



“十二五”普通高等教育本科国家级规划教材



Financial Management 21世纪财务管理系列教材


Advanced
Financial Management

高级财务管理学

(第三版)

主 编 王化成

副主编 程小可 刘亭立 裘益政

 中国人民大学出版社



Digitized by the Internet Archive
in 2019 with funding from
Kahle/Austin Foundation



“十二五”普通高等教育本科国家级规划教材



Financial
Management

21世纪财务管理系列教材

Advanced
Financial Management

高级财务管理学

(第三版)

主 编 王化成
副主编 程小可 刘亭立 裘益政

中国人民大学出版社
· 北京 ·

图书在版编目 (CIP) 数据

高级财务管理学/王化成主编. —3 版. —北京: 中国人民大学出版社, 2011. 8
21 世纪财务管理系列教材
ISBN 978-7-300-14151-0

I. ①高… II. ①王… III. ①财务管理-高等学校-教材 IV. ①F275

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 160026 号

“十二五”普通高等教育本科国家级规划教材

21 世纪财务管理系列教材

高级财务管理学 (第三版)

主 编 王化成

副主编 程小可 刘亭立 裘益政

Gaoji Caiwu Guanlixue

出版发行 中国人民大学出版社

社 址 北京中关村大街 31 号

邮政编码 100080

电 话 010 - 62511242 (总编室)

010 - 62511398 (质管部)

010 - 82501766 (邮购部)

010 - 62514148 (门市部)

010 - 62515195 (发行公司)

010 - 62515275 (盗版举报)

网 址 <http://www.crup.com.cn>

<http://www.ttrnet.com>(人大教研网)

经 销 新华书店

印 刷 涿州市星河印刷有限公司

版 次 2003 年 3 月第 1 版

规 格 185 mm×260 mm 16 开本

2011 年 8 月第 3 版

印 张 26.25 插页 1

印 次 2012 年 12 月第 4 次印刷

字 数 504 000

定 价 39.90 元

第三版前言

《高级财务管理学》(第二版)出版以来,被许多学校选为财经专业的必读教材,受到广大读者的关注,成为高级财务管理方面的畅销教材。近年来,我国经济环境发生了较大变化,如2007年新会计准则全面实施,以股权分置改革为重点的资本市场改革取得了显著成效,为了不断丰富和更新相关内容,我们对本书进行了修订。

本次修订的主要思路是补充、修订一些新的法规和政策,体现最新的理论与实务发展,增加案例的时效性,增加教材的可读性。

具体的工作主要体现在以下几方面:

1. 补充了新的政策、制度和理论成果。
2. 对上一版引用的一些数据资料进行了更新。
3. 对上一版的案例进行了动态更新,尽可能地反映案例公司的最新状况。
4. 在主要章节前增加了章前导读,通过一个小案例或统计资料,引出本章的主要内容,从而激发读者进一步阅读的兴趣。

尽管如此,本书还可能存在一些疏漏和不足,恳请读者批评指正。

编者

第二版前言

实践是理论创新的助力器，财务理论的发展更是与经济活动密不可分，这就决定了财务管理的教材必须与时俱进，吐故纳新。正是基于这样一个思想，我们对 2003 版的《高级财务管理学》进行了修订。

虽然“高级财务管理学”的内容体系至今仍未有统一的界定标准，但是按照是否遵循财务管理假设对其内容进行划分在理论研究与教学实践中都得到了一定的认可，所以修订版仍然保留和延续了旧版的主要框架体系。在内容上涵盖了企业并购财务管理、企业集团财务管理、国际财务管理、中小企业财务管理、非营利组织财务管理、企业破产清算财务管理等专门性的财务问题，这些内容有的是当前经济生活中的热门话题，如并购问题；有的是财务管理的难点问题，如集团财务管理；有的则是一般的财务管理教材中较少涉及的内容，如非营利组织财务管理等。

在修订过程中，我们对第一版做了较大的调整和修改，主要工作包括：

1. 对全书主要章节进行了修改。近年来，我国公司理财的经济、金融等环境因素都发生了较大变化，国家也陆续出台了一些新的法律法规，为此，我们依据变化了的环境和新的法规对全书主要章节进行了修改。

2. 结合中国理财实践重写了第 10 章。本书第一版写作时，国内非营利组织的财务管理尚不十分成熟，所以，我们主要介绍了国外非营利组织财务管理的理论与实践。但最近几年，国内非营利组织财务管理有了长足进步，为此，我们结合中国的特点，重写了第 10 章。

3. 删除了尚不成熟的第 11 章。本书第一版的第 11 章是“特许经营财务管理”。从高级财务管理的理论体系来看，应该包括这部分内容。但本书出版后，陆续接到一些教师的电话，认为这部分内容的理论体系尚不成熟，讲授起来难度较大，为此，在本次修订时，我们删除了这部分内容。

4. 增补了一些案例。与旧版不同的是，为了方便教学，本书主要章节都



安排了两个配套的案例，其中一个为教学用案例，用于教师讲授或学生自学；一个是讨论用案例，用于课堂讨论，开拓学生思路。案例的编选都紧扣所在章的主要内容，并力求突出新颖性和典型性两个特点，从而有助于更好地理解和掌握相关内容。

本书由王化成教授担任主编，程小可、刘亭立、裘益政担任副主编。全书修订工作的具体分工如下：

第1章 王化成，刘亭立

第2章、第3章、第4章 刘亭立，王化成

第5章、第6章、第7章 裘益政，程小可

第8章 王化成，刘亭立

第9章 刘亭立，汤谷良

第10章 朱建芳，程小可

第11章 李小燕，刘亭立

本书的修订历时一年，我们希望呈现给读者的修订版《高级财务管理学》不是简单的“小修小补”，而是有一些新的理念、新的启迪。即便如此，我们仍然感觉时间紧迫，所以不完善之处一定存在，敬请读者批评指正。

王化成

2007年6月

第一版前言

通常，超过预产期的婴儿的出生，对母亲是一种解脱，而本书的完稿对笔者来说在解脱的同时却又面临新的压力。本书原计划应在1999年完稿，但由于作者的出国访问和工作繁忙，更由于高级财务管理学的框架体系迟迟定不下来，使本书的交稿时间一拖再拖。

在财务管理的课程体系中，设一门“高级财务管理学”，这基本上是财务管理学界的一个共同观点。但是，对于何为高级财务管理以及高级财务管理应包括哪些内容，人们的看法并不一致。笔者在英国访问期间，借阅过很多高级财务管理方面的书籍，但基本都是专题或论文的汇集，未见高级财务管理方面的教科书，至少笔者没有见到。近几年，国内出版了一些高级财务管理方面的教材，但内容差别很大。因此，笔者认为，到目前为止，“高级财务管理学”的内容体系仍然是一个仁者见仁、智者见智的问题。

本书从财务管理假设入手，通过财务管理假设将高级财务管理同初、中级财务管理的内容进行划分。凡符合财务管理假设的内容，都放入初、中级财务管理中，凡是对财务管理假设有突破的内容，都放入高级财务管理中。因此，高级财务管理学讲授的，都是突破财务管理假设的内容。本书主要讲述一些专门性的问题，如企业并购财务管理、企业集团财务管理、企业破产财务管理、非营利组织财务管理、小企业财务管理等。这种安排究竟是否合理，还须经过读者的检验。

本书由王化成设计提纲，各章的编写分工为：第1章、第8章由王化成撰写；第2章~第4章由戴娜、王化成撰写；第5章、第6章由徐湑、程小可撰写；第7章、第10章、第11章由刘俊勇撰写；第9章由汤谷良撰写；第12章由李晓燕撰写。初稿完成后，由主编王化成教授统一定稿，程小可协助主编作了大量的统稿工作。

感谢北京工商大学的汤谷良教授和北京化工大学的李小燕教授将他们多年



在中小企业财务管理和企业破产、重组和清算方面的研究成果贡献给本书。感谢中国人民大学的王庆成教授、李相国教授、顾志晟教授对本书的写作提纲贡献了许多宝贵意见。感谢中国人民大学商学院财务管理教研室的全体同事对本书写作提供的帮助。

编写高级财务管理方面的教材，对我们来说还是第一次，由于对高级财务管理理论体系的研究尚不够深入，书中不妥之处，请读者批评指正。

王化成

2002年12月

目 录

第 1 章	总论	1
	1.1 财务管理的理论结构	2
	1.2 财务管理假设	10
	1.3 财务管理目标	17
	1.4 财务管理课程体系	20
	1.5 高级财务管理的内容与本书的结构安排	22
	1.6 案例研究与分析：美的电器的财务管理目标	24
第 2 章	企业并购财务管理概述	29
	2.1 企业并购概念	29
	2.2 企业并购的动因和效应	32
	2.3 企业并购的历史演进	35
	2.4 企业并购的财务问题	41
	2.5 案例研究与分析：中集集团的并购扩张之路	42
	案例讨论：国美并购永乐	49
第 3 章	企业并购估价	54
	3.1 并购目标公司的选择	55
	3.2 目标公司价值评估的方法	58
	3.3 贴现现金流量估价法	61
	3.4 案例研究与分析：戴姆勒-奔驰与克莱斯勒合并的价值 评估	75
	案例讨论：燕京啤酒并购惠泉啤酒	80
第 4 章	企业并购运作	83
	4.1 企业并购筹资	84
	4.2 企业杠杆并购	95
	4.3 管理层收购	98
	4.4 并购防御战略	102
	4.5 并购整合	106



	4.6 案例研究与分析: 新湖中宝吸收合并案例分析	109
	案例讨论: 阿里巴巴并购雅虎中国	114
第5章	企业集团财务管理概述	120
	5.1 企业集团财务管理的特点	121
	5.2 企业集团的组织结构	128
	5.3 企业集团财务管理体制	135
	5.4 案例研究与分析: 鄂尔多斯羊绒集团的内部银行制度	142
	案例讨论: 西门子财务(中国)公司的资金管理	148
第6章	企业集团的资金运筹	153
	6.1 企业集团筹资管理	154
	6.2 企业集团投资管理	161
	6.3 企业集团分配管理	174
	6.4 企业集团资本经营	180
	6.5 案例研究与分析: 长江实业集团贷款风险的规避	186
	案例讨论: 同仁堂分拆上市	190
第7章	企业集团财务控制	195
	7.1 企业集团财务控制概述	196
	7.2 企业集团预算控制	199
	7.3 企业集团业绩评价	208
	7.4 案例研究与分析: 中外运敦豪实施平衡计分卡	232
	案例讨论: 中原油田的预算管理新模式	236
第8章	国际财务管理	240
	8.1 国际财务管理的基本理论	241
	8.2 外汇风险管理	244
	8.3 国际企业筹资管理	250
	8.4 国际企业投资管理	262
	8.5 国际企业营运资金管理	268
	8.6 国际企业税收管理	279
	8.7 案例研究与分析: 尚德神话: 一个民营企业的国际化历程	290
	案例讨论: TCL的国际化之路	299
第9章	中小企业财务管理	304
	9.1 中小企业财务管理概述	305
	9.2 中小企业融资管理	312
	9.3 中小企业投资管理	321
	9.4 中小企业的政策利用	328
	9.5 案例研究与分析: 网盛科技的成长之路	335



	案例讨论：金蝶软件公司的“破蛹化蝶”历程	341
第 10 章	非营利组织财务管理	345
	10.1 非营利组织概述	346
	10.2 非营利组织财务管理概述	352
	10.3 非营利组织的预算管理	354
	10.4 非营利组织的筹资管理	358
	10.5 非营利组织的资本预算决策	364
	10.6 案例研究与分析：江海大学预算预测方法的应用	369
	案例讨论：湖海大学过度负债问题分析	376
第 11 章	企业破产、重整与清算	378
	11.1 企业破产概述	379
	11.2 破产预警管理	383
	11.3 重整与和解财务管理	393
	11.4 破产清算财务管理	395
	11.5 案例研究与分析：郑百文的资产重组案例	398
	案例讨论：浙江海纳破产重整案例	407

会计基础
会计学

C 第 1 章

Chapter 1

总 论



本章导读

德萨是在 2000 年末进入中国的一家美国公司，主要生产暖风机、家用的加热器等。它们向中国的工厂提供产品样式和规格，中国工厂负责为其生产，产品用德萨的品牌销售到美国和其他市场。但在 2008 年的 7 月，德萨将生产线重新搬回了美国中东部的小城鲍灵格林（BowlingGreen）。

在中国的 8 年间，德萨先后经历了两次出口退税调整。开始的几年，德萨可以从中国政府拿到大约 15% 的出口退税。但是 2007 年 7 月，中国政府宣布降低部分产品的退税率，公司的出口退税下降了 10%。此外，2007 年人民币对美元升值 12%，2008 年的运费更是上涨了近 25%。这一系列因素的综合作用使德萨 2008 年上半年的成本增加了 50%，并最终作出了回归的决定。德萨的回归将为鲍灵格林带来 640 万美元的投资和大约 400 个就业岗位，所以，2008 年 7 月 15 日，当鲍灵格林市的市长宣布德萨将把生产线搬回这座小城时，他说：“这是伟大的一天。”而德萨加热器零售部门主管克劳德·海斯（Claude Hayes）也一再强调，德萨离开中国并非不喜欢中国，“这是一个纯经济的决策”。

德萨的决策正是在当时特定的财务管理环境下做出的，公司管理层在决策时遵循的原则实际上反映了财务管理假设的概念，公司在做出各种财务决策时希望达到一个什么样的最终目标？这些正是本章将重点阐述的内容。

资料来源：载《经济观察报》，2008-07-29。



学习目标

- 掌握财务管理理论结构的概念和基本框架
- 理解财务管理假设的构成及其与高级财务管理内容的关系
- 了解设计财务管理课程体系的各种思路
- 掌握高级财务管理的基本内容

1.1 财务管理的理论结构

理论研究的深度，是衡量一门学科成熟与否的标志；首尾一贯的理论，则是评估实务正确与否的指南。财务管理实务已有较长历史，但财务管理理论的出现则较晚。根据现有资料，社会主义制度下的财务管理学，是20世纪40年代苏联科学院院士费·吉亚琴科教授倡导与创建的。在西方，直到50年代，才形成比较规范的财务管理理论。中国的财务管理理论研究，是从60年代才开始的。但是，由于种种原因，对于财务管理的理论结构问题，始终没有进行过充分的讨论。理论来源于实践，同时，理论又指导实践和预测实践，没有理论指导的实践，是盲目的实践。改革开放以来，中国的财务管理实践已发生了重大变化，亟须理论上的规范与指导，以求能使今后的财务管理实务得到更好的发展和进步。

1.1.1 财务管理理论结构的概念

1. 财务管理理论

为弄清什么是财务管理理论，必须首先弄清什么是理论。世界著名的《韦氏国际词典》（Webster's New International Dictionary）第三版将理论解释为：理论是某一研究领域的一套前后一致的假设、概念和实用原则所构成的系统。

我国的《辞海》对理论的解释是：理论是概念、原理的体系，是系统化了的理性认识。

我国《现代汉语词典》对理论的解释是：理论是人们由实践概括出来的关于自然界和社会的知识的有系统的结论。

但不论怎样描述，理论与实践的关系总是非常密切并相辅相成的。它们互为对方提供支持和帮助，每一方都有助于纠正对方的缺陷，使其变得更加完善。理论的职能是扩大经验的范围，并深化其含义。凡属科学的理论，必须能完整、准确地解决两个问题：（1）如何解释实践，即认识世界；（2）如何进一步做好实际工作，即改造世界。

财务管理理论是根据财务管理假设所进行的科学推理或对财务管理实践的科学总结而建立的概念体系，其目的是用来解释、评价、指导、完善和开拓财务管理实践。

2. 财务管理的理论结构

“结构”作为哲学上的范畴是指物质及其运动的分布状态，是事物各个组成要素之间的相互稳定的排列顺序、组合方式和互相制约、互相联系、互相作



用、互相依赖的关系总和。《现代汉语词典》对结构的解释是：结构是各个组成部分的搭配和排列。一般而言，讲到结构，应包括以下两个方面的含义：一是构成系统或物质的基本要素或元素；二是这些要素或元素在整体中的作用及其排列组合，即要素之间的联结关系。即使系统的构成要素或物质的组成元素相同，但由于其联结方式不同也会引起系统或物质发生变化，因此，讲到结构，一定包括上述两方面内容。

借用结构的基本定义，可以将财务管理的理论结构定义为：财务管理的理论结构是指财务管理理论各组成部分（或要素）以及这些部分之间的排列关系。本书所建立的是以财务管理环境为起点，财务管理假设为前提，财务管理目标为导向的由财务管理的基本理论、财务管理的应用理论构成的理论结构。

1.1.2 财务管理理论结构的起点

研究财务管理理论结构，一个十分重要的问题就是从何处入手，以什么作为逻辑推理的出发点。

1. 现有财务管理理论研究起点的主要观点

财务管理理论研究的起点，长期以来就是一个有争议的问题，主要观点有以下几种：

(1) 财务本质起点论。长期以来，我国财务管理的理论研究是以“财务的本质”为起点的，从这一起点出发，逐渐阐述财务管理的概念、对象、原则、任务、方法等一系列理论问题。我国著名财务学家郭复初教授认为，这种观点形成于20世纪80年代，当时对财务的存废问题存在很大争议，财务管理理论工作者在形成财务独立论的过程中，从财务的本质研究出发，奠定了财务理论的基石。^① 进入90年代，我国有些学者对其进行了系统论证，指出：“财务质的规定性决定了财务的独立性，财务的种种独特性态，乃是奠定财务独立存在的客观基础”。从建立和完善财务管理学科体系来看，对财务的本质进行科学的定义是必要的，但以财务的本质作为理论研究的起点，只能解决什么是财务、什么是财务管理这些纯理论的问题，不能解决为什么进行财务管理这一与财务管理实践密切相关的问题，也不可能有效地指导财务管理实践。因此，以财务的本质作为财务管理理论的起点，会阻碍财务管理应用理论的发展，不利于财务管理理论体系的完善。

(2) 假设起点论。这种观点是近年来人们在借鉴会计理论研究方法的基础上形成的。持这种观点的人认为：“任何一门独立学科的形成和发展，都是以假设为逻辑起点的，然而，在财务学中，却忽略了这一点。”并指出：“假设对任何学科都是非常重要的，因为它为本学科的理论 and 实务提供了出发点或奠定

^① 郭复初领著：《财务通论》，上海，立信会计出版社，1997。



了基础。”^① 财务管理假设是财务管理理论结构中一个非常重要的问题，必须认真研究。但以财务管理假设作为财务管理理论研究的起点还存在一些问题。这是因为：1) 财务管理假设不是凭空捏造的，也不是天生就有的，而是根据财务管理环境和财务管理的内在规律概括出来的，显然，环境决定假设，而不是相反。2) 即使是过去一直以假设为理论起点的会计学，进入 20 世纪 70 年代，也逐渐放弃了这种观点，改用其他范畴作为会计理论研究的起点。可见，并不是任何学科、任何时候都以假设作为理论研究的起点。

(3) 本金起点论。这是我国著名财务管理学家郭复初教授提出的一种观点。他认为：“本金是指为进行商品生产和流通活动而垫支的货币性资金，具有流动性与增值性等特点。”^② 并进一步指出：“经济组织的本金，按其构成可以分为实收资本、内部积累和负债等几大组成部分。”^③ 同时强调，本金起点理论符合逻辑起点的基本标准，弥补了其他起点理论的种种不足。本金作为财务资金的代名词已成为财务理论的核心概念，是财务理论概念体系中的组成部分。以本金作为基本细胞并从此开始研究，有利于从小到大、层层展开，从而构成完整的财务管理理论体系。但以本金作为财务管理理论研究的起点，必须解决本金与资金、资本之间的关系。

(4) 目标起点论。进入 90 年代以后，我国有些学者提出了以财务管理目标为财务管理理论研究起点的看法。这种观点认为，任何管理都是有目的的行为，财务管理也不例外。只有确立合理的目标，才能实现高效的管理。适应市场经济发展要求的财务管理理论结构应该以财务管理目标为出发点……同时认为，财务管理目标是在考虑风险和报酬两个重要因素的基础上实现企业价值的最大化。^④ 这种观点突出了财务管理目标在财务管理理论结构中的作用，有利于财务管理理论对财务管理实践的指导。但现在看来，这种观点也存在一些问题。这是因为：1) 从逻辑学的角度来看，任何理论的研究起点都应是其原本点（即原始出发点），显然财务管理目标并不具备这一特点，因为财务管理目标受财务管理环境的影响，不同的理财环境会产生不同的财务管理目标。2) 从财务管理理论体系本身来看，如果以财务管理目标为起点，则很难安排财务管理假设在财务管理理论结构中的地位，因为假设是根据环境概括出来的，而不是根据目标概括的。

2. 以财务管理环境为起点来构建财务管理的理论结构

财务管理环境是对财务管理有影响的一切因素的总和。它既包括宏观的理财环境，也包括微观的理财环境。其中宏观环境主要是指企业理财所面临的政

① 陆建桥：《试论财务假设》，载《四川会计》，1995（2）。

② 郭复初：《国家财务论》，6 页，成都，西南财经大学出版社，1993。

③ 郭复初等著：《财务通论》，35 页，上海，立信会计出版社，1997。

④ 王化成：《企业财务学》，北京，中国人民大学出版社，1994。

治、经济、法律和社会文化环境；微观环境主要是指企业的组织形式，企业的生产、销售和采购方式等。笔者认为，从20世纪财务管理的发展过程可以看出，理财环境对财务管理假设、财务管理目标、财务管理方法、财务管理内容具有决定作用，是财务管理理论研究的起点。

20世纪是财务管理大发展的一个世纪，在这100年的时间里，财务管理经历了五次飞跃性的变化，我们称之为财务管理的五次发展浪潮。^①

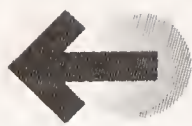
(1) 第一次浪潮——筹资管理理财阶段。这一阶段又称“传统财务管理阶段”，在这一阶段，财务管理的主要职能是预测公司资金的需要量和筹集公司所需要的资金。20世纪初，由于西方国家经济的持续繁荣和股份公司的迅速发展，各类企业都面临着如何筹集扩大生产经营所需资金的问题。那时，市场竞争不是十分激烈，各国经济迅速发展，只要筹集到足够的资金，一般都能取得较好的效益。然而，当时的资金市场还不甚成熟，金融机构也不十分发达，因而，如何筹集资金便成为财务管理的最主要问题。在这一阶段，筹资理论和方法得到迅速发展，为现代财务管理理论的产生和完善奠定了基础。

(2) 第二次浪潮——资产管理理财阶段。这一阶段又称“内部控制财务管理阶段”。筹资阶段的财务管理只着重研究资本筹集，却忽视了企业日常的资金周转和内部控制。第二次世界大战以后，随着科学技术的迅速发展，市场竞争的日益激烈，西方财务管理人员逐渐认识到，在残酷的竞争中要维持企业的生存和发展，财务管理的主要问题不仅在于筹集资金，更在于有效的内部控制，管好用好资金。在此阶段，资产负债表中的资产科目，如货币资金、应收账款、存货、固定资产等引起财务人员的高度重视。在这一时期，公司内部的财务决策被认为是财务管理的最主要问题，而与资金筹集有关的事项已退居第二位。各种计量模型逐渐应用于存货、应收账款、固定资产等项目，财务分析、财务计划、财务控制等得到广泛应用。

(3) 第三次浪潮——投资管理理财阶段。20世纪60年代中期以后，随着企业经营的不断变化和发展，资金运用日趋复杂，市场竞争更加激烈，使投资风险不断加大，投资管理受到空前重视。主要表现在：1) 确定了比较合理的投资决策程序；2) 建立了科学的投资决策指标；3) 建立了科学的投资决策方法；4) 创立了投资组合理论和资本资产定价理论。对投资财务管理理论作出重要贡献的学者是迪安 (Joel Dean)、马考维兹 (H. Markowitz) 和夏普 (William F. Sharpe)。迪安在其所著《资本预算》一书中，主要研究应用贴现现金流量法来确定最优投资决策问题。马考维兹致力于投资组合的研究，提出了投资组合理论。夏普提出了资本资产定价模型，揭示了风险与报酬的关系。

(4) 第四次浪潮——通货膨胀理财阶段。20世纪70年代末期和80年代

^① 王化成：《20世纪西方财务管理的五次浪潮》，载《中国财经报》，1997-11-08。



早期，伴随石油价格的上涨，西方国家出现了严重的通货膨胀，持续的通货膨胀给财务管理带来了许多问题，在通货膨胀条件下如何有效地进行财务管理便成为主要矛盾。大规模的通货膨胀，使企业资金需求不断膨胀，货币资金不断贬值，资金成本不断升高，成本虚降，利润虚增，资金周转困难。为此，西方财务管理提出了许多对付通货膨胀的方法，企业筹资决策、投资决策、资金日常调度决策、股利分配决策，都根据通货膨胀的状况，进行了相应的调整。

(5) 第五次浪潮——国际经营理财阶段。20世纪80年代中后期，由于运输和通信技术的发展，市场竞争加剧，企业跨国经营发展很快，国际企业财务管理越来越重要。当然，一国财务管理的基本原理对国际企业也是适用的，但是，由于国际企业涉及多个国家，要在不同制度、不同环境下做出决策，就会有一些特殊问题需要解决，如外汇风险问题、多国融资问题、跨国资本预算问题、国际投资环境的评价问题、内部转移价格问题等，都和一国财务管理不同。80年代中期以来，国际财务管理的理论和方法得到迅速发展，并在财务管理实务中得到广泛应用，成为财务管理发展过程中的又一个高潮。

从20世纪财务管理的发展过程可以看出，财务管理目标、财务管理内容、财务管理方法的变化，都是理财环境综合作用的结果。可以这样说，有什么样的理财环境，就会产生相应的理财模式，也就会产生相应的财务管理的理论体系。实际上，财务管理总是依赖于其生存发展的环境。在任何时候，财务管理问题的研究，都应以客观环境为立足点和出发点，这才有价值。脱离了环境来研究财务管理理论，就等于是无源之水，无本之木。所以，将财务管理环境确定为财务管理理论结构的起点是一种合理的选择。

1.1.3 财务管理理论结构的构建

1. 我国学者关于财务管理理论体系主要观点简介

明确了财务管理理论结构的起点以后，再来构建财务管理的理论结构就容易得多，因为良好的开端就是成功的一半。从现有文献来看，我国关于财务管理理论结构的文章并不多，但关于财务管理理论体系的文章有一些，现对有关观点简介如下：

我国著名财务管理学家王庆成教授认为，财务管理理论体系中的基本概念是资金运动，它的基本规律是资金运动规律，它的基本程序和方法是资金运动规律性的运用。由此展开，财务管理理论体系的构成要素可以概括为以下几个方面：财务管理对象、财务管理职能、财务管理主体、财务管理环境；财务管理目标、财务管理原则、财务管理体制；财务管理环节、财务管理方法。并指出，对象、职能、主体、环境主要是从财务的本质出发展开的；目标、原则、



体制主要是从资金运动规律性出发展开的；而环节和方法，则主要是从资金运动规律的运用展开的。^①

我国著名财务管理学家李相国教授认为，遵循理论与实践辩证关系的原理，作为财务管理实践的系统化的认识，财务管理基本理论体系，可按认识的不同层次划分为以下五个组成部分：（1）描述财务管理及其基本特征、目标的理论；（2）描述财务管理的主体、客体和理财环境的理论；（3）描述财务管理职能、研究财务管理运行机制的理论；（4）研究财务管理规范的理论；（5）关于财务管理方法原理的理论。^②

我国著名财务管理学家刘恩禄教授等认为，财务管理理论体系由基本理论和应用理论两大部分构成。其中基本理论包括以下几个方面：经济效益理论、资金时间价值理论、资金保值理论、财务控制理论、财务分析理论、财务公共关系理论、资金运动规律、资金成本理论、财务系统理论、财务信息理论、财务机制理论。应用理论分别按环节划分和按工作对象划分，按环节分主要包括：财务预测理论、财务决策理论、财务计划理论、财务调控理论、财务分析诊断理论；按工作对象分主要包括：资金筹措理论、资金投资理论、资金日常管理理论和资金分配理论。^③

我国著名财务管理学家郭复初教授等认为，财务理论体系由财务基本理论、财务规范理论和财务行为理论三部分构成。其中基本理论包括：财务本金理论、财务对象理论、财务职能理论、财务假设理论和财务发展史；规范理论包括：财务法规理论、财务政策理论、财务管理体制、财务人员管理和财务组织管理；行为理论包括：财务管理的目标、筹资理论与方法、投资理论与方法、资金耗费理论与方法、收益理论与方法和分配理论与方法。^④

2. 财务管理理论结构的基本框架

以上著名财务管理学家对财务管理理论体系的看法都有其可取和独到之处，为我们构建财务管理理论结构提供了可供借鉴的理论和方法。根据上述各种观点，结合当前和未来一段时间我国财务管理环境的现状和发展，可以构建如图 1—1 所示的财务管理的理论结构。

现对图 1—1 简要说明如下：

（1）财务管理理论的起点、前提与导向。财务管理环境是财务管理理论研究的逻辑起点。财务管理中的一切理论问题都是由此展开的，并在此基础上层层深入，形成合理的逻辑层次关系。

财务管理假设是财务管理理论研究的前提。财务管理假设是人们利用自己

① 王庆成：《关于财务管理学体系的研究》，载《财务研究》，1991（1）。

② 李相国、卢春泉：《对财务管理理论体系的研究》，载《财务研究》，1991（3），（4）。

③ 刘恩禄、汤谷良：《财务管理学建设的系统构想》，载《北京商学院学报》，1990（4）。

④ 郭复初等著：《财务通论》，214～215页，上海，立信会计出版社，1997。

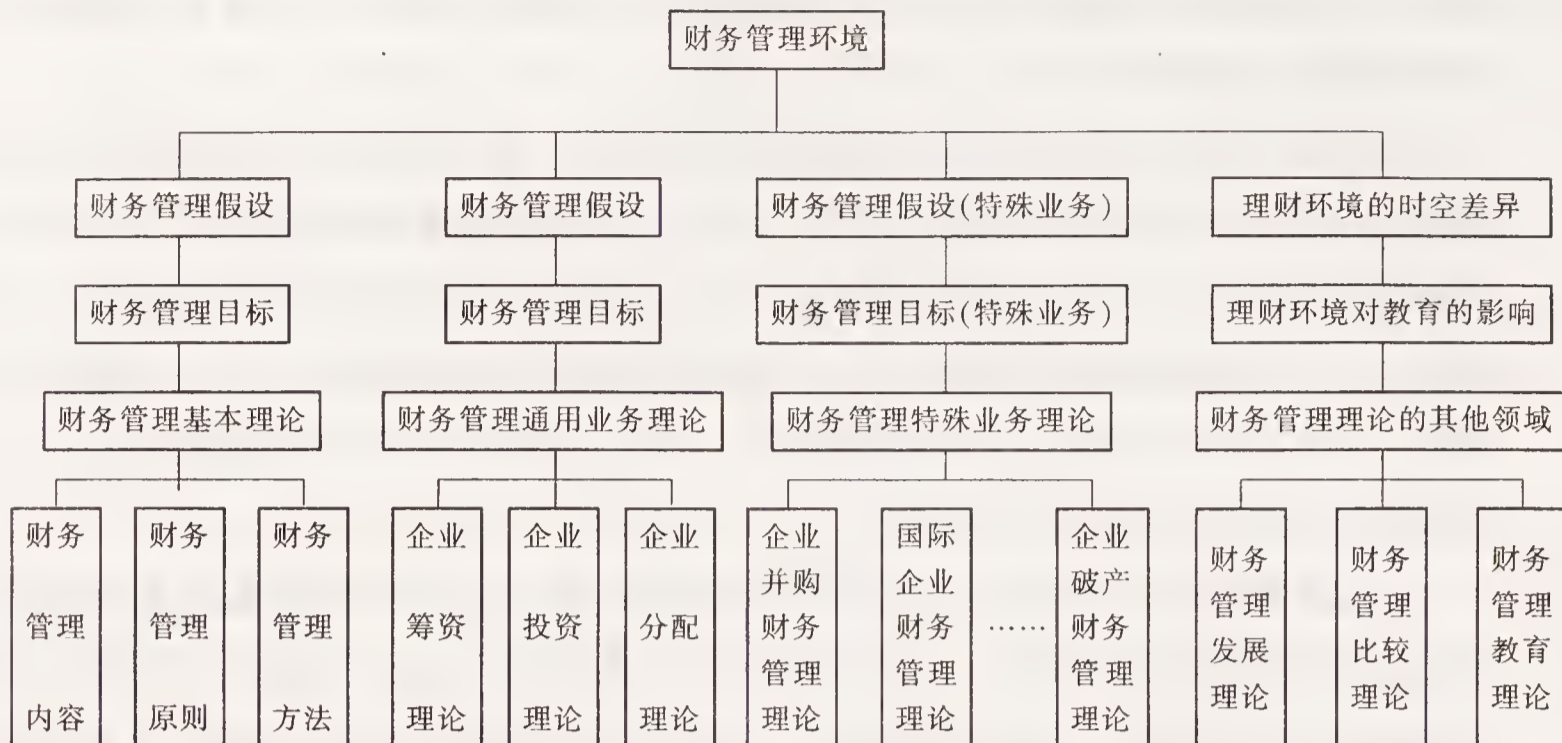


图 1—1 财务管理理论结构图

的知识，根据财务活动的内在规律和理财环境的要求所提出的，具有一定事实依据的假定或设想。一般来说，理论体系的建立，多数要通过假设、推理、实证等过程实现。因此，要形成理论，都需要先根据环境和特定学科的规律性提出假设。

财务管理目标是财务管理理论和实务的导向。它是在认真研究财务管理环境和已经确立的财务管理假设的基础上确定的，既对财务管理的内容、财务管理原则、财务管理方法等基本理论问题起导向作用，也对财务管理的通用业务理论和特殊业务理论起导向作用。不同的财务管理目标，必然产生不同的理论构成要素和理论逻辑层次关系。在财务管理理论结构中，财务管理目标具有承上启下的作用，它是根据财务管理环境确立的，同时又会对财务管理基本理论和应用理论产生影响。

(2) 财务管理的基本理论。财务管理的基本理论是指由财务管理内容、财务管理原则、财务管理方法构成的概念体系。

财务管理内容历来是一个有争议的问题，中外学术界的看法均存在一些分歧。财务管理的基本内容是企业财务活动，而财务活动又分为企业筹资引起的财务活动、企业投资引起的财务活动、企业日常经营引起的财务活动和企业分配引起的财务活动等。因此，财务管理的内容包括企业筹资管理、企业投资管理、营运资金管理和企业分配管理等四个方面。

财务管理的原则是财务管理工作必须遵循的基本准则，是从财务管理实践中概括出来的体现财务活动规律性的行为规范。财务管理原则在财务管理理论结构中也居于承上启下的地位，它是根据财务管理环境、财务管理目标、财务管理内容的要求建立起来的，但它又对财务管理方法体系的建立起指导作用。因此，财务管理原则在财务管理理论结构中具有重要作用。如果没有财务管理原则，财务管理目标、财务管理内容与财务管理方法之间就没有连接点，财务

管理理论结构就显得残缺不全。

财务管理方法是财务管理人员为了实现财务管理目标、完成财务管理任务,在进行理财活动时所采取的各种技术和手段。财务管理方法是财务管理理论结构的落脚点,没有这一基点,财务管理理论结构就变得虚无缥缈,就无法有效地指导财务管理实践。有人说,理论体系的精华是方法,方法是理论体系的灵魂,这充分说明方法在理论体系中的重要程度。因此,财务管理方法是财务管理理论结构中不可缺少的组成部分,必须认真研究。

(3) 财务管理的通用业务理论。财务管理的通用业务是指各类企业都有的财务管理业务。从财务管理的基本理论中我们知道,财务管理的基本内容包括企业筹资管理、企业投资管理、营运资金管理和企业分配管理等。但企业营运资金管理更多的是操作方法问题,理论方面的内容不多,故在财务管理的通用业务理论中,可以只研究企业筹资管理理论、企业投资管理理论和企业分配理论。这三个方面的理论,都受财务管理环境的影响,都以财务管理的基本假设为前提,都以财务管理的目标为导向。

(4) 财务管理的特殊业务理论。财务管理的特殊业务是指只有在特定企业或某一企业的特定时期才有的财务管理业务。这些业务有很多,如企业破产清算的财务管理、企业并购的财务管理、企业集团的财务管理、小企业财务管理、通货膨胀财务管理、国际企业财务管理等都属于企业财务管理中的特殊业务。这些业务往往都是在特定情况下或特定的企业中发生的,它往往会对原有的财务管理假设产生冲击,财务人员在处理这些业务时,通常要提出新的假设,有时甚至提出新的财务管理目标。例如,企业破产的财务管理、企业并购的财务管理就对持续经营假设提出挑战,研究此类问题时,就不能遵循持续经营假设,而应当提出非持续经营假设;企业集团财务管理、国际企业财务管理等会对理财主体假设提出挑战,因为出现了理财主体的多元化问题;小企业财务管理会对理性理财假设和有效市场假设提出挑战,因为小企业财务管理人员的素质相对较差,极有可能出现非理性理财行为,而即使存在一个有效市场,由于受规模限制,小企业也无法充分利用;非营利组织财务管理则会对资金增值假设提出挑战,因为此种单位的资金并不要求增值。

(5) 财务管理理论的其他领域。分析完上述四个方面,财务管理的理论结构的主要问题都有了相应的安排,但尚有一些问题没有讨论。这些问题主要有:财务管理的发展理论(财务管理史问题)、财务管理的比较理论(比较财务管理问题)和财务管理的教育理论。我们把这些问题的统一归入财务管理理论的其他领域进行研究。财务管理的发展理论主要研究财务管理环境在时间上的差异以及这些差异对财务管理理论和实践的影响;财务管理的比较理论主要研究财务管理环境的空间差异以及这些差异对财务管理理论和实践的影响;财务管理教育理论主要研究财务管理环境变化对财务教育提出的要求以及财务管理



教育所采取的对策。

1.2 财务管理假设

1.2.1 财务管理假设的概念

“假设”（postulate）一词的含义究竟是什么？一般都引用比较权威的《韦氏国际词典》的解释。该词典对假设给出了如下两方面解释：（1）提出一个认为是理所当然或不言自明的命题；（2）基本的前提或假定。可以认为，第一种解释是指假设是一种不需要进行证明的，有一定事实依据的命题；第二种解释是指假设是人们进行实践活动或进行理论研究的基本前提。因此，可以把假设定义为：假设是人们根据特定环境和已有知识所提出的，具有一定事实依据的假定或设想，是进一步研究问题的基本前提。

根据以上假设的概念，结合财务管理的特点，可以把财务管理假设定义为：财务管理假设是人们利用自己的知识，根据财务活动的内在规律和理财环境的要求所提出的，具有一定事实依据的假定或设想，是进一步研究财务管理理论和实践问题的基本前提。

1.2.2 财务管理假设的分类

根据财务管理假设的作用不同，财务管理假设可以分为以下三种：

1. 财务管理基本假设

财务管理基本假设是研究整个财务管理理论体系的假定或设想，它是财务管理实践活动和理论研究的基本前提。财务管理基本假设在构建财务管理理论体系中具有重要意义。亚里士多德说过，每一可论证的科学多半是从未经论证的公理开始的，否则，论证的阶段就永无止境。这里的“未经论证的公理”就是假设。美国著名审计学家伯特·K·莫茨也说过：无论哪门学科，在阐明和检查它的基本假设、性质、缺陷、意义之前，均无法得到真正的发展。对一门学科进行深入研究，首先应明确这门学科的基础或前提，就像一棵树，要想多结果实，仅在枝叶上下工夫不行，必须在挨近根的地方翻土并施加肥料。即所谓的“养其根而俟其实”。财务管理基本假设作为财务管理理论和财务管理实践的逻辑前提，是深入研究财务管理许多问题的基础，在财务管理研究中处于“根”的地位，每一位财务管理人员都必须对此有明确的认识。

2. 财务管理派生假设

财务管理的派生假设是根据财务管理基本假设引申和发展出来的一些假定和设想。财务管理的派生假设与基本假设互为作用，派生假设是对基本假设的



进一步说明和阐述，在构建财务管理理论体系中也起着重要作用。

3. 财务管理具体假设

财务管理具体假设是指为研究某一具体问题而提出的假定和设想。它是以前财务管理基本假设为基础，根据研究某一具体问题的目的而提出的，是构建某一理论或创建某一具体方法的前提。例如，财务管理中著名的MM理论、资本资产定价理论、本量利分析方法等都是在一系列具体假设的基础上构建的。

1.2.3 研究财务管理假设的意义

1. 财务管理假设是建立财务管理理论体系的基本前提

一般来说，理论体系的建立，多数要通过假设、推理、实证等过程实现。因此，要形成理论，都需要先提出假设。恩格斯曾说过，“只要自然科学在思维着，他的发展形式就是假说。”^① 列宁也指出：“在马克思建立科学的无产阶级世界观之前，社会学中的唯物主义思想曾经是一假设。”^② 可见，不管是自然科学还是社会科学，要建立科学的理论体系，都需要建立一定的假设。

2. 财务管理假设是企业财务管理实践活动的出发点

人类做出任何决策都需要一定的假设，财务管理也不例外。例如，当一个企业进行长期债券投资时，必然假定自己的企业和被投资的企业均是持续经营的企业；当我们说把钱存入银行不如投资股票的报酬高时，实际是假设风险与报酬同增。

1.2.4 财务管理假设的构成

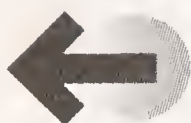
1. 理财主体假设

理财主体假设是指企业的财务管理工作不是漫无边际的，而应限制在每一个经济上和经营上具有独立性的组织之内。它明确了财务管理工作的空间范围。这一假设将一个主体的理财活动同另外一个主体的理财活动相区分。在现代的公司制企业中，客观上要求将公司的财务活动与股东的财务活动划分清楚，如果将成千上万的股东和企业混在一起，就无法判断企业的经营业绩和财务状况。而使用理财主体假设，将公司与包括股东、债权人和企业职工在内的其他主体分开，无疑是一种聪明的做法。

理财主体应具备以下特点：（1）理财主体必须有独立的经济利益；（2）理财主体必须有独立的经营权和财权；（3）理财主体一定是法律实体，但法律实体并不一定是理财主体。

^① 《马克思恩格斯选集》，第三卷，561页，北京，人民出版社，1972。

^② 《列宁全集》，第一卷，119页，北京，人民出版社，1975。



一个组织只有具备这三个特点，才能真正成为理财主体，显然，与会计上的会计主体相比，理财主体的要求更严格。如果某个主体虽然有独立的经济利益，但不是法律实体，则该主体虽然是会计主体，但不是理财主体，如一个企业的分厂。如果某主体虽然是法律实体，但没有独立的经营权和财权，则其也不是理财主体。当然，实际工作中，为了管理上的要求，会人为地确定一些理财主体。例如，对一个分厂实行承包经营，赋予它比较大的财权，这个分厂也就有了理财主体的性质。因此，可以认为，考虑到实际情况，理财主体可以区分为完整意义上的理财主体（或称真正的理财主体、自然的理财主体）和相对意义上的理财主体（或称相对的理财主体、人为的理财主体）。一个真正的理财主体，必须具备上述三个条件。一个相对的理财主体，条件可适当放宽，可以根据实际工作的具体情况和一定单位权、责、利的大小，确定特定层次的理财主体。不过，在财务管理理论研究所说的理财主体，一般都是指真正意义上的理财主体。

由理财主体假设可以派生出自主理财假设。从上述理财主体的概念中可知，凡是成为理财主体的单位，都有财务管理上的自主权，即可以自主地从事筹资、投资和分配活动。当然，自主理财并不是说财权完全集中在财务人员手中，在现代企业制度下，财权是在所有者、经营者和财务管理人员之间进行分割的。这里所有者主要是指原始出资者，在股份公司中是指股东；经营者是指企业的董事会和经理办公会的成员；财务管理人员是指含有财务部门经理在内的各级财务人员。股东的权利一般不能单独行使，它通常表现为一种集体决策权，如股份公司发放股利、大规模增资、进行重大项目投资都必须经过股东大会集体表决。当然，在经营权和所有权日益分离的现代企业制度中，这种表决一般是象征性的。因此，两权分离的推行，使财权回归企业，经营者有权独立地进行财务活动，包括筹资、投资和分配等重要决策。“经理革命”的出现，进一步为企业成为理财主体奠定了基础。所谓“经理革命”是指领取薪水的经理人员在高层管理中逐渐取代传统的所有者在企业中的支配地位，这是现代企业制度的一个基本特征。正如汤谷良教授所说，因为经理革命的完成，牢固地确立企业经理在企业决策的地位，原始出资人难以再染指企业财务决策，企业的法人产权越来越由经理阶层全权支配和处置，法人财产日渐脱离原始产权不断彻底独立化。所有权与经营权的分离，更加显示出理财主体假设的实际意义。因此，在现代的股份制企业中，企业是一个独立的理财主体。

在我国，国有企业的理财主体地位经历了如下三个阶段的变化：（1）改革开放以前，企业不是独立的理财主体，国家是企业的理财主体；（2）20世纪70年代末至80年代末，国有企业的理财主体具有双重性，即国家和企业均可能是企业的理财主体；（3）20世纪80年代末至90年代末，随着企业改革的不断推进，一部分企业完全掌握了理财的自主权，成为了真正意义上的理财主



体，但仍有一部分企业属于双重理财主体。随着我国现代企业制度的建立和财权逐渐回归企业，所有竞争行业的国有企业均应成为真正意义上的理财主体。而一部分不能实行完全竞争行业的国有企业，其理财主体的双重身份可能会长期存在。但这种特殊情况的存在，并不否定理财主体假设的成立。

理财主体假设为正确建立财务管理目标，科学划分权责关系奠定了理论基础。

2. 持续经营假设

持续经营假设是指理财的主体是持续存在并且能执行其预计的经济活动。也就是说，除非有相反的证明，否则，将认为每一个理财主体都会无限期地经营下去。它明确了财务管理工作的时间范围。

在设定企业作为理财主体以后，就面临一个问题，这个企业能存在多久。企业可能是持续经营的，也可能会因为某种原因发生变更甚至终止营业。在不同的条件下，所采用的财务管理原则和财务管理方法也是不一样的。由于绝大多数企业都能持续经营下去，破产、清算的毕竟是少数，即使可能发生破产，也难以预计发生的时间。因此，在财务管理上，除非有证据表明企业将破产、关闭，否则，都假定企业在可以预见的将来持续经营下去。

显然，持续经营虽然是一种假设，但在正常情况下，却是财务管理人员唯一可选择的办法，因而为财务管理人员广泛接受，成为一项公认的假设。因为在任何一个时点上，企业的前景只有两种可能，持续经营和停业清算，非此即彼，没有第三种可能。在正常情况下，当企业进行筹资、投资和分配时，假定企业持续经营是完全合理的，推测企业破产反而有悖情理。因为只有在持续经营的情况下，企业的投资在未来产生效益才有意义，企业才会根据其财务状况和对未来现金流量的预测、业务发展的要求安排其借款的期限，如果没有持续经营假设，这一切都无从谈起。

事实上，一个企业，不论其规模大小，它总是一个“有限生命”的经济组织。由于客观和主观的原因，一个企业往往不能永远经营下去。因此，持续经营假设并不是永远不变的。在持续经营这一前提下，一旦有迹象表明企业经营欠佳，出现财务状况恶化，不能偿还到期债务，持续经营假设就失去了支持其存在的事实。进而，以这项假设为基础的财务管理原则和方法也就失去了其应有的效用。这样，财务管理中必须放弃此项假设，而改为在清算假设下进行工作。例如，在企业破产清算中，1年期的债务和3年期的债务、未到期的债务和已到期的债务是没有区别的，而在持续经营的条件下，它们却有实质性的差异。

持续经营假设可以派生出理财分期假设。按理财分期假设，可以把企业持续不断的经营活动，人为地划分为一定期间，以便分阶段考核企业的财务状况和经营成果。根据持续经营假设，企业自创立之日起，直到解散停业为止，其生产经营活动和财务活动都是持续不断的。企业在其存在期内的财务状况是不



断变化的，一直到停业之日才停止变动。为了分阶段地考核企业经营成果和财务状况，必须将持续经营的企业人为地划分为若干个期间，这就是理财分期假设的现实基础。

持续经营假设是财务管理上一个重要的基础前提，我们说，在确定筹资方式时，要注意合理安排短期资金和长期资金的关系；在进行投资时，要合理确定短期投资和长期投资的关系；在进行收益分配时，要正确处理各个利益集团短期利益和长期利益的关系，这些都是建立在此项假设基础之上的。

3. 有效市场假设

有效市场假设是指财务管理所依据的资金市场是健全和有效的。只有在有效市场上，财务管理才能正常进行，财务管理理论体系才能建立。最初提出有效市场假设的是美国财务管理学者法玛（Fama）。法玛在1965年和1970年各发表一篇文章，将有效市场划分为三类：（1）弱式有效市场。当前的证券价格完全地反映了已蕴涵在证券历史价格中的全部信息。其含义是，任何投资者仅仅根据历史的信息进行交易，均不会获得额外盈利。（2）次强式有效市场。证券价格完全反映所有公开的可用信息。这样，根据一切公开的信息，如公司的年度报告、投资咨询报告、董事会公告等都不能获得额外的盈利。（3）强式有效市场。证券价格完全地反映一切公开的和非公开的信息。投资者即使掌握内幕信息也无法获得额外盈利。实证研究表明，美国等发达国家的证券市场均已达到次强式有效市场。我国有些学者认为，中国股票市场已达到弱式有效^①，但尚未实现次强式有效。^②事实上，即使是发达的股票市场，也不是在所有的时间和所有的情况下都是有效的，个别情况会出现例外，所以称为假设。

法玛的有效市场假设是建立在美国高度发达的证券市场和股份制占主导地位的美国理财环境的基础之上的，并不完全符合中国的国情。从中国理财环境和中国企业的特点来看，我们认为，有效市场应具备以下特点：（1）当企业需要资金时，能以合理的价格在资金市场上筹集到资金。（2）当企业有闲置的资金时，能在市场上找到有效的投资方式。（3）企业理财上的任何成功和失误，都能在资金市场上得到反映。

有效市场假设的派生假设是市场公平假设。它是指理财主体在资金市场筹资和投资等完全处于市场经济条件下的公平交易状态。市场不会抹杀某一理财主体的优点，也不会无视某一理财主体的缺点。理财主体的成功和失败，都会公平地在资金市场上得到反映。因此，每一个理财主体都会自觉地规范其理财行为，以便在资金市场上受到好评，以利于今后的财务管理工作。市场公平假设还暗含着另外一个假设，即市场是由众多的理财主体在公平竞争中形成的，

① 陈小悦：《中国股市弱型效率的实证研究》，载《会计研究》，1997（9）。

② 吴世农：《上市公司盈利信息报告、股价变动与股市效率的实证研究》，载《会计研究》，1997（4）。



单一理财主体，无论其实力多强，都无法控制市场。

有效市场假设是建立财务管理原则，决定筹资方式、投资方式，安排资金结构，确定筹资组合的理论基础。如果市场无效，很多理财方法和财务管理理论都无法建立。

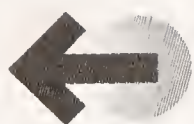
4. 资金增值假设

资金的增值假设是指通过财务管理人员的合理营运，企业资金的价值可以不断增加。这一假设实际上指明了财务管理存在的现实意义。因为财务管理是对企业的资金进行规划和控制的一项管理活动，如果在资金运筹过程中不能实现资金的增值，财务管理也就没有存在的必要了。

企业财务管理人员在运筹资金的过程中，可能会出现以下三种情况：一是取得了资金的增值（有了盈余）；二是出现了资金的减值（有了亏损）；三是资金价值不变（不盈不亏）。财务管理存在的意义绝不是后两种情况，而应该是第一种情况。当然，资金的增值是在不断运动中产生的，即只有通过资金的合理运筹才能产生价值的增加。马克思在《资本论》中也曾指出：“它是一种运动，是一个经过各个不同阶段的循环过程……它只能理解为运动，而不能理解为静止物……在这里，价值经过不同形式，不同的运动，在其中它保存自己，同时使自己增值，增大。”在商品经济条件下，从整个社会来看，资金的增值是一种规律，而且这种增值只能来源于生产过程。但从个别企业来考察，资金的增值并不是一种规律，资金的增值也不一定来源于生产过程。例如，一家企业投资于股票，一年以后卖出，可能实现资金的增值，也可能会出现亏损，因此，我们说从个别企业进行考察，资金增值只能是一种假设，而不是一项规律。因为在财务管理中，在进行这种投资时，一定是假定这笔投资是增值的，如果假定出现亏损，这笔投资就不会发生了。

资金增值假设的派生假设是风险与报酬同增假设。此项假设是指风险越高，获得的报酬也越高（取得的增值越大或付出的成本越低）。资金的运筹方式不同，获得的报酬就不一样，例如，国库券基本是无风险投资，而股票是风险很大的投资，为什么还有人将巨额资金投向股市呢？这是因为他们假设股票投资取得的报酬要远远高于国库券的报酬。同样，有人将资金投向食品行业，有人却投向房地产行业，还有人投向衍生金融工具，他们也同样是根据风险与报酬同增这一假设来进行决策的。风险与报酬同增假设实际上暗含着另外一项假设，即风险可计量假设。因为如果风险无法计量，财务管理人员不知道哪项投资风险大，哪项投资风险小，风险与报酬同增假设也就无从谈起。

资金增值假设说明了财务管理存在的现实意义，风险与报酬同增假设又要求财务管理人员不能盲目追求资金的增值，因为过高的报酬会带来巨大的风险。这两项假设为科学地确立财务管理目标、合理安排资金结构、不断调整资金投向奠定了理论基础。风险报酬原理、利息率的预测原理、投资组合原理也



都是依据此项假设展开论述的。

5. 理性理财假设

理性理财假设是指从事财务管理工作的都是理性的理财人员，因而他们的理财行为也是理性的。他们都会在众多的方案中，选择最有利的方案。在实际工作中，财务管理人员分为两类：理性的和盲目的。但不管是理性的还是盲目的理财人员，他们都认为自己是理性的，都认为自己做出的决策是正确的，否则，他们就不会做出这样的决策。尽管存在一部分盲目的理财人员，但从财务管理理论研究来看，只能假设所有的理财行为都是理性的，因为盲目的理财行为是没有规律的。没有规律的事情无法上升到理论的高度。

理性理财的第一个表现就是理财是一种有目的的行为，即企业的理财活动都有一定的目标。当然，在不同的时期，不同的理财环境中，对理性理财行为的看法是不同的。例如，在过去计划经济的年代里，企业的主要任务就是执行国家下达的总产值指标，企业领导人职位的升迁，职工个人利益的多少，均由完成产值指标的程度来决定，这时所做出的理财决策无疑是为了实现产值的最大化。今天看来，这种行为不是理性的，因为它造成了只讲产值，不讲效益；只求数量，不求质量；只抓生产，不抓销售；只重投入，不重挖潜等种种对企业长期健康发展有害的理财行为。但是，在当时，人们会认为这种理财行为是正确的，是理性的。可见理性理财假设中的理性是相对的，是相对具体理财环境而言的。无论事后证明这种理财行为正确与否，其行为的基本前提和出发点都被认为是理性的。

理性理财的第二个表现是理财人员会在众多方案中选择一个最佳方案。表现为财务管理人员要通过比较、判断和分析等手段，从若干个方案中选择一个有利于财务管理目标实现的最佳方案。

理性理财的第三个表现是当理财人员发现正在执行的方案是错误的方案时，都会及时采取措施进行纠正，以便使损失降至最低。

理性理财的第四个表现是财务管理人员都能吸取以往工作的教训，总结以往工作的经验，不断学习新的理论，合理应用新的方法，使得理财行为由不理性变为理性，由理性变得更加理性。

尽管上述四个方面为理性理财行为假设提供了理论依据，但在实际工作中，仍有个别理财行为不是理性行为。另外，即使所有的理财行为都是理性行为，也不一定完全导致理性的结果。因此，理财的理性行为只是一种假设，而不是事实。

理性理财假设可派生出另外一项假设——资金再投资假设。这一假设是指当企业有了闲置的资金或产生了资金的增值，都会用于再投资。换句话说，企业的资金在任何时候都不会大量闲置。因为理财行为是理性的，企业必然会为闲置的资金寻找投资途径，因为市场是有效的，就能够找到有效的投资方式。



财务管理中的资金时间价值原理，净现值和内部报酬率的计算等，都是建立在此项假设基础之上的。

理性理财行为是确立财务管理目标，建立财务管理原则，优化财务管理方法的理论前提。财务管理的优化原则，财务管理的决策、计划和控制方法等都与此项假设有直接联系。

1.3 财务管理目标

1.3.1 研究财务管理目标的重要意义

财务管理的目标是企业理财活动所希望实现的结果，是评价企业理财活动是否合理的基本标准。

在系统论中可以认为，正确的目标是系统良性循环的前提条件，企业财务管理的目标对财务管理系统的运行也具有同样的意义。为了完善财务管理的理论结构，有效指导财务管理实践，必须对财务管理目标进行认真研究。因为财务管理目标直接反映着理财环境的变化，并根据环境的变化做适当调整，它是财务管理理论结构中的基本要素和行为导向，是财务管理实践中进行财务决策的出发点和归宿。因此，不研究财务管理的目标，就无法正确确定财务管理的理论结构。

财务管理目标制约着财务运行的基本特征和发展方向，是财务运行的一种驱动力。不同的财务管理目标，会产生不同的财务管理运行机制，科学地设置财务管理目标，对优化理财行为，实现财务管理的良性循环，具有重要意义。研究财务管理目标问题，既是建立科学的财务管理理论结构的需要，也是优化我国财务管理行为的需要，无论在理论上还是在实践上都有重要意义。

1.3.2 对财务管理目标主要观点的评述

对于财务管理目标的界定，国内外学者多有论述，从不同角度进行了多方面的探讨，在此选择三种最具代表性的观点进行简要介绍。

1. 利润最大化

利润最大化目标是指通过对企业财务活动的管理，不断增加企业利润，使利润达到最大。利润最大化观点在西方经济理论中是根深蒂固的，西方许多经济学家都是以利润最大化这一概念来分析和评价企业行为和业绩的。例如，亚当·斯密、大卫·李嘉图等经济学家，都认为企业的目标是利润最大化。20世纪50年代以前，西方财务管理理论界也认为，利润最大化是财务管理的最优目标。历史上，我国也有一部分财务管理学家认为，以利润最大化为目标是



财务管理人员的最佳选择。这是因为企业要想取得利润最大化，就必须讲求经济核算，加强管理，改进技术，提高劳动生产率，降低产品成本，这些都有利于经济效益的提高。但以利润最大化作为财务管理的目标存在以下缺点：利润最大化没有考虑利润发生的时间，没能考虑资金的时间价值。利润最大化没能有效地考虑风险问题，这可能会使财务管理人员不顾风险的大小去追求最多的利润。利润最大化往往会使企业财务决策带有短期行为的倾向，即只顾实现目前的最大利润，而不顾企业的长远发展。应该看到，利润最大化的提法，只是对经济效益浅层次的认识，存在一定的片面性，所以，利润最大化并不是财务管理的最优目标。

2. 股东财富最大化

股东财富最大化是指通过财务上的合理经营，为股东带来最多的财富。股东财富由其所拥有的股票数量和股票市场价格两方面来决定，在股票数量一定时，当股票价格达到最高时，则股东财富也达到最大。所以，股东财富最大化，又演变为股票价格最大化。与利润最大化目标相比，股东财富最大化目标有其积极的方面，主要体现为：股东财富最大化目标科学地考虑了风险因素，因为风险的高低，会对股票价格产生重要影响。股东财富最大化在一定程度上能够克服企业在追求利润上的短期行为，因为不仅目前的利润会影响股票价格，预期未来的利润对企业股票价格也会产生重要影响。股东财富最大化目标比较容易量化，便于考核和奖惩。但应该看到，股东财富最大化也存在一些缺点：它只适合上市公司，对非上市公司则很难适用。它只强调股东的利益，而对企业其他关系人的利益重视不够。股票价格受多种因素影响，并非都是公司所能控制的，把不可控因素引入理财目标是不合理的。

3. 企业价值最大化

由于现代企业是多边契约关系的总和，财务管理目标应该与企业多个利益集团相关，是这些利益集团共同作用和相互妥协的结果，所以企业财务管理目标定位为企业价值最大化更为科学。企业价值最大化是指通过企业财务上的合理经营，采用最优的财务政策，充分考虑资金的时间价值和风险与报酬的关系，在保证企业长期稳定发展的基础上使企业总价值达到最大化。这一定义看似简单，实际包括丰富的内涵，其基本思想是将企业长期稳定发展摆在首位，强调在企业价值增长中满足各方利益关系，具体内容包括以下几个方面：强调风险与报酬的均衡，将风险限制在企业可以承担的范围之内；创造与股东之间的利益协调关系，努力培养安定性股东；关心本企业职工利益，创造优美和谐的工作环境；不断加强与债权人的联系，重大财务决策请债权人参加讨论，培养可靠的资金供应者；关心客户的利益，在新产品的研制和开发上有较高投入，不断推出新产品来满足顾客的要求，以便保持销售收入的长期稳定增长；讲求信誉，注意企业形象的宣传；关心政府政策的变化，努力争取参与政府制



定政策的有关活动，以便争取出现对自己有利的法规，而一旦立法颁布实施，不管是否对自己有利，都会严格执行。

企业价值最大化强调企业价值的增加，是以企业各种利益主体共同价值最大化为目标。从理论上讲，企业价值是企业未来报酬（通常用现金流量来表示）的贴现值。

1.3.3 影响财务管理目标的各种利益集团

确立科学的财务管理目标，必须分析究竟哪些利益关系人会对企业理财产生重要影响。与企业有关的利益集团很多，但不一定都对企业理财产生重大影响，那么，究竟哪些集团对企业理财，进而会对财务管理目标产生影响呢？一般而言，影响财务管理目标的利益集团应当符合以下三条标准：必须对企业有投入，即对企业有资金、劳动或服务方面的投入；必须分享企业收益，即从企业取得诸如工资、奖金、利息、股利或税收等各种报酬；必须承担企业风险，即当企业失败时，会承担一定损失。根据这三个标准，影响财务管理目标的利益集团有以下四个方面。

1. 企业所有者

所有者对企业理财的影响主要是通过股东大会和董事会来进行的。从理论上讲，企业重大的财务决策必须经过股东大会或董事会的表决，企业经理和财务经理的任免也由董事会决定，因此，企业所有者对企业财务管理有重大影响。

2. 企业债权人

债权人把资金借给企业后，一般都会采取一定的保护措施，以便按时收取利息，到期收回本金。因此，债权人必然要求企业按照借款合同规定的用途使用资金，并要求企业保持良好的资本结构和适当的偿债能力。当然，债权人权利的大小在各个国家有所不同，在日本，债权人尤其是银行对企业财务决策会产生重大影响。

3. 企业职工

企业职工包括一般的员工和企业经理人员，他们为企业提供了智力和体力的劳动，必然要求取得合理报酬。职工是企业财富的创造者，他们有权分享企业收益；职工的利益与企业的利益紧密相连，当企业失败时，他们要承担重大风险，有时甚至比股东承担的风险还大，因此，在确立财务管理目标时，必须考虑职工的利益。

4. 政府

政府为企业提供了各种公共方面的服务，因此要分享企业收益，要求企业依法纳税，对企业财务决策也会产生影响。当然，在计划经济条件下，政



府对企业财务管理的影响很大，而在市场经济条件下，因为实行政企分离，政府对企业财务管理的影响力要弱些，经常通过政策诱导的方式影响企业财务管理的目标。

1.3.4 财务管理目标的选择

从上述分析可以看出，财务管理目标与企业多个利益集团有关，在一定时期和一定环境下，某一利益集团可能会起主导作用，但从企业长远发展来看，不能只强调某一利益集团的利益，而置其他集团的利益于不顾，也就是说，不能将财务管理的目标仅仅归结为某一集团的目标，从这一意义上说，股东财富最大化不是财务管理的最优目标。从理论上讲，各个利益集团的目标都可以折中为企业长期稳定发展和企业总价值的不断增长，各个利益集团都可以借此来实现它们的最终目的。为此，以企业价值最大化作为财务管理的目标，比以股东财富最大化作为财务管理目标更科学。

以企业价值最大化作为财务管理的目标，避免了利润最大化的主要缺陷，同时也避免了股东财富最大化可能引致的利益不均衡弊端。该目标具有以下优点：企业价值最大化目标考虑了取得报酬的时间，并用时间价值的原理进行了计量。企业价值最大化目标科学地考虑了风险与报酬的联系。企业价值最大化能克服企业在追求利润上的短期行为，因为不仅目前的利润会影响企业的价值，预期未来的利润对企业价值的影响所起的作用更大。进行企业财务管理，就是要正确权衡报酬增加与风险增加的得与失，努力实现二者之间的最佳平衡，使企业价值达到最大。因此，企业价值最大化的观点，体现了对经济效益的深层次认识，它是现代财务管理的最优目标。

1.4 财务管理课程体系

1.4.1 财务管理课程体系概述

支撑一个专业的基础是课程，因此，系统且科学地设置课程，不仅涉及人才的素质，而且涉及专业素质。财务管理作为一门学科已走过百年的历史，但是作为一个专业在我国的历史却比较短。我们认为，财务管理课程体系的安排，一要考虑培养目标的界定；二要考虑厚基础、宽口径、高素质的要求；三要照顾当前和长远的需要；四要符合新经济条件下经济和社会发展的特征。在明确上述问题以后，我们再来探讨财务管理专业课程体系安排的基本思路。

1.4.2 关于专业课程设置的思路

为了体现厚基础、宽口径的要求，专业必修课所占学分不应很多，但要体



现专业深度和广度的要求。另外，还要适当增加专业选修课，以便让学生有更多的选择余地。

关于财务管理专业必修课的设置，目前争议较大，主要有以下几种观点。

1. 按财务管理的内容设置

财务管理专业的必修课设置为：财务管理原理、筹资管理、投资管理、利润分配管理、成本管理等。

这种设置的优点是课程体系反映了企业财务活动的全貌，便于非专业人士正确认识财务管理专业及其人才的知识结构，为毕业生就业提供了一定的便利；其不足之处是割裂了财务管理各部分之间的联系，同时给教学安排带来难度。

2. 按财务管理的环节设置

财务管理专业的必修课设置为：财务管理原理、财务预测与决策、财务计划与控制、财务评价与考核、财务管理专题等。

这种设置的优点是财务活动融合在财务管理各环节中，便于学生较为全面地掌握财务管理的环节和方法，在学生能力培养方面更具优越性；其不足之处是肢解了财务活动的全过程，在内容上不可避免会有重复。

3. 按财务管理的主体设置

财务管理专业的必修课设置为：初级财务管理、企业财务管理（公司理财）、部门财务管理、集团公司财务管理、国际财务管理、非营利组织财务管理等。

这种设置的优点是财务管理从一般意义上的微观层次扩展到中观和宏观层次，既研究微观层次的财务问题，也研究中观和宏观层次的财务问题，使培养对象接受的知识面更宽、视野更加开阔；其不足之处是相关课程的内容重复问题难以解决。除此之外，课程的设置与现行的淡化专业界限、加强基础知识教育的教学要求存在一定的矛盾。

4. 按财务管理的知识层次设置

财务管理专业的必修课程设置为：初级管理原理、中级财务管理、高级财务管理等。

这种设置的优点是遵循了由易到难的教学规律，同时也符合现有管理的课程设置原则，方便教师教、学生学；其不足之处是各门课程之间内容很难严格划分，因为“初级”、“中级”、“高级”只是一个相对的概念，并没有严格的划分标准。

1.4.3 按财务管理知识层次设置课程的相关安排

对于财务管理专业必修课程的设置，无法简单地归入哪种分类，而是结合起来设置课程体系。应该说上述课程设置各有利弊，但总的来说，按财务管理



的知识层次设置课程利大于弊，我们倾向以此种模式为主来设置专业必修课。^①但是，层次设课的难点是初级、中级与高级财务管理的内容划分问题。我们认为，这三门课程划分的基本思路是：

（1）初级财务管理。主要阐述财务管理的基本理论和方法，其主要内容有：1）财务管理的基本理论，如财务管理概念、财务管理的目标、财务管理的内容、财务管理的发展等；2）财务管理的基本观念，如时间价值观念、风险报酬观念、利息率观念等；3）财务管理的基本环境，如金融环境、法律环境、经济环境等；4）财务管理基本方法，如财务分析、财务计划、财务预测、财务决策、财务控制、财务评价等；5）财务管理的基本内容，如筹资管理、投资管理、分配管理等。这里需要说明一点，初级财务管理作为一门财务管理入门课程，需要保持一定的系统性，因而需要单设一章讲授投资、筹资、分配和财务管理专题等财务管理的基本内容，以便与中级财务管理、高级财务管理衔接。

（2）中级财务管理。财务管理课程内容设置与财务管理假设有密切的关系。中级财务管理主要阐述财务管理的常规业务，或者说是超出财务管理假设的内容。具体内容包括筹资管理、投资管理、营运资金管理、利润分配管理等。^②中级财务管理要将初级财务管理中所提及的财务管理内容细化。如果说初级财务管理只是介绍财务管理内容的梗概的话，中级财务管理则要详细介绍财务管理的基本理论及其应用。中级财务管理中的知识点包括风险与报酬原理与应用；折现现金流量分析、风险条件下的资本预算、敏感性分析；资本成本、组合投资、资本资产定价模型、套利定价理论、 β 值估计；普通股筹资、长期负债筹资、融资租赁筹资、优先股与认股权证、可转换债券；股利政策、激励机制、奖惩制度；现金管理、应收账款管理、存货管理、短期融资等。

（3）高级财务管理。如前所述，凡符合财务管理假设的内容，都放入初、中级财务管理中，凡是对财务管理假设有突破的内容，都放入高级财务管理中。因此，高级财务管理讲授的，都是突破财务管理假设的内容，是一些专门性的问题，如企业并购财务管理、企业集团财务管理、企业破产财务管理、非营利组织财务管理、中小企业财务管理等。

1.5 高级财务管理的内容与本书的结构安排

本书是按着上述层次体系设课的思路编写的，除第1章总论以外，其他章

^① 以层次设课思路为主，但不排除补充其他相关课程，如国际财务管理、成本管理等。

^② 如果作更细划分，也可将中级财务管理划分为筹资管理学、投资管理学、营运资金管理学和分配管理学。



节都讲授财务管理专题性内容，即凡是对财务管理假设有突破的问题，都放入高级财务管理中讲授。本书的基本内容包括：

(1) 企业并购的财务管理。并购的财务问题涉及理财主体假设和持续经营假设，即并购涉及理财主体的变更和理财主体的消亡。并购的内容较多，本书设3章讲授。第2章是并购财务管理概述，主要内容包括并购的概念与种类、并购的动机、并购的效应和并购简史等。在此基础上，第3章着重讲授并购中对目标公司的估价，主要内容包括目标公司的选择程序、目标公司估价的理论与方法等。第4章系统介绍并购的运作过程，主要包括企业并购筹资渠道与支付方式、杠杆收购、管理层收购以及反收购策略等。

(2) 企业集团财务管理。企业集团财务管理主要涉及理财主体假设，在全资子公司和控股子公司中，理财主体的地位已经部分消失，因为许多财权掌握在母公司手中。本书安排3章内容讲授企业集团财务管理问题。第5章为企业集团财务管理概述，主要讲授企业集团的概念、企业集团的特征、企业集团财务管理特点、企业集团的组织结构以及企业集团的财务管理体制等问题。第6章为企业集团的资金运筹，主要讲授企业集团筹资管理、投资管理、分配管理、资本营运和多元化经营等问题。第7章是对集团专题财务管理内容的介绍，包括业绩评价、预算管理等。

(3) 国际财务管理。国际财务管理主要涉及理财主体假设，由于跨国公司在不同国家设有子公司和分公司，使同一理财主体的业务遍及世界各地，受多国理财环境的影响，财务管理更加复杂。本书第8章讲授国际财务管理问题，内容涉及国际财务管理的概念和特点、外汇风险管理、国际企业筹资管理、国际企业投资管理、国际营运资金管理、国际纳税管理等。

(4) 中小企业财务管理。中小企业财务管理主要涉及有效市场假设和理性理财假设。本书第9章集中介绍有关中小企业财务管理问题，内容包括中小企业的类型与财务管理特点、中小企业的筹资管理、投资管理以及中小企业对相关政策的利用。

(5) 非营利组织财务管理。非营利组织财务管理主要是突破资金增值假设，因为非营利组织的目标并非是增值而是提供社会服务。本书第10章非营利组织的财务管理主要讲述非营利组织财务管理的特点、非营利组织的筹资管理和资本预算管理等。

(6) 企业破产、重整与清算的财务管理。这部分将突破理财主体的假设，会出现理财主体的变更和消亡。本书第11章主要围绕该部分内容展开，讲述企业破产的预警管理、重整与和解财务管理、破产清算财务管理等。



1.6 案例研究与分析：美的电器的财务管理目标

1.6.1 案例背景

美的的前身是一家生产塑料瓶盖的小厂，20世纪80年代美的进入家电业，1992年实行股份制改造，1993年在深交所上市（美的电器，000527），成为中国第一家由乡镇企业改制而成的上市公司。由于当时上市法规的限制，股份公司的发起人和第一大股东由国有背景的北滘镇经济发展总公司担任，持股52.5%，而何享健等创业者只持有22.5%的内部职工股。从1999年开始，美的管理层逐步从北滘镇政府手中收购美的电器股权，并开创了国内上市公司实施MBO^①的先河。

1. 股改之前

MBO以后，美的电器以小家电为发展重点，并承担着集团融资平台的重要作用。2002年4月17日，美的电器分别与顺德市现代实业及顺德市金科电器签订了《OEM框架协议》，委托两公司生产加工“美的”品牌电饭煲、厨具和电风扇等家用电器产品。同时美的电器还与东泽电器签署协议，公司部分终端产品通过东泽电器经销，而上述三家公司的实际控制人皆为何享健之子何剑锋。经过上述关联交易之后，2002年美的电器电饭煲产品毛利率从2001年时的31.91%大幅跌至8.94%，公司控股的广东美的电饭煲制造有限公司的净利润也迅速从2662万元降至150.5万元。

2003年9月，美的电器斥资6500万元，整合金科电器下属的风扇业务，并把美的的风扇业务迁至中山；2004年6月，美的电器又以1788.75万元收购现代实业，整合其电饭煲业务；2004年10月，美的电器再次出资5200万元“收编”了金科电器，将之融入美的厨具公司。数据显示，当美的电器与上述三家公司关联交易额大幅减少之后，在产品降价、原材料全面涨价的情况下，美的电器的电饭煲产品毛利率又回升至21.57%。在小家电业务逐渐培养成熟之后，2005年5月20日，美的电器将主营小家电业务的下属子公司日电集团85%的股权以24886.92万元的价格转让给美的集团。

与此同时，美的集团实施多元化扩张战略，淡化上市公司地位。2004年，美的集团先后并购了荣事达和华凌集团（00382，HK）；2004年5月，美的集团通过收购股权成为国内最大的通风机制造商上风高科（000967）的第二大股

^① MBO (management buy-out)，即管理层收购。是指目标公司的管理层利用外部融资购买本公司的股份，从而改变本公司所有者结构、控制权结构和资产结构，进而达到重组本公司的目的并获得预期收益的一种收购行为。本书第4章将对美的管理层收购进行详细分析。



东；2005年8月，由何享健的女婿张建和、女儿何倩兴控股的新的集团收购了主营电真空器件、高低压成套配电装置的旭光股份（600353）。华凌集团主营空调、冰箱，与美的电器存在同业竞争，而荣事达主营的冰箱、洗衣机业务也同属白电行业，因此，美的集团的做法使美的电器在集团的地位日趋边缘化。

此外，美的集团还投资1亿多元在长沙、昆明发展客车产业，单在三湘客车就计划投资15亿元；成立了房地产事业部，进军房地产行业。不过，这些投资并没有收到满意的效果。2005年后期，何享健又重新明确了要坚持家电主业，集团多元化将围绕制冷和日用电器等产业展开。

2. 股改之后

2005年4月30日，中国证监会宣布启动股权分置改革试点工作，正式拉开了股权分置改革序幕。首先，美的集团分别与顺德市有利投资服务有限公司、上海钱湖投资管理有限公司、广东核电实业开发有限公司、宁波银盛投资有限公司签署股权转让协议，计划受让该四家公司所持有的美的电器非流通股股份合计2 174.64万股。2006年2月，美的电器宣布了其精心设计的股改方案：第一，每10股流通股送1股以及5元现金；第二，如果美的电器2006年度相对于2004年度的净利润增长率低于30%，或者美的电器2007年度相对于2006年度的净利润增长率低于10%，美的集团将放弃当年的分红，归除开联实业（何氏家族控股企业）以外的其他股东所有；第三，美的集团承诺在对价支付完成后的6个月内，增持不少于2亿元美的电器股份。

2006年3月10日至2006年5月19日间，美的集团通过二级市场，总计使用资金10.8亿元，共增持了美的电器148 660 970股，占总股本的23.58%，平均买入成本为每股7.26元。何氏家族持股比例由2005年末的合计30.8%增加到50.99%。

与此同时，2006年4月25日，美的电器董事会、监事会审议通过了《关于修订〈公司章程〉的议案》，其中设置了包括“金色降落伞”在内的一系列反收购条款，加强对上市公司的控制。

从全流通后H股和A股对家电股票的估值比较来说，华菱集团等港股对美的集团的吸引力在下降，美的集团有动力将资产注入A股上市公司享受流通溢价。2006年11月底，美的电器完成合肥荣事达洗衣机、合肥荣事达冰箱、合肥荣事达美的电器营销公司的资产注入，达到50%控股比例，确立了上市公司作为白电业务平台的地位。

财务报表资料显示，股改后美的电器主要财务指标有了明显改善。根据股改承诺，美的电器自2006年起把每年盈利的40%以现金分红，有助于形成稳定的估值预期。更重要的是，2007年3月，美的电器董事会一改多年来派息多而送股和转增公积金少的分配风格，决议以资本公积金每10股转增10股，并派息3.5元。这样，连同计划中向高盛和管理层激励定向增发的股份，美的



电器总股本将扩至 14.12 亿股, 股票流动性显著增强, 有利于估值水平优化。

1.6.2 案例分析

从美的的发展历程来看, 股改可以说是对其产生重要影响的分水岭, 导致其财务管理目标发生了重大转折。股改前, 在整个美的集团的发展版图中, 上市公司美的电器是重要的融资平台, 在很大程度上起着“反哺”集团的作用, 上市公司本身的发展则有被边缘化的趋势, 主要是为满足控股股东利益最大化的目标; 而在股改完成后, 集团将合肥荣事达洗衣机、冰箱、营销公司等资产注入上市公司, 凸显出做大做强上市公司的发展战略意愿, 积极进行股票市值管理, 财务管理目标也更加符合股东财富最大化的定位。

1. 股改之前

由于制度等方面的限制, 美的电器上市之初的发起人和第一大股东仍具有国有背景, 虽然在 1999 年启动了管理层收购, 但同样由于制度、法律等方面原因, 美的 MBO 所面临的法律风险一直没有得到彻底解决。所以实际控制人何氏家族对美的电器的控股权在某种程度上还存在一定的不稳定性。在这种不稳定的股权控制情况下, 通过关联交易方式强化对上市公司的控制, 并通过上市公司的资金优势扶持集团发展其他产业, 也就成为一种必然选择。但这种做法同时也降低了美的电器的利润率和市场价值。数据表明, 美的电器的市盈率水平一直较格力、海尔低 20% 左右。

2. 股改之后

股改对于何氏家族获得稳定而合法的控制权来说是天赐良机。股改之初, 美的集团对美的电器的实际控制比例只有 30%, 如果按照 10 股送 3 股的常规对价比例进行股改, 全流通后何氏家族有可能丧失控股地位。为此, 美的电器精心设计了股改方案以保证何氏家族的控股权。股改完成后, 何氏家族所持股份在法律上获得明确认可, 获得流通权, 更重要的是通过支付对价, 其作为股东的利益、财富与上市公司的业绩、市值前所未有地一致, 这种一致性成为何氏家族推进上市公司市值管理的最大推动力。在 2007 年 2 月 5 日美的电器组织的首次分析师见面会上, 何享健针对资本运作的总体规划明确表态: 美的电器将是美的集团最主要的产业平台和资本平台, 白色大家电将全部整合到美的电器, 美的电器市值增长是大股东利益最大化的取向。

为了增加上市公司的市值, 何氏家族除了向其注入白电资产以外, 还采取了管理层激励、优化资产结构、引入战略投资者、积极改善投资者关系等一系列措施。分析结果显示, 美的电器市值管理战略取得了明显的效果。自 2006 年 1 月至 2007 年 4 月, 按复权价格计算, 美的电器的股价上涨了 768%, 而同为白电行业龙头公司的格力电器和青岛海尔的同期涨幅分别为 393.74% 和 307.22%。2005 年年末, 美的电器的市盈率仅为 10.17 倍, 比海尔的 13.28



倍和格力的 13.23 倍远为逊色；而 2006 年年末美的的市盈率已经达到 19.57 倍，超过了格力的 18.76 倍，到 2007 年第一季度末，美的的市盈率迅速攀升到 46.49 倍，远远超过格力的 33.54 倍，而与具有整体上市概念的青岛海尔的 57.1 倍接近。与此同时，具有公司控股权的何氏家族的财富更是暴涨至 66.23 亿元，较其在 2006 年《新财富》500 富人榜中 18 亿元的财富值增加了 368%。

1.6.3 案例启示

结合理论，美的案例至少带给我们两方面的启示：一是财务管理环境影响财务管理目标；二是财务管理目标约束理财行为。

1. 财务管理目标往往随着理财环境的变化而变化

从美的案例中可以得到一个总的启示，即企业的财务管理目标并非一成不变，而是随着理财环境的变化而不断调整。作为一个实质上的家族控制企业，由于在股改之前何氏家族无法获得合法合理的控股权地位，上市公司美的电器的价值并未受到重视，而是成为“反哺”集团其他企业的有利平台，在这一时期，何氏家族的利益在企业的财务管理目标定位中起着主导作用。股改之后，何氏家族的控股权得以明确和稳定，其作为股东的利益与上市公司的利益完全一致，促进上市公司价值增长，从而增加股东财富成为美的电器新的财务管理目标取向。

2. 财务管理目标决定和影响企业的理财行为

企业理财行为总是受到财务管理目标的约束和制约。在何氏家族利益与上市公司利益并未完全一致的股改之前，家族利益最大化致使上市公司主要承担着集团融资平台的角色，何氏家族则通过一系列关联交易实现对上市公司的控制，许多关联交易实质上降低了上市公司的利润率，损害了上市公司利益。股改之后，由于家族利益与上市公司利益高度一致，此时，增加上市公司价值成为新的财务管理目标，企业的理财行为也发生了重大转折：首先，上市公司在集团中由原先的边缘化地位迅速演变为产业平台（白电业务）和资本平台并重的核心地位；其次，公司向非何氏家族的职业经理人授予 5 000 万份的股票期权实施股权激励；再次，引入高盛作为战略投资者，不仅优化了公司的资本结构，而且提升了机构投资者对美的电器投资价值的认可度；最后，积极宣扬美的的企业文化和发展战略，以此改善投资者关系。事实证明这一系列理财行为产生了良好的效果，公司市值与何氏家族财富都实现了快速增长。但也有分析师指出，美的的市值管理目标有短期化迹象，制定的短期净利润目标高于其他行业龙头企业，这可能会对其长期发展产生不利影响。此外，市值管理也可能存在强调股东利益至上，企业其他关系人利益被忽视的风险。这些都是企业在确定财务管理目标时必须慎重考虑的因素。



资料来源：孔鹏：《何享健操盘美的白电市值王》，载《新财富》，2007（6）。



本章小结

- 财务管理理论结构是指财务管理理论各组成部分（或要素）以及这些部分之间的排列关系。
- 财务管理假设包括理财主体假设、市场效率假设、持续经营假设、资金增值假设和理性理财假设。
- 财务管理的目标是企业理财活动所希望实现的结果，是评价企业理财活动是否合理的基本标准。利润最大化、股东财富最大化、企业价值最大化是三种最具代表性的观点。
- 财务管理课程体系按层次可以分为初级财务管理、中级财务管理和高级财务管理。高级财务管理主要研究突破了财务管理基本假设的一些专门性问题。



思考题

1. 你认为应如何构建财务管理的理论结构？
2. 简要论述财务管理假设与财务管理内容的关系。
3. 试分析设立财务管理课程体系的各种思路。
4. 你认为高级财务管理应由哪些内容组成？
5. 请你谈谈高级财务管理与初、中级财务管理的关系。



第 2 章

Chapter 2

企业并购财务管理概述



本章导读

并购，以其对存量资产的优化配置功能，在资本市场中素有风向标之称。根据 Wind 资讯的统计，截至 2008 年年底，我国资本市场中已有 1 446 起并购案例，涉及金额达 2 000 多亿元，其中 1 404 起为国内并购，总金额为 1 757.21 亿元；42 起为海外并购，金额为 381.04 亿元。特别是 2004 年以来，上市公司并购更是风起云涌，在案例数量和金额上都呈现出爆炸式增长的趋势。2011 年上半年，A 股市场并购交易披露金额达 2 438.82 亿元（统计口径以 2011 年以来首次披露的并购方案为准），较 2010 年同期的 1 239.53 亿元增长近 1 倍。

企业并购的动因究竟何在？并购会为企业带来什么样的效应？这正是本章要重点讨论的问题。



学习目标

- 掌握并购的形式与类型
- 理解并购的动因和效应
- 了解中外并购史

2.1 企业并购概念

企业并购活动始于 19 世纪末。20 世纪 80 年代，西方国家兴起了新一轮企业并购浪潮，特别是进入 90 年代以后，企业并购更是愈演愈烈，规模之大、时间之长、影响之广泛是前所未有的，2000 年的全球并购交易额已占当年世界经济总量的 1/10，目前全球跨国直接投资中，并购占到了八成以上。事实



上，企业并购作为市场经济发展的产物，已经成为西方发达国家一个十分重要的经济现象。在当今市场经济发达的国家，企业越来越重视利用并购这一手段拓展经营，实现生产和资本的集中，达到企业外部增长的目的。

并购源于英文 merger & acquisition (M&A)，其中，merger 指物体之间或权利之间的融合或相互吸收，通常被融合或吸收的一方在价值或重要性上要弱于另一方。融合或相互吸收之后，较不重要的一方不再独立存在。acquisition 是指获得或取得的行为。M&A 的主要特征是获得目标公司的控制权，本书所涉及的并购主要指在市场机制作用下，企业为了获得其他企业的控制权而进行的产权重组活动。

2.1.1 并购的形式

并购包括控股合并、吸收合并、新设合并三种形式。

(1) 控股合并。收购企业在并购中取得对被收购企业的控制权，被收购企业在并购后仍保持其独立的法人资格并继续经营，收购企业确认并购形成的对被收购企业的投资。

(2) 吸收合并。收购企业通过并购取得被收购企业的全部净资产，并购后注销被收购企业的法人资格，被收购企业原持有的资产、负债在并购后成为收购企业的资产、负债。

(3) 新设合并。参与并购的各方在并购后法人资格均被注销，重新注册成立一家新的企业。

通常，我们把主兼或主收购的企业称为兼并企业、收购企业、主并企业、进攻企业、出价企业、标购企业或接管企业等；把被兼或被收购的企业称为被兼并企业、被收购企业、目标企业、标的企业、被标购企业、被出价企业或被接管企业等。

2.1.2 并购的类型

并购按不同的标准可以分为许多不同的类型。

1. 按双方所处的行业分类

按照并购双方所处行业性质来划分，企业并购方式有纵向并购、横向并购、混合并购等三种。

纵向并购是指从事同类产品的不同产销阶段生产经营的企业所进行的并购，如对原材料生产厂家的并购，对产品用户的并购等。纵向并购可以加强公司对销售和采购的控制，并带来生产经营过程的节约。

横向并购是指从事同一行业的企业所进行的并购。例如，两家航空公司的并购，或两家石油公司的结合等，美国波音公司和麦道公司的合并，便属于横向并购。横向并购可以清除重复设施，提供系列产品，有效地实现节约。

混合并购是指与企业原材料供应、产品生产、产品销售均没有直接关系的企业之间的并购。例如，北京东安集团兼并北京手表元件二厂，并利用其厂房改造成双安商场便属于混合兼并。混合兼并通常是为了扩大经营范围或经营规模。

2. 按并购程序分类

按照并购程序来划分，企业并购方式有：善意并购和非善意并购。

善意并购通常是指并购公司与被并购公司双方通过友好协商确定并购诸项事宜的并购。这种并购方式一般先由并购方公司确定被并购公司即目标公司，然后设法与被并购公司的管理当局接洽，商讨并购事宜。通过讨价还价，在双方可接受的条件下，签订并购协议，最后经双方董事会批准，股东大会 2/3 以上赞成票通过。

非善意并购是指当友好协商遭拒绝时，并购方不顾被并购方的意愿而采取非协商性购买的手段，强行并购对方公司。被并购方在得知并购公司的并购企图之后，出于不愿接受较为苛刻的并购条件等原因，通常会作出拒不接受并购的反应，并可能采取一切反并购（或抵制并购）的措施，如发行新股以分散股权，或收购已发行的股票等。

获取委托投票权是指并购方设法收购或取得被并购公司股东的投票委托书，如果并购方能够获得足够的委托投票权，使其能以多数地位胜过被并购公司的管理当局，就可以设法改组被并购方的董事会，最终达到并购的目的。然而，在这场被称为“委托投票权大战”的激烈斗争中，并购公司需要付出相当大的代价，而且作为被并购企业的局外人来争夺股票权常遭被并购公司基本股东的拒绝，因此这种方法常常不易达到并购目的。

收购被并购公司的股票，是指并购公司在股票市场公开买进一部分被并购公司股票作为摸底行动之后，宣布直接从被并购公司的股东手中用高于股票市价的（通常比市价高 10%~50%）接收价格收购其部分或全部股票。从理论上说，并购公司能够买下被并购公司 51% 的股票，就可以改组被并购公司的董事会，从而达到并购的目的。但在实际工作中，由于股权比较分散，有时拥有 20% 甚至 10% 的股票，也能达到控制的目的。

3. 按并购的支付方式分类

按照并购方的支付方式和购买对象，并购可以分为现金购买资产或股权、股票换取资产或股权以及通过承担债务换取资产或股权，详见表 2—1。

表 2—1 按支付方式划分的并购类型

购买对象 支付方式	资 产	股 权
现金	现金购买资产	现金购买股权
股票	股票换取资产	股票换取股权
承担债务	承担债务换取资产	承担债务换取股权



2.2 企业并购的动因和效应

2.2.1 并购的动因

按照古典经济学理论，横向并购的动因主要在于降低成本和扩大市场份额，现代企业理论则从降低交易费用和代理成本角度解释了纵向并购的动因。具体来说，并购的动因主要可以概括为以下几种。

1. 获得规模经济优势

规模经济是指随着生产经营规模的扩大，生产成本随着产出增加而下降，收益不断递增的现象。通过横向并购企业可以快速将各种生产资源和要素集中起来，从而提高单位投资的经济收益或降低单位交易费用和成本，获得可观的规模经济。为此，企业有动力扩大生产规模，而并购，特别是横向并购是企业扩大生产规模最便捷有效的途径之一。

2. 降低交易费用

按照科斯的理论，企业是市场机制的替代物，市场和企业是资源配置的两种可互相替代的手段。通过并购，主要是纵向并购，企业可以将原来的市场交易关系转变为企业内部的行政调拨关系，从而大大降低交易费用。

3. 多元化经营战略

多元化经营不仅可以降低风险、增加收益，而且可以使企业发掘出新的增长点。所以多元化经营往往成为企业发展到一定阶段之后的重要战略之一。并购也是企业迅速进入其他生产经营领域，实现多元化战略的重要方式。通过并购，企业避免了培育一个新产业可能会带来的风险与不确定性，而且有利于根据市场现状选择最佳进入时机。虽然多元化经营未必一定通过并购来实现，可以通过企业内部的成长而达成，但时间往往是重要因素，通过并购其他企业可迅速达到多元化扩张的目的。

2.2.2 并购效应

在各种不同的并购动因驱使下，并购活动是否增加了股东财富？这是西方经济学中的并购理论所探讨的另外一个重要问题。西方学者的研究认为，企业并购并非总能产生正效应。有的并购确实能产生正效应，有的并购却是零效应，有的并购甚至产生负效应。这里评价并购效应的标准是股东财富。股东财富增加为正效应，反之则为负效应。大量的实证研究表明并购总是能为目标企业股东带来正效应，而并购企业股东却并不总能从并购中获得好处，双方股东财富效应的组合产生了上述三种结果，这三种结果的产生被认为与并购的动因



有关。

1. 并购正效应的理论解释

(1) 效率效应理论。效率效应理论认为并购活动产生正效应的原因在于并购双方的管理效率是不一样的。具有较高管理效率的企业并购管理效率较低的企业，可以通过提高后者的管理效率而获得正效应。该理论有两个基本假设：并购方的管理资源有剩余，并且具有不可分散性。如果并购方的管理资源并没有剩余，已经得到充分利用，或者并购方的剩余管理资源具有可分散性，可以轻易释出，并购是没有必要的，对于目标企业来说，其管理的低效率可以通过外部管理层的介入和增加管理资源的投入而得到改善。

(2) 经营协同效应理论。经营协同效应理论的假设前提是规模经济的存在。由于人力资本支出、固定资产支出、制造费用、营销费用、管理费用等的不可分性，在合理范围内，分摊这些支出的产品的数量越大，则单位产品的成本也就越低。在企业尚未达到合理规模使各种资源得到充分利用时，并购显然是解决这一问题的有效手段。当并购双方存在互补优势时，也会产生经营协同效应。例如，并购方拥有较强的研发力量，而营销力量较弱，相反，被并购方具有强大的营销力量而产品研发力量较弱，这时两者的合并无疑会增强并购后企业的整体实力。此外，纵向并购通过降低上下游企业的交易费用而带来经营的协同效应。

(3) 多元化优势效应理论。股东可以通过证券组合来分散其投资风险，而企业的管理者和员工由于其人力资本的不可分散性和专用性面临着较大的风险。因此，企业的多元化经营并不是为了最大化股东的财富，而是为了分散企业经营的风险，从而降低企业管理者和员工的人力资本投资风险。此外，企业的多元化经营可以增加员工升迁的机会。如果企业原本具有商誉、客户群体或供应商等无形资产时，多元化经营可以使这些资源得到充分利用。

(4) 财务协同效应理论。财务协同效应理论认为并购可以给企业提供成本较低的内部融资。例如，当一方具有充足的现金流量而缺乏投资机会，而另一方有巨大的成长潜力却缺乏融资渠道时，两者的兼并就会产生财务协同效应。此外，并购后的企业借贷能力往往大于并购前各自的借贷能力，负债的节税效应将降低企业的财务成本。

(5) 战略调整理论。战略调整理论强调企业并购是为了增强企业适应环境变化的能力，迅速进入新的投资领域，占领新的市场，获得竞争优势。虽然企业也可以通过内部发展来获得新的资源和新的市场，但并购显然能使企业更快地实现这种调整。

(6) 价值低估理论。这一理论认为，当目标企业的市场价值由于某种原因而未能反映其真实价值或潜在价值时，并购活动就会发生。企业价值被低估的原因通常有以下几种：1) 企业的经营管理未能充分发挥其应有潜能；2) 并购

企业拥有外部市场所没有的有关目标企业真实价值的内部信息；3) 通货膨胀造成企业资产的市场价值和重置成本的差异。

常被用来衡量企业价值是否被低估的指标是托宾 q 比率。 q 等于企业的市场价值和其重置成本的比值。当 q 值小于 1 时，表明企业的价值被低估了。例如，如果 q 值为 0.5，即使并购成本为被并购企业市值的 1.8 倍，但总成本仍只有被并购企业重置成本的 90%，并购企业仍然有利可图。

(7) 信息理论。信息理论认为当目标企业并购时，资本市场之所以重新对该企业的价值做出评估，有两种可能：1) 并购向市场传递了目标企业被低估的信息；2) 有关并购的信息将激励目标企业的管理层采取有效措施改善其经营管理效率。基于以上两点，不管并购本身最后是否成功，目标企业的股票价格往往会经历一个上升的过程。

2. 并购零效应的理论解释

并购企业由于管理层的傲慢自大，往往会过于乐观，向目标企业股东出价过高，或者即使该项投资并无价值，仍坚持投资，或者在有较多的竞争者时，并购成本被过分地抬高，当并购成本已经大于并购收益时，仍坚持并购。这就是所谓的“过度自信”理论。在这种情况下，并购企业从并购行为中获得的将是零效应。目标企业股东收益的增加实际上是财富从并购企业股东向目标企业股东的简单转移。

3. 并购负效应的理论解释

当一项并购的动因是代理问题，即管理者为了他们自己的利益甚至以损害企业的利益或股东的利益为代价采取并购行为，或者有关并购的决策错误时，并购的总体效应为负值。

对企业并购负效应的理论解释可以归纳为以下两种观点：

(1) 管理主义。这种理论认为并购本身就是一种代理问题。有实证研究表明，代理人的报酬决定于公司的规模，因此代理人有动机通过并购使公司规模扩大，从而增加自己的收入和保障其职位的安全。管理者重视企业增长率而忽视企业的实际投资收益率，因此会做出对股东来讲是负效应的并购决策。

(2) 自由现金流量假说。所谓自由现金流量是指企业的现金在支付了所有净现值为正的投资计划后所剩余的现金流量。如果管理者以股东财富最大化为目标，则应放弃低于资本成本的投资，而把这些自由现金流量支付给股东。但管理者往往动用自由现金流量去并购企业来实现扩张政策，并可能采取低收益甚至导致亏损的并购。这种低效的企业并购必然会损害企业的价值。经营稳定但缺少有效的投资机会而产生巨额现金流量是实施这种低效并购的企业的一个特征。在这种意义上，企业并购正是股东和管理者之间利益摩擦的一种反映。

理论上，上述任何一种关于并购动因和效应的解释都是不全面的。现实



中，一例并购往往不只有一个动因，而是一个多种因素的平衡过程，因此，并购实际所产生的效应不一定会与最初的动因一一对应。

2.3 企业并购的历史演进

2.3.1 西方企业的并购简史

西方发达国家的企业成长史实质上就是一部并购史，以美、英、日、德等发达国家为代表的并购活动按历史进程大概可以分为五个阶段，在每一个阶段总有一种特定的并购方式处于主导地位。

1. 第一次并购浪潮（1895—1904年）

第一次并购浪潮发生在19世纪与20世纪之交，这一阶段的并购以横向并购为主，并购后形成了一批具有大规模、大垄断特点的公司。

1895—1904年，美国企业有75%由于并购而消失，也就是说，在这次并购浪潮中，美国企业中的3/4被并购，另外1/4成为并购者。这一时期，铁路、通信、公用事业等基础设施的并购最为活跃。这次并购浪潮的主要形式是横向并购，重大结果是形成了企业垄断。大量中小型企业通过并购组成一个或几个大型企业，这些大型企业成为某一部门现代化大工业的垄断者，如美国钢铁公司、杜邦公司、美国烟草公司、美国橡胶公司等。根据哈罗德·利夫赛的资料，1899年美国通过并购形成的100家大公司，在主要部门中占有国内市场的份额是：石油工业公司82%，结构金属公司100%，陶器和玻璃工业公司100%，食品工业公司54%。^①



[例 2—1]

美国火柴工业1880年以前共有30多家火柴企业，均属小型分散的企业。这些企业通过相互之间的横向并购，形成了四大火柴企业，占据了美国火柴市场80%以上的份额。1900年，经过进一步并购，最后形成了美国钻石火柴公司（Diamond Match Co.）独家垄断美国火柴业的局面。

2. 第二次并购浪潮（1922—1929年）

经历了第一次并购浪潮后，企业并购活动处于低潮，到了20世纪20年代，企业并购又形成了第二次浪潮。第二次并购浪潮与第一次有着显著的不同。第二次并购浪潮在企业规模更大的基础上进行，主要是已经形成的垄断企业并购大量企业，扩张其势力范围，并购形式以纵向并购为主，同时还出现了

^① Harold C. Livesay and Patrick G. Potter: "Vertical Integration in American Manufacture 1899 - 1948", *Journal of Economic History*, Sep. 1969.

产品扩展型混合并购、市场扩展型混合并购。根据有关统计资料，在美国 278 家大企业中，有 236 家企业进行了原料、半成品、制造加工等生产工序相互结合的兼并活动，有 85% 的企业进行了生产、流通和分配各个环节统一到一个企业中的并购行为。20 年代的并购浪潮在很大程度上形成了英国制造业的基本轮廓，形成了一批在各行业处于领导地位的大型企业。这个时期形成的重要企业，如 ICI 和尤尼莱弗，至今仍控制着英国的制造行业。



[例 2—2]

美国钢铁公司在第一次并购浪潮中，通过并购大量中小型企业，组成了实力强大的垄断公司，到了第二次浪潮，该公司通过大量纵向并购，并购了一系列采掘、炼铁、炼钢、驻港、轧钢、运输、销售等环节的企业，形成了一个庞大的钢铁联合企业。公司规模之大，产品品种之齐全，无与伦比。

3. 第三次并购浪潮（20 世纪 60 年代）

20 世纪 60 年代，出现了第三次并购浪潮。这一阶段的并购以多元化经营和品牌重组为主要特征，主要是混合并购。第三次并购浪潮无论就其规模还是速度来说，都大大超过了前两次，第二次并购浪潮的规模比第一次大 1 倍，而第三次并购浪潮的规模又要超出第二次 1 倍以上；1925—1931 年的 7 年间，美国并购企业数平均每年为 835 起，1965—1971 年的 7 年间，美国并购企业数平均每年为 1 511 起。^① 第三次并购浪潮，主要是大型企业之间的并购，企业和市场的垄断程度进一步提高。并购形式以互不关联的企业之间的混合并购为主。与美国相似，英国也出现了许多大企业之间的并购。这种大规模的大型企业的并购，使得英国各行业的垄断程度大大提高，联合体和多数行业的集团化趋势得到了进一步发展。



[例 2—3]

国际电报电话公司原是一家专营电信设备和电信劳务的公司，1955 年名列美国公司第 80 位。在第三次并购浪潮中，该公司通过混合并购，进行多角化经营。通过兼并美国最大的生产工业用泵的贝尔-戈赛特等公司，使得机械工业成为公司的重要组成部分；通过兼并生产各种自动控制仪表的通用控制公司、进行研究与发展先进电子元件的电子技术研究所，以及生产电子元件的全国计算机产品公司，从而进入了高科技生产领域和国防工业方面；通过兼并美国三大旅馆之一的谢拉顿旅馆，进入旅游服务业；通过兼并克利夫兰汽车公司，进入汽车维修业；通过兼并巴布斯-梅里尔出版公司、美国三大广播公司之一的美国广播公司，进入文化宣传领域；通过并购哈德福特火险公司、大国

^① *The Statistical History of the United States: From Colonial Times to 1970*, Washington, DC: U. S. Department of Commerce, Bureau of the Census, 1975. p. 914.



际人寿保险公司、埃特纳金融公司、索普金融公司，进入金融业。除此之外，国际电报电话公司还兼并了住宅建筑行业以及众多其他行业的中小企业。到1970年，国际电报电话公司成为美国第8大企业。

4. 第四次并购浪潮（20世纪70—80年代）

第四次浪潮自20世纪70年代中期起，延续了整个80年代。这次浪潮规模空前，1978年以前，10亿美元以上的特大型并购甚是罕见，而在1983年、1984年和1985年分别就有6起、17起和37起。第三次并购浪潮中混合并购的弊端开始显露，通过并购活动，调整多样化经营企业的内部结构，消除混合并购所带来的弊端，成为80年代并购浪潮中的一个重要任务。第三次并购浪潮的另一个特点是杠杆并购开始流行，出现了大量小企业并购大企业的现象，而金融界为了支持杠杆并购，开始发行“垃圾债券”。“垃圾债券”最早起源于美国，早期是被一些小公司用于筹集开拓业务的资本之用，由于小公司资信状况较差，信用等级较低，发行债券融资时，就以较高的收益来补偿其高风险，当高收益高风险的债券被市场吸纳后，越来越多的资信较差的公司也加入进来，致使20世纪80年代“垃圾债券”危机四伏。此次浪潮中也出现了小企业借助于金融公司财力，以股东革命的面目并购多元化发展的大公司，出现了“小鱼吃大鱼”的现象。所以，第四次浪潮也是以美国为代表的发达国家企业进入市场经济的重要转折期。同时，这一时期跨国并购不断增多，并一直延续到第五次浪潮，而日本企业在此期间表现尤为突出。英国企业在这次并购浪潮中的数量和规模要明显地大于前两次，这与当时英国政府对待并购采取较为宽松、放任的政策是密切相关的。这一时期，大规模的分拆活动成为英国企业并购活动中的一个重要方面，公司把非核心的部分或附属企业分离出来卖给其他公司，或者以管理层收购（MBO）的形式卖给这些分离出来的部门或附属企业原来的管理者。80年代，日本企业趁日元升值，也纷纷向海外并购公司，以建立海外营销网或生产基地，绕过国际贸易壁垒。比较著名的案例有索尼公司以34.5亿美元购买美国的哥伦比亚制片公司；三菱公司以8.4亿美元购买洛克菲勒华尔街大厦51%的股份等。



[例 2—4]

KKR 公司是美国一家著名的经纪公司，1984—1987 年，KKR 公司依靠发行“垃圾债券”，借款高达 267 亿美元，购买了 11 家大型公司。1988 年 KKR 公司以 251 亿美元收购在美国大公司中排名第 19 位的 RJR 纳比斯克公司，在此次并购活动中，KKR 出资 15 亿美元，50%~70% 由两家投资银行贷款，其余的为发行“垃圾债券”筹集的资金。

5. 第五次并购浪潮（20世纪90年代开始）

第五次并购浪潮始于20世纪90年代初，主要特征为“强强联合”和“跨



国并购”。这次并购浪潮中参与并购的企业数量之多、单件并购交易额规模之大、影响之广泛都是空前的。例如，1998年年底，美国埃克森石油公司宣布以810亿美元兼并美孚石油公司；1999年美国的世界微波通信公司以1270亿美元收购斯普林特公司。价值数百亿美元、经营数十年甚至上百年的公司以及一些大型跨国公司都成为这次并购浪潮的并购对象，出现了像波音-麦道公司那样的世界性行业垄断集团。以往的并购活动主要集中在几个行业，而这次并购浪潮席卷了通信、化工、机械、航空、电子、零售、医疗保健、银行等行业，其中银行、电信、网络业和制药业的并购活动尤为突出，交易额高达上百亿至上千亿美元，促进了产业结构的调整。并购方式又回到一个世纪前流行的横向并购为主，但这次是跨国的横向并购。



[例 2—5]

1996年12月，美国波音公司并购麦道飞机制造公司，这次并购涉及133亿美元，并购方式是麦道公司每股换持波音公司0.65股。新合并而成的波音-麦道公司已成为世界上规模最大、实力最强、业务最广、形象最受羡慕的航空公司，也是美国最大的出口商。同时，这次并购也是对空中客车公司强有力的冲击，使空中客车面临一个强大的联盟体的竞争威胁。

2.3.2 中国企业并购简史

新中国成立以来，我国企业并购的发展大致可以分为两个时期：第一时期为1993年以前。这一时期我国的企业并购主要是通过政府无偿划拨或通过产权交易市场进行的。第二时期以1993年的“宝延风波”为起点，中国的企业并购进入了以公司形态为主，通过股权交易进行并购的阶段。公司制企业的发展与证券市场的建立和发展是这一时期的两个基本条件。

第一时期的企业并购带有浓重的行政色彩，大多数企业并购都是在政府的推动下实施和完成的。^①在这一时期，最有名的并购模式是“保定模式”和“武汉模式”。“保定模式”采取自上而下的程序，由政府依据产业政策，以所有者代表身份直接参与并购，进行干预、引导、牵线搭桥，推动企业并购。1984年，保定市经委以“用大型企业带动小型企业，以优势企业带动劣势企业”的思路，将四家亏损企业卖给优势企业，从而消灭了一批亏损企业，并且满足了部分优势企业的扩张欲望，收到了比较好的效果。“武汉模式”采取自下而上的程序，企业在双方自愿自主的基础上充分协商并达成协议，报双方主管部门批准即可。“保定模式”偏重产业政策，“武汉模式”强调自愿互利，但本质上都是通过政府推动的。1988年，武汉市成立第一家企业产权转让市场。

^① 郑海航，李海舰，吴冬梅：《中国企业兼并研究》，北京，经济管理出版社，2000。



同年，成都、保定、郑州、洛阳、太原等地也相继组建了产权交易市场。产权交易市场的建立为企业并购提供了一个重要的途径，并促进了企业并购在全国范围内的迅速发展。1989年2月，国家体改委、国家计委、财政部、国家国有资产管理局联合发布了《关于企业兼并的暂行办法》，这是我国规范企业并购活动的第一个正式法规。

第二时期的企业并购按照相关法律制度的建立和完善大致可以划分为四个阶段。

第一阶段（1993—1999年），1993年4月22日国务院发布了《股票发行与交易管理暂行条例》，在第四章专门规范了“上市公司的收购”，正式确立了上市公司并购的相关法规。1993年10月，深圳宝安集团在上海证券交易所通过购买股票方式，收购了上海延中实业公司16.8%的上市流通股。1994年4月，宝安集团完成对延中实业公司的控股。这是中国第一起通过国内证券市场进行的股权收购，标志着我国企业并购活动进入了一个新的阶段。1994年4月，珠海恒通集团股份有限公司收购上海棱光股份有限公司1200万股国有股，成为棱光第一大股东，完成收购后，恒通集团将其下属全资子公司恒通电能仪表有限公司转让给棱光公司。不仅开启了国有股转让的先河，而且完成了中国第一例完整意义上的“买壳上市”，此后，许多因政策限制而被排除在证券市场之外的民营企业，开始通过“买壳”的方式间接上市。1997年，上市公司并购与促进产业结构调整 and 产业升级联系在一起，进一步丰富了并购重组的经济内涵。1998年，民营科技型企业成为并购重组的主角，出现了清华同方与鲁颖电子的吸收合并、申能股份国有股回购等一系列市场运作的实践创新，到1999年，中国证券市场的并购模式创新已基本成熟。

第二阶段（1999—2002年），1999年7月1日开始实施的《中华人民共和国证券法》明确规定了上市公司股权转让的两种方式，即上市公司的股权转让可以以协议转让和二级市场收购两种形式实施，并且将二级市场收购超过5%的公告间隔由原来的2%调增为5%。同时，证监会对并购信息的披露要求更加严格。2000年共有100余家上市公司的控制权发生了转移。竞争较为激烈的传统行业，如啤酒、航空和商业等领域也发生了许多战略性兼并重组，形成了规模经济。政府在企业并购中的作用仍然比较突出，如2000年下半年公布的PT红光、ST郑百文等上市公司并购重组方案中，地方政府都发挥了不可或缺的关键作用。主要体现为给予收购人一定的优惠政策，如税收、债务本息的减免、无偿划拨土地等。进入2001年以后，市场监管力度明显加强，通过将PT股和连续三年亏损的ST股直接退市的机制，加速了对绩差公司的并购。

第三阶段（2002—2006年），2002年12月1日实施的《上市公司收购管理办法》和《上市公司股东持股变动信息披露管理办法》，以及2002年11月发布的《关于向外商转让上市公司国有股和法人股有关问题的通知》等规定文



件标志着我国上市公司收购的法律框架基本完成。首先是《上市公司收购管理办法》突破了《证券法》的原有界限，明确将证券交易所外的股份转让也纳入监管范围，更加符合中国的实际，同时，收购交易的运作空间更加开放，境内外的法人和境内自然人都拥有收购权，大大吸引了外资和民营资本在内的更多主体参与上市公司收购。

第四阶段（2006 至今），伴随着《上市公司收购管理办法》、《公司法》、《证券法》的修改，以及中国资本市场股权分置改革，2006 年可谓是中国并购市场的一个重要分水岭，并购在经济资源配置中扮演着越来越重要的角色。2006 年年初，一场有关外资与经济安全的讨论引发了对频频上演的外资并购的反省与思考，并直接推动了政策完善的进程。当年 9 月 8 日，商务部等六部门联合发布了《关于外国投资者并购境内企业的规定》，对外国投资者并购境内企业做出了更细致的规定，被国际咨询资深顾问认为是“在商业领域，中国迄今为止唯一达到了国际行文水准的法律法规性文件。它没有出现‘一般不得’、‘可以’等等充满道德性判断、逻辑不清的弊病，对于任何真心实意想在中国做生意的外国投资人，外资并购新规都是一个重要的利好。它为政府和企业双方，设置了一个比较明确的游戏规则”^①。随着新政策的出台，可以预见“绿地投资”^② 将会减少，虽然一些涉及经济安全问题的并购将会受阻，但在其他领域并购热将会持续。从实际经济的发展态势来看，全球的并购已经进入一个新的高潮，亚洲特别是中国将会是未来 3~5 年全球并购关注的焦点。

随着资本市场进入全流通时代，上市公司并购的外部环境发生了重大变化，上市公司并购重组的动力增强，方式也不断创新，2006 年以来在并购的支付手段上，除了传统的现金方式，以发行新股认购资产甚至以股份换股份的方式也大量出现。为支持上市公司通过并购重组做优做强，2008 年中国证监会颁布了《上市公司重大资产重组管理办法》，并于当年 5 月 18 日起开始施行。该办法的出台，使得市场广泛认可和接受的措施通过制度化的规定，具有更强的规范和执行效力。

2008 年 8 月 4 日起施行的《上市公司并购重组财务顾问业务管理办法》则是为了充分发挥财务顾问在上市公司并购重组活动中的外部监督职能，督促并购重组活动的相关当事人自觉规范运作，维护市场秩序和公信力，降低证监会的监管风险，推动市场化进程。《上市公司并购重组财务顾问业务管理办法》明确规定，上市公司并购重组财务顾问业务是指为上市公司的收购、重大资产重组、合并、分立、股份回购等对上市公司的股权结构、资产和负债、收入和利润等具有重大影响的并购重组活动提供交易估值、方案设计、出具专业意见

① 参见《经济观察报》，2006-12-11。

② 所谓“绿地投资”是到国外投资设厂的投资模式，到国外相关国家或地区投资设厂，利用当地廉价劳动力等资源，实施本土化经营。



等专业服务。从事财务顾问业务的机构应该获得中国证监会核准。

2008年12月9日，中国银监会发布了《商业银行并购贷款风险管理指引》明确了银行贷款可以介入股权投资领域，在贷款比例上，发放并购贷款的金額原则上占并购股权对价款的比例不高于50%，从而为上市公司实施杠杆并购创造了可行条件，拓宽了并购途径。而在此之前1996年央行制定的《贷款通则》则明确规定：借款人不得用贷款从事股权资本性投资。

以上制度的出台，进一步完善了我国上市公司收购的法律法规制度框架。

2.4 企业并购的财务问题

一个完整的并购过程可以划分为三个阶段：准备、谈判和整合。表2—2列示了每个阶段包括的步骤。^①

表2—2 并购三阶段及其步骤

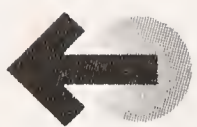
第一阶段
<ul style="list-style-type: none"> ● 并购战略、价值创造逻辑和并购标准的确定 ● 目标企业搜寻、筛选和确定 ● 目标企业的战略评估和并购辩论
第二阶段
<ul style="list-style-type: none"> ● 并购战略的发展 ● 目标企业的财务评估和定价 ● 谈判、融资和结束交易
第三阶段
<ul style="list-style-type: none"> ● 组织适应性和文化评估 ● 整合方法的开发 ● 并购企业和被并购企业之间的战略、组织和文化的整合协调 ● 并购效果评价

在整个并购过程中，将主要涉及以下财务问题：

(1) 第一阶段，在企业战略目标和并购标准的指导下，对候选目标企业进行并购可行性分析。并购可行性分析的核心内容是确定并购价值增值。无论企业并购的具体动因是什么，从财务的角度来看，最终都可以归结为创造企业价值增值。具体来说有三方面的内容：1) 估计并购将能产生的成本降低效应、销售扩大效应、劳动生产率提高效应、节税效应等，从而确定并购所能创造的价值。2) 估计并购成本。3) 确定并购创造的价值增值。

(2) 财务是第二阶段的核心。主要内容包括：1) 确定目标企业的价值和并购溢价的允许范围，从而确定并购价格区间。2) 确定支付方式。支付方式

^① [美] P. S. 萨德沙纳姆：《兼并和收购》，北京，中信出版社，1999。



主要有三种，即现金、股票和承担债务。不同的支付方式会产生不同的财务效果，并影响对并购资金的需求。3) 确定筹资方案。

(3) 第三阶段，评价并购成功与否。例如，通过比较并购前后企业的管理费用、制造费用等判断是否实现了经营协同。尽管单纯的财务指标还不足以全面评价企业的并购行为，但财务的评价显然是衡量并购成功与否所不可缺少的。

上述几大财务问题的核心内容可以归结为企业估值、支付方式和筹资方案的选择以及并购绩效评价三部分。本书的第3章、第4章将分别对这些问题进行详细介绍和阐述。

2.5 案例研究与分析：中集集团的并购扩张之路

2.5.1 案例背景

中国国际海运集装箱（集团）股份有限公司（简称中集集团）初创于1980年1月，最初由香港招商局和丹麦宝隆洋行共同出资300万美元合资组建，是中国最早的集装箱专业生产厂和最早的中外合资企业之一。

1982年9月22日中集集团正式投产，1987年交通部中国远洋运输总公司（简称中远公司）对中集进行投资，招商局和中远公司各持有中集45%的股份，宝隆洋行则占有10%的股份。1993年，中集改组为公众股份公司，定向募集职工股576万股，1994年在深圳证券交易所上市，发行A股1200万股，B股1300万股，募集资金19830万元。1995年起以集团架构开始运作。集团致力于为现代化交通运输提供装备和服务，主要经营集装箱、道路运输车辆、机场设备制造和销售服务。截至2005年年底，中集集团总资产171.73亿元、净资产94.56亿元，在国内和海外拥有40余家全资及控股子公司，员工34000人。招商局国际共持股22.75%，中国远洋运输（集团）总公司控股的中远太平洋有限公司的附属全资子公司中远集装箱工业有限公司持股16.23%。

20世纪80年代以后，我国的对外贸易迅猛发展，极大地带动了集装箱行业的发展。国内经济的持续稳步增长促进了进出口贸易的繁荣，特别是出口业务表现出强劲的发展势头，价低量大仍然是我国出口产品的主要特点，这一特点也决定了其主要依赖于海运的方式，导致国内市场产生了对集装箱的大量需求。加之我国制造业与运输业成本相对较低的特点，进一步增强了集装箱业的竞争能力，也为其提供了更大的发展空间。90年代初期的市场增长使得早期进入该行业的公司获得了较高的回报，行业利润率一度高达30%，吸引了大批厂家进入集装箱行业。国内先后有20多家企业上马集装箱项目，同时，东



南亚国家的一些企业也开始大力发展集装箱业，生产能力的激增导致低水平的重复建设和低水平的激烈竞争，使得市场供需出现了大逆转，矛盾最严重的时候，全球的需求量为100万箱，但生产能力却高达250万箱。针对行业内重复建设带来的资金、资源的严重浪费，国家明确规定控制新的项目上马。与此同时，行业内恶性竞争的恶果开始显现，一些技术与管理水平相对较低的企业已陷入困境，难以自拔。

正是在这样一个特殊的市场环境中，作为国内集装箱龙头企业的中集集团敏锐地看到低成本扩张的机会：实施并购。中集集团认为，由于实施了对新建项目的控制，市场供需矛盾不会进一步激化，而那些拿不到订单的企业也希望寻求到一条退出之路，而中集集团作为一个股份公司，其在管理水平、市场拓展、融资条件等方面具有不可比拟的优势，通过并购实现规模扩张恰逢其时。

2.5.2 并购战略的实施

中集集团的并购首先是从集装箱行业的横向并购开始的，在核心竞争力增强之后，通过一系列新领域的并购形成了多元化经营模式。

1. 并购优势分析

首先，从市场占有情况来看，中集集团具有其他竞争对手不可比拟的优势。这在很大程度上得益于中远的加盟。中远公司的前身是1961年成立的中国远洋运输集团，航运业是它的核心业务，该公司拥有600余艘船舶，1700万载重吨，在航运企业的世界排名中位居第三。成为中集集团的大股东之后，对集装箱的需求自然更加倚重中集集团的产品，进一步巩固了中集的市场优势。

其次，从公司融资来看，中集集团作为上市公司具有得天独厚的资金募集优势。公司1994年以8.5元的价格发行A股1200万股，B股1300万股，1996年和1997年又先后增发B股3000万股和4800万股，资金实力较为雄厚。上市公司具有比较好的公众形象，容易促成并购的实现，而且国家对上市公司通过并购实现规模扩张持鼓励态度，公司所在地深圳市政府也为推进上市公司并购出台了许多优惠政策。

最后，从管理实力来看，中集集团已有了扎实的积累，培养出一批专业的营销队伍，建立起一支卓有成效的管理团队，产品的市场覆盖面不断扩大，客户结构得以优化。时任董事长麦伯良曾说“因为收购企业后要对其进行改造和管理，没有足够的实力是很难产生效益的”，借助公司完善的管理制度，有效的成本控制和质量管理体系，在行业内部中集集团已形成了良好的品牌效益，为收购的实现奠定了坚实基础。

2. 并购的实施

在集装箱领域，按照利用核心优势，通过并购实现低成本扩张的战略规划，结合所处产业的特征，对并购目标的选择主要考虑了区域因素。从区域环



境来看，在国家沿海开放政策的带动下，整个沿海地区的投资环境、法制环境和思想观念都比较灵活和开放，而且集装箱一生产出来，最好能就近装货出口，成本才会最低。所以，中集集团首先将并购对象框定在沿海地区。从当时国内集装箱生产的情况来看，华北、华南、华东三大区域结构已初步形成，为了实现最有效的地域布局，实现战略优势，中集集团制定了在每个区域建立生产基地的购并战略。

在集装箱业务占据了全球一半以上的份额之后，中集经过将近3年的项目发展战略研究和技术研发之后，形成了现代道路运输车辆业务的发展框架，并从2002年开始，以雄厚的资本优势，并购了国内多家特种车辆制造企业。2006年，中集道路运输车辆的销售收入达71亿元，相当于其2001年进入车辆业务前整个集装箱业务的销售收入。车辆业务的生产和销售再次成为世界第一。

在车辆业务之后，中集集团开始通过并购进军能源化工和海洋工程领域，逐渐完成了对天然气上游开采设备、中游运输设备和下游分销设备三大领域的布局。与此同时，中集集团也实现了从劳动密集型工业向资本和技术密集型工业的转变。

中集集团的主要并购案例如表2—3所示。

表 2—3 中集集团的主要并购历程

时间	并购对象	简要说明
1993年	大连集装箱公司	收购了大连集装箱公司51%的股权，在华北地区建立了生产基地。投入约合人民币1 767万元对生产线加以改造并增加设备。
1994年	南通顺达集装箱股份有限公司	收购了该公司61.8%的股权，投入约2 768万元用于生产线的改造。
1995年	合资经营上海中集冷藏箱有限公司	与中国国际海运集装箱（香港）有限公司、佛罗伦集团有限公司、上海罗南农工商总公司和德国格拉芙有限公司签订合资经营上海中集冷藏箱有限公司的协议，投资总额5 000万美元，中集集团持股52%。
1995年	广东省新会大利集装箱厂	整体并购，但在1996年4月将40%的股权转让给4家外商，中集集团仍持股60%。
1995年	合资成立南方中集	与中国国际海运集装箱（香港）有限公司合资设立深圳南方中集集装箱制造有限公司（南方中集），注册资本为600万美元，中集集团持有75%的股权。
1998年	上海远东集装箱有限公司 天津北洋集装箱公司	受让中远工业公司上海远东集装箱有限公司22.5%的股权和天津北洋集装箱有限公司47.5%的股权。
2000年	与英国UBHI结成合作联盟	收购其特种箱技术。
2002年	扬州通华专用车公司	扬州通华是国家重点高新技术企业，大部分产品属于国家优先发展的高技术产品。

续前表

时间	并购对象	简要说明
2002年	青岛宇宙集装箱公司	收购青岛宇宙集装箱公司80%股权，并将其改造为车辆生产基地。
2003年	济南考格尔特种汽车公司	济南考格尔主要生产具有世界先进水平的冷藏保温汽车、罐式汽车、厢式汽车、快换集装箱运输车和压缩式垃圾箱等。
2003年	美国第6大半挂车企业 HPAMONON 公司	收购美国第6大半挂车企业 HPAMONON 的半挂车生产相关资产和零部件配售中心相关资产。
2004年	收购英国 Clive-Smith Cowley 公司	获得折叠箱关键技术。
2004年	驻马店华骏	驻马店华骏是我国最大的专用车制造企业。
2004年	张家港圣达因化工机械有限公司	圣达因在中国低温液体贮槽及罐车制造技术方面居于领先地位。
2007年	安瑞科能源装备控股有限公司	斥资11.28亿元，以每股5.92港元收购联交所挂牌公司安瑞科(3899.HK)约42.18%股权。安瑞科是国内成长迅速的CNG(压缩天然气)及LNG(液化天然气)物流设备制造企业。
2008年	烟台莱佛士船业有限公司	通过在香港设立的一家子公司 Sharp Vision Holdings Limited 收购莱佛士29.9%的股份。烟台莱佛士是国际领先的船舶及海洋工程设施建造公司，是目前中国最大、全球第三的半潜式海洋工程装备建造商。
2008年	卢森堡 TGE GAS INVESTMENT SA	以2000万欧元收购卢森堡 TGE GAS INVESTMENT SA 60%的权益，并且约定，2009年和2010年 TGE GAS 业绩达到约定目标后，中集集团还要每年再支付500万欧元。

资料来源：荆林波主编：《中国企业大并购》，235页，北京，中国社会科学文献出版社，2002；公开资料整理。

从1993年兼并计划的实施，经过7年的发展，集团规模迅速扩大，集团资产总额从1993年的5.76亿元增长到1999年的近67亿元。2000年中集集团已成为世界最大的国际标准干货集装箱制造商和中国最大的冷藏集装箱制造商。通过不断收购新的产能、技术和渠道，目前，中集已经在干货集装箱、冷藏集装箱、特种集装箱、罐式集装箱、登机桥和专用车制造六大领域雄居世界第一。特别是其集装箱生产与销售占据了全球50%以上的市场份额。

从被收购企业的类型来看，中集具有明确的兼并收购战略和目标。

道路运输车辆领域的收购步骤可以分解为三步：第一步，通过收购国内知名的制造企业切入市场，形成产能；第二步，通过收购技术进行产业整合，优化结构；第三步，通过收购外国企业获取海外渠道，并将生产逐步转移至国内，形成全球资源的合理配置。具体来看，扬州通华具备单班年产3500辆各类专用车和半挂车的生产能力，能够生产八大系列80余种型号、200多种规



格的专用车和半挂车；济南考格尔主要生产冷藏保温汽车、罐式车、厢式车、快换集装箱运输车和压缩式垃圾箱等；通过收购美国第6大半挂车企业HPAMONON公司，中集将美国企业的技术、管理经验与中集低成本战略优势和核心能力有效结合，实现国内零部件生产与美国工厂的配套运作；华骏车辆的收购使其进一步完善道路运输车辆业务的生产布局，形成规模优势，提高市场占有率；张家港圣达因的低温液体贮槽及罐车制造技术在国内居于领先地位。通过收购兼并，中集掌握了各企业先进的技术和管理经验，并为其所用。

中集集团通过收购英国UBHI的罐式集装箱技术，形成了罐式箱的全球龙头地位；通过并购张家港圣达因，在低温液体贮槽、低温压力罐车等产品方面获得核心优势；通过将集装箱业务与车辆业务巧妙结合，中集集团形成了在天然气运输设备制造领域的先发优势，为其在能源化工和海洋工程领域的扩展奠定了良好基础。2007年并购安瑞科，一个原因就在于看好能源装备行业，选择在天然气行业方面具有领先优势的安瑞科可以一举实现占领整个行业制高点的目标，另外，中集的业务本身也和安瑞科具有一定协同性。中集并购安瑞科后，不仅迅速获取了燃气物流设备制造技术，还能够向客户提供燃气加气站的集成解决方案。在拥有了民用和汽车燃气客户后，中集又开始向工业客户转移。TGE GAS公司在LNG和LPG等石油化工气体的储存、处理领域，拥有较为先进的核心技术，并购后，与中集集团现有的LNG下游应用业务，可以形成业务上的一条龙，在天然气开发和应用领域为客户提供一站式解决方案。而签订未来两年的业绩目标，在不熟悉被并购方业务的情况下，可以控制管理风险，真正实现协同效应。通过签订追加付款的条款，来控制收购风险，是国际收购比较好的方法。接着，中集又开始向海上运输设备制造转移。在收购烟台莱佛士造船后，中集一方面直接切入了海洋油气开发装备即特殊船舶和海洋工程的建造业务领域，获得了在海洋工程领域的产品设计、技术秘诀、专业技能以及生产基地、专用生产设备等；另一方面又可以利用现有的供应链、生产组织管理、生产基地、财务等优势资源，加强烟台莱佛士的竞争力。

3. 并购后的整合与后效

并购完成后，中集集团会立即派驻新的管理层对企业进行重组改造，被并购企业的员工则尊重其个人意愿，愿意留下来的都可以留下来，但对原管理层则全部替换，最多一次曾派驻29名管理干部。因为中集集团并购主要是通过股权控制实现的，通过更换管理层可以有效地贯彻和落实集团的发展战略与管理思想。正是通过管理层的移植，中集集团将集团公司的目标管理体制带到了被并购公司，使企业、经营者和员工成为真正的利益共同体，完整的考核、激励与约束体系将集团的整体目标层层分解，落实到具体责任人，不仅实现了管理的统一性，而且通过完善的制度保证了经济效益的实现。与此同时，中集还

会对被收购企业进行投资扩建，这样就免去了被收购企业的担心，使被收购企业有了更大的发展空间，对于双方都有利。

此外，中集集团对被并购企业也进行文化上的渗透与移植。企业文化能否得到认同往往是并购后整合的关键一步。中集的企业文化核心就是员工的发展与企业的发展紧密结合，企业力图为每一位员工创造最好的发展空间，而员工的发展则建立在企业发展的基础上，提倡全体员工“尽心尽力，尽善尽美”，得到认同的企业文化转变为员工创新工作的动力。

中集集团的并购后效主要体现在以下几个方面：(1) 扩大了产业布局。以集装箱领域为例，通过并购中集迅速形成在沿海各港口的合理布局。目前中集在全国 11 个港口拥有 15 个干货箱生产基地，两个冷藏箱基地，4 个特种箱基地和覆盖国内主要干线港口的 9 大堆场网络。形成了从制造、维修、零部件供应、租赁到堆存的一站式全链服务体系。(2) 通过生产成本的控制和降低实现了集团规模优势。以集装箱领域为例，钢材、油漆、木地板是集装箱生产的主要原材料，大约占生产成本的 70% 左右，中集集团充分利用大规模集团大量采购、需求稳定的特点，通过三级谈判、三级压价，从源头降低了原材料成本。同时，统一计划、统一采购、统一分配、统一核算的集中式管理最大限度地降低了集团内部的成本损耗。并购扩张后，中集集团在主要的三大区域都拥有了生产基地，集团公司统一接单并安排生产，使得各下属公司都只是成本中心，通过集团公司的统一调配生产和销售，大大降低了空箱的运输成本。(3) 形成了多元化经营模式，有效地降低了经营风险。正是通过多次并购，中集集团形成了多元化业务经营模式，这一模式的优势在 2008 年得以充分体现。当年，受席卷全球的金融危机影响，全球贸易及航运业务量普遍下滑，集装箱贸易量也遭受严重打击。2008 年四季度，集装箱订单几乎突然消失，大量空箱回流中国。中集集团旗下的集装箱制造企业基本处于停产状态。所幸的是，其集装箱业务所占比重已从 2002 年的 100% 下降至 2008 年的 61%，其他板块的业务增长弥补了集装箱业务的损失。2008 年，中集的销售收入 473 亿元，下降 3%；净利润 14 亿元，下降 55%（按照谨慎的会计原则，中集计提了 7 亿元的存货跌价准备，相信随着 2009 年钢材价格的恢复性上涨，该跌价准备将被转回）。如表 2—4 所示。

表 2—4 中集集团 2008 年业务收益情况表

项目名称	营业收入 (亿元)	增长 (%)	营业利润 (亿元)	毛利率 (%)	占主营业务 比例 (%)
集装箱	291	-14.54	31	10.80	61
道路运输车辆	100	3	11	11	21
能源化工装备	77	71.30	12	16.40	17
空港设备	4.8	3	1.5	32	1
其他	7.9	27.87	3.9	49.40	1.70

资料来源：中集集团 2008 年年报。



2.5.3 案例分析与启示

中集集团成功的并购扩张已成为许多中国企业希望通过并购实现规模化长远发展的典范。从中集集团通过并购实现快速增长的过程中，我们可以得到以下几个方面的启示。

1. 通过并购获得规模经济优势

规模经济理论认为，生产规模和经济效益之间有着重要的函数关系，随着产量的增加生产成本是降低的，而且设备的效能也会随之增加，同时，管理潜力也得以开发和利用。而横向并购是获得这种规模优势的重要途径之一。中集集团的许多并购都是属于横向并购，特别是许多企业因为竞争不力而处于退出边缘，更是降低了并购的直接成本和难度，并使得管理和技术等具有行业专属性的生产要素有效地转移和重组。与此同时，中集集团通过产能的扩张提高了与上游供应商，尤其是钢铁企业的议价能力，压低了原材料采购成本。

在一系列收购兼并后，在资源整合的基础上，中集集团也逐步实现了渠道整合和优化，实现了技术引进。目前，中集集团已形成四大业务板块：集装箱、道路运输车辆、能源化工装备、海洋工程。2010年上半年，中集集团实现营业收入212.38亿元，同比增长125%。收入大幅增长有三方面原因，道路运输车辆业务销量增长就是其一，同期，各项业务收入之间的比例是4.5:5.2:1.1:1，净利润之间的比例关系是4.9:3.8:0.1:1。

2. 并购为企业战略服务

中集集团的并购行为始于战略，并服务于战略，是从企业本身、所处市场、全球市场的发展现状为基点所做的长远发展战略，而且对于战略的实施进行了系统的策划和准备。正是由于具有较完备的战略准备，并购战略的实施才会实现预期的效果。物流装备制造始终是中集集团的战略核心，无论是集装箱制造、机场地面设备、道路运输车辆，还是能源化工设备和海洋工程设备领域的并购都是为这一核心服务的，从而也使中集集团在产业的不断升级中保持运营协同。

中集集团成功的案例也说明只有在并购公司积累了一定的核心优势，并购才能真正服务于总体战略。

3. 并购后的整合不容忽视

并购本身并不能创造价值，并购的真正效益来源于并购后对生产要素的有效整合。并购过程中，无论是主并公司还是目标公司都有一些可以转移或可以共享的生产要素，只有对这些生产要素进行重新定位、组合和配置，发挥出各种要素的潜能并相互融合，才能实现管理协同效应和财务协同效应。中集集团

公司在并购后的整合过程中，主要是利用了严格的管理制度和管理人员的移植，使目标公司很快成为集团公司价值链上的重要一环，实现了为整体战略目标的服务。

资料来源：

荆林波主编：《中国企业大并购》，北京，中国社会科学文献出版社，2002。

<http://www.cimc.com>。

<http://www.online-ma.com.cn>。

<http://www.jiuhua.net>。

《中集集团，大手笔提升并购成长性》，<http://finance.sina.com.cn/stock/s/20070806/01483852994.shtml>。

《中集集团积极寻求全球并购机会》，<http://www.caijing.com.cn/2009-04-20/110150227.html>。

《中集并购入佳境、隐忧仍不容忽视》，<http://auto.ifeng.com/news/parts/20101011/437185.shtml>。

《从中集集团的扩张看危机中的并购策略》，http://blog.sina.com.cn/s/blog_50be84f80100gaks.html。



本章小结

- 并购的形式主要有控股合并、吸收合并、新设合并。
- 按并购双方所处的行业类型，并购可以分为横向并购、纵向并购和混合并购；按并购的程序，并购可以分为善意并购和非善意并购；按并购的支付方式，并购可以分为现金支付、股票支付和承担债务。
- 主要的并购动因有获得规模经济优势、降低交易费用、多元化经营；并购可能会产生正效应、负效应和零效应。
- 西方企业的并购简史可以概括为五次浪潮，我国企业的并购以1993年为分界点可以分为两个时期，其中第二时期可以划分为四个阶段。



