



21世纪经济与管理规划教材

金融学系列

2nd edition

# 公司金融 (第二版)

Corporate  
Finance

朱叶 编著



北京大学出版社  
PEKING UNIVERSITY PRESS

博雅

博雅

# 公司金融 (第二版)

Corporate  
Finance

朱叶 编著



北京大学出版社  
PEKING UNIVERSITY PRESS

## 图书在版编目(CIP)数据

公司金融/朱叶编著.—2版.—北京:北京大学出版社,2013.2

(21世纪经济与管理规划教材·金融学系列)

ISBN 978-7-301-22051-1

I. ①公… II. ①朱… III. ①公司-金融学-高等学校-教材 IV. ①F276.6

中国版本图书馆CIP数据核字(2013)第019442号

书 名: 公司金融(第二版)

著作责任者: 朱 叶 编著

责任编辑: 赵学秀

标准书号: ISBN 978-7-301-22051-1/F·3515

出版发行: 北京大学出版社

地 址: 北京市海淀区成府路205号 100871

网 址: <http://www.pup.cn>

电子信箱: [em@pup.cn](mailto:em@pup.cn) QQ:552063295

新浪微博: @北京大学出版社 @北京大学出版社经管图书

电 话: 邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62752926 出版部 62754962

印 刷 者: 北京鑫海金澳胶印有限公司

经 销 者: 新华书店

787毫米×1092毫米 16开本 27.25印张 630千字

2009年1月第1版

2013年2月第2版 2013年2月第1次印刷

印 数: 0001—4000册

定 价: 49.00元

---

未经许可,不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有,侵权必究

举报电话:010-62752024 电子信箱: [fd@pup.pku.edu.cn](mailto:fd@pup.pku.edu.cn)

# 丛书出版前言

作为一家综合性的大学出版社,北京大学出版社始终坚持为教学科研服务,为人才培养服务。呈现在您面前的这套《21世纪经济与管理规划教材》是由我国经济与管理领域颇具影响力和潜力的专家学者编写而成,力求结合中国实际,反映当前学科发展的前沿水平。

《21世纪经济与管理规划教材》面向各高等院校经济与管理专业的本科生,不仅涵盖了经济与管理类传统课程的教材,还包括根据学科发展不断开发的新兴课程教材;在注重系统性和综合性的同时,注重与研究生教育接轨、与国际接轨,培养学生的综合素质,帮助学生打下扎实的专业基础和掌握最新的学科前沿知识,以满足高等院校培养精英人才的需要。

针对目前国内本科层次教材质量参差不齐、国外教材适用性不强的问题,本系列教材在保持相对一致的风格和体例的基础上,力求吸收国内外同类教材的优点,增加支持先进教学手段和多元化教学方法的内容,如增加课堂讨论素材以适应启发式教学,增加本土化案例及相关知识链接,在增强教材可读性的同时给学生进一步学习提供指引。

为帮助教师取得更好的教学效果,本系列教材以精品课程建设标准严格要求各教材的编写,努力配备丰富、多元的教辅材料,如电子课件、习题答案、案例分析要点等。

为了使本系列教材具有持续的生命力,我们将积极与作者沟通,争取三年左右对教材不断进行修订。无论您是教师还是学生,您在使用本系列教材的过程中,如果发现任何问题或者有任何意见或者建议,欢迎及时与我们联系(发送邮件至 em@pup.cn)。我们会将您的宝贵意见或者建议及时反馈给作者,以便修订再版时进一步完善教材内容,更好地满足教师教学和学生学习的需要。

最后,感谢所有参与编写和为我们出谋划策提供帮助的专家学者,以及广大使用本系列教材的师生,希望本系列教材能够为我国高等院校经管专业教育贡献绵薄之力。

北京大学出版社  
经济与管理图书事业部  
2012年1月



## 第二版前言

《公司金融》第一版面世后,承蒙读者朋友们厚爱,两年多时间重印了4次。去年年底,北京大学出版社徐冰老师嘱我修订《公司金融》教材,并约定2013年推出《公司金融》第二版。其实,自《公司金融》第一版出版之后,我一直在对该教材进行补充和修正。回看《公司金融》教材的修订工作底稿,我颇感欣慰,并多了一份推出《公司金融》第二版的底气。但我深知,教材修订最费心思的是究竟应该保留什么以及舍弃什么。

