



高级财务管理

GAOJI CAIWU GUANLI

王华兵◎编著

GAOJI

C

CAIWU

GUANLI



浙江工商大学出版社
ZHEJIANG GONGSHANG UNIVERSITY PRESS

013034753

F275
627

高级财务管理

王华兵 编著



高级财务管理

王华兵 著

浙江工商大学出版社

2013年11月

16开

320页

ISBN 978-7-311-03475-3

(真书) 9787311034753

浙江工商大学出版社

浙江工商大学出版社

浙江工商大学出版社

F275
627



浙江工商大学出版社
ZHEJIANG GONGSHANG UNIVERSITY PRESS



北航 C1642113

013034723

图书在版编目(CIP)数据

高级财务管理 / 王华兵编著. — 杭州: 浙江工商
大学出版社, 2013. 2

ISBN 978-7-81140-680-1

I. ①高… II. ①王… III. ①财务管理—高等学校—
教材 IV. ①F275

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2013)第 005503 号

王华兵 著

高级财务管理

王华兵 编著

责任编辑 柯希 孙一凡 祝希茜

封面设计 王妤驰

责任印制 汪俊

出版发行 浙江工商大学出版社

(杭州市教工路 198 号 邮政编码 310012)

(E-mail: zjgsupress@163.com)

(网址: <http://www.zjgsupress.com>)

电话: 0571-88904980, 88831806(传真)

排版 杭州朝曦图文设计有限公司

印刷 浙江云广印业有限公司

开本 787mm×1092mm 1/16

印张 13.5

字数 329 千

版次 2013 年 2 月第 1 版 2013 年 2 月第 1 次印刷

书号 ISBN 978-7-81140-680-1

定价 30.00 元

版权所有 翻印必究 印装差错 负责调换

浙江工商大学出版社营销部邮购电话 0571-88804227

前 言

随着我国经济的快速发展和资本市场的兴起,企业经营日益多元化、金融化和复杂化,人们越来越意识到财务管理在企业中的重要性,国内对会计学和财务管理的人才需求不断增加,尤其是高端财务管理人才十分紧缺。然而,现有的财务管理理论和学科教材体系主要阐述财务管理的基本理论与方法,重点以融资、投资和股利分配为内容来介绍企业财务管理的常规性问题,这些应该属于初级财务管理或中级财务管理的范畴。要培养符合未来经济发展的高级财务管理人才,相应的理论教学必须与时俱进进行改革。

当前对高级财务管理课程中“高级”的认识不尽相同,我们认为“高级”的重点应该体现在五个转变上:一是从保障型财务到战略型财务;二是从资金型财务到价值型财务;三是从资产运营型财务到资本运营型财务;四是从单一财务主体到复杂的财务主体;五是从人治型财务到法制型财务的转变。循着这五个转变的理念,我们编写了这本高级财务管理教材。基本内容涵盖了管理用财务报表、企业价值评估、企业并购、金融衍生品与企业风险控制、资本结构理论与决策、公司治理、高管薪酬设计、资本运作和企业集团财务管理等领域。本教材在内容设计上吸收了作者近年来最新的研究成果,为了增强启发性和对学生的吸引力,较大幅度地增加了案例内容,提高了案例在教材中的比重。在教材中采取大案例和小案例结合使用的原则,帮助读者理解相应的理论,并增强教材的可读性,尤其是注重吸收了2008年金融危机后的国内外典型案例。比如,中国国航的期权套期保值案例、美国西南航空的套期保值案例、雷曼和贝尔斯登的高管薪酬案例等。通过对本教材的学习,我们希望读者在掌握财务管理基本原理和方法的基础上,进一步学习和理解财务管理实践中的一些特殊问题和重大问题,为今后的职业生涯打下良好的基础。

本教材适合普通高校财务管理、会计学、企业管理、金融学等专业本科生高年级学生和研究生以及MBA等选用,也可供有志于深入学习高级财务管理知识的读者阅读,由于案例较多,对理论的阐述采用了较为通俗的表达方式,尤其适用于独立学院财务管理和会计学本科高级财务管理的教学。

本书凝结了作者近年的教学经验;同时,部分教师和作者指导过的学生对案例材料的收集和整理中也付出了辛勤的劳动,他们是刘芳、赵洁、陈琪、蔡豪运、谢小美、钱晨、史乐、何丽丽、项玉英等。本教材的编写也参考了各位前辈和同行的教材以及一些公开出版的资料,在此对他们一并表示感谢!

