
现代企业 资金管理研究

RESEARCH ON CASH
MANAGEMENT IN MODERN
ENTERPRISE

杨俊运◎著



中国财经出版社

现代企业资金管理研究

Research on Cash Management in Modern Enterprise

杨俊逸 著

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

现代企业资金管理研究/杨俊远著. —北京: 中国财政经济出版社, 2004.7
ISBN 7-5005-7388-X

I. 现… II. 杨… III. 企业管理: 资金管理-研究 IV. F275.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2004) 第 058332 号

中国财政经济出版社 出版

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

E-mail: cfeph@cec.gov.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100036

发行处电话: 88190406 财经书店电话: 64033436

北京牛山世兴印刷厂印刷 各地新华书店经销

787×1092 毫米 16 开 27.75 印张 1 插页 436 000 字

2004 年 7 月第 1 版 2004 年 7 月北京第 1 次印刷

印数: 1—3000 定价: 50.00 元

ISBN 7-5005-7388-X/F·6456

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

序一

杨俊远博士的学术专著《现代企业资金管理研究》在现代企业理财学科的理论前沿进行创造性开拓研究，并力图以他所掌握的先进理论成果为我国当前以市场为导向的国有企业制度改革提供理论指导。

作者学术视野宽广，他依据“以我为主，博采众长，融合提炼，自成一家”的原则，深入研究了诺贝尔经济学奖获得者在成熟市场经济环境中企业理财学领域所开拓的理论，如CAPM、MM模型，并达到了一定的认识高度。再以此为基础，联系我国当前深化经济体制改革中的几个关键性问题——现代企业制度的建立和相应的现代意义上的企业理财问题，及其合乎逻辑的扩展——企业集团的构建和相应的理财问题。这部专著从金融市场在现代市场经济体系中的主导地位出发，以产权理论为基点，以资金营运贯彻始终进行深入的、前瞻性的研究，提出了很多精辟而独到的见解，对我国当前深化国有企业改革具有重要的指导意义和参考价值。

这部专著的最大特色是，起点高，对有关问题的分析和论证在广度和深度上均有较大的突破。这些开拓性成果的取得是和作者在现代企业财务领域既有深厚的理论修养，又有丰富的实践经验分不开的。

杨俊远博士长期从事财务资金管理工作，对现代企业

资金管理理论有深入的研究，对中外企业资金管理实践有深切的了解。通过这部专著，可以看到：作者知识广博，理论功底深厚，治学严谨，富有开拓、创新精神。尤为可贵的是，杨俊远博士毕业后即投身于繁忙的实务工作，但他仍不忘理论研究，通过工作中积累的实践知识对自己的博士论文不断进行充实提高，从而形成这部著作，这部著作的出版是对他在财务理论和实践问题方面勇于探索、勤于思考精神的进一步肯定。作为杨俊远博士论文答辩委员会主席，我相信这部专著的出版对我国企业资金管理理论与实践的发展都会有所裨益，因此欣然作序。

余绪缨

2004年5月于厦门

序二

时隔七年之久，杨俊远同志对1997年的博士论文《现代企业资金管理研究》进行了修订与增补，从而充实了内容，扩展了篇幅，形成了一部专著的格局。今公开出版发行，我认为这部专著既有利于开展学术交流，又有利于在中国企业改革实践中接受检验。

现代企业的资金管理是现代企业财务管理工作中的一个关键问题，尤其是对于仍处在改革之中的中国国有大中型企业更是这样。当今，中国政府把国有大中型企业建立现代企业制度放在突出位置之上，故解决好国有企业的资金管理问题要显得更为迫切、更为突出。杨俊远博士曾担任深圳机场集团的财务负责人，在财务管理方面认真负责，并勇于改革创新。其中在资金管理方面，他将所学理论用于实际，而又在不断总结的基础上，把所解决的实际问题上升到理论的高度重新加以认识。因此，在该集团公司的资金管理方面取得了明显的成效，使集团的财务状况一直处于良好状态。而后他在香港工作多年，担任深业（香港）投资发展公司副总经理，分管财务、资本运作和投资业务；目前在长城证券公司任副总裁，先后主管过财务和投资工作。这部专著既是他学习国外先进财务管理理论的总结，也是他主管国有企业财务的经验总结。在这部专著的创作过程中，他遵循“实践——理论——实践”的

