

公司财务

工商管理硕士(MBA)教材

TEXTBOOKS FOR MASTER OF
BUSINESS ADMINISTRATION (MBA)

MBA

● 欧阳光中 陈颖杰 编著

复旦大学出版社

股利发放给公司的股东,发放股利之后的剩余额是公司的未分配的留存,即它究竟应该与存多少股利给股东,应该保留多少留存供公司的继续投资,这就是公司的股利政策。多分派股利,少提取留存有可能影响公司的长期利益和增加公司的风险;反之,若少分派股利,多提取留存则又可能牺牲股东当前的利益。公司应依据怎样的原则来确定分配股利的多少,是最近年来理论界探讨的热点问题之一。



图 1-1 财务管理的作用

图 1-1 指出了财务管理在企业财务与投资管理中的作用。财务管理通过金融市场发行证券从投资者手中筹集资金,同时投资者持有股票,持有金融资产(如图箭头(1)),所筹集的资金用于企业实物资产的购置(如图箭头(2)),如果企业投资者自行,实物资产产生现金流入,其现金流大于对期初投资额的偿还(如图箭头(3)),财务管理将这些现金流入中的一部分支付给证券持有人,作为投资的回报(如图箭头(4)),余下部分作为留存,用作企业再投资(如图箭头(5))。从图 1-1 可以看出,在企业财务与投资管理活动中财务管理,必须作出企业投资与筹资决策并依据决策作出在金融市场中为投资者计算预期收益率并制定股利政策,从而由该企业的股利政策。

在我国传统的计划经济体制下,国有大中型企业执行国家统收统支,全民所有制企业资金来源除财政拨款外,流动资金主要与专项资金来源三类,其中很大一部分由国家拨付,企业来源



内 容 提 要

本书系统地介绍了公司财务管理的基本理论、方法和实务。主要内容有财务管理的基础理论、企业投资项目评价方法及其风险分析、企业资本结构、股利政策,各种融资渠道、短期财务管理、财务分析、财务预测与计划、企业失败等。全书注重定量分析和实际的可操作性,强调理论联系实际,学以致用,并在有关章节之后,安排了相关教学案例供读者分析讨论。

本书可作为工商管理硕士(MBA)学位课程“公司财务”的教材,亦可作为财务、会计、经济管理、金融等专业的研究生和本科生相应课程的教材和教学参考书,并可作为企业经营管理人员研究与工作的参考书。

前 言

公司财务(Corporate Finance)又称企业财务管理,是一门专门研究企业资金的筹集、使用、分配和控制的学科。财务管理是现代企业管理的核心,企业理财能力的强弱直接影响了企业的兴衰成败。

公司财务作为一门学科,是公司为适应市场经济的需求,在西方国家先逐渐形成,然后发展与完善的。从20世纪初开始,各公司为扩大生产经营规模普遍面临如何筹措资金问题,因此,这个时期的财务管理几乎全部集中于资金筹集和证券发行。这种以公司融资为中心的所谓“传统型公司财务理论”,忽视了资金的使用,带有很大的局限性。20世纪20年代末的经济危机,导致无数企业破产、倒闭,从危机中幸存的公司开始认识到:财务管理的主要职能不仅限于筹措资金,还包括对资金的科学管理和使用,特别需要注重资金的投资效益。随着实物资产投资决策的资本预算方法日臻完善、投资项目评估和选择方法的发展,财务管理职能由注重外部融资拓展到不仅注重外部融资,同时还重视内部投资。20世纪50年代后期,财务理论注重于对公司整体价值的研究。由于在实践中投资者往往根据公司的盈利能力、资本结构、股利政策、经营风险等一系列因素来评估公司证券的价值,因此,在作重大财务决策时必须考虑决策对公司价值的影响,于是,有关资本结构和股利政策的研究在这一时期得到了空前的重视。著名的M-M理论被认为

