

FINANCIAL MANAGEMENT
PRACTICE AND CASES

财务管理

—— 实务与案例

梁国萍 许小青 徐新华 编著



 上海财经大学出版社

财 务 管 理

——实务与案例

梁国萍 许小青 徐新华 编 著



上海财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

财务管理:实务与案例/梁国萍,许小青,徐新华编著. —上海:上海财经大学出版社,2008.8

ISBN 978-7-5642-0271-2/F·0271

I. 财… II. ①梁… ②许… ③徐… III. 财务管理-案例 IV. F275

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2008)第 102808 号

□ 责任编辑 江 玉

□ 封面设计 周卫民

CAIWU GUANLI

财 务 管 理

——实务与案例

梁国萍 许小青 徐新华 编 著

上海财经大学出版社出版发行
(上海市武东路 321 号乙 邮编 200434)

网 址: <http://www.sufep.com>

电子邮箱: webmaster@sufep.com

全国新华书店经销

上海第二教育学院印刷厂印刷

宝山葑村书刊装订厂装订

2008 年 8 月第 1 版 2008 年 8 月第 1 次印刷

787mm×960mm 1/16 23.5 印张 500 千字

印数:0 001—5 000 定价:29.00 元

前 言

财务管理学作为工商管理最具活力的一门学科,在过去的一个世纪里得到了飞速发展。随着财务实践的发展,财务管理的理论框架也在不断地更新与变革。从以筹资为核心内容的传统财务学派,到以风险投资和股利政策为核心内容的现代财务学派,财务管理研究的视角发生了很大的变化。现在,财务管理的许多理论已经走出象牙塔,越来越广泛地服务于企业财务管理的实践活动中。

财务管理案例教学正是将财务理论与财务实践结合的一种新的尝试,它突破了传统教学所采取的演绎推理的方法来阐明概念和理论、传授知识,而是通过对具体案例的讨论和分析,提出问题,运用理论解决问题,旨在培养学生独立思考问题、分析问题和解决问题的能力。案例教学促使学生将所学理论联系实际,起到验证理论、深化理解和实际演练的作用,其最显著的优点是学生在学习过程中扮演的角色由被动变为主动。目前西方各大学的财务管理教学均采用案例教学,然而案例教学法在我国财务管理教学中应用还不够广泛,财务管理案例教学法的研究也有待深入。我们通过本书的编写,尝试这样一种方式:首先介绍案例,然后提出问题,再进一步介绍案例发生的背景和相关的理论,最后给出分析参考,即每个案例包含五个部分内容:案例介绍→问题提出→实务背景→理论依据→分析参考。我们在选择案例时尽可能地选择国内上市公司的案例,这样就避免了使用国外案例时对其发生的背景、环境和政策不甚了解的缺陷。有些案例是老师们亲身经历而编写的。

在编写过程中,我们以 2007 年 1 月 1 日施行的企业财务通则和企业会计准则为依据,充分考虑会计学专业和非会计专业学生的不同特点,强调内容和方法的实用性,尽量做到题材广泛,内容新颖丰富,结构合理,引人深思。

本书可作为高等院校经济、管理、财务和会计及相关专业的教材,也可作为在职财务经理的培训教材和企业管理者们的参考书。

本书由梁国萍教授、许小青教授、徐新华副教授编著,各案例的具体分工是:梁国萍撰写了货币的时间价值案例、投资的风险价值案例、银行贷款案例和项目投资案例;徐新华撰写了企业绩效综合评价案例、现金股利案例;黄亿红撰写了单一产品的本量利分析案

例、多品种本量利分析案例、利润分析案例和并购案例；黄小勇撰写了财务管理目标案例、财会管理组织机构案例、优先股案例和合作案例；余朝辉撰写了发行股票案例、发行债券案例和融资租赁案例；曹筱春撰写了存货管理案例和上市公司财务分析案例；何恩良撰写了应收账款管理案例和内部控制案例；王婷撰写了成本管理案例和全面预算管理案例；张横峰撰写了货币资金管理案例和证券投资案例。许小青教授对这本书的框架制定起了重要作用。

任何一本书的完成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。在本书写作过程中，我们参考了国内外许多专家、学者的研究成果，他们的思想和观点对本书的完成极为重要。在每篇案例的结尾我们均注明了出处，其中有些文章是在相关网站上获取的。在本书出版之际，特向文章的原始作者、相关报刊及网站表示衷心感谢。