认识规律，坚持在用中学，在学中用，从而使对企业资金管理等问题研究建立在切实可靠的基础之上。

这部专著从研究现代企业的产权制度着手，对围绕产权制度的一些重要问题进行了较为深入地分析、研究，并最终把研究的落脚点放在中国国有企业制度建设方面。作者把确定现代企业制度的主体归结为对企业资本运营的科学组织与管理，故在开篇之章便从现代企业产权制度研究着手，一方面比较系统地探讨了有关公司产权的基本理论与公司产权制度演变的基本规律，而另一方面又相关联地研究了现代社会的企业资本营运，以及现代企业中最具有代表性的企业集团中的资本营运及其管理问题。正如作者在本专著中所指出的“企业环境和形态的发展变化，必然会带来经营管理主体的转移。如果说工业化初期企业经营管理的主体是产品的生产经营及市场化时期是商品营销管理的话，那么在现代公司制度发展的今天，企业经营管理主体已转向了资本运营。”可以讲，这既是解决建立现代企业制度中的一个本质问题，也是当今我国国有企业进行组织体制改革、财务改革中的一个关键问题。所以，这部专著所研究的基本问题都具有较强的现实意义，它对于现代企业的财务管理工具具有一定的指导作用。

合理化借鉴对于现代化中国企业的改革是十分必要的，尤其是在引进国外的现代财务管理方法及理论方面，吸收能为我所用的财务管理方法，并深入研究有关资本结构决策方面的基本理论，最终使中国企业从旧的财务管理模式中扭转过来更为必要。在这部专著的第五部分和第六部分，将所探讨的财务问题引向与股份公司（尤其是上市公司）资本营运密切相关的方面，并将对资本结构理论的研究集中到最具典型意义的MM模型的研究方面。有关资本结构的理论问题，涉及到现代企业财务管理中的核心内容，是近年国内财务理论研究的热点课题，它对于当今中国企业，尤其是上市公司的财务管理人员既十分重要而又比较陌生的。作者正是从这一实情出发，既对MM理论作出了较为详细地介绍，又对MM理论之中的关键性问题结合中国实际进行了广泛的实证研究，希望这样做有利于中国现代企业制度建设和上市公司的发展壮大。由此可见，作者完全立足于中国企业的改革来研究财务管理方面的问题，尤其是立足于中国国有企业的改革来研究股份制公司、上市公司的关键性财务管理问题，故这部专著的创作价值又在于它的针对性、现实性与可读性。

我作为作者的博士导师，既从博士论文的角度对作者的创作作出肯定，而又在论文扩展之后作为一部专著即将出版之际，向读者作简要介绍与向读者推荐。并期望读者对专著中所述内容进一步展开研究，以推动我国企业财务管理工作的发 展。



2004年春夏之交于武汉

内容摘要

现代企业的典型代表为有限责任公司和股份有限公司(包括上市公司)。现代企业管理的主要目标就是使公司的价值最大化,它是市场经济条件下现代企业实行资本营运的必然要求和结果。现代企业资金管理是现代企业管理的中心内容。本书以现代企业资金管理为研究对象,主要目的在于:

1. 以产权为线索,以资本营运为目标,对现代企业制度进行系统研究。

2. 以产权为纽带,以受托责任为依据,对市场经济条件下现代企业会计管理、财务管理的基本问题进行深入研究。

3. 探讨现代企业资金管理的一般规律和企业集团资金管理的特殊规律。

4. 以风险衡量为基础,以预期收益实现为方向,对界定和分析风险的方法予以探讨,从而运用这些方法研究既定程度风险下的预期收益的实现。

5. 以风险收益理论为指导,以公司价值最大化为目的,在总体风险和市场风险模式下审视经营风险和财务风险,进而研究资本成本、资本结构、资本结构决策及股利政策决策等为中心内容的现代企业资金管理理论。

