

CORPORATE FINANCE—PRACTICE IN CHINA

公司财务管理

——中国实践

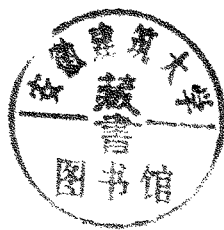
尹晓冰 编著

HEUP 哈尔滨工程大学出版社
Harbin Engineering University Press

公司财务管理

——中国实践

尹晓冰 编著



HEUP 哈尔滨工程大学出版社
Harbin Engineering University Press

图书在版编目 (CIP) 数据

公司财务管理: 中国实践 / 尹晓冰编著. — 哈尔滨: 哈尔滨工程大学出版社, 2013.1
ISBN 978-7-5661-0528-8

I. 公… II. 尹… III. 公司—财务管理—研究
IV. F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2013)第 018199 号

出版发行 哈尔滨工程大学出版社
地 址 哈尔滨市南岗区东大直街 124 号
邮政编码 150001
发行电话 0451-82519328
传 真 0451-82519699
经 销 新华书店
印 刷 北京市文林印务有限公司
开 本 787 mm × 1 092 mm 1/16
印 张 22.5
字 数 425 千字
版 次 2013 年 2 月第 1 版
印 次 2013 年 2 月第 1 次印刷
定 价 46.00 元

<http://www.hrbeupress.com>

E-mail: heupress@hrbeu.edu.cn

前言

从 2002 年开始,作者就承担了工商管理硕士(MBA)项目下“公司财务管理”的教学任务。这期间,作者获得了大量针对工商管理硕士的教学实践,也深切感受到没有合适教材用于国内工商管理教育的困惑。2004 年,作者在旅美爱国华侨张家恭先生^①和孙穗华女士^②的家庭基金会的资助下,赴美国麻省理工学院的斯隆管理学院(MIT's Sloan School of Management)从事 MIT—中国管理教育项目下工商管理硕士核心课程的开发工作。其间,还参加了哈佛商学院下属出版公司定期组织的案例教学研讨班(The Art & Craft of Discussion Leadership: A Seminar on Case Method Teaching)。回国后,作者又在国际导向的 MBA 项目(Internationally Oriented MBA Program)中开设了“公司财务”的双语课程。

在公司财务方面,国外最著名的教材当属美国麻省理工学院斯隆管理学院的金融学头牌教授 Stewart C. Myers 和 Stephen Ross 分别牵头撰写的 *Principles of Corporate Finance* 和 *Corporate Finance*。这两本书可谓当今公司财务教科书产业的圣经(Bible)。

尽管这两本书各具特色,但是它们的内容体系都由四个部分组成。首先是基础知识,包括概述、货币时间价值和财务估值;其二是投资决策理论,包括资本预算、风险和组合管理、资产定价等;第三是融资决策知识,包括融资实务、资本结构理论和股利政策等;最后是财务专题,涉及期权、期货等衍生金融工具、营运资本管理、跨国公司理财、并购和财务重整等。

但是它们在体系方面也存在不足。两本书的内容体系类似于百科全书,必然存在着过于顾及完整性而牺牲了简洁性的问题。例如两本名著的页码都超过了 1 000 页,导致很多初学者往往半途而废。

从国内教材的体系上看,转型的色彩比较浓重。很多书可以说是中西合璧,既保留着会计控制职能延伸出来的资产负债管理,又引入了西方教材的融资、投资和股利政策知识。主要优点是逻辑完整、中心明确。

① 张家恭先生的父亲是云南大学标志性建筑——会泽院的设计者,张邦翰先生。

② 孙穗华女士的祖父是中国伟大的民主革命先行者孙中山先生。

但是,国内教科书也有很多不足,常见的问题是很多概念跟不上形势的变化。例如很多教材介绍的财务制度已经和公司理财实践脱节;而很多教材引入的股利支付程序其实是海外落后的非电子化交易的产物。还有,国内教科书普遍缺乏现实的例证。

近年来,国内公司财务管理的经济、法律和市场制度环境又发生了很多变化,这是国内经济和社会转型所决定的。与此同时,作者不断地适时更新和调整自己的教学思路、教学理念,充实许多新的教学内容。

