

Modern Investment and Financing

现代金融前沿理论与实务系列丛书

现代投融资 ——理论、工具与策略

谷秀娟 著



立信会计出版社
LIXIN ACCOUNTING PUBLISHING HOUSE

现代金融前沿理论与实务系列丛书

现代投融资

——理论、工具与策略

谷秀娟 著



立信会计出版社
LIXIN ACCOUNTING PUBLISHING HOUSE

图书在版编目(CIP)数据

现代投融资:理论、工具与策略/谷秀娟著. —上海:
立信会计出版社, 2007. 6

(现代金融前沿理论与实务系列丛书)

ISBN 978-7-5429-1856-7

I. 现… II. 谷… III. ① 投资-研究 ② 融资-研究
IV. F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2007)第 095671 号

现代投融资——理论、工具与策略

出版发行	立信会计出版社	
地 址	上海市中山西路 2230 号	
邮政编码	200235	
电 话	(021)64411389	
传 真	(021)64411325	
网 址	www.lixinaph.com	E-mail lxaph@sh163.net
网上书店	www.lixinbook.com	Tel: (021)64411071
经 销	各地新华书店	

印 刷	立信会计常熟市印刷联营厂
开 本	890 毫米×1240 毫米 1/32
印 张	16
字 数	437 千字
版 次	2007 年 6 月第 1 版
印 次	2007 年 6 月第 1 次
印 数	1—3 000
书 号	ISBN 978-7-5429-1856-7/F·1644
定 价	27.00 元

如有印订差错 请与本社联系调换



作者简介

谷秀娟 女，教授（河南工业大学经济贸易学院），博士，1968年出生。1989年在中国人民大学计划统计学院获经济学学士学位，1990年在中美经济培训中心学习，1992年在中国人民大学财政金融学院获经济学硕士学位，1999~2000年作为访问学者参加教育部和北京市政府合作的“跨世纪人才项目”赴英国威尔士大学卡迪夫商学院交流一年，2000年在中国人民大学财政金融学院获经济学博士学位。先后在北京市人民政府世界银行住房项目办公室、北京市住房资金管理中心、北京市证券监督管理委员会、中国证券监督管理委员会北京监管局工作，历任副处长、处长。曾任北京市青年联合会委员，北京市金融学会理事。曾主持或参与多项省部级科研项目，并曾在全国性学术期刊上发表论文数十篇。2000年起任中国财政金融研究中心（FRC）金融与证券研究所研究员。2004年被评为河南省教育厅创新人才培养对象。熟悉资本市场的运行及公司财务分析和规划，近年来曾主持或参与多家公司的资产重组、投融资的战略规划和方案设计工作。

内 容 提 要

本书的研究对象是在金融市场高度发达的背景下,企业的投融资活动。本书从现代投融资的理论及历史回顾出发,深入研究了现代企业的项目投资、证券投资、融资结构、资产证券化、公司重组决策以及投融资风险管理等问题。

全书共分为13章。第1章和第2章是对现代投融资的概述以及投融资产生和发展的历史。第3章和第4章系统地分析了企业的财务比率、财务规划以及投融资收益和风险问题。第5章和第6章深入地分析了项目投融资、证券投资的收益与风险和基准利率。第7章和第8章详细阐述了债券估值、股票估值及其投资策略问题。第9章和第10章研究了项目投资策略和实物期权在项目投资中的运用。第11章运用案例深入剖析企业的融资决策、股利决策及融资风险管理。第12章和第13章全面分析了资产证券化和公司重组决策问题。

本书的阅读对象包括经济、金融和管理类的研究者、教师、学生和现代企业的管理者、决策者。

前 言

现代投融资理论始于1952年马柯维茨的资产组合理论。这一理论对于现代金融理论体系的建立具有划时代的意义:马柯维茨第一次运用数理工具以均值和方差度量证券的收益和风险,使金融研究走上了量化分析之路。更为重要的是,业界越来越多地从微观层面研究金融领域的问题,运用数学方法,借助现代信息技术,构造模型,进行定量分析。而且,企业作为金融参与主体,也广泛借助量化分析和科学论证进行投融资决策。现代企业主要面临三大金融决策:投资、融资和股利。而股东价值最大化是一切决策的最终目标。良好的投融资机制和科学的投融资决策不仅有利于微观行为主体的价值创造和福利增加,而且能够促进整个社会的经济增长。

