

现代西方财务管理

主 编 徐锡洲



中国审计出版社

写在前面的话

在武汉的春天就要到来之前，我们完成了《现代西方财务管理》一书的写作，回想一下写作的艰辛和因写作而得到的乐趣，我们深深地体会到做学问的不容易。书写出来了，就希望有人读我们的书。在这里，我不想把本书的内容再罗嗦一遍，有心的人可以看一看本书的目录。我想交待的，想让读这本书的学人了解的，是我们写作这本书的动机。

中国的改革开放，搞了这么多年，成绩虽然辉煌，但困扰着我们的一些问题仍未得到解决。我们所关心的国营大中型企业，许多依旧不死不活。技术引进不少，所见效益却不多。即使是一些合资企业，虽然技术是现代化的，虽然办公条件是现代化，虽然员工是高素质的，但后劲似乎不足。

同样，虽然我们搞了市场经济，搞了现代企业制度，虽然我们的许多企业贴上了“有限责任”或“股份有限”的标签，并且确实具备了某些现代化的特征，却依然是老牛拉破车，尽管车上装了点新东西。

症结在哪里？

我们不能开出包医百病的药方，但我们认为，管理观念的落后是造成目前境况的一个重要因素。要搞活企业，搞活贴上现代化标签的企业，就要抓管理观念，并且是现代化的管理观念。

现代化管理观念中，有一个叫资本经营观念，这个观念就是现代财务管理和现代会计控制中的一个非常重要的观念。我们认为，搞现代化企业，就是要抓这个观念，抓住了这个观念，就抓住了牛鼻子，也就抓住了现代管理观念的核心。

资本经营这东西，说到底也不是什么神秘玩艺儿，也不要以为我们是写书的人，就一定会拿出一大套理论来唬人。资本经营的核心目的是

赚最多的钱,让我们委托人——老板的投资得到最大的回报。

为了达到这个核心目的,就要对企业所拥有的一切有形资产和无形资产,进行有效地重组和营运。就要把眼光看得远一些,就要在整体上对资本构成和运作方式进行统筹规划。这就要我们不能囿于具体的产品经营,而要把重点放在经营各种生产要素,通过对企业资产结构的合理配置,避免可能的经营风险,寻求最好的投资机会,以便最大限度地使委托人——老板的投资增值。

也许有人要说这是“王婆卖瓜”,但信不信由你。现代管理观念的重心是现代财务管理观念,现代财务管理观念的重心又是资本经营观念。牛鼻子就在我们面前,想不想制服这头犟牛,想不想骑到这头犟牛身上去,就看你抓不抓这牛鼻子。如何抓这牛鼻子,这本书就能给你许多有益的启示。

本书是集体劳动的结晶,参加本书写作的有:徐锡洲,任主编;王敏、肖立荣、徐伏莲,任副主编。虽然我们自我对这本书感觉不错,恐怕问题仍然难免,我们恳请有机会读到这本书的学人,一定多给我们批评指正。

为了本书的出版,我的朋友萧继石先生给了我巨大的帮助,在此我向他表示衷心地感谢。

徐锡洲 博士

一九九六年三月于武汉

目 录

第一篇 财务管理的目标和运行环境

第一章 导论	3
第一节 财务管理的目标	3
第二节 财务管理职能与作用	17
第三节 财务管理与其他学科的关系	20
第四节 企业的组织形式	23
第二章 财务管理运行的环境	27
第一节 所得税	27
第二节 金融市场和金融机构	32
第三节 资本市场	37
第四节 利息率与报酬率	44
第三章 财务报表、折旧和现金流量	54
第一节 财务报表	54
第二节 折旧	61
第三节 现金流量表	66

第二篇 财务管理基本知识

第四章 货币时间价值	77
第一节 复利终值	77
第二节 年金终值	86
第三节 复利现值	92

第四节	现金流量序列的现值	96
第五节	货币时间价值的特殊应用	102
第五章	风险和收益	107
第一节	风险和收益的基本概念	107
第二节	单项资产风险概念	110
第三节	组合风险	116
第四节	资本资产定价模型(CAPM)	121
第六章	有价证券的估价	132
第一节	有价证券估价的基本内容	132
第二节	债券估价	134
第三节	普通股估价	141
第四节	其他股票估价方法	147
第七章	资本成本	149
第一节	资本成本概述	149
第二节	特定来源资本成本的计算	152
第三节	资本加权平均成本	157
第四节	加权边际成本	159