从实用的角度出发,介绍现代公司财务管理的基本理论和实务运作技能是本书的宗旨。面对教科书市场上同类产品的激烈竞争,作者力图从以下三个方面提升核心竞争能力。

一、体系精干、重点突出,但不偏离现实

作者认为,国外的体系比较成熟,应该在很大程度上采纳。但是,教科书的体系要精干明确,而不求面面俱到,这样才能够让读者快速入门。同时,教科书一定要大量引入实例作为知识的向导,这样才能始终将理论和实践紧密地结合起来。因此,本书从内容体系上分为十个相互衔接的章节,分别归属五个部分。

第一部分是公司财务概述,即第一章。

本章主要说明公司财务管理的现代观点。首先从公司的目标引申出公司财务管理的目标和基本内容;然后简要介绍公司理财的市场环境,也就是现代金融体系,包括金融中介和金融市场;最后介绍公司理财的社会环境,包括公司治理问题 and 公司理财中的伦理冲突。另外还有有限合伙制、独立董事、审计委员会及内审工作,万科地产现状及中国证券市场组成的介绍,使用新的税收数据和相关分析,介绍美国 SOX 方案及中国刑法第六、第七修正案中关于强化公司治理的内容。

第二部分是公司财务管理基础,即第二章至第四章。

在第二章公司行为和财务报告分析中,读者将在掌握财务报告分析技术的基础上获取公司的财务信息,了解公司的财务行为。把这一章放在前面,主要是让读者从分析公司的财务信息入手,在总体上了解和把握公司的经营与财务活动,并以昆百大公司投资性房地产核算和云南铜业 2008 年存货跌价准备核算为例证,详细地说明常见的利润分析误区。

第三章是货币时间价值和估值。通过本章的学习,读者将掌握货币时间价值的分析方法,为进一步学习投资决策和融资决策奠定基础。

第四章是收益、风险和资本成本,主要介绍收益和风险的测量方法,以及资本资产定价模型和资本成本的概念。这些内容是学习投资和融资决策之前所必备的知识。

第三部分是公司投资管理的内容，即第五章至第七章。

第五章主要讨论资本预算和投资决策分析方法。本章将详细介绍 NPV 原则和 EAC 方法在公司资本投资预算中的实际使用。相关内容将有助于读者熟练掌握增量现金流量分析的原则、方法、程序和操作技能，并能够利用 EAC 法分析固定资产的更新决策和固定资产经济寿命的计算方法。最后还简要介绍了内含报酬率和实物期权分析等投资分析方法。

第六章介绍证券投资管理，包括市场效率和投资策略、证券分析和组合管理，以及债券投资管理和利率风险免疫等内容。

第七章介绍营运资本管理，包括营运资本的日常管理、资金链分析与管理、内部控制及全面预算管理等内容。

第四部分是公司融资管理的内容，即第八章至第十章。

第八章主要介绍公司融资实务，包括 IPO 和改制上市、SEO 和持续融资、债券融资、信贷融资、商业信用融资和融资规划等方面的内容。国内创业板上市标准、反向收购（RTO）、创业投资（VC）、私募股权投资（PE）、地方政府债券、中小企业集合债券、信贷融资程序及“三个办法一个指引”等内容都涵盖其中。

第九章主要介绍杠杆效应、资本结构和融资决策，包括经营杠杆、财务杠杆、综合杠杆、资本结构理论和融资决策实务等方面的内容。

第十章主要介绍股利政策，包括股利政策概述、股利支付方式和基本的股利政策等相关内容。

本书内容基本上涵盖了公司财务的主要理论、知识和技能，都是公司财务管理实践中非常需要的内容。多年 MBA 的教学实践告诉作者：这样的体系，既突出了实用性，又避免了繁琐，还兼顾了学员的学习承受能力。希望读者在《公司财务管理——中国实践》的学习中做到：“守经达变，道术兼修！”

二、内容深入、问题明确，但不晦涩费解

本书虽然体系比较简洁，但是内容并不简陋。凡属于公司财务管理当中必要的知识和内容，都将深入加以介绍，并对相关问题给予明确的分析和解答。

本书在内容上追求与时俱进。例如将 2006 年开始实施的《公司法》和《证券法》，以及股权分置改革、新的证券发行与上市的管理办法、权证和股指期货等最新的内容也融合其中。

