



中央财经大学学术著作基金资助出版

ChuangZaoJiaZhiDeTouZiJueCe

创造价值的 投资决策

张小利 / 著



中国财政经济出版社

中央财经大学学术著作基金资助出版

创造价值的投资决策

张小利 著

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

创造价值的投资决策/张小利著. —北京: 中国财政经济出版社, 2006.8

中央财经大学学术著作基金资助出版

ISBN 7-5005-9287-6

I. 创… II. 张… III. 投资-经济决策-研究 IV. F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2006) 第 090744 号

中国财政经济出版社出版

URL: <http://www.cfeph.cn>

E-mail: cfeph@cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100036

发行处电话: 88190406 财经书店电话: 64033436

北京财经印刷厂印刷 各地新华书店经销

880×1230 毫米 32 开 7.5 印张 183 000 字

2006 年 7 月第 1 版 2006 年 7 月北京第 1 次印刷

印数: 1—1000 定价: 18.00 元

ISBN 7-5005-9287-6/F·8066

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

目 录

引子：“巨人”为什么倒下	(1)
1 企业投资决策的目标	(3)
1.1 企业需要作哪些管理决策	(4)
1.2 企业管理决策的目标	(5)
1.3 什么管理决策最重要：海尔、TCL 和巨人	(9)
1.4 项目管理周期与企业投资决策程序	(10)
1.5 企业投资决策中的财务分析及其目的和依据	(13)
1.6 财务分析的基本内容	(14)
1.7 经济分析	(18)
1.8 经济分析与财务分析的关系	(21)
2 价值的衡量	(23)
2.1 经济增加值	(24)
2.2 经济增加值的计算	(34)
2.3 市场增加值	(40)
2.4 经济增加值与市场增加值	(44)
2.5 经济增加值与市场增加值在中国	(46)
2.6 什么是价值	(49)

2.7	案例分析：东方公司的经济增加值	(49)
3	现金流量识别的依据	(56)
3.1	企业发展战略及发展战略定位：海尔的例子	(57)
3.2	企业的核心竞争力	(62)
3.3	海尔与巨人的核心竞争力	(63)
3.4	构成企业核心竞争力的要素	(65)
3.5	打造企业核心竞争力时应处理好的几个关系	(69)
3.6	企业发展战略与投资决策	(76)
3.7	市场环境问题	(76)
3.8	市场预测还有多大价值	(80)
4	现金流量识别	(84)
4.1	东风电子公司新产品项目	(85)
4.2	现金流量识别的原则	(88)
4.3	现金流量识别中应注意的问题	(92)
4.4	东风公司新产品项目的相关费用与效益	(108)
4.5	现金流量的归类与列示	(110)
4.6	关于全部投资与自有资金投资效益问题的议论	(112)
4.7	案例分析：东风公司新产品项目现金流量的计 算	(116)
5	折现率测算	(124)
5.1	为什么要折现	(124)
5.2	用什么作为折现率	(126)
5.3	投资项目应采用的折现率	(126)
5.4	折现率的用途	(128)

5.5	测算折现率的依据：参照企业的资金成本	(129)
5.6	决定资金成本高低的主要因素	(130)
5.7	企业需要多少折现率	(144)
5.8	资本资产定价模型是否仍然有效	(145)
5.9	中国目前条件下资本资产定价模型的运用	(148)
5.10	测算资金成本时应注意的问题	(160)
5.11	β 系数实际使用时应作的调整	(161)
5.12	β 系数的局限性	(165)
5.13	测算资金成本的步骤	(165)
5.14	案例分析：东风公司新产品项目的资金成本	(167)
6	决策指标选用	(172)
6.1	评价指标选用的原则：有效与简明	(173)
6.2	非折现类指标及其评价	(174)
6.3	折现类指标及其评价	(179)
6.4	决策指标的综合评价与选用	(194)
6.5	案例分析：东风公司项目的投资回收期与净现 值	(194)
7	风险分析与选择机会的价值	(197)
7.1	传统的风险分析	(198)
7.2	风险分析与投资决策	(202)
7.3	风险分析的局限性	(203)
7.4	企业拥有的选择机会	(203)
7.5	实物期权方法与净现值法的关系	(204)
7.6	实物期权的种类及价值意义	(206)
7.7	实物期权与投资决策	(214)

