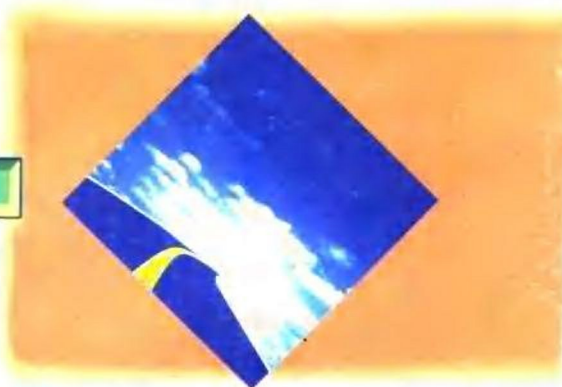


股份制企业财务管理

刘淑莲 编著



东北财经大学出版社

股份制企业财务管理

刘淑莲 编者

东北财经大学出版社出版

(大连市黑石礁尖山街 217 号 邮政编码 116025)

金城印刷厂印刷 东北财经大学出版社发行

开本:850×1168 毫米 1/32 字数:297 千字 印张:11 7/8

印数:1—6 000 册

1998 年 4 月第 1 版

1998 年 4 月第 1 次印刷

责任编辑:邵雪梅

责任校对:毛杰

封面设计:钟福建

定价:17.00 元

ISBN 7-81044-422-0/F·1104

前 言

以股份有限公司和有限责任公司为主的股份制企业是一种兼容现代商品经济特征和要求的企业组织形式。随着我国市场经济的发展和现代企业制度的推进,股份制以其强大的生命力向各个经济领域蔓延,并将逐步成为我国主要的经济组织之一。面对纷至沓来的经济变革,面对企业产权结构的重大调整,如何聚财、理财、生财便成为人们关注的重点和难点。鉴此,十分需要一本创新、务实、系统的教材,本书正是适应这一要求写作而成。

本书以股份制企业理财为主体,以风险与收益为主线,概括了财务管理的基本理论和实用技术。在本书的写作过程中,力求坚持以下三点:

系统性。全书共分十章,第一至第三章作为全书的基础篇章,主要阐述了股份制企业财务管理的目标、证券估价、风险与收益的权衡等基本理论问题。第四至第八章作为全书的主体篇章,是以资产负债表的结构作为分章依据,先后介绍了长期投资决策、长期筹资决策、流动资产与流动负债管理等实用方法与技术。第九、第十章作为全书的特殊篇章,分别阐述了财务计划编制的方法、企业并购、企业重组与清算等。

实用性。全书采用“案例教学法”,以商战实例为背景,引导读者分析企业理财实务中的成败得失、经验教训。书中案例均为精心挑选,不论是八佰伴集团的破产还是西单商场与友谊集团的强强联合,都会给读者以启发和裨益。书中所附的各种虚拟案例都伴有一些发人深省的思考题和角色模拟,以便启发读者站在当事人的

位置上“设身处地”地进行深入思考。本书内容力求做到“理论—方法—案例”并行,以使读者能学以致用,有所借鉴。

开拓性。本书力求突破财务管理教材的传统模式与写作方法,书中内容求“实”、求“新”与求“深”相结合。本书在参阅了大量中外文献的基础上,以全新的视角,条分缕析地进行分析研究,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的思路或导向。

在本书的写作和出版过程中,东北财经大学出版社社长刘明辉给予了鼎力支持和帮助,在此深表谢意。

限于水平和时间,书中难免有疏漏和不当之处,恳请读者不吝赐教。

作 者

1998年1月

目 录

第一章	财务管理概述	(1)
第一节	财务与财务管理	(2)
第二节	财务管理目标与代理关系	(6)
第三节	公司财务管理的职能	(14)
第四节	现代企业组织形式	(16)
第二章	金融市场与证券估价	(21)
第一节	金融市场概述	(22)
第二节	货币的时间价值	(32)
第三节	证券估价	(37)
第四节	有效市场假说与信息对称性问题	(45)
第三章	风险与收益	(51)
第一节	单项资产的风险与收益	(51)
第二节	投资组合的风险与收益	(58)
第三节	资本资产定价模式	(64)
第四章	长期投资决策	(75)
第一节	投资决策程序	(76)
第二节	投资现金流量分析	(79)
第三节	投资项目评价标准	(90)

