

金融手册系列丛书

HANDBOOK
OF FINANCE

[美] 弗兰克·J. 法博齐
Frank J. Fabozzi

主编

公司财务管理和资本重组

FINANCIAL MANAGEMENT AND CAPITAL
RESTRUCTION

- 企业财务决策
- 公司资本结构决策
- 财务困境公司的资本重组
- 资本预算与股利政策
- 实物期权与资本投资决策

中信出版集团

金融手册系列丛书

HANDBOOK
OF FINANCE

[美] 弗兰克·J. 法博齐 主编

(Frank J. Fabozzi)

公司财务管理和资本重组

FINANCIAL MANAGEMENT
AND CAPITAL RESTRUCTION

图书在版编目 (CIP) 数据

公司财务管理和资本重组 / (美) 弗兰克·J. 法博齐
主编; 传神译. -- 北京: 中信出版社, 2020.1
书名原文: Handbook of Finance Volume II :
Investment Management and Financial Management
ISBN 978-7-5217-0976-6

I. ①公… II. ①弗… ②传… III. ①公司—财务管理
②公司—资产重组 IV. ①F276.6

中国版本图书馆CIP数据核字(2019)第267161号

HANDBOOK OF FINANCE VOLUME II : Investment Management and Financial Management
by Frank J. Fabozzi ; ISBN: 978-0-470-07815-0

Copyright ©2008 by John Wiley & Sons, Inc.

All Rights Reserved. This translation published under license. Authorized translation from the
English language edition, published by John Wiley & Sons. No part of this book may be
reproduced in any form without the written permission of the original copyrights holder.

Copies of this book sold without a Wiley sticker on the cover are unauthorized and illegal.

Simplified Chinese translation Copyright ©2020 by CITIC Press Corporation.

All Rights Reserved.

本书仅限中国大陆地区发行销售

公司财务管理和资本重组

主 编: [美] 弗兰克·J. 法博齐

译 者: 传 神

出版发行: 中信出版集团股份有限公司

(北京市朝阳区惠新东街甲4号富盛大厦2座 邮编 100029)

承 印 者: 中国电影出版社印刷厂

开 本: 787mm×1092mm 1/16

印 张: 22 字 数: 350千字

版 次: 2020年1月第1版

印 次: 2020年1月第1次印刷

京权图字: 01-2009-5999

广告经营许可证: 京朝工商广字第8087号

书 号: ISBN 978-7-5217-0976-6

定 价: 76.00元

版权所有·侵权必究

如有印刷、装订问题, 本公司负责调换。

服务热线: 400-600-8099

投稿邮箱: author@citicpub.com

序

过去 20 多年里，金融方面各类优秀的参考书数不胜数，摆满了金融专家们的书桌。在企业财务管理、金融工具、投资策略、结构性融资、资本预算、衍生品等方面，各类参考书应有尽有，书单还可以继续列出长长的一串。但是，要想真正认识全球金融市场，我们就需要透彻地理解财务决策的制定者们（包括公司财务主管、首席财务官、投资经理、交易员以及证券分析师等）是如何做出财务决策的，他们在这个过程中又运用了哪些金融工具。从这个方面看，我们不难把握本套丛书的写作意图。

金融，就是运用经济学的各项原则和理念来制定经济决策，解决财务问题。金融可分为三大领域：金融市场和金融工具，财务管理，投资管理。

从金融市场和金融工具的角度而言，金融具体是指金融市场在经济中的作用、金融市场的组织结构、市场效率、金融市场的各类参与者（例如，政府、监管部门、银行类金融机构、投资银行和证券公司，以及其他机构投资者和散户投资者等）。此外，影响资产价格和利率的各种因素也包括在内。

财务管理，有时也称企业金融，是一个专业的金融领域，主要是指一个经济体内部的财务决策活动，包括多种具体决策行为。尽管有时也将财务管理称为公司金融，但财务管理的原则通常应用于市政和非营利机构的管理活动中。我们可以将财务管理决策分为两类：投资决策和财务决策。投资决策是指资金的运用，包括购买、持有或者出售各类资产等。通常，购买的资产要么属于运营资本，如存货、应收