虽然我们尽了最大的努力，但由于受到自身水平所限，书中难免有疏漏和不当之处，恳请读者不吝赐教。

最后，感谢南昌大学的资助，感谢曹小秋教授的关心，感谢新源书店的帮助，感谢上海财经大学出版社为本书出版所做的工作。没有你们的支持，就没有这本书的出版。

编 者
2008 年 7 月

目 录

前言	1
第一章 总论	1
案例 1 财务管理目标案例——格林柯尔系神话破灭的财务管理目标分析	2
案例 2 财会管理组织机构案例——财会管理组织机构争鸣	12
第二章 财务管理的基本观念	21
案例 1 货币的时间价值案例——田纳西镇的巨额账单	22
案例 2 投资的风险价值案例——华特电子公司投资选择	29
第三章 资金筹集	34
案例 1 银行贷款案例——某水利水电工程公司的银行贷款	35
案例 2 发行股票案例——用友软件上市发行	54
案例 3 发行债券案例——凯诺科技股份有限公司发行债券	69
案例 4 优先股案例——萍乡市长途汽车运输总公司改制难题	85
案例 5 融资租赁案例——郑州卷烟总厂融资租赁	96
第四章 投资决策	109
案例 1 项目投资案例——昌河汽车投资改造冲压 D 线	111
案例 2 证券投资案例——投资中国工商银行股份有限公司	131
第五章 营运资金管理	143
案例 1 货币资金管理案例——某高科技民营企业货币资金管理	145
案例 2 应收账款管理案例——天津飞力国际货运代理有限公司应收账款管理	156
案例 3 存货管理案例——戴尔电脑“零库存”管理	169

第六章 利润与利润分配管理	184
案例 1 单一产品的本量利分析案例——常印冰淇淋加工厂本量利分析	186
案例 2 多品种本量利分析案例——金辉建材商店本量利分析	197
案例 3 成本管理案例——大庆网通公司成本管理优化方案设计	202
案例 4 利润分析案例——雅戈尔公司利润分析	224
案例 5 现金股利案例——用友软件的高额派现	234
第七章 财务分析	246
案例 1 上市公司财务分析案例——江铃汽车财务分析	249
案例 2 企业绩效综合评价案例——功能系数法在联创光电的应用	276
第八章 财务控制与治理	291
案例 1 内部控制案例——中美上海施贵宝制药有限公司内部控制	293
案例 2 全面预算管理案例——中原油田全面预算管理	298
第九章 资本运营	320
案例 1 并购案例——宝钢集团收购邯钢和八一钢铁	321
案例 2 合作案例——昌大瑞丰与长运股份“有缘无份”的财务解构	341
附录：	352
企业财务通则.....	352
附表一 一元复利终值系数表.....	361
附表二 一元复利现值系数表.....	363
附表三 一元年金终值系数表.....	365
附表四 一元年金现值系数表.....	367

第一章 总 论

财务管理是组织企业财务活动、处理财务关系的一项经济管理工作。企业财务活动是指以现金收支为主的企业资金收支活动的总称,包括企业筹资、投资、经营和分配引起的财务活动。不同的财务活动体现了不同的财务关系,一般包括以下几方面的财务关系:企业与投资者之间的财务关系、企业与债权人之间的财务关系、企业与供应商之间的财务关系、企业与客户之间的财务关系、企业与职工之间的财务关系和企业与税务机关之间的财务关系。

正确的目标是企业良性循环的前提条件,企业财务管理目标是企业财务活动所希望实现的结果,是评价企业财务活动是否正确的基本标准。设定科学的财务管理目标,对优化企业的理财行为、实现财务管理的良性循环具有重要意义。财务管理目标有相对稳定性、多元性和层次性的特征。由于国家不同时期的经济政策不同,财务管理目标有不同的表现形式。在计划经济时代,企业以产值最大化作为企业追求目标;改革开放初期,企业以利润最大化作为企业追求目标;在股份公司中,公司以股东财富最大化为追求目标;现在人们越来越多地认同以企业价值最大化作为企业追求目标。

为了实现财务目标,完成财务管理任务,企业在进行理财活动时采用各种方法。如果以财务管理环节为标准,财务管理的方法有财务预测方法、财务决策方法、财务计划方法、财务控制方法和财务分析方法。

企业财务活动受理财环境的制约。一般来说,理财环境包括宏观经济政策环境和资本市场环境。宏观经济政策又包含政府财税政策、货币政策和经济发展与产业政策等。

财务与会计在理论和实务工作中具有紧密的联系,以至于众多的理论工作者和实务工作者不能很好地界定他们的关系,给实践工作带来很多不必要的麻烦。财务和会计不是等价的,会计是基础,财务是目标,会计可以为财务决策提供大部分的信息支持。它们分属不同的信息系统,会计属于信息系统,财务属于决策系统。因此,认清它们的联系和区别,对于合理地设立企业财会管理机构意义非常重大。

