

高级财务管理

张 烜

主要参考书目

1、《高级财务管理》

陆正飞、朱凯等著，北京大学出版社，2013年10月第2版

2、《高级财务管理》

张先治等著，东北财经大学出版社，2015年8月第3版

3、《高级财务管理学》

王化成等著，中国人民大学出版社，2011年8月第3版

4、《公司理财》

(美)罗斯，(美)威斯特菲尔德，(美)杰富著，吴世农等译，机械工业出版社，2012年1月第9版

第一章 财务管理导论

主要内容

- 第一节 高级财务管理概念
- 第二节 财务管理假设
- 第三节 财务管理目标
- 第四节 案例与讨论

第一节 高级财务管理概念

一、对高级财务管理的界定

- 所谓高级财务管理就是要就管理来论财务，体现财务管理的社会过程，立足于组织结构和治理环境，从实现企业战略目标，提高其核心竞争能力的角度诠释财务管理功能。

与中级财务管理的本质区别

- 目前的财务管理理论称为中级财务管理理论，其主要特点可以说是就财务论财务，即忽略组织背景来研究财务资源的有效配置问题，主要阐述财务管理的常规业务，或者说不超出财务管理假设内容。具体内容包括筹资管理、投资管理、营运资金管理、利润分配管理等。由于不考虑组织所面对的内外部环境，面对市场的计划和决策后的控制和评价问题也就被淡化，中级财务管理将管理过程几乎集中到了决策这个环节上。

二、高级财务管理的内容

（一）高级财务管理的“过程”

- 高级财务管理主要是财务管理的难点、重点问题，高级财务管理讲授的，大多数对财务管理假设突破的内容，如需要考虑公司组织结构、治理环境等，高级财务管理研究重点在于对特殊的公司财务管理问题的“过程分析”，具体包括价值管理、公司财务治理、融资行为与融资策略、投资战略、股利理论与政策、企业并购、集团财务管理等。

（二）高级财务管理的内容

- 财务管理导论
- 理财环境与公司价值
- 公司治理与财务决策
- 企业筹资与资本结构
- 企业投资与项目评估
- 股利分配与员工激励
- 企业并购与控制权转移
- 集团财务与内部资本市场

三、高级财务管理理论框架特征

- 第一、管理主体的扩展，即从单一财务主体到复杂的财务主体，从职能化结构的财务主体到流程化结构的财务主体，从单一财务经理理财层面向出资者、经营者、财务经理多层面的理财层次扩展。
- 第二、从保障型、战术性到战略型财务管理发展。立足于价值增值和竞争能力，不仅要研究财务预算控制、分析、重组对战略支持问题，更要研究财务战略本身的诸多问题。

- 第三、实现“以过程为导向（process-oriented family）”的管理，即从包括财务目标与战略的设定、进行财务预算、财务控制到财务评价及具有战略性质的财务重组。
- 第四、高级财务管理理论以权变的企业内部组织结构为背景，在价值管理的基础之上，研究针对人本管理、行为管理的财务机制性问题。
- 第五、管理对象的延伸。高级财务管理要研究财务本身的运行规律和商品经营，更要推进人本管理、资本经营和价值管理。

第二节 财务管理假设

- 财务管理假设可按财务管理的空间、时间、环境、对象和财务管理的行为分别安排五个一级假设：理财主体假设、持续经营假设、有效市场假设、资金增值假设和理性理财假设。
- 每个一级假设又可根据不同情况派生出一个或几个二级或三级假设，形成一个有机的财务管理假设体系。

理财主体假设

- 理财主体假设是指企业的财务管理工作是应限制在每一个在经济上和经营上具有独立性的组织之内。它明确了财务管理工作的空间范围，将一个主体的理财活动同另外一个主体的理财活动相区分。
- 理财主体假设为正确建立财务管理目标，科学划分权责关系奠定了理论基础。

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

理财主体假设的派生假设

- 自主理财假设

凡是成为理财主体的单位，都有财务管理上的自主权，即可以自主地从事筹资、投资和分配活动。

（二）持续经营假设

- 持续经营假设指理财的主体是持续存在并且能执行其预计的经济活动。
- 持续经营假设是财务管理上一个重要的基础前提。在确定筹资方式时，要注意合理安排短期资金和长期资金的关系，在进行投资时，要合理确定短期投资和长期投资的关系，在进行收益分配时，要正确处理各个利益集团短期利益和长期利益的关系，都是建立在此项假设基础之上的。

持续经营假设的派生假设

- 理财分期假设

按理财分期假设，可以把企业持续不断的经营活动，人为地划分为一定期间，以便分阶段考核企业的财务状况和经营成果。

（三）有效市场假设

- 有效市场假设是指财务管理所依据的资金市场是健全和有效的。只有在有效市场上，财务管理才能正常进行，财务管理理论体系才能建立。
- 有效市场假设是建立财务管理原则，决定筹资方式、投资方式，安排资金结构、确定筹资组合的理论基础。

- 1970年，法玛对有效市场假说定义为：如果在一个证券市场中，价格完全反映了所有可获得的信息，那么就称这样的市场为有效市场。
- 在金融市场上，不同信息对价格的影响程度不同，因此金融市场效率程度因信息种类不同而异。证券的有关信息分为三类，即历史信息、公开信息和全部信息，从而定义了以下三种不同程度的市场效率：

- (1) 弱式效率性(weak-form efficiency)
- 所有包含在过去证券价格变动的资料和信息（价格、交易量等历史资料）都已完全反映在证券的现行市价中；
- 证券价格的过去变化和未来变化是不相关的，即所有证券价格的变化都是相互独立的。
- 任何投资者均不能通过任何方法来分析这些历史信息以获取超额收益。

(2) 半强式效率性 (semi-strong form efficiency)

· 证券的价格中不仅包含了过去价格的信息，而且也包含了所有已公开的其他信息；

· 投资者无法利用已公开的信息获得超额利润；而公司的内线人物（如董事长或总经理等）却可能取得投资者所无法得到的信息去买卖自己公司的股票，从而获得超额利润。

- (3) 强式效率性(Strong - Form Efficiency)
- 证券的现行市价中已经反映了所有已公开的或未公开的信息，即全部信息。
- 任何人甚至内线人也不例外，都无法在证券市场中获得超额收益。

有效市场类型

强式市场:

包含全部企业内部信息及其对全部信息的最佳分析和解读

半强式市场:
包含全部公开信息

弱式市场:
包含全部历史信息

有效市场假设的派生假设

- 市场公平假设

理财主体在资金市场筹资和投资等完全处于市场经济条件下的公平交易状态。

（四）资金增值假设

- 资金的增值假设是指通过财务管理人员的合理营运，企业资金的价值可以不断增加。
- 资金增值假设说明了财务管理存在的现实意义，风险与报酬同增假设又要求财务管理人员不能盲目追求资金的增值，因为过高的报酬会带来巨大的风险。

资金增值假设的派生假设

- 风险与报酬同增假设

此项假设是指风险越高，获得的报酬也越高（指取得的增值越大或付出的成本越低）。

- 风险与报酬同增假设实际上暗含着另外一项假设，即风险可计量假设。

（五）理性理财假设

- 理性理财假设是指从事财务管理工作人员都是理性的理财人员，因而，他们的理财行为也是理性的。他们都会在众多的方案中，选择最有利的方案。
- 理性理财行为是确立财务管理目标，建立财务管理原则，优化财务管理方法的理论前提。例如，财务管理的优化原则，财务管理的决策、计划和控制方法等都与此项假设有直接联系。

理性理财的表现

- 理性理财的第一个表现就是理财是一种有目的的行为，即企业的理财活动都有一定的目标。
- 理性理财的第二个表现是理财人员会在众多方案中选择一个最佳方案。即表现为财务管理人员要通过比较、判断、分析等手段，从若干个方案中选择一个有利于财务管理目标实现的最佳方案。

第三节 财务管理目标

■ 财产权利与受托责任



- 公司财务目标
- • 利润最大化
- • 每股收益最大化
- • 股东财富最大化
- • 利益相关者利益最大化
- • 企业价值最大化

以利润最大化为目标

财务报表	会计等式
利润表	收入-费用+直接计入当期损益的利得和损失=净利润
资产负债表	净利润-股利分配=留用利润(盈余公积+未分配利润)
	资产=负债+股东权益 =负债+股本+资本公积+留用利润(盈余公积+未分配利润)

■ 财务报表之间的钩稽关系

西北师范大学商学院 张垣
zxnwnu@163.com

以利润最大化为目标

- 思考：
- 有A、B两个企业，其利润都是100万元，哪一个企业的理财目标实现得更好？
- 如果A企业是今年赚取的100万元，而B企业是去年赚取的100万元利润，哪个企业更好？
- 如果A、B企业都是今年赚取的100万元，哪个企业更好？
- 如果A企业赚的100万元全部收回了现金，而B企业全部是应收账款，哪个企业更好？
- 如果A、B企业同时赚取的100万元利润都是收回了现金，哪个企业更好？
- 在上面的条件下，如果A企业是投资100万元建成的，而B企业是投资500万元建成的，哪个企业更好？

以利润最大化为目标

■ 主要缺点：

- 没有考虑资金的时间价值
- 没能有效地考虑风险问题
- 没有考虑利润与投入资本的关系
- 没有反映未来的盈利能力
- 财务决策行为短期化
- 可能存在利润操纵

- 问题：
- 参照利润最大化目标的分析方法，思考每股收益最大化、股东财富最大化、利益相关者利益最大化、企业价值最大化目标的特点。

以每股收益最大化为目标

- 把企业的利润和股东投入的资本联系起来考察，用每股收益（或权益资本净利率）来概括企业的财务目标，避免“利润最大化目标”的缺点。

- 主要缺点

仍然没有考虑每股收益取得的时间

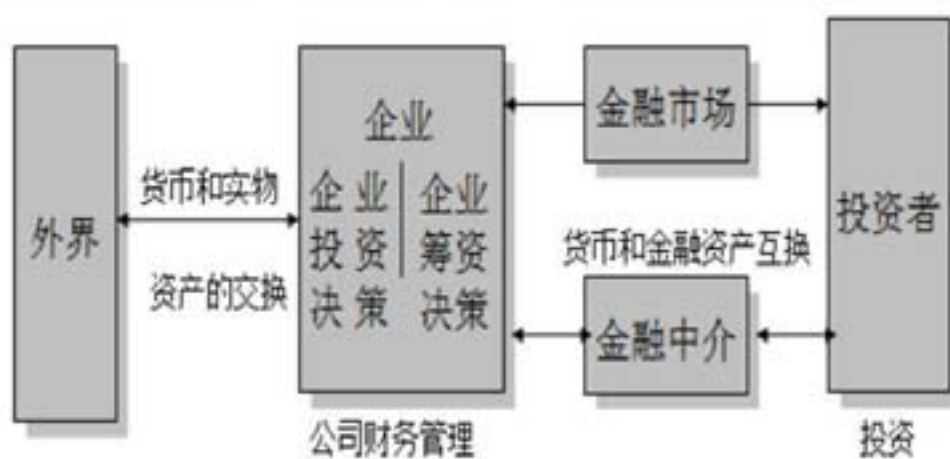
依然没有考虑每股收益的风险

可能造成经营行为短期化

以股东财富最大化为目标

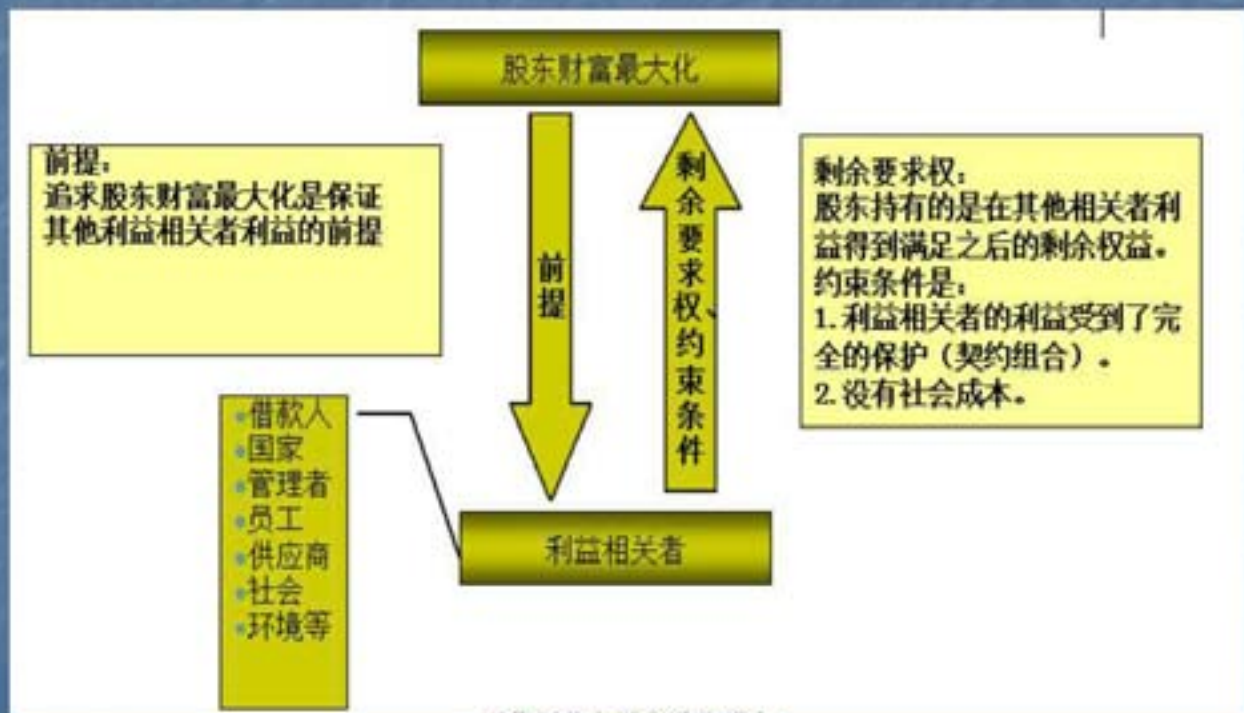
- 股东财富最大化是指通过财务上的合理经营，为股东带来最多的财富。持这种观点的学者认为，股东创办企业的目的是增长财富。他们是企业的所有者，是企业资本的提供者，其投资的价值在于它能给所有者带来未来报酬，包括获得股利和出售股权获取现金。
- 主要优点
 - 考虑了时间价值和风险因素
 - 克服了追求利润的短期行为
 - 反映了资本与报酬之间的关系（筹资、投资、股利政策）
 - 追求股东财富最大化是保证其他利益相关者利益的前提

以股东财富最大化为目标



企业的投资工具模型

以股东财富最大化为目标



■ 公司财务管理目标

• 为实现目标而进行财务管理

财务管理的经典问题：

- 投资决策
- 筹资决策
- 股利分配
- 营运资金管理
- 价值

财务管理涉及的其他课题：

- 公司治理：控制权问题
- 管理层薪酬
- 纳税筹划
- 金融工具使用与风险控制

经典理论：

- 投资组合；
- 资本资产价；
- 资本结构；
- 股利政策；
- 有效市场；
- 期权理论

其他理论：

- 委托代理理论
- 激励相容理论
- 行为金融学理论

第四节 案例与讨论

雷士照明2222.HK

- 2010-5-20 香港上市
- 中国领先的照明产品供货商，专注于设计、开发、生产、推广和销售各种照明产品，其中以节能产品最受重视。
- 据中国照明电器协会统计，以近年年收入计，NVC是最大的国内照明品牌供货商，并在中国所有照明品牌供货商中排名第二。

雷士照明：第一次危机

- 创建于1998年：吴长江（总经理）、杜刚（董事长）和胡永红（董事）共同出资100万发起设立，吴45%，其他两人55%。
- 第1年销售额达3000万元，此后以每年80%的速度增长，到2005年销售额增长了30倍。研发费用占公司总支出的20%左右。
- 2005年，3位创始人产生分歧：吴主张不断扩大生产规模，持续增长。杜、胡主张分红。

雷士照明：第一次危机

- 争执逐渐升级为争吵，吴逐渐对协调失去耐心，开始独自决断。
- 双方互不让步，股东之间最后摊牌。对方占有55%的股份，吴长江只有45%的股份。吴长江让出了董事长的位置。他被要求领走8000万元后彻底退出雷士。

雷士照明：第一次危机

- 在吴长江签订协议退出后的第3天，经销商，供应商以及公司的中高层干部，发起雷士“战略研讨会”。最后大家决定举手表决吴长江的去留，结果是全票通过他留下。另两个股东被挤走，各领走8000万元人民币。

1998年-2004年期间雷士照明股权调整



案例讨论

- 雷士3创始人之间的分歧的实质是什么？
- 利益相关者的利益与公司利益是否一定存在冲突？
- 如何协调和控制控制性大股东与利益相关者之间的利益关系？
- 如何理解公司财务环境、财务目标、财务行为？
- 什么样的股权比例比较合理？

第二章 理财环境与公司价值



主要内容

第一节 财务管理环境

第二节 公司价值理念与评估方法

第三节 案例与讨论——环境与价值创造的关系



第一节 财务管理环境

财务管理环境，或称理财环境，是指对企业财务活动和财务管理产生影响作用的企业外部条件的总和。

- 不同时期、不同国家、不同领域的财务管理活动需要面对不同的理财环境。企业在许多方面如同生物，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，但企业的财务人员若能合理预测其发展状况，就会使理财效果更理想。



- 企业处在宏观市场中，必然会受到来自各方面环境及其变化带来的影响。财务管理的环境涉及的范围也很广，比如：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，企业的生产条件等等，都会对企业的财务决策产生影响。

本节主要探讨以下几个企业难以控制的重要环境因素：

- -
 - 外部环境
 -
 -
- 政治环境
经济环境
法律环境
技术环境
社会文化环境



- (1) 政治环境

政治环境对财务决策的影响主要可以分为政治关联、政府干预、政府控制三个部分。

政策的出台可能会给企业带来新的机遇和威胁。面对机遇和威胁，企业总体策略会发生相应的变化。政策向好，企业会试图抓住机遇，扩宽市场。面对不利的政策，企业会做出相应调整。同一个政策和法规，可能会给不同的企业带来不同的机会和制约。

例：雄安新区的有色金属行业、房地产行业与高新高端产业



- **(2) 经济环境**

- 经济环境因素主要有国家经济体制、政府经济政策、市场的经济周期、金融的通货膨胀，产品或行业的市场环境、市场竞争、市场季节性等。
- 经济环境直接对企业总体策略的选择产生重大影响。如果没有分析经济环境或对经济环境分析不准确，将会给企业带来巨大的损失，甚至是灾难。例如，有的公司在金融危机中采取了扩张战略，结果导致企业背上沉重的债务。



- 经济环境——经济周期
- 在市场经济条件下，经济发展通常带有一定的波动性特征，大体经历复苏、繁荣、衰退、萧条几个阶段的循环，这种循环叫经济周期。
- 处于不同经济周期的企业，企业的经营状况、财务状况和理财手段也不尽相同。

面对经济的周期性波动，财务人员必须预测经济变化情况，适当调整财务政策。



不同经济周期采取的不同理财策略

复苏	繁荣	衰退	萧条
<ul style="list-style-type: none">(1) 增加厂房设备;(2) 实行长期租赁;(3) 建立存货;(4) 开发新产品;(5) 增加劳动力	<ul style="list-style-type: none">(1) 扩充设备;(2) 继续建立存货;(3) 提高产品价格;(4) 开展营销规划;(5) 增加劳动力	<ul style="list-style-type: none">(1) 停止扩张;(2) 出售多余设备;(3) 停产不利产品;(4) 停止长期采购;(5) 消减存货;(6) 停止扩招雇员	<ul style="list-style-type: none">(1) 建立投资标准;(2) 保持市场份额;(3) 压缩管理费用;(4) 放弃次要利益;(5) 消减存货;(6) 裁减雇员

- 经济复苏阶段（投资机会，积极营销战略等）
- 经济繁荣阶段（扩张政策）
- 经济衰退阶段（收缩规模，减少风险投资）
- 经济萧条阶段（设置新的投资标准，考虑低风险投资机会）



- 经济环境——通货膨胀状况

- 通货膨胀不仅降低了消费者的购买力，也给企业理财带来了很大的困难。

通货膨胀对企业筹资、投资及营运等方面都产生了不可忽视的影响，其对企业财务活动影响的具体表现为：

- 1) 资金占用量增大，企业资金需求增大
- 2) 企业利润虚增
- 3) 利率上涨，加大企业的资本成本
- 4) 引起有价证券价格下降
- 5) 资金供应链紧张，增加企业筹资难度

为了减少损失，提高收益，财务人需要分析通货膨胀对资本成本和投资报酬率的影响。



- 经济环境——经济政策
- 一个国家的经济政策（经济发展计划、产业政策、财税政策、金融政策、外贸政策、货币政策等）对企业理财活动有着重大影响。
- 顺应国家经济政策导向，会带来一些经济利益。即企业在财务决策时，以政府导向行事，能趋利避害。

财务人员应当深刻领会国家的经济政策，研究经济政策的调整对理财活动可能造成的影响。



经济环境——金融环境

- 金融环境是企业最主要的环境因素。
 - 主要的金融环境因素包括金融机构、金融市场和利息率。
 - 金融市场对财务管理的影响：
 - 为企业筹资和投资提供场所
 - 促进企业资本灵活转换
 - 为财务管理提供有用的信息
 - 为财务管理提供各种金融服务
- 例：中小企业融资难**



(3) 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。

- 法律是一把双刃剑
 - 一方面，法律为企业经营活动规定了活动空间；
 - 另一方面，为企业自主经营管理提供了法律上的保护
- 包括企业组织法规、税收法规、证券法规和财务法规等。
- **例：中海油并购优尼科失败**



法律环境

企业组织法

《公司法》
《经济合同法》
《破产法》等

财务会计法规

《企业财务通则》
《企业会计制度》
《小企业会计制度》等

税收法规

所得税、流转税、
自然资源税、
财产税等



例如：税收政策影响企业利润分配

股份公司的股利分配政策不仅影响股东的个人所得，而且影响公司的现金流量。

股东收益 { 股利收益——要交纳个人所得税
资本利得收益——不要缴个人所得税

从股东避税
角度看

企业在经营过程中有依法纳税的义务。
财务人员可通过理财活动的筹划减少税负支出，而不能通过逃避纳税方式，这就要求财务人员熟悉税法，为理财目标服务。



- **(4) 技术环境**

主要指与组织生产相关的技术、工艺等科技技术力量。有学者提出“广义的技术包括硬技术和软技术两部分”。

硬技术是整体技术中有形的部分，体现在研究开发出来的产品实体中，对公司财务的影响主要体现在ERP系统、管理会计控制系统的应用和对研发投资的影响。软技术主要体现在组织、管理、决策、信息等难以表达的无形技术。

- **(例：柯达、诺基亚、摩托罗拉、雅虎)**



(5) 社会文化环境

社会文化环境包括人力资源的数量、性质、教育科学文化水平、民族文化传统、社会的伦理道德、风俗习惯、价值取向等。

- Allen (2005) 等发现，在不完善的法律保护和信贷歧视的融资环境中，中国的许多私营企业依靠非正式的融资渠道，取得了长足发展。他认为声誉机制及个人关系等发挥了重要作用。
- Jana P. F (2010) 等发现越是崇尚个人主义，权利等级越低，不确定性规避越低的国家，越倾向发放股利。
- 李心合 (2001) 认为，儒家伦理思想基石——“诚信”，对企业理财有良好的支撑作用。控制性股东违背商业伦理和诚信义务，会降低公司价值，文化会影响企业资本结构。



第二节 公司价值理念与评估方法



一、公司价值的属性

- 什么是公司价值？
- 公司价值是指公司全部资产的市场价值，即公司资产未来预期现金流量的现值。公司价值不同于利润，利润只是新创造价值的一部分，而公司价值还包含了公司潜在的或预期的获利能力。
 - 企业拥有或控制的全部资源的价值总和
 - 体现其潜在的的未来获利能力
 - 体现时间价值和风险价值
 - 企业价值是市场评价的结果



- 扩大到管理学领域，公司价值可定义为企业遵循价值规律，通过以价值为核心的管理，使所有与企业利益相关者（包括股东、债权人、管理者、普通员工、政府等）均能获得满意回报的能力。显然，企业的价值越高，企业给予其利益相关者回报的能力就越高。



• 二、公司价值的主要形式

账面价值：历史成本原则、权责发生制

- 优点：客观性强、计算简单、资料易得
- 缺点：缺乏可比性、易被操纵（固定资产折旧方法的改变、存货成本的计价）
- 从本质上来看，账面价值不属于企业价值

内涵价值：是企业预期未来现金流贴现的现值

$$\text{企业价值} = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+WACC)^t}$$

其中， CF_t 为第t期的现金流量；WACC为企业加权平均资本成本

市场价值：企业在市场中出售的价格

- 优点：理论上最符合企业价值的概念
- 缺陷：很难实现企业价值的本质。因为证券市场是不完善的，存在交易噪音，受市场的供需状况、各种消息的影响等



- 三、公司价值的影响因素

- 企业价值与未来相联系，因此未来增值能力、企业风险以及存续期是决定企业价值的三个基本因素。就财务管理而言，通过对这三个因素进行良好的预测与控制，即可达到企业价值最大化的目标。

- 1. 未来增值能力
- 2. 企业风险
- 3. 企业存续期



• 四、价值创造理论的发展

- 西方经济学家关于经济增长的价值创造观
- 1、亚当斯密
- 专业分工和交换有利于社会财富的增长
- 劳动在价值创造中受到其他生产要素的制约
- 资本积累可以使财富增长
- 资源配置可以使财富增长



- 2、马克思的观点
- 决定商品价值的仅仅是劳动，确切的说，只是生产性的活劳动创造价值，其他劳动（物化劳动）不创造价值。
- 3、熊彼特的观点
- 经济的增长之源在于企业家的创新
- 强调经济增长是在不规则的波动下进行的，不可能一帆风顺。企业的任何重大决策都存在高度的风险，若成功则收益大幅增长，若失败则损失惨重。因此担当此重任者绝非是普通经营者，而是企业家，企业增长和社会财富的增加依靠企业家的创新。



- 4、罗默等人的新增长理论
- 20世纪80年代后期，罗默和卢卡斯等人提出了所谓的“新增长理论”。认为经济增长取决于四要素。
- 资本
- 非技术劳动
- 人力资本（用受教育年限来衡量）
- 新思想（用专利来衡量）



• 五、企业价值创造评价的理论依据

• 1. 股东权益最大化理论

- 股东权益最大化理论是古典经济学关于资本雇佣劳动的企业中所奉行的基本观点，其主要内容为：资本所有者投入资本购买设备、雇佣工人，所以资本的投入是实现企业价值的最关键因素，资本的投入者即企业的所有者，企业是所有者的企业；对于一个企业而言，所有者是企业中唯一的剩余风险承担者和剩余价值享有者。剩余的资本要承担最大的风险，而在企业内部存在的除股东之外的利益主体，包括雇员和债权人。可以通过选择在企业中只承担有限的责任或任务，获取相对固定的报酬或利益，并受到有关合同的保护，因此，企业的经营应以股东权益最大化为最终目标，以保护股东的权益。
- 20世纪90年代初，美国StrenStewart咨询公司提出的EVA评价系统，就是基于股东权益最大化理论。



- 2. 公司价值最大化理论

- 公司价值最大化即公司市场价值最大化。公司价值最大化理论认为：所谓公司价值是指公司全部资产的市场价值，主要表现为公司未来的收益以及按与取得收益相应的风险报酬率作为贴现率计算的现值，即未来现金净流量的现值。公司价值只有在其报酬与风险达到最佳均衡时才能达到最大。



- 3. 利益相关者理论
- 利益相关者这个词最早出现于1963年斯坦福大学一个研究小组的内部文稿，是指如果没有利益相关者群体的支持，企业就难以生存。利益相关者包括：股东、雇员、顾客、债权人、供应商及社会责任。
- 建立于利益相关者理论基础上的企业绩效评价方法，要通过设置相应评价指标反映各方利益相关者的利益保障程度。



- 六、公司价值评价方法
- 账面价值法
- 市场比较法
- 现金流量折现法
- 股利折现模型评价法
- 剩余收益折现模型评价法
- **EVA**评价法



- **（一）账面价值法**

- 账面价值法是利用资产负债表提供的信息来评估企业价值的方法。根据企业提供的资产负债表来评估一个企业的价值是最简单、直接的方法。
- 账面价值法有两种计算方法：
 - 1、企业价值=债务账面价值+优先股账面价值+普通股价值
 - 2、企业价值=总资产账面价值-总负债账面价值。



• (二) 市场比较法

- 市场比较法就是在市场上找出一个或几个与被评估企业相同或相似的参照物企业，分析、比较被评估企业和参照企业的重要指标，在此基础上，修正、调整参照物企业的市场价值，最后确定被评估企业的价值。
- 市盈率法（市场价值/净利润）；
- 市净率法（市场价值/股东权益账面价值）；
- 市销率法（市场价值/销售额）。
- 市场比较法的基本模型为：
$$V_0 = X_0 \times (V_1 / X_1)$$
- 其中： V_0 为目标企业价值； X_0 为目标企业可观测变量； V_1 为可比企业价值； X_1 为可比企业可观测变量； V_1/X_1 为价值乘数。



- (三) 现金流量折现法

- 现金流量折现法的基本原理是：资产价值等于以投资者要求的必要投资报酬率为折现率，对该项资产预期未来的现金流量进行折现所计算出的现值之和。

- 基本模型

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+k)^t}$$

- CF_t ：企业t时刻的现金流； k ：预期现金流的折现率； V ：资产价值



- 公司自由现金流量折现模型
- 公司自由现金流量=息前税后利润+折旧-资本性支出-营运资本增加额
- 公司自由现金流量=息税前利润-利息费用+折旧-资本性支出-营运资本增加额
- 模型
- 公司价值=高速增长阶段公司自由现金流的现值+期末价值的现值

$$V = \frac{FCFF}{k}$$

$$V = \frac{FCFF_1}{k - g} = \frac{FCFF_0(1 + g)}{k - g}$$

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_0(1 + g_t)^t}{(1 + k)^t} + \frac{FCFF_n(1 + g_m)}{(k_m - g_m)(1 + k)^n}$$

- k: 高速增长阶段的资本加权平均成本; g: 高速增长阶段的预期增长率; g_m: 稳定增长阶段的增长率; k_m稳定增长阶段的资本加权平均成本。



• 股权自由现金流量折现模型

- 股权自由现金流量=净利润+折旧-资本性支出-营运资本增加额-债务本金偿还+新增债务-优先股股利
- 模型
- 公司价值=高速增长阶段公司自由现金流的现值+期末价值的现值

$$V = \frac{FCFE}{k_e}$$

$$V = \frac{FCFE_1}{k_e - g} = \frac{FCFE_0(1 + g)}{k_e - g}$$

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{FCFE_0(1 + g_t)^t}{(1 + k_e)^t} + \frac{FCFE_n(1 + g_m)}{(k_m - g_m)(1 + k_e)^n}$$

- k_e : 高速增长阶段的资本加权平均成本; g_t : 高速增长阶段的预期增长率; g_m : 稳定增长阶段的增长率; k_m : 稳定增长阶段的资本加权平均成本。



• (四) 股利折现模型评价法

- 股利折现模型是对股权资本进行估价的基本模式,它主张股票的价值是预期股利的现值,通常根据现金流量的风险程度确定贴现率进行折现。
- 股权投资者的预期报酬受到预计持股期间分得的股息和未来出售股票时售价的影响,而股票出售时的售价也是由股票的未来预期股息收入决定的。因此,股票当前价值应等于无限期股息的现值,可以得出股利折现模型评估法的一般模型:

$$V_0 = \frac{D_1}{(1+r)^1} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+r)^n}$$

$$V_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+r)^t}$$

- D_t :第t年的股利; r :股权必要报酬率



• (五) 剩余收益折现模型评价法

- 我们将企业实际收益分为两部分,一部分为正常收益,这部分收益满足股东要求的基本报酬即满足股东投资的机会成本;另外一部分是超过股东要求的基本报酬之外的剩余部分,这部分收益被称作剩余收益。剩余收益是企业为股东创造的财富增值,它可以为正数、负数,也可以为零。
- 预期的全部正常收益按照权益资本成本折现的现值和等于初始权益投资额,由于会计计价方法采用历史成本法,所以初始权益投资额值等于权益的账面值。预期全部剩余收益的折现值和为企业预期创造的增值财富总和。预期全部收益的折现值等于预期全部正常收益的折现值加上预期全部剩余收益的折现值即企业价值。

$$V_0 = B_0 + \left[\frac{RI_1}{(1+r)^1} + \frac{RI_2}{(1+r)^2} + \frac{RI_3}{(1+r)^3} + \dots \right]$$

- 其中 B_0 为现在的账面余额; RI_t 为第t期的剩余收益。



• (六) EVA评价法

- EVA即经济增加值(Economic Value Added), 又称经济利润, 简单的说就是一定时期的企业税后经营净利润与投入资本的资金成本的差额。经济增加值不仅对债务资本计算成本, 而且对权益资本也计算成本(机会成本), 它实际反映的是企业一定时期的经济利润。
- $EVA = \text{息前税后利润} - \text{资本成本}$
- $= \text{投资资本} \times \text{投资资本回报率} - \text{投资资本} \times \text{加权平均资本成本}$
- $= (\text{投资资本回报率} - \text{加权平均资本成本率}) \times \text{投资资本}$
- 如果EVA的值为正, 则表示企业获得的税后收益高于为获得此项收益所占的资本成本, 由于这部分收入归股东所有, 股东价值增加, 即企业为股东创造了新价值; 相反, 如果EVA的值为负, 则表示企业经营所得不足以弥补包括股权资本成本在内的成本和费用, 企业在耗费自己的资产, 而不是在创造财富。



第三节 案例与讨论

——环境与价值创造的关系



万科绿色地产的案例研究

- 全称万科企业股份有限公司，公司成立于**1984年5月**，是目前中国房地产行业的领先企业。万科的企业宗旨是：**建筑无限生活**。万科企业的规模性、盈利性、成长性、和稳健性都高于同行业的企业。
- 在**2011年**，万科成为“联合国全球契约组织”的成员，承诺合理保障公司员工的人权，合理支付员工的工资薪酬等，努力为员工的发展创造各种条件。万科同时倡导企业低碳发展，在企业发展同时，需要保护环境，为环境的可持续发展贡献自己的力量。



一、万科面临的环境

- 中国国情（土地面积、人口、GDP、人均GDP）
- 城市化进程
- 人口规模与家庭结构
- 经济发展水平
- 城市人口生活方式
- 购房政策
- 品牌效应
-



二、万科的应对策略

- （一）城市向心发展
- （二）城市离心发展
- （三）万科的小户型、装修房战略
- （四）万科的绿色地产战略
- （五）万科的品牌策略
-



- **三、为企业带来的效益**
- 1、成本分析——提升净利润率
- ① 初期的高性能和高成本。
- ② 价格随时间的推移而快速下降。
- ③ 性能价格比会快速上升。
- ④产品的净利润率得以提升。



- 2、加快资金流转速度，提高企业竞争力——提升总资产周转率
- 系统风险、行业风险以及项目自身的财务风险无处不在，通过提高资金利用率，加快资金流转速度是企业主动避免风险的重要措施之一。通过选取总市值位于前列，能代表整个行业总资产周转率的企业样本进行分析：



万科总资产周转率与同行来相比，比同行业高，说明万科在同行中，利用全部资产进行经营活动的能力较好，效率较高，其偿债能力和盈利能力比较强。



- 3、净资产收益率（企业价值的财务衡量指标）
- 若公司营运状况刚好处于向上趋势中，较高的权益乘数反而可以创造更高的公司获利，透过提高公司的股东权益报酬率，对公司的股票价值产生正面激励效果。从万科的杜邦分析，我们可以看出在总资产与总资产周转率均上升不明显的情形下，权益乘数对净资产收益率的贡献占主导地位。

杜邦分析法——权益乘数贡献分析



- 四、EVA方法下的万科企业价值评估
- $EVA = \text{税后净营业利润} - \text{期初资本总额} \times \text{资本加权平均成本}$
- 1. 税后净营业利润



表 4-6 历史税后净营业利润

单位 (人民币万元)

年份	2007 年	2008 年	2009 年
净利润	53 1750.08	463986.92	643000.75
加: 所得税	23 2410.49	168241.65	2 18742.03
加: 利息费用	13 6926.63	2499 22.63	2 17411.12
息税前利润	90 1087.20	878151.19	1079 153.90
平均所得税比率	30%	25%	25%
息前税后利润	63 076 1.04	6 586 13.39	8093 65.42
加: 各种准备金的增加	- 1434762.15	12658820.65	-603 0370.79
加: 营业外支出	4 274.96	999 5.91	13833.38
减: 营业外收入	3 145.78	574 5.51	7067.88
加: 递延所得税负债余额的增加	9988.81	-123 20.67	-6533.35
减: 递延所得税资产余额的增加	3705 2.54	84542.32	- 18383.12
税后净营业利润	590478.87	692589.00	767676.98
年份	2010 年	2011 年	
净利润	88396 1.05	1159960.62	
加: 所得税	3 10 114 20.74	4206 276 2.09	
加: 利息费用	300303.44	4 208 21.38	
息税前利润	14943 78.69	2001409.62	
平均所得税比率	25%	25%	
息前税后利润	1120784.02	1501057.22	
加: 各种准备金的增加	-58380.03	5669.11	
加: 营业外支出	2585.99	3352.10	
减: 营业外收入	7 172.72	7618.67	
加: 递延所得税负债余额的增加	-6347.11	399 1.28	
减: 递延所得税资产余额的增加	37750.86	68000.00	
税后净营业利润	10137 19.29	1435 113.64	



• 2. 资本总额

表 4-7 历史资本总额

单位 (人民币万元)

年份	2007 年	2008 年	2009 年
股东权益合计	339 1952.30	3881854.95	4540851.25
加: 递延所得税的贷方余额	38694.72	-58168.27	-463 18.50
加: 各种减值准备	12027.51	1386 15.72	78898.01
减: 在建工程	27 127.02	18858.70	59320.82
加: 短期借款	110485.00	460196.83	118825.61
加: 长期借款	163 6207.98	9174 12.01	17 50279.83
加: 一年内到期的长期借款	74886769.04	132643745.76	74404 143.67
加: 应付债券	0.00	576801.60	5793 73.58
减: 金融资产	48884.41	1674 1.79	74.05
资本总额	5862223.77	7207549.80	7706556.34
年份	2010 年	2011 年	
股东权益合计	54586 19.96	6783253.85	
加: 递延所得税的贷方余额	-90416.467	-154733.58	
加: 各种减值准备	205 17.9753	26 187.08 18	
减: 在建工程	7642821.41	7055525.94	
加: 短期借款	147800	17 3444.647	
加: 长期借款	2479049.93	2097 196.2	
加: 一年内到期的长期借款	153 056908	2184 58293	
加: 应付债券	582114.451	58 503 9.701	
减: 金融资产	4047636	41126.157	
资本总额	10911771.18	11579 289.4	



- 3.加权平均资本成本的计算

- 第一：资本结构的计算

债务资本=短期借款+长期借款+一年内到期的长期借款+应付债券

权益资本=资本总额-债务资本

- 第二：计算税后债务成本

从万科的财务报表来看，万科集团的债务主要是由银行借款构成，债务的比例相对来说较小。对于借款期限不同的债务，其利率也不一样。为方便计算，短期借款都采用银行1年期的贷款利率，而长期借款利率则按照3至5年期的贷款利率来算。



表 4-8 债务资本与权益资本的比例 单位（人民币万元）

年份	2007 年	2008 年	2009 年
资本总额	5862223.77	7207549.80	7706556.34
债务资本 D	2495560.67	3280847.90	3192520.46
净债务比例 (%)	0.43	0.46	0.41
权益资本 S	3366663.10	3926701.90	4514035.88
权益比例 (%)	0.57	0.54	0.59
年份	2010 年	2011 年	
资本总额	10011350.35	11579289.41	
债务资本 D	4739533.45	5039263.47	
净债务比例 (%)	0.47	0.44	
权益资本 S	5271816.90	6540025.94	
权益比例 (%)	0.53	0.56	

表 4-9 税后债务成本

年份	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年
短期借款的比率	4.43%	14.03%	3.72%	3.12%	3.42%
长期借款的比率	95.57%	68.39%	78.13%	84.60%	84.97%
应付债券的比率	0.00%	17.58%	18.15%	12.28%	11.61%
短期借款的利率	6.84%	7.47%	5.31%	5.81%	6.56%
长期借款的利率	7.20%	7.74%	5.76%	6.22%	6.90%
应付债券的利率	0.00%	6.00%	6.40%	6.00%	6.20%
债务成本	7.18%	7.40%	5.86%	6.18%	6.81%
平均所得税比率	30.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
税后的债务成本	5.03%	5.55%	4.39%	4.64%	5.11%

第三：计算股权资本成本

对股权资本成本估算，根据资产定价模型，股权资本成本计算方法为：

$$K_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f)$$

其中， K_e 是指股权资本成本

R_f 是指无风险资本收益率

R_m 是指市场收益率

β 是指风险系数

$R_m - R_f$ 是指市场风险溢价

- 其中无风险利率是指投资者可以任意借贷资金的市场利率水平，由于债券市场的波动性，短期债券的利率的有效期限较短，所以选取每个年度发行的 5 年期的国库券利率作为无风险收益，这与模型中的期限更为一致。
- 根据 **CCER** 数据库，可以直接查到万科集团的贝塔系数值。
- 对于风险溢价的计算，理论界的大多数学者都采用 **GDP** 增长率来代替。



表 4-10 股权资本成本

年份	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
无风险利率	5.22%	5.14%	4.52%	4.73%	5.52%
贝塔系数	0.91	1.08	0.96	0.85	0.77
市场风险溢价	11.40%	9.00%	9.10%	10.40%	9.20%
股权资本的成本	15.58%	14.86%	13.26%	13.57%	12.60%



- 第四：计算加权平均资本成本

- $$WACC = K_e \left[\frac{S}{S+D} \right] + K_d \left[\frac{D}{S+D} \right] (1-T)$$

其中， K_e 是指权益资本成本

S 是指权益资本

K_d 是指税前债务资本成本

D 是指债务成本

T 是指公司的实际税率



表 4-11 历年加权平均资本成本计算

年份	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
债务资本的比率	42.57%	45.52%	41.43%	47.34%	43.52%
债务资本的成本	5.03%	5.55%	4.39%	4.64%	5.11%
股权资本的比率	57.43%	54.48%	58.57%	52.66%	56.48%
股权资本的成本	15.58%	14.86%	13.26%	13.57%	12.60%
加权平均资本成本	11.09%	10.62%	9.59%	9.34%	9.34%

- 4.计算 EVA

表 4-12 EVA 的计算

单位 (人民币万元)

年份	2007 年	2008 年	2009 年
税后净营业利润	590478.87	692589.00	767676.98
期初的资本总额	5862223.77	7207549.80	7706556.34
WACC	11.09%	10.62%	9.59%
EVA	-59517.47	-72912.96	28999.55
年份	2010 年	2011 年	
税后净营业利润	1013719.29	1438142.64	
期初的资本总额	10011350.36	11579289.42	
WACC	9.34%	9.34%	
EVA	78649.48	356567.08	

- 案例讨论：
- 万科面临的具体理财环境有哪些？
- 万科相应的财务策略如何调整？
- 万科理财环境和公司价值的关系是什么？



- 参考文献：
- 夏立军，方轶强. 政府控制、治理环境与公司价值——来自中国证券市场的经验证据. 经济研究，2005（5）
- 王化成，李志杰，孙健. 境外上市背景下治理机制对公司价值的影响——基于融资决策传导效应的研究. 会计研究，2008（7）
- 郭宇宁. 基于 EVA 方法下万科企业股份有限公司价值评估研究，华中科技大学，2013
- 廖子华，吕尚真. 绿色经济背景下企业可持续发展如何转化为企业价值——基于万科绿色地产的案例研究, 经济与法，2013（8）



第三章 公司治理与财务决策

主要内容

- 第一节 公司治理概述
- 第二节 中国上市公司治理
- 第三节 案例与讨论

第一节 公司治理概述

一、公司治理内涵

- 公司治理（**Corporate Governance**）公司治理是一个多角度多层次的概念，很难用简单的术语来表达。但从公司治理这一问题的产生与发展来看，可以从狭义和广义两方面去理解。

□ 狭义的公司治理，是指所有者，主要是股东对经营者的一种监督与制衡机制。即通过一种制度安排，来合理地配置所有者与经营者之间的权利与责任关系。

□ 广义的公司治理则不局限于股东对经营者的制衡，而是涉及到广泛的利害相关者，包括股东、债权人、供应商、雇员、政府和社区等与公司有利害关系的集团。公司治理是通过一套包括正式或非正式的、内部的或外部的制度或机制来协调公司与所有利害相关者之间的利益关系，以保证公司决策的科学化，从而最终维护公司各方面的利益。

二、公司治理的理论基础

□ 1、交易费用理论

- 企业的所有权和控制权分离之后，就会产生机会主义行为，所以说公司本身就是一个治理结构，适当的治理方式(可以理解为企业内部交易方式和外部交易方式)的选择，有助于降低交易费用，减少机会主义行为，使董事和股东的利益相一致。
- 交易费用：交易费用也称交易成本指达成一笔交易所要花费的成本，也指买卖过程中所花费的全部时间和货币成本。包括传播信息、广告、与市场有关的运输以及谈判、协商、签约、合约执行的监督等活动所花费的成本。

□ 企业的起源

市场和企业是两种可以相互替代的配置资源的手段，“企业最显著的特征就是对价格机制的替代”。在市场上，资源配置由价格机制自动调节；在企业里，资源配置由权威的组织来完成。但无论用市场机制还是企业组织来协调生产，都是有成本的。

当用企业组织交易的费用小于用市场组织交易的费用时，企业就出现了。

—— The Nature of the Firm (1937) R. H. COASE

□ 2、委托代理理论

- 代理理论认为，由于公司所有权和控制权分立，股东和经理人之间形成一种委托代理关系，由于委托人和代理人均以追求自身利益最大化为目标，因此，代理人的目标和委托人的目标并非一致，由此产生代理问题。
- 代理问题主要包括两类：一个是道德风险问题，另一个是逆向选择问题。道德风险问题直接源于委托人不能监督和控制代理人的行为，而逆向选择问题则源于委托人不能评价代理人的行动是否符合他们的利益。
- 逆向选择源于事前信息不对称，道德风险源于事后信息不对称。

-
- 解决代理问题，方法之一是建立激励机制，让代理人的利益与代理行为挂钩，从而代理人追求自身利益最大化的行为亦保证委托人利益的最大化。方法之二是委托人通过监督，确保代理人的行为符合委托人的最大利益。方法之三是代理人可以向委托人保证，其不会实施有违委托人最大利益的行为。

□ 3、利益相关者理论

- 利益相关者理论从更广泛的角度来考虑公司，公司的组成不仅包括股东，还有各个利益相关者，包括雇员、消费者、供应商、政府和社区，强调利益相关者在公司治理中的作用。
- 公司治理要解决两个基本问题，一是如何保证投资者(股东)的投资回报，即协调股东与企业的利益关系。二是企业内各利益集团的关系协调。

-
- 有效地管理利益相关者必须做好三件事：明确利益相关者以及他们各自的投资(利益)；处理好与利益相关者的关系；管理好组织和其利益相关者之间的交易或契约。简言之，组织必须考虑利益相关者及其利益，这是组织运作过程的组成部分，也是组织实现其目标的保证。

三、公司治理模式

1、依据制度环境维度

- 外部监管模式
- 家族监管模式
- 内部监管模式

-
- 外部监管模式
 - 这种模式也称为股权主导型模式、市场导向模式或用脚投票模式，以英美国家公司治理为代表。
 - 外部监管模式最大的特点是股东高度分散，并且流动性很强。这种模式的公司治理侧重于市场运作，强调资源的流动性和资源的合理配置。

□ 优点：

股东通过市场来控制、监督、激励和约束经营者，可以在很大程度上激发经营者的创新精神；有利于企业靠兼并机制迅速扩大规模来增强企业的竞争力。这种模式的核心优势在于解决代理问题。

□ 缺点：

在外部监管模式下，由于公司股权高度分散而容易形成内部人控制，损害外部股东利益，另外，由于股东仅在股票市场上抛售股票对经营者施加影响容易导致经营者的短期行为，同时，股票市场兼并和接管机制往往带来很高的治理成本，不利于经营者积极性的发挥和公司价值的提高，也没有足够重视其他利益相关者的利益。