是现代公司财务理论的基础。另外,20世纪50年代以后陆续创立的投资学理论,如投资组合理论、资本资产定价模型、期权定价模型等广泛应用于公司财务领域。20世纪80年代以后,随着跨国公司的空前发展,国际财务管理成为研究的热门课题。在西方财务理论发展历程中,值得一提的是马柯维兹(Markowitz)、米勒(Miller)和夏普(Sharpe),因他们在50年代和60年代在财务学方面的杰出贡献而获得1990年的诺贝尔经济学奖。

在我国,随着计划经济向市场经济过渡、企业体制的转轨,企业理财的内外部环境发生了深刻的变化。如何借鉴西方财务管理的理论和方法,服务于我国企业的财务管理已越来越受到企业界人士的关注和运用。“公司财务”是工商管理硕士(MBA)必修的一门基础课程。本教材是根据MBA的教学要求,结合作者多年来一直从事MBA教学的实践,并参照国外同类教材编写而成的。

本教材整个体系涉及公司财务管理的各个方面。突出了基本理论与方法。本书的编写比较强调定量分析,略为淡化定性描述,并通过大量实例的计算和分析,使读者能够更好地掌握财务管理的基本内容。本书还力求理论联系实际,注重实务和可操作性,并在有关章节后安排了相关教学案例供读者分析讨论,使读者学以致用,提高解决实际问题的能力。

恳切希望读者对本书提出批评建议和指正。

最后,感谢复旦出版社的范仁梅同志在本书出版过程中倾注的大量心血。

欧阳光中 陈颖杰

1999年12月

目 录

第一章 总论	1
第一节 财务管理的职能.....	1
第二节 企业经营的目标.....	4
第三节 企业的组织形式.....	8
第四节 财务管理的外部环境	11
第二章 货币的时间价值	18
第一节 单利和复利	18
第二节 现金流量贴现模型	20
第三节 名义利率和实际利率	23
第四节 年金	25
第五节 一年复利 m 次的计算	30
第六节 贷款的分摊	33
第三章 证券投资分析	39
第一节 收益与风险	39
第二节 证券组合	41
第三节 资本资产定价模型	47
第四节 债券的价值	51
第五节 普通股的内在价值	57
第四章 资本成本	62
第一节 加权平均资本成本	62

第二节	资本权数的确定	64
第三节	资本成本的计算	66
第四节	资本成本估计实例	71
第五章	资本预算方法	76
第一节	投资项目分类	77
第二节	净现值法	80
第三节	回收期法和平均会计报酬率法	84
第四节	盈利能力指数法和内部报酬率法	88
第五节	净现值法优于内部报酬率法	92
案例一	如何确定 Chem-Cal 公司的资本成本	100
第六章	现金流量分析	107
第一节	现金流量分析基础	107
第二节	利息费用的处理	110
第三节	现金流量增量计算	113
第四节	税后现金流量	118
第五节	营运资本的投资和回收	123
第六节	实例分析	125
第七章	投资决策实例分析	128
第一节	不等有效使用期项目的投资决策	128
第二节	资产更新决策	134
第三节	通货膨胀对资本预算的影响	138
第四节	资本分配决策	142
第五节	最佳投资时机的选择	147
第六节	最佳投资规模的确定	149
第八章	风险分析	153
第一节	风险调整	153
第二节	模拟分析	157
第三节	灵敏度分析	159

第四节	决策树	163
第五节	项目遗弃决策对风险的影响	169
案例二	南港矿业公司的投资决策	173
第九章	· 杠杆对收益与风险的影响	187
第一节	业务风险和营业杠杆	187
第二节	财务风险和财务杠杆	190
第三节	杠杆程度的选择	195
第十章	· 资本结构与企业价值	199
第一节	无税收的完全市场	199
第二节	有税收的完全市场	204
第三节	财务危机成本和代理成本	212
第十一章	· 股利政策	220
第一节	股利的形式	220
第二节	股利政策与企业价值	224
第三节	在股利分配决策中须考虑的若干因素	229
案例三	美国国货公司的资本结构分析	234
第十二章	· 长期负债和优先股	240
第一节	长期借款	240
第二节	公司债券概述	242
第三节	公司债券的投资风险和信誉等级	252
第四节	证券替换决策	257
第五节	优先股	260
第十三章	· 普通股	265
第一节	基本概念	265
第二节	普通股股东权利	267
第三节	优先认股权	273
第四节	P_1 和 N 值对公司的影响	278

