

企业财务

张燕 著

QIYE CAIWU SHIDA WENTI YANJIU

十大问题研究



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

企业财务十大问题研究

张燕 著

QIYE CAIWU SHIDA WENTI YANJIU



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

北京

图书在版编目(CIP)数据

企业财务十大问题研究/张燕著. —北京:中国经济出版社,
2006.5

ISBN 7-5017-7541-9

I. 企… II. 张… III. 企业管理:财务管理 IV. F275

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2006)第 041132 号

出版发行:中国经济出版社(100037·北京市西城区百万庄北街3号)

网 址: www.economyph.com

责任编辑:聂无逸(电话:13701326619)

责任印制:常毅

封面设计:华子图文

经 销:各地新华书店

承 印:北京君升印刷有限公司

开 本:880mm×1230mm 1/32

印张:10 字数:241千字

版 次:2006年5月第1版

印次:2006年5月第1次印刷

书 号:ISBN 7-5017-7541-9/F·6091

定价:28.00元

版权所有 盗版必究

举报电话:68359418 68319282

服务热线:68344225 68369586 68346406 68309176

前 言

古人云：“身怀利器，杀心自起”。处于转型期的中国经济与中国企业有着诸多不如人意的地方，甚至有些企业以牺牲投资者和其他利益相关者利益的方式来满足短期的一己之私。企业前赴后继地掠夺着有限的资源，而企业的利益相关者们也前赴后继地扑进它们所设置的各类陷阱。这并不只是一个利益相关者的利益所得与所失的问题，而是市场机制在我国现阶段是否能够真正发挥作用的问题。如果有限的资源不能得到优化配置，不能流向那些能够产生效益和能够最大限度地创造社会财富的企业手中，那么我们的市场即是无效的市场，我们的企业只能是社会财富的掠夺者而不是创造者，我们的投资者和其他利益相关者则只能成为待宰的羔羊，我国的经济也只是对有限存量进行不公平分割的经济而不会成为真正意义上的创造性的经济。

从这个意义上说，我们希望每位与企业有利益关系的经济主体都能成为“身怀利器”的人，这个“利器”就是财务分析工具。掌握一定程度的财务分析工具，不仅可以使人们对企业的生存发展状况及存在的问题能有进一步认识，而且还能另辟一个认识整体经济的宏观视角。当人们握有这一“利器”之时，即可发现从宏观经济到微观企业运作的诸多问题，就会对其有一定的合理预期，就会据此采取一定的经济行为，这也就是所谓的“杀心”。通过“杀心”引导的行为，会在一定程度上填堵体制与运作上的诸多漏洞，减少不合理的投机与欺诈，提高经济的运行效率，从而真正将企业的目标转向创造社会财富，增进社会福祉上来。无论如何，这对全

社会是有益的。

受专业分工的影响,人们不能奢望所有利益相关者都成为财务问题专家,因此笔者试图使用最通俗的语言、最典型的案例和最简明的分析来向大家介绍财务分析手段的最主要内容。财务分析体系是如此庞大而复杂,人们也不能奢望非财务专业的人士能够面面俱到地掌握它,因此笔者只是针对近年来人们所关注的一些热点问题,进行财务方面的分析与研究。就笔者的能力而言,也不奢望能用最小的篇幅和最有吸引力的讲述让大家轻而易举地掌握财务分析的精髓,本书的架构与内容的取舍难免有些偏颇。至于读完此书后,大家会否成为“身怀利器”的人,笔者心里也没有把握,并且我也时常扪心自问:“你自己是身怀利器的人吗?”