由于高级财务管理还是一门不太成熟的课程,其内容的设计、结构安排和教学内容都存在争议。本教材中的不足之处敬请各位同行批评指正,以期逐渐完善此课程的建设。

作者

2012年12月

目 录

第一章 高级财务管理概论	1
第一节 财务管理课程体系.....	1
第二节 高级财务管理的特点与内容界定.....	3
第三节 高级财务管理的内容安排.....	6
第二章 管理用财务报表与财务预测	9
第一节 管理用财务报表的产生背景.....	11
第二节 管理用财务报表体系.....	15
第三节 管理用财务报表分析体系.....	24
第四节 管理用报表下的融资需求预测.....	28
第三章 企业价值评估方法与应用	34
第一节 企业价值评估概述.....	35
第二节 经济增加值法.....	39
第三节 相对价值法.....	41
第四节 相对价值法在企业价值评估中的应用.....	51
第四章 企业并购运作	59
第一节 企业并购概述.....	60
第二节 企业并购筹资.....	63
第三节 换股合并.....	68
第四节 企业杠杆并购.....	74
第五节 管理层收购.....	82
第六节 并购防御战略.....	84
第五章 金融衍生品与企业风险控制	89
第一节 金融衍生品的概念.....	90
第二节 期货与企业风险控制.....	92

第三节	期权与企业风险控制	96
第四节	中国国航期权套期保值案例分析	105
第五节	美国西南航空期权套期保值案例分析	110
第六章	资本结构与公司治理	114
第一节	资本结构理论	115
第二节	资本结构决策在现实中的应用	124
第三节	公司治理	130
第四节	经营者激励机制设计	137
第五节	股权激励操纵案例分析	140
第六节	经营者薪酬结构设计	146
第七节	雷曼和贝尔斯登高管激励分析	147
第七章	资本运作	157
第一节	资本运作理论	158
第二节	IPO 与股权再融资	162
第三节	民营中小企业融资与 IPO 问题	170
第四节	风险投资与私募股权	176
第五节	资产重组	183
第八章	企业集团财务管理	186
第一节	企业集团财务管理的特点	187
第二节	企业集团的管理控制模式	191
第三节	集团内部资本市场	201
参考文献	206

第一章 高级财务管理概论

第一节 财务管理课程体系

支撑一个专业的基础是课程,因此,系统且科学地设置课程,不仅涉及人才的素质,而且涉及专业素质。财务管理作为一门学科已经有百年的历史,但是作为一个专业在我国的历史却比较短。我们认为,财务管理课程体系的安排,一要考虑培养目标的界定;二要考虑厚基础、宽口径、高素质的要求;三要照顾当前和长远的需要;四要符合新经济条件下经济和社会发展的特征。在明确上述问题以后,我们再来探讨财务管理专业课程体系安排的基本思路。

一、关于专业课程设置的不同思路

为了体现厚基础、宽口径的要求,专业必修课所占学分不应很多,但要体现专业深度和广度的要求。另外,还要适当增加专业选修课,以便让学生有更多的选择余地。

关于财务管理专业必修课的设置,目前争议较大,主要有以下几种观点。

(一) 按财务管理的内容设置

财务管理专业的必修课设置为财务管理原理、筹资管理、投资管理、利润分配管理、成本管理等。

这种课程设置的优点是课程体系反映企业财务活动的全貌,便于非专业人士正确认识财务管理专业及其人才的知识结构,为毕业生就业提供了一定的便利;其不足之处是割裂了财务管理各部分之间的联系,同时给教学安排带来难度。

(二) 按财务管理的环节设置

财务管理专业的必修课设置为财务管理原理、财务预测与决策、财务计划与控制、财务评价与考核、财务管理专题等。

这种设置的优点是财务活动融合在财务管理的各环节中,便于学生较为全面地掌握财务管理的环节和方法,在学生能力培养方面更具有优越性;其不足之处是肢解了财务活动的全过程,在内容上不可避免会有重复。

(三) 按财务管理的主体设置

财务管理专业的必修课设置为初级财务管理、企业财务管理(公司理财)、部门财务管理、集团公司财务管理、国际财务管理、非营利组织财务管理等。

这种设置的优点是财务管理从一般意义上的微观层次扩展到中观和宏观层次,既研究微观层次的财务问题,也研究中观和宏观层次的财务问题,使培养对象接受的知识面更宽、视野更加开阔;其不足之处是相关课程的内容重复问题难以解决。除此之外,课程的设

置与现行的淡化专业界限、加强基础知识教育的教学要求存在一定的矛盾。

(四) 按财务管理的知识层次设置

财务管理专业的必修课设置为初级财务管理、中级财务管理、高级财务管理等。

这种设置的优点是遵循了由易到难的教学规律,同时也符合现有管理的课程设置原则,方便教师教,学生学。其不足之处是各门课程之间内容很难严格划分,因为“初级”“中级”“高级”只是相对的概念,并没有严格的划分标准。

二、按财务管理知识层次设置课程的相关安排

财务管理专业必修课的设置,无法简单地归入哪种分类,而是结合起来设置课程体系的。应该说上述课程设置各有利弊,但总的来说,按照财务管理的知识层次设置课程利大于弊,我们倾向于以此种模式为主来设置专业必修课。但是,按层次设课的难点是初级、中级与高级财务管理的内容划分问题。在现实的教学和理论划分中认为,这三门课程划分的基本思路如下。

(一) 初级财务管理

主要阐述财务管理的基本理论和方法,其主要内容有:第一,财务管理的基本理论,如财务管理的概念、财务管理的目标、财务管理的内容、财务管理的原则、财务管理的假设等;第二,财务管理的基本环境,如金融环境、法律环境、经济环境等;第三,财务管理的基本观念,如货币时间价值观念、风险报酬观念、资本成本等;第四,财务管理基本方法,如财务分析的基本方法、筹资与资金需求预测的基本方法、投资评价的基本方法、营运资本管理的基本方法等。

