

财务管理案例集

一、财务管理基本理论

案例：财务管理目标演进——MT 企业财务管理目标选择

(一)基本案情

化名 MT 企业，成立于 1960 年，属国营单位，当初设矿时，全部职工不过 200 人，拥有固定资产 40 万元，流动资金 10 万元，矿长王宏志等一班人均享受国家处级待遇，并全部由上级主管部门——某地区煤炭管理局任命。企业的主要任务是完成国家下达的煤炭生产任务，下图是该厂 1975 年至 1979 年间的生产统计。

MT 企业生产任务完成统计表

年限	产 量(万吨)			产 值(万元)		
	计划	实际	增减	计划	实际	增减
1975	14	16	2	560	640	80
1976	14	16.5	2.5	560	660	100
1977	15	18	3	600	720	120
1978	15	19	4	600	760	160
1979	16	20	4	640	800	160
合计	74	89.5	15.5	2960	3580	620

由于 MT 企业年年超额完成国家下达的生产任务，多次被评为红旗单位，矿长王宏志也多次成为地区劳动模范。MT 企业生产的煤炭属优质煤，由国家无偿调配，企业所需的生产资料和资金每年均由某地区煤炭管理局预算下拨。曾有参观团问过王矿长：你们的材料充足吗？车辆够用吗？王矿长没有直接回答，却领着他们参观了一下仓库。参观团所见：仓库堆满了尖镐、铁锹等备用工具，足可以放心地使用 3 年，车库停放着 5 辆披满灰尘的解放牌汽车。有人用手一擦，惊叹道：呵，全是新车，你们企业真富有！

进入八十年代，经济形势发生了深刻变化，计划经济结束，商品经济时代开始。由于国家对企业拨款实行有偿制，流动资金实行贷款制，产品取消调配制，导致 MT 企业昼夜之间产生了危机感，好在王宏志矿长能够解放思想，大胆改革。首先成立了销售部，健全了会计机构，引入一批刚刚毕业的大学毕业生，在社会上又招聘一批专业人才，使企业人员素质大幅度提高，队伍壮大到 400 人。人员管理方面打破大锅饭，引入竞争机制，工效挂钩；物资管理方面实行限额领料、定额储备、定额消耗制度；成本管理方面推行全员负责制；生产管理方面实行以销定产，三班工作制；销售管理方面实行优质优价，送货上门制度等等。按王矿长的话讲：我们所做的一切管理工作都是为了实现自负盈亏，多创造利润，为国家多做贡献，为企业员工多发奖金，多搞福利。

MT 企业 1985—1989 年间的生产经营统计表

年 限	1985	1986	1987	1988	1989	合计
煤炭产量(万吨)	30	37	32	28	26	148
营业收入(万元)	3000	3200	3200	3360	3380	16140

营业成本(万元)	1800	1920	1760	1820	1690	8990
营业利润(万元)	1200	1280	1440	1540	1690	7150

MT 企业从规模上毕竟属于中小企业，进入九十年代随着市场经济的建立，随着国家抓大放小政策的实施，MT 企业不得已走上了股份制改造之路，1994 年 10 月，国家将 MT 企业的净资产 2000 万元转化为 2000 万股，向社会发售，每股面值 1 元，售价 2 元，民营企业家石开购得 1000 万股，其余股份被 50 位小股东分割，石开成为当然董事长，经董事会选举，董事长任命，杨记担任 MT 股份有限公司总经理。辛苦工作几十年，卓有贡献的矿长王宏志就此哀叹地离休了。

MT 公司成立之后，决策层开始考虑负债融资问题，目标资本结构：自有与借入之比为 1：1；其次要考虑的是更新设备，引进先进生产线等重大投资问题。董事会决议：利用 5 年左右时间使企业的生产技术水平赶上一流，企业产品在本地区市场占有率达到 20%，在全国市场占有率达到 3%，资本(自有资金)报酬率达到 26%，股票争取上市并力争使价格突破 15 元 / 股。

(二)分析要点

1. MT 公司财务管理目标的演进过程。
2. 财务目标具有体制性特征。
3. 各种财务管理目标的优点及其局限性。

二、筹资管理

案例一：

ABC 股份有限公司是一家高科技民营企业，其开发和生产的某种纳米材料的市场潜力巨大，公司未来有着非常光明的发展前景。公司目前正处于创业阶段，急需资金支持。但是由于公司规模较小，且目前（初创阶段）的盈利水平和现金净流量较低等诸多条件的限制，公司难以通过向公众发行股票的方式来筹集资金。ABC 公司采取的筹资方案是，定向（非公开）向若干战略投资者发行价值 800 万元、利率为 10%的抵押公司债券。债券投资者认为，如果任 ABC 公司的股东和管理者自行其是，以公司的资产作为保证借入新的债务，显然将使原有债权人暴露在更大的风险之下。出于保持或增加其索偿权的安全性的愿望，经与 ABC 公司协商后双方共同在债务契约中写入若干保护性条款，其中规定允许公司只有在满足下列条件的前提下才能发行其他公司债券：

- (1)税前利息保障倍数大于 4；
- (2)抵押资产的净折余价值保持在抵押债券价值的 2 倍以上；
- (3)负债与权益比率不高于 0.5。

从公司财务报表得知，ABC 公司现有税后净收益 240 万元，权益资金 4000 万元，资产折余价值 3000 万元（已被用于抵押）。公司所得税税率为 40%。假定一项新发行债券收入的 50% 用于增加被抵押资产，到下一年为止公司不支付付偿债基金。

请分析：在抵押债券契约中规定的三种条件下，ABC 公司可分别再发行多少利率为 10% 的债券？说明上述保护性条款中哪项是有约束力的。

案例二：

华达公司是一家上市公司，该公司是以计算机软件及系统集成为核心业务，面向电信、电力、金融等的基础信息建设提供应用软件和全面解决方案。公司当前正在做 2002 年度的财务预算。下一周，财务总监郭为将向董事会汇报 2002 年度的总体财务计划。预算的重点在于投资项目的选择和相应的融资方案的确定。

以财务部牵头，与各个业务部门集中研究，全面考察所有备选投资项目，经过周详的项目可行性分析后，初步认为下一年度可供选择的项目如下表：

项目	投资额（万元）	内含报酬率（%）
A	1500	15.4
B	2400	14.4
C	1400	13.5
D	900	12.6
E	1000	11.3
F	800	10.2
G	400	9.7

在现金流量方面，估计所有项目在第一年都将是净现金流出。而在随后的项目有效期内均为净现金流入，并且所有项目的风险预计都在公司可接受的水平之内。

郭为审查后认为，大家在项目机会的把握及初步可行性分析方面已做得相当出色，当务之急是将主要精力放在如何选择筹资方式及分析资本成本方面。

在 15 天前召开的一次公司理财会议上，华达公司的财务咨询顾问任先生告诉郭为：预计华达公司来年可以按面值发行利率为 9% 的抵押债券 2000 万元；若超过 2000 万元，且不高 于 3000 万元，便只能发行利率为 10% 的无抵押普通公司债券。财务顾问及其所在的投资银行做出上述预测，乃是基于华达公司 2002 年度的资本预算总额及来年留存收益的预测。郭为预计来年的留存收益大约为 4000 万元。

郭为与咨询顾问均认为公司当前的资本结构属于最佳结构，其构成为长期负债 40%，普通股权益 15%，留存收益 45%。

此外，财务人员还收集了如下信息：

(1) 华达公司当前的普通股市价为每股 21 元；

(2) 投资银行还指出，若以当前市价再增发新股以筹集 1000 万元股本，公司所能得到的每股净现金流量将是 19 元；

(3)华达公司当前的年度股利为每股 1.32 元，但郭为确信董事会将会把 2002 年度股利水平提高到每股 1.41 元；

(4)公司的收益和股利在过去 10 年里翻了一番，其增长速度相当稳定，估计公司为了给投资者传递一个公司稳定成长的信号，这一增长速度仍将持续下去；

(5)华达公司适用的所得税税率为 40%。

请运用案例中提供的信息，根据华达公司 2002 年度融资活动的边际资本成本，与初步选定的投资机会相比较，以最终确定 2002 年度的最佳资本预算。你认为有哪些因素可能会影响郭为采纳这一资本预算？

案例三：

蓝天公司是经营机电设备的一家国有企业，改革开放以来由于该企业重视开拓新的市场和保持良好的资本结构，逐渐在市场上站稳了脚跟，同时也使企业得到了不断的发展和壮大，在建立现代企业制度的过程中走在了前面。为进一步拓展国际市场，公司需要在国外建立一全资子公司。公司目前的资本来源包括面值为 1 元的普通股 1000 万股和平均利率为 10% 的 3200 万元的负债。预计企业当年能实现息税前利润 1600 万元。开办这个全资子公司就是为了培养新的利润增长点，该全资子公司需要投资 4000 万元。预计该子公司建成投产之后会为公司增加销售收入 2000 万元，其中变动成本为 1100 万元，固定成本为 500 万元。该项资金来源有三种筹资形式：(1)以 11% 的利率发行债券；(2)按面值发行股利率为 12% 的优先股；(3)按每股 20 元价格发行普通股。在不考虑财务风险的情况下，试分析该公司选择哪一种筹资方式（提示：利用无差别点分析法）。

案例四：

增发回购 捆绑筹资——青岛啤酒的筹资策略

企业经营的根本目的在于盈利，但企业若没有资本投入是难以实现盈利的，因此筹资对于任何企业来说都是决定其生存和发展的重要问题，而筹资又有代价的，不同的融资方式，企业付出的代价也有所不同。就中国上市公司筹资现状而言，股权筹资是其主要融资方式，上市公司的资产负债率普遍较低。

目前中国上市公司仍将配股作为主要的融资手段，进而又将增发新股作为筹资的重要手段，这与发达国家“内源融资优先，债务融资次之，股权融资最后”的融资顺序大相径庭。其原因主在于以下几点：

1、中国上市公司股利发放率低，股票发行成本低廉，与境外市场高昂的发行成本相比，在与市盈率相适应的条件下，境外市场的筹资成本大概是 A 股市场的 5-6 位，A 股市场融资效率较高。与此同时，对上市公司经营者没有形成有效的激励和约束机制，上市公司成了大股东“圈钱”的提款机。

2、金融监管力度的日趋加强和银行信贷终身负责制度的实施，使得银行极为惜贷，从而使得企业获取长期贷款比较困难，并且贷款利率相对较高。

3、经营者对负债融资到期还本付息这种硬性约束感到有极大的压力，因而不愿意冒险进行负债融资，致使上市公司争相增发新股，成为除配股之外的又一主要的筹资渠道。

一、捆绑式筹资策略

然而就在此经济环境之下，青岛啤酒股份有限公司突破陈规、勇于创新、创造性地采取了增发与回购捆绑式操作的筹资策略。

2001年2月5日至20日，青岛啤酒公司上网定价增发社会公众公司普通A股1亿股，每股7.87元，筹集资金净额为7.59元。筹额效率较高，其筹资主要投向收购部分异地中外合资啤酒生产企业的外方投资者权，以及对公司全资厂和控股子公司实施技术改造等，由此可以大大提高公司的盈利能力。2001年6月，青岛啤酒股份公司召开股东大会，作出了关于授权公司董事会于公司下次年会前最多可购回公司发行在外的境外上市外资股10%的特别决议。公司董事会计划回购H股股份的10%，即3468.5万股，虽然这样做将会导致公司注册资本的减少，但是当时H股股价接近于每股净资产值，若按每股净资产值2.36元计算，两地市场存在明显套利空间，仅仅花去了8185.66万元，却可以缩减股本比例3.46%，而且可以在原来预测的基础上增加每股盈利。把这与公司2月5日至20日增发的1亿股A股事件联系起来分析，可以看出，回购H股和增发A股进行捆绑式操作，是公司的一种筹资策略组合，这样股本扩张的“一增一缩”，使得青岛啤酒股份公司的股本仅扩大约3.43%，但募集资金却增加了将近7亿元，其融资效果十分明显，这种捆绑式筹资策略值得关注。

二、动因分析

青岛啤酒股份公司之所以采取此种筹资策略，主要是基于增发新股及股份回购等动因来考虑的。

（一）增发新股的动因

1、融通资金，持续发展。从资本运作角度出发，上市公司为了今后的可持续性发展，必须寻找并培植新的利润增长点，这就需要大量的资金来保证企业项目的顺利实施。上市公司通过配股筹资面临着困境，其主要原因是拥有绝大多数股份的国有股持在者普通资金匮乏，无货币资金参与配股，难以满足上市公司（特别是大股东）筹资的要求；再加上国家和法人股不能上市流通，缺乏一个畅通的流通转让渠道，其参与配股的积极性不高，如果放弃配股，又会使国有法人处于不利的投资地位，甚至造成国有资产流失。因此，需增发新股。

2、调整股权结构。目前，中国大多数上市公司股权结构不合理，普遍存在国有股比例过大、社会公众股比例偏小的现象。据统计，在2000年上报的沪深两市A股公司中，国有股、国有法人股在总股本的比例超过50%的公司有498家，占全部1040家公司的47.88%超过75%的公司有406家，占上市公司总数的39.04%，有的甚至达到93%以上。形成事实上的“一股独占”或“一股独大”。增发新股由于全部为社会公众股，相对提高了社会公众股的比重，有利于发挥社会股东的监督和决策作用，有利于建立健全完善的公司管理结构。

（二）股份回购的动因作用

1、实现经营目标。企业的经营目标是实现企业利润最大化及股东财富最大化。对于资金大量闲置，一时又没有投资项目投入的公司来说，与其闲置资金不用从而增加企业资产增

值压力，还不如将资金用来回购部分股票，以减轻公司未来的分红压力，同时提升股票内在品质，为股价上涨创造空间。股票回购不仅在选择分配过剩资金的方式上提供了灵活性，而且在何时分配资金方面也提供了弹性，这一点对公司非常有利，因为可以在股票价值被低估时进行回购。因为内部管理者与股东之间的信息不对称可能导致股票定价错位；如果管理体制者认为股票的价值已被低估，那么公司回购股票就意味着对市场传递出它要回购定价错位股票的信息暗示，积极的反应应该是纠正定价错位，从而推动股票价格上涨。特别是股票在不同的、被分割的交易所进行交易时，如果存在较大的价差，公司进行股份回购还可以实现在不同市场间的套利，进而实现公司不同股票价格的平稳和上扬，从而又提高了公司的市场价值。

2、改善股权结构，使公司符合绝对控制企业（股权比例底线为 30%）的规范。通过回购并注销国有股，能迅速有效地降低国有法人股在全部股本中的比重，改善股本结构。

3、优化资本结构，增强盈利能力。通过股份回购可以适当提高资产负债率，更充分地发挥“财务杠杆”的作用，增强公司的未来盈利能力，从而提升公司股价，使股东财富最大化，给公司股东更高的回报，同时增大其他公司对本公司收购的难度。

4、增强上市公司的持续筹资能力。从资本运营的角度出发，上市公司为了今后的可持续发展，必须培育并不断加强公司持续的筹资能力，重视证券市场的再筹资能力。

（三）捆绑工筹资策略的财务效果

上述筹资策略，将给上市公司带来显著的财务效果，主要表现在以下几个方面：

1、取得了生产经营及扩张规模所必需的资金。上市公司股权融资具有筹资最大、财务风险小、筹集资金质量高等优点，通过上述筹资组合策略，在市盈率较高的资本市场上发行股票，公司既可以筹集大量资金，又没有增加公司的分红压力，可以说是一半两得。

2、调整了公司的股权结构。中国上市公司股权结构设计极不合理，非流通股份占绝对控制地位，通过增发社会公众股和回购非流通股，可以大大降低国有股东的持股比例，同时以满足国家对绝对控制和相对控制企业的目的，有利于建立健全完善的公司治理结构。

3、提高了公司的融资效率。上市公司增发新股大多采用上网定价发行方式，该方式发行费用高，融资速度快，并且在中国发行失败的可能性极小，通过股份回购可优化公司的资本结构，可使公司的筹资成本最小化，两方面都对公司提高融资效率起到了积极作用。

4、提高了公司每股收益的收益并提升了公司的市场价值，有利于实现企业价值最大化。股份公司的每股盈余是衡量公司管理当局经营业绩的重要标准。通过筹资组合扩大了企业经营规模，培育了公司新的利润增长点，提高了企业的盈利能力。通过股份回购缩减了公司股本总额，两方面都对增加每股盈余起到了积极的促进作用，其结果大大增加了每股收益，吸引市场投资者作出积极的反映，推动股价的大幅上扬，在投资者中树立了良好的市场形象，公司的发展前景也可被投资者所认同。

5、优化了财务杠杆，提高了企业竞争能力，增大了其他公司收购的成本，进而有效防止了被其他公司恶意兼并或收购。

6、从纳税的角度考虑，股利应征收 20% 的个人所得税，而资本所得税的税率远低于股利所得税率，将股份回购看做是一种替代现金股利的股利分配形式，无疑会受到投资者的青睐。

点评

资本运作的时代中，企业的筹资必要而且重要，市场经济条件下，瞬息万变的市场要求企业不断地对自己的筹资策略进行创新，并要合理解决筹资与效率效果的问题。在中国由于现阶段金融市场存在的一些特殊性，上市公司均以配股作为主要的融资手段，但处于此大环境下的青岛啤酒股份有限公司却大胆探索，勇于创新，通过对市场及公司自身情况的详细分析，作出了回购 H 股和增发 A 股捆绑式融资决策。其增发新股突破了配股单一模式，完善了公司的股权结构，增强了公司的盈利能力和筹资能力；股份回购实现了公司股票价格的平稳和上扬，优化了公司的股本结构。二者的捆绑操作达到了优势互补的效果，并给上市公司带来了显著的财务效果，值得我们对现阶段中国企业适用的筹资方式加以深思。

案例五：

金蝶软件科技公司的融资之路

深圳金蝶软件科技有限公司是我国财务软件产业的卓越代表，是中国最大的财务软件及企业管理软件的开发者、供应商之一；是中国 Windows 版财务软件和决策支持型财务软件的开创者，是最早成功地研制出制造业管理系统（VMRP-II）的财务软件公司。而这一切的迅速取得，和风险投资的介入是密不可分的。

