

南開大學

金融学本科教材系列

丛书总主编 戴金平

公司金融学

阎大颖 主编



廈門大學出版社

XIAMEN UNIVERSITY PRESS

南開大學

金融學本科教材系列 ■

叢書總主編 戴金平

公司金融學

閻大穎 主編



廈門大學出版社
XIAMEN UNIVERSITY PRESS

图书在版编目(CIP)数据

公司金融学/阎大颖主编. —厦门:厦门大学出版社, 2009. 11

(南开大学金融学本科教材系列/戴金平总主编)

ISBN 978-7-5615-3345-1

I. 公… II. 阎… III. 公司-金融-高等学校-教材 IV. F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2009)第 168846 号

厦门大学出版社出版发行

(地址:厦门市软件园二期望海路 39 号 邮编:361008)

<http://www.xmupress.com>

xmup@public.xm.fj.cn

厦门市金凯龙印刷有限公司印刷

2009 年 11 月第 1 版 2009 年 11 月第 1 次印刷

开本:787×960 1/16 印张:26.25 插页:2

字数:456 千字 印数:1~4 000 册

定价:40.00 元

本书如有印装质量问题请寄承印厂调换

前 言

金融学最广义的概念是指研究资金流动和运动规律的一门经济科学。就所考察金融现象发生的层次而言,金融学又可以分为微观金融学(micro finance)和宏观金融学(macro finance)两大分支体系。而微观金融学的核心内容就是投资学和公司金融(国内学者也将该领域称为“公司理财”、“公司财务”等)。

尽管公司金融所涉及的实践活动历史久远,但是公司金融学的理论体系则是在近一个世纪里,才逐步形成和发展的。纵观这一学科的形成,1897年 Thomas Greene 出版的《公司财务》是第一部正式为这门学科命名的教材。但此后近半个多世纪里,该学科的研究内容大多是关于企业个别财务问题和资金运动表面现象的浅层描述分析,尚未形成一套完整的财务理论,因此也没有成为经济学领域中的独立分支学科。

20世纪50年代,受第三次科学革命的推动,西方经济进入高速发展的黄金时期,经济金融界思想也进入最为活跃的时期。与此同时,公司财务管理的方法手段更加精确化,使得对风险管理、预期回报率和最优资本结构的研究也从定性转向定量。此间一系列构成现代公司金融学理论基石的经典理论纷纷涌现出来,使公司金融学开始形成比较规范的理论体系。其中,马柯维茨的投资组合选择理论与莫迪利亚尼和米勒的MM理论可以说是现代公司金融学正式确立的标志。20世纪70年代末开始,公司金融学的研究进入加速发展阶段,其突出表现就是不断吸收和运用一系列新兴的经济学理论。这些新理论主要包括斯宾塞等的信息经济学、詹森和麦克林的委托代理理论、法玛的有效市场假说、布莱克和斯科尔斯的期权定价理论等。它们使公司金融学科的研究方法和内容也发生了重大变革,也使其真正成为经济学领域的独立分支。

21 世纪以来,国内公司财务方面的教学和相关教材在同行学者的努力下不断完善更新,正在加快与国际接轨的步伐。但随着中国金融业的发展和现代企业制度的完善,特别是加入 WTO 后经济开放度的提高,要求公司财务领域的教学在理论基础和实践技能方面既要加快与国际接轨,又要符合中国现实需要。本教材正是以此为宗旨进行编写的,力求将西方理论和中国实务操作有机结合在一起,使读者既能对当代公司金融学的重要理论及发展趋势有系统的了解,又能对中国公司财务管理实践操作中的基本技能有所熟悉。相应地,本书在内容上主要涵盖了公司金融基础、公司金融决策和公司金融专题三个方面。公司金融基础部分将对公司金融学入门知识进行总体概述,包括公司及公司金融基本范畴界定,公司金融学的演变历史、基础理论,以及相关学科和公司金融决策基础,使读者能对现代公司金融学科有一个全面系统的了解。公司金融决策以公司价值创造和股东权益最大化为主线,分别讲授公司理财中投资、融资和分配这三个主体财务决策,相应地包括确定性和风险项目的投资预算、资本结构理论与融资实务,以及股利分配政策等章节。公司金融专题主要介绍了当前公司金融学科理论和实务的热点领域,包括公司衍生融资工具、并购与重组决策以及短期财务管理技术等方面。本书各章均配有丰富的实证案例分析和练习题,并提供了较丰富的辅助参考读物,以供读者进一步拓宽研究视野。本书引用前人的成果和数据,已在正文及参考文献中注明,在此一并致以诚挚谢意!

