

剑桥当代工商管理教程



THE ESSENCE OF CORPORATE FINANCING

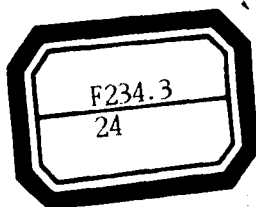
公司理财

公司理财即是对公司经营过程中的资本进行科学有效的预测、组织、协调、分析和控制。

——〔英〕大卫·史第文森

主编 张洪吉 孟华兴
执行主编 谢振莲

改革出版社



乔当代工商管理教程

THE ESSENCE OF CORPORATE FINANCING

公司理财

谢振莲 郭爱军 王巧义 和丽芬 编

改革出版社

图书在版编目(CIP)数据

剑桥当代工商管理教程/张洪吉主编. —北京:
改革出版社, 1999. 2
ISBN 7—80143—283—5
I. 剑… II. 张… III. 企业管理—高等学校—教材
IV. F270
中国版本图书馆 CIP 数据核字(1999)第 04126 号

剑桥当代工商管理教程

张洪吉 孟华兴 主编

改革出版社出版发行

社址:北京市东城区安德里北街 23 号

邮政编码:100011

深泽印刷厂印刷

新华书店经销

1999 年 2 月 第 1 版 1999 年 2 月 第 1 次印刷

850×1168 1/32 72.85 印张 1800 千字

印数:8000 册

ISBN 7—80143—283—5/F·150

定价:99.00 元(全 5 册,每册 19.80 元)

前 言

英国剑桥大学(Cambridge University)是一所具有 800 多年历史的世界著名高等学府,牛顿、培根、拜伦、达尔文等杰出人物及近百名诺贝尔奖获得者从这所知识的圣殿走出,他们用智慧和知识创造的精神财富和物质财富,为人类社会所共享。在经济领域,以凯恩斯为代表的工商精英几乎垄断着英国近代史各个时期的财政部长之职,并在英国及全世界经济学研究及工商实践领域发挥着巨大的作用,以举世瞩目的成就证实着剑桥大学永恒的魅力。

在以往的岁月里,剑桥大学树立了衡量学术水平的标准,始终保持严谨认真地探索真理的学风,而其高质量的教学水平和教学内容更为毕业于剑桥大学的哈佛创办者们及其他知名学府所传承和效仿。

这所历史辉煌、内蕴博深的学术圣殿不断闪耀的惊人光彩吸引着每一个渴望成功的人士,人们渴求进入那光环的核心,找到开启自我成功之门的钥匙。为此,我们在大量研究剑桥商务管理课程的基础上,结合中国市场经济的运作实际,编写了这套《剑桥当代工商管理教程》。

本教程共分五册,分别为《管理决策分析》、《市场营销策略》、《人力资源管理系统》、《战略性经营》、《公司理财》。他山之石,可以

前 言

攻玉,市场经济有其固有的规律,通过推介国外知名学府的经典课程,将有助于推动中国的经济发展,而尤其对于中国工商界正在成长的企业家、企业管理人员、企业员工以及大专院校的师生和对现代工商管理有兴趣的各界人士,在拓展知识领域、提高管理能力、丰富商务实践经验、促进自身发展等方面,都具有非常现实而重要的意义。

本教程具有以下特点:第一,力求准确介绍剑桥商务课程的内涵真谛,将其精华部分呈现给读者;第二,尽可能与中国工商企业的实际运作相配合,强化其实用性和可操作性;第三,结合中国读者的阅读习惯和思维方式,在语言、体例等方面力求通俗易懂,深入浅出;第四,精选经典案例,有针对性地配合正文内容进行训练,培训和强化求知者解决实际问题的能力。

本教程编写人员谨怀虔笃之心,期望得窥圣殿之堂奥,虽竭心尽力,但学识有限,难免对剑桥之学术精髓有言不尽意之处,但求瑕不掩瑜,稍慰忐忑之怀。

张洪吉 孟华兴
一九九九年一月

目 录

I 篇 基本知识

第 1 章 导言	(3)
1.1 公司财务	(4)
1.2 财务管理的内容	(10)
1.3 公司财务环境	(18)
1.4 财务管理的有关问题	(26)
案例	(30)
第 2 章 公司理财的基础概念	(43)
2.1 资金的时间价值	(43)
2.2 现金流量	(63)
2.3 风险与报酬率	(69)
2.4 利息率与通货膨胀	(79)
第 3 章 财务报表分析	(91)
3.1 财务比率的分析	(91)
3.2 共同比分析	(114)
3.3 公司之间的分析	(119)
3.4 杜邦财务分析体系	(124)