目 录

前 言

第一讲 现金是金

- 一、筹资活动 /2
- 二、投资活动 /10
- 三、流动资产管理 /18
- 四、股利分配 /26
- 五、现金是企业的生命之源 /30

第二讲 财务关系协调

- 一、公司的利益相关者 /32
- 二、公司的财务关系 /35
- 三、财务关系协调 /50

第三讲 财务管理目标与企业社会责任

- 一、传统的财务管理目标 /55
- 二、利益相关者学派及其财务管理目标 /59
- 三、财务管理目标的现实选择 /62

附：沃尔玛的成功之道 /63

一、沃尔玛的财务目标 /64

二、沃尔玛财务目标的实现 /66

三、沃尔玛成功的启示 /71

第四讲 理财环境

一、理财环境梗概 /74

二、中小企业融资之痛 /78

三、单一结构资本市场的瓶颈 /84

四、畸形的中外企业所得税 /90

五、感受理财环境——孙大午的故事 /92

第五讲 借鸡生蛋

一、杠杆与风险 /110

二、财务杠杆与公司价值 /119

三、筹资策略 /122

四、关注表外融资 /124

第六讲 应收账款和坏账拨备

一、企业三角债死灰复燃 /135

二、应收账款管理要则 /137

三、应收账款管理的新型方式 /149

四、坏账拨备“黑洞” /152

第七讲 股利政策

- 一、公司股利政策的影响因素 /157
- 二、现金股利与股票股利 /160
- 三、“等你等到我心痛”——现金分红 /168
- 四、“让我欢喜让我忧”——恶性分红 /171
- 五、现金奶牛——佛山照明 /178
- 六、央企分红 /183

第八讲 财务报表专题

- 专题一：每股收益分析——不重金额重结构 /189
 - 一、利润构成 /191
 - 二、利润结构分析 /199
- 专题二：杜邦财务分析体系 /200
 - 一、杜邦财务分析体系中的财务指标 /201
 - 二、杜邦财务分析体系图示 /205
- 专题三：四川长虹——一个综合财务分析的尝试 /206
 - 一、公司基本情况及主要财务数据 /206
 - 二、相关财务比率的计算和分析 /211
 - 三、综合分析 /222

第九讲 财务虚假

- 一、财务欺诈的有关案件 /237
- 二、财务虚假的手段 /244
- 三、财务虚假的甄别 /263

第十讲 经济热点问题的相关财务分析

专题一：重组专题 /266

一、辨析报表性重组与实质性重组 /266

二、案例分析 /270

专题二：MBO 专题 /282

一、MBO 在国外 /282

二、MBO 在中国 /284

三、MBO 的变异 /289

四、MBO 与职工权益维护 /292

五、案例分析 /295

后 记 /303

参考文献 /305

第一讲 现金是金

现金和现在比什么都来得重要。没有今天的现金就可能什么都没有。

——袁 剑

财务管理的对象是现金及其他财产。对企业来说,在一般情况下,除获得赠与之外,财产是要用现金购买的,对财产进行管理和经营的最终目的和结果则是要获取更多的现金。虽然在企业内部,现金会暂时地表现为其他形态,比如机器设备、原材料等,但在最终都必然还原到现金的状态。没有企业是为买设备而买设备,根本的目的是通过设备的生产和使用而获取更多的现金。从这个意义上讲,有关财务的管理就是围绕现金的管理,是对现金的循环和周转进行的管理。对财务管理工作进行评判,有一条最直接的标准就是看企业是否能长期拥有足够多的现金。下面我们就通过一张循环图,来进行详细的解释。

为了简便,我们假设图示的公司新近成立,资金来自于所有者和债权人,已购置了生产性资产,正准备开业。为此,该公司用现金购买原材料和雇佣工人,随着这些生产要素的投入,生产出的产品暂时存仓作为存货。这样,初始资金转化为有形的存货。公司售出产品,存货又变回了现金。如果是现金销售,这种转换瞬间完成;如果是赊销,则只有在一段时间之后,当应收账款回收时才有现金。这种由现金到固定资产,到存货,到应收账款,再回复至现金的过程,就是该公司的现金循环和周转。

