

高级理财学

● 吕发科 主编

● 中国金融出版社

序

理财的理论与实务是伴随社会经济而诞生和发展的一门学问，商品货币经济充分发达以后，理财学又显现出它对经济兴衰的决定性影响。理财学分宏观和微观两大体系，宏观理财主要是财政学研究的范围；微观理财主要是企业理财，是企业财务学研究的范围。

新中国建立后，我国就开始研究企业财务，但在高度集中的计划经济体制下，实际上把企业财务当作国家财政的组成部分加以对待和研究，因而过去的企业财务学从观念、理论到实务，都受到极大的扭曲和制约。由于企业缺乏财务自主权，企业财务活动一律按国家计划办事，统收统支，可以说企业无财可理，更谈不上财务会计工作在企业财务管理中的地位和作用。

当前，我国正在从传统的计划经济向市场经济转变。在社会主义市场经济体制下，企业面临的是市场的剧烈竞争，理财问题也自然被推上了关系企业兴衰存亡的重要地位。由此，人们的观念也发生了根本变化，企业管理应当以财务会计管理为中心的观点逐步为人们所接受，从而使理财学的研究成为研究企业科学管理的热门话题。

郑石桥同志攻读硕士学位时，其毕业论文就是研究财务结构，在他学习和工作过程中，始终关注理财学领域中的各种理论与实务问题。现在，他和其他同志共同编写的这本《高

级理财学》反映了他们学习和探索这个问题的一些成果。他们把书名定为《高级理财学》的理由是，理财学也应当象财务会计学一样分为基础理财学、中级理财学、高级理财学三个层次，将较为复杂和非常规的理财问题放在高级理财学中研究，这种划分也是一种有益的尝试。作者在本书中系统地阐述了财务结构、复杂投资决策、股利政策以及企业合并、国际业务等方面的财务问题，有一定的深度和实用价值，对于企业的财务主管、经理、厂长等高层决策人员学习、把握较为复杂和非常规的理财知识，开拓思路，科学决策，以争得企业效益最大化将有助益。

中国会计学会秘书长 余秉坚
中国成本学会秘书长

1996年3月

前 言

任何一门学科都有其层次结构，财务学科也是如此。我们认为，财务学科基本上有三个层次：初级财务、中级财务和高级财务。这三个层次的分工是：初级财务介绍基本的财务概念和基本的财务方法；中级财务介绍各种财务方法的具体操作，当然这只限于常规性的操作方法；而高级财务则研究理财中的复杂问题和非常规性问题。各个理财领域的具体分工如下：

（1）筹资领域。初级财务介绍筹资的有关概念及基本渠道，但不介绍各种渠道的具体操作；中级财务的重点是介绍各种筹资渠道的具体操作，如股票怎么发行，债券怎么发行等；高级财务则以财务结构优化为研究重点。

（2）投资领域。初级财务介绍投资的基本概念及投资方式，但不介绍各种投资方式的操作和评价；中级财务重点介绍各种投资方式的具体操作及确定性条件下的投资决策分析；高级财务则介绍确定性条件下的复杂决策分析及投资风险的程度和定价。

（3）分配领域。初级财务介绍分配的基本概念及分配渠道，但不介绍各种分配渠道的具体操作；中级财务介绍各种分配渠道的具体操作；高级财务则介绍分配和企业价值的关系，即股利理论和股利政策。

以上都是企业持续经营下的常规性财务问题。此外，还

有高级财务中的如下几类问题：

(1) 持续经营下的非常规性财务问题，如跨国经营中的财务问题。

(2) 非持续经营下的财务问题，如企业财务失败时的财务问题。

(3) 非单个企业的财务问题，如企业集团财务问题。

本书以企业价值最大化为主线，论述上述分工中的高级财务问题，适用于企业高级理财人员、大学高年级学生及研究生，也可供研究人员参考。

本书由吕发科主编，张宪印、董美珩、郑石桥任副主编，参加本书编写的人员还有：李传用、谢亚涛、黄松涛、卢侠巍、冯社春、邱鹏里、高严、罗毓莹、姚月珍、侯俊茹、张艳、郭建华。各章的分工如下：第一章 吕发科；第二章至第五章 郑石桥 张艳、郭建华；第六章 谢亚涛；第七章 高严；第八章 冯社春；第九章 郑石桥；第十章 张宪印；第十一章 董美珩；第十二章 李传用；第十三章 邱鹏里；第十四章 罗毓莹；第十五章 姚月珍；第十六章 黄松涛；第十七章 侯俊茹；第十八章 卢侠巍。