3.5 财务报表的复杂性	(127)
案例	(151)

Ⅱ 篇 营运资本管理

第4章 营运资本政策	(161)
4.1 营运资本概述	(161)
4.2 营运资本筹资政策	(168)
4.3 营运资本投资政策	(174)
第5章 现金管理	(178)
5.1 现金的用途	(178)
5.2 现金与利润	(185)
5.3 现金预算	(198)
案例	(211)
第6章 存货及应收帐款的管理	(215)
6.1 存货管理	(215)
6.2 应收帐款管理	(229)
案例	(245)

Ⅲ 篇 筹 资

第7章 权益筹资	(251)
7.1 普通股筹资	(251)
7.2 优先股筹资	(267)
7.3 收益分配与内部筹资	(279)
第8章 负债筹资	(295)
8.1 公司债券筹资	(295)
8.2 长期借款筹资	(307)
8.3 租赁筹资	(312)

目 录

8.4 短期负债筹资	(323)
第9章 筹资决策	(340)
9.1 资金成本	(340)
9.2 杠杆利益与财务风险	(353)
9.3 最佳资本结构的确定	(361)
案例	(387)

IV 篇 投 资

第10章 内部长期投资决策	(395)
10.1 投资决策与公司价值	(395)
10.2 现金流分析	(397)
10.3 几种常用的投资决策方法	(401)
10.4 不确定条件下的投资决策	(414)
第11章 长期证券投资	(423)
11.1 债券投资	(423)
11.2 股票投资	(431)
第12章 企业并购与重组	(443)
12.1 企业并购的动因	(443)
12.2 企业并购的决策分析	(447)
12.3 企业重组	(455)
案例	(461)
附录一 复利终值系数表 (FVIF 表)	(463)
附录二 复利现值系数表 (PVIF 表)	(466)
附录三 年金终值系数表 (FVIFA 表)	(469)
附录四 年金现值系数表 (PVIFA 表)	(472)

I 篇

基本知识

——公司理财

剑桥当代工商管理教程

第1章 导言

财务管理是有关资金的筹集、分配、使用和控制等方面的一切管理工作的总称。财务管理作为一门独立的学科形成较晚，仅有百余年历史。

在二十世纪初，许多公司通过增加资本、兼并、联合等活动成立了许多大公司。这样的经济现象要求财务管理研究诸如兼并、联合以及为扩充资本而发行股票、债券等等问题。这样，筹集公司日益扩展所需的资金就成为财务管理的核心问题。财务管理作为一门学科应运而生。此后，三十年代出现了世界性的资本主义经济危机，经济萧条，公司资金周转困难，支付能力下降，成千上万公司清理歇业，破产倒闭。严酷的事实使人们认识到，只有重视资金的使用效益，保持合理的资本结构，严格控制财务收支，企业才能立于不败之地。此时，财务管理的主要任务转而侧重于解释研究公司的盈利能力、偿债能力、公司改组、清理和证券市场等问题。二次大战结束后，国家经济快速恢复，生产技术高度发展，产品产量迅猛增加，为寻找产品销路，公司逐渐向国外发展，跨国公司开始形成。在此条件下，财务管理的任务从解释研

究上列现象发展到注重分析投资机会、有效利用资产，探索各项最优决策等等问题。财务管理逐渐形成以提高企业资本利润率，提高公司股票价格为目标；以时间价值和风险价值为基础；以预算管理、资产分析、财务分析为内容的一整套方法体系。六十年代开始，计算机使用日益普遍，各种数学模型也被运用于处理各种复杂的财务问题。在企业内部，财务决策同生产、经营决策一起共同构成企业生产和发展的支柱。

企业财务经理怎样适应不断变化着的环境，怎样正确计划和使用企业的资金总额，怎样控制这些资金的分配和筹措？这一切不仅影响本企业的兴旺发达，而且关系到整个国民经济的繁荣昌盛。

1.1 公司财务

□公司的财务目标

公司的主要财务目标是所有者财富最大化。但人们往往认为利润最大化是公司理所当然的目标，这种观点认为：利润代表了公司新创造的财富，利润越多则公司的财富增加得越多，越接近公司的目标。这种观点存在的问题是：

(1) 总利润没有每股收益那么重要。总利润最大化没有考虑所获利润和投入资本额的关系。例如：同样获得 100 万利润，一个企业投入资本 500 万，另一个企业投入 600 万，哪一个更符合企业的目标？不与投入的资本额联系起来，就难以作出正确判断。不考虑利润和投入资本的关系，会使财务决策优先选择高投入的项目，不利于高效率的项目。然而，每股收益最大化对企业来说也不是完全合适的目标，这在某种程度上是由于它没有具体反映

