

GONGSI JINRONG

21世纪高等学校金融学系列教材



公司金融

»»»
(第二版)



主编 陈琦伟



中国金融出版社
CHINA FINANCIAL PUBLISHING HOUSE

21 世纪高等学校金融学系列教材

公 司 金 融

(第二版)

主 编 陈琦伟
副主编 张 俊

责任编辑：王效端 李淑清

责任校对：刘 明

责任印制：郝云山

图书在版编目 (CIP) 数据

公司金融/陈琦伟主编. —2 版. —北京：中国金融出版社，2003.6

(21 世纪高等学校金融学系列教材·金融工程子系列)

ISBN 7-5049-3073-3

I. 公…

II. 陈…

III. 公司—融资—高等学校—教材

IV. F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2003) 第 036026 号

出版 **中国金融出版社**

发行

社址 北京市广安门外小红庙南里 3 号

发行部：66024766 读者服务部：66070833 82672183

http: //www. chinafph. com

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 保利达印刷有限公司

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 22.25

字数 449 千

版次 1998 年 6 月第 1 版 2003 年 6 月第 2 版

印次 2004 年 1 月第 13 次印刷

印数 84201 - 89200

定价 28.00 元

如出现印装错误本社负责调换

21 世纪高等学校金融学系列教材 编审委员会

顾问:

黄 达 中国人民大学 教授 博士生导师

主任委员:

李守荣 中国金融出版社 编审

刘锡良 西南财经大学 教授 博士生导师

副主任委员: (按姓氏笔画排序)

吴晓求 中国人民大学 教授 博士生导师

宋逢明 清华大学 教授 博士生导师

张 杰 中国人民大学 教授 博士生导师

张亦春 厦门大学 教授 博士生导师

周战地 (女) 中国金融出版社 副编审

委员: (按姓氏笔画排序)

王振山 东北财经大学 教授

王爱俭 (女) 天津财经学院 教授

史建平 中央财经大学 教授 博士生导师

刘 亚 对外经济贸易大学 教授

朱新蓉 (女) 中南财经政法大学 教授 博士生导师

李志辉 南开大学 教授 博士生导师

汪祖杰 安徽财贸学院 教授

陈伟忠 同济大学 教授 博士生导师

姚长辉 北京大学 教授

胡炳志 武汉大学 教授

胡涵钧 复旦大学 教授

赵锡军 中国人民大学 教授 博士生导师

高正平 天津财经学院 教授

崔满红 山西财经大学 教授

彭元勋 中国金融出版社 副编审

彭建刚 湖南大学 教授 博士生导师

潘英丽 (女) 华东师范大学 教授 博士生导师

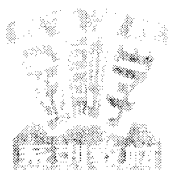
戴国强 上海财经大学 教授 博士生导师

主 编 简 介

陈琦伟，生于1952年，现任上海交通大学管理学院教授、博士生导师，中国创业资本研究中心主任。

其主要社会兼职有：中国经济体制改革研究会理事、中国世界经济学会理事、中国亚洲太平洋学会常务理事、中国社会科学院金融研究中心特约研究员、南开大学国际金融研究中心特约研究员、北京大学金融与证券研究所特约研究员、澳大利亚国立大学《亚太经济论丛》编委、亚洲开发银行咨询顾问等。

其主要个人著作有：《新经济时代的创业资本》、《新经济时代的企业创新》、《国际竞争论》（此书于1987年获孙冶方经济学优秀著作奖）、《国际金融管理》、《当代国际资本市场》、《国际金融风险管理》、《公司金融》、《投资银行学》等十余部。



金融工程子系列

修订说明

本书第一版自 1998 年 3 月出版至今,已经四年。在此期间,我国金融和资本市场的加速发展,企业改革和运作机制的完善,以及市场竞争导致的企业管理水平的提升,都使得作为普通高校金融类重点教材的本书内容需要作大的修改。

基于这一认识,经中国金融出版社金融教材编辑部彭元勋主任建议,我自 2001 年开始组织一批在公司金融研究领域有较强专业背景的研究人员,对本书作了系统性的全面修改。

此次修改在内容上是这样安排的:

