

Principles and Applications of Financial Management

— Enhancement of Enterprise Value



财务管理原理与应用

——基于企业价值的提升



- 主 编 顾伟忠
- 副主编 毕玉兰 李富强 刘 兰



社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS(CHINA)

Principles and Applications of Financial Management

— Enhancement of Enterprise Value



财务管理原理与应用

——基于企业价值的提升



● 主 编 顾伟忠

● 副主编 毕玉兰 李富强 刘 兰



社会科学文献出版社

SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS(CHINA)

图书在版编目(CIP)数据

财务管理原理与应用：基于企业价值的提升/顾伟忠主编. —北京：社会科学文献出版社，2011. 5

ISBN 978 - 7 - 5097 - 2323 - 4

I. ①财… II. ①顾… III. ①企业管理：财务管理 IV. ①F275

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2011)第 066400 号

财务管理原理与应用

——基于企业价值的提升

主 编 / 顾伟忠

副 主 编 / 毕玉兰 李富强 刘 兰

出 版 人 / 谢寿光

总 编 辑 / 邹东涛

出 版 者 / 社会科学文献出版社

地 址 / 北京市西城区北三环中路甲 29 号院 3 号楼华龙大厦

邮政编码 / 100029

网 址 / <http://www.ssap.com.cn>

网站支持 / (010) 59367077

责任部门 / 财经与管理图书事业部 (010) 59367226

电子信箱 / caijingbu@ssap.cn

项目负责人 / 恽 薇

责任编辑 / 刘志强 恽 薇

责任校对 / 郭红生

责任印制 / 董 然

总 经 销 / 社会科学文献出版社发行部

(010) 59367081 59367089

经 销 / 各地书店

读者服务 / 读者服务中心 (010) 59367028

排 版 / 北京步步赢图文制作中心

印 刷 / 北京季蜂印刷有限公司

开 本 / 787mm × 1092mm 1/16

印 张 / 16.5

字 数 / 251 千字

版 次 / 2011 年 5 月第 1 版

印 次 / 2011 年 5 月第 1 次印刷

书 号 / ISBN 978 - 7 - 5097 - 2323 - 4

定 价 / 49.00 元

本书如有破损、缺页、装订错误，
请与本社读者服务中心联系更换



版权所有 翻印必究



作者简介：



顾伟忠，1978年出生于江苏常州，经济学博士。现就职于北京联合大学。主要研究领域为财务管理、审计、数量经济。具有十年财务管理课程讲授经验，授课对象包括在校大学生、证券从业资格考试以及保荐人考试的考生。多年从事财务及审计领域的研究工作，发表文章十余篇，数次获得优秀论文奖项。参与省部级课题十余项，并主持数项子课题。参与编写的著作有《电子信息与软件企业出口对策研究》、《中国产业：结构、增长及效益》、《柳州市阳和工业新区发展战略研究》等。

[前 言]

财务管理在企业经营活动中的地位 and 作用日益重要，在某种程度上，财务管理已经关乎一个企业的生存与发展。目前市面上的财务管理图书可分为两类：一类是理论性很强的教材，主要是各种考试的配套教材，以介绍财务管理理论为主，间或有少量例题，此类图书的实用性较差；一类是案例类图书，往往只对若干案例进行介绍和分析，其实例有余而理论不足。

本书借鉴了教材图书及案例图书各自的优点，将财务管理理论原理与财务管理案例实务结合起来，以求为读者提供更丰富的知识。本书在每一章最后一节都介绍一个典型的案例，并作简要点评。这样便于读者在学习基本原理的基础上，能够通过案例增强对理论知识的理解。

本书一共分为六章。基于企业财务管理的目标是企业价值最大化，第一章“企业价值评估”介绍了企业价值评估的基本概念和主要方法，目的是让读者加深对企业价值最大化这一目标的理解。企业无论是投资还是日常经营，都需要资金，因此要考虑资金（资本）的来源问题，这就涉及企业资金量预测、筹资方式、资本成本和资本结构等问题，这在本书第二章“筹资决策”中进行了深入的阐述。对于一个企业来说，进行合理的项目投资是决定企业生存与发展的关键，如何作出合理的投资决策、投资决策指标有哪些等等，这在本书第三章“项目投资决策”中展开论述。金融投资对企业的重要性日益突出，第四章“金融投资决策”介绍了证券投资相关的知识。第五章“营运资本管理”则重论述了现金管理、应收账款管理、

存货管理等内容,让读者更深入地了解营运资本管理对企业价值的影响。本书第六章“股利分配政策”论述了企业利润分配的一般顺序、股利理论和股利政策类型、股利支付程序和支付方式,让读者从股东的角度去思考企业价值创造与分享的问题。

本书有两大特点。

第一,体系完整。本书以企业价值最大化为核心主线,从企业价值评估、企业筹资(资本结构)、企业投资(含项目投资和金融投资)、企业日常管理(营运资本管理)、企业利润分配(股利分配)等企业主要的财务管理环节论述了相关基本原理。这种紧凑的体系可以较为完整地解释企业价值的创造过程,形成完整的理论体系。

