

公司理财通论

GONGSI LICAİ TONG LUN



王永海
编著



武汉大学出版社

公司理财通论

王永海 编著

武汉大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

公司理财通论/王永海编著. —武汉:武汉大学出版社,
1996. 5
ISBN 7-307-02188-9

I. 公…

II. 王…

III. ①公司—财务管理 ②公司—企业经济

IV. F276. 6

武汉大学出版社出版发行

(430072 武昌 珞珈山)

武汉市华运印刷厂印刷

1996年5月第1版 1996年5月第1次印刷

开本:850×1168 1/32 印张:21.25 插页:4

字数:542千字 印数:1—5000

ISBN 7-307-02188-9/F·473 定价:23.00元

内 容 提 要

本书以资本资产订价理论(CAPM)和期权订价理论(OPT)为基础,详细阐述了现代公司在融资、投资和日常财务管理等方面的基本理论和方法,并着重分析了股票、债券和其他有价证券风险与报酬之间的基本关系及其对公司价值的影响。同时,对现代公司在公司破产和改组、公司合并、剥夺和控股、退休基金管理以及跨国公司财务管理等方面的国际惯例也作了详细介绍,其中股票价格的确定和预测、债券利率的确定和预测、公司破产预测、公司信用及财务状况评估、股票投机与套利以及公司最优投资组合的确定等方法和模式,更具有简便易懂、可操作性强和可靠程度高等特点。本书的主要理论来自比较权威的经济学家,如1981年诺贝尔经济学奖获得者托宾(J. Tobin),1985年诺贝尔经济学奖获得者穆迪格利安尼(F. Modigliani),1990年诺贝尔经济学奖获得者夏普(W. F. Sharpe)、马柯维茨(H. Markowitz)和米勒(M. Miller),以及美国著名经济学家布莱克(F. Black)、科克思(J. Cox)等等,具有一定的权威性。同时,本书以案例方式分析了现代公司在金融市场中的经营得失,可供国内读者借鉴,对西方公司和个人在股票、债券及其他有价证券上的经营秘密作了一定的披露,更是国内读者不可多得的材料。书中的方法和技巧经过长期实践检验,并且普遍应用于现代公司之中,具有较强的可靠性。

自序

现代财务是指公司(或投资者)在有效金融市场中,在一定风险和资本预算约束下,在利益动机驱使和价格机制刺激下,在各种可供选择的金融商品中进行理性选择的一种经营活动,其目的是分散经营风险和财务风险,实现公司价值(股东财富)最大化。公司如何融资、如何进行投资选择以及如何进行资产管理,应该是现代财务科学研究的基本内容。

现代财务科学研究最初出现在 19 世纪末 20 世纪初的西方商品经济社会中。现代公司都是从原始资本积累开始的,为了适应资本积累需要,早期财务科学研究主要集中在公司融资决策和管理上。20 世纪上半叶,西方社会兴起了一场科学管理革命,财务科学研究也逐渐注重资产管理问题。第二次世界大战之后,如何有效地投资、以获取尽可能高的报酬,成为西方公司普遍关心的问题。因此,金融资产(financial assets)订价和投资组合选择成为 20 世纪后半叶财务科学研究的主题。

据有关文献介绍,最早系统地研究企业财务问题的著作是美国人托马斯·L. 格林纳(Thomas L. Greene)于 1897 年出版的《公司融资》(Corporation Finance)。格林纳从公司外部因素探讨了大型企业私人融资的有关问题,并着重探讨了公司组织和财务问题的实质。1903 年,爱德华·S. 米德(Edward. S. Meade)出版了《信托融资》(Trust Finance)一书,着重阐述了信托的财务特征和公司外部融资方法,建立了信托资本化(trust capitalization)概念。同时,米德还分析了影响公司信托融资的外部因素,如竞争因素、信托法律的实质和各种法律限制因素等。1910 年,米德又出版了《公司融资》(Coporation finance)。在该书中,米德不仅研究了信托融