本书还避免了国内外教科书常见的一些不足。例如全书不过多地在基本概念上咬文嚼字，而是强调知识的灵活性和趣味性。为了避免和公司财务管理的实务脱节，让读者看完之后能够学以致用，在每章的开头都选择了适当的实例开篇，以帮助读者了解本章的意义、地位和作用，从而建立初步的感性认识。在这一点

上，在国内的教科书中并不常见；而国外教科书各章节前的例证又往往远离中国的现实。

三、知识易懂、技能实用，但不肤浅媚俗

本书力求既能被缺乏财务实践的本科生接受，又能让缺乏财务理论的 MBA 和经理人容易理解，因此始终努力保证涉及的财务知识和理论明快易懂，介绍的财务技能实用有效。但作为一本专业书籍，全文力戒非专业书籍常见的肤浅和媚俗。

本书尽管行文易懂，但是所介绍的财务理论和理念，完全与国外一流的经典财务教科书相吻合，确保读者摄取的知识能够经受时间的考验。例如对证券组合理论、债券的久期免疫、资本资产定价模型、有效市场假设、资本结构理论、股利理论等中级难度的财务知识，都给予相应的介绍。书中借助大量的实例、形象的图表和浅显易懂的文字，以多数读者可以接受的方式展开，以使这些内容不再艰深难懂。

本书的读者定位于：MBA 学员、关心公司财务实践的财务经理、非财务经理人员、一般管理者、职业经理人和企业家，以及银行、证券业的从业人士。本书有助于使他们快速地将所学知识与管理实践联系起来。此外，对于管理类各专业的高年级本科生而言，本书能够使它们迅速缩小课堂和现实的差距，从而提升就业时的竞争能力。

限于作者的水平，书中必然存在着种种不足和错误，真诚希望读者能够不吝赐教。

尹晓冰

2012 年 12 月

目 录

第一章 公司财务的现代观点	1
第一节 现代公司财务概述	1
一、企业制度的演进	2
二、公司的目标	4
三、公司财务的主要内容	7
第二节 公司财务的经济环境	11
一、公司财务和金融体系	11
二、公司财务和现行税制	15
三、公司财务和宏观经济环境	19
第三节 公司治理和伦理	19
一、委托—代理冲突和代理成本问题	20
二、股权分散和隧道效应	23
三、公司治理	29
四、公司伦理	32
微型案例 云南白药的持续增长	33
第二章 公司行为与财务分析	38
第一节 公司财务报告体系	39
一、公司财务行为与资产负债表	39
二、公司经营行为与利润表	42
三、公司的现金流转和现金流量表	43
第二节 财务状况分析	46
一、资产负债表的格式和内容	46
二、流动资产的分析	47
三、长期投资分析	55
四、投资性房地产分析	59
五、固定资产分析	61

六、无形资产分析	64
七、流动负债的分析	65
八、长期负债的分析	73
九、股东权益的分析	75
十、剔除资产负债表的会计水分	76
十一、财务状况分析的总结	76
第三节 经营业绩分析	77
一、利润表的格式和内容	78
二、利润结构分析	78
三、会计处理方法分析	81
四、与资产负债表的对比分析	89
五、与现金流量表的对比分析	90
六、涉及利润表的财务比率分析	91
第四节 现金流分析	94
一、现金流量表的格式和内容	94
二、经营活动的现金流量分析	99
三、盈利质量分析	100
四、投资活动的现金流量和融资活动的现金流量分析	102
五、财务弹性	103
微型案例 ST 浪莎 2007 年的经营业绩	104
第三章 货币时间价值与估值	108
第一节 现值与终值	108
一、货币时间价值的概念	108
二、现值和终值	109
第二节 年金	111
一、年金的概念	111
二、永续年金现值和年金现值	113
三、永续增长年金现值和增长年金现值	114
四、按揭贷款 (Mortgage)	115
第三节 两个特殊问题	116
一、通货膨胀的处理	116
二、连续复利的计算	117
第四节 债券估值	118

