

现代公司财务 理论与实务

杨小舟 著



中国财政经济出版社

现代公司财务理论与实务

杨小舟 著

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

现代公司财务理论与实务/杨小舟著. —北京: 中国财政经济出版社, 2006.12

ISBN 978-7-5005-9708-7

I. 现… II. 杨… III. 公司-财务管理-研究-中国 IV. F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2007) 第 024986 号

中国财政经济出版社出版

URL: <http://www.cfeph.cn>

E-mail: cfeph@cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100036

发行处电话: 88190406 财经书店电话: 64033436

北京中兴印刷有限公司印刷 各地新华书店经销

787×1092 毫米 16 开 20.5 印张 360 000 字

2006 年 12 月第 1 版 2006 年 12 月北京第 1 次印刷

印数: 1—2 000 定价: 41.00 元

ISBN 978-7-5005-9708-7/F·8432

(图书出现印装问题, 本社负责调换)



杨小舟

中国注册会计师、会计学硕士、经济学博士。1964年4月生于江苏省高淳县。现供职于财政部财政科学研究所研究生部。1985年以同等学历考入财政部财政科学研究所研究生部，1988年毕业后留所工作，从事公司财务与会计理论的研究。1998年调离财政部财政科学研究所，先后在一家外资企业、两家国内A股上市公司任CFO，7年的企业工作经历加深了其对公司财务职能的认识，积累了比较丰富的实务经验。现在的工作紧紧围绕如何提升公司财务系统的能力而展开，研究领域涉及公司财务、会计、成本管理、内部控制与企业风险管理等。已出版和拟出版的专著主要有：《企业融资的策略与技巧》，《现代公司财务理论与实务》，《公司治理、内部控制与企业风险管理》等。担任主编、副主编和参与写作的辞书近十部。另在《财政研究》、《会计研究》、《财经问题研究》、《财务与会计》等期刊上发表论文50多篇。

前言

本书介绍与研讨现代公司财务理论与中国企业的财务管理实务。本书的读者应是公司的财务经理、证券分析师、MBA、MPAcc 以及其他选修财务或会计学课程的本科生与研究生。

不论是国内在校的本科生、研究生，还是工作过一段时间的工商管理硕士（MBA）、会计专业硕士（MPAcc）学员，在学习现代财务管理课程时，都会遇到两个比较大的问题：一是看不到财务理论的实用性，总觉得现代西方财务管理理论看起来很美，但与中国企业的财务管理实务不相吻合，甚至完全背离。比如说目标资本结构理论、股利理论、投资决策中的实物期权理论，等等。理论大家都有所了解，但实务基本是另一回事。所以，不少学员认为现代企业财务理论在中国不适用。二是不能系统地了解中国企业财务管理理论与实务的特色。中国以前是计划经济，现在是有中国特色的社会主义市场经济；过去的企业财务实际上是国家财政在微观领域的延伸，不论是公司财务还是财务会计，都属于国家财政的管理范围。所以我们有企业财务通则，有企业财务管理制度，在通则和制度中对企业的筹资、投资、成本补偿、收益分配作出了相应的规定。随着社会主义市场经济体制的建立和改革开放的不断深入，企业成为了市场主体，成了财务管理的主体，财务管理构成了企业管理的一个重要内容。国家颁布的各种企业财务通则、财务管理制度也都被公司法、税法等所代替。但与此同时，中国特色的企业财务管理理论体系并未构建起来，中国年轻学员不能够系统地了解企业财务理论的发展轨迹，难以体会到中国企业财务管理理论与实务中发生的一些根本性变化，不能全面地把握中国企业财务管理的特色。

有鉴于此，本书作者不揣浅陋，历时三年写成此书，希望能够抛砖引玉，引起更多的学者、教授和公司财务老总们的兴趣，大家共同探讨中国企业财务管理理论与实务问题，争取早日形成具有中国社会主义市场经济特色的现代公司财务学。

