

G A O J I C A I W U G U A N L I

21世纪财务管理系列教材

高级财务管理

GAOJI CAIWU GUANLI

戴娟萍 主编

GaoJi CaiWu GuanLi
GAOJI CAIWU GUANLI

21shiji Caiwuguanli Xilie Jiaocai



厦门大学出版社
XIAMEN UNIVERSITY PRESS

国家一级出版社
全国百佳图书出版单位

21 世纪财务管理系列教材

高级财务管理

戴娟萍 主编



厦门大学出版社
XIAMEN UNIVERSITY PRESS

国家一级出版社
全国百佳图书出版单位

图书在版编目(CIP)数据

高级财务管理/戴娟萍主编. —厦门:厦门大学出版社, 2017. 7

ISBN 978-7-5615-6491-2

I. ①高… II. ①戴… III. ①财务管理 IV. ①F275

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2017)第 088422 号

出 版 人 蒋东明

责任编辑 许红兵

美术编辑 张雨秋

技术编辑 许克华

出版发行 厦门大学出版社

社 址 厦门市软件园二期望海路 39 号

邮政编码 361008

总 编 办 0592-2182177 0592-2181406(传真)

营销中心 0592-2184458 0592-2181365

网 址 <http://www.xmupress.com>

邮 箱 xmupress@126.com

印 刷 南平市武夷美彩印中心

开本 787mm×1092mm 1/16

印张 24

字数 556 千字

版次 2017 年 7 月第 1 版

印次 2017 年 7 月第 1 次印刷

定价 56.00 元

本书如有印装质量问题请直接寄承印厂调换



厦门大学出版社
微信二维码



厦门大学出版社
微博二维码

前 言

“高级财务管理”是高校财会类专业的主干课程。本教材主要是为财务管理和会计学专业高年级学生设计的,也可作为管理类和经济类专业学生以及那些准备对财务管理理论与方法做深入学习的读者的参考教材。“高级财务管理”具有很强的实践性,案例教学法是课程教学改革的重要方向,也是提升教学质量的重要手段之一。本教材在浙江天健会计事务所的大力支持下,采选了大量的本土化案例,且体例多样、内容新颖,以满足持续推进的课程教学改革需要。

何为高级财务管理以及高级财务管理应包括哪些内容,仍是一个仁者见仁、智者见智的议题。然而,不管学术界存在多大的争执,作为一门课程,其框架结构和内容体系应该是基于学科理论和课程教学的需要。本教材由导论、非日常财务决策、全局性财务管理环节、特殊主体财务管理四部分内容组成,阐述财务原理和中级财务管理没有涉及或未能讲深讲透的内容。导论主要是从起点、导向、理论和体系等多个维度阐述财务管理概念框架以及课程体系;非日常财务决策主要阐述企业重组(包括公司并购、公司收缩、公司重整与清算)和股权融资(私募股权融资和股票上市);全局性财务管理环节除财务决策外,还包括财务战略、预算管理、财务风险管理和业绩评价等,但为避免与管理会计、内部控制等课程内容不必要的重复,本教材重点阐述财务战略;特殊主体财务管理主要讨论集团公司财务管理问题。为了能够深入讨论问题和更好地理解理论知识,本教材将中级财务管理中没有涵盖的高级财务管理学习基础——企业价值和期权——也纳入选学内容。

本书由浙江财经大学会计学院教授戴娟萍主编。具体编写分工情况为:第一章、第七章、第十章由戴娟萍教授执笔,第二章、第九章由杨忠智教授执笔,第三章、第六章由柯东昌博士执笔,第四章由李连华教授和戴娟萍教授共同执笔,第五章由戴娟萍教授和柯东昌博士共同执笔,第八章由余景选教授执笔。

在本书的编写过程中,参阅了大量的国内外相关文献资料。在此,向这些文献资料的作者表示衷心的感谢!在交稿之际,还要特别感谢浙江财经大学会计学院和天健会计师事务所管理学实践教育基地对本书编写工作的指导、帮助和支持!

限于学识水平和时间精力,加之高级财务管理理论体系和实务案例的研究也不够深入,书中存有诸多不足或不妥,甚至可能错误,敬请读者批评指正,以便我们进一步修改完善。

戴娟萍

2017年3月于杭州

目 录

第一章 导论	1
第一节 财务管理概念框架	2
第二节 高级财务管理内容与特征	11
第二章 财务战略	19
第一节 概述	21
第二节 筹资战略	26
第三节 投资战略	31
第四节 股利分配战略	35
第五节 财务战略选择	38
第三章 公司并购	55
第一节 概述	55
第二节 并购估价和支付方式	68
第三节 并购整合	74
第四节 并购防御	83
第五节 杠杆收购和管理层收购	90
第四章 公司收缩	101
第一节 概述	102
第二节 资产剥离	110
第三节 公司分立	120
第四节 股票回购	126
第五节 分拆上市	130
第五章 公司重整与清算	141
第一节 概述	142
第二节 公司重整	145
第三节 公司清算	154
第四节 财务危机预警方法	162
第六章 私募股权融资	173
第一节 概述	174
第二节 私募股权融资渠道	182