全书分为三大部分,第一章至第四章为基本理论部分,着重介绍现代公司金融的基本理论和环境;第五章至第九章为决策营运部分,着重介绍现代公司金融管理的决策内容和管理分析工具,即投资管理、融资管理、股利分配管理和营运资本管理;第十章和第十一章为专题部分,介绍现代公司金融管理中的特殊问题,即与收购、兼并相关的金融管理和国际化经营条件下的金融管理问题。

现就与本书第一版相比较的修改作进一步的说明:

第一章公司金融导论,基本保留了原来的内容,但第二节改名为“公司目标与金融市场”,增加了对公司战略的分析,从公司运作的根本目标、企业委托—代理关系及激励机制设计、股东与管理者等内容角度,深入分析了公司金融管理的制度背景。

第二章公司的金融环境,则作了较大修改,针对金融市场、金融机构、公司内部利益冲突机制、公司治理结构等方面,结合过去几年来我国的企业实践和典型案例,作了全面阐述。

第三章货币的时间价值,保留了原来大部分内容,但新增第四节,介绍在实践中意义重大的货币时间价值运用——债券与股票的估价。

第四章风险与收益,是新增章节,介绍现代金融管理的主要理论基础之一:风险与收益的均衡。包括收益与风险的基本概念,单个投资项目的风险与收益衡量,现代金融理论中的风险收益衡量基本模型。目的在于使读者了解公司金融追求价值最大化目标,并不是排斥风险,而是在风险一定情况下的价值最大。因此,本章应当是重点章节。

第五章资本预算决策分析，原内容基本保留。

第六章资本成本与资本结构，原内容基本保留，但对结构作了调整。

第七章公司长期融资，内容修改变化较大，介绍现代公司融资的基本内容：股票融资、债券融资和融资租赁。本章是第六章在管理内容上的具体化，目的是使读者了解在资本结构分析的框架内，可以选择的具体融资手段、特殊要求及其优缺点，建立比较清晰的公司融资管理观念。为适应现代市场经济发展的需要，本章还介绍了新兴的融资工具，例如优先股、可转换债券等。

第八章股利政策，是新增章节，本章内容包括公司股利分配的基本方式、基本理论和衍生问题，如股票股利、股票分割等。目的是使读者了解股利政策对公司价值的影响、股利政策决策的内容，以及股票股利、股票分割等现象的经济实质。本章内容适应我国上市公司数量增加和股票市场发展的现状，越来越具有实用意义。

第九章短期融资策略和管理，作了重大调整，本章内容包括公司融资策略的分析和营运资金管理的具体内容，即现金管理、应收账款管理和存货管理。目的是使读者能够结合上述章节中的融资决策，分析实践中的各种融资策略，在比较的基础上，了解营运资金管理的特征与内容。

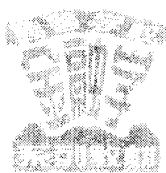
第十章公司购并的金融管理，作了重大调整，本章内容包括公司购并的基本概念、公司购并的金融分析等。

第十一章国际化经营的金融管理，由原第九、十章合并，本章内容包括国际化经营条件下的金融环境分析，特别是外汇汇率风险对公司金融管理的影响，这种影响主要包括三个方面：换算风险、交易风险和经济风险，以及汇率风险对投资和融资决策的影响。

华东师范大学蓝发钦教授撰写了第八章、第十一章，上海交通大学苟开红撰写了第三章、第四章和第十章，亚商企业咨询股份有限公司金楠女士撰写了第二章、第七章、第九章，亚商企业咨询股份有限公司袁敏捷女士撰写了第五章、第六章，作为本书第一版时我的主要助手的中远发展股份有限公司副总经理张俊博士撰写了第一章，并再次审阅了全稿并提出宝贵的修改意见，最后由我总纂全书。新版作为大家辛勤劳动的结晶，我本人再次予以致谢，并欢迎读者提出宝贵意见和建议。

陈琦伟

2003年5月



目 录

1	第一章 公司金融导论
1	第一节 公司制企业
1	一、公司的组织形式
3	二、有限责任公司与股份有限公司
5	第二节 公司目标与金融市场
5	一、公司制企业的目标
6	二、现代公司中的委托—代理关系及激励机制设计
7	三、股东与管理者
9	四、公司与金融市场
11	第三节 公司金融管理职能
11	一、公司金融管理内容
12	二、公司财务机构的职能和作用
14	三、公司金融管理的内在联系
16	第二章 公司的金融环境
16	第一节 金融市场简介
17	一、货币市场
21	二、资本市场
26	三、金融衍生工具市场
29	四、金融市场的效率
31	第二节 金融机构
31	一、商业银行
31	二、非银行金融机构
34	三、国际金融机构体系

