

CORPORATE FINANCE

公司金融

薛 斐 ◎ 主编



立信会计出版社

公司金融

CORPORATE FINANCE

薛 斐 ◎ 主编

立信会计出版社

图书在版编目(CIP)数据

公司金融/薛斐主编. —上海:立信会计出版社,
2005.7

ISBN 7-5429-1479-0

I. 公… II. 薛… III. 公司-融资 IV. F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2005)第 076449 号

出版发行	立信会计出版社
经 销	各地新华书店
电 话	(021)64695050×215 (021)64391885(传真) (021)64388409
地 址	上海市中山西路 2230 号
邮 编	200235
网 址	www.lixinaph.com
E-mail	lxaph@sh163.net
E-mail	lxzbs@sh163.net (总编室)

印 刷	立信会计常熟市印刷联营厂
开 本	890×1240 毫米 1/32
印 张	13.75
插 页	2
字 数	362 千字
版 次	2005 年 7 月第 1 版
印 次	2005 年 7 月第 1 次
印 数	3 000
书 号	ISBN 7-5429-1479-0/F·1334
定 价	24.00 元

如有印订差错 请与本社联系

前 言

公司金融是研究公司资金融通的一门学科。其研究对象为公司投资和财务资金决策。具体内容有资本预算和投资项目的风险收益评估、公司治理、融资决策(资本结构)、股利决策、并购和分立、破产重组、国际公司金融等。

公司金融是金融学专业的基础课程。在我国的金融学学科体系中,传统上是以货币银行学和国际金融学这两门学科为主线的,这种现状与我国长期以来以银行间接融资为主的融资体制相适应。随着我国资本市场的建立和发展,要求金融学学科体系进一步完善,并与国际接轨。西方学界一般将货币银行学和国际金融学的研究范围归于宏观经济学、货币经济学和国际经济学领域,而金融学领域主要由投资和公司金融构成。投资主要以金融资产定价为核心,而公司金融则以公司的财务资金决策为核心。这两个领域正是我国金融学学科建设比较薄弱的领域。

我国金融改革实践的发展要求我国公司金融研究快速发展。改革开放以来,我国国有企业逐步建立了现代企业制度,同时大量民营企业也如雨后春笋般地发展壮大,企业管理的现代化要求有更加科学的公司财务资金决策,以增加公司价值。同时,随着我国金融市场的逐步建立和完善,无论上市公司的数量和融资额,还是投资者的数量都有较快的增长,公司财务资金决策的影响远远超越了公司管理层的范围,已经对广大投资者的收益产生重要影响。投资者需要了解公司的财务资金决策,以作出合理的投资决策。

为完善我国金融学学科体系的建设,满足实践中现代企业管理层

和投资者的需求,我们编写了此书,以作为公司金融领域的介绍性入门教材。

本书分为三个部分共 10 章。

第一章到第三章是第一部分,主要阐述公司金融的基础、技术和治理。第一章介绍公司金融基础,阐述公司和公司的目标,以及作为公司金融基础的财务分析技术。第二章讲述公司治理,投资者在投资以后为了能够获得回报,就会设计良好的公司治理结构和公司治理机制,以保证自己的投资不被滥用。以前的公司金融教材中大多没有这个部分,但是公司治理理论已日渐成熟,在实践中也显得日益重要,本书将其作为一个重要章节。第三章是资本预算,这是对公司金融的基础技术介绍,包括资本预算方法、风险分析方法和资本市场理论。

第四章到第八章是第二部分,主要阐述公司的融资决策。第四章是资本成本和资本结构,介绍不同融资方式的资本成本和最优资本结构,是对融资决策的总括。第五章和第六章分别是股权融资和债权融资,属于外部融资的主要方式。第五章是股权融资和股票评价,阐述不同股权融资方式的特征和上市的成本收益分析,以及资本市场对股票的评价方式。第六章是债权融资和债券评价,阐述企业不同债权融资方式的特征和成本收益分析,并介绍了与此密切相关的破产过程。第七章是股利理论和股利政策,股利是回报股东的一种方式,也是内部融资的一种方式。第八章是流动资产管理,论述在技术上如何加强流动资产管理,节省在流动资产上的资金占用量。这两章是内部融资的主要方式。