第三节 私募股权融资程序.....	190
第七章 股票上市.....	210
第一节 概述.....	212
第二节 IPO 上市.....	218
第三节 借壳上市.....	230
第四节 上市公司股票再融资.....	237
第五节 境外上市.....	243
第八章 企业集团财务管理.....	253
第一节 概述.....	253
第二节 企业集团财务管理内容.....	260
第三节 企业集团财务公司.....	269
第四节 企业集团内部资本市场.....	273
第九章 企业价值评估.....	290
第一节 企业价值评估概述.....	290
第二节 现金流量折现估价法.....	301
第三节 其他估价方法.....	315
第十章 期权.....	328
第一节 概述.....	329
第二节 期权定价.....	336
第三节 期权的应用.....	352
附录 资金时间价值系数表和正态分布下的累积概率.....	365
参考文献.....	376

的控股股东,史玉柱替代彭建虎成为公司的实际控制人。巨人网络借助这一反向购买交易成功“从美归来”,实现在 A 股市场上市。

巨人网络借壳上市信息公告后,资本市场反应积极,壳公司世纪游轮股票连续走了 20 个“一字”涨停,[0,30]的超额收益率高达 180.59%,借壳双方股东获得极为丰厚的投资回报。巨人网络的原股东按每股 29.58 元价格认购的股份,在反向购买交易完成日(2016 年 4 月 8 日)已达每股 127.00 元,329.34%的股票价格上涨与 1 260.08%的资产评估增值率的乘数效应,让 96 496.33 万元的账面权益变成 5 634 815.63 万元的市场价值,增值 58.39 倍;壳公司世纪游轮公司股票价格,停牌前收于 31.65 元,信息公告后一路上涨,至交易完成日股东的持股收益率高达 301.26%,同期上证指数收益率为 30.48%。上市公司则由从事传统业务的游轮公司变身为成长前景良好的互联网公司,来自备考报表数据表明,这一反向购买交易让上市公司 2014 年的净利润增长 10 876.03%,加权平均净资产收益率由 1.75%攀升至 24.83%,每股收益由 0.16 元上升到 2.28 元。

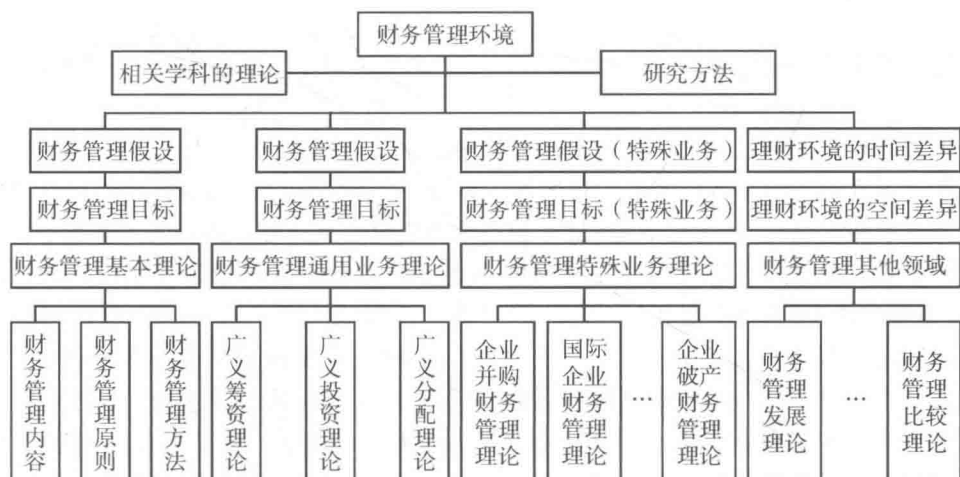
思考:巨人网络为什么要“从美归来”?以间接方式上市而不是 IPO 的决策动因是什么?达成了创造价值的财务目标了吗?

