

新世纪高校经济学管理学研究生教材

中级投资理财

——理论与实践

| 姚玲珍 刘 伟 主编

上海财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

中级投资理财:理论与实践/姚玲珍,刘伟主编. —上海:上海财经大学出版社,2007.2

(新世纪高校经济学管理学研究生教材)

ISBN 978-7-81098-850-6/F·795

I. 中… II. ①姚…②刘… III. 投资学-高等学校-教材
IV. F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2007)第 003742 号

ZHONGJI TOUZI LICAI

中级投资理财

——理论与实践

姚玲珍 刘 伟 主编

责任编辑 宋澄宇 封面设计 周卫民

上海财经大学出版社出版发行

(上海市武东路 321 号乙 邮编 200434)

网 址: <http://www.sufep.com>

电子邮箱: webmaster@sufep.com

全国新华书店经销

同济大学印刷厂印刷

上海叶大装订厂装订

2007 年 2 月第 1 版 2007 年 2 月第 1 次印刷

787mm×960mm 1/16 22.5 印张 478 千字

印数: 0 001—3 500 定价: 38.00 元

前 言

早在古巴比伦时代(约公元前 1800 年),人们在交易中就已运用了诸如复利等财务知识,但财务管理作为企业关键业务活动则是近代的事情,而公司理财作为一门独立的学科最早是在 20 世纪初的美国产生的。当时,美国许多公司通过增加资本、兼并购和联合等活动成立了许多大公司,这一新的发展产生了对于相应问题的研究需求,从而推动了公司理财学科的产生。20 世纪 60 年代以来,公司理财的研究开始引入计算机和数学模型的研究方法,并补充了有效市场、期权定价等新的理论和概念,从而使其更富系统性和理论性。1990 年 10 月,瑞典皇家科学院宣布将 1990 年诺贝尔经济学奖授予美国经济学家哈里·马科维茨(Harry M. Markowitz)、威廉·夏普(William F. Sharpe)和默顿·米勒(Merton Miller),以表彰他们“将现代应用经济理论用于公司和金融市场研究及在建立金融市场和股票价格理论方面所做的开拓性工作”。自此,公司理财引起了更加广泛的重视。

公司理财是财经专业学生必修的课程之一,也是该领域从业人员应熟练掌握和运用的基本技能。公司理财既是一个相对成熟的学科,也是一个不断前进和发展的领域。本书不仅涵盖公司理财领域理论研究的新成果,还针对性地编写了实际案例,以强化读者对理论知识的实际运用能力。公司理财涉及的内容主要包括投资管理、融资管理、流动资金管理、股利分配理论与政策、企业并购、财务困境管理等。在此基础上,本书还包括了风险投资、国际投资、金融投资等领域的相关知识,进一步丰富和完善了公司理财的框架结构。

本书共十一章,主要包括以下内容:第一,投资理财基础知识。主要由前三章构成,包括经济全球化与投资理财、投资理财基础、企业投资战略与产业发展。经济全球化的发展加速了资金的流动,给企业的投资和财务管理带来了新的挑战,并进一步影响到一国乃至全球的产业发展。第二,投资管理。该部分主要包括第四、第五、第六和第十一章。投资管理是企业持续运营、规模扩大的必由之路,也是影响企业生命力的关键。该部分涉及企业直接投资、间接投资、风险投资和国际投资的相关知识。第三,融资管理。主要在第七章中进行了介绍,包括融资工具的创新、企业融资的基本理论及其发展以及我国企业的融

资现状和发展。第四,企业的股利分配。在第八章中,除了介绍传统的股利分配理论,如MM理论、一鸟在手理论、税收效应理论等,还重点介绍了企业股利分配理论的前沿,如林特纳理论、谢夫林梅—斯塔特曼理论和迎合理论等。第五,企业的短期资金管理。主要包括存货管理、现金管理和信用管理三个方面。这部分内容集中在第九章中。第六,企业并购理论与实践。企业并购是现代经济社会中最为重要的一种投资行为。现代企业扩张的途径主要有两个:一是通过企业自身的资本积聚;二是通过外部资本的集中,即以并购或联合等形式来实现企业规模扩展。第十章介绍这部分内容。

参加本书编写的人有姚玲珍、刘伟等。其中,第一章和第三章由姚玲珍编写,第二章和第九章由刘伟编写;第四章、第六章和第十章由江征雁、杨倩倩编写,第五章由顾颖婕编写,第七章由钟君君编写,第八章由张海峰编写,第十一章由杨筱蓉编写。全书由姚玲珍、刘伟统稿。

书中不足之处,恳请各位读者予以指正。

作 者

2006.10

目 录

前言/1

第一章 经济全球化与投资理财/1

第一节 经济全球化与直接投资/1

第二节 金融全球化与间接投资/8

第三节 新经济与企业投资理财/13

案例 1 佳能的国际化道路/20

第二章 投资理财基础/24

第一节 投资理财基本体系/24

第二节 货币的时间价值/32

第三节 财务分析/37

案例 2 某公司财务分析/47

第三章 企业投资战略与产业发展/51

第一节 企业投资战略/51

第二节 产业发展理论/55

第三节 中国产业发展政策评析/60

案例 3 印度软件业的腾飞/67

第四章 实物投资理论与实践/69

第一节 实物投资基本理论/69

第二节 实物投资流程和现金流分析/74

第三节 实物投资评价体系/85

案例 4 实物投资项目的财务评价/96

第五章 金融投资理论与实践/98

第一节 金融投资工具/98

第二节 金融投资理论/106

第三节 中国金融投资的产生与发展/126

案例 5 “中航油”事件/139

第六章 风险投资理论与实践/142

第一节 风险投资理论/142

第二节 国外风险投资的产生与发展/160

第三节 中国风险投资的发展历程/165

案例 6 爱特信—SOHO 的融资旅程/175

第七章 融资决策理论与实践/179

第一节 企业融资工具与创新/179

第二节 企业融资决策基本理论/186

第三节 中国企业融资现状与发展/196

案例 7 Yahoo! 的成功融资/212

第八章 企业股利分配理论与实践/216

第一节 企业股利分配的程序与方式/216

第二节 企业股利分配的基本理论/222

第三节 中国企业股利分配的现状与发展趋势/240

案例 8 X 公司的发展之路/245

第九章 企业的短期财务理论与实践/249

第一节 存货管理/249

第二节 现金管理/258

第三节 信用管理/266

案例 9—1 雅芳公司的信用管理/272

案例 9—2 鄂尔多斯集团公司的现金管理/274

案例 9—3 从“尿布”传奇看 SCM 与 BPR 的融合/275

第十章 企业并购理论与实践/278

第一节 企业并购的基本理论/278

第二节 国外企业并购的产生与发展/291

第三节 中国企业并购的产生与发展/300

案例 10 “一百”、“华联”并购案/304

第十一章 对外直接投资理论与实践/308

第一节 对外直接投资基本理论/308

第二节 企业对外投资方式的选择/317

第三节 外商在中国的直接投资与中国对外直接投资/327

案例 11 京东方海外收购 TFT—LCD 业务/343

参考文献/346

第一章 经济全球化与投资理财

第一节 经济全球化与直接投资

一、投资的含义

投资的实质是一种储蓄,与消费相对立。不少经济学家从投资与消费、储蓄的关系角度来界定投资。例如,威廉·夏普将投资定义为:为了(可能不确定的)将来的消费(价值)而牺牲现在一定的消费(价值)。^① 萨缪尔森等也认为,“投资意味着牺牲当前的消费以增加未来的消费”。他打比方说,“人们现在不吃掉更多的比萨饼,而是新建一个比萨饼炉,为的是将来能生产更多的比萨饼供消费”。^② 宏观经济学中的投资是指产业投资,而非金融投资。当我们将讨论的对象缩小为企业、个人等微观主体时,则无论是产业投资还是金融投资,都意味着放弃现在对资金或其他资产的支配权利,比如放弃股利分配和购买消费品的权利,目的是增加未来的收入,从而消费更多。

投资和储蓄都是以未来获利为目的的资金垫付,不同之处在于获取预期利益的不确定性。储蓄的收益一般是已知和固定的,比如目前中国一年期人民币的储蓄利率为2.52%。在不考虑通货膨胀影响的前提下,人们通常认为储蓄是零风险的,并把存款利息收入,即所谓的“资金时间价值”作为衡量投资项目好坏的标准之一。投资则存在很大的不确定性。在各类政策、经济、技术、自然、心理等众多因素的影响下,其收益往往难以估计。也就是说,投资具有风险性。而且,投资主体由于其性质和所处地位的不同,追求的目标可能不尽相同,也未必都能够通过价值量来衡量。如个人和企业投资主体追求的主

① 张中华、谢进城:《投资学》,中国统计出版社,1996年,第3页。

② 萨缪尔森、诺德豪斯:《宏观经济学(第十七版)》,人民邮电出版社,2004年。

要是财务效益,而政府投资主体则可能主要追求国民经济效益和社会效益。社会效益包括政治效益、国防效益、环境效益等,涉及的领域和范围更为广泛,无法通过价值量进行简单衡量,不确定性也更大。

投资和储蓄的另一个区别是投资往往与资本相联系,是一种以增值为目的的资本使用过程,既包括用资金购建厂房设备、购买原材料来从事生产经营,也包括购买股票和债券等等。在这个过程中,资金转换成不同形态的资产,包括实物资产、金融资产或知识资产,它们构成了经济活动中的各种生产要素,投资据此可以获得收益。因此,从资本的形成过程来界定投资也是很有意义的。如凯恩斯指出,投资就是资本设备价值的净增加。^①再如沃纳·西奇尔在《微观经济学》中将投资定义为:投资是资本货物的购买。^②

通过上述分析比较,我们可将投资定义为:投资是一定的经济主体为了获取预期不确定的收益,而将现期收入转化为资本的行为和过程。^③

这是一种广义的投资定义。对于经济学家而言,投资仅指产业投资,即以实物资产为对象的投资,以获得物为首要特征。因为只有产业投资才能引起社会总需求和总供给的上升,才能形成真正的资本增值。而金融投资以金融资产为投资对象,其特点是投资的间接性和筹资的直接性。金融投资归根到底只是一种为产业投资融通资金的方式。从整个社会资金运动的过程来看,货币资金要最终转化为资本并实现增值,仍必须通过产业投资。

产业投资和金融投资是从投资对象和资本形成的角度对投资方式进行的划分,而直接投资和间接投资则是从投资者是否拥有生产经营控制权的角度进行的划分。凡是拥有企业实质生产经营控制权的投资都属于直接投资;凡是不拥有企业实质生产经营控制权的投资都属于间接投资。由此可见,产业投资是直接投资的主要方式,但并不是惟一的方式。直接投资还可以通过并购等证券投资方式来实现;而且随着股份制经济的发展,这种方式在直接投资中所占的比重越来越大。

我们将投资进行以上划分的意义在于:直接投资和间接投资本身的特点决定了各自不同的决策方法和操作过程。在直接投资中,投资者直接参与企业的生产经营活动,拥有实际管理权和控制权。直接投资通常要经历决策期、建设期和回收期三个阶段,投资周期长、风险大。在决策时,投资者要对投资环境、投资项目进行充分的调查研究,设计出一个或几个备选方案,通过对这些方案的分析和评价,最终选择一个足够满意的行动方案。间接投资具有分散性和流动性的特点。大部分投资者投资额较少,所占的股份比例也较小,并且能够自由转移投资对象。对他们而言,间接投资仅仅表现为一种货币资金上的财务关系,而并不涉及实际的产业经营。间接投资的投资活动主要在金融市场内进行,投资者通过对金融市场上各种股票和债券的分析与评价,从中选择企业需要的投资工具组成投

① 李大生、牛宝俊:《投资经济学》,山西经济出版社,2000年,第1页。

② 张中华、谢进城:《投资学》,中国统计出版社,1996年,第3页。

③ 张中华、谢进城:《投资学》,中国统计出版社,1996年,第5页。

资组合。其投资收益直接取决于金融商品的市场价格,而后者常常偏离真实的资本价格。

任何形式的投资都可以说是一种或者一系列市场交易行为,市场主体间的交易活动贯穿整个投资过程,如向设备生产商购买机器、出售产成品收回投资以及在金融市场上买卖股票等。在市场经济环境下,企业自主经营,自负盈亏;它拥有完全的投资决策权和投资收益权,并独立承担风险和责任。企业作为市场主体之一,也是主要的投资主体。因此,本书的投资分析将主要从企业角度来阐述投资理财的理论和实践。

二、全球化的经济环境

投资是一项全方位、市场化的经济活动。投资者必须根据商品市场的现实供需状况及发展趋势选择投资方向和规模,组织产品开发、生产和销售;须从资本市场筹措投资所需资金;还必须面对技术市场和劳务市场。经济全球化决定了投资所处的市场环境的全球化,世界各地的商品市场、资本市场以及技术、劳务等其他各种要素市场,无一不日渐紧密地联系在了一起,共同构筑了一个网络状的世界市场体系。所以,要研究投资,必须先了解投资所处的经济全球化的大环境。

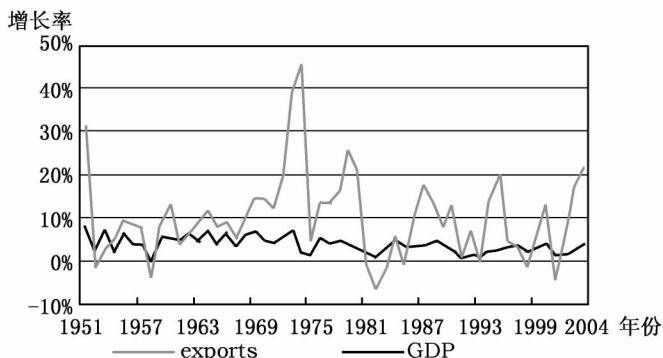
经济全球化主要是指通过建立生产、贸易以及金融的跨国网络,实现生产要素在世界范围内自由流动和配置,使各国经济的相互渗透、相互影响和相互依赖不断加深,最终将经济变成一个有机的统一体,在全球范围内实现生产的社会化。^①

上述定义指出了经济全球化的两种趋势:(1)要素转移的便利,即资金、技术、劳动力、产品等各种生产要素能够更加自由地在国与国之间流动,从而实现资源在全球范围内的配置和整合,有力地促进了生产力的提高和世界经济的发展。这种趋势的形成,一方面是因为科技进步使转移成本降低,尤其是国际运输成本和信息传递成本大幅度下降,从而打破了要素转移的技术约束;另一方面是因为各国在自身利益驱动和各种国际经济组织的协调下,逐步降低关税、取消非关税措施及开放市场,打破了要素转移的制度壁垒。(2)经济依赖性增强,即各国融入国际经济活动的强度不断加深,相互之间的依赖性不断增强。在全球化的经济环境下,某一经济主体的行为有可能对其他经济主体产生有意或无意的重大影响,同时也可能受到其他经济主体行为的影响。

经济全球化始于跨国贸易。国际运输成本的降低,使产品销售能够突破地理上的限制而跨越国境,在更广阔的市场范围内实现供求平衡,从而引导全球资源的优化配置,充分发挥各国和地区的相对优势。从19世纪起,国际贸易的增长速度基本上快于生产的增长速度(见图1-1)。贸易的全球化不仅表现在全球商品贸易和服务贸易的规模和范围不断扩大,还表现为贸易自由化进程的加快。1947年,23个国家和地区签署了《关税及贸易总协定》,旨在通过大幅度削减关税和其他贸易壁垒,消除国际贸易中的歧视待遇,促进

① 王广谦:《经济全球化进程中的中国经济与金融发展》,经济科学出版社,2005年,第6页。

战后国际经济的复苏和繁荣。1995年1月1日,世界贸易组织取代了“关贸总协定”,在世界范围内构筑起以贸易自由化为中心的多边贸易体制框架,极大地推动了贸易全球化的发展。截至2004年年末,全世界已有149个国家和地区加入了世界贸易组织。



资料来源:世界贸易组织官方网站, www.wto.org。

图 1-1 1951~2004 年世界出口额与 GDP 增长率比较

生产全球化是指生产要素在世界范围内大规模流动,从而形成全球性的生产系统。仅有产品和服务的国际贸易并不足以造就一个全球经济,生产要素也必须能够相互交换。土地和其他自然资源无法流动,人口流动也有一定困难,因此资本、信息和企业家的流动担负起了经济一体化的责任。^① 20 世纪 80 年代以后,国际直接投资的增长速度超过国际贸易,在世界经济中发挥了越来越重要的作用,逐渐取代国际贸易成为推动经济全球化的主导因素。目前,扩大对外投资已成为世界的普遍现象,跨国公司是其中的主力军,它们通过在全球范围内的投资和生产经营活动,促进了公司内部国际贸易的发展和国际分工的深化,打造了一体化的生产体系和全球网络组织,极大地推进了经济全球化。

金融全球化,是指世界各国或地区的金融活动趋于一体化。国际贸易、国际直接投资和跨国公司的不断发展要求在全球范围内配置资源,这就必然要求资本的全球流动。与其他形式的资本相比,金融资本更具有流动性,因而成为资本全球化的枢纽和杠杆。随着金融全球化的发展,资本跨国境流动的制度障碍、货币障碍和政策障碍越来越小,资金余缺能更好地在世界范围内得到调配,使一国的经济发展不再受制于国内储蓄和资金积累水平。

三、经济全球化下的直接投资

(一) 经济全球化对直接投资的影响

经济全球化是直接投资发展的外在经济环境,两者密切相关,并呈现出一种相互作用

① 乔治·索罗斯:《开放社会——改革全球资本主义》,商务印书馆,2001年,第191页。

的关系。直接投资在生产、销售等过程中对剩余价值的追求是经济全球化的重要推动力；而经济全球化反过来对直接投资产生重要影响。以下将从宏观和微观两个层面来分析经济全球化对直接投资的影响。

从宏观层面分析，经济全球化是国际劳动分工水平和效率发展到一定阶段的必然结果，而全球化的日益加深反过来又促进了国际分工的深化和生产效率的提高。前者关系到直接投资的产业布局，后者则和直接投资的投入产出相关联。

国际分工是指世界各国间的劳动生产分工，是国民经济内部分工发展超越国家界限的产物。在国内贸易时代，各国的投资是基于一种内部供求市场，由此形成国家内部的生产分工。国际贸易的产生和发展则为国际分工准备了跨越国界的世界市场。传统的国际分工是以各国生产要素为基础的产业间分工，比较优势理论^①、要素禀赋论^②等对此进行了理论上的分析。不同国家和地区根据各自特点和所处的经济环境，选择对本国或本地区最为有利的投资领域和产业发展方向，不断调整自己在国际贸易和生产关系中的角色，最终形成了全球范围内的投资布局和产业格局。随着经济全球化的日益深入，跨国公司迅猛发展，国际分工已不仅仅是基于生产要素的企业间分工，更多地表现为企业内部的产品价值链各个环节间的分工。跨国公司通过国际直接投资建立起全球性的生产网络，使国际分工的形成机制由单纯的市场力量扩展为跨国公司的全球战略投资和经营活动。

经济全球化在促进国际分工不断深化和调整的同时，还推动了各国产业结构的优化。一方面，对外直接投资极大地促进了投资母国产业结构的调整和升级，主要体现在各国通过海外直接在产业内部从低技术含量、低附加值商品和劳务向高技术含量、高附加值商品和劳务调整，缩小投资国境内已经或正在失去竞争优势产业的生产规模，为国内有竞争优势的产业让出资源，从而推动产业升级，提升国际竞争力。另一方面，东道国利用经济全球化的契机，有效地开发自身的比较优势，通过吸收他国资金、技术等生产要素的投入，建立本国新兴产业。同时，帮助传统产业升级，使内向型的产业向出口导向型和更具国际竞争力的产业演进，从而优化自身的产业结构。

经济全球化还带来了投资的规模经济和全球范围内的技术进步，有力地促进了生产效率的提高。贸易和生产的国际化程度不断加深，将原本相互分割的生产要素供应市场和产品的销售市场连成一个整体，从供给和需求两个方面共同使生产规模的扩大成为可能。产销量的增加导致单位产品平均成本下降，规模报酬递增得以实现。同时，伴随着商品流通和资本的全球流动，技术和知识在全球的传播速度显著加快，尤其是一些发展中国家可以通过吸收投资、合作生产、进口设备等方式快速享受到相对先进的技术和管理经

① 大卫·李嘉图的比较优势理论认为，各个国家或地区都应生产并出口自己相对优势大或劣势小的商品，进口相对优势小或劣势大的产品，从而通过贸易交换使双方都获得比较利益。

② Heckscher 和 Ohlin 的要素禀赋理论以各产品要素密集度不同及各国要素禀赋不同为假设前提，认为各国都倾向于生产其要素相对充裕的产品并出口，进口其国内要素相对稀缺的产品。

验,提升本国的生产力水平,提高投资效益。

从根本上讲,政府、企业、个人等主体对各自利益目标的追求共同推动了经济的全球化发展。但是,对任何单个微观经济主体而言,经济全球化是其生存发展的既定经济环境。无论是进行生产投资,还是日常经营管理,企业都必须适应这种全球化的环境,实现自身利益的最大化。从微观层面分析,经济全球化对企业直接投资的意义主要体现在以下几个方面:(1)发展全球分配和营销网络,利用国际贸易摆脱国内市场容量的限制,扩大销售规模,在利润增长的同时也为规模经济的实现提供了可能。(2)通过建立海外子公司进行投资生产,即国际直接投资。一方面可以充分利用国外的资源供给弥补国内短缺;另一方面也可以缓解外贸出口环境变化带来的压力,规避一些国家针对进口设置的关税和非关税壁垒。这种对国外资源的利用不仅局限于能源、矿产等自然资源,还包括对一些发展中国家廉价劳动力的争夺,以提高生产效率、降低生产成本,增强产品的国际竞争力。(3)利用某些国家法律、制度(如税收制度)的差异,获取成本优势和市场机会。

(二)国际直接投资和跨国公司的发展

国际直接投资在经济全球化的推进过程中充当了重要角色,其以资源流动为依托,带动了商品、技术、劳务等生产要素的跨国交换,实现跨国价值增值活动,从而加强了世界各国或地区之间的经济联系。

20 世纪 80 年代以来,国际直接投资在世界经济增长、国际竞争加剧和自由化浪潮等诸多因素的推动下,呈现出一种持续增长的态势,成为世界经济舞台上最为活跃的角色。大体上看,1986 年以来,FDI 流量及存量的相关指标增长率均大大高于同期世界总产值的增长率;尽管 2001~2003 年中,国际直接投资流量连续三年出现下滑,但在发展中国家的带动下,全球外国直接投资流量在 2004 年又恢复了增长(参见表 1—1)。

表 1—1

1982~2004 年外国直接投资和国际生产的若干指标

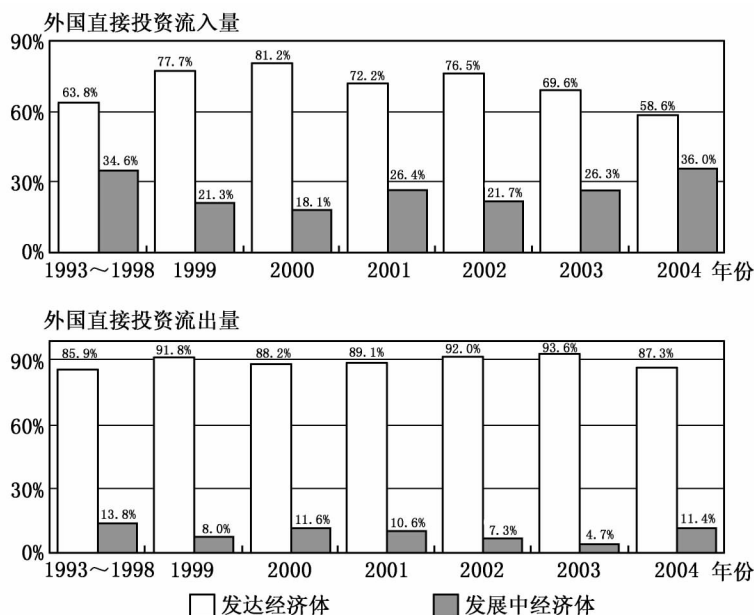
(单位:10 亿美元和百分比)

	以当前价格计算的价值 (十亿万美元)				年增长率 (百分比)						
	1982	1990	2003	2004	1986~ 1990	1991~ 1995	1996~ 2000	2001	2002	2003	2004
直接外资流入量	59	208	633	648	22.8	21.2	39.7	-40.9	-13.3	-11.7	2.5
直接外资流出量	27	239	617	730	25.4	16.4	36.3	-40.0	-12.3	-5.4	18.4
内向直接外资存量	628	1 769	7 987	8 902	16.9	9.5	17.3	7.1	8.2	19.1	11.5
外向直接外资存量	601	1 785	8 731	9 732	18.0	9.1	17.4	6.8	11.0	19.8	11.5
GDP(以当前价格计)	11 758	22 610	36 327	40 671	10.1	5.2	1.3	-0.8	3.9	12.1	12.0

资料来源: UNCTAD, *World Investment Report*, 2005.

但是,无论从地理分布还是行业分布看,国际直接投资的发展都是不均衡的。从地区

分布看,过去 10 多年中,FDI 流动呈现出高度集中化趋势,发达国家占据了主导地位。据《2005 年世界投资报告》数据显示,1999 年到 2003 年,发达国家的 FDI 流入量占世界总流量的比重大约保持在 70%~80%,发展中国家则仅占到 20%~30%;2004 年,两者间的差距有所缩小,但发达国家吸收的 FDI 流量仍占世界总流量的 58.4%,流向发展中国家的 FDI 流量为 36%。从对外 FDI 流量来看,1998 年发达国家对外 FDI 流量占世界总流量的 87.4%以上,发展中国家仅占 11.4%左右(如图 1—2 所示)。也就是说,发达国家或地区之间的相互直接投资是国际直接投资的主要力量,尤其是美国、欧盟、日本“三大角”国家或地区之间的交互投资占据了绝对的主导地位。



资料来源:根据 UNCTAD, *World Investment Report*, 2005 整理。

图 1—2 外国直接投资区域分布

从行业分布看,第二产业(制造业)是国际直接投资的重要组成部分,而第三产业(服务业)的比重则在不断提高,成为国际直接投资行业结构发展的新动向。自 20 世纪 80 年代以来,制造业部门在国际直接投资格局中的地位未发生显著变化。根据统计,内流 FDI 存量统计的比重保持在 40%左右,但投资流向由原来的资源、劳动密集行业逐步转向资本、技术密集行业,试图从技术开发以及国际生产的规模经济和范围经济中获取更大利益。投资形式也不再是单一的建立控股公司(或独资),出现了低股权、非股权安排和跨国公司间的战略联盟等多种形式,目的是在较低风险的条件下实现控制权并取得利润。同样,自 20 世纪 80 年代后半期以来,服务业在国际直接投资行业格局中的地位有了显著提

高。全球每年投资流量中约有 55%~60% 是流向服务行业的。

国际直接投资从微观层面上说是跨国公司实施其经营战略的手段之一,而正是跨国公司一体化的国际生产、贸易活动,在宏观层面上构成了经济全球化的进程。

跨国公司是指具有全球性经营动机和一体化经营战略,在多个国家拥有从事生产经营活动的分支机构,并将它们置于统一的全球性经营计划下的大型企业。^① 这个定义包含了跨国公司的三层含义:从地理范围上界定,跨国公司是一个跨越国界开展生产经营活动的企业组织;从所有权标准界定,跨国公司通过直接投资对国外分支机构拥有实际控制权;从经营管理性质界定,跨国公司应具备全球性经营理念,按一体化和全球化战略的要求来统一规划企业的各项经营活动。

20 世纪 90 年代以来,跨国公司获得了前所未有的发展,首先体现在数量的急剧增长上。20 世纪 90 年代初,世界跨国公司母公司约有 37 000 家,其海外分支机构约有 170 000 家;到 2004 年,世界跨国公司母公司达到了 70 000 家,其海外分支机构则猛增到 690 000 家,外国直接投资存量估计为 9 万亿美元,国外子公司的总销售量近 19 万亿美元。其次是信息技术的进步和金融自由化的加强,为跨国公司推行复合一体化战略和全球战略提供了更为便利的条件,使跨国公司国际化经营程度趋向更高。而跨国并购则成为跨国公司对外直接投资的主要手段。

第二节 金融全球化与间接投资

一、金融全球化——经济全球化发展的必然趋势

金融全球化是经济全球化的重要组成部分,是生产全球化、贸易全球化和投资全球化的必然要求和直接结果;同时,金融全球化又因金融的特点和发展状况而具有自身独特的规律和丰富的内容,并在很大程度上独立于实体经济,成为推动经济全球化不断向纵深方向发展的动力和条件。20 世纪 90 年代以来,金融全球化的趋势日益明显,人们也越来越多地把金融全球化作为一个独立的专题来进行研究。

金融全球化的含义十分丰富,国内外学术界从不同角度对其进行了阐述。一种观点认为,金融全球化是经济全球化的有机组成部分和必然要求。^② 这种观点是从金融全球化与经济全球化的关系进行阐述,认为金融全球化是经济全球化的核心,正如金融是现代经济的核心一样。另一种观点从金融全球化产生的原因入手,认为金融全球化是因全球范围内金融管制放松和金融业加速开放,资金、资本及金融服务在全球范围内迅速、大量

① 杨大楷等:《国际投资学》,上海财经大学出版社,2003 年,第 90 页。

② 李健:“风险全球化进程中的风险防范”,《国际金融研究》,2000 年第 2 期,第 45 页。

地自由流动最终形成的全球统一金融市场、统一货币体系的趋势。^①更多的观点是从一体化过程的角度来阐述的。如法国学者弗朗索瓦·沙奈认为,“金融全球化是各国货币体系和金融市场之间日益紧密的联系,而这种联系是金融自由化和放松管制的结果”^②。又如戴相龙把金融全球化定义为:“世界各国或地区的金融活动趋于一体化,表现为国际资本大规模流动,金融机构和金融业务在全球范围内按同一规则运行,国际金融市场蓬勃发展。”^③

综合以上几种观点,我们认为,金融全球化是建立在金融自由化和金融创新基础上的全球金融活动联系日益深化、趋于一体化的过程。金融全球化在微观层面上表现为资本运动、金融市场、金融机构等要素的全球化;在宏观层面上表现为金融政策、金融协调监管以及货币体系的全球化。其中,国际资本流动的全球化无疑是金融全球化的核心。贸易资本的全球流动需要以国际货币体系为载体,以全球性金融市场为基础,并依赖于跨国金融机构的服务支持;同时,它还受制于各种国际机构和国际协议的协调监管。20世纪80年代以来,国际资本流动呈现不断加速和扩大的趋势。在金融技术、金融创新的推动下,国际资本流动速度也进一步加快,追逐高额回报率的资本可以迅速流入或撤离一国。目前,全球金融资本存量相当于OECD国家GDP总额的2.4倍,全球日外汇交易量达到2万亿美元。

金融全球化是一个复杂而漫长的过程,在各种因素的作用下,其程度不断深化、范围不断扩大。借用制度经济学的理论思想^④,我们可将推动金融全球化的因素分为长期动因和边际动因两类。长期动因决定了金融全球化的必然性和最终发展方向,边际动因决定了金融全球化的发展过程。

金融全球化的长期动因是资本的逐利性和扩张性。为了追求更高的生产效率和资本回报,国际贸易和直接投资迅猛发展,资本在全球范围内大规模流动,都要求金融体系不断深化和创新,在制度、结构、范围和内容上符合经济全球化的客观要求。实体经济的全球融合趋势,是金融全球化最初的内在推动力。随着资本的累积和金融全球化的进一步深化,国际资本的流动越来越脱离实体经济运行,带着极大投机性的间接投资越来越活跃。资本流动、货币体系、金融市场全球化、金融机构等要素的全球化,为金融资本的投机活动提供了机会和便利;而反过来,这些能在国际资本市场上“呼风唤雨”的投机资本也会通过各种途径和手段推动金融全球化,并从中获得更丰厚的回报。

金融全球化的边际动因主要有政策促进、技术进步和金融创新。从动态角度看,这些

① 王广谦:《经济全球化进程中的中国经济与金融发展》,经济科学出版社,2005年,第132页。

② 弗朗索瓦·沙奈:《金融全球化》,中央编译出版社,2001年,第2页。

③ 戴相龙:《金融全球化必然导致经济全球化》,中新社北京2000年6月15日电。

④ 新制度经济学将制度变迁的推动力分为长期制度均衡推动力和边际制度推动力。前者决定了制度变迁的长期总体方向;后者决定了制度变迁的过程,即制度变迁沿着怎样的曲折路径演进(诺思,1990)。

边际动因决定了金融全球化如何发展;从静态角度看,它们决定了在不同的阶段,金融全球化具体深化到何种程度和扩展到何种范围。在政策方面,首先是市场经济体制的普遍实行,使统一全球商品市场、进而统一金融市场成为可能。在此基础上,20世纪70年代起,各主要发达国家竞相放松金融管制,开放资本市场,带动了一场全球范围内的金融自由化运动。金融自由化减轻了各国金融体系的隔离,为国际资本流动提供了广阔的空间,构造了金融活动的全球基础。科技进步对金融全球化的贡献集中体现在信息通讯技术的突飞猛进。一方面,它加快了信息传递速度,降低了跨地区交易成本,使交易者得以根据各市场不同程度的差别来进行交易,从而保证了各金融市场间的相互联系。另一方面,它被应用于套利模型分析和金融工程产品的研究,缩短了进行交易决策的时间,提高了金融产品创新的速度。金融创新为国际资本大量流动提供了新的融资工具和手段,为金融全球化提供了适当的载体。据统计,20世纪70年代以来,作为大类的金融新品种约有200余种,亚类则难以计数,而且这些产品还在不断排列组合,几乎每天都在创造新的金融品种。各类金融衍生品的爆炸式增长,使资本的全球流动达到了前所未有的广度和深度。

金融全球化是经济全球化发展的必然结果和核心,而全球经济发展也越来越体现出经济金融化的趋势,主要表现在以下四个方面:(1)经济关系的金融化。社会上的经济关系越来越与资金、资本相关联,表现为债权债务、债权股利和风险保险等金融关系。(2)社会资产金融化。发达国家的金融资产总量与国民生产总值的比率在20世纪90年代初最高,曾达到3.26~3.62,而在一个世纪之前该比率仅为0.07。这种现象的产生除了与社会财富迅速增长、金融投资工具日渐发达有关外,还与经济、金融的全球化密不可分。(3)融资证券化。非银行金融的迅速发展,促使股票、债券等直接金融的发展速度大大高于以借贷为主的间接金融。(4)产业渗透化。即金融资本和产业资本之间的结合愈来愈紧密。

二、金融全球化下的间接投资

(一)间接投资和国际间接投资

与直接投资相对应,间接投资是指不拥有企业经营控制权,不直接参与企业生产经营权的投资方式。间接投资属于金融投资,以金融资产为投资对象,按投资对象的不同可分为证券投资、信用投资和金融衍生工具投资三类,各自对应于不同的金融资产(参见图1-3)。

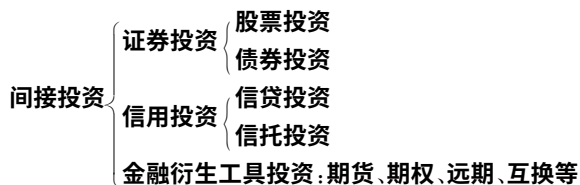


图 1-3 间接投资的主要投资方式

与直接投资相比较,间接投资具有以下特点:(1)投资的间接性和筹资的直接性。间接投资是一种为产业投资融通资金的方式,它对企业不形成实质控制权,而仅仅是通过货币资金上的财务关系与实际经营活动相连接,并获得相应的收益和承担相应的风险。(2)投资市场化和收益价格化。间接投资依托金融市场进行金融商品的买卖,收益的变动取决于金融商品的价格变动。(3)流动性和分散性。间接投资者以股份为单位进行投资,投资额可以较小,并能够自由转移投资对象。

间接投资的这种特点,使其具备了储蓄动员和价值发现的功能。间接投资市场由于能增强金融工具的流动性,满足投资者多样化证券组合和分散风险的需要,而更有利于把众多投资者分散的资金集中起来扩充投资资本,扩大企业规模,有效实现储蓄动员。有效市场假设(efficient-market hypothesis)认为,在相关市场理性的前提下,金融资产的现有市场价格能充分反映所有有关和可用的信息。在发达证券市场的条件下,投资者广泛分散,其间接投资的交易行为使证券市场价格能够充分体现公司价值,从而对经营者形成监督和约束,提高企业效率。

间接投资是依托资本市场进行的。伴随着资本市场的全球化趋势,资本所有者跨越国界,在可能达到的世界范围内寻找获利机会,形成国际间接投资。从定义上说,国际间接投资就是投资者通过购买外国的股票、债券、衍生金融工具等金融资产,依靠股息、利息和资本利得来实现资本增值的国际投资方式。广义的国际间接投资是指除国际直接投资以外的各种私人国际资本流动形式的总和,包括国际借贷和国际证券投资;狭义的国际间接投资仅指国际证券投资,包括股票、债券及各类金融衍生产品。20世纪80年代以来,国际资本市场上出现了日益明显的“融资证券化”趋势,即以有价证券(国际债券和跨国股票)发行为主的直接融资逐步取代了以银团贷款为主的中长期间接融资而成为国际间接投资的主流。在当今国际投资领域,间接投资日益活跃,已经形成了和国际直接投资齐头并进的局面。以国际证券投资及国际借贷为主的国际间接投资加速了资本的国际流动,以间接的方式推进了生产和贸易的全球化进程,使经济全球化向更深层次发展。

(二)间接投资收益和风险的全球化

收益和风险的大小是投资者进行投资决策、尤其是间接投资决策时必须考察和评价的。根据风险报酬原理,低风险对应于低收益,而高收益则对应于高风险,因为更高风险的承担者要求在收益中得到额外的补偿。通常来说,投资者总是偏好于高收益、低风险的投资项目或投资组合,经济、金融全球化为投资者提供了更大的投资范围和更多的投资选择,同时也使间接投资的收益和风险更趋于全球化。

间接投资的收益主要来自于资本利得和现金收益两方面。资本利得(或损失)即金融资产买入价和卖出价之间的差额;现金收益主要是股票现金红利和债券利息支付。从根本上分析,金融资本本身并不能创造价值,而是依赖于产业投资过程中所创造的剩余价值。无论是利息、红利,还是金融资产套利收益,各种形式的金融收益只不过是产业资

本利润的分割。全球化意味着金融资本能够更加便利地在全世界范围内分享这种收益。一国经济的高增长往往带来资本市场的相应增长。国际间接投资者可以通过购买经济高速增长国家的证券来分享该国经济增长的成果,获得高额的投资收益。值得注意的是,近几年来,许多新兴市场经济国家、发展中国家在国际证券市场上发行股票额的增长速度已远远超过了发达国家。

风险,简单来讲就是收益的不确定性——投资的实际结果和预期结果之间产生偏差、不一致。^①从个别投资主体的角度看,风险可以分为系统风险和公司特有风险两类。系统风险是指对所有企业产生影响的因素引起的风险,是全球化影响间接投资风险的主要方面。其中,汇率风险首当其冲。当资本跨越国界流动时,投资的本金支出和回收要经过本币与东道国货币之间的兑换过程。汇率的意外波动,会造成投资者的实际收益成本与预期收益成本相背离,进而蒙受损失。具体表现为投资于国外债券或股票时,若东道国货币贬值,则投资的本金及收益都会减少,造成投资损失。除汇率风险外,系统风险中的政策风险、市场风险、通货膨胀风险和利率风险等也会影响到间接投资。政策风险是指由于东道国政策的变动导致投资环境改变或投资成本收益发生变动,从而给投资者造成损失的风险。如外汇管制的加强会限制国外资本进出的自由度,对投资收益(利益、股息)征收所得税或者提高所得税税率会造成交易成本上升等。市场风险是指有价证券“空头”和“多头”等市场条件所引起的投资总收益变动。国家间政治、经济关系上的矛盾摩擦,一国宏观经济状况的波动都可能成为市场风险产生的原因。通货膨胀风险也就是购买力风险,由于一国通货膨胀原因使物价上涨,每单位货币的实际购买力下降,从而影响证券收益。尤其是长期债券因利息收入固定承受的购买力风险更大;而股息因红利可随物价上涨和资产升值而增加,所承受的通货膨胀风险相对较小。利率风险是指市场利率变动导致有价证券报酬变动,对固定收益证券的影响更大。而且,从短期来看,不同国家利率的相对变动是影响汇率变动的主要因素;而从长期来看,购买力的比较对汇率变动产生更显著的影响。金融全球化加大了汇率波动的不可预测性和不确定性,其他系统风险也可能通过汇率、资本市场等传导机制影响到风险发源地之外的其他投资者。

全球化可能加大间接投资的风险,也可能有助于降低风险。它表现在投资的多样化上。投资组合理论认为,通过不完全相关的证券投资组合,可以有效降低风险,主要是公司特有风险。而系统风险因为是对所有企业都产生影响的,所以无法通过投资组合来降低。因此,跨国界的投资可以充分利用国际市场间的不完全相关性来降低投资风险,使得其风险水平低于只对国内证券进行投资的可能水平。这种较低相关性主要是由政治环

^① 严格来说,风险和不确定性是有区别的。风险是指一定时期内,某一事件预期结果和实际结果间的变动程度,强调可能的结果以及各种可能结果出现的概率都是可以预测的;而不确定性则代表着不可预测。但是,在面对实际问题时,两者一般很难区分,因为风险往往是不能准确度量的。尤其在定性分析而非定量分析时,可认为两者是相同的概念。

境、货币政策、税收政策等影响股票价格的诸多因素在每个国家不一样而造成的。另外,不同国家的产业构成也可能存在很大差别。

第三节 新经济与企业投资理财

一、企业投资理财概述

(一) 企业理财

企业理财(corporate finance),又称企业财务管理、企业金融,是企业组织财务的活动。在市场经济条件下,一切物资都具有一定的价值并可以通过货币来进行衡量,其实质是耗费于物资中的社会必要劳动量。企业理财就是运用价值形式对企业各项经营活动加以规划和控制,以实现理财目标。

不同的经济环境决定了不同的企业理财目标。在计划经济体制下,国有企业的理财目标是“产值最大化”。在“产值最大化”的理财目标下,企业的一切理财活动围绕着如何增加生产,实现产值的最大来进行,这是与我国当时经济落后、物资匮乏的国情相适应的。而当我国经济从计划经济走向市场经济,经济发展水平提高,并从卖方市场走向买方市场时,我国企业的理财目标就从“产值最大化”过渡到了“价值最大化”,企业理财活动的重点也逐步转向了价值管理。

尽管价值通常意味着数字的计算,但它绝不是客观的,而是主观产物。每个人由于对信息质量、可控制感、时间期限的偏好不同,对不确定性以及风险的承受能力不同,决定了各人对价值具有不同的理解。关于企业理财目标的确定,主要观点利润最大化、每股盈余最大化、股东价值最大化及企业价值最大化。

利润最大化观点认为,利润代表了企业新创造的财富。利润越多说明企业的财富增长越快,越接近企业的理财目标。利润作为一项综合性指标,反映了企业综合运用各项资源的能力和经营状况,是评价企业效益的重要指标。这种观点的缺陷是没有考虑利润的取得时间,也没有考虑利润与投入资本额及企业所承担风险的关系,从而易引发企业经营者的短期行为,且可比性较差。用每股盈余^①代替利润来概括企业的财务目标,反映了利润与资本投入的关系,可比性相对较强,但它仍与利润最大化观点一脉相承,同样没有考虑每股盈余取得的时间性和风险性,故存在一定的片面性。

股东价值即所有者权益价值,而企业价值一般认为是负债和所有者权益价值之和。在传统财务理论中,往往将股东价值与企业价值等同,但实际上两者是有区别的。股东价

^① 每股盈余(EPS)=税后净利润/对外发行股份数。这一指标适用于股份企业,而对于非股份企业可采用净资产收益率指标来替代。净资产收益率(ROE)=税后净利润/净资产总额。

值毫无疑问地归于全体股东(或出资者),但企业价值归属于企业所有利益相关者。现代企业是多边契约关系的总和,与方方面面都存在着或紧或松的利益制约关系,不仅包括所有者即股东,还涉及债权人、职工、政府机构等。所以,企业经营者在进行理财活动时,必须考虑多方利益群体,权衡利弊,使企业价值达到最大化,这也是与企业生存、发展、获利的基本目标相一致的。并且,只有企业价值达到最大化,股东(或企业所有者)财富才能达到最大化,实现股东(或企业所有者)创办企业的初衷。

如同商品价值一样,企业价值只有投入市场才能通过价格表现出来。我国企业按出资者的不同分为独资企业、合伙企业和公司制企业三类。独资企业的企业价值表现为出资者出售企业可以得到的现金;合伙企业的企业价值是合伙人转让其财产份额可以得到的现金;公司企业的企业价值为股东转让其股份可以得到的现金。已经上市的股份有限公司,其股票价格代表了企业的价值。股价的高低代表了投资大众对公司价值的客观评价,它以每股价格表示,反映资本和获利之间的关系。它受预期每股盈余的影响,反映了每股盈余大小和取得的时间;它也受企业风险大小的影响,可以反映取得每股盈余的风险。

美国“股东价值之父”阿尔弗洛德·拉帕波特(Alfred Rappaport)于1986年提出了公司价值的分析框架(如图1-4),认为有七个基本动因决定公司价值。第一个是宏观因素,它因行业的不同影响企业价值。第二至第六个是操作因素,包括销售增长率、现金利润、现金税、固定资产支出和营运资本支出,这些因素对价值形成发挥着关键作用。销售增长率和现金利润体现了现金的流入;现金税影响当期现金流出;固定资产支出和营运资本支出则反映了投资。最后一个因素是加权平均资本成本(WACC),是基于风险和资本结构确定的回报率。这表明只有实际回报高于资本成本,公司才能创造价值。^①

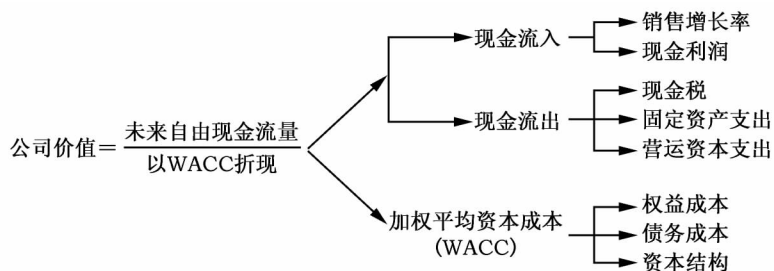


图 1-4 公司价值的一般模型

早期的企业理财只是单纯的成本核算和资金静态管理。随着资金现值概念被大多数投资者和企业经营者所接受,企业理财开始对企业资金筹集和现金流量变化进行动态化

① 杨胜雄:《高级财务管理》,东北财经大学出版社,2004年,第33页。

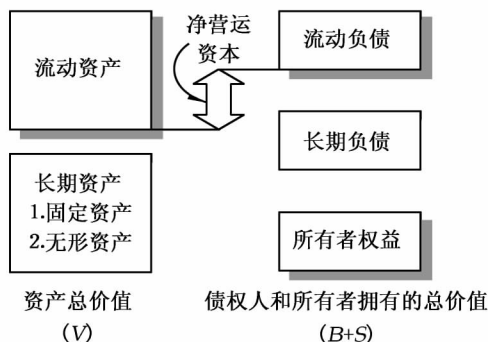
管理,企业理财的职能进一步扩展到了筹资管理、投资管理、营运资金管理和利润分配管理等领域。这四个方面相互联系,共同构成现代企业理财的主要内容。企业价值可以简单地体现在资产负债表模型(参见图 1—5)之中,而从资产负债表模型的结构也看出企业理财研究的主要内容。

(1)企业应该投资于什么样的长期资产?这个问题涉及资产负债表的左边,属于投资管理的内容。

(2)企业如何筹集资本支出所需要的现金?通过内部筹资还是外部筹资?若采用外部筹资,选择股票筹资还是债券筹资?不同筹资方式的比例为多少?这些问题涉及资产负债表的右边,属于筹资管理及利润分配管理的内容。

资金筹集是企业创立和发展的一个重要过程,也是企业日常经营活动的一个起点。筹资管理的主要目标,是通过多种方式筹措和集结资金,来满足企业生产经营及对外投资和调整资本结构的需要,并努力降低资金成本及财务风险。企业利润的流向有两种,即作为股利发放给股东和留在公司用于再投资。利润分配则需要合理确定两者之间的比例,在满足股东红利分配要求的同时,保证企业的再投资能力。所以利润分配管理,从另一角度看也是保留盈余决策,属于企业的内部筹资问题。

(3)企业应如何管理经营中的现金流量?净营运资本(流动资产和流动负债之差)应该保持多少?这个问题涉及资产负债表的上方,与营运资金的管理相关。营运资金是指企业日常经营活动中垫支的资金,是一个不断投入和收回的循环过程。进行营运资金管理就是要让企业更便利地使用资金,加速资金周转,提高资金利用效率,从而获得更多利润。^①



资料来源:Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield, Jeffrey F. Jaffe: Corporate Finance(6th Edition), China Machine Press, p3—4.

图 1—5 企业资产负债表模型

^① Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield, Jeffrey F. Jaffe: Corporate Finance(6th Edition), China Machine Press, p3—4.

（二）企业投资

投资的重要性不言而喻。对于社会来说,投资是最重要的经济活动之一。任何一个社会要维持原有的经济水平并进一步发展,都必须不断进行物质资料的再生产。对于企业这样一个盈利性组织来说,投资获利是其经营活动的出发点和归宿,也是企业长期稳定生存并发展壮大的基本前提。在企业理财的四方面内容中,投资管理无疑是最重要的。首先,筹资的目的是投资,投资决策直接关系到筹资的规模和时间安排;其次,投资决定了生产经营活动的具体内容和所需资产,投资项目的选择是企业进行营运资金管理的前提;最后,投资产生的收益是进行利润分配的前提,而且在原有投资基础上的扩大再投资也影响到利润分配的决策。

从企业理财的角度看,投资就是将筹集到的资金投入使用以实现增值。按照资金流向的不同,可以将企业投资分为对内投资和对外投资。前者是企业内部使用资金,后者则是资金的对外投放。对外投资又有直接投资和间接投资之分(参见图 1—6)。

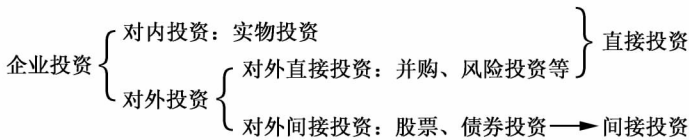


图 1—6 企业投资主要方式

虽同为投资,但企业对内投资和对外间接投资在投资对象、对资产的实际控制权等方面都存在着很大区别,由此决定了投资决策及投资过程的截然不同,这也正是我们对投资方式进行划分的意义所在(参见表 1—2)。

表 1—2 企业对内投资与对外间接投资的区别

	对内投资	对外间接投资
投资对象	房屋、设备、原材料等生产资料和劳动力,属产业投资(或实物投资)。	股票、债券等金融资产,属金融投资。
资产控制权	不改变资金的控制权归属,只是指定了资金的特殊用途,属直接投资。	拥有所有权凭证的相关权利、义务,但失去对资产的实际控制权,属间接投资。
投资目的	盈利性,使企业得以生存发展。	增加资产流动性,提高企业变现能力和偿债能力。
收益方式	项目收益。	股息红利和资本利得。
投资周期	战略性的长期投资,投资周期长。	多为短期投资,流动性强。
决策方法	在充分调研基础上,设计出一个或几个备选方案并进行分析评价,从中选择一个足够满意的。	对金融市场上的各种投资工具进行分析,从中选择所需的投资组合。

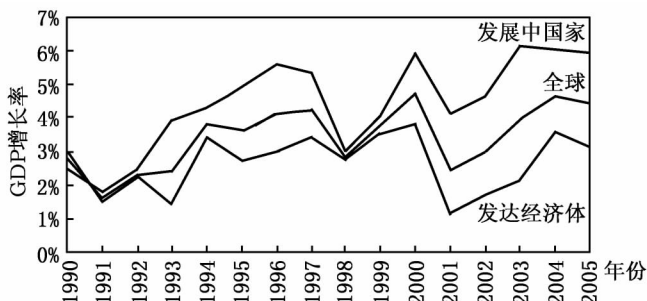
对外直接投资是指企业以股权等形式投资于其他企业,它兼具对内投资和对外间接投资的特点。从形式上看,对外直接投资也是将资金转化为股权;实质上,它不以获取直接报酬为主要目的,而是将被投资企业融入本企业的全局战略之中,以期从销售、供应、技术、管理等方面获得回报。在众多投资方式中,并购在企业直接投资中所占比重越来越大。企业并购投资起源于19世纪末的美国,其后掀起数次并购浪潮,并蔓延到欧洲等西方发达国家乃至全世界。经过长达一百多年时间的发展,并购日益成为企业扩张和增长的重要方式。在中国,跨国并购也已成为企业对外投资的主要方式。2005年前11个月,中国境外并购类投资占同期对外直接投资总额的54.7%,主要集中在电讯、汽车、资源开发等领域。

二、新经济下的投资理财环境

投资理财环境是指影响企业投资理财活动整个过程的各种外部条件的总和,由宏观环境和微观环境两部分组成。宏观环境包括政治法律环境、经济环境、自然环境、社会文化环境等多个方面。微观环境主要包括企业组织形式、采购环境、销售环境、生产环境等。

投资理财环境通常表示为一国或地区的环境,但是在经济全球化的趋势下,我们的考察范围扩展到了整个世界。加入世贸组织后,中国经济将更快、更全面地融入世界经济体系,中国企业投资理财面临的将是一个机会与挑战并存的新经济环境。

从有利方面来看,首先,自2001年以来,世界经济呈现快速而广泛的增长态势,不仅增速进一步加快,而且增势好于预期(参见图1-7)。2004年更是世界经济发展的一个巅峰之年,世界平均经济增速达到了4.6%,其中发展中国家的经济增长率高达6%,成为近30年来世界经济增速最高的一年。而根据世界银行的预测,2006年全球经济将继续保持增长态势。随着世界经济形势继续向好,国际市场需求增加,中国企业对外投资、开展国际贸易的空间也随之增大。



资料来源:根据国际货币基金组织(IMF)相关数据整理。

图 1-7 1990~2005 年世界 GDP 增长率(不变价)

其次,在世贸组织确定的多边、稳定、无条件最惠国待遇原则下,中国将能够更好地享受 WTO 成员贸易投资自由化的便利,对外经济发展的国际环境将进一步改善。根据 WTO 协议,各成员一般不得在贸易伙伴之间采取歧视政策,即一成员给予某一成员一项特殊优惠待遇,必须相应地给予 WTO 其他成员以同样的待遇。中国加入 WTO 后,有助于消除本国产品在国际市场上遭受歧视的状况,使中国企业获得与其他国家企业平等参与国际市场竞争的机会,赢得相对稳定和正常的国际发展环境。

贸易自由化、便利化虽然取得了显著的进展,但全球范围内依然存在着许多贸易壁垒,特别是在传统贸易壁垒逐渐被消除或约束的同时,形形色色新的、更为隐蔽的贸易保护措施不断产生,大大小小的贸易摩擦和争端不断出现。一些发达国家迫于国内各种利益集团的压力,不断地使用保护主义政策和措施,以货币贬值、反倾销、技术性贸易壁垒和其他非关税壁垒等为武器保护国内市场,迫使别国就范或限制其他国家的商品进口,对商品和其他生产要素的自由流动产生了较大的不利影响。中国是世界上贸易保护主义的主要受害者之一,2005 年前三季度我国遭遇的各类贸易摩擦涉案金额达到 89 亿美元。

同时,世界经济当前存在的潜在风险也可能对企业投资理财造成不利影响,主要集中在国际油价持续上涨、全球经济失衡、房地产泡沫等方面。石油价格在炼油能力、地缘政治等多种因素的制约下呈现出持续上涨的趋势,并存在大幅震荡的可能性,从而增加了企业投资的成本及风险。各国经济增长可能出现的降温,主要经济集团之间贸易不平衡的加剧,可能导致新的贸易保护主义压力。房地产市场泡沫在全球范围内的存在,增加了经济动荡和受损的可能性。

此外,世界性的经济结构调整、科技进步的突飞猛进以及跨国公司影响的日益增大,这三个国际经济发展动向也将对中国企业的投资理财产生影响。在跨国公司和跨国投资的推动下,世界经济结构加速调整,带动国际贸易商品结构发生重大变化。高科技产品和信息产品等新兴产品的国际需求增多,在国际贸易中比重增加。在中国出口商品中,高技术产品特别是拥有自主知识产权的高技术产品出口较少,产品结构不能完全适应国际竞争,这给中国企业扩大出口和吸收外资带来了严峻挑战。

三、新经济环境中的企业投资理财

在现代市场经济中,企业并不是孤立存在的,它的一切活动——包括直接投资在内——都与周围的环境密切相关。企业所需要的生产要素(资金、劳务、技术、信息等)是从市场取得的;企业的生产产品,也是供应给市场的。正是这种供求关系将所有企业连接起来,形成世界性的生产网络;各个企业成为世界性生产的一小部分,成为商品价值链中的一个环节。所以,投资理财绝不是简单的闭门造车,必须放眼世界,融入经济、金融全球化之中。

（一）建立健全现代企业制度，完善治理机制，以适应未来企业迅速调整的需要

现代企业制度是现代企业投资理财活动的制度基础。公司治理机制作为公司权力分配和制衡的制度安排，对企业的投资发展具有重要影响。目前，我国企业治理机制存在诸多不足。一方面，相当一部分国有企业（包括许多国有大中型企业）产权不清、权责不明，缺乏激励与约束机制，这种状况不但不符合我国发展市场经济的要求，也使其自身无法适应全球化的市场竞争环境。另一方面，许多中小企业，尤其是高新技术企业大多是由企业家亲自创建的，一股独大的现象非常普遍，没有形成有效的公司治理制衡机制，董事会、经理和监事会之间的权能很不明晰，包括产权在内的公司激励约束机制对技术创新缺乏有效的推动作用。

（二）在投资发展战略上，必须依靠技术进步，增强国际竞争能力

面对日趋加速的经济全球化进程，企业通常用两种途径保持其竞争优势，即低成本主导战略和歧异化主导战略。目前，中国企业在国际竞争中的优势集中在劳动密集型产业，利用劳动力的相对廉价，以低价位赢取市场份额，或在同等价格水平下比竞争对手获得相对更高的收益，从而在竞争中取胜。但是，一味依靠成本参与国际市场竞争并不是长久之计。动态地看，任何一种产业或生产要素的比较优势总是变化的。随着中国经济的增长和周边发展中国家参与国际竞争的程度加深，中国在劳动力成本上的优势正在逐渐减少。而且，以低价占领国际市场的产品往往成为一些国家反倾销的目标，增加贸易摩擦产生的可能。无视技术创新，而过分依赖要素价格，不仅会使企业国际竞争能力退化，而且会使国民经济增长陷入“低水平均衡”中不能自拔。

在新的国际分工中，保持竞争优势的核心要素转移到极富流动性的知识和技术上，或者说智力资本上。中国企业在发展战略上必须顺应这种趋势，必须从低附加值为主逐渐转向高科技领先为主，从而使企业在日益激烈的国际竞争中胜出，也使国民经济进入一种“高水平均衡”的增长模式。具体到投资环节上，企业应注重加大研究开发和人力资源开发与培训的投资比重，对于有实力的跨国企业还可以建立全球范围内的开发网络，以充分利用世界各地的人才和技术资源。对于中小型企业，可以通过技术合作跨国战略联盟这种非股权式松散型技术合作战略，在信息共享、基础研究、市场反馈等方面形成有机的联合体，加快企业的技术发展水平，有效提高企业的核心竞争力和整合企业内外的可用资源，实现企业技术研发效益的最优化目标。

（三）发展对外投资，积极参与国际分工协作

通过“走出去”开展对外经济合作，一方面可以获得更广阔的市场空间和盈利空间，另一方面可以配合国内产业结构的调整。我国国内商品市场已开始逐步呈现出整体供大于求的局面。全国第三次工业普查结果显示，在 900 多种主要工业品中，有半数产品的生产能力利用率在 60% 以下，如纺织品的生产能力已经高出市场需求的 40%，彩电生产能力高出 60%。要从根本上解决这种由于产业结构滞后带来的生产过剩，除了加快国内产业

结构调整和升级的步伐,还可以适当扩大境外直接投资的规模,向国外转移部分富余的生产能力,开拓国际投资的新领域。

目前来看,跨国并购已成为全球直接投资的主要形式。通过跨国兼并,企业能够在国际范围内进行实力调整,从而控制新兴部门、争夺先进技术、增强企业实力。通过跨国并购,还可以实现规模经济,实现快速占领市场的发展战略,实现资源共享和互补,获取技术以及通过多元化经营分散风险等。

(四)重视企业金融管理

通过加强企业金融管理,可以将企业金融与企业发展战略紧密结合起来,充分利用资本市场,在产品竞争、知识竞争和国际竞争中取胜。在短缺经济时代,产品供不应求,企业只需要注重产品生产能力的提高,企业资本运营等管理问题并不突出。而如今,必须重视资本运营,将资本运营与产品运营结合起来,提高企业经营管理水平。

案例 1 佳能的国际化道路^①

一、燃烧出口热情的佳能

佳能第一代社长御手洗毅任职的时代可以称为佳能的第一次国际化时代,这个时代的核心任务是扩大出口。

1950年,在西雅图召开的国际样品展销会期间,御手洗毅与新任美佳达董事长詹姆斯·贝斯进行了会谈,并向他展示了自己带来的照相机“佳能ⅡB”。美佳达主要从事电影摄影机和放映机的生产,在美国拥有非常完备的销售网。詹姆斯·贝斯对佳能ⅡB和佳能的技术力量赞不绝口,高度称赞了佳能的闪光灯,但随后要求以美佳达的品牌进行销售。

御手洗毅结束了美国的访问后,佳能正式开始向外国出口产品。但同时御手洗毅深切地感到美国对日本产品的不信任,为了生产出质稳定的优质产品,开始建设最先进的具有现代设备的“不燃性工厂”,计划总投资1.4亿日元。

但是,这时出现了资金不足,于是佳能和香港的英国贸易商社怡和集团签订了代理店合约,将其每月生产的1000台照相机中的七成都交给怡和集团销售,条件是怡和集团将50万美元借给佳能。1951年11月,佳能拥有了巨额借款和海外销售,总投资1.4亿日元的总公司工厂也完工了。

与此同时,佳能加快了在技术和产品品种方面的开发,推出了“佳能ⅡB”的改良机种“ⅣSb”。这款相机是世界上最早的、装有和闪光灯同步接点的35毫米焦平面式快门相

^① 日本经济新闻社:《佳能经营模式揭秘》,中国时代经济出版社,2004年。

机,后来在日本照相机的历史上留下了赫赫名声。随后,佳能又自行开发了 50 毫米的 F1.8 镜头。这样,“不燃性工厂”的效果也开始显示出来了,佳能照相机的月生产台数超过了 2 000 台。

1954 年,佳能用 3 年的时间还清了原本合约规定 5 年还清的 50 万美元借款,第二年 6 月,它与怡和集团海外出口的代理合约也到期了。借此机会,佳能在纽约开设了分店,开始自己销售,但结果并不理想,在美国的赤字一直在继续。于是,佳能又开始转向委托销售。恰在此时,过去一直不把佳能放在眼中的美佳达主动提出了销售请求。1962 年,佳能通过美佳达打开了北美的市场。1964 年,佳能总销售额为 158.39 亿日元,但出口额仅为 39 亿日元,占销售额的 24.6%。1967 年,御手洗毅提出了“出口销售额占到 60%”的目标,并努力开拓海外市场以增加销售额。经过 10 年的时间,以欧美为中心的海外市场不断调整,销售额也不断扩大。由于办公设备产业部门的发展,佳能的出口率得到了切实的提高,1976 年上升到了 60%,1979 年又再次上升到了 70%。

二、日元升值、贸易摩擦的痛苦

1979 年,佳能海外单独销售额达到了 13 538 亿日元,超过了 1 万亿日元的大关。但是,由于海外市场的扩展,日本企业的贸易摩擦也在不断地加深,佳能的第三代社长贺来龙三郎开始了他的国际战略,“在首先可能出现问题的地方进行直接投资”。

1983 年 8 月,佳能投资 4 000 万法郎在法国的南布列塔尼成立了佳能法国南布列塔尼公司,作为复印机的生产据点。1985 年还在美国的弗吉尼亚成立了从事 OA 机器的开发和生产的佳能弗吉尼亚公司。在亚洲,佳能于 20 世纪 70 年代在台湾设立了生产据点——中国台湾佳能公司。1984 年又和中国缔结了技术合作协定,开始在湛江、天津生产复印机。1985 年在韩国成立合资公司,1988 年在马来西亚成立公司,1989 年在中国大连设立了佳能大连办公设备公司。

在此期间,日元迫于国际压力急剧升值,整个日本都严重地受到了日元升值的负面影响,包括佳能。虽然佳能不停地扩展国外生产据点,出口率超过了 74%,但利润还是受到了直接的打击。1986 年 12 月的月利润为 130.8 亿日元,比上年减少了 69%。此后,佳能采取了种种措施来减少日元升值对公司利润的影响,包括将零件及部分产品的生产转移到劳动力及原料成本更低的海外生产,压缩在德国、法国等生产点的成本,降低出口率而将销售重点放在国内市场。但是,不管多么努力,佳能还是因为日元升值在 1985 年以后的 10 年中利润都没有看到明显的增长,财务体制被严重削弱。

三、向真正的国际企业蜕变

2000 年起,当时的佳能社长御手洗富士夫提出了要走国际化路线,最终目标就是要使佳能蜕变成为一个扎根于日、美、欧三极的真正国际性大企业。为了实现建立三极体制

的目标,御手洗富士夫开始着手改造佳能在欧美市场的分公司,使它们成为具备自主研发能力的制造企业,各自担负起“多元化的责任”,并能过相互竞争来扩展事业。2001年5月,佳能首先在英国伦敦设立了欧洲总公司,并于2002年配合欧元的流通实行了股份制改革,成立了一家由欧洲128家相关公司出资的总公司。在美国,当地销售公司佳能美国(纽约)也计划在5年内改组为由美国34家相关公司出资的股份公司,还把下属的软件开发相关公司扩展到两家,并涉足硬件开发领域。

御手洗富士夫还希望通过三极体制使佳能财政体制得到改善。在过去,有的相关公司以低息将剩余的资金存在银行里,而有的相关公司却以高息向银行借钱,这是非常不合算的。三家大公司将会对相关公司的财务和当地的实际情况进行调查,实行有效的资金调节。将银行的借款还给银行,在相关公司之间进行资本的借贷,这个方法的推广,将对实现3%有息负债率的目标起到重要的作用。为了应对外汇市场的波动,三极体制的建立是必走的一步棋。

除了建立日、欧、美三极体制,“希望之地”中国所焕发出的诱人光彩也吸引了佳能的目光。佳能预测中国的复印机市场将在未来以每年10%的速度增长,并认为在中国加入WTO后,市场将进一步对外开放,会给佳能带来越来越多的商机。佳能在北京成立了佳能中国总公司,从日本挑选精英人才送到中国,此外还计划在中国开设15家分店。到2003年底,已经有10家分店开张。但是,中国市场盗版仿制的现象比较严重,佳能费尽心血开发的新产品一推出就马上出现了仿制品。

2001年,以御手洗富士夫为首的佳能内部横向机构经营委员会启动,下设8个专门委员会,后增加到18个,其中包括了建立世界三极体制的委员会,以及一些与新术开发相关的专门委员会。这个机构在佳能原有的纵向组织结构的基础上,采用了课题小组的形式将各个部门串联起来,以期更好地实现佳能的国际战略目标。

为了真正实现国际化,御手洗富士夫还进行了一系列的改革,核心是强化独立开发大型产品的研究开发能力。佳能开始调整各个研究开发据点,除了在总公司旁边建立先端技术研究所,在日本国内的其他地方都将耸立起最新、最先进的佳能研究开发所,总投入超过2000亿日元。1993年,佳能的研究开发经费为1040亿日元,2001年突破了2000亿日元,达到2080亿日元,以后这个数字继续增加,2003年到2005年这三年间增加到了9000亿日元。

御手洗富士夫还着手对现有的产业进行深层次挖掘,充分利用它们已有的发展空间,在各个事业部中实行多元化经营。对于佳能来说,这是一种既能提高效率,又能大大减少失败风险的安全做法。在多元化的同时,御手洗富士夫关闭了亏本产业,将精力和资金集中在具有竞争力的产业上。而在这个过程中,新兴的产业和产品也出现了。

在对事业部进行深入挖掘的过程中,御手洗富士夫将佳能的企业形态发展定位为“第三中间型企业”,即一个企业中的几个公司在技术上有着密切联系,开展的是集团化经营,

但是在集团中也存在着独立上市的公司,每个公司与其他的公司不是上下的关系,而是合作伙伴的关系。为了实现这种企业形态,佳能采取世界三极体制国际规模的国家联合经营形式,利用合并和收购的方法,将那些技术关联性很高的公司都纳入旗下。御手洗富士夫深切地感到佳能行驶的方向应该转向不断开创分公司的道路上,佳能未来的动向就是以技术为纽带,建立一个具有统一性的企业集团。

思考题

结合佳能的案例,试分析:

1. 国际环境的变化对企业的生存和发展有何影响?
2. 企业国际化进程中的主要障碍是什么?
3. 佳能的国际化之路对我国企业有何启示?

第二章 投资理财基础

第一节 投资理财基本体系

一、投资理财的历史发展

早在古巴比伦时代(约公元前 1800 年),人们在交易中就已运用了诸如复利等财务方面的知识,但财务管理作为企业的关键业务活动的出现则是近代的事情,而公司理财作为一门独立的学科最早是在 20 世纪初的美国产生的。当时,美国许多公司通过增加资本、兼并和联合等活动成立了许多大公司,这一新的发展产生了对于相应问题的研究需求,从而推动了公司理财学科的产生。1929~1933 年的经济危机也对公司理财产生了深刻的影响,面对许多公司清理歇业和破产倒闭,公司理财的主要任务开始转向侧重于研究公司的盈利能力、公司改组、清理和证券市场等问题,第二次世界大战后又进一步转向分析投资机会、有效利用资产、探索各种最优化决策方法等。20 世纪 60 年代以来,公司理财的研究开始引入计算机和数学模型的研究方法,并补充了有效市场、期权定价等新的理论和概念,从而使其更富系统性和理论性。1990 年 10 月,瑞典皇家科学院宣布将 1990 年的诺贝尔经济学奖授予美国经济学家哈里·马科维茨(Harry M. Markowitz)、威廉·夏普(William F. Sharpe)和默顿·米勒(Merton Miller),以表彰他们“将现代应用经济理论用于公司和金融市场研究及在建立金融市场和股票价格理论方面所做的开拓性工作”。公司理财更加引起了广泛的重视。

二、投资理财的基本框架

传统投资理财的基本框架主要包括筹资管理、投资管理和营运资金管理三方面内容。随着市场环境的变化和投资理财理论的发展,兼并收购、财务困境和跨国公司财务等也逐

渐被纳入研究范围,在投资理财实务中的地位也日渐突出。

(一) 筹资管理

从全社会范围看,资本融通是资本在社会范围内进行的重新配置。筹资就是企业通过直接或间接的方式获得财务资源的一种经济行为,它是企业最基本的财务活动,是企业所有经营活动的出发点,是企业正常运作的客观需要。筹资不仅是资本在物理意义上的转移,而且伴随着权利、利益、责任的再分配,需要通过一系列契约安排,明确企业经营者、股东和债权人之间的关系。筹资管理主要解决以下几个方面的问题:

1. 筹资管理的必要性

企业筹资的基本目的非常明显,就是保证企业生产经营,维护自身的存在和发展。一方面,企业作为市场经营的主体,持续、不间断地参与市场经营活动,这就产生了对资金的连续要求;另一方面,企业作为市场利益的主体,为了追求自身利益最大化,它要不断地进行投资,合理地调整自身的资本结构,对资金的要求也就应运而生。正是由于这两方面决定了企业筹措资金的必要性。

2. 筹资机制

资本成本与杠杆效应是企业筹资中财务资源配置的重要机制。现代企业是一个受硬预算约束的自主经营、自负盈亏的企业。企业取得和使用任何资本都要付出代价。因此,资本成本是筹资管理的一个重要机制,以尽可能小的资本成本筹集到尽可能多的资本,是筹资管理的基本取向。经营杠杆从生产经营的角度考察实现经济效益各变量之间的关系,它是以业务量为前提,侧重于生产经营的决策分析,与此不同,财务杠杆则是从筹资角度来考察每股利润各变量之间的关系,它是以息税前利润为前提,侧重于筹资效益和资本结构的选择分析。组合杠杆效应实质上是经营杠杆效应和财务杠杆效应综合作用的结果。它要求企业在进行财务资源配置时,应当在经营杠杆效应和财务杠杆效应之间做出选择:经营杠杆系数较低的企业可以利用较高的财务杠杆效应,增加债务资本,提高组合杠杆效应;经营杠杆系数较高的企业可以利用较低的财务杠杆效应,减少债务资本,降低财务风险。

3. 筹资方式的选择

企业筹资方式的划分有很多种,根据控制权的不同,企业筹资可以分为债权筹资和股权筹资;根据资金的来源不同可以分为外源性筹资和内源性筹资;根据筹资的时间长短不同可以分为货币市场筹资和资本市场筹资;根据筹资的金融工具的不同可以又划分为股票筹资、债券筹资、信用筹资和银行贷款筹资等。在不同的环境下,企业应该如何选择不同的筹资方式、不同筹资方式所占的比例、筹资方式的先后顺序等问题是企业筹资管理的重要内容。

4. 最优资本结构

资本结构优化是筹资管理的核心。衡量最优资本结构有两个标准:一个是许多人都

认同的综合资本成本最小化,另一个是所有者收益最大化。所有者收益最大化是财务管理目标的具体表现之一,也是现代企业制度下作为拥有法人财产权的企业的职责,并可以逻辑地引申出企业资本的保值增值问题。从更深的层次考察,这两个标准不是孤立存在而是有着内在联系。资本成本最小化从筹资环节上来考察企业资本结构,是从企业资本运动的起点,要求企业资本要素的投入要以资本成本最小为标准;所有者收益最大化则是从资本运动的终点来考察企业资本结构的,要求企业资本要素的产出应当以所有者收益最大为标准。因此,资本成本最小化和所有者收益最大化的有机统一,体现了财务管理目标的内在要求,其实质是经济效率的最大化。

应当指出的是,资本结构合理性的评判是一个多因素综合影响的复杂过程。企业经营是持续的,某一时期资本结构最优并不意味着其他时期资本结构也最优。所以,资本结构应当在动态中不断地修正,它是一个无限逼近的过程。

(二)投资管理

投资是企业利润的来源,是企业维持生存、求得发展的根本保证。良好的投资状况,对企业来讲至关重要:一方面,它是企业维持简单再生产的必要条件;另一方面,企业扩大再生产也需要投资的推动,同时,通过健康的投资操作,还可优化企业内部结构,降低企业经营风险。企业投资管理主要解决以下几个方面的问题:

1. 选择投资机会

投资机会是由有利于企业投资的一系列因素所构成的集合。投资机会是客观的,而投资机会的选择是主观的。比如,在股票市场处于上升时期,股票投资对于资本充裕的企业来说是投资机会,对于资本紧缺的企业来说就不是投资机会。投资机会中的“机会”概念不仅仅是指时机,而是包括时机在内的一系列因素构成的客观环境,如经济形势、市场情况、经济周期波动等。投资机会的选择是一个比较复杂的分析判断过程,它主要包括市场短缺分析、经济政策分析、产品更新换代时期分析以及通货膨胀和银根紧缩分析,等等。

2. 确定投资规模

投资规模是指企业一定时期的投资总额。企业的筹资能力是制约投资规模的一个重要因素。此外,投资规模的安排还应当考虑投资收益、投资成本和投资风险等三个因素。其中,投资收益包括投资总收益和投资净收益,在确定投资收益时应当考虑通货膨胀、税收优惠的影响,还要考虑投资对企业带来的其他效益,如取得所有权、控制权、提高声誉等等。在分析投资成本时,不仅应考虑投资的实际成本,同时还必须包括机会成本。此外,投资成本中还包括时间代价、管理代价以及筹资费用。投资风险分析则应同时考虑系统风险和非系统风险。

3. 资本预算

在企业管理中,资本预算主要运用于企业在进行长期投资决策的可行性研究中,包括购置或更新固定资产、设备和技术等大额支付活动,新设、搬迁或租赁营业部的资本性支

出,以及从事中长期投资贷款业务时还款能力评估等。资本预算方法最经常、最传统的两种方法是内部收益率法(IRR)和净现值法(NPV)。但近年来,随着公司理财理论和实践不断发展,出现了许多新的资本预算方法。而且更为重要的是,各企业不再盲目地、简单不变地使用某种资本预算方法,而是根据自身的特点采取合适的资本预算方法。一般来说,规模大、财务杠杆比率高以及管理层控制权弱的公司更倾向于使用 IRR 和 NPV,而规模小、财务杠杆比率低以及管理层控制强的公司则更倾向于使用其他比较简明扼要的预算方法(参见表 2—1)。

表 2—1 美国企业的资本预算方法 单位: %

资本预算方法	公司规模		市盈率		财务杠杆比率		管理者控制权	
	大	小	高	低	高	低	强	弱
内部收益率	85.25	71.75	84.00	84.00	84.00	71.25	71.25	83.50
净现值	85.50	70.75	82.50	81.00	84.75	71.00	69.25	83.75
回收期	56.25	68.00	63.75	60.25	61.50	64.50	67.50	69.75
最低预期资本回报率	73.75	53.25	69.50	71.75	66.75	56.75	53.00	67.50
敏感性分析	64.00	53.25	58.75	60.25	64.00	52.50	54.50	59.25
收益乘数	50.25	44.75	49.25	52.75	53.00	41.75	48.96	46.25
经贴现的回收期	38.75	39.50	38.00	41.75	41.00	37.25	44.00	37.25
账面收益率	31.25	35.25	35.75	29.75	33.00	33.50	36.00	32.50
其 他	30.50	19.00	21.00	21.50	27.50	19.50	21.50	23.75

资料来源:郑振龙、林海:“发达国家公司理财理论和实践的最新发展”,《福建金融》,2001 年第 9 期。

资本预算和项目分析选择不仅仅是用数字表示的过程,而且往往是个人偏好、集体动力和现实压力等共同影响的综合。投资项目未来产生的现金流量、项目寿命以及贴现率等许多因素都由某种不确定的特点。虽然分析方法有助于决策者了解投资决策的制定、原则和分析框架,但分析方法不能代替决策过程。决策者通过这些方法,同时加上其他一些非财务因素,如结合营销部门相关的市场分析及其营销策略,借助管理者自己的判断、经验和专门知识,就可以得到更多的决策支持信息。综合各方面信息做出的投资决策,可以大大降低投资的盲目性。

4. 资本成本的考虑

资本成本既是企业投资资金的使用成本,也可以理解为一种机会成本,它是与企业及其所投资项目的风险密切相关的。在进行投资决策时,贴现率的确定就是企业资本成本的重要体现。资本成本的计算方法主要有资本资产定价模型(CAPM)、套利定价模型(APT)、平均历史收益率以及股利贴现模型等。其中,CAPM 模型在计算公司资本成本方面占据了绝对的统治地位,同时不同特征的公司资本成本计算方法的选择上也存在着较大差异(参见表 4—2)。这验证了近年来资本定价理论在公司理财方面的实际应用。由于大多数的公司都使用 CAPM 模型,因此市场风险的决定就是一个十分关键的因素。

根据对应原理,计算一个项目的资本成本时应采用一个项目的市场风险,而当计算整个企业的资本成本时,应使用整个企业的市场风险。但实际上,即使在计算项目的资本成本时,大多数的公司也都倾向于使用整个的企业市场风险。这说明在市场竞争日益激烈的今天,企业行为的总体统一性逐渐增强。

表 2-2 美国企业的资本成本计算方法 单位: %

计算方法	公司规模		市盈率		财务杠杆比率		经营者控制权	
	大	小	高	低	高	低	强	弱
CAPM	81.75	62.25	79.75	75.75	80.75	64.25	59.00	81.50
APT	42.50	34.75	40.50	37.00	36.25	39.25	36.00	39.75
平均历史收益率	41.25	45.00	41.25	39.00	39.00	45.00	46.75	41.50
股利贴现模型	21.75	24.00	22.50	25.50	26.25	18.00	27.50	24.25

资料来源:郑振龙、林海:“发达国家公司理财理论和实践的最新发展”,《福建金融》,2001 年第 9 期。

(三) 营运资金管理

营运资金是企业流动资产和流动负债的统称,是企业资金中流动性最强、最具活力的组成部分。企业的生存与发展在很大程度上取决于营运资金的管理和运转情况,因为营运资金的运转是固定资产周转的基础,只有营运资金周转才能带动固定资金周转,实现企业全部资金的良性循环。因此,只有营运资金不断处于良好的管理和运转之下,企业才能生存和发展,企业的目标才能实现。营运资金的管理主要包括以下几个方面的内容:

1. 现金管理

现金是企业营运资金中流动性最强的部分,也是企业营运资金管理的重要环节。根据营运资金管理目标以及现金和现金循环周转的特点,现金管理的目标可以确定为追求安全性和效益性。现金管理的安全性体现在三个方面:第一,保证现金的安全完整,避免现金短缺。第二,现金管理应当恪守有关法律法规的要求,避免任何形式的惩处,以免损害企业利益。第三,通过现金储备或加快现金收入来保证支付,确保生产经营的正常进行。否则,便极易导致巨大的财务风险,影响企业的后续融资能力,甚至危及到企业的生存。现金管理的效益性要求通过现金管理的有效实施,降低现金持有的所有相关成本,提高现金使用的效益。

2. 短期有价证券管理

企业从事短期有价证券投资管理的根本目标是,在不损害流动性的前提下,充分利用暂时闲置的现金赚取一定的收益。企业的现金流入和现金流出并不总是均衡对称的,经常有可能出现现金的剩余,即使企业根据需要测定了适宜的现金持有额度,也经常会因为现金结余超过最佳持有额度而出现现金暂时闲置的局面。库存现金的闲置实际上就是资源的一种浪费,企业应当考虑将暂时闲置的资金投资于有价证券,以赚取一定数额的投资

收益,在发生现金支付的需要时,可以随时在市场上将其变现并收回现金。

3. 应收账款管理

应收账款是企业采取信用销售方式的必然结果。应收账款的多少与销售收入的规模密切相关,并直接影响持有成本的高低。应收账款管理的目的就是要权衡利弊,采取科学有效的措施,保证应收账款的流动性,最终提高企业的效益和价值,即追求最佳的流动性和效益性。基于应收账款的特点和企业采取信用销售方式的目的,应收账款管理的内容主要包括以下几个方面:第一,根据企业的实际情况和客观经济环境,制定科学的信用政策,指导企业的信用销售和应收账款管理。第二,控制应收账款规模,使其总额保持最佳水平。第三,注重应收账款的日常监督与分析,以便随时掌握应收账款的基本情况,及时做出有关决策。第四,加强应收账款回收的管理,对于确实无法收回的应收账款,建立坏账注销制度。第五,对于企业有可能发生的其他应收款项也实施有效的管理。

4. 存货管理

存货是联系企业产、供、销三个经营阶段的纽带。企业存货的变化与生产经营过程的递进有着极为密切的关系。保持生产经营过程的连续性,满足企业生产经营对存货的需要,将存货控制在最佳状态,是企业存货管理的目标。如果存货资金占用过大,必然造成浪费;如果存货资金过小,又不能满足生产经营的连续性和资金管理的需要。做好存货管理,就是以最小的存货资金占有实现最佳的经济效益,促进生产经营过程的递进,以加速资金周转,提高企业经济效益。

5. 短期筹资与流动负债的管理

企业之所以经常进行短期筹资,保持一定数量的流动负债,主要原因是自有资金不足或企业实行负债经营策略。企业短期筹资与流动负债管理主要是为了满足资金需要,降低资金成本,合理控制风险以及保持良好的筹资能力。短期筹资基本上体现为流动负债,其规模大小直接影响着企业一系列的流动性和偿付能力指标的高低。流动负债能否及时偿还影响着企业的信誉,并直接影响着企业未来能否筹集到足够的资金以及企业未来的筹资成本。因此,必须加强短期筹资与流动负债管理,使企业保持良好的筹资能力。

(四)投资理财专题

投资理财的专题主要包括公司理财中的兼并收购、财务困境和跨国公司财务方面的内容。

1. 兼并收购

企业间的收购行为是一项资本预算决策,只有当一家企业能为收购企业的股东创造正的净现值时才可能被收购。通过兼并收购,企业可获得总体效益超过并购前两个独立企业效益之和的经营协同效应;产生由于税法和证券市场投资理念等作用而带来的一种纯货币收支上的财务协同效应;以及实现企业的主营业务转移等发展战略。

2. 财务困境

财务困境理论已成为资本结构理论研究的前沿和热点问题之一。财务困境在国内更多地被称为“财务危机”和“财务困难”，但其概念还缺乏一个明确的定义和准确的判断。从国外的研究结果来看，虽然学者之间也有一定的分歧，但在以下几个方面已基本形成共识：财务困境都是从现金流量而不是盈利的角度来下定义的，差别只在于是否将违约视为陷入财务困境的标志；当企业对债权人的承诺无法实现或难以遵守时，就意味着财务困境的发生；财务困境不等于破产，破产清算仅仅是处理财务困境的方法之一。有学者将违约视为流量破产，资不抵债称为存量破产。财务困境的影响主要是在违约之前发生，因此，公司价值的损失大部分是在违约或破产之前而非之后。财务困境仍是一个发展中的学说，目前研究的前沿是违约风险的定量评估和预测以及违约债券和贷款价值的估计，研究的基础是大量的实证数据。

3. 跨国公司财务

跨国公司财务管理就是对企业跨国的财务活动所进行的管理，具体地讲就是对跨国公司体系内的资金运动及其所体现的各种经济关系进行计划、组织、指挥、协调与控制。资金筹措和资金运用是跨国公司财务管理的基本职能。由于跨国公司的经营与业务活动分布在财务环境不同的国家，不同国家的政治、经济、金融、税收、法律、文化等环境都有很大的差别，因而跨国财务管理不仅范围广泛，涉及一般公司财务管理所没有的内容（如外汇风险管理、跨国财务转移、国际避税等），而且情况复杂。尤其在金融创新不断拓展的新形势下，任何一种新的金融工具都在给跨国公司带来收益的同时也带来风险，使跨国公司财务管理更难实现战略性、政策性和经营中的集中与分散之间的平衡。与一般企业的财务管理相比，跨国公司财务管理具有风险多样、管理难度高、环境多变等特点。

三、公司理财的新发展

随着新经济步伐的加快，公司内部大范围业务流程再造和公司外部供应链彻底重组，使公司理财正经历着一场深刻的变革。理财观念、理财环境、理财内容、理财目标、理财方式、理财组织等诸多内容都受到了源于新的理财变化趋势的冲击和挑战。如何认识和顺应这一趋势，从而架构能够支撑公司战略决策的财务体系以实现理财目标，是每一个理财主体面临的问题。

1. 无形资产投资管理地位获得提升

近年来，随着经济网络化、知识化的发展，物质生产、货物配送所创造的价值不断降低。在这种情况下，一些公司便将自己的核心业务逐渐转向研发、品牌经营、资产重组、产权经营等价值增值高、利润高的业务领域，以提高其产品的知名度和客户信赖度，增加其产品或服务知识含量和价值含量，进而不断提高公司无形资产的价值及其在创造利润中的重要性，无形资产在公司利润实现中的重要性将超过公司的有形资产。传统的财务管理着重于固定资产的投资管理，由此而产生了一系列的固定资产投资决策模型。固定

资产决策模型如净现值法、内部收益率法等也可以用于无形资产投资决策,但要作较大调整,特别是无形资产的净现金流量、贴现率和时间长度如何确定是一个相当复杂的问题。

2. 公司理财重点的战略化和全局化

随着竞争全球化步伐的加快,公司竞争压力更多源于行业之外,公司理财必须分析产业结构竞争能力,从事务性的管理向战略性、全局性的方向发展。传统理财效应压力多源于公司内部,如增效节支或技术革新。随着科学技术的发展和经济全球竞争格局的变化,选择有发展潜力和高盈利的产业、确定附加价值高的行业为核心业务,将不创造价值或创造价值较少的业务剥离出去,成为公司理财的重任。公司理财不仅涉及生产加工、资金和技术服务,而且还要在塑造企业核心竞争力的过程中发挥其战略性和全局性能力。另外,随着营销概念的创新,传统理财中的成本价格策略和广告促销效应等方面的优势受到限制。网络营销的无库存、无店面租金成本等优势的出现,要求公司建立一种与客户相互信任、相互依赖的理财体系,以便使公司在持续地为客户提供个性化服务支出与个性化销售带来的利润之间做出权衡。

3. 人力资源价值成为公司价值评价的重要指标

公司理财将从内部的独立的职能管理向开放的、三流^①合一的、注重人力资源的综合管理方向发展。公司理财不再局限于事后分析,而是向注重动态的、参与经营过程的方向发展。随着工业化、信息化的发展,物流和资金流均有可靠的保证。在这种情况下,公司之间的竞争,主要表现为如何快速满足顾客需要的竞争,因此,理财人员必须建立产、供、销体系的敏捷性、可靠性分析和竞争能力的分析,而实现这一目的的主体——理财人员的潜能发挥显得尤为重要。因为在新经济时代的现代企业中,最重要的不仅是财务资本,人力资源的知识、信息与创新能力显得更为重要。公司竞争最终表现为人的竞争,分析和衡量人力资源对公司的价值贡献就成为公司理财的新课题。人力资源价值的评价将会成为公司价值评价的重要指标,人力资源价值管理将正式进入财务管理体系。

4. 公司理财技术的智能化发展

公司理财是一个综合性、集成化统一的信息系统。为了满足预测、决策、控制和分析的需求,不仅要采集和积累企业内部数据,也需要外部数据;不仅需要当前的数据,也需要历史数据;不仅需要反映生产经营活动的数据,也需要有关市场、物价、金融、投资等方面的数据。为了便于存储、处理和运用,越来越需要采用大型数据库和数据仓库;为了有效地支持预测、决策、控制与分析的实施,需要对各项数据进行多维分析与观察。随着网络技术应用的大发展,对网络财务软件的需求将会大量增加。这就要求企业理财利用计算机辅助管理,有效地提高财务管理的时效性和准确性。

5. 全面风险管理体系的建立

^① “三流”是指物流、信息流、资金流。

在传统的风险管理中,风险评估是特指的,寻找投资机会是冲动的,财务风险只有财务部门关心,风险管理的重点是控制财务风险和财务结果,对风险的态度是取消错误或改正错误,风险的主要因素源于人。新经济下业务流程的重建使风险的评估变为持续的任务,必须同时考虑风险和回报来评价每一项投资机会,每个人对风险都要负责并注重风险评估与各部门之间的合作,风险控制的重点转向各种商业风险,对风险的态度变为应尽早避免风险,风险将主要源于公司的业务流程。

6. 人力资本分配成为收益分配的发展重点

在收益分配管理方面,传统财务管理主要关心股利分配政策;而在知识经济条件下,企业最主要的生产要素是人力资本而不是货币资本,企业的实际控制权掌握在经理人和科技人员手中,因而,收益分配的重点要转向人力资本的拥有者,而不是货币资本的拥有者。

人力资本的定价与分配之所以是一个复杂的问题,这与人力资本的几个显著特点是分不开的:一是人力资本的多样性;二是人力资本的易变性,易受企业内外环境和人的心理生理状态的影响;三是人力资本的双重拥有性,一方面人力资本具有人身依附性,另一方面它又必须为企业所用,才能发挥其资本属性,同时其所产生的剩余价值也必然要在个人和企业之间做合理的分配;四是人力资本的群体性,也就是人力资本拥有者必须同其他人力资本拥有者以及物质资本相互作用和配合。只有各种资本协同作用才能产生企业收益,但是在收益分配时,又必须把各自的作用和贡献进行分解,才能合理地分配。

7. 税收筹划成为公司理财新领域

税收筹划是指在国家税收政策的许可范围内,在有多种纳税方案可供选择时,纳税人作出的低税负决策。它是对自身经济利益的一种保护,是一种合法的理财行为。公司在经营活动中发生的税收会导致经济利益流出公司,有些税收体现的是公司现金流的减少,有些税收则直接体现利润的减少。企业在不违反税收法规和政策的前提下,采取税收筹划达到节税或延迟纳税的目的,是与公司实现其价值最大化的理财目标相一致的。此外,税收筹划还有利于促进公司管理水平的提升;有利于促进公司优化配置自身资源,增强公司竞争力;还有利于维护公司良好的公众形象。具体来说,企业的税收筹划的常用方法包括:税基筹划法、税率临界点筹划法、税种筹划法、纳税期筹划法、纳税人筹划法以及纳税地筹划法等等。

第二节 货币的时间价值

一、货币时间价值的相关概念

(一) 货币时间价值的含义

货币时间价值是指在不考虑风险和通货膨胀的情况下,货币经过一定时间的投资和

再投资所产生的增值,也称为资金的时间价值。从量上看,货币时间价值是没有风险和通货膨胀情况下的社会平均投资报酬率;从表现形式上看,货币的时间价值表现为资金周转过程中的差额价值。但是,我们不能够将货币的时间价值等同于利息,因为利息的计算有单利和复利两种方式,而货币的时间价值则表现为复利的形式。

(二) 货币时间价值计算的相关概念

1. 必要报酬率、期望报酬率和实际报酬率

必要报酬率是指投资者进行投资所要求的最低报酬率,必要报酬率与投资者的资金成本和所投资对象的风险密切相关。对于投资者而言,它代表的是一种机会成本的概念。

期望报酬率是指一项投资方案估计所能达到的报酬率,一般是投资者在投资前根据市场状况所估计出的回报率水平。期望报酬率受投资者的判断能力和市场变化的影响较大。

实际报酬率是项目投资后实际赚得的报酬率,这一报酬率需要根据投资后的实际效益计算得出,是对项目投资效益的后期评估指标。

2. 终值、现值和贴现

终值是现在的货币折合成未来某一时点的本金和利息的合计数。现值是指未来某一时点的一定数额的货币折合成相当于现在的本金。计算货币现值的过程就是贴现。现值与终值是货币在不同时点上的对称。例如,当折现率为10%时,现在的1 000元与一年后的1 100元是等值的,或者说一年后的1 100元贴现后等于1 000元。

3. 现金流量

现金流量是一个项目的未来现金流出量和流入量的统称。现金净流量是现金流入量减去现金流出的差额。在对投资项目进行投资决策时,通常采用现金流量指标来进行衡量。

二、货币时间价值的计算

(一) 单利

单利是只就初始投入的本金计算各年利息,所产生的利息不加入本金重复计算利息的一种计算制度。单利不是货币时间价值的表现形式,不能以单利计算货币的时间价值。单利只适合于特定情况下的计算,比如商业票据的贴现息的计算、单利计息条件下债券利息的计算等。

(二) 复利

复利是本金和利息都要计算利息的一种利息制度。复利制度的一个重要特征是上一年的本利之和要作为下一年的本金计算利息,即“钱可以生钱,钱生的钱又可以使生出的钱更多”。在只有一个计息期时,单利和复利的计算结果是相同的;当计息期大于2时,两者就会产出差异,且间隔时间越长,差距越大。

在现实情况中,复利计息会在一年中发生多次,因此,需要用实际年利率代替名义年利率进行复利计算。名义年利率不考虑年内复利的计算,它只有在给出计算间隔期的情况下才有意义;而实际年利率考虑复利计息,其值要高于名义年利率。两者之间的换算公式是:

$$i = \left(1 + \frac{r}{m}\right)^m - 1 \quad (2-1)$$

其中, i 为实际利率, r 为名义利率, m 为一年的计息次数。

计算时也可将名义利率调整为每复利周期一次时的利率 r/m ,复利期数为 n 年内总的复利次数 $m \times n$ 。

(三)年金

年金是指在一定时期内一系列等额收付的款项,通常记作 A 。年金的特征是在一定的时期内,每次收付款的时间间隔相同,收付的金额相等。年金有多种形式,如保险费、直线法下计提的固定资产折旧、等额分期付款以及零存整取或整存零取储蓄等。年金按其每次收付发生的时点不同,可分为普通年金、预付年金、递延年金和永续年金等。

普通年金又称后付年金,是指于各期期末收付的年金。普通年金终值是指各期年金流量在最后一期期末的价值之和;普通年金现值是指为在每期期末取得相等金额的款项,现在需要投入的金额,即各期期末的现金流量相当于现在的价值;偿债基金是指为了使年金终值达到清偿到期债务或满足企业到期特定的财务需要而于每年年末等额存入银行或支付给相应机构的存款准备金。

预付年金是于每期期初付款的年金,又称为即付年金。由于没有预付年金的终值和现值系数表,因此,预付年金的终值和现值的计算需要将其转化为普通年金。

递延年金是指第一次支付发生在第二期或者第二期以后的普通年金。其计算与普通年金终值的计算相同。

永续年金是指无限等额支付的年金,即期数趋向于无穷远的普通年金。

其他年金形式还包括增长年金、永续增长年金和不定期年金。增长年金每期的收付额并不相等,而是以一个固定的比例增长;如果这种增长趋势永远持续下去,这种现金流序列就称作永续增长年金。不定期年金是指支付频率超过 1 年的年金,可将每一支付期看作一年,然后按照普通年金计算。

表 2-3

货币时间价值计算的相关公式

单利	单利终值	$F = P(1 + n \cdot i)$
	单利现值	$P = \frac{F}{(1 + n \cdot i)}$

续表

复利	复利终值 ($F/P, i, n$)	$F = P(1+i)^n$
	复利现值 ($P/F, i, n$)	$P = \frac{F}{(1+i)^n}$
年金	普通年金终值 ($F/A, i, n$)	$F = \frac{A}{i} [(1+i)^n - 1]$
	普通年金现值 ($P/A, i, n$)	$F = \frac{A}{i \cdot (1+i)^n} [(1+i)^n - 1]$
	偿债基金	$A = \frac{F \cdot i}{(1+i)^n - 1}$
	增长年金现值	$P = C \left[\frac{1}{r-g} - \frac{1}{r-g} \left(\frac{1+g}{1+r} \right)^n \right]$
	永续增长年金现值	$P = \frac{C}{r-g}$
	永续年金现值	$P = \frac{A}{r}$

三、货币时间价值的应用

(一) 股票内在价值的评估

1. 普通股的现金流

股票为投资者提供了两种现金流,即现金股利和销售收入。股票价值的评估可以根据其所能带来的所有现金流的现值进行。根据投资者所持有股票时间的差异,其价值的评估有两种计算方式:第一,当投资者持有股票的期限为有限时,其价值为持有期现金股利和销售收入的现值;第二,当投资者持有股票的期限为无限期时,其价值为将来所有各期股利的现值。

2. 不同类型股票的价值评估

根据股票股利发放的差异性,利用货币的时间价值和年金的计算方法,我们可以计算出不同类型股票的价值。

(1) 威廉斯公式

该公式认为,股票的价值应该等于该股票持有者预期能得到的现金流的现值。即:

$$P_t = \frac{D_{t+1}}{(1+i)} + \frac{P_{t+1}}{(1+i)} \quad (2-2)$$

其中, P_t 为股票 t 时期的价格, D_{t+1} 为 $t+1$ 期的股利, P_{t+1} 为 $t+1$ 期的股票价格, i 为投资者要求的回报率,它表示股票价值为当期所获得的股利和期末股票出售价值的现值之和。即:

$$P_t = \frac{D_{t+1}}{(1+i)} + \frac{D_{t+2}}{(1+i)^2} + \cdots + \frac{D_{t+n}}{(1+i)^n} \quad (2-3)$$

它表示股票价值为将来所有各期股利的现值之和。

(2) Gordon 模型

该模型假设股票股利 D 以固定的增长率 g 增长, 这种情况下的股利现金流为永续增长年金, 因此, 其价值的计算公式为:

$$P = \frac{D_1}{i - g} \quad (2-4)$$

需要注意的是, 该公式只有在 $i < g$ 的情况下才是有效的, 否则该股票的价值即为一个无穷大的数值。

(3) Walter 模型

该模型假设股利以固定不变数值增长, 即 $D_{t+1} - D = \Delta D$ 。这种情况下, 股票价格为:

$$P = \frac{D_1}{i} + \frac{\Delta D}{i^2} \quad (2-5)$$

(4) 股票股利的其他情形

除了前面所提到的几个模型之外, 股票股利的变化还有以下两种:

第一, 零增长股利, 即股票股利的发放为一个恒定的数值。该种情况下的股票投资所带来的现金流即为永续年金, 其现值为:

$$P = \frac{D}{i} \quad (2-6)$$

其中, P 为股票价值, D 为第一期的股利数值, i 为投资者所要求的回报率水平。

第二, 变动增长率股利, 即股利的增长率在不同的阶段有所差异。我们假设某股票的股利增长存在两个阶段 t_1 和 t_2 , 在第一个阶段 $(0-t_1)$ 的增长率为 g_1 , 第二个阶段 (t_1-t_2) 的增长率为 g_2 , 当 t_2 趋向于无穷大时:

$$P = \sum_{i=1}^{t_1} \frac{D(1+g_1)^t}{(1+i)^t} + \frac{\frac{D_{t+1}}{i-g_2}}{(1+i)^{t_1}} \quad (2-7)$$

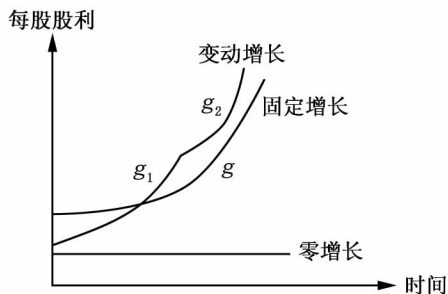


图 2-1 股票股利的不同增长方式

(二) 债券的定价

1. 贴现债券的定价

纯贴现债券也被称为是零息债券,是指债券发行人在债券期限内不支付任何利息,在到期兑付日按债券面值进行偿付的债券。该债券所带来的现金流仅有期末一次的现金流,其数额为债券面值。因此,贴现债券的价格为:

$$P = \frac{F}{(1+r)^n} \quad (2-8)$$

其中, P 为债券价格, F 为债券面值, r 为投资者要求的回报率, n 为债券的期限。

2. 平息债券的定价

平息债券是指按期支付利息,到期归还本金的债券。该种债券带来的现金流包括各期的利息以及到期的本金。可以将这两类现金流看作是一个普通年金和期末一次性现金流的总和。因此,平息债券的价格应为:

$$P = C \cdot A_r^n + \frac{F}{(1+r)^n} \quad (2-9)$$

其中, C 为各期的利息额, A_r^n 为各期债券利息流的现值。

3. 金边债券的定价

金边债券也被称为是永久公债,是一种没有到期日,也不停止支付票面利息的债券。金边债券所带来的现金流是一种永续的年金。因此,其价格为:

$$P = \frac{C}{r} \quad (2-10)$$

第三节 财务分析

一、财务分析与公司理财

财务分析是公司理财不可缺少的重要内容,它以企业财务报表为基础,对企业经济活动的过程和结果进行分析研究,从而揭示企业生产经营过程中的利弊得失,评价企业的财务状况和经营状况。财务报表是企业依据会计核算原理编制的,是向有关方面公开披露的企业经济信息的主要载体。财务报表覆盖了企业经济活动的各个方面,而且是对一段时期活动的总括性反映,因而它对于了解企业生产经营和财务状况具有不可替代的重要作用。

财务分析对公司理财的作用是多方面的。从其服务对象看,财务分析不仅对企业内部生产经营管理有着重要作用,而且对企业外部投资决策、贷款决策、赊销决策等有着重要作用;从财务分析的职能作用看,它对于正确预测、决策、计划、控制、考核和评价都有着重要作用。财务分析对公司理财的重要作用主要体现在企业各种财务信息的提供上,具

体来说包括以下几个方面:

第一,通过财务分析可以提供企业在某一时间上所掌握的经济资源、所负担的债务以及投资者在企业所拥有的权益等信息资料,反映企业的资产配置、偿债能力和财务前景。

第二,通过财务分析可以了解企业一定时期内实现利润和发生亏损的情况,评价经营成绩,反映企业盈利能力,并反映企业收益的分配状况。

第三,通过财务分析可以提供企业在一定时期内现金流出流入的信息,用于评价企业获取现金的能力。

第四,把不同财务报表结合在一起还可以具体分析企业筹资、投资等理财活动与企业经营之间的相互影响,以及当期经营和理财活动与期初期末资产负债总量之间的相互影响。

二、现行财务分析的局限性及其完善

(一)财务指标的局限性

财务指标的局限性主要体现在以下几个方面:

1. 财务指标缺乏统一性

许多财务指标本身并不能说明什么问题,只有通过与其他的企业比较(横向比较)或与自己历史情况比较(纵向比较),才能反映企业目前的财务状况或者经营状况。也就是说,财务指标必须具有很强的可比性,可比的前提是财务指标的统一性。

2. 假设前提存在缺陷

流动比率、速动比率和资产负债率是反映企业偿债能力的主要指标,但这些指标是以一种静态的眼光看企业的偿债能力的,主要着眼于企业资产的账面价值,而不能准确反映企业的融资能力及企业因经营而增加的偿债能力。

3. 绝对指标与相对指标割裂

在实践中,财务分析往往将绝对指标和相对指标割裂开来,并过于重视相对指标,忽视绝对指标。实际上,有些绝对指标是非常重要的。例如,主营业务收入净额可以反映一个企业的销售规模,净资产可以反映一个企业的资产规模。在进行财务分析时,最好将绝对指标和相对指标结合起来,以更加全面地反映企业的财务状况。

4. 财务指标容易被内部人控制

由于目前会计核算采取权责发生制原则,内部人可以利用这一原则虚构某些交易或事项,以便得到所希望的财务数据,实现对财务指标的操纵。目前,在上市公司中严重地存在这种现象,几乎使人们丧失了对股票市场的信心。

(二)财务报表的局限性

尽管按照现代企业所有权与经营权分离的模式,会计核算的对象是特定企业的生产经营活动,与企业所有者自身的收支无关,但毕竟企业是属于投资者的,企业经营管理的

根本任务就是要为投资者理财,会计核算是在投资者的立场上来核算企业各项经济活动,并通过财务报表向投资者说明他所拥有的企业的现实状况和经营成果。因此,财务报表反映企业经济现状并不是万能的,而是具有其特定的角度。如果超出了其作用范围,或者客观现实发生了与会计基本理论不符的情况,会计核算财务报表就会在一定意义上失效。

比如,会计核算主要以历史成本而不是现实市价为计价基础,该原则的运用以物价和币值的持续稳定为前提,并不考虑货币的时间价值。它假定某时期购置的资产在若干年后其价格并不发生变化,也就是其货币的购买力不发生变化。确定这样的计价原则自然有其内在的原因,但如果企业所面临的现实经济环境是一个持续上升或下降的物价水平,无法满足币值稳定的前提,这时,传统财务报表提供的信息有可能带有虚假的成分,不能准确地反映企业经营和财务状况。

(三)财务分析的完善路径

1. 采取多种方法弥补财务指标的不足

针对财务指标的缺陷,进行财务分析时应注重从以下几个方面入手:第一,在进行财务分析时,不仅应该从静态的角度看问题,更应该以动态的眼光对企业的发展状况进行分析;第二,运用财务指标进行财务分析时,应该将近三年的财务数据结合起来,一方面注意有关数据的相关关系,另一方面注意发生不正常变化的指标,并重点分析;第三,对财务指标进行统一定义,使其口径一致,使对比分析更有意义;第四,对重要的财务指标进行重点分析,并尽可能采用多种方法验证其真实性;第五,将绝对指标和相对指标结合起来分析;从企业在无形资产方面的投入情况,分析该企业的发展潜力。

2. 从财务报表附注中提炼数据

财务报表存在的局限性,限制了财务分析的内容,影响了财务分析结果的正确性。虽然从会计及经济的发展趋势来看,财务报表必将做出各种调整,以突破自身局限性,如出具人力资源报告、披露未来信息等等,但目前,财务分析所能做的只是运用所有可能的手段从财务报表附注中提炼数据、获取信息。

3. 增加和扩充财务分析的内容,使财务分析与财务报表紧密联系

财务分析有着一种从货币领域向非货币领域拓展的趋势:第一,财务分析既可利用财务信息、也可利用业务信息进行综合判断与估计,体现财务分析的实时性和快速反应,强化趋势分析。第二,要向非货币领域拓展,进行风险和潜力的分析,如潜亏分析、专项成本分析、新增利润增长点分析、投资项目可行性分析、投资项目效益与可行性报告差异分析以及内部控制制度成本效益分析等。第三,逐步从资金分析向资源分析转变,如资产效益结构分析、人力资源效益分析、政策效益分析、无形资产效益分析、公司股票市值变动分析以及社会责任分析等等。

4. 加强即时财务分析

财务报表的期初数和期末数不能反映财务数据的变化过程。企业管理者为了全面、准确掌握企业的经营状况,对财务信息的现实性、时效性要求会更加突出。日常财务数据将代替财务报表所反映的期初数和期末数,执行即时的财务分析将成为财务管理的一个必然要求。

5. 利用信息技术进行财务分析

随着信息技术的迅猛发展,智能化的财务分析系统软件将根据财务管理者 and 财务信息使用者的要求开发出来并逐步完善。财务分析不再是根据财务报表进行的简单的、有限的财务指标分析,而是从企业经营业绩、成本、资产质量、经营协调、资产结构、偿债能力、盈利能力、发展潜力、现金流量、营运能力等方面对企业经营和财务状况进行的全面分析,从而得出科学、准确、全面的评价。越来越多的财务会计事项可由系统软件自动收集、整理、计算、分类,财务分析的成本大大降低,财务分析的效率和质量也大大提高,能根据企业管理者、投资者需求及时、快速、有效地进行信息的收集、整理、计算、分析,为决策者提供更加客观的即时财务信息,以便为最优的投资选择创造条件。

三、财务分析的基本方法

财务分析的基本方法包括比较分析法、比率分析法、趋势分析法和因素分析法四种。

(一) 比较分析法

比较分析法是通过财务指标的对比确定数量差异的一种方法,也就是将财务报表中的各项数量与计划、前期、其他企业等同类数据进行比较,从数量上确定差异的一种方法。比较法的重要作用在于揭示客观存在的差距以及形成这种差距的原因,帮助人们发现问题、挖掘潜力、改进工作。比较分析法的对比形式主要有以下三类:

1. 实际与计划的对比

将分析期数据与计划(预算)数据对比,可以找出实际与计划的差异。这种比较方法的主要作用是说明计划的完成情况,为进一步分析、查找原因提供方向。

2. 纵向对比

纵向对比是实际指标与前期指标(历史同期、历史最高水平)对比,考察其发展变化情况,通过对比找出差异,说明企业在经营管理方面有无改进和提高,并采取相应的对策。

3. 横向对比

横向对比是本企业水平和同行业先进企业或行业平均水平的对比,它能够反映出财务状况的发展状态,揭示当期财务状况和营业状况增减变化,从而分析判断引起这种变化的主要原因及变化的性质。横向对比不仅可以分析判断该企业在同行业中所处的位置,还可以找出同先进企业的差距,有利于吸收先进经验,不断增强企业的适应能力和竞争能力。

（二）比率分析法

比率分析法是指通过两个相互联系指标的对比,确定比率,分析企业财务状况和经营成果的一种方法。比率分析可以直接说明某项比率指标水平的高低,也可以和比较分析法结合起来分析该项比率指标与对比指标的差异。比率分析法主要有以下三种:

1. 相关比率分析

相关比率分析是指根据财务活动客观存在的相互依存、相互联系的关系,将两个性质不同,但又互相关联的指标进行比较,求出比率,以便在财务活动的客观联系中进行研究,更深入地认识财务状况和经营成果,如销售利润率指标。

2. 构成比率分析

构成比率分析是指某一事物指标的各个组成部分占总体的比重。通过对构成比率的分析,可以观察财务指标构成内容的变化,从而掌握该指标的构成及特点,如主营业务收入的构成比率。

3. 动态比率分析

动态比率分析是指对某项经济指标不同时期的数值进行对比,求出比率,分析该项指标的增减速度和发展趋势,根据其计算时采用的基期数值的不同,可以将其分为定基比率和环比比率两种。

（三）趋势分析法

趋势分析法是通过分析同一企业若干年的财务指标升降变化,发现问题,评价企业财务状况和经营成果的方法。它是一种综合评价企业财务状况的方法。趋势分析法主要有以下三种:

1. 财务比率的趋势分析

财务比率的趋势分析是指将同一企业若干年的财务比率排列在一起,分析它们的变化趋势,找出问题,确定对策。

2. 总量趋势分析

总量趋势分析是指将连续几期会计报表的金额数字并列起来,比较其指标的增减数额及变动幅度,以说明企业财务状况和经营成果发展变化的一种方法。

3. 构成趋势分析

构成趋势分析是指以会计报表中某个总体指标作为 100%。然后计算出其各组成部分占该总体指标的百分比,比较各个部分百分比的增减变动,以此来判断有关财务活动的变化趋势的一种方法。如以资产总额为基数,将资产负债表中的各个项目与其比较,分析构成的趋势。

（四）因素分析法

因素分析法是依据分析指标和影响因素的关系,从数量上确定各因素对指标的影响

程度的一种分析方法。企业的活动是一个有机整体,每个指标的高低都受若干因素的影响。从数量上测定各因素的影响程度,可以帮助人们抓住主要矛盾,或更有说服力地评价其经营状况。

四、财务分析的指标体系

(一) 盈利能力分析

盈利能力通常是指企业在一定时期内赚取利润的能力。盈利能力的大小是一个相对的概念,即利润相对于一定的资源投入、一定的收入而言。利润率越高,盈利能力越强;利润率越低,盈利能力越差。企业经营业绩的好坏最终可通过企业的盈利能力来反映。无论是企业的经理人员、债权人、还是股东,都非常关心企业的盈利能力,并重视对利润率及其变动趋势的分析与预测。

对企业盈利能力的分析一般只涉及正常的营业状况。非正常营业状况也会给企业带来收益或损失,但只是特殊状况下的个别结果,不能说明企业的正常盈利能力。因此,在分析企业盈利能力时,应排除以下项目:证券买卖等非正常项目;已经或将要停止的营业项目;重大事故或法律更改等特别项目;会计准则和财务制度变更带来的累计影响等因素。

对企业盈利能力分析的财务指标主要有以下几种:

1. 销售毛利率

销售毛利率是毛利占销售收入的百分比,其计算公式为:

$$\text{销售毛利率} = \frac{\text{销售收入} - \text{销售成本}}{\text{销售收入}} \times 100\%$$

该指标反映了企业产品销售的初始获利能力,是企业净利润的起点,没有足够高的毛利率便不能形成较大的盈利。与同行业比较,如果公司的毛利率显著高于同业水平,说明公司产品附加值高,产品定价高,或与同行比较公司存在成本上的优势,有竞争力。与历史比较,如果公司的毛利率显著提高,则可能是公司所在行业处于复苏时期,产品价格大幅上升,2003年的钢铁行业就是典型的例子。在这种情况下投资者需考虑这种价格的上升是否能持续,公司将来的盈利能力是否有保证。相反,如果公司毛利率显著降低,则可能是公司所在行业竞争激烈,在发生价格战的情况下往往是两败俱伤的结局,这时投资者就要警觉了,我国20世纪90年代的彩电业就是这样的例子。

