

21 世纪重点大学会计精品教材

21 SHI JI ZHONG DIAN DA XUE KUAI JI JING PIN JIAO CAI

主编 贾国军 副主编 陈文华 钱海波

Finance

Management

财务管理学



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

财务管理学

主 编 贾国军

副主编 陈文华 钱海波

经济管理出版社

图书在版编目(CIP)数据

财务管理学/贾国军主编. —北京:经济管理出版社, 2006

ISBN 7-80207-398-7

I. 财... II. 贾... III. 财务管理 IV. F275

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2006)第 004469 号

出版发行:经济管理出版社

北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 11 层

电话:(010)51915602 邮编:100038

印刷:北京晨旭印刷厂

经销:新华书店

责任编辑:常亚波(010-63320176)

技术编辑:蒋 方

责任校对:超 凡

787mm×960mm/16

23.5 印张 415 千字

2006 年 1 月第 1 版

2006 年 1 月第 1 次印刷

印数:1-5000 册

定价:35.00 元

书号:ISBN 7-80207-398-7/F·391

· 版权所有 翻印必究 ·

凡购本社图书,如有印装错误,由本社读者服务部

负责调换。联系地址:北京阜外月坛北小街 2 号

电话:(010)68022974

邮编:100836

前 言

财务管理作为最具活力的一门学科,在过去的一个世纪里得到了令人瞩目的发展。从最近的发展动向看,财务管理理论已经越来越广泛地运用于公司财务管理的实践。本书以公司理财为主体,以风险和收益为主线,系统介绍财务管理的基本理论和实用技术,力求突破财务管理教材的传统模式和写作方法,求实、求新和求深三者相结合。在参阅大量中外文献的基础上,本书以全新的视角将现代财务管理模式与我国的现实情况相结合,尽量为读者提供一种理财思路或导向,引导读者分析理财实务中的成败得失和经验教训,使读者能够学以致用或有所借鉴。

作为经济类、管理类本科专业的课程,在保证学科体系完整的条件下,我们尽量将理论与实践相结合,通过大量的例题分析和每章结束后的习题演练,使读者能够全面领会所学内容,提高分析问题和解决问题的能力。本书共计十四章。第一章至第四章是财务管理的基础部分,主要内容包括财务管理的目标、财务管理的环境、财务分析、财务估价、风险与收益分析。第五章至第九章是筹资和股利分配,主要内容包括长期筹资、短期筹资、资本成本、资本结构和股利政策。第十章至第十二章是投资部分,主要内容是项目投资、证券投资和流动资产管理。第十三章和第十四章是专题部分,主要讲述并购和清算过程中财务问题的处理。

本书既可满足会计、财务管理、金融等专业财务管理课程教学的需要,也可从事相关问题研究和教学的人员提供案头参考,为从事财务管理的工作者带来启发或裨益。

本书由贾国军任主编,陈文华、钱海波任副主编。全书的编写分工为:第一章、第三章、第四章、第八章和第十章:贾国军;第二章、第五章、第十三章和第十四章:陈文华;第九章、第十一章:钱海波;第六章:贾国军、范新安;第七章:陈文

华、朱辉;第十二章:钱海波、孔维伟。贾国军最后做了整体的调整和修改。

本书在编写过程中,参考了大量的国内外专家的著作、教材和文章,已在参考文献中予以注明,在此表示诚挚谢意。由于我们水平所限,书中难免出现错误和纰漏,恳请读者批评指正。

编 者

2005 年 12 月

目 录

第一章 财务管理概述	(1)
第一节 财务管理的含义.....	(1)
第二节 财务管理的目标.....	(5)
第三节 财务管理的环境.....	(9)
习题	(14)
第二章 企业财务分析	(16)
第一节 财务分析概述	(16)
第二节 基本的财务比率	(27)
第三节 杜邦分析法	(34)
习题	(38)
第三章 财务估价	(42)
第一节 货币时间价值	(42)
第二节 债券的估价	(53)
第三节 股票的估价	(56)
习题	(62)
第四章 风险与收益分析	(66)
第一节 风险的概念	(66)
第二节 单项资产的风险与收益	(68)
第三节 投资组合的风险与收益	(71)
第四节 资本资产定价模型	(82)
习题	(87)
第五章 长期筹资	(92)
第一节 企业筹资概述	(92)
第二节 普通股筹资.....	(100)
第三节 优先股筹资.....	(104)
第四节 长期借款筹资.....	(107)

