



新世纪高等学校教材

管理学基础课系列教材

成思危

编写指导委员会主任

主 编/茅 宁

副主编/汪 丽

公司理财

Corporate
Finance



北京师范大学出版社
BEIJING NORMAL UNIVERSITY PRESS

新世纪高等学校教材

管理学基础课系列教材

公 司 理 财

Corporate Finance

主 编 茅 宁

(南京大学商学院)

副主编 汪 丽



北京师范大学出版社
BEIJING NORMAL UNIVERSITY PRESS

图书在版编目(CIP)数据

公司理财/茅宁主编.

—北京:北京师范大学出版社, 2006

新世纪高等学校教材·管理学基础课系列教材

ISBN 978-7-303-08116-5

I. 公… II. 茅… III. 公司—财务管理—高等学校—
教材 IV. F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2006) 第 081671 号

新世纪高等学校教材·管理学基础课系列教材

公司理财

出版发行: 北京师范大学出版社 www.bnup.com.cn

北京新街口外大街 19 号

邮政编码: 100875

出版人: 赖德胜

印刷: 北京牛山世兴印刷厂

经销: 全国新华书店

开 本: 170 mm×230 mm

印 张: 24

字 数: 431 千字

版 次: 2006 年 9 月第 1 版

印 次: 2007 年 1 月第 2 次印刷

印 数: 1001~6000 册

定 价: 32.00 元

版权所有 侵权必究

本书编辑部: wkb@bnup.com.cn

编辑部电话: 010-58802695 58808079

市场营销部电话: 010-58808015

本书如有印装问题, 请向购买书店调换; 欢迎广大朋友赐稿!

策划编辑: 马洪立 责任编辑: 戴 轶 美术编辑: 李 强

责任校对: 李 菡 责任印制: 董本刚



北京师范大学出版社 高等学校文科
BEIJING NORMAL UNIVERSITY PRESS 教材事业部

地址:北京新街口外大街 19 号 邮编:100875

电话:010—58802695, 58802753 传真:010—58802695

网址: www.bnup.com.cn

电邮: wkb@bnup.com.cn

高等学校文科教材事业部工作人员填写:

来源:电话/传真/信函/电邮/巡展/活动/会议/其他_____

获表日期:_____年_____月_____日 签收人_____

处理时间_____ 用途:新建/更新 责任人_____

教师用免费教材样本申请表

请您在我社网站上所列的高校文科教材类图书中选择样书(每位教师每学期选 2 种),以清晰的字迹真实、完整填写下列栏目,并由所在院(系)的主要负责人签字或盖章。符合上述要求的表格将作为我社向您提供免费教材样本的依据。本表复制有效,可传真或邮寄,亦可发 e-mail。

姓名:_____ 主要授课专业:_____

学历:☐专科 ☐本科 ☐硕士 ☐博士 其他:_____ (海外经历可一并注明)

职称:☐助教 ☐讲师 ☐高级讲师 ☐副教授 ☐教授 ☐硕士生导师 ☐博士生导师 其他:_____

职务:☐教研室主任 ☐系副主任 ☐系主任 ☐副院长 ☐院长 ☐无职务 其他:_____

学校全称:_____ (若必要请注明所在校区)

学校地址:_____ 邮编:_____

所在院、系、教研室:_____

电话区号:_____ 办公电话:_____ 宅电:_____ 手机:_____ e-mail:_____ (必填项)

授课科目 1:_____ 学生人数_____ 所用教材是_____ 出版社出版的《_____》

教学层次:☐中职中专 ☐高职高专 ☐本科 ☐硕士 ☐博士 其他:_____

授课科目 2:_____ 学生人数_____ 所用教材是_____ 出版社出版的《_____》

教学层次:☐中职中专 ☐高职高专 ☐本科 ☐硕士 ☐博士 其他:_____

教材指定者:☐本人 其他:_____

需要的教材样本:

书名	作者	定价

您对本书《_____》的肯定性评价:

您认为本书有何缺点,具体应如何修改(可另附纸,您的意见被采纳后我们将酌付酬谢):

您近期高校文科教材方面有何写作计划:

您最重要的科研与教学成果:_____

院(系)负责人签章:_____ 联系电话:_____

感谢您对我社的信任,很荣幸接受您的意见和建议,祝您健康快乐!