由于本书涉及的问题较复杂，我们的水平有限，占有资料也不充分，故错误之处在所难免，敬请广大读者指正。

编著者

1995年12月

目 录

第一篇 财务结构	(1)
第一章 财务结构战略与财务结构战术.....	(2)
第一节 财务结构概念.....	(2)
第二节 财务结构战略.....	(3)
第三节 财务结构战术.....	(4)
第二章 资金成本.....	(10)
第一节 资金成本的概念及理论模型.....	(10)
第二节 资金成本的计算.....	(14)
第三节 资金成本与财务结构的关系.....	(28)
第三章 财务风险及其与财务结构的关系.....	(31)
第一节 经营风险.....	(31)
第二节 财务风险.....	(35)
第三节 联合杠杆.....	(39)
第四章 财务结构与企业价值的关系.....	(43)
第一节 MM理论.....	(43)
第二节 代理理论与破产理论.....	(56)
第五章 合理财务结构与最优财务结构.....	(60)
第一节 合理财务结构.....	(60)
第二节 最优财务结构.....	(66)
第二篇 投资决策中的复杂问题	(76)

第六章	确定性条件下投资决策中的复杂问题…	(77)
第一节	货币时间价值中的复杂问题……………	(77)
第二节	资本预算中的复杂问题……………	(82)
第三节	贴现率的决定……………	(91)
第七章	投资风险的度量及定价(一)……………	(99)
第一节	投资者的风险态度	
	——效用理论和无差异曲线……………	(99)
第二节	单项资产与组合资产的风险和收益……………	(102)
第三节	组合资产风险和收益的市场度量……………	(115)
第八章	投资风险的度量及定价(二)……………	(121)
第一节	资本资产定价模型——证券市场线……………	(121)
第二节	套利定价模型……………	(135)
第九章	期权估价……………	(139)
第一节	期权的未来价值与期权价值的关系……………	(139)
第二节	购买期权的估价……………	(144)
第三节	期权定价模型在公司财务中的运用及与 资本资产定价模型的关系……………	(154)
第十章	资产估价……………	(159)
第一节	价值的概念……………	(159)
第二节	债券和优先股估价……………	(160)
第三节	普通股估价……………	(161)
第三篇	股利政策……………	(170)
第十一章	股利政策与企业价值的关系……………	(171)
第一节	股利政策无关论……………	(171)
第二节	股利政策相关论……………	(174)
第十二章	股利政策的限制因素及模式……………	(181)

第一节	股利政策的限制因素	(181)
第二节	股利政策的具体模式	(185)
第四篇 企业合并、企业失败及企业集团		
	财务问题	(190)
第十三章	企业合并中的财务问题	(191)
第一节	企业合并的概念和资产再调度理论	(191)
第二节	吸收合并中的财务问题	(197)
第三节	创立合并中的财务问题	(209)
第四节	股权控制合并中的财务问题	(214)
第十四章	企业失败中的财务问题	(219)
第一节	企业失败的种类及处理办法	(219)
第二节	债务展期和债务减免	(222)
第三节	债务重组	(226)
第四节	破产清算	(236)
第十五章	企业集团财务问题	(240)
第一节	企业集团财务体制及内部转移价格	(240)
第二节	企业集团财务公司	(250)
第五篇 国际业务中的财务问题		
第十六章	外汇业务及外汇风险	(255)
第一节	外汇与汇率	(255)
第二节	外汇市场及其交易方式	(263)
第三节	外汇风险与外汇风险管理	(268)
第十七章	国际筹资与国际投资	(282)
第一节	财务筹资	(282)
第二节	贸易筹资	(293)
第三节	直接投资分析	(301)

第十八章	跨国公司的特殊财务问题.....	(318)
第一节	跨国公司资金的内部调度.....	(319)
第二节	跨国公司内部转让价格.....	(332)
第三节	跨国公司的税收与避税策略.....	(351)

第一篇 财务结构

要实现企业理财目标——企业价值最大化，确定适宜的财务结构是非常重要的。本篇就是以企业价值最大化为统帅来研究企业财务结构问题。其逻辑顺序和内容如下：

（1）在介绍财务结构概念的基础上，阐述财务结构战略和财务结构战术。

（2）分析资金成本及财务结构对其制约关系。

（3）分析财务结构的杠杆作用和风险。

（4）分析财务结构与企业价值的关系。

（5）分析财务结构的合理化和最优化。

通过（1）至（4）的分析，我们的结论是财务结构极其重要。最后一部分是如何实现目标。

第一章 财务结构战略与财务结构战术

第一节 财务结构概念

企业的筹资渠道有两类：一是股东权益筹资一是负债筹资，而负债又有长期负债和流动负债两种形式。一般而言，企业筹资主要依靠股东权益和长期负债两种形式，它们之间的比例结构叫资本结构，这是因为这两类筹资都是在资本市场上进行的。但是，如果企业的流动负债在企业的资金来源中占有较大的比重，此时，仅考虑资本结构就不行了，而必须将流动负债也包括进去。流动负债、长期负债、股东权益三者之间的比例结构就叫财务结构。所以，财务结构是一个比资本结构更广泛的概念。从我国目前的情况来看，所谓的自然筹资占企业资金来源的很大一部分，甚至 60 % 以上，此时，财务结构就比资本结构更能说明问题。

