

企业境内外上市融资与管理 丛书



企业境内外融资上市
必修课



上市公司 财务管理

——深层变革与创新

Financial Management of Listed Company
—Deep Transformation and Innovation

◎ 刘李胜 / 主编



经济科学出版社
Economic Science Press

企业境内外上市融资与管理 丛书

企业境内外融资上市
必修课



上市公司 财务管理

——深层变革与创新

Financial Management of Listed Company
—Deep Ref

◎ 刘李胜 / 主编



经济科学出版社
Economic Science Press

责任编辑：王长廷 刘 莎

责任校对：郑淑艳

版式设计：代小卫

技术编辑：邱 天

图书在版编目 (CIP) 数据

上市公司财务管理：深层变革与创新/刘李胜主编.

—北京：经济科学出版社，2011.9

(企业境内外上市融资与管理丛书)

ISBN 978-7-5141-0969-6

I. ①上… II. ①刘… III. ①上市公司-财务管理-研究-中国 IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 170476 号

上市公司财务管理

——深层变革与创新

刘李胜 主编

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100142

总编辑部电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：www.esp.com.cn

电子邮件：esp@esp.com.cn

北京密兴印刷厂印装

787×1092 16 开 29.75 印张 530000 字

2011 年 12 月第 1 版 2011 年 12 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-5141-0969-6 定价：82.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

导 言

为股东创造价值而重视财务管理



上市公司作为符合特定条件（依不同国家和地区的相关法律、证券监管机构及证券交易所的不同规定而不同）的公开发行为和交易股票及其衍生品的公众公司，一般是企业界中比较优秀的群体。这个群体无时无刻不在努力实现自己对投资者的庄严承诺，即“股东财富最大化”。与此同时，他们也在积极满足其他利益相关人的要求，履行着自己应当承担的社会责任。上市公司目标的实现并不是一蹴而就的，这是一个长期持续的努力过程。可以说，只要上市公司存在，它就需要不断地为股东创造价值，为所有的利益相关者创造价值，为全社会创造价值。在上市公司价值创造的过程中，有那么一群人被戏称为数钱的人、借钱的人以及因为传递坏消息而被砍头的信使，利用自己在财务方面的专长，默默地为实现这些目标而努力工作，他们就是上市公司的财务管理人员。

在现代公司发展，财务管理扮演着越来越重要的角色。一个好的上市公司必定拥有一个好的财务管理部门。作为一个上市公司，其可利用的资金毕竟有限，如何实现有限资金的合理配置，是上市公司财务主管每天都需要考虑的问题。因为在财务管理中，既要防止资金滥用给公司带来浪费，又要避免因为资金供应不足而影响整体的规模效应。这对于财务主管而言，确实是一个工作量非常大、难度比较高的工作。但是，上市公司的财务主管们也在不断学习，运用自己掌握的财务管理的知识，勤勤恳恳地做企业的财务“大管家”。没有他们的辛勤工作和精细管理，就没有一个上市公司的成功，正是他们在为股东创造最大价值保驾护航。

如果上市公司的财务主管及会计人员仅被看做是数钱的人和借钱的人，他们就无法以其技能、经验和特有的风格参与到经营管理中来。财务主管和会计



人员应在以下事项中成为重要的参与者：制定公司的战略，这些战略能使公司在实现其宗旨的过程中，获得均衡开阔的视野；确定明确的目标，并使其具有具体含义；制订标准，从而形成具有较高实现概率的稳健的假设，并在此基础上考察所有的方案、计划和决策；以合适的、有意义的方式进行信息报告，从而确认主要的相关问题；而最重要的是，财务总监应该通过正确的财务决策来努力确保在公司的所有结构、系统和风格中都充满一种使其不断前进的动力。