本书的结构就是围绕以上问题进行组织的。全书以完全市场经济条件下的美国现代公司及其资金、价值资本的运作与管理为代表性模式为借鉴,通过分析、探讨和扩

展，使人们对当今的现代企业及其资本营运和资金管理有一个较完整的感性认识和较深刻的理性认识。

全书共分为6部分16章，总体结构如下：

第一部分以产权为线索，研究现代企业制度的特征，以及现代企业制度核心问题——公司治理结构。该部分包括第一章和第二章。

第一章从产权的基本理论、企业的组织形式及现代企业制度要义着手，阐述现代企业制度及其资本营运。与不同的产权形式相适应，企业在长期发展过程中逐渐形成了三种法律制度形式，即业主制、合伙制、公司制。公司制是一种比业主制和合伙制更为优越、更适合现代化大生产方式、更有利于企业资源有效整合的制度形式。企业制度变迁若从“结构主义”角度出发可以发现，与产权制度变迁并行的信用制度发展、企业融资结构变化是企业产权制度演变的一个重要解释变量。现代公司制度就是我国当今所强调的现代企业制度。现代公司制度的确立使得企业从原来的所有者控制转向“经营者控制”，实现“所有权与控制权相分离”。现代公司是以企业的法人财产权完全独立为基础的。

第二章对现代企业制度之核心问题——公司治理结构进行研究，以进一步明确现代企业的价值取向。公司治理结构是现代企业发展的产物，也是现代企业制度的核心问题。现代企业的所有权与经营权分离，造就了职业的管理者阶层和管理者市场。职业管理者取代业主控制企业的经营又产生了“代理人”问题。从经济学的理性假设出发，委托人和代理人具有不同的目标函数。为了确保委托人的权益不被侵害和滥用，两者的契约关系需要制度上的相应安排，这就是公司治理结构所要解决的问题。从这个意义上讲，公司治理结构是一组规范与法人财产相关各方的责、权、利的制度安排。这一制度安排或组织结构形态的内在逻辑是通过权力制衡来实现对管理者的约束与激励，以最大限度地满足股东和相关利益者的权益。

第二部分以现代企业为前提，以产权为纽带，以受托责任为依据，主要研究财务管理与会计机构的独立，受托责任、产权与财务及会计的关系，研究受托责任与现代企业制度的关系，以及现代企业会计管理、财务管理的内涵、目标、组织机构等内容。该部分包括第三章和第四章。

第三章以现代企业制度建立与运作为基本点，讨论现代企业财务与会计组织机构相分离、独立运作的客观必然性和必要性，并以受托责任理论及产

权理论为指导，研究现代企业会计管理。会计“受托责任”结构与产权结构是相吻合的。现代会计管理制度是以代理关系（委托受托关系）为存在前提，以会计反映和会计控制为基本特征的，必须定期向具有代理关系的各个方面进行报告的一种明确企业产权关系的会计受托责任制度。这里所讲的会计受托责任是指：受托人有义务和责任向有代理关系的委托人（赋予受托人财产经营权）充分报告其委托责任的履行情况（具有会计性质），这有助于理顺代理关系，提高代理效益，并可作为维系或解除受托与委托关系的主要决定依据。

第四章对完全市场经济条件下的现代企业财务管理进行研究。传统财务理论忽视了财务与产权的关系这个主题。事实上，产权概念的引入，将从多方面影响我们对现代企业财务的理论认识。现代企业财务的产生、内容、目标、运作都离不开产权，并由产权来决定。财务管理不是简单地对资金运动的管理，而是借助于资金运动管理实现产权管理，是“价值”与“权利”的结合。