一、公司背景

金蝶公司的总裁徐少春是中国第一批会计电算化硕士研究生，从师于我国著名会计理论家杨纪琬教授。毕业后到深圳蛇口中华会计师事务所工作，1991 年辞去公职创办了深圳爱普电脑公司，1992 年 7 月成功地开发了爱普财务软件。为了扩大经济规模，1993 年 8 月，徐少春的深圳爱普电脑公司、香港招商局社会保险公司及美籍华人 3 方合资，成立了现在的深圳金蝶软件科技有限公司，注册资本为 500 万人民币。公司以“突破传统会计核算，跨进全新财务管理”为目标，进行产品创新，力图把金蝶公司建成国际性的财务软件公司。以现金和技术入股的总裁徐少春，当时并非最大的股东。正是这种经历和体验，使徐少春很早就拥有了容纳百川、借助资本运营的企业发展思路。而这种兼容并蓄的企业家襟怀，也就成了金蝶公司成功走上风险资本创业之路的深层根据。

金蝶公司创立之初，便迅速开发自己的新产品。1993 年底，金蝶公司开发了 V2.0 和 V3.0DOS 版财务软件。1995 年底，金蝶公司率先开发出 Windows 操作系统的产品，市场份额快速扩张。1996 年 4 月，金蝶公司开发的 Windows 版本的财务软件，被评为“中国首家 Windows 版财务软件总分第一名”。

1997 年，金蝶公司率先推出 32 种决策知识型财务软件。1998 年 2 月，金蝶公司宣布与微软公司在开发、技术等方面进一步合作，并推出国内第一家 3 层结构技术基于大型数据库（C/S）版本的财务软件。金蝶公司所处的软件产业作为一种高效益、高投入、高风险的行业，其商品化需要大量的资金不断地投入。企业在开发软件过程中，需要召集大量的人才进行开发。在软件向市场的推介中，需要大量的市场宣传和售后服务。而这一切，都需要一定资金的先期投入。随着改革的深入，国内的财务制度与国际标准逐步接轨，国内在几年内先

后成立了 200 余家大大小小的财务软件公司。如何在众多的财务软件公司中脱颖而出，使用户了解并使用自己的产品是金蝶公司的当务之急。金蝶公司为了抓紧战略时机，扩大自身规模，实现规模化、产业化，1997 年前后在国内先后设立了 20 家分支机构。自 1993 年金蝶公司成立以来，其营业收入和利润等主要经济指标以每年 300% 的速度增长。随着规模的扩大，仅仅靠金蝶公司自身的积累已不能实现金蝶的战略需要和可持续增长，金蝶公司必须实现依靠资本市场来完成高效率的积累。

5 年来，金蝶公司数次主动向银行申请，也有几次银行上门来洽谈，最终却只获得 80 万元贷款，原因就在于没有足够的资产作抵押，也缺乏担保，因为此时金蝶公司只有区区 500 万元固定资产。事实证明，金蝶公司向银行贷款这条路走不通。

二、风险投资的介入

1998 年，对金蝶公司来说，极具历史转折意义。此时，IDG 广州太平洋技术创业投资基金正在广深两地寻找投资项目。对风险投资基金而言，寻找投资项目是通过多种渠道来完成的，如可以通过公布投资项目指南，由风险企业提交项目投资申请，或者风险投资者采取主动出击的方式去搜寻投资项目。对各个渠道搜寻来的项目，再由风险投资公司进行考察、评审和筛选。在美国，由风险投资公司或基金的上级机构、贸易伙伴或合作伙伴介绍项目给风险投资者，占最后达成风险投资协议的 65%，通过中介组织或中间人达成投资协议的占 25%，而通过网络关系、贸易活动、讨论会等方式而达成风险投资协议的只占百分之十几。通过深圳市科技局，IDG 广州太平洋技术创业投资基金总经理王树了解到金蝶公司的基本情况，就对金蝶公司进行登门造访。作为金蝶公司来说，IDG 广州太平洋技术创业投资基金的介入时机正是时候。没有经历国外风险投资申请的那种复杂程式。即不存在中介服务机构的介入，又没有提交过项目建议书，这笔投资竟然是主动找上门的。短短 3 个月闪电般的接触，双方就达成了合作协议。

1998 年 5 月 18 日，享誉世界的国际数据集团（IDG）在中国的风险投资公司——广东太平洋技术创业有限公司向金蝶公司投资 2000 万元人民币，以支持该公司的科研开发和国际性市场开拓工作，这是 IDG 对华软件产业风险投资中最大的一笔投资，也是继四通利方之后，国内 IT 业接受的数额最高的风险投资。

总部设在美国波士顿的 IDG（国际数据集团）是集出版、信息网络、展览、市场研究和咨询为一体的世界最大的信息服务商，其业务遍布世界 80 多个国家和地区，1997 年的营业额达 20.5 亿美元。IDG 所属的“太平洋风险投资基金”曾向以生产网络浏览器闻名的网景公司投资 200 万美元，18 个月后网景股票上市，200 万美元很快增值为 7800 万美元，一时传为美谈。1998 年前后，该基金在中国北京、上海和广州与当地科委合作，设立由其控股的风险投资基金，着眼于投资当地经济区域有发展活力的高新技术企业。而金蝶公司的资产总额以每年 200%~300% 的速度增长，作为国内最大的财务软件开发商和供应商之一，其在 1998 年一年，软件销售总额就超过了 1 亿元，同时又在企业综合管理软件开发方面取得了可喜进展。具有这样卓越成就的企业，对风险投资者的吸引力是巨大的，IDG 广州太平洋技术创业投资基金的主动出击是情理之中的事。

IDG 广州太平洋技术创业投资基金对金蝶公司进行考察时，十分注重对风险企业家和他的管理团队的评估。被投资人的能力、知识、经验、个人人品和团体协作能力是风险投资

者所特别看重的。IDG 广州太平洋技术创业投资基金很欣赏以思想开放的徐少春总裁为首的管理团队。这个团队的特点是具备超前的战略眼光和企业战略设计能力，始终保持着稳固的务实风格和创新精神。1998 年 3 月，IDG 董事长麦戈文先生亲自到金蝶进行考察，他对金蝶公司总裁徐少春先生给予了高度的评价，并认为金蝶公司是一个有远见、有潜力的高新技术企业，金蝶公司的队伍是一支年轻而优秀的人才队伍。另一方面 IDG 看中了金蝶是一个典型的民营企业，企业机制灵活，在思想观念上比较开放、善于接受新事物，同时也非常欢迎这种形式的投资注入。

IDG 广州太平洋技术创业投资基金以参股形式对金蝶公司进行投资后，折价入股，成为金蝶公司的股东之一，享有股东的权利，但对金蝶公司不控股，不参与经营，只是通过不断地做一些有益的辅助工作，如介绍和引进专家做报告、开研讨会、帮助企业做决策咨询、提供开发方向的建议等方式来施加影响。第一笔资金到位后，IDG 委派王树担任金蝶的董事，对金蝶公司进行监控，王树不过问金蝶公司的经营。但是在这看似宽松的合作之下，风险投资带给金蝶公司的风险意识和压力陡然增加。因为按照金蝶公司与 IDG 的合作协议，金蝶公司必须在获得第一笔投资后的一年内，达到双方规定的目标，即在 1997 年的基础上，1998 年取得 200% 增长，才有资格获得 IDG 的第二笔 1000 万元的投资。正是这种风险压力，促使金蝶公司迅速地调整自己。

三、风险投资引起的冲击

风险投资资金进入风险企业后，对企业的战略、决策等方面会产生深刻的影响。IDG 的风险投资资金注入金蝶公司后，使金蝶发生了深刻的变化。

第一，公司的发展战略重新确定。金蝶公司在 1998 年底完成了财务软件领域向企业管理软件领域的战略性拓展，并提出了跨入国际管理软件十强之列的宏伟战略目标。这个战略目标的确定，对金蝶公司的整个管理层产生了深远的影响。因为，要进入国际管理软件的十强，就势必要进入国际市场，势必要成为国际化的公司；而要成为国际化的公司，又必须匹配世界级的人才；而要吸引和留住优势人才，则必须使企业自身具有先进的用人制度、管理制度等等。这一切新的要求，使金蝶公司的管理层从思维方式到行为准则，都获得了新的坐标，采取新的做法。例如，金蝶公司倡导的“激情管理”，激情管理是基于如此一个原理：企业不是科学，企业的行为既不是物理变化，也不是化学反应，企业是人的组合，企业的运行是人的行为的组合。企业与人一样是一个非常复杂的系统，同样经历着诞生—成长—稳定发展—灭亡的生命周期，面临着优胜劣汰、不进则退的生存和发展的危机。企业有一种内在的原动力，这种原动力需要去激发，一种以系统化、全面化为主要特征的管理模式应便于激发这种原动力，这种管理模式就是激情管理，其核心就是企业发展的远大理想，这极大的激发了员工的能动性。

第二，金蝶公司过去对软件的开发高度重视，而对市场占有率却相对忽视。风险投资资金进入后，提出一定的收入和利润增长指标，都需要依靠市场来实现，于是市场占有率便成了金蝶公司的营销重点和宣传重点。这就如同催化剂一般，加速了整个公司的成长，金蝶的分支机构由 21 家猛增到 52 家，代理商达到 360 家，员工从 300 人增加到 800 人，销售额增长了 200%，1998 年销售额约为 1.5 亿元，可见风险投资的影响是潜移默化的。1998 年金蝶公司有着出色的市场作为，根据国家信息产业部信息中心的统计数据指出，金蝶公司在财务

软件市场上的份额由 1997 年的 8% 提升到 1998 年的 23%，为财务软件行业成长性最好的企业。预计在 1999 年将达 35%，成为中国财务软件市场的第一。

另外，IDG 广州太平洋技术创业投资基金不仅仅是给金蝶带来了 2000 万的投资，还通过帮助金蝶公司与国际大公司进行交流，把国外一些全新的观点带给了金蝶，使金蝶走上了一条向国际化发展的道路。同时，金蝶可借助 IDG 集团的商业资源，与毗邻的香港优势互补，从而进一步拓展金蝶产品的国际性销售渠道，使金蝶公司在成为国际性的财务软件公司的成长中更上一层楼。

在金蝶公司的商务计划书中，其基于竞争战略和取得更强的竞争优势的考虑所制定的短期目标是：1999 年内，实现同业中顾客满意度最高；2005 年，跻身世界管理软件业前十名。金蝶公司把获取的高顾客满意度作为占领市场的战略手段，是因为在市场经济下，讲的是双赢战略。一切为客户着想，是成功的秘诀，尤其是在商品供应者竞争激烈的卖方市场，更是如此，所以金蝶向来重视对客户的服务，时时刻刻把客户利益放在首要位置。金蝶的发展战略是：创造核心能力，强化管理优势，借助资本运营，实现战略目标。金蝶公司把它的核心能力定位于：以顾客为中心，建立系统化的营销服务体系；创造技术领先、性能超群的产品质量；建立行业知识库。金蝶公司一直在追求高效率的营销服务、高品质的产品和能为不同行业服务，这是金蝶公司获取竞争优势的关键。

软件的科技含量高表现在它的生产、它的使用及相关的服务上。所以软件市场有一个特殊的市场，在这个市场里，产品直接决定企业的运营方式，金蝶的产品有 3 个：财务软件、K3 管理软件和服务，所以金蝶采取以财务软件事业部、K3 事业部和客户事业部为核心的事业部机制。在金蝶公司的产品事业部里，实行独立核算。产品事业部是利润的中心，在产品事业部里，市场规则决定其运营，利益的驱动是经营杠杆，只有靠此才能达到资源的优化配置。除事业以外的其他部门均围绕它们在运作，为它们提供决策、管理、人力、财务、后勤等各个方面的系统支持。如此以来，事业的运作是高产的，整个软件企业的运作向金蝶公司所制定的目标稳步前进。

金蝶公司以超前的意识和大胆创新的精神著称于业界，始终扮演着市场领导者的角色，从“突破传统核算，迈入全新财务管理”到会计信息化再到数字化管理，从 1996 年率先推出 Windows 版财务软件到决策支持型财务软件再到 1999 年全面向 Internet 进军的网络财务软件，金蝶公司不断引领行业的思想变革并保持行业的技术领先地位。

在管理软件市场上，金蝶公司立足于中国企业的实际情况，开发成功的 K3 企业管理软件，受到了同行及广大企业的较高评价，并拥有了如中山衡器，宁波海天等一批成功的用户，前景看好。金蝶公司在财务软件领域内取得的骄人成绩，以及在管理软件领域的扩张势头，使得金蝶公司被认为是中国最具实力的管理软件公司，公司的长远发展目标是在 2005 年进入世界财务和管理软件十强。按国内会计准则，预测该公司 1999 年销售额约为 3 亿元人民币。公司原定在 1999 年内，实现同行业中顾客满意度最高的目标基本实现，金蝶公司的“顾客满意度”始终呈上升趋势。经香港一家专业调查机构调查，金蝶公司的“顾客满意率”比 1998 年上升了 5 个百分点。

1999 年 8 月 17 日，金蝶公司发布了其面向 21 世纪的 Internet 战略——i100 计划，现场通过浏览器远程演示在 WWW.KINGDEE.COM 的金蝶 2000 网络财务软件，标志着网络财

务软件产品的首次公开面市，其优质的产品、先进的技术再次成为各方面的焦点。金蝶董事长兼总裁徐少春宣布金蝶面向 21 世纪的 Internet 战略体系包括：①全面更新中国财务及企业管理软件的 Internet 应用观念；②金蝶两大系列产品（金蝶 2000 系统、K/3 系统）全线向 Internet 转移；③启动 BToC（Business To Customer）、BToB（Business ToBusiness）电子商务；④实施网络营销和服务；⑤全面建立中国企业数字神经系统，实施中国企业数字化管理战略；⑥为企业提供 BToC&BToB 电子商务、知识管理、企业经营三大应用解决方案等 6 个方面。其战略目标是：“让每一个企业、每一个家庭、每一台 PC、每一台 NetPC、每一台手持式 PC……上均有中国人自己的管理软件，让数字化管理思想延伸到世界的每一个角落。”而世纪交会之际，中国财务软件产业正面临着一场由 PC 向网络平台迁移的历史性变革，金蝶凭借领先的技术和市场，在 Internet 上开发的系列管理软件，引领这一变革，必将取得压倒性的优势。

金蝶公司的 Internet 战略得到了 Intel 公司的 WeB 应用安全开发技术、Microsoft 公司的 WindowsDNA 技术、SQL Server 大型数据库技术、DNS 数字神经系统、IBM 的电子商务全面解决方案、BEA 公司在中间件技术以及 Oracle 公司在 Oracle8i 数据库技术上的大力支持。国际知名厂商的参与不仅为金蝶网络财务软件的推广应用打下了坚实的基础，也为整个战略的顺利实施提供了多方面的技术保障，确保用户的投资在未来得到最大限度的保护和增值。这些的获得，与金蝶公司得以享用 IDG 集团的国际化管理经验以及在 IT 行业的商业资源是分不开的。

出于保护原始股东利益的考虑，金蝶公司实际上已不可能再接受 IDG 新的投资。利用风险资本创业的高新技术企业，由于企业自身的快速成长，往往需要可持续性的融资和即时的融资。这样，风险企业需要的常常不是一个融资对象，而是更为广阔的融资渠道，由此来保证融资的源源不断和及时有效。目前，深圳金蝶软件科技有限公司正在争取 1999 年 11 月份在香港创业板（GEM）上市，一方面为后续研究发展增强融资能力，另一方面，风险投资企业最终还是要靠上市来实现价值。上市不仅为风险投资的退出提供了可能，而且金蝶公司实行的员工持股计划的激励效果将充分发挥出来，这有助于金蝶公司吸引和留住优势人才。

四、点评

1. 金蝶公司之所以能如此顺利地吸引到风险投资资金，和其优秀的素质不无关系。财务及企业管理软件行业是中国软件产业结构中所占份额最大的一个产业，处在开创期，市场潜力巨大，加之国家政策的扶持，整个行业前景看好。而金蝶公司从事开发生产的财务软件和管理软件，是软件业的主流，有比较大的发展前景。金蝶公司在这个行业中处于领头羊的地位，其对新技术和市场的敏锐、超前的意识，优秀的战略眼光和战略设计能力，稳定、优秀及不断充实的人才队伍，数字化的管理思想和激情管理模式，无不打动风险投资者的，以致于 IDG 董事局主席麦戈文说到：“没有哪一家我投资的公司能让我这么骄傲！在你们前进的路上，不但会得到我的全力支持，还将得到 IDG 全球 1 万 2000 多员工的支持。”由此，风险企业在吸引风险投资时，一定要突出自己的优势所在。

2. 在我国众多的风险投资企业中，风险投资家自己找上门来，要求投资，而且对创业者如此高评价的企业为数甚少，而处在“发展期”快速增值阶段的金蝶公司，正是这样不可

多得的好企业。但就是这样的企业，在我国现有的信贷体制和资本市场下，仍融资无门，而把大好的投资机会转让给他人，这不能不说是一种悲哀。有人说，在中国现在的“买方市场”下，什么都不缺，缺的是好的投资机会，而金蝶的例子足以说明我国现在的经济体制的弊病所在，即分配给民营经济的各方面资源太少了。同样是软件企业，国有的可以上市融资，而民营的只能寻找风险投资这种昂贵的资本。但被扶持的，并不一定能变得强大。在我国软件行业中，金蝶公司和用友公司所占的份额便是明证。

案例六：默多克的债务危机

很多公司在发展过程中，都要借助外力的帮助，体现在经济方面就是债务问题。债务结构的合理与否，直接影响着公司的前途、命运。世界头号新闻巨头默多克就曾有过一个惊险的债务危机故事。

默多克出生于澳洲。加入美国国籍后，他的总部仍设在澳大利亚，企业遍布全球。麦克斯韦尔生前主要控制镜报报业集团和美国的《纽约每日新闻》。默多克的触角比麦克斯韦尔伸得更广，在全世界有 100 多个新闻事业，包括闻名于世的英国《泰晤士报》。

世上豪富，大都肥头大耳，粗粗壮壮，有一副大亨的体态。可默多克压根儿是个不起眼的糟老头。若是以貌取人，谁都不能相信，他是拥资 25 亿美元的大富豪。

默多克不像麦克斯韦尔是个白手起家的暴发户，他从事的新闻出版业庇荫于父亲。老默多克在墨尔本创办了导报公司，取得成功。在儿子继承父业时，年收入已达 400 万美元了。默多克经营导报公司以后，筹划经营，多有建树，最终建成了一个每年营业收入达 60 亿美元的报业王国。它控制了澳大利亚 70% 的新闻业，45% 的英国报业，又把美国相当一部分电视网络置于他的王国统治之下。

