



国家级精品课程教材

教育部经济管理类核心课程教材

Corporate Finance

公司理财

►► 主编 刘淑莲



国家级精品课程教材

教育部经济管理类核心课程教材

Corporate Finance

公司理财

▸▸ 主编 刘淑莲

中国人民大学出版社
• 北京 •

图书在版编目 (CIP) 数据

公司理财/刘淑莲主编. —北京: 中国人民大学出版社, 2012. 10
教育部经济管理类核心课程教材
国家级精品课程教材
ISBN 978-7-300-16545-5

I. ①公… II. ①刘… III. ①公司-财务管理-高等学校-教材 IV. ①F276. 6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 241566 号

教育部经济管理类核心课程教材
国家级精品课程教材
公司理财
主编 刘淑莲
Gongsi Licai

出版发行	中国人民大学出版社		
社 址	北京中关村大街 31 号	邮政编码	100080
电 话	010-62511242 (总编室)		010-62511398 (质管部)
	010-82501766 (邮购部)		010-62514148 (门市部)
	010-62515195 (发行公司)		010-62515275 (盗版举报)
网 址	http://www.crup.com.cn		
	http://www.ttrnet.com(人大教研网)		
经 销	新华书店		
印 刷	北京鑫丰华彩印有限公司		
规 格	185 mm×260 mm 16 开本	版 次	2012 年 11 月第 1 版
印 张	24.75 插页 1	印 次	2012 年 11 月第 1 次印刷
字 数	510 000	定 价	42.00 元

教育部经济管理类核心课程教材

出版说明

按照购买力平价标准衡量,中国已被世界银行列为世界第二大经济体,仅次于美国。但是,我们不能因此沾沾自喜。成为经济大国并不意味着就是经济强国,中国的强国之路依然漫长而曲折。我们应该清醒地认识到,面对新的发展形势,我们自身还存在着许多短板,如果不能及时将这些短板补齐,我们将会在前进的道路上失去平衡而摔跤。最重要的短板之一,是我们在经济管理高等教育与实践方面的落后和不足。中国现代经济管理实践比西方国家晚几十年甚至上百年,很多理论知识和实践经验最初是从西方“拿来”的,这导致中国的经济管理类人才在知识储备上总是落后于人,缺乏领先的理念来引导实践。

基于以上认识,中国人民大学出版社近年来不断深化教材的层次和结构,无论是引进版还是本版,都从多个维度进行开发和建设,以适应新的发展要求。作为国内最早引进国外优秀经济管理类图书的出版社之一,我们最初引进的一批经典欧美经济管理类图书造就了一大批成功的管理者。借鉴引进版的成功经验,在本土教材开发方面,除了及时吸纳国内外经济管理领域的先进思想和理念,还提供尽可能多的案例,特别是本土案例。这一点在“教育部经济管理类核心课程教材”系列中体现得十分充分。

本套教材的开发思路得到了全国许多经济管理类高等院校的优秀老师的极大认同和支持。感谢这些老师投入极大的热情,与我们共同设计整套教材的方案,制定教材开发原则和体例,并积极承担各自领域教材的编写工作。每位参编老师都是各自领域的佼佼者,并且无论其身居何职,都依然站在教学第一线。我们尽力做到教材从内容到形式都具有独特的风格;同时,我们还为许多教材配备了案例集或学习指导书,并提供一些教学辅助资料供老师免费下载,为使用教材的老师 and 学生们提供尽可能周到的服务。

作为新中国成立后最早建立的一家大学出版社,中国人民大学出版社一直秉承“出教材学术精品,育人文社科英才”的宗旨。如今同类经济管理类教材充斥市场,我们更觉得有责任紧跟时代脉搏,不断推出精品,提升教材的质量和层次,一方面,为选择教材的广大师生节约选书的时间成本,另一方面,也希望为提升中国的经济管理教育和实践水平做出贡献。我们期待着广大使用者的建议和鞭策,促使我们不断对本套教材进行改进和完善,使之长远传承,经久不衰。

中国人民大学出版社

前 言

在过去半个多世纪里，公司理财研究空前繁荣，从以融资为核心的传统财务学派，到以价值评估、价值创造为核心的现代财务学派，其研究视角发生了很大的变化。总体上说，公司理财的研究框架主要表现在两个方面：一是通过资源的流动和重组实现资源的优化配置和价值增值；二是通过金融工具的创新和资本结构的调整实现资本的扩张和增值。这两个问题的核心就是如何通过投资和融资决策为公司创造价值。基于对财务理论研究框架的理解，本书以公司理财为主体，以价值评估、价值创造为主线，系统地介绍公司财务的基本理论和实用技术。本书的特点主要表现在以下三个方面。