第五节 债券筹资·····	(110)
习题·····	(117)
第六章 短期筹资·····	(122)
第一节 自发性筹资·····	(122)
第二节 短期借款·····	(125)
第三节 营运资金政策·····	(129)
习题·····	(133)
第七章 资本成本·····	(136)
第一节 资本成本概述·····	(136)
第二节 个别资本成本·····	(138)
第三节 综合资本成本·····	(144)
第四节 边际资本成本·····	(145)
习题·····	(148)
第八章 杠杆原理与资本结构·····	(152)
第一节 杠杆原理与企业风险的控制·····	(152)
第二节 资本结构理论·····	(163)
第三节 资本结构的决策分析·····	(169)
习题·····	(177)
第九章 股利政策·····	(183)
第一节 利润分配与股利支付·····	(183)
第二节 股利理论与股利政策·····	(185)
第三节 股票股利和股票分割·····	(192)
习题·····	(196)
第十章 项目投资·····	(200)
第一节 项目投资概述·····	(200)
第二节 现金流量及其计算·····	(201)
第三节 投资项目的评价方法·····	(206)
第四节 投资项目评价方法的应用·····	(220)
第五节 项目投资的风险分析·····	(224)
习题·····	(236)
第十一章 证券投资·····	(240)
第一节 证券投资概述·····	(240)
第二节 债券投资·····	(246)

第三节 股票投资.....	(254)
第四节 基金投资.....	(260)
第五节 金融衍生工具投资.....	(267)
习题.....	(270)
第十二章 流动资产的管理.....	(274)
第一节 现金管理.....	(274)
第二节 应收账款管理.....	(284)
第三节 存货管理.....	(298)
习题.....	(310)
第十三章 兼并与收购.....	(313)
第一节 兼并与收购概述.....	(313)
第二节 并购的财务分析.....	(318)
习题.....	(334)
第十四章 重整与清算.....	(335)
第一节 财务失败与财务失败预警.....	(335)
第二节 财务重整.....	(340)
第三节 企业清算.....	(345)
习题.....	(353)
附录.....	(354)
参考文献.....	(366)

第一章 财务管理概述

第一节 财务管理的含义

一、财务概述

财务一词的英语名称是“Finance”。“Finance”来源于古希腊文中的“Finis”，意思是终结、终了。在古代，任何争议都可以通过一笔钱财来了结，即 Fine（借款）一词的由来，进而演变成“Finance”。在现代世界里，货币触及我们所做的每一件事。我们从表面上看不到一幢建筑物、一套设备等具体投资形式背后的融资活动，但是它的确存在，投资与融资都与货币有关。简单地说，财务是从事与货币有关的活动。财务学研究的领域是比较广泛的，具体包括两个相互联系的领域：金融市场与投资、公司财务管理。

（一）金融市场与投资

金融市场并不完全指一个场所，它实际上是一个框架或组织，投资者和筹资者按照已经建立的规则 and 规定买进和卖出金融资产。我们比较熟悉的金融市场就是股票市场。参与股票市场，不必非得到交易所去，只需在你所在的区域内与股票经纪人建立一种关系，经纪人然后通过电子方式与各个交易所联络。股票交易所实际上是一个将经纪人和交易联结在一起的完整的网络。从事其他金融资产交易的市场的运行与股票市场类似。

总之，金融市场是投资者从发行公司购买金融资产的“场所”。投资者之间可以在同一金融市场上买入和卖出相同的金融资产，这是因为一家公司虽然一次仅发行一种证券，但是这种证券可以在投资者之间交易多次。