1988 年，他施展铁腕，一举集资 20 多亿美元，把美国极有影响的一座电视网买到了手。默多克和他的家族对他们的报业王国拥有绝对控制权，掌握了全部股份的 45%。

西方的商界大亨无不举债立业，向资金市场融资。像滚雪球一样，债务越滚越大，事业也越滚越大。

默多克报业背了多少债呢？24 亿美元。他的债务遍于全世界，美国、英国、瑞士、荷兰，连印度和香港的钱他都借去花了。那些大大小小的银行也乐于给他贷款，他的报业王国的财务机构里共有 146 家债主。

正因为债务大，债主多，默多克对付起来也实在不容易，一发牵动全身，投资风险特高。若是碰到一个财务管理上的失误，或是一种始料未及的灾难，就可能像多米诺骨牌一样，把整个事业搞垮。但多年来默多克经营得法，一路顺风。

殊不知，1990 年西方经济衰退刚露苗头，默多克报业王国就像中了邪似的，几乎在阴沟里翻船，而且令人不能置信，仅仅为 1000 万美元的一笔小债务。

对默多克说来，年收入达 60 亿美元的这一报业王国，区区 1000 万美元算不了什么，对付它轻而易举。谁知这该死的 1000 万美元，弄得他焦头烂额，应了“一文钱逼死英雄汉”的这句古话。

美国匹兹堡有家小银行，前些时候巴巴结结地贷款给默多克 1000 万美元。原以为这笔短期贷款，到期可以付息转期，延长贷款期限。也不知哪里听来的风言风语，这家银行认为默多克的支付能力不佳，通知默多克这笔贷款到期必须收回，而且规定必须全额偿付现金。

默多克毫不在意，筹集 1000 万美元现款轻而易举。他在澳洲资金市场上享有短期融资的特权，期限一周到一个月，金额可以高到上亿美元。他派代表去融资，大出意外，说默多克的特权已冻结了。为什么？对方说日本大银行在澳大利亚资金市场上投入的资金抽了回去，头寸紧了。默多克得知被拒绝融资后很不愉快，东边不亮西边亮，他亲自带了财务顾问飞往美国去贷款。

到了美国，却始料不及，那些跟他打过半辈子交道的银行家，这回像是联手存心跟他过不去，都婉言推辞，一个子儿都不给。默多克又是气恼又是焦急，悔不当初也去当上大银行家，不受这份罪。

他和财务顾问在美洲大陆兜来兜去，弄到了求爷爷告奶奶的程度，还是没有借到 1000 万美元。而还贷期一天近似一天，商业信誉可开不得玩笑。若是还不了这笔债，那么引起连锁反应，就不是匹兹堡一家闹到法庭，还有 145 家银行都会像狼群一般，成群结队而来索还贷款。具有最佳能力的大企业都经受不了债权人联手要钱。这样一来，默多克的报业王国就得清盘，被 24 亿美元债券压垮，而默多克也就完了。

默多克有点手足无措，一筹莫展。但他毕竟是个大企业家，经过多少风风雨雨。他强自镇定下来思考，豁然开朗，一个主意出来了，决定口头去找花旗银行。花旗银行是默多克报业集团的最大债主，投入资金最多，如果默多克完蛋，花旗银行的损失最高。债主与债户原本同乘一条船，只可相帮不能拆台。花旗银行权衡利弊，同意对他的报业王国进行一番财务调查，将资产负债状况作出全面评估，取得结论后采取对策行动。花旗派了一位女副经理，加利福尼亚大学柏克莱分校出身的女专家带了一个班子前往着手调查。

花旗银行的调查工作班子每天工作 20 小时，通宵达旦，把一百多家默多克企业一个个拿来评估，一家也不放松，最后完成了一份调查研究报告，这份报告的篇幅竟有电话簿那么厚。

报告递交给花旗银行总部，女副经理写下这样一个结论：支持默多克！

原来这位女银行专家观察默多克报业集团的全盘状况后，对默多克的雄才大略，对他发展事业的企业家精神由衷敬佩，决心要帮助他渡过难关。

她向总部提出一个解救方案：由花旗银行牵头，所有贷款银行都必须待在原地不动，谁也不许退出贷款团。以免一家银行退出，采取收回贷款的行动，引起连锁反应，匹兹堡那家小银行，由花旗出面，对它施加影响和压力，要它到期续贷，不得收回贷款。

已经到了关键时刻，报告提交到花旗总部时距离还贷最后时限只剩下 10 个小时。默多克带着助手飞到伦敦，花旗银行的女副经理也在伦敦等候纽约总部进一步的指示。真是千钧一发，默多克报业王国的安危命运此时取决于花旗银行的一项裁决了。

女副经理所承受的压力也很大，她所做出的结论关系到一个报业王国的存亡，关系到 14 亿贷款的安全，也关系到她自身的命运。她所提出的对策，要对花旗银行总部直接承担责任。如果 146 家银行中任何一家或几家不接受原地不动这项对策的约束，那么花旗银行在财务与信誉上都会蒙受严重损失，而她个人的前程也要受到重大挫折。

她虽然感到风险很大，内心忐忑不安，可她保持镇静，谈笑自若，她的模样使屋子里的所有人都能够放松一些。

时间在一小时一小时地过去，最后的 10 小时已所剩无几，到了读秒的关头了！

花旗银行纽约总部的电话终于在最后时刻以前来了：同意女副经理的建议，已经与匹兹堡银行谈过了，现在应由默多克自己与对方经理直接接触。

默多克松了一口气，迫不及待地拨通越洋电话到匹兹堡，不料对方经理避而不接电话，空气一下子紧张起来。

默多克再挂电话，电话在银行里转来转去，最终落到贷款部主任那里。

盯着电话。

默多克听到匹兹堡银行贷款部主任的话音，他发觉这位先生一变先前拒人于千里之外的冷淡口气，忽而和悦客气起来：“你是默多克先生啊，我很高兴听到你的声音呀，我们已决定向你继续贷款……”

一屋子的人都变得轻松，气氛顿时活跃起来。只有默多克搁下电话后像是要瘫了，他招了一下手，说道：我已经精疲力尽了！侍者递给他一杯香槟，他一饮而尽。

默多克渡过了这一关，但他在支付能力上的弱点已暴露在资金市场上。此后半年，他仍然处在生死攸关的困境之中。由于得到了花旗银行牵头 146 家银行一齐都不退出贷款团的保证，他有了充分时间调整与改善报业集团的支付能力，半年后，他终于摆脱了财务的困境。

亿万富豪和一文不名的穷人，同样都有穷困和危难的时候，但其产生的原因与解困的途径截然不同。

渡过难关以后，默多克又恢复最佳状态，进一步开拓他的报业王国的领地。这位有成就的企业家最了解开拓是保护事业特别有效的手段。

1992 年，他打通好莱坞，买下地皮盖起摄影棚，拍成第一部影片——惊险科幻片《孤家寡人》，上映后大获成功，票房很高，续集同样赢得了观众。

今年，已有 192 年历史的《纽约邮报》因财政问题严重，面临倒闭危险。《纽约邮报》曾是美国发行量最大的 10 家报纸之一，近年来由于经营不善，每年亏损 1200—1500 万美元。在美国破产保护下勉强维持。

像当年收购垂危的伦敦《泰晤士报》一般，默多克在今年 3 月下达指示给他的美国新闻出版公司总裁珀塞尔，向美国破产法庭申请收购，法庭准许并授权默多克控制邮报。他派珀塞尔接任邮报出版人，与工会谈判希望取得雇用与解雇人员的权力，改组班子，减少 600 万美元的亏损，一度谈判破裂，后经纽约州州长斡旋而最终完成收购。

默多克报业王国的旗帜上又多了一颗星。澳大利亚最近公布富豪名单：默多克名列榜首，拥有资产已上升到 45 亿美元。

讨论：

- 1) 为什么这次财务危机中默多克有惊无险，他凭借的是什么？
- 2) “从这次事件可以看出，默多克支付能力很差”这个观点正确吗？如果正确为什么很多银行还愿意贷款给他？
- 3) 请分析高负债经营的优缺点。

评点：公司在扩张时，举债是不可避免的问题，但应注意合理的债务结构，否则，韩国的大宇公司就是前车之鉴。

案例七：

宝安可转换债券发行与转换分析

中国宝安企业（集团）股份有限公司是一个以房地产业为龙头、工业为基础、商业贸易为支柱的综合性股份制企业集团，为解决业务发展所需要的资金，1992 年底向社会发行 5 亿元可转换债券，并于 1993 年 2 月 10 日在深圳证券交易所挂牌交易。宝安可转换债券是我国资本市场第一张 A 股上市可转换债券。

宝安可转换债券的主要发行条件是：发行总额为 5 亿元人民币，按债券面值每张 5000 元发行，期限是 3 年（1992 年 12 月——1995 年 12 月），票面利率为年息 3%，每年付息一次。债券载明两项限制性条款，其中可转换条款规定债券持有人自 1993 年 6 月 1 日起至债券到期日前可选择以每股 25 元的转换价格转换为宝安公司的人民币普通股 1 股；推迟可赎回条款规定宝安公司有权利但没有义务在可转换债券到期前半年内以每张 5150 元的赎回价格赎回可转换债券。债券同时规定，若在 1993 年 6 月 1 日前该公司增加新的人民币普通股股本，按下列调整转换价格：

$$\frac{(\text{调整前转换价格}-\text{股息}) \times \text{原股本} + \text{新股发行价格} \times \text{新增股本}}{\text{增股后人民币普通股总股本}}$$

宝安可转换债券发行时的有关情况是：

由中国人民银行规定的三年期银行储蓄存款利率为 8.28%，三年期企业债券利率为 9.94%，1992 年发行的三年期国库券的票面利率为 9.5%，并享有规定的保值贴补。根据发行说明书，可转换债券所募集的 5 亿元资金主要用于房地产开发业和工业投资项目，支付购买武汉南湖机场及其附近工地 270 平方米土地款及平整土地费，开发兴建高中档商品住宅楼；购买上海浦东陆家嘴金融贸易区土地 1.28 万平方米，兴建综合高档宝安大厦；开发生产专用集成电路，生物工程基地建设等。

宝安可转换债券发行条件具有以下几个特点：

（1）溢价转股：可转换债券发行时宝安公司 A 股市价为 21 元左右，转换溢价为 20% 左右。

（2）票面利率较低：3% 的票面利率相对于同期的企业债券利率低了近 7 个百分点，可使宝安公司的资本成本率下降了 200%。与国外同类企业可转换债券票面利率相比也低了 1—2 个百分点。

（3）期限较短：宝安可转换债券的期限设计为 3 年，而其资金投向却主要是超过三年的中长期项目。若债券到期时未能实现转股，而资金投入又尚未有回报，发行公司将面临偿还巨额本金的资金压力。

（4）未规定债券赎回的转股价格上限：虽然按发行条件，宝安公司有权在最后半年内以每股 5150 元的溢价赎回债券，但在转股价格上无上限规定，因此在理论上说，债券持有人在两年的可自由转股的期限内，随公司股票价格上涨所能获取的收益不受限制。

（5）转股价格的合理调整规定时间限制：按国际惯例，可转换债券的转换价格在当基准

股票受诸如分红送股、低价配股、股票拆细与合并等情况下的人为稀释时，可按既定的规则调整股票价格。但是，宝安公司可转换债券的设计规定，在可转换债券发行半年内（即 1993 年 6 月 1 日之前），公司增发新股可按给定的调整公式进行价格调整，而对此段期间以后新发股票的价格调整，发行公告未作说明与规定。实际上，宝安公司在 1993 年上半年曾派发股利每股 0.9 元，并按 1: 1.3 送红股，按上述公式，可转换债券的转换价格调整为 $\{(25 - 0.09) \text{元} \times 26403 \text{万股} + 1 \text{元} \times 0.3 \times 26403 \text{万股}\} / (1.3 \times 26403 \text{万股}) = 19.392$ 元；而在 1993 年和 1994 年度宝安公司分红方案分别是 10 送 7 股派 1.22 元和 10 送 2.5 股派 1 元，其可转换债券的转换价格则没做相应调整。

宝安公司可转换债券上述的设计特点，应该说归因于当时股票市场持续的大牛市行情和高涨的房地产项目开发的热潮以及宝安可转换债券设计者对转股形势和公司经营业绩过于乐观的估计。从 1993 年下半年和 1994 年起，由于宏观经济紧缩，大规模的股市扩容及由此引发的长时间低迷行情、房地产业进入调整阶段等一系列的形势变化，使宝安公司的可转换债券在转股中遇到的困难就不足为奇了。

宝安可转换债券从上市到摘牌，转换为股票的共计 1350.75 万股。按每股 19.392 元的转换价格计算，转换为宝安 A 股 691584 股，实现转换部分占发行总额的 2.7%。如此低的比率恐怕大大出乎当初宝安可转换债券发行决策者的意料，亦是与宝安公司经营者的意图和最初愿望背道而驰，毫无疑问，宝安可转换债券的转股结果是一个彻底的失败。

转换失败以及由此带来的巨额资金的偿还给宝安公司经营的压力和负面影响是不言而喻的。在短时期内拿出 5 亿多元的现金，对于一个企业来说，是相当困难的。据宝安公司 1995 年度的财务报告反映，为了这笔巨资的偿还，该公司不得不提前一年着手准备，确保资金到位，其间不得不放弃许多的投资获利机会。宝安公司在经营上也被迫做出了很大的调整。这些都成为宝安公司该年度利润下降的直接原因。但宝安公司最终是经受住了考验，顺利完成了可转换债券的还本付息工作，按期将现金兑付给了宝安可转换债券的持有人，避免了任何债务违约纠纷的出现。这对于企业的信誉具有积极的作用。

宝安可转换债券的转股虽然是失败的，但对于宝安公司而言，从总体上看，这次发行可转换债券的尝试并不意味着完全的损失。毕竟宝安可转换债券为该公司提供了利率仅为 3% 的三年期资金来源，如果不是完全投资于那些长期性的项目，应该能从这笔低成本资金获得较高的投资回报。但对投资者来说，损失是确定无疑的。对于以面值认购的投资者，持有宝安可转换债券就有直接的利息损失，而对于那些在宝安可转换债券上市初期从市场上以高于面值甚至以两倍以上价格购买可转换债券的投资者来说，损失就更大。这种结局的原因，除了前面所涉及的诸如股市异常波动、可转换债券设计缺陷等因素外，投资者本身对可转换债券性质的认识不足也是其一。投资者在近乎疯狂的投机气氛中，根本不顾及可转换债券本身特定的收益与风险特征，当然也不可能理会宝安可转换债券设计本身存在的缺陷。因此，当股市下跌风潮渐息之后，随即便是所蒙受的投资损失，直接反映了投资者投资理念和金融意识的不足。

宝安可转换债券作为中国第一张可转换债券，其产生的过程充满“中国特色”，它是市场化与行政化结合的产物，它的实践为我国证券市场提供了大量的经验与教训，总结这一实践，将给后来者提供有益的帮助。

要求：根据上述案例进行讨论：

1. 宝安可转换债券发行成功，转换失败所引发的经验与教训是什么？
 2. 假如你是宝安公司的总经理，你将采取什么措施改进可转换债券设计与发行中的失误？
 3. 企业发行可转换债券时应考虑哪些因素？如果你是宝安公司的财务经理，你将会向总经理提出何种建议筹措资金？
 4. 可转换债券投资者在购买此类债券时应注意什么问题？
- （资料来源：马忠智、吕益民（可转换债券发行与交易实务）第 34 页）

案例八：

华润创业 零成本筹资

去年 5 月 10 日，华润控股宣布以零票面利率发行 2 亿美元的可转债，于 2006 年到期，换股价为 15 元（按照 5 月 9 日报收价 12.70 元有 18.1% 的溢价）。到期时如果持有人没有兑换，公司将以本金金额的 121.8% 的价格赎回，相当于到期利息率为每年 3.84%。当时，市场认购情况非常之好，一天之内全部发行完毕。承销商有权在 7 月份根据情况再追加发行 3000 万美元。华润创业实现零成本筹资：票面利息为零，每年没有利息负担；五年后虽然有义务按招高于票面 21.8% 赎回，但是估计大部分已经转股，即使有个别未转，也只相当于付出年息 3.84% 的微小成本。它的成功之处在于充分利用投资人对公司未来发展的良好预期，运用可转债工具达到低成本筹资的目的，转债工具筹资的好处是不会近期摊薄原股东的利益，利用公司的未来成长（反映在股价增长中）吸引投资人购买转债，日后在资本市场上实现资本的增值。而低成本筹资使他们有实力向母公司或其它公司收购盈利能力强的资产，提高核心竞争力。

红筹国企在资本市场屡出高招，以低成本筹资、套现、使国有资产不但保值而且增值，其中重要的客观原因是他们处在高度国际化的香港资本市场，拥有多样化的金融工具得以运作，而且都把握住红筹国企股在去年第二季度的上升行情。华润创业的零利率可转债可以发出去，是因为投资人认为企业的增长前景使股价未来超过 15 元的可能性较大；中旅集团可以按照市场价格配售股份是因为投资人看好企业的发展和认同大股东减持以增加市场流通性的做法。如果企业没有未来增长前景，金融工具就不可能在市场上给投资人带来价值的增值。

香港股市是一个高度国际化的市场，内地资本市场乃至企业制度、产权制度的改革创新可以从那里得到借鉴，同时它也是一个良好的试验场。工商银行香港分行已注资工银亚洲实现上市，工商银行收到包括股权、现金和可转债在内的一揽子支付，与中旅集团的案例一样，工商银行总行持有的股权和可转债在未来都是可以套现并在资本市场上实现价差收入的。

内地证券市场的上市公司往往利用股权融资的方式，增扩股本虽然可以避免利息压力，但没有利用杠杆效应实现股东利益的最大化。目前我国资本市场上的融资工具非常单一，不

仅不能满足各类投资者不同的风险—收益偏好,而且也使我们的国有股的套现和增值缺少合适的工具。

三、投资管理

案例一:

中宏公司经常性地向友利公司购买原材料,友利公司开出的付款条件为“2/10, N/30”。某天,中宏公司的财务经理王洋查阅公司关于此项业务的会计账目,惊讶地发现,会计人员对此项交易的处理方式是,一般在收到货物后 15 天支付款项。当王洋询问记账的会计人员为什么不取得现金折扣时,负债该项交易的会计不假思索地回答道,“这一交易的资金成本仅为 2%,而银行贷款成本却为 12%,因此根本没有必要接受现金折扣。”针对这一案例对如下问题进行分析和回答:

(1)会计人员在财务概念上混淆了什么?