2. 销售净利率

销售净利率是净利润占销售收入的百分比,其计算公式为:

$$\text{销售净利率} = \frac{\text{净利润}}{\text{销售收入}} \times 100\%$$

该指标与净利润成正比关系,与销售收入成反比关系。企业在增加销售收入的同时

时,必须相应地获得更多的净利润,才能使销售净利率保持不变或有所提高。通过分析销售净利率的升降变动,可以促使企业在扩大销售的同时,注意改进经营管理,提高盈利水平。在利用该指标时应注意,由于净利润中包括了其他业务利润,而其他业务利润和主营业务收入没有内在的必然联系,因此当其他业务利润大到不容忽视的程度时,应将其从营业利润中扣除,用主营业务利润和收入对比,这样才能准确地表明主营业务收入和主营业务利润的关系。

3. 总资产净利率

总资产净利率是净利润除以平均总资产的比率,其计算公式为:

$$\begin{aligned}\text{总资产净利率} &= \frac{\text{净利润}}{\text{平均资产总额}} \times 100\% \\ &= \frac{\text{净利润}}{\text{销售收入}} \times \frac{\text{销售收入}}{\text{平均资产总额}} \\ &= \text{销售净利率} \times \text{资产周转率}\end{aligned}$$

总资产净利率反映企业资产利用的综合效果,它可分解成净利润率与资产周转率的乘积,这样可以分析到底是什么原因导致资产净利率的增加或减少。净利润率的多少与企业资产的多少、资产的结构、经营管理水平有着密切的联系。该指标越高,表明资产的利用效率越高,企业在增加收入和节约资金使用等方面取得的效果越好。

4. 净资产收益率

净资产收益率是净利润除以平均所有者权益的比率,其计算公式为:

$$\begin{aligned}\text{净资产收益率} &= \frac{\text{净利润}}{\text{平均所有者权益总额}} \times 100\% \\ &= \frac{\text{净利润}}{\text{平均总资产}} \times \frac{\text{平均总资产}}{\text{平均所有者权益}} \times 100\% \\ &= \frac{\text{净利润} / \text{平均总资产}}{1 - \text{平均资产负债率}}\end{aligned}$$

净资产收益率是综合性最强、最具有代表性的一个指标。该数值越高,表明企业的盈利能力越好,它受资产净利率与平均资产负债率的影响。所有者权益(净资产)是指企业资产总额扣除负债总额后的差额,包括实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润四个部分。使用净资产收益率指标时应注意与行业平均水平和企业内部的纵向水平进行比较。

(二) 营运能力分析

营运能力分析也称资产管理能力分析。企业资金周转状况的好坏,既是企业购、产、销各方面活动的结果,也是企业生产经营工作质量和效果的反映。企业营运资产的效率主要指资产的周转率或周转速度。通过营运能力分析,了解企业的经营状况和管理水平,找出生产经营中存在的问题,采取措施,强化企业经营管理,合理利用资金,改善财

务状况。

1. 营业周期

营业周期是指企业从购买原材料开始到销售产品收回现金为止的整个期间。营业周期的长短取决于存货周转天数和应收账款周转天数,因此,影响应收账款和存货周转次数的因素,同样也影响营业周期。在一般情况下,营业周期短,说明资金周转速度快,正常的流动比率较低;营业周期长,说明资金周转速度慢,正常的流动比率较高。营业周期的长短随行业的不同而有所不同,一般来说,商业流通企业如食品企业的营业周期较短,工业企业如机器制造业的营业周期较长。

2. 存货周转率

存货周转率是指企业在一定时期内存货占用资金可周转的次数,或存货每周转一次所需要的天数。因此,存货周转率指标有存货周转次数和存货周转天数两种形式,存货周转次数是一个正向的指标,而存货周转天数则是一个反向的指标。

$$\begin{aligned}\text{存货周转次数} &= \frac{\text{销售成本}}{\text{平均存货}} \\ \text{平均存货} &= \frac{\text{期初存货} + \text{期末存货}}{2} \\ \text{存货周转天数} &= \frac{\text{计算期天数}}{\text{存货周转次数}}\end{aligned}$$

存货是流动资产中较大的部分,存货的流动性将直接影响到流动资产周转水平,进而影响企业的短期偿债能力。因此,存货周转率的分析是营运能力分析的重要组成部分。在存货水平一定的情况下,存货周转次数越多,表明企业的销售能力越强。在销售水平一定的情况下,存货周转次数越多,企业的存货量就越低,表明企业的存货结构合理、质量较高、老化现象较少。

3. 应收账款周转率

应收账款周转率是指赊销净额与应收账款平均余额之比。这一比率可以用来估计应收账款变现的速度和管理的效率。从理论上讲,赊销净额等于全部业务收入扣除现销售额、销售退回、折让、折扣后的余额。但是,由于企业赊销数据作为商业秘密不对外公布,因此计算应收账款周转次数时,内部分分析和外部分析有区别。外部分析一般采用赊销和现销收入合计,即销售净收入总额作为赊销净额。这种计算方法与实际数值存在一定差距,因此,在进行内部分析时,在赊销资料有保证的情况下,应以准确的赊销净额为计算依据。

考核企业应收账款的回收速度,应与其赊销条件相结合,如果周转天数高于企业的赊销期则说明回收速度较低。一般来说,应收账款的周转率越高,说明企业收回账款的速度越快,资产的流动性越强,资金周转状况越好。但是,如果该比率过高,周转天数过短,则说明企业的赊账条件过于苛刻,可能会限制销售的增长,从而影响企业的收益。

4. 流动资产周转率

流动资产周转率是企业的销售收入与全部流动资产平均余额的比值。流动资产周转率反映流动资产的周转速度,周转速度快,会相对节约流动资产,等于相对扩大资产投入,增强企业盈利能力;而延缓周转速度,需要补充流动资产参加周转,形成资金浪费,降低企业盈利能力。

5. 固定资产周转率

固定资产周转率是企业主营业务收入与固定资产净值的比率。该比率主要用于分析厂房、设备等固定资产的利用效率。该比率越高,说明固定资产的利用率越高,企业的固定资产投资得当、结构合理,能充分发挥效率。在利用该比率进行分析时,应与同行业的平均水平相比较进行分析。

6. 总资产周转率

总资产周转率是指企业的销售收入与平均资产总额的比值。总资产周转率指标反映资产总额的周转速度,周转越快,反映销售能力越强。企业可以通过薄利多销的办法,加速资产的周转,以带来利润绝对额的增加。

(三) 偿债能力分析

偿债能力是指企业偿还本身所欠债务的能力。企业债务或负债是指企业所承担的能以货币计量、将以资产或劳务偿付的债务。负债是企业资金来源的重要组成部分,它具有两个基本特点:第一,它将在未来时期付出企业的经济资源或未来的经济利益;第二,它必须是过去的交易和事项所发生的,其债务责任能够以货币确切地计量或合理地估计。

企业的偿债能力可以分为短期偿债能力和长期偿债能力两个方面。

1. 短期偿债能力分析

短期偿债能力是指企业偿还流动负债的能力,或者说是指企业在短期债务到期时可以变现为现金、用于偿还流动负债的能力。会计报表的使用者,更为关心的是企业的短期偿债能力。因为即使是一个盈利不错的企业,有时也往往会因资金调度不灵,无法偿还短期债务而导致破产。短期偿债能力可以通过对资产负债表的各项内容进行比率计算来分析。反映短期偿债能力的指标如下:

(1) 营运资本

营运资本是流动资产扣除流动负债后的余额。企业用流动资产偿还流动负债后,还需要一定数额的流动资产应付日常的经营活动,因此,企业必须要有适量的营运资本作保证。一般来说,营运资本接近或约等于流动负债时比较合理。

(2) 流动比率

流动比率是流动资产与流动负债的比率。营运资本是绝对数指标,与企业的规模有关,不能够直接进行比较。流动比率是相对数,也考虑到了企业规模,因而具有可比性。一般认为,企业的流动比率大于或等于 2 是合适的,但这只是一个经验标准。从理论上

讲,只要流动比率等于1,企业便具有偿还短期债务的能力。流动比率越大,表明企业的偿债能力越强,但该比率过大,有可能意味着企业的资金使用效益不佳。因此,在分析一个企业的流动比率时,应把企业当前的流动比率与历史的流动比率以及行业平均流动比率进行比较,以判断在当前情况下此流动比率的高低。

(3)速动比率

速动比率是速动资产与流动负债的比率,速动资产是指流动资产扣除存货后的余额。存货之所以不包括在速动资产中,是因为存货的变动速度最慢,而且可能发生残次损失。一般认为,正常的速动比率为1,低于1的速动比率被认为是短期偿债能力偏低。但实际上仍需视企业的性质和其他因素判断,不能一概而论。例如,采用大量现金销售的商店,几乎没有应收账款,大大低于1的速动比率是很正常的,相反,一些应收账款较多的企业,速动比率可能大于1。

应该注意的是,流动比率和速动比率都极易被粉饰而又不受法规所制约。如在流动比率大于100%时,流动资产大于流动负债,若两者同时减少相同的数目,必定能提高流动比率。类似的调整方法还有:以现金偿还流动负债;结账日前赶工,以解除预收账款的负债;结账日前大力促销(含降价促销或放宽付款条件),使存货变现或变为应收账款;流动负债转换融资形式;抛售短期投资;供应商同时也是本公司的客户时,以应收账款与应付账款互相抵消;结账日前现金增资;将非流动资产变现(如出售厂房、土地)等等。由于上述种种现象的存在,因此在分析企业偿债能力时应特别注意。

(4)现金比率

现金比率是现金与流动负债的比率。现金类资产包括现金和有价证券,它是速动资产扣除应收账款后的余额。这一比率越高,表明现金类资产所占比例越大,其变现损失的风险越小,该企业的偿债能力越有保障。但这一比率过高也可能表示企业不善于充分利用现金资源,造成大量闲置。一般而言,现金比率在20%左右较合理。

2. 长期偿债能力分析

长期偿债能力是指企业偿还本身所欠长期负债的能力,或者说是企业长期债务到期时,企业盈利或资产可用于偿还长期负债的能力。长期偿债能力分析主要是为了确定企业偿还债务本金和支付利息的能力,它可以从两方面对企业进行分析。一方面是对企业获利能力的分析。在正常经营情况下,企业不可能以资产偿还债务,只能以获取的利润还本付息,所以企业的获利能力是分析长期偿债能力的重要方面。另一方面是资本结构的分析。将债务数额与企业规模进行比较,如果债务占的比例很大,说明大部分经营风险由债权人负担。债务比例越大,则企业无力偿还债务本息的可能性就越高。

(1)资产负债率

资产负债率也被称为负债比率,是企业负债总额与资产总额的比率。该比率中的负债总额包括流动负债和长期负债两个部分。尽管流动负债是短期负债,但是由于它被企

业长期占用,因此可以将其视为长期资金来源。从长期偿债能力来说,负债比率越低,对债权人的保障越高。但投资人并不希望负债比率太低,因为那样他就无法最大限度地获得举债经营的好处。

(2) 产权比率

产权比率是负债总额与所有者权益总额的比率。该指标反映由债权人提供的资本与所有者提供的资本的相对关系,反映企业基本财务结构是否稳定。一般来说,所有者资本大于借入资本为好。另一方面,考虑到无形资产不一定能用来还债,为谨慎起见,可将其从分母中扣除,用有形净值债务率指标更合理地衡量企业清算时对债权人利益的保护程度,即:

$$\text{有形净值债务率} = \frac{\text{负债总额}}{\text{所有者权益总额} - \text{无形资产}} \times 100\%$$

(3) 已获利息倍数

已获利息倍数是指企业息税前利润与利息费用的比率,用以衡量企业偿付借款利息的能力,也叫利息保障倍数。息税前利润包括税前利润和利息费用,利息费用指支付债权人的全部利息,它包括财务费用中的利息费用和固定资产的资本化利息。该指标越高,表明债务偿还越有保证;相反,该指标较低则表明没有足够资金来源偿还债务利息,偿债能力低下。一般情况下,该指标如大于 1,则表明负债经营能够赚取比资金成本更高的利润,但这仅表明能维持经营,还远远不够;如小于 1,则表明无力赚取大于资金成本的利润,债务风险很大。目前,国际上公认的已获利息倍数为 3,1998 年我国国有企业平均已获利息倍数为 1。

案例 2 某公司财务分析

某公司 2001 年的财务报告如下:

××股份有限公司		资产负债表		2001 年 12 月 31 日		单位:千元	
资 产	年初数	年末数	负债及权益	年初数	年末数		
流动资产:			流动负债:				
货币资金	340	490	短期借款	400	420		
短期投资	30	80	应付票据	50	70		
应收票据	20	15	应付账款	264	355		
应收账款	643.5	683.1	预收账款	20	10		
预付账款	22	14	应付工资	0.8	0.6		
应收补贴款			应付福利费				

续表

资 产	年初数	年末数	负债及权益	年初数	年末数
其他应收款	13.5	4.9	应付股利		
存货	580	690	应交税金	60	50
待摊费用	23	1	其他应交款	5.2	6.4
其他流动资产	38	2	其他应付款	15	8
流动资产合计	1 710	1 980	预提费用	5	8
			其他流动负债	80	62
长期资产：			流动负债合计	900	1 000
长期投资	110	180			
固定资产：			长期负债：		
固定资产原值	2 400	2 900	长期借款	500	550
减：累计折旧	600	750	应付债券	320	420
固定资产净值	1 800	2 150	长期应付款	104	100
固定资产清理			其他长期负债		
在建工程	150	150	长期负债合计	924	1 070
固定资产合计	1 950	2 300	负债合计	1 824	2 070
无形资产：			股东权益：		
无形资产	20	32	股本	1 500	1 500
递延资产	10	8	资本公积	132	240
递延税款			盈余公积	219	459
			其中：公益金	85	158
			未分配利润	125	231
			股东权益合计	1 976	2 430
资产总计	3 800	4 500	负债及权益总计	3 800	4 500

附注：其中应收账款坏账准备年初为 6.5 千元，年末为 6.9 千元；其他流动资产中含待处理流动资产损失年初为 8 千元，年末为 2 千元，1 年内到期的长期债券投资年初为 30 千元，年末为零；其他流动负债中含 1 年内到期的长期负债年初为 80 千元，年末为 62 千元。

利润表

××股份有限公司

2001 年度

单位：千元

项 目	本年累计数
一、主营业务收入	8 720
减：折扣与折让	200
主营业务收入净额	8 520
减：主营业务成本	4 190.4
主营业务税金及附加	676

续表

项 目	本年累计数
二、主营业务利润	3 653.6
加:其他业务利润	851.4
减:销售费用	1 370
管理费用	1 050
财务费用	325
三、营业利润	1 760
加:投资收益	63
补贴收入	
营业外收入	8.5
减:营业外支出	15.5
四、利润总额	1 816
减:所得税	556
五、净利润	1 260

现金流量表

单位:××股份有限公司

2001 年度

单位:千元

项 目	金 额
一、经营活动产生的现金流量	
销售商品、提供劳务收到的现金	8 898
收到的租金	74
收到的增值税销项税和退回的增值税	1 498
收到的除增值税以外的其他税费返还	450
收到的其他与经营活动有关的现金	300
现金流入小计	11 220
购买商品、接受劳务支付的现金	6 620
经营租赁所支付的现金	10
支付给职工及为职工支付的现金	258
支付的增值税款	1 280
支付的所得税款	540
支付的除增值税、所得税外的其他税费	722
支付的其他与经营活动有关的现金	470
现金流出小计	9 900
经营活动产生的现金流量净额	1320
二、投资活动产生的现金流量净额	
收回投资所收到的现金	105
分得股利或利润所收到的现金	52

续表

项 目	金 额
取得债券利息收入所收到的现金	13
处置固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	15
收到其他与投资活动有关的现金	
现金流入小计	185
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	855
权益性投资所支付的现金	16
债权性投资所支付的现金	60
支付的其他与投资活动有关的现金	14
现金流出小计	945
投资活动产生的现金流量净额	-760
三、筹资活动产生的现金流量净额	
吸收权益性投资所收到的现金	
发行债券所收到的现金	150
借款所收到的现金	100
收到的其他与筹资活动有关的现金	
现金流入小计	250
偿还债务所支付的现金	330
发行筹资费用所支付的现金	2
分配股利或利润所支付的现金	150
偿还利息所支付的现金	123
融资租赁所支付的现金	5
支付其他与筹资活动有关的现金	
现金流出小计	610
筹资活动产生的现金流量净额	-360
四、汇率变动对现金的影响	
五、现金及现金等价物净增加额	200

思考题

请根据案例 2 的数据,帮助投资者进行分析,并做出投资是否可行的决策。

第三章 企业投资战略与产业发展

第一节 企业投资战略

一、企业投资战略的含义

(一) 企业战略

企业战略是分析和研究企业投资战略的起点。在西方经济学和管理学中,对于企业战略并没有统一的定义,不同学者赋予了企业战略不同的含义。一种观点认为,企业战略是一种决策。比如,有些学者认为,企业战略是设立企业长远目标、制定经营方针及资源分配等的经营决策。哈佛大学教授安德鲁斯认为,企业战略是一种决策模式,决定和揭示了企业的目的和目标,提出实现目的的重大方针和计划,确定企业应该从事的经营业务,明确企业的经济类型与人文组织类型,以及确定企业应对员工、顾客和社会做出的贡献。战略管理大师迈克尔·波特也认为,战略的本质是抉择、权衡和各适其位。另一种观点认为,企业战略是一种规划。比如,有学者将企业战略定义为:通过对企业长远目标、经营方针、所需资源分配的规划,将企业组织的主要目的政策与活动按照一定的顺序结合成一个紧密的整体。还有一种观点认为企业是一个多因素、多层次的复杂系统,是战略制定、实施和控制相结合的一个统一的动态管理过程。如安索夫从企业战略怎样才能实施阶段获得成功着手,以环境—战略—组织三者为支柱,建立了企业战略管理的基本框架模式,即 E-S-O 三支柱理论。

我国学者也提出了各自不同见解,比如,战略是确定企业长远发展目标并指出实现长远目标的策略和途径;企业战略是企业面对激烈变化、严峻挑战的环境,为求得长期生存和不断发展而进行的总体性谋划;企业战略是指根据市场现状及远景预测,结合自身资源基础,规划企业发展轨迹和确立企业奋斗目标;等等。

综合以上观点,企业战略可定义为是:企业根据其外部环境及企业内部资源和能力状况,为求得企业生存和长期稳定的发展,为不断地获得新的竞争优势,对企业发展目标、达到目标的途径和手段的总体谋划。

根据这一定义,可以看出企业战略要素包括六个方面:(1)企业应认真研究其外部环境;(2)企业应认真分析其内部资源及能力状况;(3)为使企业生存和长期稳定地发展而不断获得新的竞争优势,这是制定战略的出发点及归宿;(4)一个明确的战略目标;(5)指明从现状到达长期目标所选择的途径;(6)指明实施战略所应当采用的手段。

企业战略最显著的特点就是整体性和长期性。企业战略是从全局上把握企业的生存发展,涵盖企业生产经营活动的各个方面。企业经营不是一个短期的行为,面对动态的竞争环境,“战略”的内涵表现为长远的经营思考和经营决策。

(二)企业投资战略与总体战略的关系

企业战略是一个复杂的系统,可以分为企业总体战略和企业职能战略两个层次。企业总体战略是企业战略的总纲,是企业最高管理层指导和控制企业一切行为的最高行动纲领。企业职能战略是为贯彻、实施和支持企业总体战略而在企业特定的职能管理领域制定的战略,一般包括研究和开发战略、生产战略、营销战略与人力资源战略等等。

企业投资战略也是一种职能战略,它与企业总体战略是一种从属关系,即企业投资战略是企业总体战略的组成部分,是从属于总体战略的。因此,制定和实施企业投资战略,必须在企业的总体战略之下展开,并为企业总体战略服务。

同时,企业投资战略在各职能战略中是属于高层次战略的。同其他职能战略相比,投资战略对总体战略的干预性较强,具有对全体资源运用的指导性和方向性的特点。在总体战略的实施过程中,有可能因投资战略的实施而修改总体战略。企业投资战略既是总体战略的细化和操作化,又会影响企业总体战略的方向和实施效果。

从投资方向的角度说,企业投资战略的投资方向与企业总体战略的发展方向既有联系又有区别。首先,投资战略必须服从于企业的总体战略,因此,总体战略所决定的企业经营领域、产品发展方向和技术水平就规定了投资方向的范围。企业决不可在总体战略规定的范围之外进行投资活动。其次,企业投资方向又不等同于企业总体发展方向。它具体决定企业运用哪些资源去解决哪个方面的问题,并在总体战略规定的范围之内选择具体的投资目标。再次,企业可以在投资方向的选择过程中验证总体战略的正确性,并根据实际情况对总体战略进行修改。

二、企业投资战略

(一)企业投资战略的含义

企业投资战略是企业为了确保企业价值最大化和形成竞争优势,在充分预测企业外部环境和掌握企业内部条件的基础上,对企业长期投资行为所做的整体规划。企业投资

战略是一项全方位的工作,从横向上看,它包括企业全部经济活动;从纵向上看,它既注重企业资源眼前的运用,又注重将来对资源的合理配置。具体来说,企业投资战略一般包括战略思想、战略目标、战略内容、战略重点和战略对策。

(1) 投资战略思想

投资战略思想是制定企业投资战略的基本指导原则,它应服从于企业战略思想,为企业实施整体经营战略服务。例如,长虹集团的战略思想是占领本行业的制高点,追求在中国彩电市场的产销率第一的地位,那么,它的投资战略思想就应是集中企业资源,将资金优先投放于彩电的研究、开发、生产和营销等方面。海尔集团第二阶段的战略思想是多元化经营,它的投资战略思想就应是寻找最有利可图的投资机会,进入知识产业、家居设备行业等新产业。

(2) 投资战略目标

投资战略目标是指企业在较长时期内在投资规模、投资结构和投资收益等方面希望达到的水平或状态。它服从于投资战略思想,是投资战略思想的具体化或量化体现。投资战略目标有两方面含义:一是投资战略所要解决的中心问题;二是最终所要达到的建设水平。前者是质的问题,后者是量的问题。从质的方面讲,投资战略目标是指资源的优化配置和提高投资的使用效益。但是,优化分配和提高投资效益有一个标志问题,这就需要从量的方面来表达。对投资战略建设目标的量化就是战略目标的衡量问题,通过量化,显示投资战略的精确目标。

(3) 投资战略内容

为使战略目标落到实处,投资战略必须包括以下内容:(1)实现适度的投资规模。实现投资战略目标,必须兴建一批工程,增加生产能力和固定资产,必须保证一定的投资规模。为此,必须采用多种渠道筹集资金,保证建设投资的需要。(2)实现投资结构的合理化。从经济发展史来看,产业结构的演变是从粗放到集约的过程,是从劳动密集、资金密集到技术密集、知识密集的过程。我国正处在工业化向现代化过渡阶段,必须适应多种结构需要,发展各种产业,同时采取必要的倾斜政策,推动产业结构的升级。(3)实现投资空间布局的合理化。投资须从最优配置资源出发,选择投资空间布局。(4)实现投资的国际化经营。当今世界,几乎所有国家都同世界市场发生着联系。我国也如此。投资国际化经营战略应根据对外开放程度、国内建设资源的状况、人才的条件,以及各国的具体情况,确定引进外资的规模和方式,确定对外投资的国家、领域和规模。(5)实现投资来源的多渠道。(6)实现投资供给的最优化。随着投资供给制度的改革,企业所建项目资金主要靠自己积累和投资机构解决,银行和其他金融机构是独立自主、自负盈亏的企业,它们对投资具有很大的决策权。

(4) 投资战略重点

投资战略重点是指为达到一定时期内的投资战略目标而必须抓住的中心环节。在国

民经济有机整体中,由于各部门、各地区、各城市所处的地位和本身的状况不同,客观上存在着重点非重点之分,有先后缓急之别。在一个战略时期内,把带动全局的部门、地区、城市作为投资战略的重点,集中力量对比加强它,这是一种具有远见的战略。

(5) 投资战略对策

投资战略对策是企业实现投资战略目标的保证,是按照战略指导思想来制定的各项重大政策与措施。有了切实可行的战略对策,战略目标的实现才真正具有可行性。

(二) 企业投资战略的分类

按照战略的层次,投资战略可分为公司层次上的投资战略和经营单位层次上的投资战略。

1. 公司层次上的投资战略

公司层次上的投资战略即企业投资的整体战略。它又可按投资战略的规模特征或投向特征作进一步的分类。

(1) 按规模特征

按照投资战略的规模特征,公司层次上的投资战略又可分为稳定型投资战略、扩张型投资战略和混合型投资战略。

稳定型投资战略是稳定型公司战略中的投资战略,是一种维持现有投资水平的战略。在外部环境和内部条件变化不大时,企业通常会采取这种投资战略。采用这种投资战略,企业应重点研究如何最有效率地利用现有的资金和条件,继续保持现有市场,不断降低成本,尽可能多地获取现有产品的利润,积聚资金为将来发展作准备。这种战略可能是产品转型的一种过渡性战略。

扩张型投资战略是发展型公司战略中的投资战略,是一种不断扩大现有投资水平的战略。企业通过扩大投资规模,可以不断扩大生产经营规模,增加生产和经营产品的数量和种类,提高市场占有率。这种战略具体包括市场开发战略、产品开发战略和多元化成长战略。这种战略旨在经营新的产品或服务项目。

混合型投资战略是指企业在一个时期内,同时采取稳定、扩张等几种战略。它要求在不同阶段或不同经营领域采用不同的投资战略。

(2) 按投向特征

按照投资战略的投向特征,公司层次上的投资战略又可分为专业化投资战略和多元化投资战略。

专业化投资战略是指企业长期将资金投放于某一特定生产经营领域或特定产品和业务项目上,投资的增加通常只是引起经营规模和市场规模的扩大,产品质量的提高和产品升级换代,而不会引起经营结构的改变。企业采取这种投资战略的基本目的多是为了稳定或增加市场份额,追逐高额利润。很多企业在发展初期一般都适合采用这种战略。

多元化投资战略是指企业将投资分散投放于不同的领域或不同的产品和业务项目

上,投资的增加必然导致经营结构的改变。多元化投资战略将形成不同业务的投资组合。

2. 经营单位层次上的投资战略

经营单位层次上的投资战略通常包括四种常用的投资战略,即增加份额战略、高附加值战略、防御战略和转变战略(参见表 3—1)。

表 3—1 常用的经营单位投资战略的特征

战略类型	对竞争定位的影响	投资状况
增加份额战略	增加地位	适当投资
高附加值战略	维持地位	高投资
防御战略	将目标降低到最低的防御水平	适当投资
转变战略	改善地位	减少到中等投资

企业投资活动是一项经常而普遍的活动,渗透于企业的日常经济活动中。但是,由于市场的多变、预测手段的限制以及一些偶然因素的作用,企业投资活动常常存在很大的风险。好的企业投资战略可以降低企业未来的风险。

第二节 产业发展理论

一、配第一克拉克定律

配第一克拉克定律是研究经济发展中的产业结构演变规律的学说。该定律是英国经济学家科林·克拉克在威廉·配第的研究成果基础之上,深入分析研究了就业人口在三次产业中分布结构的变动趋势后得出来的,故被称为配第一克拉克定律。

早在 17 世纪,配第就第一次发现了世界各国的国民收入水平的差异及其形成的不同的经济发展阶段。比起农业来,工业的收入多;而商业的收入又比工业多,即工业比农业、服务业比工业的附加值高。后来,克拉克搜集和整理了若干国家按照年代的推移,劳动力在第一次产业、第二次产业和第三次产业之间转移的统计资料,重新发现并第一次系统地研究了产业结构的演进趋势,得出了产业结构演进的规律性结论。即随着经济的发展和人均国民收入水平的逐步提高,劳动力首先由第一产业向第三产业转移。当人均国民收入水平进一步提高时,劳动力便向第三产业转移。这是用劳动力在产业间分布状况来衡量产业发展高度化程度的定理。

产业间劳动力的流动显然是由于经济发展中各产业之间出现收入的相对差异造成的,人们总是向收入高的产业流动,而新兴产业的人均收入总是要高于传统产业。正如亚当·斯密所预言,根据事物的自然发展趋势,任何发展中的社会资本,其大部分首先投向

农业,然后投向制造业,最后投向国际贸易。尽管这里所指的是资本转移,但资本转移最终必然导致劳动力转移。

配第一克拉克定律有三个重要的理论前提:(1)对产业结构演变规律的探讨是以若干国家在时间的推移中发生的变化为依据的。这种时间系列意味着经济发展,即这种时间系列是和不断提高的人均国民收入水平相对应的。(2)在分析产业结构演变时首先使用了劳动力这个指标,考察了伴随经济发展,劳动力在各产业中的分布状况及所发生的变化。后来,克拉克本人、美国经济学家库兹涅茨和其他人又以国民收入在各产业的实现状况,对产业结构做了进一步研究,发现了一些新的规律。(3)产业结构的研究是以三次产业分类法,即将全部经济活动分为第一次产业、第二次产业、第三次产业为基本框架的。

根据配第一克拉克定律,通过一个国家的时间系列比较和不同国家的横截面的比较,可以判定一个国家产业结构所处的阶段及特点,为制定产业政策提供依据。此外,利用这一定理,还可以对未来需求进行预测,以制定相应的劳动就业政策。

二、库兹涅茨人均收入影响论

配第一克拉克定律主要是描述了在经济发展中劳动力在三次产业间分布结构的演变规律,并指出了劳动力分布结构变化的动因是产业之间在经济发展中产生的相对收入的差异。从这一研究成果出发,产业结构演变规律的探讨必须深入到研究第一、第二、第三产业所实现的国民收入的比例关系及其变化上来,弄清国民收入在三次产业分布状况的变化趋势,才能把它同劳动力分布状况的变化趋势结合起来,深化产业结构演变的动因分析。在这一方面取得了突出成就的当属美国著名经济学家西蒙·库兹涅茨。库兹涅茨擅长国民经济统计,特别是国民收入的统计,在西方经济学界享有“GNP之父”的美名。他在产业结构理论研究方面的成果,主要表现在《现代经济增长》和《各国经济增长的数量方面》等著述中。

库兹涅茨在继承配第和克拉克等人研究成果的基础上,仔细地挖掘了世界各国的历史资料。他利用现代经济统计体系,从国民收入和劳动力在产业间分布这两方面,对产业结构变动与经济的关系进行了较彻底的考察。他依据人均国内生产总值份额基准,考察了总产值变动和就业人口结构变动的规律,揭示了产业结构变动的总方向,即产业结构的变动受人均国民收入变动的影响,从而进一步证明了配第一克拉克定律。他的成果被称为库兹涅茨人均收入影响论。

库兹涅茨在研究过程中,把第一、第二和第三产业分别称为“农业部门”,“工业部门”和“服务部门”,并得出如下结论:

第一,随着年代的延续,农业部门实现的国民收入的比重,在整个国民收入的比重同农业劳动力在全部劳动力中的比重一样,处于不断下降之中。

第二,工业部门的国民收入的相对比重大体来看是上升的,然而,工业部门劳动力的

相对比重,将各国的情况综合起来看是大体不变或略有上升的。

第三,服务部门的劳动力相对比重,差不多在所有的国家里都是上升的。但是,国民收入的相对比重与劳动力相对比重的上升却未必同步。综合起来看,是大体不变、略有上升。

以上结论是按时间的推移所做的时间系列分析得出的,也可以用横截面分析的方法进行研究,既在同一时点上,对人均国民收入水平不同的国家,由低到高排列起来进行比较。将时间系列分析和横截面分析的结论综合起来可以得到表 3—2。

表 3—2 产业发展形态的概括(三部门的构成)

	劳动力的相对比重 (1)		国民收入的相对比重 (2)		相对国民收入 (3)=(2)/(1)	
	时间系列分析	横截面分析	时间系列分析	横截面分析	时间系列分析	横截面分析
第一产业	下降	下降	下降	下降	(1 以下)	
					下降	几乎不变
第二产业	不确定	上升	上升	上升	(1 以上)	
					上升	下降
第三产业	上升	上升	不确定	微升(稳定)	(1 以上)	
					下降	下降

注:“时间系列分析”即按时间的推移所做的分析;“横截面分析”即为同一时点不同国民收入水平国家的比较(由低到高);“不确定”的意思是很难归纳出一般的趋势,从整体来看是变化不大,或者略有上升。

从表 3—2 可以得出以下结论:

(1)第一次产业的相对国民收入在大多数国家都低于 1,而第二次和第三次产业的相对国民收入则大于 1。

(2)第二次产业国民收入相对比重上升是普遍现象。

(3)第三次产业的相对国民收入(比较劳动生产率),从时间系列分析看,一般表现为下降趋势,但劳动力的相对比重是上升的。这说明第三次产业具有很强的吸收劳动力的特性,所以第三次产业也往往被人们称为劳动力的大蓄水池。

三、罗斯托主导产业扩散效应理论和经济成长阶段论

罗斯托的经济成长阶段论是西方现代经济发展阶段论的集中代表,也是最有影响力的理论之一。

罗斯托认为,人类社会发展可以分为六个发展阶段:一是传统社会,包括牛顿之前的世界,当时不存在现代科学技术,生产力水平低下;二是为起飞创造前提的阶段,此时近代科学技术开始在工农业中发生作用,占人口 75%以上的劳动力逐渐从农业转移到工业、

交通、商业和服务业,投资率的提高明显超过人口增长的水平;三是起飞阶段,相当于产业革命时期,积累率在国民收入中所占的比率由5%增加到10%以上,有一种或几种经济主导部门带动国民经济的增长;四是向成熟挺进阶段,这时已经把一系列现代技术有效地应用于大部分资源,投资率达到10%~20%,由于技术的不断改进和新兴工业的迅速发展,经济结构也发生了变化;五是高额大众消费阶段,这时的工业已经高度发达,主导部门已经转移到耐用消费品和服务业部门;六是追求生活质量阶段,在这个阶段主导部门已经不再是耐用消费品工业,而是为提高生活质量的产业,包括教育、保健、医疗、社会福利、文娱、旅游等部门。

罗斯托指出,所谓“起飞”就是使一国经济突破传统停滞状态,犹如飞机滑离跑道,腾空而起。一个国家的经济“起飞”必须具备三个相互关联的条件:一是要有较高的资本积累,要使生产性投资占国民收入的比率在20世纪末提高到10%以上;二是要有一种或多种实质性的制造业部门作为起飞的主导部门发展起来,增长率很高;三是要建立起一种能保证起飞的制度,即必须有一种政治、社会和制度结构存在或迅速出现,这种结构开拓了推动现代部门扩张的力量和起飞阶段的潜在的外部经济影响,并且使成长具有不断前进的特征。

罗斯托认为,起飞的决定性因素是一个发生扩散效果的环境中引进新的技术,而新的技术又总被吸收在特定的工业部门。这些特定部门由于采用新技术,降低了成本,扩大了市场,增加了利润和积累,扩大了对其他部门的产品需求及其所在地区经济的影响,从而带动了整个国民经济的发展。罗斯托称这种引擎作用的特定工业部门为主导部门。经济成长阶段的交替表现为主导部门顺序的变化,现代经济发展实际上是部门的成长过程。当主导部门的先进技术及其影响已经扩散到各个部门和地区之后,它的历史使命也就完成了,这时候就会有新的主导部门代替旧的主导部门,主导部门的不断交替,带动着国民经济的持续发展。

罗斯托在说明主导部门为什么能够带动经济的发展时指出,主导部门的作用是通过三个方面的影响来实现的。第一,回顾效应,即主导部门对那些为其提供生产资料的部门的影响;第二,旁侧效应,即主导部门对所在地区经济的影响;第三,前瞻影响,即主导部门对新工业、新技术、新原料、新能源的诱导作用。主导部门通过这三种影响,使其与其他部门组成了一个主导部门的综合体系,这个综合体系的发展对国民经济的发展起到有力的带动作用。

四、李斯特的保护贸易理论

弗里德里希·李斯特是德国历史学派的先驱者、著名的经济学家。李斯特在1841年出版了他的主要代表作《政治经济学的国民体系》,提出了保护贸易理论。

李斯特保护贸易政策的目的是保护本国幼稚工业的发展,增加国内生产,从而促进生

产力的发展。经过比较,李斯特提出了保护对象的几个条件:(1)幼稚工业才需要保护。他不主张保护所有的工业,而主张只选择那些刚刚起步且经历了相当保护时期后,确有自立前途的幼稚工业才给予保护。(2)保护有一定的条件和时间。在被保护的工业得到发展以后,生产出来的产品价格低于进口的同种产品并能与外国产品竞争时,就不再需要保护;或者被保护的工业在适当时期内还不能发展起来时,也不再给予保护,任其灭亡。这里所说的“适当时期”,李斯特主张以30年为限。(3)当工业虽然幼稚,但尚无强有力的国外竞争者时,不需要保护。(4)农业不需要保护。只有那些刚从农业阶段跃进的国家,距工业成熟期尚远,才适宜保护。

李斯特认为,保护国内幼稚工业发展的主要手段是关税。具体措施是:第一,主张采用递增关税的方法。因为突然实施高额关税,就会割断原来存在的各种国内外商业关系,对国内生产和消费造成强大的冲击,不利于本国经济的发展,所以只能随工业的发展和产品的自给程度而逐步提高关税。第二,主张采用差别税率的方法。对不同性质的幼稚工业实行不同程度的税率。比如,对关系国计民生的工业品部门须采取较高等度的保护,对奢侈品部门只需最低程度的保护,而对本国发展幼稚工业所需的复杂机器设备和技术的进口则免税或征收最低进口税。

五、动态比较优势说

世界经济联系的日益广泛和深入,使国际间生产要素移动成为一国经济成长的重要因素。由于日本是一个自然资源贫乏的大国,使日本的经济学家特别重视生产要素移动对经济增长的作用,从而导致了一些用生产要素移动说明国际竞争优势的动态比较利益理论的产生。其中较有影响的是赤松要的雁行形态理论和小岛清的推进国民生产过程的国际互补原理。

(一)赤松要的雁行形态理论

赤松要的雁行形态理论,是从利用生产要素移动来推进本国产业结构发展,从而推进贸易结构发展的模式。这一理论要求将本国产业发展与国际市场密切联系起来,使产业结构国际化。赤松要认为,后起的工业化国家可以通过如下四个阶段来加速本国工业化进程:

第一阶段:从研究开发新产品到国内市场形成;

第二阶段:从国内市场饱和到产品出口,开拓国际市场;

第三阶段:从国外市场形成到输出技术设备,就地生产和销售;

第四阶段:国外生产能力形成,产品以更低价格返销,迫使本国该产品减少生产,并促使新产品开发。

(二)小岛清的推进国民生产过程的国际互补原理

日本学者小岛清从研究对外直接投资与动态比较优势的关系出发,提出了推进国民

生产过程的国际互补原理。小岛清的理论重视生产要素国际转移在追求动态比较优势过程中的意义。因为生产要素的转移不仅可以弥补自身禀赋的不足,而且可以通过生产要素组合的进步,形成使贸易条件向有利方面转化的条件。

小岛清认为,在企业家能力或者资本、技术、熟练工人等多项生产要素中,有时因为某种要素有所短缺,以致不能把具有潜在比较优势、有发展前途的幼稚产业扶植起来,但是,如果这种短缺的要素由国外得到满足,则可能大大提高国际竞争能力。这种情况甚至可以在不必采取反自由贸易措施时得到实现。也就是通过自由贸易下的生产要素移动形成比较优势,小岛清把它称之为推进国民生产过程的国际互补原理。

当然,产业结构的理论远不止这些,以上只是较常见的、反映产业结构演变规律的一些基本理论。

第三节 中国产业发展政策评析

一、产业政策的含义

尽管作为经济政策体系重要组成部分的产业政策曾经被很多国家特别是发展中国家的政府所认可和实施,产业政策并没有一个公认的明确定义。事实上,对产业政策的不同界定会导致对产业政策的不同评价。

狭义的产业政策是指“选择性的产业政策”,或称“部门性的产业政策”,它有着特定的产业指向,更加强调政府在资源配置中的作用,其政策功能是主动扶持战略产业和新兴产业,缩短产业结构的演进过程,以实现经济赶超目标。包括中国在内的东亚国家和地区广泛推行这类“选择性产业政策”。广义的产业政策还包括“功能性产业政策”,它通常是指政府通过提供人力资源培训和研发补贴来提高产业部门国际竞争力的政策。功能性产业政策建立在“市场失败”的理论基础上,其政策功能是对市场机制的缺陷起弥补作用,通常没有特定的产业指向。很多欧美国家通常采用这种类型的产业政策,它在整个经济政策体系中不占主要地位。

本节将要讨论的是选择性的产业政策,即在经济发展的某些阶段,政府为了实现某些既定目标而针对特定产业及产业内企业实施的扶持和管制等干预政策的总和,其目的是推动这些产业及企业迅速形成能够参与国际市场竞争的核心竞争力,进而推动国内产业结构的升级并带动国民经济的全面发展。

二、我国产业政策的发展

从发展演变的角度看,可以将我国产业政策实践大体上划分为如下四个阶段:

（一）第一阶段（新中国成立之初至 1978 年）

从 1952 年开始,中国经济发展战略是以高速赶超为主要目标,优先发展重工业,以行政计划指令为主要实现手段,对产业发展缺乏系统、深入的理论研究,产业发展的长期目标不明确,政策的实施手段单一。有学者认为,这段时间中国经济基本上是在政府的强力干预和影响下发展的,中国有产业政策之实而无产业政策之名,原因之一是经济政策普遍存在,没有必要单独强调产业政策。这也是有学者认为中国产业政策始于新中国成立初期的 20 世纪 50 年代高度集权的计划经济所采取的国家干预政策的部分缘由。也有人认为,带有国家干预性质的经济政策并不能被认为是产业政策,两者在内容、广度、深度等方面有很大的不同。

事实上,从 20 世纪 50 年代初开始,我国已十分重视对引导、调整产业运行的政策的研究和运用(只是当时没有使用产业政策这个说法)。比如,我国政府早就提出了要重视处理两大部类的生产关系;要协调好农、轻、重的比例关系,实行农轻重并举;要实现以农业为基础,以工业为主导的方针;在工业内部要处理好原材料工业与加工工业的关系,轻工业与重工业的关系,采掘业与加工业的关系等。在社会生产的组织形式方面,政府也相应地提出了要处理好专业化和协作的关系;要实行大、中、小企业并举的方式等。我们认为,这样的研究和政策实践,虽然没有冠以产业政策的说法,但其实质仍然属于产业政策的范畴,是政府引导、调整产业运行职能的具体体现。所以,建国初期我国在做着无产业政策之名而有产业政策之实的事情。当然,客观地讲,那时的政策手段和干预经济的方式,与现代市场经济条件下的做法有很大的差别。但是,不能因为没有使用产业政策这个概念,或者因为那个年代政策手段的基本前提不是基于发挥市场配置资源的基础性作用等,就否定当时我国的产业政策实践。

（二）第二阶段（1978~1985 年）

中国从 20 世纪 80 年代开始引入产业政策的做法,但在政府的政策文件和经济计划中仍没有正式使用产业政策这一名词。1978 年,中共中央公布了进入改革开放时期以后的第一个有关工业发展的重要文件,即《中共中央关于加快工业发展若干问题的决定》,其中重要内容之一就是结构调整问题。该文件明确指出,要把燃料、动力、原材料工业和交通运输放在突出地位。在 1979 年 3 月,中央工作会议针对当时国民经济和产业结构的状况,提出了“调整、改革、整顿、提高”的方针,1979 年 6 月的五届人大二次会议正式确认了这个方针,标志着 80 年代初产业政策调整的开始。针对当时中国产业结构中存在的种种问题,中央决定,要大力发展农业和轻工业,改变重工业生产的服务方向和产品结构;节约能源,适当加强能源、交通等基础设施的建设,并对农业、轻工业、交通运输、能源和原材料等部门采取了一系列的政策,保证其重点发展。1982 年以后,由于轻工业已经有了长足的发展,因而促进轻纺工业发展的问题虽然间或在一些政府文件中被提及,但已经不再是政府产业政策的重点。从 80 年代开始,抑制能力过剩产业的发展,即限制长线产业发展

的问题开始受到重视。1981年3月,当时的国家计委在《关于制止盲目建设重复建设的几项规定》中提出了“十二个不准”,规定不准搞长线项目,不准搞重复建设的项目,不准搞与现有企业争原料的项目,等等。1982年12月,国务院再次发出通知,将需要控制的行业具体化,提出要控制的行业有棉纺锭、毛纺锭、化纤原料与抽丝、纺织机械等等。

这一时期与产业政策有关的文件主要有:1978年,《中共中央关于加快工业发展若干问题的决定》指出,要按照专业化协作的原则改组工业,如同类企业之间要合理分工,合理的协作关系要固定下来,按专业化协作的原则建立“一条龙”协作组织,等等。1980年,国务院制定了《关于推动经济联合的暂行规定》,鼓励各种形式的经济联合体。在1981年发布的《关于制止盲目建设重复建设的几项规定》中,国务院又规定了限制某些行业中中小企业发展的政策内容,以解决企业规模趋于小型化的问题。而1981年颁布的《关于社队企业贯彻国民经济调整方针的若干规定》,目的之一在于限制乡镇企业的发展,保证国有大中型企业优先发展的政策,其理论之一是在于发挥大型国有企业的规模经济优势。

在企业技术改造方面,1978年和1980年颁布的《中共中央关于加快工业发展若干问题的决定》和《关于加强现有工业和交通企业挖潜、革新、改造工作的暂行办法》,以及1982年颁布的《关于对现有企业有步骤、有重点地进行技术改造的决定》,都强调了要重视运用先进技术对现有企业加以改造,并针对企业改造问题专门制定了一些规定和办法,以提高中国产业技术水平和效率水平。

对于科学研究和技术开发,自改革开放以来,中央政府制定过两个纲领性的长期发展规划文件,一个是1978年政府制定的《1978~1985年全国科学技术发展规划》,另一个是1984年制定的《1986~2000年科技发展规划》。从1982年开始,政府有关部门制定和实施一些科学研究与技术开发专项计划,如1984年制定的《国家重点实验室计划》和《国家重点工业保留实验计划》等。这些都表明,自20世纪80年代中期以来,国家的科技政策开始以促进新兴产业的发展为重要目标。

这一时期的产业政策使轻工业得到了快速发展,轻重工业比重有了明显改变,产业结构不合理的状况有所改观。

(三) 第三阶段(1986~1990年)

1986年,产业政策一词正式出现在全国人民代表大会第六届第四次全体会议上通过的《中华人民共和国国民经济和社会发展第七个五年计划》中,当时其含义还局限于产业结构调整政策,但无论如何,产业政策自此成为计划文件中的一个重要概念。1987年秋,中国共产党第十三次全国代表大会的报告中提出:“计划管理的重点应转向制定产业政策,通过综合运用各种经济杠杆,促进产业政策的实现。”1986年,国务院又颁布了《关于进一步推动横向经济联合若干问题的决定》,要求在资金、项目审批等方面给予企业间的横向联合以更多的支持。在产业技术政策方面,1986年发布了旨在跟踪世界先进科学技术的发展趋势以发展我国高技术的“863计划”;1985年,为了向农村推广先进适用技术而

制定了“星火计划”;1988年,为推动高新技术成果产业化而制定了“火炬计划”和为促进已开发出来的新产品尽快进行试制和鉴定而制定了“国家重点新产品试产计划”;1990年,针对科技成果推广应用较差的问题,制定了“国家重点科技成果推广计划”;等等。

在这个阶段有两件具有重要意义的大事:一是1988年,国务院授权国家计委成立产业政策司,标志着中国正式地全面开展了产业政策工作,形成了研究、组织、制定和实施产业政策的组织体系。二是1989年3月,国务院颁布了《关于当前产业政策要点的决定》,这是我国第一份明确的关于产业政策的文件。该决定强调要发展基础产业,调整产业结构,鼓励产业组织结构的改善并促进产业技术进步,它的制定表明对产业政策认识水平和重视程度的提高。该《决定》是在1988~1989年宏观调控的背景下制定的,其主要目的是:要对重点发展的产业给予必要的支持,对限制发展的产业给予必要的干预。其主要原则是:集中力量把农业、能源、交通及市场紧俏的轻纺产品的生产建设搞上去,逐步缓解总需求与总供给、消费结构与产业结构的矛盾。虽然《决定》这一文件本身存在着产业发展目标不甚明确、实施手段较弱等不足之处,但它强调发展基础产业的方向是正确的。为了保障产业政策的组织和实施,中央在信贷、价格、税收等方面制定或继续执行了一系列向重点产业和基础产业倾斜的政策,并采取了相应的行政措施,使得在1988年下半年开始的以紧缩为特征的宏观调控中,重点产业和基础产业得到了相对较快的发展。

这一阶段的产业政策的主要思想是:进一步合理调整产业结构,以适应社会需求的变化和经济现代化的要求;加快能源、交通、通讯和原材料工业的发展;更加注重现有企业的技术改造及改扩建,走集约型的发展道路。但是,由于缺乏产业政策得以生效的市场机制和微观基础、利率的调节功能微弱以及由于中央政府对投资的控制能力不断弱化等,一些产业政策的主要构想并没有实现。但无论如何,他们的意义仍然很大,意味着中国决策部门已开始认识到产业结构变动和政府产业政策对一个国家经济发展的重要性。

(四)第四阶段(1990年以后)

20世纪90年代以来,中国的产业政策进入一个较快的发展阶段。在这一时期,中国的经济进入了高速增长阶段,并且已经逐步走上了市场化的改革与发展道路,同时也面临着经济体制转轨、经济增长方式转变的巨大挑战。这一时期的产业政策涉及农业、能源工业、交通邮电产业、原材料工业、轻工业、第三产业、高新技术产业等许多产业,在数量、范围等方面都有了很大的提升,中国也成为推行产业政策较多的国家。

一些主要的政策文件有:1990年,轻工业部发布实施《全国轻工业行业管理暂行规定》等有关法规,通过发放许可证来加强行业管理。1992年6月,中共中央、国务院作出了《关于加快发展第三产业的决定》,明确指出,90年代在发展第一、第二产业的同时要加快发展第三产业,使第三产业的增长速度高于第一、第二产业,使第三产业增加值占国民收入总值的比重和就业人员占全社会从业人员的比重达到或接近发展中国家的平均水平。1991年9月,中共中央作出了《关于深化高新技术开发区改革,推进高新技术产

业发展的决定》，该《决定》的主要目的是要在现有工业的基础上，把军工高技术优势充分发挥出来，通过提供现代化的系统设计、工艺和装备等形式，加强高新技术对传统产业的改造和渗透，带动传统产业的技术改造。1993年11月，党的十四届三中全会通过《中共中央关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》，进一步明确提出：“制定和实施产业政策作为政府管理国民经济的重要职能和调控手段”；1994年3月，国务院颁布了《汽车工业产业政策》；1994年4月，颁布了《九十年代国家产业政策纲要》。其所确立的产业调整方向基本反映了90年代以来政府的产业政策导向，包括加强农业的基础地位，加强基础产业发展，加强支柱产业发展，推动高新技术产业发展，加速第三产业发展等。在国家总体产业政策的指导下，1995年6月颁布了《外商投资方向暂行规定》和《外商直接投资导向目录》。1997年9月，中共十五大报告要求要“完善国家产业政策”，随后召开的中央经济工作会议又进一步强调：“坚持以适应国内外市场需求为导向，强化产业政策的引导作用，有效提高资源配置效率。”1997年12月，国务院又颁布了《当前国家重点鼓励发展的产业、产品和技术目录》。2000年6月，国务院发布了《鼓励软件产业和集成电路产业发展的若干政策》，在软件企业认证制度、投融资、税收、收入分配、人才吸引和培养、知识产权保护等方面，都提出了鼓励产业发展的政策措施。这一政策的出台，有力地促进了中国软件产业的发展。此外，我国还制定并颁布实施了一系列其他具有产业政策性质的经济发展计划和政策决定。

为了转变政府宏观经济调控的职能，20世纪90年代国家产业政策实施的手段由原来的行政干预为主，逐步转向综合运用法律、财政、金融和信息等手段，来规范市场和完善市场竞争秩序，为产业发展创造更好的外部环境。如指导《外商投资方向暂行规定》和《外商直接投资导向目录》的主要目的就在于此。在《九十年代国家产业政策纲要》正文的最后一部分，国家计委还对国家产业政策的制定、申报、颁布、执行、监督、修订和补充等程序都做了明确规定，为产业政策的制定和实施建立了科学基础。

三、我国产业政策的发展思路

（一）产业政策对我国经济发展的意义

随着我国市场化、工业化、国际化进程的不断加快，产业政策在经济社会发展中的作用不断加强，主要体现在以下几个方面：

1. 增强产业政策在宏观调控中的作用

产业政策是实施宏观调控的重要手段。随着我国市场化、工业化、国际化进程的不断加快，产业政策在调控经济社会发展中的作用不断加强。2004年以来，配合贯彻执行中央宏观调控政策，先后制定出台了汽车、水泥、电解铝、钢铁、焦炭、电石、铁合金等行业的产业政策，在抑制固定资产投资过快增长和制止部分行业盲目扩张方面，取得了明显效果，有力地促进了国民经济的快速平稳发展。

但是,制约经济持续、快速、健康发展的体制、机制的深层次矛盾和问题还没有得到根本解决,经济运行中又出现了一些新情况、新问题。因此,必须充分发挥产业政策的导向作用,更新产业政策工作思路,创新调控手段,巩固宏观调控的成果。

一是要加强政策和信息引导。产业政策必须密切跟踪、分析经济运行和产业发展过程中出现的新变化、新情况、新问题,及时做出准确、适度的超前导向,同时及时发布相关信息,加强信息服务,引导社会投资结构和方向,提高经济结构对经济增长速度的承受能力,调整经济运行态势。

二是依据有关法律法规,严格行业准入。产业政策应该包括按照相关的法律规定把握标准,制定公正、规范、透明的行业准入条件,以适应宏观经济总量需求和结构优化的要求。

三是要加强产业政策与其他经济政策之间的协调配合。产业政策是一个与财政、信贷、价格等经济政策及工商管理相互关联的系统,因此,只有加强其他各种经济政策与产业政策之间的协调配合,建立相互之间长期有效的协调配合机制,发挥综合协调作用,宏观调控才能取得实效。

2. 运用产业政策推进增长方式转变

近年来,我国经济保持了较快增长,但也在资源消耗和环境污染方面付出了较大代价,可持续发展面临十分严峻的形势。从产业结构看,产业结构总体上向合理方向发展的同时,依然存在结构局部失衡的现象。主要表现在:(1)是产业结构仍不合理,农业基础地位需进一步加强,第二产业比重偏高,服务业发展滞后的格局没有根本改变;(2)工业中传统产业、低技术含量和低附加值的产业仍占主导地位,产业结构升级的内在动力不足;(3)服务业内部结构不合理,传统服务业比重仍然偏大,现代服务业发展缓慢,特别是金融、保险、咨询、物流等现代服务业或生产型服务业发展较慢。从经济增长方式看,当前资源环境的约束矛盾依然突出:一方面,经济持续快速增长和工业化、城市化进程的加速,加大了对资源的有效需求;另一方面高投入、高消耗、低产出、低效益的经济增长方式,也加剧了资源的耗费。因此,制定产业政策必须首先进一步明确产业结构调整的方向和重点,下大力气解决产业结构不合理问题;其次,产业政策要有利于推进产业结构优化升级,促进经济增长方式由粗放型向集约型的根本性转变;最后,产业政策要积极推进体制改革,促进服务业加快发展。

(二)“十一五”期间我国产业政策的发展思路

1. “十一五”时期产业政策环境

“十一五”时期外部环境总体上有利,但世界经济发展不平衡状况加剧,围绕资源、市场、技术、人才的竞争更加激烈,贸易保护主义有新的表现,对中国经济社会发展和安全提出了新挑战。国内环境方面,未来五年既有经济社会持续发展的有利条件,前进道路上也面临不少困难和问题,包括:城乡区域发展不平衡,粗放型经济增长方式没有根本转变,经

济结构不够合理,自主创新能力不强,解决“三农”问题任务艰巨,就业压力较大,影响发展的体制机制问题亟待解决,处理好社会利益关系的难度加大,等等。

具体来说,“十一五”期间我国产业政策发展面临的环境包括:

(1)买方市场已经形成,经济总体处于供大于求阶段。20世纪90年代以来我国重工业发展速度始终快于轻工业,基础工业发展滞后的情况基本改变。长期以来困扰国民经济发展的瓶颈产业基本消除。产业结构中的核心问题已经不再是轻重工业的比例结构问题,而是存量调整和结构升级问题。

(2)加入WTO以后,我国经济的国际化进程加快。产业结构的调整不但要遵循国内产业结构的变动规律,而且要根据产业的国际比较优势,按照国际分工来安排。产业政策的制定需要在全世界经济化的大背景下来考虑。

(3)信息化程度的加速,是“十一五”期间经济发展的一大特点。具体包括:信息产业的加速发展、利用信息电子技术对传统产业的改造以及全社会的信息化水平。

(4)市场机制日趋完备。经过二十多年改革,社会主义市场经济体制基本确立,金融市场和资本市场初步建立。市场已经对整个社会资源尤其是资金的配置起基础性调节作用。在这种情况下,产业结构的调整主要依靠市场机制来完成。政府的产业政策主要是弥补市场功能的不足,并且更多地通过引导市场来完成。

2. “十一五”期间我国产业政策的目标和任务

(1)推进农业结构战略性调整,转变农业增长方式,提高农业综合生产能力和增值能力,巩固和加强农业基础地位。

(2)推进工业结构优化升级,继续发挥劳动密集型产业的竞争优势,调整优化产品结构、企业组织结构和产业布局,提升整体技术水平和综合竞争力,促进工业企业由大变强。

首先,要加快发展高技术产业,促进高技术产业从加工装配为主向自主研发制造延伸,推进自主创新成果产业化,引导形成一批具有核心竞争力的先导产业、一批集聚效应突出的产业基地、一批跨国高技术企业和一批具有自主知识产权的知名品牌,具体包括提升电子信息制造业、培育生物产业、推进航空航天产业以及发展新材料产业。

其次,要振兴装备制造业,比如振兴重大技术装备,提升汽车工业水平,壮大船舶工业实力等等。

再次,要优化发展能源工业,在提倡节约、优化生产和消费结构的同时,要有序发展煤炭工业,积极发展电力工业,加快发展石油、天然气工业和大力发展可再生能源。

最后是要调整原材料工业结构和布局,提升轻纺工业水平并积极推进信息化。

(3)加快发展服务业,提高服务业的比重和水平。一方面,要拓展生产性服务业,细化深化专业化分工,降低社会交易成本,提高资源配置效率。这里说的生产性服务业具体包括交通运输业、现代物流业、金融服务业、信息服务业和商务服务业。另一方面,要丰富消费性服务业,适应居民消费结构升级趋势,扩大短缺服务产品供给,满足多样化的服务需

求,如商贸服务业、房地产业、旅游业、市政公用事业、社区服务业以及体育事业和体育产业。

案例 3 印度软件业的腾飞^①

“我们得一天两次地穿行于第三世界的思维模式和第一世界的期望标准之间。”“无论现实世界如何,我们都得紧跟世界一流公司的步伐。”谈及从喧嚣的班加罗尔市驱车到市郊整洁的公司上班时的感受,印度软件公司 Infosys Technologies 的董事长 Narayana Murthy 如是说。Infosys 是首家在纳斯达克上市的印度软件公司。

身处第三世界的印度软件公司正在为通用电气(GE)、诺基亚(Nokia)和美国 Home Depot 等全球很多大公司提供软件外包服务。印度现已成为是世界上五大计算机软件供应国之一,是仅次于美国的第二大计算机软件出口大国,软件出口额占全球市场份额的 20%,美国客户购买的软件产品有 60%是印度制造的。印度软件产业的迅速崛起已为世人所关注。

印度早期 IT 业的发展并非一帆风顺。在以计算机硬件为主导的时代,印度的软件科技没有多大的发展空间,只限于为西方电脑公司编写软件程序,产业多体现出劳动集约型的特色。当时,印度的 IT 科技人才都倾向于到政府的相关部门、国防部门和民用部门工作,以获得一份稳定的收入。苦于机会有限,许多一流的科技人才被迫远走国外谋求前程。从 1981 年到 1982 年,印度软件产业出口额首次翻番,达到 1 350 万美元。这个时期,在美国和其他西方国家出现了个人电脑普及的高潮,随着这个高潮而开始流行的是局域网(LAN)和大众 BBS 网络的兴起。在这期间,印度向美国派出了相当数量的工程技术人员,一边系统地学习美国的计算机软件技术,一边为当地美国公司提供技术产品和劳力,大大增加了印度软件企业在美国的业务机会。

20 世纪 80 年代后期,国际卫星通讯的普及,使得西方公司普遍青睐印度庞大而廉价的人才市场,纷纷采用异地雇用印度人才开发应用软件的生产模式,因特网的兴起加速了这一进程,外资更如潮水般涌入。进入 90 年代,国际 IT 产业结构进行了战略调整,由以硬件为主导向以软件为主导过渡,软件对 IT 业整体发展的重要性日益显著。这为印度软件业的兴起提供了良好的契机,印度“硅谷”逐渐显出诱人的魅力,并开始创造举世称奇的神话。从 1988 年到 1991 年,印度软件产业出口额再次翻了一番,达到 1.31 亿美元。这个时期海湾战争和冷战结束,当时的美国总统布什接受了格林斯潘等人的建议,决定实行冷战后的新经济政策,即以知识经济为基础的全球化经济,其中军用转为民用的主要技术是跟因特网有关的通讯技术和太空技术。印度抓住了这个机会,不但继续向美国和其

^① 舒闻:《直击印度软件业》,《中国科技财富》,2003 年 9 月。

他工业国家输出软件技术劳力和参与当地发展,而且通过三个途径大力发展国内软件工程,这三个途径是:

(1)为各国跨国公司提供特殊软件定制服务。例如,通过为瑞士航空公司提供网络软件技术服务而打入欧洲市场和获取更多出口合同。

(2)通过合资经营企业在印度开办软件中心,培养国内人才。

(3)直接为西方公司的软件需要提供问题解决方案,通过网络技术把国内外的软件服务业务连成一个整体。

1996~1998年间,印度软件产业出口额第三次翻番,首次超过10亿美元,达到16.5亿美元。这个时期,全球掀起了互联网高潮,对网络软件的需要急剧增加。印度改革了国家信息产业结构和政策,成立了中央政府信息产业部,专门负责软件出口等业务发展。信息产业部采用了美国的任务小组报告制(task force report, TFR)的方法,由企业或个人向政府提出发展设计,经过鉴定确认有价值,便作为政府项目向社会报告,公开列为国家新项目,一旦有企业接受该项目,就公开列为持续或进行中项目;如果已经完成,就列为完成项目,报告结果,供企业界作后续业务参考。采用TFR方法,不但使政府的透明度更高,而且大大改善了软件发展环境,大到营业额上十亿百亿美元的跨国公司,小到个人独立开发者,在技术发明、项目建议和项目承接等,机会方面一律平等,这大大刺激了全民性的软件技术竞争。

通过这三次翻番,印度在国际软件市场上奠定了自己的基础和名誉,成为软件大国之一。搭乘网络热潮的顺风车,凭借国家政策的全力扶持、高素质低成本的人才优势以及在出口导向战略基础上的战略转型,1998~2001年间,印度软件业出口额以50%以上的年均增长率飞速发展。2001年以后,随着网络热潮的消退,科技股难获青睐,全球经济陷入衰退,作为全球经济增长的引擎,美国经济的疲软令高度依赖美国市场的印度软件出口业务大受打击,增长率大幅下降,年平均增长率仅20%左右。2002~2003年间,尽管客户在信息技术方面的支出大幅下降,全球市场一片低迷,印度的软件和服务业仍获得了长足的发展,成为印度增长最快的行业之一,增长率将达到24%,销售额达到127亿美元,出口额将近100亿美元。NASSCOM和麦肯锡在2002年6月的报告中重申,尽管最近出现了下滑,到2008年,预计印度信息技术服务业总产值将达到780亿美元,占印度国内生产总值的7%,在出口总额中的比重将达到35%。

思考题

1. 印度软件业飞速发展的原因是什么?
2. 印度软件业的发展对我国相关产业的发展有何启示?
3. 企业的投资战略如何适应行业环境的变化?

第四章 实物投资理论与实践

第一节 实物投资基本理论

自凯恩斯革命以后,西方投资理论开始作为一个相对完整的体系出现在宏观经济学中。其中,最有影响力的投资理论包括凯恩斯投资理论、后凯恩斯投资理论、新凯恩斯投资理论以及新古典投资理论。

一、凯恩斯主义投资理论

凯恩斯主义投资理论(以下简称凯恩斯投资理论)产生于 20 世纪 30 年代,是以凯恩斯《就业、利息和货币通论》(以下简称《通论》)中的投资思想为基础,并经凯恩斯的追随者们进一步发展而成的。凯恩斯投资理论认为利率决定投资水平,并提出了最优资本函数曲线(MEC 曲线)和最优投资函数曲线(MEI)。

凯恩斯在《通论》中提出资本边际效率(MEC)的概念:“我之所谓资本边际效率,乃等于一贴现率,用此贴现率将该资本资产之未来收益折成现值,则该现值恰等于该资本资产之供给价格。”按照凯恩斯的定义,资本边际效率即贴现率。假定某一资本品使用寿命为 n 年,每年的预期收益分别为 $R_1, R_2, \dots, R_n$, P 为资本品的重置成本或供给价格, r 为贴现率,则资本边际收益的一般表达式为:

$$P = \frac{R_1}{1+r} + \frac{R_2}{(1+r)^2} + \frac{R_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{R_n}{(1+r)^n} \quad (4-1)$$

资本边际效率同利率(r)相比孰大孰小是企业进行投资决策的标准。对任一项目而言,如果 $MEC > r$,企业将会进行投资;反之,如果 $MEC < r$,企业不会选择投资。因此,利率越高,企业可投资的项目就越少。如图 4-1(a),当利率为 r_1 时,企业可投资 A、B、C 三个项目;利率升高到 r_2 时,则企业只可投资于 A 和 B 两个项目。从宏观上看,资本边际

效率曲线是一条向下倾斜的平滑曲线,如图 4-1(b),表示最优资本存量水平和利率存在负相关关系。利率越高,最优资本存量就越低,用公式表示为:

$$K^* = F(r) \quad (4-2)$$

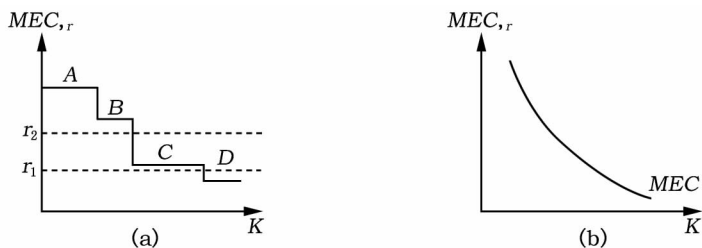


图 4-1 资本存量 K 与利率 r 关系

凯恩斯主义者认为,投资函数不能简单地用资本存量的差额即 $I_t = K_t - K_{t-1}$ 来表示,因而提出了投资边际效率(MEI)的概念。投资边际效率是指在考虑资本品生产成本变动的情况下增加一个单位资本品所获得的收益率。资本的边际收益率是递减的,因为一方面投资增加使资本品的需求上升,从而使价值上升;另一方面投资增加了生产能力和产量,使供过于求,从而使投资的预期收益下降。MEI 曲线也是一条关于利率向下倾斜的曲线,且和 MEC 相比向下弯曲(见图 4-2),这是因为 MEC 曲线是假设资本品价格不变时的资本边际收益曲线,而 MEI 曲线则考虑了资本边际收益率随投资扩大而下降的情况。

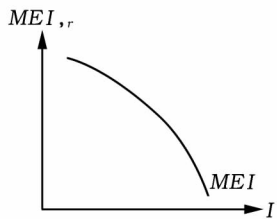


图 4-2 资本流量 I 与利率 r 关系

二、后凯恩斯投资理论

后凯恩斯投资理论形成于 20 世纪 30 年代初。该理论一改“利率决定投资水平”的传统观点,认为产出(或利润)才是决定投资水平的关键因素。它包括加速理论和利润理论两种基本理论。

(一)加速理论

1. 简单加速理论模型——哈罗德模型

加速理论的代表人物是英国经济学 R. F. 哈罗德。他于 1939 年提出了著名的简单加速理论模型——哈罗德模型,其基本形式是:

$$K_t^* = vY_t \quad (4-3)$$

其中, K_t^* 为最优资本存量, Y_t 为当期预期产出水平, v 为资本产出系数, 即加速数。该模型认为, v 是一个常量, 最优资本存量 K_t^* 唯一地取决于本期的预期产出水平。

哈罗德假设通过投资可使资本存量随时调整到最优, 即 $K_t = K_t^*$ 。其投资函数为:

$$I_t = K_t - K_{t-1} = K_t^* - K_{t-1}^* = v(Y_t - Y_{t-1}) \quad (4-4)$$

2. 伸缩型加速投资理论

哈罗德模型忽略了投资的时滞问题, 即当期投资并不能立即形成当期产出, 企业不可能将资本存量调整到最优。1954 年, 库约克对这一缺陷进行了改进, 提出了伸缩型加速投资理论。

库约克认为, 企业的最优资本函数仍为 $K_t^* = vY_t$, 但由于投资的时滞性, 企业进行投资决策时, 不仅考虑本期的预期产出水平, 还需考虑以往各期的产出水平。假设以往各期的产出水平对当期资本存量的影响呈几何级数递减, 即:

$$\begin{aligned} K_t &= v(1-\lambda)Y_t + v(1-\lambda)\lambda^1 Y_{t-1} + v(1-\lambda)\lambda^2 Y_{t-2} \quad (0 < \lambda < 1) \\ &= v(1-\lambda) \sum_{i=0}^n \lambda^i Y_{t-i} \end{aligned} \quad (4-5)$$

$$K_{t-1} = v(1-\lambda) \sum_{i=1}^n \lambda^i Y_{t-i-1} \quad (0 < \lambda < 1) \quad (4-6)$$

则: $I_t = K_t - K_{t-1} = (K_t - \lambda K_{t-1}) - (1-\lambda)K_{t-1}$

$$\begin{aligned} &= v(1-\lambda) \left(\sum_{i=0}^n \lambda^i Y_{t-i} - \sum_{i=1}^n \lambda^{i+1} Y_{t-i-1} \right) - (1-\lambda)K_{t-1} \\ &= (1-\lambda)vY_t - (1-\lambda)K_{t-1} \\ &= (1-\lambda)(K_t^* - K_{t-1}) \end{aligned} \quad (4-7)$$

该式中, 企业第 t 期的投资量取决于本期的产出水平 Y_t 、上期的资本存量 K_{t-1} 以及 v 、 λ 值的大小。参数 λ 被称为资本调整系数, 其大小对资本存量的调节速度起着至关重要的作用。当 $\lambda=0$ 时, 认为企业可以迅速调整资本存量使其达到最优, 伸缩型加速模型就变成了简单加速模型。

(二) 利润理论

利润理论认为, 企业的投资行为是由以往的利润水平决定的, 如果以往的利润水平持续较高, 企业将会扩大投资规模。因此, 企业的最优资本水平应是以往累计利润(π_{t-1})的函数, 用公式表示为:

$$K_t^* = f(\pi_{t-1}) \quad (4-8)$$

利润理论和加速理论存在着相似之处, 在做出企业追求成本最小化的假设之后, 累计

利润可以看作是以往各期产出的函数,即:

$$\pi_{t-1} = g(Y_{t-1}, Y_{t-2}, \dots, Y_{t-n}) \quad (4-9)$$

相比之下,加速理论更看重本期预期产出的大小,而利润理论则偏重以往各期实现了的利润水平的高低。

后凯恩斯投资理论的主要贡献在于否定了“利率决定投资理论”的传统观点,提出了产出(或利润)才是决定投资水平的关键因素,并对投资时滞进行了比较深入的研究,得出了公式化的宏观投资函数。其不足之处在于忽视了产出(或利润)以外的其他经济因素对投资的影响。

三、新凯恩斯投资理论

新凯恩斯投资理论形成于 20 世纪 60 年代初期,主要侧重于对投资时滞的研究,代表人物是美国经济学家 R. 艾思纳。

新凯恩斯投资理论认为,企业在进行资本调整时必须支付一笔费用,如重组生产线、训练工人等等,称为调整成本。艾思纳假设调整成本具有边际递增的特性,即随着投资率增加,调整成本将以更快的速度上升,这导致了企业不能将资本存量立刻调整到最优。因为如果调整得过快,企业的边际调整成本就会大于因调整而获得的边际收入,使企业蒙受损失。根据利润最大化原则,理性企业应选择一个最优调整速度,在该速度下,企业的边际调整收入正好等于企业的边际调整成本。这样,企业的资本调整需要经历一段时间才能达到最优水平。

新凯恩斯投资理论得出的投资函数为:

$$I_t = v(K_t^* - K_{t-1}) \quad (4-10)$$

其中, v 是调整参数,介于 0 和 1 之间。 v 越接近于 1,资本的调整就越迅速。 v 的具体数值是由各种经济因素共同决定的,其中利率是重要的影响因素。一般认为,利率越高,投资的调整过程就越缓慢,参数 v 也就越接近于 0。

新凯恩斯投资函数同伸缩加速理论投资函数颇为相似,但在滞后的解释上有所不同。新凯恩斯投资理论对投资时滞的研究可谓独辟蹊径,通过引入调整成本概念和边际分析方法,根据企业边际调整成本和边际调整收入的交点来确定各期投资水平,从而为宏观投资函数的导出提供了必要的微观基础。

四、新古典投资理论

(一) 初期模型

新古典投资理论是由美国著名经济学家 D. W. 乔根森在 60 年代初发展起来的。该理论突破几十年来凯恩斯主义者对投资理论的研究框架,具有很多新古典特征,包括边际分析方法、市场完全竞争以及生产要素相互替代可能等。乔根森力图克服以往投资理论

单纯从宏观上分析问题的缺陷,从微观经济主体——企业出发,通过生产函数的现值最大化来确定投资水平。

乔根森根据生产者的利润最大化原则,运用新古典的边际分析方法,结合柯布—道格拉斯生产函数,并充分考虑了经济中影响投资水平的各种因素,得出了新古典投资理论的最优资本函数:

$$K_t^* = \frac{\sigma P_t Y_t}{c_t} \quad (4-11)$$

其中, α 为资本产出弹性, c_t 为资本的使用者成本。该式说明了企业的最优资本存量 K_t^* 与当期的产出存量水平 Y_t 、产出价格 P_t 及资本的产出弹性 α 成正比,与资本的使用者成本 c_t 成反比。

在对资本时滞的分析中,乔根森认为这种滞后主要是由资本品的交货时滞造成的。由于存在资本品的供给约束,资本的瞬时调整十分困难。他将分布滞后函数 $w(L)$ 引入投资函数,用来解释投资时滞:

$$I_t = w(L)(K_t^* - K_{t-1}^*) \quad (4-12)$$

乔根森所提出的最优资本函数包含了价格、产出、利率等多种经济因素,克服了加速理论的缺陷,是一个相对全面、完善的动态资本函数。相比之下,乔根森对投资时滞的研究则比较粗糙,没有考虑资本存量的调整费用,所以实质上他并没有回答现实资本存量如何调整到最佳资本存量的路径问题。

(二)后期模型

为了克服乔根森前期模型没有考虑资本存量调整费用的缺陷,卢卡斯等多位学者分别从不同角度对其进行了修正,形成了新古典派投资理论的后期模型——投资的调整费用模型。

卢卡斯在 1967 年指出,企业在购置资本品增加投资时,其所“雇用”的生产要素的一部分必须为此使用。所以,在建立企业生产函数时必须考虑投资的这种要求。宇泽弘文 1969 年提出,在企业资本蓄积过程中,投资水平越高,调整费用率越高,投资形成资本财产的比率也就越低。卢卡斯在 1976 年和阿贝尔在 1977 年提出,企业在购置资本品时,除以往“雇用”的生产要素外,还必须“雇用”更多的生产要素以支付投资的调整费用,应导入独立于生产函数的投资调整费用函数。

综合上述观点,一般认为,新古典派投资理论后期模型可表述为下述模型:

$$\begin{aligned} V_t = \max \int_0^\infty (P_t Q_t - w_t L_t - P_t C(I_t)) e^{-\rho t} dt \\ \text{s. t. } \begin{cases} Q_t = F(K_t, L_t) = A_t K_t^\alpha L_t^\beta \\ \Delta K = I - \delta K \end{cases} \end{aligned} \quad (4-13)$$

其中, P_t 为产出价格, Q_t 为产出数量, w_t 为工资率, K_t 为资本存量, L_t 为劳动投入,

P_{It} 为资本物价格, I_t 为新投资, $C(I_t)$ 为调整费用, 是 I_t 的增函数。

调整费用理论综合考虑了投资过程中的调整费用, 并将其纳入企业价值优化行为中, 即由投资的调整费用出发, 求得投资水平与投资品供应曲线的均衡点。投资的调整费用比率与投资的增长速度之间存在正的比例关系, 即投资的增长速度越快, 调整费用的比率越大。

第二节 实物投资流程和现金流分析

一、实物投资流程

实物投资包括三个阶段, 即投资决策阶段——确定投资对象和投资方案、投资实施阶段——实现资产的转换、投资回收阶段——投资转化为资产, 实现保值、增值。这三个阶段前后承后, 构成了一个完整的投资循环, 逐步将资金转化成各类生产性资产, 获取生产效益, 达到资本增值的目的。

(一) 投资决策阶段

投资决策是整个实物投资流程的开端, 也是必经阶段。此阶段工作的主要目的是确定投资方向、投资对象和投资方案, 即解决投资什么和如何投资的问题, 是对投资项目的根本问题做出的关键判断和决定, 直接关系到整个投资的成败以及效益的高低。和金融投资相比, 实物投资规模大、周期长, 需要长时期地占用大量资金, 并在一定时期内只有投入而没有产出。而且, 投资形成的固定资产具有整体性和固定性的特点, 难以随意移动和变更, 变现能力较差, 投资者一旦决策失误, 不但会影响投资项目自身的效益和企业整体的发展, 而且可能会给国民经济带来巨大的损失和危害。所以, 科学、合理地进行投资决策, 有助于尽可能地降低投资风险, 提高投资收益。这对整个实物投资流程来说是必不可少的。

实物投资领域广阔且内容复杂, 不同行业、不同性质的各类投资项目之间存在着很大的差异。但这些各具特点的投资项目的基本决策程序是一致的, 即提出问题、分析问题和解决问题。首先是提出初步的投资意向, 其次要对该意向进行调查研究和分析, 确定项目是否可行并制定具体的方案, 最后是对项目做出最终的评价决策。投资决策的程序化能有效避免决策的主观性和盲目性, 从而获得理想的决策效果。下面以新建工业项目为例, 详细阐述投资决策的具体程序。

1. 投资意向的提出

投资意向是投资者对投资时机和方向的最初始选择, 是整个投资建设活动的起点。投资意向的产生是基于两方面的原因: 一是决策者具有闲置的资金, 并希望寻找投资机会来实现资金的保值和增值; 二是社会上存在着较好地投资机会, 并被决策者发现。在很多

情况下,这两方面原因中所指的决策者并非同一主体,即闲置资金的拥有者未必能发现投资机会,而敏锐捕捉到投资机会的一方很可能没有足够的自有资金。但是,当两者可以通过某种渠道联合起来,就形成了一个“符合条件”的决策者(风险投资就是一个类似的例子)。

投资机会的选择是一个比较复杂的分析判断过程,它主要包括:第一,市场短缺分析。一种产品出现短缺必然引起这种产品价格的上升和市场的扩大,投资的潜在收益就很高。第二,经济政策分析。如果企业及时地领会某项经济政策,领先把握投资机会,往往能够得到国家的优惠条件,从而在较长时期内享受国家经济政策对投资带来的效应。第三,产品更新换代分析。企业在某种产品处于饱和时期,及时调整产品结构,适时推出新产品,就能够占领市场,获得更高的收益。第四,通货膨胀和银根紧缩分析。在通货膨胀初期或者银根宽松时期,货币面临着贬值的风险,这时企业进行投资可以规避风险,实现保值。

企业可用于新投资项目的资金是有限的,同时市场环境是变幻莫测的,带有极大的不确定性,这就决定了企业在产生投资意向之后,需对企业内部的相关情况和外部的市场环境作进一步的调研分析,将投资意向转变成为实际可行的具体投资方案。

2. 投资项目的可行性研究

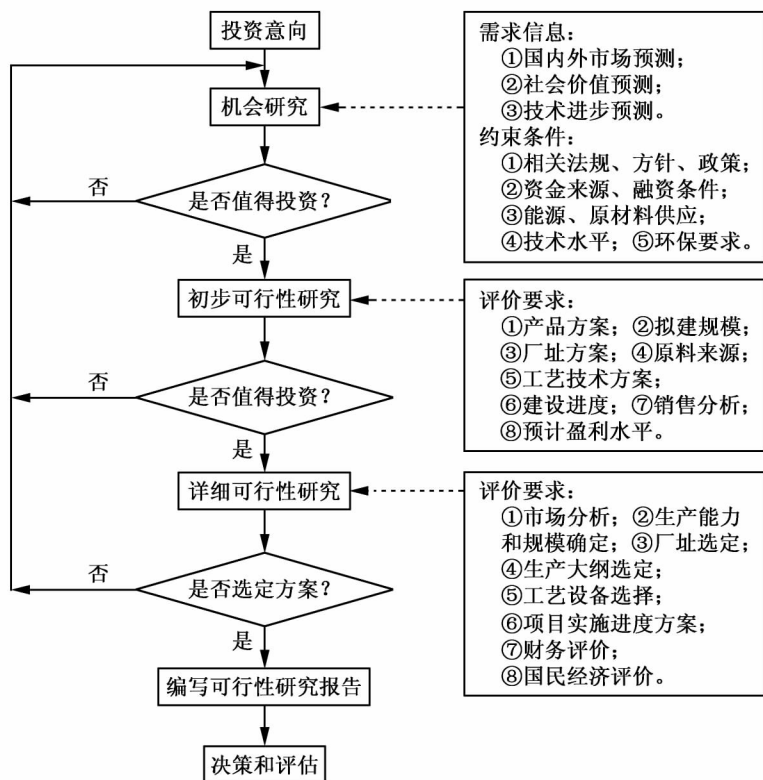
可行性研究是投资项目前期工作中最重要的内容,不仅为项目最终的评价决策提供了科学依据,也是日后具体进行项目实施的重要依据。

可行性研究是一个循序渐进、逐步深入的系统科学方法,分为机会研究、初步可行性和详细可行性研究三个阶段。这三个阶段由浅入深地对项目的物质技术条件、社会需要以及经济效益进行研究,采取定性和定量相结合的方法对各种可能方案进行论证评价,确定项目在技术、工程、经济上是否可行(参见图4-3)。在任何一个阶段,只要得出“项目不可行”的结论,就不再进行下一步研究工作。可行性研究阶段的工作内容可能会根据项目规模、性质和复杂程度的不同而进行适当的调整或简化。这种循序渐进的程序一方面保证了研究分析的客观性和科学性,提高了决策效果;另一方面有利于减少可行性研究的工作量、节省时间和降低费用。

(1)机会研究主要是在投资意向的基础上,对某地区或行业的市场、技术、资源等情况进行初步研究,粗略估算投资成本和效益,鉴别投资方向,寻找投资机会,提出项目投资建议和备选方案。机会研究的估算误差在30%左右,所需时间为1~3个月,所需费用占总投资额的0.2%~1%。

(2)初步可行性研究是在分析机会研究结论的基础上,对项目的产品、规模、厂址、原材料、工艺技术、建设进度等关键性问题进行更深入的研究,预计市场销售情况和盈利水平,并对项目进行初选。初步可行性研究的估算比机会研究更精确,误差在20%左右,需要4~6个月,费用比例为0.25%~1.25%。

(3)详细可行性研究对初选项目的各种可能方案进行详细深入的经济技术比较论证,



资料来源：赵国杰：《投资项目可行性研究》，天津大学出版社，2003年，第12页。

图 4-3 投资项目可行性研究流程

预测项目建成后的经济效益、国民经济效益和社会效益，并编写可行性研究报告，为项目最终的决策提供全面的评价依据。详细可行性研究的精确度进一步提高，误差一般在10%左右，时间为8~12个月或更长，费用增加到占总投资的0.8%~1.0%（大项目）或1.0%~3.0%（小项目）。

3. 项目决策及评估

在对项目的物质技术条件、社会需求及经济效益进行全面分析评价的基础上，相关主体必须做出最终的决策，确定项目是否可行，若可行即可进入具体实施阶段。与项目相关的主体至少有三个：投资者、贷款银行和政府。这三者与项目存在着不同的利益关系，决定了各自不同的关注重点。投资者希望通过投资项目获得盈利，主要关注项目的收益和风险情况；贷款银行关注的是资金的安全性，希望本金和利息能够如期收回，而贷款收回的前提是项目能获得较高的收益和稳定的现金流入；政府作为国家的管理者，关注的是项目对国家或地区经济的贡献，以及项目对周边环境、生态产生的影响。

在我国,有关主管部门借鉴国际通行的决策程序,结合我国的实际情况,制定了一套科学程序,作为投资项目决策的参考和指导原则^①:(1)提出项目建议书,相当于初步可行性研究,是对投资项目的轮廓性设想,初步分析投资的必要性和可行性。(2)编制可行性研究报告,即从工程、技术、经济等角度对项目进行全面的详细可行性研究。(3)项目评估,由投资企业、政府决策部门以外的第三方对可行性研究的完整性和准确性进行全面审核以及再评价,分为预审核和正式评估两个阶段。预审核阶段由拟建单位邀请有关专家和贷款银行进行预审核,第二阶段由政府决策部门授权的工程咨询公司对可行性研究报告进行审查、计算和核算,编写项目评估报告,为政府计划决策部门最后的决策审批提供可靠的科学依据。(4)项目审批,即决策部门对可行性研究报告、评估报告等进一步加以审批,判定项目是否可行、是否予以批准立项。^②

(二)投资实施阶段

投资实施是从投资项目立项到建成投产的全过程,是整个实物投资流程中的关键一环。在这个阶段,一方面要把决策确定的方案付诸实践,完成资产的转换,最终形成具有某种使用价值的固定资产;另一方面,要为其后的生产过程做好准备,形成现实的生产能力,这直接关系到日后的投资回收和增值。

(1)工程设计

投资决策阶段的设计主要是针对项目的技术来源、生产方法、设备等进行的,目的是从经济和技术上论证项目方案的可行性。这是一种轮廓性的设计,不足以成为工程施工时的具体参照。投资实施阶段的设计更为详细,一般分为初步设计和施工图设计两个阶段。初步设计是对项目做出基本技术决定,确定基本设计方案;施工图设计则是在初步设计的基础上将工程项目建设图纸化。对于重大和特殊项目,还应根据需要增加总体设计和技术设计。在确定建设方案的同时,还应分别进行概算和预算的编制。正确编制概预算有利于控制投资规模,节约投资支出,对提高投资经济效益有着重要意义。另外,概预算的编制也是确定项目投资及安排融资计划的依据之一。

(2)融资

投资实施阶段的融资主要是项目融资,即为项目的建设筹措资金。

首先,筹措项目资金要在科学确定项目预算和项目进度的基础上,合理预测各阶段的资金需要量。资金不足会影响项目的建设及投产,资金过剩则需为未使用部分支付额外的资金使用成本(如贷款利息),造成不必要的浪费,影响资金的使用效果。

其次,要合理安排资金结构,选择合适的资金来源,力求降低资金成本。项目融资

^① 2002 年国家计委颁发了《投资项目可行性研究报告指南(试用版)》(中国电力出版社)作为投资项目决策的参考。

^② 国家出台相关程序的初衷是规范国有投资建设项目的运行程序。随着我国投资体制改革的深入,企业投资自主权不断扩大,在执行决策程序上更具灵活性。如非国有资金投资项目不必提交项目建议书,只需根据自身项目规模大小决定是否进行初步可行性研究。又如,中小项目的立项已由政府审批逐步向项目登记备案制度转变。

的方式和渠道很多,不同筹资方式和渠道的资本成本、风险及难易程度各不相同。按融入资金的性质,项目融资可分为权益性融资和债务性融资两类。权益性融资对于新建项目法人来说是指投资者投入的资本金,对于既有法人项目来说还包括企业持续经营中形成的经营积累。权益性融资无需返还本金和支付固定利息,财务风险较小,属于非债务融资,是获得债务资金的基础。国务院1996年《关于固定资产投资项目试行资本金制度的通知》规定,各种经营性固定资产投资项目建设要有一定比例的资本金。资本金的出资形式可以是现金,也可以是经评估作价的实物、工业产权、非专利技术、土地使用权、资源开发权等。债务性融资是通过借入资金方式融入资金,如向金融机构借款、发行债券、融资租赁等。债务性融资形成企业的负债,需要到期归还本金和利息,财务风险较大。在筹集资金时应综合考虑不同筹资方式的特点,选择较经济方便的渠道,以降低总的资金成本。

最后,要适时取得资金,保证建设项目各阶段的资金投放需要。

(3) 购置土地

土地是进行实物投资的必备生产要素之一,同时也是国家对投资建设进行宏观调控的重要手段。在我国,城市土地和农村土地分别属于全民所有和农民集体所有,所以购置土地是指购置土地的使用权,而非所有权。项目建设用地主要为城市国有土地,包括国家所有的土地和国家征用的原属于农民集体所有的土地。取得土地使用权的市场来源有两个:土地一级市场和土地二级市场。土地一级市场是由国家通过行政划拨或有偿出让的方式向土地使用者转移土地使用权,目前以后者居多,具体形式有协议出让、招标出让和拍卖出让三种。土地二级市场是土地使用者之间的横向交易,主要形式包括转让、出租、以土地出资合营等。

(3) 施工前的准备工作

为了保证投资项目建设施工的顺利进行,必须从人力、物力和财力三方面做好施工前的准备工作。人力的准备主要是指施工力量的集结和培训、建设监理的聘用以及相关组织管理人员的到位。物力的准备包括土地的征用、拆迁和“三通一平”、施工机具的集中和维修、建筑材料和永久设备的订货等。财力的准备则是指贷款的申请。

在选择施工力量时,我国目前通常采用招投标制和合同制,即由招标人(即建设单位、投资方)和投标人(施工单位)经过要约、承诺和择优选定,最终形成协议和合同关系的一种交易方式。另外,这种竞争选择方式也适用于建设方案的设计及材料设备的采购等。

(4) 施工、生产准备和竣工验收

施工过程中的重点是质量、进度和成本的控制。在进行施工的同时,必须同步进行生产准备工作,内容包括工人的招聘和培训、设备的安装调试、落实原材料的采购以及制定管理制度等。目的是保证项目建成后能及时投产,尽快达到设计生产能力,从而充分发挥投资效益,尽早收回投资。最后是项目的竣工验收。

（三）投资回收和增值阶段

投资回收是指通过投资项目的运作,投资资金金额回归到投资者手中的过程。投资增值是指投资在原有数量的基础上有所增加,产生增值的过程。投资回收和增值是一个投资运动周期的结束阶段,代表了投资活动的完成,同时又连接着后续投资运动周期的开始。所以,这个阶段的运作不仅直接影响到本期投资收益的好坏,还关系到下一期的投资能否顺利进行。

实物投资主要是通过商品形式实现投资的回收和增值,即通过商品的生产、加工、销售来获取货币收入。从资金角度看,这部分收入可大致分为三类:(1)用于弥补流动资金的投资,在会计处理中一般作为成本和费用;(2)以折旧、摊销的形式弥补固定资产和无形资产的投资,在会计上也记入成本和费用;(3)利润,即收入扣除各类成本、费用后的余值。其他收入形式还包括服务、特许权及市场交易。服务形式是以向客户提供服务的方式获得收入;特许权形式指出让特许权、出售无形资产;市场交易方式主要是固定资产通过市场交易进行出售。

无论是从生产运作过程还是从资金运行过程来看,投资回收和投资增值都没有多大区别,只是存在一个价值上的分界点,即原有投资额得到回收的那个时间点。一般来说,投资者希望能尽早收回投资,进入增值阶段。投资回收期的长短也是投资方案决策中必须考虑的重要因素之一。确定这个分界点的关键是投资额和回收增值额的计算比较。当回收增值额等于投资额时,则投资实现回收。若回收增值额继续增加,超过了原有投资额时,投资实现增值。

确定投资额的价值基础主要有三种:

(1)以原投资的货币额为基础,即当回收的货币额和原投资的货币额相等时就认为投资得到回收,较原投资货币额增加则为投资增值。这种方法的优点是计算较为简便,符合传统的会计记账原则;缺点是未考虑资金的时间价值,不够精确。以原投资货币额为价值基础进行衡量,适用于粗略的分析。

(2)以原投资的价值额为基础。这是一种动态的衡量方法,考虑了资金的时间价值,能真正从内在价值角度反映投资的回收和增值,而不仅仅是货币符号这种形式上的变化。尤其是在通货膨胀较严重的时期,能有效排除货币名义上增加的影响,真实反映实际价值。以原投资的价值额为基础进行衡量,是目前企业投资决策中普遍采用的方法,有利于增强企业的利息观念和资金周转观念。

(3)以投资对象的重置价格为基础,即重新购置相同的全新投资对象所需支出作为衡量的基础。由于市场状况变化和技术进步等因素,重置价格很可能与原投资额不一致,或高于原投资额,或低于原投资额。这种方法是着眼于原投资的实物量,对于保证实物更新和简单再生产的顺利进行有一定意义,但缺点是实际操作难度较大。首先,重置价格较难准确衡量,尤其是技术进步可能导致原有的投资设备已遭淘汰而无法获得其重置价格。

其次,需要分类分项对资产价格进行调整,工作量大且复杂。最后,重置价格是一个实时数据,需要多次计算。

另需指出的是,以上三种方法都是以单一币种为前提的。在现实中,企业投资及经营中经常会涉及到外汇业务,比如外商投资企业以外汇进行投资,或企业产品出口获得外汇收入等。在这种情况下,就必须将不同币种换算成同一货币进行计算和比较,通常是折算成本币。随着经济全球化的发展,企业将日益融入国际经济,汇率对企业投资回收和增值的影响也越来越大。

二、实物投资的现金流分析

在实物投资的实施和回收过程中,伴随着货币及其他形式资金的支出和收入,即现金的流出和流入,合称为现金流。对投资项目现金流的分析是确定项目融资方案以及对项目是否可行进行量化财务评价的基础,是项目投资决策中的关键内容。

在进行现金流分析时应遵循三个基本原则:

第一,收付实现制原则,即反映项目实际收到和支付的现金流量,而不是某一会计期间应计的现金流量。采用净现金流量取代利润进行决策分析的优势是:(1)现金流量数据更具客观性,更好地排除了人为因素的影响,而会计利润则因为会计处理方法的不同而带有一定的主观性。(2)现金流量适用于动态分析项目的收益和风险,会计利润是时间段数据,只能用于静态指标分析。(3)足够的现金流入是企业生存和发展的基础。

第二,与决策相关原则,即凡是因项目决策引起的现金流变化(收入或支出的增加)都应纳入考虑,与决策无关的现金流量都排除在考虑范围之外。由此引申出两个次要原则:(1)沉没成本不是现金流分析的基本要素。沉没成本是指在进行项目决策前已经发生的、不会因决策而改变的支出,比如前期调查费用和可行性研究支出等。这部分投资决策期的投入,无论项目评价结果如何都已经发生,都与当前决策无关,因此不应纳入考虑。(2)机会成本应纳入现金流分析。机会成本是指由于放弃其他机会所产生的最大损失,或者说失去的最大潜在收益。显然,在投资决策时应该通过比较,考虑不同投资机会带来的现金流量变化。这个原则的体现之一就是货币时间价值的运用——投资者拥有的货币若不用于投资,可以取得稳定的利息收入。同样道理,企业利用现有闲置资产(如土地)进行生产建设时,应同时考虑因此失去的将该资产出租、出售或进行其他利用而获得的收益。

第三,广义现金流原则。现金流分析中的“现金”比会计上的现金概念内涵更广大,不仅包括货币资金,也包括非货币资金变现价值。

现金流量分析的主要任务是确定各阶段的现金流要素,计算各年的现金流量,并在此基础上编制现金流量表。现金流量分析按计算基础的不同可以分为全部投资现金流分析和自有资金现金流分析。全部投资现金流量分析(又称融资前现金流分析)是从企业角度出发,以全部投资作为计算基础,排除了财务条件的影响,即不考虑资金来源和构成以及

还本付息的方式和数额。这种方法意在考虑项目全部投资的盈利能力,为各个投资方案的比较建立共同基础。自有资金现金流量分析(又称融资后现金流分析)是站在投资者的立场上,以投资者的出资额为计算基础,所以必须考虑其他资金的来源,把借款本金偿还和利息支付都看作现金流出。这种方法以考察项目自有资金的盈利能力及对外筹资安排的合理性为目的,是投资决策分析中必不可少的。

(一)现金流量的估计

在投资决策中,现金流量是指投资项目在其寿命期内实际发生的资金收入和支付的活动序列。现金的流入和流出是持续发生的,但为了方便分析,我们通常按年为间隔计算该间隔期内项目累计发生的现金流量,将“时间段数据”转变为“时间点数据”,并通过现金流量图直观地表示出来(见图 4-4)。

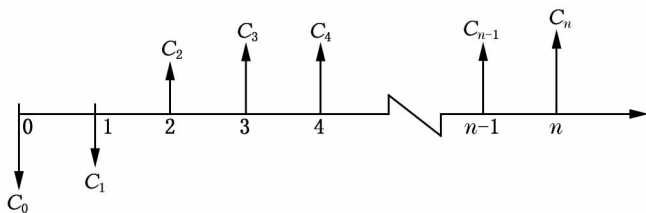


图 4-4 现金流量

绘制现金流量图的规则是:(1)以时间轴的原点为计算期的开始,向右表示时间的延续并以年为间隔单位,直至第 n 年项目计算期结束。每个时间点表示该年年末或者下一年年初。如原点表示第 1 年年初,“1”表示第 2 年年初或者第 1 年年末,以此类推。(2)用箭头线的方向及长短表示净现金流量的正负和大小。箭头向上为正,向下为负,线的长度和现金净流量成比例。(3)通常假设投资发生在年初,日常经营收入和支发生在年末。

从现金流量图中可以明显看出,要进行现金流分析,必须对两个数据进行合理估计:项目计算期 n 和各年的净现金流量 $C_i (i=0, 1, 2 \cdots n)$ 。

1. 项目计算期的估计(n)

项目的计算期一般采用项目的经济寿命期。经济寿命期包括项目建设期以及建成投产后能够维持经济再生产,而不因有形或无形损耗被提前淘汰的期限。项目的经济寿命期一般短于物理寿命期,即从项目建设到主要固定资产因有形磨损老化、损坏、不能再用而报废的全部时间。在进行现金流分析时,项目计算期不应太长,一般在 20 年之内。若项目计算期太长,越往后年度现金流估计数据的准确度越低。而且,在项目动态分析中,这部分尾部数据的折现值较小,对决策判断的影响不大。所以,项目计算期、经济寿命期和物理寿命期三者间的关系一般可表示为:

$$\text{项目计算期(20 年以内)} \leq \text{经济寿命期} \leq \text{物理寿命期}$$

2. 净现金流量的估计(C_i)

净现金流量是指项目现金流入量和现金流出量的差额,也就是项目各现金流基本要素的代数和,即:

$$\text{净现金流量} = \text{现金流入量} - \text{现金流出量}$$

在一般的生产性投资中,投资、成本费用、销售收入、税金、残值以及流动资金回收等都是构成项目现金流的基本要素,也是进行现金流分析的基础数据。投资成本、经营成本和税金为项目带来货币的支出,属于现金流出;销售收入、残值及流动资金回收带来货币的收入,属于现金流入。具体分析如下:

(1) 投资

在项目现金流量分析中,为实现生产经营目标而预先垫支的投资资金都属于现金的流出,包括货币资金和非货币资金。若以固定资产、无形资产等非货币资金进行投资,须换算成货币金额来表述。

从投资形成的资产,即投资构成角度来看,投资包括了建设投资、流动资金投资和投资借款利息三部分。建设投资实质是一种长期资产投资,包括固定资产投资、无形资产投资和递延资产投资(具体构成见图4—5)。流动资金是一种周转资金,用于维持正常的生产经营。这部分投资在项目的整个寿命期内始终被占用并循环使用,直到项目寿命期结束。投资借款利息指为建设投资借款而在建设期发生的利息支出。在全部投资现金流分析中,借款利息支出不纳入考虑的,但在自有资金现金流分析中,总投资中应包括这部分投资借款利息。



图 4—5 实物投资项目总投资构成

(2) 经营成本

成本是企业进行生产经营活动所耗费资源的货币表现。其中,能对象化在产品上的耗费属于生产成本,不能对象化的耗费属于期间费用,计入相应会计期间的损益当中。具体构成如图4—6所示。

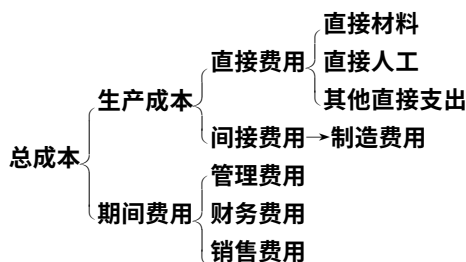


图 4-6 企业经营总成本构成

在分析全部投资现金流量时,应从总成本中剔除折旧摊销费及借款利息支出,获得经营成本。经营成本是项目生产、经营过程中实际发生的经常性现金支出,是为了方便现金流分析而从总成本中分离出来的一部分,即:

$$\text{经营成本} = \text{总成本} - \text{折旧与摊销} - \text{借款利息支出}$$

固定资产折旧费及无形资产、递延资产的摊销费均不是真正的现金流出,而是对价值转移的会计处理。固定资产、无形资产和递延资产的特点是资金在投资时集中流出且金额较大,但是资产发挥效用的时期较长。因此,在会计处理上按照配比性原则,这部分投资支出不能一次全部计入当年损益,而应当在以后受益年度内进行摊销,计入相应的成本费用,并在产品销售收入中得到补偿,转化为货币资金用于偿还借款的本金及资产的更新。

借款利息支出属于真正的现金流出。但在全部投资现金流量评价中不考虑资金来源问题,故借款利息支出不包括在经营成本中,与借款还本付息相关的外币借款汇总损失(或收益)也不纳入分析。而在自有资金现金流分析中,借款利息支出以及与之相关的汇总损益都应计入经营成本中。

(3) 税金

税金是企业日常生产经营中又一项重要的现金支出。我国生产性企业应缴纳的税有 10 余种,按会计处理方法的不同可分为:第一,销售税金及附加,在计算利润时需从营业收入中扣除,包括消费税、营业税、资源税、城乡维护建设费以及教育费附加^①。第二,计入成本费用(多计入管理费用)的各税种,如进出口关税、印花税、车船税、房地产使用税和土地使用税。通常在计算成本费用的现金流出量时已包括了这部分支出,所以在计算税金的现金流出量时应排除在外,避免重复扣除。第三,企业所得税,根据企业的税前利润计算,从税前利润中扣除后得到最终的税后利润。由于利息的支付会增加财务费用,从而减少利润和企业所得税,所以在不考虑还本付息的全部投资现金流量分析中,通常也不考虑所得税的现金流出。第四,增值税,属价外税,需单独核算。

^① 准确来说,教育费附加是一种具有税收性质的“费”。

(4) 销售(营业)收入

销售(营业)收入是指企业向社会出售商品或提供劳务所获得的收入,是企业现金流入的主要组成部分。

(5) 固定资产残值回收

固定资产残值回收是指在项目寿命期结束时,将固定资产进行处理(如变卖出售)而获得的收入。由于是扣除固定资产清理费用后的净收入,所以也有可能是负值。

(6) 流动资金回收

在理论上,全部流动资金在项目寿命终了时均可收回。

(二) 现金流量表的编制

现金流量表是记录项目寿命期内各年的现金流入量、现金流出量和现金净流量的财务报表,据以计算项目的内部收益率、净现值和投资回收期等指标。不同类型项目的现金流量表可能存在差异,但基本格式是相同的。

1. 全部投资现金流量表(见表 4—1)

表 4—1

全部投资现金流量表

单位:

编号	项目 \ 年份	合计	计算期				
			1	2	3	...	n
1	现金流入						
1.1	销售(营业)收入						
1.2	回收固定资产余值						
1.3	回收建设流动资金						
1.4	其他现金流入						
2	现金流出						
2.1	建设投资						
2.2	流动资金投资						
2.3	经营成本						
2.4	销售税金及附加						
2.5	其他现金流出						
3	净现金流量						
4	累计净现金流量						

2. 自有资金现金流量表(见表 4—2)

表 4-2 自有资金现金流量表 单位:

编号	项目	年份	合计	计算期				
				1	2	3	...	n
1	现金流入							
1.1	销售(营业)收入							
1.2	回收固定资产余值							
1.3	回收建设流动资金							
1.4	其他现金流入							
2	现金流出							
2.1	项目资本金							
2.2	借款本金偿还							
2.3	借款利息支付							
2.4	经营成本							
2.5	销售税金及附加							
2.6	所得税							
2.7	其他现金流出							
3	净现金流量							
4	累计净现金流量							

第三节 实物投资评价体系

投资评价是投资项目决策分析中的核心内容,由财务评价、国民经济评价和社会评价组成,分别从不同角度对项目投资的效益和风险进行了分析和评价,为项目的选择和决策提供了全面、系统、客观的依据,使项目得到整体优化。从企业投资决策的角度看,最重要的无疑是投资项目的财务评价,因为它直接关系到项目未来的收益和企业的发展。这也是本节讨论的重点。

一、实物投资财务评价

财务评价是项目的微观经济分析,指从项目或企业财务的角度计算项目经济效果评价指标,分析项目的盈利能力、偿债能力及生存能力等财务状况,据以论证投资项目的财务可行性。

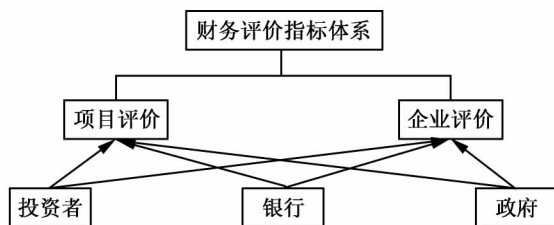
项目财务评价的基本内容包括:(1)确定项目的投资、收益和成本费用的大小及其在

时间上的分布,并通过相关财务评价报表集中反映,包括现金流量表、损益和利润分配表、资金来源与运用表以及借款偿还计划表等;(2)计算财务评价指标并进行分析;(3)进行不确定性分析。其中,相关收入支出的估算是进行指标评价及不确定性分析的数据基础,上一节中已作简单阐述,本节将重点论述后两项,即财务指标的计算分析以及不确定性分析。

(一)财务评价指标体系

财务评价指标的计算及分析是项目财务评价的核心,它能较科学地反映项目的盈利能力、偿债能力及生存能力,有助于对各项投资方案进行比选。

财务评价指标体系包括项目评价指标和企业评价指标两个方面。企业是项目的运行主体和承担者,企业的财务状况、资金实力及管理水平直接关系到项目预期效益的实现与否,所以在计算项目评价指标、考察项目本身的可行性的同时,也应关注企业相关绩效指标的评价。在评价过程中,投资者、银行和政府三者的侧重点不同,所以对指标的关注角度也有所不同(参见图 4-7)。



资料来源:建设部标准定额研究所:《建设项目经济评价参数研究》,中国计划出版社,2004年,第202页。

图 4-7 财务评价指标体系

1. 项目评价指标

与项目相关的财务评价指标有很多种,在《建设项目经济评价参数研究》一书中共列举了 48 项,分属不同的类型,在决策评价中各具作用。

评价指标按是否考虑资金的时间价值可分为动态评价指标和静态评价指标两类。动态评价指标考虑了资金的时间价值,更符合资金随时间推移不断增值的实际情况,也能更好地反映对未来预测的不确定性随时间推移不断增大而带来的风险,从而使项目评价更为谨慎。静态评价指标不考虑资金的时间价值,因而计算更简便。在投资评价中,通常以动态指标为主,静态指标为辅,后者主要运用于机会研究或初步可行性研究中的粗略分析。

评价指标按评价内容的不同又可分为盈利能力指标、效益比率指标、偿债能力指标和生存能力指标。表 4-3 列举了各类主要指标共 14 项。

表 4-3 实物投资项目财务评价基本指标明细表

类型	序号	名称	取值范围	相对重要性		
				投资者	银行	政府
盈利能力指标	1	净现值(NPV)	≥ 0	☆	☆	☆
	2	内部收益率(IRR)	$\geq i_c$	☆	☆	☆
	3	投资回收期(P_t)	$\leq P_c$	☆	☆	☆
效益比率指标	4	销售(净)利润率	参考企业标准	☆	☆	☆
	5	已占用资本回报率		☆		
	6	净资产收益率		☆	☆	☆
偿债能力指标	7	借款偿还期	在债权人限定期限内	☆	☆	☆
	8	已获利息倍数	参考企业标准		☆	
	9	偿债覆盖率	≥ 1	☆	☆	☆
	10	资产负债率	参考企业标准	☆	☆	☆
	11	齿轮比率			☆	
	12	流动比率		☆	☆	
	13	速动比率			☆	
生存能力指标	14	资金来源满足率	≥ 1	☆	☆	☆

注:带☆的表示对投资者、银行、政府来说相对重要的基本指标,其余为辅助的次要指标。

资料来源:建设部标准定额研究所:《建设项目经济评价参数研究》,中国计划出版社,2004 年,第 232 页。

(1) 净现值(NPV)

净现值是指计算期内各年净现金流量按设定的折现率折现到建设期期初的现值之和。计算公式为:

$$NPV = \sum_{t=1}^n \frac{NCF_t}{(1+i_c)^t} \quad (4-14)$$

其中,NPV 为项目净现值(息税前或息税后净现值); NCF_t 为第 t 年现金净流量,数据取自全部投资现金流量表或自有资金现金流量表; i_c 为折现率,指投资者能接受的最低的收益率,一般采用行业基准收益率或资金成本; t 为年份; n 为计算期。

需要说明的是,计算净现值的现金流数据可以取自全部投资现金流量表,也可取自自有资金现金流量表。由全部投资现金流量表数据计算出来的是息税前净现值,排除了项目的财务条件和所得税影响,考察项目的息税前盈利能力;用自有资金现金流量表数据计算出来的是息税后净现值,考虑项目的财务条件及所得税影响,意在考察项目息税后的盈利能力。

息税前净现值和息税后净现值都可用于项目的绝对效果评价,即确定某一项目是否具有投资价值,在财务上是否可行。 $NPV \geq 0$ 时,项目达到或者超过折现率所要求的盈利水平,项目可行; $NPV < 0$ 时,说明项目未能达到折现率所要求的最低盈利水平,应该拒绝该项目。另外,息税前净现值指标由于排除了资金来源和所得税的影响,使不同项目方案具有了可比性,也可用于相对评价——根据各项目息税前净现值的大小来进行方案的比选。

净现值是以货币为单位的价值动态型评价指标,考虑了资金的时间价值,以及项目整

个计算期内的现金流数据,能够较全面地反映项目的整体盈利能力。同时,它既可用于绝对效果评价——判断项目的财务可行性,也可用于相对效果评价——项目方案的比选,是考察项目财务评价中最重要的指标之一。

(2) 内部收益率(IRR)

内部收益率是指在项目寿命期内,所有投资恰好能被各年净收益收回的投资收益率。或者可以理解为,各年尚未被净收益收回的投资始终按 IRR 的年收益率增值,到项目寿命期结束时,所有投资恰好被全部收回。所以,内部收益率实际上是反映了项目的收益回收能力。在数值上,IRR 等于使 NPV 为 0 的折现率,公式是^①:

$$\sum_{i=1}^n \frac{NCF_t}{(1+IRR)^t} = 0 \quad (4-15)$$

其中,IRR 为内部收益率; NCF_t 为第 t 年现金净流量,数据取自全部投资现金流量表或自有资金现金流量表; t 为年份; n 为计算期。

与 NPV 的计算一样,计算内部收益率的现金流数据也可以取自全部投资现金流量表或者是自有资金现金流量表,分别得到息税前内部收益率和息税后内部收益率。前者考察的是项目息税前的投资回收能力,而后者意在考察项目息税后的投资回收能力。

内部收益率可用于绝对效果的评价——判断单个项目的财务可行性,一般以部门或行业的基准收益率 i_c 作为评价判断的依据。当 $IRR \geq i_c$ 时,表示项目的盈利能力或者说回报能力达到或超过了最低盈利标准,该项目是可接受的;反之则不可接受。内部收益率通常不用于相对效果评价,即不以 IRR 的大小排序来对互斥项目进行选择,因为该指标是一个不带单位的效率型指标,不能反映项目绝对价值(主要是 NPV)的大小。

内部收益率继承了净现值指标的一些优点:既考虑了资金的时间价值,也考虑了项目整个计算期内的现金流数据,能够较全面地反映项目整体的盈利能力,这从两者计算公式的相似性上可以反映出来。但是,它忽略了项目的规模问题,只可用于绝对效果评价,不可用于相对效果评价。而且 IRR 不适用于一些“非常规现金流量”,当项目现金流量的正负符号改变两次以上时,可能会得出多重内部收益率。IRR 指标的这两项缺点可以通过增量内部收益率 ΔIRR 来弥补,即计算两个项目的增量净现金 ΔNPV 为 0 时的内部收益率,其结果将与 NPV 的比选结果相一致。但是,当存在多个备选项目或方案时,须多次两两配对,分别进行 ΔIRR 的计算和比较,增加了工作量。

(3) 投资回收期(P_t)

投资回收期是通过项目的净收益收回全部投资所需要的时间。通常从项目建设期起始年算起,以年为单位。投资回收期主要反映了投资回流速度,同时在一定程度上反映了

^① 在实际计算中,通常采用插入法。即通过试算分别得到两个 IRR,使相应的 NPV 接近于 0 且异号。假设 $NPV_1 < 0, NPV_2 > 0$, $\frac{IRR - IRR_2}{IRR_1 - IRR_2} = \frac{NPV_2}{NPV_2 - NPV_1}$ 。

项目的盈利能力和风险性,因为项目投资回收期的长短取决于投产后各年的净收益多少,净收益越多,投资回收期越短,投资回流速度越快,风险相对越小。

投资回收期包括静态投资回收期和动态投资回收期两类,区别在于是否考虑资金的时间价值,计算公式分别如下:

$$\text{静态投资回收期: } \sum_{t=1}^n NCF_t = 0 \quad (4-16)$$

$$\text{即: } P_t = \text{累计净现金流量开始为正的年份数} + \frac{|\text{第 } n-1 \text{ 年累计净现金流量}|}{\text{当年净现金流量}} - 1$$

$$\text{动态投资回收期: } \sum_{t=1}^n \frac{NCF_t}{(1+i_c)^{-t}} = 0 \quad (4-17)$$

$$\text{即: } P_t = \text{累计净现金流量现值开始为正的年份数}$$

$$+ \frac{|\text{第 } n-1 \text{ 年累计净现金流量现值}|}{\text{当年净现金流量现值}} - 1$$

其中, P_t 为投资回收期; NCF_t 为第 t 年现金净流量,数据取自全部投资现金流量表; i_c 为折现率,指投资者能接受的最低的收益率,一般采用行业基准收益率或资金成本; t 为年份; n 为计算期。

投资回收期指标的评价标准是同行业或同类项目的基准投资回收期 P_c 。当 $P_t \leq P_c$,说明项目投资可以在规定的时间内回收,能够满足一定的盈利水平和风险性要求,故在财务上是可行的。但是,该指标在计算时舍弃了投资回收期以后各年的净利润等数据,无法全面反映项目的盈利能力和风险,具有一定的局限性,故不能直接用于不同方案间的比选,通常仅作为一种辅助指标。

在投资项目财务评价实务中,一般不会运用全部 14 项指标。多数研究表明,大公司最经常使用其所用的是内部收益率(IRR)和净现值(NPV),或是将两者结合起来使用。而投资回收期作为一项辅助指标的使用率很高。参见表 4-4。

表 4-4 大型跨国公司运用不同资本预算方法的百分比

	首选方法	辅助方法
净现值(NPV)	16.5%	30.0%
内部收益率(IRR)	65.3%	14.6%
平均会计收益率(ARR)	10.7%	14.6%
投资回收期(P_t)	5.0%	37.6%
其他方法	2.5%	3.2%
	100%	100%

注:调查问卷数为 121 份。

资料来源:Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield, Jeffrey F. Jaffe: Corporate Finance(6th Edition), China Machine Press, p161.

