

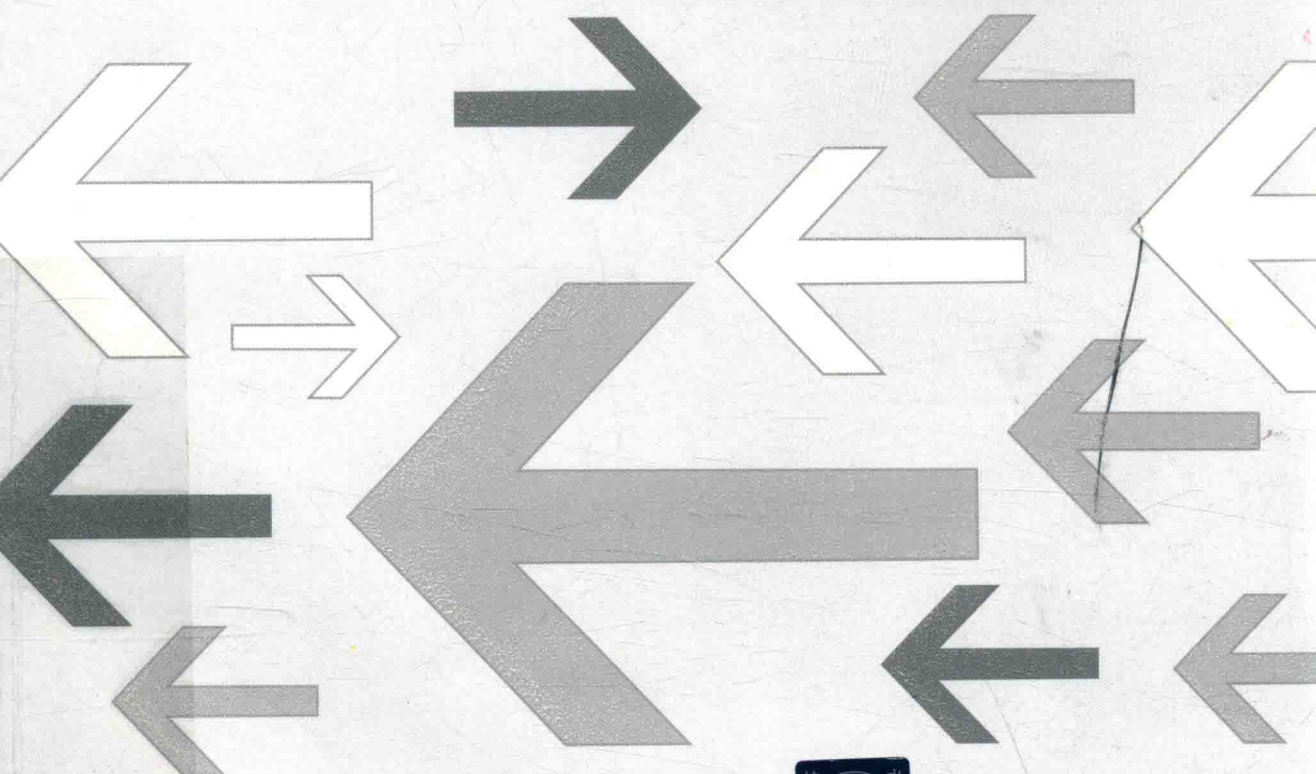


新坐标会计系列精品教材

# 高级财务 管理学

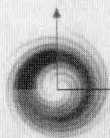
(第2版)

汤谷良 王珮 主编



清华大学出版社





新

材

# 高级财务管理学

(第2版)

汤谷良 王珮 主编

清华大学出版社  
北京

## 内 容 简 介

本书的内容框架主要基于互联网、大数据、全球化时代企业财务管理从内容体系到职能方式的诸多变化,围绕企业财务的企业估值与价值管理、财务战略与管理、公司财务治理、财务预警与风险管理、资本运营、企业集团财务管理等进行写作,在内容上充分彰显企业财务理论发展和实际创新的最新成果。本书首次单独用一章阐述挂牌新三板的企业财务问题,以此探究我国中小企业财务管理问题。这次修订更新了各章节后的所有教学案例,且都是中国企业新近财务案例。

本书写作与修订的宗旨是使读者尤其同学们在学习财务管理基本原理的基础上,深度钻研财务管理在实践中重要难点与疑点问题,以此提升财务管理的专业理念、执业技能、变革创新的能力。

本书适合作为普通高校财务管理、会计学、企业管理、金融学等专业本科生高年级学生和研究生,以及 MBA、MPACC 和 EMBA 学员的教材,还可作为有志于钻研、学习企业财务管理专题知识与问题的读者的自学参考书。

本书封面贴有清华大学出版社防伪标签,无标签者不得销售。

版权所有,侵权必究。侵权举报电话:010-62782989 13701121933

### 图书在版编目(CIP)数据

高级财务管理学/汤谷良,王珮主编. —2版. —北京:清华大学出版社,2017  
(新坐标会计系列精品教材)

ISBN 978-7-302-46259-0

I. ①高… II. ①汤… ②王… III. ①财务管理—高等学校—教材 IV. ①F275

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2017)第 013151 号

责任编辑:刘志彬

封面设计:汉风唐韵

责任校对:王荣静

责任印制:王静怡

出版发行:清华大学出版社

网 址: <http://www.tup.com.cn>, <http://www.wqbook.com>

地 址:北京清华大学学研大厦 A 座 邮 编:100084

社总机:010-62770175 邮 购:010-62786544

投稿与读者服务:010-62776969, [c-service@tup.tsinghua.edu.cn](mailto:c-service@tup.tsinghua.edu.cn)

质量反馈:010-62772015, [zhiliang@tup.tsinghua.edu.cn](mailto:zhiliang@tup.tsinghua.edu.cn)