第十四章· 租赁	286
第一节 租赁的种类.....	286
第二节 租赁的税务与会计处理.....	289
第三节 租赁决策.....	291
第四节 出租方收益分析.....	295
第十五章· 现金管理	297
第一节 流动资产概述.....	297
第二节 现金的持有动机.....	300
第三节 现金的收款管理.....	301
第四节 现金的付款管理.....	306
第五节 现金预算.....	308
第六节 最佳现金持有水平的确定.....	311
第七节 短期有价证券的管理.....	317
第十六章· 应收账款管理	321
第一节 信贷政策.....	321
第二节 信贷决策.....	323
第三节 信贷政策变动评价.....	329
第四节 应收账款管理评价.....	335
第十七章· 存货管理	340
第一节 存货投资的必要性.....	340
第二节 存货成本.....	342
第三节 最佳存货量和订货点的确定.....	343
第四节 安全存货量和数量折扣.....	346
第十八章· 流动负债管理	352
第一节 企业资金需求的周期变化.....	352
第二节 企业筹资期限结构的选择.....	353
第三节 几种常用流动负债.....	357
案例四 Wilson 木材公司的短期财务决策	369

第十九章	财务报表分析	374
第一节	财务报表分析概述.....	374
第二节	企业主要财务报表介绍.....	378
第三节	财务报表分析方法.....	397
第四节	财务比率分析.....	401
第五节	企业财务的综合分析.....	406
第二十章	财务预测与计划	410
第一节	市场销售预测.....	411
第二节	预编利润表.....	411
第三节	预编资产负债表.....	414
第四节	外部融资的约束.....	417
第五节	企业发展与资金需求.....	422
第二十一章	企业失败	429
第一节	企业失败概述.....	429
第二节	企业改组与清算.....	434
第三节	企业破产的预测.....	439
附表	444

第一章 总论

第一节 财务管理的职能

财务管理是有关资金的筹集、分配、使用和控制等一系列管理活动的总称,是企业管理的核心组成部分。随着 17 世纪股票交易的开始,财务管理的原理逐渐被认识,并在实践中获得了应用和发展,但财务管理作为一门学科,直至 20 世纪初才逐渐形成。

财务管理工作千头万绪,但归根结底不外乎两大类:融资决策和投资决策,即要解决钱从何处来,以及钱用到何处去这两个基本问题。

企业的经营活动,需要投入各种各样的实物资产,其中一部分是有形资产,如设备、厂房等,另一部分是无形资产,如技术与工艺、商标、专利、生产许可证等。这些实物资产能为企业带来大小不等的收益,但也有可能达不到预期盈利的目的,给企业造成程度不同的亏损。作为财务管理的功能之一是必须作出对各类实物资产投资与否的决策。这些实物资产的投资包括下面形形色色和令人进退两难的决策问题:如是购置价格高、自动化程度高的专用设备还是购置价格低廉的通用设备?建大厂还是建小厂?是不失时机马上投资还是等待观察?是更新老设备还是让其继续发挥余热等?除了上述实物资产的投资问题之外,企业往往还拥有一定数量

的金融资产,如其他公司的股票和债券等。这些金融资产的投资涉及收益、风险、流动性、期限、所得税等诸多因素,必须结合本企业的实际情况,运用现代投资学理论和方法,在众多因素中权衡得失,决定金融资产投资的规模、种类、期限(短期或长期投资)以及各种避险措施。此外,在企业的长期发展战略中,为了加速规模经济的实现和市场占有率的扩大,同时,也为了减小企业经营的风险,企业有时候还面临兼并收购某家目标公司的重大投资问题等等,这些构成财务管理中的一个重要问题:投资决策。