案例 1 财务管理目标案例

——格林柯尔系神话破灭的财务管理目标分析

教学目的和要求:对财务管理目标理论有一个全面、深刻的认识,同时能够利用财务管理目标的相关理论来研究实际问题,分析财务管理目标在企业实践过程中的执行情况,并在此基础上为企业在不同理财环境下设置合理的财务管理目标。

一、案例介绍^①

(一)顾氏高层管理者的“资本神话”

天才的发明家顾维军,1959年生于江苏泰县。1975~1977年上山下乡,1981年江苏工学院动力工程系本科毕业,1984年天津大学热能工程系研究生毕业。1988年是他人生的重大转折点,他以“顾氏循环理论”为基础发明了格林柯尔制冷剂,这是他此后涉足商海的最大资本,也是他提出整合我国制冷行业的根基。但是,这个可能改写工程热力学理论的“顾氏循环理论”,受到业内广泛的质疑。顾维军的导师吕灿仁等3人联名发表文章,认为“顾氏循环”在理论上不能成立;清除伪劣科技“顾氏理论”座谈会使顾维军与学术界的关系彻底僵化。1989年顾维军下海经商,1990年在英国注册了格林柯尔制冷剂生产公司,随后又在北美和东南亚广设分公司;5年后,无氟制冷剂的重要生产基地——天津格林柯尔成立;事业上一帆风顺的顾维军在1998年成立了北京格林柯尔环保工程有限公司,并于2000年进入了资本市场——格林柯尔科技控股有限公司在香港创业板上市,共募集资金5.4亿元港币。有人预计,顾维军在下海的10年间身价已经超过20亿元。至此,格林柯尔神话开始上演,随后高潮迭起。不可否认,顾维军有着过人的天赋,他发明的格林柯尔制冷剂成本低,节能效果也很明显。在商场上,他也是眼光独到的经营者和管理者。但是,让人们刮目相看的是顾维军在资本市场上同样显得游刃有余,甚至可以说是所向披靡。而最让业界注目的就是顾维军曾成功入主危机重重的科龙电器。当时,同在香港主板和深圳A股市场两地上市的科龙电器,在业界曾是制冷行业 and 家电生产行业的巨头。1996年和1999年,科龙电器先后在中国香港和深圳成功上市。1999年公司的销售额一度达到56亿元,但随后科龙陷入了连续两年亏损的境地,并走入ST的行列。加之科龙电器股权非常分散,因此,许多公司开始“覬觐”科龙。出人意料的是,格林柯尔击败了通用电气、松下以及惠而浦等公司,成功入主科龙。

2003年5月,顾雏军拥有全资股份的顺德格林柯尔,在合肥和美菱电器达成协议,顺德格林柯尔以2.07亿元的价格,收购了美菱电器20.03%的股份,成为美菱电器最大的股东。当年7月份,格林柯尔旗下的科龙与杭州西冷集团签署协议,收购西冷70%的股权。同时,格林柯尔与南京斯威特集团抢食小天鹅,并争购小鸭电器。短短两年,一连串资本运作战绩,使顾雏军一跃成为引人瞩目的“资本狂人”。也就是在抢购小天鹅时,顾雏军喊出了他事后一直追悔的经典话语——“我惟一不缺的就是钱”。顾雏军更将触角伸向汽车业,并加快了其整体收购的速度。在家乡扬州,顾雏军布下进入客车行业的第一颗棋子。2003年12月,顾雏军以4.178亿元,通过扬州格林柯尔协议收购了亚星客车11527.3万股国家股(占总股本的60.67%),并因此触发要约收购义务。收购扬州亚星之后,顾雏军马不停蹄地收购了国产汽车轴承第一品牌襄阳轴承。2004年4月,襄阳轴承第一大股东襄轴集团将其持有的4191万股国有法人股转让给格林柯尔,转让总价为1.01亿元。转让后,格林柯尔将持有公司29.84%的股权,成为第一大股东。尽管已掌控4家A股公司和1家香港创业板公司,顾雏军的资本运作仍未停歇。2004年8月,格林柯尔以1.84亿元的价格收购商丘冰熊冷藏设备有限公司;11月,顾雏军通过境外子公司GRC Capital全资收购了法国汽车配件生产商汤姆肯斯的子公司盖兹国际在法国莱维斯的汽车管件工厂,及英国汽车设计公司LPD,从而打通了客车从设计到零部件再到整车生产的整个产业链。在一系列收购完成之后,顾雏军的格林柯尔系已悄然成形,产业顶端是格林柯尔制冷剂,作为产业链的上游资源,一条线路是直接向下游两家电器类上市公司出口,另一条线路是向两家汽车及其汽车配套类上市公司产业延伸。通过这一系列的“资本运作”,格林柯尔也瞬间缔造了总资产过百亿,横跨制冷、家电和汽车等行业的资本“神话”。