另一方面，由于企业的生产经营活动必然会有波动，从而对资金的需求也会有波动，此时就必然和流动负债发生联系，所以，在经营环境不确定性较大的情况下，财务结构也比资本结构更为有用。

基于以上原因，我们必须研究财务结构，而不能局限于资本结构。

财务结构还必须与资产结构及资金结构相区别。资产结构是企业的投资分布结构，也就是各种资产在企业总资产中的比例关系。资产结构既可以按帐面价值计算，也可以按市场价值计算。资产结构对企业的财务结构有较大的制约作

用，但并不是长短之间的一一对应关系，这与企业的财务结构成本有关。

资金结构是资产结构和财务结构的总和，既可指资产结构，也可指财务结构，所以，在使用时必须慎重。

此外，资金来源结构、筹资结构都是和财务结构同等的概念，但一般使用财务结构这一概念。

第二节 财务结构战略

所谓战略，就是指导战争全局的计划和策略。在财务结构中，这种全局性的计划和策略是什么呢？我们认为，这种全局性的计划和策略就是企业筹资渠道及各种渠道之间的关系。

企业筹资渠道有两类，一是权益筹资，二是负债筹资。所以，财务战略也就是权益筹资和负债筹资的关系问题。根据各种筹资渠道的不同关系，一般有五种战略类型，它们是：

(1) 全额负债型财务结构。这种方式是全部资金均由负债的方式筹集，是一种非常极端的财务结构。这种方式有两个明确的弊端：一是举债比较困难。因为债权人要对企业进行贷款的可行性分析，这种全额负债企业，在这种分析中就处于不利地位；二是企业财务风险极大。一旦出现经营劣迹，就往往导致企业经营终止。所以，企业一般不宜采用这种财务结构。

(2) 高负债型财务结构。这种方式是指企业生产经营所需资金大部分通过负债方式取得。一般来说，这种企业的负债率在70%左右。

很显然，这种企业的财务风险也是很大的，一旦经营不善，对企业造成的影响和后果将是灾难性的或毁灭性的。因此，理财者在采用这种财务结构时要特别慎重。

(3) 适度负债型财务结构。这种财务结构是指企业生产经营所需资金主要由权益方式解决，负债作为补充方式，其额度的大小视企业需要及获利能力和偿债能力等多项因素而决定。一般来说，这种财务结构的负债率在40—50%之间，最多不超过60%。当然，对一个企业来说，究竟多少才是适度的，则要因企业的具体情况而异，这也就是本篇以后各章所要研究的问题。

(4) 低负债型财务结构。即企业生产经营所需资金的大部分由权益方式提供。这种方式下，企业的财务风险小，但也失去了财务杠杆的税收规避收益，一般适用于那些不愿冒风险，且经营状况不稳定的企业。

(5) 无负债型财务结构。这种情况下，企业生产经营所需资金全部由权益渠道提供，这也是一种极端的财务结构。适用于特殊情况下的企业，一般不宜采用。

一般来说，为了实现企业价值最大化，适度负债型财务结构是企业的选择目标。问题是为什么应该选择这种财务结构，怎样选择这种财务结构？本篇的以后四章将讨论这个问题。

第三节 财务结构战术^①

所谓战术，就是战略确定以后，解决局部问题的方法，财务结构中的局部问题主要是企业内部的流动负债和长期负

^①参阅余绪缨主编《企业理财学》，辽宁人民出版社1995年版，第311—315页。

债的关系。

一、流动负债、长期负债各自的风险与成本特点

流动负债和长期负债的风险及资金成本（利率）各有其不同的特点。

根据利率的期限结构理论（将在第二篇介绍），负债的期限越长，其成本也就越高。这有两个原因：第一，由于长期负债缺少弹性，因而，要求的成本相应也就要高；第二，长期负债在债务存在期限内，即使不用，也要支付利息，而流动负债则由于弹性大则可避免这个问题。

不仅流动负债和长期负债具有不同的成本，它们还具有不同的风险特点，并且债权人、债务人双方的相对风险态度也是不同的。就债权人来说，长期负债的风险大于流动负债。对债务人来说，则正好相反，负债期限越短，债务人所面对的风险就越大。其理由有两点：