-
- 家族监管模式
 - 这种模式是介于内部监管模式和外部监管模式中间的一种治理模式，以韩国公司治理为代表。
 - 这种模式以家族资本主义或裙带资本主义（Crony Capitalism）为特征。

□ 优点：

□ 家族的治理结构大大降低了内部的交易成本，可以最大限度地提高内部管理的效率，实现资源的优化配置。这种模式的核心优势在于解决激励不足问题。

□ 缺点：

存在着家族股东“剥削”小股东的利益、信息披露不充分、董事会缺乏诚信和问责机制以及家族的继承方式使得董事会在选择接班的代理人时缺乏有效的市场约束等问题。

-
- 内部监管模式
 - 这种模式也称为债权主导型模式、银行导向模式、或用手投票模式，以德日公司治理为代表。
 - 这种公司治理模式的特征是股权相对集中稳定。

□ 优点：

这种模式能更好地实现“最优的所有权安排”，银行参与使债权人获得了剩余索取权和剩余控制权，员工的参与使人力资本的所有者也获得了剩余索取权和剩余控制权，能更好地实现公司的长期稳定发展，可以降低融资成本提高效率。这种模式的核心优势在于解决交易费用问题。

□ 缺点：

缺乏活跃的外部市场，证券市场不发达，直接融资比例低，无法从根本上解决代理问题。而且企业资产负债率过高、银企关系过分密切容易形成泡沫经济。

2、依据人力资本维度

- 股东至上主义模式
- 双边治理模式
- 员工至上主义模式

-
- 股东至上主义模式
 - 以股东利益最大化为目标的分配下，企业理财分配的概念更多的是强调股东和企业之间的分配，即怎样把实现的税后利润在分配给股东和留给企业之间做出安排，这就形成了股东至上主义的公司治理模式。
 - 这种治理模式常见于业主制企业、合伙企业及一些股东主导型公司。英美等国家的公司治理便是这种治理模式的典型代表，其经济活动的一切运转都是以资本为核心。

-
- 双边治理模式
 - 无论是股东至上主义模式，还是员工至上主义模式，它们强调的是资本所有者或者员工单方面享有企业所有权和剩余权。企业治理主体应该多样性，剩余索取权和剩余控制权分散对应的利益相关者共同治理的企业所有权安排是最优的，这种安排是以利益相关者理论为基础的共同治理模式向股东至上主义模式的挑战。
 - 利益相关者治理就是要让所有通过专用性资产的投入，而为企业的财富创造做出过贡献的产权主体参与到公司的治理中。

-
- 员工至上主义模式
 - 在以员工利益最大化为目标的分配下，企业分配是围绕着工资、奖金以及员工如何参与利润的分享来进行的。该模式在世界上并不是十分流行。
 - 有人认为在高度统一的计划经济体制下，社会主义国家的公司治理模式类似于劳动雇佣资本的员工作至上主义模式，最具典型意义的代表是前南斯拉夫。

3、依据企业成长维度

- 古典治理模式
- 过渡治理模式
- 现代治理模式

-
- 依据企业成长维度或企业各成长阶段所有权结构的特点，将公司治理模式分为古典治理模式、过渡治理模式和现代治理模式。
 - 企业成长维度比较常见的划分方法是以时间为标准，将企业的成长阶段划分为创业期、成长期、成熟期和衰退期四个阶段。

□ 古典治理模式

- 将创业期的治理模式称为古典治理模式，在古典模式下，企业所有权安排呈现以下特征：企业所有者成为索取剩余的监督人，其它要素所有者以契约的形式受雇于企业所有者并受其监督；企业所有者同时拥有监督权、剩余索取权、资源使用权和经营决策权。这种治理模式是资本（物质资本或人力资本，或者是两种资本的混合）所有者与企业家合一的体制，企业被称为“企业主企业”。

-
- 优点：决策效率比较高。
 - 缺点：决策的科学性由于决策人员素质、决策问题自身难度等原因保障性降低。

-
- 过渡治理模式
 - 由于成长期这一阶段介于创业期和成熟期之间，因此将这一阶段的治理模式称之为过渡模式。
 - 这种模式的重大特征是随着其他利益相关者的引入，企业物质资本所有者的经营权与所有权初步分离和人力资本所有者的经营权与所有权初步结合，在降低企业决策效率的同时提高了决策科学性的保障性。

-
- 现代治理模式
 - 企业愈大，其所有权愈会朝大众分散，这种分散的直接结果是物质资本所有者所有权和经营权越来越分离，人力资本所有者的所有权和经营权越来越结合。
 - 股东大会成了公司制企业的相应机构，由股东大会表决选出的由部分人力资本所有者组成的董事会，来全权行使企业的经营决策权，并将决策结果交给部分人力资本所有者组成的职业的支薪阶层，即经理层来行使。

□ 优点：

实现物质资本所有者所有权和经营权越来越分离的同时，引入了人力资本参与企业治理并实现人力资本所有者的所有权和经营权越来越结合。这样既保证了决策的科学性，又能够使决策得以贯彻执行。

□ 缺点：

企业决策的效率远低于企业创业期的集权式决策。

第二节 中国上市公司治理

——所有权与控制权视角

一、已有文献对股权结构的认识与刻画

人们对股权结构特征的认识大致可划分为两个阶段：

- 第一阶段以Berle and Means (1932) 为起点和基础，主要研究股权高度分散公司存在的第一类代理冲突；
- 第二阶段以LLSV (1999) 为分界点，侧重研究股权相对集中公司存在的第二类代理问题。

1、股权分散为基础的研究

主要研究公司所有者与经营者分离而导致的代理问题。研究主要从两个维度刻画公司的股权结构：

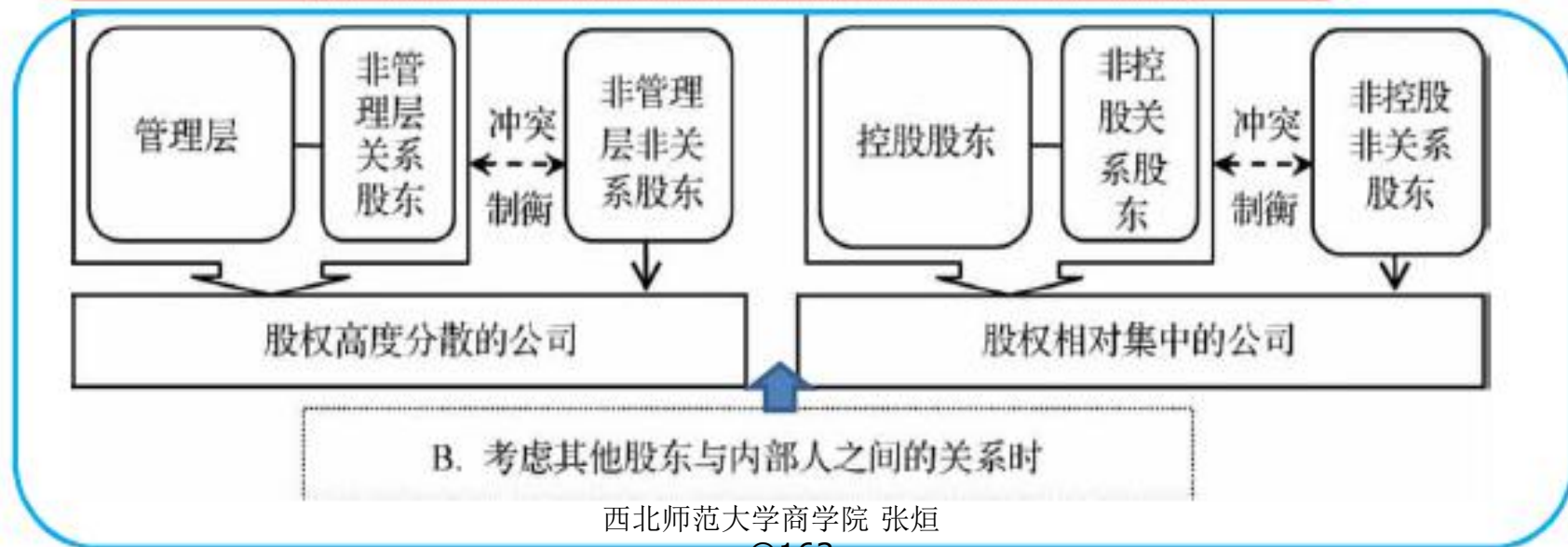
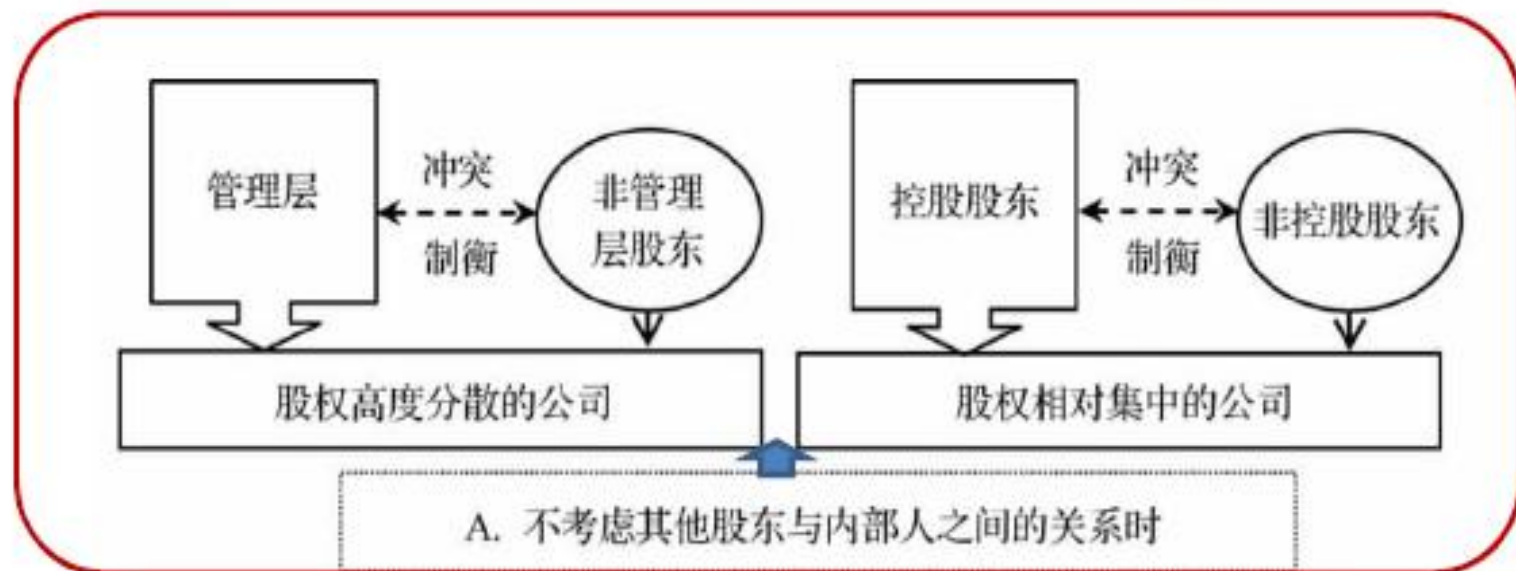
- （1）股权集中度，用以回答公司是否存在控股股东的问题和公司控制人(控股股东或管理层)控制力的大小；
- （2）是公司控制人与其他股东的类型，用以替代股东的目标和所拥有的信息及能力。

2、股权集中为基础的研究

相对集中股权下大股东与中小股东之间的代理冲突，从三个维度对相对集中的股权结构进行刻画：

- (1) 最终控制人的类型；
- (2) 最终控制人对公司实现控制的方式、链条或网络；
- (3) 最终控制人持有的投票权、现金流权和它们之间的分离程度。

二、重新定义的内部人与外部人



三、持股比例之外的股权关系

1、可直接衡量的

□ - 关联关系或一致行动人

《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第28号——创业板公司招股说明书》第37条规定，发行人应披露有关股本的情况，包括本次发行前各股东间的关联关系及关联股东的各自持股比例。

《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第30号——创业板上市公司年度报告的内容与格式》规定，如前10名股东之间存在关联关系或属于《上市公司收购管理办法》规定的一致行动人的，应予以说明。

2、可间接衡量的关联关系

- 血缘、姻缘等亲缘关系的家族成员，其次是有地缘、业缘等关系的熟人、朋友、同学。
- 公司IPO 以前引进的所谓“战略投资者” 股东也可能与第一大股东之间存在某种利益关联或利益交易。
- 行政同源股东
- 商业合作股东。根据Williamson (1975) 的治理结构理论，供应商、经销商、客户等通过持有上市公司股份来维持和巩固其与上市公司之间的商业合作关系，是处于市场治理与企业治理之间的一种缔约活动和治理方式。

表 2

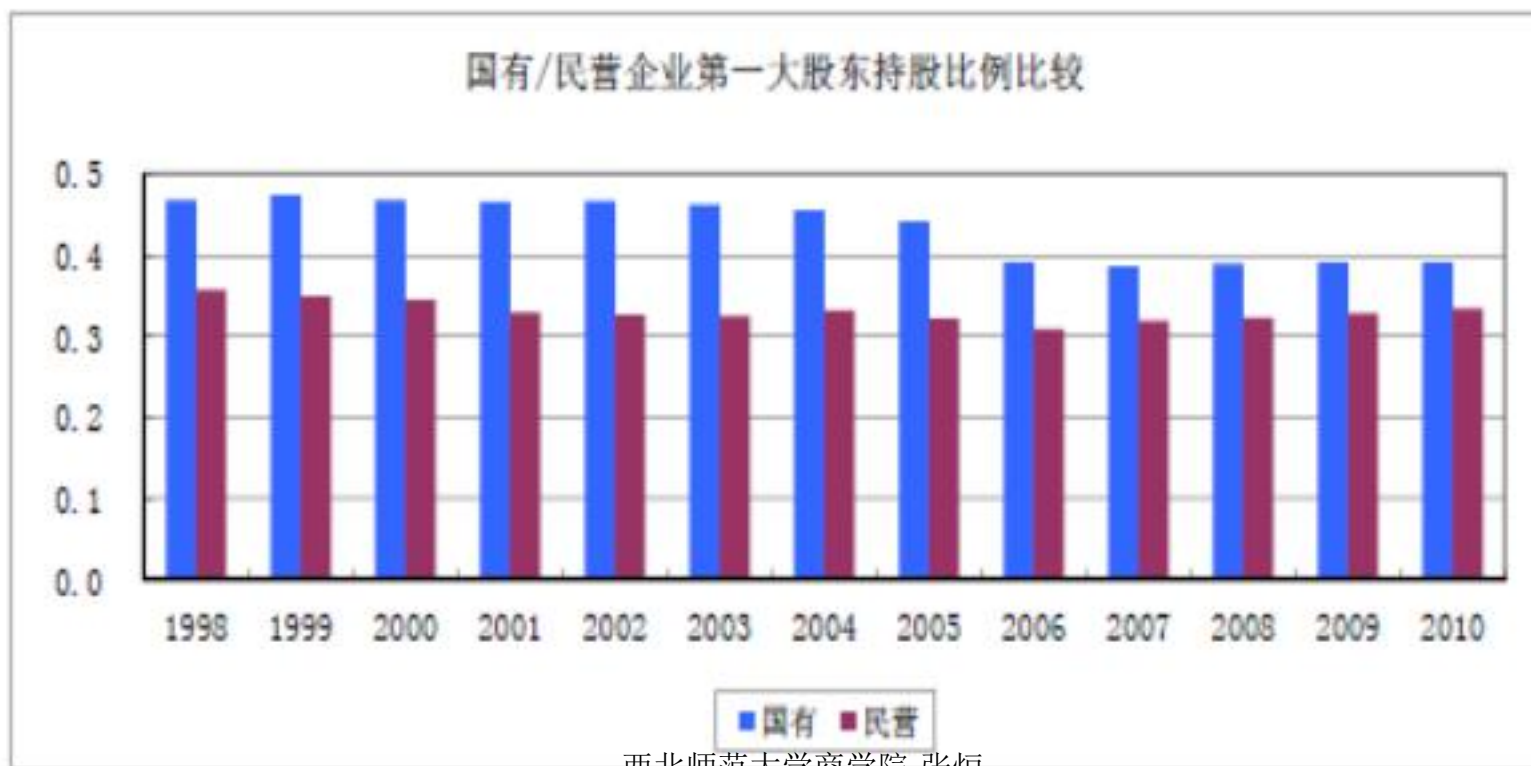
其他股东与第一大股东之间的关系

Panel A 其他股东与第一大股东之间可直接刻画的关系		
股东关系类型	股东关系表现	
基于产权纽带的股东关系	其他法人股东与第一大股东受同一公司/家族控制、共同控制或施加重大影响；其他法人/自然人股东对第一大股东实施控制、共同控制、施加重大影响；其他法人股东受第一大股东控制、共同控制或施加重大影响。	
基于内部任职的股东关系	其他自然人股东是第一大股东的高管；其他自然人股东是第一大股东的母公司的高管。	
基于亲缘关联的股东关系	其他自然人股东与第一大股东是关系密切的家庭成员；其他自然人股东与第一大股东的控股股东是关系密切的家庭成员；其他法人股东的控股股东与第一大股东是关系密切的家庭成员；其他法人股东的实际控制人与第一大股东的实际控制人是关系密切的家庭成员。	
一致行动人	其他股东与第一大股东在行使表决权时采取相同意思表示	
Panel B 其他股东与第一大股东之间可间接刻画的关系		
股东类型	股东关系表现	识别标志
发起人股东	志趣、友谊、信任、尊敬、服从	公司设立时的在册股东
战略投资者	协助推动 IPO，分享 IPO 带来的好处	公司成立后到 IPO 前参股的股东
地区关联股东	地方保护，地方援助	股东注册地位于同一行政区域
行政同源股东	受同一行政主管机关控制、干预或指导	股东过去或现在由同一行政部门主管
行业关联股东	受同一机构管理，行内资源交换与合作	股东属于同一行业或产业
承销保荐股东	承销、保荐、询价、二级市场炒作	股东为上市公司的主承销商

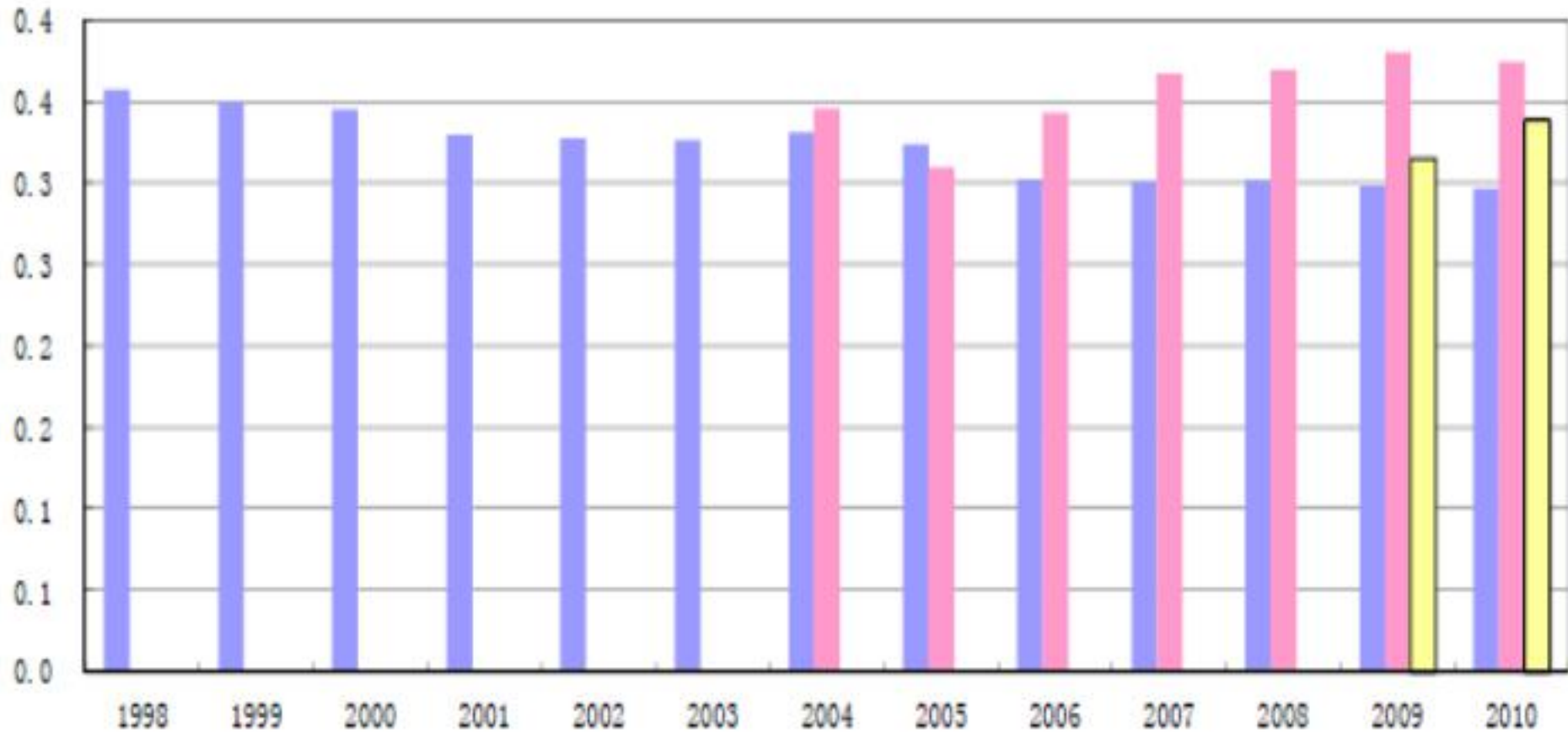
注：根据我们的手工数据统计，2002-2007 年中国 A 股上市公司中约有 26.96% 的公司存在产权、亲缘、任职或一致行动人等可直接刻画的股东关系；约有 68.96% 的发起设立公司存在以第一大股东为中心的发起人联盟或发起战略投资联盟。

三、中国股权结构与控制权

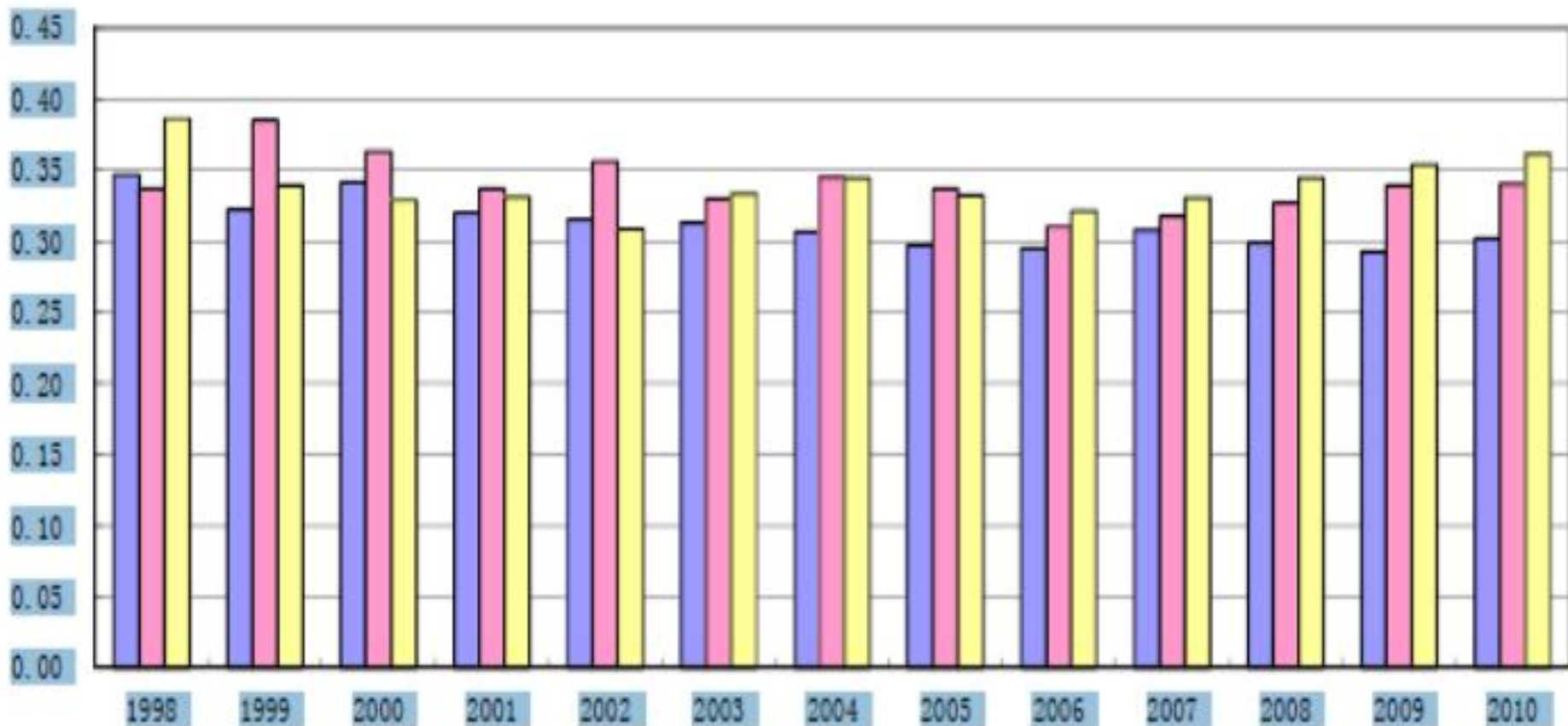
□ 1、第一大股东持股比例



民营企业各板块第一大股东持股比例比较

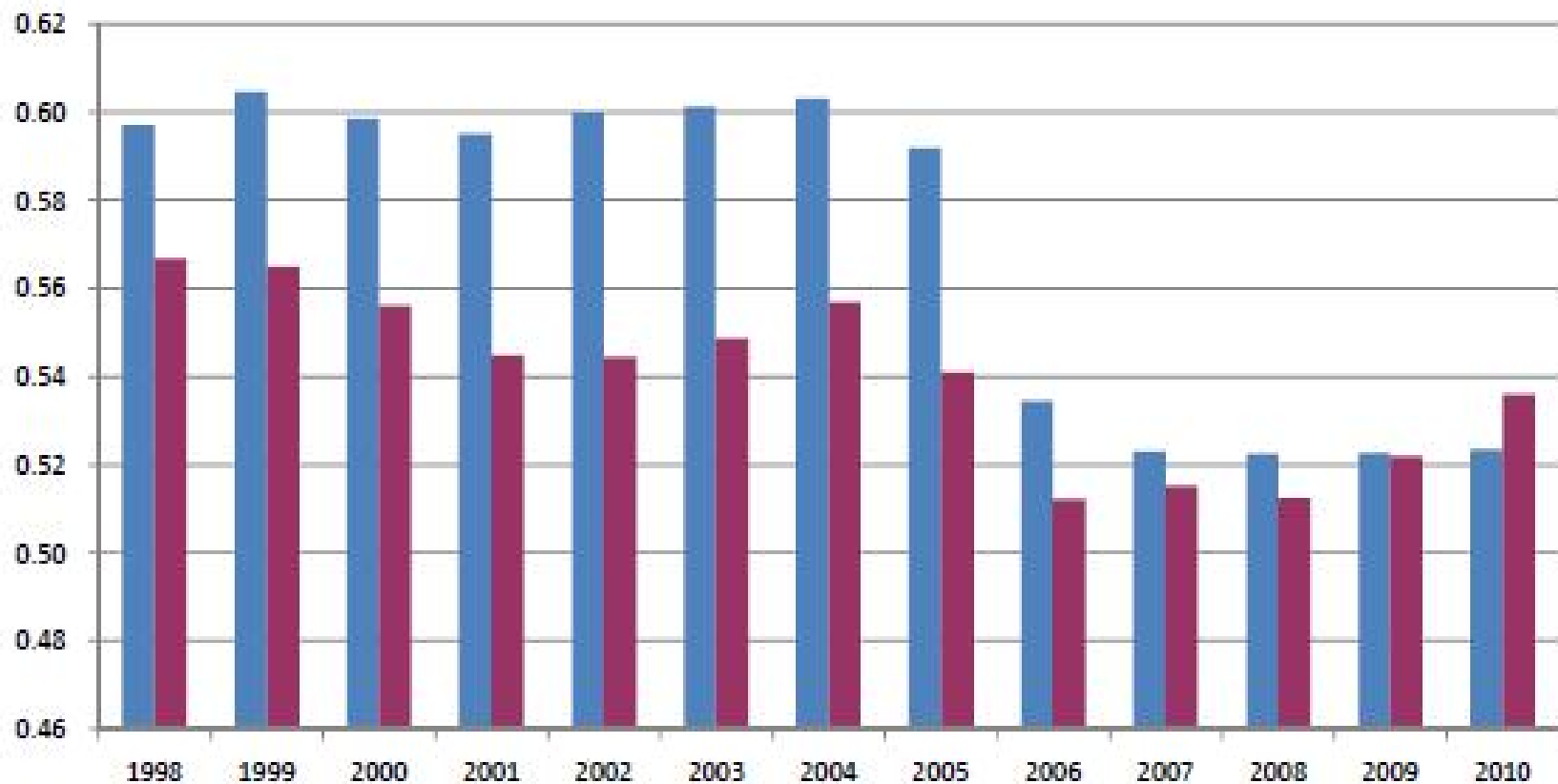


民营企业按规模分类的第一大股东持股比例比较

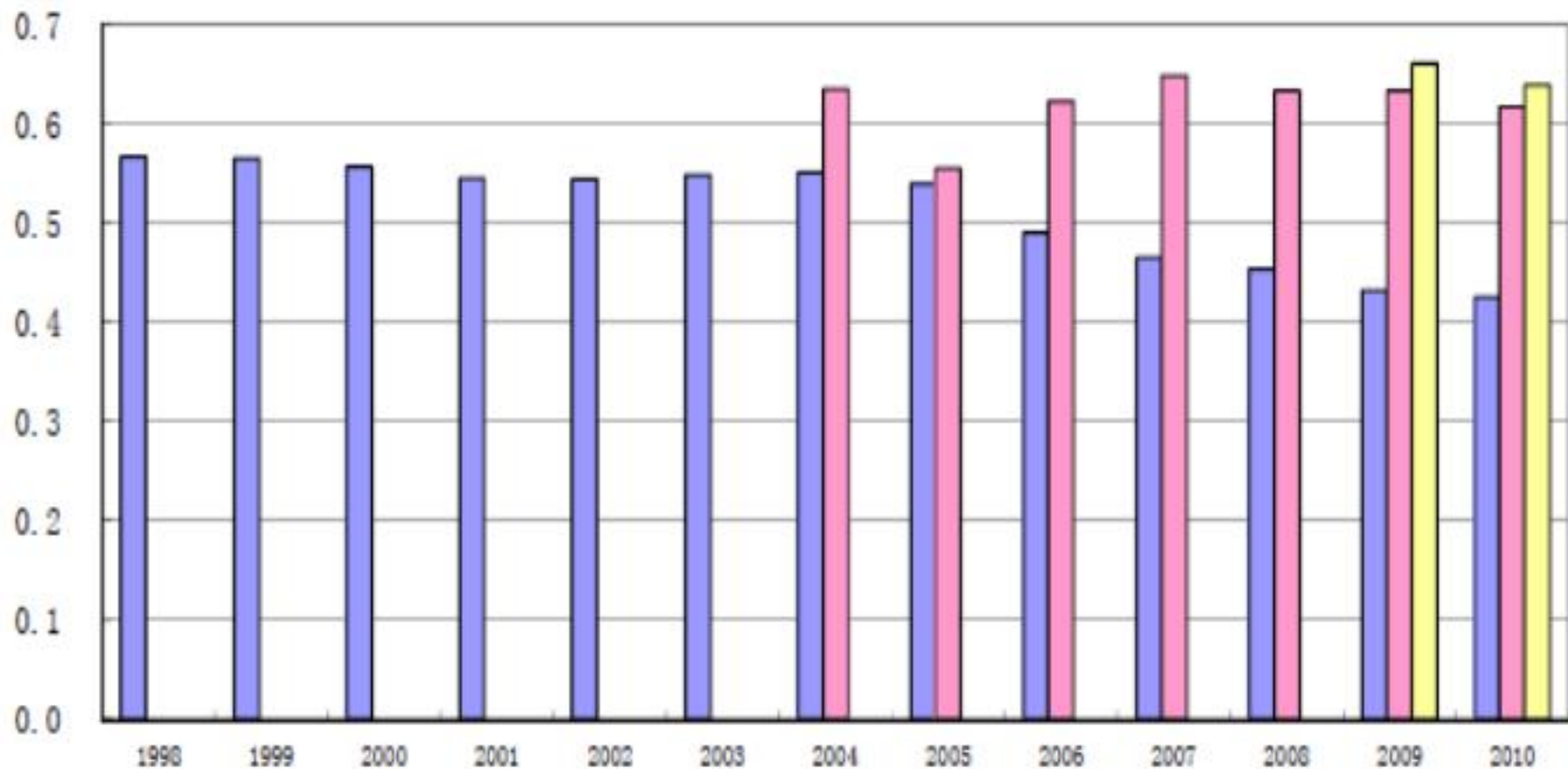


2、股权集中度

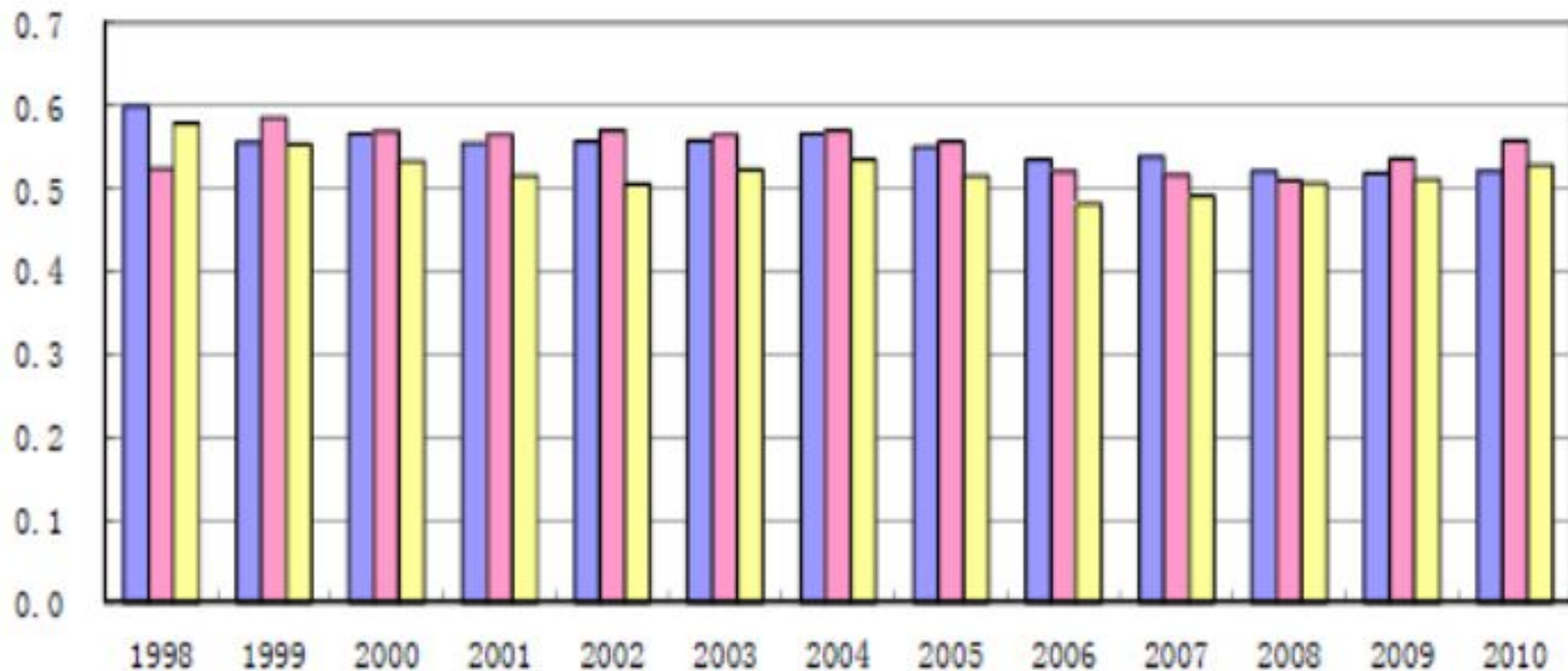
国有/民营企业前五大股东持股比例比较



民营企业各板块前五大股东持股比例比较



民营企业按规模分类的前五大股东持股比例比较



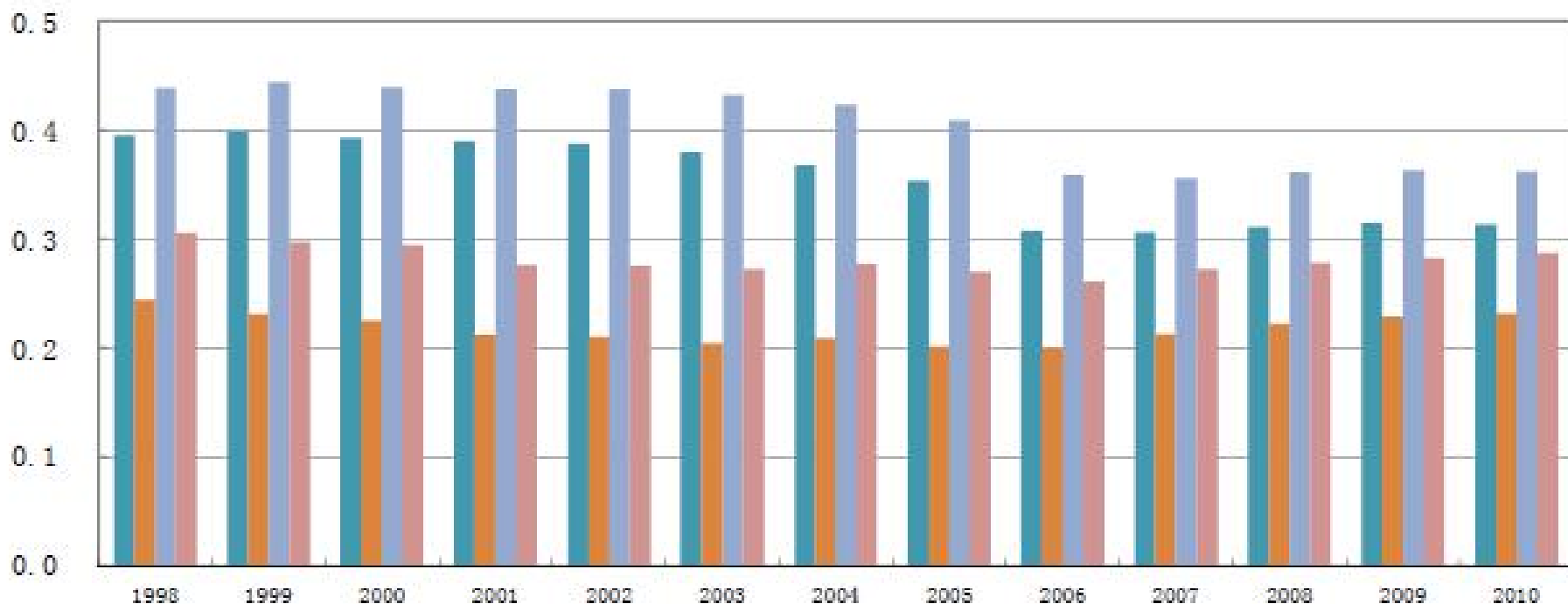
■小 ■中 ■大

西北师范大学商学院 张焯

zxnwnu@163.com

3、股权结构：制衡关系

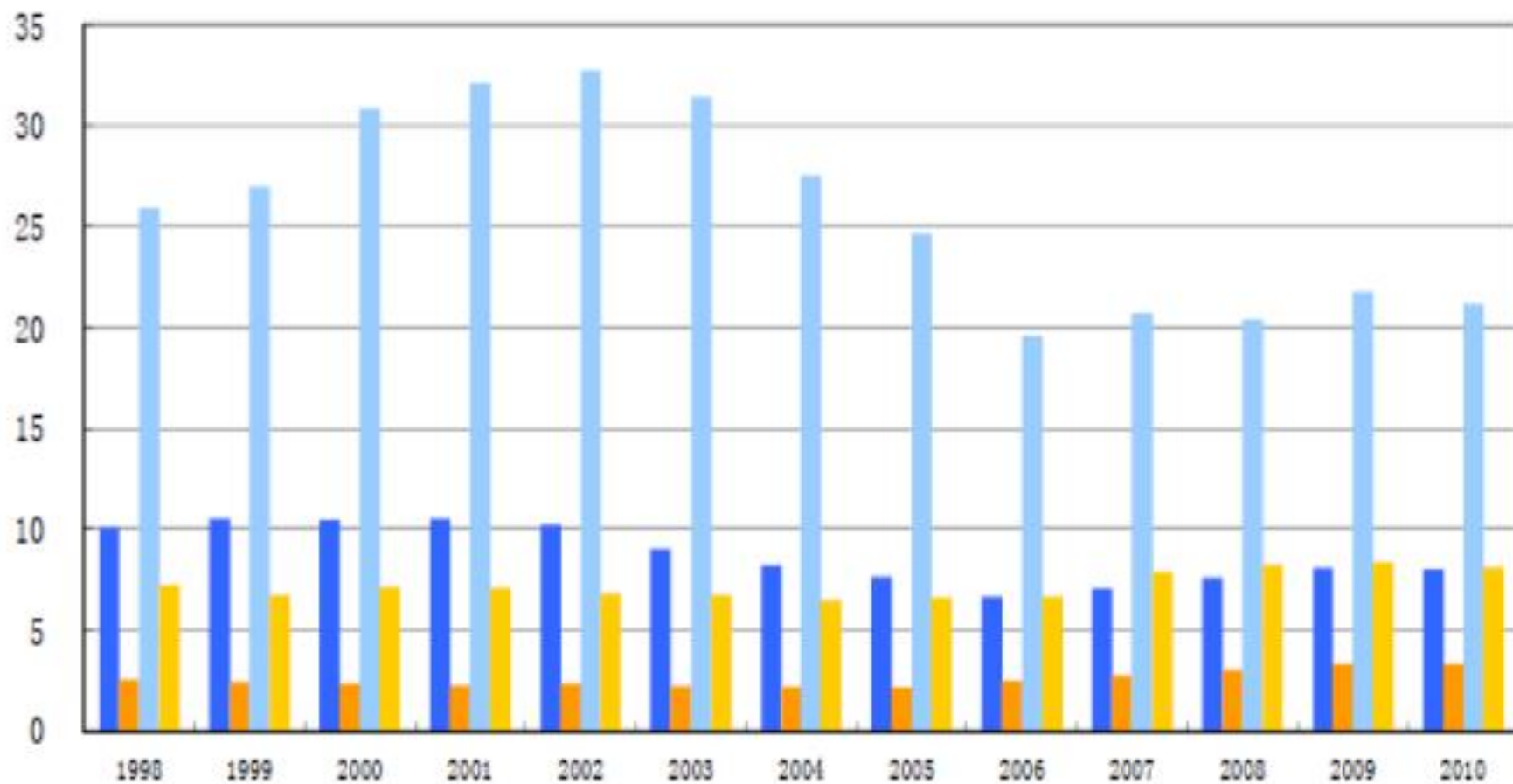
国有/民营企业第一大股东与第二、第三大股东持股之差比较



■ 国有:1-2 ■ 民营:1-2 ■ 国有:1-3 ■ 民营:1-3

zxnwnu@163.com

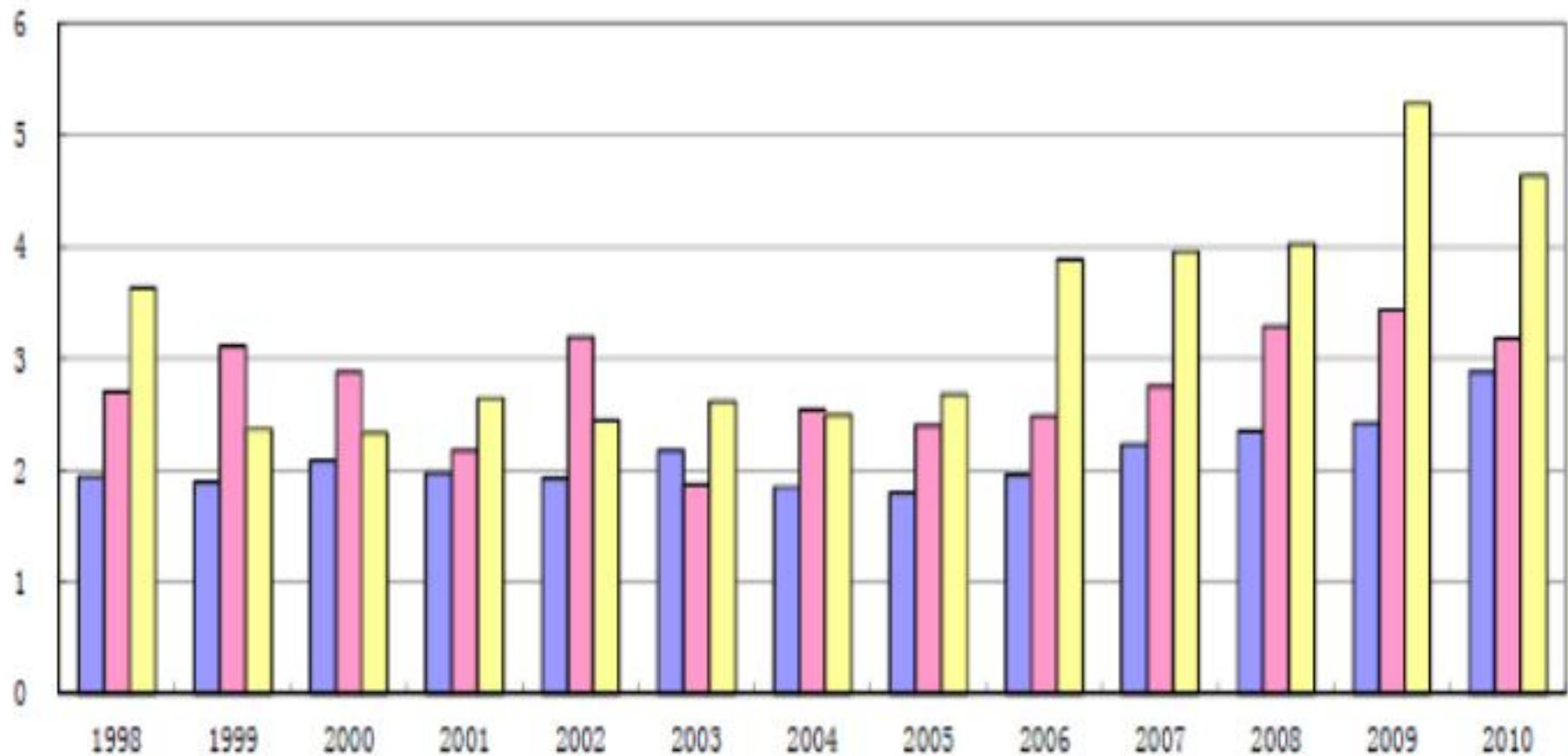
国有/民营企业第一大股东与第二、第三大股东持股比例比较（中值）



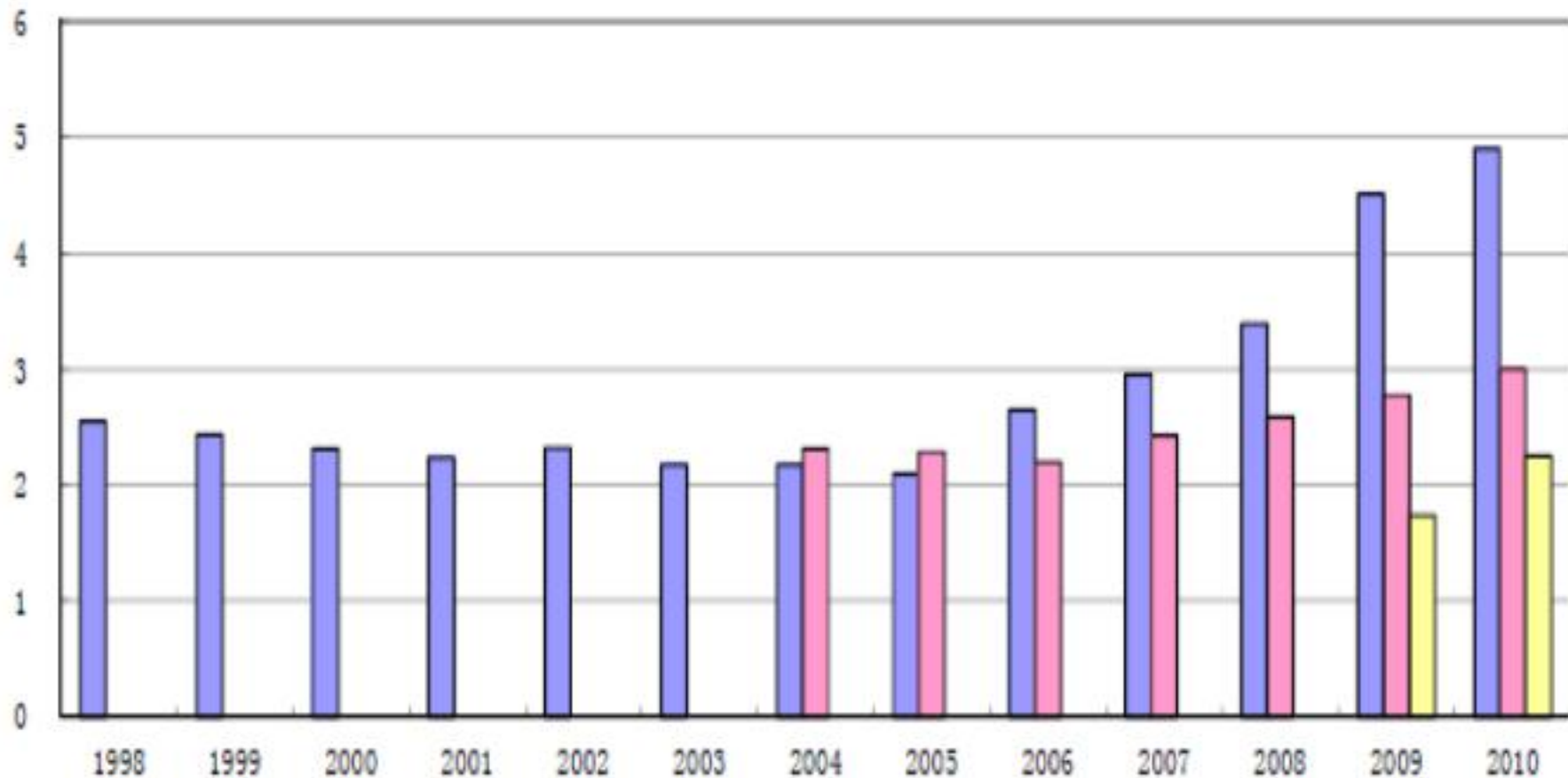
■ 国有1 ■ 国有2/3 ■ 民营1 ■ 民营2/3

西北师范大学商学院 张焯
zxnwnu@163.com

民营企业按规模分类的第一与第二大股东持股比例比较（中值）



民营企业各板块第一与第二大股东持股比例比较（中值）



-
- 中国公司的股权结构特点：
 - 一股独大与股权制衡
 - 国有企业与民营企业
 - 创始人与资本家
 - 家族企业的继承

问题与讨论：

- 有最优的股权结构吗？
- 股权分散的优点和弊端是什么？
- 一股独大与公司经营情况的关系如何？
- 是否应该有股权制衡？

现有文献的研究结论：

- 股权结构中的股权比例采用第一大股东占全部股份的比例来表示，并分为三种类型：一是股权高度集中，第一大股东拥有**50%**以上的股权；二是股权高度分散，不足**20%**的股权；三是股权相对集中或相对分散，界于**20% 50%**之间。股权结构适度性与公司治理效率之间的关系不仅取决于风险成本和治理成本，即持股数量，而且更重要的是取决于股份比例的质量，即持股者的特性。从持股者的身份来看，一般有明确持股者与非明确持股者之分。