（二）公司财务管理

财务管理涉及企业投资和筹资及日常运营方面的财务决策和控制领域。从企业的经营扩张到融资工具的选择，制定和实施信用政策、决定存货储备资金和库存现金、股利政策和兼并重组分析等都是财务管理的内容。可以说，财务管理

是财务领域中涉及内容最多、范围最广、最复杂的领域。

财务的两个方面是通过公司在金融市场向投资者出售证券而连接起来的。两者关系如图 1-1 所示。

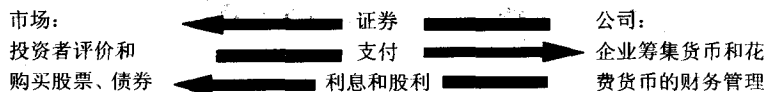


图 1-1 简略的金融体系

投资领域涉及购买股票和债券的决策，有关如何筹资和用资的决策是一个企业财务管理的重要组成部分。这些决策列示在图 1-1 的两侧，它们代表了我们将要重点研究的两个领域。

从历史上看，财务领域只局限在金融市场内的活动。而今，视角已经从以下两个方向进行扩展。

第一，在现代财务中，主要关注投资者的目标和活动。在早期，投资者自主进行决策的全部内容只是对特定证券（股票或债券）的完整描述。如今，人们已经关心投资风险概念以及投资者如何将多种证券组合在一起形成投资组合，以使风险最小化。我们将在第十二章深入考察这部分内容。

第二，现代财务涉及企业内部财务管理的地位和功能的扩大。从历史上看，财务经理只是被告之公司为从事某些特定项目需要多少资金，同时要从外部筹集多少资金。财务经理一般与决策无关。如今的财务经理则要深入地涉足这些相关决策。

二、企业的财务

企业的财务，一般是指企业从事的与资金运动有关的业务活动。资金这一概念，可以从不同的角度或根据不同的需要来解释。如果从企业资金的具体形态方面来解释，资金是指企业的资产，包括有形资产和无形资产。如果从来源的性质上解释，资金是指企业的负债和所有者权益。负债代表企业与债权人之间的一种信用或借贷关系，企业必须按期偿还本金，有些债务企业还必须支付利息。所有者权益包括企业所有者投入的本金、资本公积、盈余公积和未分配利润。所有者权益表明企业所有者拥有的权利，是一种剩余要求权。

企业从事生产经营活动的主要目的是为了谋求自身价值的扩大，寻求发展，从而满足各个利益相关者的要求。因此，必须把筹集到的资金投放到能够产生

最大效益的各个方面。资金在生产经营过程中得到增值后,将回收的原投入资金和增值后留归企业使用的那部分利润重新投放到生产经营过程中去,同时将增值的另一部分利润分配给企业的利益相关者。按照这一过程,资金反复地运行,形成了企业的资金运动。如图 1-2 所示。资金运动就是从货币量这个角度反映生产经营过程中的价值变化的诸方面。而企业从事资金运动中的各项经济活动,构成了企业财务。总体来讲,企业财务包括筹集资金运动、投放资金运动、经营及利润分配资金运动以及由此而产生的各种财务关系。