(二)中国证监会的深入调查

2004年8月10日,郎咸平声讨顾雏军,也拉开了“郎顾之争”的帷幕,由此对顾雏军的质疑也达到了高潮。2004年年报披露后,科龙便问题频出,陷入了重重危机。2005年1月,香港联交所发布公告,创业板上市委员会公开谴责格林柯尔包括主席顾雏军、首席执行官兼总裁胡晓辉在内的6名执行董事,谴责原因是公司与天津格林柯尔工厂在2001年的关联交易。由于交易中的有关行为已经超出了联交所授予的在关联交易上的豁免条件,因此违反了创业板上市规则。2月24日,格林柯尔旗下美菱电器又公布了整改报告。由于中国证监会安徽监管局在2004年9月27日至9月30日对美菱电器进行了巡查,并勒令其进行整改。整改的主要原因,一是资金占用问题,二是2004年重大借贷事项未及时披露,三是财务和管理上的问题。2005年4月27日,科龙电器突然发布预亏公告,公司2004年预计将亏损6000万元。然而,科龙在2004年1至9月底净利润超过2亿元,每股收益也达到0.2元。但是,3个多月的时间,科龙的业绩就从天堂掉入地狱。祸不单行的是,亚星客车4月26日公布了2004年度和2005年度第一季度亏损报告。自2005年4月27日起,公司股票简称变更为“*ST亚星”。与此同时,4月底有消息称,中国证

监会分别下派了广东、江苏、湖北、安徽四地的证券监管部门联合对格林柯尔涉嫌违规挪用其控股的上市公司科龙电器资金,收购美菱电器、襄阳轴承以及亚星客车三家上市公司的事件展开调查。5月10日,科龙电器发布公告称,公司因涉嫌违反证券法规已被中国证监会立案调查。7月20日,证监会调查组撤出科龙电器。7月26日,美菱电器发布公告称,美菱集团正在与广东格林柯尔洽谈收购其所持股份的相关事宜。7月29日晚,刚下飞机的科龙电器董事长顾雏军闪电被拘。2005年9月2日,佛山市公安局对公司前董事长顾雏军、执行董事严友松、张宏及另外4名原管理人员执行逮捕。

随后,证监会有关部门负责人表示,对科龙电器调查发现的违法违规行为负有直接责任的顾雏军及其他相关责任人员,中国证监会在经过告知、听证等法定程序后,将依法做出行政处罚。这位负责人重申,为维护证券市场的“三公”原则,保护广大投资者的合法权益,促进证券市场的健康发展,对损害上市公司及证券市场其他参与者合法权益的各种违法犯罪行为,中国证监会将与有关部门紧密配合,一如既往地依法严厉查处。

(三)债权人的资本冻结

继中国证监会采取一系列措施后,格林柯尔的债权人也纷纷向法院申请冻结格林柯尔的相关股权或资产。扬州格林柯尔所持*ST亚星的全部股权也被广东省深圳市中级人民法院宣布冻结,申请的是上海浦东发展银行深圳分行,冻结期限自2005年7月29日起至2006年7月28日止。

佛山中级人民法院冻结广东格林柯尔所持美菱电器股权,是应交通银行佛山市顺德支行提出的诉前财产保全申请。公告说,因广东格林柯尔、格林柯尔制冷剂(中国)有限公司、顾雏军承兑汇票垫款纠纷,交通银行佛山市顺德支行向佛山中院请求冻结广东格林柯尔、格林柯尔制冷剂(中国)有限公司、顾雏军的银行存款7500万元,或查封(扣押)其相应价值的财产,并由交通银行广州分行提供担保。美菱电器收到了佛山法院所发(2005)佛中法立保字第210号民事裁定书和(2005)佛中法立保字第210号查封清单。佛山中院裁定书上称,其已于2005年7月15日依法冻结了广东格林柯尔所持的美菱电器82852683股,冻结期限从2005年7月15日至2006年7月14日。资料显示,佛山中院冻结的广东格林柯尔所持82852683股的美菱电器,是广东格林柯尔对美菱电器持有的全部股份。而就在2005年6月底,美菱电器还公告称美菱集团准备回购广东格林柯尔所持的这些股份。按照法院决定的冻结期限,意味着美菱集团将无法实施原定的回购计划。