-
- 第一大股东为非国家股股东的公司有着更高的企业价值和更强的盈利能力,在经营上更具灵活性,公司治理的效力更高,其高级管理层也面临着更多的来自企业内部和市场的监督和激励。对于不同性质的公司,第一大股东的变更带来的影响也有所不同,但基本上都是正面的。
 - 国家股比例与公司绩效显著负相关,法人股比例与公司绩效显著正相关,流通股比例与公司绩效不存在显著相关性。股权集中度与公司绩效呈显著的倒U型曲线关系,这说明适度集中的股权结构更有利于公司治理机制的发挥,使公司治理效率趋于最大化。

第三节 案例与讨论

案例1：控制权与公司财务

雷士照明：第二次危机



第二次危机前股权结构

	股东名称	占已发行普通股比例%
2011/6/3	SB Asia Investment Fund II L.P.	21.75
2011/6/3	NVC Inc.	18.42
2011/6/3	世纪集团有限公司	10.64
2011/6/3	GS Direct, L.L.C.	6.65
2011/6/3	吴长江	2.44
2011/6/3	吴建农	0.01

	股东名称	占已发行普通股比例%
2011/12/31	SB Asia Investment Fund II L.P.	18.33
2011/12/31	NVC Inc.	15.67
2011/12/31	Schneider Electric Asia Pacific Limited	9.13
2011/12/31	世纪集团有限公司	8.97
2011/12/31	GS Direct, L.L.C.	5.6
2011/12/31	吴长江	2.41
2011/12/31	The Goldman Sachs Group, Inc. (高盛)	0.02
2011/12/31	吴建农	0.01



吴长勇



阎焱



许明茜



杨文彪



吴长江



穆宇



张开鹏



林和平

胞弟：雷士照明控
股有限公司总经理

雷士照明创业元老
之一，现任副总裁

新任雷士CEO，
施耐德运营总监

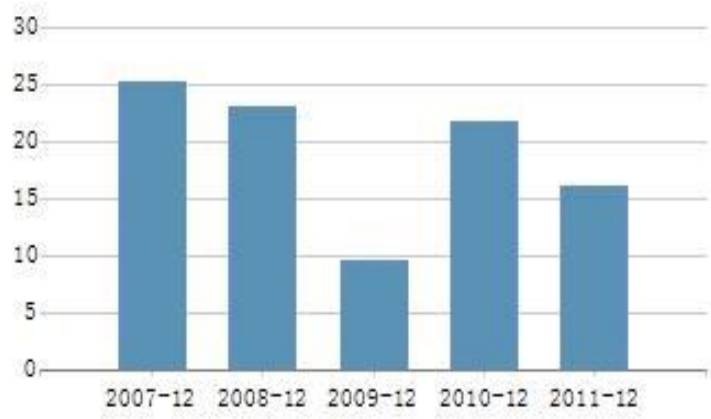
投资人：软银亚洲信
息基础投资基金CEO

高盛(亚洲)直投部董事总经
理，雷士照明董事会成员

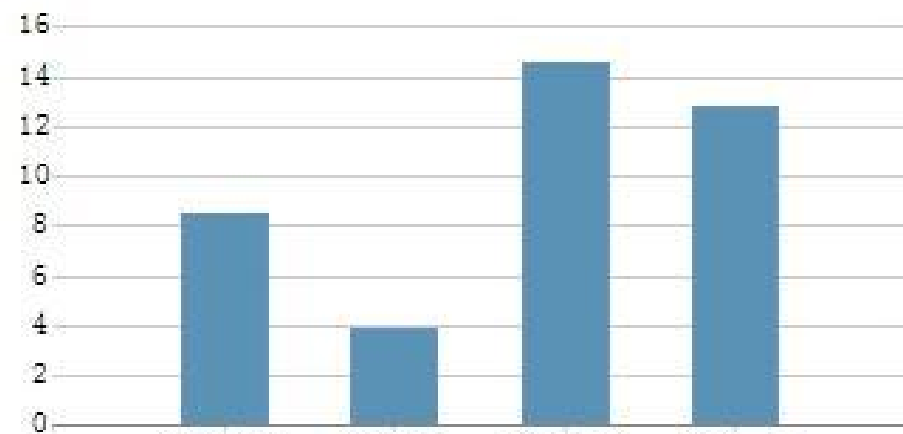
集团“二当家”，目前
董事会唯一执行董事

软银赛富合伙人，雷
士照明董事会成员

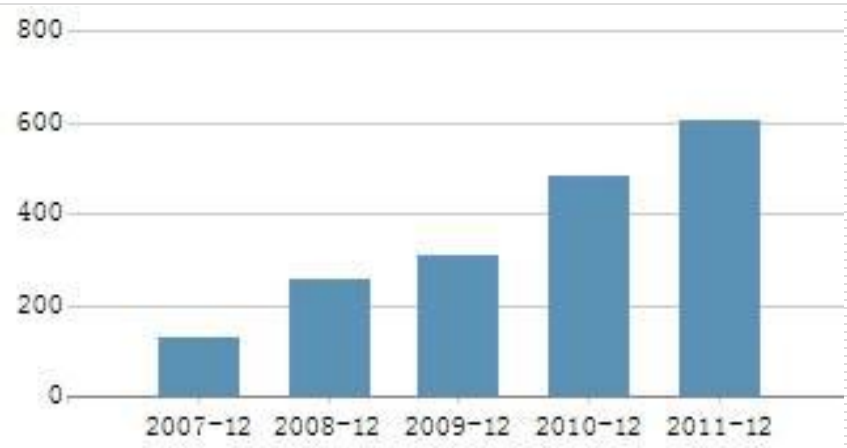
-
- 2012年5月25日，雷士照明突发对外宣布，吴长江因“个人原因”辞任董事长、公司执行董事兼公司首席执行官，并辞任公司董事会所有委员会职务，自24日起生效。
 - 非执行董事阎焱获选为董事长，施耐德的张开鹏为公司CEO。
 - 吴长江与阎焱两人“风格强势”近似。因此，吴长江离开消息发布的第一时间里，不少人把言论矛头指向软银与阎焱……



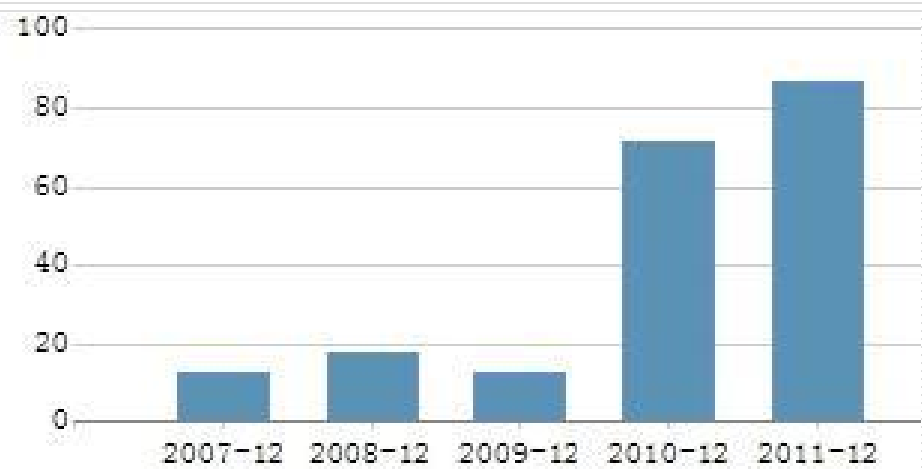
净资产收益率(%)



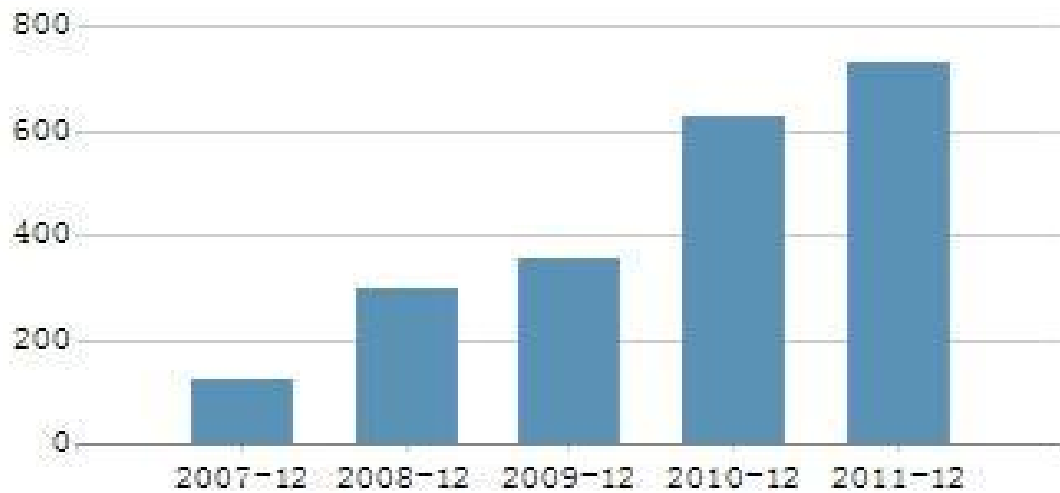
总资产回报率(%)



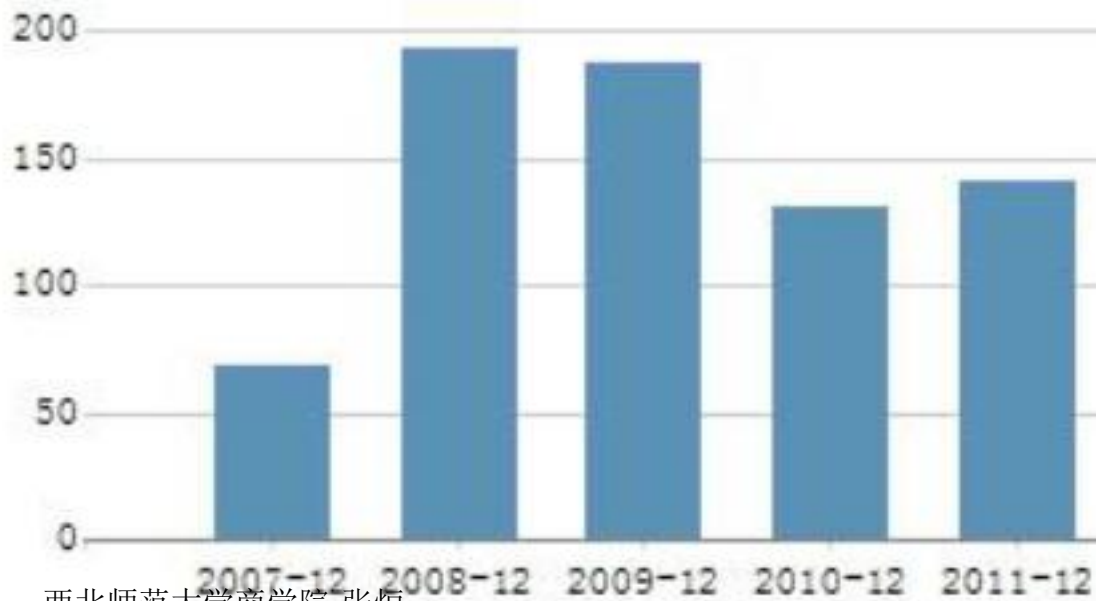
总营业收入(百万元)



净利润(百万元)



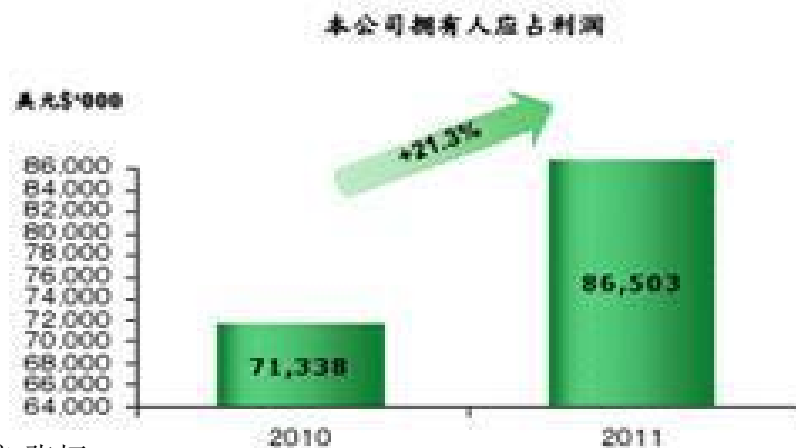
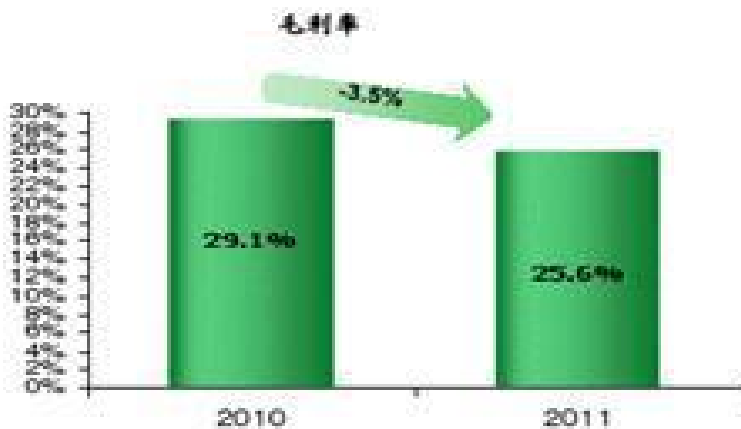
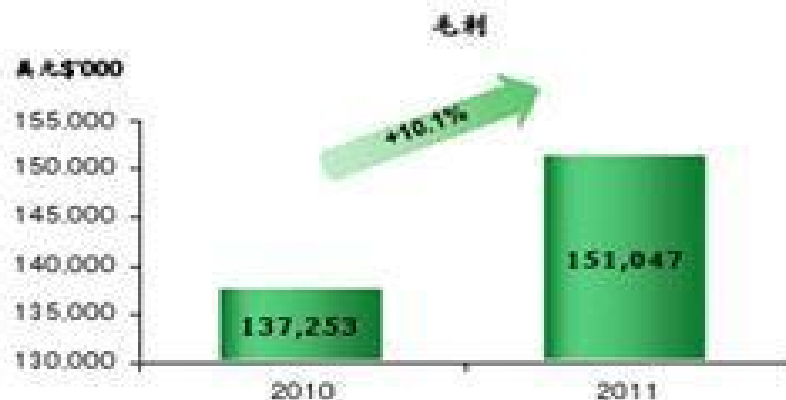
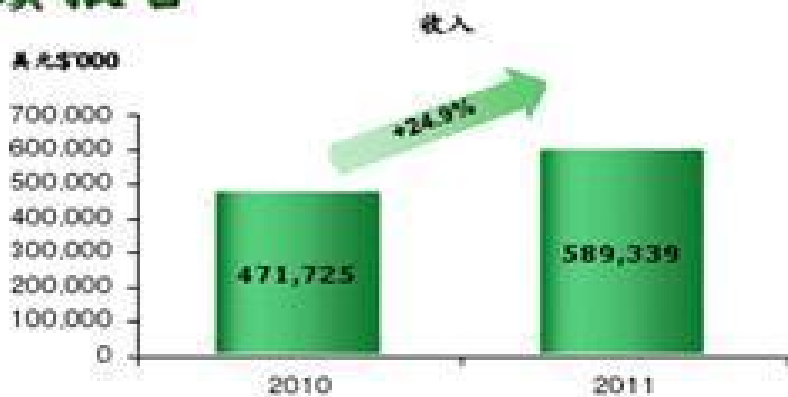
总资产(百万元)



总负债(百万元)

雷士照明2011年的业绩均呈不错态势，销售收入约为5.9亿美元，销售毛利约为1.5亿美元，较去年分别增长约25%及10%；股东应占溢利约为8,650万美元，较去年同期增长逾21%。

业绩报告



市场反应

□ 雷士照明董事长兼首席执行官吴长江25日突然辞任，引起市场巨大波动，全天跌20%至1.76港元，创上市一年来新低。

危机根源一：与2011年7月电气大佬施耐德入股有关？

施耐德入股前之股东架构



施耐德入股后之股东架构[#]



*此为2012年3月22日之股东架构分布

*施耐德于2011年7月21日入股雷士照明

危机根源二：与**2011年8月份**吴长江与汇丰对赌看涨股权有关？

- **2011年8月31日**，吴长江与汇丰私人银行(瑞士)香港分行(对手方)订立一宗看涨股权衍生品交易，以使吴长江得以购买最多**4999.99**万股股份。为使对手方就交易建立初步对冲头寸，吴长江于**9月9日**以每股**3.3749**港元向汇丰银行出售**1,500**万股股份，持股降至**19.17%**。
- **9月20日凌晨**，吴长江发微博解释，其认为股价严重低估，于是又花了**3000**多万港币向汇丰银行购买了**5000**万股的期权。
- 雷士照明之后股价一路下跌。**2011年9月26日**，雷士照明股价收盘**2.67**港元，下跌**2.55%**。相比**9月9日**的**3.37**港元，下跌了**0.7**港元，下跌幅度超过两成。吴长江输了。

危机根源三：与阎焱有关？

- 阎焱在采访中声称吴长江完全可以回归雷士照明——只要满足三个条件：
- 第一，必须跟股东和董事会解释清楚被调查事件；
- 第二，处理好所有上市公司监管规则下不允许的关联交易；
- 第三是必须严格遵守董事会决议。



吴氏反击

□ 7月12日，雷士照明控制权风波全面升级，继昨日雷士照明员工、经销商、供应商和董事会成员召开会议后，13日早晨，雷士照明重庆总部及重庆万州生产基地、惠州总部及工厂全面罢工，36个运营中心今起停止进货。

□ 7月13日上午，财新记者在惠州雷士照明看到，8点工厂召开罢工动员大会，一名仓库部门的员工告诉记者，动员大会主要是要求罢工。吴总不回来就不复工，让大家服从安排。

-
- 7月12日，雷士上百家供应商和经销商与阎焱这位传奇的VC教父为首的新董事会第一次见面。大家原本寄希望解决业绩下滑问题的董事会，却变成了阎焱对吴长江个人的批斗大会。“这让我们难以接受。有经销商因为焦急，甚至当场哭诉道：‘你们不要把雷士做死了！’”一位雷士的杨姓供应商对本刊描述。
 - 场面近乎失控，阎焱别无他法，与员工、经销商、供应商签订了“城下之盟”，对于三方要求吴长江回归董事会、施耐德退出管理层等条件，白纸黑字写上“董事会将于三周内讨论回复”字样。

-
- 2012年7月18日讯雷士公告：7月12日公司会见管理层团队大部分成员及一些分销商和供应商，与会成员向董事会提交书面请求，其中包括：
 - • 1、吴长江重选为董事长及执行董事；
 - • 2、任命管理层及分销商代表为公司额外董事；
 - • 3、给予管理层及核心人员期权；
 - • 4、现有管理层部分人员需更换。
 - 雷士照明称，一些成员表示，如果董事会无法满足他们的要求，则其会采取进一步行动。部分成员已经采取了行动：两处工厂及重庆办事处的员工罢工以及部分分销商终止与公司的订单。
 - 董事会目前正在考虑上述要求以及如何处理现阶段情况。董事会成员同时也正在找到各方均满意的解决现阶段问题的有效方案，与吴长江开展积极讨论。

-
- 7月18日阎焱在接受电视节目《第一财经》的电话采访中说道：“经销商要进一步行动，可以啊，让他们采取行动吧。”
 - 记者问：“工厂目前开工了没有？”
 - “Who care! I Don't care! 他们想开就开，不想开就不开，想罢工就罢呗，能怎么着？”
 - “VC教父”的Don't care言论引来了公愤。员工、经销商被激怒了，此后，一些经销商准备放弃雷士品牌，并琢磨要搞另一个品牌。

危机的持续

- 雷士照明8月14日发布盈利警告，称经初步评估，预计公司今年上半年利润较同期显著下降。
- 公告称业绩下滑主要原因：（1）产品成本增加（2）消费者需求及销售额降低所致（3）5月吴长江先生辞职。
- 当天雷士照明股价下跌24.8%，报1.06港元。

-
- 8月11日，公司独立董事Karel Robert den Daas通知董事会，因其对公司未来的战略方向存在意见分歧，决定辞去职务。Karel Robert在此之前曾任飞利浦北美照明业务部主席、飞利浦全球灯具业务首席运营官等职位。他在离职时发给雷士员工的短信写道：“雷士照明现在处于一片混乱，我提出在公司内部选拔总裁和请吴长江回归董事会等拯救方法董事会不同意，除了辞职我想不到还有更好的办法。”
 - 8月14日，大项目首席运营官、副总裁徐风云，徐风云在离职的第一时间表示不满，作为公司的主要高管，阎焱连他是谁都不知道，甚至在他周二递交辞职报告后，阎焱称周一就已经收到，让他觉得非常荒谬。“这样一个不懂公司基本运营、不认识公司高管、不讲诚信的董事长，我怎么能再留在那呢？”

致雷士照明董事会的辞职信

雷士照明董事会：

《纪念八月十号》

等待/没有希望的期待/就是一种无奈。

曾经的梦想/在这里而生/丑陋的嘴脸/如同恶魔/要带走我的灵魂。

苦苦的哀求/还有/痛苦的挣扎/哪怕给我一点萤光/我也会万分感激。

你说/会给我希望/当善良遇见了魔鬼/原来希望就不存在/是我自作多情了。

这首短诗是我于8月10日，怀着失望至极的心情，悲愤而写。我对公司近期发生的事情感到无比失望，对公司董事会在处理有关事情的方式和方法上感到绝望，对公司的未来发展看不到任何希望。

去意已决，覆水难收。特此申请辞去公司副总裁、市场管理系统首席运营官、大项目系统首席运营官等一切职务。请董事会于三天之内批准为盼！

申请人：

张烜云

西北师范大学商学院 张烜

zxnwnu@163.com

期：

2012.8.14

-
- 8月18日，记者来到占地20万平方米的雷士照明惠州生产基地。因为供应商停止供货，惠州生产基地目前大部分生产线已经停工待料，直到21日，吴长江与供应商开过座谈会后，才部分恢复。
 - 公司8月21日公告称，非执行董事许明茵辞职。
 - 公司8月29日公告称，AlanRussellPOWRIE因为对公司未来战略存在意见分歧，已辞去公司独立非执行董事、审核委员会主席、薪酬委员会成员以及提名委员会成员职务。

吴的回归

- 2012年9月4日雷士公告“ 将成立一个临时运营管理委员会来管理公司日常运营，创始人吴长江任该委员会负责人。5日，吴长江在重庆召开雷士照明2012年秋季营销会议，确定今年9~12月份的销售目标为12.5亿元。受此影响，雷士照明开盘即大涨，报收1.4港元，涨幅高达7.69%。

2012年5月到9月股价走势



讨论

- 谁应该拥有控制权？契约精神更重要还是人治？
- 所有权与控制权更迭对公司价值的影响如何？
- 公司治理对财务决策的具体影响是什么？

案例2：大股东：掏空与支持

复星系的支持与掏空

- 复星系成型于 1998 年，是中国最大的综合类民营企业集团，创始人是郭广昌、梁信军、汪群斌以及范伟。复星系业务涉及了医药、房地产开发、钢铁、矿业、零售、服务业以及一系列战略投资，目前已稳居中国企业 100 强，旗下产业也基本进入国内前 10 强。

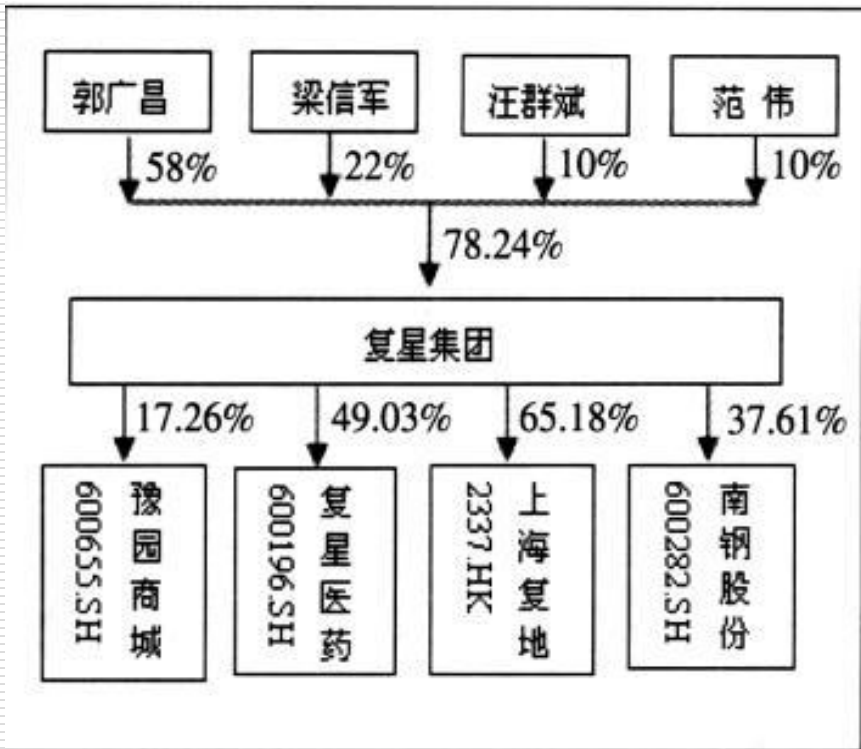


图 1 复星系主要上市公司股权结构图

资料来源:根据各上市公司 2008 年年报绘制。

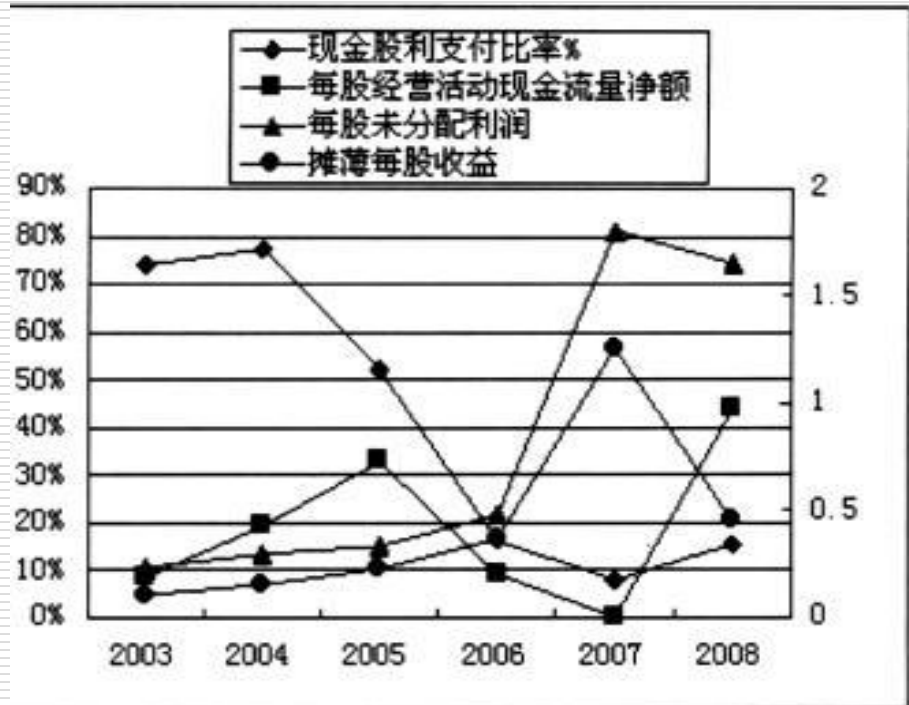


图 2 豫园商城现金股利支付率及相关每股数据

资料来源:根据豫园商城历年年报计算绘制。

过度掏空：豫园商城利益的持续输出

- 豫园商城是复星系在零售业板块的运作平台，涉及黄金饰品、饮食食品、商业零售等行业。
- 于**2001**年底进入复星系。复星集团合计占豫园商城**20%**股权，位列公司第一大股东。

1. 2003~2008 年：通过现金股利政策变动来输送利益

- 复星集团在2003年和2004年通过高派现来缓解其现金流压力，而股权分置改革之后，复星集团已经改变现金股利政策，通过减持股份和一系列资本运作获得高收益，而不愿再进行高派现。

2.2004 年：通过托管招金矿业股权输出利益

- 2004 年9 月复星集团将其在招金矿业**15%** 股权托管给豫园商城，复星集团则从豫园商城得到**7230** 万元的托管保证金。该项股权直到**2008** 年**11** 月才完成转让，占用资金达**4**年。

3.2007 年：通过中北房地产曲线易主输出利益

- 2007 年2 月，豫园商城以35.02 亿元拍到武汉市中北地块，支付5 亿元保证金。豫园商城于2007 年4月成立武汉中北房地产开发有限公司，并于2007年5 月通过为中北项目前期土地受让费及开发费贷款15.1 亿元以及为中北项目提供1 亿元贷款担保的议案。
- 2007 年6 月，上海复地通过对中北房地产溢价出资2.5776 亿元的方式获得中北房地产70%控股权，而豫园商城则仅占30%。丧失项目控制权。

表 1 中北房地产占用豫园商城资金明细(单位:万元)

	关联方	会计科目	期初余额	累计发生金额	偿还金额	期末余额	收取的资金占用费	形成原因
2007年	中北房地产	其他应收款	0	90322.56	69045	21277.56	1895.9	拆借
2008年	中北房地产	其他应收款	21277.56	7510	1718.19	27069.37	1416.79	拆借

西北师范大学商学院 张炬

zxnu@163.com

资料来源：豫园商城 2007、2008 年度关联方资金往来的审计报告。

4. 2007 年：通过转让友谊复星48%股权输出利益

- 2007 年11 月， 豫园商城受让复星医药持有的友谊复星48%股权， 该项资产账面价值33883.14 万元， 以2007 年6 月30 日为基准日协商价值确定为69996 万元， 转让价格增值高达106.58%。

表 2 友谊股份、百联西郊资产和盈利状况
(单位:万元)

	友谊股份		百联西郊	
	净利润	净资产	净利润	净资产
2006年	12420.94	216350.74	175	--
2007年	30631.67	305243.52	613.74	19188.86
2008年	13981.00	225350.21	820.63	20009.50

资料来源:友谊股份各年年报,“--”代表数据无法获得,其余数值均为调整后的数值。

从回报率上看,豫园商城2008年年报显示,友谊复星自2008年3月收购完毕到2008年末为豫园商城贡献的净利润为1087.23万元,相对于69996万元的巨额受让款来说,年回报率1.86%,甚至低于2008年一年期定期存款利率。复星集团在知晓友谊复星未来重组存在潜在风险情况下,以高溢价将该“问题资产”卖给豫园商城,从而转嫁了复星医药的风险,潜在输出了豫园商城的利益。

掏空与支持并举——南钢股份

南钢2003年进入复星系后，关联交易持续攀升。

表4 南钢股份从南钢联合处购买商品和接受劳务占比 (单位:万元,%)

	南钢联合主营业务收入(母公司报表)	从南钢联合购买商品和接受劳务数额	从南钢联合购买商品和接受劳务占比
2004年	127433.32	83199.21	65.29%
2005年	162651.66	122680.75	75.43%
2006年	198990.34	160150.84	80.48%
2007年	331424.5	308735.16	93.15%

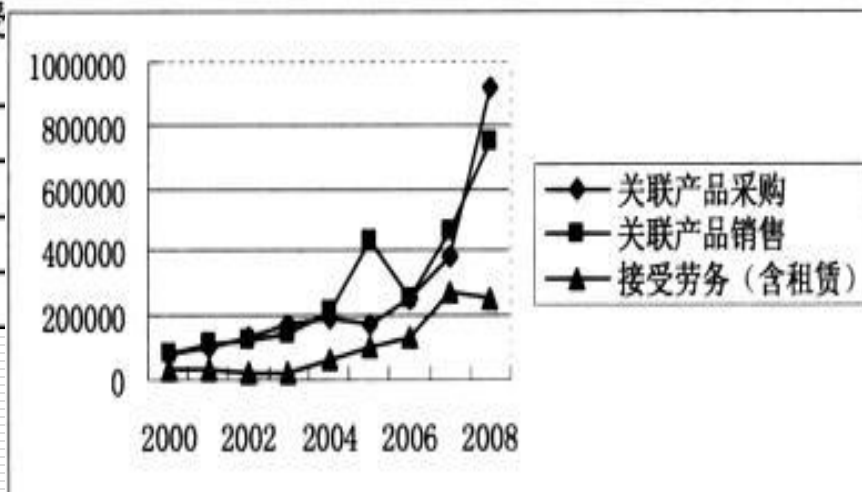


图3 南钢股份日常关联交易趋势(单位:万元)

掏空手段1：关联交易输送利益

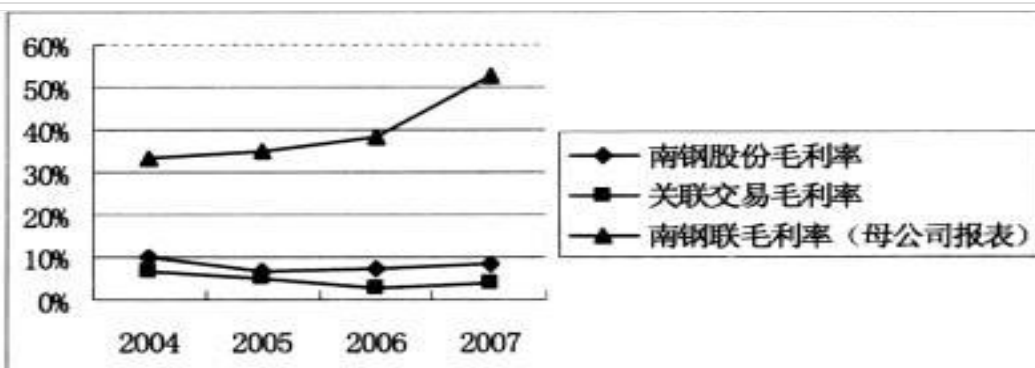
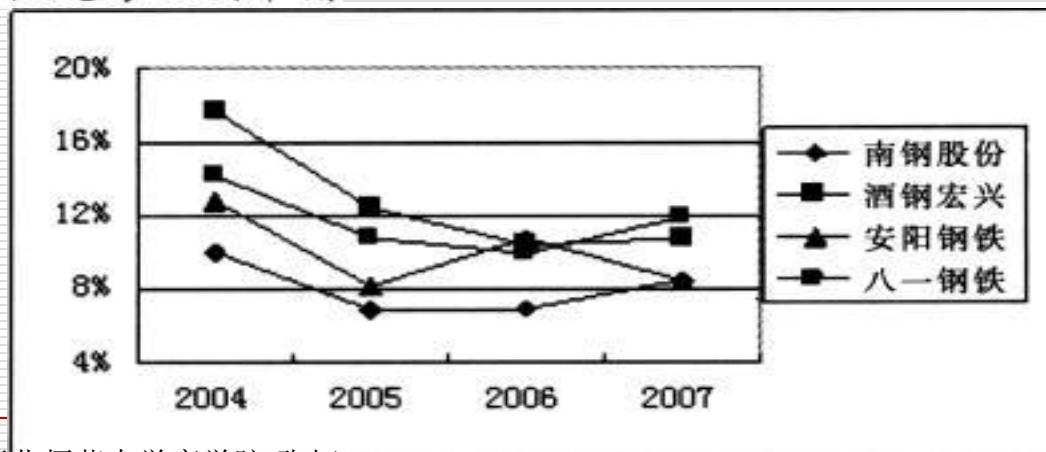


图 4 南钢股份、南钢联合及其关联交易毛利率情况



西北师范大学商学院 张焱

zxh@nwnu.edu.cn 图 5 南钢股份与其他钢铁类公司毛利率比较

掏空手段2：受让股权

- 2006年5月，南钢联合将其所持有的南钢集团经销有限公司等**11**家钢材销售公司**90%**的股权**7445.52**万元的价格售予南钢股份。
- 2007、2008，该**11**家公司中已经有**5**家公司被注销，南钢股份为这**11**家公司投入共计投入**12205.1**，2008年**11**家公司却为公司带来**757.24**万元的亏损。

支持手段1：担保输入利益

- 截至2008 年底，复星集团对南钢股份单独或者共同担保的数额累计达89 亿元人民币。

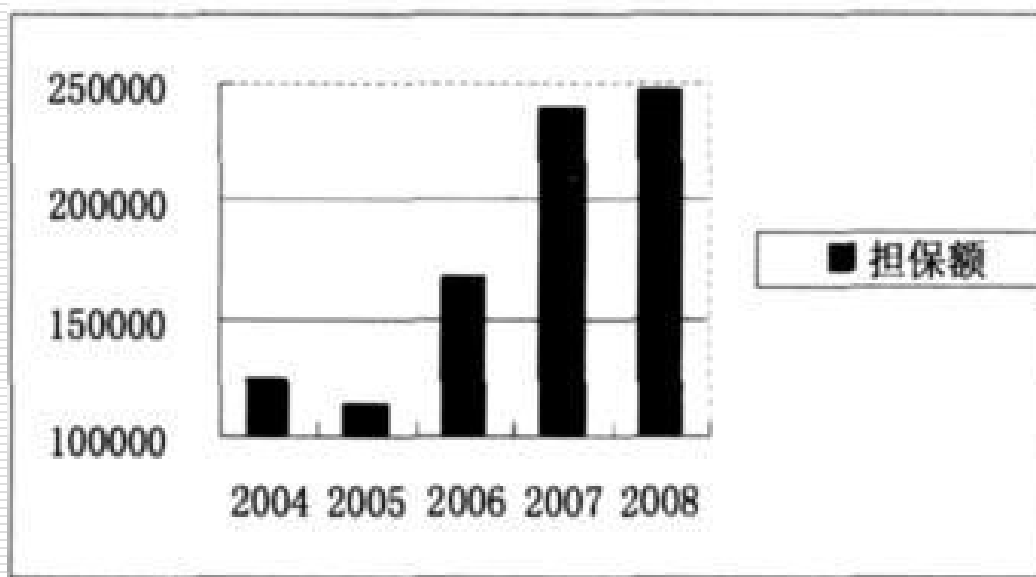


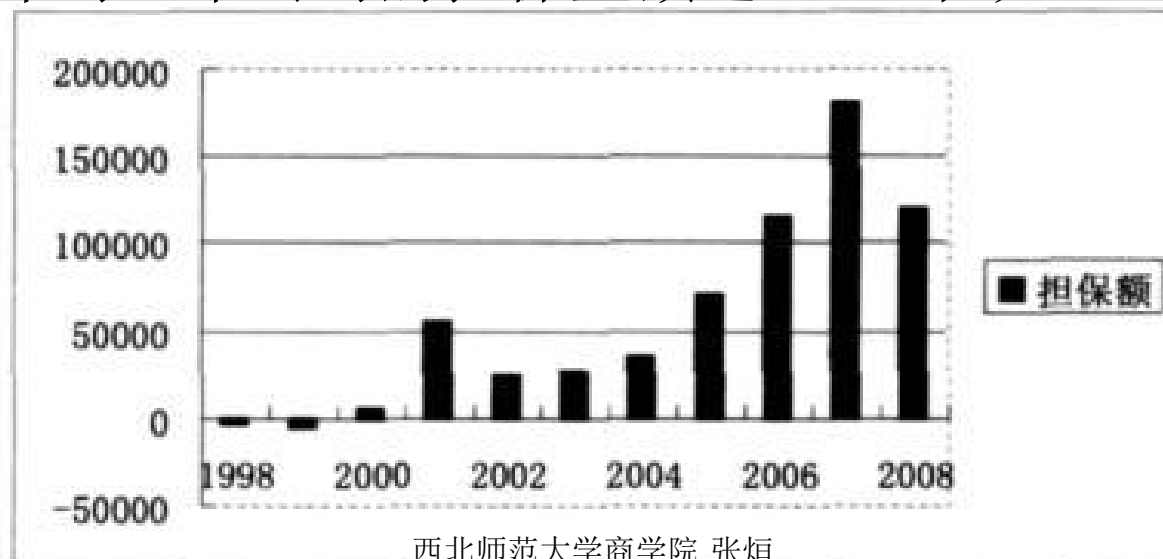
图6 复星集团对南钢股份的担保额变化
(单位: 万元)

掏空与支持并举——复星医药

- 复星医药于**1998**年上市。在上市后的**11**年中，复星集团对复星医药既存在明显的掏空行为，又存在明显的支持行为，整体呈现出前期掏空后期支持的过程。

支持手段1：担保输入利益

- 1998~2008 年：通过贷款担保实现利益的输出与输入。自2000 年以来复星集团对复星医药的担保数额逐年放大，累计达63.2 亿元，尤其是2006 年以来，平均每年对上市公司的担保金额达13.8 亿元。



西北师范大学商学院 张炬

图 7 复星集团对复星医药的贷款担保

掏空手段1：通过转让兴业银行部分股权输出利益。

- 1999年4月，复星集团将其持有的兴业银3400万股份转让给复星医药，价格7999.52万元。
- 2002年6月，复星集团又将股份购回，价格为8867.2万元。复星医药获得1387.2万元的股权转让收益，折算年平均回报率为6.18%。
- 而根据公开资料显示，复星集团于2004年6月将该股权以14960万元的价格卖出，其年平均回报率达35%。

转让复星物业输入利益

- 复星医药于2006年10月12日设立上海复星物业管理有限公司主要资产为复星商务大厦。到2006年11月23日，复星集团向复星医药购买复星物业100%股权，以2006年11月13日为基准日评估价确定为28902.99万元。
- 复星医药在短短的一个多月里就获得超过1.5亿元的投资收益。

转让友谊复星48%股权输入利益

- 如前所述，2007年11月，复星医药名下的友谊复星48%股权转让给豫园商城，复星医药2001年末获得该股权的成本为19200万元，转让价格69996万元，加上2006年获得的现金分红2400万元，该项资产的年平均投资回报率达到46.18%，为复星医药007年的业绩提升打下坚实的基础。

过度支持—上海复地

- 上海复地是复星系在房地产板块的运作平台，于2004年在香港主板上市。与其他3公司不同的是，自上海复地上市以来，复星集团与上海复地之间直接的业务往来并不多，但对上海复地的支持却十分明显。
- 提供担保，总额达到49亿元。

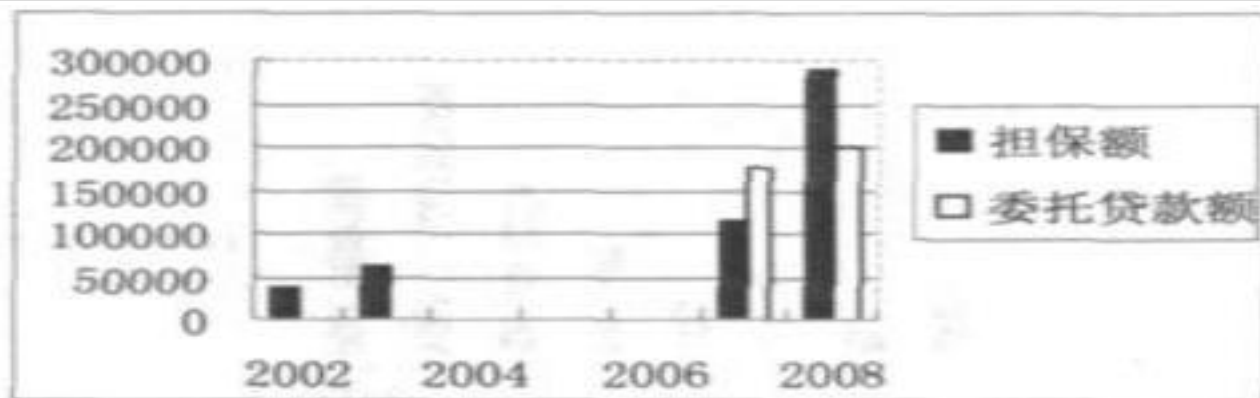


图 8 复星集团对上海复地的担保额和委托贷款额 (单位: 万元)

资料来源:根据复星集团2002-2008年年报和招股说明书绘制。
zxnu@163.com

-
- 复星集团承诺对上海复地上市前的土地进行土地增值税补偿。在2006~2008 这3 年，复星集团对上海复地补偿土地增值税金额分别为11774.6 万元、7306.2 万元、5944.1万元，累计达2.5 亿元。

表5 复星集团1998~2008年间对4个上市公司的主要掏空与支持情况

复星医药	掏空	掏空	掏空+支持	掏空+支持	掏空+支持	掏空+支持	支持	支持	支持	支持	支持
豫园商城					掏空	掏空	掏空	掏空	掏空	掏空	掏空
南钢股份						掏空+支持	掏空+支持	掏空+支持	掏空+支持	掏空+支持	掏空+支持
上海复地									支持	支持	支持
年份	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008