(二) 中级财务管理

财务管理内容设置与财务管理假设有密切的关系。中级财务管理主要阐述财务管理的常规业务,或者说不超出财务管理假设的内容。具体内容包括筹资管理、投资管理、营运资金管理、利润分配管理等。中级财务管理要将初级财务管理中所提及的财务管理内容细化。如果说初级财务管理只是介绍财务管理内容梗概的话,中级财务管理则要详细介绍财务管理的基本理论。中级财务管理中的知识点包括风险与报酬的原理和应用;折现现金流量分析、风险条件下的资本预算、敏感性分析;资本成本、组合投资、资本资产定价模型、套利定价模型、贝塔值估计;普通股筹资、长期负债筹资、融资租赁筹资、优先股与认股权证、可转换债券;股利政策、激励机制、奖惩制度;现金管理、应收账款管理、存货管理、短期融资等。

(三) 高级财务管理

如前所述,凡符合财务管理假设的内容都放入初、中级财务管理中,凡是对财务管理假设有突破的内容都放入高级财务管理中。因此,高级财务管理讲授的,都是突破财务管理假设的内容,是一些专门性的问题,如企业并购财务管理、企业集团财务管理、企业破产财务管理、非营利组织财务管理、中小企业财务管理等。

这里需要说明一点,在很多高校的财务管理课程体系设置中,初级财务管理和中级财务管理往往并没有分开设置,而是放在一起作为一门课程,称为《财务管理学》,并且课时最多也就 72 学时,甚至有的只有 54 学时,如果将初级和中级的内容完全放在一起讲授,课时又不够。因此,我们结合实际,认为高级财务管理虽然主要是讲授一些对财务管理基本假设有所突破的内容,但是也要兼顾到和《财务管理学》内容的衔接性。本教材就是基于这样一种

考虑而设计的。也就是说,我们的《高级财务管理》实际上既包含了部分高级财务管理的内容,也包含了部分中级财务管理的内容,以做到初、中、高级在教学中的真正结合而不仅仅是理论上的划分。将其称为《高级财务管理》,主要原因在于其大部分内容涉及传统上被划为《高级财务管理》的内容。

第二节 高级财务管理的特点与内容界定

一、现代公司的组织结构与高级财务管理的职能

与其他管理科学存在类似的问题,如何界定“高级财务管理”内容一直是一个仁者见仁、智者见智的问题。构建高级财务管理理论框架,首先面临的一个问题就是对高级财务管理学本身的界定问题,即何为高级财务管理,它与现行的一般或中级财务管理理论有何区别?“高级”又是如何体现的呢?

审视其他学科的各种“高级”,其实高级的含义并不统一,它有先进、复杂或特殊的意思。阎达五和耿建新(1997)曾明确指出,“高级会计是随着社会经济的发展,对原有的会计内容进行补充、延伸和拓展的一种会计”。目前国内出版的各种“高级会计”教材大都认为高级会计是对原有财务会计内容进行横向补充、纵向延伸的一种以新的特殊业务为主的会计。而卡普兰的《高级管理会计》中“高级”隐喻的是“先进科学”的内容。他将管理会计放在了企业的集权、分权体制中,在委托代理契约中进行与企业组织环境、管理过程相融合的研究。这里的“高级”不再是内容上的增补,而是实现管理会计管理过程中的飞跃。(Kaplan, Atkinson, 1998)不过,现在无论是高级会计还是高级管理会计,似乎都是一些“特殊业务”或者“专门问题”的罗列,缺乏将这些内容连接起来的一条主线,整体性与连贯性不理想,这可以说是理论研究与学科建设上的缺憾。

现行的高级财务管理方面的文献(包括专门讨论高级财务管理的书籍)极少论及这一问题。汤谷良、高晨(2003)认为,《高级财务管理》与《高级管理会计》所体现的“高级”思想是一致的,初级、中级和高级应该不是同一平面上的差别,而是不同层面的差异。

目前一般的财务管理理论的主要特点是就财务论财务,即忽视组织背景来研究财务资源的有效配置问题,其基本变量完全局限于成本、收益和风险。由于不考虑组织所面对的内外部环境,面对市场的计划和决策后的控制和评价问题也就被淡化,中级财务管理将管理过程几乎集中到了决策这一环节上。

实际上,管理是一个社会过程。(纽曼,1995)它包含着为了完成任务而进行的一系列行动,即组织、计划、控制、评价等,而且这些行动主要涉及人和人之间的关系,具有鲜明的社会性。财务管理作为一项以价值为轴心、价值最大化为目标、具有综合性的职能管理自然也应体现其社会过程的性质。因此,“高级财务管理就是要就管理来论财务,体现财务管理的社会过程,立足于组织结构和治理环境,从实现企业战略目标,提高其核心竞争能力的角度诠释财务管理功能”。

二、高级财务管理的基本特征

高级财务管理的“高级”是一个相对的概念,它是相对于传统或者说“中级”财务管理而言的,其所蕴含的具体内容是随着管理科学的发展、更新更复杂的管理过程及其财务事项的出现而不断变化的。总体而言,高级财务管理的基本特征包括以下七点。