35	第三节 公司内部的利益冲突
36	一、公司的利益冲突
38	二、公司治理结构
42	第三章 货币的时间价值
42	第一节 单利与复利
43	一、现值与终值
44	二、单利的计算
45	三、复利的计算
47	第二节 年金终值与年金现值
48	一、普通年金的终值与现值的计算
50	二、先付年金的终值和现值的计算
51	三、特殊年金的终值和现值的计算
54	第三节 利率理论
55	一、资金成本
55	二、利率理论
61	第四节 货币时间价值的运用
61	一、经营决策
63	二、债券价值的评估
66	三、股票价值的评估
70	第四章 风险与收益
70	第一节 风险与收益概述
70	一、风险及风险补偿
73	二、收益及收益率
74	第二节 投资项目的收益与风险
74	一、概率分布与期望值
76	二、方差和标准差
77	三、项目选择
78	第三节 资本市场的收益与风险
79	一、组合情况下的期望收益与风险及其度量
83	二、资本资产定价模型
90	三、套利定价模型

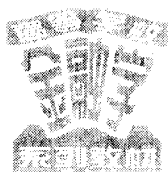
96	第五章 资本预算决策分析
97	第一节 现金流量的估算
97	一、现金流量的概念与构成
98	二、现金流量估算时应注意的问题
99	三、现金流量的估算
103	第二节 投资项目评价的基本方法
103	一、贴现指标的计算方法
109	二、非贴现指标的计算方法
110	三、投资方案的对比与选优
111	第三节 投资项目的不确定性分析
112	一、敏感性分析
115	二、保本点分析
116	三、概率分析
118	第四节 特殊情况下的投资决策
118	一、固定资产更新决策
121	二、资本限额下的投资决策
126	第六章 资本成本与资本结构
126	第一节 资本成本概述
126	一、资本成本的概念
127	二、资本成本的构成内容
128	三、决定资本成本高低的因素
128	四、资本成本的作用
129	第二节 资本成本的计算
129	一、个别资本成本
135	二、加权平均资本成本
136	三、边际资本成本
139	第三节 财务杠杆
139	一、经营杠杆
141	二、财务杠杆
143	三、复合杠杆
144	第四节 资本结构
144	一、资本结构概述
145	二、息税前利润——每股收益分析法

147	三、考虑风险因素下的最优资本结构决策
149	第五节 资本结构理论
149	一、早期的资本结构理论
151	二、现代的资本结构理论
160	第七章 公司长期融资
161	第一节 债券
162	一、债券定价原理
166	二、不同条款安排下的债券
169	第二节 普通股
170	一、普通股的定价
171	二、市盈率与股价
173	三、其他股权类金融工具
174	第三节 混合证券
174	一、可转换债券
176	二、优先股
177	三、混合证券与资本市场
177	第四节 银行贷款
177	一、银行贷款的优势
178	二、银行贷款的定价
180	第五节 租赁
180	一、租赁的种类
181	二、租赁融资的价值分析
183	第六节 我国直接融资的制度约束
187	附录 期权
192	第八章 股利政策
192	第一节 公司股利政策的基本类型
192	一、股利政策的内涵
193	二、公司股利支付方式
197	第二节 股利政策的类型
197	一、剩余型股利政策
198	二、稳定股利额政策
199	三、固定股利支付率政策

200	四、低正常股利加额外股利政策
200	第三节 一个简化的公司股利决策模型
200	一、投资决策、融资决策与股利决策之间的相 机确定
202	二、投资决策、融资决策与股利决策之间的长 期协调模型
205	第四节 公司股利的决策
208	附录一 各国股利政策比较分析
215	附录二 西方股利理论述评
222	第九章 短期融资策略和管理
222	第一节 营运资金概述
222	一、营运资金的概念
224	二、营运资金的流动性和收益性
225	第二节 短期筹资
225	一、筹资原则：匹配原则
226	二、营运资金的循环
229	三、短期筹资的几种方式
232	第三节 流动资金管理
232	一、现金管理
236	二、有价证券管理
243	三、应收账款管理
250	四、存货管理
256	第十章 公司购并的金融管理
256	第一节 公司购并概述
256	一、公司购并的定义、特征
258	二、公司购并的类型
263	三、购并的程序
265	四、各国对购并的监管与法律
267	第二节 公司购并的金融评价
267	一、公司购并的协同效应价值评估
272	二、公司控制权的价值评估
273	第三节 公司购并的出资方式分析

