

学校的理想装备

电子图书·学校专集

校园网上的最佳资源

# 企业财务学

 **eBOOK**  
网络资源 免费下载

## 编者的话

在市场经济条件下，随着企业生产经营活动的不断进行，会不断地产生资金收支。企业的资金收支，构成了企业经济活动的一个独立方面，这就是企业的财务活动。企业财务学就是研究如何对企业财务活动进行规划和控制的一门管理科学。本书在继承我国财务管理精华的同时，根据我国市场经济发展的要求，积极吸收和借鉴了现代西方财务管理的理论和方法，在以下几方面有所创新：

(1) 建立了以财务管理目标为起点的财务管理理论体系。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。我认为，适应市场经济发展要求的财务管理理论结构应是以财务管理的目标为出发点，以财务管理的原则为基本规范，以财务管理的方法为归宿的新的结构体系。在本书的第一章，我提出了财务管理的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最大化；财务管理的基本原则包括系统原则、优化原则、平衡原则、比例原则和弹性原则；财务管理的方法包括财务预测方法、财务决策方法、财务计划方法、财务控制方法和财务分析方法。这一理论结构是我首次提出的，可能还存在不足之处，但我相信它会不断地得到完善。

(2) 建立了以企业财务活动为对象的新的财务管理内容体系。我认为，财务管理的内容就是企业的财务活动，而财务活动就是企业的资金收支活动，它由四部分构成：企业筹资引起的资金收支活动、企业投资引起的资金收支活动、企业日常营业引起的资金收支活动和企业利润分配引起的资金收支活动。因此，本书的第二篇到第五篇安排了与企业基本财务活动相对应的四篇：筹资篇、投资篇、营运篇、利润篇，分别阐述企业筹资管理、企业投资管理、企业营运资金管理和企业利润管理。

(3) 建立了以财务决策为核心的财务管理方法体系。财务预测、财务决策、财务计划、财务控制、财务分析均属于财务管理的基本方法，但在市场经济条件下，决策正确与否直接关系到能否顺利实现财务管理的目标。因此，本书特别强调财务决策方法的重要性，并将其贯穿全书始终。

(4) 建立了以初级财务学、中级财务学和高级财务学为内容的财务管理学的层次体系，任何学科的研究都是由初级到高级、由实践到理论不断升华的，财务管理也不例外。本书的第一篇，主要阐述财务管理的基本理论和方法，属于初级财务学要研究的内容；“第二篇到第五篇，以财务活动为主线，阐述企业财务管理中经常遇到的一些问题，属于中级财务学要研究的内容；第六篇和第七篇，主要阐述资金结构的理论和财务管理一些专门性的问题，属于高级财务学要研究的内容。

本书可作为工商管理硕士研究生(MBA)的教材，也可作为高等院校工商管理类专业开设财务管理课程的教材，还可作为企业财务会计人员和管理人员在职培训的教材和自学参考书。

我想，本书和我本人一样，有优点也有缺点，我诚恳地期待着广大读者对本书的缺点和错误予以批评指正。

王化成

1994年1月

## 导言

理财活动是市场经济条件下最基本的管理活动。随着我国市场经济的发展，财务管理越来越重要，建立与社会主义市场经济相适应的财务管理学科体系，已成为一个十分重要的课题。

### 一、财务管理学科的产生与发展

理财活动，由来已久。但由于财权的重要性和早期财务活动的单纯性，理财活动往往由生产经营者或生产经营单位的经理人直接进行。所以，财务管理作为一项独立的业务工作形成较晚，而财务管理学作为一门独立的学科则存在的更晚。很长时期以来，财务管理学都从属于其他学科。直到进入 20 世纪以后，特别是第二次世界大战以后，在西方、前苏联和我国调财务管理学才逐渐成为一门独立的经济管理学科。

在西方，15 和 16 世纪地中海沿岸一带商业蓬勃发展，财务管理开始萌芽。18 世纪发生了产业革命，过去的作坊、工场手工业的生产方式，被工厂化的机器生产方式所代替，财务活动开始复杂起来。但当时主要采取独资、合伙等经营方式，企业组织比较简单，财务关系也比较单纯，其财务活动大多由企业主亲自从事。到了 19 世纪末期，随着股份公司的迅速发展和托拉斯的建立，企业规模不断扩大，企业所需资金大量增加，财务关系逐渐复杂，企业主已难以亲自从事财务管理活动，开始单独建立财务管理部门。这时管理的职能开始分离，独立的财务管理工作也就分化出来了。财务管理实践对财务管理人员提出了广泛的要求，财务管理理论也随之得到发展。美国著名财务管理学者格林（Green）于 1897 年出版了《公司财务》一书，这是一部最早的财务管理学方面的著作，距今约有一个世纪。此后，米德（Mead）、戴维（Dewing）、李恩（Lyon）等人又陆续出版了一些有关财务管理的著作，这标志着财务管理学科的初步形成。对此，苏尔蒙（Solomon）称之为“传统财务研究”，并认为这为现代财务理论的产生和完善奠定了基础。近一个世纪以来，随着科学技术的发展和市场竞争的加剧，财务管理的重点由筹集资本转向对内财务管理，又转向风险条件下的投资决策。财务管理理论也迅速发展，由传统的财务管理理论发展成为以资产管理为中心的内部控制财务管理理论，进而又发展成为现代的投资财务管理理论。美国法玛（Fama）和米勒（Miller）的《财务理论》一书于 1972 年出版，集西方财务理论之大成，标志着西方财务管理理论进入成熟阶段。

在前苏联，社会主义制度建立初期，企业和联合公司内部也没有单独的财务部门。后来生产规模不断扩大，企业和联合公司的财务关系日趋复杂，客观上要求必须加强财务管理工作。为此，从 40 年代开始，苏联逐步在大型企业和生产联合公司设立财务部门。财务部门的基本任务是筹措资金保证顺利实现产品生产和销售计划。但在苏联，一直把财务看作是国家财政的基础，认为企业财务不过是国家财政的一个分支。财务从属于财政的这种情况，显

---

王庆成、玉化成：《财务管理学科建设的几个问题》，《浙江财经学院学报》1990 年第 4 期。

奕甫贵：《西方财务理论发展评介》，载《财务与会计》1989 年第 3 期。

王庆成、王化成：《西方财务管理》，中国人民大学出版社 1993 年版，第 2—6 页。

王庆成、李相国、顾志晟：《工业企业财务管理》，中国人民大学出版社 1992 年版，第 2 页。

然是和苏联当时高度集中的计划管理体制及统收统支的财政体制分不开的。30年代初，契尔钦柯创建了苏联的财务管理学。40年代初，希雅琴科主张在财政学科体系中设置财务课程。50年代初期，毕尔曼著的《苏联国民经济各部门财务》作为一本较早的单独的财务教材出版，标志着财务学的学科地位已在苏联确立。此后，苏联出版了许多财务学的专著和教材，财务管理学科不断得到完善。

新中国成立以后，大批现代化企业相继建立，社会经济日益发展，对财务管理的研究也很自然提到日程上来，但是，在当时的经济体制下，企业发展生产所需资金由国家拨款，企业利润基本上缴国家，企业财务中的资金筹集、资金使用、盈利分配等许多职能都被国家财政所代替。企业财务被看作是国家财政的附属物，没有受到应有的重视。1978年以后，随着我国商品经济的发展和体制的改革，企业自主权不断扩大，企业作为自主经营、自负盈亏的经济实体，有了一定的财权，并产生了丰富的财务活动和广泛的财务关系，企业财务管理工作有了很大变化，主要表现在：（1）筹资渠道出现了多样化趋势，时企业筹资管理有了新的要求；（2）投资职能逐渐回归企业，投资财务管理亟需加强；（3）横向经济联合的开展，资金投放和利润分配在企业间横向进行；（4）企业与其他单位广泛交往，财务关系更加复杂。进入90年代后，随着我国市场经济体系的确立，财务管理的地位更加重要，财务管理得到了更快的发展。60年代，由邢宗江、刘凤钦、顾志晟编写的《工业企业财务》一书由中国财政经济出版社出版，该书系统地提出了工业企业财务就是工业企业的资金运动的理论，标志着我国财务管理学科的形成。

80年代初期，由王庆成、李相国、顾志晟编写的《工业企业财务管理》正式出版，该书吸收了我国70年代末、80年代初的改革成果，标志着我国财务管理学科建设得到完善。1992年，由王庆成、李相国、顾志晟编著的《工业企业财务管理》修订本正式出版，该书吸收了80年代我国财务管理的研究成果，成功地加入了企业筹资决策、企业投资决策和横向经济联合等有关方面的问题，标志着我国财务管理学科建设走向成熟。

## 二、财务管理学的研究内容

财务管理是组织企业财务活动，处理财务关系的一项经济管理工作。因此，财务活动和财务关系应该是企业财务管理学要研究的内容。

### （一）企业财务活动

企业财务活动是企业资金收支活动的总称。社会主义经济是公有制基础上的商品经济，社会产品依然是使用价值和价值的统一体。这样，一切物资都具有一定量的价值，它体现着耗费于物资中的社会必要劳动量，社会再生产过程中物资价值的货币表现，就是资金。在商品经济条件下，拥有一定数量的资金，是进行生产经营活动的必要条件。企业生产经营过程一方面表现为物资的不断购进和售出，另一方面表现为资金的支出和收回，企业的经营活动不断进行，也就会不断产生资金的收支。企业资金的收支，构成了企业经济活动的一个独立方面，这便是企业的财务活动，企业财务活动可分为以下四个方面。

1. 企业筹资引起的财务活动。在商品经济条件下，企业要想从事经营，首先必须筹集一定数量的资金，企业通过发行股票、债券、吸收直接投资等方式筹集资金，表现为企业资金的收入。企业偿还借款，支付利息、股利以

及支付各种筹资费用等，则表现为企业资金的支出，这种因为资金筹集而产生的资金收支，便是由企业筹资而引起的财务活动。

2. 企业投资引起的财务活动。企业筹集资金的目的是为了把资金用于生产经营活动以便取得盈利。企业把筹集到的资金投资于企业内部用于购置固定资产、无形资产等，便形成了企业对内投资；企业把筹集到的资金投资于购买其他企业的股票、债券或与其他企业进行联营投资，便形成了企业对外投资。无论是企业购买内部所需各种资产，还是购买各种证券，都需要支出资金。而当企业变卖其对内投资的各种资产或收回其对外投资时，则会产生资金的收入。这种因企业投资而产生的资金的收支，便是由投资而引起的财务活动。

3. 企业日常经营引起的财务活动。企业在日常的经营过程中，会发生一系列的收支。第一，企业要采购材料或商品，以便从事生产和销售活动，同时，还要支付工资和其他营业费用；第二，当企业把产品、商品或劳务售出后，便可取得收入，收回资金；第三，如果企业现有资金不能满足企业日常营业的需要，还要采取短期借款方式来筹集所需资金。上述各方面都会产生资金的收支。此即属于企业经营而引起的财务活动。

4. 企业分配而引起的财务活动。企业在经营过程中会产生利润，也可能因对外投资而分得利润，这表明企业有了资金的增值或取得了投资报酬。企业的利润要按规定的程序进行分配。首先，要依法纳税；其次要用来弥补亏损、提取公积金、公益金；最后，要向投资者分配利润，这种因利润分配而产生的资金收支便属于由利润分配而引起的财务活动。

上述财务活动中的四个方面，不是相互割裂、互不相关的，而是相互联系、相互依存的。正是上述互相联系又有一定区别的四个方面，构成了企业财务活动，这四个方面也就是财务管理的基本内容：企业筹资管理、企业投资管理、营运资金管理、利润及其分配管理。

## （二）企业财务关系

企业财务关系是指企业在组织财务活动过程中与各有关方面发生的经济关系。企业的筹资活动、投资活动、经营活动、利润及其分配活动与企业上下左右各方面有着广泛的联系。企业的财务关系可概括为以下几个方面。

1. 企业同其所有者之间的财务关系。这主要指企业的所有者向企业投入资金，企业向其所有者支付投资报酬所形成的经济关系。企业所有者可归为以下四类：（1）国家；（2）法人单位；（3）个人；（4）外商。企业的所有者要按着合同、协议、章程的约定履行出资义务，以便及时形成企业的资本金。企业利用投资者投入的资金进行经营，实现利润后，应按出资比例或合同、章程的规定，向其所有者分配利润。企业同其所有者之间的财务关系，体现着所有权性质，反映着经营权和所有权的关系。

2. 企业同其债权人之间的财务关系。这主要指企业向其债权人借入资金、并按借款合同的规定按时支付利息和归还本金所形成的经济关系。企业除利用资本金进行经营外，还要借入一定数量的资金，以便降低企业资金成本，扩大企业经营规模。企业债权人主要有：（1）债券持有人；（2）贷款机构；（3）商业信用提供者；（4）其他出借资金给企业的单位或个人。企业利用债权人的资金后，要按约定的利息率，及时向债权人支付利息，债务到期时，要合理调度资金，按时向债权人归还本金。企业同其债权人的关系体现的是债务与债权关系。

3. 企业同其被投资单位的财务关系。这主要是企业将其闲置资金以购买股票或直接投资的形式向其他企业投资所形成的经济关系。随着经济体制改革的深化和横向经济联合的开展,这种关系将会越来越广泛。企业向其他单位投资,应按约定履行出资义务,并参与被投资单位的利润分配。企业与被投资单位的关系是体现所有权性质的投资与受资的关系。

4. 企业同其债务人的财务关系。这主要是指企业将其资金以购买债券、提供借款或商业信用等形式出借给其他单位所形成的借贷关系。企业将其资金借出后,有权要求其债务人按约定的条件支付利息和归还本金。企业同其债务人的关系体现的是债权与债务关系。

5. 企业与税务机关之间的财务关系。这主要是指企业要按照税法的规定依法纳税而与国家税务机关所形成的经济关系。任何企业,都要按照国家税法的规定缴纳各种税款,以保证国家财政收入的实现,满足社会各方面的需要。及时、足额地纳税是企业对国家的贡献,也是对社会应尽的义务。因此,企业与税务机关的关系反映的是依法纳税和依法征税的权利义务关系。

6. 企业内部各单位的财务关系。这主要是指企业内部各单位之间在生产经营各环节中互相提供产品或劳务所形成的经济关系,在企业实行内部经济核算制的条件下,企业供、产、销各部门以及各生产单位之间,相互提供产品和劳务要进行计价结算。这种企业内部形成的资金结算关系,体现了企业内部各单位之间的利益关系。

7. 企业与其职工之间的财务关系。这主要是指企业向其职工支付劳动报酬过程中所形成的经济关系。企业要用自身的产品销售收入,向职工支付工资、津贴、奖金等,即按着职工提供的劳动数量和质量支付职工的劳动报酬。这种企业与职工之间的财务关系,体现了职工和企业劳动成果上的分配关系。

### 三、财务管理学的学科体系

财务管理学学科体系是指由财务管理内在的规定性所形成的财务管理学的一系列分支学科。决定财务管理学学科体系的内在的规定性主要有以下五个方面。

#### (一) 财务管理对象的规定性

财务管理对象是企业等单位的财务活动,企业的财务活动包括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利润分配引起的财务活动。财务管理对象的细分化,是建立分支学科的主要依据。按着财务活动的种类,财务管理学可细分为企业筹资学、企业投资学、企业营运资金管理学、企业收益管理学等。

#### (二) 财务管理方法的规定性

财务管理是一种有意识的管理活动,它拥有一套科学的方法体系。其中最主要的方法有:财务预测方法、财务决策方法、财务计划方法、财务控制方法、财务分析方法。按着财务管理的方法,财务管理学可分为财务预测学、财务决策学、财务计划学、财务控制学、财务分析学等。

以上两种规定性的划分,是形成学科体系的最基本分类。根据这两种规定性形成的财务管理学的分支,构成了任何一种企事业单位财务管理学的基

本框架。

### （三）财务管理主体的规定性

财务管理主体是指在一定的社会经济形态下，具有独立和相对独立的物质利益的经济实体，包括不同经济成分和经营方式的主体，国民经济不同部门主体和国民经济不同层次的主体。不同财务主体的存在，对财务学科体系的形成具有重要作用。按着经济成分，可分为全民所有制企业、集体所有制企业、个体企业、私营企业、中外合资企业等的财务管理；按照经营方式，可分为承包经营制企业、租赁经营制企业、资产经营制企业等的财务管理；按照国民经济不同部门，可分为工业、交通、农业、商业、外贸、旅游、公用事业、科教文卫事业、行政、国防等部门的财务管理；按照国民经济不同层次，可分为企业财务、经济联合体财务、部门财务、国家财务等。上述按不同角度划分的理财主体都客观地存在着，目前已有按不同理财主体编写的各种教材，当然也不排斥为若干理财主体合编教材。

### （四）财务管理层次的规定性

任何学科的研究都是由初级到高级，由实践到理论不断升华的。为了由易到难地研究问题，可把财务管理划分为初级财务学、中级财务学、高级财务学等学科分支。其中，初级财务学主要阐述财务管理的基本理论和方法，包括财务管理的目标、财务管理的内容、财务管理的原则、财务管理的环境、财务管理的组织机构、财务管理的基本制度、财务管理的基本方法等问题；中级财务学主要根据财务活动的基本内容，研究企业财务管理中最常见的一些问题，包括企业筹资管理，企业投资管理、营运资金管理和利润分配管理等问题；高级财务学则主要研究一些专门性的问题，如企业设立、变更、破产时的财务问题、通货膨胀条件下的财务问题、跨国经营企业的财务问题等。

### （五）学科之间互相结合的规定性

一门学科只有认真吸收相关学科的最新研究成果，才能不断成熟和完善起来。财务管理学与有关学科相结合，便产生了财务数学、财务史学、财务法学、财务管理信息系统等学科分支。

财务管理学科体系是对财务管理学的科学内容所作的理论概括，它对财务管理课程体系的建立具有指导意义。财务管理课程体系中的专业主干课往往是根据学科体系中的学科分支而开设的。就财务学专业来说，可按财务管理对象开设企业筹资学、企业投资学、企业营运资金管理学、企业收益管理学等；也可按财务管理方法开设财务预测学、财务决策学、财务计划学、财务控制学、财务分析学等；还可按财务管理层次开设初级财务学、中级财务学、高级财务学等。就其他经济、管理类专业来说，可不必分得如此细，只开设一门财务管理学即可。

## 四、完善我国财务管理学科的基本原则

随着我国市场经济的发展，财务管理学的理论和方法都需套进行更新，在新的经济体制下，完善我国的财务管理学科应遵循以下原则。

### （一）积极吸收西方国家市场经济条件下的财务管理的理论和方法

现代财务管理，首创于西方，经过近百年的不断完善和发展，形成了能适应市场经济要求的，以财务管理目标为核心的现代财务管理理论体系和以筹资决策、投资决策、盈利分配决策为主要内容的财务管理方法体系。这些都是对市场经济条件下财务管理实践的科学总结，是人类文明的共同财富，

我们应结合我国实际情况，把西方财务管理中能适应我国市场经济发展要求的理论和方法积极地吸收进来，以便更好、更快地建立新的财务管理学科体系。

#### （二）合理继承我国过去一些行之有效的理财方法

从总体上来看，我国过去的财务管理学的体系不能适应市场经济的要求，但就其中的一些具体方法来看，还有其先进、合理的地方，特别是像分级分口管理、厂内银行制度。财务收支计划的编制等，都是被实践证明比较科学的方法。对于这些方法，都应结合市场经济的要求进行认真提炼，吸收到新的财务管理学科体系中来。

#### （三）加强对财务管理环境问题的研究

财务管理工作是在一定环境条件下进行的实践活动，只有适应了环境，合理地利用环境才能取得理财的成功，在计划经济条件下，财务管理环境比较稳定，对财务管理的影响程度比较小，所以，我国旧的财务管理学一般都不涉及环境问题。但在市场经济条件下，财务管理环境具有构成复杂、变化快速等特点，对企业财务管理工作会产生重大影响，财务管理人员必须对环境进行认真地调查和分析，预测财务环境的发展变化趋势，不断地增强对环境的适应能力、应变能力和利用能力，根据环境的变化，采取相应的财务政策，以便实现财务管理的目标。因此，市场经济条件下的财务管理学，必须加强对理财环境问题的研究。

#### （四）以财务管理目标作为财务理论研究的起点

长期以来，我国财务管理理论的研究是以“财务的本质”为起点的，从这一起点开始逐一阐述财务的概念、财务管理的对象、财务管理的原则、财务管理的任务、财务管理的方法等一系列理论问题。从建立和完善财务管理体系来看，对财务的本质进行科学的定义是必要的。但以财务本质为起点进行财务理论的研究，只能解决什么是财务、什么是财务管理这些纯理论问题，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实践。因此，这就要求我们对财务理论研究的起点进行新的选择。

财务理论研究的起点应直接反映社会环境的变化，反映财务领域中必然的内在联系，并成为财务管理理论结构中的最高层次和财务管理实践中进行财务决策的导向。只有这样，才能实现外部环境与内部条件的统一，才能实现理论对实践的指导作用。显然，财务的本质作为一个纯理论性的范畴不具有这样一个特性。在财务管理诸范畴中，只有财务管理的目标才能具有上述特点。因为财务管理的目标，直接反映着社会经济环境的变化，并根据环境变化做适当调整，它是财务管理实践中进行财务决策的出发点和归宿。因此，必须以财务管理的目标做为财务理论研究的起点，才能建立完善的财务理论体系。

#### （五）以财务决策为核心来建立财务管理的方法体系

财务管理的方法是为了实现财务管理的目标，完成财务管理的任务，在进行理财活动时所采取的各种技术和手段。根据财务管理的环节，财务管理方法可分成财务预测方法、财务决策方法、财务计划方法、财务控制方法、财务分析方法等五个方面。这五个方面的方法是相互联系、相辅相承的。但在我国旧的财务管理学中，片面地强调计划方法的重要性，忽略了其他理财方法的作用，有关财务决策、财务控制、财务分析等方法讲得很少。现代管理理论认为，

管理的重心在经营，而经营的重心在决策，因为决策关系到企业的兴衰成败，财务管理作为企业管理的一个重要组成部分，当然也不例外。因此，在市场经济条件下，应该以财务决策为核心来建立财务管理的方法体系。

## 加方序言

本书是中国人民大学与麦言尔大学合作出版管理学丛书之一。这套丛书是中加大学管理教育项目第二周期（CCMEPI）麦吉尔大学与中国人民大学交流项目里的一项活动内容，由中国人民大学编写，共计16本。这套丛书的重要意义就在于，它结合了中国的实际，符合管理教育中十分强调的理论联系实际的要求。

在本套丛书的研究、写作与编辑过程中，中国的吉林大学、兰州大学与加拿大的卡尔顿大学和舍尔布鲁克大学也作出了重要的贡献。在此之际，谨以这六所相互合作的院校的名义，我愿向加拿大国际开发总署（CIDA）和中国国家教育委员会的鼎力支持表示衷心地感谢。在他们的大力帮助下，我们的校际交流项目经历了由1983年开始的加中大学管理教育项目第一周期的活动，经历了由1988年开始的加中大学管理教育项目第二周期的活动，最后在1991年9月建立了中国的工商管理硕士学位（MBA），以及本套丛书的出版。所有这些成就都表明中国的管理教育在不断发展变化。

中国人民大学在工商管理硕士（MIA）这一崭新学位的建设上花了很大的气力，他们派人到加拿大的大学里考察学习，参与课堂实践，撰写研究论文，研究加拿大MBA的教育体制。当他们回到中国之后，大胆地革新教学的方法与手段，不断地摸索中国工商管理硕士教育的道路。中国人民大学教授们的努力，定会带来丰硕的成果，为中国培养出更多的新型管理人才。

中国人民大学强调教学与科研并重，因此，在这套丛书里反映了作者们的研究成果，使广大读者开卷有益。实际上，中加大学管理教育项目中的一个主要目标就是，在科研与培训中形成这种乘数效应。

最后，我真诚地希望所有的教授与学生们对此书提出批评与建议，这将对开拓管理学与管理教育极为有益。

CCMEPI 国家项目协调员  
麦吉尔大学管理学院院长  
华莱士·B·克劳斯顿博士  
1992年6月1日

## 中方序言

为了适应社会主义市场经济条件下企业管理的需要，培养德、智、体全面发展的务实型高级管理人才，必须改革目前的管理专业设置和课程体系。

管理专业的学生应认真研究中国经济建设与社会发展的方向和特点，跟踪现代管理理论和实践的发展趋势，学生们不仅在理论上要有所建树，而且要有较强的实际工作能力。为此，管理专业的学生在校期间要系统地学习经济学、财政金融、会计、生产管理、市场营销管理、信息系统管理、国际工商管理，以及战略管理等相关管理学科的知识。

改革开放的发展，要求在实现管理现代化的过程中，必须大胆吸收和借鉴当今世界各国的一切反映现代化生产规律的先进经营方式和管理方法。为此，在中加大学管理教育项目进行第二周期活动的过程中，中国人民大学工商管理学院与加拿大麦吉尔大学管理学院相互合作、共同编审出版这套既适合中日国情、又吸收外国先进经营方式和管理方法的管理学丛书，以期推动并完善中国工商管理硕士课程的建设。

在与加拿大麦吉尔大学管理学院友好合作的过程中，我们衷心地感谢该管理学院院长 w. 克劳斯顿博士、副院长那格博士，以及其他编委为本丛书的顺利出版所做出的贡献；感谢该院其他朋友们在本丛书的编辑出版过程中给予的诚挚合作；最后，我们还要感谢加拿大国际开发总署通过麦吉示大学为本丛书的出版所给予的财务令助。我们殷切地期望中加大学管理教育项目会顺利而持久地开展下去，并在更广阔的领域里获得更大的成功。

中方编辑委员会  
1992年6月1日

# 企业财务学

## 第一篇 基础篇

本篇主要阐述财务管理的基本理论和方法，为掌握具体的财务管理内容提供基础知识。全篇共分四章：第一章介绍财务管理最基本的理论结构，包括财务管理的目标、财务管理的原则、财务管理的方法等问题；第二章描述企业财务管理工作所处的复杂环境；第三章介绍影响财务决策的三项最基本因素：时间价值、风险报酬和利息率；第四章概述财务分析的基本指标和方法。本篇属于初级财务学要研究的内容，学好本篇，有利于以后各篇的学习。

# 第一章 总论

## 第一节 财务管理的目标

系统论告诉我们，正确的目标是系统良性循环的前提条件，企业的财务管理目标对企业财务系统的运行也具有同样意义。为了完善企业财务理论，指导财务管理实践，应首先明确企业财务管理的目标。

### 一、财务管理目标的概念

目标是系统所希望实现的结果。根据不同的系统所要解决和研究的问题可以确定相应的目标。财务管理目标是企业进行理财活动所要达到的目的，是评价企业财务活动是否合理的标准。确定合理的财务管理目标，在整个财务管理中具有极其重要的意义。财务管理目标一般有如下一些特点。

#### （一）财务管理目标在一定时期具有相对稳定性

任何一种财务管理目标的出现，都是一定的政治、经济环境的产物，随着环境因素的变化，财务管理目标可能发生变化。例如，西方企业财务管理的目标就经历了“筹资数量最大化”、“利润最大化”、“财富最大化”等多种提法，这些提法在总体上是一致的，在侧重点上又有不同。在我国，企业的财务管理目标过去虽未明确提出过，但在计划经济体制下，由于认识上的偏差，财务管理是围绕国家下达的产值指标来进行的，可以概括为“产值最大化”。改革开放以后，我国企业最关心的是利润多少，企业财务管理工作围绕利润来进行，可把财务管理目标概括为“利润最大化”，随着我国企业改革的不断深化，企业逐渐成为自主经营、自负盈亏、自我完善、自担风险的商品生产经营者，企业单纯地追求产值或利润就都不适应了。企业在追求利润的同时，还必须考虑企业风险的大小，考虑利润同资金占用、成本耗费之间的关系，因而人们提出了“财富最大化”的目标。人们对财务管理目标的认识是不断深化的，但财务管理目标是财务管理的根本目的，对财务管理目标的概括凡是符合财务管理的基本环境（如市场经济）和财务管理的本质属性、财务活动的基本规律的，就能为人们所公认，否则就被扬弃，但在一定时期或特定条件下，财务管理的目标是保持相对稳定的。

#### （二）财务管理目标具有多元性

财务管理目标的多元性是指财务管理目标不是单一的，而是适应多因素变化的综合目标群。现代企业财务管理是一个系统，其目标也是一个多元的有机构成体系。在这多元目标中有一个目标是处于支配地位，起着指导作用，称之为主导目标，其他一些处于被支配地位，对主导目标的实现有配合作用的目标，称为辅助目标。例如，企业财务管理在努力实现“财富最大化”这一主导目标的同时，还必须达到履行社会责任，加速企业成长、提高企业信誉等一系列辅助目标。

#### （三）财务管理目标具有层次性

财务管理目标的层次性是指财务管理目标按一定标准可划分成若干层次。财务管理目标之所以具有层次性，主要是因为财务管理的内容可以划分为若干层次。例如，企业财务管理的基本内容可以划分为资金筹集、资金投放、资金耗费、资金收回、资金分配等几方面，而每一个方面又可以再进行细分。比如，资金筹集又可以分为预测资金需要量、选择资金来源、确定筹

资方式、决定资金结构等几个阶段。财务管理内容的这种层次性和细分化，使财务管理目标成为一个由整体目标、分部目标和具体目标三个层次构成的层次体系。

整体目标是指整个企业财务管理所要达到的目标，整体目标决定着分部目标和具体目标，决定着整个财务管理过程的发展方向，是企业财务活动的出发点和归宿。

分部目标是指在整体目标的制约下，进行某一部分财务活动所要达到的目标。财务管理的分部目标会随整体目标的变化而变化，但对整体目标的实现有重要作用。分部目标一般包括筹资管理目标、投资管理目标、营运资金管理目标、利润管理目标等几个方面。

具体目标是在整体目标和分部目标的制约下，从事某项具体财务活动所要达到的目标。比如，企业发行股票要达到的目标、进行证券投资要达到的目标等。具体目标是财务管理目标层次体系中的基层环节，它是整体目标和分部目标的落脚点，对保证整体目标和分部目标的实现有重要意义。

财务管理目标多元性中的所谓主导目标和财务管理目标层次性中的所谓整体目标，都是指整个企业财务管理工作所要达到的最终目的，是同一事物的不同提法。因此，这两个目标应是同一的和一致的，对企业财务活动起决定性的影响，可以把它们统称为财务管理的基本目标。基本目标在财务管理体系中具有极其重要地位，当人们谈到财务管理目标时，通常是指基本目标。

财务管理目标的稳定性。多元性和层次性是财务管理目标的基本特征。研究这三个特征对确定财务管理目标体系具有重要意义：

1. 财务管理目标的稳定性，要求在财务管理中，必须把不同时期的经济形势、外界环境的变化与财务管理的内在规律结合起来，适时提出坚定不移地抓住企业财务管理的基本目标，防止忽冷忽热，忽左忽右。

2. 财务管理目标的多元性要求我们既了解各目标之间的统一性，又要了解各目标之间的差别性，要以主导目标为中心，协调各目标之间的矛盾。

3. 财务管理目标的层次性要求我们把财务管理的共性与财务管理具体内容的个性结合起来，以整体目标为中心，做好各项具体工作。根据财务管理目标的稳定性、多元性、层次性，可以建立一种协调不同时间、不同系列、不同层次的财务管理目标体系，以完善企业财务理论、指导企业财务管理实践。

## 二、财务管理的整体目标

明确财务管理的目标，是搞好财务工作的前提。企业财务管理是企业的一个组成部分，企业财务管理的整体目标应该和企业的总体目标具有一致性。从根本上讲，社会主义企业的目标是通过企业的生产经营活动创造出更多的财富，最大限度地满足全体人民物质和文化生活的需要。但是，由于不同时期国家的经济政策不同，在体现上述根本目标的同时，又有不同的表现形式。

### （一）以总产值最大化为目标

在传统的集权管理模式下，企业的财产所有权和经营权高度集中，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，均由完成的产值计划指标的程度来决定，这就决定了企业必然要把总产值作为生产经营目标的主要目标。在社会主义建设初期，人们

不自觉地总产值最大化当作财务管理的基本目标。但随着时间推移，人们逐渐认识到，这一目标存在如下缺点：

1. 只讲产值，不讲效益。在产值目标的支配下，有些投入的新增产值小于新增成本，造成亏损，减少利润，但因为能增加产值，企业仍愿意增加投入。

2. 只求数量，不求质量。追求总产值最大化决定了企业在生产经营活动中只重视数量而轻视产品质量和花色品种，因为提高产品质量，试制新产品都会妨碍产值的增加。只抓生产，不抓销售。在总产值目标的驱动下，企业只重视增加产值，百不管产品是否能销售出去，因此，往往出现“工业报喜，商业报忧”的情况。

3. 只重投入、不重挖潜。总产值最大化目标还决定了企业只重视投入，进行外延扩大再生产，而不重视挖掘潜力，更新改造旧设备，进行内含扩大再生产。因为更新改造容易对目前产值的生产产生不利影响，也不能大量增产。相反，采用粗放式，大量投入则往往使产值指标易于完成。

由于总产值最大化目标存在上述缺点，因此，把总产值最大化当作财务管理的目标，在任何时候都是不符合财务活动规律的，这只是一种误识。

## （二）以利润最大化为目标

利润最大化是西方微观经济学的理论基础。西方经济学家以往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。

随着我国经济体制改革的不断深入，经济体制从高度集中的产品经济转向商品经济，企业的经营权限不断扩大，企业的经济利益得到确认，这使得企业不得不关心市场，关心利润。在经济体制改革过程中，国家把利润作为考核企业经营情况的首要指标。把企业职工的经济利益同企业实现利润的多少紧密地联系在一起，这也使得利润逐步成为企业运行的主要目标。

以利润最大作为财务管理的目标，有其科学成分，特别是与过去的反对“利润挂帅”相比，是一大进步。这是因为，企业追求利润最大化，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，这些措施都有利于资源的合理配置，有利于经济效益的提高。但是以利润最大化作为财务管理目标存在如下的缺点：

1. 利润最大化没有考虑利润发生的时间，没有考虑货币时间价值。

2. 利润最大化没能有效地考虑风险问题。这可能会使财务人员不顾风险的大小去追求最多的利润。

3. 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，只是对经济效益的浅层次的认识，存在一定的片面性，所以，现代财务管理理论认为，利润最大化并不是财务管理的最优目标。

## （三）以财富最大化为目标

财富最大化是指通过企业的合理经营，采用最优的财务政策。在考虑货币的时间价值和风险报酬的情况下不断增加企业财富，使企业总价值达到最大。在股份有限公司中，企业的总价值可以用股票市场价值总额来代表。这样当公司股票的市场价格最高时，就说明企业实现了财富最大化目标。在股份制经济条件下，股东的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，当股票价格达到最高时，则股东财富也达到最大，这样，企业总价值

值最大与股东财富最大是一致的。所以，在股份有限公司中，财富最大化也可以表述为股东财富最大化。

在其他所有制企业中，企业的资产一般不会全部拿到市场上去交易，因此，不会有实际的市场价值。其市场价值的多少，只能靠理论上的公式来进行计量：

$$V_0 = P \times \sum_{t=1}^n \frac{1}{(1+i)^t} \approx P \times \frac{1}{i}$$

式中： $V_0$ ——企业价值；

$P$ ——企业每年获得的预期报酬，可用企业的利润或现金净流量来表示；

$i$ ——对每年所获报酬进行贴现时所用的贴现率；

$t$ ——取得报酬的具体时间；

$n$ ——取得报酬的持续期间。

财务管理中一般都假设企业持续经营，故公式中的  $n$  可确定为无限大。

从上式中可以看出，企业的总价值  $V_0$  与  $P$  成正比，与  $i$  成反比。在  $i$  不变时， $P$  越大，则企业价值越大；在  $P$  不变时， $i$  越大，则企业价值越小。 $i$  的高低主要由企业的风险的大小来决定，当企业风险大时， $i$  随之升高，当企业风险小时， $i$  随之降低。也就是说，企业的价值，与预期的报酬成正比，与预期的风险成反比。

一般而言，报酬与风险是共存的。报酬越大，风险越大，报酬的增加是以风险的增大力代价的，而风险的增加将会直接威胁企业的生存。因此，企业必须在考虑报酬的同时考虑风险。企业的价值只有在报酬和风险达到比较好的均衡时才能达到最大。企业财务管理的目标，是追求企业财富——企业价值的最大化。以财富最大化作为企业财务管理的目标有如下优点：

1. 财富最大化目标考虑了取得报酬的时间因素，并用资金时间价值的原理进行了科学的计量。

2. 财富最大化目标能克服企业在追求利润上的短期行为。因为不仅过去和目前的利润会影响企业的价值，预期未来利润的多少对企业价值的影响所起的作用更大。

3. 财富最大化目标有利于社会财富的增加。各种企业都把追求财富作为自己的目标，整个社会的财富也就得到增加。

4. 财富最大化目标科学地考虑了风险与报酬之间的联系，能有效地克服企业财务管理人员不顾风险的大小，只片面追求利润的错误倾向。

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均衡，使企业价值达到最大。财富最大化的观点，体现了对经济效益的深层次的认识，因而它是财务管理的最优目标。

### 三、财务管理的分部目标

财务管理的分部目标，取决于财务管理的具体内容。一般而言，有哪些财务管理的内容，就会随之有相应的各分部目标。据此，财务管理的分部目标可概括为如下几个方面。

(一) 企业筹资管理的目标——在满足生产经营需要的情况下，不断降

---

此公式的推导过程，参见本书第三章第二节永续年主现值的计算公式。

## 低资金成本和财务风险

任何一个企业，为了保证生产的正常进行或扩大再生产的需要，必须具有一定数量的资金。企业的资金可以从多种渠道，用多种方式来筹集。不同来源的资金，其可使用时间的长短，附加条款的限制和资金成本的大小都不相同。这就要求企业在筹资时不仅需要从数量上满足生产经营的需要，而且还要考虑到各种筹资方式给企业带来的资金成本的高低，财务风险的大小，以便选择最佳的筹资方式，实现财务管理的整体目标。

（二）企业投资管理的目标——认真进行投资项目的可行性研究，力求提高投资报酬，降低投资的风险

企业筹来的资金要尽快用于生产经营，以便取得盈利。但任何投资决策都带有一定的风险性，因此，在投资时必须认真分析影响投资决策的各种因素，科学地进行可行性研究。对于新增的投资项目，一方面要考虑项目建成后给企业带来的投资报酬，另一方面要考虑投资项目给企业带来的风险，以便在风险与报酬之间进行均衡，不断提高企业价值，实现企业财务管理的整体目标。

（三）企业运营资金管理的目标——合理使用资金，加速资金周转，不断提高资金的利用效果

企业的营运资金，是为满足企业日常营业活动的要求而垫支的资金，营运资金的周转，与生产经营周期具有一致性。在一定时期内资金周转越快，就越可以利用相同数量的资金，生产出更多的产品，取得更多的收入，获得更多的报酬。因此，加速资金周转，是提高资金利用效果的重要措施。

（四）企业利润管理的目标——采取各种措施，努力提高企业利润水平，合理分配企业利润

企业进行生产经营活动，要发生一定的生产消耗，并取得一定的生产成果，获得利润。企业财务管理必须努力挖掘企业潜力，促使企业合理使用人力和物力，以尽可能少的耗费取得尽可能多的经营成果，增加企业盈利，提高企业价值。企业实现的利润，要合理进行分配。企业的利润分配关系着国家、企业、企业所有者和企业职工的经济利益。在分配时，一定要从全局出发，正确处理国家利益、企业利益、企业所有者利益和企业职工利益之间可能发生的矛盾，要统筹兼顾，合理安排，而不能只顾一头，不顾其他。

## 第二节 财务管理的原则

财务管理的原则是企业财务管理工作必须遵循的准则。恩格斯曾指出：“原则不是研究的出发点，而是它的最终结果，这些原则不是被应用于自然界和人类历史，而是从它们中抽象出来的，不是自然界和人类去适应原则，而是原则只有在适应自然界和历史的情况下才是正确的。”企业财务管理的原则也是如此，它是从企业理财实践中抽象出来的并在实践中证明是正确的行为规范，它反映理财活动的内在要求。企业财务管理的原则一般包括如下几项。

### 一、系统原则

系统这个词最早出现在古希腊语中，是部分组成的整体的意思。在《牛津英语词典》中，把系统解释为一组或一堆彼此有关的相互依存的事物所形成的复杂统一体。简言之，系统是由若干个相互作用、互相依存的部分有机结合而成的整体。财务管理从资金筹集开始，到货币资金收回为止，经历了资金筹集、资金投放、资金耗费、资金收回与资金分配等几个部分，这几个部分互相联系、互相作用，组成一个整体，具有系统的性质。为此，作好财务管理工作，必须从财务管理系统的内部和外部联系出发，从各组成部分的协调和统一出发，这就是财务管理的系统原则。在财务管理中应用系统原则，中心是在管理中体现系统的基本特征。

#### （一）系统具有目的性

任何管理都是有目的的行为，财务管理也不例外。要体现财务管理系统的目的性，就必须确定正确的财务管理目标，因为目标决定着财务管理的内容和方法，影响着企业的财务行为。如果确定了错误的目标，必然导致财务管理系统的紊乱。

#### （二）系统具有整体性

财务管理系统可以从不同角度分解成不同的子系统，各个子系统从总体上来说目标是一致的，但有时也会产生矛盾。根据系统原则，必须把财务管理系统作为一个整体来进行分析，只有整体的目标才是系统的最高目标，只有整体功能最佳才是最佳的管理系统，这便是系统的整体性。例如，财务管理在实行分权管理时就不能只强调各责任单位的利益，而必须对各责任单位的利益进行协调，使整体效益达到最优。

#### （三）系统具有层次性

财务管理系统是由若干个子系统组成的，每个子系统又由若干个分系统组成。例如，按管理的内容可以把财务管理系统分解成企业筹资子系统、企业投资子系统，企业营运资金系统、企业利润及其分配子系统等。而企业投资子系统又可以分为流动资产投资、固定资产投资、证券投资等若干个分系统。管理系统的不同层次有不同的职能，同时也有不同的权、责、利关系，打乱了合理的层次界限就会导致系统的无序状态。我国财务管理中的分级分口管理就是根据系统的层次性和整体性来进行管理的。

#### （四）系统具有环境适应性

环境是指存在于系统以外的事物，是一种更高级、复杂的系统。系统处

于环境之中，必须不断地与环境进行物质、能量、信息的交换，以适应环境的变化，能够经常与环境保持最佳适应状态的系统，是理想的系统。为此，企业在进行财务管理时，必须认真研究财务管理的环境，适应环境，利用环境。是否适应环境的变化，是企业财务管理能否正常运行的关键。

系统原则是财务管理的一项基本原则，在财务管理实践中，分级分口管理，目标利润管理、投资项目的可行性分析都是根据这一原则来进行的。

## 二、平衡原则

在财务管理中，要力求使资金的收支在数量上和时间上达到动态的协调平衡，这就是财务管理的平衡原则。从会计学角度来看，资金占用等于资金来源，或资产等于负债加所有者权益。这是一个必然相等的关系，这便是资金的静态平衡关系。财务管理中追求的不仅是这种静态上的平衡，而是为了追求资金的收支在数量上和时间上保持动态的协调平衡。

企业的财务收入，意味着一次资金循环的终结，而企业发生财务支出，则意味着另一次资金循环的开始，所以，资金的收支是资金周转的纽带。要保证资金周转的顺利进行，就要求资金收支不仅在数量上而且在时间上保持协调平衡。收不抵支，固然会导致资金周转的中断或停滞，即使全月收支总额可以平衡，而支出大部分发生在先，收入大部分形成在后，也必然会妨碍资金的顺利周转。资金收支在每一时点上的平衡性，是资金循环过程得以周而复始进行的条件。

资金收支动态的平衡公式为：

$$\begin{matrix} \text{目前现} & \text{+} & \text{预计现} & \text{-} & \text{预计现} & \text{-} & \text{预计现} \\ \text{金余额} & \text{+} & \text{金收入} & \text{-} & \text{金支出} & \text{-} & \text{金余额} \end{matrix}$$

如果预计的现金余额远远低于理想的现金余额，则应积极筹措资金，以弥补货币资金的不足；如果预计的现金余额远远大于理想的现金余额，应积极组织还款或进行投资，以保持资金收支上的动态平衡。实现收支相抵，略有结余。

平衡原则也是财务管理的一项基本原则，财务管理的过程就是追求平衡的过程。如果不需要平衡，也就不需要财务管理。只有实现了财务收支的动态平衡，才能更好地实现财务管理的目标。在财务管理实践中，现金的收支计划、企业证券投资决策、企业筹资数量决策等都必须在这一原则指导下进行。

## 三、弹性原则

在前面论述平衡原则时曾提到，财务管理应努力实现收支平衡，略有结余，这里的略有结余就是留有弹性。在财务管理中，必须在追求准确和节约的同时，留有合理的伸缩余地，这就是财务管理的弹性原则。

在财务管理中，之所以要保持合理的弹性，主要是因为以下几个方面原因：（1）财务管理的环境是复杂多变的，企业缺乏完全的控制能力。（2）企业财务管理人员的素质和能力也不可能达到理想的境界，因而，在管理中可能会出现失误。（3）财务预测、财务决策、财务计划都是对未来的一种大致的规划。也不可能完全准确。为此，就要求在管理的各个方面和各个环节保持可调节的余地。

贯彻财务管理弹性原则的关键是防止弹性的过大或过小，因为弹性过大

会造成浪费，而弹性的过小会带来较大的风险。确定合理弹性必须考虑如下几个问题：（1）企业适应财务环境的能力。企业适应财务环境的能力越强，弹性可以越小；企业适应财务环境的能力越差，弹性就应该越大。

（2）不利事件出现可能性的大小。不利事件出现的可能性越小，弹性也应小；不利事件出现的可能性越大，弹性就越大。

（3）企业愿意承担的风险。企业如果愿意承担比较大的风险，则可留有较小的弹性；企业如果不愿意承担风险，则必须留有较大的弹性。

弹性原则是财务管理中必须遵循的一项原则。在财务管理中，只有允许各子系统都保持一定的弹性，才能保证财务管理系统的整体具有确定性。财务管理实践中，对现金、存货留有一定的“保险储备”，在编制财务计划时留有余地，都是弹性原则的具体应用。

#### 四、比例原则

财务管理除了对绝对量进行规划和控制外，还必须通过各因素之间的比例关系来发现管理中存在的问题，采取相应的措施，使有关比例趋于合理，这便是财务管理的比例原则。

财务管理中的大量指标都表现为一定比例关系，如流动比率说明的是流动资产与流动负债之间的比例关系，负债比率说明的是负债总额资产总额的比例关系等。通过这些比例关系，可以获得更新资料，揭示出更多的问题。各种比例关系一般都有一个公认的比较合理的标准，但由于财务活动十分复杂，影响比例关系的因素比较多，有时企业财务管理中的一些比例关系可能会不合理。正确地贯彻比例原则，就是要使不合理的比例关系逐渐减少，使合理的比例关系得到保持，以便顺利实现财务管理的目标。

比例原则是财务管理的一项重要原则，只有各种比例关系都比较合理，企业的资金运动才能比较顺利地进行，而不重视比例问题的研究，就可能会使财务管理陷入恶性循环。在财务管理实践中，财务分析中的比率分析，企业筹资中的资金结构决策、企业投资中的投资组合决策，都必须贯彻这一原则。

#### 五、优化原则

财务管理过程是一个不断地进行分析、比较和选择，以实现最优的过程，这就是财务管理的优化原则。

在财务管理中贯彻优化原则，主要包括如下几方面内容：（1）多方案的最优选择问题。在财务管理中，经常会遇到从多个方案中选一个或几个方案的情况，这时要根据优化原则，排除次优方案，选择最优方案。

（2）最优总量的确定问题。这种情况主要是研究各种因素基本确定的情况下，如何确定最优总量，例如，理想现金金额、存货的经济采购批量、企业筹资总额等的确定都要遵循优化原则。（3）最优比例关系的确定问题。在总量确定后。还要确立各因素之间的比例关系，如资本结构的确定；利润分配比例的确定等都属于此类问题。

优化原则是财务管理的重要原则，财务管理的过程就是优化过程。如果不需要优化，管理就失去了意义。

### 第三节 财务管理的方法

财务管理方法是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用的各种技术和手段。财务管理方法有很多，可按多种标准进行分类：（1）根据财务管理的具体内容，可以分为筹集资金管理方法、投资管理方法、营运资金管理方法、利润管理方法；（2）根据财务管理的环节，可分为财务预测方法、财务决策方法、财务计划方法、财务控制方法、财务分析方法；（3）根据财务管理方法的特点，可分为定性财务管理方法和定量财务管理方法。现以财务管理环节为标准，对财务管理的方法加以说明。

#### 一、财务预测方法

财务预测是财务人员根据历史资料，依据现实条件，运用特定的方法对企业未来的财务活动和财务成果所做出的科学预计和测算。财务预测的作用表现在以下几个方面：（1）财务预测是财务决策的基础；（2）财务预测是编制财务计划的前提；（3）财务预测是组织日常财务活动的必要条件。

预测的工作过程一般包括如下几个方面：（1）明确预测的对象和目的；（2）搜集和整理有关信息资料；（3）选用特定的预测方法进行预测。

近年来，由于预测越来越受到重视，预测方法犹如雨后春笋，纷纷涌现出来，据国外统计，已达 130 种。在预测时应根据具体情况有选择地利用这些方法，财务管理中常用的方法介绍如下。

##### （一）定性预测法

定性预测法主要是利用直观材料，依靠个人经验的主观判断和综合分析能力，对事物未来的状况和趋势作出预测的一种方法。这种方法一般是在企业缺乏完备、准确的历史资料的情况下采用的。其预测过程是：首先由熟悉企业财务情况和生产经营情况的专家，根据过去所积累的经验，进行分析判断，提出预测的初步意见。然后，再通过召开座谈会或发出各种表格等形式，对上述预测的初步意见进行修正补充。这样经过几次反复后，得出预测的最终结果。

##### （二）定量预测法

定量预测法是根据变量之间存在的数量关系（如时间关系、因果关系）建立数学模型，来进行预测的方法。定量预测法又可分为趋势预测法和因果预测法。

1. 趋势预测法。趋势预测法是按时间顺序排列历史资料，根据事物发展的连续性来进行预测的一种方法。因为是按时间顺序排列历史资料，所以又称时间序列预测法。这类方法又可细分为算术平均法、加权平均法、指数平滑法、直线回归趋势法、曲线回归趋势法。

2. 因果预测法。根据历史资料，并通过仔细分析，明确地找出要预测因素与其他因素之间的因果关系，建立数学模型来进行预测的一种方法。因果预测法中的因果关系可能是简单因果关系，也可能是复杂因果关系。例如，企业销售收入只和销售价格、销售数量呈简单因果关系，而销售利润则与销售数量、销售价格、销售税金、销售成本等呈复杂因果关系。只有合理地找出变量之间的因果关系，才能科学地进行预测。

定性预测法和定量预测法各有优缺点，在实际工作中可把二者结合起来应用，既进行定性分析，又进行定量分析。

## 二、财务决策方法

财务决策是指财务人员在财务管理目标的总体要求下，从若干个可以选择的财务活动方案中，选中最优方案的过程。当然，在财务活动的预期方案只有一个时，决定是否采用这个方案也属于决策问题。在商品经济条件下，财务管理的核心是财务决策，财务预测是为财务决策服务的，财务计划是财务决策的具体化。现代管理理论认为，企业管理的重心在经营，经营的重心在决策，因为决策关系到企业的盛衰成败。财务决策一般包括如下一些步骤：（1）根据财务预测的信息提出问题；（2）确定解决问题的备选方案；（3）分析、评价、对比各种方案；（4）拟定择优标准，选择最佳方案。决策的方法有很多，现说明财务管理中常见的方法。

### （一）优选对比法

把各种不同方案排列在一起，按其经济效益的好坏进行优选对比，进而作出决策的方法；叫优先对比法。优选对比法是财务决策的基本方法。优选对比法按其对比方式的不同，又可分为总量对比法，差量对比法、指标对比法等。

1. 总量对比法。总量对比法是将不同方案的总收入，总成本或总利润进行对比，以确定最佳方案的一种方法。

2. 差量对比法。差量对比法是将不同方案的预期收入之间的差额与预期成本之间的差额进行比较，求出差量利润，进而作出决策的方法，叫差量决策法。

3. 指标对比法。把反映不同方案经济效益的指标进行对比，来确定最优方案的方法，叫指标对比法。例如，在进行长期投资决策时，可把不同投资方案的净现值、内含报酬率、现值指数等指标进行对比，从而选择最优方案。

### （二）数学微分法

根据边际分析原理，运用数学上的微分方法，对具有曲线联系的极值问题进行求解，进而来确定最优方案的一种决策方法，在用数学微分法进行决策时，凡以成本为判别标准，一般都求极小值，凡以收入或利润为判别标准时，一般都求极大值。在财务决策中，最优资金结构决策、现金最佳余额决策、存货的经济批量决策，都要用到数学微分法。

### （三）线性规划法

线性规划法是根据运筹学原理，用来对具有线性联系的极值问题进行求解，进而确定最优方案的一种方法。在有若干个约束条件（如资金供应、人工工时数量、产品销售数量）的情况下，这种方法能帮助管理人员对合理组织人力、物力、财力等作出最优决策。

### （四）概率决策法

这是进行风险决策的一种主要方法。所谓风险决策，是指未来情况虽不十分明了，但各有关因素的未来状况及其概率是可以预知的决策。现代财务决策都会或多或少地具有风险性，因而在决策时，必须用概率法来计算各个方案的期望值和标准离差，进而作出决策。这种方法往往把各个概率分枝用树形图表示出来，故有时也称之为决策树法。

### （五）损益决策法

这是在不确定情况下进行决策的一种方法。所谓不确定性决策，是指未来情况很不明了，只能预测有关因素可能出现的状况，但其概率是不可预知

的决策。在这种情况下决策是十分困难的，财务管理中常采用最大最小收益值法或最小最大后悔值法来进行决策，统称为损益决策法。最大最小收益值法又称小中取大法，是把各个方案的最小收益值都计算出来，然后取其最大者。最小最大后悔值法又叫大中取小法，是把各方案的最大损失值都计算出来，然后取其最小者。

### 三、财务计划方法

财务计划是在一定的计划期内以货币形式反映生产经营活动所需要的资金及其来源、财务收入和支出、财务成果及其分配的计划。财务计划是以财务决策确立的方案和财务预测提供的信息为基础来编制的，是财务预测和财务决策的具体化，是控制财务活动的依据。财务计划一般包括如下一些内容：（1）根据财务决策的要求，分析主、客观条件，全面安排计划指标；（2）对需要与可能进行协调、实现综合平衡；（3）调整各种指标，编制出计划表格。财务计划的编制方法很多，现说明几种最常见的方法。

#### （一）固定计划法

固定计划法又称固定预算法，是按照计划期内固定单一的经济活动水平来编制计划的一种方法。这种方法的主要特点是计划编就后，在计划期内除特殊情况外，一般不作变动，具有相对固定性。固定财务计划由一定的财务指标体系组成，各项财务指标应按其特点和内容，采用适当的方法予以确定，确定指标的方法通常有平衡法、因素法、比例法、定额法等。

1. 平衡法。在编制财务计划时，利用有关指标客观存在的内在平衡关系计算确定计划指标的方法，叫平衡法。例如，在确定一定时期现金期末余额时，便可利用如下公式：

$$\text{现金期末余额} = \text{期初余额} + \text{计划期增加额} - \text{计划期减少额}$$

平衡法的优点是便于分析计算，且工作量不大，结果比较准确明了，适用于那些具有平衡关系的计划指标的确定。但在运用平衡法时要注意，具有平衡关系的每一个指标因素不能发生重复或遗漏，并且计算口径要一致。

2. 因素法。因素法也称因素推算法。在编制财务计划时，根据影响某项指标的各种因素，来推算该指标计划数的方法，叫因素法。因素法计算出的结果一般比较准确，但计算过程较复杂。

3. 比例法。比例法又称比例计算法。在编制财务计划时，根据企业历史已经形成而又比较稳定的各项指标之间的比例关系，来计算计划指标的方法，叫比例法。例如，在推算一定时期的资金占用量时，便可根据历史上的资金占用额占销售收入的比例和计划期销售收入来进行计算确定。比例法的优点是计算简便，但所使用的比例必须恰当，否则会出现偏差。

4. 定额法。定额法又称预算包干法。是指在编制财务计划时，以定额作为计划指标的一种方法。在定额管理基础比较好的企业，采用定额法确定的计划指标不仅切合实际，而且有利于定额管理和计划管理相结合。但要经常注意根据实际变化情况不断修改定额，使定额切实可行。

固定计划法在编制计划时比较简单，但有相当多的企业生产经营活动水平受主客观因素的影响，都会经常发生变动，这时固定计划就很难正确评价企业的工作成绩。这种方法适用于经营活动水平比较固定的企业或非盈利部门。

## （二）弹性计划法

弹性计划法是指企业在不能准确预测业务量的情况下，根据资金、成本、利润与业务量之间有规律的联系，按照一系列不同的业务量来编制计划的一种方法。弹性计划法的编制程序一般为：（1）选择和确定经济活动水平的计量单位（如产品产量、直接人工小时、销售量等）。

（2）确定不同情况下经营活动水平的范围。通常以正常生产经营条件下业务量的70—120%为宜，其中弹性间隔以5—10%为宜。（3）确定资金、成本、利润同业务量之间的依存关系，用公式法、列表法等确定不同业务量水平下的计划指标。（4）通过一定的表格进行汇总，编制出弹性计划。

弹性计划的主要优点是能够适应不同的实际经营活动水平的需要，其缺点是编制工作比较麻烦。

## （三）滚动计划法

滚动计划法是指计划期随着时间的推移而自行延伸的一种编制计划的方法。在这种计划方法下，计划期始终保持在某一特定的期限（通常为一年）之间。这就是说，当年度计划中某一季度或月份计划执行完毕时，其相邻的下一季度或月份计划立即递补上去，以使年度计划一直含有4个季度计划或12个月份的计划。这一方法可用图1—1来说明。

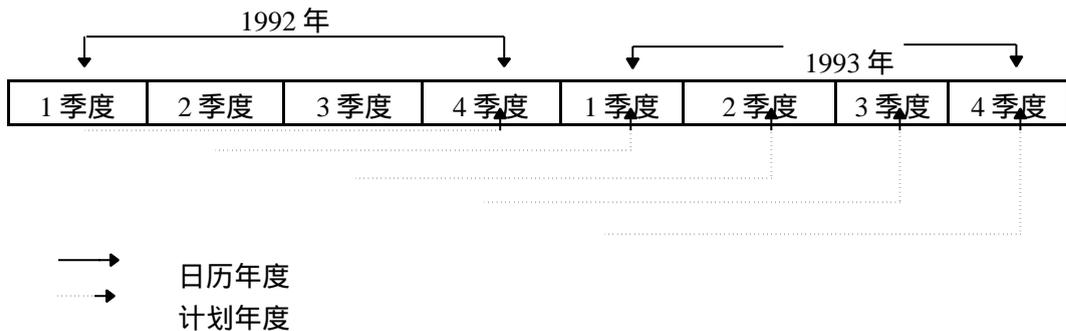


图 1 1 滚动计划示意图

滚动计划的优点是始终能使计划的执行者既有近期目标，也有远期目标，能有效克服那种只顾眼前利益，不顾长远利益的错误倾向。但滚动计划的编制工作比较复杂，特别是那些时间比较长的滚动计划，工作量更大。

## 四、财务控制方法

财务控制是指在财务管理过程中，利用有关信息和特定手段，对企业的财务活动施加影响或调节，以便实现计划所规定的财务目标。在管理活动中，如果不为达到一定目标，根本就不需要管理，如果不能有效地施以影响或调节，也就无法管理。财务控制的方法有很多，现说明最常见的几种。

### （一）防护性控制

防护性控制又称排除干扰控制，是指在财务活动产生前，就制定一系列制度和规定，把可能产生的差异予以排除的一种控制方法。例如：为了保证现金的完全和完整，就要规定现金的使用范围、制定好内部牵制制度；为了节约各种费用开支，则可事先规定开支标准等。排除干扰是最彻底的控制方法，但排除干扰要求对被控制对象有绝对的控制能力，在财务管理中，各种事先制定的标准、制度、规定都可以看作是排除干扰的方法。

### （二）前馈性控制

前馈性控制又称补偿干扰控制。是指通过对实际财务系统运行的监视，运用科学方法预测可能出现的偏差，采取一定措施，使差异得以消除的一种控制方法。例如，在控制企业短期偿债能力时，要密切注意流动资产与流动负债的对比关系，预测这一比例的发展趋势，当预测到这一比率将变得不合理时，就要采用一定办法，对流动资产或流动负债进行调整，使它们的对比关系保持在合理的水平上。补偿干扰也是一种比较好的控制方法，但它要求掌握大量的信息，并要进行准确的预测，只有这样，补偿干扰才能达到目的。

### （三）反馈控制

反馈控制又称平衡偏差控制，是在认真分析的基础上，发现实际与计划之间的差异，确定差异产生的原因，采取确实有效的措施，调整实际财务活动或调整财务计划，使差异得以消除或避免今后出现类似差异的一种控制方法。平衡偏差控制所平衡的总是实际产生的偏差，在平衡偏差的过程中，由于“时滞”的存在，还可能会造成新的偏差。但平衡偏差运用起来比较方便，一般不需太多的信息。因为它是根据实际偏差随时调节的。当干扰不能预计或发生很频繁时，平衡偏差是进行控制的典型方法。财务活动受外部环境的干扰较重，因此，在财务控制中，最常用的控制方法便是反馈控制法。

## 五、财务分析方法

财务分析是根据有关信息资料、运用特定方法，对企业财务活动过程及其结果进行分析和评价的一项工作。通过财务分析，可以掌握各项财务计划指标的完成情况，评价财务状况，研究和掌握企业财务活动的规律性，改善财务预测、决策、计划和控制，提高企业经济效益改善企业管理水平。财务分析的一般程序是：（1）确立题目，明确目标；（2）收集资料，掌握情况；（3）运用方法，揭示问题；（4）提出措施，改进工作。财务分析的方法有许多，现说明最常用的分析方法。

### （一）对比分析法

对比分析法是通过把有关指标进行对比来分析企业财务情况的一种方法。对比分析法要对同一指标的不同方面进行比较，从数量上确定差异，为进一步查找差异原因提供依据。例如，通过同计划数的对比，可以查明该项指标完成计划的程度；通过同历史时期有关数字的对比，可以发现有关财务指标的变动趋势；通过与同类企业之间的有关指标的对比，可以发现先进和落后之间的差距；通过对同一项目不同方案的对比，可以判断各种方案的优劣。对比分析法是一种比较好的分析方法，它具有适应面广，分析过程简单，揭示问题清楚等特点。但任何事物之间，只有遵循一定条件，才能呈现可比性，因此，在运用对比分析法时，必须注意各种指标之间是否可比。

### （二）比率分析法

比率分析法是把有关指标进行对比，用比率来反映它们之间的财务关系，以揭示企业财务状况的一种分析方法，根据分析的不同内容和要求，可以计算各种不同的比率进行对比。其中最主要的比率有：

1. 相关指标比率。这是根据财务活动存在的相互依存、相互联系的关系，将两个性质不同但又相关的指标数值相比，求出比率、以便从财务活动的客观联系中进行研究，更深地认识企业的财务状况。例如，将资金指标同销售指标、利润指标进行对比，便可求出资金周转率，资金利润率，以便更深入地揭示企业财务状况和经营成果。

2. 构成比率。这是计算某项指标的各个组成部分占总体的比重，分析其构成内容的变化，从而掌握该项经济活动的特点与变化趋势。例如，将负债资金同全部资金进行对比，求出负债比率，便可揭示财务风险的大小，观察不同时期负债比率的变化情况，便可发现企业财务风险的变动趋势。

3. 动态比率。这是将某项指标的不同时期的数值相比，求出比率，观察财务活动的动态变化程度，分析有关指标的发展方向和增减速度。由于计算时采用的基数不同，计算出的动态比率有：

(1) 定基发展速度。即以某一期的数值固定为基期数值计算的动态比率。计算公式为：

$$\text{定基发展速度} = \frac{\text{比较期数值}}{\text{固定基期数值}} \times 100\%$$

(2) 环比发展速度，即以每一比较期的前期数值为基期数所计算的动态比率，计算公式为：

$$\text{环比发展速度} = \frac{\text{比较期数值}}{\text{前期数值}} \times 100\%$$

比率分析是财务分析的一种重要方法。通过各种比率的计算和对比，基本上能反映出一个企业的偿债能力、盈利能力、资产周转状况和盈余分配情况。该方法具有简明扼要，通俗易懂的特点，很受各种分析人员的欢迎。

### (三) 综合分析法

综合分析法是把有关财务指标和影响企业财务状况的各种因素都有序地排列在一起，综合地评价企业财务状况和经营成果的一种方法。对任何单一指标、单一因素进行分析，都不能全面评价企业的财务状况及其发展变动趋势，必须进行综合分析，才能对企业财务状况作出全面、系统的评价。在进行综合分析时，可采用比率综合分析法、因素综合分析法和社邦体系分析法等。

综合分析法是一种重要的分析方法，它对全面、系统、综合地分析企业财务状况具有十分重要的意义。但综合分析法一般都比较复杂，所需资料很多，工作量比较大。

## 第二章 财务管理环境

### 第一节 财务管理环境概述

任何事物总是与一定的环境相联系而产生、存在和发展的，财务管理也不例外。不同时期、不同国家、不同领域的财务管理有宿不同的特征，归根结底都是因为影响财务管理的环境因素不尽相同。企业在许多方面如同生物体一样，如果不能适应周围的环境，也就不能生存。环境的变化，可能会给企业理财带来困难，但企业财务管理人员若能合理预测其发展状况，就会不断地走向成功。

#### 一、财务管理环境的概念

从系统论的观点来看，所谓环境，就是指被研究系统之外的，对被研究系统有影响作用的一切系统的总和。显然环境具有相对性，即是说，某一系统的环境，往往又是以其他系统为环境的。

人类社会的实践活动，总是在一定的环境下进行的，财务管理也不例外。如果把财务管理工作看作为一个系统，那么，财务管理以外的并对财务管理系统有影响作用的一切系统的总和，便构成了财务管理的环境。如国家的政治、经济形势，国家经济法规的完善程度、企业所面临的市场状况、企业的生产条件等，都会对财务管理产生重要影响，因此，都属于财务管理环境的组成内容。

财务管理的发展变化，是其环境作用的结果，但如果财务管理人员善于研究环境，合理预测环境的变化，并采取相应的措施，也会对财务管理环境产生能动的作用。

#### 二、财务管理环境的分类

从上述财务管理环境的概念中知道，财务管理环境是一个多层次、多方位的复杂系统，它纵横交错，相互制约，对企业财务管理有着重要影响。为了能对财务管理环境进行更深入细致地研究，下面对财务管理环境进行简单分类。

（一）按财务管理环境包括的范围，财务管理环境分为宏观财务管理环境和微观财务管理环境

宏观财务管理环境是对财务管理有重要影响的宏观方面的各种因素，如国家政治、经济形势、经济发展水平、金融市场状况等。宏观环境的变化，一般对各类企业的财务管理均产生影响。

微观财务管理环境是对财务管理有重要影响的微观方面的各种因素，如企业组织形势、生产状况、企业的产品销售市场状况、企业的资源供应情况等。微观环境的变化一般只对特定的相关企业的财务管理产生影响。

（二）按财务管理环境与企业的关系，财务管理环境分为企业内部财务管理环境和企业外部财务管理环境

企业内部财务管理环境是指企业内部的影响财务管理的各种因素，如企业的生产情况、技术情况、经营规模、资产构成、生产经营周期等。相对而言，内部环境比较简单，往往有现成资料，具有能比较容易把握和加以利用等特点。

企业外部财务管理环境是指企业外部的影响财务管理的各种因素。如国家政治形势、经济形势、法律制度、企业所面临的市场状况以及国际财务管理环境等。外部环境构成比较复杂，需要认真调查搜集资料，以便分析研究，全面认识。

企业内部财务管理环境一般均属微观财务管理环境。企业外部的财务管理环境有的属于宏观财务管理环境，如政治、法律制度等；有的属于微观财务管理环境，如企业的产品销售市场、企业资源的供应情况等。

（三）按财务管理环境的变化情况，财务管理环境分为静态财务管理环境和动态财务管理环境

静态财务管理环境是指那些处于相对稳定状态的影响财务管理的各种因素，它通常指那些相对容易预见，变化性不大的财务环境部分，它对财务管理的影响程度也是相对平衡，起伏不大的。

因此，这种财务环境认清后，一般无需经常予以调整、研究，而是作为已知条件来对待。财务管理环境中的地理环境、法律制度等，属于静态财务管理环境。

动态财务管理环境是指那些处于不断变动状态的影响财务管理的各种因素。从长期观点来看，财务环境都是发展变化的，都是变动状态的财务环境。这里所谓的动态财务环境是指变动性强、预见性差的财务环境部分。在市场经济体制下，商品市场上的销售数量及销售价格、资金市场的资金供求状况及利息率的高低，都是不断变化的，属动态财务管理环境。在财务管理中，应着重研究、分析动态财务管理环境，并及时采取相应对策，提高对财务环境的适应能力和应变能力。

### 三、研究财务管理环境的意义

世界是由相互联系的事物组成的，正是事物之间的相互作用、相互影响，促进了世界的发展与变化。财务管理理论和方法的变化，也是各种环境作用的结果。所以，研究财务管理环境具有重要意义。

（一）通过对财务管理环境的研究，可以使我们正确、全面地认识财务管理的历史规律，掌握财务管理的发展趋势

财务管理的发展过程告诉我们，财务管理的发展是各种环境因素综合作用的结果，但这些因素中，有的起主导作用，有的起辅助作用。由于受多因素的作用，财务管理的发展变化具有两面性：一方面呈现出基本的发展趋势，具有一定的规律性；另一方面又呈现曲折前进的特征。只有认识了这些问题，才能对财务管理的历史作出正确、全面的评价，也才能对各国财务管理的发展状况有个清楚的认识和合理的解释，也才有可能对财务管理发展的未来趋势作出合理的判断。

（二）通过财务管理环境的研究，可以正确地认识影响财务管理的各种因素，不断增强财务管理工作的适应性

财务管理工作是在一定环境条件下进行的实践活动，只有适应了环境，合理地利用环境，才能有生命力。在市场经济条件下财务环境具有构成复杂、变化快速等特点，对财务管理工作产生重大影响，财务管理人员必须对环境进行认真地调查和分析，预测财务环境的发展变化趋势，不断增强对环境的适应能力、应变能力和利用能力，根据环境的发展变化，采取相应的财务策略，以永远立于不败之地。

（三）通过对财务管理环境的研究，可以不断地推动财务理论研究，尽快建立起适应市场经济发展需求的财务管理体系

财务管理理论研究的目的，不应仅限于正确地反映财务管理实践，更为重要的是为了能正确地指导实践。没有人类的财务管理实践固然就没有财务管理理论；然而，财务管理实践如果缺乏系统的理论指导，那也将是盲目的。所以，财务管理环境的研究，应该作为一个重要的财务管理理论课题，同时，对这一问题的研究，又必将推动整个财务管理理论真正朝着与实践相结合的方向发展。当前，应重点研究社会主义市场经济的特点及其对财务管理的影响，以便尽快建立适应市场经济发展要求的财务管理体系。

## 第二节 财务管理的宏观环境

财务管理的宏观环境包括的内容十分复杂，如经济因素、法律因素、社会文化因素、自然资源因素等。下面概要介绍对理财有重要影响的几个因素。

### 一、经济环境

财务管理的经济环境是影响企业财务管理的各种经济因素，如经济周期、经济发展水平、通货膨胀状况、经济体制等。

#### (一) 经济周期

在市场经济条件下，经济通常不会出现较长时间的持续增长或较长时间的衰退，而是在波动中前进的。这种波动大体上经历复苏、繁荣、衰退、萧条几个阶段的循环，这种循环叫经济周期。

资本主义经济周期是人们共知的现象，但它并非以同样方式和程度影响所有产业和企业。由于经济周期影响的严重性，西方财务学者探讨了企业在经济周期中的经营理财策略。现择其要点归纳如图 2—1 所示。

#### 图 2 1 经济周期中的理财策略

我国的经济发展与运行也呈现其特有的周期特征，带有一定的经济波动。过去曾多次出现经济上的超高速增长，发展过快，不得不进行治理整顿或宏观调控的情况。经济周期性波动对企业理财有重要影响。一般而言，在萧条阶段，由于整个宏观环境的不景气，企业很可能处于紧缩状态之中，产量和销售量下降，投资锐减，有时资金紧张，有时又出现资金闲置。在繁荣阶段，一般来说，市场需求旺盛，销售大幅度上升，企业为了扩大生产，就要增加投资，以增添机器设备、存货和劳动力，这就要求财务人员迅速地筹集所需资金。总之，面对周期性波动，财务人员必须预测经济变化情况，适当调整财务政策。

#### (二) 经济发展水平

财务管理的发展水平是和经济发展水平密切相关的，经济发展水平越高，财务管理水平也越好，经济发展水平较低，财务管理水平也低。经济发展水平是一个相对概念，在世界范围内说明各个国家所处的经济发展阶段和他们目前的经济发展水平，是件困难的事情。所以，我们也只能按照常用的概念，把不同的国家分别归于发达国家、发展中国家和不发达国家三大群组，并以此来说明经济发展水平对财务管理的影响。

发达国家经历了较长时间的资本主义经济发展历程，资本的集中和垄断已达到了相当的程度，经济发展水平在世界处于领先地位，这些国家的财务管理水平比较高。这是因为：(1) 高度发达的经济水平必然要求进行完善的、科学的财务管理，这就决定了随着经济水平的发展，必然创造出越来越多的先进的理财方法；(2) 经济生活中许多新的内容、更复杂的经济关系以及更完善的生产方式，也往往首先出现于这些国家，这就决定了发达国家的财务管理内容是不断创新的；(3) 随着经济的发展，更新的计算、通讯设备不断涌现，为财务管理采用更复杂的数学方法创造了条件。

发展中国家的经济发展不是很高，但都在千方百计地提高经济发展水平，目前一般呈现以下特征：基础较薄弱、发展速度比较快、经济政策变更频繁、国际交往日益增多。这些因素决定了发展中国家的财务管理具有以下

特征：(1) 财务管理的总体发展水平在世界上处于中间地位，但发展比较快；(2) 与财务管理有关的法规政策频繁变更，给企业理财造成许多困难；(3) 财务管理实践中还存在着财务目标不明、财务管理方法简单等不尽人意之处。

不发达国家是属于经济发展水平很低的那一部分国家，这些国家的共同特征一般表现为以农业为主要经济部门，工业特别是加工工业很不发达，企业规模小，组织结构简单，这就决定了这些国家的财务管理呈现水平很低、发展较慢、作用不能很好发挥等特征。

### (三) 经济体制

经济体制是指对有限资源进行配置而制定并执行决策的各种机制。现在世界上典型的经济体制有计划经济体制和市场经济体制两种。

计划经济体制的基本特征是：(1) 基层企业单位没有决策权，决策权归某一个高层权力机构（如计划委员会）或某几个高层权力机构（如计委、企业主管部门、财政部门等）；(2) 决策指令是通过在关计划文件的形式由上往下，最终下达给基层单位的；(3) 基层单位必须执行这些决策指令，并努力完成决策中所规定的各种计划指标。

市场经济体制的基本特征是：(1) 没有来自（若有也十分有限）高层机构的指令或命令；(2) 企业的经营决策由企业根据市场供求关系和价格变动所提供的信息来作出；(3) 企业不断对市场信息作出反映，以便不断调整其各种决策。

显然，在计划经济体制下，企业财务管理的权力比较小，企业的筹资权、投资权都归高层决策单位，企业只有执行权，而无决策权，这样，财务管理的内容比较单一，财务管理的方法比较简单。而在市场经济体制下，企业筹资、投资的权力归企业所有，企业必须根据自身条件和外部环境做出各种各样的财务决策并组织实施，因此，财务管理的内容比较丰富，方法比较复杂。财务管理发展水平较高。

### (四) 具体的经济因素

除以上几项因素外，一些具体的经济因素发生变化也会对企业财务管理产生重要影响。这些因素主要包括：(1) 通货膨胀率；(2) 利息率；(3) 外汇汇率；(4) 金融市场，金融机构的完善程度；(5) 金融政策；(6) 财税政策；(7) 产业政策；(8) 对外经贸政策；(9) 其他相关因素。这些因素发生变化，会对财务管理产生十分明显的影响，我们将在后面各章中结合财务管理的具体内容分别加以阐述。

## 二、法律环境

财务管理的法律环境是指影响财务管理的各种法律因素。法是体现统治阶级意志，由国家制定或认可，并以国家强制力保证实施的行为规范的总和。广义的法包括各种法律、规定和制度。财务管理作为一种社会行为，必然要受到法律规范的约束。按着法对财务管理内容的影响情况，可以把法分成如下几类。

### (一) 影响企业筹资的各种法律

企业筹资是在特定的法律约束下进行的，影响企业筹资的法规主要有：公司法、证券法、金融法、证券交易法、经济合同法、企业财务通则、企业财务制度等。这些法规可以从不同方面规范或制约企业的筹资活动。

1. 规范不同类型企业的筹资渠道，例如，只有国有企业才能利用国家资金；只有外商投资企业才能直接吸收外商投资。

2. 规范不同组织类型企业的筹资方式。例如，只有股份公司才能利用发行股票的方式筹集资金。

3. 规范企业筹集资金的条件。例如，有关法规对企业发行证券都规定了详细的条件，不符合这些条件的企业，不能在金融市场上发行证券。

#### （二）影响企业投资的各种法规

企业的投资活动也必须在特定法律的约束下来进行，这方面的法规主要有：企业法、证券交易法、公司法、企业财务通则、企业财务制度等。这些法规都从不同方面规范企业的投资活动。

1. 规范企业投资时的出资方式。企业对外投资时，可采用现金方式出资，也可用无形资产、固定资产进行出资，但对各种资产的出资都有一些具体规定，特别是无形资产的比例还有具体限制。

2. 规范企业投资的程序。例如，企业进行证券投资必须按证券交易法所规定的程序来进行。

3. 规范企业投资的方向。企业投资必须符合国家产业政策，必须符合公平竞争原则。

#### （三）影响企业利润分配的各种法规

企业在进行利润分配时，必须遵守有关法规的规定，这方面的法规包括：税法、公司法、企业法、企业财务通则、企业财务制度等。它们都从不同方面对企业利润分配进行了规范。

1. 规范了企业成本、费用的开支范围。我国的企业财务制度、国外的税法等都企业的成本费用开支做了比较具体的规定。

2. 规范了企业缴纳的税种及其计算方法。各国企业税法都对这方面进行了详细规定。

3. 规范了税后利润分配程序。如我国的企业财务制度、公司法等都税后利润的分配顺序有详细规定。

### 三、社会文化环境

社会文化环境包括教育、科学、文学、艺术、新闻出版、广播电视、卫生体育、世界观、理想、信念、道德、习俗，以及同 社会制度相适应的权利义务观念、道德观念、组织纪律观念、价值观念、劳动态度等。作为人类的一次社会实践活动，财务管理必然受社会文化的影响，但是，社会文化的各方面，对财务管理的影响程度是不尽相同的，有的具有直接影响，有的则可能只有间接影响，有的影响比较明显，有的则可能是微乎其微。下面仅就教育和科学两方面作一适当说明。

#### （一）教育因素

教育对财务管理的影响，要从普通教育和专业教育两个方面进行考虑。

就普通教育来说，由于财务管理涉及大量的文字表述和高深的数学运算，因此，具有一定的文化水平，对于卓有成效地做好财务工作来说，是必不可少的条件。事实表明，在教育落后的情况下，为提高财务管理水平所作的努力往往收效甚微，这种矛盾在现代化管理方法和电子计算机应用日益广泛的情况下，表现更为突出。

关于专业教育，一方面要看教育机构和培训人员在数量和质量上是否能

够适应需要；另一方面还要看教育的内容和质量是否符合经济发展对财务管理不断提出的新的要求。西方发达国家十分重视财务管理人才的教育培训工作，已形成了全面系统的教育培训体系。我国过去在计划经济条件下由于企业财务管理工作比较简单，需要人才比较少，因此，不重视财务管理人才的培养。随着经济体制改革，企业财务管理的内容越来越丰富，财务管理工作越来越重要，财务管理教育问题逐渐引起人们的重视，有些财经院校已设立了财务管理专业甚至财务管理系，专门培养高级财务管理人才。但总的来说，我国的财务管理教育还不能全面满足经济管理的需要，急需加强。

## （二）科学因素

科学包括自然科学和社会科学两大类，它对财务管理工作也有很大影响。科学对财务管理的影响主要表现在以下两方面：

1. 科学的发展有利于完善财务管理理论。财务管理是一项非常复杂的经济管理工作，要做好这项工作，必须有正确的理论作指导。而财务管理理论的发展，并不是孤立的，是以其他科学的发展为条件的。经济学、数学、统计学。现代管理科学、会计学等诸多学科领域的发展，都在一定程度上促进了财务管理理论的发展。

2. 科学的发展为财务管理工作创造了比较好的条件。现代电子计算机、通讯设备的普及和推广，为财务管理提供了先进的技术条件，极大地促进了财务管理方法的改进和创新。

### 第三节 财务管理的微观环境

财务管理的微观环境也包括许多内容，如企业类型、市场状况、生产情况、材料采购情况等。下面概括介绍对财务管理有重要影响的几个方面。

#### 一、企业类型

企业的类型很多，按不同标准可作不同分类。首先按国际惯例介绍三种类型的企业组织形式、然后再介绍其他的企业类型。

##### （一）三种类型的企业组织形式及其对财务管理的影响

设立一个企业，首先面临的问题是要采用哪一种组织形式。各资本主义国家的企业组织形式不完全相同，但通常有三类：独资企业、合伙企业和公司企业。

1. 独资企业。独资企业是指由一个人出资经营，归个人所有和控制的企业。独资企业具有结构简单，容易开办，利润独享，限制较少等优点。但也存在无法克服的缺点，一是独资企业要承担无限责任，一旦发生亏损倒闭，企业所有者的损失不是以资本为限，而是须将全部私人产业拿出来抵债；二是筹资困难，个人财力有限，在借款时往往会因信用不足而遭到拒绝，这可能使独资企业丧失有利可图的机会。

2. 合伙企业。由两个以上的业主共同出资，共同拥有，共同经营的企业叫合伙企业。合伙企业具有开办容易、信用较佳的优点，但也存在责任无限、权力分散、决策缓慢等缺点。

3. 公司。公司是法人，是有权用自己的名义从事经营、与他人订立合同、向法院起诉或被法院起诉的法律实体。公司的最大优点是公司的所有者——股东只承担有限责任，股东对公司债务的责任以其投资额为限。公司的另一个优点是容易筹集资金，可以通过发行股票、债券等形式迅速地筹集到大量资金，这使公司比独资企业和合伙企业有更大发展的可能性。公司这一组织形式，已成为西方大企业所采用的普遍形式。本书所讲的财务管理，主要指公司的财务管理。

不同的组织形式对企业理财有重要影响。如果是独资企业，理财比较简单，主要利用的是业主自己的资金和供应商提供的商业信用。因为信用有限，其利用借款筹资的能力亦相当有限，银行和其他人都不太愿意冒险借钱给独资企业。独资企业的业主要抽回资金，也比较简单，无任何法律限制。合伙企业的资金来源和信用能力比独资企业有所增加，盈余分配也更加复杂，因此，合伙企业的财务管理比独资企业复杂得多。公司引起的财务问题最多，企业不仅要争取获得最大利润，而且要争取让股东财富最大；公司的资金来源有多种多样，筹资方式也很多，需要进行认真的分析和选择；盈余分配也不象独资企业和合伙企业那样简单，要考虑企业内部和外部的许多因素。

##### （二）按其他标准划分的企业类型及其对财务管理的影响

企业还可按其他标准进行分类，这些分类主要有：（1）根据企业所属的部门可分为工业企业、商业企业、农业企业，等等。（2）根据企业规模的大小可分为大型企业、中型企业和小型企业。（3）根据所有权关系可分为国有企业、集体企业、个体私营企业、外商投资企业、股份制企业，等等。（4）根据管理方式可分为承包经营企业和租赁经营企业，等等。不同类型的企业，所处的财务管理环境不同，对财务管理的影响也不一样。例如，我国为吸引

外资，对外商投资企业给予了各种优惠，这是其他所有制企业所不具有的；国有企业可以大量吸收国家投资，而其他所有制企业则缺少这个优势；大企业可以承担比较大的财务风险，而小企业则承受能力极差等等。

## 二、市场环境

在商品经济条件下，每个企业都面临着不同的市场环境，这都会影响和制约企业的财务行为。构成市场环境的要素主要有两项：一是参加市场交易的生产者及消费者的数量；二是参加市场交易的商品的差异程度。一般而言，参加交易的生产者和消费者的数量越多，竞争越大；反之，竞争越小。而参加交易的商品的差异程度越小，竞争程度越大；商品的差异程度越大，竞争程度越小。

企业所处的市场环境，通常有下列四种：

1. 完全垄断市场。又称“纯粹垄断市场”或“独占市场”，是指整个行业只有一个销售者或生产者，它可以决定商品的供应数量和价格。这类市场实际上不存在竞争。公用事业，如煤气公司、自来水公司一般都属于此。另外，有的公司可能因取得专利而形成完全垄断。

2. 完全竞争市场。又称“纯粹竞争市场”，是指竞争不受任何因素的阻碍和干扰，完全由买卖双方自由竞争的市场。在这种市场上，生产者和消费者的数量都很多，但都不能控制市场价格，只能接受现行的市场价格。这类市场上的商品一般都非常标准，无任何差异，如玉米、大豆、小麦等农产品市场都属于此市场。

3. 不完全竞争市场。是指存在一定程度控制力的竞争市场，又称垄断性的竞争市场。在这类市场上，有许多商品生产者，但不同生产厂家的产品存在一定的差异（如质量、牌号等）。这样，消费者在购买时要有所选择，使得有些生产厂家（如名牌产品的生产企业）可以在一定程度上控制或影响市场。

4. 寡头垄断市场。这是指由少数几家生产者控制的市场，这几家企业通常控制该种产品销售量的70—80%，剩下的小部分由其他许多企业经营。

企业所处的市场环境，对财务管理有着重要影响。处于完全垄断市场上的企业销售一般都不成问题，价格波动也不会很大，企业的利润稳中有升，不会产生太大的波动，因而风险较小，可利用较多的债务来筹集资金；而处于完全竞争市场上的企业，销售价格完全由市场来决定，被市场所左右，价格容易出现上下波动，企业利润也会随之波动，因而不宜过多地采用负债方式去筹集资金；处于不完全竞争市场和寡头垄断市场上的企业，关键是要使自己的产品超越其他企业的产品，创出特色，创出名牌。这就需要在研究与开发上投入大量资金，研制出新的优质的产品，并做好广告，搞好售后服务，给予优惠的信用条件等。这就要求财务人员筹集足够的资金，用于研究与开发和产品推销。

## 三、采购环境

采购环境又称物资来源环境，对企业理财有重要影响。按不同的标准可对采购环境做不同的分类。

采购环境按物资来源是否稳定，可分为稳定的采购环境和波动的采购环境。前者对企业所需资源有比较稳定的来源；后者则不稳定，有时能采购到，

有时采购不到。企业如果处于稳定的采购环境中，可少储备存货，减少存货占用的资金；如果处于波动的采购环境，则必须增加存货的保险储备，以防存货不足影响生产，这就要求财务人员把较多的资金投资于存货的保险储备上。

采购环境按价格变动情况，可分为价格上涨的采购环境和价格下降的采购环境。在物价上涨的环境下，企业应尽量提前进货，以防物价进一步上涨而遭受损失，这就要求在存货上投入较多的资金；反之，在物价下降的环境里，应尽量随使用随采购，以便从价格下降中获得好处，也可在存货上尽量少占用资金。

#### 四、生产环境

不同的生产企业和服务企业具有不同的生产环境，这些生产环境对财务管理有着重要影响。比如，企业的生产如果是高技术型的，那就有比较多的固定资产而只有少数的生产工人。这种企业在固定资产上占用的资金比较多，而工薪费用较少，这就要求企业财务人员必须筹集到足够的长期资金以满足固定资产投资；反之，如果企业生产是劳动密集型的，则可较多地利用短期资金。再如，生产轮船、飞机的企业，生产周期较长，企业要比较多地利用长期资金；反之，生产食品的企业，生产周期很短，当然，可以比较多地利用短期资金。

#### 五、人员环境

企业财务管理实际上处理的是人与人之间的经济关系，因此人员环境对理财的影响是相当大的。这里所说的人员环境是指由企业内部或外部利益集团构成的人员组合。因而不仅是自然人，也指法人，还包括由不同人所构成的社会。现分述如下：

1. 业主或股东。业主或股东是企业的所有者，企业对业主承担的基本责任是保护业主的投资。业主的意见对公司的筹资、投资和盈余分配都有重大影响。

2. 债权人。债权人是向企业出借资金的人，如债券持有人、贷款的银行等。企业财务对债权人承担的责任是到期偿还债务，如果不能做到，会影响公司信誉，甚至会导致破产。

3. 雇员。企业的雇员就是为企业生产产品或提供服务的人员。企业必须以优厚的工资、良好的工作条件来满足雇员的需要。

4. 顾客。企业的产品或服务质量的好坏最终要由顾客来检验。因此，企业的成败，归根到底取决于顾客。为了更好地满足顾客的需要，企业要做好广告宣传，加强售后服务，提供优厚的信用条件等，这就需要在产品销售和应收帐款方面进行相当的投资。

5. 政府。政府与企业之间也有一定的利害关系，最主要的就是企业必须依法及时、足额地上交税款。这就要求企业财务人员必须筹集足够的资金以满足纳税的需要。

6. 社会。企业承担社会责任对企业财务也有重大影响。例如，企业向宗教或教育事业捐款，就会减少企业的资金或盈利；企业的生产造成环境污染，必须进行投资来清除污染，也会引起企业资金需求量的变化。

### 第三章 影响财务管理的基本因素

#### 第一节 时间价值

时间价值是客观存在的经济范畴，任何企业的财务活动，都是在特定的时空中进行的。离开了时间价值因素，就无法正确计算不同时期的财务收支，也无法正确评价企业盈亏。时间价值原理，正确地揭示了不同时点上资金之间的换算关系，是财务决策的基本依据。为此，财务人员必须了解时间价值的概念和计算方法。

##### 一、时间价值的概念

时间价值在西方通常称为货币的时间价值，其概念并不完全统一，现介绍几种主要观点。

关于时间价值的概念，西方国家的传统说法是：即使在没有风险和没有通货膨胀的条件下，今天1元钱的价值大于一年以后1元钱的价值。股东投资1元钱，就牺牲了当时使闲或消费这1元钱的机会或权利，按牺牲时间计算的这种牺牲的代价或报酬，就叫作时间价值。

英国经济学家凯恩斯从资本家和消费者心理出发，高估现在货币的价值，低估未来货币的价值。他认为，时间价值在很大程度上取决于灵活偏好、消费倾向等心理因素。

现在，西方关于时间价值的概念，大致可综述如下：投资者进行投资就必须推迟消费，对投资者推迟消费的耐心应给以报酬，这种报酬的量应与推迟的时间成正比，因此，单位时间的这种报酬对投资的百分率称为时间价值。

其实，西方经济学家和财务管理学家们的这些概念，只是说明了一些现象，并没有说明时间价值的本质。所以，在此有必要对时间价值的来源、产生过程、计算标准和计算方法等做出科学的解释。

首先，这些概念都没有揭示时间价值的真正来源。在这些概念中，似乎“时间”、“耐心”都能创造价值，这显然是不科学的。马克思没有用“时间价值”这一概念，但正是他无情地揭示了这种所谓“耐心报酬”就是剩余价值。在发达的商品经济条件下，商品流通的变化形态是 $G-w-G'$ 。这一运动的特点是始点和终点都是货币，没有质的区别。马克思指出：“ $G-w-G'$ 过程所以有内容，不是因为两极有质的区别，而只是因为它们有量的不同。最后从流通中取出的货币，多于起初投入的货币……因此，这个过程的形式是 $G-w-G'$ 。其中的 $G'=G+G$ ，即等于原预付货币额加上一个增值额。我们把这个增值额或超过原价值的余额叫做剩余价值。可见，原预付价值不仅在流通中保存下来，而且在流通中改变了自己的价值量，加上一个剩余价值，或者说增值了。”上面分析的是流通过程的价值运动形式，如果把生产过程和流通过程结合起来加以分析，资金运动的全过程是 $G-w...P...W'-G'$ 。因此可以看出，处于终点的 $G'$ ，是由 $w'$ 实现的结果，而 $w'$ 即包含增值额在内的全部价值是形成于生产过程的，其中，增值部分是工人

---

汪家祐：《管理会计》，经济科学出版社1987年版，第323页。

《马克思恩格斯全集》第23卷，第172页。

创造的剩余价值。因此，我认为，时间价值不可能由“时间”创造，也不可能由“耐心”创造，而只能由工人的劳动创造，即时间价值的真正来源是工人创造的剩余价值。

其次，这些概念未能说明时间价值是如何产生的。如果说推迟消费就能取得报酬，那么资金所有者把钱闲置不用或者埋入地下保存是否能得到报酬呢？显然不能。马克思认为，货币只有当作资本投入生产和流通后才能增值。马克思指出：“作为资本的货币本身就是目的，因为只是在这个不断更新的运动中才有价值的增值。”“如果把它从流通中取出来，那它就凝固为贮藏货币，即使藏到世界末日，也不会增加分毫。”因此，我们认为，并不是所有货币都有时间价值，而只有把货币作为资金投入生产经营才能产生时间价值，即时间价值是在生产经营中产生的。在社会主义市场经济条件下，货币的时间价值实际是资金的时间价值。

最后，这些概念未能说明时间价值如何计算。以凯恩斯为代表的西方经济学家认为，时间价值的量在很大程度上取决于灵活偏好、消费倾向、耐心等待等心理因素，显然，这些都是无法计算和计量的。马克思不仅正确地说明了剩余价值的产生和来源，同时，也正确地揭示了剩余价值是如何计算的。在《资本论》中，马克思曾精辟地论述了剩余价值是如何转化为利润，利润又转化为平均利润的，最后，投资于不同行业的资金会获得大体相当的投资报酬率或社会平均的资金利润率。因此，我们认为，在确定时间价值时，应以社会平均的资金利润率或平均投资报酬率为基础。当然，在西方，投资都或多或少地带有风险，通货膨胀又是客观存在的经济现象，因此，投资报酬率或资金利润率除包含时间价值以外，还包括风险报酬和通货膨胀贴水，在计算时间价值时，后两部分是不应包括在内的。马克思不仅揭示了时间价值量的规定性，还指明了时间价值应按复利方法来计算，他认为，在利润不断资本化的条件下，资本的积累要用复利方法计算，因此资本将按几何级数增长。

综上所述，我认为，时间价值可以有两种表现形式：一是相对数，即时间价值率是指扣除风险报酬和通货膨胀贴水后的平均资金利润率或平均报酬率；二是绝对数，即时间价值额是资金在生产经营过程中带来的真实增值额，即一定数额的资金与时间价值率的乘积。

银行存款利率、贷款利率、各种债券利率、股票的股利率都可以看作是投资报酬率，它们与时间价值率都是有区别的，只有在没有通货膨胀和没有风险的情况下，时间价值率才与上述各报酬率相等。

为了便于说清问题，分层次地、由简到难地研究问题，在讲述资金时间价值的计算时采用抽象分析法，即假设没有风险和通货膨胀，以利率代表时间价值率，本章也是以此假设为基础的。

## 二、时间价值的计算

要做好企业财务管理工作，就必须弄清不同时间点上收到或付出资金之

---

《马克思恩格斯全集》第23卷，第173—174页。

《马克思恩格斯全集》第23卷，第173—174页。

时间价值虽有两种表示方法，但在实际工作中，并不进行严格的区分，因此，谈到时间价值这一概念时，可能是指时间价值额，也可能是指时间价值率。

间的数量关系，这就要掌握时间价值的计算方法。

(一) 复利终值和现值

资金的时间价值一般都是按复利方式进行计算。所谓复利，是指不仅本金要计算利息，利息也要计算利息，即通常所说的“利上滚利”。

终值又称复利未来值，是指若干期以后包括本金和利息在内的未来价值，又称本利和。终值的计算公式为：

$$FV_n = PV(1+i)^n$$

式中： $FV_n$  复利终值；

$PV$  复利现值；

$i$  利息率；

$n$  计息期数。

【例】将 100 元存入银行，利息率为 10%，五年后的终值应为：

$$\begin{aligned} FV_5 &= PV(1+i)^5 \\ &= 100 \times (1+10\%)^5 \\ &= 161(\text{元}) \end{aligned}$$

在上述公式中， $(1+i)^n$  叫终值系数， $(1+i)^n$  可写成  $FVIF_{i,n}$ ，复利终值的计算公式可写成：

$$\begin{aligned} FV_n &= PV(1+i)^n \\ &= PV \cdot FVIF_{i,n} \end{aligned}$$

为了简化和加速  $(1+i)^n$  的计算，可编制复利终值系数表，该表见书后附表一，表 3—1 是其简表。表中  $i$  和  $n$  的范围及详细程度可视情况而定。教学用表中的系数，一般只取 3—4 位小数，实际工作中，位数要多一些。

表 3 1 1 元的复利终值系数简表

利息率 (i)	5.00%	6.00%	7.00%	8.00%	9.00%	10.00%
时间(n)						
1	1.050	1.060	1.070	1.080	1.090	1.100
2	1.102	1.124	1.145	1.166	1.188	1.210
3	1.158	1.191	1.225	1.260	1.295	1.331
4	1.216	1.262	1.311	1.360	1.412	1.464
5	1.276	1.338	1.403	1.469	1.539	1.611
6	1.340	1.419	1.501	1.587	1.667	1.772
7	1.407	1.504	1.606	1.714	1.828	1.949
8	1.477	1.594	1.718	1.851	1.993	2.144
9	1.551	1.689	1.838	1.999	2.172	2.385
10	1.629	1.791	1.967	2.159	2.367	2.594

( $FVIF_{10\%,5}$ )

如前例可查表计算如下：

$$\begin{aligned} FV_5 &= 100 \times (1+10\%)^5 \\ &= 100 \times FVIF_{10\%,5} \\ &= 100 \times 1.611 \\ &= 161.1(\text{元}) \end{aligned}$$

复利现值是指以后年份收入或支出资金的现在价值，可用倒求本金的方

法计算。由终值求现值，叫作贴现。在贴现时所用的利息率叫贴现率。

现值的计算可由终值的计算公式导出：

$$FV_n = PV(1+i)^n$$

$$PV = \frac{FV_n}{(1+i)^n}$$

$$= FV_n \cdot \frac{1}{(1+i)^n}$$

在上述公式中， $\frac{1}{(1+i)^n}$  称为现值系数或贴现系数， $\frac{1}{(1+i)^n}$  可以写为  $PVIF_{i,n}$ ，复利现值的计算公式可改写为：

$$PV = FV_n \cdot PVIF_{i,n}$$

为了简化计算，也可编制现值系数表。该表见书后附表二，表 3 2 是其简表。

**表 3 2 1 元的复利现值系数简表**

贴现率 ( i )	5.00%	6.00%	7.00%	8.00%	9.00%	10.00%
时间 ( n )						
1	0.952	0.943	0.935	0.926	0.917	0.909
2	0.907	0.890	0.873	0.857	0.842	0.826
3	0.864	0.840	0.816	0.794	0.772	0.751
4	0.623	0.792	0.763	0.735	0.708	0.683
5	0.784	0.747	0.713	0.681	0.650	0.621
6	0.746	0.705	0.666	0.630	0.596	0.564
7	0.711	0.665	0.623	0.583	0.547	0.513
8	0.677	0.627	0.582	0.540	0.502	0.467
9	0.645	0.592	0.544	0.500	0.460	0.424
10	0.614	0.508	0.508	0.463	0.422	0.386

(PVIF<sub>8%,3</sub>)

【例】你计划在三年以后得到 400 元，利息率为 8%，现在应存金额可计算如下：

$$PV = FV_n \cdot \left[ \frac{1}{(1+i)^n} \right]$$

$$= 400 \cdot \left[ \frac{1}{(1+8\%)^3} \right]$$

$$= 317.6(\text{元})$$

或查复利现值系数表计算如下：

$$PV = FV_n \cdot PVIF_{8\%,3}$$

$$= 400 \times 0.794 = 317.6(\text{元})$$

### (二) 年金终值和现值的计算

年金是指一定时期内每期相等金额的收付款项。折旧、利息、租金、保险费等通常表现为年金的形式。年金按付款方式可分为普通年金或后付年

金、即付年金或先付年金、延期年金和永续年金。

1. 后付年金的终值和现值的计算。后付年金是指每期期末有等额的收付款项的年金。在现实经济生活中这种年金最为常见，因此，又称为普通年金。

后付年金终值犹如零存整取的本利和，它是一定时期内每期期末等额收付款项的复利终值之和。

设：A 年金数额；  
i 利息率；  
n 计息期数；  
 $V_n$  年金终值。

则后会年金终值的计算可用图 3-1 来说明。

由图 3-1 可知，年金终值的计算公式为：

$$\begin{aligned} FVA_n &= A(1+i)^0 + A(1+i)^1 + A(1+i)^2 + \dots + A(1+i)^{n-2} + A(1+i)^{n-1} \\ &= A[(1+i)^0 + (1+i)^1 + (1+i)^2 + \dots + (1+i)^{n-2} + (1+i)^{n-1}] \\ &= A \sum_{t=1}^n (1+i)^{t-1} \end{aligned}$$

图 3-1 后付年金终值计算示意图

上式中的  $\sum_{t=1}^n (1+i)^{t-1}$  叫年金终值系数或年金复利系数。 $\sum_{t=1}^n (1+i)^{t-1}$  可写成  $FVIFA_{i,n}$  或  $ACF_{i,n}$ ，则年金终值的计算公式可写成：

$$\begin{aligned} FVA_n &= A \cdot FVIFA_{i,n} \\ &= A \cdot ACF_{i,n} \end{aligned}$$