第一,继续进行有益的尝试。在第一版中,我试图在三个方面进行尝试:一是强调《公司金融》的微观金融学基础;二是突出公司各种金融行为或活动的理论解释;三是以“公司理财第一法则”为主线串联全书内容。我一直认为,这样的尝试是有意义的,它能够使读者在微观金融学的平台上来认识、思考公司的诸多金融活动。

第二,保留了第一版的基本框架。目前,《公司金融》已是一门成熟的金融学专业课程,学界在《公司金融》的知识点、基本教学内容、授课顺序等方面达成了基本共识,本书第一版就是基于这样的认知确立了基本框架。因此,在确定第二版的基本框架时,保留第一版的章节也就顺理成章了。

第三,保留了第一版的所有栏目。为增加趣味性以及链接性,在第一版中设置了人物专栏、知识专栏和案例三个栏目。从读者的反馈信息看,这样的安排得到了肯定。因此,第二版仍继续保留这些栏目。

对《公司金融》第一版的补充和修订是全方位的,几乎涉及所有的章节。本次修订的主要特点有:

第一,更加强调理论解释。第二版在阐述《公司金融》基本概念、基本方法、基本理论等的同时,将更加强调公司各种金融行为的理论解释。同行们对第一版中“强调理论解释”的特点给予了积极反馈,这坚定了我继续进行这一尝试的信心,并在第二版的第三章、第五章、第六章、第八章、第九章中加大了这方面的篇幅。

第二,力求完整。在第一版中,某些章节没有完全展开,有些细节



没有完全交代清楚。它们既影响了全书内容的完整性,也对读者的认知产生了一定程度的干扰。为此,第二版在这些章节上均增加了一定的篇幅。

第三,增加可读性。鉴于受众越来越多元化,为此,教材的内容、行文等应该兼顾教学和自学。《公司金融》第二版力求增加可读性,在满足课堂教学需要的同时,兼顾广大自学者的要求。

在《公司金融》第二版出版之际,需要感谢的人很多,广大读者是我最该感谢的人,因为你们的意见、建议甚至批评才是我推出第二版的原动力。

朱 叶

2012年9月于复旦园



# 前 言<sup>①</sup>

在我国,公司金融(Corporate Finance)也称财务管理或公司财务学或公司理财。这种译法源自20世纪80年代中期,我国会计学界的学者首先从西方国家的商学院引入了“Corporate Finance”和“Financial Management”,并将其译成财务管理或公司财务学,一直沿用至今。而在西方,“Corporate Finance”是金融学专业教学和 research 的主要领域之一,属于微观金融学范畴。它与投资学等学科存在很强的血缘关系,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,公司融资和头寸管理是公司金融实践的主要内容,“现值”理论出现后,公司金融开始广泛涉足项目投资领域。因此,完整的公司金融实践包括投资决策、融资决策、营运资本管理等内容,公司通过投资决策、融资决策和营运资本管理的最优化来实现公司价值最大化或股东财富最大化。20世纪70年代以后,随着公司经营和金融市场逐渐国际化,通货膨胀、利率变动、汇率波动、税制差异、全球经济不确定性等外部因素对公司的影响日益加剧,并渗透进了公司金融的各种决策中。一方面,公司的金融活动更加丰富多彩,使公司CFO变得更加炙手可热;另一方面,公司金融的环境变得扑朔迷离,使公司价值创造过程变得越来越复杂。

公司金融理论的发展远远滞后于公司金融实践,在20世纪50年代之前,包括公司金融在内的整个微观金融学缺乏自己的理论构架,其研究方法是一般经济学中的供需均衡分析法。因此,即便在美国,从事微观金融学研究的学者在学界也缺乏其应有的学术地位。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无税MM理论是现代公司金融乃至整个微观金融学的发端。从此以后,现代金融学有了自己的分析方法,

<sup>①</sup> 本书的部分研究得到了教育部人文社会科学研究项目(项目批号:07JA790056)的支持。



即无套利均衡分析方法。20世纪50年代以后,公司金融理论得到了迅速发展,产生了许多里程碑式的经典理论。从广义上说,这些理论包括投资组合理论、资本资产定价理论、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、代理理论、现代公司控制权理论、金融中介理论、行为金融理论等。狭义的公司金融理论至少包括有效市场理论、资本资产定价理论、资本结构理论、股利政策理论、现代公司控制权理论、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。