课 件 下 载: <http://www.tup.com.cn>, 010-62770175-4506

印 装 者:北京鑫海金澳胶印有限公司

经 销:全国新华书店

开 本:185mm×260mm 印 张:13.25 插 页:1 字 数:318千字

版 次:2010年9月第1版 2017年3月第2版 印 次:2017年3月第1次印刷

印 数:1~4000

定 价:39.00元

---

产品编号:073675-01



## 第 2 版 前 言

距离我们作者团队撰写的由清华大学出版社出版的《高级财务管理学》已经六七年了！这些年中国企业经营环境持续变化、互联网大数据方兴未艾、企业盈利模式不断转型创新、新三板市场备受关注等挑战着企业财务各种理念与管理技术，这些因素促成我们修改并再版本书。

这次修改再版，我们一如既往地坚持高级财务管理就是要就管理来论财务，体现财务管理的社会过程，立足于组织结构和治理环境，从实现企业战略目标，提高其核心竞争能力的角度诠释财务管理功能。高级财务管理中的“高级”是一个相对的概念，体现为关注的焦点从企业股东价值到整体价值，从保障型财务到战略型财务，从财务独立型到财务整合型管理，从结果导向型到过程控制型财务管理，从资金管理到价值管理，从资产运营到资本运营，从单一的财务主体到复杂的财务主体的转变。

这次修改，本书的框架结构与主体内容没有重大变化。具体变化与完善包括：（1）写作风格上，服从教学需要，更便于教师在课堂上依循教科书，同时也提升了教师在教学中“自主发挥”的空间；（2）不少内容吸收了财务管理理论与实践的最新成果，尤其是作者近年来最新的研究成果，体现了财务理论发展和实际创新的最新成果；（3）删去了“预算管理”章节，因为全面预算等更应该属于是管理会计而非公司财务管理的内容。当然作为落实战略的工具，我们把预算嵌入财务战略管理的内容当中；（4）首次安排单独章节阐述“挂牌新三板的企业财务问题”，以此探究中小企业财务管理问题；（5）更新了各章节后的所有教学案例，它们都是中国企业的最新案例，以“接地气”探究新近的中国企业相关财务案例是最佳学习方式；（6）每章后面在归纳各章小结的基础上，提出了“本章思考题”，旨在进一步明确本章的关键知识点和同学们应该思考的重要问题。

总而言之，我们期望本书的改编修订，使读者尤其同学们在财务管理基本原理和方法基础上，进一步学习、理解企业财务管理在实践中一些深层次的、特殊性和较为纠结的难点问题，不断提升财务管理的专业意识、执业判断、专业创新的能力。

本书的完成是作者们长时间钻研与努力合作的结果。其中对外经济贸易大学汤谷良教授执笔第一、第三章，韩慧博副教授执笔第四、第六、第八章，北京理工大学佟岩教授执笔第五章，中国石油大学（北京）王珮副教授执笔第二、第七章。最后由汤谷良和王珮审定全书。

本书的内容设计、结构安排、观点阐述等都极具争议性，我们坚信本书的出版将有助于读者对该学科形成一个全方位的认识，激发读者产生更深入的理性思考，更高水准地服务于财务管理的人才培训、实践创新与管理提升。

编者

2016年10月

# 目 录

<b>第 1 章 高级财务管理概论</b> .....	1
1.1 公司财务管理学的主要议题 .....	1
1.2 传统财务基本理论的缺陷 .....	2
1.3 高级财务管理的理论结构 .....	7
<b>第 2 章 企业估值与价值管理</b> .....	13
2.1 企业价值的属性与形式 .....	13
2.2 企业估值 .....	15
2.3 基于价值的财务管理 .....	30
2.4 市值管理 .....	35
本章案例：索菱巨资加码车联网 标的公司首季营业收入 3 万元 .....	38
<b>第 3 章 财务战略与管理</b> .....	41
3.1 财务战略概述 .....	41
3.2 财务战略决策分析 .....	45
3.3 盈利模式与投资战略 .....	50
3.4 营运资本战略 .....	59
3.5 企业再投资能力 .....	64
3.6 企业战略、预算与绩效目标 .....	69
本章案例：万达“轻资产”转型缓慢 .....	77
<b>第 4 章 公司财务治理</b> .....	79
4.1 公司治理与财务治理 .....	79
4.2 公司财务分层治理结构 .....	87
4.3 公司财务治理机制 .....	94
4.4 经营者激励 .....	103
本章案例：华帝控制权聚变 .....	108
<b>第 5 章 财务预警与风险管理</b> .....	111
5.1 风险与财务风险 .....	111
5.2 企业财务预警方法 .....	113
5.3 财务风险管理 .....	124
本章案例：煤炭央企子公司首现债务违约 .....	132

## 高级财务管理学（第2版）

<b>第6章 资本运营</b> .....	134
6.1 资本运营概述 .....	134
6.2 IPO与再融资 .....	135
6.3 私募股权基金 .....	147
6.4 并购中的财务决策 .....	151
6.5 资产重组 .....	155
本章案例：中信股份中国香港整体上市 .....	159
<b>第7章 企业集团财务管理</b> .....	162
7.1 企业集团财务管理概述 .....	162
7.2 企业集团管控模式 .....	166
7.3 集团管理扁平化、自组织与共享服务中心 .....	175
7.4 集团内部资本市场 .....	180
本章案例：中国石油大司库项目启动 .....	188
<b>第8章 挂牌新三板的企业财务问题</b> .....	192
8.1 我国新三板市场概述 .....	192
8.2 挂牌新三板企业的股票转让与融资 .....	194
8.3 挂牌新三板企业的并购与资产重组 .....	198
本章案例：“凯乐科技”收购“长信畅中”：上市公司收购新三板企业案例 .....	200
<b>参考文献</b> .....	202

# 第1章 高级财务管理概论

## 1.1 公司财务管理学的主要议题

关于公司财务学，中、英文都有多种表述，如公司理财（Corporate Finance）、公司财务管理（Corporate Financial Management）等。从内容上讲“公司理财”更多地涉及财务经济学（Financial Economics）的问题，如金融市场、资产定价理论、金融中介、融投资工具及其创新、上市发债、公司并购等。有人提议把概念定位于“公司财务管理”，理由是这门学科应该立足于非金融企业如何利用财务理论和金融工具实现财务资源的组织、配置对企业价值的影响，包括财务决策、计划、控制、分析等，只有这样才能使“公司财务管理”名副其实。这一界定成为本书写作的概念前提。