本书可作为金融、财务管理等专业高年级本科生和硕士研究生及 MBA 学生的专业教材,也可供经济类专业研究生及对公司金融学有兴趣的学者和从业人员参考阅读。

编者

2009 年 10 月

目 录

前 言

第一章 绪 论	(1)
第一节 公司与公司财务	(1)
一、现代企业的组织形式	(1)
二、公司财务活动	(5)
三、公司财务决策	(8)
第二节 公司金融学概述	(12)
一、公司金融学的学科属性	(12)
二、公司金融学的发展历程	(12)
三、公司金融学的研究方法	(14)
第二章 会计基础与财务分析	(18)
第一节 财务报表	(18)
一、财务报表简介	(18)
二、资产负债表	(24)
三、利润表	(27)
四、现金流量表	(29)
第二节 财务分析	(32)
一、财务比率分析	(32)
二、财务比率综合分析	(43)
三、综合财务分析	(46)
四、财务预测分析	(53)

第三章 价值的计算与应用	(63)
第一节 价值的计算技术	(63)
一、现值与终值	(63)
二、年金	(69)
三、计息方法	(77)
第二节 普通股的定价	(79)
一、股利贴现模型	(80)
二、股利增长模型	(82)
三、增长机会模型	(87)
四、股票市盈率模型	(92)
第三节 债券的定价	(93)
一、债券的定义及分类	(93)
二、债券的价格	(94)
三、债券相关的概念	(97)
第四章 确定风险项目的投资决策	(101)
第一节 投资决策分析方法	(101)
一、非净现值方法	(102)
二、净现值方法	(117)
三、投资决策方法小结	(119)
四、投资决策方法在现实中的应用	(119)
第二节 净现值法实务	(120)
一、净现值和投资决策	(120)
二、现金流量确定原则	(123)
三、通货膨胀的处理	(131)
四、不同周期项目的成本	(133)
五、固定资产的重置	(134)
第五章 不确定风险项目的投资决策	(138)
第一节 公司风险概述	(138)
一、经营风险与经营杠杆	(139)
二、财务风险与财务杠杆	(142)
三、总风险与总(综合)杠杆	(147)
第二节 风险调整方法	(151)
一、调整投资贴现率	(152)
二、调整投资收益的现金流量	(155)

第三节 不确定项目的风险分析	(157)
一、敏感性分析	(157)
二、情境分析	(161)
三、Monte Carlo 仿真分析	(163)
四、盈亏平衡点分析	(165)
五、实物期权法	(166)
第六章 长期融资管理	(171)
第一节 长期融资方式	(171)
一、股权融资	(172)
二、债权融资	(181)
三、租赁融资	(189)
四、混合型融资	(198)
第二节 公司资本成本	(214)
一、单一资本成本	(215)
二、加权平均资本成本	(220)
三、边际资本成本	(222)
第七章 资本结构与融资决策	(230)
第一节 资本结构理论	(230)
一、早期资本结构理论	(230)
二、现代资本结构理论(I)	(232)
三、现代资本结构理论(II)	(247)
第二节 杠杆企业的资本预算	(255)
一、调整净现值(APV)法	(255)
二、权益现金流量(FTE)法	(257)
三、加权平均资本成本(WACC)法	(258)
四、调整净现值法、权益现金流量法和加权平均资本成本法比较	(259)
第八章 股利政策	(263)
第一节 股利政策概述	(263)
一、股利政策含义	(263)
二、股利支付的程序	(264)
三、股利支付的形式	(265)
第二节 股利政策理论	(266)
一、股利无关理论	(266)