第四节	投资方案决策分析	(98)
第五节	资金限额选择决策	(101)
第六节	投资项目风险分析	(105)
案例 1	中南日用化学品公司资本预算分析	(116)
第五章	资本成本与资本结构	(122)
第一节	资本成本	(123)
第二节	经营杠杆与财务杠杆分析	(135)
第三节	资本结构与公司价值	(144)
第四节	公司资本结构的选择	(155)
案例 2	北江公司资本成本分析	(164)
案例 3	华宝公司经营风险、财务风险分析	(167)
第六章	长期筹资决策	(170)
第一节	股票筹资	(170)
第二节	长期负债筹资	(175)
第三节	租赁筹资	(186)
第四节	可转换债券筹资	(190)
第五节	认股权证筹资	(203)
案例 4	滨海电子公司股票发行价格分析	(207)
案例 5	南方家具公司筹资决策分析	(210)
第七章	股利政策	(216)
第一节	股利政策与投资、筹资决策的关系	(216)
第二节	股利政策与公司价值	(218)
第三节	影响股利政策的因素	(223)
第四节	股利政策的实施	(226)
第五节	股票分割与股票回购	(229)

案例 6	北港公司股利分配方案决策分析	(234)
第八章	流动资金管理	(245)
第一节	流动资金及其构成	(246)
第二节	现金和有价证券管理	(248)
第三节	应收帐款管理	(260)
第四节	存货管理	(273)
第五节	流动负债筹资	(291)
第九章	财务计划	(300)
第一节	财务计划概述	(301)
第二节	财务计划模型	(307)
第三节	现金预算与短期财务计划	(315)
第十章	公司并购、重组与清算	(322)
第一节	公司并购动因与效应	(323)
第二节	公司并购的成本——收益分析	(331)
第三节	杠杆收购	(338)
第四节	财务防御与反收购策略	(341)
第五节	财务失败、清算与破产	(347)
案例 7	华露集团扩充计划选择分析	(351)
附录一	主要参考文献	(361)
附录二	货币的时间价值表	(363)

第一章 财务管理概述

1997 年 11 月,一家规模巨大的国际型企业——八佰伴国际集团(简称八佰伴)在香港宣告破产。八佰伴是最先与我国在零售业合资经营的日资伙伴,北京的高档购物中心赛特、上海第一百货都有八佰伴的股份;八佰伴还在上海投资 1 500 万美元,建筑面积达 14.4 万平方米的购物中心 NEXTAGE。除在日本本土经营外,八佰伴国际集团相续在美国、新加坡和我国香港等 16 个国家和地区从事海外业务。

八佰伴国际集团破产的原因主要有三:高负债、高投资、高投机。在破产前,该集团的负债率几乎为 100%。事实上,从 1982 年起,八佰伴发行了大量的可转换债券和附认股权债券,共募集资金 870 亿日元,并将这些资金全部投进了国际性事业的扩大发展之中。到 1993 年 3 月,八佰伴的有息负债是 769.84 亿日元,比前一年增加了 223.46 亿日元,高达销售额的 5 倍。在有息负债中,可转换债券和附认股权债券占了 421.5 亿日元,约为 54%。但因股价低迷,使得股票的转换迟缓,这就造成了该公司财务上的重大负担。

从 1994 年 3 月开始的 3 年经营计划,预计整个集团 3 年的现金流量大约为 300 亿日元,而这段时期的投资额超过 900 亿日元。为填补差距,将香港不动产买卖(估价 230 亿日元)列为资金的一项来源。在债务消减方面,预定等股价恢复后由日本八佰伴发行大约 100 亿日元的附认股权债券。为增加收益,八佰伴把预定在我国香港发展的不动产买卖收益也编入。1995 年 3 月期的盈利,已经

把预计 1995 年 12 月完成的 NEXTAGE 上海的办公室部分的买卖收益也算进来。过度举债,盲目投资的结果使公司财务危机四伏,随着泡沫经济的崩溃,八佰伴集团也走完了它曾经辉煌的时光。

第一节 财务与财务管理

一、财务与财务管理的概念

公司财务是指公司当前或未来经营活动所需资源的取得与使用的一种经济活动。所谓资源的取得是指筹资活动,即以最低的成本从公司内部或外部筹集经营活动所需要的各种资金;所谓资源的使用是指投资活动,即将筹得的资金用于旨在提高公司价值的各项活动。图 1—1 列示了公司财务活动的基本内容。