当然，无论是“公司理财”，还是“公司财务管理”，从学科内容上看，基本是一致的，主要包括资本预算、融资与资本结构、股利政策和并购。公司财务管理涵盖的核心原理应该包括净现值、资本资产定价、马科维茨的资产组合、以MM理论为代表的资本结构以及布莱克和斯科尔斯的期权定价模型等。这些财务学核心内容的理论基础尽管比较丰富，但主要还是集中在代理理论（完全合约理论）、理性经济人、有效市场假说、对称信息等理论框架内。可以说没有这些基本理论就没有如今公司的财务管理学科体系。

财务管理学究竟是研究什么问题的？此问题的表述各异。1994年被《商业周刊》评为全美商学院12个顶级教授之一的Aswath Damodaran（2001），在其《公司财务：理论与实务》一书中前后一贯的表述是：公司财务的研究对象是公司所制定的具有财务意义的所有决策。这些决策可分为三大部分：与资源分配有关的决策（投资决策）、与项目筹资有关的决策（资本结构决策）；与制定再投资或退出经营现金额度有关的决策（股利决策）。Brigham和Ehrhardt（2005）在《财务管理：理论与实践》一书中提出，大部分财务管理知识围绕三个问题展开：（1）一个特定公司的股票价值通过什么因素产生；（2）管理者如何选择增加公司价值的决策；（3）管理者如何保证公司在执行这些计划的时候不出现资匮乏。Ross（2002）等人在《公司理财基础》一书中认为，财务经理必须关注三类基本问题：第一个问题着眼于企业的长期投资（资本预算）；第二个问题着眼于企业对支持其长期投资需要的长期筹资的获取和管理方式（资本结构）；第三个问题着眼于对客户收款和向供应商付款等日常财务活动的管理（营运资本管理）。

财务的六大奠基理论包括资本结构理论（Capital Structure）、现代资产组合理论与资本资产定价模型（CAPM）、有效市场假说（Efficient Markets Hypothesis, EMH）、代理理论

(Agency Theory)、信息不对称理论(Asymmetric Information)、期权定价理论(Option Pricing Model)都是建构在一系列的严格的假设基础上的, Damodaran 教授曾将建构财务管理学的基础性假设归纳为四组, 即经理与股东目标函数一致性假设、债权人利益得到完全保护假设、市场有效性假设和社会成本为零假设。当然, 现实的公司财务管理实践是远离上述的严格假设。

比如, 充分有效市场理论是根据经济学中完美市场的假设推导出的财务学的经典理论。如果将“充分有效”视为没有摩擦力的话, 则可将财务经典理论视为物理学中没有摩擦力的理论, 它是所有理论的基础和标杆。众所周知, 充分有效市场理论在财务学、资产定价理论中的运用很广, 例如, 资本资产定价模型和布莱克和斯科尔斯的期权定价模型都是在完美市场的条件下推导出来的。还有在充分有效市场的情况下, 公司的融资策略、资本结构、股利策略和收购兼并都与公司市场价值无关, 都不互相影响, 这就是著名的莫迪格里安尼米勒定理。但是公司财务学并非绝对没有考虑各种“摩擦力”的存在, 而是在不同程度上和从不同角度考虑了市场的“半强”或“弱势”有效性。现行财务学考虑的“摩擦力”主要有税收、信息不对称、代理问题、法律以及非理性的行为。这些内容已成为财务学理论向纵深发展的标志性成果, 但是我们并不能由此否定“有效市场假设”在财务理论构建中的奠基作用。

另外, 代理理论的理论基础是契约理论, 而信息不对称理论则是以博弈论为基础。契约理论和博弈论都是经济学中比较艰深的理论, 多用数学理论推导加以逻辑证明, 理论基础比较严谨。同时也都必须是在经济活动的参与者是理性的这一假设之上, 所以它们不可能解释所有的财务问题和市场现象。何况被实证模型主导的财务金融理论“已取得了真正的科学突破, 非常严谨, 比如一般均衡理论、博弈理论、资产组合最优化模型和衍生品定价模型。但任何优点被运用到了极致, 都会变成缺点。主流财务经济学习惯披上数学和物理学的外衣, 但这两个学科的严谨, 可能会给业外人士——尤其是商业领袖、监管者、政策制定者——留下一种错误的印象: 我们模型得出的结论精确无误 (Andrew, 2009)”。

## 1.2 传统财务基本理论的缺陷

### 1.2.1 什么因素驱动了公司价值的变化: 是盈利? 现金流? 收入规模? 还是其他因素?

企业财务管理的根本目标是实现企业价值最大化。但在财务管理理论实践运用中, 很多财务学者几乎将“公司价值”的概念等同于“公司股价”来理解, 或者说公司市值(股价)是公司价值最直观的表达。由于这一“等同”概念的混淆, “市价”成为财务决策与评价理论与实践的主要甚至唯一的标准。现有财务原理认为企业的内涵价值对于企业所有者、债权人、管理者等来说, 多是由企业利润、现金流、净资产等价值所决定。所以财务上认为市盈率 P/E、市净率 P/B、市销率 P/S 或者现金流折现 DCF 等方法作为公司估值的基本方法, 强调未来的盈利、自由现金流和股利分红等能力是公司价值的本源。



2016年7月20日全球同步的《财富》世界500强排行榜出炉。沃尔玛连续三年排名第一位，营业收入达4821亿美元，同比微降0.7%。国家电网排名跃升至第二位，中石油和中石化紧随其后，分列第三位和第四位。中国上榜公司数量继续增长，2016年达到了110家。然而，当今中外资本市场的股价表现，不仅越来越游离于传统财务报表数据，也挑战着现行财务理论的价值主张。如一直排列在世界500强前五名的中石化、中石油的盈利水平不强，尤其它们的股市价格持续走低。但是并未进入世界500强的腾讯控股，2015年总收入为158.41亿美元，年度盈利为44.83亿美元，其市值不断走高，2016年9月5日腾讯股价达208.60港元，市值已达19746.73亿港元，首超中国移动，成为亚洲市值最高的公司。

