

BUSINESS ADMINISTRATION



21 世纪工商管理系列教材

公司理财

CORPORATE FINANCE

刘曼红 李焰 江娅 刘军 编著

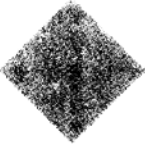
 中国人民大学出版社

21 世纪工商管理系列教材

顾 问 李占祥 邓荣霖

主 编 徐二明

副主编 郭国庆 宋远方 王利平



总 序

自 50 年代起,中国人民大学工商管理学院原有各系的教师们便辛勤地耕耘在产业经济、企业管理、技术经济等重要的学科领域,为国家培养了大批的科研、教学与管理实践的人才,正是“桃李不言,下自成蹊”。

改革开放以后,管理学院的教师们积极地总结我国企业管理与产业经济等重要学科的研究成果,力求大胆创新,走出我国管理理论研究的新路子,创造出中国人民大学的管理学派。为此,他们遵循企业从计划经济逐步转向市场经济的轨迹,到企业管理的实践中去,率先提出企业经营转轨变型的理论,倡导公司制度,主张加强市场营销,形成企业的战略管理。他们先后研究了“我国大中型企业活力”等重点课题,推出了一系列的科研成果,并在此基础上撰写了《工业企业管理学》、《市场营销学教程》等一大批在国内管理教育界和企业界有影响的教材,为我国的管理科研与教学贡献了自己的力量。与此同时,他们还系统地介绍国外先进的管理理论与实践,翻译出版了一大批国外优秀的管理学名著,开拓了人们的视野,启发人们去借鉴与思考新的管理学理论、新的管理制度、新的管理方法与手段。

在改革开放 20 周年的今天,面对经济体制与企业制度改革中所涌现出来的新管理理论与实践问题,面对新的学科发展,面对新的专业学位,面对国内外管理教学与新的挑战,中国人民大学工商管理学院新生的一代教师们负笈东洋、远渡欧美,结合中国的管理实际,在理论研究上向纵深发展,大胆地实践着现代的教学内容与方法。同时,他们以更新的方式走向企业实践的现场,在管理咨询的基础上,为企业出谋划策,撰写出《华为公司基本法》等咨询报告,使企业更加适应市场经济的需求,而得到迅速发展。功夫

不负有心人。中国人民大学工商管理学院的教师们和管理理论不断推陈出新之际,将他们的科研与实践的成果凝聚成这套面向 21 世纪的工商管理系列教材,与同行们、学生们和各界读者们分享自己收获后的喜悦。

中国人民大学工商管理学院本科课程的设计思路是,按照管理学科新的专业要求,结合管理理论与实践发展的状况,力求在本科层次上,使学生们有一个完整的工商管理知识体系。在核心课方面,学院开设了宏观经济学、微观经济学、管理学原理、统计学、会计学、财务管理、组织行为学、人力资源管理、市场营销、管理信息系统、战略管理等课程,为管理学各专业的学生奠定了基本的管理理论基础;同时,为了使学生们学习的知识更能结合社会与市场需求,有更好的就业前景,工商管理学院又根据各专业的不同要求,设计出“工商管理”、“市场营销”等不同的知识模块,力图看准市场的信号,符合具体职业领域的要求,使学生们能在今后的工作中更快地进入某个具体的管理角色。

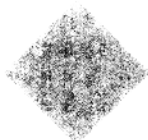
学院教师们撰写的这套教科书反映了学院新型课程设计的思路,包括《管理学》、《市场营销学通论》、《企业战略管理学》等本科核心课的教科书。在教科书里,作者们旁征博引,吸收了当今管理学界最新的学术观点,以及实践经验,力求图文并茂,适当插入案例,给人以一种全新的面貌。

最后,谨在此向我们的作者表示诚挚的感谢,感谢他们为我们的学生与读者奉献出的心血;同时向我们的编辑表示衷心的感谢,感谢他们笔点晴之笔使我们的教科书更臻完善。最后,真诚地希望我们的同行与读者对我们的教材提出宝贵的意见。