案例讨论：国美并购永乐^①

2006年7月24日，国美电器和中国永乐发布公告称，国美以52.68亿港元的“股票+现金”形式并购永乐，由此揭开了“中国家电连锁业第一并购案”的神秘面纱。由于此次并购产生的影响不仅涉及并购双方，而且直接影响

^① 此案例可在本章讨论，也可以在讲完第3章后与第3章的案例一并讨论。



中国电器零售行业的未来走向，所以引起广泛关注。

一、并购前双方的基本情况

国美电器有限公司（简称国美）成立于1987年1月1日，目前已发展成为全国最大的家电零售连锁企业，在北京、天津、上海、广州等120个城市设立了40家分公司，拥有包括香港、澳门地区在内的540余家直营门店和10万多名员工，成为国内外众多知名家电厂商在中国最大的经销商。2004年7月，国美电器在香港成功上市，为公司提供了进一步快速发展的资本平台。2005年，国美电器加快了行业并购步伐，用8个月时间成功收购哈尔滨黑天鹅电器、深圳易好家商业连锁公司、武汉中商、江苏金太阳4个家电品牌和全部连锁网络。2005年5月，摩根斯坦利公布了新纳入MSCI中国指数的11家中国企业名单，国美电器作为唯一一家家电零售企业入选。2006年6月，国美电器以品牌价值301.25亿元位列第20位跻身“中国500最具价值品牌”，成为中国家电连锁企业第一品牌。2006年在商务部公布的2005年中国商业连锁企业30强中，国美电器以498.4亿元销售额连续5年蝉联中国家电连锁企业榜首。

永乐（中国）电器销售有限公司（简称永乐）创建于1996年，前身为上海永乐家用电器有限公司，是一家净资产达数十亿元的股份制大型家电连锁零售企业，年销售额超过150亿元。产品类别囊括了日常生活电器的方方面面，接近5万种。永乐的连锁经营区域辐射上海、江苏、浙江、广东、深圳、福建、河南、四川、陕西等地，是国内家电连锁业的领导企业之一。入选2004年、2005年中国企业500强。公司于2004年年底成功引入美国摩根斯坦利战略投资，顺利跻身中国商业零售业及中国连锁行业十强企业之一。2005年10月在香港主板成功上市，成为在香港上市的国内家电零售合资企业。永乐发展到当时虽然只有10年，但在上海市场，永乐的销售额是国美与苏宁两家的总和。不过，2005年的销售收入，国美有将近500亿元，苏宁将近400亿元，而永乐仅150亿元，难以摆脱区域性公司的形象。

二、国美并购永乐的的目的及交易方式

国美并购永乐折射出国美的两项发展战略：一是保持行业领先者的进攻型战略，通过并购提高竞争力，做大做强企业。国美董事长黄光裕认为，合并给双方带来很高的价值，确定明确的领导者地位，进一步巩固销售额，加强以前未加强的领域，从而提高对顾客的服务质量，并为股东和员工带来最大的价值；二是防御型战略，主要是应对美国电器连锁巨头百思买。百思买集团是全球最大的家电连锁零售商，涉足的领域包括家用电器、消费电子产品、个人电脑、娱乐软件和设备等，2005年营业额高达240多亿美元，位列全球500强



企业前200强。2006年该集团挺进中国，斥资1.8亿美元以51%的股权控股国内排名第四的江苏五星电器，五星电器在中国8个省份的136家门店为百思买进入中国市场提供了捷径。2007年，又有传闻百思买准备以1亿美元收购在家电连锁业排名全国第五的山东三联。如此态势，势必引起包括国美在内的中国本土家电连锁巨头的警惕与防范，带着国际企业经营成功经验的百思买将是国美最大的竞争对手，这也无疑加快了国美通过并购实现快速扩张的步伐，而永乐则是最佳选择。

由于竞争激烈，2005年以来，永乐门店每平方米销售额下降了2.8%，毛利率也下降0.6%~6.9%。而对永乐来说，最大的压力还是来自一项“对赌协议”。2005年，永乐上市融资时期，摩根斯坦利和鼎晖投资等公司斥资5000万美元收购永乐家电20%的股权，并与永乐的管理层签署了一项“对赌协议”：如果永乐2007年（可延至2008年或2009年）的净利润高于7.5亿元，外资股东将向永乐管理层转让4697.38万股永乐股份；如果净利润等于或低于6.75亿元，永乐管理层将向外资股东转让4697.38万股；如果净利润不高于6亿元，永乐管理层向外资股东转让的股份最多将达到9394.76万股（占总股本约4.1%）。而且，摩根斯坦利对净利润的计算非常苛刻，不能含有水分，不能包含非核心业务的任何利润。这就意味着永乐两年内的年净利润增长率至少要达到60%，才不至于将企业股份拱手让人。而据市场人士分析说，这基本是不可能完成的任务。为了这个“对赌协议”，为了维持利润增长，永乐不得不出售旗下7家非核心业务的附属公司股权，并大规模裁员、减薪。而永乐被国美并购之后，虽与摩根斯坦利旗下私募基金的“对赌协议”仍然有效，不过，国美可能会与私募基金协议修改相关条款，以化解“对赌协议”僵局。

2006年7月25日，国美与永乐双方联合发布了《国美、永乐合并背景及公告内容》，经多次博弈后达成的“股权+现金”收购方案是：永乐1股换0.3247股国美股份加0.1736港元现金补偿。按照此价格，永乐股份相当于以2.2354港元价格被收购，较7月17日永乐停牌价溢价9%。而国美在换股后，需向永乐再支付4.09亿港元现金。这样，国美为收购永乐付出的“总代价”为52.68亿港元，约合55.97亿元人民币。8月29日，永乐电器、国美电器以及保荐机构高盛、永乐财务顾问分别在香港联交所发布了公告，并分别致函双方股东，确定最后收购期限在2006年10月17日下午4时。

2006年10月18日零点整，香港联交所发布了国美电器控股有限公司关于收购中国永乐电器销售有限公司的联合公告：国美于2006年10月17日下午4时整已就2245898565股永乐股份获收购建议有效接纳，约占永乐已发行股本的95.3%，本次收购为无条件收购，在2006年11月1日下午4时整之前仍接纳股份，之后，国美可根据法律强制收购未根据收购建议收购的永乐股



份。强制收购完成后，永乐将成为国美的全资子公司，并将根据香港上市规则，撤销永乐在联交所的上市地位。国美收购永乐一事终于尘埃落定。

三、并购后的业绩

国美和永乐的经营业态相同，供货渠道、管理模式也基本相同，而且两家公司的网络资源也有很好的互补性，合并后可以充分发挥资源和货源优势，体现了证券市场快速实现资源优化配置的优势，有利于做大做强，实现双赢。按照并购协议，并购完成后，永乐随即退市，但品牌仍然保留，并购后的新公司实行双品牌战略。业内人士预测，并购后国美的年销售额将高达800亿元。

2007年5月10日，国美电器（HK：493）在香港公布了2007年第一季度财报，这是合并后第一份将永乐各项销售数据在国美业绩中完整体现的财报，可以说全面反映了国美收购永乐对其业绩的真实影响。

该季报显示，2007年第一季度国美电器销售额由2006年的56.04亿元激增至100.88亿元，同比增长80%；毛利达9.18亿元，同比增长79.4%；净利润达1.69亿元，同比上升75.1%。排除非经营因素，国美一季度净利润达3.21亿元，同比大幅上升231.8%。增长的最主要动因来自并购永乐后各项数据的合并，以上海为例，2006年第一季度上市公司在该地区的业绩为零（上海国美一直尚未装入上市公司），2007年在这一地区的销售额达18亿元，占整个上市公司销售额的17%，并取代北京市场成为国美第一大市场。季报披露时，国美电器的股价已为13.46港元，比并购时增加100%。

2007年第一季度，国美新开门店36家，而2007年国美的新开门店计划是300家，其中的100家传统家电门店和70家手机专业连锁门店将装入上市公司。正是凭借永乐在手机专业连锁上充分的准备，目前国美在上海开出了三家手机专业连锁店。

根据上市公司国美电器的年报，可以对其并购后的绩效作一了解。表2—5是国美与苏宁在2007年的经营情况比较（只包括上市部分业务），表2—6是国美2006—2009年财务指标分析。

表2—5 国美电器与苏宁电器2007年主要财务与经营指标对比

指标	国美电器	苏宁电器
营业收入（同比上年增幅）	424.79亿元（71.77%）	401.52亿元（53.48%）
销售毛利率（同比上年增幅）	9.64%（0.1%）	11.25%（0.57%）
净利润（同比上年增幅）	11.27亿元（1555.8%）	14.65亿元（93.42%）
基本每股收益（同比上年增幅）	0.59元（73.53%）	1.02元（88.89%）
门店总数	726	632

资料来源：根据国美电器和苏宁电器年报整理。

表 2—6 国美电器 2006—2009 年的财务业绩

指标	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年
营业收入	247.29 亿元	424.79 亿元	450.89 亿元	426.67 亿元
同比变动	37.7%	71.77%	8.03%	-7.02%
销售成本	223.69 亿元	383.83 亿元	413.81 亿元	384.08 亿元
同比变动	37.17%	71.59%	7.81%	-7.18%
毛利	23.60 亿元	40.95 亿元	40.51 亿元	42.59 亿元
同比变动	42.86%	73.55%	10.08%	-5.51%

资料来源：根据国美电器年报整理。

从长远来看，并购的绩效主要取决于并购后的整合，只有策略运用得当，并购公司之间融合得好，才能增强竞争力，产生 $1+1>2$ 的规模经济效益，而对并购后的国美来说，市场渠道、人力资源的整合等都需要一个磨合期。

资料来源：

郇丽：《国美并购永乐 中国电器零售业双寡头时代来临？》，载《中国新闻周刊》，2006（29）。

《百思买并购山东三联连锁电器“欲语还休”？》，www.emkt.com.cn，2007-05-21。

《国美无条件收购永乐 永乐将成全资子公司》，http://www.sina.com.cn，2006-10-18。

《股价过 100% 增幅 国美并购永乐规模效应显现》，http://homea.people.com.cn，2007-05-14。

要求：

从国美和永乐两个方面分析并购的动因和效应，对于这起国内家电业最大的并购来说，如何才能在并购后实现正效应？结合国美的财务数据对并购后效进行讨论和分析。



思考题

1. 什么是并购？
2. 常见的并购形式有哪几种？它们之间的区别是什么？试举例说明。
3. 什么是横向并购？举例说明。
4. 什么是纵向并购？举例说明。
5. 什么是混合并购？举例说明。
6. 按照并购的支付方式划分，并购可以分为哪几种类型？
7. 你认为哪种理论比较好地解释了并购的动因和效应？说明你的理由。
8. 你认为企业并购是否增加了股东财富？企业并购能增加社会财富吗？或者只是社会财富的简单转移？

C 第3章

Chapter3

企业并购估价



本章导读

华泽集团 (VATS GROUP) 成立于 2006 年 3 月, 是在整合金六福酒业各相关企业的基础上成立的, 汉龙集团持有其 45% 的股份, 金六福创始人吴向东拥有 35% 的股份。2007 年年底, 华泽集团在香港证券市场以 1.71 亿港元的价格收购了新华联集团拥有的新华联国际 56.56% 的股份, 并将其更名为香港金六福投资有限公司 (简称香港金六福投资)。2009 年 10 月 22 日, 华泽集团董事长吴向东以 1.25 亿元的价格, 从其他股东手中获得华泽集团 25% 权益, 吴向东持股比例由 35% 增至 60%, 成为华泽集团绝对控制人。

华泽集团从金六福开始, 一直坚持进行区域品牌高端化、高端品牌全国化。为了快速实现扩张, 华泽选择了对地方白酒知名企业的并购和战略投资, 在全国各地收购和参股二线区域名酒, 投资额超过 10 亿元, 已经并购 10 多家地方知名企业。

经过一系列的并购, 华泽集团构建了“酒业全产业链”, 成功跃升中国白酒三甲, 在短短 10 几年的时间内发展成为仅次于茅台、五粮液的酒业巨头。

与新建酒厂相比, 并购不但可以节约基本建设时间, 还可以利用现有酒厂的品牌及销售渠道, 迅速扩大市场规模。另外, 由于在并购支付过程中通常可以选择分期支付的方式, 并购扩张还可以节约企业的现金流支出。

在选择并购对象时, 华泽集团有着严格的标准。从已收购企业情况来看, 华泽集团的收购对象具有规模适中、生产基础良好、产权清晰等特点。受自身财务实力的限制, 目前所收购的企业资产通常不超过 1 亿元, 销售规模不超过 10 亿元。另外, 所收购的这些企业基本都是有多多年生产经验、工艺相对完善的老企业, 这些企业的经营困难主要出现在市场开拓等方面。由于华泽集团的优势在于渠道销售, 因此在整合这些企业之后, 可以迅速地帮助它们走出困

境，实现双赢。^①

华泽集团的并购扩张之路虽有其特定的行业背景，但也不乏借鉴意义。那么企业在并购过程中如何选择并购对象？如何合理地对目标企业进行估价？这正是本章的主要内容。



学习目标

- 熟悉如何选择并购目标公司
- 掌握每种评估目标公司价值方法的原理
- 掌握贴现现金流量法的估值过程

3.1 并购目标公司的选择

企业并购，属于一种大规模的战略投资，决策准确，可带来比较好的收益，决策失误，则会给企业带来巨大的损失。并购目标公司的确定不仅是企业实施并购的第一步，而且是非常重要的一步，对于并购效应有着直接的影响。目标公司的选择一般包括发现目标公司、审查目标公司和评价目标公司三个阶段。

3.1.1 发现目标公司

成功并购的前提是能够发现和抓住适合本企业发展的并购目标。在实践中，并购公司需从两方面着手：利用公司自身的力量或借助公司外部的力量。

1. 利用公司自身的力量

即用公司内部人员通过私人接触或自身的管理经验发现目标公司。首先，公司高级职员熟知公司经营情况和相关企业的情况，并购同行业中公司的想法常常来自这些人员，公司有必要提供专门的机会和渠道使这些想法得以产生、传播和讨论。其次，也可在公司内部建立专职的并购部，其主要工作是收集和 研究各种公开信息，发现适合本企业的目标公司。在大企业中，并购部可以独立于其他业务部门，而在中小企业，这部分工作往往由公司财务管理部门兼任。

2. 借助公司外部力量

即利用专业金融中介机构为并购公司选择目标公司出谋划策。并购领域的专业中介机构中，有一大批训练有素、经验丰富的并购专业人员，如精通某一

^① 《华泽集团资本运作之详解》，中国上市公司并购网，<http://bestar.com.cn/NewHOME>。



行业的律师或会计师、安排并购双方谈判的经纪人等。投资银行由于有专业客户关系方面的优势，也越来越多地参与并购事务，它们常常为并购方公司提供一揽子收购计划、安排并购融资、代为发行证券等。

目前的发展趋势是，投资银行在企业并购活动中扮演着越来越重要的角色。投资银行家与公司经常性地保持私人联系，由于熟悉公司的具体情况和发展目标，他们能为公司高层决策人员提供适合公司具体情况的并购建议和目标，当然一旦并购成功，投资银行也会获得一定收益。

3.1.2 审查目标公司

对于初步选定的并购目标公司，还需作进一步的分析评估和实质性审查，审查的重点一般集中在以下方面。

1. 对目标公司出售动机的审查

目标公司如果主动出售，往往有其原因，审查其出售动机，将有助于评估目标公司价值和确定正确的谈判策略。一般来讲，目标公司出售动机主要包括：目标公司经营不善，股东欲出售股权；目标公司股东为实现新的投资机会，需要转换到新的行业；并非经营不善，而是目标公司大股东急需大量资金投入，故出售部分股权；股东不满意目标公司管理，故常以并购的方式撤换整个管理集团；目标公司管理人员出于自身地位与前途的考虑，而愿意被大企业并购，以便在该大企业中谋求一个高薪且稳定的职位；目标公司调整多样化经营战略，常出售不符合本企业发展战略或获利不佳的子公司，同时并购一些获利较好的企业等。

2. 对目标公司法律文件方面的审查

这不仅包括审查欲收购公司的产业是否符合国家的相关产业规定，还包括审查目标公司的章程、合同契约等法律性文件。

(1) 审查企业章程、股票证明书等法律性文件中的相关条款，以便及时发现是否有对并购方面的限制。

(2) 审查目标公司主要财产目录清单，了解目标公司资产所有权、使用权以及有关资产的租赁情况等。

(3) 审查所有对外书面合同和目标公司所面临的主要法律事项，以便及时发现可能存在的风险。

3. 对目标公司业务方面的审查

业务上的审查主要是检查目标公司是否能与本企业的业务融合。在审查过程中，并购目的不同，审查的重点可能不同。

如果并购的目的是利用目标公司现有生产设备，则应注意目标企业生产设备是否保养良好，是否实用，直接利用目标公司的生产设备与企业自行购买哪

个更合算；如果并购的目的是通过目标公司的营销资源来扩大市场份额，则应对其客户特性、购买动机等需求情况有所了解，等等。

4. 对目标公司财务方面的审查

财务审查是并购活动中一项极为重要的工作。并购方应防止目标公司提供虚假或错误的财务报表，尽量使用经注册会计师审计过的财务报表。在进行财务审查时，主要从以下三个方面进行：（1）分析企业的偿债能力，审查企业财务风险的大小；（2）分析企业的盈利能力，审查企业获利能力的高低；（3）分析企业的营运能力，审查企业资产周转状况。

5. 对并购风险的审查

对并购风险的审查主要包括以下几个方面：

（1）市场风险。并购的目标公司如果是上市公司，消息一旦外传，立即会引起目标公司股价上涨，增加并购的难度；并购对象如果是非上市公司，消息传出，也容易引起其他企业的兴趣，挑起竞标，使价格上抬。这种因股票市场或产权交易市场引起的价格变动的风险，即市场风险。市场风险很难预测，只能在实施中从社会心理学、大众传播媒介等不同角度出发予以小心控制。

（2）投资风险。并购作为一种直接的外延型投资方式，也同样是投入一笔资金，以期在未来得到收益。企业并购后取得收益的多少，受许多因素的影响，每种影响因素的变动都可能使投入资金遭受损失，预期收入减少，这就是投资风险。

（3）经营风险。主要是由于并购完成后，并购方不熟悉目标公司的产业经营手法，不能组织一个强有力的管理层去接管，从而导致经营失败。从风险角度讲，经营风险通过并购方的努力，可以减少到最低，甚至完全回避。

3.1.3 评价目标公司

1. 估价概述

一旦确定了并购的目标公司，就需要对目标公司进行评价。评价目标公司也叫企业并购估价，其实质就是对目标公司进行综合分析，以确定目标公司的价值即并购方愿意支付的并购价格。

估价在企业并购中具有核心地位。根据价值低估理论，并购方所要并购的企业往往都是价值被低估的企业，要确定企业的价值是否被低估，显然首先要确定该企业的合理价值。可见，价值评估是并购方选择并购对象的重要依据之一。并购方在其报出并购价格之前，也必须估计出目标企业的价值。根据已有的实证研究，并购企业从并购活动中获得负收益的主要原因是并购企业向被并购企业支付过多。因此，对并购企业来说，估价不仅是实施并购的必要程序，



而且是决定其并购是否真正成功的重要因素。对被并购企业来说，也必须确定自身的合理价值，以决定是否接受并购方提出的并购条件。除了目标企业价值外，还有一些其他因素会对并购价格产生重大甚至可以说是举足轻重的影响，如并购双方在市场和并购中所处的地位，产权市场的供求状况，未来经营环境的变化，等等。

2. 估价的难题

在企业并购估价中具体使用估值方法时，则应注意并购估价本身的一些特点。企业并购估价的对象往往不是目标企业现在的价值，而是并购后目标企业能为并购企业带来的价值增值。这至少要考虑两个因素，即目标企业的增长性和并购产生的协同作用或其他效应。这两部分价值将决定并购企业出价的上下限。由此可以看出，企业并购估价的难题在于：

(1) 对于企业整体的估价相对于个别资产投资的估价要复杂得多。企业不是各种资源的简单相加，而是体现着一种整体大于个别要素相加之和的效率特征。如何评估由于企业这种不同于市场的组织形式所产生的无形价值和个体企业各不相同的组织有效性导致的无形价值的差异，到目前为止，并没有任何直接的模型可以利用。

(2) 对于可以预计未来现金流量的企业，可以通过增量现金流的折现对企业的未来增长性进行估值；而如何对在很长的时期内不产生现金流量的企业，如网络公司，进行估值仍是悬而未决的问题。

(3) 根据第2章中介绍的并购动因理论，可以知道企业并购的动因是多种多样的，并购的动因往往就是并购企业对并购所能带来的价值增值的预期。对于这些并购效应的估价是并购企业估价的另一个难题。

3.2 目标公司价值评估的方法

企业并购估价的基本方法，更加确切地说是使用的估值模型，与其他估价没有太大的不同，从理论上来说，大致可以把常用的估值方法归为贴现现金流量法、成本法、换股估价法和期权法等。

3.2.1 贴现现金流量法简介

持续经营是贴现现金流量法的基本假设前提。在持续经营的前提下，企业有获利能力并不断扩大经营。贴现现金流量法（DCF）认为企业的价值是与其未来能产生的现金流量密切相关的。应用贴现现金流量法，能通过各种假设反映企业管理层的管理水平和经验。

贴现现金流量法的原理是假设任何资产的价值等于其预期未来现金流量的

现值之和。其基本公式为：

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t} \quad (3-1)$$

式中， V 为资产的价值； n 为资产的寿命； r 为与预期现金流量相对应的折现率（所谓“对应”指折现率应反映预期现金流量的风险）； CF_t 为资产在 t 时刻产生的现金流量。

使用以上模型估值需要满足三个条件，第一，确定各期的现金流量；第二，确定反映预期现金流量风险的贴现率；第三，确定资产的寿命。

当被估价资产的预期现金流量为正，能够根据现金流量的风险特性确定出相应的贴现率，并能比较可靠地估计现金流量产生的时间时，贴现现金流量法是一个很好的估价方法。但当上述三个条件中任何一个不能得到满足时，贴现现金流量法就无能为力或者其估值结果会产生较大的误差。

贴现现金流量法的优点在于考虑了企业未来的收益能力，并且比较符合价值理论。该方法的局限性主要在于在评估企业价值时，其结果的准确性依赖于各种假设的准确性——企业经营持续稳定、现金流量预测、资本成本等。同时，该方法对业绩不稳定、周期性行业和成长型公司或新生公司的预测比较困难。

实际上，任何在理论上完美的方法，在实践中都会遇到这样或那样的问题。由于该方法的理论基础（尤其是其中的公司自由现金流量模型），既同时反映股权价值与债权价值，也考虑了企业未来的收益水平，因此在实践中得到了广泛的应用，本章将主要介绍这种方法。

3.2.2 成本法

成本法也称为重置成本法、加和评估法或成本加和法。使用这种方法所获得的价值，实际上是对企业账面价值的调整。这种方法起源于对传统的实物资产的评估，如土地、建筑物、机器设备等，而且着眼点是成本。它的理论基础是“替代原则”（傅依等，2001），即任何一个精明的潜在投资者，在购置一项资产时，他所愿意支付的价格不会超过建造一项具有相同用途的替代品所需的成本。用重置成本对企业进行整体价值评估时，实际上就是将构成企业的各种要素资产的评估值加总所得，这也是加和评估法或成本加和法名称的由来。

使用成本法是基于这样的假设，即企业的价值等于所有有形资产和无形资产的成本之和减去负债。因此这种方法在评估企业价值时，主要考虑的是成本，而很少考虑企业的收入和支出。

成本法的优点就在于其数据的客观性，因为其数据是历史的、确实已经发生的，而不带有任何不确定因素。但它的局限性也正是基于此，即这种方法仅从历史投入的角度考虑企业的价值，而没有从资产的实际效率和企业的运行效



率角度考虑。因此运用这种方法的结果是，无论效益好坏，同类企业只要原始投资额相等，则企业价值的评估结果就会相等。另外，这种方法对无形资产的价值也估计不足。

如果并购后目标企业不再继续经营，可以利用成本法估计目标企业的价值。常用的计价标准有：

(1) 清算价值。清算价值是指目标企业清算出售，并购后目标企业不再存在时其资产的可变现价值。

(2) 净资产价值。净资产价值是指目标企业资产总额减去负债总额即目标企业所有者权益的价值。

(3) 重置价值。重置价值是指将历史成本标准换成重置成本标准，以资产现行成本为计价基础的价值。

成本法对目标企业有形资产净值的估算是并购后出售目标企业的最低价格，并购企业由此可以测算并购的风险。

3.2.3 换股估价法

如果并购是通过股票进行，则对目标公司估价的任務就是确定一个换股比例。换股比例是指为换取 1 股目标公司的股份而需付出的并购方公司的股份数量。

在市场经济条件下，股票的市场价格体现了投资者（包括股东）对企业价值所作的评价，所以，人们通常用股票的市场价格来代表企业价值或股东财富。一般来说，股票的市场价格反映了企业目前和未来的盈利能力、时间价值和风险报酬等方面的因素及其变化，因此，股票市场价格最大化在一定条件下成为企业追求的目标。股票并购也要服从这个目标，只有并购后的股票价格高于并购前并购方和目标公司的股票价格，并购方和目标公司的股东才能接受。

假设 a 公司计划并购 b 公司，并购前 a, b 公司的股票市场价格分别为 P_a 和 P_b ，并购后 a 公司的市盈率为 β ，那么并购后 a 公司的股票价格为：

$$P_{ab} = \beta \cdot (Y_a + Y_b + \Delta Y) \cdot \frac{1}{S_a + ER \cdot S_b} \quad (3-2)$$

式中， Y_a 为并购前 a 公司的总盈余； Y_b 为并购前 b 公司的总盈余； S_a 为并购前 a 公司普通股的流通数量； S_b 为并购前 b 公司普通股的流通数量； ΔY 为由于协同效应产生的协同盈余； ER 为换股比率。

对于并购方 a 公司的股东来说，需满足的条件是 $P_{ab} \geq P_a$ ，即并购后 a 公司股票市场价格大于等于并购前 a 公司股票的市场价格；对于 b 公司的股东来说，又必须满足 $P_{ab} \geq P_b / ER$ ，即并购后拥有 a 公司的股票价值总额大于等于并购前拥有 b 公司的股票价值总额。因此，由 $P_{ab} \geq P_a$ 得出最高的股权变换比率为：

$$ER_a = \frac{\beta(Y_a + Y_b + \Delta Y) - P_a \cdot S_a}{P_a \cdot S_b} \quad (3-3)$$

此时 $P_{ab} = P_a$

由 $P_{ab} \geq P_b/ER$, 得出最低股权交换比例为:

$$ER_b = \frac{P_b \cdot S_a}{(Y_a + Y_b + \Delta Y)\beta - P_b \cdot S_b} \quad (3-4)$$

此时 $P_{ab} = P_b/ER_b$

从理论上讲, 换股比例应在 ER_a 与 ER_b 之间。在实际工作中, 换股比例究竟确定为多少, 取决于双方的谈判过程。



[例 3—1]

假设 a 公司要并购 b 公司, 两公司的有关资料如下: $\beta=20$, $Y_a=800$ 万元, $Y_b=400$ 万元, $\Delta Y=200$ 万元, $S_a=1\ 000$ 万股, $S_b=800$ 万股, $P_a=16$ 元, $P_b=10$ 元。

由上述资料,

$$\begin{aligned} ER_a &= \frac{\beta(Y_a + Y_b + \Delta Y) - P_a \cdot S_a}{P_a \cdot S_b} \\ &= \frac{20 \times (800 + 400 + 200) - 16 \times 1\ 000}{16 \times 800} = 0.9375 \end{aligned}$$

$$P_{ab} = 20 \times (800 + 400 + 200) \times \frac{1}{1\ 000 + 0.9375 \times 800} = 16(\text{元})$$

$$\begin{aligned} ER_b &= \frac{P_b \cdot S_a}{(Y_a + Y_b + \Delta Y)\beta - P_b \cdot S_b} \\ &= \frac{10 \times 1\ 000}{(800 + 400 + 200) \times 20 - 10 \times 800} = 0.5 \end{aligned}$$

$$P_{ab} = 20 \times (800 + 400 + 200) \times \frac{1}{1\ 000 + 0.5 \times 800} = 20(\text{元})$$

即换股比例应在 0.5~0.9375 之间。如果换股比例低于 0.5, 则 b 公司的股东财富受损, 如果换股比例高于 0.9375, 则 a 公司的股东财富受损。

3.3 贴现现金流量估价法

3.3.1 贴现现金流量法的两种类型

贴现现金流量法又可以分为两种类型: 股权资本估价和公司整体估价。

1. 股权资本估价

公司股权价值可以通过股权资本成本对预期股权现金流量进行折现获得。



股权资本成本是股权投资者要求的收益率；预期股权现金流量是扣除公司各项费用、支付利息和本金以及纳税后的剩余现金流量。股利折现模型是用折现现金流量估价法评估股权价值的一个特例。这种方法认为，股权的价值是预期未来全部股利的现值总和。

2. 公司整体估价

公司整体价值包括公司股东、债权人、优先股股东等利益相关者的权益。公司整体价值可以使用该公司加权平均资本成本对公司预期现金流量进行折现得到。公司加权平均资本成本是公司不同融资渠道的资本成本根据其市场价值加权平均得到的。公司预期现金流量是扣除所有营业费用和支付利息及纳税后的剩余现金流量。

3.3.2 自由现金流量的计算

以贴现的现金流量法评估企业价值需要计算预期的现金流量和贴现率。与股权资本估价和公司整体估价分别对应需要计算股权自由现金流量和公司自由现金流量，合理确定自由现金流量可以保证现金流量与用来评估公司价值的贴现率相一致。

股权自由现金流量是企业向债权人支付利息、偿还本金、向国家纳税、向优先股股东支付股利，以及满足其自身发展需要后的剩余现金流量。体现了股权投资者对企业现金流量的剩余要求权。

公司自由现金流量是公司所有权利要求者，包括普通股股东、优先股股东和债权人的现金流量总和。公司自由现金流量和股权自由现金流量的主要区别在于公司自由现金流量包括了与债务有关的现金流量，如利息支出、本金偿还、新债发行和其他非普通股权益现金流量，如优先股股利。

自由现金流量和公司价值的关系可以表示为：

$$\begin{array}{l} \text{公司自由} \\ \text{现金流量现值} \end{array} + \begin{array}{l} \text{税后非营业现金流量} \\ \text{和有价证券现值} \end{array} = \begin{array}{l} \text{公司} \\ \text{总价值} \end{array} \quad (3-5)$$

对企业进行价值评估的第一步就是计算自由现金流量，包括计算历史时期的自由现金流量以及预测未来时期的自由现金流量。自由现金流量的预测值是最终价值评估值的基础，因此它的准确与否就显得格外重要。

1. 股权自由现金流量

按照股权自由现金流量（FCFE）的概念，其基本计算公式为：

$$\begin{aligned} \text{股权自由现金流量} = & \text{净收益} + \text{折旧} - \text{债务本金偿还} - \text{营运资本追加额} \\ & - \text{资本性支出} + \text{新发行债务} - \text{优先股股利} \end{aligned} \quad (3-6)$$

如果公司的负债比率保持不变，仅为增量资本性支出和营运资本增量进行融资，并且通过发行新债来偿还旧债，在不考虑优先股的情况下，式（3—6）

可以写为：

$$\begin{aligned} \text{股权自由现金流量} = & \text{净收益} - (1 - \text{负债比率}) \times \text{增量资本性支出} \\ & - (1 - \text{负债比率}) \times \text{营运资本增量} \end{aligned} \quad (3-7)$$

股权自由现金流量的计算与公司所处的发展阶段密切相关。上述计算公式中，资本性支出是指厂房的新建、扩建、改建，设备的更新、购置以及新产品的试制等方面的支出，增量资本性支出则为本期资本性支出与折旧的差额。处于高速增长期的公司，增量资本性支出要高于处于成熟期的公司。同样，高速增长期营运资本增量也会比较高，这是由于存货和应收账款等项目占用较多的资金。

2. 公司自由现金流量

公司自由现金流量（FCF）的计算方法有两种：

一是将公司所有权利要求者的现金流量加总，公式如下：

$$\begin{aligned} \text{公司自由现金流量} = & \text{股权自由现金流量} + \text{利息费用} \times (1 - \text{税率}) \\ & + \text{偿还债务本金} - \text{发行的新债} + \text{优先股股利} \end{aligned} \quad (3-8)$$

二是以息税前净收益（EBIT）为出发点进行计算，公式如下：

$$\begin{aligned} \text{公司自由现金流量} = & \text{息税前净收益} \times (1 - \text{税率}) + \text{折旧} \\ & - \text{资本性支出} - \text{营运资本净增加额} \end{aligned} \quad (3-9)$$

式（3—9）中的前两项，即“息税前净收益×（1—税率）+折旧”就是企业经营性现金净流量。因此上述公式可以变化为：

$$\begin{aligned} \text{公司自由现金流量} = & \text{经营性现金净流量} - \text{资本性支出} \\ & - \text{营运资本净增加额} \end{aligned} \quad (3-10)$$

3.3.3 资本成本的估算

在确定自由现金流量之后，还必须合理确定贴现率，即对应的资本成本，才能通过贴现现金流量法进行估值。本节主要介绍权益资本成本、债务资本成本以及加权平均资本成本的计算。

1. 股权资本成本

估算股权资本成本的方法很多，最常用的有股利增长模型、资本资产定价模型和套利定价模型。

（1）股利增长模型。对于稳定增长的公司而言，可以用股利增长模型估算股权资本成本，因为稳定增长的公司股票价格可以表示为：

$$P_0 = \frac{DPS_1}{K_s - g}$$

$$\text{则} \quad K_s = \frac{DPS_1}{P_0} + g \quad (3-11)$$



式中， P_0 为当前的股票价格； DPS_1 为下一年预计支付的股利； K_s 为股权资本成本； g 为股利的增长率。

该模型计算简单，实际上与固定增长模型的预测期的计算方法是一样的，认为公司以一个固定的增长率增长并持续到永远。但是由于我国资本市场的股利支付率极低，这种方法基本上不适合目前我国的国情。

(2) 资本资产定价模型。可以说，到目前为止，资本资产定价模型 (CAPM) 是最成熟的风险度量模型。该模型用方差来度量不可分散风险，并将风险与预期收益联系起来。资本资产定价模型有五个假设前提：1) 投资者对资产的收益和变化预期是一致的；2) 投资者可以按照无风险利率进行借贷；3) 所有资产是可交易的，而且完全可以分割；4) 没有交易成本；5) 资本市场上没有对卖空交易的限制。

在这些假设前提下，任何资产不可分散的风险都可以用 β 值来描述，并相应地计算出预期收益率，其基本公式如下：

$$R = R_f + \beta(R_m - R_f) \quad (3-12)$$

式中， R 为投资者所要求的收益率； R_f 为无风险收益率； R_m 为市场预期收益率； β 为企业（资产组合）对整个市场风险的贡献。

资本资产定价模型中，关键是要确定无风险利率、计算风险溢价及 β 值。

第一步，确定无风险利率。

通常无风险利率被定义为投资者可以确定的预期收益率。为此无风险的投资一般需要满足两个条件：一是不存在违约风险。这就意味着该证券必须是政府发行的；二是不存在投资收益率的不确定性。这就意味着我们可以使用与所分析的现金流期限相同的国债的利率作为无风险利率。但从实际来看，因为预测现金流量确实存在着很大的不确定性，根据时间不同使用不同的无风险利率与使用一个平均的无风险利率相比，其对现值的影响一般很小。

在具体的操作上，许多人主张采用银行定期存款利率作为无风险利率，这从理论上说显然是不对的，因为随着我国银行的商业化，银行利率的风险显然不能说是最低。而一般人们一致认为，应该选用国债的利率作为无风险利率，但对于所选择的国债期限还有争论，主要有四种观点：1) 用短期国债利率作为无风险利率，其理由是 CAPM 模型是一个单期模型；2) 使用当年的短期政府债券与市场的历史风险溢价收益率计算第一期（年）的股权成本，同时利用期限结构中各年的远期利率估计远期各年的无风险利率，估计未来时期的股权资本成本；3) 用当期的长期国债利率作为无风险利率，因为确定必要公允资本成本的目的是判断长期资本投资的取舍；4) 使用中期国债利率作为无风险利率，因为中期国债利率比短期国债利率稳定，并且多数资本性投资项目实际上是中期项目。从理论上说，上述四种观点都是可以接受的，既可以认为 CAPM 是当期的风险收益模型，用当期短期国债利率作为未来短期利率的合



理预期，也可以着重远期利率在预测未来利率中存在的优势，或是认为长期国债与被评估资产有着相同的到期期限。

但结合实际情况，我国资本市场风险比较大，并且在假设被评估企业寿命无限期的情况下，使用长期国债利率作为无风险利率较合适。这是因为，一方面长期利率通常与被评估公司的现金流量期限基本对应，同时国债长期利率又是短期国债利率的几何加权平均估计值；另一方面，长期国债利率更容易与股票市场组合指数的期限相匹配，这样就能保持与 β 值和市场风险溢价相一致。

第二步，估计风险溢价。

在CAPM模型中， $(R_m - R_f)$ 部分即是所谓的风险溢价，是指股票平均收益率与无风险收益率的差异。因此，这个数据通常是在历史数据的基础上计算出来的，在具体计算过程中，通常还需要考虑以下几个问题：1) 样本观测期的长度；2) 市场收益率的确定；3) 计算平均值时选用算术平均法还是几何平均法。

通常国际分析师所使用的观测期一般是10年或是更长的时间，用尽可能多的数据可以部分消除风险溢价随时间的波动，如美国的分析师多半使用1926年以来证券市场的数据来计算美国股票市场的平均风险溢价。

在计算风险溢价时，“市场收益率”是学术界至今尚未完全解决的问题。根据CAPM模型，市场收益率应该是市场组合的收益率，该组合由市场上所有资产以其各自的价值为权重来组成。但是实际研究中，这样的市场组合往往难以做到，因此更多地采用大样本数据（如美国的标准普尔500指标）；也有一些学者认为，真正的市场组合应该与市场上其他任何一种资产组合保持最高的相关性。从我国的实际情况来看，上证综合指数和深证综合指数在证券市场建立之初就发布了，并且包含了两个市场交易的所有股票，因此可以这两个指数的平均值作为市场收益率。但以这两个指数作为标的物的缺陷是该指数以全部上市公司为编制对象，只要有新股上市，就纳入指数的计算范围，由于不断有新股上市，就不断有股票纳入指数的计算范围，这样就影响了指数前后的可比性和指数内部结构的稳定性。

第三步，估计 β 系数。

β 系数描述了不可分散风险，它是公式中唯一与企业本身有关的参数，不管无风险利率与风险溢价如何确定，每个企业都有自己的风险参数 β 值。一般来说，企业的 β 值由三个因素决定：企业所处的行业、企业的经营杠杆比率及企业的财务杠杆水平。

β 值就是衡量企业相对于市场风险程度的指标，因此企业所处行业对市场的变化越敏感，其 β 值越高。在其他条件相同时，周期性企业比非周期性企业的 β 值高；如果一家企业在多个领域内从事经营活动，那么它的 β 值是不同行业产品产值的加权平均值，权重是各行业产品线的市场价值。



企业的经营杠杆比率通常定义为固定成本占总成本的比例。企业的经营杠杆比率越高，即固定成本占总成本的比例越大，与生产同种产品但经营杠杆比率较低的企业相比，EBIT的波动性越大，在其他条件相同的情况下，对于一个经营杠杆较高的企业，营业收入较大的可变性会导致一个较高的 β 值。

当企业其他情况相同时，财务杠杆比率较高时， β 值也较大。从直观上，债务利息支出的增加将导致净收益波动性的增大，即在经济繁荣时期收益增长幅度较大，而在经济萧条时期收益下降幅度也较大。企业无负债的 β 值由企业所处的行业和企业的经营杠杆决定。

估计 β 值的一般方法是把这个公司的股票收益率(R_i)与整个市场收益率(R_m)进行回归分析：

$$R_i = a + \beta R_m \quad (3-13)$$

在回归中，首先要考虑回归期的问题。回归期限越长，可使用的数据就越多，越能满足统计上的大样本要求，但是有些公司本身的风险特征可能已经随着时间的推移而发生了改变。从我国的实践情况来看，应结合资本市场的特点和企业的具体情况来选择回归期限。因为我国资本市场发展比较晚，市场变化比较大，因此期限选择不宜过长，一般选择2~5年为宜，具体的时间将视公司而不同。其次，要考虑回归分析时的数据时间间隔问题。时间间隔可以为年、月、周、天，甚至是一天中的某一个时段为收益率的单位。选择的时间间隔短，可以增加观测值的数量，但是由于在短时间单位（如以天为时间间隔）内企业股票的交易量可能为零，从而导致 β 值估计中出现严重的误差。这种误差是由于在非交易期间收益率为0而造成的，在回归中使用了这些非交易收益率将会降低股票收益率与市场收益率之间的相关性，也会降低该股票的 β 值。而使用周或月将减少这种由于无交易量而导致 β 值估计误差。再次，在回归时还要考虑如何确定市场收益率的问题。正如前面所指出的，选择合适的股票指数将是对市场收益率的一个很好的反映。而对于某一特定股票而言，计算其 β 值，则应该选择该股票所在交易市场的收益率。那么，对于中国只发行A股的上市公司而言，目前选择沪深A股指数是较合适的，当然对于国际或跨国投资者来说，则应该使用国际市场指数来估计 β 值。最后，需要考虑回归分析得到的 β 值是否应该加以调整，以反映回归分析中可能的误差和 β 值偏离平均值（行业或整个市场）的程度。许多公布的 β 值都使用了一种根据回归分析中 β 估计值的标准差将 β 值向1的方向调整的统计方法——标准差越大，调整幅度越大，这些方法在使用每天收益率估计 β 值时效果最显著，收益率时间单位越长，效果越不明显。

回归估计 β 值的方法需要知道很多企业的历史资料，但是对于非上市企业或上市时间很短的企业而言，这些资料无法取得，市场价值也很难确定。此时，我们只能采用其他替代的方法来估算企业的 β 值。例如，对于非上市的公

司,估计 β 值的一种方法是,以业务风险和经营杠杆为基准,与上市公司的 β 值相比较,然后确定标的公司的 β 值。而标的公司和可比公司间的财务杠杆差异可以用 β 值与杠杆作用的关系来进行修正。

(3) 套利定价模型。资本资产定价模型无法用 β 值完全解释不同资产的收益不同及其限制性假设和对市场投资组合的依赖,为此受到学术界和业界的质疑。1976年,罗斯(Ross)提出了一种新的资本资产均衡理论——套利定价模型(arbitrage pricing model, APM),套利定价模型的逻辑基础与资本资产定价模型(CAPM)存在很多相通的地方,即投资者只有在承担不可分散风险时才能获得补偿;但是与CAPM不同的是,APM认为风险可由多个因素产生,而不像CAPM基于一个风险因素,这些决定因素的个数及其确认是由历史收益决定的。其基本表达式如下:

$$R = R_f + \sum_{i=1}^k \beta_i [E(R_i) - R_f] \quad (3-14)$$

式中, R 为股权成本; R_f 为无风险利率; $E(R_i) - R_f$ 为 i 风险因素的风险补偿率; β_i 为 i 风险因素的 β 系数; k 为风险因素的数量。

使用套利定价模型的最大障碍在于具体地找出影响预期收益率的各个风险要素,尽管这可以保持模型的灵活性,并且减少测试中的统计问题,但却使人难以理解一个企业的APM系统究竟意味着什么,当企业有所变化(或重组)的时候它们又将如何变化。1986年罗斯和其他两位学者提出用宏观经济变量替代CAPM模型中的不确定风险因素,使模型更容易让人理解。他们选择的宏观经济变量有:工业产值、违约风险要求补偿的变化、利率期限结构的变化、意外的通货膨胀和实际利率的变化。当然在模型中使用错误的因素或者遗漏重要的因素都会导致低劣的权益成本的估计。^①

美国等发达国家的实践证明,CAPM模型在资本市场中获得了成功,CAPM模型逐渐成为衡量其他风险—收益模型的标准。虽然历史上也存在过许多对CAPM模型的争议,但CAPM模型在实践中的巨大成功,使其在实务中得到了广泛的应用。因此,可以认为CAPM模型是企业价值评估中计算股权资本成本最合理的方法。

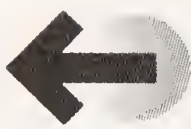
2. 债务资本成本

债务资本成本是企业为投资项目融资时所借债务的成本。需要注意的是,这里所说的债务资本即是资产负债表上的长期负债。因为只有长期负债才能作为企业的融资资本,而短期负债需要随时偿付,一般由流动资产来偿付。

一般来说,债务资本成本是由下列变量决定的:

(1) 当前的利率水平:当市场利率上升,企业的债务成本也会随之上升。

^① Chen Nai-Fu, Roll Richard and Ross Stephen A., 1986, Economic forces and the stock market, *Journal of Business* 59, 383 - 404.



(2) 企业的信用等级：如果企业信用等级低，违约风险就较高，从而债务成本就高。如果没有债券等级，可以用公司最近支付的债务利率来衡量高的违约风险。

(3) 债务的税收抵减：利息可以抵减税款，所以要通过税率来计算债务的税后成本。债务在税收抵减上的好处使得债务的税后成本低于税前成本，而且，随着税率的提高，这个好处会增大。

$$\text{税后债务成本} = \text{税前成本} \times (1 - \text{税率}) \quad (3-15)$$

债务成本不是企业发行在外的债券的利息率，也不是企业的历史债务融资成本。虽然这些是将来企业偿还债务时所需支付的利息成本的决定因素，但它们并不能决定公司目前的债务税后成本。所以，公司以前借入的利率较低的债务，只是账面上的债务，当利率整体水平已经提高，或者公司违约风险提高的时候，我们就不能因此认为公司的债务成本低。

3. 加权平均资本成本

加权平均资本成本（weighted average cost of capital, WACC）是企业为筹集资金而发行的全部各种有价证券的成本的加权平均值，包括股权资本成本和长期负债资本成本。

在计算出公司的股权资本成本和债务资本成本后，如果公司没有诸如优先股成本^①，我们就可以计算加权平均资本成本（WACC）。用公式表示如下：

$$WACC = \sum_{i=1}^n R_i W_i \quad (3-16)$$

式中， R_i 为第 i 种个别资本成本； W_i 为第 i 种个别资本成本占全部资本的比重（权数）。

值得注意的是，在计算加权平均资本成本时，普通股和债权的比重应以市场价值为基础，而不是账面价值。这是因为衡量资本成本是为了确定融资时的证券成本，即股票或债券的成本，而它们都是按照市场价值而不是账面价值发行的。

计算加权平均资本成本的步骤可概括如下：

第一步，明确被评估公司的资本结构。

明确被评估公司的资本结构可以为加权平均资本成本的计算提供市值权数。这里的资本结构是目标资本结构，而不是现行资本结构。确定目标资本结构的方法有三种：（1）估算以现行市值为基础的公司资本结构；（2）考察可比公司的资本结构；（3）考察管理层明确的和不明确的筹资方法及其对目标资本结构的影响。

第二步，估算各种筹资方式的筹资成本。

^① 优先股资本成本 = 优先股每股股息 / 优先股票的市场价格。这里不再详细阐述。

第三步，按照式(3—18)计算加权平均资本成本。

3.3.4 自由现金流量估值的稳定增长模型

稳定增长模型假设企业的增长率以一个固定的比率表现出来，也就是说，在长时期内，公司以某一稳定的增长率保持增长（如图3—1）。在这种情况下，我们只需要预测出一期的自由现金流量以及公司的增长率便可以了，此时价值的表达方式如下：

$$V = FCF_0 \times \frac{1+g}{r-g} = \frac{FCF_1}{r-g} \quad (3-17)$$

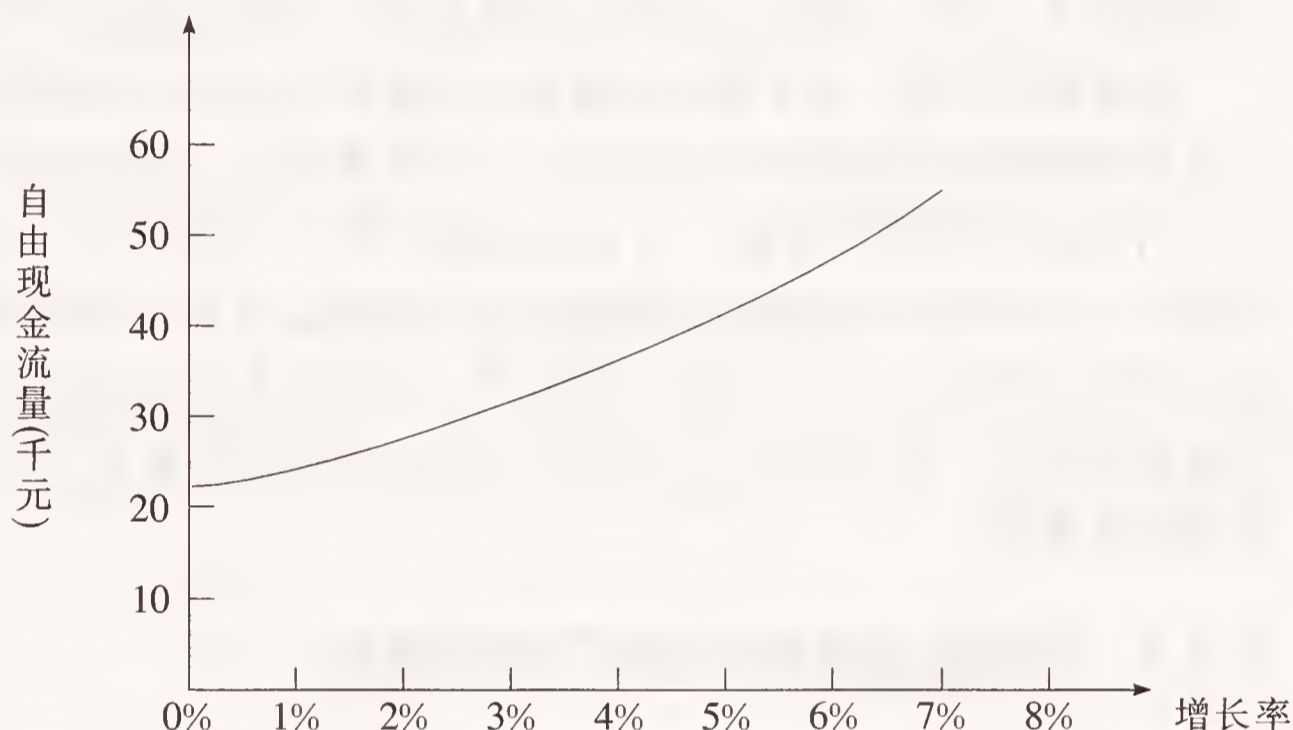


图3—1 稳定增长模型的增长率

式中， V 为价值^①； g 为增长率； FCF_0 为当前的自由现金流量； FCF_1 为预期下一期的自由现金流量； r 为与自由现金流量对应的折现率。

公式推导过程为：

设当年现金流量为 FCF_0 ，每年现金流量的增长率为 g ，则

$$V = \frac{FCF_0(1+g)}{(1+r)} + \frac{FCF_0(1+g)^2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{FCF_0(1+g)^n}{(1+r)^n} \quad (3-18)$$

假设 $r > g$ ，把式(3—20)两边同乘以 $\frac{1+r}{1+g}$ 减式(3—20)，得

$$\frac{V(1+r)}{1+g} - V = FCF_0 - \frac{FCF_0(1+g)^n}{(1+r)^n} \quad (3-19)$$

由于 $r > g$ ，当 $n \rightarrow \infty$ 时，则

$$\frac{FCF_0(1+g)^n}{(1+r)^n} \rightarrow 0$$

$$\frac{V(1+r)}{1+g} - V = FCF_0 \quad (3-20)$$

① 此处的价值可以是股权价值，也可以是公司总价值。



$$\frac{V(r-g)}{1+g} = FCF_0$$

$$V = \frac{FCF_0(1+g)}{r-g} = \frac{FCF_1}{r-g} \quad (3-21)$$

在稳定增长模型中，公司股权的价值取决于下一期的预期 FCF、稳定增长率和对应的资本成本这三个变量。

这种模型只适用于自由现金流量处于稳定增长阶段的公司。但事实上，很难满足这样的条件，尤其当公司利润经常变化时。因此一般来说，当一家公司的平均增长率接近稳定增长率，那么该模型的使用便被认为是合理的。当然，从式（3—19）中，我们可以清楚地看到，当增长率趋近于折现率时，公司的价值将趋于无穷大。因此固定增长模型最适用于增长速度小于折现率的公司。

需要指出的是，由于股权价值和公司整体价值的计算原理完全相同，所以在介绍价值评估的模型时并不区分，为了方便起见，此处及以下的公式中统一以 FCF 表示自由现金流量，以 g 表示增长率， r 表示与自由现金流量对应的折现率。当评估股权价值时，模型中的自由现金流量采用股权自由现金流量、增长率采用股权自由现金流量的增长率、折现率采用股权资本成本。而评估公司整体价值时，应分别在公式中代入公司自由现金流量及其增长率、公司加权平均资本成本。

3.3.5 自由现金流量估值的二阶段模型

二阶段模型适用于增长率呈现两个阶段的公司，即初始阶段增长率很高，后续阶段增长率相对稳定，且维持时间长久。通常的做法是首先预测超常增长率（每年的增长率设为 g ）的时间段 n 年，以后公司则以一个相对稳定的增长率（每年的增长率设为 g_n ）进行发展，则价值就等于超常增长阶段的现值加上终点现金流量的现值，计算公式为：

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1+r)^t} + \frac{FCF_{n+1}}{(r-g_n)(1+r)^n} \quad (3-22)$$

式中， FCF_t 为第 t 年的自由现金流量； FCF_{n+1} 为第 $n+1$ 年的自由现金流量。

式（3—24）由两部分构成，第一部分是超常增长期内逐年对现金流量贴现求和，第二部分稳定增长后的贴现值，是在式（3—19）的基础上求复利现值得到的。

运用二阶段模型的关键是确定超常增长阶段的预测期。尽管从理论上讲，可以根据产品的生命周期和项目机会等来确定这一时间段的长度，但事实上，很难把这些定性的标准转化为具体的时间。运用这一模型的另一个问题是，公司从超常增长阶段到平稳增长阶段似乎是在一夜之间完成的，但这种突然转换在现实中并不普遍存在。因此建立在传统二阶段法基础上的 H 模型似乎更接近现实。

H模型也是增长的二阶段模型，与传统的二阶段模型不同，该模型的初始增长阶段的增长率不是恒定的，而是随时间的推移而逐渐线性地减少，并最终达到稳定阶段的增长率（如图3—2所示）。

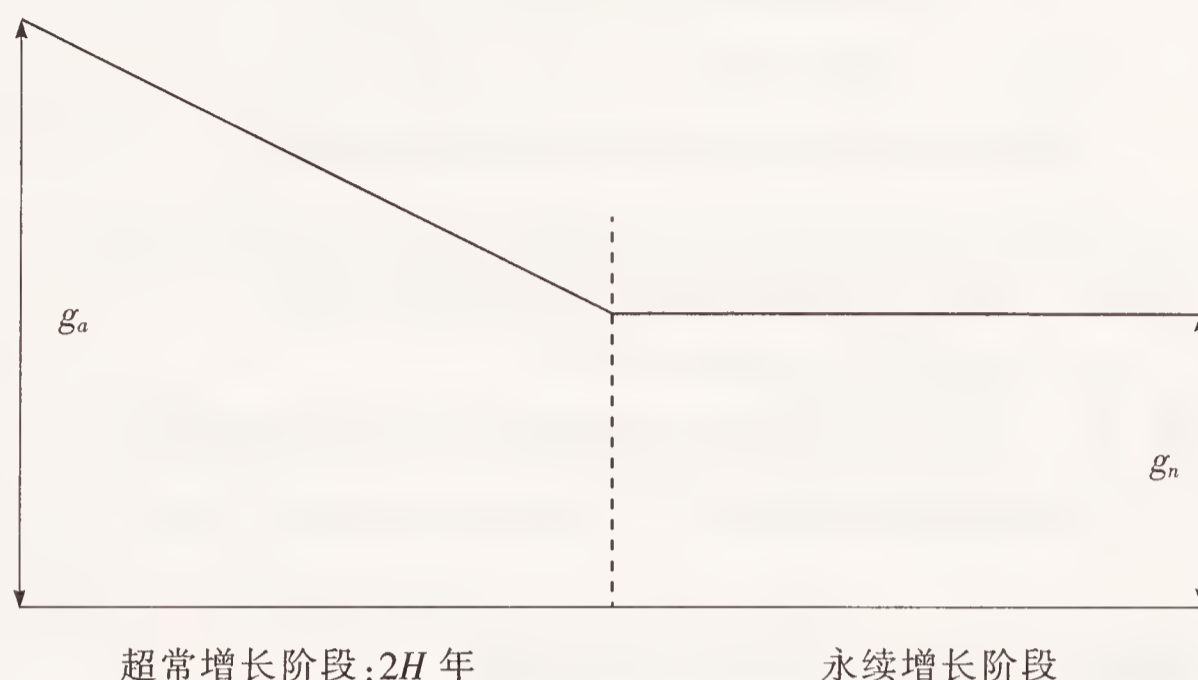


图3—2 H模型公司的增长率

H模型由福勒和夏于1984年创立（Fuller and Hsia, 1984）。该模型假设公司的初始增长率为 g_a ，随后在整个超常增长阶段（假定为 $2H$ 年）线性减少，最终到达平稳增长率 g_n 。价值计算公式为：

$$V = \frac{FCF_0(1+g_n)}{r-g_n} + \frac{FCF_0 \times H \times (g_a - g_n)}{r-g_n} \quad (3-23)$$

H模型避免了超常增长率向稳定增长率的突然转换。但当实际的增长率不符合模型的结构设计，且存在较大的偏差时就会使价值的预测发生严重偏离。所以，运用H模型时，关键是预测超常增长阶段的时间段。

[例3—2]

大华公司是一家生物工程公司，2010年它的每股营业收入为12.4元，每股净收益为3.10元，每股资本性支出为1元，每股折旧为0.6元。预期该公司在今后5年内将高速增长，预期每股收益的增长率为30%，资本性支出、折旧和营运资本以同比例增长，收益留存比率为100%， β 为1.3，国库券利率为7.5%，2010年营运资本为收入的20%，负债比率保持为60%。5年后公司进入稳定增长期，预期增长率为6%，即每股收益和营运资本按6%的速度增长，资本性支出可以由折旧来补偿， β 为1。该公司发行在外的普通股共3000万股。市场平均风险报酬率为5%。估计该公司的股权价值。

第一步，估计公司高速成长期股权现金流量。

$$FCF = \text{净收益} - (\text{资本性支出} - \text{折旧}) (1 - \text{负债比率}) \\ - \text{营运资本增量} (1 - \text{负债比率})$$

$$FCF_{2011} = 3.10 \times (1 + 30\%) - (1 - 0.6) \times (1 + 30\%) \times (1 - 60\%)$$

自由现金流量



$$- [12.4 \times 20\% \times (1+30\%) - 12.4 \times 20\%] \times (1-60\%) \\ = 4.03 - 0.21 - 0.30 = 3.52 \text{ (元)}$$

$$FCF_{2012} = 4.03 \times (1+30\%) - 0.21 \times (1+30\%) - 0.30 \times (1+30\%) \\ = 5.24 - 0.27 - 0.39 = 4.58 \text{ (元)}$$

$$FCF_{2013} = 6.81 - 0.35 - 0.50 = 5.96 \text{ (元)}$$

$$FCF_{2014} = 8.85 - 0.46 - 0.65 = 7.74 \text{ (元)}$$

$$FCF_{2015} = 11.51 - 0.60 - 0.85 = 10.06 \text{ (元)}$$

第二步，估计公司高速成长期的股权资本成本。

$$r = 7.5\% + 1.3 \times 5\% = 14\%$$

第三步，计算公司高速成长期股权自由现金流的现值。

$$\text{公司高速成长阶段 } FCF \text{ 现值} = 3.09 + 3.52 + 4.02 + 4.58 + 5.22 \\ = 20.43 \text{ (元)}$$

第四步，估计第6年的股权现金流量。

$$FCF_{2016} = 12.20 - 0.90 = 11.30 \text{ (元)}$$

第五步，计算公司稳定增长期的股权资本成本。

$$r_n = 7.5\% + 1 \times 5\% = 12.5\%$$

第六步，计算公司稳定增长期股权现金流量的现值。

$$\text{稳定增长期 } FCF \text{ 的现值} = \frac{11.30}{(12.5\% - 6\%) (1+14\%)^5} = 90.29 \text{ (元)}$$

第七步，计算公司股权自由现金流量现值总和。

$$V = (20.43 + 90.29) \times 3000 \text{ 万股} = 332160 \text{ (万元)}$$



[例 3—3]

某百货公司 2010 年的息税前净收益为 5.32 亿元，资本性支出为 3.10 亿元，折旧为 2.07 亿元，销售收入为 72.30 亿元，营运资本占销售收入的比重为 20%，所得税税率为 40%，债券利率为 7.5%。预期今后 5 年内将以 8% 的速度高速增长， β 值为 1.25，税前债务成本为 9.5%，负债比率为 50%。5 年后公司进入稳定增长期，稳定增长阶段的增长率为 5%， β 值为 1，税前债务成本为 8.5%，负债比率为 25%，资本性支出和折旧互相抵销。市场平均风险报酬率为 5%。

第一步，计算公司高速成长期的现金流。

$$FCF = EBIT (1 - \text{税率}) + \text{折旧} - \text{资本性支出} - \text{追加营运资本}$$

$$FCF_{2011} = 5.32 \times (1+8\%) \times (1-40\%) + 2.07 \times (1+8\%) - 3.10 \\ \times (1+8\%) - 72.30 \times 8\% \times 20\% = 1.18 \text{ (亿元)}$$

$$FCF_{2012} = 3.72 + 2.41 - 3.62 - 1.25 = 1.26 \text{ (亿元)}$$

$$FCF_{2013} = 4.02 + 2.60 - 3.91 - 1.35 = 1.36 \text{ (亿元)}$$

$$FCF_{2014} = 4.34 + 2.81 - 4.22 - 1.46 = 1.47 \text{ (亿元)}$$

$$FCF_{2015} = 4.69 + 3.03 - 4.56 - 1.58 = 1.58 \text{ (亿元)}$$

第二步，估计公司高速成长期的资本加权平均成本（WACC）。

$$\text{高速成长阶段的股权资本成本} = 7.50\% + 1.25 \times 5\% = 13.75\%$$

$$\begin{aligned} \text{高速成长阶段的 WACC} &= 13.75\% \times 50\% + 9.5\% \times (1 - 40\%) \\ &\quad \times 50\% \\ &= 9.725\% \end{aligned}$$

第三步，计算高速成长阶段公司自由现金流量的现值。

$$\begin{aligned} \text{高速成长阶段 FCF 的现值} &= \frac{1.18}{1 + 9.725\%} + \frac{1.26}{(1 + 9.725\%)^2} \\ &\quad + \frac{1.36}{(1 + 9.725\%)^3} + \frac{1.47}{(1 + 9.725\%)^4} \\ &\quad + \frac{1.58}{(1 + 9.725\%)^5} = 5.15 \text{ (亿元)} \end{aligned}$$

第四步，估计第6年的公司自由现金流量。

$$\begin{aligned} FCF_{2016} &= 4.69 \times (1 + 5\%) - 72.30 \times (1 + 8\%)^5 \times 5\% \times 20\% \\ &= 3.86 \text{ (亿元)} \end{aligned}$$

第五步，计算公司稳定增长期的 WACC。

$$\text{稳定增长期的股权资本成本} = 7.5\% + 1 \times 5\% = 12.5\%$$

$$\begin{aligned} \text{稳定增长期的 WACC} &= 12.5\% \times 75\% + 8.5\% \times (1 - 40\%) \times 25\% \\ &= 10.65\% \end{aligned}$$

第六步，计算稳定增长期公司自由现金流量的现值。

$$\begin{aligned} \text{稳定增长期 FCF 的现值} &= \frac{3.86}{(10.65\% - 5\%) (1 + 9.725\%)^5} \\ &= 42.96 \text{ (亿元)} \end{aligned}$$

第七步，计算公司的价值。

$$V = 5.15 + 42.96 = 48.11 \text{ (亿元)}$$

3.3.6 自由现金流量估值的三阶段模型

三阶段模型集合了二阶段模型和 H 模型的特点，分三个阶段表现企业的增长，即高增长的初始阶段、增长率下滑的转换阶段和一直持续稳定增长的阶段（如图 3—3 所示）。

三阶段模型特别适用于增长率随时间变化的公司。因此使用这种模型，需要着重确定高增长期和转换期这样两个预测期值。它的价值模型表示如下：

$$V = \sum_{t=1}^{n_1} \frac{FCF_0(1+g_a)^t}{(1+r)^t} + \sum_{t=n_1+1}^n \frac{FCF_t}{(1+r)^t} + \frac{FCF_{n+1}}{(r-g_n)(1+r)^n} \quad (3-24)$$

式中， n_1 为初始高增长阶段的期末； n 为转换阶段期末。

三阶段模型的最佳使用对象是当前超常增长并会维持一段时间，然后随着

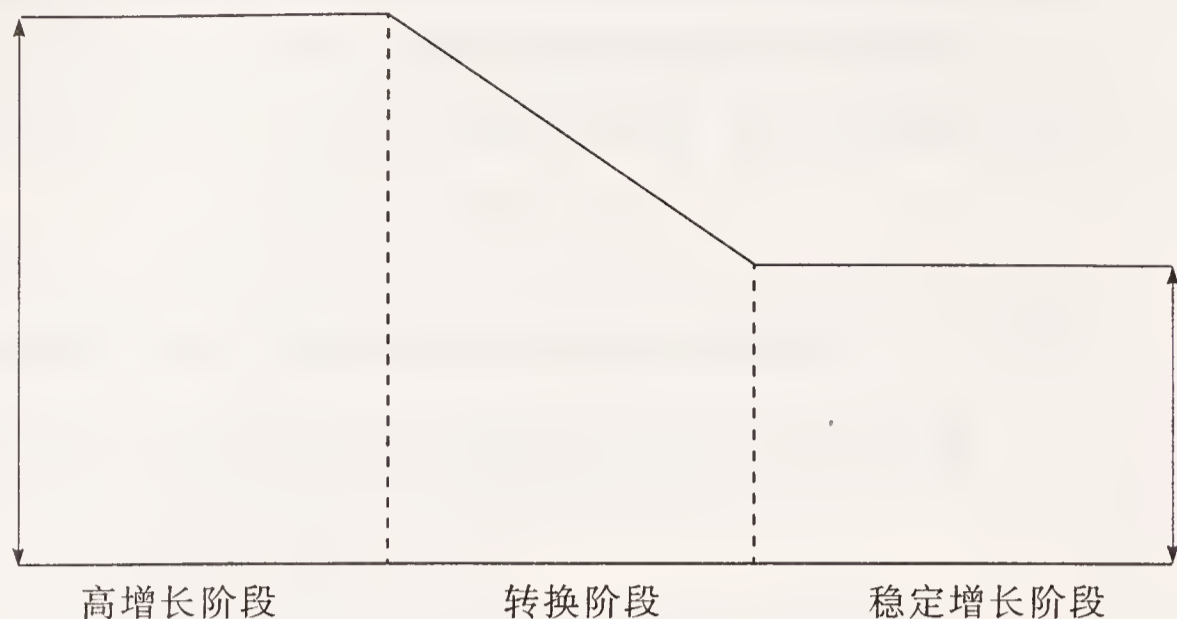


图 3—3 三阶段模型公司的增长率

产业化优势的减少，增长率逐渐降低，直至达到稳定增长阶段的公司。

事实上，无论上述哪一种模型，对于预测期来说，都无非是分成两个部分，一部分可以称之为明确的预测期间，一部分称为明确的预测期之后，这与科普兰（Copeland）教授用连续价值估算模型的假定是一样的。当然，对于固定增长模型来说，其明确的预测期为零。而对于三阶段模型来说，其明确的预测期则分为高增长阶段和转换阶段两部分。这种方法的好处在于在无法准确预测企业长期自由现金流量时，我们可以根据上述假设，在短期预测结果的基础上乘以相应的增长率，估算出长期的未来自由现金流量。科普兰将后一阶段自由现金流量的折现值称为“连续价值”。两阶段的自由现金流量的折现值可以用下述公式表达：

$$\text{全部自由现金} = \text{明确的预测期期间} + \text{明确的预测期之后} \quad (3-25)$$

$$\text{流量的折现值} = \text{的现金流量现值} + \text{的现金流量现值}$$

式（3—25）中得到的全部自由现金流量的折现值就是企业最终的价值评估值。那么下面的问题便是，企业所选择的明确的预测期的时间长度会不会影响公司的价值。对这一问题，科普兰用数据证明，明确的预测期的时间长度不会影响公司的价值，而只会影响公司价值在明确的预测期间和明确预测期之后的分布。如图 3—4 所示。

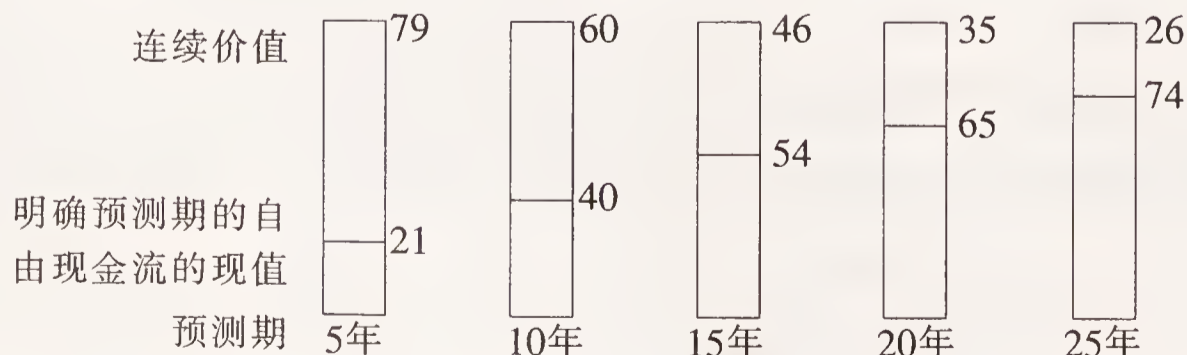


图 3—4 不同预测期连续价值的比重

图 3—4 说明，公司总的评估价值不会随着明确的预测期的不同而发生变



化。但是，随着明确的预测期的延长，连续价值占公司总价值的比重将下降。之所以产生这种现象，是因为在明确的预测期内，预测者都假设其新资本的收益率超过资本成本，而在明确的预测期之后，都假设其新资本的收益率低于资本成本。这样，随着明确的预测期的延长，就等于延长了新资本收益率超过资本成本的时期，导致连续价值比重的下降。

3.4 案例研究与分析：戴姆勒-奔驰与克莱斯勒合并的价值评估

3.4.1 案例背景

德国的戴姆勒-奔驰公司和美国的克莱斯勒公司均为世界著名的汽车制造公司，戴姆勒-奔驰的主打产品为优质高价的豪华车，主要市场在欧洲和北美洲，美国克莱斯勒公司的产品则主要集中于大众车，主要市场侧重于美洲大陆。

20世纪90年代后期，全球汽车市场竞争日趋激烈，形成规模经济成为汽车公司战胜竞争对手的可行方法。戴姆勒-奔驰与克莱斯勒两家公司在产品和市场范围上正好互补，着眼于长远竞争优势的战略性考虑，公司合并被提上议事日程。通过合并，双方可以实现规模经济，合并后公司的采购、建设、制造以及产品的销售、研发等方面都会享受到整合效应，从而提高设备的利用率、管理效率，分销渠道的整合也会扩大销售收入，此外服务与管理等部门也可以获得不同程度的益处。

当时估计短期内由于合并带来的成本降低和收入增加会带来25亿马克的合并收益，而长期来看，采购优化及研究整合将会带来超过50亿马克的整合收益。

但由于两家的规模以及公司地理位置上分属欧洲大陆和美洲大陆，使合并的复杂程度和评估难度大大提高。为此双方各自聘请了两家投资银行作为财务顾问，希望能够合理地确定各自的价值以及换股比例。

3.4.2 价值评估

对于连续经营的公司而言，净资产账面价值不能决定持续经营公司的内在价值，所以财务顾问首先否定了账面价值法。虽然戴姆勒-奔驰公司以美国存托凭证（American Depository Receipt, ADR）方式在美国上市，但财务顾问认为，股票市场上的价格受股票数量、市场交易情况、投机性等众多因素影响，往往具有短期波动性，难以合理反映公司的内在价值，根据德国惯例和通行做法，在评估公司价值时不用股票市场价格作为换股比较基准。又由于两家公司的收益价值均高于清算价值，清算价值法也被否定。最终选择了贴现现金流量法对公司进行价值评估。

首先对两家公司分别进行单独估价，在其各自独立经营的基础上进行价值



评估，这主要是考虑到两家公司在整合效果的贡献方面旗鼓相当，同时也是因为整合效果相对于两家公司的企业价值来说非常小。其次，构建了二阶段估价模型，第一阶段是1998—2000年，第二阶段是从2001年到以后的年份。

具体的工作步骤可以分为以下三步：

第一步：确定贴现收益。

(1) 根据两家公司经审计的公开披露的财务报表，财务顾问对1995—1997年的收入和费用项目进行了详细分析，调整了预期未来不会重复发生的一次性费用和收入项目，分别计算得出戴姆勒-奔驰和克莱斯勒1998年、1999年和2000年各自所属部门的息税前收益（EBIT）及其总和。

(2) 自2001年开始，假设两公司的息税前净收益保持不变，其数额等于最后一个预测年份（2000年）息税前净收益扣减不可重复发生的收入和费用项目。

(3) 在息税前净收益基础上，进一步扣除根据两公司1998年1月1日资本结构计算得出的净利息费用、其他财务收入和费用、公司所得税，得到两家公司未来各年份的净收益。在公司净收益的基础上，减去按35%的假设税率计算的股东所得税，得到最终用于贴现的税后净收益。^①

第二步：确定贴现率。

贴现率主要考虑三个因素：基础利率、风险溢价（报酬率）和增长率扣减（修正值）。

从基础利率来看，两家公司合并时，正值市场处于低利率时期，市场收益率水平较低，不足以代表未来长期的利率水平，综合考虑1980—1987年德国最高信用等级证券的平均收益率为7.0%。最终确定评估的基础利率为6.5%。

风险溢价取决于公司自身及所处行业的风险，根据有关实证研究资料，平均风险报酬率在4%~6%之间，因为两家公司的效益较好，所以统一采用3.5%作为风险报酬率。因为不同评估机构提供的β值差异甚大，所以没有采用CAPM模型。

修正值：理论上资本市场利率包括了通货膨胀所造成的风险补偿，但由于企业可以通过提高销售收入部分补偿由于通货膨胀造成的成本上升，企业的名义收益将按通货膨胀的一定比例增长，所以名义贴现率包括了数值上等于未来通货膨胀率一定比例的可扣减利率，即所谓增长率扣减。假定通过提高销售价格，两家公司的名义收益将以1%的速度增长，则2001年及以后年份恒定收益的贴现率应减去1%的修正值，而1998—2000年的各项收入和费用是按实际金额估算的，所以这3年的贴现率无须扣减修正值。

在扣除35%的股东所得税后，可以计算出两个阶段的贴现率：

第一阶段为： $(6.5\% + 3.5\%) \times (1 - 35\%) = 6.5\%$

^① 按照德国注册会计师协会企业价值评估委员会有关规定，公司估价时必须考虑股权投资者的纳税情况。



第二阶段为： $(6.5\% + 3.5\%) \times (1 - 35\%) - 1\% = 5.5\%$

第三步：非经营资产的评估。

完整的企业价值包括经营性资产和非经营性资产的价值两部分。运用收益法折现的价值仅仅反映了企业经营性资产持续经营的价值，要得到企业完整的价值还需要考虑非经营性资产。这些可单独出售的非经营性资产并不影响企业持续经营价值，应单独评估，评估的方法是计算资产在市场上出售后扣除费用的净收益。

通过以上步骤，计算出戴姆勒-奔驰的收益现值为 1 020.71 亿马克，克莱斯勒的收益现值为 803.79 亿马克。再加上非经营性资产的价值，得出两个公司的实际价值分别为：奔驰公司 1 100.10 亿马克，克莱斯勒 804.39 亿马克（不出售库存股票）或 822.72 亿马克（出售库存股票）。

3.4.3 换股合并

1. 确定总股本数

在公司价值已确定的情况下，再进一步确定各公司的总股本数，才能计算每股价值从而确定合并的换股比例。

奔驰公司在合并前发行了附认股权证的 7 年期债券、强制可转换债券、股票期权计划。克莱斯勒公司在合并前也向各级管理人员提供了股票期权、业绩奖励股票和其他与股票相关的权利，另外还有 3 000 万股库存股票。公司的股本数量将受到这些认股权和转换权执行情况的影响。

从估价的角度出发，财务顾问假定股票期权、认股权证和可转换债券在合并日之前全部执行，并按照双方各自 1998 年 6 月 30 日的股票市价，全部转换为各自的普通股股票。为了采用联营法处理合并，克莱斯勒可能还需要出售 3 000 万股的库存股票。按照 1998 年 6 月 30 日克莱斯勒的股票市价，扣除 2.5% 的股票手续费以及股票价格潜在的下跌和股东所得税等因素，并按照同日美元对马克比价计算，克莱斯勒公司库存股票价值为 18.33 亿马克。如果需要出售，克莱斯勒公司价值增加 18.33 亿马克，同时股本数额增加 3 000 万股；如果不出售，其价值和发行在外的股票总数都不会发生变化。

经以上调整后，奔驰公司总股本为 5.834 65 亿股，克莱斯勒公司总股本 6.595 亿股（不出售库存股票）或 6.895 亿股（出售库存股票）。两个公司的每股现值为：

奔驰公司： $1\ 100.10 / 5.834\ 65 = 188.55$ （马克）

克莱斯勒：不出售库存股票时： $804.39 / 6.595 = 121.97$ （马克）

出售库存股票时： $822.72 / 6.895 = 119.32$ （马克）

2. 确定换股比例

合并时采用联合经营法可以避免合并后公司商誉摊销对净利润的影响，进而



增强公司股票吸引力。而根据美国公认会计准则（GAAP），此次合并要想采用联营法进行会计处理，以避免账面价值增加、确认商誉等，就必须要求奔驰公司至少有 90% 的股东愿意接受换股。在奔驰公司愿意接受换股的股东比例无法确定的情况下，为鼓励更多的奔驰公司股东接受换股，提高换股比例的吸引力，经过双方讨价还价，确定了不同接受换股股东比例下相应的换股比例。

在第一阶段：

如果戴姆勒-奔驰公司换股股东不足 90%，则每 1 股戴姆勒-奔驰公司的股票换 1 股戴姆勒克莱斯勒公司（合并后的新公司）的股票；每 1 股克莱斯勒公司的股票换 0.623 5 股戴姆勒克莱斯勒公司的股票。

如戴姆勒-奔驰公司申请换股的股东达到 90%，则每 1 股戴姆勒-奔驰公司的股票换 1.005 股戴姆勒克莱斯勒公司的股票；每 1 股克莱斯勒公司的股票换 0.623 5 股戴姆勒克莱斯勒公司的股票。

在第二阶段：

如果戴姆勒-奔驰公司换股股东不足 90%，则每 1 股戴姆勒-奔驰公司的股票换 1 股戴姆勒克莱斯勒公司的股票。

如果戴姆勒-奔驰公司申请换股的股东达到 90%，则每 1 股戴姆勒-奔驰公司的股票换 1.005 股戴姆勒克莱斯勒公司的股票。

结合每股价值来看，换股比例在一定程度上对奔驰公司更有利，但如果能以此吸引至少 90% 的奔驰公司股东接受换股，合并后的企业就可以采用联营法进行会计处理，可以有效避免合并后企业因资产增值、合并商誉的摊销对净利润的影响，进而增强合并后企业股票的吸引力，从而也可使原克莱斯勒股东受益。

3.4.4 案例分析与启示

虽然后来的事实证明两大汽车巨头的合并没有产生预期的效果，但两家公司在合并时所采用的换股合并法仍然不失为一个经典财务案例。从中我们至少可以得到以下两点启示：

1. 熟悉换股并购的操作流程

换股并购是国际上兼并收购时常用的一种支付方式，无论是新设合并还是吸收合并都可以采用这种方法。与现金支付方式相比，通过换股进行并购避开了筹集大量并购资金的难题，但换股并购的核心问题在于如何确定换股比例，通过该案例，我们可以较为清晰地看到换股并购的操作流程。

因为换股并购的本质在于通过股票的交换来实现兼并的目的，而股票交换的基本条件就是股票价值相当，所以换股比例就转换为股票价值的确定。如果不打算采用股票市场价格法，确定目标公司的价值就成为换股并购要解决的第一个问题。明确了公司价值之后，第二步工作就是要确定目标公司的股份数，



这一股份数的确定要充分考虑附认股权的债券、股票期权等相关问题，判断它们在合并时是否将转为股票。第三步工作就可以计算每股股票的价值，计算出的这个价值就是换股时的基本依据之一。然后再综合主并公司的每股价值或新设合并公司的预期每股价值就可以对换股比例做出初步判断，但在实践中换股比例的确定还要考虑其他因素，所以通常是以前述计算出的换股比例作为参照值加以调整，最终往往是通过谈判确定双方可接受的换股比例。

2. 了解并购中如何确定公司价值

由于股票市场价格具有很强的短期波动性，受多种因素的影响，所以在评估公司价值时较少直接应用。此外公司价值还有内在价值、账面价值和清算价值之分。账面价值不能反映连续经营公司的内在价值，而清算价值则是企业将各项资产单独出售所实现的净收益之和，所以这两种方法一般情况下也不适合对公司进行估价。相比而言，内在价值是公司资产未来预期现金流的现值，是一个动态变化的价值，能够客观地反映公司的真实价值。

而贴现的现金流量法则是确定公司内在价值的核心方法，它首先估算出公司未来的收益，再考虑风险因素确定一个贴现率，然后按未来收益的增长态势将其划分为两阶段或三阶段，分别进行贴现、求和计算就可以获得公司的内在价值。

无论采取哪种支付方式，确定公司价值都是必不可少的重要环节，目标公司的内在价值往往也是并购决策的依据。

资料来源：

朱武祥，邓海峰：《公司合并中的价值评估与换股比例估算——戴姆勒-奔驰/克莱斯勒合并换股计算方法与清华同方/山东鲁颖电子合并换股比例计算方法比较》，载《管理世界》，1999（4）。

王丹蕊，许敏敏：《一位财务经理眼中的企业兴衰——集团与并购篇》，184~191页，北京，中国经济出版社，2004。



本章小结

- 并购目标公司的选择要经历发现、审查、评价三个阶段。
- 通过成本法确定并购目标公司的价值简明实用，期权法则是价值评估的新思路，换股合并时一般会用到换股比例法。
- 贴现现金流量法是最重要的一种价值评估方法，但在对股权价值和公司整体价值进行评估时要注意使用不同的现金流量和贴现率。
- 按照公司未来的增长率估计，自由现金流量估值又形成了稳定增长模型、二阶段模型和三阶段模型。



案例讨论：燕京啤酒并购惠泉啤酒

2003年7月26日，燕京啤酒完成了其历史上最大的一次并购：投资36 240万元受让福建省最大的啤酒企业——惠泉啤酒集团股份有限公司38.15%的股权，从而成为这家上市公司的第一大股东。并购的完成也为燕京啤酒开拓了东南沿海市场，为实现其在全国的战略布局奠定了一定基础。

此次并购是惠泉啤酒原第一大股东——福建惠安县国有资产投资经营有限公司将其股权转让给燕京啤酒，价格为每股3.8元，被认为是业界非常实惠的价格。那么此次并购中，惠泉啤酒的真正价值是多少呢？

一、惠泉啤酒的加权平均资本成本估算

1. 市场回报率 r_m

惠泉啤酒股份有限公司于2003年2月11日在上海证券交易所上市。根据上海证券交易所1999年至2003年5月31日的股市大盘指数，采用逐月环比法计算市场平均回报率。

$$\begin{aligned} \text{每月市场收益率 } r_t &= \frac{(P_t - P_{t-1})}{P_{t-1} (1 + r_m/12)^{65}} \\ &= (1 + r_1) \times (1 + r_2) \times (1 + r_3) \\ &\quad \times \dots \times (1 + r_{65}) \end{aligned}$$

计算得出

$$r_m = 5.137\%$$

2. 估算无风险收益率 r_f

估算无风险收益率，采用银行一年期存款利率（实际利率）作为惠泉啤酒的无风险利率，月利率 $1.98\%/12 = 0.165\%$ 。

3. 市值资产负债率 L

按照其上市的股权结构，流通股部分采用市值，对于非流通股，以每股净资产来确定其价值。根据惠泉啤酒的招股说明书，资产负债表及其股票发行价7.44元，我们取 $L = 39.58\%$ 。

4. 边际税率 T

由惠泉啤酒2000—2002年的年报中查到平均所得税税率为39.65%，但是2002年数据显示，所得税税率为33.30%，因此我们选 $T = 33.30\%$ 。

5. 权益资本成本 r_e

参考同行业上市公司的 β 值，取其平均值为惠泉啤酒的 β 值： $\beta = 0.8605$ 。

则权益资本成本为：

$$\begin{aligned} r_e &= r_f + \beta \times (r_m - r_f) \\ &= 1.98\% + 0.8605 \times (5.137\% - 1.98\%) \\ &= 4.697\% \end{aligned}$$

6. 估算惠泉啤酒的发债成本 r_d

采用惠泉啤酒 2000—2002 年的实际财务费用中的利息支出数额除以年度借款额，估算该公司的发债成本 $r_d=9.58\%$ 。

7. 加权平均资本成本 WACC

$$\begin{aligned} \text{WACC} &= (1-L) r_e + L(1-T) r_d \\ &= (1 - 39.58\%) \times 4.697\% + 39.58\% \times (1 - 33.30\%) \\ &\quad \times 9.58\% \\ &= 5.37\% \end{aligned}$$

二、未来现金流量的估算

根据惠泉啤酒 2000—2002 年度的利润分配表，预测 2003—2008 年度的净利润，并由净利润调整得到自由现金流量。假设自 2009 年起至 2027 年，自由现金流保持 2008 年的数值不变，同时不考虑 2027 年末公司资产残值对价值评估的影响。

1. 2003—2008 年净利润的预测

世界啤酒市场处于低速增长期，每年的增长速度为 7.2%，惠泉公司已跻身全国行业十强，在行业中保持较强的竞争优势，预计未来 6 年主营业务的增长率为 8%。主营业务成本占主营业务收入的比例平均值为 59.97%。由于行业竞争越来越激烈，基于稳健原则采用 60% 的比例。主营业务税金及附加项目占主营业务收入的比例平均值为 11.35%，但公司 2002 年的比例偏高，基于稳健原则采用 11.50% 的比例。其他业务利润保持为 2000—2002 年的平均值。2000—2002 年营业费用、管理费用和财务费等项目占主营业务收入的比例平均值分别为 7.11%，4.50% 和 2.80%。因此，我们假定 2003—2008 年，营业费用、管理费用和财务费等项目占主营业务收入的比例分别为 7.10%，4.50% 和 2.80%。惠泉股份公司投资收益取最近 3 年的年度平均数额为 759 027.61 元。营业外收入取 2000—2002 年的平均值 5 751.57 元，营业外支出取 2001—2002 年的平均值（因 2000 年有较大波动）1 600 000 元。

据此预测出惠泉啤酒 2003—2008 年的净利润如表 3—1 所示。

表 3—1

惠泉啤酒 2003—2008 年净利润

单位：元

2003 年	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年
88 231 879	95 293 347	102 919 731	111 156 226	120 051 641	129 658 689



2. 2003—2008 年现金流量的估算

根据惠泉啤酒 2003 年上市的招股说明书，惠泉啤酒的固定资产折旧采用平均年限法。按固定资产类别、预计使用年限和预计净残值率（原值的 3%），确定折旧率。经过 2000 年年底的技改搬迁一期工程和 2001 年上半年的纯生啤酒技改工程，啤酒生产能力已从 2000 年度的 31.5 万吨/年扩大到 2001 年度的 45 万吨/年，整体装备科技含量大幅提高，产销量稳居福建市场第一位。由于本期固定资产投资巨大，并且公司的关键设备都已经是世界各行业的名牌产品，其技术水平处于国内或行业的先进地位。据此估计公司在短期内没有更新换代机器设备的需要，因此未来公司的固定资产投资不会很大，预期惠泉啤酒每年的固定资产将以 10% 的速度增长。

估算出惠泉公司 2003—2008 年的自由现金流量如表 3—2 所示。

表 3—2 惠泉啤酒 2003—2008 年自由现金流量 单位：元

2003 年	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年
65 803 081	96 060 455	102 968 822	110 351 920	118 239 934	126 664 682

三、估算公司价值

至此，根据计算出来的惠泉啤酒资金成本 WACC 以及自由现金流量，通过贴现可以计算出惠泉公司的价值。

公司总价值： $PV=2\ 216\ 864\ 923.65$ （元）

2003 年 2 月 11 日上市时总股本数 250 000 000 股，流通 A 股数 63 000 000 股，平均每股价值为 8.87 元。

资料来源：

赵刚：《美国在线——时代华纳并购案例分析》，清华大学硕士论文，2004。

《燕京 3.6 亿并购惠泉啤酒 占 38.15% 股权》，<http://www.sina.com.cn>，2003-07-27。

要求：

从目标公司的选择、目标公司价值评估两方面总结该案例的启示。



思考题

1. 如何理解并购目标公司的选择程序，其中要注意什么问题？
2. 试举例说明不同价值评估方法的适用条件。
3. 什么是股权自由现金流量？如何计算？
4. 什么是公司自由现金流量？如何计算？
5. 自由现金流量计算的二阶段模型和三阶段模型是如何推导出来的？



本章导读

宏达经编作为纺织行业第一家经编类上市公司，是国内主要的汽车内饰面料生产厂家之一。受国际金融危机影响，宏达经编盈利水平出现较大波动，急需通过拓展业务领域来发掘新的利润增长点，提升上市公司的可持续发展能力。宏达经编拟借收购深圳市威尔德医疗电子股份有限公司之际，介入正处于旺盛发展期的医疗器械行业，为公司带来新的利润增长点，进行产业结构调整，在不放弃传统经编行业的同时，做大做强医疗器械行业，增强公司盈利能力。

威尔德是国内重要的B超设备生产厂商之一，其掌上式、便携式B超仪产量在国内企业中位于前列。威尔德掌上式B超国内销售市场占有率为70%以上，产品的综合毛利率均保持在50%以上，具有较强的盈利能力。随着我国新医改方案的逐步实施，政府对基层医疗机构投入加大，威尔德彩超业务也陆续投产，威尔德B超业务将迎来高速发展期。威尔德面临快速增长的市场需求，急需追加资金投入。

威尔德医疗电子股份有限公司的股权由6名自然人持有，宏达经编股份有限公司拟以发行股票的方式作为支付对价，向股东非公开发行股份以换取深圳市威尔德医疗电子股份有限公司100%股权。本次收购标的资产采取成本法和收益法两种评估方法进行评估，并以收益法的评估结果作为定价参考依据，评估值为36 037.24万元，增值率为187.98%。经交易双方协商一致，本次交易价格最终确定为35 948万元。最终，宏达经编发行股份约为4 400万股，发行价格为8.17元/股。2010年7月并购顺利完成。^①

企业应该如何选择并购支付方式？并购以后如何整合才能实现并购的最大

^① 资料来源：《宏达经编：盈利下降寻求多元化经营 收购医疗器械资产》，中国上市公司并购网，<http://bestar.com.cn/NewHOME>。

价值？这正是本章重点讨论的问题。

学习目标

- 掌握各种并购支付方式的特点及适用条件
- 掌握并购所需资金量的预测方法及筹资方式
- 理解杠杆并购的概念及特点
- 理解管理层收购的概念及在我国的实践
- 熟悉几种并购防御战略
- 掌握并购整合的类型与内容

4.1 企业并购筹资

并购筹资是实现并购战略的关键一步，主要内容包括预测并购资金需要量、确定并购支付方式以及选择适当的筹资渠道筹集资金。

4.1.1 并购上市公司的方式

按照《上市公司收购管理办法》的规定，收购人可以通过取得股份的方式成为一家上市公司的控股股东，也可以通过投资关系、协议、其他安排的途径成为一家上市公司的实际控制人，还可以同时采取上述方式和途径取得上市公司的控制权。

1. 要约收购

要约收购是指收购人按照同等价格和同一比例相同要约条件向上市公司股东公开发出收购其持有的公司股份的行为，与协议收购相比，要约收购是对非特定对象进行公开收购的一种方式。^①

通过证券交易所的证券交易，并购方持有一家上市公司的股份达到该公司已发行股份的30%时，继续增持股份的，应当采取要约方式进行。以要约方式收购上市公司股份时，可以向目标公司的所有股东发出收购其所持有的全部股份的要约，也可以向所有股东发出收购其所持有的部分股份的要约。

并购方应编制要约收购报告书，聘请财务顾问向中国证监会、证券交易所提交书面报告，抄报派出机构，并通知被收购公司，对要约收购报告书摘要作出提示性公告。在要约收购报告书中，应列明的主要事项包括：（1）收购人的姓名、住所、注册地及法定代表人，与其控股股东、实际控制人之间的股权控

^① 中国证券监督管理委员会上市公司监管部编：《上市公司高级管理人员培训教材》，137页，北京，中国金融出版社，2007。

制关系结构图；(2) 上市公司的名称、收购股份种类，报送收购报告书时持有被收购公司的股份数量和比例；(3) 收购的目的，以及是否在未来12个月内继续增持，预计收购股份的数量和比例；(4) 收购的价格，所需资金额、资金来源及保证；(5) 收购要约约定的条件、收购的期限，收购对上市公司的影响分析；(6) 前24个月内收购方及关联公司与被收购公司之间的重大交易。

要约收购的价格不得低于要约收购提示性公告前6个月内收购人对取得该种股票所支付的最高价格。

对于目标公司而言，要约收购完成以前，未经股东大会批准，目标公司董事会不得通过处置公司资产、对外投资、调整公司主要业务、担保、贷款等方式，对公司的资产、负债、权益或者经营成果造成重大影响。要约收购期间，目标公司的董事不得辞职。

2. 协议收购

协议收购是指投资者在证券交易所集中交易系统之外与被收购公司的股东（控股股东或持股比例较高的股东）就股票的交易价格、数量等方面进行私下协商，购买被收购公司的股票，以期获得或巩固对被收购公司的控制权。^①

股权分置改革前，我国上市公司的收购主要是通过协议转让国有股和法人股来实现的，主要原因在于特殊的非流通股股权高度集中的结构导致的流通性和价格差异。资料显示，2003—2005年，95%的上市公司收购是通过协议收购方式完成的，只有5%是通过要约收购进行的。



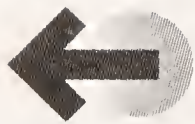
[例 4—1]

1994年4月，上海建筑材料集团公司将其所持有的上海棱光实业股份有限公司1200万股股份转让给珠海经济特区恒通置业股份有限公司，是我国上市公司国家股以协议方式进行转让的第一笔交易。

但协议收购的对象并非仅仅是非流通股和还未到上市期的限售流通股，流通股也是可以协议收购的。为适应全流通体制下新的市场环境，2006年8月，上海证券交易所、深圳证券交易所和中国证券登记结算有限责任公司联合发布了《上市公司流通股协议转让业务办理暂行规则》，明确了上市公司流通股股份在满足以下情形时，可以在证券交易所进行协议转让：(1) 与上市公司收购及股东权益变动相关的股份转让；(2) 转让双方存在实际控制关系，或均受同一控制人所控制的；(3) 外国投资者战略投资上市公司所涉及的股份转让；(4) 中国证监会认定的其他情形。

根据修订后的《上市公司收购管理办法》，并购方通过协议方式在一个上

^① 同上，139页。



上市公司中拥有权益的股份达到或超过该公司已发行股份的 5% 时，应当在 3 日内编制权益变动报告书，向中国证监会、证券交易所提交书面报告，抄报派出机构，通知该上市公司，并进行公告。该并购方拥有权益的股份达到该上市公司已发行股份的 30% 时，继续进行收购的，应依法向该公司股东发出全面要约或部分要约。如满足豁免申请，可免于发出要约。

以协议方式进行上市公司收购的，自签订收购协议起至相关股份完成过户的期间为上市公司收购过渡期，在过渡期内，收购人不得通过控股股东提议改选上市公司董事会，确有充分理由改选董事会的，来自收购方的董事不得超过董事会成员的 1/3。被收购公司的义务主要有：不得为收购人及其关联方提供担保；不得公开发行人股票募集资金；不得进行重大购买、出售资产及重大投资行为或者与收购人及其关联方进行其他关联交易，只有在收购人为挽救陷入危机或面临严重财务困难的上市公司时除外。

与要约收购相比，协议收购的特点主要有：（1）有明确的交易对象。协议收购一般会选择股权集中的公司作为收购目标，双方在证券交易所竞价系统之外进行沟通和协商。对于并购方来说，沟通时间相对较短，而且不会对公司股票价格造成直接影响。（2）交易程序相对简单，交易成本较低。相比要约收购所必须采取的公开方式，协议收购在双方达成一致的情况下，可以迅速地实现公司控制权转移。（3）多数是善意收购。协议收购通常是并购方与目标公司的控股股东在协商一致的条件下达成的股份收购协议，公司董事会主要成员和主要管理层知情，收购协议也通常会对公司的业务、资产、人员做出妥善安排，不会受到管理层的抵制。

3. 间接收购

间接收购是指收购人虽不是上市公司的股东，但通过投资关系、协议或其他安排导致其取得上市公司的控制权。

相比于其他两种收购方式，由于未导致直接持有上市公司股份的股东发生变化，间接收购具有一定的隐蔽性，所以必须对间接收购进行规范并加强监管，以防止通过间接收购侵害上市公司和股东的权益。我国的法律监管主要通过强化实际控制人和上市公司董事会的责任对间接收购进行规范。

上市公司实际控制人及受其支配的股东，负有配合上市公司真实、准确、完整披露有关实际控制人发生变化的信息的义务。上市公司董事会应当拒绝接受未履行法定义务的收购人提出的议案。

收购方通过间接收购方式拥有权益的股份超过该公司已发行股份的 30% 时，收购方有以下选择：（1）不具备豁免条件的，向该公司所有股东发出收购其全部股份的全面要约。（2）申请豁免，在达成有关协议之日起 3 日内编制上市公司收购报告书，提交豁免申请，委托财务顾问向中国证监会、证券交易所提交书面报告，同时提交派出机构，通知被收购公司，并公告上市公司收购报



告书摘要。在取得豁免的3日内收购方需公告其收购报告书、财务顾问专业意见和律师出具的法律意见书。(3)在30日内,促使其控股股东将所持有的上市公司股份减持至30%或30%以下,并在减持之日起第2个工作日内予以公告,其后收购方或控股股东拟继续增持的,应当采取要约方式。

4.1.2 并购资金需要量

一般来说,预测并购资金需要量时主要考虑以下四项因素。

1. 并购支付的对价

并购支付对价是指并购方企业为完成收购目标企业所付出的代价,即支付的现金或现金等价物的金额或者并购日并购方企业为取得对其他企业净资产的控制权而放弃的其他有关资产项目或有价证券的公允价值。

支付的对价与目标企业权益价值大小、控股比率和支付溢价率相关。可以通过下面的公式计算^①:

$$MAC = E_A \rho (1 + \gamma) \quad (4-1)$$

式中,MAC为并购支付的对价; E_A 为目标企业权益价值; ρ 为控股比率; γ 为支付溢价率。

被并购企业的权益价值是并购成本的核心构成,可以按照第3章介绍的方法进行估价。支付溢价率是指支付的对价高于被并购企业权益价值的比率,一般来说,公开收购、竞标收购或敌意收购往往要支付较高的溢价率。从西方国家的经验来看,溢价率在30%~80%之间。

2. 承担目标企业表外负债和或有负债的支出

表外负债是指目标企业的资产负债表上没有体现但实际上要明确承担的义务,包括职工的退休费、离职费、安置费等。

或有负债是指由过去的交易或事项形成的潜在义务,其存在需要通过未来不确定事项的发生或不发生予以证实。或有负债是并购企业潜在的并购支付成本。所以,并购方应详尽了解并购目标企业的未决诉讼和争议、债务担保、纳税责任以及产品责任等项目,对或有负债做出判断。

3. 并购交易费用

并购交易费用包括并购直接费用和并购管理费用。并购直接费用主要指为并购融资注册和发行权益证券的费用,支付给会计师、律师的咨询费用,以及其他各项评估费用等。并购直接费用与并购支付的对价密切相关,一般为支付对价的1%~5%,当然也可以根据审计费、资产评估费、律师咨询费,以及证券发行费用来确定。并购管理费用主要包括并购管理部门的费用,以及不能

^① 张泽来等:《并购融资》,28~29页,北京,中国财政经济出版社,2004。



直接计入并购事项的费用。

4. 整合与运营成本

为了保证并购后企业的健康持续发展必须要支付长期的运营成本。一般来说上述成本包括两项：一是整合改制成本，是指在对人事机构、经营方式、经营战略、产业结构等进行调整时发生的管理、培训等费用；二是注入资金的成本。并购时必须深入分析并购双方企业管理资源的互补性，合理估计并购方在现有基础上对目标公司的管理投入、资金投入成本。整合与运营成本具有长期性、动态性和难以预见性，并购决策中应力求使其保持最低。

4.1.3 并购支付方式

任何实施并购的企业必须充分考虑采取何种方式完成并购，充分认识不同支付方式的差异，依据具体情况作出决策。实践中，企业并购的支付方式主要有三种，即现金支付、股票支付和混合证券支付。

1. 现金支付

现金支付是由主并企业向目标企业支付一定数量的现金，从而取得目标企业的所有权，一旦目标企业的股东收到了对其所拥有的股权的现金支付，就失去了任何选举权或所有权。现金支付是企业并购中最先被采用的支付方式，也是在企业并购中使用频率最高的支付方式。对目标企业的股东而言，现金支付可以使他们即时得到确定的收益，而其他非现金支付方式给股东带来的收益受到市场状况、市场深度、主并企业的业绩及交易成本等因素的影响，不确定性较大。现金支付对目标企业的股东来说，其不足之处是即时形成的纳税义务。世界上大多数国家（不包括我国）都规定，公司股票的销售变化是一项潜在的应税事件，在已实现资本收益的情况下，应缴纳资本利得税。目标企业股东在得到现金支付的同时，也意味着纳税义务的实现，没有其他递延或滞后纳税的可能。对主并企业而言，现金支付最大的好处是现有的股权结构不会受到影响，现有股东控制权不会被稀释。同时，现金支付可以使主并企业迅速完成并购，而若使用股票，主并企业必须到证券管理部门进行登记，经过审批，需花费较长的时间，而时间越长，目标企业的管理人员就越有可能建立起反并购防御措施，而且可能会促使更多的企业参与并购竞价，从而将使主并企业的并购成本上升，并购时间延长，并购难度加大。但是，现金支付会给主并公司造成一项沉重的现金负担。主并企业必须决定是动用公司现有的现金，还是专门筹集额外的资金来支付收购费用。

现金收购因其速度快的特点而多被用于敌意收购。在已有的并购案例中，现金收购占主导地位。例如，1988年，菲利普莫里斯公司收购克拉夫特公司以129亿美元现金成交。在我国，现金支付也是一种企业并购时主要的支付手段。1994年，珠海恒通集团股份有限公司以每股4.3元的价格收购上海建材



集团总公司持有的上海棱光实业股份有限公司 1 200 万股国家股，占总股本的 35.5%，成为棱光公司的第一大股东。

在采用现金支付方式时，需要考虑以下影响因素：

(1) 主并企业的短期流动性。现金支付要求主并企业在确定的日期支付一定数量的货币，立即付现可能会出现现金紧张，因此有无足够的即时付现能力是主并企业首先要考虑的因素。

(2) 主并企业中长期的流动性。有些企业可能在很长时间内都难以从大量的现金流出中恢复过来，因此主并企业必须认真考虑现金回收率以及回收年限。

(3) 货币的流动性。在跨国并购中，主并企业还必须考虑自己拥有的现金是否为可以直接支付的货币或可自由兑换的货币，以及从目标企业收回的是否为可自由兑换的货币等问题。

(4) 目标企业所在地管辖股票的销售收益的所得税法。不同地方对资本收益税负水平的规定是不一样的，如荷属安德列斯岛，目标企业的股东不会面临课征资本收益税的问题，而英国伦敦的资本收益税税率高达 30%。目标企业所在地的资本收益税的水平将影响主并企业现金支付的出价。

(5) 目标企业股份的平均股本成本，因为只有超出的部分才应支付资本收益税。如果目标企业股东得到的价格并不高于平均股本成本（每股净资产值），则即使是现金支付，也不会产生任何税收负担。如果主并企业确认现金支付会导致目标企业承担资本收益税，则必须考虑可能减轻这种税收负担的特殊安排。否则，目标企业也只能以自己实际得到的净收益为标准，作出是否接受出价的决定，而不是以主并企业所支付的现金数额为依据。通常情况下，一个不会引起税收负担的中等水平的出价，要比一个可能导致较高税收负担的高出价更具有吸引力。



[例 4—2]

2010 年 12 月 7 日，经青岛啤酒股份有限公司第六届董事会临时会议批准，青岛啤酒股份有限公司及全资子公司青岛啤酒香港贸易有限公司与新银麦啤酒（香港）有限公司和华祺有限公司签订股权转让合同，以总对价人民币 18.73 亿元的价格受让新银麦啤酒（香港）有限公司和华祺有限公司持有的山东新银麦啤酒有限公司 100% 股权。其中，青岛啤酒股份有限公司收购新银麦公司 75% 股权，支付对价人民币 14.04 亿元，香港公司收购新银麦公司 25% 股权，支付对价等值于人民币 4.69 亿元的港币。青岛啤酒股份有限公司拟以自有资金支付本次转让的对价。

2. 股票支付

股票支付是指主并企业通过增加发行本企业的股票，以新发行的股票替换



目标企业的股票,从而达到并购目的的一种支付方式。

不同于现金支付方式,采用股票支付方式,主并企业不需要支付大量现金,因而不会影响主并企业的现金状况。同时,并购完成后,目标企业的股东并不失去他们的所有权,而是成为并购完成后企业的新股东,但一般来说,主并企业的股东在经营控制权上占主导地位。由于目标企业的股东保留自己的所有者地位,因此,股票支付对于主并企业股东来说会使其股本结构发生变化,主并企业股权稀释的极端结果是目标企业的股东通过主并企业增加发行的股票取得了对并购完成后企业的主导控制权。股票支付的另一个不足之处是所需手续较多,耗时耗力,不像现金支付那样简捷迅速。

股票支付常见于善意并购,当并购双方的规模、实力相当时,采用这种方式的可能性较大。1992年,美国化学银行发售15.7亿美元新股并购汉诺威制造银行就是一例。我国这几年也涌现了几例换股并购。最早成功的一个换股并购案例是1999年清华同方并购鲁颖电子。



[例 4—3]

清华同方是以清华大学企业集团为主要发起人,以社会募集方式设立的股份制公司,于1997年6月27日在上海证券交易所挂牌交易。它的主营业务集中在三个领域,即信息产业领域,人工环境领域和民用核技术、生物制药领域。鲁颖电子是一家在山东省企业产权交易所上市的股份有限公司,属于电子元件行业。1998年11月30日,清华同方和鲁颖电子的临时股东大会审议并通过了《关于公司吸收合并鲁颖电子股份有限公司的预案》,12月1日,双方正式签订协议,1999年6月8日,中国证监会批复双方的协议,合并协议正式生效。根据双方协议,清华同方向鲁颖电子定向发行人民币普通股,按照1:1.8的换股比例(即1股清华同方换取1.8股鲁颖电子股份)换取鲁颖电子股东所持有的全部股份,鲁颖电子的法人地位消失。合并后,清华同方将以鲁颖电子经评估后的净资产出资,在山东省沂南县设立新的有限责任公司,新公司成为清华同方的控股子公司。

在决定是否采用股票支付方式时,一般要考虑以下因素:

(1) 主并企业的股权结构。由于股票支付方式的一个突出特点是它对主并企业的原有股权结构会有重大影响,因而主并企业必须事先确定主要大股东在多大程度上会接受股权的稀释。

(2) 每股收益率的变化。增发新股会对每股收益产生不利的影晌,如果目标企业的盈利状况较差,或者是支付的价格较高,则会导致每股收益的减少。虽然在许多情况下,每股收益的减少只是短期的,长期来看还是有利的,但无论如何,每股收益的减少仍可能给股价带来不利的影晌,导致股价下跌。所以,主并企业在采用股票支付方式前,要确定是否会产生这种不利情况,如果发生这种情况,那么在多大程度上是可以接受的。



(3) 每股净资产的变动。每股净资产是衡量股东权益的一项重要标准。在某种情况下,新股的发行可能会减少每股所拥有的净资产,这也会对股价造成不利影响。如果采用股票支付方式会导致每股净资产的下降,主并企业需要确定这种下降是否被企业原有的股东所接受。

(4) 财务杠杆比率。发行新股可能会影响企业的财务杠杆比率。所以,主并企业应考虑是否会出现财务杠杆比率升高的情况,以及具体的资产负债的合理水平。

(5) 当前股价水平。当前股价水平是主并企业决定采用现金支付还是股票支付的一个主要影响因素。一般来说,在股票市场处于上升过程时,股票的相对价格较高,这时以股票作为支付方式可能更有利于主并企业,增发新股对目标企业也会有较强的吸引力。不然的话,目标企业可能不愿持有,即刻抛空套现,导致股价进一步下跌。因此,主并企业应考虑本企业股价所处的水平,同时还应预测增发新股会对股价带来多大影响。

(6) 当前股息收益率。新股发行往往与主并企业原有的股息政策有一定的联系。一般而言,股东都希望得到较高的股息收益率。在股息收益率较高的情况下,发行固定利率较低的债权证券可能更为有利;反之,如果股息收益率较低,增发新股就比各种形式的借贷更为有利。因此,主并企业在决定采用股票支付还是通过借贷筹集现金来支付时,先要比较股息收益率和借贷利率的高低。

3. 混合证券支付

混合证券支付是指主并企业的支付方式为现金、股票、认股权证、可转换债券等多种形式的组合。单一的支付工具总是有着不可避免的局限性,通过把各种支付工具组合在一起,能集中各种支付工具的长处而避免它们的短处。由于这种优势,近年来混合证券支付在各种出资方式中的比例呈现出逐年上升的趋势。

与普通股相比,公司债券的资金成本较低,而且向它的持有者支付的利息是可以免税的。

认股权证是一种由上市公司发出的证明文件,赋予它的持有人一种权利,即持有人有权在指定的时间内,用指定的价格认购由该公司发行的一定数量(按换股比率)的新股。对主并企业而言,发行认股权证的好处是,可以因此而延期支付股利,从而为公司提供额外的股本基础。由于认股权证认股权的行使,也会涉及主并企业控股权的改变,因此,主并企业在发行认股权证时同样要考虑认股权的行使对企业股权结构的影响。目标企业的股东获得认股权证后,可以行使优先低价认购公司新股的权利,也可以在市场上将认股权证出售。

可转换债券向其持有者提供一种选择权,在某一给定时间内可按某一特定



价格将债券换为股票。

从主并企业的角度看，采用可转换债券这种支付方式的好处是：（1）通过发行可转换债券，企业能以比普通债券更低的利率和较宽松的契约条件出售债券；（2）提供了一种能以比现行价格更高的价格出售股票的方式；（3）当企业正在开发一种新产品或一种新的业务时，可转换债券也是特别有用的，因为预期从这种新产品或新业务所获得的额外利润可能正好是与转换期一致的。

对目标企业股东而言，采用可转换债券的好处是：（1）具有债券的安全性和作为股票可使本金增值的有利性相结合的双重性质；（2）在股票价格较低时，可以将它的转换期延迟到预期股票价格上升的时期。

4.1.4 并购筹资方式

在并购过程中，并购筹资方式的选择往往取决于并购支付方式。按照上述三种支付方式，下面分别介绍与之相对应的筹资方式。

1. 现金支付时的筹资方式

现金收购往往会给主并企业造成一项沉重的现金负担。如果主并企业有充分的甚至比例过高的流动资产，那么它首先可以考虑用自己的流动资产（变现后）支付给目标企业。但通常情况下，并购一家企业需要的资金数量相当庞大，在采用现金支付方式时，主并企业通常都要到本企业外部去寻求必要的资金。常见的筹资方式有增资扩股、向金融机构贷款、发行公司债券、发行认股权证或上述几项的综合运用。

（1）增资扩股。主并企业在选择通过增资扩股来取得现金时，最为重要的是考虑增资扩股对主并企业股权结构的影响。但大多数情况下，股东更愿意增加借款而不愿扩股筹资。

（2）向金融机构贷款。向金融机构贷款无论在国外还是在国内，都是普遍采用的筹资方法。在向银行提出贷款申请时，首先要考虑的是贷款的安全性，即要考虑贷款将来用什么资金来偿还。一般情况下，至少有一部分贷款的偿还需要目标企业未来的现金流入。这种现金流入有两种来源，即目标企业以后的生产经营所产生的收益和变卖目标企业一部分资产所获得的现金。

（3）发行企业债券。筹集现金的另一种方式是向其他机构或第三方发行债券。近10年来，高风险、高利率的“垃圾债券”成为美国企业并购中的重要筹资方式。1983年，美国德雷塞尔银行首先提出把“垃圾债券”用于企业并购，使用这种“垃圾债券”为并购提供资金，银行按目标企业拥有多少资产而不是按照借款人拥有多少资金来放款。自此以后，“小鱼吃大鱼”就成为一种现实。“垃圾债券”在企业并购融资中的运用，在一定程度上增加了并购的范围，增大了并购的规模。大多数杠杆收购都通过发行“垃圾债券”方式筹资，

然后以目标企业的现金流入或资产变卖进行偿还。

我国《公司法》规定，企业如果为股份有限公司、国有独资公司和两个以上的国有企业或者其他两个以上的国有投资主体设立的有限责任公司，为筹集生产经营资金，可以发行公司债券；同时，还规定上市公司经股东大会决议可以发行可转换债券等。这些规定为主并企业通过发行债券为并购筹资提供了可能，同时也进行了限制。

(4) 发行认股权证。认股权证通常和企业的长期债券一起发行，以吸引投资者来购买利率低于正常水平的长期债券。由于认股权证代表了长期选择权，所以附有认股权证的债券或股票，往往对投资者有较大的吸引力。从实践看，认股权证能在下列情况下推动公司有价值证券的发行销售：当企业处于信用危机边缘时，利用认股权证，可诱使投资者购买企业债券，否则企业债券可能会难以出售；在金融紧缩时期，一些财务基础较好的企业也可用认股权证使其企业债券吸引投资者。



[例 4—4]

Norway 公司为筹集 4 000 万美元资金，面临三种方案：(1) 发行可转换公司债券；(2) 发行附有认股权证的一般公司债券；(3) 发行普通股股票。公司筹资前的财务状况见表 4—1，其他相关财务资料如下：可转换公司债利率为 6%，转换价格为 50 美元；一般公司债利率为 7%，且每 1 000 美元公司债可获 3 股 60 美元认股权证；普通股现行市价为每股 40 美元。

表 4—1 表明各种筹资方案对公司资本状态的影响：在所有可转换公司债券转换后，普通股由于增加了 80 万股而达到 380 万股，而公司资本总额仍为 1 200 万美元；认股权证持有人行使权利时，以每股 60 美元买了 12 万股普通股，总计 720 万美元，而此时公司债仍然未改变，故资本总额由于增加了 720 万美元达到 12 720 万美元。可转换证券的转换（80 万新股）较之认股权证的行使（12 万股新股）对普通股有更大的稀释作用。

表 4—1 各种筹资方案对公司资本状态的影响 单位：百万美元

	吸收 资金前	普通股	可转换公司债券		附认股权证公司债券	
			转换前	转换后	行使前	行使后
公司债			40		40	
普通股(面值 10 美元)	30	40	30	38	30	31.2
资本公积		30		32		6.0
留存收益	50	50	50	50	50	50
股本净值	80	120	80	120	80	87.2
资本总额	80	120	120	120	120	127.2
普通股发行数 (百万股)	3	4	3	3.8	3	3.12

表 4—2 表明三种不同的筹资方案对 Norway 公司每股收益的影响。假定：



(1) 本期税前收益总额为 2 200 万美元（含利息）；(2) 这 4 000 万美元能使税前收益增加到 3 000 万美元（含利息）。与直接销售普通股相比，采用可转换债券或附有认股权证的公司债券的每股收益均比前者高；而后两者之间每股收益差别并不明显，这是因为每股收益取决于认股权证（或公司债券）是否已购买（或已转换）了普通股。若股票市价上升足够高，以诱使权证持有者行权，那么相比之下，第二种方案较好。

表 4—2

各种筹资方案对每股收益的影响

单位：百万美元

	吸收 资金前	普通股	可转换公司债券		附认股权证公司债券	
			转换前	转换后	行使前	行使后
税前收益（含利息）	22	30	30	30	30	31.44*
公司债利息			2.4		2.8	2.8
税前净收益	22	30	27.6	30	27.2	28.64
公司所得税（50%）	11	15	13.8	15	13.6	14.32
税后净收益	11	15	13.8	15	13.6	14.32
普通股发行数 （百万股）	3	4	3	3.8	3	3.12
每股收益（美元）	3.67	3.75	4.60	3.95	4.52	4.60

* 行使以股权后公司资本总额增加 3 720 万美元，而投资报酬为 20%（800/4 000）的税前收益增加了 144 万美元。

2. 股票和混合证券支付的筹资渠道

在并购中，主并企业用股票或混合证券支付时，发行的证券要求是已经或者将要上市的。因为只有这样，证券才有流动性，并有一定的市场价格作为换股参考。

(1) 发行普通股。主并企业可以通过将以前的库存股重新发售或者增发新股给目标企业的股东，换取目标企业的股权。普通股支付有两种方式：一是由主并企业出资收购目标企业的全部股权或部分股权，目标企业取得资金后认购主并企业的增资股，并购双方不需再另筹资金即可完成并购交易；另一种方式是由主并企业收购目标企业的全部资产或部分资产，目标企业认购主并企业的增资股，这样也达到了股权置换的目的。新发行给目标企业股东的股票应该与主并企业原来的股票同股同权同利。

(2) 发行优先股。有时向目标企业发行优先股可能会是主并企业更好的选择。比如，如果目标企业原来的股利政策是发放较高的股息，为了保证目标企业股东的收益不会因并购而减少，目标企业可能会提出保持原来的股利支付率的要求。对于主并企业而言，如果其原来的股利支付率低于目标企业的股利支付率，提高股利支付率的话，则意味着新老股东的股利都要增加，这会给主并企业的财务带来很大的压力。这时，发行优先股就可以避免这种情况。

(3) 发行债券。有时主并企业也会向目标企业股东发行债券，以保证企业清算解体时，债权人可先于股东得到偿还。债券的利息一般会高于普通股票的

股息，这样对目标企业的股东就会有吸引力。而对主并企业而言，收购了一部分资产，股本额仍保持原来的水平，增加的只是负债，从长期来看，股东权益未被稀释。因此，发行债券对并购双方都是有利的。

[例 4—5]

2009年10月，在大众公司与保时捷共同组建综合汽车集团的过程中，双方终于迈出了实质性一步，根据保时捷公司计算出的企业价值，大众汽车集团预计将耗资大约39亿欧元获得保时捷公司49.9%的股份。为支持参股而进行再融资并保持大众汽车集团良好的信用等级，大众汽车集团计划在2010年上半年增加优先股资本金。

2010年4月14日，大众以每股65欧元的价格出售了6490万股优先股，扣除手续费筹得41亿欧元，从而可以完成对保时捷汽车控股公司旗下汽车制造部门的合并收购。

同时大众也计划重新发售公司债券，这是大众自2007年金融危机爆发后首次发行债券，通过此次债券出售大众希望筹得6.8625亿欧元的资金。

大众金融部门发言人表示这些债券包括：标普评级AAA债券价值6.225亿欧元，期限为1.65年；被标普评级为A-6的债券6375万欧元。

4.2 企业杠杆并购

4.2.1 杠杆并购的概念与特点

杠杆并购是指并购方以目标公司的资产作为抵押，向银行或投资者融资借款来对目标公司进行收购，收购成功后再以目标公司的收益或是出售其资产来偿本付息。杠杆并购是并购企业通过负债筹集现金以完成并购交易的一种特殊情况，杠杆并购的实质是以现金支付并购对价的一种特殊的融资方式。

杠杆并购的特点主要是：首先，杠杆并购的负债规模（相对于总的并购资金）较一般负债筹资额要大，其用于并购的自有资金远远少于完成并购所需要的全部资金，前者的比例一般为后者的10%~20%；其次，杠杆并购不是以并购方的资产作为负债融资的担保，而是以目标公司的资产或未来或有收益为融资基础，并购企业用来偿还贷款的款项来自目标企业的资产或现金流量，也就是说，目标企业将支付它自己的售价；最后，杠杆并购的过程中通常存在一个由交易双方之外第三方担任的经纪人，这个经纪人在并购交易的双方之间起促进和推动作用。

从融资方式来看，杠杆并购的融资结构类似倒金字塔形，与普通收购显著不同。收购资金的60%通常是由银行提供的以企业资产为抵押的贷款；30%



的资金通常是夹层债务（过桥资本），一般是由优先股、次级债券、可转换债券构成；剩余的10%是并购方以自有资金对目标企业的投入。

在杠杆收购的实际操作中，并购企业通常是以目标企业作担保。常见的一种流程是：第一步，并购企业先成立一家专门用于收购的“纸上公司”；第二步，由投资银行等向并购企业提供一笔“过渡性贷款”（也称过桥贷款）用于购买目标企业的股权；第三步，“纸上公司”举债、发行债券；第四步，“纸上公司”与目标公司合并；第五步，将“纸上公司”的负债转移至目标公司名下；第六步，通过经营目标公司偿债、获利。

在这个过程中，发行的债券由于企业负债率较高、以未来收入或资产为担保，所以信用等级不高，常被称为“垃圾债券”。在国外成熟的资本市场中，通常是由投资银行安排自有资金作为过渡性贷款，并为收购方设计和承销具有高风险性质的“垃圾债券”作为偿还过渡性贷款的来源，所以，过渡性贷款和“垃圾债券”是杠杆收购的重要元素。

尽管如此，杠杆并购并非一定与“垃圾债券”画等号，从杠杆收购的融资结构可以看出，“垃圾债券”的主要功能是偿还过桥资本，其比例也只占到30%左右，其余的资金中有60%是属于优先债务的。在我国，还缺乏“垃圾债券”得以生存的环境，私募股权基金（PE）可以成为过桥资本的资金来源，此外，发行信托也可以募集过桥资本，即收购方与信托公司合作，由信托公司发行信托计划，筹集收购资金，其中，收购方作为次级受益人，购买10%~20%的信托单位，并首先承担市场风险，在收购盈利时晚于优先受益人获得剩余收益，在亏损时不参与信托财产分配，并垫资承担损失。

4.2.2 杠杆并购成功的条件

选择何种企业作为并购的目标是保证杠杆并购成功的重要条件。一般来说，具有以下特点的企业宜作为杠杆并购的目标企业：

(1) 具有稳定连续的现金流量。由于杠杆并购中巨额利息及本金的支付和偿还需要目标企业的收益和现金流来支持，所以目标企业收益及现金流的稳定性和可预测性是非常重要的。目标企业收益及现金流的质量是债权人关注的重点，在他们看来，现金流量的稳定性、连续性在某种程度上比利润规模大小还重要。

(2) 拥有人员稳定、责任感强的管理者。考虑到贷款的安全性，债权人往往对目标企业的管理人员要求很高。只有管理人员勤勉尽职，才能保证贷款本息的如期偿还。管理人员的稳定性，通常根据管理人员任职时间的长短来判断，时间越长，债权人倾向于认为其在并购完成后留任的可能性就越大。

(3) 被并购前的资产负债率较低。由于杠杆并购是以增加大量的负债为根



本特征的，并购完成后，企业的资产负债率必将大大提高。如果并购完成前，目标企业的资产负债率较低，一方面增加负债的空间相对较大，另一方面，在增加相同数量负债的情况下，与并购前资产负债率就已经比较高的企业相比，有较多的资产可用于抵押，能够增强债权人的安全感。

(4) 拥有易于出售的非核心资产。杠杆并购中巨额负债的偿还途径一是目标企业的收益以及由此形成的现金流，另外就是变卖目标企业的部分资产。如果企业拥有易于出售的非核心资产，就可以在必要的时候出售这些资产来偿还债务，从而也能增强对债权人的吸引力。

一般而言，以技术为基础的知识、智力密集型企业，进行杠杆并购比较困难，因为企业只拥有无形资产和智力财富，未来收益和现金流量难以预测，并且难以变卖获得现金。但这也不是绝对的，如果债权人认为这些企业的管理水平高、无形资产能够变卖、企业现金流量稳健，也同样能给予贷款。



[例 4—6]

美国 KKR 公司是世界有名的专门做杠杆收购的公司。该公司向外大量举债，专找营运业绩欠佳，但却很有发展潜力的公司。对于拥有众多资产而又经营不善的公司，KKR 公司一旦介入，通常将其部分资产出售，整顿后再以高价卖出。

1988 年，KKR 公司以 250 亿美元成功收购纳比斯克 (RJR) 公司。当时，RJR 公司股价一直偏低，主要是因为该公司主力产业烟草业过去有多家公司被吸烟人要求损害赔偿，而使投资人对该产业没有信心。该公司最高执行主管打算以 MBO (4.3 节将进行介绍) 加上 LBO 的方式，通过协议银行协助，以每股 75 美元要约 (当时市价为 55 美元)，其资金以银行贷款及发行“垃圾债券”偿付。该主管也打算购后将出售一些资产来偿债，且已接洽过潜在买主。但此消息传出后，KKR 公司立即出价 90 美元参与收购竞争，于是 RJR 股东及董事会宣布重新择期竞标。之后 KKR 公司首先将要约升至 94 美元，RJR 公司最高执行主管接着提出 100 美元竞价，KKR 公司又将出价升至 106 美元，并且承诺原公司大部分事业不出售，并对员工提供更多福利与保障。最后 KKR 公司以 109 美元中标，成交金额为 251 亿美元。此收购案例中，KKR 公司自己仅出资 15 亿美元，其他约 50%~70% 的收购资金由两家投资银行及银行集团贷款，其余则为发行“垃圾债券”。

1997 年，KKR 策划收购了世界著名的接插件制造商美国安费诺公司 (Amphenol)。此次收购总额作价约为 13.31 亿美元，其中 KKR 投入 3.41 亿美元，剩余资金通过发行 2.4 亿美元优先次级债以及获得 7.5 亿美元银行贷款方式筹集。2001 年，重组后的安费诺公司在雷曼兄弟公司的安排下通过 IPO 上市。至 2004 年，KKR 成功全身而退，获利是当初投入资金的 3 倍左右。



4.3 管理层收购

4.3.1 管理层收购的概念与成因

管理层收购（management buy-out, MBO），是指目标公司的管理层利用外部融资购买本公司的股份，从而改变本公司所有者结构、控制权结构和资产结构，进而达到重组本公司的目的并获得预期收益的一种收购行为。管理层收购是杠杆并购的一种特殊形式，当杠杆并购中的主并方是目标企业内部管理人员时，杠杆并购也就是管理层收购。

从理论上说，管理层收购有助于降低代理成本、有效激励和约束管理层、提高资源配置效率。

与所有权与经营权分离不同的是，管理层收购追求的恰恰是所有权与经营权合一，从而实现管理层对企业决策控制权、剩余控制权和剩余索取权的接管，降低了成本。管理层收购后，管理者拥有企业的股权，企业的经营绩效与管理者的个人报酬直接相关，管理者有动力挖掘企业潜力，有利于降低管理者与股东之间的代理成本。此外，管理层收购常常需要借助于高负债的杠杆作用得以完成，高负债可以进一步约束管理者的经营行为，有利于公司现金流量的及时回收。

从激励的角度来讲，管理层收购有利于激发企业家充分发挥管理才能。控制权和报酬是企业家的两大激励因素。控制权可以满足其施展才能、“自我实现”的心理需求，也能满足其处于负责地位的权力需求。而报酬则满足其物质需求和价值实现的心理需求。

管理层收购有利于企业内部结构优化，进行产业转换，实现资源优化配置。20世纪80年代以来，管理层收购作为一种产权变革的新模式在西方企业广为应用。通过管理层收购，企业可以较为方便地转移经营重点或产业调整，集中资源，开展核心业务。



[例 4—7]

四通集团以2万元借款起家，发展成为拥有10亿元资产、25个联营企业的大型跨国企业。随着公司逐步扩大，由产权不清带来的问题日益尖锐，严重影响了企业的增长，成为企业向现代化、国际化企业跃升的严重阻碍。产权改革成为四通集团最为紧迫的任务。经过内部研讨和外部专家咨询，四通集团最后决定采用MBO进行此次产权改革，经理层通过贷款买下公司股权，达到对公司的绝对控制，并且四通集团的所有职工共同参与了此次管理层收购。



1999年，四通首先成立了职工持股会，接着，集团公司经理、员工共同出资组成“四通投资有限公司”，即新四通。新四通由四通集团投资49%，四通集团职工持股会投资51%共同组成。职工持股会由四通集团616名职工注资5100万元形成，在认购总额中，总裁段永基和董事长沈国钧各占7%，14个核心成员共占50%左右。这样，管理层通过绝对控股职工持股会对新四通实现绝对控股。新四通将分期分批私募扩股，逐步购买四通集团原有资产，从而完成产权重组、产业重组和机制重组的目标。

4.3.2 管理层收购的方式与程序

国外管理层收购的方式主要有三种：收购上市公司、收购集团的子公司或分支机构、国营部门的私有化。^①

1. 收购上市公司

在完成管理层收购后，原来的上市公司转变为非上市公司。这种类型的收购动机主要有四种：基层管理人员的创业尝试；防御敌意收购；机构投资者或大股东转让大额股份；摆脱上市公司制度的约束。

2. 收购集团的子公司或分支机构

大型企业在发展过程中为了重点发展核心业务或者转换经营重心进入新领域，通常需要出售一部分资产和业务，或者是曾经被收购的子公司在经营价值得以提升以后被再次出售套现收益，这些情况下，往往会以MBO方式进行资产的剥离和重组。管理层收购的优点在于管理人员往往具有信息优势，作为内部人员，容易满足保密要求，被收购单位与原来集团的业务联系会继续保持，从而有利于平稳持续的经营。

3. 国营部门的私有化

管理层收购是实现国营部门私有化的主要方式之一，其优势主要体现为两方面：一是可以引入资本市场的监督机制；二是可以激励管理层提升企业经营效益。

无论是哪种类型的MBO，成功地进行管理层收购应综合考虑以下三个因素：首先，目标公司的产业成熟度。一般来说，当公司所处的产业比较成熟时，其收益和现金流比较稳定，能满足收购后企业巨额的利息支付和分期偿还贷款需求。其次，目标公司的资本结构。一般要求目标公司有形资产的质量和比重都较高，资本结构具有一定的负债空间。最后，经营管理的状态。经营管理越好的企业，其可以挖掘的潜在价值就越大，管理层收购后通过业务重组，获得较高现金流和超额收益回报的可能性就越大。

^① 张泽来等著：《并购融资》，275页，北京，中国财政经济出版社，2004。



管理层收购的实现一般需要经过前期准备、实施收购、后续整合、重新上市四个步骤。

第一步，前期准备。主要内容是筹集收购所需资金、设计管理层激励体系。在国外，一般由管理层领导的收购集团提供 10% 的资金，作为新公司的权益基础，余下的 90% 由外部投资者提供。其中约 50%~60% 的资金可以通过银团抵押贷款获得，其余 30%~40% 的资金可以通过对机构投资者进行私募或发行“垃圾债券”的方式筹集。管理层激励体系一般以股票期权或认股权证的形式向管理层提供基于股票价格的薪酬，这样，管理层的股份将不断增加，一般最终都会超过 30%。

第二步，实施收购。收购的方式可以采取收购目标公司的股票或资产两种形式。其收购方法与一般的收购并无本质区别。

第三步，后续整合。收购完成以后，管理者的身份发生了变化，成为公司新的所有者。为了增加利润和现金流量，他们会通过削减成本或改变市场战略进行整合，同时调整生产设备，加强库存管理、应收账款管理，调整员工结构。为了偿还并购中的银行贷款，减少负债，可能会进一步降低投资、出售资产甚至裁员。

第四步，重新上市。后续整合之后，如果公司实力增强，达到投资人预期的目标，为了向现有股东提供更大的流动性便利，投资人可能会选择使公司重新上市。

4.3.3 管理层收购在中国的实践与发展

1. 管理层收购的制度规范

我国管理层收购的理论与实践与市场经济体制改革及产生的问题紧密相连。改革过程中出现的产权结构不合理、所有者缺位、内部人控制等现象，使得管理层收购成为解决问题的现实途径之一。从 1999 年第一家实施管理层收购的四通集团开始，短短几年时间，国内出现了管理层收购的热潮。2000 年粤美 MBO 的成功实施更是进一步促进了我国管理层收购的迅速发展。然而，有关 MBO 的政策在 2003 年出现了波折。考虑到大规模推行管理层收购可能导致的高风险，2003 年 4 月管理层收购被紧急叫停，财政部暂停受理和审批上市和非上市公司的管理层收购。2003 年 12 月，国务院办公厅又重新对管理层收购实行有限制的允许，转发了国资委《关于规范国有企业改制工作的意见》，对企业国有产权转让行为进行了规范。随后，国资委、财政部又公布了产权变革的一份标志性文件《企业国有产权转让管理暂行办法》，对企业国有产权向管理层转让做出更为明确的规定。但在管理层收购解禁之后，学术界、企业界开展了一次关于管理层收购的大讨论，有学者认为管理层收购是导致国有资产流失的主要途径，管理层收购不适合中国。2004 年 12 月，国



资委明确国有大型企业不准实行 MBO。2005 年 4 月，国资委和财政部公布了《企业国有产权向管理层转让暂行规定》（简称《暂行规定》），对企业国有产权向管理层转让提出了规范性要求，对管理层出资受让企业国有产权的条件、范围等进行了界定，并明确了相关各方的责任，明确提出中小型国有及国有控股企业的国有产权可向管理层转让，而大型国企的国有产权不得向管理层转让。

《暂行规定》明确，中小型国有及国有控股企业的国有产权向管理层转让可以探索，但必须符合五个条件。一是国有产权持有单位应当严格按照国家规定，委托中介机构对转让标的企业进行审计，其中标的企业或者标的企业国有产权持有单位的法定代表人参与受让企业国有产权的，应当对其进行经济责任审计。二是国有产权转让方案的制定以及与此相关的清产核资、财务审计、资产评估、底价确定、中介机构委托等重大事项应当由有管理职权的国有产权持有单位依照国家有关规定统一组织进行，管理层不得参与。三是管理层应当与其他拟受让方平等竞买。企业国有产权向管理层转让必须进入经国有资产监督管理机构选定的产权交易机构公开进行，并在公开国有产权转让信息时对以下事项详尽披露：目前管理层持有标的企业的产权情况、拟参与受让国有产权的管理层名单、拟受让比例、受让国有产权的目的及相关后续计划、是否改变标的主营业务、是否对标的企业进行重大重组等。产权转让公告中的受让条件不得含有为管理层设定的排他性条款，以及其他有利于管理层的安排。四是企业国有产权持有单位不得将职工安置费等有关费用从净资产中抵扣（国家另有规定除外）；不得以各种名义压低国有产权转让价格。五是管理层受让企业国有产权时，应当提供其受让资金来源的相关证明，不得向包括标的企业在内的国有及国有控股企业融资，不得以这些企业的国有产权或资产为管理层融资提供保证、抵押、质押、贴现等。