现代投融资的重要特点就在于:企业不再仅仅依靠内部积累来慢慢完成资本形成和扩张的目标,而是以金融市场和金融机构为中介,投资方提供不同风险等级和收益状况的金融工具,融资方则根据其偏好和能力做出投资选择,从而实现产融的结合。这一过程充满了复杂性和不确定性:其复杂性在于现代金融市场的机制和工具呈指数化发展,且有越演越烈之势;其不确定性在于经济环境的多变性,投融资过程各行为主体目标函数的不一致性和资产组合需求的时变性。

本书是一本研究在金融市场高度发达的背景下企业的投融资行为和决策的专著。本书从对投融资理论的回顾和投融资的历史开始,系统地研究了企业的财务分析和财务规划,各种投融资决策及其风险管理问题,内容及研究方法上理论与实证并重,并以案例分析突出其实用性。

全书共有13章。第1章和第2章主要内容为现代投融资的理论

综述以及投融资产生和发展的历史。第3章和第4章研究了企业的主要财务报表及财务比率分析。第5章是关于项目投融资、证券投资的收益和风险的一般分析。第6章研究了作为金融市场的基本价格以及投融资活动的成本和收益的基准的利率问题,内容包括利率的决定理论及风险期限结构。第7章详细阐述了债券估值及其投资策略问题。第8章系统地研究了股票的内在价值决定模型、市场模型和投资策略。第9章和第10章研究的是关于项目投资策略和实物期权在项目投资中的运用。第11章对于企业的融资决策、股利决策及融资风险管理进行了深入剖析和案例分析。第12章和第13章则分析了作为现代金融市场中重要的投融资方式的资产证券化和公司重组决策问题。

本书的主要特点为:

一是研究对象全面而系统,以企业的投融资活动为主线贯穿始终。

二是研究内容突出实用性和前沿性,选取企业投融资活动的实际状况进行深入剖析,且融合国际金融领域最领先的研究成果。

三是全书体例安排逻辑性强,结构严谨,有利于读者形成一个系统的投融资知识框架。

四是对于所有的理论、模型均加以深入阐述和详尽推导,并进行实例分析,使读者不仅可以深刻领悟金融理念,而且能灵活加以运用。

目 录

第 1 章 现代投融资概述	1
1.1 关于投资和融资	1
1.1.1 投资的界定	1
1.1.2 融资的界定	3
1.2 投融资的产生和发展	4
1.2.1 投资的产生和发展	4
1.2.2 融资的产生和发展	7
1.3 现代投融资与金融市场	9
1.4 现代投融资的目标与决策原则	11
第 2 章 现代投融资理论的发展与变迁	13
2.1 企业融资理论	13
2.1.1 旧资本结构理论	15
2.1.2 新资本结构理论	27
2.1.3 一点结论	33
2.2 投资基本理论	33
2.2.1 直接投资理论	34
2.2.2 间接投资理论	39
第 3 章 企业的财务报表与财务比率分析	56
3.1 企业主要的财务报表	56
3.1.1 资产负债表	56
3.1.2 利润表	60

3.1.3	现金流量表	62
3.1.4	利润分配表	66
3.2	企业财务报表的分析方法	67
3.2.1	单位化法	67
3.2.2	结构分析法	67
3.2.3	趋势分析法	68
3.2.4	横向分析法	69
3.2.5	标准比较法	69
3.3	财务比率分析	69
3.3.1	偿债能力分析	70
3.3.2	资本结构分析	74
3.3.3	经营效率分析	77
3.3.4	盈利能力分析	79
3.3.5	投资收益分析	81
3.4	杜邦财务分析体系	86
3.5	一些结论	88
第4章	企业财务分析与规划	91
4.1	量本利分析与营业杠杆、财务杠杆分析	91
4.1.1	量本利分析	91
4.1.2	营业杠杆分析	101
4.1.3	财务杠杆分析	105
4.1.4	合并杠杆的作用与企业的综合风险	113
4.2	财务规划	117
4.2.1	现金预算——资金的来源与运用	117
4.2.2	编制预估财务报表	131
4.2.3	可持续增长模型	134
第5章	投融资的收益风险分析	143