“路漫漫其修远兮,吾将上下而求索”。

徐二明

1999 年晚春于人大红楼



前言

在最初允诺写这本书的时候，我们三个想法：

第一，通过这本书把公司财务（corporate finance）纳入金融理论系统。从某种意义上讲，金融应包括三个领域：公司财务、投资、金融机构与金融市场。金融机构又包括银行与非银行金融机构。而我们过去的习惯往往把公司财务与财务会计并列，把投资单纯地看成财政投资，而把金融机构和金融市场又与银行业务相等同。我们认为，公司财务是一个社会的金融的基本环节，投资是金融的运作方式，而金融机构和金融市场是金融的载体。三者相连，构成整个社会的金融实体。从金融的眼光看公司财务，就不会关起门来，只作公司内部财务分析和财务预算，而会把公司财务与整个社会的金融运行相连，把个别企业的公司财务看做整个社会金融的一个细胞、一个作用点、一个基本要素。遗憾的是，这个想法并没有全部写出来。

第二，把这本书写得深入浅出。真正把深奥的理论吃透了，写出来的东西自然浅显易懂。西方教材与我国传统教材的区别在于思维模式。他们是归纳式思维；我们是演绎式思维。他们从简单的例子出发，从事实到小概念，再到大概概念；我们则是相反，我们往往从主体理论入手，从大概概念到小概念，再推到实际。原来想通过这本书的写作，有意识地改进一下我们的思维模式，不是从理论出发，而是从现实入手，对公司财务理论进行全面的介绍。同样遗憾的是，这个想法也没有完全写出来。

第三，通过这本书改变一下我们传统的公司财务的思路。我们通常喜欢先讲融资，再讲投资。原因是融了资，才能投资。但这种想法往往与公

司实际运作相违背。我们知道，企业家是公司的灵魂。而企业家往往首先看到的是机会（opportunity），正是这种看到机会的眼光，抓住机会的能力，使他们成为企业家。机会即是投资机会，投资的规模、回报率决定了融资战略。当然，融资的可能性反过来，又调整投资的决策，制约投资的规模，决定投资机会的实现。惟一可以慰藉的是，这个想法在这本书中得以实现。我们先谈了投资，再涉及融资。

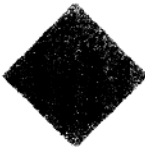
全书分为四篇：基础篇、投资篇、融资篇、增长篇。基础篇贯穿了公司财务的，同时也是金融的两大基本原理：（1）今天的1元钱比明天的1元钱更值钱，即货币的时间价值。（2）保险的1元钱比有风险的1元钱更值钱，即风险与收益的对比关系。理解了公司财务的这两大原理，也就理解了公司财务的精髓。

这本书的主体思想和全书的大纲由刘曼红教授列出，并完成了前三章；大量的写作工作由江姘女士完成，李焰副教授、刘军先生也参加了其中部分章节的写作；全书最后由李焰副教授统稿、定稿。由于大家的辛勤劳动，这本书最终得以付梓。

这里，我们借此机会向人大出版社关心本书并为本书出版付出辛勤劳动的人士表示感谢。

编著者

1999年12月17日于北京



目 录

第 1 篇 基础篇

1 章	什么是公司理财	3
第 1 节	金融与公司理财	3
第 2 节	宏观经济与公司理财	5
第 3 节	资产负债表、公司的形式和公司理财	6
第 4 节	决策与公司理财	12
2 章	公司理财的环境	14
第 1 节	公司内部理财结构	14
第 2 节	金融市场	20
第 3 节	金融中介	25
3 章	财务比率与财务分析	29
第 1 节	财务报表与财务比率	30
第 2 节	财务比率的应用	41
4 章	价值	47
第 1 节	货币的时间价值	47
第 2 节	净现值	54