格林柯尔对美菱电器、*ST亚星所持股权的被冻结,意味着整个格林柯尔系已经达到了彻底崩溃的边缘,因为5家A股上市公司中可能已没有一家还真正属于顾雏军的了。如果顾雏军到时候不能如期归还相应的款项,这些被冻结的股权将会被各地法院依法采取拍卖等措施。因此,整个格林柯尔系目前可以说已经处于彻底崩溃的边缘。如果顾雏军不能通过出售A股上市公司股权去填平所挪用的资金的话,其拥有六成左右股权的在香港创业板上市的格林柯尔科技控股说不定会被强制脱离格林柯尔系。那样的

话,整个格林柯尔系就彻底崩溃了。

(四)中小股东及其他相关利益主体的“倒顾运动”

因中国证监会调查而暴露的科龙危机,使长袖善舞的顾维军遇到了极大麻烦。同时,中小股东、企业内部的力量和其他社会公众也形成了强大的“倒顾”势力。格林柯尔系的审计师德勤会计师事务所也与其提出“分手”。占公司销售收入近 100%的空调和冰箱业务部分生产线已经停产。2005 年 7 月 8 日,科龙电器公告称,公司三位独立董事陈庇昌、李公民、徐小鲁提出辞呈。

7 月 11 日,一场公开的“倒顾运动”开始,作为持有 100 股科龙电器的小股东,知名律师严义明提议召开科龙电器临时股东大会,罢免董事长顾维军。“自从我们登出征集书以后,已经收到了许多中小股东的咨询或委托。其中也包括一些股份较多的投资者。”上海律师严义明负责征集投票权的助手童女士告诉记者。整个投票权的征集活动一直持续到 8 月 12 日,许多投资者寄来了投票授权书。但是,由于口头承诺并不等于最终的实际投票权数,因此,不能向记者透露已经做出承诺的投票权数。目前已经与部分科龙的机构投资者进行过接触,得到机构投资者充分的理解和支持。严义明本人也曾在香港举行了记者招待会,和当地的投资人做了进一步的深层次沟通。按照科龙电器公司章程,持有公司发行在外的有表决权的股份 10%或以上的股东以书面在征集人获得满足《科龙公司章程》规定比例的科龙电器股东委托后,征集人将规定格式的书面提议提交给科龙电器董事会,提请科龙电器董事会召集 2005 年度临时股东大会。

与此同时,格林柯尔内部倒顾势力也逐渐形成。虽然顾维军对科龙拥有绝对控制权,但是科龙内部并非铁板一块,在经销商问题、康拜恩品牌等问题上,顾维军同其他相关人员产生了很深的矛盾。因为顾维军的绝对权威地位,多数持反对意见的人员已经出走。但是,在目前的情况下,一些利益受损的经销商和其他人员开始联合倒顾。据称,科龙在推出康拜恩品牌后,因为其超低价格获得巨大成功,有眼光并且肯冒险的经销商也借康拜恩新品推广时期优惠的经销商政策获利不少。但顾维军觉得康拜恩经销商获利空间太大,决定采取一些制约康拜恩冰箱销售的措施,并辅以高压政策推行这些政策。但是这些措施严重损害了经销商的利益,一些经销商尝试着偷偷避开这些政策。这些经销商一经发现便被课以高额罚款,全国经销商被罚款金额高达 800 余万元。科龙公司从营销副总裁到销售总监都极力反对并三番五次劝说顾维军,但顾维军态度非常强硬。多个冰箱分公司经理甚至因为替经销商说话而被迫“下课”。

二、问题提出

1. 存在最优的财务管理目标吗? 请说明理由。
2. 请描述格林柯尔的财务管理目标,并作出分析。
3. 最优的财务管理目标在现实中能执行吗? 为什么?

4. 从财务管理目标来讲,格林柯尔留给我们的教训是什么?如何改善企业的财务管理目标?

三、实务背景

本案例主要从委托—代理角度来描述企业财务管理目标的选择性问题,其涉及的法律、法规主要体现在对证券投资者权益的法律保护上。广东深天成律师事务所叶兰昌律师总结了我国广大投资者的法律权益保护的法律、法规主要体现在以下几个方面:

1.《公司法》的相关规定

《公司法》不仅以法律形式肯定了作为公司股东的投资者的合法权益,而且在不同章节对股东的权益作了具体规定,具体包括:股东大会的出席权和表决权、查阅资料权、公司经营建议权、质询权、股东大会召集请求权、要求股东大会和董事会停止违法行为的诉讼权、股票交付请求权、新股认购优先权、股份转让权、股利分配请求权、剩余财产分配请求权等。2006年1月开始生效的新《公司法》更加突出强调了对投资者尤其是中小投资者合法权益的保护,补充完善了相应的制度,如进一步完善股东对公司事务的知情权,进一步明确上市公司股东、董事、监事、高级管理人员的诚信义务及民事责任等。