可见,无论在实践领域,还是在理论方面,公司金融学正以前所未有的速度持续发展。本着既充分展现公司金融学的重要内容和重要理论,又尽可能反映公司金融领域最新发展的旨意,构建了本书的基本框架。全书共有五个部分。

第一部分为价值评估(第一至三章)。公司的一切金融活动是否有价值,取决于它是否创造了公司价值,是否实现了公司价值增值。因此,公司需要利用一定的手段来估计和评估公司价值以及公司价值增值。这部分内容围绕着这个主题展开,第一章介绍了公司制企业的财务目标、公司价值增值的途径以及在实现公司目标过程中存在的冲突。第二章介绍了金融资产价值是它在未来有效期内所能产生的现金流入的贴现值这一重要原则,并给出了用来判断是否实现价值增值的净现值法则。第三章介绍了单一资产的风险和收益,试图从理论上解释贴现率的经济含义。

第二部分为投资决策(第四至五章)。投资决策是公司重要的金融活动,但值得一提的是,“公司金融”这门课通常仅仅涉及项目(或实物)投资决策,至于证券投资决策的相关内容,则是“投资学”或“金融市场学”课程的主要内容。由于实物投资具有不可逆的特点,因此,要求投资者在投资前必须进行资本预算,视净现值是否大于零而定。第四章分别介绍了在确定性和不确定性两种情况下主要的静态资本预算方法。第五章介绍了嵌入在实物项目上的实物期权、实物期权价值以及对资本预算的影响。

第三部分为融资决策(第六至九章)。融资决策不只是为了解决公司的资金缺口,更要有助于实现公司价值增值。因此,为配合这一主题,第六章和第七章分别介绍了主要的长期融资工具以及衍生工具;第八章介绍了主要的资本结构理论,对公司融资决策行为进行理论解释,以凸现融资决策的复杂性;第九章介绍既是公司盈余分配政策、也是一种特殊融资决策的股利政策,以解释股利政策制定过程及其对价值创造的影响。

第四部分为财务规划和营运资本管理(第十至十二章)。为了使得公司的投资决策、融资决策符合公司整体发展战略,公司必须系统阐述实现财务目标的方法。为了配合公司正常运转,在进行固定资产投资的同时,公司需要考虑营运资本(operating capital)投入和筹集。为此,第十章介绍了财务规划的方法,第十一章介绍了营运资本的投入和筹集,第十二章介绍了流动资产的管理。

第五部分为公司金融的一些特殊问题(第十三至十六章)。公司治理、并购、破产以及会计报表分析是一些特殊的专题。尽管这些专题的所有内容并非完全属于公司金融范畴,但是,这些领域的很大一部分内容与公司金融有关,需要公司金融予以配合,且非常引人入胜。

显然,本书根据“公司金融”授课的一般顺序或习惯安排教学内容。所不同的是,本书在以下几个方面进行了尝试。

第一,强调了它的微观金融学基础。“公司金融”、“投资学”和“金融市场学”是微观



金融学的三大支柱,它们遵循共同的概念、理论和方法。这些共同的概念、理论和方法是“公司金融”、“投资学”和“金融市场学”的前修课程“金融经济学”的主要内容。因此,“公司金融”与其他微观金融学课程之间具有极强的血缘关系,它们具有共同的微观金融学基础。

第二,突出公司各种金融行为或活动的理论解释。多年来,“公司金融”常常被视为操作性非常强的课程,教材内容通常也基于这样的认识进行安排。但是,“公司金融”的许多领域充满着“谜”(puzzle)。事实上,对于公司金融的诸多决策甚至所有决策而言,我们无法给出应该这样做或不应该那样做的建议,充其量只能给出可能的实现路径以及可能的理论解释。为此,本书以投资决策、融资决策和资产管理等为基本架构,并分别嵌入了现值理论、资本结构理论、股利政策、公司治理、公司控制权等几乎所有主要的公司金融理论。试图在讨论投资决策、融资决策和资产管理的基本原则、方法的同时,强调这些做法的可能的理论解释。