新世纪高等学校教材 管理学基础课系列教材

编写指导委员会

主 任 成思危

副主任 席酉民 吴世农 李廉水

委 员 (以姓氏笔画为序)

王方华 上海交通大学安泰经济与管理学院院长 教授 博导

王重鸣 浙江大学管理学院常务副院长 教授 博导

尤建新 同济大学经济与管理学院院长 教授 博导

朱善利 北京大学光华管理学院副院长 教授 博导

吴世农 厦门大学副校长 教授 博导

李国津 天津大学管理学院 MBA 项目主任 教授 博导

李 垣 西安交通大学管理学院院长 教授 博导

李 翀 北京师范大学经济与工商管理学院院长 教授 博导

李廉水 南京信息工程大学校长 教授 博导

荆 新 中国人民大学商学院副院长 教授 博导

赵曙明 南京大学商学院院长 教授 博导

唐任伍 北京师范大学管理学院常务副院长 教授 博导

席酉民 西安交通大学副校长 教授 博导

徐康宁 东南大学经济管理学院院长 教授 博导

钱颖一 清华大学经济管理学院第一副院长 教授 博导

新世纪高等学校教材 管理学基础课系列教材

编写委员会

主 任 赵曙明 王重鸣

王方华 李 翀

副主任 黄 沛 茅 宁

委 员 (以姓氏笔画为序)

王方华 王重鸣 任荣明 李 翀 茅 宁

赵曙明 唐予华 徐志坚 黄 沛 程德俊

总

序

管理学科在百余年的发展过程中，为人类认识微观社会组织的经营与管理活动规律、创造繁荣文明作出了巨大贡献。在现代市场经济中，工商企业和非营利组织是资源利用与转换的载体，管理学科通过研究企业和非营利组织的单项功能性活动（如技术创新管理、市场营销、财务分析等）和综合性资源整合活动（如战略规划与实施、创业活动等）的规律，为人类在高效地使用科学技术、利用和转换有限资源方面提供了有力支持。

管理学科也缩短了从基础科学新发现到技术应用之间的距离。技术开发和创新是科学为人类创造福祉的必经之路，工商企业则是现代社会技术创新体系中最显著的主体角色。对工商企业的技术开发和创新活动规律进行研究能够极大地推动整个社会科技创新体系的建设，进而加快科学技术向现实生产力的转化进程。

中国管理学科起步较晚，在计划经济时代对微观组织的研究甚少，只是在我国确立社会主义市场经济体制改革目标，工商企业真正成为了我国国民经济体系中的基本活动单元，非营利组织作为“第三部门”在国民经济中的地位得到认可后，学术界才开始真正关注市场经济条件下企业管理活动规律的研究。

随着中国改革开放进程的日益深化，中国企业管理面临的实践问题对管理学术研究的本土化提出了迫切需求。目前，我国管理学科虽然取得了一定的学术积累，但在中国丰富的管理实践中所涌现出来的大量具有特色的实际问题尚未得到很好的解决。这些问题无法通过简单地应用国际上已有的管理理论来加以解决，必须将管理科学的一般规律与中国企业管理的具体实践紧密结合，依靠熟悉中国

企业经营管理实践、理解体制环境、深谙中华文化的中国学者，在运用规范的科学方法探索其背后特殊规律的基础上，提出创新解决方案。

与此同时，中国企业管理实践的成功经验也推动着管理学术研究的本土化。我国企业在二十余年的改革开放中遇到很多问题的同时，也积累了大量成功经验。这些与社会、文化等背景密切相关的、独具特色的管理经验需要中国的管理学者进行系统化的总结、归纳与升华，进而提炼出中国特色与普遍规律相结合的本土化管理理论。这些独特的理论不仅可以更好地指导中国企业管理实践，更重要的是，它还能够丰富全球管理知识理论体系，为全球管理思想创新作出有力贡献。

基于此，北京师范大学出版社组织北京大学、清华大学、南京大学、复旦大学、上海交通大学、中国人民大学、浙江大学、南开大学、北京师范大学、上海财经大学、厦门大学、武汉大学、华中科技大学、西安交通大学、天津大学等二十余所全国重点大学的管理学院和商学院的教授、博士生导师主编了本套教材——“新世纪高等学校教材·管理学基础课系列教材”。

