

上海交通大学“九五”重点教材

现代公司理财

朱军生 编

242

上海交通大学出版社

内 容 提 要

现代公司理财是企业管理的重要内容,本书从理财的一般原理入手,分析基本概念和环境;然后,研究对企业财务报表的评价方法,以帮助了解企业的概貌,并在此基础上,从投资、筹资和营运资本几方面,展开公司理财和计划等的研究;最后,介绍了企业兼并和国际财务管理两个综合性公司理财课题。

图书在版编目(CIP)数据

现代公司理财/朱军生编. —上海:上海交通大学出版社,2000

ISBN 7-313-02456-8

I. 现… II. 朱… III. 公司-财务管理 IV. F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2000)第 29600 号

现代公司理财

朱军生 主编

上海交通大学出版社出版发行

(上海市番禺路 877 号 邮政编码 200030)

电话: 64071208 出版人: 张天蔚

立信会计常熟市印刷联营厂印刷 全国新华书店经销

开本: 890mm×1240mm 1/32 印张: 10.75 字数: 302 千字

2000 年 9 月第 1 版 2000 年 9 月第 1 次印刷

印数: 1~550

ISBN 7-313-02456-8/F·354 定价: 18.00 元

版权所有 侵权必究

前 言

“财务管理”是企业(公司)理财的一门重要课程,其包含的内容涉及经济法、会计学、经营管理、营销学、数理统计和计算机技术等相关学科。现代财务管理的内容更是十分广泛,如仅就理财进行分析,很多问题可能得不到最满意的答案。因此,在向学生介绍有关财务原理的同时,能否把这些原理结合到应用之中,切实帮助学生进行理性财务分析,以作出更科学的财务决策,一直是编者思考的问题,特别是在给研究生和 MBA 学生授课之时,这种想法更为明确。出于此目的,编者在已出版的《财务管理——原理与决策》一书中,加入决策的成分,收到了预想的效果。此次,上海交通大学“九五”重点教材申报,编者决定在此基础上,编写一本现代财务管理教材——《现代公司理财》,力求能结合我国实际情况,进一步充实法规内容,增加相关理论的研究和介绍,特别对于计算机辅助决策方面增加甚多;同时,添加了更多例题。希望通过本教材帮助学生更好地学以致用,能在财务管理理论与实践上掌握更有力的武器,获得更大的提高。

编者希望本教材始终保持如下基本特点。

1. 理论与实际相结合。在介绍财务一般原理的基础上,联系我国实际,花较多篇幅介绍如何把它们具体运用到相关财务决策中,以帮助读者在了解理论的同时,学会某些运用的方法,反过来再加深对原理的理解。

2. 定性与定量分析相结合。定性与定量结合是解决财务管理问题的关键,对量上的决策和分析,往往更能有重点地管理资金流,作出财务计划。这些,显然离不开计算机技术的应用。只有这样,财务管理方具备鲜活的可操作性,使学生学会作出更有效、精确的财务决策。

3. 着重几种财务决策方法的比较,以供决策选择。本教材不仅在财务决策的运用方法上列举相关途径,而且希望在各种决策方法上,适

当加以比较。这样,使学生进一步理解财务决策本身也与所有决策一样,存在多解的可能性,有相机抉择的特色。如果死守某一种方式,并不能有效地解决复杂、多变的实际问题。只有学活、用活,才能得到财务管理之精髓。

编著本教材,虽以编者过去的研究成果为基础,但相信有心者将会发现,本教材无论在内容和立意上,都更进了一步。总之,编者希望将多年来对于财务管理的认识和现代决策方法,更多地介绍给读者,以期相互交流,共同提高。

由于编者的理解和能力等所限,书中内容未必尽如人意,甚至存在许多错误之处,望读者予以批评指正。

本教材由石成岳教授审阅。此外,对本书提供帮助的还有孔月萍、吴井红、朱明等。感谢所有支持本教材出版的同人和朋友们。

编者

1999年12月

目 录

第一章 导论	1
第一节 财务管理的主体、目标、内容及演变	1
第二节 财务管理的基本概念	7
第三节 财务管理的外部环境	13
第二章 财务报表分析	18
第一节 财务报表分析的任务及表示方法	18
第二节 财务报表体系	20
第三节 财务报表分析方法	29
第四节 计算机在财务报表分析中的应用	44
第三章 投资决策	49
第一节 财务数学	49
第二节 单项目投资决策——无风险决策	59
第三节 单项目投资决策——风险决策	68
第四节 多项目投资决策	77
第五节 计算机在投资决策中的应用	81
第四章 筹资决策	85
第一节 金融市场	85
第二节 筹资原则	89
第三节 资本成本计量	90
第四节 杠杆理论与资本结构研究	102