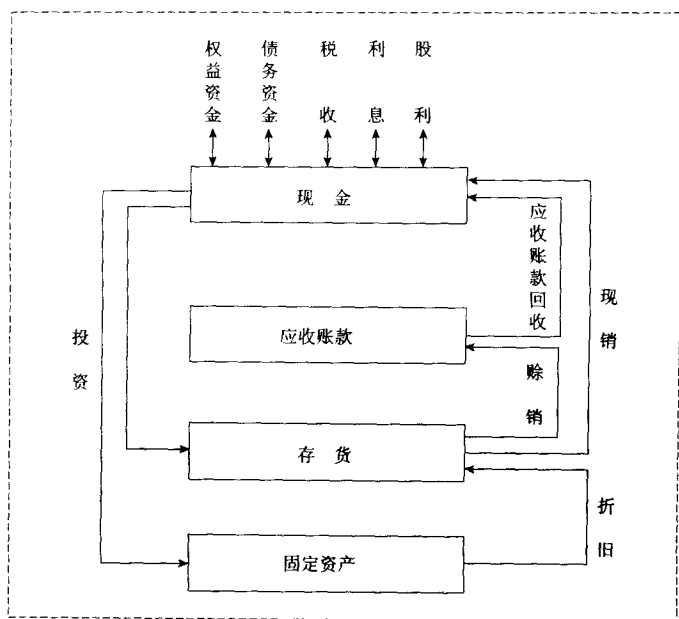


图 1-1 现金循环周转图

通过上面这张图，我们也可以对公司的财务活动进行分解。

一、筹资活动

企业的第一项财务活动为筹资活动，它所解决的问题是以什么方式、向谁、什么时候、取得多少资金。具体到上图中为现金左上方的两个箭头：权益变化和负债变化（即包括权益增加、权益减少、负债增加、负债减少）。按照性质不同，企业资金来源可分为两种：权益类资金和负债类资金。前者是所有者提供的资金，公众性公司主要通过发行股票筹得，非公众类公司主要通过原股东增

加股本或吸纳新股东等方式来取得。后者为债权人提供的资金，具体表现为银行贷款、发行债券等。这两类资金在各方面都存在明显的差异，对企业的影响也迥然不同。权益类资金没有固定的到期日，没有固定的利息负担，按专业的说法，财务风险较小。而负债类资金则有固定的到期日，有固定的利息负担，一旦到期的债务不能按时偿还，企业可能面临着破产的压力。

有一句话说得好：“货币都有正反两面。”虽然负债类资金有明显的不足，但优点同样也很突出，比如利息的减税效用。支付同样金额的股利和债息，但债息给企业带来的最终影响要少于股息给企业带来的最终影响。

举例来说，两个规模相同，经营能力相当的甲乙企业，只是筹资方式不同，甲企业采用股票方式筹资，乙企业采用债券方式筹资，债息与股息的支付率相同，税息前收益假设都为 100，甲企业无债息，税前利润还是 100，假设所得税税率为 30%，支付所得税 30，所以税后利润为 70，支付股利 10，因此，甲企业最终的未分配利润为 60。同样，乙企业税息前利润为 100，债息为 10，税前利润为 90，支付的所得税为 27，税后利润为 63，不需支付股利，因此乙企业最终的未分配利润为 63。

从这个例子可以直接看出，债息与股息给企业带来的影响是截然不同的。甲企业和乙企业除筹资方式之外，其他因素都相同，但最终乙企业所获得的未分配利润比甲企业多，这是因为虽然乙企业要支付 10 的债息，但同时可以少缴所得税，而甲企业的股息在税后支付，支付的股息不会为企业带来其他的效应。两企业未分配利润的差额即是利息的减税效用的结果，也叫做税收屏蔽收益。由此可见，企业如果使用负债类资金，其最终的成本相对较低。

正因为负债类资金所存在的优点，现在几乎没有一家完全依

靠自有资金进行生产经营活动的企业,都是负债经营。也正因为权益类资金与负债类资金各有优缺点,所以企业在筹措资金时就要合理地处理好两类资金的比重,这就是通常所说的资金结构问题。筹资活动是企业的第一项财务活动,它不仅需要解决企业资金需求的问题,同时还必须考虑到筹资活动完成之后给企业所带来的影响。如果企业在筹资时所形成的资本结构不合理,往往会对以后的经营活动造成很大的障碍或危机。