(2)丧失现金折扣的实际成本有多大?

(3)如果中宏公司无法获得银行贷款,而被迫使用商业信用资金(即利用推迟付款商业信用筹资方式),为降低年利息成本,你应向财务经理王洋提出何种建议?

案例二:

康元葡萄酒厂是生产葡萄酒的中型企业,该厂生产的葡萄酒酒香纯正,价格合理,长期以来供不应求。为了扩大生产能力,康元葡萄酒厂准备新建一条生产线。

张晶是该厂的助理会计师,主要负责筹资和投资工作。总会计师王冰要求张晶搜集建设新生产线的有关资料,并对投资项目进行财务评价,以供厂领导决策考虑。

张晶经过十几天的调查研究,得到以下有关资料:

(1)投资新的生产线需一次性投入 1000 万元,建设期 1 年,预计可使用 10 年,报废时无残值收入;按税法要求该生产线的折旧年限为 8 年,使用直线法折旧,残值率为 10%。

(2)购置设备所需的资金通过银行借款筹措,借款期限为 4 年,每年年末支付利息 100 万元,第 4 年年末用税后利润偿付本金。

(3)该生产线投入使用后,预计可使工厂第 1~5 年的销售收入每年增长 1000 万元,第 6~10 年的销售收入每年增长 800 万元,耗用的人工和原材料等成本为收入的 60%。

(4)生产线建设期满后,工厂还需垫支流动资金 200 万元。

(5)所得税税率为 30%。

(6)银行借款的资金成本为 10%。

为了完成总会计师交给的任务，请你帮助张晶完成以下工作：

- (1)预测新的生产线投入使用后，该工厂未来 10 年增加的净利润。
- (2)预测该项目各年的现金净流量。
- (3)计算该项目的净现值，以评价项目是否可行。

案例三：

张伟是东方咨询公司的一名财务分析师，应邀评估百兴商业集团建设新商场对公司股票价值的影响。张伟根据公司情况做了以下估计：

- (1)公司本年度净收益为 200 万元，每股支付现金股利 2 元，新建商场开业后，净收益第一年、第二年均增长 15%，第三年增长 8%，第四年及以后将保持这一净收益水平。
- (2)该公司一直采用固定支付率的股利政策，并打算今后继续实行该政策。
- (3)公司的 β 系数为 1，如果将新项目考虑进去， β 系数将提高到 1.5。
- (4)无风险收益率（国库券）为 4%，市场要求的收益率为 8%。
- (5)公司股票目前市价为 23.6 元。

张伟打算利用股利贴现模型，同时考虑风险因素进行股票价值的评估。百兴集团公司的一位董事提出，如果采用股利贴现模型，则股利越高，股价越高，所以公司应改变原有的股利政策提高股利支付率。

请你协助张伟完成以下工作：

- (1)参考固定股利增长贴现模型，分析这位董事的观点是否正确。
- (2)分析股利增加对可持续增长率和股票的账面价值有何影响。
- (3)评估公司股票价值。

案例四：

时代电脑公司是 1980 年成立的，它主要生产小型及微型处理电脑，其市场目标主要定位于小规模公司和个人。该公司生产的产品质量优良，价格合理，在市场上颇受欢迎，销路很好，因此该公司也迅速发展壮大起来，由起初只有几十万资金的公司发展为拥有上亿元资金的公司。但是到了 20 世纪 90 年代末期，该公司有些问题开始呈现出来：该公司过去为扩大销售，占领市场，一直采用比较宽松的信用政策，客户拖欠的款项数额越来越大，时间越来越长，严重影响了资金的周转循环，公司不得不依靠长期负债及短期负债筹集资金。最近，主要贷款人开始不同意进一步扩大债务，所以公司经理非常忧虑。假如现在该公司请你作财务顾问，协助他们改善财务问题。

财务人员将有关资料整理如下：

- (1)公司的销售条件为“2/10，N/90”，约半数的顾客享受折扣，但有许多未享受折扣的

顾客延期付款，平均收账期约为 60 天。2001 年的坏账损失为 500 万元，信贷部门的成本（分析及收账费用）为 50 万元。

(2)如果改变信用条件为“2/10，N/30”，那么很可能引起下列变化：

①销售额由原来的 1 亿元降为 9000 万元；②坏账损失减少为 90 万元；③信贷部门成本减少至 40 万元；④享受折扣的顾客由 50%增加到 70%（假定未享受折扣的顾客也能在信用期内付款）；⑤由于销售规模下降，公司存货资金占用将减少 1000 万元；⑥公司销售的变动成本率为 60%；⑦资金成本率为 10%。

作为财务顾问，请分析以下几个问题，为 2002 年公司应采用的信用政策提出意见：

(1)为改善公司目前的财务状况，公司应采取什么措施？

(2)改变信用政策后，预期相关资金变动额为多少？

(3)改变信用政策后，预期利润变动额为多少？

(4)该公司 2002 年是否应该改变其信用政策？

案例五：

最佳项目 最佳时机——梅雁集团的投资选择

广东梅雁集团在企业发展中科学合理地使用资金，进行最佳投资选择，使企业经营业绩稳定持续增长。公司在进行决策时，以利润为中心，同时考虑眼前利益与长远利益相结合，从而确定公司的投资方向。投资已成为公司追求经济利益的经营行为，也正是一次次最佳的投资选择带来了公司的成功。仔细分析其投资选择，具有以下特点：

一、选准项目

对拟投资的项目，公司的经营机构本着有利于公司产业结构的调整，着重于高新技术的发展的原则，进行严谨的科学的可行性论证，然后交董事会决策。梅雁公司于 1992 年改制为股份有限公司，募集了 5000 多万元资金后，怎样使其尽快发挥出较大的效益，给股东以较高的回报率，是“梅雁”决策者面临的问题。经过科学分析和慎重考虑，董事会决定，坚持按公司招股说明书的规定，把资金投到早已瞄准的高科技产业上。在充分地可行性论证基础上，梅雁公司成立了南海汽车配件有限公司，引进国内外先进设备，生产汽车液压顶杆，免维修蓄电池厂等高质量的出口汽车配件；同时还走出家门向外拓展，先后到珠海特区等地办实业。公司紧扣决策和经营管理各个环节，努力使这些科技含量高、前景广泛、效益好的项目陆续上马。通过这样的投资选择，梅雁公司成功地避免了因投资房地产从而积滞资金的局面，确保了新项目有足够的资金按期完成投资，建成投产，发挥效益。

二、巧用资金

公司在把握好资金投向后，决策者们精打细算努力做到了资金活用，从而获取最大的经济效益。梅雁公司在同外商合作兴办南华汽车配件有限公司和珠海力佳液压件有限公司时，抓住外汇市场开放前夕的有利时机，用募集的股金调剂了一笔美元，用于两家公司的投资，巧妙地运用了资金。

梅雁公司在珠海西兴建客都宾馆，按计划需投资 5000 万元，但他没有按常规去投资建

设，而是在短期内集中了 3000 多万元，在完成土建工程以后，先完善第一层 6600 多平方米的客房、餐厅和营业门市装修，然后将第一层的门市租赁出去，把回收的资金再用来装修其他部分。做到边基建，边装修，边回收资金，使宾馆建得快，收效快，少占用 1000 多万元的投资资金。由于梅雁的精打细算，原需 1 亿多元投资的南华汽车 B2 件公司、珠海客都宾馆、液压顶杆厂等主要项目，他们只用了近 5000 万元。

三、把握时机

翻开梅雁公司 10 多年的发展历史可以看到这样的现象，即公司在经济发展过程中，每一次向新台阶跳跃都发生在全国经济发展的降温时期，人们把它称为“梅雁现象”。解释这种“梅雁现象”，可以概括为：善察经济风云，敢于逆流搏击，选准最佳投资时机。这已成为梅雁企业集团公司领导班子把握经济发展时机的“温度计”。

梅雁公司认识到，国家实行经济宏观控制是根据国情而定，梅雁集团不能随大流束缚自己发展的步伐，应加速发展自己，做到“冷时不冷，热时不热”。据此，梅雁公司十分注重观察国内外经济风云的变化，抓住各次经济潮落时机，避实就虚，逆风搏击前进，创造了投入越快越好的小气候和经济跳跃发展的机会。在 1989 年和 1990 年治理整顿期间，梅雁公司组建起企业集团公司，统一调配使用集团公司内部资金，通过向社会发行公司债券和向银行租凭等方式，多方筹集资金，乘建材价格下降之机，兴建起 2 万多平方米的宾馆、厂房、办公楼和住宅楼宇；同时，新办起灰砂砖厂，大型现代化养殖场、客都商场等企业，增购顺风客运公司的车辆，扩展了营业线路，为集团公司在全国经济发展时期的发展，打下了坚实的基础，积聚了强大的后劲。1991 年梅雁企业集团公司又乘人们的发展注意力集中在深圳的股市和地产之机，在珠海西区以较低价格，购买了 1 万平方米的土地使用权。根据县会计师事务所投资评估，梅雁集团在三年经济治理整顿时期，所兴建的房屋和所构置的土地使用权，价值总额达 2900 多万元。所有的这些成功的投资决策，都是梅雁公司善于把握良好时机的硕果。

专家点评：

一定数量的资金，可能有多种投资机会，这就需要进行投资决策。投资决策以产品的可行性为基础，以实现最高资金利润率为前提，以经济效益与社会效益最佳化为标准，对投资的时机和项目进行科学的可行性分析，最后加以权衡敲定。只有做出正确的最佳投资选择，即投资决策科学合理，企业才能取得最佳经济效益，否则会因资金使用不当而导致企业经营出现问题。梅雁公司的一系列投资行为便可以称得上是中国企业投资的经典之作，其在进行投资决策的时候，力求在现有约束条件下使公司整体战略利益最大化，对瞬息万变的投资机会抽敏异常，时刻把握着市场脉搏。并且，在确定好投资方向之后，对所投资的资金灵活运用，精打细算，最终取得了巨大的成功。

案例六：

信用管理 谨慎为本——约翰百货的信用管理系统

约翰拥有并经营着自己的公司——约翰百货公司。到现在为止，约翰百货公司年销售

额超过 1000 万美元，约翰还希望自己的销售能扩展到一些郊区，这样他的年销售额会翻一番或翻两番。对约翰来说，惟一让他担心的是赊账。对于他所卖货物的价格和质量，约翰有能力不赊账销售，这并不是很多人都能达到的，许多也经营百货的人无不觉得约翰是一位“奇人”，因为他们总是背上沉重的赊账负担。

可是，最终为了生存和发展，约翰也不得不实行一定的赊账，从而获得更多的顾客。但是，他不是毫无条件地向顾客赊账，相反，他对赊账有严格的条件限制。约翰检查了所有的信用卡公司，发现都得向这些公司支付一定百分比的款项，约翰认为所有的信用卡公司，发现都得向这些公司支付一定百分比的款项，约翰认为为样做不值，于是，他决定建立自己的信用部。根据 1987~1988 年度的工业标准，百货公司有工业财产 100 多万美元，那么税后净利润平均为 1.3%，但约翰税后利润为 2.5%，他比平均利润要高出 1.2%，正是由于没有采用信用销售而节约了向信用卡公司所支付的销售额的一定百分比。

在这方面，主要得归功于约翰雇佣凯特任新的信用部的经理，并要求凯特为一套新的信用管理系统制定出必要条件。凯特按照约翰的要求和公司的利益制定出几个条件如下。

1、信用申请表必须完整而又没有歧视性条款，但除此之外，也应有不止三个信用证明人的情况。申请人的信用历史、地址以及职业必须明确注明。这样要是他们不付款，可以通过地址找到他们。

2、建立信用分级系统。根据每个顾客的级别指定一个合理的信用额度限制，并且还要有提高这个额度限制的特定条件。

3、设立清除边缘账户的分系统。

4、对那些允许的客户的累积信用应收取国家法律所许可的最高利息。

5、对价格昂贵的分期付款信用方案，其偿还期限应不超过 3 年。

6、建立快速有效的评估系统，有效又不影响公司的销售，同时不允许产生一个不合标准的客户。

7、建立一个准确、及时反映应收账款变化情况的系统，从而可以随时了解有多少信用还未支付。同时在信用部使用一台计算机，这样可以及时获得所需要的所有信息。

8、建立信息发布系统。使那些按时支付的现金客户可以通过邮件获得账单以及一引起宣传品（比如广告小册子、广告散页和其他宣传达室资料）。

9、对那些超过 45 天还未支付的客户，在不求助于收款代理人或信用公司律师的情况下，制订一套催款标准程序。

10、参对信用卡客户的使用权限进行有效鉴别。

凯特认为，对那些应收账款的附设分类账应每天持续记录下去是非常重要的。如果一个客户有 700 美元的信用限制。约翰还指出，要及时开账单，如果账单不能按时发出，那么支付也就不能按时。

专家点评：

财务控制是财务决策方案得以实现的保证，而内部控制制度包括组织机构的设计和企业内部采取的所有相互协调的方法和措施。这些方法和措施用于保护企业的财产，检查企业会计住处的准确性和可靠性，提高经营效率。

约翰百货公司就有着一套度身定制的信用管理系统，避免了信用卡公司支付销售额的一定百分比，使公司的税后利润大幅度提高。这为我们加强企业财务内部控制又提供了一条思路。

案例七：

梅兰书店：梅兰梅兰我爱你

马克·塞勒克一直梦想能拥有自己的企业。不过，非常不幸的是，他一直都没能积蓄起足够的资金来实现自己的梦想。总之，对此他感到很不得志。

马克了解到在斯普里菲尔德将要开设一个小商业区。这件事很有吸引力，因为这使他意识到或许他会由此找到开创自己企业的机会，于是他决定去考查一下这种机会的可能性。这个商业区离他家大约 50 英里，在那里，马克很吃惊地发现它是那么繁华。这个商业区虽小，只有大约 20 个商店，但却种类繁多。里面有一个超级市场、一个药房、一家银行、一家餐馆、一家珠宝店、一家体育用品商店、一家影视中心以及其它一些商店。所有这些商店都一家接一家地紧挨着。于是他将自己的想法告诉了这个小商业区的经理弗雷德·斯托克斯。弗雷德在了解了马克的想法后，告诉他现在整个小商业区正好还剩下一个店位没有租出去，其租金是每月 4000 美元。另外，这个店面没有完全装修好，如果马克愿意租，那么他就得自己去进行最后的装修。同时，弗雷德经理还特别指出，每月 4000 美元的租金不包括事业费，这笔费用得按马克的实际使用情况额外支付。再则，商业区必需的维护费由所有商店的主人根据所经营的规模分摊，如果税收和保险费有所提高，也由大家分摊。店位出租的形式是承租人先预交两个月的押金，另外再提前一月支付下月份的租金。这就意味着如果马克与这个小商业区签下租房合约，他就必须先交 12000 美元的租金及押金。租约期限一般为三年，如果承租人愿意在三年后继续承租，那么他就得在三年的租期结束前六个月提出申请。对这些条件，马克没有什么异议，他告诉经理，他想开办一家书店。经理给他 30 天时间来做出最后决定，是否在这个小商业区租一个店位。

马克回到家里，非常兴奋地将有关开办书店的设想告诉自己的妻子梅兰。他相信这个书店会为他们赚取大笔大笔的钱。当他们把自己的想法与父母进行讨论时，双方的父母都非常赞赏并且愿意提供资助以帮助他们启动将要开办的书店。另外他们还向马克与梅兰提了一些建议。正是按照他们的建议，马克与梅兰和小型企业管理部取得联系，并与之签署协议，由一位 SCORE 成员，弗雷德·戴维斯在这个项目上协助他们。弗雷德给马克提供了一张记有许多出版商名字的名单。一般而言，零售书店都是从这些出版商处进书。他甚至还专门为马克写信给这些出版社，向他们解释马克准备在斯普里菲尔德开办书店的想法，希望他们能派出销售代表与马克一起商量图书的进价、汇票贴现、信用、回报及其它一些图书销售活动中必然涉及的问题。另外，弗雷德还与其它一些书店取得联系，了解开办一个书店应该要做的准备工作。正是基于他的调查了解，他告诉马克开办一个书店大约需要 25000 美元购置必备的书架、装置、一块招牌以及其它必备的装修物。他还告诉马克，一个书店的周转资金需要

大约 20000 美元，而购置书店必备存书的费用至少需要 100000 美元。这样，一个书店要正式启动，需要店位租金、保险费及其它项目的费用就还得增加 22000 美元，因此总投资就为 167000 美元。考虑到这笔投资已然不低，弗雷德在确定马克是否能提供这笔经费之前就没有对马克提出更多的建议。对弗雷德的帮助，马克深表谢意，他告诉弗雷德，除上述准备工作以外，他一得到必需的资金后，再请他告诉他其它财务及具体运作的工作。现在，马克已经了解了他要开办一个书店所必需的信息。为了获得足够的投资经费，他和梅兰又与他们的父母聚了一次。马克的岳父、岳母经过努力可以为他们提供 125000 美元，马克的父母则提供了 69000 美元的资助，尽管他们父母想尽各种办法才为他们筹集到这笔资金，但他们为开办所获得的投资毕竟高达 194000 美元——这比来自 SCORE 的弗雷德向马克所说的必需的投资经费高出 19000 美元。

双方父母都特别强调他们不能够再筹集更多的资金，如果马克失败，他们便将有许多年的生活没法维持，马克和梅兰向他们保证，他们知道他们在做什么，也知道他们肩上承担的责任，因此他们会非常努力，使他们所开办的书店获得大的成功。