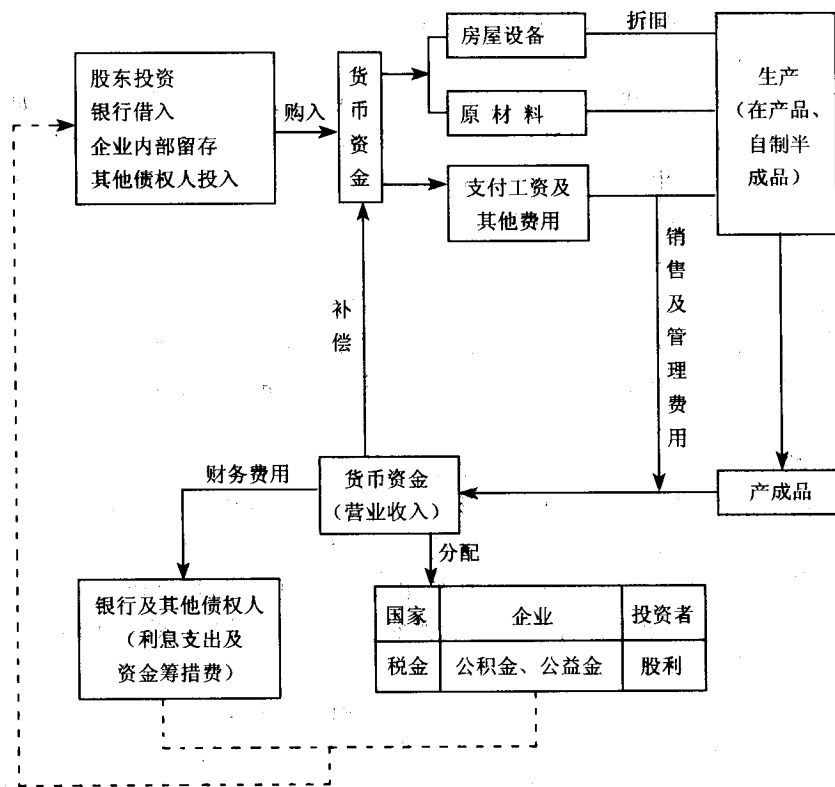


图 1-2 企业的资金运动

三、财务管理的内容和特点

(一) 财务管理的内容

财务管理实际上是对各种财务活动的管理。根据财务活动的不同,可以把

财务管理的内容分为以下几个方面：

1. 筹资管理。主要是对筹资活动的管理，具体内容包括资金需要量的估计、筹资渠道和筹资方式的选择、资金成本和风险的分析、资本结构的优化和选择等。

2. 投资管理。主要是围绕投资活动进行的管理，具体内容包括投资环境分析、投资收益的估算、风险分析、投资方案的财务评价决策等。

3. 营运资本管理。主要是围绕日常经营活动所进行的管理。具体内容包括流动资产管理和流动负债管理。

4. 利润分配管理。主要是围绕经营成果的分配活动所进行的管理，具体内容包括利润的估算、股利政策的制定等。

除了上述财务管理的内容外，还有一些特定情况下的财务管理问题，如企业的合并、分立、清算和破产等特定情况下财务活动的管理。这些特定情况，对企业来说并不经常发生，一旦发生，对企业影响极大。因此，对这些特殊情况下的财务管理问题，应给予一定的关注。

（二）财务管理的特点

财务管理作为企业管理的一个重要组成部分，侧重于企业价值管理，根据资金在企业中的运动规律，通过对企业筹资、投资、日常经营及收入分配等各种财务活动的管理，使企业的价值达到最大。同其他方面的管理相比，财务管理有其自己的特点。具体表现在以下几个方面：

1. 综合性强。财务管理的综合性主要体现在它的价值管理上。企业价值是物质技术条件、人力资源条件、有形资产、无形资产和经营水平的综合体现，所以对企业价值的管理必然是一项综合性管理工作。财务管理工作的综合性，要求在从事财务管理工作时必须全面考虑，借助于价值形式，把企业的一切物质条件、人力资源和经营过程都合理地加以规划和控制，达到企业效益不断提高，企业价值不断增大的目的。

2. 涉及面广。财务管理具体体现在对企业的各种资金收支活动的组织上。在企业经营的各个方面，从产、供、销到人事、行政、技术等各部门的业务活动，都与资金的收支活动密切相关，因而财务管理工作必然要延伸到企业经营的各个方面。财务管理的这一特点，要求在考虑财务管理问题时，要考虑到企业经营管理的各个方面。反过来，企业各个部门的每项活动，都要在资金的收入和支出方面主动接受财务管理部门的指导，按照各种财务管理规定行事。