一个公司的财务管理主要涉及三个方面的内容：投资决策、融资决策和资产管理决策。在三项主要的决策中，投资决策是最为重要的。投资决策也称为资本预算，主要是指企业的长期投资和管理的过程。它的基本特点在于：公司在今天的投资只有在未来才能产生收益，而未来是具有不确定性的。公司的决策人员在进行投资决策时，需要综合考虑项目的金额、时间长短和未来现金流的风险等因素。只有这样，才能增加企业的价值。企业的投资活动需要资金的支持，融资决策就是为企业正常生产经营提供融资的决策。好的融资决策能够带给企业更高的资金使用效率，确保股东价值最大化的实现。资产管理决策是财务管理的第三项重要内容。在资产已经购置、所需资金已经筹集之后，公司需要对这些资产实施有效的管理。在通常的情况下，财务经理更多是关注营运资本的管理，目的在于保证企业生产经营资金的正常周转，保持生产经营的连续性。对于固定资产的管理，很大一部分责任是由使用这些资产的生产经理承担。

首先，好的财务管理体制可以帮助企业降低和抵御经营风险，提高企业的市场竞争力。上市公司犹如大海中的航船，随时随地都处于惊涛骇浪中。财务管理正如船舰的导航、气象预报系统，为航船指明方向，有助于其有效地躲避暴风骤雨的袭击。当今国外的跨国公司、大企业集团集聚中国，它们犹如大型航空母舰。中国企业也在“走出去”，面对境外大型企业竞争压力。在境内外的市场上，没有科学的财务管理体系支持，上市公司难以生存和发展。

其次，好的财务体制和财务管理方式可以帮助上市公司实现“股东财富最大化”目标。作为上市公司的所有者，股东的利益是最重要的。没有股东的支持，就没有一家上市公司的成功。所以，如何使他们的财富最大化，便是一个上市公司需要考虑的重要问题。好的财务管理可以有助于上市公司实现股东财富最大化目标。这就充分体现了财务管理对股东的意义所在。

再次，好的财务管理体制可以帮助上市公司尽可能地实现决策最优化，进而优化公司资本结构，提高生产要素的配置能力。经验证明，不合理的资产负债结构不仅使上市公司陷入低效或无效运转的状态，难以维持其正常的生产经



管活动,而且还将严重地阻碍了上市公司先进的企业制度建立。改善企业负债结构的目的是,在于把企业的负债率降到一个合理的水平。财务管理可以在这方面充分发挥作用,在市场竞争、经营规划、内部经营管理等方面进行预测、控制、反馈,改善企业的内部管理,降低资产负债比率,使上市公司经营决策达到最优化。

最后,上市公司财务管理在企业中具有重要的监督作用。发挥财务会计的管理职能是企业管理层及广大员工应当履行的职责。为了使企业在市场竞争中处于优势地位,企业财务监督除了具有保证执行国家法律、法规的职能外,还应当成为企业的自我约束机制,要把监督寓于服务之中。也就是说,企业财务人员要积极参与拟订生产经营计划、投资规模计划、资金运作计划,参与经济决策,对计划、决策的合理性、合法性实施事前监督;要强化经济活动运行中的事中监督,使经济活动按照计划正常运转;要考核、分析预算的执行情况,加强对经济活动的事后监督,使财务监督成为企业管理和控制重大经济问题的手段,更好地为提高企业经济效益服务。

近些年来,在全球范围内,财务管理的理论与实践不断地发展,主要呈现出以下几种趋势。

定量分析逐渐成为主流。现代财务管理要求对企业的经济活动给出明确的数量概念,以便于管理层进行决策。工艺技术方案、工程方案、环境方案、运用过程的优劣,都可以用建立数学模型的方法进行描述。这就要求企业的财务管理人员不仅要懂得财务管理的知识内容,还要在统计学、经济数学等投资决策领域有所造诣。现在实证研究越来越表现出对数量方法的依赖,没有数字的分析报告是没有说服力的。可以说,数量方法是实证研究的基本技术。对风险的预测同样需要我们运用定量分析模型进行处理。投资风险的研究是财务管理的定量特征的主要表现,这种投资既包括有形资产,也包括无形资产;既涉及实物资产,也包含有金融资产等诸多投资领域。现在企业越来越重视风险的可控性。企业在进行每一笔投资之前,总是要花大量的时间进行风险评估,以保证公司投资的收益性。风险分析必须要定量,运用数学模型,进行风险预测,然后出具分析报告,供管理人员进行决策。从这里我们也可以看出,定量分析在财务管理中正逐渐成为主流方法。