2. 企业评价指标

考察企业的经营绩效可从盈利能力、资产运营能力、偿债能力以及发展能力四个方面进行评价(参见表 4—5)。

表 4—5 企业经营效益评价基本指标明细表

类型	序号	名称	计算公式
盈利能力指标	1	净资产收益率	净利润 / 平均净资产
	2	已占用资本回报率	年均息税前利润 / (固定资产投资 + 流动资金投资)
	3	主营业务收入利润率	主营业务利润 / 主营业务收入
	4	成本费用利润率	利润总额 / 成本费用总额
	5	经济增加值	息税前利润 - 所得税 - 总投资 × 加权平均资金成本 或: (税后利润 + 利息支出) - 资本总额 × 加权资金成本
营运能力指标	6	总资产周转率	销售收入净额 / 平均资产总额
	7	流动资产周转率	销售收入净额 / 平均流动资产总额
	8	应收账款周转率	销售收入净额 / 平均应收账款余额
	9	存货周转率	销售成本 / 平均存货
清偿能力指标	10	资产负债率	负债总额 / 资产总额
	11	流动比率	流动资产 / 流动负债
	12	速动比率	速动资产 / 流动负债
	13	已获利息倍数	息税前利润 / 当期应付利息费用
	14	总负债 EBITDA 比率*	总负债 / EBITDA
发展能力指标	15	销售增长率	本期销售增长额 / 上期销售总额
	16	总资产增长率	本期总资产增长额 / 期初资产总额
	17	资本积累率	本期所有者权益增长额 / 期初所有者权益

* EBITDA: 企业息税及折旧摊销前利润。

(EBITDA = 净利润 + 税金 + 利息费用 + 固定资产折旧 + 摊销)

企业盈利能力是指企业运用其所能够支配的经济资源从事经营活动并从中赚取利润的能力,直接关系到企业的生存和发展。盈利能力指标通过计算收益与销售、成本、投资的比率以及企业获得利润的保障能力,来评价一个企业的经营业绩、管理水平,甚至预期它的发展前途。资产运营能力通过计算企业资金的周转状况反映企业对资产,尤其是营运资本的管理运用能力。这类指标通常与盈利能力指标结合在一起,以全面评价企业的效益。偿债能力是企业偿还到期债务的能力,若企业偿债能力严重缺乏,会难以持续经营并迅速陷入破产困境。偿债能力与盈利能力具有一定的相关性,偿债能力强的企业,盈利能力一般也较强,但盈利能力强的企业,其偿债能力未必很强。偿债能力从资本构成以及偿债资金来源的角度反映了企业到期还本付息的能力。企业发展能力是个广泛、综合的概念,包括企业的现代化管理水平、竞争力、创新能力等,而这些都很难通过简单的指标进行分析和评判,所以只能借助企业在销售额、总资产及净资产的增长率来考察企业的保值

增值情况,从而判断企业的发展态势。

(二)不确定性分析

通过财务评价指标来对实物投资进行评价是基于一系列确定的现金流量,而实际上投资总是存在风险的,项目未来的现金流量总会具有某种程度的不确定性。这种不确定性来自于两个方面:项目所处环境具有不确定性,政治、社会、文化、经济、技术、市场及资源条件等因素的不断变化使项目存在一个以上可能的结果,不确定性就会产生;即使环境相对稳定,由于人本身的能力、经验等主观因素的限制,或者信息掌握的不完全性、不充分性,都可能使财务评价中的预测和估算结果产生偏差。

不确定的数据为投资者决策提供了不可靠的依据,将给投资者和经营者带来风险。因此,进行不确定性分析以加强对项目风险的控制,不仅是财务评价的必要补充,而且是财务评价的重要步骤,其最终目的是帮助投资者作出接受或拒绝项目的决策。

1. 盈亏平衡分析(break-even analysis)

盈亏平衡分析是通过计算项目可行与不可行(或盈与亏)的临界值,判断投资方案对不确定因素变化的承受能力作出风险评价的定性分析方法。临界值通常被称为盈亏平衡点(break-even point),是利润为零时的某一变量的取值。计算的基本模型为:

$$\begin{aligned}\text{利润} &= \text{总收入} - \text{总成本} \\ &= \text{总收入} - (\text{变动} + \text{固定成本})\end{aligned}$$

其中,总收入和变动成本均为销售量的函数,而固定成本则与销售量无关;总收入通常还与产品的销售价格相关,而变动成本与单位产品变动成本相关。盈亏平衡分析可分为线性和非线性两种。

线性盈亏平衡分析假设项目的销售收入是销售量 Q 的线性函数,项目的变动成本也是销售量 Q 的线性函数,因而项目的利润也与销售量 Q 成线性关系。在线性盈亏平衡分析中,基本模型可进一步表达为:

$$\text{利润} = \text{单价} \times \text{销售量} - \text{单位变动成本} \times \text{销售量} - \text{固定成本}$$

由此可计算出盈亏平衡点,通常包括盈亏平衡产量(如图 4-8(a))、盈亏平衡销售价格以及盈亏平衡单位产品变动成本等。

实际上,销售收入、总成本与销售量之间的线性关系仅在销售量较低时近似成立。当销售量超过一定的范围,将明显影响市场供求状况,而使价格随着销售量的增加而发生变动;同时,企业内部生产由于规模经济或规模不经济,单位变动成本也会在一定范围内发生变化,因此,销售收入、总成本与销售量呈现出一种非线性关系。在这种非线性盈亏平衡分析中,可能出现两个甚至两个以上的盈亏平衡点,并且可能会出现最大盈利点(如图 4-8(b))所示。

通过盈亏平衡分析,不仅可以考察项目承受风险的能力,用于互斥方案的比较和选择,还可以通过分析价格、销售量、成本等因素对项目盈利能力的影响,寻求提高盈利能力的途径。盈亏平衡分析的局限性包括:(1)属于静态分析,未考虑资金时间价值和项目寿

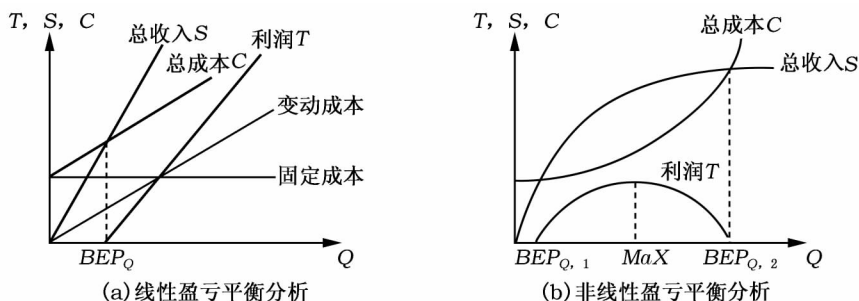


图 4-8 盈亏平衡分析图

命期内现金流量的变化；(2)只分析了部分因素对项目盈亏的影响，未对项目的盈利能力进行综合判断；(3)难以定量测度风险的大小。

2. 敏感性分析(sensitivity analysis)

敏感性分析是识别对项目净效益影响最大的一些变量，并将它们的影响程度量化的一种风险评价。

进行敏感性分析通常考虑的变量主要有三类：(1)对总费用和总效益的综合敏感性分析，有助于说明基本变量的共同影响；(2)对关键费用和效益项进行的单因素或多因素敏感性分析，如产品价格、单位成本等，是最常用的方法；(3)对项目实施过程各阶段可能发生的时延延误进行的敏感性分析。

敏感性分析的表达方式一般有两种：(1)变动某一个或某几个变量（一般用正负百分比来表示），计算财务评价指标（NPV 或 IRR）的变动百分比。这种表达方式的缺点是不能方便地识别最能影响项目效益变化的变量以及不确定性的来源或类型。(2)利用转换值（switching value）。某一变量的转换值是指使项目净现值为零（或项目内部收益率等于折现率）时变量值所需变动的百分比。转换值的绝对值越小，其对应的变量对项目结果影响就越大，或者说项目对该变量越敏感。

敏感性分析使用了项目寿命期内的现金流量及其他经济数据，有助于识别不完善的设计方案，查明需要进一步搜集信息的变量，将敏感性因素可能引起的项目风险尽量降低。敏感性分析的缺陷是：(1)未考虑事件发生的概率；(2)孤立地处理每个变量的变化，未考虑各变量间的相关关系。

3. 概率分析

概率分析是通过计算项目的期望净现值判断项目是否可行的不确定性分析方法。

投资项目每年的净现金流量 NCF_t 受到各种随机因素的影响而具有随机性；项目的净现值 NPV 是各年净现金流量的现值之和，也必然是一个随机变量。在确定性财务分析方法中采用的各变量值及由此计算出来的净现值（NPV）和内部收益率（IRR）是我们

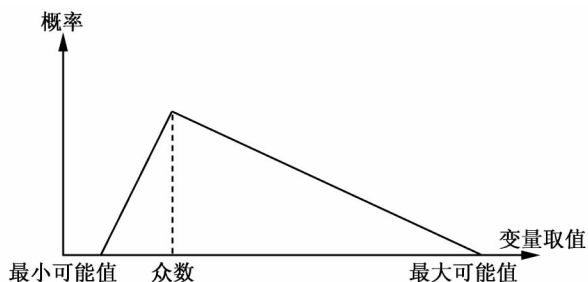
认为的最佳估计值,在多数情况下是所有可能的取值中最经常发生或最可能的值,在统计分布中称为众数。但是一般认为,最能代表某变量统计分布中心位置的是均值(或者是加权平均值)。在进行项目决策时,也应采用期望净现值,即利用所有可能的 NPV 及其对应的相对概率或频率加权计算出的期望值,公式为:

$$\begin{aligned} E(NPV) &= \sum NPV_j \times P_j \\ &= E\left(\sum \frac{NCF_t}{(1+i)^t}\right) \\ &= \sum \frac{E(NCF_t)}{(1+i)^t} \end{aligned} \quad (4-18)$$

$$E(NCF_t) = \sum (NCF_{t,j} \times P_j) \quad (4-19)$$

概率分析的一般步骤是:分析各不确定因素可能出现的状态及其发生概率(即项目变量的概率分布),并完成多种不确定因素不同状态的组合,由此计算出投资项目的各年期望净现金流量及期望 NPV,从而决策接受或拒绝该投资项目。

确定项目变量的概率分布是最关键、也是最困难的一步,一般可利用历史统计资料的经验数据来进行估算,若未来的情况和历史情况不相同时,则应在充分调研的基础上主观预测分析变量的概率分布。首先是确定变量范围,只有对项目效益有显著影响的变量才需纳入分析。因此,可以借助敏感性分析排除那些影响微乎其微的变量,将其视为不会引起项目结果误差的常量。其次,要对变量的概率分布作出简化的假定。在经验风险分析中,常采用三角分布来模拟变量的分布。即通过最可能值(众数)、最小可能值和最大可能值来描述概率分布。三角分布的期望值为三个参数之和的 $1/3$,其概率密度函数如图 4-9。此外,还可以采用绘制频率直方图(或平面多方图)和分位点判断法等方法来估计变量的概率分布。^①



资料来源:P. 贝利等:《投资运营的经济分析》,中国计划出版社,2002 年,第 108 页。

图 4-9 三角分布

① P. 贝利等:《投资运营的经济分析》,中国计划出版社,2002 年,第 107~110 页。

确定各变量概率分布后需对其不同状态进行组合,以确定所有可能出现的 NCF_t 和 NPV 以及其各自发生的概率。在项目变量较少且为独立的离散型变量时,可借助决策树完成对不同因素不同状态的组合,或直接利用期望的四则运算公式确定 NCF ,例如:

$$\begin{aligned} E(NCF_t) &= E(\text{收入}) - E(\text{成本}) \\ &= E(\text{价格}) \cdot E(\text{销售量}) - E(\text{平均成本}) \cdot E(\text{销售量}) \end{aligned}$$

当变量间具有相关关系或变量为连续型(如上面的三角分布)时,则可利用蒙特卡洛模拟法^①,通过计算机模拟生成净现值的概率分布,包括期望净现值的概率。

在概率分析中,除了可以获得项目的期望净现值外,还可以计算出项目净现值小于零(即项目失败)的概率,定量测定投资风险。

4. 期权(option)

以上所介绍的分析方法均属于静态分析方法,事实上标准的 NPV 法从某种程度上说也是静态的。而企业是在动态的环境下进行决策,因此在项目评估上有必要引入期权的思想。传统的分析方法只是主观地、被动地对风险进行处理,而在运用期权思想的投资决策中,则是通过主动驾驭风险,利用不确定性来创造价值。

期权是指对特定对象的选择权,持有者能够在期权到期日及到期日前以事先约定的价格买卖特定资产。期权赋予了持有者选择的权利而不承担相应义务。在投资项目实施的不同阶段,投资所处环境的变化会带来项目相关变量的变化而影响项目的获利能力。企业的投资决策也是一个动态变化过程,在不同的阶段可以根据环境影响因素的变化,重新权衡项目的收益和风险,有机会进行调整或做出相应的新决策。这种潜在的可能提高项目获利能力的权利就是一种期权,一种以项目所对应的设备、土地等实物资产为标的的实物期权。

期权可分为最基本的两类:看涨期权和看跌期权,引入到投资项目决策中称之为拓展期权和收缩期权。拓展期权是指在未来能够增加投资的机会,而收缩期权则是指在未来放弃投资、收缩投资规模的机会。拓展期权的价值在市场前景看好、需求旺盛时能够得到充分体现,而当市场环境不理想时,收缩期权也同样具有价值。这种期权思想可以通过决策树模型表达出来(如图 4-10)。

传统的 NPV 法通常是依据一定项目周期内各年的现金流量进行贴现来决定是接受还是放弃项目。在变化莫测的实践中,投资者可以在项目生命周期内的任何时点拓展或收缩项目。因此,理论上,在确定项目价值时应包括期权的价值,即:

$$\text{项目市场价值}(M) = \text{不包含期权的 } NPV + \text{期权价值}(Opt)$$

^① 蒙特卡洛模拟法也叫随机模拟法,当系统中各个单元的可靠性特征量已知,但系统的可靠性过于复杂,难以建立可靠性预计的精确数学模型或模型太复杂而不便于应用时,可利用随机模拟法近似计算出系统可靠性的预计值。在蒙特卡洛模拟法中,计算机的作用就像在规定条件下把同一项目执行了成百上千次,汇集这些结果就可以获得平均结果及其概率分布。

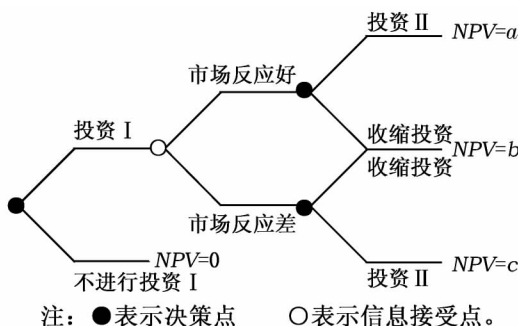


图 4—10 决策中的期权

二、国民经济评价、社会评价和环境影响评价

(一) 国民经济评价

国民经济评价是按照合理配置资源和社会经济可持续发展的原则,采用影子价格、社会折现率等国民经济评价参数,从国民经济全局的角度出发,考察投资项目的经济合理性。

国民经济评价与财务评价的评价方法、基础工作及计算期都是相同的,其区别在于:

- (1) 基本出发点不同,财务评价是从项目自身角度出发,国民经济评价则是站在全社会的立场上对项目进行评价;
- (2) 费用和效益的含义及划分范围不同,财务评价根据项目直接发生的财务收支确定费用和收益,而国民经济评价还必须考虑项目的相关转移支付;
- (3) 使用的价格体系不同,财务评价采用实际的市场预测价格,国民经济评价使用的是影子价格;
- (4) 使用的参数不同,财务评价用一般基准折现率进行折现,而国民经济评价则采用社会折现率;
- (5) 评价内容不同,财务评价关注项目的盈利能力指标、偿债能力、效益比率及生存能力等,国民经济评价则只关注盈利能力的评价。

(二) 社会评价

社会评价是从社会角度出发,考察研究和预测投资项目对实现社会目标方向的贡献,核心是项目的国家利益和项目对地区发展的贡献。社会评价主要反映四个方面的问题:

- (1) 预测和分析投资项目可能为国家或地区增加多少财富;
- (2) 预测和分析由于项目所产生的效益和财富的分配是否合理;
- (3) 项目承办者及项目所在地区的管理机构是否在项目建成后变得更有效能;
- (4) 分析项目承办者及项目所在地区人们赖以生存的环境质量、文化卫生状况等物质生活质量能否得到改善,其中最为重要的是社会财富的增加和分配的公平性分析。

与投资项目财务评价相比,社会评价的特点是:(1)宏观性,财务评价的范围仅限于评价项目自身的经济效益,社会评价则是从宏观角度考察项目投资建设给社会带来的贡献

和影响,是更全面的分析评价;(2)长期性,经济评价计算期一般不超过 20 年,而社会评价所考虑的是近期和远期的社会发展目标,界定的时间范围较大;(3)定性效益和定量效益相结合;(4)评价指标的价值性和非价值性相结合,社会效益可分为有形外部效益和无形外部效益,后者包括社会治安和民族团结等诸多无法用货币简单计量的因素。

(三)环境影响评价

环境影响评价是对投资项目的开发建设活动所引起的环境影响事项进行识别、预测和评价,并提出减轻或消除环境影响的合理对策,以促进社会经济发展和环境保护的协调。

环境影响评价是项目财务评价的必要补充,以保证项目在经济、技术和环境上都是可行的、合理的,从而使项目成为一项可以持续发展的开发计划。环境影响评价可以使投资项目有更为理想的损益比,并能更好地体现整个社会的长远利益。

案例 4 实物投资项目的财务评价

投资者拟在某地区新建一个生产项目,年设计生产能力为 30 万吨。项目计划在两年内建成,第 3 年投产,经济寿命期为 15 年,预计投产第 1 年的达产率为 70%,第 2 年的达产率为 90%,第 3 年以后均为 100%。相关数据估算如下:

(1)该项目在建设期间的固定资产投资支出及其构成如下:

单位:万元

	合 计	第一年	第二年
建筑工程费	5 000	3 000	2 000
设备购置费	3 000	1 200	1 800
安装工程费	200	100	100
工程其他费用	400	250	150
合 计	8 600	4 550	4 050

在项目的建设投资资金来源中,其中 5 600 万元为资本金投入,而设备购置费 3 000 万元为银行借款,借款年利率为 10%,以年为计息期,并与银行制定在投产后 10 年后等额偿还。固定资产折旧采用直线折旧法,寿命结束时回收固定资产余值 276 万元。

(2)该项目占用土地 500 亩,需一次性支付租金 1 000 万元,为资本金投入,在生产期内平均摊入产品生产成本。

(3)该项目所需流动资金 2 000 万元,在第 2 年年末向银行借入并投入,借款年利率为 10%,以年计息期,并与银行商定在经济寿命结束时偿还本金。

(4) 该项目产品的销售单价为1 500元/吨,销售税金及附加为销售收入的 6%,不考虑增值税。

(5) 该项目每吨产品的经营成本及其构成如下:

单位:元

原材料	1 100
其中:耗用 A 原材料 1.5 吨,每吨 400 元	600
耗用 B 原材料 2.5 吨,每吨 200 元	500
电力	150
工资及福利	250
其他费用	100

固定资产折旧、无形资产摊销和投资借款利息根据前面相关资料计算。

(6) 假设在项目计算期内无其他业务和投资收益发生,该项目的所得税税率为 33%。

思考题

该项目的行业基准投资收益率为 15%,试对该项目做出财务评价,判断该项目是否可行。

第五章 金融投资理论与实践

第一节 金融投资工具

一、金融投资的概念、特点

金融投资是指在金融市场上,投资者通过对金融产品的交易买卖而进行的一种投资。其形式有存放款、外汇买卖、票据承兑贴现、股票债券买卖等。

与实物投资相比,金融投资有以下特点:

第一,金融投资的对象以金融产品的形式存在,流动性较大,较易兑现且兑现中的损失较小;而实物投资的对象以实物资产形式存在,常常难以兑现。

第二,金融投资的风险性较大,因为金融产品具有较大风险性,使得投资者在投资过程中面临更多的不确定因素;而实物投资所承担的风险相对较小,一旦出现投资失误还有减少损失的可能性。

第三,金融投资需充分考虑时间因素的影响。时间是决定金融投资收益的重要因素,与实物投资相比,金融投资更注重时间价值的分析。

二、金融投资工具的类型

金融投资工具是金融投资活动的载体,是投资者运用资金的工具,是金融市场上的进行交易的对象。按照不同的标准可以对金融投资工具进行不同的分类。如固定收益投资工具和浮动收益投资工具、货币市场投资工具与资本市场投资工具等,最常见的分类方法是将金融投资工具分为基础性金融投资工具与衍生性金融工具。

(一)基础性金融投资工具

基础性金融投资工具是具有较长发展历史、可以独立存在、进行交易的金融工具。它

是对衍生性金融工具出现以前的传统工具的统称,包括外汇、股票、债券等。

1. 可转让大额定期存单

可转让大额定期存单是一种面额很大、不可在到期之前提前偿还,但可在次级市场上转让的银行票证,一般由银行发行。它从公众储蓄中吸收资金,并在到期后一次还本付息。通常可转让大额定期存单的利息率高于同期的定期存款利息率,但不计付逾期利息。可转让大额定期存单有较高的利息率、较好的流动性以及较小的风险性,因而受到投资者的欢迎。

2. 商业票据

商业票据是一种面额较大、期限较短、没有明确次级市场的短期筹资工具,通常只能由信誉很高的大企业或金融机构发行。这些企业或机构可以通过商业票据以较低的筹资成本在金融市场上筹集大笔短期资金,用以满足临时资金需求。由于企业以信用担保发行商业票据,因此发行的商业票据经常有银行贷款担保。虽然商业票据通常不能在次级市场上转让,但因为期限较短,并可以要求发行者提前购回,所以其流动性也较好。

3. 回购协议

回购协议是一种以金融资产为抵押品的短期信用工具。回购协议的买卖双方在购买一笔金融资产,比如债券的同时,卖方与买方就约定在未来某一天,按约定价格与条件重新购回该笔债券。在这一交易过程中,购买方并不从该笔债券的利息等固有收益中取得收益,而是凭回购协议上的约定,取得卖方如数购回该笔债券时所付的利息收益。因此,在回购协议中,买卖的金融资产充当的是抵押品。出售回购协议的通常是商业银行或非银行金融机构,这种方式能使它们绕过法定准备金比率的限制,取得大笔低成本的短期资金。购买回购协议的买方通常是大企业、地方政府、中央银行,因为它提供了一条低风险性、高流通性的投资途径。

4. 投资基金

投资基金是一种通过发行基金证券,吸收社会投资者资金,再分散投资于各类有价证券的投资工具,其所获得的收益按基金证券份额支付给投资者。投资基金是面向社会公众的投资工具,投资者只需要小额资金,就可以进行投资。基金在吸收众多小额资金,形成相当规模的资金后,以大规模的资金进行投资组合,降低投资风险,从而使每个投资者投资风险降低,而投资收益率一般比债券利息或银行定期存款利息要高。在这种方式下,个人投资者无需聘请专人进行投资管理,而由基金聘请投资经理、投资顾问等,利用其信息优势、经验优势进行专业的投资管理。

5. 债券

债券是政府、企业等经济主体为筹集资金而向债权人(投资者)出具的,承诺在规定期限内对债权人支付利息和偿还本金的有价证券。债券是金融市场上重要的投资工具,同时也是重要的融资工具。各国法律都对债券的票面内容作出严格的规定,使之具有法律

效力。一般债券票面上应载有发行者相关信息、面额、期限、利率和付息方式、发行日期等内容。

6. 股票

股票是股份的表现形式,是股份公司按照法定程序发行的,证明其持有人对该公司享有股东权利并承担股东义务的有价证券。股票是所有权的凭证。因此,通过股票向股东筹集的资金是作为企业的自有资金,不需要偿还。股东不能向股份企业要求归还股本,而只能通过二级市场上转让股票来收回自己的投资。但是股东是企业的所有人,因此享有对企业的所有权,并承担相应的义务。

股票的风险程度明显高于债券。股东的投资作为企业的自有资本,其投资收益与企业的经营状况密切联系。企业盈利时,股东分得股息,同时股票升值。但是当企业亏损时,股东不但分不到股息,其投资本金也可能缩水。当企业破产时,股东是最后一个从企业破产清算中得到补偿的。另外,股票市场的相对频繁、剧烈的波动也增加了股票的风险程度。

(二) 衍生性金融工具

衍生性金融工具也称金融衍生工具,是在基础性金融工具之上派生出来的,指由某种特定的交易方式形成的一系列合约。其发展历史只有三十多年,且必须依赖基础性工具而存在。衍生性金融工具的买卖是一种信用交易。衍生工具的形式包括远期、期货、期权、互换四种。而根据衍生工具的衍生基础,又可以细分为外汇远期、货币期货、现货期权等。

1. 金融期货

期货是指交易双方承诺在未来某一时期,按照事先约定的价格、数量、交割方式等,进行某种实物商品或金融商品买卖的契约。期货以期货合约的形式进行交易。期货交易就是在期货交易所,通过竞价方式针对标准化期货合约所进行的交易形式。

金融期货是以金融工具,而不是以实物产品为标的物的期货。金融期货的出现丰富和拓展了金融市场的功能,成为金融市场工具创新的成功例证。金融期货按合约标的物划分,主要有外汇期货、利率期货和股票指数期货三类,分别以外汇、利率和股票指数为标的物。

(1) 外汇期货是为适应各国国际贸易和金融业务而最先推出的金融期货产品。它以汇率为标的物,是指在外汇交易市场中,交易双方通过公开竞价方式确定某一汇率,并按该汇率在未来某一时期买入或卖出某种货币。目前国际上外汇期货合约品种主要有美元、英镑、日元、澳大利亚元、欧元等,最重要的两大外汇交易所是 1972 年成立的芝加哥商业交易所所属的国际货币市场(IMM)和 1982 年成立的伦敦国际金融期货期权交易所(LIFFE)。

(2) 利率期货是以利率为标的物的期货,它是指在交易所内通过公开竞价买入或卖出

某价格的有息资产,并在未来某个时期按合约交割。交割可采用现金交割方式,也可用现券交割方式。利率期货可分短期利率期货和长期利率期货。前者常以三月期银行同业拆借市场利率为标的物,后者则多以五年以上长期债券为标的物。利率期货品种还有短期银行利率期货、短期政府债券期货、银行承兑汇票期货、中长期国库券期货、抵押权期货等。

(3) 股指期货是为了规避股票市场的系统风险而被创造出来的。股指期货以股票指数这个没有实物形式的金融产品为标的物,交易双方在交易所通过竞价确定某一股票指数,成交价格按这一股票指数乘以统一的约定乘数来计算,到期时以现金形式交割。可见,股指期货的标的物、成交价格的计算、交割的方式都有其特点。1982年美国堪萨斯交易所最先推出股票指数期货交易。目前,股指期货已成为发展最快的期货品种。

2. 金融期权

期权是指在一定的期限内以事先约定的价格购买或出售一定数量的某种标的产品的权利。期权交易就是针对这种权利的交易。这种权利的具体内容由期权合约来规定,其构成要素包括期权费、履约价格、标的产品和数量以及合约期限等。

金融期权是以金融产品为标的物的期权。按照不同的分类标准,可将金融期权分成多个种类。根据期权合约标的物来划分,可分为外汇期权、利率期权、股票期权、期货期权等。根据执行期权的时间不同来划分,可分为欧式期权和美式期权。根据交易场所的不同,可分为场内交易期权和场外交易期权。根据合约赋予的权利的不同,可分为买入期权、卖出期权和双向期权。其中,买入期权和卖出期权是最基本的金融期权种类。

期权交易是在期货交易的基础上发展而来的,因此,金融期货和金融期权交易在经济功能方面既有共同点又有不同点。

两者共同之处是均有规避风险、价格发现和提高交易效能的功能,两者功能的不同之处体现在价格监控和健全市场机制等方面。

第一,价格监控。由于期权具有灵活的投资策略和市场上敏感迅速的套利力量,因此在同一标的物的众多期权中,建立起了一套错综复杂的价格关系,标的物的价格与其期权之间或期权彼此之间就会互有价格监控的功能,使得炒作意图不易得逞。现货、期货与期权价格之间的网状关系,市场自身的对冲交易行为与套利交易力量,将不断监督、促进价格向合理方向运动,既促进期货市场价格发现功能的发挥,又稳定现货市场价格。

第二,健全市场机制。这一功能主要体现在期货市场上。由于期货交易建立在保证金制度之上,具有高度的杠杆效应,致使买卖双方承担无限风险。而无论是买入期权还是卖出期权,买方最大风险仅为期权费,从市场规范的观点来看,期权买方承担有限风险,故而不会扩大到整个期货市场。对于期权的卖方,虽然承受无限风险,但因为其所收的期权费中已含有额外的价值,因此增加了其抗风险能力。期权卖方还可以根据期货价格的变化和持仓情况,建立相应数量的期货头寸,对持有的卖出期权头寸进行保值,因此其所面

临的风险其实小于单纯的买卖期货所面临的风险。可以说期权交易减少了市场一半以上的扩散性风险。另外,期权还降低了市场中操纵者操纵期货价格的可能性。对于期权的买方,无论是购买看涨期权还是卖出看跌期权,风险已经固定,不会存在必须反相对冲的问题。那些串谋拉抬或杀低期货价格的市场操纵者很难强迫他人接过期货盘位,自己赚钱离场。这种运用市场手段化解期货市场潜在风险的方式,为期货市场的稳步发展提供了一定的保障。

3. 金融互换

互换业务指交易双方约定在未来某段时间内,将各自所持的金融产品或金融产品的某些要素进行交换的交易活动。互换的具体对象包括币种、利率、股票、期货、期限、偿还方式等。互换业务因为有筹资功能强大、风险性小、投机性较低的特点,所以自 20 世纪 70 年代出现以来发展迅猛,在国际金融市场上得到广泛运用。

货币互换和利率互换是两种最基本的互换交易。

货币互换指交易双方各自拥有一定数量、不同币种的债务。双方在期初按约定的汇率交换相应数量的本金,之后在约定的时期再交换不同币种的本金和利息,偿付对方的债务。货币互换最常见的为固定利率对固定利率互换,也有固定利率对浮动利率互换、浮动利率对浮动利率互换等形式。货币互换具有降低交易双方的筹资成本、规避利率和汇率风险、逃避外汇管制等作用。

利率互换是指交易双方各自拥有一定数量、不同计息方式的债务。双方分别在期初和约定的时期交换利息,交换过程中没有实际本金的互换,而仅有用作计算利息的名义本金。利率互换产生于货币互换之后。在利率互换中,双方币种相同,但计息方式不同,比如一方是固定利率,一方是浮动利率。通过互换,实际上双方分别承担了偿还对方利息的义务,但不承担偿还对方本金的义务。利率互换也有降低筹资成本的功能,能以较低的固定利率或浮动利率筹措到所需资金。将浮动利率互换成固定利率,还能转移利率变动风险。

三、金融工具的创新

20 世纪 70 年代以来,国际金融领域发生了广泛而深远的变化。布雷顿森林体系瓦解、各国利率调节向自由化发展、几次世界性石油危机、信息网络技术飞速发展等等,这些重大事件在对世界金融市场造成冲击的同时,也为它创造了巨大的业务和制度的发展空间。在这些重大变化中,金融创新的空前发展显得尤为突出。

金融创新指特定时期内在金融领域中,为达到某些目的而创造出新的金融要素内容。金融创新包括金融工具创新、金融制度创新、金融组织创新等。狭义的金融创新仅指金融工具的创新。人们为了实现提高资金配置效率、控制投融资风险、降低成本提高收益、增强资产流动性等目的,而不断设计出新的金融工具,以适应货币市场、资本市场变化发展

的要求。金融创新是个历史范畴,是针对已存在的金融工具而言的。比如,银行存贷款业务、股票、企业债券等传统金融工具,在它们刚出现之时,也属于创新工具。

(一) 金融工具创新的特点

1. 金融创新工具主要由基础工具派生而来

一方面,创新工具可以是基础工具的衍生产品,比如由债券衍生出来的产品有无担保债券、抵押债券等,这些衍生产品对原有工具的功能进行了演化,将原有工具的应用范围进行了扩展;另一方面,创新工具可以是对基础工具某项功能进行直接变动,比如通过改变债券利率,出现了浮息债券、零息债券等创新工具,通过改变债券本金值,产生了双重货币债券、指数化债券等。创新工具建立在基础工具之上,从而其价值主要受到基础工具价值变动的影响,这是创新工具最独特之处,也是具有避险作用的原因所在。

2. 金融创新工具的设计具有较大灵活性

根据投资者对时间、金额、风险等级等不同参数的需求,金融工具设计者可以对基础工具和金融创新工具进行各种组合,创造出大量特性各异、有较强针对性的金融工具,以适应不同市场投资者的需要。

(二) 金融工具创新的动因分析

20 世纪 70 年代之前,金融工具的主要功能在于解决金融市场上不断产生和转化的资金供求矛盾。这些金融创新工具能够帮助金融市场交易者实现资金的合理配置,能使交易者以更低成本、更高的效率实现融资或投资需求。在当前情况下,实现交易者在动荡的市场环境中规避风险,增加获利空间以及适应金融全球化的需求,成了金融工具不断创新的主要动机。金融工具创新的具体动因主要包括以下几个方面:

1. 转移风险

为转移价格风险,出现的创新工具有货币和利率互换、期货、期权等,通过对这些工具的操作,交易者可以转移利率、汇率、股指、油价等价格变动引起的风险。在各国金融市场相互影响力日趋明显的今天,这类金融工具得到了越来越广泛的应用。为转移信用风险,产生了诸如贷款出售、资产证券化、对弱信用担保的保险等各种创新工具,这一类工具已经发展成为“信用衍生工具”。

2. 信用创造与信用增加

由于金融创新,许多创新工具已具有信用创造功能,如垃圾债券就是一例。随着信息技术的发展,投资者可以较容易地分辨投资风险的大小。一些具有风险偏好的投资者就更愿意投资于那些由小企业发行的信用等级较低但收益丰厚的长期债券。如今垃圾债券已成为债券市场中的重要部分。另外,一些创新工具主要通过以不动产或者以前所未曾使用的资产作担保,来加强金融工具的信用度,如以房产抵押发行的证券等。这类金融工具具有巨大的创新潜力。

3. 增强流动性

为满足这种需求,大量金融创新工具增强了金融资产的货币性或可转让性,如票据发行便利、附有卖出期权的证券、为证券化的工具开辟第二交易市场等。一些创新工具实现了资金在货币市场和资本市场间的自由流动。另外,大量的国际资本通过金融投资方式进行跨国运动,也显著促进了金融创新工具的国际间流动。流动性的增强对全球金融市场的快速发展和全球性金融危机的产生有着正负两方面的影响。

4. 改变权益结构

可调节股利的优先股、可转换可交换的优先股、全球存款凭证等创新工具都具有改变权益结构的功能。比如,1996年泰国曼谷银行发行了可回售和赎回的可转换清偿债券,价值35 000万美元。5年以后,如果曼谷银行的股票价格上升了130%以上,这些债券可以转换为曼谷银行的股票;如果股票价格没有上升到130%的水平,曼谷银行将按照这些债券面值123.5%~127.5%的价格强制性赎回这些债券。金融创新工具的这一功能比较新颖。

(三)金融工具创新的经济效应

金融工具创新的经济效应是指金融创新工具的运用给金融市场乃至整个国家的经济环境带来的影响。这些效应是多方面的,既有宏观影响,也有微观影响,既有正面影响,也有负面影响。概括而言,主要有以下五个方面:

1. 推动了金融系统的发展

第一,金融工具创新推动了金融工具品种和数量的扩张。这包括银行金融机构创造的新型金融工具,非银行金融机构创造的各类新型保险单、各类新式基金的股份等。金融工具的增加,一方面满足了金融机构在经营管理中特定的需要,提高了业务竞争力,另一方面扩大了投资者的选择空间,使投资者较容易地实现最优投资组合。

第二,金融工具的创新还引致金融机构的种类和规模的变迁。以美国为例,因为具有可变利率和控制通货膨胀风险等功能的金融创新工具的运用,使得以投资基金为代表的非银行金融机构在美国迅速崛起。1970年美国投资基金在各类金融机构的资产总额中占比为3.6%,到1990年迅速提高到了10.5%,至2000年底,其投资基金总值达到6.97万亿美元,投资基金数量增至8 171个。

第三,金融创新工具在不断满足金融市场新需求的同时,又反过来创造了各种新型市场需求,促进了金融市场的扩张与发展。

2. 冲击了传统银行制度

传统银行制度重视金融业务的分业管理,注重银行业务的专业化。例如,美国1933年《银行法》规定,活期存款不付利息、储蓄存款不能开支票、定期存款利率上限限制、商业银行业务与投资银行业务分离等。然而,金融工具的创新不断,逐渐突破了金融业分业经营的状况,对传统银行制度有很大冲击。例如,可转让支付命令账户和自动转账服务突破了活期存款不付息和储蓄账户不开支票的规定;货币市场存款账户和货币市场存单突破

了定期存款利率上限的规定,并使商业银行的存款账户与金融市场的投资账户联系起来。在创造新型金融工具的过程中,银行业务就在不断扩张与融合,银行制度也随之不断进行调整。

3. 降低了货币政策的效力

金融工具创新使得货币定义和计量复杂化,货币外延的明显分界变得模糊。对于公众而言,货币与其他金融工具之间的差异不再具有显著意义,两者之间有高度的替代性。在交易账户与投资账户之间,广义货币与狭义货币之间,甚至在本国货币和外国货币之间的差异也正在迅速消失。由于货币定义和计量日益困难,中央银行越来越难以把握货币总量的变化,传统货币政策的效力正在降低,政策制定的复杂性大幅度提高。

4. 改变了货币需求的结构

根据凯恩斯的货币需求理论,人们持有货币的动机分为交易性需求、预防性需求和投机性需求。前两者都主要取决于收入水平,投机性需求则主要取决于利率。金融创新工具改变了货币需求的结构,使交易性和预防性货币需求下降,投机性货币需求上升。大量货币性极强的新型信用工具和存款账户的涌现,如货币市场互助基金、大额可转让定期存单、自动转账服务等,能够在很大程度上满足人们的流动性需要,从而减弱了人们对货币的流动性偏好,导致交易性货币需求下降;金融创新工具使许多交易账户具有了投资账户的部分功能,在投资性金融资产相对增加的情况下,人们的投机性需求上升。由于金融工具创新使货币与其他金融工具之间的替代性增强,资产流动的交易成本又很低,因而在短期内经济形势稍有变化,就会引起资金在各类金融资产之间的大规模转移。

5. 增加了整个金融市场的系统风险

具有规避风险功能的金融创新工具,如期货交易、期权交易、互换交易等,对个别金融机构和投资者而言,很大程度上能起到转移和分散风险的作用,但这并不能从总体上减少整个金融系统的风险。因为风险的转移和分散,并不意味着金融系统风险的消失或减轻。随着金融工具的日趋复杂,所要求的专业操作技术大幅度提高,监管难度也大大提高,导致系统风险增加。另外,金融工具的创新增加了金融市场内的依存度,使市场系统风险更具有放大性。因此,大规模的金融风险一旦爆发,不仅就会给市场造成巨大损失甚至致命性打击,严重的还会引起金融恐慌。

(四) 金融工具创新的发展趋势

在世界金融一体化的趋势下,金融工具的创新掀起了新的高潮。其发展呈现出以下几方面特点:

1. 金融工具创新的范围更广、速度更快

经济全球化与信息网络技术的发展使得金融工具创新的范围更广、速度更快。创新工具已不限于在一国国内扩展,而是一旦产生就迅速波及全球市场。另一方面,在当今三十年之内出现的创新工具比历史上几十年、上百年创新的种类都多,其发展速度令人叹为

观止。

2. 创新的原因和动力日趋复杂

金融机构会针对各类目标客户的各种不同的需求设计出各种新的金融工具。这些创新工具之间可能只有微小的差别,但恰好满足了只有微小差别的各类需求。

3. 对货币市场的影响力度增加

新的金融工具能更好地起到支付和结算手段的作用,从而更可能成为货币的替代品。它可能影响到传统的货币需求函数,改变货币乘数,进一步影响到货币控制。从当今金融创新总体来看,它很可能会引起金融结构的深刻变动。

4. 加剧了金融业的竞争

金融业的竞争促进金融创新工具的发展,而创新工具的发展,反过来又日益加剧了竞争。目前,同一国家金融机构之间或不同国家的金融机构之间的竞争不断加剧,而寻求工具创新是保持和扩大市场份额、提高自身实力的有效办法。创新工具的发展速度与程度将明显体现出全球范围内金融业竞争的激烈程度。

5. 对创新工具的监管难度更大

创新工具发展日新月异,加上其本身的一些特性,使得创新工具对金融市场造成的系统风险增大。交易所作为监管者,在信息方面处于劣势,在管理上处于被动地位,而高度自由化的场外交易的扩张,又进一步加大了对创新工具的监管难度。

可以预见,在未来的金融市场中,金融创新工具将占据举足轻重的地位。一方面,市场会因为金融工具的不断创新而日趋庞大和繁荣;另一方面,市场也可能会因为金融工具的众多与繁杂而更加显得脆弱。

第二节 金融投资理论

一、投资组合理论

投资组合理论假设投资者根据资产的收益率和风险作出最优决策。为了获得较高的收益率,较低的风险,投资者往往会根据多样化的原则,进行组合,即投资多种证券形成一个资产组合,从而能够在一定的风险水平下获得最大的预期收益,或者在一定的预期收益情况下使风险最小。

(一) 单个资产的收益与风险

1. 收益率与期望收益率

资产的收益通常用收益率来测定,它是投资者在该资产的持有期间获得的总收益与初始总投资比值,即:

$$\text{收益率} = (\text{期末财富} - \text{期初财富}) / \text{期初财富}$$

资产投资的收益率通常是不固定的,在不同时期,不同情况下,同一类型和数量的资产的收益率并不相同,因此引入期望收益率的概念,用公式表示为:

$$E(R_a) = \sum_{i=1}^N P_i R_i \quad (5-1)$$

其中, $E(R_a)$ 为资产 a 的期望收益率; R_i 为该资产的第 i 个可能的收益率; P_i 为第 i 个可能的收益率发生的概率; N 为各种可能结果的总数。

2. 风险与方差

投资风险指未来收益的不确定性及其发生的概率,通常用方差来测定,公式为:

$$\sigma_a^2 = E[R_a - E(R_a)]^2 = \sum_i P_i [R_i - E(R_a)]^2 \quad (5-2)$$

其中, σ_a^2 表示资产 a 的收益率的方差。

由于风险的存在,投资者实际获得的收益率可能会与决策时期望收益率不一致。另外,即使两种投资的期望收益率一样,但若两者的风险不一样,也会给投资者的决策造成影响。

(二) 资产组合的收益与风险

1. 两种资产构成的资产组合

假设有两种资产 a 和 b , X 和 Y 分别是 a 和 b 在资产组合中所占的比重, R_a 和 R_b 分别是 a 和 b 的收益率,用 R_p 来表示资产组合 p 的收益率。由期望及方差的性质可以得出资产组合 p 的期望收益率及方差为:

$$E(R_p) = XE(R_a) + YE(R_b) \quad (5-3)$$

$$\text{Var}(R_p) = X^2 \text{Var}(R_a) + Y^2 \text{Var}(R_b) + 2XY \text{Cov}(R_a, R_b) \quad (5-4)$$

其中, $\text{Cov}(R_a, R_b) = E[(R_a - E(R_a))(R_b - E(R_b))]$, 表示资产 a 和 b 的收益率的协方差。当协方差为正时,表示 a 、 b 两种资产有正相关性,同一情况下两者出现的收益结果相似。当协方差为负时,表示两种资产有负相关性,同一情况下两者出现的收益结果相反。

2. 两种以上资产的组合

当资产组合由两种以上的资产组成时,其期望收益率与方差的表达式也是类似的。假设资产组合 p 中有 N 种资产, X_i 表示第 i 种资产在资产组合中的比重, R_i 为第 i 种资产的收益率。则:

$$E(R_p) = \sum_i X_i E(R_i) \quad (5-5)$$

$$\text{Var}(R_p) = \sum_i X_i^2 \text{Var}(R_i) + 2 \sum_{i=1}^N \sum_{j \neq i}^N X_i X_j \text{Cov}(R_i, R_j) \quad (5-6)$$

由上式可知,资产组合的风险由两部分构成。一部分是 $\sum_i X_i^2 \text{Var}(R_i)$, 它取决于每

一资产各自的风险 $\text{Var}(R_i)$; 另一部分是 $\sum_{i=1}^N \sum_{j \neq i} X_i Y_j \text{Cov}(R_i, R_j)$, 它取决于各资产之间的协方差 $\text{Cov}(R_i, R_j)$ 。

用协方差可以表示两种资产收益率之间的相关性。但协方差在不同的投资组合之间的可比性较差。而相关系数 ρ_{ij} 可以较好的解决这个问题。

$$\rho_{ij} = \frac{\text{Cov}(R_i, R_j)}{\sigma_i \sigma_j} \quad -1 \leq \rho_{ij} \leq 1 \quad (5-7)$$

用相关系数 ρ_{ij} 代替协方差, 则资产组合 p 的方差可以表示为:

$$\text{Var}(R_p) = \sum_i X_i^2 \text{Var}(R_i) + \sum_{i=1}^N \sum_{j \neq i} X_i X_j \sigma_i \sigma_j \rho_{ij} \quad (5-8)$$

显然, 只要各资产之间的相关系数不等于 1, 则由此构成的资产组合的方差(风险)总是小于各资产各自方差(风险)的加权平均。也就是说, 资产组合总是能降低风险。

(三) 资产组合模型

由马科维茨等人建立和发展起来的“期望收益率—方差资产组合模型”, 可用于描述不同资产组合方式对资产组合期望收益率和方差产生的不同影响, 并在此基础上获得最优的资产组合。

1. 资产组合模型的假设条件

(1) 市场是完全的。即不存在交易费用和税收, 不存在进入或退出壁垒, 市场的参与者都是价格的接受者, 市场信息是对称的等等。

(2) 投资者是风险规避者。即投资者的期望收益的效用大于其效用的期望值。

(3) 资产的收益率呈正态分布。

(4) 投资者的决策是单周期的。

2. 仅有两种风险资产的情况下的资产组合

假设有资产组合 p , 其中资产 a 占 X_a 的比例, 则资产 b 占 $X_b = 1 - X_a$ 的比例。在 a 、 b 有不同的相关系数的条件下, 其资产组合的构成情况对资产组合的期望收益率和方差有不同的影响。由前文可知, 该资产组合的方差和期望收益率分别是:

$$\sigma_p^2 = X_a^2 \sigma_a^2 + X_b^2 \sigma_b^2 + 2X_a X_b \rho_{ab} \sigma_a \sigma_b \quad (5-9)$$

$$E(R_p) = X_a R_a + X_b R_b \quad (5-10)$$

其中, 不论 ρ_{ab} 的值取多少, 都可以得出以下结论:

当 $X_a = 0$ 时, $\sigma_p = \sigma_b$, $E(R_p) = E(R_b)$

当 $X_a = 1$ 时, $\sigma_p = \sigma_a$, $E(R_p) = E(R_a)$

从而, 不论 ρ_{ab} 的取值, 点 $A(E(R_a), \sigma_a)$ 和点 $B(E(R_b), \sigma_b)$ 一定是在关于 $E(R_p)$ 和 σ_p 的函数线上。如图 5-1:

(1) 当 $\rho_{ab} = 1$, 代入资产组合方差公式得:

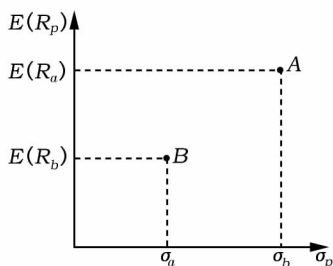


图 5-1

$$\begin{aligned}\sigma_p^2 &= S_a^2 \sigma_a^2 + S_b^2 \sigma_b^2 + 2X_a X_b \sigma_a \sigma_b \\ &= (X_a \sigma_a + X_b \sigma_b)^2 \\ \sigma_p &= X_a \sigma_a + X_b \sigma_b = X_a \sigma_a + (1 - X_a) \sigma_b\end{aligned}$$

求解 X_a 得到:

$$X_a = \frac{\sigma_p - \sigma_b}{\sigma_a - \sigma_b}$$

将其代入期望收益率公式:

$$\begin{aligned}E(R_p) &= X_a E(R_a) + X_b E(R_b) \\ &= X_a E(R_a) + (1 - X_a) E(R_b) \\ &= E(R_b) + X_a [E(R_a) - E(R_b)]\end{aligned}$$

得:

$$\begin{aligned}E(R_p) &= E(R_b) + \frac{\sigma_p - \sigma_b}{\sigma_a - \sigma_b} [E(R_a) - E(R_b)] \\ &= E(R_b) - \frac{\sigma_b}{\sigma_a - \sigma_b} [E(R_a) - E(R_b)] + \frac{E(R_a) - E(R_b)}{\sigma_a - \sigma_b} \sigma_p\end{aligned}$$

这一等式描述了 $E(R_p)$ 和 σ_p 之间的线性关系, 加上已知的 A、B 两点, 可以做出如图 5-2 所示的图形:

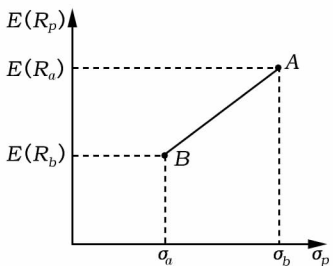


图 5-2

(2) 当 $\rho_{ab} = -1$ 时,

$$\sigma_p^2 = X_a^2 + X_b^2 \sigma_a^2 \sigma_b^2 - 2X_a X_b \sigma_a \sigma_b$$

此时, σ_p 有两解:

$$\sigma_p = \pm (X_a \sigma_a - X_b \sigma_b)$$

注意: $\sigma_p(\rho_{ab} = -1) \leq \sigma_p(\rho_{ab} = +1)$

为了作出 $\rho_{ab} = -1$ 情况下, $E(R_p)$ 和 σ_p 的函数图形, 可以进行如下直观的考虑:

当给定 σ_a 和 σ_b 时, 随着 X_a 的变动, σ_p 的两个解的符号总是相反, 一个为正一个为负。从而, 总是可以找到一个 X_a 的值, 使得 $\sigma_p = 0$ 。解出这个 X_a 的值为:

$$X_a = \frac{\sigma_b}{\sigma_a + \sigma_b}$$

用 m 表示 $(X_a = \frac{\sigma_b}{\sigma_a + \sigma_b}, \sigma_p = 0)$ 的点, 由此, 得到了 A, m, B 三个在函数线上的点。作

图得图 5-3:

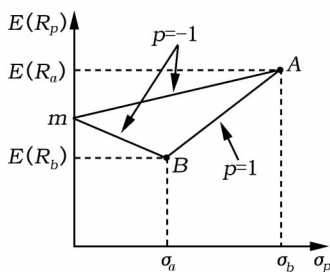


图 5-3

在 $\rho_{ab} = -1$ 时, 关于 $E(R_p)$ 和 σ_p 的函数式的具体数学推导如下:

当 $\sigma_p = (X_a \sigma_a - X_b \sigma_b)$ 时,

$$\sigma_p = [X_a \sigma_a - (1 - X_a) \sigma_b] = X_a (\sigma_a + \sigma_b) - \sigma_b$$

得到 $X_a = \frac{\sigma_b + \sigma_p}{\sigma_a + \sigma_b}$

当 $\sigma_p = -(X_a \sigma_a - X_b \sigma_b)$ 时,

$$\sigma_p = -[X_a \sigma_a - (1 - X_a) \sigma_b] = -X_a \sigma_a + (1 - X_a) \sigma_b$$

得到 $X_a = \frac{\sigma_b - \sigma_p}{\sigma_a + \sigma_b}$

资产组合期望收益率的公式为:

$$E(R_p) = X_a E(R_a) + (1 - X_a) E(R_b) = E(R_b) + X_a [E(R_a) - E(R_b)] \quad (5-11)$$

将 X_a 的两个值分别代入期望收益率公式得到:

$$E(R_p) = E(R_b) + \frac{\sigma_b + \sigma_p}{\sigma_a + \sigma_b} [E(R_a) - E(R_b)]$$

$$= E(R_b) + \frac{E(R_a) - E(R_b)}{\sigma_a + \sigma_b} \sigma_b + \frac{E(R_a) - E(R_b)}{\sigma_a + \sigma_b} \sigma_p$$

和 $E(R_p) = E(R_b) + \frac{E(R_a) - E(R_b)}{\sigma_a + \sigma_b} \sigma_b - \frac{E(R_a) - E(R_b)}{\sigma_a + \sigma_b} \sigma_p$

这两个等式表明,在 $\rho_{ab} = -1$ 的情况下,资产组合的期望收益率是其标准差的线性函数。

(3) 当 $-1 < \rho_{ab} < 1$ 时,

可以证明,所有的点 $(E(R_p), \sigma_p)$ 都落在三角形 AmB 中。且随着两个资产之间相关系数从 $+1$ 向 -1 的不断变化,关于 $E(R_p)$ 和 σ_p 的函数曲线越来越向左边靠拢。如图 5-4 所示:

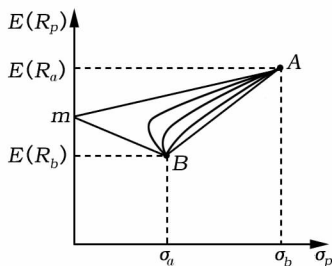


图 5-4

(4) 有效边界

假设有某资产组合 $(E(R_p), \sigma_p)$ 落在 mB 上,则该资产组合不占优,也就是非有效的。因为相对于每一个落在 mB 上的资产组合 p_1 ,总是可以在 mA 上找到一个资产组合 p_2 ,使得 $\sigma_{p2} = \sigma_{p1}$,但是 $E(R_{p2}) \geq E(R_{p1})$ 。

所有符合以下两个条件的资产组合被称为有效组合:

- I. 在同等风险条件下期望收益率最高。
- II. 期望收益率相同而风险最小。

所有有效资产组合构成了有效边界。不在有效边界上的所有的资产组合都是非有效的资产组合。

$-1 < \rho_{ab} < 1$ 时,由两种风险资产构成的资产组合的有效边界为图 5-5 中的弧线:

3. 有无风险资产情况下的有效边界

在此,我们先引入有无风险资产时的情况,然后扩大到市场中有 N 种风险资产时,有效边界的形状。

(1) 一种无风险资产和一种风险资产

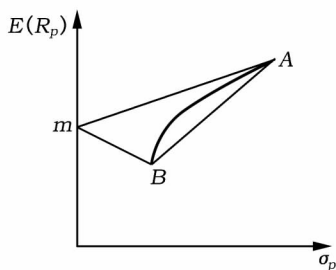


图 5-5

假设市场中有两种资产：第一种为风险资产 a ，第二种为无风险资产 f 。 f 有如下性质：期望收益率 R_f 为一个固定的值；标准差 $\sigma_f = 0$ 。

投资者被允许对两种资产进行卖空操作，即投资者可以卖空 f ，用获得的资金购入更多的资产 a ；或者卖空 a ，将资金投入无风险资产 f 。若资产 a 在资产组合中的比例为 X_a ，则允许卖空操作暗示着 X_a 可以大于等于零，也可以小于零。

由以上条件可知，由这两种资产构成的资产组合的风险为：

$$\begin{aligned}\sigma_p^2 &= X_a^2 \sigma_a^2 \\ \sigma_p &= |X_a| \sigma_a \\ X_a &= \pm \frac{\sigma_p}{\sigma_a}\end{aligned}$$

将 X_a 正负两个值分别代入资产组合期望收益率公式，得：

$$\begin{aligned}E(R_p) &= \frac{\sigma_p}{\sigma_a} E(R_a) + (1 - \frac{\sigma_p}{\sigma_a}) R_f \\ &= R_f + \frac{E(R_a) - R_f}{\sigma_a} \sigma_p\end{aligned}$$

以及

$$\begin{aligned}E(R_p) &= -\frac{\sigma_p}{\sigma_a} E(R_a) + (1 + \frac{\sigma_p}{\sigma_a}) R_f \\ &= R_f - \frac{E(R_a) - R_f}{\sigma_a} \sigma_p\end{aligned}$$

这是期望收益率—方差平面坐标系中的两条直线，表示 a 与 f 的全部组合。如图 5-6 所示：

在线段 $R_f A$ 上，投资者将其资金在 a 和 f 之间进行分配，他既持有资产 a ，又持有资产 f ，也就是说 $0 \leq X_a < 1$ 。

在射线 $R_f H$ 上，投资者卖空资产 a 并大量持有无风险资产 f ， $X_a < 0$ 。

在射线 $A K$ 上，投资者卖空 f 或借入资金，并把获得的资金用于持有更多的资产 a ，

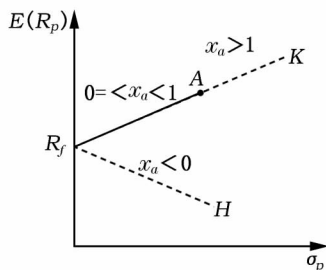


图 5-6

$x_a > 1$ 。

从图 5-6 可以看出,有效边界是 R_fK ,投资者永远不会选择 R_fH 上的投资组合。

(2) N 种风险资产

有 N 种风险资产情况下的资产组合边界,与只有两种风险资产的资产组合边界相类似。只是在这种情况下, AmB 边界上以及边界以内的区域上所有的点,都是可行的资产组合。而只有边界 mA ,才是有效边界。处于 mA 以下的资产组合都是非有效资产组合。如图 5-7 所示。

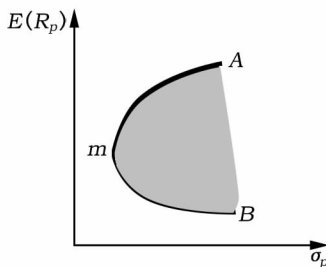


图 5-7

(3) 一种无风险资产与 N 种风险资产

在上述(1)的情况中,风险资产 a 是随意选择的,没有任何特殊之处。因此,可以把资产 a 看作是(2)中的有效边界上的某一个资产组合 A 。这样,在市场上存在一种无风险资产和 N 种风险资产的情况下,任何风险资产与无风险资产的组合可能性曲线都是一条直线。

如图 5-8 所示,曲线 mA 是不存在无风险资产时的有效边界。 R_f 既是收益率,也是无风险借贷率。无风险资产 f 可以和有效边界上的任意一个有效组合,比如 B 、 C 、 M ,进行新的组合,从而形成不同的组合可能性曲线,比如 R_fB 、 R_fC 、 R_fM 。在所有这些可能性曲线中,只有最上方的那条曲线符合有效边界的条件,其余曲线上的资产组合都是非有效

组合。而最上方的曲线只能是所有曲线中与原来的有效边界 mA 相切的那条直线,即图 5—8 中的 R_fM ,其中, M 为切点。也就是说,图 5—8 中, R_fM 是有无风险资产条件下的有效边界。

对于投资者而言,不论原来的有效边界 mA 的形状如何,在无风险资产条件下, mA 上只有切点 M 所代表的组合是有意义的。投资者只要求出 M 点的有效组合,就可以求出无风险资产条件下的新的有效边界。

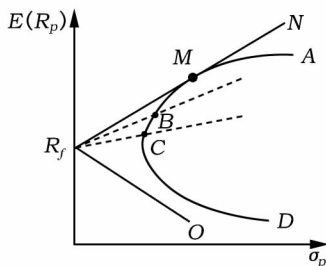


图 5—8

(4) 市场资产组合

模型假设市场是完全的,所有的投资者获得的关于资产收益率和风险信息来源相同,也就是说,所有的投资者对市场上所有资产的评价相同,从而他们都面临同一个有效边界 mA 。模型还假设市场上只存在一种无风险资产 f 。在这样的条件下,每一个投资者都将选择同一个切点 M 所表示的资产组合作为最优的风险资产组合。从而, M 点所代表的资产组合成为市场资产组合。

4. 最优资产组合的选择

我们已经求得无风险资产情况下的有效边界。在有效边界上的资产组合对投资者而言都是有效的,但这些资产组合有无穷多个,为此,我们必须知道投资者的无差异曲线,从而求出确定的最优资产组合。

在投资组合模型中,投资者只关心资产组合的期望收益率和风险。也就是说,投资者的效用函数由 $(E(R_p), \sigma_p)$ 来确定。投资者是风险规避者,且在相同风险条件下偏爱相对较高的期望收益率。从而,投资者的无差异曲线的斜率为正,且一般凸向右下方;在同一条无差异曲线上,随着 σ_p 的增加,其 $E(R_p)$ 也必须相应增加,且边际期望收益率递增;在同一个期望收益率—方差平面坐标系中,有无数条无差异曲线,且无差异曲线从右下方到左上方,代表投资者的期望效用越来越大;在同一个平面坐标系中,两条代表投资者不同预期效用的无差异曲线不能相交。从而,投资者的无差异曲线簇如图 5—9 所示。

在投资组合模型中,投资者应选择的最优资产组合,是其无差异曲线和有效边界相切的切点。

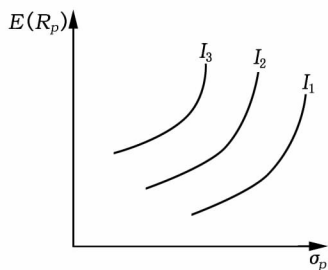


图 5-9

假设某投资者持有点 C 所代表的资产组合如图 5-10 所示。

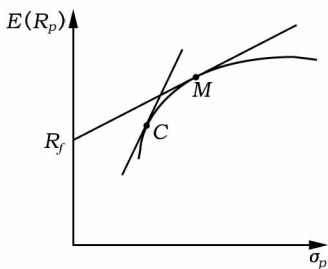


图 5-10

由 C 点的 MRS (边际收益率) 可知, 该投资者愿意放弃相对较大的 $E(R_p)$, 而使他的投资风险能够降低一个相对较小的幅度。而市场情况则允许他可以放弃相对较少的 $E(R_p)$, 来使投资风险降低较大的幅度, 即 $MRS_c > MRT_c$ (C 点的边际收益率大于 C 点的边际成本)。从而, C 点不是最优的投资组合。同样, $MRS_c < MRT_c$ 的点也不是最优的投资组合。只有符合 $MRS_c = MRT_c$ 的点才是最有选择, 即最优资产组合的点必须是投资者无差异曲线和有效边界 R^fM 的切点。这对每一个理性投资者而言都是如此。

由前文已知, 每一个投资者的有效边界 R^fM 都是一样的, 但由于各个投资者的无差异曲线簇不一样, 对最优资产组合的点的选择也就不同。对规避风险的要求越高, 投资者越愿意放弃更多的 $E(R_p)$, 来换取风险的降低, 从而, 其无差异曲线越接近左下角。图 5-11 显示了三类对规避风险有不同程度要求的投资者的最优投资组合选择。

第Ⅰ类投资者对风险规避的要求最低, 他们会卖空无风险资产 f , 从而持有更多的风险资产 a 。第Ⅱ类投资者对风险规避的要求中等, 他们将选择市场资产组合作为最优资产组合。第Ⅲ类投资者对风险规避的要求最高, 他们会将资金在无风险资产 f 和风险资产 a 之间进行分配, 并偏向于持有相对比例较高的无风险资产 f 。

(四) 资产组合与风险分散

由上文可以得出直观的感受: 资产组合中资产种类 N 越多, 总体风险越小。也就是

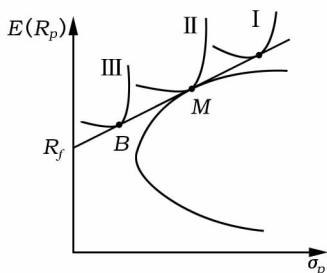


图 5-11

说,通过资产组合,可以分散投资风险。下面运用数学推导证明这一点:

我们已知,由 N 种资产构成的资产组合的方差为:

$$\sigma_p^2 = \sum_{i=1}^N X_i^2 \sigma_i^2 + \sum_{j \neq i} X_i X_j \text{Cov}(R_i, R_j)$$

在此,需要证明随着 N 的增大, σ_p^2 将变小,并不断接近平均协方差值。

假设 $X_i = X_j = \frac{1}{N}$, 即所有的资产所占的比例相同。从而方差公式可变形为:

$$\sigma_p^2 = N^{-2} \sum_{i=1}^N \sigma_i^2 + N^{-2} \sum_{j \neq i} \text{Cov}(R_i, R_j) \quad (5-12)$$

设 $L = \max\{\sigma_a^2 : a = 1, 2, \dots, N\}$

则 $N^{-2} \sum_i \sigma_i^2 + N^{-2} \sum_{j \neq i} \text{Cov}(R^i, R^j)$

且 $\lim_{N \rightarrow \infty} \frac{L}{N} \rightarrow 0$

上式说明,当 N 无限增大时,所有的资产方差之和接近于零。

另一方面,需要计算各协方差项的总和。

用 $\overline{\text{Cov}}$ 表示平均协方差值。等式 $\sigma_p^2 = N^{-2} \sum_{i=1}^N \sigma_i^2 + N^{-2} \sum_{j \neq i} \text{Cov}(R_i, R_j)$ 中,共有 $(N^2 - N)$ 项协方差项。从而,等式的后半部分 $N^{-2} \sum \text{Cov}(R_i, R_j) = \frac{N^2 - N}{N^2} \overline{\text{Cov}} = (1 - \frac{1}{N})$

$\overline{\text{Cov}}$, 且 $\lim_{N \rightarrow \infty} (1 - \frac{1}{N}) \overline{\text{Cov}} = \overline{\text{Cov}}$

上式说明,当 N 无限增大时,所有的协方差项之和接近于平均协方差值。

在此,各资产的方差是非系统风险,通过资产组合,可以使资产的方差之和趋于零,也就是说,非系统风险是可以避免的,投资者不会因为承受了非系统风险而获得额外收益。平均协方差值表示系统风险,它是由某些特定因素给整个市场带来的风险,是无法避免的,也就是说,投资组合不能降低或消除系统风险,而投资者之所以能获得投资收益,就是

因为承受了系统风险。

上文讨论了投资者选择最优资产组合的方法,下面将介绍几个投资者如何对其资产定价的经济模型。

二、资本资产定价模型(CAPM)

(一)CAPM 模型的前提假设

- (1)投资者是风险规避者,其投资目标是期末财富效用最大化。
- (2)资本市场是完全竞争的,每个市场参与者都是价格的接受者。
- (3)投资者的预期是均匀的,即市场上没有不对称或非均等的信息,信息是免费的,投资者除了根据市场提供的信息进行决策外,没有其他特别的信息来源。
- (4)资产的预期收益率符合联合正态分布。
- (5)市场上不存在金融革新、税收和交易成本。
- (6)资产是无限可分的。
- (7)市场允许投资者进行无限制的卖空或无风险借贷。
- (8)全部金融资产都能进入市场买卖,投资者可以在市场上交易任何金融资产。

(二)资本市场线(CML)和市场资本组合

资本市场上除了风险资产外,还存在无风险资产,如国库券、储蓄等;投资者被允许进行无限制的卖空或无风险借贷;市场是完全的,其借入与贷出利率是一致的;投资者对资产期望收益率和风险的预期是均匀的。在这样的情况下,市场上每个投资者所选择的最优风险组合是一致的,即图 5-12 中的 M 点。 M 点被称为市场资本组合,它是一个包括全部风险资产的组合,其中每一资产所占的比例等与该资产的市值占全部风险资产总市值的比重。

同时,每个投资者所面对的有效边界也是一致的,即图 5-12 中的 R_fM ;

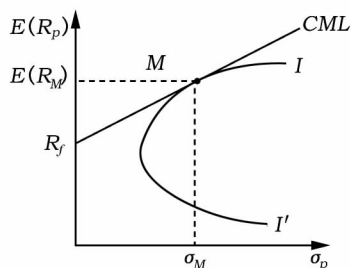


图 5-12

R_fM 被称为资本市场线(capital market line)。资本市场线是构造 CAPM 模型的基础,我们先求出它的斜率:

设资产组合 p 由占 a 比例的市场资本组合 M 和占 $(1-a)$ 比例的无风险资产 f 构成。则其期望收益率和标准差分别为：

$$E(R_p) = aE(R_M) + (1-a)R_f$$

$$\sigma_p = \sqrt{a^2 \sigma_M^2}$$

期望收益率和标准差分别对 a 求得：

$$dE(R_p)/da = E(R_M) - R_f$$

$$d\sigma_p/da = \sigma_M$$

则资本市场线的斜率为：

$$\frac{dE(R_p)}{d\sigma_p} = \frac{dE(R_p)/da}{d\sigma_p/da} = \frac{E(R_M) - R_f}{\sigma_M} \quad (5-13)$$

注意，这里无风险资产 f 的期望收益率是等于市场上的借贷利率的。

(三) 证券市场线(SML)

资本市场线表示了一种有效组合中期望收益率与标准差之间的关系，但没有指明由单一一种风险资产构成的无效资产组合的期望收益率与标准差之间的关系。为此，需要引进证券市场线的概念。

设有资产组合 p ，由占 X_a 比例的资产 a 和占 $(1-X_a)$ 比例的市场资本组合 M 构成。其组合曲线 Ma 如图 5-13 所示：

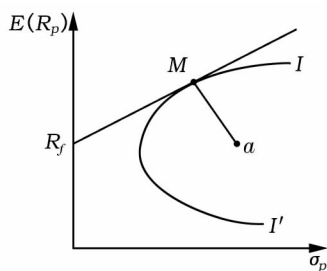


图 5-13

该资产组合允许投资者卖空市场资本组合 M ，以持有更多比例的资产 a 。在此，先讨论 p 的期望收益率和标准差随 X_a 变化而变化的情况。

$$E(R_p) = X_a E(R_a) + (1-X_a) E(R_M) \quad (5-13)$$

$$\sigma_p = [X_a^2 \sigma_a^2 + (1-X_a)^2 \sigma_M^2 + 2X_a(1-X_a) \text{Cov}(R_a, R_M)]^{1/2} \quad (5-14)$$

分别求 $E(R_p)$ 和 σ_p 对 X_a 的一阶导数得：

$$\partial E(R_p) / \partial X_a = E(R_a) - E(R_M)$$

$$\partial \sigma_p / \partial X_a = \frac{1}{2} [2X_a \sigma_a^2 - 2(1-X_a) \sigma_M^2 + 2(1-X_a) \text{Cov}(R_a, R_M) - 2X_a \text{Cov}(R_a, R_M)] \times [X_a^2 \sigma_a^2$$

$$+(1-X_a)^2\sigma_M^2+2X_a(1-X_a)\text{Cov}(R_a, R_M)]^{-1/2}$$

求 $X_a = 0$ 时, $E(R_p)$ 和 σ_p 的一阶导数为:

$$\begin{aligned}\left.\frac{\partial E(R_p)}{\partial X_a}\right|_{X_a=0} &= E(R_a) - E(R_M) \\ \left.\frac{\partial \sigma_p}{\partial X_a}\right|_{X_a=0} &= \frac{1}{2} \frac{[-2\sigma_M^2 + 2\text{Cov}(R_a, R_M)]}{(\sigma_M^2)^{1/2}} \\ &= \frac{\text{Cov}(R_a, R_M) - \sigma_M^2}{\sigma_M}\end{aligned}$$

从而, 当 $X_a = 0$ 时, 其组合曲线 Ma 的斜率为:

$$\begin{aligned}\frac{\partial E(R_p)}{\partial \sigma_p} &= \frac{\partial E(R_p)/\partial X_a}{\partial \sigma_p/\partial X_a} \\ &= \frac{E(R_a) - E(R_M)}{\text{Cov}(R_a, R_M) - \sigma_M^2} \sigma_M\end{aligned}$$

实际上, 在均衡条件下, 无论资产取的是 a 点还是 b 点, 这一斜率都应是不变的。也就是说, 若有资产 a 和 b , 则均衡条件下一定满足公式:

$$\frac{\partial E(R_p)/\partial X_a}{\partial \sigma_p/\partial X_a} = \frac{\partial E(R_p)/\partial X_b}{\partial \sigma_p/\partial X_b}$$

如若 $\frac{\partial E(R_p)/\partial X_a}{\partial \sigma_p/\partial X_a} > \frac{\partial E(R_p)/\partial X_b}{\partial \sigma_p/\partial X_b}$, 则投资者必然可以通过放弃 b 而选择 a , 使得资产组合在风险相同的情况下获得更高的收益, 或者在期望收益率相同的情况下承受更低的风险。在 $\frac{\partial E(R_p)/\partial X_a}{\partial \sigma_p/\partial X_a} < \frac{\partial E(R_p)/\partial X_b}{\partial \sigma_p/\partial X_b}$ 情况下有类似结论。从而, 在均衡条件下, 究竟是选择哪一个资产对模型而言是无关紧要的。

另外, 由于 M 点是市场资产组合, 包含了市场上所有的资产 a , 因此当 $X_a = 0$ 时, 过 M 点的有效边界的切线斜率, 即上述斜率公式, 必然等于资本市场线 R_fM 的斜率。即均衡状态下:

$$\begin{aligned}\frac{E(R_M) - E(R_f)}{\sigma_M} &= \frac{E(R_a) - E(R_M)}{\text{Cov}(R_a, R_M) - \sigma_M^2} \sigma_M \\ E(R^a) &= \frac{E(R_M) - E(R_f)}{\sigma_M^2} [\text{Cov}(R_a, R_M) - \sigma_M^2] + E(R_M) \\ &= \frac{E(R_M) - E(R_f)}{\sigma_M^2} \text{Cov}(R_a, R_M) - E(R_M) + E(R_f) + E(R_M)\end{aligned}$$

最后得到:

$$E(R_a) = E(R_f) + [E(R_M) - E(R_f)] \frac{\text{Cov}(R_a, R_M)}{\sigma_M^2} \quad (5-14)$$

这一等式描述了在均衡条件下, 任意资产 a 的期望收益率与其协方差之间的关系, 即

CAPM 模型。可以看出,造成各资产之间期望收益率不同的惟一原因是各资产与市场资产组合的协方差不同。

令

$$\beta_a = \frac{\text{Cov}(R_a, R_M)}{\sigma_M^2}$$

则 $E(R_a) = E(R_f) + [E(R_M) - E(R_f)]\beta_a$

在 $E(R_a) - \beta_a$ 平面直角坐标系中作图得图 5-14:

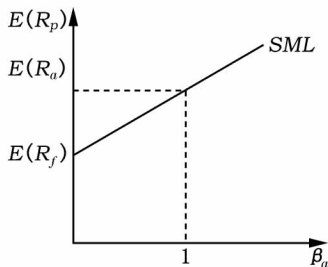


图 5-14

图 5-14 中的直线被称为证券市场线(security market line),表示任意资产在其风险条件下应具有的期望收益率。

$$\beta_a \text{ 表示风险的程度, } \beta_M = \frac{\text{Cov}(R_M, R_M)}{\sigma_M^2} = 1, \beta_f = \frac{\text{Cov}(R_f, R_M)}{\sigma_M^2} = 0$$

(四) CAPM 模型的性质

1. β 系数反映了系统风险而排除了非系统风险

由 $E(R_a) = E(R_f) + [E(R_M) - E(R_f)]\beta_a$ 可以看出,对单个资产 a 而言,其全部风险未能在市场预期收益中反映出来,市场仅给予单个资产承受系统风险的报酬。从数学角度看,这一性质表现为:单个资产仅通过其与资产组合的协方差,来影响整个资产组合的方差。

资产组合的方差等式为:

$$\begin{aligned}\sigma_p^2 &= \sum_i \sum_{j \neq i} X_i X_j \text{Cov}(R_i, R_j) \\ &= \sum_i X_i \left[\sum_j X_j \text{Cov}(R_i, R_j) \right] \\ &= \sum_i X_i \text{Cov}(R_i, R_p)\end{aligned}$$

其中, $X_i \text{Cov}(R_i, R_p)$ 表示因为持有资产 i ,而对资产组合的方差产生的影响。求该项对 X_i 的一阶导数得:

$$\text{Cov}(R_i, R_p)$$

该项是资产 i 和资产组合的协方差,证明了在均衡状态下,只有单个资产 i 与资产组

合的协方差,即系统风险,会对资产组合的期望收益率和风险产生的影响。单个资产 i 自身的方差,即非系统风险,不会对资产组合的收益和风险产生影响。

2. β 系数有可加性

这一性质说明资产组合的整体风险是构成该组合的各资产的风险的线性叠加。比如有资产 a, b , 它们的比例与 β 系数分别是 X_a, X_b, β_a 和 β_b 。从而,由它们构成的资产组合 p 的 β 系数为:

$$\beta_p = X_a \beta_a + X_b \beta_b$$

由该等式可以发现,投资者可以通过调整资产组合中单个资产的比例来控制资产组合的系统风险。

三、行为资产定价模型(BAPM)

(一)BAPM 模型的产生背景

CAPM 模型自诞生之后,被广泛用于实证研究,以检验市场的有效性、市场证券组合情况等。然而,随着后续研究的深入,人们逐渐发现该模型与投资者在证券市场中的实际投资决策行为在很多方面不相符合,从而开始对 CAPM 模型以及它所依附的主流金融理论的假设前提产生质疑。主流金融理论假设投资者的投资决策是建立在理性预期基础上的,投资者都是风险规避者,且投资的目的都是为了实现效用最大化;CAPM 模型还暗示市场是有效的,从而,资本市场上都是理性的投资者在信息对称的情况下进行投资交易,每个人的行为模式应该都是一致的。这些假设前提显然与市场的实际情况有一定的差距。实际上,在一个有效的市场上,所有投资者都将获得对某一资产相同的信息,而投资者都是理性的,在这种情况下,投资者之间是不可能进行交易的。

在主流金融学模型陷入与实证不断背离的困境中时,从 20 世纪 80 年代起,行为金融学开始逐步成熟起来。行为金融学将金融学与行为学有机结合起来,把心理学引入金融研究领域,修改了主流金融学最重要的关于理性人的假设前提。行为金融学认为,行为人并不是完全理性的,而是有限理性。进一步讲,即使在有限理性的条件下,因为受到某些外在条件的限制,比如投资者的时间和精力、投资者的投资期限和投资成本等,使得行为人也未必能够实践理性行为。而正因为投资者具备对市场不同的观点和信念,市场交易才得以进行。

在行为金融学理论的基础上,行为金融学家 Shefri 和 Statman(1994)提出了行为资产定价模型(BAPM)。BAPM 模型将投资者的“理性”和“非理性”因素同时纳入分析框架之中,假定市场是存在噪音的,投资者分为信息交易者和噪音交易者两类。这典型地体现了行为金融学的基本理念。

(二)信息交易者和噪音交易者

在 BAPM 模型中,投资者被划分为信息交易者和噪音交易者。信息交易者是“理性

投资者”，他们严格按照传统的 CAPM 模型进行资产组合，不会犯认知错误，并且具有均值偏好。噪声交易者则是那些处于 CAPM 框架之外的投资者，他们时常犯认知错误，并且无严格的均值方差偏好。

BAPM 模型的研究者认为，噪声交易者的资产选择会影响证券价格。比如，噪声交易者对成长型股票的偏好必然会抬高成长型股票对于价值的价格。也就是说，一个噪声交易者制造的冲击可能会使资产实际价格远离基础价格。若市场中噪音交易者较多，资本的价格就会产生较大的异常波动。由于噪声交易者的判断是随机的，因此信息交易者很难对他们的行为进行准确的预测。对信息交易者而言，除了基本风险外，他们不得不承受噪音交易者带来的额外风险，这一额外风险被称为噪声交易者风险。

BAPM 模型对投资者进行两类划分，而市场的均衡价格是在这两类投资者的相互作用下形成的，市场的有效性也取决于这两类交易者的比重。如果是前者在市场上起主导作用，那么市场是有效的；如果是后者起主导作用，那么这个市场是无效的。这种划分符合市场实际，是对 CAPM 模型的一个重大修正。

（三）BAPM 模型中的市场组合

在 CAPM 模型中，投资者可以通过市场组合降低所承担的风险，具体操作中通常用股票指数来代替市场组合。但股票指数并不能反映噪音交易者的影响，过度自信、信息不对称和交易者的混杂会增加市场的交易量。因此，BAPM 模型构建了一个反映投资者情感的指数——动态（交易）量指数（DVI）。DVI 指数更多地考虑了噪音交易者的非理性行为。

为了得到 DVI 指数，首先应计算股票的平均交易量，而后根据交易量对股票进行排序，直至构建一个由所有超过平均交易量的股票组成的市场组合。该模型中的市场组合是动态的。DVI 值数的计算公式如下：

$$\text{Index}_t = \sum (S_{it} P_{it}) / (S_{i0} P_{i0}) \times I_0 = \sum (\text{市场价值}_{it}) / (\text{市场价值}_{i0}) \times I_0 \quad (5-15)$$

其中， S_{it} 为 t 时刻市场组合中发行在外股票 i 的数量； S_{i0} 为 $t=0$ 时刻市场组合中发行在外股票 i 的数量； P_{it} 为 t 时刻股票 i 的价格； P_{i0} 为 $t=0$ 时刻股票 i 的价格； I_0 为一任意乘数。

DVI 指数以一个向量的形式出现，构成一个时间序列：

$$\text{DVI}_T = (\text{Index}_t) \quad (5-16)$$

其中， $t=1, 2, 3, \dots, T$ 。

1. 行为 β 系数

在 BAPM 模型中，资产的预期收益是由其行为 β （behavioral beta）决定的。与 CAPM 模型中 β 系数一样，行为 β 反映了投资者面临的系统风险，它与均方差有效资产组合的切线有关，而不是与市场组合有关。在估计行为 β 值时，可运用如 CAPM 模型中估

计 β 系数一样的统计回归分析法得出。行为 β 值一般比传统 β 值低,这是因为 DVI 指数已经反映了噪声交易者在交易过程中制造的噪音,从而稀释了部分系统风险。因为存在着噪音交易者对资产价格的影响,使得正切均方差有效资产组合随时都在变化,从而行为 β 比 CAPM 模型中的 β 系数更难以估计。

行为 β 的引入表明,理性趋利特性和价值感受特性等诸多因素联合成为决定预期收益率的参数。而在 CAPM 模型中,预期收益率仅仅体现了理性趋利的特性。这种区别再次体现了行为金融学的基本理念。

2. 行为资产定价理论的发展

从本质上讲,行为资产定价理论是对随即贴现因子的进一步挖掘,是在传统金融投资理论基础上的改良和发展。行为资产定价理论虽然已形成一些理论模型,比如 BAMP 模型等,能较好地与现实相吻合,但该理论仍还处在研究的初级阶段,其理论模型还没有广泛认可,也还没有发展出一个可以用来解释大多数实证难题的模型。应该看到,行为资产定价理论里一个成熟的理论还有一定的差距,还有许多值得深入探讨的地方。但也正因为如此,该理论有很大的发展潜力,其研究前景较为广阔。

四、套利定价模型(APT)

APT 模型是由 Ross 在 1976 年提出的。与 CAPM 模型一样,APT 模型也是一个均衡状态下的定价模型。该模型认为,当市场处于非均衡状态时,存在套利机会,并能被投资者很快发现,将套利机会变成套利行为。而投资者的套利行为将使市场回复到均衡状态。

(一) APT 模型的前提假设

APT 模型的前提假设比资产定价模型要宽松得多,从而其适用性比较宽泛。其假设前提包括:

1. 资本市场是完全竞争的。
2. 投资者的预期是均匀的。
3. 资产的收益率由线性多因素模型来定义。
4. 参与交易的资产总数要多于对资产收益产生影响的外生因素的总数。

(二) APT 模型的推导

假设单个资产 i 的收益率由线性多因素模型定义:

$$R_i = E(R_i) + b_{i1}F_1 + \cdots + b_{iK}F_K + \epsilon_i \quad (5-17)$$

等式中, R_i 表示资产 i 的收益率; $E(R_i)$ 是资产 i 的期望收益率; F_K 是第 K 个外生因素,这些外生因素包括通货膨胀率、市场利率增长度、国民经济增长率等,它们对资产 i 的收益率产生影响; b_{iK} 是资产 i 对外生因素 K 的敏感度指数; ϵ_i 是一个白噪声,它符合标准正态分布,期望值为零。

根据该模型的核心思想,需要找到一个 $E(R_i)$ 值,使得在均衡条件下市场中不存在套利机会。为简化推导过程,我们先假设一个风险和投资都为零的资本组合 p ,该资本组合由 N 种资产构成,每种资产在组合中的比例为 X_i 。该资产组合的收益率为:

$$R_p = \sum_i X_i R_i$$

将资产 i 的收益率的具体形式代入以上等式得:

$$R_p = \sum_i X_i E(R_i) + \sum_i X_i b_{i1} F_1 + \cdots + \sum_i X_i b_{ik} F_K + \sum_i X_i \varepsilon_i$$

因为资产组合 p 的原始投资为零,也就是说投资者必须卖空组合中的一部分资产,以持有组合中的另一部分资产。用数学等式表达为:

$$\sum_i X_i = 0$$

假设构成资产组合的资产数量足够多,从而各资产的噪声的总和趋于零:

$$\sum_i X_i \varepsilon_i = 0$$

从而,资产组合 p 的收益率等式为:

$$R_p = \sum_i X_i E(R_i) + \sum_i X_i b_{i1} F_1 + \cdots + \sum_i X_i b_{ik} F_K \quad (5-18)$$

为达到市场均衡,必须使等式中各外生因素对组合的收益率的影响变为零。即下列方程组必须有实数解:

$$\sum_i X_i b_{i1} F_1 = 0$$

$$\sum_i X_i b_{i2} F_2 = 0$$

.....

$$\sum_i X_i b_{ik} F_K = 0$$

因为假设资产总数 N 大于外生因素总数 K , $N > K$,而这些等式之间是线性独立的,从而该方程组一定存在一组关于 X_i 的实数解,即一定可找出一组关于 X_i 的实数解,使得:

$$\sum_k \sum_i X_i b_{ik} F_k = 0$$

从而,资产组合 p 的收益率为:

$$R_p = \sum_i X_i E(R_i) \quad (5-19)$$

进一步求解:根据高等代数定理,如果某个向量与其他 $N-1$ 个向量正交,则它必与第 N 个向量正交。由此可知,若资产比例的向量 $X = (X_1, X_2, \dots, X_N)$,既正交于单位向量,也正交于灵敏度向量,则它一定正交于期望收益率向量。数学表达式为:

若 $\sum_i X_i = 0$

且 $(X_1, X_2, \dots, X_N)(b_{1K}, b_{2K}, \dots, b_{NK})' = 0$

则 $\sum_i X_i E(R_i) = 0$

以上等式也说明, $E(R_i)$ 必须满足等式:

$$E(R_i) = \lambda_0 + \lambda_1 b_{i1} + \dots + \lambda_i b_{ik} + \dots + \lambda_K b_{iK} \quad (5-20)$$

等式(5-20)就是关于 APT 模型均衡收益率的一般公式。由等式(5-19)和(5-20)可知,在市场均衡时,所有资产的收益率都由其相应的 λ 值决定。通过计算可以得出, λ_i 为第 i 个外生因素的均衡风险升水,即:

$$\lambda_i = \delta_i - R_f$$

式中, R_f 是无风险资产的收益率; δ_i 是纯因素资产组合预期收益率。

从而,均衡收益率公式也可表达为:

$$E(R_i) = \lambda_0 + b_{i1}(\delta_1 - R_f) + \dots + b_{ik}(\delta_i - R_f) + \dots + b_{iK}(\delta_K - R_f) \quad (5-21)$$

即 APT 模型。

APT 模型既不需要知道资产收益率的分布情况,也不需要知道投资者无差异曲线的形状,它无需引入市场资产组合的概念,而允许多种市场外生因素影响资产收益率,从而体现了 APT 模型相对于 CAPM 模型的优势。

(三) APT 与 CAPM 的一致性

在此,通过对 λ_i 值的具体计算,可以发现 APT 模型与 CAPM 模型具有一致性。

APT 模型均衡收益率的一般公式为:

$$E(R_i) = \lambda_0 + \lambda_1 b_{i1} + \dots + \lambda_i b_{ik} + \dots + \lambda_K b_{iK}$$

在资本市场中,无风险资产对外生因素的敏感度为零,因此可以将 λ_0 看作是无风险资产 f 的收益率:

$$\lambda_0 = R_f$$

1. 设某资产组合仅受一种外生因素的影响,用 δ_1 表示该资产的期望收益率,从而 λ_1 为相应的风险升水:

$$\lambda_1 = \delta_1 - R_f$$

假设该资产收益率由一个单因素模型生成,且这一因素为市场资产组合,那么 δ_1 与市场资产组合的期望收益率是一致的。 b_{i1} 与资产 i 的 β 系数有线性相关关系:

$$\text{Cov}(R_i, R_M) = \text{Cov}[E(R_i) + b_i F + \epsilon_i, R_M] = b_i \text{Cov}(F, R_M) + \text{Cov}(\epsilon_i, R_M)$$

$\text{Cov}(\epsilon_i, R_M)$ 很小,可以忽略,则上式进行同等变换后得 $\beta_M = \frac{\text{Cov}(F_i, R_M)}{\sigma_M^2} b_i$,

$\frac{\text{Cov}(F_i, R_M)}{\sigma_M^2}$ 是一个常数。

$$\text{设 } \beta_i = \frac{\beta_M \sigma_M^2}{\text{Cov}(F_i, R_M)}$$

由此, APT 模型与 CAPM 模型能很好的匹配:

$$\begin{aligned} E(R_i) &= \lambda_0 + \lambda_1 b_{i1} \\ &= R_f + [E(R_M) - R_f] \beta_i \end{aligned} \quad (5-24)$$

2. 当 APT 是多因素模型时, 也可得出这样的结论。假设某资产组合只对第 K 个外生因素有单位敏感度, 对其他外生因素的敏感度为零。设该资产组合的期望收益率为 δ_K , 则:

$$\lambda_K = \delta_K - R_f$$

上式对 APT 均衡收益率公式中的每一个 $\lambda_i (i \geq 1)$ 项都适用, 从而公式可以表达为:

$$E(R_i) = R_f + \sum (\delta_K - R_f) b_{iK} \quad (5-25)$$

λ_K 是该资产组合的风险升水, 若用 CAPM 模型来计算该风险资产的期望收益率, 则均衡状态下该资产组合的风险升水可以表示为:

$$\lambda_K = \beta_{iK} [E(R_M) - R_f] \quad (5-26)$$

其中, β_{iK} 是资产组合的 β 系数。将式(5-26)代入式(5-25)得:

$$\begin{aligned} E(R_i) &= R_f + \sum b_{iK} \beta_{iK} [E(R_M) - R_f] \\ &= R_f [E(R_M) - R_f] \sum b_{iK} \beta_{iK} \end{aligned}$$

设 $\beta_i = \sum b_{iK} \beta_{iK}$, 就可推出 CAPM 公式:

$$E(R_i) = R_f + \beta_i [E(R_M) - R_f]$$

根据以上分析, 可以认为, APT 模型对影响每个资产 β 系数的混合外生因素进行分解, 使得投资者可以对每个外生因素作具体的分析。这是在 CAPM 模型基础上的一个进步。

第三节 中国金融投资的产生与发展

完整的金融投资体系包括金融机构、金融市场、金融投资工具和金融投资主体等要素。自 1979 年起, 我国经济体制逐渐由计划经济向市场经济转变。经济增长速度加快, 经济对外开放性增强, 集体、民营企业成长起来, 居民收入水平提高, 储蓄增加, 这些都促使我国开始构建金融投资体系。特别是随着金融改革的启动与深化, 我国金融投资体系日趋完善, 并逐渐向着多元化的金融投资局面发展。

下面就从金融机构、金融市场、金融投资工具和金融投资主体四方面要素来介绍我国金融投资的产生与发展。

一、金融机构

(一) 我国金融机构的建立与发展

银行是我国的传统金融机构。改革开放之后,我国的银行体系进行了重大调整和转变,逐步建立了职责明确的中央银行、商业银行和政策性银行。而大量非银行金融机构,比如保险公司、证券公司等,也在改革开放之后纷纷涌现。随着我国金融业的成熟,这些非银行金融机构正发挥着越来越重要的作用。

1. 中央银行

自新中国成立到 20 世纪 80 年代初期,中国人民银行既行使中央银行的职责,又行使一般商业银行的职责。它不但是全国的金融管理机构,又统一经营全国的金融业务,是苏联模式下的“大统一”人民银行体制。

1979 年 2 月,中国人民银行召开全国分行行长会议。会议讨论并研究了金融体制特别是银行体制改革的问题,形成了会议纪要。这次会议为之后中央银行体制的确立作了铺垫,由此开始,中国人民银行作为中国中央银行的地位得到确认并不断加强。

经过几年的实践,1984 年 1 月,中国人民银行将一般存贷款业务、结算业务等商业银行职能与相关的人员、机构分离出去,成立了中国工商银行。中国人民银行由此得以真正行使制定实施货币政策、监管全国金融系统、为政府和金融机构提供服务等中央银行职责。1995 年 3 月,全国八届人大三次会议通过了《中华人民共和国中国人民银行法》,再次以法律的形式明确了中国人民银行作为中央银行的性质与地位。

中央银行制度建立之后,中国人民银行实行了一系列改革措施。在信贷体制改革方面,中国人民银行从过去的对信贷总量进行控制转变为通过存款准备金制度、公开市场业务和银行再贴现来实现间接调控。中国人民银行改革利率管理机制,实现了利率市场化,并对人民币汇率实施有管理的浮动运作机制。1996 年,经国务院批准,中国人民银行开始允许符合条件的国外金融机构在我国开展人民币业务。至 2004 年,中国人民银行又将中央银行的监管职能先后移交给了中国保险业监督管理委员会、中国证券业监督管理委员会和中国银行业监督管理委员会。中国人民银行的举措为我国金融投资体系的形成提供了条件。

2. 商业银行

商业银行是银行体系的重要组成部分。我国的商业银行有从原先的国有专业银行转型而来,也有 20 世纪 80 年代开始按照商业银行规则陆续建立起来的。商业银行为银行系统引进了竞争机制,为国民经济的发展提供了金融支持。

1949 年,人民政府接管了中国银行,并使之成为惟一从事国际结算业务的银行。1950 年,中国银行划归为中国人民银行领导,成为人民银行的一部分。1979 年 3 月,国务院批准了中国人民银行《关于改革中国银行体制的请示报告》,扩大中国银行的权限,并从

中国人民银行中分设出来。同时,设立国家外汇管理总局,与中国银行对外是两块牌子,对内却是一个机构,使得中国银行仍然具有管理国家外汇的职能。1982年,国家外汇管理局从中国银行划分出去,并入了中国人民银行。此后,中国银行不再管理国家外汇,而经营国际结算、各类外汇和人民币存款、信贷、投资、租赁、信托和咨询等多种业务。至2005年底,中国银行资产总额达47 428亿元。根据2003年英国《银行家》按核心资本排名,中国银行列全球第十五位,居中国银行业首位。中国银行网络机构覆盖全球27个国家和地区,2004年中期,机构总数11 910个,其中境内11 307个、境外603个。

中国人民建设银行成立于1954年10月1日。在改革开放之前,建设银行一直属财政部领导,办理基本建设财政拨款,并实施拨款监督。1979年后,建设银行逐渐从财政部系统独立出来,向国有商业银行转轨。这一时期,建设银行既管理财政投资,也经营中长期投资的信贷业务。1994年,建设银行把财政职能交还财政部,从而成为单一行使金融职能的国有商业银行。1996年,中国人民建设银行更名为中国建设银行,其存款余额已达11664亿元,贷款余额达8 256亿元。截至2005年底,中国建设银行资产总额为45 857.2亿元,资本充足率13.57%,核心资本充足率11.08%,贷款总额为24 595.44亿元。

中国农业银行于1979年2月恢复设立,专业承担办理农村信贷、领导管理农村信用社等职责。1994年起,农业银行逐步将政策性业务分离出去,并不断开拓新的金融业务领域,比如金融租赁、发行金融债券、代理企业发行股票债券、开办外汇存贷款业务等。转型为商业银行之后,农业银行对农村基层的经济发展仍起到极大的推动作用。同时,其资产总额与存贷款余额也迅速增长。1996年,农业银行资产总额为14 669亿元,各项存款余额达8 943亿元,贷款余额达7 769亿元。至2005年末,中国农业银行资产规模为48 768亿元,存款余额达40 674亿元,贷款余额28 125亿元。

1984年1月,中国工商银行成立,从而使中国人民银行摆脱了具体金融业务,专业行使中央银行职责。工商银行的主要业务有:为企业、团体、学校等单位办理存款、贷款、转账结算等货币业务;受中国人民银行委托办理现金管理、工资基金监督业务;办理委托、代理、租赁等信托业务;办理外汇存贷款、外汇担保、外币及外币票据兑换和贴现、征信调查和咨询服务等国际金融业务。工商银行成立后其存贷款余额迅速增长,1997年,资产总额高达40 489亿元,存款余额超过22 511亿元,贷款余额达到19 951亿元。2005年6月末其资产总额达到61 400亿元人民币,各项存款余额53 858亿元,各项贷款余额超过31 122亿元人民币,在主要业务领域中均保持国内最大的市场份额,拥有21 000多家境内机构、100家境外分支机构和遍布全球的上千家代理行。

其他全国性商业银行还有交通银行、中信实业银行、华夏银行、中国民生银行、中国光大银行、招商银行等。在地区性商业银行中,上海浦东发展银行、广东发展银行、深圳发展银行等,也具有较强的发展实力与较广的业务范围。

3. 政策性银行

国家政策性银行的建立,为我国改革开放之后的经济增长提供了可靠的政策性金融支持,其作用不容忽视。1993年11月,中共十四届三中全会决定成立政策性银行,专门经营国家政策性业务,以配合商业银行的发展,中央银行工作的展开,完善我国的银行体系。1994年三家政策性银行成立,即中国进出口信贷银行、中国农业发展银行和国家开发银行。国家进出口信贷银行主要执行金融政策、产业政策和外贸政策。它为国内企业机电产品和大型成套设备进出口提供信贷,为成套机电产品出口提供信用担保、对外担保等政策性金融支持。中国农业发展银行重要职责为支持农业和农村的经济发展,承担有关农业开发与发展的各项贷款,进行农副产品合同收购,贯彻国家粮、棉、油收购政策,代理财政支农资金的拨付及监督使用等。国家开发银行是一家针对国家重点建设项目的政策性投资开发银行,主要业务有为国家大中型基本建设和技术改造项目提供政策性贷款,执行国家投资政策,控制调整全国投资总量、投资结构,防止投资过热等。

4. 保险机构

保险机构属于非银行金融机构。1959年国家停办了保险业务,保险市场上不存在针对个人、企业的各项商业保险。惟一一家专业保险公司,中国人民保险公司只从事在若干口岸地区办理国外保险业务。

1979年4月,国务院批准《中国人民银行全国分行行长会议纪要》,决定逐步恢复国内的保险业务,并确定了保险业在国民经济中的地位和作用,为其今后的发展指明了方向。

1984年,中国人民保险公司正式从中国人民银行分设出来,能够独立行使职权、进行业务活动。1986年以后,中国人民银行又先后批准成立了“新疆生产建设兵团农牧生产保险公司”、“平安保险公司”、“中国太平洋保险公司”等一批保险公司,从而打破了中国人民保险公司长期垄断的市场格局,为中国保险市场注入了竞争机制。

1995年10月,《中华人民共和国保险法》颁布实施,进一步规范了保险市场的各项操作,确立了保险公司的经营范围、组织形式、各项法律责任和监督管理制度等,将商业保险与社会保险区分开来,为进一步促进保险业的健康发展提供了法律依据和保障。

近年来,中国保险市场一直较平稳健康地运行。2005年,全国全年保费收入达到了4 927.3亿元,其中,寿险保费收入3 244.3亿元,同比增长14%;健康和意外险保费收入453.1亿元,同比增长16.6%。全国共有保险公司93家,保险公司总资产达15 225.9亿元。其中保险集团和控股公司6家、财产险公司35家、人身险公司42家、再保险公司5家、保险资产管理公司5家。

美国友邦、花旗集团、安联集团等外资保险公司也纷纷进入中国保险市场。截至2004年12月,共有40家外资保险公司在中国设立了75个营业机构(含筹建)。其中寿险公司23家,产险公司14家,再保险公司3家,另有5家外资保险中介公司在我国设立

了营业机构。

保险险种也迅速增多,已从单一的企业财产险发展出财产、人身、责任、信用四大类200多个险种。中国保险业市场日益呈现多元化发展的趋势。

5. 证券公司

证券公司是专门代理证券业务的非银行金融机构。20世纪80年代,随着证券市场的发展,证券公司呼之欲出。1987年9月,中国人民银行批准成立了第一家证券公司——深圳经济特区证券公司。1988年上海万国证券公司成立,其他各省市也都紧随其后。据中国证券业协会统计,2005年协会会员达到282家,其中证券公司116家、基金公司33家、证券证券投资咨询机构86家。其他主营证券业务的金融机构,比如信托投资公司、证券咨询公司、证券登记公司等,共计300多家。有754家企业在沪深两交易所上市,投资开户数达3100多万。目前主要的证券公司有申银万国证券股份有限公司、华夏证券有限公司、国泰证券有限公司、中国南方证券有限公司等。

6. 信托投资公司

信托投资公司是专业经营各类委托代理业务的中介机构,是非银行金融系统的重要组成部分。改革开放之后,为满足市场经济投融资需求,国务院于1979年10月批准成立了中国国际信托投资公司。1980年开始,国家专业银行和一些地方政府陆续设立了各种形式的信托投资公司,逐渐恢复金融信托业。1986年,中国人民银行颁布了《金融信托投资机构管理暂行办法》,为信托业的管理提供了依据。到了20世纪80年代末,我国信托投资机构已达到745家,总资产774.4亿元。

这十年中,信托业蓬勃发展,但由于主营业务范围不明确,市场过度竞争等原因,不少信托公司在20世纪80年代末90年代初经营状况迅速恶化。为此,中国人民银行开始整顿信托市场。截至2003年12月底,全国完成重新登记信托公司共计57家,从业人员4602人。57家公司自营资产944亿元,自营负债463亿元,所有者权益481亿元,共管理信托财产1635亿元,利润总额15.5亿元。经过几年的清理整顿,信托投资公司逐步恢复了活力。已登记信托投资公司充实了资本,风险抵御能力有所增强,原有的负债业务有所下降。业务范围明确界定为信托存贷款与投资、委托存贷款与投资、融资性租赁、证券业务、代理业务、经济咨询等。目前较大的信托投资公司有中国国际信托投资公司、中国信达信托投资公司、中国华融信托投资公司、中国经济开发信托投资公司等。

7. 其他金融机构

除了上述金融机构外,我国开展金融业务的机构还有租赁公司、信用合作社和邮政等。

租赁公司专营各类融资租赁业务。租赁业自20世纪80年代起逐步兴起。二十多年间,遇到了与信托业相类似的问题。但总体而言,租赁正渐渐走向成熟。

信用合作社包括农村信用合作社和城市信用合作社。农村信用合作社在1956年就

已成立,是群众性的合作金融组织,由农村社员自愿入股组成,独立经营,自负盈亏,为农民提供各种金融服务。城市信用合作社于 1986 年正式成立,主要为城市集体企业和个体私营工商户提供各种金融服务。

邮政储蓄业务是 20 世纪 80 年代为了弥补银行储蓄网点的不足而发展起来,主要进行个人储蓄存款业务。2003 年起,邮政储蓄机构可以自主运用储蓄资金,参与货币市场业务,但还不能直接发放贷款。

(二) 金融机构存在的主要问题

改革开放之后,我国金融机构的数量剧增,各种问题随之而来,不同类型的机构出现的问题也不尽相同。主要问题包括:

1. 国有商业银行不良贷款率较高

2004 年底,银监会公布国有商业银行不良贷款余额达到 15 751 亿元,占全部贷款比重的 15.62%。过去几年,银行对不良资产的产生缺乏强有力的控制手段,对不良资产的处置也缺乏行之有效的方法。在 1997 年一年中,为冲销各类呆账坏账,就用去了银行五年的呆账准备金。常常是“历史性”的不良资产还未得到有效处理,新的不良资产就已出现。另外,国有商业银行的资本充足率不高;商业银行还未能实现真正的市场化,不得不承担一些政策性业务等,都是困扰国有商业银行的普遍问题。

2. 中小型股份制银行发展缓慢

目前而言,四大国有商业银行在银行业中仍然占据主导地位,在资金实力、营业网点等方面有绝对的优势,政策方面也受到一定的倾斜。中小型股份制银行有较大的金融工具创新的动力,但由于规模小、营业额低,业务开发成本无法分摊,制约了其创新能力。各中小银行间缺乏横向的合作渠道,没有形成市场型的特色分工体系,一些中小银行盲目与国有商业银行争抢客户,在拓展业务等方面定位不准确,不能发挥自身的经营特色,导致竞争能力难以提高。

3. 非银行金融机构尚不成熟

我国非银行金融机构存在的时间不长,大多是随着金融市场的发展而建立起来的。许多金融机构在业务能力、资信验证、内部监管等方面存在缺陷,部分机构业务范围不明确,常存在超范围经营现象,或者利用法律法规的不健全进行违规经营。这些都是造成金融市场混乱的重要原因之一。另外,因为缺乏有效的退出机制,使得市场不能充分发挥优胜劣汰的功能,营业状况好的非银行金融机构不能通过战略性重组,收购兼并其他机构,扩大规模;亏损严重的机构不能通过市场行为退出市场,减少损失。

(三) 我国金融机构的发展方向

1. 加快国有商业银行股份制改造进程

对国有商业银行实行股份制改造,能理清我国现有国有银行的产权关系,解决产权虚置问题,形成现代银行制度。只有在现代银行制度下,国有商业银行不良贷款率居高不

下,过多承担政策性业务等问题才能得到有效的、实质性的解决。并促使商业银行拓展业务范围,积极进行金融创新。2003 年底,政府对中国银行、中国建设银行两家条件相对较好的国有商业银行实施股份制改革试点,并动用 450 亿美元外汇储备对这两家试点银行注资。截至 2004 年 9 月末,中国银行、建设银行不良贷款比率已分别降至 5.16% 和 3.48%,资本充足率分别提高到 8.18% 和 9.39%,不良贷款拨备覆盖率也分别提高到 68.35% 和 87.70%。

2. 促进中小型股份制银行成长

中小股份制银行的创新动力比较强,历史负担比较轻,在建立之初就有较好的法人治理结构和银行规章制度,是活跃市场的重要力量。政府应出台各种政策,支持、鼓励中小股份制银行成长。比如,适当降低中小银行的存款准备金率;适当放宽银行利率的浮动幅度;规范中小银行不良资产专业化处理方式等,使中小股份制银行能快速拓展业务,增强市场的有序竞争。政府应注意避免使用行政手段直接干预银行的日常运营,确保其在业务上和在管理层与董事会人员设置上的独立性,从而减少政府干预的负面影响,保持其经营优势。

另外,中小股份制银行在加强自身定位的同时,应积极建立中小银行间的合作渠道,在业务合作的基础上逐步建立起统一的业务标准、统一的数据库、统一的信息披露等,提高银行的社会信誉度和综合竞争能力。中小股份制银行还可以积极与国有商业银行、大型股份制银行、外资银行进行合作,拓展业务空间,实现合作双赢。

3. 进一步规范非银行金融机构

经过二十多年的发展,我国金融市场上的非银行金融机构鱼龙混杂,经营状况参差不齐。对此,我国金融当局应当进一步制定市场游戏规则,完善执法体系,形成公平竞争的市场环境。以经济和法律手段代替行政手段,在市场优胜劣汰的作用下塑造业务规范、经营良好的非银行金融机构;以法律来规范非银行金融机构的市场进入、日常经营和市场退出,做到有法可依,有法必依。

同时,还要加快建立起非银行金融机构的内部监管机制,特别是要建立起各机构间的信用体系。成熟的金融机构信用体系能加强市场规范运作,在许多法律体系不能覆盖的地方发挥作用,使金融市场以更低的成本,更高的效率实现资金与资源的合理配置,从而提高非银行金融机构的经营效益,降低机构间的恶性竞争。

二、金融市场

(一)我国金融市场的形成与现状

我国金融市场可分为货币市场、外汇市场和资本市场等。这些市场多由政府主导形成,并在这二十多年的时间里迅速成长。目前,我国金融市场已达到一定的规模。

1. 货币市场

货币市场是短期资金融通市场,为金融机构、政府和企业提供低成本的短期资金来源,包括同业拆借市场、债券回购市场、票据贴现市场等。

(1) 同业拆借市场。我国同业拆借市场是在银行体制改革的基础上发展起来的。经过多方准备和市场实践,1986年,国务院宣布同业拆借市场正式成立。当年,全国同业拆借市场的成交量就达到300多亿元,第二年更增长8倍。但市场发展初期,缺乏有效的规范与管理。众多非银行金融机构纷纷涌入同业拆借市场,致使投机行为增加,信用与通货过度膨胀。同时,利率过高、期限过长等因素也扰乱了正常的市场秩序。为此,20世纪80年代末,中国人民银行先后颁布了《同业拆借管理暂行办法》、《关于进一步加强同业拆借管理的通知》等一系列法令,规范市场秩序。1996年1月,全国性同业拆借市场建立,同年6月,中国人民银行取消了同业拆借资金利率的最高限制,不再使用行政手段对市场利率进行干预。2001年拆借市场成交量已达到8082亿元,2002年,拆借市场总计成交5363笔,成交量已达到12107.24亿元。

(2) 债券回购市场。我国债券回购市场在20世纪90年代初出现,最早在武汉证券交易中心进行交易。1997年6月,债券回购交易开始在同业拆借市场的交易网络上运行,至年底,已有64家会员加入,大部分会员同时是同业拆借市场成员。债券回购市场以同业拆借市场为基础,是商业银行调节资金头寸,中央银行进行公开市场业务操作的重要手段。2002年银行间债券市场回购交易总计成交67811笔,总成交金额达101885.21亿元。

(3) 票据承兑和贴现市场。1985年,中国人民银行正式在全国范围内开展票据承兑和贴现业务。但在此后的几年中,票据市场发展缓慢。为此,中国人民银行连续几年大力发展票据市场,推出再贴现业务,并加强市场的管理与监督。1996年1月1日,《中华人民共和国票据法》正式实施。中国人民银行也颁布了《关于国有商业银行再贴现业务的暂行规定》、《进一步改善商业票据再贴现管理的通知》等一系列文件。在各种措施的刺激下,2001年全国商业票据贴现金额达到了8561亿元,是1995年的6倍。票据再贴现已成为中央银行实行货币政策的一项重要工具,票据市场的功能逐渐显现。

2. 外汇市场

改革开放之后,外资引进与国际贸易增加的客观现实促使国家允许国内企业按照配额持有一定的外汇,从而产生了外汇业务需求。但当时的外汇业务仅限于企业之间持有的外汇余缺的调剂,而不存在真正意义上的外汇买卖交易。外汇调剂业务由中国银行统一办理,且必须按照国家外汇管理局颁布的汇率进行。

1985年,深圳经济特区成立第一个外汇调剂中心,此后各经济特区、经济发达省市、自治区都先后设立了调剂中心。至1988年,全国已有80家外汇调剂中心,从而形成了一定规模的外汇调剂市场。然而,这一时期各个外汇调剂中心都是分割的,造成了各中心间业务的信息阻隔,给大量套汇投机行为提供了条件,也不利于外汇在市场内的流动。另一方面,市场上还不存在银行间的外汇交易业务,使得外汇市场的局限性日益突出。一个统

一的全国性外汇交易市场需要尽快形成。

1994年4月,中国外汇交易系统在上海开通,标志着全国性外汇交易市场建成。目前,外汇市场可以分成两个层次。第一个层次是银行间外汇交易市场,也称批发市场。这一市场实行会员制,其会员必须是银行或非银行金融机构。会员在中国外汇交易系统上直接进行外汇业务。这一层次的市场弥补了过去银行间外汇业务的空白。第二层次是企业、个人与金融机构之间的交易市场,也称零售市场。这一市场进行所有可自由兑换的货币交易。1996年1月,国务院颁布了《外汇交易管理条例》,1997年又颁布了修订版,标志着我国外汇市场进一步向规范化前进。

3. 资本市场

随着社会主义市场经济体制的确立,市场对直接投融资方式的需求日益增长,债券与股票开始被引入市场。但在20世纪90年之前,我国没有形成较成熟的债券市场和股票市场。当时,国债发行主要依靠行政系统,并且不能在市场上流通,投资者不可能在市场上对国债进行投资活动。另一方面,一些由集体企业改造而成的或新成立的股份制企业开始发行股票。但因为缺乏监管与立法,股民利益常常受损。建立规范的证券市场,成为我国发展经济、深化金融体制改革的当务之急。

1991年到1995年,财政部开始采用承购包销的方式销售国债,投资者可以通过银行系统购买到国债。1996年开始采用招标方式发行国债,国债发行市场形成。1988年,国债首次在上海、深圳、沈阳等7个城市进行试验性流通。同年6月,国债流通市场扩大到全国61个城市。1991年,已有400个城市可以进行国债流通交易,国债流通市场初具规模。2002年全国全年累计发行国债5 934亿元,超出计划发行5亿元,同比增长21.5%。

