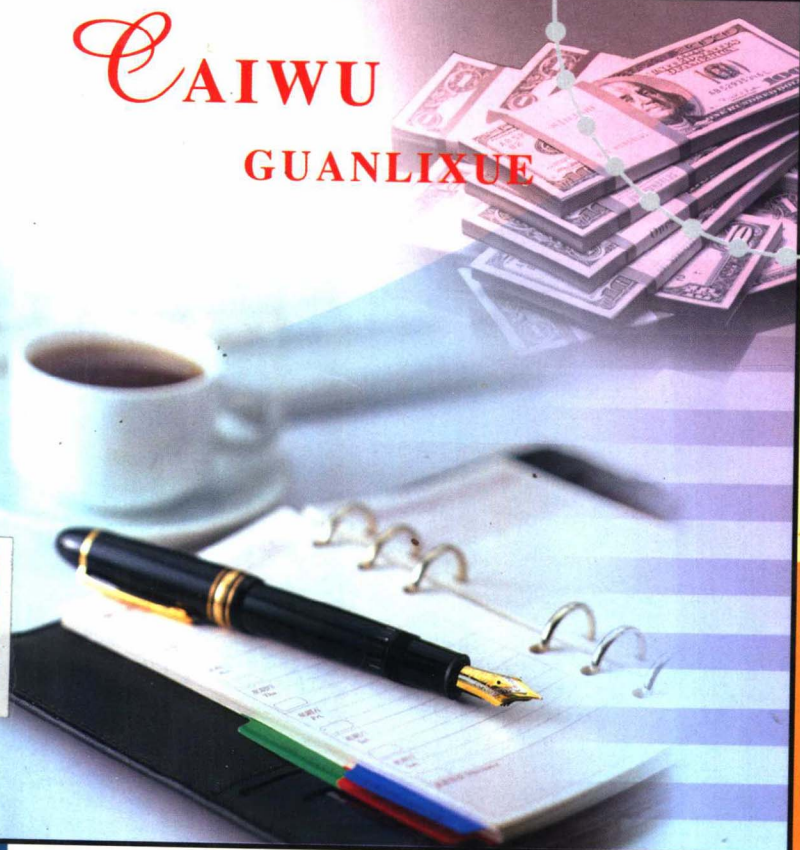


主 编 李秉祥 张拉锁 韩建新

财务管理学

CAIWU

GUANLIXUE



北京工业大学出版社

财 务 管 理 学

主 编	李秉祥	张拉锁	韩建新
副主编	杜心灵	王桐岳	王荣堂
	张爱侠	汪红旭	

北京工业大学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

财务管理学 / 李秉祥, 张拉锁, 韩建新主编. —北京: 北京工业大学出版社, 2006.1重印

ISBN 7 - 5639 - 1442 - 0

I. 财… II. ①李…②张…③韩… III. 财务管理 - 高等学校 - 教材 IV. F275

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2004) 第 094353 号

财务管理学

主编 ~~李秉祥, 张拉锁~~ 韩建新

北京工业大学出版社出版发行

邮编 100022 电话 (010) 67392308

各地新华书店经销

徐水宏远印刷厂印刷

2004年9月第1版 2006年1月第2次印刷

850mm × 1168mm 32开本 15印张 376千字

印数: 5001~8000册

ISBN 7-5639-1442-0/G · 754

定价: 27.00元

前 言

现代财务管理首创于西方，经过近百年的不断完善和发展，形成了市场经济条件下财务管理的理论体系和方法体系。一个世纪以来，由于科学技术的飞速发展，金融业发生了巨大的变化，新的金融工具不断涌现，因而公司融资的工具也不断丰富与复杂。这也在公司理财观念的发展上得到反映，现在已形成了以财务目标为核心的现代财务管理理论体系和以筹资决策、投资决策、股利决策为主要内容的现代财务管理方法体系。

