

PROJECT INVESTMENT DECISION ANALYSIS
Methods and Techniques

项目投资决策分析： 方法与技术

夏恩君 编著



经济科学出版社

项目投资决策分析： 方法与技术

PROJECT INVESTMENT DECISION ANALYSIS
Methods and Techniques

夏恩君 编著

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

项目投资决策分析：方法与技术 / 夏恩君编著. —北京：
经济科学出版社，2008. 11

ISBN 978 - 7 - 5058 - 7259 - 2

I. 项… II. 夏… III. 基本建设投资—经济决策
IV. F282

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 165557 号

责任编辑：李 雪

责任校对：王肖楠

版式设计：代小卫

技术编辑：董永亭

项目投资决策分析：方法与技术

夏恩君 编著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100142

总编室电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：www. esp. com. cn

电子邮件：esp@ esp. com. cn

天宇星印刷厂印刷

华丰装订厂装订

787 × 1092 16 开 28 印张 570000 字

2008 年 11 月第 1 版 2008 年 11 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5058 - 7259 - 2/F · 6510 定价：50.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

前 言

《项目投资决策分析：方法与技术》一书主要是为那些在以后的工作中应用资本项目投资决策理论与方法的工程类和商科类专业的研究生、MBA、MPA 和工程硕士编写的，其选材和内容也非常适合企业界的工程师们引用和参考。本书是作者在总结近二十年的教学与科研实践并融合了工程经济学领域最新进展的基础上而形成的。

我们知道，长期资本项目的投资决策对公司的未来发展十分重要，它将在未来一段时期里决定着公司的发展路径和战略定位。长期投资项目对公司未来现金流以及与现金流相关的风险产生巨大的影响，所以，项目投资决策分析正确与否，对公司的业绩有着长远的影响，也可能是公司未来发展的成败关键。

如果缺乏对现代财务管理理论知识和项目投资决策分析方法与技术的熟练掌握和运用，我们可以说，他不是一个称职的企业高层管理者。令人欣慰的是，本书可以由浅入深、结合大量生动的案例讲述项目投资决策分析的理论方法和技术，但同时又不失其翔实和严谨性。实际上，在我们的日常生活中你会发现，大部分公司财务管理和投资决策的基本原理及方法都源于经营常识。然而，如何把这些常识性的知识技能转化为有效的经营方式却是实实在在的挑战——无论是企业还是个人。这不仅需要对基本原理和方法有一个完整的认识，还需要具备按照现代财务规则和投资决策分析技术来投资和经营企业的胆识与经验的积累。

本书的特点有以下几个方面：

(1) 理论性与系统性。本着对项目投资决策分析的理论与方法深刻理解的原则，我们吸收了国内外同类教材的精华，在本书中形成了科学的、比较完整的、系统的资本项目投资决策分析技术与方法的理论体系。

(2) 教材内容技能性与可操作性（案例与 Excel 的应用）。本书特别注重学生在项目投资决策分析上实际技能的培养，书中通过大量而丰富的中外案例分析来突出各种方法的实用性和可操作性。另外，我们更加注重培养学生的实际动手能力，专门编写一章内容，讲解 Excel 在项目投资决策分析中的应用问题，图文并茂。

(3) 吸收和融合了国内外项目投资决策领域理论与实践的新内容。本教材兼容并蓄，融合吸收了项目投资决策领域的最新理论与实践成果，如增加了海外项目的

投资决策、实物期权方法应用、通货膨胀、汇率及税收折现率的确定等新内容。

以下是本书的主要内容：

- (1) 项目现金流量构成与资金等值计算。
- (2) 项目投资决策分析的评价方法——净现值法 (NPV)、内部投资收益率 (IRR)、投资回收期 (T)、收益成本比 (B/C) 等。
- (3) 不同性质的投资方案评价和资本约束条件下的多方案投资优化。
- (4) 改扩建项目与公用事业项目的投资评价。
- (5) 项目投资决策分析中的通货膨胀率和税收问题的考虑以及基准折现率的确定。
- (6) 项目投资中的不确定分析。
- (7) 海外项目的投资决策分析。
- (8) 价值工程和实物期权方法在项目投资决策中的应用以及项目的国民经济评价。