第一节 财务管理概念框架

概念框架涉及学科最基本概念和理论要素,这些概念和理论要素界定了该学科研究对象的性质、功能和范围,并按照一定的逻辑连接成一个首尾一贯的体系。任何成熟的学科,都有与这个学科相适应的特定命题和概念系统或理论框架,以资金及其流转为研究对象的财务管理学也不例外。虽然财务管理迄今还没有如会计、审计和内部控制等学科那样以专门的标准化的概念公告形式展现学科的概念框架,但其概念框架仍然隐含在本学科的知识体系之中。

一、关于财务管理概念框架

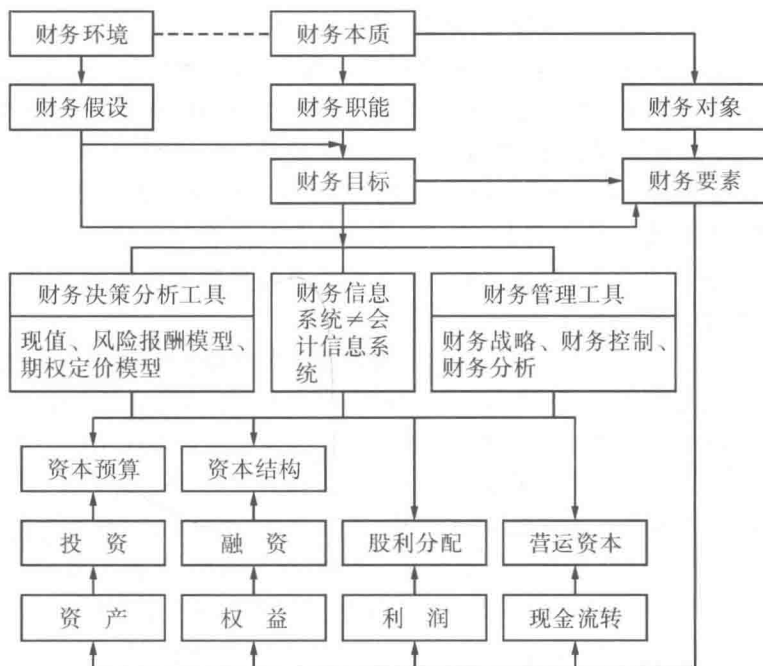
财务管理概念框架要解决的问题是财务管理理论由哪些要素构成以及这些要素之间存在什么样的逻辑关系,也被称之为财务管理理论结构。关于财务管理概念框架,迄今为止仍是一个充满争议的话题。在我国,中国人民大学博士生导师王化成教授的广义财务管理理论结构论和南京大学博士生导师李心合教授的公司财务概念框架论,在财务管理理论界获得了比较广泛的认可。王化成教授认为,广义的财务管理理论结构是以财务管理环境为起点,财务管理假设为前提,财务管理目标为导向,由财务管理的基本理论、财务管理通用业务理论、财务管理特殊业务理论和其他专门领域等内容构成,具体见图 1-1。



资料来源：王化成.财务管理理论结构：广义财务管理理论体系的构建研究[M].北京：中国人民大学出版社，2006.

图 1-1 广义财务管理理论结构

李心合教授认为，财务管理概念框架内含财务本质与职能、财务环境与假设、财务目标、财务对象与要素、财务分析和财务管理工具箱等一系列概念，其相互逻辑关系如图1-2所示。



资料来源：李心合.论公司财务概念框架[J].会计研究，2010(7).