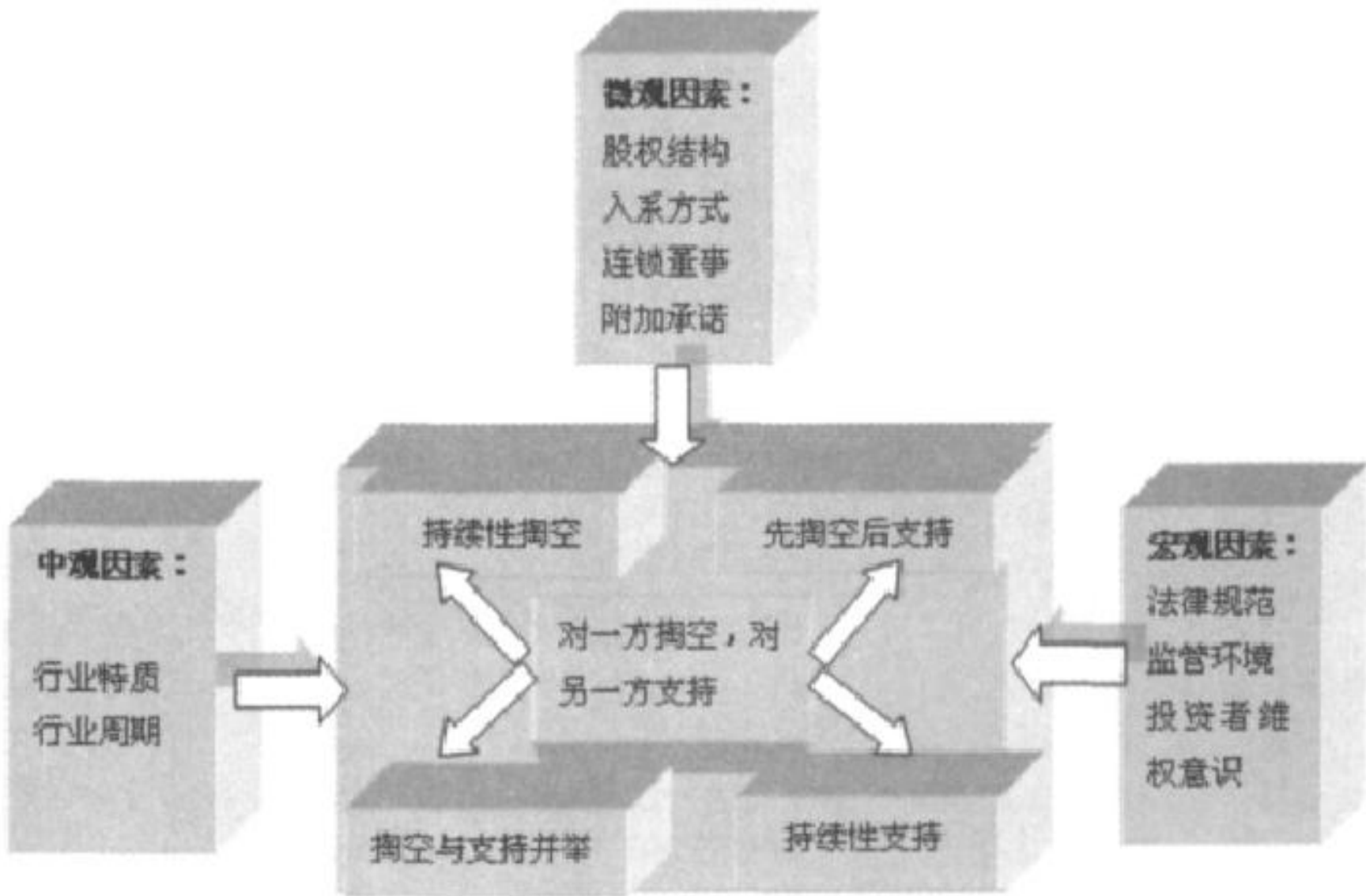


图 10 复星集团掏空与支持的内在逻辑

-
- 第一大股东较高的持股比例有助于减少控股股东的掏空行为：2007 年底复星集团对上海复地持股**52.7%**，2008 年多次增持，至2008 年底复星集团的持股比例增加到**65.18%**。豫园商城则相反，股改前复星集团持股**20%**，股改后支付对价减至**18.24%**，而到2007 年底则减持至**17.26%**。

国有股东监督缺位？

- 为何南钢联合的股权制衡以及豫园商城的高度分散的股权结构并没有带来好的监督和制衡效果？
- 南钢股份和豫园商城都属于“ 国有改制进入” 。南钢股份和豫园商城在进入复星系前都是国有企业，在地方政府的推动下它们在国企改制时引入了复星集团，并给予复星集团十分优惠的价格，更为重要的是出让了国有控制权。
- 进入复星系后，作为国有股东的代表并没有很好地行使监督职能。

连锁董事

- 连锁董事是指在两家或两家以上的公司担任董事职务的董事（Mizruchi, 1996）。
- 复星系中，复星集团正通过连锁董事加强对旗下公司的控制。复星集团在2001年底入主豫园商城时派出郭广昌、吴平和王韬光三名董事，当时均为复星集团董事。
- 现任南钢联合董事会中，来自复星集团的董事有郭广昌、丁国其、秦学棠和吕鹏，其中郭广昌、丁国其、秦学棠均为复星集团董事。
- 复星医药和上海复地董事会中，除独立董事外，大多数均为复星集团董事。

股改承诺

- 复星医药股改承诺，若公司2006年度净利润较2005年增长率低于50%；或者2007年度净利润较2005年度净利润增长率低于100%，控股股东则将向流通股股东按每持有10股送一股的方案安排追加对价一次。
- 复星集团在2006年和2007年通过股权转让来支持复星医药，从这两次股权转让可以发现一些共同点，如两次股权转让的时间都选在第4季度，两次股权转让都为复星医药带来巨大的投资收益。这正表明复星集团操纵盈余的动机。

-
- 复星医药2006年扣除非经常性损益的净利润比2005年下降了44.37%。同样，根据股改承诺，复星医药2007年的净利润至少应为38684.42万元。根据复星医药2007年第3季报显示，复星医药2007年1~9月份的净利润为28360.53万元，如果第4季度业绩与第3季度（7~9月份）的净利润8095.72万元持平，则无法达到股改要求。因此友谊复星的转让显著提高了复星医药的净利润。

行业特质

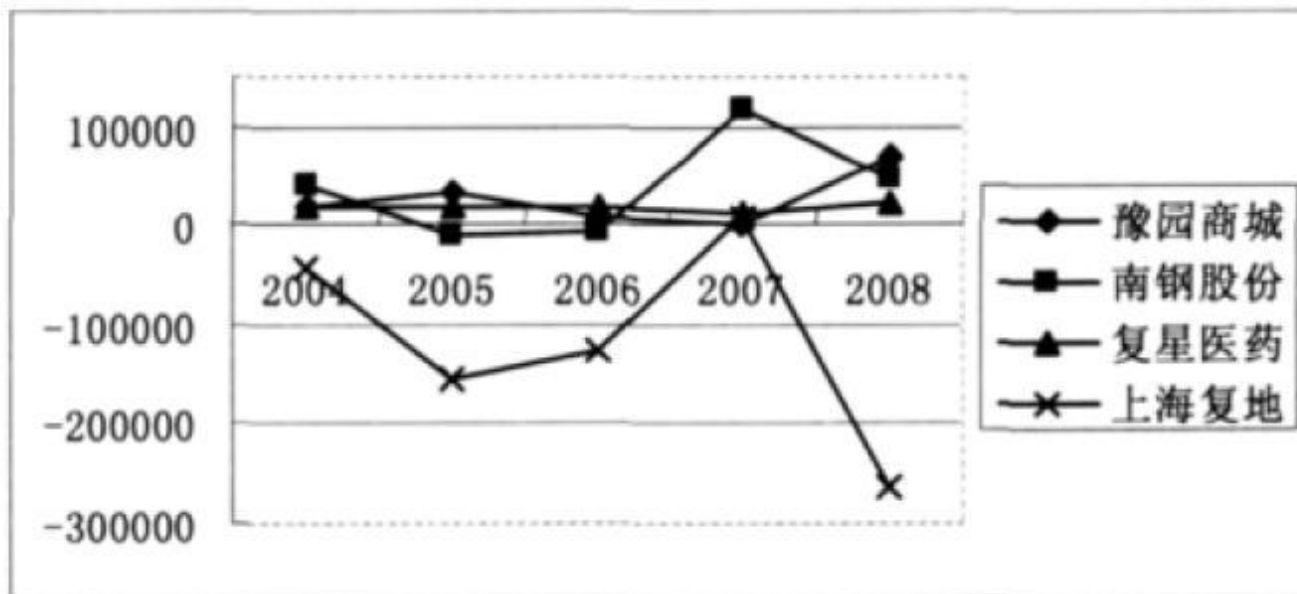


图9 4家上市公司经营活动产生的
现金流量净额比较(单位:万元)

资料来源:根据4家上市公司2004~2008年年报绘制。

行业周期

- 行业有周期性与非周期性之分，如钢铁行业与房地产行业是典型的周期性行业，而零售行业与医药行业则是典型的非周期性行业。

法律规范

- La Porta 等（1998）通过对49个国家（地区）的研究，发现普通法系比大陆法系国家有着更高的投资者保护水平，Bai 等（2004）则进一步证实到香港上市的中国内地公司的投资者保护水平更高，遭受掏空的程度更低。
- 内地资本市场的投资者保护水平较差，控股股东掏空程度更为严重。上海复地的例子是一个有力的证明。上海复地与内地3个上市公司的显著区别在于：一是与复星集团的关联交易较少，二是复星集团对上海复地不存在明显的掏空行为，而是持续的支持。

监管环境

- 一个完善的法律制度需要有一套严格的司法监管体系相配套。
- 本案例中，中国证监会上海监管局曾于**2004年10月12日**和**2007年10月10日**对豫园商城两次下达《整改通知书》，对豫园商城的公司治理情况提出整改要求。
- 南钢股份在**2007年8月10日**进行自查提出的专项活动的整改计划中也指出，南钢股份与控股股东之间存在着关联交易过多的情况。
- 较弱的司法监管体系降低了控股股东的诉讼风险损失，为其通过剩余控制“盘剥”其他外部投资者提供了可能。

投资者维权意识

- 没有投资者对控股股东提出质疑，更不会通过诉讼去维护自己的合法权益。
- 小股东简单的“用脚投票”或者“搭便车”、不作为成为大股东不公平利益输送的“另类”维护者。

讨论

- 大股东：掏空与支持（Tunneling and Propping）
- 为什么掏空或支持？
- 什么情况下掏空或支持？
- 如何掏空或支持？
- 掏空或支持的经济后果？

参考文献

- RONALD W. MASULIS, CONG WANG, and FEI XIE .Corporate Governance and Acquirer Returns . The Journal of Finance ,2007(4)
- 郑志刚.公司治理机制理论研究文献综述.南开经济研究,2004 (10)
- 姚伟,黄卓,郭磊.公司治理理论前沿综述.经济研究,2003 (5)
- 徐晓东,陈小悦.第一大股东对公司治理、企业业绩的影响分析.经济研究, 2003 (2)
- 汪辉.上市公司债务融资、公司治理与市场价值.经济研究,2003 (8)
- 杜莹, 刘立国.股权结构与公司治理效率:中国上市公司的实证分析.管理世界, 2002 (12)
- 马金城,王 磊.系族控制人掏空与支持上市公司的博弈——基于复星系的案例研究.管理世界, 2009 (12)

第四章 企业筹资与资本结构

主要内容

- 第一节 企业筹资的概述
- 第二节 股票发行
- 第三节 资本结构理论
- 第四节 我国上市公司融资行为和融资结构
- 第五节 案例与讨论

第一节 企业筹资的概述

一、筹资活动的种类

- 筹资是指企业根据其生产经营、对外投资及调整资本结构的需要，通过一定的渠道，采取适当的筹资方式，经济有效地筹措和集中所需资本的活动。按照不同的标志进行分类，形成不同种类的筹资。

- 1、短期筹资与长期筹资（按一年划分）
- 2、所有者筹资和负债筹资（按筹资属性划分）
- 3、内部筹资和外部筹资（按筹资来源划分）
- 4、直接筹资和间接筹资（按筹资是否通过中介划分）

二、筹资方式与筹资渠道

1、筹资方式的概念及种类

筹资方式是指企业筹集资本所采用的具体形式，体现着资本的属性和期限。目前有以下几种：

- (1) 吸收直接投资
- (2) 发行股票 (IPO、配股、增发)
- (3) 利用留存收益
- (4) 向银行借款
- (5) 利用商业信用
- (6) 发行企业债券
- (7) 租赁

- 2、筹资渠道的概念及种类
- 所谓筹资渠道是指企业筹集资金的来源方向或通道。体现资本的源泉和流量。目前我国筹资渠道的种类有：
 - (1) 国家财政资金
 - (2) 银行信用资金
 - (3) 非银行金融机构资金
 - (4) 其他企业资金
 - (5) 企业内部资金
 - (6) 居民个人资金
 - (7) 国外和港澳台资金

第二节 股票发行

一、主要内容

■ IPO

首次公开募股 (*Initial Public Offerings*, 简称IPO): 是指一

家企业或公司 (股份有限公司) 第一次将它的股份向公众出售 (首次公开发行, 指股份公司首次向社会公众公开招股的发行方式)。

■ 配股

配股是上市公司向原股东发行新股、筹集资金的行为。按照惯例, 公司配股时新股的认购权按照原有股权比例在原股东之间分配, 即原股东拥有优先认购权。

- 公开增发

公开增发就是面对社会大众再发新股。

- 定向增发（私募）

定向增发是指上市公司向符合条件的少数特定投资者非公开发行股份的行为，规定要求发行对象不得超过10人，发行价不得低于公告前20个交易日

的90%，发行股份12个月内(认购后变成控股股东或拥

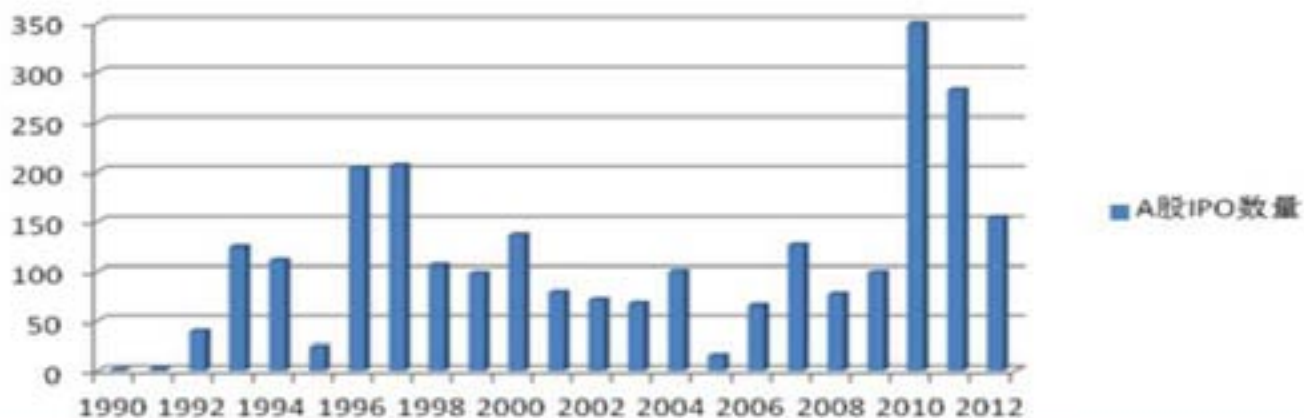
有实际控制权的36个月内)不得转让。

发行的对象多为原有的大股东和新的机构投资者。

zxwru@163.com

A股上市公司基本情况

A股IPO数量



	A股	上交所	深交所	主板	中小板	创业板	新三板
上市数量	2512	2094	1564	1414	719	379	757

A股上市公司基本情况

A股发行上市总体流程



表 1

1993—2007 年上市公司 A 股股权再融资情况

年份	上市公司家数	再融资总额(亿元)	配股			增发			定向增发		
			家数	金额(亿元)	比例(%)	家数	金额(亿元)	比例(%)	家数	金额(亿元)	比例(%)
1993	177	81.85	74	81.85	100.00	0	0	0.00	0	0	0.00
1994	287	50.16	67	50.16	100.00	0	0	0.00	0	0	0.00
1995	311	62.83	67	62.83	100.00	0	0	0.00	0	0	0.00
1996	514	69.89	49	69.89	100.00	0	0	0.00	0	0	0.00
1997	720	198	111	198	100.00	0	0	0.00	0	0	0.00
1998	825	365.43	153	334.97	91.66	6	30.46	8.34	0	0	0.00
1999	921	389.25	117	320.27	82.28	6	59.75	15.35	2	9.23	2.37
2000	1 010	686.06	162	511.09	74.50	21	174.97	25.50	0	0	0.00
2001	1 130	650.08	126	430.64	66.24	24	217.21	33.41	1	2.23	0.34
2002	1 199	224.01	21	55.75	24.89	29	166.22	74.20	1	2.04	0.91
2003	1 261	184.58	25	69.98	37.91	16	114.6	62.09	0	0	0.00
2004	1 377	262.02	23	104.54	39.90	12	157.48	60.10	0	0	0.00
2005	1 381	272.42	2	2.62	0.96	4	269.8	99.04	0	0	0.00
2006	1 400	1 052.24	2	4.32	0.41	7	111.32	10.58	50	936.6	89.01
2007	1 526	3 577.63	7	232.55	6.50	30	675.03	18.87	133	2 670.05	74.63
合计		8 126.45	1 006	2 529.46	31.13	155	1 976.84	24.33	187	3 620.15	44.55

- 上市公司在做出股权再融资选择时,会首选私募发行新股,其次公开增发新股,最后才是配股。
- 定向增发新股融资引入了机构投资者,可以强化对上市公司的监管,从而降低代理成本,提高上市公司的业绩;并且,相对于配股、公开增发新股而言,定向增发新股融资的手续更简单,“门槛”更低,因此,目前定向增发新股融资是中国上市公司股权再融资的最佳选择。

二、股票发行审核

- 股票发行审核制度分为3种：审批制、核准制和注册制。
- 审批制：股票发行需满足信息公开的各项条件，而且还要通过计划指标前提下更严格的实质性审查。
- 审批制的主要特点为：企业的选择和推荐，由地方和主管政府机构根据额度决定的；企业发行股票的规模，按计划来确定；发行审核由直接由证监会审批通过；在股票发行方式和股票发行定价上较多行政干预。

- 核准制：证券监管机构对股票发行人所公开的信息的真实性进行审核，而且依据法令标准对发行人进行实质审查。只有经证券监管机构审查核准后才允许发行股票。
- 核准制的主要特点为：
一是在选择和推荐企业的方面，由主承销商培育、选择和推荐企业，增加了承销商的责任。二是在企业发行股票的规模上，由企业根据资本的运营的需要进行选择，以适应企业按市场规律持续成长的需要。三是在发行审核上，将逐步转向强制性信息披露和合规性审核，发挥股票发行审核委员会的独立审核功能。四是在股票发行定价上，由发行人与主承销商协商，并充分反映投资者的需求，使发行定价真正反映公司股票的内含价值和投资风险。五是在股票发行方式上，提倡和鼓励发行人和主承销商进行自主选择和创新，建立最大限度地利用各种优势、由证券发行人和承销商各担风险的机制。

- 注册制：证券监管机构对股票发行人所公开的信息作形式要件和真实性进行审核，而不做实质条件的限制。
- 注册制的核心是只要证券发行人提供的材料不存在虚假、误导或者遗漏，即使该证券没有任何投资价值，证券主管机关也无权干涉，因为自愿上当被认为是投资者不可剥夺的权利。

---中国资本市场计划实行注册制？你如何看待？

IPO发行审核制度变迁



- 2013年11月16日，《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》：“推进股票发行注册制改革”
- 2013年11月30日，证监会制定并发布《关于进一步推进新股发行体制改革的意见》

IPO发行审核制度变迁



《关于进一步推进新股发行体制改革的意见》

- 1. **以信息披露为中心**，加大信息公开力度，审核标准更加透明，审核进度同步公开，通过提高新股发行各层面、各环节的透明度，努力实现公众的全过程监督。
- 2. 监管部门对新股发行的审核重在**合规性审查**，企业价值和风险由**投资者和市场自主判断**。
- 3. 经审核后，新股何时发、怎么发，将由**市场自我约束、自主决定**，发行价格将更加真实地反映供求关系。

三、IPO准入条件变迁

- 我国证券市场初创于由传统计划经济向市场经济过渡的特定历史时期,发展初期,证券市场定位于为国有企业筹集资金和体制改革服务。
- 在起步和发展的前10年(1990~2000),上市资格几乎全部被国有企业独享,这一时期,我国股票发行额度的分配带有明显的计划经济痕迹,股票发行制度是具有较强行政色彩的实质性审批。

- 总量控制，切块下达：1993-1995年采取审批制下的额度管理，即国务院证券委员会根据经济发展和证券市场情况确定总的额度，再将额度分配到各个地区和行业，由省或者行业主管部门确定可以发行股票的企业。
- 总量控制，限制家数：1996-2000年采取审批制下的指标管理，即国务院证券委员会确定一定时期内发行上市的企业家数，向省政府和行业主管部门下达上市指标，省政府或行业主管部门在指标内推选企业，由证券主管部门对企业材料进行审核。

- 1999年7月1日《证券法》的实施对发行监管制度做了改革，其第十五条明确规定“国务院证券监管机构依照法定条件负责核准股票发行申请”。
- 2000年3月中国证监会发布了《中国证监会股票发行审核程序》、《股票发行上市辅导工作暂行办法》，构建了股票发行上市核准制的基本框架。
- 核准制是指发行人在申请发行股票时需进行强制性信息披露，监管机构除进行合规性审查外，还对发行人的行业、素质、前景进行实质性审查，作为是否核准的依据。

- 2001年3月17日中国证监会正式取消了股票发行的额度和指标，核准制取代了行政审批，实施核准制下的“通道”管理体制。
- 2001年3月29日中国证券业协会对通道作出了解释：每家证券公司一次只能推荐一定数量的企业申请发行股票，由证券公司对拟推荐企业逐一排队，按序推荐，所推荐企业每核准一家（2001年6月24日调整为“每公开发行一家”）才能再报一家。
- 具有主承销商资格的证券公司拥有的通道数量最多为8条最少为2条。至2005年1月1日通道制被废除时，全国83家证券公司一共拥有318条通

- 2004年2月1日中国证监会正式开始实施《证券发行上市保荐制度暂行办法》，建立起核准制下的保荐制度。
- 保荐制是指券商负责发行人的上市推荐和辅导，核准公司发行文件中所载资料的真实、完整、准确，协助发行人建立严格的信息披露制度，不仅承担上市后的持续督导，还将责任落实到个人。
- 保荐制度的核心是建立保荐机构和保荐代表人的问责机制。

■ 与审批制相比核准制有以下特点：

- (1) 取消额度控制；
- (2) 取消二级审核制，即地方政府和行业主管的推荐职能被取消；
- (3) 发行价格由发行人和主承销商根据对市场情况的了解和机构投资者的询价协商确定；
- (4) 发行方式上鼓励发行人和主承销商自主选择和创新，由发行人和主承销商承担风险；
- (5) 由主承销商培育、选择、推荐企业，增加主承销商责任；
- (6) 强制性信息披露，将一切对投资者可能产生影响的信息都披露出来，信息披露的要求由重形式向重实质转化。

表1 三类发行审核制度比较

项目	注册制	核准制	审批制
审核原则	信息公开原则,对信息披露情况进行事后监管	实质性管理原则,强调监管审核	完全行政审批原则
审核内容	仅进行形式审查,不进行实质判断	须进行实质审查,判断是否核准申请	二级审核制
审核方式	形式审查	实质审查	形式及实质的全面审查
审核主体	中介机构	中介机构	主管部门
审核效率	较高	相对较低	较低
透明度	相对较高,审核机构难以人为干预	相对较低,审核机构有较大裁量权	较低,完全行政审批
推荐主体	中介机构	中介机构	主管部门
代表市场	美国、日本、中国台湾	英国、德国、中国香港、中国(1999年以后)	中国(1999年以前)

■ *IPO*条件的变化会带来哪些后果？

- 从只规定配额不限家数到既规定配额又限制家数？
- 从审批制到核准制？

- 总量控制，限报家数政策出台后，各地方、部门的上市策略选择转变为尽量做大新上市公司的发行规模，在上市公司家数既定的前提下，筹集尽可能多的资金。
- 总量控制，限报家数政策达到了扶持国有大中型企业上市目的，但也引发了捆绑上市现象，一些获得上市额度却又找不到适合规模企业上市的地方政府(或部委)为了尽量用足上市额度，只好将原来相互独立的若干个企业捆绑在一起推向市场。捆绑上市是行政分配上市资源制度的产物。

剥离上市后果—青岛海尔2009

- 关联采购占总采购的64%左右。

关联交易方	关联关系	关联交易类型	关联交易金额	占同类交易金额的比例(%)
青岛海尔零部件采购有限公司	关联人（与公司同一董事长）	购买商品	13,494,128,944.09	47.02
合肥海尔物流有限公司	关联人（与公司同一董事长）	购买商品	2,417,316,404.49	8.42
海尔集团(大连)电器产业有限公司	关联人（与公司同一董事长）	购买商品	741,968,788.07	2.59
青岛海尔国际贸易有限公司	其他关联人	购买商品	594,111,946.64	2.07
重庆海尔物流有限公司	关联人（与公司同一董事长）	购买商品	402,158,801.49	1.40
青岛海尔模具有限公司	关联人（与公司同一董事长）	购买商品	271,515,940.73	0.95
海尔集团电器产业有限公司	关联人（与公司同一董事长）	购买商品	220,802,318.89	0.77
大连海尔国际贸易有限公司	关联人（与公司同一董事长）	购买商品	180,328,668.87	0.63
海尔集团青岛冷凝器厂	其他关联人	购买商品	126,527,163.69	0.44
青岛经济技术开发区海尔能源动力有限公司	关联人（与公司同一董事长）	水电汽等其他公用事业费用(购买)	81,862,270.39	0.29
海尔集团技术研发中心	母公司的全资子公司	受让研究与开发项目	53,202,021.94	0.19
青岛海尔能源动力有限公司	关联人（与公司同一董事长）	水电汽等其他公用事业费用(购买)	49,971,459.95	0.17
青岛海水达物业管理有限公司	关联人（与公司同一董事长）	水电汽等其他公用事业费用(购买)	44,821,292.51	0.16
青岛海尔营销策划有限公司	其他关联人	购买商品	40,419,572.31	0.14
青岛海尔新材料研发有限公司	关联人（与公司同一董事长）	购买商品	36,595,924.68	0.13
其他关联方	其他关联人	其它流出	406,488,067.83	1.42
海尔集团电器产业有限公司	关联人（与公司同一董事长）	销售商品	2,714,279,634.18	8.23

■ 关联销售占到总销售的20%以上。

青岛海尔零部件采购有限公司	关联人（与公司同一董事长）	销售商品	2,492,340,078.95	7.56
海尔集团(大连)电器产业有限公司	关联人（与公司同一董事长）	销售商品	870,584,155.32	2.64
合肥海尔物流有限公司	关联人（与公司同一董事长）	销售商品	275,092,032.11	0.83
重庆海尔物流有限公司	关联人（与公司同一董事长）	销售商品	130,893,664.62	0.40
青岛海尔厨房设施有限公司	关联人（与公司同一董事长）	销售商品	65,158,582.76	0.20
青岛海尔国际贸易有限公司	其他关联人	销售商品	63,403,217.84	0.19
青岛海尔国际旅行社有限公司	关联人（与公司同一董事长）	销售商品	41,737,138.70	0.13
青岛海尔信息塑胶研制有限公司	关联人（与公司同一董事长）	销售商品	37,615,915.95	0.11
三菱重工海尔(青岛)空调机有限公司	其他关联人	销售商品	16,376,766.18	0.05
其他关联方	其他关联人	其它流入	179,819,386.38	0.55

表 1 1996 年前后新股发行规模对比

	发行期间	均值	最小值	中位数	最大值
发行规模 (万股)	1991~ 1996	3090	400	2030	68781
	1997~ 2000	7231	1000	5200	187700
筹资金额 (万元)	1991~ 1996	14350	1200	10360	237294
	1997~ 2000	46650	3300	34200	784586

资料来源 根据中国证监会网站新股发行资料整理而成。

四、上市条件

- 2006年5月证监会发布《首次公开发行股票并上市管理办法》：最近3个会计年度净利润均为正数且累计超过人民币3000万元，净利润以扣除非经常性损益前后较低者为计算依据；最近3个会计年度经营活动产生的现金流量净额累计超过人民币5000万元，或者最近3个会计年度营业收入累计超过人民币3亿元。
- 2009年5月证监会发布《首次公开发行股票并在创业板上市管理暂行办法》规定首次公开发行股票并在创业板上市的公司，需满足以下两个条件之一：1最近两年连续盈利，最近两年净利润累计不少于一千万元，且持续增长；2最近一年盈利，且净利润不少于五百万元，最近一年营业收入不少于五千万元，最近两年营业收入增长率均不低于百分之三十。其中净利润以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据。

五、上市成本

■ 中介费用

企业上市必需的合作中介包括券商、会计师事务所、资产评估机构、律师事务所、其他咨询机构、财经公关机构等。中介费用的高低取决于合作双方的协议结果，它的主要影响因素包括目标融资额、合作方的规模与品牌、企业基础情况决定的业务复杂程度、市场行情等。部分中介费用可以延迟至成功募资后再实际支付。

■ 税务成本

1、企业财务人员信息和业务层面的原因导致少缴税款。比如对某些偶然发生的应税业务未申报纳税；税务与财务在计税基础的规定上不一致时，常导致未按照税务规定申报纳税的情况发生。

2、财务管理不规范，收入确认、成本费用列支等不符合税法规定，导致少缴税款。这种现象在企业创立初期规模较小时普遍发生。

3、关联交易处理不慎往往会形成巨额税务成本。新的所得税法和近期出台的特别纳税调整管理办法对关联交易提出了非常明确的规范性要求。关联企业之间的交易行为如存在定价明显偏低现象，税务机关有权就其关联交易行为进行调查，一旦确认关联交易行为影响到少缴税款的，税务机关可裁定实施特别纳税调整。

■ 社保成本

在劳动密集型企业，往往存在劳动用工不规范的问题。比如降低社保基数、少报用工人数、以综合保险代替城镇社保、少计加班工资、少计节假工资等等。目前发审委对于企业劳动用工的规范要求异常严格，因此，拟上市公司一般均会因此付出更高的社保成本。

■ 上市筹备费用

上市筹备工作是一个系统工程。各个职能部门按照上市公司的规范性要求提升管理工作水平；组建专业的上市筹备工作团队对整个上市筹备工作进行组织与协调；公司治理、制度规范、流程再造培训费用；为加强内部控制规范而新增的管理成本等。

■ 高级管理人员报酬

除了高管的固定薪资之外，还要考虑高管激励政策。在目前的市场环境下，大多数企业会采用高管持股计划或期权计划作为对高级管理人员的主要激励手段。

对于中小民营企业，上市需要考虑的高级管理人员报酬问题有时还表现在高级管理人员的增加上。大多数中小民营企业为了满足公司治理的要求，不得不安排更多的董、监事会成员和高级管理人员。

■ 风险成本

企业上市决策面临的**最大风险**就是上市申报最终不能得到发审委的通过，这意味着企业上市工作失败。

严格的信息披露要求，使得公司的基本经营情况被公开，给了竞争对手一个学习的机会。中介机构掌握着大量企业的重要信息，同样面临流失的风险。上市工作的失败，还使得改制规范过程中付出的**税务成本、社保成本、上市筹备费用、中介费用**等前期成本费用支出变成**沉没成本**，无法在短期内得到弥补。

■ 承销费用占比最大

在整个上市过程里，**承担最多工作**的券商收取的费用是**最高的**。

案例：上市有多难

- 2010年12月28日，中小板开市以来第一只被戴上ST帽子的ST张铜(002075)发布公告称，公司进行重大资产重组暨向沙钢集团定向发行股份，收购其持有的淮钢特钢63.79%股权获证监会批准。
- 这意味着三年来持续亏损，一度被暂停上市的ST张铜终于成功保壳，而中国最大的民营钢铁企业沙钢集团则成功实现了借壳，此前沙钢上市之路已经走了16年。

第一次“让位”

- 沙钢集团的上市之路要追溯到1994年,那时沙钢集团已具备了上市的基本条件,当时发展的迅猛态势也有庞大的资金需求。
- 上市申请上报到江苏省证监局后,江苏省政府却作出了让沙钢集团“让一让”的决定,让位的对象是当时有国资背景的南京钢铁公司(下称南钢)。
- 当时沙钢比南钢更具有上市的便利条件,沙钢已经完成了股份制改造,而南钢还没有。省里明确表态,为了配合南钢上市,省里可以等它股份制改造完成。---对民营企业的一种歧视?
- 当初沙钢集团“让位”的另一个原因是,沙钢集团从银行融资很容易。由此,相关部门和地方政府认为,上市对沙钢并非刻不容缓。

第二次“让位”

- 时隔三年后的1997年,沙钢再次提出上市申请,江苏省政府再一次叫其“让一让”。沙钢“让位”的对象仍然是一家国有企业。

不吃烂苹果

- 2000年左右,相关部委的人士向沙钢推荐通过其他途径上市。当时,共青团中央和全国妇联都有上市指标,如果沙钢集团为这些单位提供两三千万元的赞助,就可以获得一个上市指标,但这种提议遭到了沙钢的拒绝。
- 据李新仁回忆,当时相关部委人士说,争取共青团中央和全国妇联等单位的上市指标也是正路——由于没有经费划拨给他们,国家为其提供了上市指标,目的也是让其自行筹措经费,但沙钢坚持要通过正常途径逐级上报,使上市机会又一次流失。
- 沙钢集团做出不上市的决定还来自于上市过程中高企的“灰色成本”。

- 钢企上市的重要性在2002年以后开始显现——2002年至2006年,受国际、国内经济环境的影响,汽车制造等新兴产业兴盛。与此同时,上游的钢铁产品升级浪潮开始。
- 升级需要大笔资金

引入外援不成

- 2005年,沙钢曾试图引入外援解决资本不足的问题。这个引资对象,就是赫赫有名的国际钢铁集团——韩国浦项钢铁。浦项在2006年全球排名仅次于米塔尔、新日铁和JFE,位居第四,排在宝钢之前。浦项与沙钢早有合作,双方于1996年在张家港合资成立了年产40万吨的张家港浦项不锈钢有限公司。
- 2005年4月20日,国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议,审议并原则通过了《钢铁产业发展政策》,其中第23条规定:外商投资中国钢铁行业,原则上不允许外商控股。而浦项钢铁要求控股,因此合作泡汤。

首次借壳不成

- 到了2007年,随着沙钢集团产能的迅速膨胀,它面临的融资压力越来越大,上市需求愈发强烈。
- 同年初,沙钢用了1个月时间洽购辽宁1家上市公司——凌源钢铁股份有限公司。在凌源钢铁和当地政府几乎都准备同意的最后一刻,交易功亏一篑,理由是辽宁省政府不同意将钢铁企业卖给外地,最终辽宁本地国企鞍钢得手。
- 沙钢只是在江苏省内有较好的政府人脉,在其他省则优势尽失,其民营身份一般为当地政府所忌惮。

引入风投不成

- 随着沙钢上市计划的再次碰壁，美国高盛集团闻风而来。高盛集团欲斥资66亿元收购沙钢10%股权，双方本已草签协议，却又因未获主管部门批准而搁浅。
- “这是一种非常典型的身份歧视。高盛购买沙钢10%的股份并没有违反相关产业政策，为什么不批？我们民营企业的身份非常尴尬，自己的东西要卖给谁却要别人来批，而审批单位又不承担风险，这本身就非常不合理。” 总经理李新仁提及此事就异常气愤。

讨论

- 如何看待企业上市的成本和收益？
- 对上市公司来说，除了上市初始成本外，对原股东来说，最大的成本是什么？
- 我国企业争先上市的原因是什么？

第三节 资本结构理论

一、资本结构的概念

- 资本结构是指企业各种资本的价值构成及其比例关系，是企业一定时期筹资组合的结果。
- 资本结构有广义和狭义之分。广义的资本结构是指企业全部资本的各种构成及其比例关系。
- 狭义的资本结构是指企业各种长期资本的构成及其比例关系，尤其是指长期债务资本与（长期）股权资本之间的构成及其比例关系。

二、资本结构的种类

■ 1. 资本的权属结构

- 一个企业全部资本就权属而言，通常分为两大类：一类是股权资本，另一类是债务资本。企业的全部资本按权属区分，则构成资本的权属结构。资本的权属结构是指企业不同权属资本的价值构成及其比例关系。

■ 2. 资本的期限结构

- 一个企业的全部资本就期限而言，一般可以分为两大类：一类是长期资本；另一类是短期资本。这两类资本构成企业资本的期限结构。资本的期限结构是指不同期限资本的价值构成及其比例关系。

三、资本结构的价值基础

■ 1. 资本的账面价值结构

- 是指企业资本按会计账面价值基础计量反映的资本结构。它不太适合企业资本结构决策的要求。

■ 2. 资本的市场价值结构

- 是指企业资本按现时市场价值基础计量反映的资本结构。它比较适于上市公司资本结构决策的要求。

■ 3. 资本的目标价值结构

- 是指企业资本按未来目标价值计量反映的资本结构。它更适合企业未来资本结构决策管理的要求。

四、资本结构的意义

- 合理安排债务资本比例可以降低企业的综合资本成本率。
- 合理安排债务资本比例可以获得财务杠杆利益。
- 合理安排债务资本比例可以增加公司的价值。

一般而言，一个公司的现实价值等于其债务资本的市场价值与权益资本的市场价值之和，用公式表示为： $V=B+S$ 。

五、资本结构的理论观点

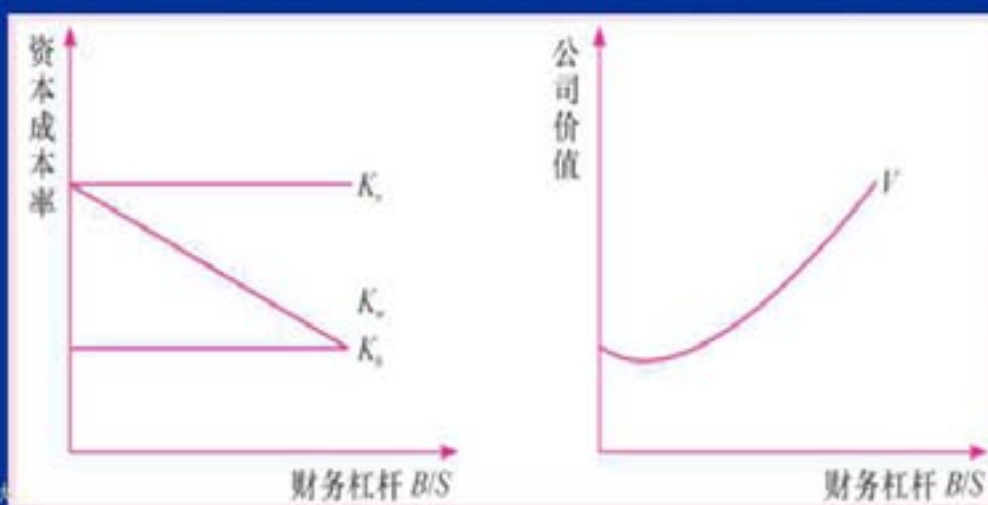
- 1.早期资本结构理论
- 2.MM资本结构理论观点
- 3.新的资本结构理论观点

1.早期资本结构理论

- 净收益观点
- 净营业收益观点
- 传统折中观点

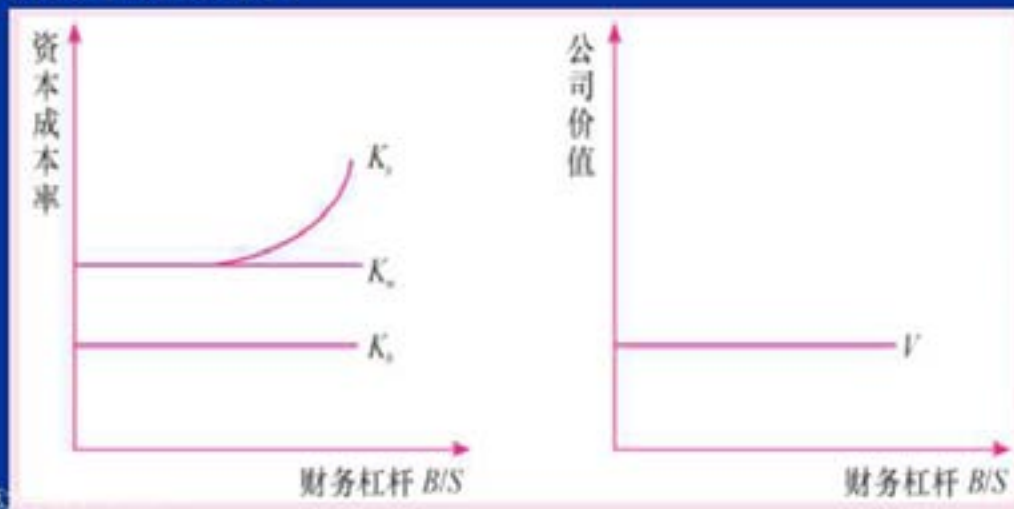
净收益观点

- 这种观点认为，在公司的资本结构中，债务资本的比例越大，公司的净收益或税后利润就越多，从而公司的价值就越高。



净营业收益观点

- 这种观点认为，在公司的资本结构中，债务资本的多寡，比例的高低，与公司的价值没有关系。



对上述两种观点的评价

- 净收益观点是一种极端的资本结构理论观点。这种观点虽然考虑到财务杠杆利益，但忽略了财务风险。很明显，如果公司的债务资本过多，债务资本比例过高，财务风险就会很高，公司的综合资本成本率就会上升，公司的价值反而下降。
- 净营业收益观点是另一种极端的资本结构理论观点。这种观点虽然认识到债务资本比例的变动会产生公司的财务风险，也可能影响公司的股权资本成本率，但实际上，公司的综合资本成本率不可能是一个常数。公司净营业收益的确会影响公司价值，但公司价值不仅仅取决于公司净营业收益的多少。

传统折中观点

- 介于上述两种极端观点之间的折中观点。
- 按照这种观点，增加债务资本对提高公司价值是有利的，但债务资本规模必须适度。如果公司负债过度，综合资本成本率只会升高，并使公司价值下降。
- 上述早期的资本结构理论是对资本结构理论的一些初级认识，有其片面性和缺陷，还没有形成系统的资本结构理论。

2.MM资本结构理论观点

- (1) MM资本结构理论的基本观点
- (2) MM资本结构理论的修正观点

(1) MM资本结构理论的基本观点

- 1958年，美国的莫迪格莱尼和米勒两位教授合作发表“资本成本、公司价值与投资理论”一文。
- 基本观点：在符合该理论的假设之下，公司的价值与其资本结构无关。公司的价值取决与其实际资产，而非各类债务和股权的市场价值。
- 命题 I：无论公司有无债务资本，其价值（普通股资本与长期债务资本的市场价值之和）等于公司所有资产的预期收益额按适合该公司风险等级的必要报酬率予以折现。
- 命题 II：利用财务杠杆的公司，其股权资本成本率随筹资额的增加而提高。因此，公司的市场价值不会随债务资本比例的上升而增加，因为便宜的债务给公司带来的财务杠杆利益会被股权资本成本率的上升而抵消，最后使有债务公司的综合资本成本率等于无债务公司的综合资本成本率，所以公司的价值与其资本结构无关。

(2) MM资本结构理论的修正观点

- 莫迪格莱尼和米勒于1963年合作发表了另一篇论文“公司所得税与资本成本：一项修正”。
- 修正观点：若考虑公司所得税的因素，公司的价值会随财务杠杆系数的提高而增加，从而得出公司资本结构与公司价值相关的结论。
- 命题 I：有债务公司的价值等于有相同风险但无债务公司的价值加上债务的税上利益。
- 命题 II：MM资本结构理论的权衡理论观点。MM资本结构理论的权衡理论观点认为，随着公司债务比例的提高，公司的风险也会上升，因而公司陷入财务危机甚至破产的可能性也就越大，由此会增加公司的额外成本，降低公司的价值。因此，公司最佳的资本结构应当是节税利益和债务资本比例上升而带来的财务危机成本与破产成本之间的平衡点。

3.新的资本结构理论观点

■ 代理理论

- 债务资本适度的资本结构会增加股东的价值。

- 代理理论认为，企业资本结构会影响经理人员的工作水平和其他行为选择，从而影响企业未来现金收入和企业市场价值。该理论认为，债权筹资有很强的激励作用，并将债务视为一种担保机制。这种机制能够促使经理多努力工作，少个人享受，并且作出更好的投资决策，从而降低由于两权分离而产生的代理成本；但是，负债筹资可能导致另一种代理成本，即企业接受债权人监督而产生的成本。均衡的企业所有权结构是由股权代理成本和债权代理成本之间的平衡关系来决定的。

■ 信号传递理论

- 公司价值被低估时会增加债务资本；反之，公司价值被高估时会增加股权资本。
- 信号传递理论认为，公司可以通过调整资本结构来传递有关获利能力和风险方面的信息，以及公司如何看待股票市价的信息。各投资既定时，公司的筹资结构可以看作市场对内部人员的私有信息的外在化的一种反映，从而将筹资结构问题归结为公司对非对称信息的处理问题。在企业投资机会方面，经理人员与普通投资者之间存在信息不对称，通常前者总能比后者了解更多的与投资紧密相关的各种信息，这种信息不对称会直接影响企业的筹资顺序及最佳资本结构的确定。

- 优选顺序理论（优序融资理论、啄食理论）
 - 不存在明显的目标资本结构。
 - 虽然留存收益和增发新股均属股权筹资，但前者最先选用，后者最后选用。获利能力强的公司之所以安排较低的债权比率，并不是由于以确立较低的目标债权比率，而是由于不需要外部筹资，获利能力较差的公司选用债权筹资是由于没有足够的留存收益，而且在外部筹资选择中债权筹资为首选。
 - 公司倾向于首先采用内部筹资；如果需要外部筹资，公司将先选择债券筹资，在选择其他外部股权筹资，这种筹资顺序的选择也不会传递对公司股价产生比例影响的信息。

- 从成熟的证券市场来看，企业的筹资优序模式首先是内部筹资，其次是借款、发行债券、可转换债券，最后是发行新股筹资。但是，20世纪80年代新兴证券市场具有明显的股权融资偏好。

第四节 我国上市公司融资行为和 融资结构

表 2. 三种融资方式融资量变化情况（单位：亿元）

年份	股票	债券	借款
2003	1619.13	35.40	26310.23
2004	2305.46	353.65	32836.78
2005	1309.63	214.89	52969.76
2006	2922.41	1358.01	51981.97
2007	6757.29	1728.59	62995.48
2008	8832.17	3774.13	92660.65
2009	6727.44	3967.07	103228.16
2010	13116.08	4418.95	115663.68
2011	11444.51	9243.26	132227.68
2012	12906.43	18779.69	221141.21
均值	6794.06	4387.37	89201.56