财务管理是指公司为达到既定目标,通过预测、决策、规划、控制、分析等手段对投资和筹资活动所进行的管理。前者侧重于资金的投向、规模、构成及使用效果管理,即对列示在资产负债表左方诸项内容的管理。后者侧重于资金的来源渠道、规模、构成及成本管理,即对列示在资产负债表右方诸项内容的管理。投资与筹资共同作用的结果是使资源的使用效益大于资源的取得成本,实现公司价值的最大化。

需要说明的是,股利政策是确定公司利润如何在股东红利和再投资这两方面进行分配。尽管分配股利会增加股东财富,但如若不将利润作为股利分配给股东,它便成为公司的一项资金来源,将其进行再投资可为股东创造更多的财富。因此在投资既定的情况下,公司的股利分配政策可看作是筹资活动的一个组成部分。

二、财务管理的形成与发展

财务管理作为一门独立的学科,其最初出现于 19 世纪末,发展于 20 世纪,特别是在本世纪中期,随着生产规模的不断扩大,金

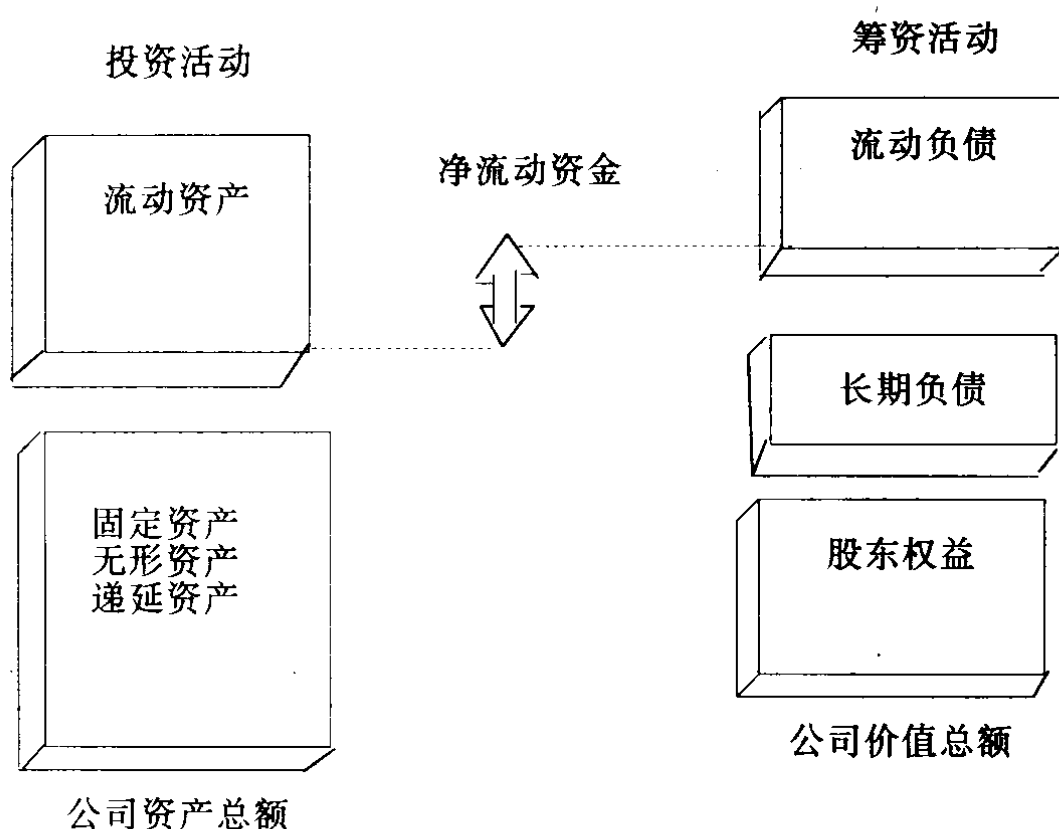


图1—1

融市场的日益繁荣。计算手段的迅速提高,财务管理的理论与方法也取得了令人瞩目的发展。财务管理发展至今,大体上经历了以下几个阶段:

1. 财务管理产生的初期阶段(1890 年—1930 年)