账款，要么属于长期资产。与前者相关的决策行为可以称为运营资本决策，而与后者相关的决策行为则称为资本预算决策。财务决策是指企业取得资金用于投资获益，并为日常经营提供资金支持。这通常也涉及公司对资本结构的选择，即公司如何分配权益资本和债务资本来为公司运作提供支持，而这也就是人们所称的资本构成决策。财务决策的内涵不止于此，公司收益的留存比例如何划定，公司股利分配额度如何确认，都属于财务决策的内容。其中，后一项财务决策也称股利决策。无论是投资决策还是财务决策，都取决于两项因素：预期收益和风险。预期收益是指潜在利益与潜在成本的差额。风险是指与预期收益紧密相关的不确定性。

投资管理是金融的另一块领域，主要侧重于为机构投资者和个人进行资产组合管理。投资管理也称资产管理，主要工作包括：与客户一起制定投资目标，并为此做出投资决策，选择与投资目标和投资决策一致的投资策略，根据投资策略，建构包括各类资产在内的投资组合。投资管理的第一步，就是要决定在各大类资产（如股票、债券、房地产、另类投资等）之间如何进行资金分配。这项决策也称资产配置决策，要求投资者对特定资产的预期收益和相关风险有全面透彻的认识。由此我们可以看出，对预期收益和风险的全面认识有多么重要。投资策略可分为积极和消极两类，具体采用哪一类，要根据客户对目标资产市场效率（如获取超额收益的难度）的判断来确定。进入建构资产组合这个阶段，为实现建构最优的投资组合，需要在投资策略中的各项限制范围内，按照客户的投资目标，针对可能纳入资产组合的各项具体单项资产，进行预期收益和风险的评估。

这三个领域的具体实施，还涉及其他领域的金融理论和分析工具。例如，资产定价理论和利率决定理论就是从经济学的其他理论衍生出来的。实际上，许多学院派人士都把金融称为金融经济学。有的投资管理策略要用到心理学的理论概念，由此衍生出行为金融学这一全新的专业领域。金融市场高度复杂的特点，要求金融从业人员充分利用统计学和计量经济学的知识分析资产价格和收益的波动，并采取

有效的风险管理措施。在融资管理和投资管理中都得到普遍应用的金融风险管理，也要用到这些工具。同样利用这些工具，投资经理建构投资模型测试各类投资决策，并将投资模型运用到对衍生品这类复杂的金融工具进行估值（定价）的过程中。运筹学和管理学的数学模型十分复杂，可以帮助投资经理和财务经理做出最优的资产配置决策，在建构资产组合和选择资本项目等业务中起到了重要作用。仿真模型是运筹学的工具之一，在公司的多项业务活动和投资决策中，公司经理将这一模型发扬光大。金融工程学有时也称金融数学，是金融学中一个相对较新的领域，主要利用统计和数学工具，来研究解决金融和风险管理领域的问题。

这套多卷式的参考丛书对金融的各领域进行了简要概括，有助于读者认识“金融”这个大概概念下的各个主要问题。市面上也有对金融特定领域进行介绍的参考书，本套丛书希望不仅能够涵盖上述各个领域，还能作为金融专家以及经济学专业学生的参考资料。

本套丛书不仅涵盖了金融学的成熟内容，还囊括了金融领域的最新理论和鲜活实践。各章节不仅有业界和学界的全球知名专家的贡献，还具有下列独到的特点：

- 本套丛书由全球 190 多名专家合作编写而成。在不断演进的金融学领域，这种广泛的人才汇聚所形成的合力，是本套丛书能够涵盖金融学全部的成熟理论和新兴理论、包含各类金融工具和金融应用的原因所在。

- 本套丛书既关注金融领域的技术研究，也重视金融领域的管理实践。对于研究人员、教育工作者、学生以及实际操作者来说，这种思路一方面有利于他们更均衡全面地增强对金融各专题的认识，另一方面也为他们处理金融领域各类问题提供了所需的背景知识。