本书目标

针对中国学员学习现代财务管理学所面临的上述问题，作者在本书的写作过程中，始终着眼于以下几个目标：

1. 简要介绍现代财务管理理论。从 20 世纪 50 年代初至今，现代金融经济学在投资组合、资本结构、股利分配、资本性资产定价、资本市场的有效性、期权定价、公司代理成本、不对称信息、现代公司控制、市场微观结构等诸多方面取得了非常可喜的成就。金融经济学的长足发展为公司财务理论奠定了坚实的基础，所谓现代公司的财务管理政策与实务，就是现代金融经济学理论在企业范围内的应用。

理论来自于实践。一国经济增长越快速、经济发展越充分，其对理论研究的需求也越强烈。美国是世界第一的经济强国，美国企业也是世界上最富创新精神、最具竞争能力的企业，美国经济理论（包括金融理论、公司财务管理理论）的研究也走在世界的前沿，代表着世界最高水平。综观目前国内各大学引进、各家出版社出版或影印的经济学、金融学、公司财务学书籍，大都来自美国。所以，本书现代公司财务理论与实务中的“现代”一词，主要是指以美国为代表的市场经济体制下现代公司财务管理理论。

我国以前实行的是计划经济。计划经济体制下的企业具有自己的特点，相应地，公司财务也与市场经济体制下的公司财务有很大区别。在实行计划经济体制时期，我们主要学习、研究与借鉴的是前苏联的社会主义计划经济体制的财务管理理论与实践。自 1978 年改革开放以来，我国从有计划的商品经济，逐步走向社会主义市场经济。从市场经济角度看，不管是中国的社会主义市场经济体制还是西方的资本主义市场经济体制，两者之间具有很多的共同点。这为我们借鉴西方企业财务理论与方法提供了前提。因此，介绍、学习和研究美国公司财务理论和经济实务，吸收发达国家在公司财务理论研究方面的先进成果，不仅是应该的，也是必需的。

本书中的“现代”一词还有另外一种含义。在传统的美国教科书中介绍的一

些财务管理方法,如现金管理中的存货模型、随机模型等,在国外企业理财实务中已经基本不用,现代的国外教科书中一般也已不作介绍。而据我们了解,上述方法国内企业不仅目前未用,以前也未用过,所以,我们也不对这些方法作介绍。而在现金管理方面,我们主要介绍企业如何加强现金收支管理,如何选择短期投资的对象,如何在资金的流动性、安全性和收益性之间进行权衡,等等。这也是本书有别于国内很多教科书、考试用书的一个特点。

2. 努力说明中国现代公司财务应用理论的特点。我们认为,作为微观经济学的一个分支,公司财务学也有基础理论与应用理论的差别。财务学的基础理论、基本技术与方法,如贴现现金流方法、各种投资决策模型、风险的定义与衡量,投资组合理论、期权定价模型等,应该无国别差异。而企业财务的应用理论则有国别之分,有应用条件。不同国家处于经济发展的不同阶段,实行不同的政治经济制度、不同的经济管理模式、不同的经济运营机制,具有不同的历史文化背景、不同的社会价值观念,所有这些都构成了财务理论研究的限制性条件,也会对公司的财务目标和财务行为产生重大影响。比如说,在股权分置改革前,国内上市公司财务管理的目标实际上并不是企业价值最大化,而是控股股东利益最大化。了解中美企业财务管理目标上的差异,有利于我们理解中国上市公司似乎不符合财务管理理论的理财行为。再比如,由于我国公司债市场不发达,企业资本筹集的渠道比较单一,中国企业的资本结构也有着明显的国别特征。

总之,社会主义市场经济与资本主义市场经济毕竟有一些根本性的区别,中国与美国等发达国家所处的市场经济阶段也不同,由此而产生的经济实践与经济政策也各有其特点。我们将在书中努力指出这种差异。

3. 主要介绍与分析中国上市公司的财务管理实务。美国的公司财务理论研究著作或教科书介绍的是美国公司的财务实践。目前国内学者编写的教科书、参考书也主要是美国的案例。这使国内读者学习时会遇到两个困惑:一是对书中的案例分析不熟悉,难以得出正确的判断和观点;二是觉得现代公司财务理论与中国实务相差太大,从而对理论的正确性、适用性产生怀疑。比如说,根据现代公司财务理论,由于信息的不对称,上市公司以股权融资会给市场传递不利信号,所以,美国上市公司的融资顺序一般是先内部融资(留存收益与折旧);如果必须外部融资,则首先是出售公司持有的短期有价证券,其次是发行公司债或可转债,然后是优先股融资,普通股作为最后的手段,这就是所谓的“啄食理论”。而中国上市公司的融资排序似乎相反,最先考虑的是权益融资(IPO、增发、配股),然后再是可转债、企业债、银行贷款等。由于中美两国公司财务管理实务