本套教材借鉴了国外一流大学教学模式和教学过程中的优秀做法，分析中国的基本国情，考察中国宏观经济和微观经济组织面临的文化背景和风俗习惯，研究中国学生特有的逻辑思维方式，以本土化为出发点，力争在知识体系、案例选择、编写体例、语言组织等方面做到以下几点：

(1) 知识体系权威。本套教材内容既要涵括一个专业已经形成并为该专业多数专家认同的知识，又要阐述围绕这些知识的最新学术研究进展，同时还要凸显作者本人的学术观点。

(2) 案例选择本土化。尽量以本土化为原则选择教学案例，或从中国的管理视角去分析一些国外的经典案例。

(3) 编写体例规范。每一章开始有本章学习目标、本章结构图和引导案例，以便让读者在每一章伊始就知道该章的知识框架。每章中间还根据教学需要，穿插学科背景知识、学术争论、最新进展等，以增加可读性。每章结尾有本章精要、复习思考题、案例分析和推荐阅读书目，以便更好地理论联系实际。

(4) 语言组织生动。教材力争文笔生动、表达活泼，提高可读性。

成思危先生百忙之中审阅肯定了本套教材的编写大纲，并嘱咐在内容和体例方面力争创新，力求本土化。编写指导委员会各位成员对本套教材的体系、内容定位、编写要求等提出了很好的建议。在此，我代表编写委员会对他们表示诚挚的谢意！

我们殷切期望专家和读者在阅读和使用本套教材过程中提出建设性的意见与建议，以便再版和重印时日臻完善。

南京大学商学院院长、教授、博导 赵曙明博士

2006年8月28日于美国密苏里大学

前

言

创造财富是经济活动的永恒主题。进入 21 世纪，作为创造价值的最重要的经济主体——企业，不论其规模和范围的大小、所在何处，都无时无刻不面对着前所未有的激烈竞争，时刻为产业过剩的生产能力和惨烈的价格竞争而苦恼，但同时又每每为诱人的机遇怦然心动，为无法适应快速变化的需求而扼腕叹息。

公司理财就是一门研究企业如何创造财富的学问，其核心内涵在于“财”。从狭义的角度去理解，“财”是财务，公司理财就是财务管理，即公司组织财务活动的各项管理工作。从广义的角度去理解，“财”是财富（即价值），公司理财是公司运用自身掌握的财务资源追求财富增值的战略决策过程。

资金作为一种稀缺资源，对于公司而言就像血液对于人体一样重要，影响着公司的生存和发展。资金的运动贯穿于公司所有的经营活动，包括资金的需求预测、筹集、投放、分配和控制等过程。因此，从管理的角度看，公司理财就是研究稀缺资金如何在公司内部实现有效配置的问题。

值得指出的是，对于现代企业的经营管理者来说，其所使用的资本大都来自他人（债权人提供了债务资本，股东提供了权益资本），这使得公司理财具有鲜明的 OPM 特征（即 other people's money 的缩写）。因此，无论从哪个角度去理解，公司理财的基本目标应当是明确的，即如何

为出资人创造财富或价值。这样,就引出了公司理财的决策观,即公司理财的核心在于创造价值的财务决策。正如美国著名的公司理财专家达摩达兰教授所说,“一个企业所做的每一个决定都有其财务上的含义,而任何一个对企业财务状况产生影响的决定就是该企业的财务决策。因此,从广义上讲,一个企业所做的任何事情都属于公司理财的范畴。”因此,从战略的角度看,如何有效地管理公司财务资源,实现财务绩效与产品、市场、客户、竞争与战略的持续互动,是管理者实施公司战略、完成公司使命的一项基本任务。

融资决策和投资决策是公司的两大财务决策,其中融资决策是指公司应当选择什么样的方式为公司的投资与发展筹措资金,即资金的筹集问题(如何得到他人的钱);投资决策则是指公司应当把有限的资金投资于哪些机会,即资金的投放问题(如何用好他人的钱)。正确的融资决策和投资决策是公司创造价值的主要来源,而公司理财的其他活动(如财务分析与预测、营运资本管理、股利政策等)都是围绕着这两大财务决策展开的。