(一)从企业的股东价值到整体价值

财务目标是确定财务管理主体行为的目标和准则,在以往的多种财务目标取向中,企业着重于财务利润等财务价值目标,现在企业价值最大化目标成为现代企业财务目标的最好表达。企业价值不仅是股东财富的价值,而且考虑了包括股东在内的企业所有的利益相关者。一个企业的利益相关者包括股东、债权人、员工、管理者、客户、供应商、社区、政府甚至整个社会。而且企业整体价值的概念强调的不仅是财务的价值,而且是组织结构、财务、采购、生产、技术、市场营销、人力资源、产权运作等各方面整合的结果。

(二)从保障型财务到战略型财务管理

从目前的财务管理教材所阐述问题的逻辑思维分析,主要定位在特定企业发展阶段和特定组织模式下的财务投融资、财务控制和分析问题,其讨论的财务管理似乎离战略较远,可以说是一种战略保障型财务管理。现代财务在企业战略管理中应该发挥更为广阔、深远的作用,应该侧重于企业的长期发展和规划。现代财务管理的又一特征是全面的战略管理,实现价值最大化必须突出战略管理与财务管理结合在一起,战略的目标不再仅仅是获取竞争优势,而是获得企业整体价值不断提高的新目标。

(三)从独立型财务到整合型财务

传统的企业管理与财务分析的思想无法满足企业整体价值最大化和战略管理的要求。传统的管理思维是把公司划分为不同的部门,如采购、生产、质量、市场营销、财务、会计、人力资源等部门,突出职能分工和部门利益。然而,企业管理的实践已经充分表明,比单一职能部门、单项管理顺利运作更为重要的是把不同职能部门的功能、职责有效地整合起来。也就是说,不同的职能管理单项有效并不能保证公司整体功能的效率最大化,需要运用系统的财务思想整合企业管理,实现“财务管理是企业管理的中心”的基本命题。高级财务管理带来了管理理念和方法的全面提升,它提供了一种与现代企业制度法人治理结构相匹配的管理制度,整合企业实物流程、资金周转和信息流的科学方法,建立了确保战略实施,整合全方位、全过程、全员的管理体系。

(四)从结果导向型到过程控制型的财务管理

在现代财务管理的研究中,主要研究财务管理如何获得成功,结果应该如何。但对如何面对逆境、防止企业免遭损失和风险却不够重视。实践证明,由于理财环境的动荡性和人们对未来认识能力的局限性,企业可能的风险与损失是难免的,财务管理必须居安思危,重视企业财务失败的原因及预防措施,必须实现变结果控制向过程控制延伸的管理导向,在管理过程中充分重视人的行为因素,重视控制的全方位,针对企业不断面临的危机或机遇,及时反馈,加强沟通,制定对策,实施政策,引导行为,以规避风险或走出困境。

(五)从资金型管理到价值型管理

传统的财务管理关注股东价值最大化,以净利润或者股票价格的最大化来表现企业的成长和壮大,财务部门强调资金运营、资金筹措和资金投放以及资金的分配,财务管理工作

呈现典型的资金管理的特点。高级财务管理以企业价值最大化目标为出发点,以现金收益和风险的平衡发展为基本财务管理理念,强调财务分析技术和决策模型的量化财务管理方法,全方位对接发展战略,以落实财务战略为基础,改造组织体系,分析企业价值增长的驱动因素,将战略落实为具体的预算目标,并通过预算管理、报告体系和预警机制为监控手段,通过资产组合和风险控制,保障企业的可持续增长,最后以相关的评价机制和激励机制来激励管理者和全体员工不断追求价值的最大化。

(六)从资产运营到资本运营

财务理论的发展除了受到财务学科本身特质、相关学科的相互关联外,越来越受到理财环境和企业经营模式、战略复杂的影响。当今世界经济一体化的趋势,跨国战略、并购浪潮、抵御区域性风险已经成为理财环境和企业关注的热点。资本运营成为企业实现全球战略的捷径,于是世界范围的兼并、重组浪潮风起云涌。在我国市场化改革的进程中,资本运营的功绩同样得到了认可,跨地区、跨行业、跨所有制和跨国经营的大型企业集团正在建立并不断壮大;通过改组、联合、兼并、租赁、承包经营和股份出售等形式,国有小企业不断焕发出新的活力。事实上,资本运营已经成为我国实施战略性结构调整、改革国有企业的重要手段。随着资本运营活动在经济中的扩展和深入,与此相关的一系列属于基础性的困惑和问题逐渐暴露,如资本为何要交易,谁在交易中起决定作用,资本交易的依据是什么,运营后的效益如何评价。这些问题必须由以资本、资产配置为内容,以企业价值最大化行为准则的财务理论来描述和规范。现行财务理论体系关注资产管理和资金管理,但是关于资本运营的理论较为零散和随机。而当今现实已表明资本运营是企业更高层次的资源重组和配置的方式,对它的研究和长期主动的关注与把握是企业价值增长的有效手段之一。