8 投资方案优选	(217)
8.1 方案优选时的项目分类	(218)
8.2 什么情况下需要对投资方案进行优选	(219)
8.3 方案优选的适用指标	(220)
8.4 寿命期相同项目的优选	(222)
8.5 寿命期不同项目的优选	(227)
后 记	(233)

引子：“巨人”为什么倒下

在正式进入“怎样做出创造价值的投资决策”这一话题之前，我们先来看一个企业由盛而衰演变发展的经典而具戏剧性的例子。

1997年初，曾经在中国显赫一时的民营企业巨人集团陷入重重危机，名存实亡……

1991年初，巨人公司成立。公司注册资金200万元，由史玉柱担任总经理，员工仅15人。公司投资80万元，组织开发并生产了M-6401汉卡，当年即获纯利1000万元。

1993年，巨人公司又推出中文手写电脑，加上原来生产的软件产品，销售额达到3.6亿元，利税1.6亿元，员工增加到290人。巨人成为中国第二大民营高科技企业。党和国家高层领导人杨尚昆、李鹏和田纪云等相继视察巨人集团并题词。

1994年初，随着国内电脑业陷入低谷，巨人集团开始涉足房地产，巨人大厦动土，楼高38层，后改为70层，投资额高达12亿元，计划3年完工。史玉柱当选中国十

大改革风云人物。

1995年，巨人集团投入巨资，同时推出12种新保健品。史玉柱被《福布斯》列为大陆富豪第8位。

1996年，保健品市场全面下滑，公司将投入到保健品的资金调注巨人大厦解燃眉之急，保健品业务迅速盛极而衰。巨人集团危机四伏。

1997年初，巨人大厦未按期完工，购楼者纷纷要求退款，公司陷入危机。不久，巨人大厦停工……

在短短的5年多时间里，从十几人发展到拥有2000多名员工；从信息产业到房地产，再到保健品的多元化经营；从最初起家时的区区80万元投资额，猛增到数十亿元的巨额投资，巨人集团的发展令人目眩。公司的规模越做越大，发展越来越快，但是，并没有越做越强，越做越精。公司的投资额虽然越来越大，但并没有为企业创造出应有的价值和财富，反而不断侵蚀企业的价值，并最终使这个以异乎寻常的速度畸形发育成长的“巨人”倒下。

人们不禁要问，成就曾经如此辉煌、业绩曾经如此骄人的巨人集团为什么会倒下？答案是：决策失误！

1

企业投资决策的目标

一年 365 天，企业似乎有很多事情要做，有许多问题要担忧。企业要考虑需要多少原材料库存，应收账款要占压多少资金，从供货商得到尽可能多的折扣和延迟付款，手头有没有足够的现金支付职工工资和各种费用。需要考虑如何不断以低成本筹集资金，从什么渠道筹集资金，筹集短期还是长期资金以及什么时候需要并安排还本付息。需要考虑设备老化是否需要更新，如何降低经营费用，怎样加快存货和应收账款的周转和回收，是否需要扩大现有产品的生产或研发新产品以及采用什么样的价格和采用什么样的营销策略投入市场……

1.1

企业需要作哪些管理决策

上述种种都是企业需要作出的管理决策。

尽管企业有众多的、各种各样的管理决策，但是，仔细分析，我们可以把这些纷繁的决策分为三大类：投资决策、筹资决策和经营决策。企业的任何一项决策都可以归入其中的一类。例如，上述与设备更新改造、推出新产品、扩大生产规模或降低经营费用相关的决策都属于投资决策；与筹集资金、筹资成本和还本付息安排相关的决策属于筹资决策；而与现金、应收账款、存货和应付账款的管理及定价和市场营销相关的决策，即如何销售产品以获取利润的决策，则属于经营决策。看一看企业的资产负债表，我们就会更清楚地了解企业决策的这三大分类。

资产负债表反映企业在某一特定时点的财务状况，包括企业资产的总量及其构成情况，如流动资产与长期资产在总资产中所占的比例，资产总量的融资来源（负债与所有者权益）以及不同来源在总来源中所占的比例。因此，我们又称该表的左半部分为投入资金，右半部分为来源资金，具体如表 1-1 所示。就企业的三大管理决策而言，投资决策涉及资产负债表中长期资产的管理，特别是固定资产的增减，其着眼点是企业的长远发展，确定企业的发展路线和方向。所以，投资决策又称为“长期投资决策”或“战略性投资决策”，这也是本书所讨论的决策。筹资决策的对象是短期借款、长期负债和所有者权益的增减，即企业应通过什么渠道或方式为自己的发展筹集资金。企业流动资产和流动负债（不包括短期借款）