第 2 篇 投资篇

5 章	公司的投资决策	73
第 1 节	公司的投资决策	73
第 2 节	债券与股票的估值	76

6 章	风险	85
第1节	资本市场与风险	85
第2节	收益与风险：资本资产定价模型	96
第3节	风险管理	100
7 章	资本预算	109
第1节	资本成本	109
第2节	资本预算	122
第3节	资本预算的实际应用	130
8 章	公司营运资金管理	136
第1节	现金管理	137
第2节	应收账款管理	143
第3节	有价证券的管理	151
第4节	存货管理	153

第3篇 融资篇

9 章	公司融资与资本结构	163
第1节	公司融资决策	163
第2节	资本结构	165
10 章	公司融资的形式	178
第1节	短期融资	178
第2节	公司长期融资：股票	190
第3节	公司长期融资：债券	201
第4节	公司长期融资：认股权证与可转换债券	206

第4篇 增长篇

11 章	股利政策与公司增长	213
第1节	股利政策	213
第2节	股利政策对公司发展的作用	222
12 章	公司的外部增长	227
第1节	公司购并	227
第2节	公司重组	238
第3节	破产	242
13 章	公司国际化与跨国公司	247
第1节	公司国际化的趋势	247
第2节	跨国公司	248

第1篇

基础篇





什么是公司理财

本章要点

- 金融的实质以及公司理财在金融中的地位
- 公司理财的核心内容是价值确定与投资、融资决策

第1节 金融与公司理财

什么是金融？金融的英文单词是 finance，这既可以译成金融，又可以译成理财，也可以译成财务。总之，无论金融也好，理财也好，财务也好，都是和钱打交道的事情，都包含了用钱、管钱、以钱生钱的内容。于是，对金融的理解就有了这样一些说法：金融是与货币的运动和信用不可分解地连接在一起的范畴；金融是一门理财的活动，专门从事以钱生钱的实践。如果说得不那么直白，金融是专事价值创造与保存的经济活动。

也许第二种说法更确切地指出了金融的内涵。按照第二种理解，金融的精髓就在于价值的确定与创造价值的决策。这两个内容存在于所有的金融活动中。



【例】 望成股份有限公司是一家新兴的软件公司。望成公司曾以库房作抵押向一家商业银行借款 50 万元，但现在它发现自己最初的投资规模太小了，它要向商业和教育事业方向扩大市场，需要新的投资，此外，它去年的销售额虽达到 1 000 万元，但目前流动资金紧缺。摆在望成公司面前的问题是：如何确立长期投资策略？如何为长期投资策略筹资？如何解决短期资金不足问题？它可以通过发

行股票或债券从金融市场筹得，它也可以向银行或其他金融中介借款。如果筹资，哪一种方式成本更低、更有利于公司的长期发展？

望成公司面临着一系列的决策，包括投资的决策和融资的决策。

金融包括三个主要领域：公司理财、投资、金融市场和金融中介（包括银行和其他金融机构）。这三者各有相对独立的范畴，却又互相联系、密不可分。望成公司的例子讲的是公司理财，又涉及投资、金融市场和金融中介。当然，投资学所包括的内容要比望成公司例子所讲的广泛得多。同样，金融市场学和银行学所涉及的问题也要比这个例子复杂得多。但无论如何，在现代经济中，公司理财是不可能脱离投资、金融市场和金融中介而单独存在的。任何一家经营单位，无论是生产企业，还是服务企业，亦或是商业银行本身，要维持生产、发展扩大，都不可避免地遇到投资问题，都不能不接触金融市场和金融中介。

公司理财是关于公司如何创造和保持价值的学问。任何企业只要生存，就要投资、筹资、生产、经营、销售，这其中的每一个环节都伴随着资金的运动，企业的整个生产经营过程，就是资金的筹集和运用的过程，也就是公司理财的过程。

