



普通高等教育“十五”国家级规划教材

公司财务学

(第三版)

齐寅峰 / 著

Corporate Finance



经济科学出版社



普通高等教育“十五”国家级规划教材
研 究 生 和 MBA 教 材

公 司 财 务 学

(第 三 版)

齐寅峰 著

经济科学出版社

责任编辑：纪晓津
责任校对：王肖楠
版式设计：代小卫
技术编辑：董永亭

公司财务学（第三版）

齐寅峰 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100036

总编室电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：www.esp.com.cn

电子邮件：esp@esp.com.cn

天津新华印刷一厂印刷装订

787×1092 16 开 37 印张 920000 字

2002 年 8 月第三版 2002 年 8 月第一次印刷

印数：0001—6000 册

ISBN 7-5058-3128-3/F·2494 定价：52.00 元

（图书出现印装问题，本社负责调换）

（版权所有 翻印必究）

目 录

第一篇 引 言

第一章 什么是公司财务学	(3)
第一节 公司财务学的历史与现状	(3)
第二节 财务管理和财务经理的作用与地位	(7)
习题	(12)
第二章 企业	(13)
第一节 国民经济成分与企业所有制	(13)
第二节 企业的目标	(18)
第三节 委托代理问题	(21)
第四节 公司治理	(24)
第五节 企业理财环境	(25)
习题	(28)
第三章 金融市场导论	(29)
第一节 金融市场简介	(29)
第二节 我国金融市场的发展状况	(33)
第三节 利率的决定	(37)
习题	(41)
第四章 税制	(42)
第一节 为什么税制对企业财务学是重要的	(42)
第二节 税收的分类	(43)
习题	(47)

第二篇 现金流与财务分析

第五章 基础财务报表与财务分析	(51)
第一节 资产负债表	(51)
第二节 损益表与保留盈余表	(55)
第三节 财务分析	(57)
习题	(63)
第六章 现金流	(65)
第一节 现金在企业内是如何运动的	(65)
第二节 现金流分类	(67)
第三节 现金流量表的编制及分析	(70)
习题	(77)

第三篇 现 值

第七章 现值的概念和累计折现方法	(83)
第一节 现值的概念	(83)
第二节 长期资产的现值	(86)
第三节 利率的计算	(92)
习题	(96)
第八章 债券和股票的现值	(97)
第一节 债券的现值	(97)
第二节 股票的现值	(102)
第三节 企业的价值	(111)
习题	(114)

第四篇 投资决策

第九章 净现值准则下的投资决策	(119)
第一节 净现值准则	(119)
第二节 案例：3IV 公司的新型电子游戏机项目	(124)
第三节 投资决策分析	(128)
习题	(133)

第十章 其他投资决策准则	(137)
第一节 回收期准则	(137)
第二节 平均账面回报率准则	(139)
第三节 内部回报率准则	(141)
第四节 获利性指数准则	(146)
习题	(147)
第十一章 若干实际投资决策	(151)
第一节 可选择项目	(151)
第二节 资本数额受限制的投资项目选择	(153)
第三节 决策树	(158)
第四节 为什么 NPV 可能大于 0	(161)
习题	(163)

第五篇 资本市场：风险与回报

第十二章 回报率与风险的关系	(169)
第一节 回报率的概念	(169)
第二节 风险的概念	(175)
第三节 资本资产定价模型	(183)
第四节 资本资产定价模型的功能和验证	(189)
第五节 套利定价理论	(192)
习题	(195)
第十三章 投资组合理论与资本市场理论	(198)
第一节 无风险投资	(198)
第二节 投资组合理论	(201)
第三节 资本市场直线	(210)
第四节 资本市场的有效性假设	(216)
习题	(220)
* 第十四章 关于风险概念的进一步讨论	(223)
第一节 风险定义的问题	(223)
第二节 投资者的风险偏好问题	(227)
第三节 系统风险和 β 的再认识	(229)
习题	(232)