本书以资本市场为背景，以公司制企业为对象，在阐述现代财务管理基本原理的基础上，着重讲述了企业资本的筹集、资本运用和收益分配的财务运作理论和方法，同时还论述了破产与重整、企业购并与剥离等财力问题。全书共分十四章。第一章对现代公司财务的目标及其理论体系进行了讨论。第二章论述了财务管理与理财环境的关系。主要阐述了经济环境、法律环境、金融环境等最重要的外部环境。第三章介绍了财务活动中两个基本概念——货币的时间价值和风险价值。第四章和第五章分别介绍了企业投资的两种主要形式：项目投资和证券投资。第六章、第七章、第八章分别介绍了所有权融资、长期负债融资、资本成本与资本结构。第九章、第十章、第十一章介绍了财务计划与营运资金管理，以及股利分配理论与实务。第十二章论述了财务分析的基本理论和方法，介绍了各项财务比率的内涵与计算方法。第十三章、第十四章讨论了企业破产与重整、购并与剥离等财务拓展内容。

本书由李秉祥、张拉锁、韩建新担任主编，杜心灵、王桐岳、王荣堂、张爱侠、汪红旭担任副主编。参加本书编写的人有（以姓氏笔画为序）：王荣堂、王桐岳、巩家民、杜心灵、汪红旭、李秉祥、张拉锁、张爱侠、岳玉书、范丽红、韩建新。

本书由李秉祥编写提纲，并对全书进行总纂、修改和定稿。其中黄泉川、许丽、裴筱捷、张蕾在校稿中做了许多工作。各章在写作过程中参考了大量的国内外资料，在此一并致谢。由于时间仓促，本书可能存在不妥甚至错误之处，恳请读者批评指正。

编 者

2004年9月

目 录

前 言	(1)
第一章 总论	(1)
第一节 企业目标与价值理论	(1)
第二节 公司财务管理目标与财务政策设计	(10)
第三节 财务管理学的理论演进	(17)
第四节 财务管理的理论体系	(22)
第五节 财务管理与相关学科关系	(27)
第二章 财务管理与环境	(34)
第一节 财务管理环境概述	(34)
第二节 经济环境	(39)
第三节 法律环境	(42)
第四节 金融市场环境	(51)
第三章 价值、收益与风险	(61)
第一节 货币的时间价值	(61)
第二节 风险价值的计量	(72)
第四章 项目投资	(94)
第一节 项目投资概述	(94)
第二节 项目投资的现金流量分析	(99)
第三节 项目投资决策的方法	(104)
第四节 项目投资决策方法应用	(121)
第五章 证券投资	(136)
第一节 证券投资概述	(136)

第二节 债券投资	(146)
第三节 股票投资	(152)
第六章 所有权融资	(159)
第一节 吸收直接投资	(159)
第二节 普通股与优先股融资	(163)
第三节 可转换证券与认股权证筹资	(173)
第七章 长期负债融资	(187)
第一节 长期借款融资	(187)
第二节 长期债券融资	(193)
第三节 租赁融资	(202)
第八章 资本成本与资本结构	(214)
第一节 资本成本	(214)
第二节 杠杆效应	(224)
第三节 资本结构	(230)
第九章 财务计划与营运资本政策	(249)
第一节 财务计划	(249)
第二节 营运资本政策	(260)
第十章 营运资本管理	(274)
第一节 现金管理	(274)
第二节 短期有价证券管理	(287)
第三节 应收账款管理	(291)
第四节 存货管理	(303)
第五节 流动负债	(310)
第十一章 股利分配	(317)
第一节 利润分配的内容	(317)
第二节 股利支付的程序和方式	(319)
第三节 股利理论与股利分配政策	(320)
第四节 股票股利和股票分割	(327)

第五节	股票回购	(333)
第十二章	财务分析	(338)
第一节	财务分析概述	(338)
第二节	财务比率分析	(348)
第三节	财务趋势分析	(377)
第四节	综合财务分析	(383)
第五节	财务分析的局限性	(389)
第十三章	企业破产与重整	(396)
第一节	财务失败	(396)
第二节	企业破产	(402)
第三节	企业财务重整	(414)
第十四章	企业购并与剥离	(424)
第一节	企业兼并与收购的经济动因	(424)
第二节	企业购并的成本效益分析	(430)
第三节	企业购并的战略策略	(440)
第四节	企业购并的预防措施	(446)
第五节	企业剥离	(452)
附表一		(460)
附表二		(462)
附表三		(464)
附表四		(466)
附表五		(468)
参考书目		(470)