为了简化工作，也可事先编制年金终值系数表（简称 FVJFA 系数表），表中各期年金终值系数可按下列式计算：

$$FVIFA_{i,n} = \frac{(1+i)^n - 1}{i}$$

公式推导过程如下：

$$FVIFA_{i,n} = (1+i)^0 + (1+i)^1 + (1+i)^2 + \dots + (1+i)^{n-2} + (1+i)^{n-1} \quad (1)$$

将式 (1) 两边同乘 (1+i) 得：

$$FVIFA_{i,n} \cdot (1+i) = (1+i)^1 + (1+i)^2 + (1+i)^3 + \dots + (1+i)^{n-1} + (1+i)^n \quad (2)$$

将式 (2) 减式 (1) 得：

$$FVIFA_{i,n} \cdot (1+i) - FVIFA_{i,n} = -1 + (1+i)^n$$

$$FVIFA_{i,n} \cdot i = (1+i)^n - 1$$

$$FVIFA_{i,n} = \frac{(1+i)^n - 1}{i}$$

年金终值系数表见书后附表三，表 3-3 是其简表。

表 3 3 1 元年金终值系数简表

时间(n)	利息率(i)					
	5.00%	6.00%	7.00%	8.00%	9.00%	10.00%
1	1.000	1.000	1.0000	1.000	1.000	1.000
2	2.050	2.060	2.070	2.080	2.090	2.100
3	3.152	3.184	3.215	3.246	3.278	3.310
4	4.310	4.375	4.440	4.506	4.573	4.641
5	5.526	5.637	5.751	5.867	5.985	6.105
6	6.802	6.975	7.153	7.336	7.523	7.746
7	8.142	8.394	8.654	8.923	9.200	9.487
8	9.549	9.897	10.260	10.637	11.028	11.436
9	11.027	11.491	11.978	12.488	13.021	13.579
10	12.578	13.181	13.816	14.487	15.193	15.937

(FVIFA<sub>8%, 5</sub>)

【例】五年中每年年底存入银行 100 元，存款利率为 8%，求第五年末年金终值为多少。

$$FVA_5 = A \cdot FVIFA_{8\%, 5}$$

$$= 100 \times 5.867 = 586.7 (\text{元})$$

一定期间内每期期末等额的系列收付款项的现值之和，叫后付年金现值。年金现值的符号为  $PVA_n$ 。年金现值的计算情况可用图 3—2 加以说明。

从图 3—2 得，年金现值的计算公式为：

$$PVIF_n = A \frac{1}{(1+i)^1} + A \frac{1}{(1+i)^2} + \Lambda + A \frac{1}{(1+i)^{n-1}}$$

$$+ A \frac{1}{(1+i)^n}$$

$$= A \sum_{t=1}^n \frac{1}{(1+i)^t}$$

式中， $\sum_{t=1}^n \frac{1}{(1+i)^t}$  叫年金现值系数，或年金贴现系数。年金现值系数可简写为  $PVIFA_{i,n}$  或  $ADF_{i,n}$ ，则后付年金现值的计算公式可写为：

$$PVA_n = A \cdot PVIFA_{i,n}$$

$$= A \cdot ADF_{i,n}$$

为了简化计算，可以事先编制年金现值系数表（简称 PVIFA 表），此表见书后附表四，表 3—4 是其简表。

在编表时，现值系数可按下式计算：

$$PVIFA_{i,n} = \frac{(1+i)^n - 1}{i(1+i)^n}$$

此公式的推导过程为：

$$PVIFA_{i,n} = \frac{1}{(1+i)^1} + \frac{1}{(1+i)^2} + \frac{1}{(1+i)^3} + \Lambda + \frac{1}{(1+i)^{n-1}} + \frac{1}{(1+i)^n} \quad (3)$$

贴现率 ( i )	5.00%	6.00%	7.00%	8.00%	9.00	10.00%
时间 ( n )						
1	0.952	0.943	0.935	0.926	0.917	0.909
2	1.859	1.833	1.808	1.783	1.759	1.736
3	2.723	2.673	2.624	2.577	2.531	2.487
4	3.546	3.465	3.387	3.312	3.240	3.170
5	4.336	4.212	4.100	3.993	3.890	3.791
6	5.076	4.917	4.766	4.623	4.486	4.355
7	5.786	5.582	5.389	5.206	5.033	4.868
8	6.463	6.210	5.971	5.747	5.535	5.335
9	7.108	6.802	6.515	6.247	5.995	5.759
10	7.722	7.360	7.024	6.710	6.418	6.145

(PVIF<sub>10%,5</sub>)

式 (3) 两边同乘以 (1+i) 得 :

$$PVIFA_{i,n} \cdot (1+i) = 1 + \frac{1}{(1+i)^1} + \frac{1}{(1+i)^2} + \dots + \frac{1}{(1+i)^{n-2}} + \frac{1}{(1+i)^{n-1}} \quad (4)$$

式 (4) 减式 (3) 得 :

$$PVIFA_{i,n} \cdot (1+i) - PVIFA_{i,n} = 1 - \frac{1}{(1+i)^n}$$

$$PVIFA_{i,n} \cdot i = 1 - \frac{1}{(1+i)^n}$$

$$PVIFA_{i,n} = \frac{(1+i)^n - 1}{i(1+i)^n}$$

$$PVIFA_{i,n} = \frac{1 - \frac{1}{(1+i)^n}}{i}$$

【例】现在存入一笔钱，准备在以后五年中每年末得到 100 元，如果利息率为 10%，现在应存入多少钱？

$$\begin{aligned} PVA_5 &= A \cdot PVIFA_{10\%,5} \\ &= 100 \times 3.791 \\ &= 379.1(\text{元}) \end{aligned}$$

2. 先付年金的终值和现值的计算。先付年金是指在一定时期内，各期期初等额的系列收付款项。先付年金与后付年金的区别仅在于付款时间的不同。由于后付年金是最常用的，因此，年金终值和现值系数表是按后付年金编制的。利用后付年金系数表计算先付年金的终值和现值时，可在后付年金的基础上用终值和现值的计算公式进行调整。

n 期先付年金终值和 N 期后付年金终值之间的关系可以用图 3—3 加以说明。

图 3 3 先付年金终值计算示意图

从图 3—3 可以看出，n 期先付年金与 n 期后付年金的付款次数相同，但由于付款时间的不同，n 期先付年金终值比 n 期后付年金终值多计算一期

利息。所以，可以先求出  $n$  期后付年金终值，然后再乘以  $(1+i)$  便可求出  $n$  期先付年金的终值。其计算公式为：

$$V_n = A \cdot FVIFA_{i,n} \cdot (1+i)$$

此外，还可根据  $n$  期先付年金与  $n+1$  期后付年金的关系推导出另一公式。 $n$  期先付年金与  $n+1$  期后付年金的计息期数相同，但比  $n+1$  期后付年金少付一次款，因此，只要将  $n+1$  期后付年金的终值减去一期付款额  $A$ ，便可求出  $n$  期先付年金终值，计算公式为：

$$\begin{aligned} V_n &= A \cdot FVIFA_{i,n+1} - A \\ &= A \cdot (FVIFA_{i,n+1} - 1) \end{aligned}$$

【例】某人每年年初存入银行 1000 元，银行存款年利率为 8%，问第 10 年末的本利和应为多少？

$$\begin{aligned} V_{10} &= 1000 \times FVIFA_{8\%,10} \times (1+8\%) \\ &= 1000 \times 14.487 \times 1.08 \\ &= 15647(\text{元}) \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{或 } V_{10} &= 1000 \times (FVIFA_{8\%,11} - 1) \\ &= 1000 \times (16.645 - 1) \\ &= 15645(\text{元}) \end{aligned}$$

$n$  期先付年金现值与  $n$  期后付年金现值之间的关系，可以用图 3-4 加以说明。

图 3-4 先付年金现值计算示意图

从图 3-4 中可以看出， $n$  期后付年金现值与  $n$  期先付年金现值的付款期数相同，但由于  $n$  期后付年金是期末付款， $n$  期先付年金是期初付款，在计算现值时， $n$  期后付年金现值比  $n$  期先付年金现值多贴现一期。所以，可先求出  $n$  期后付年金现值，然后再乘以  $(1+i)$ ，便可求出  $n$  期先付年金的现值。其计算公式为：

$$V_0 = A \cdot PVIFA_{i,n} \cdot (1+i)$$

根据  $n$  期先付年金与  $n-1$  期后付年金现值的关系，还可推出计算  $n$  期先付年金现值的另一个公式。 $n$  期先付年金现值与  $n-1$  期后付年金现值的贴现期数相同，但  $n$  期先付年金比  $n-1$  期后付年金多一期不用贴现的付款  $A$ ，因此，先计算  $n-1$  期后付年金的现值，然后再加上一期不需要贴现的付款  $A$ ，便可求出  $n$  期先付年金的现值，计算公式为：

$$\begin{aligned} V_0 &= A \cdot PVIFA_{i,n-1} + A \\ &= A \cdot (PVIFA_{i,n} + 1) \end{aligned}$$

【例】某企业租用一设备，在 10 年中每年年初要支付租金 5000 元，年利息率为 8%，问这些租金的现值是多少？

$$\begin{aligned} V_0 &= 5000 \times PVIFA_{8\%,10} \times (1+8\%) \\ &= 5000 \times 6.71 \times 1.08 \\ &= 36234(\text{元}) \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{或 } V_0 &= 5000 \times (PVIFA_{8\%,9} + 1) \\ &= 5000 \times (6.247 + 1) \\ &= 36234(\text{元}) \end{aligned}$$

3. 延期年金现值的计算。延期年金是指在最初若干期没有收付款项的情况下，后面若干期等额的系列收付款项。假设最初有  $m$  期没有收付款项，后面  $n$  期有等额的收付款项，则延期年金的现值即为后  $n$  期年金贴现至  $m$  期第一期期初的现值。这可以用图 3—5 加以说明。

图 3 5 延期年金现值计算示意图

从图 3—5 中可以看出，先求出延期年金在  $n$  期期初（ $m$  期期末）的现值，再将它做为终值贴现至  $m$  期的第一期期初，便可求出延期年金的现值。其计算公式为：

$$V_0 = A \times PVIFA_{i,n} \times PVIF_{i,m}$$

延期年金现值还可以用另外一种方法计算，先求出  $m+n$  期后付年金现值，减去没有付款的前  $m$  期后付年金现值，二者之差便是延期  $m$  期的  $n$  期后付年金现值。其计算公式为：

$$\begin{aligned} V_0 &= A \cdot PVIFA_{i,m+n} - A \cdot PVIFA_{i,m} \\ &= A \cdot (PVIFA_{i,m+n} - PVIFA_{i,m}) \end{aligned}$$

【例】某企业向银行借入一笔款项，银行贷款的年利率为 8%，银行规定前 10 年不用还本付息，但从第 11 年至第 20 年每年年末偿还本息 1000 元，问这笔款项的现值应为多少？

$$\begin{aligned} V_0 &= 1000 \times PVIFA_{8\%,10} \times PVIF_{8\%,10} \\ &= 1000 \times 6.710 \times 0.463 \\ &= 3107(\text{元}) \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{或 } V_0 &= 1000 \times (PVIFA_{8\%,20} - PVIF_{8\%,10}) \\ &= 1000 \times (9.818 - 6.710) \\ &= 3107(\text{元}) \end{aligned}$$

4. 永续年金现值的计算。永续年金是指无限期支付的年金。西方有些债券为无期限债券，这些债券的利息可视为永续年金。优先股因为有固定的股利而又无到期日，因而，优先股股利有时可以看作是永续年金。另外，期限长，利率高的年金现值，可按永续年金的公式，计算其近似值。

永续年金的现值系数  $PVIFA_i$ ，可按下列式计算：

$$PVIFA_{i,\infty} = \frac{1}{i}$$

上式的推导过程为：

$$PVIFA_{i,n} = \frac{1 - \frac{1}{(1+i)^n}}{i}$$

$$\text{当 } n \rightarrow \infty \text{ 时, } \frac{1}{(1+i)^n} \rightarrow 0$$

$$\text{故 } PVIFA_{i,\infty} = \frac{1}{i}$$

因此，永续年金现值的计算公式为：

$$V_0 = A \cdot \frac{1}{i}$$

【例】某永续年金每年年底的收入为 800 元，利息率为 8%，求该项永续年金的现值。

$$V_0 = 800 \times \frac{1}{8\%} = 1000(\text{元})$$

### (三) 贴现率的计算

在前面计算现值和终值时，都假定利息率是给定的，但在财务管理中，经常会遇到已知计息期数、终值和现值，求贴现率的问题，一般来说，求贴现率可分为两步：第一步求出换算系数，第二步根据换算系数和有关系数表求贴现率。根据前述有关计算公式，复利终值、复利现值，年金终值和年金现值的换算系数分别用下列公式计算：

$$PVIF_{i,n} = \frac{FV_n}{PV}$$

$$PVIF_{i,n} = \frac{PV}{FV_n}$$

$$PVIFA_{i,n} = \frac{FVA_n}{A}$$

$$PVIFA_{i,n} = \frac{PVA_n}{A}$$

【例】把 100 元存入银行，10 年后可获本利和为 259.4 元，问银行存款的利率应为多少？

$$PVIF_{i,10} = \frac{100}{259.4} = 0.386$$

查复利现值系数表，与  $n = 10$  相对应的贴现率中，10% 的系数为 0.386，因此，利息率应为  $i = 10\%$ 。

【例】现在向银行存入 5000 元，在利率为多少时，才能保证在以后 10 年中每年得到 750 元。

$$PVIFA_{i,10} = \frac{5000}{750} = 6.667$$

查 PVIFA 表得：

当利率为 8% 时，系数是 6.710；当利率为 9% 时，系数是 6.418。所以利率应在 8—9% 之间，假设  $x$  为超过 8% 的利息率，则可用插值法计算  $x$  的值如下：

利率：	年金现值系数：
8% } $x\%$ }	6.710 } 0.043 }
? } $x\%$ }	6.667 } 0.292 }
9% } 1% }	6.418 }

$$\frac{x}{1} = \frac{0.043}{0.292}$$

$$x = 0.147$$

则 利息率  $i = 8\% + 0.147\% = 8.147\%$

### 三、时间价值计算中的几个特殊问题

以上介绍的都是时间价值计算的基本原理，现对时间价值计算中的几个

特殊问题说明如下。

(一) 不等额现金流量现值的计算

前面讲的年金是指每次收入或付出的款项都是相等的。但在经济管理中,更多的情况是每次收入或付出的款项并不相等。财务管理中,也经常需要计算这些不等额现金流入量或流出量的现值之和。

假设:  $A_0$ ——第 0 年末的付款;

$A_1$ ——第 1 年末的付款;

$A_2$ ——第 2 年末的付款;

⋮

⋮

⋮

$A_n$ ——第  $n$  年末的付款;

则其现值计算公式可用图 3-6 表示。

由图 3-6 可得:

$$\begin{aligned} PV_0 &= A_0 \frac{1}{(1+i)^0} + A_1 \frac{1}{(1+i)^1} + A_2 \frac{1}{(1+i)^2} + \dots \\ &\quad + A_{n-1} \frac{1}{(1+i)^{n-1}} + A_n \frac{1}{(1+i)^n} \\ &= \sum_{t=0}^n A_t \frac{1}{(1+i)^t} \end{aligned}$$

图 3-6 不等额现金流量现值计算示意图

【例】有一笔现金流量如表 3—5 所示, 贴现率为 5%, 求这笔不等额现金流量的现值。

表 3-5

单位: 元

年 ( t )	0	1	2	3	4
现金流量	1000	2000	100	3000	4000

这笔不等额现金流量的现值可按下列公式求得:

$$\begin{aligned} PV_0 &= A_0 \cdot \frac{1}{(1+i)^0} + A_1 \cdot \frac{1}{(1+i)^1} + A_2 \cdot \frac{1}{(1+i)^2} \\ &\quad + A_3 \cdot \frac{1}{(1+i)^3} + A_4 \cdot \frac{1}{(1+i)^4} \\ &= 1000 \times 1.000 + 2000 \times 0.952 + 100 \times 0.907 \\ &\quad + 3000 \times 0.864 + 4000 \times 0.823 \\ &= 8878.7(\text{元}) \end{aligned}$$

(二) 年金和不等额现金流量混合情况下的现值

在年金和不等额现金流量混合的情况下, 能用年金公式计算现值使用年金公式计算, 不能用年金公式计算的, 使用复利公式计算, 然后把它们加总, 便得出年金和不等额现金流量混合情况下的现值。

【例】某系列现金流量如表 3—6 所示, 贴现率为 9%, 求这一系列现金

流量的现值。

年	现金流量
1	1000
2	1000
3	1000
4	1000
5	2000
6	2000
8	2000
9	2000
10	3000

在这一实例中，1—4 年的现金流量相等，可以看作是求 4 年期的年金现值，5—9 年的现金流量也相等，也可以看作是一种年金，但必须先设法求出这笔 5—9 年年金的现值系数：

$$\begin{aligned} PVIFA_{9\%,5-9} &= PVIF_{9\%,5} + PVIF_{9\%,6} \\ &\quad + PVIF_{9\%,7} + PVIF_{9\%,8} + PVIF_{9\%,9} \\ &= 0.650 + 0.596 + 0.547 + 0.502 + 0.460 \\ &= 2.755 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{或 } PVIFA_{9\%,5-9} &= PVIFA_{9\%,9} - PVIFA_{9\%,4} \\ &= 5.995 - 3.240 \\ &= 2.755 \end{aligned}$$

这样，这笔现金流量的现值可按下式来求：

$$\begin{aligned} PV_0 &= 1000 \times PVIFA_{9\%,4} + 2000 \times PVIFA_{9\%,5-9} \\ &\quad + 3000 \times PVIF_{9\%,10} \\ &= 1000 \times 3.240 + 2000 \times 2.755 + 3000 \times 0.422 \\ &= 10016(\text{元}) \end{aligned}$$

### (三) 计息期短于一年期时间价值的计算

终值和现值通常是按年来计算，但在有些时候，也会遇到计息期短于 1 年的情况。例如，债券利息一般每半年支付一次，股利有时每季支付一次，这就出现了以半年、1 季度、1 个月甚至以天数为期间的计息期。

前面探讨的都是以年为单位的计息期，当计息期短于 1 年，而使用的利率又是年利率时，计息期数和计息率均应按下式进行换算：

$$r = \frac{i}{m}$$

$$t = m \cdot n$$

式中：r 期利率；  
i 年利率；  
m 每年的计息次数；  
n 年数；  
t 换算后的计算期数。

【例】某人准备在第 5 年底获得 1000 元收入，年利息率为 10%。试计算：（1）每年计息一次，问现在应存入多少钱；（2）每半年计息一次，现在应存入多少钱。

如果是每年计息一次，则  $n=5$ ， $i=10\%$ ， $FV_5=1000$ ，那么：

$$\begin{aligned}PV &= FV_5 \times PVIF_{i,n} \\ &= 1000 \times PVIF_{10\%,5} \\ &= 1000 \times 0.621 \\ &= 621(\text{元})\end{aligned}$$

如果每半年计息一次，则  $m=2$

$$r = \frac{i}{m} = \frac{10\%}{2} = 5\%$$

$$t = m \cdot n = 5 \times 2 = 10$$

则

$$\begin{aligned}PV &= FV_{10} \times PVIF_{5\%,10} \\ &= 1000 \times 0.614 \\ &= 614(\text{元})\end{aligned}$$

## 第二节 风险报酬

企业的财务管理工作，几乎都是在风险和不确定情况下进行的。离开了风险因素，就无法正确评价企业报酬的高低。风险报酬原理，正确地揭示了风险和报酬之间的关系，是财务决策的基本依据。为此，财务人员必须了解风险报酬的概念及其计算方法。

### 一、风险报酬的概念

在上节阐述时间价值时，提出资金的时间价值是在没有风险和通货膨胀条件下的投资报酬率。所以，在上节中，是假是没有风险的。但是，风险是客观存在的，做财务管理工作不能不考虑风险问题。按风险的程度，可把企业财务决策分为三种类型。

#### （一）确定性决策

决策者对未来的情况是完全确定的或已知的决策，称为确定性决策。例如，时代公司将 100 万元投资于利息率为 10% 的国库券，由于国家实力雄厚，到期得到 10% 的报酬几乎是肯定的，因而，一般认为这种投资为确定性投资。

#### （二）风险性决策

决策者对未来的情况不能完全确定，但它们出现的可能性——概率的具体分布是已知的或可以估计的，这种情况下的决策称为风险性决策。例如，假设时代公司把 100 万元投资于大华玻璃制造公司的股票，已知这种股票在经济繁荣时能获得 20% 的报酬，在经济状况一般时能获得 10% 的报酬，在经济萧条时只能获得 5% 的报酬。现根据各种资料分析，认为明年经济繁荣的概率为 30%，经济状况一般的概率为 40%，经济萧条的概率为 30%，这种决策便属于风险性决策。

#### （三）不确定性决策

决策者对未来的情况不仅不能完全确定，而且对其可能出现的概率也不清楚，这种情况下的决策称为不确定性决策。例如，假设时代公司把 100 万元投资于东北煤炭开发公司的股票，如果东北公司能顺利找到煤矿，则时代公司可获得 100% 的报酬；反之，如果东北公司找不到煤矿，则时代公司获得— 100% 的报酬，但找到煤矿与找不到煤矿的可能性各为多少，事先并不知道，也就是说，事先并不能知道有多大的可能性获得 100% 的报酬，有多大的可能性获得— 100% 的报酬，这种投资决策便属于不确定性决策。

从理论上讲，不确定性是无法计量的，但在财务管理中，通常为不确定性决策规定一些主观概率，以便进行定量分析。不确定性规定了主观概率后，与风险就十分相近了。因此，在企业财务管理中，对风险和不确定性并不作严格区分，当谈到风险时，可能指风险，更可能指不确定性。

一般而言，投资者都讨厌风险，并力求回避风险。那么，为什么还有人进行风险性投资呢？这是因为风险投资可得到额外报酬——风险报酬。风险报酬也有两种表示方法：风险报酬额和风险报酬率。所谓风险报酬额，是指投资者因冒风险进行投资而获得的超过时间价值的那部分额外报酬。所谓风险报酬率，是指投资者因冒风险进行投资而获得的超过时间价值率的那部分

额外报酬率，即风险报酬额与原投资额的比率。在财务管理中，风险报酬通常用相对数——风险报酬率来加以计量。如果把通货膨胀因素抽象掉的话，投资报酬率就是时间价值率和风险报酬率之和。因此，时间价值和风险报酬便成为财务管理中两项基本因素。

## 二、风险报酬的计算

为了有效地做好财务管理工作，就必须弄清不同风险条件下的投资报酬率之间的关系，掌握风险报酬的计算方法。

风险报酬的计算是一个比较复杂的问题，下面结合实例分步加以说明。

### (一) 确定概率分布

一个事件的概率是指这一事件可能发生的几率。例如，一个企业的利润有 60% 的几率增加，有 40% 的几率减少。如果把所有可能的事件或结果都列示出来，且每一事件都给予一种概率，把它们列示在一起，便构成了概率的分布。上例的概率分布可用表 3—7 来表示。

表 3—7 概率分布表

可能出现的结果 ( i )	概率 ( P <sub>i</sub> )
利润增加	0.6=60%
利润减少	0.4 = 40 %
合计	1.00=100%

概率分布必须符合以下两个要求：

1. 所有的概率即 P<sub>i</sub> 都在 0 和 1 之间，即 0 ≤ P<sub>i</sub> ≤ 1。

2. 所有结果的概率之和应等于 1，即  $\sum_{i=1}^n P_i = 1$ ，这里，n 为可能出现结果的个数。

### (二) 计算期望报酬率

期望报酬率是各种可能的报酬率按其概率进行加权平均得到的报酬率，它是反映集中趋势的一种量度。期望报酬率可按下列公式计算：

$$\bar{K} = \sum_{i=1}^n K_i P_i$$

式中： $\bar{K}$  期望报酬率；  
 K<sub>i</sub> 第 i 种可能结果的报酬率；  
 P<sub>i</sub> 第 i 种可能结果的概率；  
 n 可能结果的个数。

【例】东方制造公司和西京自来水公司股票报酬率及其概率分布情况如表 3—8 所示，试计算两个公司的期望报酬率。

---

风险报酬虽然有两种表示方法，但在实际工作中，并不进行严格的区分，因此，谈到风险报酬这一概念时，可能是指风险报酬额，但也可能是指风险报酬率。

表 3—8 东方公司和西京公司股票报酬率的概率分布经济情况

经济情况	该种经济情况发生的概率 ( p <sub>i</sub> )	报酬率 ( K <sub>i</sub> , % )	
		西京公司	东方公司
繁荣	0.20	40	70
一般	0.60	20	20
衰退	0.20	0	-30

下面，根据上述公式分别计算西京公司和东方公司的期望报酬率。

$$\begin{aligned} \text{西京公司} \quad \bar{K} &= K_1P_1 + K_2P_2 + K_3P_3 \\ &= 40\% \times 0.20 + 20\% \times 0.60 + 0\% \times 0.20 \\ &= 20\% \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{东方公司} \quad \bar{K} &= K_1P_1 + K_2P_2 + K_3P_3 \\ &= 70\% \times 0.20 + 20\% \times 0.60 + (-30\%) \times 0.20 \\ &= 20\% \end{aligned}$$

两个公司股票期望报酬率都是 20%，但西京公司各种情况下的报酬率比较集中，而东方公司却比较分散，所以西京公司的风险小。这种情况可通过图 3—7 来说明。

图 3 7 报酬率分存图

以上，只是假定存在繁荣、一般和衰退三种情况。实践中，经济状况可以在极度衰退和极度繁荣之间发生无数种可能的结果。如果对每一可能的经济情况都给予相应的概率（概率的总和要等于 1），并对每一种情况都给予一个报酬率，把它们绘制在直角坐标系中，便可得到连续的概率分布图，见图 3—8。

这里有关假设已与图 3—7 不同，在图 3—7 中，得到 20% 报酬的概率为 60%，但在图 3—8 中，其概率要小得多，因为这里的经济情况很多，而不仅是三种。

概率分布越集中，实际可能的结果越接近期望报酬率，而实际报酬率低于期望报酬率的可能性越小。

### （三）计算标准离差

标准离差是各种可能的报酬率偏离期望报酬率的综合差异，是反映离散程度的一种量度。标准离差可按下列公式计算：

图 3 8 报酬率的连续分存图

$$\delta = \sqrt{\sum_{i=1}^n (K_i - \bar{K})^2 \cdot P_i}$$

式中：期望报酬率的标准离差；

$\bar{K}$  期望报酬率；

$K_i$  第 i 种可能的结果；

$P_i$  第 i 种结果的概率；

n 可能结果的数量

具体来讲，计算标准离差的程序是：

$$\text{期望报酬率} = \bar{K} = \sum P_i K_i$$

2. 把期望报酬率与每一结果相减，得到每一种可能结果与期望报酬率的差异。

$$D_i = K_i - \bar{K}$$

3. 计算每一差异的平方，再乘以与其有关的结果发生的概率，并把这些乘积汇总，得到概率分布的方差。也就是说，方差是各种可能结果值与期望报酬率之差的平方，以各种可能结果的概率为权数计算的加权平均数。常用  $\sigma^2$  表示。其计算公式为：

$$\sigma^2 = \sum_{i=1}^n P_i (K_i - \bar{K})^2$$

4. 对每一方差开方，得到标准离差。

$$\sigma = \sqrt{\sum_{i=1}^n P_i (K_i - \bar{K})^2}$$

将上例中西京公司和东方公司的资料代入上述公式得两个公司的标准离差：

西京公司的标准离差为：

$$\begin{aligned} \sigma &= \sqrt{(40\% - 20\%)^2 \times 0.20 + (20\% - 20\%)^2 \times 0.60 + (0\% - 20\%)^2 \times 0.20} \\ &= 12.65\% \end{aligned}$$

东方公司的标准离差为：

$$\begin{aligned} \sigma &= \sqrt{(70\% - 20\%)^2 \times 0.20 + (20\% - 20\%)^2 \times 0.60 + (-30\% - 20\%)^2 \times 0.20} \\ &= 31.62\% \end{aligned}$$

标准离差越小，说明离散程度越小，风险也就越小。根据这种测量方法，东方公司的风险要大于西京公司。

#### (四) 计算标准离差率

标准离差是反映随机变量离散程度的一个指标。但它是一个绝对值，而不是一个相对量，只能用来比较期望报酬率相同的各项投资的风险程度，而不能用来比较期望报酬率不同的各项投资的风险程度。要对比期望报酬率不同的各项投资的风险程度，应该用标准离差同期望报酬率的比值，即标准离差率。标准离差率的计算方式为：

$$V = \frac{\sigma}{\bar{K}} \times 100\%$$

式中：V 标准离差率；

σ 标准离差；

$\bar{K}$  期望报酬率。

在上例中，西京公司的标准离差率为：

$$V = \frac{12.65\%}{20\%} \times 100\% = 63.25\%$$

东方公司的标准离差率为：

$$V = \frac{31.62\%}{20\%} \times 100\% = 158.1\%$$

当然，在上例中，两个公司的期望报酬率相等，可直接根据标准离差来

比较风险程度，但如果期望报酬率不等，则必须计算标准离差率才能对比风险程度。例如，假设上例西京公司和东方公司股票报酬的标准离差率为 12.65% 和 31.62%，但西京公司股票的期望报酬率为 15%，东方公司股票的期望报酬率为 40%，那么，究竟哪种股票的风险更大呢？这不能用标准离差作为判别标准，而要使用标准离差率。

西京公司的标准离差率为：

$$V = \frac{12.65\%}{15\%} \times 100\% = 84\%$$

东方公司的标准离差率为：

$$V = \frac{31.62\%}{40\%} \times 100\% = 79\%$$

这说明，在上述假设条件下，西京公司股票的风险要大于东方公司股票的风险。

#### （五）计算风险报酬率

标准离差虽然能正确评价投资风险程度的大小，但这还不是风险报酬率，要计算风险报酬率，还必须借助一个系数——风险报酬系数。风险报酬率、风险报酬系数和标准离差率之间的关系可用公式表示如下：

$$R_R = bV$$

式中：RR 风险报酬率；  
b 风险报酬系数；  
V 标准离差率。

那么，投资的总报酬率可表示为：

$$K = R_F + R_R = R_F + bV$$

式中：K 投资的报酬率；  
 $R_F$  无风险报酬率。

无风险报酬率就是加上通货膨胀贴水以后的货币时间价值，西方一般把投资于国库券的报酬率视为无风险报酬率。

风险报酬系数是将标准离差率转化为风险报酬的一种系数或倍数，假设西京公司的风险报酬系数为 5%，东方公司的风险报酬系数为 8%，则两个公司股票的风险报酬率分别为：

$$\text{西京公司：} R_R = bV = 5\% \times 63.25\% = 3.16\%$$

$$\text{东方公司：} R_R = bV = 8\% \times 158.1\% = 22.65\%$$

如果无风险报酬率为 10%，则两个公司股票的投资报酬率应分别为：

$$\text{西京公司：} K = R_F + bV = 10\% + 5\% \times 63.25\% = 13.16\%$$

$$\text{东方公司：} K = R_F + bV = 10\% + 8\% \times 158.1\% = 22.65\%$$

至于风险报酬系数的确定，有如下几种方法：

1. 根据以往的同类项目加以确定。风险报酬系数 b，可以参照以往同类投资项目的历史资料，运用前述有关公式来确定。例如，某企业准备进行一项投资，此类项目含风险报酬率的投资报酬率一般为 20% 左右，其报酬率的标准离差率为 100%，无风险报酬率为 10%，则由公式  $K = R_F + bV$  得：

$$b = \frac{K - R_F}{V} = \frac{20\% - 10\%}{100\%} = 10\% = 0.1$$

2. 根据标准离差率与投资报酬率之间的关系加以确定。如前所述，标准

离差率是衡量风险程度大小的重要标准，因而，可以利用标准离差率同投资报酬率之间的关系来估算风险报酬系数。例如，西南公司过去五项投资的投资报酬率和标准离差率之间的关系如表 3—9 所示，试计算确定该企业的风险报酬系数。

在已知上述资料的情况下，风险报酬系数可按下列公式计算：

$$b = \frac{\text{最高报酬率} - \text{最低报酬率}}{\text{最高标准离差率} - \text{最低标准离差率}}$$

把西南公司的资料代入公式得：

$$b = \frac{26\% - 8\%}{2.0 - 0.2} = 10\% = 0.1$$

表 3 9 西南公司五项投资的投资报酬率的标准离差率

投资项目名称	标准离差率 ( Vi )	投资报酬率 ( Ki )
A	0.2	8 %
B	0.4	9.5 %
C	0.8	14 %
D	1.2	18.5 %
E	2.0	26 %

3. 由企业领导或企业组织有关专家确定。以上两种方法，都必须在历史资料比较充分的情况下才能采用，如果缺乏历史资料，则可由企业领导，如总经理、财务副总经理、总会计师、财务主任等根据经验加以确定，也可由企业组织有关专家确定。实际上，风险报酬系数的确定，在很大程度上取决于各公司对风险的态度。比较敢于承担风险的公司，往往把 b 值定得低些；反之，比较稳健的公司，则常常把 b 值定得高些。

4. 由国家有关部门组织专家确定，国家有关部门如财政部、国家银行等组织专家，根据各行业的条件和有关因素，确定各行业的风险报酬系数，由国家定期公布，作为国家参数供投资者参考。

#### (六) 计算风险报酬

风险报酬率求出后，再计算风险报酬就比较容易了，一般有两种方法。

1. 根据投资额与风险报酬率来计算，其计算公式为：

$$P_R = C \times R_R$$

式中：P<sub>R</sub> 风险报酬；

C 投资额；

R<sub>R</sub> 风险报酬率。

【例】假设某企业投资 1000 万元购买股票，试计算投资于西京公司和东方公司的风险报酬分别为多少。

根据上述有关公式及前面计算结果可得：

西京公司：P<sub>R</sub> = 1000 × 3.16 = 31.6 (万元)

东方公司：P<sub>R</sub> = 1000 × 12.65% = 126.5 (万元)

2. 根据投资报酬与有关报酬率的关系来计算，其计算公式为：

$$P_R = P_m \times \frac{R_R}{K}$$

$$= P_m \times \frac{R_R}{R_F + R_R}$$

式中： $P_R$  风险报酬；  
 $P_m$  投资总报酬；  
 $R_R$  风险报酬率；  
 $K$  投资报酬率；  
 $R_F$  无风险报酬率。

【例】假设某企业将 1000 万元投资购买股票，若投资于西京公司，预计可获得投资总报酬 131.6 万元，若投资于东方公司，预计可获得投资总报酬 226.5 万元，试分别计算投资于这两个公司的风险报酬。

根据上述有关公式及前面计算结果，可计算两个投资方案的风险报酬如下：

$$\text{西京公司：} P_R = 131.6 \times \frac{3.16\%}{13.16\%} = 31.6 \text{（万元）}$$

$$\text{东方公司：} P_R = 226.5 \times \frac{13.65\%}{22.65\%} = 126.5 \text{（万元）}$$

### 三、证券组合的风险报酬

投资者在进行投资时，一般并不把所有资金投资于一种证券，而是同时持有多种证券。这种同时投资多种证券叫证券的投资组合，简称为证券组合或投资组合。银行、共同基金、保险公司和其他金融机构一般都持有多种有价证券，即使个人投资者，一般也持有证券组合，而不是投资于一个公司的股票或债券。所以，必须了解证券组合的风险报酬。

#### （一）证券组合的风险

证券组合的风险可以分为两种性质完全不同的风险，即可分散风险和不可分散风险，现分述如下：

1. 可分散风险。可分散风险又叫非系统性风险或公司特别风险，是指某些因素对单个证券造成经济损失的可能性。如个别公司工人的罢工、公司在市场竞争中的失败等。这种风险，可通过证券持有的多样化来抵销。即多买几家公司的股票，其中某些公司的股票报酬上升，另一些股票的报酬下降，从而将风险抵销。因而，这种风险称为可分散风险。现举例说明如下。

假设  $w$  和  $M$  股票构成一证券组合，每种股票在证券组合中各占 50%，它们的报酬率和风险的详细情况见表 3—10。

根据表 3—10 的资料，可以绘制出两种股票以及由它们构成的证券组合报酬率图，如图 3—9 所示。

从表 3—10 和图 3—9 中可以看出，如果分别持有两种股票，都有很大风险，但如果把它们组合成一个证券组合，则没有风险。

$w$  股票和  $M$  股票之所以能结合起来组成一个无风险的证券组合，是因为它们报酬的变化正好成相反的循环——当  $w$  股票的报酬下降时， $M$  股票的报

酬正好上升；反之亦然。我们把股票 W 和 M 叫作完全负相关。这里相关系数  $r = -1.0$ 。

表 3 10 完全负相关 ( $r = -1.0$ ) 的两种股票以及由它们构成的证券组合的报酬情况

年 ( t )	W 股票 $\bar{K}_w$	M 股票 $\bar{K}_m$	WM 的组合 $\bar{K}_p$
1977	4%	-10%	15%
1978	-10%	40%	15%
1979	35%	-5%	15%
1980	-5%	35%	15%
1981	<u>15%</u>	<u>15%</u>	<u>15%</u>
平均报酬率 ( $\bar{K}$ )	15%	15%	15%
标准离差 ( )	22.6%	22.6%	0.00%

图 3 9 两种完全负相关股票的报酬图

与完全负相关相反的是完全正相关 ( $r = 1.0$ )，两个完全正相关的股票的报酬将一起上升或下降，这样的两种股票组成的证券组合，不能抵销任何风险。

从以上分析可知，当两种股票完全负相关 ( $r = -1.0$ ) 时，所有的风险都可以分散掉；当两种股票完全正相关 ( $r = +1.0$ ) 时，从减低风险的角度来看，分散持有股票没有好处。实际上，大部分股票都是正相关，但不是完全正相关，一般来说，随机取两种股票相关系数为  $\pm 0.6$  左右的最多，而对绝大多数两种股票而言， $r$  将位于  $+0.5 - +0.7$  之间。在这种情况下，把两种股票组合成证券组合能减低风险，但不能全部消除风险，不过，如果股票种类较多。则能分散掉大部分风险，而当股票种类足够多时，几乎能把所有的非系统风险分散掉。

2. 不可分散风险。不可分散风险又称系统性风险或市场风险。指的是由于某些因素，给市场上所有的证券都带来经济损失的可能性。如宏观经济状况的变化、国家税法的变化、国家财政政策和货币政策变化、世界能源状况的改变都会使股票报酬发生变动。这些风险影响到所有的证券，因此，不能通过证券组合分散掉。换句话说，即使投资者持有的是经过适当分散的证券组合，也将遭受这种风险。因此，对投资者来说，这种风险是无法消除的，故称不可分散风险。但这种风险对不同的企业也有不同影响。例如，前面所举的东方公司和西京公司在经济情况发生变化时，两个公司的风险是不同的。东方公司的风险要大于西京公司的风险。在西方国家中，对于这种风险大小的程度，通常是通过  $\beta$  系数来衡量，其计算公式如下：

$$\beta = \frac{\text{某种证券的风险报酬率}}{\text{证券市场上所有证券平均的风险报酬率}}$$

上述公式是一个高度简化的公式，实际计算过程非常复杂。在实际工作中，一般不由投资者自己计算，而由一些机构定期计算并公布。表 3—11 提

相关和相关系数是统计学上的一个概念，读者要想详细了解，可参阅有关统计学方面的书籍。

供的是 1991 年美国几家公司的  $\beta$  系数。

作为整体的证券市场的  $\beta$  系数为 1。如果某种股票的风险情况与整个证券市场的风险情况一致，则这种股票的  $\beta$  系数也等于 1；如果某种股票的  $\beta$  系数大于 1，说明其风险大于整个市场的风险；如果某种股票的  $\beta$  系数小于 1，说明其风险程度小于整个市场的风险。

表 3 11 几家公司的  $\beta$  系数

公司名称	$\beta$ 系数
GENERAL MOTOR (通用汽车公司)	1.00
APPLE COMPUTER (苹果电脑公司)	1.25
STORAGE TECHNOLOGY (储存科技公司)	1.50
CHRYSLER (克莱斯勒汽车公司)	1.35
IBM (国际商用机器公司)	0.95
AT&T (美国电话电报公司)	0.82
DU PONT (杜邦公司)	1.10

资料来源：Value line Investment survey, may 31 1991.

以上说明了单个股票  $\beta$  系数的计算方法。证券组合  $\beta$  系数怎样计算呢？证券组合  $\beta$  系数是单个证券  $\beta$  系数的加权平均，权数为各种股票在证券组合中所占的比重。其计算公式是：

$$\beta_p = \sum_{i=1}^n x_i \beta_i$$

式中： $\beta_p$  词不达意组合的  $\beta$  系数；

$x_i$  证券组合中第  $i$  种股票所占的比重；

$\beta_i$  第  $i$  种股票的  $\beta$  系数；

$n$  证券组合中股票的数量。

至此，可把上面的分析总结如下：

(1) 一个股票的风险由两部分组成，它们是可分散风险和不可分散风险。这可以用图 3—10 加以说明。

(2) 可分散风险可通过证券组合来消减，而大部分投资者正是这样做的。从图 3—10 中可以看到，可分散风险随证券组合中股票数量的增加而逐渐减少。根据最近几年的资料，一种股票组成的证券组合的标准离差  $\sigma$  大约为 28%，由所有股票组成的证券组合叫市场证券组合，其标准离差为 15.1%，即  $\sigma_m = 15.1\%$ 。这样，如果一个包含有 40 种股票而又比较合理的证券组合，大部分可分散风险都能消除。

### 图 3 10 证券风险构成图

(3) 股票的不可分散风险由市场变动所产生，它对所有股票都有影响，不能通过证券组合而消除。不可分散风险是通过  $\beta$  系数来测量的，一些标准的  $\beta$  值如下：

$\beta = 0.5$ ，说明该股票的风险只有整个市场股票风险的一半；

$\beta = 1.0$ ，说明该股票的风险等于整个市场股票的风险；

$\beta = 2.0$ ，说明该股票的风险是整个市场股票风险的 1 倍。

(二) 证券组合的风险报酬

投资者进行证券组合投资与进行单项投资一样，都要求对承担的风险进行补偿，股票的风险越大，要求的报酬就越高。但是，与单项投资不同，证券组合投资要求补偿的风险只是不可分散风险，而不要求对可分散风险进行补偿。如果可分散风险的补偿存在，善于科学地进行投资组合的投资者将购买这部分股票，并抬高其价格，其最后的期望报酬率只反映不能分散的风险。因此，证券组合的风险报酬是投资者因承担不可分散风险而要求的，超过“时间价值的那部分额外报酬。可用下列公式计算：

$$R_p = \rho (K_m - R_F)$$

式中： $R_p$ ——证券组合的风险报酬率；

$\rho$ ——证券组合的 $\rho$ 系数；

$K_m$ ——所有股票的平均报酬率，也就是由市场上所有股票组成的证券组合的报酬率，简称市场报酬率；

$R_F$ ——无风险报酬率，一般用政府公债的利息率来衡量。

【例】特林公司持有由甲、乙、丙三种股票构成的证券组合，它们的 $\rho$ 系数分别是 2.0、1.0 和 0.5，它们在证券组合中所占的比重分别为 60%、30% 和 10%，股票的市场报酬率为 14%，无风险报酬率为 10%，试确定这种证券组合的风险报酬率。

1. 确定证券组合的 B 系数。

$$\begin{aligned} \rho &= \sum_{i=1}^n X_i \rho_i \\ &= 60\% \times 2.0 + 30\% \times 1.0 + 10\% \times 0.5 \\ &= 1.55 \end{aligned}$$

2. 计算该证券组合的风险报酬率。

$$\begin{aligned} R_p &= \rho (K_m - R_F) \\ &= 1.55 \times (14\% - 10\%) \\ &= 6.2\% \end{aligned}$$

当然，计算出风险报酬率后，便可根据投资额和风险报酬率计算出风险报酬的数额。

从以上计算中可以看出，在其他因素不变的情况下，风险报酬取决于证券组合的 B 系数，B 系数越大，风险报酬就越大；反之亦然。

【例】在上例中，特林公司为降低风险和风险报酬，售出部分甲股票；买进部分丙股票，使甲、乙、丙三种股票在证券组合中所占的比重变为 10%、30% 和 60%，试计算此时的风险报酬率。

此时，证券组合的 B 值为：

$$\begin{aligned} \rho &= \sum_{i=1}^n X_i \rho_i \\ &= 10\% \times 2.0 + 30\% \times 1.0 + 60\% \times 0.5 \\ &= 0.80 \end{aligned}$$

那么，此时的证券组合的风险报酬率应为：

$$\begin{aligned} R_p &= \rho (K_m - R_F) \\ &= 0.80 \times (14\% - 10\%) \\ &= 3.2\% \end{aligned}$$

从以上计算可以看出，调整各种证券在证券组合中的比重可改变证券组合的风险，风险报酬率和风险报酬额。

### (三) 风险和报酬率的关系

在西方金融学和财务管理学中，有许多模型论述风险和报酬率的关系，其中一个最重要的模型为资本资产定价模型 (Capital Asset Pricing Model, 简称为 CAPM)。这一模型为：

$$K_i = R_F + \beta_i (K_m - R_F)$$

式中： $K_i$ ——第  $i$  种股票或第  $i$  种证券组合的必要报酬率；

$R_F$ ——无风险报酬率；

$\beta_i$ ——第  $i$  种股票或第  $i$  种证券组合的  $\beta$  系数；

$K_m$ ——所有股票或所有证券的平均报酬率。

【例】林纳公司股票的  $\beta$  系数为 2.0，无风险利率为 6%，市场上所有股票的平均报酬率为 10%，那么，林纳公司股票的报酬率应为：

$$\begin{aligned} K_i &= R_F + \beta_i (K_m - R_F) \\ &= 6\% + 2.0 \times (10\% - 6\%) \\ &= 14\% \end{aligned}$$

也就是说，林纳公司股票的报酬率达到或超过 14% 时，投资者方肯进行投资。如果低于 14%，则投资者不会购买林纳公司的股票。

资本资产定价模型，通常用图形加以表示，叫证券市场线 (简称 SML)。它说明必要报酬率  $K$  与不可分散风险  $\beta$  系数之间关系。下面用图 3—11 加以说明。

### 图 3 11 证券报酬与 $\beta$ 系数的关系

从图 3—11 中可看到，无风险报酬率为 6%， $\beta$  系数不同的股票有不同的风险报酬率，当  $\beta = 0.5$  时，风险报酬率为 2%；当  $\beta = 1.0$  时，风险报酬率为 4%；当  $\beta = 2.0$  时，风险报酬率为 8%。也就是说， $\beta$  值越高，要求的风险报酬率也就越高，在无风险报酬率不变的情况下，必要报酬率也就越高。

证券市场线和公司股票在线上的位置，将随着一些因素的变化而变化，现分述如下。

1. 通货膨胀的影响。无风险报酬率  $R_F$  从投资者的角度来看，是其投资的报酬率，但从筹资者的角度来看，是其支出的无风险成本，或称无风险利息率。现在市场上的无风险利率由两方面构成：(1) 无通货膨胀的报酬率又叫纯利率或真实报酬率  $K_0$ ，这是真正的时间价值部分；(2) 通货膨胀贴水  $IP$ ，它等于预期的通货膨胀率，这样，无风险报酬率  $R_F = K_0 + IP$ 。在图 3—11 中， $R_F = 6\%$ ，假设包括 3% 的真实报酬和 3% 的通货膨胀贴水，这样：

$$R_F = K_0 + IP = 3\% + 3\% = 6\%$$

如果预期通货膨胀率上升到 5%，这将使  $R_F$  上升到 8%。这种变化列示在图 3—12 中。 $R_F$  的增加也会引起所有股票报酬率的增加，例如，市场上股票的平均报酬率从 10% 上升到 12%。

### 图 3 12 通货膨胀与证券报酬

2. 风险回避程度的变化。证券市场线 (SML) 反映了投资者回避风险的程

度——直线的倾斜越陡，投资者越回避风险。如果投资者不回避风险，当  $R_F$  为 6% 时，各种证券的报酬率也为 6%。这样，证券市场线将是水平的。当风险回避增加时，风险报酬率也增加，SML 的斜率也增加。

图 3—13 说明了风险回避增加的情况，市场风险报酬率从 4% 上升到 6%， $K_m$  也从 10% 上升到 12%，风险回避的程度对风险较大的证券影响更为明显。例如，一个  $\beta = 0.5$  的股票的必要报酬率只增加 1 个百分点，从 8% 上升到 9%，而一个  $\beta = 2.0$  的股票的必要报酬率却增加了 4 个百分点，从 14% 上升到 18%。

图 3 13 风险回避与证券报酬

3. 股票  $\beta$  系数的变化。随着时间的推移，不仅证券市场线在变化， $\beta$  系数也在不断变化， $\beta$  系数可能会因一个企业的资产组合、负债结构等因素变化而改变。当然， $\beta$  系数也会因为市场竞争的加剧、基本专利权的期满等情况而改变。 $\beta$  系数的变化会使公司股票的报酬率发生变化。假设林纳公司的股票从  $\beta = 2.0$  降为 1.5，那么，其必要报酬率为：反之，如果林纳公司股票的值从 2.0 上升到 2.5，那么，其必要报酬率为：

$$\begin{aligned} K &= R_F + \beta \times (K_m - R_F) \\ &= 6\% + 1.5 \times (10\% - 6\%) \\ &= 12\% \end{aligned}$$

反之，如果林纳公司股票的值从 2.0 上升到 2.5，那么，其必要报酬率为：

$$\begin{aligned} K &= R_F + \beta \times (K_m - R_F) \\ &= 6\% + 2.5 \times (10\% - 6\%) \\ &= 16\% \end{aligned}$$

### 第三节 利息率

企业的财务活动均和利息率有一定联系，离开了利息率因素，就无法正确作出筹资决策、投资决策。因此，利息率是进行财务决策的基本依据，利息率原理是财务管理中的一项基本原理。

#### 一、利息率的概念与种类

利息率简称利率，是衡量货币资金增值量的基本单位，也就是资金的增值同投入资金的价值之比。从资金流通的借贷关系来看，利率是一个特定时期运用货币资金这一资源的交易价格，也就是说，货币资金作为一种特殊商品，在资金市场上的买卖，是以利率作为价格标准的，资金的融通实质上是资源通过利率这个价格体系在市场机制作用下实行再分配。因此，利率在货币资金的分配及个人和企业作出财务决策的过程中起重要作用。例如，一个企业拥有投资利润率很高的投资机会，它就可以发行较高利率的证券以吸引资金，投资者把过去投资的利率较低的证券出售掉，来购买这种利率较高的证券，这样，货币资金将从低利的投资项目不断向高利的投资项目转移，因此，在发达的市场经济条件下，资金从高收益项目到低收益项目的依次分配，是由市场机制通过货币资金的价格——利率的差异来决定的。

在利率这个大系统中，按照不同的标准可划分出多种多样的利率类别，下面介绍几种主要的利率类别。

##### （一）按利率之间的变动关系，可把利率分成基准利率和套算利率

基准利率又称基本利率，是指在多种利率并存的条件起决定作用的利率。所谓起决定作用的意思是：这种利率变动，其他利率也相应变动。因而，了解了这种关键性利率水平的变化趋势，也就可以了解全部利率体系的变化趋势。基准利率，在西方通常是中央银行的再贴现率，在中国是人民银行对专业银行贷款的利率。

套算利率是指基准利率确定后，各金融机构根据基准利率和借贷款项的特点而换算出的利率。例如，某金融机构规定，贷款给 AAA 级、AA 级、A 级企业的利率，应分别在基准利率基础上加 0.5%、1% 和 1.5%，若基准利率是 8%，则 AAA 级、AA 级和 A 级企业的贷款利率应分别是 8.5%、9% 和 9.5%，这便是套算利率。

##### （二）按债权人取得的报酬情况，可把利率分成实际利率和名义利率

实际利率是指在物价不变从而货币购买力不变情况下的利率，或是指在物价有变化时，扣除通货膨胀补偿以后的利息率。

名义利息率是指包含对通货膨胀补偿的利率。因为物价不断上涨是一种普遍的趋势，所以，名义利率一般都高于实际利率，二者之间的关系是：

$$K=i+IP$$

式中：K —— 名义利率；

i —— 实际利率；

IP —— 表示预计的通货膨胀率。

在通货膨胀条件下，市场上各种利率都是名义利率，而实际利率却不易直接观察到。通常是利用上述公式，根据名义利率和通货膨胀率推出实际利率。关于名义利率的测算，本节还有详述。

##### （三）根据在借贷期内是否不断调整，可把利率分成固定利率与浮动利

率

固定利率是指在借贷期内固定不变的利息率。过去，利率都是指固定利率，因为这种利率对借贷双方确定成本和收益十分方便，但近几十年来，世界各国都存在不同程度的通货膨胀，实行固定利率会使债权人利益受到损害。

浮动利率是指在借贷期内可以调整的利率。根据借贷双方的协定，由一方在规定的时间内依据某种市场利率进行调整。采用浮动利率可为债权人减少损失，但这种利率的计算手续繁杂，工作量比较大。

(四) 根据利率变动与市场的关系，可把利率分成市场利率和官定利率

市场利率是指根据资金市场上的供求关系，随市场规律而自由变动的利率。

由政府金融管理部门或者中央银行确定的利率，通常叫官定利率或法定利率。官定利率是国家进行宏观调控的一种手段。

我国的利率属于官定利率，由国务院统一制定，中国人民银行统一管理。发达的市场经济国家，以市场利率为主，同时有官定利率，但一般官定利率与市场利率无显著脱节现象。

## 二、决定利率高低的基本因素

正如任何商品的价格由供应和需求两方面决定一样，货币这种特殊商品的价格——利率，也是由供给与需求来决定的。

为了详细说明供给与需求是如何影响利息率的，用图 3—14 加以说明。

在图 3—14 中，纵坐标代表以百分率表示的投资报酬率或利息率，横坐标代表企业在不同利率水平下的投资规模，即对资金的需要量。图中的曲线代表投资机会的报酬率。企业在选择投资机会时，总是先选择报酬率高的投资项目，然后再选择报酬率较低的投资项目，这样，随着投资项目的增多，平均的投资报酬率就会呈下降趋势，当利率处于  $K_1$  水平时，企业便会筹集资金去投资经营 A 点之内的投资项目，但不可能对 A 点以外的项目进行投资，所需资金较少。但当利率处于  $K_2$  水平时，从 A 到 B 之间的项目便成为可投资项目，也就是说，随着利率的降低，企业的投资规模会扩大，则资金需要量也增加了。可见，利率水平同资金需要量有十分密切的关系。

图 3 14 资金需求与利息率

图 3—15 表示的是资金供应量同利率水平的关系。在利率水平是  $K_2$  时，资金供应量位于 A' 点，当利率水平提高到  $K_1$  时，资金供应量扩大到 B' 点。因此，利率水平同资金供应量也有十分密切的关系。

图 3 15 资金供应与利息率

将上面两种关系放到同一个直角坐标系中来考察，就会发现利率水平同一般商品价格一样，是由资金需求和资金供应在供需竞争规律支配下，相互交叉平衡而予以确定的。详细情况见图 3—16。

图 3—16 资金供求与利息率

图 3—16 说的是资金供应、需求和利率在某一时刻的平衡关系，随着资

金供应量和需求量的变化，利率和均衡资金量也会随之变化，如图 3—17。

### 在图 3—17 资金供求变化对利率的影响

在图 3—17 中，假设利率在 K 点，资金量在 Q 点时供求达到平衡，如果此时资金需求量增加，则需求曲线由 D 变为 D'，假设资金供应量没有明显变化，则利率会上升到 K'，而均衡资金量也由 Q 变到 Q'。相反，假定资金供应量增加，则供应曲线由 S 变为 S'，利率将降至 K''，均衡点资金量将变成 Q''。这样，随资金供应与需求的不断变化，原来的平衡不断被打破，新的平衡出现，如此循环不已，这便构成了利率水平运动的规律。

上面所分析的资金供应和需求，是影响利息率的最基本因素，除这两个因素外，经济周期、通货膨胀、货币政策和财政政策，国际经济政治关系、国家利率管制程度等，对利率的变动均有程度不同的影响。当然，这些因素有些也是通过影响资金的供应和需求而影响利息率的，因此，在市场经济条件下，资金的供应和需求是影响利率的两个最重要的因素。

### 三、未来利率水平的测算

上述利率水平的运动规律，只是从理论上解释利率为什么会发生变动。那么，究竟应该怎样测算特定条件下未来的利率水平呢？这必须分析利率的构成。一般而言，资金的利率由三部分构成：（1）纯利率；（2）通货膨胀补偿；（3）风险报酬。其中风险报酬又分为违约风险报酬、流动性风险报酬和期限风险报酬三种。这样，利率的一般计算公式就变为：

$$K=K_0+IP+DP+LP+MP$$

式中：K 利率（指名义利率）；

$K_0$  纯利率；

IP 通货膨胀补偿；

DP 违约风险报酬；

LP 流动性风险报酬；

MP 期限风险报酬。

现将上述构成利率的五个方面分述如下：

#### （一）纯利率

纯利率是指没有风险和没有通货膨胀情况下的均衡点利率。影响纯利率的基本因素是前面我们谈到的资金供应量和需求量，因而，纯利率不是一成不变的，它随资金供求的变化而不断变化。精确地测定纯利率是非常困难的。在实际工作中，通常以无通货膨胀情况下的无风险证券的利率来代表纯利率。来自美国的统计资料表明，本世纪 80 年代的纯利率大约在 2—4% 范围内浮动。

#### （二）通货膨胀率

通货膨胀已成为世界上大多数国家经济发展过程中难以医治的病症。持续的通货膨胀，会不断降低货币的实际购买力，同时，对投资项目的投资报酬率也会产生影响。货币资金的供应者在通货膨胀情况下，必然要求提高利率水平以补偿其购买力损失，所以，无风险证券的利率，除纯利率之外还应加上通货膨胀因素，以补偿通货膨胀所遭受的损失。例如，政府发行的短期无风险证券（如国库券）的利率就是由这两部分内容组成的。

$$\text{短期无风险证券利率} = \text{纯利率} + \text{通货膨胀补偿}$$

即  $R_F = K_0 + IP$

【例】假设纯利率  $K_0 = 3\%$ ，预计下一年度的通货膨胀率是  $7\%$ ，则一年期无风险证券的利率应为  $10\%$ 。计入利率的通货膨胀率不是过去实际达到的通货膨胀水平，而是对未来通货膨胀的预期，当然，这是未来时期内的平均数。计算这一平均数的方法有算术平均数和几何平均数两种。

1. 算术平均数。算术平均数是用各年通货膨胀率之和与年数之比来计算平均通货膨胀率的一种方法，计算公式为：

$$IP = \frac{x_1 + x_2 + x_3 + \dots + x_n}{n}$$

$$= \frac{\sum_{i=1}^n x_i}{n}$$

式中： $x_i$  第  $i$  年度的通货膨胀率；

$n$  年数；

$IP$  平均的通货膨胀率。

【例】假定 1993 年底， $K_0 = 3\%$ ，而 1994 年、1995 年、1996 年各年的通货膨胀率预计为  $2\%$ 、 $6\%$ 、 $10\%$ ，试计算各年期国库券的利息率（这里暂不考虑期限性风险报酬）。

首先，要计算平均的预期通货膨胀率  $IP$ ：，现列表计算如表 3—12。

表 3—12

年度	预期通货膨胀率(%)	平均预期通货膨胀率(%)
1994	2	$2\% / 1 = 2\%$
1995	6	$(2\% + 6\%) / 2 = 4\%$
1996	10	$(2\% + 6\% + 10\%) / 3 = 6\%$

其次，计算各年期国库券的利息率如表 3—13。

表 3—13

国库券种类	纯利率( $K_0$ )	平均预期通货膨胀率( $IP_t$ )	国库券利率( $K_t$ )
	(1)	(2)	(3) = (1)+(2)
一年期国库券	3	2	5
二年期国库券	3	4	7
三年期国库券	3	6	9

如果 1994、1995、1996 年每年的通货膨胀率预计为  $10\%$ 、 $6\%$ 、 $2\%$ ，则各年期国库券的利率又会发生变化，如表 3—14 所示。

精确的数字应是  $K_0 + IP + K_0 \cdot IP$ ，但由于最后一项乘积数字较小，故可略而不计。

表 3 14

国库券 种 类	纯利率( $K_0$ ) (%)	平均预期通货膨胀率( $IP_t$ )	国库券利率( $K_t$ ) (%)
	(1)	(2)	(3) = (1) + (2)
一年期国库券	3%	$10\%/1 = 10\%$	13%
二年期国库券	3%	$(10\% + 6\%)/2 = 8\%$	11%
三年期国库券	3%	$(10\% + 6\% + 2\%)/3 = 6\%$	9%

## 2. 几何平均法

几何平均法是利用统计学中的几何平均原理，来计算平均通货膨胀率的一种方法。其计算公式为：

$$IP = \sqrt[n]{(1+x_1) \times (1+x_2) \times (1+x_3) \times \dots \times (1+x_n)} - 1$$

【例】上例中的第一种情况，三年期的平均通货膨胀率为：

$$IP = \sqrt[3]{(1+2\%) \times (1+6\%) \times (1+10\%)} - 1$$

$$= 5.95\%$$

则三年期国库券利率应为：

$$K = K_0 + IP$$

$$= 3\% + 5.95\% = 8.95\%$$

当然，利率的变化与通货膨胀率的变化并不是完全同步的，一般而言，利率变化滞后于通货膨胀率。另外，无风险利率的计算也不一定完全像上述计算公式中那样精确，但随着通货膨胀率的提高，利率有上升的趋势，这一点是肯定的。

### (三) 违约风险报酬

违约风险是指借款人无法按时支付利息或偿还本金而给投资人带来的风险。违约风险反映着借款者按期支付本金、利息的信用程度。借款人如经常不能按期支付本利，说明这个借款者的违约风险高。为了弥补违约风险，必须提高利息率，否则，借款人就无法借到资金，投资人也不会进行投资。国库券、公债等证券由政府发行，可以看作是没有违约风险，其利率一般较低。企业债券的违约风险则要根据企业信用程度来定，企业的信用程度可分若干等级，等级越高，信用愈好，违约风险越低，利率水平也愈低。信誉不好，违约风险高，利率水平自然也高。表 3—15 是美国 1991 年各不同信用等级债券的利率。

在到期日和流动性等因素相同的情况下，各信用等级债券的利率水平同国库券利率之间的差额，便是违约风险报酬率，在表 3—15 中： $DP_{AAA} = 2.46\%$ ， $DP_{AA} = 3.20\%$ ， $DP_A = 3.89\%$ 。

表 3 15

国库券	6.25%	} 2.46%	} 3.20%	} 3.89
AAA 级公司债券	8.71%			
AA 级公司债券	9.45%			
A 级公司债券	10.14%			

#### (四) 流动性风险报酬

流动性是指某项资产能否迅速转化为现金的可能性。如果一项资产能迅速转化为现金，说明其变现能力强，流动性好，流动性风险小。反之，则说明其变现能力弱，流动性不好，流动性风险大。政府债券、大公司的股票与债券，由于信用好，变现能力强，所以流动性风险小，而一些不知名的中小企业发行的证券，流动性风险则较大。一般而言，在其他因素均相同的情况下，流动性风险小与流动性风险大的证券利率差距约介于 1—2% 之间，这就是所谓的流动性风险报酬。

#### (五) 期限风险报酬

一项负债，到期日越长，债权人遭受的不肯定因素就越多，承担的风险越大，为弥补这种风险而增加的利率水平，就叫期限风险报酬。例如，同时发行的国库券，五年期的利率就比三年期的利率高，银行存贷款利率也一样。例如，1989 年 1 月 26 日，中国工商银行转发中国人民银行《关于调整银行存款利率的通知》的通知规定：活期存款的利息率为 2.88%，一年定期存款的利息率为 11.34%，二年定期存款的利息率为 12.24%，三年为 13.14%，五年为 14.94%，八年为 17.64%。银行固定资产贷款一年以内（含一年）的利息率为 11.34%，一年以上至三年为 12.78%，三年以上至五年为 14.40%，五年以上至 10 年为 19.2%。因此，可以看出，长期利率一般要高于短期利率，这便是期限性风险报酬。当然，在利率剧烈波动的情况下，也会出现短期利率高于长期利率的情况，但这种偶然情况并不影响上述结论。

综上所述，影响某一特定借款或投资的利率主要有以上五大因素，只要能合理预测上述因素，便能比较合理地测定利率水平。

## 第四章 财务分析

### 第一节 财务分析概述

财务分析是财务管理的一个重要方法，财务分析中所确立的一些重要指标，在财务管理中得到广泛应用。因此，在阐述具体的财务管理内容之前，先介绍财务分析问题。

#### 一、财务分析的基本概念

财务分析是通过财务报表有关项目进行对比，以揭示企业财务状况的一种方法，财务分析所提供的信息，不仅能说明企业目前的财务状况，更重要的是能为企业未来的财务决策和财务计划提供重要依据。财务分析中的基本概念主要有：

##### （一）内部分析与外部分析

内部分析是企业内部当局所进行的分析。其目的是判别企业财务状况是否良好，并为今后制定筹资、投资、盈余分配等政策提供依据。通过这种分析可使财务主管知道企业的资金是结余还是短缺，企业资金的流动状况如何，企业的财务结构怎样，这些都是财务经理制定政策时所必须的。

外部分析是企业外部利益集团根据各自的要求而进行的分析。例如，银行在给企业提供贷款之前，需要对企业的偿债能力进行分析，投资人在购买企业的股票、债券时，要对企业的盈利能力进行分析，供应商在以商业信用形式出售商品时，也要分析企业的偿债能力。

##### （二）资产负债表分析与收益表分析

资产负债表分析是以资产负债表为对象所进行的分析。在分析企业的流动状况、负债状况、资金周转状况时，常采用资产负债表分析。

收益表分析是以收益表为对象所进行的分析。在分析企业盈利状况和经营成果时，常采用收益表分析。

从历史上来看，企业的财务分析，首先是从以资产负债表为中心的流动性分析开始的。如银行等金融机构，推断其贷款的安全性时，首先要运用资产负债表分析。但是，企业的流动性分析，如果不与判断收益的分析同时进行，就不完整，因为企业健全的财务状况，是以良好的经营活动与雄厚的盈利能力为前提的，企业的流动性在很大程度上依赖于盈利能力。因此，现代的财务分析，不再只是单纯地对资产负债表进行分析，而是向着以收益表为中心的方向发展。另外，对两表进行交叉分析的情况也越来越多。

此外，随着财务状况变动表的不断推广，对财务状况变动表的分析也越来越受到重视。

##### （三）比率分析与趋势分析

比率分析是指把财务报表中的有关项目进行对比，用比率来反映它们之间的相互关系，以揭示企业财务状况的一种分析方法。

趋势分析是根据企业连续数期的财务报表比较各期有关项目的金额，以揭示财务状况变动趋势的一种分析方法。

#### 二、财务分析的基本程序

财务分析是一项比较复杂的工作，必须按科学的程序来进行，财务分析

的基本程序包括以下几个步骤。

#### （一）明确财务分析的目的

企业进行财务分析，有多种目的，主要包括：（1）评价企业偿债能力；（2）评价企业盈利能力；（3）评价企业资产管理情况；（4）评价企业发展趋势；（5）评价企业综合财务状况。财务分析的目的决定了所要搜集信息的多少、财务分析方法的选择等一系列问题，所以，必须首先明确。

#### （二）搜集有关信息资料

明确财务分析的目的后，就要根据财务分析的目的来搜集有关资料。财务分析所依据的最主要资料是财务报表，因此，资产负债表、收益表和财务状况变动表便是最基本的分析资料，除此以外，还要搜集企业内部供产销各方面的有关资料及企业外部的金融、财政、税收等方面的信息。

#### （三）选择适当的分析方法

财务分析的目的不一样，所选用的分析方法也不相同。常用的分析方法有比率分析法、趋势分析法等，这些方法各有特点，在进行财务分析时可以结合使用。局部的分析，可以选择其中的某一种方法，全面的财务分析，则应综合运用各种方法，以便进行对比，作出客观、全面的评价。

#### （四）发现财务管理中存在的问题

采用特定的方法，计算出有关的指标或进行对比后，可以发现企业财务管理中存在的问题，对于一些重大的问题，要进行深入细致的分析，找出存在问题的原因，以便采取对策。

#### （五）提出改善财务状况的具体方案

企业进行财务分析的最终目的是为财务决策提供依据。在发现问题的基础上，提出改善财务状况的各种方案，然后权衡各种方案的利弊得失，从中选出最佳方案，以便不断改善企业财务状况，实现企业财务管理的目标。

### 三、判别财务指标优劣的标准

企业的财务分析总是通过一系列的财务指标来进行的，那么，计算出的财务指标必须与一定的标准指标进行对比，才能判断财务状况的好坏，因此，选择财务指标的判别标准，便成为一个十分重要的问题。通常，判别的标准有以下几种。

#### （一）以经验数据为标准

经验数据是在长期的财务管理实践中总结出来，被实践证明是比较合理的数据，有绝对标准和相对标准之分：全部收入应大于全部费用、资产总额大于负债总额、流动资产总额大于流动负债总额等都属于绝对标准；而流动比率等于2最好，速动比率等于1最好，负债比率在50%~70%之间为比较合适则属于相对标准。

#### （二）以历史数据为标准

历史数据是企业过去的财务管理工作中实际发生过的一系列数据。如上年实际数据、上年同期数据、历史最好水平等。在与历史数据进行对比时，要注意剔除因物价变动、会计核算方法变更等带来的一系列不可比因素，以便合理判断企业财务状况。

#### （三）以同行业数据为标准

同行业数据是指同行业有关企业在财务管理中产生的一系列数据。如同行业平均数据、本国同行业先进企业数据、国际同行业先进企业数据等。通

过与同行业数据的对比，可以发现企业财务管理中存在的差距与不足，以便及时采取措施，超过同行业平均水平，赶超同行业先进水平。在与同行业指标对比时，包要注意指标之间的可比性。

#### （四）以本企业预定数据为标准

预定数据是企业以前确定的力争达到的一系列数据。企业事先确定的目标。计划、预算、定额、标准等都可以看作是预定数据。通过与预定数据进行对比，可发现实际数与预定数存在的差异，以便及时加以改进，保证预定数能够顺利实现。

## 第二节 样本财务报表

财务报表是企业向各有关方面（包括国家有关部门）提供财务状况和经营成果的书面文件。是企业管理人员和外部利益关系人进行决策的重要依据。样本财务报表则是经过高度简化的能反映报表基本内容的财务报表。介绍样本财务报表的目的主要有：（1）了解财务报表的作用；（2）了解财务报表中一些重要概念；（3）了解财务报表与财务管理内容的关系；（4）为财务分析工作打基础。

### 一、样本资产负债表

资产负债表是指反映企业在特定日期财务状况的报表。

#### （一）资产负债表的作用

资产负债表具有以下作用：

1. 可反映一个企业所掌握的资产规模及其分布情况，有利于帮助决策者了解企业的经济实力。
2. 反映流动资产与流动负债的关系，能帮助决策者了解企业的短期偿债能力。
3. 反映企业资金来源的构成，能帮助决策者了解企业的财务风险和长期偿债能力。

#### （二）样本资产负债表的基本格式

样本资产负债表的基本结构是以“ $\text{资产} = \text{负债} + \text{所有者权益}$ ”这一会计平衡公式为理论基础的。表的左方反映的是企业所掌握的经济资源及这些资源的分布与结构，表的右方反映的是不同权利人对这些资源的不同要求。企业的债权人，对企业的全部资产具有要求权，也就是企业要以其全部资产对不同债权人承担偿付责任，企业资产在偿付全部债务后才归属其所有者，所有者权益表现为企业的资产总额与负债总额相抵后的剩余资产净值。

在资产负债表中，资产、负债、所有者权益项目都应按一定的分类标准和次序进行排列。根据国际惯例，一般都是按流动性的大小来进行排列，其基本作法是：资产流动性大的排在先，流动性小的排在后；负债按到期日的远近排列，近者排在先，远者排在后，所有老权益排在最后。表 4—1 是样本资产反馈秉饱基本格式。

表 4—1

样本资产负债表

资 产	负债与所有者权益
流动资产	流动负债
现金	应付帐款
有价证券	应付票据
应收帐款	应付费用
存货	
对外长期投资	长期负债
股票投资	公司债券
债券投资	长期借款
其他投资	所有者权益
对内长期投资	投入资本
固定资产	资本公积金
无形资产	保留盈余
其他资产	
资产合计	负债与所有者权益合计

### （三）样本资产负债表与财务管理内容

资产负债表与如下三项财务管理内容有直接联系：（1）营运资金管理；（2）长期筹资管理；（3）长期投资管理。

在样本资产负债表中，流动资产和流动负债以及它们二者之间的关系，构成了企业营运资金管理的基本内容。在一个企业中，只要流动资产大于流动负债，则这个企业具有短期偿债能力，因为它不必变现其长期资产就能偿还短期债务。营运资金管理问题将在本书第四篇中讨论。

在资产负债表的资产方，除流动资产外，还包括对外长期投资和对内长期投资，属于企业长期投资管理的基本内容。这部分内容将在本书第三篇中讨论。

在资产负债表的负债与所有者权益方，除流动负债外，还有长期负债和所有者权益，属于企业长期筹资管理的基本内容。这部分内容将在本书第二篇中讨论。

样本资产负债表与财务管理内容之间的关系可用表 4—2 来说明。

表 4 2 财务管理内容与样本资产负债表

## 二、样本收益表

收益表又称损益表或利润表，是反映一定期间企业生产经营成果的财务报表。

### （一）收益表的作用

收益表具有以下作用：

1. 反映企业的经营规模。一个企业的经营规模通常用销售收入的多少来反映，通过前后两期收益表的对比，可以揭示企业经营能力的变动情况。

2. 反映企业的成本。费用水平。在收益表中，有很多项目是反映企业成本费用的，如销售成本、管理费用、销售费用等。

3. 反映企业的盈利能力。收益表提供了企业销售利润、投资净收益和营业外收支等企业损益情况的各种资料，能科学反映企业盈利能力的强弱。

## （二）样本收益表的格式

收益表的格式主要有两种：单步式收益表和多步式收益表。单步式收益表通常采用左右对照的帐户式结构，即把表格分为左右两个部分，在左边反映企业各种收入及收益类项目，右边反映各种费用及支出类项目。左右两方合计数相减，即为企业的利润总额。多步式收益表采用上下加减的报告式结构。在该表中，利润总额的计算被分解为多个步骤，多步式收益表能清楚地反映企业利润总额的形成步骤，准确地揭示利润总额各构成要素之间的内在联系，也便于报表使用者进行企业盈利分析，评价企业盈利状况和工作成绩，这种格式的收益表应用十分普遍。表 4—3 是多步式收益表的基本格式。

表 4—3 样本收益表

---

销售收入
减：变动成本
固定现金成本
固定非现金成本（如折旧）
息税前盈余
减：利息
税前利润
减：所得税
税后利润
减：普通股股利
保留盈余

---

## （三）样本收益表与财务管理内容

收益表是从销售收入开始的，销售收入扣除有关成本后便是企业的税息前盈余。在样本收益表中，成本主要有两部分：变动成本和固定成本。变动成本是随产销量的变动而成同比例变动的成本，如直接材料、直接工资等。固定成本则是在一定时间和一定产销量范围内不随产销量的变化而保持固定不变的成本。固定成本有两个组成部分：（1）固定现金成本是指立即用现金支付的固定成本，如管理员工资；（2）固定非现金成本是指不需要支出现金的成本。我们所以要区分现金成本和非现金成本，是因为企业市场价值是由现金流量来决定的，折旧并不需要立即支出现金。企业经营风险的大小主要通过销售收入和税息前盈余的波动情况来衡量，固定成本的多少决定着税息前盈余的变动对销售收入变动的敏感程度，这个概念叫经营杠杆。有关固定成本、变动成本、经营风险、经营杠杆等问题将在第五篇、第六篇中讨论。

财务风险是由于负债资金的使用而给企业带来的利润大幅度波动的风险。财务风险的大小，主要由企业资金结构来决定：企业负债性资金越多，固定利息支出越多，则财务风险越大；反之，则财务风险小。固定利息支出的多少决定着税前利润对税息前盈余的敏感程度，这个概念叫财务杠杆。有关财务风险、财务杠杆和资金结构问题将在本书第六篇中讨论。

企业的利润要按一定程序进行分配：首先要按税法的规定交纳所得税；然后，要提留各公积金和公益金；最后，要向企业所有者分配利润。这便涉及到企业的纳税策略和利润分配政策问题。有关企业的利润管理和利润分配问题将在本书第五篇讨论。

样本收益表和财务管理内容之间的关系可用表 4—4 加以说明。

表 4—4 财务管理内容和样本收益表



表 4—6

## ABC 公司收益表

1992 年 12 月 31 日—1993 年 12 月 31 日

单位：千元

销售收入	100000
减：销售成本	<u>60000</u>
毛利	40000
减：销售及管理费	<u>20000</u>
息税前盈余	20000
减：利息	<u>5000</u>
税收利润	15000
减：所得税（税率 40%）	<u>6000</u>
税后净利	9000
减：普通股股利	<u>3600</u>
保留盈余	<u>5400</u>

### 第三节 分项财务分析

分项进行财务分析，主要包括以下三个方面：偿债能力分析、盈利能力和资产周转情况分析。其中偿债能力反映了企业风险的大小，盈利能力反映企业利润水平的高低，资产周转情况反映企业风险的大小，下面结合 ABC 公司的两张报表（即表 4—5 和表 4—6）来说明分项分析的方法。

#### 一、企业偿债能力分析

企业偿债能力是指企业偿还其债务（含本金和利息）的能力。通过偿债能力的分析，能揭示一个企业财务风险的大小。企业的投资人、银行、企业财务人员都十分重视对偿债能力的分析。

##### （一）企业短期偿债能力的分析

企业的短期偿债能力是指企业支付其短期债务的能力。短期偿债能力是财务分析中必须十分重视的一个方面，短期偿债能力不足，企业无法满足债权人的要求，可能会引起破产或造成生产经营的混乱，企业的短期偿债能力可通过下列指标来进行分析。

1. 流动比率。流动比率是流动资产与流动负债进行对比所确定的比率。其计算公式为：

$$\begin{aligned}\text{流动比率} &= \frac{\text{流动资产}}{\text{流动负债}} \\ &= \frac{38000}{18000} = 2.11\end{aligned}$$

上式中的流动资产是指在一年或长于一年的一个营业周期内变现或运用的资产，主要包括现金、短期投资、应收及预付款项和存货。流动负债是指在一年内或长于一年的一个营业周期内偿还的债务，主要包括短期借款、应付及预收款、应付票据、应交税金、应交利润、应付股利以及短期内到期的长期负债。从以上分析可知，流动资产是短期内能变成现金的资产，而流动负债则是在短期内需要用现金来偿付的各种债务，流动资产与流动负债对比，说明的是能在短期内转化成现金的资产对需要在短期内偿还的负债的一种保障程度，能比较好地反映企业的短期偿债能力。根据惯例，流动比率等于 2 的时候最佳。流动比率大低，表明企业缺乏短期偿债能力；流动比率太高，虽然能说明短期偿债能力强，但也说明企业的现金、存货等流动资产有闲置或流动负债利用不足。

2. 速动比率。速动比率是由速动资产和流动负债对比所确定的比率。其计算公式为：

$$\begin{aligned}\text{速动比率} &= \frac{\text{速动资产}}{\text{流动负债}} \\ &= \frac{\text{流动资产} - \text{存货}}{\text{流动负债}} \\ &= \frac{38000 - 17000}{18000} = 1.17\end{aligned}$$

公式中的速动资产是指能迅速转化为现金的资产，主要包括现金、短期投资、应收及预付款项等。在企业的流动资产中，存货的变现能力最差，所

以，当企业流动资产变现时，存货就极可能产生损失，用流动比率来反映偿债能力有时会出现失误。而速动比率由于在计算时不包含存货因素，所以，能比流动比率更好地反映企业的短期偿债能力。习惯上，速动比率等于1时最好。当然，也还要结合行业和企业的具体情况进行分析。

3. 现金比率。现金比率是可立即动用的资金与流动负债进行对比所确定的比率。其计算公式为：

$$\text{现金比率} = \frac{\text{可立即动用的资金}}{\text{流动负债}}$$

公式中可立即动用的资金主要是库存现金和银行活期存款，如果企业持有的短期有价证券的变现能力极强，也可看作是可立即动用的资金。现金比率是对短期偿债能力要求最高的指标，主要适用于那些应收帐款和存货的变现能力都存在问题的企业。这一指标越高，说明企业短期偿债能力越强。

假设表4—5中ABC公司的有价证券均属变现能力极强的证券，则该公司的现金比率为：

$$\text{现金比率} = \frac{2000 + 4000}{18000} = 0.33$$

4. 现金净流量比率。现金净流量比率是现金净流量与流动负债进行对比所确定的比率，反映企业用每年的现金净流量偿还到期债务的能力。其计算公式为：

$$\text{现金净流量比率} = \frac{\text{现金净流量}}{\text{流动负债}}$$

现金净流量是年度内现金流入量扣减现金流出量的余额，可通过企业的现金流量表获得。

假设上例中ABC公司1993年度现金净流量为34000千元，则ABC公司现金净流量比率为：

$$\text{现金净流量比率} = \frac{347000}{18000} = 1.89$$

这一指标越高，说明企业支付当期债务的能力越强，企业财务状况越好；反之，则说明企业支付当期债务的能力较差。

上述四个指标是反映短期偿债能力的主要指标，在进行分析时，要注意以下几个问题：（1）上述指标各有侧重，在分析时要结合使用，以便全面、准确地作出判断；（2）上述指标中分母均是流动负债，没考虑长期负债问题，但如果有在一年内到期的长期负债，则应视为流动负债；（3）财务报表中没有列示的因素，如企业借款能力、准备出售长期资产等，也会影响到企业短期偿债能力，在分析时，也应认真考虑。

## （二）企业长期偿债能力

企业的长期偿债能力，是企业支付长期债务的能力。企业长期偿债能力与企业的盈利能力、资金结构有十分密切的关系。企业长期偿债能力可通过下列指标来进行分析。

1. 资产负债率。资产负债率又称负债比率或负债对资产的比率，是企业的负债总额与资产总额进行对比所确定的比率。其计算公式为：

$$\begin{aligned} \text{资产负债率} &= \frac{\text{负债总额}}{\text{资产总额}} \\ &= \frac{18000+10000}{50000} = 0.56 \end{aligned}$$

企业的资产总额也就是企业的全部资金总额，资产负债率反映的是在企业全部资金中有多大的比例是通过借债而筹集的，因此，这一比率能反映资产对负债的保障程度，对债权人来说，最关心的就是借出款项的安全程度。如果这一比率很高，说明投资者投入的资本在全部资金中所占比重很小，而借入资金所占比重很大，企业的风险主要由债权人来负担。因此，这个比率越高，说明长期偿债能力越差，反之，这个比率越低，说明偿债能力越好。当然，也并不是说这个比率越低越好。

2. 长期负债比率。长期负债比率是企业的长期负债与资产总额对比所确定的比率。其计算公式为：

$$\begin{aligned} \text{长期负债比率} &= \frac{\text{长期负债总额}}{\text{资产总额}} \\ &= \frac{\text{负债总额} - \text{短期负债}}{\text{资产总额}} \\ &= \frac{10000}{50000} = 0.20 \end{aligned}$$

负债比率的计算中包含了短期债务，为了更科学地考察企业的长期偿债能力，应该使用长期负债比率。这一比率越低，说明企业偿债能力越强。

3. 所有者权益比率。所有者权益比率是企业的所有者权益与资产总额对比所确定的比率。其计算公式为：

$$\begin{aligned} \text{所有者权益比率} &= \frac{\text{所有者权益总额}}{\text{资产总额}} \\ &= \frac{22000}{50000} = 0.44 \end{aligned}$$

这一比率反映了在企业全部资金中，企业所有者提供了多少，这一比率越高，说明所有者投入的资金在全部资金中所占的比例越大，则企业偿债能力越强，财务风险越小。因此，从偿债能力角度来看，这一比率越高越好。

上述三项比率是反映企业长期偿债能力的最主要指标，在进行分析时，要注意以下几个问题：（1）上述指标中的资产总额都是指资产净值总额，而不是原值总额；（2）上述指标各有侧重，在分析时应结合应用；（3）从长远来看，企业的偿债能力与盈利能力关系密切，盈利能力决定偿债能力，因此，在分析长期偿债能力时，应结合盈利能力的指标来进行；（4）要充分考虑长期租赁，担保责任等对长期偿债能力的影响。

### （三）企业负担利息和固定费用能力的分析

企业负担利息和固定费用的能力是指企业所实现的利润支付利息或支付固定费用的能力，这是企业进行筹资决策时必须认真考虑的一个重要因素。企业负担利息和固定费用的能力通常用如下两个指标来反映。

1. 利息周转倍数。利息周转倍数是息税前盈余相当于所支付利息的倍数。其计算公式为：

$$\begin{aligned}
 \text{利息周转倍数} &= \frac{\text{息税前盈余}}{\text{利息费用}} \\
 &= \frac{\text{税后利润} + \text{所得税} + \text{利息费用}}{\text{利息费用}} \\
 &= \frac{20000}{5000} = 4
 \end{aligned}$$

这一指标反映企业所实现的利润支付利息费用的能力，这一指标越大，说明支付利息的能力比较强；反之，则说明支付利息的能力比较弱。此指标若低于 1，说明企业实现的利润不足以支付其当期费用，表明企业有了较大的财务风险。

2. 固定费用周转倍数。固定费用周转倍数是企业的盈利相当于其固定费用的倍数。其计算公式为：

$$\begin{aligned}
 \text{固定费用} &= \frac{\text{税前及支付固定费用前利润}}{\text{利息费用} + \text{租金} + \frac{\text{优先股股利}}{(1 - \text{税率})}} \\
 \text{周转倍数} &= \frac{\text{利息费用} + \text{租金} + \text{所得税} + \text{税后利润}}{\text{利息费用} + \text{租金} + \frac{\text{优先股股利}}{(1 - \text{税率})}}
 \end{aligned}$$

公式中的利息费用和租金都可在税前支付，而优先股股利必须在税后利润中支付，故后者应除以（1 - 税率），这里的税率是指适用于企业的所得税税率。固定费用周转倍数反映了企业盈利支付固定费用的能力，这一指标越高，说明企业支付固定费用的能力越强。

## 二、 全业盈利能力分析

盈利能力就是企业赚取利润的能力。无论是投资者还是债权人都认为盈利能力十分重要，因为健全的财务状况必须由较高的获利能力来支持。企业财务管理人员，当然也十分重视获利能力，因为要实现财务管理的目标，就必须不断提高利润，降低风险。

### （一）与销售收入有关的盈利能力指标

这类指标是由企业的利润与销售收入进行对比所确定的比率，有以下两种表示方法。

1. 销售毛利率，销售毛利率是由毛利与销售收入进行对比所确定的比率。其计算公式为：

$$\begin{aligned}
 \text{销售毛利率} &= \frac{\text{销售收入} - \text{销售成本}}{\text{销售收入}} \times 100\% \\
 &= \frac{\text{毛利}}{\text{销售收入}} \times 100\% \\
 &= \frac{40000}{100000} \times 100\% \\
 &= 40\%
 \end{aligned}$$

销售毛利率反映了毛利与销售收入的对比关系，是反映获利能力的主要指标。这一指标越高说明企业盈利能力越强。

2. 销售净利率。销售净利率是净利和销售收入进行对比所确定的比率，

其计算公式为：

$$\begin{aligned}\text{销售净利率} &= \frac{\text{税后净利}}{\text{销售收入}} \times 100\% \\ &= \frac{9000}{100000} \times 100\% \\ &= 9\%\end{aligned}$$

也有人认为，销售净利率应按下列公式计算：

$$\begin{aligned}\text{销售净利率} &= \frac{\text{税后净利} + \text{利息费用}}{\text{销售收入}} \times 100\% \\ &= \frac{9000 + 5000}{100000} \times 100\% \\ &= 14\%\end{aligned}$$

利息费用之所以要加入到净利中，是因为它属于使用借入资金所付出的代价，实际上是企业总收益的一部分。

销售净利率反映了净利和销售收入之间的对比关系，这一指标越高，说明盈利能力越强。

## （二）与资金有关的盈利能力指标

这类指标是由企业的利润与一定的资金进行对比所确定的比率，主要有以下几个指标。

1. 投资报酬率。投资报酬率又称资产报酬率，是企业税后净利同全部资产净值的比率。其计算公式为：

$$\begin{aligned}\text{投资报酬率} &= \frac{\text{税后净利}}{\text{资产总额（净值）}} \times 100\% \\ &= \frac{9000}{50000} \times 100\% = 18\%\end{aligned}$$

投资报酬率反映的是企业投入的全部资金的盈利能力，是财务管理中的一个重要指标，也是总公司对分公司下达经营目标，进行内部考核的主要指标。这一指标越高，说明企业盈利能力越强。

2. 所有者权益报酬率。所有者权益报酬率又称自有资金报酬率、股东权益报酬率、权益资本报酬率，是净利与企业所有者权益进行对比所确定的比率。其计算公式为：

$$\begin{aligned}\text{所有者权益报酬率} &= \frac{\text{税后净利}}{\text{所有者权益总额}} \times 100\% \\ &= \frac{9000}{22000} \times 100\% \\ &= 41\%\end{aligned}$$

这一指标反映了所有者投入的资金所获得的盈利能力。指标越高，说明盈利能力越强。

3. 资本金报酬率。资本金报酬率又称资本金利润率，是企业税后利润同企业资本金总额进行对比所确定的比率。资本金是企业向工商行政管理部门登记的注册资本。如果注册资本和实收资本一致，则资本金总额可用企业财

务报表上的投入资本来表示。资本金报酬率的计算公式为：

$$\begin{aligned}\text{资本金利润率} &= \frac{\text{税后利润}}{\text{资本金总额}} \times 100\% \\ &= \frac{9000}{10000} \times 100\% \\ &= 90\%\end{aligned}$$

资本金利润率反映的是投资者原始投资所取得的盈利情况，此指标越高，说明盈利能力越强。

### （三）与股票数量或股票价格有关的盈利能力指标

这类指标是由企业的利润与股票数量或股票价格进行对比所确定的比率，主要有：

1. 普通股每股盈余。普通股每股盈余简称为每股盈余或每股利润，是由企业的税后净利扣除优先股股利后的余额与普通股流通在外股数进行对比所确定的比率。其计算公式为：

$$\begin{aligned}\text{每股盈余} &= \frac{\text{税后净利} - \text{优先股股利}}{\text{普通股流通在外股数}} \\ &= \frac{9000 - 0}{2000} = 4.5\end{aligned}$$

这是一个非常重要的财务指标，这一指标的高低，对股票价格会产生重大影响。

2. 普通股每股股利。普通股每股股利简称每股股利，它反映每股普通股获得现金股利的情况。其计算公式为：

$$\begin{aligned}\text{每股股利} &= \frac{\text{支付给普通股的现金股利}}{\text{普通股流通在外股数}} \\ &= \frac{3600}{2000} = 1.8\end{aligned}$$

这说明 ABC 公司每股股利为 1.8 元，这是评价普通股报酬情况的一个重要指标。

3. 市盈率。市盈率又称价格盈余比率，是普通股每股市价与普通股每股盈余进行对比所确定的比率。其基本公式为：

$$\text{市盈率} = \frac{\text{普通股每股市价}}{\text{普通股每股盈余}}$$

假设 ABC 公司的股票每股市价为 63 元，则其市盈率为：

$$\text{市盈率} = \frac{63}{4.5} = 14$$

公司财务人员和外部投资人对这一比率都很关心。公司财务人员在作出财务决策之前要很好地考虑其财务决策对这一比率的影响。投资人在投资之前，都对不同股票的市盈率进行对比，然后，才决定投资于何种股票。

## 三、企业资产周转情况分析

企业的资产周转情况，直接影响企业的偿债能力和盈利能力，因此，在对企业偿债能力和盈利能力分析后，还必须分析企业的资产周转情况。分析资产周转情况的主要指标有：

1. 应收帐款周转率。应收帐款周转率是利用赊销收入净额与应收帐款平均占用额进行对比所确定的一个指标，也有周转次数和周转天数两种表示方法。其有关计算公式为：

$$\begin{aligned} \text{应收帐款} & \text{周转次数} = \frac{\text{赊销收入净额}}{\text{应收帐款平均占用额}} \\ \text{应收帐款} & \text{周转天数} = \frac{360\text{天}}{\text{应收帐款周转次数}} \\ & = \frac{\text{应收帐款平均占用额} \times 360\text{天}}{\text{赊销收入净额}} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{赊销收入} & \text{净额} = \text{销售} - \text{现销} - (\text{销售} - \text{销售} - \text{销售}) \\ & \quad \text{收入} - \text{收入} - (\text{退回} + \text{折让} + \text{折扣}) \\ \text{应收帐款平} & \text{均占用额} = \frac{(\text{期初应} + \text{期末应})}{\text{收帐款} + \text{收帐款}} \div 2 \end{aligned}$$

一定时期内应收帐的周转次数越多，说明应收帐款周转越快，应收帐款的利用效果越好。应收帐款周转天数又称应收帐款占用天数、应收帐款帐龄、应收帐款平均收现期，是反映应收帐款周转情况的另一个重要指标，周转天数越少，说明应收帐款周转越快，利用效果越好。

假设 ABC 公司 100000 千元的销售收入中有 80% 是赊销，年初应收帐款余额为 17000 千元，则：

$$\text{应收帐款财转次数} = \frac{100000 \times 80\%}{(15000 + 17000) \div 2} = 5(\text{次})$$

$$\text{应收帐款财转天数} = \frac{(15000 + 17000) \div 2 \times 360}{100000 \times 80\%} = 72(\text{天})$$

2. 存货周转率。存货周转率是由销货成本和存货平均占用额进行对比所确定的指标。有存货周转次数和周转天数两种表示方法。其计算公式为：

$$\begin{aligned} \text{存货周转天数} & = \frac{\text{销货成本}}{\text{存货平均占用额}} \\ \text{存货周转次数} & = \frac{360\text{天}}{\text{存货周转天数}} \\ & = \frac{\text{存货平均占用额} \times 360\text{天}}{\text{销货成本}} \end{aligned}$$

$$\text{存货平均占用额} = \frac{(\text{期初存货数额} + \text{期末存货数额})}{2}$$

一定时期内存货周转次数越多，说明存货周转快，存货利用效果好。而存货周转天数越少，说明存货周转快，存货利用效果好。

假设 ABC 公司年初存货余额为 13000 千元，其存货周转情况为：

$$\text{存货周转次数} = \frac{60000}{(13000 + 17000) \div 2} = 4(\text{次})$$

$$\text{存货周转天数} = \frac{(13000 + 17000) \div 2 \times 360}{60000} = 90(\text{天})$$

3. 流动资产周转率。流动资产周转率是根据销售收入和流动资产平均占用额进行对比所确定的一个比率。有周转次数和周转天数两种表示方法，其计算公式为：

$$\text{流动资产周转次数} = \frac{\text{销售收入}}{\text{流动资产平均占用额}}$$

$$\begin{aligned} \text{流动资产周转天数} &= \frac{360\text{天}}{\text{流动资产周转次数}} \\ &= \frac{\text{流动资产平均占用额} \times 360\text{天}}{\text{销售收入}} \end{aligned}$$

$$\frac{\text{流动资产}}{\text{平均占用额}} = \left( \frac{\text{流动资产期初余额} + \text{流动资产期末余额}}{2} \right)$$

一定时期内流动资产周转次数越多，说明流动资产周转得越快，利用效果越好。周转一次所需天数越少，说明流动资产周转越快，利用效果越好。周转一次所需天数越少，则在一定时期内，流动资产周转次数越多。

假设 ABC 公司期初流动资产余额为 42000 千元，则其流动资产周转率为：

$$\text{流动资产周转次数} = \frac{100000}{(42000 + 38000) \div 2} = 2.5 \text{ (次)}$$

$$\text{流动资产周转天数} = \frac{(42000 + 38000) \div 2 \times 360}{100000} = 144 \text{ (天)}$$

4. 固定资产周转率。固定资产周转率是企业的销售收入与固定次产净值总额进行对比所确定的一个比率。其计算公式为：

$$\begin{aligned} \text{固定资产周转率} &= \frac{\text{销售收入}}{\text{固定资产净值总额}} = \frac{100000}{10000} \\ &= 10 \text{ (次)} \end{aligned}$$

如果 ABC 公司所属行业的固定资产平均周转率为 6 次，说明 ABC 公司固定资产利用情况很好。这也要结合具体情况进行分析，如果企业生产能力已饱和，要再扩大销售就需对固定资产进行投资，这就要引起财务经理的重视。

5. 总资产周转率。总资产周转率是销售收入与资产总额进行对比所确定的一个比率。其计算公式为：

$$\begin{aligned} \text{总资产周转率} &= \frac{\text{销售收入}}{\text{资产总额 (净值)}} \\ &= \frac{100000}{50000} = 2 \text{ (次)} \end{aligned}$$

这说明 ABC 公司运用其资产获得了相当于资产 2 倍的销售收入。要判断这个指标是否合理，需要同历史水平及行业平均水平进行对比。

## 第四节 综合财务分析

在上一节中，分别对企业的盈利能力、偿债能力、资产周转情况进行了分析，在本节中，将它们综合在一起，进行系统分析。

### 一、财务指标的系统分析

在第三节中介绍了许多财务指标，但每一个指标都是从一个侧面反映企业的财务状况，都有一定的片面性和局限性，为此，必须把指标综合在一起进行分析。综合财务分析的方法主要有以下几种。

#### (一) 公式分析法

公式分析法就是把某些指标通过公式联系起来，进而进行深入分析的方法。这方面的分析公式非常多，现结合上节例题列举几个公式来说明这种分析方法。

1. 与所有者权益报酬率有关的公式：

$$\begin{aligned} \text{所有者权益报酬率} &= \frac{\text{税后净利}}{\text{所有者权益}} = \frac{\text{税后净利}}{\text{资产总额}} \times \frac{\text{资产总额}}{\text{所有者权益}} \\ \text{所有者权益报酬率} &= \text{投资报酬率} \times \text{权益乘数} \end{aligned} \quad (1)$$

把上节 ABC 公司的资料代入得：

$$\begin{aligned} \text{所有者权益报酬率} &= \frac{9000}{22000} = \frac{9000}{50000} \times \frac{50000}{22000} \\ &= 18\% \times 2.27 \\ &= 41\% \end{aligned}$$

2. 与投资报酬率有关的公式：

$$\begin{aligned} \text{投资报酬率} &= \frac{\text{税后净利}}{\text{资产总额}} = \frac{\text{税后净利}}{\text{销售收入}} \times \frac{\text{销售收入}}{\text{资产总额}} \\ \text{投资报酬率} &= \text{销售净利率} \times \text{总资产周转率} \end{aligned} \quad (2)$$

把上节 ABC 公司的资料代入得：

$$\begin{aligned} \text{投资报酬率} &= \frac{9000}{100000} \times \frac{100000}{50000} \\ &= 9\% \times 2 \\ &= 18\% \end{aligned}$$

3. 与每股盈余有关的公式：

$$\begin{aligned} \text{每股盈余} &= \frac{\text{税后利润}}{\text{普通股股数}} = \frac{\text{税后利润}}{\text{所有者权益}} \times \frac{\text{所有者权益}}{\text{普通股股数}} \\ \text{每股盈余} &= \text{权益报酬率} \times \text{普通股每股帐面价值} \end{aligned} \quad (3)$$

把 ABC 公司的资料代入得：

---

权益乘数即所有者权益比率的倒数。

$$\begin{aligned} \text{每股盈余} &= \frac{9000}{22000} \times \frac{22000}{2000} \\ &= 41\% \times 11 \\ &= 4.5 \end{aligned}$$

4. 与每股股利有关的计算公式：

$$\begin{aligned} \text{每股股利} &= \frac{\text{股利支付额}}{\text{普通股股数}} = \frac{\text{股利支付额}}{\text{税后净利}} \times \frac{\text{税后净利}}{\text{普通股股数}} \\ \text{每股股利} &= \text{股利支付比例} \times \text{每股盈余} \end{aligned} \quad (4)$$

把 ABC 公司的资料代入得：

$$\begin{aligned} \text{每股股利} &= \frac{3600}{2000} = \frac{3600}{9000} \times \frac{9000}{2000} \\ &= 40\% \times 4.5 \\ &= 1.8 \end{aligned}$$

把以上有关公式进行综合，得出综合分析公式如下：

$$\begin{aligned} \text{每股股利} &= \frac{\text{股利支付额}}{\text{税后净利}} \times \frac{\text{所有者权益}}{\text{普通股股数}} \times \frac{\text{资产总额}}{\text{所有者权益}} \\ &\quad \times \frac{\text{税后净利}}{\text{销售收入}} \times \frac{\text{销售收入}}{\text{资产总额}} \\ \text{每股股利} &= \text{股利支付比例} \times \text{普通股每股帐面价值} \times \text{权益乘数} \times \text{销售利润率} \times \text{总资产周转率} \\ &= \text{股利支付比例} \times \text{普通股每股帐面价值} \times \text{权益乘数} \times \text{投资报酬率} \\ &= \text{股利支付比例} \times \text{普通股每股帐面价值} \times \text{所有者权益报酬率} \\ &= \text{股利支付比例} \times \text{每股盈余} \end{aligned}$$

把 ABC 公司的有关资料代入公式得：

$$\begin{aligned} \text{每股股利} &= 40\% \times 11 \times 2.27 \times 9\% \times 2 \\ &= 40\% \times 11 \times 2.27 \times 18\% \\ &= 40\% \times 11 \times 41\% \\ &= 40\% \times 4.5 \\ &= 1.8 \end{aligned}$$

## (二) 杜邦体系分析法

杜邦体系分析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。杜邦体系分析是由美国杜邦 (Dupont) 公司率先采用的一种方法，故称杜邦体系分析法。杜邦体系分析与前面讲的公式分析有一定联系，但它比公式分析法能更简明、更直观地说明问题。

杜邦体系分析可以用图 4—1 加以说明。

图 4—1 杜邦体系分析图 (单位：千元)

从图 4—1 中可以看出，杜邦体系分析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，通过这一指标体系图，可以了解如下一些问题。

1. 所有者权益报酬率，是一个综合性很强，与企业财务管理目标相关性最大的一个指标，它由企业的销售利润率、总资产周转率和权益乘数所决定。可见，所有者权益报酬率是指标体系分析的核心。

2. 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而得到的，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因。