由此可见，在当今时代，投资者对公司价值的认知与判断，已经不再局限于企业现在或未来的利润、现金流、财务分红、营业收入等这些财务信息，更多的是基于企业的商业模式、核心竞争能力和企业持续创新能力，这些能力的强弱也非由股东财务投入或企业拥有的财务资源规模所决定的。故此，这些资源可以是点击率、用户群、信息平台等，甚至可以是数据本身。根据预测，大数据挖掘和应用可以创造出超万亿美元的价值，数据将成为企业的利润之源和战略资产。拥有数据的规模、结构，以及收集、运用数据的能力将决定企业的核心竞争力。

对当今企业成功与否的评判标准，也不再仅仅依靠最终财务指标上的成功，而主要是依靠在商业市场中客户获取的成功。但是传统财务理论很少关注企业商业模式问题，似乎这与商业模式无关。即使有相关财务理论提及“商业模式”这个概念，也都只是轻描淡写，因此这的确是财务理论在战略导向上的严重缺陷。尽管在现实中，企业价值在很大程度上需要通过金融市场来反映，但是从根本上来看，企业价值在最大化的目标还是要通过企业在商品市场、商业经营的过程中赢得有利可图的客户并形成独到的商业模式来实现。

其实，财务理论上强调的运用DCF进行估值的技术主要适合进行债券、优先股和其他固定收益的证券估值或者用于定期、定额分配股利的股票估值。不适合为具有明显增长机会和巨额无形资产的公司估值，更不适合研发投入较大的高科技公司和新经济企业。

根据最近两年资本市场的股价表现，企业的商业模式必须创新、必须“触网（互联网）”，这是大数据环境对企业商业模式的基本要求。当今企业只有通过“触网”，才能充分利用大数据环境、进行精细化的数据挖掘，实时把握、预警差异化的客户需求、根据用户不同的兴趣和需求推出不同的产品或服务，持续改进用户体验。这种“触网”下的商业模式也不是以财务资本投入为关键驱动因素，而是依靠技术创新、系统建设、品牌运作、服务提升、流程再造等“无形资本”的能力。

## 1.2.2 财务决策的信息内涵越来越不“财务”，财务信息的外延越来越无边界

财务管理从管理的内容上分析，已经大大超越传统财务资金管理、成本控制的范围，或者说这种财务管理的制度设计已经把财务管理、成本控制、预算体系、业务经营、项目管理等融为一体，并且在大数据的环境下将所有管理内容数据化、模块化。从财务决策与分析的信息类别来看，除了财务会计信息外，更多依赖行业发展信息、资本市场与货币市

场信息、深度的客户与供应商的信息、企业内部的战略规划、业务经营、成本质量技术研发、人力资本和业务单位的各种信息。

互联网时代、大数据经营环境使得企业获得决策信息的成本更低、速度更快、针对性更强，尤其是彻底打破了一批企业，尤其是大型集团企业内部的各级子公司和分公司、各个部门和业务单元的因长期独立运作而形成一个个“信息孤岛”，实现了财务与业务信息的一体化。实现企业财务与业务的融合，打破传统财务信息边界是传统财务管理变革的必然方向。

### 1.2.3 企业如何做资本预算？投资决策标准如何变革？

现行财务理论认为一个投资决策是否可行的标准是是否能提高财务资本回报率或股东财务收益，当然货币时间价值是必须考虑的因素，所以财务上较为成熟的投资项目的评估方法，如净现值 NPV、内部收益率 IRR 等，其技术应用特别广泛，基本原理是基于对投资项目预计现金流折现的判断。而在大数据时代，这些评估技术的弊端已日益显现：一是表现对预计现金流的估计上，如果对预计现金流的估计不能准确，则可能会直接导致错误的投资项目决策。二是这些评估方法已经不适合对现金流较少或者未来现金流不明显、不明确的投资项目的评价，或者这些评价技术只适应于传统的重资产经营模式。

财务决策缺乏对企业战略的深度考虑和盈利模式的基本考虑是特别突出的问题，所以我们不能再认为评估投资项目的可行与否是完全基于其未来盈利能力或现金流水平的，投资盈利是一个特别结果的指标，因为这并不是对当今投资项目的成功与否、有效性大小的驱动因素的深度、全方位挖掘。当然，这种挖掘在非大数据、互联网时代特别困难。而如今，大数据时代就意味着企业可以得到更海量、更多样、更准确的信息，比如客户、供应商的身份信息、相关交易数据、外界环境变化、行业前景等，这些多样、准确的信息正是企业进行正确投资判断的重要前提。对投资相关的数据进行关联分析可以为投资判断提供好的依据，但对看似不相关的数据进行关联性分析，或许正是发现新的投资机会的便捷途径之一。最为人所熟知的沃尔玛啤酒与婴儿纸尿裤的关联销售正是对利用大数据发现新的投资机会的最佳说明。

大数据的利用还可以很好地解决以上提出的两个弊端：首先，大数据本身具备了数据的规模性、多样性、高速性和真实性的特征，这将为现金流较多的投资项目的准确估计提供保障。其次，对于现金流较少的战略性投资项目，大数据的利用不仅可以从传统财务角度进行考察，更多的能从企业获得的资源（顾客、产业链等）与前景（市场份额、行业地位等）等方面全面评估项目。除此之外，在对投资结果的验证与反馈方面，大数据技术的运用可以对项目投资中和投资后形成的新数据进行实时、准确、全面的收集并评价，进而将项目实施后的实时数据与投资前评估项目的预期进行对比，并将前后差异形成项目动态反馈。这种动态反馈在监控投资项目进行的同时，也可以帮助企业累积评估经验，提高企业未来项目投资成功率。