2.《证券法》的相关规定

《证券法》第一条即开宗明义地规定其宗旨之一就是“保护投资者的合法权益”。该法在证券投资者权益保护方面,一方面强化上市公司信息披露制度,另一方面也对证券上市、交易、上市公司收购以及各类中介机构和监管机构履行义务等过程中如何保护投资者权益作了较为系统的规定,同时规定了违反相关规定的法律责任。2006年1月开始生效的《证券法》也突出强调了对投资者尤其是中小投资者合法权益的保护,补充完善了相应的制度,如建立证券投资者保护基金制度;强化了对投资者证券和资金安全的保护措施;补充和完善了内幕交易、操纵市场、欺诈客户等违法行为的民事赔偿制度和诉讼制度等。

3.《刑法》的有关规定

1997年,我国《刑法》修正案增加了有关证券犯罪的内容,如编造并传播证券期货交易虚假信息罪、欺诈发行股票债券罪、内幕交易和泄露内幕信息罪、操纵证券期货交易价格罪等,对证券欺诈行为规定了刑事制裁。这也在客观上起到了对证券犯罪嫌疑人的威慑作用,间接保护了证券投资者的合法权益。2006年6月29日全国人大常委会通过的《刑法修正案(六)》不仅加重了操纵证券交易价格罪的刑罚,最高可判10年,而且还增加了掏空上市公司罪,这些也都有利于更有效地保护中小证券投资者权益。

4. 证券监督管理机关颁布的行政规章制度

我国证券监督管理机关在保护证券投资者方面也做了许多努力,单独或者与其他部门共同制定和颁布了大量有利于保护证券投资者权益的行政规章制度,主要有:《证券市场禁入暂行规定》、《上市公司股东大会规则》、《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》、

《上市公司治理准则》、《上市公司章程指引》、《公开发行股票公司信息披露实施细则(试行)》、《上市公司股权分置改革管理办法》、《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》、《个人债权及客户证券交易结算资金收购意见》、《证券投资者保护基金管理办法》等。

5. 其他的相关法律、法规、规章制度或者司法解释等

2002 年最高人民法院颁发了《关于受理虚假陈述引发的民事侵权纠纷案件有关问题的通知》,并于次年下发了《关于审理证券市场因虚假陈述行为引发的民事赔偿案件的若干规定》。从此,因虚假陈述而遭受损失的证券投资者可以通过诉讼途径索赔。

四、理论依据

(一)引言

如果说《大败局》^[1]论述的是中国改革开放伊始那个激情年代草创企业家的悲情故事,那么格林柯尔系神话破灭就可以算是“转型中国”企业经营失败的典型事例。它是“大败局”的继续,还是“新败局”的开始,对此,下文将从财务目标角度来加以分析。自人力资本概念^[2]的提出开始,物质资本所有者就注定了自身的博弈对手。随着人力资本所有者共同知识的增加,即如果人们能够充分交流,而且都是理性的,那么,人们之间不可能对给定事件的判断存在不一致^[3],在公司治理结构中表现为人力资本所有者最终与物质资本所有者具有同等的权益,共同分享企业的剩余控制权和剩余索取权。因此可以说,将股东视为所有者是一个错误^[3],人力资本所有者应成为企业所有者^[4]。企业利益主体的多元化趋势并没有结束,企业契约的性质^[5]的提出就是最好的证明。更确切地说,企业体现为一个人力资本和非人力资本的特别契约。^[6]随着企业产权结构的变化和利益主体多元化,财务目标理论也经历了一个极具争议的变迁过程,并产生了诸多的财务目标理论,在这些理论中颇具代表性的是利润最大化、股东财富最大化和企业价值最大化。利润目标的内在矛盾推动了利润最大化向股东财富最大化的演变,而产权主体的利益要求得到平等保护又是企业价值最大化对股东财富最大化提出的最大挑战。^[3]公司价值就是强调利益相关者利益最大化^[7],然而财务管理实践并未选择最优的财务目标——企业价值最大化,或者只是一种广告宣传而已。而且不同的企业还是选择各自的财务目标,与财务目标优化理论背道而驰,潜在最优的财务目标(应该达到)与现实财务目标(实际达到)的矛盾是本文要研究的观点和解决的问题。本文的研究思路是运用描述性案例研究方法,即在研究前就形成和明确一个理论导向,以此作为案例分析的理论框架^[8],设定产权主体与财务目标选择的理论分析逻辑,用格林柯尔案例来加以分析,并得出相应的研究结论。其结论主要体现在:企业财务目标受制于企业某个相关利益主体的效用目标;承认基于产权主体效用目标的财务目标比实行理想化目标(企业价值最大化)更有意义;追求理想的财务目标是企业求“极限”的过程,即“虽不能至,心向往之”;承认最优的财务目标不能实现,并不等于企业无能为力,企业可以通过建立有效的机制或体制对企业真正的所有者或控制者进