3. 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。

4. 企业的总资金由所有者权益和负债两部分构成，通过对总资金结构的分析能了解企业的资金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。

## 二、财务状况的变动趋势分析

企业财务状况变动的趋势可通过对比连续数期的财务报表或财务比率来进行分析。连续观察数年财务报表和财务比率，比只看一朗能了解到更多的情况，是一种比较好的综合分析方法。

### （一）比较财务报表

比较财务报表是把数年财务报表的相同项目进行对比，得出增减变化的金额和变动幅度，以便能说明财务状况的变动情况，现以表 4—7 为例说明如下。

通过以上趋势分析可以看到，BCD 公司 1993 年资产总额增加 7000 元，比 1992 年增加 6.36%，这主要是因现金和应收帐款的增加而引起的。为了满足资产增加所需要的资金，在所有者权益和负债方面也有了增加，其中增长最多的是流动负债部分。企业要结合具体情况分析流动资产与流动负债的增加是否合理，特别是要对增长幅度较大的现金和应收帐款进行深入具体的分析。

表 4—7

BCD 公司比较资产负债表  
1992 年、1993 年 12 月 31 日

单位：元

项目	1993 年	1992 年	1993 比 1992 年增减	
			金额	百分比 (%)
资产				
流动资产：				
现金	12000	10000	2000	20
应收帐款	25000	20000	5000	25
存货	<u>30000</u>	<u>30000</u>	<u>0</u>	<u>0</u>
流动资产合计	67000	60000	7000	11.67
固定资产：				
厂房设备（净值）	<u>50000</u>	<u>50000</u>	<u>0</u>	<u>0</u>
资产总计	<u>117000</u>	<u>110000</u>	<u>7000</u>	<u>6.36</u>
负债与所有者权益				
流动负债：				
应付票据	11000	10000	1000	10
应付帐款	18000	15000	3000	20
应付费用	<u>6000</u>	<u>5000</u>	<u>1000</u>	<u>20</u>
流动负债合计	35000	30000	5000	16.67
长期负债：	<u>20000</u>	<u>19000</u>	<u>1000</u>	<u>5.26</u>
负债合计	55000	49000	6000	12.24
股东权益：				
普通股	30000	30000	0	0
保自盈余	<u>32000</u>	<u>31000</u>	<u>1000</u>	<u>3.23</u>
权益合计	<u>62000</u>	<u>61000</u>	<u>1000</u>	<u>1.64</u>
负债与所有者权益总计	<u>117000</u>	<u>110000</u>	<u>7000</u>	<u>6.36</u>

## (二) 比较百分比财务报表

比较百分比财务报表是把各年的财务报表先用百分比表示，然后再进行比较，这能充分揭示财务报表中各项比例关系的变化趋势。另外，用百分比分析不仅可将本企业各期报表加以比较，还可将两个企业的资料进行比较，或将本企业与同行业平均数进行比较。值得注意的是，进行比较的各企业财务报表必须具有可比性。

现举例说明比较百分比财务报表的分析。

【例】表 4—8 是华西公司三个年份的收益表。

表 4—8

## 华西公司收益表

单位：元

项目	1991 年	1992 年	1993 年
销售收入	10 000 0	120 000	140 000
销售成本	<u>50000</u>	<u>660000</u>	<u>84000</u>
毛利	50000	54000	56000
销售及管理费	<u>10000</u>	<u>14400</u>	<u>19600</u>
税前净利	40000	39600	36400

下面以各年的销售为 100%，来编制华西公司各年的百分比收益表，见表 4—9 表 4~9

表 4 9 华西公司百分比收益表(%)

项目	1991 年	1992 年	1993 年
销售收入	100	100	100
销售成本	<u>50</u>	<u>55</u>	<u>60</u>
销售毛利	50	45	40
销售及管理费	<u>10</u>	<u>12</u>	<u>14</u>
税前净利	40	33	26

从表 4—9 中可以看出，华西公司销售成本在销售中所占的百分比连年上升，销售及管理费用也在不断提高，因而，使得企业税前净利连续下降，这应引起企业财务人员和其他管理人员的重视，找出引起成本上升。利润下降的原因，并力求制定出合理的措施，扭转利润不断下降的趋势。

### (三) 比较财务比率

前述比率分析中，着重说明各种财务比率如何计算，并解释其在分析时的价值，将这些比率与同行业平均的财务比率进行比较，可以看出企业财务状况如何，除此而外，把某一公司各年的财务比率按时间先后进行比较，则可在一定程度上掌握企业财务状况的变化趋势。表 4—10 是时代公司 1989—1993 年的几种主要的财务比率。从此表中可以看出，时代公司的流动比率和速动比率都呈不断提高的趋势，这说明该公司的短期偿债能力和变现能力有所加强，但从资产方面的两个比率：存货周转率和应收帐款平均收现期来看，资产周转具有减缓的趋势。因此，变现能力比率的提高可能不是因流动负债减少而引起，而是由流动资产增加所致。从获利能力的两个比率看，盈利能力具有不断下降的趋势，这些都要做深入细致的分析，查明具体原因。

表 4—10 时代公司 1989 ~ 1993 年的几项财务比率

项目	1989 年	1990 年	1991 年	1992 年	1993 年
流动比率	1.98	2.01	2.05	2.15	2.30
速动比率	0.88	0.95	0.92	1.23	1.31
应收帐款平均收现期(天)	30	35	40	45	50
存货周转率(次)	40	4.5	1.2	4	3.5
销售毛利率(%)	40	38	39	36	35
销售净利率(%)	12	10	11	9	7

## 三、计分综合分析法

计分综合分析法是先分析计算企业财务指标的分数，然后求出汇总分数，将其与行业标准分数进行对比来评价企业财务状况的一种综合分析法。

计分综合法的步骤是：

### (一) 选择具有代表性的财务指标

从第三节中我们知道，财务指标很多，如果全都一一计算，工作量很大，

所以，一般都选择具有代表性的一些指标。在选择指标时应注意以下几个问题：（1）偿债能力指标、盈利能力指标、资产周转情况指标都应选到，而不能只集中在一类指标上，（2）最好选用以高值表示财务状况好的指标，如流动比率、所有者权益比率、销售净利率等；而不易选用以低值表示财务状况好的指标，如负债比率，因为最后的得分越高越好，这类比率加入后，不好处理。（3）除财务报表上能揭示出的指标外，还应适当选用一些非财务方面的指标，如职工平均年龄等。本书中选用的代表性指标如表 4—11 第一栏所示。

表 4—11

指标 ( 1 )	指标的标准值 ( 2 )	指标的标准评分值 ( 3 )
一、偿债能力指标		
( 1 ) 流动比率	2	8
( 2 ) 利息周转倍数	4	8
( 3 ) 所有者权益比率	0.40	12
二、盈利能力指标		
( 1 ) 销售净利率	8 %	10
( 2 ) 投资报酬率	16 %	10
( 3 ) 所有者权益报酬率	40 %	16
三、资产周转指标		
( 1 ) 存货周转率 ( 次 )	5	8
( 2 ) 应收帐款周转率 ( 次 )	6	8
( 3 ) 总资产周转率 ( 次 )	2	12
四、其他指标		
大专以上学历职工的比率	30 %	8
合计	/	100

### （二）确定各项财务指标的标准值与标准评分值

财务指标的标准值一般以行业平均数或企业上年数为基准来加以确定。标准评分值根据指标的重要程度来确定，越重要的分数越多，越不重要的分数越少。但所有指标的分数合计应等于 100。本书中举例 ABC 公司的财务指标标准值和标准评分值列示在表 4—11 的第二栏、第三栏中。

### （三）计算综合分数

综合分数是用各指标的实际得分汇总得到的。各指标的实际得分是按下列公式来计算的：

$$\text{实际得分} = \frac{\text{指标的标}}{\text{准评分值}} \times \frac{\text{指标的实际值}}{\text{指标的标准值}}$$

【例】结合在第三节中计算出的 ABC 公司的有关指标及表 4—11 给定的标准值计算 ABC 公司的综合分数（假定 ABC 公司职工中有大专以上学历的人占全部职工人数 40%）。详见表 4—12。

表 4 — 12

指标	标准评分值	标准值	实际值	实际得分值
(1)	(2)	(3)	(4)	$(5) = (2) \times \frac{(4)}{(3)}$
一、偿债能力指标				
(1) 流动比率	8	4	2.11	8.44
(2) 利息周转倍数	8	4	4	8
(3) 所有者权益比率	12	0.4	0.44	13.2
二、盈利能力指标				
(1) 销售净利率	10	8%	9%	11.25
(2) 投资报酬率	10	16%	18%	11.25
(3) 所有者权益报酬率	16	40%	41%	16.4
三、资产周转指标				
(1) 存货周转率(次)	8	5	4	6.4
(2) 应收帐款周转率(次)	8	6	5	6.67
(3) 总资产周转率(次)	12	2	2	12
四、其他指标				
大专以上职工的比率	8	30%	40%	10.67
合计	100		104.28	

#### (四) 作出综合评价

在采用计分综合分析法时分数若大于 100 则说明企业财务状况超过行业平均水平或历史有关水平，企业财务状况比较好；反之，则说明企业财务状况比较差。ABC 公司的得分为 104.28 分，超过行业平均水平，说明其财务状况较好。

## 第二篇 筹资篇

筹集资金是财务管理的一项最基本、最原始的内容。本篇研究企业筹集长期资金的主要方式。短期筹资问题放到第四篇讨论，资金结构问题放到第六篇讨论。本篇共分三章：第五章介绍筹集资金的基本知识，包括企业筹资中的基本概念、企业筹资的目的与原则、资金需要量预测、金融体系等问题；第六章介绍企业自有资金筹集的主要方式，包括吸收直接投资、发行普通股票、发行优先股票等问题。第七章介绍企业负债性资金筹集的主要方式，包括发行债券、银行长期借款、融资租赁等。

## 第五章 企业筹资概述

### 第一节 企业筹资中的基本概念

企业筹资是指企业根据其生产经营活动对资金的需求数量，通过金融机构和金融市场，采用适当的筹资方式，获取所需资金的一种行为，是企业财务管理的重要内容。企业筹资时通常要涉及如下一些基本概念。

#### 一、筹资渠道与筹资方式

筹资渠道是指企业资金的来源，筹资方式是指企业取得资金的具体形式。资金从哪里来和如何取得资金，既有区别又有联系。一定的筹资方式，可能只适用于某一特定的筹资渠道，但同一渠道的资金，往往可采用不同方式取得，而同一筹资方式又往往可适用于不同的资金渠道。

目前我国企业的资金来源渠道主要有：（1）财政资金；（2）银行资金；（3）非银行性质的金融机构的资金；（4）其他企业资金；（5）公共团体资金；（6）家庭或个人资金；（7）外商资金；（8）其他。

目前企业筹集资金的方式主要有：（1）吸收投资；（2）发行股票；（3）发行债券；（4）银行借款；（5）保留盈余；（5）融资租赁；（7）其他。

#### 二、短期资金与长期资金

短期资金一般是指供一年以内使用的资金，短期资金主要投资用于现金、应收帐款、存货等，一般在短期内可以收回。短期资金常采用商业信用、银行流动资金借款等方式来筹集。

长期资金一般是指供一年以上使用的资金。长期资金主要投资于新产品的开发和推广、生产规模的扩大、厂房和设备的更新，一般需几年甚至十几年才能收回。长期资金通常采用吸收投资、发行股票、发行债券、长期借款、融资租赁、留用利润等方式来筹集。

#### 三、自有资金和借入资金

企业所筹集的资金，主要有所有者权益和负债两大类。所有者权益是指投资人对企业净资产的权利，包括投资者投入企业的资本金及持续经营中形成的经营积累，如资本公积金、盈余公积金和未分配利润等。资本金是企业向工商行政管理部门登记的注册资金，是各种投资者以实现盈利和社会效益为目的，用以进行生产经营、承担民事责任而投入的资金。为了明确产权关系，界定有限责任，必须建立企业资本金制度。负债是企业所承担的能以货币计量、需以资产或劳务偿付的债务。

企业通过发行股票、吸收直接投资、留用利润等方式筹集的资金都属于企业的所有者权益。所有者权益不用还本，因而称之为企业的自有资金或主权资金。

企业通过发行债券、借款融资租赁等方式筹集的资金属于企业的负债，到期要归还本金，因而又称之为企业的借入资金或负债资金。

企业资金总额中自有资金和负债资金所占的比例，属于资金结构问题。

---

这些方式通常又叫流动负债，本书将在第十二章中阐述。

不同的资金结构对企业的风险和报酬有不同影响，企业财务人员必须合理安排资金结构，以便增加收益，减少风险。

#### 四、资金成本与财务风险

企业的股东和债权人等投资者把资金投放于企业都是为了获得满意的报酬。因此，企业不能无偿使用这些资金，必须从其经营的收益中拿出一定数量资金支付给投资者。所谓资金成本是指企业取得并使用资金所必须支付的费用。从投资者的角度来看，资金成本也就是投资人的报酬。所以，资金成本与投资人的报酬是同一事物的两个方面。

财务风险是指企业因利用负债资金经营而带来的风险。这种风险主要包括以下三个方面：（1）负债资金会使税后利润大幅度变动；（2）负债资金会使普通股每股盈余大幅度变动；（3）负债会增加企业破产的机会。

不同的资金，具有不同的成本和风险。例如，负债资金要求企业定期付息，到期还本，投资人的风险较少，因而，只要求较低的报酬，企业对负债资金只负担较低的成本，但因为要定期还本付息，企业的财务风险较大；相反，自有资金不用还本，收益不定，投资人的风险较大，因而，要求有较高的报酬，企业要付较高的成本，但因为不用还本，也不支付固定的利息，企业的财务风险较小。

## 第二节 企业筹集资金的目的与原则

资金是企业进行生产经营活动的必要条件。创建企业，开展日常营业活动，扩大生产经营规模，都需要筹集资金。

### 一、企业筹集资金的目的

企业筹集资金的目的总的来说是为了获取资金，但具体分析，又不完全一样，现说明企业筹集资金的主要目的。

#### （一）筹集资金以便设立企业

按照我国新财务制度的规定，企业设立时，必须有法定的资本金，并不低于国家规定的限额。企业资本金除法律另有规定者外，在企业的存续期间，不得以任何方式抽走。这就是说，企业的设立，是以筹集一定数量的资金为条件的。为此，要想设立一个企业，必须采用吸收投资、发行股票等方式筹集一定数量的资金，以便形成企业的资本金。

#### （二）筹集资金以便扩大企业经营规模

成长和扩张中的企业，其生产经营规模是不断扩大的，随着生产经营规模的扩大，对资金的需求也不断增多，为此，需要不断筹集大量资金。在此种情况下，应根据企业扩张的具体情况，认真研究投资的方向和规模，以便合理筹集所需资金。企业对原有项目进行改扩建，或者投资建设新的项目，都必须进行认真的可行性研究，分析有关投资项目的经济效益。筹资是为了投资，如果投资效益不好，则筹资效益也不好。

#### （三）筹集资金以便偿还债务

一般而言，企业总是利用一定的负债进行生产经营，负债都有一定的到期日，到期必须归还。如果债务到期而现金不足，则必须预先安排筹集资金，以满足偿债对现金的需求，偿债性筹资可分为两种情况：一是调整性偿债筹资，即企业虽有能力支付到期旧债，但为了调整资金结构，仍然筹集资金，以便使资金结构更加合理，这是主动的筹资策略；二是恶化性的偿债筹资，即企业现有支付能力已不足以偿还到期旧债，被迫筹资还债。这种情况说明财务状况已有恶化。

### 二、企业筹集资金的基本原则

企业筹资是一项重要而复杂的工作，为了有效地筹集企业所需资金，必须遵循一些基本原则。

#### （一）分析科研、生产、经营状况，合理确定资金需要量

企业的资金需求量往往是不断波动的，企业财务人员要认真分析科研、生产、经营状况，采用一定的方法，预测资金的需要数量。这样，既能避免因资金筹集不定，影响生产经营的正常进行，又可防止资金筹集过多，造成资金闲置。

#### （二）研究资金的时间价值，适时取得所需资金

同等数量的资金，在不同时间点上具有不同的价值，企业财务人员在筹集资金时必须熟知资金时间价值的原理和计算方法，以便根据资金需求的具体情况，合理安排资金的筹集时间，适时获取所需资金。这样，即能避免过早筹集资金形成资金投放前的闲置，又能防止取得资金来源的滞后，错过资金投放的最佳时间。

### （三）了解筹资渠道和资金市场，认真选择资金来源

资金的来源渠道和资金市场为企业提供了资金的源泉和筹资场所，它反映资金的分布状况和供求关系，决定着筹资的难易程度。不同来源的资金，对企业的收益和成本有不同影响，因此，企业应认真研究资金渠道和资金市场，合理选择资金来源。

### （四）研究各种筹资方式，确定最佳资金结构

在确定筹资数量、筹资时间、资金来源的基础上，企业在筹资时还必须认真研究各种筹资方式。企业筹集资金必然要付出一定的代价，不同筹资方式条件下的资金成本有高有低。为此，就需要对各种筹资方式进行分析、对比，选择经济、可行的筹资方式。与筹资方式相联系的问题是资金结构问题，企业应确定合理的资金结构，以便降低成本，减少风险。

## 三、企业筹集资金的客观基础

企业自主筹资是经济体制改革的一项重要内容。过去，我国企业的资金来源渠道不多，筹资方式很少。随着市场经济的发展，横向经济联合的兴起，金融市场的建立，我国企业的自主筹资活动正日益广泛开展起来。这是市场经济发展的客观要求。

### （一）商品生产者和经营者地位的确定，是企业筹集资金的根本前提

我国经济体制改革的目标是建立社会主义市场经济体制，这就要求企业成为自主经营、自负盈亏的经济实体。企业不仅能自我积累，而且要能自筹资金，这样才能求得自我发展。财权是企业自主经营权的最重要组成部分，企业只有能够自筹资金，才能真正做到自负盈亏。做主意，办工厂要有本钱，开辟多渠道由企业自主筹资，不仅能适应企业经营自主权不断扩大的需要，而且能与投资活动、购销活动紧密配合，有利于增强企业活力。

### （二）横向经济的广泛开展，为企业筹集资金开辟了新的渠道

随着商品经济的发展，部门、地区等“条条”、“块块”的分割已开始被打破，跨地区、跨部门、跨行业、跨所有制的横向经济联合的方式多种多样，其中各种形式的企业联营、不同企业的相互投资，则是横向经济联合的主要方式。联合通常是在劳力、技术、资金、场地等方面各取所长，发挥优势，而联合投资则是经济联合的一项重要内容。这种横向资金流动必然突破过去资金供应体制的老框框，为企业资金在更广泛的范围内开辟渠道。

（三）社会闲散资金的经常存在，为企业筹集资金提供更为广泛的资金来源

近几年来，随着经济体制的改革，社会总资金的分布和运行有了一定的变化。企业的财权有所扩大，手中掌握的资金逐渐增多，而通过财政渠道集中的资金则相对减少。此外，城乡居民储蓄和个体经济资金是一笔金额十分可观的资金，可以作为企业筹集资金的重要来源。目前，各种社会集资形成了一股热潮，形式越来越多，规模日益增大。企业发行债券，股票，提高资金使用报酬，以经济上的优势吸引了大量社会闲散资金，成为企业筹资的重要渠道。

### 第三节 企业资金需要量的预测

企业在筹资之前，必须用特定的方法来预测其所需资金的数量，只有这样，才能使筹集来的资金既能保证满足生产经营的需要，又不会有太多的闲置。现介绍预测资金需要量常用的方法。

#### 一、定性预测法

定性预测法主要是利用直观的材料，依靠个人经验的主观判断和分析能力，对未来资金的需要数量做出预测。这种方法一般是在企业缺乏完备、准确的历史资料的情况下采用的。其预测过程是：首先由熟悉财务情况和生产经营情况的专家，根据过去所积累的经验，进行分析判断，指出预测的初步意见，然后，再通过召开座谈会或发出各种表格等形式，对上述预测的初步意见进行修正补充。这样经过一次或几次以后，得出预测的最终结果。

#### 二、比率预测法

定性预测法是十分有用的，但它不能揭示资金需要量与有关因素之间的数量关系。例如，预测资金需要量应和企业生产经营规模相联系。生产规模扩大，销售数量增加，会引起资金需求增加；反之，则会使资金需求量减少。能用于预测的比率可能会很多，如存货周转率、应收帐款周转率、资金毛利率等，但最常用的是资金与销售之间的比率，也就是销售百分率预测法。

【例】四方公司 1993 年 12 月 31 日的资产负债表如表 5—1 所示。

1

资 产		负债与所有青权益	
固定资产净值	30000	实收资本	20000
存货	30000	保留盈余	10000
应收帐款	15000	公司债券	10000
现金	5000	短期借款	25000
		应付帐款	10000
		应付费用	5000
资产合计	86000	负债与所有者权益合计	80000

\* 此资产负债表的格式是根据预测资金需要量的要求设计的，因而在资产负债、所有者权益的排列顺序上与一般的资产负债表不完全一致。

四方公司 1993 年的销售收人为 100000 元，现在还有剩余生产能力，即增加收入不需要进行固定资产方面的投资。假定税后利润率为 10%，如果 1994 年的销售收入提高到 120000 元，那么要筹集多少资金呢？现将应用销售百分率法进行预测的程序说明如下：

首先，将资产负债表中预计随销售变动而变动的项分离出来。在四方公司的实例中，资产方除固定资产外都将随销售的增加而增加，因为较多的销售量需要占用较多的存货，发生较多的应收帐款，需要较多的现金。在负债与所有者权益一方，应付帐款和应付费用也会随销售的增加而增加，但实收资本、公司债券、短期借款等不会自动增加。公司的盈余如果不全部分配

出去，保留盈余也会有适当增加。预计随销售增加而自动增加的项目列示在表 5—2 中。

表 5—2 四方公司销售百分率表

资 产	销售百分率 (%)	负债与所有者权益	销售百分率 (%)
固定资产	不变动	实收资本	不变动
存 货	30	保留盈余	不变动
应收帐款	15	公司债券	不变动
现 金	5	短期借款	不变动
		应付帐款	10
		应费用	5
合 计	50	合 计	15

在表 5—2 中，不变动是指该项目不随销售的变化而变化。表中的百分率都是用表 5—1 中有关项目的数字除以销售收入求得，如存货： $30000 \div 100000 = 30\%$ 。

其次，确定需要增加的资金。从表 5—2 中可以看出，销售收入每增加 100 元，必须增加 50 元的资金，但同时增加 15 元的资金来源。从 50% 的资金需求中减去 15% 自动产生的资金来源，还剩下 35% 的资金需求。因此，每增加 100 元的销售收入，四方公司必须取得 35 元的资金来源。在本例中，销售收入从 100000 元，增加到 120000 元，增加了 20000 元，使用 35% 的比率可预测销售的增加将增加 7000 元的资金需求。

最后，确定对外界资金需求的数量，上述 7000 元的资金需求有些可通过企业内部来筹集，1993 年的销售利润为 12000 元 ( $120000 \times 10\%$ )，如果公司的利润分配给投资者的比率为 60%，则将有 40% 的盈余即 4800 元被保留下来，从 7000 元中减去 4800 元的保留盈余，则还有 2200 元的资金必须向外界来融通。

上述预测过程可用下列公式表示：

$$\text{对外界资金的需要量} = \frac{A}{S_1} (\Delta S) - \frac{B}{S_1} (\Delta S) - EP(S_2)$$

式中：A 随销售变化的资产；

B 随销售变化的负债；

$S_1$  基期销售额；

$S_2$  预测期销售额；

S 销售的变动额；

P 销售净利率；

E 盈余的保留比率；

$\frac{A}{S_1}$  随销售的变动资产自动变动的百分比；

$\frac{B}{S_1}$  随销售变动负债自动变动的百分比。

在此例中，如果四方公司 1993 年的销售收入预计为 110000 元，即只增长 10%。对外界资金需求量为：

$$50\% \times 10000 - 15\% \times 10000 - 10\% \times 40\% \times 110000 \\ = -900 \text{ (元)}$$

如果公司的销售仅增加 10% ,公司不仅不需向外界筹资 ,而且还会有 900 元的剩余资金。那么在此种情况下,公司的任务不是规划如何筹资,而应是计划去增加股利、偿还债务或寻找较有利可图的投资机会。这一实例也说明了正确预测资金需求量,对于公司合理筹资具有举足轻重的作用。

### 三、资金习性预测法

所谓资金的习性,是指资金的变动同产销量变动之间的依存关系。按着资金同产销量之间的依存关系,可以把资金区分为不变资金。变动资金和半变动资金。

不变资金是指在一定的产销量范围内,不受产销量变动的影响保持固定不变的那部分资金。也就是说,产销量在一定范围内,这部分资金保持不变。这部分资金包括:为维持营业而占用的最低数额的现金,原材料的保险贮备,必要的成品贮备,厂房、机器设备等固定资产占用的资金。

变动资金是指随产销量的变动而成同比例变动的那部分资金。它一般包括直接构成产品实体的原材料,外购件等占用的资金。另外,在最低储备以外的现金、存货。应收帐款等也具有变动资金的性质。

半变动资金是指虽然受产销量变化的影响,但不成同比例变动的资金,如一些辅助材料上占用的资金。半变动资金,可采用一定的方法划分为不变资金和变动资金两部分。

进行资金习性的分析,把资金划分为变动资金和不变资金两部分,从数量上掌握了资金同产销量之间的规律性,对正确地预测资金需要量有很大帮助。

把企业的总资金划分为不变资金和变动资金,然后再进行资金需求量预测,主要有以下两种形式:

#### (一) 根据资金占用总额同产销量的关系来预测

采用这种方式是根据历史上企业资金占用总额与产销量之间的关系,把资金划分成不变和变动两部分,然后结合预计的销售量来预测资金需要量。

【例】某企业产销量和资金变化情况如表 5—3 所示。1993 年预计销售量为 150 万件,试计算 1993 年的资金需要量。

表 5—3

年度	产销量 ( $X_i$ ) (万件)	资金占用 ( $Y_i$ ) (万元)
1987	120	100
1988	110	95
1989	100	90
1990	120	100
1991	130	105
1992	140	110

设产销量为自变量调,资金占用为因变量 Y,它们之间的关系可用下式表示

$$y = A + BX$$

式中：A——不变资金；

B ——单位产销量所需变动资金。

可见，只要求出 A、B 并知道预测期的产销量，就可以用上述公式测算资金需求情况。A、B 可用回归直线方程求出。其步骤是：

1. 根据表 5—3 整理出表 5—4。

表 5—4

年度	产销量 $X_i$ (万件)	资金占用 $Y_i$ (万元)	$X_i Y_i$	$X_i^2$
1987	120	100	12000	14400
1988	110	95	10450	12100
1989	100	90	9000	10000
1990	120	100	12000	14400
1991	130	105	13650	16900
1992	140	110	15400	19600
合计 $n = 6$	$X_i = 720$	$Y_i = 600$	$X_i Y_i = 72500$	$X_i^2 = 87400$

2. 把表 2—4 的资料代入下列联立方程：

$$Y_i = na + b X_i$$

$$X_i Y_i = a X_i + b X_i^2$$

解得：a=40, b=0.5

3. 把 a=40、b=0.5 代入  $y=a+bx$  求得

$$Y=40+0.5X$$

4. 把 1993 年预计销售量 150 万件代入上式，得出 1993 年资金需要量为：

$$1989=40+0.5 \times 150=115 \text{ (万元)}$$

(二) 先分项目，然后汇总来预测

这种方式是根据各资金占用项目（如现金、存货、应收帐款、固定资产）同产销量之间的关系，把各项目的资金都分成变动和不变动两部分，然后汇总在一起，求出企业变动资金总额和不变资金总额，进而来预测资金需求量。

【例】某企业历史上现金占用与销售收入之间的关系如表 5—5。

表 5—5

单位：元

年度	销售收入 $X_i$	现金占用 $Y_i$
1	200000	110000
2	2400000	130000
3	2600000	140000
4	2800000	150000
5	3000000	160000

根据以上资料，采用适当的方法来计算不变资金和变动资金的数额。这里，我们用高低点法（当然，也可用前面介绍的回归直线法）来求 A、B 的值。

$$B = \frac{\text{最高资金占用量} - \text{最低资金占用量}}{\text{最高销售收入} - \text{最低销售收入}}$$

$$= \frac{160000 - 110000}{3000000 - 2000000}$$

$$= 0.05(\text{元})$$

由  $Y=A+BX$  得： $A=Y-BX$

把上式代入第 5 年数字后得：

$$A=160000-0.05 \times 3000000$$

$$=10000(\text{元})$$

存货、应收帐款、流动负债、固定资产等也可根据历史资料作这样的划分，然后汇总列于表 5—6 中。

表 5—6

单位：元

	年度不变资金(A)	每一元销售售收入所需变动资金(h)
流动资产		
现金	10000	0.05
应收帐款	60 000	0.14
存货	100000	0.22
小计	170000	0.41
减：流动负债		
应付帐款及应付费用	80000	0.11
净资金占用	90000	0.30
固定资产		
厂房、设备	510000	0
所需资金合计	600000	0.30

根据表 5 6 的资料得出预测模型为：

$$Y=60000+0.30X$$

如果第 6 年的预计销售收入为 3500000 元，那么

$$\text{第六年的资金需要量} = 60000 + 0.3 \times 3500000$$

$$= 1650000(\text{元})$$

从上面分析可以看出，资金习性预测法注意了资金需要量同产销量之间的变动关系，是一种比较简单而又准确的预测方法。

## 第四节 金融体系

由金融市场、金融机构、金融工具等构成的资金集中与分配的系统，叫金融体系。企业筹集资金，总是要利用特定的金融工具，通过金融市场或金融机构来进行的，因此，财务人员必须对金融体系有所了解。

### 一、金融市场

金融市场是指由资金的借贷、有价证券的发行和交易，以及外汇和黄金的买卖活动所形成的市场。在金融市场上，资金供应者与资金需求者互相接触，对各种不同的信用工具进行自由买卖，由此形成的供求关系决定利率的高低和证券的价格。

#### （一）金融市场的分类

金融市场有多种分类方法，现说明其中最主要的分类方式：

1. 按交易期限的长短，金融市场要分为货币市场和资本市场。货币市场是指融通短期资金的市场，它又可分为短期证券市场和短期贷款市场。资本市场是指融通长期资金的市场，它又可分为长期贷款市场和长期证券市场。

2. 按照经营业务的性质，金融市场可分为资金市场、外汇市场和黄金市场。资金市场是指进行资金交易所形成的市场。外汇市场是指进行外汇交易所形成的市场。黄金市场是指进行黄金交易所形成的市场。

3. 按照活动范围的大小，金融市场可分为地方性金融市场、区域性金融市场、全国性金融市场和国际性金融市场。地方性金融市场是指活动范围和信用工具的流通，以当地为限的金融市场。

区域性金融市场是指在一定区域内，由许多地方性金融市场组合而成的金融市场。全国性金融市场是指活动范围遍及全国，各地资金都向这里集中，并进行重新分配和平衡的市场。国际性金融市场是指资金的交易涉及多个国家，世界各地的资金都在这里集中，并进行分配和平衡的市场。

#### （二）金融市场的特点

金融市场一般具有以下特点：

1. 金融市场是以资金为交易对象的市场。一般市场大都以商品为交易对象，金融市场交易的对象则是资金，是由资金的供给与需求形成的市场。资金的供求双方，通过这个市场分别达到运用和借入资金的目的。对借入的资金，既可用于生产经营，也可用以偿还债务，甚至可以用于一般的消费支出。

2. 金融市场是一种抽象市场。通常所说的市场，一般是指商品交易的场所。金融市场除资本市场中的证券交易所有固定场所外，其他并无具体场所，许多交易都是通过经纪人或交易商的电讯联系而成交的，并非集中于一个具体场所进行，所以是一种抽象市场。

3. 金融市场是一种公开市场。金融市场是任何人或机构都可自由参加交易的市场，借贷利率和其他条件，决定了资金的供求情况。

### 二、金融工具

金融工具又称“信用工具”或“交易工具”。是资金需求者向资金供应者借入资金时出具的，具有法律效力的票据或证券。它包括债权债务凭证（如汇票、本票、债券等）和所有权凭证（如股票）一个健全的金融市场必须有优良的金融工具，它是金融市场交易的对象。

### （一）金融工具的分类

随着信用在现代经济生活中不断深化和扩展，金融工具的种类越来越多，金融工具可以从不同角度进行分类。

1.按发行者的性质，可分为直接金融工具和间接金融工具。直接金融工具是指非金融机构，如工商企业、个人和政府所发行和签署的短期融资券、股票、公司债券、国库券、公债券等。这些金融工具，是由资金需求者和资金供应者用来在金融市场上直接进行借贷或交易的。间接金融工具是指由银行和金融机构所发行的银行券、存单、人寿保险单、各种借款和银行票据等。这些金融工具是由融资单位通过银行或金融机构融通资金时而产生的。

2.按金融市场交易的偿还期，可分为长期金融工具和短期金融工具。长期金融工具亦称资本市场金融工具，是指期限在一年以上的金融工具，如股票、债券等。短期金融工具亦称货币市场金融工具，是指期限在一年以内的金融工具，如短期国库券、短期融资券、可转让存单等。

### （二）金融工具的特点

在现代金融制度高度发达的情况下，金融工具具有以下四个特征：

1.金融工具具有偿还性。大多数金融工具都具有偿还期，到期必须归还。如各种汇票、债券、短期融资券等都有特定的偿还日期。因金融工具的性质不同，偿还期限也不完全一样。银行活期存款随时可以提取，因此其偿还期视为零；短期融资券的偿还期限一般在一年以内；各种债券的偿还期限一般在一年以上；只有股票没有固定期限，因为它只分股利，不还本金。

2.金融工具具有流动性。金融工具的流动性是指各种金融工具随时可以拿到金融市场上去出卖，变成现金。一般来说，金融工具的流动性越大，越受投资人欢迎。

3.金融工具具有风险性。把资金投放于各种金融工具，都会或多或少地有一定风险。金融工具的风险性，与发行单位的信誉及经济实力有关。发行单位的信誉好，实力强，则风险小；反之，则风险大。

4.金融工具具有盈利性。盈利性是指在正常情况下，投资于金融工具都可以取得一定收益，使投资人得到一定报酬。金融工具的盈利性与风险性有一定联系，一般而言，风险越大，报酬越高。

## 三、金融机构

### （一）金融市场中资金的交易形式

金融机构是指从事金融业务的中介机构。资金供应者与资金需求者之间进行资金交易，可直接见面洽谈业务，也可通过金融机构来进行。主要有直接和间接两种交易形式。

1.资金与证券直接交换。其形式如图 5—1。

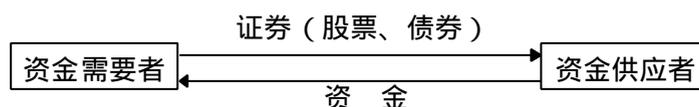


图 5 1

2.通过证券公司和金融机构进行间接交换。其形式如图 5 2 和图 5 3。



图 5 2

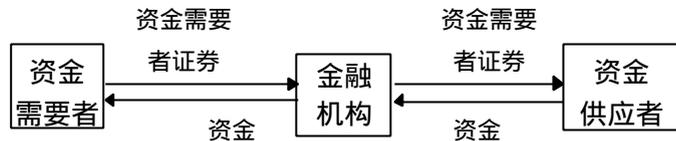


图 5 3

资金从供应者转到需求者手中，大部分要通过金融机构来进行，财务人员若想有效地筹集资金，必须对金融机构有所了解。

## (二) 金融机构的类型

目前，我国的金融机构可分为以下三类：

1. 存贷款性的金融机构。这类机构目前主要有各类银行和信用社，如中国工商银行、中国农业银行、中国人民建设银行、中国银行、交通银行。城市信用社、农村信用社等。它们的共同特点是通过吸收存款以集聚资金，并把这些资金通过贷款的方式提供给资金需要者。由此把资金供应者和资金需求者联系起来，使资金供应者的资金得以利用，并使资金需要者获得资金。

2. 证券经营机构。指专门从事各种证券经营及相关业务的金融机构。这类机构在我国主要是证券公司，在西方主要指投资银行。我国有一些投资信托公司也从事证券经营业务。证券公司在金融市场上起重要作用，在发行市场上，通过承购、代销、助销、包销有价证券，促使发行市场顺利运行，使发行者能顺利筹措到所需资金，同时使投资者将资金投入市场。在交易市场上，通过代理或自营买卖有价证券，使投资者的有价证券在公正的价格上能自由转移。

3. 其他金融机构。其他金融机构主要包括投资信托公司、保险公司、租赁公司等，其共同特点是为一定目的而集聚或筹措资金，但不马上使用或使用后还有一部分剩余，可以利用这些资金投资于各种证券。

## 四、金融体系的作用

健全的金融体系，使资金供应者和资金需要者能自由参加交易，为资金融通提供方便条件，也有利于引导资金流向最有利的部门。金融体系对于整个国家的经济发展具有重要意义。对于企业财务管理来说，也十分重要。其作用主要在于：

### (一) 健全的金融体系有利于企业迅速地筹集所需资金

在一个健全的金融体系中，资金需求者可以利用发行各种证券或借款方式迅速获取所需资金，保证生产经营需要，促进生产不断发展。

### (二) 健全的金融体系有利于企业的资金得到最合理的运用

一个企业在资金的使用过程中，难免会有暂时的闲置资金，如果金融体系健全，则可以投资于金融市场上的短期证券，也可以存放到金融机构中获得利息。

### (三) 金融体系的构成影响企业的筹资方式

不同的国家金融体系不一样，有的国家金融体系十分健全，有的则很简单，有的国家金融市场十分发达，有的国家金融机构十分完善。在金融市场发达的国家，企业可较多地采用发行证券（股票、债券）来筹集资金，如英国、美国就是如此。在金融机构比较健全的国家，企业筹资则较多地利用借款方式，如日本、德国便是如此。

## 第六章 企业自有资金的筹集

### 第一节 吸收直接投资

吸收直接投资（以下简称吸收投资）是指企业按着“共同投资、共同经营、共担风险、共享利润”的原则来吸收国家、法人、个人、外商投入资金的一种筹资方式。吸收投资与发行股票、留用利润属于企业筹集自有资金的重要方式，发行股票要有股票作中介，而吸收直接投资则无需发行任何证券。吸收投资中的出资者都是企业的所有人，他们对企业具有经营管理权，企业经营状况好，盈利多，各方可按出资额的比例分享利润，但如果企业经营状况差，连年亏损，甚至被迫破产清算，则各方要在其出资的限额内按出资比例承担损失。

#### 一、吸收投资的种类

企业采用吸收投资方式筹集的资金一般可分为以下四类：

##### （一）吸收国家投资

国家投资是指有权代表国家投资的政府部门或者机构以国有资产投入企业，这种情况下形成的资本金叫国家资本金。吸收国家投资是国有企业筹集自有资金的主要方式。当前，除了原来国家以拨款形式投入企业所形成的各种资金外，用税前利润归还贷款后所形成的国家资金、财政和主管部门拨给企业的专用拨款以及减免税后形成的资金，也应视为国家投资。吸收国家投资一般具有以下特点：（1）产权归属国家；（2）资金数额较大；（3）只有国有企业才能采用。

##### （二）吸收法人投资

法人投资是指法人单位以其依法可以支配的资产投入企业，这种情况下形成的资本金叫法人资本金。目前，吸收法人投资主要是指法人单位在进行横向经济联合时所产生的联营投资。随着我国横向经济联合的广泛开展，吸收法人投资这种筹资方式将越来越重要。吸收法人投资一般具有如下特点：（1）发生在法人单位之间；（2）以参与企业利润分配为目的；（3）出资方式灵活多样。

##### （三）吸收个人投资

个人投资是指社会个人或本企业内部职工以个人合法财产投入企业，这种情况下形成的资本金称为个人资本金。近些年来，随着我国城乡居民和个体经济户收入的不断增长，个人资金的数量已十分可观，可以作为企业筹集资金的重要来源。个人投资一般具有以下特点：（1）参加投资的人员较多；（2）每人投资的数额相对较少；（3）以参与企业利润分配为目的。

##### （四）吸收外商投资

外商投资是指外国投资者以及我国香港、澳门和台湾地区投资者把资金投入企业，这种情况下形成的资本金叫外商资本金。随着我国对外开放的不断推进，吸收外商投资越来越成为企业筹集资金的重要方式。吸收外商投资一般具有以下特点：（1）可以筹集外汇资金；（2）出资方式比较灵活；（3）一般只有中外合资（或中外合作）经营企业才能采用。

---

关于留用利润这一筹资方式，将在第十六章中讨论，本章只介绍吸收直接投资和发行股票。

## 二、吸收投资中的出资方式

企业在采用吸收投资这一方式筹集资金时，投资者可以用厂房、机器设备、材料物资、现金、无形资产等作价出资。具体而言，出资方式主要有：

### （一）现金投资

现金投资是吸收投资中一种最重要的投资方式。有了现金，便可获取其它物质资源。因此，企业应尽量动员投资者采用现金方式出资。吸收投资中所需投入现金的数额，决定于投入的实物、工业产权之外尚需多少资金来满足建厂的开支和日常周转需要。外国公司法或投资法对现金投资占资本总额的多少，一般都有规定，我国目前尚无这方面的法规，所以，需要在投资过程中由双方协商加以确定。

### （二）实物投资

以厂房、建筑物、设备等固定资产和材料、燃料、商品等流动资产所进行的投资，均属实物投资。一般来说，企业的实物投资应符合如下条件：（1）确为企业科研、生产、经营所需；（2）技术性能比较好；（3）作价公平合理。

投资实物的具体作价，可由双方按公平合理的原则协商确定，也可聘请各方同意的专业资产评估机构评定。

### （三）工业产权投资

工业产权是指以专有技术、商标权、专利权等无形资产所进行的投资。一般来说，企业吸收的工业产权应符合以下条件。（1）能帮助研究和开发出新的高科技产品；（2）能帮助生产出适销对路的高科技产品；（3）能帮助改进产品质量，提高生产效率；（4）能帮助大幅度降低各种消耗；（5）作价比较合理。

企业在吸收工业产权投资时应特别谨慎，进行认真的可行性研究，因为以工业产权投资实际上是把有关技术资本化了，把技术的价值固定化了。而技术实际上都在不断老化，价值不断减少甚至会完全丧失。

### （四）场地使用权投资

投资者也可以用场地使用权来进行投资。场地使用权是按有关法规和合同的规定使用场地的权利。企业吸收场地使用权投资应符合以下条件：（1）企业科研、生产、销售活动所需要的；（2）交通、地理条件比较适宜；（3）作价公平合理。

在我国，土地是国有的，投资的仅仅是使用权，而不是所有权，获得土地使用权后，不能转让、出卖或抵押。

## 三、吸收投资的程序

企业吸收其他单位的投资，一般要遵循如下程序：

（一）对企业进行认真研究，确定所需吸收投资的数量吸收投资一般是在企业开办时所使用的一个筹资方式。企业在经营过程中，如果发现自有资金不足，也可采用吸收投资的方式筹集资金，但在吸收投资之前，都必须确定所需资金的数量，以利于正确筹集所需资金。

### （二）进行广泛宣传，寻找投资单位

企业在吸收投资之前，需要做一些必要的宣传，以便使出资单位了解企业的经营状况和财务情况，有目的的进行投资。这将有利于企业在比较多的

投资者中寻找最合适的合作伙伴。

### （三）双方进行初步协商，确定投资数额和出资方式

寻找到投资单位后，双方便可进行具体的协商，以便合理确定投资的数量和出资方式。在协商过程中，企业应尽量说服投资者以现金方式出资，如果投资者确拥有较先进的适用于企业需要的固定资产、无形资产等，也可用实物、工业产权和厂地使用权进行投资。

### （四）进一步协商，签署投资协议

双方经初步协商后，如没有太大异议，便可进一步协商，这里关键问题是以实物投资、工业产权投资、厂地使用权投资的作价问题。这是因为投资的报酬、风险的承担都是以此确定的出资额为依据。一般而言，双方应按公平合理的原则协商定价，如果争议比较大，可聘请有关资产评估的机构来评定。当出资额、资产作价确定后，便可签署投资的协议或合同，以明确双方的权利和责任，为分配报酬作准备。

### （五）共同经营，共享利润

出资各方有权对企业进行经营管理，但如果投资者的投资在企业资金总额中的比例较低，一般并不参与经营管理，最关心的还是其投资报酬问题。因此，企业在吸收投资之后，应按合同中的有关条款，从实现的利润中对所吸收的投资支付报酬。投资报酬是企业利润的一个分配去向，也是投资者利益的体现，企业要妥善处理，以便与投资者保持良好关系。

## 四、吸收投资的优缺点

### （一）吸收投资的优点

1. 利用吸收投资所筹集的资金属于自有资金，能增强企业的信誉和借款能力，对扩大企业经营规模，壮大企业实力具有重要作用。

2. 吸收投资能直接获取投资者的先进设备和先进技术，尽快形成生产能力，有利于尽快开拓市场。

3. 吸收投资根据企业的经营状况向投资者支付报酬，企业经营状况好，要向投资者多支付一些报酬，企业经营状况不好，就可不向投资者支付报酬或少支付报酬，比较灵活，所以财务风险较小。

### （二）吸收投资的缺点

1. 吸收投资支付的资金成本较高。一般而言，采用吸收投资方式所筹集的资金的资金成本较高，特别是企业经营状况较好和盈利较强时，更是如此。因为向投资者支付的报酬是根据其出资的数额和企业实现利润的多寡来计算的。

2. 吸收投资容易分散企业的控制权。采用吸收投资方式筹集资金，投资者一般都会要求获得与投资数量相适应的经营管理权，这是接受外来投资的代价之一。如果外部投资者的投资较多，则投资者会有相当大的管理权，甚至会对企业实行完全控制，这是吸收投资的不利因素。

## 第二节 发行普通股票

股票是股份公司为筹集自有资金而发行的有价证券，是投资入股并取得股息、红利的凭证，它代表了对股份制企业的所有权。

### 一、股票的分类

按不同标准，可把股票分成不同类别，现介绍几种主要分类方式。

(一) 按股东享受权利和承担义务的大小，可把股票分成普通股票和优先股票

1. 普通股票（简称普通股）。是股份公司依法发行的具有管理权的股利不固定的股票。普通股具备股票的最一般特征，是股份公司资本结构中最基本部分。

2. 优先股票（简称优先股）。是股份公司依法发行的具有一定优先权的股票。从法律上来讲，优先股不承担法定的还本义务，是企业自有资金的一部分。

(二) 按股票票面上有无记名为标准，可把股票分成记名股票与无记名股票

1. 记名股票是在股票上载有股东姓名并将其记入公司股东名册的一种股票。记名股票要同时附有股权手册，只有同时具备股票和股权手册，才能领取股息和红利。记名股票的转让、继承都要办理过户手续。

2. 无记名股票是指在股票上不记载股东姓名的股票。凡持有无记名股票，都可成为公司股东。无记名股票的转让、继承无需办理过户手续，只要将股票交给受让人，就可发生转让效力，移交股权。

(三) 按股票票面上有无金额为标准，可把股票分为面值股票和无面值股票

1. 面值股票是指在股票的票面上记载每股金额的股票。股票面值的主要功能是确定每股股票在公司中所占有的份额，另外，还表明在有限公司中股东对每股股票所负有限责任的最高限额。

2. 无面值股票是指股票票面不记载每股金额的股票。无面值股票仅表示每一股在公司全部股票中所占有的比例。也就是说，这种股票只在票面上注明每股金额占公司全部资产的比例，其价值随公司财产价值的增减而增减。

(四) 按持股主体为标准，可把股票分成国家股、法人股、个人股、外资股

1. 国家股为有权代表国家投资的政府部门或机构以国有资产投入股份公司所购买的股票，这部分股金形成国家资本金。

2. 法人股是法人单位以其依法可支配的资产投入公司所购买的股票，这部分股金形成法人资本金。

3. 个人股是社会个人或本公司内部职工以个人合法财产投入公司所购买的股票，这部分股金形成个人资本金。

4. 外商股是指外国投资者及我国香港、澳门和台湾地区投资者投入公司所购买的股票，这部分股金形成外商资本金。

## 二、普通股股东的权利

普通股股票的持有人叫普通股股东，普通股股东一般具有如下权利。

### （一）对公司的管理权

普通股股东具有对公司的管理权。对大公司来说，普通股股东成千上万，不可能每个人都直接对公司进行管理。普通股股东的管理权主要体现在其在董事会选举中有选举权和被选举权。通过选出的董事会来代表所有股东对企业进行控制和管理。具体来说，普通股股东的管理权主要表现为：

1. 投票权。普通股股东有权投票选举公司董事会成员并有权对修改公司章程、改变公司资本结构、批准出售公司某些资产、吸收或兼并其他公司等重大问题进行投票表决。

2. 查帐权。从原则上讲，普通股股东具有查帐权。但由于保密的原因，这种权利常常受到限制，因此，并不是每个股东都可自由查帐，这种权利是通过股东每年选举的不受任何影响的会计查帐员来行使的，由他来查证公司的各项财务报表。

3. 阻止越权的权利，当公司的管理当局越权进行经营时，股东有权阻止。

### （二）分享盈余的权利

分享盈余也是普通股股东的一项基本权利。盈余的分配方案由董事会决定，每一个会计年度由董事会根据企业的盈利数额和财务状况来决定分发股利的多少。企业的盈余首先用来发放优先股股利，然后才能用来发放普通股股利。

### （三）出售或转让股份的权利

股东有权出售或转让股票，这也是普通股股东的一项基本权利。股东出售股票的原因可能有：

1. 对公司的选择。有的股东由于与管理当局的意见不一致。又没有足够的力量对管理当局进行控制，便出售其股票而购买其他公司的股票。

2. 对报酬的考虑。有的股东认为现有股票的报酬低于所期望的报酬，便出售现有的股票，寻求更有利的投资机会。

3. 对资金的需求。有的股东由于一些原因需要大量现金，不得不出售其股票。

### （四）优先认股权

当公司增发普通股票时，旧股东有权按持有公司股票的比例，优先认购新股票。这主要是为了现有股东保持其在公司股份中原来所占的百分比，以保证他们的控制权。

### （五）剩余财产的要求权

当公司解散、清算时，普通股股东对剩余财产有要求权。然而，这不是一项愉快的权利，因为公司破产清算时，财产的变价收入，首先要用来清偿债务，然后支付优先股股东，最后才能分配给普通股。所以，在破产清算时，普通股股东实际上很少能分到剩余财产。

## 三、股票的发行

股票的发行是利用股票筹集资金的一个最重要问题，现简介如下：

### （一）股票发行的目的

明确股票发行的目的，是股份公司决定发行方式、发行程序、发行条件的前提。股份公司发行股票，总的来说是为了筹集资本，但具体来说，有不

同原因，主要有：

1. 设立新的股份公司。股份公司成立时，通常以发行股票的方式来筹集资金并进行经营。股份公司通常有发起设立和招股设立两种成立形式。所谓发起设立是指由发起人认购全部股票而设立股份公司；所谓招股设立是指通过向社会募集股份而设立股份公司，这时发起人只需认购部分股票，其余通过向社会招股由他人认购。股份公司在成立时，通过向社会公开发行的股票，可迅速达到预定的资本规模，投入生产经营。

2. 扩大经营规模。已设立的股份公司为不断扩大生产经营规模，也需通过发行股票来筹集所需资金。通常，人们称此类发行为增资发行。如果拟发行的股票在核定资本的额度内，只须经董事会批准；如果超过了核定资本额度，则需召开股东大会重新核定资本额。在核定的资本额度内增资发行，董事会通过之后，还要呈报政府有关机构，办理各种规定的手续。公司新发行的股票应先由目前的股东按一定比例优先认购，其余到市场上出售。

3. 其他目的的股票发行。其他目的的股票发行通常与集资没有直接联系。主要包括：（1）发行股票股利时的股票发行；（2）进行证券转换时的股票发行；（3）进行股票分割时的股票发行；（4）无偿配股时的股票发行。

## （二）股票发行的条件

虽然股份公司和股票市场是商品经济条件下极为普遍的现象，而且也是商品经济发达程度的重要标志，但股票的发行却不是自由放任的。按国际惯例，股份公司发行股票必须具备一定的发行条件，取得发行资格，并在办理必要手续后才能发行。现对我国股票发行的条件作适当说明。

1. 新设立的股份有限公司申请公开发行股票，应当符合下列条件：

（1）生产经营符合国家产业政策。

（2）发行普通股限于一种，同股同权。

（3）发起人认购的股本数额不少于公司拟发行股本总额的 35%。

（4）在公司拟发行的股本总额中，发起人认购的部分不少于人民币 3000 万元，但国家另有规定的除外。

（5）向社会公众发行的部分不少于公司拟发行的股本总额的 25%，其中公司职工认购的股本数不得超过拟向社会公众发行股本总额的 10%。公司拟发行股本总额超过人民币 4 亿元的，证监会 按照规定可以酌情降低向社会公众发行的部分的比例，但是最低不少于公司拟发行股本总额的 10%。

（6）发起人在近三年内没有重大违法行为。

（7）证券委 规定的其他条件。

2. 原有企业改组设立股份有限公司申请公开发行股票，除应当符合上述情况下的各种条件外，还应当符合下列条件：

（1）发行前一年末，净资产在总资产中所占比例不低于 30%，无形资产在净资产中所占比例不高于 20%，但证券委另有规定的除外。

（2）近三年连续盈利。

国有企业改组设立股份有限公司公开发行股票的，国家拥有的股份在公司拟发行股本总额中所占的比例，由国务院或国务院授权的部门规定。

---

参见《股票发行与交易管理暂行规定》载《经济日报》1993 年 5 月 4 日。

证监会是中国证券监督管理委员会的简称。

证券委是国务院证券委员会的简称。

3.股份有限公司增资申请发行股票，除应符合上述有关规定外，还应当符合下列条件：

(1)前一次公开发行股票所得资金的使用与其招股说明书所述的用途相符，并且资金使用效益良好。

(2)距前一次公开发行股票的时间不少于12个月。

(3)前一次公开发行股票到本次申请期间没有重大违法行为。

(4)证券委规定的其他条件。

(三)股票发行的基本程序

根据国际惯例，各国股票的发行都有严格的法律规定程序，任何未经法定程序发行的股票都不发生法律效力。这里介绍公开发行股票的最基本程序。

1.公司作出新股发行决议。公司应根据企业生产经营情况，在认真分析和研究的基础上，提出发行新股的计划，提交董事会讨论表决。董事会应根据资本授权制度和新股发行计划作出发行新股的决议。决议的内容通常有：

(1)新股的种类；(2)新股发行数量；(3)新股发行目的；(4)新股发行价格；(5)认购新股的申请期限；(6)股款交纳日期等。

2.公司做好发行新股的准备工作。这种准备主要是指详细编写必备的文件资料和获取有关的证明材料，主要包括：

(1)准备和起草申报工作中所需各种资料 and 文件，主要包括：1)申请报告；2)招股说明书；3)公司章程；4)股东大会或董事会决议等。

(2)委托一家较熟悉的具有一定知名度的会计师事务所或审计事务所对最近三年的财务报表进行审核和公证。

(3)委托一家资产评估机构或会计师事务所，根据公平合理的原则评估企业资产的真实价值。

3.提出发行股票的申请。企业在聘请会计师事务所、资产评估机构、律师事务所等专业性机构，对其资信、资产、财务状况进行审定、评估和就有关事项出具法律意见书后，按照隶属关系，分别向省、自治区、直辖市、计划单列市人民政府（以下简称“地方政府”）或者中央企业主管部门提出公开发行股票的应用。申请时应申报以下文件：(1)申请报告；(2)发起人会议或股东大会同意公开发行的决议；(3)批准设立股份有限公司的文件；(4)工商行政管理部门颁发的股份有限公司营业执照或者股份有限公司筹建登记证明；(5)公司章程或公司章程草案；(6)招股说明书；(7)资金运用的可行性报告；(8)经会计师事务所审计的公司近三年或者成立以来的财务报告和由两名以上注册会计师及其所在事务所签字、盖章的审计报告；(9)经两名以上律师及其所在事务所就有关事项签字、盖章的法律意见书；(10)经两名以上专业评估人员及其所在机构签字、盖章的资产评估报告；经两名以上注册会计师及其所在事务所签字、盖章的验资报告；涉及国有资产的，还应当提供国有资产管理部出具的确认文件；(11)股票发行承销方案和承销协议；(12)地方政府或者中央企业主管部门要求报送的其他文件。

4.有关机构的审核。企业提出申请后，要经有关部门进行审批，这包括如下两个方面：

(1)在国家下达的发行规模内，地方政府对地方企业的发行申请进行审

批，中央企业主管部门在与申请人所在地地方政府协商后对中央企业的发行申请进行审批；地方政府、中央企业主管部门应当自收到发行申请之日起三十个工作日内作出审批决定，并抄报证券委。

(2) 被批准的发行申请，送证监会复审。证监会应当自收到复审申请之日起 20 个工作日内出具复审意见书，并将复审意见书抄报证券委。经证监会复审同意的，申请人应当向证券交易所上市委员会提出申请，经上市委员会同意接受上市，方可发行股票。

5. 签署承销协议。公开发行股票应由投资银行、证券公司等证券经营机构承销。发行人应当与证券经营机构签署承销协议。承销协议应当载明下列事项：

- (1) 当事人的名称、住所及法定代表人的姓名。
- (2) 承销方式。有包销和代销两种方式。
- (3) 承销股票的种类、数量、金额及发行价格。
- (4) 承销期及起止日期。承销期不得少于 10 日和超过 90 日。
- (5) 承销付款的日期及方式。
- (6) 承销费的计算、支付方式和日期。
- (7) 违约责任。
- (8) 其他需要约定的事项。

6. 公布招股说明书。在获准公开发行股票之前，任何人不得以任何形式泄露招股说明书的内容。在获准公开发行股票后，发行人应当在承销期开始前 2—5 个工作日内期间公布招股说明书。招股说明书按证监会规定的格式制作，并载明下列内容：

- (1) 公司的名称、住所。
- (2) 发起人、发行人简况。
- (3) 筹资的目的。
- (4) 公司现有股本总额，本次发行股票的种类、总额，每股的面值、售价，发行前的每股净资产值和发行结束后每股预期净资产值，发行费和佣金。
- (5) 初次发行的发起人认购股本的情况、股权结构及验资证明。
- (6) 承销机构的名称、承销方式与承销数量。
- (7) 发行的时间、对象、地点及股票认购和股款交纳的方式。
- (8) 所筹资金的运用计划及收益、风险预测。
- (9) 公司近期发展规划和经注册会计师审核并出具审核意见的公司下一年度盈利预测文件。
- (10) 重要合同。
- (11) 涉及公司的重大诉讼事项。
- (12) 公司董事、监事名单及其简历。
- (13) 近三年或者成立以来的生产经营状况和有关业务发展的基本情况。
- (14) 经会计师事务所审计的公司近三年或者成立以来的财务报告和由两名以上注册会计师及其所在事务所签字、盖章的审计报告。
- (15) 前次公开发行股票所筹资金的运用情况。
- (16) 证监会要求载明的其他事项。

发行人应当向认购人提供招股说明书。证券承销机构应当将招股说明书备置于营业场所，并有义务提醒认购人阅读招股说明书。

招股说明书有效期为6个月，自招股说明书签署完毕之日起计算。招股说明书失效后，股票发行必须立即停止。

7. 按规定程序招认股份。前述准备工作完成后，即开始招认股份，确定认股人办理股款交纳与股票交割事务。

(1) 原有股东优先认购。股份公司增加发行股票时，原有股东具有按规定的比例优先认购一定股份的权利。股东优先认购是给股东的一种优待，这只是给股东认购股票的优先权，股东并没有必须认购的义务，也就是说，股东可以行使这一权利，也可以放弃这一权利。

(2) 公司有关人员优先认购。这是指除股份公司股东以外的公司一般职工、高级职员、往来客户及有友好关系的特定人员优先认购股票。同样，上述人员如果认为无利可图，也可不买股票。

(3) 公众认购。上述两方面认购完后，由投资大众认购。发行公司或其代理机构一般用广告或书面通知等方法招股。认购者认购时，需要在发行公司制作的认股书上填写认购股数、金额、认购者住址，并签名盖章。认购者一旦填写认股书即为承诺了发行公司的要约，就有按所填认股书缴纳股款的义务。

8. 认股人缴纳股款。认股人应在规定的期限内向认股书所指定的代收股款的银行或其他代理机构足额交纳股款。不论股票有无面额，也不论股票面额大小，股款一律按发行价格一次缴纳，认股人应在交付股款的同时，支付认股书。代收机构收款后，应向缴款人交付经由发行公司签名盖章的股款交纳凭证。

9. 向认股人交割股票，当发行公司收到股款后，要在规定的期限内向认股人交付所售出的股票，否则，发行公司或其代理机构应负违约责任。

10. 改选董事、监事，随着新股的发行，股东人数发生了变化，原有的股份结构也随之改变，必然要求对董事会和监事会作相应调整。因此，公司在其股份募集结束后，应立即召开股东大会改选董事、监事。

#### 四、普通股筹资的优缺点

##### (一) 普通股筹资的优点

发行普通股是公司筹集资金的一种基本方式，其优点可概括为：

1. 普通股筹资没有固定的利息负担。公司有盈余，并认为适合分配股利，就可以分给股东；公司盈余较少，或虽有盈余但资金短缺或有更有利的投资机会；就可少支付或不支付股利。

2. 普通股没有固定的到期日，不须偿还。利用普通股筹集的是永久性的资金，除非公司清算才需偿还。它对保证企业最低的资金需求有重要意义。

3. 利用普通股筹资的风险小。由于普通股没有固定到期日，不用支付固定的利息，此种筹资实际上不存在不能偿付的风险，因此风险最小。

4. 能增加公司的信誉，普通股本与保留盈余构成公司所借人一切债务的基础。有了较多的主权资本，就可为债权人提供较大的损失保障，因而，普通股筹资可以提高公司的信用价值，同时也为使用更多的债务资金提供了强有力的支持。

5. 普通股筹资的限制较少。利用优先股或债券筹资，通常有许多限制，

这些限制往往会影响公司经营的灵活性。而利用普通股筹资则没有这种限制。

## （二）普通股筹资的缺点

普通股筹资的缺点主要是：

1. 普通股筹资的资金成本较高。一般来说，普通股筹资的成本要大于债务资金。这主要是股利要从税后盈余中支付，而债务资金的利息可在税前扣除，另外，普通股的发行费用也比较高。
2. 利用普通股筹资，出售了新的股票，引进了新的股东，容易分散公司的控制权。

### 第三节 发行优先股票

优先股是一种特别股票，它与普通股有许多相似之处，但又具有债券的某些特征。但从法律上来讲，优先股属于自有资金。

#### 一、优先股的种类

按不同标准、可对优先股作不同分类，现介绍几种最主要分类方式。

##### （一）累积优先股和非累积优先股

1. 累积优先股。累积优先股是指在任何营业年度内未支付的股利可累积起来，由以后的营业年度的盈利一起支付的优先股股票。也就是说，当公司营业状况不好，无力支付固定股利时，可把股利累积下来，当公司营业状况好转，盈余增多时，再补发这些股利。一般而言，一个公司只有把所欠的优先股股利全部支付以后，才能支付普通股股利。

2. 非累积优先股。非累积优先股是仅按当年利润分取股利，而不予以累计补付的优先股股票。也就是说，如果本年度的盈利不足以支付全部优先股股利，对所积欠的部分，股份公司不予累积计算，优先股股东也不能要求公司在以后年度中予以补发。

显然，对投资者来说，累积优先股比非累积优先股具有更大的吸引力，所以，累积优先股发行比较广泛，而非累积优先股则因认购者少而发行量小。

##### （二）可转换优先股与不可转换优先股

1. 可转换优先股。可转换优先股是股东可在一定时期内按一定比例把优先股转换成普通股的股票。转换的比例是事先确定的，其值取决于优先股与普通股的现行价格。例如，每股可转换优先股的价格为 100 元，每股普通股的价格为 25 元，这时就可能规定在今后一定时期（如 2 年）内，以一股优先股转换为 4 股普通股。

当然，只有在 2 年以内，普通股价格超过 25 元，优先股的价格不超过 100 元时，才能有利于优先股股东。

2. 不可转换优先股。不可转换优先股是指不能转换成普通股的股票。不可转换优先股只能获得固定股利报酬，而不能获得转换收益。

##### （三）参加优先股和不参加优先股

1. 参加优先股。参加优先股是指不仅能取得固定股利，还有权与普通股一同参加利润分配的股票。根据参与利润分配的方式不同，又可分为全部参加分配的优先股和部分参加分配的优先股。前者表现为优先股股东有权与普通股股东共同等额分享本期剩余利润，后者则表现为优先股股东有权按规定额度与普通股股东共同参与利润分配，超过规定额度部分，归普通股所有。

2. 不参加优先股。不参加优先股是指不能参加剩余利润分配，只能取得固定股利的优先股。其特点是优先股股东对股份公司的税后利润，只有权分得固定股利，对取得固定股利后的剩余利润，无权参加分配。

##### （四）可赎回优先股与不可赎回优先股

1. 可赎回优先股。可赎回优先股又称可收回优先股，是指股份公司可以按一定价格收回的优先股票。在发行这种股票时，一般都附有收回性条款，在收回条款中规定了赎回该股票的价格。此价格一般略高于股票的面值。至于是否收回，在什么时候收回，则由发行股票的公司来决定。

2. 不可赎回优先股。不可赎回优先股是指不能收回的优先股股票。因为

优先股都有固定股利，所以，不可赎回优先股一经发行，便会成为一项永久性的财务负担。因此，在实际工作中，大多数优先股均是可赎回优先股，而不可赎回优先股则很少发行。

从以上介绍可以看出，累积优先股、可转换优先股、参加优先股均对股东有利，而可赎回优先股则对股份公司有利。

## 二、优先股股东的权利

优先股的“优先”是相对普通股而言的，这种优先主要表现在以下几个方面：

### （一）优先分配股利的权利

优先股分配股利的权利，是优先股的最主要特征。优先股通常有固定股利，一般按面值的一定百分比来计算。另外，优先股的股利除数额固定外，还必须在支付普通股股利之前予以支付。对于累积优先股来说，这种优先权就更突出了，而对于参与优先股的股东，则更为有利。

### （二）对资产的优先要求权

在企业破产清算时，出售资产所得的收入，优先股位于债权人的求偿之后，但先于普通股。其金额只限于优先股的票面价值，加上累积未支付的股利。

为了保护优先股的这些优先权，发行优先股的协议有时也会有一些限制条款，比如，禁止发行对资产拥有更加优先或同等求偿权的证券。

### （三）管理权

优先股股东的管理权限是有严格限制的。通常，在公司的股东大会上，优先股股东没有表决权，但是，当公司研究与优先股有关的问题时有权参加表决。例如，如果讨论把一般优先股改为可转换优先股时，或推迟优先股股利的支付时，优先股股东都有权参加股东大会并有权表决。

## 三、优先股的性质

优先股是一种复杂的证券，它虽属自有资金，但却兼有债券性质。

从法律上来讲，优先股是企业自有资金的一部分。优先股股东所拥有的权利与普通股股东近似。优先股的股利不能像债务利息那样从税前扣除，而必须从税后盈余中支付。但优先股又具有债券的特征：优先股有固定的股利，这与债务利息相似，优先股对盈利的分配和剩余资产具有优先权，这也类似于债券。

另外，公司的不同利益集团，对优先股有不同的认识。普通股的股东一般把优先股看成是一种特殊债券，这是因为，它必须在普通股之前取得收益，分享资产。投资人在购买普通股票时也往往把优先股看做债券。但是，从债券的持有人来看，优先股则属于股票，因为它对债券起保护作用，可以减少债券投资的风险，属于主权资金。从公司管理当局和财务人员的观点来看，优先股则具有双重性质，这是因为，优先股虽没有固定的到期日，不用偿还本金，但往往需要支付固定的股利，成为财务上的一项负担。所以，当公司利用优先股集资时，一定要考虑它这两方面的特性。

## 四、优先股筹资的优缺点

### （一）利用优先股筹资的优点

公司利用优先股筹资有许多有利条件，其优点主要有：

1. 优先股没有固定的到期日；不用偿还本金，事实上等于使用的是一笔无限期的贷款，无偿还本金义务，也无需做再筹资计划。但大多数优先股又附有收回条款，这就使得使用这种资金更有弹性。当财务状况较弱时发行，而财务状况转强时收回，有利于结合资金需求，同时也能控制公司的资本结构。

2. 股利的支付既固定，又有一定弹性。一般而言，优先股都采用固定股利，但固定股利的支付并不构成公司的法定义务。如果财务状况不佳，则可暂时不支付优先股股利，那么，优先股股东也不能像债权人一样迫使公司破产。

3. 保持普通股股东的控制权。当公司既想向外界筹集主权资金，又不想丧失原有股东控制权时，则利用优先股筹资尤为恰当。

4. 从法律上讲，优先股属于自有资金，因而，优先股扩大了权益基础，可适当增加公司的信誉，加强公司的借款能力。

#### （二）利用优先股筹资的缺点

优先股也具有它自身的缺点，主要有：

1. 优先股成本很高，优先股所支付的股利要从税后盈余中支付，不同于债务利息可在税前扣除。因此，优先股成本很高。

2. 优先股筹资的限制较多。发行优先股，通常有许多限制条款，例如，对普通股支付上的限制，对公司借债的限制等。

3. 可能会成为一项较重的财务负担。如前所述，优先股需要支付固定股利，但又不能在税前扣除，所以，当盈余下降时，优先股的股利会成为一项较重的财务负担，有时不得不延期支付。

## 第七章 企业负债资金的筹集

### 第一节 发行债券

债券是社会各类经济主体为筹集负债性资金而向投资人出具的、承诺按一定利率定期支付利息，并到期偿还本金的债权债务凭证。发行债券是企业筹集资金的一种重要方式。

#### 一、债券的善本要素

各种各样的债券不尽相同，但有一些基本要素却是共有的。

##### （一）债券的面值

债券面值包括两个基本内容：一是币种，二是票面金额。面值的币种可用本国货币，也可用外币，这取决于发行者的需要和债券的种类。债券的发行者可根据资金市场情况和自己的需要情况选择适合的币种。债券的票面金额是债券持有人生利的本金，是债券到期时偿还债务的金额。债券票面金额的大小相差十分悬殊，但现在考虑到买卖和投资的方便，多趋向于发行小面额债券，面额印在债券上，固定不变，到期必须足额偿还。

##### （二）债券的期限

债券都有明确的到期日，债券从发行之日起，至到期日之间的时间称为债券的期限。如果把商业票据也看成一种债券的话，那么债券期限从数天到几十年不等。但近些年未，由于利率和汇率剧烈波动，许多投资者都不愿投资于还本期限太长的债券，因而，债券的期限有日益缩短的趋势。在债券的期限内，公司必须定期支付利息，债券到期时，必须偿还本金，当然，也可按规定分批偿还或提前一次偿还。

##### （三）利率与利息

债券上通常都载明利率，一般为固定利率，近几年也有浮动利率。债券的利率一般是年利率，面值与利率相乘可得出年利息。

【例】某企业发行的债券面值为 1000 元，年利率为 12%，则每年支付的利息为：

$$1000 \times 12\% = 120 (\text{元})$$

##### （四）债券的价格

理论上，债券的面值就应是它的价格，事实上并非如此。由于发行者的种种考虑或资金市场上供求关系、利息率的变化，债券的市场价格常常脱离它的面值，有时高于面值，有时低于面值，但其差额并不很大，不像普通股那样相差甚远。也就是说，债券的面值是固定的，它的价格却是经常变化的。发行者计息还本，根据的是债券的面值，而不是它的价格。

#### 二、债券的种类

债券可以从各种不同的角度进行分类，现说明其最主要的分类方式。

##### （一）按发行主体分类

根据发行主体的不同，债券分为政府债券、金融债券和公司债券等三大类。

1. 政府债券。是由各国中央政府或地方政府发行的债券。中央政府债券又称公债或国库券，是中央政府为了弥补国家财政赤字和为大型工程项目筹

集资金而发行的债券。地方政府债券是指各地方政府如省、市政府为地方建设筹集资金而发行的债券。政府债券的风险小，流动性强，是最受投资者欢迎的债券之一。

2. 金融债券。是银行或其他金融机构发行的债券。金融机构一般都有雄厚实力，信用程度较高。因此，金融债券的风险不大，流动性较好，报酬也比较高。

3. 公司债券。又称企业债券，是指由股份公司等各类企业所发行的债券。与政府债券相比，公司债券的风险较大，因而利率一般也比较高。

#### （二）按有无抵押担保分类

根据债券有无抵押担保，可以分为信用债券和担保债券。

1. 信用债券。又称无担保债券，是仅凭债券发行者的信用而发行的、没有抵押品作担保的债券。政府债券一般均属于信用债券，一个信誉良好的企业也可发行信用债券。企业发行信用债券往往有许多限制条件，这些限制条件中最重要的是称为反抵押条款，即禁止企业将其财产抵押给其他债权人。由于这种债券没有具体财产做抵押，因此，只有历史悠久，信誉良好的公司才能发行这种债券。

2. 担保债券。是指以抵押财产为担保而发行的债券。担保债券又可分成以下几类：

（1）抵押债券。抵押债券是以土地、房屋等不动产作抵押而发行的债券。当公司不能按期还本付息或破产清算时，可将这些抵押品变卖偿还。有时，同一资产可以同时作为两种债券的担保品，但债券要分为第一抵押债券和第二抵押债券。在清偿时，第一抵押债券要优于第二抵押债券。

（2）设备信托公司债券。以设备为抵押品，以银行等金融组织为债权人的债券，称为设备抵押债券。当公司需要增添运输设备或其他设备但缺乏资金时，可以这些设备为担保来发行债券。各种运输企业、建筑企业常发行这种债券，其他行业使用不多。

（3）证券抵押信托公司债券。将其他企业发行的证券作为抵押品而发行的债券，称为证券抵押信托债券。例如，有的公司信誉好，有条件发行利率较低的债券，将子公司的股票作为抵押品来发行债券，然后，把资金给子公司使用。

（4）承保债券。承保债券是由第三者担保偿还本息的债券。担保人一般为企业主管部门、银行、政府机构等。发行这种债券，可以提高债券的信用等级，增强投资者信心，扩大债券的销路，并可减轻发行公司的利息负担。

#### （三）按债券是否记名分类

根据债券的票面上是否记名，可以将债券分成记名债券和无记名债券。

1. 记名债券。是指在券面上注明债权人姓名，同时在发行公司的债权人名册上进行登记的债券。转让记名债券时，除要交付债券外，还要在债券上背书和在公司债权人名册上更换债权人姓名。投资者须凭印鉴领取本息。这种债券的优点是比较安全，缺点是转让时手续复杂。

2. 无记名债券是指债券票面未注明债权人姓名，也不用在债权人名册上登记债权人姓名的债券。无记名债券在转让同时随即生效，无需背书，因而比较方便。

#### （四）债券的其他分类

除按上述几种标准分类外，还有其他一些形式的债券，这些债券主要有：

1. 可转换债券。可转换债券是指在一定时期内，可以按规定的价格或一定比例，由持有人自由地选择转换为普通股的债券。

2. 无息债券。无息债券是指票面上不标明利息，按面值折价出售，到期按面值归还本金的债券。债券的面值与买价的差异就是投资人的收益。

3. 浮动利率债券。浮动利率债券是指利息率随基本利率（一般是国库券利率或银行同业拆放利率）变动而变动的债券。发行浮动利率债券的主要目的是为了对付通货膨胀。

4. 收益债券。收益债券是指在企业不盈利时，可暂时不支付利息，而到获利时支付累积利息的债券。

此外，债券还可按用途分为直接用途债券和一般用途债券；按偿还方式分为提前收回债券和不提前收回债券，分期偿还债券和一次偿还债券等。

### 三、债券的发行

债券的发行基本上与股票的发行相同，也需要做好有关准备；向有关部门提出申请；选择合适的承销人；向社会公布“债券出售说明书”；发行债券等几步，这里不再详述。现仅就债券的发行方式和发行价格问题简介如下。

#### （一）债券的发行方式

债券的发行方式通常分为公募发行和私募发行两种。

1. 公募发行。以不特定的多数投资者又为募集对象所进行的债券发行，称为公募发行。这个概念包括以下两方面意思：（1）债券发行的对象不是少数的、有限的某些投资者，而是很多投资者。各个国家对“多数”的规定不一样，如美国要求在35人以上，日本要求在50人以上。

（2）多数的投资者应没有特定的对象。所谓“没有特定”，就是不限定哪些人是债券的发行对象，而是任何投资者都可以购买。公募发行涉及到众多投资者，其社会责任和影响都很大，为了保证投资者的利益，各国都对公募发行的条件作了严格规定。

公募发行又可分成直接公募与间接公募两种。直接公募又称自己公募，是指债券的发行人不通过中介机构（如证券公司）而直接向众多投资者公开发行债券的方式。间接公募是指债券的发行人通过中介机构向众多投资者公开发行债券的方式。

公募发行的优点是：（1）因向众多投资者发行债券，所以能筹集较多的资金；（2）可以提高发行者在证券市场中的知名度，扩大社会影响；（3）与私募发行相比，债券的利息率较低；（4）公募发行的债券一般都可公开上市交易，有比较好的流动性，很受投资人欢迎。

公募发行的缺点主要是：（1）公募发行的发行费用较高；（2）公募发行所需时间较长。

2. 私募发行。以特定的少数投资者为募集对象所进行的债券发行，称为私募发行。这里所谓的“特定的”投资者，一般可分为以下两类：一类是个人投资者，如企业职工；一类是机构投资者，如大的金融机构。

私募发行的优点主要有：（1）节约发行费用；（2）发行时间短；（3）发行的限制条件少。

私募发行的缺点主要有：（1）需要向投资者提供高于公募债券的利率；（2）私募发行的债券一般不能公开上市交易，缺乏流动性；（3）债务集中于少数债权人，发行者的经营管理容易受到干预。

## （二）债券的发行价格

债券的发行价格有三种：等价发行、折价发行和溢价发行。等价发行又叫面值发行，是指按债券的面值出售；折价发行是指低于债券面值的价格出售；溢价发行是指按高于债券面值的价格出售。

那么，为什么债券会存在溢价发行和折价发行呢？这主要是由于资金市场上的利息率是经常变化的，而企业债券上的利息率，一经印出，便不易再进行调整、从债券的开印到正式发行，往往需要经过一段时间，在这段时间内如果资金市场上的利率发生变化，就要靠调整发行价格的方法来使债券顺利发行。

【例】华北电脑公司发行面值为 1000 元，利息率为 10%，期限为 10 年的债券。在公司决定发行债券时，认为 10% 的利率是合理的。如果到债券正式发行时，市场上的利率发生变化，那么就要调整债券的发行价格。现分如下三种情况来说明。

1. 资金市场上的利率保持不变，北方公司的债券利率为 10% 仍然合理，则可采用等价发行，债券的发行价格可计算如下：

$$\begin{aligned} & 1000 \times 10\% \times PVIFA_{10\%,10} + \frac{1000}{(1+10\%)^{10}} \\ & = 100 \times 6.145 + \frac{1000}{2.5937} = 1000(\text{元}) \end{aligned}$$

2. 资金市场上的利率有较大幅度的上升，北方公司的债券利率为 15% 才能出售，则应采用折价发行。发行价格可计算如下：

$$\begin{aligned} & 1000 \times 10\% \times PVIFA_{15\%,10} + \frac{1000}{(1+15\%)^{10}} \\ & = 100 \times 5.650 + 247.18 = 812.18(\text{元}) \end{aligned}$$

也就是说，只有按 812.18 元的价格出售，投资者才能购买此债券，并获得 15% 的报酬。

3. 资金市场上的利率有较大幅度的下降，华北电脑公司的债券利率为 5% 就可出售，则可采用溢价发行。发行价格可计算如下：

$$\begin{aligned} & 1000 \times 10\% \times PVIFA_{5\%,10} + \frac{1000}{(1+5\%)^{10}} \\ & = 100 \times 7.722 + 613.91 = 1386.11(\text{元}) \end{aligned}$$

也就是说，投资者把 1386.11 元的资金投资于华北公司面值为 1000 元的债券，便可获得 5% 的报酬。

当然，资金市场上的利息率是复杂多变的，除了考虑目前利率外，还要考虑利率的变动趋势。实际工作中确定债券的发行价格通常要考虑多种因素。

## 四、债券的收回与偿还

债券的收回与偿还有多种方法，可在到期日按面值一次偿还，也可分批收回或分批偿还。

### （一）收回条款

如果企业发行债券的契约中规定有收回条款，那么，企业可按特定的价格在到期日之前收回债券。债券的收回价格一般比面值要高。并随到期日的

接近而逐渐减少。具有收回条款的债券可使企业融资有较大的弹性。当企业资金有结余时，可收回债券，当预测利率下降时，也可收回债券，而以较低的利率来发行新债券。

## （二）偿债基金

偿债基金是一种帮助企业有条理地偿还所发行的债券的一种准备金。一般来说，如果发行债券的契约中规定有偿债基金，则要求企业每年都提取偿债基金以便收回一部分所发行的债券。通常，提取的偿债基金都是一指定的固定金额，偿债基金的数额与每年的销售额或盈利有关。

## （三）分批偿还

一个企业在发行同一种债券的当时就订有不同的到期日，这种债券为分批偿还债券。由于各批的到期日不同。因而发行价格和规定的利率也不尽相同，这样，如果公开发行，会花费较多的发行费，但这种债券便于投资人挑选最合适的到期日，因而，又便于发行。

## （四）以新债券换旧债券

发行新的债券来调换一次或多次发行的旧债券叫“债券的调换”。企业之所以要进行债券的调换，一般有以下几个原因：（1）原有债券的契约中订有较多的限制条款，不利于企业的发展；（2）把多次发行、尚未彻底偿清的债券进行合并，以减少管理费；（3）有的债券到期，但企业现金不足。

## （五）转换成普通股

如果企业发行的是可转换债券，那么，可通过转换成普通股来收回债券。

## 五、债券的评级

为发展和健全金融市场，促使企业改善经营管理，更好地面向社会筹资，提高资金使用效率，保护投资者合法权益，凡向社会发行债券的企业，都应经过债券资信评估机构进行评级。由于目前我国企业信用评级工作还不很成熟，现以《上海市企业债券管理暂行办法》中的有关规定为例，说明如下。

### （一）各等级的说明

债券资信等级标准采用九级评定法、由高到低分别为：AAA、AA、A；BBB、BB、B；CCC、CC、C。

1. 高质量等级。AAA级债券是最高等级债券，对本金和利息有完全保障，安全程度最高。

AA级债券也是高等级债券，在大多数情况下与AAA级相同。

2. 投资等级。A级债券属于中上等债券，具有相当的投资强度，但在经济情况不利时，无法完全避免不利影响，然而利息和本金仍比较安全。

BBB级债券为中等债券，这种债券在正常情况下，也比较安全，但在经济情况不景气时应特别注意。

3. 次标准等级。BB级债券为中下等级债券。这种债券只有少数的投资特性，在正常情况下可取得本金和利息，但在不利的情况下，会产生不能偿付的风险。B级债券具有一定的投机性，本金和利息不能偿付的风险较大。

4. 投机等级。CCC等级的债券属于下等债券，是一种投机性债券，本金和利息不能偿付的风险很大。

CC级债券是绝对的投机债券，而利息极少。C级债券是最低等级的债券，一般指正在违约的债券。

### （二）债券评估的基本程序

债券信用等级评估在我国还是于 80 年代末刚刚起步的事业。许多工作还在不断完善之中，现就债券评估的基本程序说明如下：

1. 申请评估的企业与信用评估机构签订委托协议书。目前我国专门从事信用评估的机构还不多，一般都由著名的会计师事务所或由银行组织的信用评估小组进行评估。在委托协议书中应写明评估的内容，评估时间，评估费用的计算方式和支付方式等基本内容。

2. 评估机构组成评估小组，搜集评估所需信息。委托协议书签订后，评估机构便组成由高级经济师、注册会计师及有关行业专家组成的评估小组，搜集评估过程中所需信息。这些信息主要包括：

(1) 企业经营状况，这主要包括如下一些方面：1) 企业规模；2) 企业技术水平，3) 企业职工素质；4) 企业产品质量；5) 企业资源供应情况；6) 企业产品销售情况；7) 企业凝聚力；8) 企业产品结构；9) 其他。

(2) 企业财务状况。这主要包括一系列重要的财务比率：1) 流动资金周转率；2) 资金利润率；3) 成本降低率；4) 应收帐款周转率；5) 流动比率；6) 速动比率；7) 销售利润率；8) 负债比率；9) 存货周转率；10) 其他。

3. 进行信用分析，写出信用评估报告。评估小组在搜集完有关信息以后，要对所搜集的信息进行分析和研究，去粗取精、去伪存真，并结合企业历史情况和未来预计情况写出评估报告。

4. 分析评估报告，做出评级决策。评估机构应组织评级委员会，对评估报告进行分析和论证，并最终确定被评估企业债券的信用等级。

5. 征求被评估企业的意见，公布评估结果。一般来说，被评估企业在接到评估机构的债券信用等级通知书后 3 天内未提出异议，则评级成立，向社会公布。但若被评估企业对评估结果有异议，可在接到通知后的 3 天内提出申述理由，提供补充材料，并申请复评。

### (三) 债券评级的意义

债券的等级对投资人和发行债券的企业都有重要影响。对投资人来说，通过债券的等级可以获悉债券风险的大小，以便更有目的进行投资。对于债券的发行企业来说，主要有以下两方面的意义。

1. 债券等级会影响利息率的高低。债券的等级越高，风险越小，投资人要求的报酬率可能较低，那么，企业可以按较低的利率来发行债券。反之，则要以较高的利率发行债券。

2. 债券等级对企业筹资能力有重要影响。只有 BBB 以上的债券，才是大多数投资人可投资的债券。因此，若一企业的债券低于 BBB 级时，销售债券会比较困难。而如果债券等级是 AAA 级，则可大量出售其债券，外界筹资能力较强。

## 六、债券筹资的优缺点

### (一) 债券筹资的优点

1. 资金成本较低。利用债券筹资的成本要比股票筹资的成本低，这主要是因为债券的发行费用较低，债券利息在税前支付，有一部分利息由政府负担了。

2. 保证控制权。债券持有人无权干涉公司的管理事务，如果现有股东担心控制权旁落，则可采用债券筹资。

3. 财务杠杆作用。不论公司赚钱多少，债券持有人只收回固定的有限的收入，而更多的收益可用于分配给股东，增加其财富，或留归企业以扩大营业。

#### （二）债券筹资的缺点

1. 风险高。债券有固定的到期日，并定期支付利息。利用债券筹资，要承担还本、付息的义务。在公司营业不景气时，向债券持有人还本、付息无异于釜底抽薪，会给公司带来更大的困难，甚至引起公司破产。

2. 限制。发行债券的契约书中往往有一些限制条款。这种限制比优先股及短期债务严得多，可能会影响公司的正常发展和以后的筹资能力。

3. 筹资的有限性。利用债券筹资有一定的限度，当公司的负债比率超过了一定程度后，债券筹资的成本要迅速上升，有时甚至会发行不出去。

## 第二节 利用长期借款

长期借款是指根据借款合同从有关的金融机构或其他单位借入的时间超过一年以上的需要还本付息的款项。这是目前企业筹集资金的一种重要方式。

### 一、长期借款的种类

长期借款按提供贷款的单位可分成银行长期借款、金融机构长期借款和其他长期借款。银行长期借款是指企业向中国人民建设银行、中国工商银行等专业银行借入的长期款项。金融机构长期借款是指企业向保险公司、投资信托公司、财务公司等金融机构借入的长期款项。其他长期借款是指向企业主管部门、企业的总公司或集团公司、其他企业、单位或个人借入的长期款项，银行长期借款为主要长期借款项目，下面以银行借款为例来加以说明。

#### (一) 基本建设借款

基建借款是指企业因为从事新建、改建、扩建等基本建设项目需要资金时而向银行申请借入的款项。企业申请基本建设借款，必须具备如下条件：

1. 建设用地、机器设备、材料、施工力量等建设条件必须具备。
2. 工艺设计、动力、运输、燃料、原材料和污染治理等生产条件已经落实。
3. 工艺成熟、技术过关、能顺利投产。
4. 项目投产后，产品有销路，在市场上有竞争能力。
5. 建成投产后能按期归还本息。

#### (二) 专项借款

专项借款是指企业因为专门用途而向银行申请借入的款项。专项借款又可分为如下几种：

1. 更新改造借款。更新改造借款是指企业因更新设备和进行技术改造而向银行申请借入的款项。更新改造借款主要用于以下几个方面：(1) 企业引进、采用新技术、新设备、新工艺、新材料；(2) 开发新产品，推广、应用科研产品；(3) 提高产品质量，发展优质名牌产品；(4) 降低能源和原材料消耗；(5) 开展综合利用以及增产市场急需的短线产品。

2. 大修理借款。大修理借款是指因企业进行固定资产大修理时，向银行申请借入的款项。企业在年度内集中时间进行大修理，常常会发主资金不足的现象，银行可以给予贷款支持。

3. 科研开发借款。科研开发借款是指企业在采用新技术，研究，开发新产品时因资金不足而向银行借入的款项。目前科研开发借款可分为三类：(1) 由国家科委系统归口的科技贷款；(2) 由国家计委系统归口的技术开发贷款；(3) 由电子振兴领导小组归口的电子计算机技术开发贷款。

4. 小型技术措施借款。小型技术措施借款是指企业为进行投资少、收效快、积累多的小型技术措施项目而向银行申请的借款。小型技术措施借款的数额较少，一般控制在5万元以内。

5. 出口专项借款。出口专项借款是指企业为提高出口产品的质量，增加出口产品的花色品种，改进出口产品的包装，扩大出口产品的贷款而向银行借入的款项，这项借款一般要向外贸部门向银行提出，由建设银行会同外贸部门共同审查，择优发放贷款。

6.其他专项借款。与企业有关的专项借款还有以下几种：(1)引进技术转让费周转金贷款；(2)进口设备外汇贷款；(3)进口设备人民币借款；(4)国内配套设备借款。

## 二、银行长期借款的程序

企业利用银行借款筹集资金，必须按规定的程序办理。银行长期借款的程序一般是：

### (一)企业提出申请

企业在第一次申请贷款时，先要写书面申请，然后由银行对企业的情况和申请理由进行初步考察，同意后，要填写正式的借款申请书。经常借款的企业，不用写书面申请，可直接填写申请书。银行借款申请书的内容包括借款单位、借款用途、分期借(还)款计划、抵押贷款的抵押品、担保单位、信贷人员的审查意见和银行审批意见。

### (二)银行审查申请

银行接企业的申请后，要对企业的申请进行详细审查，以决定是否对企业贷款。银行在审查时主要包括以下几个方面的内容：

1.审查借款企业的基本情况。企业的扩建或更新改造项目是否可行，与目前企业的经营状况的关系十分密切，因此，在对投资项目进行评估前，对企业的概况进行审查是十分必要的。审查的基本内容主要包括：

(1)审查企业的发展过程和隶属关系，现有的生产规模、产品种类和技术水平，掌握企业的特点。

(2)审查与投资项目有关的现有产品的成本、利润水平。

(3)审查企业现有的固定资产原值和净值、利用程度、折旧方法，了解其中重要设备的名称、数量、性能和利润情况，以便分析更新改造的必要性。

(4)审查企业近年来与投资项目有关的产品的生产数量、质量水平、市场销售和竞争能力。

(5)审查企业的领导集体，职工人数和生产技能，技术力量等。

2.审查投资项目的宏观效益。银行发放的基建贷款和技术改造贷款必须用于兴建纳入国家中长期投资计划的项目。所以，从宏观上来分析经济效益是十分必要的，其分析的重点主要包括：

(1)投资项目是否符合国家的建设方针和长期规划，是否符合银行借款选择的方向和范围。

(2)投资项目的产品是否符合市场需求，是否属于短线产品，能否外销、创汇。

(3)投资项目宏观上是否具有经济效益。这主要通过投资纯收入率来测量。投资纯收入率是投资项目投产后正常年度的纯收入与投资总额的比率，其计算公式为：

$$\text{投资纯收入率} = \frac{\text{正常年度的纯收入}}{\text{投资总额}} \times 100\%$$

$$\text{正常年度 销售 销售 流动资金的纯收入} = \text{利润} + \text{税金} + \text{贷款利息}$$

纯收入就是企业创造的国民收入扣除工资以后的差额，是企业向社会提供的物质财富总额。所以，用这一指标来衡量贷款项目的宏观效益是十分合适的。

3. 审查投资项目的微观效益。除审查投资项目的宏观效益外，还要对微观效益进行审查，其审查重点是：

(1) 市场状况的审查。主要审查投资项目建成后所生产的产品是否有销路。

(2) 资源状况的审查。审查投资项目所需原材料、燃料、动力、流动资金的供应是否充足。

(3) 技术状况的审查。主要审查分析投资项目选择的地址以及工艺设备和设计方案是否得当，从而确定技术上的可行性。

(4) 财务状况的审查。对投资项目的总投资和分年投资进行审查和测定，并预测投产后的成本、利润水平和贷款还本、付息等有关数据。

(5) 综合经济效益的审查，这主要是通过对收入、成本、利润进行测定之后，以投资利润率为指标来进行评价。也可利用投资回收期，投资报酬率、净现值、内部报酬率、现值指数等指标进行评价。但目前我国银行主要审查投资利润率，投资利润率是项目投产后，正常年度所提供的利润与总投资额的比率。其计算公式为：

$$\text{投资利润率} = \frac{\text{销售利润}}{\text{投资总额}} \times 100\%$$

### (三) 签订借款合同和协议书

借款合同(又称借款契约)和协议书是规定借款单位和银行双方的权利、义务和经济责任的法律文件。

借款合同分担保借款合同、抵押借款合同、信用借款合同等。一般应写明如下内容：借款单位、借款用途、借款金额、借款日期、还款日期、还款计划、借贷双方单位及经办人员的签章。

借款协议书也分担保借款协议书，抵押借款协议书和信用借款协议书等形式，目的是进一步明确借贷双方及担保、公证单位的权利义务。协议书一般一式3—4份，借贷款双方各持正本一份。担保单位(担保人)一份，公证单位一份。借款协议书写明以下内容：(1)分期借款和还款计划；(2)违约责任；(3)利息计算方式；(4)办理延期的手序；(5)借款方单位及抵押品情况；(6)补充条款；(7)借款方、贷款方、借款担保方、公证单位的公章及主要负责人的签章。

### (四) 借款的支取使用

借款合同签订后，借款单位应根据批准的年度基建计划。在合同确定的贷款总额范围内，编制年度分季用款计划送经办银行，并按期报送有关统计、会计报表及其它有关资料。借款单位支用借款，实行指标管理，在核定的贷款指标内，按照借款合同规定的用途和时间来支取使用。

### (五) 借款的归还

借款项目建成投产后，企业应按合同的规定按期还本付息，如果因客观原因，暂时不能归还，应在贷款到期之前的3—5天，提出延期申请，经银行审查确有正当理由，可以同意延期，但只能延期一次，逾期不能归还，银行可能要没收抵押品或由担保单位归还。

## 三、银行长期借款的优缺点

---

这些指标在第九章详细说明。

### （一）银行长期借款的优点

1. 借款所需时间较短。发行各种证券筹集长期资金所需时间一般较长。做好证券发行的准备，如印刷证券、申请批准等，以及证券的发行都需要一定时间。而银行借款与发行证券相比，一般所需时间较短，可以迅速地获取资金。

2. 借款成本较低。就目前我国情况来看，利用银行借款所支付的利息比发行债券所支付的利息低得多，另外，也无需支付大量的发行费用。

3. 借款的弹性好。企业与银行可以直接接触，可通过直接商谈，来确定借款的时间、数量和利息。在借款期间，如果企业情况发生了变化，也可与银行进行协商，修改借款的数量和条件。借款到期后，如有正当理由，还可延期归还。

### （二）银行长期借款的缺点

1. 风险大，与债券一样，必须定期还本付息，在企业经营不利时，可能会产生不能偿付的风险，甚至会引起破产。

2. 限制条款较多。企业与银行签订的借款合同中，一般都有一些限制条款，如定期报送有关报表、不准改变借款用途等，这些条款可能会限制企业的经营活动。

3. 筹资数额有限。银行一般不愿出巨额的长期借款。因此，利用银行借款筹资部有一定的上限。

### 第三节 租赁

租赁是指出租人在承租人给予一定报酬的条件下，授予承租人在约定的期限内占有和使用财产的权利的一种契约性行为。自二战以来，租赁得到迅速发展。以美国为例，租赁行业已由二次世界大战后的一个新兴部门，发展成为一个拥有几十亿美元资产的综合行业，它实际上包括几千家租赁公司和几百万承租人。租赁从 50 年代初在美国开始兴起，60 年代传到西欧、日本，以后在各国得到迅速发展。本世纪 80 年代初期，我国有些企业开始采用租赁方式筹集资金，到 80 年代末期，已成为一种重要筹资方式。

#### 一、租赁的种类

租赁的种类很多，但主要分成两大类，即营业租赁（又叫业务租赁或经营租赁）和财务租赁（又叫资本租赁或融资租赁）。

##### （一）营业租赁

营业租赁通常是一种短期租赁，它解决企业对资产的短期需要。根据这种租赁，承租人可在根据自己的需要，在资产使用寿命的一部分时间内获得资产的使用权，出租人可以提供同租赁有关的服务。如保养、维修、保险等。其特点可概括为：

1. 可随时向出租人承租资产。
2. 租赁期短，只是资产使用寿命的一小部分，不涉及长期而固定的义务。
3. 租赁合同比较灵活，在合理限制条件范围内，营业租赁可以解除契约。
4. 租期满后，租赁的财产一般归还给出租者。
5. 出租人提供专门服务，如维修、保养。

##### （二）财务租赁

财务租赁又叫融资租赁。通常是一种长期租赁，解决的是企业对资产的长期需要。根据这种租赁，承租人可在资产的大部分使用寿命周期内，获得资产的使用权。租赁期间的租金足以使出租人收回设备的成本并有一定投资报酬。出租人一般不提供保养、维修等服务。其特点主要有：

1. 一般由承租人向出租人提出正式申请，由出租人融通资金，引进用户所需设备，然后再租给用户使用。
2. 租期较长。财务租赁的租期一般要等于租赁财产寿命的 75% 或更多。
3. 租赁合同比较稳定。在财务租赁的期间内，承租人必须连续支付租金，非经双方同意，中途不得退租。这样，既能保证承租人长期使用财产，又能保证出租人在基本租期内收回投资，并获得一定利润。
4. 租约期满后，可采用如下办法处理租赁财产：（1）将设备作价转让给承租人；（2）由出租人收回；（3）延长租期，继续租赁。
5. 在租赁期内，出租人一般不提供维修和保养设备方面的服务。

财务租赁又可细分为如下三种：

1. 售后租回。这是根据协议，一个公司将其资产卖给出租人，然后将其租回使用的租赁形式。资产的售价大约相当于资产的市场价格。在这种租赁形式下，出售资产的企业可得到相当于资产售价的一笔资金，同时仍然可以使用资产。当然，在这期间内，他要支付租金，并失去了财产所有权。从事售后租回的出租人包括：金融公司、保险公司、租赁公司等。

2. 直接租赁。直接租赁是指承租人直接向出租人承租他所需要的财产，

并付出租金。直接租赁的主要出租人是制造商、金融公司、租赁公司及合伙组织。除制造商以外，其他出租人都是向制造商或供应商购买财产，然后再出租给承租人的。

3. 杠杆租赁。这种租赁与只涉及两个方面的前两种租赁不同，它涉及承租人、出租人和资金出借者三个方面。从承租者的观点来看，这种租赁与其他租赁并无区别，他照样是按契约的规定，在基本租赁期间内定期支付定额的租金，从而取得该期内资产的使用权。但对出租者来说，却不一样：一方面，他只拿出资产所需的部分资金，如 30%，作为自己的投资；另一方面，他以该资产为担保向资金出借者借入其余资金如 70%，他既是出租人，又是借资人，同时拥有对资产的所有权，但必须及时偿还借款。如果不及时偿还借款，那么，资产的所有权要归资金出借者所有。

## 二、租赁的程序

企业利用租赁筹集资金，一般需经过如下几个步骤：

### （一）选定租赁物品

一般是用户根据自己生产经营活动的需要，确定租赁资产的品种和规格。

### （二）委托租赁

用户委托一家租赁公司从事租赁业务。

### （三）签订租赁合同

租赁公司在接到用户委托书后，要进行认真的可行性研究，若决定接受租赁委托，双方则签订租赁合同。

### （四）用户检查租赁财产

租赁合同签订后，租赁公司向有关制造厂家订货，由制造厂家直接向用户发货，用户收到后，要作好检查工作。

### （五）支付租金

在租赁期内，承租人要定期向租赁公司支付租金。在此期间内，承租人拥有租赁资产的使用权。

## 三、租赁集资的优缺点

### （一）租赁集资的优点

近些年来，租赁业得到迅速发展，这是和这种集资方式的优点分不开的。

1. 能迅速获得所需资产。租赁往往比借款购置设备更迅速、更灵活，因为租赁是筹资与设备购置同时进行，可以缩短设备的购进、安装时间，使企业尽快形成生产能力，有利于企业尽快占领市场，打开销路。

2. 租赁可提供一种新的资金来源。有些企业，由于种种原因，如负债比率过高，不能向外界筹集大量资金。在这种情况下，采用租赁的形式就可使企业在资金不足而又急需设备时，不付出大量资金就能及时得到所需设备。例如，有的企业可能会发现，它们的信用额度业已全部用完，现有的贷款协议又限制它们去进一步举债，可是，租赁筹资的大门仍然对它们敞开。

3. 租赁可保存企业的借款能力，利用租赁集资并不构成企业负债的增加，不会改变企业的资本结构。如果企业现在还有相当的借款能力，那么，不会因租赁而丧失。

4. 租赁集资限制较少。如前所述，债券和长期借款都定有相当多的限制

条款，虽然类似的限制在租赁公司中也有，但一般比较少。

5. 租赁能减少设备陈旧过时的风险。当今，科学技术在迅速发展，固定资产更新周期日趋缩短。企业设备陈旧过时的风险很大，利用租赁集资可减少这一风险。这是因为：（1）营业租赁期限较短，过期把设备归还出租人，这种风险完全由出租人承担；（2）财务租赁的期限一般为资产使用年限的75%，也不会像自己购买设备那样整个期间都承担风险；（3）多数租赁协议都归定由出租人承担设备陈旧过时的风险。