资问题,还研究了公司外部融资的其他问题,如利润确定、公司发起、出售有价证券、股利政策、控股公司、公司合并、租赁和重组中财务问题。1914年,美国学者杜温(Arthur. S. Dewing)出版了著名的《公司合并与重建》(Corporate Promotion and Reorganization),进一步深化了当时的财务管理理论。该书第一次用案例分析方法,分析了公司合并和重组中有关财务问题,并着重介绍了公司合并的财务理论问题。5年以后,杜温又出版了《公司财务政策》(the Financial Policy of Corporation)。在该书中,杜温较少采用案例分析方法,而是以公司经营生命周期为基础,系统地阐述了各个经营时期的融资问题。该书奠定了未来30年的融资理论模式,是现代财务理论的经典著作。1938年,美国学者莱昂(Wlater H Lyon)出版了《公司及其融资》(Coporations and their Financing),莱昂在杜温的融资理论模式基础上,以“所有权附带因素”概念为基础,系统阐述了公司融资问题。他认为,伴随着公司融资的是分配三个基本的所有权附带因素,即风险、收益和控制,公司融资就是将公司风险、收益和控制分配给不同的投资者。例如,债券投资者的风险最小,收益最低,对公司控制也最弱;而普通股股东的风险最大,收益最高,对公司也享有法定控制权。莱昂的“所有权附带因素”为经济学家从内部因素分析公司融资提供了概念基础。

早期经济学家主要依据公司经营周期探讨公司各个时期的融资问题,因而这一阶段融资理论是从公司外部因素入手分析的,主要研究外部因素对公司融资的影响,至于融资决策对公司价值的影响以及最优资本结构确定等内部因素则很少考虑,但这至少说明经济学家运用科学方法研究公司理财的时代已经来临。

公司资产管理理论的代表人物是美国学者史蒂文森(W. Mackenzie Stevens)。1934年,史蒂文森出版了《财务组织与管理》(Financial Organization and Administration)。该书详细地阐述了有关公司资产管理问题,如预算控制、销售预测、生产过程财务控

制、资产和费用财务控制以及财务管理协调等问题。直到第二次世界大战前,史蒂文森的理论并没有被理论界广泛接受。第二次世界大战之后,汉特(Pearson Hunt)和威廉斯(Charles Williams)出版了《融资案例分析》,该书不仅分析了公司外部融资问题,还分析了公司内部财务管理问题,这才引起理论界对公司资产管理的重视。1953年,美国人哈瓦德(Bion Howard)和厄普顿(Miller Upton)出版了《企业财务基础》(An Introduction to Business Finance),才使公司资产管理理论和方法得以系统化。在该书中,哈瓦德和厄普顿扩展了莱昂的“所有权附带因素”概念,着重分析了现金预算中的风险问题。

到哈瓦德和厄普顿为止,财务理论主要由融资理论和资产管理理论组成,缺乏对公司投资决策问题研究。资产管理理论虽然比较接近公司财务管理人员的日常工作,容易被财务管理人员接受,但缺乏系统的理论指导,尚未给财务管理中“如何做”这一问题提供科学的概念结构(conceptual framework)。

经济学家认为,最早将经济理论系统地应用于公司投资分析的是凯恩斯(John Maynard Keynes),凯恩斯在其著名的《就业、利息和货币理论》(the General Theory of Employment, Interest and Money)中,十分重视对投资者的信心和行为分析,他根据微观经济学的基本概念,认为投资者的投资规模取决于两个基本因素,即投资报酬率和资本成本。因为投资前景具有极大的不确定性,所以投资者预期在投资分析中具有重要作用,投资完全是一种社会化行为,预期包含着不能全部实现的风险,投资信心就成为投资活动的晴雨表。投资决策就是比较投资项目的预期投资报酬率和资本成本,并据以选择最优投资方案。凯恩斯的投资边际分析以及预期、偏好、投资报酬率、风险和投资社会化等概念对后来的财务理论发展具有十分重要的影响。