同时，《暂行规定》还明确，如果管理层存在以下五种情形之一，不得受让标的企业的国有产权：一是经审计认定对企业经营业绩下降负有直接责任的；二是故意转移、隐匿资产，或者在转让过程中通过关联交易影响标的企业净资产的；三是向中介机构提供虚假资料，导致审计、评估结果失真，或者与有关方面串通，压低资产评估结果以及国有产权转让价格的；四是违反有关规定，参与国有产权转让方案的制定以及与此相关的清产核资、财务审计、资产评估、底价确定、中介机构委托等重大事项的；五是无法提供受让资金来源相关证明的。此外，《暂行规定》还明确了管理层不得采取信托或委托方式间接受让企业国有产权。

所以，《暂行规定》已经明确，国有资产监督管理机构已经建立或政府已经明确国有资产保值增值的行为主体和责任主体的地区，可以探索中小型国有及国有控股企业的国有产权向管理层转让，但国家法律、行政法规和规章制度



另有规定的除外。同时规定，大型国有及国有控股企业的国有产权不向管理层转让，大型国有及国有控股企业所属从事该大型企业主营业务的重要全资或控股企业的国有产权也不向管理层转让。

2. 我国上市公司管理层收购的主要方式^①

我国上市公司管理层收购的主要方式有以下五类。

(1) 管理层个人直接持股。在一些高新技术类上市公司，管理层个人作为发起人直接持股或在二级市场买入上市公司流通股份。如隆平高科、精伦电子、士兰微等公司。

(2) 管理层设立公司持股。参与上市公司收购的管理层以自有资金或借款组建投资型有限责任公司，并以该公司为收购主体完成收购。这种做法便于融资和资本运作，股权相对集中，便于一致行动，也可以规避管理层收购前后的个人所得税问题。

(3) 管理层收购上市公司的控股公司。管理层通过对上市公司的控股公司进行股份制改造，收购上市公司的控股公司，从而间接控制上市公司。上市公司的控股公司往往承担了上市公司改造时的各项费用和社会负担，导致其净资产低于上市公司，所以，在以净资产为收购定价基准时，可以降低管理层操作的成本。

(4) 收购上市公司的子公司。管理层可以通过收购上市公司子公司的方式实现间接收购，通常来说，管理层控制的子公司具有较强的盈利能力或现金流量表现突出，是构成上市公司主营业务收入和盈利的重要部分。

(5) 其他间接收购模式。通过信托机构实施管理层收购，信托机构依照《中华人民共和国信托法》设立并从事投资业务，解决了收购主体、资金来源问题，并可以规避国有资产管理部門和证券监管部门对信息披露的要求。典型的案例包括宇通客车、恒瑞制药等。

4.4 并购防御战略

并购防御（又称反并购）是针对并购而言的，指目标公司的管理层为了维护自身或公司的利益，保全对公司的控制权，采取一定的措施，防止并购的发生或挫败已经发生的并购行为。通常只有在敌意并购中，才会出现对并购的防御或抵制。并购防御的战略主要可分为两大类，一是经济手段；二是法律措施。本部分主要介绍并购防御的经济手段。

^① 杨华著：《上市公司并购重组和价值创造》，109~111页，北京，中国金融出版社，2009。



4.4.1 提高并购成本

1. 资产重估

通过资产重估，使资产的账面价值与实际价值更加接近，提高净资产的账面价值，从而抬高收购价格，抑制收购。

2. 股份回购

公司一方面可以用现金回购股票，另一方面可以发行公司债券以回收股票，达到减少流通在外股份数的目的，从而抬高公司股价，迫使收购方提高每股收购价。

3. 寻找“白衣骑士”

目标企业为免遭敌意收购而自己寻找的善意收购者通常被称为“白衣骑士”。当公司遭到收购威胁时，为不使本企业落入恶意收购者手中，可选择与其关系密切的有实力的公司，以更优惠的条件达成善意收购。一般来讲，如果收购者出价较低，目标企业被“白衣骑士”拯救的希望就大，而如果买方公司提供了很高的收购价格，则“白衣骑士”的成本提高，目标公司获救的机会相应减少。但“白衣骑士”的介入常常会引发一场并购战，目标公司的股价会因此明显上升，也会增加收购成本，可能会使敌意收购公司知难而退。

4. “降落伞”计划

“降落伞”反收购计划主要是通过事先约定对并购发生后导致管理层更换和员工裁减时对管理层或员工的补偿标准，从而达到提高并购成本的目的。其中，“金色降落伞”是指目标公司董事会通过决议，由公司董事及高层管理人员与目标公司签订合同，一旦目标公司被并购，其董事及高层管理人员被解雇，则公司必须一次性支付巨额的退休金（解职费）、股票选择权收入或额外津贴。与之类似的是，“灰色降落伞”主要是向中级管理人员提供类似的保证，目标公司承诺，如果该公司被并购，中级管理人员可以根据工龄长短领取数周至数月的工资。而“锡降落伞”指目标公司的普通员工在公司被并购后一段时间内被解雇的话，则可领取员工遣散费。

4.4.2 降低并购收益

1. 出售“皇冠上的珍珠”

从资产价值、盈利能力和发展前景等方面来衡量，公司内经营最好的企业或子公司被称为“皇冠上的珍珠”，因此也往往成为其他公司并购的目标。为保全其他子公司，目标公司可将“皇冠上的珍珠”这类经营好的子公司卖掉，降低主并公司的预期收益，从而达到反收购的目的。作为替代方法，也可把



“皇冠上的珍珠”抵押出去。

2. “毒丸计划”

“毒丸计划”主要有“负债毒丸计划”和“人员毒丸计划”两种。前者是目标公司在收购威胁下大量增加自身负债，降低企业被收购的吸引力。例如，发行债券并约定在公司股权发生大规模转移时，债券持有人可要求立刻兑付，从而使收购公司在收购后立即面临巨额现金支出，降低其收购兴趣。“人员毒丸计划”则是公司的绝大部分高级管理人员共同签署协议，在公司被以不公平价格收购，并且这些人中有一人在收购后被降职或革职时，全部管理人员将集体辞职。这一策略会使收购方慎重考虑收购后更换管理层对公司带来的巨大影响。当企业拥有非常精锐的管理层时，该策略的效果将会十分明显。

3. “焦土战术”

当公司在遇到敌意收购而无力反击时，迫不得已可能会采取两败俱伤的做法。例如，将公司中引起收购者兴趣的资产出售，使收购者的意图难以实现，或是提高公司的负债比例，使收购者因考虑收购后严重的负债问题而放弃收购。



[例 4—8]

2005年2月18日，盛大互动娱乐有限公司（纳斯达克代码：SNDA）及其某些关联方向美国证监会提交了13-D表备案，披露其已拥有新浪已发行普通股19.5%的股权。由此互联网业惊天收购大案正式拉开序幕。而新浪方则启动了“毒丸”——购股权计划，以保障股东的利益。按照这一计划，股权确认日（预计为2005年3月7日）当日记录在册的每位股东，均将按其所持的每股普通股而获得一份购股权。

在购股权计划实施的初期，购股权由普通股股票代表，不能于普通股之外单独交易，股东也不能行使该权利。只有在某个人或团体获得10%或以上的新浪普通股或是达成对新浪的收购协议时，该购股权才可以行使，即股东可以按其拥有的每份购股权购买等量的额外普通股。一旦新浪10%或以上的普通股被收购（就盛大及其某些关联方而言，再收购新浪0.5%或以上的股权），购股权的持有人（收购人除外）将有权以半价购买新浪公司的普通股。盛大已经持有19.5%的新浪股份。如果盛大再购买0.5%的新浪股份，“毒丸”将使新浪股东有权以半价购买股票，收购方的股权和股票含金量都会被稀释，收购方持股比例会下降。对盛大来说意味着收购成本将是原来的3倍，分析师表明盛大收购新浪的股份可能要付出每股93美元的代价。“毒丸计划”启动后，2月22日新浪股价立刻大涨至28.42美元，“毒丸计划”起到了明显的反收购效果。



4.4.3 收购并购者

收购并购者又称为帕克曼防御策略，目标公司通过反向收购，以达到保护自己的目的。主要方法是当获悉收购方有意并购时，目标公司反守为攻，抢先向收购公司股东发出公开收购要约，使收购公司被迫转入防御。

实施帕克曼防御策略使目标公司处于可进可退的主动位置，进可使收购方反过来被防御方进攻，退可使本公司拥有收购公司部分股权，即使后者收购成功，防御方也可能分享部分利益。

但是，帕克曼防御策略要求目标公司本身具有较强的资金实力和相当的外部融资能力。同时，收购公司也应具备被收购的条件，一般应为上市公司，否则目标公司股东将不会同意发出公开收购要约。

4.4.4 建立合理的持股结构

1. 交叉持股计划

即关联公司或关系友好公司之间相互持有对方股权，在其中一方受到收购威胁时，另一方伸出援手。比如甲公司持有乙公司10%的股份，乙公司又购买甲公司10%的股份，双方之间达成默契，彼此忠诚、相互保护，在甲公司成为收购目标时，乙公司则锁住其持有的甲公司股权，从而加大收购者收购股份的难度，同时乙公司在表态和有关投票表决时也支持甲公司的反收购，从而达到防御收购的目的。同理，乙公司受到收购威胁时，甲公司也会同样予以支持。

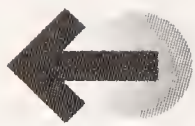
2. 员工持股计划

国外许多公司还通过员工持股增加敌意并购时股份收购的难度，其原理与交叉持股相同。但在我国由于员工持股比例非常低，还不足以形成有效的反并购计划。

4.4.5 修改公司章程

1. 董事会轮选制

公司章程可以对董事的更换比例做出规定，如规定董事的更换每年只能改选1/4或1/3等。这样，收购者即使收购到了“足量”的股权，也难以通过董事会达到控制公司的目的。公司未更换的董事可以决定采取增资扩股或其他办法来稀释收购者的股票份额，也可以决定采取其他办法来达到反并购的目的，如吞下“毒丸”或售卖“皇冠上的珍珠”，使收购者的初衷不能得到实现或使公司股票贬值，造成并购者损失。



2. 绝对多数条款

我国新《公司法》第 104 条规定，股东大会做出修改公司章程、增加或者减少注册资本的决议，以及公司合并、分立、解散或者变更公司形式的决议，必须经出席会议的股东所持表决权的 2/3 以上通过。可以说，我国当前的《公司法》对公司特殊事项已经做出了绝对多数表决权的規定，绝对多数的比例高于 2/3 是合法的。

在并购防御中，目标公司可以在章程中对公司合并时需要获得的出席股东大会绝对多数投赞成票的比例做出规定，如 80%，同时，还可以规定对这一反收购条款的修改也需要绝对多数股东同意才能生效。这样，大大增加了敌意收购者的收购成本和难度。



[例 4—9]

百度公司上市前就建立了一种双重股票结构，按照这种结构，包括管理层、董事、员工和早期投资者在内的股东，其所持股票的投票权 10 倍于在美国首次公开募股（IPO）时发行的股票。这使 IPO 前的股东拥有百度 98.5% 的投票权，而通过公开市场购买股份的股东总计只拥有其 1.5% 的投票权。

4.5 并购整合

对公司来说，并购不仅意味着机遇，也会随之带来一些困难，可能使并购最终以失败终结。波士顿咨询公司曾指出，在收购兼并之前，只有不到 20% 的公司考虑到并购后如何将公司整合到一起以及并购所能产生的成本节约。并购专家瓦瑟斯坦（Bruce Wasserstein, 1998）也指出，并购成功与否不是仅依靠被收购企业创造价值的能力，在更大程度上依靠并购后的整合。

4.5.1 并购整合的概念与作用

并购整合是指将两个或多个公司合为一体，由共同所有者拥有的具有理论和实践意义的一门艺术。具体讲就是指在完成产权结构调整以后，企业通过各种内部资源和外部关系的整合，维护和保持企业的核心能力，进一步增强整体的竞争优势，从而最终实现企业价值最大化的目标。

并购完成后，主并企业面临着一系列管理上的挑战，如文化冲突、人才流失甚至经营方式的改变和进入全新的领域等，这就决定了并购整合是不可或缺的重要程序之一。许多学者通过研究发现，并购整合是并购创造价值的源泉所

在，并购整合使得并购最终实现了“1+1>2”的效果。表4—3是一些学者和咨询公司对有关并购整合失败的研究总结。

表4—3 有关并购整合不利的研究总结

时间	研究者	样本数	失败定义	失败率	失败原因
1987年	McKinsey & Company	116	3年内没有收回投资	77%	主营业务能力不强，并购规模过大，对市场潜力评估过于乐观，高估了协同效应，收购价过高，并购整合进程缓慢。
1995年	Mercer 管理咨询	150	并购3年后股东收益率低	50%	并购双方缺乏合理评价，存在文化冲突，并购后整合进程缓慢。
1988—1996年	Mitchell/EIV	150	自我评估	70%	计划不善，并购公司之间缺乏沟通，整合速度缓慢，缺乏实际推进措施。
1996年	库帕斯-莱布兰会计咨询公司	125	缓慢的年收入现金流量和利润	66%	整合进程缓慢。

资料来源：干春晖：《并购经济学》，141页，北京，清华大学出版社，2004。

4.5.2 并购整合的类型与内容

1. 并购整合的类型

根据并购企业与目标企业战略依赖性关系和组织独立性特征，并购整合的策略可以分为完全整合、共存型整合、保护型整合和控制型整合四种类型，如表4—4所示。

表4—4 并购整合的类型

整合策略	适用对象	特点
完全整合	并购双方在战略上互相依赖，但目标企业的组织独立性需求较低。	经营资源进行共享，消除重复活动，重整业务活动和管理技巧。
共存型整合	并购双方战略依赖性较强，组织独立性需求也较强。	战略上互相依赖，不分享经营资源，存在管理技巧的转移。
保护型整合	并购双方的战略依赖性不强，目标企业组织独立性需求较高。	并购企业只能有限干预目标企业，允许目标企业全面开发和利用自己潜在的资源 and 优势。
控制型整合	并购双方的战略依赖性不强，目标企业的组织独立性需求较低。	并购企业注重对目标企业资产和营业部门的管理，最大限度地利用。

资料来源：郑磊：《企业并购财务管理》，143~144页，北京，清华大学出版社，2004。

2. 并购整合的内容

(1) 战略整合。恰当选择并购目标企业只是一个良好的开端，并购协同效



应的最终实现，在很大程度上更取决于并购完成后对企业整体经营战略的调整和组合。并购的完成只是实现了资产规模的扩张，而单纯资产规模的扩张并不能影响和改善业务单元之间的内在联系和必要的相互支撑。所以并购完成后，并购企业应该在把握产业结构变动趋势的基础之上，以长期的战略发展视角对被并购企业的经营战略进行调整，使其纳入并购后企业整体的发展战略框架内。具体来说，可能会涉及某些重复部门、生产线的归并、裁减、新设等。只有通过经营战略的有效整合，并购双方企业的核心能力才能同时拓展，从而形成更强大的综合竞争力。

从财务角度来看，通过整合要求实现各种信息数据的共享和有效利用，包括产、供、销、劳资、物资、设备等信息。具体操作过程应该从最高层面的财务经营理念整合入手，以并购双方的核心能力为基础，优化资源配置，实现一体化协同效应。

(2) 产业整合。产业整合有助于进一步强化和培育企业的核心能力，并将其转化为市场竞争优势。从国内外并购成功案例的经验来看，相关、创新、特色、优势是产业整合应该坚持的原则。实践中，产业整合要充分考虑并购企业和目标企业所具有的产业优势和在同业中的竞争能力。一般来说，如果一个企业的主导产品缺乏市场优势，在同业中的竞争能力比较弱，那么并购后的企业在这个产业继续发展就可能会受到一些限制。更进一步，产业整合时也常常需要考虑双方原有的供销渠道和市场策略，如可将目标企业的部分中间产品交由并购企业生产，从而增加并购企业的利润，这就是并购企业获得的“控制权价值”。

(3) 存量资产整合。并购后对存量资产进行整合的主要目的就是通过对处置不必要、低效率或者获利能力差的资产，降低运营成本，提高资产的总体效率。同时，存量资产的整合也有利于缓解并购带来的财务压力。具体做法可以是精简机构和人员，将一部分有形资产出售或改做他用等。实际上，国外许多并购案例就是在并购后立即将被并购企业的资产分拆出售，从而获得可观的利润。

(4) 管理整合。除了以上三个方面的整合内容外，管理整合也是所有并购成功案例的共性所在。并购完成后，由并购企业对目标企业及时输入先进的管理模式、管理思想，有助于在较短的时间内实现两者的有机融合，也有利于战略整合、产业整合、存量资产整合的贯彻实施。所以并购后要注重从管理组织机构一体化角度对双方原有的管理体制进行调整，使其能够正常、有效地引导企业的生产经营活动。内部管理整合包括管理制度、经营方式、企业文化的融合和协调。从外部财务关系来看，主要应处理和协调好四个方面的关系：一是同当地政府的关系；二是同目标企业原有供应商、客户的关系；三是同银行的关系；四是同工商、税务等职能部门的关系。



[例 4—10]

李善民、刘永新两位学者按照“整合过程→整合业绩→财务业绩”的因果链对并购整合进行了实证研究，证明并购后公司资源的整合对并购绩效有非常重要的影响。^①

其中，整合过程主要考察了整合程度和整合速度。整合程度是指并购整合后两家公司在市场和运作中系统、结构、活动和程序的相似程度，并购整合程度的影响因素主要有三类：任务特征、公司的组织文化特征、行政因素；整合速度是指达到预期整合目标所需的时间，整合速度是由整合策略及整合的复杂性决定的。

整合业绩可以从两个方面来测量，即并购后成本的减少和市场的变化情况。成本减少量是指并购整合所实现的成本降低情况，整合后的公司成本越低于整合前两家公司的总成本，则整合业绩越好。除成本降低外，并购后公司的整合业绩是与并购后市场绩效变化相关的。并购后的市场绩效定义为合并后公司营销及运作活动所带来的结果，如销售量增加，市场份额扩大，客户资源共享等。通常市场绩效的改善主要来自并购后营业收入的增加，而营业收入的增加主要来自并购后公司议价和客户管理能力得以提高，从而在市场业绩上产生了一些好的结果，如客户资源共享对销售的促进，产品和服务选择增多，改进与客户谈判的地位。

财务绩效是并购成败的一个重要衡量指标，也是并购后价值创造和价值毁损最直接的测量指标。财务绩效可以通过并购前后盈利能力的比较进行评价。

按照以上的研究思路，作者通过问卷调查的方法，对 2000—2006 年间我国液化气行业的并购事件进行了研究，共获得 43 份有效问卷。通过因子分析和回归方程对并购后整合对并购绩效的影响进行了实证研究。研究证实：并购整合中必须重视市场整合和生产运作整合，市场整合和生产运作整合的程度越高和整合的速度越快，越有利于并购目标的市场业绩的实现；同时，并购整合的程度越高，越能体现出成本的协同效应而带来成本的降低；此外，并购后市场业绩实现带来的规模经济也使企业节约运营成本；最后，并购后如果能够带来企业市场业绩的改善，会有利于并购后最终公司财务绩效的改善。

4.6 案例研究与分析：新湖中宝吸收合并案例分析

4.6.1 案例背景

新湖中宝和新湖创业均为新湖系旗下公司，且均在上海证券交易所上市。

^① 李善民，刘永新：《并购整合对并购公司绩效的影响——基于中国液化气行业的研究》，载《南开管理评论》，13卷，154~160页，2010（4）。

根据 2008 年年报披露，新湖中宝与新湖创业的产权关系如图 4—1 所示，其中，最终控制人黄伟与李萍系夫妻关系。

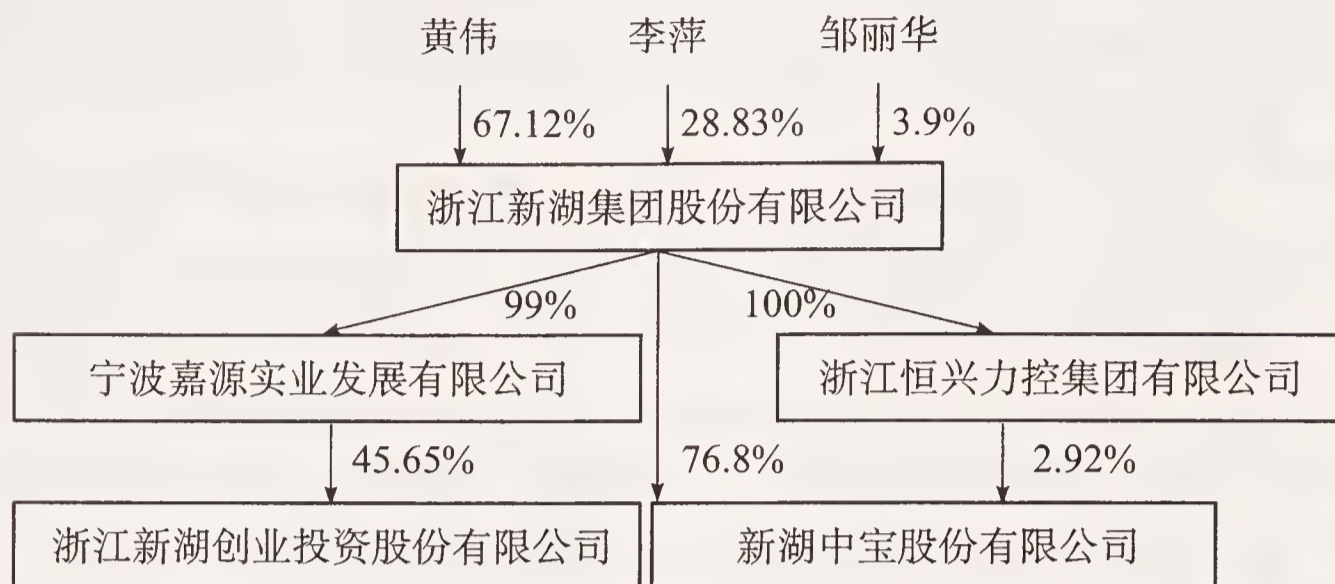


图 4—1 合并前新湖中宝和新湖创业的产权关系图

资料来源：根据新湖中宝和新湖创业 2008 年年报整理。

新湖中宝的前身是浙江嘉兴惠肯股份有限公司，1992 年 8 月由嘉兴商业大厦、嘉兴市信托投资公司，嘉兴市建设房地产开发公司和中国工商银行浙江省信托投资公司等 4 家单位共同发起，以定向募集方式设立股份有限公司，成立时总股本为 500.159 9 万股，每股面值 10 元，募集资金 5 001.599 万元。公司主要从事商业零售、批发等业务。1996 年 9 月，由嘉兴市国资委授权嘉兴市商业控股（集团）公司经营管理原市商业系统国有资产，惠肯股份公司的国家股由嘉兴市商业控股（集团）公司持有。1996 年 12 月，惠肯股份公司按 1:1 的比例进行配股，配股认购的不足部分 1 600 万股由北京戴梦得宝石公司以实物资产认购。由于北京戴梦得宝石公司并入戴梦得实业发展有限公司，其持有的 1 600 万股已由戴梦得实业发展有限公司承继，公司名称变更为浙江中宝戴梦得股份有限公司，主营业务逐步由商业转向珠宝矿石的开采、加工与销售，日用百货、服装、建材的批发与零售，以及酒店的经营与管理等。1997 年公司更名为中宝戴梦得股份有限公司。1997 年 11 月，以原中宝戴梦得股份有限公司作为存续主体，采取吸收合并的方式，合并了中宝翡翠有限公司和浙江美尔珠宝首饰有限公司。1999 年 6 月 2 日，经中国证监会批准，公司向社会公众公开发行人民币普通股 5 850 万股，并于 1999 年 6 月 23 日在上海证券交易所挂牌交易，股票简称“戴梦得”，股票代码“600208”。公开发行后，公司总股本增加至 20 903.36 万股。

2006 年 11 月 17 日，经公司 2006 年第三次临时股东大会表决通过，公司以 3.21 元/股的价格向新湖集团定向发行 120 000 万股股份，新湖集团以其所持有的 14 家房地产类子公司的股权认购，该次发行完成后，公司总股本增加至 151 276.03 万股，公司更名为新湖中宝股份有限公司。公司的主营业务转为房地产开发，房地产投资项目分布在浙江（杭州、温州、嘉兴、衢州、湖州）、上海、江苏（苏州、镇江、淮安）、江西（九江）、安徽（黄山、芜湖、



蚌埠)、山东(泰安)、辽宁(沈阳)等省市。未来公司的项目将定位于全国市场(上海、江苏除外),在开发地域的选择上注重一、二、三线城市的合理配置,逐步提高化解区域性市场风险的能力。目前,公司房地产业务取得较快发展,下属20多家房地产公司开发房地产项目近30个,规划建筑面积超过1000万平方米,具有显著的规模优势、品牌优势与管理优势。截至2009年6月30日,新湖集团持有新湖中宝76.80%的股份。

浙江新湖创业投资股份有限公司原系经绍兴市人民政府办公室批准,在原绍兴百货大楼的基础上改组设立的股份有限公司。公司于1986年12月25日在浙江省工商行政管理局登记注册,经历数次股权变更,公司更名为浙江新湖创业投资股份有限公司。1994年3月11日在上海证券交易所挂牌交易。新湖创业主营业务为房地产开发、销售和贸易,拥有上海新湖房地产开发有限公司、温州新湖房地产开发有限公司等房地产开发企业,公司房产项目分布在上海、温州和江苏吴江三地。截至2009年6月30日,新湖创业的第一大股东为宁波嘉源实业发展有限公司,持股比例为45.65%。

4.6.2 吸收合并的战略实施

1. 合并方式

2009年1月5日,合并双方股东大会审议通过吸收合并方案。新湖中宝拟通过换股方式吸收合并新湖创业,新湖中宝为吸收合并方和吸收合并完成后的存续方,新湖创业为被吸收合并方。本次吸收合并完成后,新湖中宝将作为存续企业,新湖创业的资产、负债、业务和人员全部进入新湖中宝,新湖创业将注销法人资格。2009年8月25日,新湖创业公告退市,8月27日正式退市。

本次换股吸收合并中的换股比例以双方市场化估值为基础确定。具体的做法是以吸收合并董事会决议公告日(2008年12月10日)前20个交易日的交易均价为基础协商确定。换股比例的计算公式为:

$$\text{新湖创业换股比例} = \frac{\text{新湖创业换股价格}}{\text{新湖中宝换股价格}}$$

董事会决议公告日前20个交易日的交易均价分别为3.85元/股和7.11元/股。实施换股时新湖创业全体股东所持有的新湖创业股份将按照1:1.85换股比例转换为新湖中宝股份。换股吸收合并后新湖中宝新增A股股份56255万股。

2. 相关方利益保护机制

新湖中宝的异议股东在新湖中宝股东大会表决本次吸收合并方案时持有并且一直持续持有至收购请求权实施日的股票属于有权行使收购请求权的股份,异议股东在新湖中宝股东大会股权登记日后买入的或先卖出后又买入的新湖中宝股份不属于有权行使收购请求权的股份,不得行使收购请求权。在收购请求权申报日,新湖中宝的异议股东有权以3.85元/股的价格将其持有的全部或部



分有权行使收购请求权的股份，以书面形式申报行使收购请求权。

新湖创业的异议股东在新湖创业股东大会表决本次吸收合并方案时持有并且一直持续持有至现金选择权实施日的股票属于有权行使现金选择权的股份，异议股东在新湖创业股东大会股权登记日后买入的或先卖出后又买入的新湖创业股份不属于有权行使现金选择权的股份，不得行使现金选择权。在现金选择权申报日，新湖创业的异议股东有权以 7.11 元/股的价格将其持有的全部或部分有权行使现金选择权的股份申报行使现金选择权。

新湖中宝于 2008 年 7 月发行了 14 亿元的公司债券，债券代码为 122009。为充分保护公司债券持有人的利益，新湖中宝拟给予债券持有人一次回售机会（或由第三方给予债券持有人一次面值加相应期间利息出售的机会）。但考虑若回售数量太大，将给公司的现金流造成压力，为避免影响上市公司的正常经营，回售数量以 20% 为限，即，若债券持有人进行回售申报的数量超过公司债券总额的 20%，则整个吸收合并方案将终止。具体的做法是由第三方（长城证券和浙江新湖集团股份有限公司）给予 2008 新湖债券持有人一次面值加相应期间（自发行日或上次付息日至提前清偿实施日）利息清偿的机会，并且 2009 年 1 月 6 日之前，第三方已将履行 2008 新湖债券提前清偿权利的保证金 5 978 万元划入中国证券登记结算有限责任公司上海分公司的指定账户。2008 新湖债券提前清偿权利的登记日为 2009 年 1 月 8 日，所有于 2009 年 1 月 8 日收市后登记在册的 2008 新湖债券持有人均可自行选择全部或部分行使提前清偿权利。在吸收合并最终经中国证监会核准并实施之后，有效申报提前清偿权利的 2008 新湖债券持有人将获得债券面值及相应期间的利息，对应的 2008 新湖债券将过户给第三方。

3. 债务安排及员工安置

在合并方案获得股东大会通过后，按照相关法律的规定履行债权人的通知和公告程序，并且将根据各自债权人于法定期限内提出的要求向各自债权人提前清偿债务或为其另行提供担保。于法定期限内，未能向新湖中宝或新湖创业主张提前清偿或提供担保的债权人的债权将自交割日起由吸收合并后的新湖中宝承担。

双方同意本次吸收合并完成后，新湖创业的全体员工由新湖中宝全部接收。新湖创业作为新湖创业现有员工雇主的全部权利和义务将自吸收合并的交割日起由新湖中宝享有和承担。

合并完成以后的产权关系如图 4—2 所示。

4.6.3 案例分析与启示

(1) 从并购的方式来看，此次并购属于典型的吸收合并，从主营业务来看，两家公司都主要涉及房地产经营，所以也属于横向并购。并购完成之后，新湖中宝作为存续方企业，而新湖创业退市并注销。两个上市公司之间的吸收

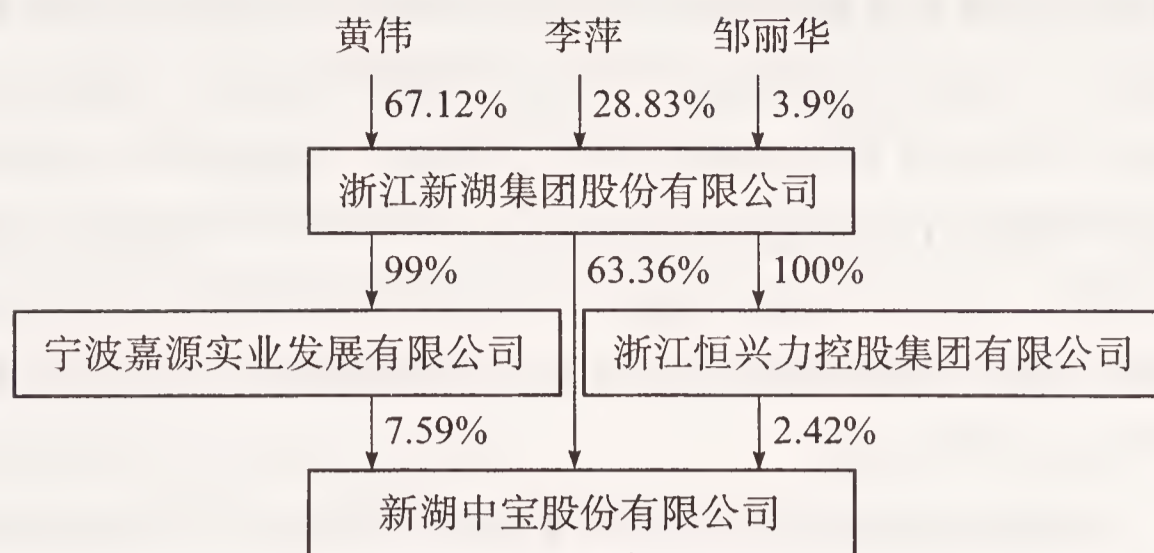


图 4—2 合并后新湖中宝的产权关系图

资料来源：新湖中宝 2009 年年报。

合并，最终导致一个上市公司壳资源被废弃，业内人士认为新湖创业是一个优质的壳资源，价值 3 亿~4 亿元。根据目前市场情况，出售一个壳资源，从找合适对象、制定方案、梳理资产、召开股东大会、申报材料、报监管部门审核，最快也要 2~3 年时间，新湖的决策层认为如果因为出售壳资源影响了公司的重大投资或新项目进展，其机会成本要高于 3 亿~4 亿元，所以，最终选择了废弃壳资源，尽快完成并购整合。

(2) 从并购的动因来看，控股股东新湖集团希望通过此次并购进一步完善上市公司治理结构，形成规范透明的管理体系，达到整合地产资源、做大做强主业并分散风险的目的。

吸收合并前，新湖中宝和新湖创业主营业务均为房地产开发和销售，两家公司独立经营，为避免同业竞争，新湖集团、新湖控股及实际控制人黄伟于 2006 年 8 月 23 日签署了《避免同业竞争承诺函》，主要内容为：新湖中宝在中国境内（不包括上海市、江苏省）从事住宅地产的开发及销售；新湖创业在上海市及江苏省从事住宅地产的开发及销售；新湖中宝与新湖创业不得再行发展或扩大不符合各方未来业务划分范围之业务规模。由于难以充分发挥协同效应，影响了资源的利用效率，对两家公司的发展都有一定的制约。吸收合并的实施将有利于通过资源的统一调配、产品的统一研发和市场的统一营销，形成一定的协同效应，提高管理效率，为房地产业务的做强做大、持续发展打下坚实的基础，未来发展空间更为广阔。

(3) 从并购的效应来看，吸收合并之后，新湖集团将持有新湖中宝 74.06% 的股份，公司控制权未发生变化。从长远来看，在我国宏观经济稳定增长，人口红利、城市化进程以及人民币持续升值等长期利好因素的影响下，房地产业中长期依然具有较好的发展趋势，吸收合并完成之后，新湖创业在上海、江苏等地的房地产项目将并入新湖中宝，扩大了新湖中宝的开发区域，提高了公司的整体实力及化解区域性市场风险的能力。

吸收合并完成后，公司产业架构更加清晰，规模效应更加明显，盈利水平



和核心竞争力都有所提升，2009 年全年公司实现营业收入 63.79 亿元，净利润 11.5 亿元，每股收益 0.34 元，净资产收益率（扣除非经常性损益后加权平均）19.61%，同比提高 4.54 个百分点。与此同时，公司在资本市场的影响力和品牌都有了显著提升，公司入选“2009 年中国最具价值地产上市公司”；连续两年入选“沪深 300 指数”、“上证 180 指数”成分股和中证“金牛百强”，成长为浙江省市值最大的上市公司；“新湖地产”品牌入选“2009 年中国房地产企业品牌 20 强”。

新湖中宝吸收合并新湖创业是我国境内资本市场首例两家上市且民营控股的上市公司之间的吸收合并案例，为了公司的战略发展目标，控股股东在吸收合并过程中果断地废弃了一个壳资源，具有一定的市场示范效应。

资料来源：新湖中宝、新湖创业年报，公告等公开资料。



本章小结

- 预测并购资金需要量时要考虑四项因素：并购支付的对价、承担的表外负债和或有负债、并购交易费用、整合运营成本。
- 现金支付、股票支付和混合证券支付是企业并购中常见的三种支付方式。不同的支付方式也是决定并购筹资方式的重要因素。
- 杠杆并购是指并购方以目标公司的资产作为抵押，向银行或投资者融资借款来对目标公司进行收购，收购成功后再以目标公司的收益或是出售其资产来偿本付息。杠杆并购并不一定与“垃圾债券”相关。
- 管理层收购（MBO），是指目标公司的管理层利用外部融资购买本公司的股份，从而改变本公司所有者结构、控制权结构和资产结构，进而达到重组本公司的目的并获得预期收益的一种收购行为。管理层收购实质上是杠杆收购的一种特殊形式。
- 提高并购成本、降低并购收益、收购并购者、建立合理的股权结构、修改公司章程等都是常用的并购防御战略。
- 并购整合的内容主要包括战略整合、产业整合、存量资产整合以及管理整合等。



案例讨论：阿里巴巴并购雅虎中国

一、公司背景

2005 年 8 月 11 日，阿里巴巴和雅虎同时在北京宣布，阿里巴巴收购雅虎

中国全部资产，同时得到雅虎 10 亿美元投资，以打造中国最大的互联网搜索平台，从而也缔造了中国互联网历史上最大的一起并购案。

其时，阿里巴巴的主要业务模式是企业间电子商务（B2B），也是其收入的主要来源，其他的业务包括子公司浙江淘宝网络有限公司的用户间电子商务（C2C），以及浙江支付宝网络科技有限公司的电子支付业务。阿里巴巴是全球 B2B 的著名品牌，连续 5 次被美国《福布斯》选为全球最佳 B2B 站点之一。

1. 并购前阿里巴巴的基本情况

阿里巴巴网站于 1998 年正式推出，到 2005 年并购前阿里巴巴的发展历程如表 4—5 所示。

表 4—5 阿里巴巴的发展历程

时间	事件
1998 年末	阿里巴巴网站推出
1999 年 7 月	阿里巴巴中国控股有限公司在香港成立
1999 年 9 月	阿里巴巴中国网络技术有限公司在杭州成立，香港和杭州分别作为阿里巴巴公司总部和中国区总部所在地
1999 年 10 月	由高盛公司牵头，美国、亚洲、欧洲一流的基金公司参与，阿里巴巴引入 500 万美元风险投资
2000 年 1 月	软库注入第二笔投资 2 000 万美元
2002 年 2 月	日本亚洲投资公司向阿里巴巴投资
2003 年 7 月	阿里巴巴宣布投资淘宝网
2004 年 2 月	阿里巴巴再获 8 200 万美元融资
2004 年 7 月	阿里巴巴对淘宝网追加投资 3.5 亿元

从市场情况来看，并购前阿里巴巴拥有注册用户 720 余万户，淘宝网拥有的注册会员 900 万名、登录商品达 800 万件，2005 年第二季度的成交量就达 10 亿元人民币，同时，支付宝也有上千家购物平台加盟，并且与招商银行、中国工商银行、中国农业银行和国际信用卡组织 VISA 等建立了战略合作关系。

从营业收益来看，淘宝网和支付宝采取免费经营策略，阿里巴巴的营业收入主要来自阿里巴巴“中国供应商（涉外 B2B 业务）”和“诚信通”会员费。公司通过向 8.5 万名用户收取 250 美元~10 000 美元年费的形式赚钱，而这些企业与阿里巴巴的续签率为 75%~78%。阿里巴巴基本上实现了每天利润 100 万元这个目标，2004 年阿里巴巴总收入大约为 6 亿元人民币，同行业新浪的年收入约为 1.14 亿美元，搜狐为 1.03 亿美元，网易为 1.09 亿美元。

可以说在中国当时的 B2B 电子商务市场中，阿里巴巴处于绝对领先的地位，在约 10 亿元人民币的总市场规模中，阿里巴巴独占六成。在 C2C 市场中，eBay 占据的份额为 53%，淘宝网占 41%，一拍网为 6%，但淘宝网的增长速度很快，对 eBay 的挑战越来越大。



从当时电子商务的发展来看,2004年年底全球电子商务交易总额已达2.7万亿美元,中国电子商务市场规模为3 239亿元人民币。2004年的B2B交易额为3 160亿元人民币,较2003年增长了128.2%。当时预测,2007年中国电子商务市场总体规模将达17 373亿元人民币,这一预测数据在后来基本得到了证实,2007年我国电子商务的总体交易规模达到16 087亿元人民币,2008年在此基础上又增加了20%,达到19 510亿元人民币。

2. 并购前雅虎中国的基本情况

雅虎(YAHOO)曾是全球第一门户搜索网站。1999年雅虎进入中国市场,但由于中国市场对外资介入互联网增值业务的政策限制,雅虎中国表现平平,鲜有作为。直到2005年被并购前,雅虎的发展历程如表4—6所示。

表4—6 雅虎的发展历程

时 间	事 件
1994年1月	创始人杨致远和David Filo创立网络指南信息库
1995年3月	YAHOO公司成立
1995年9月	获路透和软银投资
1996年4月	纳斯达克成功上市
2000年3月	推出B2B业务
2005年8月	中国区业务卖给阿里巴巴,两公司结成战略合作关系

到2005年,雅虎中国通过推出一搜网、创立“电邮联盟”、抢入竞拍排名,已经搭建起一个像样的目标直指门户及搜索网站的框架结构。从获利情况来看,雅虎中国的收入主体仍然是3721,2004年的收入约为1.5亿~2亿元,占总收入的2/3左右,此外,网络广告收入大概为5 000万元。从市场情况来看,根据艾瑞调查公司的统计,在搜索市场,整个雅虎系的占有率为22.27%,排名仅次于百度,领先于Google,而在付费市场上,雅虎中国的占有率为40%,居市场第一。

然而,由于雅虎一直游弋在门户与搜索之间,致使它并没有真正充分利用全球信息资源的优势,所以在门户业务上也没有什么建树。其前总裁曾经在接受媒体记者采访时坦言,雅虎中国最大的一个失误就是花去了6个月时间争论是否在中国开发独立的搜索引擎。

二、并购交易方式

根据双方签署的股票收购和业务转让协议(SPCA),雅虎以2.5亿美元的现金和转让淘宝网股票的代价收购201 617 750股阿里巴巴的股票,并将在中国的业务转让给阿里巴巴。在相关交易完成后,雅虎将拥有阿里巴巴40%的流通股,而阿里巴巴则将100%地拥有淘宝网。但是,SPCA和预期的交易是有条件的,其中包括获政府监管机构的批准,以及一些其他补充协议的执行

情况，包括但不限于“淘宝网股票收购协议”、“二次股票收购协议”、“股东协议”等。

淘宝网股票收购协议：根据 SPCA 的条款，在 SPCA 中的交易完成后，雅虎将与软银及其全资拥有的 SB TB Holding Limited 签订“淘宝网股票收购协议”，以 3.6 亿美元的现金向 SB TB Holding Limited 收购淘宝网的股票。雅虎收购的淘宝网股票将被转让给阿里巴巴。

二次股票收购协议：根据 SPCA 的条款，在 SPCA 中的交易完成后，雅虎将与软银、阿里巴巴的一些投资者、高级管理人员签订“二次股票收购协议”，以 3.9 亿美元收购他们持有的阿里巴巴股票。

股东协议：作为 SPCA 和相关交易执行完毕的一个条件，阿里巴巴、雅虎、软银、阿里巴巴的一些管理层人员和股东将签署“股东协议”，向股东授予并限制他们的权利，其中包括但不仅限于董事会代表权、投票权、优先购股权、转让限制。所有相关交易完成后，阿里巴巴董事会将有四名成员：雅虎、软银各指定一名，阿里巴巴管理层指定两名。

此次并购交易中，阿里巴巴以 40% 的股份、35% 的投票权及董事会中的一席为代价，获得了雅虎 10 亿美金的注资、雅虎中国的全线业务，以及无限期使用雅虎品牌的权利。而雅虎中国的业务主要包括雅虎中国门户业务、搜索技术、通信和广告业务、3721 网络实名以及 C2C 网站一拍网的所有权益。并购完成后的联合体将囊括 B2B、C2C、搜索、即时通信、电子邮箱、门户业务等互联网业务。在新的联合体中，雅虎也成为阿里巴巴单一最大股东，但如果将阿里巴巴创业团队的持股合并计算，只能算第二大股东，同时，在董事会中，阿里巴巴拥有四席中的两席，所以雅虎仍然是没有主导权的。

但在并购协议中，有一项条款：“自 2010 年 10 月起，雅虎可委任的董事总数将对于该日期可委任的董事人数及阿里巴巴集团管理股东于该日期可委任的董事人数两者之间较高之数目。”条款同时规定，马云只要持有一股，就有权在董事会指派一个董事。

三、并购的动因

从阿里巴巴方面来看，2005 年 1 月，eBay 宣布将对其中中国公司易趣增加 1 亿美元投资，以巩固中国市场。这无疑对采取免费模式、收入尚不敷出的淘宝网形成很大压力。同时，早期投资者、第二大股东软银已有了套现的意愿，而且当时已有传闻软银与 eBay 接触谈判出售手中阿里巴巴股份事宜，最坏的结果是阿里巴巴可能被 eBay 收购。当时，刚刚崭露头角的淘宝网还不是阿里巴巴的子公司，其最大的股东恰是软银。面对资金和控制权的双重压力，阿里巴巴迫切需要找到一举两得的解决办法。而在此次并购交易中，软银手中的淘宝网股权在出售给雅虎后，又被雅虎作价一起拿去换了阿里巴巴股份，从而稳



定了淘宝的控制权。此外，雅虎公司全球领先的搜索技术平台支持，以及强大的产品研发保障是非常有吸引力的。阿里巴巴公司 CEO 马云曾经表示：搜索技术的运用将在未来电子商务的发展中起到关键性的作用，阿里巴巴公司将用雅虎全球领先的搜索技术，进一步丰富和扩大电子商务的内涵，在 B2B，C2C 领域继续巩固和扩大自己的领先优势，为中国网民提供更具优势更加有效的服务，为中国企业获得更多的国际发展渠道。

从雅虎方面来看，主要是希望通过并入阿里巴巴，激活其自收购 3721 之后尚未来得及全面整合的多条业务线，从而把电子商务引入雅虎门户业务中，打通消费者和企业级业务之间的屏障，产生最大的协同效应。此外，雅虎也希望尽快切入中国的 C2C 市场，雅虎与新浪合资成立的一拍网根本无法与 eBay 和淘宝网抗衡。并入阿里巴巴之后，雅虎中国将直接成为这家本地网络企业资产的一部分，进而彻底实现本地化，也将突破其在发展门户网站等业务上的政策限制。

四、并购后效

单纯从并购交易来看，并购之后，阿里巴巴拥有了对淘宝网 100% 的控制权，还争取到 2.5 亿美元的长期发展资金。交易后不久，淘宝网便宣布继续免费 3 年的市场扩张计划。而 5 年后的今天，这块业务已是阿里系中最有价值的资产，2009 年全年交易额达到 2 083 亿元人民币，毛利率为 43%，是亚洲最大的网络零售商圈。国内著名互联网分析机构艾瑞咨询调查显示，淘宝网占据国内电子商务 80% 以上的市场份额。

对于雅虎来说，此次并购更像是一次投资。根据第三方美国投资机构 Susquehanna Financial Group 的分析师保守估算，雅虎现在持有的阿里巴巴股票价值也在 80 亿~110 亿美元，也就是说，并购完成后的 5 年中，雅虎获得了 5~8 倍的投资回报。

2007 年 11 月，阿里巴巴 B2B 业务在香港联交所挂牌上市，在招股说明书中披露了更多细节，其中核心的一条就是从 2010 年 10 月开始，持有阿里巴巴集团 39% 经济权益的雅虎，其投票权将从当时条款约定的 35% 增加至 39%，而马云等管理层的投票权将从 35.7% 降为 31.7%，软银保持 29.3% 的经济权益及投票权不变，届时雅虎将成为阿里巴巴真正的第一大股东。而在此之前，阿里巴巴集团的董事会由四名董事组成，分别是阿里巴巴集团管理股东指派两名，雅虎和拥有阿里巴巴集团 29% 股权的软银各指派一名。并且，从 2010 年 10 月开始，雅虎、软银及阿里巴巴三个股东当时达成的“阿里巴巴集团首席执行官马云不会被辞退”条款到期。这就意味着，阿里巴巴集团第一大股东雅虎，将有机会按照董事会或公司章程辞退 CEO 马云。

目前，雅虎在阿里巴巴集团拥有与 39% 经济权益对等的投票权，成为真

正的第一大股东，董事会席位也将增加一个。如果雅虎现阶段只是谋求财务回报，它可以选择不行使大股东权益，雅虎和阿里巴巴管理层暂时相安无事。如果雅虎愿意出售阿里巴巴集团的股权，它手上掌握的大股东权益会成为其谈判的重要砝码。

资料来源：网易科技：《阿里巴巴，十月围城》，<http://tech.163.com/special/alioc/>；
网易科技：《环球企业家：雅虎阿里巴巴五年之痒》，<http://tech.163.com/10/1122/17/6M43S6Q0000915BF.html>。

要求：

阿里巴巴并购雅虎中国创造了中国互联网最大的并购案，其并购交易方式的设计在并购完成时可谓是皆大欢喜，然而，5年之后，由于部分并购条款被激活，新的问题又产生了：由于并购，主并企业控制权存在着被变更的风险。请继续关注这个案例的进展，并对并购交易方式、并购整合、并购与公司控制权进行深入讨论和分析。



思考题

1. 企业常见的并购方式有哪几种？
2. 现金支付的主要特点是什么？有哪些优缺点？
3. 混合证券支付有什么优势？
4. 什么是杠杆并购？成功的杠杆并购需具备哪些条件？
5. 什么是管理层收购？主要有哪些方式？
6. 你如何看待管理层收购在中国的实践？
7. 如何选择并购防御战略？
8. 如何理解并购整合？



本章导读

2008年3月底,自曝因资金链断裂引发财务危机,飞跃集团因此命悬一线。飞跃集团财务危机的原因概括为三方面:

(1) 宏观环境变动使其成本上升、资金趋紧、出口萎缩。首先,从紧货币政策背景下,银行对中小企业的贷款利率普遍上浮30%~40%。其次,紧缩性货币政策使企业融资缺口加剧,民营企业资金链趋紧。再次,受金融危机影响,国际需求下降,飞跃的海外订单大幅减少,加之人民币升值和出口退税率调整,对出口企业的利润空间影响颇大。

(2) 固定资产投资过快造成资产“固化”与高杠杆财务策略。飞跃由于规模扩张,资金大量被所购置的土地、设备占用,造成企业日常经营所需的流动资金紧张,为了维持正常运行,不得不向银行和民间借贷。据估计,飞跃民间借贷达8亿元之多。业内人士估算,飞跃一年的财务费用就要超过6000万元。不能按期归还高利贷,使得飞跃陷入被迫讨贷款的困境。

(3) 企业股权单一导致决策风险过于集中,隐患早已埋下。飞跃是典型的家族式企业,其公司治理形式也是家族治理模式。所有权与经营权合为一体,决策者与执行者集于一身,主要管理岗位都由家族人员把持,最终决策权掌握在“家长”手中,采取集权化的专断领导方式。^①

飞跃集团的案例让我们思考,企业集团的财务管理具有什么特点?企业集团如何通过有效的财务管理最有效地避免风险?这是本章要讨论的问题。



学习目标

- 掌握企业集团的概念
- 理解企业集团的形成和作用

^① 部分材料参考廖凯:《透视飞跃危机》,载《企业管理》,2009(1)。



- 了解企业集团各层次关系和企业集团的特征
- 掌握企业集团的组建模式
- 掌握企业集团财务管理的特点

5.1 企业集团财务管理的特点

5.1.1 企业集团的概念

“企业集团”（business group）一词源于第二次世界大战之后的日本，指的是以资本为主要纽带，通过持股、控股等方式紧密联系、协调行动的企业群体。

钱德勒（1987）认为，企业集团是企业发展的高级形式，呈现出两个主要特点：（1）包含了许多不同的营业单位；（2）内部管理是由各层级支薪的行政人员进行。

在我国，尽管企业集团的概念已经引进十多年了，却一直没有一个明确统一的定义。关于企业集团的定义有许多争议，有的学者认为企业集团专指日本式的以金融机构参加核心层同时核心层互相持股为特征的企业组织形式；有的学者则认为企业集团指具有相对稳定核心层的经营联合体，从而引出了集团公司、集团企业等不同的概念。按照我国《公司法》规定，公司是依照该法在中国境内设立的有限责任公司和股份有限公司，有限责任公司和股份有限公司是企业法人。而企业法人是指具有民事权利能力和民事行为能力，依法独立享有民事权利和承担民事义务的组织。因此，集团公司、集团企业等概念容易与《公司法》中公司的概念混淆，所以企业集团这一概念比集团公司更明确。

总结国内外的经验，本书将企业集团定义为：企业集团是现代企业发展的高级组织形式之一，是以一个或少数几个大型企业为核心，通过资本、契约、产品、技术等不同的利益关系，将一定数量的受核心企业不同程度控制和影响的法人企业联合起来，组成的一个具有共同经营战略和发展目标的多级法人结构经济联合体。

5.1.2 企业集团的组建

企业集团的组建是企业集团形成的过程，是指一个单体企业通过各种方式，最终发展成为拥有若干子公司、孙公司和联营企业的集团群体。企业集团的组建是一个动态的过程，包括从酝酿成立、确定原则和目标，到选择组建模式、进行可行性研究以及履行法律程序，直至最终正式成立并且不断调整的全过程。企业集团的组建，可以按两个标准进行分类：第一是按照产权制度，可以分为以股份制为基础的企业集团的组建和以非股份制为基础的企业集团的组



建；第二是按照组建集团的推动力量，可以分为市场力量推动的企业集团的组建和行政力量推动的企业集团的组建，或是两者的结合。在此我们以规范型的企业集团的组建来展开对企业集团组建模式的探讨，即在市场力量（或结合行政力量）的推动下，以股份制为基础的企业集团的组建问题。

从集团整体扩张的角度，企业集团的组建可以分为三种方式。

1. 纵向并购形成企业集团

即单体企业通过直接投资或并购主营业务的上游和下游企业，以及相关的运输、服务等行业的企业，组建成企业集团，并以此方式不断扩张。这主要是核心企业采用相关多元化战略的结果。



[例 5—1]

原材料价格迅速上涨，仅仅在 2005 年和 2006 年，天然橡胶和石油价格分别上涨了 72% 和 67%。为了防止被原材料价格上涨的热浪“灼伤”乃至“淹没”，许多制造商开始寻求对产业链供应环节的控制。在轮胎业，日本的普利司通公司收购了一家印度尼西亚橡胶厂，并帮助世界上其他地方的农民种植更多橡胶树。这家全球第二大轮胎制造公司同时投入大笔资金兴办工厂，生产诸如炭黑等其他关键原材料。该公司高层表示，全球战略原材料需求的上升加大了企业获得质高量足的必需材料的难度，因此，通过不同形式加大对产业链中供应环节的控制是一个长期战略。

2. 横向并购形成企业集团

指单体企业通过直接投资或并购那些生产销售同类产品的其他企业而形成集团。这主要是企业采用专业化扩张战略的结果。在我国的啤酒业中如青岛啤酒和燕京啤酒，彩电业中如海信和 TCL 等企业集团，都是依靠横向一体化联合兼并大批同行业企业而形成并不断扩张的。



[例 5—2]

2009 年 6 月 26 日，中国东方航空股份有限公司（简称东方航空）发布公告称，公司正在筹划与上海航空股份有限公司（简称上海航空，股票代码：600591）的重大联合重组事宜。2009 年 7 月 10 日，东方航空发布换股吸收合并上海航空预案，并与上海航空签订了“换股吸收合并协议”。2009 年 12 月 30 日，中国证监会核准东方航空吸收合并上海航空。2010 年 1 月 25 日，上海航空终止上市。2010 年 1 月 28 日，东方航空完成对上海航空的换股，原上海航空的资产、负债、权益并入东方航空一季度财务报表。由此，中国航空业形成了中国国航、南方航空与新东方航空三足鼎立的局面。

3. 多元化战略形成企业集团

这其实是大企业采用无关联多元化战略，靠综合兼并的方法向无关的行业



扩张，形成企业集团。要注意的是，企业集团的形成在很多情况下是以上三种模式中的几种混合采用的结果，具体模式是根据核心企业的经营性质、市场需求和竞争者状况等因素作出的选择。



[例 5—3]

1997 年是海尔的“扩张之年”。3 月 13 日，出资 60% 与广东顺德爱德集团合资组建顺德海尔；4 月 12 日，控股（80%）管理青岛第三制药厂；9 月 5 日，与西湖电子集团强强联合，控股（60%）经营的杭州海尔正式推出海尔彩电——“探路者”；12 月 28 日，控股 59% 与贵州电冰箱厂合资成立贵州海尔；12 月 30 日，整体兼并黄山电子集团，合肥海尔如期挂牌。至此，海尔的家电产品由电冰箱、冷柜、空调、洗衣机扩展到了热水器、微波炉、彩电、VCD、电话机、传真机、洗碗机、电熨斗、吸尘器等 27 个门类，共 7 000 余个规格品种。这不禁让人想起张瑞敏说过的一句话：“如果你有一套空房子，我希望海尔能提供所有的电器产品。”

自从 2001 年以来，海尔在金融服务业也快速发展。2001 年 12 月 26 日，海尔集团出资 6 亿元控股青岛市商业银行，这被看成是海尔进军金融领域的第一步。在不到 1 个月的时间内，海尔又出资 1.3 亿元受让鞍山信托公司（600816）20% 的股份。之后，海尔在长江证券增资扩股中以 4.7 亿元购得 20% 的股份，成为第一大股东。另外，海尔与纽约人寿保险公司（NYI）共同投资 2 亿元在上海成立一家中外合资保险公司，各占 50% 股份。2002 年 9 月，海尔苦苦申请了 8 年之久的财务公司获准成立，注册资本 5 亿元。至此，海尔拥有了包括证券、银行、保险和财务公司在内的众多金融牌照。

此外，1999 年海尔开始实施非相关多元化扩张战略，而且行业的跨度非常大，包括医药、人寿保险和房地产等与原来家电行业截然不同的领域。截至 2007 年年底，海尔涉足的领域包括家电、IT、家居、生物、软件、物流、金融、旅游、房地产、通信、电器产品、数字家庭、生物医疗设备等 13 个产业集群，在此基础上，加入 1993 年进入的模具注塑行业和 1998 年进入的机械制造业，共涉及 15 个行业。

5.1.3 企业集团的基本特征

企业集团的具体特征与其所在国家、产业特性、所有制结构、内部组织结构等密切相关，但从最基本的层面来看，企业集团有以下特征。

1. 企业集团由多个企业法人组成

企业集团作为一个企业联合体，自身不是法人实体，而是许多单一法人组成的联合体。组成企业集团的成员可以多种多样，包括工商企业、科研单位、金融组织等，一般集团成员都是具有法人地位（企业法人或事业法人）、在法



律上独立核算的单位，但作为整体的企业集团却不具有法人地位。

由于企业集团由具有共同利益的各个法人企业以各种关系为纽带联合形成，因此集团内部存在着特性与共性、个体与整体的权衡和矛盾。本书在论及企业集团时，更多的是考虑其作为一个整体的发展状况。

2. 企业集团的组织结构具有多样性与开放性

企业集团的开放性和多样性是由以下几个方面决定的：（1）集团内部的联结纽带是各种经济利益，包括资本、契约、产品、技术等，联结关系的多样化决定了集团内部组织的复杂性和多层次性。（2）企业集团的组建有合并、兼并、收购、分立、相互持股乃至直接新建等方式，多种组建形式最终必然形成多样化的组织结构。（3）由于企业集团如上所述不是独立的法人，集团内部不存在行政隶属关系，下属事业部或子公司是在集团共同的发展目标和规划下独立经营，对于企业集团的管理，也就不可能采用固定的方式和强制的关系，这更加促成了集团组织结构的多样化。（4）根据企业集团的具体经营情况、承接项目的要求和安排生产的情况，企业集团内部协作的形式也是多样化的，由此可能形成多种形式的纵横交错的组织结构并不断调整变动。（5）组成企业集团的各种经济利益在不断的变化之中，旧的经济利益会调整或消亡，新的经济利益会产生，经济利益的大小和重要性也不相同，因此企业集团的组织结构与单体企业相比更加多变，其边缘部分也存在模糊性（如某个法人企业有可能同时是两个企业集团的成员）。

3. 企业集团的规模巨大

这里既指整个集团的规模，也指集团中核心企业的规模。企业集团产生的原因就在于通过联合产生多方面的规模经济和聚合力，具有更好的稳定性与风险分散性，以更好地参与激烈的市场竞争。因此，无论在西方发达国家还是在国内，企业集团的平均规模都大大超出了可比的单体企业的平均规模。但是，在不同国家和不同行业中，规模的大小具有很大的相对性。同属国家大型汽车集团，16家大型汽车集团中既有资产规模超过500亿元的一汽集团和东风集团，也有资产总额不到15亿元的长丰集团，后者是前者的1/30。一汽集团的年营业收入近600亿元，而湖北汽车集团不到20亿元。^①

4. 企业集团的生产经营具有连锁性和多元性

即企业集团内部的生产经营联合既有纵向联合，又有横向联合。集团关系既可能是多家生产同类产品的企业的联合关系；也可能是由原料供应、生产加工、销售等企业组成的高度连锁相关的关系；还可能是多家企业共同处于一家控股公司控制之下，业务间几乎没有联系；当然也有不少企业集团是几者皆

^① 《我国大型汽车企业集团尚欠规模》，载《中国汽车报》，2002-01-15。



备。集团形成以后，在外界环境压力下可能有实力向相关领域不断扩展，也可能有动力向其他不相关行业进军。

5.1.4 企业集团财务管理的特点

企业集团的财务管理，并没有改变企业财务管理的本质和企业价值最大化的目标，因为从长远来看，企业集团的价值最大化与集团成员的价值最大化是内在一致的。但是，从企业集团的基本特征中我们可以看到，企业集团既可以看作企业组织的高级形式，也可以看作企业外部组织的一种形式（在这里企业集团是企业外部组织的一种较紧密的形式，其他形式有连锁经营、品牌授让、战略联盟甚至价格联盟等）。所以，企业集团的财务管理与单体企业的财务管理相比又有不同的特点。

1. 集团财务管理的主体复杂化

与多级法人治理结构相对应，在财务管理的主体上，企业集团呈现为一元中心下的多层次复合结构特征。

单体企业的财务管理与企业集团的财务管理相比，变成了微观层次上的管理。子公司是独立法人，应具有独立的经营自主权和理财自主权，但是，子公司应遵循总部统一的财务战略、财务政策与基本财务制度。

企业集团财务管理的实施，既包括企业集团的成员企业内部的管理，更重要的是企业集团的核心企业或总部（根据集团组织形式的不同）针对不同类型的成员所进行的不同性质的管理。一方面，由于集团组建模式和组织形式的不同，财务管理的主体可以是集团公司、控股公司、集团总部、事业部、超事业部、子公司等，无疑是大大复杂化了；另一方面，构成企业集团的成员可能在所有制、产权形式、行业、规模甚至国别上都不一样，这种较大的差距使得财务管理的对象更具有复杂性。相应地，集团的财务活动也更加复杂。

2. 集团财务管理的基础是控制

管理的核心是控制、协调与发展，而协调从某种意义上也是一种控制方式。企业集团是企业的联合体，是一个通过以资金为主的多种联结纽带联合的多法人的集合，核心层对集团其他层次的控制成为管理的基础。只有集团内部实现了有效的控制与协调，企业联合或者自我发展为集团的初衷才能实现。由于集团的主要联结纽带是资本，集团成员各自独立的法人地位决定了只有从财务角度对企业集团实施一体化的管理与控制，才可能使企业集团真正成为一个经济利益的整体。

控制，就是凭借某种特定的条件使特定的对象依照自己的意识运行的机制。国际会计准则对控制的解释是：“控制，指统驭一个企业的财务和经营政策，借此从该企业的活动中获取利益的权力。”就我们讨论的企业集团来说，



控制有两个层面，一是对集团中成员企业的经济控制；二是对企业集团经营业务的实际控制。这两个层面，前者其实是组织架构和权力分配的问题；后者为控制的实际操作以及确定标准、衡量业绩、纠正偏差的过程。二者都反映在目标控制、过程控制与结果控制之中。照此，企业集团财务控制可以理解为一个基本层面（即控制的框架，包括集权与分权的安排、组织结构的设计与财务人员的职能）与三个环节（目标控制、实施过程控制与监督评价）。

企业集团的财务控制是集团控制的基本手段，企业集团财务控制的核心是企业集团得以形成的联结纽带，即资本控制，这主要是通过权限控制、组织控制和人员控制来实现的，这是集团财务控制的基本层面。

企业集团是企业的联合体，是一个通过以资金为主的多种联结纽带联合的多法人的集合，核心层对集团其他层次的控制成为管理的基础。只有集团内部实现了有效的控制与协调，集团的初衷才能实现。由于集团的主要联结纽带是资本，集团成员各自独立的法人地位决定了只有从财务角度对企业集团实施一体化的管理与控制，才可能使集团真正成为经济利益的统一体。

企业集团是一种较为紧密的企业外部组织形式，具有相对稳定性，因此企业集团比其他企业联合形式更易于控制。从另一个层面上看，财务控制是企业集团内的母公司或核心企业对众多处于不同层次的子公司或非核心企业进行实质性控制的重要方面，企业集团的财务控制在难度上显著增加了。这既体现于上述集团财务管理在管理对象、管理层次、管理职能和管理方法上的复杂性，更体现于企业集团的财务控制体制，即财务实行分权管理和集权管理的两难选择，以及集团组织结构和财务人员的职能设置上面。

3. 企业集团母子公司之间往往以资本为联系纽带

企业集团可能由母公司和很多子公司、孙公司组成，母公司与子公司、孙公司的联系往往都是以资本为纽带。根据母公司在子公司资本中的投入比例不同，子公司可以分为四种类型。

(1) 全资子公司。即子公司的资产 100% 来源于集团，这类子公司实际上是集团从事具体经营活动的部门，它必须完全贯彻集团的意图。所以，这种类型的母子公司关系具有高度的集权性，集团的权限很大，不仅具有一般《公司法》规定的股东权限，而且集团掌握子公司的一切人事、财务、分配和经营管理方面的控制权和监督权，子公司实际上是集团经营的延伸。但是，过度的集权控制会使子公司经营者失去积极性，因此，即便是在全资子公司的体制下也应该处理好集权与分权的关系。否则，面对竞争激烈和变化多端的外部环境，子公司的适应性和灵活性就显得不够。

(2) 控股子公司。即集团持股 50% 以上的子公司，它是集团经营的主要承担者，体现集团的主要业务方向，与全资子公司一起承担企业的主营业务，由于控股公司是由两个以上的利益主体投资形成的，因此，在处理集团与控股

子公司的关系时,还必须兼顾其他股东的利益。一般来说,集团对这种子公司的控制体现在重大投资决策、资产收益分配、资产重大变动、总经理的任免和企业改制等方面。

(3) 参股子公司。集团持股 20%~50% 的子公司,这是集团进行多元化经营经常采取的形式,主要体现集团纵向的产业一体化经营和横向的多元化扩张思路,这种类型的子公司同上述子公司比较起来具有更大的经营自主权。同时要注意的是,在股权结构较分散的情况下,少量的股权比例就可以实现控股或重大影响。如果是这种情况,企业集团以掌握众多股东中最大股份的方式实现控股,参股子公司其实是相对控股子公司,其功能作用就类似于控股子公司。

(4) 关联子公司。集团持股 20% 以下的企业,它是集团内松散型的企业群体,体现出集团对外延伸的范围,并同其他关联企业一起组成集团多元化经营的一部分。关联子公司与集团的关系不是那么严密,主要按照《公司法》、公司章程和双方的意愿进行合法的协作经营,关键是集团应派股东代表出任子公司的董事、监事和其他的管理人员,履行法定的权利和应尽的义务,同时注意处理好与关联子公司控股股东的关系,争取己方的最大利益。

一般而言,母公司可根据各子公司生产产品特点、经营领域,以及对母公司或对集团公司的重要程度来决定其投入到各子公司的股本比例。显然,那些对母公司或集团有重要影响的子公司可考虑全资控制或控股;而关联程度相对低一些的子公司可考虑相对控股和参股。此外,母公司还需要根据自己的实力来通盘考虑其投入到下属公司的整个投资额以及投资的分散程度。虽然还没有从理论上证明母公司只有将投资额集中于几家子公司实施控股时,效果才能达到最佳,但可以想象如果投资过于分散,面对大量的子公司,实施绝对控股会增加资本的投入量,实施相对控股则可能由于参股身份而丧失对子公司的许多约束力,使企业集团资产一体化运营效率下降。

在集团第一层母子公司关系的基础上,子公司同样可以投资于其他企业,从而形成下一个层次的母子公司关系,并依此类推。从集团整体来看就形成了母公司、子公司、孙公司乃至曾孙公司等一个以资本为纽带的整体。

4. 集团财务管理更加突出战略性

战略一般指重大的,关系事物全局的,涉及时间相对较长的,同时又决定或严重影响事物发展前途和命运的重大谋划。战略与企业集团的生存发展息息相关。首先,企业集团的形成本身就是战略选择的结果。母公司选择组成集团的成员,是根据自身实力、发展方向、双方的优劣势等情况而定的;而集团成员的联结方式,如互相持股、控股、参股、协议等,都是战略的实施和体现。其次,企业集团的日常经营和竞争也离不开集团战略,企业集团成员众多,职能地位不一,为了协调一致,真正发挥企业联合的规模效应和范围效应,取得



与单体企业和其他企业集团相比在竞争中的优势，必须从整体与局部、短期与长期等多个角度出发来考虑集团的生产经营。最后，企业集团的成长必须有战略指导，集团的规模大小、专业化与多元化的发展方向、自我发展或者以多种兼并或协议的方式成长，都属于集团战略的范畴。

财务战略是为谋求企业资金均衡有效地流动和实现企业整体战略，在分析企业内外环境因素对资金流动的影响的基础上，对企业资金流动进行全局性、长期性和创造性的谋划，并确保其执行的过程。企业财务管理的实际效果是在企业的生产和经营中实现的，故财务战略不但是企业战略的主体之一，而且渗透到企业战略的其他部分如营销战略、人力资源战略当中。所以，企业集团财务管理的一个重要特点是宏观性、战略性的增强。

5.2 企业集团的组织结构

组织结构，是组织中各种劳动分工与协调方式的总和。如果说企业的组织结构是把企业的人与企业的资源相结合的平台，那么企业集团的组织结构则是把各企业本身、企业集团的人、财、物与企业集团的其他资源相结合的平台。企业集团的组织结构，是根据企业集团的战略目标，指定企业和人在集团中的位置、明确责任、沟通信息、协调经营，以实现战略目标的有机结合体。

企业集团经营的目的在于实现其整体目标，在多法人结构的集团中，组织结构是控制活动的框架（包括规划、执行和监督活动）。集团组织结构建设的好坏直接影响到企业集团的控制效果和经营成果。构建组织结构的一个重要方面，在于界定关键区域（企业集团的核心层和紧密层）的权、责以及建立适当的沟通渠道。良好的企业集团组织结构必须以执行工作计划为使命，并具有清晰的职位层次顺序、流畅的意见沟通渠道、有效的协调与合作体系。企业集团大体有五种基本的组织结构形式。

5.2.1 直线制

直线制（又称为垂直式）组织结构，是在上下层企业之间的权责安排上呈直线分布的组织结构形式，上级企业全权领导下级企业，权力集中在集团的最高层，各种经营指令层层下达。直线制组织结构的特点是，上下级关系明确，内部结构简单，统一领导和指挥。其优点在于权力集中、责任明确、信息传递方式简单、命令统一以及利于监督等；其缺点主要是缺乏合理分工和横向协调、领导管理幅度和深度过大，容易产生武断决策行为等。

严格地说，直线型组织结构是单体企业内部组织结构在企业集团中几乎不加变革的应用。因此，直线制组织结构一般只适用于新组建的内部成员少、业务经营

范围窄、规模不是很大的企业集团以及集团成员强烈依赖于核心企业的集团。

5.2.2 直线职能制

直线职能制（U型结构，unitary structure）是指企业集团中各级领导直接指挥与各级职能人员（如财务、人力资源、技术人员）的业务指导相结合的一种企业集团的组织结构形式。U型结构有一个大的总部，包括总裁指导下的执行委员会和一些职能部门。在直线职能制中，按职能划分组织单位，并由最高经营者直接指挥各职能部门，集团的下级成员企业既接受上级管理人员的直接指挥，又接受上级职能人员的业务指导。最高决策层对职能部门和生产经营单位集中进行评价和监督。

这种组织形式既保证了统一的指挥和管理，又能更好地发挥各职能部门的作用，适用于经营领域比较单一的企业集团。直线职能制的缺点在于没有从根本上改变直线制高度集权的不足之处，适应性与灵活性较差，表现在：（1）在职能结构中，分清责任或判断业绩更困难。（2）高层管理者在协调各部门成员时也可能发生问题。因为各部门成员都有可能感到与其他部门毫不相干，或比其他部门优越，因此很难团结一致，共同完成组织目标。（3）当企业集团规模很大，产品和部门很多，尤其是在集团实行多元化战略时，直线职能制下高层领导的负担过重。

直线职能式组织结构如图 5—1 所示。在这种组织结构中，职能部门主要对成员企业进行业务指导。

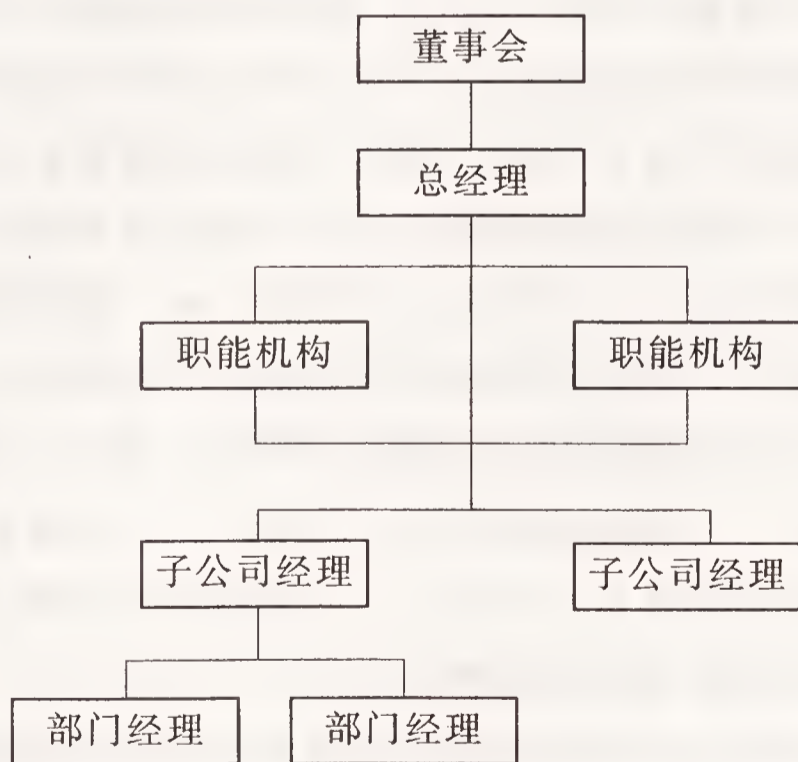


图 5—1 直线职能制组织结构

5.2.3 事业部制

事业部制结构（M型结构，multidivisional structure）是在集团母公司下



面设立若干个自主营运的业务部门——事业部。这些事业部可以按产品、地区、服务甚至生产程序来划分，每一事业部包含了相关的若干个子公司或其他集团成员。事业部制结构的基本关系是公司的决策分两个层次，即战略决策层和运作决策层。总部负责战略层次，事业部主要负责运作层次。

1. 事业部与事业部制

事业部是一种经营职能相对封闭，对最终成果负责的相对独立的经营部门，一般是利润中心，在某些企业集团中也可能是投资中心。其特点是：（1）它是一个分权单位，具有足够的经营决策权，即公司一般对其实行目标和政策控制而不干预其经营管理过程；（2）具有相对独立的市场区域和产品系列；（3）直接对外销售产品；（4）可以实行独立核算；（5）对某种形式的利润负责；（6）与公司主体或其他事业部共享资源。

有效的事业部结构使总经理办公室介入以下一系列活动：一是确定企业内部可单独进行的经济行为；二是把准自主权（一般是作为利润中心的权力）授给每个事业部；三是监督每个事业部的效率业绩；四是运用激励手段；五是把资金分配给收益高的事业部；六是制定其他方面的战略规划（多元化经营、兼并收购等）。由此，M型结构就成为把事业部概念与内部控制和战略决策功能结合在一起的一种结构。^①

当然，事业部并不是彻底分权化的完全独立经营部门。一般来说事业部的优点在于：（1）使最高层管理者摆脱日常的行政和管理事务，更多地考虑整个企业集团的战略问题；（2）有利于每个事业部集中资源在特定范围（如某一产品、某一区域等）内生产经营，对环境变化作出迅速和正确的反应；（3）这种组织结构安排本身就具有灵活型，在外界环境或集团自身战略变化的情况下，可以按需要改变事业部的管辖范围或者增减事业部数量而无须对集团的实体单位（各子公司或其他集团成员企业）作出较大变动；（4）这种组织结构还可以培养高层的管理人才，因为如前所述，每一事业部本身就是一个相对独立、面向市场的组织，其高层领导要负责数家子公司的生产经营。

总之，事业部的优点是既共享资源（研发、制造、营销、分配、采购），又独立经营，对最终成果负责。相应地，实行事业部体制最大的管理难题是建立一套经营型的责任会计体系，以便既共享资源，又分清责任。图5—2列示了事业部组织结构的基本形式。

事业部制已经成为当今大多数大中型企业集团的组织结构形式，当然它也不是没有缺陷。事业部制下母公司与事业部职能部门的重叠可能会造成管理费用的浪费，同时事业部的职能部门容易不断膨胀而过于庞大。在不同的情况下采用不同的组织结构模式是必然的，在市场稳定和生产技术较长时间不变，或

^① [美] 威廉姆森：《资本主义经济制度》，394页，北京，商务印书馆，2002。

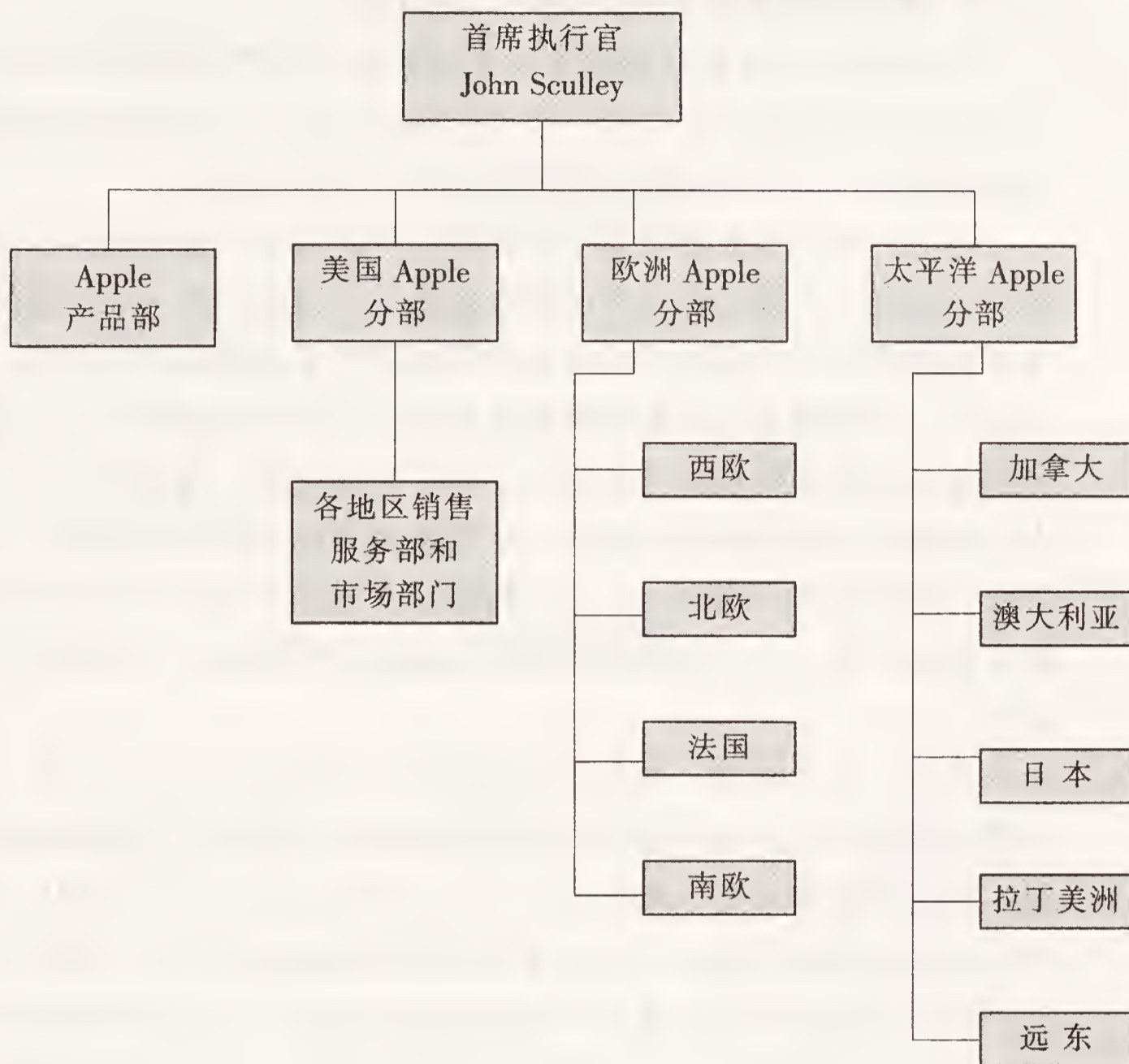


图 5—2 Apple 计算机公司按区域划分的事业部

者集团在成长初期，规模较小的情况下，直线职能制反而是企业集团较理想的选择；而在灵活多变的市场上，事业部制是大多数大中型企业集团的首选。

值得注意的是，在许多有代表性的事业部制下，事业部是分权管理的典型产物，事业部领导可以全权处理几乎一切事务，母公司不加干预。各职能部门只为该事业部或公司服务，不实行上下对口管理。但是，即使在这种情况下财务部门也是例外的，财务成为联结事业部与母公司最重要的纽带之一（另一条纽带是通过人事任免），财务对事业部内外的管理和监督协调发挥了重要的作用。

2. 超事业部制

在一般情况下，集团母公司只设若干个事业部。但是，有的集团公司针对业务范围广泛，事业部设置过多的问题，还在母公司与事业部之间设立执行部或事业本部，每一个此类部门领导若干个相关的事事业部。这种通过事业本部领导事业部的组织形式，称为超事业部制。超事业部制相应地形成了多级利润中心。当然，这种形式是在事业部基础上根据实际情况所做的变革，通常是和一般的事事业部制混合采用的，有些事业部的性质要求直接归母公司领导，就不会在其上设立事业本部了。



3. 事业部制体现了组织结构变革的要求

U型结构与M型结构的本质差异不在于组织机构的多少和组织规模的大小。从层次简单的角度考虑，U型结构甚至比M型结构更加简捷，但是从管理的角度看，组织结构的变革已成为不可阻挡的趋势。

首先，每个企业集团高层领导者的管理都受到管理内容、业务性质、成员企业分布和个人素质等各方面因素的影响，因此存在一个可能的管理幅度。如果单独依靠母子公司的产权所有关系来调节生产和经营的关系，显然，二者的内在不一致导致其可能的管理幅度和真正有效的管理幅度不一致。现代企业集团的业务范围和管理幅度呈现出不断扩大的趋势，通常情况下是子公司数量过多，面临的经济环境各不相同，生产和经营的程序日趋复杂。因此，采用事业部这一组织形式，将集权与分权相结合，有助于促使可能管理幅度和有效管理幅度趋向一致，以及解决企业联合为集团后管理成本（内部交易成本）加大的问题。

其次，反过来看，许多企业集团在U型结构下往往是靠二级经营机构的负责人组成的议事机构充当集团总部的战略决策部门。高层决策班子实际上只是二级机构最高领导的联席会议。在决策时会议成员容易从自我出发考虑问题，最终使得决策成为各方争夺资源和利益权衡的结果，而不是整体资源的优化组合。如此还使得业绩评价与监督成为难题。M型结构拥有掌握权力的最高领导与一批摆脱了日常经营活动束缚的参谋，这样的最高领导层可以专业化地致力于制定整体战略计划、有效分配资源与监督激励的工作。

再次，集团的规模扩大使得管理幅度过大，或者层次过多，从基层到中心决策者的信息传递速度就会变慢，甚至信号失真，致使企业效率降低，出现规模不经济。组织管理形式的变动，如实行事业部制，能够改变信息传递的速度和信息质量，改善决策水平，从而拉长规模经济存在的时间跨度。

最后，事业部制的建立主要是为了解决直线职能型结构不能解决的集团经营分散化和多样化问题。事业部制是一种解决多元化公司规模效益递减的有效的组织体制，也是发展公司战略事业生长点的有效体制。M型结构的兴起更多的是与企业集团实行多元化战略与竞争扩张相关。实行多元化战略的企业集团产品种类繁多，分支结构星罗棋布，利用U型结构已难以控制；同时企业集团不断向市场、新地域的扩张也要求较大的分权组织。通用汽车公司、杜邦公司都是因此成为最早实行M型结构的大型企业集团，并取得了较好的效应。目前M型结构已经成为大企业集团的主导组织结构形式。图5—3列示了Info-Tech公司从职能型结构到事业部结构的再造过程。

5.2.4 控股制

控股制（H型结构，holding company）是一种几乎没有集中控制、相对

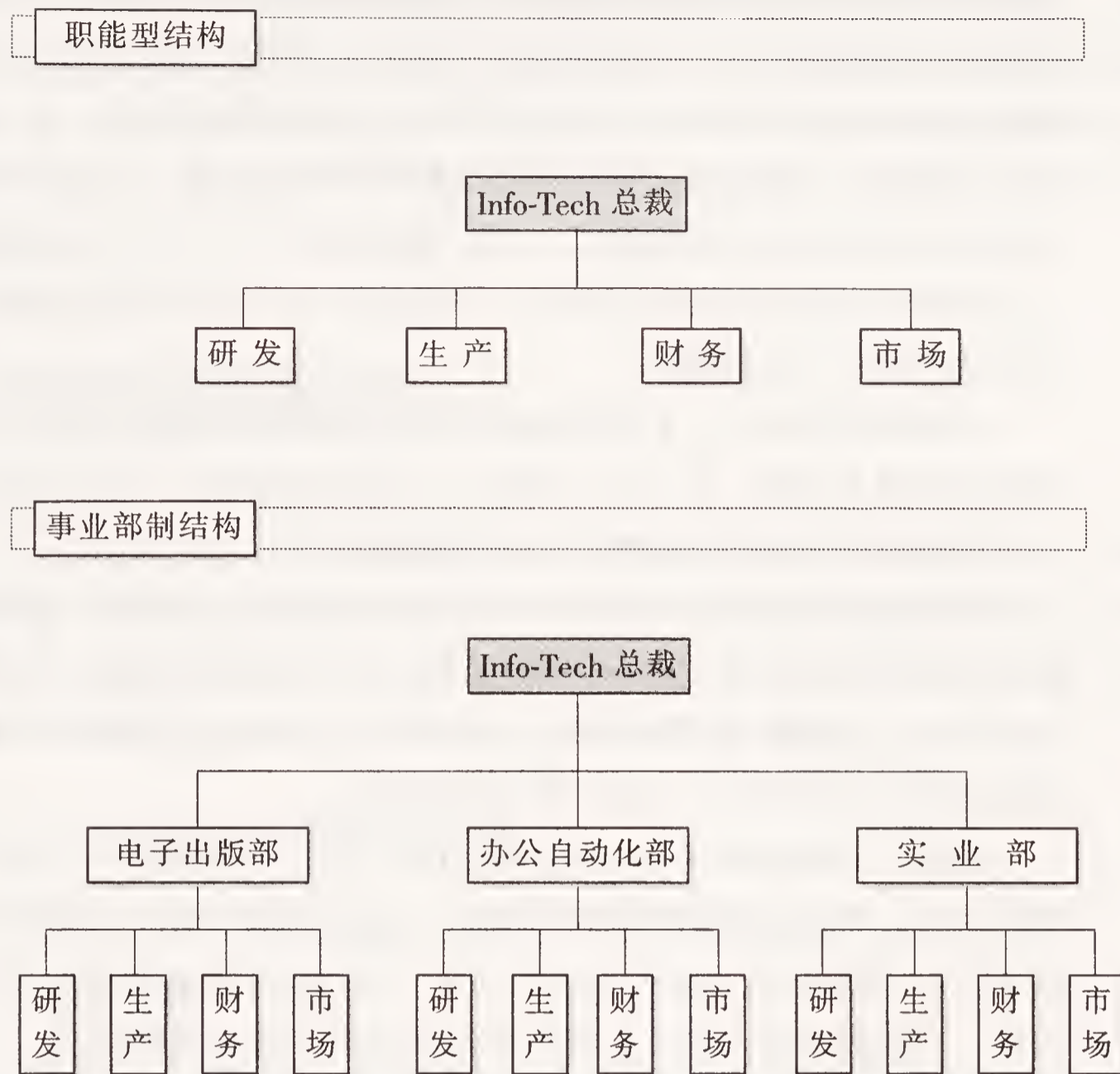


图 5—3 Info-Tech 公司从职能型结构到事业部结构的再造

松散、扁平的组织类型。在 H 型结构当中，一般设立一个小型的总办事处，负责指导整个企业集团的生产与销售活动，但基本上不对成员企业的生产和技术开发活动进行协调和评估。每个成员企业都是独立的法人，有很大的决策空间，是投资中心。

控股型结构中的事业部由具有独立法人资格的子公司替代，监督和控制处于间接状态，主要是某些纯粹控股型的母公司以投资产业为目的设立的。控股制下很多母公司对子公司投资的直接目的就是获取股利收入或通过出让股权获取资本收益，在这一点上已经与基金、保险公司等资本市场上的其他机构投资者有相似之处了。

在许多混合控股型的企业集团里，组织结构是控股制和事业部制相结合的。母公司一方面对少量子公司实行控股型控制，基本不干预其生产经营活动（这些子公司所从事的往往是母公司主营业务以外的其他产业）；另一方面，以事业部制组织结构控制那些与母公司有相同业务的子公司。

5.2.5 矩阵型

现代企业集团的组织都正在进行矩阵结构的改组，如深圳华为等。矩阵型



组织结构是指在企业集团中既有按职能设置的纵向组织系统，又有按某一项目划分的横向组织系统，二者相结合形成了交叉式的组织结构。矩阵式组织结构最初是适应专业产品生产与综合产品生产的矛盾而产生的。由于客户的要求向个性化发展，传统的专业化生产越来越难以满足需要，企业集团内部各子公司横向联系和协作的要求增强了。矩阵型组织结构在各子公司或事业部的某些部门之间横向形成专门的项目小组，以满足单个子公司或事业部难以满足的对特殊项目和特殊产品的需求。

在矩阵型组织中，直线职能制所面临的协调问题迎刃而解，因为完成项目的所有关键人物都一起工作；同时，与事业部相比，矩阵型组织没有多余的人，所以在最大程度上避免了人员重复或浪费。

矩阵型组织结构中的项目小组可以不断地接受新任务，富有灵活性，对专业人员的使用富有弹性。矩阵型组织由于实行项目经理制，可以将智能专业化和对象专业化很好地结合起来，是一种可以不断适应战略和环境变化，最大限度地实现企业集团联合目标的集团组织形式。

但是，矩阵组织存在的两条权力线形成了双重指挥，违反了统一指挥原则。再有，项目经理承担着项目责任，但却不能完全控制相应的资源（人员、设备等），结果就会导致责权的不对称，从而使矩阵结构的运作效率受到影响。因此，在矩阵结构下统一指挥和责权对等的原则就遇到挑战。《华为公司基本法》对此提出了五条措施：（1）建立有效的高层组织；（2）树立综合计划的权威；（3）完善考核体系；（4）培育团结合作的团队精神；（5）实行项目的“日落管理法”（每到年终都假设项目部门已经终止，经论证和批准后决定哪些项目需要跨年度实施）。一句话，矩阵型组织结构实施的关键在于项目经理与职能经理之间的权限划分和有效合作。

上述各种企业集团的组织结构形式都体现出层次性的特征，这正是与卡特尔、辛迪加等其他一些经济联合体的重要区别。企业集团的主要联结纽带是股份化的资本，而后两者的主要联结纽带是关于价格、购销或者某些业务的契约、合同、协定等；企业集团多样性的联结纽带和多层次的股份化投资形成了多层次组织结构，具有核心企业、紧密层、半紧密层、松散层、关联企业等层次，而其他联合体的结构多是简单平面化的。

最后，要注意的是，U型结构、M型结构和H型结构都是对企业集团典型结构的一种归纳和分类，由于现实情况的复杂性，可以说没有一家企业集团是完全属于某一种结构的。这不仅是指M型结构的下层可能存在U型和H型结构，现代企业集团经营的多元化尤其是相关多元化的发展，业务流程的关联性和复杂性的出现，都导致了集团组织结构在不同物流链和信息链上的交叉。例如，某企业集团可以在生产环节将东北三省划为一个大区（事业部），而在销售环节要求每个省的子公司分别经营，各省子公司的技术部门在每年的某一

时段又划归某生产项目共同研制（可以想象还有很多更复杂的情况）。这种更深层次的组织结构交叉已经超越了超事业部制和矩阵型组织结构的平面范畴的理解，而上升到更立体的组织结构层次。面对未来客户个性化的加强和大规模定制的兴起，组织结构的变化趋势是大型化、规模化与小型化、简单化和弹性化并存。

5.3 企业集团财务管理体制

财务管理体制是指企业处理财务活动中的组织框架和管理机制，主要包括组织框架的安排，财务管理权限的划分和财务管理机构的设立等内容。企业集团财务管理体制的核心是决策权和控制权的划分问题，母公司对子公司的控制方法，如预算管理和业绩评价将集中在第7章进行说明。

5.3.1 企业集团财权划分体制

企业集团财务体制从总体上要解决的问题是集权与分权的问题。

1. 财务权利

从管理的角度来看，企业集团管理与单体企业管理的不同之处主要在于以产权为基础的管理，主要反映在重大项目的投资决策权、重大的筹资决策权、资产收益分配权和主要领导干部的任免权等问题上。可以看出，这些权利都是和财务领域密不可分的。在经济学当中，一切权利都是围绕配置与利用资源的目标而产生的。具体到财务领域，财务目标决定了财务资源的配置和利用，资源配置的好坏直接影响到企业当前和未来的经济利益。围绕财务目标产生的不同层次和角度，财务权利大致可以分为：财务决策权、财务资源调配权、财务资源使用权和财务监控权。

(1) 财务决策权是宏观上经营者财务权利的最高层次，从广义上来看，它包括了其他的财务权利。财务决策权还可以分解为财务战略决策权和财务运作决策权，其主要内容包括投资决策权、筹资决策权、财务收益分配权、会计政策决定权、财务领导任免权等。

(2) 财务资源调配权是依据具体项目和生产情况调动财务资源的权利，是财务决策权分化出来的权利。这种权利在分布上依据生产特点和项目性质而异，在分配上依据职务等级而异，如预算审批权、流动资金调配权等。

(3) 财务资源使用权是最低一级的财务权利，是财务资源调配权行使后的体现，也是保证财务资源真正发挥作用的权力，如购买办公用品、支付工资等。

(4) 财务监控权，是对其他几个层次的财务权利的分配过程和行使过程进



行监督和控制的权利。在较低层面上，财务监控权是财务决策权派生出来的监督财务资源调配和使用情况的权利，在更高的层次上，它是企业所有者监督企业经营者的财务权利。

2. 集权管理

集权管理就是把经营权限（包括财务权）特别是决策权集中在集团最高领导层，下属企业只有日常业务决策权限和具体的执行权。集团领导层控制严格，下属企业基本上按集团的决定从事生产经营活动。集权管理的优点在于：（1）有利于在重大事项上迅速果断地作出决策；（2）企业的信息在纵向能够得到较充分的沟通；（3）管理者具有权威性，易于指挥。集权管理的缺点在于：（1）压抑了下级的积极主动性；（2）企业信息在横向不利于沟通；（3）管理权限集中在最高层，管理者距离生产和经营的最前沿较远，不熟悉情况，容易作出武断的决策。

3. 分权管理

分权管理就是把经营管理权限和决策权分配给下属单位，集团最高层只集中少数关系全局利益和发展的重大问题决策权。因而在分权体制下集团领导层对下属的控制较为松散，下级单位有较充分的权利。分权管理的优点在于：（1）分权单位在授权范围内可以直接作出决策，节约纵向信息传递的时间；（2）分权单位直接面对生产经营，决策针对性强；（3）有利于信息的横向沟通，并激励了下级的积极性。

分权管理的缺点在于：（1）虽然一般事项的决策较快，但重大事项的决策速度被减缓了；（2）上下级沟通慢，信息分散化和不对称的现象较常见；（3）分权单位容易各自为政，缺乏整体考虑，忽视整体利益。

集权与分权是对企业权利分配的两种对立的措施，这二者对权利分配的方向恰恰相反。集权是为了形成规模和整体效益，避免资源重复配置和浪费；分权是为了靠近市场、降低沟通成本、提高反应速度、提高专业化水平。企业集团的本质决定了集团既要是一个协调、互动、高效的组织，又要是一个遵循法律上的相对独立性、直接面对市场和竞争、具有宽松氛围、以利于创新的组织。所以，企业集团的集权和分权不是绝对的，典型的集权和分权都是不存在的，不同的类型、不同的时期、不同的领域和不同的人力资源条件（分权越大，要求管理者素质越高，控制能力越强），要求企业集团对集权和分权各有侧重。

5.3.2 企业集团的财务机构

1. 一般财务机构

企业集团的财务机构是直接从事财务工作的职能部门，是企业集团组织形式在财务上的体现。财务机构是财务控制的载体，完善的财务机构，是做好财

务工作，充分发挥集团财务职能的重要基础。因此，集团财务机构的科学设置、职能岗位的合理划分是集团财务的内容之一。一般而言，企业集团内部财务机构主要包括两方面内容。

(1) 集团母公司的财务机构设置。集团母公司是企业集团的核心部分，在财务上，统领整个企业集团的筹资、投资、资本营运与收益分配。较为完善的集团母公司的财务机构一般应设置融资部、投资部、资金营运部与审计部等。

融资部与投资部负责的是整个集团的资金筹集和投向。融资部在集团融资时合理安排融资主体（包括母公司与子公司）、融资方式、融资渠道等；投资部负责集团的投资战略，如产业投资方向、具体投资项目和投资业绩评价等；资金营运部负责集团实体业务的日常资金流动安排、统筹下属公司的收入、成本、费用和利益分配等；审计部负责监督集团总部和集团其他成员对集团财会制度的遵循情况和会计资料的真实有效性。当然，在这些部门之上还要设置一个财务副总经理（或称财务副总裁、财务执行官 CFO 等），全权负责集团的财务事宜。

(2) 子公司的财务机构设置。在企业集团的财务控制体系中，子公司是被控制的一方，应该服从整个企业集团的财务战略安排。但是，企业集团的子公司在法律上是独立经营、自负盈亏的法人实体。因此，子公司的财务机构设置既要有独立性，又要符合与上一级财务部门有效控制的要求。由于集权与分权形式的不同，子公司的财务机构设置可能有很大差别。一般来说，如果子公司与母公司设有同样的财务部门，那么这个部门应归属母公司的相应部门进行对口管理。在本公司内行使财务职能的同时，其决策权限由上级部门授予，并要向上级汇总报告本公司的预算以及提交财务报告。

总之，企业集团财务机构的设置比组织机构的设置灵活性更强，关键是要把握好财权集中与分散、管理有效与机构精简的关系。

2. 财务中心

如前所述，企业集团是不同于一般企业的企业外部组织形式，财务控制的重要性的同时增强，客观上要求在集团整体和成员企业之间有一个可以统筹全局、协调分部的财务机构。企业集团的财务中心是在集团内部设置的，由集团母公司负责运作，以管理和协调集团内部各成员企业资金业务的职能部门。财务中心是企业集团财务控制的重要部门，由于业务的特殊性质，财务中心在集团内部必须相对独立，这样才能保证其权威性。

财务中心的设置与企业集团控制的集权与分权安排密切相关，根据各企业集团对财务权限的分配与实施财务管理条件的不同，财务中心可以分为财务结算中心和财务控制中心两类。

(1) 财务结算中心。企业集团的财务结算中心是企业集团内部设立的，主要负责集团内部各成员（主要是指集团核心层成员，下同）之间和对外的现金



收付和往来结算的专门机构，通常设置于财务部门内部。其主要职能是：

- 1) 集中管理集团各成员的现金收入，各成员企业收到现金时，必须转账存入结算中心在银行开立的账户，不得随意挪用，并核定日常留用现金余额。
- 2) 统一拨付集团成员因业务需要所需的货币资金，监控货币资金的使用方向。
- 3) 统一对外筹资，降低集团整体筹资成本，确保资金需求。
- 4) 办理集团各成员企业之间的往来结算。
- 5) 有时还负责办理统一纳税业务。

财务结算中心的建立有助于解决企业集团资金沉淀问题，对于加快集团整体的资金周转，降低资金占用量，提高资金运行效率，发挥集团资金联合的优势，起到了关键作用。

(2) 财务控制中心。企业集团的财务控制中心是比集团财务结算中心更高级的财务组织形式，它是一种借助集成化、网络化管理软件的支持，与企业其他资源的整合相契合的财务管理机构。财务控制中心的产生是现代企业集团财务中心发展的需要，有两大促进因素：

1) 随着企业集团事业部制、矩阵制的形成和发展，集团组织结构扁平化成为一种趋势。由此，集团财务的集权和分权都有不同程度的发展。集权要求集团母公司更多、更快捷、更真实地掌握集团成员的财务信息，并及时给予财务决策和管理上的支持，尤其在组织结构的层次减少使得每一层次的成员相对增加的情况下更是如此；分权要求集团组织结构适应市场日益灵活多变的需求，给予集团成员更多的财务权利，以使财务决策更有针对性和适用性。

2) 信息技术的发展为企业集团在分权基础上的“财务信息的集权化”提供了条件。集团组织机构层次和成员的多样化一度是财务管理最大的障碍，而如今大量企业管理型软件的出现使集团距真正的网络会计和网络财务越来越近。

特别是信息处理技术的发展，各种管理信息系统中辅助项目核算模块功能的日益完善和强大，使得集团财务专门化的趋势更加明显。例如，制定责任会计制度的主要问题是单轨制与双轨制的选择。单轨制就是将内部责任会计核算与对外财务会计核算融合在一起进行的会计核算体制。即将按国家统一的会计准则或会计制度的要求而设置的会计科目与按企业内部责任会计的要求设置的核算科目有机地结合在一起，根据会计准则和会计制度编制对外报告的财务报表，根据内部责任会计要求编制对内报告的业绩报告。双轨制就是将内部责任会计核算与对外财务会计核算区分开来分别进行，各自根据不同的管理要求、不同的方法来进行会计资料的归集和数据计算。因此需要设置两套凭证、账簿、报表及核算程序。而集团财务软件则使双轨制转为单轨制成为可能。

鉴于此，企业集团的财务控制中心是比财务结算中心更高层次的财务中心



形式,除执行财务结算中心的全部职能以外,集团财务控制中心的职能主要是:

1) 及时掌握集团事业部或子公司的资金预算和运作,并根据集团整体情况立即进行协调。

2) 掌握集团各分部的采购费用、生产成本和销售费用情况,实行即时决策和监控。

3) 对企业集团内部物流和人力资源与财务资源的不协调之处进行整合,达到统一管理。

以上职能的实现由于企业集团成员的层次分布和地域分布的复杂性,是在工业经济时代的集团财务控制无法或很难做到的。在网络技术日益普及和各种集团财务软件出现的背景下,实施上述职能已经成为企业集团财务中心发展的趋势。

3. 财务公司

(1) 企业集团财务公司的产生。随着企业集团的规模越来越庞大以及集团经营的业务呈多元化发展,企业集团经营过程中生产、运输、销售及售后服务所需的资金量也急剧膨胀,整个集团或其某一成员企业与供应商和客户之间、集团内部各企业之间资金的纵向流动和横向流动都日益频繁。同时,从集团整体来看,一方面随着集团业务的不断发展会产生大量的暂时闲置资金存入银行;另一方面由于生产、销售乃至科技投入资金需求的增加,对银行临时性和长期性资金融通的依赖性都越来越大。为了挖掘集团内部资金潜力,调剂内部资金余缺,加快集团资金的周转,提高整个集团的资金运作效率,在集团内部成立统一的资金运作机构和咨询类机构十分必要。同时,为了更好地开拓新产品市场和新顾客群体,有效利用集团外部潜在资金来源,由企业集团自己成立信贷类的非银行金融机构也被众多大型企业集团提上了日程。上述集团内外资金运作的新需求,使得一种隶属于企业集团并为集团内外企业或个人服务的非银行金融机构浮出水面,它就是企业集团的财务公司。财务公司是企业集团特有的财务组织形式,它在功能上已经超越财务中心,而成为一种金融机构。

与银行相比,财务公司必须有较高的自有资金比率。财务公司所经营业务的利润率一般来说比银行要高一些,所以各国对财务公司自有资金的要求通常都比较高。以美国为例,一般财务公司自有资金比例都在10%以上,如福特汽车信贷公司由于信用的评级相对较好,自有资金比例也在8.7%左右。财务公司与银行另外一个不同在于财务公司的专业化和面向比较广大的客户群。财务公司一般都是大企业集团的成员或相关企业,它非常专业地从事某一领域内的业务,经常涉及的是某类或某几类产品的融资。在美国,大的财务公司一般都集中在汽车和机械行业。所以财务公司有针对这个行业的特性更加深入地开展常规和创新的金融业务,同时可以尽量避免金融业的高风险,这样财务



公司在某些领域内就可以放款给更多单位和个人。而银行面向各种各样的行业，无法将贷款业务做得非常深入，财务公司恰恰在这方面弥补了其不足。

企业集团的财务公司最早出现于西方资本主义国家。美国第一家财务公司成立于1878年，但真正法制化和规范化的美国财务公司源于1916年起草颁布然后逐渐推广到全国各州的《统一销售贷款法》。目前在美国有1 200多家财务公司。财务公司在美国的金融体系中扮演着非常重要的角色。在美国，通用电气财务公司是规模最大的财务公司，1980—2005年，通用电气财务公司从年盈利6 700万美元、资产仅有50亿美元的小公司发展成为年盈利61亿美元、资产达5 200亿美元的全球最大型财务公司，同时实现营业利润两位数高效增长的奇迹，为集团每年贡献40%以上的利润。在全世界所有金融机构中，通用电气财务公司的利润仅次于花旗银行集团。^①可以看出，财务公司在美国金融体系中所占的分量是很重的。

在中国，财务公司这一概念是指依据《公司法》和《企业集团财务公司管理办法》设立的，为企业集团成员单位技术改造、新产品开发及产品销售提供金融服务，以中长期金融业务为主的非银行金融机构。财务公司的业务主管机关是中国银行业监督管理委员会（简称银监会），它依法对财务公司实施监督管理。

中国的企业集团财务公司诞生于20世纪80年代中后期，是具有中国特色的与企业集团的发展配套的非银行金融机构，实质上是企业集团内部的金融公司。1987年，中国第一家财务公司即东风汽车工业财务公司成立。1991年12月，国务院批准了55家大型企业集团试点，试点的一个重要内容就是为解决集团内部成员之间的融资和投资问题，批准符合条件的企业集团自办财务公司。2004年，银监会颁布《企业集团财务公司管理办法》（银监会令2004年第5号）^②、《申请设立企业集团财务公司操作规程指引》（2004年11月），用以规范财务公司的准入以及经营。据中国财务公司协会统计，到2009年我国财务公司数量增长到93家，实收资本达到944亿元，利润总额超过200亿元。

（2）我国企业集团财务公司的作用。财务公司是经银监会批准，办理集团内部成员企业资金融通业务的非银行金融机构。根据《企业集团财务公司管理办法》规定，财务公司的业务范围可分为负债、资产、中介服务、外汇等四大类业务。与其他金融机构相比，财务公司具有两个显著的经营特点：一是服务对象的确定性，专为集团其他成员单位提供服务（在提供消费信贷等为集团外成员服务的同时，必然是在为集团内某一成员的销售业务服务）；二是经营服务的多样性，业务范围广，品种丰富。根据《企业集团财务公司管理办法》，财务公司可从事下列部分或全部业务：

① 杜胜利：《国际财务公司的发展趋势与海尔财务公司的发展模式》，载《会计研究》，2005（5）。

② 2006年12月，银监会对企业集团财务公司管理办法作了进一步修订，对机构投资者的定义作了修改。

- 1) 对成员单位办理财务和融资顾问、信用鉴证及相关的咨询、代理业务；
- 2) 协助成员单位实现交易款项的收付；
- 3) 经批准的保险代理业务；
- 4) 为成员单位提供担保；
- 5) 办理成员单位之间的委托贷款及委托投资；
- 6) 为成员单位办理票据承兑与贴现；
- 7) 办理成员单位之间的内部转账结算及相应的结算、清算方案设计；
- 8) 吸收成员单位的存款；
- 9) 对成员单位办理贷款及融资租赁；
- 10) 从事同业拆借；
- 11) 中国银行业监督管理委员会批准的其他业务。

符合条件的财务公司，可以向中国银监会申请从事下列业务：

- 1) 经批准发行财务公司债券；
- 2) 承销成员单位的企业债券；
- 3) 对金融机构的股权投资；
- 4) 有价证券投资；
- 5) 成员单位产品的消费信贷、买方信贷及融资租赁。

从直接消费者和其他产品需求者的角度来看，财务公司可以办理集团单位成员产品的消费信贷、买方信贷业务。这就意味着消费者在购买住房、汽车或其他耐用消费品时，或者生产者在购买半成品时，不仅可以到商业银行去贷款，而且可以到生产企业或销售公司所属企业集团下的财务公司筹集资金。这样一来，消费者不仅多了一条贷款渠道，而且会因为可以从企业直接获得贷款而免除许多烦琐的手续。从企业集团的角度来看，这必然直接刺激消费需求，极大地促进集团的销售，从而带动生产，并且可以树立起集团的形象。

在债务融资方面，财务公司可以发行中长期债券，以逐步改变企业集团负债结构，有能力开展中长期的金融业务。同时，财务公司还可以开办财务顾问等中介业务，真正成为为企业集团服务的中介机构和理财专家。

财务公司的出现预示着企业集团的一种新型的筹资、投资和资金营运方式的产生，它可以使企业集团的财务行为和财务运作效果发生明显的变化。结合前述财务公司的业务范围，它的主要作用有：

- 1) 财务公司对内可以起到集中集团自身财力，发展重点项目或工程的作用。过去在集团各成员企业自有资金少，主要依靠银行贷款的情况下，企业集团内部资金力量分散，对重点开发项目难以发挥综合优势。通过财务公司则可以运用金融手段把集团内部的财力集中起来，增强集团内部资金统一管理和调剂的功能，重点发展关键项目以利于集团整体的利益。



2) 财务公司对外可以通过金融手段为企业集团的投资项目筹集到资金。财务公司通过疏通集团与商业银行的关系,构建社会融资的桥梁,可以争取到商业银行对企业集团的投资贷款,并通过代理发行股票与债券直接融资。

3) 财务公司通过买方信贷、卖方信贷和消费信贷等多种形式促进销售,合理利用浮游现金,加快资金周转率,成为企业集团不断扩张和发展的动力。

5.4 案例研究与分析:鄂尔多斯羊绒集团的内部银行制度^①

内蒙古鄂尔多斯羊绒集团公司的财务改革经历了一个循序渐进的过程。随着集团事业的迅猛发展和快速扩张,原有的管理手段已经不适应发展的需要。全集团出现了高存款、高贷款的“双高”现象,有的企业存款闲置浪费而不能实施调剂使用。财务人员单方面听命于企业领导的指挥,甚至出现欺上瞒下、违纪违规、损害集团大局利益的现象。所有这些问题的产生,都说明缺乏一套严谨、高效的财务管理机制。从1999年开始,鄂尔多斯集团公司创立了以内部银行为中心、以“四统一分,两级管理”为主要内容的财务管理新机制。

5.4.1 四统一分,两级管理

根据“统一管理,分级实施”的原则,确立了以内部银行为中心的资金管理体制,其内涵是在“四统一分”的框架下,以内部银行作为集团内部全资、控股企业资金流程的必经之地和调控中枢,以资金统一管理和集中运作为核心,各全资、控股企业原有的银行账户统归财务公司内部银行接管,内部银行利用总体财务收支预算杠杆,实施现金流监控,调剂资金余缺,发挥资金最大效能。

“四统”,即机构、人员、制度、资金的统一。

机构统一——集团公司所属全资、控股企业的财务机构为财务公司派出机构。财务公司对各企业统一确定财务机构设置、编制定员。

人员统一——集团的全资、控股公司的财务人员由集团财务公司派驻和管理,实行垂直领导。财务会计人员的工资、奖金、福利由财务公司统一发放,财务人员的培训、招聘、岗位调配、职称评聘、人事任免统归财务公司进行安排。各派出机构财务人员以契约的形式与财务公司和所在服务企业签订人事合同,确定服务内容、岗位职责、工作标准、考核办法等。所有财务会计实行岗位轮换制,原则上2年轮换一次。

制度统一——各企业财务管理制度、政策及会计核算方式,统一由财务公

^① 鄂尔多斯集团公司“以内部银行为中心的资金管理”获第八届国家级企业管理创新成果二等奖。



司制定，各企业依据财务公司制度可制定本企业实施细则，但需上报审批后方可实施。财务公司对各子公司财务制度的执行情况进行检查。

资金统一——财务公司设立内部银行，作为内部结算中心，模拟商业银行的运作和核算形式，对各全资、控股公司的各项资金实行统一管理和运筹，企业的财务收支全部通过内部银行进出，按预算实施监收控付，从源头上管理资金的流向，杜绝了企业各行其是和按制度规定乱借款、乱担保、乱投资、乱开支的现象，真正实现了资金管理的集中统一和灵活高效运作，一个账户管住全部企业。

“一分”就是核算分离。各公司的生产成本和经营成果按原有体制进行独立核算，自负盈亏。

“两级管理”就是财务公司对各全资、控股企业进行一级管理，而企业财务机构按照四统一分的原则对内部车间（分厂）、工会、食堂及职能部门实施二级管理。一级管理的核心是管好用活资金；二级管理的核心是进行成本控制。

5.4.2 内部银行——资金进出的唯一“漏斗”

财务公司成立后，内部银行接管了成员企业原有的银行账户，银行预留印鉴、空白票据全部交存内部银行，并对应开设内部账户。统一管理资金账户后，各企业的回款仍回到自己的账户，内部银行出具内部收款通知，作为记账凭证。内部银行可根据企业业务量大小，统筹调剂安排资金，资金由“散存”变为“统存”，最大限度发挥资金“蓄水池”作用，实现了一个“漏斗”进出资金，一个账户管住开户企业。2000年，内部存款企业全年平均存款18 534万元，调剂使用9 000多万元，节约财务费用1 653万元。

企业因生产经营资金周转困难，可向内部银行申请流动资金借款。内部银行通过对借款人经营状况、资产结构、负债比重、销售回款、营业利润、信用程度等进行严格审查，确认申贷合理、资信可靠、具备偿还能力的情况下，给予短期周转借款。借款完全由内部银行进行监督使用，专款专用。

内部银行作为集团公司资金的流转结算中心，承担着资金统一运营和有效调剂的职能。受羊绒行业资金季节性交错制约，每年的原料收购旺季时资金“瓶颈”较为突出。从4月份开始，原料收购进入旺季，需要筹集大量的资金确保原料收储，而羊绒衫市场却因气候因素在4—8月基本上处于销售淡季，销售回款难以满足原料资金需求。在每年原料收购资金大幅度增加的情况下，内部银行积极利用统存统贷和利率杠杆，还高贷低，还旧贷新，大力压缩贷款规模，降低资金成本，避免了逾期贷款产生的高额罚息。

5.4.3 全方位、多层次的资金管理机制

资金管理的实质就是对各个环节现金流的监督与控制，也就是对生产、营



销、采购、项目投资等过程的现金流采用预算管理和定额考核，实行动态监控，统筹使用资金，量化开支标准。

1. 优化资金约束机制，抓好资金结构管理

针对资金使用的轻重缓急，将营运资金区分为生产经营资金和非生产经营资金。生产经营资金是保证企业正常生产的必需资金，按照各个生产单位年度、月度计划，这部分资金必须满足供给，不得挤占或挪用。非生产经营是跟生产经营相对联系不太紧密的资金，这部分资金本着宁可少花、不可多花的原则，力求压缩总额开支。同时，结合费用的厉行节约和有效管理，杜绝企业之间攀比开支、大手花钱，严格控制费用支出，避免资金分配的畸轻畸重。

2. 建立资金循环机制，狠抓资金流程管理

为保证资金满负荷、高效益运营，发挥内部银行的蓄水池功能，调节资金余缺，重点支持成员单位生产所需资金。内部调剂使用的资金，一律实行有偿制，严格监控，专款专用。

在营销环节中，资金的监控实行分级管理，内部银行只对内销总部——工贸中心，随时监控其销售货款回笼及账面存款。工贸中心根据财务、业务、配货三位一体的运作模式，资金实行收支两条线管理，即开设销售货款和费用提留两个账户，每天的销售款，必须先打入指定销售货款专用账户，再根据核定的费用开支标准，提留一部分划转到费用账户中。销售货款不得在各销售机构滞留，必须按日汇至工贸中心账户内，工贸中心按照同样的办法，及时集中至财务公司内部银行有关账户中。这样，减少了资金的在途时间。

在采购环节，全集团原辅料、机配件、零部件统一实行招投标制。内部银行严格按照中标单位、物品明细以及供需双方的合同履行付款，始终保持供货单位、中标单位、收款单位三者的一一对应，手续不全、名称不符或因人情关系试图提前付款的，一律拒付。这样，就在资金支出环节堵塞了漏洞。

项目投资方面，集团公司的基建、安装、技术改造、维修工程等统一采取招（投）标方式进行，集团所属建筑安装公司同其他非集团所属企业一样均参与竞标，内部银行依照标书、中标通知书、施工（安装）合同等资料监控付款。

生产环节中，主要是对成本费用的控制。内部银行紧紧抓住成本费用开支这条主线，全面实施目标成本管理工程，模拟市场核算，实行成本否决。通过制定目标成本（计划价格）模拟市场买断，划小核算单位，层层分解细化成本指标到每一个生产环节，倒算成本逐序逐级进行控制，并将降本节耗指标直接与业绩紧密挂钩，考核盈亏，奖优罚劣，使每位职工成为降本节耗的執行者与责任人。企业费用推行包干制，即将日常费用（如办公费、电话



费、低值易耗品等)分解核定为“人头”费用,人人心中都有一本账,年终集中兑现奖惩。

3. 实施资金预算管理,提高整体运营效果

以内部银行为中心的资金管理实质就是对现金流的全程管理和预算控制。预算控制贯穿于整个财务收支全过程,通过分级管理和过程控制,坚持预算的刚性作用,消除赤字预算,谋求挖潜增效。

(1) 分级编制,归口编报。围绕集团公司年度综合经营计划和内部经营目标责任,各企业一切财务收支均纳入预算管理范围,各经济核算单位自上而下都是资金预算的管理对象。资金预算采取分级编制、集中汇总、逐级审批的办法,即班组、车间、行政、采购、设备等部门按照各自的资金需求编制当月资金支出预算,在规定的时限内报送所在企业财务部门,财务部门按照销售回款计划及降本节耗指标审核汇总基层资金支出预算,按照统一格式上报内部银行,由内部银行负责监督、平衡、控制。

(2) 集中审核,跟踪监控。财务公司根据“以收抵支,先收后支,自求平衡,略有盈余”的原则,权衡资金轻重缓急和实有存款审核平衡资金。日计划不得突破月计划,月计划不得突破年计划,年计划不得突破总计划。采取刚性预算与弹性预算相结合的办法,消除赤字预算。对于日常零星支出,付诸审核后的资金预算实施;对于固定资产和基本建设投资,一律采取招(投)标方式,实施付款时必须依照预算、协议、审计决算、验收等资料进行。如出现资料短缺、事项不符等情况,给予拒付。

企业因资金计划不足,每月只允许在限定的范围内追加两次支出预算,追加预算为突发性支出或应急性支出,对于日常开支因预算考虑不周,一概不予追加。

通过财务收支预算管理,坚持以收抵支、自求平衡的原则,遵循分级审批,层层把关,做到了按计划用款,按进度拨款,加强资金跟踪检查,营造了自上而下管好用活资金的良好氛围,形成了事前预算、事中控制、事后反馈的管理控制体系,促使企业自上而下,从集团到企业、车间、班组直至每个岗位都能够清楚“有多少钱,办多少事”,“钱从哪里来,花到哪里去”,出现了“人人心中一本账,个个都是理财手”的新局面。

集团所属企业内部之间的结算量占资金总支出额的85%以上。以内部银行为中心的资金管理解决了不论企业内外,不论金额多少,均需通过商业银行的做法,既方便了企业之间的往来款项结算,提高了工作效率,也节约了大量票据、手续费用。通过启用一个“漏斗”进出资金,有效调剂使用资金,集团在资金使用规模不断上升的情况下,反而大幅度减少了利息支出。同时,产品的生产成本也大幅度下降。



5.4.4 案例启示

随着集团母子公司体制的建立，母公司如何发挥集团公司的核心作用，有效监督、控制子公司的资金运行情况和经营发展方向，最大限度地调动子公司管理层的积极性和创造性，是企业重组过程中碰到的带有共性的问题。鄂尔多斯集团公司在实践中推出的以内部银行为中心，“四统一分”的财务管理模式，为解决上述问题提供了可借鉴的途径。

1. 内部银行的产生源于企业集团加强资金管理的需求

鄂尔多斯羊绒集团内部银行是在集团迅猛发展和快速扩张的背景下产生的。集团公司的快速发展使子公司数量不断增多，企业原有工厂制的资金集中管理框架被打破，由于各子公司均是法人企业，成立时在银行都设有资金账户，初始资金由集团公司划入各子公司账户，其后的资金进出都反映在子公司的账户内。这样，就造成集团公司资金的分散，资金使用效率低，也不利于集团公司资金融通及货币收支情况的动态管理和审查监督。因此，集团将不可避免地出现如高存款、高贷款的“双高”现象；下属子公司财务人员单方面听命于子公司领导的指挥，甚至出现欺上瞒下、违纪违规、损害集团大局利益的现象。

鄂尔多斯集团正是有的放矢，探索出了以内部银行为中心的“四统一分”的资金集中管理模式，通过成立内部银行，改原来的分散管理为集中管理模式，加强集团系统内的资金筹措、运用和管理能力，有效地解决了集团公司资金管理中的上述问题。

2. 内部银行：漏斗的妙用

鄂尔多斯羊绒集团内部银行制度的一个重要经验是：实现了一个“漏斗”进出资金，一个账户管住开户企业。这种漏斗式资金管理对企业集团具有重要意义。

(1) 漏斗式管理强化了集团对下属分、子公司的账户管理。在新的账户统一管理模式下，过去的零存到银行变成现在的统存到集团的一个账户上，这样可以积聚大量的资金，从而使集团内部可以运筹资金，形成内部贷款；由散存变成统存增加了企业集团的利息收入；大量资金的积聚使企业集团有可能在各分子公司之间调剂资金，消除公司集团原先的高存款、高贷款现象。

(2) 漏斗式管理增强了集团管理层的战略管理能力。管理层也可以随时控制资金的流向，如果发现某个子公司的贷款就要到期了，管理层可以直接动用集团资金归还到期贷款。过去这个企业不可能还那个企业的钱，内部互相是一种堡垒形式，在内部银行新体制下，企业集团又变成了一个企业的概念，管理层可以从集团的整体层面考虑成本、存货等问题，而不像过去都是单个企业的

零碎资料，这个企业一个状况，那个企业一个状况，财务统一不起来，要数据还可能相互扯皮。

3. 内部银行规范了企业集团的内部作业流程

企业集团加强资金统一管理的意义，不仅在于大幅度提高了资金使用效率，降低了成本，而且通过财务手段，使企业集团内部的生产、营销、采购、投资等各方面都得到了有效的规范和控制。

鄂尔多斯羊绒集团公司以内部银行为中心，通过预算管理和定额考核、动态监控等手段，狠抓资金流程管理，加快了销售资金回笼速度、降低了采购成本，同时对生产成本实施强有力的控制，使财务控制不仅仅成为一种事后控制的手段，而是贯穿企业集团生产经营的全员、全过程。科学的内部银行管理体制使鄂尔多斯企业集团形成了“人人心中一本账，个个都是理财手”的新局面，为企业集团战略目标实现完成了全面的动员。

资料来源：内蒙古鄂尔多斯羊绒集团公司：《让资金从一个“漏斗”进出——看鄂尔多斯集团公司以内部银行为中心的资金管理》，载《企业管理》，2002（8）。



本章小结

- 企业集团的组建可以通过纵向并购、横向并购和多元化战略等方式，它由多个企业法人组成，组织结构具有多样性与开放性，规模巨大，生产经营具有连锁性和多元性。
- 与单个企业财务管理相比较，集团财务管理的主体更加复杂，所依赖的基础是母公司对子公司实施的控制，集团财务管理更加突出战略性。
- 企业集团的组织结构可以分为直线制、直线职能制、事业部制、超事业部制和矩阵制。
- 企业集团财务体制从总体上要解决的问题是集权与分权的关系问题。财务权利可以分为：财务决策权、财务资源调配权、财务资源使用权和财务监控权。
- 子公司的类型包括全资子公司、控股子公司、参股子公司、关联子公司，母公司对子公司的控制包括对子公司资本层次控制和资本结构控制等。
- 企业集团财务机构包括一般财务机构、财务中心和财务公司；财务中心分为财务结算中心和财务控制中心；财务公司是企业集团财务机构的特殊形式，是为企业集团服务的非银行金融机构。



案例讨论：西门子财务（中国）公司的资金管理

一、西门子财务公司概况

西门子财务公司正式称谓是“西门子金融服务公司”（Siemens Financial Services Ltd., SFS），是整个西门子集团的金融服务中心、金融营运中心和利润中心。最初，西门子集团公司的金融业务全部集中在集团财务部（又称中央财务部，CF），1997年，西门子将除集团财务政策制定和指导（policies and guidelines）职能以外的全部金融业务职能完全从集团财务部分离出来，成立了SFS作为负责集团具体金融业务运作的全职部门。2000年4月，SFS从职能部门进一步发展成为集团100%控股的独立法人，以适应金融市场及自身发展的需要。

从集团管理架构上看，西门子集团的CFO（集团公司董事会成员）主要负责两块业务：CF和SFS。其中，CF负责整个集团的金融战略与政策制定，而SFS则负责政策执行和具体运作，不仅作为西门子集团的“内部银行”，提供集团流动性管理、现金流集中、优化资产负债结构、管理资金风险等项目，还承担着为西门子所有成员企业提供专业化、全方位的金融咨询服务、金融财务支持等项目，如资金管理、项目和贸易融资、内部结算、信贷、应收账款管理、票据清算、外汇买卖、年金管理，等等。由于SFS完全服务于集团内部成员企业，因此，按照德国的相关法律，其业务开展不需要申领相关的金融牌照，也不必接受德国中央银行的监管或其他政府机构的限制（企业年金管理及其咨询业务的开展需要相关管理部门的认可）。

据介绍，目前SFS总部及其全球分支机构共有1672名雇员，其中，在欧洲总部超过1300人，在北美地区有200多名雇员，在中国、日本、澳大利亚等亚太地区，在巴西等南美国家，也有超过100人的队伍。从经营效果看，近几年SFS获得了稳定发展，净资产收益率已超过32%（2005年数字），其资产状况如表5—1所示。

表5—1

SFS的资产状况表

年份	2002	2003	2004	2005
ROE（税前）	23.2%	24.9%	24.6%	32.4%
总资产（亿欧元）	87	84	94	101

二、SFS的职能定位及业务分类

SFS有着明确的市场定位。为满足职能需要和业务发展，SFS公司按照业

务分类，可分为两大类、六大领域。其分类及内容如图 5—4 所示。

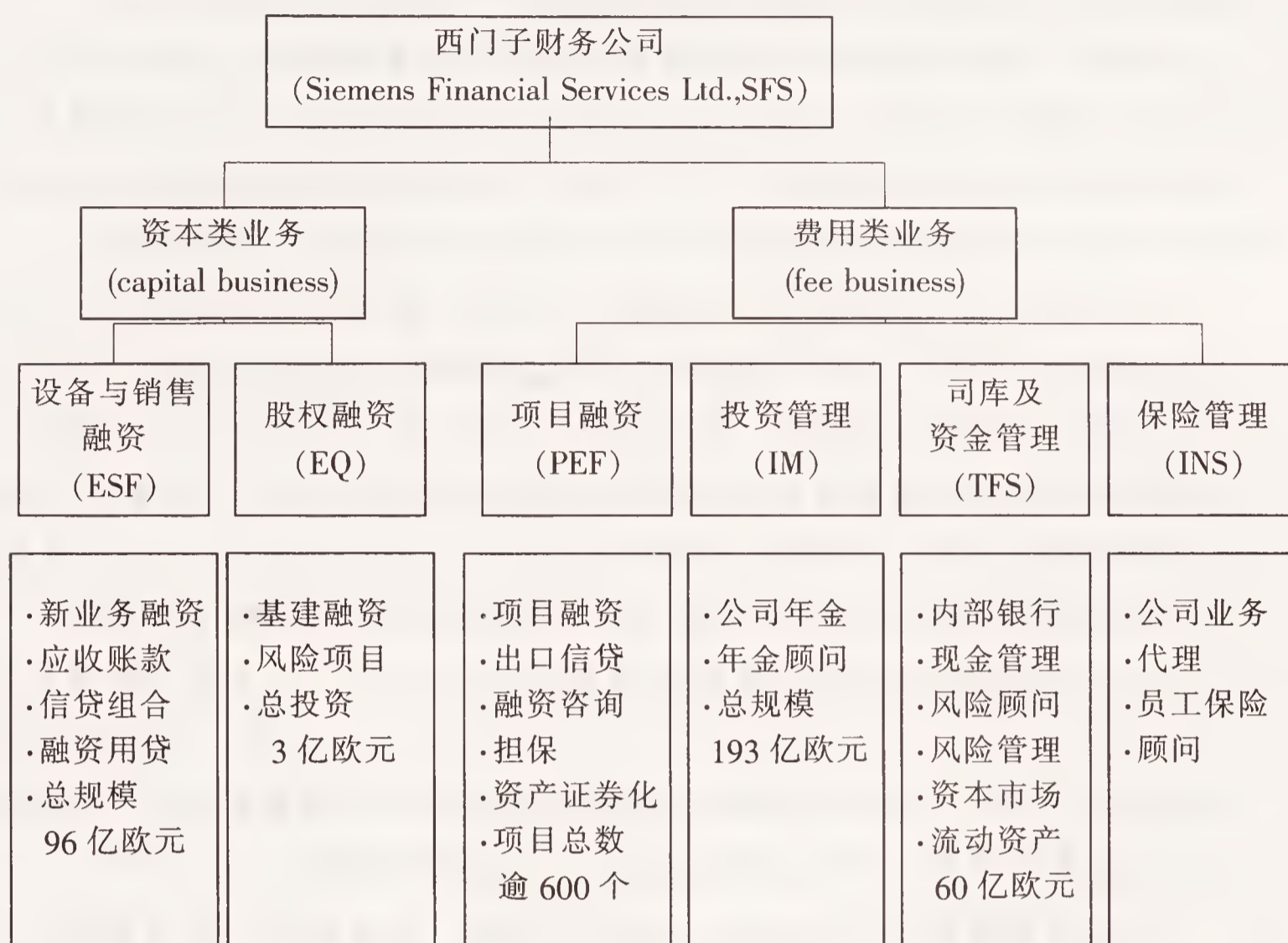


图 5—4 SFS 的业务类型

SFS 通过这种业务设置与职责分工，实现其作为西门子集团内部具有专业化优势和技能、能够提供全方位金融服务的机构和法人职能，并通过与 CF 的人员交流，降低金融财务风险和成本，满足集团战略需求，提高金融服务竞争优势。

三、TFS：四大业务板块实施管理职能

作为 SFS “内部银行” 职能的具体执行者，司库及资金管理部门 (treasury & financial services, TFS) 不仅对内部提供诸如头寸管理、资金集中、内部结算及对外支付、风险管理与外汇交易等功能，同时参与资本市场交易，向集团和成员单位提供决策支持。另外，也向外部（第三方）提供如咨询、技术培训、顾问等服务。TFS 部门是联结西门子集团业务部门和外部金融市场（如银行等）的唯一中介，部门内部又分四个业务板块，共有员工 110 人。

第一个板块为现金管理与支付业务。员工队伍 30 人。其总体目标是通过建立集中化的账户架构、提供内部结算服务和标准化的全球执行系统，全面实现支付、交易和现金管理的高度集中，从而履行“内部银行”的职能。西门子集团规定，所有成员企业之间的交易，必须通过 SFS 支付和结算；成员企业的所有交易应尽最大可能通过内部账户进行（在新兴市场的可除外）；成员企业必须按照集团要求，实现资金集中，降低资金风险，节约成本。为此，TFS



强化了应收账款和应付账款的管理和流程,通过强化透支便利、提高支付效率、实施成本控制和账户集中等管理措施,保障公司目标的实现。

但是,西门子集团的上述规定和目标执行起来还存在一些实际困难。比如在某些“禁运”国家;某些货币仍不可自由兑换的国家;某些国家规定外国人不允许在当地开设本币账户;以及某些针对利息征税等法律或税收环境的限制等。这些实际存在的问题也影响了 SFS 资金集中管理的全面推行。

据了解,西门子集团共有下属企业1 900家,银行账户5 900多个。目前已经有1 100多家企业的3 900多个账户受 TFS 直接管理。成员单位新账户的开立须由 TFS 审批,并要求一种货币必须汇集在一个资金池(cash pooling),自下而上地进行资金归集。在欧盟区域,为便于成员单位的业务开展,设有多个资金池,这些欧元资金池会进一步集中到一个中心账户(control account)里。另据了解,TFS 的内部结算和对外部第三方的支付,都分别超过了每年1 000万笔。

第二个板块是风险顾问与融资业务。员工 25 人。主要业务内容是风险管理、贷款保函或担保、内部融资等。有七项目标,分别是:资金流动性管理、集中额外流动性、降低信贷风险、减少外部贷款、避免额外成本、提高集团公司财务报表透明度、提高或改善集团公司的外部评级等。

针对内部融资,SFS 规定了 TFS 的职责:吸收成员企业不超过3个月期的存款,并向成员企业提供不超过1年期的贷款。更长期的贷款业务不在 TFS 而是由 SFS 内部的其他部门负责。有关成员企业存贷款事项的其他例外(包括期限、方式、用途或金额等),必须由本部门批准。TFS 提供的内部贷款实行优惠利率,与银行相比,贷款利率可下降15%~55%。

在风险管理方面,本业务板块是公司外汇风险管理的专门机构。通过深入分析集团资产负债表、尚未完成的交易合同和未决交易,以及未来3个月的销售或交易计划等,计算外汇净头寸,取得货币敞口。然后,据此与相关企业签订合同,进行市场交易的匡算。公司规定,原则上要由企业自行计算风险敞口并自主决定是否进行避险(hedging),以及避险的规模。西门子集团规定成员企业风险敞口的75%必须得到避险管理(cover),敞口不得超过25%。作为西门子集团内部唯一可进行外部避险业务的机构,TFS 也是有保值需求成员的唯一交易伙伴,TFS 可以在24小时之内随时交易,成员企业只要电话通知即可。据介绍,目前经常有避险需求并与 TFS 进行对冲交易的账户有500~600个。

第三个板块是资本市场业务,员工在20人左右。主要任务是根据风险顾问与融资部门提出的(集团成员)要求,负责与外部银行及市场的具体操作。具体内容包括:

(1) 外汇管理。包括宏观管理和微观管理,目的是通过管理全球13种主要货币的外汇资金,实现外汇收益的最大化,并提供外汇顾问及咨询服务。通过分析集团的债务结构、期限结构等,进行远期控制和利率结构优化,并提供

内部咨询。目前主要运用的金融工具包括：货币即期（spot）、远期（forward）、掉期（swaps）和较简单的大众型期权（plain vanilla option）等。

（2）利率管理。主要运用的工具和产品包括利率掉期、利率期货、远期利率协议（FRAs）、利率上限/下限（caps/floors）以及掉期期权（swaptions）等。

（3）流动性管理。主要功能是，在充分保障公司正常支付的情况下，努力提高额外流动性的收入。主要产品包括：短期贷款或投资、第三方回购、发行商业票据、资产证券化（ABS）票据，以及货币互换等。

（4）资本市场。主要功能是：发行股票或其他证券、通过资本市场的其他融资来优化债务成本、创新性融资项目、信贷便利及银行授信、联系评级机构（与发行活动有关）、公关等。目前 TFS 已发行的短期融资（CP）高达 90 亿美元，中长期融资则包括 50 亿欧元的长期票据、在欧洲债券市场上发行的 20 亿欧元长期债券、25 亿欧元的股权联系债券和在美国市场上发行的 50 亿美元债券。另外，目前还有 35 家国际银行为 SFS 提供了超过 100 亿美元的授信额度。