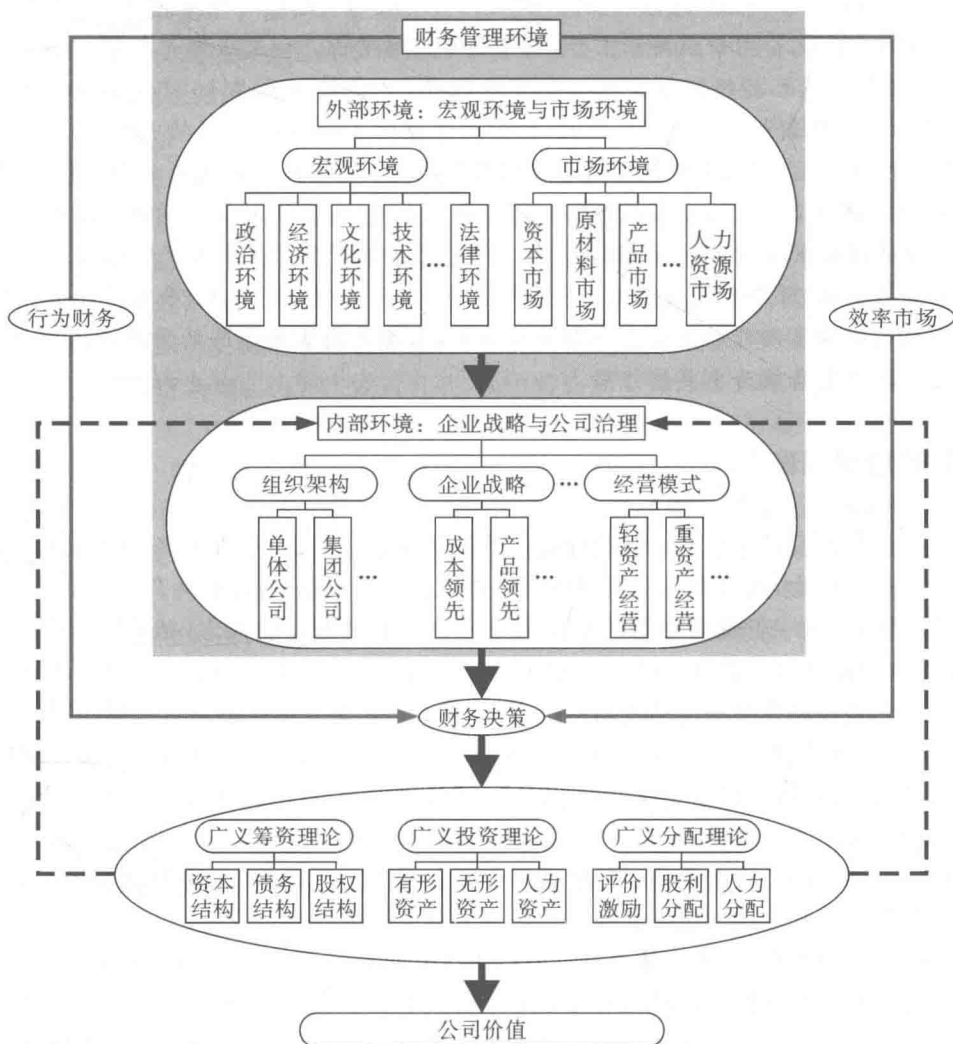
图 1-2 公司财务概念框架

二、财务管理理论起点

财务管理理论起点是研究财务管理理论的出发点,位居概念框架的最高层次,反映财务管理学研究对象的本源性特征。检索国内外财务管理学的相关文献,对起点概念的归纳主要有本质起点论、环境起点论、目标起点论和假设起点论等。假设为大多数学科理论研究的起点。由于财务管理假设是根据财务管理环境和财务管理的内在规律概括出来的,是由环境决定的,而不是相反,因此,以财务管理假设为起点存在逻辑上的问题。以目标为财务管理理论起点,突出财务管理目标在财务管理理论结构中的作用,更有助于理论指导实践。然而,财务管理目标并不是财务管理理论的原点,不同理财环境会产生不同的财务管理目标。况且,以财务管理目标为起点,难以安排财务管理假设在概念框架的位置。因此,关于财务管理理论结构起点,具有影响力的是本质起点论和环境起点论。

本质起点论,是学界对财务管理概念框架逻辑起点的主流观点。长期以来,国内外财务管理理论研究大多是以“财务本质”为起点,阐述财务管理的概念、对象、原则和方法等一系列理论问题。大多数财务管理著作或教材,在首章财务管理导论或概述中讨论的第一个问题,就是什么是财务、什么是财务管理。例如:美国学者 Eugene F Brigham 与 Michael C Ehrhardt 合著的《财务管理——理论与实践》的第一章财务管理概览中,第一个问题就是解决财务管理是什么;William R Lasher 的《财务管理实务》的第一章基础知识中,首先分析财务的性质与研究领域;荆新、王化成、刘俊彦主编的中国人民大学会计系列教材《财务管理学》第一章总论第一节财务管理概念中,首先阐述什么是财务活动、什么是财务关系;注册会计师全国统一考试辅导教材《财务成本管理》在第一章财务管理基本原理中,首先介绍了财务管理的内容与职能。从经济学视角看,财务本质是一个财务资源的配置系统,以资金运动为核心,重点探索各类理财主体当前或未来经济活动所需财务资源的取得与有效使用问题。从管理学视角看,财务是各类组织单位的资金运动(财务活动)及其所体现的经济利益关系(财务关系),财务管理是一项利用价值形式组织财务活动和处理财务关系的综合性管理工作。

环境起点论认为,财务管理环境是财务管理理论研究的逻辑起点,财务管理中的一切理论问题都是由此展开的。这一观点对财务管理理论研究和财务管理实践,影响极为深远。财务管理环境是指财务管理以外的、对财务管理系统有影响作用的一切系统的总和。站在特定的企业立场,财务管理环境有外部财务管理环境和内部财务管理环境之分。近年来,财务管理理论界对经济环境、技术环境、政治环境、法律环境、社会文化环境、具体经济政策、企业市场环境等外部环境因素和企业战略、治理结构、经营模式、企业文化等内部环境因素对企业财务决策及其经济后果进行了较为深入的研究,取得了极为丰硕的成果。正是基于大量的财务管理环境与财务决策及其经济后果的理论研究成果,王化成教授对广义的财务管理理论结构进行了修订与完善,见图 1-3。



资料来源：王化成，张伟华，佟岩. 广义财务管理理论结构研究：以财务管理环境为起点的研究框架回顾与拓展[J]. 科学决策, 2011(6).