5.1 项目投融资的收益风险分析	143
5.1.1 关于项目投资	143
5.1.2 项目现金流及收益的分析	149
5.1.3 项目投资的风险分析	153
5.1.4 融资风险分析	155
5.2 证券投资的收益风险分析	161
5.2.1 关于证券投资的收益和风险	161
5.2.2 债券投资的收益	163
5.2.3 股票投资的收益率	169
5.2.4 期货投资和期权交易的收益率问题	178
5.2.5 证券投资的预期收益及其标准差	180
5.2.6 资产组合的“二参数分析”	190
5.2.7 系统风险与非系统风险	199
 第6章 利率理论与模型	 204
6.1 利率决定理论	204
6.1.1 “流动性偏好”利率理论	204
6.1.2 可贷资金利率理论	206
6.1.3 IS-LM 分析的利率理论	209
6.1.4 影响利率的主要因素	214
6.2 利率的期限结构与风险结构	220
6.2.1 利率的期限结构	220
6.2.2 期限结构理论对现实问题的解决	233
6.2.3 利率的风险结构	237
6.3 一些结论	243
 第7章 债券估值与投资管理策略	 246
7.1 债券的估值	246
7.1.1 债券估值的一般原理	246

7.1.2	一些结论	253
7.1.3	运用到期收益率进行债券估值存在的问题	253
7.1.4	久期与凸性	257
7.2	关于债券的投资策略	262
7.2.1	被动型投资策略	263
7.2.2	主动型投资策略	264
7.3	债券估值在投资上的运用	265
7.4	利率免疫管理	265
7.5	债券投资组合管理策略	269
第8章	股票估值与投资管理策略	276
8.1	股票内在价值的确定	276
8.1.1	股票内在价值的确定方法	276
8.1.2	一些结论	288
8.2	资本资产定价模型	289
8.2.1	资本市场线与证券市场线	290
8.2.2	运用资本资产定价模型判断有价证券或金融资产的 市场价格是否处于均衡水平	297
8.2.3	套利定价理论和因素模型	297
8.3	股票投资分析	299
8.3.1	股票投资分析的基本内容	299
8.3.2	基本分析的主要内容	301
8.3.3	基本分析与市场效率	334
8.4	股票投资策略	334
8.4.1	积极投资策略与消极投资策略	334
8.4.2	股票投资技巧	335
第9章	项目投资策略	340
9.1	项目投资决策的原则和分析方法	340

9.2 项目投资风险的衡量和管理	353
9.3 项目投资分析中风险的定价	365
 第 10 章 实物期权在项目投资中的运用	370
10.1 实物期权	370
10.2 投资项目评估的净现值法	375
10.3 包含期权的投资项目的评估原则	376
10.4 扩张期权	380
10.5 弃置期权	385
 第 11 章 融资、股利决策与融资风险管理	389
11.1 融资决策分析	389
11.1.1 项目投资与主要的资本成本	389
11.1.2 资本的边际成本	394
11.1.3 融资决策	397
11.1.4 企业融资决策程序	409
11.2 股利政策	412
11.2.1 现金红利	412
11.2.2 股份回购	415
11.2.3 股票股利和股票拆细	416
11.2.4 股利分配决策	418
11.3 融资风险管理	420
 第 12 章 资产证券化	425
12.1 资产证券化的概念及运行	425
12.1.1 资产证券化的概念	425
12.1.2 资产证券化的一般参与者和基本运行程序	426
12.1.3 证券化资产的选择	429
12.2 资产证券化的主要工具	430