比如,如果负债比率过大或者筹资时负债的利息率过高,则为后面的投资活动带来非常大的成本压力。企业的投资收益不能低于筹资成本,否则会形成亏损,就没有投资价值,也无法偿还负债本息,不具备起码的经营条件。在现实经济活动中,我们看到许多企业的衰败,都与最初的筹资活动有着直接必然的联系。

可以用以下几个词来概括企业在进行筹资时应注意的问题:适时、适量、合理、合法。其中,合理即前面所提到的合理地安排权益资金与负债资金的比例,以达到资本成本与财务风险之间的平衡。

适时是指企业要妥善地安排筹资的时间,一方面筹资要配合用资的需要,要避免因筹资时间滞后而贻误有利的投资时机,另一方面,要尽可能地把握住资本市场出现的机会,在有利的时间来进行筹资活动。金融市场状况对筹资活动影响巨大,一定程度上决定了筹资的规模及成本。银根紧缩就意味着银行贷款难度加大,贷款利息增加;反之则企业贷款难度会相对减小,并且利率可能会更低。如果企业是通过证券市场筹集资金,则市场状况对筹资活动的影响就更加明显。比如在股市出现牛市时进行股票筹资,就可以在发行规模不变的情况下筹集更多的资金。而如果在股市低迷的时候,增发、配股或者发行可转债,一是发行价格会受到影响而最终影响筹资规模;二是容易受到投资者的抵触,加大了发行的

难度。因为在股市低迷的时候,再进行筹资活动,在增加股票供给的同时也减少了市场的资金,会使股票的价格进一步下挫。选择合适的时机,对于保障发行的成功,很是关键。

2003年10月16日《证券时报》的一篇文章对招商银行发行可转债的分析相当清晰:

8月26日招商银行发布拟最高发行100亿可转债的公告。在招行推出100亿可转债计划之前,基金公司对招商银行可谓青睐有加:截至2003年6月30日,共53只证券投资基金持有招商银行3.7亿多股,占到流通股股数的27%。其中,数量较大的华夏6300万股,大成3000万股,长盛4600万股,鹏华4200万股,易方达3200万股。

然而,招行发债计划随即打破“和谐共处”的关系,并成为双方交战的导火索。

交战的起点在9月12日招行的业绩推介会。在招行高层就招行的中期业绩、发展战略和转债的可行性向与会者做了报告后,华夏、长盛、鹏华等基金公司的经理们纷纷给招行提出意见,由于基金经理人措辞尖锐,使招行难以招架;而会议主持人中金公司的杨伯昌也感到局面难以控制,于是提前结束会议,声称招行会事后和投资者进行交流。

酝酿了几天后,9月22日,招行对基金公司开始为期一周的回访,结果基金公司是认为“毫无诚意,于事无补”,盘面上,招行股价节节下跌。

两轮交战,在双方的关系中硝烟味更加浓厚。

按照基金经理说法,招行发债将有三方获益,一方受损,而获益三方分别为:招行非流通股股东,他们可以通

过净资产提升资产溢价,还可以通过配售可转债获取额外收益;招商承销商中金公司,它可提取近1亿元承销费用(按照1%的费率计算),并可可将可转债配售给中金的客户,从而维持客户资源;第三方是新投资者,他们的收益主要来源于上市溢价、稳定收益和上市后获取转股利润。唯一的受损方就是原流通股股东,“所以原流通股力量十分薄弱”。

正当招商银行与“基金联盟”就发行可转债之事争执不下之时,与招商银行同处一栋楼办公的世纪证券向招商银行股份有限公司当面递交了再融资建议书。据悉,这是国内第一家券商书面向招行董事会正式递交再融资建议书。世纪证券在建议书中提出,招商银行股份有限公司和占绝对控股地位的非流通股股东应该从公司长远发展大局着眼,从保护中小投资者尤其是流通股股东的利益出发,将发行不超过100亿元可转债再融资方案修改为两步走。第一步,实施全额低价向全体流通股股东定向增发股票方案,增发10.5亿股,按照国际银行股通行的定价标准,即净资产1.5~2倍,将增发价格确定为每股4.5~6元,融资50~60亿元;第二步,选择适当时机,实施发行金融债方案,发行招商银行股份有限公司,融资50~60亿元。