(1) 注重学科知识的系统性。全书共分6篇16章，第1篇是财务估价基础，在阐述财务管理的内容、委托代理关系、金融市场的基础上，系统介绍了货币时间价值、证券价值评估、资本资产定价基本理论与方法。第2~4篇以资产负债表的结构作为分篇依据。第2篇为投资决策，介绍资本成本和投资项目评估与风险分析；第3篇为融资决策，介绍资本结构、股利政策、公司融资方式等基本理论与方法；第4篇为营运资本管理，介绍现金和应收账款管理、短期融资方式、融资策略与融资计划。第5篇为财务预测与价值评估，介绍财务分析、财务预测、公司价值评估案例、经济增加值及价值创造动因。第6篇为公司理财专题，介绍期权估价与公司理财、衍生工具与风险管理、公司并购与收缩、价值创造等内容。书中内容设置积木化，各章既相互联系，又独立成章，便于根据实际需要组织教学与学生自主学习。

(2) 注重理财技术的应用性。本书力求突破公司理财教材的传统模式与写作方法，将求“实”与求“新”、求“深”相结合，将现代公司财务模式与我国公司理财现实情况相结合，尽量为读者提供一种理财的思路或导向。书中许多章节以我国上市公司的财务数据为基础，通过大量的实例将各章的前后概念和财务术语联系起来，运用价值估价模型将公司投资决策、资本结构、营运资本管理和风险管理有机地结合在一起。通过反复讨论和提示给予读者更多的启发，可以帮助读者理解书中内容，掌握财务理论与应用技术。

(3) 注重理财技能的演练性。与一般教材不同的是，本书不仅将财务学研究的最



新成果融入内容之中,使读者通过本书得到完整的财务知识,而且提供了按 Excel 财务函数解决一般财务问题的具体操作过程,通过模拟增加了读者对财务模型的理解和应用能力,学会利用 Excel 工具进行财务建模、财务决策和价值评估。本书是一本将财务理论带出课堂的教材,读者在学习相关的财务理论后,只需具备 Excel 的基础知识,根据各种财务变量关系,导入真实数据,即可进行实际演练。本书各章之后设置了本章小结、基本训练等栏目。基本训练适合小组作业和现场报告,即由 5~10 名学生组成小组,在主讲教师指导下,让学生按特定题目各抒己见,展开讨论,互相切磋,这样就为学生提供了在课堂中难以得到的自我表现机会。书后列示的参考文献和相关链接(网址)有利于开阔学生眼界,引发学生深入思考和研究。事实上,学生知识的主要部分不是从教师讲课中得到的,图书馆、网络资源、实验室也是知识的主要园地。

与公司理财学习相关的网络资源(通过国家精品课程资源共享系统:<http://www.jpkcnet.com>,或<http://classroom.dufe.edu.cn/jpkc/cwgl/zcr-1.htm>)提供了一整套网络教学整合资源包,主要包括:教学资源包,如教学大纲、教学日历、教案、综合练习题、模拟试题、参考文献;多媒体教学资源包,如教学课件、网络辅助教学软件、网络视频教学课件;实践教学资源包,如学生上机实验和实验数据库。这些教学资源对于读者学习与自我测试,尽快掌握理财技术是非常好的辅助资源。

本书的章节顺序可作为本课程的一般授课顺序,也可根据学生的实际情况变更次序或根据需要作某些增删。在本书中,假设学生已经学习了经济学、管理学、会计学、概率论与统计学,这些先修课程有助于学生加深对本书内容的理解。但是先修课程并非至关重要,为学习方便,本书对前续课程中的有关概念做了必要的铺垫性说明。书中许多内容曾作为高等院校相关专业的教材,并在使用过程中不断进行修订和补充。这次出版既可作为财务管理、会计、金融等专业本科高年级教材,也可满足 MBA、MPAcc 课程学习和中高级管理人员培训需求。本书不论是对于渴望得到财务管理知识的学生,还是对于追求公司价值最大化的财务决策者,都可以找到值得学习和借鉴的地方。