12.2.1	过手证券	431
12.2.2	抵押担保债务	451
12.2.3	抵押支持债券	457
12.2.4	过手证券的本息剥离	459
12.3	一些结论	463
第13章	公司重组决策	465
13.1	兼并收购决策	465
13.1.1	企业扩张与兼并收购	465
13.1.2	企业并购的动机与程序	467
13.1.3	兼并的实现方式和会计处理	471
13.1.4	兼并的效果分析	474
13.1.5	兼并的价值分析	479
13.1.6	公司投票制度与控制权之争	485
13.1.7	标购与公司抵御并购的策略	487
13.2	公司收缩与危机重整	494
13.2.1	剥离的动因	494
13.2.2	剥离的主要形式	495
13.3	私有化与杠杆赎买	496
13.4	杠杆重新资本化	496
	参考文献	498
	后记	501

第1章 现代投融资概述

现代投融资的研究对象是在现代高度发达的金融市场环境下,非政府部门(主要是企业)投资和融资的理论、工具与策略。本章主要界定投资和融资的基本概念,分析投融资与金融市场的关系,研究投融资的目标与决策原则,阐述投资和融资产生与发展的历史过程。

1.1 关于投资和融资

1.1.1 投资的界定

对于“投资”一词的理解,中西方学术界存在较大的差异,即使在国内的学者之间也有很大的不同。本书中对于投资的含义界定为:投资是一定经济体为了获取预期的效益而将现期的一定收入转化为资本。

该定义包含了以下几点内容。

1. 投资总是主体的经济行为

投资主体包括投资所有主体、投资决策主体、投资实施主体和投资存量经营主体。投资所有主体负责提供投资资源,或负责偿还负债,并享受资产收益;投资决策主体负责方案的具体确定;投资实施主体负责按已经确定的方案,组织投资的具体实施,将投资资源转化为资本;投资存量经营主体负责运用已经形成的资本。投资所有主体、投资决策主体和投资存量经营主体可能是同一自然人或法人,也有可能是相对分离的不同的自然人或法人。值得指出的是,在多元投资所有主体条件下,任何单个投资者的意志都不能始终支配整个投资过程,也无须承担全部投资风险。投资决策者、实施者和资产经营者服从投资主体共同意志的支配,却又不听命于任何单个投资所有主体,

这就给投资决策者、投资实施者和资产经营者提供了回旋余地和相对独立性。

2. 投资的目的是为了获取一定的效益

投资是投资主体的经济行为,而投资主体总是出于一定的目的才进行投资的。投资效益的内涵十分丰富:首先,投资效益可分为宏观经济效益和微观经济效益。宏观经济效益是从整个国民经济来考察的,微观经济效益是从单个项目来考察的。其次,投资效益可分为直接效益和最终效益。直接效益是投资初始成果,如获取对企业经营的控制权,占领市场等;最终效益则是投资的最终成果,如获取经营控制权,占领市场的最终目的可能是增加利润。再次,投资效益还可以分为财务效益和社会效益。财务效益可以用价值尺度计量,如利润、债息和股利等;社会效益则不一定能用价值尺度计量,而是用其他一些间接的定性尺度计量,如增加就业、改善环境和社会福利等。

3. 投资所能获取的效益是未来时期的预期效益,是不确定的

投资是资本的垫付活动,从垫付资本到获利需要一个较长的时期。如投资建设期是3年,那么3年后才能开始回收投资;如果投资盈利率是10%,那就是说再经过10年,才能全部收回投资。在这个比较长的过程中,由于政治、经济、自然、心理等众多因素的变化,投资预期收益不确定,投资者面临亏本甚至破产的可能性。可见,投资是具有风险性的。如果说,获得预期收益,使投资者具有内在的动力,那么,要承担一定的风险,又使投资者具有内在的约束。如果轻易可获得收益,而无任何风险,投资者就会有一种永无止境的投资扩张冲动;相反,如果风险是确定的,而无获利的可能性,投资者就会停止投资。可见,只有在风险和收益相匹配的条件下,投资行为才能得到有效调节。一般地,投资风险的大小和投资报酬的高低也是呈相同方向变化的。如果想获得较多的报酬,常常需要冒较大的风险。