在本书中我们做了许多相应的假设，并竭尽所能给出了比较清晰的说明，但下述三个方面的基本假定是阅读学习此书时必须清楚的。

“理性人”假设：企业组织的所有者（即股东）是逐利的，要求投资收益最大化。对于企业项目或公共项目投资来讲，努力实现利润最大化或成本最小化则是其根本的目标。因此，我们假定投资决策分析者是对投资项目进行客观分析与决策的理性人。

“独立性准则”假设：通常大多数项目投资决策是独立于融资决策之外的。一般来讲，项目投资决策分析都假设公司的权益和债务资金的组合全部用于工程项目和商业项目的投资上，工程师们和其他技术人员通常并不关心公司资金的来源。所以，我们假定，项目投资决策主要是从公司的整个投资资本组合的角度来安排，而不是从项目的任何特定融资安排的角度去考虑的。

“延迟投资选择”假设：在书中的大部分章节中，我们都假设资本项目都是不能取消的，只要投资回报符合预期，就必须马上实施。但现实中，投资项目的实施与执行是不连续的，因为另一个可能的、更好的备选方案是考虑今天将资本投资于一个可行的项目，或者在一年或多年以后再做投资决策。因此，有时推迟一个投资项目的实施以保持项目执行的灵活性可以增加未来投资机会的价值，并获得更好的回报。

本书的撰写到最后出版得到了同事、朋友以及我的研究生等的帮助，特别是任宇航博士、薛永基博士、王晓成博士、袁永宁博士、王素娟硕士、王鸿雁硕士、胡广豪硕士、陶军硕士、王瑞林硕士、周昌枫硕士等在案例分析、资料收集、校对等方面做了大量工作，向他们致以诚挚的感谢。同时，向参考书目和文献的作者们致以衷心的感谢。

目 录

项目投资与价值创造	1
1.1 管理者应以增加公司的市场价值为目标来经营公司的资源	1
1.2 项目投资：企业价值创造的源泉	3
1.3 现金流量管理与企业价值创造	5
1.4 实现企业价值最大化的途径	9
1.5 价值创造的起因	13
项目及项目投资决策概述	16
2.1 项目概述	16
2.2 项目投资概述	22
2.3 项目投资决策概述	25
现金流量构成与货币等值计算	32
3.1 现金流量概论	32
3.2 项目现金流量测算的主要内容	33
3.3 项目现金流量的过程分析与构成计算	34
3.4 现金流量图	43
3.5 资金等值计算	44
项目投资决策分析的方法	65
4.1 静态经济效果评价	65
4.2 动态经济效果评价	68
4.3 基准折现率的确定	82
不同项目投资决策分析	87
5.1 互斥方案投资分析	87
5.2 独立方案的投资决策分析	100
5.3 相关方案投资决策分析	102
资本约束、项目群与项目投资优化	105
6.1 资本约束概述	106

6.2 单时期资本约束与投资优化	107
6.3 多时期资本约束与投资优化	117
6.4 项目群与投资优化	122
改扩建与技术改造项目及设备更新的经济评估	129
7.1 概述	129
7.2 改扩建与技术改造项目经济评价的总量与增量分析	131
7.3 设备更新的经济分析	139
公共事业类项目投资评价	156
8.1 公共事业类项目的范围和分类	156
8.2 公共事业类项目的特点	157
8.3 公用事业投资项目评价的重要性	158
8.4 公共事业类项目投资评价方法	158
8.5 公用事业项目评价中应注意的几个问题	166
项目投资中的税收和通货膨胀	171
9.1 通货膨胀对投资决策的影响	171
9.2 投资评价与税收	177
项目投资决策的不确定性分析	183
10.1 概述	183
10.2 盈亏平衡分析法	183
10.3 敏感性分析法	193
10.4 概率分析法	198
10.5 蒙特卡洛模拟和项目不确定分析	203
10.6 蒙特卡洛在计算机上的实现	206
项目的财务评价	215
11.1 项目财务评价与可行性研究的关系	215
11.2 基础财务报表编制	217
11.3 资金规划	224
11.4 财务效果计算	232
11.5 案例——某新建玻璃项目财务分析	234
海外项目投资决策分析	248
12.1 海外项目投资简介	248
12.2 海外项目投资环境分析	252
12.3 海外投资环境评价方法	257
12.4 海外投资项目财务分析	268