1990年12月,上海证券交易所成立,次年7月,深圳证券交易所成立。证券交易自动报价系统和国家电子交易系统随后也建成开通,我国股票发行与流通市场初步建成。在几年内,我国股票市场快速膨胀,进入市场的融资企业、中介机构与投资者剧增。股票种类不断增加。除A股外,1992年起,沪深两地交易所开始发行B股。之后,H股也进入发行流通。为建立监督管理系统,中国证券监督管理委员会于1992年成立。1998年12月29日,《中华人民共和国证券法》颁布实施,从而为股票市场监管提供了法律依据。经过十年的发展,2001年沪深证券交易所内上市公司已达到1 160家,总市值43 522亿元,流通市值14 463亿元,年交易额达38 305亿元。

(二)金融市场存在的主要问题

我国金融市场成长较快,不少交易市场从无到有,对经济发展起到了重要作用。但目前,我国金融市场建设仍存在不少问题,主要有:

1. 金融市场的规模相对较小

若以广义货币、有价证券和股票市值作为金融资产,在2000年,我国的金融化比重为229%,而同期美国为364%,英国为356%,日本为312%,作为新兴国际金融重的新加坡

也达到 319%。相比之下,我国有明显差距,这不利于我国有效发挥市场的资金配置功能,不利于提高资产的流动性,不利于降低交易成本,影响了价格信号的真实性,也限制了中央银行公开市场业务的功能。扩大金融市场规模,同时避免系统风险的大幅度增加,是亟待解决的问题。

2. 各金融交易市场被人为分割

各金融交易市场之间难以进行信息和资金流通,进一步缩小了金融市场的整体功能。比如商业银行不能进行混业经营,无法为证券市场提供信息与资金支持;证券市场投资者不能从货币市场获得足够的流动性支持;保险资金无法进入证券市场,投资渠道受到限制,难以实现资本增值等。各金融交易市场之间发展也不均衡。相对而言,证券交易市场因为获得大力支持,十年来快速成长;而货币市场的发展一直受到轻视,造成发育不良;其他各市场的完善程度参差不齐,难以实现资金的有效流动。

3. 金融市场层次较单一

目前,我国金融市场层次还较为单一,不能满足多种类型投资主体的投资需求。以证券市场为例,现有的证券交易市场只有场内市场这一种层次,上市公司总数不到 1400 家,远不能满足投资者需求。市场层次的单一化也局限了金融投资工具的运用和创新,限制了金融市场的功能发挥。

(三)我国金融市场的发展方向

1. 消除各金融交易市场的人为分割

消除各金融交易市场之间的人为分割,可能需要一个较长的过程,关系到各金融管理机构的重新设置、相关法律法规的制定修改、市场调节手段的改进等众多方面,需要在金融改革深化过程中逐步探索,按照市场的规律循序渐进地实现整个金融市场的资金流动。一方面,管理当局应尽快把各市场相互开放问题放到议事日程上来;另一方面,必须加快相关法律法规和制度的制定,减少和避免在市场改革过程中可能出现的各种混乱、过度投机等不良现象。

2. 加快利率市场化进程,促进资金的自由流动

在实现金融市场上资金自由流动的各种措施中,实现利率市场化是非常重要的一步。由市场情况决定的利率能作为强有力的市场信号刺激资金的流动,实现资源的优化配置,促进各交易市场间均衡发展。目前,利率市场化改革虽已启动,但尚未取得突破性进展,利率仍受到管制。对此,政府应改变直接决定利率的现状,加快建立起以中央银行利率为基础,以货币市场利率为中介,由市场供求决定金融机构存贷款利率的市场利率体系与利率形成机制。金融投融资主体能根据市场情况自主决定利率,政府起间接影响利率的作用,并对市场的公正性进行监管。

3. 进一步拓展金融市场功能,丰富金融市场层次

在货币市场方面,应加快完善市场功能,注重货币市场与其他金融市场的协调发展。

特别要促进短期投融资市场的建设,积极推出融资性商业票据等短期投融资工具,在货币市场的现有基础上,丰富其市场层次;在外汇市场方面,应进一步扩大市场功能,配合金融衍生工具市场的发展,适时推出远期外汇等金融衍生工具,为人民币汇率形成机制的改革创造良好的市场条件;在资本市场方面,应以合格的机构投资者为依托,大力拓展公司债券市场,积极推进风险投资和创业板市场建设,进一步规范和发展产权市场,形成层次合理、功能互补的证券市场体系。

三、金融投资工具

(一)我国金融投资工具的创新与繁荣

在计划经济体制下,我国金融领域基本上不存在金融投资工具,也不允许金融投资活动的出现。在20世纪80年代初期,市场上的金融投资工具开始逐步采用国外已存在且发展成熟的投资工具,在借鉴国外经验的基础上,逐渐形成了我国的金融投资市场,金融市场上的金融投资工具也日渐繁多。投资工具涉及银行、保险、信托、证券、基金、国债、企业债券等多个金融子市场,数量上由最初的十几个品种发展为现在几千个品种。

目前,市场上的某些投资工具,比如人寿保险、国债等已较为成熟。同时,金融创新工具不断涌现,并日趋细分,以迎合日趋庞大的个人与机构投资者的不同需求。以2002年为例,该年内,财政部发行记账式国债16期,共计4461.3亿元;发行凭证式国债4期,共计1600亿元;国家开发银行政策性金融债20期,共计2500亿元;国家进出口银行政策性金融债7期,共计575亿元;12个企业发行了16个品种的企业债券,共计325亿元;全国股份制银行全年开展或恢复了18种银行业务;12家保险公司推出45个新险种;14家信托公司推出21个信托产品;其他如投资基金,期货等工具也有较大的创新与发展。我国金融投资工具不论在数量增长还是功能完善上都取得了显著的成绩。

(二)金融投资工具存在的主要问题

近几年,随着我国金融投资体系的发展,金融投资工具创新速度加快,投资工具的功能逐渐加强,但总体而言还存在一定局限。

1. 投资工具的数量与功能仍不能满足需求

我国已恢复和开展了一系列银行业务,大量增加了货币市场投资工具,比如票据贴现、承兑汇票回购等,同时在资本市场上投入了债券、股票等投资工具。但市场上还没有大额存单、期货等国外常见的金融工具,货币互换、股指期货、股权期货等规避金融风险的新型衍生工具尚未推出,期货市场的场内交易品种仅限于大宗农产品、有色金属等实物期货。国内投资工具的数量与功能仍然远不能满足投资者的需求与市场发展的需要。

2. 投资工具的功能受到扭曲

由于市场限制和过多的行政干预,金融投资工具的功能受到扭曲。许多投资工具不能实现原有的盈利性、流动性、安全性等基本功能,在投资或融资方面不能有效发挥作用。

某些投资工具严重偏离风险与收益的理论关系,而成为市场投机的工具。某些投资工具被强制带上行政性特征,以配合金融体制改革,承担改革成本。

3. 投资工具的创新缺乏良好的外部环境

我国研究金融工具及其创新的人才与机构十分缺乏,对于如何在有中国特色的社会主义经济体制中成功创造适合国情的金融投资工具缺少经验与借鉴。科学技术水平,特别是信息网络技术的相对落后,限制了金融投资工具创新的步伐。另外,建立符合市场规律的银行体制、构建社会信用体系等也是投资工具创新中亟待解决的问题。在条件未成熟之前,很多金融投资工具还不能引入市场。

(三)我国金融投资工具的发展方向

丰富金融市场上投资工具的种类,需要从各方面入手。随着我国金融改革的深入和金融市场的逐步开放,必须加快我国金融投资工具的创新步伐,从而适应国际金融市场的变化,抵御金融全球化带来的风险。

1. 促进金融品种的创新

完善我国金融市场,逐步消除各市场之间的分割,通过金融工具和金融工具交易市场的共同推出,迅速扩大投资工具品种。比如在货币市场上建立起回购市场、定期存单转让市场、货币市场共同基金等;在资本市场上建立可转换清偿债券等新型功能债券市场;积极探索股指期货、汇率期货等金融衍生工具市场。在扩大场内交易市场的同时,还可以加大金融工程技术的开发力度,发展场外交易市场。

2. 加强金融机构的创新意识

加快金融机构的体制改革,提高银行和非银行金融机构的市场化程度,从而刺激各金融机构积极进行金融创新。在金融市场逐步统一的基础上,增加银行、保险公司、证券机构等各方合作的渠道,共同开发新型投资工具。

3. 加大金融创新的资金和人力资本投入

在有选择性地技术引进的同时,积极进行信息联网等金融工程技术的自主开发;建立有明确职责的研究机构,培养高素质研究人才,提高金融创新的科技含量;政府应对金融创新行为进行一定的鼓励,运用经济手段对金融机构的金融工具创新给予支持和扶植。

四、金融投资主体

(一)我国金融投资主体的形成与现状

在改革开放以后,我国居民收入水平大幅度提高,金融投资意识增强,随着金融市场的形成,在金融投资方面的知识储备与经验也逐渐丰富。很多居民除了银行储蓄外,纷纷选择投身于各金融市场,成为金融市场的个人投资者。1983年,我国居民个人拥有资产总额为1 357亿元,其中,储蓄占65.8%,金融投资只占居民金融资产总量的3.1%,而手

持现金则高达 31.1%。1992 年,居民的金融资产总额为 1.68 万亿元,储蓄有增长,占 69.5%,金融投资则大幅度上升,占到金融总资产的 9.3%,保险占 1.3%,同时现金比重下降为 20.0%。而到了 2002 年末,居民金融资产总额达到了 11.4 万亿元,储蓄仍有增长,占 72.6%,手持现金则大幅下降为 11.1%,金融投资在比重提高的同时,结构也有所变化,保险占 1.7%,国债占 5.8%,股票占 6.9%,客户保证金存款为 1.8%。

现代企业制度的建立与金融体制的改革,让企业以及银行、证券公司等金融机构也开始进入金融市场,成为市场的机构投资者。起初,机构投资者只限于进行货币市场投资。随着我国各个金融子市场的出现,机构投资者逐步进入债券、股票等市场,对这些市场的发展起到了较大的推动作用。比如 1998 年,基金金泰和基金开元发行上市,成为中国证券市场的首批机构投资者。几年之后,证券投资基金已发展到 56 只,总规模达 936 亿元。加上证券公司 118 家,证券营业部 2 400 家和其他机构投资者,证券市场机构投资者已经有了一定的基础。同时,随着我国金融市场对外开放,有关部门开始有条件的允许部分境外机构投资者已进入国内市场。至 2005 年 3 月,已有 26 家境外机构通过合格境外机构投资者制度的批准,投资于中国证券市场。但当前我国对境外机构投资者仍然设定了多种限制。

(二) 投资主体存在的主要问题

在二十多年的时间里,我国金融投资者的成长是有目共睹的。但由于各方面原因,目前我国个人和机构投资者的投资行为扭曲,偏离了市场准则。这反过来也影响了金融市场的发展和规范。

1. 投资者结构不合理

我国资本市场上个人投资者比重过大,而机构投资者成长缓慢,比例较低,且很少受到外部规范与制约。截至 2003 年底,我国证券投资者开户总数为 6 964.93 万户,机构投资者 36.21 万户,约占所有投资者户数的 0.52%,个人投资者约占 99.48%;市场总流通市值为 13 251 亿元,其中个人投资者掌握的流通市值为 9 174.4 亿元,占到总数的 69.24%,机构投资者掌握的流通市值约为 4 076.6 亿元,仅占 30.76%。这一数据与发达国家相比有明显的差距。在美国,80%以上的投资者以投资基金进入市场,直接参与交易的个人比例不足 20%;而在日本,76%为机构投资者,24%为个人投资者。在以机构投资者为主的监管严厉的金融市场中,机构投资者可以凭其雄厚的实力、成熟的投资理念,稳定市场,促进市场发展;个人投资者在信息获得和资金实力等方面处于相对弱势,所以以个人投资者为主的市场往往倾向于短期投资甚至非理性投机,机构“坐庄”的机会相对较多,股价容易因信息不对称而被机构投资者操纵。目前,我国证券市场上就存在投资意识错位,投机气氛较浓,市场经常对信息反应过度,机构投资者违规操作、操纵股市的现象也屡见不鲜。

2. 金融资产结构不合理

我国居民的金融投资比重虽然有所提高,但其金融资产结构仍不尽合理。二十几年来,在居民的金融资产中,手持现金持续下降,从1983年的31.1%比重下降为2002年11.1%的比重。同时,储蓄比重却连年上升。这表明,虽然居民将一部分现金转化为债券、股票等金融投资,但仍有相当比重的现金转化为银行储蓄。金融投资则多集中于国债、保险、股票等金融工具上。股票等市场发展的不完善,使个人投资者的投资热情下降,加上我国金融投资领域的投资渠道狭小、层次较低等原因,居民更容易选择风险较小且较为熟悉的银行储蓄作为投资去向。

(三)推动我国金融投资主体的成熟发展

促进我国金融投资主体的成熟,需要从多方面多角度着手。在金融市场和金融投资者的互动中,改革与完善我国的金融投资体系。

1. 培养成熟的个人投资者

加强对个人投资者的保护,建立严格的信息披露制度,使个人投资者可以以较低的成本获取信息,减少信息不对称;加强个人投资者风险意识的培养,提高其解读信息的能力,纠正个人投资者扭曲的投机意识,降低市场过度投机行为;加强金融投资工具的创新与运用,给予投资者更多的投资选择,同时建立各类合格的、权威的金融中介机构,为个人投资者的投资行为给予指导和帮助;政府在规范市场行为与市场秩序方面必须拿出强有力的措施,以重新树立个人投资者的信心与投资热情。

2. 培养合格的机构投资者

加快培养合格的机构投资者,进一步扩大机构投资者比重。重要的是,在消除对机构投资者的人为限制的同时,必须完善机构投资者准入制度,并出台更强有力的法律法规,加强市场监管,对机构投资者的行为做出规范,严禁市场操纵及内幕交易。一旦发现违规行为,坚决从重从快惩处,从而避免大量机构投资者涌入金融市场进行违法违规操作,造成市场混乱。

3. 积极对待境外机构投资者

稳步开放我国金融市场,以积极姿态看待境外投资机构进入国内市场。一方面应逐步简化对境外机构投资者的审批程序,改善这些机构投资者的投资环境;另一方面应加快完善监管制度以及市场的规范性,避免大量境外资金在国内市场上进行投机行为,甚至威胁到我国金融系统的稳定。

案例5 “中航油”事件

2004年12月1日,中国航油(新加坡)股份有限公司[以下简称中航油(新加坡)]发布消息:公司因石油衍生产品交易,总计亏损5.5亿美元。净资产不过1.45亿美元的中航油(新加坡)因严重资不抵债,已向新加坡最高法院申请破产保护。一石激起千层浪,社

会各界对中航油(新加坡)石油衍生产品交易巨额亏损事件表现出密切关注。

中航油(新加坡)前身是成立于1993年5月的中国航空油料运输(新加坡)私人有限公司。在母公司中国航空油料集团支持下,2001年12月6日以中国航油垄断采购商的概念成功登陆新加坡资本市场。在其上市《招股说明书》中说明,中航油(新加坡)的石油贸易包括轻油、重油、原油、石化产品和石油衍生品五个部分,其核心业务是航油采购。

在2001年5月,中国证监会等五部委制定了《国有企业境外期货套期保值业务管理办法》,《办法》适用于大型国有企业和国有控股或占主导地位的企业。其明确规定:“获得境外期货业务许可证的企业在境外期货市场只能从事套期保值交易,不得进行投机交易”。2003年3月,中航油(新加坡)拿到了许可证。然而当年下半年,中航油(新加坡)就违规越权在石油期货市场进行大量的卖空交易,作投机操作。公司初期交易量只有200万桶原油,还曾取得盈利。然而,2003年第四季度,中航油(新加坡)认为未来油价下跌的错误判断,成为整个巨亏事件的起点。2004年第一季中航油(新加坡)已出现580万美元左右的亏损。不过,公司并没有止损离场,而是在2004年1月进行了第一次挪盘,即买回期权以关闭原先盘位,同时出售期限更长、交易量更大的新期权。油价还在上涨,到了第二季度,中航油(新加坡)的账面亏损已经上升到3000万美元。2004年6月,由于1月的挪盘,面临着更巨额亏损的中航油(新加坡)孤注一掷,决定进行第二次挪盘。随着油价上升时呈指数级数的扩大,6月挪盘的风险已经远远高于1月的挪盘,同时公司需要更多的资金,用作保证金,以免未交割的衍生产品被强行平仓。2004年9月,中航油(新加坡)再一次挪盘。这次操作使得不断高涨的保证金最终耗尽了公司的现金,成倍扩大的风险使得不再有银行愿意为其提供备用信用证,最终导致了中航油(新加坡)目前的财务困境。

中航油(新加坡)停盘之后的一系列事件并不是此案例关注的重点。在此,分析的焦点在于作为大型国有集团海外子公司的中航油(新加坡),何以在短短一年多的时间里,由大好前景,突然走到破产边缘。

2005年3月,普华永道会计师事务所提交了第一期中航油(新加坡)调查报告。普华永道认为,导致中航油(新加坡)巨额亏损的原因包括以下六个方面:第一,2003年第四季度对未来油价走势的错误判断;第二,看起来好像不想在2004年第一、第二、第三季报中记入损失的想法,最终导致了2004年的衍生产品交易,中航油(新加坡)草率承担了大量不可控制的风险;第三,中航油(新加坡)未能根据行业标准评估期权组合价值;第四,中航油(新加坡)由此未能正确估算期权的MTM价值,也未能在2002年至2004年的财务报告及季报、半年报中正确反映;第五,缺乏正确、严格甚至在部分情况下基本的对期权投机的风险管理步骤与控制;第六,在某种程度上,对于可以用于期权交易(至少在精神上)的风险管理规则和控制,管理层也没有做好执行的准备。

这六个方面中,第五、第六条似乎更能说明问题。综观整个事件的发展过程,可以说公司风险内控机制的形同虚设加上外部监管的缺乏,是导致中航油(新加坡)走到这一步

的根本原因。

中航油(新加坡)于2002年在外部审计师的协助下,制定了《风险管理手册》。该手册规定了引进新业务产品的具体要求,对新的产品进行交易,必须在一个委员会和总裁的推荐下获得董事会的批准。普华永道会计师事务所通过调查却发现,中航油(新加坡)在开展期权交易业务时,并没有寻求董事会的批准,也就是说,绕开董事会自行开展了具有极大风险的新业务。该手册还规定了对公司衍生品交易的“止损”限额,然而,从事实来看,限额完全是一纸空文。公司总裁陈久霖也从未根据公司的财务实力,对投机交易明确设定现金头寸的上限。

作为母公司的中国航空油料集团,对中航油(新加坡)的投机行为并没有采取应有的措施,反而有一定程度的纵容。2004年10月,陈久霖向母公司写出报告请求救助。中航油集团本应立即对此违规操作进行制止,强令其择机斩仓。然而恰恰相反,10月20日,中航油集团以私募方式卖出手中所持15%的股份,获资1.08亿美元,立即交给中航油(新加坡)补仓,施以救助,这使中航油(新加坡)越陷越深。

从外部监管而言,按照《办法》规定,持境外期货业务许可证的企业只能做套期保值交易,而不能做投机性交易,并且应该在每月前10个工作日,向中国证监会报告上月境外期货业务情况。内容应包括:已占用的保证金金额;持仓情况和盈亏情况等。然而中航油(新加坡)不但进行大量投机性衍生产品交易,而且一路坚持卖空,不断扩大交易量。在这一过程中,却没有任何监管部门对其进行实质性监管。法规不能实际执行,证监会监管职能没有落到实处。

可以说,中航油(新加坡)从事石油衍生产品交易的决策、整个交易过程以及最后巨额亏损的事实,都是不按制度、法规行事的恶果。然而,这不是个别的案例。企业风险内控机制虚置、外部监管不利、企业家风险意识淡薄、内部人控制严重等问题,大量存在于我国国有企业中。在经济全球化的今天,只有解决好这些问题,才能使我国企业在走出国门之后,迅速适应国际金融市场的规则,正确利用金融工具。

思考题

1. 中国航油(新加坡)股份有限公司为什么会在期货交易市场上一再亏损直至破产?
2. 在外部监管不力的情况下,大型国企应如何建立有效的内部风险控制机制,从而避免在国际期权期货市场再度上演“中航油事件”?

第六章 风险投资理论与实践

在知识经济时代这个大背景下,无论是产业经济优化还是国民经济发展,都离不开高新技术的支持。然而,高新技术的科技研发和市场应用都具有极大的不确定性,这无疑增加了资本推动科技转化为生产力的难度。风险投资作为创业支撑资本,是促进高新技术成果工程化、市场化和产业化的重要推动因素,为加速科技成果的转化和科技创新型企业发展提供了有力的支持,是对一国经济具有深远作用的投资行为。

第一节 风险投资理论

一、风险投资的基本概念

(一) 风险投资的含义

风险投资(venture capital)也称创业投资或创业资本。从英文名称上可以看出,“风险”不同于传统意义上的风险(risk)。在《牛津高阶英汉双解词典》中,venture 的解释是指工作项目或事业、商业(尤指有风险的)或企业,而 risk 是指人们在从事各项活动中所遇到的,不可预测、不可避免的不确定性。因此,venture 有一种主动的意思,风险投资从某种意义上说是风险投资家一种主动承担风险的行为:投资家明知道新兴企业成功与否的不确定性很大,仍然基于自己对目标公司及市场前景的分析判断做出投资决策^①。“投资”(capital)也不是一般意义上的投资(investment),它既包括投资也包括融资,投入的是一种权益资本而不是借贷资本。同时,在风险投资中还包含了一定的经营管理内容。

^① Kaplan S., P. Stromberg: *Financial contracting theory meets the real world: an empirical analysis of venture capital contracts*, Working Paper, Graduate School of Business, University of Chicago, 2001.

但是到目前为止,对于风险投资并没有同一化的定义,在国际上,最具有代表性的定义有以下几种:(1)OECD认为,风险投资是以高科技和知识为基础,生产与经营技术密集型的创新产品或服务的投资;是专门购买在新思想和新技术方面独具特色的中小企业的股份,并促进这些中小企业形成和创立的投资^①;(2)美国风险投资协会(NVCA)认为,风险投资是由职业金融家投入到新兴的、迅速发展的、具有巨大竞争潜力的企业中的一种权益资本;(3)美国《企业管理百科全书》把风险投资定义为:对不能从诸如股票市场、银行或与银行相似的单位(如租赁公司或商业经纪人)获得资本的工商企业的投资行为;(4)美国著名的经济学家 Douglas Greenwood 认为,风险投资是准备冒险的投资,它是准备为一个有迅速发展潜力的新公司或新发展的产品经受最初风险的投资,而不是用来购置与这一公司或产品有关的各种资产。在国内,科技部、国家计委、国家经贸委、财政部、中国人民银行、国家税务局、中国证监会等七部委联合出台的《七部委关于建立风险投资机制的若干意见》^②将风险投资定义为:“主要属于科技型的高成长性创业企业提供股本资本,并为其提供经营管理和咨询服务,以期在被投资企业发展成熟后,通过股权转让获取中长期资本增值收益的投资行为。”

(二) 风险投资的特点

1. 高风险、高收益。风险投资主要目的在于对创新技术和产品的支持,没有一般贷款所要求的抵押和担保,因此在技术、经济和市场等方面都具有相当大的风险,其成功率平均只有 20% 左右^③。与高风险相匹配的是高收益。由于成功的高新技术往往使最终产品和服务能获得因创新而带来的巨大的市场,因而,风险投资一旦成功,便可获得巨额利润。风险投资业的基本运行规律就是从成功企业的高额利润中分享大大高于银行利率的风险收益,来弥补失败项目的损失。

2. 风险投资是一种长期投资,一般要经过 3~7 年才能通过退资取得收益。

3. 风险投资是一种权益投资,因此其投资的着眼点并不在于投资对象当前的盈亏,而在于关注高新技术企业的发展前景和资产增值情况。

4. 风险投资是一种主动参与管理式的专业投资方式。风险投资不仅向风险企业提供资金支持,还通过风险投资家的经营管理经验帮助风险企业运营,包括决策管理、财务管理、管理者加盟市场营销及信息资源的整合与利用等。其核心是为风险企业提供增值服务,使风险投资家能够发挥自己的优势,促进企业的发展,同时也降低了自身投资的风险。

为了进一步明确风险投资的特征,在表 6—1 中将风险投资与实物投资和金融投资进行了比较区分。

① OECD: *Venture capital and innovation*, OCED/GD, 1996, P168.

② <http://www.szvca.com/news.asp?id=2001918162544>.

③ 俞自由等:《风险投资理论与实践》,上海财经大学出版社,2001 年,第 8 页。

表 6-1 风险投资和实物投资、金融投资比较

	风险投资	实物投资	金融投资
投资方向	高新技术型企业或产业	传统的技术成熟企业或产业	
关注重点	高新技术成长性	企业长期发展	资本回报
投资条件	技术的可实现性	财务评价、国民经济评价的可行性	超过某界限的资本回报率
投资管理	参与企业的经营管理，合作开发	承担投资项目的经营管理	一般不介入企业运营
投资回收	股利转让	产品销售收入	利息或红利

(三) 风险投资的运作过程

风险投资的运作过程可以分为六个阶段(参见图 6-1)^①：

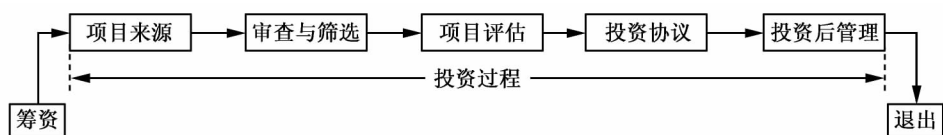


图 6-1 风险投资运作过程

1. 资金筹集

雄厚的风险资本是风险投资的基础和前提条件。没有资金来源,风险投资便成为无源之水、无本之木。目前,风险投资的资金来源主要包括私人资本、机构投资者、政府及国外资本。

从组织资本的角度,可以将风险投资的资本划分为非组织化的风险资本和组织化的风险资本^②(见图 6-2)。非组织化的风险资本是指由个人投资者或机构进行分散投资的投资资本,是一个个分散的单个投资,如天使投资者的个人投资或者大公司附属风险投资资金等;组织化的风险资本是由两个以上的多数投资者通过集合投资而形成新的财产主体,再由新的财产主体进行投资的风险资本,这是一种集合投资资本。根据组织结构的不同,又划分为公司制风险投资组织、合伙制风险投资组织和信托制风险投资组织。

^① Tyebtee. T. T., and Bruno, A. V: A model of venture capitalist investment activity, Management Science, 1984, 30(9), p1051-1066.

^② 刘建钧:《创业投资原理与方略——对“风险投资”范式的反思与超越》,中国经济出版社,2003.4,第86~88页。

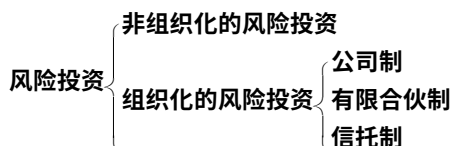


图 6-2 风险投资组织形式的分类

2. 项目筛选和审慎调查

风险投资家首先通过各种有效途径获得风险企业或风险项目的相关信息,包括创业家主动提交商业计划书、第三方推荐和风险投资家主动寻找等。在众多的投资机会中,风险投资家首先选出一小部分进行进一步分析,即项目筛选。申请风险投资的项目经过初步筛选后,风险投资家要对被筛选出来的项目展开审慎调查,目的是对项目的特点和细节进行详细的考察和分析,同时为进一步深入的项目评估提供可靠的信息来源,这是风险投资决策的必要手段和重要依据。

审慎调查是一项复杂的工作,具体内容包括:(1)与风险企业的创业家会谈;(2)对风险企业进行实地考察;(3)对风险企业的创业家及其管理团队综合测评;(4)对创新产品和市场的调查。

3. 项目评估

风险投资项目的评估就是针对可能给投资收益带来重大影响的指标内容,采取适当的方法进行评比,从而为风险投资决策提供有力依据的活动。在风险投资的评估过程中,选择什么样的指标进行评估(见表 6-2)和采用什么样的评估方法是最重要的两个方面。

表 6-2

风险投资项目的评估内容

风险企业评估	产业领域评估	风险投资家偏好于自己熟悉的产业领域
	发展阶段评估	不同发展阶段(种子期、初创期、扩张期和成熟期)企业的风险与收益各不相同。风险投资家在收益与风险中作出平衡,选择处于某一特定发展阶段的企业或项目进行投资
	投资规模评估	风险企业的管理费用随着资金规模的增大而变小,但投资风险则相反。风险投资公司根据自身风险资本的规模大小及风险偏好确定单笔投资规模,一般在风险资本总规模的 10% 左右
	地理位置评估	一般情况下,处于市场发达、科研院所集中、基础设施完备、自然环境优美及交通便利的风险企业更容易引起风险投资家的兴趣,更容易得到风险资本的支持
	创业家及其管理团队评估	包括企业家素质评估、团队的知识和经验完备性评估、团队稳定性评估、科技人员比重、管理模式评估、管理决策方式评估和管理团队战略评估等内容

续表

产品技术评估 ^①	技术评估	包括技术含金量评估、成熟度评估、适用性评估、影响力评估、关联度评估、替代性评估、模仿难度评估、技术链的延伸性评估和知识产权拥有度评估
	产品评估	包括产品创新度评估、竞争力评估、知名度评估、技术标准评估和生命周期评估
市场环境评估 ^②	市场规模分析	包括目标市场现有规模和增长潜力评估、目标市场供求关系分析、技术创造需求能力评估、市场区域分析
	竞争分析	竞争者数量分析、竞争规则分析、市场进入壁垒评估
	营销网络覆盖率评估	
	市场占有率及其增长趋势评估	

风险投资家投资于风险企业的目的是获取未来的价值增值,因此,投资价值评估是风险投资项目评估的重要内容。传统的项目价值评估,主要采用贴现现金流量(DCF)法^③,如净现值(NPV)法、内部报酬率(IRR)法、利润指数法等。其中,净现值法是最为常用的方法。但是,该方法仍是从一个静态的角度来进行投资评估的,即经营决策是事先被固定下来的,忽略了投资的不可逆性和延迟期权的价值,往往造成对投资项目价值的低估。20世纪70年代以后发展起来的期权定价理论从一定程度上弥补了这种缺陷,为风险企业价值评估提供了一种新思路,我们将在下一节中具体阐述。

4. 构建契约

构建契约是指风险投资家通过评估决策后进行交易设计,并与创业家签订合同。风险投资家在经过综合评估决定进行投资后,需要一套完善的交易设计来确保投融资双方的契约利益,保证风险投资家与创业家的成功合作。风险投资家与创业家之间的委托代理关系需要通过相应的条款设计来规避由于信息不对称所导致的逆向选择和道德风险。风险投资交易设计内容主要包括风险投资工具的选择、风险投资股权定价和风险投资合同设计三个方面^④。

(1) 风险投资工具的选择

风险投资家在对风险企业的投资价值进行全面综合评估后就需要选择一种有效的金融投资工具(或几种金融投资工具的组合)将风险资本分阶段地注入风险企业。

风险投资家和创业者在风险投资过程中的角色和地位不同,决定了他们在选择投资工具时的标准也不尽相同。风险投资家希望能够在一定的交易风险下取得合理的投资回

① 谢科范等:《风险投资管理》,中央编译出版社,2004年,第115~120页。
 ② 谢科范等:《风险投资管理》,中央编译出版社,2004年,第123~125页。
 ③ 艾伦·马库斯、滋维·博迪、亚历克斯·凯恩:《投资学》(第四版),机械工业出版社,2000年。
 ④ 范柏乃:《现代风险投资运行与管理》,同济大学出版社,2002年,第198~219页。

报;希望能够对风险企业决策施加足够的影响,比如在风险企业中占有一定的董事会席位并享有一定的控制表决权,在风险企业业绩恶化的情况下能够更换管理层等;还希望金融工具具有较强的流动性,易变现。而创业家选择投资工具的标准包括:能够对自己所创立的企业有足够的控制权,领导企业发展;希望从外界获得足够的资源,充分发展企业的业务;尽可能使纳税最小化;从风险企业的创业中获得合理的投资回报^①。因此,风险投资工具的选择过程实际上是风险投资家与创业家反复协商和博弈的过程,他们最终所选择的金融投资工具必须能够满足双方利益与风险的平衡^②。常用的金融投资工具有普通股、优先股、普通债券、可转换债券、可认购股票债券等多种形式。

(2) 风险资本股权定价

如果风险投资家采用债务式的方式进行融资(普通债券),双方只需要谈判确定普通债券的到期时间、利息率和本金偿还方式;如果风险投资家以普通股、优先股或具有股权性质的债券(如可转换债券、可认股债券)投资于风险企业,就需要确定风险资本股权的定价。

风险资本股权定价,就是确定风险投资家向风险企业注入风险资本占总股份的比例。

$$\text{风险资本股权份额} = \frac{\text{VCA}}{\text{NPV} - \text{债务价值}} \quad (6-1)$$

其中,VCA为风险资本投资额,NPV为风险企业回收期末市值的净现值。

(3) 风险投资合同设计

风险投资合同是指导和规范风险企业发展的一份纲领性文件^③,并在其中规范风险投资家与创业家的权利与义务,一旦双方有分歧或利益冲突,就以风险投资合同作为调解和处理的依据。风险投资合同一般都会涉及表明和保证、肯定承诺与否定承诺、雇员保密与非竞争性协议、投资工具的使用、违约与补救措施五方面的内容,这些内容隐含着关于风险投资家和创业家之间委托代理关系以及风险企业控制权分配的一系列契约问题^④。

在风险投资中,资本的所有权和控制权相分离形成二级委托代理关系。作为初始资本提供方的投资者与风险投资家构成第一级委托代理关系,风险投资家是代理人,投资者是委托人;当风险投资家选择风险企业进行投资时,形成二级委托代理关系,风险投资家是新的委托人,使用资本的创业家成为代理人。在风险投资家和创业家之间形成的委托代理关系中,由于信息不对称会造成代理人行为偏离委托人目标,产生信息不对称风险^⑤。信息不对称风险包括逆向选择和道德风险。防范控制权分配中信息不对称风险的

① Saltuk Ozerturk: Three essays in financial contracting, PhD. Dissertation, New York University, 2001.

② Gompers, Paul A, and Josh Lerner, *The venture capital cycle*, Cambridge MIT Press, 1999.

③ 司春林、方曙红、田增瑞:《创业投资》,上海财经大学出版社,2003年,第212~227页。

④ 安实、王健、赵泽斌:《风险投资理论与方法》,科学出版社,2005年,第167页。

⑤ Glosten L, Muller E, Challenges to theory development in entrepreneurship research, *Journal of Management Studies*, 30(5), 1993, P815-834.

主要措施主要有阶段性注资、报酬体系的合理设置、可转换优先股和风险投资家参与风险企业经营等方式,这些策略能否实施取决于风险投资家和创业家在控制权分配中的博弈结果。

5. 投资后管理

风险投资家参与风险投资企业的管理是控制信息不对称风险的有效手段。同时,风险投资家及其所拥有的资源参与风险企业的经营管理,无疑也为风险企业提供了一种增值服务,有助于风险企业的迅速成长。风险投资家参与管理的主要内容有:协助制定企业发展战略、招聘风险企业管理团队的关键成员、策划追加后续融资、对风险企业实施监控和设计风险资本退出计划。^①

企业的发展,需要管理层对企业发展的要素条件(包括人才要素、知识技术要素以及资源与资本要素)、需求情况、环境条件及竞争状况等问题有充分的认识和全面的把握。但是对于风险企业的管理层而言,他们这些方面通常经验不足,并且受到社会网络资源的限制。而经验丰富的风险投资家则能够弥补这种不足——风险投资家往往不仅对某个行业有深入的研究和独到的见解,而且与该行业的企业、供应商、客户群等都有广泛的联系合作。

风险企业的监控不仅是为了控制投资风险,更重要的是为了获得准确的信息支持风险投资企业的管理服务^②。风险企业的监控应该包括产品、营销、组织管理体系监控。监控的基本方法有直接派董事参与经营决策、直接了解财务状况甚至向企业派驻财务总监、通过中介机构或企业合作方,间接了解企业运营情况以及阶段性的企业经营环境评测等。

6. 风险投资退出

风险投资退出,即风险资本从风险企业撤出变现,是风险资本运作的最后一个环节。风险投资区别于常规投资的重要方面之一就是通过转让被投资企业的股权来获取风险企业成长性增值收入。同时,风险投资的顺利退出也是资本流动性和再投资的重要保障。

风险投资退出的方式主要有三种:首次公开发行(IPO)退出、股权转让退出和清算退出^③。从管理激励、风险分散、流动性和收益率等众多因素来看,IPO退出方式显然是最为理想的风险资本退出方式,但该种退出方式成功启动的前提条件是必须拥有活跃的股票市场和发达的风险投资市场。通过股权转让的方式实现退出,比较适合企业所处行业比较朝阳、企业成长性较好且具有一定盈利规模,但因种种原因不够上市要求和条件,或在两年之内无法尽快上市的被投资企业。而对于已确认的失败项目,风险资本应尽早采用清算方式退出,以尽可能多地收回残留资本,将能收回的资金用于下一个投资循环。

① 范柏乃:《现代风险投资运行与管理》,同济大学出版社,2002年,第219~226页。

② 刘建钧:《创业投资原理与方略——对“风险投资”范式的反思与超越》,中国经济出版社,2002年,第293~300页。

③ 刘曼红:《风险投资:创新与金融》,中国人民大学出版社,1998年,第6~136页。

二、风险投资的相关理论

1. 风险投资项目的期权定价理论^①

20 世纪 70 年代以后发展起来的期权定价理论,为风险企业价值评估提供了一种新思路。期权是赋予持有者在特定时间或特定时间以前,按照特定价格买进或卖出一项资产权利的一份契约,这种权利使得投资者在有利时投资,不利时放弃,从而起到了风险规避的作用^②。将期权的观念和方法应用在实物资产上,特别是应用在企业的资本预算评估及投资决策上,就形成了实物期权的概念。实物期权理论与传统的贴现现金流量法最大的不同就在于把管理弹性作为评估决策的一个重要因素,肯定了投资者的决策灵活性,即在面临未来市场情况不确定性时,有能力根据不同的状况随时修正投资项目。

传统的投资项目经济效益评价方法认为风险总是起负面作用,即风险越大,项目的净现值越小,越不利于项目的采纳,这是因为风险的大小是用标准差来衡量的,而标准差与项目的不确定性呈正向变化关系,因此,项目的不确定性只会产生负面效应。但是项目的不确定性包含两种变化方向,在计算标准差时所反映出的都是标准差数值增大,净现值减少。显然传统的处理方法不能区别变化的正反方向。期权思想则可以将这两种变化区分开来。投资者可以根据变化的具体情况,最大限度地利用有利变化,限制不利变化(参见图 6-3)^③。

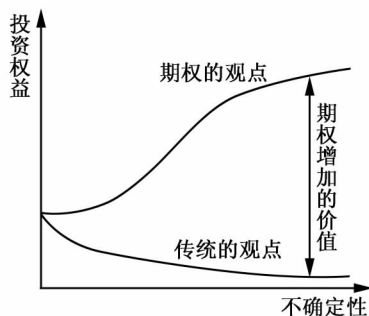


图 6-3 期权观点和传统观点对不确定性的反应曲线

风险投资具有期权性质。风险投资家在对风险投资项目进行投资时,拥有对风险项目进行投资的选择权,这项投资权就可以看成是一种以风险项目当前价值为标的资产的看涨期权。如果风险投资项目的价值大于投资成本,投资权的收益就是项目的价值与成本之差;如果投资项目的价值小于成本,风险投资家不会进行投资,收益为零。

① 安实、王健、赵泽斌:《风险投资理论与方法》,科学出版社,2005 年,第 43~62 页。

② 茅宁:《期权分析——理论与应用》,南京大学出版社,2000 年,第 2~11 页。

③ Trigeogis L.: *Real options; Managerial flexibility and strategy in resource allocation*, MIT Press, 1996.

根据期权进行资产定价,其核心思想是复制技术。实物期权定价的关键是在资本市场上寻找一个与所要评价的实际资产或项目有相同风险特征的可交易证券,称之为“孪生证券”,并用该孪生证券与无风险债券的组合复制出相应的实物期权的收益特征,利用孪生证券的有关资料作为实物资产价格及其波动率等信息的替代。按照期权定价理论,可以采用离散模型和连续模型两种方式对实物期权进行估价。采用离散模型的估价方法是指利用证券市场和现金资产的组合来复制项目现金流,通过交易市场信息,利用无套利均衡分析方法对项目进行估价。它的定价模型与金融期权的二项式定价模型相对应,可以按照构造金融期权二项式模型的思路,导出实物期权的二项式定价公式。采用连续模型是指引入随机过程和伊藤引理对实物期权进行分析,从而导出实物期权连续定价模型^①。模型的基本假设首先是风险中性,实物期权估价的二项式模型和 B-S 模型实际上采用的都是动态复制技术,即动态无套利均衡分析方法;其次,假设投资阶段是确定的,即对应于期权定价中的到期日是确定的;最后,假设实物期权类型为欧式期权,即投资者在到期日才执行期权。

(1) 传统的实物期权二项式模型^②

① 单时期模型。

首先用孪生证券股票和无风险债券的组合来复制实物期权,即做以下的投资组合:以 S 的价格买入 N 份孪生股票,同时借入市场价值为 L 的无风险债券(无风险利率为 r),组合的价值为 $NS-L$ 。

一年以后,孪生证券股票价格出现两种可能的情况:上升为 S^+ (概率为 q),或者下降为 S^- ;组合的价值相应有两种可能:以概率 q 变为 $NS^+-(1+r)L$;或以概率 $1-q$ 变为 $NS^--(1+r)L$ 。如果要求实物期权在一年以后的价值(E)与该组合的价值相同,即:

$$E^+ = NS^+ - (1+r)L \quad (6-2)$$

$$E^- = NS^- - (1+r)L \quad (6-3)$$

则可解得所需购买孪生股票数 N 和借入无风险债券数 B ,即:

$$N = (E^+ - E^-) / (S^+ - S^-) \quad (6-4)$$

$$L = (NS^- - E^-) / (1+r) \quad (6-5)$$

因此在无套利机会的假设下,实物期权当前的价值应当等于组合资产的价值,即:

$$E = NS - L = [pE^+ + (1-p)E^-] / (1+r) \quad (6-6)$$

其中, $p = [(1+r)S - S^-] / (S^+ - S^-)$ (此为风险中性概率,只与孪生证券的状态有关,而与实物期权类型无关)。

若设 $u = 1^+$ 股票价格上涨状态的收益率,即 $S^+ = uS$ (6-7)

① Frank K. Reilly, Keith C. Brown: Investment Analysis and Portfolio Management, Sixth Edition, Thomson Learning, 2000.

② 张志强:《期权理论与公司理财》,华夏出版社,2000年。

$d=1^+$ 股票价格下跌状态的收益率, 即 $S^- = dS$ (6-8)

则 p 也可以表示成:

$$p = \frac{(1+r)-d}{u-d} \quad (6-9)$$

这样, 只要我们给出实物期权价值在期末的可能取值 E^+ 和 E^- , 就可以利用上式得到其当前的价值 E 。

② 多时期定价模型 (见图 6-4)。

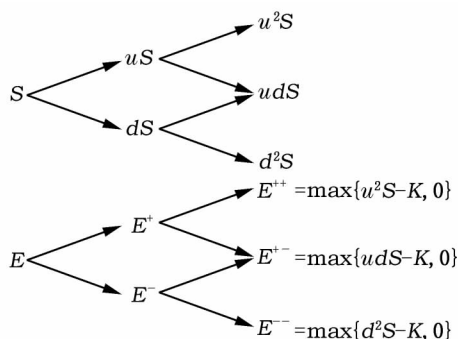


图 6-4 两期孪生证券价格和实物期权价值变动

先从第二期期末倒推到第一期期末, 有:

$$E^+ = (1+r)^{-1} [pE^{++} + (1-p)E^{+-}] \quad (6-10)$$

$$E^- = (1+r)^{-1} [pE^{+-} + (1-p)E^{--}] \quad (6-11)$$

再从第一期期末倒推到期初, 得出:

$$E = (1+r)^{-2} [p^2E^{++} + 2p(1-p)E^{+-} + (1-p)^2E^{--}] \quad (6-12)$$

可以推导出 n 期的一般定价公式:

$$E = (1+r)^{-n} \sum_{j=0}^n \left(\frac{n!}{j!(n-j)!} \right) p^j (1-p)^{n-j} \max\{u^j d^{n-j} S - K, 0\} \quad (6-13)$$

其中, K 为投资额或期权的执行价格, 此处的概率 p 与前面一样。

(2) 实物期权估价的 B-S 模型^①

B-S 期权定价模型有一系列假设条件: ① 假设市场的无摩擦性, 即无税、无交易成本、所有的资产可以无限细分以及没有卖空限制; ② 假设从时刻 $t=0$ 到 $t=T$, 都可以以一相同的不变利率借贷, 利率按连续复利 r 计算; ③ 假设从时刻 $t=0$ 到 $t=T$, 股票不分红; ④ 假设实物期权的标的资产价格的变化遵循对数正态分布的随机过程, 即有:

^① Black F, Scholes M, The pricing of options and corporate liabilities, Journal of Political Economy, 81(3), 1973, p637~654.

$$\log\left(\frac{S(t_2)}{S(t_1)}\right) \sim N(\mu(t_2 - t_1), \sigma^2(t_2 - t_1)) \quad (6-14)$$

满足这项假设所需的条件有:①标的资产价格连续变化;②在整个期权生命期内,标的资产的预期收益和收益方差保持不变;③任何时间段标的资产的收益和其他时间段股票的收益互相独立;④任何时间段标的资产的复利收益率服从正态分布。

在以上所有假设条件下,标的资产价格的运动遵循一种称之为带漂移的几何布朗运动的规律,在数学上则表现为伊藤过程,可以这样表示:

$$dS = \mu^* S dt + \sigma S dz = \left(\mu + \frac{1}{2}\sigma^2\right) S dt + \sigma S dz \quad (6-15)$$

其中, S 为标的资产的价格; μ^* 为所谓的漂移率; σ 为波动率,即连续计算收益率的标的资产在单位时间内收益的自然对数的标准差; dz 为称之为布朗运动的一种随机过程,且 $dz = \varepsilon \sqrt{dt}$, ε 满足标准正态分布。

根据伊藤过程和伊藤引理(一个描述衍生品价格和原生资产价格的引理)可以导出单个欧式买权的实物期权价值公式:

$$C = S(t)N(d_1) - Ke^{-r_f(T-t)}N(d_2) \quad (6-16)$$

$$\text{其中, } d_1 = \frac{\ln\left(\frac{S(t)}{K}\right) + (r_f + \frac{\sigma^2}{2})(T-t)}{\sigma \sqrt{T-t}};$$

$$d_2 = d_1 - \sigma \sqrt{T-t};$$

$S(t)$ 为标的资产价格; K 为执行价格; T 为到期时间; r_f 为无风险收益率; σ^2 为项目价值变动的方差; $N(d)$ 为标准正态分布小于 d 的概率。

在这个模型的多个可变因素中,相当于投资项目未来现金流现值的资产价格 S 和相当于投资支出的执行价格 K 的影响可以用 $NPV = S - K$ 进行描述,因此可以说看涨期权的价值随着 NPV 的增加而增加,与净现值评估法在一定程度上相吻合;到期期限 T 意味着项目具有等待机会,期权价值是期限 T 和风险测度 σ 的增函数,同时合成的 $\sigma \sqrt{T-t}$ 是一种考虑了时间的累积性风险,累积性风险增加,期权价值也会增加。根据投资项目净现值和累积性风险的情况,可以将决策分为四种情况(见图6-5)^①。

(3) 多阶段复合实物期权评价方法^②

通过进一步拓展,多阶段复合实物期权模型可以反映风险投资所具有的高风险和多阶段特性。其中“高风险”的产生是由于难以对未来预期现金流量做预期,并且不易得出

① 刘萍萍,《风险投资运作机理与投资决策研究》,中国学位论文文摘数据库 <http://wanfang.lib.sjtu.edu.cn>, 2003年,第50~51页。

② Keeley R, Punjabi S, Truki L, : *Valuation of early-stage ventures: option valuation model vs. traditional approach*, *Entrepreneurial and Small Business Finance*, 5(2), 1996, p115-138.

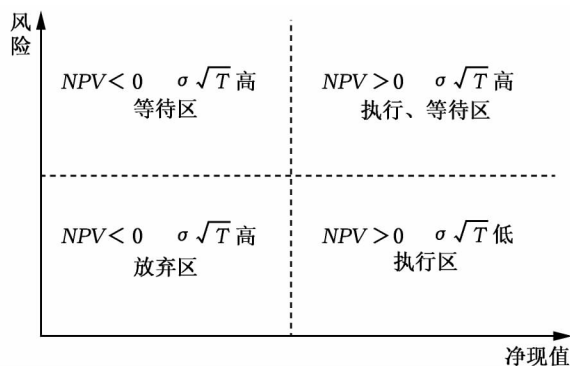


图 6-5 期权理论决策原则

适当的折现率,而“多阶段”指的是每阶段投资支出前风险投资公司都会面临继续投资或放弃的抉择。

首先,多阶段复合实物期权模型假设风险投资项目带来的潜在价值 y 的随机过程服从几何布朗运动,即:

$$\frac{dV}{V} = \mu dt + \sigma dz \quad (6-17)$$

其中, V 为投资项目带来的潜在价值; μ 为瞬间增长率的期望值; σ 为瞬间增长率的波动率; dt 为时间增量; dz 为标准维纳过程增量; $z(t)$ 为维纳过程。

式中 z 为满足维纳过程的一个与时间有关的变量, z 的变化 dz 表示其瞬间变化量, 可以表示为 $dz = \partial \sqrt{dt}$, 其中 ∂ 为一个标准正态分布的变量, $\partial \sim N(0, 1)$ 所以 $dz \sim N(0, dt)$ 。进一步考虑 z 在较长时间段 $(0, T)$ 的变化量, 将区间长度分为 N 小段, 即 $T = N \times dt$, 利用上述 dz 的性质可得 $z(T) - z(0) = \sum_{i=1}^N \partial \sqrt{dt}$, 假设 $z(0) = 0$, 即 z 的变化过程由原点开始, 可得 $z(T) \sim N(0, T)$ 。这样式 (6-17) 可写成:

$$\frac{dV}{V} = \mu dt + \sigma \partial \sqrt{dt} \quad (6-18)$$

即风险企业价值由两部分构成, 确定的 μdt (预期增长率) 及不确定的 $\sigma \partial \sqrt{dt}$, 主要由随机变量 ∂ 决定。由前部分论述可知几何布朗运动描述下的企业未来价值是不确定的, 并服从对数正态分布。

其次, 多阶段复合实物期权模型假设风险投资公司价值的运动路径是一个跳跃扩散过程。无论是上市公司的股价或者是任何企业的价值, 其运动的路径可能并不是一个连续而平滑的变动过程。因为企业价值的演进并不单单决定于产品实现商业化生产销售后所带来的现金流量, 而且受到发展过程中竞争对手带来的威胁、突发突变事件所带来的损

害以及关键技术突破带来的巨额收益,以及最初预想产品外的衍生增加产品市场获利机会的影响。这些变化因素在风险投资项目的发展阶段中往往无法预测,但却有全面而快速的影响^①。在一个简单的跳跃过程中,可以得到:

$$\frac{dV}{V} = \mu dt + \eta \cdot \text{sgn}(\xi) \cdot \lambda dt \quad (6-19)$$

其中, η 为跳跃发生的规模幅度; λ 为单位时间内跳跃发生的概率; ξ 为一个随机变量, 在 $[-1, 1]$ 区间服从均匀分布。

$$\text{符号函数 } \text{sgn}(x) = \begin{cases} 1 & (x \geq 0) \\ -1 & (x < 0) \end{cases}$$

使用跳跃过程描绘风险企业技术创新后, 投资项目所带来的潜在价值 V 的随机过程成为一个建立在几何布朗运动上的跳跃—扩散过程:

$$\frac{dV}{V} = \mu dt + \sigma dz + \eta \cdot \text{sgn}(\xi) \cdot \lambda dt \quad (6-20)$$

这样, 多阶段复合实物期权模型指出了资本投资潜在价值以连续的微小随机运动(扩散过程)为主, 同时间杂有频率及程度不同的未预期跳动(泊松过程), 并假设维纳过程与泊松过程相互独立。

根据风险企业在创建阶段的特征和技术创新的本质, 风险投资项目所必需耗用的成本不易估计, 因为成本投入经常随着研究发展的突破或瓶颈停滞而有着许多不同的情况。同时还要考虑到实际风险企业的发展过程与实物期权中对于复合实物期权的执行价格及标的期权执行价格的不同含义, 涉及区分研发阶段的资本投入和经营阶段的资本投入^②, 可知以下等式成立:

$$dK^R = I dt + \hat{\beta} (IK^R)^{\frac{1}{2}} dz_{K^R} \quad (6-21)$$

$$dK^w = m K^w dt + \pi K^w dz_{K^w} \quad (6-22)$$

其中, K^R 为风险企业研发阶段的资本投资; I 为研发阶段资本投资率; $\hat{\beta}$ 为技术不确定因子; K^w 为风险企业经营阶段预期资本投资现值; m 为经营阶段资本投资增加率; π 为经营成本不确定因子; $z(t)$ 为维纳过程。

风险企业在研发阶段的资本投资为早期必要的新技术开发的费用、试验费用、人力资本支出和前期资本设备支出等。由于研发项目具有相当的不确定性, 以至于研发成本的投入亦伴随着研究发展的突破创新或瓶颈停滞等许多状况而起伏变化。因此, 可以运用技术不确定因子 $\hat{\beta}$ 来刻画其变化。当风险企业完成关键技术开发并掌握大规模生产技

① Cox J, Ross S, Rubinstein M, Option Pricing: a simplified approach, Journal of Financial Economics, 7(3), 1979, p229—263.

② Pindyck R S: Investment of uncertain cost, Journal of Financial Economics, 34, 1993, p53—76.

术时,企业将致力于扩大产量、增加市场占有率以分享投资项目带来的获利,则进入经营阶段的资本支出。包括大规模生产设备、新建厂房、原材料成本支出和营销推广费用等等将陆续产生。这一阶段成本支出与经济环境有关,可以运用成本不确定因子 π 来刻画其未来的变化。对于 dz_{K^R} 和 dz_{K^w} , 假设其都为无关的维纳过程增量且所有与 dz 有关的风险都已经被分散,即 dz 与经济形势和股票市场无关。

在风险中性评价中,投资者对于风险无特定偏好,并不要求风险贴水来补偿投资风险,而仅要求无风险报酬作为其任何资产的平均投资报酬率。故在此环境下,可以简化期权的定价过程,利用无风险利率作为折现因子。^①

假设 $S_T^{(i)}$ 为第 i 期权到期目标的资产的价格, $f(S_T^{(i)})$ 为 $S_T^{(i)}$ 的随机密度函数,共有 N 种可能的价格,则未来到期时期权价值的预期现金流量可以表示为:

$$\sum_{i=1}^N (S_T^{(i)} - K) \cdot f(S_T^{(i)} | S_T^{(i)} > K) \quad (6-23)$$

根据风险中性的定义,期权价值为未来预期现金流量的折现值:

$$\begin{aligned} C_t &= \frac{1}{(1+r)^T} \left[\sum_{i=1}^N (S_T^{(i)} - K) \cdot f(S_T^{(i)} | S_T^{(i)} > K) \right] \\ &= \frac{1}{(1+r)^T} \left[\sum_{i=1}^N S_T^{(i)} \cdot f(S_T^{(i)}) - K \sum_{i=1}^N f(S_T^{(i)} | S_T^{(i)} > K) \right] \end{aligned} \quad (6-24)$$

其中, r 为无风险利率,若改为连续形态,则可以表示为积分形式:

$$C_t = e^{-rT} \int_K^\infty S_T \cdot f(S_T) dS_T - K e^{-rT} \int_K^\infty f(S_T) dS_T \quad (6-25)$$

在风险中性评价中,可以将欧式看涨期权的定价公式表示为^②:

$$C_t = e^{-r(T-t)} E_Q[\max(S_T - K, 0)] \quad (6-26)$$

其中, S_T 为标的资产到期价格; K 为期权执行价格; E_Q 为风险中性的期望值运算因子; Q 为鞅测度。

因此,可以对风险企业的发展建立一个多阶段复合实物期权,其数学表达式如下:

$$C_{t_5, t_4} = e^{-r(t_5 - t_4)} E[\max(V_{t_5} - K_{t_5}, 0)] \quad (6-27)$$

$$C_{t_4, t_3} = e^{-r(t_4 - t_3)} E[\max(V_{t_4} - K_{t_4}, 0)] \quad (6-28)$$

$$C_{t_3, t_2} = e^{-r(t_3 - t_2)} E[\max(V_{t_3} - K_{t_3}, 0)] \quad (6-29)$$

$$C_{t_2, t_1} = e^{-r(t_2 - t_1)} E[\max(V_{t_2} - K_{t_2}, 0)] \quad (6-30)$$

其中, K_{t_j} 为第 t_j 阶段投资总额,包括运营投资和研发投资两部分; V_{t_5} 为企业公开上市股票市值; $t_2 - t_1$ 为风险企业种子期; $t_3 - t_2$ 为风险企业初创期; $t_4 - t_3$ 为风险企业扩张

① Cox J, Ross S, Rubinstein M, Option Pricing: a simplified approach, Journal of Financial Economics, 7(3), 1979, p229-263.

② Schwartz E S, Trigeorgis L: Real options and investment under uncertainty: Classical readings and recent contribution, MIT Press, 2001, p25-55.

期; $t_5 - t_4$ 为风险企业成熟期。

多阶段复合期权模型可以利用蒙特卡罗模拟法进行求解^①, 求解过程在此不加赘述。

2. 风险投资退出决策模型^②

(1) 风险投资退出决策的模型假设^③

①鉴于风险投资高风险的特征, 模型中风险投资机构可进行分段投资。风险资本采取分段投资可以减少信息的不对称程度。

②风险投资基金的存现期为 T , 风险投资公司拥有的资金为 M , 在市场中有 n 个风险企业可以进行投资, 风险投资公司要在该市场中进行 m 个阶段的投资, 在每一阶段中该投资者都可在这 n 个风险企业中选择投资。若第 $j-1$ 阶段末已投资一部分风险企业, 则第 j ($j=2, \dots, m$) 个阶段初, 可以决定这些风险企业是继续持有还是退出。

③风险投资公司对风险企业的投资方式分为股权投资和债权投资, 债权的到期日以风险投资退出的时间为准。

④风险投资退出风险企业最基本的方式分为三类: 一是 IPO; 二是股权转让(包括并购、二次出售以及回购); 三是清算。

⑤分段投资的各个投资阶段是持续的, 相邻的两个投资阶段没有其他投资行为, 即任一阶段末时风险投资公司拥有的风险企业价值与现金与下一阶段初的情况相同。

(2) 风险投资退出方式选择模型^④

以风险企业 i 在 j 阶段 ($j=1, 2, \dots, m$) 的债权投资效用函数为:

$$U_{iD}^j(D_i^j, V_{iD}^j(D_i^j), \theta_i^j) = \frac{V_{iD}^j}{E_i^j} - \beta_i^j \frac{D_i^j}{\theta_i^j} \quad (6-31)$$

其中, U_{iD}^j 为风险企业 i 第 j 阶段债权投资效用函数; V_{iD}^j 为给定负债水平 D_i^j 时的债权投资带来的市场价值; D_i^j 为第 j 阶段风险投资公司对风险企业 i 债权投资数量; E_i^j 为第 j 阶段风险投资公司对风险企业 i 股权投资数量; β_i^j 为破产惩罚系数; θ_i^j 为风险企业的私有信息, 可以看作风险企业类型。

假设风险企业的利润 π_i^j 在 $[0, \theta_i^j]$ 上的均匀分布, 且 $D_i^j < \theta_i^j$, $\frac{D_i^j}{\theta_i^j}$ 是风险企业 i 破产的概率。假设风险投资公司认为风险企业属于 θ_i^j 的期望值是 $\tilde{\theta}_i^j(D_i^j)$, 那么风险企业的市场价值 $V_{iD}^j(D_i^j) = \tilde{\theta}_i^j(D_i^j)/2$, 在均衡情况下, 风险投资公司从 D_i^j 正确推断 θ_i^j , 则有 $\tilde{\theta}_i^j(D_i^j) = \theta_i^j$, $V_{iD}^j(D_i^j) = V_{iD}^j(D_i^j)$, $\theta_i^j = 2V_{iD}^j$ 。

① 安实、王健、赵泽斌:《风险投资理论与方法》, 科学出版社, 2005 年, 第 57~62 页。

② 吴正武、裘孟荣、袁飞:《风险资本退出时机和退出方式的确定原理》,《商业研究》, 2002(10), 第 6~9 页。

③ 安实、王健、赵泽斌:《风险投资理论与方法》, 科学出版社, 2005 年, 第 178~189 页。

④ Marx L.: Efficient venture capital financing combining debt and equity, Review of Economic Design, 3, p371-387.

求解 $\max\{U_{iD}^j\}$ 有:

$$\frac{\partial U_{iD}^j}{\partial D_i^j} = \frac{(\partial V_{iD}^j / \partial D_i^j)}{E_i^j} - \frac{\beta_i^j}{\theta_i^j} = 0 \quad (6-32)$$

对式(6-32)求解,得到风险企业债权投资价值函数为:

$$V_{iD}^j = \sqrt{\beta_i^j D_i^j E_i^j} + C_D \quad (6-33)$$

仿照债权投资与投资结构的模型,可以建立风险企业股权投资效用函数为:

$$U_{iE}^j(E_i^j, V_{iE}^j(E_i^j), \theta_i^j) = \frac{V_{iE}^j}{E_i^j} + \alpha_i^j \frac{(\pi_i^j - E_i^j)}{E_i^j} + \frac{2}{M} (\ln E_i^j - \frac{D_i^j}{E_i^j}) \quad (6-34)$$

其中, U_{iE}^j 为风险企业*i*在第*j*阶段的股权投资效用函数; V_{iE}^j 为风险企业*i*给定风险投资拥有的股权水平时 E_i^j 由股权投资带来的市场价值; α_i^j 为风险企业*i*在第*j*阶段的额外收益(损失)系数。

求解 $\max\{U_{iE}^j\}$ 有:

$$\frac{\partial U_{iE}^j}{\partial E_i^j} = \frac{(\partial V_{iE}^j / \partial E_i^j) E_i^j - [V_{iE}^j + \alpha_i^j (\pi_i^j - E_i^j) + \frac{2(D_i^j - E_i^j)}{M}]}{(E_i^j)^2} = 0 \quad (6-35)$$

对式(6-35)求解,得到风险企业股权投资价值函数为:

$$V_{iE}^j = \frac{(E_i^j)^{1-\alpha_i^j} - \alpha_i^j \pi_i^j}{1-\alpha_i^j} - \frac{(E_i^j + D_i^j)^2}{M} + C_E \quad (6-36)$$

企业价值由股权价值和债权价值两部分构成^①,风险企业投资结构的目标是企业投资金额 K_i^j 既定条件下,实现市场价值最大化。

$$\begin{aligned} \max_{E,D} \{V_i^j = V_{iE}^j + V_{iD}^j\} \\ V_{iD}^j &= \sqrt{\beta_i^j D_i^j E_i^j} + C_D \\ V_{iE}^j &= \frac{(E_i^j)^{1-\alpha_i^j} - \alpha_i^j \pi_i^j}{1-\alpha_i^j} - \frac{(E_i^j + D_i^j)^2}{M} + C_E \\ \text{s. t. } E_i^j + D_i^j &= k_i^j \end{aligned}$$

通过构造拉格朗日函数可以求得:

$$V_i^j = \sqrt{\beta_i^j (x_{iE}^j k_i^j) (1-x_{iE}^j) k_i^j} - \frac{(k_i^j)^2}{M} + C_D + \frac{(x_{iE}^j k_i^j)^{1-\alpha_i^j} - \alpha_i^j \pi_i^j}{1-\alpha_i^j} + C_E \quad (6-37)$$

可以看出,在上面的模型建立过程中,风险投资企业的市场价值是一种简化形式,在风险投资退出决策中,风险企业股权价值增值的水平是一项重要依据。风险投资的投资理论中的净现值法和实物期权法都是这里可以采用的价值评估方法。

风险投资退出时,在股权债券混合投资的情况下,风险企业价值小于累计债券投资

① Ross S: The determination of financial structure: the incentive signaling approach, Bell Journal of Economics, 27(3), 1999, p23-40.

时,风险投资公司的收益为整个风险企业的价值;当风险企业价值达于累计债券投资时,风险投资公司的权益包括债券收益和按照股权份额获得的风险企业价值的剩余部分。这样,风险企业 i 在 j 阶段($j=1,2,\dots,m$)的风险投资收益 S 为:

$$S(D_i^j, V_i^j) = \begin{cases} \sum_{t=1}^j V_i^t & \sum_{t=1}^j V_i^t < \sum_{t=1}^j D_i^t \\ \sum_{t=1}^j [D_i^t + \gamma(V_i^t - D_i^t)] & \sum_{t=1}^j V_i^t \geq \sum_{t=1}^j D_i^t \end{cases} \quad (6-38)$$

由此可以得到风险投资采取三种不同退出方式所获得的退出收益。

A. IPO 退出收益:

$$R_{IPO}^{ij} = S(D_i^j, V_i^j) - \gamma C + r \sum_{t=1}^j V_i^t \quad (6-39)$$

B. 股份转让退出收益:

$$R_{TS}^{ij} = S(D_i^j, V_i^j) + \gamma P \quad (6-40)$$

C. 清算退出收益:

$$R_L^{ij} = \max[S(D_i^j, V_i^j) - D_i^{j-}, 0] \quad (6-41)$$

其中, V_i^j 为风险企业 i 在 j 阶段($j=1,2,\dots,m$)的市场价值; D_i^j 为第 j 阶段风险投资公司对风险企业 i 债权投资数量; γ 为风险投资公司占有风险企业的股权份额; r 为 IPO 退出时风险投资公司的声誉收益; C 为 IPO 的发行费用; P 为股份转让是第三方支付的价格; D_i^{j-} 为清算时风险企业的负债。

风险投资在第 i 个风险企业的第 j 个阶段末采取三种不同方式退出的收益率分别为:

$$r_{IPO}^{ij} = \frac{R_{IPO}^{ij} - \sum_{t=1}^j k_i^t}{\sum_{t=1}^j k_i^t} \quad (6-42)$$

$$r_{TS}^{ij} = \frac{R_{TS}^{ij} - \sum_{t=1}^j k_i^t}{\sum_{t=1}^j k_i^t} \quad (6-43)$$

$$r_L^{ij} = \frac{R_L^{ij} - \sum_{t=1}^j k_i^t}{\sum_{t=1}^j k_i^t} \quad (6-44)$$

公式中的 k_i^j 为第 j 阶段初,风险投资公司对第 i 个风险企业的投资金额。按照收益最大化原则,得到风险企业 i ($i=1,2,\dots,n$) 在 j ($j=1,2,\dots,m$) 阶段退出的收益率选择

为:

$$r_l^j = \max\{r_{IPO}^{ij}, r_{TS}^{ij}, r_L^{ij}\} \quad (6-45)$$

由此,可以确定风险投资在风险企业各阶段的退出方式。

在这一模型中,各阶段企业价值的确定是关键。

3. 风险投资退出时机选择模型^①

建立动态规划模型求解风险投资退出的最优时机。风险投资公司的效用可以分为两部分,一部分是拥有的现金量,另一部分是拥有的风险企业价值。设定指标函数为:

$$f_l = f_{l+1} + (c^{m+1} + \sum_{i=1}^n \sum_{t=1}^{m+1} V_i^t) - (c^l + \sum_{i=1}^n \sum_{t=1}^l V_i^t) \quad (1 \leq l \leq m) \quad (6-46)$$

该指标函数表示风险投资基金从第 l 阶段初的状态开始,依次按照决策变量 k_i^j 和 w_i^j 进行投资与退出,到 m 阶段末时所得到的实际收益值, c^j 表示风险投资公司在 j 阶段拥有的现金量。

$$\sum_{i=1}^n \sum_{t=1}^m k_i^t \leq M \quad (6-47)$$

$$\sum_{i=1}^n k_i^j \leq c^j \quad (6-48)$$

$$w_i^j = \begin{cases} 1 & j \text{ 阶段末对第 } i \text{ 个企业退出} \\ 0 & j \text{ 阶段末对第 } i \text{ 个企业不退出} \end{cases} \quad (6-49)$$

每个风险企业只能进行一次退出,假设退出后不能再投资,故有 $\sum_{j=1}^m w_i^j = 1$

第 j 阶段初,风险投资推出第 i 个风险企业的收益为 $y_i^j = (1 + r_i^j) \times \sum_{t=1}^{j-1} k_i^t$, 则有:

$$c^{j+1} = c^j - \sum_{i=1}^n [k_i^j - w_i^j y_i^j] \quad (6-50)$$

综合以上内容建立动态规划的基本方程:

$$F_l = \max\{F_{l+1} + [(c^{m+1} + \sum_{i=1}^n \sum_{t=1}^{m+1} V_i^t) - (c^l + \sum_{i=1}^n \sum_{t=1}^l V_i^t)]\}$$

$$V_i^j = V_E^j + V_D^j$$

$$\sum_{i=1}^n k_i^j \leq c^j$$

$$y_i^j = (1 + r_i^j) \times \sum_{t=1}^{j-1} k_i^t$$

^① Cumming D J, Macintosh J G R: Venture capital exits in Canada and the United States, University Alberta Working Paper, 2000.

$$c^{j+1} = c^j - \sum_{i=1}^n [k_i^j - w_i^j y_i^j]$$

$$c^1 = M, V_i^1 = 0$$

$$w_i^j = \begin{cases} 1 & j \text{ 阶段末对第 } i \text{ 个企业退出} \\ 0 & j \text{ 阶段末对第 } i \text{ 个企业不退出} \end{cases}, \text{ 且 } \sum_{j=1}^m w_i^j = 1$$

通过动态规划的逆推法,可以确定退出时机 W_i^j 。

第二节 国外风险投资的产生与发展

一、风险投资的产生

全球首次风险投资活动可以追溯到 500 多年前哥伦布首次出发进行海上探险航行。而风险投资业的起源可以追溯到 20 世纪 20~30 年代的美国,当时许多富有的家庭和个人提供启动资金给他们认为有发展前途的企业。后来,这些企业中的一些发展成为全球著名的跨国企业,如后来的东方航空(Eastern Airlines)公司、施乐(Xerox)公司和 IBM 公司。

现代意义的风险投资的起源是以 1946 年 6 月 6 日美国研究与发展公司(American Research & Development Corp., 简称 ARD)的成立为标志的。20 世纪 40 年代的美国经济缺乏活力,新型企业的出现率低,并且面临着初建规模小、融资能力差以及竞争力弱等一系列问题。针对这一情况,时任波士顿联邦储备银行行长的拉弗·弗朗得斯(Ralph Flinders)以及美国哈佛大学商学院教授乔治斯·多利奥特(Georges Doriot)等人均认为“美国的经济发展需要依靠新的力量、能量和能力,需要让信托资金和那些正在寻找支持的新创意沟通起来”,并筹划成立了第一家现代风险投资公司——ARD。ARD 是一家公开交易、封闭型的风险投资公司,其主要任务是:(1)广泛吸收个人和各类机构投资者的资金,来对新办企业和小企业进行投资;(2)培养一批专门从事投资新办企业的管理人才,即风险投资家;(3)创造一种为新办企业提供管理技术和经验的制度。

ARD 投资的第一个项目是由麻省理工学院的 5 名物理学家和工程师创办的高压电气工程公司(HVEC),它后来成为纽约证券交易所第一批上市的具有风险投资背景的公司之一。到 1947 年底,ARD 已经投资了 6 个初创公司和 2 个已成立公司。但是,由于缺乏管理经验,ARD 的初期投资效果并不理想。直到 1957 年,ARD 因为成功地支持了 Digital Equipment Company(DEC)而享有盛名。ARD 最初向这家由 DEC 公司投资 7 万美元,占总股份的 77%;到 1971 年 ARD 持有的 DEC 股份的市值升至 3.55 亿美元,在 14 年内增长了 5 000 多倍。在 ARD 成立以后的 26 年中,其一半利润来源于此项投资,年投资回报率达到 14.7%。ARD 的成功对于风险投资的发展起到极大的示范作用。

二、美国风险投资的发展

(一) 美国风险投资的发展初期(1958~1970 年)

随着 ARD 的成功和国民经济发展对高新技术依赖程度的增加,美国政府对风险资本供给不足的问题提高了重视,并采取了一系列措施来刺激风险投资业的成长。1958 年《中小企业投资法案》(SBIA)颁布,允许建立小企业投资公司(Small Business Investment Company,简称 SBIC),并向风险投资者提供资金支持。同时为了鼓励 SBIC 的创办,政府规定 SBIC 发起人每投入 1 美元便可以从小企业管理局(SBA)申请 4 美元的低息贷款,并可以享受特定的税收优惠。政府的直接参与极大地推动了风险投资行业的发展,风险投资的第一次浪潮应运而生。从 1958 年到 1963 年,美国有 692 个公司注册为 SBIC,共筹集私人权益资本 4.64 亿美元,其中的 47 个上市公司筹资达到了 3.5 亿美元。

但是,SBIC 的发展很快遇到了阻力。1966 年,SBA 报告显示,700 家中小企业投资公司中有 232 家存在严重问题,并将导致 SBA 损失 1 800 万美元。随后,SBA 对 SBIC 进行了大规模的整顿清理,到 1977 年,剩余的 SBIC 只有 276 家,而随着风险投资合伙制公司的兴起,独立的 SBIC 数量逐年下降,到 1989 年,独立的 SBIC 的投资额几乎降为零。原因是多方面的。首先,《中小企业投资法》对小企业投资公司的投资做了一些限制性规定,如限制其所投资的企业规模以及禁止从所投资的企业谋取控制权等,使 SBIC 对投资者的吸引力大大减弱。其次是运行过程中出现的问题,由于 SBIC 可以得到极低利率的贷款,它们更倾向于向那些财务状况良好的公司贷款,而不愿意向新办公司进行权益性投资,而且由于 SBIC 主要吸引的是个人投资者而非机构投资者,承担风险的能力相对较差。最后是由外部经济环境产生的问题,1968~1969 年间,股票发行市场的火爆误导投资者认为对新创办企业投资并在企业股票上市时出售是极其有利可图的,从而使资金大量流入。但在 1969 年底,股市萧条、经济的大幅衰退以及为支持越南战争增加的税收(如资本收益税从 29%增至 49.5%),使得风险投资行业陷入困境,无论是小企业投资公司还是它所投资的新创办企业,都出现了负的现金流。

(二) 美国风险投资的低迷停滞期(1970~1978 年)

美国的风险投资在经历了 20 世纪 60 年代的发展后,陷入了长达 8 年的低潮期。1970 年,风险投资额降至 0.97 亿美元,1975 年则降至 0.1 亿美元。在 1969~1977 年长达 8 年的时间内,美国风险投资总额只有 25~30 亿美元,风险投资每年的变动范围仅为 2.5 亿美元至 4.5 亿美元。

风险投资额大幅下降的原因是多方面的。首先,1969 年美国股市开始迅速跌落;其次是为了减轻越南战争给美国政府带来巨额军费开支负担,1969 年联邦政府将长期资本收益税的最高税率从 29%增至 35%,1976 年又进一步提高到 49.5%,大大增加了风险投资者的税赋成本;再次,1969~1970 年和 1973~1975 年的全球性经济萧条和石油危机造

成了美国经济的大萧条,证券市场的不景气使得小企业投资公司筹资困难重重;最后,股票 IPO 市场的基本消失和企业收购、兼并活动的急剧减少使得风险投资的退出受到严重阻碍,这无疑极大地增加了风险投资家所面临的风险。另外,1974 年,针对退休基金管理不善的问题,美国国会出台了《雇员退休收入保障法案》(ERISA),禁止退休基金投资于小的或新兴企业所发行的证券以及风险基金。

在萧条的外部环境以及小企业投资公司内部缺陷已被广泛认识的情况下,风险投资需要通过新的组织形式来展现其强大的生命力。出现于 20 世纪 50 年代末、60 年代初的有限合伙制企业在解决风险投资家报酬和突破政府对小企业投资公司限制这两方面具有独特的优势。1969 年,新型的风险投资有限合伙企业筹集到了 1.17 亿美元;1969~1975 年间,约有 29 家合伙制企业成立,共筹集了 3.76 亿美元的风险投资,成为美国风险投资发展的新起点。

(三)美国风险投资的发展壮大期(1978~1981 年)

1978~1981 年是对美国风险投资的发展起着决定性作用的 4 年。1978 年美国风险投资行业的资本募集较 1977 年增加近 10 倍左右,按 1994 年美元计算(排除通货膨胀的影响),1978 年募集资金到 4.27 亿美元;而 1980 年达到了 12.45 亿美元,首次突破了 10 亿美元;1981 年达到了 17.12 亿美元;1982 年为 20.89 亿美元;1983 年则高达 54.53 亿美元。随后的 3 年美国风险投资的筹资额均维持在 40 亿美元以上,美国风险投资进入发展的第二个高潮时期。

美国风险投资的复苏很大程度上得益于美国国会连续通过的 5 个具有重要意义的法案,其中最重要的变化是劳工部对《雇员退休收入保障法》的修改,重新允许养老基金投资于小企业或新兴企业发行证券和风险基金。养老基金是私人资本市场上最大的投资者,其重新加入给风险投资提供了极大的支持;并且,从长远看,这个修改极大地改变了风险投资的资金供给情况和风险投资基金的结构,导致了风险投资的机构化发展,并由此奠定了有限合伙制度在风险投资领域的主导地位。20 世纪 80 年代以后至今,有限合伙形式占整个风险投资机构的 80% 以上。此外,1978 年,美国国会还通过《减税法案》降低了资本利得税,其最高税率由 49.5% 降到了 28%;1981 年,《经济复苏税务法案》进一步将税率由 28% 降至 20%。资本利得税率的降低刺激了风险投资的资金需求以及员工的创业意识。

(四)美国风险投资的波动繁荣期(1981 年至今)

美国在法律制度上所做的一系列调整促进了风险投资 20 世纪 80 年代以后的繁荣。1981~1987 年的 8 年间,风险资本筹资额的年平均增长率为 22.3%;到 1987 年,风险资本筹集额迅速上升至 31.1 亿美元。1978~1988 年,在风险投资的支持下,共有 579 家风险企业公开上市,其股票市值比同期上市的其他公司高出 30%。1988 年,美国近两千家风险企业获得了近 30 亿美元风险资本的支持。但是,由于 20 世纪 80 年代早期风险投资规模增长过快,风险投资质量受到影响,再加上 1987 年 10 月股票市场暴跌,使风险投资

的发展随之减缓。

1992 年以后,随着全球高科技产业的兴起,新经济模式的提出和美国经济开始历史上最长时间的持续景气,其风险企业的数量不断持续上升,投资规模也在不断增加。到 1995 年,美国已拥有 600 多家大小不一的风险投资公司,资金总额高达 435 亿美元。1996 年美国风险投资的年度筹资额首次突破 100 亿美元,达 104 亿美元。而 1997 年筹资额达到了 143.4 亿美元。1998 年,美国的 200 个风险投资基金筹集了 243.4 亿美元。1999 年,在互联网投资的热潮带动下,美国风险投资新募集资本达到 360 亿美元,比 1998 年增加了 87%;风险投资总额接近 500 亿美元,比 1998 年增加了 1.5 倍,超过了此前 3 年的总和;3 169 家公司获得了风险投资,比 1998 年增加 24%,其中互联网公司占投资总额的 2/3,所占比例比 1998 年提高近一倍。风险投资已经成为资本市场的重要力量。

1975 年到 1995 年间,风险投资的平均回报率仅为 13.1%;20 世纪 80 年代风险投资平均回报率达到 30%;而 1995 年、1996 年、1997 年的回报率分别高达 48%、40%、36%。

三、英国风险投资的发展

英国是欧洲风险投资的发源地。英国风险投资业最早可以追溯到 1952 年,当时英国只有 2 个风险投资组织,到 1979 年增加到 23 个,这一时期是英国风险投资业的启蒙阶段。1981 年以后,英国风险投资业进入了真正意义上的发展阶段。

(一) 英国风险投资的发展壮大阶段(1981~1989 年)

作为新兴的金融领域,英国风险投资业是 20 世纪 80 年代英国经济活动中最朝气蓬勃的领域之一。^①1981 年,英国有风险投资公司 44 个,他们共投资了 6 600 万英镑,受资公司数为 163 个^②;1986 年的投资额已达到 4 亿英镑,拥有资金总额达到 15 亿英镑;1987 年风险投资公司数目达到 105 家,风险投资资本额占欧洲风险投资的 2/3;1989 年,英国风险投资业在英国投资了 14.2 亿英镑,在全球投资了 16.47 亿英镑,成为除美国、日本以外的第三大风险投资业中心^③。

20 世纪 80 年代英国风险投资业的迅速发展,首先与英国政府的重视和政策支持具有密切关系。撒切尔政府采取了“税收优惠”、“贷款担保计划”和“企业扩大计划”等一系列鼓励风险投资发展的政策与措施,这使得英国的风险投资业迅速地发展起来。此外,非上市公司担保市场(Unlisted Securities Market,简称 USM)和场外交易市场(Over-The-Counter,简称 OTC)先后成立,使创业家可以很快募集到风险资本,也使风险资本家可以通过这两个市场中进行资本循环和经营活动,从而不仅为新公司的创办和发展提供有

① Gordon C·Murray: *Evolution And Change: An Analysis of the First Decade of the UK Venture Capital Industry*[J], *Journal of Business Finance & Accounting*, 22(8), December 1995.

② Lorenz T: *Venture Capital Today*, 2nd Edition, Woodhead Faulkner, 1989.

③ Bannock G: *Venture Capital and the Equity Gap*, National Westminster Bank, 1991.

力的支持,也培养了一大批风险投资家,极大地促进了风险投资的发展。

(二)英国风险投资发展的挫折阶段(1990~1993 年)

1989 年,新资金进入风险投资业及风险投资额达到了高峰,但自此以后,英国风险投资业开始回落,投资额明显下降。1991 年,英国风险投资业投资了 1 196 家公司,投资额为 8.89 亿英镑,比 1989 年下降了 30% 以上;1992 年,英国风险投资基金所融得的资金为 3.47 亿英镑,是 1984 年以来的最低水平。原因有以下几个方面^①:

首先,1989 年以前的大量投资减少了风险投资机构的有效新资金,机构投资者由于过度投资后无力再融资,导致风险投资额下降。其次,经济衰退及股票市场走软引起投资者信心丧失也是风险投资活动减弱的重要影响因素。再次,市场信息披露的不完善降低了投资者的信心。最后,从 1989 年到 1992 年下半年,作为一个以风险投资为基础的创业公司股票出售渠道——公开股票市场变得非常困难。在 1991 年第一季度,没有一个受资公司在未上市的证券市场(USM)融资。

(三)英国风险投资的全面发展阶段(1994 年至今)

20 世纪 90 年代初的挫折,并没有影响英国风险投资业走向成熟。90 年代以后,英国在税收方面实施了两个相互补充的法案,即《风险投资信托法案》(1994 年)和《企业投资计划法案》(1995 年),分别对民间资本直接投资创业企业和间接通过风险投资信托基金对创业企业投资进行税收鼓励,并取得了很好的效果,从而促进了风险投资和高新技术产业化的发展。

自 1994 年以来,英国风险投资业已经逐步进入成熟阶段,并逐渐成为金融业的主流。1996 年,英国风险投资的收益率为 42.9%,3 年平均为 26.6%,5 年平均为 25.7%,10 年平均为 15.7%^②,受资公司 1 200 个,风险资本额为 28 亿英镑;1997 年比 1996 年上升 29%,达到了创历史纪录的 42 亿英镑,受资公司也增加到 1 272 个。1997 年英国风险投资业在本土投资了 30.66 亿英镑(占 GDP 的 28%),受资公司达 1 116 个,到 1997 年底,累计风险投资额约为 180 亿英镑。

四、日本风险投资的发展

日本等亚洲国家和地区在发展风险投资过程中,采取了两条腿走路方针,一方面用本国资金建立风险投资公司,另一方面用优惠的政策吸引外国的风险资本。

(一)日本风险投资初步发展阶段(20 世纪 50 年代至 1973 年)

日本风险最早起源于 20 世纪 50 年代,为了恢复战后经济和扶助中小企业发展,日本政府于 1951 年成立了“风险企业开发银行”,负责向风险企业提供低息贷款,由此,日本风

^① Gordon C·Murray: *Evolution And Change: An Analysis of the First Decade of the UK Venture Capital Industry* [J], *Journal of Business Finance & Accounting*, 22(8), December 1995.

^② 英国风险投资协会(British Venture Capital Association, BVCA): 1997 年年报。

险投资正式起步发展。日本政府为促进中小企业和风险投资事业的发展,于1963年仿效美国的《中小企业投资法案》,制定了《日本小型企业投资法》,并同时在东京、大阪、名古屋成立了3家“财团法人中小企业投资育成会社”,利用购买新创风险投资企业股票和可兑换债券的方法为其融资。在当时战后日本经济迅速恢复和发展的环境下,日本企业为发展自己的生产技术,纷纷创立了风险投资公司。为了帮助建立这些公司,1972年11月至1974年8月间成立了8家私人风险投资基金,其中7家是由大银行或者大的证券公司出席组建的,由此形成了日本第一波风险投资浪潮。

(二) 日本风险投资的发展调整阶段(1974~1982年)

由于中东石油危机对日本经济的影响以及缺乏完善的资本市场和风险投资经验等原因,日本风险投资在70年代中期出现了停滞。为了促进风险投资业的完善发展,日本政府采取了一系列措施,包括:1975年,通产省(MITI)发起建立了一个半官方的创业企业中心,为创业企业提供贷款担保,促使银行向风险企业提供贷款;科学技术厅也设立了“新技术开发事业团”,对于开发风险较大的高新技术企业提供五年内无息贷款,成功者偿还,失败者可以不偿还。

(三) 日本风险投资的全面发展阶段(1983年至今)

20世纪80年代初,日本的创业企业和风险投资机构所处的环境有了逐步的改善。1983~1986年,股票市场外市场上市基准逐步放宽,引发了第二次创业高潮。到1986年,风险投资额已经达到了3.26亿美元,1990年进一步达到100亿美元。

20世纪90年代,为了摆脱泡沫经济破灭给日本经济带来的冲击、重新振兴经济,在美国风险投资机制的示范作用下,日本政府大力支持风险投资的发展,人寿及财产保险公司、一般生产企业都开始介入风险投资,形成了又一次热潮。1995年7月,日本大藏省又成立了“创业投资市场”(第二个店頭市场)用以支持具有发展潜力的中小型风险企业的创新活动,同时鼓励银行开展以知识产权为担保的融资。到1996年底,日本风险投资规模突破了150亿日元大关,风险投资基金数目达到121家。

第三节 中国风险投资的发展历程

一、中国风险投资发展的回顾与现状

(一) 中国风险投资发展历程的回顾

中国风险投资萌芽于20世纪80年代,至今已经经过了二十多年的曲折发展。回顾风险投资的发展历程,可以分为三个阶段^①:政府单一投资主体示范引导的起步探索期、

^① 中国风险投资研究院(香港):《中国风险投资年鉴2005》,民主与建设出版社,2005年,第104页。

多元投资主体兴起的快速发展期和呼唤体制创新的萎缩调整期。

1. 起步探索阶段(1985~1998 年)

中国风险投资萌芽于 20 世纪 80 年代。1985 年 3 月 13 日中共中央在《关于科学技术体制改革的决定》中指出:“对于变化迅速、风险较大的高技术开发工作,可以设立创业投资给予支持。”这一决定的精神使得我国高技术风险投资的发展有了政策上的依据和支持,标志着我国风险投资业的开端。此后国务院陆续发布了一些建立风险投资基金和风险投资公司的政策和规定,提出以风险投资的方式支持技术创新,促进高科技产业的发展。在此背景下,1985 年 9 月在国家科委和中国人民银行支持下,中国第一家风险投资公司——中国新技术创业投资公司(CVIC)正式挂牌成立。该公司是以风险投资业务为主营业务的全国性金融机,通过投资、贷款、租赁、财务担保、咨询等方面的业务,为科技成果产业化和创新型高新技术企业提供资金支持。此后,一些地方和部门相继成立了以科技融资为主要业务的具有政府背景的各类投资公司,如广州技术创业公司、江苏高新技术投资公司及中国经济技术投资担保公司等。这些公司自成立之日起就以崭新的经营机制进行运作,帮助了一大批具有独创性和超前性的高科技企业,对推动我国高科技产业的发展起了重要的推动作用。1985 年和 1988 年,中共中央先后批准实施高技术研究发展计划(863 计划)和高新技术产业发展计划(火炬计划),原国家科委成立了典型的风险投资基金——火炬基金,该基金在新加坡上市,筹集资金 1 亿美元,用于我国高科技产业的发展。虽然政府作出了一系列旨在促进风险投资发展的举动,但由于观念及体制上的障碍,科技体制改革与经济体制改革不配套,再加上融资渠道不通畅、资本市场欠发育、契约关系不健全、分配制度不合理及知识产权不明确等原因,致使我国风险投资业发展极为缓慢。

从 20 世纪 90 年代以后,政府对我国风险投资发展过程中存在的问题极为重视,先后颁布了一系列的法规。1991 年 3 月 6 日,国务院在《国家高新技术开发区若干政策的暂行规定》第 6 条中指出:“有关部门可以在高新技术产业开发区建立风险投资基金,用于风险较大的高新技术产业开发,条件成熟的高新技术开发区可创办风险投资公司。”1996 年,全国人大常委会通过并批准实施了《中华人民共和国促进科技成果转化法》,其第三章第 24 条中明确规定:“国家鼓励设立科技成果转化基金或者风险投资基金,其资金由国家、地方、企业、事业单位以及其他组织和个人提供,用于支持高投入、高风险、高产品的科技成果的转化,加速重大科技成果产业化。”这是我国第一次将风险投资这一概念纳入法律条款。1997 年,以美国为代表的新经济得到了快速发展,风险投资在推动技术创新和经济增长中的作用日益突出,一些发展中国家纷纷效仿。在此背景下,我国加大了发展风险投资的扶持力度,特别是 1998 年民建中央提出的《关于加快发展我国风险投资事业的提案(简称“一号提案”)》指出:“为了加快社会主义现代化建设,并在国际竞争中处于有利位置,必须借鉴国外风险投资的成功经验,大力发展风险投资事业,推动科技进步。”这一

提案不仅引发了理论界研究风险投资的热潮,更促进了全社会在该领域多元化的实践探索,除政府出资外,许多大公司、大企业及证券公司也开始涉足风险投资,境外风险投资基金也加大了在中国的投入。

随着各界对风险投资的进一步重视,全国风险投资机构的数量和资金规模得到快速增长。1997~1998年两年间,我国的风险投资机构的增长率分别高达58.3%和57.9%,年新增资本额36.5亿元和63.7亿元,到1998年底,风险资本总量达到了147.3亿元^①。

2. 快速发展阶段(1999~2001年)

1999年12月,科技部、国家计委、国家经贸委、财政部等7部委联合起草《关于建立风险投资机制的若干意见》,这份由国务院下发的专门关于风险投资发展问题的文件对建立风险投资机制的意义、基本原则、培育风险投资主体、建立风险投资退出机制、完善中介服务机构体系和建立健全、鼓励引导风险投资的政策法规体系等问题作出了原则性的规定。在这一时期我国许多公司到境外上市取得巨大成功,也对风险投资的发展起到了推波助澜的作用。同时,更多地境外风险投资进入中国。1992年,美国国际数据集团(IDG)下属的太平洋技术风险投资基金(中国)公司进入,先后与北京、上海、天津、广东等地科委合作设立了4个高新技术风险投资公司,专门从事科技产业化投资业务。1994年,华登国际投资集团(WIIG)在中国创立了华登(中国)创业投资管理有限公司暨华登中国基金,先后对四通利方、科龙电器、无锡小天鹅进行了投资。在这一阶段,社会各界对风险投资的发展充满了信心,以从高新技术为支撑的具有高成长性的创业企业为重点,我国风险投资呈现出前所未有的良好发展态势。

据不完全统计,此阶段全国各类专业风险投资机构及相关机构有400多家,资本总额为500多亿元,主要集中在北京、上海、深圳等地区。这些地区还率先成了区域性的风险投资行业组织^②。

3. 调整阶段(2001年至今)

从2001年开始,我国风险投资发展进入了调整期。我国风险投资萎缩的原因是多方面的。首先,是国际风险投资退潮的影响,美国经济增长速度减缓和各国资本市场的持续低迷,美国纳斯达克指数的大幅下挫,全球范围内的风险投资的筹资额和支持IPO企业都日趋萎缩;其次,是国内相关法律法规的缺位以及创业版资本市场的迟迟不设立导致投资者的热情受到了挫伤,而且投资者没有看到令人信服的风险投资成功案例,一大批前期的风险投资被深度套牢。一方面没有增量资金加入,一方面存量资金没有盘活,因此风险投资的下降就不足为怪了。

① 王松奇:《中国创业投资发展报告2005》,经济管理出版社,2005年,第6~7页。

② 中国风险投资研究院(香港)编:《中国风险投资年鉴2005》,民主与建设出版社,2005年,第104页。

这一阶段,风险投资机构和资本总额的增长幅度急剧下降,新筹集资本额远远低于1999年和2000年。2001年新增风险投资机构仅60家,2002年仅增加30家,新增资本额2001年为95.3亿元、2002年为49.5亿元;2003年和2004年更是出现了投资机构增量和投资总额增量双负的局面^①。

(二)中国风险投资业现状^②

1. 风险投资机构和风险资本量状况

1994年至1996年,国内风险投资机构缓慢增长;1997年开始,受科教兴国战略的鼓舞,风险投资机构以年50%以上的增长速度快速增加;受到1999年底国务院七部委《关于建立风险投资机制的若干意见》出台的鼓舞,2000年一年就设立了110家风险投资机构。但是,2001年以后,由于没有出台进一步的配套政策和法规,同时受到国际大气候的负面影响,风险投资机构的设立热潮迅速降温;到2002年,全国较少有新的风险投资机构设立;2003年和2004年更是出现了风险投资机构负增长的状况(见表6-3)。

表6-3 1994~2004年中国风险投资机构总量及增量 单位:家

年 份	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
机构总数	20	21	24	38	60	96	206	266	296	233	217
增加数	5	1	3	14	22	36	110	60	30	-63	-16
较上年增长(%)	33.3	5.0	14.3	58.3	57.9	60.0	114.6	29.1	11.3	-21.3	-6.9

风险资本总量与风险投资机构的变化趋势基本保持一致。在2000年以后呈现快速增长的态势,增长率超过70%。2000年以后速度明显放缓,增长率显著下降。2004年风险资本比2003年微弱下降,达到497.7亿元(见表6-4)。

表6-4 1994~2004年中国风险投资总额及增量 单位:亿元

年 份	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
风险资本量	43.8	47.1	83.6	147.3	256.7	436.7	532	581.5	500.5	497.7
增加量	—	3.3	36.5	63.7	109.4	180	95.3	49.5	-81	-2.8
较上年增长(%)	—	7.5	77.5	76.2	74.3	70.1	21.8	9.3	-13.9	-0.6

2. 风险投资及资本来源状况

从2004年的数据来看,政府和国有独资公司资金占近40%,是国内风险投资资本的

①② 王松奇:《中国创业投资发展报告2005》,经济管理出版社,2005年。

主要来源;其次是外资,占到了总的风险投资资本的 20%(见图 6—6)。

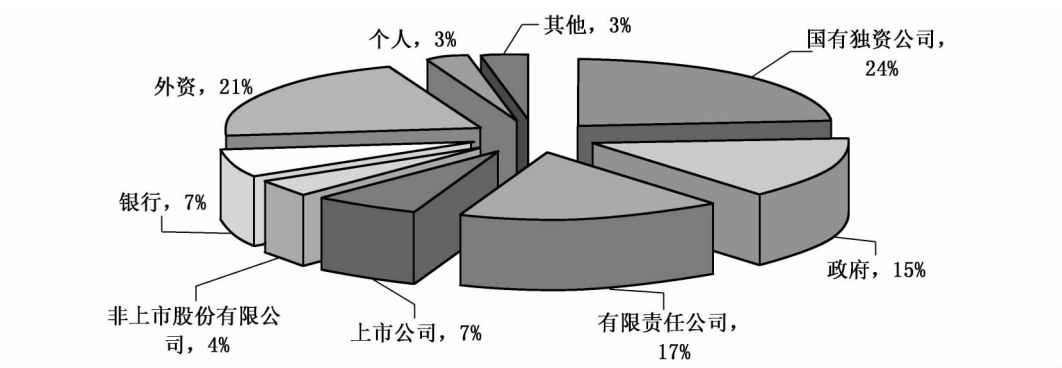


图 6—6 2004 年中国风险投资资金来源构成

3. 风险投资行业分布状况

从风险投资金额的行业分布来看,新材料工业、IT 服务业、农业、医药保健、通讯行业是风险投资最为集中的五个行业,其总和集中度为 45.9%(见表 6—5)。由于我国产业进入新一轮调整阶段,钢铁、机械等行业的快速发展对材料行业产生了巨大需求,因此助长了风险投资对新材料工业的投资;国家关于农业发展的政策扶助,对农业的风险投资产生了积极影响;我国信息化步伐加快,使得通讯业仍然保持了较好的增长势头。以上种种都可以看出,风险投资与国家政策、经济发展之间的关联程度越来越高。

表 6—5 2003~2004 年中国风险投资行业分布(按投资金额) 单位: %

行 业	投资金额	
	2003 年	2004 年
新材料工业	8.0	10.2
IT 服务业	4.8	10.1
农业	5.5	9.1
医药保健	3.6	8.3
通讯	7.7	8.2
传统制造业	10.8	6.8
媒体和娱乐业	1.1	5.9
金融服务	3.9	5.4
其他行业	4.6	4.9

续表

行 业	投资金额	
	2003 年	2004 年
光电子与光机电一体化	1.7	4.9
半导体	21.1	4.7
生物科技	4.8	4.1
新能源、高效节能技术	2.0	3.7
其他 IT 行业	1.5	2.7
消费产品和服务	1.1	2.4
资源开发工业	1.0	2.3
零售和批发	0.7	1.9
科技服务	3.9	1.2
网络产业	8.7	1.1
环保工程	0.5	1.0
计算机硬件产业	0.1	0.8
软件产业	2.6	0.5
核应用技术	0.2	0

4. 风险投资的投资阶段状况

(1) 风险投资所处阶段的总体分布状况

中后期仍然是风险投资大量集中的区域(见表 6—6),这种状况在近几年内没有发生根本性改变。

表 6—6

2003~2004 年风险投资所处阶段

单位: %

阶 段	投资项目		投资金额	
	2003 年	2004 年	2003 年	2004 年
种子期	13.0	15.8	5.3	5.0
初创期	19.3	20.6	16.9	13.5
扩张期	49.5	47.9	37.5	49.3
成熟期	18.2	15.5	40.4	32.2
重建期	—	0.3	—	0.0

(2) 不同行业风险投资的投资阶段

从 2004 年总体来看,除了媒体和娱乐业、医药保健两个行业外,其他 6 个主要行业的风险投资主要集中在了中后期。值得注意的是,虽然有的行业种子期和初创期的风险投资金额不大,但是投资项目数量并不低(见图 6-7、图 6-8),如软件工业、通讯、IT 服务和新材料工业,这意味着风险投资在支持新兴企业发展方面仍具有积极作用。

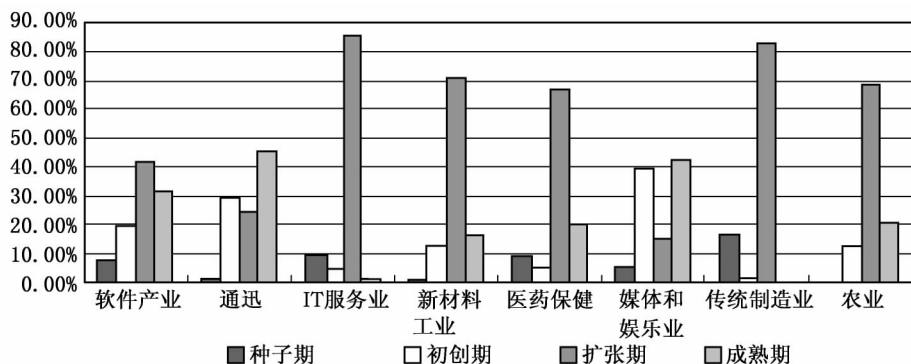


图 6-7 2004 年中国风险投资在 8 个主要行业的投资阶段分布(按投资金额)

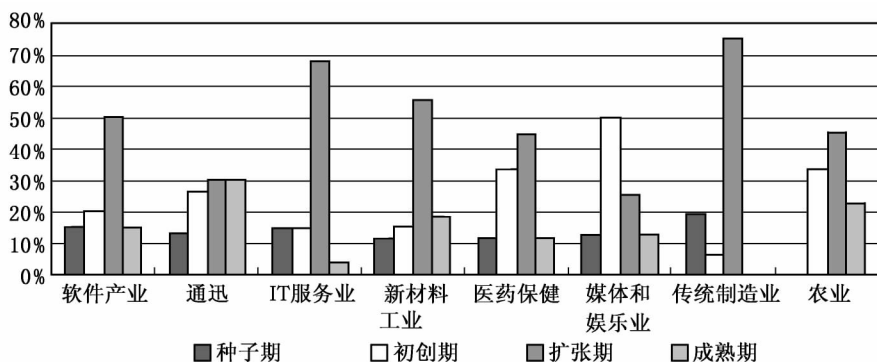


图 6-8 2004 年中国风险投资在 8 个主要行业的投资阶段分布(按投资项目)

5. 风险投资的投资轮次状况

2004 年风险投资项目属于首轮投资的占 67.2%，后续投资占了 32.8%，前者的比例连续两年下降，而后者持续增加(见表 6-7)。主要原因是风险投资机构首次投资项目的审查日益严格，同时对以往项目投资已经进入了高峰期。

表 6-7

2002~2004 年中国风险投资的首轮投资与后续投资比例

单位: %

年 份	首轮投资	后续投资
2002	83.3	16.7
2003	72.1	27.9
2004	67.2	32.8

6. 风险投资的投资工具使用状况

目前,我国风险投资领域中运用最频繁的风险投资工具主要有债权投资(普通债券)和股权投资(普通股)两种形式。而在发达国家应用最为广泛的可转换优先股和可转换债券等复合式投资工具还没有引入我国风险投资领域。主要问题在于法律的制约:第一,关于转换优先股的制约,尽管我们在新的《公司法》、《证券法》中规定了可转换优先股的部分内容,但在具体的实施细则方面还没有相关的规定;第二,关于可转债的制约,国务院证券委员会于 1997 年 3 月发布了《可转换公司债券管理暂行办法》,实施和推广可转换债券可以说是有法可依,但该办法对可转换债券的发行主体作出了严格的限制:①最近 3 年连续盈利,且最近 3 年净资产利润率平均在 10% 以上;②可转换债券发行后,资产负债率不高于 70%;③累计债券余额不超过公司净资产额的 40%;④可转换债券的发行额不少于人民币 1 亿元。处于创立阶段、成长阶段的风险企业(主要是高技术小企业)显然难以满足如此苛刻的条件。因此,在我国风险投资领域实施和推广可转换优先股和可转换债券等复合式投资工具,首要问题是对现行相关法律制度进行必要的调整、补充与完善,消除法律制度障碍^①。

7. 风险投资退出状况

2004 年,在项目的各种退出方式中,国内公司收购和回购的分别占有较大比例。2004 年境内外上市比例显著提高,在外资参与的投资项目中大部分都是以国外上市的方式退出(参见图 6-9)。

二、中国风险投资发展中存在的问题及对策

(一) 中国风险投资发展中存在的问题

中国风险投资起步较晚,发展较为缓慢,与西方发达国家相比仍有较大差距,并没有形成现代意义上的风险投资业。我国正处于经济转轨和产业调整期,市场法制环境尚不够健全,在一定程度上阻碍了风险投资的进一步发展。

① 范柏乃:《现代风险投资运行与管理》,同济大学出版社,2002 年,第 206~207 页。

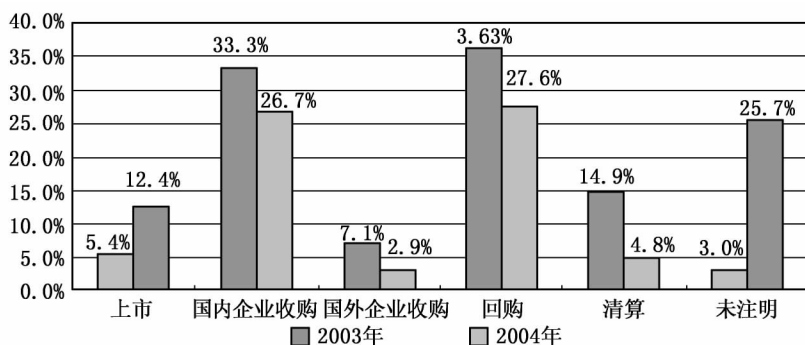


图 6-9 2004 年中国风险资本退出情况

我国风险投资发展中存在的问题有^①：

1. 创业活力不足影响风险投资的发展

创业活动是风险投资的对象和动力来源。美国在发展风险投资之初，就是以支持小企业创业来增加经济发展活力为目的的。失去创业活动对风险资本的需求，就失去了风险投资良性发展的基础。我国创业活力不足的原因有：(1)扶持创业的财政金融体系尚待完善；(2)鼓励创业的文化氛围尚未形成；(3)教育制度对创业意识和创业技能的培育作用有所欠缺。

2. 风险资本来源单一

风险投资的主体应包括政府、机构、外国投资者以及个人等，而我国成立的风险投资机构大多由政府创办或资助，民间资本尚未进入，没有形成多元化的资本结构，组织形式单一。这不仅与风险投资的根本特点相悖，还会产生许多弊病，如缺少严格的法人治理结构和约束、激励机制，经常受到行政干预，难以进行商业运作，缺乏效率，并容易产生权钱交易等腐败问题。特别是由于风险投资资金来源渠道过窄，没有充分利用个人、企业、金融或非金融机构等潜在投资力量构筑起一个有机的风险投资网络，投资的风险主要集中在国家身上而无更多分担风险的渠道，使国有资本承担极大的市场风险。导致这种情况的原因主要有两个：一是与我国经济发展的特点有关，我国过去长期实行计划经济，国有经济占据主导地位，在风险投资的早期阶段，也是依靠政府推动促进风险投资发展实践的；二是由于现行法律法规不完善而造成的多元投资主体进入机制不畅。

3. 支持风险投资的市场体系有所欠缺

(1) 资本市场的欠缺风险投资退出机制造成阻碍

风险投资的目的不是控股，无论成功与否，退出是风险投资的必然选择，否则无法进

^① 刘建钧：《创业投资原理与方略——对“风险投资”范式的反思与超越》，中国经济出版社，2002年，第221～263页。

入新一轮投资,而资金失去流动性就意味着失去了生命。我国资本市场对风险投资退出机制的阻碍体现在以下方面:

第一,沪深主板市场对上市公司要求较严,限制了风险投资企业的主板退出渠道。

第二,创业板市场规模较小,交投不活跃,限制了风险投资的退出。

第三,其他退出渠道也不完善。目前,国内的产权交易市场还不能承担风险投资的退出通道作用,市场管理不完善,规模较小。

(2) 缺乏良好的市场化的中介服务体系

为风险投资提供服务的社会中介机构发展严重滞后。首先,机构发展不完善,体系尚未建立;其次,机构运作不规范,缺乏独立性、市场化的运作模式;再次,市场信息网络的不发达也制约了中介服务的质量。

(3) 缺乏高素质的风险投资专业人才

风险投资家是风险投资公司的灵魂。特别是在风险投资业发展的初期,风险投资家更是具有举足轻重的作用。标准的风险投资家应该是集管理才能、专业技能及金融知识于一身的多面手。不仅要把握最新科技动态的脉搏,从众多不断涌现的新技术中评估、筛选出具有市场潜力的项目进行投资,而且要对新技术市场的难易程度以及消费者对技术的需求作出较为准确的判断,否则风险投资公司不会获得高回报。在我国由于风险投资业起步较晚,风险投资公司又大多数以政府为背景,管理人员多为原行政机关人员,或是仅有专业技能而无管理才能和金融知识的科技型投资家。他们在操作中往往会出现角色错位、排外性等问题,难以真正体现风险投资家的职业化特点。因此,风险管理人才的相对缺乏成了制约我国风险投资业发展的又一因素^①。

(二) 推动中国风险投资发展的建议

1. 通过发展创业活动强化风险投资动力机制

丰富的创业活动和技术创新成果是风险投资得以发展的保证。中国风险投资业的发展首先需要丰富的高新技术的支撑,因此政府应该营造良好的鼓励创新的政策环境,通过科技体制的完善促进技术创新体系的建设;加大对民营科技型中小企业的扶持力度,鼓励科研机构 and 人员加强同科技创新企业的交流,为科技的市场化转化铺平道路;继续支持高新技术开发区的发展,使创新活动区域化、密集化,通过增长极效应进一步向外辐射。

2. 通过完善风险投资的相关法律体系扶持资金筹集和资金组织运行机制

经过了三年的修整后,2006年1月1日新《公司法》获得了通过并实施后,新《公司法》降低了公司注册资本的门槛。允许资金分步到位,非货币注册资本的比重最高可达70%,大大缓解了风险投资者的资金压力。同时,新《公司法》还放松了原有的公司对外投资额不能超过注册资本50%的规定,从而吸引了更多的投资者加入到创业投资的队伍中

^① 张秀岩:《对我国风险投资业的启示》,国务院发展研究中心信息网, <http://www.drcnet.com.cn>。

来。但是,完备的创业投资法律体系不是一蹴而就的,需要一个逐步完善的过程^①。政府还可以通过制定多种相关的经济政策来扶持风险投资业的发展。

3. 发展多层次资本市场实现增加风险投资退出途径

首先,通过发展和完善产权交易市场促进企业间并购的发展以满足风险投资并购退出的要求;其次,在大力发展中小企业板的基础上,国务院 2005 年底出台了《创业投资企业管理暂行办法》,证券监管部门也为筹备创业板做了多方面的准备工作,推出创业板的时机和条件日趋成熟。建议尽快出台《创业板管理条例》,建立以中小企业板为核心的创业板市场体系,以满足风险投资首次公开上市退出的需求。

4. 创造必要的风险投资中介服务体系

风险投资家需要有力的中介服务的支持来提高决策效率,所以风险投资的发展需要这些中介机构如科技评估机构、标准认证机构、项目评估机构、风险投资担保机构、资产评估机构、市场调研机构等的建设。首先需要通过行业规范的形式加强机构内部运作效率;其次也需要政府的扶助和监督来完善整个中介服务体系建设。

案例 6 爱特信—SOHU 的融资旅程^②

一、爱特信公司的艰难出世

让我们先翻开爱特信公司创始人张朝阳的历史档案:1964 年,他出生在西安东郊一家工厂的医生家庭。1981 年,17 岁的张朝阳考上清华大学工程物理系。1986 年,他取得了李政道专为志在物理研究的学生设立的奖学金,赴美国留学。1993 年,经过 7 年的艰苦奋斗,张朝阳终于获得了麻省理工学院(MIT)的博士学位。但张朝阳已决定放弃学术研究之路,回国创业,以实现自己的梦想。在美国期间,目睹了美国在线(AOL)的超常发展和众多互联网公司充满活力的成长,张朝阳强烈地意识到互联网将在全球迅速发展。

1995 年 10 月,张朝阳正式加盟 ISI 创业公司(美国互联网络商务信息公司),任中国地区首席代表,负责 ISI 在中国及亚太地区的发展。ISI 创业公司虽然是一家小公司,但是给张朝阳以机会,使他能深刻地了解和探索国内互联网的现实。

1996 年 4 月,趁 ISI 在匹兹堡开会的机会,张朝阳拿着自己的工作业绩在美国寻求投资。张朝阳开始和 MIT 教授——著名的风险投资家爱德华·罗伯特进行接触,想说服教授投资他构想中的公司。在张朝阳看来,当时中国的互联网刚刚起步,网络建设非常薄弱,中文信息网站严重缺乏,国内能提供中文信息服务的企业很少,绝大多数是 ISP(网络

① 刘健钧:“特别立法,创业投资公司的现实选择”,《中国创业投资与高科技》,2002 年第 1 期。

② 刘宏飞:《创业企业与风险投资实务丛书——创业企业如何赢得风险投资》,中国财政经济出版社,2001 年,第 18~26 页。

服务提供商),他们只能提供简单的网络接入服务。此时,正是风险投资切入的好时机。寻求投资的第一个步骤要先给自己定个价,张朝阳当时给自己标价 200 万美元,爱德华·罗伯特认为张朝阳给自己的定价高了。而且他不愿意立即投钱,他要等张朝阳再说服一个投资者投钱,才愿意一起投。与此同时,麻省理工学院一个名叫邦德的学生(邦德的父亲是位亿万富翁)也表示愿意个人给张朝阳投资 5 万美元。

1996 年 5 月,在布拉格会议上,张朝阳向 ISI 总裁摊牌:准备自创公司。1996 年 7 月,张朝阳去美国呆了一个月,草拟了商业计划书,注册了美国 ITC 互联网技术有限公司,并担任总经理。他在美国的融资活动初次遇到《数字化生存》的作者尼葛洛·庞蒂。创业之初,张朝阳就碰到了难题,两起官司接踵而至。他当时没有退路,一边设法融资,希望尽快让自己公司的业务开展起来,一方面为离开 ISI 公司和解雇自己所雇佣的不称职的雇员而打官司,最后以支付 4 万美金而了结。

创建后最为迫切的事,就是筹措资金来发展公司的业务。1996 年 7 月到 11 月,张朝阳在美国四处拜见各种各样的风险投资家,推销自己的概念和计划,但都被一一拒绝,某些美国投资者对中国的互联网市场充满了怀疑。1996 年 9 月,当他在 4 个月后再次遇到尼葛洛·庞蒂时,对方邀他一起到英国参加先锋论坛的演讲。尼葛洛·庞蒂被西方媒体誉为在计算机和传播科技领域最具影响力的大师之一。而先锋论坛的参加者都是计算机领域的元老人物,包括 VAN 机和 APPLE 机的发明者。以后几天张朝阳经历了他有生以来最忙的日子。这个时候,他的护照页已经用完,钱也快花光了。为参加伦敦会议,他去北京的英国使馆签证时,护照被拒签,护照上已没有地方可以盖章,必须马上飞回纽约解决护照问题。他就用一张可以允许飞到波士顿的以前的联程机票,赶快飞到了波士顿。一天里辗转奔忙,办好签证,赶到机场时飞机已经快要起飞了。

这次会议的参加者都是 IT 界的大人物,他不能失去这个机会。后来,张朝阳说:“第二天就是我的演讲,错过了这次机会,难以想象会是什么结局。胜败就在这一两个小时。”先锋讲坛为背水一战的张朝阳提供了一个说服风险投资家到中国投资的最宝贵的时间。

其间,张朝阳与各位专家共同研究了中国市场,考察和对比了国内外市场,从而形成了完备和细致可行的商业计划,得到了专家的首肯。就是利用这份计划和本身优越的背景,张朝阳先后说服了 MIT 教授爱德华·罗伯特和他的学生 Brant Binder,以及尼葛洛·庞蒂,同意一共拿出 22.5 万美金,注入他的爱特信公司。

1996 年 10 月,应风险投资家爱德华·罗伯特的要求,在忍痛把自己的身价降到 100 万美元之后,张朝阳获得了爱德华·罗伯特和邦德的资金;其后第二个月,尼葛洛·庞蒂的资金也到了他的账上。10 月,爱特信公司(ITC)在北京注册,英文名称 Internet Technologies China。这是中国第一家完全依靠风险投资创办的高科技企业,公司主要致力于中文互联网内容和技术的开发。当时张朝阳实际支配 17 万美元,去掉 4 万美元的律师费,还剩 13 万美元,他就用这些钱开始了自己的事业。整个 1997 年,ITC 就靠着包括尼

葛洛·庞蒂后来追加的 5.5 万美元一共 18.5 万美元勉强维持下来。

二、搜狐异军突起,又一次成功的融资

1996 年底和 1997 年初,中国的互联网上资源依然很少。爱特信公司的创业就是在这种环境下开始的。1997 年 1 月初,ITC 网站正式开始,没什么内容,就把尼葛洛·庞蒂的《数字化生存》先放了上去。ITC 上的第二个主要内容叫赛百空间,提供一些有趣的网站链接。虽然 ITC 没有可效仿的开发中国互联网的 success 者,但也没有多少竞争者,这非常符合风险投资企业对高速成长的环境要求。张朝阳作了一个重要决定,把爱特信公司的力量集中在网络的内容上,而非网络基础设施的建设上。

张朝阳以“麻省理工”博士的身份,说服国家电信部门与自己合作,共同开发“中国工商网”。1997 年 1 月,爱特信“中国工商网”首次推出,一举成为中国主干网(163)上信息的重要组成部分。这一年,中国的 ICP 取得了长足发展,由于爱特信借鉴了“麻省理工”成熟的技术和商业运作模式,使它以很小的投资得到了最快速的发展。此外,爱特信公司还通过竞标,获得了中国公众多媒体信息网“169”北京信息港下一年整体内容设计和发展的任务,使公司逐渐积累了丰富的经验和技能。但尝试中的爱特信没有确定的方向,1997 年 3 月来华访问的尼葛洛·庞蒂参观了 ITC 后,对此非常不满意,使张朝阳感到来自投资方的巨大压力。而此时,1996 年 4 月在美国纳斯达克上市并获得巨大成功的从事搜索引擎的雅虎公司给了张朝阳很大的启发。

1997 年 5 月,张朝阳专程赴美,为爱特信公司寻找下一步的发展方向。这里,善于理性分析且思维敏锐的张朝阳又一次认识到,提供原创性的内容不是爱特信公司的主流业务,Yahoo! 的成功在于其科学完善的信息分类系统给用户非常快速便捷、简单易行的查询服务,这正是用户所需要的。搜索引擎对中文互联网是一个全新的概念,爱特信公司就凭这一点成为中文搜索引擎的先行者,为后来赢得了其成功的关键的一步。但张朝阳此时并没有非常清晰地看到这一点。在美期间,张朝阳考察了几家著名的美国国际网络公司,其中包括美国在线(America OnLine)、热连线(Hotwired)和雅虎(Yahoo!),与其经营者探讨了合作的可能性。经过努力,爱特信公司从 Intel 公司获得技术支持。1997 年 6 月,张朝阳回国就开始鼓吹“内容为王”的概念。7 月,张朝阳安排热连线总裁安克访问北京。1997 年 7 月,爱特信公司与热连线公司结为战略性伙伴关系,并在其帮助下,推出了特色栏目——网猴(Web monkey)。

1997 年 8 月,ITC 上面已经做了不少内容,但网站访问量还是上不去,一天的访问量只有 500 多人次。这无疑让张朝阳非常苦恼。ITC 有心做的内容看的人不多,无心插柳的赛百空间却很受大家欢迎。于是,11 月张朝阳决定正式放弃制作网上内容,在 Intel 公司的技术支持下转而开始制作中国早期互联网搜索引擎。张朝阳力主把赛百空间栏目改名为“指南针”,当“指南针”做到几千条分类链接时,张朝阳决定再次把这个栏目改名。这

次改名是质的变化,将概念从推荐链接提升到了分类检索层次,这是爱特信公司命运的转折点。当时,ITC 副总裁陈剑峰说服张朝阳选择了“搜狐”这个名字。意在取“搜索之狐”的含义。爱特信公司的目标是把搜狐制成中文互联网世界强大的网页分类检索工具,针对国际互联网上中文信息日益丰富、查找困难的实际情况,根据中国人的文化传统,专为中文网民设计推出网络分类式查找引擎。

1998 年初,Yahoo! 宣称当年 4 月进军中国。考虑到 3 月份召开“两会”,所以,张朝阳选择在“两会”之前推出搜狐。1998 年 2 月,张朝阳打出广告:“出门靠地图,上网找搜狐”,中国人的“网络神探”搜狐正式面世了,它是互联网中文世界第一个功能强大的搜索引擎。搜狐新闻发布会当天,访问量就上到了 2 万多人次,但当时搜狐搜索引擎在技术上还存在问题,服务器发生崩溃。因为这个技术原因,搜狐的访问量又从 2 万人次降到了 4 000 人次。然而在此时,爱特信公司又陷入经费所剩无几的困境。于是,必须进行第二次融资。在当时搜狐中文搜索引擎面世引起全世界普遍关注的情况下,“美国人用 Yahoo! 中国人用搜狐”概念一经推出就得到了很多新上网用户的认可,公司的市场价值急剧上升,国内外许多风险投资家对爱特信公司寄予厚望,正是爱特信公司寻求风险投资的太好时机。张朝阳不仅意识到了,而且把握住了这次机会。经过几个月的细致谈判,1998 年 4 月,爱特信公司成功地获得了海外二期的风险投资资金。在这次融资中,爱特信公司注重的不仅是资金,更重要的是和投资者建立能给公司带来高附加值的战略伙伴关系。由世界芯片业巨头英特尔公司联合中国香港恒隆地产、IDG 国际数据集团、美国哈里森公司和中国新华社,共同向搜狐注入 220 万美元的风险投资,至此,搜狐公司二期融资获得圆满成功。

思考题

爱特信公司所获得的两次风险投资有何不同?