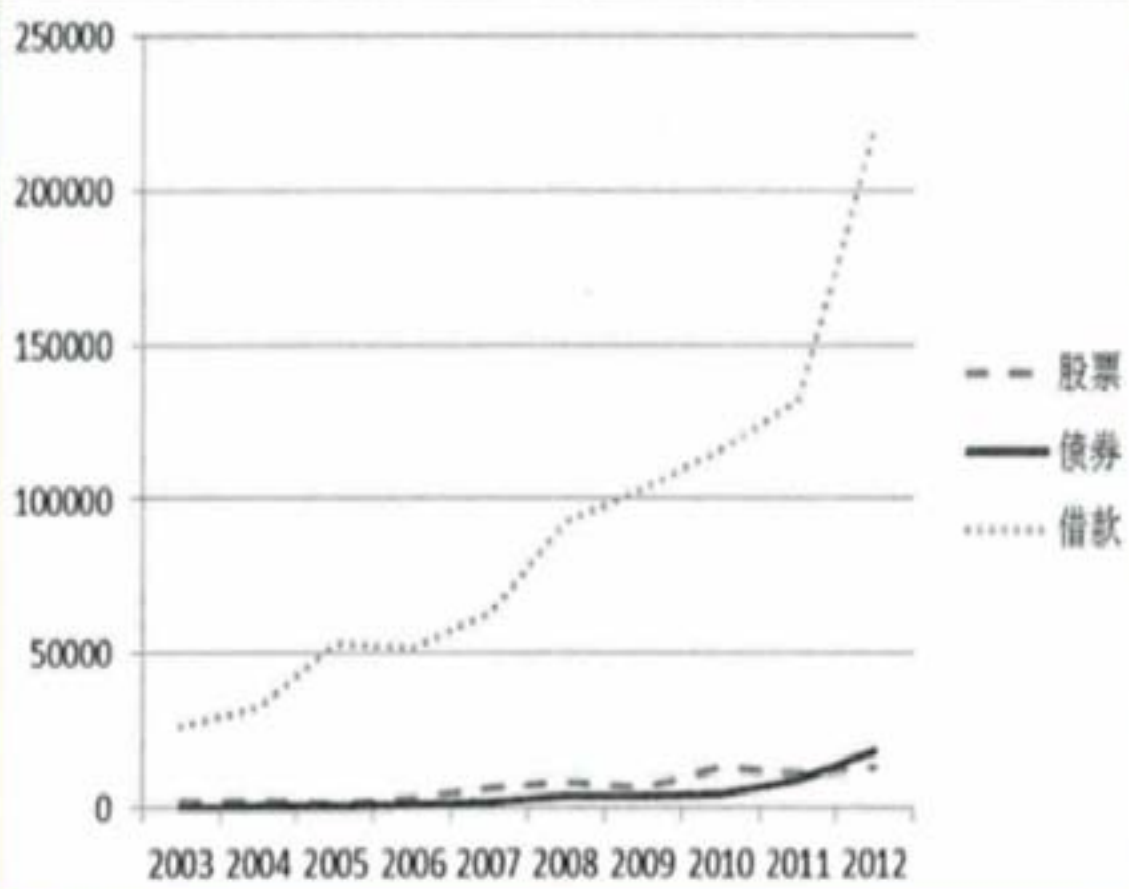


表 3. 三种融资方式各自所占比例

年份	股票	债券	借款
2003	5.79%	0.13%	94.08%
2004	6.50%	1.00%	92.51%
2005	2.40%	0.39%	97.20%
2006	5.19%	2.41%	92.39%
2007	9.45%	2.42%	88.13%
2008	8.39%	3.59%	88.02%
2009	5.91%	3.48%	90.61%
2010	9.85%	3.32%	86.84%
2011	7.48%	6.04%	86.47%
2012	5.10%	7.43%	87.47%

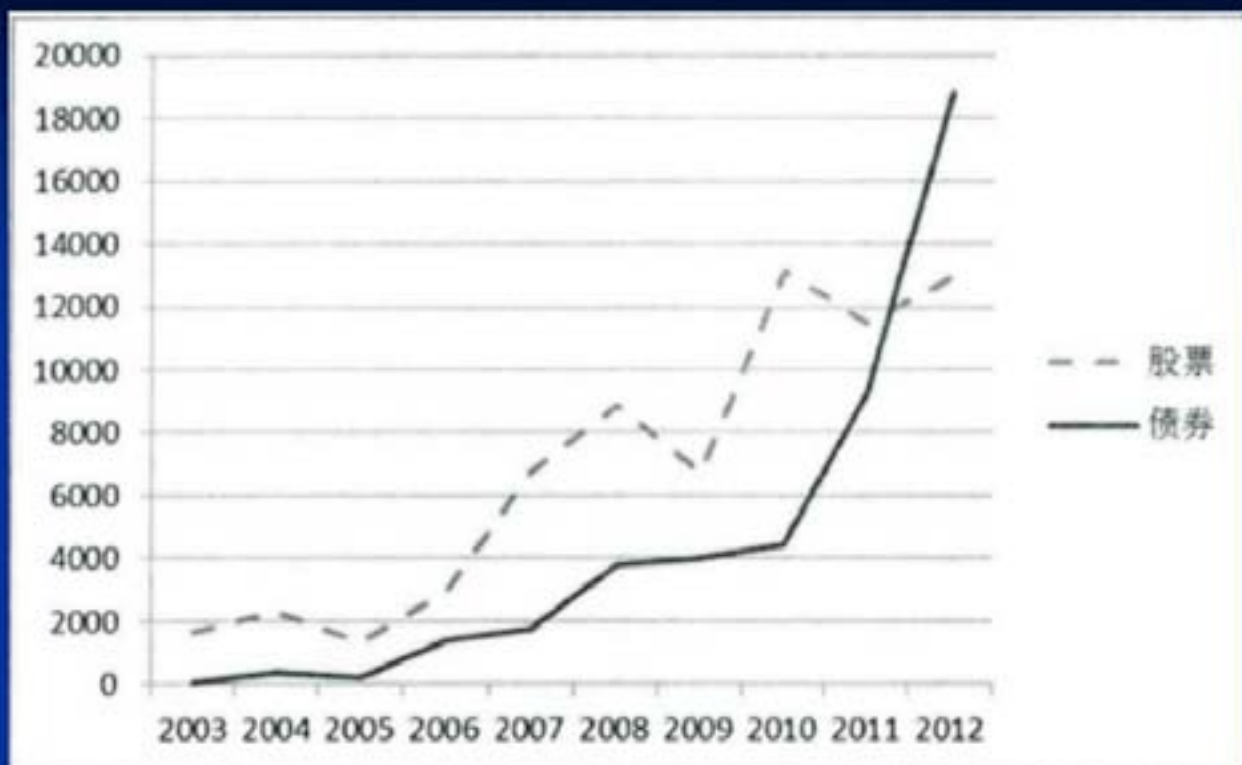


图 5. 股票和债券融资量的相对变化时间趋势

一、偏好股权融资

- 阎达五、耿建新和刘文鹏（2001）研究发现，在达到证券监管部门配股条件的上市公司中，69.26%的公司会公布会实施配股方案。
- 黄少安和张岗（2001）研究表明，在1993年至1999年之间，我国上市公司股权融资占全部融资的比例平均在50%以上。
- 而在西方较为成熟的资本市场上，上市公司的股权再融资倾向却并不明显，在大多数年份，美国非金融类上市公司股票净发行量为负值，即股票回购往往多于同年新发新的股票数。

主要原因

- 第一，股权分置决定的二元股权结构，使得非流通股股东能够通过增发新的股票而获得利益。
- 第二，股票市场的供不应求状况导致二级市场大部分股价被高估，二级市场的积极反应也是上市公司偏好股权融资的一个重要原因。

- 第三，我国上市公司高管持股比例过低。

高管持股比例过低，使得高管激励机制不健全，即高管层的利益主要取决于短期业绩，高管更多选择股权融资，原因有两个方面：其一，降低负债水平，减少利息支出，增加账面利益总额；其二，通过增加股权融资，降低负债水平，可以降低公司的财务风险，减轻高管层的压力，特别是降低破产风险。

第四，股票市场监管机制不健全，投资者用脚投票的功能没有很好发挥。

- 第五，债券市场不发达，债务融资渠道不通畅。

- 第六，股权融资成本低。

从破产风险、负债能力约束、代理成本和控制权等因素考虑，相对于负债融资而言，股权融资的成本较低；股权融资不必还本，分红可以灵活掌握；可以储存更多的股权资本，以便将来股权融资困难时更多地筹集负债资本。

二、银行贷款比例较高

银行及金融机构借款仍是上市公司最重要的融资方式。公司通过向银行及金融机构借款取得的资金远远多于发行股票和发行债券。

■ 主要原因：

第一，我国市场化程度较低，80年代之前银行贷款是企业外部融资的唯一方式；

第二，目前股权融资程序较为繁琐；

第三，债务融资对企业控制权影响较少。

第四，金融危机开始后，我国于2008年下半年推出了推动经济恢复的“四万亿”投资计划。

三、债券融资比例不断提升

- 债券的融资量虽然在2003年前规模很小，但在国家的支持下，近十年来迅猛发展，渐渐超越股票融资量，到了2012年，债券融资量急速增长，说明越来越多的公司开始重视发行债券这一融资选择，包括企业债、公司债等等。

- 主要原因：
- 第一，金融危机的影响。在金融危机前，我国企业在融资决策中偏好进行股票融资；金融危机后，债券融资量逐步的超越了股票融资量。
- 第二，优序融资理论。

第五节 案例与讨论

案例1：民营企业融资模式分析

一蒙牛乳业

■ 蒙牛乳业不同生命周期的经营特点

第一阶段:初创期的“蒙古牛”经营战略阶段(1999年~2001年)。

与“伊利”相比，发展薄弱
拥有经验丰富的人力资本
创建内蒙古乳业第二品牌



第二阶段:成长前期的“中国牛”战略阶段(2002年~2003年)。

经营实力逐步增强

同“伊利”并驾齐驱

从“蒙牛生”转向“中国生”

■蒙牛与伊利半年报主要财务数据对比

单位:人民币千元

	蒙牛	伊利
收入	10021178	9324642
增长幅度	32.8%	17.55%
经营业务利润	595271	288135
净利润	574106	227353
税前利润	588979	463181
每股盈利(稀释后)	0.35元	0.36元

注:未经审核,截至6月30日6个月

资料来源:上市公司公告



第三阶段:成长后期的“世界牛”战略阶段(2004年至今)。

蒙牛乳业全面扩张

进入竞争激烈的国际市场

“中国牛”与“世界牛”共同发展

西北师范大学商学院 张旭
zxwnu@163.com



蒙牛乳业不同生命周期的筹资策略

初创期：非正式制度融资模式

- 初创期实施“蒙古牛”经营战略的蒙牛乳业，并没有选择大规模的私募融资，而是积极发挥人力资本的优势，通过**管理创新**降低企业对金融资本的需求，依靠私人借贷等非正式制度融资模式来保证此时的资本需求。
- 另外，在融资的控制权安排方面，牛根生坚持控股原则，即组建股份有限公司时任何人的出资不得高于牛根生，这就使得蒙牛乳业的控制权与决策权高度集中于牛根生一人，在创业初期有利于根据市场变化迅速做出决策，也保证了蒙牛乳业的独立自主性。

■ 成长前期：半正式制度融资模式

2002年起，蒙牛乳业逐渐发展壮大，公司经营战略由“蒙古牛”转变为“中国牛”，先前的只靠“关系”或者原始人出资的非正式制度融资模式已经不能满足蒙牛乳业高速成长的需要，而通过管理创新缓解融资压力已不可行，因此蒙牛乳业开始寻觅其他的融资模式扩充金融资本。

在这种背景下，蒙牛乳业利用半正式制度融资模式，引入私募基金。2002年蒙牛乳业进行了首轮增资，摩根、鼎辉和英联三家外国私募基金作为战略投资者被成功引入，总计注入资金2 597万美元；2003年蒙牛乳业又进行了二次增资，三家国际投资公司再次投入3 523万美元，为蒙牛乳业的扩张提供了充足的金融资本支持。

表1 控制权安排情况

Tab. 1 Control rights arrangement

	现金流权			投票权		
	初始状态	良好*	不利	初始状态	良好*	不利
创业者	9.4%	51%	9.4%	51%	51%	9.4%
私募基金	90.6%	49%	90.6%	49%	49%	90.6%

注：初始状态是指私募基金投入资金时的权利安排。为了避免创业者的道德风险，激励创业者努力，双方签订了对赌协议。良好表示如果创业者能够实现对赌协议中规定的目标，公司权利的安排情况；不利表示如果创业者不能实现对赌协议中规定的目标，公司权利的安排情况。换言之，对赌协议使公司控制权安排依据企业的业绩，具有相机性特征。*表示对赌协议的执行结果。

- 2003年,由于蒙牛乳业创业者成功地实现了对赌协议中规定的经营目标,按照对赌协议的相关条款,蒙牛乳业创业者的股票每股拆分为10股,从而使其现金流权变为51%,与控制权相同,实现了现金流权和投票权的统一。

成长后期：正式制度融资模式

- 获得私募基金的金融资本后,2004年初蒙牛乳业又进行了一系列上市前的准备,并于2004年6月于香港联交所主板成功上市,成为第一家在香港上市的内地乳制品企业,通过IPO筹集资金达13.74亿港币。

- 此外,蒙牛乳业上市前就曾与摩根等私募基金签订过协议,牛根生承诺,10年内外资股东可以随时增资持有蒙牛股份。
- 2008年8月,受三聚氰胺、特伦苏“OMP”事件的影响,蒙牛乳业股价从年初的30港元左右一度跌至6港元。
- 2009年7月6日,蒙牛乳业发布公告称,中粮集团与厚朴基金共投资61亿港元共同组建一家新公司(其中中粮集团持股70%),分别向蒙牛乳业认购新股以及向老股东购买现有股份,新公司在分别完成相关收购后将持有蒙牛乳业扩大后股本的20%,成为蒙牛乳业第一大



讨论：

- 结合蒙牛乳业不同生命周期的特点分析其融资模式。
- 分析蒙牛不同阶段的融资策略对其未来的发展有什么影响。
- 结合我国资本市场特点讨论蒙牛融资策略的现实选择。

参考文献

- M Z Frank , V K Goyal. Trade-Off and Pecking Order Theories of Debt .Social Science Electronic Publishing, 2008 (1) :135-202
- 唐国正, 刘力.公司资本结构理论——回顾与展望.管理世界, 2006 (5)
- 王皓, 李玉红.资本结构理论发展与国内实证研究综述.南开经济研究, 2005 (4)
- 许艳芳,付捷思.生命周期、经营战略与民营企业的融资模式——基于蒙牛乳业的案例研究.管理案例研究与评论, 2010 (6)



第五章 企业投资与项目评估

- ❖ 第一节 企业投资的基本原理
- ❖ 第二节 常用的企业项目评估方法
- ❖ 第三节 企业投资项目的可行性分析
- ❖ 第四节 案例与讨论

第一节 企业投资的基本原理

一、投资的概念与分类

(一) 概念

经济学中的投资含义：

投资是以让渡其他资产而换取的另一项资产。

投资是一种以权利为表现形式的资产。

投资是一种具有财务风险的资产。

（二）投资的类型

❖ 1. 按投资的方向不同

- ❖ 对内投资就是项目投资，是指企业将资金投放于为取得供本企业生产经营使用的固定资产、无形资产、其他资产和垫支流动资金而形成的一种投资。
- ❖ 对外投资是指企业为购买国家及其他企业发行的有价证券或其他金融产品（包括：期货与期权、信托、保险），或以货币资金、实物资产、无形资产向其他企业（如联营企业、子公司等）注入资金而发生的投资。

❖ 2. 按投资期限长短分类

- ❖ 短期投资是指回收期在一年以内的投资，主要包括现金、应收款项、存货、短期有价证券等投资；
- ❖ 长期投资是指回收期在一年以上的投资，主要包括固定资产、无形资产、对外长期投资等。

❖ 3. 按投资行为的介入程度

- ❖ 直接投资包括企业内部直接投资和对外直接投资，前者形成企业内部直接用于生产经营的各项资产，后者形成企业持有的各种股权性资产，如持有子公司或联营公司股份等。
- ❖ 间接投资是指通过购买被投资对象发行的金融工具而将资金间接转移交付给被投资对象使用的投资，如企业购买特定投资对象发行的股票、债券、基金等。

❖ 4、按投资对象存在形式的不同

- ❖ 实物投资是投资者为获取预期收益或经营某项事业，预先垫付货币或其他资源(有形资产或无形资产)，以形成实物资产的经济行为。
- ❖ 金融投资是投资者为获取预期收益，预先垫付货币以形成金融资产，并以此获取投资或投机收益的经济行为。
- ❖ 主要区别在于：前者通过投资直接实现社会积累。后者以最终获得金融资产为目的。

❖ 5. 按投资的经济用途

- ❖ 生产性投资是指投入到生产、建筑等物质生产领域，形成各种类型的生产性企业资产的投资。它一般又分为固定资产投资和流动资产投资。
- ❖ 非生产性投资是指投入到非物质生产领域，形成各种类型的非生产性资产的投资。

二、投资管理的目标

- ❖ 加强投资项目的可行性研究
- ❖ 提高投资收益
- ❖ 防范投资风险

三、投资管理的原则

- ❖ 认真进行市场调查，及时捕捉投资机会
- ❖ 建立科学的投资决策程序，认真进行投资项目的可行性分析
- ❖ 及时足额地筹集资金，保证投资项目的资金供应
- ❖ 认真分析风险和报酬的关系，适当控制企业的投资风险

四、企业投资过程分析

➤ 投资项目的决策

- 投资项目的提出
- 投资项目的评价
- 投资项目的决策

将提出的投资项目进行分类
估计各个项目每一期的现金流量状况
按照某个评价指标对各投资项目进行分析并排队
考虑资本限额等约束因素，编写评价报告，并做出相应的投资预算

➤ 投资项目的实施与监控

- 为投资方案筹集资金
- 按照拟定的投资方案有计划分步骤地实施投资项目
- 实施过程中的控制与监督
- 投资项目的后续分析

延迟投资
放弃投资
扩充投资与缩减投资

➤ 投资项目的事后审计与评价

投资项目的事后审计指对已经完成的投资项目的投资效果进行的审计。



第二节 常用的企业项目评估方法

一、净现值

- ❖ 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，叫作净现值。
- ❖ 计算公式

$$\begin{aligned} NPV &= \left[\frac{NCF_1}{(1+K)^1} + \frac{NCF_2}{(1+K)^2} + \cdots + \frac{NCF_n}{(1+K)^n} \right] - C \\ &= \sum_{t=1}^n \frac{NCF_t}{(1+K)^t} - C = \sum_{t=0}^n \frac{CFAT_t}{(1+K)^t} \end{aligned}$$

- ❖ 决策规则
 - ∞ 一个备选方案：NPV>0
 - ∞ 多个互斥方案：选择正值中最大者。

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，而内含报酬率则弥补了这一缺陷。

二、内含报酬率

内含报酬率(**Internal Rate of Return, IRR**) 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。

❖ 计算方法:

$$\sum_{t=1}^n \frac{NCF_t}{(1+r)^t} - C = 0$$
$$\sum_{t=0}^n \frac{NCF_t}{(1+r)^t} = 0$$

❖ 决策规则

一个备选方案: $IRR >$ 必要的报酬率

多个互斥方案: 选择超过资金成本或必要报酬率最多者

IRR的计算步骤:

➤ 每年的NCF相等

- ✓ 计算年金现值系数

$$\text{年金现值系数} = \frac{\text{初始投资额}}{\text{每年NCF}}$$

- ✓ 查年金现值系数表
- ✓ 采用插值法计算出IRR

➤ 每年的NCF不相等

- ✓ 先预估一个贴现率，计算净现值。
- ✓ 采用插值法计算出IRR

找到净现值由正到负并且比较接近于零的两个贴现率

内含报酬率法的优缺点

优点：内含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。

缺点：但这种方法的计算过程比较复杂。特别是对于每年NCF不相等的投资项目，一般要经过多次测算才能算出。

三、获利指数

获利指数又称利润指数或现值指数(profitability index, PI), 是投资项目未来报酬的总现值与初始投资额的现值之比。

✓ 计算公式

$$PI = \left[\sum_{t=1}^n \frac{NCF_t}{(1+k)^t} \right] / C$$

✓ 决策规则

一个备选方案：大于1采纳，小于1拒绝。

多个互斥方案：选择超过1最多者。

获利指数的优缺点

- ❖ 优点：考虑了资金的时间价值，能够真实地反映投资项目的盈利能力，由于获利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。
- ❖ 缺点：获利指数只代表获得报酬的能力而不代表实际可能获得的财富，它忽略了互斥项目之间投资规模上的差异，所以在多个互斥项目的选择中，可能会得到错误的答案。

如何确定投资项目的资本成本K —— 折现率=?

- ❖ (1) 全权益投资：所有投资资金来自权益资本
 - (a) 使用企业现行的净资产收益率 (ROE)；
 - (b) 使用企业预期的或股东要求的资本报酬率。

- ❖ (2) 全债务投资：所有投资资金来自债务资本
 - (a) 使用银行长期贷款利率+风险补偿 (Risk Premium)；
 - (b) 使用企业预期的或股东要求的资本报酬率。

- ❖ (3) 混合资本投资：部分权益资本、部分债务资本
(a) 上市公司使用的加权平均资本成本

$$WACC = K_a = W_d K_d (1-T) + W_p K_p + W_s K_s$$

其中：W=各种资本所占比例；

T=所得税率；

K_d = 债务利率；

K_p = 优先股资本成本=优先股股利/股价

K_s = 公众股资本成本。

K_s计算方法有二种：

(i) $K_s = [(\text{公众股股利/股价}) + \text{增长率}]$

(ii) $K_s = R_f + (R_m - R_f) \times B$

= 无风险资产收益率 + (资本市场平均收益率 - 无风险资产收益率) × 公司的风险系数

❖ (b) 非上市公司使用加权平均资本成本

$$WACC = K_a = W_d K_d (1-T) + W_p K_p + W_s K_s$$

其中： W=各种资本所占比例；

T=所得税率；

K_d = 债务利率；

K_p 和K_s ≈ 企业预期的或股东要求的资本报酬率。

四、投资回收期

投资回收期(**PP, Payback Period**)代表收回投资所需的年限。回收期越短，方案越有利。

计算方法

- ✓ 如果每年的NCF相等：

投资回收期=原始投资额/每年NCF

- ✓ 如果每年营业现金流量不相等：根据每年年末尚未收回的投资额来确定。

投资回收期法的优缺点

- ❖ 优点：投资回收期法的概念容易理解，计算也比较简便
- ❖ 缺点：它不仅忽视了货币的时间价值，而且没有考虑回收期满后的现金流量状况。
- ❖ 事实上，有战略意义的长期投资往往早期报酬较低，而中后期报酬较高。回收期法优先考虑急功近利的项目，它是过去评价投资方案最常用的方法，目前作为辅助方法使用，主要用来测定投资方案的流动性而非盈利性。现以下例说明投资回收期法的缺陷。

五、平均报酬率

平均报酬率(average rate of return, ARR)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。

✓ 计算方法

$$\text{平均报酬率}(ARR) = \frac{\text{平均现金流量}}{\text{初始投资额}} \times 100\%$$

✓ 决策规则

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。而在有多个互斥方案的选择中, 则选用平均报酬率最高的方案。

平均报酬率的优缺点

❖ 优点：简明、易算、易懂

❖ 缺点：

（1）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，有时会做出错误的决策；

（2）必要平均报酬率的确定具有很大的主观性。

平均会计报酬率

- ❖ 平均会计报酬率(AAR,Average Accounting Return)是与平均报酬率非常相似的一个指标，它使用会计报表上的数据，以及普通会计的收益和成本概念，而不使用现金流量概念。
- ❖ 平均会计报酬率计算简单，但是它使用会计利润而不使用现金流量，另外未考虑货币的时间价值，所以只能作为投资方案评价的一种辅助指标。

$$\text{平均会计收益率} = \frac{\text{年均净利润}}{\text{原始投资额}} \times 100\%$$



第三节 企业投资项目的可行性分析

一、企业投资中的财务分析

1、企业投资中进行财务分析的情形

投资中应用的 财务分析情形	关注点
股票投资	1. 主要是研究企业招股说明书中的投资项目是否具有投资价值。 2. 投资对象的价值
债券投资	1. 被投资方的信用状况与偿债能力分析 2. 投资对象的价值
实业投资	投资项目的可行性研究
企业并购	被并购企业的投资价值分析 并购事件的投资者市场反应 并购风险与收益分析

2、为什么要重视投资中的财务分析

- ❖ 投资是一种以获取收益为目的的行为投资有风险，要达到投资目的，取得收益，很关键的一点就是要在投资前进行可行性，综合各方面的信息，进行最佳的投资决策。

(1) 股票投资（以招股说明书为例）

分析要点：

- ❖ 公司所处行业整体发展情况，包括政策，发展趋势
- ❖ 风险因素
- ❖ 所处行业的介绍、市场容量、前景、竞争格局
- ❖ 同业竞争与关联交易
- ❖ 财务状况
- ❖ 未来的发展战略与规划，募集资金运用

具体案例：读者传媒招股说明书

(2) 债券投资

分析要点：

- ❖ 债券基本情况，包括：债券种类（国债、企业债）、债券期限、投资结构
- ❖ 债券收益
- ❖ 债券投资成本（购买成本、交易成本、税收成本）
- ❖ 债券风险（利率风险、再投资风险、违约风险、通货膨胀风险、流动性风险、提前赎回风险）

具体案例：湘鄂情公司债券违约案例

(3) 实业投资

分析要点：

- ❖ 技术可行性和效益
- ❖ 市场需求可行性和效益
- ❖ 财务可行性和效益
- ❖ 宏观经济可行性和效益
- ❖ 环境可行性和保护效益
- ❖ 社会、法律、政治等可行性和效益

具体案例： 《 YN公司项目计划书》 示例

(4) 企业并购

分析要点：

- ❖ 并购战略的合理性
- ❖ 并购动因
- ❖ 目标企业估值的合理性
- ❖ 融资渠道及资本成本
- ❖ 并购整合问题
- ❖ 并购风险
- ❖ 并购收益
- ❖ 未来的管理对策等

具体案例：吉利并购沃尔沃案例分析



第三节 企业投资项目的可行性分析

- ❖ 投资项目效益评价理论和方法的演变
- ❖ 投资项目可行性和效益的评价内容
- ❖ 投资项目经济效益可行性研究报告
- ❖ 投资项目的效益评价的程序
- ❖ 投资项目经济效益可行性研究报告

一、投资项目效益评价理论和方法的演变

- ❖ (1) 发展历程
- ❖ (a) **1750-1930**: 工程项目技术咨询和评价
- ❖ (b) **1930-1950**: 大型投资项目经济可行性研究和**CBA** (Cost Benefit Analysis)
- ❖ (c) **1950-1980**: 投资项目的宏观经济效益评价
- ❖ (d) **1980-现在**: 实物期权应用于投资项目效益评价
- ❖ (2) 发展趋势
- ❖ (a) 从工程技术评价到工程技术和经济效益评价相结合;
- ❖ (b) 从企业微观财务效益评价到宏微观经济效益评价相结合;
- ❖ (c) 从技术和经济可行性评价到技术、财务、宏观、经济、环保等。

二、投资项目可行性和效益的评价内容

- ❖ (1) 技术可行性和效益
- ❖ (2) 市场需求可行性和效益
- ❖ (3) 财务可行性和效益
- ❖ (4) 宏观经济可行性和效益
- ❖ (5) 环境可行性和保护效益
- ❖ (6) 社会、法律、政治等可行性和效益

三、投资项目经济效益可行性研究报告

(1) 项目概况：

项目名称、执行单位、投资地点、产品或服务、作用、投资总额、预计效益等。

(2) 项目产品/服务的市场分析：

目标市场和客户、潜在需求量和价格、现实需求量和价格、竞争对手、市场占有率、市场（需求量和价格）变化趋势等。

(3) 项目的投资总额、资金筹措和资本成本：

固定资产和流动资金、各种资金来源及其比例、各种资金的成本、加权平均资本成本（WACC）等。

(4) 项目的有关财务报表:

编制投资项目的损益表、现金流量表、资产负债表、还贷计划表。

(5) 项目经济效益的评价与决策原则:

回收期 (PBP)	$PBP < \text{项目经济生命周期}$
保本点 (BEP)	$BEP < \text{项目的设计能力}$
净现值 (NPV)	$NPV > 0$
内涵报酬率 (IRR)	$IRR > WACC$
净现值指数	用于不同项目比较分析

(6) 影响项目效益的主要因素和弹性分析：
售价变动幅度、成本变动幅度、售量变动幅度等其他因素变动幅度及其对回收期（PBP）、保本点（BEP）、净现值（NPV）、内涵报酬率（IRR）的影响。

(7) 项目研究的结论和政策性建议：
是否可以投资？投资和经营中应注意哪些问题？如何克服投资和今后经营中出现的问题或防范风险？

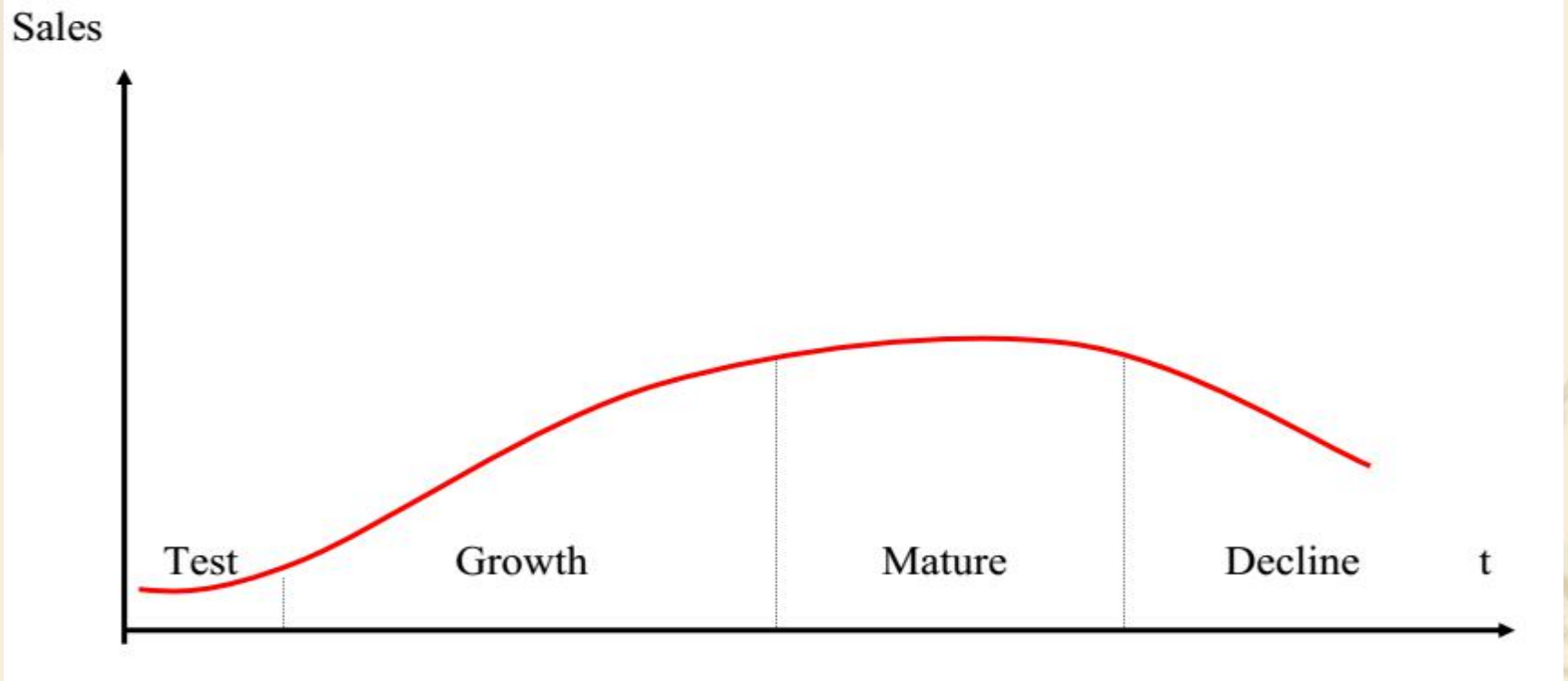
四、投资项目的效益评价的程序

1.价值判断	—扩张规模？追求效益？主业转型？占领市场？
2.市场需求分析	购买者？销售变化趋势？价格变动方向和趋势？
3.筹资政策	资金来源：权益资本或债务资本？
4.资本成本	权益资本成本=? 债务资本成本=? WACC (加权平均资本成本) = ?
5.经济效益	回收期=? NPV (净现值) = ? IRR (内部报酬率) = ?
6.风险分析	弹性或敏感性分析：风险因素对效益的影响程度？
7.论证与决策	战略价值=? 经济效益=?

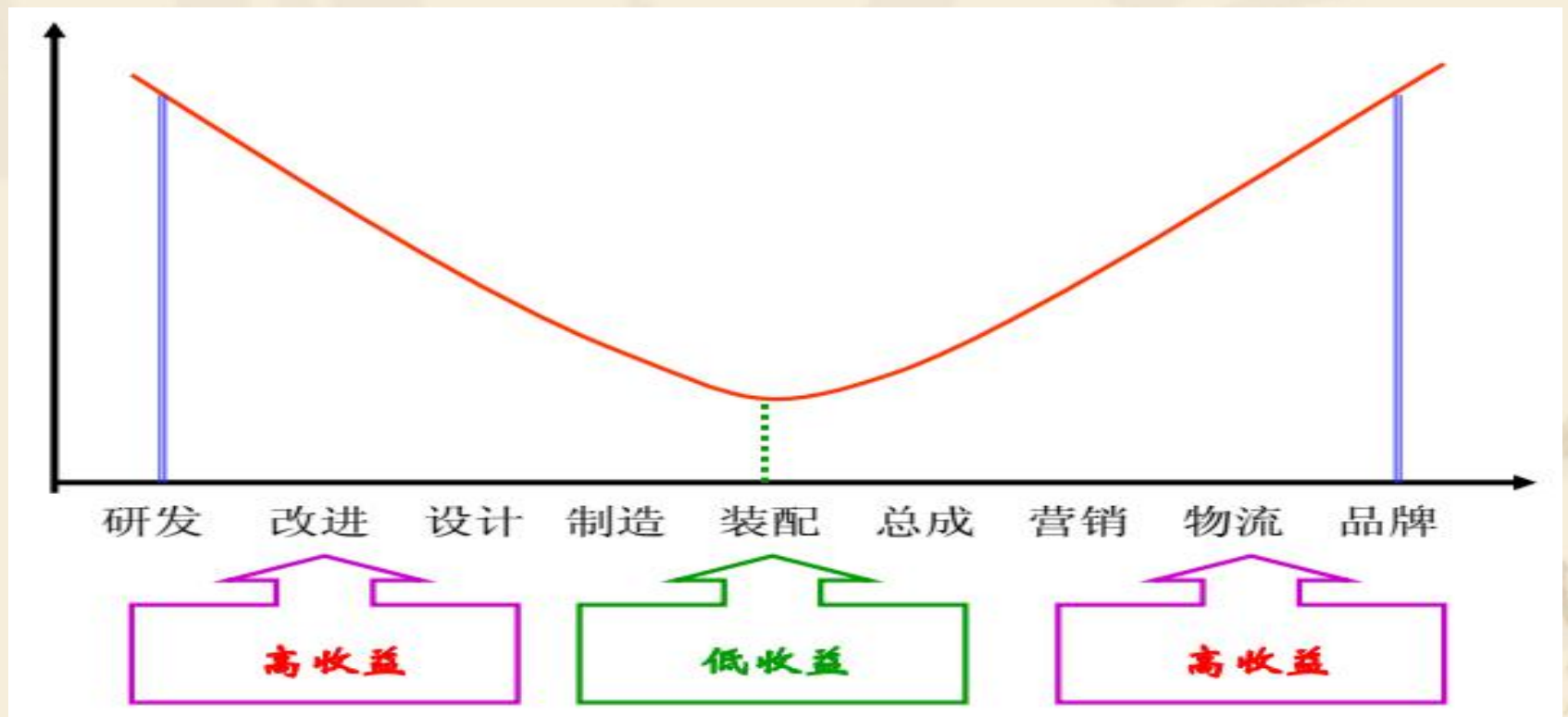
五、投资项目的战略投资价值


- (1) 技术投资项目：中、短期投资如：租赁、设备更新、设备购置、中小技术改造等,其特点是：(a) 常规性；(b) 局部性；(c) 短期性；(d) 增加效益或提高效率。
- (2) 战略投资项目：长期投资、大型投资、收购兼并、多元化投资等，其特点是：(a) 战略性；(b) 全局性；(c) 长远性；(d) 盈利性；(e) 抗险性。

(a) 产品生命周期曲线




(b) 收益分布 V 曲线





第六章
股利分配与员工激励



主要内容

- ❖ 第一节 企业分配的基本原理
- ❖ 第二节 企业股利分配
- ❖ 第三节 企业员工激励计划
- ❖ 第四节 案例与讨论

第一节 企业分配的基本原理

一、企业分配的含义

- ❖ 企业分配是根据企业所有权的归属及各权益占有的比例，对企业生产成果进行划分，是一种由财务手段确保成果的合理归属和正确分配的管理过程。企业分配是对企业一定生产成果的分配。

二、企业分配的对象

企业可供分配的利润由以下三部分组成：

- ❖ 本年实现的净利润。简称“今年挣的”，是可供分配利润中的重要来源，它和利润表中披露的年度净利润应保持一致。
- ❖ 年初未分配利润。简称“以前剩的”，是指截止到上年末累计的未分配利润，构成可供分配利润的重要组成部分。
- ❖ 其他转入。主要指盈余公积转入，当企业本年度没有利润，年初未分配利润又不足时，为了让股东对企业保持信心，企业会在遵守法规的前提下，将盈余公积转入参加利润分配。盈余公积转入后，结余的盈余公积不低于注册资本的 25%。

三、参与企业分配的主体

- ❖ 股东
- ❖ 债权人
- ❖ 员工
- ❖ 国家

四、企业分配的原则

- ❖ 发展优先
- ❖ 注重效率
- ❖ 制度约束

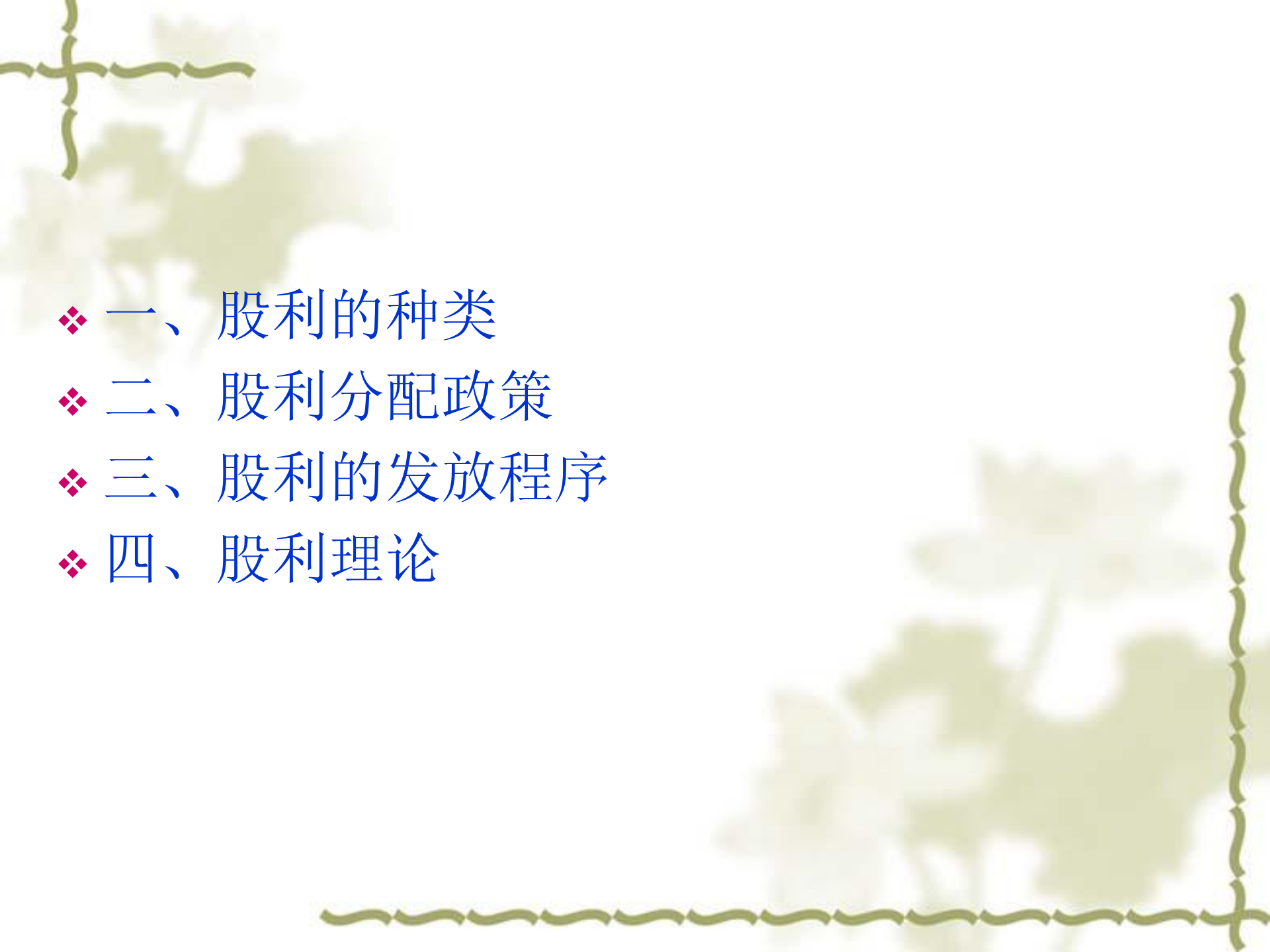
五、企业利润分配程序

- ❖ 1. 缴纳所得税
- ❖ 2. 弥补以前年度亏损
 - ⌚ 5年内税前利润弥补，5年后税后利润弥补
- ❖ 3. 提取法定公积金
 - ⌚ 我国公司法规定，企业实现的税后净利润，按10%提取法定盈余公积，法定盈余公积提取的数额达到注册资本的50%时，可不再提取。
- ❖ 4. 提取任意公积金
 - ⌚ 经股东会或者股东大会决议，可以从税后利润中提取任意公积金。
- ❖ 5. 向股东分配股利
 - ⌚ 回购后暂未转让或注销的股份不参与利润分配。



第二节 企业股利分配



- 
- ❖ 一、股利的种类
 - ❖ 二、股利分配政策
 - ❖ 三、股利的发放程序
 - ❖ 四、股利理论

一、股利的种类

❖ 现金股利

是股份有限公司以现金的形式从公司净利润中分配给股东的投资报酬，也称“红利”或“股息”。是股份有限公司最常用的股利分配形式。

❖ 股票股利

是股份有限公司以股票的形式从公司净利润中分配给股东的股利。发放股票股利不会改变公司的股东权益总额，也不影响股东的持股比例，只是公司的股东权益结构发生了变化。

二、股利分配政策

- ❖ 1、 剩余股利政策
- ❖ 2、 固定或稳定的股利政策
- ❖ 3、 固定股利支付率政策
- ❖ 4、 低正常股利加额外股利政策

1、剩余股利政策

- ❖ 剩余股利政策指公司在有良好投资机会时，根据目标资本结构，测算出投资所需的权益资本额，先从盈余中留用，然后将剩余的盈余作为股利来分配，即净利润首先满足公司的资金需求，如果有剩余，就派发股利；如果没有，则不派发股利。

- ❖ 优点：留存收益优先保证再投资的需要，有助于降低再投资的资金成本，保持最佳的资本结构，实现企业价值的长期最大化。
- ❖ 缺点：若完全遵照执行剩余股利政策，股利发放额就会每年随着投资机会和盈利水平的波动而波动。在盈利水平不变的前提下，股利发放额与投资机会的多寡呈反方向变动；而在投资机会维持不变的情况下，股利发放额将与公司盈利呈同方向波动。剩余股利政策不利于投资者安排收入与支出，也不利于公司树立良好的形象，一般适用于公司初创阶段。

2、固定或稳定的股利政策

- ❖ 固定或稳定的股利政策是指公司将每年派发的股利额，固定在某一特定水平，或是在此基础上，维持某一固定比率，逐年稳定增长。

- ❖ 优点：1) 有利于树立公司的良好形象，增强投资者对公司的信心，稳定股票的价格。2) 稳定的股利额有助于投资者安排股利收入和支出，有利于吸引那些打算进行长期投资并对股利有很高依赖性的股东。3) 稳定的股利政策可能会不符合剩余股利理论，为了将股利维持在稳定的水平上，即使推迟某些投资方案或暂时偏离目标资本结构，也可能比降低股利或股利增长率更为有利。
- ❖ 缺点：股利的支付与企业的盈利相脱节，这可能导致企业资金的紧缺，财务状况恶化，此外在企业无力可分的情况下若依然实施这种政策也是违反《公司法》的行为。

3、固定股利支付率政策

- ❖ 固定股利支付率政策指公司将每年净利润的某一固定百分比作为股利分配给股东。

- ❖ 优点：1) 采用固定股利支付率政策，股利与公司盈余紧密的配合，体现了多赢多分、少赢少分、无赢不分的股利分配原则。2) 由于公司的获利能力在年度间是经常变动的，因此每年的股利也应当随着公司受益的变动而变动，采用固定股利支付率政策，公司每年按固定的比例从税后利息中支付现金股利从企业支付的角度看，这是一种稳定的股利政策。
- ❖ 缺点：1) 大多数公司每年的受益很难保持稳定不变，导致年度间的股利额波动较大。由于股利的信号传递作用，波动的股利容易给投资者经营状态不稳定，投资风险较大的不良印象，成为公司的不利因素。2) 容易使公司面临较大的财务压力。3) 合适的固定股利支付率的确定难度比较大。

4、低正常股利加额外股利政策

- ❖ 低正常股利加额外股利政策是指公司事先设定一个较低的正常股利额，每年除了按正常股利额向股东发放股利外，还在公司盈余较多，资金较为充裕的年份，向股东发放股利。

- ❖ 优点：1) 赋予公司较大的灵活性，具有较大的财务弹性。2) 使那些依靠股利度日的股东每年至少可以得到虽然较低但是比较稳定的股利收入，吸引住这部分股东。
- ❖ 缺点：1) 由于年份之间公司盈利的波动使得额外股利不断变化，容易给投资者收益不稳定的感觉。2) 在较长时间持续发放额外股利后一旦取消传递出信号可能使股东认为公司财务状况恶化，进而导致股价下跌。

三、股利的发放程序

❖ 宣布日

是股东大会决议通过并由董事会宣布发放股利的日期。

❖ 股权登记日

是有权领取本期股利的股东资格登记截止日期。

❖ 除息日（除权日）

也称除权日，是指从股价中除去股利的日期，即领取股利的权利与股票分开的日期。股权登记日后的第一天就是除息日（除权日），这一天以后购入该公司股票的股东，不再享有该公司此次分红配股。

❖ 股利发放日

也称股利支付日，是公司将股利正式支付给股东的日期。

- ❖ 2008年6月18日，青岛海尔股份有限公司董事会发布了2007年度利润分配实施公告如下：
- ❖ 青岛海尔股份有限公司2007年度利润分配方案已经2008年5月20日召开的公司2007年度股东大会审议通过，利润分配方案为：
 - ❖ (1)发放年度：2007年度。
 - ❖ (2)发放范围：截止到2008年6月24日下午上海证券交易所收市后，在中国证券登记结算有限责任公司上海分公司登记在册的全体股东。
 - ❖ (3)本次分配以1338518770股为基数，向全体股东每10股派发现金红利2元(含税)，代扣个人所得税(税率为10%)后每10股派发现金红利1元80元，共计派发股利267703754元。
 - ❖ (4)实施日期：股权登记日为2008年6月24日，除息日为2008年6月25日，现金股利发放日为2008年7月1日。

- ❖ (5)实施办法：无限售条件的流通股股东的现金红利委托中国证券登记结算有限责任公司上海分公司通过其资金清算系统向股权登记日登记在册并在上海证券交易所各会员单位办理了指定交易的股东派发，投资者可于股利发放日在其指定的证券营业部领取现金红利。有限售条件的流通股股东的现金红利由本公司直接发放。
- ❖ 下图表示了青岛海尔股份有限公司2007年度股利分配的关键日期。



四、股利理论

❖ 股利无关理论

❖ 1.股利无关理论的基本内容

公司的股利政策不会对公司价值产生任何影响。

❖ 2.股利无关理论的假设条件

假设存在完美资本市场。

假设公司的投资决策不受股利政策影响（公司的投资决策与股利决策彼此独立）。

1.股利无关理论的基本内容

- ❖ 在完美的资本市场条件下，如果公司的投资决策和资本结构保持不变，那么公司价值取决于公司投资项目的盈利能力和风险水平，而与股利政策不相关。

2. 股利无关理论的假设条件

❖ 假设存在完美资本市场

没有妨碍潜在的资本供应者和使用者进入市场的障碍；有完全的竞争，市场有足够多的参与者，并且每个参与者都没有能力影响证券价格；金融资产无限可分；没有交易成本和破产成本，证券发行与交易都不存在交易成本，公司也无财务危机成本和破产成本；没有信息成本，信息是对称的，并且每个市场参与者都可自由、充分、免费地获取所有存在的信息；没有不对称税负，股票的现金股利和资本利得没有所得税上的差异；交易中没有政府或其他限制，证券可以自由地交易。