第九章和第十章是第三部分,讲述了公司金融中的两个重要专题。第九章介绍企业的并购决策、反并购措施和剥离分立决策。第十章介绍处于全球化背景下的公司如何规避汇率风险和确定国际资本结构。

本书的特色主要体现在三个方面:一是简洁性,本书避免了过多的公式推导,重在进行实用性介绍,全书简洁易懂;二是新颖性,本书在介绍相关理论时,注重介绍相关理论的最新发展,使读者可以了解新的解

释和理论;三是实用性,本书在每章之后都附有相关案例,这些案例大都是我国公司在经营过程中的真实事件,读者可以结合案例的相关背景,进一步将所学知识融会贯通。

本书可以作为大学经济管理类专业的本科生、成人教育、函授及自学考试学生的教材和参考用书,也可以作为经管类研究生的补充读物,还可以作为企业管理人员和经管干部的培训教材。

本书由薛斐主编,提出编写大纲、写作思路,负责全书的修改、总纂和定稿,并撰写第二、第七章和第九章,朱宁撰写第一章和第十章,洪华忠撰写第三、第五章和第六章,王倩撰写第四章和第八章。

本书如有错误、遗漏和不当,恳请读者批评和指正,共同推动公司金融在我国的发展和完善。

编 者

目 录

第一章 公司金融基础	1
第一节 企业组织形式与公司金融目标	1
第二节 财务报表和财务分析	12
本章小结	32
本章重要概念	34
复习与思考	34
附录一 2004 年度世界 500 强名单	36
附录二 “蓝田股份”财务报表分析	38
第二章 公司治理	45
第一节 公司治理概述	45
第二节 公司治理结构	52
第三节 公司治理机制	61
本章小结	68
本章重要概念	70
复习与思考	70
附录一 上市公司治理准则	70
附录二 OECD 公司治理原则	83
第三章 资本预算	90
第一节 资本预算方法	90
第二节 风险分析方法	105
第三节 资本市场理论	113

公 司 金 融

本章小结	125
本章重要概念	128
复习与思考	128
附录一 天虹公司的项目选择	129
附录二 房地产公司的投资和风险	131
第四章 资本成本和资本结构	133
第一节 资本成本	133
第二节 经营杠杆和财务杠杆	147
第三节 资本结构	154
本章小结	168
本章重要概念	171
复习与思考	172
附录 上市公司的资本成本和资本结构分析	172
第五章 股权融资	179
第一节 股权融资方式	179
第二节 首次公开发行和上市	198
第三节 股票定价	204
本章小结	209
本章重要概念	211
复习与思考	211
附录一 中山华帝燃具股份有限公司股票首次公开发行	212
附录二 金蝶软件成功获得创业融资	216
第六章 债务融资	219
第一节 债务融资方式	219
第二节 债务融资的成本及杠杆效应	232

第三节 破产及债权人的权利	240
本章小结	245
本章重要概念	247
复习与思考	247
附录一 晨鸣纸业成功发行可转债	248
附录二 对破产程序的改革建议方案——AHM 程序	251
第七章 股利理论和股利政策	257
第一节 股利与股利分配	257
第二节 公司股利理论	267
第三节 公司股利政策	277
本章小结	285
本章重要概念	287
复习与思考	287
附录一 五粮液高额利润不派现	287
附录二 用友软件高派现的争议	290
附录三 西宁特钢高额现金股利与可转换债券融资	291
第八章 流动资产管理	294
第一节 现金管理	294
第二节 存货管理	302
第三节 应收账款管理	316
本章小结	325
本章重要概念	327
复习与思考	327
附录 西安杨森的 ERP 项目	328
第九章 并购与控制	332

公 司 金 融

第一节 兼并与收购	332
第二节 并购的财务分析	341
第三节 剥离与分立	360
本章小结	366
本章重要概念	368
复习与思考	368
附录一 哈啤收购战的思考	369
附录二 联想挺进世界电脑三强	371
 第十章 国际公司金融	 375
第一节 外汇市场和工具	375
第二节 汇率理论与汇率风险	388
第三节 国际资本预算与国际资本结构	400
本章小结	408
本章重要概念	410
复习与思考	410
附录 香港 A 公司的最佳外汇风险管理方案及其选择	411
 附表一 复利终值系数表	 414
附表二 复利现值系数表	418
附表三 年金终值系数表	422
附表四 年金现值系数表	426
 参考文献	 430

