

云伟宏 张生举
彭 刚 黄卫平 编著

西方公司 理财 实务

中国金融出版社

西方公司理财实务

云伟宏 张生举 编著
彭 刚 黄卫平

中国

责任编辑:王海晔

责任校对:程颖

责任印制:郝云山

图书在版编目(CIP)数据

西方公司理财实务/云伟宏等编著. —北京:中国金融出版社,1997.11

ISBN 7-5049-1876-8

I. 西…

II. 云…

III. 公司-财务管理-西方国家

IV. F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字(97)第 23971 号

出版 **中国金融出版社**

发行

社址 北京广安门外小红庙南里 3 号

邮码 100055

经销 新华书店

印刷 北京市长阳印刷厂

开本 850 毫米×1168 毫米 1/32

印张 12.875

插页 2

字数 310 千

版次 1998 年 3 月第 1 版

印次 1998 年 3 月第 1 次印刷

印数 1-3000 册

定价 19.00 元

前 言

公司理财(或称公司财务)是近几年为适应市场经济发展的需要,才引入我国的一门学科;但它在欧美国家已经有较长的历史,是一门理论和实践兼备的较成熟学科。公司理财是以微观经济学理论为理论基础,使用微观经济学的分析方法,研究公司财务问题,核心是投资和融资这两个企业经常面临的重要问题,涉及到债券、股票、金融期货、期权等市场经济中企业经常使用的金融工具,建立了债券、股票、金融期货、期权等金融资产的定价估价的理论模型和实际操作准则,公司资本结构的理论和实践也是其重点内容。

概括起来,本书包括投资、融资和涉及到这两方面的一些特殊问题共三个方面的内容。本书首先介绍了折现现金流量、资本资产定价模型和期权价格理论等基本理论,然后运用这些理论围绕投资、长期和短期融资以及企业兼并、重组和企业国际财务管理等问题对公司理财的理论和实务展开了较详尽的讨论。本书与为数不多的国内同类书籍相比有以下几个方面的特点:一是内容比较全面,它系统完整地介绍了“公司理财”这门学科;二是内容比较新,如对不确定性、风险、期权等方面的内容都有较全面的介绍;三是有一定的理论深度,如涉及了 CAPM、资本结构、市场效率等内容。

建立现代企业制度,主要内容是把企业管理体制转变为以

资产经营为核心的现代企业经营管理体制。本书适应这一形势,为建立现代企业制度提供了一个有益的参考。虽然在目前看来有些超前,但随着我国市场经济体制的逐步完善,我们有理由相信它将成为企业进行投资和筹资实践的操作指南。本书是各类企业的领导人和财务管理人员,以及包括证券、期货投资者在内的各类具有战略眼光的投资者案头应备的参考书。本书还可以作为高校经济和管理类专业研究生、本科生、专科生的“公司理财学”(或“西方企业财务管理”)课程用教材和各类成人高教财经类专业的教材或参考书。

本书是目前我国介绍现代公司理财理论和实务书籍当中较为系统全面的一本,相信它的出版能对我国的这门新兴学科——公司理财学的学科建设做出一定的贡献。

一九九八年一月

作者序

公司理财主要关注的是两个方面的问题：一是当公司面临许多投资机会时，如何选取最恰当的投资项目？二是公司的资金从何而来？或怎样才能取得最便宜的资金？这两个问题其实是紧密相连的，因为一方面项目的风险程度直接影响到投资者所要求的投资收益率，即资金成本的大小；另一方面，只有资金使用权是有偿取得的，存在预算上的硬约束，企业才有必要精心挑选投资项目。公司理财活动的目的与其他一切经济活动的目的是一致的，简言之，即以最小的成本获取最大的收益。

很显然，如果企业不是自主经营、自负盈亏的经济实体，像西方公司那样的理财活动既无必要也无可能。在我国，现阶段许多企业仍然存在预算约束软化的现象，缺资金，找上级，找政府；上项目，拍脑袋，争规模。所谓的风险决策，并没有建立在科学的计划、预测的基础上，由于风险与收益的不对称性，投资决策在很大程度上变成了企业领导人用国家、企业的钱赌博式碰运气的游戏。