图 1-3 广义财务管理理论结构的完善

在实务中，企业都是基于内外部环境因素的综合考量，而不是纯粹基于最优理论模型或方法进行财务管理决策的，且公司内外部财务管理环境因素对其财务决策的经济后果也具有重大的影响。因此，以环境为财务管理理论结构起点，具有较大的现实指导意义。

案例 1-1

万科企业股份有限公司(SZ000002)是我国知名的房地产企业，前身为深圳现代企业有限公司，1988 年 11 月改组成为股份有限公司，1991 年 1 月首次公开发行 A 股并在深圳证券交易所上市。在短短的 20 余年时间里，公司迅速发展壮大，2015 年营业收入高达

19 554 913.00万元,利润总额 3 380 261.76 万元,归属于上市公司股东净利润为 1 811 940.62万元,公司价值持续上升,股东财富大幅增值。如果投资者在 1991 年 1 月公司 IPO 时以 1.00 元发行价格买入 1 股万科股票,一直持有至 2016 年 1 月的价值高达 1 896.67元(向后复权价格),25 年投资收益率高达 189 667%,年均几何收益率高达 135.24%。然而,在宝能集团持续购买万科股份之前,其股权结构极为分散,第一大股东华润集团仅持有 15.23%,公司的控制权掌握在以王石、郁亮为主导的万科创业团队手中。一家经营者控制的公司,其财务运作为什么不是沿着经营者效用最大化轨道行走,而是持续提升企业价值,并为股东创造财富?我们认为,这是宏观经济环境、房地产行业周期、公司治理机制等诸多内外部因素综合影响的结果,尤其是创业者团队的特质以及营造的企业文化在其中起着极为重要的作用。

三、财务管理假设

财务管理假设是建立财务管理理论体系的基本前提,也是企业财务管理实践活动的出发点。一般认为,假设是人们根据特定环境和已有知识所提出的,具有一定事实依据的假定或设想,是进一步研究问题的基本前提。根据假设的一般概念,结合财务管理的特点,王化成教授将财务管理假设定义为:财务管理假设是人们利用已有的知识,根据财务活动的内在规律和理财环境的要求所提出的,具有一定事实依据的假定或设想,是进一步研究财务管理理论和实践问题的基本前提。^①按财务管理的空间、时间、环境、对象和财务管理的行为,安排了理财主体假设、持续经营假设、有效市场假设、资金增值假设和理性理财假设等五个一级假设。

理财主体假设是指企业的财务管理工作不是漫无边际的,而是应限制在每一个经济上和经营上具有独立性的组织之内。它明确了财务管理的空间范围,公司与包括股东、债权人、企业员工在内的其他主体分开。理财主体应具备以下特点:(1)理财主体必须有独立的经济利益;(2)理财主体必须有独立的经营权和财权;(3)理财主体一定是法律主体,但法律主体不一定是理财主体。一个组织只有具备这三个特点,才能真正成为理财主体。显然,与会计上的会计主体相比,理财主体的要求更严格。如果某个主体虽然有独立的经济利益,但不是法律实体,则该主体虽然可能是会计主体,但不是理财主体。由理财主体假设,派生出自主理财假设。

持续经营假设是指理财主体是持续存在并且能执行其预计的经济活动。它明确了财务管理的时间范围。企业可能是持续经营的,也可能会因为某种原因发生变更甚至终止经营。绝大多数企业都能持续经营下去,破产清算的毕竟是少数,而且即使可能发生破产也难以预计发生的时间。因此,在财务管理中,除非有证据表明企业将破产清算,否则都假定企业在可以预见的将来持续经营下去。在正常情况下,进行投资和融资假定企业持续是完全合理的,推测破产反而有悖情理。因为只有持续经营的情况下,企业的投资在未来产生的资产才有意义,企业才会根据其财务状况和对未来现金流量的预测、业务发展

^① 王化成.高级财务管理学[M].北京:中国人民大学出版社,2011.

的要求安排其借款期限。由持续经营假设,派生出理财分期假设。

有效市场假设是指财务管理所依据的资金市场是健全和有效的。只有在有效的市场上,财务管理才能正常进行,财务管理的理论体系才能建立。最初提出有效市场假设的美国财务学者法玛(Fama),将有效市场分为强式有效、次强式有效和弱式有效三类。在强式有效市场上,证券价格完全反映一切公开的和非公开的信息,投资者即使掌握内幕信息也无法获得额外盈利。在次强式有效市场上,证券价格完全反映所有公开的可用信息,根据一切公开的信息,如公司的年度报告、投资咨询报告和董事会公告等都不能获得额外的盈利。在弱式有效市场上,当前证券价格完全反映了已蕴含在证券历史价格中的全部,任何投资者仅仅根据历史的信息进行交易,均不会获得额外的盈利。实证研究表明,美国等发达国家的证券市场均已达到次强式有效,我国的证券市场仍处于弱式有效状态,尚未达到次强式有效状态。事实上,即使是在发达国家,证券市场也不是所有的时间和所有的情况下都是有效的,时常会出现例外,所以称之假设。法玛的有效市场假设是建立在美国高度发达的证券市场和股份制占主导地位的美国理财环境基础之上的,从中国理财环境和企业特点看,有效市场应具备以下特点:(1)当企业需要资金时,能以合理的价格在资金市场上筹集到资金;(2)当企业有闲置资金时,能在市场上找到有效的投资方式;(3)企业理财上的任何成功和失误,都能在资金市场上得到反映。有效市场假设的派生假设是市场公平假设。