第七章 融资决策理论与实践

第一节 企业融资工具与创新

一、融资的概念和分类

(一) 融资概念

融资是指为支付超出现金支付能力而采取的货币交易手段或为集资所采取的货币手段的一种经济行为。融资有广义和狭义之分,广义的融资指资金在持有者之间流动,以余补缺的一种经济行为。它是资金的双向互动过程,不仅包括资金的融入,而且包括资金的流出,即不仅包括资金的来源,还包括资金的运用。狭义的融资主要指资金的融入,既包括不同资金持有者之间的融通,也包括某一经济主体通过一定的方式在自身内进行资金融通,即包括内部融资和外部融资两部分。本章叙述的是狭义的企业融资。

(二) 融资方式的分类

根据不同的标准,融资可以进行多种分类。

根据资金来源的不同,可以把融资分为内源融资和外源融资。内源融资指企业通过内部自我组织与自我调剂资金的活动。内源融资的对象是企业的折旧基金和留存盈利。外源融资指企业与外部环境间的资金供求转换,包括股权融资和债权融资,其中债权融资又主要包括长期借款与债券融资。

根据资金融出方和融入方所拥有的权利和义务的不同,可以把融资分为债权融资和股权融资。通过债权融资,债务人可以暂时支配借来的资金以弥补自有资金的不足,但到期必须偿还融入资金,并按规定支付一定的利息。股权融资即资金融出方通过购买资金融入方的股票实现资金的流通。资金融通发生后,资金融出方成为资金融入方的股东,拥有企业的部分股权,行使股东权后扩大生产规模,增强企业的盈利能力。

根据资金融出方和资金融入方相互接触的联系方式的不同,可以分为直接融资和间接融资。直接融资是指资金盈余方和资金短缺方相互间直接进行协议,或在金融市场上前者购买后者发行的有价证券,将货币资金提供给需要补充资金的单位,从而完成资金融通过程。这种融资的基本特点是,拥有暂时闲置资金的单位或个人和需要资金的单位或个人直接进行资金融通,不经过任何中间环节。间接融资是指资金盈余方通过存款的形式,或购买银行、信托、保险等金融机构发行的有价证券,将其闲置的资金先行提供给这些金融中介机构,然后再由这些金融机构以贷款、贴现等形式,或通过购买资金短缺方发行的有价证券,把资金提供给这些使用单位,从而实现资金的融通。间接融资的基本特点是,资金融通通过金融中介机构来进行,它由金融机构筹集资金和运用资金两个环节构成。

二、企业融资的基本工具

(一)短期融资工具

由于季节性等原因,企业在进行商业活动时常会涉及到短期资金融通,以弥补现金流入相对于支出突然性增加所造成的短期资金不足。因此,短期借贷的目的之一在于,企业以自己在未来的某一时间点上的现金流入偿还贷款。企业短期资金融通一般借助以下几种融资工具:

1. 短期银行贷款

短期银行贷款通常是无担保的贷款,因为该项钱款提供给借款人时无须附带担保或资产条款。具体贷款条件随借款人的信誉度及其财力基础的不同而不同。短期银行贷款的特点是贷款便利化,减少了相关文件来往,节约、缩短了谈判的时间耗费。但短期银行贷款常附有余额补偿以及信用限额条款。信用限额是指银行要求企业为获得贷款而存入的作为抵押的资金。余额补偿要求企业将贷款中一定百分比的款项存回银行指定账户,但不计利息。由于存在上述附加条件,银行收取的有效贷款利率要比最初的基本利率高。

2. 商业票据

商业票据由具有最佳信用等级企业按面值折价发行、销售,是获取短期贷款的另一途径。商业票据面额一般较大,以美国为例,通常为100 000美元。发行票据时,企业无须在证券交易所中申请注册登记,但要求发行商承诺在到期日购回票据,按面额兑付现金。商业票据的利率不尽相同,但通常为3个月国债利率基础上加0.5%~1%,由于其融资成本比从银行借款要低,因此大企业常常偏好以此种形式进行短期融资。

3. 交易信用

交易信用的产生原因是销售方借助信用来推销产品。销售商提供产品并同意购货方在经过某一事先规定的时间后方才支付货款,即赊销。从本质上讲,赊销是产品供应商向购买产品的客户提供的一种间接贷款,购买方直至最终支付日才会支付现金。企业短期

融资所隐含的成本节约取决于信用的期限长短,支付日往后推得越久,购买方企业借用别人资金的时间也就越长。

4. 有担保短期贷款

有担保短期贷款是企业另一大短期融资工具,在企业短期信用全部耗尽的情况下,可转而求助于该种方式。有担保短期贷款通常以应收账款和存货折价后作抵押担保,由于存贷等的流动性较低,因而折价率也较高。有担保短期贷款通常由保付代理人来办理,因此还需向保付代理人支付预留的储备金和承诺费,并和贷款利息一起从担保资产的面值减折价后的余额中扣除。有担保短期贷款利率通常为最优惠利率基础上加 $3\%\sim 5\%$ 。

(二) 长期融资工具

1. 股票

公司股权融资包括直接引入战略投资者、对外发行普通股和以留存利润和其他各项准备金转增股本金等方式,其中最重要的形式就是股票融资,它是公司股权融资的一种重要形式。上市和发行新股是上市公司的最主要的权益资本来源,上市方式包括公开发行上市(IPO)和买壳上市两种。IPO后上市公司还可以进行再融资,包括向银行贷款等间接融资,以及在资本市场发行转债和新股等方式进行直接融资。

发行股票融资可分为普通股和优先股两种。发行普通股是股份有限公司筹集权益资本的主要渠道,其主要特点是:第一,股票持有人是公司产权所有人,有出席或委托代理人出席股东大会或者年会并行使表决权的权利;第二,无固定股息,无归还股本的日期;第三,公司倒闭或解散时,普通股持有人对剩余财产的要求权顺序排在债权人和优先股股东之后;第四,股东有优先认购新股的权利。优先股是股份有限公司依法发行的具有一定优先权的股票,其主要特点是:第一,优先股有固定的股息;第二,优先股股东没有参与公司经营管理的权利,没有投票权,不能享受公司利润增长带来的利益;第三,发行优先股股票便于公司增发新股,也有利于公司在需要时,将优先股股票转换成普通股股票或公司债券,以减少公司的股息负担。同时由于优先股股东一般无表决权,可以避免公司增发新股筹资时稀释原股东股权。

2. 债券

债券是各类经济主体为大规模筹集资金而向投资者出具的、承诺按一定利率定期支付利息和到期偿还本金的债权债务凭证。发行债券是企业筹集资金的一种重要方式,公司发行债券筹集的资金主要用于满足企业的长期投资需要。

债券融资的优势在于:第一,由于债券发行的承销费用低于股票发行,且债券利息允许税前抵扣,因而筹资成本低;第二,债券持有人是企业的债权人,除要求企业按期还本付息,无权干涉企业的经营管理活动,因此保障了股东的参与决策权;第三,企业可发行可转换公司债券或可提前赎回的债券,便于资本结构的调整;第四,发挥财务杠杆作用。但是,债券融资的限制条件严格,筹资数量有限,且融资风险较高。因此,企业必须在充分考虑

各种因素的基础上,结合不同债券的优缺点,选择其中合适的债券类型、票面金额、偿还期限及债券利率。

3. 租赁

租赁是指出租人以收取租金为条件,在契约或合同规定的期限内,将资产租让给承租人使用的经济活动。在租赁业务中,出租人主要是各种专业租赁公司,承租人主要是各类企业,租赁物主要为机器设备等固定资产。

租赁按其性质划分,可分为经营租赁和融资租赁两大类。经营租赁是指以满足承租人临时使用资产的需要为目的而发生的租赁业务。承租人租进资产只是为了满足生产经营上短期的、临时的或季节性的需要,获得设备的短期使用或出租人提供的专门技术服务,可视为企业短期融资的一种形式。采用经营租赁有利于提高设备利用率,避免设备闲置浪费,减少设备过时的风险,并得到出租人所提供的及时服务。

融资租赁是指出租人按照签订的租赁协议或合同,购置承租人选定的设备,并将其租赁给承租人使用的一种融资方式。在此过程中,出租人支付全部设备资金,向承租人提供了100%的信贷,而承租人需按期交付租金,并负责设备的性能、技术风险以及维修保养。融资租赁通常为长期租赁,可满足承租企业使用长期资产的需要,属于长期融资方式。相比于一般的长期贷款或债券融资,融资租赁的特点在于将融资与融物相结合,是一种商品形态和货币形态相结合的信用方式。尤其是融资租赁,更是把资金运动和物资运动有机地结合了起来,借物还钱,以融物代替融资。此外,租赁还可以避免长期借款筹资所附加的各种限制性条款,从而为企业经营活动提供了更大的弹性空间。但是,通常租赁的隐含报酬(租金)要高于债券利息,融资成本较高。

随着市场经济的不断发展和完善,融资租赁还派生出了许多种形式,主要包括转租赁、售后回租和平衡租赁。转租赁是出租人根据用户要求,先作为承租人(第一承租人)向其他租赁机构(第一出租人,一般为外国租赁公司)租入机器设备,然后再将该机器设备以出租人(第二出租人)的身份租赁给使用单位(第二承租人)的一种融资租赁方式,常用于外国先进技术设备的引进。售后回租,亦称“返租赁”,是指承租人将自制或外购的机器设备或房产,先按账面价格或重估价卖结租赁机构,再从该租赁公司租回使用的一种租赁方式,其实质是企业通过暂时出让设备的所有权而获得一笔急需的流动资金,增强了资金的流动性,有利于企业转移投资,灵活调整产品结构,充分进行自我发展和自我改造,从而提高了资金的使用效益。平衡租赁,又称“杠杆租赁”或“借贷式租赁”,是指出租人对较大的项目只提供一部分投资,其余部分通过以出租的设备为抵押,向银行、保险公司或投资公司等金融机构借款支付,然后出租人将设备使用权出租给承租企业使用的一种租赁形式。债权人对其提供的债权无追索权,出租人依靠租金收入收回全部设备投资。

4. 项目融资

项目融资是指某一个经济主体利用建设项目本身来进行融资并将项目未来的收益作

为偿付贷款或其他负债主要来源的融资技术。

项目融资对项目主办人的信贷能力和资产负债表不产生实质性的影响,属于资产负债表以外的融资,因而具有很高的融资杠杆能力。但是,项目融资的资金用途限制较多,只能用在指定项目,不能用于其他项目。项目融资除了为国家和各级政府建设项目提供形式灵活多样的融资,还可以在控制风险的前提下为企业扩张实现融资。例如,跨国公司投资于海外时,通过有限追索的项目融资方式可以实现海外项目与其他业务在一定程度上分离,将海外项目风险控制在既定范围内。

根据有限追索的程度、分担风险的方式等,项目融资可以分为投资者直接安排项目融资模式、投资者通过项目公司安排项目融资模式、以“设施使用协议”为基础的项目融资模式、以“杠杆租赁”为基础的项目融资模式、以“生产支付”为基础的项目融资模式、以“黄金贷款”为基础的项目融资模式、BOT 模式等。BOT 模式是项目融资近年来的一个发展方向,即建设——经营——转让。建设指发展商被授权为政府设计、建设工程;经营指发展商在政府授权的经营期限内经营管理其所建设的项目,并取得收益或得到投资补偿;转让指发展商在授权期结束后将项目的资产无偿转让给政府或政府的委托部门。此外还有 BT、BTO、BOO、BOOT、BOOST、BLT、ROT、ROMT、OT、OMT、SOT 和 SLT 等多种形式。

5. 信托

信托是指受托人接受他人委托,在相互信任的基础上,按契约或合同确定的委托人的意旨代为管理或处理财产和经济事务,为受益人谋利益的经济行为。信托融资的特点是:第一,信托行为的发生一般涉及到委托人、受托人和受益人三方面的关系人,体现的是一种多边关系,不同于银行信用的双边授信和受信关系;第二,信托业务灵活多样,范围广泛,除贷款业务外,信托业务还可以包括投资业务、代理业务以及一些银行尚未开展的中间业务等,而且不仅可以进行融资,还可以直接融物;第三,信托融资成本较高,一般包括贷款利息、手续费和其他费用(如申请费、批件费、公证费、保险费等)。

6. 投资基金

投资基金是一种利益共享、风险共担的集合投资组织形式。即通过发行基金单位,集中投资者的资金,由基金托管人管理和运用资金,从事各类投资,并将投资收益按基金投资比例进行分配的一种组织形式。投资基金依据不同的标准可以分为契约型基金和公司型基金,封闭式基金和开放式基金,以及证券投资基金、产业投资基金和风险投资基金。

投资基金融资具有以下两方面的特点:第一,绝大多数基金融资属于股权式的融资,即以企业出让一定的股权为代价的融资,基本无到期偿还的压力。但是股权式融资的投资基金对企业或项目的挑选比较严格,要求产品有很好的市场前景、企业管理者素质较高等。第二,有利于提高企业经营管理水平,因为投资基金在向企业注入资金的同时,为了确保资金的使用效率,一般要参与企业的经营管理,包括研发管理、财务管理、企业形象管

理、营销管理等。对于一个企业尤其是初创阶段的企业来说,投资基金的管理资助可能比资金资助更重要。

三、企业融资工具的创新

(一)保理融资

保理(又称福费庭,即 FORFAITING)是指银行与卖方之间签署协议,卖方将现在或将来的基于其与买方订立的货物销售合同所产生的应收账款转让给银行,由银行为其提供综合性金融服务,包括贸易融资、销售分户账管理、应收账款的催收、信用风险控制及坏账担保等。对于公司来说,通过银行提供的保理业务,不仅可减少应收账款,改善财务报表,从而减少坏账准备金,相应增加利润,而且还可把远期应收账款转化为即期现金销售收入,提高经营活动的现金流量,缓解公司资金紧张的压力。另外,由于贴现利率固定,可预测并控制企业的经营成本,提高管理效率。但是,办理保理业务的公司需向银行按销售额支付一定比率的代理费,且贴现款的利息通常高于银行优惠利率。

保理业务对于我国来说,尚属新兴的金融服务品种。目前,国内银行已有中国银行、交通银行、光大银行等数家银行加入了国际保理商联合会(FCI),能够开展该业务。根据是否承担债务人的信用风险,国内保理融资大致可以分为综合保理业务、商业发票贴现业务和利用应收账款抵押借款三类(参见表 7-1)。

表 7-1 我国保理融资的主要类型

	综合保理业务	商业发票贴现业务	利用应收账款抵押借款
定 义	银行向债务人提供无追索权的保理业务。	银行向债务人提供有追索权的保理业务。	企业以现在或将来的应收账款作抵押,银行向企业提供资金。
银行服务内容	融资、销售分户账管理、应收账款的催收、信用风险控制及坏账担保。	融资、销售分户账管理及应收账款的催收。	融资。
债务人会计处理	收到款项时无需确认负债或披露或有负债。	在收到款项时无需确认负债,但应在会计报表附注中详细披露。	应收账款所有权并未发生转移,收到款项时仍需确认。

(二)典当融资

典当是以实物为抵押,以实物所有权转移的形式取得临时性贷款的一种融资方式。与其他融资方式相比,典当融资具有以下优势:(1)典当的抵押物比银行更为广泛,银行贷款一般只接受房地产作为抵押物,而典当行还接受动产抵押和内容比较丰富的权利抵押。(2)典当贷款的时间短、速度快。客户持自己有权处置的金银珠宝等贵重民用品或房产、物资、机动车、有价证券等以抵押或质押的方式办理相关手续即可筹措到相关的资金。民

用品的典当在 3 分钟之内即可完成,最为繁琐的房产典当在 3~5 天之内也可办完全部手续。(3)典当贷款对企业信用要求低,对中小企业的信用要求几乎为零,只注重典当物品是否货真价实,来源是否合法、权属是否明确。(4)典当贷款额灵活,根据所抵押的物品少到几百几千元都可以,适合于中小企业的小规模贷款。但是,相对于银行贷款,典当高昂的成本是不容忽视的。

(三)或有资本融资

或有资本是一个在某特定事件发生的情况下,公司募集股本或其他实收资本项目的工具。资本的提供者并不承担特定事件发生的风险,而只是在事件发生并造成损失后提供用于弥补损失的资金。事后公司要向资本提供者归还这部分资金,并支付相应的利息。

或有资本是一个综合运用保险与资本市场技术来设计和定价的期权产品,其本质是公司在一定条件下的融资选择权,向公司提供用于弥补自留风险的表外资本。拥有或有资本选择权的公司享有在一定时间以一定价格(行权价格)出售自己的证券的权利,其中证券包括股票、债券或由这两者组合成的某种混合型证券。在满足所有的先决条件时,或有资本的提供者有义务应期权所有者的要求购买证券。这些融资的“先决条件”或称“触发器”可能与自然灾害风险和金融市场风险有关。一种风险如果能够被量化,它就可以充当触发器。传统的基于信用的或有资本工具与这些风险触发因素相结合,就为公司提供了一个更为有效的融资途径,能够协助公司管理自留风险。或有资本工具中的证券类型可以是公司通常用于融资的任何证券,如普通股、优先股、可转换债券等。其成本包括即期权费和发行时证券的融资利率两部分。

(四)联合融资

联合融资或称联合垫款,是指由两个或两个以上金融机构组成银团,共同贷款给一个借款人并负责贷款管理的过程。银团的组织者称为牵头银行,也称管理银行或代理银行,参与联合融资的银行称为参贷银行。联合融资有不同的分类方式,按照参加方性质分,可分为官方联合融资、商业联合融资和出口信用机构联合融资;按照参加方的国家来源分,可分为国内联合融资和国际联合融资等。

联合融资作为一个新型的金融工具,具有明显和独特的优势。对借款人而言,联合融资能克服单个银行贷款能力的不足及突破法律对贷款规模的限制,从而获得数额巨大的借款,以满足大型基础设施项目、大型出口信贷项目的需要;还可以依靠巨额资金需求的优势,提高自己的谈判地位,取得较低利率、抵押品不用分散、获得银行更加完善的服务等利益。此外,对于银行来说,联合融资可以节约贷款人的成本,分散单个银行的风险,并有效提高银行的国际化程度。

目前,国际联合融资大多集中于基础设施项目。根据亚洲开发银行的资料,在联合融资支持的大型基础设施项目中,能源项目占第一位,其次是交融、通讯项目;国际联合融资中,能源项目的比重超过 50%。这是因为基础设施项目往往周期长、金额大,或者具有政

府支持的背景,或者具有较好的盈利预期,容易获得联合融资的支持。

第二节 企业融资决策基本理论

一、企业融资决策的主要内容

企业在融资之前往往需要根据自身对资金需求的具体情况,对融资的各种因素进行综合考虑,特别是在融资前要考虑如何选择恰当的融资时机、合适的融资方式、合理的融资规模等。企业融资决策包括以下一些主要内容。

(一) 选择最佳融资机会

所谓融资机会是指有利于企业融资的一系列因素所构成的融资环境和时机。企业选择合适的融资时机的过程就是企业寻求与企业内部条件相适应的外部环境的过程。

(二) 尽可能降低企业的融资成本

如果不考虑企业的融资风险成本,融资成本是指企业为筹措资金而支付的一切费用,主要包括融资过程中的组织管理费用、融资后的资金占用费用以及融资时支付的其他费用。企业融资成本是企业选择融资方式所需要考虑的最重要的因素之一,是企业融资效率的决定性因素。一般情况下,根据资金来源,各种主要融资方式的融资成本从小到大依次为财政融资、商业融资、内部融资、银行融资、债券融资、股票融资。

(三) 融资总收益要大于融资总成本

企业在进行融资之前,不应把目光放在各种令人心动的融资途径上,更不应草率地做出融资决策。只有经过深入分析,确信利用筹集的资金所预期的总收益要大于融资总成本时,才有必要考虑如何融资。这是企业融资的首要条件。

(四) 尽可能保持企业的控制权

企业在筹集资金时,经常会发生企业控制权和所有权的部分丧失,这不仅影响企业生产经营的自主性、独立性,而且还会引起企业利润分流,使得原有股东的利益遭受巨大损失。例如,债券融资和股票融资相比,增发新股将会削弱原有股东对企业的控制权,除非原有股东也购进相应比例的新发股票;债券融资增加企业的债务,但并不影响原有股东对企业的控制权。

(五) 选择最有利于提高企业竞争力的融资方式

企业资金的融通会给企业带来一些有利的影响,如通过融资壮大了企业资本实力,增强了企业的支付能力和发展后劲;通过融资扩大企业的规模和获利能力;通过融资可以提高企业商誉,扩大产品的市场份额等。但不同的融资方式也有各自的不足之处,会影响企业的资产负债状况和经营风险。为此,企业应根据自己的实际情况,选择有利的方式进行融资。

（六）企业融资规模要量力而行

由于企业融资需要付出成本,企业高额负债,必然要承受偿还的高风险,因此企业在筹集资金时,必须考虑融资规模。如果筹资不足,会影响企业投资计划及其他业务的正常开展;筹资过多,又可能造成资金闲置浪费,增加融资成本,或者导致企业负债过多,增加经营风险。

（七）确定最佳融资期限

企业融资按照期限来划分可分为短期融资和长期融资。企业融资期限决策,即在短期融资与长期融资两种方式之间进行权衡时做何种选择,主要取决于融资的用途和融资人的风险性偏好。

（八）寻求最佳资本结构

企业融资必然存在风险,选择不同的融资方式和融资条件,企业所承受的风险大不一样。企业在进行融资决策时,应当在控制融资风险与谋求最大利益之间寻求一种均衡,即寻求企业的最佳资本结构。

二、企业融资成本

（一）融资成本的内涵

企业融资成本是指资本使用的代价。从资本使用者方面看,它是企业为获得资本所需支付的最低价格;从资本所有者方面看,它是资本所有者提供资本时要求补偿的资本补偿率。从理论上讲,融资成本包括融资费用和使用费用。前者是企业资本筹集过程中发生的各种费用,如委托金融机构代理和发行股票、债券而支付的注册费和代办费,向银行借款支付的手续费等。后者是指企业因使用资本而向其提供者支付的报酬,如股票融资向股东支付的股息、红利,发行债券和借款支付的利息,使用租入资产而支付的租金等等。由于融资费用与融资额几乎是同时发生的,因此一般将融资费用视为融资额的抵减项。一般情况下,融资成本用融资成本率表示,其公式为:

$$\text{融资成本率} = \frac{\text{融资使用费}}{\text{融资总额} - \text{融资费用}}$$

（二）融资成本的计量

1. 个别融资成本

个别融资成本是指各种资本来源的成本,可分为债券融资成本、留存收益成本、优先股融资成本和普通股融资成本。

（1）债券融资成本

由于发行债券需要一定的手续费,如佣金和其他费用,债权人的收益率并不等于债务人的成本,债务人得到的金额要扣除手续费。令发行费用占债务发行价格的百分比为 F , 则债务成本是使下式成立的 K_d :

$$P_0(1-F) = \sum_{i=1}^N \frac{I_i}{(1+K_d)^i} + \frac{P_i}{(1+K_d)^N} \quad (7-1)$$

其中, P_0 为债券发行价格, P_i 为本金的偿还额, I_i 为债券的利息额, N 为债务的期限, F 为发行费占债务发行价格的百分比。

在考虑所得税的情况下, 由于债务人的利息支出可以减少所得税, 其简便计算公式为:

$$K_d = K_d(1-T) \quad (7-2)$$

其中, K_d 为考虑所得税情况下债券融资成本, T 为所得税税率。

(2) 留存收益成本

留存收益是企业缴纳所得税后形成的, 其所有权属于股东。股东将这一部分未分派的税后利润留存于企业, 实质上是对企业追加投资。如果企业将留存收益用于再投资所获得的收益率低于股东自己进行另一项风险相似的投资的收益率, 企业就不应该保留留存收益而应将其分配给股东。

留存收益的估计难于债务成本, 这是因为很难对诸如企业未来发展前景及股东对未来风险所要求的风险溢价做出准确的测定。计算留存收益成本方法很多, 主要有以下三种:

①股利增长模型法。由于普通股的股利一般不是固定不变的, 因此可以依照股票投资的收益率不断提高的思路计算留存收益成本。假定收益以固定的年增长率 G 递增, 则留存收益成本为:

$$K_S = \frac{D_1}{P_0} + G \quad (7-3)$$

其中, K_S 为留存收益成本, D_1 为预期年股利额, P_0 为普通股市价, G 为普通股股利年增长率。

②资本资产定价模型法。按照资本资产定价模型法, 留存收益的计算公式为:

$$K_S = R_S = R_F + \beta(R_m - R_F) \quad (7-4)$$

其中, R_F 为无风险报酬率, β 为股票的贝他系数, R_m 为股票市场平均报酬率。

③风险溢价法。根据“风险越大, 要求的报酬率越高”的原理, 普通股股东的投资风险大于债券投资者, 因而会在债券投资者要求的收益率上要求一定的风险溢价。依照这一理论, 留存收益成本的计算公式为:

$$K_S = K_b + RP_c \quad (7-5)$$

其中, K_b 为债务成本, RP_c 为股东比债权人承担更大风险所要求的风险溢价。

(3) 优先股融资成本

优先股资本成本公式为:

$$K_P = \frac{D_P}{P_P(1-F_P)} \quad (7-6)$$

其中, K_P 为优先股资本成本, D_P 为优先股年股利, P_P 为优先股筹资额, F_P 为优先股筹资费用率。

由于优先股利在税后支付, 股息发放不会减少企业应缴的所得税。而且当企业破产清算时, 优先股持有人的求偿权在债权人之后, 故其风险大于企业的债权人, 且成本高于负债的资本成本。

(4) 普通股融资成本

这里指新发行的普通股成本, 可以按照前述股利增长模型法的思路计算, 但需要调整发行新股时发生的筹资费用对融资成本的影响。普通股融资成本计算如下:

$$K_n = \frac{D_C}{P_C(1-F_C)} + G \quad (7-7)$$

其中, K_n 为普通股成本, F_C 为普通股筹集费用, D_C 为预期年股利额, P_C 为普通股市价, G 为普通股年股利增长率。

2. 加权平均融资成本

企业通常以多种融资方式的组合来筹资, 而不同融资方式的资金成本是不同的, 因此需要计算综合资金成本。计算综合资金成本一般采用加权平均的方法, 以各种资本占融资总额的比重为权数, 对各种资本成本进行加权平均计算, 因此又称为加权平均融资成本。其公式为:

$$K_a = W_L K_L + W_b K_b + \cdots + W_r K_r = \sum_{j=L}^r W_j K_j \quad (7-8)$$

其中, K_a 为总融资成本率, W_j 为第 j 种资本占总成本比重, K_j 为第 j 种资本的成本率。

三、资本结构理论

企业的融资方式和结构决定了企业的资本结构。融资决策的资本结构是指企业各种长期资金筹集来源的构成和比例关系。由于短期资金的需要量和筹集是经常变化的, 且在整个资金总量中所占比重不稳定, 因此, 不列入资本结构管理范围, 而作为营运资金进行管理。据此, 企业的资本结构由长期债务资本和权益资本构成。资本结构理论研究的是资本结构与企业价值、资本成本、财务风险之间的关系, 其核心问题是如何确定最优资本结构, 以提高企业价值。

下面, 我们将就企业资本结构理论的历史发展进行重点阐述。

(一) 早期的资本结构理论

早期资本结构理论指 20 世纪 50 年代之前的资本结构理论, 主要包括净收益理论、营业收益理论以及传统折中理论。这三种理论都是建立在经验判断基础之上的, 没有经过科学的数学推导和统计分析。

1. 净收益理论

净收益理论认为,企业增加负债,提高财务杠杆度,可以降低其加权平均的资本成本,增加企业的总价值。该理论有两个基本假设:第一,投资者按固定不变的比例投资或估价企业的净收益,即股权资本成本固定不变;第二,企业能以一个固定利率筹集所需负债资本,即负债资本成本固定不变。由于债务利息和权益资本成本均不受财务杠杆的影响,因此只要债务成本低于权益成本,那么负债越多,企业的加权平均资本成本就越低,企业的净收益或税后利润就越多,企业的价值就越大(图 7-1)。

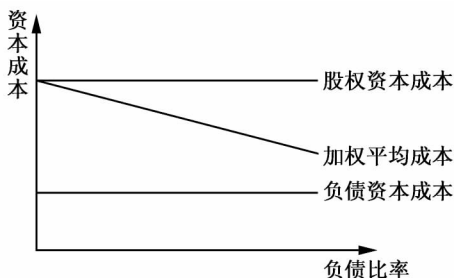


图 7-1 净收益理论

企业价值可以用下列公式表示：

$$V = \frac{NI}{WACC} \quad (7-9)$$

$$WACC = X_1 K_s + X_2 K_b \quad (7-10)$$

其中, NI 为企业净收益; $WACC$ 为企业加权平均资本成本; V 为企业价值; X_1 为股权资本占企业资本总额的比重; X_2 为负债资本占企业资本总额的比重; K_s 为企业股权资本成本; K_b 为负债资本的资本成本。

2. 净营业收益理论

净营业收益理论认为,不论财务杠杆如何变化,企业加权平均资本成本是固定的,所以企业的总价值也是固定不变的。原因是企业利用财务杠杆时,即使债务成本本身不变,由于加大了权益的风险,权益成本上升,这样加权平均成本不会因为负债比率的提高而降低,维持不变,企业的总价值也固定不变。因此企业的总价值与财务杠杆作用没有关系,所以也不存在资本结构的最优决策问题。

3. 传统折中理论

传统折中理论是 20 世纪 50 年代初西方大多数学者和实践工作者所采取的介于净收益理论和净营业收益理论之间的一种折中理论。传统折中理论认为,无论是对债权人还是股东来说,企业适度地使用财务杠杆并不会增加其投资风险,因而企业可以通过财务杠杆的使用来降低加权平均资本成本,并增加企业的总价值。但当企业负债进一步提高时,

企业获取的财务杠杆利益不能抵消因财务风险加大而使股权资本成本增加的部分,这使得企业加权平均资本成本先降后升。只有在企业加权平均资本成本达到最低点时,才是企业的最佳资本结构,可以使企业价值最大。

(二)现代资本结构理论

现代资本结构理论是指 20 世纪 50 年代到 70 年代后期产生的新的资本结构理论,它以米勒(Miller)和莫迪格利安尼(Modigliani)提出的 MM 定理为中心,以后沿着两个主要的分支发展:一个分支是探讨税收差异对资本结构的影响,形成税差学派,其代表人物是法拉(Farra)、赛尔文(Selwyn)、贝南(Brennan)和斯塔普里顿(Stapleton),最后在米勒那里达到巅峰;另一个分支是研究破产成本与资本结构的关系,形成“破产成本主义”和“财务困境主义”,其代表人物是巴克斯特(Baxter)、斯蒂格利茨(Stiglitz)、阿特曼(Altman)和华纳(Warner)。这两大学派最后归结到以罗比切克(Robichek)、梅耶斯(Meyers)、斯科特(Scott)和李真伯格(Litzenberger)等人所倡导的权衡理论。权衡理论遭到米勒的批评后,由迪安吉罗(De Angelo)和马苏里斯(Masulis)对权衡理论进行了重新表述,从而产生了后权衡理论。到了 1986 年,美国修改了税制,动摇了后权衡理论的理论基础,这个学派从此销声匿迹。

1. MM 的无企业税模型

MM 理论的假设主要有以下九个方面:

- (1)企业在无税收的环境下经营;
- (2)企业经营风险的高低由其息税前盈利的标准差衡量,企业经营风险决定其风险等级;
- (3)投资人对所有企业未来盈利及其风险的预期相同;
- (4)企业为零增长企业,即年平均盈利额不变;
- (5)投资人不支付证券交易成本,所有负债利率相同;
- (6)个人和企业均可以发行无风险债券,并有无风险利率;
- (7)企业无破产成本;
- (8)企业的派息政策与企业价值无关,企业发行新债时不会影响已有债务的市场价值;
- (9)存在高度完善和均衡的资本市场,这意味着资本可以自由流动、充分竞争、预期收益率相同的证券价格相同、有充分信息、利率一致。

根据上述假设,MM 定理认为在没有企业所得税的情况下,下列两个命题可以成立。

命题 1:不管有无负债,任何企业的价值等于其预期息税前盈利除以适用于其风险等级的报酬率:

$$V_L = V_U = \frac{EBIT}{K_a} = \frac{EBIT}{K_{eu}} \quad (7-11)$$

公式中的下标 L 和 U 分别代表负债和无负债企业。命题 1 意味着：第一，企业的价值不会受资本结构的影响；第二，有负债企业的加权平均资本成本等于同该企业属于相同风险等级、无负债企业的权益成本，即 $K_a = K_{eu}$ ；第三， K_a 或 K_{eu} 的高低视企业的风险等级而定。

命题 2：有负债企业的权益成本等于无负债企业的权益成本加上一笔风险报酬，而风险报酬的多寡视负债融资程度而定。

$$\begin{aligned} K_d &= K_{eu} + \text{风险报酬} \\ &= K_{eu} + (K_{eu} - K_d) \frac{D}{E} \end{aligned} \quad (7-12)$$

命题 2 意味着有负债的企业权益成本会随着负债融资程度的上升而增加。

由此，MM 定理的结论是，在没有所得税且市场处于均衡的状态下，企业资本结构的改变不会影响企业价值和资本成本。这是因为低成本负债带来的利益正好被权益成本的上升所抵消，因此在均衡时有负债企业的加权平均资本成本会等于无负债企业的权益成本。

2. MM 的企业税模型

MM 理论从逻辑上是合理的，但在实践中却受到了挑战。根据 MM 理论，企业资本结构和企业市场价值无关，则企业的债务与权益资本的比率在不同的地区、部门或行业会呈现随机分布。而实际上，企业的债务与权益资本之比在各部门或行业间分布具有一定的规律性。例如几乎所有航空企业、公用事业和房地产发展企业及大部分资本密集型工业企业的负债比例都很高，制药企业和广告企业几乎全依赖于自有资金。迅速增长的企业，如 IBM，虽然迅速发展对资金的需求量也大，但负债比例却很小。

为了解释这一现象，莫迪利亚尼和米勒于 1963 年对他们提出来的理论进行了修正，其要点是把企业所得税的影响引入了原来的分析之中，从而得出了相反的结论。按照税法的规定，企业对债券持有人支付的利息计入成本而免交企业所得税，而股息支出和税前净利润要交企业所得税。因此，利息具有减税作用，使企业价值随着负债融资程度的提高而增加。MM 企业税模型也提出了两个命题：

命题 1：有负债企业的价值等于相同风险等级的无负债企业的价值加上负债的节税利益。在此，负债的节税利益等于企业所得税税率（用 T_c 表示）乘以负债总额 D ：

$$V_L = V_u + T_c D \quad (7-13)$$

命题 1 意味着，在考虑了企业所得税后，使用负债的企业价值会比未使用负债时要高 $T_c D$ ，并且负债越多，企业的价值越大；当企业负债达到 100% 时，亦即它的资本结构完全由负债构成时，企业的价值达到最大。此外根据上式，未使用负债时，企业的价值等于：

$$V_u = E_u = \frac{EBIT(1 - T_c)}{K_{eu}} \quad (7-14)$$

命题 2: 有负债企业的权益成本等于无负债企业的权益成本加上风险报酬, 而风险报酬的多少视负债融资程度与企业所得税率而定。

$$K_d = K_{eu} + (K_{eu} - K_d)(1 - T_c) \frac{D}{E_L} \quad (7-15)$$

E_L 为有负债企业的权益价值。由于 $1 - T_c$ 小于 1, 所以在考虑了企业所得税后, 尽管权益成本还会随着负债融资程度的提高而上升, 不过其上升幅度低于不考虑所得税时上升的幅度。综合两命题的结论就是: 企业使用的负债越多, 它的加权平均资本成本就越低, 企业的价值就越高。

3. 权衡理论

权衡理论是企业资本结构理论在 20 世纪 70 年代最重要的发展理论。权衡理论认为, 制约企业无限追求免税优惠的是随着债务增加而上升的企业风险。根据权衡理论, 由于负债免税优惠的政策, 企业固然可以通过增加债务而增加其市场价值, 但随着企业债务上升, 企业风险也在增加, 即企业陷入财务亏空的概率也在增加, 甚至最终导致破产。这种因企业财务亏空概率上升而给企业带来的额外成本称为财务困境成本, 使得企业的市场价值下降。因此, 企业最佳资本结构是平衡税收效应和财务困境成本的结果。

根据权衡理论可知:

企业市场价值 = 企业自有资金市场价值 + 免税现值 - 财务困境成本现值
用公式表示为:

$$V_L = V_U + PVTS - PVFD \quad (7-16)$$

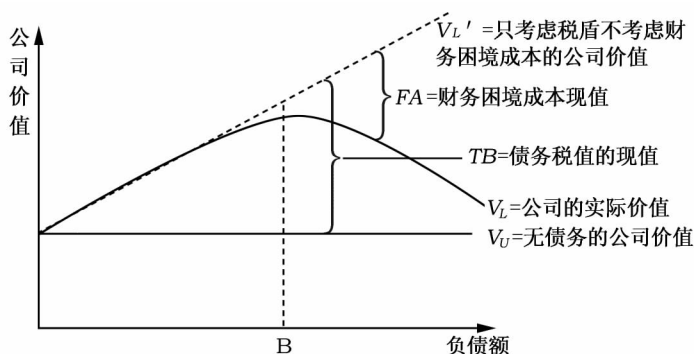


图 7-2 财务困境下企业的价值变化

图 7-2 显示了税收效应和财务困境成本的综合效应, $\cap$ 形曲线代表了公司价值 V_L 。当公司由完全权益结构移向少量债务结构时, $\cap$ 形曲线也随之上升, 因为此时公司陷入困境的概率较小, 财务困境成本的现值最小。但是, 随着债务比例的增加, 财务困境成本的现值也以的一个递增的比率上升。在某一点(图中的 B 点), 由于额外债务额引致的财务困

境成本的增加等于免税额现值的增加,这是使公司价值达到最大化的债务水平,其所对应的资本结构则为企业的最佳资本结构。在B点之后,财务困境成本的增长速度快于免税优惠,公司价值因财务杠杆的进一步增加而减少。

从方法论上来看,平衡理论引入了均衡的概念,使企业资本结构有了最优解的可能,从而为现代企业资本结构研究提供了新的思路。此外,平衡理论放松了MM理论无破产成本以及企业投资决策与财务决策独立的假设,深入地讨论了引入破产成本后,股东、债权人之间相互关系的变化,以及这种变化对企业市场价值的影响,无疑是继MM理论后的一大进步。但是由于代理成本、破产成本的准确计量十分困难,从而使得平衡理论在实际应用中受到一定的限制。

4. Miller 模型

就在平衡理论处于高潮的时期,Miller对它提出了严厉的批评。Miller批评平衡理论忽略了两个基本事实:第一,根据Warner当时所做的对破产成本实例分析,美国企业破产成本只占企业资产的5%,不足以抵消免税优惠;第二,企业利润率从20年代的平均10%~11%增加到50年代的52%,而此期间非金融机构企业负债比并没有很大的变化。继而,Miller于1977年在《债务和税收》一文中提出了他对理解企业负债比例不为100%的新观点,他引入个人所得税的作用,认为由于个人所得税的存在,会在某种程度上抵消利息的减税作用,即使这样,但在正常税率的情况下,负债的利息节税作用仍不会完全消失。

在Miller模型中,原来MM模型中的所有假设仍然有效。杠杆公司的价值可以表示为:

$$V_L = V_U + \left[1 - \frac{(1 - T_c)(1 - T_e)}{1 - T_d} \right] D \quad (7-17)$$

其中, V_L 为有负债公司价值, V_U 为无负债公司价值, T_c 、 T_d 和 T_e 分别代表公司所得税、适用于利息收入的个人所得税以及适用于股票收入的个人所得税, D 表示债务价值。

如果不考虑所有的税率 $T_c = T_d = T_e = 0$,则 $V_L = V_U$,这就是MM无企业税模型;如果不考虑个人所得税,即 $T_e = T_d = 0$,则 $V_L = V_U + [1 - (1 - T_c)]D = V_U + T_c D$,这就是MM企业所得税模型;如果股票收入的个人所得税和利息收入的个人所得税相等,即 $T_e = T_d$,则他们对负债企业的市场价值的影响相互抵消;如果 $(1 - T_c)(1 - T_e) = (1 - T_d)$,则 $V_L = V_U$ 这意味着负债免税的利益恰好被个人所得税抵消,在这种情况下,资本结构对企业价值或资本成本无影响。所以,Miller模型与MM的企业税模型结论是一致的,都认为负债率越高越好,在企业的负债率达到100%时,企业的市场价值达到最大,从而又重新回到了古典的MM理论,即企业的资本结构与市场价值无关。

(三)新资本结构理论

1. 新优序融资理论

在实际生活中,获利能力最强的企业往往负债比率最低,实证分析结果也表明企业的盈利能力与企业债务杠杆之间存在着很强的负相关关系,这是MM理论所无法解释的。在唐纳森的旧优序融资理论基础上,梅耶斯(Meyers)和迈基里夫(N. S. Majluf)等提出新优序融资理论。

新优序融资理论研究的出发点是信息不对称理论:企业内部人(经营者)与外部人(外部投资人)之间存在着信息不对称,内部人比外部人更了解企业的收入流或投资机会的相关信息。企业的经营者从原有股东利益最大化着想,只有在证券被市场高估时才愿意发行股票;而外部投资者较难获得企业收益和投资风险等内部信息,只有通过经营者输出来的信息间接地评价市场价值。一般来说,股权融资被看成一个消极的市场信号,企业通过发行股票来融资会被市场误解,引起股价下跌;相反,较高的债务水平则通常被看作积极信号,因为企业杠杆比率的上升表明经营者对企业未来收益的期望较高,有利于企业价值的提升。

因此,经营者可以通过改变资本结构来传递企业有关获利能力和风险的信息。为了避免股价下跌,企业应首先使用内部融资,因为该种方式不会产生使股价波动的副作用;假如内部融资不足,必须从外界筹资,企业应首先选择发行最安全稳健的证券,即债券优于股票,以减少对股价的影响,这与美国等西方国家企业融资的顺序是基本相符的。

2. 控制权理论

控制权理论是从企业经营管理者对控制权本身的偏好角度探讨了资本结构问题。企业经营者出于对控制权的偏好,会通过资本结构来影响控制权的分配从而影响企业的市场价值。相比较而言,最安全的方法是用未分配利润即内部资本进行投资,不会造成对经营者控制权的影响;其次是股票融资,因为由于存在信息不对称和动力问题,股东的控制力较弱;债务融资会带来还本付息的压力以及债权人出于自身资金安全考虑而加强的监督,从而减弱了经营者的控制权,尤其是如果企业的资金过分依赖于银行,银行可能在很大程度上控制着企业;当企业达到发行债券来融资的规模和条件时,通过举债带来的控制权损失可能小于银行融资。

综合而言,从一个对企业控制权有偏好的经理人员角度看,企业融资的顺序应该是:内部筹资→发行股票→发行债券→银行贷款;但从有利于企业治理结构和建立约束监督机制来说,其融资的顺序相反。平衡两者后,增大债券融资的比重是最优的。

3. 代理成本理论

代理成本理论认为,在企业中存在多种代理关系,其利益的冲突会产生代理成本而影响企业价值。代理成本的模型表明资本结构取决于代理成本。代理成本研究领域的早期开拓者是詹森和麦克林(Jensen and Meckling, 1976),以及更为早期的法马和米勒(Fama and Miller, 1972)的工作。詹森和麦克林(1976)将企业作为一个契约结点,并区分了两种类型的利益冲突:一是股东和经理之间的冲突;二是股东和债权人之间的冲突。

股东与经理之间的利益冲突源于经理持有少于 100% 的剩余索取权, 经理在承担全部经营活动成本的同时, 却不能攫取全部经营活动的收益, 从而导致经理管理中的懈怠或者谋取私利。这种管理行为的无效率会随着经理的股份额的增加而减少, 债务融资能够增加经理的股份份额, 从而缓解由经理与股东之间利益冲突而导致的价值损失。詹森 (1986) 还指出, 债务的存在会要求企业支付现金, 减少经理所能获得的自由现金流, 从而限制经理追求不利于股东利益的自身利益最大化的管理行为; 尤其是较高的债务水平, 能够激励管理当局进行较高效率的投资活动, 以避免因清算而招致的代理权丧失。因此, 债务融资有助于抑制经理管理行为的道德风险倾向, 并降低其相应的代理成本, 提高经理的管理效率。

股东与债权人的利益冲突源于债务合约会激励股东做出次优的投资决策。由于只承担有限责任, 股东会热衷于冒险行为, 如投资于高风险的项目, 并将投资风险转嫁给债权人。布莱克和斯莱尔斯 (Black and Scholes, 1973) 运用期权工具分析公司债务时认为: 债务融资及其所隐含的期权性质会激励股东以债权人的利益牺牲为代价以换取其自身价值的最大化, 并最终导致企业整体价值的减少, 通常称之为资产替代效应。另外, 当敏锐的债权人洞察到股东转嫁的风险时, 会要求一个更高的溢价 (或最终由股东承担的监督成本), 从而增加债务的资本成本, 降低企业的整体价值。

从上述分析可以看出: 一方面债务融资有助于缓解股东与经理的利益冲突, 从而减少管理行为的代理损失; 另一方面债务融资会诱使股东的冒险行为, 产生资产替代效应。代理成本理论对并购财务方式选择的启示是: 当债务融资的边际收益大于其边际成本时, 企业应选择债务融资方式以实现企业价值增加; 反之, 企业应放弃债务融资方式以避免企业价值的减少。

第三节 中国企业融资现状与发展

一、我国企业融资的现状存在的主要问题

(一) 我国企业的融资现状分析

政府财政投资、正式金融性融资、非正式融资、业主投入和外资投入五种渠道几乎可以概括我国企业的资金来源。在我国, 政府投资仍然占整个社会资金量的很大比重, 主要集中在政府财政支出中的基本建设支出、增拨企业流动资金、挖潜改造资金和科技三项费用等几项。政府投资主要用于国家大型基本建设项目以及部分技术改造项目, 而我国大多数工商企业筹集资金的最主要渠道是间接融资, 尤其是金融机构贷款。由于在目前的金融体系中资本市场不发达, 股票、债券等直接融资比例非常低, 因而导致企业对银行信用高度依赖。业主投入这种筹资方式在私营企业中较为普遍; 改革开放以来, 外商投资及

境外金融机构贷款、其他国家政府贷款等外资纷纷进入,发展较为迅猛,也成为企业融资的主要渠道之一。由于非正式融资及业主投入目前尚无正式的官方数据可以论证其资金量,所以本节所提到的社会资金总量仅包括财政支出、金融性资金(银行贷款、股票融资、债券融资)和外资外汇资金。

1. 政府财政投资

在过去的十几年中,我国财政支出速度增长较快。1991年和1992年增长速度刚刚由一位数变为两位数,1993年和1994年就达到了24%以上的高峰。由于“九五”期间我国实行适度从紧的财政政策,1995~1998年增长速度放缓。但1997年亚洲金融危机的爆发和通货紧缩的出现,迫使政府采取了积极的财政政策。于是,财政支出的增长速度提高到1999年的22.1%。其后有所回落,但一直稳定在20%左右。从财政性资金占社会资金总量的比重来分析,1991年政府投入约占整个资金总量的40%,1991~1995年比重不断下降,至1995年仅为28%左右,共下降了10多个百分点。1998年以后,由于实行了积极的财政政策,财政资金的比重重新大幅提高,从1997年最低点的26.7%提高到2001年的45%(见表7-2)。

表7-2 财政性资金的规模、比重和增长速度

	财政支出(亿元)	占资金总量比重(%)	增长速度(%)
1991	3 387	40.0	9.8
1992	3 742	36.1	10.5
1993	4 642	32.8	24.1
1994	5 793	28.1	24.8
1995	6 824	27.8	17.8
1996	7 938	29.3	16.3
1997	9 231	26.7	16.3
1998	10 978	36.0	16.9
1999	13 188	41.4	22.1
2000	15 887	43.2	20.5
2001	18 844	45.0	18.6
2002	22 053	47.6	16.7
2003	24 650	48.3	11.8
2004	26 487	49.9	15.9

资料来源:《中国统计摘要》(2005)。

政府投资主要体现在基本建设支出、增拨企业流动资金、挖潜改造资金和科技三项费用三个方面。从表 7-3 可以看出,我国向市场经济转型后,政府对一般工商企业的直接投资相对减少,但对国家基本建设及技术改造的投资增长迅速。

表 7-3

财政支出分配表

单位:亿元

年份	财政支出	财政支出 增长速度 (%)	基本建设 支出	增拨企业 流动资金	挖潜改造资 金和科技 三项费用
1980	1 228.83	-4.1	346.36	36.71	80.45
1985	2 004.25	17.8	554.56	14.30	103.42
1990	3 083.59	9.2	547.39	10.90	153.91
1995	6 823.72	17.8	789.22	34.80	494.45
1996	6 823.72	16.3	907.44	42.93	523.02
1997	9 233.56	16.3	1 019.50	52.20	643.20
1998	10 978.18	16.9	1 387.74	42.36	641.18
1999	13 187.67	22.1	2 116.57	56.41	766.05
2000	15 886.5	20.5	2 094.89	71.06	865.24
2001	18 902.58	19	2 510.64	22.71	991.56
2002	22 053.15	16.7	3 142.98	18.97	968.36
2003	24 629.95	11.8	3 429.30	11.95	1 092.99
2004	26 486.89	15.9	3 437.59	12.44	1 243.94

资料来源:《中国统计年鉴》(2005)。

由于政府投资最主要反映在基本建设投资中,因此政府投资最直接、最主要的作用是影响基本建设投资的变化。近几年来,基本建设投资在总投资存量和增量中的比重都是最大的。这主要是由于,我国把经济建设的重点放在基本建设投资上,大力开展基础设施建设。2001 年基本建设投资的增长速度达到 20%,而技术方面的投资增长也达到了 15%,只有企业流动资金的投入有了大幅下降,这是由于国有企业改革的进一步加深,使很多生产流通型企业不再主要依靠国家投资获取资金。可以看出,在国家基本建设项目中,政府的财政投资占了绝大部分比率,对于国家扶持的大型企业,仍然可以以技术改造、科技更新的名义筹集到部分资金,而大部分中小企业则很难使用这种筹资方式筹集到资金。

2. 正式金融性融资

企业可以通过间接融资和直接融资两种渠道筹集到的金融性资金,直接融资又可以

进一步划分为股市筹资和债券筹资。1997 年以前我国金融性资金的增长速度基本上保持两位数(只有 1996 年例外,仅为 3%),由于亚洲金融危机的影响,1998 年后出现了几年负增长。与财政投资相比,金融性资金的增长速度很不稳定,最高时可以达到 46%以上,而最低时可以达到-12%。然而,金融性资金占整个社会资金总量的比重是比较稳定的,十几年来,这一比重始终保持在 40%左右,最高时曾经达到 55%(1992 年)。但是 2001 年,金融性资金的比重下降到了 37%,比 20 世纪 90 年代最低点还低 2 个百分点(参见表 7-4)。

表 7-4 1991~2001 年间金融性资金变化

年份	金融贷款 (亿元)	股票筹资 (亿元)	债券筹资 (亿元)	金融合计 (亿元)	占资金总量 (%)	增长速度 (%)
1991	3 657	5	169	3 831	45.3	—
1992	4 985	94	516	5 595	54.5	46.0
1993	6 620	375	-54	6 941	49.0	24.1
1994	7 867	327	-134	8 060	39.0	16.1
1995	9 728	150	1 578	11 456	46.6	42.1
1996	10 615	425	752	11 792	43.5	2.9
1997	13 761	1 294	1 043	16 098	46.6	36.5
1998	11 610	842	1 638	14 100	47.0	-12.4
1999	10 846	945	1 428	13 219	41.5	-6.2
2000	13 322	2 103	1 019	16 444	44.8	24.4
2001	12 913	1 168	1 298	15 379	36.7	-6.5

资料来源:《中国金融年鉴》(历年),《中国统计摘要》(2002),《中国证券期货统计年鉴》(2001)。

(1) 间接融资

我国金融机构贷款种类繁多,包括流动资金和固定资产类贷款、进出口贸易融资贷款、境外筹资转贷款、项目融资、个人贷款及一些政策性贷款。金融机构贷款占整个资金总量的比重是比较大的,从金融机构贷款存量上看,1991~1995 年是金融机构贷款总量高速增长的时间,自 1991 年的 3 695 亿元发展到 1995 年的 9 728 亿元,五年的时间增长了 2.6 倍,而自 1996 年以来,金融机构的贷款总量一直在 12 000 亿元上下徘徊。这是由于这期间其他融资方式得到了一定的发展,银行贷款不再是企业流动资金惟一的来源。

(2) 股票融资

我国股市自 20 世纪 90 年代以来,从无到有,发展很快,在其短短的十几年历史中,中国国内证券市场的规模已经在亚太地区排行第二,仅次于日本。它不仅超过了中国香港

特区,而且将世界上其他新兴市场远远甩在了后面,大大超过了亚洲、拉美以及东欧的其他新兴市场。但是,我国股市的最大特点是发展大起大落,其增长速度从四位数到负的两位数,变化之大足以令人瞠目结舌。股市发展的不稳定性严重影响了股票筹资作用的发挥。所以,股票筹资占整个社会资金总量的比重一直不大,最多时不过6%,而大多数年份只有2%~3%(参见表7-5)。

表 7-5

股票筹资状况

年份	股票筹资(亿元)	占资金总量(%)	增长速度(%)
1991	5	0.1	
1992	94	0.9	1 780.0
1993	375	2.6	298.9
1994	327	1.6	-12.8
1995	150	0.6	-54.1
1996	425	1.6	183.3
1997	1 294	3.7	204.5
1998	842	2.8	-34.9
1999	945	3.0	12.2
2000	2 103	5.7	122.5
2001	1 168	2.8	-44.5
2002	961.75	1.8	-17.66
2003	1 357.75	2.5	41.17
2004	1 510.94	3.5	11.28

资料来源:《中国统计摘要》(2005)。

股票融资已经成为大型企业的—个筹资渠道,但费时日久,财力上的浪费也非常惊人。目前我国只有深圳和上海两家股票交易所。上市公司的质量是保障股票市场健康发展的基石,因此政府对企业在这两个市场上市融资有着严格的规定和审批程序,一般需要2~3年的时间,成本也非常高。即使是这样,从沪深两市上市公司的情况来看,存在着上市公司质量低下、经营业绩下滑的问题。中国股票市场建立以来,一股独大,关联交易严重、整体市盈率较高、投资回报低、合格机构投资者不足始终没有解决。这样的市场不仅无法吸引追求长期稳定回报的投资者进入,而且也很难发挥引导资金流向、优化资源配置的作用。而且,以非国有部门为主体的中小企业目前仍然没有可能在这一市场上进行融资,因为上市企业的基本条件是净资产不得少于5 000万元),目前正在讨论关于第二板市

场建立的问题,可以肯定这个市场主要是针对成长性好、科技水平高、资金密集度型的中小企业的。对那些以解决就业为主、盈利水平不高、成长性一般的劳动密集型企业在这—市场的机会将很少。

(3) 债券融资

在证券市场中,我国债券市场发展严重滞后,债券余额占资金总量的比重很低,通常只有 3%~5%,而且债券发行以国债为主,企业债券的规模微乎其微。债券市场的发展滞后及不稳定也成为制约债券融资发展的重要因素之一(参见表 7-6)。

表 7-6 债券筹资状况

年 份	债券筹资(亿元)	占资金总量(%)	增长速度(%)
1991	169	2.0	
1992	516	5.0	205.3
1993	-54	-0.4	-110.5
1994	-134	-0.6	-148.1
1995	1 578	6.4	1 277.6
1996	752	2.8	-52.3
1997	1 043	3.0	38.7
1998	1 648	5.5	58.0
1999	1 428	4.5	-13.3
2000	1 019	2.8	-28.6
2001	1 298	3.1	27.4

资料来源:《中国证券期货统计年鉴》(2001)。

3. 非正式融资

由于我国中小企业(尤其是民营企业)很难通过正常渠道满足资金需求,非正式金融活动在很多地区便应运而生,而且成为中小民营企业解决创业和企业运作资金的重要渠道。尽管监管部门严格限制各种形式的民间融资活动,对民间“乱集资”活动严加取缔,但民间金融活动的客观存在仍是一个不争的事实。由于中小企业在发展过程中很少得到金融部门的支持,他们的主要资金来源仍然是自我融资和非正规渠道融资。目前,非正规渠道的融资方式大体有以下几种:

第一,职工集资。目前,我国中小企业内部融资的比例相当高。这一定程度上与中小企业目前外部融资艰难有关系。1994 年以来中小型国有企业、城市集体企业、乡镇集体企业正处于大规模的产权制度改革过程中,改制过程中向职工集资的目的有两个,一是筹

集资金,二是使企业利益与职工的收益直接相关,提高职工对企业的忠诚度。企业在发行职工股筹资时,往往会承诺若干年后上市交易,而最后能够真正上市流通的很少,造成职工目前所拥有的企业股权难以流通变现,未来希望更多地从职工手中募集资金就会越来越困难。

第二,民间借贷。尽管国家控制严格,但民间借贷市场一直十分活跃。由于银行存款利率不断下调,同时又缺乏其他投资渠道,一些城乡居民就将手中的资金投入这一市场上,形成了民间金融活动的资金来源。但民间借贷一直存在很多问题,首先是借贷方地位不平等,往往是资金拥有者漫天要价,民间借款俗称“高利贷”,造成借方欠债越来越多,难以还清。其次,由于借方借款时往往没有签订严密的合同,也没有提供有效的担保方式,借款者卷款而逃,贷款方投诉无门的现象也同样屡有发生。

第三,拖欠货款。目前企业之间相互拖欠货款的问题相当突出,有的企业甚至全部依靠拖欠占用货款来周转资金。这种融资方式不仅使社会债务链问题更加严重,也导致了竞争环境和信用状况的恶化。企业间三角债严重,因此财务报表上所显示出来的“企业间借款”或应收款,数额常常十分巨大,占流动资产的比例往往达到 $1/3$ 强。这是一种非正常占压他人资金的行为。

4. 业主投入

很多私营企业初始资金来源都是依靠内部融资,主要来自于共同创业的成员、家庭成员或者朋友。业主投入共有多大的资金量目前尚没有权威的统计数据,但是从私营企业的发展可以看出,这一部分资金正在起到越来越大的作用。事实上在国有企业和集体企业的数量以两位数的速度减少的同时,私营企业的数量一枝独秀,比 2001 年增加了 34% (参见表 7-7),同时自然出现了一大批富有的私营企业主,他们对自有企业也会不遗余力地投入资金。

表 7-7 各类企业增长情况表

内资企业种类	2001 年机构数(万个)	2002 年机构数(万个)	比上年增长%
国有企业	3.45	2.94	-14.8
集体企业	3.10	2.75	-11.3
股份合作企业	1.09	1.02	-6.4
联营企业	0.22	0.20	-9.1
有限责任公司	1.90	2.25	18.4
股份有限公司	0.57	0.60	5.3
私营企业	3.62	4.92	35.9
其他企业	0.03	0.03	0

资料来源:摘自《中国统计年鉴》(2003)。

5. 外资

近些年来,外商直接投资以及境外金融机构贷款、外国政府贷款、国际金融组织贷款也为我国企业融资提供了一条渠道。随着我国金融环境和经济环境的日益改善,外资比以往几年更加青睐中国市场。中外合作、中外合资、外商独资等形式将外资和中资紧密合作起来。2004年,全国共批准外商投资企业43 664个,合同外资金额1 534.8亿美元,实际使用外资金额606.3亿美元,分别比2003年增长6.3%、33.4%和13.3%。全年合同外资金额和实际外资金额均再创历史新高。截止到2004年底,全国累计批准设立外商投资企业508 941个,合同外资金额10 966.7亿美元,实际使用外资金额5 621亿美元。

2004年全国利用国外贷款实际使用额175亿美元,其中外国政府贷款17.8亿美元,国际金融组织贷款20.7亿美元,国际商业贷款136.5亿美元。

(二)我国企业融资面临的主要问题

1. 企业融资的制度性缺陷

目前,我国的金融组织体系是以中央银行为领导、以银监会为监管部门、以商业银行为主体,包括政策性银行、城乡合作金融机构和非银行机构在内的功能互补的金融组织体系。从金融资产的分布结构看,绝大部分为银行所有,其中又主要为国有独资商业银行所拥有,使金融组织体系呈现出商业银行垄断,商业银行又为国有独资商业银行垄断的“间接金融过强,直接金融过弱”的寡头垄断格局;从金融组织体系的所有权结构看,大多金融机构的产权属于公有金融产权,民有金融产权在体系中的比例较弱;从金融生产力的代表看,大多金融机构的业务范围、业务运作方式、操作手段都局限于传统金融领域;从金融机构的职能和业务定位角度看,国有独资商业银行政策性业务与商业性业务分离不彻底,业务经营没有体现真正的“商业”性。非银行金融机构运行不规范,定位不明确,职能模糊。

除此之外,我国企业融资的制度性缺陷还体现在以下两个方面:(1)央行、银监会、证监会等管理机构职能不清晰。2003年4月28日,中国银监会挂牌成立,表明我国金融业分业监管的体系已基本确立,由银监会、证监会、保监会“三驾马车”开始正式构筑起分业监管的架构。但事实上,银监会和央行分工并不明确,职能定位不清晰,在某些政策的制定和出台中仍会存在分歧,从而对商业银行的操作和管理带来一定的不良影响。(2)长期以来,中国商业银行市场基本是由国有商业银行高度垄断,不利于金融市场的健康有序发展。国有商业银行的垄断优势体现在两个方面:首先,四大国有银行历史悠久,业务网络遍布全国各地,公司客户基础庞大,零售业务优势明显,中间业务收入增长的潜力最大;其次,国有银行无论从机构本身还是从高层人员任命都与国家监管机关有着千丝万缕的联系,具有很强的政策游说能力,比如在重组改制及上市的过程中,会争取到一些特殊政策,包括不良资产剥离等。

2. 市场结构失衡

(1)财政融资、信贷融资和资本市场融资门槛较高,融资方式之间不协调

财政融资、信贷融资和资本市场融资三种融资方式实际上也存在着对市场进行细分和市场定位的问题。政府在提供财政资金时,按照资金用途将项目划分成国家基础设施建设项目、企业固定资产建设项目、企业流动资金项目、企业技术改造项目等,并将自己定位在基础设施建设和技术改造项目的投资上。商业银行通常是按照企业规模对市场细分,重点服务对象是大中型国有企业。而我国股市对上市企业的规模、盈利能力等方面限制更多,可以说只有大型企业才有可能迈入资本融资的门槛。这样看来,这三种融资方式的目标市场和定位完全不能相互弥补,市场定位出现了空缺和相互重复,融资的效率也同样受到了影响。

(2) 企业面临的市场机遇不均等,中小企业融资难的问题很突出

对于不同类型企业来说,筹集资金的渠道是截然不同的,其难易程度也迥然不同。对于中小企业来说,尤其是私有的中小企业,筹资难已经成了公认的结论。目前,我国中小企业已超过1 000万家,中小型企业在全国工业总产值和实现利税中的比重分别为60%和40%左右,并提供75%的城镇就业机会。特别是20世纪90年代以来,我国工业新增产值的76.7%是由中小企业创造的,中小企业已构成了我国经济的一个重要层面。中小型企业为社会做出的日益增长的贡献和其在整个融资体系中可得资源的不匹配。

目前,中小企业还是主要依靠业主投入以及部分非正式融资。一个规模并不巨大的企业,想要解决扩张的资金瓶颈,大致有两个途径:一是从银行间接融资,二是直接融资。从银行间接融资在理论上是可行的,但在实践中民企很难像国企一样从银行拿到贷款。直接融资包括企业债券及发行股票。目前,绝大多数民企的企业形态是有限责任公司,非国有的有限责任公司是不能发行公司债券的;而自然人发起设立股份公司在目前仍受到制度的排斥,民企上市十分艰难。同时,企业之间的拆借在垄断性的金融体制下也是非法的。可以看出,我们的融资制度基本上没给中小规模的民企留下继续发展的余地,限制其规模的发展壮大。

3. 融资企业自身信用缺失

企业信用缺失使投资者和金融机构缺乏信心,一方面资金闲置,另一方面筹资艰难。20世纪80~90年代,企业尤其是国有企业从银行贷款往往是有借无还。企业经营者的意识中缺乏还款的意识,使得银行业不得不抬高贷款门槛,加强担保措施,实行谨慎的贷款政策。如果企业信用危机的问题不能解决,将直接影响到银行贷款业务的开展,导致企业贷款筹资更加艰难。此外,企业间的信用也令人怀疑,企业间的三角债和赖账现象拖垮了许多的国内企业。市场经济就是“信用经济”、“契约经济”,信用是一切经济活动的基础。由于信用关系被破坏,企业之间的正常经营活动将受到极大干扰,并会陷入恶性循环。信用关系的扭曲,也使政府的宏观调控政策和工具也难以发挥作用,各种市场信号受到严重扭曲,使企业轻易不敢投资、银行轻易不敢放贷,出现了所谓“惜投、惜贷”现象。

4. 企业信用评价体系不完善

我国企业信用评级系统不健全,评级机构水准偏低,银行通常通过自己的信贷人员对企业整体经济状况及市场前景进行评估,并据此发放贷款,准确程度不高。

(1) 企业信用评级系统不健全

目前,国内已有中诚信、大公等数家评级机构,这些评级机构在国内、国际市场上还没有太大的认同。从评级机构本身来说,评级机构水准的提高需要一个时间的积累,由于国内评级机构成立的历史不够长,不足以向市场证明其评级结果的准确性。从外部市场来看,社会对企业信用评级结果的需求和支付能力有限,市场的支持程度和认可程度不高,使得这些机构有时候可能会因为收入或收费的考虑,产生评级方面的一些妥协,这就会反过来更降低评级机构本身的资信水平。

(2) 商业银行对企业信用评级标准不统一

我国银行业是根据自己为企业评定的信用等级来决定是否发放贷款。每家银行都有自己的信用等级评定的标准,相互之间差异很大。而且制定标准的是各家商业银行的总行政策研究部门,理论水平较高,但基本上很少真正参与过企业的信用评估,实战经验缺乏,所制定的标准本身就参差不齐,而信贷人员在执行信用等级评定标准过程中,理解也不尽相同,其中人为的机动因素更大。这就造成了同一企业在工商银行和在建设银行的评估结果可能不同,同一银行内,在省一级分行和在其下级行评估的结果也可能不同,甚至同一家银行的同一级分行内的两个不同的信贷人员评估的结果也有可能不同。由此可见,目前企业所面临的筹资环境是一个不完全竞争的市场,人为因素干扰极大。

二、我国企业融资的发展趋势

(一) 进一步完善企业融资制度

1. 构建自由竞争的金融市场

为了转变我国以四大国有银行为主的金融机构体系,促进公司化的商业银行、民营银行和外资银行良性竞争,形成保险公司、信托公司、财务公司、金融租赁公司、券商和风险投资机构等非银行金融机构共同发展的新格局,必须建立自由竞争的金融市场。

自由竞争的金融市场需要一个高效的商业银行体系。长期以来,关于我国商业银行体系的改革发展一直存在着“改旧衣或制新衣”的讨论,即在银行改革的过程中如何处理设立新商业银行与改革原国家专业银行之间的关系。问题的实质在于如何处理增量与存量之间的关系。从改革的过程看,渐进式改革策略选择的是“改旧衣同时辅之以制新衣”,银行体制改革的重点是积极推进国有银行向商业银行方向转轨。目前这方面的努力已取得了很大的成就。但另一方面,国有商业银行在转型过程中也存在着很多自身难以解决的问题和障碍,致使商业化进程过于缓慢。商业化进程的迟缓及不确定性则使得这种垄断性具有更多的负面影响:一是缺乏竞争,不利于整个银行体系效率的提高。二是银行系统的风险增大,包括来自外部的信贷风险以及因内控机制功能性缺陷而导致的内部风险。

三是整个银行系统的资产质量因不能良性循环而无法提高,未来损失继续产生。资金配置效率不能从根本上得到改善,这将把整个银行系统推向高风险的边缘。

1986年7月24日,国务院根据经济体制改革的需要,批准恢复设立交通银行。此后,经中国人民银行批准,先后成立了中信实业银行、深圳发展银行、广东发展银行等10家全国性股份制商业银行,突破了四大专业银行一统天下的格局。1988年,深圳发展银行率先进入资本市场,至今已有10家股份制商业银行上市。通过上市,建立了正常的资本金补充机制,为提高透明度,为发挥市场监督功能,为建立现代银行制度作了有益的探索。1995年,国务院决定在一些经济发达的城市,在合并重组城市信用社的基础上,组建城市商业银行。同年2月,全国第一家城市商业银行深圳城市商业银行成立。到目前为止,已设立城市商业银行一百多家。1996年民生银行的成立,更是突破了商业银行原有的股权构成,成为我国第一家由非国有企业为主出资设立的股份制商业银行。2001年,经国务院同意,中国人民银行批准在江苏常熟、张家港、江阴三个市,在农村信用社合并重组的基础上,分别成立农村商业银行。要构建自由竞争的金融市场体系,就要改革国有商业银行体制,尽快从根本上改变国有商业银行的垄断地位,同时进一步发展中小商业银行,使之成为我国商业银行体系中一支富有活力的生力军,他们也是银行业乃至国民经济发展不可缺少的重要组成部分。并且在对内、对外开放银行业务方面采取更加积极的态度,进一步充实现有的银行体系,以促进竞争,提高银行系统的效率,最终在我国形成多层次、多类型、自由竞争的金融机构体系。

2. 国家政策与法律的配套与同步,改善企业筹资环境

国家政策与法律构建了金融市场的大环境。目前我国金融法律不断完善,正在实行的金融法律有《中央银行法》、《商业银行法》、《借贷法》、《融资租赁法》、《担保法》、《票据法》、《信托法》及《证券法》。但是,我国金融类法令法规的出台仍然相对滞后。我国中小企业融资难,也存在政策法律方面的原因。鉴于中小企业对经济发展和社会稳定的特殊作用,世界主要国家对中小企业发展都予以高度关注和支持。美国有20多部法律,日本有30多部法律,欧洲议会通过《欧洲小企业宪章》等专门以法律形式对中小企业加以扶植,而我国几十年来一直没有为中小企业提供融资政策的创新或制定相应的政策与法律,在一定程度上影响了我国中小企业的发展。直到2002年我国人大常委会才通过了《中小企业促进法》,为改善中小企业融资环境提供了法律依据。国家政策、法律的配套才能创造出健康、高效的筹融资市场。

(二) 进一步拓展企业的融资渠道

1. 拓宽传统的金融机构贷款业务

我国金融机构贷款种类繁多,包括流动资金和固定资产类贷款、进出口贸易融资贷款、境外筹资转贷款、项目融资、个人贷款及一些政策性贷款。目前各家银行都在积极开发新的融资产品,包括近些年出现的汽车消费贷款、个人住房贷款等,票据融资和银行信

用的应用也使企业融资渠道得到拓宽。但是,银行业仍然需要大力拓展新的融资产品,不断拓宽融资渠道,寻找信誉良好的客户群以及安全可靠的担保方式。票据是商品经济不断发展的产物,已成为资金融通和结算必不可少的工具。事实上,作为一个重要的短期融资工具,票据融资在发达市场经济国家已得到长期而广泛的运用。在我国,票据作为支付手段的功能得到了充分运用和重视,但其融资性功能却在现有的体制内被局限在较小的范围内。

自《票据法》实行以来,我国对票据的融资功能已逐渐加以重视,票据承兑与贴现市场以及以票据作抵押的融资规模稳步扩大,对于企业来说,这无疑增加了一种运作资金的渠道。但纯粹以融资为目的的票据发行与买卖在我国仍然罕见。近年来,各大商业银行都采取积极措施,大力开拓票据业务。目前,工商银行已经成立票据营业部,专门从事该业务;建行的票据中心也在积极组建,不久可望开始运营。这说明在我国企业使用票据作为短期融资方式的条件已逐步成熟。同样,企业对银行信用的应用同样也起到了隐性资金融通的作用。例如,为企业开立的进口信用证业务,在企业存入了一定比率的保证金后,银行为企业开立了全额的进口信用证,这样银行虽然没有直接给企业提供贷款,但企业已经从中得到了隐性的资金融通。否则的话,企业需要存入全额的保证金。而国外客户收到银行的信用证后,就可以根据银行信用进行发货,从而促进业务的正常运行。此外,提供对外担保以及开立国内使用的各种银行保函等也同样起到了隐性融资的作用。

2. 积极发展融资租赁业务

融资租赁是资产的所有者(出租人)与资产的使用者(承租人)就资产的使用签订的不可撤销的合同约定。一般租赁交易由出租人、承租人和供货商三方参与,由租赁合同和买卖合同构成。融资租赁交易是一种价值和使用价值分别实现、所有权和使用权分离的交易方式。对承租人来说,通过出租人出资购买租赁物,自己承租使用,实现了以物为载体的融资方式;对出租人来说,则是通过物权主张债权,获得货币的增值;对供货商来说,通过出租人进行融资租赁交易是一种营销方式,加强了产品的流通和货币的回收,比自己开展分期付款要有利得多。而这种债权物权化的特征,一方面不仅使出租人因拥有租赁物的所有权可以收取租金,而且在承租人破产时,可以对抗第三人;另一方面,承租人在租赁期内,出租人将所有权转让时也不影响承租人对租赁物的占有和使用,原租赁关系对新所有人仍然有效。

融资租赁是我国在解决中小企业融资困难实践中实施的扶持中小企业发展的有效渠道。首先,这种筹资方式效率高,较为灵活。如果企业由于自身资金不足,向银行借贷又缺乏足够的信用和担保,很难从银行取得贷款,就可以采用融资租赁方式,既可以避开银行贷款情况下许多限制性条款,又可以选择相对灵活的租赁方式;其次,租金可以作为费用抵减应税收益,所以融资租赁可以获得减税的利益;再次,融资租赁可以降低融资风险。因为承租人如果发生经营上的困难或者设备由于各种原因不能继续使用,承租人可以拒

付租金,而出租人最大的权利只能收回其出租的资产,相对于银行信贷而言,融资租赁风险更小。当然,融资租赁的成本也比较高。最后,融资租赁具有项目融资的色彩,融资租赁公司主要看重租赁项目自身的效益,而不是企业的综合效益,对企业的信用状况的审查也仅限于项目本身,一般不需要第三方担保。

3. 进一步发展债券融资

要降低国有企业债务融资比率中银行信贷融资比率过高的问题,主要措施是减少银行信贷融资数量,适当增加债券融资的比例。从国际企业融资结构中各种融资方式融资比率变动状况来看,20世纪80年代以后,债券融资已成为发达国家企业融资的主要手段,债券融资在债务融资中的比率逐步上升,如美国企业外部融资的70%通过债券市场。因此,发展债券市场、扩大企业债券融资是优化我国企业融资结构的必然选择。

当前,企业发行债券进行融资面临着许多有利的时机。首先,经过几年连续多次降息,存款等储蓄工具越来越失去了对投资者的吸引力,股票市场的不规范运作与过高的风险也使许多投资者裹足不前,而债券以其收益较高、风险较小的特点逐渐被投资者看好;其次,与以前在一级市场认购新股的收益相比,近一年来认购新股的收益与风险已逐渐发生变化(新股在一、二级市场上的差价越来越小),因而聚集在一级市场的资金不可避免地流向二级市场、债券市场及其他投资渠道分流;最后,即将出台的《企业债券管理条例》将使债券市场受到越来越多的关注。

除了改变现有的金融结构、优化资本结构之外,企业发行债券还有以下两方面影响:第一,有助于加强对发债企业的监督,提高企业运作效率。众多的债券持有人代表社会不同阶层与群体,为了维护自身的利益,他们更有积极性监督企业的生产经营活动,其效果明显、社会影响广泛。因此,发行企业债券可强化破产机制,加大企业外部压力,迫使企业改善管理、提高效益。这有助于减少国家作为大股东的监督与约束等代理成本,便于培养理性的投资者。第二,有助于改善银行体系的资产负债期限错配问题。随着银行商业化转变的实现,我国银行体系的资产负债期限错配问题日益成为制约经济发展、困扰金融稳定的巨大隐患。1998年9月,经过精心策划和准备,在中国人民银行的支持和帮助下,国家开发银行发行政策性金融债券开始市场化。第一次拍卖发行即取得了很大成功。金融债券的一级市场和二级市场形成后,我国银行业的资产负债期限错配问题有了从根本上解决的途径,我国银行业与资本市场相结合,出现了可以大大降低银行系统流动性风险的新格局。

4. 继续发展可转换债券融资

2003年以来,中国拟发行可转换债券的上市公司比以往大幅增加。据统计,2003年前5个月可转债融资总额达到了88.50亿元,市场份额为31.19%,超出了增发与配股的总额。随着证监会提高申请发行可转换债券公司的发行条件(如要求发行企业最近三年连续盈利,三年净资产利润率平均达到10%等等),可转换债券开始受到投资者的欢迎和

关注,一些业绩优秀的公司开始发行可转换债券。此外,个股的股价波动幅度普遍较以前增大,而在股价波动性增加的情况下,发行人可以通过发行可转债,在降低融资成本的同时,向市场发出其可转债中包含的股票期权的价值将上升的市场信号。而对投资人来说,在股价波动加剧,市场不确定因素增加的情况下,购买可转债也是最佳的投资选择。

5. 大力发展创业风险融资

风险投资是一种职业金融家向新的、迅速发展的、有巨大竞争潜力的新兴中小企业或产业(一般为高科技企业)投入权益资本的行为。风险投资被誉为高新技术产业的“孵化器”和经济增长的“发动机”。我国风险投资业的发展开始于1985年,至今仅有十几年的发展历程,规模较小,操作也不完善,基本处于发展初期,传统计划经济下投资融资体制因素的制约仍很深。我国风险投资的来源主要集中于政府财政拨款、国有大型企业和科研单位自筹资金以及与高新技术产业化相关的金融机构,另外还有来自国外的风险基金,而来自民间投资主体直接投资的比重仍然偏低。美国是风险投资最为发达的国家。在1987年投资巅峰时期,风险投资公司迅速膨胀到700多家,向1729家公司投资了39亿美元。因此,我国应借鉴美国的经验,大力发展风险投资行业,以推动高新技术产业的发展。

(三)进一步健全融资体系

1. 继续发挥国有商业银行作为企业融资主渠道的作用

截至2005年底,我国四大国有商业银行的存贷款业务约占62%的市场份额,结算业务占80%的市场份额,资产总量占银行体系全部资产的55%以上,对国有经济的直接和间接控制力不言而喻。四大国有商业银行在海外均设有分支机构,与海外金融机构有着良好的合作背景。在今后的发展上,要继续发挥四大国有商业银行对于大企业的融资功能。规模巨大的大企业,对资金的需求量大,同时要求银行为其提供跨区域、跨国界的金融批发服务。在目前的商业银行体系中,四大国有商业完全能迎合这种需要。而且这类企业业绩稳定,符合当前四大国有商业银行信贷定位上的偏好。

同时,应推动四大国有商业银行在保证资产质量的前提下,提高中小企业的融资比重,为这些企业提供发展所需的全方位金融服务。中小企业占我国企业总数的99%以上,需要的资金量巨大,要求商业银行对这些企业提供资金支持。1999年,当时的国家经贸委专门设立了中小企业发展司,四大国有商业银行总行也根据1998年6月中国人民银行出台的《关于进一步改善对中小企业的金融服务的意见》相继成立了中小企业信贷部,大部分一级分行和作为基本核算单位的二级分行也随之尽快分离和设置专门的中小企业信贷机构,以制定和执行对本地区中小企业金融服务的策略。

2. 支持中小金融机构的发展

发展中小金融机构可以成为四大国有商业银行的有效补充,为急需资金的企业提供融资服务。我国目前的很多中小金融机构大都由大型的企业集团发起组建,其战略投资者很多都是大型企业集团,如光大银行,由中国光大(集团)总公司、中国光大控股有限公

司等中外股东单位参资入股组建,而招商银行的发起人为招商局轮船股份有限公司、中国远洋运输(集团)总公司、广州海运(集团)有限公司、中国海洋石油南海东部公司等大型企业集团。这些股份制银行无时不在为身为其战略投资者的大型企业集团提供着资金支持。同时,由于我国很多的中小金融机构都是区域性,所以能够为本地中小企业提供资金支持。如全国各地的城市商业银行和农信社,它们对当地企业的具体情况非常熟悉,能够克服为中小企业融资过程中的信息不对称问题。除了城市商业银行和农信社外,一些业务量发展遍布全国的股份制商业银行也可以为中小企业提供融资支持。如广东发展银行,截至2004年3月底,这家银行80%以上的客户为民营企业和中小企业,70%以上的贷款投向这类企业,2003年为民营企业发放贷款超过400亿元。民生银行自1996年1月12日投入运行以来,有95%左右的贷款客户为中小企业,60%以上的信贷资金投入到了中小企业和民营企业;民生银行每年贷款的增加中,总体上保持70%左右支持民营和中小企业。

3. 信贷担保机构的建立和完善

成立信贷担保机构,主要是解决中小企业间接融资过程中的抵押担保难的问题,信贷担保机构的成立可以使各类商业银行“放心”地为这些企业提供资金支持。综观国际上发达国家的成熟经验,结合我国的实际情况,我国的企业的信贷担保体系,可按照“政府支持、社会资本为主、多元化投资、市场化运作”的原则来进行。

(1) 建立分层次的政府支持的中小企业信用担保体系

由于我国的政府财政收入比较分散,中央政府财力相对薄弱,因此,可以建立中央和地方政府分层次的中小企业信用担保体系,以地方政府为主,中央和地方政府的担保重点应有所不同。中央政府实行全国统一的标准和办法,重点对一些特殊项目和贫困地区以及不发达地区的中小企业提供信用担保或不发达地区的地方政府的担保计划提供再担保。地方政府则根据本地中小企业的特点,确定地区扶持重点。各级地方政府参与的担保计划应主要起引导、调动民间担保机构的作用。政府的担保基金不一定要直接为企业担保,可以对企业互助担保机构和商业担保机构提供必要的再担保,以分散风险,调动民间担保机构的积极性。

(2) 建立信用担保的风险控制与防范体系

担保业是高风险的行业,对中小企业信用担保机构来说,只有最大限度地降低其担保风险,才能保证其担保机制持续运作。因此,必须选择有效的风险控制手段,如入会条件审查、设立风险准备金、控制贷款数量、实行担保及贷后跟踪等。从机制角度讲,要建立审、保、贷、偿分离和担保限额审批等的内部控制制度;建立地方财政定期补偿和由担保经营业务收入而设立风险准备金的风险控制机制;设立担保机构与协作银行分担、担保业务再担保的风险转移机制,必须明确担保机构与协作银行的贷款责任比例。

(3) 采取优惠措施,鼓励民间担保机构的发展

我国中小企业量大面广,政府的资金有限,仅靠政府的担保基金难以满足广大中小企业的需要。因此,不仅要开展政府出资的担保,更重要的是调动民间资本的积极性,通过为民间机构提供再担保来鼓励中小企业的互助担保基金和商业担保机构为中小企业担保。南京市于2004年出台的《关于促进中小企业信用担保体系建设的实施办法》明确规定,对纳入该市重点扶持的担保机构按年度给予补贴或补偿:补贴额为企业年累计担保额的1%,补偿额为在累计赔付率不超过2.5%的范围内,对实际损失部分,补偿20%。凡纳入重点扶持的担保机构从事担保业务的收入,3年内免征营业税。对新办担保机构,可免征第一年企业所得税;对资信等级高的担保机构,允许担保资金的放大规模可以高于自有资金的5倍。

(4) 对政府出资的担保基金推行商业化运作

为防止政府的过度干预和非合理化操作,对政府出资的担保基金可采取委托由专业人员组成的专门机构操作和经营的方法,政府则担任监督和检查的工作。“商业化运作”还可促进中小企业信用担保操作程序的规范化、制度化和公开化,增加担保计划中各项工作的透明度,提高担保基金的运行效率。

(5) 加强宣传和引导,培养企业和个人的信用意识

良好的信用秩序是信用担保机构得以正常运作的基础。我国由于长期计划经济的影响,社会信用问题不受重视。经济体制改革以后,数量庞大而又分散的中小企业顺势崛起,在激烈竞争而又缺乏严格监督制约及惩罚制度的情况下,信用问题和道德问题日益恶化。社会信用环境及企业信用水平低下,必然会增加信用担保机构的成本,给担保机构带来潜在的风险。因此,必须通过各种新闻、舆论、文化、教育等各种媒体,大力宣传推广个人及企业重视诚信观念。

4. 加强信用评级中介机构的管理

加强信用评级中介机构的管理,建立健全社会信用评级系统。发达国家的企业和个人的资信评估一般都由中介机构来完成,在整个信用体系建设中,中介机构的作用至关重要。而信用评级中介机构的行政管理部门,主要应该负责资信评估的法规建设、中介机构市场准入手续的审查等方面的管理工作,而不应直接参与企业和个人的资信评级。

(四) 进一步增强企业自身的融资能力

1. 合理选择筹资方案

在转型经济条件下,我国企业存在的一个共同困难就是资金匮乏。随着企业的改革,国家不再向企业投入资金,资金的筹集成为了企业发展的一个瓶颈。资金的短缺使企业无暇顾及筹措资金的结构。面对股票、债券、借款等多样化的筹资渠道和方式,企业经营者必须保持清醒的头脑,全面分析和评价影响筹资的各种因素,合理选择筹资方案,以提高筹资的综合效益。第一,合理地确定筹资数量。资金的需要量是筹资过程中先要考虑的,无论通过什么渠道,采用什么方式筹集资金,供需平衡都是重要的。筹资不足会影响生产

经营,而资金过剩同样会负担不必要的筹资成本,却不能创造效益,这就造成了筹资负效应。第二,精确计算资金需要的时效性。企业在生产经营过程中,资金需要是存在于某个时间段上的,而且各个阶段的资金需要量不完全一致。所以,为降低筹资成本,还需要详细考虑全年资金需要的趋势,做到有计划地调度资金。第三,认真选择筹资渠道和筹资方式,科学地安排筹资结构,降低筹资风险。筹资结构指各种资金来源占全部资金来源的比重及各类资金之间的比例关系。每一种筹资方式成本不同,但是并不是简单地选择成本最低的一种融资方式就可以了,必须根据企业资金应用的实际需要,科学地安排筹资结构。股票融资费时日久,发行费用较高,但是可以获取长期使用的资金来源;银行贷款常常用于补充短期流动资金的需求,并且融资时需要注意根据利率和汇率去选择合理的货币结构;业主投资和职工集资等融资方式不仅要考虑资金成本问题,还要考虑集资后带来的其他企业内部人员的心理影响;外资面临的风险和变化就更大。因此,筹资结构也是需要根据企业资金需要的特点以及整个经济形势的变化趋势来详尽考虑的。

2. 加速资金周转

通过资本循环积累自有资金,让资本增值最大化,这是企业最基础、最根本的筹资渠道。商品经营的资本循环必须从市场需求的实际出发,重点抓好从商品资本到货币资本的惊险一跳。资金积累的关键,一是在于附加值的大小,重点是提高科技附加值、销售附加值;二是在于加速资金周转,提高资金周转次数。

3. 盘活企业内部存量资产

企业内部自有资金是企业最为稳妥也最有保障的筹资来源。由于它是企业内部自己掌握的资金,因而使用起来最灵活,也最具优越性。利用自有资金这条渠道筹措资金,最大的好处就是资金可以完全由自己安排支配,而且企业的筹资成本最低,除了少得存款利息外,投资时不需支付利息,因此投资代价较低。企业内部自有资金是指所有权属于企业、但没有被占用或没有被经济合理地占用的那部分资金。因此,利用企业内部自有资金筹资不仅包括企业的闲置资金、专用基金,也包括企业内部需要从效益低的占用向效益高的占用转移的那部分资金。但是,利用企业内部自有资金进行筹资的缺点也是很明显的,其中最主要的就是筹资数额会受到企业自身实力的制约。一般来说,企业内部的自有资金数量都较有限,即使是实力相对雄厚的大公司、大企业,在其所需资金数额较大时,仅靠自身筹资往往也显得力不从心。

案例 7 Yahoo! 的成功融资

一、创业人的新想法

像计算机时代的许多企业一样,雅虎(Yahoo!)始于一个后来被成功证明的好想

法,这个想法先是基于一个爱好,后来变成了创业者全力以赴的事业。1994年4月,雅虎的两位开创者大卫·费勒和杨致远以休假的方式离开了他们正在攻读学位的斯坦福大学。因为他们发觉,跟踪互联网上的各种网站和保持它们这一爱好需要他们投入更多的时间和精力。他们跟踪网站的时间越来越长,范围也越来越广,最终他们把注意力集中在雅虎上。它们将雅虎改成一个大众化的数据库,提供互联网网站信息服务,以满足成千上万的网虫的需要。同时不断开发大众化软件以帮助网虫更有效的寻找、识别、编辑和储存互联网上的各类资料。

二、风险资本的第一次推动

建立大众化数据库、开发大众化软件需要资金支持。他们是如何解决每一个企业在初创时期都会遇到的资金问题的呢?高科技和新创意的孵化器——风险资本给了他们大力的支持。当时的产业背景是 Netscape 发布了其第一版浏览器的测试版;第一个发布广告的 WEB 站点已经出现,大众传媒已经大量报道互联网现象;风险投资基金已闻风而动,涌向 WEB 站点。

拿着正在攻读哈佛大学商业管理的老同学帮忙写的计划书,杨致远和大卫开始不停地访问风险投资家和风险投资企业。最后他们找到了 SEQUOIA 企业,这家企业投资过数百家高科技企业,包括苹果企业、阿达利数据库企业等。但是 SEQUOIA 企业的合伙人 Mike Moritz 当时并不清楚雅虎的发展机会到底在什么地方,杨致远把他们的模式称为“在 WEB 网上提供免费服务”,但是风险基金还从来没有投资过任何免费服务产品,雅虎缺少有经验的工商管理人才,名字也不像现在响亮。所幸 Mike 很快认识到,作为一种新兴媒体,雅虎蕴藏着巨大的商机。包括 MCI、Microsoft、Netscape 等在内的其他投资者也找到了雅虎。美国在线(AOL)想收购雅虎。如果创业者答应,他们很快就会变成百万富翁,事实却相反。美国在线收购不成,则威胁说,雅虎必须面对和 AOL 的正面交锋,AOL 有足够的实力建立自己的“雅虎”,而且它们也有足够的实力购买一个雅虎的“竞争对手”。

Netscape 也提出了自己的建议:股票互换,而且 Netscape 的股票即将上市,比起 AOL 的股票来价值更高,杨致远和大卫同样拒绝了他们,他们要开创自己的事业。1995年4月,SEQUOIA 与雅虎达成了合作协议,前者对后者估值 400 万美金,并以这一评估为基础注入了资金。雅虎也从此走上了它们艰苦卓绝的创业之路。

三、雅虎快速成长

雅虎“在 WEB 网站提供免费服务”,那么它是怎样维持它的日常运作的呢?雅虎提供“免费服务”的对象是使用互联网的普通网民。雅虎就是利用它广泛的浏览量和页面访问的次数来吸引工商企业到它的网站做广告。1998年12月,雅虎的页面日点击次数达

到了 1.67 亿次,而雅虎借以维持其运作的资金也就源于它的广告收入。

1996 年,仅同 SOFTBANK 及其附属企业签订的广告收入就达 207.5 万美元,该年雅虎企业实现的净收入为 1 907.3 万美元,是 1995 年 136.3 万元的 14 倍。1997 年雅虎企业实现净收入 7 045 万美元,1998 年实现了 2.03 亿美元,短短 4 年时间,其净收入已经增长了近 200 倍。目前,雅虎的不同语种网站已经扩展了 15 个国家,雅虎中文网站也于 1998 年第四季度开通,雅虎还在亚洲、欧洲、加拿大设有自己的办事处。

四、进入“死亡峡谷”

根据风险投资的理论,创业者在筹集到宝贵的“种子资本”、“天使投资”,得以创办企业、开发技术乃至获得新产品问世等一系列成功,甚至于开始获得收入之后,还会面临失败的风险。因为新兴企业往往只是凭一个技术上的设想,要把它变为现实的产品要经过很多的实验,而且开发成功之后,作为一种全新的技术和产品,企业必须向消费者宣传推广,引导消费观念和消费方式。在该阶段,新兴企业耗费巨大,一着不慎,全盘皆输。有很多创业者壮志未酬,所创企业在该阶段就折戟沉沙,所以有人又把该阶段称为企业的“死亡峡谷”。

雅虎的成长过程同样经历了该阶段。与雅虎超常规发展相对应的是其成本的高投入。雅虎的成本费用一般包括广告宣传费、新产品宣传费和行政管理费。其中,以广告开支为最多,1995 年是 12.6 万美元,1996 年达到 380.1 万美元。1998 年第二季度一次性投入技术开发费用、兼并 VIARREB 企业及第四季度兼并 YOYODYNE 等企业的费用共计达到了 1 500 万美元,再加上无形资产的摊销,1998 年实际净收入降为 2 559 万美元。高额投入和费用支出使得雅虎不得不经常为资金的筹集而奔波。

五、走出“死亡峡谷”——NASDAQ 的第二次推动

雅虎股票在 NASDAQ(美国第二板市场)公开上市筹集到的巨额资金,极大地解决了雅虎在其成长过程中遇到的资金问题,为雅虎的快速发展起到了至为关键的第二次推动,使其顺利通过新设立企业成长过程中的“死亡峡谷”阶段。

1996 年 4 月 12 日,雅虎在美国的 NASDAQ 市场以每股 13 美元的价格上市,发行了 260 万股,共筹集资金 3 380 万美元,以这笔资金为基础,雅虎企业的规模不断扩大,经营业绩也逐步扭亏为盈。1996 年企业每股亏损 9 美分,1997 年每股盈利为零(如果考虑一次性投入及无形资产返销,则每股亏损 29 美分),1998 年每股盈利 45 美分(如果考虑一次性投入和无形资产摊销则每股盈利 23 美分)。

雅虎作为 INTERNET 股票板块中的一支,不断飚升。1996 年 6 月份的一个月之内,雅虎的股价就上涨了 100%。1998 年,雅虎股价上涨到初次上市的 10 倍,而且这个价格包含了几次拆股的影响。1998 年 7 月 8 日进行一送一股票分割,1999 年 1 月 12 日,雅虎

又一次宣布一送一股票分割。即便如此,1999年3月22日,雅虎股票的均价仍达到了179美元。

六、NASDAQ 市场的“雅虎法则”

雅虎股价的这种飚升之势用传统的“股价收益比”完全无法解释,因为一直到1997年雅虎的收益还是负数,如何解释股价与收益的背离? UPSIDE 杂志的主编 RichardL-Brandt 称之为“雅虎法则”,即只要雅虎继续控制着史无前例的价格/收入比,互联网将继续是投放金钱的巨大场所。也就是说,在互联网时代,一只股票的价格不再是以企业的收益作参照,而是以他的收入为参考指标。一个企业收入的高速增长也确实反映了该企业成长的能力和潜力。

(资料来源:中国招商投资网)

思考题

请运用本章所学的知识点,从融资决策角度分析雅虎的生存之道。

第八章 企业股利分配理论与实践

第一节 企业股利分配的程序与方式

一、股利分配程序

(一) 公积金的提取

股利分配的实质是公司利润的分配和使用。在支付股利前,必须为企业的生存发展做出财务上的准备和安排。股利支付作为一项税后的利润分配,在分配前首先应提取法定公积金。

公积金是指从历年净利润中提取形成的,用于扩大生产经营或者转为公司增加资本的资金。我国新《公司法》第一百六十七条规定:“公司分配当年税后利润时,应当提取利润的百分之十列入公司法定公积金。公司法定公积金累计额为公司注册资本的百分之五十以上的,可以不再提取。公司的法定公积金不足以弥补以前年度亏损的,在依照前款规定提取法定公积金之前,应当先用当年利润弥补亏损。公司从税后利润中提取法定公积金后,经股东会或者股东大会决议,还可以从税后利润中提取任意公积金。公司弥补亏损和提取公积金后所余税后利润,有限责任公司依照本法第三十五条的规定分配;股份有限公司按照股东持有的股份比例分配,但股份有限公司章程规定不按持股比例分配的除外。股东会、股东大会或者董事会违反前款规定,在公司弥补亏损和提取法定公积金之前向股东分配利润的,股东必须将违反规定分配的利润退还公司。公司持有的本公司股份不得分配利润。”

可见公积金充当的是资本的角色,在一定条件下可以转化成资本。实践中不乏用资本公积金增发股份扩张股本的案例。简单说就是将公积金折成新股本再将增加的股本送给股东,也是股利分配方式的一种。股利分配应依据各股东持有股份的数额。如无特殊

约定,每一股东获得的份数与其持有的股份数成正比,原则上是从累计的盈利中分派股利,无盈利情况下不支付股利。

另外,新《公司法》第一百六十八条规定:“股份有限公司以超过股票票面金额的发行价格发行股份所得的溢价款以及国务院财政部门规定列入资本公积金的其他收入,应当列为公司资本公积金。”第一百六十九条规定:“公司的公积金用于弥补公司的亏损、扩大公司生产经营或者转为增加公司资本。但是,资本公积金不得用于弥补公司的亏损。法定公积金转为资本时,所留存的该项公积金不得少于转增前公司注册资本的百分之二十五。”

总之,新《公司法》的变动主要体现在公益金的概念的废除和资本公积金不能抵消亏损的规定上。

(二)股利分配的法定程序

我国证监会《上市公司章程指引》中规定,公司股东大会对利润分配方案做出决议后,公司董事会须在股东大会召开后两个月内完成股利(或股份)的派发事项。公司股利的发放需经历一个法定的程序。各国上市公司的股利分配程序基本相同,包括股权宣告日、股权登记日、股权除息日和股利支付日等。

1. 股利宣告日

股利宣告日是公司董事会将股利支付情况予以公告的日期。公告中必须依法说明每股支付的股利、股权登记期限、股利支付日期等内容。股息的发行间隔在我国一般为一年或半年,美国一般是三个月。

2. 股权登记日

股权登记日指有权领取股利的股东资格登记的截止日期。一家上市公司决定发放股利,该公司在市场上交易的股票就是含权股。股权登记日就是股票含权交易的截止日期。在股权登记日收市时持有该股票的股东就享有分红的权利。在过去的有纸股票买卖交易中,为了证明对上市公司享有分红权,股东们要在公司宣布的股权登记日予以登记,且只有在此日被记录在公司股东名册上的股票持有者,才有资格领取上市公司分派的股息红利。实行股票的无纸交易后,股权登记都通过计算机交易系统自动进行,股东不必到上市公司或登记公司进行专门的登记,只要在登记日收盘时还拥有股票,就自动享有分红的权利。

3. 股权除息日

股权除息日是将股票中含有的分红权利予以解除的日期。在我国A股市场,只有在除权日前一天购买股票的人才有权得到股息,除权、除息都在股权登记日的收盘后进行。除权之后再购买股票的股东将不再享有分红派息的权利。实际上在股票的除权除息日开盘前,各证券交易所都要计算出股票的除权除息价,以作为股民在除权除息日开盘的参考。

在我国,B股市场股票股利的分配与A股市场的股利分配有所不同。B股的最后交易日相当于A股的股权登记日。也就是说该日是含股息交易的最后一天,只要在最后交易日收盘为止一直拥有B股的股东,才拥有该B股的派发红利、送股、配股等权利。由于B股实行T+3交收制度,B股的股权登记日是最后交易日后的第三个交易日。直至股权登记日这一日为止,B股投资者的股权登记才算全部完成,也就意味着B股股份至股权登记日为止,才真正划入B股投资者的名下。可见B股的股权登记日和A股的股权登记日具有完全不同的意义。对B股交易者而言,实际决定投资者获得股利分配权利的是最后交易日。

以深交所上市公司粤电力(000539)为例:该公司于2004年6月17日发布公告“粤电力A(000539)公司2003年度派息方案为:A股每10股派2.5元人民币(扣税后,A股社会公众股的个人股东和投资基金实际每10股派2元);B股每10股派2.5元人民币(B股不扣税)。本次A股派息的股权登记日为2004年6月23日;B股最后交易日为2004年6月23日,除息日为2004年6月24日”。在这里,A股的股权登记日同B股的最后交易日是同一天,这一天是含权交易的,除息日为次日,代表这天交易的股票不含权。

4. 股利支付日

股利支付日是公司向股东发放股利的日期。我国上海证券交易所的红股于除权日自动划到股东账户上,并在除权日当天即可卖出。红利将自动划拨到股东资金账户中。深圳证券交易所的红股则于除权第三日(T+3)自动划入股东账户,即可上市交易。红利于除权第五日(T+5)自动划到股东账户。

二、股利分配的方式

一般来说,分红包括股息和红利两种基本形式。其中,股息就是股票的利息,是指公司按照票面金额的一个固定比例向股东支付的利息。红利虽然也是公司分配给股东的回报,但它与股息的区别在于,股息的利率通常是固定的,而红利数额通常是不确定的,它随着公司每年可分配盈余的多少上下浮动。因此,有人把普通股的收益称为红利,而股息则专指优先股的收益。在实际工作中,有时被统称为股利或红利。下面我们简要几种较常见的股利分配形式。

(一) 现金股利

现金支付股利是指公司直接向股东支付货币。在这种情况下,公司在提取盈余公积金、公益金之后必须要有充足的现金。公司在以现金方式支付红利的时候一般采用较为保守的办法,原因是红利的减少或停止支付,往往意味着上市公司经营环境的重大变化或财务问题的出现。为了维持公司的形象,有良好信誉的上市公司倾向于保持股息的发放,即使是在困难的时期也尽量避免股息发放的减少或中断。因此,上市公司考虑提高股息时,不但要考虑到目前的经营状况,还必须考虑未来特别是在可能遇到的困难时期的现金

支付红利的能力。

现金支付的最大好处是股东可以获得真金白银的回报。其次,对于那些喜欢投资于经营稳健、具有稳定股利派发的公司的股东来说,比较容易预测未来的收益,从而利用未来现金流折现模型确定股票合理的价格。现金股利最大的缺陷是股东在获得股利的时候必须缴纳个人所得税。根据《中华人民共和国个人所得税法》第二条、第三条的规定,“利息、股息、红利所得等个人所得,应纳个人所得税,利息、股息、红利所得……适用比例税率,税率为20%”。这就是说,将股利以现金形式发放给股东的时候,国家做了股东的两次合伙人。在考虑复利增长的情况下,由于国家再次扮演股东合伙人的角色,股东的长期投资收益会大打折扣。下面简单地以年收益15%为例,在缴纳个人所得税之后的收益为12%每1元投资的收益比较表,见表8—1。

表8—1 递延纳税效果比较表 单位: %

	10 年	15 年	20 年	30 年
每1元投资,12%收益终值	3.11	5.48	9.65	29.96
每1元投资,15%收益终值	4.05	8.14	16.37	66.21
采用递延纳税方法下的收益	3.23	6.51	13.1	52.97
递延税率方法下的复合收益率	12.44	13.3	13.73	14.14
递延复合税率方法下的实际税率	17.07	11.3	8.47	5.73

从表8—1可清楚地看出,如果采用递延缴纳税款的方式,可大幅降低实际支付的税率。从理论上讲,如果企业永续存在、并且一直采用递延缴纳税款的方式,对企业和股东来说股东为股利支付的所得税率将会降低到极低的水平。如表8—1所示,在以30年为期限的情况下,采用递延税率方法,个人所得税率实际已经降低到5.73%的较低水平。

(二)股票股利

股票股利是指公司用送红股的形式分配红利,即公司在分配红利时并不支付现金,而是向股东赠送股票,从而将利润转化为新的股本,留在公司里进行再投资。这种分配操作的基本方法是,将本年度可供股东分配的利润同过去未分配利润相加得到可供股东分配的利润总和,将这些利润折算成股本以新的股本的形式作为红股送给股东。由于盈余公积金超出注册资本25%以上的部分和任意公积金可以用于企业的再投资,因此在实践中,不乏上市公司以公积金转股本作为红股送给股东的情况,公积金则转入公司资本用于企业生产经营。

在股票股利分配的情况下,如果公司将盈余公积金的积累转化成资本进行理性的再投资,则可以起到扩大生产经营规模、增强抵抗风险的能力、提高技术水平、扩大市场占有率、打击竞争对手等作用。同时,股票股利的发放实际上起到了递延纳税的作用。由于现

金支付股利要缴纳一定比率的个人所得税,而采用送股的方式分红,可以递延纳税从而在长期上降低股东的税率。

但是,需要注意的是,股票股利的分配方式实际上没有改变股东持股所占的份额,它同将股本拆细的做法实际上没有本质的区别。资本公积金转股本只是改变资本在法律或者会计准则上的意义,对于股东和企业来说没有实际经济意义上的变化。

(三) 股票回购

股票回购是 20 世纪 70 年代逐渐兴起的股利发放政策。它是指上市公司以自有资金,比如准备金等资金向公众持有者收购股票的行为。

1. 股票回购的主要方式

(1) 公开市场收购

公开市场收购是指上市公司在股票市场按照公司股票当前市场价格回购。美国公司 40% 以上的股票回购采用的都是公开市场收购方式。

(2) 要约回购

要约回购分为固定价格要约回购和荷兰式拍卖回购两种方式。固定价格要约回购是指上市公司在特定时间发出以某一高出股票当前市场价格的水平的、一定数量规模的回购要约,所有股东有相同的机会向公司出售自己的股票。荷兰式拍卖股票回购则是在公司指定回购价格的范围和计划回购的股票数量后,有兴趣出售股票的股东进行投标竞争,最终确定回购价格的方式。

(3) 可转让出售权

可转让出售权是指公司赋予股东在一定期限内以特定价格向公司出售其持有股票的权利,由于该权利可以和股票分离,因此可以在市场上自由买卖。

(4) 协议回购

协议回购是指在资本市场之外私下协议进行的股票回购,通常由公司直接向一个或几个主要股东以协议价格回购股票。

(5) 交换要约

交换要约方式是指通过债券或优先股代替现金来回购股票。为了补偿交换证券流动性较差的缺点,公司往往需要支付较高的溢价。

2. 我国对公司股票回购的法律规定

股票回购将会改变资本结构,影响到债权人的利益,容易引起价格波动,在各国都受到较为严格的法律限制。我国法律对股票回购基本持限制态度。2005 年新出台的《公司法》第一百四十三条明确规定公司不得收购本公司股份。但是,有下列情形之一的除外:

- (1) 减少公司注册资本;
- (2) 与持有本公司股份的其他公司合并;
- (3) 将股份奖励给本公司职工;

(4) 股东因对股东大会作出的公司合并、分立决议持异议,要求公司收购其股份的。

公司因前款第(1)项至第(3)项的原因收购本公司股份的,应当经股东大会决议。公司依照前款规定收购本公司股份后,属于第(1)项情形的,应当自收购之日起十日内注销;属于第(2)项、第(4)项情形的,应当在六个月内转让或者注销。公司依照第一款第(3)项规定收购的本公司股份,不得超过本公司已发行股份总额的百分之五;用于收购的资金应当从公司的税后利润中支出;所收购的股份应当在一年内转让给职工。

3. 股票回购的积极作用

(1) 降低投资者的税收支出

由于资本利得税率普遍低于股息税率,管理层为了使投资者在接受股息时避免缴纳高额的股息税,采用了通过从股东手里回购本公司股票将收益以资本利得的方式支付给股东的方法。通过这种方式,股东在享受到税收好处的同时,仍可对公司保持原有持股比例。

(2) 提高了股利政策的灵活性

当管理层提出股票回购的时候,股东有自由选择的权利。他们可以选择按一定比例出售自己的股票给公司,这样他们可以选择实际持有公司的份额不变;如果投资者不希望发放股利,他们可以不出售股票,这意味着他们增加了持有公司股权的份额,等于投资者追加了投资。

4. 股票回购的消极作用

(1) 信息不对称的存在影响投资者的权益

在实践中,股票回购会改变公司的资产价值、资本结构和股权结构,影响投资者对公司的价值判断。一般来说股票回购具有信号作用,如控股股东看好公司前景、管理层充满信心以及目前公司股价过低等。但是股票回购价格是由管理层做出的,因此对处于外部的股东来说,存在着信息不对称的问题。回购价格可能低于公平价格,而股东可能选择出售股票,造成损失。

(2) 降低公司的管理效率

股票回购会减少股本总量,提高每股价值,对于进行股权激励的公司来说,将增加管理层所持期权的价值。同时,这也意味着增加了公司的管理费用。另一方面,股票回购加强了股权的集中,可能会进一步影响公司的管理效率。