3. 对企业的经营管理状况反映迅速。企业财务管理的效果，可以通过一系列财务指标来反映。透过财务指标，我们可以了解到企业经营管理情况。如产

成品资金占用过多,往往反映产品销售不畅、营销管理不到位;企业生产成本过高,反映企业中可能存在严重的物质投入或人力资源投入的浪费等。根据财务管理的这一特点,财务管理部门应当及时地向企业经营管理人员提供信息,以帮助他们了解企业的各种管理状况,以利于及早发现问题,改进管理工作。

第二节 财务管理的目标

一、财务管理目标的类型

目标是人们通过一系列的行为所要达到的目的。任何组织要想完成其事业必须首先确定追求的目标。企业财务管理的目标是财务管理理论和实务的逻辑起点,它是财务理论和实践的基础。

(一)利润最大化

利润最大化是财务管理最基本的目标,也是公司可能实现的目标。它是指公司的利润额在尽可能短的时间内达到最大。公司只有在盈利的基础上才能生存,这与微观经济学中强调的利润最大化目标和资本资源的有效使用是一致的。然而,进入 20 世纪 70 年代以来,投资者逐渐认识到一味地追求过高的利润会带来许多负面影响。主要集中在以下几个方面:

1. 企业利润最大化忽视了投入资本的数量。企业增加某一时期的利润额,其方法很多,如增发股票以扩大资本规模,可以增加利润总量。例如,某公司当前有流通在外的普通股 100 万股,利润额为 200 万元,则每股收益 2 元。若公司增发 100 万股普通股,并将所筹集的资金进行投资,可增加利润 100 万元。这样,全部利润总额为 300 万元,但是每股收益却降到 1.5 元。所以,追求利润最大化不一定增加股东的财富,它是一个不完整的目标。

2. 企业利润最大化忽视了时间的选择。例如,今年获利 100 万元和明年获利 100 万元,哪一个更符合企业的目标?若不考虑货币时间价值,就难以做出正确判断。

3. 企业利润最大化目标忽视了风险。一般而言,利润的变化也许代表着风险的变化。报酬与风险是相伴而生的,这是财务金融学的一条重要规律。企业追求高利润,暗含着将冒更大的风险。关于风险与报酬的关系在第十二章有详细讲述。例如,同样投入 500 万元,本年获利 200 万元,一个企业的获利已经全部转化为现金,另一个企业的获利则全部是应收账款,并可能发生坏账损失,哪一个更符合企业的目标?若不考虑风险的大小,就难以做出判断。

4. 利润最大化强调的是会计利润。在计算会计利润时,利息费用作为成本考虑进去了,而忽略了股东提供资金的成本。例如,公司在一个新的投资项目上可获得8%的报酬,若贷款的资金成本低于8%,这个项目肯定会增加公司的利润。但是,若公司的股东用同样的资金投资于风险相同的项目,可获得12%的报酬,公司是否可以接受这个项目呢?答案是否定的。

(二) 股东财富最大化

股东财富最大化是指企业通过有效的经营和理财,最终给股东带来最多的财富。股东财富的变化可随时通过股票市场上该公司的股票价格变化反映出来。在有效的资本市场上,公司股票的市场价格代表了市场对企业业绩及企业价值的综合评价,所以,人们常常用股票价格来衡量企业价值或股东财富的变化。正由于此,股东财富最大化目标也常称为股票价格最大化目标。为什么把股东财富最大化作为财务管理的目标呢?

首先,股东财富最大化目标可促使企业有效经营。从法律上讲,股东拥有企业,股东选出董事,再由董事聘用经理去管理企业。因此,从理论上讲,董事及经理必须按照股东的利益经营企业。如果董事及经理不能履行其受托责任,股东就会“用脚投票”。

其次,股票价格最大化是风险与报酬均衡的结果。影响股票价格的因素包括未来的现金流量、风险和时间。风险是关于这些预期现金流量的不确定程度,而时间则是取得预期现金流量的具体时间。企业要想使股票价格最大而增加股东财富,必须综合考虑以上因素的影响。