第六篇 资本结构与资本成本

第十五章	资本成本	(235)
第一节	资本成分及资本成本的概念	(235)
第二节	资本成分的成本	(237)
第三节	边际资本成本	(243)
第四节	资本成本中的若干其他问题	(246)
习题		(249)
第十六章	资本结构与财务杠杆	(253)
第一节	MM 的资本结构理论	(253)
第二节	个人所得税和财务危机条件下的资本结构理论	(259)
第三节	信息不对称理论	(266)
第四节	财务杠杆	(270)
第五节	目标资本结构的设定：案例	(276)
习题		(283)
第十七章	投资决策和筹资决策的相互作用	(286)
第一节	调整的净现值准则	(286)
第二节	调整的折现率方法	(288)
第三节	资本成本公式	(291)
第四节	安全现金流的折现率	(294)
习题		(297)

第七篇 筹资决策

第十八章	股利政策	(303)
第一节	红利对公司价值的影响	(303)
第二节	股利的发放	(307)
第三节	不同的股利政策	(310)
第四节	股票回购	(317)
习题		(319)
第十九章	股票发行	(322)
第一节	普通股和优先股	(322)
第二节	普通股的发行价格	(326)
第三节	股票的发行	(331)
习题		(334)

第二十章 长期负债	(336)
第一节 长期负债的种类	(336)
第二节 债券的发行与偿还	(340)
第三节 换债	(343)
习题	(346)
第二十一章 租赁	(348)
第一节 租赁的种类与特点	(348)
第二节 租赁决策	(351)
习题	(355)

第八篇 期权及其在财务决策中的应用

第二十二章 期权	(359)
第一节 期权的概念	(359)
第二节 期权在执行日的价值与期权转换	(363)
第三节 期权的价值：定性分析	(366)
第四节 期权的价值：布莱克—绍勒斯模型	(371)
第五节 期权的价值：二项式方法	(377)
习题	(385)
第二十三章 期权在财务决策中的应用	(387)
第一节 投资决策中的期权	(387)
第二节 期权在风险管理中的应用	(394)
第三节 认购证	(397)
第四节 可转换债券	(400)
第五节 公司为何要发行认购证和可转换债券	(403)
习题	(405)

第九篇 财务计划与运营资本管理

第二十四章 财务战略与财务计划	(411)
第一节 财务战略	(411)
第二节 长期财务计划	(415)
第三节 短期财务计划	(423)
习题	(429)
第二十五章 运营资本管理	(433)
第一节 运营资本的定义和作用	(433)

第二节 现金管理	(437)
第三节 应收账款管理	(441)
第四节 存货管理	(446)
第五节 短期负债管理	(453)
习题	(458)

第十篇 专题研究

第二十六章 企业购并	(463)
第一节 企业购并的概念与购并风潮	(463)
第二节 企业购并的类型、动因和程序	(466)
第三节 企业购并分析和决策	(469)
习题	(472)
第二十七章 企业失败、重整和清算	(474)
第一节 企业失败及其预测	(474)
第二节 企业财务重整	(476)
第三节 企业清算	(479)
习题	(484)
第二十八章 控股公司	(485)
第一节 控股公司的概念和特征	(485)
第二节 控股公司的风险与回报率	(488)
习题	(495)
第二十九章 企业价值评估与 EVA 业绩评价	(496)
第一节 企业价值评估	(496)
第二节 EVA 业绩评价	(501)
习题	(508)
附录 I 如何使用 Internet 查询财务资讯	(509)
附录 II 数学用表	(514)
附录 III 习题参考答案	(526)
附录 IV 参考文献	(570)

第一篇

引言

本篇是全书的引言，包括对公司财务学的发展及主要理论的扼要介绍，对财务管理在现代企业发展中的重要性的阐述，对企业财务管理目标及企业财务管理中所面临的法规和市场环境的论述。

本篇的内容为公司财务学构建了初步理论框架，对从整体上深入理解公司财务学各部分内容大有裨益。同时，不论是理论自身的发展还是理论的应用，都是建立在一定的社会经济环境背景下的。现代财务理论创立于西方国家，有其自身赖以建立和发展的环境。因此，深入了解和分析我国社会经济环境，对以现代西方财务理论指导我国的财务实践活动，并进一步丰富现代财务理论有着极其重要的意义。