第三篇 财务分析与计划

第八章	财务分析	167
第一节	财务比率的运用	167
第二节	流动性分析	172
第三节	绩效比率分析	174
第四节	负债分析	178
第五节	盈利能力分析	180
第六节	总比率分析	184
第九章	两平点分析和杠杆分析	190
第一节	经营两平点分析	190

第二节	经营杠杆·····	197
第三节	财务杠杆·····	203
第四节	混合杠杆·····	213
第十章	财务计划·····	216
第一节	财务计划程序·····	216
第二节	现金计划——现金预算·····	218
第三节	利润计划·····	231
第四节	预算资产负债表·····	233

第四篇 资本预算与决策

第十一章	资本预算和现金流量原理·····	239
第一节	资本预算程序·····	239
第二节	基本术语·····	241
第三节	相关的现金流量·····	244
第四节	初始投资额的计算·····	246
第五节	经营中现金流入量的计量·····	249
第六节	结束时现金流量的计算·····	252
第十二章	确定性条件下投资决策·····	254
第一节	确定条件下投资方法概述·····	254
第二节	净现值与内含报酬率的比较·····	263
第三节	投资决策特例·····	274
第十三章	风险条件下资本预算与决策·····	282
第一节	单个投资项目的总期望值和总风险·····	282
第二节	投资组合的风险分析·····	286
第三节	计算机模拟模型·····	298
第四节	风险条件下投资决策准则·····	301
第五节	风险调整的方法·····	304

第五篇 长期融资决策

第十四章	长期负债与租赁	311
第一节	长期负债概述	311
第二节	定期贷款	314
第三节	公司债券	316
第四节	租赁	322
第十五章	普通股和股利政策	331
第一节	业主权益概述	331
第二节	股利	337
第三节	股利理论	342
第十六章	优先股、可转换证券、股票购买权证	347
第一节	优先股	347
第二节	可转换证券	351
第三节	股票购买权证	358
第十七章	营运资本和短期融资	367
第一节	营运资本概述	367
第二节	净营运资本策略	370
第三节	自发性短期资本来源	375
第四节	短期无担保贷款	380
第五节	担保性短期贷款	386
第十八章	现金和有价证券	395
第一节	概述	395
第二节	现金的有效管理	400
第三节	现金管理技巧	405
第四节	有价证券的管理	413
第十九章	应收帐款和存货	418
第一节	信用政策	418

第二节	贷款标准的变化.....	421
第三节	信用条件的改变.....	425
第四节	回收政策.....	428
第五节	存货管理概述.....	430
第六节	存货管理方法.....	433

第六篇 特殊财务管理课题

第二十章	公司合并.....	439
第一节	合并概述.....	439
第二节	企业估价.....	448
第三节	合并方法.....	453
第二十一章	公司失败和重整.....	456
第一节	公司失败概述.....	456
第二节	公司重整.....	459
第三节	清偿.....	463
第二十二章	国际财务管理.....	467
第一节	外汇市场.....	467
第二节	外汇风险管理.....	474
第三节	国际贷款和资本市场.....	480

第一篇

财务管理的目标和运行环境

第一章 导 论

财务管理作为一门独立的学科,最早产生于 19 世纪;发展于 20 世纪,特别是在本世纪中期,受各种环境条件影响,财务管理的理论和方法取得了令人瞩目的变化。西方经济学理论不断在企业中应用,成了财务管理的理论基础。被动的财务管理,当今已成了分析性、决策性的财务管理。财务管理的原则适用于任何类型的经营企业,本章主要研究财务管理的目标、财务管理的产生和发展、财务管理与其他学科的关系。另外,对企业组织形式的介绍将有助于我们对以后章节的学习。