### 1.2.4 公司治理机制与财务管控制度必须进行“大数据”变革与创新

公司治理与企业内部财务管控系统是财务管理理论与实践特别重要的两个议题。在

以委托代理理论为中心的现行财务理论的基础上,强调两权分离的公司治理、股东主义,降低代理成本、防范经营者的偷懒与内部人控制一直都是财务学热议的问题。随着信息频繁流动以及网络新生代的成长,传统企业要想再通过强大的体制控制力,或者信息不对称的优势地位进行较为封闭的公司治理与财务管理的模式,已经越来越显陈旧过时了。

当今社会中现实“触网”的企业基本上都是以合伙人制度取代了公司治理中的雇用制度。在互联网经营时代,公司成功“最重要的是团队,其次才是产品,有了好的团队才能做出好的产品”;“小米没有 KPI,不意味着我们公司没有目标。小米对于这个目标是如何分解呢?我们不是把 KPI 压给员工,我们是合伙人在负责 KPI 的。我们确定 KPI,其实更多的是判断一个公司增长的阶梯,我到底到了哪个阶梯,因为我们需要把这个信息测算清楚,以后好分配调度资源。相比结果,小米更关注过程。员工只要把过程做好了,结果是自然的。”(雷军语)

企业必须尽力减少内部管理层级,尤其是压缩中层,并鼓励打破层级的交流,增强组织共享与服务协调。组织结构扁平、机制灵活,构建内部信任,奖励自主学习和尝试创新的文化;特别重视内部信息流,知识和技能分享,鼓励内部学习和创造,让学习和创造成为企业习惯。除此之外,随着企业对大数据价值分析与挖掘的逐步深入,财务决策机制应从业务驱动型向数据驱动型转变,鼓励企业一线员工运用大数据分析,而非完全依靠高层管理者的直觉、经验进行决策,形成企业基于大数据决策的学习型企业文化与制度。

在大数据、移动网络支持下的个性化的时代,知识和创新已经成为企业发展的最大动力;人力资本和信息取代了财务资本,已经成为企业的生命之源和价值之根。企业员工广泛参与决策制度也必然影响企业决策组织结构与决策文化。由于动态外部环境、分散的知识分布等特点,分散式决策是大数据下决策的主要形式。企业必须尽力减少内部管理层级,尤其是中层管理者、鼓励打破层级的交流,增强组织共享、服务协调。组织机制分散、思想和文化紧密、奖励自主学习和尝试创新的文化、鼓励内部小范围的知识群体的民主;关注内部信息流,知识和技能,更胜于关心管理架构或决策体系。鼓励“学习和创造”,让学习和创造成为习惯,成为企业和企业里每个人共同的资产。除此之外,随着企业对大数据价值分析与挖掘的逐步深入,财务决策机制应从业务驱动型向数据驱动型转变。企业员工运用一线大数据分析结果印证或者推翻高层管理者的直觉、经验判断,形成基于数据决策的学习型企业文化与制度。

### 1.2.5 企业财务风险管理必须位移,风险管理创新技术必须再度改进企业风险预警系统

对风险的识别与防控无疑是企业财务管理的核心与灵魂。财务理论中有关风险的核心观点与内容应该包括:(1)财务理论中所指的“风险”主要来源于数理分析中的“确定性”“风险性”和“不确定性”事件。虽然有时候财务理论也强调“风险性”和“不确定性”之间的差异,但是在“主观概率”的引导下,几乎把“风险性”与“不确定性”两者的概念等同起来看待;(2)财务理论大多关注于如何“减低”企业流动性风险(偿付能力)等具体的风险;(3)在风险防范的对策方面,财务理论所提供的解决方法,一个是对资本结

构进行适当与动态的调整；另一个就是结合证券投资理念中的投资组合思想。巴菲特很早就认为学术界对风险的定义有本质错误，基于贝塔值的风险衡量模型精确却不正确，而且无法衡量企业之间差异很大的内在经营风险，所以根本不可靠。巴菲特认为风险是损失可能性而不是贝塔值衡量的价格波动性。风险的定义应该是指“损失或损害的可能性”（The Possibility of Loss or Injury）；另外，用贝塔值衡量风险精确却不正确；尤其是贝塔值无法衡量企业之间内在经营风险的巨大差异。

故此财务管理理论在风险与风险管理的理念、内容和技术方面均存在重大缺陷，仅从数理角度去表达、计算以及探索风险防范的理论范式本身就存在极大的风险。因此，在大数据时代，财务风险理论需要多方重构。

第一，“风险”概念重构。财务风险是一个多视角、多元、多层次的综合性概念。一个现实的、理性的财务风险研究理论范式一定是在对风险要素、风险成因、风险现象等不同财务风险层次的理解和研究的基础上形成的。

第二，风险控制对策方面，要特别关注各类风险的组合和匹配。如有学者指出，当经济处于低迷时期时，企业需要在投资导致的财务危机风险与不投资带来的竞争地位损失之间进行权衡。而当经济处于萧条时期时，如果企业过度强调投资带来的财务风险，那这将以承受不投资导致竞争地位下降的风险为代价。投资带来的财务风险仅是未能在投资项目上获得合理的投资收益，而不投资带来的竞争风险则是因投资不足，导致企业在维持现有竞争地位方面的失败。因此，企业需要根据对经济环境的判断，平衡投资财务风险和投资竞争风险。相对于流动性风险，企业认为对低盈利能力项目的过度投资和错失高盈利项目机会更可怕。

第三，财务管理实践必须降低企业对防范风险的金融工具的依赖。大数据背景下的财务管理理论应以实用主义为原则，围绕如何建立更加有效的评估企业经营、风险状况的预警系统进行深入探讨。企业具有良好的风险预测能力是防范风险的利器。

### 1.2.6 大数据背景下企业融资方式与资本结构的再思考

随着互联网经营的深入，所有企业的财务资源配置都倾向于“轻资产模式”。轻资产模式的主要特征有大幅度减少固定资产和存货方面的财务投资、以内源融资或 OPM（占用别人即供应商的资金经营获利）为主很少依赖银行贷款等间接融资、奉行无股利或低股利分红，时常保持较充裕的现金储备。