无形资产所占资产比例的持续稳步增加。无形资产将成为企业投资决策的重点。在知识经济时代,专利权、专有技术、商标等以知识为基础的无形资产的比重迅速上升,甚至成为企业的主要资产。在经济发达国家,科学技术在经济增长中的贡献率高达 60%~80%。随着知识资本在企业资本结构中所占主



导地位的形成，无形资产必然成为企业的最主要投资对象。知识经济和知识创新体系的建立对一个企业的发展是极其重要的。一个企业要想长期发展，就必须加大在知识积累、技术研发等无形资产方面的投入。以微软公司为例，2010年该公司用于研发的费用为 95 亿美元。正是由于微软公司舍得如此投入，才保证了其在软件开发领域的全球霸主地位。科技创新将成为财务管理的重心。企业自主组织科技创新活动，将成为企业财务管理的着眼点。将科技创新成果引入生产领域，形成可行的投资项目，最后把经过详细论证的可行性投资项目提供给投资者，以其高额回报为条件来筹集资金。因而，对科技创新的支持和对其成果的利用将成为企业财务管理的重心。科技创新势必进一步增加无形资产在总资产中所占的比例。

人力资本的所有者将参与到企业税后利润的分配。在知识经济时代，人力资本是决定企业生存和发展的重要资源。人力资本的所有者和物质资本的所有者一样都分担企业的风险，同时享有分享企业利润分配的权利。为了留住人才，促进企业的发展，现代企业往往会给知识型人才丰厚的回报。例如，高新技术企业给员工派送股票红利；给企业的一些高级经理人股票期权；等等。这些都是人力资本参与到企业税后利润分配的显著形式。可以预见，随着社会的发展与进步，知识对企业的重要促进作用将更加凸显，人力资本参与到企业税后利润分配的趋势会更加明显。

网络的广泛运用。网络财务是以互联网内部网及电子商务为背景的在线理财活动。网络的广泛利用能够全面整合企业的财务资源，提高企业的竞争力；能够实时传输企业一切活动的信息，通过电脑终端处理反馈指导意见和结果，从而提高工作效率。在网络财务环境中，电子单据和电子货物广泛使用，可以节省许多中间环节，促进流程速度和财务效率的提高，进而加快资金周转速度，降低企业的资金成本。

各种金融衍生工具的运用。随着电子数据转换的发展，财务管理工具也从基本的金融工具（主要包括货币市场的货币、商业本票、汇票、银行可转让存单、国库券等，资本市场的债权证券、股权证券如基金受益凭证等）逐步走向衍生，尤具代表性的是金融工具创新。衍生金融工具是 20 世纪 70 年代以来，全球金融市场创新浪潮中的高科技产品，它是在传统金融工具的基础上派生出来的，通过预测股价、利率、汇率未来行情走势，采用支付少量保证金或权利金签订跨期合同或互换不同金融工具等不同形式的新兴金融工具。

改革开放 30 多年来，我国经济发展取得长足进步。在这场空前的社会大变革中，我国上市公司也不断地为社会创造价值，极大地增强了自身的竞争



力。但是，仍然面临着一些不可避免的问题。

传统产权制度加剧了利益冲突。知识经济是建立在知识和信息的生产、分配和使用上的经济，它使传统的以厂房、机器、资本为主要内容的资源配置结构变为以知识资本为主的资源配置结构。然而，我们现有的产权理论和制度仍然忽视人力资本对公司发展的重大作用。因而，在传统工业经济向知识经济过渡时期，现代企业已不再仅仅是“所有权与经营权的分离”的问题，实际上是财务资本与知识资本这两种资本及其所有权之间的“复合契约”，是“利益相关者”的产权合作。事实上，在现有的市场经济中，创造、接受、利用、加工信息和掌握知识技术的员工在企业财富的创造中发挥着越来越重要的作用。传统工业经济时代的产权理论及制度只注重有形资产和投入资本的配置，忽视知识资本的有效配置，只注重出资者享有企业的剩余索取权，排斥智力劳动及其他相关利益者对企业的剩余分配权，从而加剧所有者（股东）、经营者和员工等利益相关者之间的冲突与矛盾。