6. 租金在整个租期内分摊，不用到期归还大量本金。许多借款都在到期日一次偿还本金，这会给财务基础较弱的公司造成相当大的困难，有时会造成不能偿付的风险。而租赁则把这种风险在整个租期内分摊，可适当减少不能偿付的风险。

7. 租金可在税前扣除，能减少所得税上交。

#### （二）租赁集资的缺点

租赁集资的最主要缺点就是资金成本较高。一般来说，其租金要比负债集资的利息高得多。在财务困难时，固定的租金也会构成一项较沉重的负担。另外，采用租赁不能享有设备残值，这也可以看作是一种损失。

### 第三篇 投资篇

投资管理是企业财务管理的基本内容之一，正确的投资决策，对提高企业利润，降低企业风险，具有重要意义。本篇主要探讨企业长期投资管理的有关问题。全篇共分三章：第八章为企业投资概述，主要介绍企业投资的概念、投资的程序和投资环境等问题；第九章为企业直接投资管理，主要介绍企业直接投资的分类、作用、投资决策指标等问题；第十章为企业证券投资管理，主要介绍证券投资的种类、证券投资的原因、证券投资的风险与报酬、证券投资决策等问题。

## 第八章 企业投资概述

### 第一节 投资中的基本概念

投资是指企业投入财力，以期望在未来获取收益的一种行为。在市场经济条件下，企业能否把筹集到的资金投放到收益高、回收快、风险小的项目上去，对企业的生存和发展是十分重要的。企业投资时通常要涉及如下基本概念。

#### 一、直接投资与间接投资

按投资与企业生产经营的关系，可把投资分成直接投资和间接投资两类。

直接投资是指把资金投放于生产经营性资产，以便获取利润的投资。在非金融性企业中，直接投资占的比重很大。

间接投资又称证券投资，是指把资金投放于证券等金融资产，以便取得股利或利息收入的投资。随着我国金融市场的完善和多渠道筹资的形成，企业间接投资越来越广泛。

#### 二、短用投资与长用投资

按投资回收时间的长短，可把企业投资分成短期投资和长期投资两类。短期投资又称流动资产投资，是指在一年以内能收回的投资，主要指对货币资金、应收帐款、存货、短期有价证券等的投资。长期投资则是指一年以上才能收回的投资，主要指对厂房、机器设备等固定资产的投资，也包括对无形资产和长期有价证券的投资。由于长期投资中固定资产占的比重最大，所以，长期投资有时专指固定资产投资。

#### 三、对内投资和对外投资

根据投资的方向，可把企业投资分成对内投资和对外投资两类。对内投资是指把资金投在企业内部，购置各种生产经营用资产的投资。对外投资是指企业以现金、实物、无形资产或者购买股票、债券等有价证券方式向其他单位的投资。对内投资都是直接投资，对外投资主要是间接投资，也可以是直接投资。随着企业横向经济联合的不断发展，对外投资越来越重要。

#### 四、采纳与否投资与互斥选择投资

从决策的角度来看，可以把投资划分为采纳与否投资和互斥选择投资。采纳与否投资决策是指决定是否投资于某一项目的决策。如是否要购入一辆汽车、是否引进一条生产线、是否要建一栋厂房等都属于采纳与否投资决策。在两个或两个以上的项目中，只能选择其中之一的决策，叫互斥选择投资决策。例如，是买3吨卡车还是买5吨卡车，是购买股票还是购买债券，是建一条全自动化生产线还是建一条半自动化生产线等都属于互斥选择投资决策。

## 第二节 长期投资的特点和程序

在市场经济条件下，企业投资，特别是大规模的长期投资，都有比较大的风险，一旦决策失误，就会严重影响企业的财务状况和现金流量。为此，必须根据长期投资的特点，按科学的程序进行长期投资管理。

### 一、长期投资的特点

长期投资具有以下特点：

#### （一）回收时间长

长期投资的回收期一般都超过一年，有的甚至需要几十年才能收回。

#### （二）消耗资金多

长期投资一般都需要较多资金，一些大规模的战略投资需要资金更多。因此，对企业财务状况和现金流量有相当大的影响。

#### （三）发生次数少

与短期投资相比，长期投资一般较少发生，特别是大规模的战略投资，一般要几年甚至几十年才能发生一次。

#### （四）变现能力差

长期投资一经完成，要想改变相当困难，不是无法实现，就是代价太大。因此，长期投资所形成的固定资产一般不易改变用途，变现能力差。

### 二、长期投资的程序

从长期投资的特点可以看出，企业进行长期投资要承担比较大的投资风险，因此，长期投资决策不能在缺乏调查研究的情况下轻率拍板，而必须按特定的程序，运用科学的方法进行决策。

#### （一）投资项目的提出

新增的资产投资，大多数是由领导者提出。企业的高级领导人提出的投资、多数是大规模的战略投资。中层或基层人员提出的，主要是战术性投资项目。

#### （二）投资项目的评价

投资项目的评价主要包括以下几项工作：（1）把提出的投资项目进行分类，为分析评价做好准备；（2）计算有关项目的预计收入和成本，预测投资项目的现金流量；（3）运用各种投资评价指标，把各项投资按可行性的顺序进行排队；（4）编写出评价报告，请上级审批。

#### （三）投资项目的决策

投资项目经评价后，企业领导者要作最后决策。决策一般分如下三种情况：（1）接受这个项目，可以进行投资；（2）拒绝这个项目，不能进行投资；（3）发还给项目提出部门，重新调查后，再作处理。

#### （四）投资项目的执行

决定对某项目进行投资后，要积极筹措资金，实施投资。在投资项目的执行过程中，要对工程进度、工程质量、施工成本等进行控制，以便使投资按预算规定如期完成。

#### （五）投资项目的再评价

在投资项目执行过程中，应注意作出的决策是否合理、正确。一旦出现新的情况，就要随时根据变化的情况作出新的评价。如果情况发生重大变化，

原来的投资决策已变得不合理，那么，就要对投资决策是否中途停止作出决策，以避免更大的损失。

### 第三节 投资环境的分析

投资环境是指影响企业投资效果的各种外部因素的总和。企业的生存和发展，是以外部环境为条件的，企业在进行投资时，必须对投资环境进行认真分析。

#### 一、投资环境分析的意义

企业进行投资环境的分析，对及时、准确地作出投资决策，对不断提高投资效益具有重要意义。

（一）进行投资环境研究，可以使投资决策有坚实的基础，保证决策的正确性

通过对投资环境研究，可以使企业充分了解市场的供求状况，国家的经济政策、资源的供应情况以及国内外政治、经济和技术发展的动向。只有了解这些因素后，才能保证投资决策的正确无误。

（二）进行投资环境研究，可以使企业及时了解环境的变化，保证投资决策的及时性

不断地进行投资环境的研究，才能使企业及时掌握投资环境的变化情况。在出现了有利条件时，及时进行投资，以获得良好的投资效果。当出现不利于企业的因素时，及时采取对策，以避免客观环境的不利影响。例如，无锡自行车厂深入开展投资环境的研究，通过进行调查分析，了解到随着农村商品经济的发展，自行车不仅是交通工具，而且也是重要的运输工具。他们根据农民需要，投资生产出了车身长、车把宽、骑车省力、平稳、能载重 200 公斤的“长征”牌自行车，深受农民的欢迎，销售状况良好，企业获得了显著的经济效益。

（三）进行投资环境研究，可以使企业预计到未来投资环境的变化情况，提高投资决策的预见性

投资环境是不断变化的，企业必须适应这种变化，但如果跟在环境后面被动地变化，也难取得好的效果。决策者应站得高，看得远，预见未来投资环境的变化情况，作出符合长远发展趋势的决策。显然，这只有在认真研究投资环境的基础上才能做到。

1973 年，世界上出现了“石油危机”，严重冲击了汽车制造业。风波过后，美国通用和福特汽车公司预见到“石油危机”还会再度出现，于是开始投资设计和制造耗油少的小型汽车，结果顺利渡过了 1978 年的“石油危机”。而美国另一家大型汽车制造企业——克莱斯勒公司没有及时采取有效措施，一如既往地生产耗油量较大的大型汽车，结果在 1978 年“石油危机”再度出现时，产品滞销，存货堆积如山，险些破产。

#### 二、投资环境的基本内容

投资环境包括的内容十分广泛，国内外的政治、经济、军事、法律、文化教育、科学技术等都会对投资有重大影响。在分析投资环境时，应着重考虑以下几方面。

##### （一）投资的一般环境

投资的一般环境主要包括政治形势、经济形势和文化状况。

1. 政治形势。政治形势主要包括政局是否稳定，有没有战争或发生战争

的风险，有没有国家政权和社会制度变革的风险，有没有重大政策变化情况。要预测好政治形势，必须认真学习和了解国家的有关政策、方针、法律、规定、规划等。

2. 经济形势。经济形势主要包括经济发展状况，经济发展水平，经济增长的稳定性，劳动生产率，国民经济结构和国家产业政策等。经济形势常常决定着企业投资的类型和规模，需要认真预测。

3. 文化状况。文化状况主要指教育程度、文化水平、宗教、风俗习惯等，这些因素也会对投资产生重大影响。

## （二）投资的相关环境

投资的相关环境是指与特定投资项目有关的一系列因素。

1. 相关市场。我国已确立了建立市场经济体系，企业进行投资时，必须考虑市场状况。市场是一切商品买卖行为或商品交换关系的总和，各种商品的供求状况和发展趋势，都会在市场上得到反映。企业在进行某项投资之前，必须对该项投资所生产的产品在市场上的供求状况进行预测。只有市场上有容量，产品能顺利售出才能进行投资。

2. 相关资源。原材料、燃料等各种资源对企业来说，如同食物对人的生存一样重要。企业投资是否能取得良好经济效益，与原材料等各种资源的供应状况关系甚大。因此，企业在投资之前，必须对所需各种资源的供应状况、供应价格做出准确预测。

3. 相关科学技术。这主要指与特定投资项目有关的产品、材料、制造工艺、技术装备等相关的科学技术水平、发展趋势和发展速度等。作好这方面预测对降低产品成本，提高技术水平具有重要意义。

4. 相关地理环境。指与特定投资项目有关的地理位置、气候条件、自然特色等。

5. 相关基础设施。指与特定投资项目有关的交通运输、通讯设备、生活条件等。

6. 相关政策优惠。指与特定投资项目有关的税收、进出口许可、市场购销等方面的优惠。

7. 其他相关因素。指能够影响投资项目经济效益的其他各项因素。

## 三、投资环境分析的基本方法

分析投资环境的方法很多。各种行业、各个企业的分析方法也不相同。国际上常用的评价投资环境的方法主要有：投资环境等级评分法、国别冷热比较法、动态分析法。现结合我国具体情况，介绍最常见的几种方法。

### （一）调查判断法

调查判断法是一种定性分析法，它主要是借助有关专业人员的知识技能、实践经验和综合分析能力，在调查研究的基础上，对投资环境的好坏作出评价。这种方法主要有以下几个步骤：

1. 调查。为正确预测有关投资环境，必须认真进行调查，搜集有关信息资料。调查可分直接调查和间接调查。直接调查是指调查人员直接与被调查单位接触，由调查人员通过当面采访、询问、观看、记录等方式获取有关资料的一种方法，直接调查又分全面调查、重点调查、典型调查和抽样调查四

种。直接调查能保证搜集资料的准确性和及时性，但若得不到被调查单位的合作，则会使调查资料不完整。间接调查是以有关单位保存的各种数据资料为基础，通过加工整理获得投资信息的一种方法。间接调查的资料来源主要包括：（1）各种书籍、杂志、报纸；（2）各种统计报告；（3）各种财务报表；（4）各类银行、投资公司的调查报告；（5）其他，如财税部门、工商管理等部门、消费者协会等掌握的各种资料。

2. 汇总。通过各种调查得到的信息是大量的，杂乱无章的，还不能直接为投资决策所利用，必须对这些信息进行加工、整理和汇总。在进行整理、汇总时，要注意剔除其中的虚假成份和偶然性因素，进行由此及彼，由表及里，去粗取精，去伪存真地分析，以便提高信息质量，抓住事物本质。

3. 判断。判断是根据调查和汇总后的信息，对投资环境的好坏作出判断。从事判断的人员主要由工业经济专家、市场分析专家、精通与投资项目的有关的技术专家、财务管理专家、生产管理专家，机械设备专家以及建筑工程技术专家，除以上人员外，还可根据需要，邀请其他部分专家协助工作。在判断时，一般先对构成投资环境的每个因素都评出好、中、差三种情况，然后综合判断投资环境的好坏。

### （二）加权评分法

加权评分法是先对影响投资环境的一系列因素进行评分，然后进行加权平均，得出综合分数的一种预测方法。其基本计算公式如下：

$$Y = w_1x_1 + w_2x_2 \wedge w_mx_n$$

$$= \sum_{i=1}^n w_ix_i$$

式中：Y 投资环境评分；

$w_i$  事先拟定的对第  $i$  种因素进行加权的权数；（ $\sum_{i=1}^n w_i = 1$ ）

$x_i$  第  $i$  种因素的评分。

【例】现以华北计算机公司进行某项投资为例来说明加权评分法（见表 8—1）。

在表 8—1 中，第一栏是与投资环境有关的各项因素，在实际预测时，还应列出更多的因素；第二栏是根据搜集到的资料经分析而得；第三栏是由预测人员根据第二栏的数字确定的；第四栏是由预测人员根据各因素的重要程度事先拟定的。

表 8 1

有关因素	有关因素 状况	分数( $X_i$ ) 0—100	预计权数 ( $W_i$ )	加权平均数 ( $W_ix_i$ )
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)= (3) × (4)
一般环境	好	90	0.20	18
相关市场	畅销	90	0.25	22.5
资源供应	充足	90	0.25	22.5
地理环境	较差	50	0.20	10
基础设施	一般	70	0.10	7
合计				80

在采用加权评分法进行预测时，分数在 80 分以上，说明投资环境良好；分数在 60 分—80 分，说明投资环境一般；分数在 60 分以下时，说明投资环境较差。

### （三）汇总评分法

这种方法先根据各因素的重要程度确定其最高分和最低分，然后再按每个因素的具体情况进行评分，最后把各因素的分分数汇总，作为对投资环境的总体评价分数。在采用此法时，总分越高，表示投资环境越好；反之，则表示投资环境较差。下面以表 82 来说明评分标准的制定方法。

表 8—2 投资环境汇总评分法

投资环境因素	评 分
（一）政治稳定性	0—10 分
长期稳定	10
稳定但因人而治	8
存在一些不稳定因素	0
国内外有强大的反对力量	4
可能发生动乱	2
极有可能发生动乱	0

## 续前表

投资环境因素	评分
(二) 经济发展状况	0—10分
长期稳定发展	10
发展较快但不稳定	8
发展速度不快且不稳定	6
经济处于停滞状况	4
经济出现负增长	2
存在严重的经济危机	0
(三) 产品销售状况	0—20分
产品十分畅销且有广阔市场	20
产品销售一般但潜力很大	16
产品畅销但市场容量有限	12
产品销售状况一般且无潜力	8
产品销售量开始下降	4
产品滞销、属于淘汰产品	0
(四) 资源供应情况	0—20分
有充分的廉价资源	20
资源充分价格一般	16
资源充分但价格较贵	12
资源供应不太充分	8
资源供应有限	4
资源供应十分有限	0
(五) 基础设施	0—16分
基础设施很好	16
基础设施较好	12
基础设施一般	8
基础设施较差	4
基础设施很差	0
(六) 近5年的通货膨胀率	0—8分
小于1%	8
1—5%	6
5—10%	4
10—20%	2
20%以上	0

续前表

投资环境因素	评分
(七) 政策优惠	0—8分
国家非常支持发展的产业	8
国家支持发展的产业	6
国家不支持也不限制的产业	4
国家限制发展的产业	2
国家不准发展的产业	0
(八) 其他因素	0—8分
其他因素很好	8
其他因素较好	6
其他因素一般	4
其他因素较差	2
其他因素很差	0
总计	0—100分

## 第九章 企业直接投资

### 第一节 企业直接投资概述

直接投资是指把资金投放于生产经营性资产，以便获取利润的投资。直接投资是企业投资的主体部分，正确地作出直接投资决策，对增加企业利润，降低企业风险，具有十分重要的意义。

#### 一、企业直接投资的分类

在企业中，有各种各样的直接投资，为了掌握各种投资的特点，可以按不同标准，对直接投资进行分类。

##### （一）按投资的对象进行分类

按投资对象可把企业直接投资分成固定资产投资、无形资产投资和其他资产投资。固定资产是指使用年限在一年以上，单位价值在规定标准以上，并且在使用过程中保持原来物质形态的资产。房屋及建筑物、机器设备、运输设备、工具器具等都属于固定资产，企业在上述各项目的投资，均属于固定资产投资。无形资产是指企业长期使用但没有实物形态的资产，专利权、非专利技术、商标权、著作权、土地使用权、商誉等均属于无形资产。企业在上述各项目上的投资都属于无形资产投资。其他资产投资主要是指对递延资产等的投资。递延资产是指不能全部计入当年损益，应当在以后年度内分期摊销的各项费用，包括开办费等。如果企业用于保险性储备的流动资产的周转时间超过一年，则在这部分流动资产上的投资也应视作长期投资。

##### （二）根据投资在再生产过程中的作用进行分类

根据投资在再生产过程中的作用可把直接投资分为新建企业投资、简单再生产投资和扩大再生产投资。新建企业投资是指为一个新企业建立生产、经营、生活条件所进行的投资。其特点是投入的资金通过建设形成企业的原始资产。简单再生产投资是指为了更新生产经营中已经老化的物质资源和人力资源所进行的投资。其特点是把原来生产经营过程中收回的资金再重新投入生产过程。扩大再生产投资是指为扩大企业现有的生产经营规模所进行的投资，其特点是追加资金投入，扩大企业资产数量。

##### （三）按对企业前途的影响进行分类

按对企业前途的影响可把直接投资分成战术性投资和战略性投资两大类。战术性投资是指不牵涉整个企业前途的投资，如为提高劳动生产率而进行的投资，为改善工作环境而进行的投资等。战略性投资是指对企业全局有重大影响的投资，例如，企业转产投资，增加新产品投资等。战略性投资一般所需资金多、回收时间长、风险大。

##### （四）按投资项目之间的关系进行分类

按投资项目之间的相互关系，可把企业直接投资分成相关性投资和非相关性投资两大类。如果采纳或放弃某一项目并不显著地影响另一项目，则可以说这两个项目在经济上是不相关的。如一个制造公司在专用机床上的投资和它在某些办公设施上的投资，就是两个不相关的投资项目。如果采纳或放弃某个投资项目，可以显著地影响另外一个投资项目，则可以说这两个项目在经济上是相关的。如对油田和输油管的投资便属于相关投资。

##### （五）按增加利润的途径进行分类

从增加利润的途径来看，可把企业直接投资分成扩大收入投资与降低成本投资两类。扩大收入投资是指通过扩大企业生产经营规模，以便增加利润的投资。降低成本投资则是指通过降低营业支出，以便增加利润的投资。

## 二、企业直接投资的作用

直接投资是企业不可缺少的经济活动，对企业的生存和发展具有十分重要的意义。

### （一）企业直接投资是取得利润的基本前提

企业财务管理目标是不断提高企业价值，为此，就要采取各种措施增加利润，降低风险。在商品经济条件下，企业要想获得利润，必须拥有一定数量的资金，并把资金投放到各种资产上，才能进行生产经营，取得利润。

### （二）企业直接投资是维持企业再生产的必要手段

企业为不断提高其价值，增强其竞争能力，必须投入资金保证再生产的顺利进行。例如，用先进的设备来更新旧设备；进行基本建设以实现扩大再生产；提高职工的文化科学技术水平；对产品和生产工艺进行改革等等，都需要投入资金，没有投资，企业再生产就很难顺利进行。

### （三）企业直接投资还是降低企业风险的重要方法

企业把资金投向生产经营的关键、薄弱环节，可以使企业各种生产经营能力配套、平衡，形成更大的综合能力。企业把资金投向多个行业，实行多角化经营，能增加企业销售和盈余的稳定性。这些都是降低企业经营风险的重要方法。

## 三、企业直接投资中的现金流量

企业直接投资中的现金流量是指与投资决策有关的现金流入、流出的数量。企业无论是把资金投在企业内部形成各种资产，还是投向企业外部形成联营投资。都需要用特定指标对投资的可行性进行分析。而这些指标的计算都是以投资项目的现金流量为基础的。因此，现金流量是评价投资方案是否可行时必须事先计算的一个基础性数据。

### （一）现金流量的构成

投资决策中的现金流量，一般由以下三个部分构成：

1. 初始现金流量。初始现金流量是指开始投资时发生的现金流量，一般包括如下的几个部分：

（1）固定资产上的投资。包括固定资产的购入或建造成本、运输成本和安装成本等。

（2）流动资产上的投资。包括对材料、在产品、产成品和现金等流动资产上的投资。

（3）其他投资费用。指与长期投资有关的职工培训费、谈判费、注册费用等。

（4）原有固定资产的变价收入。这主要是指固定资产更新时原有固定资产的变卖所得的现金收入。

2. 营业现金流量。营业现金流量是指投资项目投入使用后，在其寿命周期内由于生产经营所带来的现金流入和流出的数量。这种现金流量一般以年为单位进行计算。这里现金流入一般是指营业现金收入，现金流出是指营业现金支出和缴纳的税金。如果一个投资项目的每年销售收入等于营业现金收

入，付现成本（指不包括折旧的成本）等于营业现金支出，那么，年营业现金净流量可用下列公式计算：

$$\text{每年净现金流量(NCF)} = \text{每年营业收入} - \text{付现成本} - \text{所得税}$$

或  $\text{每年净现金流量(NCF)} = \text{净利} + \text{折旧}$

3. 终结现金流量。终结现金流量是指投资项目完结时所发生的现金流量，主要包括：

- (1) 固定资产的残值收入或变价收入。
- (2) 原有垫支在各种流动资产上的资金的收回。
- (3) 停止使用的土地的变价收入等。

#### (二) 现金流量的计算

为了正确地评价投资项目的优劣，必须正确地计算现金流量。

【例】大华公司准备购入一设备以扩充生产能力。现有甲、乙两个方案可供选择，甲方案需投资 10000 元，使用寿命为 5 年，采用直线法计提折旧，5 年后设备无残值。5 年中每年销售收入为 5000 元，每年的付现成本为 2000 元。乙方案需投资 12000 元，另外在第一年垫支营运资金 3000 元，采用直线折旧法计提折旧，使用寿命也为 5 年，5 年后有残值收入 2000 元。5 年中每年的销售收入为 8000 元，付现成本第一年为 3000 元，以后随着设备陈旧，逐年将增加修理费 400 元，假设所得税率为 40%，试计算两个方案的现金流量。

为计算现金流量，先计算两个方案每年的折旧额：

$$\text{甲方案每年折旧额} = 10000 / 5 = 2000 \text{ (元)}$$

$$\text{方案每年折旧额} = \frac{12000 - 2000}{5} = 2000 \text{ (元)}$$

下面先用表 9—1 计算两个方案的营业现金流量，然后，再结合初始现金流量和终结现金流量编制两个方案的全部现金流量表，如表 9—2。

表 9—1 投资项目的营业现金流量计算表 单位：元

t	1	2	3	4	5
甲方案：					
销售收入(1)	6000	6000	6000	6000	6000
付现成本(2)	2000	2000	2000	2000	2000
折旧(3)	<u>2000</u>	<u>2000</u>	<u>2000</u>	<u>2000</u>	<u>2000</u>
税前净利(4)	2000	2000	2000	2000	2000
(4)=(1)－(2)－(3)					
所得税(5) = (4) × 40%	<u>800</u>	<u>800</u>	<u>800</u>	<u>800</u>	<u>800</u>
税后净利(6)=(4)－(5)	1200	1200	1200	1200	1200
营业现主流量(7)	3200	3200	3200	3200	3200
(7)=(1)－(2)－(5)					
=(3)＋(6)					
乙方案：					
销售收入(1)	8000	8000	8000	8000	8000
付现成本(2)	3000	3400	3800	4200	4600
折旧(3)	<u>2000</u>	<u>2000</u>	<u>2000</u>	<u>2000</u>	<u>2000</u>
税前净利(4)	3000	2600	2200	1800	1400
(4)=(1)－(2)－(3)					
所得税(5)=(4) × 40 %	<u>1200</u>	<u>1040</u>	<u>880</u>	<u>720</u>	<u>560</u>
税后净利(6)=(4)－(5)	1800	1560	1320	1080	840
现主流量(7)	3800	3560	3320	3080	2840
(7)=(1)－(2)－(5)					
=(3)＋(6)					

表 9—2 投资项目现全流量计算表 单位：元

t	0	1	2	3	4	5
甲方案：						
固定资产投资	-10000					
营业现金流量		3200	3200	3200	3200	3200
现主流量合计	-10000	3200	3200	3200	3200	3200
乙方案：						
固定资产投资	-12000					
营运资金垫支	-3000					
营业现金流量		3800	3560	3320	3080	2840
固定资产残值						2000
营运资金回收						3000
现金流量合计	-15000	3800	3560	3320	3080	7840

在表 9—1 和表 9—2 中，t=0 代表第一年年初，t=1 代表第一年年末，t = 2 代表第二年年末……。在现金流量的计算中，为了简化计算，一般都假定各年投资在年初一次进行，各年营业现金流量看做是各年年末一次发生，

把终结现金流量看作是最后一年未发生的。

### （三）投资决策中使用现金流量的原因

传统的财务会计按权责发生制计算企业的收入和成本，并以收入减去成本后的利润作为收益，用来评价企业的经济效益。在长期投资决策中则不能以按这种方法计算的收入和支出作为评价项目经济效益高低的基础，而应以现金流入作为项目的收入，以现金流出作为项目的支出，以净现金流量作为项目的净收益，并在此基础上评价投资项目的经济效益。投资决策之所以要以按收付实现制计算的现金流量作为评价项目经济效益的基础，主要有以下两方面原因。

1. 采用现金流量有利于科学地考虑时间价值因素。科学的投资决策必须认真考虑资金的时间价值，这就要求在决策时一定要弄清每笔预期收入款项和支出款项的具体时间，因为不同时间的资金具有不同的价值。因此，在衡量方案优劣时，应根据各投资项目寿命周期内各年的现金流量，按照资金成本，结合资金的时间价值来确定。而利润的计算，并不考虑资金收付的时间，它是以权责发生制为基础的。

利润与现金流量的差异主要表现在以下几个方面：（1）购置固定资产付出大量现金时不计入成本；（2）将固定资产的价值以折旧或拆耗的形式逐期计入成本时，却又不需要付出现金；（3）计算利润时不考虑垫支的流动资产的数量和回收的时间；（4）只要销售行为已经确定，就计算为当期的销售收入，尽管其中有一部分并未于当期收到现金；（5）项目寿命终了时，以现金的形式回收的固定资产残值和垫支的流动资产在计算利润时也得不到反映。

可见，要在投资决策中考虑时间价值的因素，就不能利用利润来衡量项目的优劣，而必须采用现金流量。

2. 采用现金流量才能使投资决策更符合客观实际情况。在长期投资决策中，应用现金流量能更科学、更客观的评价投资方案的优劣，而利润则明显地存在不科学、不客观的成分。这是因为：

（1）利润的计算没有一个统一的标准，在一定程度上要受存货估价、费用摊配和折旧计提的不同方法的影响，因而，净利的计算比现金流量的计算有更大的主观随意性，作为决策的主要依据不太可靠。

（2）利润反映的是某一会计期间“应计”的现金流量，而不是实际的现金流量。若以未实际收到现金的收入作为收益，具有较大风险，容易高估投资项目的经济效益，存在不科学、不合理的成分。

## 第二节 企业直接投资决策指标

投资决策指标是指评价投资方案是否可行或孰优孰劣的标准。投资决策的指标很多，但可概括为贴现现金流量指标和非贴现现金流量指标两大类。

### 一、非贴现现金流量指标

非贴现现金流量指标是指不考虑时间价值的各种指标。这类指标主要有：

#### (一) 投资回收期

投资回收期(用 PP 表示)是指回收初始投资所需要的时间，一般以年为单位，是一种运用很久、很广的投资决策指标。

投资回收期的计算，因每年的营业净现金流量是否相等而有所不同。

如果每年的营业净现金流量(NCF)相等，则投资回收期可按下式计算：

$$\text{投资回收期} = \frac{\text{原始投资额}}{\text{每年NCF}}$$

如果每年 NCF 不相等，那么，计算回收期要根据每年年末尚未回收的投资额加以确定。

【例】试根据表 9—2 中大华公司的资料分别计算甲、乙两个方案的回收期。

甲方案每年 NCF 相等，故：

$$\begin{aligned}\text{甲方案回收期} &= \frac{\text{原始投资额}}{\text{每年NCF}} \\ &= \frac{10000}{3200} \\ &= 3.125(\text{年})\end{aligned}$$

乙方案每年现金流量不等，所以应先计算其各年尚未回收的投资额(见表 9—3)。

$$\begin{aligned}\text{乙方案的回收期} &= 4 \text{年} + 1240/7840 \\ &= 4.16(\text{年})\end{aligned}$$

表 9—3

单位：元

年份	每年净现主流量	年末尚未回收的投资额
1	38 00	11200
2	3560	7640
3	3320	4320
4	3080	1240
5	7840	/

投资回收期法的概念容易理解，计算也比较简便，但这一指标没有考虑货币的时间价值，没有考虑回收期满后的现金流量状况。现举例说明如下：

【例】假设有两个方案的预计现金流量如表 9—4 所示，试计算回收期，比较优劣。

表 9—4

单位：元

t	0	1	2	3	4	5
A 方案现金流量	-10000	4000	6000	4000	4000	4000
B 方案现金流量	-10000	4000	6000	6000	6000	6000

两个方案的回收期相同，都是 2 年，如果用回收期进行评价，似乎两者不相上下，但实际上 B 方案明显优于 A 方案。

### (二) 平均报酬率

平均报酬率(用 ARR 表示)是投资项目寿命周期内平均的年投资报酬率，也称平均投资报酬率。其计算公式为：

$$\text{平均报酬率 (ARR)} = \frac{\text{平均现金流量}}{\text{初始投资额}} \times 100\%$$

【例】现仍以前例大华公司的实例(详见表 9-1 和表 9-2)说明平均报酬率的计算。

$$\begin{aligned} \text{ARR}_{\text{甲}} &= \frac{3200}{10000} \times 100\% = 32\% \\ \text{ARR}_2 &= \frac{(3800 + 3560 + 3320 + 3080 + 7840) \div 5}{15000} \\ &= 28.8\% \end{aligned}$$

在采用平均报酬率这一指标时，应事先确定一个企业要求达到的平均报酬率，或称必要平均报酬率。在进行决策时，只有高于必要的平均报酬率的方案才能入选。而在有多个方案的互斥选择中，则选用平均报酬率最高的方案。

平均报酬率的优点是简明、易算、易懂。其主要缺点是没有考虑资金的时间价值，第一年的现金流量与最后一年的现金流量被看作具有相同的价值，所以，有时会作出错误的决策。

## 二、贴现现金流量指标

贴现现金流量指标是指考虑了资金时间价值的指标。这类指标主要有：

### (一) 净现值

1. 净现值的计算公式。投资项目投入使用后的净现金流量，按资本成本或企业要求达到的报酬率折算为现值，减去初始投资以后的余额，叫净现值(通常用 NPV 表示)。其计算公式为：

$$\begin{aligned} \text{NPV} &= \left[ \frac{\text{NCF}_1}{1+K} + \frac{\text{NCF}_2}{(1+K)^2} + \dots + \frac{\text{NCF}_n}{(1+K)^n} \right] - C \\ &= \sum \frac{\text{NCF}_t}{(1+K)^t} - C \end{aligned}$$

式中：NPV 净现值；

NCF<sub>t</sub> 第 t 年的净现金流量；

K 贴现率(资金成本或企业要求的报酬率)；

n 项目预计使用年限；

C 初始投资额。

净现值还有另外一种表述方法，即净现值是从投资开始至项目寿命终结时所有一切现金流量：（包括现金流出和现金流入）的现值之和。其计算公式为：

$$NPV = \sum_{t=0}^n \frac{CFAT_t}{(1+K)^t}$$

式中：n 开始投资至项目寿命终结时的年数；

CFAT<sub>t</sub> 第 t 年的现金流量；

K 贴现率（资金成本或企业要求的报酬率）。

2. 净现值的计算步骤。净现值的计算可按下列步骤进行：

第一步：计算每年的营业净现金流量。

第二步：计算未来报酬的总现值。这又可分成三步：

（1）将每年的营业净现金流量折算成现值。

如果每年的 NC 相等。则按年金法折成现值；如果每年的 NCF 不相等，则先对每年的 NCF 进行贴现，然后加以合计。

（2）将终结现金流量折算成现值。

（3）计算未来报酬的总现值。

第三步：计算净现值。

净现值=未来报酬的总现值-初始投资

3. 净现值法的决策规则。净现值法的决策规则是，在只有一个备选方案的采纳与否决策中，净现值为正者则采纳，净现值为负者不采纳。在有多个备选方案的互斥选择决策中，应选角净现值是正值中的最大者。

【例】现仍以前面所举大华公司的资料为例（详见表 9—1 和 9—2），来说明净现值的计算。假设资金成本为 10%。

甲方案的 NcF 相等，故计算如下：

$$\begin{aligned} NPV_{甲} &= \text{未来报酬的总现值} - \text{初始投资额} \\ &= NCF \times PVIFA_{k,n} - 10000 \\ &= 3200 \times PVIFA_{10\%,5} - 10000 \\ &= 3200 \times 3791 - 10000 \\ &= 2131.2 \text{ (元)} \end{aligned}$$

乙方案的 NCF 不相等，故应列表 9—5 计算如下。

表 9—5

t	各年的 NCF ( 1 )	现值系数 $PV_{10\%,5}$ ( 2 )	现值 ( 3 ) = ( 1 ) × ( 2 ) 1
1	3800	0.909	3454
2	3560	0.826	2941
3	3320	0.751	2493
4	3080	0.683	2104
5	7840	0.621	4869
未来报酬的总现值			15861
减：初始投资			15000
净现值			NPV=861

从上面计算中我们可以看出，两个方案的净现值均大于零，都是可取的。但甲方案的净现值大于乙方案，故大华公司应选用甲方案。

4. 净现值法的优缺点。净现值法的优点是：此法考虑了货币的时间价值，能够反映各种投资方案的净收益，是一种较好的方法。净现值法的缺点是：净现值法并不能揭示各个投资方案本身可能达到的实际报酬率是多少。

#### (二) 内部报酬率

1. 内部报酬率的计算公式。内部报酬率又称内含报酬率(用 IRR 来表示)是使投资项目的净现值等于零的贴现率。

内部报酬率实际上反映了投资项目的真实报酬，目前越来越多的企业使用该项指标对投资项目进行评价。内部报酬率的计算公式为：

$$\frac{NCF_1}{(1+r)^1} + \frac{NCF_2}{(1+r)^2} + \Lambda + \frac{NCF_n}{(1+r)^n} - C = 0$$

即 
$$\sum_{t=1}^n \frac{NCF_t}{(1+r)^t} - C = 0$$

式中： $NCF_t$  第 t 年的现金净流量；

r 内部报酬率；

n 项目使用年限；

C 初始投资额。

2. 内部报酬率的计算步骤。内部报酬率具体的计算过程，

(1) 如果每年的 NCF 相等，则按下列步骤计算：

第一步：计算年金现值系数。

$$\text{年金现值系数} = \frac{\text{初始投资额}}{\text{每年NCF}}$$

第二步：查年金现值系数表，在相同的期数内，找出与上述年金现值系数相邻近的较大和较小的两个贴现率。

第三步：根据上述两个邻近的贴现率和已求得的年金现值系数，采用插值法计算出该投资方案的内部报酬率。

(2) 如果每年的 NCF 不相等，则需要按下列步骤计算：

第一步：先预估一个贴现率，并按此贴现率计算净现值。如果计算出的净现值为正数，则表示预估的贴现率小于该项目的实际内部报酬率，应提高

贴现率，再进行测算；如果计算出的净现值为负数，则表明预估的贴现率大于该方案的实际内含报酬率，应降低贴现率，再进行测算。经过如此反复测算，找到净现值由正到负并且比较接近于零的两个贴现率。

第二步：根据上述两个邻近的贴现率再采用插值法，计算出方案的实际内部报酬率。

3. 内部报酬率法的决策规则。采用内部报酬率法的决策规则是，在只有一个备选方案的采纳与否决策中，如果计算出的内部报酬率大于或等于企业的资本成本或必要报酬率就采纳；反之，则拒绝。在有多个备选方案的互斥选择决策中。选用内部报酬率超过资本成本或必要报酬率最多的投资项目。

【例】现仍以前面所举大华公司的资料为例（见表 9—1，表 9—2）来说明内部报酬率的计算方法。

由于甲方案的每年 NCF 相等，因而，可采用如下方法计算内部报酬率。

$$\begin{aligned} \text{年金现值系数} &= \frac{\text{初始投资额}}{\text{每年NCF}} \\ &= \frac{10000}{3200} = 3.125 \end{aligned}$$

查年金现值系数表（附表四），第五期与 3.125 相邻近的年金现值系数在 18%和 20%之间，现用插值法计算如下：

贴现率		年金现值系数
18%	} x% } 2%	3.127
?%		3.125
20%		2.991
		} 0.02 } 0.136
$\frac{x}{2} = \frac{0.002}{0.136}$		
$x = 0.03$		

甲方案的内部报酬率 = 18% + 0.03% = 18.03%

乙方案的每年 NCF 不相等，因而，必须逐次进行测算，测算过程见表 9—6。

在表 9—6 中，先按 10%的贴现率进行测算，净现值为正数，便把贴现率调高到 12%，进行第二次测算，净现值仍为正数，于是把净现值调高到 14%，进行测算，净现值为负数，说明该项目的内部报酬率一定在 12%和 14%之间。

表 9—6

单位：元

时间 (t)	NCF <sub>t</sub>	测试 10%		测试 12%		测试 14%	
		复利现值系数 PVIF <sub>10%, t</sub>	现值	复利现值系数 PVIF <sub>12%, t</sub>	现值	复利现值系数 PVIF <sub>14%, t</sub>	现值
0	-15000	1.00	-15000	1.00	-15000	1.00	15000
1	3800	0.909	3454	0.893	3393	0.877	3337
2	3560	0.826	2940	0.797	2837	0.769	2738
3	3320	0.751	2493	0.712	2364	0.675	2241
4	3080	0.683	2104	0.636	1958	0.592	1823
5	7840	0.621	4869	0.576	4515	0.519	4069
NPV	/	/	860	/	68	/	-796

现用插值法计算如下：

$$\left. \begin{array}{l} 12\% \\ ?\% \\ 14\% \end{array} \right\} \begin{array}{l} x\% \\ \\ 2\% \end{array}$$

$$\left. \begin{array}{l} 68 \\ 0 \\ -796 \end{array} \right\} \begin{array}{l} 68 \\ \\ 864 \end{array}$$

$$\frac{x}{2} = \frac{68}{864}$$

$$x = 0.16$$

乙方案的内部报酬率=12%+0.16%=12.16%

从以上计算两个方案的内部报酬率可以看出，甲方案的内部报酬率较高，故甲方案效益比乙方案好。

4. 内部报酬率法的优缺点，内部报酬率法考虑了资金的时间价值，反映了投资项目的真实报酬率，概念也易于理解。但这种方法的计算过程比较复杂，特别是每年 NCF 不相等的投资项目，一般要经过多次测算才能算出。

### (三) 利润指数

1. 利润指数的计算。利润指数又称现值指数(用 PI 表示)是投资项目未来报酬的总现值与初始投资额的现值之比。

利润指数的计算公式为：

$$PI = \left[ \frac{NCF_1}{(1+K)^1} + \frac{NCF_2}{(1+K)^2} + \dots + \frac{NCF_n}{(1+K)^n} \right] / C$$

$$= \left[ \sum_{t=1}^n \frac{NCF_t}{(1+K)^t} \right] / C$$

即  $PI = \frac{\text{未来报酬的总现值}}{\text{初始投资额}}$

2. 利润指数的计算步骤。利润指数的计算过程是：

第一步：计算未来报酬的总现值，这与计算净现值所采用的方法相同。

第二步：计算利润指数，即根据未来的报酬总现值和初始投资额之比计算利润指数。

3. 利润指数法的决策规则。利润指数法的决策规则是，在只有一个备选方案的采纳与否决策中，利润指数大于或等于 1，则采纳，否则就拒绝。在

有多个方案的互斥选择决策中，应采用利润指数超过 1 最多的投资项目。

【例】现仍以前面所举大华公司的资料（见表 9—1 和表 9—2）为例，来说明利润指数的计算。

$$\begin{aligned}\text{甲方案的利润指数} &= \frac{\text{未来报酬的总现值}}{\text{初始投资}} \\ &= \frac{12131.2}{10000} = 1.21\end{aligned}$$

$$\begin{aligned}\text{乙方案的利润指数} &= \frac{\text{未来报酬的总现值}}{\text{初始投资}} \\ &= \frac{15861}{15000} = 1.06\end{aligned}$$

甲、乙两个方案的利润指数都大于 1，故两个方案都可进行投资，但因甲方案的利润指数更大，故应采用甲方案。

4. 利润指数法的优缺点。利润指数法的优点是：考虑了资金的时间价值，能够真实地反映投资项目的盈亏程度，由于利润指数是用相对数来表示，所以，有利于在初始投资额不同的投资方案之间进行对比。利润指数法的缺点是：利润指数这一概念不便于理解。

### 三、投资决策指标的比较研究

以上介绍了长期投资决策中的贴现现金流量和非贴现现金流量两大类指标，下面对这些指标作一些比较。

#### （一）非贴现现金流量指标与贴现现金流量指标的比较

在本世纪 50 年代以前，世界各国企业在进行投资决策时一般都以非贴现的现金流量指标为主。但 50 年代以后，使用贴现现金流量指标的企业不断增多，从 70 年代开始，贴现现金流量指标已占主导地位，并形成了以贴现现金流量指标为主，以投资回收期为辅的多种指标并存的指标体系。贴现现金流量指标广泛应用的主要原因有：

1. 非贴现指标把不同时间点上的现金收入和支出当作毫无差别的资金进行对比，忽略了资金的时间价值因素，这是不科学的。而贴现指标则把不同时间点收入或支出的现金按着统一的贴现率折算到同一时间点上，使不同时期的现金具有可比性，这样才能作出正确的投资决策。

2. 非贴现指标中的投资回收期法只能反映投资的回收速度，不能反映投资的主要目标——净现值的多少。同时，由于回收期没有考虑时间价值因素，因而夸大了投资的回收速度。

3. 投资回收期、平均报酬率等非贴现指标对寿命不同、资金投入的时间和提供收益的时间不同的投资方案缺乏鉴别能力。而贴现法指标则可以通过净现值、内部报酬率和利润指数等指标，有时还可以通过净现值的年均化方法进行综合分析，从而作出正确合理的决策。

4. 非贴现指标中的平均报酬率、投资利润率等指标，由于没有考虑资金的时间价值，因而，实际上是夸大了项目的盈利水平。而贴现指标中的内部报酬率是以预计的现金流量为基础，考虑了货币的时间价值以后计算出的真实报酬率。

5. 在运用投资回收期这一指标时，标准回收期是方案取舍的依据，但标

准回收期一般都是以经验或主观判断为基础来确定的，缺乏客观依据。而贴现指标中的净现值和内部报酬率等指标实际上都是以企业的资金成本为取舍依据的，任何企业的资金成本都可以通过计算得到，因此，这一取舍标准符合客观实际。

6. 管理人员水平的不断提高和电子计算机的广泛应用，加速了贴现指标的使用。在五六十年代，只有很少企业的财务人员能真正了解贴现现金流量指标的真正含义，而今天，几乎所有大企业的高级财务人员都明白这一方法的科学性和正确性。电子计算机的广泛应用使贴现指标中的复杂计算变得非常容易，从而也加速了贴现现金流量指标的推广。

### (二) 贴现现金流量指标的比较

通过以上对比知道，贴现现金流量指标是科学的投资决策指标，那么，贴现现金流量指标中的各种方法——净现值、内部报酬率和利润指数——哪一种方法更好呢？下面作一些比较。

1. 净现值和内部报酬率的比较。在多数情况下，运用净现值和内部报酬率这两种方法得出的结论是相同的。但在如下两种情况下，有时会产生差异：(1) 初始投资不一致，一个项目的初始投资大于另一个项目的初始投资；(2) 现金流入的时间不一致，一个在最初几年流入的较多，另一个在最后几年流入的较多。尽管是在这两种情况下使二者产生了差异，但引起差异的原因是共同的，即两种方法假定中期产生的现金流量进行再投资时，会产生不同的报酬率。净现值法假定产生的现主流入量重新投资会产生相当于企业资金成本的利润率，而内部报酬率法却假定现金流入量重新投资产生的利润率与此项目的特定的内部报酬率相同。下面我们举一例加以说明。

【例】假设有两个项目 D 和 E，它们的初始投资不一致，详细情况见表 9—7 所示。

指标	年	项目 D	项目 E
初始投资	0	110 000	10000
营业现金流量	1	50 000	5050
	2	50 000	5050
	3	50 000	5050
NPV		6100	1726
IRR		17.28 %	24.03 %
PI		1.06	1.17
资金成本		14 %	14 %

下面计算在不同的贴现率情况下的两个项目的净现值。见表 9—8。

表 9—8

单位：元

贴现率 (%)	NPV <sub>D</sub>	NPV <sub>E</sub>
0	40000	5150
5	26150	3751
10	14350	2559
15	4150	1529
20	-4700	635
25	-12400	-142

下面，把表 9—8 不同贴现率情况下算出的净现值绘入图 9—1 中。

从表 9—8 中可以看出，如果按内部报酬率法应拒绝项目 D 而采纳项目 E，如果应用净现值法则应采纳项目 D 而拒绝项目 E。产生上述差异的根本原因是，内部报酬率法假定项目 D 前两期产生的现金流量（第一年和第二年的 50000 元）若进行再投资，则会产生与 17.28% 相等的报酬率，而项目 E 前两期的现金流量（第一年和第二年的 5 050 元）若进行再投资则得到 24% 的报酬率。与此相反，净现值法假定前两期产生的现金流量若进行再投资的话报酬率应当相当，在本例中是 14%，即资金成本。如图 9—1 所示，本例中两个项目的净现值曲线相交于 16.59% 处，把这一点称为

图 9—1 不同贴现的净现值对比图

净现值分界点。如果资金成本小于 16.59%，则项目 D 的净现值要大于项目 E，即项目 D 优于项目 E，如果资金成本大于 16.59%，从图中可以看出，项目 E 的净现值大于项目 D，即项目 E 优于项目 D。因此，在资金成本为 14% 时，且没有资金限量的情况下，项目 D 虽然投资较多，但净现值也较高，可为企业带来较多的财富，是较优的项目。而当资金成本大于 16.59% 时不论用净现值法还是用内部报酬率法，都会得出项目 E 优于项目 D 的结论。也就是说，净现值法总是正确的，而内部报酬率法有时却会做出错误的决策。因而，在无资金限量的情况下，净现值法是一个比较好的方法。

2. 净现值和利润指数的比较。由于净现值和利润指数使用的是相同的信息，在评价投资项目的优劣时，它们常常是一致的，但有时也会产生分歧。下面再来看表 9—8 中的项目 D 和项目 E（这两个项目的初始投资不一致），在资金成本为 14% 时，项目 D 有净现值 6100 元，利润指数为 1.06，项目 E 有净现值 1.726 元，利润指数为 1.17。如果用净现值法，则应选用项目 D，如果利用利润指数，则应选用项目 E。

只有当初始投资不同时，净现值和利润指数才会产生差异。由于净现值是用各期现金流量现值减初始投资，而利润指数是用现金流量值除以初始投资，因而，评价的结果可能会产生不一致。

最高的净现值符合企业的最大利益，也就是说，净现值越高，企业的收益越大，而利润指数只反映投资回收的程度，而不反映投资回收的多少，在没有资金限量的情况下的互斥选择决策中，应选用净现值较大的投资项目。也就是说，当利润指数与净现值作出不同结论时，应以净现值为准。

总之，在无资金限量的情况下，利用净现值法在所有的投资评价中都能作出正确的决策，而利用内部报酬率和利润指数在采纳与否决策中也能作出正确的决策，但在互斥选择决策中有时会作出错误的决策。因而，在这三种

评价方法中，净现值是最好的评价方法。

### 第三节 投资决策实例

在上一节中，介绍了投资决策的基本指标，本节将结合几个具体实例。来研究这些指标的应用。

#### 一、固定资产更新决策

第二次世界大战以来，科学技术在不断发展，固定资产更新周期大大缩短。这是因为旧设备往往消耗大、维修费用多，当生产效率更高，原材料、燃料、动力的消耗更低的高效能设备出现时，尽管旧设备还能继续使用，但企业也会对固定资产进行更新。因此，固定资产更新决策便成为企业长期投资决策的一项重要内容。

【例】某公司考虑用一台新的、效率更好的设备来代替旧设备，以减少成本，增加收益。旧设备原购置成本为 40000 元，已使用 5 年，估计还可使用 5 年，已提折旧 20000 元，假定使用期满后无残值，如果现在销售可得价款 10000 元，使用该设备每年可获收入 50000 元，每年的现付成本为 30000 元，该公司现准备用一台新设备来代替原有的旧设备，新设备的购置成本为 60000 元，估计可使用 5 年，期满有残值 10000 元，使用新设备后，每年收入可达 80000 元，每年现付成本为 40000 元，假设该公司的资金成本为 10%，所得税率为 40%，试作出该公司是继续使用旧设备。还是对其进行更新的决策。

在本例中，一个方案是继续使用旧设备，另一个方案是出售旧设备而购置新设备。为此，我们可采用围差量分析法来计算一个方案比另一个方案增减的现金流量，所有增减额均用希腊字母、“ ”表示。

下面，以新设备为标准，计算两个方案的差量现金流量：

1. 计算初始投资与折旧的现金流量。

$$\text{初始投资} = 60000 - 10000 = 50000 \text{ (元)}$$

$$\text{年折旧额} = 10000 - 4000 = 6000 \text{ (元)}$$

2. 利用表 9—9 来计算各年营业现金流量的差量。

3. 利用表 9—10 来计算两个方案现金流量的差量。

表 9—9

单位：元

项 目	时 间
	1—5 年
销售收入	30000
付现成本	10000
折旧额	<u>6000</u>
税前净利 = - -	14000
所得税 = × 40 %	<u>5600</u>
税后净利 = -	8400
营业净现金流量 = +	
= - -	14400

表 9—10

项 目	时 间					
	0	1	2	3	4	5
初始投资	-50000					
营业净现金流量		14400	14400	14400	14400	14400
终结现金流量						10000
现金流量	-50000	14400	14400	14400	14400	24400

#### 4. 计算净现值的差量。

$$\begin{aligned}
 NPV &= 14400 \times PVIFA_{10\%,4} + 24400 \times PVIF_{10\%,5} - 50000 \\
 &= 14400 \times 3.170 + 24400 \times 0.621 - 50000 \\
 &= 10800 \text{ (元)}
 \end{aligned}$$

投资项目更新后，有净现值 10800 元，故应进行更新。

当然，也可分别计算两个项目的净现值来进行对比，其结果是一样的。

## 二、资金限量决策

资金限量的意思是由于没有足够的资金，公司不能投资于所有可接受的项目。也就是说，有更多的获利项目可供投资，但无法筹集到足够的资金。这种情况是在许多公司都存在的，特别是那些以内部融资为经营策略或外部融资受到限制的企业。

在资金有限量的情况下，什么样的项目将被选用呢？为了使企业获得最大的利益，应投资于一组使净现值最大的项目。这样的一组项目必须用适当的方法进行选择，有两种方法可供采用——利润指数法和净现值法。

### （一）使用利润指数法的步骤

1. 计算所有项目的利润指数，不能略掉任何项目，并要列出每一个项目的初始投资。

2. 接受  $PI \geq 1$  的项目，如果所有可接受的项目都有足够的资金，则说明资金没有限量，这一过程即可完成。

3. 如果资金不能满足所有  $PI \geq 1$  的项目，那么就要对第二步进行修正。这一修正的过程是：对所有项目在资金限量内进行各种可能的组合，然后计算出各种组合的加权平均利润指数。

4. 接受加权平均利润指数最大的一组项目。

(二) 使用净现值法的步骤

1. 计算所有项目的净现值，并列项目的初始投资。

2. 接受 NPV > 0 的项目，如果所有可接受的项目都有足够的资金，则说明资金没有限量，这一过程即可完成。

3. 如果资金不能满足所有的 NPV > 0 的投资项目，那么就要对第二步进行修正。这一修正的过程是：对所有的项目都在资本限量内进行各种可能的组合，然后，计算出各种组合的净现值总额。

4. 接受净现值的合计数最大的组合。

(三) 资金限量决策举例

【例】假设派克公司有五个可供选择的项目 A<sub>1</sub>、B<sub>1</sub>、B<sub>2</sub>、C<sub>1</sub>、C<sub>2</sub>，其中 B<sub>1</sub> 和 B<sub>2</sub>，C<sub>1</sub> 和 C<sub>2</sub> 是互斥选择项目，派克公司资本的最大限量是 400000 元。详细情况见表 9—11 所示。

表 9—11 单位：元

投资项目	初始投资	PI	NPV
A <sub>1</sub>	120000	1.56	67000
B <sub>1</sub>	150000	1.53	79500
B <sub>2</sub>	300000	1.37	111000
C <sub>1</sub>	125000	1.17	21000
C <sub>2</sub>	100000	1.18	18000

如果派克公司想选取利润指数最大的项目，那么它将选用 A 项目（利润指数为 1.56），B 项目（利润指数为 1.53）和 C 项目（利润指数为 1.18）。如果派克公司按每一项目的净现值的大小来选取，那么它将首先选用 B 项目，另外可选择的只有 C 项目。然而，以上两种选择方法都是错误的，因为它们选取的都不是能使企业净现值最大的项目。

为了选出最优的项目，必须列出在资金限量内的所有可能的项目结合。为此，通过表 9—12 来计算所有可能的项目组合的加权平均利润指数和净现值合计数。

表 9—12 单位：元

项目组合	初始投资	加权平均利润指数	净现值合计
A <sub>1</sub> B <sub>1</sub> C <sub>1</sub>	395 000	1.420	167500
A <sub>1</sub> B <sub>1</sub> C <sub>2</sub>	375 000	1.412	164700
A <sub>1</sub> B <sub>2</sub>	270000	1.367	146500
A <sub>1</sub> C <sub>1</sub>	245000	1.221	88000
A <sub>1</sub> C <sub>2</sub>	220 000	1.213	85000
B <sub>1</sub> C <sub>1</sub>	275 000	1.252	1 00000
B <sub>2</sub> C <sub>2</sub>	400000	1.322	129000

在表 9—12 中 ABC 的组合中，有 5000 元资金没有用完，假设这 5000 元投资于有价证券，利润指数为 1（以下其他组合也如此），利润指数的计算

方法为：

$$\begin{aligned} \text{加权平均} &= \left(\frac{120000}{400000}\right) \times 1.56 + \left(\frac{150000}{400000}\right) \times 1.53 \\ \text{利润指数} &+ \left(\frac{125000}{400000}\right) \times 1.17 + \left(\frac{5000}{400000}\right) \times 1.00 \\ &= 1.420 \end{aligned}$$

从表 9—12 中可以看出，派克公司应选用 A1、B1 和 C1 三个项目组成的投资组合，其初始投资为 395000 元，利润指数为 1.420，净现值为 167500 元。

### 三、投资开发时机决策

某些自然资源的储量不多，由于不断开采价格将随储量的下降而上升。在这种情况下，一方面由于价格的不断上升，早开发的收入少，而晚开发的收入多；另一方面，钱越早赚到手越好，因此，就必须研究开发时机问题。

在进行此类决策时，决策的基本规则也是寻求使净现值最大的方案，但由于两个方案的开发时间不一样，不能把净现值简单对比，而必须把晚开发所获得的净现值换算为早开发的第 1 年初（ $t=0$ ）时的现值，然后再进行对比。

【例】大发公司拥有一稀有矿藏，这种矿产品的价格在不断上升。根据预测，4 年后价格将上升 30%，因此，公司要研究现在开发还是 4 年后开发的问题。不论现在开发还是 4 年后开发，初始投资均相同，建设期均为 1 年，从第 2 年开始投产，投产后 5 年就把矿藏全部开采完。有关资料见表 9—13。

表 9—13

投资与回收		收入与成本	
固定资产投资	80 万元	年产销量	2 000 吨
营运资金垫支	10 万元	现投资开发每吨售价	0.1 万元
固定资产残值	10 万元	4 年后投资开发每吨售价	0.13 万元
资金成本	20 %	付现成本	60 万元
		所得税率	40 %

#### （一）计算现在开发的净现值

1. 通过表 9—14 计算现在开发的营业现金流量。

表 9—14

单位：万元

项 目 \ 时 间	2—6
销售收入	200
付现成本	60
折 旧	<u>16</u>
税前利	124
所得税	<u>50</u>
税后利润	74
营业现金流量	
= - -	90
= +	

2. 根据营业现金流量、初始投资和终结现金流量编制现金流量表（见表 9—15）。

表 9—15

单位：万元

项 目 \ 时 间	0	1	2—5	6
固定资产投资	-80			
营运资金垫支	-10			
营业现金流量		0	90	90
营运资金回收				10
现金流量	-90	0	90	100

### 3. 计算现在开发的净现值

$$\begin{aligned}
 NPV &= 90 \times PVIFA_{20\%,4} \times PVIF_{20\%,1} + 100 \times PVIF_{20\%,6} - 90 \\
 &= 90 \times 2.589 \times 0.833 + 100 \times 0.335 - 90 \\
 &= 137.6 \text{ (万元)}
 \end{aligned}$$

### （二）计算 4 年后开发的净现值

1. 通过表 9—16，计算 4 年后开发的营业现金流量。

表 9—16

项目时间	2—6
销售收入	260
付现成本	60
折 旧	<u>16</u>
税前利润	184
所得税	<u>74</u>
税后利润	110
营业现金流量	126
= - -	
= +	

2. 通过表 9—17，计算 4 年后开发的现金流量。

表 9—17 单位：万元

项目 \ 时间	0	1	2—5	6
固定资产投资	-80			
营运资金垫支	-10			
营业现金流量		0	126	126
营运资金回收	-90	0	126	136

3. 计算 4 年后开发的净现值。

$$\begin{aligned}
 NPV &= 126 \times PVIFA_{20\%,4} \times PVIF_{20\%,1} + 136 \times PVIF_{20\%,6} - 90 \\
 &= 126 \times 2.589 \times 0.833 + 136 \times 0.335 - 90 \\
 &= 227.3 \text{ (万元)}
 \end{aligned}$$

4. 将 4 年后开发时的净现值折算为立即开发时的现值。

$$\begin{aligned}
 \text{4 年后开发的净现值的现值} &= 227.3 \times PVIF_{20\%,4} \\
 &= 227.3 \times 0.482 \\
 &= 109.56 \text{ (万元)}
 \end{aligned}$$

结论：早开发的净现值为 137.6 万元，4 年后开发的净现值为 109.56 万元，因此，应立即开发。

#### 四、投资期决策

从开始投资至投资结束投入生产所需要的时间，称为投资期。集中施工力量、交叉作业、加班加点可以缩短投资期，使项目提前竣工，早投入生产，早产生现金流入量；但采用上述措施往往需要增加投资额。究竟是否应缩短投资期，应进行分析，以判明得失。

在投资期决策中，最常用的分析方法是增量分析法，根据缩短投资期与正常投资期相比的现金流量来计算净现值。如果净现值为正，说明缩短投资期比较有利；如果净现值为负，则说明缩短投资期得不偿失。当然，也可以不采用增量分析法，分别计算正常投资期和缩短投资期的净现值，并加以比较，作出决策。采用增量分析法比较简单，但反映的情况不十分详细。

【例】甲公司进行一项投资，正常投资期为 3 年，每年投资 200 万元，3 年共需投资 600 万元，第 4 年至第 13 年每年现金净流量为 210 万元。如果把投资期缩短为 2 年，每年需投资 320 万元，2 年共投资 640 万元，竣工投产后的项目寿命和每年现金净流量不变。资金成本为 20%，假设寿命终结时无残值，不用垫支营运资金。试分析判断应否缩短投资期。

(一) 用增量分析法进行分析

1. 通过表 9—18 计算缩短投资期与正常投资期相比的现金流量。

表9 18

单位：万元

项目 \ 时间	0	1	2	3	4	12	13
缩短投资期的现金流量	-320	-320	0	210	210		
正常投资期的现金流量	-200	-200	-200	0	210		210
缩短投资期的 现金流量	-120	-120	200	210	0		-210

## 2. 计算 净现值。

$$\begin{aligned}
 \text{缩短投资期的净现值} &= -120 - 120 \times PVIF_{20\%,1} + 200 \\
 &\quad \times PVIF_{20\%,2} + 210 \times PVIF_{20\%,3} - 210 \times PVIF_{20\%,13} \\
 &= -120 - 120 \times 0.833 + 200 \times 0.694 \\
 &\quad + 210 \times 0.579 - 210 \times 0.093 \\
 &= 20.9 \text{ (万元)}
 \end{aligned}$$

3. 得出结论，缩短投资期可增加净现值 20.9 万元，故应采纳缩短投资期的方案。

## (二) 不用差量分析法

在不用差量分析法时，要分别计算两个方案的净现值。

## 1. 计算正常投资期的净现值。

$$\begin{aligned}
 \text{正常投资期的净现值} &= -200 - 200 \times PVIFA_{20\%,2} + 210 \times PVIFA_{20\%,10} \times PVIF_{20\%,3} \\
 &= -200 - 200 \times 1.528 + 210 \times 4.192 \times 0.579 \\
 &= 4.1 \text{ (万元)}
 \end{aligned}$$

## 2. 计算缩短投资期的净现值

$$\begin{aligned}
 \text{缩短投资期的净现值} &= -320 - 320 \times PVIF_{20\%,1} + 210 \times PVIFA_{20\%,10} \times PVIF_{20\%,2} \\
 &= -320 - 320 \times 0.833 + 210 \times 4.192 \times 0.694 \\
 &= 24.38 \text{ (万元)}
 \end{aligned}$$

3. 通过对比得出结论，缩短投资期能增加 20.28 万元的净现值，故应采用缩短投资期的方案。

## 第四节 风险投资决策

长期投资决策涉及的时间较长，因而，对未来收益和成本都很难进行准确预测，或者说，有不同程度的不确定性或风险性。为了分层次地研究问题，在前面几节的讨论中，我们避开了风险问题。但是，风险是客观存在的，因此，在本节我们将专门讨论风险投资决策问题。风险投资决策的分析方法有很多，但概括起来主要有两种——调整现金流量和调整贴现率。

### 一、按风险调整贴现率法

将与特定投资项目有关的风险报酬，加入到资金成本或企业要求达到的报酬率中，构成按风险调整的贴现率，并据以进行投资决策分析的方法，叫按风险调整的贴现率法。

按风险调整贴现率有如下几种方法：

#### （一）用资本资产定价模型来调整贴现率

在第二章中，我们在讨论资本资产定价模型时曾指出，证券的风险可分为两部分：可分散风险和不可分散风险。不可分散风险是由  $\beta$  值来测量的，而可分散风险，属于公司特别风险，可以通过合理的证券投资组合来消除。

在进行资本预算时，我们可以引入与证券总风险模型大致相同的模型——企业总资产风险模型。

总许产风险 = 不可分散风险 + 可分散风险

可分散风险可通过企业的多角化经营而消除，那么，在进行投资时，值得注意的风险只是不可分散风险。

这时，特定投资项目按风险调整的贴现率可按下式来计算：

$$K_j = R_F + \beta_j \times (K_m - R_F)$$

式中： $K_j$ ——项目  $j$  按风险调整的贴现率或项目的必要报酬率；

$R_F$ ——无风险利息率；

$\beta_j$ ——项目  $j$  的不可分散风险的  $\beta$  系数；

$K_m$ ——所有项目平均的贴现率或必要报酬率。

#### （二）按投资项目的风险等级来调整贴现率

这种方法是对影响投资项目风险的各因素进行评分，根据评分来确定风险等级，并根据风险等级来调整贴现率的一种方法，可通过表 9—19 来加以说明。

表 9—19 按风险等级调整的贴现率表

项目 状况与得分 相关因素	投资项目的风险状况及得分									
	A		B		C		D		E	
	状况	得分	状况	得分	状况	得分	状况	得分	状况	得分
市场竞争	无	1	较弱	3	一般	5	较强	8	很强	12
战略上的协调	很好	1	较好	3	一般	5	较差	8	很差	12
投资回收期	1.5 年	4	1 年	1	2.5 年	7	3 年	10	4 年	15
资源供应	一般	8	很好	1	较好	5	很差	15	较差	10
总分	/	14	/	8	/	22	/	38	/	49
总分	风险等级				调整后的贴现率					
0—8	很低				7 %					
8—16	较低				9 %					
16—24	一般				12 %					
24—32	较高				15 %					
32—40	很高				17 %					
40分以上	最高				25 %以上					
$K_A = 9\% \quad K_B = 7\% \quad K_C = 12\% \quad K_D = 17\% \quad K_E = 25\%$										

表 9—19 中的分数、风险等级、贴现率的确定都由企业的管理人员根据以往的经验来设定，具体的评分工作则应由销售、生产、技术、财务等部门组成专家小组来进行。所列的影响风险的因素可能会更多，风险状况也可能列出更多的情况。

### (三) 用风险报酬率模型来调整贴现率

在第三章讨论风险报酬率时曾指出，一项投资的总报酬可分为两部分：无风险报酬率和风险报酬率，其计算公式为：

$$K = R_f + bV$$

因此，特定项目按风险调整的贴现率可按下式计算：

$$K_i = R_f + b_i V_i$$

式中： $K_i$  项目 i 按风险调整的贴现率；

$R_f$  无风险利息率；

$b_i$  项目 i 的风险报酬系数；

$V_i$  项目 i 的预期标准离差率。

按风险调整贴现率以后，具体的评价方法与无风险时基本相同。这种方法，对风险大的项目采用较高的贴现率，对风险小的项目采用较低的贴现率，简单明了，便于理解，因此，被广泛采用。但这种方法把时间价值和风险价值混在一起，人为地假定风险一年比一年大，这是不合理的。

## 二、按风险调整现金流量法

由于风险的存在，使得各年的现金流量变得不确定，为此，就需要按风险情况对各年的现金流量进行调整。这种先按风险调整现金流量，然后进行长期投资决策的评价方法，叫按风险调整现金流量法。其具体调整办法有很多，这里介绍最常用的确定当量法。

在风险投资决策中，由于各年的现金流量具有不确定性，这就必须进行调整。所谓确定当量法就是把不确定的各年现金流量，按着一定的系数（通常称为约当系数）折算为大约相当于确定的现金流量的数量，然后，利用无风险贴现率来评价风险投资项目的决策分析方法。

约当系数是肯定的现金流量对与之相当的，不肯定的期望现金流量的比值，通常用  $D$  来表示。在进行评价时，可根据各年现金流量风险的大小，选取不同的约当系数，当现金流量为确定时，可取  $d=1.00$ ，当现金流量的风险很小时，可取  $1.00 > d > 0.80$ ，当风险一般时，可取  $0.80 > d > 0.40$ ，当现金流量风险很大时，可取  $0.40 > d > 0$ 。

约当系数的选取，可能会因人而异，敢于冒险的分析者会选用较高的约当系数，而不愿冒险的投资者可能选用较低的约当系数，为了防止因决策者的偏好不同而造成决策失误，有些企业根据标准离差率来确定约当系数。因为标准离差率是衡量风险大小的一个很好指标，因而，用它来确定约当系数是合理的。标准离差率与约当系数的经验对照关系如表 9—20 所示。

表 9—20

标准离差率	约当系数
0.00—0.07	1
0.08—0.15	0.9
0.16—0.23	0.8
0.24—0.32	0.7
0.33—0.42	0.6
0.43—0.54	0.5
0.55—0.70	0.4
M	M
M	M

当约当系数确定后，决策分析就比较容易了。

【例】假设某公司准备进行一项投资，其各年的现金流量和分析人员确定的约当系数已列示在表 9—21 中，无风险贴现率为 10%，试判断此项目是否可行。

表 9—21

t	0	1	2	3	4
$NCF_t$	-20000	80 00	800 0	80 00	8000
$d_t$	1.0	0.95	0.9	0.8	0.8

根据以上资料，利用净现值法进行评价。

$$\begin{aligned}
 NPV &= 0.95 \times 8000 \times PVIF_{10\%,1} + 0.9 \times 8000 \\
 &\quad \times PVIF_{10\%,2} + 0.8 \times 8000 \times PVIF_{10\%,3} + 0.8 \\
 &\quad \times 8000 \times PVIF_{10\%,4} + 1.0 \times (-20000) \\
 &= 7600 \times 0.909 + 7200 \times 0.826 + 6400 \times 0.751 + 6400 \times 0.683 - 2000 \\
 &= 2033.2 \text{ (元)}
 \end{aligned}$$

从以上分析可以看出，按风险程度对现金流量进行调整后，计算出的净现值为正数，故可以进行投资。

采用确定当量法来对现金流量调整，进而作出投资决策，克服了调整贴现率法夸大远期风险的缺点，但如何准确、合理地确定肯定当量系数却是一个十分困难的问题。

## 第十章 企业证券投资

### 第一节 企业证券投资概述

证券是指票面载有一定金额，代表财产所有权或债权，可以有偿转让的凭证。证券投资是企业投资管理的重要组成部分，科学地进行证券投资管理，能增加企业收益，减少风险，有利于财务目标的实现。

#### 一、证券的主要种类

金融市场上的证券种类繁多，不能一一列举，但企业在进行证券投资时，通常主要投资于以下证券。

##### （一）国库券

国库券是政府为解决先支后收，资金临时性短缺而发行的有价证券。第二次世界大战后，各国政府发行的国库券数额激增，成为货币市场上主要的信用工具。国库券本全安全，流动性好，并且有多种多样的期限，因此，是企业进行短期投资的主要对象。

##### （二）短期融资券

短期融资券是由财务公司等金融机构及工商企业所发行的短期无担保本票。它可以直接出售，也可由经纪人出售。通常，短期融资券按贴现的办法出售，其到期日一般在一年以内，利率通常比国库券的利率要高。买到手的短期融资券一般需保持至到期日，因为短期融资券的流动性较弱，买卖不方便。

##### （三）可转让存单

可转让存单是指可以在市场上转让（出售）的在商业银行存放特定数额、特定期限的存款证明。在西方国家，这种投资工具始于 60 年代初期，现已成为一种重要的短期投资方式。可转让存单的利息率因金融市场情况、存单的到期日及发行银行的规模与财务信誉不同而不同，利率一般比国库券的利率要高。可转让存单有比较活跃的交易市场，流动性很强。

##### （四）银行承兑汇票

银行承兑汇票是指在商品交易后，由卖方开出，载明金额及付款日期，而由买方银行承兑的汇票。在票据到期之前，卖方如果需要资金，可拿汇票到银行贴现，扣除利息及手续费后，获得现金。这种汇票的期限一般不超过 180 天，报酬率要高于国库券。这种汇票的风险一般不很大，有公开的贴现市场，变现能力较强；是较好的短期投资对象。

##### （五）企业股票和债券

有关企业发行的股票和债券是企业证券投资的主要对象。企业发行的股票和债券均属于长期证券，但因为股票和债券均可在金融市场上出售，因此，也可用于短期投资。企业财务部门进行短期投资的主要目的是配合企业对现金的需求，所以，应投资于那些风险低、变现能力强的股票和债券。

#### 二、证券的分类

证券的种类很多，按不同的标准可以作不同的分类。

##### （一）按证券的发行主体，可分为政府证券、金融证券和公司证券

政府证券是指中央政府或地方政府为筹集资金而发行的证券。金融证券

则是指由银行或其他金融机构为筹措资金而发行的证券。公司证券又称企业证券，是指由工商企业为筹集资金而发行的证券。政府证券的风险较小，金融证券次之，公司证券的风险则视企业的规模、财务状况和其他情况而定。

（二）按证券的到期日，可分为短期证券和长期证券

短期证券是指到期日短于一年的证券，如国库券、商业票据、银行承兑汇票等。长期证券是指到期日长于一年的证券，如股票、债券等。一般而言，短期证券的风险小，变现能力强，但报酬率相对较低。长期证券的报酬一般较高，但时间长，风险大。

（三）按证券的收益状况，可分为固定收益证券和变动收益证券

固定收益证券是指在证券的票面上规定有固定收益率的证券，如债券票面上一般有固定的利息率，优先股票面一般有固定的股息率，商业票据一般有贴现率，这些证券都属于有固定收益的证券。变动收益的证券是指证券的票面不标有固定的收益率，其收益情况随企业经营状况而变动的证券，普通股是最典型的变动收益证券，一般来说，固定收益证券风险较小，但报酬不高，而变动收益证券风险大，但报酬较高。

（四）按证券体现的权益关系，可分为所有权证券和债权证券

所有权证券是指证券的持有人便是证券发行单位的所有者的证券，这种证券的持有人一般对发行单位都有一定的管理和控制权。股票是典型的所有权证券，股东便是发行股票的企业的所有者。债权证券是指证券的持有人是发行单位的债权人的证券。这种证券的持有人一般无权对发行单位进行管理和控制。当一个发行单位破产时，债权证券要优先清偿，而所有权证券要在最后清偿，所以，所有权证券一般都要承担比较大的风险。

### 三、企业进行证券投资的原因

企业进行证券投资的原因主要有以下方面。

（一）作为现金的替代品

企业一般都持有一定量的有价证券，以替代较大的非盈利的现金余额，并在现金流出超过现金流入时，将有价证券售出，以增加现金。短期证券的投资在多数情况下都是出于预防的动机，因为大多数企业都依赖银行信用来应付短期交易对现金的需要，但银行信用有时是不可靠的或不稳定的，因此，必须持有有价证券以防银行信用的短缺。

（二）与筹集长期资金相配合

成长或扩充中的公司一般每隔一段时间就会出售长期证券（股票或公司债券）。但出售长期证券所获得的资金一般并不一次使用完，而是逐渐、分次使用。这样，暂时不用的资金可投资于有价证券，以获取一定收益，而当企业进行投资需要资金时，则可卖出有价证券，以获得现金。

（三）满足未来的财务需求

假如企业在不久的将来有一笔现金需求，如建一座厂房或归还到期债务）则将现有现金用于有价证券，以便到时售出，满足所需要的现金。

（四）满足季节性经营对现金的需求

从事季节性经营的公司在一年的某些月份有剩余现金，而在另几个月

---

从理论上讲，短期证券应归属于流动资产资产管理，但为了集中研究证券问题，卒书把长、短期证券投资均放在本章讨论。

则会出现现金短缺，这些公司通常在现金有剩余时购入有价证券，而在现金短缺时出售。

## 第二节 证券投资的风险与报酬

企业应否进行证券的投资，投资于何种证券，只有在对证券投资的风险和报酬分析后才能做出决策。风险和报酬的关系，是证券投资中最重要的问题之一。

### 一、证券投资的风险

进行证券投资，必然要承担一定风险，这是证券的基本特征之一。证券投资风险按其来源可划分为以下四类。

#### (一) 违约风险

证券发行人无法按期支付利息或偿还本金的风险，称违约风险。一般而言，政府发行的证券违约风险小，金融机构发行的证券次之，工商企业发行的证券风险较大。造成企业证券违约的原因有以下几个方面：(1) 政治、经济形势发生重大变动；(2) 由于自然原因所引起的非常性破坏事件，如水灾、火灾等；(3) 企业经营管理不善、成本高、浪费大；(4) 企业在市场竞争中失败，主要顾客消失；(5) 企业财务管理失误，不能及时清偿到期债务。

#### (二) 利息率风险

由于利息率的变动而引起的证券价格下跌，投资人遭受损失的风险，叫利息率风险。证券的价格，将随利息率的变动而变动，一般而言，银行利率下降，则证券价格上升，银行利率上升，则证券价格下跌。不同期限的证券，利息率风险不一样，期限越长，风险越大。

#### (三) 购买力风险

由于通货膨胀而使证券到期或出售所获得的资金的购买力减少的风险，称为购买力风险。在通货膨胀时期，购买力风险对投资者有重要影响。一般而言，随着通货膨胀的发生，变动收益证券比固定收益证券要好。因此，普通股票被认为比公司债券和其他有固定收入的证券能更好地避免购买力风险。

#### (四) 流动性风险

在投资人想出售有价值证券获取现金时，但有价值证券不能立即出售的风险，叫流动性风险。一种能在较短期内按市价大量出售的资产，叫流动性较高的资产，这种资产的流动性风险较小；反之，如果一种资产不能在短时间内按市价大量出售，则这种资产叫流动性较低的资产，这种资产的流动性风险较大。例如，购买不知名公司的债券，想立即出售比较困难，因而流动性风险较大，但若购买国库券，几乎可以立即出售，则流动性风险小。

### 二、证券投资的报酬

企业进行证券投资是为了获得尽可能多的报酬。报酬的高低是影响证券投资的重要因素。证券投资报酬有绝对数和相对数两种表示方法，在财务管理中通常用相对数，即报酬率表示。证券投资报酬率的计算公式为：

$$K = \frac{S_1 - S_0 + P}{S_0} \times 100\%$$

式中： $S_0$ ——证券购买价格；

$S_1$ ——证券出售价格；

P——证券投资收益（股利或利息）：

K——证券投资报酬率。

这是进行证券投资的基本公式，各种证券的报酬，可根据这一基本公式计算。

【例】1992年2月9日，顺通公司购买四方公司每股市价为64元的股票，1993年1月，顺通公司每股获现金股利3.90元。1993年2月9日，顺通公司将该股票以每股66.50元的价格出售。则投资报酬率为：

$$K = \frac{66.5 - 64 + 3.9}{64} \times 100\% \\ = 10\%$$

【例】假如，某企业于1992年6月6日投资900元购进一张面值1000元，票面利息率6%，每年付息一次的债券，并于1993年6月6日以950元的市价出售。则投资报酬率为：

$$K = \frac{(950 - 900) + 1000 \times 6\%}{900} \times 100\% \\ = 12.22\%$$

### 三、证券风险与报酬的确认——证券信用等级

为了合理地反映证券投资风险的大小和报酬率的高低，一般要对证券进行评级，现说明几种主要证券的信用评级方法。

#### （一）债券的评级

债券的评级是指评级机构根据债券的风险和利息率的高低，对债券的质量作出的一种评价。在评级时考虑的主要因素是：（1）违约的可能性；（2）债务的性质和有关附属条款；（3）在破产清算时债权人的相对地位。债券的等级一般分为AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C九级，从前到后质量依次下降。一般而言，前四个级别的债券质量比较高，大多数投资人都可以接受。因而被称为“投资等级”，后五个级别的质量较低，大多数投资人都不愿购买，被称为“投机等级”。

#### （二）优先股评级

优先股评级是证券评估机构对优先股的质量作出的一种评价。对优先股评级考虑的主要因素是：（1）支付股息的可能性；（2）优先股的性质和各种条款；（3）在破产清算和企业重组时优先股的相对地位。优先股的评级与债券评级大体一致。但优先股的股息分配和对企业财产的要求权都位于债权人入之后，因此，优先股等级一般不能高于同一个企业发行的债券的级别。

#### （三）短期融资券的评级

短期融资券评级是指对期限在一年以内的债券的一种评级。因为短期融资券在西方又称商业票据，所以短期融资评级又称商业票据评级。

商业票据的等级可按债务人按时支付商业票据债务的能力划分为A、B、C、D四大类。A级是最高级别的商业票据，表示按时支付能力最强。“A”的后面还可以加上1、2、3以表示安全性的相对程度。B级表示有充分的按时支付能力，但是条件的改变或暂时的逆境会破坏这种能力。C级表示支付能力令人怀疑，D级表示这种商业票据正在被拖欠或者将来到期时将被拖欠。

#### （四）普通股编列

即证券评级机构按照各种股票的收益和红利的不同水平对股票进行编类

排列。普通股和其他证券不同，它没有事先规定红利的多少，因此不存在违约风险。这样普通股就不存在评级问题，只是依据普通股红利的增长情况和稳定程度、以往的信息资料以及发行普通股企业的大小来进行普通股的编类排列。美国穆迪投资者服务公司把普通股划分为四大类八个等级，其含义分别为：A+ 表示股东收益最高；A 表示股东收益较高；A-表示股东收益略高于平均水平；B+表示股东收益相当于平均水平；B 表示股东收益略低于平均水平；B-表示股东收益较低；C 表示股东收益很低；D 表示股东无收益或负收益。

### 第三节 证券投资决策

企业应选择哪一种证券，在何时进行投资，需要财务人员在分析风险和报酬这两大基本因素的情况下作出决策。证券投资决策一般要从以下方面进行分析。

#### 一、国民经济形势分析

国民经济形势分析亦称证券投资的宏观经济分析，是指从国民经济宏观角度出发考察一些客观经济因素对证券投资的影响。其主要内容包括以下几个方面。

##### （一）国民生产总值分析

国民生产总值是反映一国在一定时期内经济发展状况和趋势的应用最广泛的综合性指标。它是一定时期内一国所生产的最终商品（包括商品和劳务）的价值之和。如果国民生产总值呈不断增长趋势，则此时企业进行证券投资一般会获得比较好的收益；反之，收益则会降低。

##### （二）通货膨胀分析

通货膨胀对证券投资影响很大，表现在：

1. 通货膨胀会降低投资者的实际收益水平。因为投资者进行投资时，考虑的报酬率是实际报酬率，而不是名义报酬率，实际报酬率等于名义报酬率减去通货膨胀率。只有当实际报酬率为正值时，才说明投资者的实际购买力增长了。

2. 通货膨胀严重影响股票价格，影响证券投资决策。一般认为，通货膨胀率较低时，危害并不大但对股票价格有推动作用。因为通货膨胀主要是因为货币供应量增多造成的，货币供应量增多，开始时一般能刺激生产，增加企业红利，从而增加可分派股利。股利的增加会使股票更具吸引力，于是股票价格将上涨。但是，当通货膨胀持续增长时，整个经济形势会变得很不稳定。这时，一方面企业的发展变得飘忽不定，影响新投资注入，另一方面政府会提高利率水平，从而使股价下降。

##### （三）利率分析

利率是影响国民经济发展的的重要因素，利率水平的高低反映着一个国家一定时期的经济状况。利率对证券投资也有重大影响。（1）利率升高时，投资者自然会选择安全又有较高收益的银行储蓄，从而大量资金从证券市场中转移出来，造成证券供大于求，价格下跌；反之，利率下调时，证券会供不应求，其价格必然上涨；（2）利率上升时，企业资金成本增加，利润减少，从而企业派发的股利将减少甚至发不出股利，这会使股票投资的风险增大，收益减少，从而引起股价下跌；反之，当利率下降时，企业的利润增加，派发给股东的股利将增加，从而吸引投资者进行股票投资，引起股价上涨。

#### 二、行业分析

行业分析的内容包括行业的市场类型分析和行业的生命周期分析。

##### （一）行业的市场类型分析

行业的市场类型根据行业中拥有的企业数量、产品性质、企业控制价格的能力、新企业进入该行业的难易程度等因素可以分为四种：（1）完全竞争；（2）不完全竞争或垄断竞争；（3）寡头垄断；（4）完全垄断。各种类型的

特征如表 10—1 所示。

表 10—1

市场类型	完全竞争	垄断竞争	寡头垄断	完全垄断
厂商数量	很多	较多	很少	一个
产品差异	同质	存在着实际或观念上差异	同质或略有差异	独特产品不存在替代品
厂商对价格近制能力	没有	较小	较大	很大
新产品进入难易程度	很容易	较容易	很不容易	不可能
典型行业	农业	服装、鞋等轻工业	钢铁、汽车等重工业	公用事业

上述四种市场类型，从竞争程度来看是依次递减的。某个行业内的竞争程度越大，则企业的产品价格和利润受供求关系的影响越大、企业倒闭或破产的可能性越大。因此投资于该行业的证券风险越大。

#### （二）行业的牛命周期分析

一个行业如同一个人一样，会经历从出生到成长再到成熟最后走向衰退直到死亡这么一个过程。一般说来，行业的寿命周期可分为如下四个阶段：

1. 初创期。一个新行业的诞生往往是新的技术、产品和市场需求的結果。在行业的初创期，产品的研究、开发费用很高，导致产品成本和价格都较高，而其市场需求因大众对其缺乏了解而相对较小，因而这时企业的销售收入低，盈利情况也不尽人意。

2. 成长期。在这一阶段，随着生产技术的提高，产品成本不断降低，新产品南场需求也不断增加，这时，新行业成长较快，利润在迅速增加。当然，随着许多企业在利润的吸引下加入该行业，加剧了竞争的激烈程度。

3. 成熟期。经成长期后，少数资本雄厚、技术强、管理好的大企业生存下来并基本上控制或垄断了整个行业。每个企业部占有一定的市场份额而且变化程度很小。这时，行业就进入了成熟期。在成熟期，各企业之间的竞争逐渐由价格竞争转为非价格竞争，如提高产品质量、改善产品性能和加强售后服务等。企业的利润增长速度较成长期大为降低，但从总量上看要比成长期大得多。由于企业所占的市场比例比较稳定，因而企业遭受的风险较小。

4. 衰退期，经过相当长一段成熟期之后，行业会慢慢走向衰退。这主要是因为，新技术不断涌现，新产品不断问世，人们的消费倾向不断发生变化所致。在衰退期，企业的数量下降、利润减少、市场逐步萎缩。

上面对行业生命周期的四个阶段作了简要介绍。作为一个企业，应该选择什么样的行业或者说处于什么阶段的行业作为投资对象呢？一般来说，投资者最好不投资于初创期的行业，因为这一时期利润不大高，而风险却比较大。投资于成长期的风险也比较大，但利润比较高，喜欢冒险的财务经理一般都喜欢对成长期进行投资。处于成熟期的行业，一般处于稳定发展阶段，风险小，利润比较多，把资金投资于此类行业，一是比较理想的。处于衰退期的行业，没有发展前景，投资收益率也不高，但风险很大，所以，一般不应进行投资。

### （三）因素变化对不同行业影响程度的分析

因素变化对不同行业的影响程度不同，现以行业对经济周期的敏感程度来说明这个问题。

当我国城市家庭的收入减少时，其支出减少的顺序大致是：

- （1）取消去某些景点的旅游和暑期去海滨城市的旅游。
- （2）不再去中档以上饭店就餐。
- （3）停购蜂王浆等补品。
- （4）取消录象机、彩色电视、全自动洗衣机的购买计划。
- （5）减少购买、订阅书刊，不再去听音乐会，减少看电影次数，不参加付费的学习。

- （6）不买新衣。
- （7）降低食品等级、数量。

当企业遇到财务困难时，削减支出的顺序大概是：

- （1）不新开工程和扩建。
- （2）不再增加雇员。
- （3）减少非生产性支出。
- （4）减少办公室工作人员。
- （5）停止一切非生产性支出。
- （6）减少原材料采购，关闭不盈利的分支。
- （7）出售多余设备、房产。
- （8）减少生产辅助人员。
- （9）减少非熟练工人。
- （10）降低生产规模，停止广告费支出。
- （11）大幅度削减办公室人员，将办公室迁入低房租处所。
- （12）停产。除少数骨干外解雇所有雇员。出售原料库存。

当政府削减支出时，其采取的步骤大约是。

- （1）减少庆典、礼仪费用及相应人员。
- （2）不再承诺新的对外援助。
- （3）推延新项目开工、大型军事设备采购。
- （4）撤销临时机构，解雇相应人员。
- （5）减少办公费用。
- （6）削减社会福利、救济开支和机构，人员。
- （7）削减文化教育拨款，撤销机构、人员。
- （8）削减国防开支，减少军队、警察。

三者合并，可以看出当经济情况不好时，在我国受影响的行业次序是：

- （1）建筑业、建材业。
- （2）旅游业、娱乐业，旅店业、高中档餐饮业。
- （3）房地产业。
- （4）汽车业、家具业。
- （5）运输、航运业。
- （6）原材料。能源业和国防工业。
- （7）文化用品业、出版业、教育训练业。

(8) 高档服装、食品业。

(9) 中、低档服装品、百货业。

(10) 食品和农业。

当乌云密布。经济衰退即将来临时，投资者应好自力之，抽出资本或将其转移到较少受影响的产业中去。

### 三、企业经营管理情况分析

通过上述分析，基本上可以确定投资的行业，但在同一个行业中，又会有很多的企业，应该投资于哪一个企业的证券呢？这就必须对企业的经营管理情况进行分析，这主要包括以下几个方面。

#### (一) 企业竞争能力分析

企业的竞争能力越强，说明企业发展前途好，企业的证券也就越具有吸引力，因此，竞争能力是评价企业经营管理状况的一个重要标准。企业的竞争能力可以用销售额、销售额增长率、市场占有率等几个指标进行分析。

#### (二) 企业的盈利能力分析

企业盈利能力越强，企业所发行的证券就越安全，报酬率也会越高，因此，盈利能力是进行证券投资的一个必须考虑的因素。盈利能力可以通过利润总额、利润增长率、销售利润率、成本费用利润率、投资报酬率等指标进行分析。

#### (三) 企业的生产经营效率分析

企业的生产经营效率越高，企业越有发展前途，企业发行的证券越受投资人欢迎。能否充分利用生产能力，使企业生产和销售高效率进行，是衡量企业管理水平高低的一个重要方面。

#### (四) 企业应用现代化管理手段能力的分析

企业是否能及时地吸收并运用现代化的管理方法，是企业能否成功的关键，因此，在进行证券投资之前，必须对这方面进行考察。

#### (五) 企业财务状况分析

企业财务状况是影响证券投资的主要因素，在进行证券投资之前，必须认真分析企业财务状况。企业财务状况可以通过流动比率、速动比率、负债比率、存货周转率、应收帐款周转率等指标进行分析和评价。

## 第四篇 营运篇

本篇主要研究流动资产和流动负债以及它们二者之间的关系.通常叫营运资金的管理。营运资金的管理反映了企业对短期资金的运筹所做的各种努力,属于财务管理的重要内容。实证研究表明,财务经理把其 32%的时间用于营运资金管理。本篇共分三章:第十一章为营运资金管理概述,主要讲授营运资金的概念、特点、管理原则,企业的筹资组合,企业的投资组合等问题;第十二章为流动资产的管理,主要介绍现金、应收帐款、存货等的管理;第十三章为流动负债管理,主要介绍银行短期借款、商业信用、短期融资券等问题。

## 第十一章 营运资金管理概述

### 第一节 营运资金的概念、特点和管理原则

从第五章到第十章，已详细介绍了企业长期投资和长期筹资管理问题。从本章开始，将介绍企业短期资金的筹集和运用的有关问题，即营运资金管理。

#### 一、营运资金的概念

营运资金是指在企业正常生产经营活动中占用在流动资产上的资金。营运资金有广义和狭义之分，广义的营运资金又称毛营运资金，是指一个企业流动资产的总额，狭义的营运资金又称净营运资金，是指流动资产减流动负债后的余额。营运资金的管理既包括流动资产的管理也包括流动负债的管理。

##### （一）流动资产

流动资产是指可以在一年以内或超过一年的一个营业周期内变现或运用的资产，流动资产具有占用时间短、周转快、易变现等特点，企业拥有较多的流动资产，可以在一定程度上降低财务风险。流动资产按不同的标准可作不同分类，现说明其中最主要的分类方式。

1. 按实物形态，可以把流动资产分为现金、短期投资。应收及预付款项和存货。现金是指可以立即用来购买物品、支付各项费用或用来偿还债务的交换媒介或支付手段。主要包括库存现金和银行活期存款，有时也把即期或到期的票据看作现金。现金是流动资产中流动性最强的资产，可直接支用，也可以立即投入流通。拥有大量现金的企业具有较强的偿债能力和承担风险的能力。但因为现金不会带来报酬或只有极低的报酬，所以，在财务管理比较健全的企业，都不会保留过多的现金。

短期投资是指各种准备能随时变现或转卖的有价证券以及不超过一年的其他投资，其中主要是指有价证券投资。企业进行有价证券投资，一方面能带来比较好的收益，另一方面又能增强企业资产的流动性，降低企业的财务风险。因此，适当持有有价证券是一种比较好的财务策略。

应收及预付款项是指企业在生产经营过程中所形成的应收而未收的或预先支付的款项，包括应收帐款、应收票据、其他应收款和预付货款。在商品经济条件下，为了加强市场竞争能力，企业拥有一定数量的应收及预付款项是不可避免的，企业应力求加速帐款的回收，减少坏帐损失。

存货是指企业在生产经营过程中为销售或者耗用而储存的各种资产。包括商品、产成品、半成品、在产品，原材料、辅助材料、低值易耗品、包装物等。存货在流动资产中占的比重比较大，加强存货的管理与控制，使存货保持在最优水平上，便成为财务管理的一项重要内容。

2. 按在生产经营过程中的作用，可把流动资产划分为生产领域里的流动资产和流通领域里的流动资产。生产领域里的流动资产是指在产品生产过程中发挥作用的流动资产，如原材料、辅助材料、低值易耗品等。

流通领域里的流动资产是指在商品流通过程中发挥作用的流动资产。商业企业的流动资产均是流通领域里的流动资产，工业企业的流动资产中的产成品：现金、外购商品等也属于流通领域里的流动资产。

## （二）流动负债

流动负债是指需要在一年或者超过一年的一个营业周期内偿还的债务。流动负债又称短期融资，具有成本低、偿还期短的特点，必须认真进行管理。流动负债按不同标准可作不同分类，现说明其最常见的分类方式。

1. 按应付金额是否确定为标准，可把流动负债分成应付金额确定的流动负债和应付金额不确定的流动负债，应付金额确定的流动负债是指那些根据合同或法律规定，到期必须偿付，并有确定金额的流动负债。如短期借款、应付票据、应付帐款、应付短期融资券等。

应付金额不确定的流动负债是指那些要根据企业生产经营状况，到一定时期才能确定的流动负债或应付金额需要估计的流动负债。如应交税金、应交利润、应付工资、应付产品质量担保债务等。

2. 按流动负债的形成情况为标准，可以分成自然性流动负债和人为性流动负债。自然性流动负债是指不需要正式安排，由于结算程序的原因而自然而然形成的那部分流动负债，在企业生产经营过程中，由于法定结算程序的原因，使一部分应付款项的支付时间晚于形成时间，这部分已形成但尚未支付的款项便成为企业的流动负债。因为它不需要做正规安排，是自然形成的，所以称之为自然性流动负债。

人为性流动负债是指由财务人员根据企业对短期资金的需求情况，通过人为安排所形成的流动负债。如银行短期借款、应付短期融资券等。

## 二、营运资金的特点

为了有效地管理企业的营运资金，必须研究营运资金的特点，以便有针对性地来进行管理，营运资金一般具有如下一些特点。

### （一）营运资金的周转具有短期性

企业占用在流动资产上的资金，周转一次所需时间较短，通常会在一年或一个生产经营周期内收回，对企业影响的时间比较短。根据这一特点，营运资金可以用商业信用、银行短期借款等短期筹资方式来加以解决。

### （二）营运资金的实物形态具有易变现性

短期投资、应收帐款、存货等流动资产一般具有较强的变现能力，如果由于意外情况，企业出现资金周转不灵，现金短缺时，便可迅速变卖这些资产，以获取现金，这对财务上应付临时性资金需求具有重要意义。

### （三）营运资金的数量具有波动性

流动资产的数量会随着企业内外条件的变化而变化，时高时低，波动很大，季节性企业如此，非季节性企业也如此。随着流动资产数量的变动，流动负债的数量也会相应发生变动。

### （四）营运资金的占用形态具有变动性

企业营运资金的实物形态，是经常变化的，一般在现金、材料、在产品、产成品、应收帐款、现金之间顺序化。企业筹集资金后，一般都以现金的形式存在于企业，为了保证生产经营正常进行，必须拿出一部分现金去采购材料，这样，有一部分现金转化为材料，材料投入生产后，当产品尚未最后完工脱离加工过程以前，便形成在产品和自制半成品、当产品进一步加工完成后，就成为准备出售的产成品。产成品经过出售有的可直接获得现金，有的则因赊销而形成应收帐款。经过一定时期以后，应收帐款通过收现转化为现金。总之，流动资金每次循环都要经过采购、生产、销售过程，并表现为现

金、材料、在产品、产成品、应收帐款等具体形态。为此，在进行流动资产的管理时，必须在营运资金的各种占用形态上，合理配置资金数额。以促进资金周转顺利进行。

#### （五）营运资金的来源具有灵活多样性

企业筹集长期资金的方式一般比较少，只有吸收直接投资、发行股票、发行债券、银行长期借款等方式。而企业筹集营运资金的方式确十分灵活多样，通常有：银行短期借款、短期融资券、商业信用、应交税金、应交利润、应付工资、应付费用、预收货款、保留盈余、票据贴现等。

### 三、营运资金的管理原则

企业的营运资金在全部资金中占有相当大的比重，而且周转期短、形态易变，所以是企业财务管理工作的一项重要内容。实证研究也表明，财务经理的大量时间都用于营运资金的管理，企业进行营运资金管理，必须遵循以下原则。

#### （一）认真分析生产经营状况，合理确定营运资金的需要数量

企业营运资金的需要数量，与企业生产经营活动有直接关系，当企业产销两旺时，流动资产会不断增加，流动负债也会相应增加；而当企业产销量不断减少时，流动资产和流动负债也会相应减少。因此，企业财会人员应认真分析生产经营状况，采用一定的方法，预测营运资金的需要数量，以便合理使用营运资金。

#### （二）在保证生产经营需要的前提下，节约使用资金

在营运资金管理，必须正确处理保证生产经营需要和节约合理使用资金二者之间的关系。要在保证生产经营需要的前提下，遵守勤俭节约的原则，挖掘资金潜力，精打细算地使用资金。

#### （三）加速营运资金周转，提高资金的利用效果

营运资金周转是指企业的营运资金从现金投入生产经营开始，到最终转化为现金的过程正因为营运资金的周转是从现金开始到现金结束，所以，又称现金周转期。它大致包括如下三个方面：（1）存货周转期，是指将原材料转化成产成品并出售所需要的时间；（2）应收帐款周转期，是指将应收帐款转换为现金所需要的时间，即从产品销售到收回现金的期间；（3）应付帐款周转期，是指从原材料采购开始到现金支出之间所用的时间。上述三个方面与营运资金周转期之间的关系大致可用图 11—1 来加以说明。

按图 11—1 所示，它们之间的关系可以用下式来表示：

图 11 1 营运资金周转示意图

$$\text{营运资金周转期} = \frac{\text{存货}}{\text{围期}} + \frac{\text{应收帐款}}{\text{周转期}} - \frac{\text{应付帐款}}{\text{周转期}}$$

要加速营运资金的周转，就应缩短营运资金周转期，这通常可以采用以下途径：（1）缩短存货周转期；（2）缩短应收帐款周转期；（3）延长应付帐款周转期。在其他因素不变的情况下，加速营运资金的周转，也就相应地提高了资金的利用效果。

#### （四）合理安排流动资产与流动负债的比例关系，保证企业有足够的短期偿债能力

流动资产、流动负债以及二者之间的关系能比较好地反映企业的短期偿

债能力。流动负债是在短期内需要偿还的债务，而流动资产则是在短期内可以转化为现金的资产。因此，如果一个企业的流动资产比较多，流动负债比较少，说明企业的短期偿债能力较强，反之，则说明短期偿债能力较弱。但如果企业的流动资产太多，流动负债太少，也并不是正常现象，这可能是流动资产闲置，流动负债利围不足所致。根据惯例，流动资产是流动负债的一倍是比较合理的。因此，在营运资金管理中，要合理安排流动资产和流动负债的比例关系，以便既节约使用资金，又保证企业有足够的偿债能力。

## 第二节 企业筹资组合

一个企业所需要的资金，可以用短期资金来筹集，也可用长期资金来筹集。短期资金主要是指企业的流动负债，长期资金则包括长期负债和所有者权益。企业资金总额中短期资金和长期资金各自占有的比例，称为企业的筹资组合。

### 一、影响筹集组合的因素

在企业的全部资金中，究竟有多少用短期资金来筹集，多少用长期资金来筹集，这需要考虑如下因素来作出最优决策。

#### (一) 风险与成本

一般来说，企业所用资金的到期日越短，其不能偿付本金和利息的风险就越大。反之，资金到期日越长，企业的筹资风险就越小。而短期资金的风险比长期资金要大。这是因为：

1. 短期资金到期日近，可能产生不能按时清偿的风险。例如，一个企业要建造厂房，准备用到期日为一年的短期借款来融通这笔资金。一年以后债务到期时，厂房可能还没有建完，即使建完，其产生的现金流入量也不一定足以清偿到期的债务。因此，必须更新其借款，如果贷款人拒绝更新，该企业就面临不能按时清偿债务的风险，甚至会濒临破产。但如果该公司采用十年期的长期债务来融资，在正常情况下，十年后的现金流入应足以清偿债务。如果公司无到期日的普通股来融资，则风险更小。

2. 短期债务在利息成本方面也有较大的不确定性。如果采用长期债务来融通资金，企业能明确地知道整个资金使用期间的利息成本。但若为短期借款，则此次借款归还后，下次再借款的利息成本为多少并不知道。金融市场上的短期资金利息率很不稳定，有时甚至在短期内会有较大的波动。例如：美国 1974 年 1 月到 7 月，企业的短期借款利率从 6.5% 上升到 12%，几乎增长了 1 倍。这种利息成本的不确定性，也成为短期借款的风险。

短期资金与长期资金的风险差异，导致它们利息成本的差别。一般来说，长期资金的成本比短期资金要高。这是因为：

1. 长期资金的利息率高。以美国为例，从 50 年代到现在，长期资金的利息率大都高于短期资金的利息率，只是在 1966 年、1969 年、1972 年、1973 年，长期利率略低于短期利率，但这种偶然性并不影响长期融资成本比短期融资成本高这一基本事实。

2. 长期资金缺少弹性。企业取得长期资金，在债务期间内，即使没有资金需求，也不易提前归还，只好继续支付利息，如使用短期资金，当生产经营紧缩，企业资金需求减少时，企业可以逐渐偿还债务，能减少利息支出。

#### (二) 企业所处的行业

不同行业的经营内容不同，企业的筹资组合有较大差异。例如：1983 年美国企业流动负债占总资金的比重，矿产行业为 15.5%，电力设备行业为 34.5%，批发行业为 47.1%。流动负债主要是应付帐款和应付票据，这两项负债的水平主要取决于生产经营所处的行业。

#### (三) 经营规模

企业经营规模对筹资组合也有重要影响。例如，在 1983 年美国制造业中，资产规模在 500 万美元以下的企业，流动负债占总资金的 31.8%；而当资产规模超过 10 亿美元时，流动负债只有 24.3%。这是因为大企业一般可采用发行债券的方式，到金融市场上去筹措长期资金，因而利用流动负债相对较少。

#### （四）利息率状况

当长期资金的利息率和短期资金的利息率相差较少时，企业一般较多地利用长期资金，较少使用流动负债；反之，当长期资金利息率远远高于短期资金利息率时，则会促使企业较多地利用流动负债，以便降低资金成本。

企业的财务人员必须认真考虑以上各项因素，以便作出最优的筹资组合决策。

## 二、企业筹资组合策略

企业的筹资组合，一般有如下三种策略。

### （一）正常的筹资组合

正常情况下的筹资组合遵循的是短期资产由短期资金来融通，长期资产由长期资金来融通的原则。这里短期资产是流动资产，而长期资产主要指固定资产，当然，也包括无形资产长期投资。另外，在流动资产中，有一部分最低的产品和原材料储备是经常占用的，也属于长期占用的资产；称为长期流动资产，正常的筹资组合策略可用图 11—2 加以说明。

图 11 2 正常的筹资组合

### （二）冒险的筹资组合

有的企业不是采用短期资产由短期资金来融通，长期资产由长期资金来融通的原则，而是将部分长期资产由短期资金来融通，这便属于冒险的筹资组合策略。如图 11—3 所示。

这种类型的企业用长期资金来融通部分长期性流动资产和全部固定资产，用短期资金来融通另外一部分长期性流动资产和全部短期流动资产。这种策略的资金成本较低，因而，能减少利息支出，增加企业收益。但用短期资金来融通了一部分长期资产，风险比较大，喜欢冒险的财务人员在融资时都使用此种类型。

图 11 3 冒险的筹资组合

### （三）保守的筹资组合

有的企业将部分短期资产用长期资金来融通，这便属于保守型筹资组合策略。如图 11—4 所示。

图 11 4 保守的筹资组合

在这种类型的企业中，短期资产的一部分和全部长期资产都用长期资金来融通，而只有一部分短期资产用短期资金来融通。这种策略的风险较小，但成本较高，会使企业的利润减少。较为保守的财务人员都使用此种类型。

## 三、不同的筹资组合对企业报酬和风险的影响

不同的筹资组合可以影响企业的报酬和风险。在资金总额不变的情况

下，短期资金增加，可导致报酬的增加。也就是说，由于比较多地使用了成本较低的短期资金，企业的利润会增加。但此时如果流动资产的水准保持不变，则流动负债的增加会使流动比率下降，增加企业的财务风险。现举例说明不同等资组合对企业风险和报酬的影响。

【例】假设东方制造公司目前的资产组合与筹资组合如表 11—1 所示。

资产组合		筹资组合	
流动资产	40 000	流动负债（短期资金）	20000
固定资产	60 000	长期资金	80000
合计	10000	合计	100000

现在息税前盈余为 20 000 流动负债（短期资金）的成本为 4%，长期资金的成本为 15 %

假设息税前盈余不变，资产组合不变，不同的筹资组合对企业风险和报酬的影响如表 11~2 所示。

从表 11—2 中可以看到，由于采用了比较冒险的融资计划，即使用了较多的成本较低的流动负债，企业的净利从 7200 元增加到 10500 元，投资报酬率也由 7.2% 上升到 10.5%；但是流动负债占总资金的比重从 20% 上升到 50%，流动比率也由 2 下降到 0.8，这表明，公司的财务风险相应地增大了。因此，企业在筹资时必须在风险和报酬之间进行认真的权衡，选取最优的筹资组合，以实现企业财务管理目标。

项目	现在情况（保守的组合）		计划变动情况（冒险的组合）	
筹资组合				
短期资金		20000		50000
长期资金		<u>80000</u>		<u>50000</u>
资本总额		100000		100000
息税前盈余		20000		20000
减：筹资成本				
短期资金成本	0.04 × 20000	800	0.04 × 50000	2000
长期资金成本	0.15 × 80000	<u>12000</u>	0.15 × 50000	<u>7500</u>
净利*		7200		10500
几个主要比率				
投资报酬率	7200/100000 = 7.2%		10500/100000 = 10.5%	
流动负债/总资金	20000/100000 = 20%		50000/100000 = 50%	
流动比率	40000/20000 = 2		40000/50000 = 0.8	

\* 这里没有考虑所得税，以下比率的计算也如此。

### 第三节 企业资产组合

一个企业的资产，可以分成流动资产和非流动资产两大部分。其中非流动资产包括固定资产、无形资产、递延资产、对外长期投资等。企业资产总额中流动资产和非流动资产各自占有的比例，称为企业的资产组合。为了简化分析过程，以下用固定资产代表非流动资产。

#### 一、影响资产组合的因素

在企业的全部资产中，究竟安排多少固定资产，多少流动资产，这需要在考虑如下因素的基础上作出最优决策。

##### (一) 风险与报酬

一般而言，持有大量的流动资产可以降低企业的风险，因为企业出现不能及时清偿债务时，流动资产可以迅速地转化为现金，而固定资产的变现能力则较差。因而，在筹资组合不变的情况下，较多地投资于流动资产，可以减少企业的风险。但是，如果流动资产太多，大部分资金都投放在流动资产上，以致造成积压呆滞，就会降低企业的投资报酬率。这就要求财务人员对风险和报酬进行认真权衡，选择最佳的资产组合。

##### (二) 企业所处的行业

不同行业的经营范围不同，资产组合有较大的差异。表 11—3 列示了美国 1981 年各行业流动资产占总资产的百分比。在各行业中，流动资产所占的比重从 19.2% 到 66.8% 不等。流动资产中大部分是应收帐款和存货，而这两种资产的占用水平主要取决于生产经营所处的行业。

表 11—3 资产组合的行业差异 (%)  
(按年度平均数计算)

项目	行业							
	医药行业	非耐用品制造业	石油和煤炭业	有色金属行业	电力设备行业	飞机和航空制造业	矿产行业	批发行业
现金	1.5	2.1	0.8	2.5	3.8	2.0	2.4	3.5
有价证券	2.6	2.6	2.1	0.9	4.1	1.8	2.2	4.2
应收帐款	14.2	13.7	8.4	14.4	20.7	12.4	8.5	25.3
存货	14.0	13.0	6.0	15.2	24.0	49.5	4.1	27.9
预付款及其他款项	4.1	3.0	1.0	1.9	4.5	1.1	2.0	4.1
流动资产合计	36.4	34.4	19.2	34.9	57.1	66.8	19.2	65.0

资料来源：Gitman, Joehnk, Pinches: Managerial Finance, Harper & Row, Publishers, 1985, P322.