首先，轻资产模式把企业的财务融资逐步实现“去杠杆化生存”，越来越摆脱在融资方面商业银行总是基于“重资产”的财务报表与抵押资产的信贷审核方法。在互联网经营的时代，由于企业经营透明度的不断提高的现实，传统财务理论强调适当提高财务杠杆，增加股东价值的财务思维越来越不合时宜。

其次，传统财务管理是割裂了企业内部融资、投资、业务经营等各项活动，或者说企业融资仅仅是满足企业投资与业务经营的需要，控制财务风险也完全局限于资本结构本身。互联网时代使企业的融资与业务经营实现了全面融合，业务经营本身就附有财务融资活动。



### 1.2.7 现行财务理论的研究对象：紧盯企业的资本运作还是顾及商业运营

现行财务理论特别关注证券市场和资本运作。“实际上，Corporate Finance 主要关注的是企业的融资、投资、上市和兼并等决策及其对企业市场价值的影响，在中国惯称为企业的资本运作”（张春，2008）。这样的话，现行公司财务学就是以上市公司为主体、以资本运作为对象的财务学。当然，我们并非认为以资本市场为背景的财务学就缺乏学科价值，但是这种财务理论有明显缺陷：一是因为以上市公司为对象的财务理论对非上市公司而言，其适用性是比较差的，而上市公司的数量相对于非上市公司，不是一个数量层级的，很显然现行财务理论只是关注了重点的少数。二是现行财务理论将关注的重点集中在资本市场中的投融资决策和股利分配问题上，忽视了现实企业内部财务运作、管控能力和内部绩效效益问题。

财务学很需要关注和研究盈利模式，因为“现代公司财务生存的主宰是在资本市场，但是生存的方式、获利的途径则是由其在商品经营业绩和产品市场上的表现所决定的，所以公司价值必然与公司经营战略和盈利模式相联系”（斯坦伯格，1994）。反过来亦然，商业战略理论研究上同样需要用财务理论、理念和工具来夯实对盈利模式问题的研究。因为财务业绩是经营战略的最终标准，提高财务业绩和公司价值的主要手段是能在竞争性商业市场上获得成功。今天的成功取决于过去某一段时间采取的战略，所以创造价值最基本的方法就是识别、评估和采纳那些创造收益超过资本成本的战略，并且在尽可能长的时间里创造并保持竞争中的优势地位。而衡量战略成功与否的最终标准就是价值是否增值。总之，企业的基本目标也就是经营战略的基本目标，即增强所有者的长期价值。

尽管公司的价值在很大程度上通过金融市场来反映，但是实现企业价值最大化目标还是要看企业能否在商品市场、商业经营上赢得有利可图的客户和产生持续的营业收入，这是实现价值目标的根本问题，也是由公司内涵价值概念决定的。可见，企业生存的主宰是在金融市场，但是生存的方式、获利的途径则是由商品市场上的表现所决定的，所以财务管理理论必须和公司商品经营战略相联系。

现行财务理论与实践的诸多问题或种种局限成为高级财务管理产生的理论背景与实践基础。

## 1.3 高级财务管理的理论结构

大数据时代背景即将成为企业财务管理的基本环境。财务管理理论，尤其是财务管理实践，需要在充分考虑大数据时代背景的基础上，做出应有的思考、修正和完善。

### 1.3.1 高级财务管理的界定

构建高级财务管理理论框架，首先面临的一个问题就是对高级财务管理学本身的界定问题，即何为高级财务管理，它与现行的一般或“中级”财务管理理论有何区别？目前的企业财务管理理论的主要特点就财务论财务，即忽略组织背景来研究财务资源的有效配置

问题，其决策变量完全局限于成本、收益和风险。由于不太重视企业组织所面对的内外环境，面对动荡市场的计划和决策，相机的控制和评价问题也就被忽视，企业财务管理将管理过程集中几乎到了控制这一个环节上。

实际上，管理是一个社会过程<sup>①</sup>，它不仅包含为完成目标而进行的一系列行动，即组织、计划、控制、评价等，而且这些行动主要涉及人和人之间的关系，具有鲜明的社会性。财务管理作为一项以价值为轴心，价值最大化为目标，具有综合性的职能管理自然也应体现其社会过程的性质。因此，高级财务管理理论就是要就管理来论财务，体现财务管理的社会过程，立足于组织结构和治理环境，从实现企业战略目标，提高其核心竞争能力的角度来诠释财务管理功能。

### 1.3.2 高级财务管理的基本特征

高级财务管理中的“高级”是一个相对的概念，它是相对于传统或者说“中级”财务管理而言的，其所蕴含的具体内容是随着管理科学的发展，更新更复杂的管理过程及其财务事项的出现而不断变化的，总体而言，高级财务管理的基本特征表现如下。

(1) 从企业的股东价值到整体价值。财务目标是确定财务管理主体行为的目标和准则，在以往的多种财务目标取向中，企业着重于财务利润等财务价值目标，现在企业价值最大化目标成为现代企业财务目标的最好表达。企业价值不仅仅是股东财富的价值，而是考虑了股东在内的企业所有的利益相关者。一个企业的利益相关者包括股东、债权人、员工、管理者、客户、供应商、社区、政府甚至整个社会，而且企业整体价值的概念强调的不仅仅是财务的价值，而是在组织结构、财务、采购、生产、技术、市场营销、人力资源、产权运作等各方面整合的结果。

(2) 从保障型到战略型财务管理。从目前的财务管理教材所阐述问题的逻辑思维分析，主要定位在特定企业发展阶段和特定组织结构模式下的财务投融资、财务控制与分析问题，其讨论的财务管理似乎跟战略较远，可以说是一种战略保障型财务管理。现代财务在企业战略管理中应该发挥更为广阔、深远的作用，应该侧重于企业的长期发展和规划，现代财务管理的又一特征是全面的战略管理，实现价值最大化必须突出战略管理与财务管理的结合，战略的目标不再仅仅是获取竞争优势，而是获得企业整体价值不断提高的新目标。