本篇由四章构成。第一章介绍公司财务学发展及其财务管理的重要性。第二章介绍企业组织形式、企业目标和企业中的委托代理问题及企业理财环境。第三章介绍金融市场及其利率决定。第四章简单介绍了与我国企业有关的税制。

第一章 什么是公司财务学

本章由两节组成。在本章中，我们首先对公司财务学的发展与现状做了扼要介绍，提出了财务学中六个最重要的概念。然后论述了财务管理的内容、作用和地位，指出了财务经理的工作是一项极富挑战性的工作。

第一节 公司财务学的历史与现状

一、财务学的三大分支

财务/金融学（Finance）是研究资金流动和运作规律的科学。目前国内对 Finance 一词的译法不统一，本书采用一种包容性的办法，正式地译为财务/金融学，非正式地混用财务学、金融学，其含义无任何实质差别。财务学起源于西方国家，是以发达的资本市场为基础的。我国长期以来实行计划经济，就使得当代意义下的财务学缺乏生长的土壤，改革开放以后才又逐步传入我国。我们认为财务学的基本理论和方法是统一的，是符合任何市场经济的现实的。随着我国经济体制改革、金融体制改革和企业改革的深入，随着我国资本市场的逐步建立和完善，我国在这一领域正逐渐与国际接轨。

财务有三个核心的领域：

（1）宏观财务学（Macro-Finance），主要研究国家和区域乃至全球范围内的资金流动和运作规律，包括货币学、财政金融学、金融市场学等。其中金融市场学是最重要的组成部分之一。

（2）投资学（Investment），主要研究证券及其投资组合（Portfolio）投资决策、分析与评价。一般而论，投资可以划分为实产投资（直接投资）和证券投资（间接投资），但当前实产投资多归入公司财务学中研究，本书中所说的投资学，多指证券投资学。

（3）公司财务学（Corporate Finance），又称企业财务学（Business Finance）或管理财务学（Managerial Finance），也有称企业财务管理或公司理财的，主要研究与企业的投资、筹资等财务决策有关的理论与方法及日常管理，包括战略、计划、分析与控制等。

当代的财务/金融学是一个很大的家族，除了上述列举的三个主要范围以外，还包括许多学科，如货币银行学（Money and Banking），国际金融学（International Finance），保险学（Insurance）和个人理财学（Personal Finance）等等。

二、公司财务学的发展

在 20 世纪初以前, 公司财务学一直被认为是微观经济理论的应用学科, 是经济学的一个分支。直到 1897 年托马斯·格林纳 (Thomas L. Greene) 出版了《公司财务》一书后, 公司财务学才逐渐从微观经济学中分离出来, 成为一门独立的学科。它的发展大致经历了如下几个阶段。

(一) 初创期 (20 世纪初至 30 年代以前)

这一时期, 西方发达的工业化国家先后进入垄断阶段, 随着经济和科学技术的发展, 新行业大量涌现, 企业需要筹集更多的资金来扩大规模, 拓展经营领域。因此, 这一阶段公司财务学的注意力集中在如何利用普通股、债券和其他有价证券来筹集资金, 主要研究财务制度和立法原则等问题。

(二) 调整期 (20 世纪 30 年代)

20 世纪 20 年代末开始的经济危机造成大量企业倒闭, 股价暴跌, 企业生产不景气, 资产变现能力差, 因而公司财务学的重点转向如何维持企业的生存上, 如企业资产的保值、变现能力、破产、清算以及合并与重组等。这一时期, 国家加强了对微观经济活动的干预, 如美国政府分别于 1933 年和 1934 年颁布了《证券法》和《证券交易法》, 要求企业公布财务信息。这对公司财务学的发展起了巨大的推动作用。

以上两个阶段, 公司财务学研究的共同特点是描述性的, 即侧重于对企业现状的归纳和解释, 同时从企业的外部利益者 (如债权人) 的角度来研究财务问题, 注重对有关财务法规的研究。

(三) 过渡期 (20 世纪 40 年代到 50 年代)