金融与公司理财的关系还可以借助于投资媒介模型来说明。

投资媒介模型是描述现代企业的一种模型。它的基本构思可用图 1—1 来表示。

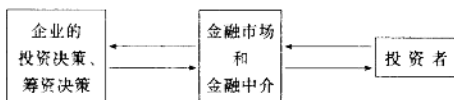


图 1—1 投资媒介模型

投资媒介模型把投资看成企业发展的媒介。图 1—1 把公司置于金融的三个领域之中：公司理财、投资、金融市场和金融中介。公司作出投资决策，开始向金融市场或金融中介筹资，或贷款，或发行各种金融证券。金融证券是一种应诺在一定的时间交换货币的合同。金融证券有很多种形式，但股票和债券是最基本的形式。投资者或以现金存入银行，或以现金购买金融证券，他们希望除了收回本金以外，还可以得到一部分利息或股息等形式的报酬。

除了投资媒介模型以外，还有会计报表模型和多种合同模型。后两种模型也是说明企业营运机制的。会计报表模型是利用会计报表，尤其是资产负债表来说明企业营运过程的；而多种合同模型则把企业的运行看成是企业与内部和外部不同实体，如材料供应者、消费者、公司雇员、银行等

合同的执行过程。

总之，如果说金融是一个相对大的范畴，公司理财则是从属于金融的一个相对小的范畴。本书讲述的对象是公司理财。

第2节

宏观经济与公司理财

公司理财不应当被理解为仅仅局限于企业内部的封闭式的财务管理。如上所述，公司理财与投资、金融市场和金融中介息息相关（图1—2）。我们应当把公司理财看成资金在企业内外不断流动，不断周转的一个动态的过程，我们也试图使这种看法成为贯通全书的指导思想。

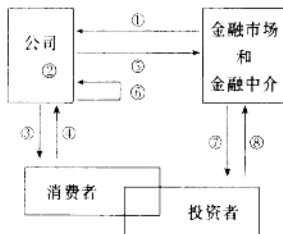


图1—2 资金周转图

说明：

- ①公司从金融市场或金融中介筹资；
- ②公司投资生产；
- ③产品进入市场；
- ④从市场收回资金；
- ⑤偿还金融市场和金融中介（股息、利息、本金）；
- ⑥部分收入用于再投资；
- ⑦金融市场和金融中介酬报投资者；
- ⑧投资者再投资。

我们已经知道，公司理财是关于公司如何创造和保持价值的学问。值得注意的是，这里首先是创造价值，其次才是保持价值。而在现代社会中，价值的创造不可能靠单独一个企业闭门造车而实现的。

公司理财本身是试图从微观的角度分析公司财务问题的。但从上述例子看出，它与宏观经济有着千丝万缕的联系。这种联系可从图1—3中看出，一个企业是整个生动的经济活动的一个有机组成部分。它要生产，就要购买材料、机器；租赁土地、厂房；雇用工人及管理人员；缴纳税收。它要筹资，就要发行股票、债券或其他金融工具；向银行或其他金融中介借款。它要销售，就要走向市场，做广告，推销产品，接受消费者的评

判。它还不得不受到各级政策部门的监控，遵守各种法律法规，接受国家方针政策，尤其是宏观经济政策的控制，受到社会舆论和文化习惯的制约，从事社区义务活动，此外，它要出口，还要涉及外汇风险波动，其他国家的经济政策变动和政治波动，等等。

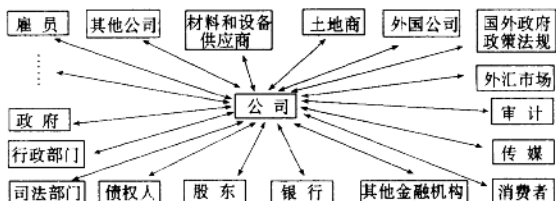


图 1-3 企业所处环境示意图

第 3 节

资产负债表、公司的形式和公司理财

张东兴为一家大公司工作了多年，逐渐有了一些积蓄。他看到市场上有关机械设计的软件十分缺乏，自己又在这方面有很多经验，就想自己创办一家软件公司。由于公司刚刚启动，张东兴没有雇人，只是买了一些设备，租了间办公室，添了一些办公用具，便开始运行。

