调和控制。财务管理者应与其他部门管理人员一道共同协力工作,以使企业运作尽可能高效率。任何企业经营决策都会或多或少牵涉到财务问题。例如市场决策,要涉及销售增长,从而又涉及资金占用,工厂生产能力,存货策略乃至资金需求等。

第四,运筹于货币和资本市场。财务管理者必须经常与货币和资本市场保持密切联系。因为企业要通过这类市场来筹集资金,交易证券,并通过这类市场获得相应的投资收益,或承担风险和损失。

关于社会责任问题,当然也是财务管理者应重视的问题。这里有许多必须考虑的问题。比如,企业寻求股份价值最大化,这就相应要求高效而完备的管理,要求不断创新,不断能生产新的产品和运用新技术。同时,从企业来说,按道理应为工人提供更为安全优越的工作环境,防止生产过程中的污染,为消费者提供更为优质安全的产品和服务等等。当然,理论和现实存在矛盾,因为承担社会责任需要付出代价,提供优质服务,治理环境污染需要增加成本费用。假如甲公司自动承担社会责任,而乙公司却不承担,二者之间就存在差距,在市场竞争中就不是在一条起跑线上,竞争使得对前者不利而对后者有利。因此,竞争迫使企业一般都倾向于放弃社会责任。这对社会来说,无疑是一个缺陷。为能弥补这一缺陷,看来采取必要的强制性的手段是必不可少的。政府有必要设定专门机构和颁布有关法规来推行社会福利事业,如开展环境治理,职业培训,产品质检和反伪劣产品活动,及加强劳动保护条例的实施等。

第二章 财务与投资管理的环境

任何企业的财务管理者都会面临一个特定的经营环境,如金融市场、国家税收、调节制度等。也就是说,要进行筹资或投资决策,必然要选择货币和资本市场;必须缴纳各种政府税金;必须接受政府的必要调节,遵守各种法规制度。当然,不同类型的企业所面临的环境,又是有差别的。因此,本章首先分析企业类型,然后就金融市场、国家税收、调节制度逐一作些分析和介绍。

第一节 企业类型

一、企业的基本类型

西方国家的企业类型,基本上是三种形式:独资(经营)、合伙(经营)、有限公司。

1. 独资(经营)(Sole Proprietorship)

所谓独资,也就是说企业资产归一个人所有。它是最简单的经营形式。通常开业必须持有地方政府或国家颁发的营业执照。业主具有充分自主权和负有无限债务责任。它有两个明显优势:(1)组建很容易,费用低,一般不需要政府调节;(2)不需交公司所得税,(但需交纳个人所得税)。它也存在三个不足:(1)不易获得大量资本;(2)经营年限受业主年龄限制;(3)业主负有无法推脱的无限责任。一般来说,这类企业都是小企业。

2. 合伙(经营)(Partnership)

所谓合伙(经营)也就是企业资产归两个或多个人所有。它又

分为一般合伙制和有限合伙制,一般合伙制企业,合伙者均具有资格代表企业签约和负有无限债务责任。有限合伙制企业,则至少有一个人有充分资格代表企业签约和负有无限责任,另外一人或多人则只享有有限资格和责任(如他们在企业的资产额有一限度;其负债责任与其资产等额;不参与企业管理)。合伙的法定形式有非正式的、口头协议及正式的文本协议。合伙制的主要优点是组建成本低,方式简便。它的局限性类似于独资:(1)有无限债务责任;(2)经营年限有限;(3)所有权转让困难;(4)筹集大笔资金困难。对这类企业的税收类似于独资企业。通常这类企业也是小企业。

3. 有限责任(或股份有限)公司(Corporation)

它是一个和所有者区分开的合法经济实体,它可获得资产,可以筹集资金,可以签约,有自己的名称等等。它的主要优越性在于:(1)有无限生命,可以由创立者到后继者,不断延续;(2)可以很容易转移所有者权益(所有者权益可并入股份,因而转移十分便捷);(3)有限债务责任;(4)较容易在金融市场筹得大量资金。当然,它也存在两点不利之处:(1)要征两道税,公司所得税和个人所得税;(2)组建公司,填制报表均比前两种形式更费时、更复杂些。这类企业通常是大企业。

一般来说,组建有限公司较前两种类型更能使资产价值最大化,这是由于:(1)有限责任制减少了投资者的风险,企业风险越小,价值自然越高;(2)企业资产价值取决于公司增长的可能性,而这又取决于其吸引资本的能力;由于有限公司较易获得大量的资本,所以也就更有增长的可能性;(3)资产的价值也常取决于其流动性,也就是说,如果某种资产能容易通过出售而转变为现金,则这种资产的价值相对就会高。投资于有限公司,因其股票可以很容易出售,因而,也就增加了这种投资的价值。

据统计,从数量上看,目前美国的独资企业约占 70%,其他两类占 30%。而从销售额来看,大约是 90%是股份有限公司的,其他

两类企业的销售额仅约占 10%。从另一个角度说,绝大多数企业都是股份有限制企业,在其成长初期是独资或合伙制企业,属小企业。尔后,当其发展到一定程度,便纷纷转为股份有限制企业。如美国苹果计算机公司,其前身是合伙制企业,后来转为股份制企业。

表 2—1 美国独资企业、合伙企业和责任有限公司状况
(1970—1987)

年份	企业数量比重(%)			销售额比重(%)			利润比重(%)		
	独资	合伙	有限公司	独资	合伙	有限公司	独资	合伙	有限公司
1970	78.33	7.80	13.87	11.43	4.47	84.10	30.28	9.17	60.55
1975	77.85	7.68	14.48	9.20	3.99	86.81	22.96	4.08	72.96
1980	75.64	8.22	16.14	7.07	4.08	88.85	18.21	2.65	79.14
1985	70.50	10.13	19.37	5.80	3.95	90.24	25.48	-2.90	77.42
1987	71.33	8.99	19.68	5.73	4.44	89.83	24.53	-1.17	76.64

资料来源:引自 Petty 等《Basic Financial Management》第六版,Prentice Hall,1993 年,第 36 页。

二、中国的企业类型和制度

中国的企业,长期以来是按照所有制的性质来划分企业类型的。解放初至 1957 年,我国对民族资本主义工商业实施社会主义改造,1958 年以后,中国私营企业被完全取消。直到 1977 年,即改革开放之前,中国的企业基本上是国营企业和集体所有制企业两种形式。从 1978 年开始,随着改革开放的进程,个体经济乃至私营企业才逐渐出现和发展起来。80 年代后,引进外资逐渐推向高潮,又首先在沿海经济特区和开发区兴起三资企业(合资、合作和独资企业)。因此,到目前为止,国内的企业类型包括:国有、集体所有、