第五章 长期筹资决策	123
第一节 普通股.....	123
第二节 优先股.....	137
第三节 企业债券.....	139
第四节 长期银行借款.....	147
第五节 租赁.....	151
第六章 期权及其在筹资中的运用	158
第一节 期权概述.....	158
第二节 期权定价理论.....	160
第三节 选择权与筹资.....	175
第四节 计算机在筹资决策中的应用.....	184
第七章 营运资金管理	191
第一节 营运资本概述.....	191
第二节 现金管理.....	196
第三节 有价证券管理.....	204
第四节 应收账款管理.....	207
第五节 存货管理.....	217
第八章 短期筹资决策	231
第一节 短期筹资概述.....	231
第二节 商业信用.....	233
第三节 商业票据.....	238
第四节 短期借款.....	240
第五节 抵押性短期筹资.....	244
第六节 短期筹资的优化.....	247

第九章 财务计划与财务控制	250
第一节 财务计划的过程和方法.....	250
第二节 财务预算的编制.....	251
第三节 财务控制.....	267
第四节 计算机在财务计划和调控中的应用.....	272
第十章 企业收购与兼并决策	288
第一节 收购与兼并的动机和途径.....	289
第二节 企业收购与兼并的规范.....	291
第三节 对收购与兼并活动的相关评估.....	293
第十一章 国际财务管理	300
第一节 外汇市场、汇率及基本平价关系	300
第二节 外汇风险的避让.....	305
第三节 跨国公司财务管理决策.....	310
附录 (一) 将来值利息系数表	319
(二) 现值利息系数表	323
(三) 年金将来值利息系数表	326
(四) 年金现值利息系数表	329
(五) 正态分布表	332
(六) 二维随机数表	334

第一章 导 论

“财务”从字面上理解,是理财事务的简称。而理财范围可以小到—一个家庭,大到—个国家。对于家庭的理财事务,可以归入家政学中研究,而国家的理财活动则是财政学研究的问题。因此,本书所涉及和研究的理财事物是界于上述两方面的中间——经济实体的理财活动。

作为经济实体,有多种类型,但不论形式如何,企业的最一般目的都是注重经济效益,通过自身的生产要素和资源配置,创造新的更大的价值。没有这种增值,企业将会停滞,甚至“死亡”。经济实体的细胞是企业,因此,财务管理实际上是针对企业的理财事物的管理。

第一节 财务管理的主体、目标、内容及演变

一、财务管理的主体

财务管理的主体是企业,从企业的组织形式来看,一般又分为个体企业、合伙企业和公司。

1. 个体企业

由单一业主创立和经营,业主对企业的投资仅来自个人的积蓄和企业盈利的再投入,向外部的少量借债主要来自亲朋好友或个人财产的抵押,因而业主的个人财富与企业融为一体,这使得他的负债具有无限的偿还义务,可追索到他、甚至他的后代的私人财物。个体企业一般规模小,易于控制,全部盈利归业主,业主对政府交纳个人所得税。业主死亡后,个体企业关闭或传给其后代经营。

个体企业在市场经济中占绝大部分,并从中演变出规模更大的企业。

2. 合伙企业

它是指两个以上合伙人,按照协议投资,共同经营,共负盈亏的经济实体。其资本来自合伙人的积蓄,以及某合伙人的其他有形和无形资产投入。合伙企业又可分为一般合伙和有限合伙两类。

一般合伙较松散,合伙人对企业债务负连带无限责任。若某一合伙人无力承担债务,其他合伙人代其清偿,然后再向该合伙人追偿,直至其个人的财产。企业盈利按协议分配,合伙人分别据此向政府交纳个人所得税。

