

会计学博士论丛

Accounting Doctoral Dissertation Series

编辑寄语

我们在会计学广袤无垠的
大海上追逐浪花

发现了这些

闪烁着理性火花的中小论文

经过仔细筛选

我们将

那些最具潜质的成果

奉献给广大读者

希望各界惠然肯之

龚凯颂 著

基于价值创造的 企业财务管理研究

Value-creation Based Corporate Financial
Management



中国财政经济出版社



会计学博士论丛

基于价值创造的企业财务管理研究

龚凯颂
著

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

基于价值创造的企业财务管理研究/龚凯颂著. —北京: 中国财政经济出版社, 2009. 10

(会计学博士论丛)

ISBN 978-7-5095-1829-8

I. 基… II. 龚… III. 企业管理: 财务管理—研究
IV. F275

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 167765 号

责任编辑: 李 静 责任校对: 张全录

封面设计: 九州迅驰 版式设计: 兰 波

中国财政经济出版社出版

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

E-mail: ckfz@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: 100142

发行处电话: 88190406 财经书店电话: 64033436

××印刷厂印刷 各地新华书店经销

880×1230 毫米 32 开 12 印张 272 000 字

2009 年 11 月第 1 版 2009 年 11 月北京第 1 次印刷

印数: 1— 定价: 30.00 元

ISBN 978-7-5095-1829-8/F·1531

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

本社质量投诉电话: 010-88190744

此为试读, 需要完整PDF请访问: www.ertongbook.com



学术界应以总结与探索理论为己任，会计学界也不例外。会计理论研究成果的直接载体应当说是会计学术著作，而最能反映最新会计学术观点的往往是那些中青年学者的论著，会计学博士论文就是其中新鲜的、有活力的、闪耀着思想火花的论著中的一部分。时值今日，我们会计界培养了一批又一批博士生高级专门人才，他们是会计科研的新生力量并成为会计事业发展的希望。他们的创新能力强，成果产出率高，特别是在他们的博士论文中，某些观点如经深化和完善，有可能成为全新的、具有开拓性的，甚至是代表会计领域今后创新研究的学术思想。

本此初衷，中国财政经济出版社会计分社的编辑策划了一套“会计学博士论丛”，将会计学术研究领域中那些具有较高理论水



平和创新意识，能在一定程度上填补会计理论的空白并与现实需要贴近、对实务操作具有指导意义的财务、会计、审计方面的，主要是博士生的理论著作收录进来，旨在弘扬会计学理论，活跃学术氛围，促进会计理论研究向纵深发展。

我考虑这套“会计学博士论丛”的出版，具有以下意义：

一、总结和反映了我国现代会计教育的最新成果

我在 1995 年的一篇文章（《我国会计理论研究的若干认识》）中曾经谈到，综观当今世界，既不存在会计教育落后而会计实务先进的情形，也不存在会计教育先进而会计实务落后的情形，会计教育的变革与会计实践的进步密切相关，而会计理论研究成果也很大程度上是通过会计教育转化为对实践的指导作用的。我们每年都要培养一批博士生，他们是会计教育的较高层次上的受益者，是未来的会计理论研究者，将他们在校的研究成果去粗存精、陆续出版，应当说是能够反映我国现代会计教育的最新成果的。

二、较为系统、全面地反映了当前会计学理论与实务研究发展的全貌

综观我国近年来的会计理论研究与会计理论建设情况，很难用一句话概括，学术界的评价也褒贬不一，相持不下。现今的会计学术界也是派系林立，各院校之间门户之见颇多，中国财政经济出版社将新近完成的、具有较高理论水准的博士生论文相继出版，可以说是为会计界做了一件好事，使我们不出门便可详细了解最新的会计研究动态和成果。会计是一门有史、有论、有独特的方法与技术且包罗众多分支学科的知识体系，一两本著作，难以道其万一，出一本合集，又难免只见树木、