二、股利相关理论	(269)
三、股利政策决定理论	(271)
第三节 股利分配模式	(273)
一、剩余股利政策	(273)
二、稳定支付股利政策	(274)
三、稳定股利支付率政策	(275)
四、低正常股利加额外股利政策	(275)
五、股利再投资计划	(275)
第四节 公司股利政策的影响因素	(276)
一、法律限制	(276)
二、经济限制	(277)
三、财务限制	(277)
四、其他限制	(278)
第五节 股利政策模式	(279)
一、股票股利	(279)
二、股票分割	(281)
三、股票回购	(283)
第九章 营运资本管理	(288)
第一节 营运资本概述	(288)
一、营运资本基本概念	(288)
二、营运资本特性	(290)
三、营运资本管理基本要求	(292)
四、营运资本投资战略	(293)
五、营运资本筹资战略	(294)
六、营运资本战略组合	(295)
第二节 短期资产管理	(297)
一、现金管理	(297)
二、应收账款管理	(304)
三、存货管理	(308)
第三节 短期负债管理	(315)
一、概念和特点	(315)
二、商业信用融资	(316)
三、商业票据融资	(318)

四、应收账款融资	(320)
五、短期借款融资	(322)
第四节 财务计划	(325)
一、财务计划概述	(325)
二、长期财务计划	(326)
三、短期财务计划	(334)
第十章 兼并与收购	(345)
第一节 并购概述	(345)
一、概念与分类	(345)
二、并购动因	(351)
第二节 并购协同效应	(357)
一、协同效应的含义	(357)
二、协同效应的来源	(358)
三、协同效应的预测与评估	(362)
第三节 并购的价值评估	(363)
一、目标企业的价值评估	(363)
二、并购协同效应的价值	(368)
三、并购支付溢价的价值	(369)
第四节 并购的财务规划	(370)
一、融资方式的规划	(370)
二、出资方式的规划	(371)
第十一章 重组与清算	(377)
第一节 财务困境与预警	(377)
一、财务困境概述	(377)
二、财务困境预警	(384)
第二节 财务重组与清算破产	(398)
一、财务重组	(399)
二、清算破产	(405)
后 记	(411)

第一章

绪 论

学习要求

- 了解企业的组织形式、特点及公司制企业的优缺点
- 了解公司财务活动的内容、特点、外部环境、财务管理的职能及目标
- 掌握公司金融学的学科属性、发展历史、主要内容和研究方法

第一节 公司与公司财务

公司金融学 (corporate finance), 又称公司财务学、公司理财等, 顾名思义, 涉及“公司”和“金融”两个基本范畴。要正确理解该学科的内涵和功能, 首先要熟悉公司的类型、目标及其生存环境。为此, 本节将主要介绍与现代公司制企业相关的基本概念。

一、现代企业的组织形式

现代企业按法律地位和资本特征可划分为独资企业 (sole proprietorship)、合伙制企业 (partnership) 和公司制企业 (corporation) 三种基本类型。随着企业规模的扩大, 公司相对于其他组织形式的优点越来越明显, 因此目前许多大型企业都普遍采取公司这种组织形式。下面就通过比较三种企业组织各自的基本特征, 推导出公司制企业的主要优缺点。

(一) 独资企业

1. 含义

俗称的个体业主,是指依法设立,由一个自然人投资,并以其个人财产对企业债务承担无限责任的经营实体。从本质上讲,个人独资企业不是法人,只是自然人进行商业活动的一种特殊形态。

2. 特点

个人独资企业有以下几个特点:

(1) 注册资本要求低,是费用最低的企业组织形式。

(2) 注册简便,无需正式章程,对于大多数行业,需要遵守的法律规定极少。

(3) 经营成果(即利润)全部归个体业主所有,全部利润只缴纳个人所得税。

(4) 个人资产和企业资产之间没有差别,个体业主对企业债务有无限责任。

(5) 因为个体业主制企业的投资源于所有者本身,其权益资本的来源仅限于业主本人的财富。

(6) 个体业主制企业的存续期受业主本人生命期长短的限制。

(二) 合伙企业

1. 含义

合伙企业是依法设立,由各合伙人订立合伙协议,共同出资,合伙经营,共享收益,共担风险,并对合伙企业债务承担无限连带责任的营利组织。可见,合伙企业的基本特点与个体业类似,区别只是由两个或两个以上所有者共同创办的企业。

合伙企业可进一步分为一般合伙制(general partnership)和有限合伙制(limited partnership)两类。一般合伙制企业是指所有的合伙人同意提供一定比例的劳务和资金,并且分享相应的利润或亏损。每一个合伙人承担合伙制企业中的相应债务。有限合伙制允许某些合伙人的责任仅限于每人在合伙制企业的出资额,这类有限合伙人并不参与企业管理。但有限合伙制通常要求至少有一人是一般合伙人。