(三) 社会责任

企业在寻求股票价格最大化的同时,还应该考虑社会责任。成功的企业与雇员、供应商、消费者以及周围其他的公共团体等紧密联系在一起,这些团体的财富又与公司的繁荣和不断增长联系在一起,所以,公司应寻求与这些团体的利益均衡,而不只是关心自己公司的股东财富最大化。在许多情况下,这种社会责任的承担与法律和其他形式的义务一样重要。

另外,近些年来,人们越来越重视生存环境的改善,也十分重视环境保护。企业作为举足轻重的经济实体,必须考虑其政策和行为对整个社会的影响,人们早就认识到外部环境对企业决策至关重要。因此,越来越多的企业也自觉承担起保护环境的社会责任,如麦当劳就采用可回收的纸容器等。

综上所述,企业应该以股东财富最大化为最佳目标,同时兼顾社会责任。

二、财务管理目标的协调

我们已经了解到公司的最佳目标是使股东的财富最大化。在企业的经营活

动中,经理在组织、实施公司年度经营计划和投资方案,主持公司的生产经营管理等多方面直接的决策权,经理为了满足自身的利益需要,可能会有一些其他的目标,这些目标与股东财富最大化目标相冲突,由此引出代理关系的研究。

(一)代理冲突

代理冲突是由代理关系引起的。所谓代理关系是一种契约或合同关系,即委托人按照契约或合同雇佣代理人来代表他们完成某项服务或活动,并授予代理人一定的决策权。在财务管理中,最基本的代理关系主要存在于两个方面,即股东和经理之间、股东和债权人之间。

1. 股东和经理之间的代理冲突。

股东的目标是使股东财富最大化。作为委托人,股东要求经理(即代理人)以最大的努力去完成这个目标。但经理也是最大合理效用的追求者,其具体行为目标可能与委托人不一致。具体内容包括:

(1)增加报酬,包括物质和精神的报酬,如工资、奖金,提高在社会公众面前的形象和社会地位等。

(2)增加闲暇时间,包括较少的劳动时间和在有效劳动时间中较小的劳动强度等。

(3)避免风险。经理努力工作可能得不到与之相应的报酬,他们没有必要为提高公司股价而去冒风险。股价上涨的好处将归于股东,而一旦失败,经理的“身价”将下跌。因此,经理常常会放弃一些获利机会好但风险高的投资机会。股东则不同,他们总是希望经理全身心地为股东服务,能够站在股东的立场上进行决策。

2. 股东和债权人之间的代理冲突。

第二种代理关系是股东(通过经理)与债权人之间的潜在冲突。债权人将资金贷给企业,其目的是到期收回本金并按规定取得利息收入。而公司借款的目的是扩大经营,获取更大的收益。贷款合同一旦签订,资金到了公司账户,债权人就可能失去了控制权。股东可能为了自己的利益伤害债权人利益。常用的方式有:

(1)股东不经债权人的同意,投资于比债权人预期风险更高的新项目。如果高风险项目侥幸成功,超额利润归股东独享,债权人只能获得固定的利息收益。如果项目失败,公司无力清偿,债权人和股东共同承担由此造成的损失。所以,对债权人来说,超额利润肯定拿不到,发生的损失却可能要分担。

(2)股东为了提高公司的利润,不征得债权人同意而发行新债,致使旧债价值下跌,使债权人蒙受损失。

(二)代理成本

为了保证经理能为股东的利益而努力工作,减少经理与股东之间的利益冲突,公司必须增加开支,这就是代理成本。主要包括:①监督经理行为的费用;②调整公司组织结构,以限制经理的行为偏离组织目标的花费。

如果股东不干涉任何管理行为,则代理成本为零,此时经理采取的不适当行为会使股东遭受损失。相反,如果股东企图使经理的每一项行为都完全符合股东的利益,则代理成本是高昂的。应当说,最佳的代理成本的确定应该视作企业的一项投资决策。