(七)从单一财务主体到复杂的财务主体

不同企业组织形式是决定财务管理特征的主要因素。市场经济的发展与企业组织形态的多样化,要求财务管理必须关注不同规模与不同组织结构企业的财务管理行为。既要关注公司制企业的财务运作问题,又要研究非公司制企业的财务管理问题;既要研究大型企业的一般财务问题,又要关注中小企业的特殊财务情况;既要分析单一组织结构的财务管理问题,又要特别研究多层组织结构(集团制)的集权和分权问题。

三、财务总监的职能与高级财务管理

以上这些划分和对高级财务管理发展方向的确认虽然有其一定的理论依据,然而,却忽视了实务中对于基础财务工作、财务经理的财务工作和财务总监的财务工作之间的职能划分。本教材对高级财务管理内容的安排和界定,将主要汲取实务中对各层次财务工作的界定出发。高级财务管理的内容,应该主要涉及公司财务总监所面临的知识储备问题。在公司治理健全的大型企业中,财务总监(CFO)虽然在CEO的领导下,但是,财务总监的任命和解聘权是属于董事会层面的。CEO无权解聘CFO(见图1-1)。

而关于CFO的工作,应该从企业财务和会计工作的层次上去看。从企业财务管理的整个工作来看,财务管理的工作可以分为三个层次(见图1-2)。基础的财务管理从会计的角度来看,主要是会计和税务问题,而基础的财务工作主要是现金的管理问题,这是绝大部分中小企业财务工作的核心。第二个层次的财务管理主要是财务分析和资金运作,这是更高一个层次的财务管理,也是一些大中型企业都会涉及的问题,这些基础的财务

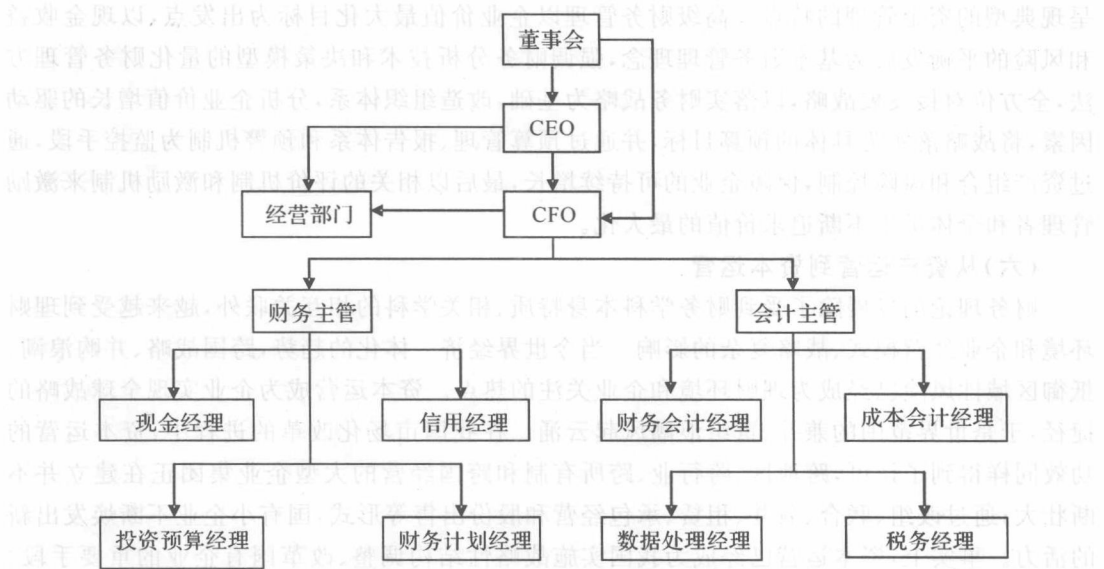


图 1-1 企业财务层级与职能划分

管理工作所涉及的知识体系在初级财务管理和中级财务管理里面大部分已经讲授过。最后一个层次的财务管理工作是内部控制、公司治理和资本运作，这是大型企业最高层次的财务管理工作，其中所牵涉的内容在初级、中级财务管理中很少涉及，这应该是我们教材的主要内容。

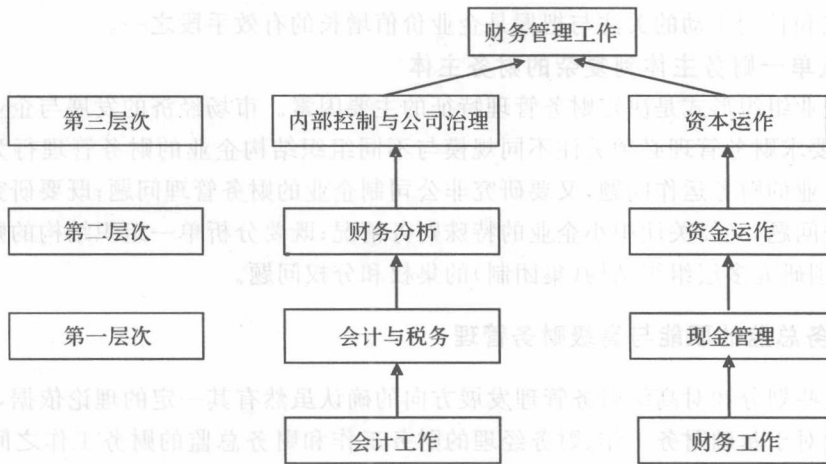


图 1-2 企业财务管理工作的层级划分

第三节 高级财务管理的内容安排

高级财务管理理论研究的起点是企业组织，不同的企业组织形式决定了财务目标和财务主体。财务目标为财务管理过程提供了技术标准和方向，而财务治理结构下的分层财务主体则为处理管理过程核心的人提供了行为导向和规范，或“游戏规则”。这是财务管理过