任何企业营运的过程都是资金的筹集和使用的过程。张东兴的企业资金的来龙去脉是怎样的呢？这可以从企业的资产负债表看出来。张东兴最初的资产负债表如表 1—1 所示。

表 1—1

资产负债表

单位：元

资产		负债	
现金	2 000	股本资金	68 000
仪器设备	36 000		
办公用品	18 000		
办公室	12 000		
资产方总额	68 000	负债方总额	68 000

资产负债表是企业的最重要也是最基本的财务报表。资产方反映了资金是如何运用的，而负债方反映资金的来源。

这张表是对企业真实的资产负债表的一种抽象和简化。它虽然简单，但却说明了资产负债表的基本原理：资产负债表的左方永远等于它的右方，即资产负债表的资产方总额永远等于它的负债方总额。无论是只有几万元，甚或几千元资产的小企业，还是拥有上亿万元资产的跨国公司，资产负债表的基本原理是永远有效的，即这些公司的资产方总额在任何时候、任何条件下都会和它们的负债方总额相等。资产负债表的这个基本原理可用下面的公式表示：

$$\text{资产方总额} = \text{负债方总额} \quad (1)$$

这里，

$$68\,000 \text{ 元} = 68\,000 \text{ 元}$$

等式（1）是资产负债的平衡式，它是一个恒等式。它适用于所有的企业，张东兴的企业也不例外。张东兴刚刚开业，该企业所有的“股本资金”都是他自己的钱，都来自于他自己的积累。他既是经理，又是工人。他还没有向银行或其他金融机构贷款，因此，他对任何其他的人或其他的机构都没有偿债义务。他也没有在金融市场发行任何股票，也就是说，他既是工厂主又是管理人员。张东兴的这个企业有以下三个特征：

1. 他是这个企业的独一无二的所有人。
2. 他一个人控制着整个企业，控制着企业的全部资产。
3. 如果成功，他获得全部的收益；如果失败，他承担全部的损失。

事实上，以上几点构成了独资企业的基本性质。独资企业的好处是：管理权与所有权不脱离，没有利益上的冲突，管理阶层内部摩擦少，管理效益高。如果企业盈利，企业主享有全部利润；但它最大欠缺是风险大，一旦企业亏损，企业主则要负担全部的经济损失。独资企业的偿付责任是无限的。也就是说，企业一旦出现亏损，甚或倒闭，企业主不仅要赔掉他企业的全部资产，而且还可能赔掉他全部的私人财产。

张东兴的产品销路还好，他想进一步扩大生产，再购置一些仪器，但苦于手头没有足够的现钱。他以现有的仪器和设备作抵押，从银行借了12 000元的贷款，因此，他的资产负债发生了变化。张东兴现在的资产负债表如表1—2所示。

从公司理财的角度看，张东兴的负债状况发生了变化，他的负债总额从68 000元增加到80 000元，更重要的是，他的负债总额不仅仅由股本资金构成，还有银行贷款，也就是说，他的资产负债表的右方，即负债方，由两个部分组成：银行贷款和股本资本。这里值得注意的是，银行贷款是债务的一种形式，不是债务的惟一的形式，正如个人独资是股本资本的一种原始的、特殊的形式，不是股本资本的惟一形式一样。

表 1-2

资产负债表

单位：元

资产		负债	
现金	2 000	银行贷款 股本资金	12 000 68 000
仪器设备	48 000		
办公用品	18 000		
办公室	12 000		
资产方总额	80 000	负债方总额	80 000