但是，随着我国社会主义市场经济体制的逐步建立和完善，这种现象必然会得到根本扭转。建立社会主义市场经济体制的重要环节就是转换国有企业的经营机制，建立起符合市场经济要求的现代企业制度，使企业真正成为自主经营、自负盈亏、自我约束和自我发展的市场主体，只有这样，才能彻底扭转我国企业目前普遍存在的预算约束软化的局面，构筑起市场经济的坚

实的微观基础。

现代企业制度,是以规范的企业法人制度为基础,产权明晰、责任明确、政企职责分开、管理科学的新型企业制度。股份有限公司和有限责任公司,是现代企业制度的主要组织形式。当前正在试行的全民企业引用三资企业经营机制,实行税利分流、税后承包以完善承包经营责任制,国有企业改制为股份制企业,以及其他种种为企业转换经营机制创造条件的措施,正在为国有企业改革提供有益的经验,开辟广阔的道路。

据报道,截止到1996年8月,我国上市公司已达434家,总市值达到7168亿元,汇集了我国的一批精华企业,它们的经营管理和经营效益水平远高于一般企业的平均水平。这些上市公司在地域分布上扩展到全国各地,在经营范围上几乎涉及国民经济的所有部门和行业,从而向外辐射出强大的现代企业制度的信息。虽然由于市场环境远未完善,这些企业的运作还不十分规范,围绕股票的发行、流通还存在许多问题,但毕竟在向着市场化的方向上迈出了可喜的步伐,并且等待上市的公司名单还在不断地增加,从而创造出良好的市场环境和氛围。

因此,目前我国引进“公司理财”这门学科就显得十分必要和及时。公司理财将成为我国企业日常经营活动的重要组成部分,以保证购、产、销这个循环过程处于良性状态并顺畅地进行下去。本书系统地介绍了公司理财的基本原理和在长期实践基础上总结出来的具体措施和方法,具有很强的理论指导意义和实践针对性。

本书作者几年前有机会接触到这门学科时感到它十分新鲜有趣。这门学科从资金流向的角度认识企业的各项活动,只有能够带来净现金流入的决策才是一项好的决策,判断的标准简

洁明了,但在具体的展开运用中,却涉及到许多复杂的内容和深刻的道理,峰回路转,引人入胜。

本书的内容基本上以西方国家成熟的资本市场为背景,作者参阅了大量的英美流行的公司理财学教科书和著作,力求在理解消化原著的基础上,将其中的基本概念和原理以简洁、准确、清晰的语言传达给国内的读者。虽然具体的做法,由于各国的历史沿革和经济环境的不同而有所差异,但其中所包含的基本原理却是普遍适用的。毋庸置疑,本书具有一定的超前性,一些在市场经济条件下十分自然的想法和做法在我们目前看来似乎仍有些不可理解,理论的结论和经济现实之间存在巨大的反差。但我们相信,一旦您读完了这本书,跟上了它的思路,就一定会有种全新的感受,一个理解企业行为的全新视角。另外,值得一提的是,本书介绍的布莱克——斯考尔斯模型的设计者,1997年获得了诺贝尔经济学奖。

我们在写作过程中感到十分遗憾的是本书的内容与经济现实联系不够紧密,这既有客观上国内这方面的素材较少的因素,也有我们主观上对国内企业研究不够的原因,若今后在此方面有了更深的研究成果后,我们将努力弥补这一缺憾。

在这里我们还要感谢美国信安相互人寿保险公司提供的1995年该公司的主要财务报表,它使本书的内容具有现实性,反映了世界级大跨国公司的财务状况以及金融保险行业的财务报表形式,在这里我们向该公司表示衷心的感谢。