存在着明显的差异,因此,本书尽可能地向读者提供中国的财务管理环境与财务管理实务,而不是仅仅介绍国外(特别是美国)的财务管理实务,并对这种差异进行简要的分析,提出我们的看法,供大家学习与研究时参考。

4. 努力探讨中国企业财务管理的一些理论问题。自改革开放以来,我国的经济管理体制经过了计划经济为主、市场调节为辅的经济体制时期(1978~1984年)、有计划的商品经济体制时期(1985~1992年),以及1993年至今的社会主义市场经济体制时期。1993年,随着“两则”、“两制”的出台,我国企业财务与会计制度通过全面改革,进入了一个历史性的新阶段,改革也对我国传统的财务管理体制和财务管理理论研究带来了巨大的挑战。就财务管理的政策与制度看,企业财务通则和分行业财务制度所规范的大部分内容,已经分别被公司法、商法、税法、会计准则与会计制度的相关内容所取代。就财务理论的研究看,从1993年至今,我国企业财务理论的研究明显落后于日新月异的企业财务管理实践。这就需要在介绍西方现代公司财务理论的同时,通过总结中国公司的财务管理实践来构建中国公司财务应用理论体系。本书也对中国的企业财务管理理论作了一些初步的探讨。

本书组织结构

本书按照以下逻辑展开。

1. 做任何事情首先必须明确目标。目标不同,行动的方式与方法也不相同。企业财务管理也是如此。另外,企业的理财行为总是在一定的环境约束下进行的,这些环境包括企业的内部环境(如组织形式、治理结构等)和外部环境(如政治、经济、法律环境等)。所以,本书第一部分包括第1章和第2章。第1章主要讨论财务管理的目标和财务职能,第2章主要讨论企业的理财环境。

2. 要进行正确的财务决策,必须掌握一些基本的财务学概念。这些概念包括现金流量、终值与现值、风险衡量、投资组合、资本市场线与证券市场线等。企业的价值取决于未来现金流量规模、时间与风险,对这些基本的概念进行探讨是必需的。本书第二部分包括第3章至第5章。第3章介绍资金的时间价值,第4章讨论风险与收益问题,第5章论证证券估值问题。

3. “凡事预则立、不预则废”,企业的经营总是在一定的计划引导下进行的。企业的计划包括长期计划与短期计划、经营计划与财务计划等。新年伊始,企业管理层都需要通过对以前年度的经营业绩、财务状况和现金流量情况进行分析,

总结经营中存在的问题，制定新一年的经营计划和财务计划，并采用相应的经营战略（财务战略）和行动方案来实现目标。计划的制定过程本身是一个决策过程，也是其他财务决策的前提。本书第三部分包括第6章财务报表分析、第7章财务计划。

4. 企业的资本运动是资本的筹集、运用和收益分配的过程。本书第四部分讨论长期资本的筹集问题（短期资金筹集在营运资本管理中讨论），包括第8章、第9章、第10章。企业长期资本的筹集主要应考虑三大要素：一是资本的成本；二是目标资本结构；三是长期资金的筹集方式。第8章，第9章，第10章依次讨论这三个问题。

5. 企业资本的运用包括对内投资与对外投资两个部分。企业的对外短期有价证券投资在营运资本一章中讨论，长期股权投资在收购与重组一章中讨论。本书第五部分主要讨论企业对内的项目投资，包括第11章、第12章。第11章讨论投资决策的方法，与国内其他大多数财务学著作不同，在这一章中，我们不再按是否对现金流量进行贴现来评判某一种投资决策方法的优劣，而是详细分析和介绍各种决策方法的特点与作用。掌握投资决策方法并不难，难的是结合企业的实际情况，通过对项目的行业情况进行分析后预测该项目未来各期的现金流量，以及决定以什么样的资本成本对项目进行贴现；我们在第12章中讨论现金流量的估计与投资项目的风险调整。