本书的主体思想和框架结构是根据对公司理财内涵的上述理解提出的,即以价值创造为主线,以两大财务决策为基础,通过对公司理财各项活动的分析与阐述,提出创造价值的方法及实现途径。全书共分为三个部分7章。第一部分为基础部分,由第1、2、3章组成。第二部分为财务决策部分,由第4、5章组成。第三部分为公司估值与应用部分,由第6、7章组成。各章的主要内容如下:

第1章为公司理财导论,主要介绍了公司财务决策所必需的基本概念、基本原则,包括:公司理财的内涵及功能,公司财务决策的主要内容与决策规则、公司理财的金融环境、公司理财的目标与实现问题,以及公司理财的金融学理论基础与发展趋势。

第2章为公司理财要素分析,分别对风险、估价、现金和效率4个影响公司财务决策的基本因素作了深入的阐述,包括:风险的本质、分类及其决策意义,风险的度量方法及正确对待风险的原则;估价的基本概念、计算公式及其在金融资产定价中的应用;现金流的内涵及其意义、现金流开源节流的主要途径;资本效率的内涵、效率与价值创造的关系等。

第3章为财务分析与规划,回顾了财务分析的基础知识,阐述了财务分析与评价的基本思路和方法,探讨了资金需求预测和实现可持续增长的问题,并介绍了增长管理的具体方法。

第4章为长期融资决策分析,介绍了普通股、优先股、公司债券、租赁等长期融资工具的特点,探讨了公司资本成本的概念、构成和估算方法,阐述了资本结构理论,分析了影响企业资本结构决策和融资方案选择的关键因素,提出了公

司选择目标资本结构以实现价值创造的具体思路。

第5章为长期投资决策分析，主要介绍了投资项目现金流估算的原则和方法；常用的项目投资评价方法的原理、优缺点及其应用问题；投资项目的价值创造驱动因素分析、投资项目的机会价值分析和投资价值的实现途径。

第6章是公司价值评估，主要阐述公司价值评估的对象、特点和基本原理，在此基础上，重点介绍了贴现现金流法、相对估价法和实物期权定价法，以及这些方法在公司并购决策中的应用。

第7章为价值创造与价值导向管理，在前6章讨论的基础上，对价值创造的度量、途径及其实现问题进行了全面的阐述，包括：经济增加值（EVA）等价值创造度量指标及其对管理的启示，公司实现价值创造的主要途径、驱动因素与实现思路，价值导向管理体系的构建与实施等。

1991年我在香港中文大学工商管理学院进修期间，开始对《公司理财》这门课程产生了浓厚的兴趣。十多年以来，我一直将《公司理财》课程作为自己在商学院的“主营业务”，先后给各个层次的学生（包括本科生、硕士生、MBA、EMBA和企业管理博士生）以及各类中高级管理培训班学员授过课。尽管自己也编过一本教材（《股份公司理财学》，南京大学出版社出版），但那已经是10年前的事了。我一直在用别人的书作为教材，放在书架上的各类公司理财教材和参考书不下数十种。那么，与现有的各类公司理财教材相比，本书的特色究竟体现在哪些方面呢？

我个人认为，一本教材的特色首先取决于其定位，即适用的对象。例如，我近年来使用频率较高的教材有两本，即罗斯（Ross）教授的《公司理财》和哈瓦维尼（Hawawini）教授的《高级经理财务管理：创造价值的过程》。前者非常适合硕士生和MBA课程的教学，而后者能充分满足EMBA课程和中高级管理人员培训的要求。本书的定位是满足非财务专业的经济管理类本科生、MBA和管理者对财务金融理论和方法的知识需求。根据这一定位，本书力求紧跟公司财务与金融的理论前沿，同时结合中国资本市场环境和商品市场环境的实际情况，在博采众长的基础上，从战略的高度出发，深入阐述公司财务的理论基础与应用方法。