第三,用“公司理财第一法则”为主线串联全书内容。净现值(NPV)法则被称为“公司理财第一法则”,它是公司金融各类决策的重要依据。尽管我们无法将该法则视为“放之四海而皆准”,但是,只要存在一个运转良好的金融市场,净现值法则是其中最不易犯决策错误的法则。因此,本书放弃以公司的金融活动为单一主线贯穿教材的习惯做法,尝试同时使用“公司理财第一法则”作为本书的另一条主线,增强全书内容之间的相关性。

尽管很难使严肃的教科书达到情趣盎然的境界,但是,本书配备了人物专栏、知识专栏和案例等一些有趣的阅读内容,试图以一种轻松的方式让读者“走近”金融学大师,以易懂的方式了解公司金融的特定事件、特定政策以及一些有趣的边缘领域。

本书适用于高等院校金融学、经济学、财政学、管理学等专业本科生以及MBA学生。从全书教学安排上来看,本书的章节顺序体现了这门课的一般授课过程,但教师可以根据需要变更次序或对部分内容进行调整。如果“投资学”课程被安排在“公司金融”课程之前,那么,教师可以放弃第三章的讲授。第十六章可以提前讲授,建议放在导论或价值评估之后讲授。第五、八、九章中的部分知识和内容更适合高年级本科生用,因此,教师或读者在教学或学习过程中,可以跳过以上提及的章节或其中的部分内容,但忽视这些内容不会影响对全书其他章节的学习和理解。

在编写过程中,得到了姜波克教授、胡庆康教授、陈学彬教授、刘红忠教授和许少强教授的关注,黄亚钧教授、张金青教授、张陆洋教授、聂叶教授、王伟博士、邵宇博士、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》中的框架和部分内容。本书的部分案例和人物专栏的原始材料由胡彦超和杨文川搜寻。王青和刘思参与了本书的校对工作。因此,在本书完稿之时,对以上提及的前辈、同仁以及学生深表谢意。

在本书的编撰过程中,承蒙北京大学出版社徐冰老师的全力支持,在此,向她表示衷心的感谢。

书中不当之处,敬请广大读者批评指正。

朱 叶

2008年10月于复旦园



<b>第一章 导论</b> .....	1
第一节 公司的概念 .....	2
第二节 公司的金融活动及其价值创造过程 .....	4
第三节 公司财务目标的冲突 .....	10
第四节 公司金融理论发展脉络 .....	12
本章小结 .....	19
<b>第二章 现值和价值评估</b> .....	21
第一节 现值和贴现率 .....	22
第二节 现值的计算 .....	26
第三节 价值评估 .....	29
本章小结 .....	39
<b>第三章 风险和收益</b> .....	42
第一节 收益和风险概念 .....	43
第二节 投资组合理论 .....	49
第三节 资本资产定价模型 .....	57
第四节 项目贴现率 .....	63
本章小结 .....	68
<b>第四章 资本预算</b> .....	71
第一节 传统资本预算方法 .....	72
第二节 资本预算方法的比较和选择 .....	79
第三节 资本预算的风险调整和控制 .....	85
第四节 净现值法的实际运用 .....	89
第五节 单一(固定)贴现率的困惑 .....	93
本章小结 .....	95
<b>第五章 实物期权和资本预算</b> .....	98
第一节 净现值法则面临的挑战 .....	99
第二节 金融期权及其价值评估 .....	103



第三节 实物期权对资本预算的影响 .....	113
本章小结 .....	121
<b>第六章 长期融资 .....</b>	<b>124</b>
第一节 资本市场有效性 .....	125
第二节 普通股 .....	131
第三节 公司债券 .....	138
第四节 优先股 .....	147
第五节 公司融资决策原则 .....	150
本章小结 .....	155
<b>第七章 衍生工具和风险管理 .....</b>	<b>158</b>
第一节 远期合约和期货合约 .....	159
第二节 期权合约 .....	166
第三节 互换合约 .....	174
本章小结 .....	180
<b>第八章 资本结构理论 .....</b>	<b>182</b>
第一节 现代资本结构理论 .....	183
第二节 新资本结构理论 .....	197
第三节 融资决策和资本预算 .....	210
本章小结 .....	216
<b>第九章 股利政策 .....</b>	<b>219</b>
第一节 股利政策含义 .....	220
第二节 股利政策决定 .....	222
第三节 传统股利政策的重要理论 .....	227
第四节 现代股利政策理论 .....	233
本章小结 .....	242
<b>第十章 公司财务规划 .....</b>	<b>246</b>
第一节 财务规划的主要内容 .....	247
第二节 财务规划举例 .....	251
本章小结 .....	260
<b>第十一章 短期财务计划和短期融资 .....</b>	<b>263</b>
第一节 营运资本和营运资本政策 .....	264
第二节 短期融资 .....	276
本章小结 .....	288
<b>第十二章 流动资产资产管理 .....</b>	<b>291</b>
第一节 现金和有价值证券管理 .....	292
第二节 应收账款管理 .....	300