273	一、现金出资的财务分析
276	二、股票出资的财务分析
280	三、投资银行的作用
281	第四节 公司购并的税收分析
281	一、美国企业购并中的税收问题
283	二、关联企业的避税问题
284	三、杠杆收购——一种由税收优惠引起的购并活动
285	四、我国企业兼并中的税收问题
288	第十一章 国际化经营的金融管理
288	第一节 国际化经营的环境
288	一、国际货币体系的简单回顾
290	二、当前国际货币体系的特征
292	第二节 外汇风险及其管理
293	一、外汇风险的概念
293	二、一价定律与购买力平价说
295	三、利率与汇率：利率平价说
297	四、外汇风险的类型
300	五、外汇风险的管理
305	第三节 跨国公司对外直接投资管理
305	一、对外直接投资的基本方式
307	二、对外直接投资的战略决策
309	三、政治风险及其管理
313	第四节 跨国公司的国际化融资管理
313	一、融资途径
314	二、融资方式
316	三、国际贸易融资
318	四、国际融资策略设计
323	第五节 国际化营运资本管理
323	一、现金管理
325	二、应收账款管理
326	三、存货管理
327	第六节 国际税收管理

327	一、国际税务环境
330	二、国际双重征税的避免方法
332	三、国际避税方式



金融工程系列

第一章

公司金融导论

在市场经济特别是资本金融市场存在的情况下,公司这一微观经济主体的投资、生产、营销、管理等所有经济活动的全过程,几乎全都与公司金融管理有关。影响一个公司经营决策的财务、金融问题大致包括:(1)公司应采取何种长期或短期投资策略?(2)公司如何筹集投资所需的资金,使公司获得最佳资本结构?(3)公司如何保持最佳的短期现金流?(4)公司如何对资金头寸进行成本/收益管理和风险管理,并且满足股东财富最大化目标?这些内容便构成了公司金融研究的基本问题。由此也决定了公司金融的研究对象是公司所制定的具有财务意义的所有决策。一般地,这些决策可分为三大部分:投资决策、融资决策、股利决策。但在实际中,由于公司作为整个经济制度的基石,其所涉及的所有经济行为均与其所处的社会制度和经济环境密切相关,再加上公司本身的目标函数的不同,因此,这些决策在某一时点甚至某一时期都很难达到最优。而在影响公司决策的众多因素中,公司制企业所特有的产权特征、治理结构、经营目标等内部因素在相当程度上更直接左右着公司金融或公司财务决策行为的采取,进而影响公司整体经济活动的方方面面。所以,本章从现代企业制度的特征入手,介绍公司制企业目标和金融市场的关系,阐述公司金融管理的目标、特点和基本内容,为读者理解公司金融决策行为本身的经济意义或经济价值进行铺垫。

第一节 公司制企业

一、公司的组织形式

公司是组织众多个人经济活动的一种形式,是商品经济发展到一定历史阶段形成的必然产物。公司制度最早产生于西方,是西方经济、文化的产物。从发达国家经济发展经验看,公司制企业一直是被一致公认的最符合现代生产力发展的企业制度形式。

作为从事一定生产经营活动的经济组织,通常认为,企业有三种基本组织形

式：个体业主制（Sole Proprietorship）、合伙制（Partnership）和公司制（Corporation）。其中，个体业主制企业和合伙制企业是由一个个人或少数个人出资并受其控制的简单的企业组织形式，这两类企业的特点是：（1）从法律角度看，个体企业、合伙企业都不是法律实体，不具有对外承担独立民事责任的法律地位，均由其所有者承担全部民事责任，包括对企业债务负有无限清偿责任；（2）从财务角度看，个体企业、合伙企业都是经营实体，其全部利润归所有者；（3）从纳税角度看，个体企业、合伙企业本身不纳税，其收入按照个人或合伙人征收个人所得税；（4）个体企业、合伙企业适用于小型企业，一般因规模小，所需注册资金、注册费用都较小，从数量上看，这两类企业往往在一国企业总数中占绝大部分。