马克再没有回到 SCORE 去请求弗雷德的帮助。他认为现在他已没必要再请别人帮助他，他将自己负责处理一切事物。他感到他不能再浪费时间，因为他想能尽快地让自己的书店开业。首先，马克与那个小商业区签署了租店合约并且在当地银行开设一个帐户，将所有的积蓄和贷款存入。接着，他便与一位拥有一套财务系统的会计师商谈如何获得州及联邦的营业执照。这位会计师向马克建议，他应该创办一个公司，最好是一个“S”级公司。按照他的建议，马克与一位律师取得联系，这位律师索价 450 美元帮他注册公司。对此，马克认为付出 450 美元所注册的公司对他的书店获得成功没有丝毫益处，于是他决定以自己的名义自己去注册公司。他给自己的书店取名为“梅兰书店”而这只花费了 100 美元。另外，那位会计师为他给马克的工作索价每月 250 美元，但是马克认为这笔费用太高，便削减了此项支出。会计师告诉他，他的书店要上交营业税、联邦税以及社会保险费，而所有这些费用的统计工作都包括在他所索取的 250 美元报酬里面，相对他要做的工作而言，每月 250 美元的要价并不算高。但是马克仍执意要对此进行削减，他认为既然梅兰曾经在中学时学过财务统计，她便能处理这些财务工作。无论怎样，马克都充分意识到削减支出的重要性。另外，他所要从事的经商活动（开办书店）是“如此简单”，他没有必要去寻求外人的帮助，从而增加他每月服务费用的支出，他相信所有的一切他都能够自己应付。值得一提的是，马克所签的租约名义上是“梅兰书店”，但是他却自己签订了租约。

不久，那些收到马克信的出版社代表们纷纷打电话来与他进行联系。马克要求他们提供最基本的经典图书，他告诉那些出版社的代表他想要集中销售当前最流行的畅销书，他估算了一下，加上时不时地来源于某些特殊销售的促销，他所获得的毛利应当在 30% 到 35% 之间。那些出版社的销售代表们对此极为合作，他们愿意等书到达时，帮助马克进行销售。另外，他们还同意只要在规定期限内他们可以收回马克没有销售出去的图书。同时他们相信马克的信誉是令人满意的，他可以在取得一定销售业绩的 30 天期限内向他们支付他所进图书的书款。

这样，大约一个月后，马克的书店便准备正式开业了。马克雇佣了三个人和他一起负责白天的销售工作，另外还雇佣了两个人负责晚上的工作。他所雇佣的兼职人员工作报酬是每

小时 9 美元，这种报酬在整个小商业区还是挺不错的。对书店的营业时间，马上计算了一下，这样每天他就得支付 288 美元的日薪（不包括专职经理的薪水），或者说每周 2016 美元的周薪。他决定每天支付的薪水在他需要的时候就直接从每天的销售收入中提取，不过尽量将从中提取的金额控制在每周 500 美元左右。

书店的生意开始时极为火爆。第一周的销售额高达 15000 美元，并且看起来似乎任何时候书店里都有顾客。尽管如此，书店的销售额不久就开始下降。对此，马克发现，他的书店的生意常常处于两端：高峰和低谷。有时，每周营业额不足 5000 美元；有时却又高达 10000 美元，甚至 15000 美元。因此，马克对这种现象并不感到惊慌。相反，在任何情况下，他对自己的工作及管理手下人员的能力都极为满意。开始，他每天都在书店里守到下午 5 点。后来，他对他所聘用的专职经理的工作越来越感到满意，于是在下午 4 点时便立即回家与家人聚在一起。

在书店里，马克的时间一般都用于和顾客交谈，并且在需要的时候，也帮助他所雇佣的人员做些销售工作，在书店的经营上，那些出版社的销售商们给予了他极大的帮助。他们总是设法使书店里堆满各种最畅销的图书，并且也给马克提出建议帮助他怎样使这个书店获取更大的利润。

然而，在书店经营到 8 个月的时候，问题出现了。当时，马克手里的周转资金只有 1500 美元，而一些书商开始强烈地叫他支付所欠的书款，他们说，这些书款已经拖延很久了。当马克把每个月所进图书的书款加到一起的时候，他很吃惊地发现他欠书商的书款竟高达 80000 多美元，为了还清债务，他不得不去请求在银行的朋友为他贷款 80000 美元，银行在贷款前需要了解他书店的财务情况，于是马克便用银行的财务帐目表自己填写了一份。事实上，由于马克对财务的忽视，他根本就不了解他到底拥有多少资产，也就是说他不知道现在他书店具体的财务情况，但是为了能获得银行的贷款，他凭想象以下列数据对自己书店的财务情况进行了总结：

库存现金 1500 美元
能够收回资金 10000 美元
库存图书价值 150000 美元
书店装置价值 30000 美元
书店资产合计 191500 美元
需要支出费用 20000 美元
其它债务 0 美元
M·塞勒克资金 171500 美元
应付款合计 191500 美元

当银行问及他贷款目的时，马克不得不撒谎说是他需要资金改建住房并增加书店的图书进货。银行在要求马克和梅兰二人签字后，将款贷给了马克。

实事求是地说，在申请银行贷款时，尽管马克对书店库存图书的具体价值不太清楚，但他相信应接近 75000 美元。因此，无论在任何情况下，他都应该有能力用销售这些库存图书所获得的资金偿付他所欠出版社的书款。在他用贷款付清所欠书款后，他又进了一批新书。现在，随着书店库存图书的丰富，书店的营业额又开始上升，每天他都能够收回大量的现金。

这时，马克检查了一下自己的银行账目，他发现他的现金已下降到大约 3000 美元，这不足以支付已经拖久了好多天的房租，或者他所雇工人员工作的薪水。对此，他非常苦恼，却又一筹不展。这时他能到哪儿去筹集必须支付的房费呢？幸运的是，就在此时，书店的营业额又进入上升期，这使他能够支付房租及雇员们的薪水并给梅兰带了 700 美元回家。但是好景不长，州税务局又找上门来了。因为马克从来未曾为自己的零售业务上交过税款，税务局没收了他在银行的所有账目。税务部门不会进行预算，他们通知马克，企业的财务应由企业主核算，而不是由消费者说了算。他们要求马克就自己书店的财务情况上交一份详细报表，以确定他应交的税款。

最后，马克不得不将那位会计请回书店，并让他给自己整理一份财务账目。这位会计师为他准备了一份看起来合格的账目，但却未能获得银行的证明。这份账目所涉及的数据如下：

库存现金 800 美元
银行现金（可领取） 3000 美元
库存图书价值 50000 美元
其他物品价值 15000 美元
固定资产 20000 美元
书店资产总计 88800 美元
应付账务 126675 美元
应付支票 80000 美元
应付税费 35000 美元
其他费用 25000 美元
应付费用总计 266675 美元
赤字（177875）美元
总计应支付费用及资金 88800 美元

对这份统计表，会计师强调他是根据马克所提供的信息制作的，他不负任何责任。至于马克的书店破产的数据，马克将会对此作出很多解释。

一直以来，马克对书店的经营情况印象都保持得很好。他认为书店的生意进展并不差。可是现在，实际情形却令人沮丧。他欠他父母及岳父母借给他的所有债款，他自己也还欠有银行的抵押贷款。另外，在书店的业务方面他的债务即高达 266675 美元。

评点：

每个人在创业时应客观分析事业的盈利，不可孤注一掷，盲目乐观，应根据具体事实调整方向，并且经营状况并不依赖于个个印象，应根据数据作出判断。在一些情况下，专业的会计师所起的作用非常大，因为你可能会弄不清具体的账务处理程序，所以花一笔费用请一个会计师非常必要。

三、资本收益分配

四、

案例一：“秦池”为何昙花一现（固定成本）

一、背景资料

1996年11月8日下午，中央电视台传来一个令全国震惊的新闻：名不见经传的秦池酒厂以3.2亿元人民币的“天价”，买下了中央电视台黄金时段广告，从而成为令人眩目的连任二届“标王”。1995年该厂曾以6,666万元人民币夺得“标王”。

秦池酒厂是山东省临朐县的一家生产“秦池”白酒的企业。1995年临朐县人口88.7万，人均收入1150元，低于山东省平均水平。1995年厂长赴京参加第一届“标王”竞标，以6666万元的价格夺得中央电视台黄金时段广告“标王”后，引起大大出乎人们意料的轰动效应，秦池酒厂一夜成名，秦池白酒也身价倍增。中标后的一个多月时间里，秦池就签订了销售合同4亿元；头两个月秦池销售收入就达2.18亿元，实现利税6,800万元，相当于秦池酒厂建厂以来前55年的总和。至6月底，订货已排到了年底。1996年秦池酒厂的销售也由1995年只有7,500万元一跃为9.5亿元。事实证明，巨额广告投入确实带来了“惊天动地”的效果。对此，时任厂长十分满意。

然而，新华社1998年6月25日报道：“秦池目前生产、经营陷入困境，今年亏损已成定局……秦池为什么在这么短的期间就风光不再而陷入困境？近年各种文章资料从多个方面将秦池作为典型案例作了多角度的分析。

二、要求：

- 1、从现代企业理财的角度看，“秦池”在企业理财的运作上存在什么问题？
- 2、巨额广告支出属于企业的什么成本？开支过大，对企业的生产经营有什么影响？
- 3、从“秦池”案例中应吸取什么教训？

案例二：南方公司是一家大型钢铁公司，公司业绩一直很稳定，其盈余的长期成长率为12%。2000年公司税后盈利为1000万元，当年发放股利共250万元。2001年，因公司面临一投资机会，预计其盈利可达到1400万元，而该公司投资总额为900万元，预计2002年以后仍会恢复12%的增长率。公司目标资本结构负债/权益为4:5。现在公司面临股利分配政策的选择，可供选择的股利分配政策有固定股利支付率政策、剩余股利政策以及固定或稳定增长的股利政策。

如果你是该公司的财务分析人员，请你计算2001年公司实行不同股利政策时的股利水平，并比较不同的股利政策，做出你认为正确的选择。

五、重组与并购

案例一：

万盟投资管理公司受某公司委托收购环保类公司的收购要约内容如下：

该公司从事净化设备生产与销售、净化工程安装、精密机械制造，并兼营贸易和房地产投资等业务。公司资金实力雄厚，现计划通过收购相关资产，调整产业结构，逐步退出贸易、房地产等风险较高行业，重点发展环保技术和设备，实现向环保企业转型。

收购意向：收购各种类型的环保企业、股权、资产。

收购要求：要求目标为大中型企业；有发展潜力，政策关联度不高；公司制度健全，自主经营，财务清晰。

收购方式：整体收购或控制收购，收购后合并报表。

.....

请你站在收购公司的角度，并结合当前的经济形势，做以下分析：

(1)在收购目标的选择上，该公司做了哪些考虑？

(2)该公司收购环保类公司的动因与效应。

案例二：

2001 年 10 月 23 日，上海贝尔公司与法国阿尔卡特公司达成协议，阿尔卡特将从中方股东收购上海贝尔 10%加 1 股的股份，同时买断比利时拥有的上海贝尔 8.35%的全部股份。两笔交易结束后，阿尔卡特拥有上海贝尔的股份从 31.65%升至 50%加 1 股，中方占 50%减 1 股。作为世界上著名的电信跨国企业之一的阿尔卡特，此次通过 3 亿美元现金收购上海贝尔股份，成为中国电信领域首家成立股份制公司的国际企业。

请回答：

(1)从并购类型上讲，阿尔卡特收购上海贝尔属于哪一种？

(2)从并购的实现方式上讲，阿尔卡特收购上海贝尔属于哪一种？这种并购方式的突出特点是什么？

案例三：

案例名称：宝延风波：收购与反收购的情感

一、基本案情

1993 年 9 月 30 日，人们被一个令人兴奋又不敢相信的消息惊呆了：“宝安要收购延中了！”消息像草原上的大火迅速地蔓延，让每一个人都坐立不安，中国的证券市场翻开了新的一页。令许多国际企业、金融界人士为之兴奋的事情在中国股市出现了——这便是收购。

（一）背景

上海延中实业股份有限公司，成立于 1985 年，是上海第二家股份制企业。公司成立时注册资本 50 万元，截止 1992 年 12 月 31 日，注册资本 2000 万元。股票面值于 1992 年 12 月 10 日拆细为每股 1 元，计 2000 万股，其中法人股 180 万股，占总股份 9%，个人股 1820 万股，占总股份的 91%。

上海延中实业股份有限公司原有直属和联营企业 6 家，商业服务部数十个。公司经营范围：主营文化办公机械、塑料制品，兼营电脑磁盘、录像机、磁带、家用电器、股装鞋帽、日用百货、针棉织品、装潢材料、合成材料等。

根据《上海延中实业股份有限公司负债表》及《上海延中实业股份有限公司利润分配表》可见延中经营规模与股本都比较大，原因在于公司股票含金量较高，年末每股资产净值 3.94 元，2000 万元的股本资产，资产净值 7880.64 万元。1992 年主要财务分析指标如下：

1、流动比率：

流动资产/流动负责=1.36

2、速度比率：

速动资产/流动总额=1.26

3、应收帐款周转率：

主营业务收入/应收帐款余额=4.64

4、股东权益比率：

股东权益/资产总额=72.19%

5、股本净利率：

税后利润/股本总额=20.62%

6、每股净资产：

股东权益/股本总额=5.25（元）

7、存货周转率 5.80%（主营业收入/存货平均余额）

8、营业净利率：22%（税后利润/营业收入）

9、资产报酬率：2.83%（税后利润/资产总额）

10、净值（股东权益）报酬率：3.92%（税后利润/资产净值）

11、总资产周转率：12.7%（主营业务收入/总资产）

从以上指标可以看出，延中实业公司的财务结构偏于保守，由于公司的周转性指标较差，影响了公司的盈利水平。总资产周转率，应收帐款周转率和存贷周转率全面偏低。公司利润总额中投资收益已超过 70%，这也是周转率低的一个原因。但是，无论利润来源于何处，从资产报酬率和净值报酬率的角度看，公司的盈利水平总是偏低的。

宝安企业集团主要经营业务项目包括：房地产业、工业区开发、工业制造和“三来一补”加工业、仓储运输工业、商业贸易和进出口贸易、酒店经营和服务、金融证券业等。1991年组建股份公司，对能源、交通、通讯、建材等基础产业增加了投资，并拓展了电子技术、生物工程等高新技术领域的业务，向区域性、多元化、多层次有跨国经营的企业集团迈进。

（二）谋划

孙子曰：“多算胜，少算不胜，何况无算乎？”早在 1992 年末，中国宝安（集团）有限公司就已开始招募谋士，计划此次行动。他们雄辩的分析与推理增强了宝安的信心。经过细致的分析挑选，终于，上海延中实业股份有限公司被选中了。

主观上，宝安公司有足够的经济实力、管理能力和股市运作经验；客观上，延中的“薄家底”和几年来不如人意的经营业绩，正给了宝安可乘之机。不仅如此，延中公司许多“历史问题”正合宝安胃口。延中的这种规模小股份分散的状况是政策和历史造成的。延中公司筹建时，由于政策规定老企业不能参股，所以它没有发起人股。其次，延中股本小，仅 3000 多万元，依宝安实力，收购或控股不存在资金上的问题。第三，延中公司的章程里没有任何反收购条款。这三条历史原因，使宝安收购延中具有了操作上的可行性。而且延中在经营性质范围上与宝安同属综合性企业，控股之后对改善延中的管理，拓展宝安上海公司的业务有很大好处。

（三）伺机

宝安开始行动了。首先宝安集团下属的三家企业，宝安上海公司、宝安华东保健用品公司和深圳龙岗宝灵电子灯饰公司受命，担任此次收购的主角。三家公司均小心谨慎，并严格控制消息，在此期间，宝安一直在慎重考虑，并进一步等待时机成熟。9 月 3 日，上海开放机构上市，又为计划的实施提供了政策上的可能性，于是公司当机立断，调集资金，准备 9 月中旬大规模收购延中股票。

9 月 14 日，延中股价 8.8 元，这已和 7 月 26 日的 8.10 元构成了一条较长的上升趋势线。

9月14日以后，股价每日向上走高，但每日价值上扬不高，一般仅在几分至两角之间。延中股票的一反常态，与大市凄迷的不协调并没有引起延中公司的注意。而此时宝安正大量吃进延中的股票，市场上的圈内人士开始流传宝安的秘密计划，当股份拉出第8根阳线时，股价突破颈线10.47元，此时，三家主力兵团中，宝安上海公司持有股票最多，但尚未突破5%的报告线。由于《股票发行与交易管理暂行条例》第47条对法人在股票市场上大量买卖上市公司股票达一定比例时必须作报告有明确的规定：“任何法人直接或间接持有一个上市公司发行在外的普通股达5%时，应当自该事实发生起三个工作日内，向该公司、证券交易所和证监会作出书面报告并公告。法人在依照前述规定做出报告并公布之日起二个工作日内和作出报告前，不得再直接或者间接买卖该股票。”此项规定加大了收购的难度，会使收购成本大大提高，宝安试图跳过5%报告线，以期降低难度。

（四）突袭

9月29日，宝安上海公司已持有延中股票的4.56%，宝安华阳保健用品公司和深圳龙岗宝灵电子灯饰公司已分别持有延中股票达4.52%和1.657%，合计10.6%，早已超出5%，三家公司接受命令，将于9月30日下单扫盘，而此时延中公司还浸在一片平和之中，像被偷袭前的珍珠港，毫无防备。

9月30日，宝安公司计划下单扫盘，由于在此之前，宝安上海公司持有延中股票数为4.56%，再吃进15万股即可超过5%。宝安在集合竞价以及后来的短短几小时内便购进延中股票342万股，于是合计宝安持有延中股票数已达479万余股，其中包括宝安关联企业宝安华阳保健用品公司和深圳龙岗宝灵电子灯饰公司通过上海证交所的股票交易系统卖给宝安上海公司的114.7万股，至此宝安公司已拥有延中股票的15.98%。

9月30日11:15分，延中被停牌，电脑屏幕上映出了宝安公司的公告，本公司于本日已拥有延中实业股份有限公司发行在外的普通股5%以上，现根据国务院《股票发行与交易管理暂行条例》第四章“上市公司收购”第47条之规定，特此通告。宝安在它一切都密谋已久准备就绪的情况下正式向延中宣战了。

上海昌平路，延中公司总部，此消息犹如晴天霹雳，正常的工作秩序被打乱了。

秦国梁总经理心里更是别有滋味，为什么自己在学习《股票发行与交易管理暂行条例》时，竟会把第四章“跳过去”了呢？

上海余姚路，宝安上海公司部，宝安集团曾汉雄董事长，陈政立总经理，却显得格外平静。

（五）反击

在毫无准备的袭击前，延中稍有忙乱，只能用国庆节的三天假期调兵遣将，酝酿反击的延中公司表示，他们不排除采取反收购行动的可能。同时，延中聘任在应付敌意收购很有经验的施罗德集团香港宝源投资有限公司作延中顾问。10月4日，宝源公司中国企业代表张锐先生表示：“我们希望在国内外朋友的帮助下，本着股市公开、公正、公平原则为延中股东寻找一条获得最佳利益的途径，开辟出一条有中国特色的反收购路子。”

几天之内，收购与反购之战愈演愈烈，宝安、延中分别在各自智囊团支持下，通过新闻媒介展开唇枪舌剑。

宝安再三声明：我们是想成为延中第一大股东，通过控股来参与延中的管理甚至决策。延中则提出疑问：9月29日，宝安上海公司已持有延中股票4.56%，按照5%就要申报的规定，就只能再买0.5%。然而，9月30日集团竞价时，宝安一次就购进延中股342万股，如此跳过5%公告后必须2%、2%分批购进的规定，一下子达到16%，这是否犯规？既然9月30日实际已购得479万余股，当日公告时为何只笼统讲5%以上，不具体讲明持股数？宝安注册资本只有1000万元，这两天光买延中股就用了6000多万。国家明确规定，信贷资金、拆借资金不得买卖股票，不知你的资金来自何处？

宝安说,《股票发行与交易管理暂行条例》作为规范证券市场的一项重要法规,发挥了巨大的积极作用,但其中第47条规定,操作起来相对比较困难。按规定,直接或间接收购上市公司发行在外的普通股达到5%时应向该公司、证交所和证监会作书面报告,可是在没有得到全部交割资料之前如何知道究竟超过5%多少呢?这个公告又该如何发何时发呢?万一成交没有公告中说的那么多,在市场上却造成大起大落,会不会反而有欺骗股民造谣惑众之嫌呢?我们是努力按现有的有关规定去做的。对整个持股超过5%以上的操作过程中的规范化问题,是你的理解不同。我上海公司注册资本1000万元,经营多年为何不可多达6000万元?如果来自集团总部呢?