本章小结 .....	309
<b>第十三章 公司治理 .....</b>	<b>311</b>
第一节 代理问题 .....	312
第二节 剥夺问题 .....	315
第三节 公司治理机制 .....	318
第四节 绩效评估及其误区 .....	322
本章小结 .....	330
<b>第十四章 并购 .....</b>	<b>333</b>
第一节 并购动因分析 .....	334
第二节 并购过程中的财务问题 .....	340
第三节 杠杆收购 .....	353
第四节 并购理论 .....	359
第五节 反收购布防 .....	363
本章小结 .....	368
<b>第十五章 财务危机和财务预警 .....</b>	<b>371</b>
第一节 财务危机的界定和处置 .....	372
第二节 破产清算和破产改组的相关问题 .....	376
第三节 财务预警 .....	381
本章小结 .....	387
<b>第十六章 会计报表分析 .....</b>	<b>389</b>
第一节 会计资料的阅读与理解 .....	390
第二节 会计分析 .....	394
第三节 财务分析方法 .....	401
本章小结 .....	416

21世纪经济与管理规划教材

金融学系列



## 第一章

# 导 论

### 【学习要点】

1. 公司金融以公司制企业为研究主体。
2. 公司价值最大化或股东财富最大化是公司财务目标。
3. 谁在控制公司？
4. 公司金融里程碑式的重要理论。



公司金融是金融学的一个重要分支学科。它与投资学、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。在我国,公司金融也被称为公司财务学或财务管理。公司金融讨论公司财务决策问题,其一是投资决策,其二是融资决策。任何财务决策均以公司价值最大化或股东财富最大化为目标,公司金融活动成功的标志是实现公司价值增值。因此,一定财务目标条件下的公司投资决策、融资决策和营运资本管理构成了公司金融的基本内容。本章从公司金融的研究主体出发,介绍公司金融活动及公司价值创造过程、公司追求财务目标过程中的冲突、公司金融理论发展脉络。

## 第一节 公司的概念

以盈利为目的的企业多如牛毛,但是,并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。公司制企业(俗称公司)是公司金融的研究主体。

### 一、个体业主制企业

个体业主制企业是指一个人拥有的企业,它的设立非常简单。这类企业的优点是:费用最低,无需正式的章程,在大多数行业中需要遵守的政府规定极少;无须缴纳公司所得税,企业的所有利润均按个人所得税相关规定纳税。主要缺点是:这类企业承担无限责任,个人资产和企业资产之间没有差别;企业存续期受制于业主本人的生命期;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企业。一般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和债务。协议可以是口头的,也可以是书面的。该类企业的优点是:合伙制企业的费用较低;合伙制企业的收入按合伙人征收个人所得税。主要缺点是:当一个一般合伙人死亡或撤资时,一般合伙制终结;合伙制企业难以筹集大量资金;合伙人对所有债务负有无限责任。

在有限合伙制企业中,至少有一人为一般合伙人,有限合伙人不参与企业管理,其责任仅限于其在合伙制企业中的出资额。这类企业有别于一般合伙制企业的特征是:第一,有限合伙人仅仅承担与其出资额相应的责任;第二,有限合伙人可以出售他们在企业中的利益;第三,管理控制权归属于一般合伙人。

### 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,是一种最重要的企业组

织形式。几乎所有大型企业均采用公司制组织形式,刚组建的公司其投资者仅限于公司经理以及少数股东,公司股票不进行公开交易。随着公司的成长,如果公司所需资金更多依赖股票融资,公司则会发放更多的新股来筹集资金,其股票也渐渐转向公开交易,公司便成为社会公众企业(public company)或上市公司(listed company)。