第一节 财务管理的目标

一、什么是财务管理

财务意指某一实体为达到既定目标,所进行的筹集资本和运用资本的活动。财务主体可以是个人,企业,事业单位或以任何一种形式存在的组织。资本由某一主体在生产经营过程中所运用的各项有价值的资产所构成,有些资产为该主体所拥有,有些资产的所有权则不为该主体所拥有。麦琪她是一个极普通的人,她现在有 \$ 100 000,决定做一点小生意,而该项生意需要本钱 \$ 300 000,于是她向银行借来 \$ 100 000,又从家人处借来 \$ 100 000,她从银行的借款,保证按利率 10%,二年到期偿还本金和利息;对家人保证按实际利润的一定百分比归还本金和利息。麦琪弄到了这些资金,于是她开始了她的计划。买了店面,购来货物,此时,麦琪就成了一个财务主体,她的资本运用表现为现金、存货、店面装置等。她

的资本来源表现为银行借款,自有资本和家人投资。对麦琪是这样,对任何一个主体也是这样,财务行为关系到我们每个人。

管理是指在一定生产方式下,人们为了达到预期的目标,按照某些原则、程序和方法,针对管理对象所进行的计划、组织、指挥、协调与控制等一系列的活动或职能。由于现代科学技术的飞跃发展和生产社会化程度的极大提高,现代化管理的活动或职能,还要加上预测和决策。

财务管理是指某一财务主体为达到用最低的代价筹集资本和最有效地利用筹来的资本,而对筹资活动和投资活动所进行的管理。财务主体的筹资管理集中在资本的来源渠道、规模和构成等方面,而投资管理则集中在投资的方向、规模及构成等方面。

面对日益发展且瞬息万变的金融市场和不断扩展服务项目的金融机构,企业面临着多种可供选择的筹资渠道。财务管理人员不仅要按照企业经营的需要安排筹资的时间和规模,以确保企业生产经营活动的顺利进行;而且还要根据不同筹资方法所体现的筹资成本特征,对筹资渠道和筹资方式作出正确的选择,以尽量减少企业因筹集资本而付出的代价。从投资管理方面看,财务管理人员应在不影响企业正常经营活动的前提下,尽量缩减成本运用的规模,加强各项目资产的管理工作。通过加快应收帐款的收回和对各种存货作出合理的安排,来提高资金的周转速度;并根据货币市场的情况,为企业闲置的现金选择合理的投资方向,以提高企业资本的使用效能。

二、财务管理的演进

财务管理是经济学的一个分支,它试图解释和指导不同经济实体的各种财务行为。财务管理作为一个独立的研究领域,最早出现于19世纪末,自那时起财务管理的研究领域和重点随着时代的变迁而在不断地变化着。工业革命,使工场手工作业为大机器生产所取代,财务活动开始复杂起来。恩格斯指出“分工、水利、特别是

蒸气力的利用,机器的应用,它们成了摇撼旧世界基础的杠杆。”^①同时也带来了科学领域的发展。尽管当时财务活动比起历史上任何时候更为复杂,但当时的企业组织形式大多是独资和合伙企业,企业活动比较简单,财务关系也比较单纯。19世纪最后30年,世界工业总产值成倍的增长。不仅原有的钢铁、采煤、机器制造有了进一步发展,而且电气、化学、石油、汽车等新工业部门也先后建立和发展起来。19世纪70年代的工业的迅速发展,加剧了企业竞争,大企业吞并小企业、企业规模不断扩大,引起了生产和资本的集中。1873年、1882年、1890年、1900年四次经济滑坡,使大批的中小企业破产,而大企业乘机加以吞并,这些大企业要求发行大宗债务性和权益性的有价证券以筹集资本,财务活动更为复杂,更需要科学的管理。从管理的发展阶段看,管理已从经验管理阶段进入了科学管理阶段,管理的职能从生产活动中分离出来,成了独立的工作活动,财务管理的理论也随之得到了发展。据西方文献介绍,最早系统地研究企业财务管理问题的著作是托马斯·L·格林尼于1897年出版的《公司财务》。

19世纪末20世纪初,财务管理的重点是外部筹资问题,Tomas L. Gceen的《公司财务》,反映了当时历史条件下筹资问题的突出特征,随后一些经济学和会计学家也纷纷著书立说,研究公司筹资,企业合并的法律、控股等财务问题。