风险理财加剧了企业风险。随着知识经济的到来，企业会面临更多的风险。一是因网络化、虚拟化，信息的传播、处理和反馈速度大大加快，会加大企业的决策风险；二是因知识积累和革新的速度加快，会加大企业的风险；三是因高新技术的发展，使产品寿命周期不断缩短，这不仅加大了存货风险，而且加大了产品设计、开发风险；四是因“媒体空间”的无限扩展，以及“网上银行”和“电子货币”的运用，使货币风险进一步加剧。因此，如何有效防范、抵御各种风险及危机，使企业更好地追求创新与发展，已是财务管理需要研究和解决的一个重要问题。

现有的财务人员素质严重妨碍着知识化理财。在传统的工业经济时代，经济增长主要依赖厂房、机器、资金等有形资产。在知识经济时代，企业资产结构中以知识为基础的专利权、商标权、计算机软件、人才素质、产品创新等无形资产所占比重将大大提高，无形资产将成为企业最主要、最重要的投资对象。但是，现今财务管理的理论与内容对无形资产涉及较少，在现实财务管理活动中，许多企业往往低估无形资产价值，不善于利用无形资产进行资本运营。随着知识经济的到来，财务经理不仅要有娴熟的财务会计知识，还要了解经营业务，了解企业环境、经济环境和竞争环境等。这样，财务经理才能为业务部门提供更多的决策支持和信息分析，向业务部门描述即将做出的决策对财务指标将产生怎样的影响，以及企业资源如何配置等。

财务管理缺少网络化管理。由于受传统管理理念及新知识的局限性等因素的影响，当前财务管理缺少网络化管理。互联网将为财务管理提供全新的模



式，实现与其他业务协同运作，对内使财务、采购、保管、销售协同一致，对外实现与工商、税务、银行、海关等部门的协同；实现数据的远程处理和及时传递，企业集团内部及有关部门之间可以及时、准确地传递、交换信息；实现集成管理，集成许多财务管理职能，如网上收支结算、网上筹融资、网上购销、网上查账等，不同地域、类型的子公司可以通过网络实行统一制度，统一管理。所以，实现财务网络化管理也是财务管理的客观要求。金融市场环境随着金融改革的深化和市场经济的发展，目前已有了很大变化。金融市场所提供的信息已成为企业经营和投资的重要依据。在市场经济社会中，宏观经济状况直接影响着企业的财务活动。企业既面临着发展的机遇，又面临严峻的市场挑战。

在本书的撰稿过程中，针对我国上市公司财务管理的状况，我们广泛地吸收了国内外有关的最新研究成果，以一种讨论式的写法，带领读者一起探索上市公司财务管理的奥妙，最终去发现问题、解决问题。我们希望通过尽可能通俗易懂的语言和生动活泼的案例，能够有助于读者更好地了解财务管理的方法与内容，在理论和具体操作实务方面皆能有所收获。在世界经济饱受金融危机摧残之后企稳回升的关键时刻，我们也希望本书的出版，能够为我国上市公司财务管理进一步发展提供有益的借鉴，为促进我国经济健康发展贡献自己的力量。

刘李胜

2012年1月6日
于北京金融大街19号

目 录

CONTENTS

第 1 章 上市公司财务管理概述

第 1 节	上市公司的目标	2
第 2 节	上市公司财务管理的内容	5
第 3 节	上市公司财务管理的环境	9
第 4 节	财务管理的最新趋势与方法	14

第 2 章 财务报表分析

第 1 节	基本财务报表分析	20
第 2 节	财务指标分析	27
第 3 节	杜邦分析法	38
第 4 节	上市公司财务报表的粉饰与识别	40

第 3 章 财务预测和盈利预测

第 1 节	预测的战略基础	46
第 2 节	销售收入预测	50
第 3 节	融资需求预测	54
第 4 节	上市公司盈利预测	60



第 4 章 公司估值

第 1 节	公司估值的适用领域	76
第 2 节	公司估值的理论分析	78
第 3 节	公司估值方法的适用性分析	80
第 4 节	绝对价值法	81
第 5 节	相对价值法	96
第 6 节	修正的相对价值法	104