行激励与约束,以优化企业的财务目标。

(二)现代企业产权主体

企业是由股东、债权人、管理者、雇员等在一定约束条件下追求个人效用最大化的理性人或利益集团组成的。^[3]他们都是企业的产权主体,形成企业的利益相关者集团,共同参与构成公司利益分配制衡的公司治理结构。各产权主体以自己独特的资本投入作为企业的一个利益相关主体,在不同效用函数的支配下承担着企业的义务,同时在一定程度上享有企业的剩余控制权和剩余索取权。理论框架的论述逻辑是:起控制地位的产权主体→效用目标函数→财务目标选择。

财务目标决定于某一利益相关主体的效用函数,而起决定作用的利益相关主体必须是企业真正的控制者。因此,在论述企业财务目标的选择之前,有必要分析企业各主要利益相关主体成为企业控制者的条件和效用函数。现代企业利益相关主体较多,但有一些利益相关主体处于绝对弱势的地位,故可以不予考虑,在此只研究几个主要的利益相关主体:投资者、债权人和企业管理者。

企业所有权是一种典型的状态依存,传统意义上认为只有股东才是企业的所有者,对企业享有剩余索取权和剩余控制权,但是,这一理论在当前高度发达的资本市场上正经历着质疑。在企业股权高度分散的情况下,当企业处于正常状态,管理当局也能够实现股东要求的满意货币收益时,股东并不希冀监督管理当局,也不追求法律意义上的终极索取权,此时,管理当局或严格地说是职业经理人才是企业的真正控制者;当企业经营未能够实现股东满意的货币收益时,股东就会不断地干预企业,这时,股东就成为企业真正的所有者;当企业资不抵债时,债权人拥有企业的剩余索取权,从而是企业实质上的所有者。

(三)产权主体的效用目标函数

在现代企业制度的要求下,投资者不再直接参与企业的经营,而是利用自己的权益资本入股企业,成为企业的股东,委托管理者来经营企业。由于委托代理行为的产生,投资者角色发生转移,其效用目标函数也就有了特殊的内容。投资者把权益资本投入企业,其基本的目标就是实现资本的保值、增值和获得相应的分红,甚至可以说将追求货币收益作为惟一目标。^[9]因此,投资者会不断地通过企业财务信息或其他的信息关心企业的财务状况、经营状况和现金流量等情况,以实现自己的效用目标函数。

债权人凭借其债权性质的财务资本投入到企业,成为企业的一个利益相关主体。他的效用目标函数是保证其财务资本的收回,并实现相应的利息收入。如此,债权人也会通过各种途径了解企业的财务状况、经营情况和现金流量等相关信息,以做出相应的决策,实现其利益目标。

管理者以其人力资本的所有者成为企业的一个利益相关主体,扮演着委托—代理理论中的受托者角色。企业管理者是以其能力、才华等资本入股企业的,又是企业的直接接触者,因此,其效用函数就显得尤为复杂。企业管理者属于职业经理人阶层,除了有货币

收益这一目标函数外,还包括较多的闲暇、舒适的办公环境、追求个人荣誉和个人权力以及希图构建经理帝国等各项效用目标函数。^[9]

由于各行为主体的效用目标函数不一致,财务目标模式只能是以真正控制企业的某一利益相关主体的效用目标为基础。

(四)财务目标的选择

由于企业相关利益要求者的行为是相互影响的,这种局面正好是一种博弈。^[3]由于各产权主体信息的不完全性和谈判力量的差异,必定会产生占优势地位的产权主体,从而享有制定财务目标的权利。如此,各产权主体对企业财务目标偏好也就有了差异。以下是假设企业只存在管理者、投资者和债权人的情况下,各自对财务目标的偏好分析。

1. 以管理者为主导的财务目标选择

企业管理者成为企业实质上的所有者,其企业的各项目标在很大程度上会以管理者的效用函数为基础,其中包括财务目标。在这个时候,财务目标将以管理者为主导,管理者除了会考虑整体的财务运作效益外,可能更多地是从自身的效用目标出发选择财务目标。由于管理者的效用目标除了要享有物质方面的剩余索取权外,还对个人声誉以及个人的闲暇比较热衷。如此,他更可能倾向于选择以利润最大化为原则的财务目标。企业以利润最大化为财务目标具有许多的缺陷,但对于企业管理者来讲恰恰相反。一方面,利润指标比较容易控制,在一定的条件下还可以在相应范围内进行调节。另一方面,有利于管理者实施短期行为,以牺牲企业其他利益相关主体的利益换取管理者自身的利益,实现个人效用最大化。