不见森林，难以窥见会计学的动态发展，这样，出版“会计学博士论丛”不失为良策，可以使我们动态地综观与掌握当前会计学理论与实务研究发展的全貌。

三、能够活跃未来我国的会计理论研究，丰富我国的会计理论

现阶段的在校博士生一般都具有工作或实践经验，他们除具备专业知识外，在相关经济学科知识以及电脑和外语等应用技能方面远比我们那个时代丰富，他们的思想也是非常活跃的。他们在汲取了一系列会计理论研究成果的养分之后，将其充分消化、吸收，有的还能将其发展、创新，提出新的理论观点，在学术界引起争鸣。综观会计发展史，不乏事例。将这批活跃人群的思想、观点整理出版，必将有利于丰富和活跃我国的会计理论研究。

理论是社会需要的产物。我衷心希望这套“会计学博士论丛”中能不断涌现出适应当前社会需要的、推动会计理论研究向纵深发展的著作！

2001年8月9日



在企业财务管理实践中，我相信业界应有这样一个共识：企业财务管理即使是价值分配型的，也正由价值分配导向转变为价值创造导向。但在理论上，学界尚未对企业财务管理的功能和特征作出与时代发展、实践创新相适应的研究，形成贴近时代和实践的理论。

龚凯颂博士撰写的专著《基于价值创造的企业财务管理研究》，在破除价值分配型企业财务管理及理论方面作出了很好的贡献，在建立价值创造导向的企业财务管理及理论方面作出了巨大的努力。在作者看来，现行企业财务管理具有明显的价值分配特征，诸如：其逻辑起点为企业是财务资本所有者的企业、财务管理目标是股东价值最大化、过分重视外部资本市场和股价、税收因素成为财务决策的关键、基于股东立场建立



基于价值创造的企业财务管理研究

的企业财务管理一系列核心概念。价值分配型的企业财务管理创造了一个个的神话，但很快又破灭了，难以持续发展。为此，作者从深化对组织和组织目标的认识出发，应用资源基础理论，探讨企业创造价值的源泉以及价值创造资源区域，分析价值创造机制理论和驱动因素，将资源基础理论与财务管理衔接起来，初步构建了价值创造型企业财务管理的理论框架。在这一初步框架中，作者提出了多方面的新见解，对进一步创新实践、探究新的理论有很好的借鉴意义和启发性。

需要指出的是，作者发展价值创造型的企业财务管理及理论的方向是对的，但道路崎岖。作者在破的方面已有很好的进展，但在立的方面还需要更有创造性和科学性。而创造性和科学性的源泉在于对实践更深刻的理解、对经济和管理理论更准确的把握、对企业财务管理理论更持久的深究。我相信作者能在现有研究的基础上，持之以恒，真正把价值创造型的企业财务管理理论树起来！

魏明海

2009年5月于康乐园



内容摘要

资本市场与企业财务管理领域的研究，早已成为国内外财务学者以及相关专业学者研究的热门话题。依照本书提出的价值创造与价值分配的财务管理分析框架，通过观察与分析发现：现行的财务管理理论主要是基于股东立场的价值分配理论；绝大多数财务管理研究集中在与价值分配相关的研究主题上；在我国的财务管理实践中出现过度融资现象，同时也有为了达到过度融资的目的而进行效率低下的过度投资现象；现行的财务管理还存在“见物不见人”的倾向。对照完整的财务管理理论研究的要求，这些现象值得我们反思和探讨。为此，本书基于价值创造角度，主要运用规范研究方法，对财务管理理论展开探索性研究，得到了一些具有一定创新性的研究结论，对纠正财务管理理论与实践中的价值分配偏向有一定的指导意