1903年,爱德华·S·米德(Edward·S·Meade)出版了《信托财务》(Trust Finance)一书,着重阐述了信托的财务特征和公司外部筹资的方法,建立了信托资本化(Trust Capitaliration)概念。在该书中,米德(Meade)分析了影响公司信托筹资的外部因素,包括竞争因素、信托法律的实质和各种法律限制因素。1910年,米德又出版了《公司财务》(Corporation Finance),在这本书

① 转引自《世界近代史话》,孙炳辉、李巨廉主编,上海人民出版社,P93。

中,米德不仅研究了信托筹资问题,还研究了与公司外部筹资有关的其它问题,如:利润确定、公司发起、出售有价证券、股利政策、控股公司、公司合并、租赁和公司重建中的财务问题。

20 世纪 30 年代的经济衰落,使财务管理的重点发生了很大变化,1929—1932 年美国股票市场的崩溃使很多投资者、债权人失去了巨大财富,未预见的大规模的公司破产使财务管理重点转向了预防公司破产、重整、清算、有价证券规则制定等方面。此时,财务管理的重心已转到了公司生存和自我保护上。

20 世纪四五十年代,传统的财务管理在过去二三十年中发生了一些变革,人们逐渐认识到企业内部财务管理的必要和可能,W·M·史蒂文森(W·Mackenzie Steyens)在 1934 年出版的《财务组织和管理》(Financial Organisation and Administration)一书中,详细阐述了内部财务管理问题,如,预算控制、销售预测、生产过程中的财务控制、资产和费用的财务控制以及财务管理的协调等问题。直到第二次世界大战前,财务管理的中心还在企业外部,二次世界大战促进了人们认识的更进一步转化。1953 年,拜昂·B·哈瓦德和米勒·厄普顿出版了《企业财务导论》一书,促使财务管理理论研究向内部财务管理研究方向转化。在这本书中,他们还分析了现金预算中的风险问题。二次大战以前的财务管理理论基本上可称之为传统的财务管理理论,它包括对外、对内两个方面的有关筹资、协调等问题的研究。

50 年代末 60 年代初,随着西方经济理论在财务管理方面的具体应用,随着计算技术的变革,加之二战后经济恢复与发展的需要,原来陈述性的财务管理,已变成分析性的财务管理。1951 年乔尔·丹(Joel Dean)出版了《资本预算》一书。该书以凯恩斯的投资理论为基础,阐述了公司投资决算的基本理论与方法。自此,西方财务管理作为一门学科,依据经济学理论,结合传统的筹资理论和内部管理理论,建立了以财务决策为中心的现代财务管理理论体

系。

三、财务管理研究内容

西方社会经济支柱产业多采用的是公司形式。因此,西方现代财务管理理论和方法研究多集中在公司这类企业组织形式上。自19世纪末财务管理理论产生以来,在一百多年的研究和发展中,依次经历了筹资理论研究阶段、内部控制财务管理研究阶段和投资理论研究阶段。本世纪六七十年代形成的以筹资理论、投资理论、内部控制管理理论与方法为主,以股东财富最大化作为基本目标的研究体系,构成了西方现代财务管理的主要研究内容。

现代筹资理论是建立在股份公司组织形式和现代货币金融体系的基础上,它主要解决公司如何充分、有效地利用各种金融工具筹集所需资金,同时,使股东财富最大化问题。西方公司的筹资分长期筹资和短期筹资两种基本类型。长期筹资主要以普通股筹资、长期负债和优先股筹资为主,此外,还包括认股权证书、可调换证券和租赁等筹资方式。短期筹资方式主要包括商业信用、有担保短期贷款、存货筹资等。如何选择各种不同的筹资方式及其规模,特别是各种长期筹资方式及其规模,建立公司最优资本结构,从而使股东财富最大化,一直是筹资理论的核心。因此,筹资理论的出发点和最终目的是确定不同的资本结构,使企业资本使用成本水平最低。资本结构理论是西方筹资理论的基础。

内部控制财务管理理论的内容包括:预算控制、生产过程中的财务控制、资产和费用的财务控制等。可具体分为存货管理、现金和有价证券管理以及应收帐款管理。内部财务管理理论以西方企业的现代管理科学,特别是行为管理科学为理论基础,其最新成果集中表现在现金流动预算的风险分析上。