第一章 总 论

随着市场经济特别是资本市场的不断发展，财务管理在企业管理中扮演着越来越重要的角色。财务管理是企业管理的中心。本章对公司财务管理的一些基本问题，诸如企业目标与企业价值，公司财务管理目标与政策设计，公司财务管理的演进过程，财务理论体系以及财务管理与其他学科的关系等作一分析和研究。

第一节 企业目标与价值理论

系统论告诉我们，正确的目标是系统良性循环的前提条件，企业财务系统是企业管理的一个子系统，因此其目标必须服从企业目标。而企业是一个营利组织，其生存与发展必须以营利为前提。企业只有不断地创造财富，才能在激烈的竞争中立于不败之地。

一、企业的性质和组织形式

企业是一个经济组织，其存在于营利与发展。企业又是一系列契约的集合，代表着多个相关者的利益。现代意义上的财务管理主旨是为企业筹划财务管理谋略，制定财务政策，在追求各管理环节的最大效益与效率的基础上实现企业价值的最大化。故公司财务管理要首先从企业目标出发，确定企业价值的计量和实现途径，进而明确财务管理目标。根据企业财务管理环境，从企业

的内、外变量两方面着手，制定具体的财务管理政策，以求得财务管理的最佳值。

企业的组织形式不同，运作方式和管理方式就不同。采用何种组织形式最有利于企业的生存和发展呢？理论和实务界经过多年的探讨，一致认为公司制企业组织形式是最好的选择。这主要是基于公司制企业在经营规模、筹资潜能、风险承担、公司治理乃至组织机构设置等方面有着独资、合伙企业所无法比拟的优势。公司制企业可以分为无限公司、有限责任公司、两合公司、股份有限公司等。一般所称的建立了现代企业制度的公司制企业主要指股份有限公司和有限责任公司。实践证明这是一种能够规范运作的良好的企业组织制度。按照我国《公司法》的规定，国家授权的国有独资公司也属公司制企业的范畴。

在以下各章节中，如无特殊说明，我们所称的公司是指建立了现代企业制度的公司制企业。

二、企业目标

1. 对企业目标主要观点的简要评介

中外关于企业目标和财务管理目标的表述很多，有人归纳了14种之多，主要代表观点有利润最大化、股东财富最大化、经济效益最大化、企业价值最大化、社会责任等目标。在阐述我们的观点之前，首先需要对其中的主要观点作一简要评介。

关于“利润最大化”目标。这是出现较早的一种观点，至今这一“目标说”还有相当市场，然而对其非难的不适之词也存在。我国著名财务专家王庆成教授对之作相当精辟的阐述。我们认为，追求利润最大化是每一个营利性组织（典型的是企业）生存和发展的必然，它和只顾近期利益，不顾风险，忽略长远利益没有必然联系。利润最大化目标“直观、明确、容易计算、便于分解落实，大多数职工都能理解”，这种优点正是它现在仍能

在实际中广为流行的缘由。

关于“权益概念”说。认为企业的目标是“尽可能大地增加股东财富从而使企业的市场价值最大化”。虽然现在的很多教科书及论文中均认同这一观点，然而其适用的普遍性仍受到挑战：中国的股份制改造是现代企业制度建设的一个方向，但多种经济成分、多种组织形式和多种经营方式并存的局面还将长期存在，所以，不可能用一种形式取而代之，倒是用“权益资本利润率”代之，更为合适一些。后者是反映企业经济效益的一个综合性指标，也是从所有者角度出发，继而扩大并波及许多衡量企业绩效的联动指标。