（1）债务人有可能因现金流量不足而难以偿还到期债务，从而陷入财务困境。

（2）流动负债由于处于不断的发生和偿还过程中，因此，其利息成本具有不确定性，而这种不确定性就有可能使利息成本升高。

二、三种负债结构

如前所述，对债务人来说，流动负债具有成本低风险大的特点，而长期负债则具有成本高而风险少的特点。这两种负债的成本、风险特点必然制约企业的综合资金成本，从而影响企业价值。所以，必须确定合理的负债结构。这种负债结构可用流动负债率（流动负债占全部资金来源的比例）来表示。流动负债率越高，企业的资金成本越低，但财务风险

越大，相反，流动负债率越低，则企业资金成本越高，但财务风险越小。所以，企业必须有一定的负债政策，也就是要采用一定的负债结构。我们知道，负债一般要由流动资产来清偿，同时，不同性质的资产对资金来源有不同的要求，所以，资产结构必然会制约财务结构，在负债率已定的情况下，也就是制约流动负债率。为此，我们先来分析一下企业的资产结构。企业资产可以划分为流动资产和非流动资产两种类别。流动资产又可分为两部分，一部分是永久性流动资产，即企业长期稳定使用的那部分流动资产；另一部分是波动性流动资产，即季节性或周期性、临时性用于企业生产经营过程中的那部分流动资产。非流动资产和永久性流动资产构成企业的永久性资金需求，波动性流动资产构成企业的临时性资金需求。这些关系如图1—1所示。

从该图可以看出，资产结构制约资金需求结构，由于对资金需求的不同安排方式，企业负债结构可以分为激进型、中庸型和稳健型三种，下面分别介绍。

1. 激进型负债结构

激进型负债结构以一部分流动负债来满足永久性资金需求，其基本情况如图1—2所示。

激进型负债结构的特征特征是：流动负债比率高，使企业的资金短缺风险和负债风险达到最大。

激进型负债结构成本特点是：由于流动负债比率高，企业的债务成本可能会下降。

2. 中庸型负债结构

这种负债结构是企业的负债期限结构与企业的资产结构相对应，其一般情况如图1—3所示。

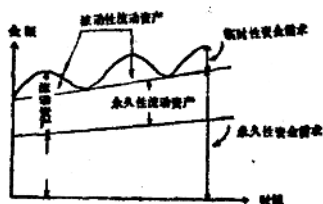


图1-1 资产结构及
资金需求结构

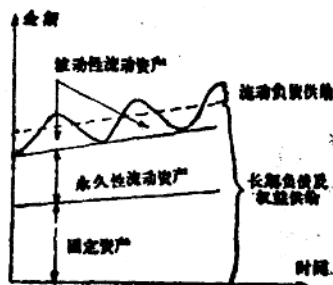


图1-2 激进型负债结构

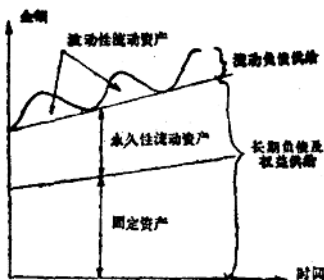


图1-3 中庸型负债结构

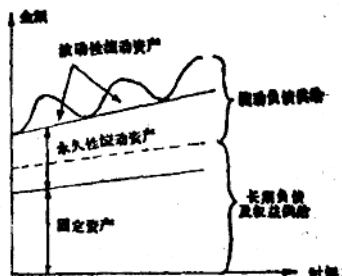


图1-4 稳健型负债结构

这种负债结构的风险和成本均居中，仅仅是一种理想的负债模式，难以在现实经济生活中实现。

3. 稳健型负债结构

这种负债结构是将一部分波动性流动资金需求通过长期负债来供给，其一般情况如图1-4所示。

这一负债结构与激进型负债结构具有相反的特点，风险低，成本高。

以上介绍了三种类型的负债结构，企业可根据自己情况来选择一种。

三、例解

下面举例说明这三种负债结构的风险和成本特征。

〔例1.1〕某企业负债率为60%。目前的总资产为700万元。明年预计销售收入为1000万元，预期经营净收入(EBIT)为100万元。公司长期负债成本为10%，流动负债成本为8%。目前正考虑三种负债结构：(1)激进型结构：流动负债300万元，长期负债120万元；(2)中庸型结构：流动负债200万元，长期负债220万元；(3)稳健型结构：流动负债100万元，长期负债320万元。

试计算三种负债结构的风险和收益，风险由营运资本状况和流动比率表示。

从表中可以看出，从激进型到稳健型，报酬率递减，风险也递减。所以，必须在风险和报酬之间作出选择。不同风险下，权益投资有不同的报酬率要求，所以，要将股东要求报酬率和各种负债结构下的预计报酬率相比较才能判断各种负债结构的可行性。