❖ 假设公司的投资决策不受股利政策影响（公司的投资决策与股利决策彼此独立）

❖ 股利相关理论

- ❖ 1. “一鸟在手”理论
- ❖ 2. 税收差别理论
- ❖ 3. 信号传递理论
- ❖ 4. 代理理论

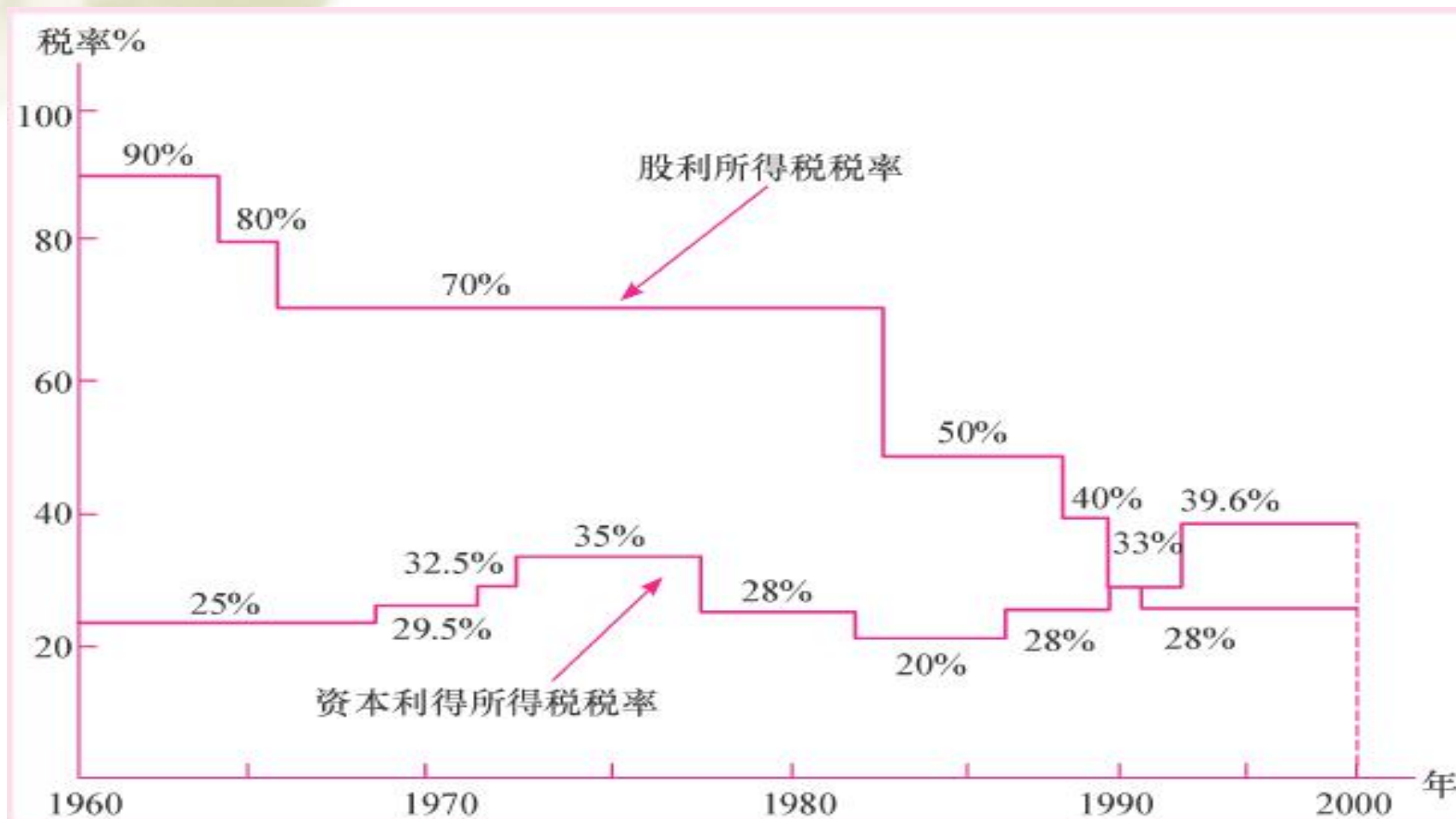
1. “一鸟在手”理论

- ❖ “一鸟在手”理论认为，由于公司未来的经营活动存在诸多不确定性因素，投资者会认为现在获得股利的风险低于将来获得资本利得的风险，相对于资本利得而言，投资者更加偏好现金股利，因此，出于对风险的回避，股东更喜欢确定的现金股利，这样公司如何分配股利就会影响股票价格和公司价值，即公司价值与股利政策是相关的。
- ❖ 当公司支付较少的现金股利而留存收益较多时，就会增加投资的风险，股东要求的必要投资报酬率就会提高，从而导致公司价值和股票价格下降；当公司支付较多的现金股利而留存收益较少时，就会降低投资风险，股东要求的必要报酬率就会降低，从而促使公司价值和股票价格上升。

2. 税收差别理论

- ❖ 税收差别理论认为，由于股利收入的所得税率通常都高于资本利得的所得税率，这种差异会对股东财富产生不同影响，出于避税的考虑，投资者更偏爱低股利政策，公司实行较低的股利支付率政策可以为股东带来税收利益，有利于增加股东财富，促进股票价格上涨，而高股利支付率政策将导致股票价格下跌。
- ❖ 由于税收差异的存在，股利政策可以产生顾客效应。
- ❖ （税率不同，对待股利政策的态度不同）

图11-4 美国股利所得税税率和资本利得所得税税率比较



3. 信号传递理论

- ❖ 信号传递理论认为，在投资者与管理层信息不对称的情况下，股利政策包含了公司经营状况和未来发展前景的信息，投资者通过对这些信息的分析来判断公司未来盈利能力的变化趋势，从而引起股票价格的变化。因此，股利政策的改变会影响股票价格变化，二者存在相关性。
- ❖ 一般来讲，预期未来盈利能力强的公司往往愿意通过相对较高的股利支付水平，把自己同预期盈利能力差的公司区别开来，以吸引更多的投资者。

4. 代理理论

- ❖ 代理理论的含义
- ❖ 与股利政策有关的代理问题
 - 股东与经理之间的代理问题
 - 股东与债权人之间的代理问题
 - 控股股东与中小股东之间的代理问题

代理理论认为，较多地派发现金股利至少具有以下几点好处：

- ❖ （1）公司管理者将公司的盈利以股利的形式支付给投资者，则管理者自身可以支配的“闲余现金流量”就相应减少了，这在一定程度上可以抑制公司管理者过度地扩大投资或进行特权消费，从而保护外部投资者的利益。
- ❖ （2）较多的派发现金股利，减少了内部融资，导致公司进入资本市场寻求外部融资，从而公司可以经常接受资本市场的有效监督，这样便可以通过资本市场的监督减少代理成本。
- ❖ （3）代理理论主张高股利支付率政策，认为提高股利支付水平可以降低代理成本，有利于提高公司价值。

五、我国上市公司股利分配

2001年3月	《上市公司新股发行管理办法》。
	上市公司申请再融资，如果最近三年未有分红派息，且董事会对于不分配的理由未作出合理解释的，担任主承销商的证券公司应当对此重点关注并在尽职报告中予以说明。
2006年4月	《上市公司证券发行管理办法》。
	上市公司发行新股必须符合“最近三年以现金或股票方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的20%”。上市公司应对报告期内盈利但未提出现金利润分配预案的公司，详细说明理由，同时说明公司未分配利润的用途和使用计划。
2007年6月	《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第3号<半年度报告的内容与格式>》。
	公司应当披露以前期间拟定、在报告期实施的利润分配方案、公积金转增股本方案或发行新股方案的执行情况；董事会审议半年度报告时拟定的利润分配预案、公积金转增股本预案。
2008年10月	《关于修改上市公司现金分红若干规定的决定》。
	上市公司中期进行现金分红，财务会计报告可以不经会计师事务所审计，申请再融资时上市公司现金分红的标准提高至不少于最近三年实现的年均可分配利润的百分之三十。

(二) 影响上市公司股利分配政策的因素

- ❖ 盈利能力
- ❖ 流动性、负债状况、成长性以及融资成本、公司规模等
- ❖ 股权结构与治理结构
- ❖ 机构投资者占股权的比例

(三) 我国上市公司股利分配特征分析

1. 股利支付率稳定增长，分配股利的上市公司比例不高

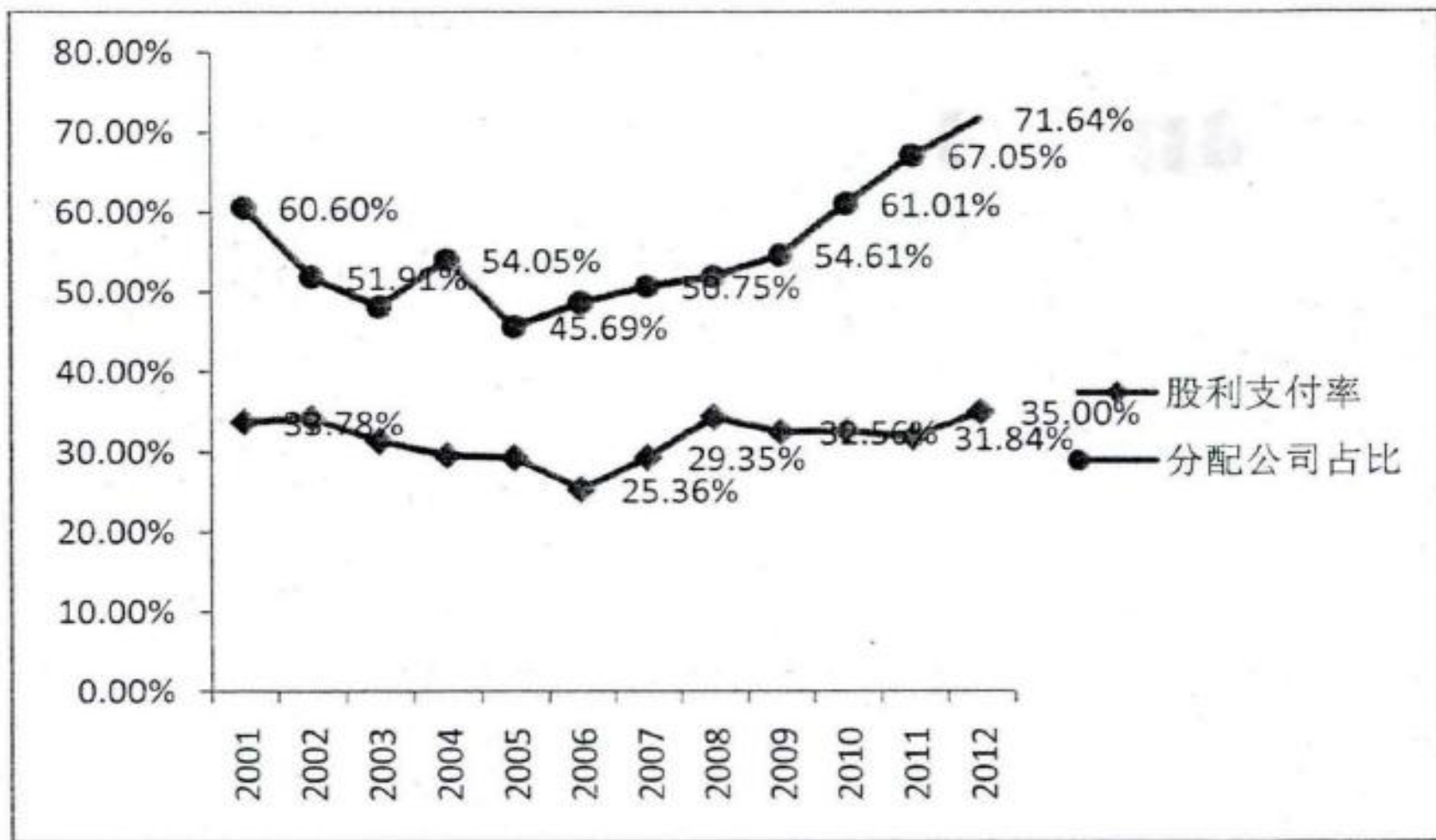
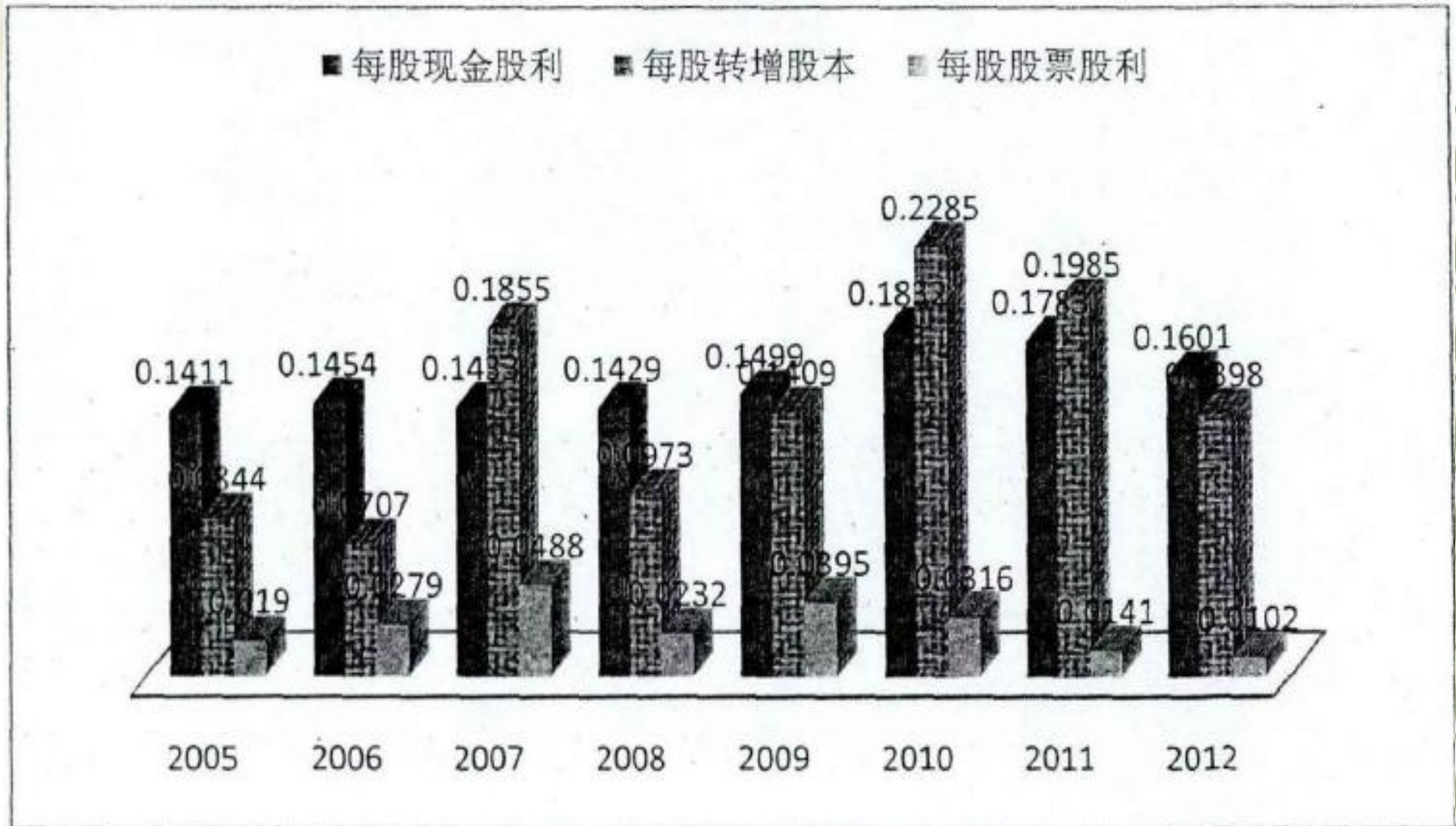
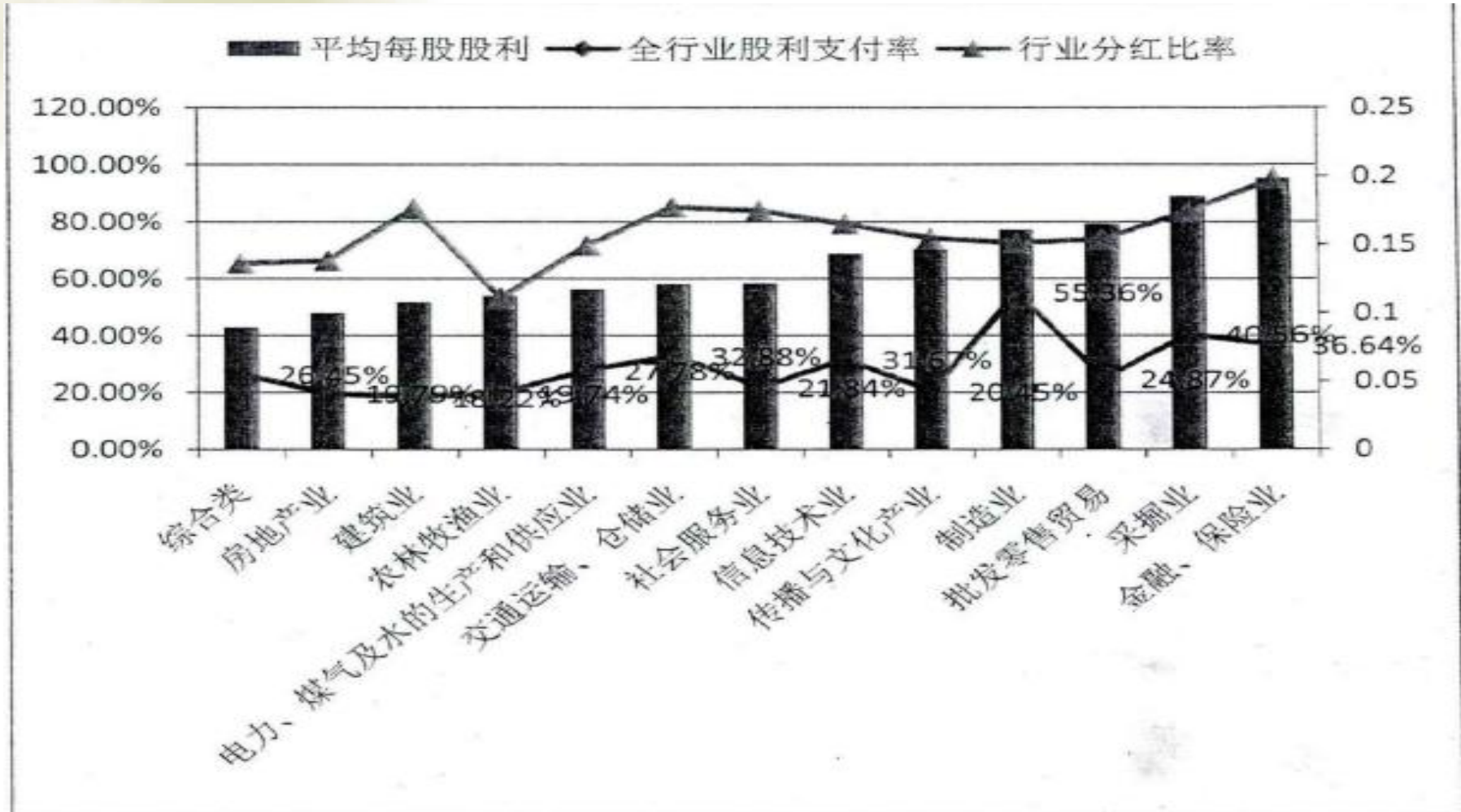


图 3-1 2001~2012 年上市公司股利支付率与分配公司占比

2. 现金股利支付水平低，上市公司重转送，轻派现



3.上市公司行业股利分配差异较为显著



4.股利分配政策缺乏持续性

表 3-2

连续分配股利的公司数量及比例

统计期间	2010~2012	2008~2012	2003~2012
连续分配股利的公司数	1003	518	194
全部上市公司数	2052	1604	1222
所占比例	48.87%	32.29%	15.87%



第三节 企业员工激励计划

——经理人激励与股票期权

引子

- ❖ 什么是经理人？
- ❖ 为什么研究经理人？
- ❖ 经理人激励的意义？
- ❖ 股票期权是灵丹妙药么？

框架

- ❖ 一、企业的性质与经理人
- ❖ 二、经理人激励理论
- ❖ 三、股票期权激励基础
- ❖ 四、我国上市公司股票期权实践

一、企业性质与经理人

- ❖ 委托代理合约：委托人VS代理人
- ❖ 代理问题是什么：代理人和委托人利益并不完全一致，在委托人处于信息劣势，不能对代理人进行完全监督的情况下，代理人有动机为了自身利益，做出有损于委托人利益的行为。
- ❖ 代理问题产生条件：
 - a. 信息不对称
 - b. 机会主义行为动机

❖ 逆向选择

事前(签约前)信息不对称——事前机会主义行为
解决机制:

筛选机制、信号显示机制——如何让人说实话

分离均衡(信号有效): 信号有效的关键在于信号的生产成本高至别人难以模仿。

❖ 道德风险

事后(签约后)信息不对称——事后机会主义行为
解决机制:

监督: 法律、社会、市场(公司控制权市场、经理人市场、债权人监督、大股东等)

激励: 货币性激励(工资、奖金、股票期权); 非货币性激励(控制权、声誉、成就感)

❖ 经理人的性质

- ❖ 经理人是指以自己的经营才能这一人力资本加入企业合约，按照企业控制权安排合约的约定，拥有对企业非人力资本和其他人力资本要素使用权投入所转化而来的资产控制权的所有者。
- ❖ 正常情况下由股东选聘和激励，同时受到股东及债权人等其它企业合约参与者的监督。
- ❖ Fama（1983）：
 - 一 决策控制权：批准、监督
 - 一 决策管理权：建议、执行

❖ 剩余索取权/收益权

- ❖ 在不完备合约中，会出现合同条款中未能规定分配方式的收益，称之为剩余收益。
- ❖ 对剩余收益进行处分的权利，称为剩余索取权，也称为剩余收益权。
- ❖ 在企业中，由于收益是不能事先确定的，企业所有者的收益无法事先加以规定，即所有者(股东)享有剩余索取权。

❖ 剩余控制权

- ❖ 在合同条款中无法明确规定的控制权是剩余控制权。
- ❖ 公司各类活动：对公司投融资方案进行决策、公司日常经营活动、检验公司会计账目(即对经营成果进行评价)等。
- ❖ 在不完备合同条件下，这些权利的大部分属于剩余控制权，被赋予了公司经营者(经理人，即高管)。

公司治理解决的问题

❖ 企业产权结构能否具有激励效应，关键在于剩余索取权和剩余控制权是否匹配，二者匹配才是最优的所有权安排。

经理人激励与股票期权

❖ 启示：应当赋予经营者相应的剩余索取权，以便使他们既有做出最好决策的充分激励，又有积极性尽职尽责经营管理企业，实现所有者与经营者**激励相容**。

二、经理人激励计划

- ❖ 经理人激励是公司治理的一种，需在与其它公司治理机制之间进行平衡(cost-benefit tradeoff)。
- ❖ 对经理人特征的假定：
 - 厌恶努力：努力工作会给经理人带来负效用
 - 厌恶风险：经理人比股东更厌恶风险
- ❖ 经理人激励机制设计的约束条件：
 - 参与约束：经理人参与到某企业，其所获得的报酬至少等于其参与其它企业或经理人市场中能获得的平均报酬，即经理人的机会成本。
 - 激励相容约束：股东通过设计激励机制使得经理人在追求自身效用最大化时实现股东价值最大化。

❖ 激励设计的**SMART**原则（彼得·德鲁克，1954）

Specific: 明确的、具体的

Measurable: 可量化的、可衡量的

Attainable: 具体可以达到的

Relevant: 相关的

Timed: 有实效性的

❖ 经理人货币性激励的工具

1.与业绩无关的激励工具(如基薪)。

2.基于业绩的激励工具：

基于会计基础业绩的激励工具：如年度奖金计划、长期业绩计划。

基于市场基础业绩的激励工具，如股票期权、股票增值权、限制性股票、影子(虚拟)股票等。

❖ 实践中常将短期和长期、基于会计和基于市场的激励工具混合成一个薪酬包(compensation package)。

❖ EMH假说：完全有效市场中，股东财富(R)最大化即股票价格最大化。

❖ 股票增值权：

❖ 赠予经理人的一种在一定期间内获得一定数量的增值额(即股票增值权赠予日和合约约定期末的股票市价之差额)的权利，到期可以现金或股票结算，经常是作为现金股票增值权伴随着股票期权为经理人行权提供现金。

❖ 限制性股票：

- ❖ 是指企业赠予经理人一定数量的股票，但这些股票的再出售或转让受到限制，通常限制有期限和授权时间安排。在限制期限到期或行权权授予之前，经理人离开企业，限制性股票也会作废，在未授权之前不能出售和转让受到限制的股票。

❖ 影子股票：

- ❖ 赠予经理人的一种虚拟而非真实的股票，当经理人满足特定的条件后才会转为现金结算，条件一般为经理人必需在企业工作一定时间（如**5-20**年）和经理人必需从本公司退休，经理人从影子股票中得到的报酬为影子股票赠予日至转换日的股价差额。要借助于股票为标的，但又不实际发放股票。

中国的虚拟股票主要是分红权，类似干股。

国资委**2010**年**10**月发布《关于在部分中央企业开展分红权激励试点工作的通知》

分红权： 岗位分红/项目收益分红

❖ 岗位分红权

企业实施重大科技创新和科技成果产业化的，可以实施岗位分红权激励，按照岗位在科技成果产业化中的重要性和贡献，相应确定激励总额和不同岗位的分红标准。

- ❖ 激励总额不得高于当年税收利润的**15%**，激励对象个人岗位分红权所得不得高于其薪酬水平与岗位分红之和的**40%**。

❖ 项目收益分红权

企业通过自行投资、合作转化、作价入股、成果转化等方式实施科技成果产业化，以科技成果产业化项目形成的净收益为标的。

❖ 从当年投资产业化项目净收益中，提取不低于**5%**但不高于**30%**用于激励，激励对象个人所获激励原则上不超过激励总额的**30%**。

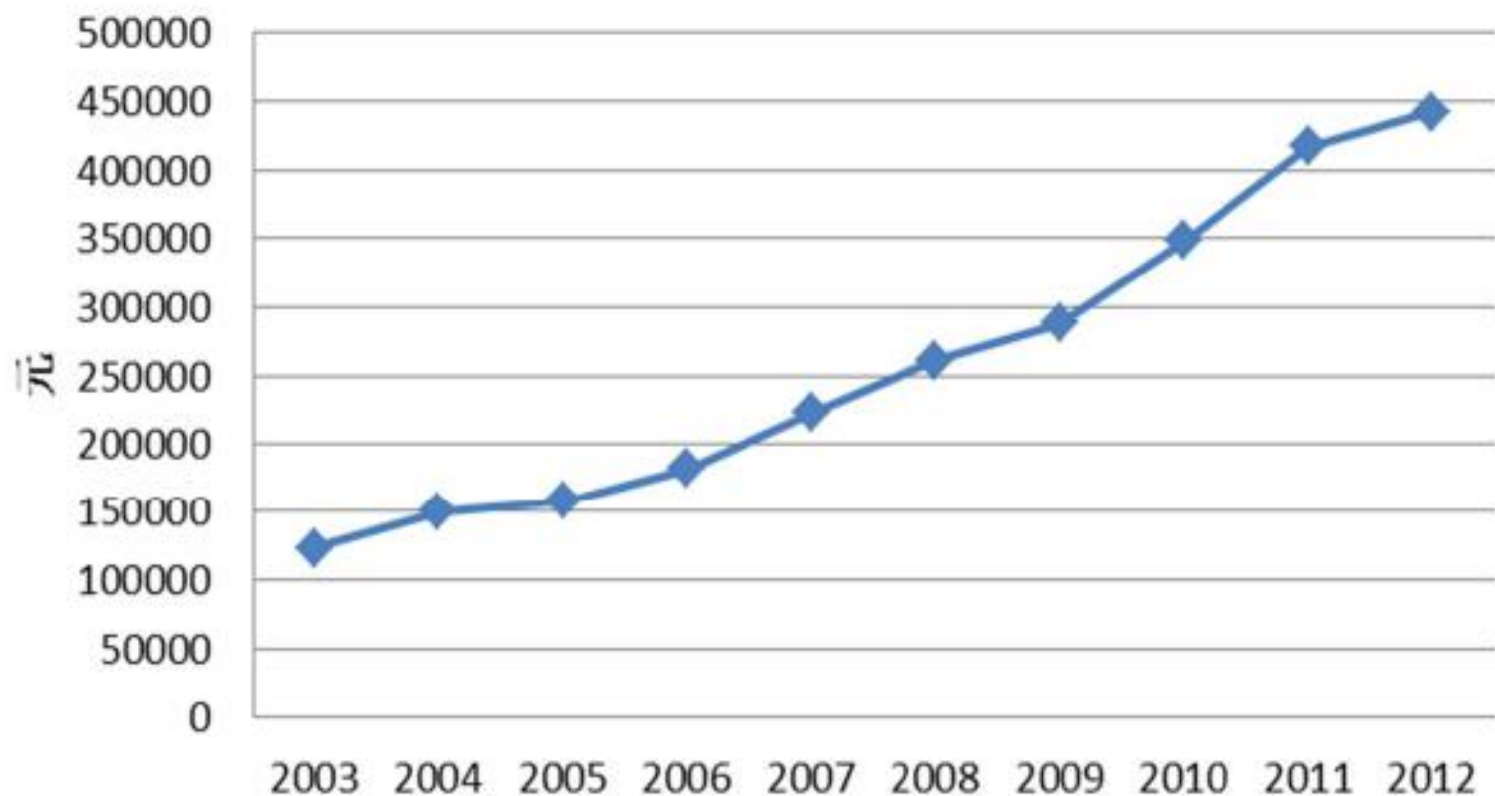
❖ 国资委**2010年10月**发布《关于在部分中央企业开展分红权激励试点工作的通知》

2012年报董事长薪酬排行榜

排名	证券代码	证券名称	董事长	董事长薪酬
1	000002.SZ	万科A	王石	1560万
2	600507.SH	方大特钢	钟崇武	1517万
3	601318.SH	中国平安	马明哲	989万
4	601899.SH	紫金矿业	陈景河	848万
5	600743.SH	华远地产	任志强	836万
6	000001.SZ	平安银行	孙建一	692万
7	600383.SH	金地集团	凌克	607万
8	000021.SZ	长城开发	谭文鋈	601万
9	000656.SZ	金科股份	黄红云	586万
10	600016.SH	民生银行	董文标	550万

2014年4月5日，方大特钢披露2013年年报，董事长钟崇武1974万年薪，超过王石的1590万。

A股上市公司高管人均现金报酬



- 注：薪酬最高的前三名高管薪酬平均

主要有四种理论用于解释经理人薪酬快速增长

- ❖ 1. 经理人攫取租金（**managerial rent extraction**）
这取决于经理人攫取租金的能力，亦即糟糕的公司治理。
- ❖ 2. 公司规模（**the scale of firms**）
- ❖ 3. 激励条件（**the provision of incentives**）
激励性报酬的增加使得厌恶风险的经理人要承担更多的薪酬风险。
- ❖ 4. 对通用管理技能的回报比起企业特定管理技能的回报在增加（**increasing returns to general rather than specific skills**）
市场对经理人类型选择在变化，更注重经理人的一般通用管理技能。

三、股票期权激励基础

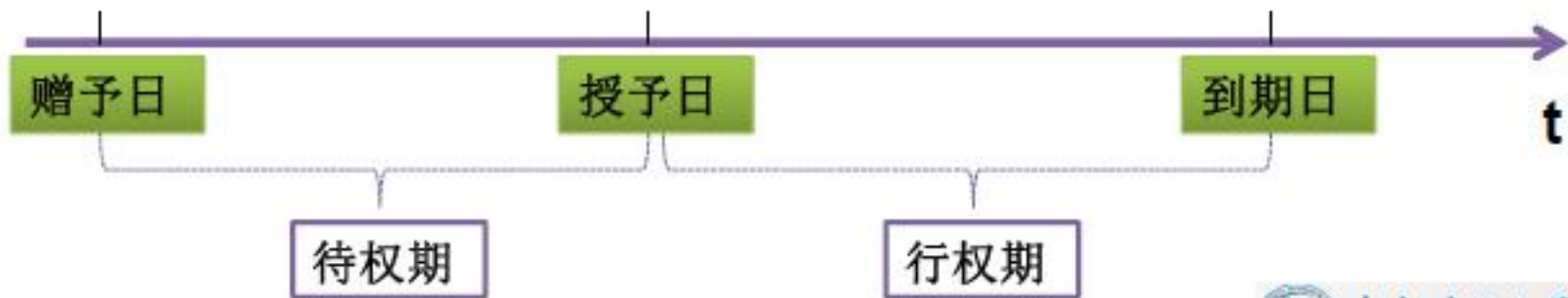
❖ 股票期权

企业赠予经理人的一种选择权利（而非义务），持有这种权利的经理人可以在规(约)定时期内以事先规(约)定的价格购买本公司规(约)定数量的股票。

❖ 逢企业兼并、股票分割和股票股利等情况时，行权价一般可以自动予以调整。

❖ 股票期权是一种看涨期权(**call option**)。购买股票的过程叫行权，经理人行权时的股票约定价格叫行权价。

- ❖ 赠予日：公司将股票期权赠予经理人的日期
- ❖ 授予日：经理人获得行权权的日期
- ❖ 待权期：股票期权的赠予日与行权权授予日之间的期间
- ❖ 行权期：行权权授予日到股票期权到期日之间的期间
- ❖ 经理人股票期权的行权期一般是分期授予的，这样，同一计划被赠予的股票期权的待权期就不同。



通常，经理人股票期权的有效期为10年（赠予日至到期日），而其中的待权期为3-5年。证据表明，对于10年期的期权，经理人平均在期权赠予后5.8年行权。



在行权权未授予经理人之前，经理人离开企业，股票期权就作废，但行权权赠予之后离开，期权不作废。



经理人股票期权持有期间没有股利收益，其收益只有来自股价上涨，高于行权价。

❖ 经理人股票期权的基本分类

- ❖ 1. 按照在期权赠予日，股票期权数量和行权价是否确定分类：
两者在期权赠予日确定的股票期权为“固定型”股票期权
两者在期权赠予日不确定的股票期权则为“可变型”股票期权
- ❖ 2. 按照经理人股票期权的行权价与股价高低比较来分类：
行权价等于股票市价的股票期权，为平价期权
行权价低于股票市价的股票期权，为实值期权
行权价高于股票市价的股票期权，为虚值期权

❖ 3. 按照是否受股利保护来分类:

受股利保护的期权。由于股票期权奖励的是股价的上升，而非全部的股东回报(因为还有股利)，所以一些公司对期权实行“股利保护”，保护方法可以是支付股利时降低行权价或将股价调整为股利支付价格，最常见的方法是，当经理人行权时，向其支付累计股利(加利息)。

不受股利保护的期权。其价值会因现金股利的发放而下降，美国经理人股票期权实践中，基本都是不受股利保护的期权，股利保护型股票期权计划很少（只有1%）。

❖ 4. 新型股票期权:

可再定价的期权(repricable options)

再赠予期权(reload options): 在经理人出售股票获得资金来行权后, 会赠予经理人新的期权, 它与原期权有相同到期日, 但行权价为新的市价。

指数型期权(indexed options): 即行权价是随市或行业的指数等基准挂钩, 随基准变动而变动的期权。

业绩期权: 期权行权权的授予条件基础于经营业绩。

四、我国上市公司股票期权实践

- ❖ 2005年12月31日证监会发布《上市公司股权激励管理办法（试行）》，标志着我国上市公司规范的经理人股权激励实践正式拉开序幕。

- ❖ 相关监管规则：
- ❖ 2005年12月，证监会《上市公司股权激励管理办法（试行）》
- ❖ 2006年1月，国资委/财政部《国有控股上市公司（境外）实施股权激励试行办法》
- ❖ 2006年9月，国资委/财政部《国有控股上市公司（境内）实施股权激励试行办法》
- ❖ 2008年5月，证监会《股权激励有关事项备忘录1号》、《股权激励有关事项备忘录2号》
- ❖ 2008年9月，证监会《股权激励有关事项备忘录3号》
- ❖ 2008年10月，国资委/财政部《规范国有控股上市公司实施股权激励制度有关问题》

薪酬与考核委员会拟定股权激励计划草案

董事会审议股权激励计划草案；独立董事发表独立意见，律师出具法律意见，薪酬与考核委员会认为必要时可聘请独立财务顾问

2个交易日内，公告董事会决议、股权激励计划草案摘要、独立董事意见

报中国证监会备案，同时抄报证券交易所及公司所在地证监局

证监会20个工作日内未提出异议

否

召开股东大会的通知，审议并实施股权激励计划；公告法律意见书的；聘请独立财务顾问的，还应当同时公告独立财务顾问报告

实施股权激励计划

中止股权激励计划

否决

否决

通过

通过

是

- ❖ 经理人股权激励计划本身（作为合约）的要素：
- ❖ 1. 股权激励对象（董监高/核心技术人员；排除独立董事和被行政处罚者）
- ❖ 2. 股权激励工具（股票期权、限制性股票、股票增值权等）
- ❖ 3. 股权激励数量及调整（累计不得超过股本10%；每人累计<1%）
- ❖ 4. 行权价格及其调整（ \geq [草案公布前一个交易日收盘价/前30个交易日平均]高者）
- ❖ 5. 股权激励授予的业绩条件（ \geq 近三年平均/同行业50%/上年实际）
- ❖ 6. 行权业绩条件（含业绩指标的具体定义和数量）
- ❖ 7. 结算方式（发行股份或回购股份；不得直接转让股份）
- ❖ 8. 合约有效期及授予和行权时间窗口限制（有效期不得超过10年）
- ❖ 9. 关于经理人消解股权激励的限制等
- ❖ 10. 其它（如股权激励计划的变更和终止；公司发生控制权变更、合并、分立、激励对象发生职务变更、离职、死亡等事项时如何实施股权激励计划）

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013*
草案发布家次	45	13	69	26	78	131	140	91
累计草案发布家次	45	58	127	153	231	362	502	593
实施家次	27	4	19	19	60	90	124	42
累计实施家次	27	31	50	69	129	219	343	385
实施占发布的百分比	60%	53%	39%	45.0%	56%	61%	68%	65%

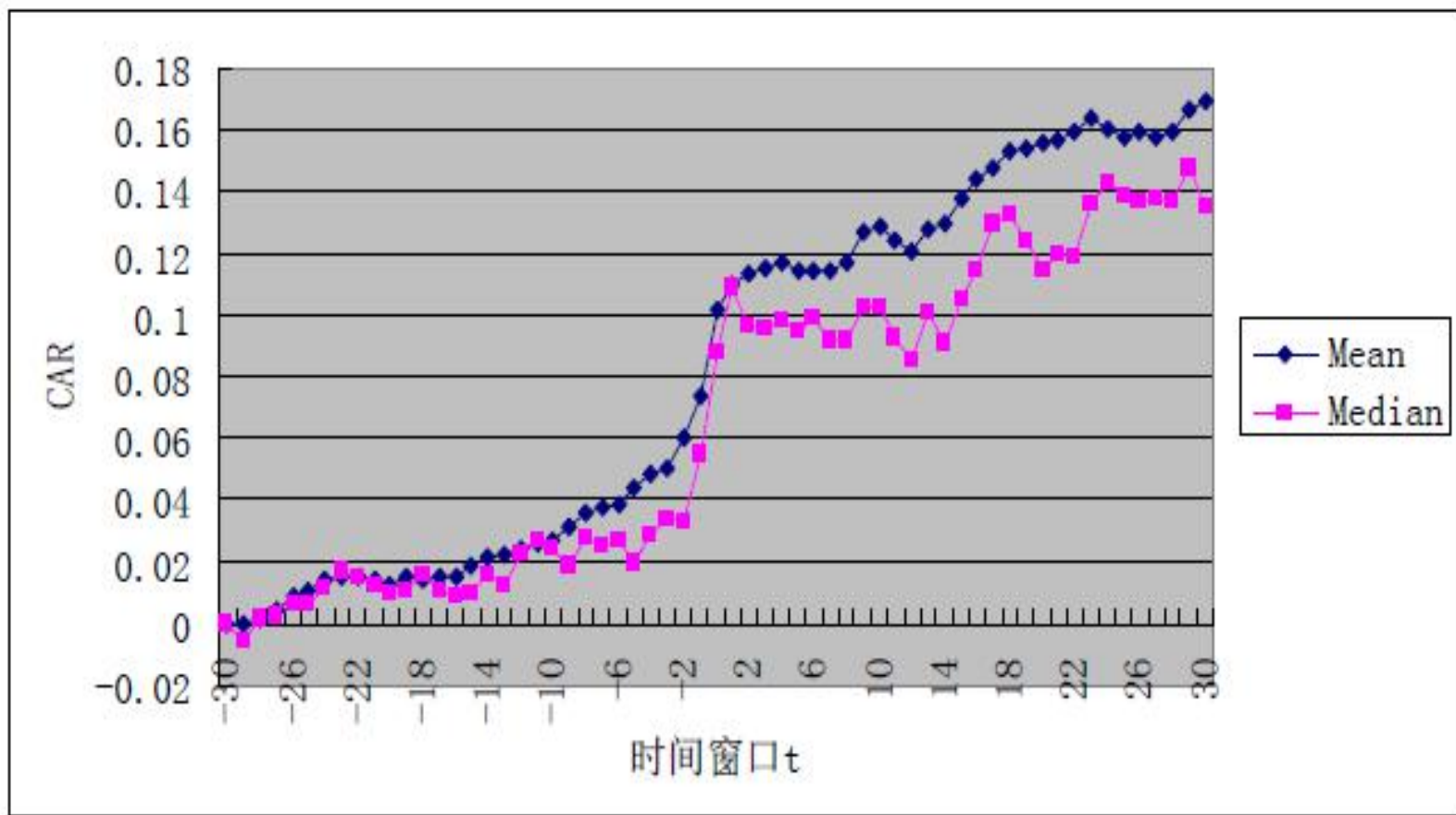
注：2013年数据截止至6月30日；有少数公司发布不止一种股权激励措施

激励措施	观测个数	指标	N	指标覆盖率	均值	中位数	最小值	最大值
股票增值权	12	oproe	11	91.667%	10.281	10.000	5.000	20.000
		opfhnig	11	91.667%	28.909	20.000	10.000	115.000
股票期权	377	oproe	276	73.210%	9.998	10.000	2.500	22.000
		opfhnig	345	91.512%	32.718	20.000	0.000	700.000
限制性股票	204	oproe	122	59.804%	9.416	8.500	5.000	20.000
		opfhnig	167	81.863%	34.209	20.000	5.000	800.00

注：

oproe：经复核增长率调整而成的每年的股东权益报酬率

opfhnig：经复核增长率调整而成的每年的净利润增长率



来源：谢德仁、陈运森，《业绩型股权激励、行权业绩条件与股东财富增长》，《金融研究》，2010年12期

• 监管规则中关于行权业绩条件的规定

规则名称	时间	关于行权业绩条件的规则
《上市公司股权激励管理办法（试行）》	2005年12月	激励对象为董事、监事、高级管理人员的，上市公司应当建立绩效考核体系和考核办法，以绩效考核指标为实施股权激励计划的条件。
《国有控股上市公司（境外）实施股权激励试行办法》	2006年1月	上市公司年度绩效考核达不到股权激励计划规定的业绩考核标准的，当年年度可行权部分应予以取消。
国有控股上市公司（境内）实施股权激励试行办法	2006年9月	实施股权激励计划应当以绩效考核指标完成情况为条件，建立健全绩效考核体系和考核办法。绩效考核目标应由股东大会确定。按照上市公司股权激励管理办法和绩效考核评价办法确定对激励对象股权的授予、行权或解锁。
《股权激励有关事项备忘录1号》	2008年5月	公司设定的行权指标须考虑公司的业绩情况，原则上实行股权激励后的业绩指标（如：每股收益、加权净资产收益率和净利润增长率等）不低于历史水平。鼓励公司同时采用下列指标： （1）市值指标：如公司各考核期内的平均市值水平不低于同期市场综合指数或成份股指数； （2）行业比较指标：如公司业绩指标不低于同行业平均水平。



• 监管规则中关于行权业绩条件的规定(续)

规则名称	时间	关于行权业绩条件的规则
《股权激励有关事项备忘录2号》	2008年5月	公司根据自身情况，可设定适合于本公司的绩效考核指标。绩效考核指标应包含财务指标和非财务指标。绩效考核指标如涉及会计利润，应采用按新会计准则计算、扣除非经常性损益后的净利润。同时，期权成本应在经常性损益中列支。
《股权激励有关事项备忘录3号》	2008年9月	上市公司股权激励计划应明确，股票期权等待期或限制性股票锁定期内，各年度归属于上市公司股东的净利润及归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润均不得低于授予日前最近三个会计年度的平均水平且不得为负。
《规范国有控股上市公司实施股权激励制度有关问题》	2008年10月	上市公司激励对象行使权利时的业绩目标水平，应结合上市公司所处行业特点和自身战略发展定位，在授予时业绩水平的基础上有所提高，并不得低于公司同行业平均业绩（或对标企业75分位值）水平。凡低于同行业平均业绩（或对标企业75分位值）水平的不得行使。



中央财经大学

会计学院

School of Accountancy

行权业绩条件统计

	N	均值	中位数	最小值	最大值	标准偏差
ROE (%)	409	9.832	10.000	2.500	22.000	3.191
NIG (%)	523	33.114	20.000	0.000	800.000	58.692

“10%/20%”现象：盈利能力真实期望还是从众效应？

注：ROE净资产收益率；NIG净利润增长率



第四节 案例与讨论



案例1：湘鄂情的员工激励计划

- ❖ 北京湘鄂情餐饮管理有限公司的餐饮品牌，主要经营粤、湘、鄂及各地特色菜。
- ❖ 最早起源于1995年，创始人孟凯与妻子在深圳蛇口开办了一家湘菜馆，后更名湘鄂情。
- ❖ 2009年11月11日，公司在深圳证券交易所正式挂牌上市（证券代码：002306），成为我国第一家在国内A股上市的民营餐饮企业。

- ❖ 湘鄂情2011年1月12日发布公告，拟向8位高管及167位核心业务人员，授予共计1100万份股票期权。其中预留11万份，行权价格为27.35元/股。
- ❖ 激励对象包括工会主席、项目经理等中层管理人员以及34名厨师长及2名副厨师长。
- ❖ 2011年7月13日，公司2011年第四次临时股东大会审议通过了《关于<北京湘鄂情股份有限公司股票期权激励计划（草案）及其摘要>的议案》、《关于提请股东大会授权董事会办理股票期权激励计划相关事宜的议案》和《关于<北京湘鄂情股份有限公司股票期权激励计划实施考核办法>的议案》。
- ❖ 股权授予日：2011年7月13日

- ❖ 首次授予的股票期权自本期激励授权日满1年后，激励对象应在未来48个月内分四次行权，每次比例25%。此次行权条件按4个行权期划分，需分别满足净利润和净资产收益率指标。
- ❖ 四期行权年度（2012-2015）按前一年度（2011-2014）净利润不低于基年的（2010年）的净利润的120%、145%、175%和210%，即净利润复合增速约为20%；加权平均净资产收益率分别不低于6%、7%、8%和9%。
- ❖ 厨师长的业绩指标应该是什么？
- ❖ 分店经理的业绩指标应该是什么？

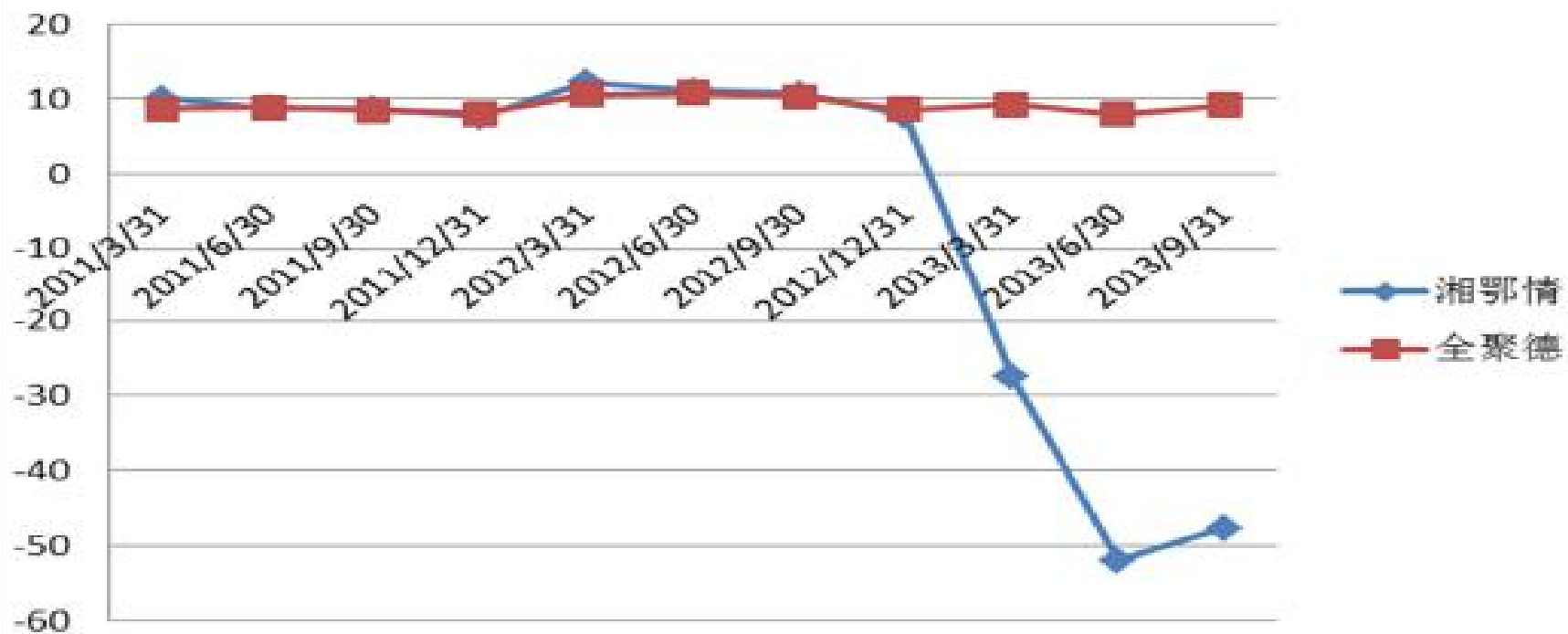
- ❖ 2012年12月4日，习近平总书记主持召开中共中央政治局会议，审议通过了中央政治局关于改进工作作风、密切联系群众的“八项规定”；“六项禁令”
- ❖ 2013年1月6日，“关于进一步加强四风建设的意见”
- ❖ 餐饮行业面临“四高一低”是：房租、人工、原材料、水电成本高，利润率低

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
净利润增长率(%)	319.48	4.92	20.39	-23.08	50.93	15.14	-627.02
净资产收益率(%)	44.16	26.97	23.65	5.02	7.84	8.59	-61.15
净利润增长率(%) - 行权					20	20.8	20.7
净资产收益率(%) - 行权					6	7	8

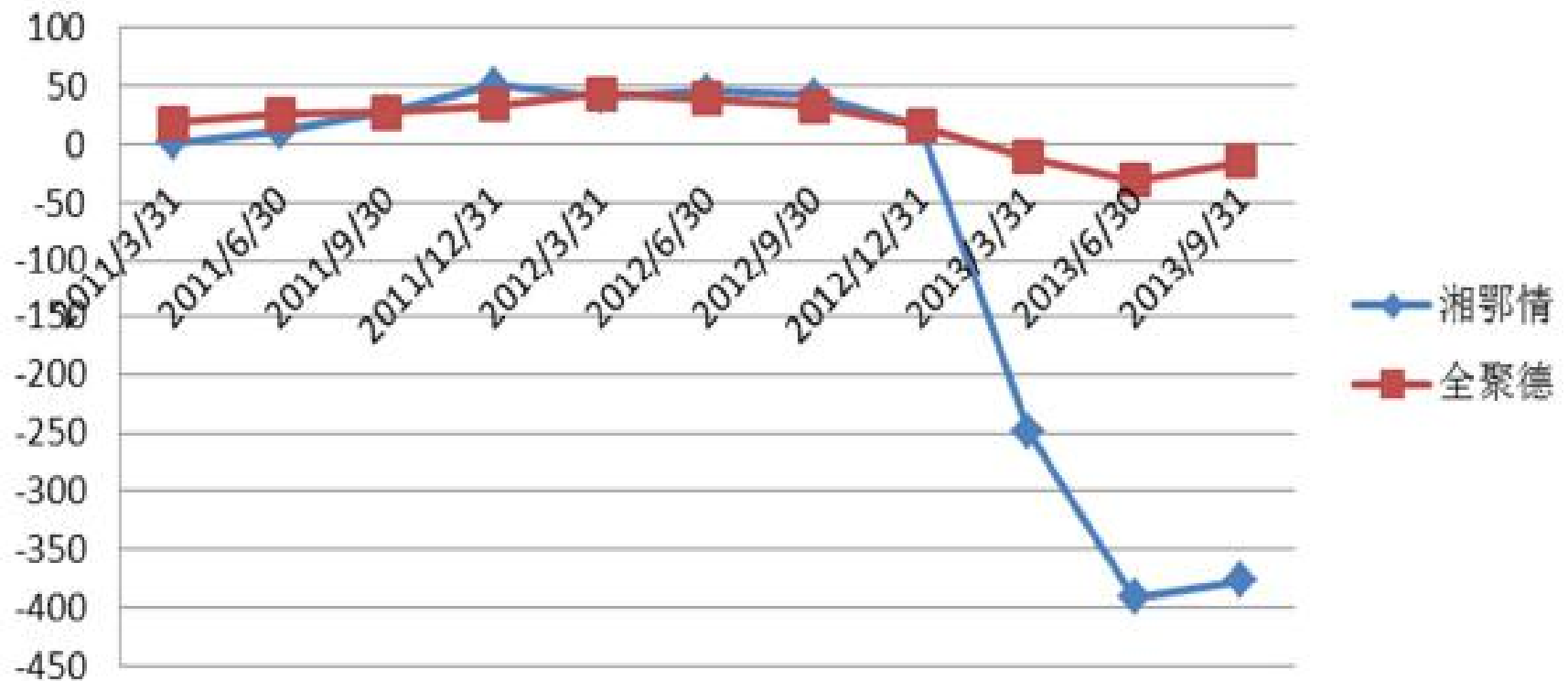
❖ 困境之解决：行业对标(RPE)?