以上各类资产的投资,均需耗费不等数额的资金,这些资金来自何方?在发达完善的金融市场中,企业资金的筹措往往有多条可供选择的途径。如可通过发行普通股或优先股进行权益融资,也可以发行公司债券或向银行借款进行负债融资;融资期限可以是短期的,也可以是长期的;还可以使用公司盈余中未分配的留存。现代租赁业的发展,扩大了融资的渠道,造船、买船和租船三者的选择,已不可避免地在财务管理的面前。在众多的融资渠道中,不同渠道有不同的融资成本和不同的风险。例如,对公司通过普通股融资和通过负债融资这两条途径,前者的融资成本大于后者,而前者的风险却小于后者。再如,对短期负债和长期负债,前者的成本往往小于后者,而前者的风险又大于后者。财务经理在众多融资渠道中应如何决定本公司采取的融资方式,并通过哪些渠道筹措所需资金以及确定各个渠道的融资数量,都必须兼顾融资的成本与风险,这就构成财务管理中另一个重要问题——融资决策,这也是近年来理论界探讨的一项重大课题,即公司的资本结构。

由公司的融资决策又引申出财务管理中的另一个重要问题:分配决策,又称股利政策。公司所需资金可以全部或部分来自公司的未分配的税后利润留存,未分配留存是股东权益的一个组成部分,它是公司的自有资金,动用这笔资金对公司而言风险最小。然而,问题在于:公司的税后利润扣除公积金和公益金后,可以作为

股利发放给公司的股东,发放股利之后的剩余是公司的未分配的留存,那么究竟应该分派多少股利给股东,应该保留多少留存供公司的继续投资,这就是公司的股利政策。多分派股利,少提取留存有可能影响公司的长期利益和增加公司的风险;反之,若少分派股利,多提取留存则又可能牺牲股东当前的利益。公司应依据怎样的原则来确定分派股利的多少,也是近年来理论界探讨的热点问题之一。

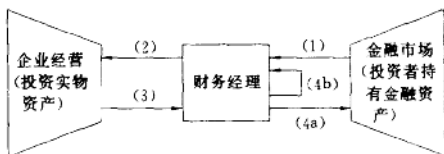


图 1.1 财务经理的作用

图 1.1 给出了财务经理在企业融资与投资活动中的作用。财务经理通过金融市场发行证券从投资者手中筹措资金,同时投资者持有股票,债券等金融资产(如图箭头(1));所筹得的资金用于企业实物资产的投资(如图箭头(2));如果企业经营良好,实物资产产生现金流入,其值理应大于对期初投资额的偿还(如图箭头(3));财务经理将这些现金流入中的一部分支付给证券持有人,作为投资的回报(如图箭头(4a));余下部分作为留存,用作企业再投资(如图箭头(4b))。从图 1.1 中可看出:站在企业与金融市场之间的财务经理,必须作出企业应投资何种实物资产并以何种方式在金融市场中为投资项目筹措资金这样两大决策,以及由其派生的股利政策。

在我国传统的计划经济体制下,国家对企业实行统收统支的政策。全民所有制企业资金来源分成固定资金来源、流动资金来源与专项资金来源三类,其中很大部分由国家拨款投资,专款专用,

所谓的财务管理职能几乎不存在,财务部门仅充当簿记与出纳的角色。随着经济体制改革的深入,计划经济向市场经济转轨,特别是股份公司的出现,使得在西方发达市场经济中产生并成熟起来的公司财务管理理论和方法,越来越受到我国企业界的关注。