一、零息债券的估值	118
二、付息债券的估值	119
三、到期收益率	119
第五节 股票估值	119
一、股票的内在价值	119
二、股利零增长型股票的估值	120
三、股利稳定增长型股票的估值	120
微型案例 如何面对生活难题	121
第四章 收益、风险和资本成本	123
第一节 收益率及其测量方法	123
一、实业投资和金融投资	123
二、收益率及其测量方法	125
第二节 风险及其测量方法	129
一、风险和不确定性	129
二、系统风险和非系统风险	130
三、风险的计算和测量	131
四、不同投资收益率之间的相关性	132
五、投资收益率的概率分布	136
第三节 资本资产定价模型	138
一、资本资产定价模型简介	139
二、资本资产定价模型的应用	143
第四节 资本成本	144
一、债务资本成本	145
二、权益资本成本	146
三、综合资本成本	146
第五节 经济附加值 (EVA)	147
一、税后净营业利润 (NOPAT)	147
二、投入资本 (IC)	147
三、经济附加值 (EVA)	147
四、对 EVA 的评价	148
微型案例 Puppy 投资公司对上证 50ETF 的投资	148

第五章 资本预算和投资决策	151
第一节 净现值原则	151
一、净现值	151
二、净现值原则	152
第二节 增量现金流分析	154
一、项目增量现金流量的分类	154
二、项目增量现金流量分析的原则	155
三、贴现率的确定：对借款的本金和利息的特殊考虑	157
四、项目初始投资的确定	158
五、营业现金流量的计算	158
六、营运资本投资涉及的现金流量	161
七、项目结束时变价收入的计算	161
八、中式快餐店的投资决策分析	162
九、典型制造业项目资本预算的流程	167
第三节 等价年均成本法和固定资产的经济寿命	169
一、EAC 的基本思想	170
二、旧设备的投资分析	170
三、新设备的投资分析	171
四、固定资产的经济寿命	171
第四节 敏感性分析	174
一、影响因素和敏感因素	174
二、敏感性分析	175
第五节 投资决策的其他分析方法	176
一、内含报酬率法	177
二、获利指数法	179
三、投资回收期法	180
四、会计利润率法	181
五、项目投资的实物期权分析简介	181
微型案例 教授、同学和项目经理关于项目决策的不同看法	183
第六章 证券投资管理	185
第一节 市场效率和投资的策略	186
一、来自证券市场的启示	187
二、无法预测的股价和有效市场假设	192

三、市场异象.....	197
四、行为金融学简介.....	200
五、证券投资策略.....	201
第二节 证券分析和组合管理.....	203
一、证券分析.....	203
二、组合管理.....	209
第三节 债券投资管理.....	214
一、债券的内在价值.....	214
二、债券投资的风险.....	214
三、债券定理.....	216
微型案例 难以如愿的投资.....	218
第七章 营运资本管理.....	220
第一节 营运资本的日常管理.....	221
一、货币资金的日常管理和内部控制.....	221
二、应收账款和信用管理.....	223
三、存货的日常管理.....	224
四、流动负债管理.....	226
第二节 资金链的分析.....	227
一、销售环节的资金周转.....	228
二、采购环节的资金周转.....	228
三、生产和存货环节的资金周转.....	228
四、其他经营环节的资金周转.....	229
五、非经营环节的资金占用问题.....	229
六、公司和银行之间的资金占用关系.....	229
七、防止资金链断裂.....	231
微型案例 温州满城皆放高利贷?.....	231
第八章 公司融资实务.....	235
第一节 公司融资概述.....	236
一、直接融资和间接融资.....	236
二、权益融资和债务融资.....	239
第二节 IPO 和公司改制上市.....	240
一、普通股概述.....	240

二、IPO 融资	242
三、公司改制上市的方式	250
四、公司上市的利弊分析	258
五、创业投资 (VC, 含 PE)	261
第三节 SEO 和持续股权融资	270
一、持续股权融资	270
二、SEO 融资: 配股、增发和非公开定向增发	272
第四节 债券融资	277
一、债券的种类	277
二、普通债券融资	279
三、可转换债券融资	283
四、银行间债券市场债务融资工具	285
第五节 信贷融资	288
一、信贷融资的方式	288
二、信贷融资的程序	291
三、信贷融资的优缺点	292
四、特殊信贷融资——委托贷款融资	292
第六节 商业信用融资	294
一、应付账款融资	294
二、预收账款融资	295
第七节 其他融资方式	295
一、信托融资	295
二、项目融资	296
三、租赁融资	296
微型案例 “银行家” 和 “过桥资金”	297
第九章 杠杆效应、资本结构与融资决策	300
第一节 经营杠杆、财务杠杆和综合杠杆	301
一、本—量—利分析	301
二、固定成本和经营杠杆效应	302
三、负债经营和财务杠杆效应	305
四、综合杠杆效应	307
第二节 资本结构理论综述	309
一、早期的资本结构理论	310