自 19 世纪末,伴随着科技革命的蓬勃发展和生产规模的不断扩大,西方企业界出现了大规模的企业兼并和合并现象,当时企业面临的主要问题是筹措资金以满足扩充需要。然而,在资本市场萌芽的初期,由于投资者和筹资者资信不对称,再加上企业内线人物(insiders)和股市操纵者参与股票交易,使股价剧烈波动,因此很难将资金从投资者手中转移到筹资者手中。为此,企业必须另设人员专门从事资金筹集工作。此间财务管理的重点是研究企业的合并及重组、新企业的设立、企业证券发行等有关法律事务。适时而有效地为企业筹集资金、合理安排资本结构就成为财务管理的最初职能。在这一阶段,企业已经编制财务报表和进行财务分

析,但此时的财务分析资料只供企业内部使用。

2. 财务管理发展的中期阶段(1930 年—1950 年)

本世纪 30 年代,西方世界的经济危机迫使许多企业相继倒闭,这时,破产、改组和残余资产的处理,成为许多企业的主要问题。过去以借款作为主要筹资手段的公司,其偿债能力和资金周转等方面的问题在萧条时期进一步恶化。此时处理企业破产、恢复和发展企业经济实力便成为财务管理的主要任务。其所研究的重心不再是企业的扩展,而是企业的生存。

鉴于当时经济条件的恶化,西方各国政府通过制定有关法律对企业的某些财务活动进行控制,要求企业充分披露有关的财务信息,使企业外部人员可根据公布的有关信息进行财务分析,从而使证券管理这一财务管理的主要职能得到进一步发展。

3. 财务管理发展的近期阶段(1950 年以后)

50 年代后期,随着新技术的开发与利用,企业更加注重设备的更新换代,此时,企业财务面临的主要问题是如何进行资本支出预算,合理配置企业资源。出于这种需要,财务管理的重心由资产负债表的右方转移到资产负债表的左方,即将研究的重点由资金筹措转向资金运用。通过对固定资产、流动资产的投放和运用进行规划和控制,达到增加利润,提高企业价值的目的。只有在这一时期,企业财务管理的重点由外部的一些法律问题转移到加强企业内部管理和决策上。

60 年代,统计和优化理论的数学模型开始应用于企业流动资产和固定资产的管理与分析,使财务管理迅速朝着“严谨的数量分析”发展。与此同时,资产负债表的右方——负债与股东权益的分析与管理再度受到人们的重视。此间企业财务管理的重点包括:(1)最佳资本结构的组合;(2)投资组合理论及其对企业财务决策的影响。

70 年代,以期权定价理论为主的各种风险衡量模式的出现,

使财务管理发展到一个崭新的水平。此间财务管理的重点是如何运用各种模式评估投资和筹资风险。

80年代以后,随着世界范围内新技术革命浪潮的冲击,传统的财务管理正日益受到挑战。与此相对应,一些新的财务领域正逐渐被开辟出来,如通货膨胀财务、国际财务、电算财务等。今后企业财务的发展方向将在传统财务的基础上,吸收兼容一些宏观经济理论与方法,使财务管理的空间进一步扩大,形式、内容和方法更加充实和完善,由此形成的企业财务,不仅从微观层次上讨论资金的筹措、使用和分配问题,而且还将从宏观的角度探索关于组织财务活动处理财务关系等一系列问题,使其成为在更高层次上和更大范围内发挥作用的新型财务管理科学。

另一方面,企业财务作为一门用来控制资金运动的科学,正以系统论、信息论和控制论等横断科学的新成就来重新武装自己,特别是运用电脑辅助决策系统进行财务决策,使财务管理的发展更加科学和完善。

三、财务管理基本理论模式

在以资本市场为主导的现代市场经济中,企业筹资、投资决策中所涉及的重大问题的解答,大多是建立在以下六个基本理论之上的。

1. 效率市场假说(The Efficient — Market Hypothesis, 简称EMH)

这一理论认为:股票市价反映了现时与股票相关的各方面信息,股价总是处于均衡状态,任何证券的出售者或购买者均无法持续获得超常利润。效率市场假说这一概念已深入到投资实践并成为政府制定有关证券市场法规的依据。

2. 现值分析理论(Present Value Analysis Theory)

现值分析理论是贯穿现代财务管理的一条红线,它是基于货币的时间价值原理,对企业未来的投资活动、筹资活动产生的现金

流量进行贴现分析,以便正确地衡量投资收益、计算筹资成本、评价企业价值。

3. 风险收益权衡理论(Risk and Return trade-off Theory)

风险与收益是一切财务决策的共同标准,现代财务领域中有关风险和收益权衡理论主要包括:投资组合理论、资本资产定价学说、套利定价理论。

4. 总价值理论(Total Value Theory)