出预期收益的时间性或持续时间。例如：今年获利100万和明年获利100万，哪一个更符合企业的目标？不考虑资金的时间价值，就难以作出正确判断。

(2)“每股收益最大化”目标没有考虑到未来各年收益的风险。例如：同样投入500万，本年获利50万，一个获利已全部转化为现金，另一个则全部是应收帐款，可能发生坏帐损失，哪一个更符合企业的目标？不考虑风险大小，就难以作出正确判断。不考虑风险，可能会使财务决策作出选择高风险的项目，甚至可能破产。另外，一家公司所冒风险的大小，还要看债务与股本在资本结构中的比重如何。这种风险叫做财务风险，它也会增加投资者承担的风险。若两家公司每股预期收益可能相同，但如果一家公司未来各年的风险大于另一家公司，前者股票的市价就可能小于后者。

(3)“每股收益最大化”目标没有考虑到企业的股利政策对股票市价的影响。如果企业的目标只是为了使每股收益最大，企业就不会支付股利了。它将保留利润去增加每股收益。正由于支付股利能够影响股票市价，每股收益最大化目标本身就很成问题。

由于上述原因，每股收益最大化目标就可能同企业财富最大化目标不一样。一般地，对于独资企业来说，企业的价值是其出售时可以得到的现金。对于有限责任公司来说，股权可以转让，转让的价格代表了企业的价值。对于股份有限公司来说，股票的价格代表了企业的价值。应该说，最典型、最能说明问题的是股份公司，尤其是上市公司。股价的高低代表了市场上所有投资者对该企业的集中评价。它以每股价格表示，反映了资本和获利之间的关系；它受预期每股盈余的影响，反映了每股盈余的大小和取得的时间；它受企业风险大小的影响，可以反映每股盈余的风险；它受企业的股利政策影响，可以反映企业的报酬率。这种市价是

企业的业绩指标和发展记录，它反映了公司管理当局在为股东干什么、干得怎样。公司管理当局经常处于股东的监督之下。某公司的一个股东不满意该公司管理当局的经营业绩时，可以把手头的股票卖出，购进另一家公司的股票。如果与他有同感的股东纷纷采取抛售行动，就将迫使该公司股票的行情下跌。

□公司目标与社会责任

公司管理当局要使股东财富最大化，这不是说它可以忽视社会责任问题。在许多方面，公司的目标和社会的目标是一致的。公司在追求自己的目标时，自然会使社会受益。比如：企业为了生存，必须要生产出符合顾客需要的产品，满足社会的需求；企业为了发展，要扩大规模，自然会增加职工人数，解决社会的就业问题；企业为了获利，必须提高劳动生产率、改进产品质量、改善服务，从而提高社会生产效率和公众的生活质量。然而，社会责任的标准没有明确地规定，使企业界的目标很难一致。

显然，企业的目标和社会的目标有时也不一致。例如：企业为了获利，可能生产伪劣产品，可能不顾工人的健康和利益，可能造成环境污染，可能损害其他企业的利益等。另外，有些企业可能会因从事一些如社会公益事业、职工福利等等社会福利事业而导致企业成本增加，进而承受巨大的竞争压力；同时由于未将企业百分之百的资源用于寻求股东财富最大化，管理人员可能面临被股东炒鱿鱼的危险。

许多人认为：不能要求企业管理当局解决上述矛盾，应该从长远的全局观点出发，去要求社会在这方面作出必要的决策。政府为保证包括股东在内的所有公民的正当权利，需要颁布一系列保护公众利益的法律。例如：公司法、反暴利法、防止不正当竞争法、环境保护法、合同法、保护消费者权益法和产品质量的法

规等。通过这些法律调节股东和社会公众的利益冲突。但是，法律不可能解决所有问题，并且目前法制也不够健全，企业有可能在合法的情况下从事不利于社会的事情。因此，企业还要受到商业道德的约束，接受政府有关部门的行政监督，以及社会公众的舆论监督，进一步协调企业和社会的矛盾。

□股东、经理和债权人的冲突与协调

(1) 股东与经理

如果一个公司的所有及管理均归于同一人，而公司股东同时又是公司经理，那这样的双重身份将使得经理会采取一切手段使其本人财富最大化。这时经理大多数活动的目的是为了增加个人财富，当然同时也会有极少数的活动目的是图个人享受。