- 本套丛书提供了大量范例和图表数据，对复杂的专题进行了详细说明，有利于读者的进一步学习。

CONTENTS

| 目录 |

- 公司财务管理的核心部分 // 1
 - 1 财务分析与财务决策 // 3
 - 财务分析 // 4
 - 商业企业的组织形式 // 5
 - 财务管理目标 // 11
 - 代理关系 // 14
 - 2 国际公司财务管理决策 // 21
 - 跨国公司 // 21
 - 外汇 // 22
 - 税负考虑 // 25
 - 国外市场融资 // 29
 - 财务分析问题 // 33
 - 资本预算 // 34
 - 资本结构 // 34
 - 营运资本管理 // 35
 - 规避汇率风险 // 36
 - 3 公司战略与财务计划 // 39
 - 战略与价值 // 40
 - 财务计划与预算 // 43
 - 财务计划的重要性 // 43

- 预算制订程序 // 44
- 销售预测 // 45
- 季节考虑因素 // 48
- 预算 // 49
- 预计资产负债表 // 56
- 长期财务计划 // 61
- 财务模型 // 64
- 业绩评价 // 65
- 战略与价值创造 // 70
- 4 公司治理方案及公司治理评级 // 73
 - 代理理论与代理问题 // 73
 - 公司治理方案 // 77
 - 公司治理评级 // 81
- 5 管理层业绩考核及决策制定考核 // 83
 - 业绩考核和管理层薪酬 // 83
 - 管理层薪酬 // 93
 - 计划的意义 // 98

资本结构决策与股利政策 // 101

- 6 公司财务中的资本结构决策 // 103
 - 债务与权益 // 103
 - 杠杆的概念 // 105
 - 资本结构和财务杠杆 // 108
 - 财务杠杆与风险 // 112
 - 资本结构与税收 // 115
 - 资本结构与财务困境 // 121
 - 资本成本 // 125
 - 代理关系与资本结构 // 127
 - 最优资本结构：理论与实践 // 128

	资本结构描述 // 131
7	债权人价值及股东价值比较 // 133
	股东与债权人——定义和利益 // 133
	股东与债权人之间的利益冲突 // 136
	用实现股东价值的工具来增加债权人价值 // 139
8	陷入困境公司的资本重组 // 143
	资本重组框架 // 143
	庭外重组及破产 // 147
	财务处理 // 149
	纳税考虑 // 150
	资本重组证券的估价 // 152
9	股利及股利政策 // 163
	股利 // 163
	股利政策 // 166
	股票回购 // 172
	资本预算技术 // 175
10	资本投资问题与战略资本预算 // 177
	投资决策与所有者财富最大化 // 178
	资本预算过程 // 179
	资本预算过程的各个步骤 // 180
	投资项目分类 // 182
	按经济周期分类 // 182
	按风险分类 // 183
	按对其他项目的依赖性分类 // 184
11	估算资本预算项目的现金流 // 187
	增量现金流 // 187
	投资现金流 // 188
	资产购置 // 188

- 资产处置 // 189
- 资产处置预计将产生的现金流 // 192
- 新投资处置 // 195
- 原有资产处置 // 196
- 经营现金流 // 197
- 净现金流 // 205
- 简化流程 // 206
- 12 资本预算技术 // 207
 - 评估技术 // 208
 - 净现值 // 210
 - 赢利能力指数 // 214
 - 内部收益率 // 215
 - 修正后内部收益率 // 220
 - 投资回收期 // 224
 - 贴现投资回收期 // 226
 - 资本预算问题 // 227
 - 方法比较 // 230
 - 资本预算技术实务 // 233
 - 资本预算和新技术的合理性 // 234
- 13 资本预算与风险 // 239
 - 项目风险 // 240
 - 不同类型的项目风险 // 241
 - 项目风险的计量 // 242
 - 衡量项目的市场风险 // 246
 - 将风险纳入资本预算决策 // 254
 - 实物期权 // 258
 - 确定等值 // 259
 - 项目风险评估实务 // 260