本书的特色具体表现在以下3个方面：

第一，在逻辑主线上，以公司理财的“战略观”和“决策观”为基础，强调公司理财的决策功能，并将其纳入公司总体战略的框架，始终以创造价值这一公司基本目标为核心，突出价值导向管理的思想，强调资本有效和可持续增长这两个价值创造的必要条件，构建基于价值创造的公司财务管理体系。

第二,在体系设计上,着重从非财务人员的角度,结合企业的运作过程,介绍公司理财所关注的要素,将公司理财和企业的战略管理、预算控制和日常运营等不同层次的内容结合在一起。同时,密切结合中国的实际环境,阐述公司理财的功能演化和目标改进。特别是通过比较国内外资本市场环境和商品市场环境,突出中国资本市场发展滞后导致的资本约束和市场竞争加剧使企业进入微利时代这两个主题,强调了现金管理和资本效率的意义。

第三,在内容安排上,基于“重组基础,趋向前沿,反映现代,强调应用”的理念,本书将现代金融学的基本理论浓缩为一节,并介绍了行为金融学等相关领域的最新理论成果,以帮助学生掌握公司财务决策的实质及其环境。此外,本书每一章给出的引导案例和案例分析大都是源于中国企业的实际案例,增加了本书的实用性和可操作性。

根据本书的主体写作思想,汪丽老师协助我设计了相应的框架结构,并组织我所指导的硕士生潘小燕、薛业飞、张晓娟、刘文娟、黄央、朱嘉晨、凌世峰和刘露完成了各章的初稿。在初稿基础上,由本人进行修改并最终定稿。

我们在本书的引导案例和案例分析等栏目中引用了一些国内外优秀的论文和案例,在本书的编写过程中,我们力尽所能地与作者进行了联系,一些未能取得联系的作者,请见书后速与我们联系,以便我们支付相应的报酬。对这些优秀的专家和学者,我们再次表示诚挚的谢意!

最后,衷心感谢北京师范大学出版社有关领导的肯定,感谢责任编辑戴轶女士在本书的编辑过程中所付出的细致劳动,他们的支持和帮助使得本书能够顺利出版。

茅宁

2006年8月

目

录

第 1 章 公司理财导论 (1)

【本章结构图】 (1)

【本章学习目标】 (1)

【引导案例】 财务经理的烦恼 (1)

1.1 公司理财的相关概念 (3)

1.1.1 公司的主要财务活动 (3)

1.1.2 公司理财的功能 (6)

1.1.3 公司理财与价值创造 (9)

1.2 公司理财的金融环境 (14)

1.2.1 金融市场概述 (14)

1.2.2 中国资本市场的发展及其基本特征 ... (17)

1.2.3 资本市场与公司财务决策 (20)

1.3 公司财务决策及决策规则 (22)

1.3.1 融资决策及决策规则 (23)

1.3.2 投资决策及决策规则 (25)

1.3.3 财务决策的协调性 (26)

1.4 公司理财的目标 (29)

1.4.1 利润最大化目标分析 (29)

1.4.2 价值最大化目标概述 (33)

1.4.3 价值最大化目标的实现 (39)

1.5 公司理财的金融学理论基础 (43)

1.5.1	金融经济学概述·····	(43)
1.5.2	金融经济学的基本假设及其缺陷·····	(47)
1.5.3	行为金融学及其在公司理财中的 应用·····	(50)
【本章精要】	·····	(56)
【复习思考题】	·····	(57)
【案例分析】	·····	(57)

第2章 公司理财要素分析····· (60)

【本章结构图】	·····	(60)
【本章学习目标】	·····	(60)
【引导案例】圣经故事的现实演绎	·····	(60)
2.1	风险·····	(62)
2.1.1	风险的内涵与分类·····	(62)
2.1.2	风险的测量·····	(67)
2.1.3	风险管理的基本原则：风险与收益的 权衡·····	(73)
2.2	估价·····	(76)
2.2.1	现值及其计算·····	(76)
2.2.2	金融资产的估价·····	(81)
2.2.3	投资项目的估价·····	(84)
2.3	现金·····	(86)
2.3.1	现金的相关概念·····	(86)
2.3.2	营运效率与现金流的开源·····	(89)
2.3.3	投资增长与现金流的节流·····	(92)
2.4	效率·····	(95)
2.4.1	效率的内涵·····	(95)
2.4.2	效率与公司价值创造·····	(98)
【本章精要】	·····	(102)
【复习思考题】	·····	(103)
【案例分析】	·····	(103)