全书框架由刘淑莲教授设计,各章具体分工:第 1~8 章,第 12~15 章由刘淑莲教授撰写;第 9 章由宋淑琴讲师撰写;第 10 章由孙晓琳副教授撰写;第 11 章由毕金玲讲师撰写;第 16 章由张广宝讲师撰写;最后由刘淑莲教授对全书进行修改和总纂。

任何一本教材的架构和写作不仅源于作者的知识积累和创造,更来自于前人的研究成果和贡献。本书在写作过程中,参阅了国内外许多财务专家、学者的最新研究成果,他们的思想和观点对本书的完成极为重要。为了反映这些专家和学者贡献,对书中引用的观点或案例尽可能标注了相应的出处。对于这些专家和学者,我们再次表示诚挚的谢意!此外,周雪峰、李井林、葛思伟、黄岩、常磊、李宏伟、司雨涛、张扬、孙瑞等对全书进行了仔细的校对,由于他们的工作,本书得以顺利完成,在此一并表示谢意。

感谢中国人民大学出版社的支持,感谢出版社工商管理分社在本书编辑出版过程中所付出的辛勤劳动,他们的支持和帮助使本书增色许多。

本书写作的目的不仅在于通过财务知识的介绍、传播,帮助读者将财务概念用于

解决现实问题，同时也将我从这个学科中获得的兴奋与快乐传染给读者。虽然我主讲公司理财课程已30年了，多次主编不同层次的财务管理教材，但每次撰写教材都是我重新学习的过程。在本书的写作过程中，虽然穷尽了自己在这一领域教学与实践的积累，许多地方反复推敲，几易其稿，但限于水平和时间，书中难免有疏漏和不当之处。谨以此书献给理论界与实务界的理财专家，献给在这一领域学习与探索的未来的理财专家，你们的批评和建议将是本书重新修订的重要依据。

刘淑莲

目 录

第 1 篇 财务估价基础

第 1 章 公司理财概述	3
1.1 财务与财务经理	3
1.2 理财目标与代理问题	6
1.3 金融市场	9
第 2 章 现值与资本机会成本	16
2.1 资本机会成本	16
2.2 终值与现值	18
2.3 Excel 时间价值函数	24
第 3 章 证券价值评估	31
3.1 债券价值评估	31
3.2 股票价值评估	36
3.3 乘数估价法	47
第 4 章 风险与收益	53
4.1 单项资产的收益与风险	53
4.2 投资组合的收益与风险	59
4.3 投资组合风险与收益分析	67
4.4 资本资产定价模型	70

第 2 篇 投资决策

第 5 章 资本成本	87
5.1 资本成本的计算方式	87
5.2 公司资本成本	89
5.3 边际成本与项目成本	95

第6章 投资项目评估	102
6.1 现金流量预测	102
6.2 投资项目评价标准	106
6.3 投资项目风险分析	116

第3篇 融资决策

第7章 资本结构理论与决策	127
7.1 杠杆分析	127
7.2 MM资本结构理论	132
7.3 权衡理论	139
7.4 契约理论	144
7.5 资本结构设置分析	149
第8章 股利政策	155
8.1 股利支付方式	155
8.2 股利政策理论	160
8.3 股利政策的实施	165
第9章 长期融资	172
9.1 股票融资	172
9.2 长期债务融资	180
9.3 租赁融资	186

第4篇 营运资本管理

第10章 现金与应收账款管理	197
10.1 现金管理	197
10.2 应收账款管理	207
第11章 短期融资与财务计划	222
11.1 短期融资方式	222
11.2 短期融资策略	229
11.3 短期融资计划	232

第5篇 财务预测与价值评估

第12章 财务分析与预测	241
12.1 财务比率分析	241
12.2 财务预测建模	248
12.3 增长率分析	256
第13章 公司价值评估	261
13.1 公司价值评估步骤	261
13.2 价值评估案例	263
13.3 价值创造动因：经济增加值	273

第 6 篇 公司理财专题

第 14 章 期权与公司理财	287
14.1 期权交易的基本知识	287
14.2 二项式模型	294
14.3 布莱克/斯科尔斯模型	299
14.4 期权与证券估价	304
14.5 实物期权与投资分析	312
第 15 章 衍生工具与风险管理	323
15.1 衍生工具概览	323
15.2 外汇风险对冲	327
15.3 利率风险管理	337
第 16 章 公司并购与资产剥离	352
16.1 并购与价值创造	352
16.2 并购价格与对价方式	359
16.3 资产剥离与价值分析	365
附录 现值、终值表和正态分布曲线的面积	371
参考文献	380