而华夏等基金公司共同拟定了一份配股建议书。建议书认为,招行如果要再融资,可向包括非流通股股东在内的全体股东按照10比8的比例配股,按目前招商银行57亿总股本计算,可配股数为45.6亿股,由于非流通股参与配股,为照顾其利益,按照每股净资产值进行定价比较合理,按2003年6月30日招商银行每股净资产计算,则配股价初步定为3元。

显然,这些建议都没有得到招商银行的认可,10月15日,在位于深圳市深南大道7088号的招商银行大厦召开了招商银行股份有限公司股东大会,备受市场争议的招商银行百亿可转债计划暂时划上了句号。^①

经过反复博弈,最后,招商银行于2004年发行了50亿元的可转债。

与招商银行相似,宝钢计划通过增发的方式筹资,也同样遭遇了挫折。2004年8月12日,宝钢股份董事会首次提出增发方案,计划增发不超过50亿股A股,融资约280亿元,但方案推出后,引起投资者的强烈不满。公司在2004年9月22日修改了增发方案,计划增发不超过50亿股,包括向宝钢集团定向增发国家股(占60%)和向社会公众增发社会公众股(占40%)两部分,原社会公众股股东以10:10的比例享有优先认购权,所募资金将用于收购宝钢集团的约280亿元资产。修改后的方案获得股东大会通过,但后因中国证监会暂停新股发行工作而搁置。2005年1月19日,宝钢股份增发50亿股股票的申请顺利获得发审委审核通过,但鉴于市场疲弱,宝钢增发暂缓。2005年2月22日,宝钢集团董事长谢企华向媒体表示,宝钢将一如既往地恪守对投资者的承诺,充分考虑各方利益,在合适的时机完成新股的增发。

适量是指企业筹资的规模应该适度,不宜过大也不宜过小。规模过小,筹集的资金不能满足用资需要,那么此次筹资工作并不能算是圆满完成任务,它将会影响投资活动。规模过大,资金量过多,会给企业增加不必要的成本,影响筹资效益。

^① 《招商银行可转债事件始末》,online at <http://economy.cnorth.com.cn/system/2003/10/16/000650889.shtml>(last visited Oct.16,2003).

在中国股票市场上,由于很长一段时间,上市公司普遍不分配红利,在股市上所筹集的资金只需要一定的承销费用,成本是很低的。相应的,有些上市公司并没有用资需要却也发行股票或者发行股票所筹集的资金规模远远超过资金的合理需要量,“不用白不用”,所筹的大量资金在企业闲置。这一方面,造成资源的低效使用,股市没能发挥有效配置资源的作用;另一方面,也造成许多上市公司违规使用资金,进行委托理财甚至违法拆借,给企业带来不良后果。

当然,随着证券市场的不断成熟,人们投资观念的改变,同时也随着进行现金分红的上市公司数量的逐渐增加,像原先那样低成本使用资金的“好事”也不可能再有了。公司就更应该对资金需要量进行合理的估算,不过大也不过小地筹集资金。

所谓合理,就是要合理地确定公司的资本结构,安排好权益资金与负债资金的比例,以达到资本成本与财务风险之间的平衡。具体地说,包括以下两方面的内容:一方面是合理确定权益类资金和负债类资金的比例。既要避免负债类资金过多,导致财务风险过高,偿债负担过重,又要有效地负债经营,利用负债所带来的财务杠杆效益,提高自有资金的收益率。另一方面是合理确定长期资本和短期资本的结构,也就是合理确定企业全部资本的期限结构,要使之与企业的资产所需持有的期限相匹配。

合法是指企业的筹资活动必须是通过合法的渠道和合法的方式进行的,要遵守国家的有关法律法规,避免非法筹资行为给企业和社会相关主体造成损失。

行为的合法性,是针对某一具体时刻而言的。在某一时点上,法律对某种行为是禁止的,那么,进行此种行为在此时就是非法的。但时过境迁,法律条文进行了修改,原来的非法行为可能就在法律的允许范围之内而成为合法的行为了。