第二节 企业经营的目标

财务经理在作上述种种投资决策和融资决策时,其依据是什么?是企业经营的目标。财务管理的理论和方法也是在此目标前提下导出的,定义和明确企业经营的目标至关重要。

一般的企业均以盈利为经营目的,企业应尽可能多地获取利润。当然,绝对不会有经营者希望企业获利少一些,但是,将利润最大化作为企业经营的目标是极其模糊和极易误导的。从财务管理角度看,利润最大化忽略了两大基本因素:时间与风险。

一、时间因素

当利润的获取延续一段时期,则将利润最大化作为企业财务决策的依据显然是不妥当的。表 1.1 给出了 A 和 B 两个供选择的投资项目在未来两年中预期利润的获取数据。

表 1.1 项目 A 和项目 B 利润 (万元)

年 份	1	2
项目 A	100	100
项目 B	0	205

如果按照利润最大化原则进行选择,则项目 B 更可取,因为项目 B 的利润总额(205 万元)大于项目 A 的利润总额(200 万元)。然而,上述结论明显忽略了利润获取的时间性。设想一下,若

将项目 A 第一年获取的利润(100 万元)以 10% 的收益率投资,则项目 A 第二年末的利润总额将是: $100 \times (1 + 10\%) + 100 = 210$ (万元),此值大于项目 B 的利润总额(205 万元)。该例子说明了利润实现时间的重要。事实上,货币具有时间价值。表 1.2 显示了一个例子,同样说明利润最大化作为企业经营目标是不可取的。

表 1.2 项目 X 和项目 Y 利润 (万元)

年 份	1	2	3	4	5	利润年增长率(%)
项目 X	100	110	121	133	146	10
项目 Y	60	90	135	202	304	50

两个投资项目 X 和 Y 的利润预计将分别以 10% 和 50% 不同的增长率增加,从表 1.2 中我们可清楚看到: 哪一个投资项目能产生更多的利润,完全与我们所考虑的时间长度有关。若考虑前三年,则项目 X 产生的总利润 331 万元(100+110+121)大于项目 Y 产生的总利润 285 万元(60+90+135);但若时间长度为五年,则项目 X 产生的总利润(610 万元)将小于项目 Y 产生的总利润(791 万元)。尽管在该例的比较中我们没有对货币的时间价值进行调整,但我们仍然可以说,利润最大化原则是一种十分模糊的目标。

二、风险因素

另一导致利润最大化作为企业经营目标是远远不够的因素是风险。这里的风险指的是对未来预期利润水平的不确定性,我们所论及的利润仅仅是一种期望利润,不同投资项目对未来利润的不确定性程度是不一样的,投资者都注意到了这一事实。表 1.3 给出了两个不同投资项目 C 和 D 的选择,每个投资项目每年的预期利润取决于经济状况: 繁荣、一般、萧条。

表 1.3 项目 C 和项目 D 利润 (万元)

项 目	经济状况	年 份	
		1	2
C	繁荣	120	120
	一般	100	100
	萧条	80	80
D	繁荣	270	270
	一般	110	110
	萧条	-50	-50

显然,若经济状况在一般水平以上,则项目 D 更具有吸引力,但是未来的经济状况究竟如何是不确定的,所以我们不得不考虑在多种可能的经济状况下项目的利润水平。虽然项目 D 的每年利润可高达 270 万元,但也有可能亏损达 50 万元。项目 D 利润的不确定性程度大于项目 C,所以有的投资者宁愿选择项目 C,不愿从事项目 D,也就是宁可放弃可能获取的高利润,而不愿承担高风险。这就清楚地说明以利润最大化作为选择项目 C 和项目 D 的标准是远远不够的,也是与人们实际的行为不相符合的。

三、市场价值的最大化

从财务管理角度出发,企业经营目标的制定必须以市场价值最大化为原则。我们知道有三个为公众普遍接受的企业经营目标:(1)企业总价值最大化;(2)股东财富最大化;(3)企业股票市价最大化。但这三个目标实际上是一致的,或者说它们是等价的。作为公司所有者的股东必然要求公司经营的目标是股东财富最大化,这是股东投资于公司并聘用管理者经营公司的目的,因此也可以将股东财富最大化作为公司经营的目标。而股东对公司所拥有的所有权是反映在股东所持有的公司的股票上,对一个上市公司而言,其股票价格越高,表明它的股东具有的财富也越大。股票价