程展开的两个必要前提,即既要知道目标也要知道规则。依据财务目标,在财务治理的框架内确定能够有效实现目标的财务战略,然后用财务预算将财务战略与日常经营管理连接起来。在预算实施的过程中,运用财务控制手段对过程进行相应的风险预警和效率控制。财务决策还必须超越商品经营的限制,实施促进或加速战略目标实现的重组计划,进而进入新一轮的更具竞争优势的商品经营管理。

一、企业价值管理理论和实务

财务目标是能确定财务管理主体的行为目标和准则,在多种财务目标取向中,我们认为企业整体价值最大化目标是现代企业财务目标的最好表达。由此提出有关企业整体价值的基本命题:第一,企业价值不仅是股东财富的价值,而且是考虑了包括股东在内的企业所有的利益相关者,包括股东、债权人、员工、管理者、客户、供应商、社区、政府甚至整个社会。一个企业的价值增加不应该仅仅使股东受益,还应该使所有的利益相关者获利。只有当所有利益相关者的权益得到保证并不断增长时,企业经营才是有效率的和成功的。所以有人说:“作为一种责任和利润分担机制,公司财务管理既要投资者确保不被排除在企业利害关系人之外,又不至于损害其他利害关系人的利益。对于投资者和其他外部人士来说,财务责任乃是关键之所在。”(洛温斯坦,1999)第二,企业整体价值的概念强调的不仅是财务的价值,而且是在组织结构、财务、采购、生产、技术、市场营销、人力资源、产权运作等各方面整合的结果。第三,企业整体价值的概念,不是基于已经获得的市场份额和利润数据,而是基于适度风险相匹配的已经获得和可能获得的现金流量。第四,企业整体价值有多种表现形式,但是市场价值是最主要的形式,所以现代企业财务必须密切关注资本市场和产权市场,企业只有从内部和外部两个方面下手才能提高企业的整体价值,包括关注不断变化的市价而引发的市值管理。

企业第三层次的财务管理工作中,资本运作是企业价值管理的最高体现。然而,现有的教材体系中,对于企业价值管理方面的内容没能体现一脉相承的特点。企业价值管理的核心是企业估值问题。本教材第二章和第三章重点介绍了企业价值评估的常见方法。

二、企业并购理论和实务

在解决企业价值评估的基础上,第四章介绍了并购的理论和操作问题。第四章是对第二章和第三章知识的进一步深化。企业价值评估只是并购中的一项基础性工作,实际的并购操作涉及一系列问题。第四章主要介绍了并购方式与并购筹资,换股合并的操作流程,杠杆并购的含义和具体实施,管理层收购的含义和实施程序。在介绍这些常用并购方式的前提下,本章最后介绍了并购防御战略和并购整合的内容。

三、金融衍生品与企业风险控制理论与实务

随着资本市场的日渐成熟,现代企业的发展越来越离不开金融。金融市场既是企业筹集资金的市场,也是企业投资的市场。尤其是在一个金融化的时代,企业如何通过金融产品控制风险是一个十分重要的问题。金融衍生品的出现,为企业提供了一个控制风险的重要方式。然而,有些企业在利用金融衍生品时,不是控制了风险,而是带来了更大的风险。教材第五章中,重点介绍了期货和期权的相关原理和风险控制手段。

四、资本结构与公司治理理论和实务

高级财务管理理论所要研究的问题不能脱离现代企业制度及其法人治理结构。依据现代财务治理理论,财务管理因多层委托代理关系、治理结构差异应分为出资者财务、经营者财务和财务经理财务。中级财务理论主要以财务经理的立场研究财务管理问题,或者说在一个封闭的产权结构条件下,探讨财务管理的具体问题或者说财务部门如何履行其职责的问题。第六章主要从资本结构决策作为出发点,探讨了现代公司治理中的一些重大问题,包括债务融资与公司治理、高管薪酬与公司治理、股权激励等较为前沿的问题。涉及案例包括近期的真功夫、农产品股权激励方案、雷曼和贝尔斯登的高管激励等。

五、资本运作理论与实务

当今的市场环境使出资者仅仅依靠公司的经营者是不够的,自己也要以经营的理念、资本“经营者”的身份参与到产业的调整、市场的变动中,这样才能得到一个与其所拥有的资本稀缺性相配比的收益。资本运营理论需要研究与资本运营活动相关的一系列基础问题,如资本为何要交易,谁在交易中起决定性作用,资本交易的依据是什么,资本交易的实现方式(资本扩张、资本重整和资本收缩)如何更加有效地运用,资本交易价格如何形成,等等。现实已经表明,以战略重组为导向的财务资本运营是更高层次的资源配置方式,无论从经营目标、经营主体、经营内容和方式等诸多方面都有别于商品经营,高级财务管理理论必须对此给予更多的关注。