第 5 章 投资决策与评价

第 1 节	资本投资决策过程	112
第 2 节	现金流量的一般分析	118
第 3 节	投资决策指标分析	122
第 4 节	资本投资决策案例分析	136
第 5 节	资本投资决策中的风险和期权管理	145
第 6 节	上市公司投资决策的税务筹划	157

第 6 章 债务融资

第 1 节	企业融资顺序分析	162
第 2 节	公司债券	164
第 3 节	可转换债券和可交换债券	167
第 4 节	其他种类债券	171
第 5 节	债券的发行与赎回	176
第 6 节	租赁融资	185
第 7 节	上市公司境外债务融资	191
第 8 节	上市公司债务融资的税务筹划	195

第 7 章 权益融资

第 1 节	权益融资的类型与来源	202
-------	------------	-----



第2节	股票首次公开发行	205
第3节	股票增发	213
第4节	私募股权融资	218
第5节	股票期权和认股权证	223
第6节	股票市场比率	228
第7节	上市公司权益融资的税务筹划	231

第8章 资本成本

第1节	资本成本概述	236
第2节	债务资本成本	240
第3节	权益资本成本	243
第4节	加权平均资本成本	247
第5节	对资本成本的进一步分析	257

第9章 资本结构

第1节	资本结构和股东报酬	262
第2节	资本结构与企业价值	268
第3节	企业资本结构的确定	288
第4节	案例分析——不合适资本结构的后果	291

第10章 利润与股利分配

第1节	利润的构成及分配	300
第2节	股利的种类和股利支付的程序	303
第3节	股票股利、股票分割和股票回购	306
第4节	股利分配与企业价值	312
第5节	股利政策	316



第 11 章 营运资金管理

第 1 节	营运资金管理介绍	322
第 2 节	现金和有价证券管理	328
第 3 节	存货管理	339
第 4 节	应收账款管理	345

第 12 章 上市公司的并购及其逆向行为

第 1 节	企业并购的动机与类型	354
第 2 节	公司并购的价值评估	361
第 3 节	收购目标公司的支付方式	366
第 4 节	上市公司反收购策略	372
第 5 节	协议控制方式	379
第 6 节	跨境换股并购	382
第 7 节	企业分立与分拆上市	384
第 8 节	企业的增资扩股与减资	391
第 9 节	上市公司并购的税务筹划	397

第 13 章 上市公司财务失败、重整和清算

第 1 节	财务失败	402
第 2 节	财务重整	409
第 3 节	公司清算	415

第 14 章 上市公司国际财务管理

第 1 节	国际财务管理的意义	424
第 2 节	外汇市场和外汇汇率	426
第 3 节	汇率风险的类型	433
第 4 节	汇率风险的内部管理措施	434
第 5 节	汇率风险的外部管理措施	437



目 录

Contents

第6节 国际资本预算	441
第7节 中国企业国际财务管理	444
第8节 国际税务筹划	450

主要参考文献	455
--------	-----

后记	458
----	-----

上市公司财务管理概述

Chapter 1 Summary of Financial Management of Listed Company

- 第 1 节 上市公司的目标
- 第 2 节 上市公司财务管理的内容
- 第 3 节 上市公司财务管理的环境
- 第 4 节 财务管理的最新趋势与方法



本章首先将介绍上市公司的概念与目标，并在此基础上讨论财务管理的内容与职能，以及上市公司财务管理所处的环境，最后论述财务管理的最新趋势与方法。

第 1 节 上市公司的目标

什么是上市公司

在了解上市公司的目标之前，我们应当首先明确什么是上市公司（Listed Company）。公司是一种独特、持久的法律实体，它由股东出资设立，并以营利为目的。按照股权流动方式的不同，公司分为上市公司和非上市公司。上市公司，意味着公司的股票在证券交易所这样的证券市场上流通，任何投资者都可以对其买卖。非上市公司的股份仅由少数的股东和管理层股东持有，除非与现有的股东进行谈判，否则投资者无法购买其公司的股票。因此，上市公司区别于非上市公司最重要的一点，在于投资者可以在证券市场上自由买卖上市公司的股票。