总价值理论主要是探讨企业能否通过改变资本结构或股利政策以提高企业的市场价值(企业价值=股票市场价值+负债市场价值)。

5. 期权估价理论(Option Pricing Theory)

期权或称选择权是一种衍生金融工具。在现代财务管理中,期权估价模型,不仅可用于选择投资方案、确定证券价值,还可广泛用于建立目标资本结构,规避财务风险以及确立股利政策和处理各种财务关系。理论界认为,期权估价模型将同资本资产估价模型一样,在企业的财务决策中起着越来越大的作用。

6. 代理学说(Agency Theory)

代理学说对现代财务理论的发展具有重要的参考价值。根据这一理论提供的思路,可以正确处理股东与经理之间、股东与债权人之间、债权人与经理之间以及公司内部之间的代理关系。

运用上述六个基本理论模式进行投资决策、筹资和股利分配决策,可使财务决策逐步建立在完整统一的实证理论基础之上。

第二节 财务管理目标与代理关系

一、财务管理的目标

财务管理目标是一切财务活动的出发点和归宿。一般而言,最具有代表性的财务管理目标有以下几种提法:

1. 利润最大化

以追逐利润最大化作为财务管理的目标,其原因有三:(1)人类进行生产经营活动的目的是为了创造更多的剩余产品,在商品经济条件下,剩余产品的多少可以用利润这个价值指标来衡量;(2)在自由竞争的资本市场中,资本的使用权最终属于获利最多的企业;(3)每个企业都最大限度地获得利润,整个社会的财富才可能实现最大化,从而带来社会的进步和发展。

利润最大化目标在实践中也存在一些难以解决的问题:(1)这里的利润是指企业一定时期实现的利润总额,它没有考虑货币的时间价值;(2)没有反映创造的利润与投入的资本之间的关系,因而不利于不同资本规模的企业之间或期间之间的比较;(3)没有考虑风险因素,高额利润往往要承担过大的风险;(4)片面追求利润最大化,可能导致企业短期行为,如忽视科技开发、产品开发、人才开发、生产安全、技术装备水平、生活福利设施、履行社会责任等。

利润最大化曾是美国企业的基本目标,过度追求利润使许多企业丧失了现实的和潜在市场。如美国钢铁业和造船业不能利用第二次世界大战后的有利时机及时更新技术和设备,终被一无能源二无资源的日本同业所淘汰。其根本原因在于过度追求利润。IBM 公司在大型机利润很高的时候放弃了潜在的 PC 市场,终于使自己缺乏发展后劲。80 年代美元升值,出口锐减,美国出口商用提高价格的方法来保护利润最大化,结果仅仅两年时间,他们就分文无获了;四年后日元升值时,日本人宁可丧失 50% 的利润,而保持在美国市场的占有率,结果两年后,取得了“利润最大化”。

2. 公司价值最大化(股东财富最大化)

公司价值是指公司全部资产的市场价值(股票与负债市场价值之和),它是以一定期间归属于投资者的现金流量,按照资本成本或投资机会成本贴现的现值表示的。公司价值不同于利润,利润只是新创造价值的一部分,而公司价值不仅包含了新创造的价值,

还包含了公司潜在的或预期的获利能力。公司价值的评价一般是通过投资大众的市场评价进行的,投资者对公司潜在的获利能力预期越高,其价值就越大。在公司负债水平一定的情况下,公司价值主要体现在公司股票价格上,股票投资报酬的现值越大,股票的市价就越高,公司的价值就越大。因此公司价值最大化也可表述为股东财富最大化。以公司价值最大化作为财务管理的目标,其优点主要表现在:(1)这一目标考虑了货币的时间价值和投资的风险价值,有利于选择投资方案,统筹安排长短期规划、有效筹措资金、合理制定股利政策等;(2)这一目标反映了对公司资产保值增值的要求,从某种意义上说,股东财富越多,公司资产的市场价值就越大,追求股东财富最大化的结果可促使公司资产保值或增值;(3)这一目标有利于克服管理上的片面性和短期行为;(4)这一目标有利于社会资源合理配置,社会资本通常流向公司价值最大化或股东财富最大化的企业或行业,从而实现社会效益最大化。