的管理是通过经营决策来实现的。流动资产和流动负债及两者之间的关系，是企业营运资金管理的基本内容，而且两者又都是短期资产或资金，因此，涉及两者的经营决策又可称为“营运资金管理决策”或“短期投资决策”。

表 1-1 样本资产负债表

资 产	负债与所有者权益
流动资产	流动负债
现金	短期借款
有价证券	应付账款
应收账款	应付费用
存货	
预付费用	长期负债
	应付债券
长期资产	长期借款
长期投资	
固定资产	所有者权益
无形资产	投入资本
递延资产	留存收益

1.2

企业管理决策的目标

企业管理决策要实现的目标，是使企业的价值或财富最大化。这里所谓企业的价值，是指企业全部资产的市场价值或变现价值^①。从这个意义上讲，正确的管理决策，应当是能够不断为企业

^① 第 2 章将专门讨论价值的衡量问题。

创造价值和财富的决策，或者说，应当是能够为企业带来增量价值的决策。从经济学的角度讲，增量价值实际上就是经济利润^①。因此，我们也可以把企业管理决策的目标解释为实现经济利润最大化。

1.2.1 为谁创造价值

为谁创造价值？当然是为股东创造价值。原因很简单：股东是企业资金的提供者，是企业的投资者，是企业的所有人。投资者在承担风险的情况下把资金提供给企业时，必然要求得到相应的回报，或者说，必然要求企业为其创造相应的价值和财富，使他提供的资金能够不断保值、增值。如果不能满足这一要求，企业就得不到新的资金来源，现有的投资者也将会撤出资金，把这部分资金投向其他能够为其创造价值和财富的企业。正是在这一过程中，社会的资金得到了有效的配置。

1.2.2 对股东中心说的挑战

近 40 年来，特别是近 10~20 年来，随着经济的发展和社会的进步，人们一直对企业的目标是追求股东经济利润最大化的观点提出挑战：企业在关注所有者利益的同时，还应兼顾其他利益相关者如管理者、职工、消费者、供应商、债权人和社区的利益；企业不应仅仅对股东负责，还应负担广泛的社会责任，如产品质量、就业、社会福利、环境保护等，否则，企业的生存和发展就会受到威胁^②。

① 见第 2 章关于经济利润的定义。

② 华锦阳：《转型时期公司治理结构与公司绩效的关联研究》，上海财经大学出版社 2003 年 11 月版。

然而,就目前的现实情况而言,要求企业兼顾股东以外利益相关者的利益和负担社会责任是非常困难的。这是因为,对于绝大多数企业来说,由于资金追逐利润的本性,追求经济利润最大化是其必然和唯一的具有约束力的选择,而关注其他利益相关者和社会责任,对其并不具有自然的约束力。另一方面,兼顾股东以外利益相关者的利益和负担社会责任,势必造成企业的目标多元化,不利于企业专注于提高效率和经济效益,因为在此种情况下,企业得不到全部正外部效果的好处,但却要承担全部负外部效果的成本^①。同时,从较长远来看,如果企业没有效益的支持,也不会有能力兼顾股东以外利益相关者的利益和负担社会责任。此外,从考核的角度讲,由于利益相关者的范围和社会责任的标准难以明确界定,所以无法制定出统一的政策来衡量企业履行社会责任的程度。

由于上述种种原因,就目前和可预见的未来一段时间而言,经济利润最大化的目标原则,仍将是企业界和学术界普遍认可的企业管理决策目标。

1.2.3 关于利益相关者

表1-2显示的是一张样本损益表。根据损益表的原理,股东是最后一个得到企业收入的人。在市场经济条件下,企业要获得销售收入,必须首先支付供应商货款,以得到生产所需的原料来源,进而生产出消费者需要且满意的产品。接下来,收入中还要扣除按

^① 企业的生产经营活动为他人或其他企业带来好处或造成损失,而它却得不到相应的报酬或负担相应的费用时,就产生了外部效果。例如,上游造纸厂排放的污水污染了附近的河流,使下游的渔业减产及居民健康受损,但企业并不负担因此而给下游生产和生活带来的损失(费用);建设一个大型工业项目时修建一条与外界连接的公路,可以使公路沿线的生产活动和居民生活受益,但项目又得不到相应的回报等等。外部效果有正、负之分。上述污染的例子就是负外部效果,修建工厂与外界连接公路的例子则是正外部效果。