格又体现了公司的市场价值,股票价格越高,整个公司作为一个商品,其市场价值也越大,购买这家公司所必须付出的代价亦将越高;反过来,当公司价值越大时,其股票价格亦越高。因此,我们将公司市场价值最大化作为公司的经营目标就克服了“利润最大化”带来的缺陷,这是因为公司的价值不是指公司未来某一时刻的价值,而是指公司现时的市场价值。另外,公司的市场价值又具有不确定性,它不仅与宏观经济环境有关,还更与公司的经营状况与获利能力密切相关,所以公司价值是波动的,因此公司价值既反映了时间因素,又考虑到风险因素。

财务管理的理论和方法、企业财务决策和经营业绩的评估均以上述目标为前提。

四、代理问题

由于企业各方(股东、经理、债权人等)利益的不一致性,因此,导致企业经营活动并非时时刻刻朝着目标前进,这就是所谓的代理问题。

股东是企业的所有者,经理则是股东聘任的企业管理者。作为股东的代理人,经理必须站在股东的立场上,努力经营,力图使企业股票市价达到最大值。但是在现代企业经营实际环境中,企业、特别是社会公众持股的大公司,经理的所作所为并非一定能使股东的财富达到最大值。例如,经理的收入往往与企业的规模、销售额、市场份额、员工人数等有关,所以有些经理会偏好于扩大投资规模,尽管这样做可能对股东财富的增加并没有贡献。现代企业管理主张团队精神,企业重大的决策均由管理层集体作出,个人的直接贡献与业绩很难客观评价。在这种环境中,经理考虑得更多的是个人的晋升、收入的增加、地位的提高,还会耗资购置豪华轿车,过分地改善自己的办公条件或员工的福利条件,不断增加自己的休闲时间等等,而这些行动并不总是与股东财富最大化目标相一致。

关于股东与其代理人经理的利益冲突还表现在对待风险投资的态度上。股东通常持有多种种类的证券组合,偏好于从事风险投资项目,因为即使该风险项目遭受失败,股东的损失仅占其财富的一部分,甚至是微不足道的;但如果项目成功了,股东的获利是无限制的。然而,对经理来说,其事业与前途是与企业的生存与发展紧密相连的,若投资项目严重亏损,则对他们的打击是沉重的,其名誉和地位将可能一落千丈,甚至面临“炒鱿鱼”的威胁。所以,经理相对股东来说,更厌恶风险。由上述分析可知,经理有时会追求自身的利益,而偏离股东财富最大化的经营目标,但这种偏离是短期的、局部的;从长期和整体角度考虑,经理必须站在股东的立场上,以企业经营目标作为管理决策的准则。

代理问题还包括股东与债权人利益的冲突。股东往往热衷于负债经营风险项目,由于股东承担的责任有限,因此,一旦项目失败,则最大损失者是债权人;另一方面,若项目成功,则债权人的收益是有限的利息和本金的偿还,而股东的盈利却是无限制的。这种收益与责任的不对称性,导致债权人要求索取更高的利率,或者限制股东的投资行为,同时要求对企业经营活动有监督、资产抵押等不利于股东利益的贷款条款。

代理问题构成了代理成本,财务经理在作财务决策时,必须意识到代理成本的存在。

第三节 企业的组织形式

企业的组织形式通常可分为三类:独资、合伙和公司。在美国,大约80%是独资企业,但这类企业仅占总销售额的8%,可见,这类企业数量虽多,但规模一般都非常小。相反,公司无论是雇员、销售还是收入却均非常大,公司的销售约占总销售额的85%。下面我们分别讨论这三类企业组织形式的特点。