第二次世界大战之后,经济学家们开始转向公司投资决策研究,并取得了丰硕成果。主要代表人物有美国著名经济学家、1981

年诺贝尔经济学奖获得者托宾(J. Tobin),1985年诺贝尔经济学奖获得者穆迪格利安尼(F. Modigliani),1990年诺贝尔经济学奖获得者马柯维茨(H. M. Markowitz)、夏普(W. F. Sharpe)和米勒(M. H. Miller),以及美国著名经济学家布莱克(Fisher Black)、斯库里兹(Myron Scholes)、科克思(J. C. Cox)、默尔顿(Robert C Merton)和英格索尔(Johathan E Ingersoll)等。他们从不同侧面分析了公司资本资产的风险与报酬关系,提出金融资产订价的各种模式,从而为公司融资和投资决策分析提供了崭新的分析思路。托宾认为,投资的预期收益具有不确定性,所以,人们经常将财富分别投资在收益率较低而安全性较高,或虽有风险但收益率较高的资产上,以保证其财富增值在总体上最大化。也就是说,公司最优资产构成应该包括两种选择:一是安全性资产和风险性资产之间的选择;一是风险性资产之间的选择,从而介绍了投资组合选择理论(the theory of portfolio selection)。马柯维茨被认为是投资组合选择理论由直觉判断阶段发展为科学分析阶段的先驱者。他认为,理性投资者总是偏向确定报酬,并利用有价证券的协方差证明,投资组合的方差可以因投资者的理性选择而降低,为投资风险量化分析提供了理论基础。夏普教授被誉为投资组合选择理论的第二代大师,他师承柯维茨的投资组合理论,首次将统计学中简单回归分析的贝他系数(β)引入资本资产订价模式(CAPM),用于计量投资组合中单项资产对投资组合总体的风险贡献,从而使风险越高、收益越大的原则得以定量化,使资本资产订价模式(CAPM),在公司投资决策中具有广泛的实用性。美国著名经济学家布莱克和斯库里兹认为,通过购买股票并立即出售该股票的期权,投资者可以达到一种无风险投资状况,亦即从股票上取得的利得刚好可以抵销期权损失,称无风险对冲。由于投资者经常利用这种对冲机会,因而会使期权价格达到理论订价的均衡水平,该理论订价模式称布莱克—斯库里兹期权订价模式(the Black—Scholes Option Pricing Model)。期权订价理论是当今发展最为迅速的一种财务理

论,集中反映了现代财务理论的最新研究成果。它把公司理财活动与金融市场分析有机地结合起来,为公司财务决策提供了一套全新的分析思路,在实践中具有十分重要的应用价值。美国经济学家科克思(J. C. Cox)评论说,期权订价理论涉及到现代公司财务的各个领域,事实上,所有公司有价值证券都可以解释为认沽期权(put)和认购期权(call)的投资组合。

现代财务理论的进一步发展导致财务理论数学化、动态化和最优化。美国经济学家默尔顿根据数理经济学最优消费概念,建立了投资组合选择理论的动态模式,并利用随机动态规划为投资组合的动态选择设立了具体标准。投资组合动态模式为资本资产订价模式(CAPM)和期权订价理论(OPT)动态化提供了理论基础,解决了金融资产订价随机事项分析中的一系列重大问题。如设投资者的初始效用函数是连续可微、递增且为严格凹函数,给定一附加约束条件,那么,可根据随机尤拉方程式确定公司负债和或有权益的价格。

随着资产订价和投资组合选择理论的发展,经济学家对公司融资的研究思路也发生了变化,他们不再从外部因素分析入手研究公司融资的渠道和措施,而是从内部因素分析入手,研究融资对公司价值的影响及其杠杆效应,试图建立公司最优资本结构。美国著名经济学家穆迪格利安尼和米勒共同倡导的穆迪格利安尼—米勒模式(也称MM模式)是现代融资经典理论。该模式认为,即使信贷利率上升,资本成本也可能不变,因而在不考虑税金因素时,公司资本结构对股价没有直接影响。该模式为正确评估预期投资收益和举债经营绩效提供了科学依据。此外,米勒教授还在公司资产管理方面作了深刻研究,并与另一经济学家丹尼尔·奥(Denail Orr)提出了现金控制模式,为公司有效地运用“预防动机”资金提供了具体操作指南。

现代财务理论被誉为现代经济学的典范,基础经济学的理论模式大多是通过逻辑(数学)推理而形成的,人们无法根据某一经

济模式操作具体经济活动。现代财务理论从一产生就不断地受到财务数据检验,并广泛地应用于公司财务分析和决策活动中。例如,在60年代形成的资本资产订价模式(CAPM)一直是公司分析资产价值的基本模式,美国华尔街的专业投资者至今仍然主要依靠这一模式进行投资分析。现代财务理论也深刻地反映了人们理财观念变革,公司理财不再是被动地筹集外部闲散资金和处理内部具体财务问题,而是在金融市场中的一种主动经营活动。从理论上说,它与公司在实物商品市场中的经营活动同样重要,在公司发展的某一特定时期,其重要性往往要超过后者。

在高度集中型的计划经济模式下,我国财务科学的基本体系以财务计划的编制和考核为中心,随着我国市场经济体系进一步完善,金融制度不断创新,我国财务科学研究将发生根本性变革,财务科学研究领域将随着金融工具不断丰富和投资选择机会增多而不断扩展,其研究内容也将针对我国经济转轨变型中的具体问题而越来越具体化,现代财务理论和方法体系将在我国财务科学研究中得到充分确认。在21世纪,我国财务科学研究必须首先在以下几个方面有新突破。