(3) 从财务独立型到财务整合型管理。传统的企业管理与财务分析的思想无法满足企业整体价值最大化和战略管理的要求。传统的管理思维是把公司划分为不同的部门，例如，采购、生产、质量、市场营销、财务、会计、人事部门，突出职能分工和部门利益。然而，企业管理的实践已经充分表明比单一职能部门、单项管理顺利运作更为重要的是把不同职能部门的功能、职责有效地整合起来。也就是说，不同的职能管理单项有效但不能保证公司整体功能的效率最大化。需要运用系统的财务思想整合企业管理，实现“财务管理是企业管理的中心”的基本命题。高级财务管理带来管理理念和方法的全面提升，它提供了一种与现代企业制度下法人治理结构相匹配的管理制度，整合企业实物流程、资金周转和信息传递的科学方法，建立确保战略实施、整合全方位、全过程、全员的管理体系。

<sup>①</sup> W.H. 纽曼. 管理过程——概念、行为和实践. 北京：中国社会科学出版社，1995.

(4) 从结果导向型到过程控制型财务管理。在现代财务管理的研究中,主要研究探究财务管理如何获得成功?结果应该如何?如何反映结果?但是如何面对逆境,防止企业免遭损失和风险是不够重视的。实践证明,由于理财环境的动荡性和人们对未来认识能力的局限性,企业可能的风险与损失是难免的,财务管理必须居安思危,防患于未然,把握企业财务失败的原因及预防措施,必须实现变结果控制向过程控制延伸的管理导向,必须在管理过程中,充分重视人的行为因素,须重视控制的全方位,针对企业不断面临的危机或机遇,及时反馈,加强沟通,制定对策,实施政策,引导行为,以规避风险或走出困境。

(5) 从资金管理到价值型管理。传统的财务管理关注股东价值最大化,以净利润或者股票价格的最大化来表现企业的成长和壮大,财务部门强调资金运营、资金筹措和资金投放以及资金的分配,财务管理工作呈现典型的资金管理特点。高级财务管理从企业价值最大化目标为出发点,以现金收益和风险的平衡发展为基本财务管理理念,强调财务分析技术和决策模型的量化财务管理方法,全方位对接发展战略,以落实财务战略为基础,改造组织体系,分析企业价值增长的驱动因素,将战略落实为具体的预算目标,并通过预算管理、报告体系和预警机制为监控手段,通过资产组合和风险控制,保障企业的可持续增长,最后以相关的评价机制和激励机制来激励管理者和全体员工不断追求价值的最大化。

(6) 从资产运营到资本运营。财务理论的发展除了受到财务学科本身特质、相关学科的相互关联外,越来越受到理财环境和企业经营模式、战略的复杂影响,当今世界经济一体化的趋势,跨国战略、购并浪潮、抵御区域性风险已经成为理财环境和企业关注的热点。随着资本运营活动在经济中的扩展与深入,与此相关的一系列属于基础性的困惑和问题逐渐暴露,如资本为何要交易?谁在交易中起决定作用?资本交易的依据又是什么?运营后的效益如何评价?这些问题必须由以资本、资产配置为内容、以企业价值最大化为行为准则的财务理论来描述和规范。现行财务理论体系关注资产管理、资金管理、关于资本运营的理论也较为零散和随机。而当今现实已表明资本运营是企业更高层次的资源重组配置方式,对它的研究和长期主动的关注、把握是企业价值增长的有效手段之一。

(7) 从单一财务主体到复杂的财务主体。不同企业组织形式是决定财务管理特征的主要因素。市场经济的发展与企业组织形态的多样化,要求财务管理必须关注不同规模与不同组织结构企业的财务管理行为。既要关注公司制企业的财务运作问题,也要研究非公司制企业的财务管理问题;既要研究大型企业的一般财务问题,又要关注中小企业的特殊财务情况;既要分析单一组织结构的财务管理问题,又要特别研究多层组织结构(集团制)的集权与分权问题。

### 1.3.3 高级财务管理理论的基本框架

高级财务管理理论研究的起点是企业组织,不同的企业组织形式决定着财务目标和财务主体。财务目标为财务管理过程提供了技术标准和方向,而财务治理结构下的分层财务主体则为处于管理过程核心的人提供了行为导向和规范,或曰“游戏规则”。这是财务管理过程展开的两个必要前提,即既要知道目标也要知道规则。依据财务目标,在财务治理的框架内确定能够有效实现目标的财务战略,然后用财务预算将财务战略与日常经营管理连接起来。在预算实施的过程中,运用财务控制手段对过程进行相应的风险预警和效率控制。



财务决策还必须超越商品经营的限制，实施促进或加速战略目标实现的重组计划，进而进入新一轮的更具竞争优势的商品经营管理，具体内容包括如下所述。

（1）企业价值理论。财务目标是能确定财务管理主体的行为目标和准则，在多种财务目标取向中，我们认为企业整体价值最大化目标是现代企业财务目标的最好表达。由此提出的有关企业整体价值的基本命题：<sup>①</sup>企业价值不仅仅是股东财富的价值，而是考虑了股东在内的企业所有的利益相关者，包括股东、债权人、员工、管理者、客户、供应商、社区、政府甚至整个社会。一个企业的价值增加不应该仅仅使股东受益，而且应该使所有的利益相关者获利。只有当所有的利益相关者的权益得到保证并不断增长时，企业经营才是有效率的和成功的。所以有人说：“作为一种责任和利润分担机制，公司财务管理既要投资者确保不被排除在企业利害关系人之外，又不至于损害其他利害关系人的利益。对于投资者和其他外部人士来说，财务责任乃是关键之所在”。<sup>②</sup>企业整体价值的概念强调的不仅仅是财务的价值，而是在组织结构、财务、采购、生产、技术、市场营销、人力资源、产权运作等各方面整合的结果。<sup>③</sup>企业整体价值的概念，不是基于已经获得的市场份额和利润数据，而是基于与适度风险相匹配的已经获得和可能获得的现金流量。<sup>④</sup>企业整体价值有多种表现形式，但是市场价值是最主要的形式，所以现代企业财务必须密切关注资本市场或产权市场，企业只有从内部和外部两个方面下手才能提高企业整体价值。包括关注不断变化的市价而引发的市值管理。这一部分内容在本书的第2章。