有限合伙则是合伙人对债务负有限连带责任,仅就合伙资本为最高清偿额度,不追索到合伙人个人私人财物,利润要以合伙企业的名义交纳企业所得税。有限合伙企业应事先标明“有限责任”字样,有符合规定的公司章程、注册资金有合法验资证明,并不得减少注册资本。某一合伙人转让投资,应取得其他投资者同意。有限合伙企业名义上已具有法人资格,但不可向社会公开筹资。

3. 公司

它是在“公司法”制约下成立的,由股东投资创办的经济实体。它克服了个体和合伙企业的短处。其资本来源多以定向或公开销售股权证书来募集初始资本,也可发售债券或以抵押获得银行长期借款,甚至只凭信用获得借贷资金,因此公司规模大,资本来源渠道多。公司的所有者仅就其认购的股本金,承担企业经营和负债的风险,负有限清偿责任。同时,股东按持股数大小来控制企业全部施政方针的表决权,并通过选举董事会,委托代理人——经理去经营企业。公司是独立法人,资本金注册登记,不可任意抽逃。股东可通过股权转让形式将资本变现。因此,企业资本具有完整性与流动性的统一,是投资者、经营者和职工的利益共同体。盈利要向政府交纳企业所得税,然后再按税后利润的一定比例提取积累和公益金,并按股派发股息以回报股东。

企业的三种形式中,公司最具规模、体制、运作、监管之优势,也大体涵盖了另两种形式的各类理财问题。因此,现代财务管理的主体都以公司为出发点,本书的分析和论述也从公司理财的角度展开。

二、财务管理的目标

财务管理是现代企业管理的核心。显然,财务管理的目标与企业管理的目标是一致的。

企业在商品经济条件下经营的动机是通过对商品、劳务的提供,满足社会需求,并在这种满足过程中,获得比其原来的投入更大的收益。这就是经营获利。企业的管理则是通过有效的资源配置,千方百计以尽可能少的耗费,取得尽可能大的盈利,在一定时期追求企业价值最大化。

进一步分析,企业的价值最大化的最终受益者是企业的所有者,按股份组织起来的公司的所有者是股东全体。每一股东以其股权份额大小,分割这块盈利。所以,企业价值最大化体现为股东收益最大化;股东收益最大化又可具体分解到每股收益最大化上。

每股收益在一定时期可分解成两个基本部分:一是每股股利收入,它表现为股东分得的股息和红利;二是资本收益,它表现为普通股因企业决策的影响导致的二级市场转让价格的上升带来的收益。每股收益最大化就是使这两种收益之和最大。显然,在企业决策时,不仅应注意当期的分红派息数量多少,而且应兼顾市场的转让价值的升降。这就要求一个特定的企业在特定的股东结构情况下和特定的资本市场状态下,谨慎地作出每项财务决策。

在现代财务管理的研究中,已有许多学者开始对上述每股收益最大化的单目标加以进一步拓宽。他们认为,在企业经营中,如果企业为追求每股收益最大化目标而执意去侵害企业的债权人、企业职工、企业顾客或供应商,以及企业赖以生存的社会利益,其结果,并不能使股东的每股收益达到最大。因为上述诸因素都会以其同企业的特定联系,对那些侵害性决策作出自卫性反应,从而使企业的如意算盘落空。因此,在企业追求其每股收益最大化的同时,应公平地对待社会各类群体,这样才能取得企业的既定价值增值。正是由于这一点,企业经营目标应上升到与企业有利害关系的整个团体的收益最大化。

但是,显而易见,尽管这个团体的利益密不可分,却使企业在追求

这种收益最大化时,失去了简单明确的衡量标准,使问题变得复杂化和带上了运筹学的色彩;如可能是一个线性规划模型或者是一个关系矩阵。经济学家要揭示这个复杂问题的最优解,必须对各影响因素加以界定和找出参变系数。由于实际情况千差万别,尚无可解方程。

虽然企业经营目标是多元化的,但在进行决策时,每股收益最大化仍是基本目标。以后的决策分析也是建立在这一目标基础上的。因为股东作为企业的所有者和拥有绝对的表决权,他们最关心的仍是每股收益问题。同时,只有对这一目标不断追求,企业才更具竞争性,更有效率地获得更高的增长速度。

三、财务管理的内容

财务管理作为企业管理的核心,关系到整个企业资源的获得和有效配置。为使企业创造更大的价值,财务决策渗透到可以计量的增加企业价值的各个领域和环境中,因此,现代财务管理的内容变得十分广泛和复杂。