(3) 造成公司股票价格的非理性波动

股票回购会为套利者创造套利空间,加剧股票价格的波动幅度。同时,股票回购经常发生在股市低迷的时候,因而某些股东特别是大股东有机会低价吸纳股本,侵害小股东利益。

(四) 财产股利

财产股利是指用现金和公司股票以外的资产支付股利,主要是以公司所拥有的有价

证券,如其他公司的股票、国债、企业债等。也有公司以存货形式支付股利的,但极为少见。因为以财产支付股利必须表现出特有的优势,否则管理层不必多此一举。同时,财产股利的价值,比如股票价格,随市场的波动而波动,而股利分配则不但涉及公司支付股利多少还涉及公司投资策略。因此,财产股利作为支付的方式,往往是受到特殊条件的影响,并经常会伴随着套利的机会。下面我们给出一个案例。

洛克伍德公司是一家位于纽约市的盈利能力有限的巧克力公司,它在 1941 年可可豆仅售 5 美分/磅的时候就已经采用后进先出(LIFO)的存货估值法,1954 年可可豆暂时短缺导致可可豆的价格飙升至 60 美分/磅。洛克伍德希望赶在价格下跌之前迅速出售价值不菲的存货,但如果这家公司仅仅出售可可豆,则必须缴纳近 50% 的税款。由于美国 1954 年的会计规则规定:“如果公司将存货派发给股东作为减少公司经营范围计划的一部分,那么 LIFO 的利润可以免税”。于是洛克伍德中止了可可奶油业务,并发布消息称有大约 1 300 万磅的可可豆库存可供分配,并用它不再需要的可可豆回购股票,每股支付 80 磅可可豆。显然,这一决定实质上是用可可豆支付股息,从而将高额的利润免税地转移到股东的手中,由于巨大套利机会的存在,在宣布报价的短短时间里,该公司股价从 15 美元飙升至 100 美元。^①

第二节 企业股利分配的基本理论

一、MM 理论

1961 年,米勒和莫迪格利安尼发表了《股利政策增长和股票价值》一文,提出了著名的“股利无关论”,俗称“MM 理论”。他们理论中最基本的论点是公司价值仅与公司的投资决策有关,而与股利政策无关。

MM 理论建立在两个重要的假设之上:

假设一:公司的投融资决策与股利政策无关;

假设二:存在满足以下条件的“完美市场”:

- (1) 交易成本为零、交易时间无延迟;
- (2) 无税收成本;
- (3) 无代理成本;
- (4) 不存在发行股票的融资费用;
- (5) 投资者拥有相同的信息集合。

令, V_t 为公司在 t 时刻起初的市场总价值或未来现金流的总现值; d_t 为公司 t 时刻的

① 劳伦斯·坎宁安:《股份公司教程》,机械工业出版社,2004 年。

每股股利; P_t 为公司 t 时刻期初的每股股票价格; P_{t+1} 为公司 $t+1$ 时刻的期初的每股股票价格; Q_t 为公司 t 时刻在外流通的普通股数。

在上述假设条件下,MM 理论认为套利行为可使“整个资本市场在任何一个时段,任何一种股票的投资报酬率都相同”,即:

$$\frac{d_t + P_{t+1} - P_t}{P_t} = \rho \quad (8-1)$$

式(8-1)可推出第 t 期股票价格为:

$$\frac{d_t + P_{t+1}}{1 + \rho} = P_t \quad (8-2)$$

式(8-2)两边同时乘以其流通股本 Q_t ,得:

$$Q_t P_t = V_t = \frac{D_t + Q_t P_{t+1}}{1 + \rho} \quad (8-3)$$

假定公司是完全权益公司,其资金来源主要有以下两种:

其一,公司 t 时刻的净收益 NOI_t ;

其二,公司 t 时刻发行新股所获取的现金 $M_{t+1} P_{t+1}$, M_{t+1} 公司 t 时刻发行的新股数。

假定完全权益的公司资金运用也主要有两种:

其一,公司 t 时刻支付的股利总额 D_t , $D_t = Q_t d_t$;

其二,公司 t 时刻的对外投资或用于购置设备的支出 I_t 。

根据资金来源与资金运用必须相等的会计学原理,可得以下等式:

$$M_{t+1} P_{t+1} = I_t - (NOI_t - D_t) \quad (8-4)$$

将式(8-4)代入式(8-3)可得:

$$V_t = \frac{1}{1 + \rho} (NOI_t - I_t + V_{t+1}) \quad (8-5)$$

由此可知,在 $t+1$ 时期的公司市场价值为:

$$V_{t+1} = \frac{1}{1 + \rho} (NOI_{t+1} - I_{t+1} + V_{t+2}) \quad (8-6)$$

将 V_{t+1} 代入 V_t ,如此持续进行,当 $t \rightarrow \infty$ 时有:

$$V_0 = \sum_{t=0}^{\infty} \frac{1}{(1 + \rho)^{t+1}} (NOI_t - I_t) \quad (8-7)$$

该理论认为,公司长期融资策略可采用增发股票和盈余积累两种方式进行。当公司对外融资,其普通股现值与当期股利之和应该恰好等于当期股利支付前的普通股市价,即增发新股融资引起的股权稀释造成的普通股价格的下跌,正好被当期股利所补偿。对投资者来说,两种收益虽然性质不同但所得到的收益相等。因而不会影响公司的市场价值。

该理论间接地说明了,可能会引起公司的市场价值发生相应的变化的股利政策变化的情况。由于假定完美市场的存在,因此所有可利用的信息已经完全反映在市场价格上,

从而投资者获得超额收益的机会是不存在的,投资者只能获得平均水平的市场收益。MM 理论还认为,公司的价值取决于公司的盈利能力。在没有税收的情况下,公司的盈利在留存与股利分配之间的比例并不影响公司的盈利能力,也自然不会影响公司的价值。自此以后,关于股利支付水平对企业价值影响的研究,基本都是围绕着 MM 理论所确立的框架进行的。因此,MM 理论被认为是现代西方股利分配理论的基石。

二、“一鸟在手”理论

“一鸟在手”理论是最早、流行最广泛和最持久的股利政策理论之一,在起初表现为股利重要论,后经威廉斯(Williams,1938)、林纳勒(Lintner,1956)、华特(Walter,1956)和戈登(Gordon,1959)等发展成为“一鸟在手”理论。该理论建立在投资者都是风险厌恶者的假设之上。在这一假设条件下,该理论认为投资者宁可现在收到较少的股利,也不愿承受较大的风险等到将来收到金额较多的资本利得。换言之,投资者更注重眼前利益,就如同宁可要手中的一只鸟,不要林中的两只鸟。这就是俗语所说的“双鸟在林,不如一鸟在手”。当投资者对早日消除不确定性的偏好达到一定的程度时,在其他情况相同的条件下,他们就愿意为那些能够支付较高股利的股票支付一个较高的价格。高股利的股票便可以获得高的溢价。

戈登将投资者购买股票的动机分为三种——仅为股利;仅为盈利;同时为了股利和盈利。通过实证分析,盈利假设、股利和盈利假设都不能成立。理论和实证均支持股利假设:即投资者购买股票是为了股利,公司盈利在股利和留存收益之间的分配确实能影响股票价格。1963 年,戈登建立了一个模型来说明股票价值与股利间的关系。

该模型假设前提包括:

- (1) 无外来资金用于再投资,留存收益是公司扩大再生产的惟一财源;
- (2) 公司的再投资收益率 r 保持不变;
- (3) 公司的资本成本(贴现率) k 随时间变化而增大, $k_{t+1} > k_t$;
- (4) 公司永续经营;
- (5) 没有税收;
- (6) 公司在 t 时刻支付股东的总股利 D_t ;
- (7) 公司在 t 时刻初的市场总价值或未来现金流的总现值为 V_t 。

因为投资者更注重眼前利益,所以,一旦股利下降,投资者会相应地提高贴现率,当然股票价格也会改变。模型如下:

$$V_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+k_t)^t} \quad k_{t+1} > k_t \quad (8-8)$$

假设首期股利留下来再投资,且再投资收益率 r 不变,其收益加上以后各期股利用于支付第二期及以后各期股利。有:

$$V'_0 = \frac{0}{(1+K_1)} + \sum_{t=2}^{\infty} \frac{D_t + rD_{t-1}}{(1+K_t)^t} \quad (8-9)$$

可见,公司价值与股利政策有关,对于成长型公司 $r > k$,最佳股利支付政策为不支付,对于衰退型公司 $r < k$ 最佳股利政策是留存为零,全部支付。

由此,该模型的主要观点归纳起来有两点:

第一,股利支付率越高,股价越高;

第二,股利支付率越高,权益成本越低。

“一鸟在手”理论认为股利政策与公司价值存在正相关性,支付股利越多,公司股票价格越高,公司价值越大。现代经济研究者对此观点进行了批评。比如有人指出,如果公司将股利留存起来用于再投资,则新投资的未来收益具有的不确定性必然要求给予市场较高的风险贴水,从而市场对低股利的公司采用较高的贴现率。所以是投资风险而不是低股利压低了股价。因此,“一鸟在手”理论混淆了投资决策和股利决策对公司价值的影响。“一鸟在手”理论是建立在高风险投资决策基础上的,而非建立在股利本身内在价值之上,所以巴恰塔亚(Bhattacharya)将其称之为“手中鸟谬论”。

三、税收效应理论

1970年,布伦南(Brennan)对MM理论的假设条件进一步的放宽,综合考虑税收因素的影响,提出了低股利政策增加公司价值的观点,俗称税收效应理论。Brennan指出,对于现实中的多数投资者来说,纳税是必须的,因此必须对税收因素加以考量。

由于资本利得税和股息税率常有差别,投资者必然倾向于税率较小的方案。为了使投资者税后收益最大化,如果资本利得税小于股利收入税,企业保留盈余少发股利或不发股利,对投资者来说是有利的。在此,我们首先介绍法勒、赫塞尔文(Farrar & Selwyn, 1967)最早提出的相关理论。

令: E 为公司税前收益; r 为借款利率,假设个人和公司借款利率相同; τ_c 为公司所得税率; B_c 为公司债务; B_p 为股东的全部债务; τ_p 为股利所得税率; τ_g 为股东资本利得税率。

假设所有投资者都用同样的方式征税,资本利得税小于股利所得税 $\tau_g < \tau_p$,如果公司把全部盈余资金作为股利支付给股东,那么股东获得的税后股利所得为:

$$Y^d = [(E - rB_c)(1 - \tau_c) - rB_p](1 - \tau_p) \quad (8-10)$$

若公司不支付股利,并且全部资本利得通过投资者立即实现,并征收资本利得税,则股东获取的税后资本利得:

$$Y^q = (E - rB_c)(1 - \tau_c)(1 - \tau_g) - rB_p(1 - \tau_p) \quad (8-11)$$

整理可得:

$$Y^q = [(E - rB_c)(1 - \tau_c) - rB_p](1 - \tau_g) + rB_p(\tau_p - \tau_g) \quad (8-12)$$

因为 $\tau_g < \tau_p$, 所以 $Y^q > Y^d$ 。

法勒和塞尔文(Farrar & Selwyn, 1967)通过最大化个人税后收入的局部均衡分析,得出了上述类似结论,这表明在股利税率高于资本利得税率的经济中,不管税前收益,以及个人或公司的债务额大小怎样,税后资本利得必大于税后股利所得,因此股东偏好资本利得甚于股利所得。

布伦南(Brennan)通过创立一个股票评估模型将法勒和塞尔文(1967)的模型扩展到了一般均衡情况,使得模型更有说服力。通过最大化投资者的预期财富效用,他认为“在给定的风险水平下,股利所得税高于资本利得税,股票潜在的股利收益率越高,投资者要求的证券收益率越高”。而且结论也差不多,股利较高的股票比股利较低的股票有更高的税前收益,公司最好的股利政策就是根本不发放股利。

相反地,布莱克和斯殊尔斯(1974)及法尔(1974)的实证结果却表明,高收益率证券的期望收益率并不显著不同于低收益率证券的收益率,从单个公司的角度而言,这些经验检验更倾向于支持MM股利无关论。尽管如此,米勒(1977)发现当普通收入税与资本利得税之间的税率差异下降时,总的均衡股利供给量可能上升。在更近的研究中,Keim(1985)认为,股利收益率和风险调整收益率之间存在U形关系,即除了较小的股利支付股票外,股利收益率与风险调整收益率之间存在正的关系。Cliistie(1994)发现零收益率股票比支付股利的股票有显著低的收益率。Naranjo, Nimal-endran & Ryngaert(1998),也发现显著的收益率效应,但认为并不能完全由税收效应来解释。另外,Hess(1982)通过研究除息(权)日平均股价下降幅度与股利大小的关系,Lakonishok & Vermaelen(1986)通过研究除息日附近的交易量,均显著支持税收效应假说。

以上模型说明,在追求股东价值最大化目标时,公司不应支付现金股利。这说明在存在税收因素的情况下,公司及投资者看来,支付现金股利就不再是最优的股利分配政策。由此可见,在存在差别税赋的前提下,公司选择不同的股利支付方式,不仅会对公司的市场价值产生不同的影响,而且也会使公司(及个人)的税收负担出现差异。即使在税率相同的情况下,由于资本利得只有在实现之时才缴纳资本增值税,因此,相对于现金股利保税而言,其仍然具有延迟纳税的好处。税收效应理论是财务学家引进税赋因素后对股利政策理论的研究。狭义税收效应理论强调投资者由于避税需要而对股票股利的偏好,强调高股息收益率伴随高投资收益率的收益率效应,对于目前仍较为普遍的现金股利发放形式,这显然缺乏有效的解释力。事实上,这一模型中有关投资者相同边际税率的假说、完全公司假设是很难满足的,当放松这些约束条件后,有可能得到新的结果。

另外,企业在保留盈余而不支付股利时,股东可以对出售股票的时机进行选择。总之,对于税收延付的股票会比需要税收即付的股票价格高。高股利损害了投资者的利益;相反,低股利则会抬高股价,增加企业的市场价值,使股东财富最大化。

四、追随者效应学说

追随者效应(顾客效应)学派应该说是^①对税差学派的进一步发展,也可以说是广义的税差学派。该学派从股东的边际所得税率出发,认为每个投资者所出的税收等级不同,有的边际税率高,如富有的投资者;而有的边际税率低,如养老金等,由此会引起他们对待股利的态度不一样,前者偏好低股利支付率或不支付股利的股票,后者则喜欢高股利支付率的股票。据此,公司会相应调整其股利政策,使股利政策符合股东的愿望。在达到均衡时,高股利支付率的股票将吸引一类追随者,由处于低边际税率等级的投资者持有;低股利支付率的股票将吸引另一类追随者,由处于高边际税率等级的投资者持有。这种股东聚集在满足各自偏好的股利政策的公司的现象,就叫做“追随者效应”。1961年米勒和莫迪格利安尼就提出了追随者效应,随后,埃尔顿和格鲁勃(Elton & Gruber)对追随者效应进行了系统的研究,此后该理论吸引了大量的追随者。

按照该学派的观点,公司的任何股利政策都不可能满足所有股东对股利的要求,公司股利政策的变化,只是吸引了喜爱这一股利政策变化的投资者前来购买公司的股票,而另一些不喜爱新的股利政策的投资者则会卖出股票。因此,当市场上喜爱高股利的投资者的比例大于发放高股利的公司的比例时,则支付高股利公司的股票处于短缺状况。按照供求理论,他们的股价会上扬,直到两者的比例相等,市场达到一个动态平衡。当市场处于均衡状态,没有公司能够通过改变鼓励政策来影响股票价格。这实际上从另一个角度证明了股利无关论。

五、股利信号传递理论

在信息对称的假设条件下,全部的市场参与者拥有相同的信息。但现实的情况却是信息不对称。信号传递理论认为,在信息不对称的情况下,公司的股利政策是向市场传递有关公司未来盈利能力的信息。为了吸引投资者,高质量的公司愿意并有能力通过较高的股利支付率把自己同其他的公司区别开。对市场上的投资者来说,股利政策的差异无疑是反映公司质量差异的最为实在的信号。投资者通过接受股利发放所传递出来的公司信息对公司前景进行判断,筛选出优秀的公司并支付给高股利政策公司以较高的价格。

林特纳(Lintner)是历史上最早应用信号传递理论来分析和解释股利政策的人。他依据自己对美国28家公司的股利政策的研究得出结论:“公司根据长期平均盈利水平制定长期的股利支付比率。在决定改变股利分配政策的时候,负责的公司经理层通常表现得很慎重。总的来说,只有当公司盈利发生了‘长期的显著变化’后,他们才倾向于调整股利支付水平。”这说明,当管理者对公司经营的未来前景看好时,管理层可以改变股利政策来向投资者传递他们的信心。如果公司以往的股利支付长期保持稳定,一旦增加股利,投资者就会认为公司管理当局对经营前景看好,对公司未来能够保持较高的利润水平充满

信心。另外,优秀公司的高股利政策很难被其他较差公司模仿的原因在于高股利的成本。比如较高的所得税负担,大量的现金流出,交易成本以及公司分派高比率的现金股利后仍必须保有继续投资、不断扩展业务的能力。

由于信息经济学的发展,巴恰塔亚(Bbatacharya,1980)、罗斯(Ross,1977)、米勒和罗克(Miller & Rock,1985)又在股利有传递公司信息这一假设下建立了股利分配的信号传递理论(Signaling Model)模型。

米勒和罗克在1985年建立了一个两阶段模型来说明股利的信号传递功能。他们认为股利政策包含了公司价值的信息,反应了公司的未来状况。较高的股利意味着公司有较好的投资回报率。该模型还证明了即使在信息不对称的情况下,管理层通过损害长远利益来抹去短期利益以暂时提高股利取悦投资者的做法不能持久。即具有良好经营业绩的优秀公司才能长期支付较高的股利。

可以看出,股利信号传递理论是进一步放宽了MM理论的假设,通过引入信息不对称的概念进一步分析和阐释了股利政策对公司价值的影响。

(一)巴恰塔亚模型

1979年,巴恰塔亚在《贝尔经济学刊》上撰文提出一个股利信号模型。巴恰塔亚认为,在不完美情况下,现金股利具有信息内容,是未来预期盈利的事前信号。

模型假设条件:

- (1)公司永续存在并产生现金流;
- (2)再投资行为均保持理性;
- (3)内部管理者决定股利政策,不存在委托代理问题;
- (4)信息不对称,内部管理者比投资者了解更多企业未来现金流的信息;
- (5)投资者是风险中性。

我们令 X 为新投资未来产生的现金流; D 为股利; $V(D)$ 为增发新股所带来的清算时的资产增加值; M 为现金流量的平均值; K 为贴现率; $f(x)$ 为 X 的密度函数; $F(x)$ 为 X 的分布函数; τ_p 为股息税率。

如果 $X > D$,则现有股东将获得税后股利为 $(1 - \tau_p)D$ 。

公司再投资需要从外部筹集资金至少减少 $(X - D)$ 。

如果 $X < D$,如果公司仍支付股利 D ,则资金不足部分为 $(D - X)$,资金成本为 $(1 + \beta)(D - X)$,现有股东新增加值为:

$$\begin{aligned}
 E(D) &= \frac{1}{1+k} \left[V(D) + (1 - \tau_p)D \int_D^X (X - D) f(x) dx + \int_X^D (1 + \beta)(X - D) f(X) dX \right] \\
 &= \frac{1}{1+k} \left[V(D) + M - \tau_p D - \beta \int_X^D F(X) dX \right] \quad (8-13)
 \end{aligned}$$

假设投资项目的现金流 X 在 $[0, t]$ 内是均匀分布的, 且平均值为 $0.5t$, 且假定不同公司之间 t 也不同, 管理者通过股利支付传递信息后, 投资者可以区分出 t , 并使报酬最大化, 则有:

$$\max E(D) = \max \left\{ \frac{1}{1+k} \left[V(D) - \beta \frac{D^2}{2t} - \tau_p D + \frac{t}{2} \right] \right\} \quad (8-14)$$

对式(8-14)求导数得:

$$V'(D) - \beta \frac{D}{t} - \tau_p = 0 \quad (8-15)$$

巴恰塔亚认为, 只有预期现金流实现后, 即新增股利增加的价值 V' 与公司将股利作为信号想对投资者表达的价值相等时, 才能达到均衡。由于支付高额股利需要筹集外部资金并承担额外的成本。对较差的公司来说, 这种采用发放高额股利方式传递信息的成本非常高昂, 长期来讲企业是难以承受的。而且一旦谎言被揭穿, 公司股票价格将定会大幅下挫。对投资者而言, 相对资本利得, 股利传递信息的价值是更为确定的, 它至少可以部分抵消股利税的损失。因此, 投资者肯给这些被确定了的优质公司以较高的溢价。

(二) 米勒—罗克模型

米勒、罗克于 1985 年依据“净股利”(net dividend)的概念建立了一个财务信息传递模型, 并首次明确地将股利分配和外部融资结合起来, 并认为它们是同一问题的两个方面。

令: D 为股利发放额; NOI 为公司的净经营收入; M 为新股发行数量; P 为每股发行价格; MP 为发行新股的收入; $\square B$ 为发行新债的收入; I 为投资额。

由于任何一家公司都必须受到资金运用和来源的约束, 即

$$NOI + Mp + \square B = I + D \quad (8-16)$$

整理:

$$NOI - I = D - Mp - \square B \quad (8-17)$$

即: 位于式(8-17)左侧的经营净现金流量等于右侧的公司净股利。假定时间 0 表示过去时期, 时间 1 表示当前时期, 时间 2 表示未来时期。公司价值的现值等于当前股利的价值 D_1 , 与未来经营收入的现值之和, 即:

$$V_1 = D_1 + \frac{E(NOI_2)}{1+k} \quad (8-18)$$

股东原有的财富等于公司价值减去发行新债务的市值和发行新权益的市值, 即:

$$\begin{aligned} S_1 &= V_1 - \Delta B - Mp_1 \\ &= D_1 + \frac{E(NOI_2)}{1+k} - \Delta B_t - Mp_1 \end{aligned} \quad (8-19)$$

$$= NOI_1 - I_1 + \frac{E(NOI_2)}{1+k} \quad (8-20)$$

可见,在信息对称的条件下,涉及到的只有投资决策。下面讨论信息不对称的情况。

如果未来盈利取决于当前投资,那么可认为未来收益是当前投资的函数与随机误差的和,于是得到:

$$NOI_1 = f(I_0) + \epsilon_1$$

$$NOI_2 = f(I_2) + \epsilon_2$$

假定, $E(\epsilon_2 | \epsilon_1) = \gamma \epsilon_1$, 如果将 γ 解释为持续系数,则可以认为市场根据新信息(第1期的误差)部分进行调整。如果用 E_0 来表示当前公司价值决定于股利宣告前的信息,则当期股东财富的期望值为:

$$\begin{aligned} E(s_1) &= E_0(NOI_1) - E_0(I_1) + \frac{E_0(f(I_1))}{1+k} \\ &= f(I_0) - I_1 + \frac{f(I_1)}{1+k} \end{aligned} \quad (8-21)$$

相应的股利宣告后,公司价值为:

$$\begin{aligned} S_1 &= NOI_1 - I_1 + \frac{E_1(NOI_2)}{1+k} \\ &= f(I_0) + \epsilon_1 - I_1 + \frac{f(I_1) + \epsilon_2}{1+k} \\ &= f(I_0) + \epsilon_1 - I_1 + \frac{f(I_1) + \gamma \epsilon_1}{1+k} \end{aligned} \quad (8-22)$$

式(8-22)减去式(8-21),可得到股利宣告的影响为:

$$\begin{aligned} S_1 - E(s_1) &= \epsilon_1 \left(1 + \frac{\gamma}{1+k} \right) \\ &= [NOI_1 - E_0(NOI_1)] \left(1 + \frac{\gamma}{1+k} \right) \end{aligned} \quad (8-23)$$

可见,股利宣告对股东财富的影响取决于当期的意外的利润变化。因此,我们有理由相信预计利润的意外变化与股利宣告日的股价变化是相关的。米勒和罗克接着指出:利润、股利和股利宣告之间具有紧密联系。

假设预期的投资政策与实际的投资政策都是最佳的、一致的,则实际的净股利与预期的净股利之差为:

$$\begin{aligned} D_1 - Mp_1 - \square B_1 - (D_1 - Mp_1 - \square B_1) &= NOI_1 - I_1 - E_0(E_0(NOI_1) - I_1) \\ &= NOI_1 - E_0(NOI_1) \end{aligned}$$

也就是说,意外变化的利润和意外变化的净股利可以传递相似的信息。股利的突然增加使股东财富随之增加;相反,意外的新股发行或新债发行被视为公司未来发展前景不佳的信息。

(三) 约翰—威廉斯模型

约翰和威廉斯(John & Williams)在1985年的《财务学刊》上,提出了将股利的发放

和税收,发行新股或回收股票及投资同时考虑在内的信号均衡模型。为简化起见,约翰和威廉斯模型只考虑了全权益公司。在期初公司内部管理者确定了投资额 I ,然后根据投资额选择股利发放额 D 、 I 和 D 所需资金要么来自公司的现金 C ,要么来源于新股发行。

令 P_e 为除息后的股价; M 为发行数,则有:

$$D+I=C+P_e M \quad (8-24)$$

以上四个因素不存在信息不对称问题,无论内部人员还是外部人员都能获得这些信息。但是,现有资产或投资项目产生的未来现金流 X 属于私人信息,只有内幕人员才知道,外部人员对 X 只有一个主观的概率分布。假设所有股东都是同质类型的,股利所得税率为 τ_p ,新增发股票数量为 Q ,如果不存在无风险套利机制,则每股除息前的价格 P 为:

$$P=P_e+\frac{(1-\alpha)D}{Q}M \quad (8-25)$$

投资者收益来自于股息和出售股票所得:

$$L=D+P_e M \quad (8-26)$$

投资者现金流入量包括三部分:税后股利、出售股票所得和股权稀释后仍能享受的部分公司剩余权益。内部管理者的目的是使股东财富最大化,其计算公式为(N 为卖出股票的数量), $N < Q$:

$$\max_{D, P_e, M} \{ (1-\tau_p)D + P_e N + \frac{Q-N}{Q+M} X \} \quad (8-27)$$

式(8-24)、式(8-26)代入式(8-27)整理并令 U 表示现有股东的现金流入,记 $P = pQ$ 得:

$$U(D, P, X) = L - \tau_p D + \frac{P + \tau_p D - L}{P + \tau_p D - C + I} \quad (8-28)$$

至此,问题简化为寻找合适的 $D(x)$, 满足:

$$\max U(D, P, X), D \geq 0 \quad (8-29)$$

对式(8-27)中的目标函数微分,可解出在有效信号均衡条件下的最优股利:

$$D(X) = \frac{1}{\tau_p} \max(I - C + L, 0) \ln X \quad X \geq 1 \quad (8-30)$$

约翰—威廉斯模型信号均衡是递耗式的,如果没有税或递耗成本(发放股利而增收的股利所得税),信号均衡就不存在。由于税收的存在,在发放股利时,同时会发放新股,而造成股权稀释。约翰—威廉斯模型认为,在信号均衡时,内部管理者的目标是寻求现有股东财富最大化,所要做的决策是股利、新股发行和投资支出。股利支付的决策要考虑分配股利所能得到的边际效益,当公司投资及股东个人的现金需求大于公司内部的现金供给时,则发放股利会产生较多的有利信号,二级市场上股价会上升,所需发行新股的数量就减少,股权稀释程度就小,加之股价的溢价,可以弥补收到的股利所要缴纳的税负。如

果资金需求小于供给,股利的发放产生的有利信号就少,发放股利就要考虑股利的递耗成本和稀释股权所得到的边际利益之间的权衡。约翰—威廉斯模型解决了为什么公司会以税收的代价来发放现金股利,但缺陷是难以解释为什么投资者一定要通过出售股票来满足资金需要,而不通过负债或其他融资手段,因为其他方式的成本甚至更低。

(四)约翰—朗模型

1991年,约翰和朗(John & Lang)将内部交易情况作为一变量考虑后,提出了一个新的股利信号模型,认为股利增加不能一致作为利好,要准确地理解股利的信号,必须认真考虑信号发射前后的内部交易情况。如果未预期的股利增加的同时伴随着异常的内部买入,则为利好,会引起股价的上升;如果未预期股利增加的同时伴随着异常的内部卖出,则为利坏,会导致股价的下跌。如果未预期股利增加的同时内部买卖正常,则不会引起股价的任何变化。

令,在 $t=0$ 时, C 为公司现金, $f(\theta, I)$ 为公司的投资机会, $\theta \in (\theta_j, \theta_k)$ 表示私有信息,

$$0 < \theta_j < \theta_k$$

当 $\theta_1 < \theta_2, I > 0$ 时:

$$f(\theta_1, I) < f(\theta_2, I)$$

v 代表管理者持股比例。投资支出 $I = C - D$ 。除 θ 为私有信息外,其余参数都为公共信息。

在 $t=1$ 时, $f(\theta, I) + \bar{X}$ 为 $f(\theta, I)$ 带来的收益,且 $\bar{X}$ 服从期望为零,方差为 σ^2 的正态分布。

由于股票价格是关于全部公共信息和内部管理者发出信号反应的函数,假设信号由股利 D 传递出来,则股票价格可表示为: $P(D, v)$ 。公司内部人员的目标是通过选择合适的内部持股比例和股利 D ,来追求期望效用最大化,即:

$$\max v[D + f(\theta, C - D)] + (1 - v)\rho - \frac{h}{2}\sigma^2 v^2$$

其中, $v > 0, D > 0$ 。

约翰和朗根据投资的边际产出与参数的关系,将公司的投资机会分成 MP^+ (成长型企业)、 MP_0 (稳定型企业)、 MP^- (衰退型企业)三类。

即 $\theta \in (\theta_j, \theta_k)$, 如果 $\frac{\partial^2 f}{\partial I \partial \theta} > 0$, 则为 MP^+ ; 如果 $\frac{\partial^2 f}{\partial I \partial \theta} < 0$, 则为 MP^- ; 如果 $\frac{\partial^2 f}{\partial I \partial \theta} = 0$, 则为 MP_0 。

根据效率均衡模型,约翰和朗推出以下两个命题:

命题 1: MP^+ 公司效率均衡时的股利水平随 θ 的增加而减少, MP^- 公司均衡时股利水平随 θ 的增加而增加, MP_0 公司为常数。在 MP^+ 公司中普遍投资过度, MP^- 公司普遍投资不足。

命题 2: 对于所有类型的公司, 股价是内部持股比例 v 的单调递增函数, 即 $\frac{\partial P}{\partial v} > 0$ 。股价与股利分配的情况需要针对不同类型公司进行讨论。对 MP^+ 公司而言, 股价是股利 D 的单调递减函数 $\frac{\partial P}{\partial D} < 0$; 反之, 对 MP^- 公司股价是股利 D 的单调递增函数 $\frac{\partial P}{\partial D} > 0$, 对 MP_0 公司而言则股利变动对股价无影响。

(五) 股利信号传递博弈模型

以上介绍了基于信息经济学理论的各种股利信号传递理论, 包括巴恰塔亚模型、米勒—罗克模型、约翰—威廉斯模型、约翰—朗模型。下面我们介绍将不完全信息动态博弈引入股利信号理论的研究中的股利信号传递博弈模型。假设在信息不对称情况下, 股利具有信息内容, 是公司所投资项目未来预期盈利的事前信号 (ex-antesignal)。

1. 模型假设前提

- (1) 公司永续存在并产生现金流;
- (2) 再投资行为均保持理性;
- (3) 内部管理者均定股利政策, 不存在委托代理问题;
- (4) 只有内部管理者知道未来现金流的情况;
- (5) 投资者是风险中性;
- (6) 存在 t_0, t_1 两个时间段。

2. 博弈的顺序

(1) 有两个参与者: 管理者和投资者。公司管理者是信号发送者, 拥有私人信息 X 。 X 表示未来所获得的盈利, 是不确定性的现金流。 $f(x), F(x)$ 为 x 在 $[x_1, x_2]$ 的密度函数和分布函数。投资者只知道 X 的先验概率分布 $U(x)$, 因此 X 可表示公司的类型。

(2) 公司管理者在 t_0 时期, 了解到未来盈利现金流 X 后, 发出股利信号 D 。

(3) 投资者观察到公司管理者发出的信号 D , 使用贝叶斯法则从先验概率分布 $U(x)$ 得到后验概率分布 $U'(x)$, 进而评价公司 t_0 时期的市场价值 $V_0(D)$, 追求 $V_0(D)$ 在 t_0 时期期望值最大是管理者的目标, 于是有:

$$E(D, V_0(D), X) = (1 - \gamma)[V_0(D) + D] + \gamma \left[\int_{x_1}^{x_2} x f(x) dx - \int_{x_2}^D (1 + \beta)(D - x) f(x) dx \right] \quad (8-31)$$

$V_0(D)$ 是 t_0 时期的市场价值, $\int_{x_1}^{x_2} x f(x) dx$ 是 t_1 时期期望价值, 如果 $X < D$, 公司股利

支付部分仍是 D , 资金不足部分为 $(D - X)$, 成本为 $(1 + \beta)(D - x)$ 。

假设未来投资盈利的现金流 X 均匀分布在 $[0, t]$ 上, 管理层知道 t , 投资者只知道 t 的概率分布 $U(t)$, t 代表公司的类型。公司管理者通过股利支付向外发射信号, 并使股东财富最大化。

$$\max_D E(D, V_0(D), t) = \max_D \left\{ (1-\gamma)[V_0(D) + D] + \gamma \left[\frac{t}{2} - \frac{D^2}{2t} - \beta \frac{D^2}{2t} \right] \right\} \quad (8-32)$$

假设仅考虑这样一种情况, 不同类型的发送者(公司管理者)以 1 的概率选择不同的股利信号 D , 或者说没有任何类型选择与其他类型相同的信号。也就是说股利信号 D 能准确地揭示出公司的类型 t , 每个公司类型 t 有且只有一个最优选择 D 。

当公司管理者预测到投资者将从 D 推断 t , 而选择他的最优股利发放水平 $D(t)$, 此时投资者观察到 D , 推断 t 的后验概率分布 $U'(x)$ 。假设经理选择股利发放水平 D 时投资者认为公司所属于类型 t 的期望值是 $E(t(D))$ 考虑到 t 是连续分布, 对于每个观察到的 D , 令 $t^{-1}(D)$ 代表公司管理者均衡战略 $D(t)$ 的逆函数, 根据贝叶斯法则定义一个后验概率:

$$U'(t^{-1}=t(D^{-1})|D)=1 \text{ 和 } U'(t^{-1} \neq t(D)^{-1}|D)=0$$

在公司属于类型期望值 $E(t(D))$ 及未来投资盈利的现金流 X 均匀分布的条件下公司的市场价值是:

$$V_0(D) = \frac{E(t(D))}{2} \quad (8-33)$$

我们仅考虑分离均衡。式(8-33)目标函数中对 D, t 求导, 可得:

$$\frac{\partial E(D, V_0(D), t)}{\partial D \partial t} = \frac{\gamma D(\beta+1)}{t^2} > 0 \quad (8-34)$$

因此, t 越大即未来盈利能力越高(质量越高)的公司, V 代入并对 D 求导得一阶条件:

$$\frac{\partial E}{\partial D} = \frac{1}{2}(1-\gamma) \frac{\partial E(t(D))}{\partial D} - \gamma D(\beta+1) \frac{1}{t} + 1 - \gamma = 0 \quad (8-35)$$

在均衡情况下, 投资者从 D 正确地推断出 t 。即如果 $D(t)$ 是属于类型 t 的公司的最优选择, 那么 $E(t(D(t))) = t$, 因此:

$$\frac{\partial E(t(D))}{\partial D} = \left(\frac{dD}{dt} \right)^{-1}$$

代入一阶条件可以得到微分方程:

$$\frac{dD}{dt} - \frac{D(\beta+1)\gamma}{t(1-\gamma)} \frac{dD}{dt} + \frac{1}{2} = 0 \quad (8-36)$$

令 $\alpha = \frac{(B+1)\gamma}{(1-\gamma)}$, 有

$$\frac{dD}{dt} - \frac{\alpha D}{t} \frac{dD}{dt} + \frac{1}{2} = 0 \quad (8-37)$$

令 $\frac{D}{t} = u$, $\frac{du}{dt} = u + t \frac{du}{dt}$, 代入式(8-37)可得:

$$t \frac{du}{dt} + u + t \frac{1}{2(1-\alpha u)} = 0 \quad (8-38)$$

式(8-38)整理取倒数得:

$$\frac{1}{t} dt = \left[-\frac{u - \frac{1}{2\alpha}}{\left(u - \frac{1}{2\alpha}\right)^2 - \frac{2\alpha+1}{4\alpha^2}} + \frac{\frac{1}{2\alpha}}{\left(u - \frac{1}{2\alpha}\right)^2 - \frac{2\alpha+1}{4\alpha^2}} \right] du \quad (8-39)$$

为求积分, 式(8-39)可作如下调整:

$$\begin{aligned} \frac{1}{t} dt &= \frac{u - \frac{1}{2\alpha}}{\left(u - \frac{1}{2\alpha}\right)^2 - \frac{2\alpha+1}{4\alpha^2}} du \\ &+ \frac{1}{2\sqrt{2\alpha+1}} \left[\frac{1}{\left(u - \frac{1}{2\alpha}\right) - \frac{\sqrt{2\alpha+1}}{2\alpha}} - \frac{1}{\left(u - \frac{1}{2\alpha}\right) + \frac{\sqrt{2\alpha+1}}{2\alpha}} \right] du \end{aligned} \quad (8-40)$$

式(8-40)两边求积分得:

$$\begin{aligned} \ln ct &= -\frac{1}{2} \ln \left[\left(u - \frac{1}{2\alpha}\right)^2 - \frac{2\alpha+1}{4\alpha^2} \right] + \frac{1}{2\sqrt{4\alpha+1}} \\ &\left[\ln \left(u - \frac{1}{2\alpha} - \frac{\sqrt{2\alpha+1}}{2\alpha}\right) - \ln \left(u - \frac{1}{2\alpha} + \frac{\sqrt{2\alpha+1}}{2\alpha}\right) \right] \end{aligned} \quad (8-41)$$

$$\text{得出: } t^2 = c \left[\frac{D}{t} - \frac{1 + \sqrt{4\alpha+1}}{2\alpha} \right]^{\frac{1}{\sqrt{4\alpha+1}} - 1} \left[\frac{D}{t} - \frac{1 - \sqrt{4\alpha+1}}{2\alpha} \right]^{\frac{1}{\sqrt{4\alpha+1}} - 1} \quad (8-42)$$

通过数值解法去求解方程, 得到公司管理者的战略均衡 $D(t)$ 和投资者的战略均衡公司的市场价值 $V_0(D)$ 。

股利信号传递博弈实际上是不完全信息情况下的斯坦克尔伯格博弈, 公司管理者是领头者, 投资者是尾随者。管理者发信号时, 会预测到投资者将根据他发出的信号对自己公司类型进行判断, 因此选择一个最优的类型依存信号战略。同样, 投资者知道公司管理者选择的是给定类型和考虑信息效应情况的最优战略, 因此, 使用贝叶斯法则修正对公司管理者的类型的判断, 给公司以最准确的市场评价。上述精炼贝叶斯均衡意味着, 尽管投资者不能直接观察到公司的质量, 但他们可以通过观察公司的股利发放水平来判断公司的质量, 越是高质量的公司, 越不害怕发放股利。

六、代理理论

代理理论的发展是以信息经济学为基础的, 它进一步放宽 MM 的理论有关无代理成

本和充分信息的假设,形成了对股利分配政策新的解释。该理论认为,如果公司经营者与投资者之间利益一致,公司经营者与投资者之间就不存在代理问题。如果双方利益出现冲突,股东也有能力强迫经理们依照股东利益最大化原则行事。但是,在实际中经营者与股东间利益不完全一致,并且存在信息不对称的情况,公司经理们与股东之间的代理问题便或多或少地出现。

Jensen 和 Meckling(1976 年)尝试通过代理理论解释股权结构对股利政策的影响。他们认为,对管理层而言,股权结构越分散,管理者拥有公司股票的比例越少,管理者对公司盈利的要求就越少,所有者与经营者利益就越不一致,管理者就越有冲动不断增加投资以扩大自己的权力范围。而这些“冲动投资”很可能是非理性的,从而损害了股东的利益。从投资者而言,随着公司股权结构的分散程度加大,投资者持有股份比例就越小,投资者获取公司信息的相对成本就越高,因此股权越分散的公司,股东监督管理者行为的积极性越低,越需要高股利政策向广大股东传递公司的信息。因此,股权集中的公司,委托人与代理人利益基本一致,因此他们之间信息不对称程度也较低,对股利传递的信息的要求程度也较低。比如家族企业和受银行和产业集团控制其经营的大公司便是如此。如果代理人利益与委托人基本一致时,那么代理人与委托人之间的信息传递迅速、可信度高。相反,股权分散的公司委托人与代理人之间利益不一致,信息不对称程度较高,对股利传递的信息的要求程度也较高。该理论解释了这样一个事实:主要依靠资本市场融资、股权结构分散的美国等国公司倾向于采取高股利政策,而主要依靠银行融资、股权结构集中的日本等国家的公司倾向于采取低股利政策。

约瑟夫(Rozeff,1982)认为,支付股利一方面可以降低代理成本,另一方面却增加交易成本。公司股利政策的确定是在这两种成本之间进行比较,形成最优化的决策,其目的是使总成本最小。

伊斯特布鲁(Easter book)于 1984 年在《美国经济评论》上发表《股利的两种代理成本解释》(Two Agency-Cost Explanations of Dividends)。文章认为,在现代公司制中,经理行为不会与股东利益完全一致。对投资者而言,必须有一套机制能保证经理按照股东利益最大化的原则行事。

他指出,较多地派发现金股利至少具有以下几点好处:其一,将公司的很大一部分盈利返还给投资者,管理层可支配的闲余现金必然相应减少,这可在一定程度上抑制公司管理者扩张权力的欲望,防止非理性投资的出现。其二,较多地派发现金股利、减少留存收益,会迫使公司再融资时更加依赖资本市场,迫使管理层考虑股东利益,这有利于增强公司信息的透明,减少代理成本。

最近,帕塔等学者将代理理论与股东权益保护结合起来分析股利政策,从法律角度来研究股利分配的代理问题。这类研究的主要结论有三条:

第一,股利分配是法律对股东实施有效保护的结果。

第二,在法律不健全的情况下,股利分配可以在一定程度上替代法律保护。有信誉的公司可以通过股利分配这一方式,逐步建立起善待投资者的良好声誉。

第三,受到较好法律保护的股东,愿意耐心等待当前良好投资机会的未来回报,而受到较差法律保护的股东则没有这种耐心。他们为了获得当前的股利,宁愿丢掉好的投资机会。

七、剩余股利理论

剩余股利理论以企业生存发展实际投资的融资需求为出发点,考虑股票发行费用,认为在现实经济中,高额的股票发行费用必然对企业的股利政策有较大影响。由于发行费用的存在,企业发行新股的成本高于内部留存利润的成本,因此发行费用改变了企业对是采用内部融资还是靠发行新股来融资的漠不关心的态度。因此该理论认为,企业利润首先应保证企业发展所需,只有当利润超过未来投资需要时,企业才应发放股利。因此,企业在股权融资时,首先使用内部资金,只有当内部资金充分利用后,才考虑发行新股。在满足所有投资后,如果内部资金还有剩余,则支付股利,如果没有剩余,就不付股利。

剩余股利理论解释了迅速成长的公司几乎不发放股利,而成熟的、发展比较平稳的公司则倾向于实施高股利政策的事实。

八、基于行为金融学的股利政策理论

股利政策是公司金融的基本问题,自然引起了行为金融学研究者的浓厚兴趣。行为金融学者通过对米勒和莫迪格利安尼提出的资本市场理性有效假设进行修正,结合心理学的研究成果,提出了不少有价值的理论。行为金融学者认为,投资者对股利的偏好驱动了公司股利政策,或者说公司管理者迎合投资者的股利偏好制定股利政策。

(一)林特纳理论

林特纳(Lintner,1956)对美国28家上市公司的财务主管就股利政策问题进行了调研,他根据搜集到的翔实资料提出了股利行为模型。在该模型中,公司首先做的是制定一个发放股利比例的“公平目标”,所谓公平是指:盈利后根据所持股份进行利润分配对每一个股东来说是公平的。因此,当盈利增加时,股利支付比例通常会低于目标水平,管理层将会面对是否增加股利的选择。同样,盈利减少时,管理层也会面临减少股利发放的客观要求,林特纳发现只有当公司绝对有信心在将来不会降低股利比例时才能提高股利。

他得出三条具有价值的经验结论:

第一,设立股利目标不是公司价值最大化或股东税后利润最大化的要求;

第二,公司管理者认为稳定支付现金股利的公司存在现金股利溢价;

第三,投资者对公司增加和减少现金股利的态度具有不对称性。

（二）谢夫林梅—斯塔特曼理论

谢夫林梅和斯塔特曼 (Shefrin & Statman) 针对投资者为什么偏好股利提出了一些行为解释。

第一个观点建立在自我控制理论基础上。自我控制是这样一个问题：比如一个严重酗酒的人，努力想戒酒，告诉自己明天我一定不酗酒，但是，到了明天，走进餐馆时又喝了很多。为了解决这样的问题，人们通常通过制定制度，比如为了存钱，规定每月只消费丈夫的薪水，将妻子的工资存入银行，这样来控制自己过度消费的问题。同理，人们有可能制定仅消费股利收入的制度，坚决不动用投资组合资本。也就是说，人们喜欢股利的一个原因可能是能帮助他们克服自我控制问题。

第二个观点建立在前景理论基础上。即投资者对损失和收益区别对待，进而提高股利对投资者的效用。比如，某一年公司股票每股价值提升 50 美元，公司可以不发放股利而通过资本利得返还投资者。公司也可以通过发放 20 美元的股利和 30 美元的资本利得返还投资者。我们知道，第一种方式下投资者的效用为 $v(50)$ ，第二种发放股利情况下投资者的效用为 $v(20) + v(30)$ 。效用函数是获利段决定的曲线，由于效用曲线具有凹函数的性质，可知第二种方式的效用大。

同理，当公司每股股票价值一年下降 50 美元时，投资者的损失可以全部由资本损失体现，公司也可以向投资者发放 20 美元的股利，70 美元的资本损失。由前景理论可知，第一种方式下，投资者效用为 $v(-50)$ ；而第二种方式下为 $v(20) - v(70)$ 。效用函数 v 是损失段决定的曲线，由函数性质可知，第二种方式下的效用仍大。

可以看出，投资者对整个收益和损失区别对待的心理因素是效用不同的心理基础，公司通过发放股利更容易迎合投资者的这种心理。

第三个观点建立在后悔厌恶理论基础上。它是指当人们做出了错误的决策时，会对自己的决策感到痛苦。通过发放股利，公司能帮助投资者避免后悔。当投资者原以为这样做会带来很大收益时，而事实上却不能，这时投资者是很尴尬的。同时，如果起初采取某一行动将会获得高收益而没有采取时，投资者也会后悔，但相对于前者次之。比如，某公司不发放股利，一个投资者要消费不得不将其股票卖出。如果这只股票随后涨了，投资者将后悔自己当初卖出该股票，但如果这只股票在卖出前发放过股利，将减少投资者的后悔。

（三）迎合理论

在过去的四十年中，有效市场假说受到了理论和实证挑战。Baker 和 Wurgler 的迎合理论 (1981) 放弃了市场有效性这一假设，建立了关于股利的一个理论模型。该模型建立在以下三个观点之上。

1. 投资者对股利的喜好随时间变化可能发生变化

显而易见，在实际中，投资者在心里经常会对股票归类。比如，小盘股、蓝筹股、概念

股、成长股、重组股等。现在我们假定投资者按照公司发放股利的情况对公司进行分类,并由此对各种证券有所把握,这些参照将会在投资决策过程中体现出来。假定投资者以是否发放股利作为分类依据是有道理的。比如,经济评价机构也采用以是否发放股利为标准来对公司归类的方法,成熟的、有资信的公司大多发放股利等。在现实中,人们普遍的观点认为发放股利的股票风险相对小。Graham Dodd(1951)、Gordon(1959)都赞成这一观点。米勒(Miller)和莫迪格利安尼(Modigliani)还对此进行过实例论证。随着共同基金、养老基金的发展,许多退休的投资者更偏爱发放股利的股票,他们将股利看作是自己的收入,因此对每季度的稳定分红比每天股价的变动更吸引他们的注意。

如果投资者用股利去推测公司的投资计划,股利就非常重要了。有的投资者认为不发放股利的公司有好的投资项目;反之,则认为公司投资机会不多。总的来说,如果投资者对公司总体经济的成长持乐观态度时,他们倾向于不希望公司发放股利。可见对股利需求的时间变化是与投资者对投资机会的乐观程度相关联的,即使不考虑上述因风险承受力的变化,这种对股利的不同态度也使投资者不知不觉将股利作为区分公司的一种标准。

现实中的制度摩擦也会导致投资者更加理性地对待股利。制度摩擦包括不完全市场存在交易成本,税收和制度对投资的限制。一个最明显的例子是,许多国家有对消费的限制。有些投资者可能把发放股利作为公司慎重投资的表现。不完全市场可能导致投资者的不同需求。1974年的ERISA事件使投资者提高了对养老基金的注意,1975年发放股利的成本降低和税收制度的改变都影响到了对这两类股票的需求。投资者以此种分类进行投资,可能高估或者低估某一公司股利消息的影响。总之,即使没有任何对现金股利的明显偏好,这种分类投资本身足已导致对这两类股票需求的变化。

2. 套利是有限的

在有效市场假设条件下,由于信息充分和套利交易的存在,公司是否发放股利不会影响股票的价值。比如,市场上存在两个本质完全相同但因股利政策而出现价差的股票,套利者必然进行买低卖高的套利,这便能消除市场对公司股票的错误定价,使股利政策与公司价值无关。所以由于套利竞争的存在,套利不可能是无限的。

3. 公司管理者理性地制定股利政策

假设公司管理层制定股利政策的目的是满足投资者的需求。当投资者对公司股票给予溢价时,管理层将认为投资者需要股利,于是发放股利,反之将不发放。现金股利满足了投资者对股票的现时偏好,但并不等同于股东价值最大化。在不完全市场上,管理者不得不在短期利益和长远利益之间做出抉择。

基于以上观点,Baker和Wurgler认为,市场上存在着以是否发放股利对公司进行分类的投资者,于是公司自然被视为两类。投资者对这两类公司的兴趣及股利偏好会发生变化,从而对股票价格产生影响。管理者通常制定股利政策迎合投资者,以获得股票溢

价。当投资者是风险回避型时,他们偏好发放现金股利的股票,于是管理层选择支付现金股利。同样,如果投资者偏好股票股利,对股票股利股票给予溢价时,管理者就改为股票股利。

第三节 中国企业股利分配的现状与发展趋势

一、我国证券市场概述

1990年12月19日,上海证券交易所成立,标志着我证券市场大发展时代的来临。十几年来,我国证券市场从无到有不断发展壮大,现已成为拥有1 300多家上市公司、总市值3万多亿、年成交量3万多亿、总股本7 000亿股的一个巨大的市场(参见表8—2)。

表8—2 中国证监会统计数据

	上市公司数	市价总值(亿元)	流通市值(亿元)	总股本(亿股)	开户数(万户)
1998.1	752	18 223.9	5 376.65	1 953.18	3 387.19
1999.1	860	19 486.9	5 769.4	2 551.76	3 928.64
2000.1	955	30 415.7	9 623.39	3 105.61	4 515.43
2001.1	1 100	48 497.99	16 205.3	3 868.15	5 879.72
2002.1	1 164	39 122.34	12 873.25	5 251.21	6 673.63
2003.1	1 229	42 530.47	13 824.93	5 925.52	6 895.93
2004.1	1 290	45 456.48	14 301.43	6 462.43	7 039.87
2005.1	1 377	34 877.62	11 067.77	7 151.96	7 221.05

资料来源:中国证监会统计数据 www.csrc.gov.cn。

我国证券市场虽然发展较快,但由于起步较晚,当前仍然处于发展初期,市场存在很多体制上的深层次问题。由于历史的原因,我国市场总体定位仍然存在偏差,由此带来的一系列问题十分突出。

首先,上市公司盈利能力有待进一步提升。我国在创立证券市场之初的战略考虑中既有利用证券市场深化改革的目的,也有为国有企业融资、缓解国有企业压力的目的。这就造成了上市公司良莠不齐的现象。

其次,公司治理问题没有得到妥善的解决。我国证券市场股票较长期规模较小,股票供不应求,因此存在融资容易、改革难的问题,结果导致政府在实际操作过程中难免出现重视融资、回避改革的倾向。改革的滞后,使得上市公司缺乏改善经营的外部压力。

再次,国有股与流通股股权分裂,国有股一股独大,使得公司治理问题迟迟得不到解

决,严重束缚了上市公司的发展内在积极性。可喜的是,这一问题目前已逐步解决。

最后,缺乏有效的法律约束和市场监管,市场的违规成本很低。由此,上市公司行为的主要目的便在于融资而非股东利益最大化,上市公司没有激励去创造利润多分红。这些是导致我国市场股利与股票价格相关性较差的直接原因,投资者无法获得投资收益,只能进行投机操作,因此购买股票者更多地看重的是股票价格的涨跌,对股利本身较少关注。

因此,只有尽快建立起一个公平、公正、公开、透明、高效的市场,才能从根本上解决股利分配中的一系列问题。相信随着改革的进一步的深化,法律法规的进一步健全,历史遗留问题将会逐步得到解决,投资者的权益能够得到有效的尊重和保护。我国的证券市场在经历痛苦的转型期之后,必将走上健康、稳定的发展之路。

二、我国企业股利分配的现状

目前我国上市公司的股利分配具有分红少、派现比率低、转送多、非良性分红不断增加的特征。同时,分红经常伴有再融资行为也是我国证券市场的一大特色。相比投资者的付出,股利收益非常少(参见表 8—3)。

表 8—3

二级市场投资者总体收益情况

单位:万元

2001 年 6 月~2004 年 12 月股民付出的资金总和	248 493 881.2
流通股东累计分红收益	6 171 465.0
投资者剩余市值与分红总和	116 720 222.0
股民自 2001 年 6 月~2004 年 12 月盈亏	-131 773 659.2
2001 年 6 月~2004 年 12 月配股、增发再融资	8 610 284.3
1994 年~2004 年 11 月交易印花税	20 049 219.0
1994 年~2004 年 11 月券商手续费	20 555 034.8

资料来源:根据《中国证券期货统计年鉴》数据整理。

(一)股利分配少,支付率低

我国证券市场上市的公司整体的股息支付很低,从全市场看,现金分红并不能成为回报投资者的主流手段。由表 8—3 可知,2001~2004 年,上市公司给股民的全部股利回报仅占股民投资总额的 2.48%,还不足投资者缴纳的交易印花税和交易手续费等交易成本的 21%。股利的投资回报率远不及国债。

在我国上市公司中,不分红的上市公司占有很大比例,分红公司中高分红的比例低。以 2004 年数据为例,该年度总共有 727 家上市公司分红,仅占上市公司总数的 52.79%。在这 727 家中,每股分红在 0.1 元以下的公司有 377 家,占全部分红公司的 51%,每股分

红超过 0.3 元的高分红公司仅有 50 家左右^①。可见在有支付能力的上市公司中,股息支付率也极低。在 2000 年之前,我国上市公司分配的比例不足 10%,2001 年度有盈利但不进行现金分配的公司达 274 家,占上市公司总数的 23.53%。在分配预案中实施现金分红的 668 家公司中,现金股利支付率在 25% 以下的公司有 120 家,其中每股收益超过 0.80 元的 5 家公司现金股利支付率低于 15%。不考虑超能力分配的 53 家公司,有分配能力的上市公司平均现金股利支付率也仅为 35.3%。再以上海 30 指数和深成指为例。上海 30 指数的 30 家上市公司 1999 年、2000 年、2001 年股利支付率分别为 28.97%、39.7%、37.3%,三年平均为 35.34%;深圳成指的 40 家上市公司这三年的股利支付率分别为 23.81%、33.6%、48.4%,三年平均为 34.7%,远低于国际市场 50% 的水平^②。可见,上市公司的股利分配水平不论单从数量上还是从支付率上来说,都是较低的。

(二)非良性分红较多

非良性分红是指有损上市公司利益或存在显失公平的不合理分红行为,主要表现为超能力派现、大股东恶意侵占派现等行为。

超能力派现是指上市公司超出自己财务能力的、具有透支性质的派现。比如,2001 年承德露露每股收益 0.38 元,派现 0.66 元;长城电脑每股收益 0.156 元,每股派现 0.2 元;深科技 A 净利润为负值,每股派现 0.06 元就属于这种行为。这种派现方式虽然暂时使股东得到收益,但对上市公司进一步生存和发展的长远利益有巨大损害。

大股东恶意侵占派现是指大股东利用每股出资额的巨大差异,通过高派现掠夺中小股东的行为。以用友软件为例,该公司 2001 年度分配方案为:每股派现 0.6 元(含税)的高比例现金派息分配方案。用友的管理层实际出资 8 000 万元,持有法人股 7 500 万股,而流通股只有 2 500 万股。按股权比例分配,原出资 8 000 万资产的大股东,按 75% 的股权应分得红利 4 500 万元,实际出资 20 亿元的二级市场投资者分得红利 1 500 万元。由于我国股权分置的状况的存在,股权结构不合理,大小股东利益取向不同,因此,类似用友软件这样的大股东恶意派现的例子在我国仍然不少。

(三)股票股利多,现金股利少

上市公司普遍有保留现金和股本扩张的偏好,因此,在分红中以送红股代替派现的情况不少。2002 年年报数据显示,分配预案中有分红送、转的上市公司有 659 家,占当时上市公司总数比例为 53.63%。在 2003 年年报中,共有 420 家上市公司的分配预案包含有分红送、转的股票股息,占当时上市公司总数的 32.6%。其中高于或等于 10 送 3 股比例的只有 11 家公司,高于或等于 10 派 3 元比例的仅有 45 家公司。可见上市公司是在采用股票股息的方法替代现金股息,从而留存较多的现金在公司内部。

① 根据中信证券统计数据整理, www.ecitic.com。

② 根据《中国证券期货统计年鉴》有关数据整理。

现金股利少和上市公司盈利能力不足有密切关系,我国上市公司在盈利能力有限的情况下,股息大幅增长的可能性较小。1999年和2000年的上市公司中,平均只有453家和592家能够保持盈利确认和现金流的同步,表明半数以上的公司盈利质量不理想^①。同时,我国市场建设处于初期阶段,缺乏对投资者的保护意识,对上市公司规范和监管缺乏有力的约束。因此,必须不断提高上市公司质量,加强市场规范。只有这样才能改变我国市场低分红的局面。

(四) 分红与再融资关系密切,既分红又配股

上市公司股利政策与融资目标密切相关,我国许多上市公司的市场行为以融资为目标。因此,我国存在大量既分红又配股的矛盾现象。长期以来,我国证券市场处于相对较小的规模,为上市公司高溢价融资提供了客观的刺激条件,由于历史和现实的一些因素,上市公司普遍存在重融资、轻回报、忽视投资者利益的行为。

1994年,中国证监会发布了《上市公司配股的通知》,规定公司上市公司配股“须最近三年内连续盈利,公司净资产税后利润率三年平均在10%以上”。1996年,证监会又将申请配股的必要条件修改为“最近三年内净资产税后利润率每年都在10%以上”进一步提高了上市公司再融资的门槛。^②2000年,证监会确定把现金分红作为公司再筹资的必要条件。这一新的规定迫使许多公司放弃以往不分红的股利政策,推出了许多与送红股相配合的分配方案。需要指出,按照股利分配代理成本理论,股利支付可降低代理成本,并避免权益资本的累积,同时促使企业向外部筹资,以实现股东利益最大化,应该说这种现象本身有其存在的合理性。但向外筹资隐含的条件是管理者有能力获得较高的回报,这与通过分红来虚增净资产收益率有着本质的区别。应该说,以上这些措施起到了保护投资者、约束上市公司的作用具有积极的意义。但另一方面,我们必须注意到,在缺乏有效监管的环境下,也刺激了一部分上市公司采用各种手段操纵利润。

为了达到再融资的目的,我国许多上市公司存在着利润操纵的行为,这些行为主要包括提高账面利润和降低净资产。而降低净资产的做法则主要是通过采取股利分配即现金分红的方法来达到。公司净资产即股东权益,由股本、资本公积金、盈余公积金、未分配利润四项组成。毫无疑问,现金红利支付得越多,未分配利润越少,净资产值也就越低,相应就会提高净资产收益率。相比较而言,如果公司采取送股的分配方式则没有这种效果。以1997年配股要求最严的时期为例,共有50家上市公司通过发放现金股利达到了配股要求。采取发放现金股利以降低净资产额,从而提高净资产的收益率的做法,非常具有迷惑性,表面上看它增加了股东的收益,传递了公司未来发展的良好信息,但如果搞现金股利伴随着再融资行为,则既分红又配股的行为无异于上市公司是以高股息之饵垂钓再融

① 孙怀启:《我国上市公司盈利质量实证研究》,硕士学位论文,辽宁大学,2002年。

② 参见中国证监会网站, www.csrc.gov.cn。

资之鱼。

综上所述,我国上市公司的股利政策存在许多差强人意的地方。其中存在许多历史和现实的原因,国家整体的政治经济环境、法制环境和市场环境对上市公司的股利政策有决定作用,改变股利分配不合理的局面必须依靠深化改革来解决,只有逐步解决体制性的障碍,才能从根本上解决股利分配中存在的诸多问题。

三、股利分配的发展趋势

随着我国证券市场改革的逐步推进,各种市场规范制度不断完善,我国证券市场正在朝着公平、公正、公开的高效市场发展。同时,随着市场规模的扩大,监管力度和法制建设的加强,我国上市公司的股利分配政策必将发生一些新的变化。

(一)股利在投资收益中的重要性将会增大

从总体上讲,上市公司质量将逐步提高,利润率将会不断提高,公司盈利的提高有利于支付更多的现金股利,股利分配将会有更为可靠的保证。由于整个市场逐步转变成具有投资价值的市场,股利收益将成为投资总收益中重要的组成部分。

(二)股利政策将会逐渐合理

股权分置问题的解决使得大股东与小股东的共同利益不断扩大,大股东与小股东股利分配之间的利益冲突将逐渐减弱,由此带来的股利分配的不合理性也将减弱,股利分配政策将日趋理性合理,包括中小股东在内的全部投资者可望得到良好的股利回报收益。

(三)股利政策与再融资政策相关性将会有所降低

股权结构的变化将会导致公司治理结构的进一步改善,经理人将面临更多的外部压力,这有利于其以股东利益最大化原则决定股利政策。过去,经理人员在决定股利政策的时候经常把大股东利益放在首位,股利政策往往受到融资政策的影响;将来,可能会有相当多的公司股利政策与融资政策的关联度降低。这对保护中小投资者合法权益无疑具有良好的作用。

(四)非良性分红将会减少

随着监管力度加强,违法违规比例将会大大降低,优秀公司可望通过股利政策展现自己,随着优胜劣汰良性竞争的出现,股利政策将会更多传达出公司的信息。现金股利分配的比例将会逐步提高,非良性分红比例将会逐步降低。

总而言之,虽然目前的改革仍处于十分艰难的阶段,但是可以预见,未来我国上市公司的股利政策应该是以股东利益最大化为原则,以公司真实经营业绩为基础,以良好的公司治理结构为保证的理性的股利政策,即对债权人、股东、公司管理层均比较公平合理。而股利分配总的趋势也应该是股利整体水平不断增加,现金股利比重不断增加。

案例 8 X 公司的发展之路

一、X 公司的招股说明书部分内容

1. 本公司拟注册股份为 20 000 万股。
2. 集团公司为本公司之惟一发起人,以其生产经营性资产合计 22 998 万元投入本公司,按 1:1.533 的比例折为国有法人(发起人)股 15 000 万股。
3. 股权、股本情况见表 8—4。

表 8—4 公司股权和股本情况

	持股数(万股)	股权比例(%)
国有法人(发起人)持股	15 000	75
社会公众持股	5 000	25
其中:公司职工持股	500	2.50
(合计)总股本	20 000	100

4. 税收及利润。

1994~1995 年度集团公司所得税以应纳税所得额的 33% 计算纳税。1996 年度集团公司按所得税税率 33% 先征收,后全部返还。参见表 8—5。

表 8—5 公司年度利润和所得税表 单位:元

	1996 年	1995 年	1994 年
利润总额	89 441 659.38	85 469 201.82	84 863 427.61
减:所得税	—	26 113 662.33	21 137 817.22
净利润	89 441 659.38	59 355 539.49	63 725 610.39

5. 股票发行价格为每股 7.08 元。

发行价格依据中国证监会证监发字(1996)423 号文中有关规定计算;发行市盈率为 15。

$$\begin{aligned}
 \text{发行价格} &= (1994 \text{ 年、} 1995 \text{ 年、} 1996 \text{ 年每股税后利润之和} / 3) \times \text{发行市盈率} \\
 &= [(0.5963 + 0.3957 + 0.4248) / 3] \times 15 \\
 &= 7.08 (\text{元/股})
 \end{aligned}$$

本次股票发行预计实收金额为 34 248.5 万元。

6. 净资产。

发行后净资产总额57 246.5万元,发行前每股净资产 1.533 元,发行后每股净资产 2.86 元。

二、上市发行后 1997 年报的所得税及利润情况

1. 税率。

本公司所得税以应纳税所得额的 33%计算纳税。

2. 优惠税率及文号。

××市财政局同意本公司上市后,依法缴纳所得税超过 15%税赋部分,由市财政局实行先征后返,返还资金并入企业税后利润统一进行分配。

表 8-6

X 公司年度所得税和利润情况表

单位:元

	1997 年	1996 年	1995 年	1994 年
利润总额	120 428 559.1	89 441 659.38	85 469 201.82	84 863 427.61
减:所得税	18 064 283.9	0	26 113 662.33	21 137 817.22
净利润	102 364 275.2	89 441 659.38	59 355 539.49	63 725 610.39

三、X 公司招股说明书及年报分析

1. 集团公司发起人每股成本 1.533 元,发行价格每股 7.08 元,二级市场投资成本是发起人的 4.62 倍。

2. 二级市场上市当天开盘价 17 元,二级市场投资者持股成本是集团发起人的 11.1 倍;二级市场历史最低价为 12.46 元,以此价格购买,持股成本仍是发起人成本的 8.13 倍。

3. 如按发行价计算,公众投资额至少为34 248.5万元,占净资产总额57 246.5万元的 59.82%,实际持股比例为 25%。集团公司占有 75%的股权,保持大股东的绝对优势地位。

4. 上市发行当年,税务机关免除当年全部企业所得税,而上市前两年及上市后均未免除,这使得上市当年“虚增利润”50%。如不免除所得税,1996 年企业净利润应为 59 627 772.7元,与上市前一年(1995 年)59 355 539.49元相比,基本持平,与 1994 年相比实际是下降的。这构成了企业快速增长的假象。

5. 按《招股说明书》所宣布上市股票发行价格计算方法,由于提高了最后一年的每股净收益。“虚增利润”至少为上市公司多融资4 949.2万元。相当于公司前一年全部净利润的 83%。由于企业按 15 倍市盈率发行,但由于减税所造成“虚增利润”的影响,实际市

盈率应上调为 17.53 倍。

我们之所以说是“虚增利润”，不是指企业没有获得此项收入，而是因为这些利润的获得是由于企业上市当年税务机关全部免除所得税，而这种增长一则不依赖于企业自身获利能力的提高，再则全部免除所得税是一种临时行为，不可能持久，所以不能以此作为企业长期价值的判断。

四、第一次配股分析

X 公司(2001 年)配股说明书摘要如下：

1. 配售比例：按 1999 年末总股本 24 000 万股为基数，每 10 股配售 3 股。本次实际配股数量：1 980 万股；其中：国有法人股 180 万股，社会公众股 1 800 万股，国有法人股可获配股数为 5 400 万股，该股东××集团公司已经书面承诺以现金方式认配其应配部分的 180 万股，其余部分配股权放弃，放弃部分不再转让。配售价格：每股 11.00 元人民币。

2. 募集资金：预计可募得资金 21 780 万元人民币，其中国有法人股可募集资金 1 980 万元，社会公众股可募集资金 19 800 万元，扣除本次配股的承销费、中介机构费用和其他费用，预计实际可募集资金约 21 338 万元人民币。

本次配股若全部募足，本公司的股权结构如表 8—7 所示。

表 8—7 配股后的股权结构 单位：万股

股份类别股数	比例(%)	变化
国有法人股 18 180	69.98	—5.02%
社会公众股 7 800	30.02	5.02%

由此可知：

1. 这次配股大股东只象征性地参与，参与比例仅为公众股东的 10%。
2. 11 元配股价格高。仅配股 1 800 万股，募集资金约 21 338 万元。
3. 第一次招股大股东放弃 25% 股权换来 34 248.5 万元的融资。这次配股仅仅放弃 5.02% 的股权获得了 19 800 万元的融资，不公平明显加重。第一次公开发行时候的投资公众投资者若参与配股，则总共投资 5.4 亿元，得到 30.02% 的股权。

五、第二次配股分析

该公司在 2001 年配股后又于 2004 年进行了再次配股。配股比例 10 配 3，配股价 11 元，这次配股大股东没有参与，公众用于配股的投资额为 32 873.4 万元，得到 2 988.5 万股，占总股本的 5.79%。

表 8-8 配股前后的股权结构变化

	比例	变化
国家股	64.19%	-5.79
流通 A 股	35.81%	5.79
总股本	100%	0

表 8-9 公众每获得 1% 股权所支付的代价 单位: 万元

1996 年首发	2 740
2001 年配股价	3 944.22
2004 年配股价	5 677.62

如果考虑 1996 年在二级市场以 14 元左右购买该股票的公众, 每获得 1% 股权实际投资额约为 2 740 万元, 可见, 配股价格上远远高于发行当年市场价格(尽管这一价格已经很高), 即使考虑到资本增长的事实, 公众投资总额与大股东投资总额相比较所得到的结果也是极为不公平的, 公众总投资总额为 8.69 亿元, 大股东集团公司出资额为 2.49 亿元, 公众在付出 3.49 倍于发起人的资本后, 得到的股权比例却只有 35.81%。

大股东以 2.49 亿元的投资获得了巨大的收益, 保守估计仅股利收回投资为 2.4 亿元, 在上市公司持有的净资产(截至 2005 年 1 月, 完成第二次配股后)达 12.9 亿元。从 1996 年上市到 2004 年底 8 年中净资产增长 5.37 倍, 年复合增长率为 23.38%。对集团来说, 确实实现了资产快速增值。

六、小结

事实上这家公司基本面情况良好, 但在我国市场, 即使是这样一家优秀的公司, 融资行为也如此频繁, 以至长期投资者难以获利。我们研究发现, 由于不平等的投资地位, 过高的投资成本, 以及一次次不停的追加投资, 公众投资者无法从投资中得到好处, 他们以 8.9 亿元的总投资仅换回 7.16 元净资产和 1.34 亿元的股利, 八年投资亏损 0.4 亿元。

思考题

1. 该公司采用了哪些股利政策, 其原因是什么?
2. 该公司股利政策与融资政策之间的关系是什么?
3. 根据股票交易历史纪录, 该公司股价呈持续上升趋势。你认为这与该公司股利政策是否相关, 为什么?

第九章 企业的短期财务理论与实践

企业的短期财务管理主要是指流动资产的管理。流动资产是指在一年内或一个经营周期内变现或运用的资产,主要包括现金、各种存款、短期投资、应收及预付账款、存货等,是企业全部资产中最活跃的部分。流动资产的配置和管理是企业管理的重要组成部分,流动资产过多,会增加企业的财务负担,从而影响企业的利润;流动资产不足,则易导致企业资金周转不灵,影响企业的正常运营,因此,合理配置流动资产需要量在财务管理中具有重要地位。

不同的流动资产其占用量也不同,其中存货占用量是比较稳定,具有一定的规律性,而且占用量很大,通过制定定额并对其存货实行定额管理是使这部分流动资产趋于合理、减少浪费、降低成本的重要途径。相对而言,货币资金和应收账款则占用量不稳定,规律性不强,虽然所占比重较小,但是在细化管理中也是不能忽视的。

第一节 存货管理

一、存货管理的内容

存货是一个财务概念,指企业在生产经营过程中持有以备出售,或者仍然处在生产过程,或者在生产或提供劳务过程中将消耗的材料或物料等,包括库存中的、加工中的和在途的各类材料、包装物、低值易耗品、委托加工物资、商品、在产品、半成品、产成品等。因此,存货包括下列三类有形资产:第一,在日常生产经营过程中持有以备出售的存货,指企业在日常生产经营过程中处于待销售状态的各种物品,如工业企业的库存产品、商品流通企业的库存商品等。第二,为了最终出售目前尚处于生产过程中的存货,指为了最终出售但目前尚处于加工过程中的各种物品,如委托加工物资、工业企业的在产品和自制半成品。第三,为了生产供销售的商品或提供劳务将被消耗的存货,指企业为产品生产或提供

劳务而储存的各种物品,如工业企业为生产产品而储存的原材料、燃料、包装物、低值易耗品等。

存货又是一项重要的流动资产,它的存在势必占用大量的流动资金。在一般情况下,存货占企业总资产的30%左右,其管理、利用情况如何,直接关系到企业的资金占用水平以及资产运作效率。另外,从市场营销的角度来看,存货作为企业物流的重要成分,其成本降低的潜力比任何其他市场营销环节要大得多,如企业物流成本占营销成本的50%,其中的存货费用大约占35%,而物流成本又占产品全部成本的30%~85%;在美国,直接劳动成本不足工厂成本的10%,全部生产过程只有5%的时间用于加工制造,余下95%的时间都是储存和运输。因此,有学者称降低存货成本已经成为企业的“第三利润源泉”。

二、存货管理方法

(一)传统的存货管理方法

1. 归口分级管理

所谓归口分级管理法,是指在总经理(厂长)和总会计师的领导下,以财务部门为核心,按照用、管、算相结合的原则,将存货的定额和计划指标,按各职能部门所涉及的业务归口,再按其对口分解、分级落实到车间、班组以及个人负责的管理制度。首先,财务部门作为存货管理的综合部门,在核定存货资金定额的基础上,统一编制企业存货计划,将指标归口给供应、生产和销售部门;其次,各归口管理部门将分管的定额和计划按照具体情况进行分解,落实到仓库、车间、班组等基层,实行存货指标的分级管理。在下达的流动资金定额内,各归口部门有权灵活安排和运用资金。最后,由财会部门统一组织企业存货的核算、检查和分析工作,按承担责任奖功罚过。

2. 定额控制

所谓定额控制法,是指从满足生产经营的需求和最大限度地节约资金的目的出发,采取一定的方法,确定生产经营过程中的存货资金的数量标准,据以对存货资金的占用和费用支出进行有效的控制。定额管理通常是与归口分级管理结合起来,通过纠正偏差达到有效控制。对固定成本而言,由于在相关范围内相对稳定,将资金项目控制在定额之内并尽可能使之降低具有积极的意义,但对于变动成本来说,随着业务量的变化,该类成本也是变动的,因此,发现定额超支需要分清原因,力图剔除正常占用部分,使非正常占用部分降到最低限度。

3. 挂签控制

挂签控制法是指对主要存货都悬挂一张记载永续盘存记录的标签,在标签上载明各种信息的卡片,其中包括存货的名称、编号、经济批量、订货点、收入、发出、结存等基本资料。这种方法简单易行,能随时观察存货的收支结存数量,能及时组织订货,有利于做好存货控制工作。但如果存货较多,收发频繁,则工作量将很大。

(二)现代存货管理方法

1. ABC 分类控制法

(1) ABC 分类控制法基本内容

ABC 分类控制法是意大利经济学家帕累托于 19 世纪首先创立的,以后经不断完善和发展,现已广泛用于存货管理、成本管理和生产管理。具体地说,就是根据各项存货在全部存货中的重要程度(金额比重、产品种类)来将存货分为 A、B、C 三大类。A 类存货的品种、数量约占全部存货的 10%左右,资金约占金额的 70%左右;B 类存货数量约占全部存货的 20%~30%,资金约占金额的 20%左右;C 类存货的品种、数量约占全部存货的 60%~70%,资金约占金额的 10%。A 类存货品种少、价值大、占用资金多,应作为库存的重点管理,科学地确定该类存货的经济批量和定额,并应该经常检查这类存货的库存情况,对存货的收、发、存应有详细记录,及时调查清楚,迅速纠正。B 类存货则应在定货数量和定货时间上加以控制,不必像 A 类存货那样经常地进行分析对比。C 类存货一般可集中采购,并适当加大安全存货量,简化手续,节约定货费用。该方法的主要优点是分清主次,抓住重点,有效地控制主要品种的存货,提高控制的效率。

应该指出的是,在确定一种存货是 A 类、B 类还是 C 类时,应采用单价而不是总值。任何一个企业对存货的 A、B、C 类分析时都是与其他企业有差别的。在某一企业单价 25 元以上的部件列为 A 类,而在另一个企业可能单价 5 元以上的部件就应该被列入 A 类了,这取决于企业产品及存货的构成情况。还有一些企业,B 类存货全部取消,只区分 A 类和 C 类。另有一些企业对价格昂贵的部件用特殊的“A+”类和“AA”来表示。

在 ABC 分析法运用中,对 A 类和 AA 类部件来说,库存量必须保持在最低程度。对这些部件必须进行严密的管理,每天需做详细记录。对其采购可采取一揽子合同方式,由供应商不断地按计划向公司发货。对 B 类存货的需求应纳入年度预测中,并且每季度根据库存的使用量核对年度预测,库存量必须保持在平均水平,管理记录必须反映进出的整个过程以及库存余额。对于 B 类存货应要求供应商按月或按季度发货,如果可能的话,则应要求按季度发货。采购部门必须尽力按经济批量购买,应周期性检查订购次数。对于 C 类存货,除非供应充足,否则一旦供应紧张会造成企业所需部件最多数量,最多品种的短缺和最严重的时间浪费。为避免这些问题的发生,应采取大量购买的方式。

(2) ABC 分类控制法的优点

采用 ABC 分类控制法进行存货管理有两大优点:

第一,降低资金占用成本。ABC 管理方法的最大优点就是提高库存周转率,从而减轻营运资金的压力,通过减少利息费用来降低成本。例如,某公司通过分类,A 类存货数量占总数的 5%,占存货总成本金额的 75%;B 类存货数量占总数的 20%,占总成本金额的 20%;C 类存货数量占总数的 75%,占总成本金额的 5%。在没有实施 ABC 分类控制法时,平均库存短缺会和该类部件所占部件总数的百分比相对应。即 A 类部件占总数的

5%，那么短缺额也会占5%，C类部件占总数的75%，短缺额也会占到75%。该公司在正常年度需100万元的存货，库存时间平均分3个月，那么在不执行ABC管理方法时，平均投入资金应为300万元。如果该公司采用ABC存货管理方法，那么，A类部件平均所需库存量就不会是3个月的供应量，而是1个月的供应量。A类部件占总金额的75%，所以库存平均投入资金为75万元。B类部件月度需求量是20万元，平均所需库存量为2个月，这样平均资金投入为40万元。C类部件月需求量为5万元，平均所需库存量为3个月，平均资金投入15万元。ABC三类合计占用资金130万元。由此可见采用ABC分类控制法进行存货管理，较之一般方法能大量节省库存所占用的资金，并相对节省了贷款利息。

第二，减少存货短缺成本。ABC分类控制法的另一大优点是把库存缺货降低到最低程度，并且能把纠正库存缺货的速度尽量提高。一般而言，C类部件会招致最大的短缺，一般管理方法不分类管理，订货时所有货物按照平均周转时间订货，一年分几次订货，那么，一年中就有几次可能发生全部用完而缺货的情形。但是，如果采用ABC管理方法，对C类部件采取一年订购一次的方法，使C类产品比平均库存大为增加，在这一年的前11个月期间，几乎不会发生全部用完的情况，只有在第12个月中，才有可能发生用完缺货的情况。所以，采取ABC分析法，能最大限度地降低短缺率。同时，在C类部件有充足的储存量时，就可以对B类部件实行可靠的控制和发货日程计划表，对A类部件集中力量进行处理、控制和周转，能及时发现这类库存的缺货现象，并迅速加以纠正。

2. 零存货与JIT管理

高科技尤其是计算机技术的蓬勃发展及其在生产、生活中的广泛应用，使得企业所处的环境发生了巨大的变化。以追求规模经济为主要目的的传统生产方式面临着前所未有的挑战，并且逐步被具有良好条件；能适应多品种、小批量生产需要的先进生产方式所替代。由日本丰田汽车公司发明、使用的适时制(Just-In-Time)生产管理方式已受到世界各国尤其是西方发达国家企业界和学术界的广泛重视。世界上许多著名的跨国公司，如美国福特汽车公司、IBM公司都曾成功地应用过适时制。

(1) JIT管理的基本内容

适时制的基本原理强调企业物资供应、生产和销售应形成连续的同步运动过程，消除企业内部存在的所有浪费，不间断地提高产品质量和生产效率等。适时制的基本内容包括以下几个方面：

第一，零存货的指导思想。传统生产管理体制的目标是，在人力、物力、财力一定的情况下，尽可能使产出极大化。其理论基础是最优化思想，将系统的目标表述为在一定约束条件下，使经济指标最优的问题。因而传统体制的立足点是多产出。而适时制的目标是，使所有的工作都能连续、不间断地进行，从而消除生产制造过程中的一切浪费。适时制将企业的一切活动分为两大类：一类是能为最终产品增加价值的活动，另一类是不能增加最

终产品价值的活动。适时制中理想的目标是尽可能减少后者。在存货管理上,适时制遵循零存货的指导思想,即在采购、生产、经营各个环节上使企业原料、在产品和产成品的库存量趋向于零,以避免存货占用资金的机会成本,并防范存货有过时、跌价、毁损等风险。由于目标不同,导致两种管理体制下的生产系统的不同。传统管理体制下,生产系统是“生产推动”型系统,即生产什么,生产多少由计划安排,产品在某一生产工序完工后,即转入后一个生产工序继续加工,而不问后者的确切需求量是多少。这种由前向后推动的生产系统,必然会造成生产、经营各个环节不协调,势必导致存货过量或生产中断。而适时制下的生产系统是一种“需求拉动”型系统,即由后向前拉动式的生产系统。一方面,企业只根据顾客的订单生产,顾客要求生产什么,就生产什么,顾客要求生产多少,就生产多少。另一方面,前一道生产工序只按后一道生产工序的需求生产,也就是说由后一道生产工序对前一道生产工序提出要求,以此类推,直到第一道生产工序对原材料提出要求。这样在适时制下,企业生产的各个环节都能够紧密协调,使各道工序都能在必要的时间内得到所需要的零部件,从而及时消除无效劳动,大大提高企业资金的使用效率。

第二,均衡生产。在传统的管理体制下,生产系统是以功能为基础加以划分的。为了防止生产中断,每道工序都有一定量的备料,所以各道工序彼此相对独立,要求极大地利用每个人和每台机器,通过各部分的优化实现整体的最优。这显然违背了最优化的基本思想,因为各部分的优化并不意味着整体的最优。而在适时制下,却要求生产系统各工序均衡化。因为任何一道工序都要求在必要的时间内取得必要的、需要加工或装配的零部件。如果生产的产品数量发生波动,就会造成前后工序的混乱,这样不仅收不到采用适时制的预期结果,而且会造成各种浪费。因而,要将生产中各道工序看作不可分割的整体,至于具体的工人或设备是否被充分利用,并不是最重要的。因此,在适时制下,进行人力资源管理时,不仅要努力优化员工素质,而且更要将具有不同能力的员工合理地安排在不同的岗位上以最合适的速度进行生产。

第三,全面质量管理。传统管理中的质量管理是一种事后管理,不是在生产进程中,而是在生产完成以后才进行的。因此,传统的质量管理所提供的信息对现代化企业来说,既为时过晚,又过分笼统。现代企业要想在激烈的竞争中实现生存、发展、获利的目标,就必须加强管理的时效,将质量管理由被动式管理发展为主动式管理。而适时制就是将质量管理贯穿于整个生产过程的始终,这是因为它要求企业在生产经营过程中的各个环节都实现“零存货”,而一旦其中某个环节出现问题,将引起整个生产秩序的混乱。因此,在适时制下不推行全面质量管理,适时制就会名存实亡。具体地讲,就是在资源方面,重视原材料和外购件的质量保证,慎重选择供应商;在设计方面,提倡一开始就要把事情做好;在加工过程中,重视质量过程控制;在人员方面,强调人的工作质量和对产品质量的责任感,等等。

第四,推广应用单元式生产。在传统的管理体制下,生产的组织结构是以职能或功能

为基础建立起来的,具有类似功能特性的机器设备被编在同一组,形成一个成本中心。该中心专门负责加工某类零件,或完成某道工序。这种做法降低了每个中心工作任务的复杂性,但也使完成不同任务的各个中心的数目增加。由于这些中心在传统管理体制下具有相对独立性,导致整个生产过程的协调与控制比较困难。而在适时制下,利用成组技术原理,对生产系统按产品或部件的类别来划分,组建成组生产单元。其主要特点是,每个单元都包含不同功能的机器,一个单元生产一类产品或部件,而不是零件,更不是仅仅完成某道工序。产品全部生产工序的配合在适时制下比在传统管理下更紧凑,有利于节省在产品在各道工序的传递时间。利用成组技术,还可使不同零部件的不同工艺过程在同类设备上加工,既可减少设备数量,又可降低在产品排队现象,还能减少生产准备时间,从而减少设备投资。

第五,以人为本。企业的生产、管理活动都离不开人的参与,企业的财富最大化目标最终是依靠人的努力来实现的。在适时制下,企业要求有完善的计算机控制系统。但并不意味忽视人的作用,相反,人力资本的作用更关键。一方面,完善的计算机控制系统需要高素质的人加以操作,才会产生巨大的经济效益;另一方面,在适时制下,各个单元的多样性和复杂性都有所增加,对工人在技能和观念上都有了更高的要求。因此,适时制特别强调职工的教育和培训,并将其作长期的战略任务。具体就是,一方面对全体人员分批、分期按不同重点进行适时制的教育与培训,明确员工本人在运行、完善这一管理方式中的角色和作用。另一方面实施职务定期轮换与训练。使企业员工掌握多种生产技术,成为熟悉各道生产工序的多面手,能够适应生产节拍、作业内容、作业范围、作业组合以及作业顺序经常发生变化的要求,不断提高生产系统的功能。

(2) 实施 JIT 管理的关键

JIT 管理要求企业物资采购、生产、销售部门实行统一计划、均衡生产,对采购的批量与时间、生产各工序的安排与质量都有严格要求。供应部门、生产部门和销售部门必须精心安排和合理配置。在实施过程中,需要注意以下几个方面:

第一,正确理解零存货的管理要求。要理解适时制对存货管理的影响,有必要明确“零存货”并不意味“无库存”。西方发达国家,特别是日本的现代化程度比较高的企业已经提出了“向零存货进军”的口号。但至少是在现实的技术环境下,真正意义上的“零存货”即“无库存”是无法实现的。企业的存货总费用主要包括储存成本和采购成本,若想实现“无库存”,必须要求采购次数无限大,这样就导致采购成本急剧攀升,必将带动存货总费用的急剧攀升,以至有悖于适时制关于减少企业存货总费用的初衷。苛求“无库存”也难免会破坏“均衡生产”这一适时制管理思想的另一个重要组成部分。要求实现企业生产的均衡化,必然要求生产线上的每一道工序完工后,都立刻会有新的原材料或产品进入该道工序。在适时制下,待加工的原材料或产品的投放时点是根据以往的数据和现实情况预测出来的。任何高明的预测方法仅仅是预测,与预测结果相悖的概率永远不会为

零。苛求“无库存”必然会使某道工序完工后,生产出现空转,从而破坏均衡生产这一思想。因此,实施零存货管理,实际上是要求每个部门必须尽可能压缩物资的滞留时间,降低库存额,做到供应、生产、销售各个环节都纳入计划轨道。

第二,建立灵敏、可靠的采购渠道网络。在传统的管理体制下,往往采用首先由原材料供应商报价,生产商根据以往的经验以及报价高低来确定原材料供应商的订货方式。原材料供应商为了防止生产商生产变动给自己造成损失,往往签订严格的协议来约束生产商的行为,从而导致生产商不能根据市场需求状况的变动及时调整生产计划,最终损害原材料供应商和生产商双方的利益。而在适时制下,要求生产商根据市场情况确定产品的目标价格,然后与原材料供应商一起共同研究如何在这个目标价格条件下制造出该产品,同时又使原材料供应商和生产商都能获得合理的利润,从而制订出目标成本。为了达到目标成本的要求,双方将生产线上的每一生产环节进行细分,分析降低零部件成本的措施。因此,在JIT制度下,企业的采购部门要充分利用信息优势,比较各厂家原料的质量、价格、运输条件等,建立严密的采购网络,快速高效地满足采购需要。加强与供应商的长期稳定合作,保证企业及时、保质、按量地取得生产所需要原材料及外构件。与此同时,推行零存货管理又必将增加采购次数,多付出采购费用,使采购成本相对提高。这就要求企业一方面严格操作程序,控制运输装卸费用,另一方面要与各主要供应商保持良好关系,尽量降低采购成本,以避免节约的存储成本被其他费用增值抵消。

第三,建立稳定的销售网络,提高市场占有率。零存货管理强调以市场为导向,以销定产。因此企业要根据不同地域市场状况及销售实情,制定相应的宣传措施和竞争策略,开拓销售渠道,为企业争取稳定的订单,建立稳定销售网络,均衡地组织生产,避免产量大幅度波动。在建立稳定的销售网络的同时,还要控制销售环节的成本,尽量实施直接交易、钱货两清,缩短交货时间,加速资金回收。

第四,企业各个部门要密切配合,相互协调。零存货管理要求企业必须将生产经营的需要与材料物资的供应实现同步,使物资转送与企业加工速度处于同一节拍,从而保证供、产、销业务有计划、有程序地进行。销售部门根据订单需要向企业生产部门要货时,必须明确订单的品种、规格、质量、交货时间;生产部门按照订单组织生产;生产环节的工人必须具有较高的素质和技术,能按照批量要求、质量要求控制生产,尽量减少残次品出现;生产部门按照生产需要提出采购要求后,采购部门要迅速组织采购,并对采购原料的质量、价格、数量、到货时间实施控制。只有各部门分工明确、相互配合,才能使各种库存尽量做到零。

3. 经济批量规划

经济批量规划法是指通过计算经济订货量使企业在存货上所花费的总成本最低。该方法是建立在存货总成本最小化的基础上的。

(1) 存货的成本类型

存货的总成本主要由以下三个方面构成:

第一,进货成本。进货成本是指存货取得成本,主要由存货的进价成本和进货费用两个方面构成。其中进价成本又称购置成本,指存货本身的价值,等于采购单价与采购数量的乘积。在一定时期进货总量既定的条件下,无论企业采购次数如何变动,存货进价成本通常是保持相对稳定的(假设物价不变且无采购数量折扣),属于决策的无关成本。进货费用又称订货成本,是指企业为组织进货而开支的费用,进货费用有一部分与订货次数有关,如差旅费、邮资、电信电报费等费用与进货次数成正比例变动,属于决策的相关成本;另一部分与订货次数无关,如专设采购机构的基本开支等,属于决策的无关成本。

第二,储存成本。储存成本是指企业为持有存货而发生的费用,主要包括存货资金占用费或机会成本、仓储费用、保险费用、存货残损霉变损失等。储存成本按照与储存数额的关系分为变动性储存成本和固定性储存成本两类。其中,固定性储存成本属于决策的无关成本,如仓库折旧费、仓库职工的固定月工资等;而变动性储存成本属于决策的相关成本,如存货资金的应计利息、存货的保险费用、存货残损和变质损失等。

第三,缺货成本。缺货成本是指因存货不足而给企业造成的损失,包括由于材料供应中断造成的停工损失,成品供应中断导致延误发货的信誉损失及丧失销售机会的损失等。缺货成本能否作为决策的相关成本,应视企业是否允许出现存货短缺的不同情形而定,若允许缺货,则缺货成本属于决策的相关成本,反之,若企业不允许发生缺货情形,此时缺货成本为零,也就无需加以考虑。

企业持有充足的存货,不仅有利于生产过程顺利进行,节约采购费用与生产时间,而且能够迅速地满足客户各种订货的需要,从而为企业的生产与销售提供较大的机动性,避免因存货不足带来的机会损失,然而存货的增加必然要占用更多的资金,将使企业付出更大的持有成本,而且存货的储存与管理费用也会增加,影响企业获利能力的提高。因此企业必须合理确定存货经济批量,在充分发挥存货功能的同时降低成本,增加收益,实现它们的最佳组合。

(2) 存货经济批量的基本模式

经济进货批量是指能够使一定时期存货的相关总成本达到最低点的进货数量。通过上述对存货成本的分析可知,决定存货经济进货批量的成本因素主要包括变动性进货费用(简称进货费用)、变动性储存成本(简称储存成本)以及允许缺货时的缺货成本。不同的成本项目与进货批量呈现着不同的变动关系。减少进货量,增加进货次数,在影响储存成本降低的同时,也会导致进货费用与缺货成本的提高;相反,增加进货数量,减少进货次数,尽管有利于降低进货费用与缺货成本,但同时会影响储存成本的提高。因此,如何协调各项成本间的关系,使其总和保持最低水平,是企业组织进货过程需解决的主要问题。

存货经济批量的基本模式存在以下假设前提:第一,企业一定时期的进货总量可以较为准确地予以预测;第二,存货的耗用或者销售比较均衡;第三,存货的价格稳定且不存在

数量折扣,进货日期完全由企业自行决定,并且每当存货量降为零时,下一批存货均能马上一次到位;第四,仓储条件及所需现金不受限制;第五,不允许出现缺货情形;第六,所需存货市场供应充足,不会因买不到所需存货而影响其他方面。

在此假设前提下,设进货的固定成本为 F_1 ,每次进货的变动成本为 K_1 ,存货年需要量为 D ,每次进货量为 Q ,存货单价为 P 。则进货成本 T_1 为:

$$T_1 = F_1 + DK_1/Q + DP \quad (9-1)$$

另设储存成本中的固定成本为 F_2 ,单位存货的储存变动成本为 K_2 。则储存成本 T_2 为:

$$T_2 = F_2 + K_2Q/2 \quad (9-2)$$

在缺货成本 $T_3 = 0$ 时,存货的总成本 T 为:

$$\begin{aligned} T &= F_1 + DK_1/Q + DP + F_2 + K_2Q/2 + T_3 \\ &= F_1 + DK_1/Q + DP + F_2 + K_2Q/2 \end{aligned} \quad (9-3)$$

通过对该公式求导计算可得,在成本最小时的每次存货进货量为:

$$Q = \sqrt{\frac{2K_1D}{K_2}} \quad (9-4)$$

最佳订货次数为:

$$N = \frac{D}{Q} = \sqrt{\frac{DK_2}{2K_1}} \quad (9-5)$$

经济订货量占用资金为:

$$I = QP/2 = \sqrt{\frac{K_1D}{2K_2}} \cdot P \quad (9-6)$$

(3) 存货经济批量模型的拓展

实际工作中,通常还存在着数量优惠(即商业折扣或称价格折扣)以及允许一定程度的缺货等情形,企业必须同时结合价格折扣及缺货成本等不同的情况具体分析,灵活运用经济进货批量模式。下面介绍一下实行数量折扣的经济进货批量模式的计算方法。

为了鼓励客户购买更多的商品,销售企业通常会给予不同程度的价格优惠,即实行商业折扣或称价格折扣。购买越多,所获得的价格优惠越大,此时,进货企业对经济进货批量的确定,除了考虑进货费用与储存成本外,还应考虑存货的进价成本。在经济进货批量基本模式其他各种假设均具备的前提下,存在数量折扣时的存货相关总成本可按下式计算:

存货相关总成本 = 进货成本 + 相关进货费用 + 相关储存成本

实行数量折扣的经济进货批量具体确定步骤如下:

第一步,按照基本经济进货批量模式确定经济进货批量;

第二步,计算按经济进货批量进货时的存货相关总成本;

第三步,计算按给予数量折扣的进货批量进货时的存货相关总成本。

如果给予数量折扣的进货批量是一个范围,此时按给予数量折扣的最低进货批量计算存货相关总成本。因为在给予数量折扣的进货批量范围内,无论进货量是多少,存货进价成本总额是相同的,而相关总成本的变动规律是:进货批量越小,相关总成本就越低。

第四步,比较不同进货批量的存货相关总成本,最低存货相关总成本对应的进货批量,就是实行数量折扣的最佳经济进货批量。

第二节 现金管理

现金是企业中流动性最强的资产。狭义现金是指库存现金,广义的现金除了库存现金以外,还包括各种现金等价物,如有价证券、银行存款、银行汇票和在途现金等。企业在生产经营活动过程中必须持有一定数量的现金,这对保证企业的支付能力,降低企业财务风险都有非常重要的意义。

一、企业持有现金的动因分析

具体来讲,企业持有一定数量的现金,一般由于以下原因:

(一)交易动机

这是指企业为了应付日常经营业务的支付需要而持有的现金,如用于购买原材料、支付工资、缴纳税款等。一般来讲,企业可以经常性地获得收入,同时又需要经常性地发生支出,而这种现金收入和现金支出又不能达到等额同时发生。流入量大于流出量时,形成现金置存;反之,则需补充现金不足。因此,为了避免造成正常营业活动的中断,就有必要保留适当的现金余额。

(二)预防动机

这是指企业为防止意外事件造成的对现金的突发性支付需求而持有的现金,如生产事故、主要顾客未能按时付款等。企业现金流量的不确定性越大,所需要的预防性现金数额就越大。当然,企业临时借款能力的大小也影响着所需要的预防性现金的需要量。

(三)投机动机

这是指企业为了确保资产充分的流动性,一旦出现意外的获利机会时,便可用以介入,获得不寻常收益而持有的现金。但是,通常情况下,除了少数专业的金融和投资公司外,一般的企业很少专门保留大数额的投机性目的现金。即使遇到有利的投资或购买机会,所需要的资金往往也是通过临时的借款来筹集。

二、现金管理的目的和内容

现金管理的目的是在保证企业生产经营所需现金的同时,尽可能节约使用现金,合理

利用暂时闲置的现金,以增加企业的收益。一方面,由于库存现金不能给企业带来收益,银行活期存款的利率又远低于资金利润率,企业持有过多的现金,会使企业相当一部分资金丧失投资增值的机会,影响到企业的收益;但是另一方面,现金储备太少,则制约着企业的支付能力,增加企业的财务风险,可能导致现金短缺,影响企业的正常生产经营活动,或者丧失投资机会。因此,现金管理应力求做到在不影响企业正常生产经营活动的前提下,将现金持有量降低到最低限度,提高资金的获利能力,取得最大的整体收益。

现金管理的主要内容包括:

第一,编制现金预算,制定未来现金收支计划,以便合理估计现金需求;

第二,加强现金控制,提高现金管理效率,力求加速收款,延缓付款;

第三,确定最佳现金余额,当实际的现金余额与最佳现金余额不符时,采用短期融资策略或采用归还借款和投资于有价证券等策略来达到理想状况。现金管理各内容之间的关系如图 9-1 所示。

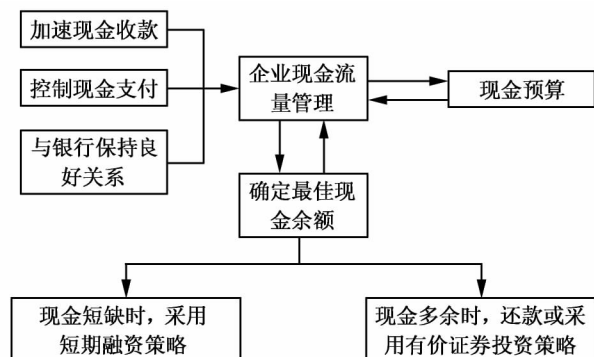


图 9-1 现金管理的内容

三、现金预算

现金预算,是用来反映预算期内企业现金流转状况的预算,是企业经济活动有关现金收支方面的汇总计划。如果汇总后,发现现金多余或不足,就要考虑如何来使用或筹集这些资金,以提高现金的管理效率。现金预算是财务预算的重要内容之一,也是编制预计损益表和预计资产负债表的主要依据。

企业销售收入和利润的增加,并不意味着手头上就有现金可以随时使用。由于商业信用的存在,销售额的增加并不同时反映现金收入的增加。同时,为了继续生产,企业必须支付各种费用,需要大量的现金支出,可能会给企业造成现金的缺口,因此,企业必须事先预见其计划期的现金情况。

现金预算由以下四部分内容组成:

第一,现金收入。现金收入包括期初的现金结存和预算期内可能发生的现金收入。如销售现金收入、应收账款的收回、资产和有价值证券的变卖等。

第二,现金支出。现金支出指预算期内可能发生的现金支出。如材料采购、人工费用、制造费用和销售及管理费用等支付,偿还应付账款、购买设备以及税金、利息和股利的支付等。

第三,净现金流量。净现金流量指一定时期现金收入与现金支出的差额。若收入大于支出,则现金多余,可以用于偿债或进行短期投资;若收入小于支出,则现金不足,需设法筹资,使库存现金维持一定的水平。

第四,资金的筹集与运用。资金的筹集反映预算期内资金不足而向银行借款,或发放短期商业票据以筹集资金等情况;资金的运用反映企业在预算期间使用和偿还借款的有关情况。

四、最佳现金余额的确定

为了提高现金的使用效率,企业应在对风险和收益权衡考虑的基础上,采用适当的方法确定最佳现金余额。

(一)现金周转模式

现金周转模式是从现金周转的角度出发,根据现金周转速度来确定最佳现金持有量的模式。该模式在运用中包括以下三个步骤:

第一步,计算现金周转期。现金周转期是指企业从购买材料支付现金至销售商品收回现金的时间,即现金周转一次所需要的天数。具体计算公式为:

$$\text{现金周转期} = \text{应收账款周转期} - \text{应付账款周转期} + \text{存货周转期}$$

第二步,计算现金周转率。现金周转率是指一年或一个经营周期内现金的周转次数,其计算公式为:

$$\text{现金周转率} = 1 / \text{现金周转期} \times \text{计算期天数} \quad (\text{若以年为计算期则为 } 360)$$

现金周转次数与周转期互为倒数。周转期越短,则周转次数越多,在一定现金需求额下,现金持有量将会越少。

第三步,计算目标现金持有量。其计算公式为:

$$\text{目标现金持有量} = \text{年现金需求量} / \text{现金周转率}$$

现金周转的使用条件是:第一,企业预计期内现金总需要量可以预知;第二,现金周转天数与次数可以测算,测算结果应符合实际,保证科学与准确。

(二)成本分析模型

企业持有现金的成本主要有三种相关成本,即资本成本、管理成本和短缺成本。

1. 资本成本

现金的资本成本是企业占用现金的代价,现金的资本成本与现金持有量呈正比。企

业为了维持正常的生产经营,保持一定的现金持有量是必要的,但现金持有量过多将使资本成本大幅度上升,在经济上就不合算了。

2. 管理成本

企业持有现金还要发生管理费用,例如,现金管理人员的工资、安全措施等费用。现金的管理成本主要是固定成本,与现金的持有量之间并没有明显的比例关系。

3. 短缺成本

短缺成本是指企业未持有足够的现金而不能应付开支所需现金而发生的损失。现金的短缺损失与现金持有量呈反比。

使上述三项成本之和最小的现金持有量就是最佳现金持有量。它们之间的关系可以用图 9-2 来表示。资本成本线向右上方倾斜;短缺成本线向右下方倾斜;管理成本线与横轴平行;总成本线是一条抛物线,该抛物线的最低点是现金持有成本最低的点,这点的现金持有量即最佳现金持有量。在这一点之前,短缺成本上升的代价大于资本成本下降的好处;在这一点之后,资本成本上升的代价大于短缺成本下降的好处。

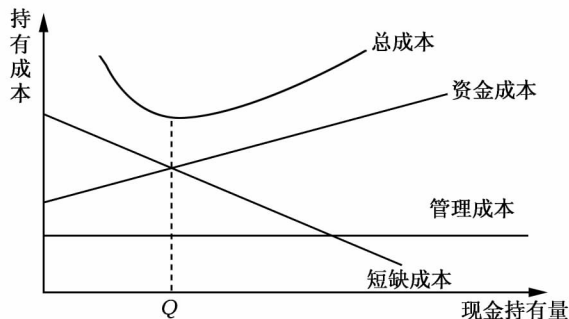


图 9-2 现金持有总成本线

要求最佳现金持有量,可以先分别计算出各种方案的资本成本、管理成本、短缺成本之和,再从中选出成本之和最低的现金量,则该现金量就是最佳现金持有量。

(三) 存货模式

存货模式又称鲍曼模型,该模型的适用条件包括:

- (1) 企业在一定时期对现金的需求量为已知;
- (2) 企业的现金收入稳定,支出均匀分布;
- (3) 现金与有价证券可相互转换。

存货模式的目的是要求出企业持有现金的总成本最低时的现金持有量。这里持有现金的总成本包括机会成本和现金转换成本。机会成本,是指由于持有现金而丧失的潜在投资收益,可用现金持有量乘以短期有价证券投资的利息率计算。现金转换成本,是指短

期有价证券转换成现金的变现费用,可根据一定时期证券转换成现金的次数乘以每次证券变现的费用计算。持有现金的总成本与现金持有量之间的关系如图 9-3 所示。

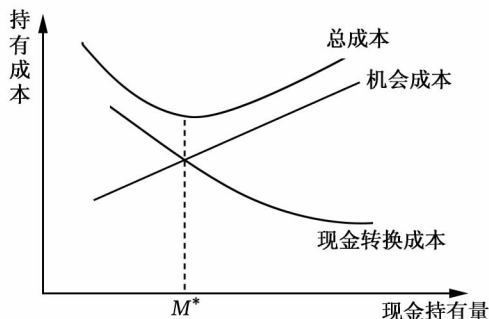


图 9-3 鲍曼模型总成本线

假设 M 为企业的现金持有量; D 为企业在一定时期内的现金需求量; b 为每次证券变现的经纪费; r 为持有现金的机会成本率。则现金持有总成本可以表示为:

$$\begin{aligned} \text{持有现金的总成本 } C &= \text{机会成本} + \text{现金转换成本} \\ &= M/2 \times r + D/M \times b \end{aligned} \quad (9-7)$$

现金持有总成本最低的现金持有量,即现金持有总成本计算公式的一阶导数等于零时的现金持有量,用公式表示为:

$$M^* = \sqrt{2Db/r} \quad (9-8)$$

由于实践中证券变现的经纪费可能由各种直接或间接费用构成,难以准确测量;并且企业的现金支出有可能不是均匀分布;有时企业可能还有一些保险性的现金持有量,并非等到现金持有量降低到 0 时再变现证券,因此存货模式在应用上具有一定的局限性。

(四) 随机模式

随机模式又称米勒—奥尔模型,是关于在现金流入与现金流出不稳定情况下确定最佳现金持有量的模型。该模式的假设条件是:(1)现金支出的波动是不均匀的,具有偶然性;(2)现金与有价证券之间可以相互转换。与鲍曼模型相同的是,米勒—奥尔模型也依赖于交易成本和机会成本,且每次转换有价证券的交易成本被认为是固定的,而每期持有现金的机会成本则是有价证券的日利率。与鲍曼模型不同的是,米勒—奥尔模型每期的交易次数是一个随机变量,且根据每期现金流入与流出量的不同而发生变化。

按照随机模式控制现金的具体方法为:首先确定最佳现金余额,并同时确定可接受的现金余额的上下限,然后跟踪现金余额的变化情况。当现金余额达到控制上限时,利用现金购买有价证券,使现金余额回到理想水平;反之,当现金余额达到控制下限时,出售有价证券,使现金余额回到理想水平。如图 9-4 所示。

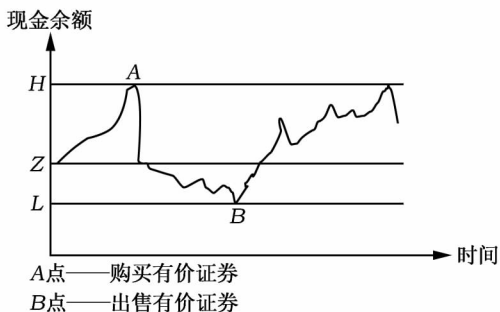


图 9-4 米勒—奥尔模型

设 σ 为每日现金余额变化的标准差； i 为有价证券投资年利息率； b 为有价证券与现金的转换成本； L 为现金余额的控制下限； H 为现金余额的控制上限； Z 为最佳现金余额。随机模式确定最佳现金余额的计算公式如下：

$$Z = \sqrt[3]{\frac{3b\sigma^2}{4(i/360)}} + L \quad (9-9)$$

现金余额的控制上限为： $H = 3Z - 2L$

米勒—奥尔模型中的平均现金余额为：

$$\text{平均现金余额} = \frac{4Z - L}{3} \quad (9-10)$$

要运用米勒—奥尔模型，管理者必须先完成以下四项工作：

- (1) 设置现金余额的控制下限。该下限与管理者确定的最低安全边际有关。
- (2) 估计日净现金流量的标准差。
- (3) 确定利率。
- (4) 估计转换有价证券的交易成本。

通过这四步就可以计算出现金余额的上限和返回点。米勒和奥尔用一个大工业企业九个月的现金余额数据检验了他们的模型。由这一模型得出的日平均现金余额大大低于企业实际获得的平均数值。

米勒—奥尔模型更加明确了现金管理的关键。首先，该模型说明最优返回点 Z^* 与交易成本 b 正相关，而与机会成本负相关。这一发现与鲍曼模型的结论是基本一致的。其次，米勒—奥尔模型说明最优返回点及平均现金余额都与现金流量这一变量正相关。这就意味着，现金流量更具不确定性的企业应保持更大数额的平均现金余额。

五、现金管理的基本方法

准确而合理地制定现金预算是搞好现金管理的起点，公司必须掌握和运用提高现金

管理效率的方法,以尽量加速现金的收回和控制现金支出。

(一)现金流量同步

现金流量同步是企业尽量使它的现金流入与现金流出的时间趋于一致,使其所持有的交易性现金余额降到较低水平。基于这种认识,企业可以根据现金流入的状况,重新安排付出现金的时间,尽量使现金流入与现金流出趋于同步。

(二)利用浮游量

现金的浮游量是指企业账户上存款余额与银行账户上所示的存款余额之间的差额。有时,公司账簿上的现金余额已为零或负数,而银行账簿上该公司的现金余额还有不少。这是因为有些支票公司虽已开出,但顾客还没有到银行兑现。如果能正确预测浮游量并加以利用,可节约大量资金。

当一个公司在同一国家内有多个银行存款户时,则可选用一个能使支票流通在外的时间最长的银行来支付货款,以扩大浮游量。利用现金的浮游量,公司可适当减少现金数量,达到节约现金的目的。但是,一个公司受益就意味着另一个公司要遭受损失,利用浮游量往往对供应商不利,有可能破坏公司和供应商之间的关系,这一因素应加以考虑。

(三)加速收款

为了提高现金的使用率,加速现金周转,企业应尽快加速收款,即在不影响销售的前提下,尽可能加快现金回笼。企业加速收款的任务不仅在于尽量让客户早付款,而且还要尽快地使这些付款转化为现金。为此,企业应做到:(1)缩短客户付款的邮寄时间;(2)缩短企业收到客户支票的兑换时间;(3)加速资金存入自己往来银行的过程。为了达到以上要求,企业可以采用如下措施:

1. 集中银行

集中银行是指通过设立多个策略性收款中心来代替通常在公司总部设立单一收款中心,以加速账款回收的一种方法。其目的是缩短从顾客寄出账款到现金收入银行企业账户的邮寄和清算这一过程的时间,也就是缩短了货币资金从客户到企业的中间周转时间。具体做法是:

(1)企业以服务地区和各销售区的账单数量为依据,设立若干收款中心,并指定一个收款中心(通常是设在公司总部所在地的收账中心)的账户为集中银行。

(2)公司通过客户将货款送到最近的收账中心而不必送到公司总部。

(3)收款中心将每天收到的货款存到当地银行,然后再把多余的现金从地方银行汇入集中银行——公司开立的主要存款账户的商业银行。

设立集中银行主要有以下优点:首先,账单和货款邮寄时间可大大缩短。账单由收款中心寄发给该地区顾客,与由总部寄发相比,能较早地到达客户手中。顾客付款时,货款邮寄到最近的收款中心,通常也较直接邮往总公司所需时间短。其次,支票兑换的时间可缩短。收款中心收到顾客汇来的支票存入该地区的地方银行,而支票的付款银行也在该

地区内,因而支票兑换较为方便。

但需要注意的是,集中银行也有缺陷:首先,每个收款中心的地方银行都要求一定的补偿余额,而补偿余额是一种闲置的不能使用的资金。开设的中心越多,补偿余额也越多,闲置的资金也越多。其次,设立收款中心需要一定的人力和物力,花费较多。所以,财务主管在决定采用集中银行时,必须慎重考虑。

2. 锁箱系统

锁箱系统是通过承租多个邮政信箱,以缩短从收到顾客付款到存入当地银行所需要的时间的一种现金管理办法。采用锁箱系统的具体做法是:

- (1)在业务比较集中的地区租用当地加锁的专用邮政信箱;
- (2)通知顾客把付款邮寄到指定的信箱;
- (3)授权公司邮政信箱所在地的开户行,每天数次收取邮政信箱的汇款并存入公司账户,然后将扣除补偿余额以后的现金及一切附带资料定期送往公司总部。这就免除了公司办理收账、货款存入银行的一切手续。

使用这种方法可以大大缩短了公司办理收账、存储手续的时间,即公司从收到支票到完全存入银行之间的时间差距消除了。主要缺点在于需要支付额外费用。由于银行提供多项服务,因此要求有相应的报酬。这种费用支出一般来说与存入支票的张数成一定比例。所以,如果平均汇款数额较小,采用锁箱系统并不一定有利。

3. 授权付款法

授权付款法是指利用预先授权支票(PACs)进行付款,预先授权支票与普通支票类似,但它不包含也不需要私人签字,只需经过合法授权。

当公司定期从固定的客户那里收取固定的货款时,使用PACs系统能更有效地把应收账款转换为公司可用现金。实践证明,PACs现金管理系统非常适合保险公司、储蓄与贷款协会、消费信用公司和租赁公司。PACs系统主要是可以减少支票的邮寄和处理时滞,与普通现金回收系统和锁箱系统相比,PACs系统可以使客户无需签署支票和邮寄支票。

4. 其他

除以上介绍的几种方法外,还有一些加速收现的方法。例如,对于金额较大的货款,可直接派人前往收取支票并存入银行,以加速收款。另外,公司对于各银行之间以及公司内部各单位之间的现金往来也要严加控制,以防有过多的现金闲置在各部门之间。

(四)付款控制

企业收款时应尽量加快收款的速度,而在支付时,企业要在不影响信誉这一前提下,尽可能延迟支付应付款项的时间,在财务管理中,控制现金支出有以下几种方法:

1. 应付账款集中法

应付账款集中法是把公司的所有应付账款集中起来统一安排,根据公司的资金状况

和应付账款的付款条件和付款期限,统筹规划已获得资金的最大使用效果。一方面尽量推迟付款时间,另一方面在公司资金许可的情况下,对于有现金折扣的应付账款应优先考虑,尽量享受现金折扣。例如,供应商为公司提供的付款条件为:“2/10, n/30”,若决定享受现金折扣,则应尽量在第 10 天付款,企业可以最大限度地利用现金而又不丧失现金折扣;若公司决定放弃现金折扣则应尽量推迟在第 30 天付款。

2. 控制付款账户

控制付款账户是专门设立的付款账户,以便对公司的付款进行控制。对于公司的所有开支付款来说,根据现金预算均由付款账户支付,并且对于不同的付款账户,根据公司及各个部门、业务机构的实际情况,设定付款限额。一方面公司能够很好的对付款进行控制,另一方面可以提高现金的使用效率。

(五) 闲置现金投资管理

企业在筹资和经营过程中会产生大量的现金余额,这部分现金在进行资本投资或经营业务活动之前,通常会闲置一段时间。这部分暂时闲置的现金可用于短期证券投资以获得利息收入或资本利得。

企业现金管理的目的首先是保证正常经营业务的现金需求,其次才是考虑闲置现金的投资收益。因此要求企业把闲置现金投入到流动性强、风险低、交易期限短的金融工具中,以满足现金的持有动机。在货币市场上,财务人员通常使用的金融工具主要有:国库券、可转让大额存单、回购协议等。

企业以多余货币资金进行有价证券投资时,不仅要考虑其投资总额,而且要充分考虑投资证券的种类,即根据各种证券的不同风险和收益率选择合理的有价证券投资组合,在保证收益的基础上,尽量降低投资风险。

第三节 信用管理

一、信用

(一) 信用的概念

信用是现代经济活动的重要基础,是现代经济金融运行的平台。在现代市场经济中,信用作为买卖双方交易完成的根本保障之一,构成了契约关系的最重要的基础。随着信用关系的成熟和发展,现在企业间的交易方式已经从以现金支付方式为主,向以信用支付方式为主过渡,这是现代市场经济的显著特征之一。

根据现代经济学理论,“信用”是一个经济学词汇,用于描述市场交易中的借贷关系,从属于商品和货币关系的经济范畴。在市场交易活动中,信用是一种建立在信任基础上的能力,就是不用立即付款便可以获得资金、物资、服务的能力。这种能力受到

一个条件的约束,即受信人在其应允的时间期限内为所获得的资金、物资、服务等付款,有时还包括为应付款支付利息,而这个还款期限必须得到提供资金、物资、服务的授信人的认可。在多数情况下,付款约束条件以契约形式表述,或以一种信用工具进行支付。

(二) 信用的分类

由于信用管理技术操作的需要,信用可以根据受信者性质的不同,分为公共信用、商业信用和消费信用三大类。

1. 公共信用

公共信用是由社区公众提供给一级政府的信用,是政府借助于债券等信用工具向公众筹集资金的一种信用方式,因此,公共信用是一种政府信用。

2. 商业信用

商业信用所指的是企业之间以赊销商品或服务的形式向客户提供的信用,以及客户以预付货款或业务款形式提供给企业的信用。站在企业赊销的角度,商业信用通常也被称为“企业信用”。

3. 消费信用

消费信用又称消费者信用,是金融机构或消费品生产企业向消费大众提供的信用。这种信用以自然人性质的消费者个人及其家庭为授信对象,用于个人及家庭消费或理财,为消费者购买生活资料 and 为消费者理财提供资金融道。

(三) 公司的信用政策

公司的信用政策主要由以下三部分组成:

1. 信用条件(terms of the sale)

在公司销售产品或提供劳务时提供的信用,应附带一定的条件。信用条件也许是具体的信用期限、现金折扣和信用工具种类等。

2. 信用分析(credit analysis)

公司提供信用时,应尽力区分哪些购买者将付款和哪些购买者将不会付款。许多公司使用一系列方法和程序用以决定购买者不会付款的概率。

3. 收账政策(collection policy)

公司提供信用必定形成应收账款。在应收账款到期时,公司应制定资金回笼政策。

二、企业信用管理

(一) 信用管理的目标

企业信用管理最初的目标是保证信用交易的安全完成,随着竞争的不断加剧,企业需要利用不同的信用政策以应对市场的变化,并保持稳定的市场销售量。所以,现代企业对信用管理的要求是在企业销售最大化的同时,将信用风险降到最低。

（二）信用管理的职能

信用管理的职能包括收集信用资料、评价客户的信用申请、做出授信额度决策、管理应收账款。其核心是客户风险分析及由此决定的授信额度。

（三）信用管理的模式

在企业内部信用机构设置和信用管理模式上,学术界和企业界都一直存在着争论。信用管理应该是一个多部门职能重叠的区域,常常会涉及几个部门的职能范围。是否该设立信用管理部门以及如何设立呢?有关统计数据已经清楚地表明,设立独立信用部门的企业不论是在破产率、坏账率、销售利润率方面,还是在企业发展速度上,都远远优于那些没有设立信用部门的企业。下面就来看看企业内部组织设置对信用管理的不同影响。

1. 由财务部门负责信用管理工作

不设立独立的信用部门,将信用管理权限交给财务部门兼管。在传统企业中,财务部门的权力非常大,它不仅掌管着企业的资金分配和流动,甚至参与制定企业的发展计划和销售策略。将信用管理纳入财务部门兼管,似乎是顺理成章的事。企业管理者认为,信用管理或者更狭义地称之为赊销信用管理,其实就是应收账款的管理,而应收账款管理是企业流动资产管理的主要内容。由于财务部门对资金流动起着举足轻重的作用和对企业信用政策的松紧程度极为敏感,作为流动资产组成部分的应收账款被“理所当然”地划归财务部门来管理。持这种观点的企业管理者还认为,信用额度的授予关系到企业资金的分配,在这种分配过程中,只有财务人员才能更好地将企业有限的资金统筹安排。

但是,事实证明财务部门的信用管理往往是失败的管理,这主要与财务部门工作性质有密切的关系。因为财务人员对于信用管理知之甚少,这些工作超出了他们的能力范围,另外财务人员保守的性质也导致了资金不能形成合理的投资。所以一般来讲,财务部门负责信用管理工作,企业会逐步出现业务量下降、客户减少的衰退现象。

2. 由销售部门负责信用管理工作

不设立信用管理部门,由销售部门监管企业的信用管理工作。这种做法是目前中国最流行的信用风险管理模式,尤其在进出口企业中更为突出。

销售人员对业务进展情况和实际履行状况的熟知,以及对客户各方面情况的全面了解是采取销售部门负责信用管理的主要原因。但是,一旦把授予客户信用的权利和业务执行的权利集中在销售部门,就缺乏了应有的监督和控制权利,所以这种模式容易造成大量坏账的产生。

3. 建立独立的信用管理部门

独立的信用管理部门平行于业务部门,保证了信用管理人员的客观、公正和独立,增强了信用部门的制约力。信用部门的建立既控制了业务部门只追求数量、不考虑风险的轻率和盲目,防止坏账的产生,又推动企业使用更灵活的贸易方式寻找商机,扩大业务。信用管理人员熟悉信用管理的各个环节,他们可以在不同的情况下确定合适成交条件,实

行全程信用监督。信用部门的建立,使企业真正有可能成为一个创造利润的有机体。

(四)信用管理的工作程序

制度化的信用管理工作可以通过工作流程来实现。所谓工作流程,是指在企业生产经营过程中,按一定的程序将各要素集结在一起,形成一个连续且高效的顺序活动群组,以实现工作目标。而信用管理的工作程序,是指从整体角度来全面分析信用管理工作,将任务分解,按照逻辑顺序排列,对应设置各类信用管理岗位来实现各单项任务,终点是账款收回以及后期客户信用额度的调整和客户关系维护。在业务流程的概念下,信用管理是一个动态过程,具备明确的流程目标、完善的规章制度和相应的组织机构。

信用管理业务流程设计必须符合操作顺序,特别是事前控制、事中控制和事后控制三段管理。信用管理由一系列单项任务组成,体现了对信用销售业务流程全过程的信用风险控制和转移(见图9-5)。

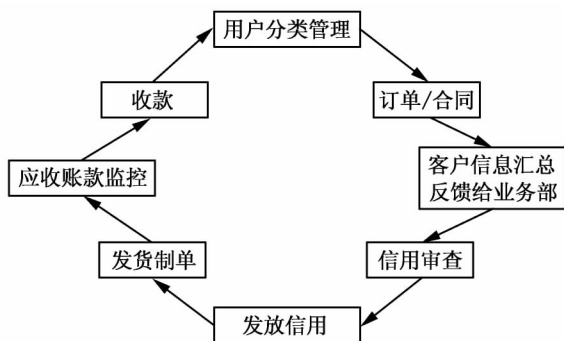


图9-5 配合信用销售业务的信用管理工作流程

(五)信用管理的内容

信用管理是企业管理的一部分,是有效防范和控制风险发生或风险发生程度的一种管理机制,涉及多方面的内容。

1. 制定信用管理政策

企业的信用政策应该结合现有的和预计的资金需求,由企业负责财务工作的高层管理者——财务部门经理、资深的信用专家和业务熟练的会计人员共同制定。它包括公司的发展目标、实现目标的标准和进度表,以及产生现金流的账户类型等,以满足企业竞争的需要。

企业的信用政策应与企业的目标一致。随着企业或经济状况的变化,信用政策的局限性有可能会越来越大,不能适应企业的发展,此时应对信用政策进行相应的改变,体现新的参数。

2. 企业信用调查

客户的信用信息由客户及其关系方提供,它的质量决定着授信决策的质量。良好的信用信息是分析客户风险的基础,信用信息不足时,绝对不能迫于来自客户或销售部门的压力做出授信。信用管理的目标决定在授信决策过程中没有捷径可走,不可因缺失必要的资料、报告或数据而仓促授信。必须谨慎审查客户的信息,避免做出代价沉重的授信决策。

信用调查的主要内容包括:企业背景与历史沿革、经营者情况、用工状况与职工队伍构成、经营条件、关系企业与企业关系、经营管理、银行往来、行业情况和营业状况等九个方面。

由此可见,信用调查是一项纷繁复杂、极为专业的工作,而且需要花费大量的时间和人力,对调查人员的素质要求也很高。对于绝大多数企业来讲,单靠自身的力量无法完成这项工作,一般要委托专业信用调查机构,即信用管理机构来负责。

3. 企业赊销管理

企业基本的赊销工作有:了解企业客户、计算允许的赊销额、尽快签订单和及时收取账单。在实际的赊销管理工作中,赊销人员除了必须做好以上的基本工作外,还应对一些更具体的技能性工作有所了解并做好如下的工作:与销售部门人员协调一致;保持与客户之间有良好的沟通;设定与订购进程相协调的自动风险评估;及时收集与客户的往来信息;了解账款的收付方式;掌握对外部的服务内容;赊销报告、无偿债能力警示、赊销保险、应收账款代理经营、收账代理商、临时人员;国际贸易的支付手段等等。

4. 企业客户管理

客户管理是进行企业信用管理的前提,因为每一笔信用销售在给企业带来利润的同时,可能给企业带来风险。企业必须做到对每一个客户胸中有数,基于此再做出正确、合理的判断,这样才可以保证信用销售的成功。另外,通过对客户以往表现的总结和归纳,可以判断出其今后付款表现的趋向,使企业掌握管理的主动权和控制权。

客户管理的基本内容是通过对客户信息的收集和档案的管理,完成对客户的合理评价,最终协助企业在完成经营目标的前提下实现客户的优化,减少由于客户风险对企业所造成的损失。具体来讲,包括客户信用信息资料的收集、客户资信档案的建立与管理、客户信用分析管理、客户资信评级管理、客户群的经常性监督与检查。

5. 企业合同管理

从微观上说,合同管理是指对合同的签订和履行所进行的计划、组织、指导、监督和协调,顺利实现经济目的的一系列活动。从宏观上说,合同管理是指国家运用行政权力,依照法律、法规等有关规定,通过组织、指导、监督、检查等活动,使合同当事人在签订、履行、变更、解除合同中,严格按照法律、法规办事,以保证合同制度的有效落实,充分发挥其积极作用。

企业合同管理是动态的全过程管理,是合同管理机构和管理人员运用科学的管理方

法实现与其合同管理目标相一致的活动过程。围绕合同的订立、履行等活动,企业内部的合同管理过程可分为四个环节:合同签订准备阶段的管理;合同签订中的管理;合同履行中的管理;合同履行后期清理检查中的管理。

6. 企业担保管理

担保是指保证人和债权人双方约定,当债务人不履行债务时,保证人按照约定履行债务或者承担责任的行为。在现代经济生活中,保证是一种常见的担保方式。担保制度产生于简单商品经济条件下,并在近现代得以继承和发展。

为了避免担保风险发生,企业担保管理工作应包括以下内容:

(1) 做好实现预防

担保人与债务人一般来讲存在一定的密切关系,有的因为业务往来,有的因为有血缘关系等等。为了在不至于损害自身利益的前提下,为债务人排忧解难,保证人在准备承保时必须做到:

首先,详细了解被担保人的经济实力、资产状况、经营能力、履约能力、商业信誉等资信情况,看其是否能清偿被担保的债务。

其次,保证人在承保时,应尽量提供一般保证,避免连带责任保证的担保方式。

(2) 做到事中监督

对被保证人实施监督是法律赋予保证人的一项重要权利。保证人承保后,要适时监督被保证人按时履行到期债务,如发现被保证人有意规避债务或者存在其他风险情况,要依合同约定及时主张权利。

(3) 及时事后补救

一般情况下,保证合同成立后,如果债务人不履行债务或人民法院依法强制履行后仍有余债,保证人就应按照合同约定偿还余债或承担相应责任。这时,保证人应区别不同情况,采取相应的对策。

7. 企业内部控制

任何管理都会有一个预警控制的机制,防患于未然,企业内部信用管理也是一样。企业内部控制机制就是将企业的所有经营活动都纳入到一个有章可循、有效实施的管理过程中。只有落实并有效地实施信用管理措施才能使信用管理制度的制定达到预期的效果。

企业内部控制机制主要分为三个方面:

(1) 交易前期信用管理——客户信息审查机制

客户是企业交易的对象,通过交易能够满足企业利润最大化的需求。但是风险也因此伴随着财富不断产生。所以,在交易之前就必须认真做好客户信用信息的收集和风险评估工作。

(2) 交易中期信用管理——控制保障机制

企业在交易过程中产生的风险主要根源在于企业内部的管理和控制。如果相关人员和相关部门在销售业务上缺乏规范和控制,对客户资料收集不全面、客户资料评审不认真、授信额度确定不严谨等,都会导致风险发生,因此要严格控制程序,遵守授信制度。

(3) 交易后期信用管理——账款回收机制

为保证账款及时收回,企业应制定和实施相关的管理制度,如应收账款总量控制制度、销售分类账款管理制度、账款控制与货款回收管理制度、债券管理制度等。

8. 信用风险管理

信用风险管理是指企业在运用信用工具从事信用活动时,对所面临的各种风险的识别、衡量、控制的科学管理方法。信用风险是伴随着信用的产生与发展而出现的,只要有信用活动存在,信用风险就存在其中。

建立信用风险管理制度就是要从根本上改变销售和管理决策严重失控的局面,在企业内部形成科学的制约机制。这种制约机制的主要特点有:第一,由新增的信用管理部门掌握和评估客户资信状况;第二,对每一笔交易的价值和风险进行独立的、科学的、量化的审核;第三,依次对应收账款发生和运行的各个环节进行严格的监控。

案例 9—1 雅芳公司的信用管理^①

雅芳原来是一家采用直销方式的化妆品公司。1998年4月国家禁止传销和直销,公司的销售方式因此转型为批发零售。被动转型后的雅芳销售额一落千丈,市场迅速萎缩。

面对现状,公司研究了一系列的销售策略,期望在短期内回升销售额,夺回失去的市场。在销售上,雅芳采取多渠道销售方式,包括在全国范围内的商场专柜、雅芳专卖店、推销员等等。

面对竞争,各种渠道的销售都需要采取信用销售的方式。尤其值得注意的是,雅芳在全国各地有数千家雅芳专卖店,占雅芳业务总量一半以上。这些专卖店都属个体经营性质。在目前中国个人信用体制尚是一片空白的环境下,要对如此规模的个体经营者进行信用销售,对公司来讲实在是一种非常冒险的尝试。

但是,公司要提升销售额,就必须采用信用销售的方式,这是公司既定的策略。作为公司一名信用管理人员,我的工作职责是制定适合的信用政策,建立一支好的信用管理队伍,促进公司销售顺利进行,确保公司资金安全使用。

面对如此不同的客户群,我不可能采用以往的经验去管理。在此情况下,我只能一方面请教专业咨询公司,专门学习“个体经营者信用评估方法”。但有了方法,你还无法得到

^① 引自雅芳(中国)有限公司信用控制经理郑进芳访谈。参见:郑进芳:中国会计师网(CCPAN.COM),2005年11月14日。

客户的信用方面的信息。因此,另一方面我还请教银行个人消费品信贷的做法。但面对如此面广量大的专卖店和推销员,银行那套严格得近乎苛求的贷款条件,长时间的、繁复的贷款审核程序和抵押手续,对企业来讲显然是不适合的。

要帮助公司在短期内迅速提升销售目标的信用政策只能是开放型的。但特定的销售对象又是高风险的群体。一不小心,会造成公司很大的风险,那样非但不能达到公司的目标,反而会使公司雪上加霜。因此,制定一个适当的信用政策对雅芳来讲是尤其重要的。

由于没有现成的经验,我只能边学习、边摸索地去制定一套适合雅芳的特别的信用管理政策。

首先,我明确公司信用政策的最终目标是:“在短期内迅速提升销售,同时将风险控制一定的范围内”。

其次,分析客户群与雅芳的特定关系。在此基础上,制定了一个信用条件从严到宽、信用额度从低到高的一个逐步渐进的信用政策。在政策实施过程中,我们经常对各地分公司进行信用政策问题调查访问,从中发现问题,及时修订政策,使政策能够在尽可能短的时期内符合公司业务发展的需要。之后,在政策逐步完善的基础上再制定坏账考核办法,以逐步加强公司信用管理力度。

第三,由于雅芳是由一个全球的直销公司转型而来,以赊销为主的零售观念还很薄弱。因此,除了制定公司信用政策的重点工作之外,还需要对公司员工进行观念上的培训。在制定公司信用政策和程序的同时,我们邀请了咨询公司先对公司管理高层进行信用管理培训,以加强公司管理高层对中国信用环境的认识和对公司信用管理工作的重视。在信用政策实施以前,又对全国所有分公司的管理人员分期分批进行大规模的培训,以确保公司所有管理人员了解一定的信用知识,掌握公司信用政策和程序。

专业的培训、政策实施前的充分的宣传和沟通为日后的信用管理打好了坚实的基础。从雅芳2年来信用政策的实施效果来看,公司销售连年保持高速增长,1999年销售比1998年几乎增长了一倍。2000年公司的销售更是在1999年的基础上增长了49%。更令人惊喜的是2年来,公司的坏账只有10多万元而已。完全达到了公司所期望的目标。

可以说,我很幸运能够有机会在不同行业做信用管理,与不同客户打交道,使我在信用管理方面得到了不同的经验与体会。

总结这些年来从事信用管理的经验,我认为做好企业信用管理的关键有以下几个方面:

第一,与公司目标一致的信用政策与程序。包括适当的客户信用等级评估方法、专业的应收账款收款程序和合理的应收账款考核制度。

第二,有一套完善的信用管理电脑支持系统。可支持信用等级评估,完整的应收账款账龄、销售数据和信用分析报表。

第三,严格的应收账款日常跟踪管理和定期召开账款会议。

第四,足够的专业机构的培训与客户信用调查信息。可提供你对客户的风险系数的判断。千万不要因为节约一点点成本拒绝专业公司的培训和信用风险调查,而忽视了公司未来的风险。

上述几点之间的关系可以这样去形容:信用政策起关键作用,系统支持是信用管理的基础,日常管理和会议是必不可少的措施。专业培训和专业机构的信息是一个不可多得的风险指导。

案例 9—2 鄂尔多斯集团公司的现金管理^①

现金管理是企业财务管理的一项重要内容,涉及到企业资金的使用效率问题。任何一家企业都不能没有现金,因为企业的大多数支付都需通过现金支付完成。但企业持有的现金也不能太多,因为现金是一种不能直接带来收益和价值的资产。因此,任何企业在现金管理中都谋求最佳的现金余额。对许多大企业或者企业集团来说,具有多家子企业或分支机构。每个子企业或者分支机构为了有效使用资金,也具有自身的最佳现金余额。但是,问题在于每个子企业或者分支机构的最佳现金余额之和经常比作为一个整体的企业集团的最佳现金余额来得大。因此,为了提高企业的现金使用效率,最好对现金进行统一集中的管理。

大企业或者企业集团实现现金统一管理的常用做法就是建立内部银行或者结算中心,以便使得整个企业的现金收付在统一的机构和账户上集中进行。例如,某美国汽车制造公司为了提升现金管理的效率,建立了一个高效和经过整合的内部银行系统。实施的第一步着重于建立中央支付系统(一种基于网络的结算中心),并实现管理的集中化、更高的安全性、一致的内部收付关系以及显著的对外财务费用节省。实施的第二步着重于建立内部银行,它帮助附属企业计算和借记债务利息与其他费用、准许各所属企业之间的活期存款透支、控制内部借贷限额以及为子公司生成银行报告。此外,所建立的内部银行系统不仅承担了集团内的支付交易(内部支付),而且还承担了集团企业对外部合作方的支付(中央支付)以及子公司从外部合作方得到的收益支付,这项收入支付最初贷记在总部的内部银行账户上(中央收入支付),然后再划入子公司的内部账户上。自从建立了这种集中化的现金管理系统,该公司在提高了资金使用效率的同时,还更好地管理了企业的财务风险,并实现了收支之间的同步平衡。

我国企业也已经在财务管理中关注现金的集中化管理,内蒙古鄂尔多斯集团公司便是一例。随着集团事业的迅猛发展和快速扩张,在财务与现金管理方面出现了不利于未来发展的行为。例如,一些下属企业依靠集团的“温床”,只管生产加工,忽视了销售市场

^① 中国人力资源网, <http://www.hr.com.cn>, 2005年10月18日。

的开拓,片面追求利润指标,费用摊提不实,成本控制不力,存货超储严重,造成资金闲置浪费,周转不畅,效率低下;全集团出现了高存款、高贷款的“双高”现象,有的企业存款闲置浪费而不能实施调剂使用;财务人员单方面听命于子企业领导的指挥,甚至出现欺上瞒下、违纪违规,损害集团大局利益。为了解决这些问题,从1999年开始,鄂尔多斯集团公司创立了以“四统一分”为主要内容的财务和现金管理新机制。

根据“四统一分”的原则,鄂尔多斯集团公司确立了以内部银行为中心的现金管理体制,其内涵是在“四统一分”的框架下,以内部银行作为集团内部全资、控股企业资金流程的必经之地和调控中枢,以现金统一管理和集中运作为核心,各全资、控股企业原有的银行账户统归总部财务机构内部银行接管,内部银行利用总体财务收支预算杠杆,实施现金流监控,调剂现金余缺,发挥资金最大效能。

具体来说,鄂尔多斯集团公司实行机构、人员、制度、资金的统一。在机构统一方面,集团公司所属全资、控股企业的财务机构为集团财务机构的派出机构;后者对各企业统一确定财务机构设置、编制定员。在人员统一方面,集团的全资、控股公司的财务人员由集团财务机构派驻和管理,实行垂直领导;财务会计人员的工资、奖金、福利、培训、招聘、岗位调配、职称评聘、人事任免统归集团财务机构进行安排;财会人员实行岗位轮换制,原则上两年轮换一次。在制度统一方面,各企业财务管理制度、政策及会计核算方式,统一由集团财务机构公司制定,各企业据此可制定本企业实施细则,但需上报审批后方可实施;集团财务机构对各子公司财务制度的执行情况进行检查。在资金统一方面,集团财务机构设立内部银行,作为内部结算中心,模拟商业银行的运作和核算形式,对各全资、控股公司的各项现金实行统一管理和运行,企业的财务收支全部通过内部银行一个漏斗进出,按预算实施监收控付,从源头上管理现金的流向。在此基础上,鄂尔多斯集团公司还实行核算分离,即将各所属企业和部门划分成独立核算的成本(费用)中心或利润中心。

实现了现金的集中化管理后,内部银行接管了成员企业原有的银行账户,并对应开设内部账户。当然,各企业的回款仍回到自己的账户,只是回到了内部账户上。内部银行可根据企业业务量大小,统筹调剂安排资金,资金由“散存”变为“统存”,最大限度发挥资金“蓄水池”作用,实现了一个漏斗进出资金,一个账户管住开户企业。此举之后,鄂尔多斯集团公司仅在2000年就节约财务费用1 653万元。

案例 9—3 从“尿布”传奇看 SCM 与 BPR 的融合

20世纪80年代,美国家庭已广泛使用婴儿尿布。尿布脱销给超市经营者带来了因缺货而导致顾客的抱怨、流失、营业额的波动等诸多烦恼。

基于上述情况,1980年美国密苏里州圣路易市的一家超市,向俄亥俄州辛辛那提市的日用品制造商 Proctor & Gamble(简称 P&G,即宝洁公司)提出了希望该公司能帮助

解决自动补充货架上的 Pamper 牌尿布问题的要求,改变以前每次都要经过订货手续再发货的老规矩,实现只要货架上尿布一卖完,新货就能立刻补充上,以保证货源充足,并且希望每月付一张货款支票进行结账。

一、“尿布”系统诞生

P&G 非常关注下游经销商的营运情况,认识到如果能把商品的相关信息,实现共同分享与运用,这将对双方都有利的事情。因此,P&G 公司进行了充分的市场调研,在此基础上,决心满足客户的要求,策划并推出了自动补充纸尿裤的系统。尿布自动补充系统通过信息技术,实现了两个公司之间的采购供应与销售的自动对接和混为一体,供应链系统的雏形出现了。从此,“尿布”传奇翻开了崭新企业经营理念的一页。

二、“尿布”系统与沃尔玛

神奇的尿布系统和企业的成长结下了不解之缘。沃尔玛于 1988 年购买 P&G 公司的“尿布”系统,然后充分运用系统的特点,加强了与 P&G 公司的合作,并且将先进的经营理念扩展到其他部门,致使企业发展到今天,已经成为拥有 4 400 家连锁店的全球最大百货零售企业。如今,沃尔玛经营的商品中,P&G 公司产品占到了 17%,而且还在继续增长之中。

与此同时,Kmart 在试用了 P&G 的系统以后,就没再继续使用,加上其他原因,结果企业申请破产保护。同样使用尿布系统的两个零售商,发展的结果如此的不同,其原因究竟在哪里呢?

1987 年 Sam Walton 提出:目前做事的方法太复杂了,希望你们自动送给我 Pamper 尿布,我一个月送给你们一张支票。P&G 公司强烈意识到自己产品的销售好坏程度与经销商的业绩紧密联系在一起,因此十分关注下游的经销商们的营运情况,P&G 公司破天荒地提出了全新的经营理念。他们对下游的经销商们说:“由我来管理你的存货!”同时,P&G 公司提出:与下游的经销商一起来对商品进行定价、促销和追踪服务,并且无保留地彼此交流双方信息。P&G 公司的系统理念,变成了供应链管理的普遍准则。

沃尔玛和 P&G 公司双方都很坦率,共同的利益使他们走到一起来了,一切变的那么简单,双方的要求分别是:沃尔玛要求你给我尿布,我给你支票;P&G 公司要求我管理你的存货。要把双方的意愿变成现实,需要完成从理念到实践的过程,其基础是真正实现信息的共享与运用。供应链管理首先要解决以下几个方面的关系:

1. 管理角度。在相互信赖的基础上,建立战略伙伴关系;合作的目标很明确,在让销售获得最大利润的同时,缩减成本与开销,双方是为了同一目标、创造双赢而合作的;零售商与供货商共同以零售店顾客的满意为最高目标,来通力合作,就可让双方都成为赢家;合作的方式是基于长期的、开放的,而且要共享彼此信息,双方不但在策略上合作,在营运

的执行上也要合作;合作的策略是双方先要协议对对方信息的保密,制订解决争端的机制,设定营运的监控方法以及利润分配的策略。

2. 技术角度。双方开放相关商品数据库,实现自动送货到连续补充。

3. 流程角度。进行企业间的采购与供应流程的整合,建立统一的供应链管理平台。

在解决以上几个方面问题的基础上,通过“理念+技术”的解决方案实现既定目标。P&G 公司的工厂可以根据沃尔玛销售 P&G 公司产品的情况,来安排生产、包装和商品配送的时间,从而真正实现供货商来管理零售商的商品库存的构想,进而达到准时生产和零库存的境界。

为了达到上述目标,沃尔玛建立了自己的电子商务平台。由于沃尔玛的上游有 3 万多家供货商,而超市与总公司联系更为复杂。其运营管理系统十分庞大,并有自己的卫星通信系统。即便如此,系统的建立按照集中式信息管理;采用市面上通用的“系统平台,业务第一,技术第二”等原则进行统一设计。系统可靠、安全、方便、灵活。全球各超市的系统基本上相同,而且自行开发软件,使系统的成本大幅度下降。

创建于 1960 年的沃尔玛的座右铭是“把最好的价值带给顾客”,到 2002 年年底为止,沃尔玛在美国本土有 3 244 家超市和 Sams Club;在美国以外的 9 个国家有 1 080 家连锁店。每周的顾客流量达 1 亿人次,年营业额达 2 465 亿美元,年利润 80 亿美元,名列“财富”世界 500 强榜首。

沃尔玛能取得如此好的业绩,即使是在全球经济不景气时,仍能立于不败之地。除了信守“把最好的价值带给顾客”的原则外,沃尔玛的 CEO 能不断地进行企业的创新,采用最新的技术和管理理念。沃尔玛巧妙地将供应链管理思想、流程再造思想和电子商务技术融合在一起,保持了持续稳定增长的势头。

思考题

根据上述案例,分析企业流动资金管理的重要性、创新和发展趋势。

第十章 企业并购理论与实践

企业作为现代经济运行的微观单位,是社会资源配置的直接执行者和社会经济健康发展的基础。企业在以市场为导向,追求利润最大化的过程中,可以通过在一定范围内扩大生产规模,获取规模经济效益。现代企业扩展的途径主要有两个:一是通过企业自身的资本积聚来扩大企业规模;另一个是通过外部的资本集中,也即企业并购或企业联合等形式来实现企业规模扩展。企业并购是现代经济社会中最为重要的一种投资行为。

第一节 企业并购的基本理论

企业并购是在企业发展、规模扩大的要求下不断发展起来的。它是企业实现规模优化和战略发展的重要手段,同时也是一种极其复杂的企业运营行为。因此,从基础理论层面对并购展开分析是极其必要的。

一、并购的概念

并购(merger & acquisition,简称 M&A)是指企业间的合并、兼并与收购,是企业为了实现规模扩张和战略发展而进行的产权交易与资本运营行为。狭义上的合并是指两个或两个以上的企业依照法律程序,以一定的方式重新组合的行为,重组后原来的公司都不再继续保持各自的法人地位,而是重新组成一个新的公司。我国《公司法》将其定义为新设合并,可以用公式表示为: $A+B=C$ 。广义上的合并还包括兼并,通常是指由一家占优势的企业吸收另一家或更多的企业的行为,在这种情况下,被吸收的企业不再独立存在,而优势企业保留其名称及独立性并获取前者的财产、责任、特权和其他权利。我国《公司法》将其定义为吸收合并,可以用公式表示为: $A+B=A$ 。收购是指一个企业通过合法手段获取另一个企业的部分或全部资产所有权的产权交易行为,包括收购资产和收购股权两种方式。资产收购是以被收购企业的全部或部分资产为目标的收购行为;股权收购是

通过部分或全部股权的收购,使被收购企业成为收购方的全资子公司或控股子公司(见图10-1)。

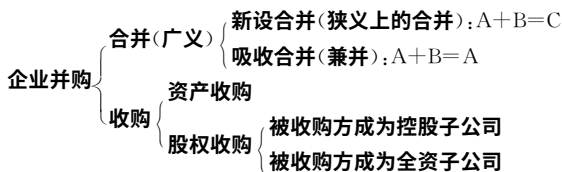


图 10-1 企业并购相关概念的概括比较

随着世界经济的不断发展和西方并购浪潮的愈演愈烈,现代企业将并购这一战略发展的有效手段推向了一个新的高度,传统意义上的企业并购的概念得到了极大的扩展。现代的并购范畴包含了以经营权的变革为目的的多种产权交易和资本运作行为。根据产权运作目的的不同,可以将其概括为以下四大类^①:

第一类是企业扩张,主要内容就是传统意义上的企业并购,包含了一般意义上的兼并和收购。

第二类是企业分立,最主要形式是子公司分立、财产剥夺和股权分割。从某种意义上说,企业分立是对应于企业收购行为的。子公司分立又分两种:一种是分出分立,即独立出来的子公司的股东和股票从母公司中分立出来,母公司继续存在;另一种是分散分立,母公司分立成一系列子公司,母公司将不复存在。财产剥夺是指通过全部出售、雇员购买、清偿债务等方法处置某项资产或投资,也指一家公司按照法律裁决分摊另一家公司大量数额的股票,并作为一项投资而保存。股权分割是将原公司的部分股权出售给新的股东,由此分离出一部分股权,并构成一个新公司的股份,新股东对新产生的公司具有控股权。

第三类是企业控制。企业控制是指一个控股公司拥有子公司的绝对或相对优势的投票权,在这种企业重组中,即使控股企业拥有其子公司 100% 的股票,两个企业仍然都存在。企业控制的原因有持有股票的方便性、低成本、杠杆作用、多样化等。

第四类是股权结构调整。股权结构调整有互换收购、股份回购和私人控股。互换收购是通过负债或以优先交换目标公司的普通股,或收购公司的普通股换取对目标公司的债权,以负债交换普通股提高了公司的财务杠杆,以普通股取得债权则降低了公司的财务杠杆。股份回购指公司在股票市场上买回自己股份的计划。私人控股是指公司通过在公开市场上买卖股票的方式将公司股份由公众持有转为私人持有。

针对不同的经济环境和企业具体情况,企业并购方式呈现了多样化的发展。根据不同的划分标准,可以将企业并购主要划分为五种类型。按收购方与被购方的行业特征,可

① 赵昌文:“国外企业并购:理论分析与现实对策”,《南亚研究季刊》,1998 年第 1 期。

划分为横向并购、纵向并购和混合并购；按并购支付方式，可划分为现金并购、股票并购和混合并购；按是否利用并购企业自身资产作为并购资金，可划分为杠杆收购和非杠杆收购；按并购方进行并购的态度，可划分为善意并购和恶意并购；按买卖双方契约关系建立方式，可划分为公开要约收购和非公开收购。

二、国外企业并购理论

（一）并购的交易费用理论

交易费用理论又被称为“新制度经济学”，它是新自由主义经济学的一个重要分支。其主要代表人物有科斯、威廉姆森等人。交易费用理论认为，通过市场进行交易是要支付交易费用的。只要存在交易费用，产权制度就会对资源配置效率产生影响；市场和企业都是资源配置的重要机制和组织形式，任何组织形式的安排都需要费用。因此，为了确定资源配置的最佳方式，就必须考虑到交易费用。换句话说，交易费用理论的目的是通过对产权结构的合理界定，从而降低交易费用，使资源配置效率达到最佳。

1. 交易费用理论基础

1937年，科斯在他著名的论文《企业的性质》一文中，把交易费用作为一个影响社会资源配置效率的内生约束变量来描述，他认为交易费用是市场运行价格机制的成本，是为了完成交易而发生的成本，主要包括：（1）要获得准确的市场信息，企业需要付出代价；（2）由于市场当事人之间是有冲突的，为克服冲突就需要谈判、缔约甚至诉诸法律形式，这样要建立企业间有序的联系就需要支付费用。^① 交易费用理论论证了企业存在的必要性，认为企业和市场是两种可以相互替代的资源配置的机制和方式，交易费用决定了企业的存在，企业通过将市场交易内部化而减少交易费用。

但是，企业本身也会产生一种组织费用，例如行政管理费用、监督费用、行政传输费用等，可以认为这其实是企业内部的交易费用。因此，企业的合理规模就是由边际的（即新增的企业间的）交易成本与企业内部组织成本的均衡所决定。“企业的扩大将达到这一点，即在企业内部组织一笔额外的交易的成本等于在公开市场上完成这笔交易所需的成本，或者等于由另一个企业家来组织这笔交易的成本。”^②

威廉姆森通过1975年发表的《市场与等级结构》和1985年发表的《资本主义的经济制度》，进一步修正了经济行为的前提假设，并且继续发展了交易费用理论。交易费用理论的第一个假设前提是“有限理性”，即在现实经济活动中，由于不确定性的存在和不完全信息的限制，使得人们的理性往往是有限的，因而经济活动中的人不是“经济人”，而是有限理性下的“行政人”；第二个假设前提是机会主义，这在交易费用理论中是指通过向交易

① R. 科斯：《论生产的制度结构》（第一版），上海三联出版社，1994年。

② Coase. R. H: *The Nature of the Firm*[J], *Economics*, 1937. 4, p386—405.

对方提供歪曲的信息来谋取自我利益,机会主义假设的存在使签约难度增加从而市场交易费用增加;第三个是资产专用性假设,这是说为了某一种特定的交易而做出的持久投资,并且这种投资一旦形成就很难转移到其他用途上去。资产专用性越强,进行市场交易的费用就越高。在权衡交易费用时,除了考虑这三个假设前提之外,还应考虑三个影响交易的因素:第一是交易的不确定性,交易的不确定性导致人们因搜集完备信息来限制毁约的可能性的交易费用大大增加;第二是交易的市场环境,由于市场垄断的存在,对于非垄断一方缔结协议的交易费用太高;第三是交易的频率,交易频率对于交易管理形式的选择有重要的影响,它决定了设立某种管理机构的交易费用是否能够通过频繁的交易而得到补偿。

2. 企业并购与交易费用理论

交易费用经济学的贡献就在于运用交易成本的概念成功地解释了企业形成的原因和企业的界限。交易费用经济学的分析方法对现代组织结构的演变提供了非常有力的解释,企业并购是一种组织创新,企业并购能够产生交易费用降低效应,具体表现在以下几个方面^①:

(1) 在市场存在信息不对称和外部性的情况下,企业自主知识产权的市场价值难以实现,即便得以实现,也需要付出高昂的谈判成本和监督成本。通过并购,可以使专门的知识在同一企业内运用,达到节约交易费用的目的。

(2) 商誉等无形资产在运用时会遇到外部性问题。因为个别商标使用者可能会降低产品质量,以节省成本,而商誉损失则由所有商标使用者共同承担。解决外部性问题的方法有两种:一是增加监督,保证合同规定的产品最低质量,但是会使监督成本大大增加;二是通过并购将商标使用者变为企业内部成员。通过并购,作为内部成员降低质量只会承受损失而得不到好处和收益,这样就消除了机会主义的动机。

(3) 通过并购,可以将提供中间产品的合作者变为内部机构,避免出现供给的不确定性、质量难以控制和机会主义行为等问题。

(4) 企业通过并购形成规模庞大的组织,使组织内部的职能相分离,形成一个以管理为基础的內部市场体系。一般认为,用企业内的行政指令来协调内部组织活动所需要的管理成本较市场运作的交易成本要低。

从以上分析可以看出,交易费用理论借助于“资产专用性”、“交易的不确定性”和“交易频率”三个概念,对纵向一体化并购给出了相应的解释:交易所涉及的资产专用性越高,不确定性越强,交易频率越大,市场交易的潜在成本就越高,纵向并购的可能性就越大;当市场交易成本大于企业内部的协调成本时,纵向并购就会发生。混合并购通过“内部市场”的概念在交易费用理论中得到了解释:混合并购之所以发生,是因为多产品企业内的

① 许崇正:《中国企业并购与资本市场发展》,中国经济出版社,2002年,第51页。

“市场”能节约交易费用,或者说比外部市场更有效率,多部门组织可以运用决策职能与执行职能分离等组织原则,使其管理费用可以低于这些不相关经济活动通过市场进行交易所发生的费用,从这个意义上来看,多部门组织成为一个内部化的资本市场,通过统一的战略决策,使得不同来源的资本能够集中起来投向高赢利部门。正如威廉姆森所说的:“混合企业组织的基本功能在于,它能够有效地把资源分配到高赢利部门。”^①

(二) 并购的代理理论

交易费用理论将研究重点放在市场和企业之间的选择上,通过对交易行为的分析从企业组合结构选择的角度为纵向一体化并购提供了解释。而代理理论同时也对新古典经济学理论提出了挑战,以企业内部关系为出发点,对由企业所有权和控制权相分离导致的一系列问题进行了分析研究。代理是指代理人受当事人委托代表其担任某种职务或进行某种活动。由于代理关系双方的条件各异,利益不同,行为目标之间不可避免地产生不一致的情况,而且信息不对称阻碍了委托人对代理人行为的认知和评价。因此,代理关系的协调、委托人代理人关系的有效运行等组织问题就构成了代理理论的中心问题。代理理论的代表人物有伯尔勒、米恩斯、阿尔钦以及德姆塞茨和詹森、麦克林等人。

1. 代理理论基础

代理理论可以分为两类^②:一类是委托代理理论,其是从效用函数和不确定性信息出发,通过构造数学模型进行的规范分析性理论;另一类是实证性的代理成本理论。

(1) 委托代理理论

委托代理理论兴起于 20 世纪 60 年代末 70 年代初,一般采取比较形式化的语言,从正式的数学模型论证中获取经济学的结论。委托代理理论假设在股东和经理人之间、保险公司和投保人之间、管制者和被管制者之间以及税务局和纳税人之间,普遍存在一种信息不对称的困境。拥有信息优势的代理人,可能会利用这方面的优势损害处于信息劣势的委托人的利益。换言之,当代理人的利益与委托人的利益相冲突时,代理人往往会产生“道德风险”行为,即从事经济活动的人在最大限度地增进自身效用时作出不利于他人的行动。

道德风险产生的主要原因是有价值的信息在委托代理双方的分布不对称,其中一方拥有信息优势。信息不对称使监督变得很困难或成本太高昂,这样为满足激励要求,必须让代理人承担过多的风险。由此便产生了“激励—风险”之间的矛盾或替代,即满足最优风险分担的合约会损伤代理人的工作积极性,而满足激励要求的合约又不可避免地让代理人承担过多的风险。这是一个由于信息的不对称带来的无法回避的“两难境地”。

(2) 代理成本理论

^① Oliver Williamson: *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications* [M], New York: Free Press, 1975.

^② 张维迎:《博弈论与信息经济学》,上海三联书店、上海人民出版社,1996 年。

詹森和麦克林认为,代理成本主要包括:第一,监督成本,即委托人为了限制和监督代理人的行为而发生的费用;第二,订约成本,即代理人为取得代理关系,主动采取保证不会损害委托人的利益或同意在委托人的利益受到侵害时给予合理赔偿所付出的费用;第三,净损失,即由于代理人的决策与使得委托人效用极大化的最佳决策之间存在差距造成的效用损失。

2. 企业并购与代理理论

代理理论从公司权利和利益结构入手探索企业并购问题是非常有价值的,并购活动在代理问题存在的基础上有以下几种解释:

(1) 并购是为了降低代理成本

解决代理问题,降低代理成本,一般可以考虑两个方面的途径^①:第一,组织机制方面的制度安排。法马和詹森指出,在企业的所有权与控制权分离的情况下,将企业的决策管理与决策控制分开,能限制代理人侵蚀股东利益的可能性;通过报酬安排以及经理市场可以减缓代理问题^②。第二,市场机制方面的制度安排。股票市场为企业股东提供了一个外部监督机制,股价集中体现了经理的决策带来的影响,股价水平低会给经理带来改变其行为并更多地为股东着想的压力,从而降低代理成本。当这些机制不足以解决代理问题时,接管被看作是最后的外部控制机制,通过公开收购或代理权争夺而造成的接管,将会使公司的现任管理者被潜在的竞争者所取代。如果由于低效或代理问题而使公司经营业绩不佳,那么,并购机制使得接管的威胁始终存在。^③

(2) 经理论^④

经理论认为公司所有权和控制权分离以后,企业不再遵循利润最大化原则,而是选择能使企业稳定和发展的决策。经理具有很强的增大公司的欲望。假设经理的报酬是公司规模的函数,经理有动机为了让公司规模扩大而接受较低的投资利润率,并借助并购来增加收入和提高职位保障程度。经理进行企业合并注重的是企业的长远发展,而相对不太关心企业的利润状况,甚至会为了企业的长期发展而牺牲短期利润。

(3) 自由现金流量假说

所谓自由现金流量指的是公司的现金在支付了净现值为正的投资计划后所剩余的现金流量。自由现金流量假说源于代理成本问题。詹森认为,管理者和股东间在支出自由现

① Fama and Jensen: *Separation of Ownership and Control* [J], *Journal of Law and Economics*, 1983, 26, p301—325.

② Fama: *Agency Problems and the Theory of the Firm* [J], *Journal of Political Economy*, 1980, 88, p288—307.

③ Manne: *Mergers and the Market for Corporate Control* [J], *Journal of Political Economy*, 1965, 73, p110—120.

④ Muller. D. C: *A Theory of Conglomerate Merger* [J], *Quarterly Journal of Economics*, November 1969, 83, p643—659.

现金流的方向(如何使用现金)上存在冲突,由此而增加的代理成本是导致并购产生的一个主要原因^①。这是因为,可在一定程度上化解由现金流使用带来的代理成本的方法有两种:其一是减少公司的自由现金流量,因为自由现金流量完全交付股东可降低经理人的权力从而避免了代理问题的产生,同时再度进行投资所需的资金由于将要在资本市场上重新筹集而再度受到监督;其二是实施收购,因为收购的实施可提高公司的负债比例,而举债意味着在未来必须支付现金,这样,实施收购这种行为在监督管理者行为方面就显得要比采用现金股利发放更为有效,更容易降低代理成本。尤其是在已面临低速成长、规模逐渐缩小但仍产生大量现金流量的组织中,采取上述措施可减少代理成本,增加公司的价值。换言之,是降低代理成本的需要引发了并购的产生。

但是,这一理论不适用于分析需要资金投入的成长型公司。并且,通过增加负债的办法来降低代理成本,是以增大企业的风险为代价的,这样的方法在有的行业可行,而有的行业却未必可行。

(4) 自负假说^②

罗尔(Roll, 1986)认为并购者在评估目标公司时,往往会因为骄傲而太过于乐观,尽管接管并不具有价值,管理者并不会从经验和学习中获得教育,而自负使其相信判断是正确的。因此,并购是源于经理人的自负。但是,这种理论显然是不够全面的,其只能解释部分的并购的产生。

(三) 效率理论^③

效率理论认为并购和其他形式的资产重组活动有着潜在的社会效益,即它能够给交易双方都带来各自效率的提高。效率理论有很多的分支理论,每一个理论都可以用来解释某些特定类型的并购活动。

1. 差别效率理论

差别效率理论认为,并购产生的直接原因是由于管理者之间的效率存在着差异,如果A公司的管理层比B公司更有效率,在A公司收购B公司之后,B公司的效率便提高到A公司的水平,效率通过并购得到提高。同时,A公司过剩的管理资源得以更加充分的利用,由此A公司和B公司的效率就通过并购活动得到提高。现实中总存在着效率低于平均水平或者没有充分发挥其经营潜力的企业;同时,在现实中任何有效的企业运行都对企业的合理规模有一定限度的要求,否则,差别效率理论将会得出整个世界只有一个企业时管理效率将会最大化的极端结论。

差异效率理论有两个基本假设:(1)管理资源不可无条件释放。对于利用过剩的管理

① Jensen M. C: Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers, American Economic Review, 76, May 1986, p323—329.

② Roll R: The Hubris Hypothesis Corporate Takeover[J], Journal of Business, 1986, 59, p197—216.

③ 许崇正:《中国企业并购与资本市场发展》,中国经济出版社,2002年。

资源来进行收购的公司而言,如果它可以无条件地释放其过剩资源的话,不一定要进行并购;然而,如果管理层是一个整体并且受不可分性或规模经济的制约,那么解雇剩余的人力资源将是不可行的,那么收购企业仍可以通过进入被收购的相关行业来利用其过剩的管理能力。(2)低管理效率或业绩不佳的企业不可以轻易通过直接雇用管理人员或与外部管理者签订合同来增加管理投入,改善自身的管理业绩。在现实中,直接雇用管理者对于管理水平的提高可能是不充分的,因为这无法保证在一个相关阶段内的组织机构能够有一个有效的管理队伍;而订立契约的解决办法一般不宜采用,因为聘请有效的外部管理公司往往需要大量的资源的支持,而规模较小、业绩不佳的公司难以满足实施外部管理的要求。

在上述假设情况下,两个公司的并购将有协同效应,因为它能够把被收购公司的非管理性的组织资本与收购公司过剩的管理资本结合在一起。运用该理论可以说明从事相似经营活动的企业最有可能成为潜在的收购者,这样就为横向并购提供了解释依据。

2. 无效率的管理者理论

无效率的管理者理论与上面的差别效率理论有很大的联系。从某种意义上说,无效率的管理者只是指未能充分发挥其经营潜力,而另一管理团队可能会更有效地对该领域内的资产进行管理。根据差别效率理论,在被收购公司的特定业务活动中,收购公司的管理方要比被收购公司的管理人员更具经验。无效率的管理者理论为混合并购提供了理论依据。

无效率的管理者理论中有下面三点需要注意:(1)该理论假设被收购企业的所有者无法更换他们自己的管理者,因此必须通过代价高昂的并购来更换无效率的管理者;(2)如果替换不称职的管理人员是并购活动的惟一动因,那么把被收购的公司作为一个子公司来经营就足够了,收购公司没有必要与其合并,然而,实际上大多数的并购并非如此;(3)从该理论中应该得出并购后被收购企业的管理者将被替换的预测,但经验表明事实并非如此。一个在相对较短的期限内进行了多项并购活动的企业,如果只使用其自身的管理资源或者将被收购公司的管理者免职后雇用新的管理者,那么并购方将会面临无法对新的公司进行有效管理的困难;若更换不称职的管理者是主要动机的话,那么并购活动就不可能集中于少数几家进行多项收购的企业,也就无法看到像 20 世纪 60 年代那样的混合企业迅速涌现的现象了,所以无效率管理者理论具有一定的局限性。

3. 经营协同效应理论

经营协同效应或经营经济可以通过提供横向、纵向或混合兼并来获得。建立在经营协同效应基础上的理论假定在行业中存在着规模经济,并且在合并之前,公司的经营活动水平达不到实现规模经济的潜在要求。

对于横向并购,经营协同效应是产业存在规模经济的一种直接反映。规模经济由于不可分性而产生。例如,人员、设备、企业的一般管理费用等,当其平摊到较多的产出中

时,就减少了单位产品的固定成本,同时也就提高了企业的利润率。因此在制造业中,对厂房及设备的大量投资产生了典型的规模经济。规模经济的另外一个方面是管理方面的规模经济,企业同样需要达到一定的规模使得企业管理资源得到充分利用。

对于纵向并购,将同行业中处于不同发展阶段的公司联合在一起,可以避免相关的联络费用和各种形式的交易费用,从而在不同的水平间获得更有效的协同效应。

4. 财务协同效应

20 世纪 60 年代,混合公司的大量涌现使管理协同效应假说在纯粹混合兼并中的适用性受到怀疑。原因之一是公司的管理能力不会增长得很快,因而难以在很短的几年内进行旨在提高公司管理效率的多项收购;另一个原因是大多数混合企业主要在不同的领域进行并购,而管理协同却主要是与从事相同业务的公司间并购活动有关,因为后者更容易将管理能力延续下来或管理能力的延续只在该种情况下存在。经过一系列的研究表明,混合并购后往往显现的是资本性的管理优势。

财务协同效应假说认为,并购起因于财务目的。企业要利用多余的现金寻求投资机会和降低资本成本,可以通过并购使公司的资金从边际利润较低的生产活动向边际利润率较高的生产活动转移,从而构成提高公司资本分配效率。因此,高市场份额、低市场成长性的企业和高市场成长、低市场份额的企业合并可以得到内部资金成本上的优势。混合企业经济系统的优势是:现金流不管来源于何处,都不会由产生这些资金的部门自动留存,而是以收益前景为基础来进行分配。混合企业在这方面相当于一个小型的资本市场;它把通常属于资本市场的资金供给职能内部化。

(四)多角化理论^①

多角化经营是指公司持有并经营那些收益相关程度较低的资产的行为,其优势包括:

(1)分散企业管理层和雇员的收入风险。公司内部的长期员工由于具有特殊的专业知识,其潜在的生产力必优于新进的员工,公司应力图将这种人力资本保留在组织内部。但是在所有权和经营权相分离的情况下,如果公司的单一经营陷于困境,公司管理层甚至其他员工将面临较大风险。由于他们不能像公司股东一样可以资本市场上进行分散投资进而分散其风险,只有靠多角化经营才能分散其投资回报的风险和降低来自单一经营的风险进而增加职员的升迁机会和工作的安全感。

(2)保护企业无形资产。顾客、供应商和雇员往往会通过企业的无形资产与企业建立市场关系,多角化经营可以使无形资产得到充分的利用。

(3)多角化经营可以提高企业的负债能力和降低现金流量的波动。

多角化经营可以通过内部发展来完成,然而在许多情况下,并购要比内部发展更容易、更迅速地实现。多角化经营为混合并购提供了理论基础。

^① 韩峰:《入世后的企业并购》,中国出版社,2002 年,第 65 页。

（五）价值低估理论

价值低估理论认为,当某一企业的市场真实价值和潜在价值被低估时,这个企业就能成为其他拥有大量可供自由支配资源的企业或个人投资者有吸引力的并购对象。

企业价值被低估的原因有:(1)企业的经营管理未能充分发挥应有的潜能,导致企业现实和潜在的价值降低;(2)市场参与者,尤其是机构投资者强调短期的企业经营成果,导致具有长期投资价值的企业价值被低估;(3)企业的一些有关企业真实价值的内部消息没有完全公开,如果并购方有一般市场上没有的消息时,就会给股票一个高于一般市场价格的估价;(4)通货膨胀也可以造成资产的市场价值与重置的差异,导致企业的市场价值低于重置成本,企业价值被低估。

某企业想要增加生产特定产品的能力,它可以通过购买一家生产此类产品的公司达到这一目标,而不用从头做起,因为在一定条件下,直接并购同行业其他公司会更便宜一些。一般来说,常常用企业股票市场价值与企业重置成本的比值即托宾比率 q 的大小来反映一个企业被并购的可能性:当 $q>1$ 时,出现并购的可能性小;当 $q<1$ 时,并购产生的可能性较大,通过并购可以产生潜在的收益。例如,如果 B 企业的 q 比例为0.6且在收购中在市场价值以上所需支付的溢价为50%,可以得出收购价格为0.6乘以150%等于0.9,这意味着平均收购价格仍比收购资产的当前重置成本低10%,收购该企业是有利可图的^①。

20世纪70年代末,公司收购计划增加的一个常被讨论到的原因是进入新的产品市场领域可以通过公司间的买卖协议来完成。在这一时期由于包括通货膨胀在内的各种可能原因,全球股票价格在20世纪70年代一直处于低迷状态,同时通货膨胀导致资产的当前重置成本相较于历史账面成本大幅度提高,这两个方面的影响导致了 q 比例的下降。20世纪70年代末至80年代初, q 比例在0.5~0.6之间徘徊。这一状况为价值低估理论的有效性提供了现实支持。

（六）市场势力理论

市场势力理论的核心观点是不断扩大的企业规模将导致市场势力的增加。一方面,通过并购可以有效地降低进入某一行业的壁垒,通过利用目标企业的资产、销售渠道和人力资源以及技术条件等优势实现开拓新市场的目的;另一方面,通过并购活动扩大企业规模,减少竞争对手,从而增强对企业经营环境的控制,提高市场占有率。

以增强市场势力为目标的并购活动往往出现在以下三种情况中:(1)在需求下降,生产能力过剩和削价竞争的情况下,几家企业结合以获取竞争优势地位;(2)在国内市场受到国外企业强大的威胁时,国内企业通过联合结成联盟或通过并购组成强大的企业联合体对抗强大的竞争势力;(3)通过一定程度的合法合并,保持某行业企业间的垄断势力。

① 齐荣光:“对传统并购理论的两点异议”,《经济论坛》,2003年第8期。

关于市场势力增大和垄断的关系问题,仍然存在着两种相反的意见:一种意见认为,增大企业的市场份额,会导致企业的合谋和垄断,因此,在美国等发达的市场经济国家,政府通常会制定一系列的法律法规,反对垄断,保护竞争;另一种意见则认为,在集中度高的产业中的大企业之间,竞争变得越来越激烈了,因为关于价格、产量、产品类型、产品质量与服务等方面的决策所涉及的层次复杂,简单的合谋是不可能的。在现实情况下,各国政府对以获得市场势力为目的而进行的并购行为都实施了一定程度的监控和限制。

(七) 避税考虑理论

避税考虑理论以避税来解释企业并购的动机,尤其是公司合并的动机。当某公司有过多账面盈余时,合并另一公司可以降低税收支出,一个有亏损的企业与其他有正收益的企业进行合并有助于合法避税;一个内部投资机会较少的成熟企业可以通过收购一家成长型企业以减少税负,由于成长型企业只有少量的股利支出,但却有持续的且数额较大的资本性或非资本性开支,与此相对,成熟企业却有较多的税后现金但缺乏投资机会,因此,如果此时成熟企业(收购方)能够为成长型企业(被收购方)提供必要的资金(否则这些资金就必须作为股利支出,而这些支出作为一般所得是必须缴纳税收的)就可以在随后通过卖出被收购企业实现资本利得,由于资本利得税率小于一般所得税,因此在这一过程中企业实现了税收节省;另外,并购企业可以提高应提取折旧资产的总额,这就可以避免在通货膨胀时期由于历史成本较低而产生的折旧额较低所带来的负面影响。

(八) 信息信号理论

信息信号理论认为,并购谈判或者要约收购的宣布可能会传递给市场参与者一定的信息或信号,这些信息或信号将对企业资产的股价产生影响:(1)股票收购传递目标公司被低估的信息,目标公司的价值应重新被评估,对于目标公司并不需要采取任何行动,就能够有重新评价的产生;(2)企业原有的管理者受到了来自可能成为新的所有者的收购方的激励信号,他们会从事更有效率的经营活动,从而提高了目标企业价值的评价;(3)收购可能标志着收购方获取了目标企业在未来具有升值潜力的信息,未来的升值潜力反过来提升了目标企业现阶段的评价。

1977年,罗斯(Ross)将信号理论应用于公司资本结构上,认为公司内部经理人拥有内部经营管理信息,因而与外部投资人产生信息不对称。将信号理论应用于公司收购后,当目标公司被进行股票收购时,这一信息表明目标公司隐藏有未被发现的价值,或是未来将有更高的现金流量。

三、中国企业并购动因理论

相对于西方发达国家来说,中国的企业并购实践才刚刚起步,所以并购理论在中国还不很成熟,甚至从某种角度说,还不能够称之为理论,而只是对于中国并购情况的归纳。同时,由于在我国经济体制转型过程中所发生的企业并购,是在特殊的社会背景下形成

的,因而中国的企业并购除了具有交易费用、代理问题、效率考虑等理论问题外,还带有鲜明的中国特色,这表现在以下所述的中国企业并购理论中^①。

(一) 政府层面的企业并购动因理论

1. 消除亏损理论

企业的政府主管部门出于消除亏损的目的,是我国企业并购的主要动机之一,同时在今后一个较长时期内,这种动机仍将占据重要地位。所以,企业并购是消除亏损的一种机制。由于传统的行政方法和经济补贴方式未能触动企业的制度和机制,大量亏损企业无效占用社会资源。为了实现资源向高效率部门的转移,提高资源的使用效率,政府引入企业并购机制。其目的在于:第一,通过企业并购机制加大亏损企业的经营压力,使其努力提高经营效率;第二,通过企业并购实现劣势企业的资源向优势企业的合理流动;第三,也是最直接的目的,就是通过盈利企业带动劣势企业的发展。事实上,企业并购也就是在解决亏损企业问题这样一个大背景下产生的。这一并购虽然是以政府强制性干预为特征,计划经济色彩浓厚,但在一定程度上确实成为我国缓解企业亏损的一种比较有效的方式,不过也不能忽视由于这种盲目的行政式并购而造成的不良后果。总之,将企业并购作为政府消除亏损的一种机制,是中国在特殊的社会历史环境下特别的并购动机,也是中国企业并购的一个重要特色。

2. 破产替代理论

由于中国现处于特殊的社会历史环境,由于破产涉及银行、企业及职工的相关利益,很难妥善解决,结合现阶段中国社会保障体系尚不健全的状况,破产引起的社会动荡较大,中国承受不了大规模的企业破产而造成较大的社会动荡,特别是大规模的国有企业破产。对于大多数亏损企业,国家仍然要从确保改革稳定的大局出发,给予救助,而不是轻易让其破产。通过企业并购就可以达到既壮大优势企业,又救助困难企业;既实现企业重组,又减少社会动荡的目的。这是因为,比较而言,并购能够一揽子解决被并购企业的债务、职工安置及与职工安置相关的医疗、养老、住房等问题,使得社会动荡可以尽量减少;同时,企业并购相对于破产而言,国有资产受损失的可能性和程度都更小一些,能平稳地为生产要素的流动提供一条有效的途径。因而,并购成为政府、企业、职工都乐于接受的替代企业破产的并购机制。

3. 结构调整理论

传统的计划经济体制造成了存量资产流动刚性,而存量资产流动刚性的一个重要表现就是经济结构失衡。经济结构失衡是我国企业并购兴起的一个直接宏观背景。要打破经济结构的这种失衡状态,就需要从战略结构、产业结构、资产结构、组织结构、产品结构等多方面对我国企业进行调整,一种办法是靠企业在市场经济条件下的自我内涵型成长,

^① 姜理:《企业并购、价值创造与控制》,中国学位论文文摘数据库, <http://wanfang.lib.sjtu.edu.cn>。

这种方式由于受到资金等条件的约束,再加上调整过程时间过长,不可能成为我国经济结构失衡调整的主导方式;另一种方式就是积极推进企业间并购。传统的“关、停、并、转”的方式在我国的转型时期必将挫伤各方面的积极性,而且由于缺乏市场化的效率指标而不可避免地会使一些资源闲置起来,造成浪费。相反,企业的有偿并购遵循等价交换的原则,不仅能给资产和产权的购买者和企业的兼并者带来好处,而且能够使被并购方获得利益,免去种种风险,使得资源的配置能够在动态中不断优化和改善,提高整个社会的经济效率。因此,可以说,通过企业并购实现国有资产在不同所有制之间、不同地区之间、不同产业之间的流动,可以迅速地解决我国企业缺乏分工协作、规模过小的问题,建立适应社会化大生产要求的产业组织结构,有利于盘活国有资产存量,实现资源优化配置,提高资源使用效率。

4. 国际竞争力理论

改革开放以来,尤其是加入 WTO 以后,我国企业面临了前所未有的国际市场的竞争。政府为了增强我国企业的国际竞争力,通过推动企业间的强强联合,组成能与国际跨国公司相抗衡的超大型企业集团来保证其在日益激烈的国际竞争中求得生存与发展。正像中共十五大报告中所指出的那样:要“以资本为纽带,通过市场形成具有较强竞争力的跨地区、跨行业、跨所有制、跨国经营的大企业集团”。所以强强联合式的企业并购实际上是增强我国企业的国际竞争力的需要。

(二) 企业层面的并购动因理论

1. 获取优惠政策

我国有“对于优势企业并购亏损严重的企业,被并购企业的借款允许五年内‘挂账停息’;对于亏损严重的企业,其亏损允许递延,可用于抵消并购企业税前的利润,使企业通过并购可以实现合法避税”的相关规定;另外政府还会出于鼓励并购的目的发放财政补贴,这些政策相当于无偿增加了并购方企业的资金。企业往往为了获得这样相关的优惠政策而进行并购。

2. 生产要素互补

我国目前生产要素市场仍很不完善,企业很难从市场上获得某些关键性的生产要素,或者即使能够获得,所付出的代价也太高,通过并购来获取这些生产要素则是一条可行之路。这一动因突出表现在土地使用权方面。这种并购动因有两方面后果:一方面,并购使长期低效运行的闲置资产得到利用;另一方面,这种并购又伴随着巨大的资源浪费,由于并购着眼点不是注重利用企业整体价值,而是某一特殊资产,并购后被并购企业资产仍未得到最佳利用。但总体来说,并购有利于资产的利用程度的提高。

3. 上市融资

随着中国证监会对上市公司的要求越来越高,许多非上市公司很难直接上市,或者说直接上市的成本极高。为了达到上市融资或其他目的,非上市公司往往通过二级市场收

购上市公司股票,或通过有偿受让上市公司国有股及法人股,达到控制上市公司的目的,即通常说的“买壳上市”。这是当前我国上市公司并购的主要动因之一。非上市公司一旦“买壳上市”成功后,再通过增发股票的形式最终达到融资的目的。

4. 企业经理利益推动

我国的国有企业经理都是上级主管部门或企业通过行政命令任命的,上级部门考核国有企业经理主要依据的是政绩。企业并购具有迅速扩大企业知名度和企业资产规模的效应,能够体现管理层政绩,因而许多国有企业经理会尽力在任期内促成具有较大影响力的并购事件。

第二节 国外企业并购的产生与发展

企业并购发源于西方国家,伴随着资本积累和经济的发展,不断向前推进^①。在这一过程中,西方国家经历了五次大规模的企业并购浪潮。大体上可以将西方国家分为两类:第一类是以美国和英国为代表的市场导向型体制;第二类是以日本和德国为代表的银行导向型体制,不同的经济特征导致这些国家在五次并购浪潮中呈现出不同的并购发展状况^②。

一、第一次企业并购浪潮

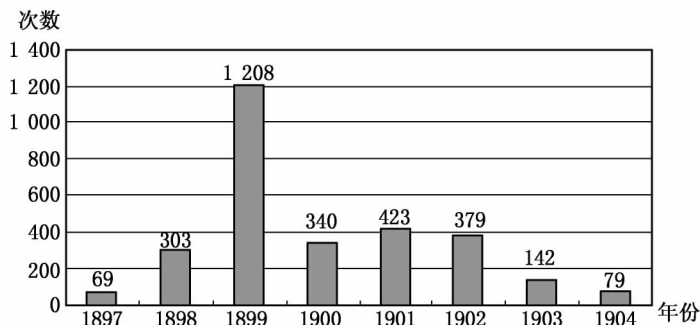
第一次企业并购浪潮发生于 19 世纪末到 20 世纪初,其高峰时期在 1899~1903 年。这一时期正是西方国家由自由资本主义向垄断资本主义转变的时期,为了在国际竞争中获得有利的地位,各国需要扩大企业规模,获取规模效益,尽早完成向工业国的过渡。同时,单个资本的积聚已无法满足其社会化大生产的需要,因此,企业并购作为资本集中的重要手段应运而生。

美国的这种并购需求得到了相应的法律和市场条件的支持。首先,股票市场的建立为并购创造了便利条件,于 1863 年成立的纽约证券交易所及其后成立的波士顿股票交易所、费城股票交易所和巴尔的摩股票交易所为企业兼并打开了方便之门,近 60% 的并购案是通过这些股票交易所进行的;其次,投资银行起到了极大的推动作用,投资银行不仅为并购企业提供了并购所需的巨额资金,而且积极充当并购企业的中介,提供并购咨询;最后,法律监管的松懈也是并购兴起的一个重要因素,美国司法机构在执行反垄断法《谢尔曼法》时,更多地把矛头指向工会而不是企业的并购活动,某些州在公司法方面的优惠政策也促进了第一浪潮的到来。美国在 1899~1903 年间共有 2 860 多次兼并产生(见图

① 干春晖:《并购经济学》,清华大学出版社,2004 年,第 1~23 页。

② 臧日宏:《关于上市公司并购重组理论与绩效评价的探讨》,中国学位论文全文数据库 <http://wanfang.lib.sjtu.edu.cn>,2000 年,第 38 页。

10—2),涉及兼并资产总额 63 亿元,出现了一批大型垄断企业。并购席卷了美国国民经济的各个主要部门。美国铁路的 6 家大型铁路集团共进行铁路并购 790 起,并购资本达 90.2 亿元,占美国铁路资本总额的 96%;1882 年美国出现了第一个托拉斯组织——美孚石油公司(Standard Oil);在矿业和制造业中,到 1909 年,通过不断并购,产值在 100 万美元以上的大企业已增加到三千多个,占企业总数的 1.1%,其中 100 家最大的公司控制了全美近 40%的工业资本^①。



资料来源: Merrill Lynch Business Brokerage and valuation, Mergerstart Review, 1996.

图 10—2 美国第一次并购浪潮

英国作为最早的工业化国家,在 19 世纪末也出现了较大规模的企业并购活动。1880~1918 年间,共有 655 家中小型公司通过并购组成 74 家大型公司,垄断着主要的工业部门。1897~1899 年,英国三大纺织公司——大英棉织品公司、优质棉花纺织联合体、棉花印花机联合体实行并购;同时最大的盐业企业、最大的烟草企业、最大的水泥企业和最大的日用品化学企业等也都是在这一时期形成的。但是与美国不同的是,英国这一时期的并购活动主要发生在一些传统的轻工行业;另外兼并后形成的企业往往比较松散,规模也小得多,因而并购的效果也很有限。上述并购特点的形成在很大程度上与英国国内对殖民地贸易的过分依赖有关,在与殖民地国家的垂直贸易中,宗主国企业间通过价格卡特尔要比通过相互竞争更能获得丰厚的利润,因而企业间进行实质性兼并的动力要小得多。

19 世纪末 20 世纪初,工业的迅速发展、市场的过度竞争促使德国工业企业通过并购产生了许多垄断组织,形成了包括西门子公司、克鲁伯公司在内的 600 多个卡特尔;工业资本的集中,也引起了银行业的并购加剧,德意志银行先后兼并了 32 家银行,参股或控股了 87 家银行,控制着 20~30 亿马克的资本,成为欧洲当时资本最雄厚的银行集团之一。

第一次并购浪潮以扩大企业规模为直接目的的同类产品企业间横向并购为主要的并

^① Nell Fligstein; The Transformation of Corporate Control, Harvard University Press, 1990, p72.

购形式,这种并购是资本在同一生产领域或部门的集中,优势企业吞并劣势企业以扩大生产规模,取得规模经济效益,通过兼并商业竞争对手以在商业竞争中取得优势地位。由于这次并购浪潮形成之前,没有大型垄断组织存在,所以相互合并的企业规模都相对较小并且并购的阻力较少。这一次的并购浪潮对西方国家的经济转型与发展起到了巨大的推动作用,使得工业结构得到了极大的发展,国民经济的集中程度大大提高。

二、第二次企业并购浪潮

第二次企业并购浪潮发生于 20 世纪 20 年代。第一次世界大战刚刚结束,很多国家处于经济复苏期,旺盛的市场需求提供了广阔的经济市场发展。经济不断高涨的同时,科学技术有了很大发展,在诸如汽车、化学、电气等工业领域产生了许多新技术,这些工业发展所产生的资本需求也推动了第二次并购浪潮的展开。

在 1919~1930 年间,美国的并购浪潮涉及公用事业、银行、制造业和采矿业等 26 个行业,12 000 家企业被并购。1914~1929 年间,美国制造业中产值在 100 万美元以上的大公司的数目增长了 20%,这些公司的产值占制造业总产值的比重由 48.7% 升至 69.2%^①;由于采矿业对运输的依赖,相当一部分采矿业未被运输业控制。1923 年,美国 8 家铁路公司控制的煤炭藏量为 69.7 亿吨,占美国煤炭总藏量的 77.7%;工业资本和银行资本相互渗透,产生了新的金融寡头,如克利夫财团、洛克菲勒财团和美洲银行财团等;1930 年占总数 1% 的银行控制着美国 99% 的银行资产^②。

虽然英国在这一时期还处于经济萧条期,但仍然出现了大规模的企业并购活动。在 20 世纪 20 年代英国经济处于长期停滞阶段,同时欧洲大陆的军备竞赛却愈演愈烈。民用部门的普遍不景气和军火工业的一枝独秀造就了这一时期英国企业并购活动的独特的行业性特点。1928 年,大型军火企业维克斯公司与阿姆斯特拉姆特朗—惠特沃斯公司联合,组成了维克斯—阿姆斯特拉姆特朗公司;1929 年维克斯公司又与康美尔·列德公司一起创建了冶金托拉斯——英国炼钢公司和车辆制造托拉斯——都会—康美尔客车及货车公司。

德国作为第一次世界大战的战败国,由于割地和赔偿使得德国经济在战后初期发生了剧烈的波动,投机性垄断组织大量兼并收购中小企业,使得生产和资本得到了进一步的集中。到 20 世纪 30 年代末,各垄断组织控制了德国资本总额的 85%^③。

在第二次并购浪潮中,纵向并购成为主要形式。这种并购是在与本企业生产或经营紧密相关的前后道生产工序、工艺过程的生产企业之间进行,从而形成纵向生产一体化,

① Temporary National Economic Committee, *Investigation of Economic Power Concentration*, Washington: U. S. Government Printing Office, April 1941.

② Nelson, Ralph: *Merger Movement in American Industry: 1895—1956*, Princeton University Press, 1959.

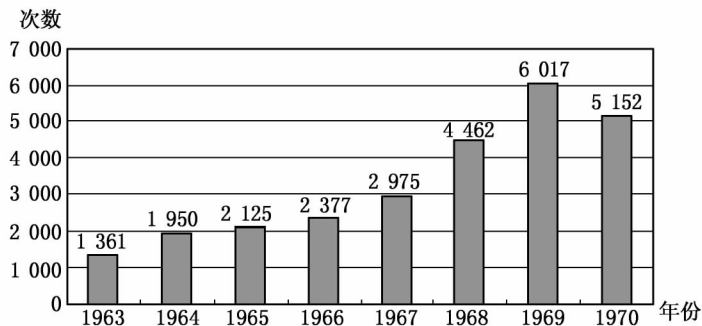
③ 周小知:《兼并收购与企业扩张》,中国劳动出版社,1999 年。

并且使企业成为一个统一的运营联合体。同时,一些已经形成的垄断企业通过并购加强自身经济实力,扩展市场占有率。这些都使得第二次并购浪潮无论在并购规模还是在参与并购企业数量上都远远超过了第一次并购浪潮。另外,在第二次企业并购浪潮中,生产企业与金融界联系加强、相互渗透,产生出一种新的资本——金融资本,这种由产业资本和银行相结合产生的资本形式一起相当雄厚的实力又反过来促进了资本主义经济的标准化大生产过程。

三、第三次企业并购浪潮

第三次企业并购浪潮发生在第二次世界大战后的 20 世纪 50~60 年代。战后重建刺激了资本主义经济的增长,科学技术飞速发展,主要的发达国家都进行了大规模的固定资产投资。电子工业、计算机工业、航空航天工业等一系列新兴的工业部门相继兴起。这些新兴工业的发展需要强大的垄断企业以其巨额的资金投入作为支撑,第三次并购浪潮就是在这种以经济发展、技术进步、产业结构调整为背景的经济环境下产生的。

美国企业在 1960~1970 年间共发生 25 598 起并购,而在 1967~1969 年的 3 年高峰期中,发生并购高达 10 858 起。并且被并购企业规模之大是空前的。1960 年,资产在 1 000 万美元以上的被并购的大公司数量达 51 家,1968 年达到了 173 家,仅占并购数 3.3% 的被并购企业的资本量总和却占了所有被并购企业的资本量的 42.6%^①(见图 10-3)。



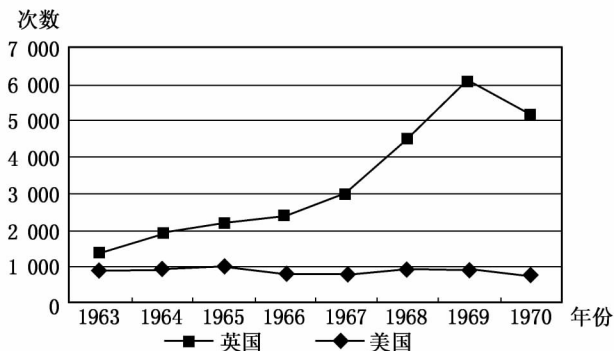
资料来源: Merrill Lynch Business Brokerage and valuation, Mergerstat Review, 1996.

图 10-3 美国第三次并购浪潮

在经历了第一次世界大战、20 世纪 20 年代长期经济停滞和第二次世界大战之后,英国经济已极度虚弱。在相对平稳的国际环境和美国的扶持下,英国开始了艰难的战后重

^① Raymond Vernon, *Storm over the Multinationals*, Harvard University Press, 1997, p60-68.

建工作。宏观经济的低迷在企业并购活动中也有所体现。1965~1973 年是并购活动相对比较活跃的一段时间,但是与美国相比,英国并购活动的规模无疑要小得多(参见图 10-4)。而且由于宏观经济形势运行很不稳定,并购活动也时起时落,没有一个特别明显的高峰。1957~1969 年,制造业中最大的 100 家公司中有 22 家公司被并购;1960 年英国飞机公司成立,1967 年通过钢铁公司国有化建立了大英钢铁公司,同年商业运输工具制造公司和大英汽车公司合并为大英雷兰德公司。



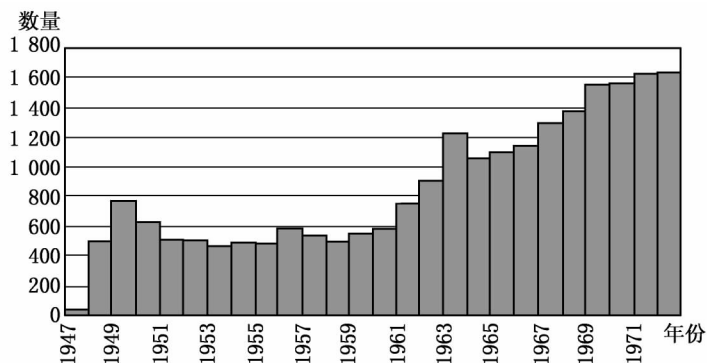
资料来源:多纳德·海、德里克·莫瑞斯:《产业经济学与组织》中译本,经济科学出版社,2001 年;P. S. 萨德沙纳姆:《兼并与收购》中译本,中信出版社、西蒙与舒斯特国际出版社,1998 年。

图 10-4 1963~1970 年英美企业并购数量比较

从 1945 年日本战败投降到 20 世纪 70 年代初的 30 年间,日本相继掀起并购浪潮。1948 年,日本企业兼并数量仅为 309 起,1965 年达到 894 起(见图 10-5),1970 年超过 1 147 起。其中,大型产业资本在 60 年代中期到 70 年代初期达到合并高潮。在此期间,东日本重工、中日本重工和西日本重工合并为三菱重工;日本邮船与三菱海运合并为新日本邮船企业;大阪商船与三井商船合并为大阪商船三井船舶。日本企业并购的发展得益于战后有力的国际环境,战后国际贸易自由化使日本获得机遇;政府在这一时期也起到了积极的推动作用,日本政府对产业部门垄断采取支持态度使得反垄断法在日本实行不畅。日本在此背景下通过一系列产业政策的实行完成了产业结构的调整,实现了经济的高速增长^①。

第三次企业并购浪潮具有如下一些特点:一是出现了混合并购的新形式,即优势企业为实现多元化经营并购那些与自己生产经营分别属于不同产业部门、并且没有特别技术联系的企业。这种并购形式体现了企业自身实力的增强,多元产业发展的趋势逐渐替代了传统的单一部门、单一行业的企业运营,企业组织结构出现了新的形式,企业规避风险

① 孙执中:《日本垄断资本》,人民出版社,1985 年,第 25 页。



资料来源: Ishizumi, Kanji, Acquiring Japanese Companies; Mergers and Acquisitions in the Japanese Market, Japan Times Limited, 1990.

图 10-5 1947~1972 年日本并购活动

的能力大大增强。通过表 10-1 所显示的美国制造业和矿业中大型企业并购的分布可以反映这种特点。二是主要发生在大型企业之间的“大鱼吃大鱼”式的并购。在前两次企业并购浪潮中,一般都是优势大企业兼并那些中小企业。但随着资本主义生产和资本的不断集中,到 20 世纪 50 年代就出现了一批资本在百亿美元以上的大型企业和一些资本高达千亿美元的特大型企业,它们之间的相互竞争将并购规模推上了新的高峰。第三次企业并购浪潮,加剧了资本的垄断,壮大了企业实力,推动了西方各国产业结构的进一步发展。

表 10-1 美国制造业和矿业中大型企业并购及其分布情况表

并购类型	1948~1953 年		1954~1959 年		1960~1966 年		1967 年		1968 年	
	数目	百分比	数目	百分比	数目	百分比	数目	百分比	数目	百分比
横向并购	18	31%	78	25%	69	13%	14	9%	7	4%
纵向并购	6	10%	43	14%	82	15%	13	8%	13	7%
混合并购	34	59%	193	61%	387	72%	28	83%	172	89%
合 计	58	100%	314	100%	538	100%	55	100%	192	100%

资料来源:威廉·格·谢佩德:《市场实力与福利导论》,商务印书馆,1980 年,第 106 页。

四、第四次企业并购浪潮

第四次企业并购浪潮发生于 20 世纪 70~80 年代,1985 年为并购最高潮时期。在第三次并购浪潮中,大量企业通过混合并购形成了多元化经营的企业组织模式来稳固竞争

地位,但是由于相适应的管理模式没有相应地建立起来,混合公司这种复杂的企业结构使得企业控制难度增加,混合并购的弊端逐渐出现。当繁复的企业组织严重地阻碍了企业的发展,新的企业结构调整势在必行,于是掀起了第四次并购浪潮的序幕。

美国在 1975 年并购总数为 2 297 起,1985 年达到 3 000 起,1984~1990 年这 7 年间,企业的平均并购数量为每年 3 686 起。1983~1985 年这 3 年间,10 亿美元以上的大型并购共发生 61 起^①。1981 年 7 月,美国最大的化学公司杜邦公司出资 87 亿美元收购了美国石油开采中名列第六的石油垄断企业大陆石油公司(Conoco);1985 年底,通用电气公司(GE)以 62.8 亿美元并购了美国无线电公司;1986 年,世界最大的萨其—贝茨全球广告公司合并成立^②。

1979 年,撒切尔夫人上台后,英国开始“私有化”改革。原来被政府控制的行业,如电信、公用事业、航空纷纷转由私人经营。微观经济开始变得更有活力,竞争促使企业并购活动逐渐活跃起来,并在 1987~1989 年达到顶峰(见表 10-2、图 10-6)。

表 10-2 1975~1986 年主要发达国家的企业并购数量表

年份	美国	加拿大	德国	荷兰	英国
1975	2 297	264	445	—	315
1976	2 276	313	453	—	353
1977	2 224	395	554	—	481
1978	2 106	449	558	—	567
1979	2 128	511	602	—	534
1980	1 889	414	635	—	469
1981	2 395	491	618	296	452
1982	2 346	576	603	328	463
1983	2 533	628	506	296	447
1984	2 543	641	575	370	568
1985	3 001	712	709	318	474
1986	3 336	—	—	—	842

资料来源:James A. Fairburn & John A. Kay. Mergers & Merger Policy. Oxford: Oxford University Press, 1989, p38, 151.

Statistical Abstract of the United States, 1990, p534, 1980, p575.

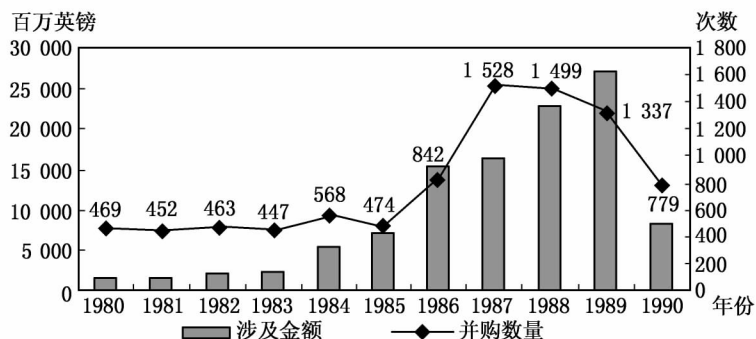
Business Week 1000”, p26.

多纳德·海·德里克·莫瑞斯:《产业经济学与组织》中译本,经济科学出版社,2001 年。

P. S. 萨德沙纳姆:《兼并与收购》中译本,中信出版社、西蒙与舒斯特国际出版社,1998 年。

① Bengt Holmstrom, Steven N. Kaplan, Corporate Governance and Merger Activity in the U. S. : Making Sense of the 1980s and 1990s, www. nber. org/papers/w8220, 2001. 4.

② Rock, Sikora, The Mergers & Acquisitions Handbook, 2nd Edition. MegrawHill, Inc, 1994.



资料来源:多纳德·海、德里克·莫瑞斯:《产业经济学与组织》中译本,经济科学出版社,2001年;P. S. 萨德沙纳姆:《兼并与收购》中译本,中信出版社、西蒙与舒斯特国际出版社,1998年。

图 10-6 1980~1990 年英国并购次数与涉及金额

1973 年石油危机后,日本经济高速增长长期结束了。由于国内市场狭小,生产过剩的情况十分严重。面对这种情况,日本企业一方面进行产业整合,另一方面寻求海外扩张。20 世纪 80 年代随着日本对外直接投资迅速增长,日本对国外企业的兼并有了重大发展。1984 年,日本企业并购外国企业只有 44 起,1985 年增加到 160 起,1988 年 270 起,1989 年 408 起。索尼企业以 34.5 亿美元购买美国的哥伦比亚制片企业;三菱企业以 8.4 亿美元购买洛克菲勒华尔街大厦 51% 的股份都是这一时期有代表性的日本企业跨国收购案^①。

第四次企业并购浪潮的特征是:首先,企业并购活动从国内发展到国外,跨国公司对外直接投资呈现明显向跨国企业并购发展的态势;其次,混合并购所占的比重急剧下降,多元产业发展的公司将非主导产业分割转让,通过这种重组改造来解决由于组织过度复杂而导致的经营控制困境;再次,随着资本市场的发展和金融手段的创新,出现了“杠杆收购”的并购方式,其通过发行一种高风险、高回报的债券使得小企业得以并购大企业从而支持了“敌意并购”、“小鱼吃大鱼”等并购方式的一度盛行。第四次企业并购浪潮,展开了对企业规模的重新思考,通过与金融创新的相互结合,推动了新一轮的企业机制重组。

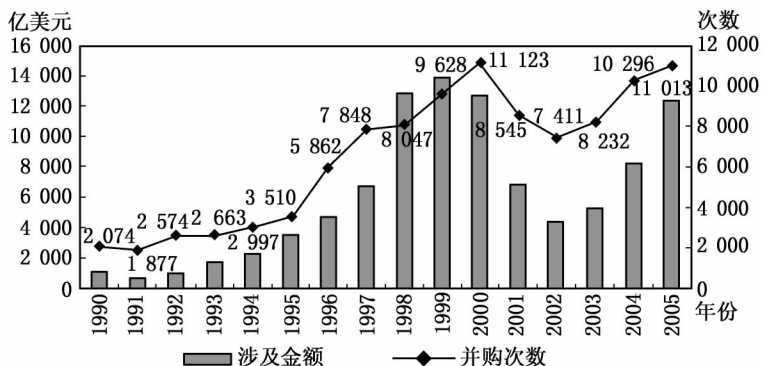
五、第五次企业并购浪潮

第五次企业并购浪潮始于 1994 年,一直延续至今。跟以往的并购浪潮一样,科学技术起了很大的推动作用,高新技术的发展和信息时代的到来推动了这次并购浪潮的到来。但与以往不同的是,在这次并购浪潮中,政府对垄断管制的放宽起到了相当的作用。如在

^① 孙黎:《公司收购战略》,中国经济出版社,1994 年,第 42~43 页。

1996 年,美国政府新电信法的生效,打破了长、短途电话和有线电视公司经营范围的界限,引起了电信业一系列的并购活动。

随着美国 1993 年经济复苏,并购高潮再次掀起。1994 年,美国企业并购交易额达 2 267 亿美元,同年,柏林顿北方公司斥资 27 亿美元并购太平·桑塔·费公司,成为美国最大的铁路系统;1995 年美国企业并购数量为 3 510 起,涉及金额 3 560 亿美元,同年,迪斯尼公司宣布以 190 亿美元巨资收购美国广播公司(ABC);1996 年,并购达到 5 848 起,全年涉及并购金额达 4 949 亿美元(见图 10—7),同年,波音公司以换股方式并购麦道公司,并购金额达 133 亿美元。



资料来源: Mergerstat Free Reports: M&A Activity U. S. and U. S. Cross-Border Transactions, http://www.mergerstat.com/new/free_reports_m_and_a_activity.asp.

图 10—7 1990~2005 年美国并购次数与涉及金额

20 世纪 90 年代以后,欧洲一体化进程加快,欧盟区内各国的经济都表现良好,英国也连续几年保持增长。与此同时,欧洲及英国的并购活动也高潮迭起。1997 年英国并购案件数为 1 908 起,金额为 1 190 亿美元,仅次于美国^①。1999 年英国并购交易金额达 3 860 亿美元,是欧洲并购交易最活跃的国家^②。

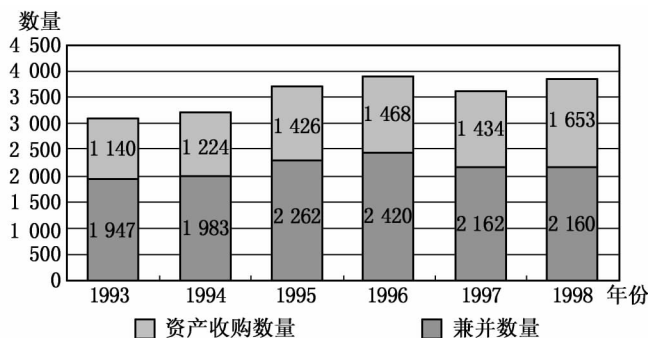
随着泡沫经济的破灭和日本经济的持续萧条,20 世纪 90 年代以后,日本出现了新一轮以企业兼并为核心的产业改组运动,并且为了摆脱萧条状况,日本政府采取了对外资进入的积极态度,使得日本国内的企业并购越来越多地融入到国际并购浪潮中^③。从化学、造纸、钢铁、水泥等材料工业,到家电、汽车、机床、精密机器等制造业,以及医疗、信息通讯、流通、航空、金融等服务产业均无例外地投入到企业兼并的高潮中。从兼并的次数看,此次并购浪潮远胜于 60 年代末的规模。1996 年资产额度在 20 亿日元以上的并购次数

① 盛立军:《全球企业并购的新趋势 1998》, <http://www.co-win.com>。

② 王宏:“'99 并购战欧亚拔头筹”,载《国际金融报》,2000 年 1 月 4 日。

③ 侯庆轩:“日本的四次外资企业高潮”载《现代日本经济》,1998 年第 3 期。

达3 888次,1997 年受东南亚金融危机影响,并购次数有所下降,到 1998 年后又有所恢复(见图 10—8)。



资料来源:Fair Trade Commission of Japan(JFTC), Annual Report on Competition Policy in Japan 1995—2001.

图 10—8 1993~1998 年日本资产金额在 20 亿日元以上的并购活动

第五次企业并购浪潮的典型特征有三个:一是并购规模巨型化,为适应国际竞争的需要,大公司需要通过功能互补性重组来增强国际竞争力,以达到“强强联合”的目的;二是跨国并购得到进一步发展,规模巨大,且比例显著提高;三是第三产业成为并购的新热点,并购产业范围上有 2/3 的企业分布在金融服务业、医疗保险业、电信业、大众传媒和国防工业等五大产业。通过这次并购,实现了资产规模的迅速扩张和增值,优化了资源在产业间的配置,再一次推动了产业结构的升级和重新调整,影响深远。

第三节 中国企业并购的产生与发展

一、中国企业并购实践的发展历程

我国在历史上一直是一个商品经济欠发达的国家,在 1949 年以前,由于政治动荡,战乱频繁,基本上未出现过大的并购浪潮。新中国成立以后至 20 世纪 50 年代末,实行了特殊形式的企业产权重组,即通过对私有工商业的利用、限制和改造,实现公有经济的“兼并收购”活动。自 20 世纪 50 年代末,公有经济在我国国民经济生活中占有绝对的主导地位,产权关系单一,根本不具有企业并购的前提条件。直到 20 世纪 70 年代末至 80 年代初,随着经济体制改革的不断进行,作为产权交易的企业并购活动才得以出现。到目前为止,其发展大致可以分为以下四个阶段^①:

^① 国有资产管理局科研所课题组:“中国企业并购市场的发展及政策建议”,《管理世界》,1997 年第 4~5 期。

（一）并购起步阶段

我国企业间的并购活动其实可以追溯到较早的时候,但真正以现代企业为主要组织形式的并购开始于1984年,由此开启了我国企业的第一次并购浪潮。1984年,在全国企业根据“两权分离”的原则,广泛推行承包、租赁经营方式的同时,首先在保定和武汉出现了企业兼并,将效益差、经营不善的企业产权有偿转让给有经营优势的企业,取得了较好的经济效果。第一起企业并购事件发生在1984年7月,河北保定市纺织机械厂以承担被兼并方企业全部债权债务的形式,兼并了保定市针织器材厂这家连年亏损、几乎处于停产状态的企业,开创了中国国有企业间企业并购的先河。同年9月,保定市钢窗厂以出资110万元的形式,收购了保定市煤灰砖厂,它是中国集体企业兼并国有企业的最早记录。

武汉市也是我国最早进行企业并购的城市之一。当时武汉市也面临着与保定等城市相似的困难:大批企业两年亏损,财政补贴难以为继,惟一的出路就是进行企业并购,让优势企业并购亏损的企业。1984年12月,武汉市牛奶公司以12万元的现款兼并了汉口体育餐馆,这是我国国有企业兼并集体企业最早的案例。到1988年3月,武汉市已有40家企业兼并了50家亏损企业。1986年底,企业并购开始在其他城市,如北京、南京、沈阳、无锡、成都、深圳等地陆续发展起来。

这一时期,我国的企业并购有如下特点:一是企业并购数量少,企业并购行为仅限于全国少数城市的少数企业;二是交易的自发性和政府干预并存,政府以所有者身份积极介入企业并购活动,从而使得这一阶段的企业并购具有明显的强制性;三是企业并购多出现在同一地区、同一行业甚至同一部门;四是企业并购的动因是消灭亏损企业;五是并购方式多为承担债务式或出资购买式。

（二）第一次并购浪潮

1988年中国的企业在前几年较快发展的基础上,开始了第一次并购浪潮。1987年10月,党的十三大报告已明确小型国有企业产权可以有偿转让给集体或个人。1988年3月,中共中央七届人大一次会议又明确把“鼓励企业承包企业,企业租赁企业”和“实行企业产权有条件的有偿转让”作为深化改革的各项重要措施。为了规范全国各地纷纷兴起的企业并购行为,1989年2月19日,国家体改委、国家计委、财政部和国家国有资产管理局联合颁布了《关于企业并购的暂行办法》,这是我国第一部有关企业并购的行政法规,企业并购活动由此受到了积极的推动。1989年,仅25个省、自治区、直辖市和13个计划单列市,一年内就有2599家企业被兼并,共转移资产超过20亿元。在整个20世纪80年代,全国有6966家企业被兼并,转移资产82.25亿元,减少亏损企业4095家。到1991年底,全国已有1万多家企业被兼并。

作为我国企业并购活动的探索,第一次并购浪潮具有以下特点:一是企业并购和产权转让活动由少数城市向全国扩展,一些县办企业和乡镇企业也出现了并购行为;二是企业

并购的范围由本地区、本行业内的企业间并购向跨地区、跨行业的并购方向发展；三是企业并购的目标由单纯的消灭亏损企业向自觉优化经济结构方向发展，被并购企业已经不完全是亏损企业；四是企业并购方式除了承担债务式、出资购买适合无偿划分式以外，还出现了控股式和参股式；五是局部产权交易市场开始兴起，逐步促使产权转让活动逐步纵向规范化。1988年5月，武汉市率先成立了中国第一家企业产权转让市场，并制定出相应的企业产权转让规则，同年，保定、南京、福州、成都、深圳等地也相继建立了企业产权转让市场。

（三）第二次并购浪潮

我国企业的第二次并购浪潮是在1992年邓小平同志视察南方讲话后，在中央确定了以社会主义市场经济体制为改革目标的情况下，在激励和约束机制的双重压力下活跃起来的。

1992年仅北京市就有66家企业被兼并。其中北京东安集团并购长期亏损的北京手表厂，北京人民机器厂兼并具有50年历史的北京锻压机床厂，北京力达公司首次刊登“企业征婚”启事，亚都公司刊登广告要求收购资源被兼并的企业。这一系列并购一时间成为北京的焦点事件。

1993年11月，中共中央十四届三中全会通过了《中共中央关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》。决定指出，要明确产权关系，让产权流动和重组。1993年12月，国家体改委《关于选择百家企业进行建立现代企业制度试点的意见》要求，尽快建立产权明晰的现代企业制度，对国有独资有限责任公司可以进行合并式、兼并式、分立式和改组式等多种形式的变革。中共十五大的召开，进一步明确了企业优胜劣汰的竞争机制，采取改组、联合、兼并等形式，这些是我国企业并购开始走上规范化、制度化和法制化的道路。尤其是1993年9~10月间，在深圳上市的宝安集团大量收购在上海上市的延中实业的股票，由此形成了一场被称为“宝延”风波的并购事件，拉开了我国股市并购战的帷幕。随后又相继发生了万科申华事件、中远收购众诚、恒通收购棱光、大纲收购爱使、光大标购玉柴等轰动全国的并购事件。仅1993年，全国就有2900多家企业被并购，成交额达60多亿元，重新安置职工达24万人。

与第一次并购浪潮相比，这次发生在证券市场初具规模之时的并购活动，具有以下特点：一是企业并购规模、涉及范围进一步扩大，大型收购和合并增加，强强合作增多；二是产权转让出现多样化，上市公司股权收购逐渐占据主要地位，境外企业参与并购与国内企业境外并购开始初现端倪，但承担目标企业债务式的并购仍占到并购总量的60%左右；三是并购范围突破了所有制和地区的限制，开始向多种所有制、跨地区方向前进；四是企业并购开始由以往的政府指令性并购逐步转向以企业为主体的并购，并开始向规范化方向发展。这次并购浪潮显现出我国企业正开始走一条规模化经营的道路，企业力图通过资本运营提高企业管理层次，优化资源配置，提高综合竞争能力。

(四)第三次并购浪潮

20 世纪末、21 世纪初,全球性的企业并购此起彼伏,其规模之大,涉及行业之多,波及国家之广,是任何一次全球并购浪潮都无法比拟的。在这样的一个大环境下,伴随着我国企业的不断成熟及加入 WTO 的巨大压力,第三次国内企业的并购浪潮也开始兴起。出现了易趣与雅宝的联姻,联想与赢时通结合,搜狐收购 chinaren,华润控股万科,小天鹅与科龙结成战略联盟,海信集团与浪潮电子信息产业合并,青岛海尔巨资收购海尔空调有限公司的大部分股权等事件。这一切表明,我国企业的战略性大并购时代已经到来。

与前两次并购浪潮相比,本次并购有了明显的变化:

1. 它不再是过去的那种强吞并弱、大吃小式的并购,而大部分都是强强联手

开创我国现代企业并购先河的河北省保定市,当时地方政府的指导方针就是以大型国有企业带动小型企业,用优势企业兼并劣势企业。这样既满足了优势企业扩展规模的愿望,又使一批劣势企业找到了依托。这种思路很快在全国范围内推广,此后几乎贯穿于我国前期企业并购过程的始末。然而随着市场机制的不断完善,企业间竞争的日益加剧,这种模式受到了越来越多的质疑,许多优势企业在并购劣势企业后的衰落也证明了这种方式的局限性。这次我国企业间并购浪潮基本上突破了以前的强吞并弱的模式,而实现了强强联合,如联想和赢时通的结合、小天鹅和科龙的结盟等。

2. 并购的目的不带有“扶贫”色彩,而是企业的一项长期发展战略

现今看来,企业并购的主要目的不在于减少企业亏损,但不可否认,解决国有企业的亏损问题却是我国企业并购兴起的主要原因和动力,这就使得我国前期的企业并购在一定程度上具有“扶贫”色彩。但这次并购热潮中这种情况已经越来越少。同时,企业并购也不再是企业的一种短期行为,而是企业的一项长期发展战略,能够达到改善长远的经营环境和经营条件、扩大生产规模、提高市场占有率、长期占领和开拓某个特定市场、获得资金优势以及保持核心竞争力的目的。

3. 并购的重点多是高技术的交流与合作,力图形成优势互补

因为并购已成为企业的一项长期发展战略,以次并购双方都将重点放在了高技术的交流与合作上,以实现技术优势,形成优势互补,从事单个企业所不能经营的业务。如海信集团与浪潮电子信息产业集团的合并,就是为了发挥各自的优势,获得更大的发展。

4. 在并购中政府已不再担当“红娘”的角色,而基本实现企业间的自由重组

如果说 20 世纪 80 年代及 90 年代初期的企业并购在很大程度上是一种政府行为的话,那么这次的企业并购浪潮已经基本上是一种企业自发行为了。它是企业间双向选择的结果,政府只起必要的规范、约束作用。

随着我国已正式加入 WTO,在 WTO 框架以及经济全球化的趋势下,可以预期,我国企业并购必将增添许多新的元素,并购事件也将进入一个新的复杂时期。

二、中外企业并购实践差异比较分析

中外企业并购发展历程存在着相当大的差异,通过对中外企业并购发展的比较分析,有助于对企业并购实践进行进一步的理解分析(见表 10—3)。

表 10—3 中外企业并购差异比较表

比较因素	国外情况	中国情况
产权问题	产权明晰;并购中很少产权争议	国有企业产权归国家,执行权归地方政府,产权不明晰;并购会导致国有资产流失的担心制约了并购活动的开展
并购动因	源于企业战略发展需要,以追求规模效益、改善企业组织结构为并购目标	政府导向,以消除亏损为动机;调整经济结构目的;享受优惠政策动机;获取低价的土地等稀缺资源动机;组建企业集团动机等
并购对象	很少兼并亏损企业,多以具有经营潜力、有利于并购企业战略发展、具有技术管理优势的企业为兼并对象	相当大的部分是亏损企业
并购中介	投资银行、企业咨询服务机构等专业化并购中介机构	少有中介机构,并购中介机构不够成熟
并购跨度	跨地区、跨行业、跨国界	地区间、行业间并购存在一定程度的壁垒
并购效果	通过并购形成了规模巨大、具有跨国竞争能力的巨型企业	通过并购形成具有国际竞争力的企业极少

有关跨国并购的内容将在第十一章第二节加以介绍。

案例 10 “一百”、“华联”并购案^①

2004 年 11 月 26 日,第一百货吸收合并华联商厦的方案获得中国证监会核准,合并后的存续公司上海百联(集团)股份有限公司股票百联股份将于 11 月 26 日正式复牌,这意味着市场瞩目的第一百货和华联商厦合并案尘埃落定。而就在一个月前,百联集团豁免要约收购华联超市、物贸中心、友谊股份、华联商厦、第一百货 5 家上市公司股票义务的申请被证监会批准,至此百联在自己一周岁之际为自己献上了沉甸甸的生日大礼,同时也在续写流通产业造就银河战舰的传奇。

^① 资料来源:全球并购研究中心, <http://www.online-ma.com.cn/>。

一、产业之忧

根据华尔街对产业的分类,零售类股票是处于稳定类的,但我国的零售企业却恰恰处于高度不稳定的风险中。这种风险并非来自于行业总量是否能持续成长的压力,而是来自行业内的结构和竞争问题。在美国经过多年并购的洗礼,零售行业形成了由几家寡头所主导的市场格局。相反,在计划经济时代宣告终结后,我国零售产业都处于重复建设、无序竞争的状态,没有形成行业内的龙头,国内企业的自相残杀不仅使自己元气大伤,并且让本来就强大得多的外商企业坐收渔利。正如郎咸平所指出的“我们需要的是,减少无序竞争的计划性自由竞争体制”。

目前在中国,零售卖场总面积大约为5 292万平方米,然而人均零售卖场只有0.05平方米,新加坡和日本的这个指标分别为0.6和0.8。2004年底中国的零售业全面开放,沃尔玛、麦德隆、家乐福等大量涌入,中国成为全世界瞩目的销售中心。与我们的竞争对手相比,我国零售业者众多而规模过小,没有任何一家的规模可以同这些国家巨头相提并论。而差距不仅仅在规模上,国外零售企业利用其规模优势和全球化采购平台降低商品成本,其毛利率和净利率明显高于国内零售企业,更为关键的是,即使开始在中国赔本他们也可以利用在成熟市场上的盈利来弥补。外国零售巨头们的攻城略地让国内零售企业感到了前所未有的生存压力。

二、银河战舰横空出世

“不在沉默中爆发,就在沉默中灭亡。”于是,上海的商业巨头们开始爆发了。2003年4月,在上海市政府的参与下,原上海一百(集团)有限公司、华联(集团)有限公司、友谊(集团)有限公司和上海市经委直属的物资(集团)总公司归并整合而成百联集团。以2002年12月31日的数据为准,百联集团拥有总资产284亿元,净资产84亿元。拥有第一百货等7家上市公司、众多知名企业以及拥有遍布全国23个省市的近5 000家营业网点,涵盖了包括百货、标准超市、大卖场、便利店、购物中心、专业卖场和物流在内的多种业态,是一个特大型流通产业集团。百联的成立让中国在流通产业领域拥有了银河战舰。但为了成为真正意义上的银河战舰,他们首先要做的是如何让这艘战舰更高效、更具战斗力。百联的产业整合大幕就此拉开。

百联首先要解决的就是如何减少同业竞争。在百联旗下,第一百货、友谊股份、华联商厦三者之间,华联超市与联华超市之间都存在着同业竞争问题。就百联而言,横向产业整合的核心就是按业态进行同类项合并。然而,百联集团几乎囊括了所有的商业销售业态,据统计,百联集团共拥有百货店15家,超市约2 000家,便利店1 162家,大卖场55家,专业专卖店421家,购物中心7家。进行产业整合是一项打散了、揉碎了,再重新捏合的工作,每一个业态的合并都涉及到人员、资产、负债、布局等一系列问题,并且涉及到各上

市公司的利益协调,因此百联集团的整合之路显得格外艰难。

突破首先从百货业开始。5月12日,百联集团刚挂牌仅半个月,一百集团就以1.27亿元收购了上海实业公司所持有的东方商厦51%的股权,全资拥有东方商厦。5月28日,百联宣布组建一百集团百货连锁事业部。事业部成立后,率先对一百集团属下的东方商厦、第一八佰伴、一店东楼三家大型百货商场实行“三店联动”,并实施统一营销、统一管理、统一采购、统一形象。业内人士预计,“三店联动”,使得一百集团的销售规模至少提高15%。

百货连锁事业部的扩张并未就此止步。按照百联的计划,他们将通过兼并重组、联营租赁、投资合作、品牌代理、管理输出等多种方式,把百联旗下的多家大中型百货企业整合纳入,从而完成百货业态的连锁整合。此后,百联将按照连锁事业部的模式,百联集团将按业态进行一系列的合并同类项,最终形成百货、连锁超市、大型专业专卖店、进出口贸易、批发、物流、房产物业、电子商务等纵向板块,凸显集约经营的优势。

同时,百联的另一项计划——上市也在紧锣密鼓地筹划中。百联集团拥有七家上市公司,集团在商业运营模式里面无疑将影响到原有企业的自主经营权、决策权和分配处置权,因此整体上市将是其解决目前尴尬境地的最为理想的方式。但要真正实现整体上市,将涉及多家上市公司,将面临很多障碍。在这个背景下,百联决定将主营业务重合度高、资源交叉现象十分明显的第一百货与华联商厦合并。本次合并后,存续公司可统一采购、统一配送,发挥规模经济效应,提高行业集中度。并且,通过资产置换可以将百联集团所控股的东方商厦注入存续公司,既减少了同业竞争问题,又增强了存续公司的实力,不失为一石二鸟之举。更为重要的是,集团将以存续公司为平台,通过一系列资本运作不断向上市公司注入优质资产,将打造成具有超强战斗力的银河战舰。

三、路漫漫其修远

百联的一系列大手笔虽然让人眼前一亮,但如果百联想真正达到能与国外巨头分庭抗礼的地步还有很多问题需要解决。诚然,做大做强是产业整合中企业发展的方向,但国内很多企业仅仅是做大而没有做强。国内大型国企驾驭整合大型企业的能力也是令人失望的,百联能否真正书写传奇,就要看她能否真正做强、精益求精,而不仅仅是规模上的扩张。为此,百联至少要处理好如下问题:合理地划分业态,针对每一种业态进行布局调整,统一和提升同一业态的进货渠道、配送系统、质量标准、成本核算、管理制度、多元品牌、人员配置,按市场需求对不同业态进行规划和配置,等等。但无论如何,百联都会在产业发展史上留下浓重的一笔。

此次合并采取吸收合并的方式。第一百货通过换股将华联商厦的全部资产、负债及权益并入第一百货,其现有的法人资格因合并而注销,合并后存续公司将更名为上海百联(集团)股份有限公司。此次合并的最大创举是为不同性质的股票设定不同的折价比例,

非流通股的折价以每股净资产为基础,并考虑到了合并双方商用房地产价值、盈利能力和业务成长性,流通股以成本价格为基础并考虑了为分配利润加权股价均值的影响。此外,为了保证中小股东的利益,合并方案还设置了现金选择权,即股东可在合并生效后将申请现金选择权的股份按相应的现金选择权价格出售给确定的战略投资者或机构投资者从而获得现金。

这次合并完成后,将有效解决目前百联集团下第一百货与华联商厦间同业竞争与关联交易,实现资源的重新整合与充分应用。合并后存续公司将拥有 14 家大型百货商场与 3 家购物中心,总资产近 60 亿元,股东权益将达到 32 亿元,成为国内名副其实的商业第一股。合并后,存续公司将对原分属第一百货和华联商厦的百货商店和购物中心等进行业态整合,实行统一归口管理,在两家公司原有的各业态基础上,通过制定统一的发展战略,采取集约管理、连锁经营的手段迅速构建存续公司的连锁经营平台、扩大市场占有率,形成符合国际零售业发展趋势的、连锁集约发展的经营业态体系。存续公司在对其进行业务整合的过程中,将根据各网点所处地域分别确定目标消费群,实现错位经营,形成都市型时尚百货、历史名店和社区型时尚百货三大连锁系列。将“东方商厦”作为都市型时尚百货的统一商号对合并双方原有主要商业区的经营网点进行更名,并将徐家汇的东方商厦作为旗舰店,拓展市外网点;重塑“上海第一百货商店”,“华联商厦”,“上海友谊商店”,“上海时装商店”和“上海妇女用品商店”五家历史名店,恢复历史风貌,并根据主题商店的经营理念分别重新定位;对其他开设在大型社区内的百货店暂不进行店名的变更和调整,仅在统一采购、统一营销、IT 技术等方面进行集约整合。总之,新公司已将其目标锁定为打造“内地第一流通企业”。

然而这仅仅是百联整体重组整合的前奏曲,更精彩的曲目将会接连上演。“这次吸收合并只是为百联集团整个资本运作搭建了一个平台。今后,百联集团将充分利用这一平台的功能,逐步把优质资产源源不断地注入上市公司,在壮大公司的同时,实现股东收益最大化,给股东实实在在的回报”,张新生在说出这番话的同时已经开始行动了。百联集团已经开始对东方商厦进行资产评估,东方商厦与存续公司的非主业资产进行资产置换后,不仅可以消除同业竞争,并且优质的资产将大大提高存续上市公司的盈利能力。当然,张新生不会就此停止前进的步伐,接下来他将会如何运用手下众多优秀的棋子,我们将拭目以待。

思考题

1. “一百”、“华联”并购的动因是什么?
2. 此次并购整合的关键是什么?