但是，个体企业、合伙企业也因规模小、有无限清偿责任、企业生命有限、企业产权转让困难等弱点，导致了难以筹措资金。公司制企业则克服了这些弱点。

公司是依据一国公司法组建的、以营利为目的的、具有法人地位的企业组织形式。在法律上称为“法人”。与其他企业组织形式相比，公司作为企业组织形式的一种，具有企业的一般特征，如有固定的生产经营场所、必要的资金和设备、与经营规模相适应的从业人员、以营利为目的、依法设立、独立核算等。然而，公司与企业之间也有许多不同之处，这些相异的特征主要体现在：

1. 公司是法人，是具有民事权利、义务主体资格的组织，具有民事权利能力和民事行为能力，依法独立享有民事权利和承担民事义务。而企业并不一定是法人。

2. 公司具有集合性，在法律意义上，公司通常是由两人或两人以上以一定的出资联合组成的企业，具有“人合”属性，是以人的结合为其成立基础的社团法人。

3. 公司所有权与经营权相分离，是公司制企业最鲜明的特征。以股份有限公司为例，也就是公司的股权与产权相分离，具体表现在企业资产作为整体存在，财产不可分割，而股权可以分割，即公司资产变动处置和股东转让股票活动相互独立。这一特征也同时成为公司治理结构这一企业组织制度安排的基础，在公司所有者、董事和经理人员三者之间形成了一定的制衡关系。在个体企业和合伙企业中，其所有权和经营权是统一的。

4. 出资者对公司和企业的责任不同。区别于个体、合伙企业出资人以其自由支配的私人财产对企业债务承担无限连带责任，公司以其独立的全部财产对公司的债务负责有限责任。除无限责任公司外，一般有限责任公司、股份公司的股东或出资人仅以其出资额或持有的股份为限对公司负责。无限责任公司的出资者在公司的财产不足以抵偿公司的全部债务时，对公司的债务承担无限责任。

概括地讲，公司的组织形式具有以下优越性：

1. 有限责任。公司的债权人对公司财产具有取偿权，但对公司股东的个人财产无取偿权。所以，股东在公司中的投资风险仅限于投资额本身。

2. 易于聚集资本。公司的所有权体现为数额众多的股份或股票，不但使投资者可以以自己的名义分享公司所有权，而且有利于公司通过发行股票的形式筹集资金，并无须股东承担无限责任。

3. 所有权具有流动性，产权可以转让。即公司所有权的转移可以通过股票或股份的转让来实现。这一点显然基于公司所有权与经营权的分离以及股票市场的高度发达，使投资者在随时变现其所持有的股票的同时，不会对公司正常经营产生影响。

4. 具有永恒存续期。公司除非破产或被兼并或依照公司章程自动终止，否则具有无限生命。这种存在的连续性使得公司具有很好的经营稳定性，这对公司的投资、尤其是筹资活动是十分有利的。

5. 专业经营。公司所有权与经营权的分离客观上决定了公司经营的专业性。按照美国著名经济学家钱德勒的概括，他对现代企业所下的定义是：由一组支薪的高中层经理人员所管理的多单位企业，可以恰当地被称为现代企业。由此可见专业经营的重要地位。

但是，公司的组织形式也有一些缺点，具体表现在：

1. 双重税负。公司作为法人要缴纳公司所得税，股东从公司税后可分配利润中取得股息、红利，还要缴纳个人所得税，因此是双重课税。现在，为鼓励投资，许多发达国家正在设法降低这一双重税负。

2. 内部人控制。公司所有权与经营权相分离，一方面为公司带来利益，另一方面也易产生内部人控制问题，即公司高中层经理人员可能为了自身利益而在某种程度上牺牲股东的利益。

3. 信息披露。针对公司股份流动性特征，各国政府都制定有数量众多、内容复杂的信息披露规定。特别是对上市公司（Public Company），要求必须按规定对经营状况做更多的披露。

二、有限责任公司与股份有限公司

（一）有限责任公司

有限责任公司（Liability Limited Company）的特点是：

1. 股东所负债务清偿责任以其出资额为限，是典型的“资合公司”（相对于以个人信用为基础的人合公司）。按照《中华人民共和国公司法》（以下简称《公司法》）第二十条规定：有限责任公司由2个以上50个以下股东共同出资设立。国家授权的投资机构或者国家授权的部门可以单独投资设立国有独资的有限责任公司。