延中表示,很遗憾宝安没有事先与延中沟通、协商,延中需要友善资金的加入,以扩大规模,增强企业竞争力,延中不反对企业的参股和组织兼并,只要符合广大股东利益和延中发展前途,但是,敌意收购会引起老股东的抵触情绪,损伤管理人员积极性,在日前发生的事件中,由于对方意图表现出敌意,袭击又来得突然,严重影响了延中目前的正常经营,一些项目的签约与新产品的专利申请都已延续。

宝安则表示,无意与延中公司发生对立,因为那样会给广大中小股东带来不必要的损失,并且正在考虑以某种形式使中小股东避免损失。股份公司的管理说到底是为全体股东服务的,在认识上和行动上绝不能脱离广大股东的利益。

宝安进一步逼近,若延中“反收购”,其在资金上势必负债,那么负债谁来偿?包袱必然压在全体股东身上:延中公司“反收购”,谁能保证别的公司在事件后不控股延中?而别的公司有比宝安更强的能力来提高延中的效益吗?

宝安集团总经理陈正立说:宝安从没想过要全面收购延中,目标只是想做延中的第一大股东,对延中实际控股,以直接介入公司的经营决策,提高公司经营水平,尽力以较大的利润回报广大投资者。其次,宝安对延中的现任领导者也是善意的。董事局早已决定,控股成功后,原则上对原有的中层干部不做较大的人事变动。陈政立说,在我们一些善意的举动得不到圆满结局的情况下,将依据有关规定采取相应措施。

在此期间,延中积极同各方人士接触,并提出了各种反击的备选方案。据延中内部人士透露,在各种备选方案中,曾筛选出一种较理想的“声东击西”法,即打算从各方面调动几千万资金,对市场上规模比延中更小的个股进行围攻。购进其他股,既可分散宝安的注意力,聚集在延中身上的市场焦点也可能转化。把水搅混就可处于进可攻退可守的境地。即使延中全部失守,对被攻击的股票来说,延中也处于有利位置。如果股价位仍低,延中就可进行实质性控股;如果价位迅速抬高,延中亦可抛出该股。手中持有获得资金,也为以后反收购积聚了经济实力。这对市场上延中股价还有一定牵制作用。这种立足于经济手段的反击措施可能有效地将宝安托在延中20元以下的泥潭中。他们占用大量资金的延中股票就会陷入延中“游击战”的汪洋大海里,处于既不能抛,也没有收的尴尬境地。

同时,延中还可以利用宝安在法律上的漏洞逼其就范。只需抓住一点,即宝安在中国证券报与上海证券报上的落款单位不一致,甚至送至本公司的公告落款与盖章都不吻合。连收购单位都不明确,何来收购之说?延中曾就此欲在上海某大报上发表声明,并预付了2.7万元的通栏广告费。但在当日傍晚,由于管理局干预而告撤消。

但是最终,在大鱼面前,延中不是掉过来吃小虾,而是“以硬对硬”,最终失了变被动为主动的最好机会,连宝安智囊团内的人士也为延中痛失反击机会而扼腕。

周鑫荣董事长在阐述了延中的观点,即宝安从4.56%一下子跳到15.98%显然有违规之处,以及宝安此次购股有联手操作的可能后,代表延中要求证券管理部门对宝安集团上海公司的购股过程进行调查并作出处理。同时他还指出宝安是恶意的,明确表示延中将不排除通过法律诉讼程序来维持自身利益的可能性。10月7日晚7点30分,延中公司总部,几位老总都显得有些疲劳。宝安公司大搞心理战与攻心战,甚至在深圳传媒上提出延中组阁名单和

他们的出路，令人很气愤。可是，又有些无可奈何。在资金上与对手相比，延中处于明显弱势。虽然有静安区内和几家区外兄弟企业愿意自发资助，但终究也只能是杯水车薪。在银根收紧的情况下，资金始终是个大问题，即使反收购成功又怎么办？如果把投资者拖住而自己得利，投资者一旦明白真相，一定会谴责这种行为，延中也不想把赚钱建立在老百姓受愚弄的基础上，跟宝安对抗是轻量级选手与重量级选手的交锋，对于延中来说用法律保护自己，阻止其收购目的也许更为可行。毕竟，宝安留有弱点。

10月9日，宝安集团董事长曾汉雄在深圳表示，为了顾全大局，为了中国股市蓬勃发展，也为了不损害广大投资者的利益，宝安希望能妥善解决“宝延风波”。曾汉雄还说，“我们持有延中18%的股份，出发点是为了推进转换经营机制，为了推动中国股市健康发展，从根本上说也是按中央有关加速转换企业经营机制合理配置资源的精神做的。这一点大方向应肯定，不要从技术上加以否定。”

延中则坚持，我们认为宝安18%的持股中，除5%以外的股份其余都是不合规范取得的，因此在证券委未裁决前，我们不考虑召开临时股东大会。

二、问题探讨

- 1.宝延风波反映出当前我国企业并购过程中存在哪些主要问题？
- 2.企业应如何进行并购决策？
- 3.企业应如何进行反并购？

案例四：

快速反应 灵活运作

——盈动新信竞购香港电讯

进入21世纪后，随着高科技产业的兴起和虚拟经济对实体经济的冲击，出现了小鱼吃大鱼，快鱼吃慢鱼的收购趋势。那些传统的业务稳定、资本雄厚的公司由于空间发展的局限性，成为积极进取的高科技产业的收购对象。它们能够成功收购的关键并不是资金雄厚而在于其灵活的资本运作方式。

2000年2月29日，在新加坡电信公司和盈动公司争购香港电讯公司的较量中，香港电讯的大股东英国大东电报公司最终决定将所持54%的股权转让给盈动。一家上市仅10个月的互联网公司史无前例地借收购进了上游产业的电信业中，成为亚洲仅次于软银（Soft bank）的第二大网络公司，而且在香港上市公司中跃居市值第三位。

一、竞购方动因

是什么魔力使盈动获得香港电讯的青睐，成功实现“蛇吞大象”的收购举措？

对于新加坡电信而言，由于它是一家国有资本绝对控股的电信公司，和香港电讯一样，面临着发展空间太小而受限的问题。如果并购香港电讯，新加坡电信将控制日本以外整个亚洲地区约60%的电话市场，成为世界第六大电信公司，还拥有了有朝一日进军中国内地市场的桥头堡。

对盈科动力来讲，完成成功并购，可以使其介入香港电信，并将其“虚拟业务”落到实处，还可获得港电讯的人才及其他方面的资源，如香港电讯的100万宽频固定客户和100万移动电话客户。完成收购后，盈动在瞬间变成香港市值第三的大上市公司，成为亚洲

地区与日本 NTT 和中国电信齐头并进的三大电信企业，更成为香港高科技产业的龙头。而且，盈科动力的卫星宽频媒体服务，还可利用香港电讯的固网和移动电话网络及其庞大现金资源实现进一步拓展的野心。

二、被收购方动因

香港电讯创立于 1925 年，目前资产规模在 2600 亿港元左右，因为拥有广阔的通信网络，资产实力胜人一筹，曾一度是香港股市市值最大的蓝筹股公司。但是，随着电信垄断专营权结束，自由开放的市场、资讯科技的发展使香港电讯最大股东英国大东电报公司对香港电讯不再有昔日的倚重。香港电讯盈利呈下降趋势，因而英国大东有意出售套现，其出售香港电讯的决定可谓老谋深算。如果由新加坡电信接手，等于领到一张以新加坡为大本营的开拓东南亚市场的通行证。与此同时必然会出现第三方争抢的局面，这样盘价必定会抬高，大东可坐收渔翁之利。

（一）善于资本市场运作

在本次收购中，最初，盈动的收购建议是用二成现金、八成盈动股票换取大东所持的电讯股票，但遭到大东的断然拒绝，他们更乐意接受现钞。新加坡电信也认为盈动没有足够的现金与自己抗衡（其集团可动用的现金达 120 亿美元）。但盈动成功地进行了资本市场的运作，表现在：一方面盈动在 5 分钟内就拉清了 10 亿美元的配股，而且如此大的额度一天之内获得了 40 倍的认购；另一方面盈动 22 日向银行提交贷款建议书，24 日得到了银团的贷款承诺，短短 48 小时就筹集到收购所需的资金。

盈动轻易地拿到 130 亿美元这一亚洲市场上罕见的银团贷款规模，除了银行对收购前景看好的因素以外，还得益于盈动极具吸引力的协议形式的贷款建议：银行真正付出贷款的前提是收购成功——如果收购失败，银行不但不用付出贷款，还会获得一笔贷款承诺费盈动用作贷款抵押的是日后成功收购的电讯股票；如果收购成功，盈动和香港电讯手中的现金以及新公司未来稳定的收益就是还款的基础。

（二）恰当选择市场并购的卖点

无论是数码港项目，还是香港电讯的并购，抑或是间接投资自己兄弟李泽钜的 TOM.COM，都反映出盈动的市场切入点十分到位，为企业的腾飞奠定了坚实的基础。“小超人”李泽楷运作盈科集团的程序是设立盈科控股，控制在新加坡上市的盈科拓展，又以盈科拓展控制在港上市的盈科数码动力及盈科保险，再以盈动控制数码港。借壳上市，减少了申请新上市的复杂程序，节省了上市时间，搭上了网络概念扩张的快车，使盈动成立不足一年就有了并购香港电讯的可能。这是一个比赛的时代，不是大鱼吃小鱼，而是快鱼吃慢鱼。可以说，盈动的快速成长从一个侧面反映了网络时代速度的重要性。

（三）快速敏捷的反应

在整个收购活动中，盈动反应很快，一拨人在英国，一拨人在香港，随时了解收购过程的动态发展。如果出现问题半夜也会电话联络，这样盈动可以随时随地调整策略，始终保持主动。

从 5 分钟内成功配售 10 亿美元到 48 小时内获得 130 亿美元贷款保证，从体察大东用意而设计最大限度套现方案到在最后一刻决定不再加价，都清楚地体现了盈动的反应和速度，表现了被集结在互联网公司的平台上，以互联网的速度进行决策的盈动的技术实力、融

资能力、财技和判断力。事实证明：正是由于盈动实际的决策速度超过了新加坡曜，所以才有机会成功地独立收购。这是一种可怕的力量。新加坡电信不是败给了一个上市仅 10 个月的互联网公司，而是败给了有机地整合了互联网与传统商业智慧、技术能力和财技，融合了新、旧经济中最富于效率的巨人。

（四）拥有雄厚的人协和资源

在盈动公司，李泽楷处于决策人的地位。他的决策建立在广泛收集信息和充分调研的基础上，对整个市场把握很准，既果断又尊重科学，雷厉风行又不失稳妥。另外，盈动现时网罗了不少科技及财经界的人才。如此次收购的几个关键人物中，集团副主席袁天凡是前香港联交所总裁，盈动董事总经理艾维朗是前香港电信管理局局长，PCC 总裁武清华是前“数码通”总裁。盈动公司最大的特点就是管理层的权力很大，使人才可以真正实现本身的价值。盈动吸引人才的最主要方法就是利用期权，在盈动的股权中有 5% 至 6% 左右是管理人员的期权，盈动传奇使公司中的数人成为拥有价值上亿元期权的“打工皇帝”。这些人才是盈动的强大资本，是盈动赢得投资者追捧的魔力所在。

三、并购惊心动魄

2000 年 1 月 25 日，新加坡电信宣布正在协商香港电讯的并购事宜。消息在香港引起强烈反应，香港人并不情愿让外国国有企业控制香港的龙头电讯公司。随后的几天内，新加坡电信、香港电讯、大东的股价及香港恒生指数均告下跌。

2 月，盈动宣布有意收购香港电讯，并且制定了收购香港电讯的方案，李泽楷决定参与收购。他随即数次飞往伦敦，又奔赴北京寻求支持，并在一批国际电信投资家中寻找合作伙伴。同时宣布聘请华宝德威及中银国际担任收购计划的财务顾问。2 月 11 日，大东决定推迟与新加坡电信洽谈的收购计划。这一天，“用脚投票”的资本市场表达了最积极的回应——香港电讯、大东、盈动的股价均发力上行，新加坡电信股价下跌。

2 月 11 日起盈动收购的准备工作迅速展开：在向大东进行公关活动的同时，2 月 15 日盈动透过 BNP 百富勤与中银国际配售 2.5 亿股旧股，每股 23.5 港元，盈动停牌前认购，最终配售额提高至 3.3 亿股，盈动因而集资 78.7 亿港元；在证券市场配股集资之余，2 月 22 日盈动成功地向中国银行、汇丰银行、巴黎国民银行及巴克莱银行组成的银团贷款 130 亿美元，至此独立收购已不必再受财力所限。

盈动和新加坡电信都提交了收购香港电讯的建议书，大东董事局为此在 27 日开会讨论收购事宜。2 月 29 日大东正式接受盈动的收购建议并同意将所持股份转让给香港盈动集团。经过近 20 天的激烈交锋，盈动击败新加坡电信，以 381 亿美元的代价赢得这场收购战的胜利。

专家点评

商场如战场，在没有硝烟的市场战争中，企业的竞争既是经济实力与盈利能力的较量，也是策略与时机把握的况技，更是时间与速度的争夺比赛。在日趋发达的市场经济中，竞争日益激烈；企业身处其中要时刻警醒，随时准备参与竞争，在竞争中求生存，在争夺中求发展。在竞购香港电讯的较量中，盈动决胜新加坡电信除了公司拥有大量人才、恰当选择并购卖点、善于资本运作外，最为重要而关键的就是其快速的反应，随时调整策略的主动出去。

在飞速发展的现实社会中，在中国入世以来，市场经济趋于国际化的形势下，可预知中国企业未来、面对的市场发展将更为快速而多变。如何应对，如何取胜，从盈动策略中可见一斑。

六、破产与重整

案例：

“铱星陨落”

1997 年，摩托罗拉公司铱星移动通信网络投入商业运营，成为第一个真正能覆盖全球每个角落的通讯网络系统。随之，公司股票大涨，其股票价格从发行时的每股 20 美元飙升到 1998 年 5 月的 70 美元。崇尚科技的人士尤其看好铱星系统。1998 年，美国《大众科学》杂志将其评为年度全球最佳产品之一。同年底，在由我国两院院士评选的年度十大科技成就中，它名列第二位。

从高科技而言，铱星系统不但采用了复杂、先进的星上处理和星间链路技术，使地面实现无缝隙通讯，而且解决了卫星网与地面蜂窝网之间的跨协议漫游。铱星系统开创了全球个人通信的新时代，使人类在地球上任何“能见到达的地方”都可以相互联络。

然而，价格不菲的“铱星”通讯在市场上遭受到了冷遇，用户最多时才 5.5 万，而据估算它必须发展到 50 万用户才能盈利。由于巨大的研发费用和系统建设费用，铱星背上了沉重的债务负担，整个铱星系统耗资达 50 多亿美元，每年仅系统的维护费就要几亿美元。除了摩托罗拉等公司提供的投资和发行股票筹集的资金外，铱星公司还举借了约 30 亿美元的债务，每月仅是债务利息就达 4000 多万美元。从一开始，铱星公司就一直在与银行和债券持有人等组成的债权方集团进行债务重组的谈判，但双方最终未能达成一致。债权方集团于 1999 年 8 月 3 日向纽约联邦法院提出了迫使铱星公司破产改组的申请，加上无力支付两天后到期的 9000 万美元的债券利息，铱星公司被迫于同一天申请破产保护。2000 年 3 月 18 日，铱星背负 40 多亿美元债务正式破产

请分析回答下列问题：

(1) 铱星公司在高科技上的登峰造极与市场上的全线溃败的强烈对比说明了什么？

(2) 导致铱星公司最终破产的原因有哪些？

(3) 由铱星公司破产引发的经验与教训是什么？

案例：海南发展银行倒闭案例

案例内容：

一、基本案情

谁也不曾料到，中国首例银行被关闭事件，会在中国最南端的海南省发生。

海南发展银行（以下简称海发行）于 1995 年 8 月 18 日开业，它是通过向全国募集股本，并

兼并了5家信托投资公司而设立的海南股份制银行，注册资金16.77亿元人民币（其中外币折合人民币3000万元）。股东有43个，主要股东为海南省政府、中国北方工业总公司、中国远洋运输集团公司、北京首都国际机场等，由海南省政府控股。

一开始，海发行的发展势头的确让人称羡。据1997年《海南年鉴》称，该银行收息率为90%，未发生一笔呆滞贷款，与境外36家银行及共403家分支行建立了代理关系，外汇资产规模1.7亿美元……应该说，在海南整个金融界连续30个月存款下降的情况下，海发行的成绩的确引人注目。