第一章 公司金融基础

公司金融(Corporate Finance),研究公司当前与未来经营行为所需资源的取得与分配。在金融分析中,公司所需资源体现为最一般的形式——货币。因而资源的取得即为筹资或融资行为;而所谓分配资源则是投资行为。本章主要介绍公司金融和管理的基础知识,即企业组织形式、公司金融目标与财务报表分析,为全书的展开和分析打下基础。

第一节 企业组织形式与公司金融目标

一、企业的组织形式

企业的组织形式有很多种,其中最主要的三种类型是独资企业、合伙企业和公司。为区分这三种形式,我们将对其分别定义,并阐述各自的优缺点。从企业的数量而言,独资企业数量最大;而就销售额而言,公司占据主要比例。鉴于公司对国家经济的重要性,因此本书的研究重点是公司,但公司金融中的概念、原则和方法同样适用于独资和合伙企业。随着我国现代企业制度的建立,公司制将成为我国大部分国有企业的基本形式。

(一) 独资企业

独资企业(Sole Proprietorship)又称个体企业,是指由单一的业主独自拥有的企业。这是最简单的企业形式,也是规范程度最低的企业形式。由于这个原因,独资企业要多于任何其他形式的企业,而且许多

后来发展成为大型公司的企业都创始于独资企业。独资企业的一些重要特征如下：

(1) 企业组建简单、费用低，无需正式章程，只需向政府的工商管理部门申请营业执照。一般来说其规模较小，小型零售商店、农场、服务行业以及律师、医生、会计师等多采取这种形式。

(2) 独资企业不是法人，企业无需支付公司所得税，企业收入与业主其他收入合并后向政府缴纳个人所得税。

(3) 企业无需向社会公布相关财务报表，受政府管制较少。

(4) 业主对企业债务负有无限责任，其个人资产与企业资产之间无差别。

(5) 企业存续期有限，受制于业主本人寿命。

(6) 企业所有权转让困难，筹资能力有限，企业难以开拓新的机会。

正是由于以上原因，世界上每天都有大量的独资企业诞生，同时也有大量的小型独资企业停止营业。当独资形式妨碍企业的进一步发展时，就会转向其他更有利的形式。

(二) 合伙企业

合伙企业(Partnership)与独资企业最主要的区别在于它的业主多于一人。按每个合伙人所负担的责任的差别，合伙企业可分为一般合伙(General Partnership)企业和有限合伙(Limited Partnership)企业两种。一般合伙企业是指由两个或两个以上合伙人订立合伙协议，共同出资、合伙经营、共享收益、共担风险，并对合伙企业债务承担无限连带责任的营利性组织。其中，每个合伙人都对企业债务负有无限连带责任，其行为均代表企业而非个人。与之相比，有限合伙企业则允许某些合伙人的责任仅限于个人在合伙制企业的出资额。通常，成立有限合伙企业需要满足两个条件：① 至少存在一个一般合伙人对企业债务负有无限连带责任；② 企业只能由负无限责任的合伙人经营，有限合伙人类似于一般投资者，不参与企业经营管理。

无论是一般合伙企业,还是有限合伙企业,均有如下共性:

(1) 合伙企业相比公司容易组建,开办费用较低,但通常需准备书面协议。

(2) 合伙企业寿命有限,当某个合伙人退出或死亡,合伙关系即告终止,此合伙企业消失。

(3) 合伙企业不是法律实体(从会计的角度,是经营实体),因此其收入按照合伙人征收个人所得税。

(4) 绝大多数合伙企业的资本不以股票形式出现,不能转让和变现,所有权转让比较困难,融资能力有限。

综上所述,合伙企业可把不同个人的资本、技术和能力聚合起来,形成比个体企业更强、更有创造力的经营实体。但它在无限责任和有限生命这两点上与个体企业一致。因此合伙企业适合于小型企业和刚起步的高新技术风险投资企业,譬如:著名的微软公司在 1975 年成立时就是合伙制企业,比尔·盖茨占股 60%,保罗·艾伦占股 40%。当企业需要进一步发展时,合伙制企业往往会转向公司制,例如:1971 年美林投资银行完成股份制改造,摩根·斯坦利公司(现为 JP 摩根)则于 1986 年由合伙制改为股份制。