（2）财务战略理论。高级财务在这个方面关注的问题主要包括什么是财务战略，它与公司经营战略的关系如何？如何制定筹资战略和投资战略？如何在财务决策、控制与分析中注入战略思考？等等。市场的竞争与风险直接导致了对公司战略的需求。财务战略的基本作用表现为对公司战略的全面支持，它可以根据企业的经营战略目标而制定，如更大的市场份额、更低的产品成本等，也包括从财务的角度对涉及经营的所有财务事项提出自己的目标，如高速增长的收入、较大毛利率、强劲的信用等级、恰当的融资结构、可观的自由现金流量、不断上涨的股票价格、在行业处于衰退期的收益稳定程度等。

（3）财务治理理论。高级财务管理理论所要研究的问题不能脱离现代企业制度及其法人治理结构。依据现代财务治理理论，财务管理因多层委托代理关系、治理结构差异应分为出资者财务、经营者财务和财务经理财务。中级财务理论主要以财务经理的立场研究财务管理问题，或者说在一个封闭的产权结构条件下，探讨财务管理的具体问题或者说财务部门如何履行其职责问题。高级财务管理理论以企业效率为出发点，以激励与约束对称为标准探讨各个层次财务管理的权责利是什么？而财务治理理论着重讨论如何在财务管理过程的各个环节中体现分层财务管理思想？如何通过决策机制的构建，理顺出资人和经营者财务决策、约束、激励与协同关系等。这一部分内容在本书的第3章。

现代财务与战略管理的相互影响和渗透主要体现在三个方面：第一，在财务决策中必须注入战略思考，尤其是涉及企业的长期财务决策。以投资决策为例，在高级财务管理中，投资决策的首要任务不是选择备选项目而是确定诸如多元化或是单一化的投资战略，这是搜寻和决策项目的前提。“在战略领域内，财务总监（CFO）办公室需要进行战略性分析，

<sup>①</sup> 路易斯·洛温斯. 公司财务的理性与非理性. 上海: 上海远东出版社, 1999.



并且对企业决策的合理性和承担风险的‘合适度’，进行不断的反省。财务总监办公室就是将企业放在如下两个背景中展开：企业内部的价值链分析和企业在社会整体价值链中的位置分析”。<sup>①</sup>第二，在使用财务评价方法时，要注入战略元素。如广泛使用的评价方法是现金流量折现法（DCF），当企业更加关注资本支出的战略性时，就要对此方法加以补充。因为现金流量本身无法涵盖项目带来的战略收益，如采用一项新的生产技术，它的战略收益可能包括更优的产品质量以及为企业未来发展提供更多的灵活性和选择等，这些是很难用财务指标量化的，现金流量方法只衡量该技术成本节约的数额及财务收益，并将财务收益作为项目取舍的主要依据。第三，预算管理是落实战略、强调财务资源配置的战略思考。本书强调即使营运资本也隐含浓厚战略色彩，另外探索性分析了多元化企业的财务资源配置原理问题分析评价中注入的战略元素。高级财务管理针对企业环境特点，强调对预算管理制度本身的研究。因此高级财务管理理论对预算管理的研究主要集中于预算的战略规划问题，这部分内容在本书第4章中说明介绍。

（4）风险管理与财务预警分析理论。财务控制是财务管理过程的核心职能，是财务预算完成的保障。一个全方位的财务控制体系包含多元的财务监控措施和设立顺序递进的多道财务保安防线，在企业中广义的财务控制体系包括财务组织控制、集权分权体制，以及一系列的授权控制、流程图控制、风险控制、责任控制、预算控制、实物控制和网络化财务体系，包括使这些控制手段相互配合并融合的平台，而较为狭义的财务控制就是立足于财务风险的防范，着力进行财务风险管理，设置财务预警分析系统或者手段等。这一部分内容在本书的第5章中会有介绍。

（5）资本运营理论。而今的市场环境使出资者意识到仅仅依靠公司的经营者是不够的，自己也要以经营的理念、资本“经营者”的身份来参与到产业的调整、市场的变动中，这样才能得到一个与所拥有的资本稀缺性相配比的收益。资本运营理论需要研究与资本运营活动相关的一系列基础问题，如资本为何要交易？谁在交易中起决定作用？资本交易的依据又是什么？资本交易的实现方式（资本扩张、资本重整和资本收缩）如何更加有效运用？资本交易价格如何形成等。现实已表明以战略重组为导向的财务资本运营是更高层次的资源配置方式，无论从经营目标、经营主体、经营内容和方式等诸多方面都有别于商品经营，高级财务管理理论必须给予更多的关注。这部分内容在本书的第6章会有介绍。

（6）集团财务管理理论。高级财务管理理论摆脱股份公司这一单一财务主体，同时关注多层组织结构（集团制）的财务控制、体制构造、总部功能设计与内部资本市场等问题。本书特别分析集团管理扁平化的背景与具体路径，强调集团内部组织管理扁平化的基础是内部股权结构的扁平化；随着市场竞争格局变化、信息流程的变革，集团内部应该在业务经营上越来越分权的“自组织”体系；集团管理应该尽量推进具有管理规模效益的共享服务中心 SCC 模式，尤其是财务共享服务中心，推进集团内部管理体系专业化与半市场化。第7章重点介绍了企业集团内部资本市场的内涵和功能，具体阐述了资金结算中心与财务公司、现金池与大司库制度。特别是应该通过集团内资金业务的一体化运作，实现结算集中、信息集中和资金集中，优化产融结合模式，统筹金融资源配置，风险管控，确保集团

① 托马斯·沃尔瑟. 从财务管理到战略管理：再造财务（金融）总裁. 上海：商务印书馆，2000：15.