这一阶段, 公司财务学的研究方法逐渐由描述性转向分析性, 从企业内部决策的角度, 围绕企业利润、股票价值最大化来研究财务问题, 并把一些数学模型引入企业财务管理中。同时, 随着投资项目选择方法的出现, 开始注意资本的合理利用。另外, 这一阶段的研究领域也扩展到现金和存货管理、资本结构和股息策略等问题。

(四) 成熟期 (20 世纪 50 年代后期至 70 年代)

这一时期是西方经济发展的黄金时期, 随着第三次科技革命的兴起和发展, 财务管理中应用了电子计算机等先进的方法和手段, 财务分析方法向精确化发展, 开始了对风险和回报率的关系和资本结构等重大问题的研究, 取得了一系列重要成果; 研究方法也从定性向定量转化。如这一阶段出现了“投资组合理论”、“资本市场理论”、“资本资产定价模型”及“期权价格模型”等。

1990 年 10 月 16 日, 瑞典皇家科学院决定将该年度诺贝尔经济学奖授予 3 名美国财务学家马考维茨 (H.M. Markowitz)、夏普 (W.F. Sharpe) 和米勒 (M. Miller), 以“表彰他们将现代应用经济理论用于公司和金融市场研究及在建立金融市场和股票价格理论方面所做的开拓

性工作”。随后不久，美国哈佛大学教授默顿（R.C.Merton）和斯坦福大学教授绍勒斯（M.S.Scholes）因创立如何估价股票期权交易和其他金融衍生工具的复杂理论，在金融经济学开创了新的研究领域，获得 1997 年诺贝尔经济学奖。罗斯（S.Ross）由于在对称信息理论的贡献而获 2001 年诺贝尔经济学奖。以上几名财务学家对财务学所做出的杰出贡献，大致是在 20 世纪 50 年代后期至 70 年代这一时期完成的。

（五）深化期（20 世纪 80 年代至今）

这一阶段财务学的中心课题如下：

- （1）通货膨胀及其对利率的影响。
- （2）政府对金融机构放松控制以及由专业金融机构向多元化金融服务公司转化问题。
- （3）电子通讯技术在信息传输中和电子计算机在财务决策中的大量应用。
- （4）资本市场上新的筹资工具的出现，如衍生性金融工具和垃圾债券等等。
- （5）开放资本市场与防范金融风险。

由于以上条件的变化已对财务决策产生了巨大影响，加剧了公司所面临的不确定性，市场需求、产品价格以及成本的预测变得更加困难，这些不确定性的存在使公司财务学的理论和实践都发生了显著变化。

总之，公司财务学已从描述性转向严格的分析和实证研究；从单纯的筹资发展到财务决策的一整套理论和方法，已形成独立、完整的学科体系。今天，财务人员的作用已与 20 年前大不相同。可以预言，公司财务学必将不断深入发展，其内容日趋复杂，范围逐渐扩大，手段和方法更加科学。

三、最重要的财务学概念

在本部分，我们列举出现在已知的七个最重要的财务学概念，它们都是财务学已取得的重要成果。把握住这些概念，就抓住了现代财务学的纲领。当然，在阅读完本书以前，读者可能不能完全理解这些问题，但带着这些问题去学习和思考，将使你心中更有数。

（一）净现值

当你想知道某项资产（或投资项目）未来现金流的价值时，你可以参考资本市场上相应证券的价格。如果你能够以比资本市场上低的价格购买某种资产，就已经赚了钱。

这就是净现值（Net Present Value，简称 NPV）的观念。当你计算某投资项目的净现值时，实质上是在问项目的价值是否比其成本更值钱。净现值就是给公司增加的价值。净现值的计算，是采用累计折现的方法，折现率就是资本的机会成本。之所以如此，是因为如果这些现金流单独在资本市场上交易的价值，正是资本市场上风险等价的现金流的价值。