关于“管理者效用最大化”说。管理者目标最大化理论是建立在“伯利－米恩斯假说”（Berle－Means Hypotheses）基础上的。其基本观点是，在所有权与控制权分离的前提下，管理者的目标也就成为企业的目标。伯纳姆（Burnham, 1941）、戈登（Gordon, 1945）等人是四五十年代管理者模型的先导。后来，鲍莫尔（Baumol, 1959）、马力斯（Marris, 1964）和威廉姆斯（Weillmson, 1964）分别提出了一个管理者模型，成为三个最著名的管理者模型。鲍莫尔认为，管理者的目标是销售收入最大化，马力斯则认为是增长最大化，而威廉姆斯则进一步把管理者的目标扩大到包括全体职员和津贴在内。他们的模型都是建立在所有权与经营权两权分离假设下对企业目标函数实际情况的推断。在目标取向上，很少有企业公然主张管理者效用最大化，而更流行的看法是，管理者效用最大化是企业目标函数的异化。

关于“企业效益最大化”目标说。对它的争议除了存在对社会效益还是经济效益含义界定不清的弊端外，在如何确认、如何计量上，也是会计和财务管理都无法解决的。然而它至今仍作为我国社会经济发展目标或作为企业发展战略的总体目标。

当然，也有人提出用“市场价值增加值最大化（maximizing

market value added, MMVA) 来反映上市公司的目标是最为适当的。因为“市场价值增加值 (MVA)”反映了上市公司市场价值与投资者投入的资本之间的对比关系,是从资本市场角度反映的资本的投入产出关系。MVA 为正,表明上市公司实现了增值;MVA 为负,表明上市公司不但没有创造价值,而且还损害了价值。

另外需要特别说明的是,社会责任目标是每个企业和公民应尽的义务。它是指企业在自身发展时,必须兼顾国家和社会的利益,承担对国家和社会履行的责任。包括:保护消费者利益,公平就业,合理工薪,支持教育,爱护环境,防止污染,等等。这也是我们在讨论企业目标问题时不容回避的问题。

2. 我们的企业目标观

我们认为,企业是包括相关利益者在内的一系列契约的组合。因而,企业目标应该是一个多元化的概念,它必须反映投资者、债权人、经营者层以及有关利害集团和个人的意愿,才能使企业在处理内外环境产生的各种内、外变量中达到协调和均衡。同时,企业又是一个独立的法人,根据委托——代理理论,所有者和经营者,经营者和管理者,债权人和企业之间都是一种委托——代理关系。由于信息的不对称,所有者需要对经营者施加监督,经营者需要对管理者乃至员工进行监督,债权人需要对企业进行监督,等等。但无论怎样设计激励和约束机制,代理问题仍无法完美解决,由此发生的代理成本仍然非常昂贵,“逆向选择”和“道德风险”仍不可避免发生,监督的一方仍然可能面临“剩余损失”。所以,必须有一种对各利益相关者都有益的共同目标,把各方面的利害关系人连接在一起——这只有“企业价值最大化”目标。从理论上来说,各个利益集团的目标都可以折衷为企业长期稳定发展和企业总价值的不断增长,各个利益集团都可以通过此目标实现其最终目的。

综上,我们认为,对企业目标的界定应以企业价值最大化为主要目标,并针对不同企业组织形式,也可间或使用股价最大化、股东财富最大化、企业价值最大化等目标,同时兼顾社会责任目标,使各方利益得以满足。这应该也是比较现实的选择。

实际上,现代财务理论认为,企业价值就是企业未来现金流量的折现值。企业现金流量折现值的最大化,就是企业价值的最大化,在有效资本市场前提下,也就是股价最大化,从而也是股东财富最大化。

三、企业价值理论

以企业价值最大化为主要目标,是公司制企业满足各利益相关者的共同要求;同时,它又是在信息不对称条件下,对经营者和管理层实施激励和约束机制的基础。那么,如何使得企业价值这块“蛋糕”越做越大呢?这固然取决于很多因素,需要依托企业内外环境、受制于企业的各种内生和外生变量以及各利益相关方的共同努力,但管理创造的价值,特别是财务管理在其间所起的作用不容忽视。以下仅从三个方面阐述,就可体现管理包括财务管理在企业价值实现方面的重大意义和作用。