##### (三) 经营规模对资产组合的影响

企业规模对资产组合也有重要影响，表 11—4 列示了 1983 年美国制造业中不同规模企业的投资组合情况。从表 11—4 可以看出，随着企业规模的扩大，流动资产占总资产的比重相对下降，这是因为大企业与小企业相比，有较强的筹资能力，当企业出现不能偿付的风险时，可以迅速筹集资金，因而能承担较大风险。所以，可以只使用较少的流动资产而使用更多的固定资产。

## 企业规模对组合的影响 ( % )

表 11—4

(按年度平均数计算)

项目	资产规模 (百万美元)				
	\$ 10 以下	\$ 10-25	\$ 50-100	\$ 250-1000	\$ 1000 以上
现 金	7.6	6.3	7.1	3.5	1.8
有价证卷	3.8	3.8	4.4	3.1	3.2
应收帐款	26.0	24.7	21.9	18.7	11.9
存 货	25.1	25.7	23.8	19.0	14.5
预付及其他	2.9	3.4	2.6	2.6	3.1
流动资产合计	65.4	63.9	59.8	46.9	33.3

资料来源：Gitman, Joehnk, Pinches: Managerial Finance, Harper & Row, Publishers, 1985, P322.

### (四) 利息率的变化

一般而言，在利息率比较高的情况下，企业为了减少利率支出，会千方百计地减少对流动资产的投资，这便会减少流动资产在总资产中的比重，反之，当利息率下降时，则会呈相反方向变化。例如，从 1960—1983 年，美国制造业资产结构发生非常显著的变化，如图 11—5 所示。

#### 图 11—5 美国制造业资产结构变化示意图

图 11—5 说明美国制造业 20 多年来流动资产的比重不断下降。而固定资产的比重却在不断上升。流动资产的比重大约从 1965 年的 55% 下降到 1983 年的 41%，这主要是因为 70 年代末期特别是 80 年代早期利率不断上升，各企业为减少资金占用，降低利率支出，都大量削减流动资产。另外，科学技术的不断进步，要求企业增加对固定资产的投资，也是造成流动资产比重下降的一个原因。

## 二、企业资产组合策略

企业的资产组合，一般有如下三种策略。

### (一) 适中的资产组合

企业流动资产的数量按其功能可以分成两大部分：(1) 正常需要量，是指为满足正常的生产经营需要而占用的流动资产；(2) 保险储备量，是指为应付意外情况的发生在正常生产经营需要量以外而储备的流动资产。适中的资产组合策略就是在保证正常需要的情况，再适当地留有一定保险储备，以预防不测。如图 11—6 中的日水平的流动资产投资策略便属于适中的资产组合策略。

在图 11—6 中，假设该企业根据以往经营经验，流动资产的正常需要量一般占销售额的 30%，正常的保险储备量占销售额的 10%，所以适中的组合策略应是流动资产占销售额的 40%，当销售额为 100 万元时，流动资产应为 40 万元。

在销售额一定的情况下，企业应尽量减少流动资产，因为此时增加流动资产不能带来额外利润，却会带来筹资成本和支付利息，因而会减少企业报酬。当然，流动资产太少也会带来生产过程中断，无力偿债等风险。在采用适中的资产组合策略时，企业的报酬一般，风险一般。正常情况下，企业都

采用此种策略。

图 11—6 资产组合策略

### (二) 保守的资产组合

有的企业，在安排流动资产数量时，在正常生产经营需要量和正常保险储备量的基础上，再加上一部分额外的储备量，以便降低企业的风险，这便属于保守的资产组合策略。如图 11—6 中的 A 策略、便属于保守组合策略。在适中的资产组合策略中，当销售额为 100 万元时流动资产是 40 万元。而在保守的资产组合策略中，当销售额是 100 万元时，流动资产是 50 万元。在采用保守的资产组合策略时，企业的投资报酬率一般较低，而风险也较小。不愿冒险、偏好安全的财务经理都喜欢采用此种策略。

### (三) 冒险的资产组合

有的企业，在安排流动资产数量时，只安排正常生产经营需要量而不安排或只安排很少的保险储备量，以便提高企业的投资报酬率。这便属于冒险的资产组合策略。如在图 11—6 中的 C 策略，便属于冒险的资产组合策略。在适中的资产组合策略中，当销售额为 100 万元时流动资产为 40 万元、而在冒险的组合策略中，当销售额为 100 万元时，流动资产仅为 30 万元。在采用冒险的策略时，企业的投资报酬率较高但风险比较大。敢于冒险，偏好报酬的财务经理一般都采用此种组合策略。

## 三、不同的资产组合对企业报酬和风险的影响

企业的固定资产和流动资产，对企业的风险和报酬有不同的影响。如前所述，较多地投资于流动资产可降低企业的财务风险。这是因为，当企业出现不能及时偿付债务时，流动资产可以迅速地转化为现金以偿还债务。但是，如果流动资产投资过多，造成流动资产的相对闲置，而固定资产却又相对不足，这就会使企业生产能力减少，从而减少企业盈利。

总之，在资产总额和筹资组合都保持不变的情况下，如果固定资产减少而流动资产增加，就会减少企业的风险，但也会减少企业盈利；反之，如果增加固定资产，减少流动资产，则会增加企业的风险和盈利。所以，在确定投资组合时，又一次面临风险和报酬的权衡。

【例】北方制造公司目前的资产组合、筹资组合如表 11—5 所示。北方公司目前的年销售量为 2000 件，销售收入为 200000 元，销售利润 20000 元。现根据市场预测，每年可销售 2400 件，销售收入为 240000 元，销售利润为 24000 元。但要生产 2400 件产品，必须追加 10000 元固定资产投资。现北方公司决定，在资产总额不变的情况下，减少流动资产投资 10000 元，相应增加固定资产投资 10000 元。假设筹资组合不变，那么，不同的资产组合对企业风险和报酬的影响如表 11—6 所示。

资产组合		筹资组合	
流动资产	40000	流动负债	20 000
固定资产	60000	长期资金	80000
合计	100000	合计	100000

从表 11—6 中可以看到，由于采用了比较冒险的投资组合，企业的利润从 20000 元上升到 24000 元，投资报酬率也由 20% 上升到 24%，因此，报酬增加了。但流动资产占总资产的比重从 40% 下降到 30%，流动比率也由 2 下降到 1.5。这表明企业的财务风险增大了。因此，企业在投资时必须在风险和报酬之间进行认真的权衡，选取最优的资产组合，以便顺利实现企业的财务目标。

表 11—6 资产组合对北方制运公司风险和报酬的影响 单位：元

项目	现在情况（保守的组合）	计划变动情况（冒险的组合）
资产组合		
流动资产	40000	30000
固定资产	<u>60000</u>	<u>70000</u>
资产总计	100000	100 000
销售利润	20 000	24000
几个主要比率		
投资报酬率	$20\ 000/100000 = 20\ % *$	$24000/100000 = 24\ %$
流动资产 / 总资产	$40000/1\ 00000 = 40\ %$	$30000/100000 = 30\ %$
流动比率	$40000/20\ 000 = 2$	$30000/20000 = 1.5$

\*这里没有考虑所得税因素，以下比率计算也如此。

## 第十二章 流动资产的管理

### 第一节 现金管理

在企业的生产经营活动中，经常会发生现金的收付业务，其中有的采用现金结算方式，用库存现金支付；有的则采用转帐结算方式，由银行存款支付。

#### 一、现金管理的目的与内容

为了说明现金管理的目的与内容，必须了解企业持有现金的动机。

##### （一）企业持有现金的动机

企业持有现金的动机主要包括如下几个方面：

1. 支付的动机。支付的动机是指持有现金以便满足日常的需要，如购买材料、支付工资、交纳税款、支付股利等。企业每天的现金收入和现金支出很少同时等额发生，保留一定的现金余额可使企业在现金支出大于现金收入时，不致于中断。支付需要现金的数量，取决于其销售水平。正常营业活动所产生的现金收入和支出以及它们的差额，一般同销售量呈正比例变化。其他现金的收支，如买卖有价证券、购入机器设备、偿还借款等，比较难预测，但随着销售数量的增加，都有增加的倾向。

2. 预防的动机。预防的动机是指持有现金，以应付意外事件对现金的需求。企业预计的现金需要量。一般是指正常情况下的需要量，但有许多意外事件会影响企业现金的收入与支出。例如。地震、水灾、火灾等自然灾害，工人罢工，主要顾客未能及时付款等，都会打破企业的现金收支计划，使现金收支出现不平衡。持有较多的现金，便可使企业更好地应付这些意外事件的发生。预防动机所需要现金的多少取决于以下三个因素：（1）现金收支预测的可靠程度；（2）企业临时借款能力；（3）企业愿意承担的风险。

3. 投机的动机。投机的动机是指企业持有现金，以便当证券价格剧烈波动时，从事投机活动，从中获得收益。当预期利率上升、有价证券的价格将要下跌时，投机的动机就会鼓励企业暂时持有现金。直到利率停止上升为止，当预期利率将要下降，有价证券的价格将要上升时，企业可能会将现金投资于有价证券，以便从有价证券价格的上升中得到收益。

##### （二）现金管理的目的

现金管理的目的，是在保证企业生产经营所需现金的同时，节约使用资金，并从暂时闲置的现金中获得最多的利息收入。企业的库存现金没有收益，银行存款的利息率也远远低于企业的资金利润率。现金结余过多，会降低企业的收益，但现金太少，又可能会出现现金短缺，影响生产经营活动。现金管理应力求做到既保证企业交易所需资金，降低风险，又不使企业有过多的闲置现金，以增加收益。

##### （三）现金管理的内容

现金管理的内容包括：（1）编制现金计划，以便合理地估计未来的现金需求；（2）对日常的现金收支进行控制，力求加速收款，延缓付款；（3）用特定的方法确定理想的现金余额，当企业实际的现金余额与理想的现金余额不一致时，采用短期融资策略或采用归还借款和投资于有价证券等策略。现金管理的内容如图 12—1 所示。

## 二、现金计划

现金计划是安排一定时期现金的收入、支出并进行平衡的计划，它能预计未来一定时期企业现金的收支状况，是企业财务管理的一个重要工具。

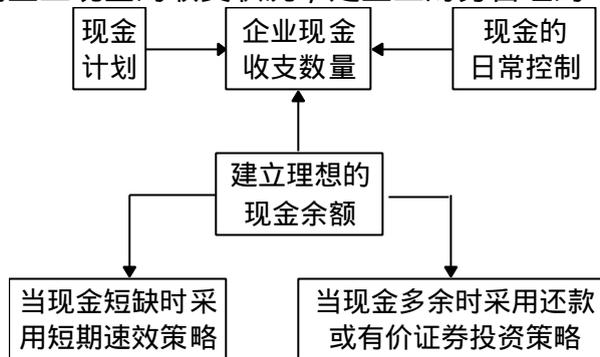


图 12 1 现金管理的内容

现金计划的编制方法很多，不同的方法采用不同的计划表格形式。现以现金收支法为例，列出现金收支计划的基本格式，如表 12—1 所示。

表 12—1 现金计划表 单位：万元

序号	现金收支项目	上月实际	本月计划
1	(一) 现金收入		
2	(1) 营业现金收入		
3	现销和当月应收帐款的收回		600
4	以前应收帐款的收回		600
5	营业现金收入合计		1200
6	(2) 其他现金收入		
7	固定资产变价收入	(略)	100
8	利息收入		80
9	租金收入		50
10	股利收入		70
11	其他现金收入合计		300
12	(3) 现金收入合计 (3) = (1) + (2)		1500
13	(二) 现主支出		
14	(4) 营业现金支出		
15	材料采购支出		500
16	当月采购材料支出		250
17	本月付薪的以前月份采购材料支出		250



购和赊购，并单独分析赊购的付款时间和金额；（3）设法预测外界的影响，如价格变动、材料供应紧张程度等；（4）估计采购商品物资中可能发生的退货，可能享受的折扣等，以合理确定现金的支出数额。

直接人工的工资有可能随销售量和生产量的增长而增长，但在计时工资制下，工资的变动相对稳定，当生产稍有上升时，可能并不马上增加人员，只有当产销量大幅度变动或工资调整时，才会引起工资数额的大幅度变动。如果采用计件工资制，工资的数量将随生产同比例地变化。

另外，对销售费用和管理费用也必须作合理的预测和估计。

2. 其他现金支出。其他现金支出主要包括固定资产投资支出、偿还债务的本金和利息支出、所得税支出、股利支出或应缴利润等。固定资产投资支出一般都要事先规划，可从有关规划中获得这方面数据。债务的本金和利息的支付情况可从有关筹资计划中获得。所得税的数量应以当年预计的利润为基础进行估算。股利支出或上缴利润数额可根据企业利润分配政策进行测算。

### （三）净现金流量

净现金流量是指现金收入与现金支出的差额。可按下式计算：

$$\begin{aligned} \text{净现金流量} &= \text{现金收入} - \text{现金支出} \\ &= (\text{营业现金收入} + \text{其他现金收入}) - (\text{营业现金支出} + \text{其他现金支出}) \end{aligned}$$

### （四）现金余缺

现金余缺是指计划期末现金期末余额与理想现金余额（又称最佳现金余额）相比后的差额。如果期末现金余额大于理想现金余额，说明现金有多余，应设法进行投资或归还债务；如果期末现金余额小于理想现金余额，则说明现金短缺，应进行筹资予以补足。期末现金余缺额的计算公式为：

$$\begin{aligned} \text{现金余缺额} &= \text{期末现金余额} - \text{理想现金余额} \\ &= (\text{期初现金余额} + \text{现金收入} - \text{现金支出}) - \text{理想现金余额} \\ &= \text{期初现金余额} \pm \text{净现金流量} - \text{理想现金余额} \end{aligned}$$

确定理想的现金余额，是现金管理中的一个重要内容。在西方。确定理想现金余额主要有三种数学模型：存在模型、随机模型和概率模型。但这些数学模型是建立在现金和有价证券自由转移（指自由地网现金买入有价证券或卖出有价证券获取货币资金）的基础上的，并不完全适合我国的情况。我国企业可利用下列公式确定理想现金余额：

$$\text{理想现金余额} = \left( \frac{\text{上年现金平均占用额}}{\text{不合理占用额}} \right) \times (1 \pm \text{预计销售收入变化的}\%)$$

另外，现金余额的多少是多因素作用的结果，有时数学模型并不能把各种因素的变化都考虑进去，所以，在大多数情况下，还需要财务人员根据经验分析判断来加以确定。

## 三、现金的日常控制

为了保证现金计划的顺利完成，必须对现金进行日常控制，主要包括如

下几方面内容。

### （一）做好库存现金日常管理

在我国，国家颁布了《现金管理条例》，对库存现金管理有明确要求，必须认真遵守有关规定。

1. 遵守国家规定的库存现金使用范围。《现金管理条例》规定，企业可以在下列范围内使用库存现金：

- （1）职工工资、津贴。
- （2）个人劳动报酬。
- （3）根据国家规定颁发给个人的科学技术、文化艺术、体育等各种奖金。
- （4）各种劳保、福利费用以及国家规定的对个人的其他支出。
- （5）向个人收购农副产品和其他物资的价款。
- （6）出差人员必须随身携带的差旅费。
- （7）结算起点以下的零星支出。
- （8）中国人民银行确定需要支付的其他支出。

2. 核定库存现金限额。企业库存现金的限额，由开户银行根据企业实际需要量和距银行的远近，核定企业 3—5 天的日常开支所需库存现金限额。边远地区和交通不便地区企业的库存现金限额，可以多于 5 天，但不得超过 15 天的日常零星开支。企业超过库存现金限额的现金，应由出纳人员及时送存银行。

3. 实行内部牵制制度。在库存现金管理中，要实行管钱的不管帐，管帐的不管钱，使出纳人员和会计人员互相牵制，互相监督。凡有库存现金收付，应坚持复核制度，以减少差错，堵塞漏洞。出纳人员调换时，必须办理交接手续，作到责任清楚。

### （二）做好转帐结算

根据我国有关规定，各单位之间的一切经济往来，包括产品销售、劳务供应等的现金结算，除结算起点以下的零星开支外，都应通过银行进行转帐结算。银行转帐结算的方式很多，现根据 1989 年 4 月 1 日实施的《银行结算办法》介绍几种主要结算方式。

1. 银行汇票。银行汇票是汇款人将款项交存当地银行，由银行签发给汇款人持往异地办理转帐结算或支取现金的票据。银行汇票具有如下特点：（1）适用范围广，单位、个体经营户和个人向异地支付各种款项都可使用；（2）使用灵活方便，持票人既可以将汇票转让给销货单位，也可以通过银行办理分次支付或转汇；（3）用款及时，这种汇票，票随人到，有利于单位和个人急需用款和及时采购；（4）安全可靠，个体户和个人可以持填明“现金”字样的汇票到兑付银行支取现款，避免因长途携带现款而带来的风险。

2. 商业汇票。商业汇票是收款人或付款人（或承兑申请人）签发，由承兑人承兑，并于到期日向收款人或被背书人支付款项的票据。商业汇票可以分为商业承兑汇票和银行承兑汇票两种。商业承兑汇票是由收款人签发，经付款人承兑，或由付款人签发并承兑的票据。银行承兑汇票是由收款人或承兑申请人签发，并由承兑申请人向开户银行申请，经银行审查同意承兑的票据。商业汇票具有如下特点：（1）便于开展商业信用，商业汇票运用于企业单位先发货后付款或双方约定延期付款的商品贸易，在购货单位资金暂时不足的情况下，可凭承兑的汇票销售或购买商品；（2）比较安全可靠，商业汇票一般都经承兑人承兑，承兑人即付款人，负有到期无条件支付票款的责任，

汇票具有较强的信用，能保证销货单位收回货款；（3）经贴现可获取现金，持有商业汇票的单位，如果在汇票未到期时急需现金，可持承兑的汇票向银行申请贴现，获取现金；（4）允许背书转让，商业汇票允许背书转让，企业单位凭票据即可进行商品贸易，便于商品流通。

3. 支票。支票是银行的存款人签发给收款人，办理结算或委托开户银行将款项支付给收款人的票据。支票分为现金支票和转帐支票两种。现金支票可以到银行支取现款，也可以转帐，转帐支票只能用于转帐结算。支票结算方式具有如下特点：（1）支票手续简便、灵活；（2）支票只适用于同城或一定区域范围内的货币收支结算；（3）收款单位把支票送交银行，必须待银行收受对方款项方能入帐用款。

4. 汇兑。汇兑是汇款人委托银行将款项汇给异地收款人的结算方式。汇兑分为信汇和电汇两种，汇款人可根据需要选用。汇兑结算方式具有以下特点：（1）汇兑用于异地各种款项的结算，便于汇款人向异地主动付款；（2）结算手续简便，款项划转迅速。

5. 委托收款。委托收款是收款人向银行提供收款依据，委托银行向付款人收取款项的结算方式。委托收款具有如下特点：（1）委托收款在同城、异地均可办理，不受金额起点限制；（2）委托收款的使用范围较广。它适用于在银行开户的单位和个体经营户各种款项的结算，也适用于水电、邮电、电话等劳务款项的结算；（3）这种结算方式便于单位主动收款。

6. 托收承付。托收承付是由销货单位向银行托收，而由购货单位向其开户行承付的一种结算方式。托收就是销货单位根据经济合同发运产品或提供劳务后，委托开户行向指定的购货单位收取款项；承付就是购货单位根据经济合同核对单证或验货后，向开户银行以默认的方式承认付给款项，购货单位在承付期（一般为3天）内，因故不同意付款时，应填制拒绝承付理由书送交银行，拒绝承付款项。托收承付结算方式有如下特点：（1）托收承付结算方式只适用于有经济合同的商品贸易，以及因商品贸易而发生的劳务供应款项，不适用于非商品贸易性质的结算；（2）采用这种结算方式，银行可监督销货单位按期发货，购货单位按期付款；（3）企业采用托收承付结算方式，货物运出后可向银行办理结算借款；（4）托收承付结算方式主要采用行政手段，可能引起销货方利用银行信用，盲目生产，强制购货方接受次品，购货方又可能不讲信用，任意拖欠货款，这是这一结算方式的最大缺点。

银行结算是商品交换的媒介，搞好银行结算工作，对加速商品流通、加快资金周转都具有重要意义。企业应根据具体情况，选用适当的结算方式，以加快帐款回收，提高资金利用效果。

### （三）加强银行存款的管理

企业超过库存现金限额的现金，应存入银行，由银行统一管理。企业银行存款主要有以下四种类型：

1. 结算户存款。结算户存款是指企业为从事结算业务而存入银行的款项。其资金主要来自企业出售商品的货款、提供劳务的收入、从银行取得的贷款、财政和上级主管部门的拨款等。结算户存款企业随时可以支取，具有与库存现金一样灵活的购买力，比较灵活方便。但结算户存款的利息率很低，企业获得的报酬很少。

2. 单位定期存款。单位定期存款是企业按银行规定的存储期限存入银行的款项。企业向开户行办理定期存款，应将存款金额从结算户转入专户存储，

由银行签发存单。存款到期凭存单支取，只能转入结算户，不能提取现金。单位定期存款的利息率较高，但使用不太方便，只有闲置的、一定时期内不准备动用的货币资金才能用于定期存款。

3. 专项存款。专项存款是企业将具有特定来源和专门用途的资金存入银行而形成的存款。如科技三项费用拨款等存款。

4. 信托存款。信托存款是银行信托部门受企业委托代为管理和营运的款项。

加强对银行存款的管理具有重要意义，企业应做好以下几项工作：（1）按期对银行存款进行清查，保证银行存款安全完整；（2）当结算户存款结余过多，一定时期内又不准备使用时，可转入定期存款，以获取较多的利息收入；（3）与银行保持良好的关系，使企业的借款、还款、存款、转帐结算能顺利进行。

## 第二节 应收帐款管理

应收帐款是企业流动资产的一个重要项目。在产品经济条件下，应收帐款在流动资产中所占比重不大，不是管理重点。近几年来，随着商品经济发展，商业信用的推行，企业应收帐款数额明显增多，因而，它已越来越成为流动资产中的一个重要问题。

### 一、应收帐款的功能与成本

企业提供商业信用，采取赊销、分期付款等销售方式，可以扩大销售，增加利润。但应收帐款的增加，也会造成资金成本。坏帐损失等费用的增加。应收帐款管理的基本目标，就是在充分发挥应收帐款功能的基础上，降低应收帐款投资的成本，使提供商业信用、扩大销售所增加的收益，大于有关的各项费用。

#### （一）应收帐款的功能

应收帐款的功能是指它在生产经营中的作用。主要有：

1. 增加销售的功能。在市场竞争比较激烈的情况下，赊销是促进销售的一个重要方法。进行赊销的企业，实际上是向顾客提供了两项交易：（1）向顾客销售产品；（2）在一个有限的时期内向顾客提供资金。虽然赊销仅仅是影响销售量的因素之一，但在银根紧缩、市场疲软、资金匮乏的情况下，赊销的促销作用是十分明显的。特别是在企业销售新产品、开拓新市场时，赊销更具有重要的意义。

2. 减少存货的功能。企业持有产成品存货，要追加管理费、仓储费和保险费等支出，相反，企业持有应收帐款，则无需上述支出。因此，无论是季节性企业还是非季节性企业，当产成品存货较多时，一般都可采用较为优惠的信用条件进行赊销，把存货转化为应收帐款，减少产成品存货，节约各种支出。

#### （二）应收帐款的成本

持有应收帐款，也会付出一定的代价。应收帐款的成本有：

1. 应收帐款的机会成本。企业资金如果不投放于应收帐款，便可用于其他投资并获得收益，如投资于有价证券便会有利息收入。这种因投放于应收帐款而放弃的其他收入，即应收帐款的机会成本，这种成本一般按有价证券的利息率计算。

2. 应收帐款的管理成本。应收帐款的管理成本主要包括：（1）调查顾客信用情况的费用；（2）收集各种信息的费用；（3）帐簿的记录费用；（4）收帐费用；（5）其他费用。

3. 应收帐款的坏帐成本。应收帐款因故不能收回而发生的损失，就是坏帐成本。此项成本一般与应收帐款发生的数量成正比。

### 二、应收帐款政策的制定

应收帐款政策又称信用政策，是企业财务政策的一个重要组成部分。企业要管好用好应收帐款，必须事先制定合理的信用政策。这主要包括信用标准、信用条件和收帐政策三部分。

#### （一）信用标准

信用标准是企业同意向顾客提供商业信用而提出的基本要求。通常以预

期的坏帐损失率作为判别标准。如果企业的信用标准较严，只对信誉很好、坏帐损失率很低的顾客给予赊销，则会减少坏帐损失，减少应收帐款的机会成本，但这可能不利于扩大销售量，甚至会使销售量减少。反之，如果信用标准较宽，虽然会增加销售，但会相应增加坏帐损失和应收帐款的机会成本。企业应根据具体情况进行权衡。

【例】中华工厂现在的经营情况和信用政策如表 12—2 所示。

假设中华工厂要改变信用标准，提出 A、B 两个方案，信用标准变化情况见表 12—3。

为了评价两个可选择的信用标准孰优孰劣，必须计算两个方案各自带来的利润和成本。中华工厂目前生产能力还有剩余，即增加产量只需增加变动成本总额，固定成本可不变。在这种情况下，应测算如下几个项目的变化：（1）销售量变化对利润的影响；（2）应收帐款投资及其机会成本的变化；（3）坏帐成本的变化；（4）管理成本的变化（在本例中这项成本变化可略而不计）。现分别对两个方案测算如下（见表 12—4）。

表 12 2

项 目	数 据
$S_0$ 现在信用政策情况下的销售收入（元）	100000
$A_0$ 现在信用政策情况下的应收帐款投资（元）	12000
$P_0$ 现在利润（元）	10000
$V$ 变动成本率 [ 变动成本占销售收入的百分比（%） ]	80
$B_0$ 信用标准 [ 预期坏帐损失率（%）的限制 ]	10
$\bar{B}_0$ 平均坏帐损失率（%）	6
$C_0$ 信用条件	30 天付清
$\bar{C}_0$ 平均收帐期（天）	45
$R_0$ 应收帐款的机会成本（%）	15

表 12 3

A 方案（较紧的信用标准）	B 方案（较松的信用标准）
信用标准：只对那些预计坏帐损失率低于 5 % 的企业提供商业信用	信用标准：对那些预计坏帐损失率低于 15 % 的企业提供商业信用
$S_A$ 由于标准变化减少销售额 10000 元	由于标准变化而增加销售额 15000 元
$\bar{C}_A$ 减少的销售额平均的付款期限为 60 天	$B_A$ 减少的销售额平均的坏帐损失率为
$\bar{C}_B$ 增加的销售额平均付款期限为 75 天	$B_B$ 新增加销售额的坏帐损失率为 12 %

表 12 4

单位：元

项目	A 方案	B 方案
信用标准变化对利润的影响	$PA=SA(1-V')$ $=-10000 \times (1-80\%)$ $=-2000$	$PB=SB(1-V')$ $=15000 \times (1-80\%)$ $=3000$
信用标准变化对应收帐款机会成本的影响	$I_A=C_A/360 \cdot S_A \cdot R_0$ $=60/360 \times (-10000) \times 15\%$ $=-250$	$I_B=C_B/360 \cdot S_B \cdot R_0$ $=75/360 \times 15000 \times 15\%$ $=469$
信用标准变化对坏帐成本的影响	$K_A=S_A \cdot B_A$ $=-10000 \times 8\%$ $=-1800$	$K_B=S_B \cdot B_B$ $=15000 \times 12\%$ $=1800$
信用政策变化带来的净收益	$P_{mA}=P_A - I_A - K_A$ $=(-2000) - (-250) - (-1800)$ $=-950$	$P_{mB}=P_B - I_B - K_B$ $=3000 - 469 - 1800$ $=731$

以上计算表明，采甲较松的信用标准——B 方案，能使中华工厂增加利润 731 元。故应采用 B 方案。

### (二) 信用条件

信用条件是指企业要求顾客支付赊销款项的条件，包括信用期限、折扣期限和现金折扣。信用期限是企业为顾客规定的最长付款时间，折扣期限是为顾客规定的可享受现金折扣的付款时间，现金折扣是在顾客提前付款时给予的优惠。如帐单中的“2/10, n/30”就是一项信用条件，它规定如果在发票开出后 10 天内付款。可享受 2% 的折扣；如果不想取得折扣，这笔货款心须在 30 天内付清。在这里，30 天为信用期限，10 天为折扣期限，2% 为现金折扣。提供比较优惠的信用条件能增加销售量，但也会带来额外的负担，如要增加应收帐款机会成本、坏帐成本、现金折扣成本等。

【例】以表 12—2 中华工厂的资料为例，说明信用条件的变化情况。假设中华工厂要改变信用条件，可供选择的 A、B 两种方案见表 12—5。根据表 12—2 和表 12—5 的有关资料，分别测算两种信用条件对利润和各种成本的影响如表 12—6 所示。

表 12—5

信用条件 A	信用条件 B
信用条件：45 天内付清，无现金折扣	信用条件：“2/10, n/30”
$S_A$ 增加销售额 20000 元	$S_B$ 增加销售额 30000 元
$\bar{B}_A$ 增加销售额的坏帐损失率为 11%	$\bar{B}_B$ 增加销售额的坏帐损失率为 10%
$D_A$ 取得现金折扣的销售额占总销售额的百分比为 0 %	$D_B$ 取手电现金折扣的销售额占总销售额的百分比为 50 %
$\bar{C}_A$ 平均此帐朋为 60 天	$\bar{C}_B$ 平均收帐期大 20 天

表 12-6

单位：元

项目	A 方案	B 方案
信用条件变化对利润的影响	$P_A = S_A \cdot (1 - V')$ $= 20000 \times (1 - 80\%)$ $= 4000$	$P_B = S_B \cdot (1 - V')$ $= 30000 \times (1 - 80\%)$ $= 60000$
信用条件变化对应收帐款机会成本的影响	$I_A = \left( \frac{\bar{C}_A - \bar{C}_0}{360} \cdot S_0 + \bar{C}_A / 360 \right) \cdot S_A \cdot R_0$ $= \left( \frac{60 - 45}{360} \times 100000 + 60 / 360 \times 20000 \right) \times 15\%$ $= 1125$	$I_B = \left( \frac{\bar{C}_B - \bar{C}_0}{360} \cdot S_0 + \bar{C}_B / 360 \right) \cdot S_B \cdot R_0$ $= \left( \frac{20 - 45}{360} \times 100000 + 20 / 360 \times 30000 \right) \times 15\%$ $= -792$
现金折扣成本的变化情况	$D_{mA} = 0$	$D_{mB} = (S_0 + S_B) \cdot D_B \times 2\%$ $= (100000 + 30000) \times 50\% \times 2\%$ $= 1300$
信用条件变化对坏帐损失的影响	$K_A = S_A \cdot B_A$ $= 20000 \times 11\%$ $= 2200$	$K_B = S_B \cdot B_B$ $= 30000 \times 10\%$ $= 3000$
信用政策变化带来的净收益	$P_{mA} = 4000 - 1125 - 2200 - 0$ $= 675$	$P_{mB} = 6000 - (-729) - 1300 - 3000$ $= 2492$

从表 12—6 的计算中可以看出，采用 B 方案带来的收益比较多，故应采用 B 方案。

### (三) 收帐政策

收帐政策是指信用条件被违反时，企业采取的收帐策略。企业如果采用较积极的收帐政策，可能会减少应收帐款投资，减少坏帐损失，但要增加收帐成本。如果采用较消极的收帐政策，则可能会增加应收帐款投资，增加坏帐损失，但会减少收帐费用，在实际工作中，可以照测算信用标准、信用条件的方法来制定信用政策。

一般而言，收帐费用支出越多，坏帐损失越少，但这两者并不一定存在线性关系。通常情况是：(1) 开始花费一些收帐费用，应收帐款和坏帐损失有小部分降低；(2) 收帐费用继续增加，应收帐款和坏帐损失明显减少；(3) 收帐费用达到某一限度以后，应收帐款和坏帐损失的减少就不再明显了，这个限度称为饱和点，如图 12—1 之中的 P 点。在制定信用政策时，应权衡增加收帐费用与减少应收帐款和坏帐损失之间的得失。

### 图 12 2 收帐费用与坏帐损失的关系

【例】春风工厂在不同收帐政策条件下的有关资料如表 12—7 所示。

表 12—7

项 目	现行收帐政策	建议收帐政策
年收帐费用(元)	10000	15000
应收帐款平均收现期(天)	60	30
坏帐损失率(%)	4	2

该企业当年销售额为 1200 000 元（全部赊销），收帐政策对销售收入的影响忽略不计。该企业应收帐款的机会成本为 10%。现根据以上资料计算如表 12—8 所示。

表 12 8

项 目	当前收帐政策	建议收帐政策
(1)年销售收入	1200000	1200000
(2)应收帐款周转次数	200000	12
(3)应收帐款平均占用额	48000	100000
(4)按建议收帐政策节约的机会成本		10000
(5)坏帐损失	48000	24 000
(6)按建议计划减少坏帐成本		24000
(7)两项节约合计(4)+(6)		34000
(8)按建议政策增加收帐费用		5000
(9)按建议政策可获得收益(7)-(8)		29000

按建议收帐政策可获收益 29000 元，故应采用建议收帐政策。

#### （四）综合信用政策

前面分析的是单项的信用政策，但要制定最优的信目政策，应把信用标准、信用条件、收帐政策结合起来，考虑信用标准、信用条件、收帐政策的综合变化对销售额、应收帐款机会成本、坏帐成本和收帐成本的影响。这里决策的原则仍是赊销的总收益应大于因赊销带来的总成本。综合决策的计算相当复杂，计算中的几个变量都是预计的，有相当大的不确定性，所以。信用政策的制定并不能仅靠数量分析，在很大程度上要由管理的经验来判断决定。制定综合信用政策时应考虑的基本模式如表 12—9 所示。

企业信用政策确定后，便可根据信用政策和预计的销售收入等指标来计算确定应收帐款占用资金的数额。

【例】中实公司 1994 年计划销售收入为 3600 万元，预计有 50% 为赊销，应收帐款的平均收现期为 50 天，则 1994 年度该公司应收帐款平均占用资金的数额为：

$$\frac{3600 \times 50\% \times 50}{360} = 250 \text{ (万元)}$$

企业应根据应收帐款占用资金的情况，合理安排资金来源，保证生产经营对资金的需求。

表 12—9

信用标准( 预计坏帐损失率( % ) )	信用条件	收帐政策
0—0.5 } 0.5—1 }	从宽信用条件 ( 60 天付款 )	消极收帐政策 ( 拖欠 20 天不催收 )
1—2 } 2—5 }	一般信用条件 ( 45 天付款 )	一般收帐政策 ( 拖欠 10 天不催收 )
5—10 } 10—20 }	从严信用条件 ( 30 天付款 )	积极收帐政策 ( 拖欠立即催收 )
20 以上	不予赊销	

### 三、应收帐款的日常管理

信用政策建立以后，企业要做好应收帐款的日常管理工作，进行信用调查和信用评价，以确定是否同意顾客赊欠货款，当顾客违反信用条件时，还要做好帐款催收工作。

#### (一) 企业的信用调查

对顾客的信用进行评价是应收帐款日常管理的重要内容。只有正确地评价顾客的信用状况，才能合理地执行企业的信用政策。要想合理地评价顾客的信用，必须对顾客信用进行调查，搜集有关的信息资料。信用调查有两类：

1. 直接调查。直接调查是指调查人员直接与被调查单位接触，通过当面采访、询问、观看、记录等方式获取信用资料的一种方法。直接调查能保证搜集资料的准确性和及时性，但若不能得到被调查单位的合作，则会使调查资料不完整。

2. 间接调查。间接调查是以被调查单位以及其他单位保存的有关原始记录和核算资料为基础，通过加工整理获得被调查单位信用资料的一种方法。这些资料主要来自如下几个方面：

(1) 财务报表。有关单位的财务报表，是信用资料的重要来源。通过财务报表分析，基本上能掌握一个企业的财务状况和盈利状况。

(2) 信用评估机构。许多国家都有信用评估的专门机构，定期发布有关企业的信用等级报告。例如，杜恩和布瑞德思特公司 (Dun & Brad Street) 就是美国一家著名的信用评估机构。我国的信用评估机构目前可分为三种形式：第一种是独立的社会评估机构，它们只根据自身的业务吸收有关专家参加，不受行政干预和集团利益的牵制，独立自主地开办信用评估业务；第二种是中央银行负责组织的评估机构，一般吸收专业银行和各部门专家进行评估；第三种是由专业银行组织的评估机构。由专业银行组织专家对其客户进行评估。在评估等级方面，目前主要有两种：第一种采用三类九级制（即把企业的信用情况分为 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C 九等，AAA 为最优等级，C 为最差等级）。第二种采用三级制（即分成 AAA、AA、A）。专门的信用评估部门通常评估方法先进，评估调查细致，评估程序合理，可信度较高。

(3) 银行。银行是信用资料的一个重要来源，因为许多银行都设有信用部，为其顾客提供服务。但银行的资料一般仅愿在同业之间交流，而不愿向

其他单位提供。因此，如外地有一笔较大的买卖，需要了解顾客的信用状况，最好通过当地开户银行，向其征询有关信用资料。

(4) 其他。如财税部门、消费者协会，工商管理部门、企业的上级主管部门、证券交易部门等，另外，书籍、报刊、杂志等也可提供有关顾客的信用情况。

## (二) 企业的信用评估

搜集好信源资料后，要对这些资料进行分析，并对顾客信用状况进行评估。信用评估的方法很多，这里介绍两种常见的方法：5C 评估法和信用评分法。

1. 5C 评估法。所谓 5C 评估法，是指重点分析影响信用的 5 个方面的一种方法。这五个方面英文的第一个字母都是 C，故称之为 5C 分析法。这五个方面是：品德 (Character)、能力 (Capacity)、资本 (Capital)、抵押品 (Collateral) 和情况 (Conditions)。现分述如下：

(1) 品德。指顾客愿意履行其付款义务的可能性。顾客是否愿意尽自己最大努力来归还货款，直接决定着帐款的回收速度和数量。道德因素在信用评估中是最重要的因素。

(2) 能力。指顾客偿还货款的能力。这主要根据顾客的经营规模和经营状况来判断。

(3) 资本。指一个企业的财务状况，这主要根据有关的财务比率进行判断。

(4) 抵押品。指顾客能否为获取商业信用提供担保资产。如有担保资产，则对顺利收回贷款比较有利。

(5) 情况。指一般的经济情况对企业的影响，或某一地区的一些特殊情况对顾客偿还能力的影响。

通过以上五个方面的分析，便基本上可以判断顾客的信用状况，为最后决定是否向顾客提供商业信用做好准备。

2. 信用评分法。信用评分法是先对一系列财务比率和信用情况指标进行评分，然后进行加权平均，得出顾客综合的信用分数，并以此进行信用评估的一种方法。进行信用评分的基本公式是：

$$Y = a_1x_1 + a_2x_2 + a_3x_3 + \dots + a_nx_n \\ = \sum_{i=1}^n a_i x_i$$

式中：Y——某企业的信用评分；

$a_i$  ——事先拟定出的对第  $i$  种财务比率和信用品质进行加权的权数

$$\left( \sum_{i=1}^n a_i = 1 \right) ;$$

$x_i$ ：——第  $i$  种财务比率或信用品质的评分。

【例】现以东方机械厂为例来说明这种方法，详细情况见表 12—10。

表 12—10

项 目	财务比率和 信用品质	分数( $x_i$ ) 0—100	预计权数( $a_i$ )	加权平均数 ( $a_i x_i$ )
	(1)	(2)	(3)	(4)=(2) × (3)
流动比率	1.9	90	0.20	18
资产负债率(%)	50	85	0.10	8.5
销售净利率(%)	10	85	0.10	8.5
信用评估等级	AA	85	0.25	21.25
付款历史	尚好	75	0.25	18.75
企业未来预计	尚好	85	0.05	3.75
其他因素	好	85	0.05	4.25
合 计			1.00	83.00

表 12—10 中，第(1)栏是根据搜集来的资料及分析确定的；第(2)栏是根据第(1)栏的资料确定的；第(3)栏是根据财务比率和信用品质的重要程度确定的。

在采用信用评分法进行信用评估时，分数如在 80 分以上者，说明企业信用状况良好；分数如在 60—80 分者，说明信用状况一般；分数如在 60 分以下者，则说明信用状况较差。

### (三) 收帐的日常管理

收帐是企业应收帐款管理中的一项重要工作。收帐管理应包括如下两部分内容。

1. 确定合理的收帐程序。催收帐款的程序一般是：信函通知、电话催收、派员面谈、法律行动。当顾客拖欠帐款时，要失给顾客一封有礼貌的通知信件；接着，可寄出一封措词较直率的信件；进一步则可通过电话催收；如再无效，企业的收帐员可直接与顾客面谈，协商解决；如果谈判不成，就只好交给企业的律师采取法律行动。

2. 确定合理的讨债方法。顾客拖欠货款的原因可能比较多，但可概括为两类：无力偿付和故意拖欠。

无力偿付是指顾客因经营管理不善，财务出现困难，没有资金偿付到期债务。对这种情况要进行具体分析，如果顾客确实遇到暂时困难，经过努力可以东山再起，企业应帮助顾客渡过难关。以便收回较多的帐款。如果顾客遇到严重困难，已达破产界限，无法恢复活力，则应及时向法院起诉，以期在破产清算时得到债权的部分清偿。

故意拖欠是指顾客虽有能力付款，但为了本身利益，想方设法不付款。遇到这种情况，则需要确定合理的讨债方法，以达到收回帐款的目的。常已的讨债方法有如下几种：

(1) 讲理法。讨债人要有礼貌他说明理由。坚持说理，以理服人，无故拖欠货款是不应该的，已对债权人产生消极影响，造成经济损失，若不及时付款，引起法律纠纷，对双方都不利。

(2) 恻隐术法，讨债人应讲清自己的困难，说明本身的危险处境，以打动债务人的恻隐之心，使债务人良心发现，按时付款。

(3) 便劳战法。抓住欠债企业的一两个领导人(如厂长、总会计师、财

务科长)长期软磨硬泡,坚持打持久战,不达目的决不罢休,总有一天,该领导人意志瓦解,终于同意付款。

(4)激将法。用语言刺激债务人,使其懂得若不及时付款将会损害他的形象和尊严。对方为了面子。不得不及时付款。

(5)软硬术法。软硬兼施。由两个人讨债,一人态度强硬,寸步不让;月一人态度和蔼,以理服人,如果二人配合得好,会收到较好效果。

### 第三节 存货管理

在企业流动资产中，存货占的比重较大，一般约占流动资产的 40—60%。存货利用程度的好坏，对企业财务状况的影响极大。因此，加强存货的规划与控制，使存货保持在最优水平上，便成为财务管理的一项重要内容。

#### 一、存货的功能与成本

进行存货管理的主要目的是为了控制存货水平，在充分发挥存货功能的基础上，降低存货成本。

##### （一）存货功能

存货的功能是指存货在生产经营过程中的作用。存货主要有原材料，在产品和产成品，其功能分述如下：

1. 储存必要的原材料和在产品，可以保证生产正常进行。生产过程中所需要的原材料，是生产中必需的物质资料。为了保证生产顺利进行，必须适当地储备一些材料。尽管有些企业自动化程度很高，并借助计算机加强管理，提出了存货向零进军的口号，但要完全达到这一目标并非易事。存货在生产不均衡和商品供求波动时，可起到缓和矛盾的作用。即使生产能按事先规定好的程序来进行，但要每天都采购材料也并不现实，经济上也下一定台算。所以，为了保证生产正常进行，储存适当的原材料是必需的。在产品也因同样原因需要保持一定储备。

2. 储备必要的产成品，有利于销售。企业的产品，一般不是生产一件出售一件，而是要组织成批生产，成批销售才经济合算。这是因为：（1）顾客为节约采购成本和其他费用，一般要成批采购；（2）为了达到运输上所需要的最低批量也应组织成批发运；（3）为了应付市场上突然到来的需求，也应适当储存一些产成品。

3. 适当储存原材料和产成品，便于组织均衡生产，降低产品成本。有的企业生产的产品属于季节性产品，有的企业产品需求很不稳定。如果根据需求状况时高时低地进行生产，有时生产能力可能得不到充分利用；有时又会出现超负荷生产，这些情况都会使生产成本提高。为了降低生产成本，实行均衡生产，就要储备一定的产成品存货，也要相应地保持一定的原材料存货。

4. 留有各种存货的保险储备，可以防止意外事件造成的他的损失。采购、运输、生产和销售过程中，都可能发生意料之外的事故，保持必要的存货保险储备，可避免或减少损失。

##### （二）存货的成本

要想持有有一定数量的存货，必定会有一些的成本支出。存货成本有以下几项：

1. 采购成本。采购成本是由买价、运杂费等构成的。采购成本一般与采购数量成正比例变化。为降低采购成本，企业应研究材料的供应情况，货比三家，价比三家，争取采购质量好，价格低的材料物资。

2. 订货成本。订货成本是指为订购材料、商品而发生的成本。订货成本一般与订货的数量无关，而与订货的次数有关。企业要想降低订货成本，需要大批量采购，以减少订货次数。

3. 储存成本。指在物资储存过程中发生的仓储费、搬运费、保险费、占用资金支付的利息费等。一定时期内的储存成本总额，等于该期内平均存货

量与单位储存成本之积。企业要想降低储存成本，则需要小批量采购，减少储存数量。

此外，企业还应考虑由于物资储存过多、时间过长而发生的变质与过时的损失，由于物资储存过少不能满足生产和销售需要而造成的损失。

## 二、存货规划

存货规划是指在确定企业存货占用资金数额的基础上，编制存货资金计划，以便合理确定存货资金的占用数量，节约使用资金。

### (一) 确定存货资金数额的基本方法

企业存货资金的数额，应按其在生产过程中的各种占用形态，即储备资金、生产资金、成品资金等分别测算，测算资金数额的基本方法主要有：

1. 周转期算法。周转期算法，又称定额日数法，是根据各种存货平均每天的周转额和其资金周转日数来确定资金数额的一种方法。计算公式为：

$$\text{资金数额} = \frac{\text{平均每天周转额}}{\text{资金周转日数}} \times \text{资金周}$$

式中的平均每天周转额，是指某项存货资金平均每天从本阶段流出的数额；资金周转日数是指存货完成周转所需要的天数。这种方法通常适合于原材料、在产品和在产成品资金数额的测定。

2. 因素分析法。因素分析法是以上年资金实际占用额为基础，分析计划年度各项变动因素，加以调整后核定资金定额的方法，其计算公式为：

$$\text{资金数额} = \frac{\text{上年资金实际占用额} \times (1 \pm \text{生产增减}\%) \times (1 - \text{计划年度资金加速周转}\%)}{\text{平均占用额}}$$

这种方法主要适用于品种繁多、规格复杂和价格较低的材料物资。对于供产销变化不大的中小企业，也可用此法匡算全部存货资金数额。

3. 比例算法。比例算法是根据存货资金和有关因素之间的比例关系，来测定资金数额的方法，以销售收入资金率法为例，其计算公式为：

$$\begin{aligned} \text{存货资金数额} &= \frac{\text{计划年度商品销售收入}}{\text{销售收入总额}} \times \text{存货资金率} \\ \text{计划销售收入资金率} &= \frac{\text{上年存货资金平均余额} - \text{不合理占用额}}{\text{上年实际销售收入总额}} \\ &\quad \times 100\% \times (1 - \text{计划年度资金周转加速率}) \end{aligned}$$

这种方法过去主要适合于辅助材料、修理用备件等资金数额的测定，目前是匡算全部存货资金数额的主要方法。

### (二) 储备资金数额的测算

储备资金是指企业用现金购买各项材料物资开始，到把它们投入生产为止的整个过程所占用的资金。储备资金包括的项目很多，这里以原材料为例，说明资金数额的核定方法。

原材料资金数额的大小，取决于计划期原材料平均每日耗用量、原材料计划价格、原材料资金周转日数三个基本因素。其计算公式为：

$$\text{原材料资金数额} = \text{计划期原材料平均每日耗用量} \times \text{原材料计划价格} \times \text{原材料资金周转日数}$$

1. 原材料平均每日耗用量。原材料平均每日耗用量是根据计划期内原材

料耗用量与计划期日数来确定的。其计算公式为：

$$\text{计划期原材料平均每日耗用量} = \frac{\text{计划期原材料耗用量}}{\text{计划期日数}}$$

在运用上述公式时，应注意以下几点：（1）计划期原材料耗用量根据计划期产量和原材料消耗定额加以确定；（2）计划期天数一般按整数计算，年度为 360 天，季度为 90 天，月度为 30 天。

2. 原材料计划价格。原材料计划价格应根据预计的材料买价、外地运杂费、运输途中的合理损耗、入库前的整理挑选费用等加以确定。

3. 原材料资金周转日数。原材料资金周转日数，是指从企业支付原材料价格起，直到原材料投入生产为止这一过程中资金占用的日数。其构成如下：

$$\text{原材料资金周转日数} = \text{在途日数} + \text{验收日数} + \text{整理准备日数} + \text{应计供应间隔日数} + \text{保险日数}$$

（1）在途日数。指由于结算关系，支付货款在先、收到原材料在后面形成的资金占用天数。在途日数的长短由原材料价款的结算方式、原材料运输条件、采购地点远近等因素决定。

（2）验收日数。指原材料运到企业以后，进行拆包开箱、计量点收、检查化验直到入库为止这一阶段占用资金的天数。

（3）整理准备日数。指原材料投入生产以前进行技术加工和生产准备所需要的日数。

（4）应计供应间隔日数。是由供应间隔日数与供应间隔系数所确定的天数。即：

$$\text{应计供应间隔日数} = \text{供应间隔日数} \times \text{供应间隔系数}$$

供应间隔日数是指前后两次供应材料的间隔时间。供应间隔日数的长短，取决于供货单位的供应周期和用料单位的采购周期。企业原材料往往由若干个单位供应，各个供应单位的供应数量和供应间隔期并不相同，此时，要根据各个供应单位的供应间隔日数，以及计划期供应量为权数，计算加权平均的供应间隔日数。

供应间隔系数是指用于压缩供应间隔日数的系数。原材料在在途、验收、整理准备时间内资金的占用量是不变的。但是，材料在供应间隔期即库存周转期内，资金占用量随着原材料投入生产而逐渐减少，到下次材料购进前夕，资金占用量达到最低点，待购入材料后，资金占用量又达到最高点，即原材料资金占用的数量是在最高点与最低点之间经常变动的。企业使用材料多达千百种，各种材料一般不会在同一时间都达到最高占用量，当一种材料处于最高占用量时，另一种材料可能处于最低占用量，因而，各种材料资金可以相互调剂使用。这样，在确定资金周转日数时，就不能按各种材料的供应间隔日数确定，而应根据各种材料的供应和使用情况，考虑资金调剂使用的可能性，将供应间隔日数打一个折扣，这个折扣就是每日平均库存周转储备占最高库存周转储备的比率，即供应间隔系数。其计算公式为：

$$\begin{aligned} \text{供应间隔系数} &= \frac{\text{平均每日库存周转储备额}}{\text{最高库存周转储备额}} \times 100\% \\ &= \frac{\text{各种材料每日库存周转储备额累计}}{\text{计划日数} \times \text{最高库存周转储备额}} \times 100\% \end{aligned}$$

上述计算过程比较复杂，在实际工作中一般都是根据影响供应间隔系数

的各项因素用主观判断法加以确定的。在确定时应遵循如下原则：原材料品种越多，资金相互调剂使用的可能性越大，供应间隔系数就越小；各种材料到货日期越分散，供应间隔系数就越小。

(5) 保险日数，指为防止原材料供应由于特殊原因偶然中断而建立的保险储备所占资金的日数。在确定保险日数时，主要考虑如下因素：材料货源是否充足；能否用其他材料代替；交通运输是否方便可靠；所供应的材料质量如何。

【例】某企业生产甲产品，每件需要A材料2千克，预计全年生产甲产品180000件，各月生产比较均衡。A材料的计划单价为5元/千克，预计在途日数为5天，验收日数为1天，供应间隔日数为20天，供应间隔系数为50%，整理准备日数为2天，保险日数为4天。则A材料占用资金的数额为：

$$\begin{aligned} \text{A材料} \\ \text{资金数额} &= \frac{180000}{360} \times 2 \times 5 \times (5 + 1 + 20 \times 50\% + 2 + 4) \\ &= 110000(\text{元}) \end{aligned}$$

储备资金中的燃料、包装物、修理用备件等占用资金的数额，也可以按上述方法来进行测算。如果占用量大，也可采用比例计算法、因素测算法加以确定。

### (三) 生产资金的测算

生产资金是指从原材料投入生产开始，直到产品制成人库为止的整个过程所占用的资金。生产资金主要指在产品占用的资金。在产品资金数额的计算公式为：

$$\text{在产品资金数额} = \text{在产品每日平均产量} \times \text{产品单位计划生产成本} \times \text{在产品成本系数} \times \text{生产周期}$$

1. 在产品每日平均产量。在产品每日平均产量，可根据生产计划中的计划产量与计划天数求得。

2. 产品单位计划生产成本。产品单位计划生产成本可从有关的成本计划中获得。

3. 在产品成本系数。生产费用在生产过程中是逐渐增加的，直到产品完工时，才形成完整的产品成本，因此，在整个生产过程中，实际每天占用的资金就不能按产品的单位计划生产成本计算，而应打一折扣，这个折扣就是在产品成本系数。在产品成本系数可按如下方式确定：

(1) 生产周期短，生产费用发生不规则，可以确定费用每日发生额的产品，按下列公式计算：

$$\text{本系数} = \frac{\text{生产周期中每天累计发生费用额的合计数}}{\text{产品单位计划工厂成本} \times \text{生产周期}} \times 100\%$$

(2) 生产一开始投入大量费用，随后陆续比较均衡地投入其他费用的产品，按下列公式计算：

$$\text{本系数} = \frac{\text{生产过程一开始投入的费用} \times 100\% + \text{随后陆续投入的费用} \times 50\%}{\text{产品单位计划工厂成本}} \times 100\%$$

(3) 生产过程比较复杂，原材料分次投入生产的产品，先按各生产阶段分别计算在产品成本系数，然后计算各阶段综合的在产品成本系数。其计算公式为：

$$\text{在产品成本系数} = \frac{\sum \text{各生产阶段在产品单位成本} \times \text{各生产阶段在产品成本系数} \times \text{各生产阶段生产周期}}{\text{产品单位计划工厂成本} \times \text{各阶段的生产周期之和}} \times 100\%$$

【例】某产品每日生产量、生产周期、各生产阶段费用发生情况如表 12—11 所示。

表 12—11

生产阶段	平均日产量 (台)	本阶段累计单位成本 (元)	在产品成本系数 (%)	生产周期 (天)
第一生产车间	12000	50	5	
半成品库	5	12000	100	2
第二生产车间	5	17000	60	8
半成品库	5	17000	100	2
第三生产车间	5	20000	80	3
合计				20

$$\begin{aligned} \text{该产品的在产品成本系数} &= \frac{12000 \times 50\% + 12000 \times 100\% \times 2 + 17000 \times 60\% \times 8 + 17000 \times 100\% \times 2 + 20000 \times 80\% \times 3}{20 \times 20000} \\ &= 54.4\% \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{该产品的资金占用额} &= 5 \times 20000 \times 54.4\% \times 20 \\ &= 1088000 \text{ (元)} \end{aligned}$$

#### (四) 产成品资金数额的测定

产成品资金是指产成品从制成入库开始，直到销售取得货款或结算贷款为止，整个过程所占用的资金。测算产成品资金数额的计算公式为：

$$\text{产成品资金数额} = \frac{\text{产成品每日平均产量} \times \text{产成品单位计划生产成本} \times \text{产成品资金周转日数}}$$

1. 计划期每日平均产量。计划期平均每日产量可根据生产计划和计划期天数来确定。也可以根据生产逐季增长的企业、季节性生产企业、生产均衡企业分别确定。

2. 产品单位计划生产成本。产品单位计划生产成本可从有关成本计划中获得。

3. 产成品资金周转日数。产成品资金周转日数是指产品从制成入库开始，直到销售取得货款或结算贷款为止所占用资金的日数，包括产成品储存日数、发运日数和结算日数。

(1) 产成品储存日数。是指从产品制成入库开始，到产品开始向购买单位发运为止所需要的日数，主要包括组织成批发运日数、选配日数和包装日数。

(2) 发运日数。是指从产品开始发运（运往车站、码头，机场）起，到取得运输凭证为止所需要的天数。这主要取决于企业距车站、码头、机场的远近和企业运输能力等因素。

(3) 结算日数。是指从取得运输凭证开始，直到取得货款或结算贷款为

止的日数。结算日数的长短，主要取决于销售的结算方式。

【例】某产品计划单位生产成本为 20000 元，每日平均产量为 5 台，预计产品储存日数为 5 天，发运日数为 2 天，结算日数为 3 天。

$$\begin{aligned} \text{该产品的产成品资金数额} &= 5 \times 20000 \times (5+2+3) \\ &= 1000000 \text{ (元)} \end{aligned}$$

#### (五) 存货资金计划的基本模式

根据以上方法测定资金数额以后，便可汇总填制存货资金计划表，确定企业存货占用资金的总额。在实际工作中，存货资金计划表的格式很多，其基本模式如表 12—12 所示。

存货资金计划表

表 12—12	19 × × 年	单位：元
项目	上年实际占用额	本年计划占用额
储备资金		8 0000
原材料		60000
燃料		10000
包装物		5000
低值易耗品		5000
生产资金		52000
在产品		30000
自制半成品	(略)	20000
待摊费用		2000
成品资金		25000
产成品		20000
外购商品		5000
存货资金占用合计		157000

### 三、存货控制

存货控制是指在日常生产经营过程中，按存货计划的要求，对存货的使用和周转情况进行的组织、调节和监督。存货控制的方法主要有如下几种：

#### (一) 存货的分级分口控制

存货的分级分口控制，是加强存货日常管理的一种重要方法。

这一管理方法包括如下三项内容：

1. 在厂长经理的领导下，财务部门对存货资金实行统一管理。

企业必须加强对存货资金的集中、统一管理，促进供、产、销互相协调，实现资金使用的综合平衡，加速资金周转，财务部门的统一管理主要包括如下几方面工作：(1) 根据国家财务制度和企业具体情况制定企业资金管理各种制度；(2) 认真核定各种资金占用数额，汇总编制存货资金计划；(3) 把有关计划指标进行分解，落实到有关单位和个人；(4) 对各单位的资金运用情况进行检查和分析，统一考核资金的使用情况。

2. 实行资金的归口管理。根据使用资金和管理资金相结合，物资管理和资金管理相结合的原则，每项资金由哪个部门使用，就归哪个部门管理。各项资金归口管理的分工一般如下：(1) 原材料、燃料、包装物等资金归供应

部门管理；(2)在产品和自制半成品归生产部门管理；(3)产成品资金归销售部门管理；(4)工具用具占用的资金归工具部门管理；(5)修理用备件占用的资金归设备动力部门管理。

3. 实行资金的分级管理。各归口的管理部门要根据具体情况将资金计划指标进行分解，分配给所属单位或个人，层层落实，实行分级管理。具体分解过程可按如下方式进行：(1)原材料资金计划指标可分配给供应计划、材料采购、仓库保管、整理准备各业务组管理；(2)在产品资金计划指标可分配给备车间、半成品库管理；(3)成品资金计划指标可分配给销售计划、仓库保管、成品发运各业务组管理。

### (二) 经济批量控制

经济批量是指一定时期储存成本和订货成本总和最低的采购批量。从前述存货成本构成中可知，储存成本的高低与采购量的多少成正比，订货成本的高低与采购量的多少成反比。采购批量增大，存货就增多，会使储存成本上升，但由于订货次数减少，又会使订货成本降低。反之，采购批量减少，可使储存成本降低，但又会使订货成本上升。经济批量控制的目标就是要寻找这两种成本合计最低的订购批量。

【例】某企业全年需要甲零件 1 200 件，每订购一次的订货成本为 400 元，每件年储存成本为 6 元。问最优经济采购批量是多少？

现根据以上资料，计算不同采购批量条件下的订货成本与储存成本合计数，见表 12—13。

表 12—13

采购批数(次)	1	2	3	4	5	6
采购批量(件) = 1200 ÷	1200	600	400	300	240	200
平均储存量(件) = ÷ 2	600	300	200	300	120	100
年储存成本(元) = × 6	3600	1800	1200	150	720	600
年订货成本(元) = × 400	400	800	1200	900	2000	2400
年总成本合计(元) = 十	4000	2600	2400	1600	2720	3000

从表 12—13 中可以看出，如每批采购 400 件，一年采购 3 次，则全年订货成本和储存成本合计最低，故 400 件为最优采购批量，即经济批量。

上面采用的是逐批测试法，比较麻烦，在实际工作中，可采用数学公式计算经济批量。

假设：A——全年需要量；  
Q——每批采购量；  
F——每批订货成本；  
C——每件年储存成本。

---

经济批量法是一种控制存货收发采购的比较好的方法，但这种方法也可以用于存货的规划。为便于集中讨论，有关经济批量问题均在日常控制中讨论。

$$\begin{aligned} \text{则 采购批数} &= \frac{Q}{A} \\ \text{平均库存量} &= \frac{Q}{2} \\ \text{全年订货成本} &= \frac{A}{Q} \cdot - \\ \text{全年平均储存成本} &= \frac{Q}{2} \cdot C \\ \text{全年总成本 (T)} &= \frac{Q}{2} \cdot C + \frac{A}{Q} \cdot F \end{aligned}$$

求T对Q的导数得：

$$\begin{aligned} T' &= \left( \frac{Q}{2} \cdot C + \frac{A}{Q} \cdot F \right)' \\ &= \frac{C}{2} - \frac{AF}{Q^2} \end{aligned}$$

$$\text{令 } T' = 0, \text{ 则 } \frac{C}{2} - \frac{AF}{Q^2} = 0$$

$$\text{经推导得经济批量：} \bar{Q} = \sqrt{\frac{2AF}{C}}$$

把上例资料代入公式得：

$$\bar{Q} = \sqrt{\frac{2 \times 1200 \times 400}{6}} = 400 \text{ (件)}$$

ABC 控制法是意大利经济学家巴雷特于 19 世纪首创的，以后经不断发展和完善，现已广泛用于存货管理、成本管理和生产管理。对于一个大型企业来说，常有成千上万种存货项目，在这些项目中，有的价格昂贵，有的不值几文，有的数量庞大，有的寥寥无几。如果不分主次，面面俱到，对每一种存货都进行周密的规划，严格的控制，就抓不住重点，不能有效地控制主要存货资金。

ABC 控制法正是针对这一问题而提出来的重点管理方法。运用 ABC 分析法控制存货资金，一般分如下几个步骤：

1. 计算每一种存货在一定时间内（一般为 1 年）的资金占用额。
2. 计算每一种存货资金占用额占全部资金占用额的百分比，并按大小顺序排列，编成表结。
3. 根据事先测定好的标准，把最重要的存货划为 A 类，把一般存货划为 B 类，把不重要的存货划为 C 类，并画图表示出来。
4. 对 A 类存货进行重点规划和控制，对 B 类存货进行次重点管理，对 C 类存货只进行一般管理。

【例】某企业共有 20 种材料，共占用资金 100000 元，按占用资金多少的顺序排列后，根据上述原则划分成 A、B、C 三类，见表 12—14。

表 12—14

材料品种 (用编号代替)	占用资金 数额(元)	类 别	各类存货所占的		各类存货占用资金的	
			种数(种)	比重(%)	数量(元)	比重(%)
1	500000	A	2	10	75000	75
2	25000					
3	10000	B	5	25	20000	20
4	5000					
5	2500					
6	1500					
7	1000					
8	900	C				
9	800					
10	700					
11	600					
12	500					
13	400					
14	300					
15	200					
16	190					
17	180					
18	170					
19	50					
20	10					
合计	10000		20	100	100000	100

表 12—14 中的各类材料资金占用情况，如图 12—3 所示。

把存货划分成 A、B、C 三大类，目的是对存货占用资金进行有效的管理。A 类存货种类虽少，但占用的资金多，应集中主要力量管理，对其经济批量要进行认真的规划，对收入、发出要进行严格的控制。C 类存货虽然种类繁多，但占用的资金不多，不必耗费大量人力、物力、财力去管，这类存货的经济批量可凭经验确定，不必花费大量时间和精力去进行规划和控制。B 类存货介于 A 类和 C 类之间，也应给予相当的重视，但不必像 A 类那样进行非常严格的控制。

图 12 3 ABC 分类图

#### (四) 挂签控制

这是一种传统的控制方法。对各主要存货都悬挂一张记载永续盘存记录的标签，这种标签实际上是载明各种信息的卡片，其中包括存货的名称、编号、经济批量、订货点、收入、发出、结存等基本资料。存货卡片的一般格式如表 12—15 所示。

在采用挂签制度时，无论是存货的收入还是发出，都要逐笔记录到卡片上，并随日结出数量。当结存数量达到订货点时，便发出定货通知。

这种方法简单易行，能随时观察到存货的收支结存数量，能及时组织定

货，有利于做好存货控制工作。但如存货较多，收发频繁，则工作量很大。

## 第十三章 流动负债管理

### 第一节 银行短期借款

银行短期借款又称银行流动资金借款，是企业为解决短期资金需求而向银行申请借入的款项，是筹集短期资金的重要方式。

#### 一、我国流动资金的管理体制

流动资金的管理体制对短期借款的种类和数量均有重要影响，因此，我们先介绍流动资金的管理体制。

##### （一）传统的流动资金管理体制及其缺点

1983 年以前，流动资金管理体制虽然经过多次变化，但除 1959—1961 年实行全额信贷、流动资金由银行统一管理外，基本上实行的是双轨供应，三家管理的流动资金管理体制。企业的流动资金分成定额流动资金和超定额流动资金两部分。定额流动资金由财政供应和管理，超定额流动资金全由银行供应和管理。由于财政下拨的资金主要是通过企业主管部门来具体实施，各主管部门都不同程度地参与企业的经营管理工作，形成了流动资金的双轨供应，三家管理的状况。这种流动资金的管理体制主要有以下缺点：

1. 企业对资金无偿使用，不承担任何经济责任，企业总是想方设法向国家多争取一些资金，造成资金周转缓慢和资金的严重浪费。

2. 定额多年不变，存在“死定额、活生产”的矛盾，影响了企业生产经营活动的正常进行。

3. 企业在流动资金管理方面缺乏必要的自主权，影响企业的自我完善和自我发展。

4. 当国家财政有困难时，就不能完全满足企业对资金的需求。

由于双轨制供应流动资金有以上弊端，因此，从 1983 年 7 月 1 日起，流动资金改由银行统一管理。

##### （二）银行统一管理流动资金的基本内容

银行统一管理流动资金的基本内容是：（1）原由财政拨付的企业国拨流动资金仍留企业使用，但由银行统一管理；（2）建立企业补充自有流动资金制度，要求企业从税后留利中拿出一定比例的资金，用于补充流动资金；（3）企业扩大生产经营所需要增加的流动资金，除企业自筹资金外，国家不再拨款，由银行贷款供应；（4）改进贷款方法，实行按销售收入资金率核定流动资金计划占用额和贷款额，加强信贷管理；（5）考核流动资金的使用情况，对流动资金周转快的企业实行利率“下浮”，对流动资金周转缓慢的企业实行利率“上浮”或“加息”办法；（6）新建、扩建企业所需要的铺底流动资金，原则上哪一级安排的基建投资，由哪一级安排解决。

流动资金由银行统一管理后，在一定程度上克服了原有资金供应制度上的缺点。其优点是：（1）企业要有偿使用资金，这能促进企业加强管理，节约使用资金，提高资金的利用效果；（2）把供应资金和管理资金结合起来，有利于加强对流动资金的管理；（3）强化银行与企业之间的信贷联系，有利于充分发挥信贷的经济杠杆作用。

##### （三）企业流动资金计划占用额的确定

银行统一管理流动资金后，采用销售收入资金率法来核定企业流动资金

的计划占用额。销售收入资金率法是用计划销售收入与核定的销售收入资金率来确定企业流动资金计划占用额的一种方法。其计算公式为：

$$\text{流动资金计划占用额} = \frac{\text{计划年度核定的销售收入}}{\text{销售收入}} \times \text{收入资金率}$$

销售收入资金率是一定时期产品销售收入与流动资金占用额的比率。它反映在一定时期内实现每一元销售额所需的流动资金，其计算公式为：

$$\text{销售收入资金率} = \frac{\text{流动资金平均占用额}}{\text{商品产品销售收入}} \times 100\%$$

核定的销售收入资金率是银行和企业经过详细计算后确定的。主要有两种方法：

1. 以上年实际销售收入资金率为基础来确定。计算公式为。

$$\text{核定的销售收入资金率} = \frac{\text{上年实际销售收入}}{\text{收入资金率}} \times (1 - \text{率压缩的}\%)$$

2. 以平均先进的销售收入资金率为基础来确定。计算公式为：

$$\text{平均的销售收入资金率} = \frac{\text{划期前三年实际销售收入资金率之和}}{3}$$

$$\text{平均先进的销售收入资金率} = \frac{\text{平均销售} + \text{三年中最先进的销售收入资金率}}{2}$$

$$\text{核定的销售收入资金率} = \frac{\text{平均先进的销售收入资金率}}{\text{销售收入资金率}} \times (1 - \text{率压缩的}\%)$$

## 二、银行短期借款的种类

企业的短期借款按其参与企业资金周转时间的长短和具体用途，可分为流动基金借款、生产周转借款，临时借款，结算借款和卖方信贷。

### (一) 流动基金借款

流动基金借款是企业核定流动资金计划占用额的基础上，由于自有流动资金不足规定的比例而向银行申请的借款。

这种借款具有短期周转长期占用的性质。企业申请流动基金借款的数量取决于上年定额流动资金平均占用额和自有流动资金的数额，可按下列公式计算：

$$\text{流动基金借款额} = \frac{\text{上年定额流动资金平均占用额}}{\text{规定的自有流动资金比率}} \times \text{自有流动资金}$$

### (二) 生产周转借款

生产周转借款是企业为满足生产周转的需要，在确定的流动资金计划占用额的范围内，弥补自有流动资金和流动基金借款不足部分而向银行取得的借款。核定的流动资金定额，扣除企业自有流动资金、流动基金借款和视同自有流动资金（定额负债）后的不足部分，通常为生产周转借款的数额。

### (三) 临时借款

临时借款是企业生产经营过程中由于临时性或季节性原因形成超定额物资储备，为解决资金周转困难而向银行取得的借款。

临时借款主要解决以下几种情况出现的资金需求：(1) 由于客观原因不能及时销售产品；(2) 原材料的季节性储备；(3) 进口物资集中到货；(4)

企业为发展名优产品进行横向联合时所需要的资金；(5) 其他在核定资金占用额时无法核定又确属银行支持的款项，如引进软件、购买外汇等款项。

#### (四) 结算借款

结算借款是企业采用托收承付结算方式向异地发出商品，在委托银行收款期间为解决在途结算资金占用的需要，以托收承付结算凭证为保证而向银行取得的借款。

#### (五) 卖方信贷

卖方信贷是企业采用赊销方式销售商品时，为解决因延期收款或分期付款占用的资金而向银行取得的借款，待购货单位支付货款后，归还借款的一种信用行为。这种借款方式实际上是银行用流动资金借款支持制造先进设备的卖方，并用赊销方式支持使用设备的买方，鼓励企业用技术先进的产品更新陈旧设备。企业申请卖方信贷必须符合下列条件：(1) 产品必须纳入国家计划，性能好，技术先进，符合技术改造、设备更新的要求；(2) 只能把产品销售给直接使用单位，不能赊给物资供应等经营单位；(3) 购买单位购买的设备必须是当年设备更新和技术改造计划之内需要的；(4) 购货单位必须有首期付款，并尽可能提高首期付款的比例。

### 三、流动资金借款的基本程序

银行流动资金借款的程序与银行长期借款的程序基本相同。现结合流动资金借款的特点，说明如下。

#### (一) 企业提出申请

向银行借入流动资金借款时，必须在批准的资金计划占用额范围内，按生产经营的需要，逐笔向银行提出申请。企业在申请书上应写明借款种类、借款数额、借款用途、借款原因、还款日期。另外，还要详细写明流动资金的占用额，借款限额，预计销售额、销售收入资金率等有关指标。

#### (二) 银行对企业申请的审查

银行接到企业提出的借款申请书后，应对申请书进行认真的审查。这主要包括如下几方面内容：

1. 审查借款的用途和原因，作出是否贷款的决策。
2. 审查企业的产品销售和物资保证情况，决定贷款的数额。
3. 审查企业的资金周转和物资耗用状况，确定借款的期限。

#### (三) 签定借款合同

为了维护借贷双方的合法权益，保证资金的合理使用，企业向银行借入流动资金时，双方应签定借款合同。借款合同主要包括如下四方面内容：

1. 基本条款。这是借款合同的基本内容，主要强调双方的权利和义务。具体包括借款数额、借款方式、款项发放的时间、还款期限、还款方式、利息支付方式，利息率的高低等。

2. 保证条款。这是保证款项能顺利归还的一系列条款。包括借款按规定的用途使用、有关的物资保证。抵押财产、担保人及其责任等内容。

3. 违约条款。这是对双方若有违约现象时应如何处理的条款。主要载明对企业逾期不还或挪用贷款等如何处理和银行不按期发放贷款的处理等内容。

4. 其他附属条款。这是与借贷双方有关的其他一系列条款，如双方经办人、合同生效日期等条款。

#### （四）企业取得借款

借款合同签定后，若无特殊原因，银行应按合同规定的时间向企业提供贷款，企业便可取得借款。

#### （五）企业归还借款

银行流动资金借款属于短期内借款，除流动基金贷款由于企业自有资金不足规定的比例，需长期占用外，生产周期借款最长不能超过一年，临时借款最长不超过6个月。所以，企业在借款时就应充分做好有关还款准备，认真筹措资金，按时归还流动资金借款，如因故不能如期还款，可向银行申请展期一次。

### 四、银行短期借款的优缺点

#### （一）银行短期借款的优点

1. 银行资金充足，实力雄厚，能随时为企业提供更多的短期贷款。对于季节性和临时性的资金需求，采用银行短期借款尤为方便。而那些规模大，信誉好的大企业，更可以用比较低的利率借入资金。

2. 银行短期借款具有较好的弹性，可在资金需要增加时借入，在资金需要减少时还款。

#### （二）银行短期借款的缺点

1. 资金成本较高。采用短期借款，成本比较高，不仅不能与商业信用相比，与短期融资券相比也高出许多。而抵押借款因需要支付管理和服务费用，成本更高。

2. 限制较多。向银行借款，银行要对企业的经营和财务状况调查以后才能决定是否贷款，有些银行还要对企业有一定的控制权，要企业把流动比率、负债比率维持在一定的范围之内，这些都构成了对企业的限制。

## 第二节 商业信用

商业信用是指商品交易中的延期付款或延期交货所形成的借贷关系，是企业之间的一种直接信用关系。商业信用是商品交易中钱与货在时间上的分离而产生的。它产生于银行信用之前，但银行信用出现之后，商业信用依然存在。

早在简单的商品生产条件下，就已出现了赊销赊购现象，到了商品经济发达的资本主义社会，商业信用得到广泛发展。西方一些国家的制造厂“家”和批发商的商品，90%是通过商业信用方式销售出去的。我国商业信用正日益广泛推行，形式多样，范围广阔，将逐渐成为企业筹集短期资金的重要方式。

### 一、商业信用的形式

利用商业信用融资，主要有以下几种形式。

#### （一）赊购商品

赊购商品是一种最典型、最常见的商业信用形式。在此种情况下，买卖双方发生商品交易，买方收到商品后不立即支付现金，可延期到一定时期以后付款。

#### （二）预收货款

在这种形式下，卖方要先向买方收取货款，但要延期到一定时期以后交货，这等于卖方向买方先借一笔资金，是另外一种典型的商业信用形式。通常，购买单位对于紧俏商品乐意采用这种形式，以便取得期货。另外，生产周期长。售价高的商品，如轮船、飞机等，生产企业也经常向订货者分次预收货款，以缓解资金占用过多的矛盾。

#### （三）商业汇票

商业汇票是指单位之间根据购销合同进行延期付款的商品交易时，开出的反映债权债务关系的票据。根据承兑人的不同，商业汇票可分为商业承兑汇票和银行承兑汇票。商业承兑汇票是指由收款人开出，经付款人承兑，或由付款人开出并承兑的汇票。银行承兑汇票是指由收款人或承兑申请人开出，由银行审查同意承兑的汇票。商业汇票是一种期票，是反映应付帐款和应收帐款的书面证明。对于卖方来说，它是一种短期融资方式。

### 二、商业信用条件

所谓信用条件是指销货人对付款时间和现金折扣所作的规定，如“2/10、n/30”，便属于一种信用条件。信用条件从总体上来看，主要有以下几种形式。

#### （一）预付货款

这是买方在卖方发出货物之前支付货款。一般用于如下两种情况：（1）卖方已知买方的信用欠佳；（2）销售生产周期长、售价高的产品。在这种信用条件下，销货单位可以得到暂时的资金来源。购货单位不但不能获得资金来源，却要预先垫支一笔资金。

#### （二）延期付款，但不提供现金折扣

在这种信用条件下，卖方允许买方在交易发生后一定时期内按发票面额支付货款，如“net45”，是指在45天内按发票金额付款。这种条件下的信

目期间一般为 30—60 天,但有些季节性的生产企业可能为其顾客提供更长的信用期间。在这种情况下,买卖双方存在商业信用,买方可因延期付款而取得资金来源。

### (三) 延期付款,但早付款有现金折扣

在这种条件下,买方若提前付款,卖方可给予一定的现金折扣,如买方不享受现金折扣,则必须在一定时期内付清帐款。如“2/10、n/30”便属于此种信用条件。西方企业在各种信用交易活动中广泛地应用现金折扣,这主要是为了加速帐款的收现。现金折扣一般为发票面额的 1—5%。

在这种条件下,双方存在信用交易。买方若在折扣期内付款,则可获得短期的资金来源。并能得到现金折扣;若放弃现金折扣,则可在稍长时间内占用卖方的资金。

## 三、现全折扣成本的计算

在采用商业信用形式销售产品时,为鼓励购买单位尽早付款,销货单位往往都规定一些信用条件,这主要包括现金折扣和付款期间两部分内容。如“2/10, /30”是指在 10 天之内付款,可享受 2%的现金折扣,若不享受现金折扣,货款应在 30 天内付清。如果销货单位提供现金折扣,购买单位应尽量争取获得此项折扣,因为丧失现金折扣的机会成本很高。可按下式计算:

$$\text{资金成本} = \frac{\text{CD}}{1 - \text{CD}} \times \frac{360}{\text{N}}$$

式中:CD——现金折扣的百分比;

N——失去现金折扣后延期付款天数。

如上例的资金成本应为:

$$\begin{aligned} \text{资金成本} &= \frac{2\%}{1 - 2\%} \times \frac{360}{20} \\ &= 36.73\% \end{aligned}$$

## 四、商业信用融资的优缺点

### (一) 商业信用融资的优点

1. 商业信用非常方便。因为商业信用与商品买卖同时进行,属于一种自然性融资,不用做非常正规的安排。

2. 如果没有现金折扣,或企业不放弃现金折扣,则利用商业信用集资没有实际成本。

3. 限制少。如果企业利用银行借款集资,银行往往对贷款的使用规定一些限制条件,而商业信用则限制较少。

### (二) 商业信用融资的缺点

商业信用的时间一般较短,如果企业取得现金折扣,则时间会更短,如果放弃现金折扣,则要付出较高的资金成本。

### 第三节 短期融资券

短期融资券又称商业票据、商业证券。短期融资券是由大型工商企业或金融企业所发行的短期无担保本票，是一种新兴的筹集短期资金的方式。

#### 一、短期融资券的发展过程

短期融资券源于商业票据。商业票据是一种古老的商业信用工具，产生于 18 世纪，它最初是随商品和劳务交易而签发的一种债务凭证。例如，一笔交易不是采用现金交易，而是采用票据方式进行结算，则当货物运走后，买方按合同规定的时间、地点、金额，开出一张远期付款的本票给卖方。卖方持有票据，直至到期日再向买方收取现金。这种商业票据是随商品、劳务交易而产生的商业信用。商业票据是一种双名票据，即票据上列明收款方和付款方的名称。持有商业票据的公司如在约定的付款期之前需要现金，可以向商业银行或贴现公司贴现。贴现是指持有商业票据的公司将票据出让给银行或贴现公司，后者按票面额扣取从贴现日到票据到期日期的利息后，将票面余额付给持票公司，待贴现的票据到期后，再持票向付款方索取票面款项。这种方式，使办理贴现的银行或贴现公司得到了利息，又收回了本金，是一种很好的短期投资方式。于是，有的投资人便比照这种贴现方式，从持票人手中买下商业票据，待票据到期后持票向付款方收回资金。有时，贴进票据的银行因为资金短缺，也将贴进的票据重新卖出，由新的购买人到期收取款项。

有些大公司发现了商业票据的这一特点，便凭借自己的信誉，开始脱离商品交易过程来签发商业票据，以筹措短期资金。本世纪 20 年代，美国汽车制造业及其他高档耐用商品开始兴盛，为增加销售量一般都采用赊销、分期付款等方式向外销售，这样在应收帐款上便进行了大量投资，从而感到资金不足，在银行借款受到多种限制的情况下，开始大量发行商业票据筹集短期资金。这样，商业票据与商品、劳务的交易相分离，演变成为一种在货币市场上融资的票据，发行人与投资者成为一种单纯的债务、债权关系，而不是商品买卖或劳务供应关系。商业票据上用不着再列明收款人，只须列明付款人，成为单名票据。为了与传统商业票据相区别，人们通常把这种专门用于融资的票据叫短期融资券或短期商业债券。

本世纪 60 年代以后，工商界普遍认为发行短期融资券向金融市场筹款，比向银行借款方便，利率也低，且不受银行信贷干预，因此，短期融资券数额急剧增加。以美国为例，1962 年 12 月仅有 60 亿美元，1985 年增至 3000 亿美元。本世纪 70 年代，集中于伦敦的欧洲短期融资券市场也开始形成，短期融资券市场不断扩大。目前，短期融资券已成为西方各类公司融通短期资金的重要方式。本世纪 80 年代中后期，我国有些企业为解决流动资金的不足，开始采用短期融资券筹集资金，这是我国流动资金管理方面的一项重大改革，对改变流动资金来源，加速资金周转，调整产业结构，优化资金投向，健全金融工具，完善债券市场都具有十分重要的意义。

#### 二、短期融资券的种类

按不同的标准，可对短期融资券作不同的分类。

（一）按发行方式，可分为经纪人代销的融资券和直接销售的融资券

经纪人代销的融资券又称间接销售融资券，它是指发行人将融资券卖给经纪人，然后由经纪人再卖给最终投资者。经纪人主要有银行、投资信托公司、证券公司等。企业委托经纪人发行融资券，要支付一定数额的手续费。

直接销售的融资券是指发行人直接把融资券销售给最终投资者。直接发行融资券的公司通常是经营金融业务的公司或自己有附属金融机构的公司。它们有自己的分支网点，有专门的金融人才，因此，有力量自己组织推销工作，从而节省了间接发行时应付给证券公司的手续费用。直接销售的融资券目前已占有相当大的比重。1986年8月，美国货币市场上的短期融资券，有46%是直接发行的。

(二) 按发行人的不同，可分为金融企业的融资券和非金融企业的融资券

金融企业的融资券主要是指由各大公司所属的财务公司、各种投资信托公司、银行控股公司等发行的融资券。这类融资券一般都采用直接发行方式。

非金融企业的融资券是指那些没有设立财务公司的工商企业所发行的融资券。这类企业一般规模不大，多数采用间接方式来发行融资券。

(三) 按融资券的发行和流通范围，可分为国内融资券和国际融资券

国内融资券是一国发行者在其国内金融市场上发行的融资券。发行这种融资券一般只要遵循本国法规和金融市场惯例即可。

国际融资券是一国发行者在其本国以外的金融市场上发行的融资券。发行这种融资券，必须遵循有关国家的法律和国际金融市场上的惯例。在美国货币市场和欧洲货币市场上，这种国际的短期融资券很多。

### 三、融资券的发行程序

企业发行短期融资券，一般要按如下程序进行。

(一) 公司作出决策，采用短期融资券方式筹资

公司财务人员对金融市场状况和企业筹资条件进行认真分析后，认为采用发行融资券筹资比较适合，于是提出申请，报总经理或董事会作出最后决策。

(二) 办理发行融资券的信用评级

信用评级是由专家、学者组成专门的机构，运用科学的综合分析方法，对企业的财务状况和信用情况进行评定和估价。自美国1909年穆迪公司开始评估业务以来，信用评估机构在帮助证券发行者顺利发行证券，对帮助投资者科学选择证券，对规范金融市场都起了十分重要作用。信用评估在我国还仅仅是一项刚刚起步的事业，1988年1月，由上海社会科学院牵头，经中国人民银行上海市分行批准组建的上海远东资信评估公司，是我国第一家由专家、学者组成的民间性质的信用评估机构。该公司的评估程序如下。

1. 申请评估的企业应与评估公司签订委托协议书，并按规定在3天内提供全部所需材料。

2. 协议书签订后，评估公司即组织高级经济师，注册会计师以及有关行业专家组成的评估小组，负责具体的评估工作，在若干天内进行调查和研究，写出评估报告。

3. 评估公司根据企业经营的业务性质，组织有关专家和部分评估委员对评估报告进行论证和审议，并实行定量计分的方式对该企业融资券的信用等级作出评定。

4. 评估公司在此基础上，进一步综合分析有关情况，并确定该企业的融资券等级。融资券等级一般分四等 7 个级别。它们是：A、A—1、A—2、A—3、B、C、D。各等级的含义分别是：A 级信用程度最好、风险最小，发展前景最好；A—1 信用程度好，风险很小，发展前景好；A—2 信用程度好，风险小，发展前景较好；

3. 审查会计报表的内容。这主要包括：审查会计报表是否经注册会计师签字；审查会计报表中的资金来源和资金占用是否合理；审查企业盈利情况如何；审查企业的主要财务比率是否健全。

4. 审查融资券的票面内容。融资券票面一般要载明如下内容：企业名称、住所；融资券票面金额；票面利率；还本期限和方式；利息支付方式；融资券的发行日期和编号；发行企业签章和企业法人代表签章等。

#### （五）正式发行融资券，取得资金

融资券经审查机关审查同意后，便可正式发行。如果企业自己直接发行，则需公告发行的数量、价格、时间等，以便让投资者了解一些基本情况。此后，投资人还要与发行人洽谈买卖条件，如果双方认为条件可以，则投资人买入融资券，发行人取得资金。

如果采用间接发行，则应按如下步骤来进行：（1）发行融资券的企业与经纪人协商融资券的有关事项，并签定委托发行协议；（2）经纪人按协议中的有关条件和承销方式，发布公告并进行其他宣传活动；（3）投资者购买融资券，资金存入经纪人帐户；（4）经纪人将资金划转发行融资券的企业的帐户中，并按协议中的规定处理未售完的融资券。

### 四、发行短期融资券的优缺点

#### （一）发行短期融资券的优点

1. 短期融资券筹资的成本低。在西方国家，短期融资券的利率加上发行成本，通常要低于银行的同期贷款利率，这是因为在采用短期融资券筹资时，筹资者与投资者直接往来，绕开了银行中介，节省了一笔原应付给银行的筹资费用。但目前我国短期融资券的利率一般要比银行借款利率高，这主要是因为我国短期融资券市场刚刚建立，投资者对短期融资券缺乏了解，随着短期融资券市场的不断完善，短期融资券的利率会逐渐接近银行贷款利率，直至略低于银行贷款利率。

2. 短期融资券筹资数额比较多。银行一般不会向企业贷放巨额的流动资金借款。比如，在西方，商业银行贷给个别公司的最大金额不能超过该公司资本的 10%。因而，对于需要巨额资金的企业，短期融资券这一方式尤为适用。

3. 短期融资券筹资能提高企业的信誉。由于能在货币市场上发行短期融资券的公司都是著名的大公司，因而，一个公司如果能在货币市场上发行自己的短期融资券，则说明该公司的信誉很好。

#### （二）发行短期融资券的缺点

1. 发行短期融资券的风险比较大。短期融资券到期必须归还，一般不会有延期的可能，到期不归还，会产生严重后果。

2. 发行短期融资券的弹性比较小。只有当企业的资金需求达到一定数量时才能使用短期融资券，如果数量小，则不宜采用短期融资券。另外，短期融资券一般不能提前偿还，因此，即使公司资金比较宽裕，也要到期才能还款。

3. 发行短期融资券的条件比较严格。并不是任何公司都能发行短期融资券，必须是信誉好、实力强、效益高的企业才能使用，而一些小企业或信誉不太好的企业则不能利用短期融资券来筹集资金。

## 第五篇 利润篇

利润是企业最终的财务成果，企业财务管理的目标就是在考虑风险的同时不断提高企业利润，增加企业价值。因此，利润管理也是财务管理的内容之一。本篇共分三章：第十四章是企业利润概述，主要介绍利润的作用、构成，企业销售利润，企业投资净收益、企业营业外收支净额等问题；第十五章是利润管理，主要介绍本量利分析、目标利润管理等提高利润的基本方法；第十六章是企业利润分配，主要介绍利润分配的内容、原则，利润分配的基本程序，股份制企业的利润分配等问题。

## 第十四章 企业利润概述

### 第一节 利润的作用与构成

利润是企业一定期间生产经营活动的最终成果，也就是收入与费用配比后相抵的差额，如果收入小于费用，其净额表现为亏损。

企业财务管理的目标是为了实现企业总价值的最大化，这就需要在考虑风险因素的同时，不断提高企业的盈利水平，增强企业的盈利能力。

#### 一、关于利润的几个概念

利润是一个应用十分广泛的概念，在不同情况下，含义也不完全一致，现介绍几个最常见的利润概念。

##### （一）总利润

总利润又称利润总额，是指企业在一定时期所获得的利润总额。利润总额由销售利润、投资净收益、营业外收支净额三部分构成，即

$$\text{利润总额} = \text{销售利润} + \text{投资净收益} + \text{营业外收支净额}$$

##### （二）毛利润

毛利润简称毛利，是销售收入减去销售成本后的净额，即

$$\text{毛利润} = \text{销售收入} - \text{销售成本}$$

毛利反映了产品售价和产品成本之间的差距。如果这一差距比较大，说明企业盈利能力比较强；如果这一差距小，表明企业盈利能力弱，处于一种很危险的状况，随时有被强大的竞争对手击败的危险。

##### （三）息前税前利润

息前税前利润又称息前税前盈余或税息前盈余，是指扣除利息费用和所得税之前的利润，也就是毛利与不包括利息的期间费用之差，即：

$$\begin{aligned} \text{息前税前利润} &= \text{毛利润} - \text{不包括利息的期间费用} \\ &= \text{税后利润} + \text{所得税} + \text{利息费用} \end{aligned}$$

息前税前利润能比较好地反映企业的盈利水平。由于它不受企业资金结构、所得税税率及其他有关因素的影响，能比较好地反映企业的经营管理水平，在企业财务管理中应予以特别的关注。

##### （四）税前利润

企业的利润总额扣除按规定可以扣减的项目后即为企业的税前利润，也就是息前税前利润扣除利息费用后的余额，即：

$$\text{税前利润} = \text{息前税前利润} - \text{利息费用}$$

税前利润是一个重要概念，它确定了企业交纳所得税的纳税基数。

##### （五）税后利润

税后利润又叫净利润或净利，是税前利润减去所得税后的余额，即

$$\text{税后利润} = \text{税前利润} - \text{所得税}$$

税后利润是归企业所有者的利润，在股份制企业中，就是归股东所有的利润，对实现所有者财富或股东财富最大化目标，具有十分重要的意义。

#### 二、利润的作用

搞好利润管理，不断提高企业的利润水平，无论对企业还是对国家，都

具有十分重要的意义。利润的作用主要表现在以下几个方面。

#### （一）利润是实现企业财务目标的重要保证

企业财务管理的目标是实现财富最大化，也就是要通过企业的合理经营，采用最优的财务政策，在考虑货币时间价值和风险报酬的情况下不断增加企业财富，使企业总价值达到最大。这一目标主要取决于两个方面：一是要不断提高企业的盈利水平；二是要不断降低企业的财务风险和经营风险。因此，在考虑风险因素的同时，不断提高企业的盈利水平，增加企业的投资报酬率，是实现企业财务目标的重要保证。

#### （二）利润是扩大再生产的重要来源

要尽快发展我国经济，提高我国的综合国力，必须有足够的资金。社会主义经济建设需要的大量资金，不能通过对内剥削、对外掠夺殖民地的办法来解决，也不能完全依靠外国贷款来解决，根本的办法是不断提高企业盈利水平，逐步积累经济建设所需资金。因此，只有增加企业利润，才能保证扩大再生产的资金需求，使国民经济更快地发展。

#### （三）利润是保证社会主义社会正常活动的必要条件

在社会主义社会中，除了直接从事物质资料生产的部门以外，还必须有经济管理、社会文教与行政国防等部门。这些部门不生产物质财富，其开支要依靠物质生产部门所积累的资金来解决。国家通过财政预算把企业利润的一部分集中起来，形成社会消费基金，然后将其中一部分用于经济管理、文教卫生、行政国防等支出。增加企业利润，为国家多积累资金，可以保证社会正常活动，加强精神文明建设，巩固国家政权。

#### （四）利润是人们物质文化生活水平不断提高的前提

不断提高人们的物质、文化生活水平，是社会主义生产的根本目的。只有企业的利润不断增加，企业才能拿出更多的资金用于增加工资，才能拿出更多的资金用于扩大职工集体福利和社会保险，提高企业职工的物质、文化生活水平。同时，也只有在企业利润不断增加的情况下，国家财政收入才能稳定增长，国家才能拿出更多的资金，用于提高非生产部门职工的工资，用于发展社会主义文化教育事业，从而提高广大人民群众的物质、文化生活水平。

### 三、利润的构成

利润是企业经营成果的集中体现，也是衡量企业经营管理业绩的最主要指标之一。过去，我国对利润及其构成缺乏规范化的规定，各行业计算利润的方式也存在较大差别。这不仅不利于财税部门对企业利润确定的监督，而且还因不同行业利润计算口径不一致而妨碍着利润指标的汇总和比较。为了克服上述缺点，在《企业财务通则》和分行业的财务制度中，对利润的构成进行了统一的规范。

企业利润一般包括营业利润、投资净收益和营业外收支净额三个部分。其具体构成情况可用图 14—1 来表示。

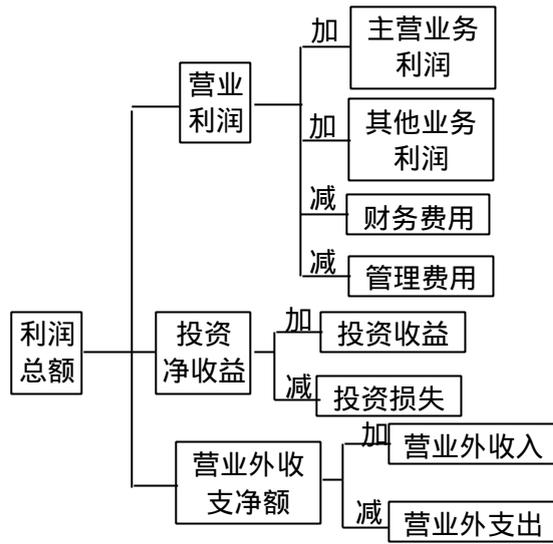


图 14 1 利润总额构成

## 第二节 销售利润

根据《企业财务通则》的规定，营业利润是指营业收入扣除成本、费用和各种流转税及附加税费后的数额。企业营业利润分成主营业务利润和其他业务利润。主营业务利润是企业经营的主要业务所产生的利润，其他业务利润是企业经营主要业务以外的业务活动所产生的利润。不同行业的企业主营业务不完全一样，商业企业的主要业务是销售商品，商品销售利润就是其主要业务利润；工业企业的主要业务是生产并销售产品，因而，产品销售利润就是其主要业务利润。下面以工业企业为例，说明销售利润的计算和确定。

$$\begin{aligned} & \text{销售利润} = \text{产品销售收入} + \text{其他销售收入} - \text{销售成本} - \text{销售费用} - \text{销售税金及附加} \\ & \text{产品销售利润} = \text{产品销售收入} - \text{产品销售成本} - \text{产品销售费用} - \text{产品销售税金及附加} \\ & \text{其他销售利润} = \text{其他销售收入} - \text{其他销售成本} - \text{其他销售税金及附加} \end{aligned}$$