12.5 海外投资风险及管理	284
价值工程原理及其应用	298
13.1 价值工程定义与特点	298
13.2 价值工程的产生和发展	303
13.3 价值工程的一般工作程序	307
13.4 价值工程对象的选择与信息资料收集	308
13.5 功能分析与评价	313
13.6 方案创造与评价	320
13.7 价值工程在工程项目方案评选中的应用	322
实物期权及其在项目投资决策中的应用	327
14.1 实物期权理论的起源	327
14.2 期权与实物期权的基本理论	331
14.3 应用实物期权法进行投资决策的一般程序	343
14.4 实物期权的具体计算	346
14.5 实物期权的应用案例	351
国民经济评价	355
15.1 国民经济评价概述	355
15.2 国民经济评价的效益与费用	359
15.3 国民经济评价参数	361
15.4 国民经济评价指标	372
15.5 国民经济评价报表	374
Excel 在项目投资决策分析中的应用	382
16.1 Excel 在经济效果评价方面的应用	382
16.2 Excel 在技术方案风险分析方面的应用	396
附录 1: 各章习题答案	414
附录 2: 复利系数表	420
参考文献	438

项目投资与价值创造

21 世纪的管理是价值管理的时代，企业的价值管理主要体现在价值投资与价值创造两个方面。网络经济和信息技术的发展在组织架构和管理模式上给予企业价值管理以技术上的支持和理念上的衍生。可以说，价值管理正逐步走向成熟，成为当代企业管理的核心。

项目投资则正是企业价值管理的核心内容，它是企业价值创造的根本。所以说，企业价值管理实质上就是对项目投资作出科学决策，保证项目运行能给企业带来最大化现金流。这实际上也是现代公司财务管理的根本目标。本章主要就项目投资与企业价值创造两者之间关系问题展开讨论。

1.1

管理者应以增加公司的市场价值为目标来经营公司的资源

21 世纪，由于信息技术、网络技术的快速发展使得管理发生革命性的变化，最直接的表现就是在企业组织内部信息交流上促进了组织内部结构的简化、管理效率的提高。价值创造成为一切管理活动的主体，从而标志着经济社会进入了一个价值管理的时代。

1.1.1 价值管理的产生及其概念

在管理思想发展史上，继亚当·斯密和萨伊之后，企业管理在实践的推动下，历经了三次飞跃，可分为四个阶段。

第一阶段是：19 世纪末到 20 世纪初以科学管理和有效组织管理职能划分为中心内容的效能主义（古典管理）阶段。

第二阶段是：20 世纪 20 年代开始，着重于生产过程中人与人之间关系的科学阶段。

第三阶段是：在古典学派和行为科学学派的融合与启发之下，出现了运用社会系统理论、系统工程、管理科学、决策理论等思想和方法，重点设计企业内部与环境之间关系的适应性阶段。

近年来，随着有效市场理论、资本定价理论、资产组合理论、期权定价理论の日臻完善，以及企业管理理论研究和实践中的战略管理理论和财务管理理论的相互融合，特别是 20 世纪 80 年代以来，企业对货币市场和资本市场依赖加重的现实，迫使管理正在发生一场革命，紧紧围绕“价值”这个中心，为股东创造更多的财富，从而使企业管理进入到以价值为基础、以价值最大化为目标的价值管理（Value Based Management, VBM）的第四阶段。