(三) 公司

公司(Corporation)是最主要的企业组织形式,是依照法律登记设立,以其全部法人财产,依法自主经营、自负盈亏的独立法人。公司享有由股东投资形成的全部法人财产权,依法享有民事权利,承担民事责任。正因如此,公司拥有许多与自然人一样的法律权利,如公司可以购买和交换财产,可以签订合同,可以起诉或被起诉,可以作为合伙企业的普通合伙人或有限合伙人,甚至可以持有其他公司的股票。

公司的一些重要特征如下:

(1) 公司组建相对复杂,开办费用也比较大,要向政府有关部门提出申请,并准备公司章程和相关细则。

(2) 公司所有权和经营权相分离,股东为公司所有者,董事及管理人员负责企业经营。

(3) 公司的债务责任与股东个人财产无关。公司股东作为出资者按投入公司的资本额享有所有者的资产受益、重大决策和选择管理者等权利,并以其出资额或所持的股份为限对公司承担有限责任。

(4) 公司的所有权表现为股份,方便随时转让。

(5) 公司具有永久存续的可能性。

(6) 公司可通过发行股票和债券筹集资金,融资能力强。

(7) 存在双重纳税。公司在经营活动中获得的利润要交公司所得税,股东分红所得还要缴纳个人所得税。

(8) 政府对公司的法律管制较严,如上市公司要定期公布财务报表等。

我国《公司法》中所称公司是指有限责任公司和股份有限公司。

1. 有限责任公司

它是指由两个以上五十个以下股东共同出资,每个股东以其所认缴的出资额为限对公司承担有限责任,公司以其全部资产对其债务承担责任的企业法人。其特征有:① 公司的资本总额不分为等额的股份;② 公司向股东颁发出资证明书,不发股票;③ 公司股份的转让有较严格限制;④ 限制股东人数,不得超过一定限额;⑤ 股东以其出资比例享受权利、承担义务;⑥ 股东以其出资额为限对公司承担有限责任。

2. 股份有限公司

它是指其全部资本分为等额股份,股东以其所持股份为限对公司承担责任,公司以其全部资产对公司的债务承担责任的企业法人。其特征有:① 公司的资本划分为股份,每股金额相等;② 公司的股份采取股票的形式,股票是公司颁发的证明股东所持股份的凭证;③ 同股同权,同股同利,股东出席股东大会,所持每一股份都有一份表决权;④ 股东可以依法转让持有的股份;⑤ 股东不得少于规定的数目,但没

有上限限制；⑤ 股东以其所持股份对公司债务承担有限责任。

3. 企业集团

企业集团产生于 19 世纪末期，即资本主义处在自由竞争阶段向垄断阶段过渡时期。在一些比较发达的资本主义国家出现了不少称为卡特尔、托拉斯、康采恩和财阀的垄断组织。1865 年，法国出现了世界上第一个“卡特尔”，1879 年，美国出现了世界上第一个“托拉斯”，德国在这个时期出现了“康采恩”的企业组织。日本形成了著名的“九大财阀”。20 世纪第二次世界大战后各国开始采用“企业集团”这个名词。企业集团是以资本联合或资金联合组成的现代企业群体组织，它不同于一般以生产经营联合的契约型的经济联合体。企业集团本身不是一个法人企业，而是一个由若干法人企业通过相互持股、控股组成的法人企业的联合体，即法人持股的经济联合体。它以其核心层的主体公司和成员企业的子公司、孙公司作为法人注册登记，承担各自相应的民事责任和财产责任。因此，企业集团不是一般的大企业，而是包括大企业在内的一批大中小企业相结合的、有组织的、多层次的集团。