4. 投资必须花费现期的一定收入

在投资以前必须有一定数量的资金。总的来看,投资资金有两种来源:一是投资者自己的收入;二是通过各种途径借入的资金。后者

最终是要以自己的收入来偿还的。所以,投资必须花费现期的一定收入。

由于投资需要花费现期的一定收入,企业投资数额的多少、投资目标的选择,必然受其收入水平和融资能力的制约。

投资需要花费一定的收入,但同时又具有创造收入的功能。在信用高度发达的社会,投资者还可以借本生利,以少量的垫支资金,利用信用杠杆效应,给自己带来较多的收益。对于整个社会而言,投资可以创造需求,启动和利用闲置资源,从而促进社会财富的增加;同时还可以创造供给能力,直接增加未来时期的社会财富。

5. 投资所形成的资本有多种形态

一般来说,投资所形成的资本可以分为实物资本(Real Asset)和金融资本(Financial Asset),相应地,投资可分为直接投资与间接投资。所谓实物资本指能带来收益的有形实物,如设备、房地产、黄金、古董等;金融资本指能带来收益的无形权证,如定期存单、股票、债券等。各类实物资本和金融资本都可以成为投资者投资的对象,但它们的安全性、获利性及流动性不尽相同。有的资产安全性高,易于转让,但收益不高;相反,有的资产收益率高,但安全性差,变现也比较困难。投资者要根据其对风险的承担能力及其对获利性和流动性的要求来选择投资对象,进行资产的合理组合。

1.1.2 融资的界定

融资就是融通资金,即通过各种方式、各种渠道筹措资金,并把不同来源的各种资金合成一体。更具体地说,融资是指融资主体根据资金余缺融通的客观需要,运用一定的融资形式、手段和工具,实现资金的筹集、转化、运用、增值和回偿等融资活动的总称。融资活动所产生的经济关系,在本质上是一种货币信用关系。所以,一般意义上的无偿性征集和筹集资金的活动及其资金的收支,不属于严格意义上的融资范畴。在融资过程中有五个重要环节,即资金的筹集、转化、运用、增值和回偿,它们依次相连,缺一不可,构成融资活动的系统性主体环节。

融资主要包括直接融资和间接融资。直接融资,即直接融通资金的形式,主要通过发行债券、股票等信用工具的方式,吸收社会剩余资金,当作资本,直接投入到特定的项目中去。采取直接融资的好处是:第一,可以把资金向效益高的方向引导。效益高的企业信誉高,它发行的债券或股票收益率高,对投资者的吸引力大。第二,促使企业提高资本使用效益。向社会直接融资,要有一定的成本(债券要按时归还本金和利息,股票要分红利),并且必须直接向投资者负责,这同利用国家投资不同,能促使企业转换经营机制,讲求资金效益。第三,可以把社会上一部分消费资金变为长期性生产建设资金。第四,拓宽社会公众投资的渠道,分散投资风险。而间接融资则是通过银行向社会吸收存款,再贷款给生产经营企业的资金融通方式,是以银行为中介所进行的信贷活动。银行贷款资金的主要来源是银行存款,我国银行吸收的存款,按性质可划分为单位存款和个人存款,此外还有外币存款。单位存款包括企业存款、财政存款和机关团体存款。具体来说,主要包括工业企业、商业企业、建筑企业、集体企业和个体劳动者在生产、经营的周转过程中暂时闲置资金的存款;中央金库和各级财政部门先收后支款项的存款;事业经费未用部分存款和个体经营者存款等。储蓄存款包括国内城乡居民的个人存款和华侨的个人存款,由各专业银行的储蓄所或分支机构、农业银行营业所和农村信用社及其他非银行金融机构(如邮政储蓄存款等)代理。

此外,随着金融业的发展,金融创新层出不穷,融资的手段日益多样化。融资租赁、票据融资、无形资产融资、资产证券化以及吸收战略投资者等都为融资增加了新的内容。

1.2 投融资的产生和发展

1.2.1 投资的产生和发展

投资是随着生产力和生产关系的发展而产生和不断发展的,先后经历了产业投资和证券投资与产业投资共存的两个阶段。