销售净利率



净利润增长率



- ❖ **难题1：** 如何对经理人激励的业绩基础进行准确计量？
- ❖ **难题2：** 如何在业绩中准确认定经理人的行动/努力？
- ❖ **难题3：** 当业绩和经理人行动/努力被准确识别，如何消除市场的非有效性？

案例2：华为公司股权激励

一、公司简介

华为技术有限公司（以下简称“华为”），成立于1987年。最初是一家生产公共交换机的香港公司的销售代理。由于采取“农村包围城市，亚非拉包围欧美”的战略策略，华为迅速成长为全球领先的电信解决方案供应商，专注于与运营商建立长期合作伙伴关系，产品和解决方案涵盖移动、网络、电信增值业务和终端等领域。

- ❖ 股权激励制度贯穿着华为发展的整个历程。华为公司的每次股权激励计划都为公司的业绩带来了动力，对华为公司的发展起到重要的作用。

二、华为员工激励计划

- ❖ 创业初期的股权激励制度
- ❖ 危机下的股权激励制度
- ❖ 海外扩张中的股权激励制度

（一）初创期的股权激励制度（1990-2000年）

- ❖ 在华为创立之初，由于当时实力有限，公司的业绩并不好，加上技术力量不足，很难占据城市市场，除此之外，薪酬和奖金比例相对较低，对人才的吸引力较低。
- ❖ 从华为创业期的背景可以看出，华为急需解决两个主要问题，一是科研投入需要大量资金，二是融资困难。
- ❖ 华为优先选择内部发行股票。内部发行股票不需要支付利息，存在较低的财务困境风险，不需要向外部股东支付较高的回报率，同时可以激发员工努力工作。

- ❖ 当时股票的发行价格为 1 元/股，按照计划用税后利润的 15% 来作为红利。华为员工的工资水平在 1 万元左右，平均持股在 1.5 万股左右，每年股票分红 0.7 元/股，年终奖大概在 1 万元左右，因此在华为员工的薪酬由工资、奖金和股票分红组成，这三部分数量几乎相当。
- ❖ 其中股票的授予是要有条件的，只派发给在公司上班满一年的所有员工，但是派发的份额按照不同员工的绩效、职位和资格等因素，购买方式都是员工的年终奖。除此之外，由于部分员工自身条件有限，华为公司还与银行达成协议，如果新员工的年终奖不够购买派发额，公司可以为员工提供担保，进行银行贷款。

（二）危机下的股权激励制度（2001-2012年）

1. 网络泡沫危机

- ❖ 由于网络泡沫危机的影响，在我国融资对于一般企业而言成了空谈。一方面华为2000年华为收到接入服务器、路由器、以太网交换机、ISDN终端、IP电话系统等方面的巨额订单，另一方面国际市场的开拓，设立了全球多家网点机构，包括研发、服务等多种部门，这些项目急需大量资金；另外，华为出现了部分老员工懈怠甚至骨干员工走出华为的现象。
- ❖ 此次股权激励需要解决的问题有两个，一是资金问题，二是如何实现长期激励。

- ❖ 华为此次股权激励制度采用理论虚拟受限股实施模式。此次股权激励制度规定，获得虚拟受限股的激励对象可以通过股票的增值和分红获得一定的收益，但是不具有表决权和所有权，在职期间内，不能转增或者销售，离开华为公司后，权利自动消失，股票数额清零。

- ❖ 为了维护华为公司自身的控制能力，减少不必要的管理问题出现，华为公司还实施了一系列新的措施：一是一元一股的长期股票将不再派发；二是期权将逐渐取代老员工的股票；三是固定的分红将不再是员工从股权中获得的最大的收益，公司净资产的增值部分成为期权所对应的红利。
- ❖ 从设计结构的角度考虑，期权比股票更加合理，公司根据自身的评价体系，分给员工一定比例的期权。期权的行使期限为4年，每年最大可以兑现持有的1/4，可以说，华为从固定的股票分红转向虚拟受限的策略，是公司“普惠”的激励机制向“重点激励”思维的转变。

2. 产权纠纷

- ❖ 2003 年，尚未挺过网络泡沫危机的通信行业又遭受到 **SRAS** 的重创，华为公司的出口受到严重的影响，当年思科与华为在产权方面发生了官司，使得部分员工认识到思科具有更好的发展前景，而华为的前景并不乐观，开始出现部分员工走向思科，这直接影响到华为公司的全球市场销售情况。
- ❖ 此次股权激励的主要目的就是稳住队伍。

- ❖ 此次华为实施股权激励计划的具体措施如下：
- ❖ （1）此次配股额度很大，与员工已有的股票总和基本相等；
（2）兑现的方式发生了转变。往年积累的配股即使离开公司也可以进行一定比例的兑现，而此次规定员工每年兑现的比例不能超过 $1/10$ 。另外，这次配股还规定了一个锁定期，所有员工持股在3年内是不允许兑现的，如果在3年内离开了公司，那么所有的配股将作废。（3）股权开始向核心工作人员倾斜，骨干员工的持股比例明显要高于普通员工；此次配股华为依然为员工提供了一些优惠的条件，员工只需拿出所需资金的15%，剩余85%由公司和银行协商解决。

3. 金融危机

- ❖ 由于 2008 年金融危机爆发，许多大型企业开始裁员，这使得通信行业员工工作积极性降低，开始怀疑手中持有的股票，出现大批赎回现象。
- ❖ 华为此次股权激励的主要目的在于稳定已有员工的同时，吸引新员工。

- ❖ 饱和配股是指按照员工岗位级别设定持股上限，例如，13级员工的持股上限为2万股，如果该级员工已经达到2万股，那么将不能再参与配股计划。华为此次实施的是饱和配股，规定了不同级别的持股上限，14级员工的持股上限为5万股，13级员工的持股上限为2万股，配股价格为4.04元，配股规模较大，激励对象包括了工龄在一年以上的所有在职员工，配股数额在16亿左右。华为在位的大部分老员工已经达到持股上限，所有很多没有参与此次配股。
- ❖ 此次股权激励的年利率为6%，而同期银行定期存款年利率为4%，期限为自股票期权授权日起至离开华为当年，股权计划的授权日为2008年12月28日。行权价格为当年公司的每股净资产价格。

（三）海外扩张中的股权激励制度（2013至今）

- ❖ 2013年，国内的通信市场需求基本饱和，华为试图寻找新的增长点，将眼光放至全球。因此，开始进行大规模的海外扩张，试图打造一个全球知名品牌。此外，由于大规模的海外扩张，华为需要大量的资金，而此时虚拟受限股信贷遭到暂停，使得华为员工无法继续购买股票。
- ❖ 股权激励计划的目的是为吸引大量的国外优秀管理人员，同时增强老员工的积极性。

- ❖ 华为公司根据中国持股计划，允许外国人购买公司的股份。为了员工能够继续获得股权，重新激发老员工的积极性，华为推出了 TUP 计划。TUP (Time unit Plan) 是指每年根据不同员工的岗位及级别、绩效，配送一定比例的期权。
- ❖ 这种期权不需要花钱购买，周期一般是 5 年。例如，2012 年员工获得 100 股，当期股票价值为 5.42 元/股且当年没有分红权。那么，2013 年，员工可以得到 1/3 的分红；2014 年可以得到 2/3 的分红，2015 年可以得到全部分红；2016 年当年可以获得全部分红，2017 年可以获得股票增值结算，如果第五年股票价格为 6.42，那么员工可以获得的收益为 1000 元，同时股票数额清零。

讨论：

- ❖ 1.以华为公司为例，分析公司在设计股权激励制度时应考虑的因素有哪些？
- ❖ 2.思考股权激励制度与公司业绩的相关性是什么？

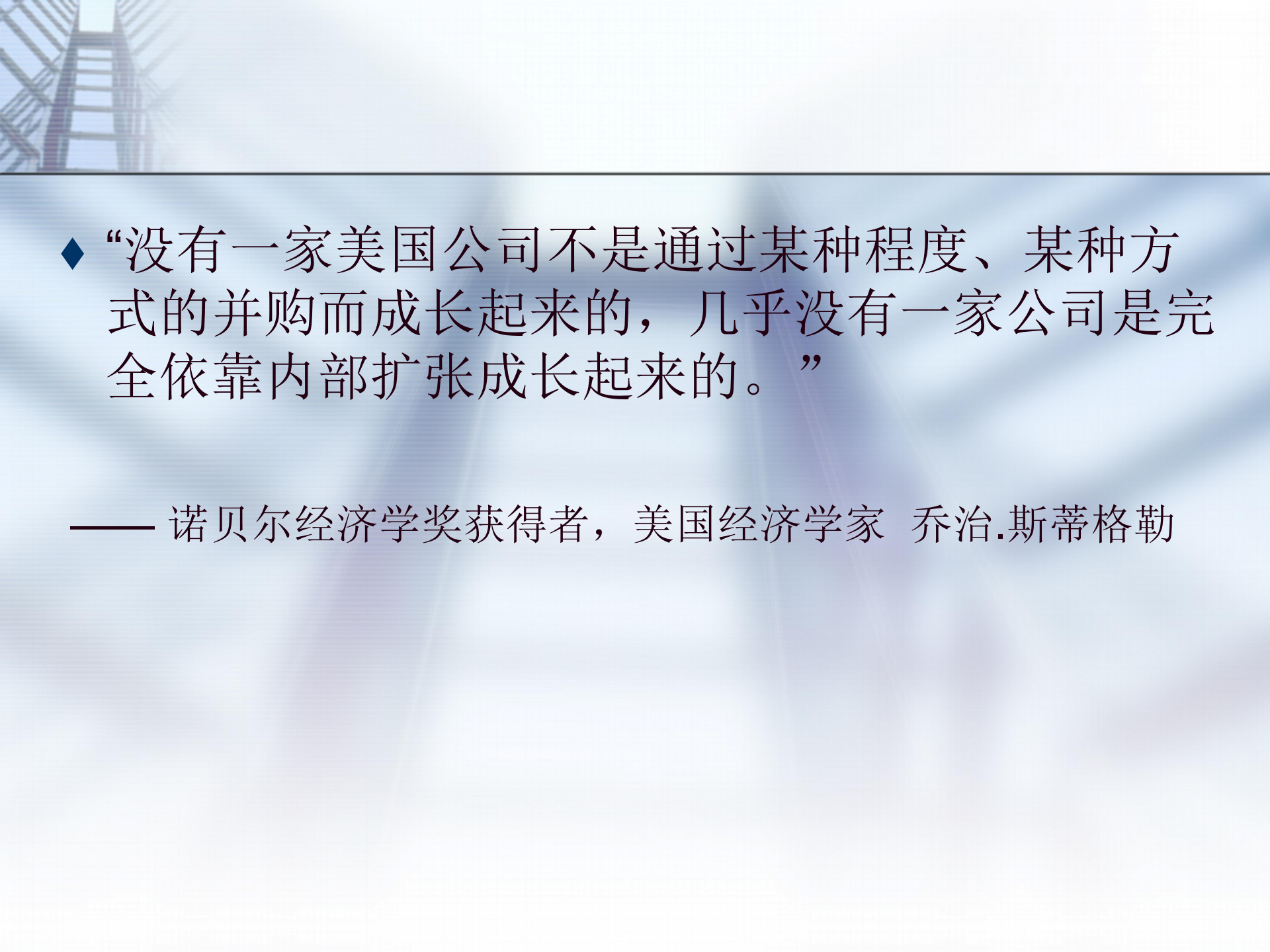
参考文献

- ❖ John E Core, David F Larcker. Performance consequences of mandatory increases in executive stock ownership . Journal of Financial Economics, 2002 , 64 (3) :317-340
- ❖ 张阳.公司股利政策的理论发展之路——相关文献综述.商业研究, 2004 (6)
- ❖ 张逸君,朱磊.股利政策文献综述.山东社会科学, 2006 (9)
- ❖ 吕长江, 郑慧莲, 严明珠, 许静静.上市公司股权激励制度设计:是激励还是福利?,管理世界, 2009 (9)
- ❖ 安海.华为公司股权激励制度研究.对外经济贸易大学, 2014

第七章 企业并购与控制权转移

主要内容

- ◆ 第一节 企业并购的基本原理
- ◆ 第二节 企业并购的基本过程
- ◆ 第三节 案例与讨论



◆ “没有一家美国公司不是通过某种程度、某种方式的并购而成长起来的，几乎没有一家公司是完全依靠内部扩张成长起来的。”

—— 诺贝尔经济学奖获得者，美国经济学家 乔治·斯蒂格勒

一、相关概念界定

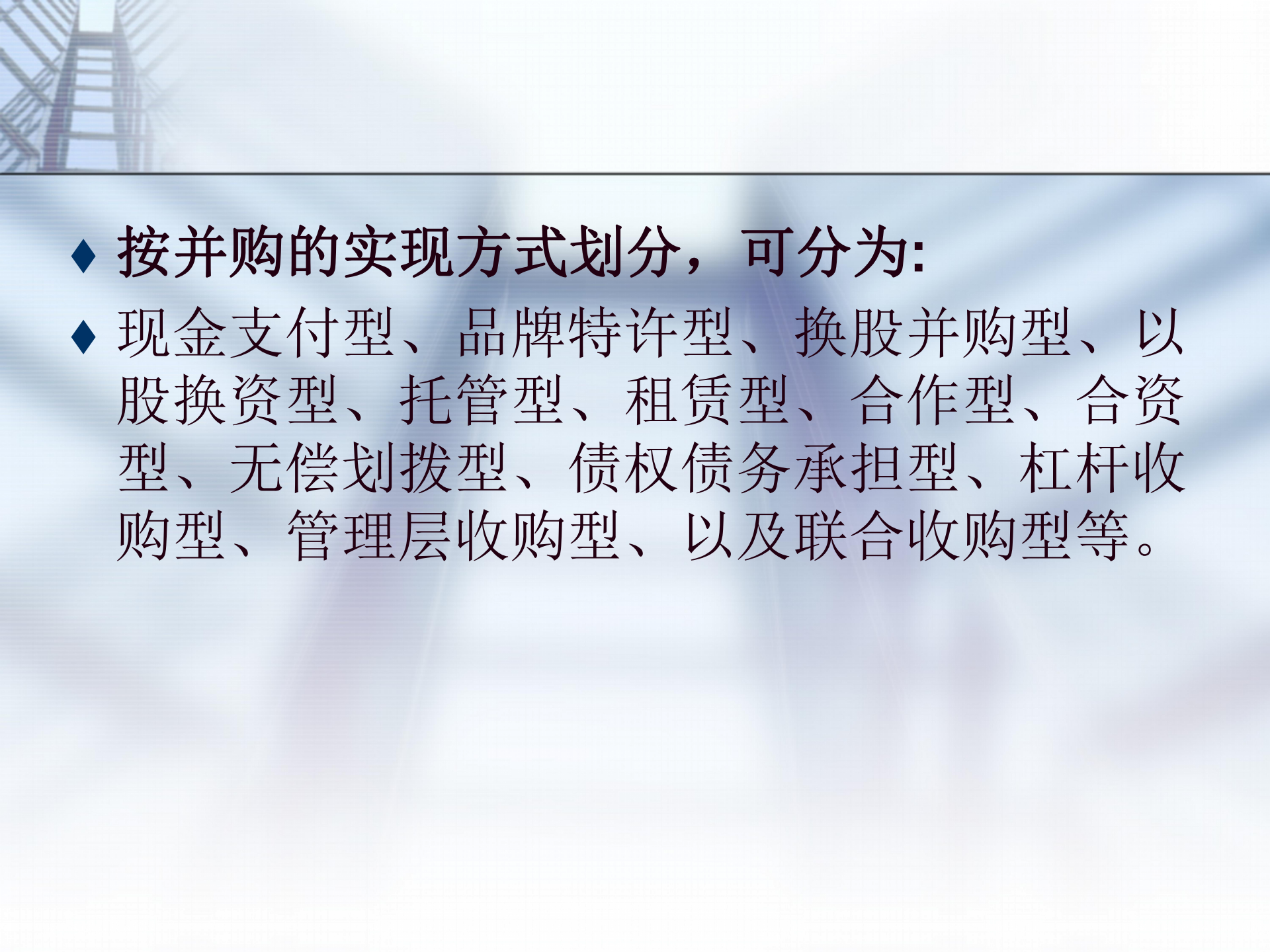
- ◆ 狭义的并购概念，是指我国《公司法》所定义的吸收合并和新设合并。
- ◆ 广义的并购概念是指一家公司将另一家正在营运中的公司纳入其集团，其目的是借此来扩大市场占有率、进入其他行业或者将被并购企业分割出售以谋取经济利益。

- ◆ 合并(combination)是指两家以上的公司依契约及法令归并为一个公司的行为。公司合并包括吸收合并和新设合并两种形式：
- ◆ 吸收合并是指两个以上的公司合并中，其中一个公司因吸收了其他公司而成为存续公司的合并形式；
- ◆ 新设合并是指两个或两个以上的公司通过合并创建一个新的公司。

- ◆ 兼并(merger)是指一个公司采取各种形式有偿接受其他公司的产权，使被兼并公司丧失法人资格或改变法人实体的经济活动。（吸收合并）
- ◆ 收购(acquisition)是指一家公司（收购方）通过现金、股票等方式购买另一家公司（被收购公司或目标公司）部分或全部股票或资产，从而获得对该公司的控制权的经济活动。与收购相近的两个概念是接管和要约收购。
- ◆ 接管(take over)，通常是指一家公司由一个股东集团控制转为由另一个股东集团控制的情形。接管可通过要约收购、委托投票权得以实现，因此接管比收购涵义的范围更大。
- ◆ 要约收购（tender offer）或标购，是指一家公司直接向目标公司股东提出购买他们手中持有的该公司股份的要约，达到控制该公司目的的行为。

二、并购基本类型

- ◆ 根据并购的产业组织特征和行业特点，并购分为横向并购、纵向并购和混合并购三种类型。
- ◆ 横向并购是指处于相同市场层次上的公司并购，即两个或两个以上生产和销售相同或相似产品公司之间的并购行为。
- ◆ 纵向并购是指发生在同一产业的上下游之间的并购，即生产经营同一产品相继的不同生产阶段，在工艺上具有投入产出关系公司之间的并购行为。
- ◆ 混合并购是指两个或两个以上相互没有直接投入产出关系公司之间的并购行为，是跨行业、跨部门之间的并购。

- 
- ◆ 按并购的实现方式划分，可分为：
 - ◆ 现金支付型、品牌特许型、换股并购型、以股换资型、托管型、租赁型、合作型、合资型、无偿划拨型、债权债务承担型、杠杆收购型、管理层收购型、以及联合收购型等。

◆ 按并购形式划分：

- ◆ 协议并购：协议并购是并购者在证券交易所之外以协商的方式与被并购公司的股东签订收购其股份的协议，并按照协议所规定的条件、并购价格、并购期限及其他约定事项并购上市公司股份的一种收购方式。
- ◆ 要约并购：通过证券交易所的证券交易，投资者持有有一个上市公司已发行的股份的百分之三十时，依法向该上市公司所有股东发出公开收购要约，按照约定的价格以货币支付形式购买股票，以获取上市公司控制权的一种收购方式。
- ◆ 行政指令性接管或托管：通常发生在属于同一级财政范围，或同一级国有资本运营主体的国有企业和政府机构之间，股权或产权的受让方必定为国有独资企业。

三、企业并购的历史演变（5次）

- ◆ 第一次并购浪潮：
- ◆ 时间：19世纪末20世纪初，颠峰期在1898-1903年
- ◆ 特征：以横向合并为主。指同行业间的企业并购，是生产和销售相似产品的企业的兼并
- ◆ 成果：产生了包括美国钢铁公司、石油公司、杜邦公司等在内的大型企业。

- ◆ 第二次并购浪潮：
- ◆ 时间：20世纪20年代—40年代，高潮在1920-1933年间
- ◆ 特征：以纵向合并为主。是生产处于不同阶段的企业之间的并购。
- ◆ 成果：在10年内美国的汽车制造业、石油工业、冶金工业和食品加工业都完成了产业集中的过程。

- ◆ 第三次并购浪潮
- ◆ 时间：20世纪50—60年代
- ◆ 特征：以混合并购为主。主要是躲避反垄断法。
- ◆ 成果：在美国出现了一批竞争力强，兼营多种业务的企业集团。

- ◆ 第四次并购浪潮：
- ◆ 时间：20世纪70-90年代，高潮在1974--1985
- ◆ 特征：杠杆收购为主要收购方式，“小鱼吃大鱼”是一个显著特点。
- ◆ 杠杆收购：
- ◆ 发生时间：20世纪80年代。
- ◆ 特点：是通过增加收购公司的财务杠杆完成并购交易的一种方式。
- ◆ 成果：
 - (1) 税收优惠—利息抵税
 - (2) 取得极高的股权回报率



◆ 第五次并购浪潮：

◆ 时间：**20**世纪90年代开始

◆ 特征：

(**1**) 并购浪潮是投机行为，而且是巨额投资

(**2**) 跨行业，所涉及金额巨大。

◆ 成果：更大规模的重组和并购。

四、企业并购的动因

(一) 是实现企业理财目标的要求

- ◆ 1、利润最大化
- ◆ 2、每股收益最大化
- ◆ 3、企业价值最大化
- ◆ 4、股东财富最大化
- ◆ 5、相关者利益最大化
- ◆ 6、经济增加值最大化

（二）是企业资本经营的需要

- ◆ 资本经营：
- ◆ 是企业筹集和运用资本的过程，并通过筹集和运用资本达到资本保值和增值的目的。
- ◆ 实现资本经营的三条途径：
 - （1）内部利润积累---依靠内部积累扩张方式
 - （2）外部筹集资金---依靠外部积累的扩张方式（直接融资本和间接融资本）
 - （3）资本存量调整（包括并购）

（三）追求协同效应

- ◆ 协同效应：

- ◆ “**1+1>2**”，即企业兼并后的总体效应要大于两个独立企业效益的算术和。

- （1）经营协同效应

- （2）财务协同效应

◆ 1、经营协同效应

◆ 指并购给企业生产经营活动的效率方面带来的变化以及效率提高所产生的收益。

(1) 规模经济

(2) 优势互补（技术、管理、营销等）

(3) 节省交易费用，降低不确定性

息税前利润=销售收入-变动成本-固定成本

=销量×（单价-单位变动成本）-固定成本总额

◆ 2、财务协同效应

◆ 指公司并购后由于税法、会计处理惯例、证券投资理念和证券分析人员偏好等作用而产生的一种纯金钱上的交易。

(1) 合理避税

(2) 预期效应

◆ 合理避税

(1) 利用税收政策避税（5年亏损弥补）

(2) 通过并购方式避税

A、通过股票交换，使被兼并方股东免交个人税

B、支付给被兼并方股东可转换债券，利息税前
列支，并使资本利得税得以递延

◆ 预期效应

市盈率=每股市价/每股收益

每股股价=每股收益×市盈率

方法：

并购市盈率不高、但每股收益比较高的企业，
会提高收购方的每股收益和股价。

预期效应举例：

公司名称	上市前 净资产	发行新股募 集资金	备注
用友软件	8300万元	10亿元	境内融资
金蝶软件	规模相当	1亿元	香港融资
太太药业	2.5亿元	17亿元	境内 融资
特点：	“蚊型股”		“蛇吞象”

（四）追求企业发展

美国著名经济学家斯蒂格勒说：“没有一个美国大公司不是通过兼并成长起来的，几乎没有一家大公司是靠内部扩张成长的。”

◆ 并购：

（1）可以突破行业限制

（2）减少企业发展的风险和成本

（五）实现企业发展战略

- ◆ **1**、通过分散化经营以平抑收益的波动
- ◆ **2**、通过多元化经营实现战略转移
- ◆ **3**、获取高技术
- ◆ **4**、实现经验共享和互补

（六）实现分离价值

- ◆ 1、上市前剥离，为了体现好的业绩
- ◆ 2、猎手公司通过肢解猎物公司，并分别出售获得分离价值。

（七）寻求冗资出路

- ◆ 1、派发股利
- ◆ 2、投资
- ◆ 3、股票回购
- ◆ 4、资产重组（包括并购）

（八）体现政府的意图

- ◆ 资产重组：
- ◆ 微观意义：企业重组
- ◆ 宏观意义：政府重组（功能作用、资源配置、发展质量）

（九）管理层利益的驱动

- ◆ 管理层的地位、能力、权力、高收入的追逐

（十）经济结构调整的需要

五、企业并购风险

- ◆ (一) 经营风险
- ◆ (二) 财务风险
- ◆ (三) 信息风险
- ◆ (四) 法律风险

- ◆ 经营风险与财务风险：
- ◆ 先理解两个公式：
- ◆ 息税前利润
- ◆ $= \text{销售收入} - \text{变动成本} - \text{固定成本}$
- ◆ $= \text{销售量} \times (\text{单价} - \text{单位变动成本}) - \text{固定成本}$
- ◆ $\text{税后利润} = \text{息税前利润} - \text{利息} - \text{所得税}$

◆ 经营杠杆系数和财务杠杆系数：

◆ 息税前利润变动%

◆ 经营杠杆系数 = $\frac{\text{息税前利润变动}\%}{\text{销售额(量)变动}\%}$

◆ $\frac{\text{息税前利润变动}\%}{\text{销售收入} - \text{变动成本}}$

◆ $\frac{\text{息税前利润变动}\%}{\text{销售收入} - \text{变动成本} - \text{固定成本}}$

◆ $\frac{\text{息税前利润变动}\%}{\text{税后利润变动}\%}$

◆ $\frac{\text{息税前利润变动}\%}{\text{息税前利润}}$

◆ 财务杠杆系数 = $\frac{\text{息税前利润变动}\%}{\text{息税前利润} - \text{利息}}$

◆ $\frac{\text{息税前利润变动}\%}{\text{息税前利润} - \text{利息}}$

◆ $\frac{\text{息税前利润变动}\%}{\text{息税前利润} - \text{利息}}$

◆ $\frac{\text{息税前利润变动}\%}{\text{息税前利润} - \text{利息}}$

◆ $\frac{\text{息税前利润变动}\%}{\text{息税前利润} - \text{利息}}$

◆ $\frac{\text{息税前利润变动}\%}{\text{息税前利润} - \text{利息}}$

（一）经营风险

- ◆ 并购的目的是为了降低成本，降低成本有利于提高经营杠杆系数，但销售量上不去，息税前利润反而以更大的幅度下降。
- ◆ 案例：

美国第四大钢铁公司并购第六大钢铁公司，没有产生规模经济，并购后美国第四大钢铁公司亏损，不得不申请破产保护。

（二）财务风险

◆ 表现为无力支付或企业出现破产。

1. 并购中收购方以大量现金支付，在股价下跌的情况下，引起收购方股票价格下跌，造成财务损失。
2. 收购方采用杠杆收购，会带来高负债的资本结构，引起财务风险。

(三) 信息风险

◆ 信息来源:

(1) 公司的股价影响因素多。

(2) 财务报表

静态数;

帐面价与市价的差异;

信息披露不充分等。

（四）法律风险

- ◆ 1、监管法律
- ◆ 2、反垄断法
- ◆ 3、收购要约
- ◆ 4、并购准则

第二节 企业并购的基本过程

公司并购操作程序

自我
评价

目标
筛选

尽职
调查

交易
安排

并后
整合

第一步：自我评价


- ◆ 是否需要并购？
- ◆ 考虑因素：
 - ◆ – 企业的发展阶段；
 - ◆ – 企业的竞争地位及变化趋势；
 - ◆ – 企业面临的机遇与挑战；
 - ◆ – 收购能否增强企业的业务能力和竞争优势；
 - ◆ – 企业的财务能力与管理能力；

第二步：目标筛选

- ◆ 考虑因素：
- ◆ 目标企业是否符合主并企业的战略需求；
- ◆ 是否具有某种财务或战略性资源可利用；
- ◆ 规模的适度性；
- ◆ 与主业的关联性（行业关联企业更可能提供主并企业所需资源，产生协同效应）；

第三步：尽职调查

- ◆ 目标：解决信息不对称问题
- ◆ 卖方了解资产比买方多很多，所以在兼并收购时存在‘卖方优势’，买方一定要想一想为什么卖方要卖。
- ◆ 着手处：业务/市场、资产、负债、财务、税务、经营、战略、法律。
- ◆ 注意事项：选择有实力的中介机构；除报表分析外，关注报表之外的信息，特别是可能存在的陷阱。



◆ 全世界每年进行着成千上万宗收购兼并，大部分的并购都是从美丽的愿望出发，却以失败而告终。其中最主要的原因，是收购者过分陶醉在“自恋式”的主观幻想之中，没有客观地对自己的收购战略和被收购企业的经营文化进行充分的评估。

——管理大师彼得·德鲁克

第四步：交易安排

◆ 并购谈判

双方一般委托各自聘请的投资银行进行这一过程；除敌意收购外，并购通常在各公司管理层互相谈判的基础上达成协议；

◆ 交易价格

因对目标资产的使用方式不同、对目标公司未来增长情况预期不同，对于收购者和卖方来说，收购目标的价值是不一样的；

◆ 信息披露

收购过程中一般需要披露收购人的背景、持股情况、财务资料、资金来源和后续计划；目标公司的董事会或管理层向其股东阐明其对于该次收购的态度；

◆ 支付方式

现金方式；

股票方式：即“换股”，一般采用增发的方式进行。

固定比例交换：在提出收购意向时即确定目标公司的每股可转换成收购公司股票的数量；

固定价值交换：在提出收购意向时先确定对目标公司的价格，具体实施时再按收购公司的当时价格换算换股比例；

现金与股票：部分支付现金，部分换股。

支付手段的比较

- ◆ 资料显示：上世纪80年代美国的大规模并购交易中约有60%使用纯现金支付手段，纯股票支付只占2%；90年代后，美国类似交易中纯现金支付只占17%，而包含股票融资的支付则占70%以上。
- ◆ 大量研究表明：不同的支付方式对股东利益的影响大不相同。（讨论原因）

美国：1973-1998年合并公告期间非正常回报研究

	股票	非股票
全部公司		
[-1, +1]	0.6%	3.6%
[-20, 合并完成]	-0.6%	5.3%
目标公司		
[-1, +1]	13%	20.1%
[-20, 合并完成]	20.8%	27.8%
收购公司		
[-1, +1]	-1.5%	0.4%
[-20, 合并完成]	-6.3%	-0.2%
样本数	2194	1494

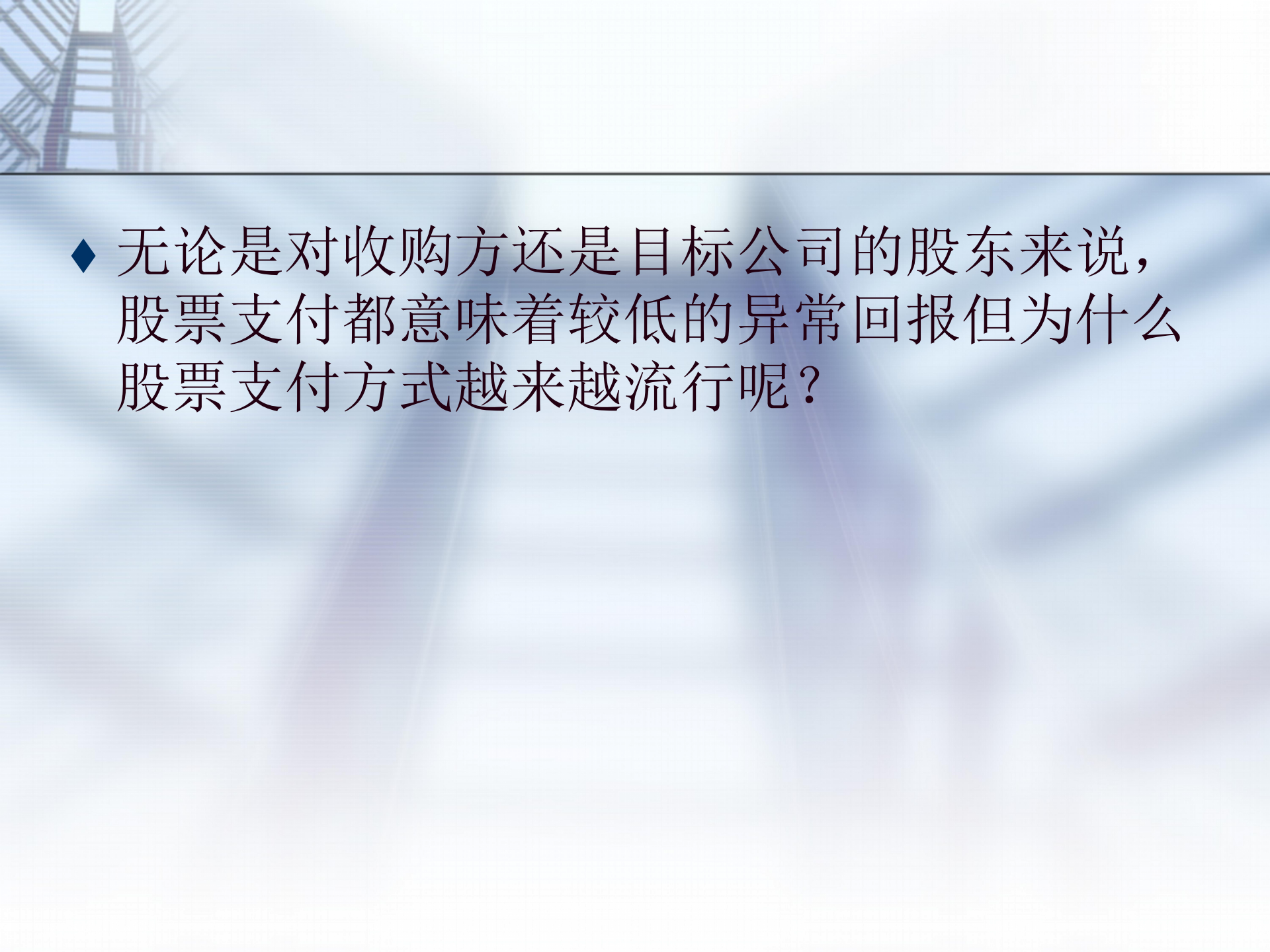
两种理论的解释：

◆ 信号传导理论

收购方的管理者比外部投资者更具信息优势，更了解本公司的真实价值。当本公司的股票价值被市场高估时，管理层偏爱以股票融资作为支付手段；反之，则偏爱现金支付。因此，股票支付会给市场传递负面信号，即收购公司股票市价偏高，最终使得换股并购给收购方和目标公司股东带来的异常收益明显低于现金支付的并购交易。

◆ 自有现金流理论

现金支付可以减少自由现金流产生的代理成本，从而可以为股东创造更多的价值。管理层之所以经常采用股票融资作为收购支付方式，在一定程度上是为了不丧失自由现金流给管理者带来的个人利益，尽管这种个人利益对其它公众股东利益造成了损害。

- 
- ◆ 无论是对收购方还是目标公司的股东来说，股票支付都意味着较低的异常回报但为什么股票支付方式越来越流行呢？

如何选择合适的支付手段

◆ 支付手段与控制权：

换股收购因增发会导致控制权的可能丧失，因此，当收购方非常在意控制权时，现金收购成为首选。但对与大规模并购来说，由于公司通常只持有有限现金，债务融资是难免的。

- ◆ 收购方股价水平： 本公司的股票价值被市场高估时， 管理层偏爱以股票融资作为支付手段； 反之， 则偏爱现金支付；
- ◆ 目标公司的偏好： 为保证收购的顺利进行， 不能忽视目标公司的支付偏好需求；
- ◆ 收购规模： 规模越大， 现金方式难度越大；
- ◆ 融资成本与税收因素： 如果收益率高于利息， 负债经营有财务杠杆效应和抵税作用；

◆ 法律法规

股东批准：

在并购提案提交股东投票表决前，董事会聘请外部评估机构，就交易条件和价格进行评估，出具公正意见书；

在我国公司并购必须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过；

政府及监管部门的审批：

产业政策；

反垄断及反不正当竞争；

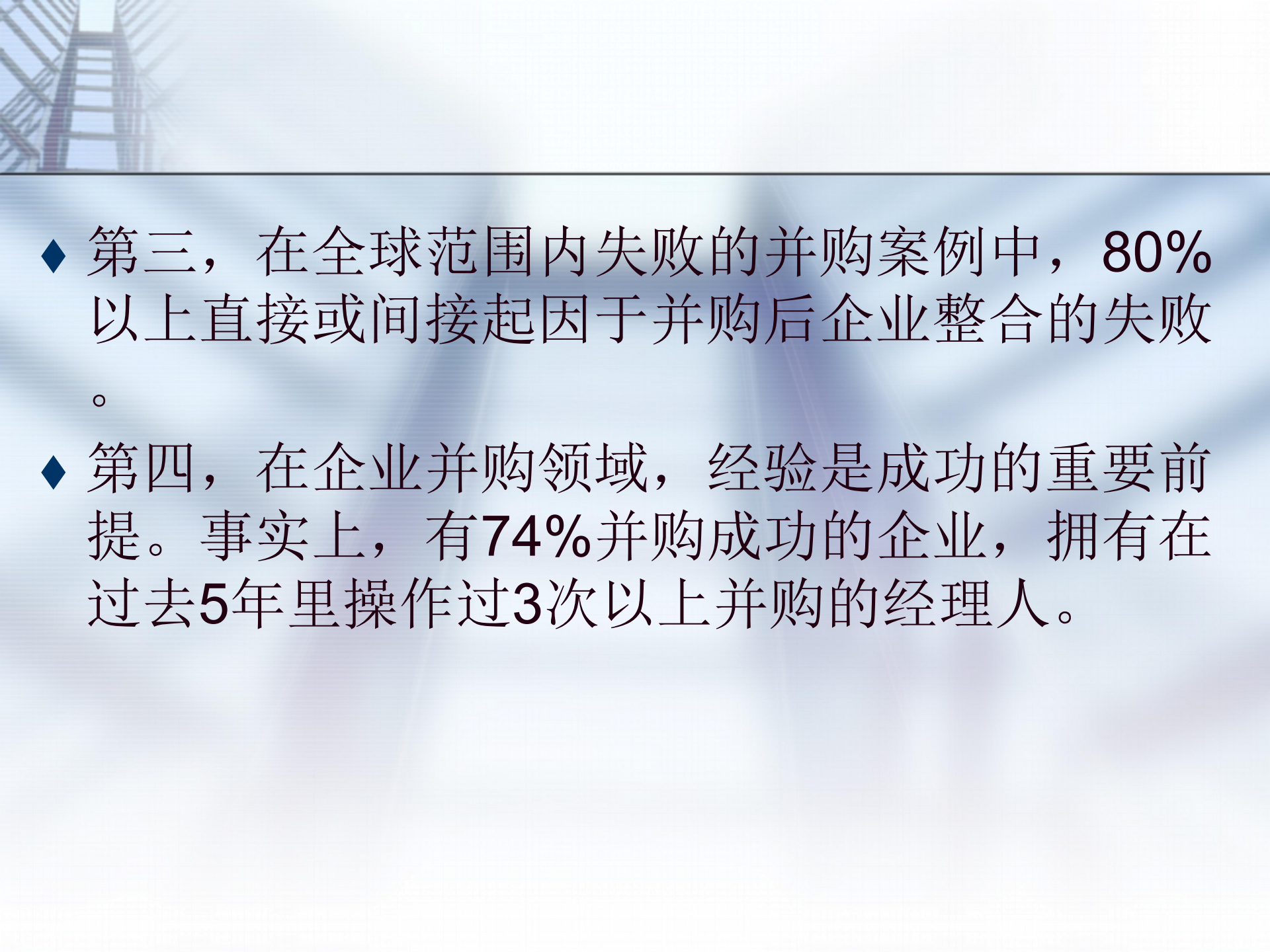
保护民族产业；

防止国有资产流失等。

并购的风险

◆ 主要并购风险

- ◆ 第一，并购方往往过于乐观地估计了并购所能带来的协同效应，因此为了尽快实现并购，就要支付较高的收购溢价。粗略计算，索尼收购哥伦比亚电影公司时比其实际价值多支付了20亿美元。
- ◆ 第二，在“以大吃小”的并购中，企业并购的风险容易驾驭。最大的问题就在于同规模并购的掌握比较困难，相应的风险也比较大。调查发现，1/3的所谓“同规模并购”都造成价值的极大损失。
- ◆ 同规模并购存在两大问题：
 - 一方面，收购规模越大、过程越复杂，买家消化越困难，而且冲突的危险性越大；
 - 另一方面，这种整合过程能够很快地退化为“我们对他们”的对抗性冲突，这种冲突能够葬送整个并购项目。

- 
- ◆ 第三，在全球范围内失败的并购案例中，80%以上直接或间接起因于并购后企业整合的失败。
 - ◆ 第四，在企业并购领域，经验是成功的重要前提。事实上，有74%并购成功的企业，拥有在过去5年里操作过3次以上并购的经理人。

◆ 其他并购风险


- ◆ 收购过程的失败并可能导致资金损失；
- ◆ 被收购方财务状况的风险；
- ◆ 政府的垄断指控和损害小股东利益指控；
- ◆ 消费者和非盈利性组织（反全球化组织、环保组织、行业工会组织）等社会组织的抵触；
- ◆ 来自被收购方高管层的抵触；
- ◆ 来自被收购方雇员（包含企业工会组织）的抵触；

第五步：并后整合

- ◆ 战略定位、愿景安排；
- ◆ 产业链与产品整合；
- ◆ 制度整合；
- ◆ 经营政策和方向的调整；
- ◆ 文化整合；
- ◆ 人事整合；
- ◆ 利益相关者整合；

并后整合难点之一：

- ◆ 文化整合
- ◆ 企业文化是指被该企业全体员工共同认可并遵守的价值观念、经营方式、行为准则。一个企业的文化揭示了该企业处理其事务的理念和哲学。
- ◆ 企业文化体现在企业所宣传和实行的价值观和原则之中；体现在她的道德标准和官方政策中；体现在与利益相关者的联系中；体现在她对员工的态度和行为中；体现在人们反复传播的有关组织内部所发生的故事中。