上市公司既然是由股东出资设立的，那么上市公司的所有者就是公司的股东。现代公司特别是上市公司，其股东人数往往很多，股权分散，众多的股东无法亲自直接参与公司管理，只能通过选举董事会来实现对公司的控制。这就导致上市公司的直接控制权和所有权的分离。股东除了拥有选举董事会的权利外，还包括对重大事项的表决权和收益权等。此外，上市公司的股东承担的是有限责任，他们并不需要对企业的债务负个人责任。例如，当美国两个大上市公司安然（Enron）公司和世界通讯（WorldCom）公司破产时（迄今为止世界上最大的两桩破产案），无人要求破产公司的股东额外支付资金偿还公司的债务。安然和世界通讯公司的股东只是损失了自己对破产公司的全部投资。

上市公司的目标

1. 权益概念（Equity Concept）

作为上市公司的所有者，股东当然希望其财富能够最大化，通过资本市场



获得最大的市场价值。股东们（不一定是现在的股东）创造了企业，给予企业存在的理由，在法律上是企业的实际业主和控制者，必然决定公司的基本目标。这里涉及被称为“权益”的概念，它意味着公司存在的目的就是为了股东或“权益业主”的利益。股东权益的高低，最直接地体现在股东所持上市公司股票的价格高低之上。投资者总是会将资金投入业绩优良的上市公司之中。于是那些业绩优良的公司股票会受到大多数投资者的青睐，以至于其股价会随着公司股票的供不应求而一路飙升。作为上市公司的管理者，他们也会作出最有利于公司发展的决策，以此来影响股价，增加股东财富，提高股东权益。由此看来，将上市公司的目标定位为“股东财富最大化”是合理的，但需要知道，财富及其最大化是一个相对概念。

此外，关于公司的目标，还有“利润最大化”和“每股收益最大化”两种比较常见的观点。

利润代表了企业新创造的财富，利润越多说明企业的财富增加得越多，因而有观点认为企业的目标应该定位为利润最大化。然而，在这一目标下，公司可以通过资本市场募集的资金投入到国债上，仍然能够使得利润总额呈现出持续增长的态势。这将导致每股收益的下降。于是，有人提出以公司每股收益最大化为目标，它把企业获得的利润和股东投入的资本联系起来考虑。这种观点存在如下三个方面的问题。首先，它没有考虑货币的时间价值。比如，今年企业的每股收益是0.5元，明年的每股收益也是0.5元，虽然数额相同，但是由于时间不同，第二年每股收益的真实价值要低于今年的真实价值。其次，它没有考虑风险问题。例如，每股收益相同的两家上市公司，其中一家公司投资于更有风险的项目，产生了更高风险的收益流，那么该公司的普通股市价会实际上比另外一家公司股价低。最后，每股收益最大化的目标，没有考虑股利政策对股价的影响。如果一家公司永远不支付股利，并把收益留在公司内部，这样可以很容易达到每股收益最大化的目标，但无疑会对股价产生负面影响。同时，每股收益相同的两家上市公司，由于股价的不同，实际对投资者有不同的投资收益率。

因此，以股票的价格来计量股东财富，并使得股东的所拥有的价值最大化，是体现上市公司目标的最好方式。股票的价格是由公司的基本面决定的，包括公司的成长性、盈利水平、股利政策、收益期间和风险等因素，是公司经营管理水平的晴雨表，反映了所有市场参与者对公司的价值判断。但是，股东权益概念也存在一个重大缺陷，容易导致某些股东倾向于短期行为。只要把一些上市公司在上市后的表现与上市前进行比较，就一目了然。一些上市公司的