不久，一项赋予海南发展银行历史重任的大事发生了。

1997年12月16日，中国人民银行批准，中国人民银行海南省分行发布公告，宣布关闭海口市人民城市信用社等5家违法违规经营、严重资不抵债、已不能支付到期债务的城市信用社。其债权债务由海发行托管。全省其余29家信用社除一家仍独立经营外，全部并入海发行。

次日，海发行即向全社会发出公告，宣布兼并和托管的有关事宜。

此事是1997年全国金融改革会议召开后出现的第一桩大事。有消息称，兼并之后，海发行的股本金已由最初的16.77亿元增长为106亿元，存款余额为40亿元，债务为50亿元，实力大为增强。但与此同时，人们也在担心：海发行能不能把城市信用社这个沉重的包袱背起来，会不会救人不成反被所救的人拖下深渊。别的不说，光是兼并后银行职员就成倍增长，达3000多人。事实证明，人们的担心不无道理。

起初，仿佛一切都照常进行着，但1998年春节过后，不稳定的因素开始出现了。一大早，在海发行的营业网点排成长队的取款人便成为一个话题，而且传闻越来越多、越传越玄……有鼻子有眼的传闻加剧了人们心理的恐慌，恐慌的心理又反过来增加了储户的取款。于是，金融界十分避讳、社会十分担心的现象——挤兑，开始在海发行出现了。

造成挤兑的原因很简单，海发行的信用度降低了。

海南人曾骄傲地说，海口银行的密度在全国最大，银行的数量多过了米铺。但正因如此，使海南的银行走上了恶性竞争的道路。在海发行未兼并托管城市信用社之前，各信用社无一例外地采取了高息揽储的方式吸引存款，有的年利率高达25%。这也直接造成了多数城市信用社高进低出，食储不化的结果，只有靠新的高息存款支付到期的存款，然后再吸入高息存款，进入了严重违背商业规律的恶性循环。于是，资不抵债、入不敷出，无法兑付到期存款，成了信用社的通病，并严重影响社会安定。这也正是中国人民银行决定兼并海发行、托管信用社的最直接原因。

海发行兼并诸多城市信用社后，明确规定，只保证28家信用社储蓄存款本金和合法利息的支付。对于托管的5家被关闭信用社的储蓄，也大致如此，而单位存款则被视为所欠债务，在债权债务清算后进行清偿。应该说，这些措施也有其合理性，尤其是按国家正常利息付息本来就是国家的硬性规定，不得有违。但一些谋求“钱生崽”的老百姓却不这样想，他们将钱存入信用社，就是为了获高息。这就使许多问题变得复杂了。

最初是到期的储户将存款取款，不在海发行续存。然后甩下一句话：“当初是签了合同的，利息一下子由22%降到7%，少了10多个百分点，这样的银行谁还相信。”出来的多，进去的少，市民存款本息源源不断地提款使海发行有些捉襟见肘了。

未到期的储户也开始提前取款。某公司的一职员，为提前兑现存款，将定期变为活期，牺牲利息3万多元，还连称“胜利大逃亡”。类似情况不在少数。海发行有的营业部，光是定期变为活期，三四个节省的利息就接近100万元。

越往后，取存款就越难，海发行规定的每次取款数额越小，上个月还是每周可取3次，每次限额2000元，下个月就是每周取两次，每次限额500元，甚至是200元。每次去取钱所需等待的时间与数额之比成了反比例。取款人自然就在海发行的营业部闹开了，指着银行里写

的“存款自愿，取款自由”的承诺骂起来。最惨的是那些以单位名义存款的机构，领导一个劲儿地催财务人员要钱。而银行内部规定，首先保证老百姓私人存款的兑付……

于是海发行的存贷业务，似乎只剩支付部分储户的本金和利息了。

为了应付越来越多的挤兑者，海发行一些营业部又开始高息揽储，开出的年利率达 18%。这种承诺，在国家利息频频下调之际，显得十分反常。有过取款痛苦的人们，也没有再将钱存入的念头和举动，海发行只得加大向债务人讨债的力度。但银行是贷款容易收贷难，更何况好多债都成了空在那里的房地产，哪来的钱还贷？

要在海南解决问题，显然是没有出路。于是海发行将眼光投入了岛外。继 1996 年在广州设立分行以后，1998 年 5 月，海发行又在深圳设立分行，想以岛外的储蓄缓解岛内兑付的压力。但一切并未如人愿。

1998 年 6 月 21 日，中国人民银行发出公告：“鉴于海南发展银行不能及时支付到期债务，为了保护债权人的合法权益，根据《中华人民共和国人民银行法》、《中华人民共和国公司法》和中国人民银行《金融机构管理条例》，中国人民银行决定 1998 年 6 月 21 日关闭海南发展银行，收缴其总行及其分支机构的《金融机构法人许可证》、《经营金融业务许可证》和《经营外汇业务许可证》，停止其一切业务活动，由中国人民银行依法组织成立清算组，对海南发展银行进行关闭清算；同时指定中国工商银行托管海南发展银行的债权债务，对境外债务和境内居民储蓄存款本金及合法利息保证支付，其余债务待组织清算后偿付。”

同时，中国工商银行也发出公告，宣布即日起对海南发展银行的债权债务进行托管，并公布了托管、登记等有关事宜。

二、问题探讨

- 1.海南发展银行这家发展十分良好的商业银行，为什么会被关闭？
- 2.从海南发展银行被关闭的案例中，你得到什么启示？

七、集团公司财务

案例一：

从泸天化的“十个统一”探讨财务管理体制（集权管理）

一、案例简介：

泸天化（集团）有限责任公司，我国特大型化工企业，年销售额近 20 亿元，利税 2 亿元左右，是中国 500 家最大工业企业和最佳经济效益企业之一。集团公司形成了以“十个统一”为内容的财务管理机制和会计核算体系：1、统一资产管理。集团公司拥有的资产由公司统一管理，各单位受托经营本单位资产，受托经营限额以内的部分资产处置权必须报集团公司批准并备案，集团公司内任何单位和个人不具备资产处置权。2、统一资金管理。集团公司财务部成立了资金结算中心，取消了二级财务机构在各专业银行的账户，1997 年度财务费用比上年同期减少了 1500 多万元。具体措施主要有：①集团公司内所有资金应由公司集中统一管理，通过资金结算中心对内部各单位统一结算和收付。②各二级单位在资金

结算中心开立内部结算账户，并执行资金的有偿占用。③统一包括附营业务收入在内的所有财务收支，各单位通过资金结算中心统一结算。3、统一银行帐户管理。各二级单位开立的账户均予以注销，二级单位确因生产经营、科研开发、基本建设等需要，在各专业银行或非银行金融机构开立账户时、需报经集团公司批准。集团公司有权调用各单位的结余，并实行有偿占用。4、统一信贷管理。集团公司作为一级法人，统一向各专业银行、非银行金融机构和有关单位办理各种资金信贷事项，各二级单位向集团公司申请内部贷款，有偿使用。5、统一税费征纳管理。6、统一物资采购管理。集团公司内主要原材料、燃料、设备、备品备件、辅助材料由公司统一采购，各项物资采购必须编制采购计划，严格物资进库的计量和检验制度。集团公司内有部分采购权的二级单位，其采购业务在供应部门指导下进行，并优先使用公司内各级库存物资。7、统一财务收入管理。集团公司各种主营业务收入和附营业务收入都归口为财务部门管理，各单位和部门的非财务机构不得截留公司的各项收入。各单位财务部门必须将所实现的收入通过资金结算中心的内部结算制度集中统一到集团公司。8、统一发票管理。集团公司实施了由财务部统一购领发票，统一解缴税金等一系列发货票管理制度。9、统一会计核算和管理。①各单位财务负责人对所设会计科目和会计账簿的真实性和准确性负责，并全面及时地反映资产、负债，权益的财务状况和收入、成本（费用）、利润及其分配的经营成果，各内部报表编制单位必须及时、定期向集团公司财务部报送内部报表。②集团公司各单位必须建立财产清查制度，保证公司财产物资的账实、账账和账证相符。③各单位审核报销各种费用，必须按照集团公司的有关规定执行。④集团公司内各财务部门应当建立健全稽核制度，严格执行出纳人员不得兼管稽核、会计档案保管和有关收入、费用、债权债务等账务的登录。坚持出纳和会计核算岗位分开的内控原则。10、统一财会人员管理。集团公司财务实行月度例会制，由财务部负责人主持，负责总结和布置集团公司财务工作。集团公司会计人员的业务接受财务部监督和指导。集团公司逐步实施对二级单位的会计主管和会计人员的集中管理。另外，集团公司实施了基本建设三项管理制度——投资计划管理制度、项目在建管理制度、工程预决算管理制度。

二、要求：1、针对我国众多集团公司财权分散，财务失控，竞争力急剧下降而纷纷陷于困境的状况，“泸天化”财务管理有什么样的启示？

2、集权式财务管理的具体方式有那些？

3、如果说全面管理是实现集权管理的保障，那么企业应如何建立与完善全面管理？

案例二：

多元化经营的陷阱——巨人集团失败的财务分析

近年来，我国不少企业追求多元化经营模式，试图通过多元化经营减轻企业经营风险，使企业走上健康稳定发展的道路。然而，现实却让人们看到多元化经营使许多企业走上了加速陷入财务危机甚至破产危机之路。巨人集团的兴衰就是这许许多多例子中的一个。其原因何在？学术界有各种分析。本文试图以巨人集团的兴衰为例，从财务管理的角度，对此问题作些分析。

一、巨人集团的兴衰史

1989年8月，在深圳大学软件科学管理系硕士毕业的史玉柱和三个伙伴，用借来的4000元钱承包了天津大学深圳科技工贸发展公司电脑部，并用手头仅有的4000元钱在《计算机世界》利用先打广告后付款的方式做了8400元的广告，将其开发的M—6401桌面排版印刷系统推向市场。广告打出后13天，史玉柱的银行账户第一次收到三笔汇款共15820元。巨人事业由此起步。到9月下旬，史玉柱将收到的款项全部再次投入广告。4个月后，M—6401的销售额一举突破百万大关，从而奠定了巨人集团创业的基石。

1991年4月，珠海巨人新技术公司注册成立，公司共15人，注册资金200万元，史玉柱任总经理。8月，史玉柱投资80万元，组织10多个专家开发出M—6401汉卡上市。11月，公司员工增加到30人，M—6401汉卡销售量跃居全国同类产品之首，获纯利达1000万元。

1992年7月，巨人公司实行战略转移，将管理机构和开发基地由深圳迁往珠海。9月，巨人公司升为珠海巨人高科技集团公司，注册资金1.19亿元。史玉柱任总裁，公司员工发展到100人、12月底。巨人集团主推的M—6401汉卡年销售量2.8万套，销售产值共1.6亿元，实现纯利3500万元。年发展速度达500%。

1993年1月，巨人集团在北京、深圳、上海、成都、西安、武汉、沈阳、香港成立了8家全资子公司，员工增至190人。12月，巨人集团发展到290人，在全国各地成立了38家全资子公司。集团在一年之内推出中文手写电脑、中文笔记本电脑、巨人传真卡、巨人中文电子收款机、巨人钻石财务软件、巨人防病毒卡、巨人加密卡等产品。同年，巨人实现销售额3百亿元，利税4600万元，成为中国极具实力的计算机企业。

由于国际电脑公司的进入，电脑业于1993年步入低谷，巨人集团也受到重创。1993、1994年，全国兴起房地产和生物保健品热，为寻找新的产业支柱，巨人集团开始迈向多元化经营之路——计算机、生物工程和房地产。在1993年开始的生物工程刚刚打开局面但尚未巩固的情况下，巨人集团毅然向房地产这一完全陌生的领域发起了进军。欲想在房地产业中大展宏图的巨人集团一改初衷，拟建的巨人科技大厦设计一变再变，楼层节节拔高，从最初的18层一直涨到70层，投资也从2亿元涨到12亿元，1994年2月破土动工，气魄越来越大。对于当时仅有1亿资产规模的巨人集团来说，单凭巨人集团的实力，根本无法承受这项浩大的工程。对此，史玉柱的想这是：1/3靠卖楼花，1/3靠贷款，1/3靠自有资金。但令人惊奇的是，大厦从1994年2月破土动工到1996年7月用巨人集团未申请过一分钱的银行贷款，全凭自有资金和卖楼花的钱支撑。1994年3月，巨人集团推行体制改革，公司实行总裁负责制，而史玉柱出征集团董事长。1994年8月，史上突然召开全体员工大会，提出“巨人集团第二次创业的总体构想”。其总目标是：跳出电脑产业，走产业多元化的扩张之路，以发展寻求解决矛盾的出路。

1995年2月，巨人集团隆重召开表彰大会，对在巨人脑黄金战役第一阶段作出重大贡献的一批“销售功臣”予以重奖。5月18日，巨人集团在全国发动促销电脑、保健品、药品的“二大战役”。霎时间，巨人集团以集中轰炸的方式，一次性推出电脑、保健品、药品三大系列的30个产品。巨人产品广告同时以整版篇幅跃然于全国各大报。不到半年，巨人集团的子公司就从38个发展到228个，人员也从200人发展到2000人。

多元化的快速发展使得巨人集团自身的弊端一下于暴露无遗。1995年7月11日，史玉柱

在提出第二次创业的一年后,不得不再次宣布进行整顿,在集团内部进行了一次干部大换血。8月,集团向各大销售区派驻财务和监察审计总监,财务总监和监察审计总监直接对总部负责,同时,两者又各自独立,相互监控。但是,整顿并没有从根本上扭转局面。1995年9月,巨人的发展形势急转直下,步入低潮。伴随着10月发动的“秋季战役”的黯然落幕,1995年底,巨人集团面临着前所未有的严峻形势,财务状况进一步恶化。

1996年初,史玉柱为挽回局面,将公司重点转向减肥食品“巨不肥”,3月份,“巨不肥”营销计划顺利展开,销售大幅上升,公司情况有所好转。可是,一种产品销售得不错并不代表公司整体状况好转,公司旧的制度弊端、管理缺陷并没有得到解决。相反“巨不肥”带来的利润还被一些人私分了。集团公司内各种违规违纪、挪用贪污事件层出不穷。其属下的全资子公司康元公司,由于公司财务管理混乱,集团公司也未派出财务总监对其进行监督,导致公司浪费严重,债台高筑。至1996年底,康元公司累计债务已达1亿元,且大量债务存在水分,相当一部分是由公司内部人员侵吞造成的,公司的资产流失严重。而此时更让史玉柱焦急的是预计投资问亿元的巨人大厦。他决定将生物工程的流动资金抽出投入大厦的建设,而不是停工。进入7月份,全国保健品市场普遍下滑,巨人保健品的销量也急剧下滑,维持生物工程正常运作的基本费用和广告费用不足,生物产业的发展受到了极大的影响。

按原合同,大厦施工三年盖到20层,1996年底兑现,但由于施工不顺利而没有完工。大厦动工时为了筹措资金巨人集团在香港卖楼花拿到了6000万港币,国内卖了4000万元,其中在国内签订的楼花买卖协议规定,三年大楼一期工程(盖20层)完工后履约,如未能如期完工,应退还定金并给予经济补偿。而当1996年底大楼一期工程未能完成时,建大厦时卖给国内的4000万楼花就成了导致巨人集团财务危机的导火索。巨人集团终因财务状况不良而陷入了破产的危机之中。

二、多元化经营的陷阱何在?

(一) 多元化生产经营的理论基础

多元化经营实际上是证券投资组合理论在生产经营活动中的应用,因而,证券投资组合理论是多元化经营的理论基础。

证券投资组合理论认为,金融资产投资组合可以由一种以上的金融证券构成。投资人可以通过持有多种不同证券的方式,将隐含在个别证券中的风险分散掉,但存在于证券与证券之间的共同风险则无法分散。通过多角化投资来分散的个别证券风险,称为可分散风险(或非系统风险)。至于那些无法用多角化投资分散的风险,称为不可分散风险(或系统风险)。当这一原理应用到企业生产经营活动时,即为企业的多元化经营活动。

然而,证券组合投资具有其特定的条件,如果不加分析地盲目应用,必然陷入多元化经营的陷阱——丧失核心竞争能力、资金短缺和协调困难、财务失控。

(二) 多元化经营与核心竞争能力的矛盾

运用证券投资组合理论进行分散风险的要点之一在于,只有非完全相关的证券所构成的投资组合方可分散部分投资风险。这项原理应用于生产经营活动时,就要求企业在一定程度上放弃部分原有业务(甚至可能是核心业务)的基础上从事与原有业务不相关的陌生业务。可满足这一要求的结果有时不仅不能降低风险,反而会把原来的竞争优势丧失殆尽。这与多元化经营的目的相矛盾。

在企业的发展过程中，利润、市场份额、竞争优势、核心能力等因素中，对企业影响最深远的是核心竞争能力，即企业面对市场变化作出反应的能力。企业核心能力是企业的一项竞争优势资源和企业发展的长期支撑力。它可能表现为先进的技术，或一种服务理念，其实质就是一组先进技术和能力的集合体。尽管企业之间的竞争通常表现为核心能力所衍生出来的核心产品、最终产品的市场之争，但其实质归结为核心能力之间的竞争。企业只有具有核心竞争能力，才能具有持久的竞争优势。否则，只能“昙花一现”。企业一时的成功并不表明企业已经拥有了核心能力。企业核心能力要靠企业的长期培植。

在企业的经营中，获取企业核心竞争能力的基本途径有：内部管理型战略和外部交易型战略。企业内部管理型战略是一种产品扩张战略，在现有资本结构下，通过整合内部资源包括控制成本，提高生产效率，开发新产品等，维持并发展企业竞争优势，横向延伸企业生命周期线。内部管理型战略通过企业内部的力量培植、巩固和发展企业核心能力，创造竞争优势。外部交易型战略是一种资本扩张战略，通过吸纳外部资源，推动企业生命周期线的纵向延伸。外部交易型战略可以借助外力来培植、巩固和发展企业核心能力，创造竞争优势。企业经营的精髓就是内部管理型战略和外部交易型战略的有效应用。从国际上所有著名企业的发展可以看到，企业在其持续经营和长期发展的过程中始终在综合运用这两种发展战略。