一九九八年一月

1. 基本概念

本章介绍有关公司理财的基本概念和基本理论。

1-1 导论

财务方面知识的出现,如复利在交易中的运用,可以追溯到古巴比伦时代(公元前 1800 年),但财务管理作为公司关键业务活动的出现则是近代的事,而公司理财(或公司财务)作为一门独立的学科最早是在 20 世纪初的美国才产生的。当时,许多美国公司通过增加资本、兼并、联合等活动成为了规模庞大的公司。现实要求研究诸如兼并、联合以及为扩充资本而发行股票、债券等等问题,这样公司理财作为一门学科便应运而生。1929-1933 年的经济危机也对公司理财这门学科产生了深刻的影响,面对许多公司清理歇业、破产倒闭,公司理财的主要任务转向侧重于研究公司的盈利能力、公司改组、清理和证券市场等问题。第二次世界大战后又进一步转向分析投资机会、有效利用资产、探索各种最优化决策方法等。60 年代后,开始运用计算机和建立各种数学模型。七八十年代后,又提出了有效市场、期权定价等理论和概念,使这门学科更富系统性、理论性,并日臻完善。1990 年 10 月 16 日,瑞典皇家科学院决定将 1990 年诺贝尔经济学奖授予 3 名美国经济学家,他们是纽约市立大学的

哈里·马科维茨(Harry M. Markowitz)、斯坦福大学的威廉·夏普(William F. Sharpe)和芝加哥大学的默顿·米勒(Merton 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”,从而使公司理财作为一门学科引起了更加广泛的重视。

1-1-1 公司理财的研究对象

我们从一些简单的概念开始认识这门学科。

一个现代企业要进行正常的经营,需要各种各样的实物资产(real assets),用于生产满足消费者需要的产品和劳务。这些实物资产可以是有形资产,如土地、建筑物、机器、工厂、存货等,也可以是无形资产,如技术诀窍、商标、专利权等。而所有这些实物资产都是要花钱才能得到的。公司为了获得必要的资金,可以卖出一些凭证,这些凭证被称做金融资产(financial assets),或叫做证券。这些凭证之所以有价值、可以出卖,是因为持有它就拥有了对企业实物资产的权利。金融资产不仅包括股票、债券,而且还包括银行贷款、租赁债务等等。

金融资产具有流动性、风险性和收益性三种属性。流动性是指某种金融资产在短期内迅速变现的能力,通货是流动性最高的金融资产。风险性是指某种金融资产不能恢复其原有价值的可能性,如由于证券发行人的破产而导致永远不能偿还的违约风险,或由于金融资产的市场价格波动而产生的市场风险。收益性是指金融资产能够获得收益的性质,如债券到期可以得到利息,股票除了可以得到红利、红股外,还可以有机会赚取价差,这个价差被称为资本利得。以上三种属性是相互联系相互制约的。通常情况下流动性与收益性成反比,投资者往往为了

增加流动性而宁愿只获得较低收益；而风险则与收益成正比，风险越大报酬越高。人们通常期望其投资的流动性大、风险性小而收益高，但犹如鱼和熊掌不可兼得一样，事情不能两全。人们需要在风险和收益之间依据自己的偏好来进行抉择。

企业财务管理人员常会面临两个基本问题：一是企业应该投资多少和投资于何种具体的实物资产？二是为了某项投资需筹集多少资金？回答第一个问题即企业的投资决策或资本预算决策；回答第二个问题即企业的筹资决策。企业领导、财务总监和财务管理人员应该在这两方面做出适当的决策，使企业的所有者（股票持有人）尽可能地得到更多的好处。

公司财务管理的目标与公司的整体目标是一致的——使股东财富或公司价值最大化，这也是我们研究公司理财问题的一个基本假定。因而判断一项决策好坏的标准是价值，企业所购买的实物资产比为其所花的成本更有价值就可以说这是一项好的投资决策。换言之，财务管理成功的秘诀是增加价值，但这种说法只表明一个不言自明的原则。这就如同劝告一个股票市场的投资者“低价买进，高价卖出”一样。问题的关键在于如何发现问题、分析问题和如何着手去做。