2. 特点

合伙制企业的特点有以下几个:

(1) 创办手续相对简单,费用一般较低。

(2) 有限合伙人仅限于负与其出资额相应的责任,而一般合伙人对所有债务负有无限责任,即如果一个一般合伙人不能履行其承诺,将由其他一般合伙

人承担。

(3) 当一个一般合伙人死亡或撤出时,一般合伙制随之终止。但是,对于一个合伙制企业,在没有宣布解散的情况下转让其产权是很难的,因此一般来说需所有的一般合伙人一致同意。与此不同,有限合伙人可以出售他们在企业中的利益。

(4) 合伙制企业的资本受到合伙人自身财富的限制,因此不易筹集大量资金。

(5) 合伙制企业的收入按照合伙人个人所得税的规定征收。

(6) 合伙制企业的管理控制权归一般合伙人。重大事件,如企业利润的留存等,通常需要通过多数投票表决来确定。

然而,由于个体业主制和合伙制均存在投资者无限责任、企业寿命期短、产权转让困难以及筹资有限等缺点,对于大型企业组织,要以个体业主制或合伙制存在是很难的。因此许多企业尽管创始于个体业主制或合伙制,但发展到一定程度后,都选择转换为公司制形式,如苹果计算机公司(Apple Computer)就是一个代表。

【例 1-1】民营企业波导的发展历程

宁波波导董事长创始人徐立华,1990 年毕业于西南交大,1992 年和另外几位创始人蒲杰、徐锡广、隋波等一起组成了手机业界闻名的波导创业团队(波导创业团队中的成员几乎都是同学和朋友,他们都出生于 1964 年,徐立华是计算机学士、经济管理硕士,蒲杰是机电一体化硕士,徐锡广是工业管理硕士,隋波是工商管理硕士),最初是乡镇企业内部股份制。1994 年,波导联合外资成为中外合资企业;1995 年波导规范为有限责任公司;1998 年波导二次创业正式成为股份制企业。

(三) 公司制企业

1. 含义

公司制企业是依法成立,以全部资产对债务承担责任,实行所有权与经营权分离的独立法人实体。公司制企业是真正意义上的法律实体,但也兼顾法人和自然人的特征:

作为法人,公司制以公司(团体)身份出现,拥有一个名称,可以签订合同,并享有很多像自然人一样的法律权利,如购买和交换财产、起诉和被诉等。作为非自然人经济主体,在经济活动中又与自然人有相同的价值最大化目标(即其所有者的财富最大化)。

公司制企业又可分为有限责任公司和股份有限公司两类。有限责任公司

是指依法设立,股东以其出资额为限对公司承担责任,公司以其全部资产对公司的债务承担责任的企业法人。在我国,有限责任公司包括非国有公司、国有独资公司、国有多资公司(由多个国有资本主体共同投资设立)等。股份有限公司是依法设立,其全部股本分为等额股份,股东以其所持有股份为限对公司承担责任,公司以其全部资产对公司的债务承担责任的企业法人。

与非公司企业相比,公司制企业在所有者与企业的关系方面有着本质的区别。对公司企业来说,所有者与企业是各自独立的,因而企业是独立的法人,所有者不能直接支配公司的财产,即所有权与经营权是相分离的。所有者只享有终极所有权,主要体现在按出资份额分享公司收益权,通过股东大会行使公司重大经营决策权等;相应地其责任也仅以其出资额为限。

2. 特点

(1)产权可转让性:即所有权具有流动性,可以转移而不影响公司的运营。

(2)有限责任:即如果公司无法偿还债务,债权人可以获得公司的资产,但对股东的个人资产没有追索权。

(3)永续经营:无限存续性,不依赖业主的生命周期。正因如此,公司的价值可以用简化的模型计算(具体见第三章永续年金相关内容)。

(4)因为公司比合伙制企业更容易留存利润用于再投资(更少受合伙人个人消费偏好影响),有利于今后再投资于有利可图的投资机会。所以,相对于现有收入具有较好再投资率的企业也是转变为公司的良好候选者。