市场价格付给职工和管理者的报酬，支付给债权人的利息，向政府缴纳的税金，剩下的（如果有任何剩余的话）才是属于股东收入的净利润。也就是说，要实现股东价值最大化的目标，企业要优先考虑供应商、顾客、职工、管理者、债权人和政府这些利益相关者的要求，为他们创造价值。否则，如果企业不能按时支付货款，供应商就会抬高价格或取消赊账。如果它生产质量低劣的产品，消费者就会转向其他生产者，即它的竞争对手。如果它压低职工和管理者的工资，就得不到高质量的人才。如果它不能按时向债权人还本付息，就有可能破产。如果它偷漏税款，结果也会可想而知……总之，如果企业不能首先为自己的利益相关者创造价值，就很难实现为股东创造价值的目标。这样说来，为股东创造价值与为利益相关者创造价值似乎并不矛盾。

表 1-2

样本损益表

销售收入
减：销售成本
毛利
减：管理及销售费用
息税前利润
减：利息
税前利润
减：所得税
税后利润（净利润）
减：股利
留存收益

1.2.4 其他社会责任

至于企业产生的环境污染一类的外部效应或其他社会责任，如增加就业、提供安全的工作条件等，应通过国家相关部门制定的法律、法规或政策等来加以规范和制约。例如，为了鼓励企业增加就

业，可以给予适当的税收优惠补贴。对于企业在生产经营过程中产生的外部效应如环境污染，通过对排污收费的办法，就可以使负外部效应（成本）内部化。或者，对于某些企业的某些类型的投资项目（如规模较大，其投入或产出足以影响市场均衡价格或环境影响较大的盈利性项目），可通过下面将要讨论的经济分析的方法来解决。

1.3

什么管理决策最重要：

海尔、TCL 和巨人

在企业的三大类决策中，投资决策最重要。为什么？

首先，一个企业的创立，往往是伴随着长期资产的投资而成为现实的。其次，企业的每一步发展和壮大，也都要依靠一次次制定正确的投资决策并加以实施。这方面的例子不胜枚举。翻开成功企业的发展史，无不充满在错综复杂的市场环境中制定出正确战略判断和选择的事例。比如，我国著名的海尔集团公司，正是由于能够在机遇和挑战面前，不断作出正确的战略性投资决策，才得以从一个在 20 世纪 80 年代亏损 100 多万元的不知名电冰箱小厂，发展成为今天营业额超过 1000 亿元的我国电子行业的龙头企业；从只生产电冰箱，发展到生产电冰箱、冰柜、空调器、洗衣机等全系列的“白色家电”产品，再进一步发展到生产电视机、电脑、移动电话等“黑色家电”和“米色家电”产品；从在国内不同地区的生产，发展到在海外拥有 30 多个工厂和制造基地，从而真正实现了走向世界。同样，我国著名的 TCL 集团公司，能够从一个名不见经传

的生产录音磁带的电器公司，脱颖而出成为国内最大的电话机和电视机生产商，并进而涉足信息产业，成为一个多元化的企业集团和排名中国电子信息百强企业第四位，都是正确投资决策的结果。海尔和 TCL 的例子说明，正确的投资决策，能够源源不断地为企业创造价值，使企业获得持续的发展。第三，企业的失败，十之八九是由于投资决策失误而迷失了方向，最终走向衰亡。在这方面，巨人集团是一个最生动的例子。从信息产业起家后投资房地产，再到投资保健品的生产，在这些预示着企业发展的重要转折或新起点，巨人集团没有作出能够为企业创造价值的正确投资决策，结果造成企业价值不断损失，最终断送了企业的生命。

总而言之，投资决策解决的是企业的路线和方向问题。有了正确的路线和方向，才需要筹集足够的资金和采用适当的经营管理手段，保障企业能够沿着正确的路线和方向前进。这让我想起毛泽东主席在总结中国革命经验教训时的一句名言：路线正确就有一切；路线不正确，有了人和枪也可能丢掉^①。对于一个政党和国家是如此，对于一个企业亦是如此。

决策失误是最大的失误！

1.4

项目管理周期与企业投资决策程序

企业的长期投资活动，由一个个投资项目构成。为了尽可能避

^① 汪东兴：《汪东兴回忆：毛泽东与林彪反革命集团的斗争》，当代中国出版社 2004 年 1 月版。