6. 企业如果经营成功有了利润，就会遇到股利分配的问题：分还是不分？分多少合适？采用股票股利还是现金股利的方式？本书第六部分即第13章讨论股利理论、股利政策与实务问题。股利政策到底对公司股价有没有影响、有何影响，至今仍未达成共识。国内上市公司的股利分配也经历了一个重筹资、轻回报，到上市公司必须进行现金分红才能进行再融资的过程。通过对股利理论的研讨，无论是对中国上市公司的股利分配实务，还是股利与融资之间的关系，我们都会有一个更加深刻的认识。

7. 本书第七部分（第14章）讨论营运资本管理，包括现金管理、应收款管理、存货管理，以及短期融资管理。将流动资产管理与短期融资管理放在一章中，对总的营运资本管理政策进行讨论，这也是本书有别于其他国内教科书的一个特点。营运资本的管理，理论上并不复杂，但对中国企业却尤其重要。例如现金的管理，中国不少上市公司，一方面有大量的银行存款（存款年利率不足2%），另一方面有大量的银行贷款（贷款年利率约为6%），这种令人费解的现象实质上反映出一个企业经营管理水平的高低。

8. 本书最后一部分(第15章)讨论公司并购与重组。财务管理学的研究对象是企业的资本运动,资本在运动中得到保值与增值。企业的生命周期包括初创、发展、成熟与衰退几个阶段,在每个阶段资本都在不断地进行循环与周转,并呈现出每个阶段的特点。概括和提炼企业不同阶段理财的特点对建立现代中国企业财务管理学是非常重要的。

致 谢

本书能够出版,我首先要感谢恩师黄菊波先生。在攻读博士学位期间,先生要求我们认真阅读西方经济学、金融学和企业财务学方面的著作与文章。从20世纪90年代开始,先生在博士生的专业课考试中,连续好多年都会出一道阐述诺贝尔经济学奖得主的主要理论贡献的题目。在恩师的严格要求下,我上学期间选修和旁听了西方经济学课程,尽可能地搜寻一些西方现代财务学书籍进行阅读,打下了比较扎实的西方经济学与财务管理学功底。

作为财政部财政科学研究所的一名科研人员,黄菊波先生也经常带领我们去企业做调查研究,如企业流动资金紧缺的调查研究、承包制与税利分流的调查研究、企业之间“三角债”的调查研究、“拨改贷”国有企业资金供应方式的研究,等等。尽管我们对中国企业改革的过程比较熟悉,对国家与企业之间分配关系的变化也有过研究,但我们对整个企业财务体系的职能与具体的实务还缺乏感性的认识与深入的了解。写一本能够将现代企业财务理论与中国企业理财实务相结合的书,是我很早以前(1998年)就有的想法,但当时确实是心有余而力不足。

从1998年至2005年,我离开财政部科研所去企业担任财务副总(CFO),具体负责公司的财务、会计与内部审计工作。七年的企业工作经历,让我积累了一定的企业理财实务经验,对企业的财务管理有更加深刻的认识和理解,这大大增强了我写作本书的能力和信心。

2005年年末,我重新回到财政部科研所,在研究生部任教。2006年上半年为硕士研究生讲授“现代公司财务学”课程。教学相长,我在与学生们的交流与讨论中深受启发、获益良多。特别是我的学生刘永生、乔佳等在资料搜集、文字整理上付出了大量的时间和精力。没有他们的帮助,本书不可能在2006年年内完成。

我还要特别感谢研究生部的于中一老师,他是财政部科研所研究生部企业管理专业财务学方向的博士生导师。于老师不仅向我们传道、授业与解惑,还不耻

下问，与我们共同研讨企业财务理论和实务中的一些热点问题。2004年5月，于老师和我在《财政研究》上合作发表了“关于当前我国企业财务理论研究中几个重要问题的探讨”一文，该文对我理清财务学研究思路，确定研究课题，明确研究方式有很大帮助。