C

第 1 篇

财务估价基础

第1章

公司理财概述

有人说，公司理财是研究“以钱生钱”之术。“以钱生钱”，这是一个古老而简单的概念，也是一个全新而繁杂的技术。从公司的角度来看，“以钱生钱”就是将公司获得的资本投放到能够创造增长价值的活动。这里的“资本”通常是“他人的钱”（other people's money），对于上市公司来说，“他人的钱”主要是由股东和债权人提供的。这些资本不是免费午餐，公司作为资本的使用者，必须为资本的提供者提供报酬，这个报酬通常是公司用“他人的钱”，“以钱生钱”（投资）创造的。公司只有不断地为“他人”“生钱聚钱”，才能持续不断地得到“他人的钱”（外部融资）。因此，在研究“以钱生钱”之术时，必须正确权衡资本提供者与使用者之间的委托代理关系，在为“他人”创造财富的同时，也为公司创造价值。

通过本章学习，你可以了解财务管理的内容和财务管理者的职责；熟悉财务管理目标、委托代理关系与代理问题；熟悉金融市场的类型及作用；掌握金融资产特点与价值决定因素；了解有效市场假说的基本含义。

1.1 财务与财务经理

1.1.1 公司财务研究内容

公司理财（corporate finance）是以公司为主体，以金融市场为背景，研究公司资本的取得与使用的管理学科。所谓资本的取得主要指融资活动，即筹措满足经营活动和投资活动所需的资本；所谓资本的使用是指投资活动，即将筹得的资本用在旨在提高公司价值的各项活动中。^① 公司理财研究的核心问题是公

^① 本书主要研究公司制下的财务管理，其基本理论与方法也同样适用于业主制和合伙制企业的财务管理。书中出现的“公司”或“企业”为同一含义。

司资产定价与提高资本的配置效率。

图 1—1 列示了资产负债表的一般表达式,反映了公司资源的配置状况。从结构上看,可将公司财务管理分为长期投资管理、长期融资管理和营运资本管理三部分。长期投资管理(资本预算)主要侧重于公司资本的投向、规模、构成及使用效果管理,即对列示在资产负债表左下方有关项目的管理;长期融资管理主要侧重于资本的来源渠道、筹措方式、资本成本及资本结构管理,即对列示在资产负债表右下方有关项目的管理;营运资本管理主要侧重于流动资产管理和为维持流动资产而进行的融资管理^①,即对列示在资产负债表上方有关项目的管理,或经营活动现金流量管理。投资、融资及营运资本管理的结果使资本的使用效益大于资本的取得成本,实现公司价值最大化。

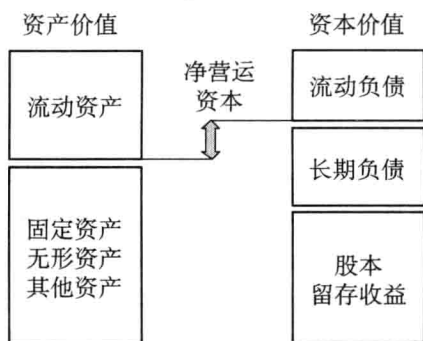


图 1—1 资产负债表模式

需要说明的是,股利政策是确定公司的利润如何在股利和再投资这两方面进行分配。尽管分配股利会增加股东财富,但如果不将利润作为股利分配给股东,它便成为公司的一项资本来源,将其进行再投资可为股东创造更多的财富。因此,在投资既定的情况下,公司的股利政策可看作融资活动的一个组成部分。

1.1.2 财务经理的职责

在实务中,公司财务通常与公司高层管理人员有关,如财务副总经理(vice president of finance, VP)或财务经理(或称首席财务官, chief financial officer, CFO)。财务经理的大部分工作在于通过财务和会计工作为公司创造价值。图 1—2 描述了财务经理的主要职责。

如果说图 1—1 是从静态的角度描述了公司财务的基本内容,图 1—2 则从动态的角度描述了现金从投资者流向公司并最终返回投资者的过程。其中:(1)在

^① 从会计的定义看,营运资本一般是指净营运资本,即流动资产与流动负债之间的差额,用来衡量公司资产的流动性。但是,从管理的角度看,讨论如何管理流动资产与流动负债之间的差额是没有任何意义的。在这里,营运资本管理是指流动资产(包括现金、有价证券、应收账款和存货)管理以及与此相关的流动负债管理。