SFS 在资本市场上的交易遵循严格的风险控制程序和管理规定，不仅实行严格的交易/避险分离原则，还要根据风险状况配置资本或资源，以保证全球性风险均可得到规避（global coverage），在严格限定交易条件、交易对手和交易品种的情况下，还必须取得最小 15% 的风险资本收益率。

第四个板块（部门）是 IT 部门。为实现 TFS 现金管理、账户管理、财务咨询和风险管理职能提供解决方案，是 TFS 相当重要的部门。目前还由两个部门组成，即将合并为一个，部门有 25 名员工。该部门主要任务是构建一套联结集团成员企业和外部金融/银行系统的平台和界面，实现多种功能，以适应 TFS 流动性管理、资金集中与资金池、内部结算、外汇交易和全球支付中心的要求，同时实现“全球业务本地处理”的效果。

该部门开发的 Finavigate 系统，运用于集团各成员企业，既满足了西门子全球流动性管理的要求，也发挥着全球支付中心的作用，更是整个西门子集团的全球数据中心。Finavigate 系统每年处理超过 1 000 万笔的第三方支付，同时实现内部超过 1 000 万笔的全球成员的内部结算清单，并动态管理超过 9 万个账户。该系统是由 SFS 公司独立开发的，利用了微软数据库系统，并充分利用网络银行的信息平台，实现与银行结算系统的对接。该系统功能的实现，使得目前 SFS 的客户已不仅是内部成员单位，也包括集团已经出售出去的一些成员企业和其他的国际化的第三方公司。该系统基于银行网络，不是与银行竞争，而是充分利用内部专业化的优势提供银行所不能提供的服务。

目前 Finavigate 系统正针对西门子财务（中国）公司专门开发设计新的流程，以使之成为西门子集团在中国所有业务的资金管理和支付流程的中心平台，满足中国业务的特殊需要。



四、SFS 的资金集中和资金池管理

西门子集团对其成员企业的资金集中是强制性的，集团要求每个成员必须按照规定进行资金集中。SFS 基于成员企业的支付指令统一对外支付。对于在外汇管制或者税收限制国家的成员企业而言，原则上集团会选择在“避税天堂”等地进行纳税筹划，如果实在绕不过去，可以由企业通过当地银行自行支付，但是资金也必须在当地集中管理。

西门子集团只对控股公司（持股在 50% 以上）进行资金集中。SFS 由于提供了比银行更优惠的服务，对所有的股东更为有利，因此，并没有小股东借口关联交易问题对 SFS 垄断西门子集团的内部金融服务而提出反对意见或者限制要求。尽管西门子也在德国、法国和英国等多个国家交叉上市，但是并没有碰到类似中国财务公司与上市公司或者集团内部非上市公司之间关联交易一直受到限制的情况。

SFS 目前共有 60 个资金池，与之合作的银行有 60 家。相关银行账户用西门子总部（Siemens AG）名义的共有 100 个，其余都以各成员企业不同的名义开户，但必须是 SFS 认可的银行。开户权力集中在 SFS。SFS 的资金池也分层次管理，根据不同合作银行的分工不同，最终合并到欧元、美元、英镑等几个主要的中心资金池。在同一银行内部，资金池之间可以直接流动，但在不同银行之间，现金流动需要经过更高一层的资金池。

资料来源：王增业：《西门子财务公司的资金管理特点与启示》，载《会计师》，2007（1）。

要求：

西门子财务公司的资金管理有哪些特点？从中可以获得什么启示？



思考题

1. 怎样理解企业集团财务管理的特点？
2. 集权与分权控制孰优孰劣？在企业集团中如何掌握好集权与分权的关系？
3. 当今大多数大中型企业集团为什么选择事业部型的职能组织结构？从 U 型结构到 M 型结构的变革是基于什么产生的？
4. 现实的企业集团组织结构与组织结构论中的简单分类相比有哪些不同？试设想一个大型企业集团的具体组织结构。
5. 试述企业集团的组织结构与企业集团财务控制的关系。



本章导读

江龙控股是一家集研发、生产、加工和销售于一体的大型印染企业，旗下有浙江南方科技有限公司、浙江江龙纺织印染有限公司、浙江方圆纺织超市有限公司等多家企业。2003年，董事长陶寿龙创立了江龙控股核心生产企业江龙印染；2006年4月，新宏远创基（New Horizon Fund）认购江龙印染20%的股权，通过引入风险投资基金，江龙印染筹得700万美元权益资金；2005年8月，以江龙印染为主体改制成中国印染控股有限公司；2006年9月，中国印染在新加坡股票交易所挂牌上市，发行1.13亿股，总募集资金3062万新元（约合人民币1.5亿元）。中国印染从成立到海外成功上市只用了3年时间，从而引起各方关注，获得“中国印染第一股”美誉，也成为行业龙头企业。然后，风光却只持续了不到一年，2008年10月，因资金链断裂问题，江龙控股轰然倒下。

江龙控股在公司迅速崛起之后，不断圈地圈钱，走上“多元化”道路，2007年其以承债的方式收购南方集团下属的南方科技股份有限公司，使公司背负约4.7亿元的巨额债务，之后，又相续将房源制造、百福服饰纳入旗下，同年10月又斥资2亿元从国外一次性引进11条特宽幅生产线。由于资本投资规模巨大，公司长期资本来源不足，不得不借助银行信贷资本和商业信用筹资。据统计，截至2008年10月，江龙控股共欠银行贷款约12亿元。在资金日趋紧张的情况下，江龙控股还进行民间借贷，并且民间借贷的借贷“战线”越拉越长，利息也越来越高，仅2008年支付的民间借贷利息就高达2.8亿元之多。此外，加上江龙控股较高的财务杠杆和大量的担保使得其面临较大的财务压力，这加剧了江龙控股倒闭的步伐。^①

^① 李秉成，金梦云：《江龙控股危机调研》，载《新理财》，2010（10）；王玉红：《江龙控股集团资金链断裂的成因分析及启示》，载《财务与会计》，2010（3）。



江龙控股倒闭反映出集团资金运筹的重要性，本章将对企业集团资金运筹进行系统全面的介绍。



学习目标

- 掌握企业集团筹资管理
- 掌握企业集团投资管理
- 掌握企业集团分配管理
- 掌握企业集团资本运营

6.1 企业集团筹资管理

6.1.1 企业集团筹资管理的重点

筹资是企业集团生存和发展的前提。一般企业的筹资管理包括筹资总量的确定、资本结构的安排、筹资方式和渠道的选择等。从企业集团的整体来看，筹资管理的重点主要有以下几个方面。

1. 关注集团整体与集团成员资本结构之间的关系

资本结构是企业各项资本运用（包括各种权益资本和债务资本的运用）之间的构成关系。良好的资本结构为企业的筹资提供导向，并有利于降低筹资成本与筹资风险，而且是企业顺利发展的基础。

在以资本为主要联结纽带的现代企业集团中，集团整体的资本结构与集团成员的资本结构形成互动的关系。首先，层层控股关系使得企业集团可以利用资本的杠杆作用——集团母公司以少量自有权益资本可以对更多的资本形成控制，在现代企业股权日益分散化，使得少量资本比率便可实施相对控股的情况下更是如此。这也使集团整体的综合负债率可能大大高于单体企业。其次，这种杠杆作用使得在集团金字塔形的组织结构中，处于塔尖的母公司的收益率比处于塔底的子公司的收益率有更大的弹性，即一旦子公司的收益率有所变动，就会在母公司层面产生若干倍的放大效应，这无疑是考虑集团资本结构时必须注意的。母公司一般要对子公司的负债比率作出限定，企业集团对下属子公司的具体负债比率的限定视各子公司生产经营特点而定，并没有一个固定的标准，一般控制在该子公司自有资本的50%~70%，甚至更低。

2. 实行筹资权的集中化管理

筹资权的集中化是指大额筹资的决策权集中在公司总部。企业集团筹资权集中化的优点主要有：（1）可以减少债权人的部分风险，增大筹资的数额，增加筹资渠道，筹资方案也容易被接受；（2）符合规模经济，可以节约成本；

(3) 有利于集团掌握各子公司的筹资情况, 便于预算的编制。

筹资权的集中化并不等于筹资的集中化, 更不等于所有筹资都通过企业集团或集团母公司来进行。在使用权益筹资时, 基于集团整体利益可以将母公司或某一子公司包装上市; 在使用债务筹资时, 某一个具体筹资项目由独立的子公司来进行, 可以锁定该项筹资的财务风险, 母公司只是以在该子公司中拥有的股权投资为限承担损失。这也是企业集团分散财务风险的重要形式, 反映出集团战略制定上的灵活性。

3. 利用与集团模式改造相结合的方式筹集资金

企业集团筹资目的常常是既为投资又为改制。比如子公司上市, 一方面获得了大量资金, 另一方面转化为子公司从而改变了与核心企业的关系, 而子公司的上市往往使企业集团在获得大量资金的同时仍能保持对其资本的控制; 又比如在企业集团的半紧密层或松散层需要筹资的时候, 核心层借机增大持股比例, 改变集团的组织结构状况。



[例 6—1]

深圳的赛格集团积极尝试直接筹资方式, 进入资本市场, 推进企业上市。1996年7月, 将集团下属业绩良好、符合国家产业政策要求的8家子公司股权合并重组为公众上市公司——赛格股份有限公司, 先后发行和上市了8000万股B股和2500万股A股, 募集资金3.5亿元。1997年, 又成功地重组了赛格中康股份有限公司, 于6月份成功上市, 发行1.5亿股A股, 募集资金8亿元。

4. 发挥企业集团筹资的各种优势

企业集团的筹资既可以是整个集团的筹资活动, 又可以是集团成员的筹资活动。因此, 企业集团筹资的方式和渠道也更加丰富, 如集团成员相互筹资(我国法律规定企业法人之间不准相互借贷, 在这里指诸如集团财务公司与其他集团成员之间的资金拆借, 或者集团成员相互间应收应付款项等集团内部的筹资方式)、集团成员相互抵押或担保、相互租赁, 以及利用债务重组的方式进行债务转移等, 甚至集团母公司出让子公司部分股权而不改变其控股地位, 凡此种种都成为企业集团独有的筹资管理中需要考虑的问题。

6.1.2 企业集团母子公司债务筹资安排分析

在实践中, 某一企业集团中的数个公司同时和银行发生贷款业务的情况越来越多。从表面上看, 这些贷款都是对该企业集团的贷款, 贷款主体的选择, 即是由母公司申请贷款还是子公司申请贷款, 并没有对集团整体的负债水平产生影响。但是, 不同贷款对象的选择最终导致集团责任承担程度不一样。



1. 理想模型

设有一家母公司为纯粹控股公司，即除控股一家子公司外其他经营性资产可忽略不计。该子公司还有一个债权人。因此，这家母公司的全部资产为对该子公司的长期股权投资，其现金流也完全是从该子公司分得的股利。如果这个简化了的企业集团要向银行筹资或发行债券，由母公司贷款或发行债券和由子公司贷款或发行债券对整个集团的影响有什么不同？（这里有两个条件：（1）筹资为生产经营所需，并不打算改变投资结构；（2）筹资为无担保型的。）分析如下：

（1）无论由母公司还是由子公司贷款或发行债券，其最终真正的资金使用方都是子公司。

（2）无论由母公司还是由子公司贷款或发行债券，其最终真正的还款来源也都是子公司。

假如由子公司贷款或发行债券，银行（或债券持有人）作为债权人的地位和子公司原先的债权人的地位是相同的。这样的结果是，如果该子公司经营不善而破产，银行债权人（或债券持有人）与子公司的另一个债权人的清偿顺序相同，按债权比例获得清偿。

假如由母公司进行贷款，由于母公司本身没有业务，其还款来源完全是子公司，如果该子公司经营不善而破产，母公司也将进行清算。母公司作为所有者，其清偿顺序在子公司的债权人之后，母公司只拥有子公司在清算后可能剩下的财产。因此，在这里母公司的债权人其实从属于子公司的债权人，由母公司进行贷款或发行债券使债权人银行（债券持有人）的风险更大，其所要求的利息率也会更高（而不像某些读者想象的，由母公司贷款利率会低一些）。

这里还有一种情况，如果由于母公司不能按时清偿到期债务被其他债权人申请破产，银行或债券持有人将与其他债权人一起按比例获得母公司的唯一财产——子公司股权，银行或债券持有人的地位由母公司的债权人变成了子公司的投资人，但是如果子公司破产，其清偿顺序在子公司原先的债权人之后。

2. 一般模型

以上理想的模型在现实生活中当然是不存在的。将这一模型的假设条件一一放宽，我们分析如下。

（1）母公司有两家或两家以上子公司。假设 A 公司为母公司，控股 B 公司和 C 公司，其中 B 公司经营状况良好，资金充裕；C 公司经营状况较差，并有筹资需求。在这种情况下，A 公司和 B 公司的信用等级较 C 公司要高，因此集团应该由母公司或经营状况较好的子公司向银行申请贷款或发行债券，然后通过各种方式（如应收款项、商业信用、投资等）向经营较差的子公司提供资金。

（2）母公司自身也有经济业务。《公司法》规定，公司向其他有限责任公

司、股份有限公司投资的，除国务院规定的投资公司和控股公司外，所累计投资额不得超过公司净资产的50%。因此，大部分企业集团并不是纯粹控股型，而是由处于生产和经营主导地位的集团公司为核心。在这种情况下，母公司申请贷款或发行债券更容易为银行所接受。当然，也不乏由实力雄厚的子公司贷款或发行债券的情况。

(3) 向银行申请的贷款或者发行的债券有担保（这里指广义的担保，包括保证、抵押、质押等）。从信用等级来看，国际上通行的做法是子公司的信用等级不可能超过母公司，因为母公司还可以将其所拥有的对其他子公司的权益和自身的资产作为担保。因此，子公司为母公司担保的可能性较小（实际上，子公司用作偿债来源的资产都已经反映在母公司的资产负债表里了）。但是，当出现接近前述理想模型的情况时，母公司的优质资产都已经注入子公司内，可能出现子公司为母公司担保的情况，并且银行也会接受，因为在子公司破产的情况下，可以以预期违约（预先行使追索权）为由参加子公司的清偿^①，提升了原先债权的优先级别。企业集团可利用的另外一种担保方式是，由实力雄厚的一家子公司为另一家子公司担保，银行通常也乐于接受这种方式。^②

正如一位财务学家所述，有担保的债券不合常理——实力雄厚的发行者不需要某种保证来推销其债券，而若发行者实力有限，即使增加承诺也不会让它的债券更保险，因为在这种情况下，这种设计安排传递出的是财务风险的信号，而非财务安全的信号。在这里，它显然是以控股性质的企业集团为背景的。



[例 6—2]

科尔伯特公司 1989 年通过将 RJR 公司分设为四个等级，筹集了 250 亿美元的资金用于收购 RJR 纳贝斯科公司。科尔伯特公司的经营收入都来自金字塔底层的公司，而大部分筹资活动却是由其上级企业来进行的。第一级控股公司——拥有经营公司的母公司 C，在发行 200 多亿美元的债务时抬高了大部分债券的购买价格。这些债券中有一部分是由母公司 B（它拥有 C 公司）和母公司 A（它拥有 B 公司）提供担保的公开发行的债券组成，这部分债券处于阶梯的顶端。这部分债券是否有很高的内在风险？的确如此。母公司 C 表示该

① 根据破产法及担保法的规定，保证责任不因保证人被宣告破产而免除。债权人在知道保证人破产以后，享有是否将担保债权作为破产债权申报受偿的权利。破产企业在向债权人承担保证责任做出清偿后，在其清偿数额范围内享有对被保证人的代位求偿权。

② 在此作纯粹理论上的探讨，中国股票市场频频发生的上市公司因为其他应收款、债务担保等被掏空，或者假借债务重组粉饰上市公司业绩等问题时有发生。2000 年 6 月，证监会发布《关于上市公司为他人提供担保有关问题的通知》，规定上市公司不得以资产为本公司的股东、股东的控股公司、股东的附属企业或者个人债务提供担保。但是在企业集团内部的非上市公司之间仍可考虑此类融资战略。而新修订的《企业会计准则第 12 号——债务重组》中明确规定了债务重组收益应记入“资本公积”账户，不再确认为利润，也基本堵死了利用债务重组粉饰业绩的渠道。这与我们讨论的以此作为筹资渠道无关。

公司 1988 年预计亏损超过 5 亿美元（还不包括商誉的摊销）。这样的担保可以说根本没有增加保险系数，因为母公司 A 没有任何来源于 C 公司所获利润之外的收益，并且它还直接或通过 B 公司间接承担相当数额的债务（参见图 6—1）。“发行者和债券持有人之间签订的合同是一场无穷无尽的‘猫和老鼠’的游戏，并且公司发行者扮演了猫的角色……如果债券持有人被所谓的不动产抵押债券、有担保债券或其他精心设计所愚弄，法庭是很少进行干预的。”因此，能够在契约条款中找到漏洞的公司通常可以不付任何代价地利用这些漏洞。

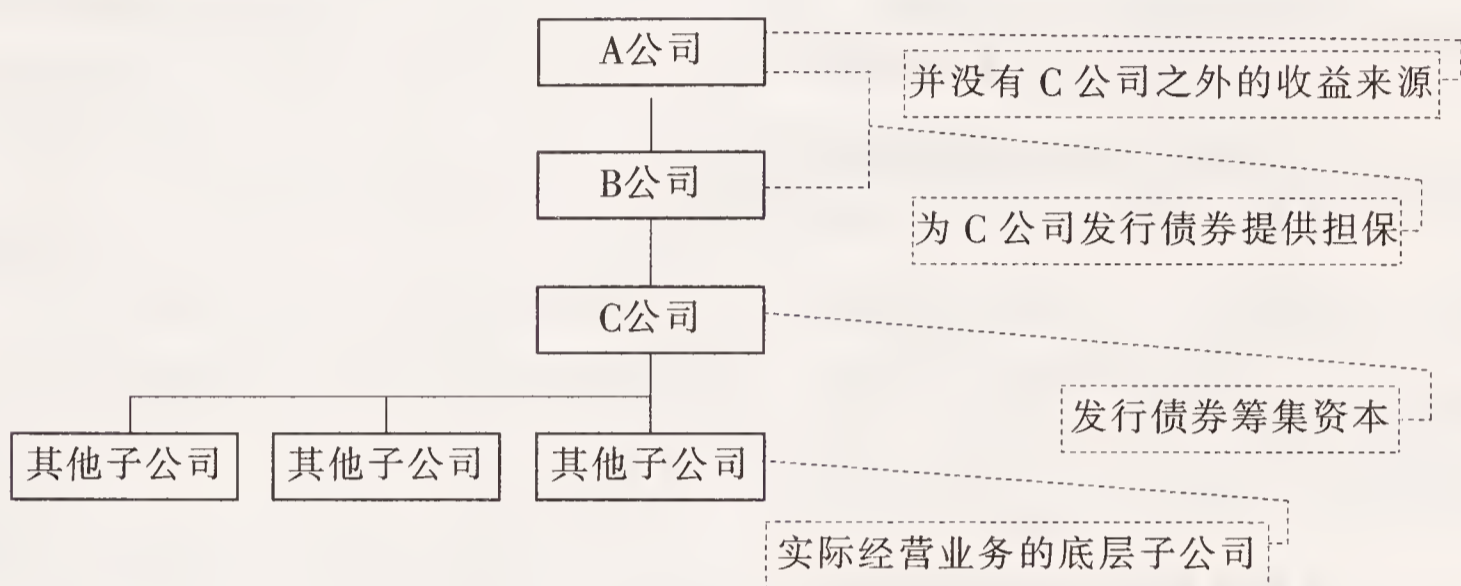


图 6—1 科尔伯特公司融资结构图

实际上，企业集团向银行借款和发行债券时，情况是多变的。银行可能没有对集团贷款的特殊性进行如此完全的考虑，而直接按贷款企业的情况、抵押担保物的价值考虑信贷；银行的考虑可能还包括了资金使用效益、银企合作关系等更广的范围，并对贷款用途加以种种限制。债券购买者也是一样。这就需要企业集团在选择筹资方式和渠道时综合考虑。

6.1.3 分拆上市

1. 分拆上市的概念界定

分拆上市是公司所有权重组的一种形式，既不同于资产剥离，也不同于公司分立。

资产剥离，通常是母公司把一部分资产出售给其他企业，并丧失对这部分资产的所有权和控制权，资产剥离并不能形成有股权联系的两家公司。

公司分立是指一家母公司通过将其在子公司中所拥有的股份按比例分配给现有母公司的股东，从而在法律上和组织上将子公司的经营从母公司的经营中分离出去，这时便有两家独立的（最初的）、股份比例相同的公司存在，而在此之前只有一家公司。在公司分立时，分立公司的股票不向原股东之外的投资者出售。此时，不存在股权变动和筹集资本问题。



分拆上市是指一家公司（母公司）以所控制权益的一部分注册成立一个独立的子公司，再将该子公司在本地或境外资本市场上市。广义的分拆上市包括已经上市公司或者尚未上市的企业集团将部分业务从母公司独立出来单独上市；狭义的分拆指的是已上市公司将其部分业务或者是某个子公司独立出来，另行招股上市。本书主要讨论狭义的分拆上市。

分拆上市基本上与国外资本市场的权益剥离（equity carve-out）概念一致。在国外，权益剥离是指一家被母公司全资拥有的分部或子公司从母公司中独立出去，且对子公司的部分普通股首次公开发售，也称为“分立的 IPO”。如果母公司本身也是上市公司，分拆上市相当于母公司股权的第二次发售，并且分拆出去的子公司都能够从两种市场中获得资金。

2. 分拆上市对企业集团融资的影响

分拆上市对企业集团融资的影响可以从母公司和子公司两个角度进行分析。

一方面，从母公司角度看，通过分拆出让股权可以获得大量的 IPO 现金。改善母公司的资产流动性是分拆上市的一个重要动因。研究表明，分拆前母公司的现金流量越紧张，其分拆出让的子公司股权比例就越高。

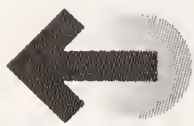
对于已经上市的公司，业绩欠佳将失去配股资格，从而丧失或降低二级市场再融资的能力，这类公司可以采取将子公司分拆上市的方式，达到开辟新的融资渠道的目的。海王生物（000078）2002年、2003年年末净资产收益率平均只有2.5%左右，基本丧失A股配股资格。在这种情况下，上市公司开始计划将其部分优质资产到境外实施分拆上市。2004年11月17日，海王生物发布公告称，公司将控股子公司海王英特龙生物技术股份有限公司从公司中分拆，到香港联交所创业板上市，该议案在临时股东大会获全票通过。海王生物在公告中明确宣称，其分拆目的是“提高公司资产的增值能力，拓展融资渠道，形成有效经营激励机制和资本优势，分散经营风险”。

将子公司分拆上市还会显著地提升母公司短期业绩。例如，一家A股上市公司成功地将一家高科技子公司分拆上市，原始投资额为3000万元，分拆上市的首日交易平均价为15元，假设母公司当日全部套现，可获得投资收益4.2亿元，母公司业绩将出现激增，这将使母公司更容易获得潜在的配股和增发机会。

另一方面，从分拆子公司的角度看，分拆上市为子公司打开了从资本市场直接融资的渠道，从而更好地满足其项目投资需求。分拆出去的子公司可以从外部筹集资本，资本来源将不再仅仅限于母公司这一渠道，即不再完全依赖母公司其他业务的收益所产生的现金流的唯一支持。

3. 分拆上市时应该注意的问题

分拆上市并非一“拆”就灵。只有当一家上市公司市值达到一定规模，业



务基础扎实，且具有一流的管理水平时，分拆上市才是一种明智的选择。如果企业不充分认识这一点，最终可能适得其反。广东粤海企业集团的兴衰就是一个深刻教训。该集团先后通过分拆旗下的制革、啤酒等业务上市，一度成为拥有数家上市公司的中资“旗舰”，但由于管理、决策及业务发展方面的失误，最后债台高筑，只有走向重整。

以下几点建议在分拆上市时需要重点关注：

(1) 不可视分拆上市为“圈钱”工具。上市公司固然可以通过分拆以股权为纽带达到以少量资产控制大量资产的目的，但这一方式对债务同样具有放大效应，即使母公司的名义负债很低，如果分拆出去的子公司负债较高，母公司的实际债务也可能放大到惊人的地步。如果公司只希望通过分拆上市一味“圈钱”，而不注重负债的控制和分拆上市后的经营发展，最终可能作茧自缚。

(2) 分拆业务的市盈率不可低于母公司。除基于剥离或逐步退出非核心业务的战略考虑之外，分拆上市的一个重要前提就是确保在可预见的一段时期内分拆业务的市盈率高于母公司。如果低于母公司的市盈率，分拆上市不仅无法获得特殊收益，而且势必成为亏本买卖。20世纪90年代中期，长江实业分拆长江基建时，地产股市盈率大致在10~14倍，而长江实业旗下发展中国业务的长江基建分拆上市后的市盈率则达到20多倍。这样，分拆就为股东及公司带来了丰厚的特殊收益。

(3) 不可动摇母公司的独立上市地位。对母公司而言，分拆上市在本质上属于资产收缩范畴，势必会影响母公司的业绩，对于原本业绩一般的公司来说，分拆优质资产后对母公司业绩的影响会更大。为了加强对母公司中小股东利益的保护，中国证监会在2004年12月发布的《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》明确要求，在股权分置情形下，对上市公司有重大影响的附属企业到境外上市，需要经过参加表决的社会公众股股东所持有表决权的半数以上通过方可以实施或提出申请。

同仁堂在分拆同仁堂科技时以其雄厚的自身实力将优良资产注入了同仁堂科技，赋予了同仁堂科技充分的发展潜力；同时因为同仁堂股份有限公司拥有800多个产品种类，注入同仁堂科技公司的只是其中的一小部分，所以也为自己保留了足够的获利产品。

(4) 不可忽视母公司与子公司现金流量的平衡。从分拆上市的实践来看，“母贫子贵”或“母贵子贫”等母公司与子公司现金流量不平衡的情况十分普遍。一部分公司视分拆为“圈钱”工具，使分拆子公司得不到正常发展。而另一部分公司分拆处于发展期的业务单位后，母公司为避免控制权易手而被迫不断投入大量现金和资产，结果导致“母贫子贵”。

许多中资企业在海外分拆上市的实践中都或多或少受到这些问题的困扰，个别企业甚至陷入现金流量不平衡的泥潭中无法自拔。因此，上市公司分拆资

产上市时，应注意确保母公司与子公司现金流量的平衡。

(5) 不可忽视股权稀释带来的外来威胁。分拆上市几乎不可避免会造成一定程度的股权稀释，这些本来可由母公司完全控制的业务单位在分拆成为公众公司后将导致控制权的分散，从而使其被收购的可能性大为增加。如果公司分拆这些业务单位不是基于退出投资的考虑，而是视其为公司未来赖以发展的基石，那就应当为避免被收购早做准备。

(6) 不可沿用旧的管理模式和经营机制。分拆上市作为一种金融创新，也需要有相应的管理创新与之配合。分拆上市使公司的股权结构和组织结构更为复杂，再加上新的合作伙伴的加入，往往会对企业的管理效率、管理水平和经营机制提出更高的要求，尤其是当国内上市公司分拆业务到海外上市时，往往还存在与国际规范接轨的问题。如果企业不及时做出调整，切实进行管理创新和经营机制转换，最终将由于管理和机制失效而导致分拆失败。^①

6.2 企业集团投资管理

6.2.1 企业集团投资管理的重点

投资是企业集团财务管理的另一个重要问题，关系到集团的经营内容和发展方向，企业集团的某些投资更是关系到集团这个企业群体中的单体企业规模、成员企业数量、集团成长方向等问题。企业集团投资管理的重点有以下几个方面。

1. 以投资带动企业集团发展

企业集团的投資可分为集团内的生产性投资和集团发展的战略性投资两种，前者是单体企业或中小型投资考虑的重点，后者在企业集团中的重要性则大大增强。企业集团投资方向的选择为开辟新的经营领域或扩大现有的生产能力。与单体企业相比，在开辟新经营领域时，由于企业集团资金、技术的实力雄厚，因而可以考虑的投资范围更为广阔；在单体企业或中小型企业选择扩大现有生产能力时，企业集团可能生产已经达到一定的规模效应，因而将投资放在为现有生产能力服务的其他项目中，如投资于与原先产品生产相关的原料供应或成品销售领域。这就是企业集团发展多元化与专业化财务战略的问题。在战略性投资当中，企业集团核心企业对内投资，即向其他企业成员投资，是增强企业集团凝聚力的有力手段；核心企业对外投资，即进行企业兼并和收购，是企业集团发展扩张的重要手段。可以这么说，企业集团，尤其是大型企业集

^① 关于上市公司分拆上市的注意问题，参考季爱华：《上市公司分拆上市的深层次分析》，载《经济研究参考》，44~46页，2005（88）。



团，必然是主要通过联合与兼并形成的，很少有自我发展积累形成，所以投资在集团中的战略地位更体现在对集团成长的作用上。

2. 从母子公司角度分别评价投资项目

在大型企业集团尤其是跨国企业集团中，投资决策首先面临的一个问题是评价主体问题，也就是以国外的子公司或者投资项目本身为主体进行评价，还是以母公司为主体进行评价。评价的主体不一样，评价的结果就可能不一样。这是因为：（1）许可证费、专利权使用费等，对母公司来说是收益，但对投资项目的子公司来说是费用；（2）进行投资的子公司与集团母公司考虑的范围不一样，母公司要从企业集团全局对投资项目进行评价；（3）母子公司所在地的税率可能不一样；（4）如果是跨国投资，则要考虑到外汇价值也在不断变化、各国的通货膨胀率不完全一样、投资项目所在国的政府往往都会对税后利润汇回母公司进行限制，以及各国税率也会存在差异等。

关于如何确定投资项目的主体，理论界和实务界都存在不同观点。从理论上来看，主要有以下三种观点：（1）认为应以母公司为评价主体。这种观点认为，对投资的报酬和风险的考虑，归根结底是为了母公司股东的利益。这符合财富最大化的财务管理目标，因为母公司的现金流量最终是为了支付股利以及实现集团目标的其他用途提供基础。（2）认为应以子公司或者投资项目本身为评价主体。这种观点认为，母公司的投资者越来越分散化，投资目标应该比以前更多地反映这一点。许多国际性的企业集团都制定了长期而非短期的投资目标，子公司创造的利润趋向用于本地投资，而不是汇回母公司。基于这种考虑，从子公司或投资项目本身的角度来进行评价也是适当的。强调当地项目的报酬也符合使整个集团合并的收益最大的目标。（3）认为应分别以子公司为主体和以母公司为主体进行评价。这种观点认为，企业集团财务管理的目标是多元的、复杂的，这取决于构成公司和公司环境的投资集团和非投资集团的不同意愿。在母公司所在地以外的地区或国家投资的情况下，当地政府是其中的集团之一。为了保证企业集团的整体利益和子公司的利益，应从两个方面进行评价：一是以子公司为评价主体；二是以母公司为评价主体。

3. 结合具体情况选择投资评价标准

由于企业集团是多元法人结构，并且具有多层次的组织结构，具有法人资格的集团成员在集团中的地位和作用各不相同，集团内部利益的矛盾比单体企业内部利益的矛盾要复杂得多。这些矛盾反映到集团的投资上，使得无论是成员企业自身采用的投资评价标准还是集团母公司用于评价子公司投资业绩的标准，都不可能完全统一。在某些领域，为了保证企业集团的总体利益，集团总部要确定统一的投资评价标准；在另一些领域，集团总部可根据事业部和分公司所处的行业性质等来决定不同的投资评价标准。

一个突出的例子是，当使用一个固定的投资报酬率作为企业集团子公司的



投资报酬率标准时，如果某个投资项目的投资报酬率高于这个子公司内设的投资报酬率而低于整个企业集团的投资报酬率，或低于这个子公司的投资报酬率而高于整个企业集团的投资报酬率，都容易导致该子公司只顾自身利益而忽视集团的整体利益。在前一种情况下，该子公司可能会投资该项目以提高自身的投资报酬率，但却降低了整个集团的投资报酬率；反之子公司可能放弃这个可以使集团整体投资报酬率提高的项目。在这种情况下，只有引入其他投资指标，如剩余收益，才能保证集团利益的整体性。

4. 从集团全局的角度为投资项目进行功能定位

与单体企业相比，企业集团为投资的配套条件和实施的可能性拓宽了空间。而同一个项目，在企业集团这个群体中可能会有不同的功能定位。在不同的功能要求下，同一项目建设的内容和要求是不一样的，如投资建造一个工厂，其产品是对外销售还是对集团内部销售，对投资方式、选址、设备选择等方面的影响都会有很大差异。子公司投资时确立的功能定位，可能与母公司的规划不一致，这是集团成员在投资时比单体企业更要深入考虑的问题，当发生矛盾时，必须从集团全局的角度为投资项目进行功能定位。

6.2.2 集团投资的现金流量计算

1. 关于初始现金流量

一个投资项目的初始投资额，通常是按投资在厂房、机器设备等项目上花费的实际支出加需要垫支的营运资金来确定，国内投资项目和国际投资项目都是如此。但对国际投资项目而言，在确定初始现金流量时，有时会遇到一些特殊问题。比如，A国X公司准备在B国建一投资项目Y，需投资100万元，但X公司原在B国有50万元的资金被冻结，不能换成自由外汇汇回母公司，现在因为投资于Y项目，使被冻结的资金可以利用，则这50万元应作为原始投资额的减项予以扣除，这样会使现金流出量减少。

2. 关于营业现金流量

在确定国外投资项目的营业现金流量时，要充分考虑东道国的政治、经济政策对企业营业现金流量的影响。比如，在东道国放松银根、通货膨胀率将要上升的情况下，就要充分考虑可能产生的通货膨胀对现金流量的影响。

3. 关于终结现金流量

从理论上讲，国外投资项目都会有一定的终结现金流量。确定终结现金流量的方法主要有两个：

(1) 清算价值法。主要适用于投资项目的寿命终了，不能再继续营业的项目。把有关的固定资产进行清理变卖，垫支的营运资金收回，就能确定终结现金流量。



(2) 收益现值法。主要适用于经营期限終了，但项目还能继续使用的投资项目。在采用这种方法时，应根据尚可使用的年限、每年产生的净现金流量和适当的贴现率，把投资项目继续使用的收益转化为项目終了时的现值，以此现值作为终结现金流量。但在国际投资中，有的投资项目所在国的政策可能规定，投资项目经过一定年限后，即转为所在国所有，如果这样，项目的终结现金流量则为零。

4. 关于汇回母公司的现金流量

如果以母公司作为评价主体，所采用的现金流量必须是汇回母公司的现金流量。关于汇回母公司的现金流量，有如下一些问题需要说明：

(1) 投资项目现金流量中“可汇回额”的确定问题。国际投资项目在生产经营中形成的“净现金流量”（税后利润加折旧），能不能全部成为母公司的现金流量，要看投资项目所在国政府有没有限制性条款。有些国家的法律对汇回母公司的现金流量有各种限制，在这种情况下，国际投资项目产生的现金流量就不能全部视为母公司的现金流量，只能按可汇回的数额进行计算。

(2) 现金流量换算中的汇率选择问题。投资项目的现金流量是不断产生的，一般来说也是不断汇回母公司的。国际投资项目产生的现金流量按投资项目所在国的货币进行计量，汇回母公司时，必须按照母公司所在国的货币进行计量，这就有一个选择汇率进行折算的问题。一般而言，都选用汇回现金流量时的汇率进行折算。

(3) 关于纳税调整问题。一般而言，国际投资项目汇回的现金流量中，有一部分已经纳税（指以股利形式汇回的税后利润），为了避免企业出现双重纳税的情况，一般在外国已纳税的现金流量汇回母公司后，都可享受一定的纳税减免，当然具体减免的数额会因各国税法的不同而不同。同时，即使在一国内部，不同地区的税率也是有差异的，如在经济特区或者高新技术开发区建立的子公司，享受的优惠税率往往与母公司的税率不一致。在确定母公司现金流量时，必须考虑这一问题。

(4) 关于母公司原出口额丧失的调整问题。如果母公司在某国进行投资之前，对该国有一定的出口，可以赚取一定的利润，在该国设立新的投资项目后，原来母公司的出口就为新项目所取代。在这种情况下，要以投资项目汇回的现金流量扣除因丧失出口而减少的利润额后的净额作为母公司的现金流入。

6.2.3 集团投资的决策实例

为了说明国际企业集团投资决策中的一些具体问题，我们以某跨国企业集团为例进行分析。



[例 6—3]

一家总部设在 A 国的跨国公司将在 B 国进行一项投资。项目分析小组收集到如下资料。

(1) A 国一家跨国公司准备在 B 国建立一家独资子公司,以便生产和销售 B 国市场上急需的电子设备。该项目的固定资产需投资 12 000 万 B 元,另需垫支营运资金 3 000 万 B 元。采用直线法计提折旧,项目使用寿命为 5 年,5 年后固定资产残值预计 2 000 万 B 元。5 年中每年的销售收入为 8 000 万 B 元,付现成本第 1 年为 3 000 万 B 元,以后随着设备陈旧,将逐年增加修理费 400 万 B 元。

(2) B 国企业所得税税率为 30%,A 国企业的所得税税率为 34%。如果 B 国子公司把税后利润汇回 A 国,则在 B 国缴纳的所得税可以抵减 A 国的所得税。

(3) B 国投资项目产生的税后净利可全部汇回 A 国,但折旧不能汇回,只能留在 B 国补充有关的资金需求。但 A 国母公司每年可从 B 国子公司获得 1 500 万 B 元的特许费及原材料的销售利润。

(4) A 国母公司和 B 国子公司的资本成本均为 10%。

(5) 投资项目在第 5 年年底时出售给当地投资者继续经营,估计售价为 9 000 万 B 元。

(6) 在投资项目开始时,汇率为 800B 元:1A 元。预计 B 元相对 A 元将以 3% 的速度贬值。各年末的汇率预计详见表 6—1。

表 6—1 各年末的预计汇率

年份	计算过程	汇率 (B 元/A 元)
0	—	800.00
1	$800 \times (1+3\%)$	824.00
2	$800 \times (1+3\%)^2$	848.72
3	$800 \times (1+3\%)^3$	874.18
4	$800 \times (1+3\%)^4$	900.41
5	$800 \times (1+3\%)^5$	927.42

要求:根据以上资料分别以 B 国子公司和 A 国母公司为主体评价投资方案是否可行。

(1) 以 B 国子公司为主体进行评价。

第一,计算该投资项目的营业现金流量,详见表 6—2。

表 6—2 投资项目的营业现金流量 单位:万 B 元

项目	1	2	3	4	5
销售收入 (1)	8 000	8 000	8 000	8 000	8 000
付现成本 (2)	3 000	3 400	3 800	4 200	4 600



续前表

项目	1	2	3	4	5
折旧 (3)	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000
税前净利(4)=(1)-(2)-(3)	3 000	2 600	2 200	1 800	1 400
所得税(5)=(4)×30%	900	780	660	540	420
税后净利(6)=(4)-(5)	2 100	1 820	1 540	1 260	980
营业现金流量 (7)=(1)-(2)-(5) =(3)+(6)	4 100	3 820	3 540	3 260	2 980

第二, 计算该项目的全部现金流量, 详见表 6—3。

表 6—3 投资项目现金流量计算表 单位: 万 B 元

项目	0	1	2	3	4	5
固定资产投资	-12 000					
营运资金垫支	-3 000					
营业现金流量		4 100	3 820	3 540	3 260	2 980
终结现金流量						9 000
现金流量合计	-15 000	4 100	3 820	3 540	3 260	11 980

第三, 计算该项目的净现值, 详见表 6—4。

表 6—4 投资项目净现值计算表 单位: 万 B 元

年份	各年的净值 (1)	现值系数: $PVIF_{10\%,n}$ (2)	现值 (3)=(1)×(2)
1	4 100	0. 909	3 727
2	3 820	0. 826	3 155
3	3 540	0. 751	2 659
4	3 260	0. 683	2 227
5	11 980	0. 621	7 440
未来报酬的总现值			19 208
减: 初始投资			15 000
净现值			4 208

第四, 以子公司为主体做出评价。该投资项目净现值 4 208 万 B 元, 说明是一个比较好的投资项目, 可以进行投资。

(2) 以 A 国母公司为主体进行评价。

第一, 计算收到子公司汇回股利的现金流量。子公司汇回的股利可视为母公司的投资收益, 应按 A 国税法纳税, 但已在 B 国纳税的部分可以抵减 A 国所得税。因此, 要在考虑两国所得税的情况下对股利产生的现金流量进行调整, 详见表 6—5。

表 6—5 股利现金流量所得税调整表

项目	1	2	3	4	5
汇回股利 (1)	2 100	1 820	1 540	1 260	980

续前表

项 目	1	2	3	4	5
汇回股利折算成税前利润 (2)	3 000	2 600	2 200	1 800	1 400
B 国所得税 (3)	900	780	660	540	420
(以上单位为万 B 元)					
汇率 (4)	824	848.72	874.18	900.40	927.42
(以下单位为万 A 元)					
汇回股利(5)=(1)/(4)	2.55	2.14	1.76	1.40	1.06
汇回股利折算成税前利润(6)=(2)/(4)	3.64	3.06	2.52	2.00	1.51
A 国所得税(7)=(6)×34%	1.24	1.04	0.86	0.68	0.51
B 国所得税(8)=(3)/(4)	1.09	0.92	0.76	0.60	0.45
向 A 国实际缴纳所得税(9)=(7)-(8)	0.15	0.12	0.10	0.08	0.06
税后股利(10)=(5)-(9)	2.40	2.02	1.66	1.32	1.00

第二，计算因增加特许费及原材料销售利润所产生的现金流量，详见表 6—6。

表 6—6 特许费及原材料销售所产生的现金流量

项 目	1	2	3	4	5
特许费收入及原材料销售利润 (万 B 元)	1 500	1 500	1 500	1 500	1 500
汇率	824	848.72	874.18	900.40	927.42
特许费收入及原材料销售利润 (万 A 元)	1.82	1.77	1.72	1.67	1.62
所得税 (34%)	0.62	0.60	0.58	0.57	0.55
税后现金流量	1.20	1.17	1.14	1.10	1.07

第三，计算 A 国母公司的现金流量。为此，要先把初始现金流量和终结现金流量折算为 A 元。初始现金流量为 15 000 万 B 元，折算为 A 元为 18.75 万 A 元（即 15 000/800）。终结现金流量为 9 000 万 B 元，折算成 A 元为 9.7 万 A 元。下面通过表 6—7 计算 A 国母公司的现金流量。

表 6—7 项目现金流量表 单位：万 A 元

项 目	0	1	2	3	4	5
初始现金流量	-18.75					
营业现金流量						
税后股利		2.40	2.02	1.66	1.32	1.00
特许费收入及原材料销售利润 (税后)		1.20	1.17	1.14	1.10	1.07
终结现金流量						9.70
现金流量合计	-18.75	3.60	3.19	2.80	2.42	11.77

第四，计算该项目的净现值，详见表 6—8。

表 6—8

项目净现值计算表

单位：万 A 元

年份	各年的净值 (1)	现值系数： $PVIF_{10\%,n}$ (2)	现值 (3) = (1) × (2)
1	3.60	0.909	3.27
2	3.19	0.826	2.64
3	2.80	0.751	2.10
4	2.42	0.683	1.65
5	11.77	0.621	7.31
未来报酬的总现值			16.97
减：初始投资			18.75
净现值			-1.78

第五，以母公司为主体做出评价。从母公司的角度来看，该投资方案的净现值为负的 1.78 万 A 元，说明投资项目效益不好，故不能进行投资。

这一示例说明，采用的评价主体不一样，得出的结论也可能不一样。究竟上例是否应该进行投资，取决于财务经理对待评价主体的态度。如果财务经理认为应以国外进行投资的子公司为评价主体，则此项目可行；反之，如果财务经理认为应以 A 国母公司为评价主体，则此项目不可行。

6.2.4 企业集团投资多元化

1. 多元化经营概述

投资多元化，也称为多元化经营，是指一个企业在两个或更多的行业从事经营活动，主要是同时向不同的行业市场提供产品或服务。按照多元化程度的差异，可以把实行多元化经营的企业分为四种类型：（1）单项业务型，指企业一项产品销售收入占企业销售收入总额的 95% 以上。这种战略的风险性是显而易见的，目前世界上的大中型企业大多数已不采用这种战略，但相当数量的中小企业由于条件所限，仍然采用这种战略。（2）主导产品型，指企业一项产品的销售收入占其销售收入总额的 70%~95%，即企业集中大部分力量生产一种主导产品，同时生产一部分其他产品，在有限的市场上集中精力竞争。这是大多数企业采取的战略。（3）相关联多元化型，指多元化扩展到相关的领域，没有一个单项产品能占销售总额的 70%。（4）无关联多元化型，指企业进入与原来业务无关的领域。前两种战略其实不是多元化经营，充其量只是有多元化的一小部分业务。后两种战略都是多元化战略，即企业生产多种产品，进入多个市场竞争，这是目前大多数大型企业在发展过程中由于种种原因而开始实行的战略，也是企业集团发展的战略重点之一。



[例 6—4]

美国参议员布莱尔在一次参议院听证会上谈到国际电话电报公司的消费品



生产和劳务的多元化时提到,“每个家庭都可以从国际电话电报公司获取所有的日用消费品,可以买到房屋,进行房屋保险,出外旅游可以住到该公司开的旅馆,乘坐它出租的汽车,吃到它生产的面包,看到它制造的彩色电视,可以从该公司生产的自动售货机里买到香烟和咖啡,还可以从该公司的金融机构取得贷款。”经济发达国家大型企业集团的多元化经营状况可见一斑。

2. 企业集团多元化经营的动机和内外影响因素

多元化经营的动机可以分为两类。

(1) 进攻型动机促成的多元化经营。在某一领域获得成功的企业,受到社会的广泛关注,会有很多其他领域的机会送到它们面前,同时自己也往往认为运用相同的模式可以在其他领域同样取得成功。在多元化竞争战略中失败的企业往往是在资源配置能力较低、核心竞争力还未形成的情况下就仓促进入多元化经营阶段。

(2) 防御型动机促成的多元化经营。一般认为多元化经营可以分散经营风险,这成为多元化经营的一个主要动机。但是,这一看似常识性的看法在一些研究中被证明是不成立的——这些研究表明多元化经营与风险的降低没有直接关系。把鸡蛋放在多个篮子里造成的安全感所引起的心理疏忽,照样会使鸡蛋全部被打破,有时还不如全部放在一只篮子里再全力以赴看护篮子的效果好。

以上两大类动机的产生,是企业集团内外部影响因素发生作用的结果。

外部环境的影响主要包括四个方面。

(1) 市场需求饱和。这时,再投资生产或扩大产量,必然导致供给过剩,产品积压,价格下降。尤其是在现代信息社会和科技高度发达的条件下,任何社会需求的信息都会造成一批企业或生产线上马,达到供求平衡的时间差越来越短。另外,产品都有寿命周期,现代科技的飞速发展使得这一周期越来越短。当企业利润开始下降甚至亏本时,就不得不转向新的市场领域,形成多元之势。

(2) 成本提高或销售价格降低到难以承受的程度。在这种情况下,产品市场并未饱和,但竞争过于激烈,庞大的广告费用支出以及愈演愈烈的降价促销风潮迫使企业开发新的产品或者寻求新的竞争相对缓和的领域。

(3) 政府的反垄断措施,遏制了大企业在某一领域的大规模发展,使其不得不进行多元化经营。

(4) 社会需求的多样化,是现代生活水准提高的标志,优秀的企业善于迎合这一趋势,主动开发相关的市场,引导需求的形成。

内部条件的影响也有四个方面。

(1) 企业潜在的剩余资源需要发挥。假如其他条件不变,则投资收益率、研究开发费用对销售额的比率以及广告宣传费用对销售额的比率越高,企业越



能积极从事多元化经营。^①

(2) 管理者力图分散企业的经营风险。

(3) 在某些情况下，企业业绩与原先的战略目标有较大的差距，也是迫使企业进行多元化经营的原因之一。

(4) 企业集团在技术、资金、科研方面的联合作用和集团成员的独立法人地位，以及疏密有致的多层次组织结构，也使多元化易于实现。企业实行多元化而形成企业集团与企业集团自身实行多元化战略是统一的。

3. 多元化战略的一般分类

按照多元化与企业集团原有的技术与市场的关系，可以把多元化战略分为四类。

(1) 技术相关型。即某一主导产品销售额低于企业销售总额的 70%，但其技术上相关的产品群的销售额大于企业销售总额的 70%，虽然这些产品群的用途是各不相同的。例如，日本川崎重工业公司以造船和飞机制造技术为中心，把船舶、车辆、飞机、机械、钢铁、发动机联系起来；日本中央玻璃公司以化工技术把玻璃化学产品和化肥联系起来。

(2) 市场相关型。即某一主导产品销售额低于企业销售总额的 70%，但其市场上相关的产品群的销售额大于企业销售总额的 70%。如同时生产胶片、摄像机、影印机的企业集团；同时生产牙刷牙膏、清洁剂、化妆品的企业集团等。

(3) 市场技术相关型。即某一主导产品销售额低于企业销售总额的 70%，但其技术和市场上相关的产品群的销售额大于企业销售总额的 70%。日本的松下、索尼等许多大型的企业集团实行的都是这一战略。

(4) 非相关型。即无关联多元化。例如，美国的杜邦公司除了经营化学工业产品外，还经营制药、食品、化妆品、纺织、冶金、电子、运输、饭店等行业。

从战略的角度看，市场、技术与多元化的关系如图 6—2 所示。

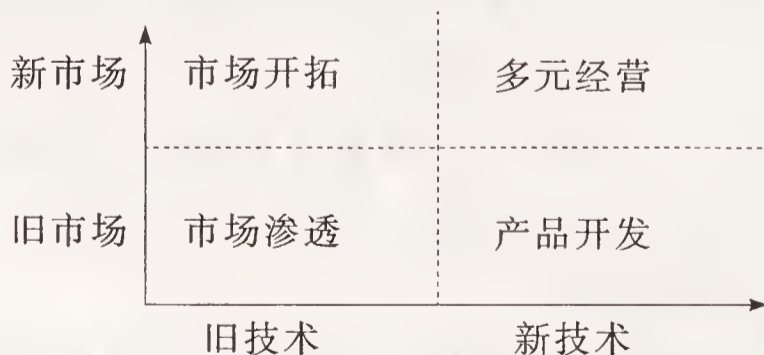


图 6—2 市场、技术与多元化关系图

^① 王北辰编译：《现代企业经营与发展战略》，336 页，北京，经济管理出版社，1987。



4. 多元化经营的风险与障碍

虽然随着企业和企业集团的规模越来越大,多元化经营似乎是必然的趋势,但在国内外众多因施行了错误的多元化战略而倒闭的大企业、大企业集团的影响下,多元化经营的风险也越来越引起人们的关注。多元化经营的风险与障碍主要有以下几个方面。

(1) 资源配置过于分散。如前所述,任何一个企业或企业集团的资源都是有限的,经营资源的剩余是发展多元化的条件。多元化发展必然导致将有限的资源分散于每一个发展的产业领域。进入陌生的产业领域恰恰需要超常的运作费用(企业内部新的学习和磨合费用、投资于顾客认知的费用和使顾客偏好转向本企业产品的费用等)。资源的不足可能会使企业所发展的多元领域得不到足够的支持,甚至无法维持在某一产业领域的最低投资规模要求和最低维持竞争要求,结果在与相应的一元化经营的竞争对手较量中失去优势。从这种意义上来说,多元化经营不仅没能规避风险,反而加大了企业经营的风险。

(2) 产业选择误导。采用多元化战略的企业往往是受到某投资领域收益率比较高的诱惑而进入该领域的。实际上,选择投资领域更多的要考虑自身的实力与优势,看本企业能否在这一领域形成自己的核心能力。

以上两个风险集中表现在盲目和过分多元化上。多元化经营的企业必须具备三个条件:资金、技术和管理,三者缺一不可。而失败的企业均是在这三个条件不具备或不完全具备的情况下走上了多元化扩张之路,将原来健康的产业拖垮。



[例6—5]

巨人集团电脑及软件业发展良好,但1993年集团总裁史玉柱决定同时涉足两个新的行业——房地产和保健品,以2亿元的资金兴建需要投资12亿元的巨人大厦,投资4.8亿元在黄山兴建旅游工程,投资5400万元购买并装修上海巨人集团总部,投资5亿元上保健品项目。其结果不但新产业没发展起来,反而使原来的产业病入膏肓。1995年以服装业起家的湖北幸福集团凭5亿元资金上15亿元的“三大工程”——一座年产6万吨的铝厂、一座5万千瓦的火力发电站和一座2千伏的变电站。结果1998年幸福集团便陷入困境,1999年宣布停业整顿。

(3) 技术性壁垒和人才性壁垒。现有企业持有的专利和专有技术可以保护其免受新进入者的威胁,即新进入者无法取得或掌握关键技术,这种壁垒多存在于高新技术、医药等产业。同时,企业的技术竞争和管理竞争最终都要落实到人才的竞争上面。然而每个人才都有自己的专长,所以企业在进行多元化经营时,往往资金是现成的,技术和设备是可采购的,却一时找不全所需的人才。没有所投资领域的专业和管理方面人才的支撑,多元化就很可能受阻。



(4) 成本性壁垒和顾客忠诚度壁垒。已存在的企业在原材料、能源、零部件供应商等方面使新加入者处于不利地位。已存在的企业在商标、服务、综合信誉上的前期投入必然产生相当程度的消费者偏好，因而具有超过新进入者的优势。据统计，美国顾客对电池、罐装蔬菜具有品牌忠诚度的用户在30%以下，而对牙膏、蛋黄酱和香烟的品牌忠诚度分别达到了61%，65%和71%。要消除顾客的品牌忠诚度，新进入者必须实施三种战略：细分市场的差异化战略、密集广告的压迫型战略和低价促销的让利型战略。在财务上，第一种战略依赖很高的研发费用和市场调研费用，第二种战略依赖大额投入的广告费，第三种战略则是依赖售价开辟市场，具有很高的边际敏感性。这三种战略常常是混合使用的，可以预见的是，新进入者通常会面临初始阶段的亏损，并要延续一段时间。如果不能度过这段难关，新进入者“血本无归”的可能性极大。

(5) 抵制性壁垒和政策性壁垒。大规模进入某一产业，原有企业会做出强烈反应，它们往往利用在该领域经营的优势发起竞争，有时甚至不惜代价地遏制新加入者。同时，国家法规禁止私人企业进入某些行业，或颁布各种产品标准、污染防治标准等提高进入的难度，地方保护主义政策损害市场统一的情况也时有发生。

5. 多元化战略与经营业绩

在多元化战略与经营业绩的关系中争议最大的是无关联多元化，国外研究表明，无关联多元化使企业集团所有者与高层管理者进入不熟悉的经营领域，决策的延误和失误概率大大增加。在兼并中，无关联的兼并与同行业兼并相比成功率要低，往往是在兼并后又重新剥离资产，出售那些达不到规模经济要求与高质量管理要求的部分（这也促成了新一轮的并购）。韩国学者对韩国1989年49家大集团与20世纪70年代日本的118家大企业和其他国家的100家大企业进行了多元化类型比较后发现，韩国企业集团的非关联型行业占行业总数的57%，而日本是6.8%，美国是19%，英国是6%，德国是18%，法国是10%。可见，欧美国家的企业集团和大公司的发展方向是专业化和相关行业的多元化。难怪后来1994年韩国商工部根据金泳三政府的“新经济政策”，要求各集团确定重点发展的行业和骨干企业名单，弱化非关联多元化，以集中优势提高国际竞争力。当然，实行无关联多元化并不是绝对不行，在企业的主业风险太大、资金充裕、行业前景不佳、准备主业转型或面临重大投资机遇等情况下，无关联多元化不仅要考虑，有时还是必需的。在企业集团纵向一体化的情况下，无关联多元化发生的可能性更大。因为在核心企业涉足原料采购、产品包装、市场营销等领域的纵向一体化中，投资的不相关性本来就很强。

国内外学者对多元化战略与经营业绩作了很多研究。陆梅尔特（Rumelt, 1974）在其著作《战略、结构与绩效》中指出，实行相关多元化发展战略的企业绩效会优于实施非相关多元化发展战略的企业，其原因是相关多元化带来的



业务一体化、范围经济及核心技能的潜在可转移性形成的经济性等相关利益会超过非相关多元化的利益，非相关多元化的利益主要表现在外部资本市场和破产概率所带来的经济性。格兰特（Grant，1988）等人指出，多元化经营可以帮助上市公司提高抵御外部风险的能力，化解竞争威胁并实现资源共享，同时还能利用内部资本市场优化资源配置，从而突破外部资本市场融资约束的瓶颈，为企业创造更多的价值，因此公司业绩与经营业务的多少呈正向关系。同时，他们还认为，这种关系只是在一定的相关范围内有效，在相关范围之外，随着经营业务越来越多，公司业绩呈下降趋势。福弗（Fauver，2004）的研究则认为，多元化作为一项经营战略和管理方式，本身没有优劣之分，如果上市公司具有成熟的内部条件和外部环境，多元化经营就能成功，否则就会失败。虽然多元化经营下的企业价值一直是学术界和实务界关注的热点，但是现有研究就此并未得出一致的结论。^①

财务管理方面的分析针对的是多元化经营带来的经营风险、融资便利和税收抵免利益等问题，并研究这些因素对股东利益的最终影响。阿米特和李纳特（Amit and Livnat，1980）的研究考察了多元化发展战略对企业风险的影响。研究结果表明，尽管实施多元化发展战略的企业具有较低的获利能力，但是高水平的多元化发展战略也存在低风险的特征，即纯财务目的的多元化经营会减少现金流的波动，降低经营风险。^② 伯格和奥弗克（Berger and Ofek，1995）揭示出多元化企业存在过度投资和交叉补贴问题，但是多元化经营带来的税收利益减少了损失。与单一经营企业相比，多元化企业内部的部门盈利能力较低，过度投资倾向更大。^③ 王峰娟等（2009）运用基于分部数据的多案例研究方法，研究了中国上市公司多元化对内部资本市场效率的影响。他们的研究发现，多元化程度对内部资本配置效率有直接影响。从专业化到多元化发展的初期，内部资本配置效率会得到提高；超过一定程度后，多元化程度上升会降低内部资本市场效率。^④

需要指出的是，一个企业的长期发展取决于是否拥有核心竞争力，而核心竞争力的形成需要付出极大的努力和长期的积累。一般来说，企业核心竞争力的形成同企业所从事的经营领域有密切的关系，所以，实行专业化经营将主要精力集中于最熟悉、最具实力的经营领域，是增强企业竞争力的最有效途径。如果一个企业缺乏长期坚持积累和培育核心竞争力的毅力，而被短期的利润所诱惑，盲目从事多元化经营，失败的可能性非常大。当然，专业化并不排

① 姚立杰，李刚，程小可，陈小军：《多元化经营、公司价值和投资效率》，载《科学决策》，2010（12）。

② Amit R. and J. Livnat. Diversification Strategies, Business Cycles, and Economic Performance. *Strategic Management Journal*, 1980, 9 (2), pp. 99 - 110.

③ Berger, P. G. and E. Ofek, Diversification's Effect on Firm Value, *Journal of Financial Economics*, 1995-37, pp. 39-65.

④ 王峰娟，邹存良：《多元化程度与内部资本市场效率——基于分部数据的多案例研究》，载《管理世界》，2009（4）。



斥多元化，国内外许多成功的大型企业集团都经历了由成功的专业化起家，然后扩张到多元化发展，最终在多个领域实现专业化的历程。可见，在专业化经营的基础上实行多元化，在多元化的基础上进一步增强专业化，争取在多个领域形成专业化经营的优势，并利用多领域发展的条件降低风险、形成更强的核心竞争力，是企业进行多元化战略的正确选择，也是企业集团成长的正确选择。

6.3 企业集团分配管理

分配是企业集团财务管理中又一个重要问题，科学的分配制度能够合理调节各方面利益关系，保证企业集团的顺利发展。

6.3.1 企业集团分配管理的重点

由于企业集团组织结构的复杂性，对企业集团财务分配的研究不得不从单纯的成果分配层次拓宽到利益分配层次，其管理的重点并不是单体企业范围内的企业对所有者、债权人乃至经营者与职工的具体分配，而是一种“反向”的分配，即母公司（或集团核心企业）站在集团成员企业外部，对各事业部和子公司的利益协调。这是为什么呢？在单体企业中，财务分配的方向是从企业法人到企业所有者。在企业集团中，子公司的“所有者”是母公司，而且是实际控制或施以重大影响的一方。因此，在单体企业推行现代企业制度、经营者与所有者分离的情况下，在企业集团尤其是产业型企业集团中却要求母公司这个“所有者”更好地控制子公司，只有这样才能发挥企业集团的功能，符合企业集团形成的初衷。因此，在企业集团中，全资子公司和控股子公司对所有者的分配管理的实际意义大大降低了，因为此项分配几乎完全是由母公司决定的。于是，企业集团的分配管理重心也就发生了上述变化，即分配管理从经营成果的分配问题转化为集团中利益协调与激励机制问题。

从另一个角度考虑，企业集团的形成引起了分配关系的相应变化，部分地否定了按生产资料分配经济收益的形式，出现了新的利润分配格局。这主要是由于集团内部不同的所有制成员企业之间实行了资金、人力资源、技术和经营管理的联合。于是，便产生了按资本、生产技术、经营管理等要素投入的状况参与利润分配的新格局，分配的这种变化反过来也会成为企业集团内部所有制结构和组织形式变化的催化剂。一句话，企业集团的收益分配又是对集团股东和成员企业的资本投资、专业协作的评价与报答，是企业集团资金和其他联结纽带的必然延伸。



在这样的管理思想指导下,企业集团的分配内容是集团母公司对集团内部发生的合作和交易事项中,影响各成员最终利益的因素进行的控制和规划,如内部转移价格的确定、总部管理费用的分摊、子公司利润的“上缴”与母公司盈余的“发放”(其具体方式不同于总公司与分公司的直接上缴与发放),等等。

企业集团的收益分配,涉及比单体企业更多的利益主体和更复杂的利益关系,因此需要一套由全体集团成员遵照法律、规章和相关协议制定并共同实施的科学系统、公平合理的分配制度。企业集团分配管理的基本原则是,既要平等互利、协调发展,又要打破“大锅饭”,真正起到激励作用。

6.3.2 内部转移价格

1. 内部转移价格的概念与形式

企业集团内部有一个任何单一法人企业都不具备的特殊关系——内部市场。内部市场是一个集团成员企业之间资金、技术、产品等交换和衔接的场所。在现代经济社会里,最终产品的生产过程往往包括多级生产工序,企业间的交易金额和数量远远超过企业最终与消费者之间的交易量。集团内部的市场,既有协作的关系,可以节约一次又一次搜索交易对象和决定交易条件的费用;又具有外部市场经济主体间的竞争效应。为了将市场竞争机制引入企业集团内部,合理考核企业集团内部生产经营部门的业绩,有必要对企业集团成员企业之间产品和劳务的交易制定内部转移价格。

与单体企业相比,企业集团内部价格涉及范围更广,包括集团内部投资中心或利润中心之间的不同原材料、产品和品牌等无形资产;作用范围也更大,不但影响企业内部的生产费用计量,还影响企业的外部交易费用(如采购费用、销售费用、税收、管理费用等)。因此,只有合理确定内部价格,才能克服本位主义,保证企业集团合理的资金结构和整体利益的实现。

内部价格主要有下面几种形式:

(1) 以实际成本为基础确定内部价格。可以按内部产品的实际生产成本,也可以以此为基础加上一定的利润比例,来确定内部价格。这种形式的内部价格具有客观性,而且资料容易取得,但主要弊端在于不可避免地会把产品提供方在成本控制上的业绩和不足转移到产品的接受方。这样既不便于业绩考评,也不利于促进集团成员对生产成本的控制。

(2) 以标准成本为基础确定内部价格。以标准价格为基础确定内部价格,避免了下游子公司的采购成本随上游子公司生产效率变动的不科学性,消除了成绩相互共享或不足相互转嫁的可能性,而且具有稳定、使用方便的特点。但这种方法对标准成本制定的科学性要求较高。在此基础上同样可以加上一定的利润比例,以调动产品提供方的积极性。



(3) 以市场价格为基础确定内部价格。前述两种内部价格的形式，都没有考虑产品市场本身的波动。如果还采用了利润加成，加成比例的确定也是一个容易引起产品提供方和接受方利益矛盾的问题。以市场价格为基础确定内部价格就比较公允，并且可以促使供方积极加强成本管理，参与市场竞争，以提高生产效率。采用这种形式的内部价格要注意的是：第一，必须有公开有效的产品市场存在，否则无法取得或者无法确定合理的市价；第二，在市价的基础上必须考虑内部产品与外部产品在运输、包装等方面的不同，制定内部价格时要消除这些因素的影响。在以分权体制为其组织结构基础的企业集团中，以市价为基础制定内部价格也是与其权利配置格局相符的。

以上各种内部价格的制定基础都有优缺点，需要根据企业集团具体特点作出选择。

2. 内部转移价格与企业集团的组织层次

制定企业集团内部转移价格应当考虑交易双方在企业集团组织层次中的具体位置。以母子公司体制为主体，企业集团核心层对成员企业分别建立控股、参股、协作关系，形成三个层次，第一层次为企业集团的核心层，以下依次为紧密层、半紧密层和松散层，最终组建成为企业集团。

企业集团的核心层负责整个集团的投资方向、重要人事任免、分配制度制定等重大决策，并对各成员企业实施监督，是集团的决策中心。企业集团整体与核心企业的关系，有两种情况：(1) 集团总部与核心企业关系实际上是资产一体的经济关系，核心企业就是集团的母公司，既行使作为母公司的职能，又行使企业集团的职能。即核心企业（母公司）对内行使管理职能，对外代表企业集团整体。我国企业集团基本上都是在原有核心企业的基础上兴建的，往往是一套机构，两块牌子。(2) 集团总部与核心企业实现资产的分离，集团就是母公司，核心企业是集团的一个子公司，基本上完成了公司的改制，这种情况的集团和核心企业的关系就是母子公司的关系，集团实行资产经营，子公司实行生产经营，二者实际上是股东和企业的关系。

紧密层由集团内的专业子集团或专业总公司构成，是经营主体，一般是集团的利润中心，集团总部对各行业子集团或专业总公司拥有控股关系；专业子集团或总公司下属的企业主要负责生产，以提高产品质量、增加产品品种、降低成本为主要目标，可归为集团的成本中心。企业集团的各层次依照与核心层的资本联结紧密关系和职能分配关系来分管业务、分担风险、分享收益。

企业集团的紧密层与非紧密层和松散层之间的中间产品价格的制定及执行情况，直接影响集团成员企业间的利益分配的合理性，若内部价格高于正常情况，则转出中间产品的成员企业将获得较高的利润，反之则遭受损失或丧失机会收益。在制定内部价格时，如果需要针对产品提供方和接受方在集团内所处

地位不同而有所差异，还可以考虑以下三点。^①

(1) 核心企业对非紧密层企业售出产品时，若有市价可以市价为内部价格，无市价则以高于或等于企业目标成本的实际成本为基础，用实际成本加成法来制定内部结算价格。

(2) 核心企业对紧密层企业售出产品时，对有市价的产品应以略低于市价的协议价格为内部价格，对无市价的产品则以标准成本加成法制定内部价格。

(3) 核心企业从非紧密层和紧密层企业购入产品时，应采用市场价格和不高于市价的协议价格，无市场价格时应以核心企业制定的目标成本为基础，采用标准成本加成法制定内部价格。

以上几个方面侧重于对紧密层和非紧密层企业采用不同的计算基础，目的在于给紧密层以适当照顾，鼓励企业生产经营的积极性，增加集团的凝聚力，而且在有控制权的情况下可以在利润分配时再作利益调节。

3. 内部转移价格与企业集团的税收筹划

为减轻税负而设计的内部转移价格可以实现企业集团成员企业之间的利润转移，从而达到降低企业集团整体税负的目的。

企业集团成员企业之间往往通过以下业务制定内部转移价格，影响各成员企业的成本和利润：

(1) 通过零部件、产成品的销售价格影响产品成本、利润；

(2) 在关联企业之间收取较高或较低的运输费用、保险费、佣金等以转移利润；

(3) 通过关联企业之间的固定资产购置价格和使用期限来影响产品成本和利润水平；

(4) 通过提供咨询、特许权使用费、贷款的利息费用以及租金等来影响关联公司的产品和利润。

例如，企业集团有一个全资子公司为福利企业，暂免征收企业所得税，则企业集团的其他成员企业可以将产品以较低的价格出售给这个福利企业，让其以较高价格出售获取利润。

企业集团利用内部转移价格进行税收筹划一般有以下优势：

(1) 集团内部各纳税企业税率可能存在差异，比如集团有两个全资子公司甲和乙，甲适用高税率，乙适用低税率或在免税期，甲企业销售产品给乙企业时，应低价销售；相反，乙企业销售产品给甲企业时，应当尽量以高价格销售。

(2) 企业集团内部各纳税企业盈亏存在差异，比如集团有 A、B 两个企

^① 阎达五、耿建新：《我国企业集团利益分配探讨》，载《改革中的会计与审计论文集——阎达五、阎金铎教授论文汇编（1991—1998）》，236页，北京，中国人民大学出版社，1998。



业，A企业处于高利润期，B企业处于亏损期，则A可以通过内部转移价格向B转移利润，以减少企业集团的整体税负。

值得注意的是，采用内部转移价格转移利润必须有度。税法明确规定，关联企业间的交易应当按照独立企业间的交易进行，否则税务机关将进行调整。因此，采用内部转移价格转移利润应当在商品价格波动的合理范围内进行，并且有充足的理由。

6.3.3 企业集团内部的利益分配方法

如前所述，企业集团分配管理的重心从经营成果的分配问题转化为集团中利益协调与激励机制问题。

从经营成果分配的角度来看，以母子公司体制为基础的股份制企业集团内部，以及企业集团中以股份联合的核心层、紧密层和半紧密层之间，应该按照相应的股份比例对经营成果进行股息形式的分配和红利形式的分成，即母公司按照在子公司股本中的比例享有子公司分配的现金股利和股票股利。这是现代企业集团利润分配的主要发展方向。要注意的是：（1）中间层级的公司收到的下级子公司的股利正是对子公司投资的回报，属于其经营成果的一部分，相应地向上一层级的母公司进行分配。（2）很多情况下子公司的利润都以资本公积、未分配利润等形式留在公司中，作为以后发展的资金来源，但这往往是控股母公司在子公司董事会上的决策。这种情况下母公司仍可将这部分子公司的经营成果视为自己已经获得的投资收益，这与合并会计报表中对控股子公司采用权益法是一致的。

根据企业集团的规模与层次、成员企业的性质和地位，集团内部分配还可以有多种分配方法。

1. 完全内部价格法

即完全以内部价格进行集团内部的交易，盈亏自负，不进行各企业间的利润分割。通常适用于集团核心层或紧密层与其他层次间的利益分配，或是在某些特别需要按市场方式交易以激励成员企业降低成本、提高生产效率的领域。一般情况下，这种内部价格直接以市场价格为基础制定。

2. 一次分配法

企业集团以体现平均先进的劳动耗费的标准成本为基础，加上分解的目标利润，确定各成员企业配套零部件的内部协作价格。由于这种内部协作价格中包括了分解的目标利润，因而其利润是在成员企业出售零部件时一次实现的。

3. 二次分配法

首先，企业集团内部各成员企业共同协商确定主要产品的目标成本，并以此为基础分解确定零部件和半成品的目标成本，作为集团内部各成员企业之间



的内部转移价格。各成员企业的实际成本与内部结算价格形成的盈亏差额由各成员企业自己承担，由此激励成员企业想方设法提高生产效率，降低生产成本。

其次，以最终产品的销售收入减去产品目标成本的余额或者盈利作为分配基金，然后按一定的标准在各成员企业之间进行二次分配。集团成员通过二次分配来获得集团整体盈利中自身相应的部分。

二次分配的标准是考虑集团成员差异化的关键之处，这一标准可以是：(1) 各成员企业的目标成本占最终产品目标成本的比例；(2) 各成员企业产品目标成本中劳动力成本占最终产品目标成本中劳动力成本的比例；(3) 先按一定利率补偿各成员企业投入的资本（即（1）中所指的成本），然后按（2）的标准进行分配，等等。在集团内部，应根据生产流程、资金占用和人工投入等因素的不同，本着公平和互利的原则确定标准。

二次分配法可以在不同的紧密层与非紧密层企业上灵活使用，将内部价格与事后的利润分配较好地结合起来，是企业集团进行企业间利益分配的一种较好的选择。

4. 级差效益分配法

级差效益分配的基础是，将产品生产的技术难度、劳动强度等方面的差别和原材料、劳动力价格方面形成的差异归为级差效益Ⅰ，将经营管理水平、技术更新改造等方面形成的收入差异归为级差效益Ⅱ。

级差效益Ⅰ按内部转移价格进行调整，弥补短期内这些不可以人为改变的因素在集团内部成员企业间产生的收入差距，缓和物化劳动利润率和活劳动利润率的矛盾，真正发挥集团内联合互助的效应；级差效益Ⅱ形成的利润则全部归各企业所有，激励成员企业改善经营管理，提高生产效率，降低消耗，提高产品质量。

一种较好的选择是，在紧密层企业建立以利润分割为中心，以内部转移价格和承担核心层部分费用为补充的利益分配体系；在非紧密层企业则建立以内部结算价格和承担核心层部分费用为中心，以利润分割为补充的利益分配体系。

以纯粹的控股公司模式运作的资产经营公司可以考虑将下属企业按照股本结构上缴的利润大部分留在下属企业，但这并不是说资产经营公司可以放松对利润分配的调控，在具体操作上仍需把握两点：第一，要行使“审查批准下属企业的利润分配方案”的法定权力；第二，按照利润上缴与以资本效益为核心的激励与约束机制要结合起来，以形成下属企业尽力向资产经营公司缴利的机制。

为加强股利分配中的财务控制，需按照以下程序进行操作：(1) 确认利润分享者。企业的职工作为人力资源的提供者，他们的积极性、创造性、管理才



能的发挥对企业的健康发展至关重要，在激烈的竞争环境中，来自人力资源的创新能力尤为重要，他们应当成为利润分享者。这里母子公司之间的利润分配，如果是全资子公司，则子公司的税后利润除公积金外，全部收回母公司，母公司可用再投入的手段留利给子公司。（2）确定利润分配的金额和方式。公司留利和应付利润应当与公司发展规划相协调，根据母子公司分别作出资金需要规划，并综合考虑市场风险和集团抵御风险的能力，确定税后留存收益水平和应付利润额。集团总部作为子公司的股东，可能为实现集团产业调整、战略调整等目标，将某些子公司的利润全部抽回，注入需要的产业或另一些子公司，增加对它们的投资力度，为其注入活力、动力，鼓励其发展。（3）对于掌握企业集团命运的重要管理人员，为避免其行为的短期效应，使其收入与企业命运相联系，可以在业绩评级的基础上实行年薪制，或给予股票期权。

6.4 企业集团资本经营

资本经营是指可以独立于生产经营存在的，以价值化、证券化了的资本或可以按照价值化、证券化操作的物化资本为基础，通过收购、兼并、分立、剥离、拍卖、改制、上市、托管、清算等手段及其组合，对企业的股权、实物产权或无形资产的知识产权等优化配置来提高资本运营效率、谋求竞争优势的经济行为。

资本经营的核心是资本控制权的问题，即对出资者的控制权或产权的经营，典型的形式就是通过参股、控股等运用较少的资本实现对更大规模、更优资产的控制。资本经营的过程实际上就是一个不断获得或放弃控制权的过程，也就是所控制的资产不断优化的过程，通过这一过程，企业实现资本收益的最大化。

6.4.1 企业集团资本经营的作用

1. 突破规模不经济的临界点

规模经济不是无限地扩大规模。规模经济的基本含义是指在技术水平不变的情况下， X 倍的投入产生大于 X 倍的产出。这种随生产规模的扩大导致的收益递增现象不是无限度的。当生产规模扩大到一定程度，如达到生产能力、管理成本（又可视为企业内部的交易成本）、技术进步的限度时，如果继续扩大生产规模，就会出现收益递减的情况，即从规模经济转化为“规模不经济”。

单体企业在发展到临近规模不经济时，如果要扩张，另建一个企业形成企业集团而不是继续扩大生产规模是一种较好的选择。企业集团不同于大型企业的一个特点，就是突破了单体企业的“结构性约束”，在体制上为规模经济开



辟了新的道路——当出现单体大企业不能克服的边际收益递减问题时，企业集团却可能靠组织和体制上的变革将其克服。组织管理形式的变动，如实行事业部制等，能够改变信息传递的速度和信息的质量，改善决策的效率和针对性，从而拉长规模经济存在的时间跨度和空间跨度。另外，如前所述，企业集团的边界是模糊和具有动态性的，因此其规模经济的弹性也更大。企业集团的资本经营就是要充分利用集团规模经济的优势，在对外投资和权益融资上产生更好的效益。如再兼并产生新的子公司，或者将母公司某一部分包装上市形成子公司的时候，不但注意该子公司本身的资产状况和资本结构，还要注意该子公司在集团中所处的层次和位置，以最大限度发挥资本的作用。

2. 适应经济、技术发展的新要求

随着科技的发展、知识经济的到来和人们消费观念的进步，建立在大批量生产方式基础上的“粗放型规模经济”将逐渐为满足个性化需求、小批量、多品种甚至顾客定制的“集约型规模经济”所替代。建立在细之又细的彻底专业化分工基础上的规模效益不应该是企业集团的主要追逐目标。企业集团内部企业联合的形式为实施差异化战略与大规模定制战略提供了很好的平台。集团生产、科研、财务资源的共享性和个体成员的相对独立性为产品差异和大规模定制提供了最好的组织体制。

新经济的兴起正在迅速地改变着企业竞争的环境和方式，企业的某一种产品凭借单一或少数几种式样、型号、功能与服务取得持续稳定的利润已经非常困难。大规模定制以及更广泛的定制生产模式正在逐步取代大规模的生产模式，引起众多企业的关注。由于定制生产集成了大规模生产和手工作坊的双重优点，能够为解决客户需求的多重矛盾做出贡献，有望实现客户对产品和服务的低成本、高质量、个性化、快速交货等多方面需求。面向客户的定制需求，企业往往采取联盟来实现客户需求的快速响应，企业集团则天生具有这种联盟的优势。对企业集团内部成员企业的生产经营实行合理的分工和资源配置，可以在实行规模经济、专业化生产与成本领先战略的前提下，以产品差异化打开、维持并不断深入同一种产品的市场，从而使它们在日益细分的市场中占有更大的优势。这对于企业集团资本经营时的对象选择（如在并购、剥离和分拆的时候），无疑有很强的指导意义。

6.4.2 企业集团资本经营的原则

资本经营可以使企业集团进行快速的资本扩张和资本收缩。但资本经营是把双刃剑，不当的资本经营将使企业集团的效益滑坡加速。企业集团在资本经营时应当把握以下原则。

1. 企业集团资本经营必须与生产经营相结合

由于企业集团是企业的联合体，利用资本经营扩张时必然要求不但要看其



速度，还要看其目的性，不是为追求资本经营而置生产经营于不顾、为扩张而扩张。资本经营最终要达到与生产经营相互协调、相互促进的目标。从总体上说，企业集团的扩张目标不外乎生产目标、原材料目标、市场目标等，利用资本经营进行扩张时要注意与这些目标的有效配合。



[例 6—6]

山东菱花集团在三年之内兼并 8 家中型国有企业，一跃成为国家级大型集团。菱花集团利用资本经营进行扩张的目的性非常明显：租赁郟城味精厂——使生产能力提高一倍；控股静海味精厂——利用这个厂靠近京津唐三大城市的地利，大大降低运输成本，供货时间从原来的十几天缩短到 24 小时以内；购买济宁第二化肥厂——形成年产 15 000 吨合成氨的生产能力，缓解了液氨供应不足的矛盾；控股长春味精厂和呼和浩特市糖厂——除占领东北和山西的市场外，长春和内蒙古的玉米价格低，电价、水费、煤价均较菱花集团所在地济宁要低，仅此一项就可使每吨味精的生产成本降低 1 200 元；控股镇江味精厂——利用镇江地处长江口岸的市场优势，味精既可打入上海，又可沿江而上，占领长江腹地的广大市场。

2. 企业集团资本经营要充分考虑剩余资源

经营资源剩余是企业利用资本经营进行资本扩张的前提，从企业集团成长可利用的资源来看，可以分为内部资源和外部资源。内部资源包括企业现有的生产能力、资金、技术、管理等；外部资源包括银企关系、股票市场、债券市场、与其他企业的合同协议等。由于资源的不可分割性，集团总会存在未利用和未完全利用的资源，未利用资源还可分为可用于现有产业的和可用于其他产业的资源，这些都为集团的扩张提供了可能。同时，经营资源剩余也是企业进行规模扩张的约束边界。由于企业集团具有复杂的多个法人主体和多重组织结构，更要求集团在利用并购等资本经营方式实现扩张时，充分了解自身冗余资源。

3. 企业集团资本经营要充分考虑企业联合的特点

企业集团的多企业联合特征使得集团的扩张可以以调整企业数量的形式进行，这是单体企业没有的，也是资本经营的一种主要形式。而且，企业集团的组建和发展都包括了资本集聚式扩张、资本集中式扩张以及与高层次经营相对应的借助外力式扩张（如技术、契约、合同）。一般来说，企业集团的核心层与紧密层、半紧密层需要用股份制扩张来形成与约束，对于松散层和一般关联企业，则依靠契约与合同方式扩张，这样形成一个内紧外松、互相配合又相对稳定的企业群体组织。这有助于我们界定企业集团以资本经营方式进行扩张的应用范围。

4. 企业集团的资本扩张要考虑核心企业的承受能力

核心企业的规模和资本实力直接制约着企业集团的情况。如果不注重核心企业的能力，盲目利用资本经营进行扩张，就会造成小马拉大车的情况，最终必然导致整个集团瘫痪。



[例 6—7]

马胜利是我国第一个将承包引入国有企业的人。在承包石家庄造纸厂成功之后，他推出了一个在短期内兼并省内外 100 家企业，组建“中国马胜利造纸企业集团”的宏伟计划，开始的 3 个月内就兼并了省内外 36 家企业。由于石家庄造纸厂的实力远没有达到能够在如此大的企业集团中起核心企业的作用，再加上要处理被兼并企业的种种难题，弄得马胜利力不从心。最终 36 家企业一一陷入经营惨淡的困境，马胜利当初的创业地石家庄造纸厂也因资不抵债而申请破产。

5. 企业集团资本经营应当注意资本控制的层次限制

从资本层次体系的角度来说，母公司与各类子公司、孙公司的体系是由母公司对子公司的投资控股和子公司对孙公司的投资控股形成的。在这样一个层次体系中，子公司采用各种方式的投入获得孙公司的股权后，可以通过进入孙公司董事会对孙公司进行控制，但这一层次的控制作为企业集团的母公司而言是间接的，控制力度必然大大减小。依此类推，母公司无法对各孙公司的总体股本结构加以考虑，也无法直接下达指令让孙公司董事会接受母公司要求的资本利润率和负债比例等控制指标。因此，母公司应该对其投资的资本层次进行控制，以避免管理的失控和资本的流失。

母公司对下属子公司发展各自的子公司应当进行限制。从资本控制的角度讲，限制的方式是规定子公司的投资额上限、投资最高比例等。这种限制的出发点是控制子公司过分发展所属孙公司的行为，以免失去有效控制，或者说资本失去约束力。母公司的资本层次控制好了，可以有效地减少管理幅度，提高控制的效率。为了进行资本层次控制，可以将某一层级以下的子公司的股本结构进行调整，使其变为同级或高一级的子公司，如将孙公司以下级别的公司都变为孙公司甚至子公司。国家经贸委发布的研究报告指出，我国相当多的企业集团各业务之间缺乏有机联系，不利于核心竞争力的形成。企业集团内部重组，要把突出主业与抓住市场机会有机结合起来，通过专业化分工和社会化协作，综合运用多种方式加快核心竞争力的形成和发展，要优化组织结构，使集团管理层次控制在三层以内。^①

^① 参见《中国证券报》，2001-07-26。



6.4.3 企业集团资本经营的内容

企业集团资本经营的内容可以从资本经营的目的，即资本扩张和资本收缩两个方面来阐述。其中，资本扩张包括并购、股份制改制与上市；资本收缩包括资产剥离与分立等。

1. 以资本扩张为目标的资本经营

并购是企业实现资本扩张的主要方式，美国经济学家乔治·斯蒂格利茨曾说过，“没有一个美国的大公司不是通过某种程度、某种方式的兼并而成长起来的”。由于并购在前面几章已有详细说明，本节不展开讨论。

股份制改制是将原有企业经过分立、合并等方式，对股权、资产和组织合理划分、重新组合与设置，改组为股份有限公司或有限责任公司。股份制改制是资本经营的重要方式，控股方只要取得了控制权，实际上就取得了对所有参股资本的支配权，从而在事实上以自己的控股资本占有了其他的参股资本，使自己的资本得到了扩张。股份制改制已经成为我国国有企业改革的重要内容。2006年12月，国资委发布《关于推进国有资本调整和国有企业重组的指导意见》，明确指出：……加快国有企业的股份制改革，除了涉及国家安全的企业、必须由国家垄断经营的企业和专门从事国有资产经营管理的公司外，国有大型企业都要逐步改制成为多元股东的公司。……大力推进改制上市，提高上市公司质量。积极支持资产或主营业务资产优良的企业实现整体上市，鼓励已经上市的国有控股公司通过增资扩股、收购资产等方式，把主营业务资产全部注入上市公司。

股份制改制有利于企业增加筹资渠道，通过发行股票能够在短期内迅速为企业提供大量的长期资金，有利于改善企业资本结构，降低企业财务风险；同时，股份制改制还有利于减少内部管理层次，优化内部劳动组合，提高运营效率。

国有企业改制上市的模式是指按照企业改组的具体形式，对被改组企业的改组内容、程序设计的大体框架，主要有六种典型模式：（1）原整体续存改组模式。指将被改组企业的全部资产投入股份有限公司，以之为股本，再增资扩股，发行股票和上市的改组模式。（2）并列分解改组模式。指将被改组企业专业生产的经营和管理系统与原企业的其他部门（如社会负担部分）分离，并分别以它们为基础成立两个（或多个）独立的法人，直属于原企业的所有者，原企业的法人地位不复存在，再将专业生产的经营管理系统改组为股份有限公司。（3）串联分解改组模式。指将被改组企业纵向一分为二，构造出一对母子公司，实践中往往将主要行政管理力量、辅助工厂、社会负担等放在母公司，而以生产主体部分为主构造下边的子公司。（4）合并整体改组模式。指以投入被改组企业的全部资产并吸收其他权益作为共同发起人而设立股份有限公司，



以此为股本，再增资扩股，发行股票和上市的改组模式。这种模式与第一种模式相比，只是在股份有限公司的发起人方面增加了其他权益人。(5) 买壳上市改组模式。指非上市企业通过购买上市公司的股权并实现控股后，达到间接上市乃至直接上市的目的。(6) 资产注入、资产置换改组模式。资产注入模式是指政府部门、行业协会、集团母公司将其所属的企业的资产或权益注入拟上市公司或已上市公司，使其资产质量、股本水平、收益能力等符合上市要求。资产置换是指两个企业为调整资产结构、突出各自的主营业务，或出于特定的目的而相互置换资产的重组方式。

在上述六种改制上市模式中，第二种和第三种模式一般会涉及复杂的关联交易设计，外部股东的利益往往无法得到保证；相比之下，其他四种模式往往更容易得到市场的认同。

2. 以资本收缩为目标的资本经营

资本收缩是指将所控制的资产转移给可以对其进行更有利管理的所有者，是指收缩对其原有资产的控制权，而不是资本规模的缩减。资本收缩一般包括资产剥离、公司分立、股权出售、股份回购四种形式。

资本收缩并非企业失败的标志；相反，与企业资本扩张战略一样，它也是一项重要的公司战略选择。一个公司通过剥离或分立不适合于公司长期战略、没有成长潜力或影响公司整体业务发展的子公司、部门或产品生产线，可以使自己更集中于某些经营重点，从而更具竞争力。与此同时，通过收缩还可以使公司所拥有的资产实现更为有效的配置，提高公司的资产质量和资本的市场价值。



[例 6—8]

美国电话电报公司(AT&T)的分拆(分立)行动是上市公司运用收缩战略的典型案列。AT&T是美国第五大企业，也是美国最大的电信企业，按照股票市值计算的资产总值超过1 010亿美元，在全球20多个国家设有分公司。1995年9月，该公司推出了“战略性重组计划”，公司自我分解成三家相互独立的全球性公司，公司的业务也作出了相应的调整：现有的AT&T主营长途电话、移动电话及信用卡业务，年营业额达490亿美元；电信设备公司主营电信网络交换机、光纤电缆和公用电话系统等通信设备，年营业额达到200亿美元；环球资讯公司的业务调整方向是停产个人电脑，改为专门负责电脑运算业务，重点是开发金融、零售和通信行业的科技产品。AT&T的分拆行动收到了三重效果：一是达到了公司“消肿”的目的，强化和协调了各部门、子公司之间的协作分工关系，提高了工作效率；二是实现了资产重组；三是有利于适应全球电话业联合作战的趋势，密切了与其他公司的合作。由于投资者对主业突出的上市公司的偏好，公司分拆一般会得到市场的普遍认同。AT&T

宣布“一分为三”的消息后，其股价迅速上涨了11%。

6.5 案例研究与分析：长江实业集团贷款风险的规避

6.5.1 案例背景

长江实业集团有限公司（以下简称长江实业）是由李嘉诚控股的集团公司，在香港联交所上市，是香港最具规模的投资控股公司之一。长江实业与其下属控股公司之间的股权结构关系如图6—3所示。

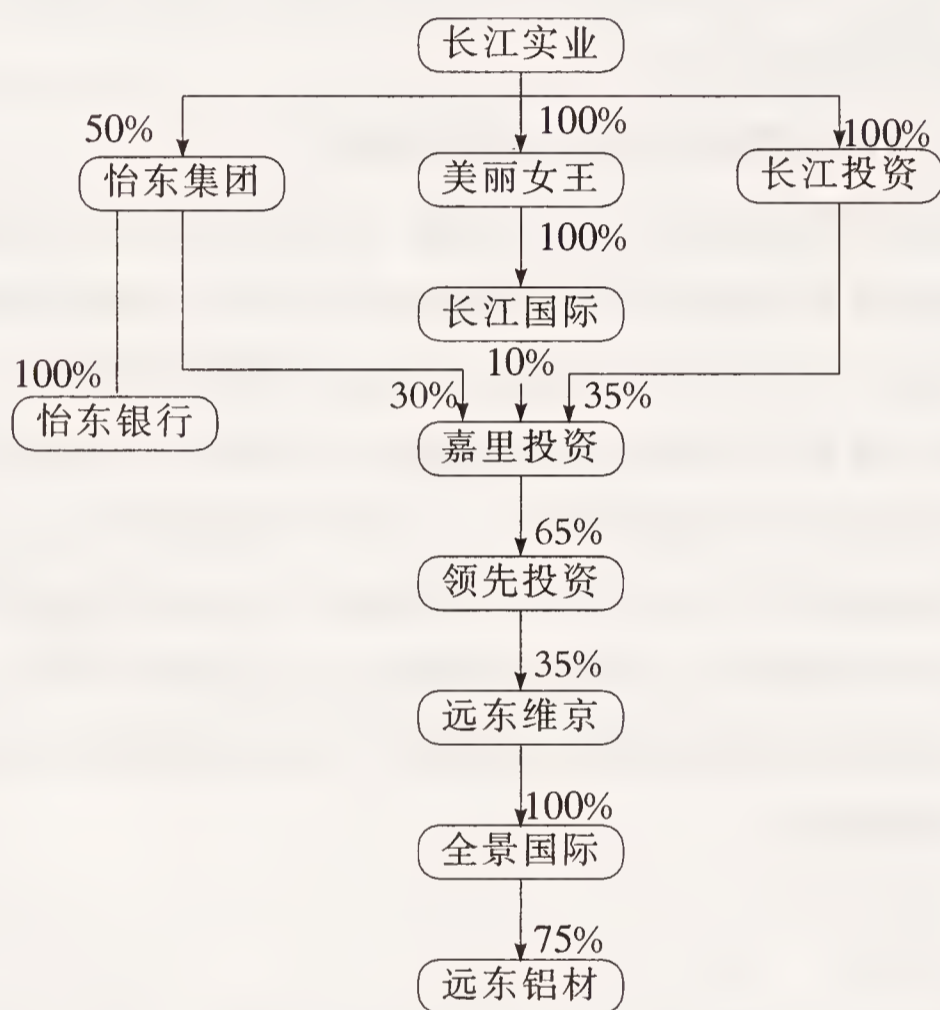


图 6—3 长江实业集团的股权关系图

从股权结构分析来看，通过控股怡东银行，以房地产为发展主线的长江实业集团构造形成了产融一体化的金融财团，为集团内部资金的筹集、借贷创造了条件，从而使集团成员企业资金借贷的灵活性显著增强。

1995年1月，长江实业旗下的全景国际有限公司（简称全景国际）从由长江实业控股50%的怡东银行借得2.8亿港元，用来收购远东铝材（集团）有限公司（简称远东铝材）75%的股权，共计225 771 900股。这笔贷款期限为1年，担保条件分为两部分：全景国际以兼并后手中持有的远东铝材的全部股票225 771 900股作为质押；全景国际的母公司——远东瓦格那维京群岛有限公司（以下简称远东维京），向怡东银行开立担保文件，为这笔贷款提供全额还款担保。

然而贷款到期时，全景国际卖掉了4 800 000股质押的远东铝材股票，并

且加入一些现金，只偿还了部分贷款。这样，全景国际手中持有的远东铝材的股票从75%降至60.14%，仍有1.2亿港元贷款无法如期归还。这期间由于远东维京进行了资产重组，重要的资产已经出售，所以其不足以偿还贷款余额。

6.5.2 长江实业集团贷款风险的规避

1. 贷款风险规避的策略

为了避免违约，长江实业集团需要借助集团的优势，提供融资帮助。

集团公司采取的策略就是安排某一子公司履行担保还款义务，要求长江实业对该公司拥有绝对控制权，但同时只持有少数股份。这样不仅可以安排该公司不得不履行担保还款义务，而且通过较低的持股比例又可以降低长江实业的风险。

仔细研究图6—3，领先投资有限公司（简称领先投资）是一个理想的选择对象。首先，长江实业持有嘉里投资60%的股份，而嘉里投资又持有领先投资65%的股权。所以，长江实业只间接拥有领先投资39%的股份，却拥有60%的绝对控制权。其次，由于领先投资持有远东维京35%的股份，所以银行可以要求领先投资为这笔贷款提供全额还款保证。最后，尽管领先投资提供了担保，但其实际的资金是由母公司提供。领先投资的一大股东是长江实业，另一大股东是中航技术进出口总公司（简称中航技术），这两大公司按照其在领先投资中的股权比例提供担保。这期间由于业务上的变动，长江实业在领先投资中的股份由39%降为31.9%，中航技术占有69.1%的股份。

2. 还款设计

首先，怡东银行将质押在手中的220 911 900股远东铝材的股份以0.23港元/股的价格（当时质押作价）卖掉，获得现金5 081万港元，未清偿的贷款余额为6 919万港元。

其次，长江实业和中航技术按其权益比例向领先投资注入6 919万港元，用来偿还剩余款项。经过这样的财务安排，1.2亿港元的贷款终于得到了清偿。

最后，计算一下长江实业在这次贷款计划中减少的损失：长江实业注入领先投资资金按比例为2 207.16万港元。如果不做这种还款安排，长江实业的损失将是3 459.5万港元 $[(1.2 \text{ 亿港元} - 5 081 \text{ 万港元}) \times 50\%]$ （长江实业持有怡东银行50%的股份）。在这样的还款安排下，长江实业减少的损失为1 252.34万港元。

3. 贷款风险得以规避的条件分析

从以上分析可以看出，当下属公司出现还贷危机时，通过集团内部其他公司互相担保，将部分风险转移至其他股东，可以将损失降至最小。本案例中涉



及的交易各方，包括借款人、贷款人和担保人，都在长江实业的集团控制链之内，形成了单一法人企业所无法比拟的资本运营条件，主要体现在以下两方面：

首先，选择关联企业作为贷款担保人。领先投资是长江实业的下属企业，长江实业拥有领先投资的绝对控制权，股权比例却仅为 39%。在这种控制权和股权比例下，由领先投资出面担保贷款，长江实业如果按权益比例分配担保金额，那么它所承担的就是一小部分，大部分的担保金额就转嫁给了领先投资的另一大股东中航技术。经过这样的贷款担保，虽然长江实业要向领先投资投入一部分资金，但是由于巨额贷款可以得到清偿，这笔投入是完全值得的。从中航技术的角度来看，因为领先投资是中航技术的一个控股子公司，且中航技术在领先投资中拥有大部分股份，所以它才会为其担保巨额贷款。

其次，较好地控制还款计划。由于长江实业直接拥有怡东银行 50% 的股权，所以制定和调整还款计划的权力较大。比如对贷款企业到期无法偿还时给予贷款展期，以及有权为贷款企业选择贷款担保人等。在还款计划上，长江实业充分利用了自身对领先投资的绝对控制权和相对较低的股权这一特点，联合中航技术按各自的持股比例向领先投资投入资金，帮助其偿还剩余款项，通过这样的安排，长江实业虽然付出了一定的投资，但是由于巨额贷款得以清偿而从中获得净收益。

6.5.3 案例启示

1. 发挥集团财务管理的整体优势

首先，长江实业调动其成员企业参与还款计划的基础就在于企业集团所具有的财务管理主体特征。作为多法人联合体的企业集团，财务管理主体具有一元中心下的多层次复合结构特征。尽管集团内部的母公司、子公司以及其他成员都是独立的法人，有独立的自主经营权，但是成员企业财务管理的主体地位及其权力行为决不能游离于总部统一的财务战略、财务政策及基本财务制度范畴之外。

其次，长江实业较好地利用了集团内部资金调剂融资的便利，顺利完成还款计划。该案例充分反映出，在总部的统一运筹和成员企业的协同配合下，企业集团整体的资金运动调剂弹性大大增加。而对于单一法人制企业而言，由于资金的调剂弹性较小，因而很难在商品市场与金融市场的投资上做出彼此兼顾的决策。相反，在保障业务资金需要的前提下，企业集团可以利用成员企业资金需要的时间差所产生的“自由”资金，在金融市场或其他高风险领域寻找与把握有利的投资机会，或者在承担风险方面实现成员企业间的协同配合。

最后，本案例也充分说明企业集团财务管理的目标是集团利益最大化而不是个别公司利益最大化，同时也表明控制权在企业集团资本运营过程中发挥着巨大作用。本案例中，如果仅仅从领先投资的角度来看，为远东维京提供贷款

担保是有很大风险的，且从整个还款计划过程来看，领先投资也未曾从中获得任何好处，但是为了达到集团损失的最小或者说集团利益的最大，下属子公司往往需要牺牲局部利益，这正是企业集团财务管理的目标所决定的。

2. 企业集团总部设立统一的财务管控机构的重要作用

企业集团财务控制的核心在于资本，而资本控制的实现是通过权限控制、组织控制和人员控制来实现的。资本杠杆作用的发挥是形成企业集团的基础，也是企业集团经营的目的之一。正是凭借充裕的资金后盾，长江实业才得以灵活地进行贷款和还款的协调，这些资金也正是来源于其控股的子公司。集团总部设立统一的财务管控机构，有助于从集团整体利益的角度出发，进行资源的统一配置和协调，实现财务一体化的管理与控制。所以，企业集团要真正成为一个经济利益上的整体，就要有一条能和优势产业发展线依存互动的财务控制线。

3. 产融结合是企业集团未来发展的方向

资金在产业发展中的重要地位使得以产业为主的产融结合成为今后集团发展的主流方向。充分利用银行资本和工业资本的相互渗透、相互融合，将产业资本和金融资本结合起来，实现产融一体化，构建金融财务公司。它在行政上隶属于集团公司，但同时，在业务上接受中央银行的指导和协调。财务公司的建立充分发挥了集团资金的调度能力，降低了集团内部的资金成本，同时通过统一管理，有效地控制集团的财务风险。

资料来源：朱清香、杨柳：《从“长江实业”贷款案例看企业集团的资本运营》，载《燕山大学学报》，2004（8）。



本章小结

- 企业集团筹资管理要关注集团整体与集团成员资本结构之间的关系，实行筹资权的集中化，利用与集团模式改造相结合的方式筹集资金，并发挥企业集团筹资的各种优势。
- 本章给出了企业集团母子公司债务筹资安排分析的理想模型和一般模型。
- 集团投资管理的重点是投资评价主体的选择和投资现金流量的计算，企业集团的投资多元化是现代企业集团面临的主要战略选择问题。
- 企业集团分配管理从经营成果的分配问题演化为集团中利益协调与激励机制的重要环节。内部价格有多种形式且各有优缺点。
- 企业集团资本经营需要企业根据资本经营的原则，适当地实施资本扩张和资本收缩战略。



案例讨论：同仁堂分拆上市

2000年10月31日，由同仁堂股份有限公司（股票代码：600085，简称同仁堂）分拆并控股的同仁堂科技发展股份有限公司（简称同仁堂科技）在香港创业板闪亮登场。中国资本市场1000多家上市公司中的分拆上市第一股产生了。同仁堂科技的香港创业板之路是如何铺就的？成功的关键在哪里？决定性的几步是如何走出的？

一、同仁堂简介

1997年5月，北京同仁堂集团公司所属六家绩优单位组建成立北京同仁堂股份有限公司，股票在上海证券交易所上市。1997年6月25日，同仁堂股票获准在上海证券交易所挂牌交易。

同仁堂上市以后，面对国家医疗制度改革的不断深入、国内外医药市场竞争日趋激烈的局面，公司坚持实施同仁堂名牌战略，确立以市场为主导、以科技创新为前提的中药发展战略，在市场开发、营销网络建设、新产品开发等方面均取得了较好的业绩。如今同仁堂集团已成为国有大型一类企业，在国务院确定的全国120家企业集团试点单位中，同仁堂是唯一的中药企业。

二、决定海外上市

（一）思路

近年来，海外上市是许多企业的梦想和追逐的目标。对于有300余年历史的中药第一品牌同仁堂来说，更有其独特的优势和意义。在海外许多地区，同仁堂就是中药，中药就是同仁堂。只以这三个字，同仁堂在海外就拥有了多家大型药店的股份。然而，传统的中药亟须走现代化、国际化道路。目前，我国中药的国际市场占有率不足5%，被日本、韩国的“汉方药”挤得难以立足。要改变这种被动处境，利用海外的资本和科技优势，以现代化中药进军国际医药主流市场是一条被广泛认同的道路，而香港从历史上就是中药海外流通的集散地。

1999年年初，同仁堂抽调精兵强将，成立了四个项目小组，分别负责海外上市、中药现代化、生物制药和中药电子商务，接触了多家国内外享有很高声誉的投资银行，主要考虑了三家公司的意见并进行了长达半年的反复比较和论证：法国里昂证券提出在同仁堂A股基础上增发H股方案，如科龙电器模式是先在香港发H股，而后在内地发A股，该方案是先在内地上发A股，再到香港发H股；中银国际提出的在同仁堂A股公司之上构建一家控股公司去香

港上市方案，类似于在香港上市的长城科技控股深科技、长城电脑模式；中证万融公司提出的同仁堂A股公司分拆部分高科技资产和业务设立同仁堂科技发展股份有限公司上香港创业板。

（二）原则确定

同仁堂股份有限公司经过反复研究比较，最终选择了中证万融公司提出的同仁堂A股公司分拆部分高科技资产和业务设立同仁堂科技发展股份有限公司上香港创业板的方案，并确立了创业板上市公司的定位原则和分拆重组的原则。

1. 定位原则

（1）以科技为先导，实现中药现代化和国际化的目标，在保持天然药物特色、保持中药特色的基础上，积极利用国内外先进技术和科技成果，不断开发出科技含量高、疗效作用强、预期效益好、有自主知识产权、符合准入国际标准的新产品，并积极介入生物工程药品等健康产业新领域。

（2）利用高新技术改进传统产品，提高质量水平、生产水平及经济效益。

（3）进行现代化的市场运作拓展营销网络，并持续致力于发展相关的电子商务，使同仁堂的产品及销售更具国际竞争能力。

2. 分拆原则

符合法律规定和创业板上市规则的要求；保障A股股东根本利益；对境外投资者有吸引力；有利于提高募集资金量及再融资能力；有利于同仁堂科技的有效管理。

（三）操作标准

根据上述公司定位和分拆重组原则，同仁堂确定了一些具体的操作标准。

1. 分拆时应遵循的标准

重组后，同仁堂科技的预计税后利润，不应高于原A股公司同期净利润的1/3，不应低于原A股公司同期净利润的1/5；以科技含量（科技贡献率）为标准，对A股公司及集团的所有产品或业务进行划分，将科技含量高的业务或产品收入同仁堂科技；同仁堂科技从科研、生产到销售尽可能自成体系。

上述三项标准缺一不可，利润标准是第一位的。为满足利润标准，可以将产品或业务的科技含量标准人为地调高或调低，确定产品或业务后，再尽可能地使科研、生产及销售自成体系。

2. 解决好同仁堂和同仁堂科技的关系

基于既要保证A股股东根本利益，又要对境外投资者有吸引力的原则，分拆重组还要使A股收益大幅提升，要确保同仁堂科技的成长性和企业管理的规范化，这些都是有据可依的。

在成长性上，首先，同仁堂企业经营管理一直较传统，与现代化企业要求差距较大，有成长空间。其次，中药属于天然药，天然药在国际上都是一个高

成长的领域,中国的天然药有自己的理论体系和几千年的临床经验,在全球备受重视,同仁堂则是中药第一品牌。最后,中药现代化需要先进的科技做武器,传统处方也是现代化研发的必要基础。同仁堂拥有2 000多种传统处方储备,现在生产的品种只是其300多年来积累的一小部分。分拆时,同仁堂科技将获得有着数十年用药实践、疗效确切、质量稳定、副作用小、具有发展价值的275个品种,这是世界上任何中药企业都没有的巨大的财富和资源。在此基础上开展中药现代化已经领先了一大步。另外,多年来中药现代化的阻碍主要在于没能进入国际医药的发展主流。同仁堂科技登陆香港,技术条件、开发思路、策略都将进入国际主流。正是这些方案设计使同仁堂科技具有高成长预期。

在企业管理上,科研、生产、销售自成体系可以有效避免同仁堂科技与A股公司的同业竞争,尽量减少关联交易。自成体系的业务使同仁堂科技的收益具有独立性和稳定性,减少大股东进行价格操纵的嫌疑。这样的业务结构对投资者有吸引力,对同仁堂科技日后的管理协调也有利。

还有,由于香港再融资渠道广泛、灵活,上市后公司再融资能力会很强,为避免以后增发中持股比例被稀释过多,在上市方案中特把同仁堂A股的持股比例做大。

三、分拆上市大事记

2000年2月22日,同仁堂股份公司2000年第一次股东大会通过议案,同意投资1亿元与其他发起人共同发起设立北京同仁堂科技发展股份有限公司。注册资本1.1亿元,同仁堂以制药二厂、中药提炼厂等实物资产及部分现金投入折股1亿股,占总股本的90.9%;大会明确表示新公司争取在香港创业板上市。同仁堂股份有限公司以其雄厚的自身实力将优良资产注入了同仁堂科技公司,但不影响同仁堂股份公司A股的产品利润,因为同仁堂股份有限公司拥有800多个产品种类,注入科技公司的只是其中一小部分。

2000年10月10日,和记黄埔与即将在香港创业板上市的同仁堂科技发展股份有限公司签订入股协议,斥资约5 000万元,认购其发行股本的近10%的股份,成为最大的战略投资者。和记黄埔是李嘉诚旗下著名的国际企业,总资产超过3 700亿港元,业务遍及24个国家,是香港联交所最大的上市公司之一。它的入股无论是对同仁堂科技的股票发行、后市表现,还是同仁堂股份自身的发展都将产生重大影响。

2000年10月31日,北京同仁堂科技发展股份有限公司在香港联交所创业板挂牌交易,代号8069的同仁堂科技共发行了7 280万股(不含超额认购部分),每股定价为3.28港元,集资约2.38亿港元(不含超额认购部分)。同仁堂科技上市后,同仁堂股份有限公司占有总股本54.7%的

股份，为第一大股东。

按照国际惯例，同仁堂科技在股权设置上安排了高层管理人员持股，董事长殷顺海，副董事长田大方、王兆奇，总经理梅群分别出资 50 余万元持股 50 万股。另外，同仁堂分拆上市财务顾问、中证万融董事长、知名投资家赵炳贤个人出资 500 余万元持股 500 万股，成为公司的大股东之一。这些也是公司香港上市的重要卖点之一，充分体现了高层管理人员和具有丰富经验的专业投资者对公司未来的信心。此举也得到了北京市政府的支持。

四、分拆上市后的情况

分拆上市后，同仁堂和同仁堂科技都得到了很好的发展。根据同仁堂 2000 年年报，其主要会计数据如表 6—9 所示。

表 6—9 同仁堂 2000 年与 1999 年主要会计数据对比 单位：元

指 标	2000 年	1999 年	变动情况 (%)
总资产	1 675 707 367.50	1 193 041 261.90	+40.46
长期负债	0	9 826 973.96	—
股东权益	953 581 981.79	758 760 675.99	+25.68
主营业务利润	464 078 596.26	369 786 781.12	+25.50
净利润	146 648 474.92	139 279 514.37	+5.29

说明：长期负债减少系由于住房周转金转入资本公积金所致。总资产、股东权益增加系由于本年度净利润增加及所属子公司同仁堂科技在香港创业板发行股票所致。主营业务利润、净利润增长系由于本公司 2000 年度主营业务收入比 1999 年度增长所致。

根据同仁堂 2001 年中期报告，2001 年 1—6 月同仁堂实现利润居北京市工业企业第 17 位，公司主要控股子公司——北京同仁堂科技发展股份有限公司居北京市工业企业第 33 位。

资料来源：王化成、佟岩、胡国柳：《财务管理案例点评》，杭州，浙江人民出版社，2003。

要求：

指出同仁堂选择分拆上市战略的动因是什么。分析同仁堂分拆上市如何规避风险。

思考题

1. 随着知识经济的到来，顾客需求的个性化、市场的更加细分化发展，企业集团的规模效应有什么样的变化？
2. 企业集团筹资管理的重点有哪些？



3. 企业集团投资管理有什么要点？
4. 企业集团的财务分配在分配对象和分配的研究层次上有哪些变化？为什么会产生这种变化？
5. 企业集团利用资本经营成长和规模扩张要考虑哪些因素？
6. 什么是多元化经营？如何按照多元化程度的差异划分多元化经营的企业？企业集团哪些内外部因素影响其多元化经营的动机？



本章导读

A 公司是某集团下属的一级企业，是以生产手机电池、碱性电池为主的高新技术企业，创建于 1999 年。在创立初期，公司从国外引进一流的专家、技术人员，连续两年盈利，但在 2001 年却陷入严重亏损状态。

集团对 A 公司的经营层实行 KPI（关键业绩指标）与中期述职制度相结合的考核模式，年初的考核指标主要是四个财务指标：销售额、利润、应收账款周转天数和净资产收益率。年初由集团总裁与 A 公司经营层签订业绩合同，年终根据业绩完成情况进行考核，考核成绩分为五个档次（优秀、良好、合格、不合格、差），每一考核等级对应不同的奖励系数，总经理的年终奖等于年薪基数乘以奖励系数。

在集团 2000 年的考核中，A 公司被评为集团优秀管理企业，但在 2001 年 A 公司却亏损 2 000 万元。这样一个从财务指标上看业绩优良的企业为何在第二年出现巨额亏损呢？

集团高层聘请专家在对 A 公司的财务进行分析时发现，2000 年 A 公司的各项财务指标都很理想，但其经济增加值在下半年已开始出现负数。在这种情况下，公司还盲目上马已处于市场饱和态势的液态电芯生产线，并从国外进口大量设备，使经营成本急剧上升，导致 2001 年年末公司巨亏。

原有的评价模式是否恰当地反映了公司的业绩？如何正确地评价企业的业绩？这正是本章要讨论的问题。



学习目标

- 理解企业集团财务控制的意义和内容
- 理解企业集团全面预算管理的程序
- 掌握企业集团全面预算管理的模式

- 理解企业集团业绩评价的概念与作用
- 掌握企业集团责任中心的业绩评价方法
- 掌握企业集团综合业绩评价的财务模式和平衡模式

7.1 企业集团财务控制概述

7.1.1 企业集团财务控制的意义

为保障企业集团战略的有效实施，企业集团的母公司有必要适度干预子公司的财务决策，实施集团的财务控制。主要原因在于以下两个方面。

1. 控制子公司经营者的道德风险和逆向选择

在现代企业制度下，所有权与经营权相分离，所有者拥有企业的财产所有权，企业作为独立的法人，拥有法人财产权，并由所有者雇用的经营者负责日常经营管理。这种两权分离客观上形成了所有者与经营者之间的委托代理关系，即企业集团的母公司（中间授权出资者）并不直接管理子公司的日常财务，而是授权委托下属子公司的经营者进行日常管理，这就容易造成母子公司之间的信息不对称。由于企业集团是一个多层次、产权网络化的法人联合体，在本质上是一组多重契约关系，具有多层委托代理关系，其委托代理的信息更加不对称。

一般而言，事前的信息不对称容易引发逆向选择问题，即子公司在年度经营目标设定时隐瞒其真实经营能力，目的往往是低报预算，以期获得超额奖金；事后的信息不对称则往往引发道德风险问题，即子公司经营者采取偷懒，或者挥霍浪费公司财产的方式追求自身效用最大化。

母公司控制信息不对称的方法主要有：（1）派驻财务总监和财务人员，对财务人员统一配置和管理；（2）完善子公司财务决策的程序，使子公司的财务决策目标与母公司的利益目标相一致；（3）对子公司经营者进行业绩评价，即通过事后的监督减少经营者的机会主义行为。

2. 有助于企业集团实施战略管理，完成战略目标

企业集团的目标具有整体性、系统性、战略性的特点，为了实现企业集团的战略发展目标，必须将集团的发展目标以预算等形式分解到企业集团的每个子公司，使企业集团的经营目标与子公司的经营目标高度一致。

企业集团的财务控制包括根据战略目标编制企业集团的财务预算，并分解到每个子公司；对子公司执行预算的情况进行评价，根据预算执行情况调整经营策略，以至调整不合格部门和子公司的经理人员。这些财务控制的手段对企业集团实施战略管理具有良好的促进作用。



企业集团战略目标的实现还有赖于高素质、勤奋的高层管理团队。企业集团的财务控制机制，尤其是对高层管理人员适当的业绩评价，有助于企业集团建立良好的对子公司经理的评价与激励机制，从而推动优秀管理团队的建设。

7.1.2 企业集团财务控制的内容

单体企业的财务控制包括两个方面：企业所有者的财务控制与企业经营管理者财务控制。由于企业集团的特殊性，母公司在企业集团中同时具有受资者和投资者的双重身份，母公司对子公司投资的目的在于控制或影响，这都是与单体企业不同的，而母公司股东对母公司的财务控制与单体公司的财务控制是一样的。本章主要讨论母公司对子公司的财务控制。

企业集团财务控制是指企业集团的母公司根据集团内部规章、预算对实际运行结果加以衡量比较，然后采取纠正措施，以取得更接近于目标的结果。企业集团控制从不同的视角有不同的分类方法。

1. 按照财务活动分类

按照财务活动的种类，企业集团财务控制可以包括投资控制、融资控制、资产控制、利润分配控制等。投资控制方面，企业集团母公司应当充分考虑产业政策、目标行业增长率、市场需求总量、竞争环境、资金需要量、筹资难度、集团的经营能力及管理水平等因素，明确规定企业集团中投资战略保护、发展、鼓励或限制的投资领域。融资控制的核心是控制整个企业集团的资产负债率，并使其与企业盈利水平和资产周转率相协调，企业集团的融资控制还包括企业集团对融资主体、融资渠道和融资方式的选择。利润分配控制则是母公司根据企业集团的资金需要规划，综合考虑市场风险和集团抗风险能力，确定应当分配的利润和方式。本书的第6章已经对投资控制、融资控制、利润分配控制的内容作了详细介绍。

2. 按照控制循环分类

企业集团财务控制按照其与企业集团财务活动的顺序关系，可以分为事前控制、事中控制和事后控制。其中，事前控制包括预算编制控制、组织结构控制、授权控制；事中控制包括内部结算中心控制、预算执行控制；事后控制包括内部审计控制、业绩评价控制等。

预算控制包括预算编制控制和预算执行控制，是企业未来一定期间经营决策、目标规划、财务数量说明和责任约束的依据，全面预算管理可以具体落实每个员工的责、权、利关系，明晰他们各自的权限空间和责任区域，使企业集团内部财务目标和决策得以细化和落实。组织结构控制包括财务组织机构、组织分工和责任制度方面的财务控制，在企业集团控制中，常见的有财务总监和财务人员委派制，企业集团母公司的财务组织往往实施对各子公司财务组织的

垂直领导和控制。授权控制是指在某项财务活动发生之前，按照既定程序，对其正确性、合理性、合法性加以审核并确定是否让其发生所进行的控制。企业集团授权控制的内容与授权尺度集中体现在企业集团是实施分权控制体制还是集权控制体制。

内部结算中心是企业集团一种重要的事中控制方式，通过在集团内成立财务管理结算中心，集中办理集团内部子公司现金收付和往来结算业务，控制子公司货币资金使用方向，统一调度，以确保整个集团公司的资金需要。

内部审计控制可同时用于事中控制和事后控制，它是指企业集团母公司成立独立的内部审计机构，通过定期或不定期的财务制度审计和业绩审计，落实各项财务会计制度及其他制度在子公司的执行情况，评价各子公司的经营绩效，以维护母公司作为出资者的合法权益。业绩评价控制是企业集团对各子公司一定经营期间内的生产经营状况、资本运营效益、经营者业绩等进行定量与定性的考核、分析，做出客观、公正的综合评价。根据“按照业绩付酬”的原则，业绩评价是企业集团母公司确定对子公司经理激励水平的基础和前提。^①

7.1.3 企业集团财务控制的重点

从现代企业集团财务控制来看，预算控制和业绩评价控制在企业集团财务控制中的地位正在变得日益重要。这两种财务控制方法在一定程度上解决了对子公司实施过程控制和对子公司经营者的约束和激励问题，在企业集团母子企业管理中得到普遍应用。

预算控制采用事先预算、事中监督、事后分析的方法，既是一种控制机制和制度化的程序，又是经营活动有序进行的重要保证。预算的制定要以企业集团战略目标为依据，根据企业的发展规划，系统反映企业为达到生产经营目标所必须拥有的经济资源和配置情况。企业集团要依照各单位的经营职能范围、资产规模、任务大小及各项目的技术含量、市场前景和风险等不同情况，分项目、分单位，按月、季、年编制资金收支和费用计划，并将各项资金、费用预算目标实行合理分解，按月严格考核，使各单位责任明确，让公司资源合理有效地得到利用，形成企业经营活动的良性“造血”机能。预算控制已经成为企业集团全过程财务控制的最重要的手段之一。

在企业集团财务控制体系中，预算控制和业绩评价相互对应，构成了一个财务管理循环。一方面，在财务活动、预算执行过程中，通过业绩评价信息的反馈及相应的调控，可以随时发现和纠正实际业绩与预算的偏差，从而实现对财务经营活动过程的控制；另一方面，预算编制、执行、评价作为一个完整的

^① 企业集团财务控制的内容部分参考张坤堂：《企业集团财务控制机制探讨》，载《商业经济与管理》，35～37页，2003（3）。



系统，相互作用，周而复始地循环，以实现对整个企业经营活动的最终控制，而业绩评价既是本次财务管理循环的总结，又是下一次财务管理循环的开始。业绩评价既然是对预算完成情况的考核评价，其内容必须与预算编制的内容相适应，以预算执行主体为考评主体，以预算目标为核心，通过比较预算执行结果与预算目标，确定其差异，分析差异产生的原因，据以评价各责任主体的工作业绩，按照奖惩制度将其与各责任人的利益挂钩，从而影响其未来的行为决策，并在此基础上调整下期预算。^①

由于预算控制和业绩评价在企业集团财务控制方法体系中的特殊地位，本章将通过理论叙述和案例分析的方式，着重介绍企业集团预算控制和业绩评价。

7.2 企业集团预算控制

7.2.1 全面预算概述

1. 预算的概念与内容

预算是在预测的基础上，为了实现特定目标，以一定的方式，对企业未来的生产经营活动所作的数量说明。根据预算的概念，企业预算一般有四个显著特点：（1）预算是包括财务预算在内的全面预算；（2）预算可以用价值形式反映，也可以用其他数量形式反映；（3）预算应该有明确的目标；（4）预算以预测为前提。

完整的企业全面预算包括经营预算、财务预算和资本支出预算三大部分。其中，经营预算是指与企业日常业务直接相关的基本生产经营活动的预算，通常是指在销售预测的基础上，首先对企业的产品销售进行预算，然后再按照“以销定产”的方法，逐步对生产、材料采购、存货和费用等方面进行预算。经营预算由销售预算、生产预算、直接材料预算、直接人工预算、制造费用预算、期末产成品存货预算和销售与管理费用预算构成。财务预算是指与企业现金收支、经营成果和财务状况有关的各项预算，由现金预算、预计利润表和预计资产负债表等构成。资本支出预算主要是涉及长期投资的预算，指企业不经常发生的、一次性业务的预算，如固定资产的购置、扩建、改建、更新等都必须是在投资项目可行性研究的基础上编制预算，具体反映投资的时间、规模、收益及资金的筹措方式。

企业全面预算管理的各部分内容前后衔接，相互勾稽，形成了一个完整的预算管理体系，如图7—1所示。

^① 汤谷良、王化成：《企业财务管理学》，429页，北京，经济科学出版社，2000。

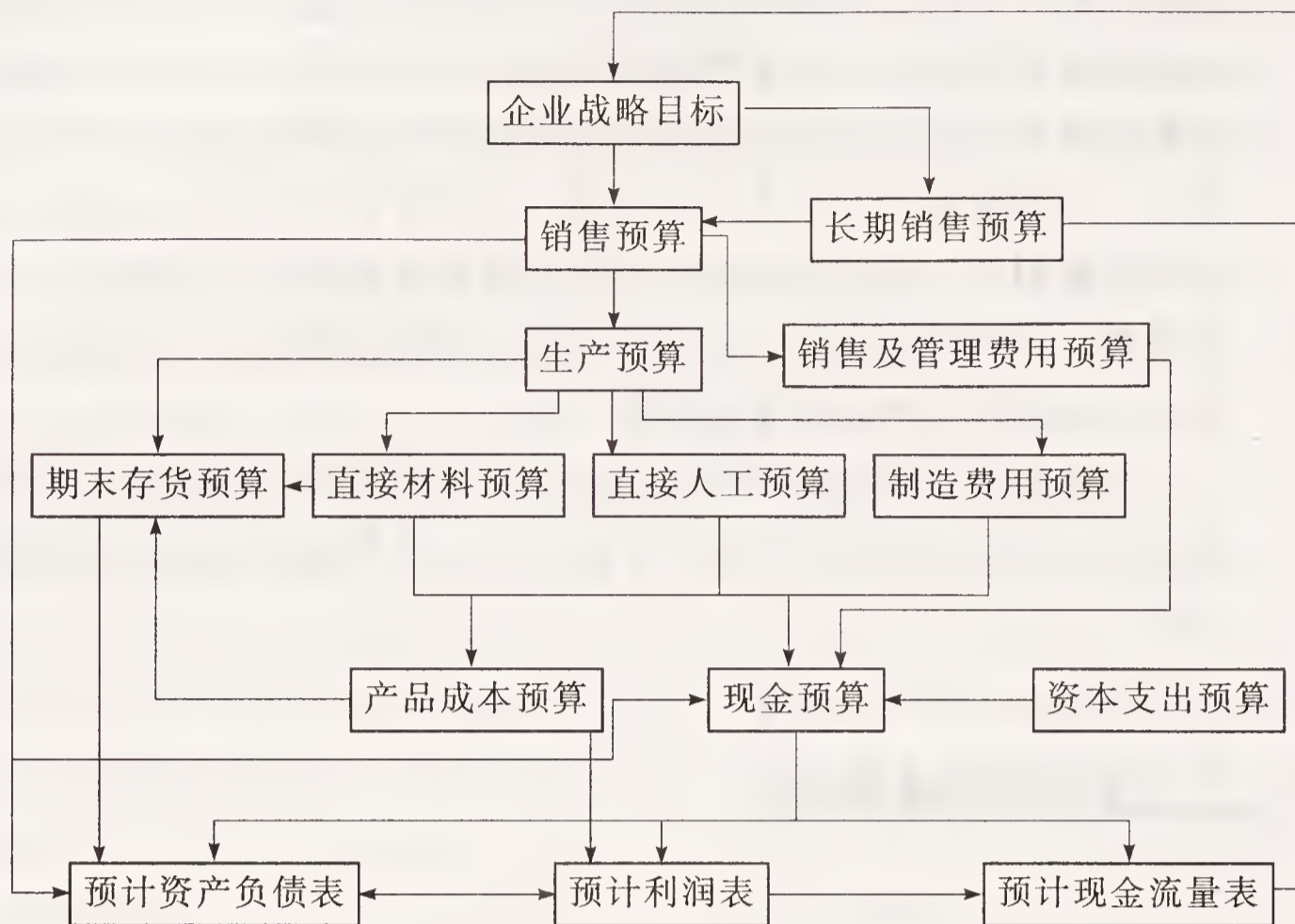


图 7—1 企业全面预算管理体系

2. 企业集团全面预算管理程序

企业集团的全面预算管理是企业集团围绕预算而展开的一系列管理活动，是实现企业集团整合的最基本、最有效的手段之一。其程序包括预算的编制、执行、分析、调控和考评等多个方面。

(1) 预算的编制。预算的编制是整个预算管理体系的基础和起点，没有经过精心准备的合理而明确的预算文件，预算管理工作也就无从开展。

通常，预算编制可以采用自上而下、自下而上或上下结合的主动参与式编制方法。整个过程为：1) 先由高层管理者提出企业总目标和部门分目标；2) 各级责任单位和个人根据一级管理一级的原则据以制定本单位的预算方案，呈报分部门；3) 分部门再根据各下属单位的预算方案，制定本部门的预算草案，呈报预算委员会；4) 预算委员会审查各分部预算草案，进行沟通 and 综合平衡，拟定整个组织的预算方案；5) 预算方案再反馈回各部门征求意见。经过自上而下、自下而上的多次反复，形成最终预算，经企业最高决策层审批后，成为正式预算，逐级下达各部门执行。

(2) 预算的执行与控制。预算编制完成以后，在执行之前，还需要经过预算的分解、下达和具体讲解等准备步骤来保证预算的有效执行，保证预算体系运转良好。

预算开始执行之后，必须以预算为标准进行严格的控制，如支出性项目必须严格控制在预算之内，收入项目必须完成预算，现金流动必须满足企业日常和长期发展的需要，等等。预算控制的内容就是预算编制产生的各级各类预



算,即经营预算、资本支出预算和财务预算。预算的执行与控制是整个预算管理工作的核心环节,需要企业集团上下各部门和全体人员的通力合作。

在预算执行与控制过程中以及预算完成后,一个尤为重要的环节便是预算差异的分析,它是指对预算执行中产生的各种预算与预测、实际与预算以及有利与不利等差异(实践中,预算差异的分析主要是针对实际和预算的差异进行对比)的分析,确定差异、分析原因、总结经验教训。在分析实际和预算差异的时候,一般按照以下几个步骤进行:1)对比实际业绩和预算目标找出差异;2)分析出现差异的原因;3)提出恰当的处理措施。其中,预算执行过程中的差异分析可以根据周围环境和相关条件的变化帮助调控预算,保证其合理而顺利地执行;预算完成后的差异分析则可以总结预算完成情况,帮助评价预算期间工作的好坏,进而为企业评价激励制度是否公平有效提供数据依据。所以说,预算差异分析贯穿于预算管理的全过程,既为预算的执行与控制明确了工作重点,也为下期进行预测、编制预算提供了可以借鉴的丰富经验。

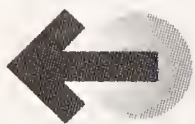
(3) 预算的考评与激励。西方有句谚语:“在管理活动中,如果没有监督与考核,再美丽的天使都会变成可怕的魔鬼。”用此来形容预算考评工作的重要性是十分恰当的。没有预算考评,企业预算就只能是停留在笔端的“海市蜃楼”,因失去控制力而流于形式,预算管理将变得毫无意义。

预算考评是对企业集团内部各级责任单位和个人预算执行情况的考核与评价。对预算的执行情况进行考评,监督预算的执行、落实,可以加强和完善企业的内部控制。在企业全面预算管理体系中,预算考评起着检查、督促各级责任单位和个人积极落实预算任务,及时提供预算执行情况的相关信息以便纠正实际与预算的偏差,有助于企业管理当局了解企业生产经营情况,进而实现企业总体目标的重要作用。同时,从整个企业生产经营循环来看,预算考评作为一次预算管理循环的结束总结,为下一次科学、准确地编制企业全面预算积累了丰富资料 and 实际经验,是以后编制企业全面预算的基础。

由于预算提供了明确的、在一定期间要求达到的经营目标,是对企业计划的数量化和货币化的表现,为业绩评价提供了考评标准,是业绩评价的重要依据,便于对各部门实施量化的业绩考核和奖惩制度,使得企业有效激励相关部门和人员有了合理、可靠的依据。确立“考评与奖惩是预算管理工作生命线”的理念可以确保预算管理落实到位。严格考评不仅是为了将预算指标值与预算的实际执行结果进行比较,肯定成绩,找出问题,分析原因,改进以后的工作,也是为了对员工实施公正的奖惩,以便奖勤罚懒,调动员工的积极性,激励员工共同努力,确保企业战略目标的最终实现。

7.2.2 企业集团全面预算管理模式

企业集团全面预算管理按照其控制重点不同可以分为四种模式:以利润为



核心的全面预算管理；以成本为核心的全面预算管理；以现金流量为核心的全面预算管理；以销售为核心的全面预算管理。其中前两种模式为企业集团所常用，利润核心模式主要适用于企业集团的利润中心管理，成本核心模式则适用于企业集团成本中心管理。

1. 以利润为核心的全面预算管理

(1) 预算管理体系构成。以利润为核心的全面预算管理的特点是公司以“利润最大化”作为预算编制的核心，预算编制的起点和考核的主导指标都是利润。因此，在利润核心预算模式下，利润预算的确定是关键。

利润预算是将企业整体利润预算分解、落实到各二级单位编制而成，它有助于通过各二级单位在完成自身具体利润预算目标的基础上实现企业整体利润预算目标。它是在以利润为核心的预算管理模式下的预算体系的起点。具体还应当包括企业整体和各二级单位为实现利润预算而编制的生产预算、销售预算、供应预算以及成本费用预算等经营预算。

编制利润预算一个关键的重点也是难点，就是合理确定预算利润数。一般来说，确定预算利润，要以企业的历史成本资料为基础，根据对未来发展的预测，充分考虑产品结构、成本、技术、供求关系以及价格等因素的相互关系及其对利润指标的综合影响，在反复研讨充分论证的基础上加以确定。在编制利润预算、确定预算利润时必须遵循的原则为：

1) 预算利润应当有战略性。企业在制定预算利润时，要充分考虑企业发展的长远规划，而不能只顾眼前利益。企业编制预算的目的不仅是为了使企业在短期内保持活力和竞争优势，更是为了使企业在持久的竞争中立于不败之地。

2) 预算利润应当有可行性。预算利润不能制定得太高以至于在现实中很难实现，这不仅不能提高运作效率，相反还很可能挫伤管理人员的积极性，起到负面作用；同时，预算利润也不能制定得过低，使管理人员轻轻松松就能达到目标利润，这样预算也就失去了它本身的意义。总之，企业制定的预算利润应当具有先进性，但并非高不可攀，管理人员只要加强管理、厉行节约，该目标利润一般能够实现。

3) 预算利润应当有科学性。目标利润的制定不是凭借主观臆断，而是通过大量的资料收集和整理，并以其为依据，采用科学的方法制定。

4) 预算利润应当有统一性。指预算利润必须与企业总体的财务管理目标协调一致。由于利润指标的片面性，即单纯的利润指标没有考虑货币的时间价值和风险与报酬的关系，在制定预算利润时，有必要考虑其他财务管理目标，以保证最终真正实现企业价值的最大化。

(2) 编制预算的程序。由于母公司与子公司之间的关系主要是由资本纽带来维系，所以母公司对子公司的考评主要只能依靠利润指标或投资报酬率指

标。因此，以利润为核心的全面预算管理非常模式非常适合集团公司采用。以集团公司为例，该种模式预算的编制程序为：

第一步，母公司确定各子公司的利润预算数并下达给子公司。

母公司确定各子公司利润预算数通常有两种方法。第一种是根据对子公司的投入资本总额以及投资者要求的必要报酬率确定预算利润数。用公式表示为：

$$\text{预算利润数} = \text{对子公司的投入资本总额} \times \text{投资者要求的必要报酬率} \quad (7-1)$$

第二种是根据子公司上年的利润数结合预算年度实际经营情况的变化作一定的调整确定预算利润数。用公式表示为：

$$\text{预算利润数} = \text{子公司上年利润实际数} \times (1 + \text{利润调整系数}) \quad (7-2)$$

在确定了各子公司的利润预算数之后，可以根据下列公式计算求得母公司的汇总收益：

$$\text{母公司汇总收益} = \sum \text{各子公司目标利润总额} - \text{母公司管理费用} \quad (7-3)$$

第二步，子公司与母公司就母公司初拟的目标利润进行协商。

由于母子公司之间信息的不对称，母公司初拟的目标利润未必反映子公司实际的经营潜力，如果母公司下达的目标利润过高，肯定会受到子公司的抵制；反之，如果母公司下达的目标利润过低，则可能使预算削弱甚至失去控制激励的作用。此外，由于母子公司之间利益的非完全同步性，也会使得子公司与母公司之间就目标利润进行讨价还价。

第三步，子公司根据母公司正式下达各子公司的年度利润指标编制预算。

子公司以其与母公司协商后确定的目标利润为起点，编制财务预算及其他重要的业务预算，将目标利润层层分解、层层落实，并将预算情况上报母公司备案。

第四步，母公司汇总各子公司的预算编制集团公司预算。

母公司根据各子公司上报的预算汇总编制集团公司预算，并以此为依据对集团公司总体的利润目标实现情况进行监控，确保利润目标最终顺利实现。

(3) 简要评价。以利润为核心的全面预算管理有助于企业集团管理方式由直接管理转向间接管理；有利于明确工作目标，激发员工工作的积极性；有利于增强企业集团的综合盈利能力。

这种预算管理模式的缺陷是：可能引发短期行为，使企业只顾预算年度利润，忽略企业长远发展；可能引发冒险行为，使企业只顾追求高额利润，增加企业财务和经营风险；可能引发虚假行为，使企业通过一系列手段虚降成本，虚增利润。



2. 以成本为核心的全面预算管理模式

(1) 以成本为核心的全面预算管理模式的含义。以成本为核心的全面预算管理，就是要以成本目标的控制为预算编制和管理的核心内容，预算编制以成本预算为起点，预算控制以成本控制为主轴，预算考评以成本为主要考评指标的预算管理。它在明确企业目前实际情况的前提下，通过市场调查，结合企业潜力和预期利润进行比较，倒挤出企业目标成本，加以适当的量化和分类整理，形成一套系统完善的预算指标，进而将之分解落实到各级责任单位和个人，直至规划出达到每个目标的大致过程，并明确相应的以成本指标完成情况为考评依据的奖惩制度，使相关责任单位和个人责权利紧密结合。这种模式在企业生产经营过程中跟踪成本流程，按照预算指标进行全过程控制管理。