义。

本书共分九章，主要研究内容如下：第一章是导论。在描述现行财务管理理论与实践的价值分配倾向的背景之下，从价值创造角度阐述本书的研究动机和意义，确定本书的研究对象、思路与方法。第二章是对价值分配型财务管理的一个典型现象即资本经营的分析。对“资本经营”的真正含义进行分析，论证价值创造比价值分配更重要，并通过以“飞天系”坠落事件为例的资本经营案例分析，说明价值分配型财务管理的不可持续性。第三章是价值分配型财务管理的特征分析。现行财务管理的价值分配特征的典型表现有：（1）逻辑起点为企业是财务资本所有者的企业；（2）财务管理目标是股东价值最大化；（3）过分重视外部资本市场和股价；（4）税收因素成为财务决策的关键；（5）基于股东立场的核心概念。第四章是企业本质与企业目标研究。从对组织和组织目标的认识出发，对企业本质研究问题进行文献回顾和检讨，并提出企业本质的新看法。接着，对企业目标理论进行梳理和评论，论证不同企业目标并无实质性区别，而是一脉相承的。第五章是研究企业价值创造的理论。应用资源基础理论，探讨企业创造价值的源泉以及价值创造资源区域，讨论价值创造机制理论和驱动因素，并论述创造价值的资源与企业投资管理活动的关系，从而较好地将资源基础理论与财务管理衔接起来。第六章是价值创造型财务管理的核心概念研究。重新认识和界定下列概念：资本与资产、价值与价格、债权价值与股东价值、企业价值与价值创造、现金流量与净现金流量、贴现率与资本的机会成本，为构建价值创造型财务管理理论奠定基础。第七章是价值创造型财务管理目标研究。基于企业的价值创造本质，从对现代财务管理目标理论的修正入手，论证财务管理目标应是价值创造最大



化。第八章是全文的核心,探索性地提出价值创造型财务管理的初步框架。从企业本质出发,站在企业自身立场来认识财务管理目标,并从实现财务管理目标的途径入手,构建价值创造型财务管理的主要内容与框架。第九章是总结。在对价值分配与价值创造关系中的有关问题进一步作出分析与说明后,对本书的基本结论与观点进行归纳总结;在说明本研究的可能创新与贡献的同时,指出其中的不足之处。

通过探索与研究,本书建立了一个价值创造型财务管理的初步框架,得到的基本结论如下:(1)财务管理理论的起点是企业本质,企业本质上是一个价值创造的经济组织。企业本质决定了企业及其财务管理目标;(2)财务管理目标是企业价值创造最大化,即财务增加值现值或净增现值最大化;(3)企业的投资管理活动是实现财务管理目标的途径,也是构建价值创造型财务管理框架的立足点。价值创造型财务管理框架的核心理论包括:战略财务管理、基于价值创造的资本预算理论、投资组合管理、可持续的现金流量管理、投资风险管理和基于价值创造的业绩评价。在构建价值创造型财务管理框架的过程中,还对相关的理论进行一定的整合,形成了有意义的观点;(4)基于新的净现金流量、贴现率的定义,提出了以净增现值模型为核心的新资本预算理论;(5)在区分价值创造与价值分配的前提下,重新认识资本结构与价值创造的关系。虽然调整资本结构并不直接创造价值,但基于资本结构的良性公司治理对价值创造具有正面的激励效应,为资本结构和公司治理的研究指出了新的方向;(6)资本结构与价值分配有关,它为制定价值分配规则提供了基本的依据,但价值分配不仅仅是股利分配问题。考虑人力资本后,资本结构不再是一个二元结构,而是一个四维结构,即非人力资本负债、人力资本负债、非人力



资本所有者权益和人力资本所有者权益。据此，提出一个对价值创造具有积极激励作用的价值分配理论新框架；（7）通过智力资产投资管理，企业将人力资产和人力资本纳入财务管理视野。人力资产对企业价值创造具有核心作用，价值创造型财务管理是一种“人、物互见”的财务管理。

从价值创造的角度，本书对价值分配型财务管理的特征、企业本质、财务管理目标及核心概念、投资管理、筹资管理和股利政策等有关财务管理的议题进行了新的思考与探讨，其研究结论将对我国财务管理理论与实践从价值分配导向转变为价值创造导向产生积极的影响。



Abstract

For a long time, the scope and contents of capital market and financial management research are at the top of the debates. This book establishes an analytical framework for this issue. Based on this framework, the following facts were observed: the current financial management theory is in essence a value – allocation theory; the current research focuses on value – allocation; in China's firms, excessive financing and over investments exist; finally, in financial management practice, there is a trend of managing business only and deals nothing with managing human beings. These phenomena depart from the true requirements in financial management theory research. Therefore, it is a time to rethink and to re – explore the scope and contents of financial management



research. Using a normative approach, this study explores the financial management theory from a value – creation perspective. The study will help the financial management theory and practice to get away from value allocation preference.