1. MM 定理——企业价值决定理论

MM 定理是美国著名财务学家英迪格利尼 (France Modigliani) 和米勒 (Merton Miller) 于 1958 年创建的,因两位学者姓氏的第一个字母均为 M 故称之为 MM 定理。其定理之一就是关于企业价值的确定:在严格的无税假设前提下,改变企业的资本结构,企业的总价值不变;当引入所得税限制因素后,由于债务的税收屏蔽作用,资本结构中的负债越大,企业总价值越大;后来米勒又在与其老师共同研究的基础上,吸收并总结了 30 多年的各派论战之长,将公司所得税、个人所得税和债务所得税等因素引入,得出了在不同税收比率下,公司可能因为负债水平的不同而

使其公司总价值不同的结论，该理论后来被称为米勒的市场均衡模型。其时的税差学派也认为，企业的市场价值决定于企业一组未来的股利政策和负债政策，以及资本结构中现有负债的水平。他们的某些观点为米勒后来的突破性研究提供了思路。

MM 定理首次以精确和严谨的数学推导来研究财务理论问题，改变了 20 世纪 50 年代之前财务学的绝大部分都是描述性的事实。MM 定理不仅是一种“分析方法上的贡献”，“永久性地改变了经济分析在资本结构问题讨论上的作用”；更重要的是，它“是建立在经济理论之上，是一般均衡理论在资本结构问题上的应用。MM 定理力图通过企业资本结构的表面现象，探寻资本结构与企业价值的内在规律，最终目的是探求‘个人、企业和我们这个社会如何在风险资产定价的基础上通过价格体系来就稀缺资源分配作出决策’，从而找出企业价值与资本结构的内在联系。”

可见，资本结构是决定企业价值的重要因素，MM 定理所揭示的企业总价值理论成为后来研究企业价值、资本结构、综合投资报酬率、权益资金报酬率、息税前盈余（EBIT）、每股收益（EPS）等财务问题的重要理论依据。而资本结构的确定在很大程度上取决于企业财务决策的选择和具体财务政策的设计。所以，要实现企业价值的最大化，除了重视从生产经营中直接创造的财富以外，加强财务管理，重视管理所创造的价值也是我们不容忽视的方面。

2. 企业价值计量理论

企业价值最大化目标是指通过企业的合理经营，采取最优的经营策略和财务政策，充分考虑货币时间价值和风险与报酬的关系，在保证企业采取长期稳定发展的基础上使企业总价值达到最大。其理论计量公式是：

$$V = \sum_{i=1}^n \frac{NCF_i}{(1+i)^i}$$

式中： V 代表企业价值； NCF_t 代表第 t 年的企业报酬，通常用现金流量来表示； i 代表与风险相适应的报酬率； t 代表取得报酬的具体时间； n 代表取得报酬的持续时间，在持续经营条件下， n 为无穷大。如果各年的现金流量相等，则上式可简化为：

$$V = NCF/i$$

其中， NCF_t 、 NCF 、 i 可以通过估计确定。在实践中可以通过资产评估来确定企业价值的大小。

企业价值最大化目标，近年来越来越备受关注。其优势在于：一是在于它的可确认、可计量，具有可操作性；二是它测算的是现金流量，较应计制下的利润更易反映企业财务状况的真实面目；三是它在计算时考虑了货币时间价值，具有动态分析意义。然而，对其测算基础的“未来现金流量”仍建立在估算的基础上，对其用于折现的报酬率仍无法客观确定，是这一方法在实际操作上仍未完全解决的难题。