内部管理型战略与外部交易型战略只有共同作用于企业，通过有机配合、有效运用，才能使企业生命周期曲线不断得以延伸，核心能力得以巩固和发展，竞争优势将持续存在。否则，企业就难以维持原有的竞争优势，更不可能培育出可以长期拥有竞争优势的核心能力。

由此可见，企业应该根据其所拥有的核心能力和竞争优势作出是否采取多元化经营的策略。从这个角度说，企业必须首先有一个具有竞争力的核心产品，围绕核心产品、核心能力和竞争优势再考虑是否应该多元化经营。没有根植于核心能力的企业多元化经营，又不能在外扩张战略中培植新的核心能力，最终结果可能把原来的竞争优势也丧失了。

巨人集团在现有主业的基础上，未能有效运用内部管理型战略与外部交易型战略延伸企业生命周期曲线，巩固和发展核心能力，而贸然跨入一个自己完全生疏的行业，从而使企业的竞争优势无法得以持续存在。尽管这种外延式扩张的道路暂时掩盖了各种矛盾，但因缺乏培植企业新的核心竞争能力而为企业埋下了致命的隐患。

（三）资金短缺与协调困难的矛盾

无论是实物资产投资，还是金融资产投资，都以盈利为目的，即以投资的盈利性与风险性比较为基础进行决策。但由于投资对象的不同，决定了两者具有完全不同的特点。金融资产投资具有可分割性、流动性和相容性等特点。因而，在进行金融资产投资时，不必考虑投资的规模、投资的时间约束以及投资项目的多少等因素。只要考虑各金融资产之间的相关性、风险、报酬及其相互关系问题，并依据风险—报酬的选择，实现金融资产投资的优化选择。而实物资产投资则具有整体性、时间约束性和互斥性等特点。因此，进行实物资产的投资时，不仅要考虑投资的规模，而且要考虑资金的时间因素，更要考虑在资金约束条件下各项目的比较选优问题。

由此可见，在财务资源有限的条件下，实行多元化投资，必须充分考虑并合理解决企业资产结构与资本结构的有机协调、盈利性与流动性的有机协调等财务问题。从盈利性看，基于流动资产与固定资产盈利能力上的差别，以及短期资金与长期资金筹资成本上的差别，“净

营运资本”越多，意味着企业是以更大份额的筹资成本较高的长期资金运用到盈利能力较低的流动资产上，从而使企业整体的盈利水平相应地降低反之，亦然。从风险性看，企业的净营运资本越多，意味着流动资产与流动负债之间的差额越大，则陷入技术性无力清偿的可能性也就越小反之，亦然。因此，资产结构性管理的目的，在于在确定一个既能维持企业的正常生产经营活动，又能在减少或不增加风险的前提下，给企业带来尽可能多利润的流动资金水平。由于预期现金流动很难与债务的到期及数量保持协调一致，这就要求负债的结构性管理把重点放在负债到期结构问题上。即在允许现金流动波动的前提下，在负债到期结构上应保持多大的安全边际。长、短负债的盈利能力与风险各不相同，负债的结构性管理要求对其盈利能力与风险进行权衡利选择，以确定出既能使风险最小、又能使企业盈利能力最大化的负债结构。

巨人集团为追求资产的盈补性，以超过其资金实力十几倍的规模投资于一个自己生疏而资金周转周期长的房地产行业，实物资产的整体性和时间约束性，使公司有限的财务资源被冻结，从而使公司的资金周转产生困难，并因此而形成了十分严峻的资产盈利性与流动性矛盾。最后因实物资产的互斥性，生物工程因正常运作的基本费用和广告费用不足而深受影响。与此同时，巨人集团从事房地产开发和建设，却未向银行申请任何贷款，不仅使企业白白浪费了合理利用财务杠杆作用从而给企业带来效益的可能机会，而且也使企业因放弃举债而承担高额的资本成本。最后使企业在资产结构与资本结构、盈利性与流动性的相互矛盾中陷入难于自拔的财务困境。

（四）多元化经营与财务失控的矛盾

随着多元化经营道路的发展，企业规模急速扩大，集团化管理成为必然。集团公司管理的主要任务是集团公司的整合。没有整合的集团公司难于发挥集团的整体优势，充其量是一个大拼盘，各个属下各自为政，集团内部难于协调运作，财务失控也就在所难免。

集团公司组织形式不同，其财务控制的方式也不相同。集团公司就其组织形式而言，分为：U型组织结构（直线职能制）、H型组织结构（控股公司制）和M型组织结构（事业部制）三种。其中，U型组织结构是一种中央集权式的结构。企业内部按职能（如制造、销售等）划分为若干部门，各部门只是具有很小的独立性，权力集中在企业最高决策者手中。H型组织结构较多地出现于由横向合并而形成的企业中，这种结构使合并后的子公司保持了较大的独立性。M型组织结构是一种分权式结构。这种结构中的基本单位是半自主的利润中心，按成品的商标或地区设立，每个利润中心内部通常都是按U型结构来组织的。在利润中心之上，是一个由高级经理人员组成的总部，负责整个公司的资源分配和对下级单位的监督协调。这种组织结构已经成为各国大公司的基本组织形式。对M型组织结构而言；财务控制的关键在于解决好集权与分权的问题。目前比较普遍的做法是在资金、财务信息和人事等方面集中控制的基础上，充分实行分权管理制度、在财务控制上形成一套包括财务激励机制、财务监控机制和资金运作机制在内的集团公司财务管理体系，从而在制度上保证集团公司资金的合理配置和有效利用，确保集团公司战略目标的实现、如投资行为约束制度、筹资行为约束制度、成本费用约束制度、内部控制制度、财务报告制度、预算约束制度、现金集中存储和调度制度等。

巨人集团采用的是控股型组织结构形式，在使各厂属单位（子公司）保持较大独立性的同

时，却又缺乏相应的财务控制制度，从而使公司违规违纪、挪用贪污事件层出不穷。在一定程度上加速了巨人集团陷入财务困境的步伐。

三、经验与教训

上述分析可以得出以下几点经验与教训：

1、公司的多元化发展必须与其核心竞争能力紧密联系，并以培植公司新的核心竞争能力为中心，从而有助于维持和发展公司的竞争优势，确保公司的长期稳定发展。

2、确保公司有限财务资源的合理配置和有效利用，保持资产结构与资本结构、资产盈利性与流动性的有机协调，从而在资金上保证公司的健康发展。

3、公司集团化必须与财务控制制度建设保持同步发展，集团公司能否稳定健康发展的关键在于能否有效整合集团。而财务控制制度建设是集团公司整合的重要而关键的一个环节。

部分案例分析答案

1、(1)计算增量负债成本

$K_b = 90\% \times (1 - 40\%) = 5.4\%$ （第一批 2000 万元抵押债券的资本成本）

$K'_b = 10\% \times (1 - 40\%) = 6\%$ （超过 2000 万元以上的普通债券的资本成本）

(2)计算增量股权成本

根据股利增长速度 10 年内翻了一番，求得 $g = 7.2\%$

$K_e = \frac{1.41}{21} + 7.2\% = 13.9\%$ （留存收益成本）

$K'_e = \frac{1.41}{19} + 7.2\% = 14.6\%$ （发行新股的资本成本）

(3)计算分段融资边际资本成本

第一段：

$K = 40\% \times 5.4\% + 60\% \times 13.9\% = 10.5\%$

第二段（增量部分）：

$K = 40\% \times 6\% + 60\% \times 13.9\% = 10.74\%$

第三段（增量部分）

$K = 40\% \times 6\% + 60\% \times 14.6\% = 11.16\%$

(4)项目 A、B、C、D、E 的投资总额为 7200 万元，不超过总预算额，而且，最低内含报酬率 11.3% 大于最高边际资本成本 11.16%，故上述五个项目可组成最佳资本预算。

(5)各个项目的风险水平差异可能会导致资本预算的调整。此外，华达公司也许会出于其他考虑，如股权、控制权稀释等，而不愿对外发行新股。

2、案例分析

设 x 为可发行新债的金额（单位为百万元）。

条件(1)下： $(4 + 0.8 + 0.1x) \div (0.8 + 0.1x) = 4$ ， $x = 5.333$

条件(2)下: $(30+0.5x) \div (0.8+x)=9.333$

条件(3)下: $(8+x) \div 40=0.5$, $x=12$

可见, 条件(1)是有约束力的, 它将新债的数量限制在 533 万元以内,

案例分析

(1)会计人员混淆了资金的 5 天使用成本与 1 年的使用成本。必须将时间长度转化一致, 这两种成本才具有可比性。

$$(2) \frac{2}{98} \times \frac{365}{5} = 149\%$$

(3)假如公司被迫必须使用推迟付款方式, 则应在购货后 30 天付款, 而非 15 天付款, 这样年利息成本可下降至 37.2%。

3、(1)项目计算期=1+10=11(年)

建设期资本化利息=100 (万元)

固定资产原值=1000+100=1100 (万元)

$$\text{年折旧} = \frac{1100 - 1100 \times 10\%}{8} = 123.75(\text{万元})$$

经营期第 2-4 年

第年总成本增加额 = 付现成本+折旧+利息

$$= 1000 \times 60\% + 123.75 + 100 \times 10\%$$

$$= 823.75 (\text{万元})$$

经营期第 5-6 年每年

总成本增加额 = 付现成本+折旧

$$= 1000 \times 60\% + 123.75$$

$$= 723.75(\text{万元})$$

经营期第 7-9 年每年总成本增加额=付现成本+折旧

$$= 800 \times 60\% + 123.75$$

$$= 603.75 (\text{万元})$$

经营期第 10 年总成本增加额=付现成本=800×60%=480(万元)

终结点第 11 年总成本增加额=付现成本+处理固定资产净损失

$$= 480 + 1100 \times 10\%$$

$$= 590(\text{万元})$$

经营期第 2-4 年每年

净利润增加额 = (收入—总成本) × (1—所得税率)

$$= (1000 - 823.75) \times (1 - 30\%)$$

$$= 123.375 \text{ (万元)}$$

$$\text{经营期第 5-6 年每年净利润增加额} = (1000 - 723.75) \times (1 - 30\%)$$

$$= 193.375 \text{ (万元)}$$

$$\text{经营期第 7-9 年每年净利润增加额} = (800 - 603.75) \times (1 - 30\%)$$

$$= 137.375 \text{ (万元)}$$

$$\text{经营期第 10 年净利润增加额} = (800 - 480) \times (1 - 30\%)$$

$$= 224 \text{ (万元)}$$

$$\text{终结点第 11 年的净利润增加额} = (800 - 590) \times (1 - 30\%)$$

$$= 147 \text{ (万元)}$$

(2) 各年现金净流量的计算如下:

$$NCF_0 = -1000 \text{ (万元)}$$

$$NCF_1 = -200 \text{ (万元)}$$

$$NCF_{2-4} = \text{净利润} + \text{折旧} + \text{利息}$$

$$= 123.375 + 123.75 + 100 = 347.125 \text{ (万元)}$$

$$NCF_{5-6} = \text{净利润} + \text{折旧} = 193.375 + 123.75 = 317.125 \text{ (万元)}$$

$$NCF_{7-9} = \text{净利润} + \text{折旧} = 137.375 + 123.75 = 261.125 \text{ (万元)}$$

$$NCF_{10} = \text{净利润} = 224 \text{ (万元)}$$

$$NCF_{11} = \text{净利润} + \text{回收垫支流动资金} + \text{残值损失 (非付现费用)}$$

$$= 147 + 200 + 110 = 457 \text{ (万元)}$$

(第 11 年不必考虑残渣值损失的税赋抵减, 因为残值损失已被计入第 11 年的总成本增加额, 作为收入的减项, 从而抵减了所得税。)

(3) 项目净现值为:

$$NPV = -1000 + (-200) (P/F, 10\%, 1) + 347.125 (P/F, 10\%, 2) + 347.125$$

$$(P/F, 10\%, 3) + 347.125 (P/F, 10\%, 4) + 317.125 (P/F, 10\%, 5) + 317.125$$

$$(P/F, 10\%, 6) + 261.125 (P/F, 10\%, 7) + 261.125 (P/F, 10\%, 8) + 261.125$$

$$(P/F, 10\%, 8) + 261.125 (P/F, 10\%, 9) + 224 (P/F, 10\%, 10) + 457$$

$$(P/F, 10\%, 11)$$

$$= 591.948 \text{ (万元)}$$

项目的净现值为正, 因此投资建设新的生产线是可行的。

4、案例分析

(1)该董事的观点是错误的。在固定股利增长模型中“ $P_0 = \frac{D_1}{k - g}$ ”，当股利较

高时，在其他条件不变的情况下，价格的确也会较高。但是其他条件不是不变的。如果公司提高了股利支付率，增长率 g 就会下降，股票价格不一定会上升。事实上，如果股权收益率 $R > k$ ，价格反而会下降。

(2)股利支付率的提高将减少可持续增长率，因为用于再投资企业的资金减少了。股利支付率的上升会减少股票账面价值，原因也是一样的。

(3) $k = 4\% + (8\% - 4\%) \times 1.5 = 10\%$

股票价值计算见下表。

年份	0	1	2	3	合计
每股股利(元)	2	2.3	2.65	2.86	
现值系数($i=10\%$)		0.9091	0.82564	0.7531	
股利现值（元/股）		2.09	2.19	2.15	6.43
第3年年末股价(元/股)				28.6	
第3年年末股价现值（元/股）				21.54	21.54
股票价值					27.97

公司股票的内在价值将高于其市价，这一分析表明：采用新项目，公司股价将会上升，它的 β 系数和风险溢价也会上升。

5、案例分析

(1)公司需制定较高的信用标准，以保证未享受折扣的顾客也能在信用期内付款。另外，公司就加强努力收回欠款。

(2)原信用政策下的应收账款周转率 $=360 \div 60=6$ （次）

原信用政策下的应收账款占用资金 $=10000 \div 6 \times 6=1000$ （万元）

新信用政策下的应收账款平均收账期 $=70\% \times 10 + 30\% \times 30=16$ （天）

新信用政策下的应收账款周转率 $=360 \div 16=22.5$ （次）

新信用政策下的应收账款占用资金 $=9000 \div 22.5 \times 0.6=240$ (万元)

资金变动额 $=240-1000-1000= -1760$ （万元）

(3)收益变动额 $=[9000 \times (1-60\%) - 9000 \times 2\% \times 0.7] - [10000 \times (1-60\%) - 1000 \times 2\% \times 0.5]$
 $=-426$ （万元）

坏账变动额 $=90-500= -410$ （万元）

利息变动额 $= -(-1760) \times 10\% = -176$ （万元）

收账费用变动额=40-50= -10（万元）

利润变动额= -426-（-410-176-10）=170（万元）

(4)改变信用政策后，公司资金占用将减少 1760 万元，利润增加 170 万元，因此公司应改变原有的信用政策，采用新的信用政策。

6、案例分析

债券筹资与普通股筹资的无差别点：

$$\frac{(EBIT - 320 - 440) \times 0.7}{1000} = \frac{(EBIT - 320) \times 0.7}{1200}$$

通过计算可得：EBIT=2320（万元）

优先股与普通股每股收益无差别点：

$$\frac{(EBIT - 320) \times 0.7 - 4000 \times 12\%}{800} = \frac{(EBIT - 320) \times 0.7}{1000}$$

通过计算可得：EBIT=2624（万元）

在不考虑财务风险的情况下，基于以上的计算结果，债券筹资、优先股筹资与普通股筹资的无差别点分别是 2320 万元和 2624 万元。由于该项目为公司新增 400 万元（2000-1100-500）的息税前利润，加上预计当年实现的息税前利润 1600 万元，共计获得息税前利润 2000 万元。在这种情况下，普通股有着更高的每股收益率。所以应该选择发行普通股的方式来筹资。

7、案例分析

(1)持固定股利支持率政策时，计算如下：

$$2000 \text{ 年股利支付率} = \frac{250}{1000} \times 100\% = 25\%$$

所以，2001 年支付股利为 $1200 \times 25\% = 300$ （万元）

(2)采用剩余股利政策时，计算如下：

$$\text{需内部权益融资额} = 900 \times \frac{5}{5+4} = 500 \text{（万元）}$$

所以，2001 年支付股利为 $1200 - 500 = 700$ （万元）

(3)实行持续增长的股利政策时，2001 年支付股利为：

$$250 \times (1 + 12\%) = 280 \text{（万元）}$$

(4)剩余股利政策在股利分配时，优先考虑投资机会的选择，其股利额会随着所面临的投资机会而变动。因为公司每年面临不同的投资机会，所以会造成股利较大的变动，不利于公司股价稳定。

固定股利支付率政策由于按固定比率支付，股利会随每年盈余的变动而变动，使公司股利支付极不稳定，不利于公司市值最大化目标的实现。

稳定增长的股利政策的股利发放额稳定增长，有利于树立公司良好的形象，使公司股价稳定，有利于公司长期发展，但是实行这一政策的前提是公司的收益必须稳定且能正确地预计其增长率。

根据上述分析，南方公司应选择稳定增长的股利政策。

8、案例分析

1、(1)该环保类公司为了调整产业结构、退出高风险行业、向环保企业转型和实现规模收益而进行该收购决策。在并购目标的选择上，该收购属于横向并购。这样做，一方面可能为了减少竞争者的数量，另一方面可能为了力争在行业中取得主导地位。

(2)该公司的并购动因主要有：协同效应，扩大市场份额和企业发展。

2、(1)从并购类型上讲，阿尔卡特收购上海贝尔属于横向并购。

(2)从并购的实现方式上讲，阿尔卡特收购上海贝尔属于控股式并购，这种并购方式的突出特点是：并购企业只将部分净资产折为股份转让给被并购企业，被并购企业法人主体地位仍存在；并购企业作为被并购企业的新股东，对被并购企业的原有债务不承担连带责任，其风险责任仅以控股出资的股金为限；被并购企业债务由其本身作为独立法人所有或所经营的财产为限清偿；并购后，被并购企业成为并购企业的控股子公司。

9、案例分析

(1)市场竞争能力的高低不仅仅取决于技术水平，还取决于市场运作和财务可行性。铱星公司的高科技并未被市场所接受，高额的运营费用足以使铱星公司资不抵债，因而达到了破产的一个基本条件。

(2)导致铱星公司破产的原因来自于盲目的投资决策和管理不善；导致其破产的直接原因是不能清偿到期债务。

(3)从高科技的角度看，铱星系统是值得推崇的。但一个投资项目究竟应不应该上马，要充分考虑到市场的认可程度和财务可行性。