- 14 实物期权 // 263
 - 实物期权和金融期权的差异 // 265
 - 利用期权定价评估商机 // 266
 - 期权定价模式的选择和规范 // 268
 - 示例：油田项目 // 273
- 15 实物期权与现代资本投资决策 // 295
 - 示例 // 295
 - NPV 错误吗 // 297
 - 为什么实物期权分析很重要 // 299
 - 时点期权 // 301
 - 扩展期权 // 308
 - 放弃期权 // 319
 - 重要提示 // 320
- 16 海外项目最低预期资本回报率 // 323
 - 项目具体经营贝塔系数和全球资本资产定价模型 // 323
 - 简单近似的国外项目经营贝塔系数 // 326
 - 新兴市场项目 // 329
 - 货币间恒定最低预期资本回报率 // 331
 - 国外单一业务代理方法 // 332
 - 增补内容 // 337

公司财务管理的核心部分

- 1 财务分析与财务决策
- 2 国际公司财务管理决策
- 3 公司战略与财务计划
- 4 公司治理方案及公司治理评级
- 5 管理层业绩考核及决策制定考核

1 财务分析与财务决策

财务决策包括多种类型。我们将其分为3类：投资决策、融资决策及投融资决策。投资决策涉及资金的使用，即买入、持有或者卖出各种资产。例如，是否应该购买一台新的模压机器？是否应该引进一条新的生产线？是否需要卖掉旧的生产设备？是否并购一个现有企业？是否建立一个仓库？是否需要把现金存入银行？

融资决策涉及投资所需资金及日常生产所需资金的筹集。管理者是应该使用从企业利润中积累的资金，还是需要从企业外部寻找资金？一个企业可以从外部获得资金，如负债（如通过向银行贷款和发放债券）或者出售所有者权益。因为不同的融资方式会导致企业承担不同的义务，所以融资决策非常重要。

许多商业决策同时涉及投资与融资。例如，一个企业需要兼并另一个企业，这就是一个投资决策。但是，兼并成功与否取决于如何融资——是通过借款还是通过出售股份来融资。如果管理者决定借款，借入资金必须在一定期限内归还，债权人通常不享有对借款企业利润分配的控制权。如果管理者决定通过出售股份的方式筹资，就不需要偿还这些资金。但是，这种方式稀释了现有股东对利润分配的控制权。

无论一项财务决策是否涉及投资、融资，它都与两个基本要素预期报酬与风险有关。预期报酬是指可能的收益与可能的成本之差。风

险用于衡量预期报酬的不确定性程度。

在本章中，我们将介绍有关财务管理的基本概念：企业的组织形式、财务管理目标以及财务管理者与股东及其他利益相关方的关系。

财务分析

财务分析是财务管理的工具。它是对企业、某个行业乃至整个经济体现在和将来财务状况和经营成果的评估和预测。换句话说，它是检验风险与预期报酬的手段。财务分析的数据可以来自企业内的各部门，如销售和生产部门，也可以来自企业自己汇总的会计数据，或者来自财务信息供应商，如彭博资讯、穆迪投资者服务公司、标准普尔公司、惠誉国际和价值在线等，还可以来自政府部门发布的信息，如联邦储备系统公告等。财经杂志，如《商业周刊》《福布斯》《财富》《华尔街》等也发布财务数据（关于企业个体）和经济数据（关于行业、市场与经济），大部分数据可以通过互联网获得。

在企业内部，财务分析不仅可以用于评估企业的业绩，也可以用于评估企业各部门及生产线的经营状况。财务分析可以按周期或根据需要进行，这样不仅有助于为投资和融资决策提供信息，也有助于完善人事政策与奖励制度。在企业外部，财务分析可以用于帮助企业判断一个新客户的信用度，评价供应商维持长期合同的能力及评估竞争者的市场业绩。