弄懂公司理财的概念和理论是非常重要的，这些概念和理论能够帮助读者正确地认识问题和恰当地提出问题，并告诉你如何正确地分析和利用现有的信息回答这些问题，至少使你避免犯系统性错误。

概括地说，公司理财告诉读者关于如何筹集资本和如何使用资本的理论 with 操作准则。它一方面帮助读者理解公司是如何营运的，如公司的目标是什么？财务总监和财务管理人员的责任是什么？公司拥有什么样的实物资产组合？为什么是这样的

资产组合而不是其他？等等。另一方面还有助于读者理解资本市场是如何运作的。见图1-1。

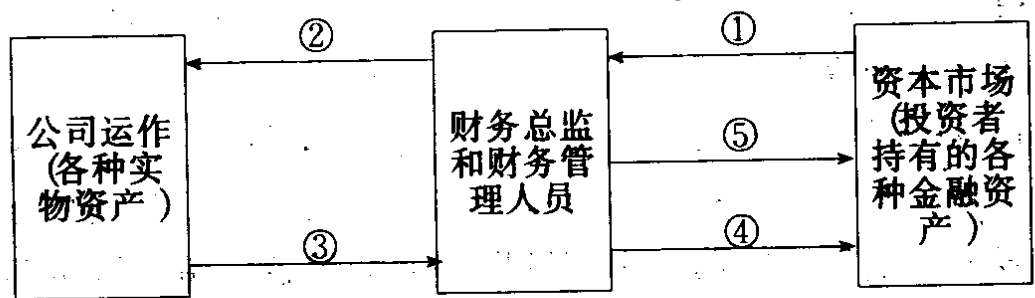


图 1-1 财务管理者的作用

图 1-1 中①表示通过发售金融资产给投资者为公司筹集现金；②表示现金投入公司营运，用于购买实物资产；③表示公司营运产生现金流；④表示给投资者的回报；⑤表示现金用于再投资。

1-1-2 现代公司制度

公司制度的法律形式不是我们这里要讨论的内容，我们有兴趣的是与财务有关的制度上的安排，包括成文的规定与不成文的习惯。如果一家公司归某一个人所有，他既是所有者又是经营者，那么他会采取一切手段提高他个人的福利，在这里我们可以把提高福利理解为主要是增加他的财富。如果他把公司的一部分，比如一半或更多卖给别人，公司仍由他本人经营，情况就会大不一样。因为如果他努力经营，成果要同公司其他的所有者分享；但如果他更多地享受，成本同样可以与其他所有者共同分担。这时作为市场经济中理性的经济主体，他一定会采取理性的行动，或者只做较少的努力，或者更多地享受。现代公司制度下经营权与所有权的分离，产生了所有者与管理者之间的矛盾。如何协调这一矛盾？一般人首先想到的是通过各种规章

制度和公司所有者严密监管管理者的各种行为,来避免损害所有者利益的事情发生。然而,这种方法通常会导致效率降低,管理者不能及时采取行动,有时会坐失良机,从而带来很大的机会成本,而且要花费昂贵的监管费用。

因此,必须在所有者和管理者之间建立谅解和信任,使管理者能够自觉地为所有者努力工作。现代公司制度本身提供了包括三方面内容的机制来促成这一目标:

其一是解雇的威胁。若公司所有者如由股东选出的董事会,认为某个管理人员不称职,未能使其财富达到最大,他们就有可能解雇此人。尤其是现代公司的股份越来越多地被大的投资机构控制,更换公司管理人员变得更加容易了。

其二是兼并的威胁。如果公司经营不善或决策失误,会使公司的股票价格下降,这可能导致其他公司非善意地以很低的价格收购公司的股票,达到兼并公司的目的。一旦公司被兼并,新的公司所有者会任命一批新的管理者来领导公司,原有的管理者就很可能被新的老板解雇。为了避免被其他公司兼并,管理层就必须采取那些可以提高股价的措施。