第三部分研究现代企业资金管理目标及资金管理环境，以便深入了解现代企业资金管理的实质。该部分包括第五章和第六章。

第五章主要讨论企业价值及评估、资金管理创造价值的过程和环节。价值评估的目标在于尽可能准确地估算一个企业的公允市场价值。在现代金融学和公司财务领域，折现现金流量法是西方被最为广泛地认同和接受的主流公司价值观。由于自由现金流量是公司的价值创造之源，公司的任何一项管理活动和决策必须满足以下四个中的一项或多项条件，才能为公司创造价值：增加现有资产产生的现金流；增加现金流的预期增长率；增加公司高速增长长期的长度；优化融资决策及资本结构管理，增加公司价值。现金流量在价值创造过程中犹如企业风险与收益的“平衡器”。

第六章以美国市场经济模式为借鉴，将着重研究资金筹集、证券交易和建立股票价格的市场、以及这些市场中经营的机构。在一个发达的经济社会里存在着许许多多各种各样的金融市场，每个市场又由很多机构组成，每个市场采用着不同类型的工具，而且不同的市场服务于不同类型的顾客。由于现代资金管理部門的主要目的是使公司价值最大化，因此对金融市场的了解对任何从事公司财务管理的关系人都是至关重要的。

第四部分主要研究投资的风险与收益的衡量：总风险与市场风险，以及

在既定风险下实现预期收益的方法：资本资产定价模型及套利定价理论。该部分包括第七章和第八章。

第七章讨论风险的定义、衡量风险、讨论风险与要求的收益率之间的关系，它对投资决策、融资决策等具有至关重要性。风险是指实际得到的收益小于预期收益的可能性，概率分布为风险的衡量提供了基础。风险的界定和衡量有多种方法，总体有两种风险，即总风险和市场风险。每种股票的相关风险即是它的市场风险，这可以衡量每种股票分担的有价证券综合风险。一种股票对有价证券组合的影响越大，这种股票的市场风险就越高。结合第八章的研究我们将会知道，一种股票的市场风险是受它的总风险影响的，同时也受它的收益与所有股票有价证券的总收益的对比关系影响。

第八章讨论在投资机会集合中增加一种无风险资产的风险与收益，同时运用资本资产定价模型（CAPM）简洁准确地回答一个基本问题：给定程度的风险需要回报多少收益？还深入讨论和分析了对 CPAM 的扩展理论——套利定价理论（APT）。

第五部分是现代企业资金管理的重要内容，是本书研究的重点——资本结构理论及融资决策。该部分包括第九章至第十三章。

第九章研究企业资本组成成分及其成本，以及影响资本成本的主要因素。资本这个概念代表着购买资产和公司营运所需的资金。如果没有在资产负债表左侧标明的资产，公司就无法取得销售利润，而且这些资产必须来源于表中右侧的项目。那么，资本的组成部分就是资产负债表右侧的所有项目，包括长期和短期负债，优先股票及普通权益。为了计算出公司整体资本成本，我们首先确定资本各个组成部分的成本，然后再将各部分成本加权平均，得出加权平均资本成本（WACC）。

第十章详细讨论资本结构的理论基础和一些较为实用的解决方法。不仅系统介绍了 MM 无税收理论、MM 的套利证据、征收税情况下的 MM 理论，而且还对这些模型或理论作了评价。同时，我们还对 MM 模型作了演示。

第十一章扩展以前的讨论，并研究实际中到底如何作出资本结构决策。最后，通过对西方七国特别是美国企业融资结构的实际情况与顺序偏好假设之间符合性讨论，证明顺序偏好理论较抉择模型理论更适合解释发达国家公司的资本结构与融资决策。

第十二章研究中国上市公司资本结构及融资行为。中国上市公司的资产

负债率历年均低于全国企业平均水平，与西方发达国家相比，中国公司负债水平也是最低的。中国上市公司更依赖于外部融资，在外部融资中更依赖股权融资而不是债务融资。但由于中国上市公司股权融资效率低下，上市公司偏好股权融资必然有损现有股东利益。