资金增值假设是指通过财务管理人员的合理营运,企业资金的价值可以不断增加。这一假设指明了财务管理存在的现实意义。财务管理是一项筹措和使用资金的管理活动,如果资金运筹过程中不能实现增值,财务管理就没有存在的必要了。企业资金的运筹中可能会出现以下三种情况:一是取得了资金增值;二是出现了资金的减值;三是资金价值不变。财务管理存在的意义不是后两种情况,而是第一种情况。当然,资金的增值是在不断运动过程中产生的。在市场经济条件下,从整个社会来看,资金的增值是一种规律,而且这种增值只能来源于生产经营过程。但从个别企业来考察,资金的增值并不是一种规律,资金的增值也不一定来源于生产过程。因此,从理财主体进行考察,资金增值只能是一种假设,而不是一项规律。因为企业在进行财务运作中,一定假定投资会产生增值,如果假定出现亏损,就不会投资了。资金增值假设,派生了风险与报酬对等假设。

理性理财假设是指从事财务管理工作的都是理性的理财人员,他们的理财行为也是理性的。他们都会在众多的方案中,选择最有利的方案。实务中,财务管理人员可能是理性的,也可能是盲目的。但不管是理性的还是盲目的理财人员,都会认为自己是理性的,都认为自己做出的决策是正确的,否则,他们就不会做出这样的决策。尽管存在一部分盲目的理财人员,但从财务管理理论研究来看,只能假设所有的理财行为都是理性的,因为盲目的理财行为是没有规律的,没有规律的事情是无法上升到理论高度的。理性理财的第一个表现就是理财是一种有目的的行为;第二个表现是理财人员会在众多的方案中选择一个最佳的方案;第三个表现是理财人员发现正在执行的方案是错误的方案时,都会及时采取措施纠正;第四个表现是财务管理人员都能吸取以往的教训,总结以往经验,不断学习新理论和新方法,使得理财行为由不理性变为理性,由理性变得更加理性。理性理财行为假设派生了资金再投资假设。

四、财务管理导向

财务管理目标是财务管理理论和实务的导向,已成为财务管理理论界和实务界的共识。然而,关于财务管理目标,却是一个很有争议的领域,有利润最大化、净现值最大化、资本成本最小化、股东财富最大化、现金股利最大化、经济效益最大化、社会价值最大化、企业价值最大化等等多种表述。其中利润最大化、企业价值最大化或股东财富最大化,是经常被提及的公司财务目标。

传统的财务理论大多以利润最大化为公司财务目标。利润最大化,不仅存在没有考虑资金时间价值和投资风险价值、片面追求利润容易导致企业财务决策行为短期化等缺点,而且在概念上也是不清晰的,是短期利润,还是长期利润?是利润,还是利润率?是总资产报酬率,还是权益净利率?很是模糊。现代公司财务理论大多以企业价值最大化或股东财富最大化为目标。企业价值不是指企业资产的账面价值,而是其持续经营能够提供给投资人的未来现金流量现值,其计算公式为:

$$\text{企业价值} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{企业自由现金流量}}{(1 + \text{资本成本})^t}$$

由上式可知,企业价值的高低取决于收益、风险和成长性。然而,收益与风险存在对等关系。因此,收益与风险均衡时企业价值最大,而不是收益最高时或是风险最小时。谋取最高的收益,或将风险控制至最低,是难以实现企业价值最大化的。上式也告诉我们,企业价值最大化是由利润最大化和考虑风险、时间价值和资本成本导出的。因此,在理论研究和实务运作中,不要把企业价值最大化与利润最大化目标相对立。也有学者认为,利润最大化是企业短期财务目标,企业价值最大化是长期财务目标。^① 企业创造的价值增量,通常用经济增加值表示,其计算公式为:

$$\begin{aligned} \text{经济增加值(EVA)} &= \text{税后经营利润} - \text{全部资本成本} \\ &= (\text{投资资本回报率} - \text{资本成本}) \times \text{投资资本} \end{aligned}$$