公司设立较为复杂,其创办人必须起草公司章程以及一系列细则。公司章程的内容包括公司名称、公司计划经营年限、经营目的、公司获准发行的股票额度、股东的权利、公司创建时董事会的人数等。公司章程须符合公司注册地的法律法规,作为一个法人,公司可以借入或贷出资金,可以实施要约收购,可以募集股份,同时具有纳税等义务。

股东控制公司的发展方向、政策和经营活动,它们拥有公司,但并不管理公司;股东通过投票选择董事会;董事会是股东利益的代表,负责聘任高层管理人员,并有义务监督管理者的行为是否符合股东的意愿;高层管理人员须以股东利益为重,管理公司的经营活动。但是,在股权较为集中的公司,股东、董事会成员和高层管理人员三者可能相互交叉,而大型企业的股东、董事会成员以及公司高层管理人员可能代表不同的利益集团。因此,公司须制定细则对公司的经营管理原则进行说明。公司的所有权和管理权实现了分离,就从根本上保证了公司经营的延续性。也正因如此,股东的更替、经理的撤换才不至于阻碍公司正常的经营活动。

公司仅仅承担有限责任,公司的债务责任仅限于股东的投入资本,而与股东的个人财产无关。根据有限责任概念,股份有限公司和有限责任公司是两种基本的公司类型。尽管不同体制国家的公司所有权结构存在很大差异,但是,股份有限公司和有限责任公司具有显著的通用性,它们也是各国企业组织的主导形式。

然而,公司制企业组织形式的最大问题在于:其一是双重纳税(事实上,不少国家已经采取相应的免税政策来避免双重纳税),公司必须为其利润缴纳公司所得税,同时,股东必须为其所获得的股利缴纳个人所得税;其二是沟通成本,为了经常、及时与股东保持沟通,公司须为此承担高昂的沟通成本。

总之,公司有着与个体业主制企业和合伙制企业一些不同的特征:一是公司的所有权可以随时转让给新的所有者,不会像合伙制企业那样受限制;二是公司永续经营,具有无限存续期,即便原有的所有者撤资,公司仍然能够继续经营;三是股东的责任仅仅限于其所投资的股份数。

#### 四、选择公司制企业的理由

公司制企业是组织众多个人经济活动的一种方式,大部分经济活动都由公司来实现。几乎所有的大型企业都采用公司制,比如,联合利华、英美烟草、通用电气、丰田汽车、中石油等跨国公司也多是公司制企业,其所有者是遍布世界各地的公司股东。同时,公司制企业也是具有较高再投资率的个体业主制企业或合伙制企业转型的首选企业组织形式。那么,究竟是哪些因素在引导企业更多地采用公司制这一组织形式呢?这是一个复杂的问题,有些甚至连现有的公司理论也无法解释。通常,公司制企业的选择基于对企业规模、潜在增长、再投资能力等因素的考虑。

第一,大型企业无法以个体业主制或合伙制的形式存在。个体业主制企业和合伙制



企业这两个组织形式具有无限责任、有限企业寿命和产权转让困难三个特点,这三个特点对大型企业来说都是严重缺陷。首先,无限责任削弱了公司举债融资的动力;其次,有限企业寿命限制了债权人进一步向公司提供资金的冲动;再次,产权转让困难使得投资者的资产缺乏流动性,阻碍了投资者的投资热情。所有这些缺陷决定了它们难以筹集其发展所需的大量资金,包括权益资金和债务资金。

第二,公司融资灵活性强。任何企业的成长都需要资金支持,同时,为满足未来的成长需要,企业须提高自身的融资能力,提高权益资本和债务资本融资灵活性。由于个体业主制企业和合伙制企业的所有者在收益要求权方面具有排他性,因此,这些组织形式缺乏利用股票市场进行融资的意愿。此外,由于个体业主制企业和合伙制企业的规模不大,它们在债务市场上的融资能力也非常有限。相比之下,公司的股票融资极具开放性,公司的成长过程也是公司通过不断发放新股吸纳更多新股东的过程;公司的债务融资极具灵活性,公司规模大、盈利水平高的特点增强了其灵活运用众多债务融资工具的能力。可以说,公司在资本市场上的融资能力具有得天独厚的优势。

第三,公司的再投资机会多。通常,合伙制企业不得将其净现金流量(或净利润)用于再投资,所有的净现金流量(净利润)须分配给合伙人。与合伙制企业相比,尽管公司的股权集中度有大有小,但是,在决定留存收益的比重上,公司总体上拥有较大自由。因此,公司便于通过收益留存积累内部资金,有利于今后进行有利可图的投资。