第七章主要涉及资本运作的相关理论和实务。包括企业 IPO 与股权再融资、民营中小企业的融资问题、债券融资、风险投资和私募股权融资等资本运作的前沿理论和知识。

六、集团财务管理理论

企业集团的财务管理与一般的会计主体的财务管理有很多不同之处。通常的财务核算总是以会计主体假设为基础,而企业集团已经不是一个单纯的会计主体。企业集团的财务管理有其自身的特点,在第八章中,高级财务管理理论摆脱股份公司这一单一财务主体,同时关注多层组织结构(集团制)的财务控制、体制构造、总部功能设计与内部资本市场等问题。

第二章 管理用财务报表与财务预测

案例引导:刀尖上跳舞——雅戈尔的三驾马车与在金融投资业务上的困惑

1994年的雅戈尔,服装界的“新秀”,首次跨入中国服装行业八强,继而通过十几年的辛勤耕耘一跃成为服装界的巨鳄;2007年的雅戈尔,资本市场上的耀眼“明星”,挥舞着丰满的两翼(房地产和股权投资),收获着多元化投资的硕果;然而,2008年的雅戈尔因股权投资的重大失误备受指责,成为“偏离主业,不务正业”的代名词。那么,我们应该以怎样的视角去看待雅戈尔的三大业务呢?

一、品牌服装业务

品牌服装是雅戈尔的基础产业。1998年公司上市时,主营业务收入的94%以上来自公司的两大主导产品“雅戈尔”衬衫和西服的销售。公司拥有3家主要子公司,其中宁波雅戈尔西服厂是其全资子公司,为西服生产基地;控股子公司宁波雅戈尔制衣有限公司专事衬衫设计和加工,为衬衫生产基地;控股子公司宁波雅戈尔服饰有限公司是销售中心,从事服饰产品的生产和销售。此后,雅戈尔为了提高服装业务的核心竞争力,着重从以下方面进行投资:完善营销网络体系、拓宽产品领域、加强技术创新、构建垂直产业链和开拓国际市场。为此,雅戈尔通过与子公司共同出资组建、与外资合资组建以及股权收购等方式将30多家子公司纳入集团旗下;通过专门组建宁波雅戈尔领带有限公司等来主营细分产品业务;通过收购宁波雅戈尔时装有限公司等一系列相关企业股权,将产品领域扩展至领带、休闲服、制服、时装、运动服、公务服等多品种多档次服装;同时通过组建纺织城、与国际知名跨国公司比本(株)晃立等合作,进军色织和针织服装面料领域,向上游产业链延伸;与此同时,通过与子公司合资收购宁波雅戈尔进出口有限公司等来发展进出口业务、开拓国际市场。2008年收购美国KELLWOOD公司旗下核心男装业务——新马服装集团(香港)有限公司和新马服装国际(香港)有限公司100%的股权,获得强大的设计开发能力、国际经营管理能力以及遍布美国的分销网络。至此,一个规模庞大、专业化运作的纺织服装产业链基本形成。

二、房地产业务

2002年,雅戈尔出资7798.23万元收购了具有多年房地产经营经验和拥有一定专业人才、土地储备的宁波雅戈尔置业有限公司92.78%的股权,其全资子公司宁波雅戈尔进出口有限公司出资606.85万元收购了其余7.22%的股权。自此,雅戈尔正式介入房地产行业,并使之成为公司新的利润增长点。继而,雅戈尔通过与控股子公司宁波雅戈尔置业有限公

司共同出资组建宁波雅戈尔钱湖置地有限公司、共同出资收购宁波雅戈尔钱湖投资开发有限公司的股权等一系列运作,在宁波房地产市场上占据优势地位。随后,借房地产市场发展的有利势头,雅戈尔通过股权收购、合资组建等形式逐渐将房地产业务拓展至苏州、杭州、绍兴等地,同时在酒店经营、旅游开发等方面也取得了不俗的业绩。

三、股权投资业务

在股权投资领域,雅戈尔于1999年自筹资金3.2亿元投资发起成立中信证券股份有限公司,该公司注册资本20.50亿元,公司持股9.61%为第二大股东(2005年中信证券进行股改,因支付对价,雅戈尔持股比例下降为7.4%);2001年出资1.5亿元参股天一证券有限责任公司,占天一证券注册资本的14.96%;2004年出资635.90万元收购宁波市银行股份有限公司635.90万股份(随后公司又出资15564.10万元参与增资,增资后公司持股9%)。2007年年初,雅戈尔成立了宁波雅戈尔创业和上海雅戈尔投资两家全资子公司,专门负责创业投资、股权投资等业务。同年10月27日,雅戈尔控股子公司雅戈尔投资有限公司以每股7元的价格认购4300万股金马股份(000980)的非公开发行股票;同年11月,动用35.88亿元认购了1亿股海通证券定向增发股份。截至2008年年底,公司持有上市公司股份比例分别为金马股份13.56%、海通证券1.77%、交通银行0.001%、中信证券2.58%、宁波银行7.16%、宜科科技12.84%、广博股份14.95%。另外,公司还持有百联股份和上海九百的股票。