对于没有专业技能、时间或资源进行独立财务分析的企业和投资者，可以从提供这类服务的专业公司购买信息。这类公司从简单的商业评级至详尽的书面分析报告均可提供。例如，Dun & Bradstreet 是一个财务咨询企业，对许多企业的信用度进行评估，从地方性小企业至全球性大公司。再如，穆迪投资者服务公司、标准普尔公司、惠誉国际这 3 家企业评估公司发放债券的信用等级，并用分级的方式在报告里披露。

商业企业的组织形式

财务管理不仅局限于大的公司，无论何种形式、何种规模的企业都需要财务管理。3种主要的企业组织形式包括：个人独资企业、合伙企业与公司。这3种形式在很多方面有所不同，但均涉及财务决策中最重要的几个方面，包括：企业的纳税方式，所有者对决策的控制程度，所有者的责任，所有者利益的转移能力，筹集其他来源资金的能力，企业寿命。

个人独资企业

个人独资企业是最简单也是最常见的企业组织形式，即一个企业被一个人——业主拥有和控制。因为只有较少的法律规定约束个人独资企业的建立和运营，所以这种企业组织形式被许多初建企业的个人选用。个体业主为了个人的利益经营企业，除了雇员没有其他参与者。个体业主获得企业的所有收入，独自决定将这些利润用于再投资还是用于个人消费。

个体业主承担企业的所有负债，事实上也是其自身导致的企业债务。如果企业的资产不足以偿付某项债务，个体业主必须用自有的资产进行偿还。如果企业运营或业务扩展需要的资金超过了企业运营产生的资金，那么业主需要投入自有资产或者借款筹资。对于个人独资企业，银行是主要的借款来源。然而，银行借给个人独资企业的资金大多数非常有限。

在税收方面，个体业主在其个人所得税申报表上申报企业所得税。企业所得税视同业主的个人所得。

当个人独资企业退出经营时，其资产可以出售给其他企业。尽管有时企业资产因个体业主去世被个体业主的继承人继承，但个人独资

企业的寿命仍随着个体业主的寿命结束而结束。

合伙企业

合伙企业是指两个或两个以上的个人签订合同一起经营的企业。除了合伙企业的所有者多于一个之外，合伙企业与个人独资企业在其他方面基本相同。一个以上的所有者会产生一些特别的问题，例如：谁在日常经营中掌握话语权，谁应对企业的债务负责，所有者之间如何分配利润，如何纳税，等等。其中一些问题在合伙企业的合约上进行约定，另一些遵从法律规定。合伙企业需要约定合伙人之间如何分配利润（或承担损失），并详细阐述各合伙人在企业管理中的责任。

大多数合伙企业的合伙人之间是普通合伙关系，即普通合伙人完全参与企业经营、分享利润、承担损失并对其债务负责。即使企业的债务合同并非所有合伙人签订，但每个普通合伙人都要对企业的债务负责。

有限合伙企业中至少有一个普通合伙人和一个有限合伙人。有限合伙人投资企业，但不参与管理，其可分享的利润或承担的损失在合约中均有约定。而且，有限合伙人不承担超出其初始投资金额的企业负债。

合伙企业不是一个独立纳税主体。每一个合伙人在其个人纳税申报表中报告其从企业获得的利润或承担的损失。

合伙企业的寿命受合伙合同限制。例如，合伙人可能约定合伙关系仅维持一定年限或者某一特定业务开展时期。合伙人的权益不可以传给其继承人；当合伙人去世时，合伙关系解除或者需重新约定。

合伙企业的另一个缺点是合伙人在企业中的权益在不经其他合伙人同意的情况下不能出售。所以，合伙人在需要资金的时候不能出售其权益。合伙企业还涉及合伙关系终结及企业清算问题，主要是因为难以确定共有价值与个人享有价值部分。

合伙企业的另一个缺点是难以获得新的资金。由于不能出售各自所享有的权益，合伙人仅可以通过向银行借款的方式进行筹资，而且