第二次世界大战之后,西方经济学家开始转向公司投资决策研究,并在50—60年代取得了丰硕的成果。著名的代表人物有美国经济学家、1981年诺贝尔奖金获得者J·托宾(J·Tobin)、1985

年诺贝尔奖获得者 F·穆迪格里尼(F·Modigliani)、1990 年诺贝尔奖获得者亨利·M·马柯维茨(Harry·M·Markowitz)、W·F·夏普(W·F·Sharpe)和 M·H·米勒(M·H·Miller)。他们研究的共同出发点是如何在现有的资源和风险条件下进行有效的投资,以获取尽可能高的投资报酬。J·托宾认为,投资的预计收益具有不确定性,所以,人们经常将财富分别投资在收益率较低而安全性较高,或虽有风险但收益率较高的资产上,以保证其财富增值在总体上的最大化。这就是说,公司最优资产构成应该包括两种选择,其一是安全资产和风险性资产之间的选择;其二是风险性资产之间的选择。他首倡了著名的组合资产选择理论,(the theory of portfolio selection)^①。这种理论打破了风险越高、收益越低的传统观念,认为风险高收益也高。马柯维茨在预期投资收益和风险的计量方面进一步丰富和发展了组合资产选择理论,提出了平均方差分析法或二参数分析法^②,从而为西方公司如何进行有效地投资提供了理论基础。美国斯坦福大学经济学教授夏普被誉为组合资产投资理论的第二代大师,他继承并发展了马柯维茨的组合资产选择理论,提出了对角模型(Diagonal model),首次将统计学中简单回归分析的 Beta 系数(β)引入资本资产定价模型(CAPM),用于计量组合资产中单项资产对总体的风险贡献,从而使风险越高收益越大的原则得以定量化,使资本资产定价模型(CAPM)在公司投资决策中具有广泛的实用性^③。美国芝加哥大学经济学教授米勒对公司财务理论的贡献最大,其研究范围涉及到公司资产、股息政策、现金管理等各个方面,其中以与穆迪格里尼共同倡导的

① 详见 J·Tobin: Liquidity Preference as toward Risk, Review of Economic Studies, Feb, 1958.

② 详见 H·M·Markowitz: Portfolio Selection, 1959.

③ 参见 George C. Philipatos: Financial Management Theory and Techniques, 1973 年, P440.

“穆迪格里尼—米勒模型”(也称MM模型)最为闻名。该模型认为,即使信贷利率上升,但资本成本不变,从而推翻了“低信贷资本成本较低廉”的传统观念,为正确地评估投资预期收益和公司举债经营的绩效提供了科学的依据。此外,米勒教授还在公司内部财务管理方面作了深刻的研究,与另一位经济学家丹尼尔·奥(Denail Orr)提出“现金控制模型”(cash control model),为公司有效地运用“预防动机”的资金提供了具体指南。

西方公司的投资决策,无非是把投资的预期报酬与风险加以综合计算、比较,选择报酬高而又较安全的投资对象。但是,由于投资报酬与投资风险成正比,风险成为投资者取得较高投资报酬必不可少的代价,因而,必须精确地计量投资报酬和风险程度,并在投资风险和报酬之间仔细权衡。现代西方公司的投资决策理论就是建立在上述各经济学家的理论基础上,并围绕着这两个方面展开的。

现代西方财务理论体系除了包括筹资理论、内部控制财务管理理论与方法和投资决策理论之外,还包括一些专门的财务管理问题,主要有:财务报表分析、财务计划与预测、公司合并、剥夺和控股中的财务问题、公司破产和改组中的财务问题、跨国经营中的财务管理等等。

综上所述,现代西方财务管理内容体系以财务决策为核心,以使公司财富最大化为基本目标,主要包括筹资理论、投资决策理论和内部财务管理理论和方法,兼容西方公司的具体财务问题等内容。它既以西方宏微观经济理论和金融理论作指导,又是西方宏观经济理论的具体应用。在一定意义上,可以说是西方宏微观经济理论和金融理论的延伸和具体化。

四、财务管理的目标

财务管理受到很多目标的推动。这些目标中有些是相互排斥的。这些目标的矛盾性产生于企业内外不同的利益集团。例如,股