我非常感谢我的师兄弟们，我们相互鼓励、相互支持，经常在一起讨论公司财务方面的理论与实务问题，增长了见识，增加了积累。

当然，书中的任何错误和疏漏由作者本人负责。

杨小舟

2006年11月

目 录

第一章 概述	(1)
第一节 企业组织形式与治理结构	(3)
第二节 企业财务管理目标	(7)
第三节 目标多元化与代理问题	(13)
第四节 财务管理职能	(16)
第二章 理财环境	(19)
第一节 政治与法律环境	(19)
第二节 金融系统	(24)
第三节 货币市场	(28)
第四节 债券市场	(30)
第五节 股票市场	(33)
第六节 外汇市场	(36)
第七节 金融市场中介	(39)
第八节 中国金融改革深化对公司财务的影响	(42)
第三章 货币时间价值	(46)
第一节 终值与现值	(47)
第二节 年金的终值与现值	(50)
第三节 特殊形式的年金	(53)

第四节 非等额的现金流·····	(55)
第五节 非年度的复利期限·····	(57)
第四章 风险与收益·····	(60)
第一节 风险的定义·····	(61)
第二节 个别资产的风险衡量·····	(62)
第三节 投资组合的风险衡量·····	(66)
第四节 系统风险与非系统风险·····	(70)
第五节 有效组合与资本市场线·····	(71)
第六节 资本性资产定价模型与证券市场线·····	(73)
第五章 证券估值·····	(80)
第一节 资产估值的基本原理·····	(81)
第二节 固定收益证券的估值·····	(82)
第三节 优先股估值·····	(88)
第四节 普通股估值·····	(90)
第五节 股价的决定因素与有效市场假设·····	(97)
第六章 财务报表分析·····	(100)
第一节 财务报表·····	(101)
第二节 比率分析·····	(103)
第三节 比例报表分析与变动百分比分析·····	(113)
第四节 杜邦分析法·····	(116)
第五节 财务报表分析方法的改进·····	(119)
第七章 财务计划·····	(126)
第一节 历史比率分析·····	(126)
第二节 销售收入预测·····	(128)
第三节 编制预计利润表·····	(131)
第四节 预测资产负债表·····	(134)
第五节 确定资金需要量·····	(136)
第六节 分析与修正预测报表·····	(138)



第八章 资本成本	(144)
第一节 资本成本的内容.....	(145)
第二节 债务资本成本.....	(147)
第三节 权益资本成本.....	(149)
第四节 加权资本成本.....	(155)
第九章 资本结构	(160)
第一节 经营风险与经营杠杆.....	(161)
第二节 财务风险与财务杠杆.....	(163)
第三节 每股利润无差别点分析.....	(165)
第四节 资本结构理论与实务.....	(167)
第十章 长期资金筹集	(176)
第一节 影响企业长期筹资决策的因素.....	(176)
第二节 长期借款.....	(178)
第三节 债券.....	(180)
第四节 租赁融资.....	(184)
第五节 股权融资.....	(191)
第六节 优先股融资.....	(196)
第十一章 投资决策	(197)
第一节 投资项目的评价程序与分类.....	(198)
第二节 投资项目决策方法.....	(199)
第三节 投资决策方法的总结.....	(209)
第十二章 现金流量估计与风险调整	(215)
第一节 现金流量估计.....	(215)
第二节 投资项目的风险调整.....	(222)
第三节 最佳资本预算.....	(229)
第十三章 股利理论与政策	(234)



第一节 股利理论.....	(234)
第二节 影响股利政策制定的因素.....	(239)
第三节 股利政策.....	(242)
第四节 股票股利、股票分割与股票回购.....	(245)
第五节 股利分配的程序.....	(248)
第十四章 营运资金管理.....	(251)
第一节 营业周期与营运资金管理政策.....	(252)
第二节 现金与有价证券的管理.....	(259)
第三节 应收款的管理.....	(265)
第四节 存货管理.....	(269)
第五节 短期融资的优缺点分析及其融资方式.....	(277)
第十五章 公司重组.....	(283)
第一节 并购.....	(283)
第二节 杠杆收购与管理层收购.....	(296)
第三节 分拆与剥离.....	(299)
第四节 公司失败.....	(300)
主要参考文献.....	(305)
附录.....	(307)