## 第二节 公司的金融活动及其价值创造过程

资产负债表是反映公司财务状况的载体,因此,我们可以在某一时间点上借助资产负债表(见图 1-1)纵览公司财务状况以及金融活动,进而我们能够借助资产负债表来理解公司金融的基本内容。资产负债表的左边列示了公司的资产,包括流动资产、长期资产(固定资产、无形资产)等,公司的资产状况反映了公司流动资产管理水平以及长期资产投资状况;资产负债表的右边列示了公司的资金来源,包括流动负债、长期负债和股东权益,公司负债和所有者权益的结构则反映了公司在融资方式、融资结构方面的偏好或无奈。

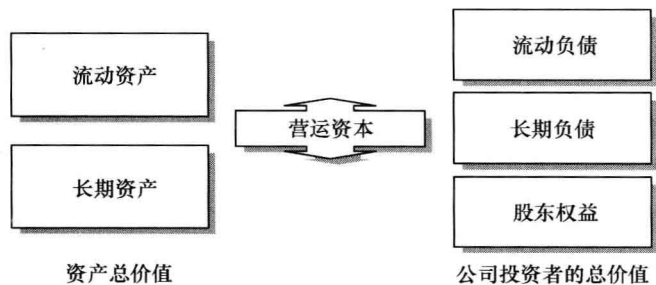


图 1-1 公司资产负债表模式



## 一、公司主要金融活动和财务经理职责

### (一) 投资决策

公司在创立之初以及面对未来成长机会时,会面临同样的问题:公司应该采取什么样的长期投资战略?长期资产投资决策便成了公司金融的重要问题之一,这一问题涉及资产负债表的左边。长期资产尤其是固定资产投资往往具有不可逆的特征,一旦发现投资失误,很难收回。因此,财务经理的职责在于,使用资本预算(capital budget)来描述固定资产的投资过程。

在投资之前,公司对固定资产形成之后可能产生的现金流入进行预测,并据此与固定资产投资所发生的现金流出进行比较,用现金流入现值和现金出现值的差量——净现值<sup>①</sup>(net present value, NPV)是否大于等于零来决定是否进行固定资产投资。如果净现值大于零,则说明该投资项目有利可图,否则就要放弃该投资项目。

但是,在现实经济生活中,长期投资的未来现金流入具有不确定性,要真正发现有价值的长期资产投资项目并非易事。事实上,除了一些能够率先推出新产品、拓展比竞争对手更低的成本等诸如此类的长期投资项目通常被视为有价值项目之外,真正有价值的长期投资项目并不多。

20世纪70年代以来,实物期权(real option)从观念上对传统资本预算产生了冲击,即固定资产投资是否具有价值并非完全取决于净现值。按照美国学者迈尔斯(Myers)的实物期权思想,长期资产投资价值还应该包括持有长期资产(实物资产)所拥有的实物期权的价值。即使目标项目净现值小于零,只要嵌入在投资项目上的实物期权的价值足够大,该项目仍具有投资的价值。因此,如果条件允许,公司应该密切关注嵌入在投资项目上的实物期权对投资决策的影响。

### (二) 融资决策

如何筹集投资所需要的资金(融资决策)将是公司面临的第二个公司金融问题。在公司投资于一种固定资产或发生资本性支出之前,公司需要考虑如何筹措投资所需资金。公司融资决策涉及资产负债表的右边。

公司CFO应该基于公司价值最大化原则或融资成本最小化原则作出融资决策。如果举债融资比普通股融资带给公司更多的价值增值,或者举债融资成本低于普通股融资成本,则举债融资优于普通股融资。

美国著名金融学家默顿·米勒(M. H. Miller)曾生动地将公司价值视为一个圆饼(见图1-2),圆饼中各扇形的大小基于公司在金融市场上的价值。圆饼中各扇形的大小取决于投资决策,同时也取决于不同资本的配置(资本结构),即取决于公司的融资决策。假如公司的价值为 $V$ , $B$ 表示债权或负债的价值, $S$ 表示股权或所有者权益的价值, $T$ 表示上交国家的所得税,则 $V = S + B + T$ 。

<sup>①</sup> 净现值法则可参见本书第二章的相关内容。