从一般职能上看,财务管理主要分为三大块。

1. 投资决策

财务主管必须根据企业经营和发展目标,分析可供投资的各种机会,选择对企业发展最有利的某项投资或某组投资组合,并根据项目的进度,确定各阶段的投资量计划。不仅如此,现代财务管理的投资项目的范畴被进一步拓宽。购买建造生产设施是投资,购买金融衍生产品也是投资;新建是投资,购并已有企业也是投资;长期项目是投资,短期项目也是投资。投资多元化,跨地域已成为企业集团的经常战略。由此导致投资分析更加复杂,投资管理向体系化方向发展,投资形成的资产也更为丰富。

2. 筹资决策

投资与筹资是密不可分的整体。投资的资本来源,要求最低的代价和及时地到位。筹资决策正是从这两方面对资本进行安排的。为此,要估算各种资本的使用成本,研究资本的最佳结构,构造有弹性的资本组合,选择资本的期限和安排资本的偿还计划。同时,在分析资本

市场状况的基础上,利用各种筹资工具,降低成本和风险,满足企业资本需要。现代筹资还涉及金融衍生产品创新问题的研究。

3. 日常经营资本的管理

从企业正常经营的第一天起,就面临着如何合理地分配经营所需资本到原材料、在产品、产成品及结算、分配等环节上。在不影响正常企业运转的前提下,最大限度地减少各环节的占用,提高资本使用效率,降低经营资本成本。从这部分资本管理策略上看,可以用长期筹集的资本来保证,也可以用短期负债来满足,不同性质和数量的资本,对企业所承担的风险和整个资本成本有不同影响。

要搞好这类日常资本管理,财务经理将要详细地制定经营预测和现金等的动态计划,并在计划付诸实施时,进行严格的控制和及时的调整,对于资金的临时性不足,要迅速借助货币市场进行筹资;而对于资金的临时性有余,也要寻找出路,发挥其应有的潜力。

资金的日常管理除内部计划周密之外,还涉及与金融机构、供应商和客户之间的金融关系处理,与政府管理部门和税务部门的交往和协调,对股东眼前收益和长远增长的分配决策,与下层子企业和上属母企业的核算关系,等等。

财务管理的三方面内容是相辅相成、有机联系的。没有新的投资选择,不会产生新的筹资需要,对日常经营管理也产生不出新的业务范围和增长的盈利及分配问题。有效的营运管理,反过来,又对投资的回收、筹资的归还本息创造条件。

四、财务管理理论与实践的演变

财务管理是与企业产生与生俱来的,但最早的财务管理只是简单的会计意义上的管理,核算经营业务中资金的流出流入,财务管理理论也只是微观经济学的一个分支。随着企业规模的增大,企业需要在外界获得资本,因此开始认识和研究证券市场和货币市场情况。西方最早出现的一本企业财务方面的书——《公司财务》是由格林(Thomas L. Greene)在1897年写成的。其中主要涉及信用工具、金融机构和资本市场。

20世纪20年代起,新兴的科学、技术和发明,为新兴工业作了技术准备,但资本来源对新兴工业来说,并没有原始积累。这时的财务管理者开始关注来自外部的资金筹集,特别对普通股股票投资者和投资银行等金融机构进行广泛的联系。研究一个公司财务策略的文章和书籍开始出现,并系统进入大学经济管理课程的教材中。

但在财务实践中,新兴的证券市场运行并不规范,企业业绩不实,弄虚作假的情况时时困扰着市场和投资者,伴随着30年代经济大危机,很多企业相继破产。股价暴跌,股份制公司面临生存危机。财务管理重点集中到企业的清算、破产,重组及投资利益保护问题上。这一时期内,财务研究开始涉及对财务信息利用,有关财务比率的科学衡量和分析,企业财务状况及业绩评价方面。这一时期的努力,为以后的有关财务状况系统性分析,资本结构研究都打下了基础。

20世纪40~50年代,财务管理学仍然以描述性、制度性作为特色的学科来从事教学和实践。但眼光已从企业外部或投资者角度,逐步向企业内部转移,有人认为正是在这一时期,财务管理者从资产负债表的贷方(负债和收益)开始转向其借方。自20世纪50年代初期开始,财务预算和别的内部控制程序受到重视,研究内容涉及预测和控制企业现金流量,投资决策和资本预算,资本结构及合理利用资本,以及股息策略等方面。