按照价值工程理论：

$$V = \frac{F}{C} \quad (7-4)$$

式中， V 表示某种产品的价值； F 表示某种产品的功能系数指标； C 表示某种产品的成本。

由式(7-4)不难看出，某种产品的价值取决于其相应的功能系数指标与成本的对比。显然，产品的价值与其功能系数指标成正比，功能越高，价值越大，反之则越小；与成本成反比，成本越高，价值越小，反之则越大。因此，提高产品价值以增加企业净收益、提高经济效益的途径，不外乎以下几种：1) 在产品成本不变的情况下，提升产品的功能；2) 在产品成本提高的情况下，提升产品功能，其幅度大于成本提高的幅度；3) 在产品功能降低的情况下，降低产品成本，其幅度大于产品功能降低的幅度；4) 在产品功能提升的情况下，降低产品成本；5) 在产品功能不变的情况下，降低产品成本。

从上述可见，几乎每种方式都涉及成本管理工作的优劣，后三种方式更是直接依赖于成本管理工作的力度。由此，我们不难看出，加强企业成本预算管理、强化成本控制对于提高企业整体经济效益具有重要意义。

虽然预算控制的对象和范围较为宽广，包括整个企业和各级责任单位与个人应该负责的成本、收入、利润以及资金等方方面面，但是其中最为关键的就是成本控制，这是预算控制的基础，也是企业成本管理工作的核心环节。由于成本是一项综合性极强的经济指标，为了保证预算指标和各级责任预算的顺利完成，需要企业各级责任单位和个人的共同参与和努力，充分调动企业全体员工的工作积极性，不断降低成本，按质、按量、按时地完成预算指标，提高企业经济效益。

(2) 预算编制的一般程序。以成本为核心的全面预算管理模式下，预算编制主要包括三个基本环节：设定目标成本、分解落实目标成本、实现目标成本。

1) 设定目标成本。目标成本的设定是整个以成本为核心全面预算管理模



式的起点，其设定一般有两种方式：

第一，修正方式。修正方式是在企业过去达到的成本管理水平和未来成本挖掘的潜力及相关环境变化，对历史成本指标进行适当修正以得到当期成本目标的方式。采用此方式设定企业目标成本时，首先必须搞清楚可能对企业成本产生影响的一切内外部因素；其次，要明确这些因素对成本降低或升高的不同影响；最后，根据对预算期间这些因素可能的变化趋势预测来调整历史成本指标以求得目标成本。在具体设定目标成本的过程中有两个问题需要注意：一是在分析预算期间可能对目标成本产生影响的因素时，既要看到企业内部的相关因素影响，更要充分重视企业外部因素的影响作用，如原材料价格的涨落、同行企业的竞争，乃至国际贸易发展趋势和国际政治经济状况等，都需要认真考虑并在企业目标成本的设定中有所体现；二是在确定目标成本时还要结合企业的战略目标、实际技术水平以及管理工作基础进行修正，切忌将目标制定得好高骛远。

第二，倒挤方式。倒挤方式是企业在充分进行市场调查，初步明确产品售价以及市场占有份额的基础上，确定企业的预期收益，结合企业利润预期，倒挤企业目标成本的一种做法。用公式表达为：

$$\text{目标成本} = \text{预期收益} - \text{预期利润} \quad (7-5)$$

或
$$\text{目标单位产品成本} = \text{预期单位产品售价} - \text{预期单位产品利润} \quad (7-6)$$

其中，预期单位产品售价可以通过与同行业同类产品的横比，或与本企业历史水平的纵比，结合预算期间企业的相关状况确定。

2) 分解落实目标成本。目标成本确定之后要做的工作就是将各成本预算指标按照一定的要求，采用一定的形式和方法，细化为各责任单位和个人的具体目标，并通过对这些细化后落实明确到各责任单位和个人的指标的考评、控制和奖惩来确保目标成本的实现。在目标成本的分解过程中要坚持以下原则：

第一，因地制宜原则。结合企业产品生产、技术和经营管理的特点来科学地选择目标成本分解的具体依据和方法。无论企业采用哪种目标成本分解方法，都应该结合企业自身特点，因地制宜，考虑到目标分解后的落实、控制、分析和考评的要求，既要便于责任划分，使分解后的具体目标都能得到落实，又要有利于落实、控制、分析和考评，使分解后的具体目标能真正成为企业上下努力的方向。

第二，彻底分解原则。要根据成本的具体内容，尽量把目标成本细化到最小单元，分解到不能再细分的层次。这样有利于全面、具体地落实目标成本，进而更好地控制、分析和考核。如果目标分解得不彻底、不细致，就不便于落实、控制、分析和考评，达不到预期的效果。当然也要具体情况具体分析，并非所有的指标都是越细越好。我国成本核算中讲的“主要从细，次要从简，细而有用，简而有理”的工作经验很值得借鉴学习。

第三，一致性原则。一方面要保证分解后的各子目标之和与被分解的目标值相等，即目标总成本等于各子目标成本之和，使各责任单位和个人在都完成了自身目标成本的同时企业整体目标成本也得以实现；另一方面，要按照目标成本的特性要求，使分解后的子目标具体化、数量化，各子目标之间协调一致，形成一个有机的目标成本体系。

目标成本的分解方法，主要有以下三种：

第一，将目标成本按成本控制的对象，即物的要素进行分解。具体如表7—1所示。

表 7—1 按物的要素分解目标成本

要素	说明
按产品结构分解	在装配式、组合式的生产企业，应按产品的结构分解各构件、部件的成本目标，进而分解零配件的成本目标。
按产品功能分解	借助价值工程方法，通过功能系统图确定产品功能区域划分，然后将产品的目标成本依次按照大的产品功能区域、中功能区域和小功能区域进行细分，具体化为各小功能区域的目标成本。
按产品的加工过程分解	把产品的目标成本按产品设计、物资采购、加工制造、产品销售等过程分别分解、核定成本目标。
按产品的经济内容分解	将产品目标成本按照固定成本和变动成本进行分解。
按产品的成本项目分解	按照料、工、费等成本项目对目标成本进行分解，分解之前必须预先确定成本项目要素，至于成本项目要素应当细化到何种程度，应视具体情况而定。

第二，将目标成本按成本控制的主体，即人的要素进行分解，按企业组织管理系统，如子公司、车间、班组、个人，或按经济责任制系统，即各级责任单位和个人进行分解，分解后形成一个由责任单位和个人组成的子目标控制体系。如果企业能够按人分解目标成本，无疑可以将成本目标归属为“人”这一能动的行为主体，从而激励企业各层次、环节和各方面人力资源的积极能动性与创造性、责任感与成本意识，保障目标成本的顺利实现。

第三，将目标成本按成本控制的时间序列，即预算期间进行分解，如年、季、月、周、日等，分解后形成一个用时间段表示的子目标体系，其中包括年度成本目标、季度成本目标、月度成本目标等。

3) 实现目标成本。目标成本的实现过程实质上就是一个成本控制的过程，亦即企业内部对成本目标负有经营管理责任的各级责任单位和个人，在成本的形成过程中，根据事先制定的目标成本，按照一定的原则，对各级责任单位和个人日常发生的各项成本和费用进行严格的控制、分析、调整和考评，以保证目标成本的实现。主要有以下几方面的工作要做：

第一，建立责任会计制度，为每个对成本负有经营管理责任的责任中心编制责任预算，作为日常成本控制的依据；定期编制责任中心业绩报告，和企业

预算对比,发现差异,分析原因,并及时采取应对措施;根据各责任中心的考评结果进行奖惩,使责权利紧密结合。

第二,建立信息反馈系统,及时反映成本目标控制的偏差。在目标成本实现的过程中,企业要建立一个成本信息反馈中心,及时反映实际成本与目标成本的差异,揭示差异产生的原因,以便企业采取有效措施纠正偏差,保障目标成本的实现。全面预算和责任预算已经把企业生产经营活动的全过程和环节,以及完成这些预算的责任目标都规定得比较明确了。为了能够适时地掌握和控制整个企业预算执行的情况与各级责任单位和个人的责任预算的履行情况,需要建立及时、高效的有关预算执行情况的信息反馈系统,以便企业管理当局和各方管理者及时了解预算执行的进展情况,并根据反馈信息做出相应的决策,控制经济活动的实际状况脱离预算的差异,保证企业全面预算管理目标的实现。

第三,健全岗位责任制度。为确保目标成本的实现,在企业管理中要注意岗位责任制度的健全,做到因岗设人,竞争上岗,定期培训,明确各岗位职责,规范操作流程,鼓励人才竞争,提高工作效率。

第四,建立与目标成本实现业绩挂钩的奖惩制度。为了使利益激励与风险约束机制同时发挥作用,确保目标成本的实现,企业首先要建立健全科学合理的责任奖惩制度,与成本预算考评结果挂钩,促使各级责任单位和个人自觉地执行成本预算,促进目标成本的实现。

第五,严格企业内部控制制度,明确企业内部质量控制标准、各项财务规章制度以及经营管理制度等,约束并协调企业内部各层次、各环节和各方面在预算执行过程中的行为秩序,确保目标成本的顺利实现。

(3) 简要评价。以成本为核心的全面预算管理模式的有利于促使企业集团采取先进的成本管理方法,不断降低成本,提高盈利水平;有利于企业集团采取低成本扩张战略,扩大市场占有率,提高企业集团成长速度。

该模式的缺陷是它可能导致企业集团只顾降低成本,忽略新产品开发;也可能导致企业集团只顾降低成本,忽略产品质量。



[例 7—1]

邯郸钢铁有限责任公司在实践中总结并实施了一套符合市场经济要求的科学管理方法:“模拟市场核算,实行成本否决”,并依此创造了良好的经济效益。其基本思路是模拟市场价格,根据市场上产品售价和采购原料的市场价来计算目标成本和利润,通过倒推的方式,将成本指标层层落实到全员,实行成本一票否决制。

“倒推”是将过去从前向后逐道工序核定成本的传统做法,改为“倒推”的办法,即从产品在市场上被承认能够接受的价格开始,逐个工序剖析其潜在效益,从后向前核定,直到原材料采购。用公式表示为:



目标成本=该产品的市场价-目标利润-总厂应摊的管理费

在计划经济体制下，价格是成本的函数，产品成本加一定的利润就等于售价，成本对企业压力不大。在市场经济条件下，成本是价格的函数，成本随价格变化而变化。

“否决”指完不成成本指标，其他工作干得再好，也要否决全部奖金，连续完不成，否决内部升级，即分配的准则和考评干部业绩的标准是成本和效益。“全员”指降低成本是企业上至厂长下至每一个职工的行为，每一个人都要分担成本指标或费用指标，实行全员全过程的成本管理。

7.3 企业集团业绩评价

7.3.1 业绩评价概述

1. 业绩评价的概念

业绩评价是指根据企业所处社会经济环境的变化，依据业绩评价的原则，按照企业目标设计相应的评价指标体系，根据特定的评价标准，采用特定的评价方法，对企业一定经营期间的价值实现程度做出客观、公正和准确的综合判断，并出具评价报告的企业管理活动。业绩评价的概念包括社会经济环境、评价原则、评价指标、评价标准、评价方法和评价报告等内容。

(1) 社会经济环境。社会经济环境是企业业绩评价系统赖以存在的社会政治、经济、文化等背景，它对企业业绩评价系统起着不可估量的影响作用，这一点从企业业绩评价产生、发展的过程中就可以看出。早在150年前，企业业绩评价的雏形（资信评价）就已经产生，但是直到20世纪60年代资本主义国有化高峰阶段才得到蓬勃发展，我国在20世纪90年代进行市场经济改革的阶段才广泛使用，其原因在于社会经济环境没有发展到相应的水平，进行企业业绩评价的具体需求不足，相邻学科的配合和它赖以形成的理论与实践的基础条件也不完备。另外，不同的环境决定了不同的业绩评价主客体和评价目标，对评价原则也有重大影响。

(2) 评价原则。评价原则是设计系统时必须遵守的规则，它是人们从长期的经济活动中总结出来的，具有普遍的适用性，集中体现了企业业绩评价活动的共性。因此，要想使评价工作取得良好效果，评价过程必须严格遵守评价原则。随着社会经济的发展和基础理论研究的不断深入，评价原则的内容也越来越全面。目前，国内各界公认的原则包括四项：客观公正性、全面完整性、科学合理性、简便实用性（又称可操作性）。

(3) 评价指标。评价指标要根据评价客体的特性和目标按相关的评价原则进行选择。评价指标有财务方面的，如投资报酬率、销售利润率、每股收益



等；也有非财务方面的，如售后服务水平、产品质量、创新速度和能力等。在进行评价指标研究时，应注意区分对企业的评价和对管理者的评价，因为对两类评价客体的评价目的是不同的，应设计适合两类不同评价客体的指标体系。同时，评价指标的选择要尽量避免重复或相互涵盖，在不影响评价结果的情况下，数量越少越好，这样才能符合简便性的要求。

(4) 评价标准。评价标准是对评价客体进行分析评判的标准。某项指标的具体评价标准是在一定前提条件下产生的，它具有相对性。由于评价的目标、范围和出发点不同，必然要有相应的评价标准与之相适应。随着社会不断进步、经济不断发展以及外部条件的变化，作为评判尺度的评价标准也就不可能一成不变，因此评价标准是相对的、发展的、变化的。目前常见的业绩评价标准有：年度预算标准、资本预算标准、历史水平标准及竞争对手标准。为了全面发挥企业业绩评价系统的功能，在实际工作中应综合运用各种不同的标准。在具体选用标准时，应与评价客体密切联系。一般来讲，评价客体为经营管理者时，采用年度预算标准较为恰当；评价客体为企业时，通常采用历史水平标准和竞争对手标准。

(5) 评价方法。评价方法是企业业绩评价的具体手段。有了评价指标和评价标准，还要采用一定的评价方法来对评价指标和评价标准进行实际运用，以取得公正的评价结果。没有科学、合理的评价方法，评价指标和评价标准就成了孤立的评价要素，从而也就失去了存在的意义。目前的评价方法都是与财务管理理论相结合的。与定量分析方法相对应，定性分析方法主要是对不可计量指标进行分析，大多采用主成分分析法、聚类分析法、因子分析法等传统方法。

(6) 评价报告。企业业绩评价分析报告是业绩评价系统的输出信息，也是系统的结论性文件。评价报告应集中体现评价的原则和目标，形式应力求规范。目前我国国有资产管理部出台的各套评价系统都对评价报告的格式做出了明确规定。通过总结各种具体格式并结合常见评价需求，可知评价报告一般包括评价主体、客体、评价执行机构、采用的评价系统、数据资料来源、评价指标体系和方法、采用的评价标准、评价责任等；还应包括企业基本情况、评价结果和结论、企业主要财务指标对比分析、影响企业经营的环境、对企业未来发展状况的预测以及企业经营中存在的问题和改进建议等内容。

此外，评价报告的具体内容还要根据实际需要包括许多特殊信息，对某一特定内容的揭示还要考虑企业和社会经济环境的各种限制。对评价报告的使用范围等事项有时要明确规定。

2. 业绩评价的作用

建立和规范现代企业制度，迫切需要一套科学完善的企业业绩评价体系，它能在企业效益评价、企业经营者业绩评价、企业人事考核、金融信贷管理、企业管理诊断等方面发挥积极作用。从企业内部管理的角度看，企业业绩评价



的作用主要体现在三方面。

(1) 在战略规划中量化企业目标。业绩评价中的指标体系及关键业绩指标必须与战略规划过程紧密结合。也就是说，在战略规划过程中，必须将企业的战略目标量化为一套可以计量的业绩评价指标。一个企业选择的业绩评价系统必须能够支持和增强该企业的战略，帮助管理者实现企业的目标。同时，业绩评价对战略规划也提出了要求——量化战略目标。总之，在战略规划阶段，管理者要将战略目标转化为业绩评价指标。

(2) 在战略实施中把握企业战略。业绩评价是战略实施过程中的重要环节。不全面或不恰当的业绩评价体系常常会妨碍企业战略的实施，甚至与之相抵触，可能导致以下三个问题：没有关注关键成功因素；没有针对新战略作组织机构方面的协调；对竞争环境缺乏深入了解。一个科学的业绩评价体系是战略成功实施的关键，它将已发生的结果与预先确定的评价标准进行对比来判断战略实施状况的好坏。通过业绩评价反馈的信息，可以为战略实施提供控制性信息并适时地修正和调整企业的战略。

(3) 构建与战略相适应的激励机制。在企业集团多层次的委托代理关系中，委托人和代理人具有不同的利益。其中最典型的就所有者和经营者之间的委托代理关系，由于所有者和经营者之间的信息不对称，导致经营者往往为了追求自身利益而以牺牲股东利益为代价。因此，有必要建立一种有效的激励机制，促使经营者去选择和实施可以增加股东价值的活动，从而降低代理成本。无效的激励机制将造成企业的低效率，甚至造成无休止的冲突并使管理者失去控制。

激励机制包括以业绩为基础的奖金、工资调整、职位晋升以及解雇决定等。在激励机制中，必须考虑如下几个问题：1) 对于经营者的工作，衡量哪些业绩指标；2) 经营者的行为如何影响这些业绩指标；3) 业绩指标如何转化为个人报酬。^①

显然，这几个问题实质上就是如何选择业绩评价指标、设计业绩评价系统、分析结果和报告结果。当经营者（或员工）追求这些业绩评价指标时，必然会推动企业目标的实现。因而，业绩评价系统的设计必须全面，否则业绩评价系统忽略的业绩指标，也将为经营者（或员工）所忽略或轻视。所以，一个全面、明晰的业绩评价系统是建立激励机制的前提。

7.3.2 责任中心业绩评价

责任中心是指企业内部的成本、利润、投资发生单位，这些内部单位要完

^① [美] 罗伯特·S·卡普兰、安东尼·A·阿特金森著，吕长江主译：《高级管理会计》，692页，大连，东北财经大学出版社，1998。



成特定的职责，其责任人被赋予一定的权力对该责任区域进行有效的控制。责任中心可能是一个人、一个班组、一个车间、一个部门，也可能是分公司、事业部，甚至是整个企业。根据不同责任中心的控制范围和责任对象的特点，可将其分为三种：成本中心、利润中心和投资中心。由于不同责任中心职权范围不同，责任预算的内容、考核的具体指标和方法也有所不同。

1. 成本中心的业绩评价

前面已经介绍，成本中心分为标准成本中心和费用中心，对两种成本中心的评价方法是不同的。

一般来说，标准成本中心的考核指标，是既定产品质量和数量条件下的标准成本。标准成本中心不需要做出价格决策、产量决策或产品结构决策，这些决策由上级管理部门做出，或授权给销货单位做出。标准成本中心的设备和技术决策，通常由职能管理部门做出，而不是由成本中心的管理人员自己决定。因此，标准成本中心不对生产能力的利用程度负责，只对既定产量的投入量承担责任。

值得强调的是，如果标准成本中心的产品没有达到规定的质量，或没有按计划生产，则会对其他单位产生不利的影响。因此，标准成本中心必须按规定的质量、时间标准和计划产量进行生产。这个要求是硬性的，很少有伸缩余地。完不成上述要求，成本中心要受到批评甚至惩罚。过高的产量提前产出造成积压，超产以后销售不出去，同样会给企业带来损失，也应视为未按计划进行生产。

确定费用中心的考核指标是一件困难的工作。由于缺少度量其产出的标准，以及投入和产出之间的关系不密切，运用传统的财务技术来评估这些中心的业绩非常困难。费用中心的业绩涉及预算、工作质量和服务水平。工作质量和服务水平的量化很困难，并且与费用支出关系密切。这正是费用中心与标准成本中心的主要差别。标准成本中心的产品质量和数量有良好的量化方法，如果能以低于预算水平的实际成本生产相同的产品，则说明该中心业绩良好。对于费用中心则不然，一个费用中心的支出没有超过预算，可能该中心的工作质量和服务水平低于计划的要求。

通常使用费用预算来评价费用中心的成本控制业绩。由于很难依据费用中心的工作质量和服务水平来确定预算数额，一个解决办法是考察同行业类似职能的支出水平。例如，有的公司根据销售收入的一定百分比制定研究开发费用预算。尽管很难解释为什么研究开发费用与销售额具有某种因果关系，但是百分比法还是使人们能够在同行业之间进行比较。另外一个解决办法是零基预算法，即详尽分析支出的必要性及其取得的效果，确定预算标准。还有许多企业依据历史经验编制费用预算，这种方法虽然简单，但缺点也十分明显。管理人员为在将来获得较多的预算，倾向于把能花的钱全部花掉。越是勤俭度日的管



理人员，越容易面临严峻的预算压力。预算的有利差异只能说明比过去少花了钱，既不表明达到了应有的节约程度，也不说明成本控制取得了应有的效果。因此，依据历史实际费用数额编制预算并不是个好办法。从根本上说，决定费用中心预算水平有赖于了解情况的专业人员的判断。上级主管人员应信任费用中心的经理，并与他们密切配合，通过协商确定适当的预算水平。在考核预算完成情况时，要利用有经验的专业人员对该费用中心的工作质量和服务水平做出有根据的判断，才能对费用中心的控制业绩做出客观评价。

2. 利润中心的业绩评价

对于利润中心进行考核的指标主要是利润。但是，也应当看到，任何一个单独的业绩衡量指标都不能够反映某个组织单位的所有经济效果，利润指标也是如此。因此，尽管利润指标具有综合性，利润计算具有强制性和较好的规范化程度，仍然需要一些非货币的衡量方法作为补充，包括生产率、市场地位、产品质量、职工态度、社会责任、短期目标和长期目标的平衡等。

在计量一个利润中心的利润时，我们需要解决两个问题：（1）选择一个利润指标，包括如何分配成本到该中心；（2）为在利润中心之间转移的商品确定价格。

我们在这里先讨论第一个问题，后一个问题作为本节的另一个题目讨论。

利润不是一个十分具体的概念，在这个名词前边加上不同的定语，可以得出不同的概念。在评价利润中心业绩时，至少有四种选择：贡献毛益、可控贡献毛益、部门贡献毛益和税前部门利润。



[例 7—2]

某公司某部门的数据如下（单位：元）：

部门销售收入	150 000
已销商品变动成本和变动销售费用	100 000
部门可控固定间接费用	8 000
部门不可控固定间接费用	12 000
分配的公司管理费用	10 000

假设该部门的利润表如下：

收 入	150 000
变动成本	<u>100 000</u>
贡献毛益	50 000
可控固定成本	<u>8 000</u>
可控贡献毛益	42 000
不可控固定成本	<u>12 000</u>
部门贡献毛益	30 000
公司管理费用	<u>10 000</u>
税前部门利润	20 000

以贡献毛益 50 000 元作为业绩评价依据不够全面。部门经理至少可以控制某些固定成本，并且在固定成本和变动成本的划分上有一定选择余地。以贡献毛益为评价依据，可能导致部门经理尽可能多支出固定成本以减少变动成本支出，但是这样做并不能降低总成本。因此，业绩评价时至少应包括可控制的固定成本。

以可控贡献毛益 42 000 元作为业绩评价依据可能是最好的，它反映了部门经理在其权限和控制范围内有效使用资源的能力。部门经理可控制收入、变动成本和部分固定成本，因而可以对可控贡献毛益承担责任。这一衡量标准的主要问题是可控固定成本和不可控固定成本的区分比较困难。例如，折旧、保险等，如果部门经理有权处理这些资产，那么它们就是可控的；反之，则是不可控的。又如，雇员的工资水平通常是由企业集中决定的，如果部门经理有权决定本部门雇用多少职工，那么工资成本就是他的可控成本；如果部门经理既不能决定工资水平又不能决定雇员人数，则工资成本是不可控成本。

以部门贡献毛益 30 000 元作为业绩评价依据，可能更适合评价该部门对企业利润和管理费用的贡献，而不适合于对部门经理的评价。如果要决定该部门的取舍，部门贡献毛益是有重要意义的信息。如果要评价部门经理的业绩，由于有一部分固定成本是过去最高管理层投资决策的结果，现在的部门经理已很难改变，部门贡献毛益则超出了经理人员的控制范围。

以税前部门利润 20 000 元作为业绩评价的依据通常是不合适的。公司总部的管理费用是部门经理无法控制的成本，由于分配公司管理费用而引起部门利润的不利变化，不能由部门经理负责。不仅如此，分配给各部门的管理费用的计算方法常常是任意的，部门本身的活动和分配来的管理费用高低并无因果关系。普遍采用销售百分比、资产百分比、工资百分数额确定管理费用。许多企业把所有的总部管理费用分配给下属部门，其目的是提醒部门经理注意各部门提供的贡献毛益必须抵补总部的管理费用，否则企业作为一个整体就不会盈利。其实，通过给每个部门建立一个期望能达到的可控贡献毛益标准，可以更好地达到上述目的。这样，部门经理可集中精力增加收入并降低可控成本，而不必在分析那些他们不可控的分配来的管理费用上花费精力。

3. 投资中心的业绩评价

评价投资中心业绩的指标通常有以下四种。

(1) 投资报酬率。这是最常见的考核投资中心业绩的指标。这里的投资报酬率是部门的税前利润除以该部门所拥有的资产额。

假设某个部门的资产额为 20 000 元，税前利润为 4 000 元，那么

$$\text{投资报酬率} = \frac{4\,000}{20\,000} = 20\%$$

用投资报酬率来评价投资中心业绩有许多优点。它是根据现有的会计资料



计算的, 比较客观, 可用于部门之间以及不同行业之间的比较。投资人非常关心这个指标, 公司总经理也十分关心这个指标, 用它来评价每个部门的业绩, 促使其提高本部门的投资报酬率, 有助于提高整个企业的投资报酬率。投资报酬率可以分解为投资周转率和销售利润率两者的乘积, 并可进一步分解为资产的明细项目和收支的明细项目, 从而对整个部门经营状况做出评价。

投资报酬率指标的不足也是十分明显的。部门经理会放弃高于资金成本而低于目前部门投资报酬率的机会, 或者减少现有的投资报酬率较低但高于资金成本的某些资产, 使部门的业绩获得较好评价, 但却伤害了企业整体的利益。

假设前边提到的企业资金成本为 15%。部门经理面临一个投资报酬率为 17% 的投资机会, 投资额为 10 000 元, 每年净利 1 700 元。尽管对整个企业来说, 由于投资报酬率高于资金成本, 应当利用这个投资机会, 但它却使这个部门的投资报酬率由过去的 20% 下降到 19%:

$$\text{投资报酬率} = \frac{4\,000 + 1\,700}{20\,000 + 10\,000} = 19\%$$

同样的道理, 若情况与此相反, 假设该部门现有资产中有一项资产价值 5 000 元, 每年获利 850 元, 投资报酬率为 17%, 超过了资金成本。部门经理却愿意放弃该项资产, 以提高部门的投资报酬率:

$$\text{投资报酬率} = \frac{4\,000 - 850}{20\,000 - 5\,000} = 21\%$$

当使用投资报酬率作为业绩评价标准时, 部门经理可以通过加大公式的分子或减少公式的分母来提高这个比率。实际上, 减少分母更容易实现。这样做, 会失去不是最有利但可以扩大企业总净利的的项目。从引导部门经理采取与企业总体利益一致的决策来看, 投资报酬率并不是一个很好的指标。

(2) 剩余收益。为了克服使用比率衡量部门业绩带来的次优化问题, 许多企业采用绝对数指标来实现利润与投资之间的联系, 这就是剩余收益指标。

$$\text{剩余收益} = \text{部门利润} - \text{部门资产应计报酬} \quad (7-7)$$

$$= \text{部门利润} - \text{部门资产} \times \text{资金成本率} \quad (7-8)$$

剩余收益的主要优点是可以使业绩评价与企业的目标协调一致, 引导部门经理采纳高于企业资金成本的决策。

根据前边的资料计算:

$$\begin{aligned} \text{目前部门剩余收益} &= 4\,000 - 20\,000 \times 15\% \\ &= 1\,000 \text{ (元)} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{采纳增资方案后剩余收益} &= (4\,000 + 1\,700) - (20\,000 + 10\,000) \times 15\% \\ &= 1\,200 \text{ (元)} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{采纳减资方案后剩余收益} &= (4\,000 - 850) - (20\,000 - 5\,000) \times 15\% \\ &= 900 \text{ (元)} \end{aligned}$$

部门经理会采纳增资的方案而放弃减资的方案, 这正是与企业总目标相一

致的。

采用剩余收益指标还有一个好处，就是允许使用不同的风险调整资金成本。从现代财务理论来看，不同的投资有不同的风险，要求按风险程度调整其资金成本。因此，不同行业部门的资金成本不同，甚至同一部门的资产也属于不同的风险类型，如现金、短期应收款和长期资本投资的风险有很大区别，要求有不同的资金成本。在使用剩余收益指标时，可以对不同部门或者不同资产规定不同的资金成本率，使剩余收益这个指标更加灵活。而投资报酬率评价方法并不区别不同资产，无法分别处理风险不同的资产。

当然，剩余收益是绝对数指标，不便于不同部门之间的比较。规模大的部门容易获得较大的剩余收益，但它们的投资报酬率并不一定很高。在这里，我们再次体会到引导决策与评价业绩之间的矛盾。因此，许多企业在使用这一方法时，事先建立与每个部门资产结构相适应的剩余收益预算，然后通过实际与预算的对比来评价部门业绩。

(3) 现金回收率。现金回收率是以现金流量为基础的业绩评价指标。

$$\text{现金回收率} = \frac{\text{营业现金流量}}{\text{总资产}} \quad (7-9)$$

式中的分子是年现金收入与现金支出的差额，分母是部门资产的历史成本平均值。假设某部门的营业现金流量为5 000元，资产的历史成本平均值为20 000元，则

$$\text{现金回收率} = \frac{5\,000}{20\,000} = 25\%$$

如果各年的现金流量相同，则现金回收率为回收期的倒数。对于长期资产来说，如寿命在15年以上的资产，现金回收率近似于内含报酬率，即接近实际的投资报酬率。因此，这个指标可以检验投资评估指标的实际执行结果，减少为争取投资而夸大项目获利水平的现象。

尽管在计算现金回收率时未遵循权责发生制，但经验表明，企业的现金回收率是稳定的，并且从长期来看净现值与现金净流入总量相等，因而可以作为业绩评价的标准。

(4) 剩余现金流量。由于现金回收率是一个比率指标，也会引起部门经理投资决策的次优化现象，其情况与投资报酬率类似，即当现金回收率高于资金成本而低于部门现在的现金回收率时，他会拒绝该项投资。为了克服这个缺点，可以使用剩余现金流量指标来评价部门业绩。

$$\text{剩余现金流量} = \text{营业现金流量} - \text{部门资产} \times \text{资金成本率} \quad (7-10)$$

假设前述企业的资金成本率为15%，则

$$\text{剩余现金流量} = 5\,000 - 20\,000 \times 15\% = 2\,000 \text{ (元)}$$

使用剩余现金流量评价部门业绩，可以使部门经理在决策时和企业目标保持一致。



7.3.3 综合业绩评价体系

综合业绩评价体系是指设计一套全面、完整的指标体系用于企业业绩评价，从理论研究和业绩评价实践看，现有的综合业绩评价体系主要有财务模式、价值模式和平衡模式。

业绩评价的财务模式主要是从企业的财务报表中提取有关数据，根据评价的需要计算有意义的指标，从而反映企业的经营活动成果。由于会计数据易于获取，而且可比性强，从而使得业绩评价具有良好的可操作性。用于业绩评价的财务指标可以分为以下几类：偿债能力指标、盈利能力指标、营运能力指标、现金流量指标和发展趋势指标。

价值模式主要使用经济增加值为核心的指标体系；平衡模式则主要使用平衡计分卡工具。

1. 业绩评价的财务模式

(1) 综合评分法。综合评分法，是按照各项评价指标符合评价标准的程度，计算各项指标的评价分数，然后计算评价总分，据以综合评价的方法。其具体步骤为：选择具有代表性的评价指标；确定各项评价指标的标准值与标准评分值；计算单项评价指标的得分；综合计算评价总分；得出评价结论。下面重点介绍第三步骤和第四步骤所涉及的评分方法。

1) 单项指标的评分方法。单项指标的评分方法包括以下三种：

第一，分等评分。将各项评价指标的实际数值同评价标准数值相比较，按其实现程度划分等级，根据每等级规定的分数评定各项评价指标的分数。例如，根据实际数值比标准数值升降的情况，划分为进步、持平和退步三个等级。如评价指标实际数值好于评价标准为进步，规定评10分；评价指标实际数值和评价标准持平的评5分；评价指标实际数值劣于评价标准的为退步，评0分。

第二，分等系数评分。按各项评价指标实际标准数值的程度分等后，依据实现各等标准程度的系数评定各项评价指标的分数。

为了公平、合理地对企业经营业绩进行评价，除了按照各项评价指标实际标准数值的程度分等级评分外，还应考虑实现各等级标准程度的大小，如改善多的应比改善少的评分多；退步的也应同样处理。因此，要对各等级评分规定一个变动的幅度，即规定上限和下限数值，按实际数值达到的程度计算系数，据以评分。例如，规定达到或超过标准数值的评为100分或100分以上；等于或低于不允许数值的评为60分或60分以下；低于标准数值，高于不允许数值的在100分与60分之间评分。据以评分的系数按下列公式计算：

$$\text{评分系数} = \frac{\text{实际数值} - \text{不允许数值}}{\text{标准数值} - \text{不允许数值}} \quad (7-11)$$

$$\begin{aligned} \text{某项评价指标分数} &= \frac{\text{实际数值} - \text{不允许数值}}{\text{标准数值} - \text{不允许数值}} \times 40 + 60 \\ &= \text{评分系数} \times 40 + 60 \end{aligned} \quad (7-12)$$

式中，标准数值与不允许数值之差为正数。如果实际数值和标准数值相等，评分系数为1，评价指标分数为100；实际数值超过标准数值，评价指标分数超过100，超过程度决定于评价系数的多少；如果实际数值未超过标准值，但大于不允许数值，评分系数为正，其得分小于100大于60；若实际数值低于不允许数值，则评分系数为负数，其得分小于60。

目前财政部对国有企业实行的业绩评价就采用了该方法。

第三，比率评分。它是按各项评价指标分别规定标准分数，根据评价指标实际数值实现标准数值的程度计算实现比率，评定各项评价指标应得分数。其计算公式如下：

$$\text{某项评价指标分数} = \frac{\text{某项评价指标实际数值}}{\text{某项评价指标标准数值}} \times \text{标准分数} \quad (7-13)$$

按比率评分，也可按评价指标实际值脱离标准数值的差距大小依一定比率扣分。比如，规定差距在10%以内，给标准分数的60%~90%；差距大于10%的，给标准分数60%以下的分数；或按比标准数值降低1个百分点扣1分等评分方法。

2) 评价总分的计算。在计算出各项评价指标得分基础之上，对各项指标得分进行综合，得到评价总分。评价总分越高，评价结果越好。评价总分的计算方法主要有以下几种：

第一，加法评分法。它是将各项评价指标所得分数累计相加，根据总得分的多少综合评价。其计算公式如下：

$$S = \sum_{i=1}^n S_i \quad (7-14)$$

式中， S 表示评价总分； S_i 表示某项指标的评价分数； n 表示评价指标项目数。

第二，连乘评分法。它是将各项评价指标所得分数相乘，根据乘积的多少综合评价。其计算公式如下：

$$S = \prod_{i=1}^n S_i \quad (7-15)$$

第三，简单平均评分法。它是将各项评价指标所得分数，应用简单算术平均法计算平均分数，根据平均分数的多少综合评价。其计算公式如下：

$$S = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n S_i \quad (7-16)$$



第四, 加权平均评分法。它是按照各项评价指标在评价总体中的重要程度给予权数, 应用加权算术平均法计算平均分数, 根据加权平均分数的多少综合评价。其计算公式如下:

$$S = \frac{\sum_{i=1}^n S_i W_i}{\sum_{i=1}^n W_i} \quad (7-17)$$

式中, W_i 表示某项评价指标的权数。

加权平均法突出评价重点, 考虑各项评价指标对评价总体优劣的影响程度, 有利于对企业经营业绩进行评价, 因而应用较为广泛。

(2) 综合指数法。综合指数法是根据指数分析的基本原理, 计算各项经济指标的单项评价指数和加权评价指数, 据以进行综合评价的方法。应用综合指数法进行企业业绩评价的具体步骤是:

1) 确定标准值。根据评价目的的要求不同, 选择各项经济效益指标对比的标准数值。可选用各目标数、计划数、上期数或同行业先进值作为评价标准值。

2) 计算指数。将各项经济指标的实际数值与标准数值进行对比, 计算各项指标的评价指数。在计算指数时, 要区分评价指标的类型。评价指标可以分为正指标、逆指标和适度指标。正指标是越大越好, 如资产报酬率; 逆指标是越小越好, 如存货周转天数; 适度指标是适度最好, 过大或过小都不好, 如资产负债率。对于正指标和逆指标, 可分别按下列公式计算。

$$\text{正指标评价指数} = \frac{\text{某项评价指标实际数值}}{\text{某项评价指标标准数值}} \times 100\% \quad (7-18)$$

$$\text{逆指标评价指数} = \frac{\text{某项评价指标标准数值}}{\text{某项评价指标实际数值}} \times 100\% \quad (7-19)$$

3) 确定权数。根据各项评价指标在企业经营业绩评价中的重要程度确定相应的权数。各项指标的权数不是固定不变的, 可以根据不同时期的评价目的适当调整。

4) 计算综合评价指数。用加权算术平均数指数公式计算综合评价指数, 依据数值大小综合评价企业经营业绩的高低。其计算公式如下:

$$S = \frac{\sum_{i=1}^n S_i W_i}{\sum_{i=1}^n W_i} \quad (7-20)$$

式中, S 表示综合评价指数; S_i 表示某项评价指标的指数; W_i 表示某项评价指标的权数; n 表示评价指标项目数。

当 $\sum_{i=1}^n W_i = 1$ 时, 有

$$S = \sum_{i=1}^n S_i W_i$$

(3) 杜邦分析系统。杜邦分析系统是由美国杜邦公司 (DuPont) 在 1919 年前后率先采用的一种方法, 故得此名。杜邦分析系统是在考虑各财务比率内在联系的前提下, 通过制定多种比率的综合财务分析体系来考察企业财务状况的一种分析方法。分析系统的结构如图 7—2 所示。

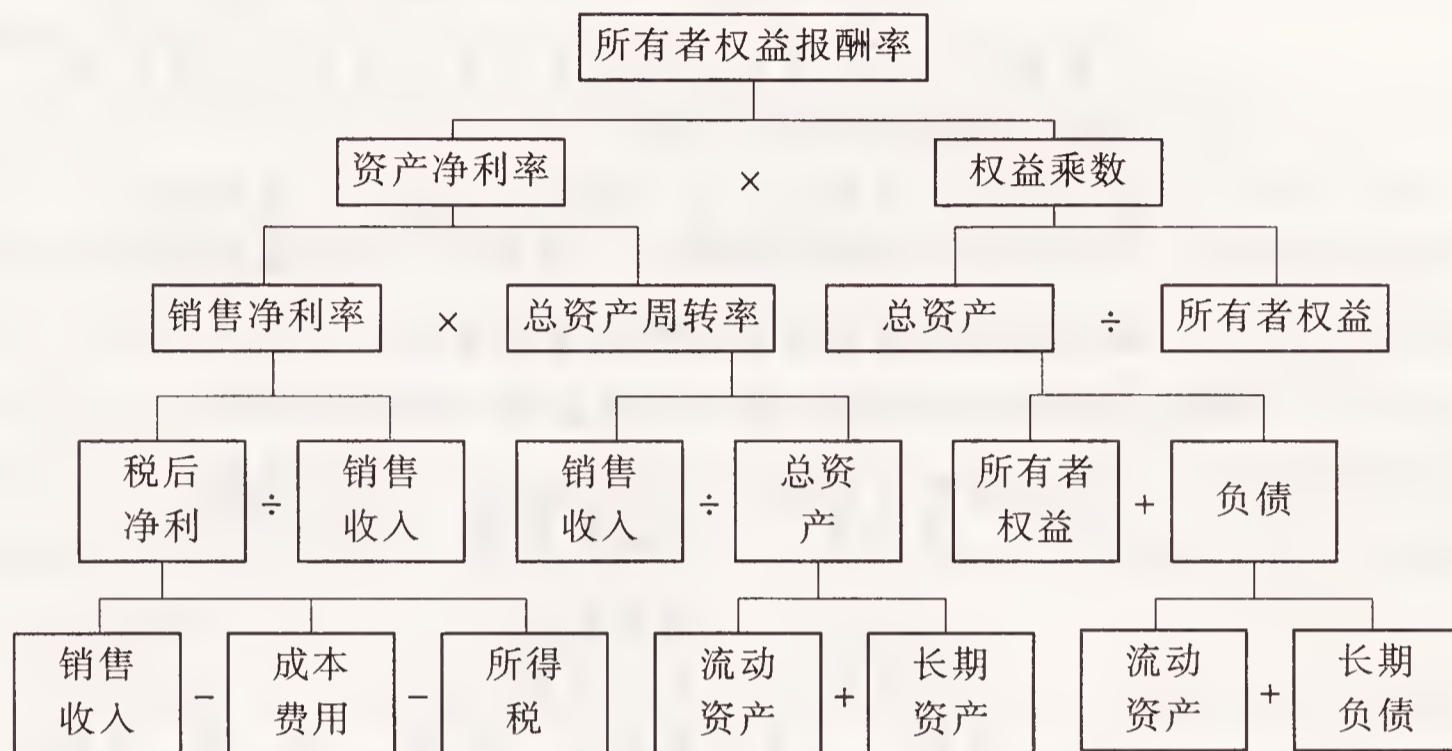


图 7—2 杜邦系统图

由图 7—2 可以看出, 杜邦分析系统是把有关财务比率和财务指标以系统分析图的形式连在一起, 通过对这一指标体系图的深入分析可以看出: 第一, 所有者权益报酬率是指标体系分析的核心, 该指标具有很强的综合性, 由企业的销售净利率、总资产周转率和权益乘数所决定, 说明它是与企业财务管理目标相关性最大的一个指标。第二, 企业的税后净利, 是由销售收入扣除成本费用总额再扣除所得税得到的, 而成本费用又由一些具体项目构成, 通过对这些项目的分析, 能了解企业净利增减变动的原由。第三, 企业的总资产是由流动资产和非流动资产构成的, 它们各自又有明细项目, 通过总资产构成和周转情况的分析, 能发现企业资产管理中存在的问题与不足。第四, 企业的总资产由所有者权益和负债两部分构成, 通过对总资产结构的分析能了解企业的资产结构是否合理和财务风险的大小, 从而及时发现企业筹资中存在的问题, 以便采取有效措施加以改进。

杜邦分析系统的核心在于对公式的分解, 其基本原理为:

1) 与所有者权益报酬率有关的公式分解。

$$\begin{aligned} \text{所有者权益报酬率} &= \frac{\text{净利润}}{\text{所有者权益}} \\ &= \frac{\text{净利润}}{\text{资产总额}} \times \frac{\text{资产总额}}{\text{所有者权益}} \times 100\% \end{aligned}$$

$$\text{所有者权益报酬率} = \text{资产净利率} \times \text{权益乘数} \quad (7-21)$$



2) 与资产净利率有关的公式分解。

$$\begin{aligned} \text{资产净利率} &= \frac{\text{净利润}}{\text{资产总额}} = \frac{\text{净利润}}{\text{销售收入}} \times \frac{\text{销售收入}}{\text{资产总额}} \\ \text{资产净利率} &= \text{销售净利率} \times \text{总资产周转率} \end{aligned} \quad (7-22)$$

3) 与每股盈余有关的公式分解。

$$\begin{aligned} \text{每股盈余} &= \frac{\text{净利润}}{\text{普通股股数}} = \frac{\text{净利润}}{\text{所有者权益}} \times \frac{\text{所有者权益}}{\text{普通股股数}} \\ \text{每股盈余} &= \text{所有者权益报酬率} \times \text{普通股每股账面价值} \end{aligned} \quad (7-23)$$

4) 与每股股利有关的公式分解。

$$\begin{aligned} \text{每股股利} &= \frac{\text{股利支付额}}{\text{普通股股数}} = \frac{\text{股利支付额}}{\text{净利润}} \times \frac{\text{净利润}}{\text{普通股股数}} \\ \text{每股股利} &= \text{股利支付比例} \times \text{每股盈余} \end{aligned} \quad (7-24)$$

将以上有关公式进行综合，得出综合分析公式如下：

$$\begin{aligned} \text{每股股利} &= \frac{\text{股利支付额}}{\text{净利润}} \times \frac{\text{所有者权益}}{\text{普通股股数}} \times \frac{\text{资产总额}}{\text{所有者权益}} \\ &\quad \times \frac{\text{净利润}}{\text{销售收入}} \times \frac{\text{销售收入}}{\text{资产总额}} \\ &= \text{股利支付比例} \times \text{普通股每股账面价值} \times \text{权益乘数} \times \text{销售净利率} \times \text{总资产周转率} \\ &= \text{股利支付比例} \times \text{普通股每股账面价值} \times \text{权益乘数} \times \text{资产净利率} \\ &= \text{股利支付比例} \times \text{普通股每股账面价值} \times \text{所有者权益报酬率} \\ &= \text{股利支付比例} \times \text{每股盈余} \end{aligned} \quad (7-25)$$

2. 业绩评价的价值模式

20世纪80年代以来，股东价值观念在美国兴起了第二次高潮，“价值基础管理”和“股东价值分析”这些观念更加深入人心。企业管理思想的这种改变同时也促使着传统企业业绩评价方法的改变。于是在这种背景下，美国先后出现了几种新的企业业绩评价方法，其中最引人注目和应用最为广泛的的就是经济增加值（economic value added, EVA）方法。

(1) EVA的提出。EVA这一指标是由美国斯特恩·斯图尔特咨询公司（Stern-Stewart）于1982年正式提出的。EVA指标之所以出现，主要原因在于传统的会计基础指标存在内在缺陷：第一，会计收益的计算未考虑所有资本的成本，仅仅解释了债务资本的成本，忽略了对权益资本成本的补偿。第二，会计方法的可选择性以及财务报表的编制具有很大的弹性，使得会计收益存在某种程度的失真，往往不能准确反映企业经营业绩。第三，传统会计指标评价体系的最大问题，是它们偏离了企业的根本目标——价值最大化。不论是利

润、资产收益率还是净资产收益率，指标的增长并不一定代表企业价值的增长，以它们为评价指标会造成企业非价值最大化的经营导向。第四，综合的业绩评价体系的问题在于“多指标和多目标”，斯特恩·斯图尔特公司引用詹森(Michael C. Jensen)的话，认为“多重目标即是无目标”，“在没有一个整体的目标时，决策者无法作出合理的选择。面对十几个、二十几个指标，不知道如何在其间进行权衡，一个典型的管理者将无法有目标地行动，其结果也将是混乱的。”

EVA 指标最重要的特点是从股东角度重新定义了企业的利润，考虑了企业投入的所有资本的成本。这种利润的实质是属于投资者所有的真实利润，也就是经济学家说的经济利润。EVA 指标由于在计算上考虑了企业的权益资本成本，并且在利用会计信息时尽量进行调整以消除会计失真，因此能够更加真实地反映一个企业的业绩。更为重要的是，EVA 指标的设计着眼于企业的长期发展，而不是像利润一样仅仅是一种短视指标，因此应用该指标能够鼓励经营者作出会给企业带来长远利益的决策，如新产品的研究和开发等，这样就能减少企业管理者短期行为的发生。

EVA 指标另一个重要的特点是该评价体系提供了一个单一的、协调的目标，使得所有决策都模式化、可以监测，并可以用同样的尺度来评价一个项目是使股东的财富增加了还是减少了。斯特恩·斯图尔特公司所谓的同一尺度即是“是否增加了 EVA”，在 EVA 评价体系下，它是所有决策的标准。

此外，应用 EVA 能够建立有效的激励报酬系统，这种系统通过将管理者的报酬与从增加股东财富的角度衡量企业业绩的 EVA 指标相挂钩，正确引导管理者的努力方向，促使管理者充分关注企业的资本增值和长期经济效益。

自 EVA 评价方法产生以来，有不少著名的跨国公司采用了该方法评价本企业以及企业内部各业务部门的经营业绩，如 AT&T、可口可乐、克莱斯勒、通用电气等，由此进一步推动了 EVA 的应用。

(2) 基于 EVA 的指标体系。

1) 经济增加值 EVA。EVA 指标衡量的是企业资本收益和资本成本之间的差额。简单地说，EVA 是经过调整的税后经营利润(NOPAT)减去公司现有资产经济价值的机会成本后的余额，可以表述为：

$$\begin{aligned} EVA &= \text{税后经营利润} - \text{资本投入额} \times \text{加权平均资本成本率} \\ &= \text{NOPAT} - \text{NA} \times K_w \end{aligned}$$

运用 EVA 衡量企业业绩的基本思路是：企业的投资者可以通过股票市场，自由地将其投资于企业的资本变现，进而转作其他投资。因此，投资者至少应从企业获得投资的机会成本，亦即企业加权平均的资本成本。

2) 市场增加值 MVA。EVA 是一种从基本面来评价企业的指标，可以衡量企业为股东创造财富的状况，全面反映企业当期的盈利表现，适用于任何企



业。对于上市公司来说,市场是通过股票价格对其进行评价的。基于这个原因,斯特恩·斯图尔特公司设计了另一个指标,即企业的市场增加值 MVA (market value added)。MVA 说明股东财富获得增加的方式是通过使企业的总市场价值和投资者已提供给企业的资本总量之间的差额最大化。其计算公式为:

$$MVA = \text{企业总市值} - \text{企业总资本}$$

总市值是债务的账面价值与权益的市场价值之和,总资本是债务与权益的账面价值之和。市场增加值 MVA 与经济增加值 EVA 指标的关系可以表示为:

$$MVA = \text{未来 EVA 的现值}$$

MVA 是一个非常关键的业绩衡量指标,它表明了股东投入资本的增值部分,直接与股东财富的创造相关。MVA 标志着企业合理运用稀缺资源的能力。EVA 起作用的原因在于它扣除了资金成本,减去了投资者期望的最低投资回报。所以,当市场认为企业的经济增加值为 0 时,从经济增加值的角度看,企业只是做到了收支平衡,投资者也只是获得了最低回报,而企业的市场增加值也将为 0。此时,企业的市值与资金的账面价值相等。

3) 未来增长价值 FGV。FGV 是当市场预测企业业绩将增长时,该企业市场价值将高于当前营运价值,两者之差即为未来增长价值,其中当前营运价值 (current operating value, COV) = 当前 EVA/资本成本率 + 投入资本总额。

假设企业有 30 亿元资本,能够持续实现每年 1 亿元的经济增加值,而资金成本率为 10%,那么企业价值可以评估为 40 亿元 ($1/10\% + 30$),即 COV 为 40 亿元。如果其市值为 90 亿元,那么其 FGV 就是 50 亿元,它代表了市场预期公司 EVA 未来增长部分的折现。

4) 修正的经济增加值 REVA。由于 EVA 关注的仅仅是公司当期的经营情况,没有反映出市场对公司未来经营业绩预测的修正,因此经济学家对 EVA 进行了修正,提出了 REVA。REVA 由巴斯多尔 (Bacidore) 和杰佛瑞 (Jeffrey) 等在 1997 年提出,其计算公式为:

$$REVA_t = NOPAT_t - K_w \times MV_{t-1}$$

式中, $NOPAT_t$ 表示 t 期末企业调整后的税后营业净利; MV_{t-1} 表示 $(t-1)$ 期末企业资产的市场价值,等于企业所有者权益的市场价值加上经过调整的企业负债价值 (总负债减去无息的流动负债)。

由上述计算公式可以看到,REVA 与 EVA 的区别在于资产价值的确定方法不同。在 REVA 的理念下,认为企业用于创造利润的资产价值总额既不是企业资产的账面价值,也不是企业资产的市场价值。

在发展 EVA 用于企业业绩评价的同时,斯特恩·斯图尔特公司进一步提



出了基于 EVA 的管理体系，这就是建立起以 EVA 为核心的管理理念、激励机制和绩效评价标准。为了提高企业的整体 EVA 水平，部门管理者还必须找出影响 EVA 的关键因素，并了解哪些因素是他们可以通过自己的管理行为直接影响的，从而建立一套评价指标用以测评、报告并改善本部门的业绩表现。

由于 EVA 评价系统所选择的评价指标是唯一的，从而造成评价主体只关心管理者决策的结果，而无法了解驱动决策结果的过程因素，结果使 EVA 评价系统只能为战略制定提供支持性信息，而为战略实施提供控制性信息这一目标不易达到。EVA 评价系统的另一局限性在于 EVA 指标的计算。EVA 的计算本身是个复杂的问题，其难点反映在两个方面：其一，EVA 的会计调整；其二，资本成本的计算。这两个问题的存在增加了 EVA 计算的复杂程度，对 EVA 的应用造成了一定的负面影响。

3. 业绩评价的平衡模式

(1) 平衡模式：全面引进非财务指标。用财务指标作为业绩评价指标由来已久，但是 20 世纪 90 年代以来对单一财务指标评价批评的声音越来越高，无论从理论还是实践方面，都倾向于将二者结合起来。

与财务指标相比，非财务指标具有以下优点：

1) 过程适时跟踪评价。非财务评价系统的运用，是以管理系统信息化和信息系统网络化为基础的。在这种条件下，管理人员能够及时、连续地对所要控制的项目进行跟踪监视，使这些问题能够及时解决。而在传统方法下，业绩报告通常是定期编制，其时效性受到一定限制。

2) 基于企业整体角度评价。信息时代的集成管理使得一些非财务性的业绩评价方法立足于企业整体角度而不是各个分部角度进行评价，产生了前所未有的整体组合效应。

3) 注重未来预期评价。非财务评价体系比传统财务评价体系更有预期性，更加注重未来趋势。

4) 直接而非间接评价。非财务指标直接地计量一个企业在创造股东财富活动中的业绩，像制造和提供优质货物和劳务以及为消费者提供服务这类活动中的业绩，非财务计量能更好地完成业绩计量的诊断（经营审计）职能。

5) 便于预测未来现金流量。因为非财务计量法直接计量生产活动，所以，它们可以更好地预测未来现金流量的方向。

6) 易于分清责任，使控制更为有效。该系统责任易于设置，因而控制功能可更有效地发挥。

7) 与企业发展战略密切相关。非财务计量所要反映的正是那些关系到企业长远发展的关键因素。因而，非财务计量与企业的战略规划密切相关，该计量指标上的进步可以直接导致企业战略上的成功。

尽管非财务指标具有诸多优点，但是它并不能替代财务指标用于业绩评

价，财务指标与非财务指标在业绩评价体系中是相互补充的关系。其主要原因有两个方面，一是财务指标和非财务指标在很多方面存在着质的差别；二是非财务指标在用于业绩评价时存在着固有缺陷。

财务指标与非财务指标的区别如表 7—2 所示。

表 7—2 财务指标与非财务指标的区别

财务指标	非财务指标
短期性	长期性
反映经营结果	反映经营过程
内部数据	外部数据
数据来源单一	数据来源多方面
容易操纵	不易操纵
目的	手段

一般来说，企业的高层注重财务指标，基层注重非财务指标。从图 7—3 的逻辑关系中可以看出，组织的不同层次所关注的重点不同，评价它们的业绩指标也有所侧重。股东、经营者更关注企业整体的投资报酬率、权益报酬率等财务指标；生产车间除关注产品成本之外，必须关注产品质量、生产周期、废品率等非财务指标；研发部门除关注研发投入之外，还要关注研发周期、新产品推出的数量等非财务指标；销售部门除关注销售收入之外，还要关注市场占有率、客户满意度等非财务指标。

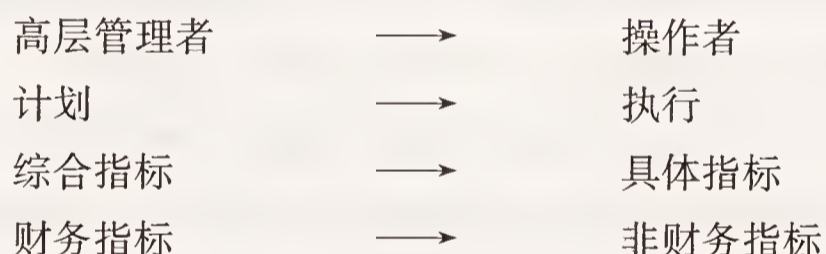


图 7—3 管理层次与评价指标

尽管非财务指标在企业业绩评价领域得到了越来越广泛的重视，但它存在以下固有缺陷：

1) 非财务计量指标上的改进难以用货币衡量，使非财务计量指标上的改进和利润之间的相关性较难把握，并且管理人员在非财务因素方面的努力很难立刻显示出成果，因而不易贯彻实施。

2) 非财务计量指标之间的关联勾稽关系较弱，有些指标之间甚至是互斥的，容易引起部门之间的冲突，管理当局很难权衡决策。

3) 过分注重非财务业绩，企业很可能因为财务上缺乏弹性而导致财务失败。

要用非财务指标来评价企业经营业绩，首先需要将这些非财务因素量化。其中一条很重要的原则就是：所选择的计量指标要能够准确地反映该因素的内在特性。如果有的非财务因素是多层面的，就需要用多个计量指标来对其进行综合反映。

(2) 平衡计分卡。我们知道，一个组织的测评指标体系会对经理和员工

的行为产生强烈的影响。由于对传统的绩效测评体系的不足之处感到灰心，一些经理已经放弃了权益报酬率、每股盈余之类的财务测评指标。传统的财务绩效测评方法在工业化时代是有效的，但对于公司今天力图掌握的技术和能力而言，它们已不适用。对于这种情况，理论界和实务界一直在努力纠正当前的绩效测评指标体系的不足之处，有两种典型的做法：一种是专注于使财务指标更准确；另一种认为通过改善循环周期、次品率等业务指标，财务结果自然就有了，所以应忘掉财务指标。但是经理不一定非在财务指标和业务指标之间做出选择。因为没有哪一种单一的测评方法能提供一个清楚的绩效目标，或者能把注意力集中到经营中的某个关键领域。企业经理希望财务指标和业务指标能完美地结合起来。

罗伯特·S·卡普兰和大卫·P·诺顿通过对12家在绩效测评方面处于领先地位的公司为期一年的项目研究，设计出了平衡计分卡。在《哈佛商业评论》1992年1—2月号发表《平衡计分卡：良好绩效的测评体系》一文，首次提出平衡计分卡。

1) 平衡计分卡是一种综合业绩评价体系。在今天，管理一个组织的复杂性，要求经理能同时从几个方面考察绩效。平衡计分卡是一套能使高层经理快速而全面地考察企业的测评指标。平衡计分卡包含着财务衡量指标，它说明已采取的行动所产生的结果。同时，平衡计分卡通过对顾客满意度、内部程序及组织的创新和提高活动进行测评的业务指标，来补充财务衡量指标。业务指标是未来财务绩效的推进器。平衡计分卡并不是取代财务指标，而是对其加以补充。如图7—4所示，平衡计分卡能从四个方面观察企业，为四个基本问题提供答案。

第一，财务角度。我们给股东一个什么样的形象才能在财务上获得成功？财务绩效测评指标显示了公司的战略及其执行是否有助于利润的增加。典型的财务指标有营业收入增长率、资本报酬率、现金流量和经济增加值等。

第二，顾客角度。我们给顾客一个什么样的形象才能实现我们的目标？顾客所关心的事情有四类：时间；质量；性能和服务；成本。平衡计分卡要求经理把自己为顾客服务的声明转化为具体的测评指标，这些指标应能真正反映与顾客有关的因素。典型的指标包括顾客满意程度、顾客保持程度、新顾客的获得、顾客盈利能力、市场份额、重要顾客的购买份额等。

第三，内部业务角度。我们必须擅长哪些业务才能使股东和顾客满意？战略管理以顾客为导向，优异的顾客绩效与组织的研发、生产、售后服务密不可分，经理必须从内部价值链分析入手，对企业内部进行考察。典型的指标包括影响新产品引入、周转期、质量、雇员技能和生产率的各种因素。

第四，学习和创新角度。我们应该具有怎样的学习和创新能力才能实现我们的目标？公司创新、提高和学习的能力，是与公司的价值直接相连的。也就

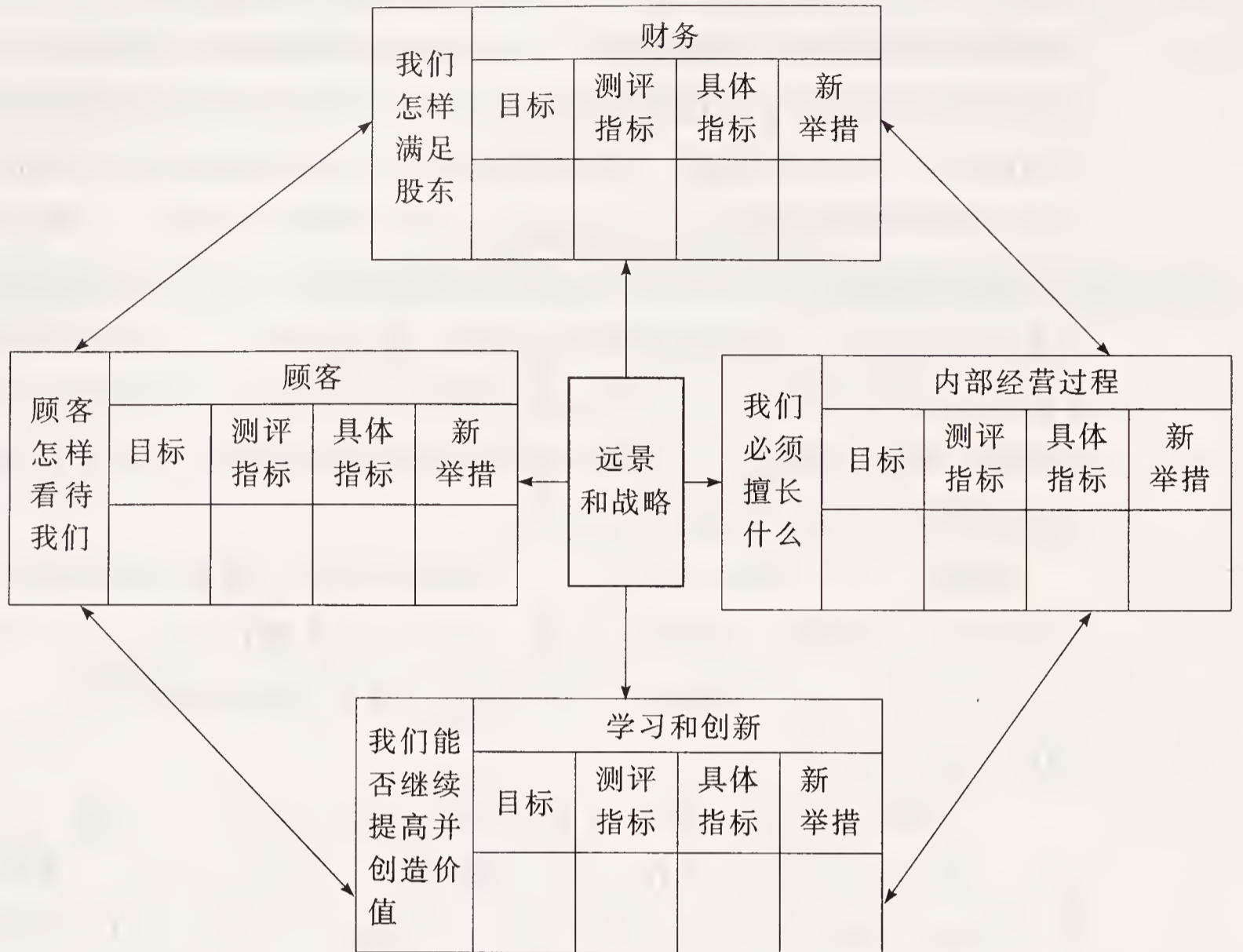


图 7—4 平衡计分卡示意图

是说，只有通过持续不断地开发新产品，为顾客提供更多价值并提高经营效率，公司才能打入新市场，增加收入和利润，公司才能壮大发展，从而增加股东价值。典型的指标有开发新产品所需时间、产品成熟过程所需时间、销售比重较大的产品的百分比、新产品上市时间等。

平衡计分卡能满足管理上的若干需要，其作用表现在：

第一，平衡计分卡使公司增强竞争力的不同举措同时出现在一份管理报告中，这些举措包括：以顾客为导向、缩短反应时间、提高质量、重视团队合作、缩短新产品投放市场的时间，以及面向未来进行管理。

第二，平衡计分卡防止了次优化行为。平衡计分卡迫使高级经理把所有的重要绩效测评指标放在一起考虑，从而使其能注意到，某一方面的改进是否以牺牲另一方面为代价；如果是这样，即使最好的目标，也可能是以很糟糕的方式实现的。例如，公司为减少生产准备支出，既可通过缩短生产准备时间实现，也可通过增大批量实现。但批量增大背后隐藏的是，标准化、易生产但毛利较低的产品产量增加了。

2) 平衡计分卡的平衡关系。平衡计分卡的平衡关系体现为：

第一，结果指标与动因指标的平衡。典型的平衡计分卡有四个方面，每个方面有 4~7 个单独的指标。因此，一个平衡计分卡要有大约 25 个指标。一个

由多个指标组成的指标体系应视为一个做单一决策的工具，即企业要用一个具有因果关系的指标体系来阐述和传达它的战略。

在平衡计分卡中，财务方面的指标是企业追求的结果，其他三个方面的指标是取得这种结果的动因。比如，投资报酬率作为财务方面的计量指标，客户方面的客户忠诚对投资报酬率有极大的影响。但如何保持客户呢？分析表明，按时交货对客户忠诚有很大作用。因此，改善按时交货可以产生较高的客户忠诚，同时也将产生较好的财务结果，客户忠诚和按时交货在平衡计分卡的顾客方面被结合在一起。为了达到按时交货，公司可能会要求在经营过程中缩短周转时间并提高产品质量，于是这两项内容被纳入内部经营过程方面。那么企业如何改善质量并缩短内部经营的周转时间呢？答案是培训员工以提高他们的技术，这就成为学习和创新方面的一项内容。通过上述分析，平衡计分卡的四个方面形成了一条清晰的因果关系链，如图7—5所示。

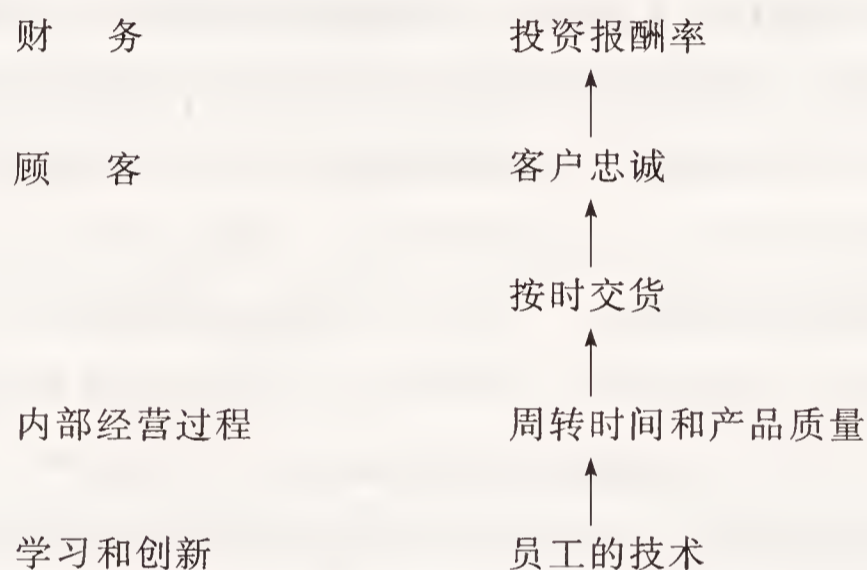


图7—5 因果关系链

第二，日常指标和战略指标的平衡。巴纳德在目的同环境的关系方面认为，有了目的，才能识别环境中限制或促进目的实现的因素和中立的因素。另一方面，只有认识了环境以后，才能确定目的。如果对环境的认识很模糊，那就只能确定较为笼统的目的。有了一般的目的，再对环境作较具体的分析。如果对环境的认识比较具体，就能确定较为具体的目的，然后再从具体目的出发，对环境进行更具体的分析。对环境的识别进一步具体化，则可确定更具体的特定目的。最后，详细的具体目的就可转化为实现目的的行动。目的的具体化是通过依次渐进的决策使目的和环境相互反映的过程，如图7—6所示。

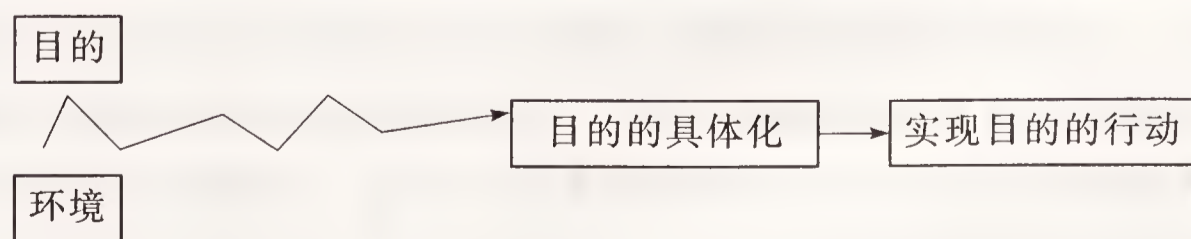


图7—6 依次渐进的决策使目的和环境相互反映的过程



巴纳德以决策的客观性为依据，提出了战略因素的概念。所谓战略因素就是实现某种目的所必需而当时又不存在的制约因素。例如，汽车在行驶中由于汽油用完而抛锚，汽油就成为战略因素；如果是汽车轮胎坏了，轮胎就成为战略因素，而其他因素（汽油、合格的司机）则成为补充因素。所以，战略因素（制约因素）和补充因素是会变化的。制约因素若被控制，就变成补充因素，而其他因素可能成为战略因素。根据一定的时刻实现一定的目的来决定什么是战略因素，就决定了为实现目的而需要采取什么样的行动。

巴纳德在《经理人员的职能》一书中指出，经理人员的任务就是从企业内部和外部环境探索战略要素，以便作出恰当的决策。所谓战略要素就是当时当地情况下起决定作用的要素。在适当的时间、地点，以适当的方式控制可变的战略要素，就可以作出有效率的决策。

能够用于业绩评价的指标各种各样，但哪些指标能够纳入基于战略管理的业绩评价系统中呢？根据企业战略管理的需要，评价指标可分为常规指标和战略指标两类。常规指标是用来监督经营是否保持在控制范围内，并且当例外事件发生时，能及时进行反映的指标，是一种诊断指标。战略指标是为使竞争能力增强和未来成功而制定的指标。常规指标的正常不是企业竞争能力增强和战略成功的关键指标。当然，常规指标如果达不到正常标准，将会妨碍企业达到目标，甚至不得不修改目标，因此必须对这类指标进行监督和诊断。战略指标不是对常规业绩指标的取代，它是在对企业所处环境和自身条件的综合分析基础之上，选择那些管理者和员工等利益相关者直接关注的因素而制定的指标。这些指标的良好表现将直接导致企业竞争能力的突破和战略的成功。

对于不同的企业、同一企业的不同时期，常规指标和战略指标是不同的，并且两者可以相互转化。例如，20世纪80年代，许多西方公司的产品质量无法与日本竞争对手相比，这些公司不得不把提高质量作为优先发展的目标。从这一点来看，产品质量是决定战略成功的关键，必须作为公司的战略指标。经过多年奋斗，这些西方公司产品的质量已完全可与其竞争对手相媲美。公司必须继续保持现有的产品质量并不断提高，但质量可能不再是制定未来决策的最重要因素。在这种环境下，质量指标被作为常规指标，公司需要找到其他能使竞争能力突破的因素，比如企业对客户需求的快速反应能力，进而促使企业制定出周转次数（周转期）指标作为其战略指标。

从战略管理要求来看，战略管理强调根据不同的发展战略确定不同的关键业绩指标及其延伸指标。因而，评价指标是否具有战略性主要体现在该指标是否能够对该企业成功的关键因素进行计量、指标体系的结构、每一指标的评价标准和权重等方面。

第三，利益相关者之间的平衡。市场经济条件下，各利益主体间的关系



是合作伙伴关系，强调的是双赢。无论制定何种财务政策，都必须合理兼顾企业所有者利益与其他主体的利益，绝不能厚此薄彼，更不能顾此失彼。只有这样，才能处理好各种经济关系，使财务分配政策保持动态平衡，获得各利益主体的信任与支持，保证企业的生产经营正常进行，并实现持续稳定发展。现代企业作为一个各种契约的集合体，使我们认识了两个重要的现实问题：第一，有着不同目标的各个利益相关者必须在一种合作互惠的关系下共同帮助企业实现目标；第二，目标的实现过程是一个投入和获取的过程，每个利益相关者愿意为企业做出贡献反映了它期望在与企业的合作中获得回报。

明确的契约清晰地界定了每个群体应贡献什么。不讲明的契约是建立在长期合作形成的信任基础之上的未成文的或口头的约定。无论契约是明确的或不讲明的，企业必须建立业绩计量系统去评价这种契约关系。一般情况下，当产品或服务能被清楚地定义或容易计量时，如企业产品的优等品率，明确的契约是有用的。当产品或服务是无形的并且源于特殊技能或知识的发展和应用时，如一个供应商同意利用其专长去设计和提供一种复杂的零部件，不讲明的契约是有用的。

企业的利益相关者在投入和获取的过程中，从不同方面影响企业主要目标和次要目标的实现。表7—3描述了这种投入和获取行为。

表7—3 利益相关者的贡献和要求

利益相关者	投入	获取
股东	资本	与风险相适应的投资回报
客户	采购忠诚度	服务、质量和价值
公众	允许企业运作或不积极反对企业的经营活动	遵守法律，良好的公司形象，恰当地履行社会责任
员工	努力工作、技能、愿望、承担义务	有竞争力的工资和福利，良好的工作环境，收入稳定，待遇公平
供应商	服务质量	与其投入的时间和技能相应的收益，合乎道德的对待

从表7—3我们可以看出，利益相关者的需要是至关重要的，因为他们为企业做出了贡献，所以他们需要一定的回报。如果某个利益相关者感到他从企业得到的回报不足以弥补其对企业的贡献，他将收回它对企业的贡献。比如，如果股东不满，他将转移或撤出投资；如果客户不满，将不再购买企业的产品；如果公众不满，他将诉诸法律或抵制企业的产品；如果员工不满，他要么停止工作，要么消极怠工；如果供应商不满，他将停止服务或降低对企业的承诺水准。

为了有效保持和利益相关者的关系，企业必须清楚地知道它期望从每个利益相关者那里获得什么以实现其基本目标，以及每个利益相关者期望的回报是



什么，这是达成契约的本质。企业与每个利益相关者的契约产生了付出与回报。要想成功地实现企业的目标，企业必须监控契约双方。

企业业绩计量系统的一个最基本和最重要的作用就是监控契约双方的交易。这将使企业决定契约双方的期望是否得到了满足，找出问题所在及改进的方法。业绩计量指标反映了企业的次要目标，恰当的业绩计量指标能够预测或带动企业在基本目标方面的业绩。因此，这为企业管理其基本目标方面的业绩提供了一种方式。

利用基本目标业绩指标和次要目标业绩指标进行管理是有差异的。为了说明这种差异，假设你是一位高层管理者，在管理中你会选择下列两种报告中的哪一种？

第一个报告只有基本业绩指标。它包括一个比较利润表，这张比较利润表通过收入和成本的变化说明企业的利润下降了。

第二个报告包括基本和次要业绩指标。它在指出利润下降的同时也指出了其他问题。具体包括：产品质量差导致客户满意度下降；管理模式造成员工满意度下降；企业在开发新产品时与供应商所签契约没有长期激励措施，造成供应商不满；企业没有为洪灾捐款，公众认为企业没有同情心；企业的许多业务流程，如物流和制造系统在成本和周转期方面达不到预期的标准。

很明显，第二个报告为评价、解释和改进第一个报告中利润下降问题提供了依据。这个例子说明了合适地选择次要业绩指标的作用。

传统管理理论认为只要对组织内部的情况进行分析就够了。巴纳德独创性地提出了一个组织必须包括内部平衡和外部适应的思想。他反对那种认为组织是由有限的成员组成的一个有界限的孤立系统的传统看法。他认为组织的概念中应包含投资者、供应商、顾客和其他虽然没有包括在公司本身的成员之中但对公司做出贡献的各种人。

除上述三种平衡关系之外，一个指标体系还要体现出现实与未来的平衡、内部与外部的平衡等诸多平衡关系。至于哪些指标能够进入指标体系，取决于战略管理的需要。

3) 平衡计分卡对战略的支撑作用。信息时代的到来，淘汰了许多工业时代竞争的基本假设，企业不能仅仅通过把快速发展的新技术转化为实物资产及表现良好的资产、负债等财务指标来获取持续的竞争优势，不论是制造业还是服务业，信息时代的环境要求新的能使竞争成功的生产能力，企业开发和利用无形资产的能力变得比投资和管理实物、有形资产的能力更重要。基于此，一些公司已经超越了将平衡计分卡视为绩效测评指标体系的最初看法，并发现它可以作为新的战略管理体系的柱石。大家知道，大多数公司的经营和管理控制系统都是在财务指标和目标的基础之上建立起来的，这些指标与公司在实现长期战略目标中取得的进展毫无联系。因此，大多数公司只重视

短期财务指标。这种局面使战略开发与实施之间产生了差距。平衡计分卡引入四个新的管理程序，如图7—7所示。这四个程序既可单独也可共同把长期战略目标与短期行动联系起来发挥作用。

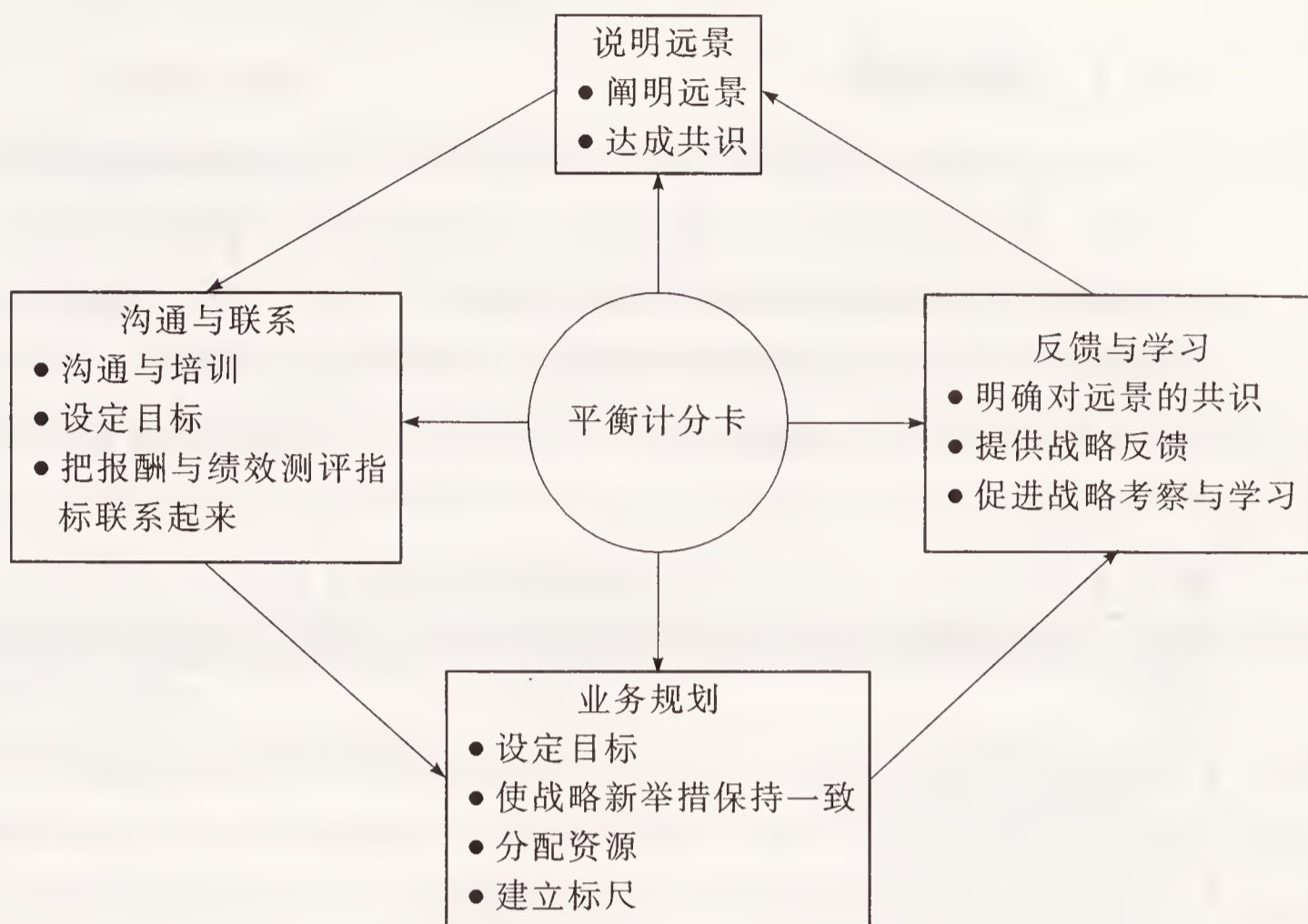


图 7—7 管理战略：四个程序

第一个新程序是说明远景，它有助于经理就组织的使命和战略达成共识，即将公司的远景和战略转化为一套完整的目标测评指标，得到所有高级经理的认可，并能描述推动成功的长期因素。第二个程序是沟通与联系，它使经理能在组织中对战略上下沟通，并把他与各部门及个人的目标联系起来。传统上，部门是根据各自的财务绩效进行测评的，个人激励因素也是与短期财务目标相联系的。平衡计分卡使经理能够确保组织中的各个层次都能理解长期战略，而且使部门及个人目标保持与之一致。第三个程序是业务规划，它使公司能实现业务计划与财务计划的一体化。今天，几乎所有的公司都在实施种种改革方案，每个方案都包含多种改革措施，公司经理发现，很难把这些不同的方案组织在一起，从而实现战略目标。当经理采用平衡计分卡所制定的目标作为分配资源和确定优先顺序的依据时，他们就会只采取那些能推动自己实现长期战略目标的新措施，并注意加以协调。第四个程序是反馈与学习，它赋予公司一项我们称之为战略性学习的能力。现有的反馈和考察都注重公司及其各部门、员工是否达到了预算中的财务目标。当管理体系以平衡计分卡为核心时，公司就能从非财务角度来监督短期结果，并根据最近的业绩评价战略。因此，平衡计分卡使公司能修改战略，以随时反映学习心得。



7.4 案例研究与分析：中外运敦豪实施平衡计分卡

7.4.1 案例背景

2002 年被中外运敦豪设定为“服务年”，这本来是加强内部服务意识的一个项目，但是在全国 39 个地区共有 2 800 名员工，让每一名员工对客户的服务意识和态度都得到提升是一个极其艰巨的任务。中外运敦豪认识到平衡计分卡能够配合内部的组织结构发挥作用，为了帮助公司制定一个管理目标和奖励系统相结合的模式，便决定实行平衡计分卡。中外运敦豪的平衡计分卡如表 7—4 所示。

表 7—4 中外运敦豪的平衡计分卡

项 目	比重	目标业绩水平
财务	40%	
1. 收入与预算比较		在预算过程中，规定每家分站的业绩水平
2. 经营利润与预算比较		
3. 应收账款回收天数		
4. 超过 90 天的应收账款		
效率	30%	
5. 收入/FTE/日		规定每家分站的业绩水平
6. 件量/FTE/日		
7. 重量/FTE/日		
8. 顾客保有率		
9. 新增客户		
10. 员工流动率		
服务质量	30%	
11. 客户服务水平		
12. 操作业绩		
13. 客户满意度		

1. 化战略为行动

中外运敦豪在总部成立了平衡计分卡小组，负责公司的战略制定、实施、评价和完善。中外运敦豪首先制定了公司的战略目标，就是“市场领导者”，在国际快递行业中给客户id提供最高等级的服务。

中外运敦豪以前主要用财务指标评价分公司，即看收入的增长是否达到标准，考察盈利和收款的情况等这些硬性财务指标。但是，中外运敦豪觉得这样评价公司的经营是远远不够的。在实施平衡计分卡中，它不但重新设计了财务指标，如超过 90 天的应收账款、收入与预算的完成情况比较、利润与预算的完成情况比较等指标，还涵盖了很多与客户相关的指标，如客户保有率、新增

客户、客户满意度等指标。

这些指标称作关键业绩指标 (key performance index, KPI)。运用 KPI 能够起到通过指标控制流程的作用。中外运敦豪明确了给顾客提供最好的服务重在过程,而不仅仅是一个结果。

2. 沟通与交流

推行平衡计分卡有两个关键:一是“一把手”重视;二是沟通。对这两点,中外运敦豪有切身的体会。

在推行平衡计分卡之初,公司总经理谢耀依亲自挂帅,华北、华东、华南区域负责人和部分优秀地区经理组成一个特别行动小组。一年多过后,回忆起当时的情形,谢耀依认为推行这个计划的关键在于高层的沟通和对指标体系的共识。要使分布于不同城市的 39 个分公司服从一个指标体系,本身就不是一件容易的事。财务、客户、作业相互比例是多少,如何看待客户保有率,快件必须从快递中心到达客户手中的要求是不是适用于所有分公司,这些问题必须经常沟通协调。

“差不多每两三个月我们就有一个大会,邀请不同的区域负责人、总部职能部门的有关人员和某些分公司的负责人一起,在一个房间里边做‘困兽斗’,把不同的指标定下来。”谢耀依笑着说,“前期的沟通花了六七个月,指标体系出来了。不过最重要的是在沟通过程中,大家对企业目标是什么更清楚了,也更明白如何达到这个目标。”

评价标准的制定非常复杂,经常是总部和大城市确定一个,分公司还要看当地的情况再确定一个。“相同的指标,不同的标准”,这样灵活运用平衡计分卡才能使各个分公司都可以接受。中外运敦豪曾经要求每个快件在 4 个小时内完成派送,这在兰州和深圳完全不一样,深圳也许 3 个小时就可以完成,而兰州公司如果接到一个来自敦煌的业务,可能需要 36 个小时才能完成。僵化的评价标准是没有意义的。

中外运敦豪有 39 家分公司,它们把 39 家分公司分成三个区域:华北、华东和华南区。这 39 家分公司的老总一起沟通公司用什么评价标准衡量指标。“我们觉得在第一年刚刚推行的时候,在内部沟通上花了最多的工夫。”中外运敦豪市场部黄经理说:“如果发年终奖的时候才告诉员工标准,肯定会造成他们的抵触情绪。”因此,2002 年中外运敦豪每三个月就要举行一次大型沟通会,将 39 家分公司的关键成员集中到总部,探讨每一项任务的执行情况,或者对每一项没有完成的任务进行分析解释。一旦他们提出不同的意见,总部就要考虑是否需要更改指标。

如果员工不认同这些指标和标准,平衡计分卡再好也无法推行下去。这是一个在沟通中循环往复逐渐改进的过程。中外运敦豪还邀请了一家咨询公司设计了一整套培训课程,然后再培训 39 家分公司的内部培训师,内部培训师再



培训内部员工。这样的实施非常有效。由内部讲师进行培训，他讲的故事或者模式都很贴近员工。

3. 与激励挂钩

“人们掏出平衡计分卡，就应该能计算出挣多少钱。如果平衡计分卡没有与收入挂钩，人们就不会对它如此关注。”谢耀依说，“如果你不通过激励机制，就很难让员工接受像平衡计分卡这种完全不同的衡量工具。”

中外运敦豪建立了以平衡计分卡为基础的薪资制度激励分公司和个人。主要有三点：（1）以绩效奖励制度支持公司战略；（2）由公司业绩决定公司薪酬级别，包括工资和奖金；（3）由个人业绩决定个人的薪酬级别，包括工资和奖金。中外运敦豪建立了一张非常详细的奖金方案表，员工看着这张表格，就可以从自己完成工作的情况，得到评价的结果，方便地计算出自己的工资和奖金。激励机制最重要的就是透明，让员工知道哪方面做得好，收获是什么，公平、透明才能使员工焕发出最大的创造力。连总经理的奖金也是和他的业绩挂钩的。

7.4.2 案例分析与启示

通过中外运敦豪平衡计分卡案例，我们可以从中得到下列有益的启示。

1. 清晰的战略目标是成功的前提

中外运敦豪明晰了它的长期战略目标——要成为全球市场的领导者，并维持这个地位。通过沟通和交流，中外运敦豪的管理层意识到，要达到这样的目标，必须在客户、流程及人员三个方面设定具体的业绩评价指标。然后，把公司的战略目标细化为财务、效率和服务质量三个方面的评价指标。目前，国内一些企业在运用平衡计分卡设计业绩评价指标体系时，因为没有形成清晰的企业目标而大大削弱了平衡计分卡的效力。

2. 最高领导层的推动

平衡计分卡是一个战略执行工具，决定如何执行还在于公司的最高层领导。他们的推动力是无法替代的。只有高层领导重视，才能做好各个职能部门的沟通。中外运敦豪由总经理亲自挂帅推动平衡计分卡的实施，取得了显著的效果。目前一些企业在实施平衡计分卡时，往往由企业的个别职能部门来推动，尤其是将平衡计分卡简单地理解为一个业绩评价工具由人力资源部门推动，以致在推行中产生了许多部门之间、层级之间的沟通矛盾。

3. 结合公司实际情况灵活调整指标体系

中外运敦豪将总部的指标根据中国的具体国情进行调整，然后再根据华北区、华东区和华南区三个区域的地理、人文和经济发展水平的特点调整各地指标标准值。在这三个区域总部，指标化的战略再次调整，然后向下级一共 39



家分公司扩散。经过这些调整，中外运敦豪的所有 39 家分公司保持相同的评价指标体系，增加了透明度，管理上更加便捷有效。39 家分公司可能存在地区差异，但评价指标是一样的，因而它们也就多了一个共同语言：无论是在服务质量还是在服务效率上，这些量化的指标可以让它们很清楚地知道自己在全国所有分公司中所处的水平。同时，从激励角度看，中外运敦豪根据不同地区的差异并结合预算的编制分别设置了评价标准值，充分调动了员工的积极性，使管理更有效率。

4. 将业绩评价结果与激励机制挂钩

中外运敦豪把平衡计分卡和浮动薪资联系起来，企业员工将会更多地关注公司与部门的业绩，员工在平时工作中，逐步朝着正确目标发展，明白自己的努力将会帮助企业达到目标。

从 1992 年在《哈佛商业评论》上发表第一篇关于平衡计分卡的文章到 2000 年的《战略中心型组织》，卡普兰和诺顿已经把平衡计分卡的概念从业绩评价工具发展为一种战略管理工具。相对于传统的财务评价模式，平衡计分卡在业绩评价方面带来的最大突破就在于引入了非财务评价指标。20 世纪初，杜邦公司开始使用投资报酬率指标来评价分部业绩，财务评价模式已经有了将近一个世纪的历史。从企业管理流程来看，财务评价已与企业目标制定、预算、会计信息系统、激励机制等管理环节形成了一个密切联系的管理体系。平衡计分卡引入非财务指标并不是对财务指标进行否定，而是对财务指标从多种角度进行补充。但是，非财务指标的引入也为现有的与财务评价密切联系的各种管理方式带来了巨大的挑战，可谓是“牵一发而动全身”。

资料来源：刘俊勇、孙永玲：《中外运敦豪的平衡之旅》，载《新理财》，2003（5）。



本章小结

- 预算控制和业绩评价是企业集团财务控制的重要手段。
- 以利润为核心的全面预算管理模式的特点是企业以“利润最大化”作为预算编制的核心，预算编制的起点和考核的主导指标都是利润。以成本为核心的全面预算管理模式的以成本目标的控制为预算编制和管理的核心内容，预算编制以成本预算为起点，预算控制以成本控制为主轴，预算考评也以成本为主要考评指标。
- 根据不同责任中心的控制范围和责任对象的特点，可将其分为三种：成本中心、利润中心和投资中心。由于不同责任中心职权范围的不同，责任预算的内容、考核的具体指标和方法也有所不同。



● 综合业绩评价体系是指设计一套全面、完整的指标体系用于企业业绩评价，从理论研究和业绩评价的实践看，现有的综合业绩评价体系主要有财务模式、价值模式和平衡模式。

● 平衡计分卡是一种综合业绩评价体系，它通过对顾客满意度、内部程序及组织的创新和提高活动进行测评的业务指标，来补充财务衡量指标。平衡计分卡实现了结果指标与动因指标的平衡、日常指标与战略指标的平衡、利益相关者之间的平衡。平衡计分卡对战略具有支撑作用。



案例讨论：中原油田的预算管理模式

1. 中原油田及其预算管理的背景

中原油田是一家集勘探、油气油田开发、建筑工程、炼油化工、机械制造、多元开发于一体的综合型国家控股的集团公司。1998年，中原油田业务范围横跨13个行业，在册职工8.7万人，局直属二级单位346个，销售收入56.15亿元，资产总额170亿元，净资产90亿元。

中原油田的预算管理体系是在推行经营承包责任制的过程中逐渐创造和完善起来的。由于经营承包责任制将业绩指标与报酬分配结合起来，本质上是一种激励制度，其动力在于个人对物质利益的追求：（1）在单位或个人利益的驱动下，很多二级单位利用各种机会特别是结算环节隐匿和拖欠油田管理局和其他二级单位的资金，抢占财务资源，并利用本单位的资金从事有损整体利益甚至非法的活动；（2）有些配套改革没有跟上，特别是银行结算账户仍然分散在各二级单位，其数量多达1261个，这不仅增加资金占用，而且成为二级单位违法、违纪或违规操作的工具；（3）虚假信息泛滥。面对这种情况，中原油田1994年12月决定撤销各二级单位在银行开设的所有账户，同时成立财务结算中心，二级单位在财务结算中心重新开设账户，由财务结算中心集中办理二级单位对内对外的全部结算业务。财务结算中心于1995年1月1日正式运行。

为保证财务结算中心的有效运行，必须解决三个问题：（1）如何避免损伤二级单位自主权；（2）中原油田如此庞杂（1994年所属二级单位160多个），财务部门的负责人是否有足够的时间和精力对每项财务收支业务进行审批；（3）审批标准是什么。

为解决这些问题，中原油田决定成立以勘探局局长为主任的资金预算委员会，配合财务结算中心的运行，实行资金（现金）预算管理。资金预算以二级单位为基础，是将已定的经营承包指标细化的结果，一个二级单位一份资金预算，并由此形成中原油田总资金预算。各二级单位资金预算经中原油田计财处批准后执行。二级预算单位按照资金预算组织自己的业务收支活动，并在财务

结算中心办理结算业务；财务结算中心按照资金预算办理二级预算单位的结算业务，拒绝办理没有预算或有预算而无存款余额的收支业务。这是中原油田预算管理的第一步骤。

中原油田预算管理的第二个步骤是1996年成立会计核算中心，就是将整个中原油田会计集中到一起，集中处理记账业务，同时各二级单位不再设置专门会计机构、配备专职会计人员。设置会计核算中心的动因是油田内部会计信息失真。

企业内部会计信息失真的来源是：(1) 票据虚假；(2) 真实票据所反映的经济业务虚假；(3) 依据真实票据登记的账簿虚假（倒账）；(4) 有账外经济业务。中原油田会计核算中心的成立几乎完全消除了(1)和(3)两个来源所造成的会计信息失真。至于(2)和(4)两个来源所造成的会计信息失真的消除则是内部审计的重要职责之一。内部审计是中原油田预算管理运行体系的另一个显著特点。

设置会计核算中心遇到的另一个问题是，由于二级单位会计和财务原先混合在同一部门（通常为财务科或组），如果会计核算（算账）集中，财权是否也要集中？如果不集中，应该怎样处理？中原油田没有集中财权，而是将会计与财务分开，“一个搞事先，一个搞事后”，各司其职。各单位继续保留财务科或组，按照资金预算行使财务收支审批权；会计核算中心则按照资金预算报账、算账、记账。

中原油田预算管理的第三个步骤是成立投资中心。中原油田建立投资中心，实行“谋断分开”的体制。所谓“断”，是指计划外投资决策，由二级单位负责；所谓“谋”，是指对计划外投资项目的论证、审批、贷款发放以及贷款本息的回收等，由投资中心负责。投资中心正本清源，使计划外投资管理规范化、秩序化，既保证了投资效果，又保证了投资的回收。

2. 中原油田预算管理运行体系的模式

(1) 集团公司资金预算整合模式。集团公司资金预算整合模式的基本功能是控制或监督各二级单位资金的流量和流向，其要点包括资金预算编制、对预算执行的监督（即：账户集中；“三个中心”——财务结算中心、会计核算中心、投资中心；反馈报告）、内部审计和激励制度，见图7—8、图7—9和图7—10。

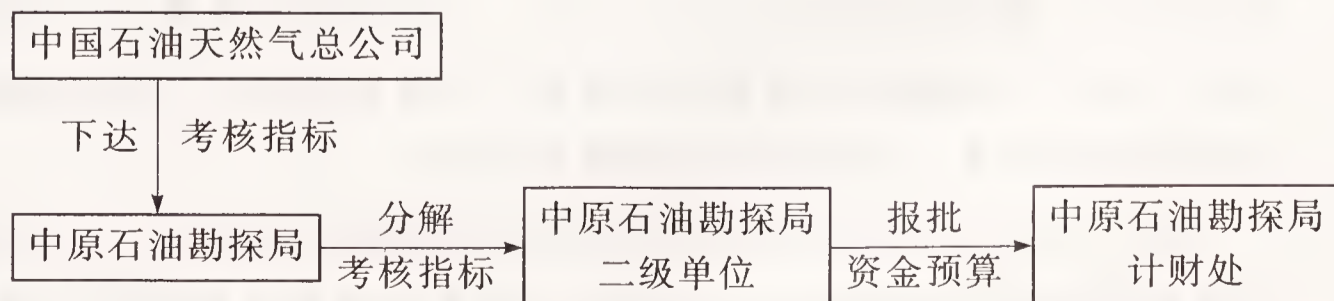


图7—8 资金预算编制过程

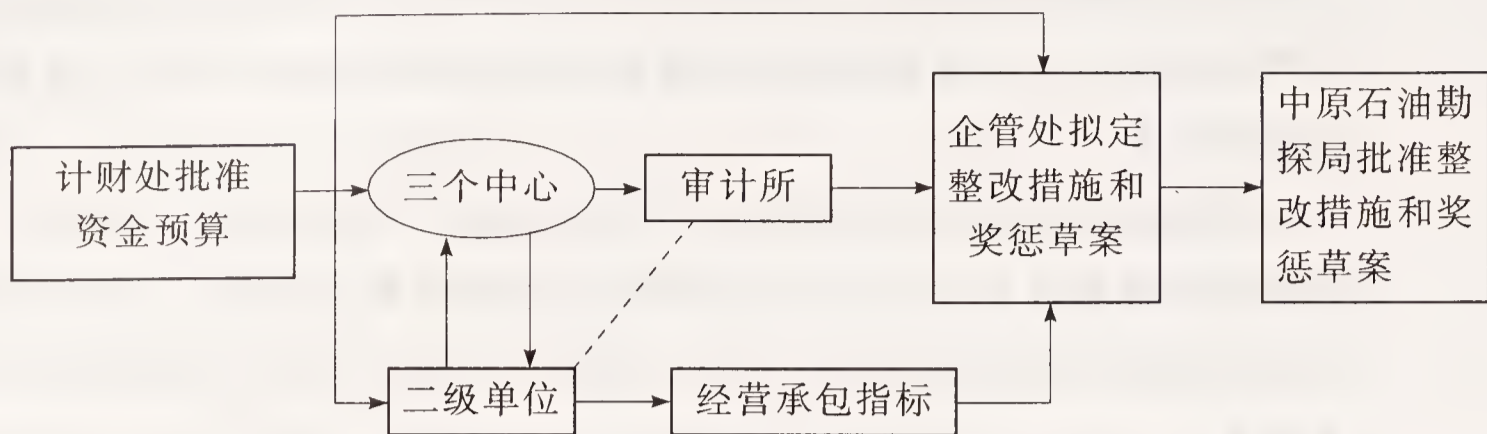


图 7—9 资金预算执行过程

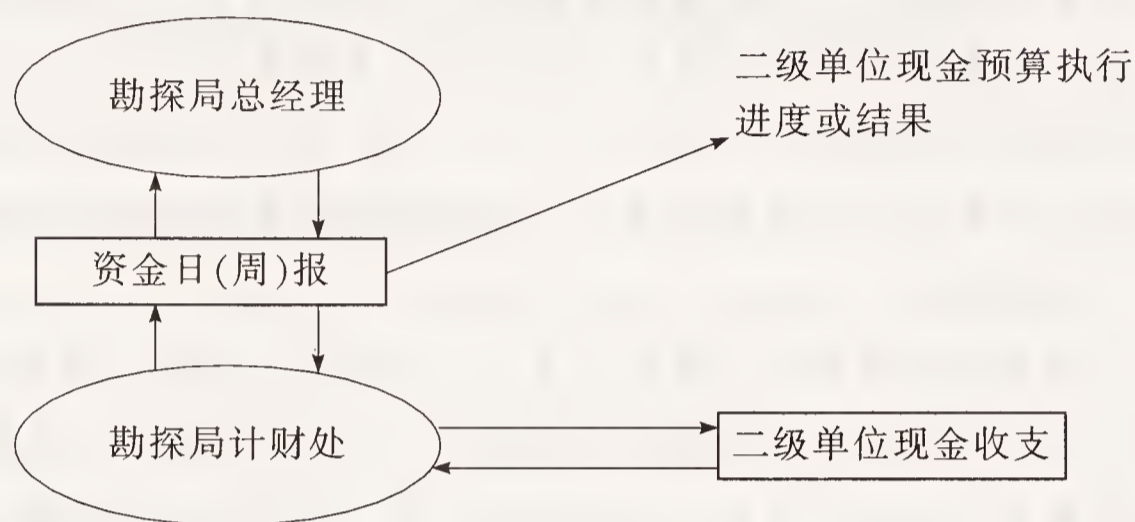


图 7—10 勘探局总经理对资金的控制过程

在图 7—9 中：(1) 计财处将批准的二级单位预算分别下达到三个中心（作为结算和核算的依据）、二级单位（作为资金收支活动的依据）和企管处（作为考评业绩的依据）。(2) 三个中心在计算机上集中处理二级单位的经济业务，其处理结果一份报送审计所，一份反馈给二级单位。(3) 审计所根据三个中心的报告和二级单位经营承包指标完成情况报告对二级单位进行审计。(4) 审计所将三个中心和二级单位的报告及其审计意见一并报送企管处。(5) 企管处汇总考核结果，拟定整改措施和奖惩方案，并报送中原油田勘探局审批后实施奖惩制度。

由图 7—9 还可以看出，资金整合模式的监督功能主要是在资金预算基础上通过三个中心集中核算和结算、内部审计、奖惩制度来实现的。这是中原油田预算管理的精华所在。三个中心正如机场的安检设备，监督着各二级单位是否按照预算运作。但必须注意，集中监督并不意味着财务乃至整个管理权限的集中。在一定意义上，企业管理权可分为事权、财权、监督权和对监督结果的处置权。事权和财权完全可以下放，但监督权和处置权必须集中。此外，内部审计保证了反馈信息的真实和完整，奖惩制度则是二级单位执行预算以及整个系统中各当事人履行自己职责的原动力。

图 7—10 表示勘探局总经理与资金控制模式的关系。一般来说，预算（包括资金预算）是总经理计划和控制二级单位经营（或资金）活动的重要手段。问题是在资金控制模式中，如何将总经理与企业财务活动即资金的流量和流向

连接起来。中原油田的做法，就是在计财处与总经理之间建立固定的信息渠道，定期提供包括资产负债表、利润表和现金流量表在内的资金预算执行情况反馈信息。由于中原油田结算和核算的计算机系统功能强大，3分钟刷新一次数据记录，从而可以保证总经理仅仅以3分钟的滞后来跟踪资金运行情况，近乎于实时控制。

总之，集团公司资金预算整合模式在中原油田实行过程中不仅节省了大量资金（接近各二级单位日平均现金占用量的2/3），而且使资金流量和流向符合总经理的意图和公司的整体利益。

资料来源：于增彪：《我国集团公司预算管理运行体系的新模式——中原石油勘探局案例研究》，载《会计研究》，32~42页，2001（8）。

要求：

请分析中原石油勘探局的预算管理动因是什么？中原石油勘探局的预算管理发挥了哪些重要作用？中原石油勘探局的预算管理制度还有哪些地方需要改进？



思考题

1. 如何从控制角度理解业绩评价？
2. 如何从激励机制角度理解业绩评价？
3. 业绩评价系统应包括哪些要素？
4. 为何要实现财务指标与非财务指标的平衡？
5. 简述不同责任中心的特点。
6. 如何评价不同的责任中心？
7. 平衡计分卡包括哪几个方面的内容？
8. 如何在企业集团中运用平衡计分卡？



本章导读

根据对截至 2010 年 8 月 15 日沪深两市发布中报的上市公司统计发现, 228 家公司披露了 2010 年上半年的汇兑损益情况。这 228 家公司上半年汇兑损益额为一 1.65 亿元, 而 2009 年同期仅为 -1 364 万元, 汇兑损失增加了 11 倍。主要是因为 2010 年上半年欧元等结算货币的汇率大幅波动影响了不少出口型企业的汇兑损益, 加大了这类公司的业绩波动。人民币波动较大的时期, 很多进出口企业都面临外汇风险。汇率的变动会使企业以外币计价的资产或负债价值发生不确定的改变, 有可能使企业蒙受经济损失, 进而削弱企业的竞争力。有统计数据显示, 为了规避汇率风险, 92% 的世界 500 强企业开展了套期保值业务, 美国企业的参与度更高达 94%。但在国内, 包括上市公司和几百家央企在内, 只有 10% 做过套期保值, 国内企业参与套期保值的深度和成熟度都处于初级阶段。

随着我国企业国际化进程的加快, 企业从最初开始的商品出口逐步发展到绿地投资、设立研发中心、跨国并购等多种方式。与此同时, 国际政治经济环境的复杂性为企业的国际化经营带来了新的挑战。在国际筹资、投资等环节, 如何在积极利用国际环境的同时有效避险, 是企业面临全球化市场必须重点解决的问题。本章将对此进行介绍。



学习目标

- 掌握国际财务管理的基本概念和特点
- 掌握外汇风险的种类、管理程序与避险方式
- 熟悉国际企业的资金来源与筹资方式
- 掌握国际企业资本结构的优化方法
- 熟悉国际投资的方式及风险的防范

- 掌握国际营运资金的存量管理与流量管理
- 了解国际税收管理体制及其差异
- 掌握国际企业合理避税的方法

8.1 国际财务管理的基本理论

随着全球化和世界经济一体化的进程加快,越来越多的企业需要在国际环境下进行财务管理活动,正是在这样的背景下,国际财务管理受到重视并逐渐发展为财务管理的一个新的分支。

8.1.1 国际财务管理的概念

作为一门新的学科,国际财务管理的目标、内容、方法体系尚不十分成熟,国内外财务学者关于国际财务管理概念的表述也存在不同的看法。概括起来,主要有以下三种观点:

第一种观点,把国际财务管理理解为世界财务管理。认为国际财务管理应当研究能在全世界范围内各国企业普遍适用的原理与方法,使世界各国的财务管理逐渐走向统一。这种设想作为追求国际财务管理的最终目标是可以的,但实现这一目标,需要长期的艰苦努力。

第二种观点,把国际财务管理理解为比较财务管理。认为各国的政治、经济、社会、法律、文化教育等理财环境存在很大差异,各国财务管理的目标、内容、方法也不尽相同,国际财务管理应在如实描述各国财务管理基本特征的同时,比较不同国家在组织财务收支、处理财务关系方面的差异,以便在解决国际之间的财务问题时不把自己国家的原则和方法强加给对方,而力求求同存异、互惠互利。

第三种观点,把国际财务管理理解为跨国公司财务管理。认为国际财务管理主要是研究跨国公司在组织财务活动、处理财务关系时所遇到的特殊问题。根据联合国跨国公司行动准则政府间工作组提出的定义,跨国公司是一个由经济实体构成的工商企业,它的主要内容是:(1)该实体由在两个或两个国家以上营业的一组企业组成;(2)这些企业是根据资本所有权、合同或其他安排建立的共同控制体制下营业的;(3)各实体推行全球战略时,彼此共同分享各种资源和分担责任。^①

上述三种观点都有一定道理,但都没能全面反映国际财务管理的确切含义。第一种概念距现实太遥远,只能作为努力的方向。第二种概念仅仅是对各

^① 陈彪如:《国际金融概论》,346页,上海,华东师范大学出版社,1988。



国财务管理的特点进行汇总和比较，缺乏实质性内容。第三种概念把国际财务管理仅仅限制在跨国公司的范围内，没能完全概括国际财务管理丰富的内容。

跨国公司财务管理是国际财务管理研究的重点内容，但仅仅局限于此是不够的。国际财务管理应研究一切国际企业在组织财务活动、处理财务关系时所遇到的特殊问题。国际企业是相对国内企业而言的，它泛指一切超越国境从事生产经营活动的企业，包括跨国公司、外贸公司、合资企业以及其他多种形式的处于不同国际化演进阶段的企业。可以说，国际企业是从事国际经营活动的经济实体的统称。因此，一个国际企业可能不是跨国公司，但任何跨国公司都属于国际企业。跨国公司是国际企业发展的较高阶段，是企业国际化程度较高的组织形式。^①

综上所述，可以把国际财务管理的定义表述为：国际财务管理是财务管理的一个新领域，它是基于国际环境，按照国际惯例和国际经济法的有关条款，根据国际企业财务收支的特点，组织国际企业的财务活动、处理国际企业财务关系的一项经济管理工作。

8.1.2 国际财务管理的发展

国际财务管理的形成和发展，主要取决于以下三项因素。

1. 国际企业的迅猛发展，是国际财务管理形成和发展的现实基础

第二次世界大战以来，随着生产的发展和科学技术的不断进步，国际企业得到了前所未有的发展。那些大垄断企业通过对国外直接投资，在国外设立分支机构或子公司，形成了一个从国内到国外，从生产到销售，按照自己的全球战略，在世界范围内追逐高额利润的独特的企业体系，这就是现代意义上的跨国公司。以跨国公司为主的国际企业的全球经营战略，必然要求在财务管理上与之相适应。比如，要求在全球范围内以最低的成本筹措资金，把资金投放于最有利的国家和地区，在全球范围内进行盈余的分配，合理管好用好外汇资金等。这些都极大地促进了国际财务管理的形成和发展。

2. 财务管理基本原理在国际上广泛传播，是国际财务管理形成和发展的历史因素

财务管理的历史本来就是一部国际化的历史。通常，人们都认为财务管理于19世纪末产生于美国，并迅速传入欧洲。英国把财务管理的原理传入了印度及其他英联邦国家。第二次世界大战以后，亚洲的日本、韩国、中国台湾和中国香港地区由于吸收了欧美财务管理的方法，极大地促进了本国家和地区的财务管理的发展。与此同时，苏联在吸收欧美财务管理基本原理的基础上，结

^① 孔伟成、陈水芬：《国际经营学》，10页，杭州，浙江教育出版社，1990。

合社会主义国家财务活动的特点，建立了社会主义国家的财务管理体系，并将其迅速传入东欧和中国等社会主义国家，推动了社会主义国家财务管理的形成和发展。受上述传播的影响，到目前为止，财务管理的一些基本原理在各国大致相同，如财务分析中的比率分析原理、财务计划中的平衡原理、财务控制中的分权原理、财务决策中的风险原理、时间价值原理都在各国普遍使用。可以说，财务管理的基本原理和方法是国际性遗产，它属于全人类。当然，在不同时期和不同国家，由于社会制度、政治、经济等多种因素的影响，财务管理在发展过程中还留有某一特定国家的政治、经济和民族的色彩，这是不难理解的。国际财务管理的发展将有助于这种差异的协调，并将促进各国财务管理不断交流和融合，使财务管理进一步走向国际化。

3. 金融市场的不断完善和向国际化方面的拓展，是国际财务管理形成和发展的推动力量

第二次世界大战以来，由于科技革命的影响，生产国际化发展到一个新的阶段，生产国际化又推动了资本国际化，国际资金借贷日益频繁，国际资本流动达到空前规模，极大地促进了国际金融市场的发展。近二三十年来，国际金融交易出现了一个重大变化，这就是试图摆脱任何一国的管辖和影响，出现了新兴的国际金融市场即境外金融市场，如欧洲美元市场、亚洲美元市场。这种市场不受所在国金融、外汇政策的限制，可以自由筹措资金，进行外汇交易，实行自由利率，无须缴纳存款准备金。这种金融市场最早出现在伦敦，以后在新加坡、香港等地相继开设。像 IBM、索尼等大型国际公司也纷纷选择通过国外的证券交易所发行股票，从而使它们的股票可以进行国际交易，同时获得海外资本的注入。国际金融市场的新发展，为国际企业迅速筹集资金和合理运用资金提供了方便条件，但同时也对国际企业的财务管理提出了新的要求。因为无论在国际金融市场上筹资还是投资，都必须认真预测汇率的变动趋势，选用合理的避险方式减少或消除外汇风险。总之，金融市场的国际化和汇率的不断波动，极大地促进了国际财务管理的形成和发展。

8.1.3 国际财务管理的特点

国际财务管理是国内财务管理向国际经营的扩展，因此，一国企业财务管理的基本原理和方法，也适用于国际企业，但由于国际企业的业务散布多国，财务管理常涉及外汇的兑换和多国政府的法令制度。所以，国际财务管理比国内财务管理更复杂。与国内财务管理相比，国际财务管理具有如下特点。

1. 国际企业的理财环境更加复杂

国际企业的理财活动涉及多国，而各国的政治、经济、法律和文化环境都有很多差异。国际企业在进行财务管理时，不仅要考虑本国的各方面环境因素，而且要密切注意国际形势和其他国家的具体情况。特别要注意如下问题：



(1) 汇率的变化；(2) 外汇的管制程度；(3) 通货膨胀和利息率的高低；(4) 税负的轻重；(5) 资本抽回的限制程度；(6) 资金市场的完善程度；(7) 政治上的稳定程度。

从以上分析可以看出，影响国际财务管理的环境因素相当复杂，国际财务管理人员在进行财务决策之前，必须对理财环境进行认真的调查、预测、比较和分析，以便提高财务决策的正确性和及时性。

2. 国际企业的资金筹集具有更多的可选择性

无论是国际企业的资金来源还是筹资方式，都呈现多样化的特点，这使得国际企业在筹资时有更多的选择。国际企业既可以利用母公司本国的资金，也可以利用子公司东道国的资金，还可向国际金融机构和国际金融市场筹资，国际企业可以利用这种多方融资的有利条件，选择最有利的资金来源，以降低企业的资金成本。

3. 国际企业的资金投入具有较高的风险性

从某种意义上说，从事国际投资活动就是预测风险、避免风险的过程。国际企业除面临国内企业所具有的风险外，还面临国际政治、经济环境中的各种风险，这些风险可以概括为两大类十个方面。

经济和经营方面的风险有五个方面：(1) 汇率变动风险；(2) 利率变动风险；(3) 通货膨胀风险；(4) 经营管理风险；(5) 其他风险。

上层建筑和政治变动的风险也包括五个方面：(1) 政府变动的风险；(2) 政策变动的风险；(3) 战争因素的风险；(4) 法律方面的风险；(5) 其他风险。

一般而言，上层建筑或政治风险属于企业无法控制的风险，而经济和经营方面的风险，可以通过企业有效经营来加以避免和克服。这是因为，汇率、利率、通货膨胀对国际企业来说，既是遭受损失的原因，又是获得收益的条件。所以，企业财务人员应对这部分风险合理预测，以避免不利影响，获取有利条件，取得最大收益。

8.2 外汇风险管理

外汇管理是国际财务管理的一项重要内容，国际财务管理中的资金筹集、投资管理、营运资金管理，都涉及外汇问题，而汇率的变化常给交易带来一定的不确定性，这就产生了外汇风险。

8.2.1 外汇的概念

外汇是一国持有的以外币表示的用以进行国际结算的支付手段。国际货币

基金组织对外汇的说明为：“外汇是货币行政当局（中央银行、货币管理机构、外汇平准基金组织及财政部）以银行存款、财政部国库券、长短期政府证券等形式以确保在国际收支逆差时可以使用的债权。”所以，外汇不仅指外国的钞票和硬币，以外币标示的债权债务证明都可以称为外汇。

根据现行的《中华人民共和国外汇管理条例》，外汇是指下列以外币表示的可以用作国际清偿的支付手段和资产：（1）外币现钞，包括纸币、铸币；（2）外币支付凭证或支付工具，包括票据、银行存款凭证、银行卡等；（3）外币有价证券，包括政府债券、公司债券、股票等；（4）特别提款权；（5）其他外汇资产。

国际发生的债权债务问题，必须按约定的条件清偿。从国外进口货物，必须支付货款给外国商人；反之，向外国出口货物，必须向外国商人收取货款。由于不同国家的货币制度不同，一国货币不能在另一国流通使用，所以，外汇的主要功能就是作为国际结算的支付手段，而且外汇还能兑换为其他形式的外币资产和支付手段。

8.2.2 外汇汇率

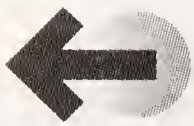
外汇汇率又称汇率、外汇行市、汇价，是指一国货币单位兑换另一国货币单位的比率或比价，是外汇买卖的折算标准。它是一种价格，是一种货币用另一种货币表示的价格。折算两个国家的货币，要先确定用哪一个国家的货币为标准，由于标准不同，外汇汇率就有两种标价方法。

1. 直接标价法

直接标价法又称应付标价法，是以一定单位（一、百、万等）的外国货币为标准，折算为一定数额的本国货币的方法。当前世界上除英美少数国家外，都采用直接标价法。我国人民币的汇率，也采用这种方法。在直接标价法下，外国货币的数额固定不变，本国货币的数额随外国货币或本国货币币值的变化而变化。如果一定数额的外国货币比以前换得较多的本国货币，则说明外汇汇率升高，本国货币币值下降；反之，如果一定数额外币比以前兑换较少的本国货币，说明外汇汇率下降，本国货币币值上升。所以，在直接标价法下，外汇汇率升降，与本国货币币值的升降呈相反方向变化。

2. 间接标价法

间接标价法也称收进报价法，是以一定数额的本国货币为标准，折算成若干单位的外国货币的标价方法。在间接标价法下，本国货币的数额固定不变，外国货币的数额随本国货币和外国货币币值的变动而变动。当一定单位的本国货币可以兑换较多的外国货币时，说明汇率上升，本国货币升值；反之，当一定数额的本国货币只能兑换较少的外国货币时，说明汇率下降，本国货币贬值。因此，在间接标价法下，外汇汇率的升降与本国货币币值成正



比例变化。在国外的外汇市场上，一般都采用直接标价法，但伦敦外汇市场一直采用间接标价方式。美国纽约外汇市场过去采用直接标价法，但从1978年9月1日起改为间接标价，以便与国际上美元交易的做法一致，但美元对英镑的汇率，仍沿用直接标价法。

8.2.3 外汇风险的种类

国际交易必然使用外汇，而汇率的变化常给交易带来一定的不确定性，这就产生了外汇风险。外汇风险的根源在于汇率的变动，由此引起国际企业资产的价值、现金流等发生变化。外汇风险一般可以分为三类：交易风险、折算风险、经济风险。

1. 交易风险

交易风险是指企业因进行跨国交易而取得外币债权或承担外币债务时，由于交易发生日的汇率与结算日的汇率不一致，可能使收入或支出发生变动的风险。交易风险主要表现在以下几个方面：（1）以外币表示的借款或贷款；（2）以外币表示的商品及劳务的赊销业务；（3）尚未履行的期货外汇合约；（4）其他方式所取得的外币债权或应承担的外币债务。



[例 8—1]

一家美国公司将产品出售给一家英国公司，发票金额为100万英镑，赊销期为3个月。当美国公司3个月后如期收到100万英镑时，它需要按照到期日当天的汇率将英镑折算为美元。但由于到期日当天的汇率是无法预料的，所以如果英镑对美元升值（贬值），美元的收入就会增加（减少），如果这家美国公司不对风险做任何防范，它就承担着汇率波动可能带来的收入变化的风险。

2. 折算风险

折算风险又称会计风险、会计翻译风险或转换风险，是指企业把不同的外币余额，按一定的汇率折算为本国货币的过程中，由于交易发生日的汇率与折算日的汇率不一致，使会计账簿上的有关项目发生变动的风险。国际企业的外币资产和负债项目，在最初发生时，都是按发生日的汇率入账的，但在编制财务报表时，要对其中的某些项目用编表日的汇率进行换算。当某项资产或负债项目发生日的汇率与编表日的汇率不一致时，经过换算后，就会给企业带来会计账表上的损益，它并不影响企业当期的现金流量，但在进行财务分析时，却会使各种财务比率发生变动。

3. 经济风险

经济风险是指由于汇率变动对企业的产销数量、价格、成本等产生的影响，从而使企业的收入或支出发生变动的风险。经济风险是相当复杂的，它涉

及企业财务、销售、供应、生产等各个方面。一般来说，交易风险与折算风险的管理都由财务人员来承担，而管理经济风险是整个企业管理承担的责任。公司的经济风险主要取决于以下两个因素：公司原材料和劳动力的来源市场和产品销售市场的市场结构；公司通过调整市场结构、产品结构和资源来减轻汇率变化影响的能力。

[例 8—2]

假设通用汽车公司在墨西哥的子公司从美国母公司进口汽车，在墨西哥市场上销售。如果美元对墨西哥比索升值，则通用汽车（墨西哥）公司以比索计价的成本会提高。而是否会给公司带来经济风险则取决于墨西哥的汽车市场结构。如果通用主要面对的竞争对手都是墨西哥当地的公司，由于它们以比索计量的成本不变，美元升值使通用（墨西哥）公司的利润减少，并导致母公司也因此承受经济风险。但如果通用在墨西哥的竞争对手全部来自其他美国厂商，如克莱斯勒等，通用的竞争地位没有发生变化，美元升值则会导致公司利润增加。

8.2.4 外汇风险的管理程序

外汇风险管理是一项十分复杂的工作，必须按科学的程序进行。这一程序应包括如下几个方面。

1. 确定恰当的计划期

确定计划期的目的是为预测汇率变动、估计受险金额规定一个时间范围。一般而言，计划期应在一年以内，并按季度来划分，如果汇率变动幅度较大，要适当缩短计划期。

2. 预测汇率变化情况

外汇风险产生的根本原因是汇率的变动，所以，预测汇率的变动情况是外汇风险管理工作中十分重要的步骤。汇率变化的预测包括相互联系的三个方面：变动的方向、变动的时间和变动的幅度。汇率变化情况的预测是一项非常复杂的工作，需要在考虑以下因素的基础上进行综合分析，才能得出合理的预测结果。这些因素是：（1）国际货币储备的变化；（2）国际收支的变化；（3）贸易差额的变化；（4）通货膨胀程度；（5）金融与财政政策；（6）贸易政策；（7）其他影响汇率的因素。

3. 计算外汇风险的受险额

计算外汇风险受险额的目的是为了从数量上确定企业面临多大的外汇风险。现以交易风险为例说明如下：交易风险的受险额等于结算期限相同的外币债权与外币债务之间的差额。为了正确计算企业所有的交易风险的受险额，应



分别按不同的币种、不同的结算期来计算。在计算过程中，若外币债权大于外币债务，其差额为正受险额，反之则称为负受险额。

4. 确定对外汇风险受险额是否采取行动

一般而言，在以下几种情况下，企业可不采取任何行动：（1）受险额是正值，而该种外币预计会升值，汇率变动后，企业将获得收益；（2）受险额是负值，而该种外币预计会贬值，汇率变动后，企业会获得收益；（3）受险额为零，不管汇率如何变动，也不存在外汇风险。

在如下几种情况下，一般都要采用适当的方式避险：（1）受险额是正值，而该种外币预计会贬值；（2）受险额是负值，而该种外币预计会升值；（3）受险额可能是正值也可能是负值，外币是升值还是贬值很难估计。

5. 选择适当的避险方法

20世纪70年代以来，汇率和利率变动频繁，外汇风险增大，为了有效地避免外汇风险，各种避险方法应运而生。国际企业的财务人员要认真分析各种避险方法的优缺点，选择最适当的避险方法。

8.2.5 避免外汇风险的方式

目前，国际上避免外汇风险的方法较多，这里按不同的外汇风险分别介绍几种最常见的方法。

1. 交易风险的避险方式

（1）远期外汇交易保值。远期外汇又称期汇、期货外汇，是指按期汇合同买卖的外汇。在交易时，双方签订合同，规定买卖外汇的币种、数额、汇率和将来交割的时间。到交割日期，双方按合同的规定，由买方付款后，由卖方向买方交付外汇。通过货币的远期合约对交易风险进行套期保值，当企业拥有外汇债权时，可以通过出售远期外汇保证将来的本币流入金额；当企业拥有外汇债务时，则可以通过购买远期外汇锁定支付的本币。由于在签订合同时就已经规定了买卖货币的汇率，因此，企业可以肯定地预知将来收到或支付的货币价值，从而避免了未来现金流不稳定的风险。



[例 8—3]

波音公司向英国公司出售一架价值1 000万英镑的波音747客机，1年后才能收回货款，即期市场汇率为1英镑=1.50美元，远期汇率为1英镑=1.46美元。为了保值，波音公司可以与银行签订一份1年期远期外汇合约，1年以后以1英镑=1.46美元的汇率卖出1 000万英镑，这样，无论1年以后即期汇率如何变化，波音公司都可以肯定地收到1 460万美元。

（2）货币市场套期。主要指通过在国内或国外货币市场上借入和贷出资金

来套期保值，通过借（贷）外币对外币应收（应付）套期保值，使资产与负债用同种货币表示，从而避免交易风险。对应于例8—3，由于波音公司将预期1年后收到1 000万英镑，所以它可以先借入英镑，将其兑换成美元进行投资，1年后收到英国公司的货款1 000万英镑可以用来偿还借款，这样，汇率波动的风险就被控制了。需要注意的是，波音公司需要恰当决定英镑的借入量，其原则是英镑借款在还款日的金额正好等于将从英国公司收回的英镑金额。

(3) 外汇期权交易保值。期权是在一定时期内按一定汇价买进或卖出一定数量外国货币的权利。这是一种全新的外汇避险形式。它买入的是购买或卖出某项货币的权利，但又不承担相应的义务。外汇期权可分为买进期权和卖出期权。买进期权是指购买外汇期权的一方，有权在合同期满时或在此以前按规定的汇率购进一定数量的外币。卖出期权是指购买外汇期权的一方有权在合同期满或在此以前按规定的汇率卖出一定数额的外币。外汇期权是一种很好的避险形式，它有如下几项优点：1) 对期权合同的购入方来说，外汇期权类似于保险。因为期权合同购入的是权利而又不必承担义务。如果期权交易无利可图，则可放弃这种权利。例如，一国际企业在购入买进期权后，外币汇率一直下跌，即市场价格低于协定价格，则该企业可放弃此项合同。2) 对期权合同的购买方来说，使用外币期权可以使保值成本成为确定因素。不管汇率发生多大变动，期权持有者的保值成本都不会超过期权的购买价格即期权费。



[例8—4]

华汇公司根据销售计划预测6个月后有2 000万美元的外汇净流出，为了保值，该公司买入6个月的美元买入期权，执行价格为1美元=6.775元人民币，期权费为1美元0.03元人民币。6个月到期时，如果美元贬值，即期汇率为1美元=6.478元人民币，低于期权的执行价格，则华汇公司放弃行权，在即期市场上购买所需美元，支付人民币13 016万元（ $6.478 \times 2\,000 + 0.03 \times 2\,000$ ）。但如果6个月后美元升值，即期汇率为1美元=6.843元人民币，则该公司应该行权，按执行价格购买美元，支付人民币13 610万元（ $6.775 \times 2\,000 + 0.03 \times 2\,000$ ）。

2. 折算风险的避险方式

因为汇率的变动会同时影响资产和负债，而资产和负债对损益的影响方向相反，所以对折算风险的规避需要首先计算受险资产和受险负债的差额，即净受险资产。

$$\text{净受险资产} = \text{受险资产} - \text{受险负债} \quad (8-1)$$

(1) 调整外汇净受险资产。国际企业可采用适当的方法来调整外汇的净受险资产，以达到避免外汇风险的目的。国际企业的总公司与国外的分公司之间以及国外的各分公司之间通常有很多的资金往来。例如，在材料采购、产品销



售、管理服务、资金筹措等方面都会产生资金调度问题，这便可以通过提前或延缓支付的方式来调整外汇受险额。提前或延缓支付的基本原则是，当预计某种外币即将贬值时，应加速收款而延缓付款；当预计某种外币即将升值时，应推迟收款而加速付款。

(2) 平衡资产与负债数额。平衡资产与负债数额是指采用特定的方法使企业资产负债表上的受汇率变动影响的资产与负债数额相等，使汇率变动的影响同时出现在资产、负债两个方面，数额相等而方向相反，使它们能自动地相互抵消。这样就可以使汇率变动所形成的风险尽可能地缩减到最低程度。

3. 经济风险的避险方式

经济风险是一项十分复杂的风险，汇率变化可能会带来长期现金流量影响。经济风险管理不是一个短期的决策问题，而是涉及公司的长期战略，需要综合考虑生产、销售、财务等相互联系、相互影响的各个领域。从总体上来说，通过多元化经营，使有关各方面产生的不利影响相互抵消，是规避经济风险最有效的方式。具体来讲，有以下几方面的多元化经营策略。

(1) 多元化的生产。在生产安排上，产品的品种、规格、质量尽可能做到多样化，使之能更好地适应不同国家、不同类型、不同层次的消费者的需求。

(2) 多元化的销售。在销售上，力争使所生产的产品能尽快打入不同国家的市场，并尽量采用多种外币进行结算。

(3) 多元化的采购。在原材料、零配件的采购方面，尽可能做到从多个国家和地区进行采购，并力争使用多种货币结算。

(4) 多元化的融资。企业融资时，要尽量从多种资本市场上筹集资金，用多种货币计算还本付息金额，如果有的外币贬值，有的升值，就可以使外汇风险相互抵消。

(5) 多元化的投资。在投资时，尽可能向多个国家投资，创造多种外汇收入，这样可以避免单一投资带来的风险。

此外，企业还可以通过灵活的资源政策和市场分散化策略规避经济风险。如在日元走强的情况下，日本航空公司大量雇用外国员工以保持自己在国际航线上的竞争力。

8.3 国际企业筹资管理

8.3.1 国际企业的资金来源

与单一的国内企业相比，国际企业有更多的资金来源，最主要的资金来源可概括为以下四个方面。



1. 企业集团内部的资金来源

国际企业的经营规模大、业务多，常常在其内部形成国际性的资金融通体系。一些世界著名的跨国公司都有几十个子公司，有的甚至可达上百个分支机构。这样，国际企业内部的各经营实体在日常经营活动中都可能产生或获得大量的资金，从而构成了内部资金的广泛来源。这些来源主要包括：（1）母公司或子公司本身的未分配利润和折旧基金；（2）企业集团内部相互提供的资金。

2. 母公司本土国的资金来源

国际企业的母公司可以利用它与本土国经济发展的密切联系，从母公司本土国的金融机构和有关政府组织获取资金。

3. 子公司东道国的资金

国际企业也可从子公司的东道国来筹集资金。一般来说，多数子公司都在当地借款，在很多国家，金融机构对当地企业贷款的方式同样适用于外资企业。在当地借款既可弥补投资不足，又是预防和减少风险的有力措施。

4. 国际资金来源

国际企业除集团内部、母公司本土国、子公司东道国以外的任何第三国或第三方提供的资金，都可称之为国际资金。国际资金主要包括以下三方面：（1）向第三国银行借款或在第三国资本市场上出售证券；（2）在国际金融市场上出售证券；（3）从国际金融机构获取贷款。

8.3.2 国际企业的筹资方式

筹资方式是指企业筹集资本所采取的具体形式和工具，体现着资本的属性和期限。相比于国内企业来说，国际企业的筹资方式具有更多的选择，以下介绍几种具有国际特色的筹资方式。

1. 发行国际股票

股票是股份公司为筹集自有资金发行的有价证券，是投资入股和取得收益的凭证。国际股票是指一国企业在国际金融市场或国外金融市场上发行的股票，通常也称境外上市。比如，中国的股份有限公司在美国纽约证券市场上发行的股票，日本企业在香港金融市场上发行的股票，美国企业在英国伦敦金融市场上发行的股票都属于国际股票。随着经济的国际化，股票的发行也已超越了国界的限制，出现了国际化趋势，许多大企业特别是大型跨国公司都到国际金融市场上发行股票。

国际企业在国际或国外金融市场上发行股票与一国企业相比，有以下有利条件：（1）国际企业规模大，信誉好，有利于股票发行；（2）国际企业业务散布多国，对国外或国际金融市场情况比较了解；（3）国际企业可以通过在国外的分支机构在当地发行股票，能节约发行费用。



境外上市为企业带来的优势主要在于以下几个方面：（1）企业通过扩展潜在的投资群，促使股价的提升和资本成本的下降；（2）境外上市为企业股票创造了第二市场，有利于国外市场的筹资；（3）境外上市能增强公司股票流动性；（4）境外上市有利于提高企业与其产品在国际市场的知名度；（5）境外上市有利于企业进行跨国并购的实施。

企业利用发行国际股票筹集资金，能迅速筹集外汇资金，提高企业信誉，有利于企业以更快的速度向国际化发展。但是到国外去发行股票，必须遵守国际惯例，遵守有关国家的金融法规，因此，发行程序比较复杂，发行费用也比较高。



[例 8—5]

Novo Industri A/S 是丹麦的一家跨国公司，控制了世界上大约 50% 的工业酶市场。20 世纪 70 年代末，丹麦的股票市场还很小，流动性也不高，Novo 公司难以在国内资本市场筹集到所需的资金，而且由于丹麦股票市场的分割化性质，与其他竞争对手相比，Novo 公司的资本成本更高。为此，公司管理层意识到只有通过国际化获取其他渠道的资金，降低资本成本才能使公司得到更好的发展。经过一系列的筹备之后，1981 年 7 月 8 日，Novo 公司在纽约股票交易所挂牌上市，成为第一家直接在美国筹集权益资本的北欧公司。上市后，国际化定价的优势立即显现，Novo 公司的股价急剧上涨，从而也验证了在小规模的分割化的国内资本市场运营的企业通过在纽约等大规模的流动性高的资本市场上市，可以获得新的资本渠道，降低资本成本。

资料来源：Cheol S. Eun, Bruce G. Resnick, *International Financial Management* (3rd Edition), 303~304 页，北京，机械工业出版社，2005。

2. 发行国际债券

一国政府、金融机构、工商企业为筹措资金而在国外市场发行的使用外国货币为面值的债券，即为国际债券。国际债券可分为外国债券和欧洲债券两类。外国债券是指国际借款人（债券发行人）在某一个国家债券市场上发行的，以发行所在国的货币为面值的债券。例如，新加坡企业在日本发行的日元债券、日本企业在美国发行的美元债券都属于外国债券。欧洲债券是指国际借款人在其本国以外的债券市场上发行的不是以发行所在国的货币为面值的债券。例如，日本企业在法国债券市场上发行的美元债券，便属于欧洲债券。欧洲债券的特点是，发行人处在某一个国家，发行在另一个国家，债券面值使用的是第三个国家的货币或综合货币单位（如特别提款权）。目前，欧洲债券选用最多的货币是美元。

3. 利用国际银行信贷

国际银行信贷是一国借款人向外国银行借入资金的信贷行为。国际银行信

贷按其借款期限可分为短期信贷和中长期信贷两类。短期信贷的借款期限一般不超过1年，国际企业借入短期资金，一般是为了满足流动资产需求。中长期信贷的贷款期限一般在1年以上，10年以内。中长期借款金额大，时间长，银行风险较大。因而，借贷双方要签订贷款协议，对贷款的有关事项加以详细规定。另外，借入中长期贷款一般要提供担保财产。国际银行信贷按其贷款方式有独家银行信贷与银团贷款两种。独家银行信贷又称双边中期贷款，它是一国贷款银行对另一国的银行、政府及企业提供的贷款。银团贷款又称辛迪加贷款，它是由一家贷款银行牵头，由该国的或几国的多家贷款银行参加，联合起来组成贷款银行集团，按着同一条件共同对另一国的政府、银行及企业提供的长期巨额贷款。银团贷款期限一般为5~10年，贷款金额为1亿~5亿美元，有的甚至高达10亿美元。目前，国际的中长期巨额贷款一般都采用银团贷款方式，以便分散风险，共享利润。