3. 企业价值评估理论

价值评估是公司财务管理中的重要问题，因为，它是公司多种重要的活动的基本行为准则。一方面，公司评估的原则指导着证券分析者寻找被市场低估了价值的股票；另一方面，投资银行也利用这些概念为公司发行的股票定价；公司决定回购股票也经常需要利用评估技巧以选择适当的购买时机；同时它更是公司收购、合并中一个非常核心的问题。评估公司价值需要两种技巧，第一是分析能力，第二是良好的判断能力。因为，在许多时候输入数学模型的数据是虚假的或带有虚假的成分，或者很多资料是不能量化的，如公司的经营管理能力，因此，在评估公司价值时，往往还需要管理人员根据客观实际作出正确的主观判断。

在评估企业价值时可用的评估方法包括：①账面价值法（book value）；②收益法（也可称为股利折现模式）；③自由现金

流量法；④附加经济价值（economic value Added, EVA）等。

（1）账面价值法。账面价值法是用账面净资产评估公司价值的一种方法，即以公司资产负债表中的总资产减去负债计算出的资产账面值或称为所有者权益账面值来评估公司的价值。这种方法以资产负债表为基础，通过评估企业的资产和负债来评估企业的价值。

账面价值法以公司的资产负债表为基础，遵循了会计的公认原则，保证了其信息的真实、客观、公允。但由于现有会计核算存在的缺陷，会使其账面净值有可能被高估或低估，主要表现在以下方面：账面净值可能未包含一些无形资产的价值，但现行的会计核算却无法量化；账面净值是历史成本而非现值。因此，评估的公司价值，可能高估或低估其价值；会计政策的选择可能影响净资产的账面价值。另外，公司的市价不仅受到其未来盈利能力的影响，而且受到市场环境即市场系统风险的影响，在牛市市况下可能高估公司价值，在熊市市况下可能低估公司价值。综上所述，公司账面净资产值往往并不能完全反映公司的真实价值，需要财务人员结合其他价值评估方法和个人的主观判断来评估公司的价值。

（2）收益法（也可称为股利折现模式）。收益法是以投资者购置公司的普通股所预期可获收益为基础，来评估公司普通股价值的一种方法。当投资者购置公司的普通股时，他们会有两种现金流量或两种收益，一种是预期在未来所收取的股利，另一种是出售股票的套利所得。但是股票未来的出售价格取决于将来的股利。因此，普通股的价值就是未来预期股利的现值，其基本模型是：

$$\text{每股普通股的价值} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+r)^t}$$

式中： D_t 代表第 t 年的预期股利； r 代表权益资金成本。

投资人的股利收益会随公司的增长而变化,一般说来,公司的增长方式有三种,即零增长、固定增长、非固定增长,公司的价值评估因此也相应变化。

收益法或股利折现模式以投资人的预期收益为基础,评估股票价值或权益价值,更贴近投资人的利益。但这种方法在公司盈利少或出现财务危机不分红时则无法应用,另一方面,公司的盈余总有一部分要留于企业积累和发展,这部分留于公司的盈余也是归投资人所有的,而股利折现模式对权益的评价却忽略了这一点。

(3) 自由现金流量法。就是以自由现金流量为基础来评估公司的价值。自由现金流量有两种,一种是权益自由现金流量(free cash flow to equity, FCFE),FCFE是可作为发放股利给股东的现金流量,它可以直接评估公司股东权益的价值。另一种是公司自由现金流量(free cash flow to firm, FCFF),FCFF是可用于支付股东和其他对公司拥有求偿权的有关人士(如债权人及优先股股东)的现金流量,它是用于评估整个公司的价值,并用整个公司的价值减去公司负债的价值,间接计算公司股东权益的价值。

在评估公司权益价值时,权益自由现金流量模式与股利模式十分相似。

但一般而言,两种模式评估的公司权益价值是不同的,以权益自由现金流量计算的价值一般较以股利计算的价值高,二者的差异可视为能够控制公司股利政策的价值。

(4) 附加经济价值。附加经济价值就是以经济增加值(economic value added, EVA)为基础来评估公司价值的一种方法,这是近年来西方提倡的价值基础管理流行的一种评估公司价值的方法。

对EVA的估计。简单而言,EVA就是税后资本回报与其资金成本之差,它代表了公司在经营中所创造的价值增加值,计算公