2. 以投资者为主导的财务目标选择

投资者在掌握充分信息的前提下有条件相信企业管理者的经营业绩并不能令其满意,投资者就会在一定程度上不断干涉企业的经营业务,甚至撤换管理者或者用脚投票。这时投资者成为了企业实质上的所有者,财务管理的目标也应以投资者的效用目标为主导。投资者效用函数是希望获得最大的物质回馈,希望投入的资产保值增值。因此,投资者对财务目标选择将会更偏向于股东财富最大化。股东财富最大化反映的财务目标主要偏向于投资者,充分体现了股东要求获得投资利益最大化的强烈愿望。这也是投资者对财务目标的最优选择,它一方面能保证投资者投入的资产保值增值,不会因为管理者的不负责任而损害投资者的利益。另一方面,这一目标也使得投资者能够获得比较满意的资本利得,并索取相应的报酬。

3. 以债权人为主导的财务目标选择

如果企业经营业绩非常糟糕,到期债务不能偿还,博弈的结果只能是债权人介入企业,成为企业真正的主人。企业的管理权限处在债权人的掌握之中,企业财务管理的目标将以债权人的效用目标为主导。债权人在此时要想的就是如何使自己的损失降到最小,最大限度地收回自己的债权资金。这时债权人控制下的企业财务目标应该是企业资产变

现最大化。企业可能会进入破产清算程序,也可能被别的企业收购、兼并,不管以何种形式,债权人都希望把企业卖个好价钱,也就是希望企业的资产能以最大的价值变现,以最大限度地收回资金。^[10]

本文正是基于这一理论的逻辑,选定格林柯尔案例来加以分析,并从财务目标角度来透析顾氏神话的破灭原因。

五、分析参考

根据众多专家学者对财务目标理论的研究,最优的财务目标在理论上来讲应属企业价值最大化,因为它最大限度地考虑了企业集团利益相关者的利益,同时,它更符合我国《公司法》和《证券法》以及相关法律对投资者、债权人、企业员工和消费者等利益主体的利益保护规定。但是这一目标在现实中并未得到有效的执行,在格林柯尔系的资本运作过程中只是一个幌子而已。

以顾雏军为首的格林柯尔系管理经营者在把企业做大做强的过程中,伴随着管理者自身的效用目标函数——追求“资本神话”、成为“资本大鳄”。在这样的效用目标的指导下,其管理高层可以说选择了更具操作性的利润最大化财务目标,利用虚增收入、少计费用等多种手段,同时通过一系列的违规操作,挪用科龙资金、损害其他产权主体的利益,实现了格林柯尔系的“资本神话”,成就了顾雏军“资本大鳄”的事业辉煌。

但是,辉煌并没有成为永恒,昙花终究只是一现。如果说“郎顾之争”是揭开顾氏集团的神秘面纱的开始,那么,中小股东的“倒顾运动”、债权人的资产冻结申请则是无情的打击,而中国证监会的介入就是顾氏集团的终结。由于格林柯尔系的肢体庞大,涉及到政府、银行、中小股东和供应商等诸多利益相关者的利益,所以,格林柯尔的问题只能由中国证监会负责,通过法律途径和程序来解决。此时的格林柯尔系已经崩溃,企业真正的主体已不复存在,企业财务目标只能是在法律规定的范围内实现资本变现价值最大化,以最大限度地保护相关主体的利益。中小股东的法律诉求和各大银行的资本冻结措施,目的都是为了保证资金能够最大限度地收回。

根据格林柯尔系的神话破灭案例,企业由诸多的产权主体构成,主体之间利益目标是不一致的,在企业实际经营过程中,由于企业实质上的掌控者自身效用目标函数的影响,企业财务目标往往会偏移企业最优的财务目标,最优的财务目标往往得不到真正的执行。顾氏不仅是格林柯尔的大股东,而且又是企业的高层管理者,有理由相信其在企业契约谈判中的优势,并掌控企业一切的管理决策权力,因此,可以通过以损害其他相关利益主体的利益即挪用企业资金、违规操作、提供虚假财务报告等手段来实现自身物质利益和“资本王国”名誉的极大满足。

格林柯尔系也确实有其辉煌的经营历史,但是,它的历史却建立在少数几个人的效用目标函数之上,这样很容易违背财务目标的最优原则。邓小平同志曾经在《第三代领导集