投资者不管其财富的多少，也不论其对风险的态度如何，他们对其财富现值的观念是完全一致的，都是使其现值最大化。

（二）资本资产定价模型

资本资产定价模型揭示了风险投资要求的回报率和系统风险之间极其简单的数量关系。所

谓系统风险是指不能通过多样化消除的风险，其大小可以用 β 表示。与此相对应的是特殊风险，指可以通过多样化消除的风险。投资者关心的是系统风险，而不是特殊风险。

资本资产定价模型的成立是有条件的。或许将来会产生比这更精确的理论，但它的简明和有效率为财务理论和公司管理带来的思维方法的贡献是永存的。

（三）有效的资本市场

有效的资本市场（Efficient Capital Markets）理论认为证券的价格瞬时地反映了一切可以利用的信息。这是西方资本市场的一个重要理论。有效的资本市场理论不是说不存在税收和交易成本，也不是说投资者无聪愚之分，而是说，由于资本市场的高度竞争，不存在“造钱机器”，而且证券的价格真实反映了所代表的资产的价值。

（四）价值的可加性

价值的可加性（Value Additivity）或称价值的保守定律，是指整体的价值等于各部分的价值之和（当然假定不存在协同效应）。这是目前财务学的又一根本法则。根据这一法则和净现值的概念，为多样化而进行的企业兼并并不增加新的价值，而投资项目的净现值就是该项目给股东增加的净价值。

（五）期权理论

期权（Options）是在未来时刻以现在约定的价格买或卖某种资产的权利。与期货不同，它不是义务，而是一种选择权。期权是有价值的。财务经理应该知道期权的价格是如何确定的。在一定的条件，已经确立了期权定价模型，涉及较深刻的数学工具。

公司财务管理中有许多期权，比已有的期权定价模式要复杂得多。这是财务学最热门的研究领域之一。

（六）代理理论

现代公司有几方面的参与者：股东、债权人、经营者、雇员等。在以往的研究中，经济学家曾假定这几种参与者以共同利益为其行为准则。但近年来的理论研究和实践证明，其中存在委托代理关系，如股东与经营者之间，企业与债权人之间存在利益冲突和矛盾。研究这些冲突以及如何解决这些矛盾的理论统称为代理理论。

（七）资本结构理论

在不存在税收的完美市场条件下，公司的价值只依赖于其产出的 EBIT，即息税前收益，而与其负债比例的大小即资本结构无关。这是莫迪里亚尼（Modigliani）和米勒（Miller）著名命题的基本思想。

当然，MM 命题并没有完全回答资本结构问题。现实中存在所得税和市场不完美。但 MM 的思想告诉了人们资本结构在哪里起作用。后来这种分析方法得到推广，形成了最优资本结构理论。

以上是财务学/金融学已解决的几个最重要问题。另一方面，还存在许多至今未能解释的问题，仍需进一步研究与探讨。

第二节 财务管理和财务经理的作用与地位

一、财务管理的主要内容

财务管理是企业管理最重要的组成部分之一，是有关资金的获得和有效使用的管理，而资金是企业的“血液”。从某种意义上讲，企业就是一个资金运动的组织。例如，某制造业企业通过发行股票或债券筹集到一笔资金，然后用它购买机器设备，购建厂房，招募员工，购买原材料，进行生产经营活动。每一项都需要企业付出资金，还要支付各种费用和税款。企业销售出产品，收回资金。企业还要按约定偿付负债的利息和本金。如此周而复始地循环下去，构成企业的资金流转循环。由以上论述我们可以看出，企业财务管理的主要内容包括筹资决策、投资决策等财务决策以及长期、短期财务计划的制定、执行、评价和控制等日常管理工作。

（一）投资决策

投资是最基本的财务决策。资本的运用过程就是投资过程。公司的投资范围很广，既包括购建固定资产等内部投资活动，又有购买有价证券、与其他企业联营等外部投资活动。

企业的投资决策按不同标准可分为以下几种类型：

（1）直接投资和间接投资。

直接投资是指把资金直接投放于生产经营性资产。例如，购置设备、兴建工厂、开办商店等。间接投资又称证券投资，是指把资金投放于金融性资产，以获取股利或利息收入的投资，如购买政府公债、企业债券和股票等。这两种投资活动所使用的一般性概念虽然相同，但决策的具体方法却大不一样。直接投资一般有一个或几个备选方案，通过对这些方案的分析和评价，从中选择一个最优或满意化的行动方案。证券投资只能通过证券分析与评价，从证券市场中选择企业需要的股票与债券，并组成投资组合。作为行动方案的投资组合，不是事先创造的，而是通过证券分析和评价得出的。