其三是管理激励计划。越来越多的公司股东意识到,如果把管理者的报酬同其公司经营业绩挂钩,就可以促使管理者采取那些能满足股东财富最大化目标的措施。把管理者报酬同经营业绩挂钩的管理激励计划通常有两种形式:第一种称为“股票选择权”。如允许管理者以固定的价格购买一定数量的公司股票,则股票的市价越高于固定价格,管理人员所得到的报酬就越多,因而管理层为了获得更大的报酬,就必然会主动采取能够提高股价的行动。第二种是“绩效股”。这是公司根据每股盈余、资产报酬率以及权益报酬率等作为标准来评估管理当局业绩

和效率,再视个人的绩效大小,分别给予管理人员数量不等的股票作为酬劳,进行激励的方式。为了防止企业的短期行为,公司还常常分两个连续的期间来考核管理人员的绩效,比如每个期间是四年,期间中有两年是重叠的。

现代公司制度的另一个矛盾是股东和债权人之间的矛盾。这一矛盾主要表现在两个方面:一是股东未经债权人同意迫使管理者投资于比债权人预期风险要高的新计划,这相当于强迫债权人参加一种“赢了我发财,输了杀你头”的只会输不会赢的赌博;二是股东为了提高公司的利润,未征得现有债权人的同意而迫使管理当局发行新债,导致旧债券的价值下降(其道理在本书中将有详细解释)。

仅有法规和原则还不足以协调这一矛盾和建立所有者和债权人之间的信任,这种信任同样必须建立在现代公司制度内在机制的基础上。这种机制的内容包括:第一,为了保护自身的利益,防止股东利用上述两种方法剥夺财富,现代的债权人在将资金借给公司时,都会在借贷契约上加上各种限制条款;第二,如果债权人发现公司有剥夺其财富的意图时,他们可以拒绝同其进一步合作。

1-1-3 金融市场

金融市场就是进行资金融通的场所。其宏观经济功能是把社会各个单位和个人的剩余资金有条件地转让给缺乏资金的单位或个人,在全社会范围内使财尽其用。

1. 金融市场的类型

金融市场按其划分的标准不同,可做不同的分类。

按交易对象的不同,可分为实物资本市场与金融资本市场。

实物资本市场的交易对象如小麦、汽车、不动产、电脑以及机器设备等；而金融资本市场的交易对象则包括股票、债券、票据、抵押单据及对其他实物资本的要求权等。

按实际交割日期不同,可分为现货市场(Spot Markets)、远期市场(Forward Markets)、期货市场(Future Markets)与期权市场(Option Markets)。在现货市场中买卖的资产通常当场交割,或在几天内就要交割完毕,如股票、债券、外汇的现货买卖;在远期市场中买卖的资产必须在未来某一特定时日——例如六个月或一年后某个时日交割;期货市场的交易对象是期货合约,这种合约可以被看成是一种高度标准化的远期合约。而期权市场所交易的是期权,即交易者在规定期限到达后行使或放弃按执行价格交割的选择权,包括买入期权、卖出期权和买入卖出期权。

按交易凭证期限的长短,可分为货币市场和资本市场。货币市场是指买卖期限少于一年的证券交易市场,其主要特征是交易短期信用凭证,最短的可能只有一天或数小时;资本市场是指买卖期限在一年以上的证券交易市场。它以交易长期信用凭证如债券、股票为主要特点,是融通长期资金的场所。

按证券是否为首次发行,可分为一级市场和二级市场。一级市场是指专门买卖首次发行证券的市场,例如神马公司发售新股票来筹集资金,则此交易即为一级市场的交易。二级市场是指买卖已经流通在外的证券的市场,例如某投资者买进 100 股已经流通在外的神马公司股票,则这一笔交易就属于二级市场的交易。