从以上计算公式可以看出，要想掌握销售利润的计算，必须明确下列问题。

### 一、销售收入

销售收入是指企业销售产品或者提供劳务等取得的收入。销售收入是确定销售利润的基础。

#### （一）销售收入的分类

销售收入可以分成产品销售收入和其他销售收入。

产品销售收入包括销售产成品、自制半成品、提供工业性劳务等取得的收入。

其他销售收入包括材料销售、固定资产出租、包装物出租、外购商品销售、无形资产转让、提供非工业性劳务等取得的收入。

#### （二）销售收入的确认

工业企业生产经营活动所获得的收入，应当根据实现原则加以确认。实现原则是指应在企业售出产品或提供劳务时确定销售收入的实现。从理论上讲，实现原则由两项条件所决定：（1）与收入有关的交易行为已经发生或者商品的所有权已经转移；（2）收入的赚取过程实际上已经完成，或者已经取得在将来收取货款的权利。只有同时具备上述两点才可视为实现。为此，现行财务制度规定，企业一般于产品已经发出，劳务已经提供，同时收讫价款或取得收取价款的凭证时，确认销售收入的实现。

由于实践中销售的方式和结算方式种类较多，取得凭据的种类和时间各异，需要分别作出具体规定：（1）采用直接收款交货方式销售时，以货款已经收到，发票帐单和提货单已交给购货方，确认销售收入的实现；（2）采用委托银行收款的情况下，应在产品已经发出，已将发票、帐单和运输机构的提货单等全部有关单据提交银行，并办理托收手续后，作为销售收入的实现；（3）在委托其他单位代销产品的情况下，应在代销产品已经销出，并且收到代销单位的代销清单时，确认销售收入的实现；（4）采用分期收款方式销售时，以本期收到的价款或以合同约定的本期应收价款，确认销售收入的实现；（5）为其他单位加工、制造大型机器设备、船舶或提供劳务时，持续时间在一年以上的，按照完工进度或实际完成工作量，确认销售收入的实现。

### （三）销售收入的抵减项目

企业发生的销售退回、折让和折扣，冲减企业的销售收入。

1. 销售退回。在实际工作中，由于各种各样的原因，常发生购买者将企业已经销出的产品退回企业的现象。发生这种情况时，应由购销双方协商解决，如属重新调换同种商品的，不应作为销货退回处理，如确定作为销货退回，则应冲减当期销售收入。

2. 销售折扣。销售折扣是指销售单位依据购货方支付货款的时间或采购量的多少而给予购货方的一种价格优惠。销售折扣分商业折扣和现金折扣两种。商业折扣是指从商品价格单上规定的价格中扣减的一定数额，如大批量采购给予的批量折扣。现金折扣是企业为了鼓励顾客在一定期限内早付款而给予的折扣。例如，“2/10，n/30”指在10天之内付款，可享受2%的现金折扣，否则应在30天内按全额付款。

3. 销售折让。销售折让是指由于产品的质量、规格不符合规定的要求，销售单位同意在商品价格上给予的减让。由于销售折让不具备费用的性质，因此，应当将其作为收入的扣除项目。

企业的产品销售收入扣除以上三项后，便是产品销售净收入，即

$$\text{产品销售净收入} = \text{产品销售收入} - \text{销售退回} - \text{折扣} - \text{折让}$$

## 二、销售成本

销售成本是指为取得当期产品销售收入而发生的已售产品的实际生产成本。根据制造成本法的基本原理，产品成本包括直接材料、直接人工、其他直接支出和制造费用四个方面。

直接材料包括企业生产经营过程中实际消耗的原材料、辅助材料、备品配件、外购半成品、燃料、动力、包装物以及其他直接材料。

直接工资包括企业直接从事产品生产人员的工资、奖金、津贴和补贴。

其他直接支出包括直接从事产品生产人员的职工福利费等。

制造费用包括企业各个生产单位（分厂、车间）为组织和管理生产所发生的生产单位管理人员工资，职工福利费，生产单位房屋建筑物、机器设备等折旧费，原油储量有偿使用费，油田维护费，矿山维简费，租赁费（不包括融资租赁费），修理费，机物料消耗，低值易耗品，取暖费，水电费，办公费，差旅费，运输费，保险费，设计制图费，试验检验费，劳动保护费，季节性、修理期间的停工损失以及其他制造费用。

企业可以根据各种产品的销售数量和各种产品的单位成本计算确定销售成本，其计算公式为：

$$\text{销售成本} = \text{产品销售数量} \times \text{单位产品成本}$$

## 三、期间费用

期间费用是指与产品生产没有直接联系，而是与特定会计期间有直接联系的各种费用，包括销售费用，管理费用、财务费用。根据制造成本法的基本原理，期间费用不再分配计入产品成本，而是一次性从当期的收入或损益中予以扣除。

### （一）销售费用

销售费用是指企业在销售产品、自制半成品和提供劳务等过程中发生的各项费用以及专设销售机构的各项经费，包括应由企业负担的运输费、装卸费、包装费、保险费、委托代销手续费、广告费、展览费、租赁费（不含融资租赁费）和销售服务费用，销售部门人员工资、职工福利费、差旅费、办公费、折旧费、修理费、物料油耗、低值易耗品摊销以及其他经费。

#### （二）管理费用

管理费用是指企业行政管理部门为管理和组织经营活动的各项费用，包括公司经费，工会经费，职工教育经费。劳动保险费，待业保险费，董事会费，咨询费，审计费，诉讼费，排污费，绿化费，税金。土地使用费（海域使用费），土地损失补偿费，技术转让费，技术开发费，无形资产摊销，开办费摊销，业务招待费，坏帐损失，存货盘亏、毁损和报废（减盘盈）以及其他管理费用。

#### （三）财务费用

财务费用是指企业进行财务活动所发生的各项费用，包括企业生产经营期间发生的利息支出（减利息收入）、汇兑净损失、调剂外汇手续费、金融机构手续费，以及其他因理财活动而发生的费用。

### 四、销售税金及附加

销售税金是指在商品或劳务的销售过程中所课征的税。目前，我国企业的销售税金主要有增值税、消费税、营业税等。另外，还在上述税金的基础上征收城市维护建设税和教育费附加。现对增值税、消费税和营业税进行简要说明。

#### （一）增值税

增值税是以商品生产和流通中各环节的新增加价值或商品附加价值为征税对象的一种流转税。它克服了传统的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，始终保持同等的税收含量，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泛和收入及时、稳定的特点，从而体现了主体税制与市场经济体制相适应的原则。

我国过去曾试行过增值税，但由于我国过去试行的增值税征收范围只是局限于部分工业产品，并且税率档次设置过多，导致计税复杂、扣税失真等问题，其作用没有充分发挥。市场经济体制的确定对增值税的规范提出了迫切的要求，也创造了必要的条件。在 1993 年底的工商税制改革中增值税的改革被列为核心内容，除扩大征税范围外，还确定了如下两项制度：一是彻底简并税率，采取 17% 的基本税率加一档 13% 的低税率模式；二是严格执行凭发票所注明的税金进行税款扣抵的制度，确保收入的稳定和税负的连贯。为此，增值税要以不含税价为计税依据，要采用专用发票，除零售环节外，增值税发票上要分别注明税金和价款。当然，由于增值税要求比较严格的核算制度。不具备这方面条件的小规模经营者，按规定另外采用简便的征收办法，即与传统的流转税相同，按销售额和 6% 的征收率直接计算出应纳税款。

增值税的计算公式为：

$$\text{应纳税额} = \text{当期销项税额} - \text{当期进项税额}$$

因当期销项税额小于当期进项税额不足抵扣时，其不足部分可结转下期

继续抵扣。

纳税人销售货物或者应税劳务，按照销售额和规定税率计算并向购买方收取的增值税额，为销项税额。销项税额的计算公式为：

$$\text{销项税额} = \text{销售额} \times \text{税率}$$

纳税人购进货物或者购进应税劳务，所支付或负担的增值税额为进项税额。进项税额的计算方法有三：（1）根据从销售方取得的增值税专用发票上注明的增值税额计算；（2）根据从海关取得的完税凭证上注明的增值税额计算；（3）购进免税农业产品准予抵扣的进项税额，按照买价和 10% 的扣除率计算，其计算公式为：

$$\text{进项税额} = \text{买价} \times \text{扣除率}$$

## （二）消费税

消费税是对特定的消费品和消费行为征收的一种税。它具有以下一些特点：（1）它只是选择一部分消费品和消费行为征收；（2）它只是在消费品生产、流通或消费的某一环节征收，而不是在所有环节征收；（3）税率、税额具有差别性，也就是说，要根据不同消费品的种类、档次、结构、功能或消费品中某一成分的含量，以及市场供求状况、消费价格水平等情况，制定高低不同的税率、税额，如，《中华人民共和国消费税暂行条例》规定，甲类卷烟的税率为 45%，而贵重首饰的税率为 10%；（4）在征收方面上，既可以采取对消费品制定单位税额，依消费品的数量实行从量定额的征收方法，也可以采取对消费品或消费行为制定税率，依消费品或消费行为的价格实行从价定率的征收方法；（5）税负具有转嫁性，也就是说，消费税无论是在哪个环节征收，也无论是实行价内征收还是价外征收，消费品中所含的消费税款最终要转嫁到消费者身上，由消费者负担。

消费税的计算方法有以下两种：

在采用从价定率办法时，计算公式如下：

$$\text{应纳税额} = \text{销售额} \times \text{税率}$$

在采用从量定额办法时，计算公式如下：

$$\text{应纳税额} = \text{销售数量} \times \text{单位税额}$$

## （三）营业税

营业税是对商品流通环节的流转额和服务性业务收入征收的一种税。根据《中华人民共和国营业税暂行条例》的规定，在中国人民共和国境内提供有关劳务、转让无形资产或销售不动产的单位和个人，为营业税的纳税义务人。对下列行业提供的劳务或资产销售活动，都应征收营业税：（1）交通运输业；（2）建筑业；（3）金融保险业；（4）邮电通信业；（5）文化体育业；（6）娱乐业；（7）服务业；（8）转让无形资产；（9）销售不动产。最高税率为 20%，最低税率为 3%。

营业税的计算公式为：

$$\text{应纳税额} = \text{营业额} \times \text{适用税率}$$

### 第三节 投资净收益和营业外收支净额

在企业利润总额中，除了销售利润外，还包括投资净收益和营业外收支净额两部分，这两部分内容也要合理加以确定。

#### 一、投资净收益

投资净收益是指投资收益扣除投资损失后的数额。

##### （一）投资收益

投资收益包括对外投资分得的利润、股利和债券利息，投资到期收回或者中途转让取得款项高于帐面价值的差额，以及按照权益法核算的股权投资在被投资单位增加的净资产中所拥有的数额等。

##### （二）投资损失

投资损失包括投资到期收回或者中途转让取得款项低于帐面价值的差额，以及按照权益法核算的股权投资在被投资单位减少的净资产中所分担的数额等。

#### 二、营业外收支净额

营业外收支净额是指营业外收入扣除营业外支出以后的差额，是构成利润总额的一个重要部分。

##### （一）营业外收入

营业外收入是指与企业生产经营活动没有直接关系的各种收入。营业外收入并不是由企业经营资金耗费所产生的，它实际上是一种纯收入，不可能也不需要与有关费用配比。因此，在财务管理中，应当严格区分营业外收入与营业收入的界限。营业外收入主要包括：固定资产盘盈、处理固定资产收益、罚款净收入、因债权人原因确实无法支付的应付款项等。

##### （二）营业外支出

营业外支出是指不属于企业生产经营费用，与企业生产经营活动没有直接关系，但按照有关规定从企业实现的利润总额中列支的有关支出。营业外支出包括：固定资产盘亏、报废、毁损和出售的净损失，非季节性和非修理期间的停工损失，职工子弟学校经费和技工学校经费，非常损失，公益救济性捐赠，赔偿金，违约金等。

## 第十五章 企业利润管理

### 第一节 本量利分析

加强对利润的管理，对顺利实现财务管理目标，不断提高利润水平，具有十分重要的意义。利润管理一般包括如下三方面内容：（1）分析成本、业务量、利润之间的关系，确定影响利润的基本因素；（2）对目标利润进行合理的规划和控制，保证企业利润目标的实现；（3）寻找增加利润的各种途径，不断提高企业利润水平。

本量利分析法是研究成本、业务量和利润三者之间关系的一种重要方法，它可以帮助企业财务管理人员顺利地找到降低成本，增加利润的途径。本量利分析法是建立在成本按习性分类基础上的，为此，先介绍成本分类的有关问题。

#### 一、成本按习性的分类

所谓成本习性，是指成本与业务量之间的依存关系。根据成本的习性对成本进行分类，对于正确地进行财务决策，有十分重要的意义。按成本的习性可以把成本划分为固定成本、变动成本和混合成本三类。

##### （一）固定成本

凡总额在一定时期和一定业务量范围内不受业务量增减变动影响而固定不变的成本，叫固定成本。属于固定成本的主要有折旧费、租金、保险费、管理人员工资、办公费等，这些费用每年的支出水平基本相同，在产销量变动的一定范围内是固定的。正是由于这些成本是固定不变的，因而，随着产量的增加，意味着它将分配给更多数量的产品，也就是说，每单位固定成本，将随产量的增加而逐渐变小。

固定成本还可进一步区分为约束性固定成本和酌量性固定成本两类：

1. 约束性固定成本。约束性固定成本属于企业“经营能力”成本，是企业为维持一定的业务量所必须负担的最低成本。厂房、机器设备折旧，不动产捐税，保险费等都属于这类成本。企业的经营能力一经形成，在短期内很难有重大改变，因而这部分成本具有很大的约束性，管理当局的决策行动不能轻易改变其数额。要想降低约束性固定成本，只能从合理利用经营能力人手。

2. 酌量性固定成本。酌量性固定成本是属于企业“经营方针”成本，即根据企业经营方针由管理当局确定的一定时期（通常为一年）的成本。广告费、研究与开发费、职工培训费等都属于这类成本。这些成本的支出，是可以随企业经营方针的变化而变化的。一般在一个预算年度开始，管理当局要根据企业的经营方针和财务状况，斟酌这部分成本的开支情况。因此，要降低酌量性固定成本，就要在预算时精打细算，合理确定这部分成本的数额。

应当提出的是，固定成本总额只是在一定时期和业务量的一定范围内是保持不变的。这里所说的一定范围，通常为相关范围。超过了相关范围，固定成本也会发生变动。所以，所谓固定成本，必须和一定时期、一定业务量联系起来进行分析，从较长的时间来看，所有的成本都在变化，没有绝对不变的固定成本。

##### （二）变动成本

凡总额同业务量的总量成同比例增减变动的成本，叫变动成本，直接材料、直接人工等都属于变动成本。但从产品的单位成本来看，则恰好相反，产品单位成本中的直接材料、直接人工将保持不变。

与固定成本相同，变动成本也要研究“相关范围”问题，也就是说，只有在一定的范围之内，产量和成本才能完全成同比例变化，即完全的线性关系，超过了一定范围，这种关系就不存在了，例如，当一种新产品还是小批量生产时，由于生产还处于不熟练阶段，直接材料和直接人工耗费可能较多，随着产量的增加，工人对生产过程逐渐熟练，可使单位产品的材料和人工费用降低。在这一阶段，变动成本不一定与产量完全成同比例变化，而是表现为小于产量增减幅度。在这以后，生产过程比较稳定，变动成本与产量成同比例变动，这一阶段的产量便是变动成本的相关范围。然而，当产量达到一定程度以后，再大幅度增产可能会出现一些新的不利因素，使成本的增长幅度大于产量的增长幅度。

### （三）混合成本

有些成本虽然也随业务量的变动而变动，但不成同比例变动，不能简单地归入变动成本或固定成本，这类成本称为混合成本。混合成本按其业务量的关系又可分为半变动成本和半固定成本。

1. 半变动成本。这是混合成本的基本类型，它通常有一个初始量，类似固定成本，在这个初始量的基础上随产量的增长而增长，又类似于变动成本。例如，在租用机器设备时，有的租约规定租金按两种标准计算：（1）年支付租金数额（固定部分）；（2）每运转一小时支付租金数额（变动部分）。

2. 半固定成本，这类成本随产量的变化而呈阶梯形增长，产量在一定限度内，这种成本不变，当产量增长到一定限度后，这种成本就跳跃到一个新的水平，化验员、质量检查人员的工资都属于这类成本。

综上所述，成本按习性分类可用图 15—1 来说明。

### （四）总成本习性模型

从以上分析我们知道，成本按习性可分成变动成本、固定成

#### 图 15—1 成本按习性的分类

本和混合成本三类，但混合成本又可以按一定方法分解成变动成本和固定成本，这样，总成本习性模型可用下式表示。

$$y=a+bx$$

式中：y——总成本；

a——固定成本；

b——单位变动成本；

x——产量。

显然，若能求出公式中 a 和 b 的值，就可以利用这个直线方程来进行成本预测、成本决策和其他短期决策，所以，总成本习性模型是一个非常重要的模型。

## 二、成本的分解

成本按习性分类，是适应企业财务决策的一种特殊分类方法。但传统会计核算并不区分变动成本与固定成本，这就需要采取适当的方法，把成本分为固定成本和变动成本两部分，这叫做成本的分解。对成本进行分解可采用

如下方法。

(一) 高低点法

根据历史资料中产量最高期和最低期的成本数据，来分解成本的方法，叫高低点法。其基本公式为：

$$b = \frac{y_2 - y_1}{x_2 - x_1}$$

$$a = y_2 - bx_2$$

或  $a = y_1 - bx_1$

式中：b——单位变动成本；

a——固定成本；

$y_1$ ——最低产量期成本；

$y_2$ ——最高产量期成本；

$x_1$ ——最低产量；

$x_2$ ——最高产量。

以上公式的推导过程为：

设：最低产量期的成本为：

$$y_1 = a + bx_1 \quad (1)$$

最高产量期的成本为：

$$y_2 = a + bx_2 \quad (2)$$

式(2)减式(1)得：

$$y_2 - y_1 = b(x_2 - x_1)$$

$$b = \frac{y_2 - y_1}{x_2 - x_1}$$

求出b后，由式(1)可得：

$$a = y_1 - bx_1$$

由式(2)可得：

$$a = y_2 - bx_2$$

【例】东风机械制造厂1—5月份产量和成本的关系如表15—1所示，试根据此资料用高低点进行成本分解。

表 15—1

月份	产量 ( $x_i$ ) ( 万件 )	成本 ( $y_i$ ) ( 万元 )
1	8	60
2	7	68
3	8	71
4	9	76
5	10	80
合计	40	355

在东风厂的资料中，最低产量期是1月份，最高产量期是5月份，把这两个月的资料代入公式，得：

$$b = \frac{y_2 - y_1}{x_2 - x_1} = \frac{80 - 60}{10 - 6} = 5(\text{万元})$$

$$a = y_2 - bx_2 = 80 - 5 \times 10 = 30(\text{万元})$$

用高低点法来分解成本十分简单，但由于选用的资料有限，因而计算的结果不是很准确。

### (二) 回归直线法

根据若干历史时期产量和成本的历史资料，运用最小二乘法算出最能代表产量和成本关系的回归直线，并据此确定成本的固定部分和变动部分的方法，叫回归直线法。

【例】现仍以东风机械厂的资料为例说明如下：

1. 根据直线  $y = a + bx$  和一组观测值（假设为  $n$  个），建立一组决定回归直线的联立方程：

$$\begin{cases} y_i = na + b x_i \\ x_i y_i = a x_i + b x_i^2 \end{cases}$$

2. 将表 15—1 的资料，经过加工整理列成表 15—2，求出月份

$$x_i, \quad y_i, \quad x_i y_i, \quad x_i^2$$

表 15—2

月份	产量 ( $x_i$ )	成本 ( $y_i$ )	$x_i y_i$	$x_i^2$
1	6	60	360	36
2	7	68	476	49
3	8	71	568	64
3	8	71	684	81
4	9	76	684	81
5	10	80	800	100
n=5	$x_i = 40$	$x_i = 355$	$x_i y_i = 2888$	$x_i^2 = 330$

3. 将表 15—2 合计行的数字代入公式，得：

$$\begin{cases} 355 = 5a + 40b \\ 2888 = 40a + 330b \end{cases}$$

解此方程组得：

$$a = 32.6(\text{万元})$$

$$b = 4.8(\text{万元})$$

当然，也可根据上述公式事先推导出求  $a$  和  $b$  的公式：

$$\left\{ \begin{aligned} a &= \frac{\sum x_i^2 \sum y_i - \sum x_i \sum x_i \cdot \sum y_i}{n \sum x_i^2 - (\sum x_i)^2} \\ b &= \frac{\sum y_i - na}{\sum x_i} \end{aligned} \right.$$

或

$$\left\{ \begin{aligned} b &= \frac{n \sum x_i \cdot y_i - \sum x_i \cdot \sum y_i}{n \sum x_i^2 - (\sum x_i)^2} \\ a &= \frac{\sum y_i - b \sum x_i}{n} \end{aligned} \right.$$

回归直线法利用了离差平方和最小的原理，计算结果比较准确，但计算的工作量较大。随着电子计算机的推广与普及，这种方法的应用将会越来越广泛。

### 三、本量利分析的基本原理

本量利分析的基本原理包括基本概念和基本模型两个方面。

#### (一) 本量利分析的基本概念

本量利分析中所涉及的基本概念主要包括如下一些。

1. 量。这里的量是指产量或销售量，一般都假定产销量相等。销售量有销售数量 (Q) 和销售收入 (S) 两种表示方法。

2. 价格。这里的价格是指销售单价，我们用 (a) 来表示。

3. 成本。这里的成本是指总成本 (C)，当然，总成本包括变动成本 (V) 和固定成本 (F) 两部分。即

$$\text{成本 (C)} = \text{变动成本 (V)} + \text{固定成本 (F)}$$

与成本有关的概念还有：

单位变动成本 (v) 是单位产品中的变动成本数额。单位变动成本与变动成本总额的关系是：

$$\text{变动成本 (V)} = \text{单位变动成本 (v)} \times \text{销售量 (Q)}$$

变动成本率 (v') 是变动成本占销售收入的百分比，或单位变动成本占售价的百分比。即

$$\text{变动成本率 (v')} = \frac{\text{变动成本 (V)}}{\text{销售收入 (S)}} = \frac{\text{单位变动成本 (v)}}{\text{单价 (a)}}$$

4. 利润。本量利分析中的利润一般是指营业利润，用 (P) 来表示。

$$\begin{aligned} \text{利润 (P)} &= \text{销售收入 (S)} - \text{总成本 (C)} \\ &= S - V - D \end{aligned}$$

5. 边际贡献。边际贡献 (M) 是销售收入减去变动成本后差额。即

$$\text{边际贡献 (M)} = \text{销售收入 (S)} - \text{变动成本 (V)}$$

与边际贡献有关的概念还有：

单位边际贡献 (m) 是售价减去单位变动成本后的差额。

$$\begin{aligned} \text{单位边际贡献 (m)} &= \text{售价 (a)} - \text{单位变动成本 (v)} \\ &= \frac{\text{边际贡献 (M)}}{\text{销售数量 (Q)}} \end{aligned}$$

边际贡献率 (m') 是边际贡献占销售收入的百分比。

$$\begin{aligned}\text{边际贡献率 (m)} &= \frac{\text{边际贡献 (M)}}{\text{销售收入 (S)}} \\ &= \frac{\text{单位边际贡献 (m)}}{\text{售价 (a)}}\end{aligned}$$

## (二) 本量利分析的基本模型

根据以上基本概念，可以得出本量利分析的两个最基本模型：边际贡献模型和利润模型。

1. 边际贡献模型。边际贡献模型有两个，即边际贡献和边际贡献率。

$$\begin{aligned}\text{边际贡献} &= \text{销售收} - \text{变动成本} \\ &= (\text{售价} - \text{单位变动成本}) \times \text{销售量} \\ &= \text{单位边际贡献} \times \text{销售量}\end{aligned}$$

即

$$\begin{aligned}M &= S - V \\ &= (a - v) \cdot Q \\ &= m \cdot Q\end{aligned}$$

$$\begin{aligned}\text{边际贡献率} &= \frac{\text{边际贡献}}{\text{销售收入}} \\ &= 1 - \frac{\text{变动成本}}{\text{销售收入}} \\ &= 1 - \text{变动成本率}\end{aligned}$$

或

$$\begin{aligned}\text{边际贡献率} &= \frac{\text{单位边际贡献}}{\text{单价}} \\ &= 1 - \frac{\text{单位变动成本}}{\text{售价}} \\ &= 1 - \text{变动成本率}\end{aligned}$$

用字母表示为：

$$m' = \frac{M}{S} = 1 - \frac{V}{S} = 1 - v'$$

或

$$m' = \frac{m}{a} = 1 - \frac{v}{a} = 1 - v'$$

【例】中大公司生产甲产品，销售量为 100 件，售价为 10 元/件，单位变动成本为 4 元/件，固定成本为 300 元，则销售收入为 1000 元，变动成本为 400 元，总成本 700 元。试根据前述公式计算边际贡献和边际贡献率。

$$\begin{aligned}M &= 1000 - 400 \\ &= (10 - 4) \times 100 \\ &= 6 \times 100 \\ &= 600 (\text{元})\end{aligned}$$

$$m' = \frac{600}{1000} = 1 - \frac{400}{1000} = 1 - 0.4 = 0.6$$

$$m' = \frac{6}{10} = 1 - \frac{4}{10} = 1 - 0.4 = 0.6$$

2. 利润模型。利润模型是本量利分析中的最重要模型，以后大部分模型都是由此模型推导出的。利润模型也有两个，即用销售量表示的利润模型和用销售收入表示的利润模型。

$$\begin{aligned}\text{利润} &= \text{销售收入} - \text{总成本} \\ &= \text{销售收入} - \text{变动成本} - \text{固定成本} \\ &= \text{边际贡献} - \text{固定成本} \\ &= (\text{售价} - \text{单位变动成本}) \times \text{销售量} - \text{固定成本} \\ &= \text{单位边际贡献} \times \text{销售量} - \text{固定成本}\end{aligned}$$

即

$$\begin{aligned}P &= S - C \\ &= S - V - F \\ &= M - F \\ &= (a - v)Q - F \\ &= mQ - F\end{aligned}$$

【例】把前例中的大公司的资料代入得：

$$\begin{aligned}P &= 1000 - 900 \\ &= 100 - 400 - 300 \\ &= 600 - 300 \\ &= (10 - 4) \times 100 - 300 \\ &= 6 \times 100 - 300 \\ &= 300(\text{元})\end{aligned}$$

$$\begin{aligned}\text{利润} &= \text{边际贡献} - \text{固定成本} \\ &= \text{边际贡献率} \times \text{销售收入} - \text{固定成本} \\ &= (1 - \text{变动成本率}) \times \text{销售收入} - \text{固定成本}\end{aligned}$$

即

$$\begin{aligned}P &= M - F \\ &= m' S - F \\ &= (1 - v') \cdot S - F\end{aligned}$$

【例】把上例中大公司的资料代入，得：

$$\begin{aligned}P &= 600 - 300 \\ &= 0.6 \times 1000 - 300 \\ &= (1 - 0.4) \times 1000 - 300 \\ &= 300(\text{元})\end{aligned}$$

#### 四、本量利分析的应用

本量利分析在企业财务管理中应用非常广泛，现介绍几种简单的应用情况。

##### (一) 确定盈亏分界点

盈亏分界点是既没有利润也没有亏损时的销售量或销售额，也就是说，当销售量在此点时，企业的利润等于零。盈亏分界点模型是本量利分析中的一个非常重要的模型，企业在规划目标利润，控制利润完成情况，估计经营风险时都需要这一模型。

假设利润模型中的利润(P)为零，经过移项推导则得到盈亏分界点销售量(Q<sub>0</sub>)和盈亏分界点销售收入(S<sub>0</sub>)两个模型。

$$Q_0 = \frac{F}{m} = \frac{F}{a-v}$$

$$S_0 = \frac{F}{m'} = \frac{F}{1-v'}$$

【例】把中大公司的资料代入公式，得：

$$Q_0 = \frac{300}{6} = \frac{300}{10-4} = 50 \text{ (件)}$$

$$S_0 = \frac{300}{0.6} = \frac{300}{1-0.4} = 500 \text{ (元)}$$

### (二) 预测业务量

在企业的目标利润已经确定的情况下，就应该测算为完成目标利润应实现的业务量，如销售收入或销售量。

把利润模型移项后，可得实现目标利润的销售量 ( $Q_i$ ) 和销售收入 ( $S_i$ ) 两个模型。

$$Q_i = \frac{P+F}{a-v} = \frac{P+F}{m}$$

$$S_i = \frac{P+F}{1-v'} = \frac{P+F}{m'}$$

根据中大公司的资料，并假设目标利润为 150 元。则：

$$Q_i = \frac{150+300}{10-4} = \frac{150+300}{6} = 75 \text{ (件)}$$

$$S_i = \frac{150+300}{1-0.4} = \frac{150+300}{0.6} = 750 \text{ (元)}$$

### (三) 确定安全边际

在企业财务管理中，必须考虑风险问题。安全边际和安全边际率就是测算企业风险的两个指标。安全边际是实际业务量与盈亏分界点业务量之差，安全边际率则是安全边际占实际业务量的百分比。

【例】根据前例中大公司的资料及有关计算结果可知，中大公司的实际销售量 ( $Q$ ) 为 100 件，盈亏分界点销售量 ( $Q_0$ ) 为 50 件，实际销售收入 ( $S$ ) 为 1000 元，盈亏分界点销售收入 ( $S_0$ ) 为 500 元，这样，我们可以计算出用销售数量表示的安全边际 ( $Q$ ) 和安全边际率 ( $Q'$ )，用销售收入表示的安全边际 ( $S$ ) 和安全边际率 ( $S'$ )。

安全边际 = 实际业务量 - 盈亏分界点业务量

$$Q = Q - Q_0 \\ = 100 - 50 = 50 \text{ (件)}$$

$$S = S - S_0 \\ = 1000 - 500 = 500 \text{ (元)}$$

$$\text{安全边际率} = \frac{\text{安全边际}}{\text{实际业务量}}$$

$$Q' = \frac{Q}{Q} = \frac{50}{100} = 50\%$$

$$S' = \frac{S}{S} = \frac{500}{1000} = 50\%$$

安全边际数额越大，安全边际率越高，企业越安全，风险越小。一般而言，当安全边际率大于 40% 时，很安全，而安全边际率小于 10% 时，则风险较大。安全边际率在 40—10% 之间，要根据企业的具体情况，来判断风险程度。

## 第二节 目标利润管理

### 一、目标利润管理概述

目标利润是企业事先确定，要在一定时间内努力实现的利润。它可以是某一产品所要实现的利润，也可以是企业所要实现的全部利润。

#### (一) 目标利润的特点

企业所确定的目标利润一般具有如下特点：

1. 目标利润具有可行性。目标利润的可行性是指目标利润绝不是高不可攀的，而是经过努力是可以实现的利润水平。也就是说，根据企业现有的内部条件和所处的外部环境，只要不断加强管理，努力开拓，厉行节约，目标利润是能实现的。

2. 目标利润具有科学性。目标利润的科学性是指目标利润不是主观臆断的，而是要通过搜集整理大量资料，经过可行性研究，以可靠的数据为基础，采用科学的方法来制定的。

3. 目标利润具有激励性。目标利润的激励性是指目标利润必须能够激发广大职工的积极性，使职工要想完成目标利润，必须积极努力，而不是随随便便能完成。

4. 目标利润具有统一性。统一性是指目标利润必须与企业财务管理的总体目标保持协调统一，也就是在追求目标利润的时候，必须要考虑到由此带来的风险的大小，要杜绝只顾增加利润，不顾风险大小的错误倾向。

#### (二) 目标利润管理的作用

目标利润管理是一种科学的管理方法，对提高利润水平具有重要作用。这是因为：

1. 通过制定合理的目标利润，并把这一指标进行分解，落实到责任单位或个人，并配合有关奖励制度，可充分调动职工降低成本的积极性，从而达到降低成本、增加利润的目的。

2. 在目标利润的执行过程中，可不断地把目标利润与实际利润进行对比，发现差异，及时采取有效措施组织企业收入，控制成本费用开支，提高企业利润水平，保证目标利润的实现。

3. 目标利润管理，把利润管理工作由事后管理转向事前规划和事中控制，开拓了降低成本的新途径。

### 二、目标利润的确定

进行目标利润管理的关键是正确确定目标利润水平。确定目标利润的方法很多，现介绍其中最主要的方法。

#### (一) 利润率确定法

利润率确定法是根据各种利润率和其他相关指标来确定目标利润的一种方法。我国目前主要有两种形式：一是根据企业占用的资金和资金利润率来确定；二是根据销售收入和销售利润率来确定。它们的计算公式分别是：

$$\text{目标利润} = \frac{\text{预计资金}}{\text{占用额}} \times \frac{\text{目标资金}}{\text{利润率}}$$

$$\text{目标利润} = \frac{\text{预计销售收入}}{\text{销售收入}} \times \frac{\text{目标销售}}{\text{利润率}}$$

这里，预计资金平均占用额和预计销售收入是根据资金或销售预测的数

据来确定的。目标资金利润率或目标销售利润率，则根据企业的历史资料 and 现实条件，参考同行业的先进水平来确定。

### (二) 递增率确定法

递增率确定法是根据企业的基期利润和利润递增比率来确定目标利润的一种方法。其计算公式是：

$$P_n = P_0 \times (1 + i)^n$$
$$= P_0 \times FVIF_{i,n}$$

式中： $P_n$  第  $n$  期的目标利润；

$P_0$  基期利润；

$i$  利润的递增比率；

$n$  利润递增的期数；

$FVIF_{i,n}$  复利终值系数。

【例】某企业 1993 年利润是 100 万元，该企业的利润每年递增 10%，试分别确定 1994 年、1995 年、1996 年的目标利润。

由上述公式可知，1994、1995、1996 年的目标利润分别为：

$$P_1 = 100 \times (1 + 10\%)^1$$
$$= 100 \times FVIF_{10\%,1}$$
$$= 100 \times 1.100$$
$$= 110 \text{ (万元)}$$

$$P_2 = 100 \times (1 + 10\%)^2$$
$$= 100 \times FVIF_{10\%,2}$$
$$= 100 \times 1.210$$
$$= 121 \text{ (万元)}$$

$$P_3 = 100 \times (1 + 10\%)^3$$
$$= 100 \times FVIF_{10\%,3}$$
$$= 100 \times 1.331$$
$$= 133.1 \text{ (万元)}$$

### (三) 定额确定法

定额确定法是根据某一利润定额来确定目标利润的一种方法。一般在以下几种情况下使用：

1. 市场竞争激烈，企业生产任务不足，销售收入低于上年，企业必须保持上年（或一定）的利润水平时，可把上年（或一定）的利润水平作为目标利润。

2. 如果企业实行了某种形式的经济责任制（例如利润承包或者厂长、经理的任期目标责任制），则可以把利润承包数或是把任期的利润指标作为目标利润数。

## 三、实现目标利润的对策

企业的目标利润确定后，就要采取一系列增收节支的措施，保证目标利润的实现。为实现目标利润所采取的对策可分为单项对策和综合对策两个方面，现分述如下：

### (一) 实现目标利润的单项对策

### 1. 增加销售数量或销售金额。

【例】庆华公司生产甲产品，售价为每件 20 万元，单位变动成本为每件 16 万元，固定费用总额为 2000 万元，甲产品预计销售 550 件，企业确定的目标利润为 500 万元，问能否实现？如果不能实现，销售量和销售金额应分别达到多少才能实现目标利润。

根据本量利分析的基本模型可知：

$$\begin{aligned} P &= (a-v)Q - F \\ &= (20-16) \times 550 - 2000 \\ &= 200 \text{ (万元)} \end{aligned}$$

在目前情况下，企业只能实现 200 万元利润，达不到预定要求，必须采取对策。

下面计算为实现目标利润应完成的销售量和销售额。

$$\begin{aligned} Q_i &= \frac{P+F}{a-v} \\ &= \frac{500+2000}{20-16} = 625 \text{ (件)} \\ S_i &= \frac{P+F}{1-v'} = \frac{P+F}{1-\frac{v}{a}} \\ &= \frac{500+2000}{1-\frac{16}{20}} \\ &= 12500 \text{ (万元)} \end{aligned}$$

因此，庆华公司若要实现目标利润，必须使销售量增加到 625 件，销售收入增加到 12500 万元。

### 2. 提高销售价格。

【例】在前面庆华公司的实例中，准备通过提高售价来实现 500 万元的目标利润，如果其他因素均无变化，问售价应提高多少？

由本量利基本模型可知：

$$a = (a-v) \times Q - F$$

经过移项简化后：

$$a = (P+F+vQ) / Q$$

把庆华公司的资料代入，得：

$$\begin{aligned} a &= (500+200+550 \times 16) / 550 \\ &= 20.55 \text{ (万元/件)} \end{aligned}$$

因此，庆华公司若要实现目标利润，必须使价格提高到 20.55 万元/件。

### 3. 降低单位变动成本。

【例】在前例中，庆华公司准备通过降低变动成本来实现 500 万元的目标利润，在其他因素不变的情况下，问单位变动成本应降低多少？

由公式  $P = (a-v)Q - F$  可得

$$v = (aQ - P - F) / Q$$

把庆华公司的数据代入，得：

$$\begin{aligned} v &= (20 \times 550 - 500 - 2000) / 550 \\ &= 15.45 \text{ (万元/件)} \end{aligned}$$

因此，庆华公司若要实现目标利润，必须使单位变动成本降到 15.45 万元/件。

#### 4. 降低固定成本。

【例】在前例中，庆华公司准备通过降低固定成本来实现 500 万元的目标利润，在其他因素不变的情况下，问固定成本应降低多少？

由公式  $P = (a - v)Q - F$  可得

$$F = (a - v)Q - P$$

把庆华公司人资料代入，得：

$$\begin{aligned} F &= (20 - 16) \times 550 - 550 \\ &= 1700 (\text{万元}) \end{aligned}$$

因此，庆华公司若要实现目标利润，必须使固定成本降低到 1700 万元。

#### (二) 实现目标利润的综合对策

以上分析的是为了实现目标利润，各有关因素单一变动的情况。但在实际工作中，企业为了实现目标利润，往往采用多种办法和措施，那么，应测算采取这些措施后，企业目标利润是否能完成。若完成了，则应进一步测算完成的幅度，若完不成，则应测算还应采取什么办法，才能确保目标利润的实现。

【例】华南制造厂生产甲产品，目前每件售价为 50 元，单位变动成本为 30 元，固定成本为 200000 元，目前年产销量为 12000 件，年实现利润 40000 元。现该厂确定下年度的目标利润为 50000 元，该厂经调查后发现，甲产品属于紧俏产品，销售不成问题，但要增加产量，该厂必须对原有设备进行更新，这样就要增加固定成本 100000 元，但变动成本却可降低到每件 25 元，产销量可增加到 15000 件，问在此种情况下能否保证实现 50000 元的目标利润。

根据本量利分析的公式可知：

$$\begin{aligned} P &= (a - v)Q - F \\ &= (50 - 25) \times 15000 - (200000 + 100000) \\ &= 75000 (\text{元}) \end{aligned}$$

通过上述测算可知，华南厂更新设备后，虽然固定成本有所提高，但却降低了单位变动成本，同时又提高了产量，所以能保证目标利润的实现。

### 四、目标利润的控制

企业实行目标利润制度的目的是为了不断提高利润水平，在目标利润的执行过程中，必须进行认真控制。目标利润的控制主要包括以下几个方面。

#### (一) 合理分解目标利润

目标利润的分解是目标利润管理的一个重要方面。利润分解通常是把企业的目标利润在各利润中心之间进行分配。所谓利润中心，是指既对成本负责，又要对收入和利润负责的责任中心。利润中心有自然的和人为的两种。在外界市场上销售产品或劳务，取得收入，给企业带来利润的利润中心，是自然利润中心。在企业内部按着企业内部转移价格出售产品的利润中心，是人为的利润中心。通过对目标利润的分解，能使各责任中心都明确自己的目标，对充分调动各责任单位的积极性，保证企业总的目标利润的实现，具有重要意义。

#### (二) 利润差异的分析

目标利润经过分解后，在实际执行过程中就可以将目标利润与实际利润不断进行对比分析，发现差异，并认真分析差异形成的原因。例如，假设利润的减少是因为原材料费用上升引起的，这就要分析产生差异的具体原因。一般而言，引起原材料费用的超支有两方面原因：材料价格因素和材料耗用数量。价格因素的变化可能是因为市场价格发生变化，也可能是因为采购人员失职，盲目采购了质次、价高的材料。影响耗用量变化的因素也很多，如材料使用不当，损失浪费，废品增多等。诸如此类问题，都要进行深入细致的分析。

### （三）采取调整措施

当实际利润和目标利润出现差异后，为了保证目标利润的实现，必须采取相应的调整措施。调整的方面很多，但可概括为如下两个方面：修正目标利润和调整经济活动。

1. 修正目标利润。目标利润一经确定，就要保持相对稳定，所以，修正目标利润并不是经常采用的措施。但在执行过程中如发现新的问题，出现了原来没有考虑到的新情况，目标利润已变得不合理，这时便要及时地对目标利润进行修正，以保证目标利润的先进性和合理性。

2. 调整经济活动。如果目标利润仍然合理，只是在实际执行中出现了偏差，这就要调整当前的经济活动。例如，如果是采购人员盲目采购质次价高材料，使材料费用升高，利润减少，那么，在今后材料采购过程中就要货比三家，深入分析研究，合理采购。总之，要通过对经济活动的调整，保证目标利润的实现。

### 第三节 提高利润的对策

企业为了实现目标利润，必须采取必要的措施，来不断地提高企业的利润水平，这就必须在生产经营中做出一系列正确的决策，这方面的决策主要包括如下几方面。

#### 一、亏损产品是否应停产的决策

由于某些原因，企业的某种产品发生了亏损，那么是不是亏损产品必须立即停止生产呢？答案是否定的。这要运用本量利分析法，看亏损产品是否会提供边际贡献。只要亏损产品的边际贡献为正数，就不该下马，如为负数，才可考虑是否停产。

【例】卫国公司生产甲、乙、丙三种产品，其销售量、成本、利润等有关资料如表 15—3、15—4 所示。

表 15—3

	甲	乙	丙
销售量(件)	100	200	50
售价(元)	50	15	40
单位变动成本(元)	30	10	30
固定成本总额(元)	3000(按产品销售收入的比重进行分配)		

表 15—4

单位：元

	甲	乙	丙	合计
销售收入	5000	3000	2000	10000
变动成本	3000	2000	1500	6500
边际贡献	2000	1000	500	3500
固定成本	$3000 \times \frac{5}{10} = 1500$	$3000 \times \frac{3}{10} = 900$	$3000 \times \frac{2}{10} = 600$	3000
利润(+)	500	100	-100	500
亏损(-)				

从下面的资料中可看出，丙产品亏损 100 元，但如果不生产丙产品，企业的多余生产能力就要闲置起来，问是否应停止生产丙产品。

从表 15—4 中看到，丙产品虽然不能获利，但还提供着 500 元的边际贡献，能弥补一定的固定成本支出。如果停止生产，将丧失 500 元的边际贡献，而固定成本并不减少，因而，不应停产丙产品。下面用总量决策法来验证，见表 15—5。

	甲	乙	合计
销售收入	5000	3000	8000
变动成本	3000	2000	5000
边际贡献	2000	1000	3000
固定成本	$3000 \times 5/8 = 1875$	$3000 \times 3/8 = 1125$	3000
利润(+)	125		0
亏损(-)	-125		

把表 15—4 和表 15—5 进行对比可以证明，停止丙产品的生产会使企业的利润由 500 元降到零，因而，不能停止丙产品的生产。

当然，如果丙产品停产后的生产能力可以用于其他方面，那就要看提供的边际贡献能否超过丙产品的边际贡献，只有超过丙产品的边际贡献，才能停止生产丙产品，否则应继续生产丙产品。

## 二、零配件是自制还是外购决策

在专业化协作迅速发展的今天，企业很少能把所有的零配件都由自己生产。对于既可自制，也可外购的零配件，企业就面临着是自制还是外购的决策问题。现举例加以说明。

【例】某企业每年需要甲零件 500 个，如果外购，其价格为 14 元/个，如果自制，可利用企业多余生产能力，与其他产品一起分摊企业固定成本，否则多余生产能力也不能做其他利用，自制的单位变动成本为 12 元/个，单位固定成本为 3 元/个。问甲零件是自制还是外购？

用差量决策法进行分析见表 15—6。

差量成本	自制	外购	差量
自制差量成本	$500 \times 12 = 6000$		
外购差量成本		$500 \times 14 = 7000$	
自制的差量利润			1000

在此问题中，由于自制是利用企业多余生产能力，因而，企业的固定成本不会因外购而减少，也不会因自制而增加。所以，在决策时可以不考虑固定成本问题，而只进行自制的单位变动成本与外购单价比较即可。其决策规则是：自身的单位变动成本大于外购单价时，应该外购，而自制的单位变动成本小于外购单价时，应该自制。

## 三、半成品是进一步加工，还是立即出售的决策

上面分析的是采购与生产相结合的决策问题。在许多企业中，还会遇到生产出的半成品是立即出售还是进一步加工以后再出售的问题，即把生产和销售联系起来进行分析。

是否应进一步加工，要看进一步加工后的收入是否超过加工成本，也要用差量决策法来进行分析。

【例】假设某企业生产甲产品 1000 件，单位成本为 20 元，售价为 25 元，如果进一步加工为乙产品，价格可提高到 30 元，但每件产品需要追加单位变动成本 2 元，并需追加 2000 元的专属固定成本。试作出是生产甲产品就出售还是进一步加工成乙产品的决策。

下面用增量决策法来进行决策。

$$\text{增量收入} = (30 - 25) \times 1000 = 5000 \text{ (元)}$$

$$\text{增量成本} = 2 \times 1000 + 2000 = 4000 \text{ (元)}$$

$$\text{增量利润} = 5000 - 4000 = 1000 \text{ (元)}$$

进一步加工成乙产品后，有增量利润 1000 元，故应进一步加工成乙产品。

#### 四、特殊情况下的定价决策

这里所说的特殊情况主要是指企业有多余生产能力没有被充分利用，市场需求发生特殊变化、企业遇到强劲的竞争对手等三种情况，研究这些特殊情况下的定价问题，对企业来说是十分重要的。

在上述情况中，如果按全部成本为基础来作出定价决策，往往会出现失误，最科学的方法是以变动成本为基础来定价，其定价原则可用如下模式来说明：

变动成本  $\Rightarrow$  最低价格

固定成本 }  $\Rightarrow$  价格的弹性范围

利 润 }

目标售价  $\Rightarrow$  最高价格

这一模式表明，在遇到特殊情况时，管理当局可以根据具体情况，把价格定在最高价格和最低价格之间，而并不一定使价格高于企业的全部成本。

如果企业有多余生产能力，暂时又不能作为其他利用，此时临时订货的价格，只要略高于单位变动成本，就能给企业带来利益，因为在固定成本没有变化情况下增加边际贡献，也就等于增加利润。如果企业遇到较强的竞争对手时，为了增加产品的竞争能力，也可以以变动成本为基础而把价格暂时定在全部成本之下。如果市场上某产品需要突然减少，迫使企业不得不降价出售时，只要价格略高于变动成本就能补偿一部分固定成本，比完全停产损失要小些。现举例说明如下。

【例】大华工厂生产甲产品，现在年销售量为 100 件，但企业的生产能力为 150 件，闲置 50 件的生产能力。企业甲产品的正常售价为 20 元，单位变动成本为 12 元，固定成本总额为 400 元，单位固定成本为 4 元，单位成本为 16 元。现在有客户前来洽谈业务，要以 15 元/件的价格采购 40 件产品，问应否接受这笔业务。

从例题的资料中得知，这笔订货的价格高于变动成本 3 元，因此，能给企业带来边际贡献 120 元 ( $3 \times 40$ )。在不增加固定成本的情况下增加边际贡献，也就等于增加了利润，故应接受这笔订货。

如果按传统方法来分析，接受这笔订货会减少企业利润，因为价格低于单位成本 1 元 ( $15 - 16$ )，40 件共亏 40 元，利润减少 40 元。这是错误的。下面用总量分析法加以证明。

根据本量利分析中的利润模型可知：

$$P_1 = (20 - 12) \times 100 - 400 = 400 (\text{元})$$

接受这笔订货前的利润是：

$$P_2 = (20 - 12) \times 100 + (15 - 12) \times 40 - 400 \\ = 520 (\text{元})$$

也就是说，接受这笔订货能增加 120 元的利润，因此，要接受这笔订货。

### 五、最优利润水平决策

前面在应用本量利分析法进行利润预测时，假定收入线和成本线都呈直线，这在短期内销售变化不大，价格也比较稳定的情况下是成立的。但如果涉及的时间比较长，预期销售量会随价格的变化而变化，那就会使收入线（有时也会使成本线）呈曲线状态。这时就应利用数学微分法，确定有关产品实现最大利润的产销数量。

【例】某企业生产甲产品，年产量为  $X$ （单位：百台），总成本为  $C$ （单位：万元），其中固定成本为 2 万元，每生产 100 台，成本增加 1 万元，市场上每年只能销售此种产品 400 台。其销售收入  $R$  是  $X$  的函数：

$$R = 4X - \frac{1}{2}X^2 \quad 0 \leq X \leq 4$$

问每年生产多少台利润最大？

从已知条件可知，总成本为：

$$C = 2 + X$$

利润应为：

$$P = R - C \\ = 4X - \frac{1}{2}X^2 - 2 - X \\ = 3X - \frac{1}{2}X^2 - 2$$

求  $X$  对  $P$  的导数得：

$$P' = 3 - X$$

令  $P' = 0$  得：

$$X = 300 (\text{台})$$

即生产 300 台时能获最大利润：

$$P = 3 \times 3 - \frac{1}{2} \times 3^2 - 2 = 2.5 (\text{万元})$$

以上情况可用图 15 2 加以说明。

图 15 2 利润与销售量的关系

### 六、风险情况下的利润决策

在前面进行利润决策分析时，假定成本、价格、收入等诸因素都是确定的，但实际情况并非如此。企业生产经营过程中的销售价格，单位变动成本、固定成本和销售量等都可能存在多种可能性，也就是说存在一定的风险。为了更准确地进行利润决策，必须应用概率决策法进行深入具体的分析。

【例】某企业甲产品的正常销售量为 8000 件，其他有关资料见表 15—7

所示。该企业为甲产品确定的目标利润是 10000 元，问能否实现。

表 15—7

销售价格(元)	概率	单位变动成本(元)	概率	固定成本(元)	概率
10	0.8	4	0.7	30 000	0.9
		5	0.2		
9	0.2	6	0.1	36000	0.1

在这种情况下，可通过编制概率分析表来进行决策，详见表 15—8。

通过上述计算表明，甲产品最有可能实现的利润是 12608 元，因此，有可能实现 10000 的目标利润。

### 七、不确定情况下的利润决策

所谓不确定性决策，是指未来情况很不明确，只能预测有关因素可能出现的状况，但其概率是不可预知的决策。

如果一个方案在任何可能出现的状况下都比其他方案有利，这个方案当然立即就会选中，不必经过专门的决策分析。表 15—9 中的 A 方案便属于此种情况。如果某一方案在任何可能出现的状况下都比不过其他方案，这个方案应立即排除，表 15—9 中的 C 方案便属于此种情况。

表 15—9

单位：万元

方案	销售状况		
	好	一般	不好
A	1000	800	600
B	800	700	550
C	600	300	100

但在不确定性决策中，上述两种情况并不多见，最常见的是各方案在可能出现的不同状况下各有长短，不易一眼辨认。这就需要特定方法进行决策。

【例】某公司准备生产一种新产品，共有三个不同方案，在销路好坏不同的情况下，各方案可能取得的利润见表 15—10。问应采用哪个方案？

这种情况下的决策通常有三种方法，现分述如下

#### (一) 最大最小收益值法

最大最小收益值法也叫最大最小法或小中取大法。是把各个方案的最小收益值都计算出来，然后取其最大者的一种决策方法。这里的收益通常是指利润、边际贡献，有时也指净现值或投资报酬率。

表 15 10

单位：万元

方案	销路		
	好	一般	不好
	( 1 )	( 2 )	( 3 )
A	46	30	14
B	36	28	18 #
C	60*	22	-2

在表 15—10 的三个方案中，三个方案的最小收益值都列示在第三栏（销路不好）中，分别为 14 万元、18 万元和 -2 万元。其中最大的是 B 方案 18 万元，在采用最大最小收益值法进行决策时，便选取 B 方案，已作符号“#”表示选中。可见，这是一种比较稳健的决策方法。

### （二）最大最大收益值法

最大最大收益值法又称大中取大法，是把各个方案的最大收益值都计算出来，然后取其最大者的一种决策方法。

在表 15—10 中，三个方案的最大收益值都列示在第一栏（销路好的一栏）中，分别为 46 万元、36 万元和 60 万元。其中最大的是 C 方案 60 万元。在采用大中取大法时，应选用 C 方案，已作符号“\*”表示选中，这是一种富有冒险精神的决策方法。

### （三）最小最大后悔值法

最小最大后悔值法又称大中取小法，是把各个方案的最大后悔值都计算出来，然后取其最小者的一种决策方法。所谓后悔值，是指各方案的最大收益值超过某一方案收益值的差额。后悔值表示如果选错方案的话，将会受到的损失。可能出现几种情况，每个方案都相应地有几个后悔值，其中必有一个是最大的。所谓最小最大后悔值法，就是将各方案的最大后悔值进行比较，把其中最小的那个方案作为最优方案。

【例】下面仍以表 15—10 中的资料为例，说明最小最大后悔值法的分析程序。

1. 确定最大收益值。在最大收益值旁作符号“ ”，见表 15—11。

表 15 11

单位：万元

方案	销路		
	好	一般	不好
	( 1 )	( 2 )	( 3 )
A	46	30	14
B	36	28	18
C	60	22	-2

2. 计算后悔值。第一栏（销路好）各方案的后悔值的计算过程为：

$$A \text{ 方案的后悔值} = 60 - 46 = 14$$

$$B \text{ 方案的后悔值} = 60 - 36 = 24$$

$$C \text{ 方案的后悔值} = 60 - 60 = 0$$

用同样方法，可以计算出第二、三栏的后悔值

3.列表对比各方案的后悔值，见表 15—12。

表 15 11 单位：万元

方案	销路			最大 后悔值
	好	一般	不好	
A	14	0	4	14*
B	24	2	0	24
C	0	8	20	20

在三个方案的最大后悔值分别是 14 万元、24 万元和 20 万元中，最小的是 A 方案的 14 万，所以应选用 A 方案。

## 第十六章 利润分配

### 第一节 利润分配概述

企业的利润分配，关系到国家能否足额征收所得税，投资人的合法权益是否得到保护，还关系到企业能否长期、稳定地发展，因此，做好利润分配工作具有十分重要的意义。

#### 一、利润分配的基本内容

利润分配是指将企业实现的利润在国家、企业法人、企业所有者之间进行分配的过程。一般而言，利润分配包括如下两个方面的内容。

##### （一）企业和国家的利润分配

国家作为社会管理者，为了保证国家机器的正常运转，要以政权为依据，对各类企业征收所得税，以便用于经济管理、社会文教与行政国防等部门。因此，企业所实现的利润，首先要按税法的规定，计算并交纳所得税。这是进行利润分配的第一步。

##### （二）向企业所有者分配利润

企业所实现利润依法纳税后，即为企业的税后利润。企业的所有者，要以所有权为依据，参加企业的利润分配，以便获得投资报酬。按目前我国财务制度，企业所实现的税后利润，应当按国家的有关规定和企业董事会的决议，提取各种公积金和公益金，然后才能向投资者分配利润。当然，对于已实现但尚未分配的利润，应当结转到下一个财务年度，与下一年的利润一起进行分配。

#### 二、我国利润分配制度的演变

利润分配制度是指企业实现的利润，如何进行分配的有关规定。过去，我国国有企业占主导地位，因此，利润分配的规定也都是针对国有企业作出的，现以国有企业为例，来说明我国利润分配制度的演变。

建国以来，国营工业企业利润分配制度经历了多次变化，其目的主要在于要探索一种适合我国国情的利润分配制度，把国家、企业、职工三者的利益处理好，以利于调动各方面的积极性，推动社会生产的发展，提高经济效益。但是由于受整个经济指导思想的影响，使国营企业利润分配制度的建立和实行，受到很大的干扰，走了一段不必要的弯路。了解我国国有企业利润分配制度的演变情况，将有助于总结经验、吸取教训，使我国的利润分配制度日益完善。

1978年以前，在高度集中的财务管理体制下，我国国有企业的利润分配，曾实行过奖励基金、超计划利润分成、利润留成等办法，总的来说企业留利很少。从1978年起，随着经济体制的改革，逐步扩大了企业经营自主权，实行了多种形式的利润分配制度，现简介如下。

##### （一）企业基金制度

企业基金制度从1978年开始试行，1979年做了适当改进，其基本内容是：

1. 凡全面完成国家规定的产量、质量、利润、供货合同四项指标的企业，可按职工全年工资总额的5%提取企业基金。没有全面完成四项指标，但完

成利润指标的企业，可按工资总额的 1.25% 得取，在此基础上，每多完成一项指标，可多提 1.25% 的企业基金。没有完成利润指标的，以及因经营不善发生计划外亏损的企业，都不能提取企业基金。

2. 为调动企业增产节约、增加利润的积极性，企业还可以从增长利润（即当年利润超过上年利润的数额）中按国家对不同行业分别规定的不同比例提取一部分企业基金。

3. 企业基金主要用于举办职工集体福利设施、发放职工劳动竞赛奖金和改进生产技术措施等项开支。

## （二）利润留成制度

从 1979 年下半年起，为了适应扩大企业经营自主权的要求，在国有企业逐步推行了利润留成制度。

最初提出的利润留成办法是按企业实现的利润总额和核定的比例计算，因此称为全额利润留成。全额利润留成办法，由于在核定利润留成比例时是以各企业原有的利润额为基数的，留成比例核定后，不管计划内的利润或超计划利润，均按一个比例统一计算。但因各个企业原来的经营管理水平的差异，使它们原有的利润基数大小不一样，增加利润的潜力也不同。在核定比例时，原来经营管理差的企业，利润基数小，定的比例就会大，而其增加利润的潜力也大，从增加利润中所得到的好处就大；原来经营管理好的企业利润基数大，计算的比例就小，从增加的利润中所得到的好处就小。这就出现了所谓“鞭打快牛”现象，造成企业间的苦乐不均。

为了克服这种不合理的现象，国家又提出实行基数利润留成和增长利润留成的办法。这种办法就是将企业的利润留成，按基数利润和增长利润分别计算。基数利润就是相当于核定比例所依据的基年利润，对这一部分利润，分别按各个企业的利润基数核定其留成比例。增长利润就是当年利润比上年增加的那一部分利润，对增长利润，由国家分别按行业规定其留成比例。由于对基数利润和增长利润，分别核定和规定不同的留成比例，这就较好地照顾了原来利润基数不同的企业的利益，使它们既能通过基数利润，保持原来的“既得利益”，又能使企业从增长的利润中得到大体相同（从比例上看）的好处。

核定基数利润留成比例时，即应根据利润基数，分别计算生产发展基金的比例（包括原来的新产品试制费、国家拨给的科研经费和职工技术培训费部分），职工福利基金的比例（原从成本中提取的职工福利基金和提取的企业基金的 80%），职工奖励基金的比例（原从成本中开支的奖金和提取的企业基金的 20%）。实际提取的基数利润留成额就按此比例计算，形成企业的生产发展基金、职工福利基金、职工奖励基金。增长利润留成额用于发展生产的部分不得少于 60%，用于职工福利设施和职工奖金的部分不得超过 40%。

按着利润留成制度，企业必须完成产量、品种、质量、成本、利润五项计划指标，才能按照规定的留成比例提取全部利润留成资金。五项指标中，每少完成一项，扣减其应提利润留成的 8%，如果企业五项指标都没有完成，在扣减利润留成的 40% 后，仍可提留 60% 的利润留成资金。这是因实行利润留成制度以后，企业的职工福利基金不再从成本中提取，所需各项福利开支，包括医药费和困难补助，都要从利润留成资金中开支。允许企业最低可提取 60% 的利润留成资金，就是为了使职工福利方面的最低需要能够得到保证。

企业实行利润留成制度，对扩大企业的自主权，调动企业的积极性，发展生产，提高经济效益，有明显的作用。但由于利润留成的基数、留成比例难以定得完全合理，容易造成企业之间的苦乐不均。

### （三）利改税制度

从 1983 年 6 月 1 日起，在全国范围内实行利改税的第一步改革，从 1984 年第 4 季度开始，实行利改税的第二步改革。实行利改税制，就是把国有企业向国家上交利润的办法改为按国家规定的税种和税率向国家缴纳税金，纳税后的利润留归企业使用。第二步利改税的基本内容可以归纳为以下几点：

1. 把原来的工商税按照纳税对象，划分为产品税、增值税、营业税和盐税等四种。同时，把产品税的税目划细，适当调整税率，以发挥税收调节生产和流通的经济杠杆作用。

2. 恢复和开征房产税、土地使用税、车船使用税和城市维护建设税等四种地方税。

3. 对某些采掘企业开征资源税，以调节由于自然资源和开发条件差异而形成的级差收入，促进企业加强经济核算和合理利用国家自然资源。

4. 征收国有企业所得税，对盈利的国有大中型企业按 55% 的固定比例税率征收所得税；对盈利的国有小型企业按照新的八级超额累进税率征收所得税。大中型和小型企业的划分，按照国家规定的标准执行。

5. 对大中型企业，除征收所得税外，还要征收调节税。调节税税率按企业的不同情况分别核定。

6. 企业留用利润要建立五项基金，即新产品试制基金、生产发展基金、后备基金、职工福利基金和职工奖励基金。从基期利润中留用的利润，前三项基金不能低于留利总额的 60%，后两项基金不能高于留利总额的 40%。从增长利润中留用的利润，一般应将 50% 用于生产发展，20% 用于职工集体福利，30% 用于职工奖励。

此外，还规定了对亏损企业实行定额补贴办法，并对军工企业、邮电企业、民航企业、外贸企业、农牧企业和劳改企业，以及少数经批准试行上缴利润递增包干等办法的企业，暂不缴纳所得税和调节税的，作了必要的规定。

实行利改税制度，把国家和企业的分配关系，完全以税法的形式固定下来，既保证了国家财政收入的稳定增长，又维护了企业的合法权益，进一步扩大了企业财权和自主权。但实行第二步利改税制度混淆了利润和税金的经济性质，无法明确投资人的经济利益，不利于明确产权关系。

### （四）承包经营制度

从 1986 年开始，我国各地企业在经济体制改革的过程中，试行了承包经营责任制。实行承包制，是完善企业经营机制的主要措施，涉及企业管理的各个方面，而企业同国家的分配关系，则是其中的一项重要内容。

1. 承包经营责任制的概念。企业承包经营责任制是在坚持社会主义全民所有制的基础上，按照所有权与经营权分离的原则，以承包经营合同形式，确定国家与企业之间的权、责、利关系，使企业做到自主经营、自负盈亏的经营管理制度。

2. 利润的承包范围。企业实行承包经营有多种形式，但最主要的形式是“两包一挂”，即一包上交国家利润，二包技术改造任务，工资总额同上交利润挂钩。那么，企业在已实现的利润中究竟哪一部分采取承包方式上交国家呢？一般的做法是，在上交所得税以前承包，也就是把原先缴纳的所得税、

调节税改为上交国家利润，并对此实行承包。

3. 承包经营的形式。承包经营的分配原则是：包死基数，确保上交，超收多留，欠收自补。具体承包分配办法有多种多样，但最主要的有以下几种。

(1) 上交利润定额包干，超收留用。通常运用于微利企业。计算公式如下：

$$\text{应上交利润} = \text{承包上交利润基数}$$

$$\text{应留用利润} = \text{应纳税所得额} - \text{承包上交利润基数}$$

(2) 上交利润基数包干，超收分成。通常适用于一般盈利企业。计算公式如下：

$$\text{应上交利润} = \text{承包基数} + (\text{应纳税所得额} - \text{承包基数} - \text{留利}) \times \text{上交比例}$$

$$\text{应留用利润} = \text{留利} + (\text{应纳税所得额} - \text{承包基数} - \text{留利}) \times \text{超收留用比例}$$

(3) 上交利润递增包干，超收留用。通常适用于增加潜力较大的企业。计算公式如下：

$$\text{应上交利润} = \text{承包基数} \times (1 + \text{上交利润递增率})^{\text{递增年数}}$$

$$\text{应留用利润} = \text{应纳税所得额} - \text{应上交利润}$$

(4) 经营亏损定额补贴，减亏分成。运用于亏损企业，计算公式如下：

$$\text{企业所得} = (\text{亏损补贴定额} - \text{实际经营亏损}) \times \text{企业分成比例}$$

$$\text{国家所得} = (\text{亏损补贴定额} - \text{实际经营亏损}) \times \text{国家分成比例}$$

实行承包经营责任制，对于扩大企业经营自主权，调动广大职工的积极性，提高企业经济效益起了重要作用。但承包经营责任制也造成了企业行为短期化，不利于企业的长远发展。

### 三、完善利润分配制度的基本原则

利润分配直接关系到各方利益关系，必须合理进行分配，根据我国利润分配制度的历史经验和现实情况，在完善利润分配制度时应遵循如下原则。

(一) 要区分税金和利润的性质，实行税利分流

过去，我国无论是企业基金制度、利润留成制度、利改税制度还是承包经营责任制，都是税利不分的。但实际上，税金和利润的性质是完全不一样的，税金是各级政府以政权为依托，为有效地对社会事务进行管理而对各类企业强制征收的款项；利润则是企业的所有者，以所有权为依据，而向企业收取的投资报酬。实践证明，无论是以利代税还是以税代利，都是不符合政企分开、两权分离的原则的。国有企业实现利润的上交形式，应该是税利并存，而任何形式的税利合一都是不适当的。

(二) 要打破按行业和所有制形式规范利润分配的传统格局，对不同行业、不同所有制的企业实行统一的利润分配模式

过去，我国各种所有制形式的企业采用不同的利润分配模式，这不利于企业公平合理地参与市场竞争，与市场经济的总体思路相悖。因此，今后在利润分配方面，要打破按行业划分利润分配的作法，统一利润的分配顺序，为企业公平合理地参与市场竞争创造条件。

(三) 统筹兼顾、合理安排，认真处理各方面经济利益关系

利润分配是利用价值形式对社会产品的分配，关系到国家、企业、企业

所有者和企业职工等各方面利益关系。合理分配利润，能促进各方面关系不断协调，有利于调动各方面的积极性，不断提高企业经济效益。因此，在进行利润分配时，要统筹兼顾，合理安排，认真处理各方面经济利益关系，而不能只顾其一，不及其全。

## 第二节 企业利润分配的基本程序

企业实现的利润总额，要在国家、企业的所有者和企业法人之间进行分配，利润分配的程序就是按照国家有关法规的规定实现上述分配过程的步骤或程序，它是企业利润分配中必须研究的一个问题。

### 一、利润分配的一般程序

过去，我国企业利润分配的内容十分复杂，利润分配的规定相当零散，缺乏系统性。不同行业、不同所有制企业的利润分配方法差异极大。而且，利润分配具有明显的“分净吃光”的错误倾向，不利于企业的资本保全。为此。《企业财务通则》对利润分配进行改革，规定企业利润分配的程序为：企业利润总额按国家规定作相应调整后，依法缴纳所得税，纳税后利润，按如下顺序进行分配：（1）被没收的财务损失，支付各项税收的滞纳金和罚款；（2）弥补企业以前年度的亏损；（3）提取法定盈余公积金；（4）提取公益金；（5）向投资者分配利润。

### 二、企业所得税

企业所得税是对企业的纯收益征收的一种税，体现了国家与企业的分配关系。交纳所得税是企业利润分配的第一步，是国家参与企业利润分配的主要形式和手段。从 1980 年开始，我国已先后开征了中外合资企业所得税、外国企业所得税、集体企业所得税、私营企业所得税以及外商投资企业所得税等多种所得税。这些税在调节经济、组织财政收入等方面，都发挥了应有的作用。但随着经济的发展和经济体制改革的深化，这种多种所得税并存的制度暴露出越来越多的问题，主要表现在：（1）按经济性质设置税种，税率不一，优惠各异，造成税负不平，不利于企业公平竞争；（2）国有大中型企业的所得税、调节税加上税后上交利润，总体负担偏重，企业缺乏自我改造，自我发展的能力；（3）国家与企业之间的利润分配关系很不规范，没有形成统一的分配制度。

为此，1993 年 12 月 13 日，国务院公布了《中华人民共和国企业所得税暂行条例》，对所得税进行了改革。这次改革的基本内容是：（1）合并了过去的税种，一切国有、集体、私营、联营和股份制等内资企业，一律执行统一的所得税制度，下一步，还要创造条件统一内、外资企业所得税；（2）降低过高的税率，实行 33% 的比例税率；（3）用税法规范税前扣除项目和标准，改变税基不断被侵蚀的状况，保证国家财政收入，所得税的负担主要取决于纳税人的应纳税所得额和税率的高低。其基本计算公式为：

$$\text{应纳税所得额} = \frac{\text{应纳税所得}}{\text{税率}}$$

所得税率按 33% 的比例税计算，应纳税所得额的计算方法主要有两种：直接计算法和利润总额调整法，现分别说明如下。

#### （一）直接计算法

直接计算法是指用纳税人每一纳税年度的收入总额减去准予扣除项目后的余额来确定应纳税所得额的一种方法，其计算公式为：

$$\text{应纳税所得额} = \text{收入总额} - \text{准予扣除项目}$$

1. 纳税人的收入总额，纳税人的收入总额包括：（1）生产、经营收入；（2）财产转让收入；（3）利息收入；（4）租赁收入；（5）特许权使用费收入；（6）股息收入；（7）其他收入。

2. 准予扣除项目。计算应纳税所得额中的准予扣除项目，是指与纳税人取得收入有关的成本、费用和损失。下列项目，按规定的范围、标准扣除：

（1）纳税人在生产经营期间，向金融机构借款的利息支出，按照实际发生数扣除；向非金融机构借款的利息支出，不高于按照金融机构同类、同期贷款利率计算的数额以内的部分，准予扣除。

（2）纳税人支付给职工的工资，按照计税工资扣除。计税工资的具体标准，在财政部规定的范围内，由省、自治区、直辖市人民政府规定，报财政部备案。

（3）纳税人的职工工会经费、职工福利费、职工教育经费，分别按照计税工资的2%、14%、1.5%计算扣除。

（4）纳税人用于公益、救济性的捐赠，在年度应纳税所得额3%以内的部分，准予扣除。

（5）弥补企业以前年度亏损的支出。

（6）其他国家法律、法规和国家有关税收的规定可以扣除的项目。

3. 不予扣除项目。在计算应纳税所得额时，下列项目不得扣除：（1）资本性支出；（2）无形资产受让、开发支出；（3）违法经营的罚款和被没收财物的损失；（4）各项税收的滞纳金、罚金和罚款；（5）自然灾害或者意外事故损失有赔偿的部分；（6）超过国家规定允许扣除的公益、救济性的捐赠，以及非公益性、救济性的捐赠；（7）各种赞助支出；（8）与取得收入无关的其他各项支出。

## （二）利润总额调整法

利润总额调整法是根据会计计算出的利润总额，经过适当调整，来计算应纳税所得额的一种方法。其计算公式为：

$$\text{应纳税所得额} = \text{利润总额} + \text{纳税调增项目} - \text{纳税调减项目} - \text{弥补以前年度的亏损}$$

1. 利润总额，这里，利润总额是指按财务、会计的有关规定计算出的利润总额。过去，我国除外商投资企业外，其他所有制性质企业的财务利润和计税利润基本上能保持一致，并在制定税法 and 财务制度时就力求使之协调。这样提供的财会信息不符合多种报表使用人的要求，与国际惯例也严重背离。这次税制改革，采取了税法和财务制度“分家”的作法，以便更好地体现各自的内在规律和本身要求。这样，在纳税时对利润总额进行调整就成为必然。

2. 纳税调增项目。纳税调增项目是指按财会制度可以列入成本、费用和损失的支出，而按税法规定不准列入成本、费用和损失在税前扣除的项目。这些项目在纳税时必须作适当调整。增加应税所得额。目前，这些项目主要有：（1）超过计税成本标准的向非金融机构借款的利息支出；（2）超过计税成本标准的工资支出；（3）超过计税成本规定的职工工会经费、职工福利费、职工教育经费；（4）其他国家法规、规定之外的各种付费。

3. 纳税调减项目。纳税调减项目又叫税前扣除项目，是指国家有关规定允许的，在计算所得税时可以减少的项目，目前这些项目主要有：

（1）各种单项留利。主要包括治理“三废”产品的盈利净额、提前归还

基建改扩建项目借款留给企业的利润，国外来料加工装配任务留给企业的利润等。

(2) 税前还贷利润。如经过批准的用基建改扩建项目投产后新增利润归还的借款，技措性项目新增利润归还借款等。这些项目是历史上形成的，有其不合理的成份，今后应逐步取消。

(3) 在年度应纳税所得额 3% 以内的用于公益、救济性的捐赠。

(4) 其他国家法规、规定允许在税前调整的项目。

4. 弥补以前年度的亏损。根据税法和财务制度的有关规定。企业发生的年度亏损，可以用下一年度的利润弥补，下一年度不足弥补的，可以在 5 年内用所得税前的利润延续弥补。延续 5 年未弥补的亏损，用缴纳所得税后的利润弥补。企业作为自负盈亏的商品生产者，其盈利必须是原有资本保全基础上的价值增值，因此，企业发生年度亏损时，应当用以后获利进行弥补。这样，亏损的主要弥补方式是税前利润或税后利润，如果企业以税前利润弥补亏损，则应减少当年的应纳税所得额。

### 三、税后利润分配

企业实现的利润，交纳所得税后，一般按如下顺序进行分配。

(一) 被没收的财务损失，支付各项税收的滞纳金和罚款

企业因违反法律法规而被没收的财务损失，因违反税收征管条例而被税务部门处以滞纳金和罚款，只能由企业的税后利润承担，而不能在税前列支。如果允许这类支出在税前列支。就等于企业违规受罚时，国家也得“陪罚”。

(二) 弥补企业以前年度的亏损

企业以前年度内的亏损，如果未能在 5 年内用税前利润补完，就要用税后利润弥补。以前年度亏损未弥补前，企业不能提取公积金和公益金，也不能向投资者分配利润。

(三) 提取法定盈余公积金

法定盈余公积金是指按国家法律的规定，从企业利润中提取的公积金。其目的是为了以防企业把利润分净吃光，降低企业经营风险，提高企业应付意外事件的能力，保护债权人的利益。按《企业财务通则》的规定，法定盈余公积金要按弥补亏损后的利润的 10% 来提取，当累计的法定盈余公积金达到注册资本的 50% 时，可不再提取。法定盈余公积金可用于弥补亏损或者转增资本金，但转增资本金后，企业的法定盈余公积金一般不能低于注册资本的 25%。

(四) 提取公益金

鉴于企业的利润创造与企业全体职工的努力和奉献紧密相关，且企业经济效益的进一步提高有赖于人力资源的再生产，因此，企业应当从税后利润中提取一定比例的公益金，用于职工集体福利设施支出，如建造宿舍、食堂、托儿所、医务室等。与盈余公积金不同，公益金的提取比例并不要求一致，这一方面是为了赋予企业更大的自主权，另一方面是因为各个企业对职工集体福利设施的需求也很不均衡。

(五) 提取任意盈余公积金

任意盈余公积金是由企业董事会来决定的，从税后利润中提取的公积金。任意盈余公积金的提取不受法律限制，可以多提，也可以少提，还可以不提。任意盈余公积金可以用于弥补亏损、转增资本金、购置固定资产、增

补流动资金等。

#### （六）向所有者分配利润

企业税后利润按上述顺序分配后，可向投资者分配。企业能否向投资者分配利润，不仅仅取决于当年是盈利还是亏损，而要看企业是否拥有可供分配的利润。即使在亏损年度，如果企业年初有较多未分配利润，并且已用合法途径弥补了亏损，仍可进行利润分配。

企业可供分配的利润是全部分掉，还是提取任意公积金或形成未分配利润留待以后各年分配，应由企业董事会根据企业的具体情况来定。单纯的国有企业，其所有者只有国家自己，因此，利润分配应由国家有关部门规定。

### 第三节 股份制企业的利润分配

前面讲的利润分配都是一般情况下的利润分配问题。但对股份制企业来说，利润分配过程就更加复杂了，这是因为股份制企业存在如何支付股利的问题。通常，人们把以盈余公积金、公益金、未分配利润等形式留在企业的利润叫保留盈余、留用利润或留存收益，而把以现金方式支付给股东的利润叫股利，股份制企业的利润分配主要探讨的就是保留盈余和股利支付的比例关系问题。

#### 一、股利政策

股利政策是指管理当局对与股利有关的事项所采取的方针政策。广义的股利政策应包括：（1）股利的宣布日、股权登记日及发放目的选择；（2）股利发放比率的确定；（3）发放现金股利所需要的筹资方式。狭义的股利政策仅指股利发放比率的确定问题。

企业的经营方针、市场环境、股东要求等各不相同，各企业的股利政策也不尽一样。股利政策可作如下分类。

##### （一）按股利支付比率的高低分类

一个企业以现金形式支付的股利占其税后利润的百分比，叫股利支付比率。按股利支付比率的高低，可对股利政策作如下分类。

1. 全部发放股利的政策。把公司的盈余全部用于支付给股东。在现实生活中，采用这一政策的公司并不多，除非公司的现金非常充裕而又没有可行的投资机会，或董事会已决定在近期内解散公司。

2. 高股利政策。把较多的盈余以现金股利的形式分配给股东，如股利支付的比率高于60%。采用高股利的公司一般是现金比较充裕但用于投资的项目比较少的公司。

3. 低股利政策。只把较少的盈余以现金股利的形式分配给股东，如股利支付比率低于30%。采用低股利政策，一般是正在成长中的公司，其扩张需要较多的现金，但其现金不能满足所有可能的投资项目，因而保留较多的盈余以利于公司的成长。

4. 不支付股利的政策。把公司所有的盈余都保留用于内部积累，而不向股东支付任何股利。这种政策一般适用于成立不久和正在发展中的公司，也适用于那些风险大。外部筹资费用非常高的企业。

##### （二）按每股股利是否稳定分类

投资者除了考虑公司长时间内的股利支付比率外，还要评价公司在一定时间内股利的稳定性。按股利支付是否稳定，可把股利政策作如下分类。

1. 稳定的股利政策。采用此政策，支付给股东的现金股利不随盈余的多少而作大幅度的调整，即不管盈余多少，都维持一定股利。这种政策一般采用每股支付固定金额的股利的办法，即使随盈余的变化有些调整，但调整的幅度较小，可用图16—1来加以说明。

图 16—1 稳定的股利政策

实行稳定的股利政策的企业比较多，如果公司的盈余下降，而股利并未减少，那么，投资者会认为公司未来的经济情况会有好转。因此，一般的投资者都比较喜欢投资于稳定的股利支付政策的公司。对于那些期望每期都有

固定数额收入的投资者，则更喜欢比较稳定的股利政策。当然，投资者的当期所得不足以支付其当期需要时，可以出售其股票。但多数投资者都不喜欢吃掉老本。而且，一个公司减少其股利支付，通常由于盈余减少，此时股票市价被压低，出售股票会遭受损失，因此，许多公司都在努力促进其股利的稳定性。

这种政策也有缺点，由于股利支付不能和盈余情况结合，盈余降低时也固定不变地支付股利，可能会出现资金短缺，财务状况恶化，影响企业的长远发展。

2.变动的股利政策，每股股利随盈余的多少而进行调整的股利政策称为变动的股利政策。变动的股利政策一般是通过固定股利支付比率的办法来进行。该政策可用图 16—2 来说明。该图假设公司的股利支付率为 50%。

#### 图 16—2 变动的股利政策

这一政策的优点是盈余与股利的支付能很好地配合，但它不利于股票价格的稳定，因而，只有很少公司采用这一政策。

3.阶梯式的股利政策。这一政策介于以上两者之间，它一般是分阶段采用稳定股利的政策。一般每个阶段约 2—5 年，在这阶段保持股利稳定，而在各阶段之间采用变动的政策，可升可降。这一政策可用图 16—3 来说明。

#### 图 16—3 阶梯式的股利政策

4.正常股利加额外股利的政策。这也是介于稳定股利与变动股利之间的一种股利政策。一般每年都支付较低的固定股利，当盈余增长较多时，再加付额外股利。如果公司的盈余和现金流量波动都较剧烈，采用这种政策最佳。当公司盈余较低或现金投资较多时，可维持较低的固定股利，而当公司盈余有较大幅度增加时，则加付额外股利。这种政策既保证股利的稳定性，又能做到股利和盈余有较好的配合。

#### （三）按股利的支付方式分类

股利政策按支付方式可分为：

1.纯现金股利。支付给股东的股利完全用现金支付，许多现金充足的公司都采用这一政策。

2.纯股票股利。是用额外加发的股票代替现金来支付股东，支付给股东的股利全部是股票。股票股利不涉及到现金支付问题，因而最易被现金短缺的公司所采用。

3.部分股票部分现金的政策。采用这种政策，公司的股利一部分用现金支付，一部分用股票支付。这既支付了股利，又能节约一部分现金支出，因而比较可取。

## 二、影响股利政策的因素

从上面讨论可以看出，按不同的标准，可把股利政策分成不同的种类，之所以有如此多种股利政策，是因为公司制定政策时必须考虑有关因素。这些因素主要有：

### （一）法律因素

在股份公司比较发达的西方，许多国家对股利的支付制定了大量法规。我国也有类似的规定，现概述如下：

1. 资本限制。股利的支付不能减少资本。如果一个公司的资本已经减少或因支付股利而引起资本减少，则不能支付股利。

2. 无力偿付的限制。如果一个公司已经无力偿付债务或因支付股利将使它失去偿债能力，则不准支付股利。

3. 现金积累的限制，有些法规规定禁止公司过度地保留盈余，如果一个公司盈余的保留超过目前及未来的投资很多，则可看作是过度保留，要受到法律的限制。这主要是为了避免公司逃税而过度保留盈余。因为资本利得与股利收入的税率并不一致。如果公司通过保留盈余来增加其股票价格，则可使股东避税。

## （二）合同限制因素

在公司债券与贷款合同上，通常有限制公司支付股利的条款，这种限制通常规定股利的支付不能超过累积盈余的一定的百分比，其目的是为了保证公司有偿债能力。当存在这种限制时，公司的股利政策当然要受其影响。有时管理当局也愿意实行这种限制，因为这样不用向股东详细分析保留盈余的利弊得失，只指出借款或贷款合同有此限制即可。另外在发行优先股票的合同中，通常也规定在未清偿优先股利以前，不得支付普通股股利。

## （三）资金的变现力

公司资金的变现力是影响股利政策的一个重要因素。公司的现金充足，变现力较强，支付股利的能力也比较强。如果公司因扩充或偿还债务已耗尽现金，那么，大幅度地支付现金股利不一定是明智之举。扩充中的公司应保证有一定的变现力，以应付意外情况的发生，不应该支付大额的股利而危及公司的清偿能力。

## （四）筹资能力

公司如果有较强的筹资能力，随时能筹到所需资金，那么也具有较强的支付股利的能力。这种借款能力可以用银行借款、发行债券、发行票据的能力来表示。规模较大、营业繁荣、获利丰厚的大公司，一般都较容易筹集到所需资金。而新成立的公司，通常都要经历一段时间以后才能从外部取得资金来源。这些企业由于风险较高，长期债务的代价相当高，甚至有时售不出其债券。因而，规模小、创办新、风险大的企业往往要限制股利的支付，而较多地保留盈余。总的来说，一方面发给股东较多的现金股利，另一方面又通过借款来收回等额的现金，这和财务管理的目标是不相符的。不过，一个公司如能随时筹集到所需资金，那么在股利支付上就能有较大的弹性。

## （五）投资机会

股利政策在很大程度上要受投资机会所左右。如果公司有较多的有利可图的投资机会，往往采用低股利、高保留盈余的政策；反之，如果它的投资机会较少，就可能采用高股利政策。因此，那些发展中的公司，对于把现金以股利方式支付给股东，往往是不够慷慨的。当然，在采用低股利政策时，财务经理必须把股东们的短期利益——支付现金股利与长期利益——增加保留盈余很好地结合起来，并要说明提高保留盈余，投资于盈利高的项目，从长远来看，股东会有更多的利益。基于上述情况，成长中的公司，扩充所需的资金超过其盈余，可能采用低股利或不支付股利的政策；而正在缩减的公司，往往采用高股利或全股利的政策。

## （六）股东意见

公司的股利政策最终要由董事会来决定，而董事会是股东的代表，制定

股利政策，股东的意见不能忽视。股东的意见可能有以下几种：

1. 为保证控股权而限制股利支付。有的公司被少数股东控制，如果公司支付大额股利，然后再发行新的普通股以融通资金，股东的控制权可能旁落。因此，这些公司的股东往往限制股利的支付，而愿意较多地保留盈余。

2. 为避税目的而限制股利支付。股利所得的税率比资本利得的税率要高，因而，较富有的股东比较喜欢资本利得。他们要求限制股利的支付，而较多地保留盈余，以便使股票价格上涨，从中获得利益。

3. 为取得固定收入而要求支付股利。许多股东往往靠定期的股利来维持生活，他们要求公司在一定时期内维持固定的股利，不希望把盈余全部保留。

4. 为逃避风险而要求支付股利。有些股东认为目前所得股利是确定的，通过保留盈余引起股价上涨而获得的资本利得是有风险的，因而比较喜欢现在较少的股利，而不喜欢未来较多的资本利得，要求较多地支付股利。

#### （七）公司现有经营情况

公司的经营情况和经营环境会影响它的股利政策。如前所述，扩充中的公司一般采用低股利政策。另外，盈利能力较强的公司可以采用比较高的股利政策，反之则采用较低的政策。而经营上有周期变动的公司则最好采用固定股利加额外股利的政策，在经营周期的萧条阶段采用较低的固定股利，而在经营周期的高峰阶段采用固定股利加额外股利。诸如这方面的情况还可列举许多。

### 三、股利支付的日期界限

一般而言，股份公司应每年向股东支付一次股利，有的公司每半年甚至每季支付一次股利。由于股票可以自由买卖，公司的股东也经常变换。究竟应由哪些人领取股利，必须明确一些必要的日期界限。这些日期界限主要包括：

1. 宣布日。即董事会决定将要在某日发放股利的日期。

2. 股权登记日。是能否取得股利的日期界限。只有此日在公司股东名册上有名的股东，方可分享最近一次股利，在此日之后才取得股票的股东则无权取得股利。

3. 除息日。就是除去股利的日期。在除息日当天或以后购买股票者将无权领取最近一次股利。在股权登记日之前几天，如果有股票的买卖，买卖之间的交接和办理股票的过户手续要数天时间。公司无法及时得到股票转移的资料。为此证券交易所一般规定在股权登记日之前的第四天（有的为第三天）为除息日，自此日（含此日）起，该公司的股票交易称为除息交易，这种股票称为除息股。如果一个新的股东想取得最近一期股利，必须在股权登记日四天之前购买股票，否则无权领取股利。在除息日的当天，股票的市价会稍稍下降，下降的金额约等于股利金额。

4. 股利发放日。指将股利正式发给股东的日期。公司从这一天开始的短短几天内，便签发每一股东应得股利数额的支票，寄给股东。

一般而言，宣布日与股权登记日应相隔 2 周至 1 个月，股权登记日与发放日应相隔 2—3 天，股权登记日与除息日相隔 3—4 天。现举例说明以上日期界限。

【例】假设三角公司 1988 年 12 月 10 日董事会对外宣布，该公司在 1988 年 12 月 10 日董事会上决定 1988 年的股利为每股 1.2 元，1989 年 1 月 10 日

公司股东名册上的股东，都有权得到股利，这些股利将于 1989 年 1 月 25 日发放。那么，1988 年 12 月 10 日为宣布日，1989 年 1 月 10 日为股权登记日。该日之前的第四天，即 1989 年 1 月 7 日（若逢节假日则顺延）为除息日。在 1 月 6 日或 1 月 6 日之前买到股票的股东有权领取最近一次股利，而在 1 月 7 日及 1 月 7 日以后买到股票的股东，则无权领取股利。1989 年 1 月 25 日为股利发放日。

#### 四、股利所需现金的筹集

股利的支付往往代表公司现金的流出，而且流出量大、时间集中。假设三角公司有 100 万股流通在外股票，每股股利 1.2 元，那么，在短短几天内就要支出 120 万元现金，因此，企业财务人员决不能掉以轻心，必须做好充分准备。为应付股利支付对现金的要求，一般可采用如下做法。

（一）如果支付股利之前有现金流入，可先用于投资有价证券

【例】上例三角公司 1989 年 1 月 25 日需支付股利 120 万元，假设它在 1988 年 10 月 24 日有现金收入 50 万元，1988 年 11 月 10 日有现金收入 30 万元，1988 年 12 月 25 日有现金收入 40 万元，那么，该公司财务人员可做如下安排：10 月 24 日收入的 50 万元投资于 91 天的国库券，11 月 10 日收入的 30 元投资于 75 天的商业票据，12 月 25 日收入的 40 万元投资于 30 天的国库券，这样在 1 月 25 日就有足够的资金用于支付股利，且能取得一定的利息收入。现用图 16—4 加以说明。

（二）预计在股利支付后不久有现金流入，则可采用短期借款方式来筹集资金

有的公司在股利支付之前现金流入不多，但在股利支付之后，可能会有较多的现金流入，如果现有的现金不足以支付股利时，则可先利用短期借款来支付股利，然后，有现金流入时归还短期借款。

（三）目前现金不足，短期内又没有现金流入，则应采用长期融资

#### 图 16—4 资金来源与股利支付图

有些企业现金不足，但短期内又没有充足的现金流入。这时采用短期融资来支付股利便不大适宜，因短期债务到期后没有固定的还款来源，因此，应采用发行股票或债券等方式来筹集长期资金。

（四）目前现金不足，外部筹资又受到限制，可采用股票股利或财产股利代替现金股利的支付

有些公司由于种种原因外部筹资受到限制，如负债比率太高，不能再继续借款，而股东为防止控制股权旁落，又不想增发新股票，这种情况下，筹不到足够的现金以支付股利，不得不用股票或财产来代替。

#### 五、股票股利

股票股利概念前面已说明，现就股票股利的一些具体问题说明如下。

（一）股票股利并不增加股东财富

股票股利实际上是增加发行一定数量的普通股，股东财富并不增加，公司的财产价值也没有变化，每个股东所有权的比例也没有改变。现举例说明如下。

【例】假设梅南公司发行在外的股数为 100000 股，每股面值为 5 元，每

股市价为 20 元，现决定发放 20% 的股票股利，每持有 5 股股票，就能收到：股增发的股票，即增加 20000 股的普通股。

那么，发行股票股利前后的股权资本结构如表 16—1 所示。

	发放股利前	发放股利后
额定股数	200000	200000
发行股数	100000	120000
股本（面值数）	500000	600000
资本公积	100000	400000
保留盈余	<u>1000000</u>	<u>600000</u>
资本总计	1 600000	1600000
每股帐面价值	16	13.33

从表 16—1 可看出，随着股票股利的发放，保留盈余中的 100000 元转入普通股本，300000 元转入资本公积帐户，该公司的净值并未发生变化。

由于流通在外的股数增加了 20%，那么，每股盈余也会按比例减少。假设公司税利润为 120000 元，则发放股利之前每股盈余为  $120000/100000=1.2$ （元），而在发放股利之后每股盈余为  $120000/120000=1$ （元），为此，股票市价也随之降低。如果某股东原有 50 股普通股，每股市价为 20 元，那么其持有股票的总价值为 1000 元，20% 的股利发放后，股票价格下跌了 3.33 元  $[=20 \times (1-1.000/1.20)]$ ，即降到 16.67 元，那么其持股票的总价值为 1000 元  $(=16.67 \times 60)$ 。因此，股票股利并不能增加股东财富。

## （二）发放股票股利的意义

发行股票股利不能增加股东财富，也不会增加公司价值，但有时会对股东和公司都有好处。

1. 对股东的意义。如果公司盈余不能增加，股票股利不增加股东财富，但在如下几种情况下，对股东有重要意义。

（1）如果在发放股票股利之后，维持现金股利的发放，则对股东有利。假设某公司每股现金股利为 2 元，对于拥有 50 股股票的股东来说，可得到 100 元，如果加发 20% 的股票的股票股利，但同时现金股利照发，则可得到现金股利 120 元。

（2）有时发行股票股利后，股价并不成同比例下降，这样便增加了股东的财富。股票股利通常由成长中的公司所采用，投资者可能会认为，公司的盈余会大幅度增长，并能抵销增发股票所带来的消极影响，从而使股价稳定不变或略有上升。

2. 对公司的意义。对公司的意义主要表现在：

（1）能达到节约现金的目的，采用股票股利或股票股利与现金股利相互配合的政策，既能使股东感到满意，又能达到节约现金的目的。

（2）有助于公司把股票市价维持在希望的范围内，有些公司不希望股票每股价格过高，因为这可能会使一些投资人失去购买能力，因此可利用股票股利的办法把股票价格维持在希望的范围内。

另外，有些公司是用财产支付股利，因此又称为财产股利。在这种情况下，企业发放的股利既不是现金，也不是股票，而是企业的财产。财产股利

通常是以企业持有的各种有价证券支付，也有的是产品，如烟、酒等。这种情况目前已不多见。

## 第六篇 结构篇

本篇主要研究企业的最优资金结构问题，这是企业财务管理中一个比较复杂的问题。本篇共分三章：第十七章是资金成本，主要介绍股票、债券等筹资方式资金成本的计算方法，加权平均的资金成本的计算和边际资金成本的计算等问题。第十八章是杠杆原理，主要介绍杠杆原理在企业财务管理中的作用，具体内容包括经营杠杆、财务杠杆和联合杠杆等问题。第十九章是资金结构，主要介绍现代资金结构理论和最优资金结构的确定方法等问题。

## 第十七章 资金成本

### 第一节 各种主要的资金成本

资金成本是财务管理中一个十分重要的概念。企业在筹资、投资、盈余分配时都必须考虑资金成本。

企业取得各种长期资金，在生产经营中使用，是要付出代价的，要向提供资金的股东、债权人支付股利、利息等作为报酬。这种报酬，就是资金成本。在财务管理中常把资金成本表示为相对数，即支付的报酬同提供的资金之间的比率。

#### 一、债券成本

发行长期债券筹集资金所支付的利息，通常在税前支付，这样，就少交一部分所得税。因此，公司债券的实际成本为：

式中：K——债券成本；

K——债券实际利率；

T——所得税税率。

式中的 k 可用第三章所讲的现值的计算方法来求，现举例说明如下。

【例】假设某公司发行期限为 25 年，债券票面利率为 12% 的债券 1000 万元，发行费用为 3%，所得税税率为 40%，这样，该种债券的实际利率 K 可用以下方法计算。

实际利率为 12% 时，现值为：

$$\begin{aligned} PV_0 &= 120 \times PVIFA_{12\%, 25} + 1000 \times PVIF_{12\%, 25} \\ &= 120 \times 7.843 + 1000 \times 0.059 \\ &1000 \text{ (万元)} \end{aligned}$$

当实际利率为 13% 时，现值为：

$$\begin{aligned} PV_0 &= 120 \times PVIFA_{13\%, 25} + 1000 \times PVIF_{13\%, 25} \\ &= 120 \times 7.330 + 1000 \times 0.04 \\ &926.60 \text{ (万元)} \end{aligned}$$

扣除筹资费用以后的现值为：

$$PV_0 = 1000 \times (1 - 3\%) = 970 \text{ (万元)}$$

根据以上三个数据，利用插值法可计算出债券的实际利率为：

$$k = 12\% + \frac{1000 - 970}{1000 - 926.60} \quad 12.41\%$$

如果债券期限较长，且每年利息相等，可把债券看作是永续年金，便可利用如下公式计算债券的实际利率：

$$k = \frac{I}{B_0(1 - f)}$$

式中：I 每年支付的利息；

$B_0$  债券发行总额；

f 债券筹资费用率。

反前面举例代入公式得：

$$k = \frac{120}{1000 \times (1 - 3\%)} = 12.37\%$$

把上面两个公式合并得：

$$\begin{aligned} K_b &= k(1 - T) \\ &= \frac{I}{B_0(1 - f)} \cdot (1 - T) \\ &= \frac{I(1 - T)}{B_0(1 - f)} \end{aligned}$$

把前面举例的数字代入得：

$$K_b = \frac{120 \times (1 - 40\%)}{1000 \times (1 - 3\%)}$$

由于债券利息可以在税前扣除，因此，债券成本一般较低。当然，计算负债税后成本是假设公司有利润的，如果公司没有利润，则不能享受利息支付所带来的税上利益，就一个无利润的公司而言，其负债的实际成本，将为其税前成本。

## 二、优先股成本

企业发行优先股，要支付筹资费用，定期支付股利。但它与债券不同，股利在税后支付，且没有固定的到期日。优先股成本的计算公式为：

$$K_p = \frac{D}{P_0(1 - f)}$$

式中： $K_p$ ——优先股成本；

$D$ ——优先股每年的股利；

$P_0$ ——发行优先股总额。

【例】某企业发行 100 万优先股，筹资费率为 4%，每年支付 12% 的股利，则优先股的成本为：

$$K_p = \frac{100 \times 12\%}{100 \times (1 - 4\%)} = 12.5\%$$

企业破产时，优先股的求偿权位于债券持有人之后，优先股股东的风险大于债券持有人的风险，这就使得优先股的股利率一般要大于债券的利息率，另外，优先股股利要从税后盈余中支付，不减少公司的所得税，所以，优先股的成本明显高于债券成本。

## 三、普通股成本

普通股的成本计算，历来有不同意见，其主要计算方法有以下两种。

### (一) 评价法

这是利用评价普通股现值的公式，来计算普通股成本的一种方法。普通股现值的计算公式为：

$$V_0 = \sum_{i=1}^n \frac{D_i}{(1 + K_S)^i} + \frac{V_n}{(1 + K_S)^n}$$

由于股票没有固定的到期日，那么，当  $n \rightarrow \infty$  时， $\frac{V_n}{(1 + K_S)^n} \rightarrow 0$ ，所以，

股票的现值为：

$$V_0 = \sum_{i=1}^n \frac{D_i}{(1+K_S)^i}$$

以上两式中：

$V_0$ ——普通股现值（或称投资价值）；

$D_i$ ——第  $i$  期支付的股利；

$V_n$  普通股终值；

$K_S$ ——普通股成本。

这样，可利用以上两式求出  $K_S$ ，即普通股成本。

以上两个公式计算都比较复杂，如果每年股利固定不变，则视为永续年金，计算公式可简化为：

$$K_S = \frac{D}{V_0}$$

把筹资费用也考虑进去，则

$$K_S = \frac{D}{V_0(1-f)}$$

式中： $K_S$ ——普通股成本；

$D$ ——每年股利；

$V_0$ ——普通股发行金额；

$f$ ——筹资费率。

许多公司的股利都是不断增加的，假设年增长率为  $g$ ，则普通股成本的计算公式为：

$$K_S = \frac{D_1}{V_0(1-f)} + g$$

【例】假设东方公司普通股每股市价为 100 元，筹资费用率为 5%，第一年末发放股利为 12 元，以后每年增长 4%，则

$$\text{普通股成本} = \frac{10}{100 \times (1-5\%)} + 4\% \approx 16.63\%$$

## （二）资本资产定价模型法

这是利用第三章资本资产定价模型，来计算普通股的成本。其计算公式为：

$$K_S = R_F + \beta \times (K_M - R_F)$$

【例】假设无风险报酬率为 10%，市场证券组合的报酬率为 16%，东方公司股票的  $\beta$  系数为 1.1，则

$$\begin{aligned} K_S &= 10\% + 1.1 \times (16\% - 10\%) \\ &= 16.60\% \end{aligned}$$

## 四、保留盈余成本

一般企业都不会把全部盈余以股利形式分给股东，所以，保留盈余是企

业资金的一种重要来源。企业保留盈余，等于股东对企业进行追加投资，股东对这部分投资与以前缴给企业的股本一样，也要求有一定的报酬，所以，保留盈余也要计算成本。保留盈余成本的计算，与普通股基本相同，但不用考虑筹资费用。其计算公式为：

$$K_e = \frac{D}{V_0}$$

股利不断增加的企业则为：

$$K_e = \frac{D_1}{V_0} + g$$

式中： $K_e$ ——保留盈余成本；

其他符号含义与普通股成本计算公式相同。

【例】假设东方公司普通股每股市价为 100 元，第一年末的股利为 12 元，以后每年增长 4%。则：

$$K_e = \frac{12}{100} + 4\% = 16\%$$

普通股与保留盈余都属于所有者权益，股利的支付不固定。企业破产后，股东的求偿权位于最后，与其他投资者相比，普通股股东所承担的风险最大，因此，普通股的报酬也应最高。所以，在各种资金来源中，普通股的成本最高。

## 第二节 加权平均的资金成本

企业可以从多种渠道、用多种方式来筹集资金，而各种方式筹资的成本是不一样的。为了正确进行筹资和投资决策，就必须计算企业综合的资金成本。综合资金成本是以各种资金所占的比重为权数，对各种资金的成本加权平均计算出的，故称为加权平均的资金成本。