- 
- ◆ 文化是无形的，但并购案例表明：文化整合失败是并购失败的主要原因。
 - ◆ 要实现兼并的预期目标，兼并后的企业整体在文化上必须具有高度的凝聚力。文化上的差异会妨碍两家公司之间的有效整合。在对并购方案进行可行性评估时，除了考虑战略方面问题外，还要考虑到文化风险。文化类型差异太大的公司之间合并，可能会是灾难性的。

并后整合难点之二：

◆ 人事整合

收购方：是否派任及如何派任主要管理人员目标公司；

留住关键人才；

提高被并公司员工的归属感、认同感和安全感；

合理改进激励措施；

- ◆ 并购后的冗员处理：
- ◆ 整合业务流程，重新定岗定编
- ◆ 对于那些绩效差的人，决不应让其留任原职，或者调换工作岗位，或者让其离开，必须要果断处理。在这些事情上优柔寡断只会让事情越来越糟，甚至危及公司的发展前途。
- ◆ 组织的效率是第一位的，面子与人情站不住脚。



第三节 案例与讨论

案例1：雅戈尔的纵向整合

- ◆ 上游纺织城，中游服装城，下游旗舰店
- ◆ 国内最大的服装制造业基地；2001年与日商联手，投资1亿元，建成高端面料生产基地——纺织工业城；
- ◆ 由于生产系统不能跟上迅速变化的市场，产业链反应迟缓，每次换季，积压在全国各地卖场里的西服衬衫就要打折出售，损失过亿。用资本整合上下游后，非但没有享受到规模效应的好处，压力反而增加。
- ◆ 出资1亿，与中科院合资成立中雅软件公司，为自己实施信息化，重新梳理销售、财务、供应、储运、生产厂商、分公司、专卖店等环节。

讨论：

- ◆ 雅戈尔如何摆脱扩张的烦恼？
- ◆ 雅戈尔纵向整合的具体内容是什么？
- ◆ 如何评价雅戈尔的纵向整合系统？

- ◆ 评价：
- ◆ 出资1亿，与中科院合资成立中雅软件公司没有意义。充其量是提前知道了销售末端的变化情况，并不能改变终端的需求状况。
- ◆ 向下游发展零售终端的方式没有必要。应当改善与零售商的结算方式，减少或取消赊销，让零售商决定自己采购的数量，将风险转嫁出去：
- ◆ 向上游扩张的做法也不必要。强化产业供应链可以通过与供应商建立战略伙伴关系，通过供货协议的签订和相互生产作业的交流 and 支援，并辅以战略伙伴间信息系统的建立，来达到理想的效果。

案例2：文化整合案例

(1) 联想并购IBM PC的文化整合：

联想出任IBM个人电脑董事长，对方出任总经理，美国联想基本依存IBM文化；

- ◆ 杨元庆：IBM PC规模是联想的3倍，若以同等规模的购并案来看，联想营业额大幅成长，同时协助IBM PC部门在第一年就转亏为盈，皆证明联想没有让大家失望，虽然双方在文化融合的差异上确实开始突显，但这是任何靠购并走入国际化的企业所必须面对的。
- ◆ 以联想目前费用率控制在7%来看，IBM PC动辄需要13%费用率，另外，联想调整后非常业绩导向，原有IBM的绩效考核制度在PC领域也不敷使用。

(2) 惠普与康柏的文化整合

- ◆ 惠普与康柏文化整合是一个渗透式文化整合模式。两者文化截然不同：惠普有63年历史，积累建立了深厚的文化底蕴——惠普之道：诚信之道，忠诚地对待客户。惠普的繁衍之道是信重个人、追求卓越成就、坚持诚实与正直、重视团队精神、鼓励灵活性及创造性。康柏是一个年轻的计算机制造商。康柏的企业文化更侧重于以业务为导向，以快速地强占市场为第一目标，它的操作是灵活的，决策是迅速的。更着眼未来，不太看重程序，看准了就行动。
- ◆ 在整合两个企业文化时，惠普吸收了康柏文化的精华，使二者互相补充、充分融合，从而建立起了一种更加雄厚、更为强劲的企业新文化。这种新文化秉承了“惠普之道”的核心价值观，发扬了康柏机动灵活、决策迅速的优点，具有更多的灵活性、更大的向心力和凝聚力、更强的创新力以及更快的行动力。

讨论：

- ◆ 分析联想并购IBM PC和惠普与康柏并购过程中文化整合的特点。
- ◆ 讨论并购过程中文化整合与并购收益的关系。

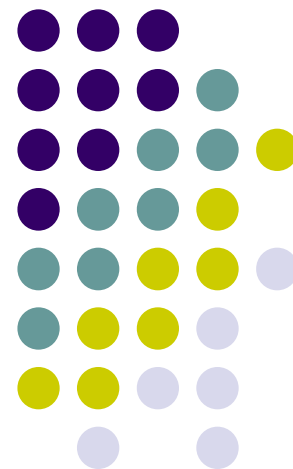
案例3：吉利并购沃尔沃案例分析

- ◆ 见《第五章 企业投资与项目评估》中案例与讨论内容

参考文献：

- ◆ 张维，齐安甜.企业并购理论研究评述,南开管理评论，2002（4）
- ◆ 潘红波，夏新平，余明桂.政府干预、政治关联与地方国有企业并购，经济研究，2008（4）
- ◆ 唐兵，田留文，曹锦周.企业并购如何创造价值——基于东航和上航并购重组案例研究,管理世界，2012（11）
- ◆ 郭新东，张欣，王晶晶.企业并购的战略绩效——联想并购IBM PC业务部的案例再研究,管理案例研究与评论，2013（8）
- ◆ 谢晓燕，陈雪，娜长青.企业并购后财务整合研究——蒙牛集团并购君乐宝公司案例,管理案例研究与评论,2013（2）

第八章 集团财务与内部资本市场

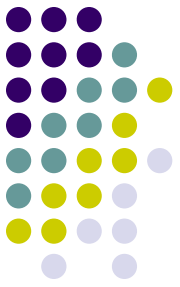




主要内容

- 第一节 集团财务管理的基本原理
- 第二节 企业集团财务管理体系
- 第三节 内部资本市场的理论与实务
- 第四节 案例与讨论

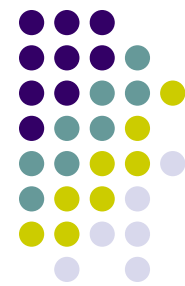
第一节 集团财务管理的基本原理



一、企业集团与集团公司的概念

（一）企业集团的概念

- 企业集团一词起源于日本，英译为Business Group或Industrial Group，企业集团是指以资本（产权关系）为主要纽带，通过持股、控股等方式紧密联结、协调行动的企业群体。



- 我国理论界与实务界对企业集团的认识有两种：

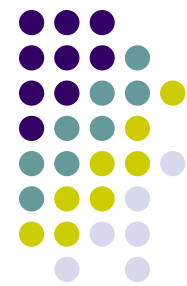
其一：传统意义上的企业集团。企业集团是由核心企业、紧密层企业、半紧密层企业、松散层企业构成的经济联合体或企业群体，它源于企业间的横向联合。

其二：现代意义上的企业集团。它是以一个实力雄厚（资本、资产、产品、技术、管理、人才、市场网络等实力）的大型企业为核心，以产权联结为主要纽带，并以产品、技术、经济、契约等多种纽带，将多个企业、事业单位联结在一起，具有多层次结构的以母子为主体的多法人经济联合体，它是经济上统一控制、法律上各自独立的企业联合体。



(二) 企业集团的特征

- 1、以产权为纽带
- 2、层级组织性
 - 第一层次：集团公司
 - 第二层次：控股层企业
 - 第三层次：参股层企业
 - 第四层次：协作型企业
- 3、非法人性



(三) 企业集团的类型

- 集团公司，是指拥有其他公司达到决策性表决权的股份，并行使控制权或从事经营管理权的公司，因此它又称为母公司。
- 企业集团作为一种母子公司级多级法人的联合体，形式多种多样，具体可以分为以下两种基本类型：
 - (1) 控股式企业集团
 - (2) 混合式企业集团



1、控股式企业集团

- 在这类企业集团中，母公司作为单纯的控股公司（HOLDING COMPANY），其设立的目的主要是为了掌握子公司的股份，控制子公司的股权，然后利用其控制权影响子公司的董事会或股东大会，从而支配子公司的生产经营活动。由于母公司并不直接参与生产经营活动，因此这类企业集团又称为**纯粹式企业集团**。



2、混合式企业集团

- 这类企业集团，母公司既从事股权控制，又直接进行生产经营。一方面，它利用控股优势对子公司的生产经营活动进行集团化管理，从而使下属子公司的生产经营符合企业集团的发展战略。另一方面，它又实际参与生产经营，从而扮演着集团核心企业的角色。我国目前的企业集团多属此类型。



- 企业集团的子公司或关联公司是由于资本纽带维持其关系的，或控股或参股，如果不加特别强调，均将其定义为企业集团的成员企业。母公司与子公司对应，核心企业与成员企业对应。不仅如此，企业集团还有更外围的企业，他们与企业集团的核心企业或成员企业并不存在资本上的“血缘关系”，但对核心企业或其他成员企业在业务经营上起着全面的支持，他们统称为协作企业。



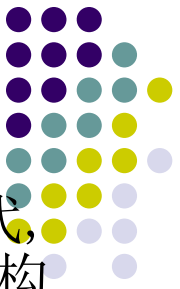
- 第一层——核心企业：集团公司
- 第二层——紧密层企业：核心企业的控股层企业
- 第三层——半紧密层企业：核心企业的参股层企业
- 第四层次——松散型企业：协作经营企业

二、企业集团的产生与现代企业的主要特征

(一) 企业集团的产生



- **第一次兼并浪潮**:发生在世纪之交,其高峰时期为1897—1903,最大功劳就是成就了美国工业的雏形。
- **第二次兼并浪潮**:发生在20世纪20年代,呈现出多样化的特征.由于受“克莱顿法”的影响,这次兼并以较小企业的联合为特征,带动全美经济市场竞争的全面加剧。



- **第三次兼并浪潮**:始发于二战结束并波及整个20世纪50—60年代,持续时间长,规模大,最大影响在于改变了每美国的企业组织结构.其重要形式是混合兼并(80%以上),促进了企业管理的发展和现代化的跟进,并提出了企业集团的战略管理问题。
- **第四次兼并浪潮**:始于20世纪70年代中期并持续到整个80年代.其动因来自于美国日益渐落的市场竞争力,需要从兼并中寻求变革,同时美国政府信奉自由与解除管制原则提供了适宜的土壤。
- **第五次兼并浪潮**:始于1992年,并延续至今,以强强兼并为主要特征,交易额巨大,截止1998年上半年,美国正式公布的兼并高达9100亿美元,其中5家最大的交易案高达2542亿美元,巨型企业形成。



企业集团产生原因：

- （1）市场经济的高度发达，是企业集团产生的基本物质基础；
- （2）股份制的成熟是企业集团产生的体制因素与社会基础。
- 前者使公司之间的并购成为市场竞争的必要手段，后者使公司的并购能在低成本中得以顺利进行，从而使企业集团的出现成为必然。

（二）现代企业的主要特征



- 根据钱德勒在《看得见的手》（1977）中，对企业的演变描述如下表：

特征/阶段	低级阶段	高级阶段
公司观念	以股东为成员的法人	以股东、职工、管理者为中心的共同体
公司目的	利润	生存与成长
公司规模	中小企业（国内企业）	巨大企业（跨国企业集团）
公司寿命	短	长
股东结构	自然人（资本家）为大股东	法人为大股东
股权性质	排他性的所有一支配权	债权—股权为受益参加的凭证
股份的功能	筹集社会资金的主要手段	组建集团性公司的主要手段
董事资格	股东为董事	非股东为董事
经营权管理企业会计	大股东执掌（所有权和支配权合一）	支薪经理（两权完全分离）
企业会计	利润会计	附加值会计
市场结构	完全竞争市场	寡头垄断市场
市场结构市场经济原则	自由竞争（无形之手）	市场竞争+管理协调（有形之手）



三、企业集团组建模式

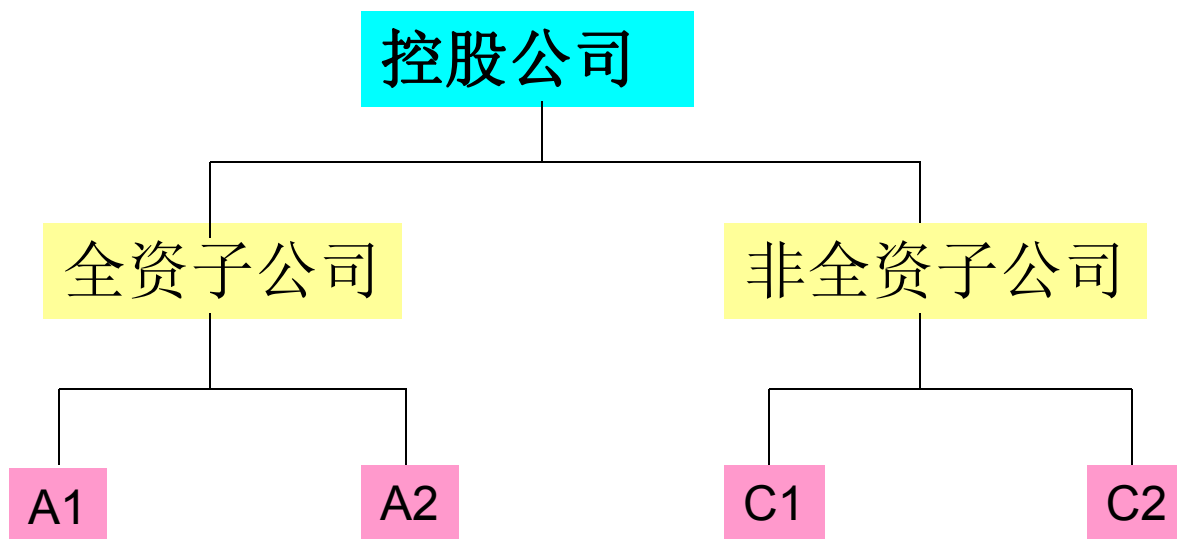
企业集团的组建视核心企业的经营活动范围分为：

- (1) 控股式企业集团
- (2) 混合型企业集团



(一) 控股式企业集团

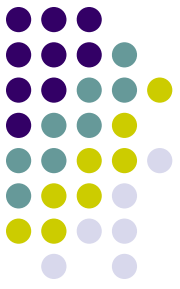
- 这一模式最初发端于英国。以控股公司形成的企业联合体大多呈现“金字塔”型。





1、母公司的决策事项：

- (1) 产权是“买”还是“卖”
 - (2) 是长期持有并经营，还是“短期炒作”
- 当然，更多时候是两者兼而有之。



2、优点与不足

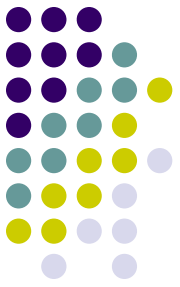
(1) 优点

- 用较小的资本控制较大的资源，并保持对附属子公司的控制权；
- 收益高；
- 风险独立。

(2) 局限

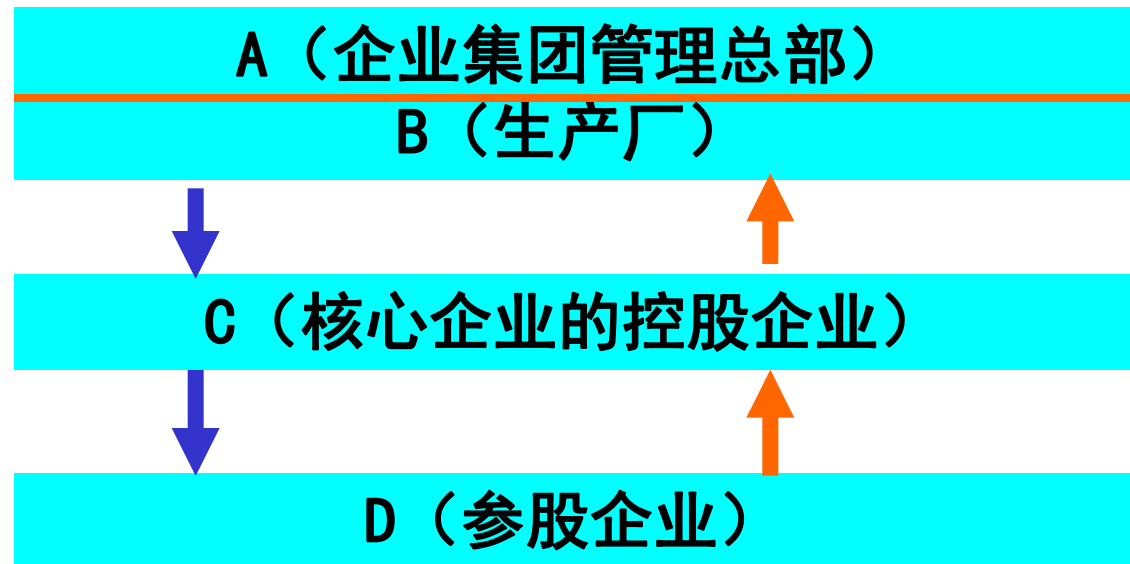
- 税收减免上的有限；
- 易于被强制分拆；
- “金字塔”风险。

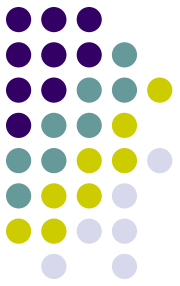
2、混合型企业集团（产业型企业集团）



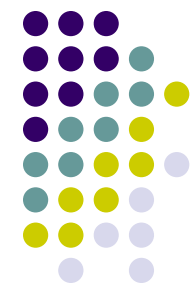
以核心企业为龙头来组建，具体又有以下几种类型：

- 1) 集权型。这种类型的企业集团组织分为三个层次：

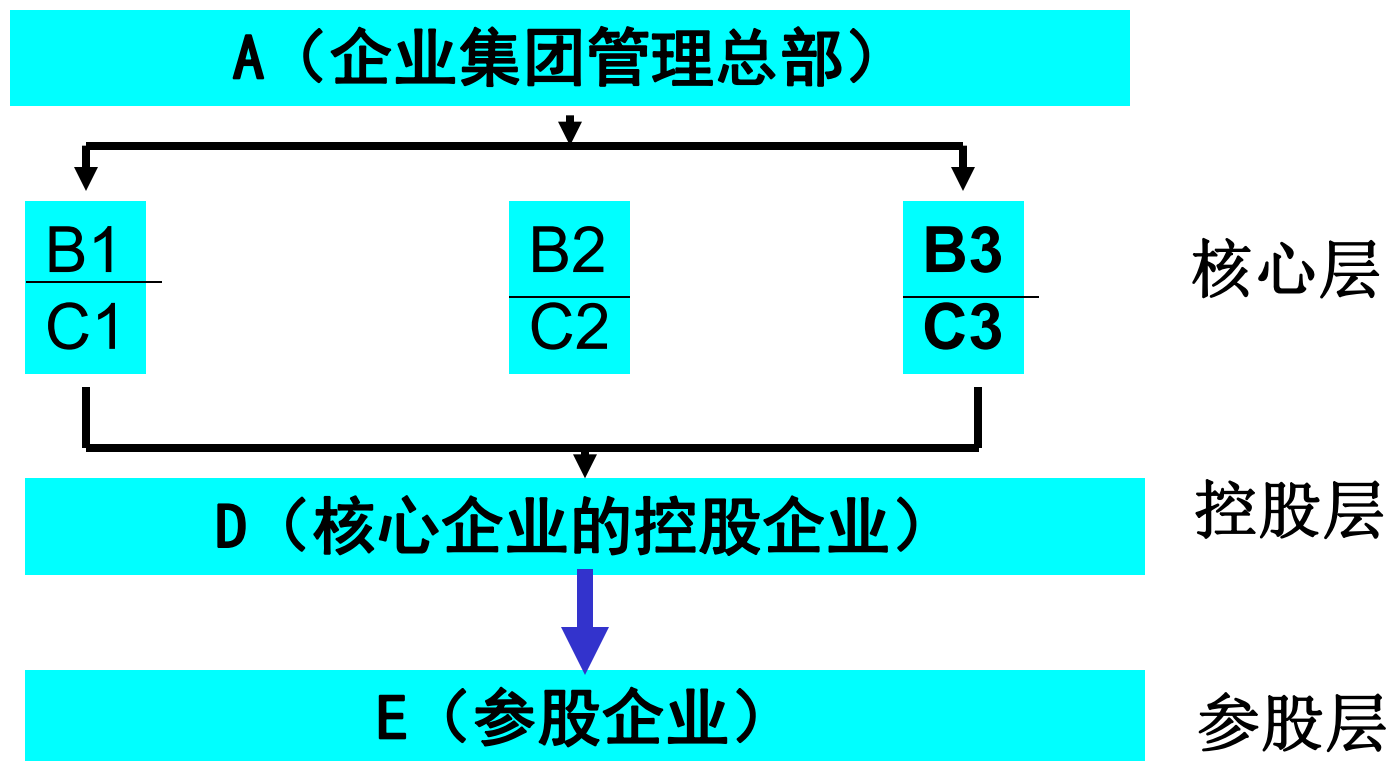


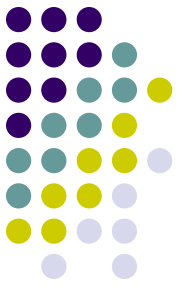


- 第一层次是核心层企业，由两个部分组成：
A是企业集团管理总部，即集团公司或母公司；
B是生产厂（可以是一个，也可以是多个生产厂的集合体），不是独立的法人。
二者合在一起为一个法人，是一个资产——经营——利益一体化的经营实体。单个独立的这一实体类似于一个大型企业。
- 第二个层次是核心企业的控股企业，可以是一个或多个企业。
- 第三层次为参股企业。

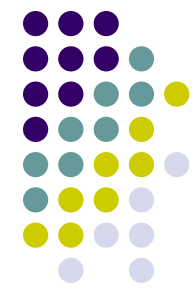


- 2) 人权型。这种类型的企业集团组织分为三个层次：

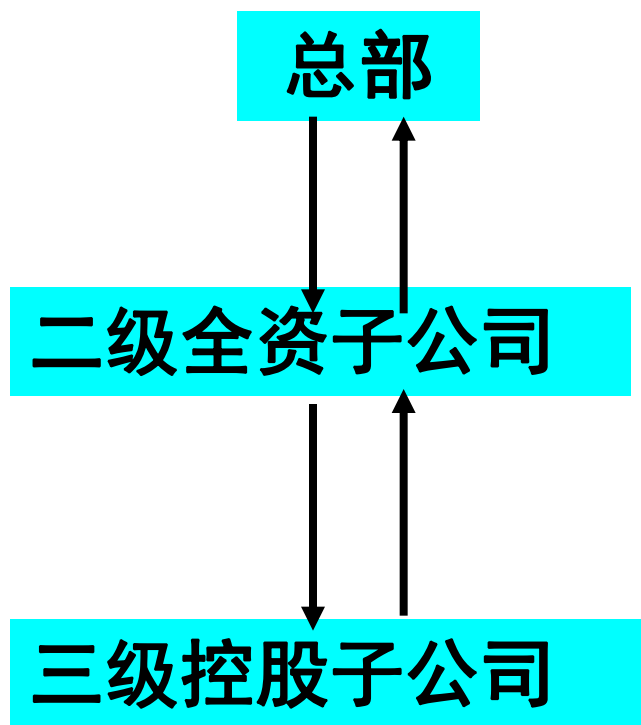




- 第一层次是核心层企业：
- 由三个部分组成：**A、B、C**，**A**是企业集团管理总部，即集团公司或母公司；**B**是分公司（可以是一个，也可以是多个），**C**是属于**B**的一个或多个生产厂。从管理职责看，**A**是投资及管理中心，**B**是二级法人（内部核算单位或虚拟法人），主要从事生产经营活动，是企业集团的经营中心或利润中心，**C**则为生产活动中心或成本费用中心。三者合在一起为一个法人，是一个资产——经营——利益一体化的经营实体。单个独立的这一实体类似于一个大型企业。
- 第二个层次是核心企业的控股企业，可以是一个或多个企业。
- 第三层次为参股企业。



3、管理式企业集团



总部作为投资中心对下属企业的生产经营活动进行管理与控制。这种管理与控制的意图又是通过其自身的二级全资子公司来体现，二级全资子公司成为总部的另一替代管理部门，总部只针对全资子公司，而全资子公司又通过其控股能力来控制更下层的其他控股企业或参股企业。全资子公司的职能有两个：一是管理职能，二是生产经营职能。



4、几种模式的比较与选择

- (1) 控股型企业集团的组建，源于资本的衍生力和增值要求，属于纯粹资本投资型。
- (2) 混合式企业集团的组建，其动力源于核心企业的产品。
- (3) 管理型企业集团的组建，介于二者之间，管理总部的职能从第二种模式中跳出。（这类企业集团较少见）。

四、 企业集团财务管理特征及管理重点



企业集团财务管理是指集团总部为了实现集团整体目标而对子公司的财务活动和财务关系所进行的制度安排和行为控制。



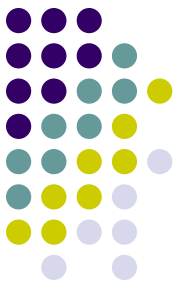
（一）企业集团经营战略决策重点

- 1、业务上的多元化与专业化
- 2、组织上的集权与分权
- 3、信息的冗余与筛选
- 4、决策上的程序化与灵活性
- 5、考核上的内部化与市场化
- 6、机制上的激励与约束间协调

（二）企业集团财务管理的特征



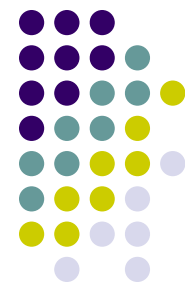
- 1、以企业集团母公司对子公司管理为对象，形成财务管理的多元化
- 2、以战略管理为导向，强化集团财务优势
- 3、以财务控制为核心
- 4、以财务制度建设与制度安排为依托



(三) 企业集团财务管理的重点

- 1、定位企业集团财务目标
- 2、合理设计企业集团财务组织与财务体制
- 3、制定企业集团财务战略与财务政策
- 4、加强企业集团财务控制

第二节 企业集团财务管理体系



- 一、集团企业预算控制
- （一）集团公司预算管理模式

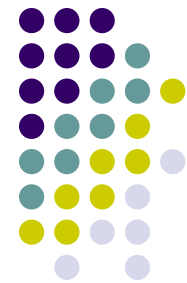
模式	主要特征	优点	缺点
战略规划型 (集权型)	总部为总计划的制定者、 从上到下、详细地规定、 详细控制	有利于协调	总部与分部失去 接触
财务控制型 (分权型)	股东/银行间的关系、 财务目标、投资控制、 自下而上	反应迅速	失去方向、总部 不能增加价值
战略控制型 (折中型)	总部为战略制定者、财 务与战略目标、自下而 上、不太进行细节控制	总部与分部 相互帮助、 协调、相互 激励	太多讨价还价、 必要的文化变革 产生新的官僚

(二) 三种不同预算管理模式的比较



模式	预算编制程序	总部作用及预算管理组织	预算重点	适用对象及范例
集中型	自上而下	编制并下达预算、监督预算执行、考核管理效果 董事会及预算管理委员会	全面综合预算	产品单一型企业集团、子公司的经营 职责明确且单一， 如麦当劳
分散型	自下而上	审核分部预算结果考核 董事会及下属投资管理委员会	资本竞价与资本预算	资本型控股集团公司。 如英国的 HANSONG TRUSTEE
折中型	上下结合	总部预算目标、确定经营优先领域、协调并审批分部预算、保持对预算的日常监控、强化预算结果考核 董事会及下属的预算审批委员会	资本预算、获准的重点业务预算	产业型企业集团， 总部具有控制力。 如英国的帝国化学公司（ICI）

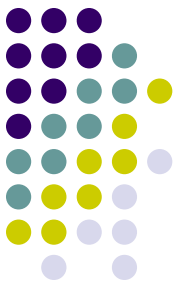
(三) 企业集团资本分配预算



- 集团公司总部资本资源的配置形式

		资本支出对战略的影响程度	
		低	高
集权 分权 程度	高	公式化式的	指定优先级的
	低	自由讨价还价式的	公开竞争式的

二、企业集团现金控制与管理



当企业集团规模达到一定层次以后，往往会出现以下资金管理上的问题：

- （1）集团内部现金整合力度不够。效益好、周转快的子公司或分部往往有大量经常性的存款，而资金投入量的其它公司却资金匮乏，不得不向银行大量举债；
- （2）下属公司账户太多，银行存款过于分散而形不成规模，影响贷款力度；
- （3）现金使用易出漏洞；
- （4）各公司分别与银行发生业务，关系，造成财务费用与资本成本的大量增加；



现金集中管理含义

- 企业集团设立现金管理中心，要求它的每一个子公司所持有的当地货币现金余额仅以满足日常交易需要为限，超过此最低需要的现金余额，都必须汇往管理中心，它是企业集团中唯一有权决定现金持有形势和持有币种的现金管理机构。
- 为了使现金集中管理能够行之有效，各个子公司要对现金需求进行预测。如编织短期现金预算，预测未来时点的现金流出流入量，同时各子公司还必须建立系统的收付款制度和现金转移的责任制度。

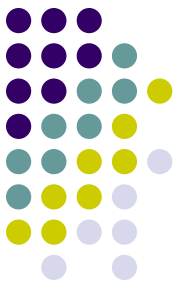


现金集中管理的优点

- (1) 降低了集团公司平时保持的现金资产，从而扩大了可以用于投资的现金，增强了公司的盈利能力；
- (2) 公司总部的现经理人员容易统揽全局，能够发现为单个字公司所想象不到的困难或机会；
- (3) 一切以追求集团利润最大化为目标；
- (4) 可以促进公司内部现金管理专业化，提高管理效率，降低集团资产风险；
- (5) 跨国公司可以利用转移定价机制达到盈利最大化。

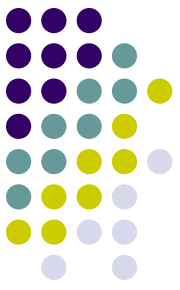


- 企业集团现金集中管理的5种模式
- 1、统收统支模式
- 2、备用金模式
- 3、结算中心模式
- 4、内部银行模式
- 5、财务公司模式



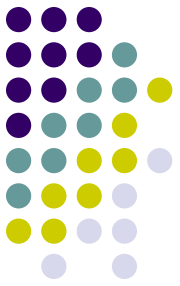
（一）统收统支模式

- 是指企业集团的一切现金收付活动都集中在企业集团的财务部门，各分支机构或子公司不单独设置帐号，一切现金支出都通过财务部门付出，现金收支的批准权限高度集中在集团总部的经营者手中，或者经营者授权的代表手中。
- 该模式有助于实现企业集团的全收支平衡，提高现金的流转效率，减少资金的沉淀。但是不利于调动各层次开源节流的积极性，影响各层次经营的灵活性，以致降低企业集团经营活动和财务活动的效率。

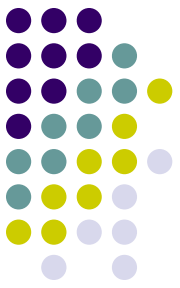


（二）备用金模式

- 是指企业集团按照一定的期限拨给所属分支机构或子公司一定数额的现金，备其使用。等各子公司或分支机构发生现金支出后持有关凭证到企业集团财务部门报销以补足其备用金。
- 该模式与统收统支模式相比，其优点在于：
 - （1）集团所属子公司或分支机构有了一定的现金支配权；
 - （2）集团所属子公司或分支机构在集团规定的现金支出范围和支出标准之内，可以对拨付的备用金的使用行使决策权；但是，企业集团所属子公司或分支机构在集团仍不独立设置财务部门，其支出的报销仍要通过企业集团财务部门对审核，现金收入必须集中到企业集团财务部门，超范围和超标准的开支必须通过经营者或其授权的代表批准。

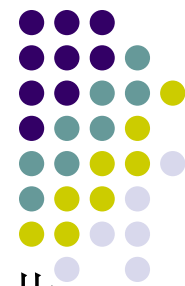


- 以上两种模式只适用于同城或相距不远的非独立核算的分支机构，至于子公司通常不适用此模式。



（三） 结算中心模式

- 是由企业集团内部设立的，办理内部各成员企业或分公司现金收付和往来结算业务的专门机构。它通常设立于财务部门内，是一个独立运行的职能机构。



1、结算中心的主要职责

- （1）集中管理各成员或分公司的现金收入，各成员企业或分公司的现金收入都必须转帐存入结算中心在银行开立的帐户，不得挪用；
- （2）统一拨付各成员企业或分公司因业务所需要的货币资金，监控货币资金的使用方向；
- （3）统一对外筹资，确保整个集团的资金需要；
- （4）办理公司之间的往来结算，计算各分公司在结算中心的现金流入净额和相应的利息成本或利息收入；
- （5）核定各分公司日常留用的现金余额；

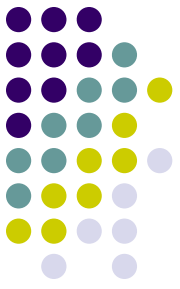


2、结算中心制度的主要特点

- (1) 各分公司都有自身的财务部门、独立的帐号（通常是二级帐号）进行独立核算，拥有现金的经营权和决策权；
- (2) 为了减少因分散管理而导致的现金沉淀增加，提高现金的周转效率，节约资金成本，集团公司将各分公司的现金实施统一调控、统一结算；
- (3) 实行收支两条线，各分公司根据结算中心所核定的最高现金保存额（通常按日常零星支出需要确定），将每日超出部分的现金收入转入结算中心设立的专门帐户。当各分公司超过核定定额的现金时，必须事先向结算中心提出申请。



- (4) 对各分公司提出的申请有三种管理方式：
 - 逐项审批制
 - 超权限审批制
 - 超过现金流入量的现金支用
- (5) 由企业集团制定现金管理规定
- (6) 各分公司不直接对外借款，由结算中心统一对外办理



（四）内部银行模式

- 是将社会银行的基本职能与管理方式引入企业内部管理机制而建立起来的一种内部资金管理机构，其主要职责是进行企业或集团内部日常往来结算和资金调拨、运筹。



具体包括：

- (1) 设立内部结算帐户
- (2) 发行支票和货币
- (3) 发放内部贷款
- (4) 筹借资金
- (5) 制定结算制度
- (6) 建立信息反馈系统
- (7) 银行化管理



- 设立内部银行，是把一种模拟的银企关系引入到企业集团内部的资金管理中心，各下属企业与集团之间是一种贷款管理关系，内部银行成立了结算中心、货币发行中心、贷款中心和监管中心。对现金管理的特征表现在：
 - （1）各下属公司之间的现金收付和结算事项均通过内部银行统一开立账号办理，一般不直接对外进行；
 - （2）各下属公司在内部银行开立存款账户和贷款账户，实行存贷分户管理、收支两条线；下属公司与内部银行是存贷关系，实行有偿存贷；
 - （3）各下属公司在财务上享有独立财权，对贷款有权按用途自行安排使用，即各分公司享有现金的经营与决策权。



1、内部银行模式

- (1) 高度集中模式
- (2) 相对分散模式
- (3) 松散模式



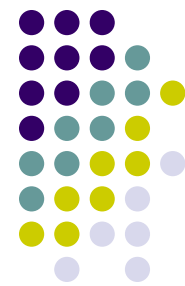
2、内部银行模式的效果

- (1) 提高资金的整体使用效果
- (2) 促进企业内部资金使用观念的转变



（五）企业集团财务公司模式

- 目前我国财务公司大多依托大型企业集团成立，因此称为“企业集团财务公司”。也就是说，财务公司仅限于我国企业集团范畴。



1、财务公司的业务类型

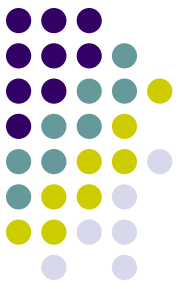
- 企业集团财务公司是由中国人民银行总行批准，由企业集团紧密层成员企业出资认股（通常采用木公司控股方式）以及吸收部分金融机构参股而组建的、专司企业集团内部存贷款、往来结算以及相互资金调剂、融通的非银行金融机构性质的有限责任公司，具有独立的法人主体资格。
- 依据《企业集团财务公司管理暂行办法》的规定，其业务范围主要包括：**负债、资产、中介服务、外汇**等四大类。



(1) 负债类业务

是在吸收成员企业资本出资的基础上，负债类业务成为财务公司业务经营的基础和资金来源主体，具体包括：

- 1) 吸收集团成员企业存款
- 2) 发行财务公司债券
- 3) 同业拆入资金



(2) 资产类业务

是财务公司通过资金运用并从中获取经营利润的业务，是财务公司的核心业务之一。主要包括：

- 1) 对集团内部的成员企业发放贷款
- 2) 对集团成员企业的购买者提供买方信贷
- 3) 买卖各种债券
- 4) 办理集团成员企业间的票据承兑和票据贴现
- 5) 办理集团成员企业的融资租赁业务
- 6) 同业资金拆出



(3) 中间业务

是指财务公司不需要运用自有资金，只是为集团成员企业提供金融中介服务，并从中收取手续费的义务。主要包括：

- 1) 办理成员企业间的委托借款
- 2) 办理成员企业的委托投资
- 3) 代理成员企业债券的发行与买卖
- 4) 办理成员企业的内部转帐结算
- 5) 为集团成员企业办理信用担保、信用鉴证、资信调查及咨询服务。



(4) 财务公司的业务范畴具有两个明显的特征：

- 1) 服务对象对确定性
- 2) 集中于融资服务，即着眼于内部资金的融通与调剂，并具有一定的外部融资功能。



2、企业集团财务公司的功能取向

- (1) 融资中心
- (2) 信贷中心
- (3) 结算中心
- (4) 投资中心

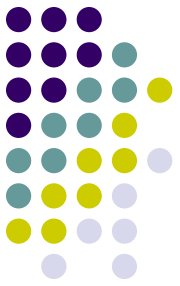


三、企业集团内部监控制度

（一）企业集团内部监控制度的目标和范围

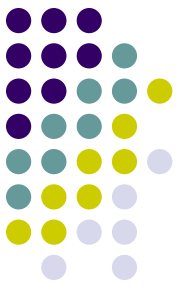
- 1、目标

代表集团公司的意志和利益，监督和评价企业集团内部各个层次受托经济责任的履行情况，实现出资者资产的最大化增值。



- 2、范围

- (1) 由集团公司全额控持股的全资子公司，作为主要监控对象。
- (2) 由集团公司控制的所有子公司（包括二级、三级子公司）均应纳入监控范围。



（二）企业集团内部监控的内容

企业集团对下属成员的内部监控主要是通过内部审计方式来完成。主要包括以下几个方面：

- （1）成员企业的正常性财务审计
- （2）成员企业预算执行情况的考核与审计
- （3）成员企业重点投资项目的专项审计
- （4）子公司或分部经营者的离任审计
- （5）其他认为必要的审计



四、企业集团财务总监委派制

- 母子公司之间的利益冲突促使财务委派制的产生。企业集团财务总监委派制主要有以下类型：
 - (1) 财务监事委派制
 - (2) 财务主管委派制
 - (3) 财务监理委派制



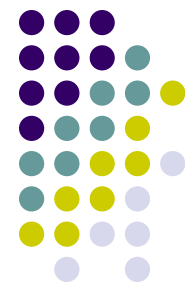
1、财务监事委派制

- 母公司以所有者或出资人身份，对子公司派出财务总监，专门对子公司的财务活动实施监督。在这种意义下，财务总监作为母公司在子公司的监督代表，主要缘于母公司对其投出资本——法人财产所有权利益的保护，具有一种财务监督的性质，因此将其为子公司的财务监事更为确切。作为母公司派出的监督者，财务监事的主要职责是：
 - （1）检查、监督子公司的经营方针、管理政策、特别是财务政策是否符合母公司的总体政策、目标或章程，是否得到了切实贯彻以及财务制度是否健全有效；

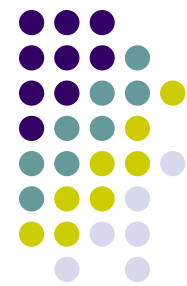


- (2) 对子公司所作出的涉及到母公司所有权利益以及母公司总体政策、目标或章程的重大决策（通过母公司）行使批准或否决权；
- (3) 财务监事确认子公司决策项目存在重大缺陷时，有权要求子公司对该决策项目重新论证并进行复议；
- (4) 对子公司经营者违反法律、法规及公司决策、目标或章程的行为进行监督，一旦发现子公司经营者的行为损害了子公司或母公司利益时，有权责令其立即纠正；
- (5) 行使对子公司重大例外事件的决策处置权；
- (6) 母公司赋予的其他决策监督权；

财务监事委派制也存在诸多缺陷：



- (1) 子公司是一个独立的法人主体，不仅具有独立的法人产权，而且具有独立的法人经营权，母公司对子公司的财务监督机制显然不能代替子公司的财务决策机制。且由于子公司与母公司的利益并非完全一致，难免对母公司的监督行为以及监督代表——财务监视产生不同程度的排斥倾向与防范心理，从而给彼此间的信息沟通与协作带来诸多障碍。因此单纯的财务监视委派制度本身无法从根本上保证子公司财务决策的高效率性；



2、财务主管委派制

- 母公司以经营者的身份，通过行政任命的方式，对子公司派出财务主管人员。在纳入公司财务部门人员编制并进行统一管理考核奖励的同时，使其总理子公司的财务管理事务，从而直接介入子公司的管理决策层。



- 相比以监督机制为主的财务监事委派制，财务主管委派制体现的是一种财务决策机制。



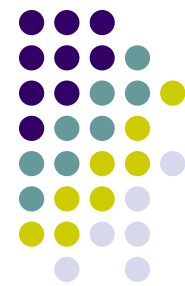
优势：

- 使之直接介入其管理决策事务，不仅缩短了母公司与子公司之间信息沟通的时间，提高了信息决策的价值与效率，而且也强化了母公司对子公司的财务控制与决策机制，促使母公司管理政策、管理目标以及规章制度得以贯彻落实与严格遵守。同时通过财务主管对子公司决策管理过程的直接介入，充分施展其财务专业特长，实现经营与理财的相互结合，有利于提高子公司经营决策者管理的正确性与效率性。



缺陷:

- 1、财务主管的双重身份本来就是一对矛盾。
- 2、本质上，委托财务主管不是一种财务监督机制，而是一种财务决策机制。
- 3、关于财务主管的激励问题。
- 4、与财务监事委派制类似，就是财务主管的知识结构、职业品质以及能力水平这一基本因素。

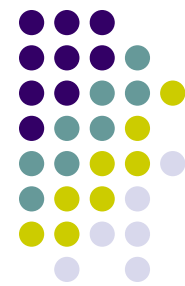


3、财务监理委派制

- 即同时赋予财务总监代表母公司对子公司实施财务监督与财务决策的双重职能。
- 一方面，财务监理作为母公司对子公司的监督代表，对子公司实施产权范畴的财务监督职能；另一方面，有作为母公司经营者的代表，并兼以子公司财务主管的身份直接接入子公司的决策管理阶层，总理子公司的各项财务管理决策事宜。



- 从母公司主观愿望上讲，财务监理委派制可以弥补单一形式的财务监事委派制或财务主管委派制的缺陷，实现财务监督机制与财务决策机制的协调统一。
- 但如果同时赋予同一财务总监财务监事和财务主管双重身份，无论是在理论上还是实践上都是自相矛盾的。



- 如果不考虑成本费用和母公司人力资源能力配置能力问题，对子公司分别委派不同的人担任财务监事和财务主管，在理论上可能行得通，但如何解决好财务监事委派制委派制和财务主管委派制各自固有的缺陷，以及怎样确定财务监事和财务主管彼此的行为规范、职责范围等，消除可能的矛盾抵触，使二者达到既能相互约束制衡、又能相互沟通协作等问题，有待实践中进一步探索。



- 与委派制相关的另一种组织控制方法是实施财务主管轮换制。
- 是指在集团内部讲子公司的财务主管进行定期轮换。
- 轮换制的好处在于：
 - （1）有助于减少受委派的的财务主管与子公司或其他组织的经营合谋机会，从而减少监督成本与组织交易成本；
 - （2）有利于子公司财务主管全面了解整个企业集团的财务状况，一边集团母公司的财务战略或财务政策能够更好地被基层财务主管们所了解和实施，并参加对企业集团的财务管理；



- 从实践看，轮换制一般适用于母公司下属控股子公司以及事业部的财务经理，轮换时间以3年为宜，太短或太长都不利于子公司的经营，也达不到监督的目的。

第三节 内部资本市场的理论与实务



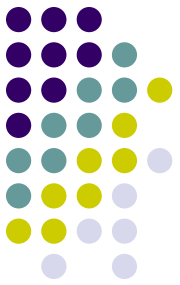
一、内部资本市场理论的产生与发展

- **外部资本市场(External Capital Market,ECM)**

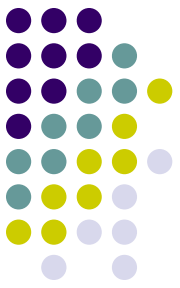
研究资本如何在不同企业之间配置的,即资本市场如何把一定量的资本最有效地配置给每一个企业,以便使不同企业的资本边际产出达到相等。

- **内部资本市场(Internal Capital Market,ICM)**

研究在一个特定的企业或企业集团内资本是如何在不同分部或子公司之间配置的,即如何把一定量的资本最有效地配置给每一个分部或子公司,以便使不同分部或子公司的资本边际产出达到相等。



- 在**ECM**不完善(如法律法规不完善、会计和审计技术不成熟、投资者保护较弱、信息公开度和可信度不高)的情况下,**ICM**的作用更大。

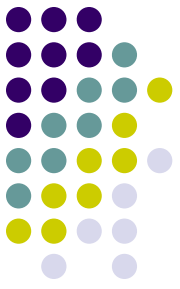


- 从理论上讲,对ICM的研究源于新制度经济学派的交易成本理论。该理论认为,ICM之所以会取代ECM,是因为ICM具有信息和激励,以及更有效地配置内部资源的优势。按照新制度经济学派的理论,单分部企业由于缺少ICM的调节,必须通过ECM来进行投融资。由于信息不对称等问题的存在,企业在ECM上进行投融资必须承担较高的交易成本,并面临较大的投资风险。而大企业通过ICM来进行投融资,既能节省信息搜索成本,又在一定程度上规避了投资风险。

二、内部资本市场的配置效率

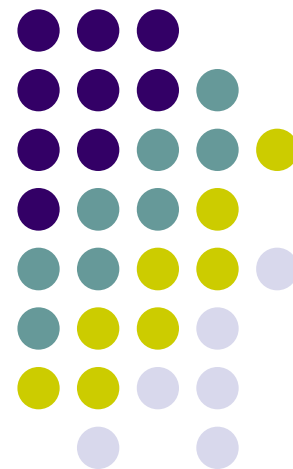


- (一)内部资本市场的优点
- 通过把多个业务单位纳入同一母公司的控制下来提高公司价值的方法有两种,它们均与融资有关。
- 第一,把多个业务单位纳入同一母公司的控制下可以比把它们作为独立企业(**stand— alones firm**)来经营能融得更多的外部资本,这种“多钱效应” (**more— money effect**)在由于融资不足而导致的投资不足的情况下更有益。
- 第二,ICM能更好地在不同项目之间配置既定量的资本,即产生一种“活钱效应” (**smarter— money effect**)。

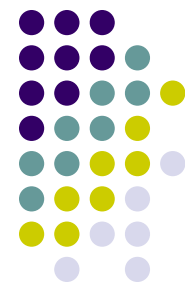


- (二) 内部资本市场的缺陷
- **ICM**在两个方面会降低公司价值。
- 第一,如果过度投资是一种普遍趋势,那么“多钱效应”就是一种坏事情,因为它会加剧这种趋势。
- 第二,给定总投资水平固定不变,**ICM**可能并不能很好地在各分部或项目间分配资金。

第四节 案例与讨论



参考文献:



- 王化成, 蒋艳霞, 王珊珊, 张伟华, 邓路.基于中国背景的内部资本市场研究: 理论框架与研究建议, 会计研究, 2011 (7)
- 邵军, 刘志远.企业集团内部资本配置的经济后果——来自中国企业集团的证据,会计研究, 2008 (4)
- 邵军, 刘志远.“系族企业”内部资本市场有效率吗?——基于鸿仪系的案例研究, 管理世界, 2007 (6)
- 李焰, 陈才东, 黄磊.集团化运作、融资约束与财务风险——基于上海复星集团案例研究,管理世界, 2007 (12)
- 王化成, 曾雪云.专业化企业集团的内部资本市场与价值创造效应——基于中国三峡集团的案例研究,管理世界, 2012 (12)