4. 利用国际贸易信贷

国际贸易信贷是指由供应商、金融机构或其他官方机构为国际贸易提供资金的一种信用行为。当前，国际上巨额对外贸易合同的签订，大型成套设备的出口，几乎都与国际贸易信贷结合在一起。因此，国际贸易信贷是国际企业筹集资金的一种重要方式。国际贸易信贷按贷款期限分为短期信贷和中长期信贷。短期信贷是指期限在1年以内的信贷；中长期信贷是指期限在1年以上的信贷。由于国际贸易中的中长期信贷的目的是扩大出口，故称之为出口信贷。出口信贷是发达国家为支持扩大本国产品出口，责成本国银行设立的一种利率优惠的贷款，其目的是向国外推销产品和吸引那些资金不足的进口商进口所需产品。出口信贷主要包括以下两种：(1) 卖方信贷。这是指在大型机械或成套设备贸易中，为便于出口商以分期付款方式出卖设备而由出口商所在地银行向出口商（卖方）提供信贷。这实际上是出口商从出口商银行取得中长期贷款后，再向进口商提供延期付款的商业信用，以便扩大产品出口。出口商付给银行的利息和其他费用，有的包括在货价内，有的在货价外另加，转嫁给进口商。(2) 买方信贷。买方信贷是指在大型机械设备或成套设备贸易中，由出口商所在国的银行，贷款给外国进口商或进口商所在地的银行的信贷。这种信贷有利于进口商迅速筹集资金，扩大出口商出口。

5. 利用国际租赁

国际租赁是指一国从事经济活动的某单位，以支付租金为条件，在一定时期内向外国某单位租借物品使用的经济行为。国际租赁是一种新型的融资方式，是以出租实物的形式代替对承租人直接发放贷款。通过国际租赁，国际企业可以直接获得国外资产，较快地形成生产能力，充分利用外资。



8.3.3 国际企业资本结构管理与优化

国际企业资本结构管理的目标仍然是降低资本成本，建立最优的资本结构。完善的市场中，企业从国内和国外筹资是没有差别的，但当市场不完善的时候，国际筹资能够降低企业的筹资成本，实现资本结构的优化。

1. 降低资本成本

国际企业的筹资成本直接增加或降低其国际经营成本，影响整个国际企业的收益和资本结构，进而影响国际企业的风险级别、竞争力和总体筹资能力。所以寻求低成本资金是国际企业筹资的重要战略目标之一。

资本市场的不完全有效性和分割性为国际企业进入国际金融市场寻求较低成本的资金创造了良好的机会，国际企业可以在保持资本结构不变的情况下，以较低的资本成本和财务风险筹集到更多的资金。同时，国际企业独有的全球资金调度网络系统也为国际企业提供了把握和利用机会的有力保障。一般而言，国际企业可通过选择合适的筹资方式、筹资币种和筹资地点来尽量避免和减少纳税等，从而降低筹资成本。

(1) 选择合适的筹资方式。国际企业的各种资金来源中，有的可以得到各类补贴，有的需要缴纳各种税收，有的则可能受到种种其他限制。国际企业可以通过选择合适的筹资方式来尽量减轻税负，避免受到各种限制。

一方面，适度规模地利用债务筹资。目前，大多数国家对于国际企业支付给国外的债务本金及利息，不论是支付给母公司还是国外的其他金融机构，都可享有税收减免。而股息支付则不能享受税收抵免，股息支付往往会被东道国课征很重的预扣税。虽然国家之间的双边协议可能会降低或取消预扣税，但股息支付往往是有代价的。所以选择债务筹资方式具有减税效应，可减轻税收负担。当然债务筹资也会增大公司的财务风险，所以这里强调债务筹资规模要适度。

另一方面，争取优惠补贴贷款及当地信贷配额。目前世界上大多数国家与地区的政府为了鼓励对外投资或吸引外资，一般会向本国或外国的企业提供补贴贷款或税收优惠。国际企业应尽量充分利用这些优惠措施，以降低筹资成本。例如，有些国家为了促进本国产品出口，改善国际收支状况，设置专门机构，对国外进口商进口本国产品提供的出口信贷，往往利率低、期限长，并由国家补贴和担保，是国际企业重要的贸易资金来源；另外像韩国政府，为了促进本国综合商社的国际化经营，对综合商社提供优惠的金融支持，贷款利率只有7%~8%，而同期市场利率则达15%。国际企业除了应充分利用本国和东道国的补贴贷款外，还应充分利用世界银行等国际金融机构提供的期限长、利率低的项目贷款等优惠贷款。

另外，有些国家的政府为了限制或引导资本流向，稳定本国利率或汇率、



限制信贷资金膨胀,有时会采取严厉的干预措施。例如,一国政府为了限制外资过多流入,可能规定,任何借入国外资金的一部分必须存放在政府指定的机构,按规定使用,这就使得资金的流动性降低,国际筹资成本上升。为了抑制资本外流,限制当地资金,政府会采取信贷配额管理等办法。为此,国际企业一方面要和有关当局协调好关系,争取较多的信贷配额等,另一方面还可以利用其筹资渠道多样化、内部资金调度灵活的筹资优势,绕过信贷管制。

(2) 选择合适的筹资地点。国际企业还可以通过选择不同的筹资地点来达到减税或绕过各种管制,从而降低资金成本的目的。这也是国际企业与国内企业相比独有的优势。前面所述转移价格的利用一般也要与筹资地点的选择相结合,才能发挥其优势。

有些国家或地区的税率很低,甚至根本不征收所得税和预扣税,而且法律管制较松,公司资金调拨和利润分配有相当的自由。因此这些国家或地区就成为国际企业的避税港。

虽然征收预扣税等表面上是由境外投资者负担,但是为了吸引投资者,筹资者往往要给予投资者较高的税前收益率作为补偿,这部分税收成本最终还得由筹资者负担,所以借款公司为保证投资人有相同的净收益,必须支付更高的利息。为了降低资金成本,国际企业应选择那些不征或少征所得税及预扣税的避税港作为筹资中心。

国际企业可以通过在避税港设立所属机构来降低资金成本,此类机构的股权资本通常全部来自母公司。国际企业内部的资本转移,包括股息与股权筹资都可通过它们进行。由于母国政府对于国际企业来自海外的收入一般一直延期到避税港子公司向母公司支付股息时才征收所得税,所以国际企业可以通过避税港子公司向在海外不断成长的公司提供筹资,而延缓向母国的纳税。

(3) 选择合适的筹资币种。在进行长期筹资决策时,如何选择外币,国际企业也必须根据所需资金数量、证券销售价格预测其拟发证券的票面货币汇率的变化,综合确定证券筹资的有效成本。

国际企业在进行外币筹资时有三种选择:一是选择强币筹资;二是选择弱币筹资;三是多种货币组合筹资。在实际筹资时,除了综合考虑汇率与利率变化外,外币选择还应做到以下几点:1) 筹资货币与用款及还款货币尽量一致,如发行债券的面值货币应尽量与其使用的货币及所创外汇收入的币种相一致,尽量避免汇兑风险。2) 选择流通性较强的可兑换货币筹资,以便于资金调拨与转移。3) 尽量使用软货币进行筹资,以便因债务货币汇率下浮而减少债务成本和负债额。但并非绝对如此,因为货币软硬并非一成不变,货币选择也非一厢情愿,筹资者应根据市场情况灵活应变。4) 筹资货币多样化,以分散风险。多种外币组合筹资可以使有效筹资成本降低并且能抵补风险。这是因为单一外币筹资的有效成本是浮动的,多种外币组合后,风险互相抵



补，使得外币组合筹资成本较稳定。

2. 优化资本结构

建立国际企业总体的最优资本结构是国际企业筹资最重要的战略目标。然而，国际企业比国内企业的资本结构决策更复杂，究竟如何处理国际企业总体资本结构与国外子公司资本结构的关系呢？国际企业通常采用建立公司总体最优资本结构，然后调整国外子公司的资本结构的方法，以充分利用当地筹资机会，使国际企业的总体筹资成本最低，总体价值最大。

(1) 国际企业的总体资本结构。国际企业的总体资本结构是由国际企业的母公司与全部子公司的资本结构合并而成的，也就是合并资本结构，它反映了国际企业的全部资金来源构成。目前大多数国际企业尚未实现所有权的国际化，母公司及子公司的股权资本主要来源于母国，少数资本国际化的大公司的股份多数仍为母国居民持有，外国股民持有股份仅占少数，其债务资金也以母国来源为主，国外借款又与以母国为基地的国际银行有密切关系，所以国际企业总体资本结构与财务风险评价基本上可采用母国惯例。但是，要建立国际企业的最优资本结构并非易事。

国际企业的最优资本结构是建立在全球范围所有子公司及母公司资本结构基础上的，国际企业必须统筹兼顾，全盘考虑。国际企业的投资者及债权人最关心的是与国际企业全球范围的资本结构相联系的违约与破产风险，国际企业任何一个海外子公司的破产与其他财务困难都会不同程度地影响公司总体的经营能力与偿债能力，降低公司的总体价值和后续筹资能力，损害投资者的利益。所以，经常监测与调整国际企业全球范围的资本结构组合，是国际企业全球筹资战略的内在要求，是建立最优资本结构，实现筹资能力最大化的基础工作。

国际企业的总体资本结构与纯国内企业的资本结构有无原则性差别？也就是相对于国内企业，国际企业是采取债务密集型的资本结构，还是采取股权密集型的资本结构？对此，并没有一致结论。

1) 债务密集型 (debt-intensive) 资本结构。债务密集型资本结构是指债务资金的比例相对较大的资本结构。采取这种类型资本结构的国际企业，往往倾向于采用债务筹资的方法，所以也可以称为债务倾向型资本结构。

这种类型的资本结构适合于具有稳定现金流量的企业，现金流量稳定便于及时偿还债务。一种观点认为国际企业具有比纯国内企业更稳定的现金流量，理由为：一是国际企业地理分布与经营业务的多样化，减轻了单个不利事件对现金流量的影响；二是国际企业的现金流量以多种货币表示，可以有效地分散汇率风险。所以，尽管国际企业是依赖外国子公司的收益来支付其未偿还债务，但它可以比国内企业负担更高比例的债务。

2) 股权密集型 (equity-intensive) 资本结构。股权密集型这种类型的资

本结构是指资本结构中债务比例较低，股权比例较高。采取这种资本结构的企业倾向于股权筹资，所以称为股权倾向型的资本结构更为合适。

这种资本结构适合于现金流量较少或不稳定的企业。有人认为，国际企业的现金流量比国内企业更变化无常，应采用股权密集型资本结构。理由为：第一，海外子公司的收益必须服从东道国的税法规定，这些规定可能随时改变，另外东道国可能迫使子公司将所有收益留在当地，因而汇往母公司的资金就得减少；第二，尽管可以采取保值等方法避免汇率变化风险，但只要存在汇率变化，就可能会造成汇兑损失。如1981—1984年，尽管各种货币对美元不按同一幅度变化，但美元对大多数主要货币升值（坚挺），结果美国国际企业的海外子公司汇寄至母公司的收益，由于美元坚挺而大幅度减少（以美元表示），尽管美国国际企业的经营也是多样化分布的。这些理由认为，如果国际企业总体采取股权密集型资本结构，在允许子公司收益暂时滞留于海外以回避风险而又不影响向债权人定期支付利息方面，具有更大的灵活性。

国际企业究竟采取何种资本结构并无一定之规。国际企业应综合考虑影响其未偿还债务支付能力的所有因素，使资本结构决策符合自身战略。

不同国家及不同行业的国际企业，其总体资本结构有较大差别。一项由国外学者进行的调查研究发现，国际企业的资本结构倾向于按照公司总部所处国家而变化。英联邦国家及美国的国际企业的债务比率比总部设在其他工业发达国家的国际企业要低。

实际上在有些国家，虽然企业财务杠杆水平高，但不能简单认为其财务风险就大。例如，日本企业的债务比率大大高于美国企业，但日本企业的财务风险不一定比美国企业大，因为日本政府对遇到财务困难的本国企业会提供帮助，而且由于企业之间存在供求依赖或互相拥有股权等，其他企业也会对遇到麻烦的企业提供宽容的信用或价格优惠。另外，日本银行不仅是债权人，有的还与企业互相持股，尤其是一些大型综合商社与银行等金融机构有着更为密切的依赖关系，日本的银行会千方百计救助困难企业，避免企业破产。但是由于部分日本企业过度依赖银行等国内金融机构，造成日本金融机构呆账过多。最近几年，日本受泡沫经济破灭的影响，经济持续低迷，中小银行开始倒闭，银行等金融机构互相兼并，企业处境艰难。这些新情况已引起人们对日本企业债务密集型资本结构的重新认识。

从实际情况看，国际企业总体资本结构中债务比率都高于母国的国内企业，因为国际企业总体收益稳定且规模巨大，投资者易接受其较高的债务比率，所以国际企业可以在不影响其筹资能力的情况下利用更多的债务资金。另外，国际企业最优资本结构是一个区间范围，这也为国际企业选择筹资方式与规模提供了灵活性。

(2) 子公司的资本结构。前面已提到，国际企业要决策总体资本结构，必



须监督和调整海外子公司（包括投资项目）的资本结构，使子公司的资本结构有利于国际企业总体经营战略的实现。

子公司的资本结构不同于母公司或国际企业总体的资本结构，更不同于纯国内企业的资本结构。正是由于子公司资本结构的复杂多样性才决定了国际企业总体资本结构的复杂性和重要性。实际上，国际企业海外子公司的资本结构不是完全独立的，因为子公司的资本结构可以受母公司的操纵，具有较大的随意性。但是国际企业海外子公司的资本结构决策不外乎三种：一是与母公司总体资本结构一致；二是与当地企业资本结构一致；三是根据情况，灵活确定，使筹资成本较低。

1) 与母公司总体资本结构一致。坚持以国际企业总体资本结构为标准来规划子公司的资本结构，能够保证母子公司合并资本结构的稳定性，投资者对国际企业的风险评价不会发生改变，也较简单。但是教条地坚持各子公司的资本结构必须与母公司总体目标资本结构保持一致，就会忽视子公司经营环境的特殊性，不能发挥国际企业的全球优势，使子公司无法利用低成本资金来源，坐失良机，在当地市场失去竞争力。比如海外子公司在进行每一个新项目的预算时，如果简单地套用公司总体的加权平均资本成本，而忽视新项目特有的风险水平，就可能失去利用各种低成本资金的机会，不敢利用当地贷款来预防政治风险和外汇风险。

2) 与当地公司的资本结构一致。国际企业以海外子公司当地的资本结构为标准来规划子公司的资本结构，有时是由于东道国政府有法律规定，子公司必须执行；有时并无法律规定，而是由国际企业自行决定。这种做法也有正反两方面效应。其好处主要在于，一方面，坚持以当地资本结构为标准，可避免东道国对于国际企业子公司过高债务比率的批评，改善国际企业子公司在东道国的形象；另一方面，子公司的当地化资本结构有利于投资者或债权人及当地政府评价子公司收益状况，并与当地竞争者进行同行业比较。其不足之处也有两点，一是放弃了国际企业资金来源多样化、风险分散的跨国优势，为了遵守当地标准而使子公司资本结构当地化，让子公司自己管理资产的流动性和清偿能力，独立应付各种风险；二是如果国际企业的所有子公司都采用当地化资本结构，那么整个公司的合并资本结构会偏离母国标准且不反映任何国家的标准。

总的来说，国际企业海外子公司的资本结构当地化是弊大于利，国际企业会因此丧失所有能动地协调公司内部资本结构、调动内部资金的优势。另外，各国的资本结构有很大的差异，如简单地要求美国在日本的子公司采取当地化的高债务比率的资本结构，大量从银行借款，显然是不现实的。

3) 灵活确定，使筹资成本较低。国际企业经常采用的是根据情况，灵活确定使筹资成本较低的标准，来统一协调海外子公司的资本结构，即以国际企

业的总体资本结构为控制目标,根据每个子公司的具体筹资成本和风险状况,不拘一格,灵活确定其资本结构,尽量使筹资成本较低,风险较小。其中一个重要原则就是允许债务成本低的国家的子公司保持较高的债务比率,而债务成本高的国家的子公司保持较低的债务比率。这样就可使加权平均资本成本最低,公司总体资本结构最优。

(3) 母公司的担保与债务合并。国际企业在进行总体资本结构设计时,要考虑母公司对子公司的担保与债务合并对公司总体国际筹资能力的影响。

1) 母公司的担保与筹资能力。子公司的债务比率实际上是一个装饰,债权人一般不会单纯依赖子公司的收益作为付款来源,最终还是指望母公司和它的全球现金流量,因为大多数国际企业不会让子公司赖账而拖欠债务,更不会轻易让子公司破产清算,否则将会严重损害公司总体的风险级别和筹资能力,所以在许多情况下子公司的债务是由母公司担保的,虽然有时不正式担保,但存在着隐含担保。

从理论上讲,母公司提供担保与不提供担保的法律责任是不同的,只有母公司担保的债务才会影响母公司的筹资能力,因为对于担保的子公司债务,当子公司无力偿还时,母公司负有偿还的法律责任,所以子公司的担保债务应并入总体资本结构;而对于不经担保的子公司债务,母公司没有代替偿还的义务,不应并入总体资本结构。事实上,国际企业一般会同样对待两种债务。美国学者曾对20家大中型国际企业进行调查,无一家表示允许子公司拖欠或拒还未经母公司担保的债务。调查的7家较小型公司中,只有一家表示在某些特定环境下允许子公司不履行债务契约。所以,子公司的未担保债务中隐含着担保。国际企业之所以会对两种债务一视同仁,是为了避免一旦子公司违约而导致与各类债权人,尤其是一些国际金融机构关系的恶化,因为国际企业对其可能有资金依赖关系,如果与金融机构的关系恶化,国际企业的经营活动将会遇到困难,筹资能力将大大下降。

国际企业一般情况下会对子公司提供债务担保,这有利于简化子公司的借款程序,避免由于过多限制性条款而使子公司财务与经营活动丧失灵活性,以使子公司筹资成本较低。然而提供担保也存在弊端:第一,使子公司债务失去防止东道国征用风险的功能;第二,使子公司对母公司产生依赖性;第三,母公司提供担保,表明对某些经营活动有明显的支持,这可能会诱使债权人提出额外要求;第四,由于母公司提供担保,银行等债权人可能不再监督子公司的经营活动,因为无论子公司的经营业绩如何,银行不必再为其贷款安全担忧,这可能导致代理成本上升。

2) 债务合并与筹资能力。子公司的资本结构并非完全独立,投资者与债权人观察子公司的财务风险地位,并不完全根据子公司的资本结构,而更主要看母、子公司合并报表后的总体资本结构,仅仅根据子公司资本结构来估计整



个公司的风险地位是不合理的，有时还会得出相反结论，做出错误的投资决策。因为国际企业为了实现其全球筹资战略，可灵活调整子公司的资本结构，所以子公司的资本结构显得不很重要。理论上一般也认为，如果不合并子公司的财务报表，未合并的子公司债务不会影响国际企业总体资本结构和筹资能力。然而，如果国际企业企图利用这点来掩饰海外子公司的不良状况则是徒劳的，一方面是因为当今世界已拥有发达的通信网络，投资者和债权人可以方便、快捷地取得国际企业各海外机构的信息；另一方面是穆迪公司和标准普尔公司等信用评级机构总是严格审查国际企业的各种资料，所有债务都将纳入国际企业的资信评估及筹资能力的评价中。

8.3.4 降低国际企业的筹资风险

由于国际筹资环境的复杂性，国际企业的海外筹资面临多种风险。而任何一笔海外筹资都可能影响国际企业的风险级别及后续筹资能力，所以国际企业必须加强其筹资风险管理。

1. 防范国家风险

国家风险也称政治风险，是指由于东道国或投资所在国国内政治环境或东道国与其他国家之间政治关系改变而给外国企业或投资者带来经济损失的可能性，诸如东道国没收跨国子公司的资产等。尤其是在一些发展中国家，这种风险更大。国际企业在进行国际投资时要评估和防范国家风险。由于国际筹资与国际投资等国际经营活动紧密相关，国际企业为了降低最终的国际筹资成本，应将国际筹资与相应的国际投资等经营活动的国家风险防范一起考虑。所以，国际企业在制定国际筹资战略时也必须认真评估有关的国家风险并制定防范措施。

(1) 尽可能在政治稳定的国家投资。政治稳定、法制健全的国家，一般都会非常注重国家信誉，不会轻易采取没收或冻结外国公司资产、突然实行严厉的外汇管制等极端措施。外国公司在当地的投资利益会较有保障，不会使国际企业因资产损失而发生破产风险。否则，一旦国际企业在当地投资失败，将给国际企业的国际筹资带来严重困难。为了确保资金使用的安全性，国际企业一般向本国或国际金融机构寻求投资保险或担保。

(2) 尽量利用负债筹资。在一些风险较大的国家，可尽量利用公司外部资金，减少公司的股权筹资。当这些国家和地区当局要求国际企业必须提供一定比例的内部资金时，母公司应尽量以贷款形式向子公司提供资金，避免股权投资可能造成的损失。同时尽可能向国际性大金融机构谋求贷款，这样一旦东道国采取不利于国际企业的过激行动，影响到这些大金融机构的利益，它们便会利用自己的地位向东道国政府施加压力，迫使其放弃某些做法。东道国一般不会得罪这些大金融机构。

(3) 坚持以国外投资项目或子公司的生产盈利归还贷款,减轻对母公司的依赖关系。这就使得各类债权人,不论是来自东道国还是东道国之外的,都来关心项目或子公司的经营活动,关注东道国履行合约的信誉状况,从而使东道国处于各类利害关系人的监督之下。国外投资项目与子公司被纳入一个由银行、政府机构及客户组成的全球利害关系网中,东道国的任何过激行动都会遭到国际社会的谴责,对东道国起到遏制作用。所以从这个角度讲,国际企业还应使其项目或子公司的债务结构多元化,尤其是要尽可能利用当地筹资,强化东道国政府与子公司或投资项目有关的自身利益。

2. 避免外汇风险和利率风险

如前所述,外汇风险是指一个经济实体或个人,在涉外经济活动中由于外汇汇率的变动,使其以外币计价的资产或负债价值涨跌而蒙受损失的可能性。利率风险主要是指在实行浮动利率的情况下,如果利率上升,就会使企业的利息支出增加、借款成本提高的风险。国际企业在进行国际筹资时必须注意避免外汇风险和利率风险,加强风险管理。

(1) 国际筹资的外汇风险和利率风险管理原则。在国际筹资过程中控制与防范汇率与利率等风险,最重要的原则是均衡原则,即:1) 筹资货币结构要均衡,币种组合要合理,如软硬货币搭配得当,筹资货币与使用货币、偿还货币的币种应尽量一致;2) 筹资货币的期限结构要均衡,长期与短期负债搭配得当;3) 总体利率结构要均衡,尽量以优惠利率为主,固定利率与浮动利率搭配得当;4) 筹资市场结构要均衡,避免过于集中;5) 筹资总体成本结构要均衡,即前面所说的考虑利率、汇率、费用等成本因素。

汇率风险和利率风险管理要以保值而非盈利为目的,避免利用各种金融工具进行过度投机,要充分把握与认识金融市场,科学预测各种风险因素,把握好实施保值的时机。

(2) 国际筹资过程中的外汇风险管理策略。在管理外汇风险时,公司必须能够确定计划期内的外汇风险头寸净量,并采取一定的防范措施。按照筹资者对筹资风险的态度,可以分为根本不保留外汇风险头寸、保留一定比例的外汇风险头寸及保留100%外汇风险头寸等三种策略。第一种办法把风险控制的最小限度内,不承担任何筹资风险,将利率与汇率风险100%定下来,不留任何风险头寸。这种方法虽然安全,但有时成本过高,而且也很难做到。第三种方法是过度投机办法,由于金融市场变化莫测,这种方法是非常冒险的,不应提倡。最合适的就是按一定比例保留外汇风险头寸,根据借款成本制定一段时期的保值计划。如果市场朝不利方向变化,筹资者寻找机会平掉风险头寸部分,如果市场朝有利条件变化,则保留风险头寸,甚至扩大风险头寸。这种方法既安全又具有灵活性,尤其适用于金额大、期限长的债务筹资,但实行这种方法往往需要一定金额的准备金。



3. 保持和扩大现有筹资渠道

国际企业应放眼长远，着眼全球，在追求低成本、低风险资金的同时，从国际企业的长远战略出发，不计一时一地的眼前得失，在全球范围内拓展筹资渠道，分散风险，保证资金来源的稳定性和筹资方式的灵活性，增强后续筹资能力。主要策略有：一是实现资金来源多样化；二是大量借款保持现有资金来源。

(1) 资金来源要多样化。国际企业面临发达的国际金融市场，有众多资金来源和筹资方式可供选择，这是国际企业的巨大优势。国际企业在选择资金来源时，不应过度依赖单一或少数的资金渠道与筹资方式，应努力使资金来源多样化，从而分散风险。要主动出击各金融市场，与众多的金融机构及投资者建立良好的合作关系，这有助于提高其在国际金融市场上的知名度，显示其良好的信誉和经营实力，扩大影响，为其后续筹资打下良好的基础。

(2) 超量借款以保持现有信用额度。许多国家的银行都为其客户确定信用额度。银行提供的信用额度为满足企业短期资金的需要提供了一种非常灵活的筹资渠道。大多数国际企业的子公司都在银行拥有信用额度，国际企业可以在信用额度内随时取得贷款，其利息要低于普通贷款，而对于未充分利用的信用额度，则要支付给银行一定的承诺费。银行会定期检查国际企业信用额度的使用情况，如果银行确认客户的借款水平经常低于信用额度，便会削减客户信用额度，避免银行资金闲置。所以国际企业有时为了使其信用额度不被削减，即便不需要资金也坚持向银行大量借款，以保持现有的资金来源，从而在资金紧缩时仍能获得所需的贷款。

8.4 国际企业投资管理

国际投资是指投资者跨越国界投入一定数量的资金或其他生产要素，以期获得比国内更高利润的一种投资。按投资的主体，可把国际投资分成政府进行的国际投资和企业进行的国际投资，政府进行的国际投资一般带有一定的援助性质，不属于国际财务管理所要研究的内容。本节所述的国际投资，均指企业进行的国际投资。

8.4.1 国际投资的种类

按不同的标准，可对国际投资作不同分类，现根据国际上常见的分类标准，说明如下。

1. 按投资方式，可分成国际直接投资和国际间接投资

国际直接投资又称对外直接投资，是投资者在其所投资的企业中拥有足够

的所有权或足够程度的控制权的投资。最初意义上的国际直接投资是指在国外建立工厂直接生产或设立商店直接销售的一种经营活动。现代意义上的国际投资，则是指在国外取得经营权的投资。直接投资一般指在国外开设独资企业、兴办合资企业、合作企业。如果股票投资达到了对某企业进行控制的程度，也属于直接投资。

国际间接投资又称对外间接投资，是指投资者不直接掌握投资对象的动产或不动产的所有权，或在投资对象中没有足够的控制权的投资。间接投资一般指各种证券投资。

总之，区分直接投资和间接投资的标志是投资者是否能控制作为投资对象的外国企业。根据国际货币基金组织的规定，拥有外国企业股票超过25%为直接投资。另外，各国政府都根据具体情况确定了直接投资与间接投资的划分标准。例如，美国有关机构曾规定，只要外国投资者实际上能控制美国企业的管理权，那么，即使投资者只掌握该企业10%的表决股，也可以认为这是外国的直接投资。日本外资法及其施行细则规定，凡外国投资者直接或间接拥有日本公司或其他企业全部股份或持有50%以上的股份的，或者凡外国投资者实际上控制日本公司或企业的董事会，即外国投资者能占半数以上董事会席位的投资，称为外国直接投资。其他国家，如英国、法国、德国和意大利也有类似的规定。

2. 按资金来源，可分成公共投资和私人投资

公共投资一般是指政府或国际组织出资所进行的投资，如由政府出资兴建公共设施，由国际金融机构出资改善投资环境等都属于公共投资。

私人投资是指由私人（包括法人和自然人）筹集资金，为谋求利润所进行的投资。国际财务管理中的投资主要是由企业（法人）筹集资金到国外去投资，以谋求利润的行为，因此属于私人投资。

3. 按投资时间长短，可成长期投资和短期投资

长期投资一般是指1年以上的投资。在国外兴办合资企业、合作企业、独资企业或持有国外企业发行的证券1年以上的投资，都属于长期投资。长期投资一般所需资金多，投资时间长，投资风险大，因此，必须认真分析投资环境和投资效益，做出科学决策。

短期投资一般是指1年以内的投资。短期投资通常是指证券投资，如果进行合作经营，时间不超过1年，也属于短期投资。

8.4.2 国际投资的程序

企业进行国际投资，比进行国内投资风险更大，因此，必须按科学的程序进行管理。这一程序一般包括如下几步。



1. 根据生产经营情况，做出国际投资的决策

企业根据自身经营的特点和国际市场状况，提出进行国际投资的设想。企业进行国际投资的原因很多，主要包括：

(1) 进行国际投资有利于取得更多的利润。例如，70年代后期，美国国内制造业平均利润率为13%，而1979年它在发达国家直接投资的利润率达19%，在发展中国家则高达32%。^①

(2) 进行国际投资有利于占领国际市场。随着国际竞争的加剧和贸易保护主义的抬头，企业占领国际市场越来越困难，但通过国际投资，在国外直接设厂生产或设店销售则为尽快占领国际市场提供了方便条件。

(3) 进行国际投资有利于保证原材料的供应。原材料的供应对任何国家的企业来说都是非常重要的，像日本那样国内自然资源贫乏的国家，则更是性命攸关。许多主要依靠进口原材料的企业，不得不对外进行投资，控制原材料生产以保证原材料供应。

(4) 进行国际投资有利于取得所在国的先进技术和管理经验。进行国际投资，就要雇用当地的技术人员和管理人员，通过他们，可以迅速获得国外的先进技术和管理经验。

2. 进行认真研究和分析，选择合适的国际投资方式

目前，国际投资方式一般有合资经营、合作经营、独资经营、证券投资等各种方式。每种投资方式都有不同的特点，这就需要进行认真的分析和研究，选择最适合本企业的投资方式。

3. 选用适当的方法，对国际投资环境进行评价

投资环境，又称投资气候，是指在外国投资时所面临的特定生产经营条件。各国的政治、经济、社会文化条件不一样，从而对投资效益会产生不同的影响，为此，就需要用特定的方法，对投资环境进行研究，以选择投资环境比较好的国家进行投资，减少投资风险，提高投资效益。

4. 利用国际上常用的投资决策指标，对投资项目的经济效益进行评价

对国际性投资项目进行评价，可采用净现值、内部报酬率、现值指数等指标，这些指标的含义和评价方法与国内投资基本相同。进行国际投资必须采用双重评价法，即先用子公司东道国的货币，对子公司的投资项目进行评价，然后，按一定汇率折算成母公司所在国的货币，再从母公司的角度对投资项目的效益进行评价。因此，在对国际性投资项目进行可行性分析时，其过程要比单一的国内投资复杂得多。

^① 叶刚：《边际全球的跨国公司》，45页，上海，复旦大学出版社，1989。



8.4.3 国际投资方式

国际投资方式是企业进行国际投资时所采用的具体形式，目前主要有：国际合资投资、国际合作投资、国际独资投资、国际证券投资等。现根据国际惯例，介绍各种投资方式的特点。

1. 国际合资投资

国际合资投资是指某国投资者与另外一国投资者通过组建合资经营企业的形式所进行的投资。这里的合资经营企业通常是指两个或两个以上的不同国家或地区的投资者按照共同投资、共同经营、共负盈亏、共担风险的原则所建立的企业。

国际合资投资是国际投资的一种主要方式，其主要优点是：(1) 进行国际合资投资可减少企业的投资风险。进行合资经营，由东道国企业参与投资，东道国投资者毕竟对自己国家的经济情况了解得比较多，因而能减少经营上的风险。(2) 由于与东道国投资者合资经营，共负盈亏，外国投资者除可享受特别优惠外，还可获得东道国对本国企业的优惠政策。(3) 进行合资投资，能迅速了解东道国的政治、社会、经济、文化等情况，并能学习当地投资者的先进管理经验，有利于加强企业管理，提高经济效益。

进行国际合资的缺点主要有：(1) 进行国际合资投资所需时间比较长。一般来说，进行合资投资必须寻找合适的投资伙伴，但这比较困难，需要较长时间。另外，在国外设立合资企业，审批手续比较复杂，需要时间也比较长。(2) 很多国家都规定，外资股权不能超过50%，所以，国外投资者往往不能对合资企业进行完全控制。

2. 国际合作投资

国际合作投资是指通过组建合作经营企业的形式所进行的投资。这里的合作经营企业又称契约式的合营企业，是指国外投资者与东道国投资者通过签订合同、协议等形式来规定各方的责任、权利、义务而组建的企业。

合作投资的优点是：(1) 进行合作投资所需时间比较短。兴办合作企业的申请、审批程序比较简便，合作经营的内容与方式没有固定格式，便于双方协商，容易达成协议。(2) 进行合作投资比较灵活。合作企业的合作条件、管理形式、收益分配方法以及合作各方的责任、权利、义务都比较灵活，均可根据不同情况，在合作各方协商的合同中加以规定。

合作投资的缺点主要在于这种企业组织形式不像合资企业那样规范，合作者在合作过程中容易对合同中的条款发生争议，这都会影响合作企业的正常发展。

3. 国际独资投资

国际独资投资是指通过在国外设立独资企业的形式所进行的投资。这里的



独资企业是根据某国的法律，经过该国政府批准，在其境内兴办的全部为外国资本的企业。

进行国际独资投资的优点是：（1）进行国际独资投资由投资者自己提供全部资本，独立经营管理，因而在资金的筹集、运用和分配上，都拥有自主权，不会受到其他干涉。（2）进行独资投资有利于学习所在国的先进技术和管理经验，有利于投资者利用各国税率的不同，通过内部转移价格进行合理避税。

进行国际独资投资的缺点主要是：（1）进行独资投资，对东道国的投资环境调查起来比较困难，不太容易获得详细的资料，因而投资者承担的风险较大。（2）在很多国家，独资企业设立的条件都比合资企业严格，这也是独资企业的不利之处。

4. 国际证券投资

国际证券投资是指一国投资者，将其资金投资于其他国家的公司、企业或其他经济组织发行的证券上，以期在未来获得收益。国际证券投资是企业从事国际经营活动的起点之一。

国际证券投资的优点是：（1）进行国际证券投资比较灵活方便。证券投资不像进行合资经营那样要经过谈判、协商和复杂的审批手续，只要有合适的证券，几乎可以立即进行投资。（2）进行国际证券投资可以降低风险。国际证券在发行时一般要经过国际公认的资信评级机构确认发行人的资信等级，有的还需经过发行人所在国家的政府担保，因而证券投资风险一般要比合资、合作、独资投资的风险低。（3）进行国际证券投资可增加企业资金的流动性和变现能力。企业持有国际证券，随时可转让出售变成现金，因而投资于证券比投资于实物资产更具有流动性。

进行证券投资的缺点是证券投资只能作为一种获得股利或利息的手段，而不能达到学习国外先进的科学技术和管理经验的目的，也无法控制有关资源和市场。

8.4.4 国际投资政治风险的防范

除了与国内企业同样面临的投资风险外，国际直接投资还要面对东道国可能存在的政治风险。对政治风险有不同的解释，此处主要是指由于投资所在国政策变化而对国际企业可能带来的损失，比如没收国外资产、税法的变化、对贸易和货币的控制等都属于政治风险。



[例 8—6]

20 世纪 90 年代，严重的电力不足成为制约印度经济发展的瓶颈之一，1992 年，安然发展公司——休斯敦基础电力公司的子公司签署了一个在印度建立当时最大的电厂的合同，总投资额 28 亿美元。但是当安然公司投资了近



3亿美元后，这个计划被电厂所在地的马哈拉施特拉州的印度民族主义政党取消了，虽然后来马哈拉施特拉州邀请安然公司就这个计划重新进行谈判，但是如果安然公司同意重新谈判，它就要接受一个比较低的利润率。这个案例说明安然公司在初始签约投资时，忽视了印度民族主义政党胜利可能带来的政治风险。

按照影响的范围不同，政治风险可以分为宏观风险和微观风险。宏观风险是指影响到所有外国公司的政治风险，如东道国政局的稳定性、对跨国公司的态度等。而微观风险是指仅对国际业务的一部分或个别公司有影响的政治风险。

按照公司受影响的方式不同，政治风险可以分为转移风险、经营风险和控制风险。转移风险是指由资本、利润和专有技术等跨国转移不确定性所引起的政治风险，比如对跨国公司将利润转回本土国的限制等；经营风险是指由东道国政策的不确定性而影响跨国公司在当地的运作，如突然的政策变化，最低工资法的实施等；控制风险是指东道国对当地经营的控制权或所有权方面的政策不确定性所引起的政治风险，如对外国企业控股权的限定等。

对政治风险的度量并不容易，评价政治风险时通常首先需要考察东道国的政治和政府系统的稳定性以及不同政党之间的实力对比，如果一个国家有多个政党，那么频繁的换届极有可能导致政策的非连续性，而且不同的政党其政治纲领也会有差别，管理经济的方法也不尽相同。其次，要关注东道国的一体化程度，当一个国家的政治和经济与其他国家的关系越紧密或是几个主要世界组织的成员，如世贸组织、欧盟等，那么该国的政治风险相对较小，因为它更有可能在经济事务中遵守通用规则。最后，要注意政治风险也可能由经济情况引发，如持续的贸易逆差可能导致东道国建立贸易壁垒等，严重时可能导致政治混乱。

国际企业可以通过以下几种方法防范政治风险：

(1) 资本预算时充分考虑政治风险。当可能面临政治风险时，国际企业在进行投资预算时应当考虑政治风险这一因素，并据此调整项目的净现值。一般来说可以通过保守估计预期现金流和提高资本成本来进行，只有当调整后的净现值为正时，投资计划才是可行的。

(2) 购买保险。对于一些规模较小的公司来说，购买保险是一种简便易行的方法。例如，美国政府的海外私人投资公司（OPIC）为了促进美国公司在发展中国家的投资，对以下四种政治风险提供保险：外国货币的不可兑换；海外资产被征用；东道国的战争、政治暴乱引起的财产损失；政治风波对收入带来的损失。如果面临的政治风险能够被全部保险，国际企业在计算投资项目的净现值时应将保险费从预期现金流中扣除，折现率则可以采用国内投资正常的资本成本。



(3) 利用当地资源避免政治风险。国际企业可以通过与当地企业建立一些关系来规避政治风险，如与当地企业合资，这样东道国政府就不太可能会没收该投资，因为这种行为同时也会损害当地企业的利益。当跨国公司能够从东道国银行获得贷款时，可以适当提高资产负债率，这种情况下，东道国政府政策的变化会考虑银行资金的回收从而持慎重态度。



[例 8—7]

20 世纪 70 年代末在许多拉美国家严格限制和审查外国直接投资时，秘鲁政府采取了对外开放政策，通过放宽对外商的限制来吸引投资。为促进在石油勘探和开采领域的投资，1980 年秘鲁政府专门通过了一部新的石油法（23233 号法律），该法的亮点是为石油企业利润再投资提供税收优惠。在这一法律背景下，包括美国 Belco 石油公司在内的三家外资石油公司积极响应，宣布将增加 6 亿美元投资用于秘鲁的石油勘探和开发，并得到了相应的税收优惠。

然而，1985 年当秘鲁新任总统加西亚上台后，单方面终止了税收优惠政策，并在当年声称，“外国石油公司滥用前任政府给予的税收优惠政策，现任政府要求享受该政策的外资石油公司补缴减免的税款，同时将税率由原来的 41% 提高到 68%；还要求外国石油公司增加在石油勘探领域的投资，取消与三家最大外国石油公司（包括 Belco）签订的产品分成合同，并要求就合同内容进行为期 90 天的重新谈判”。这三家石油公司在秘鲁总投资额超过 19 亿美元，原油产能占秘鲁原油总产能的 2/3。经过谈判，有两家公司与秘政府达成了新的协议，而 Belco 石油公司却拒绝按照秘政府要求增加投资，拒绝补缴税款，并拒绝接受新的税率。1985 年 12 月，该公司在秘鲁的全部资产被征收，由秘鲁国家石油公司接管。

Belco 石油公司曾在美国投保了美国国际集团（AIG）的政治风险保险，在资产被征收后，该公司向 AIG 提出 2.3 亿美元的索赔，这是当时金额最大的一笔政治风险索赔案件。在对 Belco 石油公司进行赔偿后，AIG 开始了长达 8 年的对秘鲁政府索赔金的追偿。1993 年 8 月 28 日，秘鲁政府与 AIG 最终签订了总额为 1.847 亿美元的赔偿协议。一个月后，AIG 获得了秘鲁政府 3 000 万美元的第一笔赔偿款。

8.5 国际企业营运资金管理

国际企业营运资金管理是国际企业财务管理中非常重要的一个环节，由于国际企业理财环境的复杂性和特殊性，国际企业营运资金的管理更多地受到汇率波动、外汇管制、税收等因素的影响。与单纯的国内企业相比，国际企业的财务人员在营运资金管理方面必须具备更强的风险意识和更高的应变能力。



8.5.1 国际营运资金管理的内容与环境因素

1. 国际营运资金管理的内容

营运资金的定义方式有两种：一是毛营运资金，指企业的流动资产总额，包括现金、短期证券、应收账款、存货等项目；二是净营运资金，指流动资产减流动负债后的净额。本节以第一种定义方式为主，针对营运资金各项目，研究具有国际企业特点的各种管理方法和技巧。

国际营运资金的管理包括两方面内容：营运资金的存量管理和营运资金的流量管理。

营运资金的存量管理着眼于各种类型的资金处置，目的是使现金余额、应收账款和存货处于最佳的持有水平。国内企业存量管理的一般原则是：以最少量的营运资金，从营业活动中获得最大的边际收益率。国际企业的管理原则与之类似，但国际商业环境的复杂性决定了国际企业必须立足于全球制定其发展战略，即必须将其资源在全球范围内进行最有效的配置，以实现全球经济效益的最大化。因此，从这个意义上说，国际企业对营运资金存量的管理与国内企业的立足点是不同的。

营运资金的流量管理着眼于资金从一地向另一地的转移，其目的是使资金得到合理的安置，确定最佳的安置地点和最佳的持有币种，以避免各种可预见的风险和损失。

一般来说，在统一、开放的国内市场中，企业营运资金的管理重点是存量管理，因为单一的国内市场中不存在汇率、通货膨胀率、市场收益率以及税率等诸多因素的差别，企业的营运资金基本上不存在安置地点和持有币种的问题，所以对营运资金流量的管理处于相对次要的地位。国际企业则不同，营运资金的流量管理是降低风险的必要手段和有效途径，这也是由国际理财环境和国际企业的特点所决定的。

2. 国际营运资金管理必须考虑的环境因素

由于国际理财环境与国内理财环境的差别，国际营运资金管理必须考虑以下环境因素：

(1) 外汇暴露风险。自1971年8月汇率波动以来，国际企业的营运资金管理开辟了新的范围，即对货币头寸的管理。如果一个企业的外汇账户留有开放的头寸，就存在着外汇暴露风险。

从理论上说，只要通过在远期外汇市场上的买卖操作，就可以覆盖开放的头寸，但这种覆盖的头寸需要一定的成本，如果管理者认为成本太高或存在投机心理，往往会留有一定的开放头寸。这样，外汇暴露的确切风险无法确定。

国际企业的营运资金管理必须充分考虑外汇暴露风险因素，努力避免有重

大风险的头寸，缓解风险程度。

(2) 资金转移的时滞。国际企业的资金转移是跨国界、跨币种的，所以资金转移延迟问题要比国内企业严重得多。国际商业实践证明，资金转移延迟现象普遍存在，有的延迟几天，有的达几星期，尤其是在最后付款和转换币种过程中时滞常常发生。因此，国际企业必须考虑建立多种支付渠道，以应付各种不同类型的资金转移延迟。

(3) 政府政策限制。国际企业在经营过程中必然与多国政府打交道，因此必须对相关国家的经济及政治情况和有关政策给予高度的重视，并认真分析研究，及时做出决策。其中对营运资金有直接影响的政策包括：

1) 外汇管制。外汇管制会直接影响资金转移的及时性，从而影响到营运资金管理的有效性。因为外汇管制限制了资金的自由流动，即使跨国企业判断出弱币地区或高利润区，资金转移也是困难的。更为严重的是，如果国际企业内各实体之间已形成了资金信贷的完善的连环系统，那么外汇管制会使这一连环系统的正常运转受阻，破坏性较强。

2) 税收政策。各国的税收政策在调节经济方面都具有不可忽视的作用，它与外汇管制相比，弹性更大。如果该国政府想限制资本流出，可以采用课以重税的方式。另外，税制结构的复杂性和各国税法的日趋严密，都促使国际企业必须对各国税收政策的影响充分考虑。

3) 其他政策。政府的其他政策包括对股利汇付的限制、对跨国公司内部付款提前或延迟的限制、对转移价格的限制、对债务比率的限制等等。国际企业必须了解这些政策规定，在营运资金管理中加以考虑，以避免因政策限制带来的风险。

8.5.2 国际营运资金存量管理

国际企业营运资金存量的管理和国内企业基本相似，但在具体实务中，前者要复杂得多，这是由国际理财环境与国内理财环境的差异决定的。本节主要研究在国际理财环境下，现金管理、应收账款管理和存货管理的特殊方法和技巧。

1. 现金管理

在国际企业的理财活动中，现金账户是应给予高度重视的。这里的现金是指包含备用金、银行存款、各种存单及有价证券等在内的营运资金项目。其特点是流动性较强，但盈利性较差。

国际企业在现金管理方面应考虑以下几个问题：

(1) 现金持有方面的问题。1) 持有形式。是指现金余额在现钞、银行存款、存单及有价证券等持有形式之间如何分配的问题。2) 持有时间。是指各种形式的现金持有多久的问题。这也应视子公司的环境和具体情况而定。3) 持

有币种。是指国际企业现金管理中持有何种货币的问题。国际企业分支机构遍布全球，必须管理多种货币，而各种货币币值高低起伏，汇率波动很大，所以国际企业面临很大的风险。

(2) 现金转移方面的问题。从国内企业的角度看，现金转移过程仅涉及转移成本和利息损失，但从国际观点看，资金在转移过程中还面临着汇率风险。因此，国际企业必须考虑设计符合全球业务活动需要的现金转移网络，以便能从企业整体利益出发，统一调度现金，使风险减至最小。

(3) 现金管理的方法。国际企业现金管理的方法主要有：现金集中管理、多边净额结算、短期现金预算、多国性现金调度系统等。

1) 现金集中管理。国际企业在主要货币中心或避税地国家设立现金管理中心，要求它的每一个子公司所持有的当地货币现金余额仅以满足日常交易需要为限，超过此最低需要的现金余额，都必须汇往管理中心，它是国际企业中唯一有权决定现金持有形式和持有币种的现金管理机构。这就是现金的集中管理。

为了使现金的集中管理能够行之有效，各子公司需要对现金的需求进行预测，如编制短期现金预算，预测未来时点的现金流出入量；根据所在国的支付习惯和金融状况预计现金溢余或短缺的时间和数量。同时各子公司还必须建立系统的收付款制度和现金转移的责任制度。这样才能有效地配合现金的集中管理，使之更加可行。

现金集中管理之所以能被国际企业广泛应用，是因为它具有以下优点：

第一，规模经济的优势。现金集中管理后，可以使整个国际企业的现金持有量达到最低。这是因为管理中心集中持有各子公司出于预防动机而保有的现金余额。这样，管理中心应付各种情况所需的现金余额，要远远低于各子公司独立控制此种现金余额时所需总和。腾出来的资金可以进行短期投资，收取利润。

第二，信息优势。由于现金管理中心专门从事现金的调度，所以有充足的时间进行信息的搜集，而且能够提供在各种货币市场竞争中进行操作的经验。

第三，全局性优势。管理中心在现金管理上能从全局考虑问题，防止各子公司的次优化观点。当各地子公司发生资金短缺时，管理中心可以通过电汇的方式融通资金或经由某一世界银行在子公司所在国的分行给子公司提供紧急现金援助。

2) 多边净额结算。由于国际企业对遍及全球的子公司现金进行集中管理，而母子公司及子公司之间购销商品和劳务的收付款项又很频繁，为了减少外汇暴露风险和资金转移成本，国际企业可以在全球范围内对子公司内部的收付款项进行综合调度，即进行多边净额结算。

多边净额结算是指有业务往来的多家公司参加的交易账款的抵销结算。由



于涉及面广，收支渠道复杂，必须建立统一的控制系统。一般要求设立一个控制中心，即中央清算中心，由它统一清算企业内部各实体的收付款。

多边净额结算给国际企业带来许多好处，具体表现在：

第一，从数量上看，实际资金转移数量的减少可以大大减少各种费用的支出。首先，多边净额结算可以减少因大量的交叉现汇交易引起的外汇成本。其次，在途流动资金的减少，使因汇率波动带来的外汇暴露风险减至最低，同时减少了在途资金的利息损失。

第二，由于多边净额结算一般是以固定的汇率在确定的日期统一进行的，所以，可以充分利用国际企业外汇风险管理和现金集中管理的优势，规避风险。另一方面也有利于国际企业提高这些方面的管理水平。

第三，多边净额结算还可以使国际企业建立起规范的支付渠道，使本身的业务进一步规范化、专业化，同时还能与银行建立起更稳定的合作关系。

值得注意的是，国际企业在进行多边净额结算时必须充分了解各子公司所在国的外汇管制条例，因为这种方法的运用在一些国家受到限制。

3) 短期现金预算。有效的现金管理是建立在完备的报告制度基础上的，对于国际营运资金管理来说，这种报告制度的核心是现金预算。

现金预算是预测和报告现金流出和流入状况的制度。现金管理中心必须逐日掌握各分支机构的信息，所以在大规模的跨国企业中，一般要求子公司编制短期现金预算，预算的期间可以是一周、半周甚至每天。子公司在提供的报告中必须采用指定的货币记账，以现金管理中心规定的汇率为基础进行换算。事实上，这类报告一般以电话或电传的方式简要传送。

值得注意的是，短期现金预算中各子公司的现金溢余或缺，并不代表该公司的效益如何。各子公司之间的营业周期有差别，各国的支付习惯也不尽相同，这些都是影响现金流量的因素。

4) 多国性现金调度系统。为了减少资金安置和资金转移的失误，充分发挥国际企业的全球战略优势，在多边净额结算的基础上还必须建立多国性现金调度系统。

多国性现金调度系统是现金管理中心根据事先核定的各子公司每日所需现金量和子公司的现金日报表及短期现金预算，统一调度子公司的现金，调剂余缺，使国际企业的资金能得到最充分合理的运用。

管理中心进行多国性现金调度的程序是：第一，核定各子公司每日所需的最低现金余额。第二，每日终了时，汇总各子公司的现金日报表与短期现金预算。第三，比较各子公司当日现金余额与核定的最低现金余额，确定多余或不足。第四，由管理中心发出资金转移指令，现金溢余的，或汇往管理中心，或直接汇往现金短缺的子公司，或积储在当地进行短期投放；而现金短缺的子公司将获得援助。

多国性现金调度系统通过控制和调度各子公司的现金持有数量，可以将现金转换造成的失误尽量减少，使国际企业的资源得到最佳配置。

2. 应收账款的管理

应收账款管理是营运资金管理的重要内容，无论对于国内企业还是跨国企业来说，应收账款的数量都取决于赊销额和平均收款期两个因素。而这两个因素本身又与金融市场的信贷标准、信贷条件及企业本身的信用政策相关。

在国际企业应收账款的管理中，还必须考虑企业的国际信誉、币值变动风险和政治风险因素。

国际企业的应收账款由两种类型的交易引起：一是由向企业外部的独立顾客销售产品引起；二是由企业集团内部交易引起。这两类应收账款同样面临外汇风险，但在影响因素方面却存在很大差别，所以应分别考察。

(1) 独立顾客的应收账款管理。第二次世界大战以来，国际经济行为完全进入了信用导向时代，现金交易日趋减少，国际范围的赊销和分期付款被广泛接受和肯定。在这种背景下，国际企业对外的应收账款管理成为营运资金管理的一项重要内容。

与国内企业相似，国际企业在确定销售方式之前，必须对客户的资信状况进行全面的调查，只有对资信状况好的企业才能提供商业信用。一旦决定采取赊销的方式进行交易，就必须加强对应收账款的管理，将风险减至最低。其管理包括以下内容：

1) 交易币种的确定。在国际商业实践中对支付的币种不外有三种选择：一是选择出口商货币；二是选择进口商货币；三是选择第三国货币。

一般来说，出口商愿意选择最坚挺的货币，而进口商则愿选择最疲软的货币。经过谈判协商，通常是在支付币种和付款条件之间双方各退一步，达成平衡。如出口商提供较长的付款期，而进口商同意以坚挺货币支付。

2) 付款条件的确定。影响付款条件确定的因素很多，其中最主要的是交易币种的强度。

一般而言，交易币种如果比较坚挺，那么付款条件可能相对宽松；反之，则比较严格。因为以软货币表示的应收账款应尽早收回，以最大限度地减少在销售期和收款期之间的外汇风险损失。

3) 应收账款的让售与贴现。国际企业的子公司遍及全球，国际销售业务很多，为了使应收账款能如期变现，一般可以对应收账款办理让售与贴现业务。

应收账款的让售是指企业将应收账款出售给银行或其他有关单位，立即收到现款。虽然企业在让售中要付出一定的代价，但一方面免去了坏账损失的风险，另一方面企业可以采用当地商业习惯上使用的付款期，有利于竞争的展开，销售时不必对客户提出更多的要求。



应收账款的贴现实质上是一种票据贴现，用应收账款作为抵押品，如果贴现人到期不兑现票据，银行以应收账款的回收额抵充。在国际企业急需资金时可以考虑这一途径。

(2) 国际企业内部的应收账款管理。国际企业内部的应收账款与独立顾客的应收账款的差别体现在：第一，国际企业内部应收账款无须考虑资信问题；第二，付款时间不完全取决于商业习惯，而主要取决于国际企业的全球战略。因此，国际企业内部的应收账款的币种、付款条件，是国际企业资金配置的政策性问题。

一般来说，在国际企业内部应收账款的管理上有两种技巧：提前或延迟付款和再开票中心的设置。

1) 提前或延迟付款。提前或延迟付款，实质上是商业贷款期的改变。运用这种技巧的原因很多，如东道国政治不稳定、外汇管制、货币贬值、利率变动等等。其最主要的两个经济上的因素是汇率和利率。

如果跨国企业的某一家子公司位于货币可能贬值的国家，那么母公司一般要求这家子公司尽早支付应付其他子公司的货款；反之，则要求延迟付款。假如某跨国企业的A子公司向B子公司购买设备，而预期B国货币近期贬值，尽管正常的赊销期限是90天，A子公司也可能在相当长一段时间内不付款给B子公司。

在汇率相对稳定的情况下，因利率的差异也可能运用提前或延迟付款的技巧。因为，如果应收方资金充裕，收到的账款就可以存入银行，收取存款利息，如果资金短缺，收到的账款可以减少从银行的借款，减少利息费用；应付方如果当时资金短缺，必须从银行借款来支付货款，增加利息费用，如果当时资金充裕，付出账款就等于减少银行存款，减少利息收入。而银行存款与银行借款的利率是不一致的，前者低，后者高，不同的地区之间利率的整体水平也有差别。因此，跨国企业可以利用这些差异，有意识地提前或推迟付款，以达到节约利息费用、增加利息收入的目的。

2) 再开票中心的设置。再开票中心是国际企业设立的贸易中介公司，它的业务职能是，当跨国企业成员从事贸易活动时，商品和劳务直接由子公司提供给买方，但有关收支的业务都通过这个中介机构进行。

再开票中心一般设立在低税管辖区，由于在当地不进行购销业务，因而可以取得非居民资格，不必在当地纳税。再开票中心不仅可以起到避税的作用，而且可以实现更多的业务上的目标和财务上的目标。

提前或延迟付款虽然可以在一定程度上回避风险，但这种技巧在运用上灵活性较差，因为两子公司只有发生赊销赊购业务时才可能运用这种技巧。但如果设立了再开票中心，对原来没有业务联系的企业，也可以实现资金的融通。

3. 存货管理

存货在企业流动资产中占有很大的比重，而且其流动性较差，所以，存货



管理也是跨国企业营运资金管理的重要组成部分。

与国内企业相似，国际企业存货管理的目标仍是存货水准最优化。但是，国际企业的存货管理要比国内企业复杂得多。因为存货的周转、转移要跨越国界，一方面，不同的国家生产成本和储藏成本有差别；另一方面，关税和其他壁垒又限制存货的自由流动。

由于国际企业的子公司往往在通货膨胀的条件下经营，因此对公司的管理者来说，就需要经常做出存货超前购置还是需要时才购置的决策。存货购置决策需考虑以下因素：

(1) 超前或延迟购置的成本。存货超前购置涉及的业务成本有：投资于存货的资金利息、保险费、储存费和存货损耗等。存货延迟购置涉及的业务成本有：由通货膨胀或货币贬值导致的较高成本、因运输等原因导致存货供应不及时造成的损失等。因此，存货购置决策应首先取决于以上两种成本的对比关系。

(2) 存货类型。尽管从理论上说国际企业应使存货水平最优化，但许多在生产过程中依赖进口原材料或半成品的企业仍会经常保持较高的存货水平。主要原因在于担心通货膨胀、原材料短缺、种种国际限制以及战争和冲突的影响等。所以在进行存货购置决策时，必须考虑存货的类型，即是否依赖进口。

1) 如果子公司存货主要依赖进口，在预期当地货币贬值的情况下，应提前购置存货并且尽可能多地购置。因为货币贬值后，进口成本会大大增加。

2) 如果子公司主要从当地购置存货，在预期货币贬值时，应尽量降低原材料、半成品等的存货量。因为如果本地货币贬值实际发生，会大大减少以母公司本国货币表示的当地存货的价值。

3) 如果子公司既从国外进货，又在东道国进货，在预期当地货币贬值的情况下，应努力减少当地存货的存量，同时超前购置进口存货。如果不能精确地预见货币贬值的幅度和时间，那么子公司应设法保持同量的进口存货和当地存货，以避免外汇风险。

8.5.3 国际营运资金流量管理

企业从事国际经营活动，必然伴随营运资金的跨国转移或流动，这也正是跨国经营的优势所在。如何将资金从一地转移到另一地，有各种技巧，包括股利汇付、特许权费用和其他费用的支付、转移价格、借贷关系的建立等等。

1. 国际资金流动的限制因素

在国内企业中，企业内部各单位之间的资金流动一般比较顺畅，限制因素很少。但国际企业的资金是跨国界流动的，国际经济环境中许多因素限制着资金的转移，这些限制是国际企业合理配置资金所必须考虑的环境因素。



(1) 政治限制。当东道国政府缺少外汇，又不能向外借款或通过其他方式吸引外来投资时，往往公开或变相地阻止资金的转移。如果东道国政府实行外汇管制，使该国货币不可兑换，将资金转移完全封锁，这就是公开地阻止资金的国际流动。如果东道国政府采用其他政策，如对子公司价格政策和股息政策实行限制、对偿债率做出规定等，这样就会变相地阻止资金转移。

(2) 税收限制。税收是一国政府调节经济的重要杠杆，通过税收政策的制定同样可以起到限制资金流动的作用。一方面，东道国政府可以对资金流出课以重税；另一方面，税制结构的复杂性和相互作用的关系，也使资金流出十分困难。

(3) 外汇限制。当资金从一种货币形态转化成另一种货币形态时，必然涉及外汇交易成本，这些成本包括交易费和外汇卖出价与买进价之间的差额，尽管在通常情况下，这种成本只占交易数额的一小部分，但如果资金转移数额很大或转移频繁时，国际企业必须对外汇交易成本予以重视。

(4) 流动性限制。营运资金各项目的流动性是有差异的。有些存货往往不能及时变现，当面临风险需要转移时，会因流动性差而无法妥善安置。

2. 国际资金转移计划

资金转移计划是资金转移政策的具体化。资金转移计划包括母公司对子公司的资金转移计划和子公司对母公司的汇款计划。前者在跨国公司初创或扩大规模的过程中显得比较重要，因为这一时期资金大量从母公司流向子公司。而在跨国公司的正常经营过程中，大量存在的则是子公司向母公司汇款，而且这种资金移动比较容易受到各种因素的影响和限制，因此，制定子公司的汇款计划是国际企业营运资金流量管理的重要环节。子公司汇款计划的制定程序如下：

(1) 分析汇款的目的。子公司向母公司汇款一般出于两个目的：一是偿付所运用的母公司的资源，包括母公司投入资本、技术所应获得的报酬以及贷款的利息等；二是为使跨国企业的资金在全球范围内更好地配置，如使金融市场上的运作更加灵活，或获得更高的收益率，避免外汇风险等。

(2) 确定汇款的数量。一般来说，子公司对母公司的汇款比例在一定时期内是相对稳定的。这种相对于一定时期内子公司全部收益或现金流量的比例一经确定，除经特殊批准外，一般应按这一比例如数汇回款项。在确定汇款比例时一般考虑以下因素：第一，子公司的资本结构。因为资本结构可能影响到本土国和东道国税收当局对子公司资金转移的态度，由此产生的预扣税的数量上存在差别。第二，子公司的负债情况，即欠母公司或其他子公司的债务。第三，子公司的预期收益及整个跨国企业其他子公司的预期收益状况。第四，母公司对风险的态度和对子公司的要求。第五，以往年度的历史数据。

(3) 确定汇款的形式。子公司向母公司汇款的主要形式有股利汇付、各种

费用的支付、转移价格等。在确定汇款形式时一般应考虑以下因素：第一，税收因素。东道国政府对不同形式的汇款在税收上的规定是不一样的，为了避免风险，必须考虑税收因素。第二，东道国政府所允许和限制的汇款形式。第三，子公司的其他股东，即持有较大份额股权的股东一般也会限制子公司自由决定汇款的形式。第四，汇款数量。汇款金额的大小也决定着采取何种形式进行资金转移。

(4) 综合决策，制定计划。正是因为汇款计划是在综合考虑众多因素的基础上形成的，所以它代表了该子公司在计划期内的汇款政策，如股利政策一般是根据国外子公司计划期内全部收益而规定明确的比例，这一比例一经确定，一般应按其如数汇回股利。

3. 国际营运资金转移的方式

国际企业营运资金转移的方式有很多，不同的方式往往适用于不同的金融和商业环境。营运资金转移的一般方式有如下几种。

(1) 股利汇付。股利汇付是跨国企业的子公司向母公司转移资金最普遍的方式。跨国企业的股利汇付政策涉及多个利益主体，它们是：本国政府、外国政府、母公司、子公司和股东，必须在这些利益主体之间寻求一个平衡点。跨国企业制定股利汇付政策时必须考虑以下因素：

1) 税收因素。东道国和本土国的税法都影响着跨国企业的股利政策。有些国家对股利汇出的数量规定限额，超出这一限额的股利汇付要从重课税。各国对留存收益和分配收益的征税率规定不同的等级。有些国家对留存收益的征税要远远高于对股利再投资的盈利的征税；有些国家对汇付出去的股利要征收预扣税，如果规定预扣税由母公司负担，那么为避免重复征税，母公司所在国政府允许扣除重复征收部分，但因为税负处理上的差异，在母公司所在国税率高于国外时，仍然会多支付税款，这时一般导致子公司进行股利的再投资。因此，税收因素是跨国企业选择股利分配政策必须考虑的首要因素。

2) 外汇风险因素。如果可以预见汇率变动的趋势，跨国企业就能通过股利政策的调整将资金从弱币区转至强币区。当子公司所在国货币即将贬值时，增加股利汇付的数量可以减少在当地的货币资产；反之，当子公司所在国货币即将升值时，可采用减少股利汇付数量和推迟股利发放时间的策略。

3) 政治因素。一般情况下，为了取得子公司所在国政府的信任，子公司的股利汇付率应该是相对稳定的，这样，该国政府才比较容易衡量企业有无逃汇以至于损害其外汇储备的行为。但也有特殊情况出现的可能，如果一国发生政局变动或外汇危机，在高度政治风险下，也许会促使母公司要求子公司尽快转移积余资金，这时一般都通过增加股利汇付实现资金的转移。

4) 资金的可获得性。在子公司急需扩大规模或追加投资时，如果所在国的资金比较容易获得，那么一般不会影响股利汇付的数量；但如果当地很难取



得借款或借款要受到种种限制，这时一般会减小股利的分配比例，这是获取资金的一种手段。

(2) 特许权费、服务费和管理费的支付。特许权费、服务费和管理费的支付也是跨国企业子公司向母公司或子公司之间转移资金的基本方式。从汇出的难易程度看，这种方式要易于股利汇付，子公司所在国一般难以限制。

特许权费是指子公司为获取技术、专利或商标的使用权，而付给拥有技术、专利或商标的母公司或子公司的报酬。特许权费可以按每单位产品支付一定的金额，或以全部销售收入的一定百分比计算。

服务费是用于补偿由母公司或其他子公司提供给该子公司的专门服务的支出。它是对子公司产生特定利益的报酬，一般按服务的时间、服务的类型和等级确定支付费用的标准。

管理费是跨国企业在进行国际经营业务时所发生的一般行政管理费用中应由该子公司摊付的部分。跨国企业的全部管理费用包括母公司的管理成本与必须由经营单位补偿的其他子公司的管理费用，如现金管理中心、研究开发新产品、公共关系、法律和会计咨询等方面发生的费用。这些费用的发生并不是特定于某个公司，所以一般采用按子公司销售额的大小进行分摊的方法。

跨国公司的母公司为了维护它向各子公司收取特许权费、服务费和管理费的权利，一般要事先制定许可证合同。

(3) 转移价格。转移价格是国际企业进行内部贸易的一种价格。所谓内部贸易是指一个公司控制下的，处在不同主权国家的子公司之间或母公司与子公司之间的国际性商品与劳务交易。转移价格既不受市场供求关系的直接影响，也不完全取决于产品本身的价值量，它是跨国企业进行资金转移以达到获得最大经济利益目标的一种工具。

(4) 公司内部信贷。对资金抽出限制比较严的地区，一般可以采取公司内部信贷的方式转移资金，即以母公司或其他子公司向该地区贷款的方式供应资金，并按高利率收取利息，以便在短期内将资本调回本国。

通过内部信贷的方式转移资金还有一个优点，就是可以利用不同地区间利率的高低差别，将低利率地区的资金调到高利率地区使用。一般来说，由地处利率较低地区的子公司在当地借款，然后将这笔资金贷给投资报酬率较高或利率较高地区的子公司使用。需要说明的是，在不存在货币自由汇兑关系的国家之间，这种方法仍然适用。因为跨国企业完全可以通过非兑换的方式将资金转移。例如，如果瑞士的利率低于加拿大的利率，那么驻瑞士的子公司可以向当地银行借款，然后用瑞士法郎在国际市场上采购原材料，再将这些原材料运往驻加拿大的子公司，供其使用或转卖。这中间并不存在汇兑的问题。

8.6 国际企业税收管理

8.6.1 国际税收概述

国际税收是指涉及两个或两个以上的国家财权利益的税收活动，它反映着各自国家政府在对从事国际活动的纳税人行使征税权力而形成的税收征纳关系中所发生的国家之间的税收分配关系。^① 税收管理是国际企业财务管理的重要组成部分。

1. 国际税收的种类

虽然不同国家的税种不尽相同，但按课税对象可以划分为两大类：一类是直接税，通常是按收益额和财产额课征的税种，主要包括所得税、资产利得税、财产税；另一类是间接税，即按流转额课征的税种，主要包括预扣税、周转税、增值税、过境税、财富转让税、消费税等等。本文将主要介绍几种与国际企业最为密切的税种。

(1) 所得税。所得税是由纳税人直接支付的一种税，来源于企业或个人提供的产品或服务的所得，如公司所得税、个人所得税等。公司所得税和个人所得税是许多国家重要的财政收入来源。世界各国的所得税税率有很大差别，表8—1列示了部分国家和地区的企业所得税税率。

表8—1 不同国家和地区的企业所得税税率

国家(地区)	税率(%)	国家(地区)	税率(%)	国家(地区)	税率(%)
阿根廷	35	希腊	25	秘鲁	30
澳大利亚	30	危地马拉	31	菲律宾	30
奥地利	25	拉脱维亚	15	波兰	19
巴哈马	0	中国香港	16.5	葡萄牙	25
巴林	0	匈牙利	16	卡塔尔	35
巴巴多斯岛	25	印度	33.99	罗马尼亚	16
比利时	33.99	印度尼西亚	28	俄罗斯	20
百慕大群岛	0	伊朗	25	沙特阿拉伯	20
玻利维亚	25	爱尔兰	12.5	加拿大	33
博茨瓦纳	25	挪威	28	开曼群岛	0
巴西	34	阿曼	12	智利	17
保加利亚	10	巴基斯坦	35	中国	25
法国	33.33	巴拿马	30	哥伦比亚	33
德国	29.44	巴拉圭	10	哥斯达黎加	30

^① 王传纶：《国际税收》，9页，北京，中国人民大学出版社，1992。



续前表

国家（地区）	税率（%）	国家（地区）	税率（%）	国家（地区）	税率（%）
塞浦路斯	10	哈萨克斯坦	20	斯里兰卡	35
捷克共和国	20	韩国	24.2	瑞典	26.3
多米尼加共和国	25	科威特	15	瑞士	21.17
厄瓜多尔	25	立陶宛	20	中国台湾	25
埃及	20	尼日利亚	30	坦桑尼亚	30
克罗地亚	20	马耳他	35	泰国	30
爱沙尼亚	21	毛里求斯	15	丹麦	25
斐济	29	墨西哥	28	英国	28
芬兰	26	荷兰	25.5	美国	40
马来西亚	25	新西兰	30	乌拉圭	25
以色列	26	土耳其	20	委内瑞拉	34
意大利	31.4	新加坡	18	越南	25
牙买加	33.33	南非	34.55	赞比亚	35
日本	40.69	西班牙	30		

注：表中所列为非金融企业的正常标准或最高边际税率。

资料来源：KPMG'S Corporate and Indirect Tax Rate Survey 2009.

20世纪80年代以后，为了扩大本国企业在全局的竞争力，为跨国公司创造更具吸引力的投资环境，各国纷纷进行税制改革，大幅降低税率，各国间的差距也在逐步缩小。毕马威国际会计咨询公司公布的一项针对144个国家的研究结果显示，2010年全球平均企业取得税税率为24.99%，比2009年下降0.45个百分点，并指出降低企业取得税税率是一个全球性的趋势。某些国家或地区为吸引国际企业来设立子公司，规定的所得税税率非常低，甚至不征所得税，如中国香港所得税税率为16.5%，巴哈马不征所得税；一些发展中国家，为吸引投资而给予外国投资者一定的免税期，在免税期内，对外国投资企业免征所得税。

(2) 增值税。增值税是以商品生产和流通环节的新增价值或商品附加值为征税对象的一种流转税。它克服了传统流转税对已纳税销售额重复征税、税上加税的弊端，使同一产品不受生产流通环节多少的影响，始终保持同等税收含量，不致出现应税产品因生产环节的变化，税负时轻时重的问题，同时又保持了流转税征收范围广和收入及时、稳定的特点。增值税是国际公认的一种透明度比较高的中性税收，它不仅有利于组织财政收入，而且有利于鼓励企业按照经济效益原则选择最佳的生产经营组织形式，也有利于按国际惯例对出口产品实行彻底退税，增强本国产品在国际市场上的竞争能力。正因为增值税有以上优点，目前欧洲、拉丁美洲等许多国家都实行了增值税，我国也于1993年12月发布了《中华人民共和国增值税条例》。

从增值税实施的范围来看，大致可以分为三种情况。第一，是在农业、工业、批发、零售、服务等交易领域普遍征收增值税。该方法涉及的范围比较

广，涵盖了商品生产、交换和消费各个环节，在消除重复征税方面更具完整性和统一性，可以避免增值税征收抵扣链条的中断或多税并用的复杂性，有利于实施凭增值税发票及海关完税凭证对各环节外购商品与劳务的增值税抵扣制度，从而有利于增值税自我监控机制的形成。采用这种方法征收增值税的主要为欧洲特别是经济合作与发展组织成员，如法国、丹麦、德国、荷兰、卢森堡、比利时、英国、意大利、新西兰、加拿大等。第二，是在整个制造业和批发业征收增值税。增值税的实施范围涉及整个制造业、批发业和进口商品，但不包括零售业。在这种情况下，存在一定程度的重复征税现象以及较为严重的增值税税款在零售环节损失的问题。由于课税基础范围比较窄小，对于一些综合性企业征税时有较大的区分难度。目前，摩洛哥采用的增值税就属于这种征税范围。第三，是在整个制造业征收增值税。征税范围仅仅覆盖全部制造业产品及进口产品，而对批发和零售环节以及农业与劳务不征增值税，目前主要为一些发展中国家所采用，如塞内加尔、科特迪瓦、哥伦比亚和蒙古等。

(3) 其他税种。除所得税和增值税外，国际企业还会遇到其他一些税种，主要有：

1) 关税。关税是一个国家的中央政府对过境的应税货物所征收的税，主要是对进口货物征收，只是在极少数情况下才对出口货物征收。征收关税一是为了筹措财政收入；二是为了保护本国工业。出于前者目的所征收的关税，税率一般比较适中；出于后者目的所征收的关税，税率一般较高。提高关税虽然并没有损害外国商品的完整性和质量特征，但较高的税率必然导致外国商品的较高价格，因而不利于外国商品的竞争，从而可以保护本国民族工业的发展。

2) 预扣税。预扣税是由东道国政府对本国居民或经济法人向外国投资者和债权人支付的股息和利息所征的税。税款通常是在对方收到这笔收入以前就已经扣除了。也就是说，这种税实际上是由支付股利或利息一方所预先扣除的。例如，如果一公司向外国投资者支付 10 万美元的股利，预扣税税率为 20%，则该公司只向外国投资者支付 8 万美元，另外 2 万美元是由该公司代替该国政府以预扣税的形式预先扣除。

3) 资本利得税。资本利得税又称资本收益税，它是指对企业出售资本性资产所得利益而课征的税。所谓资本性资产是指那些不是准备随时变卖的资产，如持有期间比较长的股票、债券。一般而言，资本利得税的税率要低于公司所得税税率。

2. 国际税收制度

就公司所得税而言，世界上现行的税收制度可以概括为三种：(1) 传统制度、分割税率制度和转嫁或抵免减制度。在传统制度下，公司所得税按单一的税率征收，分配给股东的股利，则作为股东个人收入按个人所得税税率计征。



采用传统税制的国家有意大利、荷兰、西班牙、瑞典、美国，以及多数英联邦国家或地区（英国除外）。（2）分割税率制度，是根据收益的处理情况采用不同的税率计征，即对未分配收益和已分配收益采用两种不同的税率。采用这种制度的国家主要有日本、挪威和德国。（3）税额转嫁或抵免减制度，是指对公司收益按同一税率征税，但已纳税款中的部分可作为股东应纳个人所得税的减项，予以扣除。比利时、法国等都采用这种制度。三种税收制度并不是相互排斥的，同一国家可以将这些制度结合运用。

3. 国家税收管辖权

税收管辖权是国家主权在税收领域的体现。税收管辖权可分为两类：居民税收管辖权和收入来源地税收管辖权。居民税收管辖权是指，国家对其居民的所有收入（无论来自本国还是他国）都有权征收所得税。收入来源地税收管辖权是指，国家对来源于本国境内的所得征税，而对来自国外的所得免于征税。

除少数国家和地区放弃对所得税的税收管辖权外，大多数国家与地区都同时采用居民管辖权和收入来源地管辖权，既对来源于本国境内的所得拥有征税权，又对本国居民的世界所得拥有征税权。这些国家和地区包括亚洲、欧洲、大洋洲和北美洲的大多数国家和地区。

4. 国外税收抵免

为避免双重征税，大多数国家对已经向东道国缴纳的公司所得税给予一定的税收抵免。各国计算国外抵免的方法是各不相同的。通常，如果跨国公司向母公司汇回的利息、股息、特许权使用费以及其他收入已经向东道国缴纳了预扣税，那么汇回的收入也可以获得国外税收抵免。增值税和其他销售税不能获得国外税收抵免，但可以作为费用在税前扣除。

5. 国际税收协定

国际税收协定是指两个或两个以上的主权国家，为了协调相互之间的税收分配关系和处理税务方面的问题，通过谈判所签订的书面协议。^①

按照税收协定涉及的主体划分，国际税收协定可分为双边税收协定和多边税收协定。所谓双边税收协定是指两个国家为了协调双方处理跨国纳税人征税事务和其他有关方面的税收关系，经过谈判而签订的一种书面协议。多边税收协定则是指超过两个以上的国家所缔结的税收协定。

按照税收协定涉及的内容范围划分，国际税收协定又可分为一般税收协定和特定税收协定。一般税收协定广泛涉及相互间的各种税收关系，如全面避免国际双重征税的协定；特定税收协定是缔约国之间就某一特定税种或税收问题所签订的协定，如对关税、增值税等的协定。

^① 王传纶：《国际税收》，144页，北京，中国人民大学出版社，1992。

国际税收协定是出于避免国际重复征税、防止国际逃税、避免国际税收歧视等目的而产生的，现已成为调节国家间经济关系的重要工具。

6. 国际税收管理的目标

国际税收管理是国际财务管理的一个十分复杂和极其重要的问题。国际企业在从事跨国经营时，把资本投向不同的国家，就会涉及多个国家的税法。就国际企业的利益而言，税法是最直接影响其利益的法律。为了合理地做出财务决策，国际企业的财务人员应具备一些必要的国际税收方面的知识，科学地进行国际税收管理。总的来说，国际企业税收管理的目标是合理降低其总税负。这一目标当然要通过一系列方法才能实现，税收管理的具体目标可以概括为：

- (1) 根据有关国家的税法、税收协定避免国际企业出现双重征税的情况。
- (2) 利用有关国家为吸引外资而采取的优惠政策，实现最多的纳税减免。
- (3) 利用各种“避税港”来减少企业所得税。
- (4) 利用内部转移价格把利润转移至低税国家和地区，以便使总纳税额最少。
- (5) 利用其他方法减少所得税的支付。

8.6.2 国际双重征税的免除

国际双重征税是指两个国家对同一纳税人的同一所得额，同时按本国税法课征所得税。国际双重征税现象，不利于公平竞争，应采用特定方法予以免除。

1. 国际双重征税产生的原因

国际双重征税的产生是同税收管辖权紧密联系的，只有在两个国家对同一纳税人都能行使税收管辖权的情况下，才会产生国际双重征税问题。主要有以下三种情况：

(1) 两国对同一纳税人的同一征税对象都按收入来源地税收管辖权进行征税。例如，甲国A公司贷款给乙国B公司，乙国B公司又将此款贷给丙国C公司。C公司把利息汇给B公司时，丙国要按来源地管辖权征税，B公司将利息汇给A公司时，乙国又要按来源地管辖权进行征税。这样，对同一笔利息收入进行了双重征税。

(2) 两国对同一纳税人的同一征税对象都按居民税收管辖权征税。纳税人在两国都具备居民身份时则会发生重复征税问题。

(3) 一国按居民管辖权，另一国按来源地管辖权对同一纳税人的所得重复征税。这是国际税收关系中经常发生的现象，一般所说的双重征税，主要是指这种情况。

2. 国际双重征税的危害

国际双重征税的存在，对国际经济的发展，对跨国经营的推行，都会产生



不利影响。

(1) 国际双重征税违背了税负公平原则。从国际企业来看，同一笔所得只能承担一次纳税义务。而国际双重征税的存在，使有的纳税人缴一次税，有的则要多次纳税，造成地位同等的纳税人在税收及相关的范围内处于不同的竞争状态。这不利于国际企业在平等竞争的环境中发展。

(2) 国际双重征税大大加重了纳税人的负担。一笔收入，两国同时对其征税，税后所得必然减少，如果两国均系高税率，则所剩更少。这会严重限制国际企业的生产经营活动，阻碍国际经济和技术合作的发展。

免除国际双重征税，可以减轻国际投资者的税负，消除它们对国际纳税的畏惧心理，从而有利于国际资本的流动和加强各国经济的合作，促进世界经济的发展。

3. 避免国际双重征税的方法

国际双重征税的种种危害，已为各国所共识。各国政府都期望消除彼此间税收管辖权的冲突，并在许多国际条约中列入了消除国际双重征税的原则和规定，也采取了许多避免国际双重纳税的方法。

(1) 免税法。免税法是对本国居民来源于国外的所得和放在国外的财产及已在外国纳了税的那部分跨国收益、所得或财产价值予以免税，以避免国际双重征税的一种方法。实行免税制的国家主要是欧洲大陆和拉丁美洲的一些国家，如法国、海地、多米尼加、巴拿马、委内瑞拉等。免税法有全额免税和累进免税两种。全额免税是征税国在确定纳税人总所得的适用税率时，完全不计入免税的国外所得。累进免税是征税国对境外所得虽给予免税，但在确定纳税人总所得的适用税率时，却要将免税所得并入计算。实行累进免税法，征税国往往都会取得较多的税款，故目前大多数国家都采用累进免税法。

(2) 抵免法。抵免法是指居住国允许本国居民纳税人在本国税法规定的限度内，用已在来源国缴纳的税款，抵免应就其世界范围内所得向居住国缴纳税款的一部分，以避免双重征税的一种方法。我国目前采用这种方法。抵免法有全额抵免和限额抵免两种。全额抵免是不管纳税人在收入来源国纳税多少，全部都给予抵免。限额抵免是指居住国对本国居民（公民）在非居住国缴纳的所得税可以从本国应纳税款中抵免的数额，规定一个最高抵免额，低于或等于限额的可全数抵免，高于限额的则只能按限额抵免。在限额抵免下，由于规定了一个可抵免的最高限额，就避免了全额抵免下由于外国税率高于居住国税率而损害居住国利益的现象。所以，凡是采用抵免法的国家，通常选择的是限额抵免，对本国居民（公民）在本国应纳税款中可抵免的已纳外国税款都规定了可抵免的限额。

(3) 税收协定法。税收协定法是通过有关国家签订双边税收协定，以避免国际纳税人被重复征税的一种方法。免税法和抵免法仅是一国内部的规定，不

能解决在哪些情况下应由收入来源国优先行使征税权，哪些情况下应仅由纳税人居住国征税的问题，不能完全免除国际重复征税。因此，还必须采用国际税收协定的方法。运用税收协定避免国际双重征税主要有两种方法：一是将征税权完全划归一方，从而完全排除了另一方对该纳税对象的征税权，使国际双重征税得以免除；二是通过税收协定，缔约国双方可以确定各自税收管辖权的范围，明确哪些所得应由来源国一方优先行使来源地税收管辖权，哪些所得应限制其税收管辖权的行使等。如此，也能避免双重征税。

8.6.3 国际避税与反避税

国际避税是指国际企业利用税法规定的差别，采用选择合适的地点和经营方式等种种合法手段，减少或消除其纳税义务的一种行为。

1. 国际企业避税产生的原因

国际企业的子公司和分支机构遍布世界各国，而各国税法在纳税规定和纳税管理上存在很大差异，这便为国际企业采用适当方式避税提供了条件。各国税收差异主要有如下几个方面：

(1) 税率的差别。各国税率的差别是显而易见的事实，税率不同必然会造成税负的差别。表8—1所示各国所得税税率之间就存在显著差别。

(2) 纳税基数的差别。各国对纳税基数的确认有不同的认识，在税法中有不同的规定。国际上对国际企业的国外子公司的收入课税存在两种不同的做法：一种是“属地原则”，只有在领土内产生的收益才是应税收益，凡是产生于领土之外的收益，不论其得益者是谁，都不予征税；另一种是“全球原则”，国际企业无论从国内还是从国外所获得的收益，都在应税范围之内。

(3) 税种设置的差别。在税种设置上，各国的差别也很大。有的国家以所得税为主，有的国家以流转税为主，有的国家征收增值税，而有的不征收增值税。

(4) 税收管理效率的差别。各国税法实施管理的有效程度是造成实际税负差异的一个潜在因素。例如，有的国家虽然在税法上规定了很重的纳税义务，但由于征收管理不善，实际课税很少，使税负变得名高实低。

(5) 国际避免双重征税方法的差别。双重征税是指对同一征税对象或同一税源的重复征税。国际双重征税则是指两个或两个以上国家对同一纳税人就同一征税对象在同一时期内的重复征税。在确定应税收入时，如果采用“全球原则”的做法，必然会产生双重征税的问题。为此，各个国家采取了不同的方法避免双重征税，目前主要有：抵免法、免税法和税收协定等多种形式。



2. 国际企业避税的方法

正因为国家间在税收管理和纳税规定上有上述差异，国际企业便可利用这些差异，采用适当的方法进行避税。避税的主要方法有：利用内部转移价格避税，利用避税地避税，选择有利的组织形式，等等。

(1) 利用内部转移价格避税。内部转移价格是国际企业内部母公司与子公司之间或子公司与子公司之间转移商品或劳务的价格。内部转移价格避税则是国际企业利用各国间税率和税法的差异通过调节内部转移价格来达到避税目的的一种手段。国际企业与一般的国内企业及自然人不同。国际企业的分公司和子公司遍布世界各地，许多交易都是在国际企业内部进行的，这就为国际企业利用内部转移价格避税提供了可能。国际企业利用内部转移价格避税的主要做法是，对由低税国子公司向高税国子公司的出口业务采取高价，而对由高税国向低税国的出口业务则采取低价。这样就把实现利润的一部分由高税国子公司转入低税国子公司，使整个国际企业的纳税额减少。



[例 8—8]

某国际企业的 A, B 子公司分别设在两个国家，所得税税率分别为 60% 和 10%。A 公司为 B 公司生产组装电视机的零部件。A 公司以 200 万美元的成本生产一批零件，销售给 B 公司。B 公司花费 50 万美元的成本把电视机组装完毕，并以 350 万美元的价格投放市场。在确定内部转移价格时，有低价（210 万美元）和高价（250 万美元）两种方案。由此可分析内部转移价格的变化对公司所得税的影响，详见表 8—2。

表 8—2

内部转移价格的变化对公司所得税的影响

单位：万美元

项 目	A 公司 (税率为 60%)	B 公司 (税率为 10%)	两公司合计
1. 低价策略			
销售收入	210	350	560
销售成本	200	260*	460
销售利润	10	90	100
所得税	6	9	15
税后利润	4	81	85
2. 高价策略			
销售收入	250	350	600
销售成本	200	300**	500
销售利润	50	50	100
所得税	30	5	35
税后利润	20	45	65

* 260=210+50

** 300=250+50

从表8—2中可以看出,在其他项目相同的情况下,该国际企业在确定其内部转移价格时,采用低价策略比采用高价策略要少缴纳20万美元的所得税。

利用内部转移价格避税不仅适用于一般的商品供应,还适用于下列情况:

1) 内部贷款。国际企业的总公司通常都以内部贷款的形式向其子公司提供资金。如果子公司所在国的税率较高,则贷款可采用高利息率政策;如果子公司所在国的税率较低,则贷款可采用低利息率政策。

2) 专利和专有技术等无形资产的转让费。专利和专有技术等无形资产具有独占的特性,其真实价值很难确定,各国的税务机关对此也很难设防。国际企业为了减少总的税负,在把专利和专有技术进行内部转移时,几乎可以随心所欲地提高或降低其转让价格。

3) 管理成本或费用。在国际企业内部,母公司常常为其国外附属企业提供各种管理服务,而这种管理服务的收费标准很难找到可作参考的公平市价。因此,国际企业也可通过抬高或压低管理成本或管理费用的办法来实现其避税目的。

4) 租赁。租赁是一种新兴的避税方式。国际企业在内部进行租赁活动时,可以通过抬高或降低租金的办法来达到避税目的。

(2) 利用避税港避税。避税港又称低税乐园或避税地,是指以免征某些税收或压低税率的方法,使外国投资者不纳税或少纳税的国家或地区。避税港避税则是指国际企业将其所得与资产转移至避税港,以减轻税负的一种方法。

1) 避税港的一般特征。被称为避税港的国家或地区,一般都有如下特征:第一,与大多数国家相比,税率明显偏低,或是应税收益的范围明显偏小;第二,有严格的保守银行秘密和商业秘密的传统,即使在国际协定中也不愿打破这一传统;第三,银行和其他金融机构活动在其国民经济中占据较为重要的地位;第四,有较好的现代化通信设施;第五,对外国人存取外币不加控制;第六,努力成为国际金融中心。

2) 避税港的种类。避税港之所以能够在国际上存在,其主要原因是当地政府希望通过税收上的各种优惠措施吸引国际上的游资,从而推动当地经济的振兴和发展。第二次世界大战后,随着国际企业规模的不断扩大,除了几个老牌避税港外,新兴的避税港不断涌现,它们大致可分为如下几类:

第一,无税型。这样的避税港完全免除个人所得税、公司所得税、资本所得税和财产税。这类避税港主要有巴哈马、英属百慕大群岛、英属开曼群岛及法属新喀里多尼亚等。

第二,低税型。这样的避税港虽然征税,但是税率很低。列支敦士登公国、英属嘉济岛、英属维尔京群岛等都属此类。

第三,半避税型。这类避税港只对在当地形成的收益征税,而对来自国外或地区外的收入不征税。中国香港、利比里亚、巴拿马等均属此类。



第四，有限避税型。这类避税港一般都具有一定的税收优惠，它们在有限程度上也有避税港的特征。瑞士、新加坡、荷属安得列斯群岛等都属此类。

3) 避税港避税的基本方法。国际企业利用避税港避税的主要方法，是在避税港设置各种各样的挂牌公司或信箱公司。这些公司一般都是出于减少纳税支出的目的而在避税港注册。它们的实际经营活动往往并不发生在避税港内，但却将收益在避税港申报，以避免征税。一般有以下几种做法：

第一，以挂牌公司作为虚设的中转销售公司。例如，一个国际企业在甲、乙两国各有一子公司 A 与 B，在某一避税港有一子公司 C。甲国子公司 A 的产品实际上是直接供应给乙国子公司 B 的，但为了避税，A 公司以低价把产品销给设在避税港内的 C 公司，C 公司再以高价卖给 B 公司。这样，收益大都转给了 C 公司，而 C 公司所在避税港的税率较低，就可以少纳税甚至不纳税。这样实际上只在 C 公司的账簿上转了一笔账，而货物却直接由 A 公司发往 B 公司。

第二，以挂牌公司作为收付代理公司。任何国际企业的母公司都要为子公司提供贷款、技术服务、劳务服务、管理咨询服务等多种服务，这也是母公司一笔很大的收入。为了减少这部分收入的税负，可在避税港设置一个收付代理公司，这样就可以把大部分收入转移给该公司。但实际上，款项的贷出、许可证的发放、劳务的提供均不由收付代理公司完成，而是由母公司安排的。

第三，以挂牌公司作为持股公司。国际企业的母公司一般都从子公司中获得较多的股息和红利。为了避税，可在避税港设一持股公司，要求下属公司把股息和红利汇到避税港，以便减少纳税负担。

(3) 选择有利的组织形式避税。跨国公司可以选择海外分公司或子公司的形式设置海外机构，从事投资活动。从法律上讲，海外分公司隶属于母公司，本身不具有独立的法人地位，而海外子公司却是在当地注册、登记并成立的具有独立法人地位的公司。从税收角度看，选择哪种投资组织形式要考虑以下三方面：

1) 该海外机构在开业后几年内是否亏损。分公司的预计亏损可以包括在母公司的利润表里，可以部分抵销母公司的盈利，减少应纳税所得额。而子公司的预计亏损却一般不能与母公司的利润合并，不能取得减税的效果。因此，如果该机构在开业后几年内亏损，选择分公司的组织形式较为适宜。

2) 支付预扣税与延期纳税之间的权衡。大多数国家对外国子公司向母公司支付的股息征收预扣税。国家之间是否签订双边税收协定影响着预扣税率的大小。但是如果分支机构是分公司，就不必缴纳预扣税。同时，许多国家对本国跨国公司海外子公司来源于国外的所得有延期纳税的优惠，但是海外分公司

却得不到这种好处。因此，跨国公司必须在支付预扣税的不利因素和延期纳税的有利因素之间权衡，选择不同的组织形式。

3) 是否为从事自然资源勘探和开发的跨国公司。一些国家允许勘探成本及部分资源开发成本作为经常性费用冲销企业当期利润，而不是在几年之内分摊。因此，许多从事石油和矿产开发的公司倾向于选择分公司的组织形式。这样可以用分公司的勘探和开发成本冲销母公司的利润，减少纳税额。

3. 国际反避税

随着国际经济、技术的发展，国际企业避税规模不断扩大，避税方式更是不断翻新，还往往与国际偷税漏税结合在一起，导致财富的不正当分配，歪曲了国际竞争条件，影响了一些国家（主要是实行高税率的国家）的财政收入。为此，许多国家特别是发达国家纷纷采取对策，完善税收立法，加强征税管理，以防止和消除国际避税的泛滥。在长期实践中，一些国家逐渐形成了一些反避税的方法。

(1) 单边制定反避税法。反避税立法是反避税措施中的主要方面。各国反避税立法有以下几种形式：

1) 针对一种或多种国际企业避税做法加入特殊税法条款，如美国《国内收入法典》第482条、法国《税收总法典》第57条、比利时《税法》第24条等对国际企业内部转移价格作出了具体限制规定。又如，比利时《所得税法》第46条、法国《税收总法典》第283条，对纳税收入的可扣项目也做了具体规定。

2) 加入具有全面影响力的综合性条款。有些国家制定了在原则上适用于全部税收法规的综合性避税条款，如德国《税收通则》第42条、荷兰《税收总法典》第31条都属此类规定。

3) 加入必须获得政府同意的有关条款。在税法中明文规定某些交易活动必须事先征得税务当局的同意，否则便以违法论处的内容。这是国际反避税领域中最严厉的立法形式。

(2) 双边或多边的反避税措施。双边反避税措施主要是两国通过签订双边税收协定来限制国际企业避税，并规定双方在纳税管理上要相互协助、互通信息。多边反避税措施是许多国家签订多边协定来防止国际企业避税的措施。例如，欧洲经济共同体于1975年订立的《关于共同体为反对国际避税和避税应采取的措施》的协定，便属于多边反避税措施。

(3) 加强纳税管理。税法上规定的反避税措施，还必须在纳税管理实践中加以落实，否则再完善的法律也仅仅是一纸空文。为了有效地同国际避税行为作斗争，各国税务部门必须对国际企业在国外的经济活动有全面的了解，通常采用的方法有以下三种：1) 向纳税人或第三方施加压力，要求它们提供详细的纳税资料。2) 在税收人员为反避税需要纳税资料时，要求银行给予配合。3) 各国之间加强税收情报的交流。



8.7 案例研究与分析：尚德神话：一个民营企业的国际化历程

8.7.1 公司背景

2001年1月，在澳大利亚新南威尔士大学获得太阳能科学博士学位的施正荣携带着数十项专利技术，以澳籍身份回中国创业，最终获得无锡市政府的大力支持。在政府的推动下，江苏小天鹅集团、无锡国联信托投资公司、无锡高新技术投资公司、无锡水星集团、无锡市创业投资公司、无锡山禾集团等六家企业共同出资600万美元，施正荣以40万美元现金和160万美元的技术入股，组建成立了中澳合资企业——无锡尚德太阳能电力有限公司（以下简称尚德），主要从事晶体硅太阳能电池、组件以及光伏发电系统的研究、制造和销售。合资企业中，国有股占75%，施正荣通过其个人全资拥有的澳大利亚公司PSS（Power Solar System Pty, Ltd.）持股25%，2004增持为31.389%。

尚德开始经营时并不一帆风顺，厂房狭小，办公条件简陋，一度在阿里巴巴网站上介绍和推介产品。但是凭借着创始人施正荣所掌握的先进技术，凭借着对世界光伏产业发展趋势的敏锐嗅觉，以“为地球、为未来充电，让绿色永绕人间”为己任，以振兴中国光伏产业为目标，走出了一条“超越”之路。2002年，尚德第一条电池生产线在无锡新区投产，10MW的电池产能相当于此前中国太阳能电池产量4年的总和，产品性能达到甚至超过国际先进水平，一举将中国的晶体硅太阳能电池制造水平提高了15年，通过了所有的国际权威认证，被“世界太阳能之父”马丁·格林教授称为“世界光伏产业的中国超越者”。此后，尚德产能逐年翻番，在不到3年的时间内，将光伏电池的生产能力增加了12倍。2004年，据国际权威光伏杂志*PHOTON International*的排名，尚德公司总产量居世界前10位，并预测，到2005年底，尚德公司将进入世界前6位。2005年7月，在美国*Red Herring*杂志亚洲高科技领域最具前瞻性的百强企业排行榜上，尚德公司以其独特的创新能力和盈利能力跻身亚洲百强，成为我国规模最大、技术水平最高、品种最齐全的晶体硅太阳能电池研发、生产和销售企业，并使无锡这个中国十大经济活力城市从此获得“世界绿色电力之都”的荣誉。与此同时，尚德在财务业绩上完成了“三级跳”，经历过2002年的亏损，2003年的盈利，2004年的业绩已翻了20倍，实现了跨越式的发展。

目前尚德拥有国际上最先进的晶体硅太阳能电池制造工艺和技术、全球最先进的制造设备，使尚德当之无愧地成为国内制造水平独一无二的太阳能电力生产基地，也是世界六大太阳能电力生产基地之一。不仅如此，尚德还拥有完全自主知识产权，这成为在全球市场竞争的必胜法宝。

经济的快速发展使能源短缺成为全球性的难题，而清洁能源太阳能电力产业的迅速崛起不仅能缓解能源供需矛盾，更重要的是它具有无限储量的清洁能源特质契合了发展循环经济、建设节约型社会的内在要求，特别是随着我国《可再生能源法》2006年1月正式实施和国内相关配套政策的相继出台，光伏产业在中国具有不可估量的发展潜力。在这种背景之下，上市自然成为尚德下一步的发展目标。

8.7.2 海外上市的步骤

企业上市从大的方面来说有两种选择：国内上市或海外上市。但是从尚德的业绩来看，2002年公司亏损89.7万美元，2003年利润仅92.5万美元，这样的业绩水平难以满足国内的上市标准。另外，海外资本市场对光伏产业具有很高的认同度，美国SUN POWER光伏企业在纳斯达克上市时受到的狂热追捧就是一个明显例证。所以，海外上市成为尚德现实可行而且前途光明的选择。

作为一个成立仅4年的民营企业，要成功地实现海外上市并非易事，但尚德通过缜密的计划与股权置换，顺利地实现了既定目标。纵观这一过程，可以将其分解为五大步骤。

第一步 “过桥贷款”收购国有股权

国内企业海外上市一般都要先引进海外战略投资机构，这些机构一般都希望上市企业能够收购国有股权，从而保持较为合理的管理制度和公司治理结构。

为了筹集收购国有股权所需资金，2005年1月6日，David Zhang与施正荣签订了一份《过桥贷款协定》，2005年1月11日，双方共同成立尚德BVI公司，法定股本5万美元，分为5万股。其中施正荣持股60%，百万电力持股40%，而从招股资料可知，百万电力由David Zhang拥有。

按照《过桥贷款协议》，施正荣以31.389%尚德公司的股份做抵押担保，尚德BVI可以获得百万电力公司提供的6700万港元贷款用以作为收购无锡尚德国有股的保证金。双方约定，这6700万港元债权可以转换为尚德BVI的股权。转换过程分为两步：第一步，尚德BVI收购无锡尚德全部国有股权共68.611%。此时，百万电力对尚德BVI的债权在会计上调整为百万电力的出资，但股权比例仍保持不变；第二步，尚德BVI继续收购PSS公司无锡尚德31.389%的股权，至此，尚德BVI已实现了对无锡尚德的全部控股，同时，百万电力持股尚德BVI 25%，施正荣持股75%。如图8—1所示。

第二步 风险投资实现外资私有化

2005年5月，尚德BVI与海外风险投资机构签订了一份《股份购买协

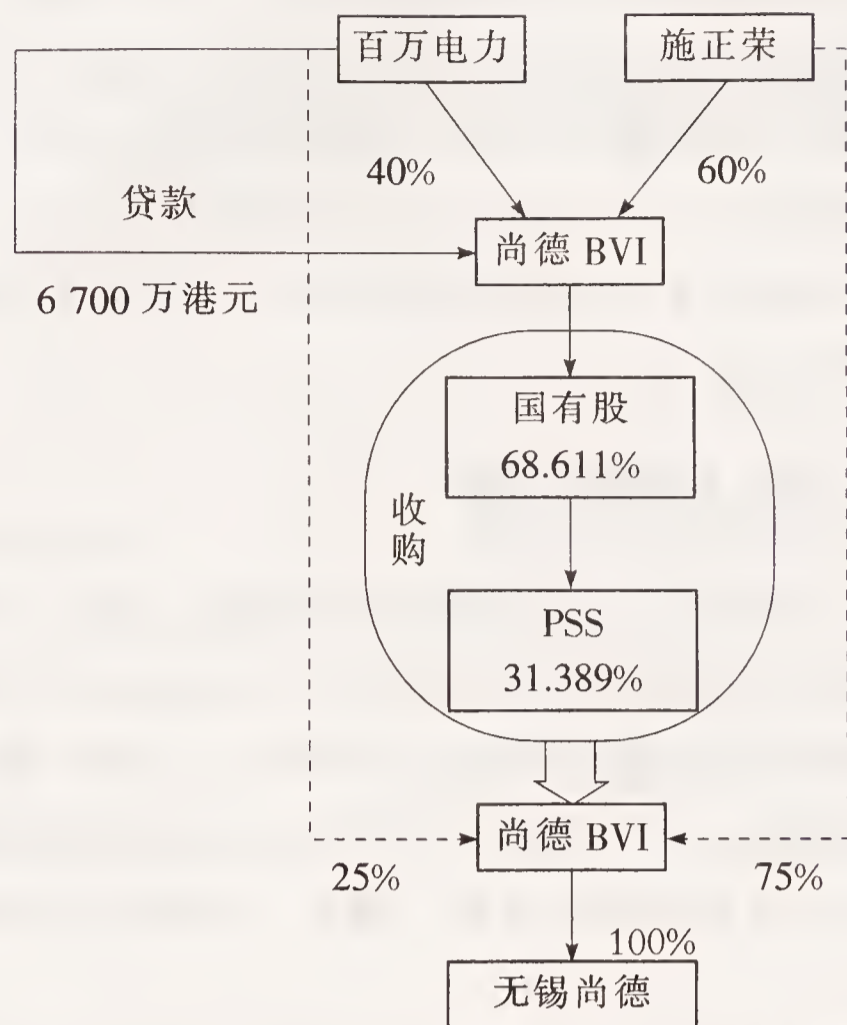


图 8—1 “过桥贷款”收购股权示意图

议》，以私募的方式向高盛、龙科、英联、法国 Natexis、中国台湾 Bestmanage 和西班牙普凯出售合计 34 667 052 股 A 系列优先股，每股 2.307 7 美元，合计 8 000 万美元。表 8—3 列示了尚德 BVI 的股份发放情况。

表 8—3

尚德 BVI 的股份发放

买 方	发行数量	金额 (美元)	百分比
高 盛	10 790 120 股 A 系列优先股	24 900 000	7.809%
龙 科	5 460 061 股 A 系列优先股	12 600 000	3.952%
英 联	5 416 727 股 A 系列优先股	12 600 000	3.920%
法国 Natexis	4 766 720 股 A 系列优先股	12 500 000	3.450%
中国台湾 Bestmanage	4 333 381 股 A 系列优先股	10 000 000	3.136%
西班牙普凯	3 900 043 股 A 系列优先股	9 000 000	2.823%
咨询顾问和贷款提供者	4 699 938 股普通股期权	—	
董事、员工和顾问	6 110 000 股普通股期权	—	

按照《股份购买协议》，尚德 BVI 发行 A 系列优先股所得到的 8 000 万美元收入将主要用于收购国有股权，通过股权转让的方式将无锡尚德的国有控股身份转变为外资公司。图 8—2 描述了尚德 BVI 收购无锡尚德股权的过程，图中单箭头表示原有持股比例，双箭头表示收购的股权，经过图示的四个环节之后，尚德 BVI 已拥有无锡尚德 100% 的股权。

值得注意的是，尚德 BVI 通过欧肯资本的二次转让完成了对国联信托和无锡水星的股权收购，可能的原因是施正荣无法直接说服这两个国有股东放弃

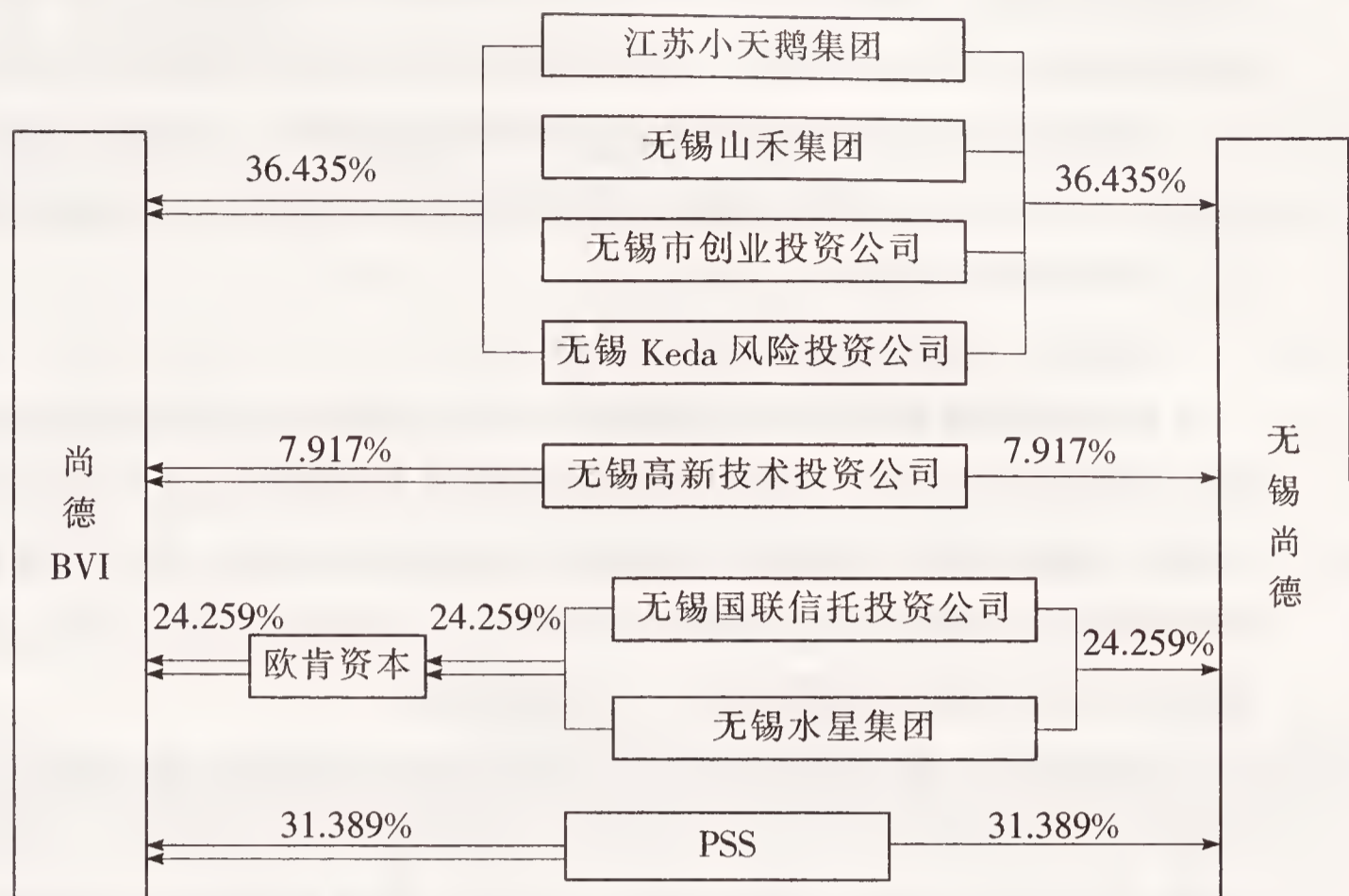


图 8—2 尚德 BVI 股权收购过程示意图

持有无锡尚德的股份。经过一系列交易，2005年5月，尚德 BVI 收购了无锡尚德的全部国有股权，而从国有股东开始的 600 万美元投资来看，国有股东在退出的过程中获得了高达 10~23 倍的投资回报。而国有股的退出则为尚德海外上市铺平了道路。

第三步 “对赌设计” 完成股权重构

尚德 BVI 成立之初的股权结构为：法定股本和已发行股本都是 5 万美元，分为 5 万股面值 1 美元的股份。为了方便海外风险投资机构的入股，在《股份购买协议》生效前，尚德 BVI 首先进行了一次拆股和一次送红股。拆股是现有股本由 5 万股、面值 1 美元拆分成 500 万股、面值 0.01 美元，送红股是普通股股东每 1 股获赠 17 股，这样，已发行股本就达到 9 000 万股。外资股发行以后，尚德 BVI 法定股本扩大到 500 万美元，拆分为面值 0.01 美元 5 亿股，包括普通股 465 332 948 股和 A 系列优先股 34 667 052 股，已发行普通股 9 000 万股，优先股 34 667 052 股，其余股份未发行。

除 A 系列优先股享有许多超越普通股的优先权外，尚德 BVI 与外资投资机构还签订了“对赌协议”，即 A 系列优先股转换成普通股的转股比例将根据尚德 BVI 的业绩进行调整。双方约定，在尚德 BVI 截至 2005 年末、经“四大”会计师事务所审计的、按照美国公认会计原则（GAAP）进行编制的合并财务报表中，合并税后净利润不得低于 4 500 万美元。如果低于 4 500 万美元，则转股比例（每股 A 系列优先股/可转换成的普通股数量）需要乘以一个分数——公司的“新估值”与“原估值”之比，即“新估值”/2.87 亿美元。而“新估值”的数值应当是 2005 年的实际净利润乘以 6，这实际上隐含着外资认为按照 6 倍市盈率投资无锡尚德



是比较合理的。对赌协议对于外资规避风险是非常有利的，但与此同时，也约定无论换股比例如何调整，外资机构的股权比例都不能超过公司股本的40%。

外资投资机构之所以愿意以6倍的市盈率这样一个高溢价投资于未上市的公司，与尚德BVI最终形成的外资股权结构不无关系，国有股的退出大大降低了外资的法律风险。

第四步 换股方案成就上市主体

尚德最终登陆纽约证券交易所也采取了海外上市常用的方法之一——换股。2005年8月8日，通过上市主承销商瑞士信贷第一波士顿和摩根斯坦利的安排，由施正荣完全控股的壳公司D&M Technologies在开曼群岛注册成立尚德控股公司，发行1股，面值0.01美元。2005年8月16日，尚德控股和尚德BVI的全体股东共同签订了一份换股协议。

按照协议，尚德控股向尚德BVI现有的16家股东发行股票以此来交换这些股东所持有的尚德BVI全部股份，这就是换股。换股后，尚德控股将持有尚德BVI 100%股份，同时尚德BVI的16家股东将拥有尚德控股100%的股权。尚德控股将作为最终控股公司择机上市，尚德控股的股权结构与尚德BVI的股权结构完全一致，并且在公司章程里明确了尚德控股的A系列优先股与尚德BVI系列优先股享有同样的权利，但是强调投资者董事的比例，章程规定尚德控股必须任命高盛和龙科的代表进入董事会并任命他们进入无锡尚德的董事会，而公司重大的经营管理事项都必须经这两名投资者董事批准，可以看出，上市之前外资对公司具有非常大的控制权。

但尚德控股也备有第二套《公司章程》，这套章程在上市成功以后将会立即启用，从而外资的控制力将大大减弱，对赌协议也将失效。

第五步 主板上市实现财富增值

负责公司审计的德勤会计师事务所认为公司在上市前受到外资的强力控制，而且在整个上市的重组过程中“没有产生任何新的单个股东或一致行动股东可以控制无锡尚德”，可以采取权益结合的会计处理方法，所以，无锡尚德的全部资产和负债都可以按账面价值并入尚德BVI和尚德控股，尚德控股的经营与财务记录与无锡尚德完全一致。

在纽约证券交易所总经理马杜亲自到无锡说服以后，11月28日，向美国证券交易委员会递交招股说明书，公司将在纽约证券交易所上市，发行2638万份美国存托凭证(ADS)，发行区间为11美元~13美元。其中2000万份为新股，其余部分为公司现有股东转售。2005年12月14日，尚德控股向公众出售2000万股新股，老股东向公众出售638万股旧股，在纽约证券交易所完成了上市。发行价15美元，上市开盘价20.35美元，筹资总额达4亿美元，按发行价计算，外资机构2.3077美元的购股成本在半年内增值了6.5倍。无锡尚德从而也成为国内第一家在纽约证券交易所上市的民营企业。

8.7.3 财务绩效

资本市场为无锡尚德提供了充沛的现金流，从而有力地支持了公司的研发投入和规模扩张。根据 2005 年的年报披露，2005 年无锡尚德的研发费用达到了 335 万美元，这一数字是 2004 年研发费用的 7 倍。公司总资产达到 4.81 亿美元，同比增长约 6 倍。在此带动下，太阳能电池制造能力也从 2004 年的 120 兆瓦增加到去年末的 150 兆瓦。无锡尚德 2005 年全年销售收入为 2.26 亿美元，与 2004 年的销售收入 0.85 亿美元相比增长了 165%；净利润达到 3 062 万美元，同比增长 55%；每股净收益达到 0.31 美元，同比增长 41%。上市后无锡尚德的经营业绩可以通过表 8—4 所列示的财务指标得以反映。

表 8—4 无锡尚德的主要财务指标 单位：百万美元

	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年
营业收入	226.0	598.9	1 348.3	1 923.5	1 693.35
营业成本	157.4	450.0	1 074.2	1 580.6	1 354.58
毛利润	68.6	148.9	274.1	342.9	338.75
期间费用	24.6	44.2	90.1	160.4	164.78
利润总额	28.2	106	171.3	88.2	91.48
毛利率	30.35%	24.86%	20.33%	17.83%	20.00%
利润率	12.48%	17.70%	12.70%	4.59%	5.40%

资料来源：《尚德电力 2009 年报分析：中国将成为世界最大的光伏市场》，索比太阳能网 <http://www.solarbe.com/news/content/2010/4/10127.html>。

上市后无锡尚德的营收规模迅速扩大，并在 2006—2008 年间保持着较高的增长幅度，这与其国际资本的支持、国际化经营布局密不可分。无锡尚德目前全球分支机构遍及 13 个国家，其中包括 3 个地区中心，即中国无锡、瑞士沙夫豪森和美国旧金山，在全球太阳能电池厂前 10 排名中由 2008 年的第三位跃居 2009 年的第二位。2009 年营业收入下降主要由于产品价格下降。利润增加主要由于尚德电力技术创新，降低了硅片成本，成本下降幅度大于产品价格下降的幅度。

根据 2009 年年报披露，尚德 74% 的净收入来自欧洲，其中德国占到了 41%，其他欧洲国家占 33%；北美占 10%；亚洲占 12%。这种客户分布的情况直接导致尚德面临较大的外汇风险。

8.7.4 案例启示

从公司成立到成功登陆纽约证券交易所，无锡尚德只用了 4 年的时间，以至于被许多人称之为“尚德神话”，公司创始人董事长施正荣将成功归于“在一个合适的时机进入了一个好行业”，但事实上，施正荣带领的尚德不仅在产业领域，而且在资本领域都创造了奇迹。尚德的飞速发展不仅折射了新技术的



巨大推动力和新产业潜在的巨大活力，其高效务实的资本运作过程也为中国企业国际化经营树立了良好典范。

1. 发行国际股票一举两得实现多赢

如前所述，企业利用发行国际股票，能迅速筹集外汇资金，提高企业信誉，有利于企业以更快的速度向国际化发展。尚德案例充分说明了这一点。

里昂证券在一份太阳能行业分析报告中指出，未来两年硅料供应紧张是太阳能行业最主要的风险。如果其中某些公司无法获取足够的原料供应，将会造成盈利增长波动的风险。按照无锡尚德的计划，IPO 之后所募集资金的最大一笔开销将用于保障硅片的供应，据估计金额将会达到 1 亿美元，此外计划投入 4 000 万美元用于扩大产能，2 000 万美元用于研发。

上市后不到一周，洛阳尚德太阳能电力有限公司生产基地首期 30 兆瓦工程破土动工，而无锡本部新增 120 兆瓦太阳能电池生产线的扩建工程也在进行。2006 年 8 月，尚德宣布以 3 亿美元的价格收购日本最大的专业化太阳能组件厂商 MSK，同月，尚德又在上海漕河泾拿下 200 亩地，投资 6 000 万美元建研发中心和生产工厂。

发行国际股票首先为企业筹集到丰厚的资金，有了资金基础，企业可以扩大产能，投资新的项目，进一步扩大和巩固市场地位，拉大与竞争对手的差距，在资本市场发达的今天，谁先抢得上市的先机，谁就占领了市场的制高点。

尚德的案例也说明，企业发行国际股票可以实现政府、投资机构和企业的多赢局面，本案例中，政府的前期投入可以说对尚德后期的发展起着至关重要的作用，而适时地退出不仅成就了民营企业的海外上市而且获得了 10~23 倍的高额投资回报。同样，海外投资机构也在很短的时间内获得数倍于投资额的回报。

2. 精妙设计顺利登陆纽约证券交易所

无锡尚德海外上市的一个亮点就在于其环环相扣的重组程序：成立尚德 BVI→获得过桥贷款做保证金→私募 8 000 万美元收购资金→收购国有股权→换股→上市。在不到半年的时间里就通过了纽约证券交易所苛刻的审查，水到渠成地实现了海外上市。

为了实现海外上市的目的，2005 年 1 月先是成了尚德 BVI 公司，BVI 是英属维尔京群岛的缩写，按照当地法律，在英属维尔京群岛注册的公司通常称为 BVI，维尔京群岛的政治、经济与贸易环境十分稳定，加之其有许多优惠政策，BVI 公司就成为许多国内企业海外上市的途径之一，可以绕开证监会严格的海外上市规定。无锡尚德通过尚德 BVI 公司得以私有化，在这个过程中又利用了过桥贷款作为收购保证金，通过私募的方式获得外资投资机构的 8 000 万美元投入，不仅获得资金顺利完成对国有股权



的收购，而且通过引入战略投资提升了公司整体形象，以高盛为代表的外资机构对于公众投资有很好的号召力，可以保证上市时股票的发行价格和融资效果。考虑到开曼群岛的法律环境最符合美国上市的要求，在无锡尚德实质上已成为外资公司以后，2005年8月在上市承销商的安排下，在开曼群岛注册成立了尚德控股公司，然后立即与尚德 BVI 公司进行了换股，并最终实现上市。

3. 产业与资本相得益彰

可以说无锡尚德的上市过程已经为国内企业特别是民营企业海外上市构建了一个可以效仿的模板，但并非所有的民营企业都可以通过这条路实现海外上市，无锡尚德上市成功的最基本动因在于其所依托的产业和自身所具有的技术实力被国际资本市场所青睐，而尚德国际化的成功之处就在于它将产业优势与资本运营有机融合，实现两者的相得益彰。

应该说海外上市并不是尚德国际化之路的开端，上市只是加速了其国际化的进程。上市之前，尚德就以其高科技太阳能光电产品迎合了国外市场的大量需求，2004年，德国开始大力推广的《新能源法》规定，以每千瓦时0.5欧元收购市民利用太阳能发的电，而市民用电的电价仅为每千瓦时0.12欧元，由此推动了2004年德国光伏发电市场增长235%，已经超过日本，成为世界最大的市场。正是看到这种商机，无锡尚德请来了德国人格雷厄姆·阿特斯（Graham Artes）担任首席运营官，负责营销，为无锡尚德公司带来了不少订单，加之尚德的产品比国外产品便宜5%，可以说质优价廉，非常受德国人的欢迎。2004年，尚德公司在德国的销售收入占到总销售收入的70%，推动整体销售额以300%的超常速度增长。当年还有17%的收入来自欧洲其他国家，只有8%的收入来自中国国内。而2005年1—9月，来自德国的销售收入已经下降至54%，来自欧洲其他国家的销售收入上升至25%，来自国内的销售收入上升至17%。到2009年，来自德国的销售收入下降至41%，说明尚德对德国单一市场的依赖已经有所降低，而国内销售收入增长，也让投资者看到更为广阔的天空。

此外，无锡尚德的太阳能转换技术也在世界上名列前茅，而在光伏产业，这个反映技术水平的指标，直接关系到公司毛利率的高低，决定了其市场竞争实力，转换率每提高一个百分点，就意味着成本要下降10%左右。无锡尚德在这一指标上所表现的强劲竞争力，也是受到投资者追捧的原因之一。

资料来源：

尚德电力主页，www.suntech-power.com。

上海证券报网络版，《无锡尚德美国上市 施正荣身价过百亿》，<http://finance.qq.com>。

新财富网，《施正荣财技 无锡尚德“私有化”及上市》，<http://www.p5w.net/p5w/>



fortune/200603/15.htm。

太阳能光伏网,《他驾的船,叫“无锡尚德”号》, <http://www.solar-pv.cn/0jsjl/bencandy>。

techweb 网,《无锡尚德用阳光创财富 民企破例闯进纽交所》, <http://www.techweb.com.cn/news/2006-02-27>。



本章小结

● 国际财务管理的定义表述为:国际财务管理是财务管理的一个新领域,它是基于国际环境,按照国际惯例和国际经济法的有关条款,根据国际企业财务收支的特点,组织国际企业的财务活动、处理国际企业财务关系的一项经济管理工作。

● 外汇风险的根源在于汇率的变动,由此引起国际企业资产的价值、现金流等发生变化。外汇风险一般可以分为三类:交易风险、折算风险、经济风险。

● 远期外汇交易保值、货币市场套期和外汇期权交易保值可以用来避免外汇交易风险;调整外汇净受险资产、平衡资产与负债数额可以用来避免外汇折算风险;多元化经营是避免经营风险的主要方式。

● 相比国内企业,国际企业的资金来源与筹资方式更加多样化,国际企业资本结构管理的目标仍然是降低资本成本,建立最优的资本结构。由于面临更加复杂的国际环境,国际企业必须加强筹资风险的防范。

● 按投资方式,国际投资可分成国际直接投资和国际间接投资;按资金来源,可分成公共投资和私人投资;按投资时间长短,可成长期投资和短期投资。除与国内企业同样面临的投资风险外,国际直接投资还要面对东道国可能存在的政治风险。

● 国际营运资金的管理包括两方面内容:营运资金的存量管理和营运资金的流量管理。营运资金的存量管理着眼于各种类型的资金处置,目的是使现金余额、应收账款和存货处于最佳的持有水平。营运资金的流量管理着眼于资金从一地向另一地的转移,其目的是使资金得到合理的安置,确定最佳安置地点和最佳持有币种,以避免各种可以预见的风险和损失。

● 国际税收管理是国际企业财务管理的重要组成部分,由于不同国家的税率、税基、税种以及税收管理效率等的差别而造成的税收差异是国际避税产生的原因。国际企业可以利用内部转移价格、避税港以及选择有利的组织形式等方法合理避税。



案例讨论：TCL 的国际化之路

一、通过并购快速实现国际化

有媒体将 2004 年称为中国企业国际化的元年，TCL 也是在这一年通过收购法国汤姆逊公司的彩电业务从而被视为中国企业进军国际市场的重要一步。其实，早在 2002 年，TCL 就以 820 万欧元全资收购了德国电器公司施耐德，踏上了国际化的征程；2003 年上半年，TCL 收购美国渠道商 GO-VEDIO 公司。

将企业做大、做成国际化的企业是 TCL 的目标，而促使其“走出去”有两方面的客观动因：一方面是加入 WTO 以后，中国市场逐渐成为国际市场的一部分，但无论在彩电还是手机市场，TCL 都未掌握核心技术，在面临国际厂商的强大竞争压力下，TCL 只有寻求技术上的快速突破，才能在中立于不败之地；另一方面则缘于市场竞争，中国国内的彩电、家电、PC 机等行业竞争日趋激烈，利益逐渐摊薄，处于边际收益递减的阶段。但通过单纯的产品外销行不通，因为当时美国和欧洲对中国的彩电实施反倾销，对家电制造企业的跨国发展造成很大障碍。在这种情况下选择收购重组汤姆逊公司则对规避反倾销和专利费困扰具有重要作用。2004 年 1 月 29 日，TCL 收购汤姆逊彩电业务，成立 TTE，并于当年 8 月正式运营。

2004 年 4 月，TCL 又收购了法国阿尔卡特移动电话业务，成立合资公司，阿尔卡特注入 4 500 万欧元现金和 600 名法方员工，在合资公司中持有 45% 的股份。2004 年 9 月 27 日，TCL 通讯科技控股有限公司在香港联交所主板上市，至此，TCL 已在市场中树立起国际化企业的形象。

二、国际化后面临的难题

虽然在 2004 年的两次并购之后，TCL 已成为全球第一大彩电生产厂商和第七大手机生产厂商，但其在深圳和香港两地上市公司的股价表现却一直低迷。进入 2005 年，TCL 三支上市公司的股价都创下历史新低。一年之内，TCL 的股价巨幅缩水，从最高时的 9.46 元跌至 2005 年 2 月份的 3.23 元，探至历史谷底，2005 年 4 月 14 日报收于 3.40 元，累积跌幅达 64%。剔除当时内地股市的整体低迷因素，TCL 集团的股价也呈现出超跌态势。与此同时，香港股市 TCL 的表现也不能令人满意，TCL 通讯自上市以来股价一直下滑，在半年时间内跌幅达 60%。

股价的走势反映出投资者对公司的看法，相应地，包括银河证券、瑞银华宝等在内的许多大证券公司也开始调低对 TCL 的评级，如瑞银华宝、花旗美

邦将 TCL 在香港两家上市公司的投资信用等级，由“买入”调低至“中性”，德意志银行给予“减持”评级。

股价下跌的背后隐藏着公司业绩不佳的事实。2004 年第三季度业绩报告显示，由于 TTE 海外业务和手机业务的亏损，TCL 多媒体（即原 TCL 国际）在三季度净亏损达到 5 900 万港元。从 2004 年公司的业绩快报来看，由于为公司手机业务提取存货跌价准备合计 2.18 亿元，造成 2004 年度净利润同比下降 56.9%，与此同时，公司利润总额、每股收益、净资产收益率分别下降 78.63%，73.47% 和 20.71%。业绩发布后，TCL 集团股价一度跌停，收盘报跌 7.86%。2004 年，TCL 虽然主营业务收入上涨 44.68%，但利润增长率仅为 37.62%，有分析师指出，TCL 收购汤姆逊之后，肯定会出现销售收入大幅上升，但利润增长并未跟上，应该归因为三季度合资公司正式运营后，在欧美市场出现的亏损。

瑞士信贷第一波士顿的一份研究报告指出，尽管 TTE 的成立使 TCL 引起了全球的兴趣，但由于 TCL 不得不将其在中国内地市场的电视机利润补贴到汤姆逊的业务中，TCL 多媒体（原“TCL 国际”）的股东回报无疑将在未来两年内被稀释。与此同时，由于 TCL 将其手机业务从 TCL 国际剥离造成的营业收入下降，汤姆逊电视机业务的亏损以及 30% 的新收益将归于汤姆逊公司，这种长期的通力合作的优势并未显著表现出来，2004 年和 2005 年的每股利润将不可避免地下降 21% 和 53%。

TTE 占到了 TCL 业务量的一半以上，但其欧洲业务却处于总体亏损的状态。TTE 欧洲业务可以分为两块：一是由 TTE 欧洲负责，在西欧和东欧销售汤姆逊、SABA 等其他品牌的彩电，业务覆盖 8 个国家，销售团队及运营机构庞大，成本较高，2005 年以及 2006 年上半年亏损约为 1.3 亿欧元；二是由战略 OEM（代工生产）中心负责，产品以汤姆逊和其他品牌为主，大部分销往俄罗斯、东欧国家和土耳其，虽然业务量不大，但由于其供应链简单，成本费用低，处于盈利状态。

从国际经验来看，如果并购不能在一年之内顺利完成整合，成功的可能性就大大降低。并购完成之后，TCL 的掌门人李东生的目标是在 18 个月内实现扭亏。这就意味着在有限的时间内，TTE 要整合原来汤姆逊在全球的研发、生产部门和销售渠道，并将之和 TCL 原有的彩电业务部门打通，实现全球范围内统一资源、采购、生产和研发，形成协同运作的平台并发挥出效益。但整合不是简单的业务拼接，TCL 在亚洲一些新兴市场的经验也无法复制到欧洲市场。对此，TCL 集团首席运营官、TCL 移动总经理袁信成，面对员工坦然承认：“客观来看，TCL 这些年尽管成长很快，但在系统管理的改善方面还很欠缺。”

手机业务方面的情况也不容乐观，据估算，2004 年度 TCL 通讯的人力成



本是每增加一名员工就增加了 52 万港元的费用，由并购形成的高额人力费用后来成为 TCL 的大“包袱”。2005 年净亏损高达 16.08 亿港元。

截至 2006 年 9 月份，TCL 多媒体在欧洲业务已经累计亏损 1.59 亿欧元，并成为 TCL 集团亏损最主要的原因，而且公司还面临着如果 2007 年继续亏损，股票将被 ST 处理的风险。国际市场的不景气也影响到 TCL 中国区的业绩。从 2006 年半年报来看，中国区上半年销售彩电 374 万台，相比上年同期下降了 10%。

三、通过重组渡过危机

2005 年 5 月，TCL 通讯收购与阿尔卡特合资的手机公司，使其成为自己的全资子公司。条件之一就是阿尔卡特接收除欧洲区销售人员外的绝大部分法方人员，从而甩掉了人力费用的“包袱”，并获得了完全的资源调配权。此后，海外销量快速上升，到 2005 年年底占集团总销量的 80% 以上。而针对国内市场急剧萎缩的市场销量，TCL 采取了压缩渠道、裁减人员等措施，2006 年第三季度，TCL 通讯在国内市场上开始扭亏为盈。

TTE 欧洲业务巨亏不止是影响 TCL 多媒体的主要原因，从年报来看，2004 年度，欧洲业务的亏损只有几百万元人民币；2005 年度，欧洲业务亏损 5.5 亿元人民币；而到 2006 年上半年，欧洲业务亏损 7 亿多元人民币。公司内部人士认为并购汤姆逊彩电业务之初，TCL 管理层对欧洲市场的难度估计不足，而将主要力量集中在北美扭亏，但事实上，欧洲的运营成本高，特别是员工工资高，加之彩电业近几年一直处于低利润期。另一个重要原因则在于 TCL 欧洲的业务体系反应过慢，TCL 大量生产的普通显像管电视在液晶电视日渐风行的欧洲销售非常困难。

2006 年 10 月 31 日，TCL 宣布对连续两年巨亏的 TTE 欧洲业务进行重大重组。TCL 集团品牌管理中心新闻总监对于重组是这样定位的：“重组计划并不意味着 TCL 公司将退出欧洲市场，欧洲仍然是 TCL 全球战略的重要组成部分，不管是现在还是未来，都不会放弃欧洲。重组只是针对目前业务模式进行重新设计。”公司希望通过重组改组多媒体欧洲业务以减少进一步损失，也被市场认为是 TCL 进行的“止血”行动。

重组欧洲业务的核心在于：除 OEM 业务外的所有电视机销售和营销活动终止；对 TTE 欧洲公司目前在欧洲从事欧洲业务的大部分员工进行重组；TCL 多媒体将以新的业务模式，即扩展其在欧洲现有的 OEM 业务为主要目的。TTE 欧洲也认为此次重组并非一个简单的“扭亏”计划，而是要对欧洲业务模式的彻底调整。主要是业务经营方式的变化，使之更加贴近市场、满足零售商和其他客户的需要。新的业务模式将专注于针对客户的产品开发和创新；满足高标准的市场投放时间及出货的高效率系统；组织精干，加强成本竞



争力。

自2006年11月起, TTE欧洲公司已基本无实质性的经营活动, 而TCL多媒体已经在欧洲设立了新的以OEM业务为主的公司, 其中波兰工厂就接到了来自冠捷科技180万台平板电视OEM的订单, 新公司的运营与原TTE欧洲公司的清算没有任何关系。2007年5月24日, TCL多媒体的全资子公司TTE欧洲公司向法国商业法庭提出了清算申请, 从而结束TTE欧洲业务, 以帮助TCL多媒体实现扭亏目标。

2005年开始, TCL国际收入超过国内收入, 标志着TCL已初步形成国际企业架构。2007年年底, TCL实施了集团产业重组, 建立了多媒体、通信、家电、部品4个产业集团, 以及房地产投资和物流服务两个第三产业业务群, 这种“4+2”的业务架构重组, 优化了资源配置, 使集团业务架构更为清晰。经过3年的国际化整合, TCL彩电(多媒体)在中国、新兴市场、欧洲和北美的产业布局与渠道架构基本形成。2007年, TCL彩电全球产量超过1500万台, TCL品牌彩电全球市场份额达5.8%, 位居全球前五。这种全球化的业务架构使得TCL有能力在彩电领域和全球领先企业展开竞争。

2010年3月10日公布的2009年年报带来了一个好消息: TCL实现了2004年国际化并购以来的首次收入正增长。数据显示, TCL集团2009年实现营业收入442.95亿元, 其中销售收入429.19亿元, 同比增长14.86%; 实现净利润4.70亿元, 扣除非经常性损益后的净利润为2.13亿元, 同比增长213.39%; 实现经营性现金净流入7.38亿元, 同比增长46%。

2004年TCL并购阿尔卡特手机业务时, 其手机海外销量仅有700万部。2006年、2007年, TCL通讯海外手机销量已经连续两年超过1000万部。2010年第一季度TCL通讯在海外销售了534万台手机, 占比达到了92%, 而且与包括沃达丰、ORANGE在内的主要电信运营商进行了ODM(original design manufacturer)手机业务的合作, 有望跻身手机一线品牌的阵营。

资料来源:

《TCL直面关键一役》, 载《经济观察报》, 2006-11-06。

《TCL通讯预期扭亏CEO评述艰难历程》, 载《经济观察报》, 2007-01-15。

《TCL遇并购综合症: 面对国际化的诱惑与困惑》, <http://www.sina.com.cn>, 全球财经观察, 2005-04-17。

《TCL如果不并购汤姆逊》, <http://www.163.com>, 中国经济时报, 2005-03-09。

《TCL国际化并购后营收首现正增长》, http://www.eeo.com.cn/industry/it_telecomm/2010/03/12/164974.shtml。

要求:

你认为TCL在国际化经营方面有哪些经验可以借鉴? 从TCL企业的国际



化战略实施过程中，受到哪些启发？你如何看待 TCL 对 TTE 欧洲业务的重组？在这个过程中 TCL 应重点解决的问题是什么？



思考题

1. 国际企业财务管理的特点是什么？
2. 国际企业筹资应注意什么问题？
3. 直接投资和间接投资的划分标准是什么？
4. 如何优化国际企业的资本结构？
5. 国际企业营运资金管理的特点及其环境影响因素有哪些？
6. 如何理解国际企业合理避税与国际反避税的关系？



本章导读

截至 2010 年 7 月，陕西省的中小企业已占到全省企业总数的 95% 以上，对全省的国内生产总值贡献超过 40%，吸纳新增就业人员达到 16 万人，对陕西经济持续快速增长贡献突出。然而，95% 的中小企业都存在资金紧张的状况。据预测，全省中小企业资金需求大约为 2 800 亿元，流动资金缺口达 1 100 亿元。针对这一现状，结合我国创业板资本市场的开放，陕西省政府着力扶持和发展了一批创业板上市后备企业，为有意愿通过创业板资本市场融资的中小企业进行辅导和培训，为中小企业融资提供可行路径。^①

2009 年 9 月 27 日，证监会受理创业板申请的第一天，就有 108 家企业递交了申报材料。据有关资料显示，截至 2010 年 5 月底，创业板已受理 331 家企业的发行申请，有 86 家企业实现挂牌上市，其中，高新技术企业的比例达到 88%，且 95% 以上的企业都是民营企业。正是因为创业板为中小企业融资提供了新的渠道，所以才受到众多中小企业的追捧。

除了融资，中小企业的经营特点也决定了其投资与资本运营的特点，此外，与大企业不同，中小企业还应合理利用各种扶持政策，以实现快速发展。这正是本章所要讨论的主要内容。



学习目标

- 掌握中小企业财务管理的特点
- 熟悉中小企业的融资渠道及风险投资过程
- 熟悉中小企业投资战略的制定及资本运营方法
- 了解中小企业的信用担保体系及相关的政策

^① 《陕西中小企业潮涌创业板》，载《金融界》，<http://stock.jrj.com.cn/cgem/2010/07/0908537736306.shtml>。