上节中探讨了四种资金的成本计算问题，那么，它们加权平均的资金成本可用下式计算：

$$K_w = \sum W_b K_b + W_p K_p + W_s K_s + W_e K_e$$

式中： $K_w$ ——加权平均的资金成本；

$K_b$  ——债券成本；

$W_b$ ——债券在企业资金总额中所占的比重；

$K_p$  优先股成本；

$W_p$ ——优先股在企业资金总额中所占的比重；

$K_s$ ——普通股成本；

$W_s$ ——普通股在企业资金总额中所占的比重；

$K_e$ ——保留盈余成本；

$W_e$ ——保留盈余在企业资金总额中所占的比重。

如果企业有更多的筹资方式，可用下式计算：

$$K_w = \sum W_j K_j$$

式中： $K_w$ ——加权平均的资金成本；

$W_j$ ——第  $j$  种资金占总资金的比重；

$K$ ——第  $J$  种资金的成本。

**【例】**某企业共有资金 100 万元，其中债券 30 万元，优先股 10 万元，普通股 40 万元，保留盈余 20 万元，各种资金的成本分别为： $K_b=6\%$ ， $K_p=12\%$ ， $K_s=15.5\%$ ， $K_e=15\%$ 。试计算该企业加权平均的资金成本。

1. 计算各种资金所占的比重。

$$W_b = \frac{20}{100} = 30\%$$

$$W_p = \frac{10}{100} = 10\%$$

$$W_s = \frac{40}{100} = 40\%$$

$$W_e = \frac{20}{100} = 20\%$$

2. 计算加权平均的资金成本。

$$\begin{aligned} K_w &= W_b K_b + W_p K_p + W_s K_s + W_e K_e \\ &= 30\% \times 6\% + 10\% \times 12\% + 40\% \times 15.5\% + 20\% \times 15\% \\ &= 12.2\% \end{aligned}$$

以上计算过程也可通过表 17—1 来进行。

表 17—1

加权平均资金成本计算表

筹资方式	资金成本(%)	资金数额(万元)	所占比重(%)	加权平均资金成本(%)
债券	6.0	30	30	1.8
优先股	12.0	10	10	1.2
普通股	15.5	40	40	6.2
保留盈余	15.0	20	20	3.0
合计		100	100	12.2

### 第三节 资金的边际成本

资金的边际成本是指资金每增加一个单位而增加的成本。这也是财务管理中的重要概念，同时也是企业投资、筹资过程中必须加以考虑的问题。

加权平均的资金成本，是企业过去筹集的或目前使用的资金的成本。但是，企业各种资金的成本，随着时间的推移或筹资条件的变化而不断变化，加权平均的资金成本也不是一成不变的。一个企业进行投资，不能仅仅考虑目前所使用的资金的成本，还要考虑为投资项目新筹集的资金的成本，这就需要计算资金的边际成本。

现举例说明资金边际成本的计算。

【例】华西公司目前有资金 1000000 元，其中长期债务 200000 元，优先股 50000 元，普通股 750000 元。现在公司为满足投资要求，准备筹集更多的资金，试计算确定资金的边际成本。这一计算过程需按如下步骤进行。

#### (一) 确定公司最优的资金结构

华西公司的财务人员经过认真分析，认为目前的资金结构即为最优资金结构，因此，在今后筹资时，继续保持长期债务占 20%，优先股占 5%，普通股占 75% 的资金结构。

#### (二) 确定各种筹资方式的资金成本

华西公司的财务人员认真分析了目前金融市场状况和企业筹资能力，认为随着公司筹资规模的不断增加，各种筹资成本也会增加，详细情况列示如表 17—2。

#### (三) 计算筹资总额分界点

根据目标资金结构和各种筹资方式资金成本变化的分界点，计算筹资总额的分界点，其具体计算公式为：

$$BP_i = \frac{TF_i}{W_i}$$

式中：BP<sub>i</sub> 筹资总额分界点；

TF<sub>i</sub> 第 i 种筹资方式的成本分界点；

W<sub>i</sub> 目标资金结构中第 i 种筹资方式所占的比例。

筹资方式	目标资本结构 (1)	新筹资的数量范围(元) (2)	资金成本(%) (3)
长期债务	0.20	0—1000	6
		10000—40000	7
		大于 40000	8
优先股	0.05	0—2500	10
		大于 2500	12
普通股	0.75	0—22500	14
		22500—75000	15
		大于 75000	16

华西公司的筹资总额分界点如表 17—3 所示。

表 17—3

筹资分界点计算表

单位：元

筹资方式	资金成本(%)	特定筹资方式的筹资范围	筹资总额分界点	筹资总额的范围
长期债务	6	0—10 000	$10000/0.2 = 50000$	0—50000
	7	10000—40000	$4000/0.2=200 000$	50 000—200000
	8	大于 40 000	-	大于 200000
优先股	10	0—2500	$2500 /.05=50 000$	0—50000
	12	大于 2500	-	大于 50 000
普通股	14	0—22500	$22500/0.75 = 30 000$	0—30000
	15	22500—75000	$75000/0.75=100000$	30000— 10000
	16	大于 75000	-	大于 100000

在表 17—3 中，分界点是指特定筹资方式成本变化的分界点。例如，对长期债务而言，在 10000 元以内，其成本为 6%，而在目标资金结构中，债务的比重为 20%，这表明在债务成本由 6% 上升到 7% 之前，企业可筹集 50000 元（ $10000/0.20$ ）的资金。当筹资总额多于 50000 元时，债务成本就要上升到 7%。

#### （四）计算资金的边际成本

根据第二步计算的分界点，可得出如下五组新的筹资范围。（1）0—50000；（2）50000—100000；（3）100000—200000；（4）200000—300000；（5）300000 以上。对以上五个筹资范围计算加权平均的资金成本，便可得到各种筹资范围的资金的边际成本。这一计算过程可通过表 17—4 来进行。

表 17—4

资金边际成本计算表

序号	筹资总额的范围	筹资方式	资金结构	资金成本 (%)	资金的边际成本 (%)
1.	0—30 000	长期债务	0.20	6	1.2
		优先股	0.05	10	0.5
		普通股	0.75	14	10.5
第一个范围的资金边际成本=12.2					
2.	30000— 50000	长期债务	0.20	6	1.2
		优先股	0.05	10	0.5
		普通股	0.75	15	11.25
第二个范围的资金边际成本=12.95					
3.	50000— 100000	长期债务	0.20	7	1.4
		优先股	0.05	12	0.6
		普通股	0.75	15	11.25
第三个范围的资金边际成本=13.25					
4.	100000— 200000	长期债务	0.20	7	1.4
		优先股	0.05	12	0.6
		普通股	0.75	16	12
第四个范围的资金边际成本=14					
5.	200000以 上	长期债务	0.20	8	1.6
		优先股	0.05	12	0.6
		普通股	0.75	16	12
第五个范围的资金边际成本=14.2					

## 第四节 资金成本与企业筹资、投资决策

资金成本是企业筹资、投资决策的主要依据。只有当投资项目的投资报酬率高于资金成本时，资金的筹集和使用才有利于提高企业价值。资金成本在许多方面都可加以应用，主要用于筹资决策和投资决策。

### 一、资金成本与企业筹资决策

资金成本是企业选择资金来源，拟定筹资方案的依据。不同的资金来源，具有不同的成本。为了以较少的支出取得企业所需资金，就必须分析各种资金成本的高低，并加以合理配置。资金成本对企业筹资决策的影响主要有以下几个方面。

#### （一）资金成本是影响企业筹资总额的一个重要因素

随着筹资数量的增加，资金成本不断变化。当企业筹资数量很大，资金的边际成本超过企业承受能力时，企业便不能再增加筹资数额。因此，资金成本是限制企业筹资数量的一个重要因素。

#### （二）资金成本是选择企业资金来源的依据

企业的资金可以从许多方面来筹集，就长期借款来说，可以向商业银行借款，也可向保险公司或其他金融机构借款，还可向政府申请借款。企业究竟选用哪种来源，首先要考虑的因素就是资金成本的高低。

#### （三）资金成本是选用筹集方式的标准

企业可以利用的筹资方式是多种多样的，在选用筹资方式时，需要考虑的因素很多，但也必须考虑资金成本这一经济标准。

#### （四）资金成本是确定最优资金结构所必须考虑的因素

不同的资金结构，会给企业带来不同的风险和成本，从而引起股票价格的变动。在确定最优资本结构时，考虑的因素主要有资金成本和财务风险。

资金成本并不是企业筹资决策中所要考虑的唯一因素。企业筹资还要考虑财务风险、资本期限、偿还方式、限制条件等。但资金成本作为一项重要的经济因素，直接关系到企业的经济效益，是筹资决策时需要考虑的一个首要问题。

### 二、资金成本与企业投资决策

资金成本是企业投资决策的一个重要标准。如果以资金成本为贴现率，投资项目的净现值为正，则说明该项目可取；反之，如果投资项目的净现值为负，则该项目就不可取。因此，有人把资金成本称为投资项目取舍的切割率。如果把所有投资项目的内部报酬率和资金的边际成本绘入同一直角坐标系中，那么，问题就会一目了然。

【例】假设上例中华西公司有如下一些投资项目，其投资金额和内部报酬率见表 17—5。

表 17—5 华西公司投资项目表 单位：元

投资项目	A	B	C	D	E	F	G
投资额	20000	30000	30000	40000	40000	20000	50000
内部报酬率(%)	20	18	16	15	13.5	12	11

现将华西公司的资金的边际成本（表 17—4 的计算结果）和各投资项目的内部报酬率，绘制在同一个直角坐标系中，见图 17—1。

图 17—1 中，投资项目内部报酬率是从高到低顺序排列的，但随着筹资数额的增加，资金的边际成本不断提高。凡内部报酬率明显超过资金成本的项目，如图中的 A、B、C、D 等项目，都可进行投资。凡内部报酬率明显低于资金成本的项目，如图中的 F、G 项目，则不宜进行投资。至于内部报酬率与资金成本相差不太大的投资项目，如图中的 E 项目，则要经过更加仔细的分析才能作出决策。

图 17—1 资金成本与内部报酬率关系

## 第十八章 杠杆原理

### 第一节 经营杠杆

自然科学中的杠杆原理，是指通过杠杆的使用，只用一个比较小的力量便可产生更大的效果。财务管理中的杠杆原理，则是指由于固定费用（包括生产经营方面的固定费用和财务方面的固定费用）的存在，当业务量发生比较小的变化时，利润会产生比较大的变化。本节说明经营杠杆问题，财务杠杆和联合杠杆在本章后两节中分别介绍。

#### 一、经营杠杆的概念

在其他条件不变的情况下，产销量的增加虽然一般不会改变固定成本总额，但会降低单位固定成本，从而提高单位利润。使营业利润的增长率大于产销量的增长率。反之，产销量的减少会提高单位固定成本，降低单位利润，使营业利润下降率也大于产销量下降率。如果不存在固定成本，所有成本都是变动的，那么边际贡献就是利润，这时利润变动率就同产销量变动率完全一致。这种由于存在固定成本而造成的利润变动率大于产销量变动率的现象，叫经营杠杆或营业杠杆。

产销量的变动必然引起边际贡献的变动，而且两者的变动率是一致的。这一点由下式可以证明：

$$M = (a - v) \cdot Q$$

式中：M——边际贡献；

a——单价；

v——单位变动成本；

Q——产销量。

上式两端同时乘以一个常数，其恒等关系不变。因此，在单价和单位变动成本不变的条件下，产销量和边际贡献的变动率相等。

产销量的变动同时会引起利润的变动，但是，由于固定成本的存在，产销量的变动率与利润变动率不相等，后者大于前者。这一点由下式可以得到证明：

$$\ominus M > P$$

$$\frac{M}{P} > 1, \text{ 即 } \frac{mQ}{mQ - F} > 1$$

$$\text{当 } F \rightarrow 0 \text{ 时, } \frac{mQ}{mQ - F} \rightarrow 1$$

$$\text{当 } F \rightarrow \infty \text{ 时, } \frac{mQ}{mQ - F} \rightarrow 1$$

式中：P——利润；

F——固定成本；

m——单位边际贡献。

以上公式说明，除非固定成本是零或业务量无穷大，否则，利润的变动率总是大于边际贡献的变动率，而边际贡献的变动率与产销量变动率相等，因此，利润变动率大于产销量变动率。

## 二、经营杠杆的计量

从上述情况可知，只要企业存在固定成本，就存在经营杠杆的作用。但不同企业，经营杠杆作用的程度是不完全一致的，为此，需要对经营杠杆进行计量。对经营杠杆进行计量的最常用指标是经营杠杆系数或经营杠杆度。所谓经营杠杆系数，是指业务量变动率相当于产销量变动率的倍数。其计算公式为：

$$\text{经营杠杆系数} = \frac{\text{利润变动率}}{\text{产销量变动率}}$$

或 
$$\text{DOL} = \frac{\Delta P / P}{\Delta S / S}$$

式中：P 变动前的利润；

$\Delta P$  利润的变动额；

S 变动前的产销量；

$\Delta S$  产销量的变动额。

【例】北方公司有关资料如表 18—1 所示，试计算该企业的经营杠杆系数。

表 18—1

单位：元

	产销量变动前	产销量变动后	变动额	变动率(%)
销售额*	10000	12000	2000	20
变动成本	6000	7200	1200	20
边际贡献	4000	4800	800	20
固定成本	2000	2000	—	—
利润	2000	2800	800	40

\*假设产销数量一致。

根据上述公式得：

$$\begin{aligned} \text{DOL} &= \frac{\Delta P / P}{\Delta S / S} \\ &= \frac{800 / 2000}{2000 / 10000} = \frac{40\%}{20\%} \end{aligned}$$

上述公式是计算经营杠杆系数的常用公式，但利用该公式，必须根据变动前和变动后的有关资料才能进行计算，而不能仅仅根据基期资料来进行计算。为此，我们必须根据上述公式推导出用基期资料计算经营杠杆系数的公式。

设：M——基期边际贡献；

R——产销量变动率（ $R = \Delta S / S$ ）；

F——固定成本。

因为产销量变动率与边际贡献变动率一致，所以，变动后的边际贡献为： $M + MR$ 。

推导过程如下：

$$\begin{aligned} \text{DOL} &= \frac{\Delta P / P}{\Delta S / S} = \frac{\Delta P / P}{R} = \frac{\Delta P}{RP} \\ &= \frac{(M + MR - F) - (M - F)}{RP} \\ &= \frac{MR}{RP} = \frac{M}{P} \end{aligned}$$

于是得到下列公式：

$$\text{经营杠杆系数} = \frac{\text{基期边际贡献}}{\text{基期利润}}$$

即

$$\text{DOL} = \frac{M}{P}$$

把表18-1的资料代入，得：

$$\text{DOL} = \frac{4000}{2000} = 2$$

### 三、经营杠杆与经营风险

引起企业经营风险的主要原因，是市场需求和成本等因素的不确定性，经营杠杆本身并不是利润不稳定的根源。但是，产销量增加时，利润将以 DOL 倍的幅度增加；而产销量减少时，利润又将以 DOL 倍的幅度减少，可见，经营杠杆扩大了市场和生产等不确定因素对利润变动的影响。而且经营杠杆系数越高，利润变动越激烈，企业的经营风险就越大。于是，企业经营风险的大小和经营杠杆有重要关系，一般来说，在其他因素不变的情况下，固定成本越高，经营杠杆系数越大，经营风险越大。

由经营杠杆的计算公式可知：

$$\text{DOL} = \frac{M}{P}$$

$$P = M - F$$

$$\text{DOL} = \frac{M}{M - F}$$

上式表明，DOL 将随 F 的变化呈同方向变化，即在其他因素一定的情况下，固定成本越高，DOL 越大。

当然，在一般情况下，固定成本比较高的企业，其变动成本会相对较低，而固定成本比较低的企业，其变动成本相对较高，这种情况下，固定成本较高的企业同样也存在较大的经营风险。

【例】A、B 两家企业的有关资料如表 18—2 所示。

表 18—2

单位：元

企业名称	经济情况	概率	销售量(件)	单价	销售额	单位变动成本	变动成本总额	边际贡献	固定成本	利润
A	较好	0.20	120	10	200	720	480	200	280	
	中等	0.60	100	10	1000	500	400	200	200	
	较差	0.20	80	10	800	480	320	200	120	
B	较好	0.20	120	10	1200	480	720	400	320	
	中等	0.60	100	10	1000	400	600	400	200	
	较差	0.20	80	10	800	320	480	400	80	

为测算两个企业风险的大小，先计算两家企业最有可能的经营杠杆系数。

A 企业的期望边际贡献为：

$$\begin{aligned}\overline{M}_A &= 480 \times 0.20 + 400 \times 0.60 + 320 \times 0.20 \\ &= 400(\text{元})\end{aligned}$$

A 企业的期望利润为：

$$\begin{aligned}\overline{P}_A &= 280 \times 0.20 + 200 \times 0.60 + 120 \times 0.20 \\ &= 200(\text{元})\end{aligned}$$

A 企业最有可能的经营杠杆系数为：

$$DOL_A = \frac{\overline{M}_A}{\overline{P}_A} = \frac{400}{200} = 2$$

B 企业的期望边际贡献为：

$$\begin{aligned}\overline{M}_B &= 720 \times 0.20 + 600 \times 0.60 + 480 \times 0.20 \\ &= 600(\text{元})\end{aligned}$$

B 企业的期望利润为：

$$\begin{aligned}\overline{P}_B &= 320 \times 0.20 + 200 \times 0.60 + 80 \times 0.20 \\ &= 200(\text{元})\end{aligned}$$

B 企业最有可能的经营杠杆系数为：

$$DOL_B = \frac{\overline{M}_B}{\overline{P}_B} = \frac{600}{200} = 3$$

从上述计算可知，B 企业的经营杠杆系数要比 A 企业大。为了说明经营杠杆对风险程度的影响，下面计算两家企业利润的标准离差。

A 企业的标准离差为：

$$\begin{aligned}\delta_A &= \sqrt{(280 - 200)^2 \times 0.20 + (200 - 200)^2 \times 0.60 + (120 - 200)^2 \times 0.20} \\ &= 50.6\end{aligned}$$

B 企业的标准离差为：

$$\begin{aligned}\delta_B &= \sqrt{(320 - 200)^2 \times 0.20 + (200 - 200)^2 \times 0.60 + (80 - 200)^2 \times 0.20} \\ &= 79.5\end{aligned}$$

B 企业的标准离差大，说明 B 企业的经营风险更大。也就是说，固定成本高，经营杠杆系数大，则企业经营风险大。

## 第二节 财务杠杆

### 一、财务杠杆的概念

不论企业营业利润多少，债务的利息和优先股的股利通常都是固定不变的。当息税前盈余（营业利润）增大时，每1元盈余所负担的固定财务费用就会相对减少，这能给普通股股东带来更多的盈余；反之，当息税前盈余减少时，每1元盈余所负担的固定财务费用就会相对增加，这就会大幅度减少普通股的盈余。这种由于固定财务费用的存在，使普通股每股盈余的变动幅度大于息税前盈余的变动幅度的现象，叫财务杠杆。现用表18—3加以说明。

表 18—3 甲、乙公司的资本结构与普通股盈余表 单位：元

项 目	甲公司	乙公司
股本（面值：100）	2000000	1000000
发行在外股数（股）	20000	10000
债务（利息率为8%）	0	1000000
资金总额	2000000	2000000
息税前盈余	200000	200000
利息	0	80000
税前盈余	200000	120000
所得税（50%税率）	100000	60000
税后盈余	100000	60000
每股普通股盈余	5	6
息税前盈余增长率（%）	20	20
增长后的息税前盈余	240000	240000
债务利息	0	80000
税前盈余	240000	160000
所得税（50%税率）	120000	80000
税后盈余	120000	80000
每股普通股盈余	6	8
每股普通股盈余增加额	1	2
普通股盈余增长率（%）	20	33.33

在表18—3中，甲、乙两个公司的资金总额相等，息税前盈余相等，息税前盈余的增长率也相同，不同的只是资金结构。甲公司全部资金都是普通股，乙公司的资金中普通股和债券各占一半。在息税前盈余增长20%的情况下，甲公司每股盈余增长20%，而乙公司却增长了33.33%，这就是由于财务杠杆的作用。当然，如果息税前盈余下降，乙公司每股盈余的下降幅度要大于甲公司每股盈余的下降幅度。

### 二、财务杠杆的计量

从上述分析可知，只要在企业的筹资方式中有固定财务支出的债务和优先股，就存在财务杠杆的作用，但不同企业，财务杠杆的作用程度是不完全一致的，为此，需要对财务杠杆进行计量。对财务杠杆进行计量的最常用指标是财务杠杆系数。所谓财务杠杆系数是普通股每股盈余的变动率相当于息

税前盈余变动率的倍数。其计算公式为：

$$\text{财务杠杆系数} = \frac{\text{普通股每股盈余变动率}}{\text{息税前盈余变动率}}$$

$$\text{DFL} = \frac{\Delta \text{EPS} / \text{EPS}}{\Delta \text{EBIT} / \text{EBIT}}$$

式中： $\Delta \text{EPS}$  普通股每股盈余变动额或普通股全部盈余变动额；

$\text{EPS}$  基期每股盈余或基期普通股全部盈余；

$\Delta \text{EBIT}$  息税前盈余变动额；

$\text{EBIT}$  基期息税前盈余。

把表 18-3 的有关资料代入公式，得：

$$\text{DFL}_{\text{甲}} = \frac{1/5}{40000/200000} = \frac{20\%}{20\%} = 1.00$$

$$\text{DFL}_{\text{乙}} = \frac{2/6}{40000/200000} = \frac{33.33\%}{20\%} = 1.67$$

财务杠杆系数的计算公式，可进一步简化。

设：I——债务利息；

d——优先股股利；

T——所得税税率。

基期的普通股全部盈余，应是基期息税前盈余减去利息费用、所得税和优先股股利以后的余额，即

$$\text{EPS} = (\text{EBIT} - I) (1 - T) - d$$

因为利息费用、优先股股利固定不变，所以，普通股全部盈余的增长额，应是息税前盈余增长额减去所得税之后的余额，即

$$\text{EPS} = \text{EBIT} (1 - T)$$

$$\begin{aligned}
 DFL &= \frac{\Delta EPS / EPS}{\Delta EBIT / EBIT} \\
 &= \frac{\Delta EBIT(1-T)}{(EBIT-I)(1-T)-d} \times \frac{EBIT}{\Delta EBIT} \\
 &= \frac{EBIT}{EBIT-I-\frac{d}{(1-T)}}
 \end{aligned}$$

即

$$DFL = \frac{EBIT}{EBIT - I - \frac{d}{(1-T)}}$$

$$\text{财务杠杆系数} = \frac{\text{息税前盈余}}{\text{息税前盈余} - \text{利息} - \frac{\text{优先股股利}}{1 - \text{所得税率}}}$$

把表17-3的有关资料代入，得：

$$DFL_{\text{甲}} = \frac{200000}{200000 - 0 - 0} = 1$$

$$DFL_{\text{乙}} = \frac{200000}{200000 - 80000 - 0} = 1.67$$

这说明，在盈余增加时，乙公司每股盈余的增长幅度大于甲公司的增长幅度；当然，当盈余减少时，甲公司每股盈余减少得也更快。因此，公司息税前盈余较多，增长幅度较大时，适当地利用负债性资金，发挥财务杠杆的作用，可增加每股盈余，使股票价格上涨，增加企业价值。

### 三、财务杠杆与财务风险

财务风险是指企业为取得财务杠杆利益而利用负债资金时。增加了破产机会或普通股盈余大幅度变动的机会所带来的风险。企业为取得财务杠杆利益，就要增加负债，一旦企业息税前盈余下降，不足以补偿固定利息支出，企业的每股盈余下降得更快，甚至会引起企业破产。现举例说明如下，详细情况见表18—4。

项目	丙公司	丁公司
普通股	200000	1 0000
利息率为 8 % 的债务	0	1 00000
资金总额	20000	2 00000
计划营业利润	6000	2 00000
实际营业利润	6000	6000
借款利息	0	8000
税前利润	6000	-2000

从表18—4中可以看出，丙公司没有借债，就没有财务风险；丁公司有债务，当营业利润比计划减少时，就有了比较大的财务风险。如果不能及时

扭亏为盈，可能会引起破产。

下面，结合每股盈余标准离差的计算，来说明财务杠杆与财务风险的关系。

【例】B、C、D三家企业的资金构成情况如表 18—5 所示。其他有关情况三家企业完全一致，见表 18—2 中的日企业的情况。试计算每股盈余、财务杠杆系数及每股盈余的标准离差。

表 18—5

单位：元

项 目 \ 企 业	B	C	D
资金总额	2000	2000	2 000
普通股*	2000	1000	1 000
负债**	0	1000	1 000
利息	0	60	120

\*普通股面值均为 10 元/股，B 企业发行在外 200 股，C、D 企业发行在外 100 股。

\*\*C 企业负债利息率为 6%，D 企业负债的利息率为 12%。

根据以上资料，可通过表 18—6 计算。

表 18—6

单位：元

上业名称	经济情况	概率	息税前盈余	利息	税前盈余	所得税	税后盈余	每股盈余
B	较好	0.20	320	0	320	160	160	0.80
	中等	0.60	200	0	200	100	100	0.50
	较差	0.20	80	0	80	40	40	0.20
C	较好	0.20	320	60	260	130	130	1.30
	中等	0.60	200	60	140	70	70	0.70
	较差	0.20	80	60	20	10	10	0.10
D	较好	0.20	320	120	200	100	100	1.00
	中等	0.60	200	120	80	40	40	0.40
	较差	0.20	80	120	-40	-20	-20	0.20

\* 假设所得税税率为 50%，在实际工作中，当企业亏损时，则不纳税，还能得到亏损弥补。这里为了理论上推导方便，在企业亏损时，也按 50% 的税率计算。

根据表 18—6 的资料可知日企业的期望每股盈余、每股盈余的标准离差和财务杠杆系数分别为：

$$\begin{aligned} \overline{EPS}_B &= 0.80 \times 0.20 + 0.50 \times 0.60 + 0.20 \times 0.20 \\ &= 0.50(\text{元/股}) \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \delta_B &= \sqrt{(0.8 - 0.5)^2 \times 0.2 + (0.5 - 0.5)^2 \times 0.6 + (0.2 - 0.5)^2 \times 0.2} \\ &= 0.19 \end{aligned}$$

$$EFL_B = \frac{200}{200 - 0} = 1$$

C 企业的每股盈余、每股盈余的标准离差和财务杠杆系数分别为：

$$\begin{aligned}\overline{\text{EPS}}_C &= 1.30 \times 0.20 + 0.70 \times 0.60 + 0.10 \times 0.60 \\ &= 0.70(\text{元/股})\end{aligned}$$

$$\begin{aligned}\delta_C &= \sqrt{(1.30 - 0.70)^2 \times 0.20 + (0.70 - 0.70)^2 \times 0.60 + (0.10 - 0.70)^2 \times 0.2} \\ &= 0.38\end{aligned}$$

$$\text{DFL}_C = \frac{200}{200 - 60} = 1.43$$

D 企业的每股盈余、每股盈余的标准离差和财务杠杆系数分别为：

$$\begin{aligned}\overline{\text{EPS}}_D &= 1.00 \times 0.20 + 0.40 \times 0.60 + (-0.20) \times 0.2 \\ &= 0.40(\text{元/股})\end{aligned}$$

$$\begin{aligned}\delta_D &= \sqrt{(1.00 - 0.40)^2 \times 0.20 + (0.40 - 0.40)^2 \times 0.60 + (-0.20 - 0.40)^2 \times 0.2} \\ &= 0.38\end{aligned}$$

$$\text{DFL}_D = \frac{200}{200 - 120} = 2.5$$

从以上分析可知，B 企业全部靠自有资金经营，其每股盈余为 0.5 元/股，财务杠杆系数为 1，标准离差为 0.19。C 企业利用了利息率为 6% 的负债 1000 元，自有资金与负债资金的比率为 1:1，负债比率为 50%，则 C 企业的每股盈余上升到 0.70 元/股，财务杠杆系数上升到 1.43，标准离差率上升到 0.38。企业每股盈余上升，说明应用财务杠杆取得了比较好的效益，当然，随之也加大了财务风险。D 企业利用了利息率为 12% 的负债 1000 元，负债比率也为 50%，但 D 企业的每股盈余却下降到 0.4 元/股，财务杠杆系数也上升到 2.5，标准离差为 0.38。说明此时利用财务杠杆只能加大企业财务风险；而不能取得财务杠杆利益。这就是说，企业利用财务杠杆，可能会产生好的效果，也可能产生坏效果。

### 第三节 联合杠杆

#### 一、联合杠杆的概念

如前所述，由于存在固定的生产经营成本，产生经营杠杆作用，使营业利润的变动率大于业务量的变动率；同样，由于存在固定的财务成本（如固定利息和优先股股利），产生财务杠杆作用，使企业每股盈余的变动率大于营业利润（息税前盈余）的变动率。

从企业利润产生到利润分配的整个过程来看，既存在固定的生产经营成本，又存在固定财务成本，这便使得每股盈余的变动率远远大于业务量的变动率，通常把这种现象叫联合杠杆。

【例】某企业有关资料如表 18—7 所示。试看联合杠杆的作用。

表 18—7 单位：元

项 目	1993 年	1994 年	1994 年比 1993 年增减 (%)
销售收入*	1000	1200	20
变动成本**	400	430	20
固定成本	400	400	0
营业利润 ( EBIT )	200	320	60
利息	80	80	0
税前利润	120	240	100
所得税 ( 税率为 50 % )	60	120	100
税后利润	50	120	100
普通股发行在外股数 ( 股 )	100	100	0
每股盈余	0.06	1.2	100

\* 单位产品售价 10 元。

\*\* 单位变动成本 4 元。

从表 18—7 中看到，在联合杠杆的作用下，业务量增加 20%，每股盈余便增长 100%。当然，如果业务量下降 20%，企业的每股盈余也会下降 100%。

#### 二、联合杠杆的计量

从以上分析中得知，只要企业同时存在固定生产经营成本和固定利息费用等财务支出，就会存在联合杠杆的作用。但不同企业，联合杠杆作用的程度是不完全一致的，为此，需要对联合杠杆作用的程度进行计量。对联合杠杆进行计量的最常用指标是联合杠杆系数或联合杠杆度。所谓联合杠杆系数，是指每股盈余变动率相当于业务量变动率的倍数。其计算公式为：

$$\text{联合杠杆系数} = \frac{\text{每股盈余变动率}}{\text{产销量变动率}}$$

或 
$$\text{DCL} = \frac{\Delta \text{EPS} / \text{EPS}}{\Delta S / S}$$

式中：DCL 联合杠杆；  
 EPS 变动前的每股盈余；  
 EPS 每股盈余变动额；

S 变动前产销量；

S 产销量的变动额。

把表 18-7 中的有关数据代入，得：

$$DCL = \frac{0.6 / 0.6}{200 / 1000} = \frac{100\%}{20\%} = 5$$

为简化计算，可根据上述公式推导出计算联合杠杆系数的简单公式：

$$\begin{aligned} DCL &= \frac{\Delta EPS / EPS}{\Delta S / S} \\ &= \frac{\Delta EPS / EPS}{\Delta EBIT / EBIT} \times \frac{\Delta EBIT / EBIT}{\Delta S / S} \\ &= DOL \times DFL \\ &= \frac{M}{P} \times \frac{EBIT}{EBIT - I - \frac{d}{(1-T)}} \end{aligned}$$

因为经营杠杆系数中的营业利润（P）和财务杠杆系数中的息税前盈余（EBIT）是一概念的两种名称，因此，可互换表示，则

$$\begin{aligned} DCL &= \frac{M}{P} \times \frac{P}{P - I - \frac{d}{(1-T)}} \\ &= \frac{M}{P - I - \frac{d}{(1-T)}} \\ &= \frac{(a-v)Q}{(a-v)Q - F - I - \frac{d}{(1-T)}} \end{aligned}$$

式中：a 单价；

v 单位变动成本；

Q 业务量；

F 固定成本总额；

I 利息；

d 优先股股利；

M 边际贡献；

P 营业利润（即息税前盈余）。

将表 18-7 中的数据代入公式，得：

$$\begin{aligned} DCL &= \frac{(10-4) \times 100}{(10-4) \times 100 - 400 - 80 - 0} \\ &= 5 \end{aligned}$$

这就是说，在本例中，企业的业务量每增减 1%，每股盈余便增长 5%，因此，业务量有一个比较小的增长，每股盈余便会大幅度增长。

以上数字计算过程可用图 18—1 说明。

从图 18—1 中看出，在业务量变动 20% 时，每股盈余变动 100%，是由于经营杠杆和财务杠杆联合作用的结果。在图 18—1 的 (a) 中，DOL=3，业务量变动 20%，营业利润 (EBIT) 变动 60%，在图 18—1 的 (b) 中，DFL=1.67，

即利润每增长 1%，每股盈余增长 1.67%，此例中利润增长 60%，则每股盈余增长 100%。把上面两个杠杆结合在一起，形成图 18—1 的 (c)，在此图中 DCL=5，则业务量每增长 1%，每股盈余便增长 5%，本例中业务量增长 20%，故每股盈余增长 100%。

### 三、联合杠杆与企业风险

从以上分析看到，在联合杠杆的作用下，当企业经济效益好时，每股盈余会大幅度上升，当企业经济效益差时，每股盈余会大幅度下降。企业联合杠杆系数越大，每股盈余的波动幅度越大。由联合杠杆作用使每股盈余大幅度波动而造成的风险，称为联合风险。在其他因素不变的情况下，联合杠杆系数越大，联合风险越大，联合杠杆系数越小，联合风险越小。

图 18 1 经营杠杆、财务杠杆、联合杠杆示意图

【例】X、Y、Z 三家企业的有关资料如表 18—8 所示，试计算三家企业的联合杠杆及其每股盈余的标准离差。

(一) 计算三家企业的联合杠杆

三家企业期望销售量均为：

$$0.20 \times 120 + 0.60 \times 100 + 0.20 \times 80 = 100 (\text{件})$$

根据有关资料，计算三家企业的联合杠杆：

$$\begin{aligned} \text{DCL}_x &= \frac{(10-8) \times 100}{(10-8) \times 100 - 0 - 0} \\ &= 1 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{DCL}_y &= \frac{(10-4) \times 100}{(10-4) \times 100 - 400} \\ &= 3 \end{aligned}$$

EMBED Word.Document.6 \s

$$\begin{aligned} DCL_z &= \frac{(10-4) \times 100}{(10-4) \times 100 - 400 - 60} \\ &= 4.3 \end{aligned}$$

(二) 计算三家企业每股盈余的标准离差

为计算每股盈余的标准离差，首先要计算期望每股盈余：

$$\begin{aligned} \overline{EPS}_x &= 0.20 \times 0.60 + 0.60 \times 0.50 + 0.20 \times 0.40 \\ &= 0.50 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \overline{EPS}_y &= 0.20 \times 0.80 + 0.60 \times 0.50 + 0.20 \times 0.20 \\ &= 0.50 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \overline{EPS}_z &= 0.20 \times 1.3 + 0.60 \times 0.70 + 0.20 \times 0.1 \\ &= 0.70 \end{aligned}$$

根据以上资料，可计算每股盈余的标准离差：

$$\begin{aligned} \delta_x &= \sqrt{(0.6-0.5)^2 \times 0.2 + (0.5-0.5)^2 \times 0.6 + (0.4-0.5)^2 \times 0.2} \\ &= 0.063 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \delta_y &= \sqrt{(0.8-0.5)^2 \times 0.2 + (0.5-0.5)^2 \times 0.6 + (0.2-0.5)^2 \times 0.2} \\ &= 0.20 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \delta_z &= \sqrt{(1.3-0.7)^2 \times 0.2 + (0.7-0.7)^2 \times 0.6 + (0.1-0.7)^2 \times 0.2} \\ &= 0.38 \end{aligned}$$

从以上计算可知，联合杠杆越大，每股盈余的标准离差越大，企业财务风险越大。

## 第十九章 资金结构

### 第一节 资金结构理论

企业有多种筹资方式，它们的资金成本各不相同。每个企业都要研究全部资金中各种资金的构成问题。在企业筹资决策中，企业应确定最佳的资金结构，并在追加筹资中保持最佳结构，企业财务管理的总目标是实现企业价值的最大化。关于资金结构与企业价值之间的关系，西方已形成若干理论，现简述如下。

#### 一、早期的资金结构理论

资金结构理论在西方又称为资本结构理论，其研究始于 50 年代初期。

1952 年，美国财务管理学家大卫·杜兰特的研究成果是早期资本结构理论研究的正式开端之一。他把传统资金结构理论划分为三种类型：（1）净利理论；（2）营业净利理论；（3）传统理论。

##### （一）净利理论

净利理论认为，公司利用债务，可以降低企业加权平均的资金成本，因此，企业利用负债资金总是有利的。

为了便于说明问题，假设负债资金的成本为  $K_b$ ，自有资金的成本为  $K_s$ ，加权平均的资金成本为  $K_0$ ，已发行在外的公司债券的市场价值为  $B$ ，流通在外股票的市场价值为  $S$   $V=S+B$  代表公司的总价值， $B/V$  代表财务杠杆的大小。

净利理论认为，公司提高财务杠杆，可增加公司的总价值  $V$ ，并降低其加权平均的资金成本  $K_0$  利理论可以用图 19-1 来表示。

#### 图 19 1 净利理论图示

净利理论认为，当财务杠杆提高时， $K_b$  和  $K_s$  均保持不变，这样，会因资本结构中成本较低的负债资金所占比例增加，而使加权平均的资金成本降低，并逐渐接近负债成本  $K_b$ 。当公司资金成本最低时，企业的总价值为最大，即为最佳资金结构。因此，净利理论认为，最佳资金结构理论为图 19—1 中最右边的点，即负债为 100% 时。

##### （二）营业净利理论

营业净利理论认为，不论财务杠杆如何， $K_0$  都是固定的。增加成本较低的负债性资金会增加公司的风险，这会使自有资金的成本提高，一升一降，加权平均总成本  $K_0$  仍保持不变。这一理论可用图 19—2 来说明。

#### 图 19 2 营业净利理论

根据这种理论，负债的实际成本与自有资金的实际成本是相同的，都是  $K_0$ 。负债的成本可分为两部分：明示成本和非明示成本。其明示成本可以用利息率来代表，而非明示成本则用因负债增加而使自有资金成本的增加来表示。按营业净利理论，公司的资金成本不受财务杠杆的影响，同时，公司不存在最优资金结构。

##### （三）传统理论

传统理论认为，每一公司均有一最佳资金结构，公司可以通过财务杠杆的使用来降低其加权平均的资金成本，并增加公司的总价值。传统理论可用图 19—3 来表示。

图 19 3 传统理论图示

从图 19—3 中可以看到， $K_s$ ，随财务杠杆的使用而逐渐增加。最初， $K_b$  是稳定不变的，但当财务杠杆达到一定程度以后， $K_b$  就会上升。在初期，少量增加负债时，加权平均的资金成本会下降，这是因为，由于由  $K_s$  引起的加权平均成本的增加，抵销不了由  $K_0$  引起的加权平均成本的下降。但是，在达到某一点后， $K_s$  引起的成本的增加无法为  $K_b$  引起的成本的下降所抵销， $K_0$  开始增加，以后，更会因  $K_b$  的增加， $K_0$  迅速上升。当  $K_0$  在最低点时，即为公司最佳的资本结构，在图 19—3 中，x 点为最佳结构。

## 二、MM 理论

上面介绍的三种理论都是建立在经验判断基础之上的，三种理论都没有经过科学的数学推导和统计分析。当前被称为最有影响的资金结构理论便是 MM 理论。这一理论是由美国著名财务管理学家毛第林尼（France Modigliani）和米勒（Mertor Miller）于 1958 年创建的，因两位学者姓氏的第一个字母均为 M 故称之为 MM 理论。MM 理论使资金结构的研究成为一种严格的、科学的理论，当然，这一理论仍处于不断完善和发展过程中。

### （一）基本符号及其含义

MM 理论需要用到以下符号：

$S$  = 企业普通股市价（每股价格调发行在外股票数）；

$B$  = 负债的市价，为简化，略去了优先股并假设企业只使用一种负债，即固定年金式债券；

$V = S + B$  = 企业总价值；

EBIT = 息前税前盈余，为简化，假设预期的 EBIT 为一个常数，实际的 EBIT 可高可低，但预期 EBIT 在未来任何一年都相等；

$K_b$  = 企业负债的利息率；

$K_s$  = 股票成本，或企业普通股要求的报酬率；

$K_0$  = 加权平均资金成本；

$T$  = 企业所得税税率。

### （二）理论假设

在最初，MM 提出了如下假设条件，其中一些条件后来又有所放宽。

1. 企业的经营风险是可以衡量的，有相同的经营风险的企业处于同类风险级。

2. 现在和将来的投资者对企业未来的 EBIT 估计完全相同，即投资者对企业未来收益和这些收益风险的预期是相等的。

3. 股票和债券在完善市场上进行交易。这意味着：（1）没有交易成本；（2）投资者（个人或组织）可同企业一样以同等利率借款。

4. 不论举债多少，企业和个人的负债均无风险。

5. 所有现金流量都是年金，即企业的增长率为零，预期 EBIT 固定不变。

### （三）无公司税时的 MM 模型

MM 首先是在无公司税的前提下开始分析的。根据有关假设条件，MM 提出并证明了以下三个命题。

1. 命题一：企业价值模型。用一个适用于企业风险等级的固定比率把企业的 EBIT 转化为资本，据此可以确定企业价值。其公式为：

$$V_L = V_u = \frac{\text{EBIT}}{K} = \frac{\text{EBIT}}{K_u} \quad (1)$$

这里， $V_L$  为有负债企业的价值， $V_u$  为无负债企业的价值。 $K=K_u$ 。为适合于该企业风险等级的资本化比率，即贴现率。这就是 MM 所说的既定风险等级的企业有相同的适用贴现率。因为  $V$  可由公式 (1) 确定；所以，根据无税的 MM 理论，企业的价值独立于其负债比率，这也就是说，不论企业是否有负债，企业的加权平均资金成本是不变的。

假设  $X=\text{EBIT}$ ， $S_u$  为无负债企业的股票价值， $S_L$  为有负债企业的股票价值， $a$  为购买某一企业股票的比例， $0 \leq a \leq 1$ 。则命题一可通过如下过程进行推导。

某企业有下列两个可选择的投资方案

决 策	投 资	收 益
A. 购买 $a$ 比例负债企业 L 的权益	$aS_L$	$a(X - K_b B)$
B. 购买 $a$ 比例无负债企业 u 的权益，借入 $aB$	$aS_u - aB$	$a(X) - aK_b B = a(X - K_b B)$

投资方案 A 是购买一部分负债企业的普通股权益。投资方案 B 是购买相同比例的非负债企业的普通股权益，并且产生一定量的自制杠杆，它等于对负债企业  $a$  部分权益的投资代表的杠杆。由于这两项投资的 EBIT 相等，所以，投资的市场价值也相等。因此，可使两项投资价值相等：

$$aS_L = aS_u - aB$$

两边同时除经  $a$  得：

$$S_L = S_u - B$$

因为  $S_L + B = S_u$

$$S_L + B = S_u$$

$$S_u = V_u$$

则  $V_L = V_u$

这样，负债企业的价值等于非负债企业的价值。

2. 命题二，企业的股本成本模型。负债企业的股本成本（即自有资金成本）等于同一风险等级中某一无负债企业的股本成本加上根据无负债企业的股本成本和负债成本之差以及负债比率确定的风险报酬。其公式为：

$$K_s = K_u + RP$$

$$= K_u + \frac{B}{S} (K_u - K_b) \quad (2)$$

式中： $K_s$  负债企业的股本成本；  
 $K_u$  无负债企业的股本成本；  
 $RP$  风险报酬。

下面说明该公式的推导过程。

由公式 (1) 可知：

$$V = S + B = \frac{EBIT}{K_u}$$

则  $EBIT = (S + B)K_u$

负债企业的股本成本应为:

$$\begin{aligned} K_s &= \frac{EBIT - K_b B}{S} \\ &= \frac{(S + B)K_u - K_b B}{S} \\ &= K_u + (K_u - K_b) \frac{B}{S} \end{aligned}$$

从命题二中可以看出,随着企业负债的增加,其股本成本也增加。

把上述两个命题联系起来可以看出,MM 命题意味着,低成本的举债利益正好会被股本成本的上升所抵消,所以,更多的负债将不增加企业的价值。MM 理论的结论是:在无税情况下,企业的资金结构不会影响企业的价值和资金成本。

#### (四) 有公司税时的 MM 模型

因为公司所得税是客观存在的,为了考虑纳税的影响,MM 还提出了包括公司税的第二组模型。在这种情况下,他们的结论是负债会因利息的减税作用而增加企业价值,对投资者来说也意味着更多的可分配经营收入。

1. 命题一,企业价值模型。负债企业的价值等于相同风险等级的无负债企业的价值加上赋税节余的价值。其公式为:

$$V_L = V_u + TB \quad (3)$$

为了便于公式推导,首先考虑非负债企业的情况。在有公司所得税的情况下,无负债企业的价值为:

$$V_u = \frac{EBIT(1-T)}{K_u} = \frac{X(1-T)}{K_u} \quad (4)$$

非负债企业的股本成本为:

$$K_u = \frac{X(1-T)}{V_u} \quad (5)$$

下面重复前面的简单套算过程。

决 策	投 资	收 益
A. 购买 a 比例的负债企业 L 的权益	$aS_L$	$a(X - K_b B)(1-T)$
购买 a 比例的无负		$a(X)(1-T) - a(1$
B. 债企业 u 的权益借	$aS_u - aB(1-T)$	$- T)K_b B$
$\lambda aB(1-t)$		$= a(X - K_b B)(1-T)$

方案 A 是购买一部分负债企业的普通股权益,方案 B 是购买非负债企业同样比例的普通股权益,并且创造一定量的自制杠杆,借款部分为  $aB(1-T)$ 。两项投资的收益相等,因此,他们的市场价值应相等。即

$$aS_L = aS_u - aB(1-T)$$

两边同除以 a 得:

$$S_L = S_u - B(1-T)$$

$$S_L = S_u - B + TB$$

$$S_L + B = S_u + TB$$

因为  $S_L + B = V_L, S_u = V_u$

则

$$V_L = V_u + TB$$

从以上公式可以看出，当引入公司所得税后，负债企业的价值会超过无负债企业的价值，负债越多，这个差异越大，所以当负债最后达 100% 时企业价值最大。

2. 命题二，企业股本成本模型。在考虑所得税情况下，负债企业的股本成本等于同一风险等级中某一无负债企业的股本成本加上根据无负债企业的股本成本和负债成本之差以及公司税率所决定的风险报酬。其公式为：

$$K_s = K_u + (K_u - K_b)(1 - T)(B/S) \quad (6)$$

在有负债和所得税的情况下，企业的股本成本是税后净利与普通股价值之商，设税后净利为 NI。因为税后净利是税息前盈余减负债利息再减所得税后的差额则

$$\begin{aligned} NI &= (X - K_b B)(1 - T) \\ &= X(1 - T) - K_b B(1 - T) \end{aligned}$$

由公式 (3) 和 (5) 得：

$$K_u = \frac{X(1 - T)}{V_L - TB}$$

则  $X(1 - T) = K_u V_L - K_u TB$

代入前面公式得

$$NI = K_u V_L - K_u TB - K_b B(1 - T)$$

则 
$$\begin{aligned} K_s &= \frac{NI}{S} \\ &= \frac{K_u V_L}{S} - \frac{K_u TB}{S} - \frac{K_b B(1 - T)}{S} \\ &= K_u + \frac{B}{S}(1 - T)K_u - \frac{B}{S}(1 - T)K_b \\ &= K_u + (K_u - K_b)(1 - T)(B/S) \end{aligned}$$

从上述公式可以看出，企业的股本成本会随财务杠杆扩大而增加，这是因为股东面临更大的财务风险，但由于  $(1 - T)$  总是小于 1，税赋会使股本成本上升的幅度低于无税时上升的幅度，正是这一特性产生了命题一的结论，即负债的增加提高了企业价值。

#### (五) 米勒模型

虽然有公司税的模型包括了公司税因素，但却没能考虑个人所得税的影响。1976 年，米勒在美国金融学会上，提出了一个把公司所得税和个人所得税都包括在内的模型来估计负债杠杆对企业价值的影响。

设： $T_c$ ——公司所得税税率；

$T_s$ ——个人股票所得税税率；

$T_b$ ——个人债券所得税税率。

MM 理论的所有假设不变，再加上公司税和个人税，无负债企业的价值可用下式计算：

$$V_u = \frac{EBIT(1-T_c)(1-T_s)}{K_u} \quad (7)$$

为了推导上述公式，首先将分配给股东和债券持有人的负债企业年现金流量分解为两部分（设利息为 I）：

$$\begin{aligned} CFL &= \text{股东的净 CF} + \text{债券持有人的净 CF} \\ &= (EBIT - I)(1-T_c)(1-T_s) + I(1-T_b) \end{aligned} \quad (8)$$

$$= EBIT(1-T_c)(1-T_s) - I(1-T_c)(1-T_s) \quad (8')$$

公式（8）的第一项同无负债企业的税后现金流量完全相等，其现值可用  $K_u$  进行贴现而得。后二项反映了企业负债情况，即为与利息支付有关的现金流量。这两部分现金流量假设与利息支付有同等风险，可用  $K_b$ ，进行贴现。把三部分现金流量现值加在一起，可得出负债企业的价值：

$$\begin{aligned} V_L &= \frac{EBIT(1-T_c)(1-T_s)}{K_u} - \frac{I(1-T_c)(1-T_s)}{K_b} \\ &\quad + \frac{I(1-T_b)}{K_b} \end{aligned} \quad (9)$$

公式（9）中的第一项即公式（7），等于  $V_u$ ，后面两项也可改成如下形式：

$$V_L = V_u + \frac{I(1-T_b)}{K_b} \left[ 1 - \frac{(1-T_c)(1-T_s)}{1-T_b} \right] \quad (9')$$

在上式中， $\frac{I(1-T_b)}{K_b}$  应该等于负债的市场价值 B，则公式（9'）可变为：

$$V_L = V_u + \left[ 1 - \frac{(1-T_c)(1-T_s)}{(1-T_b)} \right] B \quad (10)$$

这便是包含公司所得税和个人所得税的企业价值模型。

这一模型有如下几个方面是十分重要的：

1.  $\left[ 1 - \frac{(1-T_c)(1-T_s)}{(1-T_b)} \right] B$  代表了负债收益，这一项代替了 MM 模型中的 TB。
2. 如果忽略所有的税率，即  $T_s = T_b = T_c = 0$ ，那么，括号中的项目为零，这与 MM 无税模型相同。
3. 如果忽略个人所得税， $T_s = T_b = 0$ ，那么，括号中的项目将为  $[1 - (1-T_c)] = T_c$ ，这与 MM 公司税模型相同。
4. 如果股票和债券收益的个人所得税税率相等，即  $T_s = T_b$ ，那么  $(1-T_s)$  和  $(1-T_b)$  两项可以约掉，括号中项将为  $T_c$ ，这也与 MM 公司税模型相同。
5. 如果  $(1-T_c)(1-T_s) = (1-T_b)$ ，括号中的项目将为零，使用负债杠杆的价值也为零。这意味着使用负债减税好处，正好被股票个人所得税抵销。这种情况下，资金结构对企业价值或资金成本无任何影响，这时回到 MM 无税理论。

米勒模型是在 MM 理论基础上建立起来的，是对 MM 理论的发展，因此，仍将其放在 MM 理论中说明。

### （六）对 MM 理论的评价

MM 理论成功地利用数学模型，揭示了资金结构中负债的意义，是对财务理论的重大贡献。但是，学者们和公司财务经理对 MM 理论的有效性是持怀疑态度的，因为实际上没有一家企业采纳 MM 的建议。MM 的公司税模型和米勒模型都得出同一个结论，即公司应负债 100%。但这种情况在实际生活中是不会出现的。对 MM 理论持不同意见的人都认为假设条件不符合实际情况，这些反对意见为：

1. MM 理论的分析暗含着公司负债和个人负债完全可以互相代替，但一般来说，投资于负债的公司比自己举债的风险要小。

2. MM 理论忽略了经纪人费用，这使资金由 L 向 u 无成本地自由转移。但经纪人费用和其他交易成本是客观存在的，这会阻碍套利交易。

3. MM 理论未能考虑盈利的变化情况，实际情况是，企业的利润不断发生变化，当盈利多时，企业可从负债中得到最大的减税利益，而当盈利少或无利时，企业减税利益很少甚至无减税利益。

4. MM 理论假设个人和企业可以以同等利率借款，但实际这并不相同。

5. MM 理论假设不论举债多少，企业或个人负债均无风险，但实际上随负债增加，风险也是不断增加的。

### 三、权衡理论

MM 理论只考虑民负债带来的纳税利益，却忽略了负债带来的风险和额外费用。既考虑负债带来的利益又考虑负债带来和各种费用并对它们进行适当平衡来确定企业价值的理论，叫权衡理论。当然，权衡理论也是在 MM 理论的基础上产生的，但因考虑了更多的现实因素，因此，更能符合实际情况。

#### （一）财务拮据成本

财务拮据是指企业没有足够的偿债能力，不能及时偿还到期债务。许多企业都要经历财务拮据的困扰，其中一些企业可能会破产。当一个企业出现财务拮据时，可能会出现以下情况：

1. 大量债务到期，债权人纷纷上门讨债，企业不得不以高利率或以清偿到期债务。

2. 当陷入财务困境企业的客户和供应商意识到企业出现问题时，他们往往不再来购买产品或供应材料，这可能会引起企业破产。

3. 当企业出现严重的财务拮据时，为解燃眉之急，管理人员往往会出现短期行为，如推迟机器的大修，变卖企业有用的资产以获取现金，降低产品质量来节省成本费用，这些短期行为均会降低企业的市场价值。

4. 当破产案件发生时，所有者和债权人长期争执不休，从而导致存货和固定资产的损坏或过时，损害企业资产价值。

5. 当破产案件发生时，律师费、诉讼费和其他行政开支会花费掉企业大量财富，这也会降低企业价值。

总之，当财务拮据发生时，即使最终企业不破产，也会产生大量的额外费用或机会成本，这便是财务拮据成本。财务拮据成本是由负债造成的，财务拮据成本会降低企业价值。

#### （二）代理成本

在股份制企业中，股东和债权人均把资金交给企业的经理人员，由经理人员代其管理，这便是所谓的代理关系。但经理往往是由股东聘任的，因此，

经理人员在管理中更多的是考虑股东利益，其次才是债权人的利益。

债权人贷款给企业时，主要根据以下几方面来确定贷款利率的高低：(1) 企业现有资产的风险程度；(2) 对企业新增资产风险的评估；(3) 企业目前的资金结构；(4) 对企业未来资金结构变化的预测。这些因素决定着企业的现金流量的风险，因而也决定着给企业贷款的安全程度。

现在假设股东们通过他们所选用的经理决定开始一个实际风险比债权人所预计的风险要大的项目，这时债权人给企业贷款时所要求的报酬率也应提高，同时还会导致企业旧债价值下降。如果这种风险较大的投资计划一旦成功了，则所得好处都将归于股东，因为债权人只能得到固定收益，这样股东就拿了大头，而债权人只拿了小头。类似地，如果企业为增加利润而决定增大财务杠杆即进一步举债，则企业旧债的价值将减少，这是因为企业一旦发行新债，则对旧债的破产保护将减少，但利润的增加多数会被股东拿走。

这就是说股东们可以通过其代理人即企业经理从债权人那里获得好处。因为存在这种可能性，债权人必须在贷款时要通过各种保护性条款对自己进行保护。这些条款在一定程度上会限制企业的经营，影响企业的活力，降低企业效率。另外，为了保证这些条款的实施，还必须用特定的方法对企业进行监督，这必然会发生额外的监督费用，抬高负债成本。以上两项都会增加企业费用支付或机会成本，这便是代理成本。代理成本的存在会提高负债成本而降低负债利益。

### (三) 权衡理论的数学模型

如果 MM 公司税模型是正确的话，那么，随着负债比率的增加，企业的价值也会不断增加，当负债为 100% 时，TB 和  $V_L$  达到最大。但当我们把财务拮据成本和代理成本考虑进去后，负债企业价值的计算则有所变化，其公式为：

$$V_L = V_U + TB - FPV - TPV \quad (11)$$

式中：FPV 预期财务拮据成本的现值；  
TPV 代理成本的现值。

权衡理论的数学模型用图 19—4 以说明。

### 图 19—4 权衡理论模型

在图 19—4 中，负债量达到 A 点前，减税利益起完全支配作用。超过 A 点，财务拮据和代理成本的作用显著增强，抵消部分减税利益。在 B 点上减税的边际收益完全会被负债损失所抵消，超过 B 点，损失将超过减税收益。公式 (10) 中的米勒模型也可像公式 (11) 一样进行修正。这就是说，权衡理论认为，企业有其最佳资金结构，这就是图中的 B 点，当负债比例在此点时，企业的价值最大。

## 第二节 确定资金结构的定量分析方法

从前面资金结构理论中可知，企业有其最佳资金结构，但在实际工作中，确定最佳资金结构却十分难。本节介绍几种确定资金结构的定量分析法。

### 一、息前税前盈余——每股盈余分析法

负债的偿还能力是建立在未来收益能力基础之上的。研究资金结构，不能脱离企业的盈利能力。企业的盈利能力，一般用息前税前盈余（EBIT）表示。

负债筹资是通过它的杠杆作用来增加股东财富的。确定资金结构不能不考虑它对股东财富的影响。股东财富用每股盈余（EPS）来表示。

将以上两方面联系起来，分析资金结构与每股盈余之间的关系，进而来确定合理的资金结构的方法，叫息前税前盈余——每股盈余分析法，简称为 EBIT—EPS 分析法。现举例说明如下：

【例】假设华特公司目前有资金 75 万元，现因生产发展需要准备再筹集 25 万元资金，这些资金可以利用发行股票来筹集，也可以利用发行债券来筹集。表 19—1，列示了原资金结构和筹资后资金结构情况。

表 19—1 华特公司资金结构变化情况表 单位：元

筹资方式	原资金结构	增加筹资后资本结构	
		增发普通股（A）	增发公司债（B）
公司债（利率 8%）	100000	100000	350000
普通股（面值 10 元）	200 000	30 0000*	200 000
资本公积	25 0000	400000*	250000
保留盈余	20 0000	200 000	2000000
资产总额合计	750000	1000000	1000000
普通股股数（股）	2000 0	30000	20000

\* 发行新股票时，每股发行价格为 25 元，筹资 250000 元需发行 10000 股，普通股股本增加 100000 元，资本公积增加 150000 元。

根据资金结构的变化情况，我们进行 EBITEPS 分析，这个分析实质上是分析资金结构对普通股每股盈余的影响。详细的分析情况见表 19—2。

表 19-2 华特公司不同资金结构下的每股盈余 单位：元

项目	增发股票	增发债券
预计息前税前盈余（EBIT）	200000	2 00000
减：利息	8000	28000
税前盈余	192000	17200 0
减：所得税（50%）	96000	86000
税后盈余	96000	86000
普通股股数	30000	20000
每股盈余（EPS）	3. 2	4.3

从表 19—2 中可以看到，当息前税前盈余为 200000 元的情况下，利用增发公司债的形式筹集资金能使每股盈余上升较多，这可能更有利于股票价格的上涨，更符合理财目标。

那么，究竟息前税前盈余为多少时发行普通股有利，息前税前盈余为多少时发行公司债有利呢？这可按下列公式计算：

$$\frac{(\overline{\text{EBIT}} - I_1)(1 - T) - D_{ps1}}{N_1} = \frac{(\overline{\text{EBIT}} - I_2)(1 - T) - D_{ps2}}{N_2}$$

式中： $\overline{\text{EBIT}}$  息前税前盈余分界点（无差别点）；  
 $I_1, I_2$  两种物资方式下的年利息；  
 $D_{ps1}, D_{ps2}$  两种物资方式下的优先股股利；  
 $N_1, N_2$  两种物资方式下的流通在外的普通股股数。

现把华特公司的资料代入上式得：

$$\frac{(\overline{\text{EBIT}} - 8000) \times (1 - 50\%) - 0}{30000} = \frac{(\overline{\text{EBIT}} - 28000) \times (1 - 50\%) - 0}{20000}$$

求得： $\text{EBIT} = 68000$ （元）

在此点： $\text{EPS}_1 = \text{EPS}_2 = 1$ （元）

这就是说，当盈余能力  $\text{EBIT} > 68000$  元时，利用负债集资较为有利，当盈余能力  $\text{EBIT} < 68000$  元时，不应再增加负债，以发行普通股为宜。当  $\text{EBIT}$  为 68000 元时，采用两种方式无差别。华特公司的预计  $\text{EBIT}$  为 200000 元，故采用发行公司债的方式较为有利。

利用表 19—2 的资料，还可绘制  $\text{EBIT} - \text{EPS}$  分析图，如图 19—5。这更能一目了然地说明问题。

在绘图时，选用的第一个点是当  $\text{EBIT}$  为 200000 元时，采用普通股融资的  $\text{EPS}$  为 3.2 元，采用债券融资的  $\text{EPS}$  为 4.3 元。另外一点，也可通过选取一定的  $\text{EBIT}$  来计算相应的两种筹资方式的  $\text{EPS}$  来获得。在图 19—5 中，选取的是当  $\text{EPS}$  为 0 时，那么，采用股票融资时  $\text{EBIT}$  必须负担 8000 元的利息，而采用负债融资必须负担 28000 元的利息。这样，可以得出相应的两种筹资方式下的第二点。

$\text{EBIT} - \text{EPS}$  分析图，简单明了，从图中可以看到，当  $\text{EBIT}$  大于 68000 元时，债务融资的  $\text{EPS}$  大于普通股融资的  $\text{EPS}$ ；反之，当  $\text{EBIT}$  小于 68000 元时，普通股融资的  $\text{EPS}$  大于负债融资的  $\text{EPS}$ 。而  $\text{EBIT}$  等于 68000 元时，两种筹资方式的  $\text{EPS}$  相等。

这种分析方法只考虑了资金结构对每股盈余的影响，并假定每股盈余最大，股票价格也就最高。但把资金结构对风险的影响置于视野之外，是不全面的。因为随着负债的增加，投资者的风险加大，股票价格和企业价值也会有下降的趋势，所以，单纯地用  $\text{EBIT} - \text{EPS}$  分析法有时会作出错误的决策。但在资金市场不完善的时候，投资人主要根据每股盈余的多少来作出投资决策，每股盈余的增加也的确有利于股票价格的上升。50 年代以前，这种方法是确定资金结构的最常见方法。

图 19 5 EBIT EPS 分析图

## 二、方案对比优选法

在作出筹资决策之前，先拟定若干个备选方案，分别计算各方案的加权平均成本，然后确定筹资方案和资金结构的方法，叫方案对比优选法。现举例说明如下。

【例】华光公司原来的资金结构如表 19—3 所示。普通股每股面值 1 元，发行价格 10 元，目前价格也为 10 元，今年期望股利为 1 元/股，预计以后每年增加股利 5%。该企业所得税税率假设为 30%，假设发行多种证券均无筹资费。

表 19—3

筹资方式	金额（万元）
债券（年利率 10%）	800
普通股（每股面值 1 元，发行价 10 元，共 80 万股）	800
合计	1600

该企业现拟增资 400 万元，以扩大生产经营规模，现有如下三个方案可供选择。

甲方案：增加发行 400 万元的债券，因负债增加，投资人风险加大，债券利率增至 12% 才能发行，预计普通股股利不变，但由于风险加大，普通股市价降至 8 元/股。

乙方案：发行债券 200 万元，年利率为 10%，发行股票 20 万股，每股发行价 10 元，预计普通股股利不变。

丙方案：发行股票 36.36 万股，普通股市价增至 11 元/股。

为了确定上述三个方案哪个最好，下面分别计算其加权平均的资金成本。

1. 计算计划年初加权平均资金成本。各种资金的比重和资金成本分别为：

$$W_b = \frac{800}{1600} = 50\%$$

$$W_s = \frac{800}{1600} = 50\%$$

$$W_b = 10\% \times (1 - 30\%) = 7\%$$

$$K_s = \frac{1}{10} + 5\% = 15\%$$

计划年初加权资金成本为：

$$K_{W0} = 50\% \times 7\% + 50\% \times 15\% = 11\%$$

$$W_{b_1} = \frac{800}{2000} = 40\%$$

$$W_{b_2} = \frac{400}{2000} = 20\%$$

$$W_s = \frac{800}{2000} = 40\%$$

$$K_{b_1} = 10\% \times (1 - 30\%) = 7\%$$

$$K_{b_2} = 12\% \times (1 - 30\%) = 8.4\%$$

$$K_s = \frac{1}{8} + 5\% = 17.5\%$$

甲方案的加权平均资金成本为：

$$\begin{aligned} K_{W1} &= 40\% \times 7\% + 20\% \times 8.4\% + 40\% \times 17.5\% \\ &= 11.48\% \end{aligned}$$

3. 计算乙方案的加权平均资金成本。各种资金的比重和资金成本分别为：

$$W_b = \frac{200 + 800}{2000} = 50\%$$

$$W_s = \frac{200 + 800}{2000} = 50\%$$

$$W_b 10\% \times (1 - 30\%) = 7\%$$

$$K_s = \frac{1}{10} + 5\% = 15\%$$

乙方案加权平均的资金成本

$$K_{W2} = 50\% \times 7\% + 50\% \times 15\% = 11\%$$

4. 计算丙方案的加权平均资金成本。各种资金的比重及成本分别为：

$$W_b \frac{800}{2000} = 40\%$$

$$W_s \frac{400 + 800}{2000} = 60\%$$

$$W_b = 10\% \times (1 - 30\%) = 7\%$$

$$W_s = \frac{1}{11} + 5\% = 14.1\%$$

丙方案的加权平均资金成本为：

$$K_{W3} = 40\% \times 7\% + 60\% \times 14.1\% = 11.26\%$$

从以上计算可以看出，乙方案的加权平均成本最低，所以应选用乙方案，即该企业应保持原来的资金结构，50%为负债资金，50%为自有资金。

这种方法通俗易懂，计算过程也不是十分复杂，是确定资金结构的一种常用方法。但因所拟定的方案数量有限，故有把最优方案漏掉的可能。

### 三、逐步测试法

逐步测试法是根据有关资料，通过逐步测试来求出最优资金结构的一种方法。现举例说明如下：

【例】假设福得斯公司每年的息税前盈余为 \$ 500 万。目前福得斯公司的全部资金都是利用发行股票筹集，股票帐面价值为 \$ 200 万。福得斯公司的所得税率为 40%。假设福得斯公司的资金结构要发生变化，但其他因素保持不变。

经过与投资银行讨论，福得斯公司获悉最初的 \$ 600 万债务可以 12% 的利息率而筹集，因为随着债务的增加，投资者的风险将相应增加，所以，其债务利息也必然随之上升。同样道理，权益资金的成本也会相应提高，这些都列示在表 19—4 中。

在实例中，假设资金结构的调整是通过发行债券购回普通股来进行的。观测算资金结构如何影响公司的总价值  $V$  和资本成本  $K_0$  企业市场的总价值应等于债务的价值  $B$  加股票的总价值  $S$ ，所以：

$$V = S + B \quad (1)$$

假设债务的市场价值等于它的面值，股票的市场价值通过税后盈余和权益资本化比率 (Equity Capitalization Rate) 来计算，即

$$S = \frac{(EBIT - I)(1 - T)}{K_s}$$

式中：EBIT 息税前盈余；  
 I 每年支付的利息；  
 T 公司所得税率；  
 $K_s$  权益资金的成本或权益资本化比率；

表 19—4 不同债务水平对福得斯公司的债务资金成本和权益资金成本的影响

债务的市场价值 (百万美元)	所有债务的利息率 (%) $K_b^*$	估计股票的价值 $j^*$	权益资金的成本 (%) $K_s^{**}$
0	-	1.10	14.40
3	12.0	1.25	15.0
6	12.0	1.35	15.4
9	13.0	1.45	15.8
12	14.0	1.60	16.4
15	16.0	1.80	17.2
18	18.0	2.10	18.4
21	20.0	2.75	21.0

\*与投资银行协商得出。

\*\* $K_s = R_F + j (K_m - R_F)$ ，投资银行估计： $R_F = 10\%$ ， $K_m = 14\%$

如表 19—5 所示，在没有债务的情况下，福得斯公司的总价值为 \$ 20.833 百万，当企业用债务资本代替权益资本时，在债务达到 \$ 12 百万之前，其总价值在不断增加。当债务超过 \$ 12 百万之后，由于债务资本和权益资本的成本

本都大幅度增加，引起企业总价值下降。

另外，\$ 12 百万不仅是使福得斯公司总价值最大的资本结构，也是使其加权平均资本成本最低的资本结构。加权平均的资本成本可用下式计算：

$$K_0 = K_b \left( \frac{B}{V} \right) (1 - T) + K_s \left( \frac{S}{V} \right) \quad (3)$$

式中：K<sub>0</sub> 加权平均资本成本；  
 K<sub>b</sub> 税前债务资本成本；  
 K<sub>s</sub> 权益资本成本。

债务的市场 价值 B (百万美元)	股票的市场 价值 S (百万美元)	公司的市场 价值 V (百万美元)	财务杠杆 (%) B/V	税前债务 成本 (%) K <sub>b</sub>	权益资本 成本 (%) K <sub>s</sub>	加权平均 资本成本 (%) K <sub>0</sub>
0	2.833	20.833	0	0	14.4	14.4 0
3	18.560	21.560	13.91	12.0	15.0	13.92
6	16.675	22.675	26.46	12.0	15.4	13.33
9	11.544	23.544	38.23	13.0	15.8	12.74
12	12.146	24.146	49.70	14.0	16.4	12.42
15	9.070	24.070	62.32	16.0	17.2	12.46
18	5.739	23.739	75.82	18.0	18.4	12.64
21	2.286	23.286	90.18	20.0	21.0	12.88

\* 表中 B、K<sub>b</sub>、K<sub>s</sub> 由表 19—4 得来；S 是利用公式 (2) 计算得到的；V 是利用公式 (1) 计算得到的；K<sub>0</sub> 是利用公式 (3) 计算得到的。

当公司没有债务时，加权平均的资本成本就是权益成本。最初使用较便宜的债务资本，可使加权平均的资本成本降低，但当债务超过 \$ 12 百万时，资本成本就会上升。因此，当债务为 \$ 12 百万时的资本结构为该公司的最佳资本结构。

逐步测试法从没有债务开始，通过逐步增加债务来测试企业加权平均的资本成本和总价值，从而得到企业的最佳资金结构，是一种比较好的方法，测试出来的结果比较准确。但这种方法测试的过程比较麻烦，最好通过电子计算机来进行。

### 第三节 确定资金结构的定性分析方法

由于准确地确定最佳资金结构是不可能的，所以，财务经理们在进行定量分析的同时要进行定性分析。在进行定性分析时首先要认真考虑影响资金结构的各种因素，并根据这些因素通过财务经理的主观判断，来确定企业的资金结构，这便是确定资金结构的定性分析方法。因此，在采用定性分析法时，关键是要分析影响资金结构的各种因素。

#### 一、企业销售的增长情况

预计未来销售的增长率，决定财务杠杆在多大程度上扩大每股盈余，如果销售以 8—10% 或更高的速度增长，使用具有固定财务费用的债务筹资，就会扩大普通股的每股盈余，这一点已在实践中得到证明。

除了销售的增长率外，销售是否稳定对资金结构也有重要影响，如果企业的销售比较稳定，则可较多地负担固定的财务费用，如果销售和盈余有周期性，则负担固定的财务费用将冒较大的财务风险。

#### 二、企业所有者和管理人员的态度

企业所有者和管理人员的态度对资金结构也有重要影响，因为企业资金结构的决策最终是由他们作出的。

一个企业的股票如果被众多投资者所持有，谁也没有绝对的控制权，这个企业可能会更多地采用发行股票的方式来筹集资金，因为企业所有者并不担心控制权的旁落。反之，有的企业被少数股东所控制，股东们很重视控制权问题，企业为了保证少数股东的绝对控制权，一般尽量避免普通股筹资，而是采用优先股或负债的方式筹集资金。

管理人员对待风险的态度，也是影响资金结构的重要因素。喜欢冒险的财务管理人员，可能会安排比较高的负债比例；反之，一些持稳健态度的财务人员则会只使用较少的债务。

#### 三、贷款人和信用评级机构的影响

每位公司的财务经理对如何运用财务杠杆都有自己的分析，但贷款人和信用评级机构的态度实际上往往成为决定财务结构的关键因素。

一般而言，公司财务管理人员都会与贷款人和信用评级机构商讨其财务结构，并充分尊重他们的意见。大部分贷款人都不希望公司的负债比例太大，如果公司坚持使用过多债务，则贷款人可能拒绝贷款。同样，如果企业债务太多，信用评级机构可能会降低企业的信用等级，这样会影响企业的筹资能力，提高企业的资金成本。

#### 四、行业因素

不同行业，资本结构有很大差别。财务经理必须考虑本企业所处的行业，以便考虑最佳的资本结构。表 19—6 提供的是美国 1982 年各行业资本结构情况，说明各行业资本结构有很大差别。

表 19—6

1982 年美国各行业资本结构情况 (%)

行业	总资产的百分比			
	流动负债	长期债务	债务总额	权益总额
零售商业	28.5	29.4	57.9	42.1
制造业总的情况	25.5	25.6	51.1	48.9
化学	21.8	26.9	48.7	51.3
医药	22.8	19.2	42.0	58.0
食品	26.2	24.3	50.5	49.5
石油	17.7	31.1	48.8	51.2
钢铁	22.2	42.3	64.5	35.5

资料来源：Gitman, Joehnk, Pinches: 《management Finance》, Harper & Row, Publishers, 1985 P766.

医药行业的负债不多，是因为它是一个高利润高风险的行业。高盈利使保留盈余筹资成为可能，而高风险、需要大量科研经费、产品试制周期特别长的企业，过多地利用财务杠杆显然是不适当的。

零售商业因主要是为存货的增加而筹资，而存货的周转期短，变现能力强，所以，使用了大量短期债务，使其债务总的比例比较高。

钢铁行业在本世纪 80 年代盈利一直不高，降低了钢铁公司股票的地位，从而使公司销售新股票越来越困难，不得不利用负债筹集其所需资金，这便是钢铁行业负债高的原因。

## 五、企业的财务状况

获得能力越强，财务状况越好、变现能力越强的公司，就越有能力负担财务上的风险。因而，随着企业变现能力、财务状况和盈利能力的增进，举债融资就越有吸引力。当然，有些企业，因为财务状况不好，无法顺利发行股票，只好以高利率发行债券来筹集资金。衡量企业财务状况的指标主要有负债比率、利息周转倍数、固定费用周转倍数、投资报酬率等。

## 六、其他因素

除了上述因素外，还有一些因素也会影响企业的资金结构，主要有：

### (一) 资产结构

资产结构会以多种方式影响企业的资金结构：(1) 拥有大量固定资产的企业主要通过长期负债和发行股票筹集资金；(2) 拥有较多流动资产的企业，则更多依赖流动负债来筹集资金；(3) 资产适用于抵押贷款的公司举债额较多，如房地产公司的抵押贷款就相当多；(4) 以技术研究开发为主的公司则负债很少。

### (二) 所得税率的高低

企业利用负债可以获得减税利益，因此，所得税税率越高，负债的好处越多，反之，如果税率很低，则采用举债方式的减税利益则不十分明显。

### (三) 利率水平的变动趋势

利率水平的变动趋势也会影响到企业的资金结构。如果公司财务管理人员认为利息率暂时较低，但不久的将来有可能上升的话，便会大量发行长期债券从而在若干年内把利率固定在较低水平上。

以上因素都可能会影响到企业的资金结构，财务管理人员应在认真分析上述因素的基础上，根据经验来确定企业的资金结构。

确定资金结构的定量分析方法和定性分析方法各有优缺点，在实际工作中应结合起来加以运用，以便合理确定资金结构。

## 第七篇 专题篇

本篇主要探讨一些专题性的问题，是对财务管理基本内容的深化和发展。全篇共分四章：第二十章是通货膨胀财务管理，主要介绍通货膨胀对财务管理的影响，通货膨胀条件下的筹资、投资管理问题；第二十一章是国际财务管理，主要介绍国际财务管理的概念与特点，国际企业的筹资管理，国际企业的投资管理，国际企业营运资金管理，国际企业的纳税管理等问题；第二十二章是企业合并的财务管理，主要介绍企业合并的原因，企业合并的财务管理原则，企业合并中的资产评估，企业合并中的财务可行性分析等问题；第二十三章是企业破产的财务管理，主要介绍企业破产的概念、原因，和解与整顿的财务管理，破产清算中的财务管理等问题。

## 第二十章 通货膨胀财务管理

### 第一节 通货膨胀对财务管理的影响

70年代末期和80年代早期，西方各资本主义国家几乎都经历了两位数的通货膨胀。这给企业财务管理提出了许多新的问题，西方各国都加强了对通货膨胀条件下的财务管理的研究。美国著名财务学者布瑞罕姆（Eugene F. Brigham）甚至称财务管理已进入了一个新的阶段——通货膨胀财务管理阶段。为了分层次地说明问题，在前面各章，我们很少涉及通货膨胀。但在西方各国，通货膨胀已是一种普通的经济现象。为此，在本章中，将介绍通货膨胀条件下的财务管理问题。

持续的通货膨胀，给经济生活带来了许多问题，当然，也给企业理财带来了许多影响。这主要表现在以下几个方面。

#### 一、企业资金需求不断膨胀

通货膨胀对企业最明显的影响是使企业资金占用量不断增加，资金需求迅速膨胀。这是因为：（1）由于物价的上涨，使同等数量的存货占用更多的资金；（2）在通货膨胀时，企业为了减少原材料涨价所受的损失，或想在囤积中获得利益，于是提前进货，超额储备，资金需要量增加势在必行；（3）在通货膨胀期间，资金供求矛盾比较尖锐，企业间相互拖欠货款的现象比较严重，应收帐款的增加，也是引起资金需求增加的一个重要因素；（4）在严重的通货膨胀时期，会计上如果按历史成本原则进行核算，就会造成成本虚低，利润虚增，资金补偿不足，企业要想维持简单再生产的正常进行，必须追加资金。

#### 二、资金供给持续性短缺

在通货膨胀时，企业的资金需求迅速膨胀，然而，企业的资金来源却受多方限制，以致于资金的供给量持续性短缺。这是因为：（1）政府为了控制通货膨胀，不得不抽紧银根，这必然减少货币资金的供应量；（2）在通货膨胀率较高时，利息率上升的幅度往往赶不上物价上涨的幅度，而且在物价波动剧烈时，投机利润大大高于正常的生产利润。在这种情况下，越来越多的资金用于囤积商品、抢购黄金、购买外汇等投机活动，使闲置资金转化成信贷资金的过程受到严重阻碍，大大减少了信贷资金的来源；（3）物价快速上涨，容易引起利息率飞涨，从而使各种有价证券如股票、债券等价格暴跌，并把许多财务状况薄弱的公司挤出资金市场，这就增加了企业在资金市场上筹资的困难；（4）在物价不断上涨时，企业的经营风险加大，银行贷款的风险也随之上升，这迫使银行在选择贷款对象时更加小心谨慎，对财务状况较差的公司往往拒绝贷款，即使是财务状况较好的企业，贷款的条件也更加苛刻了。

#### 三、货币性资金不断贬值

---

Eugene F. Brigham: Fundamentals of Financial Management, 1983, PP. 4.

王化成：《试论物价变动对财务管理的影响》，载《财会信息》1990年第12期。

货币性资金包括货币性资产和货币性负债两部分。货币性资产是指企业所拥有的现金及其他固定金额的债权。货币性负债是指应由企业承担的支付定量货币的义务，这类负债主要有应付帐款、应付票据、应付利息、应付公司债等。货币性资金的数量不随物价变动而升降，但它们所实际代表的商品或劳务的数量，却直接地随物价的升降而上下波动。在物价上涨时，币值下降，付出同样多的货币，只能获得较少量的商品或劳务，因而，此时持有货币性资产，必然丧失一部分购买力，而遭受可以按一般物价水准来计量的货币购买力损失。同样，在物价上涨时，负有以一定货币数量计量的债务，将会因为欠款时货币所含有的购买力较大，而清偿时可以用贬值的、即购买力较小的货币去偿付，使企业获得按一般物价水准计量的货币购买力收益。

#### 四、实物性资金的相对升值

实物性资金主要指各种实物资产，如原材料、在制品、产成品、固定资产等。在物价变动时，实物性资产的货币额不是固定不变的，一般都随物价水平的上涨而上涨，随物价水平的下降而下降。因此，在通货膨胀条件下，各种实物资金占用具有在货币计量上不断升值的特性。当然，由于物价上涨对不同资产有不同的影响，各种资产的升值幅度并不完全一致。

#### 五、资金成本不断升高

通货膨胀是通过影响利息率来影响企业资金成本的。一般来说，物价上涨，利息率也会随之上涨。利息率一般由三部分构成，即纯利率（ $K_0$ ），风险报酬（ $ID$ ）和通货膨胀贴水（ $IP$ ）。利息率（ $K$ ）的计算公式为：

$$K=K_0 + ID + IP$$

实际报酬率是由资金的供求来决定的，如前所述，通货膨胀时资金的供求矛盾比较尖锐，会引起实际报酬率的上升。风险报酬是由不能偿付的风险来决定的，通货膨胀时企业经营风险加大，所以，要求有更高的风险报酬。通货膨胀贴水是由通货膨胀的程度来决定的，通货膨胀越甚，这部分贴水要求越高。这就是说，通货膨胀会使构成利息率的三个部分都升高，那么，利息率的上涨也就不可避免了。

## 第二节 通货膨胀条件下的企业资金筹集

在通货膨胀时，企业资金供求矛盾十分尖锐，因此，合理筹措资金，是通货膨胀期间财务管理的一项重要内容。

### 一、发行债券时采用浮动利率

通常，债券的利息在债券的发行年限内保持固定，这对发行债券的企业和投资人都十分方便。但在通货膨胀严重时期，这种固定利率债券往往会使投资人的实际利率非常低，甚至是负利率，因此，在严重的通货膨胀时期，很多人都不愿购买固定利率债券，这极大地限制了企业利用债券筹措资金。为了对付通货膨胀，顺利发行公司债券，“西方许多企业发行了浮动利率债券，这种债券的利率随物价变动而变动，使投资人在严重通货膨胀时不致于因通货膨胀而遭受损失。浮动利率债券在 70 年代末和 80 年代早期十分走俏，它帮助许多企业解决了资金危机。另外，在通货膨胀时，银行发放长期贷款，往往也采用浮动利率，这也是通货膨胀给财务管理带来的一个新变化。

### 二、利用股票集资时采用高股利政策

在高速通货膨胀时，为了保证股东的实际报酬不致降低，必须增加股利的发放，只有这样，才能保证普通股股票的吸引力，使企业的股票得以顺利发行。因此，在通货膨胀比较激烈的时候，企业股利的发放都以较高的速度增长。表 20—1 反映了美国企业通货膨胀与股利支付之间的关系。

从表 20—1 中可以看出，在 1976—1981 年，美国的平均通货膨胀率比较高，股利增长率也比较高，而 1962—1981 年，美国的平均通货膨胀率比较低，股利增长率也比较低。

### 三、改变了自有资金和负债资金的结构

表 20—1 美国企业的通货膨胀和股利增长率

时 间	通货膨胀率(消费价格指数 X %)	股利增长率(%)
1976—1981	9.63	12.71
1971—1981	8.44	10.97
1966—1981	7.01	8.42
1962—1981	5.97	8.29

资料来源：Lawence J. Fitman, 《Managerial Finance》, P819。

在通货膨胀时，虽然利率也在不断提高，但由于有时利率上涨赶不上物价上涨的速度，从而造成实际利率下降，个别年份甚至成为负利率。例如，从 1976—1981 年，英国的名义利率分别为 14.4%，12.7%，13.5%，13.0%和 15.3%，而实际利率则分别是 -0.2%，-1.0%，1.4%，-1.3%，-5.0%。这时若采用借款方式筹措资金，则对企业十分有利。“所以，在通货膨胀率比较高时，西方企业都改变了传统的资金结构，增加了负债资金的比例。

### 第三节 通货膨胀条件下的投资管理

在通货膨胀期间，无论是进行证券投资还是直接投资，都必须考虑通货膨胀因素。在通货膨胀条件下进行证券投资，要避免投资于那些有固定收益的证券，而应投资于变动收益证券，普通股股票、浮动利率债券则属于比较好的投资对象，这在前面已有所述及，本节重点说明通货膨胀条件下的直接投资问题。

用于评价投资方案经济效果的指标很多，现以净现值为例来说明通货膨胀对投资决策的影响。

在没有通货膨胀时，计算净现值的公式为：

$$NPV_1 = \sum_{t=1}^n \frac{NCF_t}{(1+K)^t} - C$$

式中：NPV<sub>1</sub>——无通货膨胀时投资项目的净现值；

NCF<sub>t</sub>——第 t 年的现金净流量；

K——资金成本或必要报酬率；

n——投资项目的使用年限；

C——初始投资额。

现在，假设在投资项目的寿命周期内每年的通货膨胀率为 i，那么，用于评价投资项目的资金成本或必要报酬率必须反映预期的通货膨胀率。除分母中的必要报酬率需要考虑通货膨胀因素外，分子中的现金净流量也要考虑通货膨胀的影响。现假定现金净流量的增长率与通货膨胀率相同，都是 i，则此时的净现值 NPV<sub>2</sub> 应按下式计算。

$$\begin{aligned} NPV_2 &= \sum_{t=1}^n \frac{NCF_t (1+i)^t}{(1+K)^t (1+i)^t} - C \\ &= \sum_{t=1}^n \frac{NCF_t}{(1+K)^t} - C \end{aligned}$$

由于通货膨胀因素在分子和分母中是相同的，故可以约掉，这样，NPV<sub>2</sub> 与 NPV<sub>1</sub> 计算的结果相同。所以，当通货膨胀率既适用于分子中的现金净流量，又适用于分母中的贴现因子——资金成本时，净现值的计算结果与无通货膨胀时是一样的。

从以上情况来看，似乎长期投资决策与通货膨胀无关。但实际上并非如此。（1）通货膨胀对分子中的现金流量和对分母中的必要报酬率的影响是不相同的；（2）通货膨胀对现金流量的构成——现金流入和现金流出的影响也不一定一样；（3）如果按原始价值计提折旧，通货膨胀对折旧无影响；（4）通货膨胀还会影响到初始投资。考虑以上四个方面的因素，此时净现值 NPV 可按下列公式计算：

$$NPV = \sum_{t=1}^n \frac{S_t (1+i_1)^t - V_t (1+i_2)^t (1-T) + DT}{(1+K)^t (1+i)^t} - C(1+i_3)$$

式中：NPV——考虑通货膨胀因素的净现值；

S<sub>t</sub>——第 t 年的现金销售收入；

V<sub>t</sub>——第 T 年的现付成本；

D——按直线折旧法计算的年折旧额；

- C——初始投资；
- T——所得税税率；
- n ——投资项目的使用年限；
- i 通货膨胀率：
  - $i_1$ ——因通货膨胀引起的现金销售收入的增长率；
  - $i_2$ ——因通货膨胀引起的现付成本的增长率；
  - $i_3$ ——因通货膨胀引起的初始投资的增长率。

上面这个公式已比较复杂，但这只是一个理论上高度概括的公式，事实上，企业在投资决策中调整通货膨胀因素时还要更加复杂，它需要对影响净现值的每一个因素，如销售收入、原材料费用、人工成本、管理费用、所得税支出、初始投资额、垫支的营运资金、设备残值等进行具体的分析和调整，以便使决策准确无误。

#### 第四节 通货膨胀条件下的营运资金管理

通货膨胀会使资金成本升高，这就要求企业在合理筹措资金的同时，必须加强对资金的管理，以便节约使用营运资金，提高营运资金的使用效果。由于通货膨胀对货币性资金和实物性资金具有不同的影响，因而，采取的对策和管理办法也不完全一样，现分述如下。

##### 一、对货币性资金管理采用净债务人法

近年来，西方许多财务学者和企业财务经理都认为，当出现严重通货膨胀时，只要企业保持净债务人地位，就可从中获益。这是因为，在通货膨胀时，持有货币性资产因购买力下降而遭受损失，持有货币性负债则因购买力下降而获得利益。企业保持净债务人地位，即货币性资产小于货币性负债时，企业从货币性负债上获得的货币购买力收益，超过了货币性资产因购买力下降而遭受的损失，势必会发生购买力净收益。当然，这种情况必须是在利息或其他货币性负债的成本抵销不过预期的通货膨胀率时才成立。但在比较严重的通货膨胀时，利息率的上升通常总是赶不上物价的上涨幅度，因此，只要企业维持净货币债务人的地位，往往有利可图。

##### 二、对实物性资金管理采用超额储备法

流动资金管理中所说的实物资金，主要包括原材料、在产品和产成品等存货。增加存货，可以保证企业生产、销售的需要，实现均衡生产，防止发生意外，从而使企业经营更具有弹性。但增加存货储备的缺点是会增加储存成本。存货管理的主要方法是建立经济批量模型，但在通货膨胀时，必须对这一模型进行修正才能使用。

设：Q 订购批量；  
A 全年需要量；  
A/Q 订购批数；  
 $\bar{Q}$  经济订购批量；  
P 每批订货成本；  
C 每单位存货年储存成本；  
T 年订货成本与储存成本合计。

则

$$T = \frac{Q}{2}C + \frac{A}{Q}P$$

经推导得：

$$\bar{Q} = \sqrt{\frac{2AP}{C}}$$

以上公式是物价稳定时期的经济批量模型，但在通货膨胀时，这一模型就不适用了。这是因为，在通货膨胀时，存货具有随通货膨胀升值的特性，这部分升值可以部分（甚至全部）抵销存货的储存成本（尽管存货的储存成本可能也在不断上涨）。

设：g 原材料单价；  
i 材料的价格上涨率；

- r 单位储存成本上涨率；
- K 批量订货成本上涨率。

则

$$T = \frac{Q}{2} [C(1+r) - gi] + \frac{A}{Q} P(1+K)$$

经推导得：

$$Q = \sqrt{\frac{2AP(1+k)}{C(1+r) - gi}}$$

【例】某企业对甲材料年需要量为 6000 件，每件单价为 3 元。每次订货成本为 112.5 元，每件材料的年储存成本为 0.6 元，在没有通货膨胀时，经济批量为：

$$\bar{Q} = \sqrt{\frac{2 \times 6000 \times 112.5}{0.6}} = 1500(\text{件})$$

现假设通货膨胀率为 10%，原材料储存成本、订货成本和材料单价将以相同速度上涨，那么，此时的经济批量为：

$$\bar{Q} = \sqrt{\frac{2 \times 6000 \times 112.5 \times (1+10\%)}{0.6 \times (1+10\%) - 3 \times 10\%}} = 20.31(\text{件})$$

从以上分析可以看出，在通货膨胀时，应冲破传统的经济批量模型，建立新的模型，加大订购批量，超额储备，以便在存货的涨价中获得好处。

## 第二十一章 国际财务管理

### 第一节 国际财务管理概述

国际财务管理是现代财务管理的一个新领域，在西方，开始把国际财务管理作为一个专题加以研究大约在 20 世纪 50 年代，国际财务管理广泛被人们所重视并发展成财务管理的一个新的分支，只是最近 20 年左右的事。

#### 一、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，主要有以下几种观点。

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，但若实现这一目标，却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、方法也会不尽相同，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。

中外财务管理论著，在论及国际财务管理概念时，都没有超出上述三种观点。我认为，这三种看法都有一定道理，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，只能做为努力的方向。第二种概念仅仅是对各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。

我认为，跨国公司财务管理应该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，二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。

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，它是按着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。

## 二、国际财务管理的形成和发展

国际财务管理的形成和发展，主要取决于以下三项因素。

（一）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自从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，按着自己的“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。根据联合国跨国公司中心提供的资料，发达国家跨国公司母公司在 1968 年有 7276 家，在 1978 年增加到 10727 家。它们的子公司数在 1968 年为 27300 家，在 1978 年为 82266 家，到 1980 年已增加到 98000 家。目前发达国家的跨国公司，每一家母公司平均拥有 8—9 家国外子公司，其中，最大的 324 家大型跨国公司，大都在 20 个东道国设有几十家、几百家甚至上千家公司。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。

（二）财务管理基本原理的广泛性国际传播，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，并迅速传入西欧。英国把财务管理的原理传入了印度及其他英联邦国家。二次世界大战以后，亚洲的日本、韩国、台湾和香港由于吸收了欧美财务管理的方法，极大地促进了上述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，例如，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、时间价值原理都基本一致。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吸收和融合，使财务管理进一步走向国际化。

（三）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，生产国际化提高到一个新

---

孔伟成、陈水芬：《国际经营学》，浙江教育出版社 1990 年版，第 10 页。

叶刚：《遍及全球的跨国公司》，复旦大学出版社 1989 年版，第 31—32 页。

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——境外金融市场，如欧洲美元市场，亚洲美元市场都属于此。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，无需交纳存款准备金。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。国际金融市场的不断发展，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，使其在一二十年中形成了一门新兴的科学。

### 三、国际财务管理特点

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。

#### （一）国际企业的理财环境具有复杂性

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，而是要密切注意国际形势和其他国家的具体情况。特别对如下问题，应给予充分注意：（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。

#### （二）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可选择性。国际企业既可以利用母公司东道国的资金，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，以便降低企业的资金成本。

#### （三）国际企业的资金投放具有较高的风险性

从某种意义上来说，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。

1. 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。

2. 上层建筑和政治变动的风险，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左右的风险，而经济 and 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。

## 第二节 外汇风险管理

外汇管理是国际财务管理的一个重要内容，国际财务管理中的资金筹集、投资管理、营运资金管理，都涉及到外汇问题。

### 一、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之间结算的支付手段。国际货币基金组织曾对外汇作以下说明：“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”。根据我国《外汇管理暂行条例》的规定，外汇包括：（1）外国货币，包括钞票、铸币等；（2）外国有价证券，包括政府公债、国库券公司债券、股票、息票；（3）外币支付凭证，包括票据、银行存款凭证、邮政储蓄凭证；（4）其他外汇资金。国际间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，外汇就成为清偿国际间债权债务的手段。

### 二、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。

#### （一）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。如1991年1月1日，100美元兑换人民币的买入价为534.22元，卖出价为536.90元。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。

#### （二）间接标价法

间接标价法也称收进报价法，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的币值的变动而变动。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作法一致，但美元对英镑的汇率，仍沿用直接标价法。

### 三、外汇风险的种类

外汇风险是多种多样的，可概括为以下三类。

#### （一）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帐业务；（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。例如，我国一跨国企业贷款 500 万美元引进一生产设备，当时的汇率为 1 美元 = 3.7 元人民币，设备价款折算人民币为 1850 万元，到还款时，汇率变为：1 美元 = 5.3 元人民币，进口设备价款折算人民币为 2650 万元，只是还本，该企业就要损失人民币 800 万元。因此，对于一国际企业来说，有效地预防外汇交易风险是很重要的。

#### （二）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，按着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，使会计帐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帐的，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的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帐表上的损益，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。

#### （三）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，它涉及到企业财务、销售、供应、生产等各个方面的问题。因此，管理经济风险是整个企业管理承担的责任，而交易风险与折算风险的管理一般都由财务人员来承担。

### 四、外汇风险管理的程序

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。

#### （一）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。

#### （二）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。

### （三）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、不同的结算期来分别计算。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，反之则称之为负受险额。

### （四）确定对外汇风险受险额是否采取行动

1. 不采取行动。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。

2. 采取行动。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还很难估计。

### （五）选择适当的避险方法

70年代初以来，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。

## 五、避免外汇风险的主要方法

目前，国际上避免外汇风险的方法较多，这里介绍几种最常见的方法。

### （一）利用远期外汇交易

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。为了避免交易风险，国际企业可以与办理远期外汇交易的外汇银行签订一份合同，约定将来某一时间按合同规定的远期汇率买卖外汇。利用远期外汇交易，不仅能保证国际企业进出口业务时避免外汇损失，而且对证券投资、国外存款、直接投资等以外币表示的资产，以及向国外资本市场借入资金等以外币表示的负债都有保值避险的作用。例如，A国甲公司1月1日向B国乙公司购入一批商品，应付500万日元，双方约定6月1日付款。在A国，1月1日的外汇报价是：即汇率1B元=2A元；6月1日的期汇率是1B元=2.1A元。甲公司预测，6月1日的即汇率应为1B元=2.2A元。根据预测，甲公司1月1日在期汇市场上按期汇汇率进行期汇交易，签订期汇合同，约定6月1日用1050万A元购入500万日元，以偿还到期货款。如6月1日，即期汇率果然如甲公司预计的1B元=2.2A元，则这笔远期外汇交易使甲公司减少外汇损失50万A元。

### （二）利用外汇期权交易

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。

这是一种全新特征的外汇避险形式。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”。

### （三）适当调整外汇受险额

国际企业可采用适当的方法来调整外汇的受险额，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。例如，日本一跨国公司在美国设一子公司，按计划该子公司将于6月份向母公司支付股息和红利，在3月份，母公司预计5月份美元将贬值，因此，母公司指令子公司将上述款项于4月份提前支付，这样，可使母公司避免因美元贬值而带来的外汇风险。

### （四）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销。这样就可以使汇率变动所形成的换算风险尽可能地缩减到最低程度。

### （五）采用多角化经营

经济风险是一项十分复杂的风险，而经济风险的控制是一种重要的管理艺术，因为它涉及到生产、销售、财务等各个领域的相互联系，相互影响。通过多角化经营，使有关各方面产生的不利影响能相互抵销，是控制经济风险的最有效方法。

1.生产上的多角化。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.销售上的多角化。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。并力求采用多种外币进行结算。

3.平购上的多角化。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.筹资上的多角化。企业筹资时，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销。

5. 投资上的多角化。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。

### 第三节 国际企业的资金筹集

国际企业的资金筹集是指国际企业利用一定的方式，从特定的来源渠道获取资金的行为，是国际财务管理的一项重要内容。

#### 一、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。

##### （一）公司集团内部的资金来源

国际企业的经营规模大，业务多，常常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）公司集团内部相互提供的资金。

##### （二）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、金融机构和有关政府组织获取资金。

##### （三）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。

##### （四）国际资金来源

国际企业除集团内部、总公司地主国、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。国际资金主要包括如下三方面：（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。

#### 二、国际金融市场和金融机构

国际企业的资金，主要通过国际金融市场和金融机构来筹集，因此，财务管理人员必须对国际金融市场和金融机构有所了解。

##### （一）国际金融市场

国际金融市场是指由国际性的资金借贷、结算以及证券、黄金和外汇的买卖活动所形成的市场。按资金融通的期限，可分为国际货币市场和国际资本市场；按经营业务的性质，可分为国际资金市场、外汇市场和黄金市场。国际金融市场是随世界市场的形成和国际交往的不断扩大而产生和发展的，其作用主要有：

1. 为国际间的资金筹集提供方便条件，使各个国家可以比较顺利地获得发展经济所急需的资金。

2. 为国际间的资金运用、调度和国际债务的结算创造条件，有利于国际投资和国际贸易的顺利发展。

3. 有利于调节国际收支和外汇平衡。

目前，世界上著名的国际金融市场有：纽约、东京、伦敦、苏黎世、巴黎、法兰克福、新加坡、香港、马尼拉等。

##### （二）国际金融机构

国际金融机构是由许多国家共同兴办的，为达到某些共同目的，在国际上进行金融活动的机构。国际金融机构按参与组织国家的多少、业务范围活动的大小，可分为全球性国际金融机构和地区性国际金融机构。全球性国际金融机构主要包括：国际货币基金组织、国际复兴开发银行（世界银行）及其下属的国际开发协会和国际金融公司。地区性的国际金融机构主要有：亚洲开发银行、非洲开发银行、泛美开发银行等，国际金融机构的主要作用是：（1）提供短期资金，解决国际收支逆差；（2）提供长期资金，促进发展中国家的经济发展；（3）调节国际清偿能力，满足世界经济发展的需要；（4）稳定汇率，促进国际贸易增长。

### 三、国际企业筹资方式

国际企业的筹资方式，与单纯的国内企业筹资方式相比，有相同的地方，也有不同的地方。现介绍其中带有国际特色的筹资方式。

#### （一）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。所谓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。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，便属于国际性股票。当然，日本企业在香港金融市场上发行股票、美国企业在英国伦敦金融市场上发行股票也都属于国际性股票。随着世界经济的国际化，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去发行股票。

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。

企业利用发行股票筹集资金，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。

#### （二）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）在某一外国债券市场上发行的，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：发行人为一个国家，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是美元，其次是马克、法国法郎、加拿大元和日元等。

#### （三）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一年，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一年以上，十年以内。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。贷款期限一般为3—5年，贷款金额最多为1亿美元。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—5亿美元，有的甚至高达10亿美元。目前，国际的中长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。

#### （四）利用国际贸易信贷

国际贸易信贷是指由供应商、金融机构或其它官方机构为国际贸易提供资金的一种信用行为。当前，国际上巨额的对外贸易合同的签订，大型成套设备的出口，几乎没有不与国际贸易信贷结合在一起的。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、长期信贷的目的是为了扩大出口，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，其目的是为了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。

#### （五）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。国际租赁是一种新兴的融资方式。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。

### 三、国际企业筹资中应注意的问题

国际企业资金来源的多样性，筹资方式的灵活性说明了国际企业融资的复杂性。因此，在国际融资时，必须进行深入细致的研究，以降低资金成本，减少财务风险。一般而言，国际企业在筹资时应注意以下几个问题。

#### （一）必须注意外汇风险问题

国际企业在进行对外融资和投资时，首先碰到的问题就是货币单位不同。在筹资时，子公司不论从什么渠道获得资金，也不论以什么货币表示，都必须按东道国的货币进行计量和反映。同时，母公司又要从所有者的利益出发，用本国货币来评价子公司的融资成本与资本结构，这就产生了不同货

币的折算问题。不同货币之间的比价便是汇率。由于影响汇率的各种因素，如经济发展水平、国际收支状况、通货膨胀等都是经常变化的，汇率也会随之变化，不断变动的汇率会给企业外币融资带来汇率风险。所以，不同货币单位及相关的风险，是国际企业融资需要注意的首要问题。