第十一章 对外直接投资理论与实践

第一节 对外直接投资基本理论

一、对外直接投资的概念和方式

对外直接投资,又称国际直接投资,指投资者为获得持久的利益,投资于国外的工商企业,直接参与或控制企业的经营管理而获取利润的一种投资方式。其相对于国际间接投资,主要具有实体性、控制性、渗透性与跨国性等突出特征。具体表现为:第一,它以谋取企业的经营管理权为核心。投资者通过投资拥有股份,不单纯是为了资产的经营,而是为了掌握企业的经营管理权,通过经营获得利润。第二,它不仅仅是资本的投入,还包括专门技术、生产设备、管理方法以及销售经验等的国际转移,是经营资源的综合投入。

对外直接投资的方式主要有以下四种:

第一,投资者直接到国外开办独资企业,可以通过建立新企业或全资收购国外现有企业的方式,设立分支机构、附属机构等,掌握100%的股份。

第二,购买国外企业的股票并达到一定比例。投资者通过掌握国外企业一定比例的股权直接控制该企业。

第三,通过与国外企业按一定比例共同投资建立合资企业或合营企业,一般实行有限责任公司制,由双方共同管理,共负盈亏。

第四,投资者利润的再投资。即投资者将在国外企业获得的利润不汇回本国,而是再投资于该企业。

二、传统的对外直接投资理论

国际直接投资理论旨在解释投资者在其国境外的价值增值活动的程度和模式,主要

探讨对外直接投资的动因和途径。国际直接投资的理论至少涉及经济学中的两个领域,一个是有关资源合理配置的理论,它建立在生产要素禀赋的理论之上,主要适合解释生产的区位选择。另一个领域是产业组织理论,它主要涉及投资者的所有权,以及与该生产有关的交易(包括那些可以影响它的位置)的组织方法。国际直接投资理论产生于国际直接投资之时,但其迅速发展始于20世纪60年代,20世纪90年代又有新的突破。这里对其中有较大影响的理论或流派加以介绍。

(一) 垄断优势论

垄断优势论(the theory of monopolistic advantage),是最早从经济学角度研究对外直接投资动因的理论。美国经济学家海默(S. H. Hymer)于1960年首先提出了垄断优势在公司国际直接投资中的作用,并在1976年出版的《国内公司和国际化经营:一项国际直接投资的研究》一书中,较为系统地提出了美国公司国际直接投资的理论。在其博士论文中,海默指出,由于直接投资和间接投资具有不同的性质,直接投资的特征在于控制国外企业的经营活动,而间接投资的特征在于获得投资利润。

海默认为,企业之所以能到国外进行直接投资,获取比国内投资更高的利润,是因为它具备东道国同类企业所没有的特定优势,即垄断优势。这些垄断优势主要包括:跨国公司拥有的知识优势、资金优势、管理优势、原材料优势、规模经济的优势等,这些都为其国际直接投资提供了必要的条件。

1. 知识优势

知识优势是指跨国公司对技术、信息、无形资产、技术诀窍、知识等方面拥有的优势。跨国公司拥有研究与开发(R&D)新产品、新技术、新的生产工艺的投资能力,并通过知识产权对这些优势加以充分的保护。这种知识优势在公司间进行转换时的交易成本较高,但是若跨国公司进行国际直接投资,通过公司内部的交易实现这种转移则会降低成本。这样不仅使公司的技术优势得以维护,而且使公司获得了垄断利润。

2. 筹集资本的优势

跨国公司一般拥有巨额资本,同时也可凭借其资金实力、无形资产及信用等级在国内金融市场上,以较低的成本筹集大量的资本,使其经营成本降低。

3. 管理技能优势

跨国公司拥有较强的公司组织与管理技能,拥有经验较为丰富的高级管理人员和素质良好的员工。通过国际直接投资可以使这些优势得以进一步的发挥。

4. 规模经济优势

规模经济与公司生产规模、市场的垄断程度密切相关。一旦公司通过一体化,扩大生产规模,实现规模经济,则能降低研发的成本,实现对技术的垄断,防止其技术优势丧失。通过对外直接投资可以使公司绕过东道国的贸易限制,避免在母国进一步的扩张与反托拉斯法相抵触。

1969年,金德尔伯格在其著作《美国公司在国外》中提出了和海默基本一致的观点,并对其作了补充,他强调了市场结构的不完全性和跨国公司的垄断优势。虽然东道国企业在某些方面,如熟悉当地市场等,比跨国公司在当地直接投资的企业有更好的竞争条件,但是跨国公司能够凭借自身拥有的垄断优势抵消不利因素,从而获取高于东道国企业的垄断利润。

在海默和金德尔伯格之后,西方一些经济学者沿着其思路,对此进行了进一步的拓展,主要论证的是两方面的问题:一是进一步补充各种垄断优势,二是论证跨国公司在直接投资与贸易之间的选择问题。

约翰逊(H. G. Johnson)认为,企业对外直接投资的垄断优势,主要来自于对知识资产的占有和使用。由于知识的生产成本很高,通过对外直接投资而实现的生产规模的扩大,可以降低使用知识资产的成本。而对于东道国企业来说,为获得同样的知识资产,其付出的代价要大于接受外来投资所需要的成本。

凯夫斯(R. E. Caves)认为,跨国公司的垄断优势主要来自于其使产品差别化的能力。跨国公司之所以能在国外市场进行生产,是因为它能根据不同国家、不同消费者的偏好,设计和生产出适合不同人群的产品,迎合消费者的心理需求,从而赢得市场。

沃尔夫(B. M. Wolf)等人对垄断优势中的规模经济进行了进一步的阐述,赫尔施(Seev Hirsch)提出了厂商成本比较理论,从成本比较角度提出了出口与直接投资的比较模型。

总而言之,垄断优势论较好地解释了知识密集型产业的对外直接投资行为,并能够解释发达国家之间的相互投资现象,以此确定了其在对外直接投资理论中的地位。然而,该理论是建立在对美国跨国公司对外直接投资行为的研究之上的,并且没有解释拥有垄断优势的企业为什么不进行产品出口或技术转让,而是选择对外直接投资。而且,该理论偏重于静态研究,忽略了时间因素和区位因素在对外直接投资中的动态作用。

(二)比较优势论

比较优势理论(the theory of comparative advantage)是由日本一桥大学教授小岛清(K. Kojima)在1987年发表的著作《对外贸易论》中提出的。他在分析和总结垄断优势的基础上,从宏观经济的角度出发,阐明比较优势应是国际分工和对外直接投资的决定因素。

小岛清依据日本企业的海外投资实践,对美、日两国的对外直接投资进行了比较,对外直接投资的行为与规律作了新的解释。他认为,各国的经济条件不同,因此依据美国跨国公司对外直接投资的资料而归纳出来的理论无法解释日本跨国公司的对外直接投资行为。日本跨国公司的对外直接投资大多集中于那些已失去或即将失去比较优势的传统工业部门,属于“贸易创造型”投资,这些传统行业很容易在海外找到生产要素与技术水平相适应的投资地点,获得远远高于在国内投资的收益,而且东道国由于外来投资项目的收益

增加了收入,又促进了东道国购买投资国的产品,也就是创造出了新的贸易。因此,这种对外直接投资不是取代贸易,而是扩大贸易的。但是,具有垄断优势的美国公司通过在海外设立子公司而把生产基地转移到国外,减少了母公司的出口,非但没有节约成本,而且对本国经济产生了不利影响,违背了比较优势,使本国本可以通过出口而保持的贸易顺差丧失殆尽,因此属于“贸易替代型”对外直接投资。

因此,比较优势理论的核心内容为:第一,无论是国际贸易还是国际投资都应立足于“比较优势原理”进行判断,应当考虑两种产品、两个国家的模式,将两国两种产品的成本比率相互进行比较;第二,对外直接投资应该从本国已处于或即将处于比较劣势的产业即边际产业开始,并依次进行;第三,在投资国与东道国之间应当从技术差距最小的产业依次进行移植,以适应东道国的需要,投资国的中小企业应走在对外投资的前面。这样有利于当地比较优势产业的建立,两国可以在对外直接投资及其引致的贸易中互补,并能更大程度地受益。

比较优势理论否认垄断优势因素在对外直接投资方面有决定作用,从国际分工角度解释了日本式对外直接投资行为,论述了如何通过产业结构调整来提高国际直接投资效益的问题,与其他国际直接投资理论相比有其独到之处。然而该理论仅仅根据日本在 20 世纪 60~70 年代某些产业的对外直接投资实践总结而成,因而缺乏普遍性和说服力,并且也很难说明第三产业对外投资与发展中国家对外投资的问题。

(三)内部化理论

内部化理论(the theory of internalization)由英国学者巴克莱(Peter J. Buckley)和卡森(Mark C. Casson)在《跨国公司的未来》一书中正式提出,后由加拿大学者拉格曼(Alan M. Rugman)在 1981 年出版的《跨国公司的内幕》和 1982 年的《跨国公司新理论》中对其作了进一步的发展。

巴克莱和卡森运用交易成本理论和垄断优势理论,从跨国企业配置其内部资源的机制入手,研究了各国和各行业企业对外直接投资的特点。拉格曼又深入分析了内部化与企业对外直接投资的关系,扩大了内部化理论的研究范围,并利用内部化理论来解释企业跨国经营的三种方式,即出口、对外直接投资及特许权交易选择的根据。

该理论的基本观点为,市场不完全不仅在最终产品市场上存在,在中间产品市场上也同样存在,这里的中间产品除了通常意义上的原材料和零部件外,更重要的是指专有技术、专利、管理及销售技术等“知识中间产品”。这种不完全有两种基本形式,一是技术等知识产品市场不完全,二是零部件、原材料市场不完全。这是由某些市场失效及中间产品的特殊性质所致,因此将会导致交易的不确定性以及价格的不确定性,并且最终导致企业市场交易成本增加。为了追求最大限度利润,企业必须建立内部市场,使外部市场内部化,尤其是知识产品的内部化,协调企业内部资源流动与配置,避免市场不完全对企业经营效率的影响。也就是说,企业对外直接投资的过程正是内部化超越国界的过程。

该理论还认为,有四种因素通过影响中间产品市场交易成本,从而影响企业实现中间产品市场的内部化。主要有:

- (1)行业因素,主要包括中间产品的特性、外部市场结构、企业的规模经济特征以及行业特点等。
- (2)国别因素,指各国的政治体制、法律结构与经济状况等。
- (3)区位因素,指有关区域内社会文化差异、综合投资环境以及自然地理特征等。
- (4)企业因素,指企业的竞争优势与劣势、组织结构、管理水平、生产和销售技术以及控制和协调能力等。

内部化理论是西方学者研究国际直接投资理论的一个重要流派,从内部化与市场的矛盾原理出发,较好地解释了国际分工与国际市场的关系、直接投资与贸易障碍的关系、跨国公司的转移定价现象、发达国家之间以及发达国家与发展中国家之间的跨国投资原因等,较为符合国际生产的现实状况。但是,其不足之处在于,该理论过分注重企业经营决策的内部因素,过于强调了市场不完全性对国际直接投资流向的影响,却忽略了对影响企业运作的各种外部因素的分析,以及市场对国际直接投资的积极促进作用。

(四)国际生产折衷理论

国际生产折衷理论(the eclectic theory of international production)是由英国经济学家邓宁(J. H. Dunning)于1976年提出,并于1981年在其专著《国际生产和跨国企业》中作了详尽的阐述。邓宁认为,以往的理论只能对国际直接投资作出部分解释,并且它们无法将投资理论与贸易理论结合起来,因此需要用一种折衷理论将有关理论综合起来解释企业对外直接投资的动机。邓宁继承了海默关于垄断优势的观点,吸收了内部化理论的内涵,又引入了外部区位理论,将对外直接投资的目的、条件和能力综合在一起加以分析,由此形成了国际生产折衷论。

邓宁认为,跨国公司的国际生产方式大致有三种:国际技术转让、产品出口和对外直接投资,而跨国公司拥有的所有权优势(ownership advantage)、内部化优势(internalization advantage)和区位优势(location advantage)的组合情况决定了其最终会采取何种方式来进行国际生产,即OIL模式。该理论认为,只有当所有权优势、内部化优势、区位优势三个条件都满足的情况下,投资厂商才愿意进行对外直接投资。其具体内容为:

1. 所有权优势

所谓所有权优势,是指一国企业拥有或能够获得的,国外企业没有或无法获得的资产及其所有权。这是跨国公司从事对外直接投资的基础,也是跨国公司与东道国当地企业进行竞争所拥有的最基本的优势。它主要包括资产性所有权优势(asset ownership advantage)和交易性所有权优势(transactional ownership advantage)两种类型。前者是指企业对有价值资产的拥有和独占,主要表现为企业的规模经济、产品和加工的多样化和差别化、垄断力量、技术优势、技术专利、商标、生产的管理、组织和营销体系、研发能力等等。

后者是指跨国公司所具有的高效率的行政管理能力,主要表现为由于跨国经营而获得的优势,如更好地获取信息、廉价的原材料以及迅速占领市场,对分支机构进行统一管理而形成的优势等。

2. 内部化优势

内部化优势是指跨国公司为克服外部市场的不完全性对其的不利影响,实现资源的最优配置,将交易内部化,形成内部化市场所产生的特有优势。其主要表现有:跨国企业可以通过内部化,降低市场交易成本,消除买方不确定性,统一协调企业各项业务,减少获取市场信息的困难,将技术优势保持在公司内部,从而获取经济效益,维持自身的垄断地位。

3. 区位优势

区位优势是指跨国公司在选择对外直接投资地点和经营方式时,必须考虑的东道国的各种优势。邓宁认为,区位优势不是企业所有,而是属于东道国所有。决定区位优势的因素主要有:东道国的自然因素,如地理条件、自然资源禀赋、生产要素成本与质量等;经济因素,如经济结构、经济发展水平、市场容量、基础设施、运输与通讯成本、市场差异程度等;制度因素,如历史、文化、风俗、偏好、商业惯例、政府对经济干预与调节措施的范围和程度等。由于区位优势直接影响到对外投资的成本和收益,因此越是有区位优势的国家 and 地区,就越容易获得跨国公司的直接投资。

国际生产折衷论认为,所有权优势、内部化优势和区位优势这三项因素是相互关联、紧密联系的,其组合状况及其发展变化决定了跨国公司从事国际生产的方式。若公司只具备所有权优势,则应当选择技术转让;若公司同时具备所有权优势和内部化优势,则应当选择出口贸易;若公司拥有上述所有优势,才可选择对外直接投资方式。

邓宁的国际生产折衷论的贡献在于,其综合地吸收和借鉴了其他理论关于跨国公司对外直接投资决定因素的分析,克服了以往分析的片面性,比较系统地说明了跨国公司对外直接投资的决定因素及其动态变化,因此更为全面,也更有说服力。

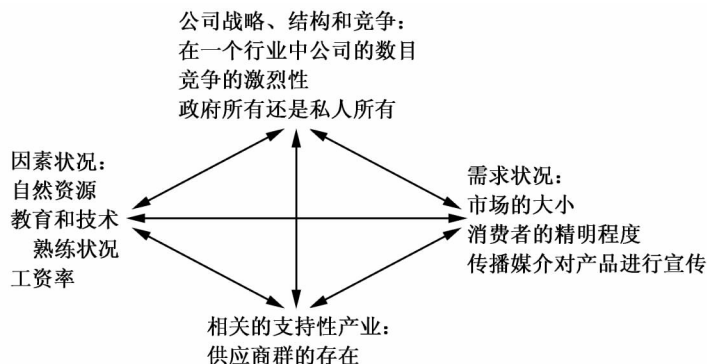
三、对外直接投资理论的新发展

(一) 竞争优势理论

竞争优势理论是美国哈佛大学商学院教授、著名企业战略专家迈克尔·波特于1990年提出的。他发现传统的比较优势难以解释许多国家的某一特定产业具有明显的优势。因此,波特提出了对外直接投资的新发展模式。根据他的观点,竞争越激烈,越有可能带来成功。他强调,一国要想在全球竞争中战胜对手,国内需要有激烈的竞争。这样的竞争一方面促使企业向海外发展直接投资,另一方面又为企业在国际竞争中获胜创造了条件。

波特提出了国家竞争优势菱形图,即构成竞争优势的这些成分彼此相互增加。因素状况即一个国家的基本条件,也就是国家资源、教育、基础设施转化为专业优势的能力。

需求状况即一个行业的产品和服务的国内顾客数量,而且最重要的是国内顾客的精明程度。相关的支持性产业即一个公司与之结伴的产业。波特认为,一个快速发展的行业需要一流的供应商,并从与自己经营领域相关的企业间的竞争获益,这些企业与供应商形成一个有利于加速革新的行业“群”。公司战略、结构和竞争是决定一个国家的企业是如何创立、组织管理以及开展国内竞争的条件(见图 11-1)。



资料来源:迈克尔·波特:《国家竞争优势》,华夏出版社,2002年。

图 11-1 国家竞争优势菱形图

波特指出,只具有菱形图中一两点优势往往是不能持久的。因为竞争对手能轻而易举地战胜这一优势。例如,仅仅具有低廉劳动力成本优势的国家,该项优势很容易被该国超越。另外,建立在资源上的优势往往都会面临同样的问题。而先进国家比较尖端的行业在四点因素上都是有利的。

波特还认为,现代工业史的经历不是利用富足,而是创造富足;不是享受优势,而是克服优势。波特发现,在尖端产业取得了最广泛成功的日本,不仅有四部分竞争优势,而且彼此增强。波特在研究日本的几乎所有产业中,发现取得国际性成功的每一项产业,首先必须经历激烈的国内竞争,而且在国内市场趋于成熟、饱和之后,出口、投资才会增加。在日本不属强项的产业中,如建筑、食品、农业、造纸等,几乎不存在国内竞争,因此这些产业在国际上也没有竞争优势。这种实证分析验证了波特理论的科学性。

波特的竞争优势理论是对外直接投资理论的最新发展。他关于竞争优势的菱形动态模式,指出了国际投资应“先内后外”的顺序,具有理论创新意义。他认为激烈的国内竞争导致对外投资的发生,在激烈的竞争中获得的竞争优势确保了对外直接投资的成功,该观点具有一定的现实意义。然而,该理论是基于波特本人对日本企业状况研究而得出的,在其他国家的适用性还有待进一步观察。

(二) 战略性对外直接投资理论

战略性对外直接投资理论是在海默—金德尔伯格垄断优势理论和尼克布鲁克的寡占

反应论基础上的新进展。20 世纪 80 年代以来,国际投资领域中对外直接投资现象越来越明显,这种投资,不是以传统理论所揭示的“合理性”投资动机,如获取利润为指导,而是以所谓的“战略性”动机为依据,其理论是建立在博弈分析基础上的。

1. 寡占反应

1973 年美国学者尼克布鲁克在《寡占反应与跨国公司》一文中,分析了战后美国 187 家巨型跨国公司进入国外市场的资料,发现大企业对外直接投资呈现出“追随潮流”效应 (bandwagon effect),表现为一旦有一个企业向国外市场扩张,同行业的其他企业为了确保国内外的市场地位,也竞相向国外扩张。尼克布鲁克把这种现象称为“寡占反应”。

这种“追随潮流”的行动,不仅在同一国家企业之间发生,在不同国家企业之间亦是如此,表现为不同国家的企业相互进入彼此市场或第三国市场。此时的投资不一定是因为合理的扩张性动因,而可能仅仅是基于战略动因。

对于“追随潮流”的战略性投资现象,传统理论的解释缺乏一定的说服力,但是对后续研究有着重要的启示作用。按照国际生产折衷理论,为了克服自身在他国生产所需支出的额外经营成本,一家企业要从事对外直接投资必须具有一些独特优势,而这些优势便主要来自于企业的无形资产,尤其是新产品和新工艺、专有技术、专利、市场和管理技术等,因此,可以说技术优势是跨国公司对外直接投资的基础。正因为如此,世界知名的大型跨国公司都十分重视研究与开发投入,建立技术优势。然而,企业在建立技术优势、扩大占领世界市场的同时,很可能加剧市场不完全程度,导致寡头垄断的结构。在很多行业里,特别是高技术工业与少数大型跨国公司起主导作用的行业里,这已经成为事实。在这些行业里,由于只有有限的重要的竞争对手存在,形成了寡头垄断的态势,此时战略动因已成为解释公司对外直接投资的一个重要组成部分。

2. 博弈模型

凡尤格勒斯 (Reinilde Veugelers) 于 1995 年建立了一个博弈论模型,分析了寡占企业对外直接投资战略动机,较好地解释了对外投资中的“追随潮流”现象。其假定某一行业仅由两个国家市场组成,并且在这两个市场中仅有两家公司存在。由于两家公司具有不同的国籍,因此,每一个市场既作为本国公司的国内市场,也作为另一家公司的国外市场。而一家公司的国外市场利润,由于国外经营成本的存在,而不同于其国内市场利润。这两家公司都必须作出是否进行研究开发,并进而成为跨国公司战略选择。由于战略上的相互作用,影响到双方的利润水平,因此形成了一个典型的战略博弈。其结构如图 11-2 所示。

在图 11-2 中, V_1, V_2 分别表示两个公司的总利润水平。在两个市场、两个公司的结构情况中,可能产生三种结果。第一,跨国型 M/M ,即两个公司都进行研究开发投资,最终都会进入各自的另一国市场,并在两个国家的市场上出现跨国性的双头垄断。第二,国内型 D/D ,即两家公司都倾向于固守国内市场,并在两个市场上形成本地垄断。第三,混

合型 M/D 和 D/M , 指只有其中一家公司选择进入国外市场。在整个博弈过程中, 一家公司是否进行对外直接投资, 形成跨国经营, 将取决于另一家公司的战略决策, 以及由此所形成的利润对比。当利润对比的条件不同时, 会出现不同的对外投资型产出结果。

		公司乙	
		跨国投资	不投资
公司甲	跨国投资	$V_1(M/M), V_2(M/M)$	$V_1(M/D), V_2(D/M)$
	不投资	$V_1(D/M), V_2(M/D)$	$V_1(D/D), V_2(D/D)$

图 11-2 一个典型的投资战略博弈

(1) $V_i(M/M) > V_i(D/M)$ 和 $V_i(M/D) > V_i(D/D)$, ($i=1, 2$)

此时惟一的均衡结果是两家公司都发挥自己的独特优势, 通过对外投资而进入对方市场, 因为此时对外直接投资会带来更多的利润。这种情况符合传统对外直接投资理论的解释, 而没有考虑任何竞争对手的情况。

(2) $V_i(M/M) < V_i(D/D)$ 且 $V_i(M/M) > V_i(D/M)$ 和 $V_i(M/D) > V_i(D/D)$, ($i=1, 2$)

此时, 两家公司博弈会陷入典型的“囚徒困境”。即从理性选择的角度看, 两家公司应该守住本国市场, 形成本地垄断。然而只有当一家公司了解到其竞争对手会固守本地市场时, 固守本地市场才是理想的。在不合作的情况下, 只要一家公司从事跨国投资, 就会对另一家公司的利润带来很大的负面影响。事实上, 对于一家公司来说, 当其对手跨国投资时, 从事跨国投资才更为有利。因此, 当一家公司率先跨国投资时, 其竞争对手必须跟进, 于是就出现了对外投资的“追随潮流”的现象。

此时, 两家公司相互进入彼此市场, 不是因为合理的扩张性动因, 而仅仅是基于考虑竞争对手行动的战略动因。这一理论模型可以较好地解释前述各种战略性对外直接投资现象。

(3) $V_i(M/D) > V_i(D/D)$ 和 $V_i(D/M) > V_i(M/M)$, ($i=1, 2$)

此时将会出现两种混合均衡结果, 即公司甲进行对外直接投资, 而公司乙保持国内型的 M/D , 或者公司甲保持国内型, 而公司乙为进行对外直接投资的 D/M 。原因是当一家公司率先进行研究开发形成较强的优势, 并进行对外直接投资侵入对方市场时, 通过范围经济性而增加了一方市场进入障碍, 使得另一家公司如果采取跟随行动则只会获益甚微, 甚至不如保持国内型状态时的利润水平。此时, 事先采取行动者将通过跨国业务获得更多的利润, 而后动者将仅仅获得较少的当地利润。因此, 在大多数情况下, 只要条件成熟, 公司就会选择率先对外直接投资的战略。

(三) 投资发展阶段理论

投资发展阶段理论 (investment development cycle) 是由英国经济学家邓宁在其国际

生产折衷理论的基础上提出的。该理论通过引入宏观经济变量和时间因素,从而把国际生产折衷理论从静态模型变为动态模型,进而深化了经济发展阶段与对外直接投资相互关系理论的分析。

该理论认为,一国国际直接投资水平与其经济发展水平乃至其所处的经济发展阶段(相对于其他国家而言)有某种必然的联系。一国的对外直接投资净值 NOI(Net Outward Investment)水平取决于四个方面的因素:该国经济发展水平或阶段;该国的要素禀赋结构和市场结构;该国政治和经济体制;中间产品市场失灵的种类和程度。随着经济的发展,一国的净对外直接投资将经历以下四个阶段:

第一阶段,人均国民生产总值低于 400 美元。该阶段的国家直接投资流出量和流入量都很少。直接投资流出很少,是因为这些国家缺乏所有权优势和内部化优势;直接投资流入很少则是因为它们的区位优势也较小。

第二阶段,人均国民生产总值约 400~1 500 美元。该阶段由于实施进口替代政策,基础设施有所改善,区位优势有所增加,造成直接投资流入增加。但该国的企业所有权优势增长仍很有限,直接投资流出很少,且主要集中在邻近国家。

第三阶段,人均国民生产总值约 2 000~4 750 美元。在该阶段,本国企业所有权优势和内部化能力大大增强,因而对外直接投资流出大幅度增加,该国开始真正成为对外投资者。与此同时,外国投资者的所有权优势和该国的区位优势下降,使得外国企业必须更多地利用和增强自身的内部化优势。

第四阶段,人均国民生产总值约 4 750~5 600 美元。该阶段的国家是国际投资的净流出者。这些国家的经济发展趋于成熟,企业的 OIL 结构使得其具有很强的所有权优势和内部化能力,也能很好地利用国外的区位优势。

邓宁的投资发展阶段论,从企业优势的微观基础出发进行宏观分析,对国际投资的动因做出了新解释,说明了直接投资与经济发展水平的总体联系及趋向,有较强的说服力。但是,经验数据证明,由于各国的具体情况不一,因此相同人均 GNP 的国家,也有可能呈现出不同的情况。

第二节 企业对外投资方式的选择

跨国公司在进行对外投资时,根据其参与方式或经营方式的不同,可以分为股权参与方式与非股权参与方式。根据参与程度的不同,又可以将股权参与方式进一步细分为拥有全部股权的参与方式和拥有部分股权的参与方式。而目前最常用的方式是联合国贸发会议(UNCTAD)的分类方式,即根据资产取得方式的不同,将对外直接投资分为跨国并购和绿地投资。进入 20 世纪 80 年代以来,跨国并购迅速发展,大量的大宗数额的跨国交易通过收购企业和被收购企业之间的股本互换以及全球环境的变化不断涌现,从而成为

当今世界国际投资的主要方式。本节将对这两种对外投资方式进行详细阐述。

一、跨国并购

(一) 跨国并购的一般概念

兼并与收购在国际上通常被称为“mergers & acquisitions”,简称“M&A”。这个术语中包含两个概念,一是“merger”,即兼并;另一是“acquisition”,即收购。两者经常合在一起使用,简称“并购”或“购并”。

企业收购是指一家企业用现金、债券、股票、债权等方式购买其他企业的股票或资产,以谋求该企业经营或资产控制权的行为活动。^① 收购分为资产收购和股份收购。资产收购是指买方企业购买卖方企业的部分或全部资产的行为;股份收购是指买方企业直接或间接购买卖方企业的部分或全部股票,并根据持股比例与其他股东共同承担卖方企业的所有权利与义务。

企业兼并在《新大不列颠百科全书》中解释为:“两家或更多的独立的企业、公司合并组成一家企业,通常由一家占优势的公司吸收另一家或更多的公司。”兼并分为两种形式:吸收合并和新设合并。吸收合并是指一家公司和另一家公司合并,其中一家公司从此消失,另一家公司则为存续公司。新设合并是指两家或两家以上公司合并,另外成立一家新公司,成为新的法人实体,原有两家公司都不再继续保留其法人地位。

企业并购在经济学上的含义通常可以解释为一家企业以一定的代价和成本(如现金、股权等)取得另一家或几家独立企业的经营控制权和全部或部分所有权的行为。

然而,从法学和产权经济学层面上来看,收购和兼还是有区别的。两者的主要区别在于,在收购中,被收购企业作为法人实体仍然存在,具有法人资格,收购企业作为被收购方的新股东,对被收购企业的原有债务不负连带责任,仅以控股出资的股金为额度对被收购企业承担风险。而在兼并中,被并购企业会丧失法人资格,新组建的企业或续存企业要完全承担被并购方的债务。可以看出,收购包含在兼并之中,是兼并中的一种形式。

跨国并购是国内并购向国际的延伸,即跨越国界,涉及到两个以上国家的企业,两个以上国家的市场和两个以上政府控制下的法律制度的并购。

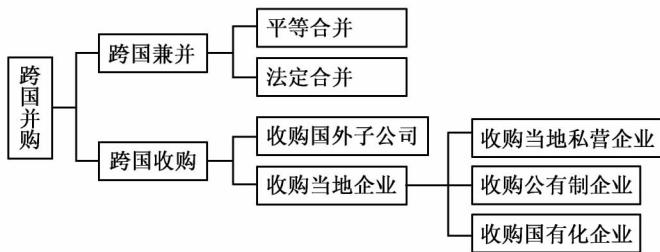
跨国并购也称“跨地投资”(cross-boarder merger& acquisition),国际直接投资方式的一种,涉及两个及两个以上国家的企业的合并和收购,是指外国投资者通过一定的法律程序取得东道国某企业的全部或部分所有权的投资行为。

跨国并购一般有两种基本方式:跨国合并和跨国收购。在跨国合并中,原来属于两个不同国家企业的资产和经营被结合成一个新的法人实体。而在跨国收购中,企业资产和经营的控制权从当地企业转移到外国公司,前者称为后者的子公司。这种投资方式大多

① 蒋泽中:《企业收购与并购》,中国人民大学出版社,2004年,第2页。

发生在服务性行业或者是发达国家之间,在国际直接投资发展后期逐渐取代新设投资成为最为重要的投资进入方式。FDI 的标准定义也适用于通过并购的进入。收购者或购买者所在的国家是“母国”,而目标企业或被收购企业所在的国家是“东道国”。跨国并购对象可以是国有的,涉及外国投资者的私有化时按照国际惯例通常也被看作是跨国并购,这种并购需要改变被合并或被收购企业的控制权。

在跨国并购中,有关并购的数据显示,收购占其中绝大部分。合并在跨国并购中所占的比例不到 3%。实际上,即使是被认为相对平等合作者之间的合并,其中绝大多数实际上也是涉及到由一家公司控制另一家公司的收购。真正平等的并购比例很小,以至于在实际意义上“并购”基本上意味着“收购”。



资料来源:UNCTAD 投资报告(2000)。

图 11-3 跨国并购的结构

(二) 跨国并购的动因

跨国并购是国内并购向国际的延伸,其之所以能成为当今世界国际投资的主要方式,是因为可以带来较之其他投资方式更大的效益。跨国并购的动因包括外因与内因。所谓企业并购的外因,是指引起和激发企业并购行为发生的外在因素;而内因则是指引导和激发企业并购行为发生的内在因素。

1. 跨国并购外因分析

(1) 产业结构变动

产业结构是指产业间的联系及比例关系,它的变动反映了产业部门间此消彼长的实力变化,如资产拥有量的变化、生产能力变化等。产业结构变动包括产业之间的变动和产业内部的优化。这种变化主要靠两种方式:一种是通过资本积聚,扩大自我投资或自我约束以谋求产业的发展或退却;一种是通过企业并购等,将他人资产迅速转移至本产业部门,以谋求发展。由于前一种方式与后一种相比有速度慢、风险大、资产难以相互流动、筹资较难等短处,加上产业部门此消彼长出现的闲置资产以及需要购置的资产并存的状态,自然就激发了企业并购等行为的发生。这就是为什么在产业结构剧烈变动时期恰恰也是企业并购高潮掀起时期的原因。

(2) 经济周期变化

企业并购作为资本集中以及投资的一种方式必然要受到周期性经济变化的激发。当经济渡过危机呈现复苏时,许多企业有闲置资产,还存在许多困难重重的企业,这客观上给了优势企业吞并它们、迅速扩大经济实力、抢占市场的机会。而当经济衰退时,面对大量企业的收缩,优势企业则可用廉价条件收购闲置资产,以达到扩大自己实力的目的。在这种情况下,企业并购就可能由此而被激发。

(3) 市场竞争驱使

在市场竞争中要成为强者,要求有足够的经济实力,拥有雄厚资本的企业在市场竞争中总是处于有利地位。而拥有雄厚资本的有效方法就是并购其他企业,因此为了应付市场竞争,企业就有必要扩大自身规模,加速资本集中。从这个意义上说,一方面,激烈的市场竞争环境既导致一部分企业由于经营不善要被淘汰,从而提供了被并购对象;另一方面,也有一部分企业愿意并购其他企业从而增强自身的经济实力。

2. 跨国并购内因分析

(1) 节约交易费用

科斯(1937)认为,市场和企业是资源配置的两种可以替代的手段。任何企业在市场机制下都会发生交易和合作的成本和费用,而企业运用内部的行政管理手段较之用非人格化的市场价格机制进行交易,可以更好地降低交易成本。因此,并购企业可以通过跨国并购的方式将目标企业内部化,从而达到节约交易费用的目的。在实践中,许多并购特别是纵向并购的主要动机之一就是降低交易费用,并购后的主要表现之一就是行政管理费用低于以前市场状态下的交易费用。

(2) 实现管理协同效应

所谓管理协同效应,是指如果一家公司有一支高效率的管理队伍,存在着剩余管理能力,则它可以通过并购一家管理效率低的公司来充分利用剩余的管理资源。而管理协同效应实现的前提是,管理层是一个不可分割的整体团队,具有潜在的规模效益;存在着行业内部能力扩张和行业扩张的矛盾,对外并购是缓解这一矛盾的合理选择;现实中总是存在着效率低于平均水平的企业。

(3) 实现经营协同效应

通过并购,除了可以获得规模经济效益之外,还可以实现优势互补,尤其是管理、营销和技术方面的优势互补。两个在不同方面具有优势的企业在发生并购行为后,可以获得比单独经营更多的优势,从而实现经营协同效应。

(4) 实现财务协同效应

由于税收、会计处理方法以及有关企业并购的法规不同,企业可以从一些并购中获得货币经济利益,这种收益是通过财务运作获得的,被称为财务协同效应。获取财务协同效应是企业进行并购的一个重要内因,主要体现在合理避税和预期效应两个方面。

合理避税是指,由于税法一般包含亏损递延条款,允许亏损企业免交当年所得税,且其亏损可以向后递延,以抵消以后年度盈余。通过对亏损企业的并购,在合并财务报表时,并购企业的盈利和目标企业的亏损相抵扣,从而实现减少税收的目的。

预期效应是指,由于目标企业被并购时,资本市场将重新对该企业的价值作出评估,因此,并购将使股票市场对企业股票的评价发生改变,产生价格变动。由于预期效应的作用,企业并购往往伴随着强烈的股价波动,形成股票投机机会。

(三) 跨国并购正效应分析

1. 跨国并购是跨国公司实现其全球战略的重要手段

在经济全球化时代,企业为了寻求和保持其竞争优势,就必然在全球的范围内展开竞争,实施其全球战略。近年来的国际直接投资高潮说明,面对竞争压力、自由化浪潮和新投资领域的开放,越来越多的企业,包括发展中国家的企业更为积极地参与到全球化经济活动中来。这些企业以并购作为自己的核心经营战略,在国外建立起自己的生产设施,以保护、巩固和增强自己的国际竞争力。随着经济全球化的发展进程,跨国并购的方式在跨国直接投资中所占的比例不断提高,同时,新建方式在跨国直接投资中所占的比例不断降低。跨国并购在一定程度上打破了区域集团化的分隔格局,促进世界范围内的资产重组及国际资本的高度融合,进一步加速生产国际化和经济全球化进程。

2. 跨国并购具有规模经济效应

跨国并购是在世界经济全球化加快发展形势下国际经济合作进一步加强的产物。在当今世界经济互相联系日益密切、国际分工大大加强、生产专业化和协作关系不断深化的形势下,各国企业之间通过多种渠道,充分利用各个地区最优条件,以达到最佳组合的协作关系,使生产成本降低,效率提高,市场范围扩大。因此,跨国并购为各国企业之间进行专业化与协作提供了一种重要方法。

跨国并购可以实现企业资产规模的迅速扩张,并对资产结构进行调整和补充,从而达到规模经济的要求,实现生产和经营成本最低化。尤其是大企业之间实行联姻,可以实现优势互补,资源共享,更好地组织专业化生产,更充分地利用生产能力,协同研制开发高新技术及产品,维护相对的垄断地位,增强国际竞争能力。世界各大企业的发展历史,其质的飞跃无不是在一次次并购浪潮中发生的。

3. 跨国并购能提高国际市场占有率

跨国公司采用跨国并购的方式向国外扩张,能够迅速提高国际市场占有率。主要表现在以下方面:

(1) 跨国并购有利于减少国际市场的竞争对手,提高企业在国际市场上的地位

进行横向并购的并购企业,由于是选择同行业的目标企业进行并购,对于整个国际市场来说,并购行为的发生相当于消灭了一个竞争对手。与新设投资相比,进行跨国并购可以避免行业内形成过剩生产能力的威胁以及东道国同行业的价格战和报复。例如,美国

最大的烟草和食品公司菲利普摩里斯以并购瑞士食品公司乔科布斯萨查德公司的方式达到减少竞争对手,扩大在欧洲食品工业市场的势力范围的目的。

(2) 跨国并购有利于绕过国际贸易壁垒,开拓新的国际市场

随着国际经济竞争的日益加剧,各种关税和非关税壁垒越来越多。为了突破贸易保护主义的限制,跨国企业往往采取跨国并购的方式在国外组织生产和销售,因此跨国并购已成为企业参与国际竞争的有效武器。

4. 跨国并购能充分利用东道国相关企业的生产经营资源

并购东道国企业有利于投资者获取新建方式所难以得到的各类经营资源,不仅可以利用东道国的固定资产,而且可以获取技术资源。越来越多的跨国并购投资是以学习东道国先进的生产技术、管理方法,获取东道国原有品牌为目的的。实践表明,跨国并购最活跃的地区,往往是科技最发达的地区。同时,跨国并购也可以使企业获取东道国原有分销渠道,以及被并购企业现有销售网络的驰名商标,使其可以利用原有商誉等无形资产,迅速地占领市场。在市场营销中,客户的习惯性偏好对于商品的市场占有率起到了很大的作用。

管理制度和人力资源也是企业跨国并购获得的重要生产经营资源。有些跨国公司投资于东道国主要是为了利用那里丰富的劳动力,以降低成本,增强产品的竞争力。劳动力受移民管制政策所限制,无法自由流动。国际劳动力市场的不完全性,导致实际工资成本的差别。因此,当技术已经标准化的时候,就可以把这些生产活动转移到劳动力便宜的国家或地区。例如,美国汽车公司把汽车零件运到有廉价熟练劳动力的墨西哥进行组装,然后进口整车。日本等国家将劳动含量大的生产线转移到中国大陆、东南亚国家等地区。

此外,跨国并购具有窗口效应,即通过跨国并购,能更深入地了解东道国的投资环境,为以后的再投资做好准备。

5. 跨国并购大幅度降低了企业发展的风险和成本,具有明显的成本效应

投资新建的方法并不仅仅涉及建设新的生产能力,企业还要花费大量的时间和财力获取稳定的原料来源,寻找合适的销售渠道,开拓和争夺市场。因此,这种方法涉及更多的不确定性,相应的风险较大,资金市场所要求的风险成本较高。在并购情况下,企业可以利用原有企业的原料来源、销售渠道和已占有的市场,资金市场对原有企业也有了一定了解,可以大幅度减少发展过程中的不确定性,降低风险成本。具体表现在:

(1) 跨国并购时的托宾比率(Tobin Ratio)较低,从而节省投资成本

著名经济学家托宾曾对企业并购给予了理论说明,提出了以下公式:

$$Q = \text{目标企业股票市价总额} / \text{目标企业全部重置成本}$$

托宾认为,当 $Q > 1$ 时,形成并购的可能性较小;而当 $Q < 1$ 时,形成并购的可能性较大。在 20 世纪 80 年代美国企业并购高峰时, Q 值一般为 $0.5 \sim 0.6$,这就意味着并购目标企业比新建企业能节省 $40\% \sim 50\%$ 的投资,而且这种并购一旦完成,即可投入运营。

当目标企业为困境企业时,即处于十分缺乏资金的状态,因此跨国公司可乘机压低目标企业的并购价格,以低于企业重置成本的费用并购东道国企业;当目标企业为尚可经营的企业时,其并购价格一般也不会比新设的方式高。实际操作中,跨国公司还往往利用东道国股票市场价格暴跌时收购目标企业以达到减少资本支出的目的。

(2) 跨国并购有利于节省生产经营费用

通过并购,跨国公司可获得东道国企业长期积累的生产经营经验,产生协同效应。即 $2+2>4$ 的效应。也就是说,在并购发生之后,两企业的总体效益要大于两个独立企业效益的算术和。企业通过并购,可以利用被并购公司的有剩余的管理资源。特别是在两公司的产品具有一定相关度的时候,如果 A 公司的管理效率优于 B 公司的, A 公司并购 B 公司后就能提高 B 公司的效率。同时 A 公司可以将 A、B 公司原有的人事、行政等职能及部门进行整合,也就是合并重复的职能部门,辞退多余的行政管理人员,从而降低整体管理费用。可以使专门的技术和知识在同一企业内部使用,防止企业商誉运用上的外部性问题。

(3) 通过跨国并购有利于降低营销成本

由于并购使并购企业利用东道国被并购企业的已有的销售渠道,多家企业可以对不同的顾客或针对不同的市场面提供专门化生产的服务,更好地满足他们不同的需要。这不同的产品和服务可以利用同一销售渠道来推销,利用相同技术扩散来生产,达到节约营销成本的效果。

6. 全球资源配置效应

跨国并购提高了全球资源配置效率。在世界经济一体化的形势下,企业必须在世界范围内安排生产和销售活动,资源、资金、技术、人员、管理等要素在更大的范围流动,促进了生产要素的使用效率。要素的国际流动是比商品的国际流动更高级的形式,它可以形成新的比较优势和更优化的资源配置,这就是跨国并购的经济意义。

(四) 跨国并购的负效应分析

1. 价值评估的困难

对于目标公司的价值评估是跨国并购最关键也是最复杂的环节,其复杂程度远甚于在创建前对所需资本的估算。尤其在恶意并购的情况下取得目标企业正确的第一手价值资料,对投资者的价值评估工作非常关键。其主要原因为:不同的国家有不同的会计准则;国外市场信息较难收集,可靠性也较差;目标企业无形资产的评估比较复杂;等等。

2. 管理体制不兼容,整合难度大

造成并购方式较高失败率的原因很多。其中一个重要原因是被并购企业的原有管理体制与并购企业的管理体制不兼容。习惯于原有经营管理方式的管理人员和工人往往会对外来管理方式加以抵制。母公司在被并购企业内对新信息控制系统的推行常常会成为困难而又缓慢的过程。并购的成功不仅仅是一种财务活动,更取决于并购后对公司

的整合工作的有效程度。而这种整合工作的难度是相当大的,主要体现在双方管理体制、管理方式、人事问题、企业文化融合问题等方面。

3. 受原有契约或传统关系的束缚较大

目标企业同它的客户、供给者和职工具有某些已有的契约关系或传统的关系,往往成为并购企业继续经营管理的障碍。例如,现有企业可能同某些老客户具有长期的特殊关系。该企业被并购后,如果结束这些关系可能在公共关系上代价很大,然而继续维持这些关系可能被其他客户认为是差别待遇。与供给者之间的关系也可能碰到类似的情况。并购还可能同时导致人力资源管理上的麻烦。现有企业被并购后,由于企业的整顿往往会产生大量的剩余人员,对这些人员的安置和报酬,或者在企业的经济效益上或者在道义上和法律上碰到麻烦。

4. 企业规模和选址上的制约

跨国公司可以通过创建方式选择适当的地点并按照自己所希望的规模筹建新的企业。但是由于目标企业的规模、所处行业和地点都是固定的,因此采用并购方式往往难以找到一个规模和定位完全符合自己意愿的目标企业,尤其是在企业市场不发达的发展中国家,这个问题尤其突出。

二、绿地投资

(一) 绿地投资的一般概念

“绿地投资”(Greenfield Investment)也称新设投资,是指投资者投入资金或其他生产要素,依照东道国法律,在东道国设立新的企业。新设投资产生的企业,可以由投资者完全占有,即设立独资企业;也可以以部分股权参与,即设立合资企业;还可以以非股权方式参与,如设立合作经营企业。这种投资方式大多在发达国家企业向发展中国家进行生产性投资时被采用,实施投资行为的企业一般是具有雄厚实力的大型跨国公司。绿地投资在国际直接投资初期占有重要地位。

(二) 绿地投资的正效应分析

1. 给投资者带来的正效应

对于投资者来说,绿地投资的正效应主要体现在以下几个方面:

第一,拥有较大的投资灵活性。采用绿地投资的方式,投资者在投资项目、投资地点以及投资规模等的选择上拥有较大的主动权和灵活性,受外界的干扰较少。投资者能在较大程度上把握投资的风险,投资项目成功的可能性较大。此外,经营权掌握在投资者手中,企业经营管理方式也较为灵活。

第二,具有较强的保密性。外商独资企业除了必须填写在所得税表格中所规定的项目以外,不必像合营企业那样必须向股东定期汇报,可以较好地保守企业的技术和财务秘密。此外,由于独资企业中没有局外人参与经营、分享利润和占有技术,

因此投资者敢于将其先进的技术投入独资企业,以保证企业产品的高质量和企业的高效益。

第三,通过“转移价格”合理避税。这一点对于独资的子公司更显重要。内部交易是跨国公司节约成本和费用的重要途径之一,其产品和劳务价格的确定具有很大的灵活性。独资企业可以充分发挥其所有权、经营权以及渠道独占、财务资料无需公开的优势,实现“转移价格”,从而达到避税的目的。

第四,有助于拓宽资金来源。绿地投资可以有效利用东道国的资金,拓展筹资渠道。以合资方式为例,合资方式不但利用了东道国投资的股本资金,还利用了东道国投资者在东道国的筹资渠道。而且,在合资企业的设立中,可以用设备、工业产权和非专利技术作为投资,从而降低资金的投入量。

2. 给东道国带来的正效应

对于东道国来说,绿地投资的正效应主要体现在:

第一,绿地投资是对新的生产设施的投资,可以增加东道国的资本存量,因此较受发展中国家的欢迎。

第二,绿地投资能产生新的生产能力,同时为东道国提供新的就业机会。

第三,绿地投资如果进入东道国以前没有进入的产业领域,就会促进产业结构多样化,并进一步推进东道国的产业结构升级。

(三)绿地投资的负效应分析

1. 给投资者带来的负效应

对于投资者来说,绿地投资的负效应主要体现在:

第一,投资周期较长。采用绿地投资的方式,前期的筹建工作所需时间较长,投资者需要花费大量的时间、精力和资金,投资收益产生较慢,特别是一些较大型的项目。

第二,投资风险较大。时间越长,风险也就越大。此外,采用绿地投资的方式,在建设期间也较易受国际形势、东道国政治经济状况以及国际市场情况的影响。

第三,投资程序复杂。通过绿地投资新建一个企业的组织工作也比较复杂,如要进行建厂可行性研究、选址、建设厂房、组织资源、招聘员工、安装设备、开拓市场、领取各种许可证等。

2. 给东道国带来的负效应

对于东道国来说,绿地投资的负效应主要体现在:

第一,增加国内企业的竞争压力。若东道国对外商直接投资不设任何限制,则外资企业凭借其良好的品牌和产品服务质量很容易抢占东道国市场,从而使东道国本土企业受到挤压,得不到良好发展。

第二,增加企业内部的协调成本。在合资合营企业中,由于控制权分散化,投资各方的动机不同,较易产生利益冲突,从而加大协调成本。

三、跨国并购与绿地投资之间的选择

随着经济全球化趋势的日益增强,面对本行业内的竞争与挑战,并购已经成为跨国公司的一项重要战略性措施,而这正是企业在跨国并购和跨国新建之间做出选择的结果。因此,跨国并购既是企业谋取生存和发展的内在要求,也是企业外部竞争压力促成的结果。影响或决定跨国公司在两种投资方式之间做出选择的因素,不仅取决于这两种方式自身的特点,还要考虑其内部因素和外部因素。

(一)内部影响因素

1. 跨国经营经验的积累

较之新设企业,并购具有较小的不确定性,因此缺乏国际性经营经验的企业在进行对外直接投资时,往往选择收购方式,既可以得到目标企业的信息储备,又可以减少不确定性。目前,富有国际经营经验的跨国公司往往是两种方式并用,但以跨国并购为主。

2. 技术等企业专有资源

一般来说,拥有最新技术、垄断性商标等其他重要的企业专有资源的跨国公司,为了节省交易费用,以及防止垄断优势丧失,因此更多地选择新设方式进行对外直接投资。

3. 全球战略和竞争战略

采取混合多样化战略的跨国公司,为了使其产品多样化和经营地域多样化,往往采用并购的进入方式。另一方面,国际竞争中的跟进战略也是促使跨国公司积极从事跨国并购的一个重要因素。在寡头竞争的条件下,一个寡头垄断者用投资方式进入新的国际市场后,其他的寡头垄断者为取得战略平衡,会纷纷跟随进入这一市场,而并购则成为其最迅速的进入途径。

4. 公司成长性

在许多情况下,较之历史悠久且增长率较低的跨国公司,增长率较高的跨国公司更倾向于采取并购方式。一方面,由于企业的经营信息和经验随经营时间而增加,增长快的公司在信息和经验的积累上要弱于增长慢的公司,因而将会更多地采取并购方式进行跨国扩张;另一方面,并购现有企业可以克服人力资源短缺的限制,有利于成长迅速的跨国公司迅速发展。

(二)外部影响因素

1. 东道国对跨国公司并购行为的政策

统计表明,美国、英国、德国、法国、澳大利亚、加拿大、荷兰等跨国并购大户,都是投资自由化程度高,并购法律、法规非常健全的国家,因此,跨国公司较易于在跨国并购和新设投资之间做出自由的选择。而在许多发展中国家,由于对外资进入的某些限制,使得跨国公司在进行直接投资时,较难在两者之间做出自由选择。然而,一些在外资政策和法律制度上放松管制的发展中国家,跨国并购发展的速度就非常快。以马来西亚为例,马来西亚

在实行投资自由化政策、放宽政府管制的同时,又在发展中国家第一个制定了非常详尽的并购法律,这些措施的实施大大推动了当地的并购活动。

2. 东道国的经济发展水平和工业化程度

市场经济比较发达、市场体制比较完善的国家如美国、英国等,是跨国并购最活跃的市场。而在发展中国家新兴市场上,为了维护国内企业,国家一般会做出种种限制,因此新设投资还是最主要的跨国直接投资方式,跨国并购在直接投资中所占的比例虽有上升趋势,但仍居次要地位。

3. 目标市场和投资国市场的增长率

对外直接投资中,投资方式的选择与投资国相关产业的对外投资增长率密切相关。研究表明,当产业处于国际投资活动迅速增长时期,一般倾向于收购方式;同时,东道国市场增长率快时,跨国公司为缩短周期,迅速进入市场,也倾向于采用收购方式。

4. 产业特征、文化特征和社会结构

跨国公司收购普遍遵循产业、产品生命周期规律。对成熟产业的收购行为避免了直接竞争的加剧,有助于减少成本。此外,并购双方文化特征和社会结构的相似或相容性具有重要影响,越相似越易发生并购。在这种条件下,以跨国并购方式进入东道国,就很少遇到文化传统、社会结构等方面形成的障碍。

5. 经济全球化进程影响跨国并购和新设投资的选择

伴随着经济全球化的发展进程,跨国并购的交易数和交易额也呈现迅猛发展的势头。跨国并购方式在跨国直接投资中所占的比例不断提高,而新设投资方式所占的比例不断降低。

第三节 外商在中国的直接投资与中国对外直接投资

一、外商在中国的直接投资

(一) 外商在中国直接投资的发展历程

从流入的投资规模和增长率来看,可以把外商在中国的直接投资分为以下三个阶段:

1. 第一阶段(1988 年以前)

在该阶段,外商投资规模增长较快,除了 1986 年外,年增长率都在 20% 以上,但规模很小。该阶段投资的年增长率在较大波动中呈下降趋势,1984 年投资增长率为 97.8%,而 1989 年与 1990 年的投资增长率仅为 6.2% 与 2.7%。从投资流入量来看,年增长率基本在 13% 以上。

2. 第二阶段(1989~1991 年)

由于非经济因素的影响,这一时期外商直接投资流入量增长停滞,规模较小,增长幅

度微弱。1989年、1990年、1991年的外商投资增长率分别为6.2%、2.8%、25.2%，外商投资流入量仅从1988年的31.94亿美元增长到1991年的43.66亿美元。

3. 第三阶段(1992年以后)

这段时期外商直接投资规模增长迅速,并保持较大的规模。1992年和1993年的投资流入量增长率均达到约150%。尽管1993年后的增长幅度有所放慢,但每年外资流入仍继续增长并保持很高的规模。尽管受1997年以来亚洲金融危机的影响,1999年我国实际利用外资比上年有所下降,出现近年来的首次负增长。但与全球跨国投资急剧下降的趋势不同的是,2000年以来又出现回升的局面,2001年流入中国的外商直接投资增加了约15%,以后呈逐年上升的态势,中国成为惟一的外商直接投资大幅度增加的发展中大国。

(二)外商在中国直接投资的新发展

1. 跨国并购的新发展

虽然跨国并购占我国外商直接投资的比重日益提高,但与世界平均水平相比,跨国并购占外商直接投资的比重还很低,这说明我国利用外商直接投资还是以绿地投资为主。2005年1~11月份,我国合同外资金额达到1 672.2亿美元,实际使用外资金额531.2亿美元,分别比2004年同期增长23.82%和降低7.7%^①。

从1998年到2001年,中国国内并购案发生了1 700多起,金额为1 250亿元人民币。海外企业收购中国国内企业的交易有66起,金额为65亿元人民币。其中大多数的外资并购是以外商企业中的外方增持合资或合作公司的股权,或买断中方股权,将合资或合作公司变为独资公司。但是中国的并购活动仍处于并购循环的初级阶段,与其他国家相比还相差很远。然而,在世界上主要国家外资规模都在减少的情况下,中国则相对成为吸引国际投资的“热土”。中国的并购案和中国经济发展一样,已经成为全球并购市场中的一个亮点。与之同步,并购活动也日益活跃。涉外并购、民营企业的并购、管理层收购、并购立法的推进等使得并购成为中国资本市场上被关注的焦点之一。

在中国全面开放之前,外资并购的热点将随着各个行业的外资准入政策限制逐步取消而逐级展开。在那些目前限制并购或限制持股比例的行业中,外资将首先以合资或合作的形式出现,然后再过渡到控股。可以预期,今后一段时期,并购将是国际投资者进入中国市场的主要形式。

2. 绿地投资的新发展

截至2005年5月底,我国累计批准设立外商投资企业52万多个,合同外资金额1.1万亿美元,实际使用外资金额5 844亿美元。^②截至2005年7月底,我国外商投资新设立

^① 商务部外资统计资料。

^② 参见中国政府门户网站, www.gov.cn。

企业 53 万多家,实际投入外资金额达 6 000 亿美元。外商投资项目 40% 以上是跨国公司的先进技术和产品,其投资的领域集中在微电子、通讯设备、汽车、仪器仪表、制药、化工、办公设备等技术和资本密集行业。制造业是外商投资的主要领域,2004 年新设立外商投资企业中,制造领域占 69.59%。外资成分的增加,迅速提高了我国的技术水平,改善了产业结构和经济增长质量。^①

目前,跨国公司的绿地投资呈现出以下两个方面的重要特征:第一,跨国公司在中国纷纷设立投资研究与开发中心。中国加入世界贸易组织(WTO)后,国际竞争加剧,为了有效地开发中国市场和利用中国的人才、资源,以及占据有利的竞争地位,20 世纪 90 年代末以来,跨国公司积极地在各大城市设立研发中心。截至 2004 年底,跨国公司在华投资设立研发机构近 700 家,累计投入研发金额超过 40 亿美元^②,主要集中在 IT 行业、生物制药、精细化工、汽车制造等行业。第二,跨国公司投资带动了国内配套产业的发展。跨国公司来华投资设厂,需要大量的中间产品和服务配套企业。经过 20 多年的改革和发展,国内企业涌现出许多具有一定技术实力的配套企业。如全球最大的 50 家汽车零部件厂商有一半多在中国建立了合资企业,为整车生产的外资企业配套。摩托罗拉在华投资的 700 多家供应商有 400 多家是国内企业。中国企业不断提高技术水平,加上拥有廉价的劳动力,使其加工的配套零部件具有较高的成本优势,吸引着跨国公司进一步扩大在中国的“绿地投资”规模。

(三)外商在中国直接投资的特点

1. 主要发达国家和地区在中国的直接投资由快速增长转变为投资规模趋于稳定

20 世纪 90 年代初初期,欧盟对华直接投资还远远少于美、日两国。到了 1997 年,欧盟对华直接投资已超过美国,与日本接近,形成三强抗衡之势。但是,从 1998~2000 年的情况来看,主要发达国家对华投资开始放慢脚步:美国对华直接投资规模呈现稳中有升趋势;日本连续三年出现负增长,对华直接投资额已缩减为 29.16 亿美元,比 1997 年减少了 1/3;法国、德国、荷兰等欧盟成员国的对华直接投资规模出现了不断扩大的趋势,不过与欧盟对外直接投资在世界对外直接投资总额中占 63.73% 的重要地位相比,其规模仍然偏小。

2. 主要发达国家和地区在中国的直接投资额占其对外直接投资总额的比重偏小

过去十几年中,美国和日本对华直接投资规模占中国吸收外资总量的比重远比其他四个国家和地区要大。从表 11-1 中的数据可以看出,2002 年美国 and 欧盟分别占中国吸收外国直接投资额的 10.28% 和 7.03%,但是占本国对外直接投资输出额的百分比仅为 4.53% 和 0.94%。总体来说,主要发达国家和地区在中国的直接投资额占其对外直接投资总额的比重仍然偏小。

① 商务部外资统计资料。

② 商务部外资统计资料。

表 11-1 主要发达国家和地区在华直接投资比较 单位:亿美元

国家/地区	2002 年在华投资额	占中国吸收 FDI%	占其 FDI 输出额%
美国	54.24	10.28	4.53
法国	5.76	1.09	0.92
英国	8.96	1.70	2.26
日本	41.90	7.94	13.31
欧盟	37.10	7.03	0.94
东盟	32.56	6.17	57.20

资料来源:商务部外资司统计资料。

3. 主要发达国家和地区在全国外商对华直接投资中占据主导地位

目前,外商进行直接投资的国家 and 地区已超过 130 个,而排名前 15 位国家和地区的外商直接投资总额占据了很大的比重。美国、日本、韩国等国家在全国外商直接投资中一直位居前列。2003 年外商对华直接投资排名中,日本排第 3 位,韩国和美国分别排第 4、第 5 位。除我国香港、台湾地区之外,美、日、英、法、德等主要发达国家成为我国吸收国外直接投资的主要来源国(见表 11-2)。

表 11-2 截至 2003 年外商投资前 15 位国家/地区情况 单位:亿美元

国别/地区	项目数	比重%	合同外资金额	比重%	实际使用外资金额	比重%
中国香港	224 509	48.25	4 145.14	43.95	2 225.75	44.38
美国	41 340	8.89	864.43	9.17	440.88	8.79
日本	28 401	6.1	574.87	6.1	413.94	8.25
中国台湾	60 186	12.94	700.29	7.43	364.88	7.28
维尔京群岛	8 877	1.91	620.12	6.58	301.65	6.01
新加坡	11 871	2.55	435.68	4.62	235.31	4.69
韩国	27 128	5.83	366.53	3.89	196.88	3.93
英国	3 856	0.83	208.42	2.21	114.38	2.28
德国	3 504	0.75	157.13	1.67	88.51	1.76
法国	2 302	0.49	29.15	0.84	61.48	1.23
中国澳门	8 407	1.81	120.87	1.28	51.9	1.03
荷兰	1 254	0.27	99.26	1.05	50.64	1.01

续表

国别/地区	项目数	比重%	合同外资金额	比重%	实际使用外资金额	比重%
开曼群岛	923	0.2	111.75	1.18	46.69	0.93
加拿大	6 941	1.49	119.87	1.27	39.21	0.78
澳大利亚	6 073	1.31	99.93	1.06	34.21	0.68

资料来源:商务部外资司统计资料。

4. 跨国公司在华投资集中在中国的东部沿海地区

外商在华投资的地理集中现象极为显著。东部地区吸引外商投资额占全国的比重一直保持在 85% 以上,而西部地区只有 3% 左右,东部地区是西部地区的 28 倍以上,差距很大。中部地区和西部地区的总份额虽逐年有所增长,但仍只有 12%~13% 的水平,不到东部地区的 1/6。

近年来,外商投资重点逐步从珠三角向长三角转移,其原因是地区投资环境吸引力与外商投资战略决策综合作用的结果:一方面,以台资、港资为主的跨国公司在珠三角的投资优惠期限纷纷到期。随着经济全球化和中国加入 WTO,珠三角在劳动力成本、优惠政策方面的优势逐渐弱化,以上海为中心的长三角凭借原有的经济地位、经济辐射力、人才和历史文化积淀等优势,近年来发展迅速,加上招商引资的大幅度优惠政策,拉动了相当一部分外资向长三角的转移;另一方面,珠三角过去“三来一补”一步登天的发展模式,使得原有产业基础差,配套能力、产业链延伸功能相对较弱,跨国公司要在中国重新调整战略布局,便利以后的长远发展。

5. 跨国公司投资企业技术转让步伐加快,成为我国技术引进的主要力量

跨国公司进入中国市场初期,一般只进行试探性投资,其技术转让多采用渐进式策略。进入 21 世纪,跨国公司加紧了对中国市场的争夺。为了应对来自其他跨国公司投资企业和迅速成长的中国企业的竞争,跨国公司改变了技术转让策略,将其对中国的技术投入与中国市场的开拓同步进行。

20 世纪 90 年代中后期,尤其是近年来,跨国公司越来越重视产品研究开发的本地化,其在华 R&D 活动有不断扩大的趋势。跨国公司 B&D 机构集中分布于北京、上海、广州 3 地,高新技术领域投资密集。

(四) 外商在中国直接投资的战略调整

1997 年以前,由于中国的政策环境尚不完善,以及对中国复杂市场的不熟悉,进入中国的发达国家投资企业都谨慎地选择了相机而动、点式出击的策略,使其业务大多处于零散的状态。随着中国政策、法律等外部环境的逐步成熟和完善,这些企业对中国市场的驾驭能力逐渐增强,尤其是 2001 年中国正式加入 WTO,促使外商在中国直接投资的战略开始由被动的适应向主动的战略性规划转变,其战略调整主要表现在如下方面:

1. 加强对企业控股权的争夺

由于独资或合资控股不仅可以保守技术秘密,规避中外企业在制度、文化、经营理念等诸多方面差异导致的摩擦和矛盾,而且可以使其在中国的投资更好地融入全球战略,更好地体现母公司的意图,20世纪90年代中期以后,随着中国对独资企业限制的减少,选择独资或合资控股形式的外商投资势头迅速发展。

2. 在华设立地区总部,进一步扩大市场

随着中国加入WTO以及中国国内稳定的经济和政治环境,各国对中国市场远景看好,许多外商纷纷将其总部迁往中国。例如,西门子公司将手机的亚太地区总部从中国香港迁至上海;通用电器公司的塑料集团将亚太地区总部从日本东京迁至上海;摩托罗拉公司在上海成立了其能源产品亚太地区管理总部。

3. 改变投资策略

2000年以前,由于法律和制度的制约,以及中国企业发展还不够成熟的现实情况,外资基本采取“三资企业”的方式进行投资,并购方式只占总额的5%~6%。而近年来,跨国并购逐渐成为在中国投资的主要模式。如世界第五大、欧洲第三大食品集团——法国达能,近十年来在中国市场展开了一系列的收购行动;石化巨头埃克森美孚成为中石化的第一大海外股东;著名的电子产品制造商爱默生以7.5亿美元的代价收购了中国电信设备制造商华为科技的子公司Avansys Power。

(五)外商在中国直接投资对我国经济的影响

1. 对经济增长的影响

外国直接投资对中国经济增长的贡献主要体现在以下三个方面:一是外国直接投资流入直接促进了中国的资本形成,形成了新的生产能力;二是外国直接投资流入带动了相关配套投资,间接促进了中国资本存量的增加;三是外国直接投资带来先进的技术和管理经验,通过“技术溢出效应”间接提高了相关企业的劳动生产率。

外国直接投资的流入,不仅从数量上促进了中国的资本形成,更为重要的是极大地改善了中国的资产质量。例如,通过在中国投资设立新的分支机构,直接形成高质量的资产增量;通过并购中国现有老企业,注入优质资源,可以将现有的低质量的资产改造成为高质量的资产。此外,外国直接投资存量占GDP的比重也是衡量外国直接投资对东道国经济增长贡献度的重要指标。统计资料显示,外国直接投资存量占中国GDP比重增长幅度一直较大,从1980年的3.1%增长到2003年的35.5%,对经济增长的贡献日益增大。

2. 外商直接投资对产业结构的影响

各国经济发展的历程表明,伴随着经济增长,必然要实现产业结构的演进。随着经济的进一步发展,中国的产业结构中第一产业所占的比重不断下降,第二产业和第三产业所占比重不断上升。当经济发展水平达到一定程度时,在第一产业所占的比重持续下降的同时,第二产业所占比重也会开始下降,第三产业所占比重则持续上升。而外商直接投资

对于中国实现整个产业技术水平的提升起到了重要的促进作用,即由传统的低技术、劳动密集型产业向高技术、资本密集型和知识密集型产业转变。

在不同的发展阶段,外国直接投资对中国产业结构演进的促进作用是不同的。从1979~1991年,外商直接投资流入量小,流入资本以港、澳、台地区中小资本为主。受其规模和质量的限制,资本主要投于服装、鞋类、电子元器件、箱包、塑料制品、皮革制品等劳动密集型加工业,对中国产业结构的升级没有明显的促进作用,而且其占中国资本形成和GDP的比重小,对促进产业结构演进的作用也小;从1992年以来,外商直接投资流入量剧增,大型跨国公司资本开始大规模进入中国,所占的比重不断上升。这类资本规模大、技术含量高,大多数进入中国正在大力发展的产业,占中国资本形成和GDP的比重上升较快,对促进产业结构演进的促进作用也大。

20世纪90年代末期以来,国际直接投资的60%以上集中在第三产业,而目前外商直接投资在中国第三产业中的比重并不高。原因在于,外商投资者虽然对进入第三产业有着浓厚的兴趣,但中国政府对外商直接投资进入这一领域的许多行业(如金融、保险、电信等)限制较多。可以预计,随着限制性政策的改变,外国直接投资在中国第三产业中的比重将会有较大幅度的上升(参见表11-3)。

表 11-3 2003 年外商直接投资产业结构 单位:亿美元

行业名称	项目数	比重	合同外资金额	比重	实际使用金额	比重
总计	41 081	100	1 150.70	100	535.05	100
第一产业	1 116	2.72	22.76	1.98	10.01	1.87
第二产业	30 247	73.63	851.53	74	397.10	74.22
第三产业	9 718	23.66	276.40	24.02	127.94	23.91

资料来源:商务部外资司统计资料。

3. 外商直接投资对对外贸易的影响

外商直接投资对中国对外贸易发展的影响既有互补效应,也有替代效应,总体表现为显著的互补效应。外商直接投资对中国对外贸易发展的直接效应主要体现在以下三个方面:一是扩大了对外贸易的总体规模;二是改善和优化了对外贸易的产品结构;三是改善和优化了对外贸易的方式。

统计资料表明,1978年中国对外贸易总额仅为206.38亿美元,其中出口额、进口额分别为97.45亿美元、108.93亿美元;到2004年,中国对外贸易总额上升至11545.5亿美元,其中出口额、进口额分别为5933.3亿美元、5612.3亿美元^①。伴随着外商直接投资流

① 国家发改委、国家统计局、国家信息中心等公布资料。

入的增加,外资企业已成为推动中国对外贸易发展的主动力。

1992~2004年,在初级产品的出口中,外资企业所占的比重大大低于全国平均水平;在制成品出口中,外资企业所占的比重总体明显高于全国平均水平;特别是在制成品中的机电产品出口中,外资企业的优势更为明显。这表明外商直接投资对中国出口产品结构改善与优化的效应是较为显著的。

外商直接投资对中国对外贸易方式的改善和优化的效应主要表现在两个方面:一是对外贸易方式的构成发生了变化,即由传统的以一般贸易方式为主演变成为以出口加工贸易方式为主的格局。改革开放之后,中国的出口贸易中加工贸易所占的比重不断上升,外资企业为此做出了重要贡献。二是产业内贸易的比重不断上升。20世纪90年代中期以来,制成品成为中国出口的主导产品,标志着中国参与国际分工的方式逐渐从垂直型转向水平型,从出口初级原材料、进口工业制成品的产业间贸易转向以同时进出口制成品为主的产业内贸易。

4. 外商直接投资对就业的影响

外商直接投资对就业的影响主要体现在就业数量和就业质量上。

(1) 对就业数量的影响

从就业数量上看,由于人力资源的本土化,外商直接投资一方面直接增加了我国各地区劳动力就业的绝对数量,并且通过前后向的产业联系和促进东道国经济的增长间接地创造就业机会;另一方面,外资的引进将会对国内经济产生“挤出效应”,外资与中资企业会在有限的市场机会、生产要素和市场空间上展开争夺,使得优质要素向外资企业倾斜,导致国内企业在竞争中失利,甚至被挤出市场,随之而来的必然是失业人员的增加。我国外商直接投资主要集中在东部地区,而东部沿海地区也正是我国的高失业地区,外资的进入不仅本身吸收了大量的就业者,伴随着外商直接投资而发展起来的前后向供应商也纷纷转向劳动力可得性地区,从而减缓了高失业地区的就业压力。

(2) 对就业质量的影响

从就业质量来看,外资企业不但为本公司的员工提供各种培训学习的机会,也在本地开发培养各种人才,提高了当地劳动力的就业质量。同时,通过与外资企业的竞争,国内企业不断提高自己的竞争力,从而大大提高了国内企业员工的就业质量。然而,由于外商直接投资在我国东、中、西部有着巨大的差异,这也将导致我国东、中、西部之间地区劳动力素质差异的加大。现有知识经济时代对劳动的技术化、智能化等方面的要求越来越高,只有受过职业培训的高质量劳动力才能满足新兴产业的需求。在我国现有的经济结构调整中,传统产业不断萎缩,新兴产业不断增加,只有加强劳动力的职业培训,提高自身的技能素质,才能保证失业的减少和经济的发展。因而外商投资对东部地区的良性就业机制的形成创造了良好的条件,有利于进一步提高就业率,减少结构性失业。

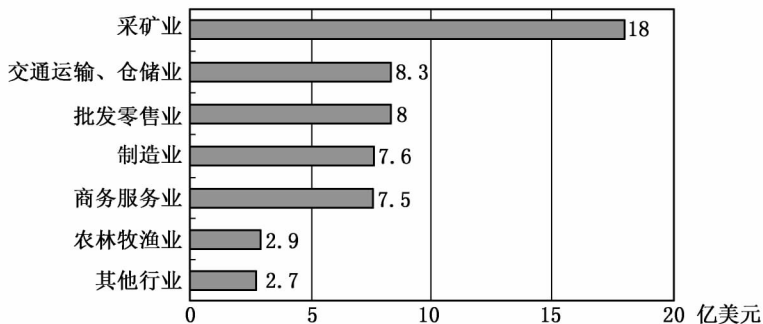
二、中国对外直接投资

(一) 中国对外直接投资现状、方式和趋势

1. 中国对外直接投资现状

中国对外直接投资起步于 1979 年的改革开放初期,与发达国家的对外直接投资历史相比滞后了一个多世纪。经过 20 多年来的探索和发展,已逐步形成了一定的规模。2005 年 1~5 月,我国非金融类对外直接投资 18 亿美元;对外承包工程完成营业额 66 亿美元,同比增长 10%,新签合同额 91 亿美元,同比增长 45%;对外劳务合作完成营业额 16 亿美元,同比增长 12%,新签合同额 15 亿美元,同比增长 28%;5 月末在外各类劳务人员总数约为 52 万。

根据邓宁的投资发展阶段论,从对外投资与引入外资的比例来看,目前我国对外投资水平处于第二阶段与第三阶段之间,偏重于第二阶段。随着经济实力的提高,我国企业将加快对外直接投资的步伐。从对外投资的行业分布来看,2004 年,资源开发型投资在总投资额中的比例达到 51.8%,在服务贸易领域的投资占总投资额的比例则为 43.27%,说明对外投资于资源开发型和生产加工型行业的迫切性正促使中国企业加速走出去的步伐(参见图 11-4)。



资料来源:2004 年度中国对外直接投资统计公报。

图 11-4 2004 年对外直接投资行业分布

2. 中国对外直接投资方式

在跨国经营的投资方式上,中国企业虽然主要还是采取新设投资的方式,但是,以跨国并购方式进入国外市场的比例正在逐年增加,并将在未来一段时期内显现出非常强劲的趋势。

我国经济同世界经济先进水平的差距,最突出地表现在科技水平和管理水平方面的差距。无论是现有产品的技术水平、企业的技术开发能力,还是企业的经营管理水平,我国都还处在比较落后的地位。取得世界先进技术的供给、国内产业升级换代和获取世界

先进的经营管理知识,是我国实行对外开放最直接的目的之一。进一步的技术赶超,一方面要求加强培育国内企业吸收、消化引进技术,进行技术创新开发的能力;另一方面则需要有一批企业跨出国门,直接去捕捉和获取世界先进技术。在这种情况下,通过并购方式无疑比通过创建方式更容易获得发达国家的现代科技成果。

当前,中国企业并购海外企业的方式主要有三种:

(1) 买壳上市

所谓买壳上市,是指公司通过购入已挂牌上市的企业来取得上市地位,然后通过“反向收购”的方式注入自己有关业务及资产的一种并购方式。其优势在于:第一,上市所需时间较短、上市成本较低。该种方式虽然需要支付额外的壳收购成本,但可以节省昂贵的上市费用和佣金。第二,上市条件灵活。证券市场的选择条件主要基于市场规模、市场活跃程度、交易量、市场风险程度及其他考虑。在对壳资源的选择上,应考虑资产规模总额、公司现有股权结构、股价高低及交易量(流动性)、公司现有资本结构、现有法律诉讼情况及其他或有债务、在交易后相当时期内维持上市资格的能力、社会公众股东数量等方面。

(2) 协议收购

协议收购即收购方以协商方式与被收购公司的股东签订股权资产转让协议,达到并购目的。

(3) 法庭竞标

法庭竞标主要适用于对处于破产程序中的公司的并购。其特点是交易过程由法庭控制,交易决定权往往在被收购企业的债权方,被收购企业没有决定权。

随着国有经济的战略性调整和重组已经展开,国有资本将从小企业向大企业、从劣势企业向优势企业、从一般竞争性部门向国家必须控制的战略性部门转移和集中。这为组建跨国经营的大企业集团创造了广阔的发展空间。中央和地方政府在积极吸引外资的同时,鼓励企业向海外投资,逐步使我国经济从依靠国内资源与市场的单向循环转向主要利用国内外两种资源、两个市场的双向循环。

3. 中国对外直接投资趋势

中国对外直接投资的迅猛发展,预示着中国对外直接投资进入新的发展阶段。根据中国对外直接投资现状以及竞争优势的分析,可以预测中国未来对外直接投资的发展趋势。

(1) 对外直接投资规模将进一步扩大

随着国际市场的日益开放,国内促进企业海外投资优惠政策的推出和制度的不断完善,将有更多具备竞争优势的中国企业走出国门,到海外寻求广阔的发展空间,这是中国企业发展的大趋势。

(2) 对外直接投资主体将进一步优化

目前中国对外直接投资的主体是国有大型企业,民营企业、中小企业的对外投资比例

较少。随着中国加入世界贸易组织,将会有更多的中国企业走出国门。其中民营企业和中小企业的对外投资将会增加,使得对外直接投资的主体结构进一步优化。

(3) 将更突出有利于中国产业结构调整的行业

首先,将加大对发达国家高科技产业的投资。通过对发达国家的直接投资,并购目标市场的企业,是获得发达国家先进技术的最有效途径。其次,向海外转移成熟技术的过剩产业,扩大出口贸易量。自改革开放以来,中国的制造业逐渐形成了成熟的技术体系,如机电制造业、纺织业、家电制造业等,这些行业的产品质量均达到国际先进水平,而且这些产品在国外拥有广阔的市场。扩大这些行业的投资不仅能优化国内产业、产品结构,促进劳务和设备产品出口,而且能扩大出口份额,为高科技产业对外直接投资积累和提供外汇资金。

(4) 投资方式更加灵活多样

目前,中国企业的对外直接投资方式多采用合资与新建的方式,但随着对外直接投资的不断发展,我国将更多地采取跨国并购的方式,尤其是对发达国家拥有先进技术的企业。另外,20世纪90年代在国际上兴起的国际战略联盟等非股权安排也将成为中国企业对外直接投资方式的一种。

(5) 投资区域分布日益合理,在发达国家投资的比重逐步增大

发达国家和地区市场容量大、现实购买力强、金融环境优越、科学技术发达,而且工业集群为追求效率的企业提供了最好的外部环境。随着中国企业国际竞争力的不断提高,中国企业必然要向发达国家进行投资。

(二) 中国对外直接投资的特点

1. 发展速度较快,平均投资规模不大

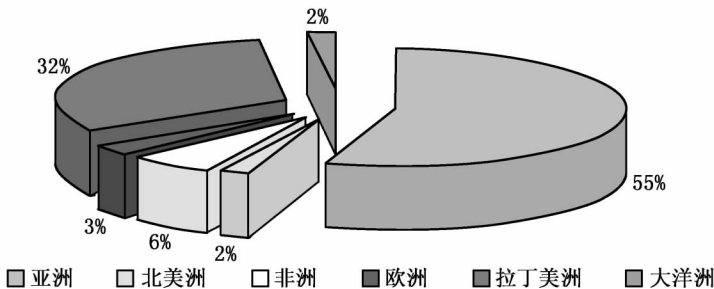
从实行改革开放政策以来,中国海外直接投资获得了迅速的发展,并已形成一定规模,海外投资企业数量和海外直接投资金额的年均增长率都保持了较高的水平。近年来,中国海外直接投资的平均发展速度超过了许多发展中国家。但是,同发达国家和地区相比,中国开展海外直接投资的实力还较薄弱。海外投资企业的数量、每年海外投资的金额与海外直接投资的累计总额都还较小。而且,中国的海外投资大多数为中小型项目,在中国的海外投资企业中,像澳大利亚恰那铁矿、波特兰炼铝厂和秘鲁铁矿公司等那样的大企业相对而言还是较少。

2. 投资主体日趋多元化

一方面,我国的境外投资正在从单一的国有企业对外直接投资向多种所有制经济主体对外直接投资转变;另一方面,从在境外设立流通领域的贸易企业和贸易机构为主向设立境外加工贸易企业 and 专业市场等形式转变。特别是民营企业“走出去”的积极性日益高涨。由于产权清晰,机制灵活,较少受到产权问题的困扰,民营企业对外直接投资成功率很高,如青岛金王集团和浙江万象集团等。

3. 投资区位趋向多元化

中国对外投资近年的趋势是由发达国家逐步向发展中国家扩展,投向非洲、拉丁美洲、东欧、俄罗斯及亚洲国家的项目日益增加。然而,2004 年我国对亚洲地区的投资占对外投资额的 50%以上。参见图 11—5。



资料来源:《2004 年度中国对外直接投资统计公报》,国家商务部、统计局 2005 年共同发布。

图 11—5 2004 年中国对外投资地区构成

表 11—4 2004 年中国对外直接投资净额流向前十位国家(地区) 单位:亿美元

序 号	国家(地区)	金 额
1	中国香港	26. 29
2	开尔曼群岛	12. 86
3	维尔京群岛	3. 86
4	苏丹	1. 47
5	澳大利亚	1. 25
6	美国	1. 2
7	俄罗斯联邦	0. 77
8	印度尼西亚	0. 62
9	新加坡	0. 48
10	尼日利亚	0. 46

资料来源:《2004 年度中国对外直接投资统计公报》,国家商务部、统计局 2005 年共同发布。

中国对外直接投资的区位分布仍呈现相对集中的特征,这种特征反映了中国企业在选择对外直接投资区位时具有一些共同的行为趋向:一是向周边国家和地区投资,将其作为我国国际经营的重要基地,以便积累经验、降低风险;二是向美国、加拿大、澳大利亚等发达国家投资,以便学习其先进技术和管理经验,扩大国际市场份额;三是向非洲、拉丁美洲等国家投资,目的是发挥自身比较优势,并回避与大型跨国公司的正面交锋。参见表

11—4。

4. 投资方式多样化

中国企业海外直接投资的投资方式越来越多样化,有的以现汇出资,还有的以国内的技术专利或专有技术含劳务出资。从中国海外投资企业所有权结构来看,海外独资企业占 20%左右,与东道国或第三国共同举办的合资与合作企业约占 80%左右,合营伙伴多数为当地华侨。这些海外投资企业分别采用了股份有限公司和有限责任公司的组织形式。我国对外投资方式虽然仍然以新设投资为主,但并购国外企业以获得技术或生产许可证已成为对外直接投资的新方式。

5. 在国外设立高新技术研发中心已成为我国对外直接投资的新亮点

在境外设立研发中心可以有助于利用国外的技术创新来改进和提高国内产品的技术含量,学习国外先进的管理经验和企业运行模式,促使我国产品在国际竞争中处于更为有利的地位。如山东的海尔集团和浙江省的华立集团分别在美国和日本设立了研发中心,通过境外产品开发来推动国内产品的技术升级和出口竞争力的提高。

6. 境外投资领域不断扩展,但仍以贸易型和资源开发型投资为主

经过 20 多年的发展,中国对外直接投资的产业领域已从初期集中在贸易方面,发展到资源开发、工业生产加工、交通运输、工程承包、旅游餐饮、研究开发、咨询服务、农业及农产品综合开发等诸多领域。按投资金额比例划分,资源开发投资占 19.14%,生产加工型投资占 11.15%,贸易型投资占 60.11%,交通运输型投资占 1.18%,其他类型占 7.11%。由此可见,中国对外直接投资集中在贸易和资源开发领域,而发达国家对外直接投资集中在制造业和服务业,说明中国的对外直接投资仍处于较低的传统阶段。

(三) 中国对外直接投资存在的问题和对策

1. 中国对外直接投资存在的问题

尽管近年来中国对外直接投资发展速度很快,但从总体来看,目前的状况仍然不容乐观,以下问题仍然存在:

(1) 对外直接投资的总体规模明显偏小

目前中国境外投资金额仅占世界对外直接投资总量的 0.15%。据统计,吸引外资与对外投资的比例发达国家为 1:1.14,发展中国家为 1:0.13,而中国仅为 1:0.09。因此中国的对外直接投资尚处于起步阶段。

(2) 中国企业对外投资的规模偏小

目前中国海外企业平均投资不足 140 万美元,大大低于发达国家平均 600 万美元的投资水平,同时也低于发展中国家平均 450 万美元的水平。由于规模偏小,中国的跨国企业很难获得规模优势,难以进行有效的研究和开发,无力支持销售和售后服务,从而导致了恶性循环,即有限的经济实力决定了小规模生产→较高的生产成本→低质量→低价格→较低的市场占有率→更小的规模制造。这表明中国企业国际化还没有形成综合性力

量,仍处于探索性阶段。

(3) 投资技术以成熟技术为主,缺乏高新技术

与前些年相比,尽管近几年中国海外投资质量和档次有所提高,出现了一批技术含量较高的生产项目,还有一些高科技企业积极在美国和欧洲发达国家建立独资或合资的研究机构和技术中心,但总体来说,对外直接投资过分偏重初级产品产业的投资,对高新技术产业的投资仍然偏小。如在非贸易性海外投资项目中,近40%属于低附加值、低技术含量的劳动力密集项目(资源开发及初级加工等)。由于其他一些发展中国家类似产品的竞争,这类项目拓展海外市场的前景不甚乐观。

(4) 企业对外投资布局不尽合理

目前中国企业对外投资的46.8%在港澳地区;其次是北美,占13.7%。从整个海外投资布局来看,对发展中国家和地区的投资仍明显偏少,从而影响了中国对外投资市场的进一步拓展。这表明中国企业国际化经营的广度和深度还不够。

(5) 企业对外投资的效益还有待于进一步提高

据不完全统计,中国的海外企业中赢利的占55%,其中多为非生产性企业。收支平衡的占28%,亏损企业占17%,其中以生产性企业居多。从表面上看,大部分企业处于赢利和持平状态,但深入分析不难发现,中国境外企业的投资效益还不尽如人意,基本状况是“两头小,中间大”,即赢利显著和亏损的占少数,大部分处在略有盈余和保本状态,这种状态不仅难与发达国家跨国公司相比,而且同亚洲“四小龙”和东南亚一些发展中国家的海外企业相比也有较大差距。同时这也与国际上工业类企业在跨国公司中所处的主体地位和巨大规模形成鲜明对比。

(6) 我国企业对外投资风险缺乏有效的防范制度和措施

我国海外企业在风云变幻的国际市场开拓经营,除了商业风险之外,还可能遇到政治风险、战争风险、征用风险、外汇风险等。我国企业在海外的投资,特别是在一些发展中国家的投资,不时地受到东道国非商业风险的严重威胁而受到损失。而我国至今尚未建立和完善对抗海外投资政治风险等非商业风险的法律体系,这不利于企业扩大对外投资。

2. 中国对外直接投资发展的对策

目前,我国既不属于资金饱和型投资国,也不是技术创新国,对外直接投资尚处发展初期,企业对国外环境不很熟悉,缺乏必要的境外投资的经验积累。因此,为更好地配置有限的资源,帮助企业在境外投资中增强抗风险的能力,一方面,企业要从自身出发,完善治理结构,树立全球竞争的观念,增强国际竞争力;另一方面,我国政府有必要为中国对外直接投资制定战略规划和提供必要的支持和服务。具体建议如下:

(1) 发展企业国际化经营战略

第一,树立全球竞争的观念。在经济全球化时代背景下,跨国公司全球化经营已成为

跨国经营战略的核心。即使在中国国内,也同样能感受到来自跨国公司的竞争。因此,我国企业必须树立全球竞争观念,在观念上必须深刻认识到对外投资与利用外资、利用海外技术、国际资源市场等要素的相互促进关系,认识到对外投资是现代国际竞争与合作,尤其是适应经济全球化、区域化和集团化发展趋势的必然要求。因此,企业领导人应当冲破传统观念的束缚,要勇于开拓海外投资市场,既要冒风险又要善于防范风险,积极扩大我国企业的对外投资规模,不断提高海外投资效益。

第二,完善公司治理结构。我国企业对外直接投资的滞后与国有企业的制度缺陷有重要关系。长期以来,我国对外直接投资的主体是国有企业,这些企业由于所有者与经营者的关系未能理顺,产权不明晰,导致了非常严重的代理问题。国家在管理这些企业对外直接投资活动时处于两难境地,从而很难促进我国对外直接投资的发展。对于我国大部分已经开展或即将开展对外直接投资的企业来讲,当务之急是要建立有效的公司治理结构,即要解决在经理主权逐渐替代股东主权而在公司中居于主导地位的情况下,公司股东、董事会、经理层和其他利益相关者之间的利益冲突问题。建立自我约束、自我激励、自我发展的内在机制,使公司具有较强的抗风险能力和较高的决策水平。

第三,组建中国的大型企业 and 企业集团。国际竞争是规模和实力的竞争,20 世纪 90 年代以来,国际竞争出现了新的格局,国际竞争向超强竞争发展。中国企业无论是在规模上还是在实力上都无法与跨国公司相比,这必将导致中国企业在国际竞争中处于劣势地位。只有企业形成一定的规模,集中研究开发能力和资金,才能充分而有效地节约交易成本,降低市场经营风险,最大限度地增强企业的竞争力。中国企业集团的组建在 20 世纪 90 年代以来有了较大发展,如汽车工业形成了一汽、上汽、二汽为龙头的三大企业集团,家电行业形成了长虹、海尔、康佳等企业集团,中国的航空业也经过几次重组,形成了 4 大企业集团。但中国企业集团组织过程很不顺利,行业管理、地方所属使企业资产重组遇到了相当大的障碍。因此,有必要建立全国统一的市场结构,促进中国大型企业集团的组建。

第四,大力培养跨国经营人才。国际企业之间的竞争实质上是人才的竞争,在竞争中,掌握主动权和控制权的关键是人才。目前对外投资在我国仍是一项崭新的事业,兴办海外企业需要大量的复合型高素质的人才,要求他们既要精通外语,熟悉国际惯例、国际市场,又要具备较高管理技能,较强公共关系技能和适应能力,以及要有强烈的开拓精神和献身精神。因此一方面我们必须采取多途径、多形式发现和培养跨国经营人才;另一方面还要加强企业外派人员的在职培训,不断提高他们的业务知识、国际经营技能和外语水平,使他们能尽快适应国际化经营的需要。

(2) 增加政策支持,提高政府服务水平

第一,制定对外投资战略规划。结合国内经济发展情况和产业结构调整,制定对外投

资战略规划,明确对外投资的重点区位和产业。对已确定的重点区位和产业,应进行深入研究,提出具有可操作性的战略规划,制定相应的优惠政策,分阶段实施,以求对国民经济发展产生稳定的拉动作用。在区位选择上,应优先选择有资源、有市场、有效益、有优惠政策和双边关系友好的重点国家和地区;在行业选择上,应优先考虑资源导向性项目、有自主知识产权的高新技术、家电和轻纺等具有比较优势的领域,以及被欧美等国家征收反倾销税而使我国企业丧失市场的产品领域。

第二,实施重点扶持政策。坚持“帮大扶小”的原则,选择有实力、管理好、拥有自主品牌的重点企业拓展境外投资业务,给予必要优惠政策,以充分体现国家的对外投资产业导向政策。同时,也应鼓励民营企业开展对外直接投资,为其创造良好的投资环境,使其在优惠贷款、信息交流、境外投资保险等方面与国有企业享有同等待遇。

第三,进行体制支持,完善监管体系。审批部门应当结合《行政许可法》的实施,简化审批手续,提高审批效率。审批要做到规范、透明,妥善解决目前在审批过程中国务院部门间的协调问题,建立良好的工作机制。应对审批制度进行改革,逐步将审批制改为审批和备案制相结合,对以自有资金或商业银行贷款进行境外投资的企业,原则上实行备案制。实践证明,依靠审批制来实施监管是缺乏效率的。应针对不同的投资主体,制定不同的监管办法。控制境外投资风险应更多依赖投资主体内部风险控制机制。对国有境外企业,应通过监管国内投资主体来监管境外投资企业;对自筹资金的民营企业,应从宏观角度进行监管,政府只应起到“守夜人”的作用。

第四,建立开展对外直接投资的制度促进体系。重大项目要纳入双边经贸合作框架,利用双边经贸委员会,及时予以推动和促进。若东道国(地区)政府对经济干预较深,我国政府也应做好企业后盾,特别是对资源开发型项目更应如此。另外,一方面在财税和金融等方面对企业进行支持,逐步放宽境外投资外汇管制。另一方面对企业返回的资源产品应给予进口配额、税收和外汇等方面的支持。同时参照法国外贸保险公司的做法,设立境外投资保险机构,对境外投资进行政策性保险。

第五,进一步完善服务体系。一是信息服务。参照发达国家的做法,成立境外投资促进机构,如日本的贸易振兴机构。进一步发挥信息网络的优势,为企业提供国外政治、经济、法律、社会风俗、市场、产品和行业等方面的信息,减少企业在海外投资和生产经营时可能遭遇的风险。二是完善社会中介服务。充分发挥律师事务所、会计师事务所等中介机构的作用,加强与国外中介组织的合作,为企业对外直接投资提供法律、财务、认证等服务,积极稳妥地通过社会力量帮助企业开展对外直接投资。三是各地商务部门和国外的领事馆应强化服务,为企业国际化经营创造条件。

第六,尽快完善相关法律体系。目前我国对外直接投资的相关法律体系尚不完善,仅有一些内部规定或实施办法,没有完备的法律体系。中国对外直接投资经营法应尽早出台,明确投资主体的权利和义务。

案例 11 京东方海外收购 TFT—LCD 业务

2003 年 2 月 12 日,京东方科技集团股份有限公司正式对外宣布,以 3.8 亿美元收购韩国现代半导体株式会社(Hynix)属下韩国现代显示技术株式会社(HYDIS)的 TFT—LCD 薄膜晶体管液晶显示器件业务资产。交割的程序已于 2003 年 1 月 22 日全部完成。此次并购为国内上市公司最大的一起高科技产业海外收购案。

一、并购双方的背景

京东方科技集团股份有限公司是一家创立于 1993 年的民营股份制上市公司。创业之初,公司就将自己的核心业务定位在了显示领域。据了解,经过近 10 年的发展,京东方已初步形成了以显示技术为核心的产品业务链,先后通过独资以及与国际领先的显示技术企业合资或合作等形式,不断扩大自己在这—领域的作为。其各种主要产品均在各自领域保持国内或世界领先地位。该企业拥有中国北方最大的显示器生产基地;与松下合资生产的彩色显像管(CRT)年产量已突破 800 万只;STN 液晶显示器件 2002 年全球排名第五;真空荧光显示屏(VFD)的产销量位居中国第一、世界第三;京东方已拥有世界水平的有机电致发光显示器件(OEL)的研发能力和相关专利,预计到 2004 年该种新型显示器件可以批量生产。不仅如此,京东方还拥有与显示器件相关关键零件与材料的技术和产品,且大多位居世界前列。

韩国现代半导体株式会社 Hynix 是全球主要芯片制造商之一,受 20 世纪 90 年代末以来全球存储晶片需求下降的打击,订单量巨减,现金严重短缺,公司自 2000 年起就一直在进行产业产品结构调整。出售旗下 TFT—LCD 业务是其进行调整的举措之一。自两年前公司宣布出售 TFT—LCD 业务以来,已引起了业内的广泛关注,台湾剑度公司更是曾以 4 亿美元的价格与 Hynix 达成收购协议,但最终由于未按协议进度付款而使收购流产,但是此时 Hynix 出售 TFT—LCD 业务已是箭在弦上,不得不发了。

二、并购的动因及过程

京东方拥有中国北方最大的 CRT 彩色显像管显示器生产基地,但是液晶显示器是未来显示器发展的主流。由于价格方面的因素,目前国内液晶显示器的销量所占比例不到 5%,但是据有关数据统计,液晶显示器在全球的销量已占到全球显示器总销量的 13%~14%,而且液晶显示器的使用正从电脑向电视等多个领域推进。国内彩电业巨头已明确提出,将液晶电视作为具有战略意义的产业来发展。因此,作为生产液晶显示器最重要部件——TFT 屏的市场前景被普遍看好。然而国内的 TFT—LCD 产业刚刚起步,各项技术还不成熟,再加上液晶行业本身是一个资金技术双密集型产业,市场风险较大,

大大增加了后来者的进入门槛。京东方自 20 世纪 70 年代,当时还是北京电子管厂的时候,就开始研究 TFT-LCD 技术。后来,京东方开始在显示器领域逐渐站稳脚跟,除开发生产显示器件外,他们还推出了以“京东方”为品牌的移动数码产品。随着京东方及其合作伙伴对 TFT-LCD 面板需求的持续增加,以及公司关于 TFT-LCD 业务相关配套工作的完成正式启动,TFT-LCD 业务已是万事俱备只欠东风了。

2002 年 9 月,京东方发出公告,称拟出资 3.8 亿美元收购韩国现代显示技术株式会社 HYDIS 的 TFT-LCD 业务,并随后在韩国注册京东方科技集团股份有限公司的全资子公司。BOE-Hydis 技术株式会社代表京东方负责此次资产收购,但是由于京东方与 HYDIS 在收购价格上存在分歧,直至 2002 年 11 月双方才签订最终协议。当时,Hynix 的主要债权银行也曾表示将向京东方提供 2.1 亿美元的银团贷款,帮助其完成此次收购。但是就在 2002 年底,并购双方将按照最终收购协议准备进行资产交割时,Hynix 的一家债权银行由于未得到满意的贷款偿还条件而拒绝为京东方的收购提供融资,收购面临流产的危险。然而几天后,事情有了转机,Hynix 的主要债权人之一,韩国外换银行同意向京东方安排总额达 1.883 亿美元的银团贷款,以完成对 Hynix 属下子公司业务的收购。2003 年 1 月 22 日,京东方 TFT-LCD 事业韩国子公司 BOE-Hydis 技术株式会社正式成立,TFT-LCD 业务也顺利实现由韩国现代显示技术株式会社向 BOE-Hydis 的过渡。京东方对韩国现代显示技术株式会社 HYDIS 的 TFT-LCD 业务的收购采取了“全部资产+营运资金”的模式,此次支付的 3.8 亿美元仅用于收购 HYDIS 的全部资产,包括 HYDIS 用于 TFT-LCD 生产的所有固定资产以及技术工艺和其全球营销网络等无形资产。

据了解,此次收购完成后,除进一步巩固扩大原 HYDIS 的营销市场外,京东方还将着力开拓中国国内市场,从而逐步完成 TFT-LCD 生产、技术向中国国内的转移,以实现“中国制造,全球销售”的目标。收购完成后,TFT-LCD 整体业务将成为京东方新的利润增长点,预计其主营业务收入年增长将达 50 亿元人民币以上,将迅速提高其在中国显示行业、甚至世界显示行业的市场份额。通过收购,京东方还获得了 HYDIS 庞大的全球营销网络,以及包括 IBM、夏普等跨国企业在内的广泛客户群。

三、并购评述

在世界液晶产业市场供过于求的背景下,京东方此次的运作可谓是逆流而上,机遇与挑战并存。全球大型 TFT-LCD 产业迄今为止,已经历三次供过于求的景气周期。前两次持续的时间都在一年左右,而目前的第三次供过于求的阶段已持续比较长的时间。据有关业内人士分析,此次距离实现供需平衡点已不远,京东方选择在此时完成收购,不仅避开了液晶产业要求的高额的研发费用,以较低的成本直接切入其核心技术,而且世界液晶产品需求量的回升可能预示着液晶时代的来临,让京东方看到了广阔的发展前景。然

而,目前世界 TFT—LCD 终端消费市场的近 80% 的份额由欧美厂商占据,而国内限于消费力水平,在国际液晶市场上所占份额很小。京东方如果想在此领域有所突破,关键是尽快实现规模化生产,并寻求上下游产品客户的支持。京东方收购 TFT—LCD 业务是我国上市公司运作的最大一起海外高科技收购案,与国内外资并购“雷声大雨点小”形成了鲜明的对比,展现出中国企业在防守中出击的“走出去”战略。京东方此次实行的全盘收购的策略不仅得到了海外金融机构的融资,还直指世界先进核心技术。这对于目前国内许多企业在“走出去”时缺乏明确的发展方向和规划、出去之后面临较高的经营风险,无疑是个很好的借鉴。

思考题

1. 此次并购发生的主要动因是什么?
2. 此次并购给京东方带来了什么样的机遇和挑战?

参考文献

1. 安杰山、徐莉:《金融市场与证券投资》,中国财政经济出版社,1997年。
2. 安实、王健、赵泽斌:《风险投资理论与方法》,科学出版社,2005年。
3. 边绪奎:“金融创新工具的经济功能初探”,《财经理论与实践》,2001年1月第22卷109期。
4. 曹凤岐:《中国上市公司管理》,北京大学出版社,2003年。
5. 常华兵:“或有资本:一个新的风险融资工具”,《财会通讯》,2004年第6期。
6. 陈国欣:《财务管理》,南开大学出版社,2004年。
7. 陈红霞:“典当:中小企业融资的最佳方式”,《合作经济与科技》,2005年11期。
8. 陈康幼:《投资经济学》,上海财经大学出版社,2003年。
9. 陈卫东:“金融创新工具的演化及最新发展”,《国际金融研究》,1999年第11期。
10. 陈雨露、赵锡军:《金融投资学》,中国人民大学出版社,1996年。
11. 程红:“浅谈‘零库存’管理”,《企业经济》,1995年第2期。
12. 程仕军:“适时系统是当代企业管理的重大突破”,《当代财经》,1994年第11期。
13. 代鹏:《金融市场学导论》,中国人民大学出版社,2002年。
14. 戴相龙:“金融全球化必然导致经济全球化”,中新社北京2000年6月15日电。
15. 戴相龙:“关于金融全球化问题”,《金融研究》,1999年第1期。
16. 杜伟锦、黄冬梅:“我国证券市场中机构和个人投资者的博弈分析”,《杭州电子科技大学学报》,2005年3月第1卷第1期。
17. 范柏乃:《现代风险投资运行与管理》,同济大学出版社,2002年。
18. 冯仰芝:“税收筹划与公司理财”,《江苏煤炭》,2004年第2期。
19. 符戈:《中国民营企业融资问题研究》,经济科学出版社,2003年。
20. 干春晖:《并购经济学》,清华大学出版社,2004年。
21. 高增银:《从企业生命周期谈企业融资体系的完善》,西南财经大学,2005年。
22. 葛文雷:《财务管理》,东华大学出版社,2003年。
23. 谷祺、刘淑莲:《财务管理》,东北财经大学出版社,2003年。
24. 顾兆贵:《创造竞争优势 21 世纪中国中小企业的发展与创新》,京华出版社,2002年。
25. 国有资产管理局科研所课题组:“中国企业并购市场的发展及政策建议”,《管理世界》,1997年第4~5期。
26. 韩峰:《入世后的企业并购》,中国社会出版社,2002年。
27. 韩良智、鲍新中、李晓静:《财务管理学教程》,经济管理出版社,2004年。
28. 侯庆轩:“日本的四次外资企业高潮”,《现代日本经济》,1998年第3期。

29. 黄亦文:“谈企业经营决策中的财务分析”,《商业会计》,2005年第1期。
30. 胡海鸥,孙慧:《中国金融体制的改革与发展》,复旦大学出版社,2004年。
31. 简新华:《产业经济学》,武汉大学出版社,2001年。
32. 建设部标准定额研究所:《建设项目经济评价参数研究》,中国计划出版社,2004年。
33. 姜理:《企业并购、价值创造与控制》,中国学位论文文摘数据库,http://wanfang. lib. sjtu. edu. cn。
34. 蒋顺才:《上市公司信息披露》,清华大学出版社,2004年。
35. 蒋小花:“行为资本资产定价模型浅探”,《财会通讯》,2003年第11期。
36. 蒋泽中:《企业收购与兼并》,中国人民大学出版社,2004年。
37. 蒋政、王琪、韩立岩:《融资方略》,经济管理出版社,2003年。
38. 孔庆善:“JIT生产方式在中小企业中的应用”,《经济管理》,1998年第2期。
39. 李秉成:“企业财务困境形成过程研究”,《当代财经》,2004年第1期。
40. 李常青:《股利政策理论与实证研究》,中国人民大学出版社,2001年。
41. 李狮:“金融创新、金融风险与金融发展——谨慎发展我国的衍生金融工具市场”,《北京师范大学学报》,2004年第5期。
42. 李春好、曲久龙:《项目融资》,科学出版社,2004年。
43. 李大生、牛宝俊:《投资经济学》,山西经济出版社,2000年。
44. 李东阳:《国际直接投资与经济发展》,经济科学出版社,2002年。
45. 李钢:《国际对外投资政策与实践》,中国对外经济贸易出版社,2003年。
46. 李健:“风险全球化进程中的风险防范”,《国际金融研究》,2000年第2期。
47. 李敏、张美灵、韩家平:《企业信用管理》,复旦大学出版社,2004年。
48. 李慕春:“西方投资理论述评”,《东北财经大学学报》,2001年第5期。
49. 李强:“存货管理方法浅议”,《经济师》,2002年第5期。
50. 李小北、王琰玖:《国际投资学》,经济管理出版社,2003年。
51. 李义超:《中国上市公司资本结构研究》,中国社会科学出版社,2003年。
52. 李悦:《产业经济学》,东北财经大学出版社,2002年。
53. 李朝霞:《中国企业资本结构与融资工具》,中国经济出版社,2004年。
54. 厉无畏等:《中国产业发展前沿问题》,上海人民出版社,2003年。
55. 梁蓓、杜奇华:《国际投资》,对外经济贸易大学出版社,2004年。
56. 梁惠康:“西方国家金融工具创新的效应分析及我国的发展思路”,《西安金融》,2002年第4期。
57. 林钧跃:《企业与消费者信用管理》,上海财经大学出版社,2005年。
58. 林俊国:《证券投资学》,经济科学出版社,2001年。
59. 林义相:《金融资产管理》,北京大学出版社,1995年。
60. 刘健钧:“特别立法、创业投资公司的现实选择”,《中国创业投资与高科技》,2002年第1期。
61. 刘健钧:《创业投资原理与方略——对“风险投资”范式的反思与超越》,中国经济出版社,2003年。
62. 刘曼红:《风险投资:创新与金融》,中国人民大学出版社,1998年。

63. 刘萍萍:《风险投资运作机理与投资决策研究》,中国学位论文文摘数据库 <http://wanfang.lib.sjtu.edu.cn>,2003 年。
64. 刘琦:“金融全球化演进过程的新制度经济学分析”,《海南金融》,2004 年第 7 期。
65. 刘莹、许敏:“适时制与存货管理应用研究”,《南京化工大学学报(哲学社会科学版)》,2001 年第 4 期。
66. 卢进勇、杜奇华:《国际投资》,中国人民大学出版社,2004 年。
67. 陆文霞:“中小金融机构的发展困境及对策”,《山东商业会计》,2004 年第 3 期。
68. 罗勇、陈勇、凌丹:“加入 WTO 对我国个人投资者的影响及对策”,《改革与战略》,2002 年第 1~2 期合刊。
69. 吕志明:“谈存货的‘适时管理’及其运用”,《财会月刊》,1998 年第 1 期。
70. 马剑飞:《论我国企业融资困境及其对策》,吉林大学,2004 年。
71. 茅宁:《期权分析——理论与应用》,南京大学出版社,2000 年。
72. 慕刘伟:《国际投融资理论与实务》,西南财经大学出版社,2004 年。
73. 牛草林:“新经济下公司理财的变化趋势与财务体系重建”,《内蒙古大学学报》,2003 年第 4 期。
74. 蒲小雷、韩家平:《企业信用管理典范》,中国对外经济贸易出版社,2001 年。
75. 齐荣光:“对传统并购理论的两点异议”,《经济论坛》,2003 年第 8 期。
76. 邱华炳、庞任平:《投资经济学》,中国金融出版社,2002 年。
77. 商务部中国国际电子商务中心、中国信用体系建设课题组:《企业信用管理实用手册》,清华大学出版社,2004 年。
78. 申翠玲:“浅谈企业存货经济批量的确定方法”,《湖南财经高等专科学校学报》,2004 年第 1 期。
79. 盛立军:《全球企业并购的新趋势 1998》,<http://www.co-win.com>
80. 史忠良:《产业经济学》,经济管理出版社,2002 年。
81. 司春林、方曙红、田增瑞:《创业投资》,上海财经大学出版社,2003 年。
82. 宋承敏:《中国上市公司报告》,经济管理出版社,2003 年。
83. 苏东水:《产业经济学》,高等教育出版社,2000 年。
84. 孙黎:《公司收购战略》,中国经济出版社,1994 年。
85. 孙平:“我国多层次金融市场体系的构建与发展”,《南方金融》,2005 年第 6 期。
86. 孙元欣:“JIT 实时管理及其应用前景”,《上海大学学报(社科版)》,1995 年第 2 期。
87. 孙执中:《日本垄断资本》,人民出版社,1985 年。
88. 谭永智、李淑玲:《企业信用管理实务》,中国方正出版社,2004 年。
89. 万解秋、贝政新:《现代投资学原理》,复旦大学出版社,2004 年。
90. 王爱俭:《金融创新工具交易》,天津大学出版社,1997 年。
91. 王广谦:《经济全球化进程中的中国经济与金融发展》,经济科学出版社,2005 年。
92. 王宏:“’99 并购战欧亚拔头筹”,《国际金融报》,2000 年 1 月 4 日。
93. 王建国、刘锡良:《衍生金融商品》,西南财经大学出版社,1997 年。
94. 王其辉:“中国企业对外直接投资:优势、特点与问题”,《国际经济合作》,2004 年第 3 期。
95. 王述英:《现代产业经济理论与政策》,山西经济出版社,1999 年。

96. 王松奇:《中国创业投资发展报告 2005》,经济管理出版社,2005 年。
97. 王玉霞:《现代企业兼并理论——研究与探索》,博士学位论文,2001 年。
98. 翁贤忠:“对财务分析的理解和建议”,《财会月刊》,2004 年第 4 期。
99. 吴正武、裘孟荣、袁飞:“风险资本退出时机和退出方式的确定原理”,《商业研究》,2002 年第 10 期。
100. 伍海华等:《产业发展论》,经济科学出版社,2004 年。
101. 谢代银:《现代企业融资策略研究》,西南财经大学出版社,2004 年。
102. 谢科范等:《风险投资管理》,中央编译出版社,2004 年。
103. 许崇正:《中国企业并购与资本市场发展》,中国经济出版社,2002 年。
104. 严启发:“联合融资:国际化的金融工具”,《国际融资》,2005 年第 8 期。
105. 杨大楷等:《中级国际投资学》,上海财经大学出版社,2002 年。
106. 杨大楷等:《国际投资学》,上海财经大学出版社,2003 年。
107. 杨家新:《公司股利政策研究》,中国财政经济出版社,2002 年。
108. 杨米沙:“资本预算及投资决策的财务分析”,《南方金融》,2004 年第 1 期。
109. 杨胜雄:《高级财务管理》,东北财经大学出版社,2004 年。
110. 杨如彦:《中国金融工具创新报告 2004》,中国人民大学出版社,2004 年。
111. 殷乃平:《中国金融体制简论》,社会科学文献出版社,2000 年。
112. 英国风险投资协会(British Venture Capital Association, BVCA),1997 年年报。
113. 俞自由等:《风险投资理论与实践》,上海财经大学出版社,2001 年。
114. 余绪缨:“当代会计科学发展的大趋势”,《厦门大学学报》,1992 年第 2 期。
115. 原红旗:《中国上市公司股利政策分析》,中国财政经济出版社,2004 年。
116. 臧日宏:《关于于上市公司并购重组理论与绩效评价的探讨》,中国学位论文文摘数据库 <http://wanfang.lib.sjtu.edu.cn>,2000 年。
117. 曾昭武:《上市公司股权再融资》,经济管理出版社,2004 年。
118. 张鸣:“论适时制及成本会计改革”,《财经研究》,1996 年第 11 期。
119. 张鸣:《投资管理》,东北财经大学出版社,2001 年。
120. 张维迎:《博弈论与信息经济学》,上海三联书店、上海人民出版社,1996 年。
121. 张秀岩:《对我国风险投资业的启示》,国研网, <http://www.drcnet.com.cn>。
122. 张学谦:《公司财务》,中国对外经济贸易出版社,2004 年。
123. 张永康、刘涛:“期货交易和期权交易的经济职能比较”,《沿海企业与经济》,2005 年第 2 期。
124. 张云亭:《顶级财务总监——财务治理、价值管理和战略控制》,中信出版社,2003 年。
125. 张中华、谢进城:《投资学》,中国统计出版社,1996 年。
126. 张志强:《期权理论与公司理财》,华夏出版社,2000 年。
127. 章之旺:“上市公司财务困境成本的定量分析”,《财经理论与实践》,2004 年第 5 期。
128. 赵昌文:“国外企业并购:理论分析与现实对策”,《南亚研究季刊》,1998 年第 1 期。
129. 赵春明:“任重道远:中国对外直接投资的现状与发展前景”,《世界经济》,2004 年第 3 期。
130. 赵国杰:《投资项目可行性研究》,天津大学出版社,2003 年。

131. 郑梅莲、杜烈康:“一种新型融资工具——保理业务会计处理简介”,《上海会计》,2000年第12期。
132. 郑振龙、林海:“发达国家公司理财理论和实践的最新发展”,《福建金融》,2001年第9期。
133. 中国风险投资研究院(香港):《中国风险投资年鉴2005》,民主与建设出版社,2005年。
134. 周小知:《兼并收购与企业扩张》,中国劳动出版社,1999年。
135. 周鹏:“浅论我国金融工具创新”,《中山大学学报论丛》,2005年第25卷第2期。
136. 朱毅峰、吴晶妹:《信用管理学》,中国人民大学出版社,2005年。
137. 萨缪尔森、诺德豪斯:《宏观经济学(第十七版)》,人民邮电出版社,2004年。
138. 弗朗索瓦·沙奈:《金融全球化》,中央编译出版社,2001年。
139. 乔治·索罗斯:《开放社会——改革全球资本主义》,商务印书馆,2001年。
140. 施蒂格勒:《产业组织和政府管制》,上海三联书店,1991年。
141. P. 贝利等:《投资运营的经济分析》,中国计划出版社,2002年。
142. (美)A. A. 格罗佩利、埃森·尼克巴卡特:《企业财务》,上海人民出版社,2004年。
143. (美)马尔福德:《上市公司财务欺诈与识别》,机械工业出版社,2005年。
144. 劳伦斯·坎宁安:《股份公司教程》,机械工业出版社,2004年。
145. (美)范霍恩:《财务管理与政策教程》,华夏出版社,2000年。
146. R. 科斯:《论生产的制度结构》,上海三联出版社,1994年。
147. Bannock G: Venture Capital and the Equity Gap, National Westminster Bank, 1991.
148. Coase, R. H: The Nature of the Firm[J], Economics, 1937. 4.
149. Copeland, Weston: Financial Theory and Corporate Policy, Addison-Welsey, 1992.
150. Cox J, Ross S, Rubinstein M, Option Pricing: a simplified approach, Journal of Financial Economics, 7(3), 1979.
151. Cumming D J, Macintosh J G R: Venture capital exits in Canada and the United States, University Alberta Working Paper, 2000.
152. Fama: Agency Problems and the Theory of the Firm[J], Journal of Political Economy, 1980, 88.
153. Fama and Jensen: Separation of Ownership and Control [J], Journal of Law and Economics, 1983, 26.
154. Frank K. Reilly, Keith C. Brown: Investment Analysis and Portfolio Management, Sixth Edition, Thomson Learning, 2000.
155. Glosten L, Muller E, Challenges to theory development in entrepreneurship research, Journal of Management Studies, 30(5), 1993.
156. Gompers, Paul A, and Josh Lerner, The venture capital cycle, Cambridge MIT Press, 1999.
157. Gordon C. Murray: Evolution And Change: An Analysis of the First Decade of the UK Venture Capital Industry [J], Journal of Business Finance & Accounting, 22(8), December 1995.
158. Jensen M. C: Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers, American Economic Review, 76, May 1986.

159. Kaplan S. P. Stromberg; Financial contracting theory meets the real world: an empirical analysis of venture capital contracts, Working Paper Graduate School of Business, University of Chicago, 2001.
160. Kurt M. Fanning and Kenneth O. Cogger; A Comparative Analysis of Artificial Neural Networks Using Financial Distress Prediction, International Journal of Intelligent Systems in Accounting, Finance and Management, 1994, Vol. 3:241~252.
161. Lorenz T; Venture Capital Today, 2nd Edition, Woodhead Faulkner, 1989.
162. Manne; Mergers and the Market for Corporate Control[J], Journal of Political Economy, 1965, 73.
163. Marx L; Efficient venture capital financing combining debt and equity, Review of Economic Design, 3.
164. Michael Jensen and William Meckling; Theory of the Firm; Managerial Behavior, Agency Cost, and Ownership Structure [J], The Journal of Financial Economics, 1976. 3.
165. Muller. D. C; A Theory of Conglomerate Merger [J], Quarterly Journal of Economics, November 1969, 83.
166. Nell Fligstein; The Transformation of Corporate Control, Harvard University Press, 1990.
167. Nelson, Ralph; Merger Movement in American Industry: 1895—1956, Princeton University Press, 1959.
168. OECD; Venture capital and innovation, OCED/GD, 1996.
169. Oliver Williamson; Markets and Hierarchies; Analysis and Antitrust Implications[M], New York; Free Press, 1975
170. Pindyck R S; Investment of uncertain cost, Journal of Financial Economics, 34, 1993, p53—76.
171. Raymond Vernon. , Storm over the Multinationals. , Harvard University Press, 1997.
172. Richard B. Whitaker; “The Early Stages of Financial Distress”. Journal of Economics and Finance, 1999, Vol. 23.
173. Roll. R; The Hubris Hypothesis Corporate Takeover[J], Journal of Business, 1986, 59.
174. Ross S; The determination of financial structure; the incentive signaling approach, Bell Journal of Economics, 27(3), 1999.
175. Saltuk Ozerturk; Three essays in financial contracting, PhD. Dissertation, New York University, 2001.
176. Schwartz E S , Trigeorgis L; Real options and investment under uncertainty; Classical readings and recent contribution, MIT Press, 2001.
177. Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield, Jeffrey F. Jaffe; Corporate Finance(6th Edition), China Machine Press .
178. Temporary National Economic Committee, Investigation of Economic Power Concentration, Washington; U. S. Government Printing Office, April 1941.

179. Trigeogis L: Real options; Managerial flexibility and strategy in resource allocation, MIT Press, 1996.

180. Tyebee, T. T, Bruno, A. V: A model of venture capitalist investment activity, Management Science, 1984, 30(9).

182. Xu Xiaoping: China's Financial System under Transition, Macmillan Press Ltd, 1998.