股东财富最大化目标认为,如果企业不能为股东创造价值,他们就不会为企业提供资金,没有了权益资金,企业也就不存在了,因此,企业要为股东创造价值。从公司治理视角观察,股东是企业的所有者,对企业的经营决策和财务决策拥有最终的决策权或投票权,同时也具有对公司董事和其他高级管理人员的任免权。因此,管理层在财务决策时应应对股东负责,以股东财富最大化为目标。股东财富可以用股东权益的市场价值来衡量。股东财富的增加可以用股东权益的市场价值与股东投资资本的差额来衡量,它被称为“权益的市场增加值”。权益的市场增加值是企业为股东创造的财富。

有时,财务目标被表述为股价最大化。股价上升可以反映股东财富的增加,股价下跌可以反映股东财富的减损。企业与股东之间的交易也会影响股价,但不影响股东财富。例如,分派股利时股价下跌,回购股票时股价上升等。因此,在股东投资资本不变的情况

^① 陈玉菁.财务管理:实务与案例(MBA精品系列)[M].北京:中国人民大学出版社,2015.

下,股价最大化与增加股东财富具有同等意义。企业价值的增加,是由于权益价值增加和债务价值增加引起的。债务价值的变动是利率变化引起的,而利率不是企业的可控因素。利率不变,则增加企业价值与增加权益价值具有相同的意义。因此,如果股东投资资本和利率不变,企业价值最大化与增加股东财富具有相同的意义。

事实上,企业的财务目标,不仅要关注实现什么目标,更要关注是谁的目标。股东、经营者、债权人、员工、客户、供应商、社区等都是企业的利益相关人。委托代理理论认为,企业是由各种自利的人组成的集合,企业与各种利益相关者之间的关系,大部分属于委托代理关系。他们之间的关系是一种相互依赖又相互冲突的利益关系,需要通过“契约”来协调。然而,“契约”不完善,会引发各类代理问题。在企业的各类财务关系中,以经营者、股东和债权人之间的关系最为重要。股东财富最大化是股东的目标,但债权人和经营者未必这么想。因而,在实务中,存在着股东与债权人、股东与经营者的代理冲突,从而使企业的财务决策偏离正常的轨道。当负债比例较高时,企业的债权人与股东的利益冲突,会引发投资不足、过度投资、资产替代、求偿权稀释等诸多代理问题。因股权结构分散或其他因素的影响,企业可能为经营者控制,从而出现因经营者与股东的目标不一致导致的“道德风险”或“逆向选择”问题。监督激励机制的建立,虽然可以在一定程度上协调股东与经营者的矛盾,防止经营者背离股东目标,但不可能解决所有问题。

大量的研究结论表明,在我国公司治理中的主要矛盾是大股东和中小股东之间的代理问题,而非股东与经营者的矛盾冲突。当公司存在着持股比例较高的大股东时,大股东可能利用手中的控制权通过“隧道挖掘”行为从上市公司转移资源,即“掏空”(tunneling)。控股股东的代理行为具体表现为股利政策、贷款担保、资金占用、经营中的关联交易和购买或出售资产等。

案例1-2

五粮液股份有限公司是一家知名的白酒生产企业,1998年4月成功IPO并在深圳证券交易所上市(000858,SZ)。宜宾市国有独资企业宜宾市国有资产经营有限公司持有公司59.07%的股份,为第一大股东。然而,在宜宾市国资委的主导下,五粮液股份公司被托管给五粮液集团经营。上市以后的五粮液股份公司,虽然经营业绩优良,但在经营管理中却存在不少匪夷所思的现象,例如,上市公司将本已供不应求的五粮液酒的销售权让渡给五粮液集团旗下的销售公司,公司货币资金充裕、盈利丰厚,可现金分红却很少,等等。我们认为:五粮液股份公司的理财行为之所以会偏离股东财富最大化轨道,是因为公司的实际控制人五粮液集团借助原材料采购、产品销售、商标费用、资产置换等手段侵占上市公司资源,实现自身利益的最大化。在很长的一段时间里,五粮液集团从各类关系交易中获取的收益远大于从上市公司股利分配中获取的收益。

当然,在某些情景下,上市公司大股东也可能会向上市公司输送资源,即“支撑”(propping)。大量的实证研究结果表明,控股大股东“支撑”行为的发生,或是为了未来的“掏空”,或是基于自身成本收益的考量。