(5)易于筹资:公司不同于自然人,其拥有合伙企业所没有的权利,如可以公开募集股份、回购股份、发出兼并要约、发行债券等,融资途径更为广泛灵活。

3. 缺点

(1)与个体业主制和合伙制相比,公司制企业需要缴纳双重赋税。政府按照公司所得征收公司所得税,它是在股东收到股利后交纳个人所得税以外的税收。

(2)信息披露:由于两权分离,股东和经理人的利益目标可能发生冲突,即经理人可能为了自身利益最大化而侵犯股东利益。为了保护股东以及债权人的利益,公司经理人必须定期向股东和投资者公布公司经营状况,并接受外部审计部门监督。

(3)内部人控制:即公司内部管理人员可能为了自身利益而牺牲股东的利益,这是公司所有权与管理权分离(或泛称为“出资与管理”的分离)造成的。而个人所有企业和合伙企业是由少数人出资并受其控制的较为简单的企业组织,因此不存在这一问题。

二、公司财务活动

(一) 财务部门

企业的财务部门是调控资金流动的枢纽,通过对现金流量的管理实现企业内部资源的最佳配置。具体而言,公司财务部门的主要职能包括对投资项目的可行性进行财务评价、制订筹资计划、日常经营中的现金流分配、再投资和股利分配比例的决策等。由此可见,公司财务部门在企业管理系统中具有举足轻重的地位。图 1-1 描绘了一个股份公司财务管理的基本架构。从图中可以看出,公司最高财务主管是分管财务的副总经理,即首席财务总监(chief financial officer,简称 CFO),其下设财务主管(treasurer)和总会计师(controller)。首席财务总监主持公司财务政策的制定和规划,对公司总体管理有重要影响;财务主管负责长短期资金的融通和管理,是资本市场与企业的中介;总会计师负责监控资金运用的方向和效率,直接面对公司内部会计和审计。有时,风险管理、兼并与收购活动、制定财务规章制度等也是财务部门的职责。当然,由于公司财务问题十分重要,所以重大的财务决策,比如大项目投资以及股利分配方案等一般仍由董事会决定。

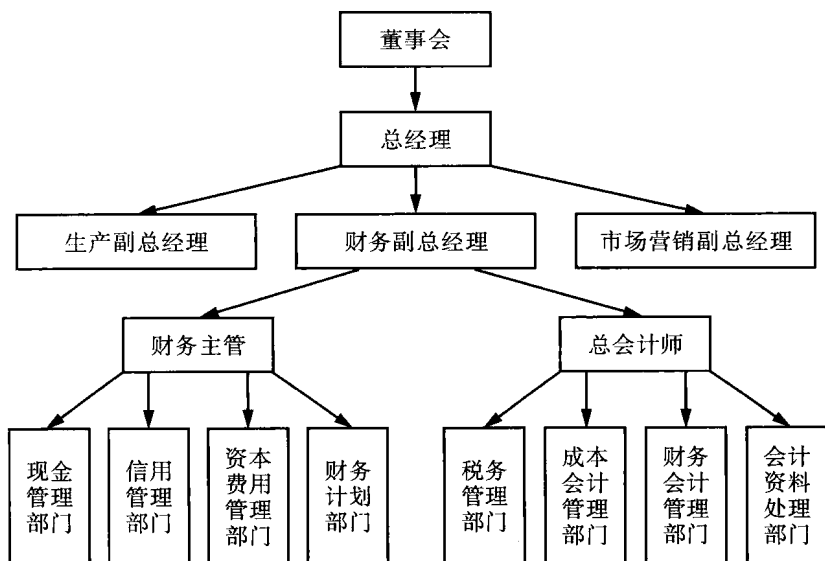


图 1-1 公司制企业组织框架示意图

（二）财务经理

此处所说的财务经理(financial manager)泛指企业财务决策的负责人。只有小企业才可能由一人担任财务经理,大多数情况下,企业的财务经理包括上述首席财务总监,以及下属财务主管和总会计师。财务经理最核心的职能在于协调公司和金融市场之间的资金关系,其职能如图 1-2 所示。

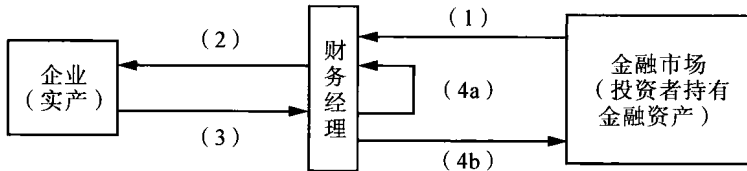


图 1-2 财务经理职能示意图

图中箭头所指为资金流动方向。(1)表示向投资者发售金融资产筹集资金(短期负债、长期负债或权益资本);(2)表示各种资产投资(实物或证券);(3)表示投资产生资金回报;(4a)表示留存收益再投资;(4b)表示以利息、本金和红利返还企业投资者。