二、MM 理论	314
三、权衡理论	317
四、不对称信息条件下的资本结构理论	322
第三节 融资决策简介	326
一、最低加权平均资本成本法	326
二、EPS 无差别分析法	327
三、现实当中的资本结构	329
微型案例 小魏的工作	329
 第十章 股利政策	331
第一节 股利政策概述	333
一、国内公司股利政策概述	333
二、股利政策的基本原则	334
三、股利政策的基本程序	336
第二节 不同的股利支付方式	337
一、现金股利与股份回购	337
二、股票股利、股票分拆和公积金转增股本	340
第三节 股利争议和股利政策	342
一、固定股利政策	342
二、固定股利支付率政策	343
三、剩余股利政策	343
四、稳定的低水平股利加额外股利的政策	343
五、综合股利政策	343

第一章 公司财务的现代观点

全球零售业巨头，美国的 Wal-Mart 公司 2010~2011 年的销售收入已经上升到了 4 189.5 亿美元。这个创建于 1962 年的跨国零售连锁企业，尽管维持着家族持股，但在职业经理人的精心管理下已经连续若干年站在世界第一大公司的位置上，就算是 2008 年前所未有的国际金融风暴也未能撼动公司的这一地位。

在中国，苏宁电器将 Wal-Mart 的经营和财务模式应用并发挥得淋漓尽致，从而使自己迅速成为国内竞争力排名第一的家电连锁公司。

在云南，云南白药这家上市公司上市 16 年以来，一直保持着持续的增长势头。公司股价在 1993~2011 年当中保持着年均 26.67% 的复合增长率。换言之，持有公司股票达到 19 年的投资者，累计回报达到了 8 836.52%！

回首它们的成功历程，除了规范的公司治理，以及管理层良好的职业操守为公司的成功奠定了必要的制度基础外，还有经营模式的成功。而支持经营模式的财务基础是它们财务模式的成功。这种财务模式的主要特征是低应收账款、低银行借款、严格的内部控制和现金流管理，以及建立在良好投资者关系管理基础上的持续股权融资。

从其他成功公司的历程中同样可以看出，现代财务管理正成为公司高速发展、不断提升核心竞争力的驱动力。

第一节 现代公司财务概述

现代公司财务以金融体系为理财环境，以财务分析和财务估值为基础，以投资决策、融资决策为核心，以并购、财务重整和风险管理等为延伸，紧紧围绕公司价值最大化的理财目标，是一种公司的重要管理职能。

公司财务(Corporate Finance^①)也译为公司理财或公司金融,很多时候从管理职能的角度也被称为财务管理(Financial Management)。为了全面理解公司财务活动,首先让我们了解一下企业制度和公司目标等问题。

一、企业制度的演进

现代企业制度通常包含三种具体的企业制度,分别是个人独资企业制度,合伙企业制度和公司制企业制度。

1. 个人独资企业(Proprietorship)

最早的企业组织形式是个体自然经济,资本完全依靠自我积累。个体自然经济具有组建便利、决策迅速等优点,因此在手工业时代比较普及。但是个体自然经济最大的缺点在于无法通过外部融资获得规模经济。显然,随着经济的发展,个体自然经济不再是主流的企业组织形式。但是组建便利使得个体自然经济至今依然是普遍存在的,它的现代形式就是个人独资企业。

个人独资企业,是指由一个自然人投资,财产为投资人个人所有,投资人以其个人财产对企业债务承担无限责任的经营实体。个人独资企业的业主和企业财产并不加以区分,因此业主必须对个人独资企业的债务承担无限连带责任。实际上,正是无限连带责任限制了个人独资企业的资本扩张,也就是融资活动。

因此,尽管个人独资企业具有组建便利、业主具有最大的激励机制等优点,但是它不具备现代企业所需要的规模经济和融资便利。个人独资企业虽然数量庞大,但是经济控制力和影响力较小。