### （二）必须利用资金市场分割给国际企业筹资带来的优势

国外子公司可直接参与当地资金市场，获得各种资金，从而为国际企业开辟了新的资金来源。这样，国际企业可利用其多国融资的有利条件，选用最有利的资金来源，以达到资金成本最低的目的。国际企业的这种资金来源的多角化，取决于资金市场的分割。假如不同国家的资金市场完全相同，那么，国际企业在本国融资与在子公司东道国融资一样，国际企业就不存在多角化融资的优势。实际情况是，各个国家的资金市场都不完全一样，这就意味着各国的融资条件存在明显差异，国际企业可以利用这些差异降低资金成本，减少财务风险。

### （三）必须注意外汇管制问题

所谓外汇管制，是指一国政府通过法令形式对国际结算、外汇买卖以及汇率实行的限制。多数发展中国家都存在外汇管制问题。如果子公司东道国存在外汇管制，那么，由于买卖外汇比较困难，汇率也不合理，因而，子公司的外币融资就要受到影响。这也是国际企业在融通资金时必须注意的一个问题。

## 第四节 国际企业的投资管理

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所进行的国际投资和企业所进行的国际投资，政府所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要研究的内容。本节所述的国际投资，均指企业所进行的国际投资。

### 一、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。

(一) 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% 的为直接投资。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（法人）或其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（法人）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。

### (二) 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。

### (三) 按投资时间的长短，可分成长期投资和短期投资

长期投资一般是指一年以上的投资。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。

---

夏乐书：《国际财务管理》，中国财政经济出版社 1990 年版，第 126 页。

沈四宝：《国际投资注》，中国对外经济贸易出版社 1990 年版，第 5、125 页。

沈四宝：《国际投资注》，中国对外经济贸易出版社 1990 年版，第 5、125 页。

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，科学作出决策。

短期投资一般是指一年以内的投资。短期投资通常是指证券投资，如果进行合作经营，时间不超过一年，则也属于短期投资。

## 二、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投资。这一程序一般包括如下几步。

### （一）根据生产经营情况，作出国际投资的决策

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%。

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，控制原材料生产以便保证原材料供应。

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。

### （二）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，选择最适合本企业需要的投资方式。

### （三）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，是指在国外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。

（四）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。但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，再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。

### 三、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。

#### （一）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的比较多，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，需要时间也比较多。（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。

#### （二）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，由合作各方协商在合同中加以规定。

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。

#### （三）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。这里的独资企业是指根据某国的法律，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，有利于使投资者在更广大的范围内来配置资源和生产能力。（3）进行独资投资可利用各国税率的不同，通过内部转移价格的形式，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和合作企业要严格。特别是有些行业根本不允许独资企业进行经营，这也是独资企业的不利之处。

#### （四）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。对外证券投资是企业从事国际经营活动的起点之一。应当说，整个 80 年代，证券投资呈现一派繁荣景象，特别是 1983—1987 年间，证券投资更是达到了前所未有的高潮。尽管 1987 年 10 月 19 日的股票价格的猛跌给全球性的证券投资泼了冷水，但证券投资对国际企业仍具有很大的吸引力。

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估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。

## 第五节 国际企业的营运资金管理

一国企业营运资金管理的基本原理，国际企业也适用，但因国际性营运资金管理涉及外汇问题，所以更加复杂。

### 一、国际企业的现金管理

国际企业为了减低资金流动的风险，节约利息支出，就必须利用其跨国经营的有利条件，实现现金管理的最优策略。这主要包括如下几个方面。

#### （一）现金的集中管理

现金的集中管理是指国际企业的现金由一个财务中心实施统一管理与控制。现金集中地点通常是主要的金融中心或避税港国家。现金集中管理的好处主要有以下几点：

1. 现金集中管理能使现金占有量压缩到最低程度，节约资金使用，加速资金周转。
2. 现金集中管理便于集中进行短期投资，增加企业收益。
3. 现金集中管理有利于从全局上考虑问题，防止各子公司出现次优化的决策。
4. 现金集中管理有利避免外汇风险。各国货币币值高低起伏，汇率波动很大，利率动荡不定，只有集中管理，从整体上考虑问题，才能有利于避免外汇风险。

#### （二）现金的组合管理

现金的组合管理是指国际企业的现金如何分配于各种可能性之间，这主要包括以下三个方面：

1. 现金存在的形式。现金可以分配于备用金、活期存款、定期存款、有价证券等。它们各有利弊，应合理分配。
2. 现金持有的币种。每个子公司的现金余额通常以所在地国家的货币形式持有，但由于通货膨胀或货币贬值，持有当地货币会遭受损失，为此，要兑换成其他币种。
3. 现金持有的时间。有时现金持有的时间可能长达数月，有时可能只有几天或1天。

以上三方面内容可以用图 21—1 来说明。

图 21 1 现金组合管理

#### （三）差额结算管理

差额结算是国际企业内部各子公司之间或总公司与子公司之间的往来项目，把各自的应收应付款相抵，用其净差额来进行实际结算的一种方法。这种方法可以减少往来结算关系，避免不必要的币种转换，减少各子公司对现金的需求。

### 二、国际企业的应收帐款管理

一国企业应收帐款管理的基本原理，在国际企业也适用，但国际企业在管理应收帐款时，应特别注意以下问题。

#### （一）货币支付币种的选择

在国际销售中，支付货币的币种一般有三种选择：（1）选择出口商货币；

(2) 选择进口商货币；(3) 选择第三国货币。一般来说，出口商愿意采用硬货币，进口商愿意采用软货币，经双方协商，用软货币出口要适当提价，而用硬货币出口可适当压价。为了使双方减少风险，也可用软硬货币搭配成交。

#### (二) 收帐时间的选择

收帐时间的选择与支付货款的币种的强度有关，如果支付是以软币进行的，那么应在尽量短的时间内收回帐款，以便减少外汇损失。反之，如果支付是以硬币进行的，则收帐时间可适当延长。

#### (三) 利用政府代理避免坏帐损失

政府代理是国家对出口信贷实行的一种担保制度。一个国家为扩大本国出口，对于出口企业赊销商品时，由国家设立的代理机构出面担保，当外国债务人拒绝付款时，国家有关机构要按承保的数额给予补偿。国际企业可以利用这些担保制度减少应收帐款的坏帐损失。

### 三、国际企业的存货管理

国际企业也应利用其跨国经营的优势，合理安排存货的采购、储存，提高存货管理的效率。

#### (一) 根据存货价格的变动趋势采用相应的对策

如果预测到某种存货的价格将要上涨，应提前进货，超额储备；反之，如果预测到某种存货的价格将下降，则应推迟采购时间，减少储备数量。

#### (二) 根据货币币值的变化趋势采用相应的对策

如果存货主要是进口商品，在预计到本国货币将要贬值时，应当增加零部件、材料的存量。这是因为，如果本国货币贬值，会大大增加进口货的成本。

#### (三) 根据不同国家成本差异的程度采取相应的对策

由于各国经营环境的不同，不同国家存货的生产成本、储存成本，订货成本都有一定差异，这就要求国际企业必须实行灵活的存货管理政策。例如，国际企业可以利用某一特定国家低成本的好处，在一定时期内将其生产过程、储存过程乃至定货过程转移到那个国家去。

## 第六节 国际企业的纳税管理

### 一、国际纳税概述

纳税是企业的一项重要财务支出，必须加强管理。对于国际企业来说，在纳税时面临的问题会更多。

#### （一）国际纳税的种类

世界各国所规定的税种十分繁多，无法一一列举，但最常见的有以下三类：

1. 流转税。流转税是指以流转中的商品为对象而课征的税。例如，外国课征的销售税，我国的增值税、营业税等，都属此类。

2. 财产税。财产税是指以财产为对象而课征的税。有个别财产税和一般财产税之分。个别财产税是指以某项具体财产为对象而课征的税，如土地税、房产税等。一般财产税是指以一般的财产总值或净值为对象而课征的税，如财产税。

3. 所得税。所得税是以企业的收益或所得为对象而课征的税。如公司所得税，个人所得税。在国际企业纳税管理中，所得税是最重要的一种税。下面以所得税为主，来介绍国际纳税问题。

#### （二）国际税务制度

世界上现行的税务制度可以概括为三种：即传统制度、分割税率制度、转嫁或抵减制度。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）。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。如日本对未分配的收益按42%计征，已分配的收益按32%计征。转嫁或抵减制度，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。三种税务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。

### 二、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。

#### （一）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。这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，丙国要按来源管辖权征税，B公司将利息汇给A公司时，乙国又要按来源管辖权进行征税。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证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。

## （二）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，都会产生不利的影响。

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，使有的纳税人交纳一次税，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. 国际双重征税大大地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。

消除国际双重征税，可以减轻国际投资者的税负，消除他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。

## （三）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，也建立了许多避免国际双重纳税的方法。这些方法主要有：

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并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的税款的一部分，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。限额抵免是抵免额不得超过纳税人在外国按居住国所得税税率所应缴纳的税款。当收入来源国的所得税税率低于或等于居住国的所得税税率时，全额抵免和限额抵免并无区别。当收入来源国的所得税税率高于居住国所得税税率时，超过居住国税率所应缴税款的部分则不能抵免。这对跨国纳税人是不利的，但对征税国有利，因此世界上大多数国家都采用限额抵免法。我国也实行这种方法。

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，以避免国际纳税人重复征税的一种方法。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。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

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。

### 三、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，采用选择合适的经营地点和经营方式等种种合法手段，来减少或消除其纳税义务的一种行为。

#### (一) 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. 纳税税率的差别。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 21—1 所列表的是部分国家和地区的所得税税率。

表 21—1 部分国家和地区的所得税税率

国家或地区	法定所得税税率 (%)	国家或地区	法定所得税税率 (%)
澳大利亚	46.0	香港	16.5
奥地利	55.0	日本(未分配的)	42.0
比利时	15.0	(已分配的)	32.0
巴西	35.0	荷兰	48.0
加拿大	46.0	挪威(未分配的)	50.8
丹麦	40.0	(已分配的)	23.0
法国	50.0	瑞典	40.0
联邦德国(未分配的)	56.0	瑞士	36.0—49.8
(已分配的)	36.0	英国	52.0

资料来源：常勋等：《国际会计》，上海人民出版社 1989 年 2 月版，第 235 页。

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作法：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. 国际间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”的作法，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、免税法和税务协定等多种形式。

正因为国际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。避税的主要方法是：（1）利用内部转移价格避税；（2）利用避税地避税；等等。

## （二）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问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作法是：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】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%、10%。A 公司为 B 公司生产组装电视机的零部件。A 公司以 \$ 200 万的成本生产一批零件，销售给 B 公司。B 公司花费 \$ 50 万的成本把电视机组装完毕，并以 \$ 350 万的价格投放市场。在确定内部转移价格时，有低价（\$ 210 万）和高价（\$ 250 万）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，如表 21—2 所示。

表 21—2 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
<b>1. 低价策略</b>			
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	85
税后利润	4	81	85
<b>2. 高价策略</b>			
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	45	35
税后利润	20	45	65

\*260=210+50

\*\*300=250+50

从表 21—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交纳 \$ 20 万的所得税。

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的目的。

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的目的。

### （三）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，为外国投资者提供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：  
（1）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；  
（2）有着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；  
（3）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；  
（4）有着较好的现代化通讯设施；  
（5）对外国人存取外币不加控制；  
（6）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，来吸引国际上的游资，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：

（1）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。

（2）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、维尔支群岛等都属此类。

（3）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。香港、利比里亚、巴拿马等均属此类。

（4）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。如瑞士、新加坡、荷属安得列斯群岛等都为此类。

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的公司。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。一般有以下几种作法：

（1）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、乙两地各有一子公司 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。这种情况实际上只在 C 公司的帐簿上转了一笔帐，而货物却直接由 A 公司发

往 B 公司。

(2) 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。

(3) 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，要求下属公司将股息和红利汇到避税港，以便减少纳税负担。

#### (四) 国际反避税

近几十年来，国际企业避税规模有增无减，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，造成财富的不正当分配，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。虽然这些方法离真正消除避税行为的目标还有相当大的差距，但对抑制避税行为确实产生了良好效果。

1. 单边制定反避税法。反避税立法是反避税措施中主要的方面。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作法而加入特殊税法条款。如美国《国内收入法典》第 482 页、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作了具体规定。

(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《1977 年税收总法典》第 41 款 (2) 和第 42 款，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 年作出的“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只能是一纸空文。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，这是相当复杂和十分困难的事。为此，各国税务部门一般来说采取如下三种方法：(1) 向纳税人或第三方施加压力，要求他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

---

陆亚东：《国际避税方式》，载《国际贸易》1988 年第 9 期。

常勋等：《国际会计》，上海人民出版社 1990 年版，第 245 页。

之间加强税收情报的交流。

## 第二十二章 企业合并的财务管理

### 第一节 企业合并财务管理概述

企业合并就是两个或两个以上的企业，依照法律规定的程序，组成一个企业的法律行为。这是企业扩充和发展的重要形式。

#### 一、企业合并的种类

企业合并按不同的标准可有不同的分类。

(一) 按法人资格的变更情况，可分为吸收合并和创设合并

吸收合并也称兼并，它是指两个或两个以上的企业合并，其中一个企业继续存在，另外的企业则被解散，不复存在。其财产、债权，债务关系转给继续存在的企业(存续企业)。这是一种常见的合并形式，如图 22—1 所示。

创设合并是指两个或两个以上企业的合并，原有企业都不继续存在，另外再创立一个新的企业。如图 22—2 所示。

图 22 1

图 22 2

创设合并目前我国并不多，而吸收合并近几年却十分盛行。因此，本章所探讨的企业合并问题，主要指吸收合并(即兼并)。

(二) 按合并企业的所有权归属不同可分为相同所有制企业之间的合并和不同所有制企业之间的合并

前者如国有企业与国有企业之间的合并，集体企业与集体企业之间的合并；后者如国有企业与集体企业，集体企业与个体企业之间的合并等。

(三) 按合并的范围，可分为横向合并、纵向合并和混合合并

横向合并是对生产或经营同一种产品(劳务)的企业的合并。如北京电视机厂合并北京昆仑电视机厂即属此类。

纵向合并是对企业的原材料供应厂家、产品销售厂家所进行的合并。如一汽车制造厂为保证原材料供应而兼并一钢铁厂便属纵向合并。

混合合并是指与企业材料供应、产品生产、产品销售均没有直接关系企业的合并。这种合并通常是为了扩大经营范围或经营规模。例如北京东安集团合并北京第二手表厂，利用其厂房改造成双安商场即属此类。

#### 二、企业合并的原因

企业进行合并的原因很多，这些原因往往交织在一起，但并不互相排斥，通常合并决策是根据以下原因而作出的。

(一) 获取规模经济效益

现代化大生产往往要求企业达到一定规模时才有利于经营管理和成本的降低，因而，必须有一定程度的生产集中，在经济上才是合算的。我国过去存在着大量的中小企业，有的设备很差，技术落后，物质基础急需加强。近年来在改革过程中，各地方、部门利用自己支配的资金建立了一批中小企业，由于投资分散，大量新建企业因固定资产不足而形不成批量生产的能力，缺乏规模效益。例如，我国汽车行业盲目发展，全国现有汽车组装及其配件加工厂规模小，装备落后，生产能力低，从而缺乏效率。通过企业合并，可以达到生产集中化，获取规模经济效益。

## （二）减少经营风险

通过合并实现多角化经营，借以达到减少风险的目的，也是促使企业之间进行合并的主要原因之一。通常，风险解释为销售盈余的波动，即不确定性，所有的企业都会有一定程度的波动，但这种波动在不同企业之间有很大差异。一个企业兼并另外一个企业，有时能减少其盈余的剧烈波动。一个周期性波动较剧烈的企业兼并一个相对稳定的企业，就能增加其自己的稳定性；有时，虽然两个企业的盈余波动都比较剧烈，但它们的起伏在时间上不一致或者正好相反，这样两个企业的合并，也能减少经营上的风险。

## （三）提高发展速度

企业进行兼并的另外一个原因是为了提高发展速度，这种迅速发展通过内部积累是无法实现的。通常，若干企业合并比个别企业自我积累在发展上有更好的效益，这是因为：（1）合并能以较少的投资获得较多的生产能力，购买其他企业，往往比新建一个企业花费要少；（2）兼并可迅速形成生产能力，尽快占领市场；（3）兼并可壮大企业的管理阵容。企业之间的兼并能使被兼并企业中的管理人员为其服务，这是吸收迫切需要的、具有丰富经验的管理人才的重要途径。

## （四）满足财务需求

一个迅速成长的企业会发现，它虽然有许多有利可图的计划，但却无法筹措到足够的资金来实现这些计划。另外，也可能由于各种各样的原因，出现暂时的资金短缺。与此同时，有的企业虽然有足够的资金和稳定的财源，却没有可行的投资计划，出现了资金的闲置。这样的两个企业进行合并，可迅速满足企业的资金需求。

## （五）避免破产清算

一些财务状况不佳、亏损严重，濒临破产的企业，如果能被一个实力雄厚的企业兼并，可能会使它恢复生机。进行企业合并，既可以省去清算程序，又由于原有的债权、债务由新企业来承担，因而无损于债权人的利益。在我国的企业兼并行为中，大量存在着此种情况。这样，既避免由国家来弥补亏损，又避免了被兼并企业进行破产清算，还有利于兼并企业生产经营活动的迅速发展，可谓一举多得。例如，1987年重庆市6家被兼并的亏损企业，在兼并的当年，就有5家扭亏为盈。

## 三、企业合并的财务管理原则

企业合并的财务管理不同于一般的财务管理，它所要处理的主要是与合并有关的各利益集团的财务关系。在合并时，必须坚持下列基本原则。

### （一）资产评估原则

由于多种原因，企业资产的实际价值往往与其帐面价值不一致。为此，在合并前，必须对被兼并企业的资产进行重新估价，确定其资产的现有价值。只有这样，才能合理评价企业全部资产的优劣，为估计企业实力，确定转让价格提供科学的依据。

### （二）有偿性原则

企业之间的兼并，实际上是企业产权的转让。这种产权作为特殊的商品应遵循商品交换的等价原则，即实行有偿转让。在吸收合并时，转让价格应根据被兼并企业资产现时的价值，并考虑企业的盈利能力和其他因素加以合理确定。

### （三）合法性原则

企业合并虽然有很多优点，但如不加任何限制，也会出现许多消极现象。因此，各国对企业之间的合并都有明确的法律规定。我国财政部于 1989 年 8 月 26 日发出的《关于国营企业兼并财务处理的暂时规定》，便是有关企业合并的一项重要法规。在此规定中，对企业兼并中的资产评估办法，确定转让价格的原则，付款方式等都作了比较明确的规定。企业合并时必须以国家有关的法律、制度、规定为依据，维护有关各方的利益，使企业合并健康、顺利发展。

### （四）可行原则

企业合并中的可行原则，是指合并必须得到有关各方认可。

1. 企业所有者的认可。国有企业的合并必须经企业主管部门、财政部门 and 国有资产管理部门的同意和批准，股份制企业的合并必须经股东大会表决同意。

2. 债权人的认可。当企业决定进行合并后，应向各债权人发出通知或公告。债权人如在法定期限内提出异议，企业应提供偿债担保品或立即清偿债务。如果双方发生纠纷，应按法律程序加以解决。

3. 企业登记主管机关的认可。在某些情况下，企业的合并会形成对市场的垄断，窒息企业之间的竞争，影响经济的活力。在审查企业合并时，登记主管机关如果发现有可能形成市场垄断，则不予核准登记。

## 第二节 企业合并中的资产评估

所谓资产评估，是指当企业经营方式变更，资产发生流动，产权发生转移时，在清查资产数量、功能和使用效益的基础上，按当前经济发展状况，对资产的价值作出评定和估量。资产评估，能正确地确定资产的现有价值，为企业合并提供可靠的依据。

### 一、资产评估的程序

企业合并过程中的资产评估，是一项十分复杂的工作，应按一定的程序，有计划、有步骤地进行。

#### （一）作好评估前的准备工作

两个企业如果已初步决定进行合并，就应及时清算财产、核对帐目，搜集有关资料，为资产评估做好准备。

#### （二）委托资产评估机构

企业的资产评估工作，一般由专门的资产评估机构来完成。因此，企业应委托一家资产评估机构来评估其财产，资产评估机构要对评估的目的、评估工作量的大小以及评估收费等问题与企业协商，双方若无异议，资产评估机构则接受委托，并成立专门的评估小组。

#### （三）收集信息资料

评估小组成立后，要搜集有关信息资料，主要包括企业资产与负债的明细清单、会计帐簿与报表、有关的统计资料及技术资料等。

#### （四）进行资产评估

首先要用科学的方法，对企业的资产、负债分项进行评估，然后对企业所处环境、资源状况、企业潜力等进行综合分析，得出最后的评估结果。

#### （五）编写评估报告

资产评估报告，是关于企业资产评估情况和结果的书面文件，评估小组应根据评估结果认真填写，使评估报告能真实、客观地反映企业的资产状况，同时要简明扼要、通俗易懂，为大多数人所接受。

### 二、资产评估的原则

为了保证合并各方的利益不受损害，资产评估小组进行资产评估应遵循以下基本原则。

#### （一）真实性原则

资产评估的结果必须真实可靠，符合客观情况，不能故意抬高或压低企业资产的价值。

#### （二）科学性原则

进行资产评估，应采用科学的方法和程序，不能不讲科学，草率从事。

#### （三）公平性原则

企业合并中的资产评估，关系到各方面的经济利益，必须公平合理，不能为了一方利益损害另一方利益。

#### （四）独立性原则

资产评估的机构和人员应保持独立地位，自主地根据客观情况对企业资产进行客观评估，任何人都不能把自己的意志强加给评估者。

### 三、企业资产评估的方法

在过去清产核资工作中，往往以资产的帐面净值来确定资产的价值，这不能反映由于技术进步和物价变动带来的资产价值的变化。因此，必须在总结经验的基础上，吸收国外先进方法，科学地进行资产评估。

#### (一) 固定资产的评估

1. 帐面净值调整法。这种方法是以资产的帐面净值为基础，按一定系数将资产价值调整为现有价值。这可按全部资产、各类资产或各期购入的资产分别加以确定，其有关计算公式为：

$$\text{全部固定资产现有净值} = \left( \text{全部固定资产原始价值} - \text{帐面折旧价值} \right) \times \text{调整系数}$$

$$\text{某类固定资产现有净值} = \frac{\text{该类固定资产帐面价值}}{\text{该类固定资产调整系数}}$$

这种方法比较简单明了，但必须结合科学技术进步、劳动生产率提高和物价变动情况，合理确定调整系数。

2. 重置价值法。这种方法是按在当前经济条件下，重新购置所评估资产的全部支出，对其资产进行估价。其有关计算公式为：

$$\text{固定资产现有净值} = \text{按重置价值计算的固定资产} - \text{按重置价值计算的累计折旧额}$$
$$\text{按重置价值计算的累计折旧额} = \frac{\text{所评估资产的帐面累计折旧额}}{\text{所评估资产的原始价值}} + \left( \frac{\text{所评估资产的重置价值}}{\text{所评估资产的原始价值}} \right) \times \text{年折旧率} \times \text{已使用年数}$$

上述固定资产现有净值，也可根据其重置价值和成新率来计算，其计算公式为：

$$\text{固定资产现有净值} = \text{固定资产重置价值} \times \text{成新率}$$
$$\text{成新率} = \frac{\text{固定资产最佳更新年限} - \text{已使用年限}}{\text{固定资产最佳更新年限}} \times 100\%$$

重置价值法能够真实地反映固定资产的价值，但这种方法工作量很大，有些陈旧过时的设备，重置价值难以确定。

3. 功能价值法。功能价值法又称生产能力折价法，是以近期产出的生产相同产品的资产价值为标准，通过一定的调整折算，来确定固定资产价值的一种方法。其计算公式为：

$$\text{固定资产现有净值} = \frac{\text{标准固定资产的原值}}{\text{标准资产的生产能力}} \times \frac{\text{所评估资产的生产能力}}{\text{标准资产的生产能力}} \times \text{成新率}$$

这种方法考虑了固定资产的实际效用，计算比较简单。但只适用于生产能力可比的机器设备，应用范围较窄。

4. 预期收益法。这种方法是由企业预期实现的年平均利润额和行业平均资金利润率，倒算出企业资产价值。其计算公式为：

$$\text{企业资产现有净值} = \frac{\text{预期实现的年平均利润额}}{\text{行业平均的资金利润率}}$$

这种方法综合地考虑了有形资产与无形资产的价值，计算比较简单，可用于评估企业的全部资产。但是，目前我国价格体系尚未理顺，行业资金利润率受主观因素影响较大，因而，用此法评估资产并不十分可靠。

## （二）流动资产的评估

流动资产主要由现金、有价证券、应收帐款和存货四部分组成。现分述其评估办法。

1. 现金。现金一般按帐面价值计算，不需重估。

2. 有价证券。在利息率低、期限短的情况下，有价证券可按其帐面价值计算。但如果利息率比较高，期限又比较长，则应计算有价证券的现值。其计算公式为：

$$PV = FV \times \frac{1}{(1+i)^n}$$

式中：PV 有价证券资产评估时的现值；

FV 有价证券到期终值之和；

i 月贴现率或年贴现率；

n 从评估之日到证券到期日的月数或年数。

3. 应收帐款。应收帐款一般所涉及的时间都比较短，故可不进行贴现，按帐面价值计算即可。但如果时间较长，应按一定贴现率进行贴现。另外，确实无法收回和预计可能发生的坏帐损失准备，应预先扣除。

$$\text{应收帐款价值} = \text{帐面价值} - \text{已确定的坏帐损失} - \text{坏帐损失准备}$$

或

$$\text{应收帐款价值} = (\text{帐面价值} - \text{已确定的坏帐损失}) \times (1 - \text{预计坏帐损失率})$$

4. 存货。存货主要包括原材料、在产品和产成品，对存货进行评估主要有两种方法。

（1）历史成本法。在价格变动幅度不大时，可用历史成本法对存货进行评估。采用此法时，原材料按买价加运杂费计算，产成品按实际成本计算，在产品按耗费的材料费用、工资费用及管理费用计算。

（2）现行成本法。价格变动幅度较大时，应按现行成本法对存货进行评估。采用此法时，原材料，在产品和产成品都应按现行市场价格计算确定。

## （三）无形资产的评估

无形资产是指能给企业带来收益，但没有实物形态的资产。主要包括专利权、商标权、商誉、特许权等。在商品经济条件下，无形资产作为取得收益的手段，有着重要意义，在企业合并时，必须充分考虑其应有的价值。无形资产的评估方法主要有：

1. 成本法。指按取得无形资产时的购入成本或自创成本来确定其价值的方法。

2. 市场法。指按无形资产出售时的市场价格来确定其价值的方法。

3. 收益法。指根据无形资产未来年度可创造的超额利润以及行业平均利润率来确定其价值的方法。有关计算公式为：

$$\text{无形资产价值} = \frac{\text{无形资产的超额利润}}{\text{行业平均资金利润率}}$$

$$\text{无形资产的超额利润} = \text{企业目前平均利润} - \text{企业有形资产利润}$$

$$= \text{企业目前平均利润} - \text{有形资产价值} \times \text{行业平均资金利润率}$$

### 第三节 企业兼并中的可行性分析

兼并其他企业，也是一种投资，也必须事先做好可行性分析，以保证兼并决策的准确无误。

#### 一、企业兼并中进行可行性分析的原因

企业兼并的可行性研究是在实施兼并前，对企业兼并所应具备的条件、兼并企业的发展前景以及技术经济效益等情况，进行战略性的调查和综合性论证，为决策提供可靠的技术、财务和管理上的依据。企业兼并中进行可行性分析的原因主要有：

##### （一）可行性分析是正确作出兼并决策的重要保证

企业兼并，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，反之，决策失误，会给企业带来巨大损失。在进行兼并前，可行性分析做得认真细致，其结论就能正确反映客观实际，就可以避免由于考虑不周而出现重大失误，就可以减少企业兼并的盲目性，使企业兼并达到预期的经济效益，因此，企业兼并的可行性研究是保证企业兼并科学、合理、高效的一个不可缺少的环节。

##### （二）可行性分析是与有关部门签订协议或合同的依据

企业兼并不仅涉及到兼并双方，而且还涉及企业所有者、财政、税务、法律、工商等有关各方面。在与这些部门签订有关协议、合同或进行交涉、审批时，还必须提供有关数据、资料或证据等。系统的可行性分析能够提供与此相关的一系列基础资料。

#### 二、企业兼并中可行性分析的一般步骤

企业兼并中进行可行性分析，一般包括如下相互联系的三个阶段。

##### （一）机会选择阶段

这一阶段是可行性分析的起点，其基本内容是根据企业的外部环境和内部条件来选择各种可能兼并机会，为初步的和详细的可行性分析打基础，一个管理有方的企业，在作出兼并决策时，首先要考虑企业的经营战略问题，在考虑经营战略时要对自己有明确的认识和了解，进行自我评估。为此。需研究企业的外部环境和内部条件。

企业的外部环境包括：（1）经济环境；（2）政治环境；（3）竞争环境；（4）社会文化环境。

企业内部条件主要包括：（1）企业销售能力；（2）企业生产能力；（3）企业财务状况；（4）企业技术水平；（5）企业职工素质等。

根据外部环境和企业内部条件，合理确立企业发展方向，寻找适合企业发展方向的兼并对象，便是机会选择阶段的最重要内容。

##### （二）初步可行性分析阶段

这一阶段是在机会研究的基础上，对企业兼并进行初步分析，为详细的可行性分析打基础，其分析内容包括：

1. 确定企业兼并的战略方向。企业可根据机会研究的成果，分析市场的发展速度以及本企业在市场中的竞争地位，然后确定是采用横向兼并、纵向兼并还是混合兼并。

2. 研究被兼并企业的规模和类型。这实际上是研究对什么样的企业进行

兼并。确定被兼并企业的规模，取决于兼并的动机和资源状况。确定被兼并企业的类型，取决于兼并企业的发展方向。被兼并企业的类型是指企业所有制的性质、行业或经营范围等。

### （三）详细可行性分析阶段

这是对初步可行性研究的具体和深化。各企业在进行可行性分析时包括的内容不完全相同，但一般而言，对如下几方面进行分析是十分必要的。

1. 对兼并企业和被兼并企业的现状进行分析。只有了解了双方的现实情况，才能取得战略上的主动权，为企业兼并打下良好基础。企业现状分析的基本内容包括：

- （1）企业所有制性质，隶属关系。
- （2）企业生产、销售的基本情况。
- （3）企业场地状况，如占地面积、建筑面积、地理位置等。
- （4）企业财务状况，如偿债能力、盈利能力等。
- （5）其他与企业经营有关的各方面，如技术水平、职工素质等。

2. 对市场需求状况进行分析。从企业看，市场是由用户构成的，而用户是不同的，因而，也就构成了不同的市场。对市场需求进行分析，主要是研究和预测国内外市场对企业兼并后的产品需求状况，以便为企业兼并提供可靠依据。市场调查是市场分析的基础。在调查中，要明确调查的目标，制订出详细的调查计划，广泛搜集各方面资料。市场调查的重点应包括如下三方面：（1）购买力的调查；（2）购买动机的调查；（3）潜在需求的调查。

市场调查完成后，要根据市场调查的有关资料，进行市场分析，在进行市场分析时，应着重考虑以下问题：（1）产品的用途及发展趋势；（2）客户的现状及将来的分布情况；（3）目前需求量及需求潜力；（4）企业产品市场占有率及有无开发新产品的能力；（5）产品的现行价格及变动趋势。

3. 对企业兼并的财务可行性进行分析。尽管企业兼并的动机并不完全一致，但不管是什么性质的兼并，必须考虑其最终的财务上的合理性。因为，一项投资即使在其他方面都十分理想，唯在经济上无利可图，甚至不能收回投资，那么，这样的投资也是很难接受的。因此，财务评价是企业兼并可行性分析的核心，必须认真进行研究。

## 三、财务可行性分析的基本方法

企业对内投资经济效益评价的基本方法，在企业兼并活动中也可以利用，但要结合兼并活动的有关特点，进行可行性分析。通常，一个企业要兼并另外一家企业，兼并方要向被兼并方企业的原所有者支付经协商确定的购买价款，同时，在进行兼并活动的过程中也会发生一定的兼并费用，这两项可构成兼并投资的初始现金流量。兼并活动结束后，一般都会增加企业的现金流量。这些增加的现金流量，可看作是因兼并而带来的收益，把这些现金流量折算成现值，扣除初始现金流量便求出兼并投资的净现值，进而，可判断企业兼并活动从财务上是否可行。现举例说明如下。

【例】华北石化股份公司拟兼并北方煤油厂，有关资料如下：

1. 经资产评估机构评估，北方煤油厂的资产总额为 2000 万元，负债总额为 1200 万元，所有者权益总额为 800 万元。经华北公司和北方煤油厂协商，华北公司同意向北方煤油厂的所有者支付 1100 万元，北方厂的负债由华北公司负责归还。负债中的 200 万元将于 1 年以后到期，年息 7%；600 万元将于

2年后到期，年息12%；400万元将于3年后到期，年息18%，以上负债的利息均在债务到期时一次支付，并按复利计息。

2. 经分析测算，华北公司在兼并或不兼并北方煤油厂两种情况下若干年后的现金净流量如表22—1所示。

表 22—1 单位：万元

时间	1	2	3	4	5	6年以后
兼并	108	130	170	270	520	520
不兼并	104	108	120	130	140	140
差额现金流量	4	22	50	140	380	380

3. 在兼并过程中所支付的可行性研究费、法律手续费等兼并费用 30 万元。

4. 经过分析，华北公司认为，在进行财务评价时，最适当的贴现率应为 9%。

根据以上资料，对兼并投资的财务可行性分析如下：

1. 将兼并后增加的现金流量折算成现值。

$$\begin{aligned}
 PV_0 &= 4 \times PVIF_{9\%,1} + 22 \times PVIF_{9\%,2} + 50 \times PVIF_{9\%,3} \\
 &\quad + 140 \times PVIF_{9\%,4} + 380 \times PVIF_{9\%,5} + 380 \\
 &\quad \times PVIFA_{9\%,\infty} \times PVIF_{9\%,5} \\
 &= 4 \times 0.917 + 22 \times 0.842 + 50 \times 0.772 + 140 \\
 &\quad \times 0.708 + 380 \times 0.650 + 380 \times 11.111 \times 0.650 \\
 &= 3151(\text{万元})
 \end{aligned}$$

2. 将所有需要偿付的负债折鼻成现值。

$$\begin{aligned}
 V_0 &= 200 \times FVIF_{7\%,1} \times FVIF_{9\%,1} + 600 \times FVIF_{12\%,2} \\
 &\quad \times FVIF_{9\%,2} + 400 \times FVIF_{18\%,3} \times FVIF_{9\%,3} \\
 &= 200 \times 1.070 \times 0.917 + 600 \times 1.254 \times 0.842 + 400 \times 1.643 \times 0.772 \\
 &= 1337(\text{万元})
 \end{aligned}$$

3. 计算合并的初始现金流出量。

$$\begin{aligned}
 C_0 &= 1100 + 30 + 1337 \\
 &= 2467(\text{万元})
 \end{aligned}$$

4. 进行合并取得的净现值。

$$\begin{aligned}
 NPV &= PV_0 - C_0 \\
 &= 3151 - 2467 \\
 &= 684(\text{万元})
 \end{aligned}$$

通过以上测算可知，华北公司兼并北方煤油厂的投资有净现值 684 万元。因此，兼并行为在财务上可行。

## 第二十三章 企业破产的财务管理

### 第一节 企业破产的财务管理概述

到目前为止，本书主要讨论的是不断扩展的、成功的企业的财务问题，但在市场经济条件下，许多企业都会面临财务上的困难，甚至引起破产。在破产问题上，财务管理人员应注意以下两方面问题：（1）如何避免企业走向破产；（2）如何避免其他企业破产带来的损失。因此，破产问题是财务人员必须了解的一个问题。

#### 一、破产的概念

破产一词来源于拉丁语“Falletux”，意思为失败。在中文语义中，破产也有失败之意，但财务管理中的破产，具有如下三种含义。

##### （一）技术性的破产

技术性的破产又称技术性的无力偿债，是指由于财务管理技术的失误，造成企业不能偿还到期债务的现象。此时企业主要表现为缺乏流动性，变现能力差，但盈利能力还比较好，财务基础也比较健全。无力偿债主要是由于企业利用债务太多，特别是短期债务太多造成的，此时若能合理调整其财务结构，会很快速度过难关，但如果处理不好，也会造成法律上的破产。

##### （二）事实性的破产

事实性的破产又称破产性的无力偿债，是指债务人因连年亏损，负债总额超过资产总额（即资不抵债）而不能清偿到期债务的现象。因为此时债务人财产不足，实际上已不可能清偿全部债务，故称为事实性破产。这种情况，极可能引起法律性破产。

##### （三）法律性破产

法律性的破产是指债务人因不能清偿到期债务而被法院宣告破产。这时，债务人的资产可能低于负债，但也可能等于或超过负债，于是便可能出现债务人资产虽超过负债，却因无法获得足够的现金或以债权人同意的其他方式偿还到期债务，不得不破产还债的情况。之所以称为法律上的破产，是因为对债务人的破产宣告是依法律上确定的标准进行的，而对破产清算后债务人实际能否清偿全部到期债务则不加考虑。

#### 二、企业破产的原因

企业的生产经营与其他事物一样，有经营上的成功，也会有经营上的失败，从社会经济结构的总体来看，破产是不可避免的，但具体到某一企业，破产都有其具体原因。

##### （一）破产的外部原因

破产的外部原因主要指企业无法左右的一些客观原因，主要包括：

1. 政治原因。政治上引起破产的原因有多方面，如由于政治上的原因而实行的一国对另一国的经济制裁和反制裁、战争和内乱、国家重要领导人的更换等都可能引起企业的破产。

2. 经济原因。经济原因主要指国家经济政策的变化，通货膨胀、外汇的

剧烈波动、金融市场的非正常波动等。

3. 自然原因。主要指各种自然灾害，如洪水、地震、台风等。

#### (二) 破产的内部原因

破产的内部原因也是多种多样的，但通常可以概括为两个主要方面：

1. 管理不善。这主要指企业在生产、销售、人事、技术等方面的管理水平低下，从而造成了企业连年亏损、资不抵债，最后不得不破产清算。管理不善是企业破产的主要原因，我国第一家破产企业沈阳防爆器械厂就是因为长期管理混乱，企业人员素质大差，限期整顿又没有效果而被宣布破产的。

2. 资金短缺。资金短缺主要指由于财务管理不善或筹资能力有限而造成的破产。有些企业虽有盈利，经营情况也还可以，但因借债过多，不能清偿到期债务，也会破产。反之，有些企业虽然连年亏损，资不抵债，若能迅速筹集足够资金，及时清偿债务，扭转经营上的被动局面，也能避免破产。例如，作为美国三大汽车制造公司之一的克莱斯勒公司，在 1979 年已处于破产边缘，当时该公司经多方努力也没有争取到资金以解燃眉之急，因此，许多人都认为克莱斯勒公司必定破产无疑。但在最后紧要关头，公司总经理雅科卡说服了美国国会，向政府争取了 15 亿美元的贷款，从而避免了克莱斯勒公司的破产。

### 三、破产法

#### (一) 破产法的含义

在债务人不能清偿到期债务时，由法院宣告其破产，并主持对其全部财产强制清算分配，公平清偿全体债权人，或由债务人与债权人会议达成和解协议，进行整顿的法律规范的总称。破产法有广义和狭义之分，狭义的破产法又称形式意义上的破产法，仅指《破产法》本身；广义的破产法又称实质意义上的破产法，除《破产法》本身外，还包括所有关于破产制度的其他法律、法规，如《民法》中有关债务清偿的规定，也应包括在广义的破产法之中。

#### (二) 破产法的基本内容

破产法的基本内容可以分为三部分：

1. 实体性规范。主要包括破产财产、破产债权、破产费用、取回权、别除权、抵销权、撤销权等内容。

2. 程序规范。主要包括破产申请与受理、破产宣告、债权人会议、破产清算程序、和解整顿程序等。

3. 罚则。主要规定对破产犯罪等违法行为的处罚、免责等内容。

### 四、破产财务管理的基本原则

破产财务管理不同于一般的财务管理，它所要处理的财务关系主要是破产企业和债权人之间的关系，管理的对象是达到破产界限的企业，所以，破产企业财务管理应遵循一些特殊的原则。

#### (一) 公平原则

公平原则是指在和解与整顿、破产清算过程中，要对所有的债权人一视同仁，按照法律和财产合同上规定的先后顺序，对各债权人的求偿权予以清偿。而不能违背法律，为一个或几个债权人的利益而损害其他债权人的利益。在现实生活中，一个企业的债权人往往不止一个，破产法要保护所有债权人

的合法权益，公平原则就是要保证各债权人能公平分配破产企业的财产。

#### （二）可行原则

可行原则是指在和解与整顿过程中，必须具备相应的条件，如果不具备相应条件，则认为是不可行的，和解与整顿是否可行的一个基本判别标准，就是达到破产界限的企业经过和解和整顿以后，是否能按和解协议清偿债务。如果它能按时清偿债务，则认为和解与整顿可行，否则就认为不可行，应通过破产清算来加以解决。

#### （三）守法原则

破产企业财务管理不仅需要财务方面的技术与方法，而且需要更多的法律知识。无论在和解整顿过程中，还是在破产清算过程中，都必须依法办事。例如，对各种破产财产、破产债权的界定与确认，对破产费用的支付和管理，对各种债权的清偿，都要按破产法和有关法律处理。

#### （四）节约原则

破产条件下的财务管理必须处处遵循节约原则。一般来说，和解与整顿比破产清算节约费用支出，所以，在可行原则的基础上，如果能采取和解与整顿，则应尽量采用和解与整顿方式解决，在和解不可行时，才能采用破产清算。在破产清算时，也应尽量节约各种清算费用。

## 第二节 自愿和解的财务管理

如果债务人的财务困难不是十分严重，而且能够恢复和偿还债务的前景比较乐观，债权人通常都愿意私下和解，而不通过法律程序来进行处理。

### 一、自愿和解的基本条件

并不是所有的情况都能进行自愿和解，通常需要如下一些基本条件。

#### （一）债务人应具备的条件

为了使自愿和解可行，债务人应具备以下条件：

1. 债务人必须有较高的道德风尚。在和解与整顿过程中，债务人不能欺骗债权人，不得非法变卖企业财产而损害债权人的利益。当债务人整顿初见成效时，应按和解协议的规定，及时清偿债务。道德因素在自愿和解中占有十分重要的地位，许多企业都因道德欠佳而使自愿和解无法进行。

2. 债务人能取得成功的可能性较大。在和解协议签订之前，债务人必须提供其和解整顿期间的营业计划，并有充分的理由来证明这些计划能顺利实现。如果债务人无法证明其能取得成功，那么，自愿和解方式便不可行。

3. 客观的经济情况对企业整顿比较有利，便于企业摆脱困境，取得成功。

#### （二）债权人应具备的条件

在债权人方面要具备下列条件，才能进行自愿和解。

1. 债权人必须同意进行自愿和解，这一般要经债权人会议讨论通过。

2. 债权人必须愿意帮助债务人重建财务基础。在自愿和解的过程中，债权人一般都要主动地实行展期和债权减免。展期是指延长到期债务的支付期限，债权减免是指债权人自动减免其债权。这些方法都是为了帮助债务人摆脱暂时财务困难，从而有利于债务人继续进行正常的生产经营，并取得成功。

### 二、自愿和解的程序

自愿和解虽然不像经过法律程序所进行的正式和解与整顿那样正规，但也必须遵循必要的程序，一般要经过如下几个步骤。

#### （一）自愿和解的提出

当企业出现不能及时清偿到期债务时，可由企业（债务人）或企业的债权人提出和解。

#### （二）召开债权人会议

自愿和解提出以后，要召开债权人会议，研究债务人的具体情况，讨论决定是否采用自愿和解的方式加以解决。如果认为和解可行，则成立相应的调查委员会，对债务人的情况进行调查，写出评价报告。如果认为自愿和解不适宜，则移交法院采用正式法律程序来加以解决。

#### （三）债权人与债务人会谈

在和解方案实施以前，债权人和债务人要进行一次会谈。由债权人会议推举 4—5 位债权较多的债权人和 1—2 位债权较少的债权人同债务人进行谈判。谈判的内容是确定调整企业财务基础的方案。

#### （四）签署和解协议

经过多次谈判以后，如果双方意见趋于一致，则可签订和解协议。

#### （五）实施和解协议

和解协议签订以后，债务人要按和解协议规定的条件对企业进行整顿，

继续经营，并于规定的时间清偿债权人的债权。

### 三、自愿和解中需要处理的财务问题

在进行自愿和解的过程中，财务上需要处理好以下几个具体问题。

#### （一）通过与债权人的谈判，尽量延长债务的到期日

如前所述，自愿和解都要进行债权的展期，债权人愿意展期是因为他们期望在以后能收回更多的债权。如果企业与债权人谈判顺利，债权人不仅会同意展期，有时还同意在展期期间，把求偿权的位置退于现在供应商之后。展期的时间越长，对债务人越有利，这一点应尽量争取。

#### （二）通过与债权人的谈判，争取最大数量的债权减免

在债权减免时，债权人仅收回部分债权金额，但要注销全部债权。企业同债权人要进行多次讨价还价，才能确定债权减免的数量。债权人同意减免债权，是因为减免后可避免正式破产所带来的成本，如管理成本、法律费用、调查费用等。债权人既愿意进行债权减免，又不愿意减免太多，这就需要企业财务人员在谈判时努力争取减免最多的债权。

#### （三）必须按展期和债权减免的规定来清偿债务

经过展期和债权减免以后，企业的债务有所减少，时间有所推迟，但经过展期和债权减免后的债务必须按时偿还。例如，大华机械厂 1993 年 3 月有 100 万元到期债务无法支付，现与债权人协商，同意和解，经过谈判，债权人同意做如下展期和债权减免：（1）现在立即支付 20%，即支付 20 万元；（2）在今后两年时间内，每半年支付债务的 10%，即每次支付 10 万元；（3）其余 40% 豁免。那么，大华机械厂必须于 1993 年 3 月立即组织 20 万元资金，并于 1993 年 9 月、1994 年 3 月、1994 年 9 月和 1995 年 3 月各组织 10 万元资金，以清偿到期债务，当把这些债务清偿后，就相当于把 100 万元债务全部清偿。

### 四、自愿和解的优缺点

自愿性的和解是简单的和非正式的，这种方法因为能减少法律费用和管理费用，因而较为节省。自愿和解一般可使债权人收回较多的帐款；可使债务人避免破产，继续营业；还能使债务人和债权人保持良好关系，以利于今后的营业。

自愿和解的不利因素是，债务人免于破产就要继续管理企业，如果债务人缺乏较好的道德水准，常会导致债务入侵蚀资产，损害债权人的合法权益。

### 第三节 正式和解与整顿的财务管理

如果一个破产案件不具备自愿和解和整顿的基本条件，就必须采用正式的法律程序来解决。这主要包括正式的和解与整顿以及破产清算两种方式。本节介绍正式的和解与整顿的财务处理，破产清算问题留待下节说明。

#### 一、正式和解与整顿的基本程序

破产案件中的和解是指债务人与债权人就到期债务的展期或债权减免达成协议，从而避免破产的一种程序。企业利用和解所提供的机会进行整顿，争取重新取得成功，这种过程称之为和解与整顿。

正式的和解与整顿与自愿和解有某些类似之处，但要由法院来裁定，涉及许多正式的法律程序。这种程序非常复杂，只有专门从事破产和整顿工作的律师才能充分了解，但其基本程序，所有的财务经理都必须熟知。这一程序是：

##### （一）企业不能及时清偿债务，债权人向法院提出破产申请

根据《中华人民共和国企业破产法（试行）》（以下简称《破产法》）第七条规定，债务人不能清偿到期债务时，债权人可以申请宣告债务人破产。当然，这种申请是在不愿进行自愿和解的情况下提出的。

##### （二）被申请破产企业或其上级主管部门向法院提出和解与整顿的申请

企业由债权人申请破产的，在法院受理破产案件以后的3个月内，破产企业或其上级主管部门可以申请对该企业进行整顿。整顿申请提出后，企业应向债权人会议提出和解协议草案，草案上应说明企业清偿债务的限期，数额及具体的整顿措施。

##### （三）债权人会议通过和解协议草案

债务人提出和解后，债权人要召开会议，决定是否同意和解与整顿。按我国《破产法》的规定，债权人会议的决议，必须由出席会议的有表决权的债权人的半数通过，其所代表的债权，必须占无财产担保债权总额的半数以上。通过和解协议草案的决议，必须占无财产担保债权总额的2/3以上。由于和解协议草案中一般都要求债权人作适当的债权减免或延缓支付债务，因此，只有当债权人会议通过和解协议草案，和解才能成立。如果和解协议草案未被债权人会议通过，那么，法院就要宣布债务人破产，并予以清算。

##### （四）法院对和解协议认可作出裁定，中止破产程序

破产企业和债权人达成和解协议后，应将和解协议提交法院，由法院作最后裁定。一般而百，如果在达成和解协议过程中没有其他违法行为，法院都会认可。和解协议经法院认可后，由法院发布公告，中止破产程序。

##### （五）企业和上级主管部门对企业进行整顿

和解协议自公告之日起具有法律效力，企业便开始进入整顿时期，整顿期限不得超过两年。企业的整顿由上级主管部门负责主持，整顿方案应当经过企业职工代表大会讨论，企业整顿情况应向企业职工代表大会报告，并听取意见，整顿情况还应定期向债权人会议报告。

在整顿期间，企业有下列情形之一者，经法院裁定，终结该企业的整顿，宣告其破产。

1. 不执行和解协议。
2. 财务状况继续恶化，债权人会议申请中止整顿。

### 3. 严重损害债权人利益。

企业经过整顿以后。若能按和解协议及时清偿债务，法院应当终止该企业的破产程序并予以公布。但如果整顿期满，不能按和解协议清偿债务，法院应宣告该企业破产，并依法进行清算。

## 二、正式和解与整顿的财务问题

正式和解与整顿所涉及的财务问题，基本与自愿性的和解与整顿一样，但还有如下几个特殊问题需要注意。

### （一）和解协议草案的编制

和解协议草案是一个非常重要的法律文件，编制得好，得到债权人会议同意，企业便可进行和解整顿。如果编制不好，在债权人会议上得不到通过，企业便只好被依法宣告破产。和解协议草案一般应包括如下内容：

1. 草案中应对各项债务的偿还数额、日期和步骤做具体说明。和解协议一般都要求有一定数额的债权减免，减轻企业的负担，以利于企业在整顿中恢复和发展。当然，从破产企业来看，债权减免额越高越好，但提出太高的债权减免要求，债权人会议上可能通不过。所以，在编制和解草案时，企业财务人员要对债权人和本企业的情况进行具体分析，合理确定债权减免的数额。除债权减免外，草案中还应提出延缓支付债务的要求。一般而言，对到期债务应实行分期分批偿还。这种债权减免和展期，与自愿和解程序基本相似，这里不再详述。

2. 和解草案中应提出改善财务状况的具体方案。主要包括：（1）如何增加企业资金来源；（2）怎样减少企业资金占用；（3）如何扩大市场，增加销售收入；（4）采取哪些降低成本的措施；等等。

3. 和解草案上应载明上级主管部门具体的支持意见。在我国，企业和解与整顿一般由上级主管部门提出，上级主管部门的意见和整顿措施能更好地取得债权人的信任。

### （二）整顿期间的财务管理

破产企业一般都存在管理混乱、资产破坏严重、销售收入减少、成本居高不下、产品质次价高等问题。为使整顿取得成效，在财务上必须做好以下工作。

1. 必须筹集一定数量的资金对厂房和设备进行修理或更新，以利于正常进行生产和大幅度降低成本。

2. 必须筹集一定数量的资金以购置生产经营所需要的流动资产。

3. 筹集一定数量的资金开发新产品和占领新市场，以便增加销售收入。

4. 筹集一定数量的资金偿还各种到期债务。

以上诸项工作都需要资金，可以这样说，整顿能否取得成功，关键的问题是财务人员能否筹集到整顿过程中所需要的资金，这是摆在财务人员面前的一项十分艰巨的任务。在整顿期间，企业的信誉较低，企业发行的各种证券的价格往往跌至最低点，银行也往往不给企业追加贷款。因此，在整顿期间，财务人员应采取以下措施来缓解资金供求之间的矛盾。（1）努力争取上级主管部门的资金。既然上级主管部门提出了和解申请，那么，就说明它愿意帮助企业度过难关。因此，上级主管部门的资金可能成为整顿期间企业资金的主要来源。（2）寻找信誉良好的企业作担保人，向银行获取担保贷款。

（3）如果可能的话，发行一定数量的收益债券，以便直接从资金市场上获取

资金。(4)调整资金结构,如果可能的话,最好把债券转化为股权。(5)适当处理过时和毁损的流动资产,以减少资金占用。(6)减少奖金发放,停止股息和红利的支付。

### 三、正式和解与整顿的优缺点

正式和解与整顿是对达到破产界限的企业依法采取的各种拯救措施。经过和解整顿以后,多数企业都能起死回生,重新营业,因而和解与整顿具有重要意义。

#### (一)和解与整顿,能尽量减少社会财富的浪费

达到破产界限的企业,往往都是管理不善,连年亏损,如果任其继续亏损下去,便会进一步吞噬社会财富,宣告破产,就是为了中止企业无止境的亏损,减少社会财富的损耗。但是,破产也是一种损失,也会造成财富的浪费。那么,能否想办法既制止亏损,又避免因破产而造成的损失呢?《破产法》中和解与整顿的设置,正是出于这种考虑。一般而言,企业经过整顿后,多数都能中止亏损,并逐步走向繁荣,因此,和解与整顿可以减少社会财富的损失。

#### (二)和解与整顿,可以使债权人收回较多的债权

达到破产界限的企业,往往都连年亏损,资产损坏严重,如果通过破产清算,资产不但值不了几个钱,还要支付大笔的法律费用和管理费用,因而,债权人收回的数额极为有限。如果实行和解与整顿,债务人经过整顿后取得成功,则可收回较多的债权。

#### (三)和解与整顿,可以拯救达到破产界限的企业

和解与整顿的裁定往往给企业带来强大的压力、同时也给企业的生存带来了希望,这可激发企业以百倍的努力去争取成功,继续为社会创造财富。和解协议中所规定的债权减免和展期又为企业的整顿提供了较为宽松的外部环境。这些都有利于企业在失败中奋进,直至取得最终的成功。

当然,和解与整顿并不是没有缺点。如果整顿无效,继续亏损,显然会造成社会财富的再度浪费,也使债权人的利益受到损害。

## 第四节 破产清算的财务管理

如果达到破产界限的企业不具备和解与整顿的基本条件，或和解整顿被否决，那么，法院则要依法宣告该企业破产，进行债权、债务的清算。

### 一、破产清算的程序

破产清算由法院裁定，严格按法定程序进行，这一程序一般包括如下几个步骤。

#### （一）法院依法宣告企业破产

不能按时清偿债务，达到破产界限的企业，具有下列情形之一者，由法院宣告破产：

1. 达到破产界限的企业经其上级主管部门同意后，申请宣告破产。
2. 企业由债权人申请破产，而债务人的主管部门没有申请和解整顿，自破产申请之日起6个月内也没有取得担保，无法清偿债务。
3. 企业由债权人申请破产，债务人的主管部门提出和解整顿申请，但未能与债权人达成和解协议。
4. 正在进行和解整顿的企业，存在不执行和解协议，财务状况继续恶化，严重损害债权人利益等问题，被法院裁定终止整顿。
5. 企业和解整顿期满，不能按和解协议清偿债务。

但是，公用事业和与国计民生有重大关系的企业，如果不能清偿债务，政府有关部门应给予资助或者采取其他措施帮助清偿债务，以避免其破产。

#### （二）成立破产清算组

破产企业的清算工作应由清算组来完成。法院应自宣布破产之日起15日内成立清算组，接管破产企业。清算组负责破产财产的保管、清理、估价、处理和分配。清算组可依法进行必要的民事活动。清算组由法院从企业上级主管部门、政府财政部门等有关部门和专业人员中指定。清算组可聘请必要的工作人员。清算组应对法院负责并向其报告工作情况。

#### （三）全面清查财产、债权、债务

清算组成立后，应对企业的财产、债权、债务作全面检查，编制出资产负债表和详细的财产目录。清算组还要依法对企业的财产进行处理和拍卖，以便清偿各种债务。如果破产财产不能清偿同一顺序的债权，则应按比例进行分配。

#### （四）分配剩余财产

如果企业财产的变价收入，清偿所有债务后还有剩余，那么，清算组应把剩余收入依法在所有者之间进行分配。

#### （五）办理停业登记

破产清算程序终结，清算组在清算程序以后，应提出清算报告，并编制清算期内的收支表和多种财务帐册，经由政府批准的注册会计师事务所或审计事务所验证，报审批部门批准后，向企业原登记机关申请解除登记，宣布企业终止营业，自此，企业法人资格正式终止。

### 二、破产清算中的若干财务问题

与和解整顿相比，破产清算所涉及的财务问题更加复杂。这一过程中的财务问题主要包括以下四项。

### （一）破产财产的界定与变卖

所谓破产财产，是指破产人所有财产中可供分配给破产债权人的财产。根据我国《破产法》，破产财产应由以下财产构成：（1）宣告破产时，破产企业经营管理的全部财产；（2）企业宣告破产后至破产清算程序终结前所取得的财产，如收回应收帐款等；（3）应当由破产企业支配的其他财产。

1. 破产财产的界定。对破产财产进行界定时，应注意以下几个问题：

（1）已作为担保品的财产不属于破产财产，但是，如果担保品的价值超过其所担保的债务数额时，超过部分应属于破产财产。

（2）由破产企业代管、代存等而属于他人所有的资产，不属于破产财产，这种财产的所有者有权通过清算组把财产取回。

（3）在法院受理破产案件前6个月至破产宣告之日的期间内，破产企业隐匿、私分、无偿转让、非法出售的财产，经清算组追回后，属于破产财产。

（4）破产企业与其他单位联营时所投入的财产，应属于破产财产。

2. 破产财产变卖的原则。破产财产被确定以后，一般都要变卖为货币资金，以便清偿债务。对破产财产的变卖一般应遵循以下原则：

（1）破产财产应采用公开拍卖的方式加以出卖。拍卖一般委托拍卖公司进行，也可由清算组聘请专人负责，谁出价高，就卖给谁。但破产财产中若有法律禁止或限制自由买卖的商品，如黄金、炸药等，应由政府主管部门或指定部门收购。

（2）破产财产中的整套设备或生产线，应尽量整体出卖，确实无法整体出卖的，方可分散出卖。

### （二）破产债权的界定和确认

所谓破产债权是指在破产前宣告成立的，对于破产人享有的无财产担保债权。在界定和确认破产债权时，应遵循以下标准：

1. 破产宣告前成立的无财产担保的债权，以及放弃优先受偿权力的有财产担保的债权为破产债权。

2. 破产宣告前未到期的债权，视为已到期债权，但应当减除未到期的利息。

3. 破产宣告前成立的有财产担保的债权，债权人就该担保品优先受偿的权利，这部分债权不能构成破产债权。但是，有财产担保的债权，其数额超过担保品价款的，未受偿部分应做为破产债权。

4. 债权人对破产企业负有债务的，其债权可在破产清算之前抵销，抵销部分不能算为破产债权。

5. 债权人未在法律规定的期限内向法院申报债权，视为自动放弃债权，被自动放弃的债权不能做为破产债权。

6. 债权人参加破产清算程序的费用，不能作为破产债权。

### （三）破产费用的确认与管理

破产费用是指在破产案件中，为破产债权人的共同利益而支出的费用，主要包括如下费用：（1）破产财产的管理、变卖和分配所需要的费用，包括聘任工作人员的费用；（2）破产案件的诉讼费用；（3）为债权人共同利益而在破产程序中支付的其他费用。

在确认和管理破产费用时，应遵循以下准则：

1. 破产费用必须是为所有债权人的共同利益而支付的费用。为个别债权人的利益而支付的费用不能列为破产费用。债权人为参加破产程序而支付的

费用，如差旅费等不能列为破产费用。

2. 清算组在从事破产案件的工作时，应尽量减少破产费用的支出，破产费用的支付，会减少债权人可供分配的破产财产。在清算过程中，清算组应及时将破产费用的开支情况通知债权人会议，债权人若有异议，可以提请法院裁定。

3. 破产费用从破产财产中优先拨付。在清算过程中，如果发现破产财产不足以支付破产费用时，应及时向法院申报，由法院宣告破产程序终结。

#### （四）破产财产的分配与破产财产的清偿

当破产财产全部被确认和拍卖，破产债权全部被界定和确认，破产费用总额核算（估算）出来以后，清算组便可提出分配方案。

这一方案要由债权人会议通过，经法院裁定后执行。

破产财产在优先扣除破产费用以后，一般应按如下顺序清偿：

1. 破产企业欠付职工的工资和劳动保险费用。
2. 破产企业欠缴的各种税款。
3. 各种破产债权。

如果破产财产不足以清偿同一顺序的债权，则应按比例在各债权人之间进行分配。未得到清偿的债权不再清偿。

如果在清偿所有破产债权以后，破产财产还有剩余，则要把剩余部分在企业所有者之间进行分配。

#### （五）破产与清算的财务管理举例

【例】金星工厂因连年亏损、资不抵债，已由债权人申请，被法院于 1994 年 3 月依法宣告破产。此时，该企业的资产负债表如表 23—1 所示。

金星工厂资产负债表

资 产		负债与所有者权益	
	金额		金额
现金及银行存款	10	短期借款	40
应收帐款	30	应付帐款	40
存货	60	应付工资	20
固定资产原值	110	应付税金	10
减：累计折旧	10	长期借款	40
固定资产净值	100	担保债券	10
资产总计	200	所有者权益	40
		负债与所有者权益总计	200

清算组根据金星工厂的资产负债表对实存的财产、债权、债务进行清查，以便进行清算。

1. 财产的清查、确认与变卖。经财产的实地调查，发现金星工厂的固定资产与帐面情况基本相符，只是多出载重卡车一辆，后经调查发现该车系红兴厂暂存于此，清算组决定让红兴厂取回。固定资产经拍卖后实际收得价款 50 万元，扣除 10 万元的担保债务，尚能作为破产财产的有 40 万元。

金星工厂的存货有许多毁损，经拍卖后得价款 30 万元，应收帐款经清算组多方努力，收回 25 万元，其余 5 万元已无法收回。现金及银行存款数额与

帐面一致，共计 10 万元。这样，金星工厂的流动资产实际构成破产财产的只有 65 万元（=30 + 25 + 10）。

2，破产债权的确认。经清算组审查和核对后，对企业各种债权作如下确认。

（1）长期借款和短期借款是企业分别从中国人民建设银行和中国工商银行借入的款项，在企业破产之前已成立，构成破产债权，合计共 80 万元。

（2）担保债券因为有固定资产做担保，故这 10 万元债权不能构成破产债权。

（3）应付帐款共有 40 万元，其中 10 万元没有到期，应扣除利息 1 万元。另外，有一笔 4 万元的应收帐款，债权人未在法定期限内向法院申报债权数额，被认为是自动放弃，不能作为破产债权。因而，40 万元的应付帐款中属于破产债权的只有 35 万元。

（4）应付工资 20 万元是最近几个月积欠职工的，应付税金 10 万元是最近两年欠缴的，这两项均应属于破产债权。

3. 破产费用支出情况。在金星工厂的破产清算过程中，发生了如下费用：

（1）破产财产的管理、变卖和催收帐款等费用 8 万元。

（2）破产案件的诉讼费用 1 万元。

（3）为债权人共同利益而支付的其他费用 1 万元。

以上三项费用共 10 万元。

4. 债务清偿情况，清算组根据各种财产收入和法定清偿顺序，对财产收入编制出破产财产的分配方案见表 23-2 和表 23—3。此方案经债权人会议通过，并由法院裁定后执行。

表 23—2 中的应付工资和应付税金属于优先债权，能全部受偿。表 23—3 中的长期借款、短期借款、应付帐款只能偿还 56.52%。未清偿部分，则不能清偿，成为债权人的损失。

表 23 2 破产财产分配方案表 单位：元

项 目	金 额
1. 破产财产收入	
固定资产	400000
流动资产	<u>650000</u>
2. 破产财产收入合计	1050000
3. 破产费用	<u>100000</u>
4. 供债权人分配的破产财产收入	950000
5. 优先清偿的破产债权	
应付工资	200000
应付税金	<u>100000</u>
6. 可供一般破产债权分配的破产财产	650000
7. 一般无担保破产债权	
短期借款	400000
长期借款	400000
应付帐款	<u>350000</u>
合计	1150000
8. 求偿率（%）650000/1150000	56.52%

### 三、破产清算制度的意义

破产清算是制止浪费、淘汰落后企业的一种形式，对鞭策企业加强经营管理，减少社会财富的浪费，维护正常的经营秩序，都有重要意义。

表 23—3 破产财产债权清偿表

债权类别	求偿权	求偿率(%)	清偿金额
短期借款	400000	56.52	226080
长期借款	400000	56.52	226080
应付帐款	350000	56.52	197840
合计	1150000	56.52	650000

(一) 实行破产制度有利于促使企业不断加强经营管理，提高经济效益  
在商品经济条件下，企业从事的生产经营总是受经济利益支配的。每个企业都力图用尽量少的耗费，创造尽量多的收入，以获得更多的利润。但并不是所有企业都会如愿以偿。经营有方，生财有道，便可能获得收益；如果管理不善，连连失误，则会出现亏损，甚至引起破产。在现实生活中，收益对企业是一种诱惑，破产则是一种威胁。这种成功的诱惑和失败的威胁是两种不同的力量，它们同时作用于企业，诱导和迫使企业加强经营管理，提高经济效益。如果没有破产制度，企业就会缺乏危机感，没有必要的压力。特别是对那些经营落后，长期亏损的企业，则会破罐子破摔，不寻找积极的措施扭亏为盈。因此，破产制度是一种强大的压力，这种压力迫使企业加强经营管理，提高经济效益。

(二) 破产制度可以淘汰落后的生产方式和经营方式，实现优胜劣汰  
新陈代谢是宇宙间万物的普遍规律，社会经济生活也不例外。社会主义的市场经济若要高效率地向前发展，也离不开优胜劣汰。在市场经济条件下，破产是一种有效的控制机制，它以法律的形式，自动地淘汰落后企业，同时也鞭策了先进企业。企业落后，最终要反映到其财务状况上，财务状况恶化，会导致企业无力支付到期债务，从而滑向破产。这种对落后企业的淘汰，是破产制度的一个重要职能。

(三) 破产制度可以迅速地了结债权、债务，保护债权人、债务人的合法权益，维护市场经济的正常秩序

债权债务关系就是按照合同规定，或者依照法律规定，在当事人之间产生的特定的权利和义务关系。这种关系，是伴随着市场经济的发展而不断发展的，它构成了现代经济生活的一个主要链条。在正常的经济秩序下，债务人到期应向债权人清偿债务，如果债务人不能按时清偿到期债务，就会破坏正常的经济秩序，造成市场经济的混乱。

为了维持正常的经济秩序，就应当建立破产制度，以便迅速地了结债权债务关系，保护债权人的合法权益。

(四) 破产制度把企业利益同职工的利益紧紧地捆在一起，有利于充分调动广大职工的积极性

有了破产制度，任何企业都不是“铁饭碗”，一旦企业破产，工人就会失去工作。因此，企业的经营不再是与职工个人无关的事情。从自身利益出发，企业的职工都必然关心生产经营，上下同心，防止企业陷入破产境地；

而那些濒于破产企业的职工，则不得不同心同德，背水一战，把企业从破产中拯救出来。

（五）破产制度通过终止经营不善企业的营业，有效地防止更大的浪费

建国以来，我国有许多企业由于管理混乱，经营无方，长期处于亏损状态，有的甚至亏掉了自身资产的几倍。但由于过去我国没有制定破产法，企业亏损也照常营业。国家为了维持这类企业的生存，不得不采用财政补贴或减免税收等方式给企业“输血”，但“输血”越多，企业亏损也越多，造成了无限制的浪费。实行破产制度，可以及时地终止这些企业继续浪费国家财产，避免更大浪费的发生。

实行破产制度，虽不能直接创造社会财富，但可以充分调动企业和职工的积极性，最大限度地激发企业和职工的创造力，促使他们努力减少耗费，不断增加收入，提高企业的经济效益。从这个意义上讲，破产制度的作用是不应低估的。

本书在编写中，吸收了西方财务管理中的一些概念。理论和方法，为了方便读者阅读有关的英文书籍，特编写英汉财务管理词汇对照表，见附录。

## 十年的探索 (代后记)

1983年的金色十月，我在中国人民大学图书馆首次接触到了西方财务管理方面的书籍，便觉得西方财务管理在很多方面值得我国借鉴。但由于当时的外语水平和知识结构的限制，我没能对西方财务管理进行系统地研究。幸运的是，1985年我大学毕业后，便直接考上中国人民大学会计系的研究生，在我国著名财务管理学家王庆成教授的指导下，进行财务管理的学习和研究。从那时起，我便把研究方向定为西方财务管理，并以西方财务管理为中心，结合我国实际情况，更深入地研究以下三个方面的问题：通货膨胀财务管理、股份公司财务管理和国际财务管理，我称之为“一个中心，三个落脚点”。我把这一研究项目分成资料整理、系统介绍和辩证借鉴三个阶段。第一阶段是1985—1988年，在这一阶段，我查阅了上百种中外有关西方财务管理方面的书籍和期刊，整理了12本读书笔记，翻译或编译了60余万字的有关资料。第二阶段是1989—1992年，我通过各种形式介绍了西方财务管理的基本原理，在《外国经济管理》、《国内外经济管理》、《会计学家》、《财会研究》、《经济资料译丛》等十几种刊物上发表了介绍西方财务管理方面的论文、译文60余篇；在有关单位举办的财会人员进修班、会计师培训班、涉外会计培训班等开设西方财务管理方面的专题讲座；在中国人民大学会计系为本科学生开设西方财务管理课程；与王庆成教授合著《西方财务管理》；自己又编写了《现代西方财务管理》一书。以上两书可以看作是这一阶段的最终研究成果，两书分别完稿于1990年6月和1992年12月，出版于1993年4月和1993年12月。第三阶段是1993—1995年，准备在借鉴西方财务管理的理论和方法的基础上，进行如下几方面的研究：（1）股份公司财务管理；（2）国际财务管理；（3）社会主义财务管理的理论体系；（4）通货膨胀财务管理。目前看来，进展还算顺利。1993年4月，由我主编的《股份制企业财务管理》一书完稿付梓，近期将由中国人民大学出版社出版；由荆新副教授和我共同主编的列入中国人民大学会计系列教材之一的《财务管理学》也已出版；当然，现在读者手上的这本《企业财务学》是我1993年最主要的成果。

1994年我将集中主要精力研究国际财务管理问题，届时将有两方面成果问世：一是李相国教授和我共同承担的国家教委博士点基金项目“国际财务管理”将出一个研究报告；二是我的一本专著《国际财务管理》已列入西南财经大学出版社的出版计划，预计在1994年12月底以前完成。

1995年我将主要研究社会主义财务管理理论问题，虽然这本《企业财务学》体现了我对社会主义财务管理理论和方法的一些基本认识，但它毕竟是一本教材，不可能过多地阐述理论问题，因此，在1995年准备完成一本财务理论方面的专著，初步定名为《财务管理理论结构》。通货膨胀财务管理问题因涉及一些重大理论问题和国家财经法规，目前条件尚不成熟，暂不列入研究计划，拟推迟一段时间，广泛搜集资料，待条件成熟后，再集中精力完成。

从1983年到现在，十年的时光已成为过去，在这十年里，我的大部分业余时间都用于企业财务管理的研究。在这十年中，有过成功的欢乐，也有失败的苦恼，但我始终没有中断对这门学科的探索。感谢我的导师王庆成教授，

他既是我的严师，又似我的慈父，在学业上对我谆谆教诲，在生活上对我关怀备至，他教给我研究问题的方法，他给予我战胜困难的勇气，他帮助我扫清前进路上的一个又一个障碍。感谢我的老师阎达五教授、阎金愕教授、李相国教授、顾志晟教授、王俊生教授，他们对财务管理这门科学的很多精辟论述，不断给我以思想的启迪，他们多方面的热情关心和帮助，激励我不断开拓，勇于进取。感谢我的同事、同学朱小平、荆新、孙茂竹、周明德、陆正飞、李显著、陈在维、黄振标、卢春泉、刘俊彦、付友忠等同志，他们在很多方面给了我无私的帮助。感谢我的妻子刘桂香女士，她对我的研究给予了全方位的理解和支持。

建立具有中国特色的适应市场经济要求的新型的财务管理科学是一项复杂的工程，这需要许多人的共同努力，但我愿尽我毕生精力，为其添砖加瓦。我本人的探索也许还十分幼稚，甚至存在许多缺点和错误，但我深信：只要辛勤耕耘，幼苗终究会长成参天大树！

路漫漫兮修远兮，吾将上下而求索！

王化成

1994年1月于中国人民大学东风二楼陋室书屋

## 参考书目

- 1.王庆成、李相国、顾志晨编著：《工业企业财务管理》（修订本），中国人民大学出版社 1991 年版。
- 2.王庆成、工化成编著：《西方财务管理》，中国人民大学出版社 1993 年版。
- 3.工化成编著：《现代西方财务管理》，人民邮电出版社 1993 年版。
- 4.王化成、于富生、云秀清编著：《决策会计学》，辽宁人民出版社 1991 年版。
- 5.汪家佑编著：《管理会计》，经济科学出版社 1987 年版。
- 6.李天民编著：《管理会计学》，中央广播电视大学出版社 1985 年版。
- 7.蒋中权编：《财务管理》，经济科学出版社 1987 年版。
- 8.吴俊峰、宁兆喜、陈永龙著：《股票、债券、期货知识》，世界知识出版社 1985 年版。
- 9.娄尔行、王澹如、钱嘉福编著：《资本主义企业财务会计》，中国财政经济出版社 1983 年版。
- 10.马洪主编：《国外企业管理的比较研究》，中国社会科学出版社 1982 年版。
- 11.李崇准主编：《股票期货知识》，中国金融出版社 1986 年版。
- 12.中国工业科技管理大连培训中心编：《财务管理》，企业管理出版社 1981 年版。
- 13.饶余庆著：《现代货币银行学》，中国社会科学出版社 1983 年版。
- 14.马黎光：《西方财务管理讲座》，载《广东财会》1986—1988 年。
- 15.柴发帮主编：《破产法教程》，法律出版社 1990 年版。
- 16.小克利夫顿。H. 克雷普斯，理查德。F. 瓦克特著：《财务管理》，中国财政经济出版社 1980 年版。
- 17.王庆成、李相国、顾志晟编著：《工业企业财务管理学》，中国财政经济出版社 1988 年版。
- 18.[美]R. M. 霍德盖茨编：《美国企业经营管理概论》，中国人民大学出版社 1985 年版。
- 19.荆新、王化成主编：《财务管理学》，中国人民大学出版社 1993 年版。
- 20.[美]J. 费雷德·韦斯顿。托马。F. 科普兰著：《管理财务学》，中国财政经济出版社 1992 年版。
- 21.周首华、杨济华编著：《现代西方财务管理》，北京出版社 1992 年版。
- 22.[美]尤金·伯格汉姆，路易斯·加潘斯基著：《美国中级财务管理》，中国展望出版社 1990 年版。
- 23.Lawrence J. Gitman, Micheal D. Joehnk, Geonge F. Pinches: "Managerial Finance.". Harper & Row, Publishers, New York. 1985.
- 24.Eugene F. Brigham : "Fundamentals Of Financial Management " , Third Edition The Dryden Press. 1983.
- 25.Richard Brealey, Stewarf Myers:" Principles Of Corporate

Finance ” , MCGRAW-Hill Book Company.

26. Stephen H. Archer , Charles A. D. Ambrosio : “ The Theory of Business Finance ” , Second Edition.

27 William J. Serraino , Surendra S. Singhvi , Robert M. Sold-ofsky : “ Frontiers of Financial Management ” , Fourth Edition , South-Western Publishing Co. 1984.

28. Ahn C. Shapiro : “ Multinational Financial Management ” , Second Edition , Allyn and Bacon , Inc , 1986.

29. Allen Sweeny , Robert Rachlin : “ Handbook of International Financial Management ” , McGraw-Hill Book Co. 1984.

30. Sol Postyn , Jo Kirschner Postyn : “ Raising Cash ” , Life-time Learning Publications , 1982.

31. Lawrence J. Gitman : “ Principles Of Managerial Finance . ” Harper & Row , Publishers , 1988.

32. Eugene F. Brigham : “ Fundamentals of Financial Management ” , Fifth Edition , The Dryden Press, 1989.

## 附录

## 英汉财务管理词汇对照表

---

ABC analysis	ABC 分析法
Ability to Pay	偿付能力、偿债能力
Accelerated	depreciation 加速折旧
Acceptance	承兑、承付；承兑汇票
Acceptance payable	应付承兑汇票
Acceptance period	承付期
Acceptance receivable	应收承兑汇票
Account	帐户
Accounts payable	应付帐款
Accounts receivable	应收帐款
Accounting	会计
Accounting system	会计制度
Accrued depreciation	应计折旧
Accrued expense	预提费用
Accrued payroll	应付工资
Accumulated depreciation	累计折旧
Accumulation	累计、归集
Acid test ratio	酸性试验比率
Additional depreciation	补提折旧
Add-on interest	附加利息
Administrative expenses	管理费用
Advertising expenses	广告费
After tax income	税后利润
Agency charge	代理费
Allowable costs	成本开支范围
Amortization	摊销、分期偿还
Amount of depreciation	折旧额
Annual depreciation rate	年折旧率
Annual expenditures budget	年支出预算
Annual report	年报
Annual revenues budget	年收入预算

## 续前表

---

Annuity	年金
Annuity due	先付年金
Apportionment	分配、分摊
Apportionment ratio	分配率
Appreciation tax	增值税
Appraisal value	估价
Appreciation	增值、涨价
Articles of incorporation	公司章程
Assets	资产
Auditing	审计
Average collection period	平均收款期

Average cost method	平均成本法
Average tax rate	平均税率
Bad debts	坏帐损失
Balance	余额、结平
Balance sheet	资产负债表
Bank loan	银行借款
Bank deposit	银行存款
Bank deposit with ceiling	限额存款
Bankruptcy	破产、倒闭
Bankruptcy cost	破产成本
Bankruptcy law	破产法
Bankruptcy Petition	破产申请
Beta coefficient	贝他系数
Board of directors	董事会
Bond	债券
Bond discount	债券折价
Bond interest	债券利息
Bond Investment	债券投资
Bond issue cost	债券发行成本

续前表

---

Bond premium	债券溢价
Bond pricing	债券计价
Bond rating	债券等级
Bond sinking fund	债券偿债基金
Bondholder	债券持有人
Book value	帐面价值
Book value of fixed assets	固定资产帐面价值
Break-even analysis	盈亏临界分析、保本分析
Break-even point	盈亏临界点、保本点
Break-even chart (diagram)	盈亏临界图、保本图
Budget	预算
Budget allowances	预算限额
Budget control	预算控制
Budget period	预算期
Budget program	预算方案
Budgeting	预算编制
Business	企业、营业
Business activities	经营活动
Business administration	经营管理
Business capital	商业资本、营业资本
Business closed	停业
Business Combination	企业合并
Business Income tax	企业所得税
Business loans	工商贷款

Business risk	营业风险
Buyer's credit	买方信贷
Buying and selling	买卖
Buying cost	购入成本
Buying charge	购进费用
Call feature	赎回特征

续前表

---

Call option	赎回权、购买选择权
Call price	赎回价格
Call provision	赎回条款
Call provision of bond	赎回债券条款
Callable bond	可提前偿还债券
Callable preferred stock	可回收的优先股
Called up capital	催缴股本
Capacity to borrow	借款能力
Capacity to pay	支付能力
Capital	资本、资金
Capital accumulation	资本积累
Capital allowance	资本减免、抽回资本
Capital and interest	本金和
Capital amount	资金额
Capital assets	资本资产
Capital assets pricing model	(CAPM) 资本资产定价模型
Capital authorized	法定资本
Capital borrowed	借入资本
Capital budget	资本预算
Capital budgeting	资本预算的编制
Capital charges	资本支出
Capital construction	基本建设
Capital construction expenditure	基本建设支出
Capital construction investment	基本建设投资
Capital construction item	基本建设项目
Capital cost	资本成本、资金成本
Capital gain	资本利得
Capital input	资本投入
Capital investment	资本投资
Capital losses	资本损失
Capital market	资本市场

续前表

---

Capital market line	资本市场线
Capital paid in	缴入资本、实缴资本
capital stock	股本
Capital stock authorized	额定股本
Capital stock issued	已发行股本

Capital stock outstanding	发行在外股本
Capital stock paid-up	已缴股本
Capital stock premium	股本溢价
Capital stock subscribed	已认股本
Capital stock unpaid	未付股款
Capital structure	资本结构、资金结构
Capital structure ratio	资本结构比率
Capital surplus	资本盈余
Capitalization	资本化
Capitalization of earnings	盈余资本化
Capitalization of interests	利息资本比
Capitalization rate	资本化率
Capitalization surplus	资本公积
Capitalization value	资本化价值
Cash	现金、现款、兑现
Cash a check	支票兑现, 对付支票
Cash against delivery	交货付款
Cash against document	货单据付款
Cash assets	现金资产
Cash balance	现金余额
Cash basis	现金基础、收付实现制
Cash break even point	现金收支平衡点
Cash budget	现金预算
Cash cycle	现金循环
Cash discount	现金折扣
Cash dividends	现金股利

**续前表**

---

Cash financing program	现金筹资计划
Cash flow	现金流量、现金流动
Cash flow analysis	现金流量分析
Cash forecast	现金预测
Cash from operation	营业所得现金
Cash in bank	银行存款
Cash in deposit	现金存款、银行存款
Cash in treasury	库存现金
Cash inflow	现金流入
Cash keeper	现金保管员
Cash management	现金管理
Cash management model	现金管理模型
Cash on delivery	货到付款
Cash on hand	库存现金
Cash Outflow	现金流出
Cash payment	现金付款
Cash realizable value	可变现价值

Cash receipts	现金收入
Cash check	本票、银行本票
Cashing dividends	现金发放股利
Central bank	中央银行
Certified public accounting	执业会计师、注册会计师
Certificate of deposit	存单
Changes in financial position	财务状况变动表
Character loan	信用贷款
Chief of accounting	会计处长
Chief of finance	财务处长
Collateral	担保品、抵押品
Collateral bond	有担保的债券
Collateral loan	有担保的贷款
Collateral trust bond	担保信托公司债

续前表

---

Collect accounts	收帐、收款
Collecting company	收款代理公司
Combine	联合企业
Combining of financial statement	财务报表的合并
Commercial bank	商业银行
Commercial credit	商业信用
Commercial paper	商业票据、短期融资券
Commercial paper market	商业票据市场
Commercial paper rate	商业票据利率
Commitment fee	承诺费、承担费、阶议费
Common trust fund	共同基金
Company	公司
Company Joint stock limited	股份有限公司
Company limited by shares	股份有限公司
Company of limited liability	有限公司
Company of unlimited liability	无限公司
Company special risk	公司特别风险
Comparative analysis	比较分析
Comparative analysis of financial statement	财务报表的比较分析
Compound interest	复利
Compound interest annuity	复利年金
Compound interest method	复利法
Compound interest tables	复利表
Compound rate	复利率
Concentration banking	集中银行
Convertible bond	可转换债券
Convertible debenture	可转换债券
Consolidation	改组合并、创设合并
Corporate bonds	公司债券

续前表

Corporate capital	公司资本
corporate income tax	公司所得税
Cost	成本
Cost behavior	成本习性
cost behavior analysis	成本习性分析
Cost benefit analysis	成本效益分析
cost of capital	资本成本
cost of bond	债券成本
Cost of common stock	普通股成本
cost of preferred stock	优先股成本
cost of retained earnings	保留盈余成本
cost of newly issued Common stock	新发行普通股成本
coupon of bond	债券息票
coverage ratio	函盖比率、偿债能力系数
credit	赊购、信用、信贷
Credit analysis	信用分析
credit commitment	信用协议
Credit insurance	信用保险
Credit line	信用额度
credit loan	信用额度贷款
Credit rating	信用等级, 信用评价
credit risk	信用风险
Credit period	信用期间
credit standard	信用标准
Credit sales	赊销
Credit terms	信用条件
Current asset	流动资产
Current asset cycle	流动资产循环
Current ratio	流动比率
Current liabilities	流动负债
cumulative preferred stock	可累计优先股

续前表

---

Cumulative voting	累计表决权
Cut-off point	分界点、取舍点
Daily cash balance	每日现金余额
Daily cash report	现金日报
Data	数据、资料、信息
Date	日期
Date of acceptance	承付日期
Date of payment	付款日期
Date of turnover	周转天数
Date of declaration	宣布日
Date of record	登记日

Date of ex-dividend	除息日
Date of average inventory	存货周转天数
Debenture	信用债券
Debenture bonds	无抵押债券、信用债券
Debenture income bond	无抵押收益债券
Debenture issue	债券发行
Debenture mortgage	抵押债券
Debit	借方、借入、借项
Debt	借款、欠款、债务
Debt adjustment	债务调整
Debt capital	借入资本
Debt ceiling	债务限额
Debt collector	收债人
Debt discount	债务折扣、债务减免
Debt financing	债务筹资
Debt management	债务管理
Debt management ratio	债务管理比率、负债管理比率
Debt structure	债务结构
Debt to assets ratio	负债与资产比率、负债比率

续前表

---

Debt to equity ratio	负债与所有者权益比率
Debt ratio	负债比率
Debt paying ability	偿债能力
Decision	决策
Declare bankruptcy	宣告破产
Declare dividend	已分配股利
Declining-balance depreciation	余额递减法
Deferred annuity	延期年金
Deposit	存款、保证金
Depreciable life	折旧年限
Depreciated value	折余价值
Depreciation	折旧、贬值
Depreciation charge	折旧费
Depreciation funds	折旧基金
Depreciation method	折旧方法
Direct cost	直接成本
Discount	贴现
Discount interest	贴现息
Discount rate	贴现率
Discounting methods	现值法
Dividend	股利、股息
Dividend payable	应付股利
Draft	汇票
Due date	到期日、满期日

Dun Buadstreet , Inc	杜思一布瑞德斯特公司
Earn	赚得、净得
Earning capacity	收益能力
Earning power	收益能力
Earning ratio	盈利率、收益率
Earnings after tax	税后收益、税后盈余

续前表

---

Earnings forecast	收益预测
Earnings price ratio	价格收益率
Earnings retained	留存收益、保留盈余
Earnings before interest and tax	息前税前盈余
Economic order quantity	(EOQ, 经济定货量
Earning per share (EPS)	每股盈余、每股收益
Equity	权益、产权
Equity capital	产权资本、股权资本
Equity capital turnover	产权资本周转率
Equity-debt ratio	产权一债比率
Equity income	自有资本收入
Euro-bond	欧洲债券
Euro-capital market	欧洲资本市场
Euro-currency market	欧洲货币市场
Euro-dollar	欧洲美元
Exchange	汇兑、兑换、交换
Exchange adjustments	汇奉调整
Exchange control authorization	外汇管理局
Exchange earning	汇兑收益
Exchange gain or loss	汇兑损益
Exchange management	外汇管理
Exchange market	外汇市场
Exchange rate	汇率、汇价
Exchange rate system	汇率制度
Exchange risk	外汇风险
Expenditure	支出
Expense	费用、开支
Extension	展望
Extension fee	展期费
External bond	外国债券

续前表

---

Face value	面值、面额
Factor analysis	因素分析
Factoring	应收帐款让售
Factoring companies	收帐公司
Feedback	反馈
FIFO (first-in first out method)	先进先出法

Final report	决算报告
Finance	财务、财政、金融、理财
Finance committee	财务委员会
Finance company	财务公司、金融公司
Finance cost	理财成本
Finance lease	融资租赁
finance markets	金融市场
Financial ability	财力
Financial accounting	财务会计
Financial analysis	财务分析
Financial affairs	财务事项
Financial assets	财务资产、金融资产
Financial budget	财务预算
Financial center	金融中心
Financial condition	财务状况
Financial control	财务控制
Financial Control system	财务控制制度
Financial decision	财务决策
Financial evaluation	财务评价
Financial Executives Institute	高级财务管理人员协会
Financial flexibility	财务灵活性、财务弹性
Financial forecasting	财务预测
Financial leverage	财务杠杆
Financial management	财务管理
Financial manager 财务经理	
<b>续前表</b>	
Financial objective	财务目标
Financial plan	财务计划
Financial policy	财务政策
Financial position	财务状况
Financial position statement	财务状况表
Financial ratio	财务比率
Financial statement analysis	财务报表分析
Financial structure	财务结构
Financing	筹资、理财
Finished goods	产成品
Fixed assets	固定资产
Fixed cost	固定成本
Fixed assets turnover	固定资产周转率
Fixed interest rate	固定利率
Foreign currency	外币
Foreign exchange rate	外汇汇率
Forfeiting	福费廷 (国际应收帐款代理)
Floating interest rate	浮动利率

Future value interest factor	( FVIF ) 复利终值系数
Future value interest factor for annuity	年金终值系数
ciains	收益、利得
Gains and loss	损益
General budget	总预算
General and administrative expense	管理费
Goal	目标
Goodwill	商誉
Gross margin	毛利
Growth rate	增长率
Growth stock	成长股

续前表

---

Heavy payment	巨额支出
Hedge	平衡交易、套头交易
Hedging	平衡交易。套头交易
Historical cost	历史成本
Holding company	控股公司
Horizontal combination	横向合并
Horizontal merger	横向兼并
Immediate annuity	即期年金
Income	收益
Income bonds	收益债券
Income debenture	收益信用债券
Income distribution	收益分配
Indexed bond	指数债券
Inflation	通货膨胀
Insolvency	破产、无力偿债
Insolvency clause	破产条款
Insolvency law	破产法
Installment	分期付款
Insurance	保险, 保险费
Interest	利息、权利
Interest annual	年息
Interest bond	利息债券
Interest bill	付息票据
Interest capitalized	利息资本化
Interest rate	利息率
Interest rate of return	( IRR ) 内部收益率
Inventory	存货
Inventory turnover	存货周转率
Investment bank	投资银行
Investment budget	投资预算

续前表

---

Investment criteria	投资准则
---------------------	------

Investment decision	投资决策
Investment income	投资收益
Investment portfolio	投资组合
Investment trust	投资信托
joint stock	联合股份
joint stock company, limited	股份有限公司
Joint venture	合资经营企业
Key currency	主要通货、关键货币
Legal body	法人
Leverage factor	杠杆因素
Leverage lease	杠杆租赁
Line of credit	信用额度
Liabilities	负债
Life of loan	借款期限
Limited liability	有限责任
Liquid assets	变现资产
Liquidated debt	已清偿的债务
Liquidator	清算人
Liquidation	清理、清算
Liquidation procedure	清算程序
Liquidation value	清算价值
Liquidity	流动性
Liquidity ratio	流动比率
Listed company	股票上市公司
Loan	贷款、放款
Loan agreement	贷款协议
Loan limit	贷款额度

续前表

---

Long-term bank loan	长期银行借款
Long-term investment	长期投资
Long-term liability	长期负债
Long-term financing	长期筹资
Long-term funds	长期资金
Long-term plan	长期计划
Loss from bad debts	坏帐损失
Loss on sale of treasury stock	出售库藏股损失
Loss on stock conversion	转换股份损失
Loss or gain on bond retirement	赎回债券损益
Mail	信汇
Management accounting	管理会计
Margin	赚头、利润
Margin of safety	安全边际
Marginal analysis	边际分析
Marginal cost	边际成本

Marginal cost of capital	资本的边际成本
Marginal income	边际收益
Marginal profit	边际利润
Marginal rate of tax	边际税率
Marginal revenue	边际收入
Market	市价, 市场
Market economy	市场经济
Market price	市场价格
Market rate of discount	市场贴现率
Market rate of interest	市场利率
Market risk	市场风险
Marketable securities	有价证券
Mature liabilities	已到期的债券
Maturing date	到期、期满日

**续前表**

---

Maximize profit	最大利润
Medium, term liabilities	中期负债
Medium-term loan	中期贷款
Meet a draft	偿付到期汇票
Merge	
合并	
Method of comparative analysis	比较分析法
Method of compound interest	复利计算法
Minimum cost rule	最低成本原则
Money capital	货币资本、货币资金
Money in hand	库存现金
Money market	货币市场
Monthly interest rate	月利率
Mortgage	抵押、抵押权
Mortgage assets	抵押资产
Mortgage clause	抵押条款
Mortgage contract	抵押合同、抵押契约
Mortgage credit	抵押信贷
Multiple taxation	多重征税
Mutual fund	共同基金、互助基金
Mutually exclusive investment	互相排斥的投资
Net income	净收益
Net operating profit	营业净利
Net present value (NPV)	净现值
Net present value index	净现值指数、现值指数
Net profit	净利
New issue bond	新发行的债券
New issue market	新发行市场
Normal probability distribution	正态分布

Note	纸币、票据
Notes payable	应付票据
<b>续前表</b>	
Notes receivable	应收票据
Notes receivable discounted	应收票据贴现
Object	目标、对象
Objective probability distributions	客观概率分布
Obligator	债务人、义务人
Obligee	债权人、权利
Obligor	债务人、义务人
Off board market	交易所外市场
Offering price	票价、索价
Operating capital	营运资金
Operating decision making	营业决策
Operating cost	营业成本
Operating cycle	营业循环
Operating income	营业收益
Operating lease	经营租赁
Operating leverage	营业杠杆、经营杠杆
Operating margin	营业毛利
Opportunity cost	机会成本
Optimal cash balance	最优现金余额
Optimal control	最优控制
Optimal decision	最优决策
Optimal inventory	最优存货
Optimization	最优化
Option	选择权、期权、购股权
Ordinary annuity	普通年金
Overdraft system	透支制度
Owner ' s equity	业主权益、所有者权益
Ownership	所有权、所有制
Paid-in capital	实收资本、缴入资本
paid-in capital in excess of par value	超过面值的缴入资本
<b>续前表</b>	
Paid-up capital	已缴清资本、实收资本
Paper	证券、票据、纸币
Par	同价, 平价、票面金额
Par issue	平价发行
Par value	票面价值、面值
Par value stock	有面值股票
Participating bond	参加债券、参与债券
Participating preferred stock	参加优先股、参与优先股
Partnership	合伙关系
Partnership business	合伙企业

Passive bonds	无利息债券
Pay	支付、偿还、付款
Payback period (PP)	投资回收期、回收期
Pay cash	付现
Payitig ability	支付能力
Payment in adyance	预付、预付货款
Payment in installment	分期支付、分期付款
Pavment of debts	偿债
Payment of interest	付息
Payment terms	付款条件
Payout ratio	付出比率、股利发放率
Pension fund	退休基金、养老基金
Percentage	百分率、百分数、比率
Percentage analysis	百分率分析
Percentage balance sheet	百分享资产负债表
Percentage of sales method	销售百分比法
Perfect market	完全市场、完美市场
Period bill	定期票据、定期汇票
Perpetual annuity	永续年金
Perpetual bond	永久债券、无期债券
Portfolio theory	证券组合理论

**续前表**

---

Preference bond	优先债券
Preference creditor	优先债权人
Preference rate	优惠利率
Preference share	优先股
Preference stock	优先股
Preferred stock	优先股
Preferred stock ' cumulative	累计优先股
Preferred stock dividend	优先股股利
Preferred stock sinking fund	优先股偿债基金
Present Vahe(PV)	现值
Price	价格
Price-earninr ratio (P/E)	价格—盈余比率，市盈率
Primary liability	主要债务，直接责任债务
Primarv market	初级市场
Prime Intcrest	最低利息率
Prime rate	最优惠利率
Principial	主体、资本、本金
Principial and interest	本利、本金与利息
Pro fOrrna SttItemlent	预计财务报表
Probability	概率
Probability distribution	概率分布
Profit	利润

Profit after tax	税后利润
Profit before tax	税前利润
Profit center	利润中心
Profit distribution	利润分配
Profit forecast	利润预测
Profit maximization	利润最大化
Profit plan	利润计划
Profit rate (ratio)	利润率
Profitability	盈利能力、获利能力

续前表

---

Profitability analysis	获利能力分析
Profitability ratios	获利能力比率
Profitability index (PI)	获利能力指数、获利指数
Progressive tax rate	累进税率
Proprietary equity	业主权益、业主资本
Proprietorship	所有权、业主权
Public finance	财政
Purchasing power risk	购买力风险
Qualified acceptance	有条件承兑
Qualified endorsement	附条件背书
Quantitative analysis	定量分析
Quantity discount	数量折扣
Quick assets	速动资产
Quick ratio	速动比率
Rate	率、比率、费率
Rate of collection of accounts receivable	应收帐款收款率
Rate of depreciation	折旧率
Rate of discount	贴现率
Rate of dividend	股利率
Rate of interest	利率
Rate of margin	毛利率
Rate of return (ROR)	报酬率、收益率
Rate of return on average investment	平均投资报酬率
Rate of return on common stock equity	普通股权益报酬率
Rate of return on investment	投资报酬率
Rate of return on sales	销售利润率
Rate of return on total assets	总资产报酬率
Rate of return on total capital	总资本报酬率
Rating	等级评定

续前表

---

Rating agencies	信用等级评审机构
Ratio	比率
Ratio analysis	比率分析
Raw material	原材料

Receiver in bankruptcy	破产清算人
Recourse	追索权
Recourse agreement	追索权协议
Registered security	记名证券
Registration statement	申请上市登记表
Regression analysis	回归分析
Reorganization	重组、整顿
Required rate of return	必要报酬率
Residual theory of dividends	股利的剩余理论
Residual value	剩余价值
Retained earnings	保留盈余、留存收益
Retained profit	保留利润
Return	归还、报酬、报酬率
Return of equity	权益资本报酬率
Return of investment (ROI)	投资报酬率
Return on assets (ROA)	资产收益率
Return on investment (ROI)	投资报酬率
Return on sales (ROS)	销售利润率
Return on total assets	总资产报酬率
Revenue bond	收益债券
Right of offset	抵销权
Right of property	财产权
Right of recourse	追索权
Rights	认股权
Risk	风险
Risk adjusted discount rate	按风险调整的贴现率
Risk analysis	风险分析

**续前表**

---

Risk aversion	风险反感
Risk capital	风险资本
Risk discount factor	风险折扣因素
Risk premium	风险报酬、风险价值、风险补偿
Risk probability analysis	风险概率分析
Risk-return tradeoff	风险与报酬的平衡
buy and lease-back	售后租回
sell for cash	现销、现金交易
sales forecast	销售预测
second mortgage	第二抵押
second mortgage bonds	第二抵押债券
Secondary market	二级市场
Secured bonds	担保债券
Secured creditor	担保债权人
Secured loan	担保贷款
Securities	证券

Securities company	证券公司
Securities exchange	证券交易所
Securities market	证券市场
Securities Portfolio	证券组合
Securities ratings	证券等级
Senior security	优先证券
Share	股份、股票、股
Share index	股票指数
Short term decision	短期决策
Short- term assets	短期资产
Short- term bond	短期债券
Short- term credit	短期信贷
Short- term decision making	短期决策
Short-term financing	短期筹措资金续前表
Short-term investments	短期投资
Short-term liability	短期负债
Short-term loan	短期贷款
Simple interest	单利
Sinking fund (SF)	偿债基金
Social responsibility	社会责任
Special clause	特别条款
Special Drawing Rights (S.D.R S.)	特别提款权
spot and forward exchange	即期与远期外汇
Spot rate	现货汇率，即期汇率
standard	标准、准则
Standard & Poor 's	标准与蒲耳氏股票
Composite index	价格综合指数
Standard cost	标准成本
Standard deviation	标准离差
Statement	表、报表
Statement analysis	报表分析
statement of source and application of	资金来源及运用表
Stock authorized	法定股本、额定股本
stock company	股份公司
Stock control	存货控制
Stock dividend	股票股利
Stock equity	股权
Stock issuance	股票发行
Stock register	股票登记簿
Stock right	认股权
Stock warrants	认股权证、认股权
Subordinate debenture	附属信用公司债、次等信
Summary	汇总、摘要
Surplus	盈余、公积续前表

Syndicate loan	财团贷款
Systematic risk	系统性风险
Takeover	接收、收购
Target corporation	被收购的公司
Target profit	目标利润
Tax	税、税款
Tax avoidance	避税
Tax credit	税款抵免、税款减除
Tax on value added	增值税
Tax reductions	减税、税额减免
Tax on income	所得税
Tax on property	财产税
Tender offer	股权收购
Term	期、期限
Term bill	期票、定期汇票
Term bonds	定期债券
Term loan	定期贷款
Term of discount	贴现条件、折扣条件
Terminal value	终值
Time interest earned ratio	利息周转倍数比率
Time value of money	货币的时间价值
Total asset turnover	总资产周转率
Trade credit	商业信用
Trade paper	商业票据
Transaction for money	现金交易
Transaction on credit	赊帐交易
Transnational company	跨国公司
Transnational enterprises	跨国企业、多国企业
Treasurer	司库、财务主任
Treasury bill	国库券续前表
Treasury bond	财政长期债券
Treasury note	财政中期债券
Treasury stock	库藏股票
Trend analysis	趋势分析
Trust company	信托公司
Trustee	受托管理人、破产管理人
Trustee in bankruptcy	破产管理人、清算组
Underwriting	证券包销
Underwriting agreement	证券包销协议
Underwriting syndicate	证券包销集团
Unlisted securities	非挂牌证券
Unsystematic risk	非系统性风险
Utilization ratio	利用率、利用系数
Valuation	估价、计价

Valuation of securities	有价证券估价
Value	价值、评估、价格
Value analysis	价值分析
Variabile cost	变动成本
Variation analysis	差异分析
Venture business	风险企业
Venture capital	风险资本
Vertical combination	纵式合并
Vertical merger	纵式兼并
Vice- presidentfinance	财务副总经理
Volume- cost- profit analysis	量本利分析
Volume discount	数量折扣
Warrants	认股权证、授权证
Weighted average cost of capital	加权平均的资本成本续前表
Working capital	营运资本、营运资金
Working capital cycle	营运资金循环
Working capital investment	营运资金投资
Working capita1 policy	营运奖金政策
Yield	收益、产出、所得、获益率
Yield rate	收益率
Yield to maturity	到期日收益、到期报酬率、全期 收益率
Zero-base budgeting	( ZBB ) 零基预算