随着世界市场竞争日趋激烈,理论界从经济学基础上引申出“有效市场”概念和“资产组合”理论,对企业价值或某种证券的价值进行了深入分析。

自20世纪50年代后期到80年代,是一批实证分析的理论孕育和发展的时期,它们为西方财务管理提供了较多的新理论,新概念及新的技术分析方法,这部分内容归功于有一批数学家改行研究财务理论和计算机技术的推广运用,为某些分析提供更便捷的实证模拟。

这些财务理论多数带有较强的约束条件,同时还带有严密的假设前提。因此,理论上的论证是正确的,但是实践中却碰到不少困难,甚至没有理想的参数值可供运用。尽管如此,它们毕竟为理论分析提供了工具和方法。这些理论包括:

- (1) 有效率市场理论及其对整个财务、金融基础意义。
 - (2) 资产组合理论及对风险的度量和分析。
 - (3) 资本资产定价模型和进一步发展的多因素定价模型,以及对整个金融资产的估价。
 - (4) 资本结构理论及资本成本分析。
 - (5) 代理理论及对策分析。
 - (6) 信号理论及对投资、筹资和股息分配的影响。
 - (7) 期权定价模型及金融创新。
- 具体内容将在以后的章节中适当加以介绍。

第二节 财务管理的基本概念

有几个基本概念将对整个财务管理活动产生重大影响,许多决策,都是在这些概念的基础上进行的。

一、市场有效性

财务管理是在与金融市场的密切联系中进行决策的。因此,当前金融市场有效性如何,就成为关键问题。所谓有效是指上市的金融产品(主要指股票)的价格已经反映了影响其变化的全部咨询,因而已处于均衡状态之下。之所以会如此,主要因为职业投资分析家对每一条信息的出现都加以迅捷的分析,从而引导投资者(特别是主力投资者)作出投资的最快反应。由信息引起的不均衡价格在以秒计算的时间里就被恢复到均衡状态。因此,在金融市场上利用价格差进行无风险套利是困难的,谁也不是常胜者。或者说,如果投资者靠已经发生的信息预测今后股价变化是不确定的和无效的。

市场有效程度可以分为三级。

1. 弱势市场

它是指股价已反映了过去公开发布的信息。因此,按照过去的股价变动,预测未来的变化是徒劳的。因为,未来的股价变化,只会根据新的公开信息而变化。弱势市场的效率确定被许多事实所证明。

2. 半强势市场

它是指股价已反映了所有已公开的信息,不论此信息是否已正式发布。这样一来,想根据公开信息的研究,获取非正常收益是不可能的。但是,依靠内幕交易(即利用秘密情报)仍有获取额外收益的机会。

3. 强势市场

这种市场是一种理想化市场,至今尚没有资料证实它确实存在。它不过作为一种极端被理论界研究。它是指:股票价格中已反映了所有咨询,不论此咨询是公开的,还是秘密的。这样,即使是内部知情者也无法获得非正常利润。

市场有效的概念,对财务管理的意义在于,任何一项金融市场的产品已经被相应地估价,这种价格是通过投资者的竞争而达到均衡的,财务活动中的决策,应充分估计到这种市场的效率性。每项决策都要为提高企业价值而努力。那些虚假的活动(如篡改报表、假传信息)并不能得逞。另外,在资本市场上被过度高估和低估的品种是很少的,当进行兼并、证券发行、股票回购、偿还债券时,要周密地考虑各种因素的影响,慎重决策。

在一定的资本市场上,只有了解其处于何种阶段,才能根据此时信息对股价的影响情况,进行财务决策。但分析此种阶段是较困难的,实证分析的可选择方法为,对某一信息公开发布时点前后的股价走势进行考察,假定有一个好消息作用于某种股票,则股价变化可如图 1-1 上半部分的情况发展。若此信息在发布的时点 K 的前后,股价沿上升轨道继续行走,可认为市场为弱势状态;当股价在信息发布点 K 之后,随机游走,应看成是一种半强势市场状态,而强势市场状态无法反应。因为,这时股价已不受任何突发信息的影响,仅以随机波动形式出现,要分出这种变化是几乎不可能的。