There are 9 chapters in this book. The first chapter is the introduction. Based on the descriptions of current value – allocation oriented financial management theory and practice, this chapter discusses the motivations and implications of the book. The chapter also develops the research objectives, designs and methods. Chapter 2 analyzes a typical value – allocation oriented phenomenon, capital operations. The analysis underpins the essence of capital operation, and points out that value – creation, rather value – allocation should be the focus of financial management. A case study of “FeiTian” Group reveals the in – sustainability of value – allocation oriented financial management. Chapter 3 investigates the main characteristics of value – allocation oriented financial management. The starting point for analysis is a financial capital owned firm, with maximization of shareholder value as the goal for financial management. Under the value – allocation approach of financial management, external capital markets and share price are over emphasized, tax becomes the key considerations in decision – making, and all the decisions are made for the shareholder’s benefits. Chapter 4 explores the nature and the goal of enterprise. In reviewing the literature, this thesis proposes a new perspective for the nature of the enterprise based on the cognitions of organization and of objectives of organization. Actually, the current theories about the objectives of an enterprise have no essential differences. Chapter 5 develops the



theory of enterprise value – creation. Applying resources basis theory, this chapter explores the origins of value creation and the resources areas of value creation. The chapter further discusses the mechanism and the drivers of value creation, and the relationship between value – creating resources and the business activities. Therefore, this chapter establishes a link between research bases theory and financial management. Chapter 6 expounds the key concepts of value – creation oriented financial management. In this chapter, the following concepts are redefined: capital and assets, value and price, value of debt and value of shareholder equity, value of firm and value creation, cash flow and net cash flow, discount rate and opportunity cost of capital. The redefining makes it ready for developing the framework for value – creation financial management. Chapter 7 sets the goal for value – creation financial management. Based on the nature of value creation, the chapter first modifies the modern theories on the goal of financial management, and proves that the goal of financial management is maximization value – creation. Chapter 8 is the focus of the book. The chapter proposes the preliminary framework of value – creation oriented financial management. Starting from the nature of the firm and in combination of the pathway to the goal of financial management, the chapter constructs a framework and main contents from the perspective of firm. Finally, chapter 9 concludes the thesis. In analyzing and explaining some related issues in value – allocation vs. value – creation financial management, the chapter summarizes the conclusions and contributions of the study, and figures out the possible weakness of the study.



The main conclusions of the book are: (1) The base of financial management theory is the nature of the firm, which is a value - creating organization. The nature of the firm determines the goal of a firm and that of financial management. (2) The goal of enterprise financial management is maximization value - creation, that is, maximization of financial value - added or net present value - added. (3) The pathway to the goal of financial management is the investing and operating activities, which, in turn, is the starting point for developing the framework of value - creation financial management. The core contents of value - creation financial management include: strategic financial management, capital budget theory based on value - creation, investment portfolio management, sustainable cash flow management, investment risk management, and performance evaluation based on value - creation. (4) Based on the new definition of net cash flow and discount rate, the thesis proposes a new theory on capital budget which focuses the net present value - added. (5) The relationship between capital structure and value - creation should be re - deployed in differentiating value - creation from value - allocation. Although adjusting capital structure does not create value directly, good capital structure and corporate governance have positive and incentive effects on value creation. This will be a new direction for capital structure and corporate governance research. (6) Capital structure is related to value - allocation. Capital structure is the basis for determine the rules of value allocation which is more than dividend payouts. When human capital comes in play, capital structure is not any more a two - dimension structure, but a four - dimension structure which includes



non-human capital liabilities, human capital liabilities, non-human capital shareholder's equity, and human capital shareholder's equity. Based on this new capital structure, this study proposes a new theoretical framework for value-allocation which has incentive effects on value-creation. (7) Through investing in intelligence assets, firms bring human assets and human capital into the scope of financial management. Human assets are the core driver of value creation of a firm. Value-creation oriented financial management manages both human and business activities.

From a value creation perspective, this book explores the characteristics of value-allocation financial management, the nature of the firm, the goal of financial management, the main concepts of financial management, investment management, financing management, dividend policy, and other issues in financial management. The study will have a positive effect on helping the financial management practice in China's firms convert from value-allocation oriented to value-creation oriented.