目前，企业集团的经营规模与盈利能力日益扩大，美国《财富》杂志公布的 2004 年全球五百强企业排行榜，其中壳牌石油集团以 1 794.31 亿美元的营业收入居世界第四位，花旗集团则以 179 亿美元的利润额排名第二位，中国的宝钢集团和上汽集团分别以 145.48 亿美元、117.2 亿美元的销售收入排名第 372 位和第 461 位。

4. 虚拟公司

虚拟公司并非是固定的组织，而是为了某种经济目的，由一些独立的经济实体组织起来的临时性的公司。这种临时性的公司没有固定的组织结构和组织层次，不具有实体形态，也无需进行法律登记或工商注册。无论从事物生产的虚拟公司，还是从事知识产品生产的虚拟公司，其组织边界可以延伸到全球范围。虚拟公司不是法律意义上的经济实体，不具有法人资格，组织结构是一种比较松散的网络。结构可按

公 司 金 融

照需要,由几个经济实体之间任意形成,或任意解体,不需要履行任何法律手续,任何一个经济实体都可以通过协商加入某一“虚拟公司”,或加盟多个虚拟公司。加盟或退出均没有严格限制,都可以通过协商进行解决。

公司制有限的责任、无限的存续期、所有权的方便转让等优点,使这一组织形式成为西方大企业所采用的普通形式,并且也成为我国建立现代企业制度过程中选择的主要企业组织形式。表 1-1 中对独资、合伙及公司制三种企业组织形式进行了比较说明。

表 1-1

企业组织形式比较

组 织 形 式	独 资 制	合 伙 制	公 司 制
法律地位	自然人企业	自然人企业	法人企业
承担责任	无限责任	一般合伙人承担无限责任; 有限合伙人承担有限责任	股东以其出资额为限 对公司承担有限责任
税收缴纳	个人所得税	个人所得税	公司所得税;个人 所得税
存续时间	有限	有限	无限
所有权与经营权	合一	合一	分离
融资能力	弱	弱	强
所有权转移	困难	困难	容易
代表企业	—	美国安永、普华永道会计师 事务所	微软、JP 摩根

二、公司金融目标

公司的生产经营总是处在特定的环境中,文化背景、政治法律环境、生产力水平和公司的内部治理结构等因素变动都会引起公司金融目标的变动。不同环境中的公司,其金融目标会有很大的差异,如利润

最大化、股东财富最大化、企业价值最大化、对国民收入的贡献最大、社会责任等等。因此,对于公司最主要的金融目标是什么,目前尚无统一的定论。应该说,各种理论都有其科学的地方,只是考虑的角度不同而已。

(一) 利润最大化

利润最大化是指公司的利润在尽可能短的时间里达到最大。它强调公司生产经营的目的在于利润,而且利润总额越大越好。公司是一个以盈利为目标的组织,在市场经济环境中,投资者出资开办公司最直接的目的就是出于经济目的,利润额是公司在一定期间的全部收入和全部成本费用的差额,而且是按照收入与费用配比原则加以计算的,在一定程度上,体现了经济效益和股东投资回报的高低。同时,利润是公司补充资本、扩大经营规模的源泉,获得最大的利润既是公司的基本宗旨,也是公司不断发展的基本前提。因此,以利润最大化为公司金融目标是有一定道理的。

但利润最大化目标在实践中已暴露出一些难以解决的问题:① 利润是指公司一定时期实现的利润总额,它没有考虑资金时间价值;② 利润最大化是一个绝对指标,没有反映创造的利润与投入的资本之间的关系,因而不利于不同资本规模的公司或同一公司不同期间之间的比较;③ 没有考虑风险因素,高额利润往往要承担过大的风险;④ 片面追求利润最大化,可能导致公司短期行为,如忽视产品开发、人才开发、生产安全、技术装备水平、生活福利设施、履行社会责任等;⑤ 在内部人控制的情况下,易于引发人为操纵利润,致使会计信息失真。

(二) 股东财富最大化

股东财富最大化,也称为股东权益最大化,是指通过财务上的合理经营,为股东带来更多的财富。按照委托代理学说,公司的所有者即股东和经营者是一种委托代理关系,经营者应最大限度地谋求股东即委托人的利益,而股东的目标则是实现其财富最大化。