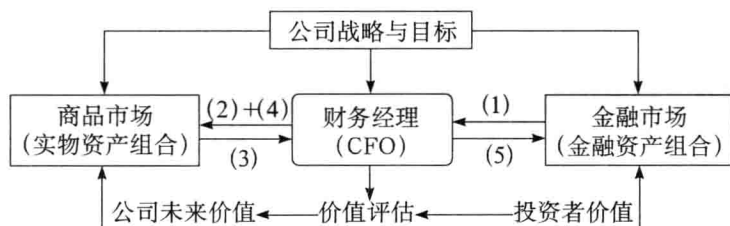


图 1—2 财务经理的职责

资本市场向投资者出售金融资产；(2) 在商品市场进行实物资产投资；(3) 将融资的现金流量与投资现金流量进行对比分析；(4) 将投资或经营产生的现金流量的一部分用于再投资；(5) 将投资收益的一部分以利息、股息或红利的形式分配给投资者。

根据图 1—2，财务经理需要回答两个基本问题：一是如何在商品市场上进行实物资产投资，为公司未来创造价值；二是如何在金融市场上筹措资本，为投资者创造价值。对第一个问题的回答是公司的投资决策，即根据公司的战略规划确定公司资本预算，参与投资方案的财务评估；对第二个问题的回答是公司的融资决策，即根据公司融资需要与商业银行或投资银行一起选择或设计各种融资工具，估算资本成本，设置资本结构和股利政策等。

在工业发达国家，CFO 负责公司的财务管理工作，其下设立会计部门和财务部门，分别由主计长（controller）和司库（treasurer）负责，其下再根据工作内容设置若干科室。主计长的职责主要是通过各种会计核算工作向外部投资者和公司管理层提供各种量化的财务信息。司库的职责主要是负责公司的现金管理、资本筹措，以及与银行、股东及其他投资者保持联系。公司 CFO 的主要职责不仅是监管主计长和司库的工作，更重要的是根据公司战略规划和经营目标编制和调整财务计划，制定公司的财务政策等。

在上述各种管理职责中，有的是集中在财务部门，也有的是由几个部门共同管理，如应收账款中的信贷限额可由财务部负责，也可由市场部负责，但由此引起的现金流量必须通过财务部才能完成。又如，为公司现在经营或未来增长提供资本是财务经理的主要职责之一，但有关融资工具或金融品种的设计、包装、发行通常由财务部门和证券管理部门（如果公司专门设置了这一部门）共同完成。虽然公司的资本预算过程由司库或 CFO 负责组织、监管，但重大资本投资项目与产品开发计划、产品营销等方面的决策需要相关部门经理参与筹划和分析，最终的决策需由公司总裁或董事会决定或批准。

随着经济全球化、金融一体化的进程，公司对资本市场的依赖程度不断提高，迫切需要越来越多的专业 CFO，他们在资本经营、价值工程、风险管理、公共关系、业绩评价、财务信息供应等方面发挥着重要作用。CFO 的战略视野和沟通能力被视为 CFO 的重要技能，其重要性甚至超过会计专业技能。



1.2 理财目标与代理问题

1.2.1 公司理财目标

起源于亚当·斯密基于“经济人”假说的利润最大化目标是经济学界的传统观点,虽然这种观点在实务界仍有较大影响,但从公司资源提供与风险承担的角度分析,股东作为公司资源的提供者,对公司收益的索取权位于其他所有关系人(如债权人、经营者等)之后,承担了公司的全部风险。这种剩余收益索取权赋予股东的权利、义务、风险、收益都大于公司的债权人、经营者和其他员工。因此,公司在确定财务管理目标时,应从股东的利益出发,选择股东财富最大化。

与利润最大化相比,将股东财富最大化作为理财目标具有其积极的方面,这主要表现在:(1)股票的内在价值是按照投资者要求的收益率折现后的现值,这一指标考虑了获取收益的时间因素和风险因素;(2)股票价值是一个预期值,股东财富最大化在一定程度上可以克服公司在追求利润上的短期行为,保证了公司的长期发展;(3)股东财富最大化能够充分体现公司所有者对资本保值与增值的要求。