我们把负债总额的这种变化叫做资本构成的变化（资本构成是债务和股本之间的比例关系），资本构成的变化也是企业筹资方式的变化。现在，张东兴不再是一个人提供他企业的全部资金，银行也提供一部分资金，从风险的角度看，不仅仅张东兴要为他企业的成功失败承担风险，银行实际上也承担一定的风险。如果张东兴的企业一败涂地，银行就可能收不回它一部分或全部的贷款。

银行贷款的出现，使得公式（1）进一步具体化：

$$\text{资产方总额} = \text{负债方总额} = \text{债务} + \text{股本资本} \quad (2)$$

这里，式（2）表现为：

$$80\,000 \text{ 元} = 12\,000 \text{ 元} + 68\,000 \text{ 元} = 80\,000 \text{ 元}$$

虽然资产负债表右方的项目发生了变化，但是恒等式（1）仍然有效。资产方总额仍然等于负债方总额。

张东兴的生意越做越好，订货越来越多。张东兴发现他一个人已经不能完成生产任务，他就雇用了两个帮手。1年以后，张东兴进一步扩大了生产，在他那里工作的工人已有30人之多。张东兴已不参加直接生产，而把他全部的时间用于经营管理，这时，张东兴仍然是企业主，仍然作经理人员，他仍然独享企业的全部利润，并对可能的损失承担无限的责任。

随着企业的不断发展壮大，张东兴再一次感到资金的缺乏。他已经向银行贷款多次，很难再从银行取得贷款，他还向其他金融机构借了一些资金，但仍然不能解决资金短缺的问题。这时，朋友劝他发行股票来筹资，他觉得这是一个很好的主意。他先让企业内部职工认股，1年以后，他设法让自己的公司上市，这时，张东兴再不是企业的惟一的所有人，其他股东也是企业的拥有人，也对企业的经营和发展有发言权。当然，张东兴仍然是这个企业的最大股东。从下面的资产负债表看，他拥有26%以上的

股本，因此，他事实上仍然控制企业的生产、经营和发展。

其他股东的出现使得张东兴的企业再不是一个独资企业了。众多的股东对于企业的生产和发展难免有争议，为了统一意见，便于领导，这个企业建立了董事会，董事会的成员由股东们投票选举产生。投票权的大小由所投资的股本资金的多少，或由所掌握的股票数量和股票总发行量的比例来决定。假定张东兴企业股票的价格是1元一股，从下面的资产负债表看，这个企业的股票总数是410 000股。如果一个普通工人只买了410股，那么他的投票权仅占全部投票权的0.1%，而张东兴却占全部投票权的26%。

新的股本资金的筹集进一步改变了张东兴企业的资本结构。他现在的资产负债表如表1—3所示。

表 1—3

资产负债表

单位：元

资产		负债	
现金	12 000		
仪器设备	480 000	银行贷款	128 000
办公用品	180 000	其他债务	262 000
办公室	120 000	股本——张东兴	108 000
其他	8 000	股本——其他人	302 000
资产方总额	800 000	负债方总额	800 000

我们看到，张东兴的资产增长了十余倍，但等式（2）仍然有效。这里，

$$\text{资产方总额} = \text{债务} + \text{股本资本}$$

$$\text{即 } 800\,000 \text{ 元} = 390\,000 \text{ 元} + 410\,000 \text{ 元} = 800\,000 \text{ 元}$$

现在，张东兴的资产负债表发生了变化，除了资产方总额和负债方总额都有所增长以外，该表的负债方，其资本构成发生了如下变化：

1. 他的债务不仅有银行债务，还有其他债务。
2. 他的股本资本不仅有他自己的资金，还有其他人的资金。

值得注意的是，资产负债表1—1、表1—2和表1—3都是高度抽象化、简单化、假设的企业财务报表。它们与现实中的企业财务报表有很大的差别。现实生活中，多种筹资渠道进一步丰富了张东兴企业负债方的内容，改变了他的资本结构；另一方面生产的发展也使得他的资产方更复杂