第一章

概述

英文“Finance”一词，一般译为“金融”，当与其他词语组合使用时，则有多种译法。Public Finance 译作公共财政，International Finance 译作国际金融，Financial Economics 译作金融经济学，等等。

公司财务学^①（Corporation Finance）脱胎于西方微观经济学，目前已经成为现代金融经济学的一个极其重要的组成部分。一般认为，现代金融学（Finance）学科体系包括三大领域：金融市场学、投资学和企业财务学。也有学者从宏观层面和微观层面进行划分，对金融机构与金融市场以及国内和国际经济中金融系统的运作研究称为宏观层面的金融学研究，对家庭理财和企业财务管理的研究称为微观层面的金融学研究。

学科与学科之间的区别，关键在于其研究对象不同。那么，公司财务学的研究对象是什么呢？西方学者大都从公司财务管理的职能这一角度来定义公司财务学研究对象。公司财务是研究如何进行财务决策（包括投资、筹资与股利分配等）来促使企业价值或股东财富达到最大化的一门学科。

我国关于企业财务学的研究对象，以“资金运动论”^②为主流观点，即财务管理就是对企业财务活动或财务行为本身的管理。财务活动过程是指企业的资金

^① 现代企业制度的典型形态是公司制，现代企业财务管理也主要是指公司财务管理，故本书名为“公司财务”。在本书中，“财务管理”、“企业财务”、“公司财务”和“公司理财”几个词可以互用。

^② 在本书中，资金与资本两词有时可以互用，对应的英文词为“capital”。



运动过程，具体包括资金筹集、资金投放、资金运营与资金分配等环节，以及资金运动过程所体现的人与人之间的关系。财务管理的职能也就是筹集资金、运用资金和分配资金。财务管理的目标，则是以较少的投入取得较大的产出，以实现经济效益的最大化。中国学者首先研究的是企业的本质，然后再讨论企业财务的职能、财务管理的目标。

比较中外学者关于公司财务学的研究对象可以发现，虽然表述方式不同，但其实质内容是一致的。所以，具体来说，公司财务学需要研究以下内容：

1. 企业的组织形式与治理结构。公司财务学研究的是企业的财务活动与财务行为，所以，我们需要对企业的性质、组织形式、管理体制、产权安排和治理结构有所了解。在不同的组织形式、管理体制、产权安排和治理结构下，企业的财务活动或财务行为会有所差异。

2. 企业财务管理的目标。任何决策都是在一定的目标引导下进行的，目标不同，做事情的方式与方法也会有所区别。企业是所有者的企业，企业的股东承担着企业经营成功与否的最终风险，应当享有剩余索取权和对企业的最终控制权。因此，从理论上讲，企业经营的目标和财务管理的目标应该是股东利益最大化。但股东利益最大化以何种形式体现？是利润最大化、每股收益最大化、股价最大化，还是企业价值最大化？并且，如何处理由于“两权分离”以及信息不对称所带来的代理问题，如何使经营者的目标与股东的目标趋向一致？

3. 企业的财务活动、财务行为或财务决策。企业的财务活动包括资金的筹集、资金的投放、资金的运营，以及资金的分配等基本环节。企业财务学的重点就在于，在既定目标和理财环境的约束下，研究如何管理好上述财务活动或财务行为（这需要运用一些基本的分析方法和工具），以实现企业财务管理的目标。如何在各种因素的约束下进行财务决策是讨论的主要内容。

我们首先简要地了解一下企业的性质、产权安排，以及公司治理结构。

比较：财务管理与财务会计（Financial Accounting）的区别与联系

在西方学者眼里，财务管理与财务会计两门学科研究的对象是完全不同的。财务管理学研究的是企业管理层如何进行投资、融资和股利分配等财务决策，以实现其经营目标。财务会计则是一个信息系统，以编制财务报告为目的，主要向企业外部的政府机关、投资者和贷款者，以及其他与企业有利害关系的单位、个人提供有关企业财务状况和经营成果的信息。在谈到财务管理与财务会计之间的联系时，有的西方学者认为：会计上“资产负债表”的资产方