以公司价值最大化作为财务管理的目标也存在一些问题:(1)对于非股票上市公司,这一目标值不能依靠股票市价作出评判,而需通过资产评估方式进行,出于评估标准和评估方式的影响,这种估价不易客观和准确;(2)公司股票价值并非为公司所控制,其价格波动也并非与公司财务状况的实际变动相一致,这对公司实际经营业绩的衡量也带来了一定的困难。

3. 社会责任

企业作为市场主体,它不仅要为其所有者提供收益,而且还要承担相应的社会责任,如保护生态平衡、防治公害污染、支持社区文化教育和福利事业等。适当从事一些社会公益活动,有助于提高公司的知名度,进而提高股票市价。但是,任何公司都无法长期单独地负担因承担社会责任而增加的成本,过分地强调社会责任而使股东财富减少,都可能导致整个社会资金运用的次优化。因此,大多数社会责任都必须通过立法以强制的方式让每个公司平均负

担。公司管理当局必须在各种法规约束下去追求股价或股东财富最大化。

在我国,企业管理的基本目标是提高经济效益。所谓效益是指投入与产出的关系,即以一定的资源消耗获得最大限度的收益。这是一个比利润更宽的概念,通常是三类量化指标的综合:第一是价值量指标,如资金、成本、利润,以及相对应的相对数指标等;第二是实物量指标,如产量、质量、市场份额等;第三是效率量指标,如劳动生产率、资产利用率、资产保值增值率等。如果说第一类指标反映的是企业现实的盈利水平,那么第二类和第三类指标反映的则是企业未来潜在的盈利水平,或企业价值未来的增值能力。因此可以把效益看成是利润和预期利润的综合,也就是在利润中加入了时间因素。

考察企业效益必须考察利润和预期利润两个方面,而且后者更为重要。精明的投资者都非常懂得这一点。在股票市场上经常会出现这样的情况,某个公司空前盈利,股票价格未升还降,这并不都是投机的结果,而是反映了市场对该公司获得预期利润能力的担心。1996年初美国股市中杀出一匹黑马,一年多以前成立的一家小型网景公司,由于其开发成功的互联网软件前景看好,市场价值成倍上升,已达50亿元,超过了联合航空公司等大企业,已进入了按市场价值排队的美国最大的200家企业名单了。但网景公司的实际利润很低,年利润只有几百万美元,公司也很小,只有百十来人。可见真正的市场经济,主要是根据预期利润而不是现在利润来衡量企业效益的。

从上述分析可知,不论是西方的公司价值最大化还是我国的企业效益最大化,这两者的共同点都是强调公司预期的获利能力。从公司财务管理的角度看,本书采取的是公司价值最大化这一观点。

二、代理关系

1. 代理学说

20 世纪 70 年代,美国学者詹森和威廉、麦克林在其合著的论文中对代理学说作了系统的描述。他们认为:现代企业的代理关系可以定义为一种契约或合同关系。在这种关系下,一个或多个人(委托人)雇佣其他人(代理人),授与其一定的决策权,使其代替雇主的利益从事某种活动。在公司制下,代理关系一方面表现为资源的提供者(股东和债权人,即主人或委托人)与资源的使用者(管理当局,即代理人)之间以资源的筹集和运用为核心的代理关系;另一方面也表现为公司内部高层经理与中层经理、中层经理与基层经理、经理与雇员之间(在这里,上一层经理既作为代理人又表现为下一层的委托人)以财产经营管理责任为核心的代理关系。代理关系的本质体现为各方经济利益关系,委托人和代理人之间各有不同的“个人利益”,他们受个人利益的驱动,从市场进入企业,以谋求个人利益最大化。由于关系人各方目标不一致,这就不可避免地引起代理各方利益的相互冲突,解决这一冲突的有效方法就是由关系人各方共同订立各种形式的契约。因此,从某种意义上说,公司在本质上是由若干个人之间的一组相互重叠的“契约关系的综合”。

根据代理学说,影响“契约”订立、执行的关键是有关信息在委托人和代理人之间是否平衡。实证研究表明,现代公司中普遍存在着以代理人占有私有信息为特征的信息不平衡现象,即在管理权与所有权相分离的情况下,公司管理当局(代理人)比处于公司外部的相关利益集团(股东、债权人等委托人)更了解公司的状况。由此产生了基本的代理问题:即在执行契约之前或在执行契约过程中,代理人利用私有信息选择不利于委托人的利己行为,而委托人既不能亲自监督代理人的行为选择过程,又无法证实代理人已经选择的行为是违背契约的。如公司管理当局(代理人)事先蓄意压