按市场的大小分,有世界性市场、全国性市场以及地方性市场。

2. 金融市场的作用

通俗地说金融资本市场就是一个人们可以在此交换今天的钱和明天的钱的市场。以消费者为例,如图 1-2 所示。

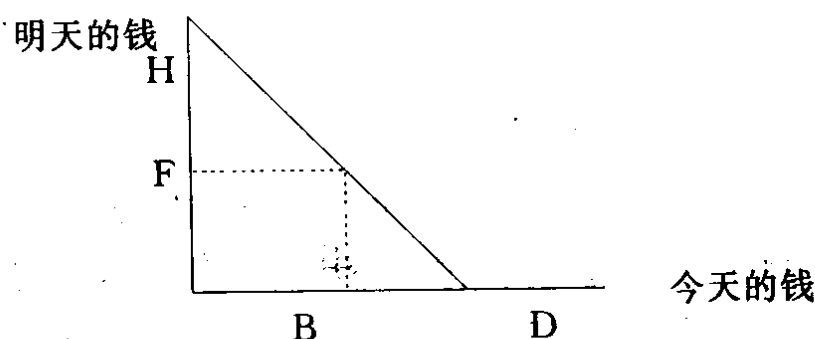


图 1-2 金融市场的作用

图 1-2 中向右下方倾斜的线 HD 代表在资本市场上今天的钱和明天的钱交换后所有可能的组合。曲线的斜率表示交换的比率,斜率是 $1+r$, 这里 r 代表一年的利率。通过贷出你现在的全部的现金 B , 你能够增加未来消费 $(1+r)B$ 或 FH ; 同样地, 通过借入你预期未来的现金收入 F , 你能够增加现在的消费 $F/(1+r)$ 或 BD 。这是两种极端的情况。你可以贷出部分现在的现金或借入部分预期未来的现金收入以实现现在消费与未来消费之间的转换。理论上, HD 线的任何一点都是能够达到的, 在实际中, 资金的贷出和借入利率并不完全一样, 其差额为金融机构的成本和利润。

3. 金融机构

在市场经济发达的国家, 都有一个高效率、专业化的金融机构体系。它一般包括: 中央货币管理机构(或称中央银行)、商业银行、储蓄与贷款协会、储蓄银行、投资银行、信用合作社、退休基金、人寿保险公司、共同基金等。我国正在进行的金融体制改革也将在很大程度上以此为目标模式。

4. 股票市场

股票市场是决定股票价格的场所,也是资本市场的一种形态。前面说过财务管理的目的是使公司的股价最大化,所以了解股票市场对于财务总监和财务管理人员来说是必不可少的。股票市场是金融市场中最活跃和最重要的二级市场。股票市场分为有固定场所的证券交易所和没有固定场所的店头市场两种形态。

证券交易所一般拥有交易大厅、会员和理事会。每位会员在交易所内拥有自己的席位,席位代表享有在交易所内进行买卖的权利,席位本身也可以自由买卖并有市场价格。主要的金融机构在证券交易所里都拥有席位。证券交易所实际上就是一个拍卖市场。该公司的股票被公众拥有,并在证券交易所进行交易,则该公司称为上市(listed)公司。

店头(over-the-counter)市场,又称场外交易市场或柜面市场,它没有证券交易所那么组织严密,这里交易的股票称为非上市(unlisted)股票。最初当一种股票买卖委托很少时,交易所中的会员很难在一段合理的时间完成交易,为此,一些证券经纪公司在个人投资者要求卖出冷门股票时,自己将它买进来作为存货,以后当有投资者想买进该冷门股票时再卖给顾客,因这种交易都需经过柜台,故称店头交易,由此而形成的市场称为店头市场。现在店头市场泛指所有参与买卖未公开上市证券的人员与设备。

在我国,目前有上海证券交易所和深圳证券交易所两个证券交易所,全国有几百家参与这两家交易所交易的证券交易机构。除了有股票交易外,还有国库券等其他证券的交易。目前,我国任何场外交易都是被禁止的,因而不存在合法的店头市场。