所谓价值管理是指企业紧紧围绕价值最大化目标，适时地根据环境变化，通过对投资机会的把握，合理配置企业资源，其中包括战略性投资和结构性调整，采取直接投资、兼并收购、资本重组等方式，提高组织发展的灵活性、适应性和可持续性，以增加社会和民众对企业收益和增长的预期，最终为投资者创造更多财富的各种管理方法的总称。因而很明显：价值管理的目标就是企业价值的创造和价值的最大化。

1.1.2 企业价值的内涵

企业价值是指通过企业内部诸多资源的组合、共生所表现出来的、被市场所认可的经济实力和社会影响力。企业价值已经成为财务管理领域的核心概念之一，对它的理解与运用从很大程度上讲将决定一个企业财务管理水平的高低。由于企业价值内涵的丰富性及复杂性，管理者可以从不同的角度来认识和理解企业价值，企业可以运用不同的方法来观察和评估持续经营状态下的企业价值和价值创造，进而引导和控制企业价值及其最大化的实现过程。于是，价值管理作为一种价值创造的管理工具和运作模式就应运而生了，并逐渐成为企业管理的核心。

企业价值内涵极其丰富，不同范畴有不同的价值，可以是指企业的账面价值、市场价值、内在价值、社会价值，也可以是企业的清算价值。

账面价值是企业一定时点资产负债表上所显示的资产总额。账面价值不考虑现时资产市场价格的波动，也不考虑资产的收益状况。会计师尤为强调账面价值。

市场价值是企业流通在外的普通股市场价格与企业的债务价值之和。它可能是公平的，也可能是不公平的。

内在价值是企业创造的未来现金流的现值。内在价值是企业的公平市场价值，价值评估的目的就是要确定一个企业的公平市场价值。

清算价值是企业停止经营，出售资产产生的现金流。清算价值是基于企业的非持续经营。

企业的社会价值，被社会认可和接受的价值，而不是由某个人或者某个机构主观确定的价值，它是市场机制在社会大环境下自动作用形成的结果，很难用货币来衡量。

1.2

项目投资：企业价值创造的源泉

就经济学意义来讲，投资是资本存量的增加，这在微观企业中表现得更为直观而有形。那么，资本投资实际上就是能给企业带来价值创造和增值的过程，它的表现形式就是实物资产的投资，即项目投资。由此我们可以说，资本存量的增加，即项目投资，对微观企业来说意义重大，它是企业价值创造的源泉。

增加资本存量，是需要投资的，资金从哪里来？钱又应该投向哪里？在整个的资本运作过程中又怎样才能保证增值？这就是我们所说的项目投资决策问题。另外，增加企业价值又是现代公司财务管理的目标，而企业的价值是用资产来衡量的。我们这里所指的资产不是会计账面上的价值，而是企业的市场价值。市场是变化的，那么企业的价值也就不是一成不变的。投资于一个企业的资产或某一个项目，这里就有个评估问题，即要很好评估企业未来创造价值的能力。

从财务角度看，企业价值需要通过现金流的不断创造过程来实现。现金流的创造过程是一个不断循环的增值过程——即项目投资和运作。这样，任何企业无论在初期还是在发展时期，都要进行项目的投资和融资，持续地进行价值创造过程，这也就是我们通常所说的企业扩张行为与过程。

1.2.1 企业价值增值的动因

企业价值创造和增值的根本动因是基于投资者的投资需要所决定的，但进一步扩展来看，企业又是各利益相关者的共同体，它面对着来自市场竞争的强大压力，因此，在价值创造和增值的过程中必须兼顾各利益相关者的利益和市场等方面的因素。所以，企业价值创造和增值的具体动因主要有如下几个方面：

1. 投资者的需要。

投资者进行项目投资的目的是为了占有企业创造的新增价值，因此投资者会要求企业寻求更多的投资机会，进行项目投资，这样才能实现企业价值的增值，投资者才能获更多的投资回报。