案例1-3

2015年10月,苏宁云商(002024,SZ)发布公告:为避免引入 Alibaba Group Holding Limited(阿里巴巴)为战略投资者后外商投资产业政策对PPTV后续业务发展可能造成的影响和限制,拟以258 799.31万元的价格将其持有的68.08%的PPTV股权转让给专门为此设立的苏宁文化投资管理有限公司的境外子公司 Great Sunrise Limited。苏宁文化是苏宁云商的实际控制人张近东先生控制的公司。我们发现,这一关联交易资产剥离的交易作价是以可比交易案例比较法下380 140.00万元估值为基准的,较收益法下的263 014.59万元估值高117 125.41万元,也高于其历史交易价格。中国上市公司资产剥离交易作价,多以资产基础法或未来收益法估值为基准,为什么苏宁云商实际控制人要以较未来收益法估值更高的溢价购买PPTV,而且是在其营业收入未见增长、亏损持续上升、深陷资不抵债财务困局的状态下?我们认为,这是公司实际控制人借助这一监管迎合资产剥离交易对艰难转型中的上市公司的“支撑”。张近东先生之所以愿意向上市公司“输送”资源,是因为自身收益与成本的权衡。与阿里巴巴集团战略合作中获得的财富效应以及PPTV独立营运后发展潜能释放带来的估值上升,使张近东先生在这一交易中的预期收益大于付出成本。

五、财务管理理论(课程)体系

财务管理自19世纪末正式诞生以来,经历了百余年的发展历程,已形成了一个包含丰富内容的理论体系。图1-1显示,财务管理整个理论体系由基本理论、通用业务理论、特殊业务理论和其他理论等多个部分组成。财务管理基本理论是指财务管理内容、财务管理原则、财务管理方法构成的概念体系;财务管理通用业务理论是指各类企业都有的财务管理业务,包括筹资理论、投资理论和收益分配理论;特殊业务理论是指只有在特定企业或某一企业的特定时期才有的财务管理业务,如企业并购财务管理理论、公司重整财务管理理论、企业集团财务管理理论等;其他财务管理理论包括财务管理发展理论、财务管理比较理论、财务管理教育理论等。

财务管理课程体系,通常从内容、环节和主体等多种视角进行归类整合。按财务管理内容,财务管理课程可分为财务管理原理、筹资管理、投资管理、营运资金管理和收益分配管理等;按财务管理环节,财务管理课程可分为财务管理原理、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;按财务管理的主体,财务管理课程可分为财务管理原理、企业财务管理、部门财务管理、集团公司财务管理、国际企业财务管理和非营利组织财务管理等。在我国高等财经院校的财务管理课程教学中,通常会基于由易到难的教学规律考虑,将财务管理课程分为初级财务管理(又称财务管理原理)、中级财务管理和高级财务管理。

第二节 高级财务管理内容与特征

高级财务管理作为一门课程,纳入普通高等院校财务会计类专业的教学计划已有多
年,也得到了学术界的广泛认可,但对于何为高级财务管理以及高级财务管理应包括哪些
内容,仍是一个仁者见仁、智者见智的议题。不同财务学者编写出版的高级财务管理教
材,框架结构和内容体系相去甚远。笔者在广泛阅读知名财务学者的相关文献、著作和教
材基础上,依托多年教学经验的积累以及对财务管理学科的理解,从课程教学目标和性质
出发,就这一问题进行简要的阐述。

一、关于高级财务管理

高级财务管理与一般或中级财务管理有何区别?它的“高级”是如何体现的?审视其
他学科的“高级”定义,其实含义并不统一,有先进,或者复杂,或者特殊的意思。与财务管
理学科相近的、相对较为成熟的高级财务会计和高级管理会计是如何界定“高级”这一概
念的?阎达五、耿建新教授曾明确指出:“高级会计是随着社会经济的发展,对原有的财务
会计内容进行补充、延伸和开拓的一种会计。”^①目前国内出版的各种《高级财务会计》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出现的特殊业务为主的会计。
卡普兰的《高级管理会计》中“高级”隐含的是“先进科学”的内容。他将管理会计放在企
业的集权和分权体制中,以及委托代理契约中,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机能的飞跃。^②

那么,高级财务管理是如何界定“高级”这个概念的?对外经贸大学博士生导师汤谷
良教授认为,高级财务管理和高级管理会计所体现的“高级”的思想是一致的,初级、中级
和高级应该不是同一个平面上的差别,而是不同层面的差异。^③中国人民大学博士生导
师王化成教授则依据财务管理假设,将高级财务管理与初级、中级财务管理的内容进行划
分。凡符合财务管理假设的内容,都归入初级、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。^④

知识本无贵贱高低之分,高级财务管理中的“高级”是一个相对概念,是相对于传统或
者说“中级”财务管理而言的,是基于循序渐进的教学需要而言的。因此,从课程而不是学
科视角来探索高级财务管理的框架体系与核心内容,我们认为,高级财务管理应是初中级
财务管理课程的拓展与深入,主要阐述财务原理和中级财务管理中没有涉及或未能讲深

① 阎达五,耿建新.高级会计学若干理论问题探讨[J].会计研究,1997.

② [美]罗伯特·S.卡普兰,安东尼·A.阿特金森.高级管理会计[M].吕长江,主译.大连:东北财经
大学出版社,1999.

③ 汤谷良.高级财务管理[M].北京:中信出版社,2006.

④ 王化成.高级财务管理[M].北京:中国人民大学出版社,2007.