9.1 中小企业财务管理概述

9.1.1 中小企业的概念

中小企业是相对于大企业的概念，是指营业收入或资产总额较小、职工人数较少、管理组织简单、职责分工有限的企业。虽然世界各国对中小企业的界定并没有统一的标准，但基本上都是基于定性和定量两个方面对中小企业进行划分，定性主要是通过经济特征和控制方式的描述反映企业的组织结构和经营方式特点，定量则主要通过规模等数量指标来划分大、中、小型企业。例如，美国 1953 年颁布的《小企业法》规定，凡是独立所有和经营并在某行业领域不占支配地位的企业均属小企业。欧盟规定，从业人数在 250 人以下的企业为中小企业。国际上，一些学者从统计的需要出发，依据企业职员的多少提出了划分大、中、小企业的参考标准：职员在 1~9 人之间者为微型企业；职员在 10~99 人之间者为小型企业；职员在 100~499 人之间者为中型企业；职员在 500 人以上为大型企业。表 9—1 列示了世界主要国家和地区关于中小企业的界定标准。

表 9—1 世界主要国家和地区关于中小企业的界定标准

国家或地区	界定标准
美国	<p>质的规定：凡是独立所有和经营并在某行业领域内不占支配地位的企业</p> <p>量的规定：制造业：雇员人数少于 500 人 零售业：年销售额在 200 万美元~800 万美元 批发业：年销售额在 950 万美元~2 200 万美元 建筑业：年销售额在 100 万美元~950 万美元 农业：年销售额在 100 万美元</p> <p>注：量的规定在各产业内又因具体行业的不同而不同，此处数值为上限标准的区间。</p>
德国	<p>质的规定：1. 不能从资本市场直接筹集资本 2. 经营者直接承担风险 3. 经营者独立并与从业人员一起进行生产经营活动</p> <p>小型企业：制造业、服务业中雇员人数为 49 人以下，年销售收入 100 万马克以下</p> <p>中型企业：制造业、服务业中雇员人数为 499 人以下，年销售收入 100 万马克以上、1 亿马克以下</p>
英国	<p>质的规定：1. 市场份额小 2. 所有者依据个人判断进行经营 3. 所有经营者独立于外部支配</p> <p>小企业：制造业：从业人员在 200 人以下 建筑业、矿业：从业人员在 20 人以下 零售业：年销售收入在 18.5 万英镑以下 批发业：年销售收入在 73 万英镑以下</p>



续前表

国家或地区	界定标准
欧盟	微型企业：员工人数 1~9 人 小型企业：员工人数 10~49 人 中型企业：员工人数 50~249 人
日本	制造业等：从业人员在 300 人以下或资本金在 1 亿日元以下 批发业：从业人员在 100 人以下或资本金在 3 000 万日元以下 零售服务业：从业人员在 50 人以下或资本金在 1 000 万日元以下
新加坡	小型企业：固定资产额在 500 万新元以下 中型企业：固定资产额为 500 万新元~1 000 万新元
中国台湾	中小企业：制造业、营造业、矿业及土石采取业：实收资本额 6 000 万元新台币以下或常雇员工数在 200 人以下 农林渔牧业、水电燃气业、商业、服务业：年营业额在 8 000 万元新台币以下或常雇员工人数在 50 人以下
中国香港	小型工业企业：雇员人数在 100 人以下

资料来源：周立群、谢思全主编：《中小企业改革与发展研究》，2~4 页，北京，人民出版社，2001。

新中国成立以来，我国分别在 1962 年、1988 年、1999 年对企业按照规模进行了划分，为了促进中小企业的发展，2003 年 1 月 1 日开始正式实施《中华人民共和国中小企业促进法》。为贯彻实施《中华人民共和国中小企业促进法》，按照法律规定，原国家经贸委、国家计委、财政部、国家统计局于 2003 年 2 月 19 日研究制定了《中小企业标准暂行规定》。

为贯彻落实《中华人民共和国中小企业促进法》和《国务院关于进一步促进中小企业发展的若干意见》（国发〔2009〕36 号），2011 年 6 月工业和信息化部、国家统计局、发展改革委、财政部研究制定了《中小企业划型标准规定》，2003 年颁布的《中小企业标准暂行规定》同时废止。

新的划型标准涉及 84 个行业大类、362 个行业中类和 859 个行业小类，基本涵盖了国民经济的主要行业。根据新的划型标准，中小企业分为三类，中型、小型和微型，主要参考就业人数、营业额、资产总额指标，在不同的行业使用不同的指标。中型企业标准上限即为大型企业标准的下限。具体的划型标准如表 9-2 所示。

表 9-2 我国中小企业的划型标准

行业	标准
农、林、牧、渔业	营业收入 20 000 万元以下的为中小微型企业。 其中：营业收入 500 万元及以上的为中型企业； 营业收入 50 万元及以上的为小型企业； 营业收入 50 万元以下的为微型企业。

续前表

行 业	标 准
工业	从业人员 1 000 人以下或营业收入 40 000 万元以下的为中小微型企业。 其中：从业人员 300 人及以上，且营业收入 2 000 万元及以上的为中型企业； 从业人员 20 人及以上，且营业收入 300 万元及以上的为小型企业； 从业人员 20 人以下或营业收入 300 万元以下的为微型企业。
建筑业	营业收入 80 000 万元以下或资产总额 80 000 万元以下的为中小微型企业。 其中：营业收入 6 000 万元及以上，且资产总额 5 000 万元及以上的为中型企业； 营业收入 300 万元及以上，且资产总额 300 万元及以上的为小型企业； 营业收入 300 万元以下或资产总额 300 万元以下的为微型企业。
批发业	从业人员 200 人以下或营业收入 40 000 万元以下的为中小微型企业。 其中：从业人员 20 人及以上，且营业收入 5 000 万元及以上的为中型企业； 从业人员 5 人及以上，且营业收入 1 000 万元及以上的为小型企业； 从业人员 5 人以下或营业收入 1 000 万元以下的为微型企业。
零售业	从业人员 300 人以下或营业收入 20 000 万元以下的为中小微型企业。 其中：从业人员 50 人及以上，且营业收入 500 万元及以上的为中型企业； 从业人员 10 人及以上，且营业收入 100 万元及以上的为小型企业； 从业人员 10 人以下或营业收入 100 万元以下的为微型企业。
交通运输业	从业人员 1 000 人以下或营业收入 30 000 万元以下的为中小微型企业。 其中：从业人员 300 人及以上，且营业收入 3 000 万元及以上的为中型企业； 从业人员 20 人及以上，且营业收入 200 万元及以上的为小型企业； 从业人员 20 人以下或营业收入 200 万元以下的为微型企业。
仓储业	从业人员 200 人以下或营业收入 30 000 万元以下的为中小微型企业。 其中：从业人员 100 人及以上，且营业收入 1 000 万元及以上的为中型企业； 从业人员 20 人及以上，且营业收入 100 万元及以上的为小型企业； 从业人员 20 人以下或营业收入 100 万元以下的为微型企业。
邮政业	从业人员 1 000 人以下或营业收入 30 000 万元以下的为中小微型企业。 其中：从业人员 300 人及以上，且营业收入 2 000 万元及以上的为中型企业； 从业人员 20 人及以上，且营业收入 100 万元及以上的为小型企业； 从业人员 20 人以下或营业收入 100 万元以下的为微型企业。
住宿业	从业人员 300 人以下或营业收入 10 000 万元以下的为中小微型企业。 其中：从业人员 100 人及以上，且营业收入 2 000 万元及以上的为中型企业； 从业人员 10 人及以上，且营业收入 100 万元及以上的为小型企业； 从业人员 10 人以下或营业收入 100 万元以下的为微型企业。
餐饮业	从业人员 300 人以下或营业收入 10 000 万元以下的为中小微型企业。 其中：从业人员 100 人及以上，且营业收入 2 000 万元及以上的为中型企业； 从业人员 10 人及以上，且营业收入 100 万元及以上的为小型企业； 从业人员 10 人以下或营业收入 100 万元以下的为微型企业。
信息传输业	从业人员 2 000 人以下或营业收入 100 000 万元以下的为中小微型企业。 其中：从业人员 100 人及以上，且营业收入 1 000 万元及以上的为中型企业； 从业人员 10 人及以上，且营业收入 100 万元及以上的为小型企业； 从业人员 10 人以下或营业收入 100 万元以下的为微型企业。



续前表

行 业	标 准
软件和信息技术服务业	从业人员 300 人以下或营业收入 10 000 万元以下的为中小微型企业。 其中：从业人员 100 人及以上，且营业收入 1 000 万元及以上的为中型企业； 从业人员 10 人及以上，且营业收入 50 万元及以上的为小型企业； 从业人员 10 人以下或营业收入 50 万元以下的为微型企业。
房地产开发经营	营业收入 200 000 万元以下或资产总额 10 000 万元以下的为中小微型企业。 其中：营业收入 1 000 万元及以上，且资产总额 5 000 万元及以上的为中型企业； 营业收入 100 万元及以上，且资产总额 2 000 万元及以上的为小型企业； 营业收入 100 万元以下或资产总额 2 000 万元以下的为微型企业。
物业管理	从业人员 1 000 人以下或营业收入 5 000 万元以下的为中小微型企业。 其中：从业人员 300 人及以上，且营业收入 1 000 万元及以上的为中型企业； 从业人员 100 人及以上，且营业收入 500 万元及以上的为小型企业； 从业人员 100 人以下或营业收入 500 万元以下的为微型企业。
租赁和商务服务业	其中：从业人员 300 人以下或资产总额 120 000 万元以下的为中小微型企业。 从业人员 100 人及以上，且资产总额 8 000 万元及以上的为中型企业； 从业人员 10 人及以上，且资产总额 100 万元及以上的为小型企业； 从业人员 10 人以下或资产总额 100 万元以下的为微型企业。
其他未列明行业	其中：从业人员 300 人以下的为中小微型企业。 从业人员 100 人及以上的为中型企业； 从业人员 10 人及以上的为小型企业； 从业人员 10 人以下的为微型企业。

资料来源：工信部联企业〔2011〕300号：关于印发中小企业划型标准规定的通知。

从组织形式来划分，我国的中小企业可分为独资企业、合伙企业、股份合作制企业和有限责任公司四大类。独资企业是由个人出资经营、归个人所有和控制、由个人承担经营风险和享有全部经营收益的企业。它是一种自然人企业，是最古老、最简单的一种企业组织形式，主要盛行于零售业、手工业、农业、林业、渔业和服务业等。在西方，独资企业是最先出现的一种简单企业形式。即使在现代西方经济中，独资企业在数量上仍占很大比例，如在美国 1 000 多万家企业中，独资企业约占 75% 以上。合伙企业是由两个或两个以上的自然人共同出资、共同经营、共担风险、共负盈亏的企业，也是自然人企业。合伙人通常需要签订包括利润分配与亏损弥补方式、各合伙人责任（如出资额、有限责任或无限责任、主要业务分担等）、合伙人变更、企业清算财产分配办法等内容的合伙经营合同。合伙企业是为了克服独资企业的缺陷而在其基础上发展起来的一种企业组织形式。股份合作制企业是一种同时以资本合作和劳动合作为基础的企业组织形式。股份合作制既不同于股份制也不同于合作制，作为一种独立的中小企业组织形式，符合我国产权明晰、权责分明、政企分开、管理科学的企业制度改革方向，具有广阔的发展前景。有限责任公司是



两个以上股东共同出资，股东以其出资额为限对公司承担责任，公司以其全部资产对公司债务承担责任的企业法人。有限责任公司按规模分类，有大、中、小三个不同层次，所以中小企业可以采用有限责任公司形式，但有限责任公司并不全是中小企业。

9.1.2 中小企业的经济评价

中小企业的存在和发展是一种世界性的现象。伴随世界经济的高速前进，中小企业在各国都曾经历由被轻视与否定到被重视与肯定的发展过程。中国改革开放的历程也见证了中小企业的蓬勃发展。现在，中小企业在社会经济发展中具有十分重要的地位和作用，它们是国民经济发展的主要增长点，是缓解就业压力、保持社会稳定的主要因素，是经济体制改革的重要依托和促进力量，并在扩大出口、增加财政收入等方面发挥着十分重要的作用。中小企业对经济具有特殊作用，主要表现为以下几点。

1. 提供新的就业机会

在人口逐渐增长，大企业缩小规模、不断裁员的情况下，是中小企业在成长中创造出新的就业机会，从而降低失业率，使经济发展过程相对稳定，“熨平”经济周期。据美国中小企业管理局 1999 年的调查数据显示，500 人以下的小企业雇用了 53% 的非农业劳动力，在 1990—1995 年间，500 人以下的小企业所创造的新增就业机会占总体的 76.5%。而我国目前城镇就业人口中约 75% 是由中小企业吸纳的。

2. 技术创新

有资料表明，许多科学突破、创新都是由发明家个人或者是由小企业完成的，如复印机、拉链等。在美国，全部发明的 50% 以及第二次世界大战后发明的 95% 都来自中小企业和新建企业。大企业的研究机构往往将重点放在对现存产品的革新上，与现有产品无关的一些有价值的创意常会被搁置一边。按照美国中小企业管理局的统计，20 世纪 70 年代，美国科技发展项目中 50% 以上是由中小企业完成的；进入 80 年代以来，大约 70% 的创新来自中小企业。在德国，2/3 的专利技术是中小企业研究并申请注册的。在我国，科技成果应用在中小企业中一般为大企业的 1~3 倍。

3. 刺激竞争

经济学家非常强调经济中竞争的价值。当一个行业中只有几个厂家时，垄断者极易设定高价、抑制技术进步并排斥新的竞争者进入该行业，从而损害消费者利益。此时，中小企业的存在十分必要，刺激竞争、降低垄断程度将有利于整个社会的经济进步。中小企业由于进入门槛相对较低，因而具有较高的出生率；由此也导致它们之间的竞争异常激烈，从而淘汰率也较高。但是高出生



率和高淘汰率既保证市场中有大量的竞争者，又使存活下来的中小企业具有继续生存发展的竞争力。这种竞争进一步促进了社会资源配置效率的提高。

4. 成为大企业重要的合作伙伴

中小企业往往可以在社会供应链上担任独到的角色而成为大型企业重要的合作伙伴，甚至成为大企业重要的生存基础。比如，在销售环节——很少有大厂商愿意自己经营产品的批发零售业务，在很多行业都是中小企业担此重任，中小企业将大厂商与顾客联系在一起；在供应环节——中小企业经常充当大企业的零配件供应商，大企业也越来越认识到这种长期稳定的合作关系的重要性，常常用“伙伴”、“战略同盟”等来形容这种关系；在服务环节——中小企业经常对大企业的客户提供服务，如作为汽车制造厂的修理企业，提供修理或其他服务帮助大企业。

5. 提高生产和服务的效率

在很多领域，中小企业生产产品、提供服务的效率是高于大企业的。“规模经济”常给人一种误解，即规模越大效率越高，其实最经济的规模是根据行业的不同而变化的。比如大规模适合于汽车制造业，而小规模可能就适合于汽车修理业。在竞争如此激烈的经济中，中小企业能始终占有一席之地，这一事实本身就是对其效率的有利证明。

截至2010年8月，我国中小企业的数量已达到470万家，占企业总数的99%以上，上缴税收占比超过50%，对GDP的贡献超过65%，产品出口总额占出口总额的68%。与此同时，中小企业分别提供了80%的就业岗位和90%的新增就业人员；我国约有66%的专利发明、74%的技术创新、82%的新产品开发，都是由中小企业完成的。不难看出，中小企业在我国的社会经济发展中承载着十分重要的作用，它们是国民经济发展的主要增长点，是缓解就业压力、保持社会稳定的主要因素，是经济体制改革的重要依托和促进力量，在扩大出口、增加地方财政收入等方面都发挥着十分重要的作用。

9.1.3 中小企业财务管理特点

尽管无论是大企业还是中小企业，其财务管理的内容与职能都大致相同，但由于中小企业的自身特点及其所面对的独特的外部环境，它们的财务管理工作相应具有自身的特点。

1. 中小企业的内部管理基础普遍较弱

虽然大企业也存在管理效率低下的问题，但这一问题在中小企业更为普遍。一方面，受生产资源和人才资源等方面的限制，中小企业的管理资源普遍相对短缺，管理机构简单，专业性不强，内部控制制度不健全。很多中小企业不设财务机构，没有专职财务管理人员，财务管理职能由会计或其他部门兼

管,或由企业主管人员一手包办,先进、科学的财务决策方法难以得到规范操作,影响了企业财务管理的有效性。另一方面,许多中小企业仍经营在盈亏平衡的边缘,使其无暇全面、系统地考虑内部管理的有效性,财务管理作为企业内部管理的一个组成部分,其有效性自然更无从谈起。

2. 中小企业的抗风险能力较弱,信用等级较低

中小企业的资本规模有限,决定了它们抗风险能力先天不足,从而影响其信用等级。资本是企业获得利润的根本,同时也是担保企业债务、承担企业亏损的基本物质保证。中小企业资本规模较小,内部管理基础又较薄弱,产品比较单一,市场风险很大,而市场风险很容易转变为企业的财务风险和银行的信贷风险。企业因资金周转不灵而导致支付不能的风险极大,稍有经营不慎造成亏损便可能带来破产的致命后果。统计数字表明,中小企业的倒闭数量要远远超过大企业。更进一步,许多中小企业还需承担无限或无限连带责任,更加大了企业风险。由此,债权人往往对中小企业制定更为严格的借贷条款。

3. 中小企业的融资渠道相对有限

随着金融改革整顿工作的不断深入,曾对中小企业发展产生过重要作用的异地拆借、社会集资等不规范融资行为遭到严格禁止。而在新的融资网络建成之前,中小企业受自身条件限制以及现行体制、政策影响,融资环境非常恶劣。首先,在直接融资上。现行的上市额度管理机制决定中小企业很难争取到发行股票上市的机会;在发行企业债券上,因发行额度小也难以获准。其次,考虑间接融资渠道。由于中小企业本身素质不高,人才缺乏、内部组织关系不稳定、规模经济效益差、经营风险高、信用等级低等原因,往往难以满足银行等金融机构的贷款条件。再加上银行贷款政策倾斜、手续繁杂、收费高,而财产拍卖、信用融资担保、资产评估、信用评估等机制建设的滞后,更使中小企业实际上很难得到银行的贷款,其他融资渠道同样不通畅。由此,中小企业在金融市场中得到的资金与其在国民经济中所占的比重极不相称,一定程度上仅仅依赖于内部资金供给,导致中小企业资金严重不足,制约了企业的进一步发展。

4. 中小企业对管理者的约束较多

在中小企业,特别是处在初创阶段和成长阶段的小企业,管理人员会遇到一些在一般企业较少见的困难,比如资金紧张、人员缺乏等。中小企业常常支付不起市场研究费用,也可能因现金短缺而雇用不起足够的管理人员,这些都会给管理者带来困难。另外,中小企业最为缺乏的就是在市场开发、财务分析、人力资源管理等方面经验丰富的专业人员,这就迫使管理者对企业经营活动的方方面面事必躬亲。很多中小企业的管理者财务意识淡薄,只关注企业的生产活动,终因理财不当而走向失败之路。



9.2 中小企业融资管理

9.2.1 中小企业的内源融资

内源融资是指企业不依赖外部资金，而在本单位内部筹集所需的资金，它主要是通过以前的利润留存进行资本纵向积累的一种融资方式。其来源一是企业自身的积累；二是某些暂时闲置的可用来周转的资金，如折旧准备等。与外源融资相比，由于经营规模、资金实力、信誉保证、还款能力等方面的局限，中小企业在内源融资上相对容易一些，且融资成本较低，因而内源融资构成中小企业筹集发展资金的主要渠道和基本方式。可以说，在世界范围内，企业特别是中小企业基本上是靠自身的积累发展壮大的。在美国企业的资金来源中，内源融资一般都在 50%~60%，高的时候达到 80%。

1999 年国际金融公司对北京、成都、广东顺德、浙江温州等地 600 家企业进行了融资方式的调查，对民营企业的融资渠道调查可以作为我们了解中小企业融资渠道的一个途径，详见表 9—3。

表 9—3 我国民营企业的主要融资渠道

经营年限	自我融资 (%)	银行贷款 (%)	非金融机构 (%)	其他渠道 (%)
3 年以下	92.4	2.7	2.2	2.7
3~5 年	92.1	3.5	0	4.4
6~10 年	89.0	6.3	1.5	3.2
10 年以上	83.1	5.7	9.9	1.3
总 计	90.5	4.0	2.6	2.9

资料来源：国际金融公司统计，转引自尼尔·格力高里、斯托廷·特尼武：《中国民营企业的融资问题》，载《国际货币基金组织》，季刊，2001（3）。

可以说，内源融资是我国中小企业融资的主要渠道，有调查显示，我国中小企业初创时期 90% 的资金来源于资金持有者、合伙人以及他们的家庭，初创期过后仍主要依赖内源融资，有 80% 的中小企业认为资金困难已严重阻碍了企业的发展。我国中小企业自有资金少、自身积累严重不足已成为无须争辩的事实。随着中小企业在国民经济中地位的逐渐提高，这种通过自身资本积聚方式寻求自我滚动式发展的模式已经不能适应发展的要求，中小企业还需要新的金融服务和制度创新。

9.2.2 中小企业的间接融资

间接融资属于外源融资的一种，主要是指企业向商业银行和其他金融机构申请贷款融得资金。国外的经验证明，商业银行贷款是中小企业最重要的外源性融资来源。在美国，金融机构的贷款占中小企业全部资产的比重为

26.66%，占全部债务额的53%。而英国银行也是中小企业主要的债务资金的提供者。由于中小企业处于较为激烈的市场竞争中，发展机会可能稍纵即逝，导致中小企业对资金的需求一般较为迫切，但金额也相对较小。其时间紧、期限短的特点更适合于通过银行贷款融取资金，使得中小企业对银行贷款具有一定的路径依赖特征。

但由于我国金融体系的特点及中小企业自身所具有的特征，使得中小企业获得银行贷款的融资渠道并不畅通。从银行方面来看，首先，为中小企业提供金融服务不在大银行的功能定位之列，在我国，四大国有商业银行占领着市场的大部分份额，但其目的是为了给国有大中型企业、大型项目服务。虽然中小商业银行在金融体制改革的促进下有所发展，但其资金实力相对较弱，市场份额较小，而且在市场战略的选择上也逐渐与大银行趋同。其次，由于中小企业往往财务信息不够规范和透明，使得银行为中小企业提供服务有较高的成本和风险，降低了银行贷款的积极性。从中小企业方面来看，首先，中小企业经营风险较高，企业寿命没有保证，据调查，我国5年内中小企业的淘汰率为70%，只有大约30%具有成长潜力，导致获得银行贷款较难。其次，中小企业大多是劳动密集型企业，还有相当一部分企业无形资产占有很大比重，固定资产的数量和品质无法与大企业相比，从而在申请银行贷款时往往难以提供令银行满意的担保和抵押。

要改善中小企业的间接融资渠道，也需要从以上两方面着手，充分发挥中小商业银行为中小企业服务的潜在优势，逐步完善中小企业的信用体系，提高中小企业“逃废债”的违约成本。



[例9—1]

美国于1953年成立了中小企业信用担保机构，其担保业务由小企业管理局负责。在美国，信用保证机构通常采用专项授权保证方式，各地的小企业管理局的分支机构除了对中小企业进行一些免费的管理咨询和辅导外，还负责对中小企业的信用状况进行调查。

中小企业申请银行贷款时首先向银行提交信贷申请，银行对中小企业进行审查，如果银行认为需要信用担保机构提供担保，它会将信用调查资料转交到当地的小企业管理局。如果小企业管理局同意提供担保，银行将发放贷款，贷款的偿还方式可以按照每个企业的需要灵活安排。美国规定的最高担保倍数是50倍。小企业管理局提供的担保比例随着担保数额的不同而有所调整，15万美元以下的贷款，小企业管理局提供的担保比例为85%，15万美元~100万美元的贷款，担保比例为75%。美国的中小企业担保机构并不向中小企业收取担保费，而是向贷款者（银行）收取其担保部分的费用。当然，贷款银行一般都会将这部分费用转嫁给最终的借款人。对于1年及1年期以下的任何规模的贷款担保，担保机构只向贷款银行收取担保部分0.25%的担保费；对1年期以上、担



保金额在 15 万美元以下的贷款，收取的担保费为 2%；对 1 年期以上、担保金额在 15 万美元～70 万美元之间的贷款，收取的担保费为 3%；对 70 万美元以上的贷款，则收取 3.5% 的担保费。美国担保机构收取的担保费是总的费用，而不是按年收取的费用，因此，企业实际的负担水平并不高。^①

近年来，我国各地都积极探索创新中小企业的信贷融资渠道与方式。如上海市 2010 年年末推出“上海市科技型中小企业履约保证保险贷款”试点，以政府引导资金搭建银行贷款平台，由政府、银行和保险公司共担科技型中小企业贷款风险，开创国内银行和保险公司联合参与贷款产品的先例。第一批 10 家企业的贷款申请已经通过，共计发放金额达到 2 380 万元。试点中，单笔贷款额度一般为 50 万元～300 万元，最高不超过 500 万元，贷款期限为 1 年以内；贷款利率根据各借款企业的风险，适当浮动；而保险费率为贷款本息合计的 2%，如果企业按时还本付息，保费的 50% 可享受财政专项补贴。一旦出现贷款逾期不还，上海市科委风险补偿金将承担 25%，保险公司承担 45%，银行承担 30%。与此同时，为鼓励融资担保机构大力开展中小企业信贷业务，上海市政府将出台新政：融资担保机构的呆账核销，将参照金融机构呆账核销管理办法。而对上海重点扶持的融资担保机构，可对其融资担保代偿损失按项目计，由融资担保专项基金予以补偿。对于市区县中小企业融资担保专项资金代偿的损失补偿，将按照融资担保对象属地化原则实施分担。

云南省财政部门充分发挥政府采购政策功能，积极推行政府采购搭建中小企业融资新平台。2010 年 12 月，云南省财政厅与合作银行昆明分行签署了《云南省政府采购中标企业模式化融资授信业务合作框架协议》。根据协议，政府采购中标中小企业凭政府采购合同即可获得银行贷款，具体贷款额度根据政府采购合同的金额比例确定。按照这一政策，中小企业可以获得简化贷款程序、降低准入门槛等优惠政策。^②

9.2.3 中小企业的直接融资

直接融资是指不借助于银行等金融机构，直接与资本所有者协商融通资金的一种融资活动。在我国，随着宏观金融体制改革的不断深入，直接融资得以不断发展。具体来讲，直接融资的方式主要有投入资本、发行股票、发行债券等。

中小企业在创立之初主要通过投入资本募集资金，中小企业开始运营的资金基础就是权益性资本，这不仅是企业长期资金的重要来源，也是企业进行间接融资承担债务的基础，而且是我国中小企业直接融资的主要方式。而严格的股票发行和债券发行制度则将大多数中小企业拒之门外。为了鼓励中小企业直接融资，许多国家都设立了二板市场。

① 张蓉：《体制转轨时期中小企业融资》，中共中央党校博士论文，2004。

② 中国中小企业信息网，<http://www.sme.gov.cn>。

二板市场是指主板市场以外的融资市场,也称创业板市场,是为高科技领域中运作良好、成长性强的新兴中小企业提供的融资场所。主要对象是中小企业及新兴的高科技产业企业。主要特点有:(1)上市对象是中小企业及新兴的高科技产业等;(2)上市公司股本相对较小;(3)上市公司的经营规模比较小、经营年限较短,且初期盈利能力较小;(4)上市公司的发展前景较好;(5)股票发行由指标管理改为标准管理;(6)全流通市场;(7)对投资者来说,一般投资风险较大,但收益也较高。

二板市场的存在主要是因为主板市场的门槛相对较高,对于那些刚刚步入扩张阶段或稳定成熟阶段的中小高新技术企业来说,存在着难以逾越的规模障碍;另外,在主板市场严格的指标管理机制下,即使能够进入主板市场通道,也无法满足众多的高新技术企业的融资要求。从国际二板市场来看,考虑到新兴公司业务前景的不确定性,其上市条件要低于主板市场。二板市场的主要职能在于:(1)为创业投资提供“出口”和回报实现机制,促进高科技投资的良性循环,提高高风险资本的流动性和使用效率。(2)高新技术企业在达到一定标准后在二板市场发行股票上市,也是由非上市公司改造成公众公司的过程,这将促使这些企业在经营发展、财务管理等方面全方位地接受社会监督,在一种新的制约机制下,不断提高自身素质。

香港联交所二板市场对发行人的要求为:(1)公司须专注于一项业务,综合企业及投资公司不符合资格;(2)2年活跃业务记录,但不设最低盈利规定;(3)最低公众持股量达已发行股本的20%或3000万港元(以较高者为准);(4)公司可自由决定采用何种招股机制,在首次公开招股时并非必须进行包销;(5)公司管治方面须设立审计委员会,聘任认可的有资格会计师及至少两名独立董事;(6)不准出售股份的限制,管理层股东为2年。

香港二板市场上市的程序分为四个步骤:第一步,上市规划及准备。包括决定上市计划,委任财务顾问及中介机构,组成工作团队;上市结构规划及企业重组;针对上市前两年运营记录进行审慎调查;拟定未来两年发展计划;财务审计鉴证。第二步,引进策略投资者或风险投资。由财务顾问制作投资资料备忘录;寻找策略投资者或风险投资;与投资者洽谈入股事宜;引入策略投资者成为公司股东。第三步,申请上市。内地企业向中国证监会申请审核(审批);准备招股书;向联交所上市审核委员会递交上市申请,并与其沟通上市文件。第四步,招股挂牌。出具研究分析报告;试探股票需求情况;巡回推介,定价发行;挂牌上市;维持与投资者的联系。

美国的资本市场高度发达,拥有多层次、多方位的证券市场,其二板市场(美国证券交易所(ASE))和柜台交易市场(纳斯达克(NASDAQ))主要面向新兴和成长中的公司,上市标准相对主板市场较低,而且满足一定条件之后还可以转到主板市场,特别是纳斯达克市场,是中小企业进行直接融资的主要场所。表9—4是部分国家和地区二板市场的简单介绍。



表 9—4 部分国家或地区二板市场主要特点比较

	美国纳斯达克证券市场 (NASDAQ)	英国另类投资市场 (AIM)	新加坡证券交易及自动报价系统市场 (SESDAQ)	马来西亚证券交易及自动报价场外市场 (ESDAQ)	中国台湾地区场外证券市场 (OTC)	中国香港地区创业板市场
发行人类型	与科技有关的公司, 包括小公司	各类小型与新兴公司, 包括新成立的本土与外国公司	本土的中小型企业	主要是与科技有关的公司(本土与国外)	本土的中小型企业, 包括新成立的公司	较小型公司与新兴公司
实缴股本	NASDAQ 小型资本市场: 有形资产净值 400 万美元 NASDAQ 全国市场: 有形资产净值 600 万美元、1 800 万美元、7 500 万美元三种选择	无	无	上市为 200 万马币, 上市时的有形资产净值一般不低于面值	新台币 5 000 万元	
盈利要求	NASDAQ 小型资本市场: 最近 1 年或最近 3 年中两年的净收入为 75 万美元 NASDAQ 全国市场: 最近 1 年或最近 3 年中两年的税前收入为 100 万美元	无	无	无	在上市前两年每年的税前纯利必须为资本总额的 2%; 符合资格的科技公司则不受规限	不设最低盈利要求
业务记录	NASDAQ 小型资本市场: 1 年业务记录或市值 5 000 万美元 NASDAQ 全国市场: 连续两年业务记录或不需要	无	3 年	对科技公司并无规定; 其他公司为 1 年	0~3 年, 视业务性质	有两年从事“活跃业务活动”的记录
股东出售限制	无	有。如不足 2 年的收入, 限制期为 1 年	可对主要股东实施 1 年的限制期	有。限制期为 1 年, 之后每年最多可出售 20%	有。主要股东于公司上市后 2 年内不得出售股权, 2 年后 6 个月最多可出售 20%	

2004年5月27日,中小企业板在深圳正式启动,标志着我国二板市场建设完成了第一步,我国建立二板市场既有其必然性也具备可行性,是我国解决中小企业融资难问题,推进经济体制改革的重要举措,也是推进我国多层次资本市场体系建设的重要步骤。二板市场的建立对我国中小企业的发展起到重大示范效应,目前二板上市的企业具有绩优、盘小和高成长性等特点。2006年重启IPO以后,中小企业板的发行也呈现出一种加速态势,仅11月份就有10多家中小企业完成发行或即将发行新股,超过了以往5个月发行26只新股的速度。IPO新办法出台以后,中小板企业发行上市的财务条件更加明确,程序也更加简化,取消了1年辅导期和不能在发行上市前12个月内通过扩股引进新股东的要求,实施更为市场化的发行与定价方式,从而使中小企业上市的周期大大缩短,中小板的发展为中小企业上市提供了更多的机会。

根据普华永道的调查数据,2010年深圳中小企业板IPO共计204宗,融资金额高达2027亿元。在行业分布上,主要集中在工业、零售、科技、金融服务等行业,其中信息科技及电信行业在深圳创业板的上市企业数量中占35%。这既显示出中小企业在未来资本市场上不容忽视的地位,也表明在创业板推出后,资本开始向成长型、创新型企业倾斜的趋势。

2009年3月31日,中国证监会颁布了第61号令《首次公开发行股票并在创业板上市管理暂行办法》,标志着我国创业板市场的大门正式打开,资本市场多层次的金融服务框架基本建立,中小企业的定价和资源配置机制更加完善,以资本市场为纽带的中小企业金融服务体系更加多样化。

创业板的服务对象主要定位于符合国家战略性新兴产业发展方向的企业,特别是新能源、新材料、信息、生物与新医药、节能环保、航空航天、海洋、先进制造、高技术服务等领域的企业,以及其他领域中具有自主创新能力、成长性强的企业。相对于主板和中小企业板上市的条件,创业板上市的门槛更低,从而为那些具有成长潜力,通过技术创新和商业模式创新的中小企业提供了上市融资的新平台,通过上市融资,中小企业可以实现快速发展。截至2010年12月29日,已有153家公司在创业板上市融资。

中小企业创业板上市的基本条件为:(1)依法设立且持续经营3年以上的股份有限公司。(2)最近两年连续盈利,最近两年净利润累计不少于1000万元,且持续增长;或者最近一年盈利,且净利润不少于500万元,最近一年营业收入不少于5000万元,最近两年营业收入增长率均不低于30%。净利润以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据。(3)最近一期期末净资产不少于2000万元,且不存在未弥补亏损。(4)发行后股本总额不少于3000万元。此外,申请在创业板上市的公司应有明晰的股权结构和公司治理结构,上市前两年的主营业务、董事以及高管没有发生重大变化,实际控制人没有发生变更。创业板上市公司应主营一种业务,证监会对创业板的政策导向是不鼓励其



从事多元化经营。

9.2.4 风险投资

大量理论研究和经验资料显示，从长远的角度看，不是资本投入（积累）和劳动力投入的增加，而是技术进步，才是经济可持续发展的关键推动力量。技术进步转化为生产力的关键在于高科技成果市场化、产业化，这是一个较为漫长的市场评价、市场检验过程。根据一般规律，高新技术成果的市场化、产业化总是由中小企业创新型吸纳开始的。由于高新技术成果本身蕴涵着技术风险和市场风险，这些中小企业很难取得信贷支持，它们需要一种可适应周期长、高风险与高收益相伴特性的股权资本为之服务。这种资本称为风险资本。

风险投资是主要由风险投资公司进行风险判断、资金投入、经营管理的综合工程，其投资对象一般为高新技术项目（产品）、起步不久、急需资金的新的中小企业。在性质上是一种主要向科技型、高成长型创业企业进行股权投资，或为其提供管理和咨询服务，以期在被投资企业发展成熟后，通过股权转让获取收益的投资行为。所谓风险，主要包括高新技术产业化风险、市场认同与扩展风险、投资安全风险和竞争风险等。

风险投资是一种特殊的投融资活动，具有四个基本特征：第一，投资的方式主要是股权性投资。第二，投资的周期较长。第三，高风险，高回报。而且投资的目的在于不断地获得利息或红利，而在于当投资对象的市场评价达到较高水平时，通过股权转让活动，一次性地为投资者带来尽可能大的市场回报，即取得中长期资本利得。第四，它不只是一种投融资体系，而且是一种集资金融通、企业管理、科技和市场开发等诸多因素于一体的综合性经济活动。



[例 9—2]

风险投资最初始于美国一些私人银行对石油、钢铁、铁路等新兴行业的投资获得了丰厚的回报。1957年，美国哈佛大学教授乔治·多威特和一批新英格兰地区的企业家筹建的美国研究开发公司以7万美元投资于美国数据公司的普通股，14年后，这7万美元的投资获得了469亿美元的回报。美国研究开发公司的成功，被斯坦福大学的机构加以借鉴和推广，从而造就了闻名全球的美国中小企业的摇篮——硅谷。据统计，1997年美国有675家风险投资公司，在其东部的波士顿地区投入了8.7亿美元，在西部的硅谷地区投入了37亿美元。包括英特尔、微软、苹果、网景等美国许多高科技知名企业都是依靠风险投资由小变大、由弱变强，迅速发展起来的。

在投资主体上，风险投资机构包括风险投资公司和风险投资管理公司。风

险投资公司为非金融性的投资公司，是直接投资于高新技术产业和其他技术创新产业的风险投资机构。风险投资公司可以从事的业务如下：直接投资高新技术产业和其他技术创新产业；受托管理和经营其他投资公司的风险资本；投资咨询业务；直接投资或参与企业孵化器的建设等。风险投资管理公司是为创业投资公司提供相关管理和咨询服务的投资机构，它所从事的业务主要是受托管理和经营风险投资公司的资本、投资咨询业务等。从中小企业融资的角度分析，主要针对的投资主体是风险投资公司。

风险投资的运营过程可分为三个阶段，即资本进入、资本增值、资本退出。资本进入阶段主要包括资金的来源、构成、投向和风险基金的组织等。资本增值阶段则主要是风险投资公司与企业签订合同之后生产经营、共创价值的过程。资本的退出主要有三种形式：一是公开上市；二是被兼并收购；三是破产清算。

中小企业如何才能获得风险投资呢？一般认为应该具备的条件包括：

- (1) 高科技。风险投资者特别偏爱那些在高技术领域具有领先优势的公司，比如软件、药品、通信技术领域。如果风险企业家能有一项受保护的先进技术或产品，那么他的企业就会引起风险投资公司更大的兴趣。这是因为高技术行业本身就有很高的利润，而领先的或受保护的高技术产品（服务）更可以使风险企业很容易地进入市场，并在激烈的市场竞争中立于不败之地。
- (2) 小规模。大多数风险投资者更偏爱小企业，这首先是因为小企业技术创新效率高，有更多的活力，更能适应市场的变化。其次，小企业的规模小，需要的资金量也小，风险投资公司所冒风险也是有限的。
- (3) 范围。一般的风险投资公司都有一定的投资范围，这里的范围有两个含义：一是指技术范围，风险投资公司通常只对自己所熟悉行业的企业或自己了解的技术领域的企业进行投资。二是指地理范围，风险投资公司所资助的企业大多分布在公司所在地的附近。这主要是为了便于沟通和控制。
- (4) 市场。主要包括产品市场规模、产品市场需求特性、市场进入难易程度和潜在增长；产品差别化程度，企业创造独一无二产品的技术技能及专利保护有效性；产品和技术被替代的可能性及其时间概率、潜在的竞争者数目。
- (5) 管理。风险投资家资助的是那些已经组成了管理队伍，完成了商业调研和市场调研的风险企业。事实上，只有极少数的项目在资金投入前就已经有了实际上的收入，即具备了初步经营条件。另外，风险投资公司并不会单给一项技术或产品投资。
- (6) 经验。现在的风险投资行业越来越不愿意去和一个缺乏经验的风险企业家合作，尽管他的想法或产品非常有吸引力。在一般的投资项目中，投资者都会要求风险企业家有从事该行业工作的经历或成功经验。

中小企业的创业者在设法获取风险投资的时候应该从何处着手呢？首先，需要了解风险投资公司的背景，目标中的风险投资公司对你所从事的行



业是否了解。如果它们不了解你所从事的行业，一般不会进行投资。再者，它们是否曾经在这一领域的一些公司中参与投资。最后，必须清楚风险投资公司肯定要关注的问题是：（1）在一定的风险情况下获得投资回报的可能性；（2）对企业运行机制的直接参与和影响；（3）保障投入资金一定程度的流动性；（4）在企业经营绩效不好时对企业管理进行直接干预甚至控制。对此必须有充分的心理准备。

在企业和风险投资公司初步接触，风险投资公司产生一定兴趣之后，企业应该向风险投资公司递交一份比较正式的企业规划书。其中应该包括以下几个组成部分：（1）企业简介。（2）企业前景分析。针对企业本身情况和行业基本特点进行较为详尽的介绍，以供风险投资公司决策使用。这部分应包括如下内容：行业介绍；企业概况；市场发展趋势；企业前景预测（产品销售预测、收入估计和利润预测等）；生产条件；技术队伍；供应商情况。（3）管理队伍介绍。这一部分主要展示企业管理层的实力，包括主要管理人员的教育背景和职业经验等，以及他们在公司中的股权分配。（4）投资情况。这一部分着重介绍有关风险投资的使用计划等。一般内容为：1）风险投资的使用建议。包括申请的风险投资金额，以何种方式回报，风险投资公司在企业中占有多少股份以及其他风险投资条件。2）风险投资资金使用计划。3）风险投资公司未来在企业中的地位。在企业董事会中有多少席位，是不是需要风险投资公司来推荐高级主管等。

在谈判阶段，双方所要解决的主要问题是确定一种权益安排，以使双方互惠互利、风险共担、收益共享。投资公司对企业投资一般采用股权投资形式，根据项目特点，可灵活采用优先股、普通股、可转换债券等多种投资方式。普通股的股息来源于企业的税后利润，其多少与企业的盈亏相关，优先股的股息像债券利息一样，由契约规定，但像普通股一样不属于成本费用却源自税后利润，在一定程度上与企业经营状况相关。企业破产后，变卖资产的所得首先必须偿还债券本金，若有剩余依次偿付优先股和普通股的持有者。

最终谈判结果，即未来的操作安排及利益分享机制，体现在双方商定并共同形成的合同上，合同条款一般包括：（1）投资总量；（2）资金投入方式及组合，包括证券种类、红利、股息、利息及可转债的转换价格；（3）企业商标、专利、租赁等协议；（4）投资者监督和考察企业权利的确认；（5）关于企业经营范围、经营计划、企业资产、兼并、收购等方面的条件确认；（6）雇员招聘及薪酬确定；（7）最终利润分配方案。

自谈判合约签订以后，投资公司和企业之间保持紧密的联系，投资公司积极参与企业日常的经营和管理，以减少损失的概率，最大化资本收益。投资公司一般通过管理报告，企业定期访问，担任企业管理人员或担任企业董事会成员等方式对企业实行监察和控制，以便及时发现问题、解决问题。同时，企业

一般熟悉产品或服务技术属性，而缺少新产品商品化及管理运作的知识，因而投资公司会利用自己的管理、法律、财务等方面的专家，给企业提供必要的指导和服务。一般来说，企业的财务计划、发展目标、市场营销战略也是在投资公司帮助下实施的。

成功的风险投资运作主要取决于以下几个因素：(1) 参与管理，风险投资成功的关键因素是积极参与创业企业管理，提高投资的成功率，保证从投资设想到收益的成功过渡。要求具有企业财务结构安排、工业管理、市场研究与开拓等方面的能力，而这主要依赖于投资公司。(2) 投资方向，投资趋向于具有高增长潜力的产业或企业，理想的模式是启动资金注入强度不高，但具有高增长潜力。(3) 投资规模较小，因为投资是具有高风险的。(4) 企业绩效同时取决于代表投资公司参与企业管理者的能力，主要包括发现问题及协调解决问题的能力。(5) 作为机构投资者，风险投资行为长期化，一般至少是3~7年。(6) 存在退出风险资本的自然机制。

9.3 中小企业投资管理

中小企业因其规模限制，企业组织结构和经营管理方式一般采取高度集中的模式。由此，对于中小企业，投资不仅是财务管理的核心内容，更是关系企业生死存亡的关键因素。中小企业显然不能在投资活动中盲从大型企业的行为模式，而应具有自身的特点。

9.3.1 中小企业的投资战略管理

企业投资战略必须以企业总体发展战略为指导，同时也是企业进行具体投资活动的依据。根据不同的标准，企业投资战略有不同的分类：按投资战略性质及发展方向，可分为进取型、保守型和退却型投资战略；按投资战略的投向特征，可分为专业化和多元化投资战略；按投资领域的产业特征，可分为资金密集型、技术密集型和劳动密集型投资战略。不同类型的投资战略适用于不同类型与阶段的企业。中小企业对其投资战略的选择，必须考虑企业内外部各种相关因素，主要包括：市场机会和风险、企业发展目标和阶段、企业现有投资规模和结构、企业内部经营管理状况等。

1. 投资方向的选择

由于中小企业一般处于孕育期或发展期，在发展方向上应选择较为积极的投资战略，所以进取型投资战略是中小企业发展的首选战略。

处于孕育期、经济实力较弱的企业，对外筹资能力一般较低，主要通过内部积累实现企业扩张，战略上相应选择内涵发展型投资战略。通过在资源（包

括原材料、能源、人力、社会关系等资源)、技术、销售等方面有侧重的开发,逐步扩大企业生产,增强企业实力。

处于成长期、综合实力较强的中小企业则已经具备一定规模和抗风险能力,在投资方向上具有更大的自由度,除了选择内涵投资外,还应根据市场的发展选择时机进行外延投资。结合企业所属行业特征、企业管理能力、规模实力、发展目标及产品结构等一系列因素,适当选择专业化或多元化的投资战略。实际上,由于多元化投资对企业管理能力、规模实力要求很高,中小企业多元化投资成功的案例很少。中小企业只有在其主业经营非常稳定、管理机制健全成熟的基础上,才可考虑选择适当时机,拓展其他产业。

当然,在经济大环境不景气、企业发展空间萎缩的情况下,企业也可选择退却型战略,及时从亏损领域抽回资金和人员,重新寻找有发展前途的领域。当企业的产品市场已经趋于饱和,企业又无力开辟新市场时,企业选择保守型投资战略有利于企业产品的转向。

2. 投资产业方向的选择

投资产业方向的选择是关系企业长远发展的关键问题。中小企业在选择时必须充分考虑市场机会、竞争状况、企业自身综合实力及产品技术特点等因素。

中小企业,尤其是处在初创时期的中小企业,在资金匮乏的情况下,应首先考虑劳动密集型投资战略。当然,这也要以劳动成本较低为前提。若企业已具备一定的资金实力,且市场出现了较好的投资时机,企业也应适时选择资金密集型投资战略。但考虑到自身抗风险能力的局限,中小企业应高度重视投出资金的流动性与安全性,防范财务风险。当企业具备雄厚的技术力量和研究开发能力时,如高科技中小企业,则应选择技术密集型投资战略,但这种战略需要强大的市场营销和资金投入作支持。

可以看出,传统意义上的中小企业在投资产业上的战略选择,基本遵循“劳动密集型→资金密集型→技术密集型”的发展路线。但伴随知识经济时代的到来,在风险投资机制日益发展的今天,中小企业(尤其是高新技术企业)在投资产业选择时具有了更多的空间。在技术密集型产业的IT行业中,众多小公司迅速崛起的经验,给予企业家们更多的启发与激励。

9.3.2 中小企业投资项目决策因素

中小企业投资项目决策是以对项目的全面分析为基础的,主要有以下几个因素:

(1) 投资收益。企业投资的根本动机是追求投资收益最大化,投资收益包括投资利润和资本利得。在项目决策中考虑投资收益要求,以收益大小取舍投资方案,分析投资收益的确定性及其影响收益的因素,并寻求提高和稳定投资收



益的途径。

(2) 投资风险。投资风险主要来自投资者对市场预期的不正确以及经营缺乏效率。企业在投资项目决策中既要充分合理预期投资风险,更要提出有效规避投资风险的策略,最终实现风险与收益的配比。

(3) 投资约束。即投资企业对接受投资企业行使制约权的程度。投资约束与投资目的和投资风险密切相关。主要有控制权约束、市场约束、担保约束等等。

(4) 投资弹性。投资弹性涉及两个方面:一是规模弹性,企业应能根据自身资金的可供能力和投资效益或市场供求状况调整投资规模——收缩或者扩张;二是结构弹性,企业应能根据市场风险或价格的变动,调整现有投资结构。

综合考虑上述四个因素,对初创期的中小企业而言,稳健投资是关键,切忌盲目扩展。实践中,中小企业在寻求发展过程中常犯两个错误:一是将营运资金用于固定资产投资。中小企业在实现较丰厚的利润积累时,往往忽视营运资金周转,急于扩大固定资产投资,结果极易导致营运资金周转紧张。此时,企业投资弹性较小,面临严峻的财务风险。实际上,企业可将部分资金投资于固定资产,而另外需进行部分流动性较强的投资,如股票、国债、基金、保险等,以便随时撤出补充营运资金的不足。二是分散投资。分散投资的风险分散作用要求投资项目风险互补。而中小企业资本总规模较小,分散投资很容易导致原有项目营运资金周转困难,而新的项目又不能形成规模,缺乏必要的经营能力和管理经验,无法建立竞争优势。

9.3.3 中小企业的资本运营

我国的中小企业在改革开放过程中涌现出大量独资、合伙和股份合作制的资本组织形式。它们在创办之初资本投入不够充足,创立之后也因积累有限和吸收新的股权与债权融资的困难,其资本力量的增长是缓慢而困难的。尽管如此,众多中小企业仍不乏迅速成长和发展的强烈冲动。尤其在政府“放小”政策的支持下,中小企业得以通过各种资本运营方式更加灵活地选择组织方式、经营形式和领导机制,从而在市场经济中获得更大的生存和发展空间。针对自身的特点,中小企业的资本运营应主要在于非上市企业的并购及金融方法的层面上进行。主要可考虑的方法有以下四种。

1. 零兼并策略

中小企业在进行并购的过程中,往往会受限于企业规模、资金等不利条件。为了达到并购目的,可采用零兼并方法,即选择公司资产与债务相抵的目标公司进行兼并。这种方法的主要优点在于:不需动用本金就可以得到公司战略确认的资产。在锁定债务的前提下,用目标公司的可抵押权证获得流动资



金，为本企业及目标公司的发展赢得宝贵的时间与机遇。

2. 托管

中小企业的托管经营是在不改变企业产权归属的前提下，由委托方（即企业产权所有者或其代表）将企业经营管理权以合同形式，在一定条件和期限内让渡给受托方（即具有经营管理能力并能承担相应经营风险的法人和自然人）有偿经营，并由受托方承担资产保值增值责任。中小企业在对目标企业的行业、专业缺乏认识，或对目标企业所属行业缺乏信心时，可以采用托管方式。就性质而言，托管经营是以委托资产一定的增值幅度为指标的资产经营权和处置权的让渡行为；就目标而言，托管经营以鲜明的托管资产整体价值的长期实现和增值为直接目标，较好地形成了企业产权市场化运营的内部利益激励机制，从机制上避免了经营过程中对企业资产的侵蚀和浪费；就内容而言，托管经营是一种长期经济行为，对企业资产经营权和处置权的让渡，涵盖了企业产权的系统操作内容和过程；就标的而言，托管经营的对象是企业资产的经营权和处置权，乃至法人的财产权。托管经营的最终行为结果可能有多种形式，如由受托方实现兼并，或由受托方作为中介实现兼并，或在契约完成后由受托方将委托标的归还给委托方，或由受托方策划对委托标的进行改造，引入其他投资方，改造后委托方成为新企业的股东之一。

托管经营的优点是，可以及时解决本企业的生产急需，避免行业风险，无须承担目标企业的债务及离退休人员负担，而如果后期看好该企业，还可将经营利润转化为股份，逐步控制目标企业。具体而言，托管的优点有：

（1）托管经营只要求受托方担负少量的变革成本，有利于鼓励更多企业参与其他企业的重组活动。在企业购并中，购并方虽然可以获得资产处置权和收益分配权，但必须出资购买目标企业的全部或大部分资产，承接其全部债权、债务，还要承担并购后企业重组失败的全部风险。企业没有充分的资金准备则无法参与购并活动。而托管经营中的受托方仅仅是在一定时期内拥有资源使用权和管理权，无须为此支付大量的资金，只要受托方拥有较强的管理能力和某些特殊的经营资源（如品牌资源、技术资源），就可以通过经营目标企业创造出可观的经济效益。

（2）在收益分配方面，如果托管经营获得成功，目标企业所有者将是主要受益人，而托管方只收取一定的托管费或者享受部分利润分成。与企业租赁相比，目标企业所有者可能会得到更多的收益，因为在租赁过程中所有者通常只能收取租金，而经营性收益主要归承租方所有。

（3）托管的方式不是单一的、无弹性的，而是可以根据委托方和受托方的具体条件灵活地做出安排。例如，委托方可以只向受托方转移经营权，也可以委托其代为处理闲置资产，还可以允诺受托方享有优先参与购并的权利，等等。托管经营的这种灵活性意味着托管范围可以涉及各种类型的企业。

企业托管在操作上应该注意研究以下问题：

(1) 明确委托方的权责。为了保证企业重组不受干扰，委托方有必要放弃原有的决策权，更不能无端干预企业的经营管理活动，应只保留对资产状况的知情权和收益权。

(2) 选择合适的受托方。受托方承担着实施企业重组的重任，必须具备相应的资质。首先，受托方应该拥有一支高水平的管理人才队伍，有能力完成组织变革；其次，受托方应该具有在相同或相关领域中开展经营的经验和技能；另外，受托方还应掌握一些关键性的资源，这些资源能够与被托管企业的资源结合在一起，创造出更多的价值。这意味着在选择受托方时，应该根据被托管企业的行业特点，把同一行业或相关行业中的领先企业排在优先位置。

(3) 授予受托方充分的权力。企业重组的任务要求受托方拥有对企业进行人事改组的权力，包括重新任命管理干部和淘汰部分冗余人员。考虑到被托企业和受托方的经营活动会发生密切联系，在设定托管条件时还应该允许甚至鼓励受托方把托管经营与其他经营方式如特许经营、专利授权等结合起来，同时有权从经营收入中提取合理的知识产权使用费。

(4) 设定可行的经营目标和托管条件。在设定托管企业的经营目标时，应该充分估计企业重组所要付出的变革成本，不宜把目标定得过高。至于受托方对企业在托管前和托管中发生的债务承担何种责任，也应视具体情况而定。因此，双方在商谈托管条件时，必须仔细分析各种可能出现的情况，以免疏漏。

3. 租赁

租赁，尤其是融资租赁，作为一种金融工具，也是资本运营的一种方法。通过生产企业、金融机构、设备生产企业的合理构架与合约，使产品生产企业能租赁到所需设备进行生产。该方法的优点是，避免市场的急剧变化对企业的冲击，减少企业的现金支出，使企业可以将有限资金投放到回报率更高、风险更小的领域。

4. 中小企业的策略联盟

(1) 策略联盟的特征分析。策略联盟是指两个或两个以上的企业为了达到共同的战略目标、实现相似的策略方针而采取的相互合作、共担风险、共享利益的联合行动。策略联盟的形式多种多样，包括股权安排、合资企业、研究开发伙伴关系、许可证转让等。其中有的涉及股权参与，有的不涉及；有的彼此之间有较程度的参与，有的参与程度很低。在选择联盟方式时，常有一个从低度参与向高度参与的发展过程，这是因为两个公司参与联盟的深度首先取决于彼此的了解和信任程度。一般在开始时都只以较少的投入作为初步了解的手段，然后随着彼此了解的加深、信任关系的发展而逐渐增加投入。策略联盟的最大特点是强调合作，而主要不是合资。策略联盟的主要



形式包括：联合研究与技术开发、合作生产与材料供应、联合销售与联合分销等。中小企业通过建立策略联盟，可以在保持各自法律上独立性的同时，既不失去小企业的灵活性，还可以避免企业间合资、合并难以消除的摩擦，更可在实质上获得与大企业相媲美的竞争优势。由于企业间产品的特点、行业的性质、竞争的程度、企业的目标、各自的优势等方面的差异，和抵御风险、谋求收益的共同要求，策略联盟具有广阔的前景。

在企业利用外部力量促进自身发展的方式中，联盟是继企业购并浪潮后兴起的新的企业经营潮流。尽管购并与联盟都有助于企业借助外部资源弥补不足，促进自身发展，但是，与企业购并相比，联盟具有显著的特征：1) 联盟各方仍具有法人资格，并拥有相应的产权，履行相应的义务。购并双方在很大程度上不会同时具有法人资格。2) 联盟的组织形式相对较为松散。由于联盟企业各方不改变法人资格，联盟各方建立的组织仅仅是为了实现联盟的目的，一旦联盟协议终止，这种组织形式是一种“虚拟性”。合作中遇到问题，通过协商加以解决。3) 联盟对联盟各方的非联盟领域的影响比较隐蔽，冲击程度较轻。参与联盟的各方依然是独立的企业，只是根据双方协议对合作的目标领域互相配合，对对方的非合作领域不需也无法施加影响。而并购的影响则是全方位的。

(2) 策略联盟的类型。划分策略联盟类型的方法多种多样。一种方法是以母公司对联盟的资源投入和对联盟产出的安排来划分，可以将联盟划分为四种类型：1) 业务联合型。如果母公司只投入有限的资源，这些资源具有临时性，彼此都没有股权参与，这些资源最后将完全返回母公司，那么，这种联盟就属于非股权项目合作。比如两家建筑公司为得到某一工程项目而联合投标。2) 伙伴关系型。在这种联盟中，双方愿意投入较多的资源，但也不涉及或很少涉及股权参与。联盟创造的成果仍然全部返回母公司。最常见的这种联盟类型是两家公司因研究开发而结成的联盟。3) 股权合作型。在这种联盟中，双方均有股权参与。但双方仅投入最低限度的战略资源。对于联盟创造的资源，除了最终结果（红利、专利费等）以外，一般不返回母公司。为进入某一国家而在该国建立的战略联盟就属这种类型。这种联盟也包括为更快地扩散技术而同其他公司进行的股权式合作。4) 全面合资型。在这种联盟中，双方都投入大量的资源，并允许联盟创造的资源继续保留在联盟中（红利、专利费除外），双方股权参与较深。两个公司为创建一项全新的业务而进行股权式长期合作就属这种类型。这种联盟的特征是建立的组织有或多或少的独立性，有自己的战略生命。

另一种分类是按联盟对企业业务的影响方式划分，主要有垂直式和水平式两种方式。所谓垂直式联盟，是一种类似垂直整合的联盟方式，单个企业分别从事本身专长的价值活动，而通过联盟的方式联结这些不同的价值活动，以构成较为完整的产业价值链的功能。通过垂直式联盟，可避免许多市场因素的不

确定性,降低单个企业的营运风险,减少营运成本,进而取得较强的竞争能力和有利的竞争地位。而所谓水平式联盟,则是整合类似的价值活动,以扩大营运的规模,降低规定成本投资的比例,发挥规模经济的优势。在水平式联盟中,可以集中不同企业的资源,使之得到更效率的运用,减少重复与浪费,最终提高联盟企业整体的竞争能力。

(3) 策略联盟的目标分析。从广义上说,策略联盟使企业达到七个互相交叉的基本目标:减少风险、获得规模经济和生产合理化、获得互补性技术、减少竞争、克服政府的贸易限制或投资障碍、获得市场的经验或知识以及增强同价值链上的互补性伙伴的联系。概括起来主要有:

1) 规模经济。中小企业联盟的潜在利益是改善规模经济。中小企业可以针对彼此共同的需要,分别组成研究开发、人才培养、市场信息、技术信息、市场营销甚至公共关系等各种联盟,共同进行相关产业价值链上的某一项活动,既可降低单个企业的成本费用,更可争取时效,从而改善中小企业在规模上的不利地位,提升中小企业的竞争、谈判地位。例如,台湾第二代笔记本电脑即是联合40多家企业的力量将技术成功转移至民间。而联盟企业通过共同采购、共用营销网络,更可发挥作为一个整体共同对外的实力优势,取得原材料供应上的便利与稳定以及共创新市场的成功。

2) 在细分市场上的分工合作。实际上,中小企业在细分市场上的合理分工既是企业策略联盟的有效结果,更是各种策略联盟成功运作的前提条件。如果企业之间在细分市场上缺乏明确划分,难免会落入自相残杀的局面。只有在细分市场上合理分工后,联盟的合作效用才会显现。资源有限的中小企业难以成功自行承办研发、生产、营销等全部活动,策略联盟使其得以扬长避短,在分工合作中发挥自身优势。例如,玩具业的垂直式联盟中,由专业设计公司负责设计,模具公司负责开模,塑胶公司负责生产,再由贸易公司负责行销。这种上下游产业分工网络显然可以大大提高中小企业的产业竞争力。

3) 大小企业规模互补、知识共享。中小企业与大型企业,尤其是跨国公司之间由于规模不同、专长互补,因此是很好的策略联盟伙伴。常见的联盟方式是大企业授权当地厂商产销其产品或委托其负责行销。中小企业则可借此积累经验与实力,逐步成长壮大。同时,由于市场地位相近的企业很难共享知识,而大小企业发展阶段不同,大企业过去的许多经验正是中小企业目前面临的问题,因此中小企业向大企业学习是很自然的。而大企业为了使联盟伙伴更具生命力,也乐于传授经验。知识共享所创造的经济与社会效益是不可估量的。

(4) 策略联盟的决策分析。公司为什么要进入策略联盟?一般来说,企业在考察是否要进入某个联盟时,首先考虑的是联盟对其战略可能作出的贡献。它要考虑合作企业的业务对其战略如何重要,参与联盟有什么机会成

本，机会成本包括其战略灵活性可能受到的限制，其管理能力不能再用在其他地方等。在策略联盟的案例中，并不是所有的企业都如愿以偿。事实上，以往建立的策略联盟的成功率只有 50% 左右。导致联盟失败可能有多方面的原因，如国家宏观经济政策的调整、行业发展动态、企业微观环境等。其中一个重要原因是许多企业对成功的联盟条件缺乏充分认识。一个成功的企业联盟需具备以下基本条件：

1) 联盟企业应能客观评价自身的优势、劣势。一个企业是否需要、是否有能力加入联盟？联盟会对企业产生什么影响？这一系列问题需要企业对自身资源和能力的优势和劣势做客观分析。

2) 联盟企业具有共同的利益驱动。企业的主要目标是实现“股东财富最大化”，联盟同样要求合作各方具有共同的利益基础，才能对联盟企业形成有效的“拉力”。很明显，只有合理的利益驱动，才能维系联盟的延续。

3) 联盟各方具有实现合作需要的能力或资源。企业是产品开发、生产、营销能力和资金、技术、设备、人力等资源的有机组合体。这些资源和能力，一个企业不可能同时兼备，或者不可能在激烈的市场竞争中都具有优势。企业实施联盟战略的目的，无非是分担费用、资源互补、避免无谓竞争、降低风险等，希望通过联盟能够满足企业自身的需求，取得一定的资源优势。

4) 联盟各方以规范的形式确立联盟合作关系。由于联盟各方是完全独立的法人实体，任何一方都无法像单一企业法人那样进行各种资源的自由配置，因而需要通过以一种规范来确定合作领域、合作方式及进行联盟的沟通与管理等。企业联盟需要借助法律以合同、协议等形式规定联盟各方的权利和义务。任何一方背离联盟的初衷，对方都将诉诸法律，使联盟关系得以维系。

9.4 中小企业的政策利用

9.4.1 中小企业的信用担保体系

纵观世界各国，建立信用担保体系是拓宽中小企业融资渠道、扶持中小企业发展的通行做法。世界第一个国际性中小企业信用担保区域性组织是 1994 年成立的欧洲投资基金。截至目前，全世界已有 48% 的国家和地区建立了中小企业信用担保体系。

1992 年我国开始中小企业信用担保的实践，1996 年 6 月 14 日，原国家经贸委发布《关于建立中小企业信用担保体系试点的指导意见》（下简称《指导意见》），标志着我国建立中小企业信用担保体系正式启动。根据该《指导意见》，中小企业信用担保机构可采用企业、事业和社团法人的法律形式，在创办初期不以营利为目的，担保资金和业务经费以政府预算资助和资产划拨为

主,同时可吸收社会资金。中小企业信用担保的对象为符合国家产业政策,有产品、有市场、有发展前景,有利于技术进步与创新的技术密集型,和扩大城乡就业的劳动密集型中小企业。信用担保的种类主要包括中小企业短期银行贷款、中长期银行贷款、融资租赁以及其他经济合同的担保。试点期间的担保重点为中小企业短期银行贷款。为减轻中小企业财务费用负担,担保收费标准一般控制在同期银行贷款利率的50%以内。

2000年8月24日,国务院办公厅印发《关于鼓励和促进中小企业发展的若干政策意见》(国办发[2000]59号),决定加快建立信用担保体系,要求各级政府和有关部门要加快建立以中小企业特别是科技型中小企业为主要服务对象的中央、省、地(市)信用担保体系,为中小企业融资创造条件。我国中小企业信用担保体系开始进入制度建设、组建国家信用再担保机构和完善形成社会化信用体系建设阶段。到2000年年底,全国已有30个省、自治区、直辖市组建了200多个城市中小企业信用担保机构,已有13个省、自治区、直辖市组建了省级中小企业信用再担保机构,募集各类担保资金已达80亿元,为中小企业提供的担保支持约为300亿元~500亿元。此外,还出现了100多家为中小企业提供担保服务的商业担保公司和互助担保机构。

信用担保机构的基本模式主要有三种:(1)信用担保机构。它是由地方和中央预算拨款设立的具有法人实体资格的独立担保机构,实行市场化公开运作,接受政府机构的监管,不以营利为主要目的。(2)互助担保机构。这是中小企业为缓解自身贷款难而自发组建的担保机构。它以自我出资、自我服务、独立法人、自担风险、不以营利为主要目的为基本特征。中小企业如被接纳为会员,只要缴纳一定入会费,就可申请得到数倍于入会费的担保贷款额度。(3)商业担保机构。它以企业、社会上个人为主出资组建。具有独立法人、商业化运作、以营利为目的的基本特征。随着经济的发展,商业担保机构将发挥越来越重要的作用。除这三种基本模式外,还可以有商业担保和信用担保相结合、互助担保和信用担保相结合等多种形式。

按照党中央、国务院“加快建立中小企业信用担保体系”的决定精神和国务院办公厅印发《关于鼓励和促进中小企业发展的若干政策意见》的基本要求,在《指导意见》基础上建立起来的我国中小企业信用担保体系的基本框架如下。^①

1. 担保体系的性质

中小企业信用担保机构为政府间接支持中小企业发展的政策性扶持机构,属非金融机构,不得从事金融业务和财政信用,不以营利为主要目的;中小企

^① 引自《国内中小企业信用担保体系建设情况》,中华人民共和国科学技术部网站:http://www.most.gov.cn/kjrr/jyjl/200403/t20040301_11995.htm。



业互助担保机构为中小企业自愿组成、由会员企业出资为主、以会员企业为服务对象的担保机构，属非金融机构，不得从事金融业务，不以营利为目的；中小企业商业性担保机构为民间投资的、以营利为主要目的的担保机构。中小企业信用担保机构可以设立为国有控股也可以组建为国有参股的企业法人、事业法人、社团法人，互助担保机构可以设立为社团法人或企业法人，商业担保机构可以设立为企业法人或个人独资、合伙企业。

2. 原则与目标

原则：支持发展与防范风险、政府扶持与市场操作、开展担保与提高信用相结合。

目标：逐步由中小企业信用担保体系发展成为以中小企业为主要服务对象的社会化的信用体系，推动中小企业信用担保机构逐步发展成为信用记录、信用评价、信用担保相结合的社会化的信用中心。

3. 体系构成

中小企业信用担保体系由一体两翼组成。“一体”指城市、省、国家三级中小企业信用担保体系。国家中小企业信用再担保机构以省级中小企业信用担保机构为再担保服务对象；省级中小企业信用担保机构以城市中小企业信用担保机构为再担保服务对象；城市中小企业信用担保机构以社区互助担保机构和商业担保机构为再担保服务对象并从事授信担保业务。“两翼”指在城乡社区中以中小企业为服务对象的互助担保机构与商业担保机构，是中小企业信用担保体系的基础，从事中小企业直接担保业务。商业担保机构和互助担保机构依据国家规定和协议约定享受中小企业信用担保机构提供的再担保服务和风险分担。

4. 资金来源

中小企业信用担保机构的资金来源有政府预算拨付、国有土地及资产划拨、民间投资和社会募集等资本金以及政府信用担保基金、再担保准备金、会员风险保证金、国内外捐赠等；中小企业互助担保机构的资金来源有会员入股、其他民间投资等资本金以及会员风险保证金、国内外捐赠等；中小企业商业担保机构的资金来源有民间投资等资本金以及被担保企业缴纳的风险保证金、国内外捐赠等。中小企业信用担保基金由政府预算拨款设立，仅限用于中小企业信用再担保和授信担保业务，按基金预算来源不同分别委托国家、省级、市级中小企业信用担保机构运作，分别由国家、省级、市级中小企业信用担保监督管理委员会（各级经贸委、人民银行、财政部门）进行监管。

5. 机构职能与业务对象

中小企业信用担保机构的职能主要是运作自有资本和政府信用担保基金，

开展再担保和授信担保业务，统一负责纳入中小企业信用担保体系服务范围内中小企业的信用记录征集、信用评价、信用信息等信用管理工作；中小企业互助担保机构的职能主要是运作由会员企业出资和其他民间投资形成的资本金，以会员企业为服务对象开展直接担保业务，可以从事会员企业的信用记录征集、信用评价、信用调查等信用服务；中小企业商业性担保机构的职能主要是运作由股东投资形成的资本金，开展法律和政策允许的直接担保业务，可以从事法律允许的对被担保企业的信用评价、信用调查等信用服务。中小企业授信担保业务对象是符合国家产业政策的各类中小企业的贷款担保、创业投资担保、风险投资回购融资担保等；中小企业信用再担保业务对象是互助担保机构和商业担保机构，为它们提供以分担直接担保风险为主要内容的再担保服务；中小企业直接担保业务对象是法律允许的所有经济活动的担保服务。

6. 协作银行与担保资金

协作银行有两类：一是从事直接担保贷款业务的协作银行，一般由互助担保机构和商业担保机构选择资信度高、有积极性的银行特别是中小金融机构作为协作银行，由担保机构与协作银行以合同方式确定保证责任、责任比例、放大倍数、资信评估等协作事项。担保资金一般专户存入协作银行或购买国库券等。二是从事授信担保业务的协作银行，一般是先由银行向中小企业信用担保机构提出申请，由信用担保机构报请同级中小企业信用担保监督管理委员会批准后，由信用担保机构与协作银行签订合同确定授权额度、贷款损失率、代偿补偿率、责任比例等协作事项。担保资金也按照直接担保业务与授信担保业务分别进行管理，互助担保机构和商业担保机构按照与协作银行确定的担保放大倍数和代偿率的乘积的一定比例（如50%），将担保资金存入协作银行或同级中小企业信用担保监督管理委员会和人民银行指定的银行；中小企业信用担保机构自有担保资金（货币资金）和托管的政府中小企业信用担保基金，按照确定的担保放大倍数和代偿率的乘积的一定比例（如80%），存入承办授信担保业务的协作银行或同级中小企业信用担保监督管理委员会和人民银行指定的银行。

7. 风险控制与责任分担

采取协定放大倍数、资信评估、会员资格、企业和经营者反担保、设定代偿率、实施强制再担保、依法追偿等方式进行风险控制。采取担保人与债权人、担保人与再担保人、担保人与被担保人协定责任比例等方式共担风险。中小企业互助担保机构和商业担保机构按照担保业务收入的一定比例（如20%）建立担保风险准备金。

8. 行业自律与政府监督

成立中小企业担保机构同业公会，从事中小企业担保业务的各类担保机构必须加入一个本地区的同业公会。由经贸委、财政、银行、工商等政府部门组



成省市中小企业信用担保监督管理委员会（一般由省市政府中小企业职能部门负责人兼任委员会主任），由财政、审计和其他出资者组成担保机构的监事会（一般由最大股东或财政部门人选担任监事会主席）。所有从事中小企业直接担保业务的各类担保机构必须参加所在城市中小企业信用担保机构的强制再担保，并可以在协商的基础上参加自愿再担保。城市中小企业信用担保机构必须参加所在省、自治区、直辖市中小企业信用担保机构的强制再担保，省、自治区、直辖市中小企业信用担保机构必须参加国家中小企业信用再担保机构的强制再担保。

9. 行业准入和政策扶持

设立中小企业互助担保机构和商业担保机构应由地级城市人民政府进行审批并由同级工商管理部门进行工商登记注册；设立省市中小企业信用担保机构应由省级人民政府进行审批并由同级工商管理部门进行工商登记注册。享受国务院办公厅“对纳入全国试点范围的非营利性中小企业信用担保、再担保机构，可由地方政府确定，对其从事担保的业务收入，三年内免征营业税”政策，其中全国试点范围应是：国家、省、市中小企业信用担保机构以及参加强制再担保的中小企业互助担保机构和商业担保机构。免税担保收入是指：国家、省、市中小企业信用担保机构的担保业务收入；中小企业互助担保机构和商业担保机构从事直接担保业务收入中转缴再担保部分；中小企业互助担保机构和商业担保机构担保业务收入中按照规定比例建立担保风险准备金的部分。

9.4.2 政府的扶持

中小企业在市场竞争中往往处于劣势，它们的健康发展需要政府的相关支持。从发达国家的经验来看，出于增加就业、增强经济活力、反对大企业垄断等目的，20世纪70年代以后各国都在不同程度上加强了政府对中小企业的扶持力度。许多国家把中小企业作为国家经济发展体系中的重要组成部分，并在各类发展计划中明确中小企业的扶持计划，如中小企业科技扶持计划、财政援助计划、海外发展资助计划等。法国专门为中小企业开设的资助项目有50多种，资助以贷款形式为主，几乎在企业的创建、发展、提高竞争力、与研究机构的合作、人员培训、研究开发、采用先进技术、应付暂时的困难等企业行为的各个环节，都可以找到相应的资助程序。

政府扶持中小企业的职责定位为：制定有利于中小企业与大企业公平竞争的发展规划与规则；推动和构造有利于中小企业健康发展的社会化促进体系；引导和鼓励社会对中小企业的中介服务；加大政府对中小企业的财税支持力度；完善和健全对中小企业的行政和司法监督。

政府对中小企业的扶持方式应参照国际惯例，以社会公共管理者身份，以立法、财税、金融等方式，扶持符合国家产业政策的中小企业。其中为中小企



业创造一个更加有利于其成长的环境是最重要的。而积极鼓励中小企业参与国家公共工程建设和政府采购方案,就是各国优化中小企业成长环境的成功经验。即使在崇尚公平竞争的美国,国家也充分利用政府订货政策在财政上给中小企业以支持。日本有《确保中小企业者承包政府及公共需求法》,我国台湾地区也有《协助中小企业参与公共工程及采购方案》。

尽管我国目前中小企业的产品质量不高是事实,但也不能全盘否定,仍有部分中小企业自身素质以及产品质量相当优秀。在同等质量的前提下,我国的国家建设项目和政府采购可适当提高中小企业的参与程度。由此,我国政府也可在这方面做出努力,规定各项公共工程及政府采购的招标(除特殊情况外)不得排除中小企业参与;项目信息应集中公开,以方便中小企业查阅;建立健全中小企业投标资格审批制度;制定中小企业联合承接公共工程、联合参与政府采购的制度;持续加强办理中小企业参与公共工程及政府采购所需资金的融通及担保等。

9.4.3 中小企业的发展基金

许多国家都由财政出资,设立中小企业发展基金。为协助中小企业发展,我国也有部分省、地(市)、县安排财政支出时,按一定比例提取中小企业发展基金,也可由国家财政和银行共同出资组建,还可以通过社会集资、发行债券、发行股票等形式扩充基金。发展基金设中小企业专项贷款,运用发展基金配合金融机构对不能按通常条件融资或担保的中小企业给予帮助。根据中小企业改善经营管理或特殊需要而发放各种专项贷款,如回收期限长且投资成交不确定性贷款,由于风险较高,各金融机构不愿放贷,基金联合中小企业信用担保,对提高金融机构放贷意愿给缺乏担保的中小企业将很有帮助。目前,我国台湾地区的中小企业发展基金设有六种专项贷款——提高竞争力专项贷款,配合政令迁厂贷款,经济变故、衰退期间产销周转金贷款,重大自然灾害复原贷款,互助合作专案贷款,海外投资贷款等。

为支持我国中小企业开拓国际市场,参与国际竞争,降低经营风险,1999年,参照国际通行做法,依据《中华人民共和国中小企业促进法》和《中华人民共和国对外贸易法》,由国务院批准设立了中小企业国际市场开拓资金。2000年10月,财政部与原外经贸部联合制定下达了《中小企业国际市场开拓资金管理(试行)办法》,对市场开拓资金的性质、管理原则、使用对象等做出了明确规定。为使资金政策顺利贯彻实施,两部又于2001年6月联合下达了《中小企业国际市场开拓资金管理办法实施细则(暂行)》,对市场开拓资金的具体使用条件、申报及审批程序、资金支持内容和比例等做出明确规定。自此,“中小资金”政策正式启动实施。根据《中小企业国际市场开拓资金管理(试行)办法》及其实施细则的规定,按照“公开透明、定向使用、科学管理、



加强监督”的原则，中小企业国际市场开拓资金用于支持中小企业参加境外展会、认证、国际市场宣传推介、开拓新兴国际市场等活动。该项政策是第一项针对中小企业发展的促进政策，第一项体现政府职能转变、由中介机构承办运行的出口促进政策。

“中小资金”通过重点支持没有海外商务经验的企业参加海外活动，取得了显著成效，众多企业实现了国际化“零”的突破。2001—2005年5年间，在“中小资金”支持下，有4 809家企业实现了产品出口“零”的突破，有2 345家中小企业的出口额超过1 500万美元。据国务院发展研究中心测算，单位“中小资金”对出口增长的贡献为11.2~64元，平均带动企业出口增长达37.6元。

根据财企〔2010〕87号《中小企业国际市场开拓资金管理办法》，主要的支持对象是在我国关境内注册，依法取得进出口经营资格的或依法办理对外贸易经营者备案登记的企业法人，上年度海关统计进出口额在4 500万美元以下，且对开拓国际市场有明确的工作安排和计划。市场开拓资金主要支持内容包括：境外展览会；企业管理体系认证；各类产品认证；境外专利申请；国际市场宣传推介；电子商务；境外广告和商标注册；国际市场考察；境外投（议）标；企业培训；境外收购技术和品牌等。且优先支持面向拉美、非洲、中东、东欧、东南亚、中亚等新兴国际和地区市场的拓展；取得质量管理体系认证、环境管理体系认证和产品认证等国际认证。



[例 9—3]

CMMI 是软件能力成熟度的英文缩写，CMMI 评估等级是全球通用的评估软件企业开发能力和质量水平的标准，是软件外包行业进入国际市场最重要的通行证，其中 CMMI 5 是软件企业开发能力和质量水平的最高等级，全球通过 CMMI 5 认证的企业不足百家。

2005年，成立刚刚2年的北京用友软件工程有限公司成为整体通过 CMMI 5 认证的第一家中国企业，率先具备了向全球客户提供软件开发和集成服务的能力，赢得了 SUN、IBM 等高端客户的订单，成为我国高新技术服务外包企业的典范。

然而在公司成立之初也面临着资金紧张的问题，正是得益于“中小资金”的大力支持，公司的境外展览、商标注册、海外市场拓展等工作才顺利开展，公司的软件开发能力和市场竞争力也有了大幅提升。在中小企业走向国际市场的背后，“中小资金”发挥着资金支持、政策引导和服务桥梁的作用，成为中小企业参与全球市场竞争的“助推器”。

2005年2月，国务院下发了《国务院关于鼓励支持和引导个体私营等非公有制经济发展的若干意见》（国发〔2005〕3号）。该文件充分考虑了我国非公有制企业的绝大多数为中小企业，中小企业的绝大多数为非公有制企业这

样一个现实，对中小企业提出了相应政策措施。其中就包括强调逐步扩大国家有关促进中小企业发展专项资金规模，加快设立国家中小企业发展基金的问题。中小企业发展基金也可开展投资业务，投资设立中小企业开发公司，提供中小企业咨询顾问服务，指导中小企业提高经营管理能力；或为新公司提供良好的创业环境，协助新技术或研发成果产业化，带动产业升级和经济发展。

9.5 案例研究与分析：网盛科技的成长之路

9.5.1 案例背景

1997年，大学毕业两年的孙德良刚刚从一家以采集信息为主的网站离职，虽然经历和目睹了一家网络公司的失败，但这并没有影响到孙德良对网络的热情与信心，他决定自己创业。当时，正盛行美国纳斯达克的网络热风，国内已经有许多模仿雅虎模式的综合搜索引擎，想在这里分得一杯羹的可能性微乎其微。孙德良意识到从行业垂直的角度挖掘、穷尽行业信息的网络模式还存在一个空白点，也可能隐藏着巨大的商机。

按照这样一个思路，他开始寻找合适的行业切入点，孙德良所处的江浙一带的纺织、机械、化工和电子等行业都处在健康发展的快速道上，到底选择哪个行业是创业初期的一个重大决策问题，孙德良认为只有那些国际化程度高、完全执行行业统一标准的产业才具备网上交易的可能，而化工行业的这个特点尤为突出。化工行业有2300多万种产品，庞大的数据量是厂商必须使用互联网的客观条件，标准化程度较高，通过网络进行文字描述完全可以满足信息供需方的理解需求，不容易产生歧义。而化工行业本身的特性决定其中的企业规模至少都在千万元以上，这为企业发展网上贸易创造了物质条件。其实，美国的绝大多数分析师都认为化工是最适宜开展网上贸易的行业。此外，浙江的化工企业分布较多，为企业间B2B交易奠定了良好的市场条件。

孙德良的创业资本只有3万元人民币，其中包括2万元的高利贷借款，他成立了浙江网盛科技股份有限公司，创建并运营了中国化工网（www.chemnet.com.cn）、全球化工网（www.chemnet.com），以及此后的中国纺织网（www.texnet.com.cn）、中国医药网（www.pharmnet.com.cn）等多个国内外知名的专业电子商务网站，以及国内最大的专业化工搜索引擎ChemNet（www.chemindex.com），形成了门户网站外的“第二阵线”，被媒体誉为“业界奇迹”。目前，中国化工网不仅是国内第一家专业化工网站，也是国内客户量最大、数据最丰富、访问量最高的化工网站。中国化工网建有国内最大的化工专业数据库，内含40多个国家和地区的2万多个化工站点，含25000多家



化工企业，20多万条产品记录；建有包含行业内上百位权威专家的专家数据库；每天新闻资讯更新量上千条，日访问量突破78万人次，是行业人士进行网络贸易、技术研发的首选平台。全球化工网集一流的信息提供、超强专业引擎、新一代B2B交易系统于一体，享有很高的国际声誉。中国纺织网是中国最早的专业纺织网站之一，也是目前国内客户量最大、数据最丰富、访问量最高的纺织商务平台。网站拥有最大的专业纺织引擎和纺织产品数据库，内含全球80 000多个纺织站点和110 000余条产品信息，内容涵盖商业机会、国际求购、纺织配额、新闻中心、政策法规等纺织行业的方方面面，日访问量达35万人次，在同行业内占有50%以上的市场份额。国际纺织网通过新型国际推广模式“纺织e圈”、“国际商城”等营造出一流的国际商贸环境，成为美国、欧洲众多纺织用户信息交流的场所，日访问量突破20万人次。中国医药网是医药行业的门户网站，占有同行业50%以上的市场份额，具有很高的知名度和影响力。

网盛科技股份有限公司从一家专业从事互联网信息服务、电子商务、专业搜索引擎和企业应用软件开发的高新企业，逐渐发展成为国内最大的垂直专业网站开发商。根据全球网站流量统计网Alexa的数据，截至2006年6月30日，网盛科技所经营的中国化工网，在国内专业化工网站中位居第一，其所经营的中国纺织网排名也在国内同类网站中位居前列。

2006年12月15日，网盛科技在深圳证券交易所中小板挂牌上市，发行价14.09元，开盘价却高达68.1元，三次停牌也没能阻止投资者的热情追捧，被称为“内地互联网第一股”。

9.5.2 网盛科技的上市路径

不同于其他网络公司和中小企业，网盛科技的发展虽然不过10年，但却从没有接受过风险投资，所以它的上市成功与其说是一夜暴富不如说点滴积累更加确切。

网盛科技始终认为公司“应该在合适的时间、合适的地点、以合适的方式实现上市”。2002年公司就开始进行内部股份制改造。2002年9月，网盛科技与香港新鸿基公司达成协议，启动在港上市程序。然而，一场与中化集团的商标官司让网盛科技赴港上市的计划被迫搁置，因为“券商认为有官司在身的企业，不适宜继续开展上市工作”。这个变故不仅推迟了网盛科技上市的时间，而且改变了上市地点。一年后官司结束，公司重新考虑上市问题，却清醒地看到实力有限的内地企业在H股市场的交易量都比较小，受关注程度也不高，同时网盛科技的主要客户和市场都在内地，A股上市对于企业品牌和形象的提升作用更加明显。上市地点明确以后，公司就开始为A股上市进行积极的筹划和准备，包括从证券公司聘请具有IPO经验的工作人员，并开始打造

“具有标杆意义的国内互联网第一股”概念，以吸引大券商。2005年4月，网盛科技顺利地向证监会递交了申请材料，然而，6月由于股改开始，IPO被暂停。这一次等待也使日后上市的网盛科技处于一个更好的市场环境。最终在2006年12月15日上市融资2.1亿元。

公司独特的经营模式以及良好的经营业绩，使得其上市就受到资本市场的热烈追捧。“会员+广告”是网盛的主要经营模式，每发展一个会员，就收取入会费，而会员、非会员可在网站上发布网络广告，这也构成了它主要的收入渠道，公司认为丰富的客户资源是网络公司的核心竞争力，而在市场战略上选择了与行业类综合网站，如阿里巴巴、慧聪网等错位竞争的战略，截至2006年6月底，化工网客户和纺织网客户数量分别为5709家和1560家。上市前三年也表现出不俗的经营业绩，如表9—5所示。

表9—5 网盛科技上市前三年的主要业绩

时 间	2003年	2004年	2005年	2006年1—6月
主营业务收入(万元)	3 625.77	5 318.08	6 374.36	3 214.44
主营业务成本(万元)	391.25	623.24	477.25	250.31
主营业务利润(万元)	3 037.87	4 429.52	5 550.82	2 785.21
净利润(万元)	1 349.89	2 698.80	2 902.07	1 399.65
货币资金(万元)	4 441.98	6 983.15	9 015.13	9 217.64
流动资产合计(万元)	5 701.28	914.84	10 373.74	10 228.14
新增客户数(家)化工网	953	1 370	1 146	549
新增客户数(家)纺织网	343	525	546	226

资料来源：网盛科技招股说明书。

而在上市股权比例的选择上，网盛科技则采用了证监会的最低限，即25%的股权上市，股份数量为1500万份。上市后，孙德良通过杭州中达信息技术有限公司和上海中化科技发展有限公司间接持有公司股份34.023%，是公司的实际控制人，其父亲孙国明持有9.255%的股份，其他5位自然人股东持有3.495%的股份。公司的股权结构如图9—1所示。可以看出，上市后，孙德良仍掌握着公司的控制权，这主要是考虑到国内的市场环境，如果股权过于分散，难以形成合力，所以在公司的蓬勃发展阶段，选择了保守而安全的股权结构，有利于以后的资本运营。这也反映出公司发展的审慎策略。

此外，与其他公司特别是网络公司借助于风险投资发展的理念不同，1999年，当网盛科技发展到几百万元规模时，美国一家风险投资公司找到孙德良希望对其进行风险投资。此后，陆续有十多家国内外投资公司找到网盛科技，但都被婉言谢绝。这从另一个侧面也反映出民营小企业对控制权的重视，不愿意股权被稀释。

IPO募集的资金主要用于产业发展，具体的投资项目如表9—6所示。

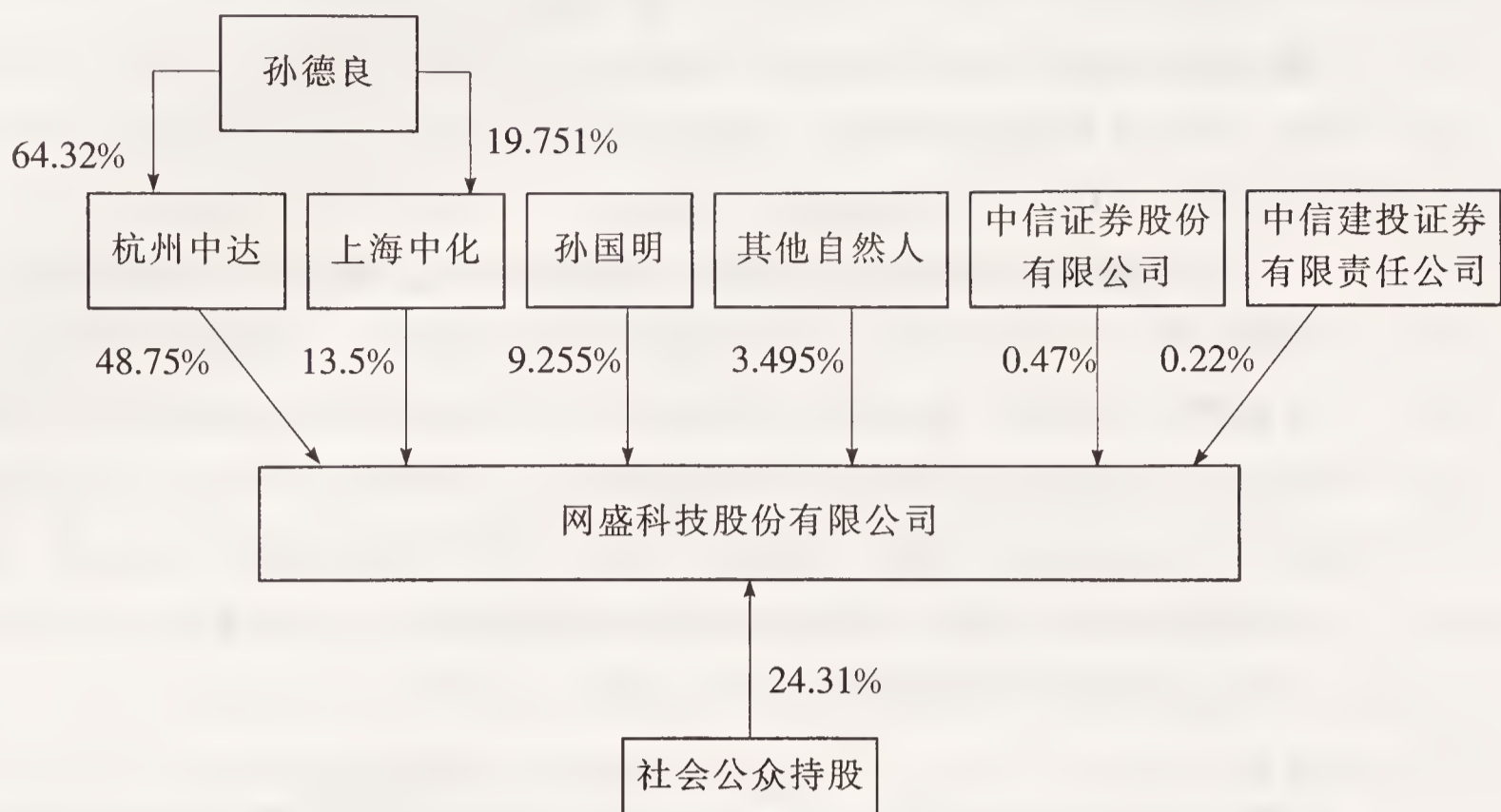


图 9—1 网盛科技股权结构图

表 9—6

上市募集资金用途

单位：万元

序号	项目名称	固定资产投资	铺底流动资金	合计	批复情况
1	化工专业搜索信息服务平台项目	4 100	700	4 800	浙发改高技 [2005] 56号
2	化工专业信息平台升级项目	3 300	1 200	4 500	浙发改高技 [2005] 51号
3	私有交易平台和供应商关系管理项目	4 100	850	4 950	浙发改高技 [2005] 44号
4	营销及服务网络建设项目	4 500	—	4 500	—
	合计	16 000	2 750	18 750	—

资料来源：网盛科技招股说明书。

随着以上项目的建设完成，公司的业务领域进一步拓展，其综合服务能力和服务水平也有很大提升，带动主营业务收入大幅增加。从市场竞争来看，项目的投入运营将促进“会员+广告”模式的持续发展，巩固公司在专业化工综合服务领域的领先地位，强化市场竞争优势。

简而言之，上市是中小企业发展到一定阶段的最优选择或者说是中小企业发展的转折点，通过资本市场公司将谋求到新的发展契机，一方面增加了新的融资渠道，一方面品牌形象得以更加广泛的宣传和推广，由于具有“网络第一股”的概念，上市为公司带来了几个亿的广告回报。

9.5.3 案例分析与启示

1. 因地制宜选择直接融资方式

网盛科技似乎是一夜之间声名鹊起，并被冠以中国“A股市场纯互联网

第一股”的美称。但实际上网盛科技的成功上市并受到追捧却有其必然性。它以做实业的精神做网络，经过近10年脚踏实地的积累，最终以良好的财务业绩顺利跻身中国资本市场。

虽然上市是许多中小企业成长发展的阶段性目标，但风险投资无疑是大多中小企业渴望得到的最有力的资金支持，通过风险投资的资金支持以及管理咨询服务，会加速中小企业的上市进程。但是与此相反的是网盛科技却将风险投资拒之门外，坚持依靠自身的积累实现上市。从案例来看，主要有两方面的原因：一是对其所创建的“会员+广告”模式充满信心，而这份信心又来自对中国市场与经济格局的充分把握；二是在经营管理方面，不希望控制权被分散或者稀释，认为在中国的市场环境中股权分散会影响企业的合力，最终可能会出问题。所以网盛科技选择了保守的经营方式，稳扎稳打，一步步得到市场的认可，取得上好的财务业绩，最终实现直接融资的目的。

但是，网盛科技的发展历程并非所有中小企业都可以效仿和复制的。从理论上来说，风险投资不但可以加速中小企业的发展，而且往往会带来新的管理理念，成功的风险投资运作会对企业的成长起到事半功倍的效果。例如，如家快捷酒店就是在风险投资家的帮助下仅用了4年时间就实现纳斯达克上市，成为中国传统产业海外上市的代表公司。网盛科技案例带给我们的启示就在于因地制宜地选择适合自身发展的融资模式是中小企业要解决的根本问题。

2. 核心优势+资本=中小企业持续发展

“起点低，逐步壮大，滚动发展。”孙德良的一句话浓缩了网盛科技成长发展的历程，值得其他中小企业借鉴和学习。如果说逐步壮大可以依靠企业自身的积累得以实现，滚动发展则需要技术和资本的有机结合，只有这样，中小企业才能真正实现可持续发展。如前所述，由于种种原因，中小企业特别是高科技中小企业难以从银行得到足够的贷款，而凭借良好的发展前景，上市直接融资成为支持中小企业持续发展的主要动力。如何获得有限的上市资源成为中小企业发展到一定阶段必须面对的问题，网盛科技的案例在这方面也给我们一个启示：通过积累形成自己的核心优势，具有一定的市场认可度，同时在技术和市场上都具有较大的发展空间，那么就会得到资本市场的青睐，获得了资本支持的技术与核心竞争力会更加迅猛地发展。

所以，中小企业的持续发展必须同时具有双翼，即技术市场或服务优势——立足市场之本；必要而充足的资本支持——市场拓展和企业成长的助力器。两者互相促进、协调发展是中小企业发展壮大的推动力量。如果没有核心竞争优势，企业难以获得发展所需资金，没有资本做后盾，中小企业的发展也会受阻。但一般来说，先从自身积累开始逐渐形成自己独特的市场切入点、专有技术等核心竞争力，然后适时募集足够资金，进一步促进核心竞争力的完善和巩固。此后两者形成一个螺旋式相互促进的动态发展过程。



以往一些中小企业在风险投资资金的支持下往往选择到海外上市,主要原因是国内上市程序复杂,往往需要等待很长时间,但是现在已发生了很大变化。IPO 新办法出台以后,中小板企业发行上市的财务条件更加明确,程序更加简化,而且取消了一年辅导期和不能在发行上市前 12 个月内通过扩股引进新股东的要求,实施市场化的发行与定价方式,从而使得中小企业上市周期大大缩短。网盛科技为中小企业进入资本市场直接融资起到了很好的示范作用。

资料来源:

《“鼠标+水泥”真实案例 解析 A 股首家网络股》, <http://it.sohu.com/20061215/n247073779.shtml>。

《孙德良:没有风投如何做大互联网企业》, <http://www.texnet.com.cn/news/2006/12/07/148583.html>。

《网盛科技 12 月 4 日在深圳中小板发行》, <http://tech.qq.com/a/20061130/000186.htm>。

《网站发不起工资而逃离 孙德良自开网站赚大钱》, <http://tech.sina.com.cn/i/c/2001-12-22/96952.shtml>。

<http://www.chinanetsun.com/>。

《你所不知道的网盛科技:是神话还是又一泡沫》, <http://tech.sina.com.cn/i/2007-01-09/11061325852.shtml>。

《深交所各地“公关” 中小板年内预计过百家》,载《经济观察报》,2006-11-27。



本章小结

● 中小企业是相对于大企业的概念,是指营业收入或资产总额较小,职工人数较少,管理组织简单,职责分工有限的企业。中小企业财务管理具有自身的特点,主要体现为:内部管理基础比较薄弱;抗风险能力较差;融资渠道有限;对管理者的约束较多。

● 内源融资是中小企业发展的主要融资渠道和方式,积极扩展中小企业的间接融资渠道是满足其资金需求的重要举措。具有技术领先优势的中小企业可以通过风险投资获得有力的资本支持。

● 中小企业的投资战略必须服从企业整体的发展战略,同时也是指导具体投资活动的依据。投资项目决策时要考虑投资收益、投资风险、投资约束和投资弹性四个影响因素。中小企业的资本运营应主要在非上市企业的并购及金融方法的层面上进行。

● 建立信用担保体系是拓宽中小企业融资渠道、扶持中小企业发展的重要举措。中小企业在市场竞争中往往处于劣势,它的健康发展需要政府的支持。政府对中小企业的扶持方式应参照国际惯例,以社会公共管理者身份,以立法、财税、金融等方式,扶持符合国家产业政策的中小企业。

案例讨论：金蝶软件公司的“破蛹化蝶”历程

“北用友，南金蝶”是对当今国内财务软件市场最简洁、最贴切的描述。金蝶软件公司的前身是1991年在深圳成立的深圳爱普电脑技术有限公司，当时的注册资本仅有30万元，创始人徐少春持有90%的股份。1993年通过与美籍华人赵西燕女士合资成立金蝶软件科技（深圳）有限公司，并成功发布金蝶财务软件。1998年接受了国际数据集团（IDG）1000万美元的风险投资。2001年在香港联交所创业板挂牌上市。是什么原因让一个本土出生的小企业仅仅经过10年的时间就成为行业的先导企业并顺利地进入国际资本市场？金蝶的发展过程可以概括为起跳、腾飞、着陆、远行，而在每一个阶段的后面，都离不开资金的支持与运筹。

一、起跳：让出控股权，迎来新机遇

1991年11月，深圳爱普电脑技术有限公司成立，不久就遇到了多数小企业发展中存在的问题：难以留住人才。一方面是由于体制原因，小企业无法解决员工的户口等现实问题；另一方面也是由于企业规模过小，难以吸引优秀人才长久持续地为企业效劳。将企业做大做强是爱普公司的愿望和目标，但没有资金如何实现这一点呢？恰在此时，徐少春认识了深圳蛇口社会保险公司总经理赵勇，两人相谈甚欢，萌生了合作之意。徐少春抓住了这次机会，果断地进行了“起跳”，放弃了对公司的绝对控股权，同时引入美籍华人赵西燕的投资，于1993年8月8日成立了深圳金蝶科技软件有限公司。新公司中，徐少春持股35%，赵西燕以33333美元入股，持股25%，社保公司投资48万元人民币，持股40%。虽然新公司的董事长由社保公司派出，但公司运作的实际权力仍由徐少春掌控。当时的国内市场竞争对手不乏其人，其中包括占有很大份额的“用友”、“万能”、“安易”等，还有许多其他公司在争夺财务软件市场。

引入新股东不仅为公司融得了发展资金，而且带来许多无形的资产。首先，社保公司是蛇口工业区的全资子公司，所以金蝶成为蛇口工业区的控股子公司，这样一个身份使得解决员工的户口、调动、住房等问题迎刃而解。其次，赵西燕的美籍华人背景，使金蝶公司享受到合资企业的待遇，在企业的发展中得到不少优惠政策。最后，大股东赵西燕身处美国，随时向国内传递最新的技术动态，使得金蝶的产品开发具有一定的前瞻性。在这样一个背景之下，作为中国第一代电算化硕士，总裁徐少春提出了“突破传统会计核算，跨进全新财务管理”观念，并且紧紧抓住与国际接轨这一核心，快速开发新产品。1993年金蝶公司推出了V2.0和V3.0DOS版财务软件；1995年年底，金蝶又



先声夺人，在国内还是 DOS 系统主宰天下的时候，以敏锐的市场判断力率先开发出全新的 Windows 产品，在同业引起了极大轰动；1996 年 4 月，金蝶开发的全新 Windows 产品经过有关部门严格测试，被评为“中国首家 Windows 版优秀财务软件”，由此奠定了其在国内软件业的地位。

二、腾飞：风险投资，加速发展

从 1997 年开始，包括投资新浪的华登等许多风险投资商看到了金蝶的发展潜力，纷纷主动伸出“橄榄枝”，但金蝶不为所动，因为当时企业发展并不缺资金。但是随后的一纸公文，改变了金蝶的命运。1997 年国家做出决定，不允许保险公司的资金投向高风险行业，这就意味着社保必须退出。同时也意味着金蝶身份的转换，成为真正的民营企业，而这又会为其今后的资金筹集带来许多困难。1998 年 1 月，社保基金将其股权作价 200 万元转让给其他股东，正式退出金蝶，金蝶的身份也转为民营。这也将为其募集资金带来许多困难。

考虑到今后可能需要海外上市，金蝶更倾向于选择一家海外的风险投资公司。最终，国际数据集团（IDG）的执著与实力赢得了金蝶的芳心。经过磋商，双方达成协议，金蝶公司接受该公司 2 000 万元人民币的风险投资，用于科研开发和国际市场开拓。这也是中国财务软件行业接受的第一笔国际风险投资。然而作为国际大公司的 IDG 选择金蝶为风险投资对象也绝非偶然，IDG 公司看中了金蝶的创新能力和其所在的信息技术行业的巨大发展潜力，正如 IDG 董事长在考察金蝶公司时所说的那样：“金蝶在产品和服务方面拥有独占的技术，在营销和组织运作方面具有出色业绩，是中国发展速度最快的财务软件公司。”所以最终 IDG 的 2 000 万元人民币落入金蝶囊中，并持有金蝶 25% 的股权，留出 10% 多一点的股权分配给员工，其余股东相应增资，实现金蝶全面扩股。但 IDG 并不参与公司的日常管理运营。

借助风险资金的注入，金蝶的营销与技术服务网络在全国范围内迅速扩大，分支机构由 21 家增至 37 家，代理商达到 360 家，研发和营销方面的员工数量更是由 300 人猛增到 800 人。

风险投资不仅解决了公司融资难的问题，同时带来了 IDG 广泛的国际资源和先进的管理文化，通过 IDG 参加金蝶的市场活动，扩大了金蝶的影响力，金蝶的发展速度也得以提升。可以说，风险投资是金蝶发展的助力器，使其驶入发展的快车道。

三、着陆：登陆联交所，开辟新天地

风险资金的注入加速了金蝶上市的进程。在选择纳斯达克还是香港上市时，虽然股东们有不同意见，但考虑到香港与内地信息交流更加顺畅，最终选择了香港联交所创业板市场。



1999年2月,金蝶对公司的资产、股权结构进行了调整,并在开曼群岛注册了一家控股国内公司的壳公司,于2000年3月向证监会递交了申请材料,7月得到批准。2001年2月15日,金蝶股票在香港创业板成功上市,发行股票5750万股,占总股本的20%。金蝶股票的发行价为1.03港元,筹集资金8000万港币。由于当时网络股神话破灭,美国纳斯达克等国际二板市场持续走低,受其影响金蝶上市的融资额并不理想。与其规模相当的用友软件,因为选择了国内主板上市,其融资额几乎是金蝶的10倍之多。

但是海外上市是金蝶国际化发展的必经之路,上市的过程是金蝶熟悉国际资本市场运作规则的过程,并由此促进了公司在技术、管理与产品方面与国际惯例的接轨,国际竞争力得以增强。虽然所募集资金总量不多,但对于当时的金蝶来说,完全可以满足其发展需求,从长远来看,作为成熟的国际资本市场,可持续的再融资渠道为公司通过资本市场快速扩张提供了坚实保障。而且,香港的资本市场有较为完善的监管制度,有利于金蝶公司按国际标准规范公司治理机制,提高公司质量,从而树立良好的国际形象,有利于扩大国际市场的占有率。

四、远行:且行且珍惜

上市为金蝶注入了新的活力,2001年6月在美国设立金蝶硅谷办事处,金蝶国际软件集团(香港)有限公司随后成立。2001年8月与IBM建立软件合作伙伴关系。2001年9月向33名员工发放总数为172万股的股票期权。2001年12月并购中国ERP老牌劲旅北京开思。2002年3月与清华大学国家CIMS工程技术研究中心签订了战略合作协议。金蝶投资600万元成立“企业信息化技术研究所”。2002年4月发放上市以来第二次期权,向集团高级管理人员和技术骨干授予了总数为562万股的股票期权。2003年1月被信息产业部、国家发展计划委员会、国家对外贸易经济合作部、国家税务总局认定为国家重点软件企业。2003年2月推出金蝶企业应用套件,发布“产品领先,伙伴至上”发展战略。

2005年7月20日,金蝶国际成功从香港创业板转为主板上市。按照联交所规定,创业板企业在符合以下三项条件时可以申请转到主板:一是连续3年的盈利记录,最近一年的净利润超过2000万港元,之前两年的累计净利润至少达到3000万港元;二是发行时市值不能少于1亿港元;三是公众股流通量达到5000万港元或者占已发行股本的25%。金蝶国际在创业板上市的第二年(2002年)就已经达到了上述要求,具备从创业板公司转为主板公司的条件。由创业板转往主板上市,有助于金蝶改善股东基础和股份流通量,进一步改善公司治理,提升公司品牌形象和吸引人才,提升内地市场竞争优势和开拓亚太地区国际市场。



2005年在香港主板上市后，金蝶采取了并购扩张的战略，2005—2010年间先后收购了制造业ERP厂商歌利来、SAAS厂商香港会计网、政府财政行业厂商宏景科技和ERP渠道厂商徐州思必得、零售连锁行业厂商深圳商祺、服装行业厂商广州齐胜、财税一体化厂商南京同盟等，总耗资超过1亿元。金蝶也完成了管理架构的调整，调整后，金蝶分为三个分别面对大型、中小型、电子商务客户的运营平台。

资料来源：

《金蝶的融资上市之路》，载《财经时报》，2000-08-25。

《金蝶国际化险中求胜》，载《亚太经济时报》，2003-12-06

周灿：《金蝶三次融资三次飞跃》，载《国际融资》，2001（9）。

《管理软件规模尴尬 用友、金蝶并购扩张》，http://www.21cbh.com/HTML/2010-2-2/164690_2.html。

要求：

对比网盛科技与金蝶软件的发展历程，对你有什么启示？你如何评价？它们分别有什么值得其他中小企业借鉴之处？



思考题

1. 如何理解中小企业的财务管理特点？
2. 中小企业可以通过哪些融资方式获得资金？
3. 中小企业投资战略的选择一般要考虑哪些因素？
4. 中小企业信用担保体系的模式有哪几种？

C 第 10 章

Chapter 10

非营利组织财务管理



本章导读

“2006 年是吉林大学财务管理、资金运行较为困难的一年，但也是合校以来财务管理成果最为显著的一年。”这是吉大校长周其凤对 2006 年学校财务状况的评价。这一年，吉大需偿还的银行贷款利息达到创纪录的 1.6 亿元。同时也是在这一年，吉大实现了自 2000 年合校以来的首次当年资金收付基本平衡。

“今后几年里，吉大每年偿还的贷款利息将会持续保持在一个高位上。”校财务处一位工作人员说，2007 年预计偿还利息将达 1.8 亿元。但向好的迹象也是有的，数据显示，2006 年，吉大新增贷款仅 1 000 万元，而之前的 6 年里，吉大平均每年新增贷款 4.6 亿元。债务激增的势头已经控制住了。2007 年 3 月，吉大财务处在该校校内网上贴出一份“通知”，承认“学校资金入不敷出的情况日趋严峻”。“迫切需要向广大师生征集具有建设性、操作性强的合理化建议”。吉大的财务危机由此成为舆论关注的焦点。

据校内知情人士透露，吉大新增贷款的高潮发生在 2000—2004 年之间。

2000 年 9 月，工商银行吉林省分行与吉大签署合作协议，将为吉大提供 15 亿元贷款，支持吉大学科建设、设备改造以及学校后勤社会化改革等。2001 年 11 月，农业银行又与吉大签订合作协议，在 5 年内向吉大提供 20 亿元信贷综合授信。2003 年 5 月，吉大与开发银行吉林省分行签订了 15 年期的 19 亿元贷款合同，贷款年利率 6.12%。

而自周其凤接任校长后，情况发生了转折。在经过一次全面的校内审计后，校方决定通过开源节流，控制新增贷款。与此同时，由于吉大贷款规模达到了教育部认为的“警戒线”，从 2005 年开始，吉大每笔新增贷款都被要求必须报经教育部审核。

“其实比吉大贷款规模更大的高校有的是。”刘景辉认为，教育部之所以严控吉大新增贷款，一个更重要的原因在于吉大的“自身造血功能比较差”。据



他介绍，吉大几乎没有什么能够给校方带来成规模收益的校办经济实体，学校的主要收入来源就是学费。

而从2005年起，吉大已经在有计划地缩小招生规模。“学校也知道这个办法会减少收入，但从提高和稳定教学质量的角度出发，还是坚定地实施这一政策。”刘景辉说。“吉大这几年招生规模不增反缩，好多二级学院也停招了。”一位在校五年多的研究生说，与当前很多大学都以扩招为敛财目的相比，吉大这么做从长远来看是明智的——“一个大学的品牌才是生存的最大资本”。

但普通教职工还是切身感受到了学校财务紧张传导给他们的压力。一位在吉大工作了近十年的年轻教师告诉记者，吉大所有教职工目前均没有缴纳社会保险和医疗保险。^①

非营利组织在不同国家和地区分布特点虽然有所不同，但就其就业情况而言主要集中在三个传统福利领域：教育、卫生保健和社会服务。非营利组织是以非政府性和非营利性为主要特征，且以最大限度地增加社会公共利益为宗旨的社会组织形式，其财务管理模式与政府、企业有着根本的区别。但是，在当今市场经济社会，非营利组织为完成某一具体的社会使命仍然需要有足够的资金支持，资金的获得和有效使用与企业的财务管理是否存在共性？这正是本章要讨论的问题。



学习目标

- 掌握非营利组织的概念、特征与分类
- 掌握非营利组织预算的概念和内容，预算编制的方法
- 掌握非营利组织筹资方式和筹资管理
- 掌握非营利组织项目分析的目标与项目的风险分析

10.1 非营利组织概述

10.1.1 非营利组织的概念与范围

1. 非营利组织的概念

根据社会结构理论，现代社会的社会组织分为政府组织、营利组织和非营利组织三大类型，它们分别是政治领域、经济领域和社会领域的主要组织形式。

美国会计学会在《非营利组织会计实务委员会报告》中指出，非营利组织的特征是“通常区分营利与非营利的基础，乃是有无营利的动机。非营利组织

^① 牛晓波：《吉大财务危机调查》，载《21世纪经济报道》，2007-03-29。

就其行为上的意义是：无营利动机；无个人拥有组织的股权或所有权；组织的权益不得任意出售或交换；通常都不可被要求直接地或按比例地给予资金捐助者或资助人以财务上的利益。”在美国，非营利组织既包括税法中列举的所有非营利机构，也包括各类政治组织，如压力集团和政党。非营利组织执行不产生利润的社会职能，这些职能为社会所必需，又不必接受公众的监督控制。非营利组织既不出于利润动机，又与政府的官僚制度无缘，专门提供那些不能由企业及政府充分提供的社会服务。

美国约翰·霍普金斯大学非营利组织比较研究中心对非营利组织的定义，着眼于组织的基本结构和运作方式，认为符合组织性、民间性、非营利性、自治性和自愿性等五个特征的组织都可视为非营利组织。

在我国，非营利组织通常是指除营利机构和政府机构以外的一切社会组织的全体，是不以营利为目的的向社会提供不能由营利机构和政府机构充分提供的社会服务组织。非营利组织是依法进行登记，并经法律、法规授权或政府组织委托进行公共事务管理的组织。这些组织可表现为学会、协会、商会、基金会、联合会等各种社会团体，以及学校、科研机构、医院、福利院等各种事业单位和民办非企业单位。

2. 非营利组织范围

在我国，非营利组织可以分为两大类，即公立非营利组织和民间非营利组织。

(1) 公立非营利组织。我国公立非营利组织一般称为事业单位，是指由国家机关领导，一般不具有社会生产职能和国家管理职能，直接或间接地向社会提供公益服务或公共产品的社会服务组织。事业单位按其具体业务性质可分为两类：1) 科学、教育、文艺、广播电视、信息服务、卫生、体育等科学文化事业。2) 气象、水利、地质、环保、计划生育、扶贫发展及慈善救济等公益事业。

事业单位虽然一般不直接创造物质财富，但是对于整个社会再生产起着基础、先行作用。目前的事业单位在数量上是仅次于企业的第二大社会组织，其所需的资金主要来自财政拨款。1997年之前，国家根据事业单位的收支情况采取三种资金管理方式，即全额拨款制、差额补助制和自收自支制。全额拨款制是指事业单位所需的经费来源主要来自财政拨款，如学校；差额补助制是指事业单位以其业务收入抵补其业务支出，其支大于收的差额，由国家财政拨款解决；自收自支制是指事业单位以其业务收入抵补其相应的支出，结余留用。自1997年1月开始施行的《事业单位财务规则》，取消了三种资金管理方式的划分，实行统一的资金管理方式，即“国家对事业单位核定收支定额或者定额补助，超支不补，结余留用”。

(2) 民间非营利组织。2004年8月18日，财政部颁布的《民间非营利组织会计制度》界定了民间非营利组织是依照国家法律、行政法规登记的社会团



体、基金会、民办非企业单位和寺院、宫观、清真寺、教堂等。按该制度界定的民间非营利组织具备三个特征：该组织不以营利为目的；资源提供者向该组织投入资源不取得经济回报；资源提供者不享有该组织的所有权。

我国早在1998年10月25日颁布了《民办非企业单位登记管理暂行条例》，此条例所称的民办非企业单位，是指企业事业单位、社会团体和其他社会力量以及公民个人利用非国有资产从事非营利性社会服务活动的社会组织。相对于公立非营利组织，民间非营利组织也可以界定为私立非营利组织。

10.1.2 非营利组织的特征

我国非营利组织是介于政府组织和企业组织之间的一切社会组织，是一个内部差异非常大的部门，各组织之间在组织目标、运作过程、管理方式方面相差甚远。尽管如此，它们仍然具有共性的非营利组织特征，这些特征表现在以下方面：

1. 非营利性

非营利组织不以营利为目的，而是通过为社会提供产品和服务以实现社会效益为目的。但是这里所说的非营利性不仅仅指不存在利润指标，非营利组织的经营项目往往受到限制，其经营项目同样必须符合组织的宗旨。比如《社会团体登记管理条例》规定，社会团体接受捐赠、资助，必须符合章程规定的宗旨和业务范围，必须按照与捐赠人、资助人约定的期限、方式和合法用途使用。另外，非营利组织的盈余和财产不得私分，必须用于符合宗旨的业务活动。国有事业单位如此规定，《民办非企业单位登记管理暂行条例》也是如此规定。尽管2004年颁布的《民办教育促进法》规定了民办学校的出资人可从办学结余中取得回报，但对出资人所取得的回报还是作了严格的限制。

这里还要就非营利组织不存在利润指标作进一步讨论。一个企业的有效性是通过其产出是否达到组织目标来判断的；而组织效率的高低则由投入产出比来衡量。在企业中，利润的高低可以同时用来衡量组织的效益和效率；而非营利组织通常缺少这样一个整体指标，这就严重地妨碍了管理的系统性。

(1) 非营利组织的目标多元化给决策带来困难。利润指标为企业经营决策提供了单一标准。当企业面临多种替代方案时，决策人员必然会提出这样一个问题：哪个方案可以为企业带来更多的利润？当然，决策分析并非如此简单，还要考虑其他各种要素。但利润确实是企业决策的核心。而非营利组织一般不具备这种整体目标，相反，其目标常常是分散的、多元化的，管理人员经常难以就各种目标的相对重要性程度达成共识。

(2) 非营利组织的产出很难进行测量。利润指标可以直接衡量企业的产

出。但是，非营利组织的投入产出一般难以直接准确地加以测量，因为它们很难确定一定的投入能在多大程度上帮助组织实现自己的目标。例如，学校可以聘请一位知名教授，医院可以聘请一位名医，但是他们究竟能为组织做出多少贡献是难以衡量的。

(3) 非营利组织不便于进行分权控制。由于企业目标明确，而且每个管理人员的业绩都可以根据其创造的利润多少加以评价，因此，高层管理人员可以将许多决策权下放给中下层管理人员。而非营利组织的目标通常是多元化的，绩效又难以测量，因此，许多重要的决策就不宜下放给中下层管理人员。当组织出现某一问题时，基层需要花费大量的时间和精力将问题逐级上报；而高层管理人员的决策也不一定能及时地付诸实施。这就容易形成官僚机构的作风，降低组织的效率。

(4) 非营利组织的业绩很难进行比较。当企业都是以利润作为目标时，我们就可以对不同类型的企业进行比较。例如，将百货商店与汽车制造厂进行对比，看谁的利润增长速度更高。这样，不管企业之间在行业、规模、技术、产品、市场等方面的差别有多大，彼此之间都可以围绕利润进行比较。但非营利组织之间却难以做到这一点，只有当它们具有相同的职能时才可以比较。

2. 税收优惠政策

我国公立非营利组织也即国有事业单位，可以享受一定的税收优惠政策，免营业税、企业所得税。而民间非营利组织从事经营活动则要缴纳营业税。民办教育从事学历教育的免营业税、企业所得税，如果该类学校取得培训项目的业务收入，则要根据收入额缴纳营业税。然而，在同一非营利组织的内部，这种界限很难明确界定，因此这些组织会从中获得一定的利益。

3. 不排斥企业化管理

1998年，国家取消事业单位的全额拨款、差额补助、自收自支三种预算管理方式，转而对事业单位实行核定收支定额或者定项补助，超支不补，结余留用的预算管理方法。2004年，财政部出台了《民间非营利组织会计制度》，该制度设置的会计科目和会计报表参照了企业版本。从这些制度的改革可以看出，国家提倡事业单位尽可能做到经费自给，鼓励事业单位面向市场开展业务活动、有偿服务，取得收入来满足业务活动的支出需要，实行企业化管理。

美国经济发展的实践也证明，非营利组织有效经营管理也不排斥营利行为。非营利组织的有效经营管理，恰恰需要引入营利精神和商业行为。这是因为：首先，政府部门和公益组织的服务对象并非不可划分的社会整体。撇开政府的阶级倾向不论，政府对公众政策的微调通常会影响到某一社会群体，公益组织的服务对象就更加容易明确。因此，在实施任一政策计划和公益活动时，目标人群的利益应该也可以被突出。由于营利性的管理和某些商业手段对提高服务质量和效率大有裨益，因此，它完全可用于针对特定人群的服务。



其次，政府预算拨款和慈善机构捐赠资金有限，且发放时间不定，完全依靠这些资金建设公益事业计划，往往会因力不从心而流产。自谋财源、开发营利项目以弥补公益支出，已成为非营利组织的普遍趋势。另外，政府部门和公益组织往往缺乏透明度，社会对它们的日常工作缺少有效监督，绩效评价也缺乏客观标准，特别是难以体现在财务数据上。将营利性组织的一些经营管理方法应用于非营利组织，将有利于解决上述问题，提升政府和公益组织的廉洁度和公众信赖感。

4. 业务收入并不一定是主要的资金来源

企业通过销售产品和服务，从顾客那里获取主要的资金来源。如果产品不适销，不能满足市场的需要，那么企业会出现入不敷出的状况，严重的将导致企业破产。

非营利组织则不是完全依靠市场来维持生存和发展。有些非营利组织资金的主要来源是销售收入，如地方医院主要通过向病人收取医疗费和药费来维持经营；私立学校的主要收入是学生上缴的学费；研究机构通过与外界进行项目合作研究来获得经费。像这些非营利组织，其生存与发展取决于市场，更多地依赖于业务收入。但是，其他非营利组织收入的主要来源则不是其从事业务活动取得的收入，比如我国林业部门所属的事业单位依靠财政拨款作为主要的经费来源从事森林保护、防疫、绿化等公共管理事务。

5. 非营利组织的责、权、利难以界定

对营利组织而言，一般实行董事会领导下的总经理负责制。管理的权力是由股东选举产生的董事会所赋予的，总经理要对董事会负责，董事会要对全体股东负责。考核管理层的业绩可以利润等指标作为依据。但是，对非营利组织来说，这种责、权、利却难以界定。这是因为其组织机构的负责人一般是由组织任命或者是由于出资而被任命，所以机构负责人对组织的影响力相对较弱。再者，非营利组织不存在利润指标来评价业绩和经营状况，组织的效率和有效性难以定量考核。

10.1.3 事业单位与行政单位的区别

我们把事业单位归属于非营利组织，而把行政单位排除在非营利组织之外，这里容易引起歧义，因为行政单位与事业单位都具有非营利性的特征，但两者在经济业务内容、活动方式、对财政拨款的依赖程度、会计核算的要求和财务管理水平等方面差别较大。事业单位与行政单位的区别在于以下几个方面：

1. 性质不同

事业单位执行向社会提供公益服务或公共产品的职能（除非授权，它本身



并不具备管理职能), 行政单位执行社会管理职能。

由于行政单位与事业单位的职能、目标都是政府职能部门, 都不以营利为目的, 资金主要来源于财政拨款, 长期以来, 对行政单位财务与事业单位财务并不加区分, 二者统一执行由财政部于 1988 年制定发布的《行政事业单位预算会计制度》。随着经济的发展, 人们才逐渐认识到二者之间的明显差别。

2. 属于现行预算会计的不同分支

现行预算会计按照行政单位会计、事业单位会计和财政总预算三大分支分别设立。这是在 1997 年预算会计改革中通过分离行政单位会计与事业单位会计形成的。事业单位和行政单位会计各设一套会计科目。现行预算会计制度规定, 行政单位会计实行收付实现制; 事业单位会计核算一般采用收付实现制, 但经营性收支业务核算可采用权责发生制。

3. 资金来源渠道与运用方式不同

行政单位资金来源渠道是单一的, 即通过财政拨款; 而事业单位筹资方式是多渠道的, 如财政预算和服务收费等, 有的事业单位甚至利用行政权力、垄断权力进行营利性收费。

行政单位应严格按照预算规定使用资金, 即支出充分体现合规性目标。而事业单位的资金运用具有较大的自主权。

4. 财务管理要求不同

事业单位可以严格实行核定收支, 定额或者定项补助, 超支不补, 结余留用的预算管理办法, 预算一旦确定, 一般不予调整。但行政单位则可能不一定能严格实行如事业单位的这种预算管理办法, 可能需要根据行政管理情况的变化, 适当增加预算的弹性, 因为国家不能一天没有行政管理。

5. 对市场的依赖程度不同

事业单位尤其是有条件走向市场的事业单位, 其对市场的依赖程度要比行政单位大, 也即事业单位可能会有一笔数字较大的事业收入; 但行政单位没有相应的“行政收入”, 只有财政拨入经费。

10.1.4 国外非营利组织与我国非营利组织的区别

1. 制度规范模式与准则规范模式的不同

在我国, 财政部作为主管政府和事业单位会计的官方机构, 一直采取制度规范而不是“准则规范”的模式对预算会计事务进行指导和管理。相比之下, 许多国家由权威的(不一定是官方的)会计组织制定和发布关于公共部门的准则规范, 用以指导和规范公共部门会计和报告, 改进公共部门财务信息的透明度和可比性。

我国现行预算会计的制度规范按照组织类别分别制定与实施, 划分为三个



不同分支：总预算会计制度、行政单位会计制度和事业单位会计制度。与准则规范模式不同，三个分支的模式只是对于特定的组织类别具有约束力，对其他分支的组织类别并不具备约束力。与制度规范相比，准则规范具有更好的适应性和灵活性，也更能与企业会计和报告传统做法相一致。在实践中，制度规范很难做出适应性的调整，制度规范总是跟不上变化，导致制度规范缺乏灵活性。

2. 资金来源的渠道不同

在国外的非营利组织中，市场化运作的非营利组织资金主要从社会取得，国内非营利组织的资金绝大部分从政府财政预算取得。总之，其绝大部分财务资源是从出售货品或提供劳务以外的其他渠道取得。而我国事业单位类型多，资金来源渠道也多。

3. 资金管理与资金运用不同

国外非营利组织的资金管理普遍采用项目管理、代理管理及基金会计核算管理。我国事业单位从1997年开始实行“核定收支，定额或定向补助，超支不补，结余留用”的预算管理办法。

在资金运用方面，国外非营利组织资金采用项目管理与基金会计核算的方法，能够保证资金运用于特定用途的公益事业，并严格控制人员经费的支出。我国事业单位的经费运用既有用于公益事业，又有用于代替政府实现其行政管理职能，还有用于营利性经营活动。在支出结构中，人员经费所占的比例较大。

10.2 非营利组织财务管理概述

10.2.1 非营利组织财务活动

非营利组织财务活动是非营利组织以现金收支为主的资金收支活动的总称，主要涉及三个方面。

1. 预算资金收支活动

预算资金收支活动是事业单位的重要财务活动。预算单位通过编制预算、实施预算完成预算资金的收支活动。事业单位的预算规定了预算资金用于什么项目，每个规定项目支出的金额是多少，定员定额的标准是多少。

2. 预算外资金收支活动

1996年9月，国务院发布了《关于加强预算外资金管理的决定》，规定预算外资金不是单位的自有资金，必须纳入预算管理；单位的预算外资金必须上缴同级财政专户，支出由同级财政按预算外资金收支计划和单位财务收支计划



统筹安排，从财政专户中拨出，实行“收支两条线”管理。预算会计改革将事业单位的预算内资金和预算外资金改为统一核算和综合平衡。因此，预算外资金的取得与使用所产生的资金收支，便构成了非营利组织预算外资金收支活动。

3. 经营活动

事业单位不以营利为目的的是相对的，如应用性研究成果可以转化为盈利，有条件的事业单位可以搞“创收”。现行制度将事业单位活动区分为事业活动和经营活动两大类。

民间非营利组织则更多地涉及经营活动，其成本费用的核算可以采用权责发生制作为核算基础，而事业单位会计与企业会计也发生了某些趋同。比如某些非营利组织要像企业一样编报收益表和成本费用报表，反映了非营利组织业务领域的拓展和管理方式变化的趋势。

10.2.2 非营利组织的财务关系

1. 与政府及其职能部门的财务关系

非营利组织与政府的财务关系主要是指事业单位与政府之间预算资金及预算外资金的上缴、下拨所形成的资金领拨、使用的关系。财政部门追踪拨款与付款的信息来确保政府实施预算的能力。事业单位应服从主管部门和财政部门的管理和监督，确保经费支出的合规性，正确反映预算的执行能力。

非营利组织与政府职能部门的财务关系是指非营利组织按照国家税法规定缴纳各种税款；各类学校、医院等组织的收费要经过物价部门的审批核定等。

2. 与主管部门和下属单位之间的财务关系

非营利组织与主管部门之间存在着行政与业务上的领导关系，而且存在着资金往来关系，从事业单位的收入构成来看，一部分收入可以来自“上级补助收入”，从事业单位的支出来看，“上缴上级支出”也是构成支出的一项内容。同样，非营利组织与下属单位存在着业务关系和资金的往来关系。

3. 与组织内部的各职能部门和员工的财务关系

非营利组织的各职能部门为完成组织的目标各自承担着不同的任务与职责，存在着彼此分工协作的关系，各部门之间将发生相对独立的资金往来关系，相互之间存在着资金结算关系，体现了各部门之间的利益分配关系。

非营利组织与员工之间的财务关系主要体现在人员支出上，诸如工资、福利、奖金、保险、公积金等支出反映了组织与员工的经济关系。



10.2.3 非营利组织的财务目标

从财务管理的角度来看，营利性组织的财务目标是股东财富最大化。由于非营利组织没有股东，所以股东财富最大化无法成为这类组织的目标。非营利组织服务于一些财务关系人，这些财务关系人包括所有对这个组织有兴趣（财务或其他方面的兴趣）的团体。例如，一家非营利医疗机构的财务关系人可以包括它的受托管理人委员会，机构的管理人员、雇员、执业医生、借贷者、资金提供者、患者甚至潜在的患者（即社会公众）。因为没有明确规定哪一部分财务关系人拥有组织的控制权，很多人认为非营利组织的管理者不必让所有的财务关系人都满意，因为它们正逐步取得对实行外部监督的受托管理人委员会的支配权。实际上，非营利组织的管理者在某种程度上必须取悦于所有财务关系人，因为它们对机构的正常运营都十分重要。

非营利组织的目标通常可以通过一些企业应完成的使命来表述。这里，我们以美国的一家非营利性医疗机构——利智威社区医院为例，其使命表述如下：“利智威社区医院及其医疗队伍，是公认的具创新精神，致力于满足公众需要的医疗界的领先者。我们致力于优质服务，力争使自己成为最好的综合性医疗服务提供机构”。虽然这项使命表述为利智威社区医院管理者和员工提供了发展目标，但是对财务管理的目标并未提及。为了使利智威社区医院能实现其经营目标，医院的管理者制定了五项特殊的财务管理目标。列示如下：

- (1) 医院必须保持它的财务活力（即盈利能力）。
- (2) 医院必须获取足够利润以便实现与社区发展相适应的扩张，并可以更换磨损陈旧的设备。
- (3) 医院必须获取足够的利润以便在新的医疗技术和服务项目上进行投资。
- (4) 虽然医院有一份富于进取性的慈善项目方案，但它不应完全依赖于这项规划，或完全依赖于政府拨款来满足它的经营基金需要。
- (5) 在实现上述各项财务要求的前提下，医院将致力于在社区提供价格尽可能低的服务。

从上述例子可以看出，非营利组织为了实现组织的目标，必须保持良好的财务状况和合理的盈利能力。从长期来讲，财务状况较差的组织无法保持实现它们目标的能力。

10.3 非营利组织的预算管理

非营利组织的日常财务管理活动，主要是围绕着资金收支活动开展的，而

资金的收支活动是通过预算来安排的。在任何有国家支出的机构和核心部门都需要了解预算执行过程的实际收入、支出，收支进度与用途等重要信息，并将这些信息与预算数据进行比较，找出差异信息，包括差异的大小与性质、差异产生的原因、差异发生在何处，以便采取必要的调节措施，确保预算执行符合预算初衷，促进预算目标的实现。因此，预算管理是非营利组织财务管理的核心内容。

10.3.1 非营利组织预算的内容

非营利组织预算是非营利组织根据事业发展规划和公共事务的管理任务编制的，并经过规定程序批准的年度财务收支计划。

我国的预算由中央财政预算和地方各级财政预算组成，中央和地方各级财政预算由本级各部门预算组成，各部门预算由其所属各单位预算组成。单位预算分为行政单位预算和事业单位预算两种，分别执行不同的预算制度。实行事业单位预算的包括以国家财政拨款为主要资金来源的国有事业单位，以及接受经常性资助的非国有事业单位和社会团体等。这就是说，本节涉及的预算管理主要是针对公立的非营利组织。

非营利组织预算由收入预算和支出预算组成。收入预算的内容包括：财政补助收入、上级补助收入、事业收入、经营收入、附属单位上缴收入、其他收入和拨入专款等内容。支出预算包括：事业支出、经营支出、自筹基本建设支出、对附属单位补助支出和上缴上级支出等内容。

10.3.2 非营利组织预算的编制

非营利组织预算由收入预算和支出预算两部分组成。

1. 收入预算的编制

收入预算的编制首先要把各收入项目纳入预算。收入项目可以划分为三类，即财政补助收入、非财政补助收入和基本建设拨款收入。非财政补助收入包括事业收入、经营收入、上级补助收入、附属单位上缴收入、其他收入。在编制收入预算过程中，首先应按收入类会计科目设定各收入项目，再进行预算额度的确定。由于预算收支数额的依据不同，可以通过一些计算方法，如比例法、定额法、标准法、比较法、估计法等进行具体的测算来确定预算金额。

具体编制方法可以归纳如下：

(1) 编制“财政补助收入”这一项目的预算时，应依据同级财政部门确定的具体补助办法进行编制。

(2) “上级补助收入”应根据上级有关部门的补助标准和要求进行编制，确定预算金额。

(3) “附属单位上缴收入”应按照与附属单位约定的上缴比例或定额编制



预算。

(4) “其他收入”预算金额确定，主要参考上年度的实际发生数并根据预算年度的收入变化给予适当的调整。

(5) “事业收入”预算金额的确定，可分为两大类，一类是有收费标准的收入项目，另一类是没有明确收费标准的收入项目。这两类收入项目的预算编制要区别对待。对有收费标准的收入项目，应根据有关业务量按标准计算。比如，学校的学生收费项目，一般根据在校学生数乘以核定的收费标准确定学费收入。对不明确收费标准的项目，一般根据上年实际发生数，并结合预算年度的相关因素予以适当调整，来确定预算金额。

(6) “经营收入”的预算金额确定，要根据本单位在预算年度开展经营活动制定的规划并参考上年度经营收入完成情况来确定预算金额。

(7) 基本建设拨款收入的预算金额确定，应按程序立项审批，在保证事业正常支出需要并能保持正常预算收支平衡的基础上统筹安排。

2. 支出预算的编制

支出预算包括事业支出、经营支出、基本建设支出、对附属单位补助支出和上缴上级支出的预算。非营利组织的基本支出按性质可分为人员支出和公用支出。人员支出是指用于个人方面的支出，具体包括基本工资、补助工资、其他工资、职工福利费、社会保障费、助学金等。人员经费支出的预算数根据有关标准和编制人数计算确定。公用支出是指单位支出中用于日常公共事务方面的支出，包括公务费、设备购置费、修缮费、业务费和其他费用等。公用支出数的确定可按支出定额计算编制，如果没有支出定额的，可结合实际情况和相关规定计算编制。

3. 单位预算执行控制

非营利组织的预算，综合反映了预算单位内部不同层级在预算期间内应实现的目标和完成的任务，单位内部各部门之间必须相互配合、协调一致，才能保证组织的总体目标和任务的实现。

就单位预算本身来说，它是一个具有严格规范性程序的运作体系。从编制到审批，一般采用“两上两下”的预算编制与审批程序。即单位自下而上编报年度预算建议数；财政部门 and 主管部门自上而下下达预算控制数；单位根据上级下达的预算数自下而上编报正式年度预算；财政部门 and 主管部门自上而下核定并批复单位年度预算。

财政部门 and 主管部门核定并批复的年度预算如何控制与执行，是一个非常重要的工作，关系到非营利组织通过为社会提供产品和服务能否有效地实现社会效益，其组织的运转是否能保证有效性和效率的问题。另外还有一个关键的问题是，来自财政部门 and 主管部门核定的年度预算资金，最终是以支出的形式消耗的，因此其支出的合规性是公立非营利组织必须重视的问题。



(1) 预算指标的分解。公立非营利组织一旦收到财政部门批复下达的年度预算，该预算就成为预算执行的依据。各单位要根据财政部门 and 主管部门的预算，围绕本单位的事业计划与目标，由财务部门统筹安排，将预算指标分解到各个部门。预算指标的分解，是一个极其烦琐、细致而又科学的工作，其工作内容涉及面广，应在组织上和业务上做好充分准备，必须引起单位的领导层、财务部门以及各部门中层干部和有关人员的足够重视。