（2）长期投资和短期投资。

短期投资主要是指用于现金、短期有价证券、应收账款和存货等流动资产上的资金投放。短期投资流动性强，对于提高公司的变现能力和偿债能力很有好处，但短期投资赢利能力较差。把资金过多地投于现金等流动资产，会导致资金闲置，降低资金使用效率。长期资金是指用于固定资产和长期有价证券等资产上的投资，其中主要指固定资产投资，又称为资本性投资。由于固定资产投资未来收益具有不确定性，并且变现能力差，因而具有一定的风险。长期投资和短期投资的决策方法也有区别。由于长期投资涉及的时间期限长（通常大于1年），风险大，决策分析时更重视期望的回报和投资风险的计量。

在本书下文中，如无特别说明，企业投资决策均指直接投资。

（二）筹资决策

要建立一个企业，必须筹集若干资金，作为最初的资本。这不仅是各国法律条文所要求

的，而且是企业运营所必需的。在现代社会经济中，要想使一个企业运转起来，必须有足够的资金。即使在已成立的企业中，也会不断扩大生产规模，更新生产设备，采用先进技术，提高产品质量，因而需要投入更多资金和资源。因此，筹集企业生存和发展所需的资金是企业财务管理的重要内容。

筹资又称融资，也有些人称为集资。筹资决策要解决的问题是如何取得企业所需要的资金，包括在什么时候、以什么代价、向谁、融通多少资金等问题。企业发行股票、债券，取得借款、赊购，租赁等都属于筹资决策。

资金按不同标准可分为以下几类：

(1) 权益性资金和债务性资金。

权益性资金是指企业股东投入的资金，它无须归还，没有固定的利息负担，但其筹资成本高。债务性资金是债权人提供的资金，它要求按期偿还本金，并支付一定的利息，但其筹资成本较低。所谓资本结构，主要是指权益资本与债务资本的比例关系。一般来说，完全利用权益性资金是不明智的，不能得到负债经营的好处；而负债比例过大，则会加大企业风险，企业随时有可能陷入财务危机。因此，筹资决策的一个重要问题就是确定各种资金在总资金中的比重，即确定最佳资本结构，以使公司价值最大化。

(2) 长期资金和短期资金。

长期资金是指企业可以长期使用的资金，包括权益性资金和长期借款。习惯上把1年以上、5年以内的借款称为中期资金，而把5年以上的资金称为长期资金。短期资金是指1年以内就要归还的资金。一般来说，短期资金主要是为了解决生产经营临时的资金需要。

(三) 股利分配决策

股利分配决策是指在公司赚取的利润中，有多少作为股利发放给股东，有多少留在公司作为再投资用。从公司角度看，从外部筹措资金要花费很多时间，费用也较高；从内部筹措资金，即将利润留作保留盈余 (retained earnings)，不必花费筹资费用，企业随时可以动用，因而具有一定优势。但过低的股利支付率可能引起投资者的不满，从而引起股价下跌；同样，过高的股利支付率将影响企业再投资能力，甚至失去投资机会，引起未来收益减少，导致股价下跌。因此，企业必须制定适当的股利政策。

股利政策的制定受多种因素的影响，包括税法对股利和出售股票收益的不同处理、公司未来投资机会、各种资金来源及其成本，以及股东对当期收入和未来收入的相对偏好等，公司必须根据自己的具体情况确定最佳的股利政策。常用的股利政策有剩余股利政策、固定股利政策、固定股利支付率政策以及低正常股利加额外股利政策等。

股利政策实际是筹资决策的一个组成部分，但由于其重要性，单独提出来作为财务学的一项研究内容。

(四) 财务战略预测与计划

财务战略是企业总战略的一部分，又独具特色，主要涉及战略性的财务收支。

预测是根据过去的有关资料，采用特定的计量和分析方法，对目前尚未发生的事件进行推断，其目的是为了给企业管理者制定财务决策和计划提供科学依据。而财务计划是指预先拟定有关资金筹集和使用的方法和步骤，它是一个过程。这个过程分为利润规划和预算编制两部