股东财富最大化存在的缺点主要是:(1)股东财富最大化只适用于上市公司,对非上市公司很难适用;(2)由于股票价格的变动不是公司业绩的唯一反映,而是受诸多因素影响的综合结果,因而股票价格的高低实际上不能完全反映股东财富或价值的大小;(3)股东财富最大化目标在实际工作中可能导致公司所有者与其他利益主体之间的矛盾与冲突。

除以上两种目标,还存在公司价值最大化、相关利益者价值最大化。这些目标实现的前提条件是公司管理者的目标与股东的目标相一致,公司经营不产生无法追踪的社会成本。

1.2.2 代理问题与公司治理

在公司制下,参与公司经营活动的关系人主要有两种:一种是公司资源的提供者——股东和债权人;另一种是公司资源的使用者——经营者。此外,公司在经营活动中还要与社会上的其他关系人(如社区、供应商、客户、政府等)发生往来。公司在经营活动中形成的各种关系表现为委托代理关系,如图1—3所示。

图1—3中的各种关系人从市场进入公司,其目标函数各不相同,如股东追求股票价格最大化;债权人希望到期收回本金和利息;经营者关心工资待遇与工作条件;供应商和客户重视产品的质量和价格;政府和社区关心税收和环境等。由于关系人各方目标函数不一致,因而不可避免地引起各方利益的相互冲

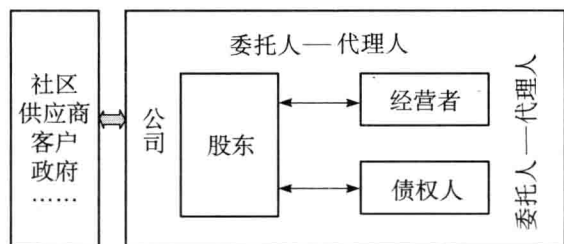


图 1—3 公司委托—代理关系模式

突。解决矛盾与冲突的方式就是关系人各方签订一系列合约，因此，现代公司的代理关系可以定义为一种契约或合同关系。这种契约或合同可能是明确的，也可能是模糊的。前者如公司与债权人之间的借贷契约，公司与员工之间的用工合同，公司与供应商、客户之间的购买与销售合同等；后者如股东与经营者之间的契约（承诺按股东的最佳利益行事）等。

图 1—1 从投资和融资两个方面描述了财务管理的基本内容，图 1—3 则从产权关系描述了财务管理的本质特征。在产权制度下，资产负债表的左方反映了公司对各种资源的使用权；右方反映了公司对各种资源提供者的责任或义务，对应于这些责任或义务是这些资源提供者对公司收益的索取权，即放弃资本当前使用权以取得未来收益的索取权。按照索取权获得方式的不同，可分为固定索取权（fixed claims）、剩余索取权（residual claims）和或有索取权（contingent claims）三种。一般来说，债权人对公司收益具有固定索取权或法定索取权。债务合约赋予债权人按约定时间向公司索取固定数额现金（本金和利息）的权利，不论公司是否盈利。与固定索取权对应，在公司持续经营的情况下，债权人只是一个“默默无闻”的商业伙伴，没有投票权。只有在公司清算时，债权人才可能参与管理。

与债权人的索取权不同，股东对公司收益的索取权是一种剩余索取权。在公司持续经营的前提下，这种索取收益的权利仅限于公司的利润或净收益；在公司清算时，这种索取权位于其他关系人的索取权（工资、利息、税收等）之后。与剩余索取权相对应，股东成为公司风险的主要承担者，因此，股东拥有公司的控制权和管理权，以确保公司在投资、融资活动中增加公司价值和剩余索取权价值。

或有索取权是一种状态依存的索取权，也就是说，这种索取权对收益享有的权利依存于未来某时刻（约定或未约定）某物（如果是约定的，又称为标的物）的状态，如可转换债券、认股权证和期权等。

1. 股东与经营者

股东与经营者之间委托代理关系产生的主要原因是资本的所有权与经营权相分离，但委托代理关系并不必然导致委托代理问题。如果代理人的目标函数与委托人的目标函数完全一致，则不会引发代理问题，但在两权分离的条件下，这一假设是很难满足的。拥有公司所有权的股东具有剩余索取权，他们所追求的目标是资本的保值、增值，最大限度地提高资本收益，增加股东价值，它集