1) 组织上的准备。在单位主管财务工作的负责人领导下，成立由财务部门牵头，各部门负责人参与的预算指标分解领导小组。各部门围绕组织目标和本部门应完成的任务，就各部门必须开展的工作所需的资金，提交详细的资金估算。

2) 财务部门的业务操作。对一个单位来说，资源是有限的，单位的每个部门都尽可能争夺预算投入，并尽量在规定的有效期内使用完毕。由此产生的结果是：各部门意欲争取的预算资源之和总是超过单位本身拥有的预算资源。因此，对财务部门来说如何合理分解预算指标，把预算指标落实到各部门中去，并以此预算额度作为监控各部门经费支出的依据，这需要财务人员有足够的业务素质。一般来说，人员经费支出是相对固定的，人员经费预算可由财务部门从预算总额中剔除。公用经费的预算分解，可根据各部门上报的资金使用的计划数，参照历史数据和单位的发展需要，会同负责预算指标落实的领导小组成员，最终确定各部门的预算数，并以文件形式下达以明确各部门的职责。

(2) 预算控制。公立非营利组织的财务报告侧重于预算执行情况，因为对于公立非营利组织来说，其资金的流出，主要表现为购进商品、支付劳务、支付薪酬等形式。它不同于企业会计可以有成本费用标准作为参照物来反映成本控制的结果，并以此作为业绩评价的依据。所以，评价公立非营利组织的效益与效率，主要看资金的流出是否实现了决策和预算的意图？资源的投入和资源使用的结果如何？有多少产出和成果？是否和在多大程度上实现了期望的成果？一般情况下，是会计系统将决策和预算的意图转化为管理和控制的信息，使得有效的财务管理和支出控制成为可能。

预算控制的关键是对支出各阶段进行严密的合规性控制，以防范在预算执行过程中出现的财务违规。财务合规性控制可以分为以下几个阶段：

1) 在承诺阶段进行财务控制。对承诺阶段进行财务控制主要确认的内容有：支出资金的建议已经得到批准；资金已经按预算意图使用；预算中确定的各个支出类别都能保留充足的资金；支出资金申请是按预算中规定的支出类别提出的。

2) 在取得商品与服务阶段进行核实。核实是指需要核实能够证明商品被交付或服务被实际提供的有关凭证（或合同、订单），确认所得到的商品、服务与这些凭证的规定相一致。



3) 付款前的会计控制。付款前的会计控制要确认的事项有：申请付款所需要的发票和其他凭证是正确的；有相关的人员证实商品与服务已如预期那样被交付；有明确的收款方，即商品与服务的供应方。

4) 最终付款后的审计。最终付款后的审计，其目的在于详细审查支出可能发生的任何违规行为。

10.4 非营利组织的筹资管理

10.4.1 非营利组织自有资金的筹集

非营利组织的自有资金按其取得的途径可区分为交换交易所形成的收入和非交换交易所形成的收入。交换交易是指按照等价交换原则所从事的交易，即当某一主体取得资产，获得服务或者解除债务时，需要向交易对方支付等值或者大致等值的现金或者提供等值或大致等值的货物、服务等等的交易，如民间非营利组织按照等价交换原则销售商品，提供劳务收入，公立非营利组织取得的事业收入、经营收入。非交换交易是指除交换交易之外的交易。在非交换交易中，某一主体取得资产，获得服务或者解除债务时，不必向交易对方支付等值或大致等值的现金，或者提供等值或大致等值的货物、服务等，如捐赠、政府拨款或补助。

(1) 政府拨款或补助。公立非营利组织想多争取政府拨款或补助项目，不是凭单方面的努力能够实现的，还要由国家的经济实力和政策导向决定。比如，2005年财政性教育支出资金占国内生产总值的比重约为3.12%，2006年则仅占2.86%。这就说明，国家财政性投入并不能保证做到逐年递增。非营利组织要尽量争取国家政策上的支持和身份上的认同。

(2) 社会捐赠。随着国家富裕程度的提高，人们对公益事业的重视，像学校、医院、慈善机构等非营利组织接受社会捐赠的机会和受赠资产的数额呈递增趋势。这就要求非营利组织的经营者就捐赠资产的使用和结果与捐赠者做好有效的沟通，要让捐赠者充分了解其所捐赠的资产已被谨慎地按捐赠意愿使用。

要做到这一点，良好的财务记录和透明的财务报告是必需的，否则将有可能引起经济纠纷。例如，1992年9月在武汉正式注册的民间慈善机构“中华绿荫儿童村”，在2001年6月20日被“美国妈妈联谊会”告上法庭，理由是其指定捐赠的款项未完全按捐赠者的要求使用，在财务管理上存在账目不清、弄虚作假、公私混淆等状况。中华绿荫儿童村败诉，并于2002年8月29日，被判决返还捐款90多万元。因此只有按照捐赠者的意愿使用捐赠款项，提高资金的利用效用和效率，才能使非营利组织提高知名度，争取更多的外援资金。

(3) 事业收入和经营收入。事业收入是非经营组织通过开展专业活动及其



辅助活动取得的收入。这里所指的专业活动相当于营利组织的主管业务活动，是指非营利组织根据本单位专业的特点所从事或开展的主要业务活动，如科研院所的科研活动，学校的教学活动，医院的医疗保健活动等。辅助活动是指与专业业务活动相关、直接为专业业务活动服务的活动，如非营利组织的行政管理活动、后勤服务活动及其他有关活动。

事业收入管理的基本要求是：首先要将社会公共利益放在首位，必须有利于公共事业发展，同时要把社会公共利益的实现与经济效益统一起来。其次，要充分利用现有条件，组织事业收入，促进事业发展。具备条件的非营利组织应当按照市场经济的客观要求和国家规定，根据各自的专业特点，发挥自身优势，充分利用人才、技术、设备等条件，拓宽服务范围，依法组织收入，扩大财源，提高经费自给率，增强自我发展能力，更快发展。再次，要保证事业收入的合法性和合理性。必须严格执行国家有关法律、法规和规章制度，将收入管理纳入法制化管理轨道。

经营收入，是非营利组织在专业业务活动及其辅助活动之外开展独立核算经营活动取得的收入。比如，大专院校的校办企业，要单独设置财会机构或配备财会人员，单独设置账目，单独计算盈亏，其开展的经营活动取得的收入属于经营收入。经营收入管理，要正确处理主营业务与辅营业务的关系，划清经营收入和事业收入的界限；经营收入要纳入非营利组织的预算管理。

10.4.2 非营利组织债务资金的筹集

事业单位按规定是不可以向银行抵押贷款的，但在实务操作过程中，事业单位普遍存在贷款筹资行为。一般的做法有两种：一种是凭信用担保取得贷款，比如高校贷款；另一种则采取变通的办法，在事业单位下成立公司，通过公司取得贷款。比如旧城改造，在相关的管理部门下成立一个公司，并以这个公司的名义取得贷款，偿还贷款所需的资金则由财政逐年负担。这两种贷款途径都需要国家政策上的支持。

负债筹资一定程度上解决了国家财政资金的不足，促进了事业单位规模的发展，为社会的公益事业作出了贡献。但是负债筹资的不利因素是不可忽视的，在高负债条件下机构运作带来的不利之处表现为：资本成本升高；造成财务危机；财政隐性负债。

以我国高校为例，1999年开始大幅度扩大高校招生规模，进入了为期6年的扩招期。1999年8月，中国银行与清华大学正式签署合作协议，向清华大学提供10亿元授信，迈出了银校合作的第一步。教育部2001年7月印发的《全国教育事业第十个五年计划》提出：“适当运用财政、金融、信贷手段发展教育事业，合理利用银行贷款，继续争取世界银行贷款项目。”这为高校贷款提供了政策上的支持。



高校扩招提高了大学入学率，推动了素质教育，实现了从精英教育到大众化教育的转变，并带动了相关产业的发展，缓解了就业矛盾。但是随着时间的推移，贷款带来的隐含风险开始暴露。一些贷款额度较大的高校，其学费收入只够支付贷款的利息，甚至出现了以贷还贷。从理论上讲，仅凭财政拨款和学费收入不可能偿还贷款本金。基于国内绝大多数高校的公办性质，这部分债务势必成为政府的隐性或有负债。造成这种财务困境，除了政策导向以外，关键点是非营利组织的财务管理不同于营利性组织，其财务报表主要反映预算执行、资金运用、收支变动等情况，无法计算各种财务指标，不能通过有关财务指标的分析来评估风险。

随着市场经济的不断深化，非营利组织有关服务成本方面的信息需要合理的估算。非营利组织的负债筹资同样要考虑资本成本。

10.4.3 资本成本

资本成本是组织为筹措和使用资金而付出的代价，这里的资本是指所筹措的长期资金。

非营利组织的资本包括债务资本和基金资本，基金资本的来源一般有三种途径：

- 1) 获得利润。法律规定，利润必须是非营利组织本身所取得的。
- 2) 接受政府机构的拨款。
- 3) 接受个人或团体的捐赠。

与企业相比，非营利组织的资本成本具有两个显著的特征：

一是非营利组织不用缴纳税收，大多数非营利组织都可以通过市政府财务机构发行免税债券，所以其举债筹资不会有税务影响。

二是与企业权益资本不同，非营利组织的基金资本来自于政府拨款和捐赠，它并没有最低的必要投资报酬率，对基金资本成本的计算方法也因此存在着几种迥然相异的观点。

下面介绍具有代表性的四种观点。

1. 基金资本的成本为零

基本原理阐述如下：

(1) 从捐赠者角度来看，捐赠者并不寄希望于他们的捐赠能带来货币性报酬。

(2) 对于非营利组织其他的基金资本提供者来说，他们并不要求从组织的留存资本中得到回报，或者说是支付明确的报酬。而对于那些为享受该组织的服务而支付的费用超过该组织可见成本的消费者更是如此，因为他们的超额支付同样带有捐赠的色彩。



2. 同样认为基金资本的成本为零，但认识到当通货膨胀存在时，基金资本必须能够带来足够的回报以使非营利组织可以更新它们磨损的现存资产

例如，假设一家非营利组织购置了一栋价值100万美元的大楼。随着时间的推移，大楼的成本可以通过折旧收回。所以从理论上讲，至少需要100万美元用于大楼陈旧时的更新。然而，由于通货膨胀的影响，新建大楼现需150万美元。如果这家组织无法利用它的收益来增加基金资本，那么这额外的50万美元只能从下列渠道取得：接受政府拨款或捐赠（这些并不是任何时候都可以得到），或是增加负债（这样会提高它的负债比率，这可能是大家不愿意接受的）。所以，即便只是为了随时间的推移保持它的现有资产，非营利组织的基金资本的回报率至少也要与通货膨胀率相等。这样，此通货膨胀率必须加入该非营利组织的资本成本测算中。当然，如果为了提供额外服务而需要增加现有资产时，所需留存收益就要大于由于受通货膨胀影响而需要的现有数额。

3. 基金资本的成本并不很高

当一家非营利组织收到捐赠或留存收益时，它们一般都是将这些基金投资于有价证券，而不是购置实物资产。所以，基金资本存在机会成本。资本成本大致等于短期、低风险的证券（如国库券）所提供的报酬。

4. 非营利组织的基金资本成本与营利性组织的留存收益的成本大致相等

这里的理论基础同样也建立在机会成本的概念之上，但这里的机会成本被定义为将基金资本投资于其他具有相似风险的可行性投资项目所带来的回报。

那么这四种观点中哪一种更合理呢？我们可以这样考虑，假如利智威社区医院在1996年预计可收到50万美元的捐赠和150万美元的营业收益，所以它共有200万美元新的基金资本可用于投资。这200万美元可用于购置开展其主要业务所需的资产，如新的医疗设备；这些钱也可以投资于有价证券以备医院将来购置新的资产之需；这些钱还可以用来偿债；用来支付管理人员的奖金；也可以存入银行的无息账户等。如果用这些资本来购置实物资产，那么利智威社区医院就失去了将这些资本用于其他目的的机会，这时就要认定机会成本。

这家医院投资于实物资产所带来的回报至少要与投资于具有类似风险的有价证券所带来的回报相等（这里我们并没有暗示非营利组织不能在可能带来损失的项目上投资。非营利组织为了给其利害关系人带来利益，可以投资于某些负利润的项目，但是其管理者必须清楚这样的投资所内含的财务机会成本）。与医院的实物资产有类似风险的证券投资会带来怎样的收益呢？通常，最佳答



案就是投资于某家营利性医疗机构（如哥伦比亚/HCA 医院）的股票所能带来的收益。毕竟，如果不将基金资本用于购置实物资产，利智威社区医院可以将基金投资于某家营利性医疗机构的股票，从而可以获得额外收益以备将来所需。所以，非营利组织的基金资本的成本可以这样来测算：首先估计与相似的某个营利性企业的 β 风险系数，然后运用哈马达定律（Hamada's equation）去进行财务杠杆和税收差别的调整。

通常，机会成本原理适用于所有的基金资本，这些资本的成本与某个类似的营利性组织留存收益的成本相等。然而，出于某种特殊目的的捐赠（如为了建造某家儿童医院的侧楼），实际上的机会成本可能为零。因为这笔基金的用途已被严格限制于某个特殊的项目，所以非营利组织没有机会将这笔基金投资于其他方面。即便能够直观地运用机会成本概念去考虑非营利组织的成本问题，但是用某家公众持有的营利企业的权益成本去近似地表示某家非营利组织的基金资本成本的做法本身也存在一些问题。这是因为基于下面的分析：

首先，由于股东可以通过良好的证券组合来大幅度地降低投资风险，因此权益资本的市场风险要小于基金资本所含的风险。其次，非营利组织的利害关系人无法改变它们与组织的相关行为。再次，从上述案例可以看出，营利性医疗组织倾向于分散地区和患者来降低风险；而非营利性医疗组织不得不集中于某一领域，这样只能分散掉极小的风险。

但是即便存在上述差异，以机会成本为基础来确定基金资本的成本的做法还是比较合理的，最合理的估测基础是与此非营利组织相类似的某个营利性组织的权益资本成本。

10.4.4 资本结构决策

当非营利组织的管理者进行资本结构决策时，他们必须考虑两个问题：资本结构理论，特别是纳税利益与财务危机成本抉择理论是否适用于非营利组织？非营利组织是否存在某些特性使它们无法遵循上述理论所描述的通性？

对于非营利组织的最优资本结构还没有精确严密的研究，但是人们已经做了许多假设。虽然非营利组织无须纳税，无法利用所得税来降低债务成本，但是由于它们能够进入免税举债市场，所以其实非营利组织与营利性组织有相同的债务成本效果。

如前所述，某家非营利组织的基金资本存在机会成本，此机会成本与同其有类似风险的营利性组织的权益资本的机会成本大致相等。因此，我们可以知道，同营利性组织类似，随债务筹资的增加，基金资本的机会成本也会增大。非营利组织同样要受到营利性组织所面临的财务危机成本和代理成本的影响，所以也需要考虑这些成本。因此，可以认为抉择理论同样适用于非营利组织，而且这些组织的最优资本结构，至少表面上是由成本与负债筹资利益的抉择理



论来确定的。但是由于这些组织不发行普通股，所以不对称信息理论并不适用于非营利组织。

虽然抉择理论对于非营利组织来讲，在概念上是完全正确的，但是实际应用这一理论时却存在一个问题：营利性组织获取权益资本相对容易，而非营利组织却无法进入权益市场，它们“权益”资本的唯一来源就是政府拨款、私人捐赠和营业利润。我们可以通过举例说明这个问题，如果某家营利性企业资本投资机会所需资金量超过它的留存收益和债务筹资时，它通常可以通过发行新股来筹集所需资金。根据资本结构的不对称性信息理论，管理者原本可能不愿发行新股，但由于具备发行能力，而且环境发生变化，迫使他们不得不发行新股去筹资。另外，营利性企业调整其资本结构也比较容易。例如，如果某家公司的财务杠杆系数过低，它可以增加负债，并利用所得资金去加购股票；如果负债过多，它可以增发股票，筹集资金去偿付债务。

但是，非营利组织的管理者却无法同他们在营利性组织工作的同行那样，在资本投资和资本结构决策方面拥有更多的灵活性。

基于上述原因，非营利组织可能由于资金不足而延期上马新项目；也可能由于为了提供社会所需服务，不得不使举债超过理论上的最优规模，因为这是获得足够资金的唯一途径。

1. 负债会增加非营利组织的成本

管理者应该认识到这样的政策会增加非营利组织的成本。拖延项目上马使非营利组织无法及时提供社会所需服务，增加负债使其超过最优规模会导致企业无法达到负债筹资所能带来的最优净利点，从而增加组织成本。所以，如果某家非营利组织不得不使用超过最优规模的过多负债时，这个组织的管理者必须做好计划，在条件允许的情况下尽快降低负债水平。

2. 获得政府拨款、吸收个人捐赠、创造额外收入是非营利组织提高竞争力的关键要素

一家拥有足够基金资本的非营利组织可以在最优资本结构的基础上进行经营，并能使资本成本降至最低。如果没有足够的基金资本，非营利组织就不得不过分依赖于负债筹资，这样会带来较高的资本成本。同时，较差的财务状况对于非营利组织获取可以提高效率和改进服务的财务工具也有影响，这样必然阻碍整体经营的正常运转。

假如存在两家非营利组织，这两家组织其他各方面都相同。只不过一家的基金资本较多，可以在最优资本结构的基础上经营；而另一家的基金资本不足，不得不使其负债超过最优规模。财务状况较好的组织无疑会取得明显的竞争优势，因为其可以在成本相同的基础上，提供更多的服务，或者在提供相同数量服务的情况下耗费更少的成本。



10.5 非营利组织的资本预算决策

在这一节，我们将以资本预算三要素的视角讨论非营利组织资本预算的特殊问题。这三个要素是：（1）项目分析的目标；（2）现金流量估算/决策方法；（3）风险分析。

10.5.1 项目分析的目标

非营利组织的整体目标是向社会提供服务，而不是股东财富最大化。在这种情况下，资本预算决策除了考虑项目的盈利能力外，还要考虑其他许多要素。包括某些非经济要素，如社会的正常运行等。这些要素的重要性超过非营利组织财务要素的重要性。

但是，若想保证此非营利组织未来的生命力，就必须做出正确的财务决策。这就要求组织的管理者应充分认识每一项资本投资的财务影响。实际上，如果某家非营利组织所承担的非营利性项目的耗费，无法被其承担的营利性项目的收入抵消，那么该组织的财务状况就会逐步恶化。如果这种情况持续下去，就可能导致该组织破产倒闭。很显然，一家倒闭的组织是无法满足社会需求的。

10.5.2 现金流量估算决策方法

通常，营利性组织的项目分析技术同样适用于非营利组织。然而，二者之间还是存在两个差别的。首先，由于非营利组织的某些项目除了单纯的经济价值以外，还要提供社会价值，所以做项目分析时，既要考虑财务价值或现金流量价值，还要考虑社会价值。考虑了社会价值，则项目的总净现值（total net present value, TNPV）可以表述如下：

$$TNPV = NPV + NPSV$$

式中， NPV 表示项目现金流量的净现值； $NPSV$ 表示项目社会价值的净现值。

很显然，总净现值这一定义使非营利组织的资本预算与营利性组织不同，并且提出了与通过 NPV 来衡量单纯的财务价值相并列的项目社会价值的估价问题。

如果某个项目的 $TNPV \geq 0$ ，那么认为这个项目是可以接受的，事实上并不是所有的项目都存在社会价值，但是如果某个项目存在社会价值，那么在决策过程中就要充分予以考虑。为了保持组织的财务活力，计划期内所有投资项目的 NPV ，加上企业获得的未附限制的捐赠的价值，必须大于或等于零。如

果未附加强制性限制，那么社会价值随时间推移可以取代财务价值，但这并不一定是个持续的过程，因为除非某家非营利组织能保持它的财务完整性，否则它就无法持续提供社会价值。

NPSV 可以如下来确定：

$$NPSV = \sum_{t=1}^n \frac{SV_t}{(1+K_s)^t}$$

式中， SV_t 为社会价值； K_s 为贴现率。

在这里，项目在第 t 年所取得的社会价值，可以根据某种量化方法贴现至第 0 年，然后求和。特别重要的是，非营利组织的基金资本提供者从未从他们的投资中取得过现金报酬，他们得到的是“社会股利”形式的报酬，如慈善护理服务，医疗科研教育以及其他许多不需他们付出代价的社会服务等。如果非营利组织为消费者提供服务的价格大于或等于其成本，那么一般认为这种服务没有产生社会价值。与此相类似，如果政府主体购置服务是为了某个项目的团体利益或支持某项研究，那么我们认为这个项目所带来的社会价值的贡献者是政府主体，而不是服务真正提供者。

若想估算某个项目的 NPSV，就必须：1) 对项目每年提供的服务的社会价值进行定量分析；2) 确定适用于这些服务的贴现率。

(1) 首先，考虑怎样才能确定医疗服务业所提供服务的社会价值量。当某个项目向消费者提供服务，而接受服务的消费者愿意并且能够为这些服务付费时，这些服务的价值就可以用消费者支付的实际数额来表示。因此，测算无支付能力的消费者所接受的服务价值的一种方法就是使用那些有支付能力的消费者所支付净价的平均值。这种方法用起来很直观，但是存在四个问题，容易引起争论。下面我们以医疗服务机构有关价值与价格的讨论为例。

1) 消费者对所接受的服务的真实价值必须具有判断能力。只有在这种条件下，价格才能公平地成为价值衡量标准。而许多了解医疗服务业的人认为，医疗服务的提供者和消费者之间存在的信息不对称性，降低了消费者对真实价值的判断能力。

2) 由于医疗服务的支付大多通过第三方进行，所以可能出现价格歪曲的现象。例如，保险人愿意为服务所支付的金额要高于消费者个人未加保险时愿意支付的金额；相反，在存在买方独家垄断的情况下（如实施医疗照顾方案时），可能会产生这样的结果：消费者实际支付的净价要低于他实际愿意支付的数额。

3) 消费者愿意支付的数额，可能高于或低于捐赠人或其他基金提供者愿意为相同服务所支付的数额。

4) 另外，还有许多关于在某些医疗条件下，医疗服务的真实价值的争论。如果可以接受任何医疗服务而无须顾及其他成本，或者我们个人无须为这些服务付款（而是由社会作为一个整体来支付），那么就有可能要求获得一些未必



有实际价值的服务。例如，是否应花费 10 万美元去为一位已处于持续昏迷状态的 85 岁老人延续 15 天的生命？如果这种努力的实际价值为零，那么仅仅因为耗费了 10 万美元的成本而将其价值定为 10 万美元是毫无道理的。

(2) 估算某个项目的 NPSV 的第二个要素是适用于此项目每年社会价值量的折现率。与非营利组织的权益报酬率相类似，关于如何对未来社会价值进行合适的贴现也引起很大争论。显然，基金资本的捐赠者可以通过两种途径获得社会价值。首先，可以直接将财物捐赠给非营利组织。其次，捐赠者可以将基金投资于有价证券，然后利用其产生的收入去直接购买医疗服务。由于捐赠的收入可以免税，所以在第二种情况下不会产生税务后果；但是捐赠者对于他在证券上投资的基金数额则不得不纳税。由于存在第二种选择，所以可以这样讲，基金资本提供者有权获得社会价值流量的回报，这种回报大约与投资于提供相同服务的营利性组织的权益资本所获得的回报相等。

净社会价值现值模型使资本预算决策过程适用于非营利组织。虽然很少有非营利组织尝试将它们所有项目的 NPSV 都进行量化，但是非营利组织至少应该客观地考虑其待施行的项目中的内在社会价值。

营利性组织与非营利组织之间还存在另一个重要区别，这涉及可用于投资的资本数量。标准的资本预算过程假设企业可以筹集无限数量的资本去满足投资的需要。可以假定，如果某家企业想将基金投资于盈利（正 NPV）项目，那么它们必须增加负债或权益去满足项目的基金需求。然而，非营利组织的资本获得是受到限制的，它们的基金资本受限于它们可取得的保留盈余、捐赠和政府拨款；它们的举债资本受限于以其基金资本为基础可以获得的数额。所以，在某些时间里，非营利组织可能面临这样的情况：某个待开展项目的成本高于它们的可筹集资本量。所以，非营利组织有时不得不进行资本配量（capital rationing）。

如果存在资本配量的情况，从财务角度来讲，该企业就应该接受那种既能使 NPV 最大化，又不违反资本限制的资本项目组合。这既包括“将手中的钱尽可能地发挥最大效用”，还包括挑选对企业的财务状况带来最优正面影响的项目。然而，在非营利组织中，有时不得不优先挑选利润较低甚至 NPV 为负的项目。当这些项目带来的负面效应可以被经过挑选的 NPV 为正的项目所抵消的条件下，此种优先考虑是可以接受的，因为在这种情况下，优先选择低利润的项目不会侵蚀非营利组织的财务完整性。

10.5.3 风险分析

共有三种彼此独立、差别明显的项目风险。

(1) 孤立风险（stand-alone risk）。此种风险不考虑证券组合的效果，孤立地考虑某个项目的风险。

(2) 公司风险（corporate risk）。将某个项目的风险作为整个公司项目风

险组合的一部分加以考虑。

(3) 市场风险 (market risk)。以某个持有良好证券分散组合的股东的角度来考虑项目风险。对于营利性企业来讲, 虽然不能忽视公司风险, 但市场风险却是最相关的风险。

对于非营利组织来讲, 如果某组织只有一个项目, 那么该项目的孤立风险是最相关风险。在这种条件下, 组织和投资者个人的证券组合效应都可忽略不计, 所以项目风险可以用预期回报的变动性来衡量。然而, 绝大多数非营利组织提供的产品和服务都是大量的、各种各样的, 所以可以认为它们拥有大量(数以百计或千计)互相独立的项目。例如, 大多数的非营利健康保健组织都向多个服务区域内的各个不同的雇工团体提供医疗服务。在这种条件下, 由于不能孤立地考虑某个项目, 所以某项目的孤立风险对组织来讲就不是最相关风险了。这时, 此新项目的最相关风险是公司风险, 即该项目对组织的整体风险的影响程度, 这可以用该项目对组织整体盈利能力的变动性的影响效果来衡量。

为了说明非营利组织的公司风险, 假设项目 P 代表某个已拥有众多项目的非营利医疗保健组织对某个新服务领域的扩张。表 10—1 列示了项目 P 和此组织整体的内含报酬率 (IRR) 的分配状况。在实际操作中, 想获得某个组织资产总额的 IRR 是不可能的, 但是可以用该组织的资产现金流量收益来代表, 可以这样计算:

$$IRR = \frac{\text{收入} + \text{折旧} + \text{利息}}{\text{资产总额}}$$

表 10—1 内含报酬率的分配状况

经济状态	此状态的盈利能力	每种经济状态下的 IRR	
		项目 P	组织整体
很差	5%	2.5%	1.0%
差	20%	5.0%	6.0%
普通	50%	10.0%	7.0%
好	20%	15.0%	8.0%
很好	5%	17.5%	13.0%
期望收益		10.0%	7.0%
标准离差		4.0%	2.0%
变异系数		0.4	0.3
相关系数		0.8	

该组织的盈利能力与项目 P 的盈利能力都不确定, 而是依赖于未来的经济事项变化。总的来讲, 该组织的期望 IRR 为 7.0%, 标准离差为 2.0%, 变异系数为 0.3, 所以无论是从标准离差还是变异系数 (孤立风险的衡量指标) 来考虑, 项目 P 的风险在总体上讲大于组织整体。也就是说, 项目 P 比该组织的平均项目的风险要大。

但是，项目 P 的相关风险并不是它的孤立风险，而是它对企业整体风险的影响，即此项目的公司风险。项目 P 的公司风险不但与标准离差有关，而且同项目 P 的收益（项目 P 的 IRR 分配）与整个组织的平均项目收益（组织整体的 IRR 分配）之间的相关系数有关。如果项目 P 的收益与该企业的其他项目的收益呈负相关，那么接近项目 P 就可以降低企业总资产的风险。项目 P 的标准离差越大，风险降低的程度越大（在某种经济状态下会产生下面这种效果：平均项目的低收益可以带来项目 P 的高收益，反之亦然，所以接受该项目可以降低组织的整体风险）。在这种情况下，虽然项目 P 的孤立风险较高，但该项目的风险应视为相对低于组织平均项目的风险。

在实际情况下，项目 P 的收益与该组织的资产总收益是正相关的。该项目的标准离差是企业的 2 倍，变异系数也增加了 33%，所以接受该项目会增加组织整体收益的风险。公司风险的量化指标是项目的“公司贝塔系数”（corporate beta），或简称“公司 β ”（corporate β ）。公司贝塔系数是公司特征曲线（corporate characteristic line）的斜率，公司特征曲线是以项目的收益为纵轴坐标，以企业全部经营收益为横轴坐标所做的回归曲线。

项目 P 的公司特征曲线的斜率为 1.62，可以用代数方法表示如下：

$$\text{corporate } \beta_p = \frac{\delta_p}{\delta_f} r_{pf}$$

式中， δ_p 为项目 P 的收益的标准离差； δ_f 为企业收益的标准离差； r_{pf} 为项目 P 的收益与企业收益的相关系数。所以

$$\text{corporate } \beta_p = \frac{4\%}{2.00\%} \times 0.8 = 1.6$$

某个项目的公司贝塔系数衡量了该项目收益相对于企业整体收益的波动性（或相对于企业平均项目收益的波动性，企业平均项目收益的公司贝塔系数为 1.0）。如果某个项目的公司贝塔系数为 2.0，那么该项目的收益波动为企业总体收益波动的 2 倍；如果公司贝塔系数为 1.0，那么表明该项目收益与企业总体收益波动相同；如果某个项目的公司贝塔系数为 0，那么表明该项目收益与企业总体收益的变化无任何关系，即二者是相互独立的；当某项目的收益与企业的总体收益呈负相关时，该项目的公司贝塔系数为负值，这表明该项目的收益与企业其他大多数项目的收益呈逆周期运动。如果将负贝塔系数的项目加入企业的项目组合，则有可能降低企业风险。然而，负贝塔系数的项目相当难找，因为大多数项目与企业的核心业务都发生关系，所以它们的收益都呈高度正相关。由于项目 P 的公司贝塔系数为 1.6，所以该项目的公司风险大于企业平均项目风险。因此在对该项目进行评价前，应该提高企业的加权平均资本成本以便来反映这种风险上的差异。

对于营利性组织来讲，在大多数条件下，建立精确的量化指标来评估项目的公司风险是十分困难的。所以，企业的管理者只能对某个项目的孤立风险进

行评估，并且就其与企业其他经营的适合程度做一个主观假设。通常，企业正在考虑的项目与企业的其他项目同属一类业务。在这种条件下，孤立风险与公司风险高度相关，所以某个项目的孤立风险可以作为该项目公司风险很好的衡量指标。这表明非营利组织的管理者可以通过建立远景模拟和决策树分析来对大多数项目的相关风险有一个较好的了解。

最后，非营利组织的资本预算决策要求综合考虑各种主客观因素，以便对某个项目的风险、社会价值，对举债能力的影响、盈利能力、全局可接受性等各方面做出综合评价。这个过程并不精确，而且由于风险评价的模糊性，人们往往倾向于省略这一部分内容。然而，实际上必须对项目的风险进行评估，而且这一行为要贯穿决策过程的始终。

10.6 案例研究与分析：江海大学预算预测方法的应用

10.6.1 预算预测所依据的假设

1. 本规划的规划期拟定为14年（2011—2024年）。
2. 宏观经济环境不变。这意味着在预测时不考虑通货膨胀、利率变动等因素，国民生产总值按一定比例逐年增加，等等，这使得预测偏于保守。测算价格基于2010年不变价格，不考虑货币时间价值。
3. 高等教育的宏观环境不变。这意味着在预测期内，国家对教育的有关政策包括财政拨款和收费的政策、方式不变，等等，这也使得收入预测偏于保守。
4. 限于篇幅，不对每个规划项目一一计算预测，例如，公用经费支出项目由许多明细项目组成，本实例为了简化，只模拟计算公用经费一级项目，其他项目可以依此类推计算。
5. 假设2013年开始博士生、硕士生全部实行收费，按9 000元/人·年的收费标准测算。
6. 本案例不考虑科研、基建、附属单位缴款等项目的收支。

10.6.2 江海大学收入规划

1. 财政拨款预测

(1) 经常性拨款 (I_f) 预测。江海大学经常性拨款收入是按定额拨款方式得到的。按照有关规定：

$$\begin{aligned} \text{经常性拨款数} &= \text{折合后的学生人数} \times \text{生均拨款定额} \\ &\quad + \text{离退休人数} \times \text{定额} \end{aligned}$$



学生人数的折合系数：本专科生为 1，高职生为 0.6，硕士生为 2，博士生为 3，博士后为 4。假设生均拨款定额为 7 150 元/生，离退休人员拨款定额为 19 000 元/人。江海大学经常性拨款预测见表 10—2。

表 10—2 江海大学经常性拨款预测值 单位：万元

年 份	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
折合后学生人数 (人)	16 963	19 934	22 540	24 430	26 535	28 870	31 920
离退休人数 (人)	1 000	1 150	1 250	1 300	1 400	1 450	1 500
经常性拨款 (I_f)	14 028.54	16 437.81	18 491.10	19 937.45	21 632.53	23 397.05	25 672.80
年 份	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
折合后学生人数 (人)	33 900	35 550	37 200	38 850	40 500	42 150	42 800
离退休人数 (人)	1 500	1 575	1 654	1 736	1 823	1 914	2 010
经常性拨款 (I_f)	27 088.50	28 410.75	29 740.60	31 076.15	32 421.20	33 773.85	34 421.00

注：学生人数和离退休人数数据来自学校规划。

(2) 专项及补助性拨款 (I_p) 预测。根据历史数据表 10—3，采用二次线性回归分析 ($y=37.821x^2-140.15x+374.38$) 的方法进行预测。其结果见表 10—4。

从图 10—1 可知， $R^2=0.879$ ，数据比较吻合，有良好的解释能力。

表 10—3 江海大学专项及补助性拨款历年情况 单位：万元

年 份	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
I_p	327	418	519	562	447	905	2 246	3 044	2 296	2 534.75	4 667.48

表 10—4 江海大学专项及补助性拨款预测值 单位：万元

年 份	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
I_p	4 944.18	5 825.20	6 781.86	7 814.16	8 922.10	10 105.68	11 364.91
年 份	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
I_p	12 699.78	14 110.29	15 596.44	17 158.24	18 795.68	20 508.76	22 297.48

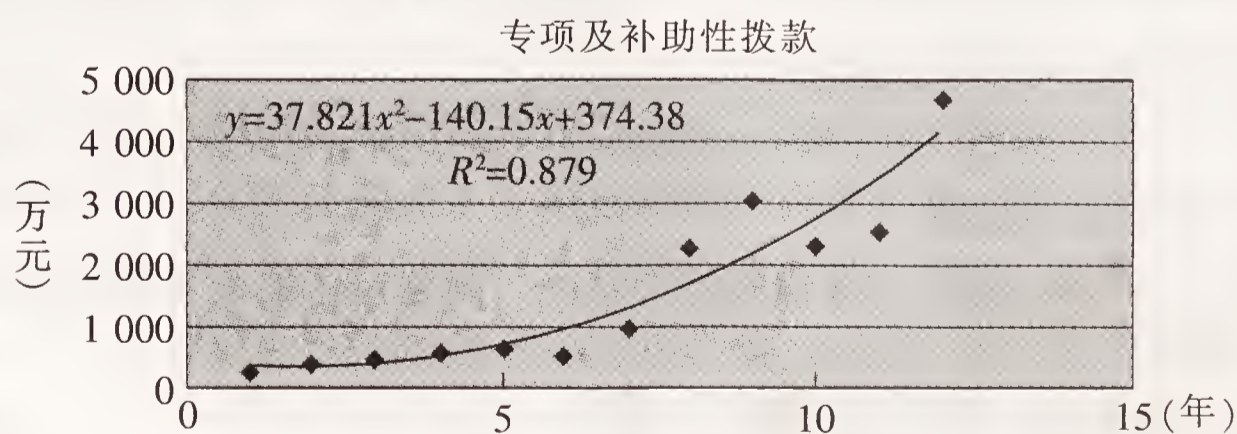


图 10—1 专项及补助性拨款的年度趋势

2. 事业收入预测

(1) 学历教育收入 (I_d) 预测。学历教育分研究生教育、本专科教育和成人教育三部分。

1) 研究生教育收入。根据现行有关收费文件的规定，博士生及计划内招

收硕士生不收费，自费和委培的硕士生可按5 000元/人标准收费。预计江海大学从2013年开始实行全面收费制度。因此，博士生、硕士生学费的计算标准为：2011年及2012年按5 000元/人 \times 学生人数/2计算，2013年开始按9 000元/人 \times 学生人数计算。预测结果见表10—5。

表 10—5 江海大学研究生教育收入预测值 单位：万元

年 份	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
博士生人数(人)	48	70	80	110	145	190	240
硕士生人数(人)	876	1 200	1 500	2 000	2 600	3 300	4 100
研究生教育收入	219	300	1 422	1 899	2 470.5	3 141	3 906
年 份	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
博士生人数(人)	300	350	400	450	500	550	600
硕士生人数(人)	5 000	5 250	5 500	5 750	6 000	6 250	6 500
研究生教育收入	4 770	5 040	5 310	5 580	5 850	6 120	6 390

2) 本专科生教育收入。按现行收费制度规定，本专科学生学费根据不同的专业有不同的标准。为简化计算，将各类收费标准折算成平均学费标准。本专科生教育收入=全校平均学费标准 \times 学生自然人数，其中，全校平均学费标准=以前年度本专科学生学费总额/学生自然人数。平均学费标准假设为5 000元/生。预测结果见表10—6。

表 10—6 江海大学本专科生教育收入预测值 单位：万元

年 份	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
本专科生教育收入	7 698.5	8 883	10 250	10 750	11 250	11 750	12 500
年 份	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
本专科生教育收入	12 000	13 000	13 500	14 000	14 500	15 000	15 000

3) 成人教育收入。成教收入包括成教脱产生、函授生、夜大生的学费收入，计算方法与本专科学生学费计算方法一样，即：成教收入=成教平均学费标准 \times 成教学生自然人数，其中，全校平均学费标准=以前年度成教学生学费总额/成教学生自然人数。扣除校外办学成本，平均学费按1 500元/生计算。预测结果见表10—7。

表 10—7 江海大学成人教育收入预测值 单位：万元

年 份	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
成人教育收入	2 070	2 190	2 265	2 475	2 550	2 550	2 550
年 份	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
成人教育收入	2 550	2 550	2 550	2 550	2 550	2 550	2 550

4) 学历教育收入 (I_d)。详见表10—8。

$$\text{学历教育收入} = \text{研究生教育收入} + \text{本专科生教育收入} + \text{成人教育收入}$$

表 10—8

江海大学学历教育收入预测值

单位: 万元

年 份	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
学历教育收入(I_d)	9 987.5	11 373	13 937	15 124	16 270.5	17 441	18 956
年 份	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
学历教育收入(I_d)	19 820	20 590	21 360	22 130	22 900	23 670	23 940

(2) 非学历教育收入 (I_n) 预测。根据非学历教育收入的历史数据表 10—9, 采用二次线性回归分析($y=20.331x^2-113.42x+158.68$)的方法进行预测。其结果见表 10—10。从图 10—2 可知, $R^2=0.9768$, 数据比较吻合, 有良好的解释能力。

表 10—9

江海大学历年非学历教育收入情况

单位: 万元

年 份	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
I_n	11	24	30	109	120	211	265	484	797	1 232	1 196	1 793

表 10—10

江海大学非学历教育收入预测值

单位: 万元

年 份	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年
非学历教育收入(I_n)	2 120.16	2 555.68	3 031.86	3 548.70	4 106.20	4 704.36	5 343.19
年 份	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
非学历教育收入(I_n)	6 022.68	6 742.83	7 503.64	8 305.12	9 147.26	10 030.06	10 953.52

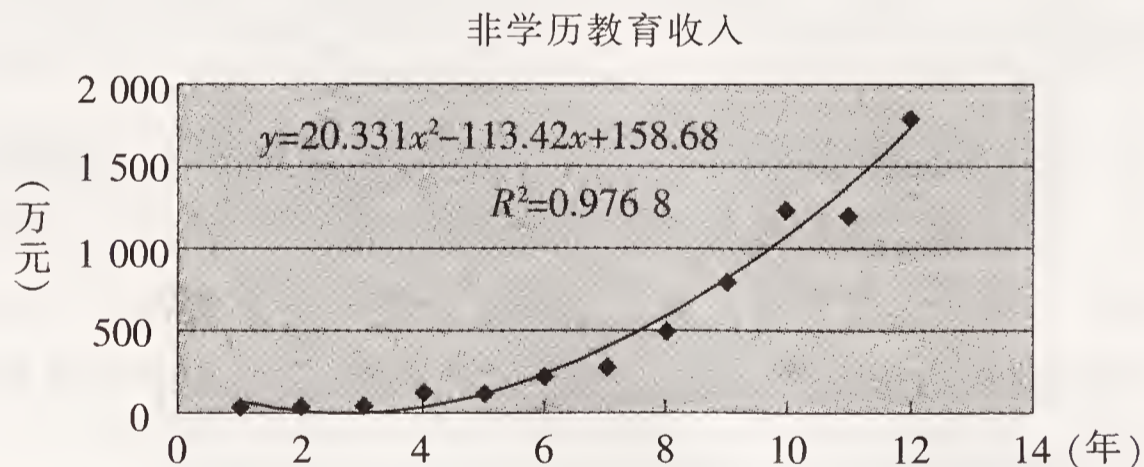


图 10—2 江海大学非学历教育收入趋势

3. 高校总收入预测

$$\text{高校总收入 } I = I_f + I_p + I_d + I_n$$

10.6.3 江海大学支出预测

1. 教育事业支出预测

教育事业支出可分为: 人员支出和公用经费支出。

(1) 人员支出 (D_p) 预测方法。预测人员支出时, 将工资、补助工资、

其他工资、职工福利费、社会保障费、学生奖学金、学生困难补助和学生勤工俭学经费等支出的历史数据归并，以师生的合计人数为自变量，人员支出为因变量。采用二次线性回归分析 ($y=9E^{-06}x^2+0.4727x-2779.2$) 的方法进行预测。其结果见表 10—11 和表 10—12。从图 10—3 可知， $R^2=0.992$ ，数据比较吻合，有良好的解释能力。

表 10—11 江海大学历年人员支出情况 单位：万元

年份	1999	2000	2001	2002	2003	2004
师生数(人)	6 242	6 840	7 678	8 855	10 098	11 075
人员支出	878	1 004	1 396	2 354	2 484	2 979
年份	2005	2006	2007	2008	2009	2010
师生数(人)	11 562	12 393	14 158	17 521	21 371	25 893
人员支出	3 561	4 675	5 843	8 340	12 359	15 132.6

注：这里的师生数=折合后的学生人数+在职教师人数+离退休人数+折合后成教学生人数（学生人数的折合系数为本专科生 1，高职生 0.6，硕士生 2，博士生 3；成教学生 0.5）。

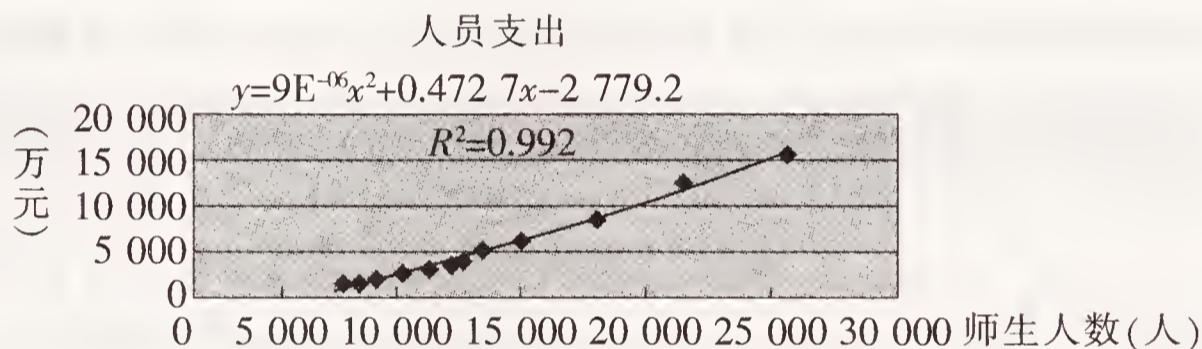


图 10—3 江海大学人员支出的趋势

表 10—12 江海大学人员支出预测值 单位：万元

年份	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
师生数(人)	27 614	31 184	34 240	36 980	39 535	42 020	45 220
人员支出(D_p)	17 137.12	20 713.04	23 957.45	27 008.93	29 976.14	32 974.78	36 999.93
年份	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
师生数(人)	47 300	49 125	50 854	52 586	54 323	56 064	56 810
人员支出(D_p)	39 715.12	42 161.58	44 534.3	46 966.41	49 458.55	52 011.43	53 121.49

注：学生人数和离退休人数数据来自学校规划。

(2) 公用经费支出 (D_c) 预测。公用经费支出与师生数相关，在预测公用经费支出时，将公用经费支出的历史数据归并（见表 10—13），以师生数为自变量，以公用经费支出为因变量，采用乘幂回归分析 ($y=0.0005x^{1.6684}$) 的方法进行预测。其结果见表 10—14。从图 10—4 可知， $R^2=0.9405$ ，数据比较吻合，有良好的解释能力。

表 10—13 江海大学历年公用经费支出情况 单位：万元

年份	1999	2000	2001	2002	2003	2004
师生数(人)	6 242	6 840	7 678	8 855	10 098	11 075
公用经费支出	819	1 213	1 617	1 434	1 940	2 419



续前表

年 份	2005	2006	2007	2008	2009	2010
师生数(人)	11 562	12 393	14 158	17 521	21 371	25 893
公用经费支出	3 466	4 214	3 381	6 916	6 340	9 705

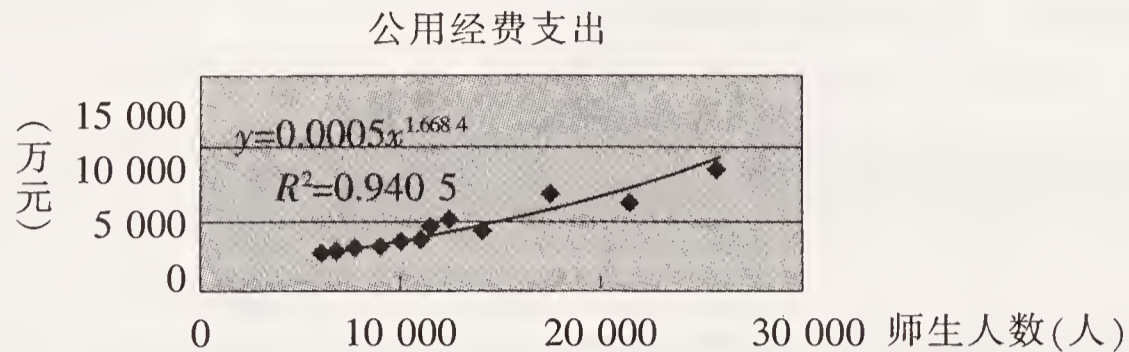


图 10—4 江海大学公用经费支出年度趋势

表 10—14

江海大学公用经费支出预测值

单位: 万元

年 份	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
师生数(人)	27 614	31 184	34 240	36 980	39 535	42 020	45 220
公用经费支出 (D_c)	12 839.87	15 726.66	18 381.72	20 900.95	23 365.46	25 866.88	29 236.37
年 份	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
师生数(人)	47 300	49 125	50 854	52 586	54 323	56 064	56 810
公用经费支出 (D_c)	31 514.35	33 569.06	35 563.07	37 607.61	39 702.73	41 848.51	42 781.32

2. 江海大学总支出预测

详见表 10—15。

表 10—15

江海大学总支出预测值

单位: 万元

年 份	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
人员支出 (D_p)	17 137.12	20 713.04	23 957.45	27 008.93	29 976.14	32 974.78	36 999.93
公用经费支出 (D_c)	12 839.87	15 726.66	18 381.72	20 900.95	23 365.46	25 866.88	29 236.37
科研支出 (D_s)	5 282.87	6 742.33	8 382.91	10 204.60	12 207.40	14 391.32	16 756.36
基建支出	55 201.4	45 201.4	40 504.4	16 744.4	15 885.4	16 435.4	16 925.4
总支出	90 461.27	88 383.43	91 226.47	74 858.87	81 434.40	89 668.38	99 918.07
年 份	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
人员支出 (D_p)	39 715.12	42 161.58	44 534.30	46 966.41	49 458.55	52 011.43	53 121.49
公用经费支出 (D_c)	31 514.35	33 569.06	35 563.07	37 607.61	39 702.73	41 848.51	42 781.32
科研支出 (D_s)	19 302.52	22 029.79	24 938.17	28 027.67	31 298.29	34 750.03	38 382.88
基建支出	17 355.4	19 665.4	20 825.4	23 611.4	25 005.4	27 116.4	25 224.7
总支出	107 887.38	117 425.83	125 860.95	136 213.10	145 464.97	155 726.36	159 510.38



10.6.4 案例启示

近年来，高校的扩招带来机构的庞大和经费支出的急速上涨。预算是高校开展各项财务活动的基本依据，预算管理是高校通过建立涵盖收支所有环节的全面预算管理系统，实现资源最优配置的一种方法。以上是江海大学预算预测的编制，在如何编制相对科学、准确的预算问题上，它给我们以下有益的启示：

1. 完备的基础数据库是科学预测的基础。这些基础数据包括各院校的教职工人员构成、学科设置、后勤社会化以及学校教学等各项支出的配置标准，如达到教学需求的生均教室、运动场、绿化等。

2. 预算预测应当采用科学的预测方法。每一部门的预算收入和支出，都呈现出不同的变化特点：有的收入、支出与其历史趋势有关，表现出逐年增长的特性。我们需要以时间作为解释变量预测未来的收支水平；有的则表现为与业务量紧密关联，应当以未来预测的业务量作为解释变量预测未来收支。这就需要我们注意：（1）将收支按照其金额变化的特性进行科学分类。（2）对每项收支与业务量水平之间或者年度之间构建起定量的对应关系或数量模型，并对模型的合理性通过数据拟合等方法进行鉴定。

3. 预算预测需要由专门的预算管理机构完成。为了保证预算的准确性和权威性。高校可以建立校长直接领导下的、由财务和审计等相关专业人员组成的学校预算管理机构。该机构可以实现：（1）对学校及其下属各学院提交的预算进行合理性、准确性和科学性的调查、论证，使预算指标更加客观、合理、准确和科学；（2）对学校及下属各学院（部门）预算收入的完成情况、预算支出的执行情况和进度以及资金使用效益进行分析、考核和评价；（3）对学校及下属各学院（部门）预算调整的合理性和必要性进行论证。



本章小结

● 非营利组织是不以营利为目的，向社会提供不能由营利机构和政府机构充分提供服务的社会组织。

● 非营利性财务活动涉及预算资金收支活动、预算外资金收支活动、经营活动。非营利组织目标通常以完成组织的使命来表述，非营利组织为实现组织目标同样必须保持良好的财务状况和合理的盈利能力。

● 预算管理是非营利组织财务管理的核心内容。非营利组织的单位预算是由收入预算和支出预算组成的。预算的核定、编制、批复、执行与控制关系到非营利组织的资源投入与使用结果。



- 非营利组织自有资金的筹集包括政府拨款或补助、社会捐赠、事业收入和经营收入。

- 非营利组织的资本预算决策要考虑三个要素：项目分析目标是向社会提供服务而不是股东财富的最大化；现金流量估算的决策方法除考虑经济价值以外还要考虑社会价值；有三种彼此独立、差别明显的项目风险：孤立风险、公司风险、市场风险。



案例讨论：湖海大学过度负债问题分析

2006年，小高从某财经大学毕业，分配到湖海大学财务处做财务分析工作。以下是他了解的湖海大学2006年的财务状况与财务收支情况：

1. 学校经费总支出 27 400 万元，其中：

(1) 学校事业经费支出 26 029 万元；

1) 人员经费支出 16 809 万元

2) 公用经费支出 7 038 万元

3) 固定资产支出 2 182 万元

(2) 对附属单位补助支出 97 万元；

(3) 经营支出 474 万元；

(4) 自筹基建支出 800 万元。

2. 学校经费总收入 27 600 万元，其中：

(1) 财政补助收入 15 000 万元；

(2) 事业收入 12 000 万元；

(3) 经营收入 600 万元。

3. 2005年年末学校总资产为 19 亿元，总负债 12 亿元，其中银行长期贷款 11 亿元，年利率为 6.6%。银行贷款全部用于基建投入，其利息计入建安成本。

尽管就上述财务收支情况而言，湖海大学收支相抵，略有结余，即净收入 200 万元，但是在上述收支表中并没有列示出银行贷款的利息费用，事实上，仅 11 亿元的巨额负债利息支出就需 7 260 万元，这些利息和本金的支出并没有在经费账的账面上体现。如此巨额的利息和贷款本金如何才能保证如期偿还，又不影响学校的正常业务经费支出呢？小高就此问题向财务处长提出自己的疑问。财务处长也有自己的苦衷，他知道，随着国家宏观政策的调控，利率上调，银行贷款规模收紧，银行将更加谨慎，学校还贷压力越来越大。同时，他也深知这几年高校的迅速发展，离不开银行贷款，适度负债可以更大限度地用活资金，优化资源配置。鉴于普通高校的公办性质，学校寄希望两种办法：其一是

通过政府拨款解决问题，但是政府的财政支出压力使这种希望很难实现；其二是通过土地置换，即通过市区土地和郊区土地的置换获得地价差额收益以弥补投资缺口，已经有这样的先例。

如湖海大学一样高负债经营的高校并非少数，以大力建设高教园区的某省为例，该省采取以政府投入为主，多渠道筹措资金的方式进行高校基本建设。截至2006年12月31日，实际筹资257.10亿元，其中银行贷款占59.42%，高校自有资金占23.11%，地方政府投入占12.57%，社会投入占4.90%。高教园区建设增加了高等教育资源，对解决“扩招”瓶颈约束困难、拓展办学空间起到了积极作用，但与此同时，高校高额负债隐含的风险也在逐步显现。

要求：

对湖海大学偿还债务的能力进行评价；从资本结构等相关理论出发，给湖海大学设计一种更好的财务方案。请从财务管理的视角讨论高校过度负债问题的利弊。



思考题

1. 简述非营利组织的特征。
2. 为什么非营利组织必须考虑项目的盈利能力？
3. 非营利组织应如何保证预算的执行？
4. 非营利组织是否需要负债筹资，为什么？如何考虑筹资成本？
5. 非营利组织的资本预算决策要考虑哪些因素？



本章导读

1996 年李途纯在湖南株洲创立了太子牛奶厂，1997 年，太子奶为央视黄金时段广告投资 8 888 万元，成为当年日常消费品标王。自此，太子奶致力于品牌塑造，近年来投入数亿元用于品牌推广，如 2008 年谢霆锋、TWINS 为集团联袂代言。2002 年太子奶集团先后投资 30 多亿元，在湖南株洲、北京密云、湖北黄冈、江苏昆山、四川成都兴建了五大乳酸菌奶生产基地，据称年产能达到近 300 亿元。2001—2007 年太子奶销售额从 5 000 万元跃升到 30 亿元。太子奶逐渐成为中国乳酸菌产品的知名品牌，曾经在中国乳酸菌饮料行业占据“龙头”地位。

或许是受到国家宏观调控紧缩银根以及三鹿奶粉事件对整个奶业的不利影响，处于快速扩张阶段的太子奶在 2008 年出现了资金断裂，2007 年曾对太子奶注资的风险投资机构英联、摩根斯坦利、高盛成为太子奶的控股股东，李途纯成为名誉董事长。2009 年，株洲当地政府设立高科奶业公司，托管太子奶。

2010 年 7 月 23 日，株洲市对外界通报，株洲市中级人民法院依法裁定湖南太子奶生物科技有限责任公司进入破产重整程序，并通过竞争方式选定北京市德恒律师事务所为破产重整管理人。此前株洲市中级人民法院收到湖南顺天建设集团有限公司、湖南高岭建设集团股份有限公司、青岛人民印刷有限公司、陈辉跃申请对湖南太子奶集团生物科技有限责任公司进行破产重整的申请书。申请人称，太子奶集团由于过度扩张，资金链断裂，资不抵债，不能清偿到期债务。株洲市中级人民法院审理查明，被申请人湖南太子奶集团生物科技有限责任公司对到期债务已明显缺乏清偿能力。鉴于“太子奶”拥有知名的品牌、成熟的市场营销网络、完备的生产设备和技术，具备重整价值。依照《企业破产法》的有关规定，株洲市中级人民法院裁定湖南太子奶集团生物科技有

限责任公司进行重整。^①

太子奶案例让我们不禁思考：在企业经营过程中应如何对破产风险进行识别和防范呢？破产重整对于陷入危机的企业又具有什么意义？这正是本章重点介绍的内容。



学习目标

- 了解破产、重整与清算等基本概念及相关法律规定
- 掌握破产危机的辨识、应对与管理
- 熟悉重整与和解计划的制定与执行
- 掌握破产财产、破产债权的范围与计价方法

11.1 企业破产概述

11.1.1 企业破产的概念界定

“破产”一词源于拉丁语“falletux”，意思为“失败”。但从经济学和法学的角度来看，“破产”和“失败”的含义有所不同。经济学意义上的破产，是指由于管理无能、不明智的扩张、激烈的竞争、过高的负债等原因造成公司经营况况恶化，效益低下，在市场竞争中被淘汰。破产意味着企业经济实体的解体，它是企业的终结，又是经济资源重新分配的开始，在财务管理上为原有理财主体的消亡或重建恢复。从法学角度来看，破产是指在债务人不能清偿到期债务时，由法院强制执行其全部财产，公平清偿全体债权人，或者在法院监督下，由债务人与债权人会议达成和解协议，整顿复苏企业，清偿债务，避免倒闭清算的法律制度。破产意味着企业法律“人格”的丧失、法律主体的消亡。由此可见，经济学上的破产，侧重于破产淘汰；法学上的破产，侧重于破产还债。

世界各国法学理论和司法实践中对破产的处理也不尽相同，如美国等大多数国家，出于社会安定、保护债权人利益不受侵蚀等方面的考虑，不主张采取“破产清算”这种极端形式。企业从申请破产到最终破产清算，破产法尽可能为企业创造避免解体、重建恢复的机会，该程序法律上称为“和解与整顿”。破产和解制度与整顿制度，可以使债务人摆脱债务诉讼或减轻债务负担，能给因疏忽过失而陷入困境的债务人一个生还的机会。只有当债务人已具备破产宣告条件，如和解、整顿失败，不执行和解协议，严重损害债权人利益等，才依法宣告破产。因此，破产具有如下法律特征：

^① 《株洲市对外界通报：太子奶进入破产重整程序》，<http://finance.sina.com.cn/chanjing/gsnews/20100726/02578361101.shtml>。

(1) 破产是清偿债务的法律手段。当债务人不能清偿到期债务时，法院根据债权人或债务人的申请，将债务人的破产财产依法分别分配给债权人，以了结债权债务关系。

(2) 破产是以法定事实的存在为前提。尽管各国破产法的规定各不相同，但都以法定事实的存在作为破产的前提。如：美国以不能偿债为法定事实；德国以资不抵债为法定事实。

(3) 破产必须经法院审理，以实现公平受偿，保护双方当事人的合法权益，通过法院宣告破产，债务人民事主体资格消亡。

11.1.2 企业破产的法律规定

以1986年12月2日第六届全国人大常委会第十八次会议通过的《中华人民共和国企业破产法（试行）》，和1991年4月9日第七届全国人大第四次会议通过的《中华人民共和国民事诉讼法》中“企业法人破产还债程序”一章及相关法律条文、司法解释建立起来的执法规范一度是我国破产法律体系的主要构成部分。2006年8月27日，第十届全国人民代表大会常务委员会第二十三次会议通过了《中华人民共和国企业破产法》（以下简称《破产法》），并予以公布，自2007年6月1日起施行。《破产法》的实施将进一步规范企业破产程序，公平清理债权债务，有利于保护债权人和债务人的合法权益，维护社会主义市场经济秩序。下面介绍企业破产涉及的几个基本概念的法律规定。

1. 破产原因

破产原因是申请债务人破产的事实根据，是对债务人进行破产清算和破产预防的法律事实，也是破产程序启动、变更和终结的法律依据。新的《破产法》对所有的法人企业适用统一的破产原因，即《破产法》第2条规定：“企业法人不能清偿到期债务，并且资产不足以清偿全部债务或者明显缺乏清偿能力的”，并在第7条又明确规定，在此种情况下，债务人可以向人民法院提出重整、和解或者破产清算申请，债权人也可以向人民法院提出对债务人进行重整或破产清算申请。

以上所说的“不能清偿到期债务”是指债务人由于缺乏清偿能力，对于已到清偿期而受请求的债务持续地无法全部进行清偿的一种客观经济状态。以上所说的“资产不足以清偿全部债务”，即资不抵债，是指债务人的全部资产总额不足以偿付其所负的全部债务总额。以上所说的“明显缺乏清偿能力”，实质上就是不能清偿到期债务。

2. 重整与和解

所谓重整，是指不对无偿付能力的债务人的财产立即进行清算，而是在人民法院的主持下由债务人与债权人达成协议，制定重整计划，规定在一定的期限内，债务人按一定的方式全部或者部分清偿债务，同时债务人可以继



续经营其业务的制度。重整适用于所有类型的企业法人，是一个独立的破产预防程序。

按照《破产法》第70条的规定，债权人和债务人都可以向人民法院申请对债务人进行重整。如果债权人提出破产清算，在人民法院受理破产申请后、宣告债务人破产前，债务人或者出资额占债务人注册资本1/10以上的出资人，可以向人民法院申请重整。由人民法院裁定债务人进行重整，并公告。人民法院裁定债务人重整之日起6个月内，债务人或者管理人应当向人民法院和债权人会议提交重整计划草案，应包括以下内容：（1）债务人的经营方案；（2）债权分类；（3）债权调整方案；（4）债权受偿方案；（5）重整计划的执行期限；（6）重整计划执行的监督期限；（7）有利于债务人重整的其他方案。人民法院将在收到重整计划草案30日内召开债权人会议，并按照债权是否有担保权，是否为所欠职工的医疗、保险等，是否为所欠税款等对债权进行分类，分组对重整计划草案进行表决。出席会议的同一表决组的债权人过半数同意重整计划草案，并且其所代表的债权额占该组债权总额的2/3以上的，即为该组通过重整计划草案。《破产法》第73条规定，在重整期间，经债务人申请，人民法院批准，债务人可以在管理人的监督下自行管理财产和营业事务。第78条规定，在重整期间，有下列情形之一的，经管理人或者利害关系人请求，人民法院应当裁定终止重整程序，并宣告债务人破产：（1）债务人的经营状况和财产状况继续恶化，缺乏挽救的可能性；（2）债务人有欺诈、恶意减少债务人财产或者其他显著不利于债权人的行为；（3）由于债务人的行为致使管理人无法执行职务。

和解是指破产程序开始后，债务人和债权人之间就债务人延期清偿债务、减少债务数额、进行整顿事项达成协议，以挽救企业，避免破产，中止破产程序的法律行为。债务人可以直接向人民法院申请和解，也可以在人民法院受理破产申请后、宣告债务人破产前，向人民法院申请和解。申请和解时应同时提交和解协议草案。经人民法院审查认为和解申请符合《破产法》的规定，应裁定和解，予以公告，并召集债权人会议讨论和解协议草案。当出席会议的有表决权的债权人过半数同意，并且其所代表的债权额占无财产担保债权总额的2/3以上时，和解协议通过，经人民法院认可后，和解协议对债务人和全体债权人均有约束力。债务人按照和解协议的条款清偿债务。《破产法》第99条明确规定：“和解协议草案经债权人会议表决未获得通过，或者已经债权人会议通过的和解协议未获得人民法院认可的，人民法院应当裁定终止和解程序，并宣告债务人破产。”同时《破产法》103条和104条对和解协议的终止也做出了规定，主要是债务人欺诈或违法行为而成立的和解协议，以及债务人不能或不执行和解协议的情况出现时，人民法院有权裁定终止和解协议，并宣告债务人破产。



3. 破产清算

《破产法》第 107 条规定：“人民法院依照本法规定宣告债务人破产的，应当自裁定作出之日起五日内送达债务人和管理人，自裁定作出之日起十日内通知已知债权人，并予以公告。”被宣告破产后，债务人称为破产人，债务人财产为破产财产，人民法院受理申请时对破产人享有的债权称为破产债权。进入破产清算阶段后，管理人应当拟定破产财产变价方案，并交由债权人会议讨论通过后，适时变价出售破产财产。表 11—1 列示了我国与美国破产清算有关规定的比较。

表 11—1

中美两国破产清算有关法规的比较

项目 国家	破产债权	破产财产清偿顺序
中 国	<p>《破产法》第 93 条：人民法院裁定终止重整计划执行的，债权人在重整计划中作出的债权调整的承诺失去效力。债权人因执行重整计划所受清偿仍然有效，债权未受清偿的部分作为破产债权。第 104 条：人民法院裁定终止和解协议执行的，和解债权人在和解协议中作出的债权调整的承诺失去效力。和解债权人因执行和解协议所受清偿仍然有效，和解债权未受清偿的部分作为破产债权。第 107 条：债务人被宣告破产后，债务人称为破产人，债务人财产称为破产财产，人民法院受理破产申请时对债务人享有的债权称为破产债权。</p>	<p>《破产法》第 113 条：破产财产在优先清偿破产费用和共益债务后，依照下列顺序清偿：</p> <ol style="list-style-type: none"> (1) 破产人所欠职工的工资和医疗、伤残补助、抚恤费用，所欠的应当划入职工个人账户的基本养老保险、基本医疗保险费用，以及法律、行政法规规定应当支付给职工的补偿金； (2) 破产人欠缴的除前项规定以外的社会保险费用和破产人所欠税款； (3) 普通破产债权。 <p>破产财产不足以清偿同一顺序的清偿要求的，按照比例分配。</p> <p>破产企业的董事、监事和高级管理人员的工资按照该企业职工的平均工资计算。</p>
美 国	<p>《破产法典》第 5 章 501 (a), (i) 中规定：破产程序开始时，债务人在财产上的全部普通法上的和衡平法上的权益为破产财团财产。即破产财团财产包括不动产和动产、有形的和无形的、在债务人占有的以及他人持有的但债务人在该财产上有权益的财产。</p>	<ol style="list-style-type: none"> (1) 有财产担保的债权人； (2) 进行破产程序的花费； (3) 欠发工人的工资； (4) 欠税； (5) 无财产担保的债权人。

11.1.3 企业破产财务管理的研究内容

企业一旦进入破产程序，其财务管理也进入非常时期。企业财务必须遵守破产法有关法律规定，调整或了结与债权人的债务债权关系，正确处理企业与



其他各方经济利益关系，避免直接破产，保护债权人合法权益，实现公平受偿比例最大化的目标。

由于财务管理目标发生了变化，企业在破产程序实施期间财务管理与正常期间有所不同，主要表现在以下几个方面：

第一，破产企业的财务管理是一种“例外”性质的管理，即危机管理。企业进入破产程序后，随时有可能被宣告破产。此时财务管理的主要职能是防止财务状况进一步恶化，组织重整与和解计划的实施与完成，采取应急对策，纠错、治错，避免破产清算。

第二，破产企业的财务管理内容具有相对性和变异性。企业破产是在一定的理财环境下发生的，随着理财环境的改变，企业可能在瞬间由破产困境变异为盈利顺境。例如，政府有关部门给予资助或者采取其他措施帮助清偿债务；取得担保；已核销应收账款的收回；外部资源改变；经济政策出台等。因此，破产企业的财务管理内容需要根据环境的变化作相应调整或改变。

第三，破产企业的财务活动及破产财产受控于破产管理人，并置于法院的监督之下。企业提出重整与和解申请后，应当向债权人会议提交重整、和解协议草案，该草案经债权人会议通过并报请法院审查认可，自公告之日起具有法律效力。如果企业不执行协议或财务状况继续恶化或者严重损害债权人利益，债权人会议有权向法院申请，终结企业重整与和解，宣告其破产。法院自宣告之日起15日内成立清算组，清算组负责破产财产的保管、清理、估价、处理和分配，并接受法院监督。破产企业在财务预算、财务决策和财务控制诸环节的管理中必须重视破产管理人的意见。

由于破产企业财务管理具有以上特点，因此有必要把破产企业财务管理作为一个相对独立的问题来研究，其研究内容包括以下两个方面：一是破产企业财务管理理论，包括预警管理理论和破产管理理论。主要研究企业破产的早期监测与控制；企业破产的财务管理体制；企业破产的原因；破产债权及破产财产的识别分辨标志；破产财产的估价方法等。二是破产企业财务管理实务，包括重整与和解实务及破产清算实务。主要研究重整与和解协议草案的内容；债务清偿方式及顺序；剩余财产的分配等。

11.2 破产预警管理

11.2.1 企业财务危机的防范

企业破产的直接原因和必要条件为不能清偿到期债务，即发生财务危机，它是财务风险加剧的必然结果。财务危机的早期监测就是提前预知风险发生的可能性，防止潜在风险转化为现实风险，一旦财务危机发生，能及时有效地采



取应急对策，设法阻止危机进一步恶化。

1. 财务风险的辨识

所谓财务风险是指全部资本中债务资本比率的变化带来的风险。在竞争激烈的市场经济条件下，由于各方面的原因，财务风险是不可避免的。企业管理者应善于辨识财务风险，及时采取有效措施，方能使企业远离财务危机。所谓财务风险的辨识，就是指对存在于企业内部和外部的各种风险进行识别分辨，弄清楚哪些属于企业的财务风险，哪些不属于企业的财务风险；哪些已形成现实的财务风险，哪些尚属于潜在的财务风险；哪些财务风险已威胁到企业生存与发展，哪些财务风险尚不构成威胁。

对财务风险的辨识可以从不同层次、不同角度进行。既可以运用预测分析法、系统研究法、决策分析法、环境分析法、动态分析法等方法从宏观层面分析；也可以运用财务状况分析法、资产负债分析法、因素分析法、平衡分析法、专家意见法等方法从微观层面分析，或将二者结合。进行财务风险分析和判断的前提是找到财务风险生成、发展的证据材料，健全的财务资料有利于提高辨识质量。

财务风险辨识可通过财务风险辨识问卷进行。财务风险辨识问卷如表 11—2 所示。可以根据具体情况，对表 11—2 中的问题给予不同的权重分值，通过得分高低来判断财务风险的大小。

表 11—2 财务风险辨识问卷

问 题	是	否	说 明
财务风险源是否存在？			
财务风险是否已经生成？			
财务风险是否针对本企业？			
与财务风险相关的因素是否已显现？有何具体特征？			
财务风险在波及本企业之前是否会发生变异？			
已有财务风险资料是否充分？			
财务风险是否已对企业构成威胁？			
财务风险是否属于显化期？			
财务风险是否需要进行衡量？			
财务风险是否需要进行监测？			

2. 财务风险的衡量

财务风险的衡量，是指对财务风险进行数量界定，它是针对某一种财务风险的形成、发展的概率以及可能造成的损失范围和强度等进行测算，分析该财务风险对企业的威胁程度、企业的承受能力以及可能造成的影响及其危害。

财务风险的衡量可通过财务风险衡量问卷进行。财务风险衡量问卷如表 11—3 所示。同样也可以通过每一问题设定权重分值从而对财务风险进行量化的度量。

表 11—3

财务风险的衡量问卷

问 题	是	否	说 明
财务风险源是否已经显化?			
财务风险资料及规律是否已经把握?			
该财务风险是否有可借鉴和参考的先例或经验?			
财务风险将在何时或何种情况下发生?			
财务风险的发生需要具备什么条件?			
在企业内外该条件是否已形成?			
财务风险造成损失的范围和强度?			
财务风险是否会产生“并发症”?			
财务风险发生是否超出预警线?			
财务风险是否需要采取行动?			

3. 财务风险的防范

从总体上来说,防范企业财务风险应做好以下几方面工作:第一,认真分析财务管理的宏观环境及其变化情况,提高企业对财务管理环境变化的适应能力和应变能力,制定多种应变措施,适时调整财务管理政策和改变财务管理方法,以此降低因环境变化给企业带来的财务风险。第二,建立和不断完善财务管理系统,以适应不断变化的财务管理环境。面对不断变化的财务管理环境,企业应设置高效的财务管理机构,配备高素质的财务管理人员,健全财务管理规章制度,强化财务管理的各项基础工作,使企业财务管理系统有效运行,以防范因财务管理系统不适应环境变化而产生的财务风险。第三,不断提高财务管理人员的风险意识。财务风险存在于财务管理工作的各个环节,任何环节的工作失误都可能会给企业带来财务风险,财务管理人员必须将风险防范贯穿于财务管理工作的始终。第四,提高财务决策的科学化水平,防止因决策失误而产生的财务风险。财务决策的正确与否直接关系到财务管理工作的成败,经验决策和主观决策会使决策失误的可能性大大增加。为防范财务风险,企业必须采用科学的决策方法。在决策过程中,应充分考虑影响决策的各种因素,尽量采用定量分析方法并运用科学的决策模型进行决策。对各种可行方案要认真进行分析评价,从中选择最优的决策方案,切忌主观臆断。第五,理顺企业内部财务关系,做到权、责、利相统一。为防范财务风险,企业必须理顺内部的各种财务关系,明确各部门在企业财务管理中的地位、作用和应承担的责任,并赋予其相应的权力,真正做到权责分明。

从技术角度来说,防范财务风险的方法主要有以下三种:(1)分散法。即通过企业之间联营、多种经营及对外投资,将风险转移给合作伙伴。例如,企业可以采用投资多元化方式分散财务风险。对于风险较大的项目,企业可以采用与其他企业共同投资、收益共享、风险共担的方式分散投资风险。(2)降低法。即企业面对客观存在的财务风险,努力采取措施降低财务风险的方法。例

如，当市场不可预测因素增多，股票价格出现剧烈波动时，企业应及时降低股票投资在全部对外投资中所占的比重，从而降低投资风险。（3）回避法。即企业在选择理财方案时，应综合评价各种方案对企业正常生产经营活动的影响，以及可能产生的财务风险，在保证实现财务管理目标的前提下，选择风险较小的方案，回避风险较大的方案。

11.2.2 破产危机的征兆

美国危机管理专家菲克（Fink）在其1986年所著的《危机管理》一书中，将危机的发展分为四个阶段，即潜伏期、爆发期、长期或慢性化期和解决期。企业管理者如果能在潜伏期察觉财务危机征兆，就可以采取有效措施避开或化解可能出现的财务危机。

大多数情况下，企业破产危机表现为财务危机。管理无能、不明智的扩张、激烈的竞争、过高的负债等原因致使企业财务状况逐步恶化，最终危及企业生存与发展。在企业财务状况由顺境到逆境的演变过程中，通常可以从企业外在特征（如交易记录恶化、过度依赖借款及关联交易、通过收购或资本支出方式大规模扩张、财务报表及相关信息公布迟缓、管理层持股数下降、领导班子更换频繁等）及财务特征（如指标和报表）两个方面察觉危机征兆。以下仅对财务特征加以说明。

1. 财务指标

企业在日常经营过程中，通过观察现金流量、销售额、资产负债率、销售经常收益率等指标的变化，可以察觉财务恶化的苗头。

（1）现金流量。企业出现财务危机首先表现为缺乏支付到期债务的现金流。企业的现金流量与销售收入、利润密切相关，它们各自有可能上升，有可能持平，有可能下降，排列组合后呈现出联动的内在规律，用三维直角坐标系表示如图11—1。

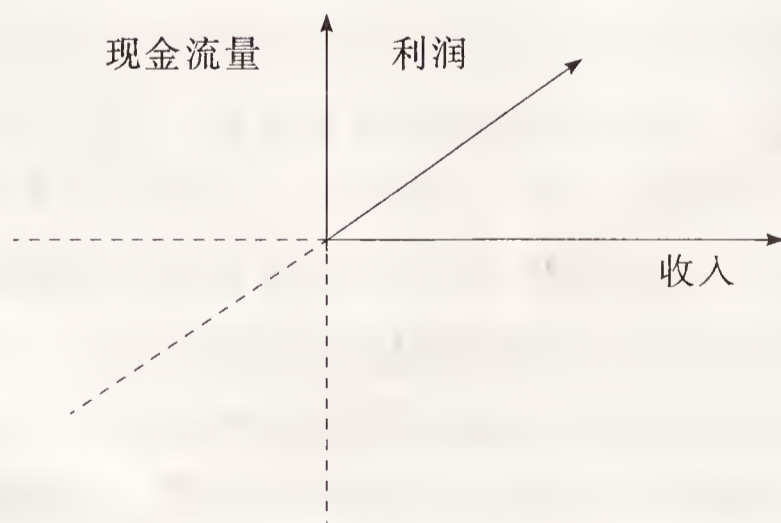


图 11—1 企业现金流量与销售收入、利润的关系

由图 11—1 可以看出，从坐标系区分的卦限来看，在流量上升的同时，既

存在收入、利润同时上升的现象（第Ⅰ卦限），也存在收入、利润同时下降的现象（第Ⅲ卦限），还存在收入下降、利润上升的现象（第Ⅱ卦限）及收入上升、利润下降的现象（第Ⅳ卦限）；同理，在流量下降的同时，既存在收入、利润同时上升的现象（第Ⅴ卦限），也存在收入、利润同时下降的现象（第Ⅶ卦限），还存在收入下降、利润上升的现象（第Ⅵ卦限）及收入上升、利润下降的现象（第Ⅷ卦限）。

就财务活动的客观结果而言，第Ⅰ卦限属正常情况，企业运作良好，现金流顺畅。其余卦限均为病态，存在危机隐患。通常情况下，一个企业在收入上升时，如果没有利润与流量伴随，那么该企业财务方面便会呈现出病态，如成本失控，对外投资无法回收，流动资金短缺，企业不能按期还债付息等。根据病情症状最直接的外在表象及上面的演绎结果，将病情归并为七类三级，以“+”号多少表示病情的严重程度。以下列示各病情的病因分析与诊断结果。

第一类，收入下降、利润上升，同时流量上升。此类病情为一级，用“+”表示。出现该类病情的可能原因是企业产品销路不畅，主营业务收入下降，企业靠其他业务、对外投资、营业外收入增加利润和流量。

诊断：企业资产配置不合理，影响其长期稳定发展。若举债进行证券投资，企业财务风险进一步加大。企业应尽快调整资产结构及产品结构，生产适销对路产品，才能使企业稳步健康发展。

第二类，收入下降、利润下降，而流量上升。此类病情为二级，用“++”表示。出现该类病情的可能原因是企业产品销路不畅，成本上升，企业主营业务利润为负值，其他业务、投资活动等增加的利润有限，仍然扭转不了利润下降的局面。从短期看，当亏损额小于折旧额，在固定资产不需要更新之前，企业现金流仍可维持。一旦亏损额大于折旧额，若外部筹资不能及时到位，企业将很快破产。

诊断：短期内扭亏为盈或进行资产重组。

第三类，收入上升、流量上升，而利润下降。此类病情为一级，用“+”表示。出现该类病情的可能原因是成本费用上升幅度快于收入上升幅度，或投资损失超过主营业务利润。

诊断：加强成本控制及投资风险管理。

第四类，收入上升、利润上升，而流量下降。此类病情为一级，用“+”表示。出现该类病情的可能原因是企业放宽信用条件，增加了赊销量，但现金回笼状况差，现金流不顺畅或长期投资占用资金过大，建设周期过长致使现金流量下降。

诊断：加强应收账款管理及投资风险管理。

第五类，收入下降、流量下降，而利润上升。此类病情为二级，用“++”表示。出现该类病情的可能原因是产品市场占有率下降，现金回笼状况差，投



资收益未形成现金流入。

诊断：开发新产品，尽早实现产品更新换代；立足主营业务，调整投资结构，加快货币回笼，增强外部筹资能力。

第六类，收入下降、利润下降，同时流量下降。此类病情为三级，用“十十十”表示。出现该类病情的可能原因是产品市场占有率下降，其他业务及投资收益欠佳，外部筹资困难。

诊断：尽快进行资产重组。

第七类，收入上升、利润下降，同时流量下降。此类病情为二级，用“十十”表示。出现该类病情的可能原因是企业采用赊销作为促销手段，信用标准降低而使收益质量下降。另外，成本上升或投资损失、营业外支出过大等均会导致利润下降。

诊断：进行账龄分析，调整信用标准；加强成本控制及投资风险管理。

(2) 销售额的非正常下降。一般情况下，销售额的下降，会导致企业当期或以后各期现金流入量的减少，当期现金流量受影响的程度主要取决于企业的信用政策。如果当期现金余额明显下降，产成品存货大量积压，可以说企业财务出现了危险信号。

(3) 现金大幅度下降而应收账款大幅度上升。在稳定的信用政策下，若出现平均收现期延长，账面现金较少而应收账款较多，表明企业现金回笼状况差，现金流转可能会受到严重影响。

(4) 财务比率。通过对反映企业财务状况的各项比率进行比较分析，观察其变化趋势，从中捕捉危机信号。判断企业财务状况的主要指标及显现的危机征兆如表 11—4 所示。

表 11—4 判断企业财务状况的主要指标

财务指标	计算公式	财务危机的征兆
资产周转率	销售净额/平均总资产×100%	大幅度下降
资本经常收益率	经常收益/资本平均总额×100%	大幅度下降或负数
销售经常收益率	经常收益/销售净额×100%	大幅度下降或负数
经常收益增长率	本期收益/前期收益×100%	小于1，并逐年下降
销售利息率	利息总额/销售净额×100%	接近或超过6%（统计数据）
资产负债率	负债总额/资产总额×100%	大幅度上升
权益与负债比率	权益总额/负债总额×100%	大幅度下降
流动比率	流动资产/流动负债×100%	降低到150%以下
经营债务倍率	(应付账款+应付票据)/月销售额	接近或超过4倍（统计数据）

2. 报表

一般来说，财务报表能综合反映企业在一定日期的财务状况和一定时期内的经营成果。为此，从总体结构和平衡关系上观察，可以判断企业的安全

状态。

(1) 损益表。根据经营收益、经常收益与当期收益的亏损和盈利情况，可以将企业财务状况分为 A~F 六种类型。不同类型财务状况对应的安全状态如表 11—5 所示。

表 11—5 不同类型财务状况对应的安全状态

项目 \ 类型	A	B	C	D	E	F
经营收益	亏损	亏损	盈利	盈利	盈利	盈利
经常收益	亏损	亏损	亏损	亏损	盈利	盈利
当期收益	亏损	盈利	亏损	盈利	亏损	盈利
说明	接近破产状态		若此状态继续，将会导致破产		根据亏损情况而定	正常状态

注：经营收益 = 营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加 - 销售费用 - 管理费用 - 资产减值损失 + 公允价值变动收益 + 投资收益

经常收益 = 经营收益 - 财务费用

当期收益 = 经常收益 + 营业外收入 - 营业外支出

(2) 资产负债表。根据资产负债表平衡关系和分类排列顺序，可以将企业财务状况分为 X, Y, Z 三种类型。X 型表示正常；Y 型表示企业已亏损了一部分资本，财务危机有所显现；Z 型表示企业已亏损了全部资本和部分负债，临近破产。不同类型对应的安全状态如图 11—2 所示。

流动资产	流动负债
	长期负债
流动负债	资本

图 11—2a X 型

流动资产	流动负债
非流动资产	长期负债
	资本
	损失

图 11—2b Y 型

流动资产	流动负债
非流动资产	长期负债
	损失

图 11—2c Z 型

11.2.3 企业破产财务预警分析系统

破产预警管理是通过建立财务危机预警分析系统来进行的。所谓财务危机预警分析系统是指采用及时的数据化管理方式，通过全面分析企业内部经



营和外部环境各种资料，以财务指标数据形式将企业面临的潜在危险预先告知经营者，同时寻找财务危机发生的原因和企业财务管理中隐藏的问题，并明确告知经营者解决问题的有效措施的智能化管理系统。财务危机预警系统主要由指标体系、预警界限、数据处理和信号显示四部分组成。其构建步骤为：

第一步，建立一套能够敏感反映企业财务危机状况的指标体系；

第二步，根据企业的历史资料以及各个时期的理财环境，并参考国际公认标准、专家意见，确定各指标的预警界限，以及由预警界限所划分的安全状态；

第三步，用选定的数据处理方法，对各指标的取值进行综合处理，得出相应的安全等级（安全状态综合值 = \sum 各指标安全状态分值 \times 各指标重要性系数）；

第四步，用信号显示企业财务安全状态和安全等级。

在财务危机预警分析系统的构建过程中，财务危机预警分析模型是设计财务危机预警分析系统的关键。据文献记载，最早提出财务危机预警分析模型的是威廉·比弗（William Beaver, 1966），即通过个别财务比率走势恶化来预测财务危机状况。由于采用不同比率预测同一公司可能会得出不同的结果，1968年，埃特曼（Edward I. Altman）提出了多种变量模型即运用多种财务指标加权汇总产生的总判别分（称为Z值）来预测财务危机。由于该模型是以制造行业中等资产规模（70万美元~2 590万美元之间）的企业为样本，对小企业适用性不大。1972年，埃德米斯特（Edmister）专门针对小企业建立了小企业财务危机预警分析模型。此后出现的预测模型有迪金（Deakin, 1972）模型；迪蒙德（Dimond, 1976）模型；奥尔森（Ohlson, 1980）模型；梅农和施瓦茨（Menon and Schwartz, 1987）模型；科赫和基洛（Koh and Killough, 1990）模型等。这些模型按所用的信息类型不同分为财务指标信息类模型、现金流量信息类模型和市场收益率信息类模型。其中财务指标信息类模型是指使用常规的财务指标，如负债比率、流动比率、净资产收益率和资产周转速度等作为预警模型的变量所建立的财务危机预警模型。现金流量信息类模型是基于理财学的一个基本原理，公司的价值应等于预期的现金流量的净现值而构建的模型。如果公司没有足够的现金支付到期债务，而且又无其他途径获得资金时，那么公司最终将破产，因此，过去和现在的现金流量应能很好地反映公司的价值和破产概率。市场收益率信息类模型是指使用股票市场收益率信息构建的财务危机预警模型。以下简要介绍几种具有代表性的财务指标信息类模型。

1. 单变量判定模型

单变量判定模型，是指通过个别财务比率走势恶化来预测财务危机状况。

1968年,威廉·比弗在《会计评论》上发表的论文《可以预测失败的几种会计手段》中提出了单变量判定模型。他对79个失败企业和相同数量、同等资产规模的成功企业进行比较研究后发现,按预测能力大小,预测财务危机比率依次排序为:债务保障率(现金流量/债务总额)、资产收益率(净收益/资产总额)、资产负债率(债务总额/资产总额)。他发现债务保障率指标预测的准确率最高,并且离失败日越近,预见性越强。

2. 多变量判定模型——Z 计分模型

多种变量模型——Z 计分(Z-score)模型,即运用多种财务指标加权汇总产生的总判别分(称为Z值)来预测财务危机。该模型由埃特曼于20世纪60年代末提出,模型如下:

$$Z=0.012X_1+0.014X_2+0.033X_3+0.006X_4+0.999X_5 \quad (11-1)$$

式中, X_1 表示营运资金与资产总额的比值; X_2 表示留存收益与资产总额的比值; X_3 表示息税前收益与资产总额的比值; X_4 表示权益市价与债务总额账面价值的比值; X_5 表示销售额与资产总额的比值。

根据这一模型,Z值越低,企业就越有可能破产。埃特曼提出判断破产企业和非破产企业的分界点为2.675,Z值大于2.675,为非破产企业;Z值小于1.81,为破产企业;当Z值处于1.81~2.675之间时,由于进入该区间的企业财务状况极不稳定,误判的可能性很大,所以埃特曼称此区间为“灰色地带”。

该模型的预测结果表明,破产前两年预测准确率最高,随着时间的提前,预测准确率下降。有关数据如表11—6所示。

表 11—6 运用多变量模型预测企业破产的情况

公司破产之前的年数	实际破产的公司数量	正确预测的数量	未正确预测的数量	准确率(%)
1	33	31	2	94
2	32	23	9	72
3	29	14	15	48
4	28	8	20	29
5	25	9	16	36

3. 小企业财务危机预警分析模型

1972年,埃德米斯特专门针对小企业建立了小企业财务危机预警分析模型,该模型假定所有变量服从 $N(0,1)$ 分布,以标准值为界线进行判别,变量值只能为1或0。模型如下:

$$Z=0.951-0.423X_1-0.293X_2-0.482X_3+0.277X_4-0.452X_5-0.352X_6-0.924X_7 \quad (11-2)$$



式中，各变量的计算和取值规则为： $X_1 = \frac{(\text{税前净利} + \text{折旧})}{\text{流动负债}}$ ，若 $X_1 < 0.05$ ，取值为 1；若 $X_1 \geq 0.05$ ，取值为 0。

$X_2 = \frac{\text{所有者权益}}{\text{销售收入}}$ ，若 $X_2 > 0.07$ ，取值为 1；若 $X_2 \leq 0.07$ ，取值为 0。

$X_3 = \text{净营运资金与销售收入比值再除以行业平均值}$ ，若 $X_3 < -0.02$ ，取值为 1；若 $X_3 \geq -0.02$ 取值为 0。

$X_4 = \frac{\text{流动负债}}{\text{所有者权益}}$ ，若 $X_4 < 0.48$ ，取值为 1；若 $X_4 \geq 0.48$ ，取值为 0。

$X_5 = \text{存货与销售收入比值再除以行业平均值}$ ，若 X_5 连续三年有上升趋势，取值为 1；反之，取值为 0。

$X_6 = \frac{\text{速动比率}}{\text{行业平均速动比率趋向值}}$ ，若 X_6 有下降趋势并且小于 0.34，则 X_6 取值为 1；若不满足此条件，则 X_6 取值为 0。

$X_7 = \frac{\text{速动比率}}{\text{行业平均速动比率}}$ ，若 X_7 连续三年有下降趋势， X_7 取值为 1；反之，取值为 0。

该模型的判定方法与埃特曼相似，但埃德米斯特出于某种原因未能公开 Z 值的最佳分界点。

11.2.4 企业破产危机的应对与管理评价

企业破产危机应对的关键是捕捉先机，即在危机到来之前，建立明确的、便于操作的危机应急预案，避免事前无计划、事后忙乱的现象。应急预案的内容可能会随着企业经营范围、理财环境的变化而变化，但一般应包括以下几个方面：（1）处理危机的目标（包括最高目标和最低目标）与原则；（2）与债权人的谈判策略；（3）专家与组织；（4）应急资金的来源；（5）削减现金支出和变卖资产的顺序；（6）资产结构和负债结构的调整和优化措施；（7）应急措施，如利用媒体与债权人进行传播和沟通，以此控制危机，设法使受危机影响大的债权人站到企业的一边，帮助企业解决有关问题，邀请公正、权威性机构及专家来帮助解决危机，以取得债权人与社会对企业的信任，设立危机控制中心等；（8）重组计划。破产危机应急具体对策如表 11—7 所示。

表 11—7 破产危机应急具体对策

对 策	举 例	优 缺 点
规 避	放弃风险大的投资项目	操作简便易行，安全可靠，效果有保障，但该方法易丧失盈利机遇，为竞争对手所利用

对 策	举 例	优 缺 点
布 控	企业建设项目投标的标的、与客户签订的购销合同的标的等重大财务决策采取加密措施	可有效控制财务风险的发生和发展, 但该方法受到技术条件、成本费用、管理水平的限制
承 受	变卖企业资产偿还到期债务	丢卒保车, 但该方法会发生实际经济损失, 并由企业内部资财进行补偿
转 移	将已辨识的财务风险予以保险, 或转让、转包、转租、联营、合资、抵押、预收、预提等	可减少或消除一时的风险损失, 转移不慎, 有可能孕育新的风险因素
对 抗	企业已资不抵债, 再增加借款。股票投资已套牢, 再注入一笔资金	高风险, 可能带来高回报, 但也可能遭受加倍损失

破产预警管理效果评价是指对破产预警管理结果的评价, 目的在于总结经验教训, 为以后决策提供依据。破产预警管理效果评价可采取破产预警管理效果评价问卷的方式进行, 如表 11—8 所示。

表 11—8 破产预警管理效果评价问卷

问 题	是	否	说明
破产预警管理结果是否实现了预期目标? 如果存在差异其幅度有多大?			
破产预警管理对策是否易于分解落实?			
财务风险损失较预计有无增加? 如有, 原因何在?			
财务风险控制的力度如何?			
是否存在更佳方案未被采用?			
破产预警管理过程中是否出现失控区间? 失控原因及后果如何?			
破产预警管理是否为最佳费用成本选择?			
破产预警管理方案是否具有弹性? 是否适应于可能发生的变异?			
该破产预警管理的经验教训。			

11.3 重整与和解财务管理

11.3.1 重整与和解财务管理的特点

重整是新颁布的《破产法》的主要创新之一, 重整是在法院的主持和各利害关系人的参与下, 对陷入困境、濒临破产而又具有挽救价值和重建可能的企业进行生产经营上的整顿和债权债务关系的清理, 最终使企业重获生产经营能力, 避免破产清算, 摆脱困境的一种特殊法律形式。重整、和解与破产清算有机结合构成了破产程序体系。重整与和解期间, 企业的生产经营活动会继续进行, 但不同于正常财务管理活动的特点主要体现为以下几个方面。



首先，重整期间，债务人要在管理人的监督下自行管理财产和营业事务。管理人可以由有关部门、机构的人员组成的清算组或者依法设立的律师事务所、会计师事务所、破产清算事务所等社会中介机构担任，由人民法院指定。

其次，重整计划与和解协议草案的制定是重整与和解阶段的首要任务。而且必须通过债权人会议并由人民法院裁定认可才能生效。如果企业未能履行重整计划与和解协议，法院将终止重整与和解，宣告其破产。

最后，在重整计划规定的监督期内，债务企业需要向管理人报告重整计划的执行情况和财务状况。

11.3.2 重整计划的制定与执行

重整具有债务清理和拯救企业的双重目的，是一种再建型的制度设计，以促进债务企业复兴为目的，进而实现尽量减少债权人和债务人股东的损失。重整的程序可以分为四个步骤：

第一步，由债权人或债务人向人民法院申请重整。企业法人只要具备明显缺乏清偿能力的可能性就可以申请进入重整程序。如果是债权人向法院申请债务人破产，在法院受理破产清理后，宣告债务人破产前，债务人或出资额占债务人注册资本 1/10 以上的出资人可以向法院申请重整。

第二步，在人民法院裁定重整的 6 个月内，债务人或管理人需向债权人会议和人民法院同时提交重整计划草案。

第三步，人民法院在收到重整计划草案的 30 日内召开债权人会议，对重整计划进行表决，表决通过后 10 日内，债务人或管理人向人民法院申请批准重整计划，人民法院在收到申请的 30 日内裁定批准。

第四步，债务人负责重整计划的执行，并在监督期内接受管理人的监督。

如果其中的任何一步没有按要求完成，则重整程序终止，人民法院会宣告债务人破产。

可以看出，重整是否可以顺利完成，主要取决于重整计划的制定是否可以获得债权人会议的通过以及人民法院的裁定认可。重整计划草案应尽可能完整地勾勒出债务人对未来经营的设想与安排、可行性、对债权人的利益保护程度等，以获得债权人的认可。具体来说主要可以分为以下几个方面：首先，经营方案的描述与可行性分析，这是企业获得新生的动力所在，也是促成重整程序获得通过的重要基础。其次，理清企业所有的债权并进行分类，在此基础上提出债权调整与受偿方案。这一环节要注意维护债权人的利益，并做到公平对待不同类型的债权人。最后，明确界定重整计划的执行期限与监督期限。

债权人会议讨论重整计划草案时，需要按债权类型分类分组进行表决，如果涉及出资人变更权益事项，则应设出资人组对计划草案进行表决。各表决组均通过计划草案时，即为通过。否则，债务人或管理人应积极同未通过计划草



案的表决组进行协商，协商后再次进行表决。如还未能通过，债务人还可以在重整计划符合公平、公正等条件下，申请人民法院批准计划草案。

重整计划获得批准后由债务人负责执行，并在监督期内接受管理人的监督，监督期满，管理人向人民法院提交监督报告，管理人的监督职责终止，该监督报告重整计划的利害关系人有权查阅。必要时，管理人可以申请人民法院批准延长监督期限。重整计划对所有债权人和债务人都有约束力，债权人未依照《破产法》规定申报债权的，在重整计划执行期间不得行使权利；在重整计划执行完毕后，可以按照重整计划规定的同类债权的清偿条件行使权利。如果由于债务人不能执行或不执行重整计划，管理人或其他利害关系人可以向人民法院申请裁定终止重整计划，终止重整计划执行后，债权人在重整计划中作出的债权调整的承诺失去效力。债权人因执行重整计划所受的清偿仍然有效，债权未受清偿的部分作为破产债权。

11.3.3 和解

和解制度着眼于债权债务关系的变动，通过债权、债务双方的协商，达成新的偿债协议，从而避免债务企业破产。不同于重整，和解申请一般由债务人提出，既可以直接提出，也可以在人民法院受理但未宣告债务企业破产前申请和解。

和解协议应由出席债权人会议有表决权的债权人半数以上同意，并且其所代表的债权额占无担保债权额的 2/3 以上。和解协议通过后，由人民法院裁定后公告，管理人应将财产和营业事务移交给债务人。享有无财产担保的债权人称为和解债权人，和解债权人与债务人一同受和解协议的约束，按照协议减免的债务，自和解协议执行完毕起，债务人不再承担清偿责任。如果由于债务人的欺诈，或不能、不执行和解协议，和解债权人可以请求人民法院裁定终止和解协议，并宣告债务人破产。

11.4 破产清算财务管理

11.4.1 破产清算的程序

人民法院宣告债务人破产的，在裁定之日内起 5 日内送达债务人和管理人，10 日内通知已知债权人，并进行公告。此后，管理人应及时拟定破产财产变价方案，并提交债权人会议讨论。在旧的破产法规中，企业被依法宣告破产后，受理破产案件的人民法院指定各方面人员组成清算组，接受破产企业的全部资产和债权，清理破产企业的财产，处理破产企业的善后事宜等。这不仅带有浓厚的行政色彩，而且造成自受理破产申请到宣告破产之前债务人财产处



于无人管理的真空状态。新的《破产法》设立了管理人制度，有助于实现破产程序中管理主体的市场化和专业化。

管理人由人民法院指定，债权人会议认为管理人不能依法、公正履行职务或者有其他不能胜任职务情形的，可以申请人民法院予以更换。管理人的职责主要有：（1）接管债务人的财产、印章和账簿、文书等资料；（2）调查债务人财产状况，制作财产状况报告；（3）决定债务人的内部管理事务；（4）决定债务人的日常开支和其他必要开支；（5）在第一次债权人会议召开之前，决定继续或者停止债务人的营业；（6）管理和处置债务人的财产；（7）代表债务人参加诉讼、仲裁或者其他法律程序；（8）提议召开债权人会议；（9）人民法院认为管理人应当履行的其他职责。

除债权人会议另有决议的外，变价出售破产财产应当通过拍卖进行，既可以全部也可以部分变价出售，其中无形资产和其他财产单独变价出售，按照国家规定不能拍卖或限制转让的财产应按国家规定的方式处理。破产财产分配方案应载明以下事项：（1）参加破产财产分配的债权人名称或者姓名、住所；（2）参加破产财产分配的债权额；（3）可供分配的破产财产数额；（4）破产财产分配的顺序、比例及数额；（5）实施破产财产分配的方法。经债权人会议通过，并经人民法院裁定认可后，由管理人执行破产财产分配。除债权人会议另有决议的以外，破产财产的分配应当以货币分配方式进行。破产财产不足以清偿同一顺序的清偿要求，按比例分配。破产企业的董事、监事和高级管理人员的工资按照该企业职工的平均工资计算。分配完毕，管理人要及时向人民法院提交破产财产分配报告，并提请人民法院裁定终结破产程序。收到终结破产程序请求之日起15日内，人民法院应作出裁定，裁定终结的，应予以公告。自终结破产程序起10日内，管理人持人民法院的裁定公告到原登记机关办理注销登记。至此，破产清算程序完成。

11.4.2 破产财产的范围及计价

破产申请受理时属于债务人的全部财产，以及破产申请受理后至破产程序终结前债务人取得的财产，为债务人财产。债务人被宣告破产后，债务人财产称为破产财产。

下列特殊情况的财产仍属破产财产，管理人有权追回。

1. 人民法院受理破产申请前1年内，涉及债务人财产的下列行为，管理人有权请求人民法院予以撤销：（1）无偿转让财产的；（2）以明显不合理的价格进行交易的；（3）对没有财产担保的债务提供财产担保的；（4）对未到期的债务提前清偿的；（5）放弃债权的。

2. 为逃避债务而隐匿、转移财产的；虚构债务或者承认不真实的债务的。

3. 人民法院受理破产申请前6个月内，债务人不能清偿到期债务，并且

资产不足以清偿全部债务或者明显缺乏清偿能力的，但仍对个别债权人进行清偿的，管理人有权请求人民法院予以撤销。但是，个别清偿使债务人财产受益的除外。

为了正确确定破产财产的价值，以便合理地按价值进行分配，破产财产的计价，可以采用账面价值、重估价值和变现收入等多种方法。

账面价值法是指以核实后的各项资产、负债的账面价值（原值扣除损耗和摊销）为依据，计算企业财产价值的方法。该方法适用于破产财产的账面价值与实际价值偏离不大的项目，如货币资金、应收账款等货币性资产项目。

重估价值法是指对财产的原值采用重置成本法、现行市价法等方法进行重估所确定的价值为依据，计算企业财产价值的方法。该方法适用于各项财产价值的确定，如设备、存货等。

变现收入法是指以出售资产可获得的现金收入为依据，计算企业财产价值的方法。

11.4.3 破产债权的范围及计价

人民法院受理破产申请时对债务人享有的债权称为破产债权。依法申报确认，债权申报期限自人民法院发布受理破产申请公告之日起计算，最短不得少于30日，最长不得超过3个月。此外，人民法院裁定终止重整计划执行的，债权未受清偿的部分作为破产债权。人民法院裁定终止和解协议执行的，和解债权未受清偿的部分作为破产债权。

债权人申报债权时，应当书面说明债权的数额和有无财产担保，并提交有关证据。申报的债权是连带债权的，应当说明。连带债权人可以由其中一人代表全体连带债权人申报债权，也可以共同申报债权。在人民法院确定的债权申报期限内，债权人未申报债权的，可以在破产财产最后分配前补充申报；但是，此前已进行的分配，不再对其补充分配。为审查和确认补充申报债权的费用，由补充申报人承担。

未到期的债权，在破产申请受理时视为到期。附利息的债权自破产申请受理时起停止计息。

管理人对所收到的债权申报材料进行审查并编制债权表，供利害关系人查阅。债务人、债权人对债权表的记录没有异议时，由人民法院裁定确认；如有异议，可向人民法院提起诉讼。凡是依法申报债权的债权人均作为债权人会议成员，有权参加债权人会议，享有表决权。

破产债权的计价是为了确定债权人对破产企业拥有的债权额度，以便为破产财产的公平分配提供依据。破产债权的计价因债权的类型不同而不同。主要有以下几种：

1. 破产宣告日尚未到期的利随本清债权，其债权额为原债权额，加上从



债权发生日至破产申请受理时的应计利息。

2. 不计利息的现金债权及非现金债权，一般按债权发生时的历史记录金额计价。

3. 以外币结算的债权，按破产宣告日国家外汇牌价中间价折合为人民币金额计价。

4. 索赔债权，赔偿金额由清算组与索赔债权人协商确定。

11.5 案例研究与分析：郑百文的资产重组案例

11.5.1 案例背景

2000年3月，上市公司郑州百文股份有限公司（集团）的最大债权人中国信达资产管理公司向郑州市中级人民法院提起申请，称郑百文由于连年巨额亏损，无法偿还信达资产管理公司共计人民币213 021万元的债务，现申请郑百文破产还债，被法院驳回，从此引发了在市场上广受关注的郑百文资产与债务重组。

郑百文股份有限公司（以下简称郑百文，股票代码600898）是以批发业为主营业务的商业类上市公司。1987年6月，由郑州市百货公司与郑州市钟表文化用品公司合并成立了郑州市百货文化用品公司，1988年12月，作为一家股份制试点企业，公司更名为郑州市百货文化用品股份有限公司，并向社会公开发行股票400万元（20 000股，每股200元）。1992年7月，公司更名为郑州百文股份有限公司（集团），并于1992年12月增资扩股。1993年2月，由当时的国家体制改革委员会认定为“继续进行规范化的股份制试点企业”。1996年4月，公司经中国证监会批准在上海证券交易所公开上市。

郑百文的股权结构如表11—9所示。

表 11—9

郑百文的股权结构

	股 数 (万股)	所占比例 (%)
国有股	2 887.786 9	14.62
法人股	6 160.505	31.18
流通股	10 709.92	54.20
股份总额	19 758.211 9	100.00

郑百文的第一大股东是拥有占全部股本14.62%的郑州市国资局，该国有股由郑州市国资局全资公司——郑州百文集团有限公司持有。

按照郑百文公布的数字，1997年其主营规模和资产收益率等指标在深沪上市的所有商业公司中均排序第一，成为国内上市企业100强之一。而且，郑



百文还是郑州市的第一家上市企业和河南省首家商业股票上市公司。这些数字和这些第一，使郑百文在当时的证券市场声名大噪，股价也从刚上市时的6.50元左右上涨至1997年5月12日的22.70元。不仅如此，当时的郑百文还被塑造成为当地企业界耀眼的改革新星和率先建立现代企业制度的典型。然而，衰败似乎就发生在一夜之间。就在被推举为改革典型的第二年，也即1998年，郑百文即在中国股市创下每股净亏2.54元的最高纪录，而上一年它还宣称每股盈利0.448元。1999年，郑百文一年亏掉9.8亿元，再创沪深股市亏损之最。由于郑百文的账目极为混乱，真实性和完整性不能保证，1998年度和1999年度，郑州华为会计师事务所和北京天健会计师事务所连续两年拒绝为其年报出具审计意见。

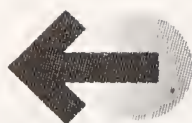
几经曲折，郑百文已经从当年的明星企业成为问题公司，郑百文的经营也基本处于停滞状态。郑百文的大起大落，引起从当地决策层到社会的一片哗然。

事后的调查表明，导致郑百文“变脸”的原因主要有以下几点：

1. 郑百文胆大妄为的弄虚作假。郑百文其实一直亏损，根本不具备上市资格，为了上市，公司硬是把亏损做成盈利报上去，最后蒙混过关。郑百文公司的一位财务经理回忆说，为了上市，公司几度组建专门的做假账班子，把各种指标准备得一应俱全。一家靠弄虚作假上市的公司从一开始就注定了其不稳定的经营基础。

2. 公司上市后高速膨胀、管理失控。郑百文从1996年起建立全国性的营销网络，投入资金上亿元，建起40多家分公司，最后将1998年的配股资金1.26亿元也提前花完。公司规定，凡完成销售额1亿元者，可享受集团公司副总待遇，自行购进小汽车一部。仅仅一年间，“郑百文”的销售额便从20亿元一路飚升到70多亿元。为完成指标，各分公司不惜采用购销价格倒挂的办法，商品大量高进低出，形成恶性循环。由于公司总部对外地分支机构的监管乏力，1998年下半年起，设在全国各地的几十家分公司在弹尽粮绝之后相继关门歇业，数以亿计的货款要么直接装进了个人的腰包，要么成为无法回收的呆坏账。

3. 郑百文与四川长虹、建行郑州分行建立起来的三角信用关系导致了郑百文的资金链断裂。1997年，郑百文、长虹、建设银行结成“三角信用关系”，销售长虹彩电，在“大批发”战略的基础上，尝试建立“中国市场经济信用基础”。在这种三角信用关系中，郑百文简化了原来必须由货币结算的资金运营方式，采用承兑汇票方式，即由银行出具代行货币职能、体现各方信用关系的票据，这一改革使资金的周转速度大大提高，公司得以用很少的投入进行大规模的商品流通，在短短数年时间内占领了中国家电批发市场的半壁江山。但是，1998年亚洲金融危机爆发，国家紧缩银根，建行大幅减少了给郑



百文的承兑业务，这对于正在高速膨胀、每年需要几十亿元承兑的郑百文来说是个沉重打击。承兑汇票的骤然减少，使郑百文立即失去生机，而此时，四川长虹也调整了自己的营销策略，放弃单纯依靠大批发商的营销体制，开始建立自己的营销网络。销售长虹彩电的突然减少，使得原来销售长虹彩电产量 1/3 的郑百文业务严重缩减，1998 年上半年家电销售收入只有上年同期的一半，1997 年，47 亿元的承兑汇票则成了沉重的包袱，到了 1998 年下半年，正当郑百文准备清空库存还清贷款的时候，国内家电市场却掀起了价格大战，公司再次蒙受重大损失。同时建行与郑百文签订的所有承兑协议，不但没有任何保证金，而且申请人和担保人都是郑百文，担保形同虚设。这种三角信用关系由最开始的积极作用到后来导致了郑百文的债台高筑。

公司的高速膨胀和管理失控，使得靠造假上市自身基础并不牢固的郑百文亏损的窟窿越来越大，巨额债务无法偿还，公司经营完全瘫痪。

郑百文 1997 年、1998 年、1999 年以及 2000 年 1—6 月份的主要财务指标如表 11—10 所示。

表 11—10 郑百文 1997—2000 年主要财务指标 单位：万元

项 目	1997 年	1998 年	1999 年	2000 年 1—6 月
主营业务收入	767 784	335 501	130 776	32 914
主营业务成本	746 781	360 564	130 680	32 950
营业利润	5 088	-50 564	-96 460	-6 263
净利润	8 129	-50 241	-95 698	-6 068
资产总额	352 976	236 607	127 772	114 098
负债	312 146	230 531	254 819	247 534
所有者权益	39 265	4 375	-129 942	-136 047

当时的郑百文债权债务有着如下的特点：

第一，债权人集中，债务数量大。信达资产管理公司拥有的债权额共计 20.76 亿元（本金加利息），而且是无担保信用贷款，占债权总额的 90%。交通银行、工商银行、广东发展银行等三家银行债权合计 5 164 万元，以及其他零星债权。

第二，严重资不抵债。截至 2000 年 6 月，郑百文总资产约 11 亿元，资不抵债的数额约 13 亿元。

第三，资产质量很差。2000 年 6 月，在郑百文约 11 亿元的总资产中，包括房屋、土地等少量不动产，长期投资和几个规模不大的继续经营的分公司，以及家电批发业务的大量应收账款。据天健会计师事务所评估，郑百文若在 1999 年底进行清算，其资产全部用来抵债也只能偿还 3.99 亿元，这还不算不可预见费用。2000 年以来，随着时间的拖延，郑百文的清算价值日益减少。

如此严重资不抵债的郑百文并没有破产，在其债权人中国信达资产管理公



司向郑州市中级人民法院提起的郑百文破产申请被驳回之后，在政府及有关部门的支持下，山东三联集团作为战略投资者提出了重组郑百文的方案。

11.5.2 郑百文重组过程

1. 重组方——三联集团简介

三联集团是一家以家电批发与零售为主营业务的商贸公司，是山东省最大、全国名列前茅的家电专营连锁企业，是山东省政府“九五”期间重点培植的八大骨干企业之一，实行省级计划单列，注册资本 7 亿元，员工 3 万多人，净资产逾 20 亿元。1999 年的销售收入已达 34.31 亿元，2000 年的销售收入更高达 53 亿元。

三联还是一个投资多元化的企业集团，公司经营领域还涉及电子信息、旅游、房地产等行业，并取得骄人业绩。目前拥有国内规模最大的商用多媒体宽带光纤信息网络——百灵网。此外，目前公司拥有紧密层以上企业 160 多家，员工 3 万余人，分布于中国的山东省以及美国的旧金山。

2. 重组过程

2000 年 5 月，三联集团开始与郑百文接触，三联集团主动找到郑百文主要债权人信达公司，表达了愿意介入的兴趣，很快得到了郑百文及信达公司的认可，于是开始了郑百文资产重组的进程。

经过三联集团与代表信达全权处理郑百文资产重组事务的北京中和应泰管理顾问有限公司长达 5 个多月的关于资产重组的谈判，2000 年 11 月 30 日，郑百文公布了经董事会通过的其前途命运的资产重组方案。

由中和应泰投资顾问公司设计的重组方案的基本内容如下：

(1) 鉴于郑百文已严重资不抵债，郑百文将其现有资产和从业人员从上市公司剥离，转入母公司进行整顿调整。

(2) 战略投资人三联集团以 3 亿元的现金、采用分期支付方式购买郑百文所欠中国信达资产管理公司的部分债务约 15 亿元，实现借壳上市，中国证监会为其资产重组增发一定数量的新股。

(3) 三联集团将对郑百文的这 15 亿元债务进行豁免，作为交换，郑百文公司的全体股东，包括非流通股和流通股股东需将所持本公司股份的 50% 过户给三联集团，三联集团承诺长期持有郑百文股票。

(4) 不同意将自己所持股份的 50% 过户给三联集团的股东将其所持股份按“公平价金”一次性地由郑百文回购注销。郑百文的独立董事将被授权，单独聘请一个独立的财务顾问公司，按国际惯例和国内具体情况作出公平价金的独立计算，供股东参考。最后确定的回购价格为流通股每股 1.84 元，法人股每股 0.18 元。

重组的具体方案中还包括郑州百文集团有限公司与郑百文公司进行一定的

资产、债务承接；三联集团公司与郑百文公司进行一定的资产置换等事项。包括：

(1) 最大债权人中国信达公司出售给三联集团后的余下部分债务，由郑百文母公司承担，并由郑州市政府提供债权人认可的有效担保。具体的步骤是百文集团承接郑百文公司除 3 014 万元房产外的全部资产 9.7 亿元，同时承接郑百文的部分债务共计 5.92 亿元，两者的差额 3.78 亿元，计为郑百文对百文集团的其他应收款。郑百文现有的员工由百文集团负责安置。信达公司则从郑州市政府处获得约 3 亿元现金补偿。

(2) 三联集团与郑百文公司进行资产置换，三联集团将旗下的三联商社的部分优质资产装入郑百文的壳中。具体来说，郑百文对百文集团的 3.78 亿元其他应收款中的 2.52 亿元将与三联的总价值 4 亿元的优质资产进行置换，两者的差额 1.48 亿元计为郑百文对三联的负债。郑百文对百文集团的其余 1.27 亿元其他应收款及房产 3 014 万元之和与重组前产生的留在郑百文的债务 1.57 亿元相对应。

在重组方案公布后，后续的重组工作历时 3 年多才宣告完成，这在一定程度上说明了郑百文资产重组的复杂和曲折。

11.5.3 重组方案的效应分析

从完成重组前各方设定目标的角度看，郑百文重组是成功的，这不仅体现在通过重组，使郑百文相关利益方得到了不同程度的收益，更重要的是，重组的成功使郑百文公司免于退市或破产的风险，并获得了持续发展的能力。具体而言，郑百文重组成功对各方的影响如下。

1. 对公司债权人的影响

(1) 公司最大债权人——信达公司。作为郑百文最大的债权人，信达公司为了避免因郑百文破产而带来“颗粒无收”的风险，在此次重组中选择了合作的态度。具体来说，在郑百文重组前，信达公司对郑百文有约 20 亿元债权。重组中，信达公司以 3 亿元向三联集团转让了其中约 15 亿元债权，三联集团将分六期完成这 3 亿元债务的支付，期间，三联集团将通过股权质押的形式为这 3 亿元债务提供担保；母公司百文集团承担了郑百文对信达公司的 5 亿元债务，其中 3 亿元债务由第三方提供抵押担保，如果百文集团在 4 年内向信达公司偿还 3 亿元债务，其余 2 亿元债务将自动豁免。

因此在本次重组中，信达公司放弃了大约 15 亿元无担保债权，总共从三联集团和郑州市政府那里获得约 6 亿元的现金补偿，其债务清偿率近 30%。

用约 20 亿元的债权只换回 6 亿元的现金，看似损失巨大，但实则收获不小。因为，如果不能重组，只有破产，破产后信达公司可以收回的资金数额显然要少许多。虽然 1999 年时郑百文还有不到 6 亿元的资产，但是，2000 年亏



损 4 700 万元，2001 年又亏损 1 900 万元。剩下的资产绝大部分为存货、应收账款和固定资产等，可见实际上郑百文的资产质量、资产可变现性和盈利能力已极差，真正能变现的实际上价值很少。这个重组结果相比于申请郑百文破产方案最多可能收回的几千万元债权来说，绝对是令人满意的。

(2) 公司其他债权人。除信达公司以外的郑百文其他债权人，也是这次重组中的实际获利者。通过资产、债务的重组，郑百文的资产质量得到了实质性的提高，债务总额也从 23 亿元减少到 1.5 亿元左右，同时重组方案中重组各方对郑百文债务偿还所提供的各种保障措施，也使得相关债权人的安全程度提高了不少。

2. 对公司股东的影响

公司的股东无疑也是这次重组中的受益者，这既包括郑百文的国有股和法人股股东，也包括流通股股东。

重组时，郑百文的股东权益是 -13 亿多元，每股净资产为 -6.57 元，幸好股东们承担的是公司的有限责任，他们的责任以他们投资入股的资金为限，他们财产中投资于公司以外的部分不会受到连累。但是，如果郑百文破产，股东将损失百分之百的投资；相反，如果实施重组方案，公司得以起死回生，其债务总额也将减少 94% 左右，每股账面净资产将从 -6 元增加到 1 元以上。而且通过后续的资产重组可以使公司基本面逐步得到根本性改变。

然而，根据重组方案，要求股东零价格转让自己 50% 的股份给三联集团，这使股东不得不为了重组而使自己的资产缩水 50%，因此，股东接受重组方案是无奈而又迫不得已的。尽管本次重组让股东特别是广大中小股东尝到股市风险滋味，并付出了代价，广大中小股东还是避免了颗粒无收的窘境。

而作为郑百文的第一大股东，百文集团在此次重组中扮演了债务承担和资产转接的角色。它承接了郑百文 9.7 亿元的资产和 5.9 亿元的债务，同时，百文集团还承诺安置郑百文 2 800 名职工。由于郑百文转移给百文集团的资产多为应收账款，而我国商业企业的应收账款多为风险极高的逾期债权，对应收账款的收回要耗费企业大量的时间和金钱，故该项资产转接是将收回逾期债权的风险和成本同时转移给了百文集团，提升了郑百文自身的资产质量。

表面上看，百文集团在此次重组中似乎没有得到什么利益，但实际上，百文集团代表了当地政府对重组的态度。由于郑百文破产或退市对当地政府非常不利，它会产生当地税收来源减少、失业职工增加、债务纠纷繁杂、对当地投资环境形成负面影响等弊端，因此郑州市政府希望通过重组能够挽救郑百文破产或退市的困境，因此，上述百文集团的作为可以看做郑州市政府对郑百文重组作出的贡献。事实上，郑百文重组成功后，又可以继续为地方经济建设作贡献。从这一层面来说，郑州市政府和百文集团也获得了它们所需要的利益。



3. 对重组方三联集团的影响

重组方三联集团是此次重组的关键人物。从表面上看，在此次重组中，三联集团付出了不菲的代价，主要包括：1) 通过存量重组，向信达公司支付3亿元现金换取其对郑百文约15亿元的债权；2) 通过增量重组，向郑百文注入2.5亿元优质资产（按15倍市盈率计，三联集团注入的2.5亿元资产，市场价值约4亿元）；3) 通过给予百文集团2.5亿元债务豁免的补偿，换取百文集团对郑百文资产、债务重组的支持；4) 向百文集团支付3000万元托管费；5) 为郑百文名下的1.5亿元债务向郑百文债权人提供还款保证等。

但是，不可否认，即使考虑了三联集团所付出的这些代价，三联集团仍然是本次重组中最大的赢家。

(1) 三联用3亿元现金换得债权人信达公司约15亿元债权的豁免，使郑百文每股净资产由-6.89元上升到1.45元，仅此一项就使郑百文摆脱了资不抵债的困境，由于重组后的郑百文实质上已经变成山东三联（三联将拥有其50%的股份），因此本次债务豁免是三联花3亿元购回2.864亿元的账面净资产。

(2) 郑州市政府为了实现郑百文重组，给予了三联许多优惠政策，如将郑百文富余员工划归母公司百文集团、将郑百文其余债务划归母公司百文集团、给予税收优惠等。其中仅税收优惠每年保守估计就可为三联增加3000万元收入，3~5年的税收优惠总额将在9000万元~1.5亿元。

(3) 三联将以零价格获得郑百文50%的股权（包括5354万股流通股），根据协议三联集团3年后有权全部抛售。如果重组方案顺利实施，郑百文在3年内完成扭亏盈利，则这些流通股将带给三联巨大的收益。

(4) 通过重组，三联集团可以进一步拓展集团在家电零售业务中的全国市场，建立广泛的市场销售网络，逐步树立自己行业领导者的形象。这次重组，三联集团从战略角度上达到了调整集团产业结构，提升自己核心竞争力的目的。

(5) 最重要的是，对于三联集团而言，这次重组使三联集团获得了一个干净的郑百文壳资源，成功实现了“借壳上市”，打通了公司通过证券市场进行直接融资的渠道。

另外，在这次重组中，三联集团还在一夜之间名扬全国，让中国股民熟记于心。

由此可见，本次重组三联集团付出的成本不是很高，而将来的利润空间却很大，这也正是三联重组郑百文的最大利益驱动点。这次重组对三联而言，可谓名利双收，春风得意。

4. 对被重组方——郑百文的影响

三年多艰难重组使已濒临破产退市的郑百文起死回生，并走上了正轨，现

已更名为“三联商社”。重组立竿见影的效果是使郑百文由一家濒临破产的公司浴火重生，从这个意义上说，郑百文也算达到了它重组的目的。

具体来说，重组后的郑百文发生了如下变化：

(1) 股东权益大幅增加。其中，三联豁免郑百文的 14.47 亿元债务形成资本公积，加上重组出售资产产生的关联交易价差和重组后实现的净利润，郑百文股东权益实现由负转正的变化，每股净资产由 2001 年底的 -6 元增加到 2002 年底的 1 元，同时，每股收益、净资产收益率等财务指标也得到较大改观。

(2) 现金状况得到改善。由于三联分两次共注入约 1.3 亿元现金，公司货币资金由 2002 年底的 4 000 多万元上升为 2003 年 3 月 31 日的 1.9 亿元左右。

(3) 由于债务豁免，公司 2002 年度的财务费用同比下降 76.4%。

(4) 主营业务及结构发生较大变化。公司原先的洗涤化妆品、日用百货、文化用品等商品批发业务转出，变更为家电类、信息类和通信产品类的零售业务，主营业务的改变带来毛利率的提高（约 2.3%）。

(5) 股东、债权人、公司职工的利益得到了较好维护，保持了当地社会的稳定，为当地政府保留了上市壳资源，为企业未来发展铺平了道路。

(6) 重组后公司股价在二级市场的表现也令人瞩目。2001 年 1 月 16 日，公司重组停牌前的股价为 5.48 元/股，重组完成后 2003 年 7 月 18 日复牌的首日，公司股价以 9.96 元开盘，10.30 元收盘，中间最高达到 12.18 元的价位。

经过重组，郑百文的财务状况和经营业绩不断改进。在公司 2003 年未经审计的一季度季报中，报告期主营业务收入同比增长 31.92%，净利润同比增长 20.47%。此外，现金流净额达 36 594 173.39 元，超过整个 2002 年度的数额，同比增长 507.86%，每股经营现金流净额由此增至 0.185 2 元。

从表 11—11 中郑百文 2001—2003 年中期的有关财务指标可以看出其财务状况的变化。

表 11—11 郑百文 2001—2003 年 6 月的相关财务指标

	2003 年中期	2002 年	2001 年
主营收入 (万元)	80 006.87	125 689.93	27 316.98
利润总额 (万元)	2 374.42	3 732.62	541.01
总资产 (万元)	61 241.02	50 630.51	47 923.68
总负债 (万元)	34 656.58	25 551.20	169 744.74
股东权益 (万元)	26 584.44	25 079.31	-121 821.06
每股收益 (元)	0.076 0	0.105 3	0.019 3
每股净资产 (元)	1.35	1.27	-6.17
净资产收益率 (%)	5.66	8.30	-0.31
流动比率	1.11	1.08	0.14
速动比率	0.80	0.79	0.12

资料来源：郑百文披露的各期财务报告。



11.5.4 案例启示

经过三年零七个月的漫长而艰苦努力，郑百文重组终于完成，其结果也基本令重组各方满意。本案例对我国以后并购工作的开展具有如下借鉴意义：

1. 郑百文重组的一波三折，反映了我国相关法律法规的不健全，随着企业并购的日益增多，如何健全法律法规、规范国内资本市场，尤其是政府部门如何尽快建立真正意义的破产退出机制，让病态企业该破的破，该退的退，实现真正意义的市场化运作，是给我国法律界人士提出的迫切任务。但同时，对参与项目运作的相关人员来说，深刻理解有关法律法规，在现有法律框架下，不循规蹈矩，敢于进行业务创新，很多时候可能是项目成功运作的关键。

2. 郑百文重组打破常规思维，进行一系列金融创新，如在企业重组过程的同时进行借壳上市、不良资产处置等资本运作，使人们普遍不看好的郑百文起死回生。因此，随着市场竞争的激烈，随着并购目标的复杂，熟练进行金融创新、灵活运用多种金融工具进行并购方案的设计，是对每个项目人员提出的迫切要求。

3. 郑百文重组的一大特色就是在重组过程中始终发挥债权人的重要作用，这也为我们今后的并购工作提出了新要求，指出了新思路，即在充分发挥资本市场作用，体现市场风险的同时，还要重视发挥债权人在并购中的作用，随着市场的规范化，未来的企业债权人将对企业的生死存亡具有越来越大的发言权，这就要求项目人员在项目操作中，体现债权人的地位、保护债权人的利益，健全信用制度。

资料来源：

谢登科：《焦点透视：郑百文神话破灭 生死两难》，载《北京青年报》，2000-10-31。

《郑百文重组：体现投资风险 保护各方利益》，载《中国证券报·网络版》，2000-12-4。

《ST 郑百文死里逃生记》，载《中国证券报·网络版》，2000-12-05。

《三联“借壳上市” 老总细说原由》，载《中国证券报·网络版》，2000-12-11。

郑百文历年年报及公告。



本章小结

- 企业破产是企业消亡的一种重要方式。企业法人不能清偿到期债务，并且资产不足以清偿全部债务或者明显缺乏清偿能力的，可以按照破产法有关规定清理债务，进入破产程序。

- 重整是在人民法院的主持下由债务人与债权人达成协议，制定重整计

划,规定在一定的期限内,债务人按一定的方式全部或者部分清偿债务,同时债务人可以继续经营其业务的制度。重整适用于所有类型的企业法人,是一个独立的破产预防程序。

- 和解是指破产程序开始后,债务人和债权人之间就债务人延期清偿债务、减少债务数额、进行整顿事项达成协议,以挽救企业,避免破产,终止破产程序的法律行为。和解一般由债务人提出。

- 恰当地辨识和衡量财务风险有助于有效地防范财务危机;财务指标和报表分析可以察觉破产危机的征兆;通过构建企业破产财务预警分析系统,可以实现对破产危机的早期预防与控制,并在危机发生时采取相应的对策与方案。



案例讨论：浙江海纳破产重整案例

一、危机爆发

浙江海纳科技股份有限公司是一家以浙江大学为技术依托的高科技企业,公司成立之初,法人股东为浙江大学企业集团控股有限公司、浙江省科技风险投资公司以及四位自然人。1999年5月在深交所挂牌上市。

2003年2月14日,浙江大学企业集团控股有限公司分别与珠海溶信、海南皇冠签订了《股权转让协议》。根据该协议,浙大企业集团将其持有的2560万股(占总股本的28.44%)和2160万股国有法人股(占总股本的24%)分别转让给珠海溶信和海南皇冠,而珠海溶信与海南皇冠的实际控制人都是飞天系的实际控制人邱忠保。

在邱忠保控制了海纳之后,海纳为多家单位提供了层层担保。如表11—12所示。

表 11—12 海纳提供的部分担保

时间	担保对象	金额	说明
2004年5月31日	中油飞天实业投资开发有限公司	8 000 万元	为银行借款提供连带责任担保
2004年6月18日	武汉民生石油液化器有限公司	3 000 万元	为银行借款提供担保
2004年8月5日	南京恒牛工贸实业有限公司	3 500 万元	和中油龙昌共同为银行借款提供连带责任担保
2004年8月5日	珠海经济特区溶信投资有限公司和海南皇冠假日滨海温泉酒店有限公司	1.46 亿元	债务连带责任担保

邱忠保操控下的违规担保在债务到期后,债权人纷纷起诉,申请执行。为应付2005年开始出现的众多担保引起的诉讼事项,浙江海纳在2005年年报中

将飞天系实际占用资金 2.82 亿元、涉讼担保 3.31 亿元和其他违规担保 2.51 亿元的 80% 进行计提，直接导致浙江海纳 2005 年高达近 6.36 亿元的巨额亏损，当年每股亏损 7.07 元。

2005 年年底海纳危机逐渐显现出来，公司涉及的重大诉讼、仲裁事项达 19 项之多，涉及债权人 16 人。随着 2006 年 2 月邱忠保被上海警方调查，海纳危机开始全面爆发，大部分诉讼和仲裁事项均进入强制执行阶段。

二、重整计划

2006 年 3 月开始，在浙江省政府、浙江大学和浙江证监局的领导和支持下，海纳积极探索解决债务危机的方法。2007 年，以浙江大学经营性资产管理委员会为主体，成立了浙江海纳重组清算组，浙江大学国资办和浙江证监局派员参加。海纳破产重组清算工作先行启动。清算组主动与债权人接触，尽力得到债权人的支持和理解，以维护公司及下属企业的生产稳定和员工稳定，防止资产不当流失。

2007 年 9 月 14 日，债权人袁建华以拥有海纳 2 190.43 万元的债权向杭州市中级人民法院提出海纳破产重整的申请。申请当天，法院就裁定予以受理，并指定重组清算组担任管理人。由此，海纳破产重整工作正式进入司法程序。杭州中院则严格按照 2007 年 6 月 1 日正式实施的《破产法》的相关规定，进行各项程序。

2007 年 10 月 19 日，15 家债权人如期向海纳管理人申报了债权，债权总金额为人民币 5.42 亿元。10 月 24 日，海纳第一次债权人会议在杭州中院召开，15 家债权人和海纳以及海纳管理人出席会议。在这次会议上，《海纳破产重整计划（草案）》正式出炉，在管理人对破产重整计划草案作了充分说明后，债权人对该草案进行表决。该草案显示：经专业评估机构的评估，海纳债务总金额为 5.42 亿元，债务本金总额为 4.05 亿元；资产价值为 1.107 亿元，两者相比，严重资不抵债。草案提出的方案是：深圳大地公司以海纳资产价值 1.107 亿元为基数提供等值现金，用于清偿债务。债权人可以获得 25.35% 的本金清偿，高于模拟破产清算条件下 19.84% 的本金清偿率。

经法院确认，因海纳不存在对特定财产享有担保权的债权，不存在职工的工资和医疗、伤残补助、抚恤费用和应当划入职工个人账户的基本养老保险、基本医疗保险费用和法律、行政法规规定应当支付给职工的补偿金债权，不存在税款债权，只存在普通债权。普通债权人共计 15 家，普通债权本金总额共计 40 522.89 万元。普通债权人在重整计划执行期内获得上述比例现金一次性清偿后，免除海纳剩余本金债权和全部利息债权及其他债权。

该草案经过表决，有 12 家债权人表示同意，不同意的为 1 家，还有 2 家弃权。根据《破产法》的相关规定，同意重整计划草案的债权人已大大超过半

数，他们所代表的债权额占债权总额的87.17%，也已超过《破产法》所规定的2/3以上，重整计划获得通过。2007年11月23日，杭州市中级人民法院召开新闻发布会，宣布海纳破产重整一案已审理终结，法院已裁定批准债权人会议通过的海纳重整计划，并终止重整程序。

2009年浙江海纳公司资产重组和股权分置改革已全面完成。公司主营业务将从原来单一的半导体节能材料拓展为以节能减排和轨道交通业务为主营业务方向的大机电产业。由于公司通过机电脱硫类资产经营实现的收入占公司主营业务收入的91.07%，经核准，从2009年7月16日起，公司所属行业将变更为“专用设备制造业”，同时，公司中文名称缩写由“浙江海纳”更名为“众合机电”。

三、小结

海纳是新《破产法》实施后严格按照司法程序，最先实质性地走完了破产重整程序的上市公司。在该案例中，如果按照破产清算，债权人只能获得19.84%的本金清偿率。而通过破产重整，可以大大提高对债权人的清偿率，最大限度地保障债权人的权益。同时，破产重整可以使破产企业摆脱债务，轻装上阵，由此获得重生的希望，避免因纯粹的破产清算而引发的一系列社会问题。

资料来源：《首例上市公司破产案重整成功 浙江海纳能否重生》，http://news.xinhuanet.com/legal/2007-11/25/content_7140802.htm。

要求：

浙江海纳的破产重整对于陷入危机的上市公司有什么启示？破产重整是否优于破产清算？



思考题

1. 尽管国外有许多研究成果是关于财务危机预警分析模型的，但迄今为止，仍没有一个得到一致认可并广泛应用的财务危机预警分析模型。这说明财务危机预警分析模型纯属理论研究，缺乏实际应用价值。你如何看待这种说法？试对此进行评论。
2. 财务危机防范的重点和难点是什么？
3. 根据埃特曼模型，企业在计算Z值时会遇到哪些实际问题？
4. 如何理解“重整”与“和解”两个法律程序？适用时要注意什么问题？
5. 破产清算财务管理的工作重点是什么？
6. 如何进行破产财产的分配？

教师教学服务说明

中国人民大学出版社工商管理分社以出版经典、高品质的工商管理、财务会计、统计、市场营销、人力资源管理、运营管理、物流管理、旅游管理等领域的各层次教材为宗旨。同时，为了更好地服务于一线教师教学，工商管理分社近年来着力建设数字化、立体化的网络教学资源。老师们可以通过以下方式获得免费下载教学资源的权限：

(1) 在“人大经管图书在线”(www.rdjg.com.cn)注册并下载“教师服务登记表”，或者直接填写下面的“教师服务登记表”后，加盖院系公章，然后邮寄或者传真给我们。我们收到表格后将在一个工作日内为您开通相关资源的下载权限。

(2) 如果您有“人大出版社教研服务网络”(http://www.ttrnet.com)会员卡，可以将卡号发到我们的公共邮箱，无须重复注册，我们将直接为您开通相关专业领域教学资源的下载权限。

如果您需要帮助，请随时联系我们：

联系人：钟馨 (010-62515732)

李文重 (010-82501704)

传真：010-62514775

邮箱：rdcbsjg@crup.com.cn

通讯地址：北京市海淀区中关村大街甲 59 号，文化大厦 1501 室

中国人民大学出版社工商管理分社，邮编：100872

教师服务登记表

姓名	<input type="checkbox"/> 先生 <input type="checkbox"/> 女士		职 称		
座机/手机			电子邮箱		
通信地址			邮 编		
任教学校			所在院系		
所授课程	课程名称	现用教材名称	出版社	对象 (本科生/研究生/MBA/其他)	学生人数
需要哪本教材的配套资源					
人大经管图书在线用户名					
院/系领导 (签字):					
院/系办公室盖章					

初级财务管理学

荆 新

中级财务管理学

刘俊彦

成本管理学 (第二版)

孙茂竹 姚 岳

北京高等教育精品教材

财务分析学 (第二版)

宋 常

国际财务管理学 (第三版)

王建英 支晓强 袁 淳

普通高等教育“十一五”国家级规划教材

计算机财务管理学 (第三版)

张瑞君

普通高等教育“十一五”国家级规划教材

高级财务管理学 (第三版)

王化成 等

“十二五”普通高等教育本科国家级规划教材

证券投资学

林 茂

21世纪财务管理系列教材

人大经管图书在线 <http://www.rdjg.com.cn>
了解图书出版信息 下载教学辅助资料

策划编辑 陈永凤 黄 佳
责任编辑 卢玉冬 邢伯春
封面设计 三众工作室 / 耿中虎
版式设计 赵星华

ISBN 978-7-300-14151-0



9 787300 141510

定价：39.90 元

ISBN 978-7-300-14151-0