（三）外部环境

企业作为一个基本的经济单位,其经营活动必然受到外部经济环境的影响与制约,其中与公司财务管理联系最密切的是金融市场与政府税收。

1. 金融市场

金融市场是融通资金供应与需求的场所。金融市场根据资金融通时间的长短可分为短期资金市场和长期资本市场。短期资金市场通常又称为货币市场,是指融资时间在 1 年或 1 年以下的资金交易市场。短期资金市场按其交易资产的种类又可分为短期证券市场、银行信贷市场和银行同业拆借市场。长期资金市场通常称为资本市场,是指融资时间在 1 年以上的资本交易市场。资本市场按照交易资产的种类可分为证券市场与信贷市场。由于企业的长期资本主要通过发行股票和公司债券筹集,因此证券市场在资本市场中处于主体地位。

由于公司资金的获取、利息与红利的支付,以及闲置资金的运用均通过金融市场完成,由此形成现金流量从公司外部到内部的循环流动,因此金融市场的运行机制对公司财务决策的实际效果具有重要影响。

首先,在投资决策中,估计项目未来收益的一个重要参数是对项目未来现金流进行贴现的贴现率,即资本成本。只有在资本市场信息充分有效的情况

下,确定资本成本的方法与模型才是可行的。其次,在筹资决策中,如果资本市场是有效率的,则证券价格能够及时反映它所代表资产的真实价值,此时公司就无需考虑发行股票或债券的时机,否则公司就可能根据证券价格是否被高估而权衡发行时点。再次,在对上市公司的并购活动中,收购价格是以被收购公司资产的 market 价格为依据确定的。如果市场是非有效的,被收购公司的资产价格就可能被高估或低估。在高估的情况下会导致收购公司股东权益向被收购公司转移。可见,资本市场的有效性程度与公司财务决策的合理性紧密相关。

2. 政府税收

税收是各国政府凭借政治权力参与社会产品分配和取得财政收入的基本手段。缴纳税收是公司一项主要的现金流出,直接影响着公司资产的价值,因而是公司财务管理需要考虑的另一个重要因素。

现代各国的税收普遍实行多税种、多环节课征的复合税制,就税收课税对象而言,公司所得税(或法人税)是对公司及其股东利益影响最大、与财务管理联系最为密切的一类税收。公司所得税是以公司为纳税人,对其所得(收益),即收入扣减相应费用支出后的余额为课税对象的税种。公司所得税的课税对象通常包括:(1)经营所得,指公司从事各种生产性或非生产性经营活动所得的收益;(2)投资所得,指公司通过直接投资或间接投资形式所取得的利息、股息、红利、特许权使用费等收益;(3)财产所得,指公司凭借拥有的财产取得的定期收益和销售财产所获取的收益,也称资本利得(capital gains)。

所得税是对公司和个人利润与纯收入的课税,由于这类税种涉及费用的扣除及重复课税问题,其税额的多少与公司财务决策密切相关。首先,各类费用支出可冲减利润,财务人员不仅要看到费用导致公司现金流出,还应考虑到它对减少所得税的作用。如,按税法规定,债务资本的利息是可以作为经营费用冲减利润的,这意味着公司如果运用债务资本可减少所得税支出。其次,公司固定资产折旧是计入成本的。如果公司实行加速折旧方法,虽然这并不改变折旧总额从而不改变冲减利润的总额,但改变了节省的税收的时间价值。当然,实行加速折旧也会减少公司的当前利润。因此,财务人员需要在税收利益与降低利润给公司带来的不利影响之间进行权衡。再次,所得税对公司利润和个人收入是分别课税的,其实质是对同一所得的重复课税。当公司的债权人和股东从公司取得利息和股息时,作为个人收入仍需向国家缴纳所得税。利息与股息是公司投资者的预期报酬,它们直接决定着公司资本成本的高低。因此在公司分配决策和资本成本、资本结构决策中,往往需要将公司所得税和