2. 员工的需要。

为了满足员工的需要，企业必然要扩大生产规模，提高生产效率，促使消费品价格下降，使企业赚取更多的利润。这样，员工参与企业价值增值的分配（工资收入、股票期权等），使员工能够分享企业的新增价值。因此，基于员工对价值追求

方面的考虑企业进行项目投资也成为其价值增长动因之一。

3. 市场竞争的压力。

由于市场竞争的加剧，迫使企业加强管理，提高产品质量和服务，加强技术开发和新产品开发，进而要投资于技术先进和经济可行的项目以增强企业的核心竞争力。因此，市场竞争成为企业价值增值的巨大压力，并转化为动力。

1.2.2 企业价值创造过程

企业要运用筹措的资金对自身运营过程所需的资产项目进行投资，如新机器、和新的工艺设备等。随着市场和营业规模的扩大，企业对支持其进一步发展的资产规模需求也相应扩大，需要不断增加权益资本和债务资本的融资来进行持续的项目投资和扩张。这就需要企业要有有一个持续的融资能力问题。这种融资能力主要取决于基于现金流创造的价值增值能力——即企业的持续盈利能力的判断。从企业长期的成长性看，其获取营业收入及相应的利润的目的在于：

- 以股利形式对权益资本投资者进行分配；
- 以现金流支付债权投资者的利息和本金；
- 以利润留存的形式对企业发展进行资本再投资。

由此我们可以看出，企业价值增值的过程也就是企业在经营过程中不断创造现金流的过程。现金流的循环过程始终贯穿于企业的营运过程，企业的价值增值意味着企业的现金流在循环过程中增值，如图 1-1 所示。

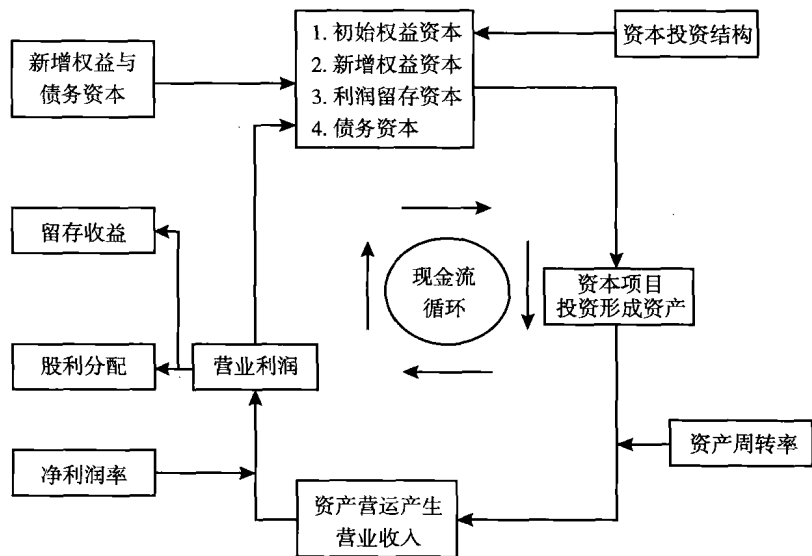


图 1-1 企业价值的创造过程

1.3

现金流量管理与企业价值创造

1.3.1 现金流量是企业价值创造的源泉

1. 现金流决定价值创造。

根据马克思关于资本循环与周转的基本原理，资本循环与周转包括货币资本的循环与周转、生产资本的循环与周转和商品资本的循环与周转。从产业资本的循环与周转过程中可以看出：货币资本就是现金流，它决定生产经营活动的全过程，价值创造离不开生产经营活动。

$$G - W_{pm}^A \cdots P \cdots W' - G'$$

其中： G 代表货币资本， W 代表商品资本， PM 代表生产要素， A 代表劳动力， P 代表生产资本， W' 代表新的商品资本， G' 代表新的货币资本。

根据这一基本原理，我们可以知道现金流是企业生产经营活动的第一要素。企业只有持有足够的现金，才能从市场上取得生产资料和劳动力，为价值创造提供必要的生产要素，因此，获得足够多的现金流是整个过程的第一推动力。市场经济中，企业一旦创立并开始运作，就必须拥有足够的现金购买原材料、辅助材料、机器设备、支付工资及其他费用。货币是企业组织生产经营活动的基本前提。