四、股权投资业务给雅戈尔利润带来的波动

由于雅戈尔横跨三大业务,其收益随着房地产和股市的波动而大幅度波动。以股权投资为例,股权投资业务使得雅戈尔似乎是“在刀尖上跳舞”。在2007年的牛市行情中,出现了以下几个方面的有趣现象。

(一) 股价联动效应问题

以雅戈尔持有的中信证券股票为例,在2007年5月25日至2007年6月5日不到10个交易日内,雅戈尔的账面收益就出现了巨幅的波动:2007年5月25日中信证券上涨4.03元,雅戈尔一天赚了6.19亿元;2007年5月30日中信证券下跌6.40元,雅戈尔一天亏了9.82亿元;2007年5月31日中信证券下跌3.52元,雅戈尔一天亏5.40亿元;2007年6月1日中信证券上涨1.71元,雅戈尔一天赚了2.63亿元;2007年6月5日中信证券上涨了4.41元,雅戈尔一天赚了6.77亿元。

(二) 金融投资的潜在财富效应问题

以2007年9月18日的收盘价来计算,雅戈尔持有的各股票的增值情况为:按2007年9月18日中信证券收盘价85.62元计算,雅戈尔持有的15354万股,增值约129亿元;持有天一证券15000万股(14.97%),账面余额1.5亿元;持有宜科科技(002036)1153.71万股(10.27%),账面余额1890.13万元,2007年9月18日收盘价26.60元,增值28799万元;持有广博股份(002103)2838.8万股(14.95%),账面余额983.20万元,2007年9月18日收盘价12.50元,增值34502万元;持有中基贸易3000万股(20%),投资成本3007.22万元;持有宁波商业银行17900万股(8.73%),账面余额18155万元,2007年9月18日收盘价24.53元,增值约42亿元。也就是说,截至2007年9月18日,雅戈尔资本运作的利得按现行市价测

算,上述投资连同对中信证券的投资,增值约180亿元,但股市逆转,则另当别论。

(三) 系统性风险问题

假设雅戈尔与中信证券交叉持股,则相互购买并持有股票时各公司的账面收益均上升,而一旦市场行情发生变化,项目抛售时则账面收益快速下降,这种“助长助跌”等系统性风险问题应引起监管部门和投资者的高度关注。

雅戈尔横跨了服装、金融和房地产三大业务,由于金融业务,也包括地产业务,对企业盈利能力的影响非常大,如何在进行报表分析时将金融投资业务和服装业务进行区分,是我们不得不关注的问题。

第一节 管理用财务报表的产生背景

一、传统财务分析体系的缺陷

当今企业的业务日益多元化,尤其是有不少企业涉足金融投资领域,如果按照传统财务报表的编制方法,企业的“净利润”包含“营业利润”和一些“资本性的利得”,而企业在计算净资产收益率(ROE)等指标时,净资产是没有区分资产用途的,这样计算出来的ROE指标,并不能准确反映企业各项业务真实的盈利能力。总结起来,在按照传统杜邦财务分析方法进行财务分析时,存在以下缺陷。

(一) 计算总资产净利率的“总资产”与“净利润”不匹配

按总资产净利率(ROA)定义,其等于净利润除以总资产。总资产是全部资产提供者享有的权利,而净利润是专门属于股东的,两者不匹配。由于总资产净利率的“投入与产出”不匹配,该指标不能反映实际的回报率。为了改善该比率的配比,要重新调整其分子和分母。

为公司提供资产的人包括股东和债权人。股东投入资本后是要求回报的,然而债权人提供的资产是否要求回报,在传统杜邦分析体系中并没有进行区分。事实上,为企业提供资产的债权人不一定要求回报。有一部分债权人是要要求有利息回报的,比如贷款给企业的银行,他们需要企业定期支付利息作为回报,这种债权人可以称为有息负债的债权人。然而,另有一些债权人是不需要财务回报的,比如企业账面上的应付账款和预收账款等,供应商或客户为企业提供了资金,然而他们并不要求分享收益,这一类债权人被称为无息负债的债权人。因此,真正要求分享收益的只是股东和有息负债的债权人。因此,需要计量股东和有息负债债权人投入的资本,并且计量这些资本产生的收益,两者相除才是合乎逻辑的资产报酬率,才能准确反映企业的基础盈利能力。

(二) 没有区分经营活动损益和金融活动损益

按照企业经济活动的性质来分,企业的经济活动可以大致分为经营活动和金融活动。经营活动包括销售商品或提供劳务等营业活动以及与此有关的生产性资产投资活动。比如,苹果公司通过销售手机获取利润、苹果公司购买一幢大楼作为公司总部等都属于经营活动。金融活动包括筹资活动以及多余资金的利用,企业在资本市场上进行这些金融活动。例如,企业在证券市场上发行股票或债券筹集资金,或者企业在证券市场上进行购买股票等都属于金融活动。然而,传统财务分析体系并没有区分经营活动和金融活动。比如,当我们