第3章 财务分析与规划 (105)**【本章结构图】 (105)****【本章学习目标】 (105)****【引导案例】 德隆神话的破灭 (105)**

3.1 财务分析基础 (107)

3.1.1 财务报表概述 (107)

3.1.2 关于财务报表的评述 (113)

3.1.3 基本财务报表的补充 (116)

3.1.4 财务比率 (119)

3.2 财务业绩分析与评价 (127)

3.2.1 财务分析概述 (127)

3.2.2 经营绩效分析 (131)

3.2.3 财务流动性与营运效率分析 (135)

3.3 财务预测与增长管理 (139)

3.3.1 财务预测 (139)

3.3.2 资金供给与可持续增长 (142)

3.3.3 增长管理 (145)

【本章精要】 (149)**【复习思考题】 (150)****【案例分析】 (150)****第4章 长期融资决策分析 (152)****【本章结构图】 (152)****【本章学习目标】 (152)****【引导案例】 杜邦公司的资本结构调整决策 (152)**

4.1 主要长期融资工具 (153)

4.1.1 债务融资 (154)

4.1.2 权益融资 (161)

4.1.3 租赁融资 (168)

4.1.4 项目融资 (173)

4.2 资本成本估算	(180)
4.2.1 资本成本概述	(180)
4.2.2 单项资本成本估算	(183)
4.2.3 公司资本成本和项目资本成本	(187)
4.3 资本结构理论	(192)
4.3.1 资本结构之谜概述	(192)
4.3.2 传统视角下的资本结构理论	(196)
4.3.3 资本结构的权衡理论	(204)
4.4 资本结构决策	(208)
4.4.1 目标资本结构的确定	(208)
4.4.2 资本结构的调整	(212)
4.4.3 融资方案的选择	(214)
【本章精要】	(218)
【复习思考题】	(219)
【案例分析】	(219)

第5章 长期投资决策分析

【本章结构图】	(222)
【本章学习目标】	(222)
【引导案例】万向集团的投资决策	(222)
5.1 投资项目现金流的识别与估算	(224)
5.1.1 投资项目概述	(224)
5.1.2 项目现金流的识别	(227)
5.1.3 项目现金流的估算	(230)
5.2 项目投资评价方法	(234)
5.2.1 净现值评价法	(234)
5.2.2 内部收益率评价法	(242)
5.2.3 其他传统项目评价方法	(246)
5.3 资本投资决策与公司价值创造	(252)
5.3.1 投资项目价值创造驱动因素分析	(252)
5.3.2 投资项目的机会价值分析	(255)
5.3.3 投资项目的战略价值分析	(260)

5.3.4 投资项目价值创造的实现	(263)
【本章精要】	(266)
【复习思考题】	(267)
【案例分析】	(267)

第6章 公司价值评估 (269)

【本章结构图】	(269)
【本章学习目标】	(269)
【引导案例】 万向和潍柴争购湘火炬	(269)
6.1 公司价值评估概述	(271)
6.1.1 公司价值评估的对象及特点	(271)
6.1.2 公司价值评估的主要方法概述	(274)
6.2 公司价值评估的贴现现金流法	(277)
6.2.1 公司估值中的现金流估算	(277)
6.2.2 权益价值的贴现现金流估价方法	(281)
6.2.3 公司自由现金流价值估计	(285)
6.3 公司价值评估的相对估价法	(288)
6.3.1 相对估价法概述	(288)
6.3.2 相对估价法在公司估值中的应用	(290)
6.4 公司价值评估的实物期权定价法	(294)
6.4.1 实物期权的价值及其决策意义	(294)
6.4.2 实物期权定价法概述	(297)
6.4.3 实物期权定价法在公司价值评估中的 应用	(301)
6.5 公司并购评价：公司价值评估方法的 应用	(308)
6.5.1 公司并购概述	(308)
6.5.2 公司并购与价值创造	(310)
6.5.3 公司并购中的价值评估	(315)
【本章精要】	(320)
【复习思考题】	(320)
【案例分析】	(321)