此外,股东是否可以通过经理从债权人那里获得更多的财富呢?我们说是不可可能的。首先,这是一种不道德的行为,在商业世界里,不道德的行为没有活动空间。其次,债权人为了保护自身利益,会在借款合同中加入限制性条款,如规定资金用途,规定不得发行新债或限制发行新债的规模等。最后,如果债权人发现公司有剥夺其财产的意图,他们将拒绝给公司提供贷款,或提高贷款利率以补偿可能造成的损失。

(三)管理机制

关于如何解决经理和股东的冲突有两个极端的方法。一是只把公司的股票作为经理的报酬。这样,经理就会为提高股价而努力工作,这时代理成本非常低,但是经理很少愿意接受这样的条件。另一种极端的做法是股东监控经理的每一个行为,但这样的代理成本会很高,也不一定有效。所以,最佳的解决办法应该在这两种极端之间做出适当的选择,既把经理的报酬与公司业绩联系起来,又有适当的监督。协调股东和经理之间的代理关系的机制通常有以下几个方面:

1. 管理报酬计划。

一个有效的管理报酬计划应该达到两个目标:一是能够吸引和留住有能力的经理;二是将经理的行为尽可能紧密地同股东利益保持一致。一般来讲,经理的报酬由三部分构成:①能满足生活基本开支的明确的年薪。②基于当年的获利能力在年末支付的奖金。③为经理提供股票期权,以激励经理提高企业的长期业绩。

2. 股东直接介入。

近几年来,机构投资者拥有公司股票的比例呈上升趋势,如保险公司、退休基金、投资基金等。所以,机构投资者有能力在一定程度上对企业的经营管理施加重大影响。机构投资者通常拥有巨大的投资组合,他们在证券市场上买卖股票,对公司的股票价格影响很大。同时,公司经营业绩的好坏也直接影响股票价

格,进而影响机构投资者的利益,双方的利益被股票拴在一起。因而,机构投资者不得不关心公司的经营管理,而公司也与机构投资者保持着良好的关系。

3. 解聘经理。

如果经理没有采取必要的管理行为使股东财富达到最大,股东就可以行使投票权改组管理层、解聘经理。以往,由于大多数公司的股权很分散,经理的管理控制权远远超过了代理机制,对公司管理有意见的股东想通过投票解聘经理几乎是不可能的。然而,现在的情况有了很大的改变。随着竞争机制的引入,经理人才市场的建立,股权越来越集中在少数机构投资者手中,经理被解雇的可能性变为现实。

4. 接管威胁。

接管是在公司的股票价格因潜在问题而下跌时发生的被其他公司强行收购的事件。在恶意收购中,被接管的公司经理往往被解聘,或降级使用,使他们原有的地位或权利受到损害。因此,接管的威胁促使经理采取行动使股票价格或股东财富达到最大。

第三节 财务管理的环境

财务管理是在一定的环境中进行的。财务管理环境是指企业在财务管理过程中所面临的各种影响因素。研究财务管理环境有助于提高企业财务管理对环境的适应能力,实现财务管理的目标,提高财务管理的效率。本节首先对财务管理的整体环境因素做一描述,然后对企业财务活动影响比较大的金融市场和利息率做详细的介绍。

一、财务管理的环境因素

我们知道,企业是社会中的一个经营单位,它的环境就是整个社会,社会中的各种因素或多或少、直接或间接地都会影响到企业的经营,影响到企业的财务活动。根据各种因素对企业经营的影响方式不同,可以把经营环境分为三个层次:第一个层次是直接与企业发生关系的各种因素,如企业的客户、竞争对手以及能源、资金、原材料、劳动力、技术资源的供应者和与企业发生直接关系的行政部门等,可称之为企业财务管理的微观环境;第二个层次是影响企业所在行业经营的行业环境,行业环境通过微观环境影响到企业的经营,影响到企业的财务管理活动;第三个层次是表明社会所处状态的各种因素,如政治、经济、文化、科技水平所构成的经营环境,可称之为企业财务活动的一般环境(也可称之为企业财