如果一个公司的股东和经理分离开来，经理有可能为了自身的目标而背离股东的利益。这种背离表现在两个方面：

- 道德风险 经理不是全心全意地工作以求得企业财富最大化，因为股价上涨增加的财富不归属他个人，而是全部归于股东。

- 逆向选择 经理可能贪图舒适安逸的生活，要求更多的津贴补助，因为这些津贴补助可做为成本分摊到股东身上。比如，装修豪华的办公室，买高档汽车等，借口工作需要乱花股东的钱。

为了防止经理背离股东的目标，有两个极端的办法：

- 监督 经理背离股东的目标，其条件是信息不对称，主要是经理了解的信息比股东多。避免“道德风险”和“逆向选择”的出路是股东获取更多的信息，严密控制经理的开销及公司管理活动的开销，并建立相应机构来控制不合理经理行为的开销，显然全面监督管理行为的代价是很高的，很可能超过它所带来的收益。

- 激励 股东可以采用激励报酬计划，使经理分享企业增加的财富，例如，企业盈利率提高或股票价格提高后，给经理人员

以现金、股票奖励。支付报酬的方式和数量大小,有多种选择,报酬过低,不足以激励经理;报酬过高,股东付出的激励成本太大。

显然,最恰当的方法是折衷地使用监督和激励两种方法。下面是几种促使经理按照股东利益最大化来从事经营的机制。

- 经理人才市场 经理人才市场的存在,对约束经理行为起了很大的作用。经理的财富是由现在的财富及将来收入的现值共同组成的。股票价格高说明经理的成绩好,经理在现在及将来的薪水也会水涨船高。这样,如果资本市场通过公司股票市价能提供反映经理成绩的信息,经理人才市场能正确评价经理的工作业绩,则公司经理追求个人财富的愿望将会强烈地激励他去为股东最佳利益工作。

- 解雇的威胁 如果一个公司的所有权非常分散,并且管理机构对公司有很强的控制权。这样,那些对公司经理不满意的股东不太可能有权撤换这样的经理。但是,现在有一些公司的股份已越来越多地集中在少数大的投资者手中,在他们认为必要时,完全有可能采取措施驱逐、罢免无能的管理人员。

- 公司被兼并的威胁 当公司的经营决策出现失误,公司的股价低于其应有水平时,可能招致恶意的兼并。公司被恶意吞并后,经理一般都要被解雇或者降级使用。因此,经理要想保持对公司的控制,就不能让公司的股票卖得太便宜了。比如,美国一家总部设在旧金山的威尔士·法古银行1986年收购了考克国家银行。75个上层管理人员70%被法古银行解雇。正如当时报刊上报道的那样,被解雇的行政人员多为高级副总裁以上的人员,未被解雇的人员也是前途暗淡。

- 建立对经理的奖励制度 一种奖励政策是认股权奖励;即允许经理以事先定好的不变价格购买本公司的股票。这样做可以使经理以公司股价最高化为其经营目标。但这种政策的不足之处

是经理们不可能控制整个股票市场，因此，认股权政策不是唯一的经理奖励政策。另一种奖励政策是绩效股奖励，目前是美国公司对经理施行奖励的主要工具。所谓绩效股是根据公司经理的经营绩效，而奖励经理一定数量的公司股票。衡量经理经营绩效的指标有：每股收益，资产收益率，股本收益率等等。例如：美国哈尼维尔公司就是以每股收益增长率作为衡量经理绩效的主要指标。该公司通过两个为期四年且互相重叠的经营期（期与期之间相隔两年）来具体衡量经理的经营绩效。在每期开始时，颁发分配给公司行政管理人员一定数量的绩效股，例如：总经理分给一万股，依级递减至低层经理为一千股。如果公司年终达到其每股收益年平均目标增长率 13%，则年初分给经理们的绩效股将全部归他们所有。如果公司经营超过其目标增长率，比如说 16%，则除年初分配的股票外，经理们还将额外再获得 30% 的绩效股奖励。但是如果公司实际增长率低于 13%，则年初分配的绩效股只能有一部分归他们，如果一旦公司实际增长率低于 9%，则年初分配的绩效股将全部收回。

（2）股东与债权人

债权人把资金交给企业，其目标是到期收回本金，并获得约定的利息收入。债权人事先知道借出资金是有风险的，并把这种风险的相应报酬纳入利率。借款利率是根据：公司现有资产的风险程度；对公司新增资产风险的评估；公司目前的资产负债率；公司未来资本结构的变化。

但是，借款合同一旦成为事实，资金到了企业手里，债权人就失去了控制权。股东可以通过经理为自身利益而伤害债权人的利益，其常用方法是：

- 股东投资于比债权人预计的风险更大的项目，如果一旦这种风险较大的资本投资成功了，则所得的好处都将归于股东，因