但是，企业只有通过销售收入获得现金才能实现价值的创造。虽然价值创造的过程发生在生产过程中，但生产过程中创造的价值能否实现还要看生产的产品能否满足市场的需要，是否有消费者购买并收回现金。当然，销售过程也是一个创造价值的过程，它的正常开展也需要相应的现金流。由此可见，企业的价值创造过程离不开现金流，否则就会发生中断。

2. 现金流反映企业的盈利质量，决定企业的市场价值。

现金流比利润更能说明企业的收益质量。根据权责发生制确定的利润指标在反映企业的收益方面确实容易导致一定的“水分”，而现金流指标恰恰弥补了权责发生制在这方面的不足，关注现金流指标，甩干利润指标的“水分”，剔除了企业可能发生坏账的因素，使投资者、债权人等更能充分地、全面地认识企业的财务状况。因此，观察企业经营活动现金流的情况可以较好地评判企业的盈利质量，确定企业真实的价值创造能力。另外，实证研究表明，企业股票的市场价格与企业现金流的相关性越来越强。

3. 现金流状况决定企业的生存能力，而企业生存是其价值创造之基础。

现金流比利润更能表明企业的偿债能力，现实中的案例以及 20 世纪末的金融危机和 2007 年由美国次贷危机引起全球金融危机使人们对“现金为王”的道理有了更深的感悟。反映偿债能力的传统指标通常有资产负债率、流动比率、速动比率等，而现金流指标在反映企业偿债能力方面具有独特的功能，比传统的指标更具有一定的先进性和科学性。例如，经营活动的净现金流量与全部债务的比率则比资产负债率更能反映企业偿付全部债务的能力，现金性流动资产与筹资性流动负债的比率则比流动比率更能反映企业短期偿债能力。因此，从偿债能力指标角度看，毫无疑问现金流量指标比利润指标更具说服力。总之，现金流指标反映了企业的偿债能力，偿债能力决定企业的生存能力，而生存是企业创造价值的基础。

1.3.2 以现金流量为基础的企业价值评估方法

在莫迪利安尼（F. Modigliani）和米勒（M. H. Miller）的研究的基础上，企业价值评估开始进入适用阶段。根据汤姆·科普兰（Tom Copeland）等人的研究，认为企业价值是未来现金流量的现值，价值是衡量绩效的最佳标准。现金流量折现模型是企业价值评估使用最广泛、理论上最健全的模型。基于现金流量的价值评估方法主要有以下几种：

1. 实体自由现金流量折现模型。

实体自由现金流量折现模型的主要思想是：先评估企业的实体价值，然后评估企业的债权价值，用实体价值减去债权价值得出股权价值。实体价值和债权价值等于各自折现的现金流量，而现金流量要用反映其风险的折现率来折现。

实体现金流量折现模型的计算公式如下：

$$\text{企业实体价值} = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{\text{实体自由现金流量}_i}{(1 + \text{加权平均资本成本})^i}$$

$$\text{企业债权价值} = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{\text{债权自由现金流量}_i}{(1 + \text{债权平均资本成本})^i}$$

$$\text{企业股权价值} = \text{企业实体价值} - \text{企业债权价值}$$

实体现金流量模型可以分为三种类型

（1）永续增长模型。

$$\text{企业价值} = \frac{\text{下期实体自由现金流量}}{\text{加权平均资本成本} - \text{永续增长率}}$$

（2）两阶段模型。

$$\text{实体价值} = \text{预测期实体现金流量现值} + \text{后续期价值的现值}$$

$$\text{企业价值} = \sum_{i=1}^n \frac{\text{实体自由现金流量}_i}{(1 + \text{加权平均资本成本})^i} + \frac{\text{实体自由现金流量}_{n+1}}{(1 + \text{加权平均资本成本})^n} \cdot \frac{(\text{加权平均资本成本} - \text{永续增长率})}{(\text{加权平均资本成本} - \text{永续增长率})}$$