第一,现代理财观念将被社会各阶层、各投资者普遍接受。各种公司和投资者不仅懂得理财是其财富保值的基本手段,而且能够自觉地回避风险,正确地评估投资风险和报酬之间的关系,寻找最有利的投资机会,以实现财富增值最大化。

第二,财务科学研究思路将发生变革,融资理论研究将从目前的以外部因素分析为主转向以公司内部因素分析为主。人们不仅研究公司融资的外部渠道及影响因素,而且更注意外部融资对公司价值的影响,以及公司最优资本结构的确定标准。同时,人们不再单纯地从某一具体投资项目入手分析公司投资决策,而是更注重研究投资决策的社会化问题。

第三,财务科学将向数学化、动态化和最优化方面发展,财务科学研究将会运用越来越复杂的数学工具,以便使财务理论更准

确、更严谨。

第四,经典财务理论将有新突破。经典财务理论主要以发达国家的金融环境为背景,它们的一系列基本假设能否与我国经济制度和金融环境相吻合呢?这是我国财务科学研究者所必须思考的一个问题。但是,由于金融市场具有有效性,我国财务科学研究必须首先继承经典财务理论的基本思路和概念。正如西方经济学家所说:“也许10年、20年之后,我们会有比现在更好的理论去分析风险性资产的预期报酬,但是,如果这些未来理论不坚持对风险按照可分散性分类——这是资本资产订价模式(CAPM)的主要思想,我们会感到极端惊讶。”

第五,我国经济转轨变型中的具体财务问题将会受到重视。如企业债务重组、公司破产中的财务问题、国有资产保护问题、国有企业剩余资源的基本出路问题、企业兼并中有关财务问题、企业最优资本结构问题以及国有企业员工权益保障问题,等等。

第六,员工退休基金理财问题。员工退休基金金额巨大、影响广泛,是金融市场中最活跃、最具有实力的一种基金。退休基金如何管理、如何投资、如何保值增值,已成为我国财务科学研究日程上的一个首要问题。员工退休基金理财体系的建立必将进一步丰富我国现代财务理论和方法体系。

第七,财务科学研究产业化。财务科学研究产业化是国际财务科学发展的基本趋势。目前,我国尚未形成比较权威的产业化财务研究公司,也没有向投资者定期提供有关投资机会评估、投资风险和报酬以及其他基本财务比率等方面的指标。国际上比较著名的财务研究公司,如美国邓氏公司(Dun & Bradstreet Inc)、价值线公司(Value Line Inc)以及摩根财务公司(Morgen Finance Inc)等对财务科学研究和教育都作出了重要贡献,是投资者不可缺少的财务信息来源,这方面的经验值得我们借鉴。

财务科学是当今最有活力的一门经济学科,在我国经济生活中需要研究的问题确实很多,这应该是我国财务科学发展的基本

源泉。尽管与国际先进水平相比我国财务科学研究还存在一定差距,但我相信,21 世纪一定会在中国产生一批经典财务理论。

王永海

1996 年初春于武昌珞珈山

目 录

自序	(1)
1. 导论	(1)
1.1 公司财务管理概述	(3)
1.2 现代公司组织形式和税金	(12)
1.3 金融机构和市场利率	(23)
1.4 现代财务理论述评	(36)
2. 货币时间价值	(51)
2.1 货币时间价值的基本概念	(53)
2.2 年金终值和现值	(58)
2.3 连续复利和连续贴现	(68)
3. 债券与股票价值	(73)
3.1 债券价值分析	(75)
3.2 普通股票价值分析	(81)
4. 风险分析	(93)
4.1 风险及其计量	(95)
4.2 投资组合的风险分析	(101)
4.3 贝他系数(β)	(108)
4.4 资本资产订价模式(CAPM)	(113)
4.5 证券市场均衡理论	(118)
附录: 资本资产订价模式(CAPM)理论分析	(122)
5. 资本成本	(133)
5.1 资本成本概念	(135)
5.2 资本成本计算	(136)
5.3 资本边际成本	(140)
5.4 影响资本成本的因素	(144)
6. 投资决策分析	(151)