第十三章对股利政策进行研究。股利政策，即对盈利进行股利支付，或公司留利用于公司再投资所作的决定。股利政策具有三个关键要素：一是盈利的多少用于股利支付，平均支付还是延迟支付？此即是“目标支付政策（Target Payout Policy）决定”。二是公司应该试图保持一个稳定的、较固定的股利增长率，还是每年根据其内部资金需要和现金流量而不断变动其股利支付水平？三是公司应在当期股利支付中付出多少数额？这三个因素就是本章研究的基础及关键，同时还要研究两个相关问题，即股票回购和股票分割。

第六部分从企业集团及其治理结构出发，探讨企业集团资金管理模式和方法。另外还深入研究企业集团资本营运的主要领域——兼并重组中的资金管理专题。该部分包括第十四章至第十六章。

第十四章从企业集团的发展、特征研究入手，归纳企业集团的准确涵义，分析我国企业集团发展成就、存在的缺陷以及发展方向。并讨论企业集团治理结构的核心问题；股权控制结构；集权与分权管理体制；组织结构；董事会的职能及权责。

第十五章从实践和理论上探讨企业集团资金管理的特殊规律。企业管理体制决定了资金管理的模式，有什么样的管理体制就有什么样的资金管理模式与之相适应。现代企业集团更倾向于集权管理，利用集中管理模式达到控制下属企业、保障集团整体经营战略目标的贯彻和实现。依据资金控制的集权与分权的程度来划分，企业集团资金管理和控制大致可分为报账中心、结算中心、内部银行、财务公司等四种模式。

第十六章对并购业务中的财务与资金规划作专题研究。企业集团主要是通过资本参与方式而形成的。纵观企业的发展历史，当若干独立的企业形成企业体系或企业集团时，一种更大的经济联合体就产生了。这种联合体的产生是当今世界所有工业化国家企业集中的最为典型的表现。并购是一项复杂的系统工程，财务与资金规划无疑是其中一个最重要的环节。本章研究的内容包括财务协同效应、并购估值、并购财务方式与资本结构等，并通过案例演示并购估值方法。

本书是根据我1997年的博士论文修改、扩充而成的。1997年，中国国企改革不断向纵深发展，国内学术界掀起了现代企业制度研究的热潮，我的博士论文运用现代企业制度理论探讨现代企业资金管理，为中国财务理论界早期研究该领域的少数人员之一。1996年中至2001年末，我任深业（香港）投资发展公司副总经理，主管公司财务、投资及资本运作，香港的工作经历使我对西方现代企业制度及财务管理理论更具深刻的认识和了解，因此，我的博士论文在现代企业资金管理诸多理论领域领先当时国内财务研究界，如对资本结构理论研究、企业集团结算中心运行模式研究等。

博士毕业后，由于工作繁忙，一直未能将博士论文整理出版。时过境迁，1997年后随着证券市场规模不断扩大和国际化发展，西方企业理论和财务理论不断被国内学术界所认识和接受，公司治理结构、资本结构等实证研究成为近年来国内财务研究的热点和重点，相关研究文献也越来越多。相比之下，我的1997年博士论文就显得有点“过时”了。

亡羊补牢，未为晚矣！近两年时间来，我查阅了国内外最新的研究文献，并结合工作中积累的实践知识，对博士论文进行充实提高，并增加了对治理结构、企业价值、并购估值等理论研究，同时加强了对国内企业资金管理实务——国内上市公司资本结构、企业集团治理结构、企业集团资金管理模式的研究，使全书结构深入浅出，理论更加结合实际。

希望读者阅读本书后，能够以全新视角认识现代企业资金管理。同时，鉴于作者学术水平和研究能力有限，资料收集挂一漏万，不足之处在所难免，诚请读者批评指正。



Abstract

The typical forms of modern enterprise incorporate the Limited Corporation and Stock Corporation (including the listed one). The major objectives resulted from the modern enterprise management is to maximize the corporate value, which are also the essential need and outcome of its capital operation in the stage of market economy. The management of cash, likewise, is the corn of modern enterprise's governance. This book will focus on such regards and attempt to:

- Study systematically on modern enterprise system by employing the property rights as a clue and targeting capital operation.
- Analyze profoundly on fundamental issues of accounting & financial management within the modern enterprise by linking to property rights and relying on accountability.
- Discuss the common rules of the cash management within the modern enterprise and the special terms possibly in the Enterprise Group.
- Elaborate approaches to identify and analyze risks in order to meet expected returns based on a risk measurement and profit expectancy orientation.
- Highlight theories of the modern cash management in terms of the capital cost & structure and the dividend policy while detecting managing and financial risks under market

risks by the guidance of a risk return theory and a maximized profitability commitment.

The book is organized on the basis of above topics and mainly studies pragmatic approaches of the modern enterprise's governance and its cash management. Referring to the capital operation & management model existing in modern American corporations, who perform in a fully completed market economy, the book strives to deliver an all - round understanding of the capital operation and cash management. Overall, it encompasses six parts including sixteen chapters which is organized as followings:

Part I looks into the bedrocks of the modern enterprise system and its core issue, the corporate governance structure grasping the clue of the property rights. This section incorporates Chapter 1 and Chapter 2.

Chapter 1 from the prospective of theories on modern enterprise's establishment, argumentation is drawn in modern enterprise's capital operation and system. In compliance with different types of property rights, three enterprise's types have emerged, they are ownership, partnership and corporation respectively. The form of corporation is superior to the other two since it is more compatible with mass production and corporate resources integration. In views of "structuralism", it can be found that the development of credit system and changes of financing structure are important explanatory variables witnessed the changes of enterprise's property rights system. For a modern enterprise system, the corporate system is the one that Chinese policy makers are fervently advocating. Its establishment facilitates the owner - controlling corporate to convert into an operator - running form which cause a real separation between ownership and management. Namely, the cornerstone of modern company appears to be the radical independence of entity's property rights.

To further orient the enterprise's value, Chapter 2 discusses the core issues of the modern corporate management structure. The structure of corporate governance originates from the development of the modern enterprise and it is also a hardcore of the modern enterprise system. The separation between ownership and management paves the way to the debut of the manager's group and market. However, the managers who hold the rein of real power from corporate owner's hand bring a new problem of "agent".

From the economic outlook, assignee differs from agent in its purposes. To ensure that agent's interests not be invaded and abused, a contractual layout between agent and assignee needs to be taken into account, which is also the target that corporate governance structure should shoot. From this point, the structure of corporate governance specifies the leveraging of rights and responsibilities of every participant in a corporation. Moreover, the structure streamlines rules and procedures in decision-making process on corporate affairs and finally provides possibilities for corporate owners to motivate and constraint managers so as to deliver a maximum yield ratio for shareholders.

Adhering to modern corporate management philosophy, **Part II** concentrates on the significance, organizational structure, managing goal and independence of the accounting and financial management as well as the interactive connections among accountability, property rights, accounting and the running system under the background of modern enterprise. It comprises Chapter 3 and Chapter 4.

Based on the establishment of the modern enterprise system, Chapter 3 initially discusses the necessities of an independent financial management and the breaks between financial management and accounting in modern enterprises. Then it tries to study modern enterprise management accounting under the guidance of the accountability and property rights theory. In fact, the accounting accountability is coherent to the property rights in terms of structure. Modern management accounting is a kind of accountability system in which assignee should report to agent on his performance by applying the existed agency relationship as a prerequisite and the accounting control as a basic characteristics. Here, the accountability means that the assignee has responsibilities and liabilities for fully reporting his performance to the agent, who authorizes assignee to manage assets. Besides, the accountability is helpful to keep the agency links orderly and improve its efficiency, which was viewed as an indicator to maintain or terminate an agency.

Perceived in a completed market economy background, Chapter 4 makes efforts in probing into modern financial management. Traditional financial theory takes the relationship between finance and property rights for granted. As a matter of fact, finance and business property rights are highly associated. The introduction of the