二、风险与收益的均衡

风险是指一种“未来的不确定性”。在企业的整个经营过程中,几乎所有的选择,都包含着不确定性。严格地说,这种不确定性有向好和向坏变化的两种可能。但是从它与确定性相对应上看,人们更偏好确

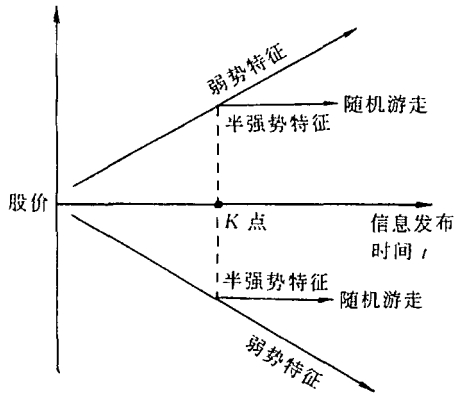


图 1-1 股价变化情况

定性的情况。因此,在经济学上一般总事先假设人们普遍厌恶风险。所不同的是,每个个体对风险厌恶的程度不同。在现实经济活动中,人们所冒风险的大小,应该同得到的收益相对应,这种收益是对所冒风险的补偿。高风险就要有高收益相匹配。财务决策的所有方面,都应建立在这种风险与收益的取舍上。

在有效的市场状态下,风险与收益的补偿正好相等(这里的含义应理解为:人们已普遍取得对某种程度的风险应给予多高补偿的一致看法)。风险资本的投资恰好得到它应有的风险平均报酬率。在资本市场和任何产品市场上,这种风险收益均衡都存在。若这个均衡遭到破坏时,无数手疾眼快的投资者将以无风险套利的方式修复这种均衡。当然在资本市场上的修复比在产品市场上的修复过程快得多,因为后者的资源重新组合要困难些。

风险的划分在财务管理中有两种不同考察角度。

一种是从资产组合角度看,风险可分为非系统风险和系统风险。非系统风险指特定企业经营活动中存在的 uncertainty,这种风险可以通过投资者资产多样化投入来分散甚至完全消除。据有关证券市场资料分析,经济学家发现,只要将投资分散到 40 个以上的证券品种上,非系统风险几乎被全部消除。系统风险是指整个市场大环境引起的不确定

性,这种风险如宏观政策调整,经济周期影响,货币、利率的变化等等。这种风险是难以通过简单的投资组合来消除的(参见图 1-2)。从组合资产投资的风险补偿上讲,只有系统风险应得到补偿,非系统风险则不应受到补偿。一般认为,非系统风险是投资者偏好的代价。

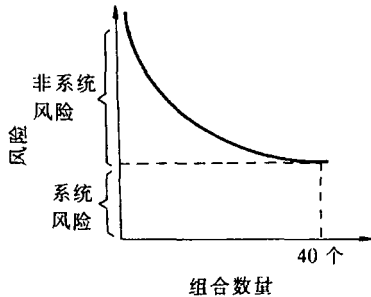


图 1-2 风险的划分

另一种是从企业资本结构的角度,将风险分解为经营风险和财务风险。企业资本来自权益资本和债务资本两部分。企业所有者仅仅以股权资本参与一个企业的经营,所冒的风险全部体现在经营过程中,这种风险称为经营风险。所有者要获得更大收益,可以进一步选择成本较低的债务资本加入经营。但在使用债务资本增加获利的同时,由于需按时归还债务本、息,因此在经营风险之外,又增加一种新的偿债风险,这种风险称之为财务风险。若企业不能按期偿债,无论企业是否能继续经营下去,或者是否有优良的发展潜力,都面临被债权人起诉破产的可能。

上述两种风险分类,在以后的章节中,我们还要详细讨论。风险收益均衡的概念使财务管理者明白,超额利润的存在是短暂的,要获取这种超过平均水平的收益,应迅速决断。但并非每次都能如愿。财务管理的主要精力应放在选择适合本企业承受风险能力的相应投资和经营项目上。高收益的背后,有高风险。同时,企业使用何种资本,不仅是获得收益多少的问题,而且是所冒风险高低的问题。进一步看,企业应发展自己最有竞争力的强项,以取得高收益。至于伴随此收益的高风