6.1	投资决策分析的基本方法	(153)
6.2	净现值法和内含报酬率法的具体应用	(162)
6.3	对净现值法的进一步分析	(166)
6.4	非正常投资项目的决策分析	(169)
7.	资本预算的具体程序	(175)
7.1	现金流量分析	(177)
7.2	资本预算中的风险分析	(183)
7.3	最优资本预算的确定	(196)
8.	融资决策分析	(213)
8.1	外部融资方式分析	(215)
8.2	外部融资对公司风险和价值的影响	(219)
8.3	举债经营观念	(227)
8.4	公司融资对投资决策的影响	(230)
9.	资本结构理论与政策	(235)
9.1	融资风险及其衡量	(237)
9.2	最优资本结构确定	(241)
9.3	影响公司资本结构的基本因素	(246)
10.	普通股融资	(251)
10.1	普通股股东的基本权利	(253)
10.2	普通股类型及普通股市场	(255)
10.3	公司股票发行	(261)
10.4	股票上市价格的确定	(263)
11.	长期负债融资	(269)
11.1	传统负债融资工具	(271)
11.2	长期负债融资工具创新	(274)
11.3	债券评级	(278)
11.4	影响公司负债成本和弹性的几个因素	(283)
11.5	影响公司长期融资决策的几个因素	(285)
12.	租赁融资	(291)

12.1	租赁业务概述·····	(293)
12.2	租赁融资对税金和财务报表的影响·····	(295)
12.3	租或买决策·····	(298)
12.4	出租人的租赁决策·····	(304)
12.5	关于租赁融资分析的几个问题·····	(307)
13.	期权订价理论·····	(313)
13.1	期权的基本概念·····	(315)
13.2	二项分布期权订价理论·····	(320)
13.3	Black-Scholes 期权订价模式·····	(333)
13.4	期权订价理论的若干问题·····	(336)
14.	优先股、认股权证书和可调换证券·····	(343)
14.1	优先股融资·····	(345)
14.2	认股权证书·····	(346)
14.3	可调换证券·····	(349)
14.4	利用认股权证书和可调换证券的决策·····	(354)
15.	短期融资·····	(359)
15.1	短期融资政策·····	(361)
15.2	商业信用和短期银行借款·····	(364)
15.3	商业票据和有担保短期融资·····	(372)
16.	股利理论与政策·····	(381)
16.1	股利理论·····	(383)
16.2	股利政策实务·····	(385)
16.3	股票股利与股票分割·····	(389)
17.	现金和有价值证券管理·····	(395)
17.1	现金管理·····	(397)
17.2	目标现金余额的确定·····	(404)
17.3	短期有价值证券的管理·····	(409)
18.	存货管理·····	(415)
18.1	存货成本·····	(417)

18.2	经济订货量.....	(419)
18.3	存货控制.....	(423)
19.	应收帐款管理	(429)
19.1	应收帐款管理概述.....	(431)
19.2	信用政策及信用质量评估.....	(435)
19.3	信用政策变动的增量分析.....	(438)
20.	财务报告分析	(445)
20.1	公司财务报告.....	(448)
20.2	比率分析.....	(455)
20.3	同型分析和杜邦分析法.....	(465)
20.4	财务报告分析的有关问题.....	(469)
20.5	通货膨胀的影响.....	(472)
21.	财务计划	(477)
21.1	财务计划概述.....	(479)
21.2	预测财务报表.....	(483)
21.3	外部融资需求量分析.....	(495)
21.4	现金流量预测.....	(500)
22.	公司合并、剥夺和控股.....	(509)
22.1	公司合并概述.....	(511)
22.2	公司合并程序.....	(514)
22.3	公司合并评估.....	(517)
22.4	公司合并的会计处理.....	(521)
22.5	公司剥夺.....	(525)
22.6	控股公司.....	(529)
23.	公司破产和改组	(535)
23.1	公司破产概述.....	(537)
23.2	公司破产中财务决策问题.....	(540)
23.3	公司清理方式.....	(544)
23.4	多项离差分析在公司破产预测中的应用.....	(548)

24. 跨国公司财务管理	(557)
24.1 跨国公司财务管理与传统财务管理的比较	(559)
24.2 汇率和国际货币体系	(561)
24.3 外汇市场交易	(569)
24.4 国际货币市场和资本市场	(572)
24.5 跨国公司财务管理	(576)
24.6 国外投资分析及其资本来源	(583)
24.7 跨国公司资本预算释例	(587)
25. 退休基金管理	(595)
25.1 退休基金概述	(597)
25.2 限定退休金计划对公司的风险	(600)
25.3 退休基金投资策略	(603)
附录 A 数学计算表	(611)
附录 B 中英文名词对照表	(631)
参考文献	(663)