值得一提的是,个人独资企业因为业主和企业合二为一,而仅仅需要缴纳个人所得税,无需缴纳企业所得税。

2. 合伙制企业(Partnership)

随着交易和分工的出现,自给自足的自然经济被以交换为基础的市场经济逐渐

①“财务”(Finance)一词,最早指的是资金的融通活动,也就是金融或融资行为,后来从融资扩大到一切理财活动。目前“财务”一词往往被用来泛指政府、法人和自然人等各类经济主体的理财活动。

政府等公共部门的理财活动,例如政府的各种收支活动,被称为公共财务(Public Finance)或财政。非公共部门的财务活动,可以称之为私人财务(Private Finance),包括公司法人财务(Corporate Finance)和个人(非法人)财务(Personal Finance)。所以按照不同的经济主体进行划分,财务可以分为公共财务(政)和私人财务,包括公司财务和个人理财(财务)两类。这样一来,现代财务的体系结构可以总结如下:

财务(Finance)	{	公共财政(Public Finance)	{	公司财务(Corporate Finance)
		私人财务(Private Finance)		个人理财(Personal Finance)

其中公共财政的知识可以从宏观经济学、财政学、货币银行学和国际金融学等书籍中获取。个人财务涉及人寿保险、储蓄、投资、房地产等方面的个人理财知识和技能。公司财务则是管理学、微观经济学、会计学和投资学、金融市场学的综合。

替代。与此相适应，以资本合作和劳动协作为基础的经济组织，也就是由多个个人投资者合伙组建的合伙企业出现了。

合伙企业在一定程度上改善了个人独资企业的融资困境，但是由于其依然没有建立独立的法人财产权，合伙企业的合伙人依然要对合伙企业的债务承担无限连带责任。这种无限连带责任依旧限制着合伙企业的扩张和发展。

目前合伙企业主要存在于律师事务所、会计师事务所和执业医师等需要无限连带责任制约和限制的行业中，它们一般不缴纳企业所得税而只缴纳个人所得税。

有的时候，合伙企业的创业者为了吸引新的投资者加盟，也会给予新投资者有限合伙人的地位，这样就产生了有限合伙制企业（Limited Liabilities Partnership, LLP）。不同于普通合伙制，新出现的有限合伙制是一种将公司制和合伙制特点相结合的企业组织形式，对小企业融资很有帮助。在有限合伙制企业中，普通合伙人（General Partner, GP）直接参与管理，并对企业债务承担无限连带责任；而有限合伙人（Limited Partner, LP）则仅享有利润分配权，既不参与企业管理，也不对企业的债务承担无限连带责任，仅以自己的出资为限承担企业的债务责任。事实上，在 LLP 体制下，GP 是承担无限连带责任的融资方，而 LP 是承担有限责任的投资方。

有限合伙制目前在创业投资或风险投资，以及私募股权投资（Private Equity, PE）管理公司及对冲基金（Hedge Fund）管理公司等领域存在较多，因而也被认为是一种有助于中小企业融资的制度安排。

3. 公司制企业（Corporation）

公司制企业是一种投资者以资本共同入股、共享经营收益、共担经营风险的股份制企业。公司制企业与个人独资企业和合伙企业最大的差异在于股东的财产和公司的财产相互分离，公司享有独立的法人财产权。股东对公司的权利要求，仅限于通过股东大会以投票的方式行使参与决策权，按出资比例享有收益分配权、股份处置权和公司破产后的剩余财产分配权。因此公司作为法律意义上的独立主体——法人，将以公司的财产对债务承担责任，而股东则仅以出资为限，对公司债务承担有限责任。

公司^①可以分为有限的特定股东（如 2~50 名股东）出资组建的有限责任公司和股东不设上限的股份有限公司^②。

有限责任使得公司获得了前所未有的融资便利，因为后来的股东无需担心踏入债务黑洞。融资便利为公司扩大经营规模、实现规模经济奠定了良好的基础。因此

① 西方国家根据契约自由的原则，依然存在着少量的无限责任公司。

② 中国现行公司法规定发起设立的股份有限公司的发起人股东人数为 2~200 名，非发起人股东没有数量限制。