(3) 三阶段模型。

企业价值 = 增长期现值 + 转换期现值 + 后续期现值

$$\begin{aligned} \text{企业价值} = & \sum_{i=1}^n \frac{\text{增长期实体自由现金流量}_i}{(1 + \text{加权平均资本成本})^i} + \sum_{i=n+1}^{n+m} \frac{\text{转换期实体自由现金流量}_i}{(1 + \text{加权平均资本成本})^i} \\ & + \frac{\text{后续期实体自由现金流量}_{n+m+1} / (\text{资本成本} - \text{永续增长率})}{(1 + \text{加权平均资本成本})^{n+m}} \end{aligned}$$

实体自由现金流量模型应用最为广泛，主要因为：股权成本受资本结构影响，估计比较复杂；实体自由现金流量估计可以提供更多的信息，包括企业实体价值、债权价值和股权价值。

2. 股权现金流量折现模型。

股权自由现金流量是指一段期间可以提供给股权投资人的现金流量总计。用股权自由现金流量进行价值评估的计算公式如下：

$$\text{股权价值} = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{\text{股权自由现金流量}_i}{(1 + \text{权益资本成本})^i}$$

股权自由现金流量折现模型也分为三类：永续增长模型、两阶段增长模型和三阶段增长模型，这可以比照实体自由现金流量模型。

3. 经济利润模型。

经济利润模型认为，企业价值等于投资资本额加上未来每年创造价值现值。用经济利润模型进行企业价值评估时，计算公式如下：

$$\text{企业价值} = \text{投资成本} + \sum_{i=1}^{\infty} \frac{\text{经济利润}_i}{(1 + \text{加权平均资本成本})^i}$$

经济利润 = 投资资本 × (投资资本回报率 - 加权平均资本成本率)

4. 税前现金流量模型。

该模型按照税前自由现金流量为参数进行评估，为企业价值评估提供了新的思路。该模型的缺点在于不同的所得税税率可能会对企业价值产生影响，同时企业采取不同的避税政策也会对企业评估价值产生影响。

该模型的计算公式如下：

$$\text{企业价值} = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{\text{税前自由现金流量}_i}{(1 + \text{税前折现率})^i}$$

其中：

税前自由现金流量 = 税后自由现金流量 / (1 - 税率)；

税前折现率 = 税后折现率 / (1 - 税率)。

5. 修正现值模型。

修正现值模型认为一个企业的价值应该等于无财务杠杆时企业的净现值 (NPV) 加上筹资方式带来的附加影响的净现值 (NPVE)。计算公式如下:

企业价值 = 无财务杠杆条件下的净现值 + 融资副作用的净现值

融资带来的副作用包括发行新股的发行费用、利息税盾的价值以及通过贷款担保获得的融资补助等。

1.3.3 现金流量管理与价值管理的关系

如前所述, 价值管理不是偶然的, 而是一个有意识的、持续监控的过程。创造现金流与提升企业价值在这里得到了透彻的诠释, 价值管理是一种深刻而系统的理财变革, 它是现代企业管理中一种超级理财模式。

稳定而有力的价值创造是股价上升的决定因素, 这就解决了首席执行官 (CEO) 的问题, 即把经营重点倾向于价值创造还是利润追逐。企业股价变动背后最关键的支撑是企业现金流及价值提升, 而不是预期的盈利增长。价值管理需要 CEO 在整个组织内发展一种管理价值、创造价值的理念并使之制度化。

21 世纪的管理是价值管理的时代, 而网络经济和信息技术又把价值管理推向一个崭新的阶段, 在组织架构和管理模式上给予技术支持和理念衍生。可以说, 价值管理正逐步走向成熟, 成为新经济时代企业管理的核心。

价值管理是基于价值基础的管理活动, 以提升企业价值为目标, 能帮助企业更快更好地创造价值。企业价值最大化反映了企业的效率与效益, 科学地考虑了风险与报酬的联系, 体现了对经济效益的深层认识, 兼顾了企业发展中各契约方的利益关系。依据现金流量折现模型, 企业价值最大化一定意义上取决于现金流量的最大化。因此, 要求管理当局及其相关利益群体力争增进企业的现金流量, 降低资金成本, 并延长企业经营的存续期, 使企业存在的微观价值和宏观价值得以协同实现。

价值管理的核心内容包括现金流量管理和价值创造。价值表面上飘忽不定, 但实质上决定于企业未来所创造的现金流量的现值, 这一点是相对固定的。因此, 我们研究价值管理必须以现金流量为切入点, 基于项目生命周期的全过程考虑, 进行系统分析。价值管理强调财务战略、财务制度安排、财务组织协调、财务活动整合, 是一种系统思维模式下的大财务管理, 涵盖财务工程和资源整合、均衡投资与利润分配的关系, 其宗旨是增进企业现金流量, 提升企业整体价值, 保持竞争优势与长期增长态势, 这一系列的财务行为, 均是以价值为大前提, 围绕现金流量系统展开的。因此可以说增加现金流量既是价值管理的一项重要内容, 又是实施价值管理的目的所在, 扮演着内容与目的的双重角色, 如图 1-2 所示。

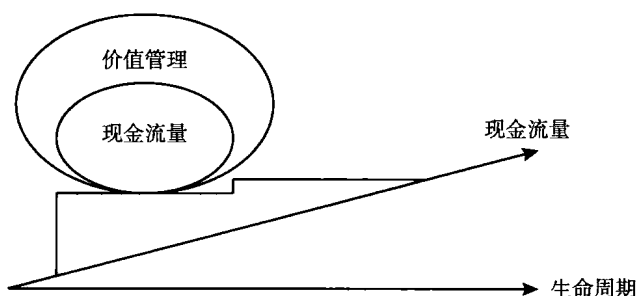


图 1-2 现金流管理与价值管理的关系

1.3.4 正确评估企业价值的重要意义

(1) 有助于企业实现企业价值最大化。企业的最终目标就是追求企业价值最大化，价值最大化就是企业通过合理经营，采用最优的项目投资决策，考虑资金的时间价值和风险价值的情况下，使企业的总价值达到最高。

(2) 有助于企业兼并收购活动的定价。随着资本市场中资产重组活动的日益活跃，对于兼并收购中企业价值的定价成为一个重要研究领域。兼并收购失败的一个主要原因是目标企业的定价过高，给收购者带来巨大资金压力。因此，对于目标企业的价值进行合理现金流创造评估，确定恰当的收购价格，有助于企业兼并收购活动的成功。

(3) 为企业价值管理提供动态反映。由于企业面临的市场环境在不断变动，企业的经营状况也在发生变化，因此企业价值也是处于动态变化之中。在不同的发展阶段，企业的经营目标、发展策略完全不同，导致企业内部资源配置出现调整，最终影响企业现金流产生的创造，引起企业价值产生波动。这要求财务人员必须随时掌握并评价企业价值，通过调整经营策略和投资策略，保持企业价值最大化。

(4) 为理性投资提供决策依据。资本市场的发展为投资者提供了更多的投资渠道和交易品种，股票投资成为众多投资者的宠儿，然而股票投资的风险成为投资者面临的难题。为了回避投资风险，分析公司的内在价值和现时市场价值的区别，并进行理性投资是一项好的选择。

1.4

实现企业价值最大化的途径

1.4.1 实现企业价值最大化的常规途径

在分析企业价值的实现途径前，有必要简要阐述企业价值的计量。关于企业价