第二,理论与实践紧密结合。财务管理不应是纯理论性的学科,而应当是一门具有实践性、实务性的学科。本书在介绍企业财务管理基本原理的基础上,对典型案例进行分析,将理论和实践紧密结合起来。这样使得基本原理更通俗易懂,可更好地指导实际工作。

本书适合高等院校的财经、管理类专业学生使用,也可供企业财务人员、管理人员学习。本书由顾伟忠担任主编,并拟定大纲和最终定稿。具体分工如下:顾伟忠负责导论、第一章和第二章;毕玉兰负责第六章和第四章第六节;李富强负责第三章第一节到第三节;刘兰负责第四章第一节和第五章;汤明旺负责第三章第四节到第七节;张真真负责第四章第七节;陈小荣负责第四章第三节到第五节;李利负责第四章第二节;此外,池京均、马翠和石军夏也参与了本书的资料整理工作。

在本书编写的过程中,我们参考了许多优秀的文献。案例则主要从相关公司的网站或信息披露媒体中获取。在本书出版之际,特向有关作者、相关公司及网站表示衷心感谢,尤其是社科文献出版社的张景增老师和恽薇老师为本书的出版给予了巨大的帮助,在此一并感谢!

由于编者自身水平及时间所限,本书难免有不足之处,恳请读者批评指正。

编 者

2011年3月

· 目 录 ·
CONTENTS

导 论	001
第一章 企业价值评估	005
第一节 企业价值评估概述	005
第二节 企业价值评估：现金流量折现法	011
第三节 企业价值评估：相对价值法	016
第四节 企业价值评估：经济利润法	021
第五节 企业价值评估：经济增加值法	023
第六节 基于企业价值的财务管理	025
第七节 案例：江苏中基的权益价值评估	029
第二章 筹资决策	041
第一节 企业筹资概述	041
第二节 企业资金量预测	047
第三节 权益筹资	055
第四节 债务筹资	066
第五节 资本成本	076
第六节 杠杆效应	082
第七节 资本结构决策	088
第八节 案例：章源钨业的上市融资策略	097

第三章 项目投资决策	109
第一节 货币时间价值.....	109
第二节 现金流量相关概念.....	115
第三节 投资决策指标.....	119
第四节 项目投资决策实务：固定资产更新决策.....	124
第五节 项目投资决策实务：资本限额决策.....	126
第六节 项目投资决策实务：风险性投资决策.....	127
第七节 案例：广电电气的项目投资决策.....	131
第四章 金融投资决策	139
第一节 证券投资风险与收益的衡量.....	139
第二节 证券估值.....	152
第三节 资本资产定价模型.....	159
第四节 套利定价模型.....	167
第五节 有效市场理论.....	170
第六节 证券组合投资理论与实务.....	174
第七节 案例：上海汽车的金融投资实务.....	181
第五章 营运资本管理	192
第一节 营运资本管理概述.....	192
第二节 现金管理.....	199
第三节 应收账款管理.....	206
第四节 存货管理.....	211
第五节 营运资本筹资管理.....	216
第六节 案例：苏宁电器营运资本管理.....	219
第六章 股利分配政策	229
第一节 企业利润分配的一般顺序.....	229
第二节 股利理论.....	232
第三节 股利政策类型.....	237
第四节 股利支付程序和支付方式.....	243
第五节 股票分割和股票回购.....	246
第六节 案例：用友软件利润分配政策.....	250
主要参考文献	257

导 论

随着现代经济的发展，财务管理在企业经营中的地位日益重要，已经成为关乎企业生存与发展的关键因素之一，是现代企业管理工作的核心之一。但是，实际上，很多企业对财务管理的认识并不深入，甚至出现理解上的偏差，在实际操作中不能合理地使用财务管理的方法和手段，因此无法充分发挥财务管理对企业经营的作用。

首先，许多企业对“财务管理”这个概念缺乏清晰、准确的认识。个别企业甚至把它等同于“财务会计”，或者只是业务量更多的会计核算。

在理解财务管理之前，应当了解什么是企业财务活动。概括地说，企业财务活动是以现金收支为主的企业资金收支活动的总称。它可以分为四个方面：①筹资引起的财务活动，如因发行股票、发行债券、取得借款等引起的资金收入，以及因支付股利、偿付债券、偿还借款等引起的资金流出；②投资引起的财务活动，如购置固定资产、无形资产等对内投资，购买其他组织的股票、债券或与其他组织联营进行投资形成的对外投资，表现为资金流出，以及变现对外投资的各项资产或者收回对外投资时所表现的资金收入；③经营引起的财务活动，如采购材料或商品、支付工资等费用所形成的资金流出，以及公司销售商品或服务所引起的资金收入；④分配引起的财务活动，如经营活动中形成的利润、因对外投资而分得的利润等形成利润的增加，以及支付所得税、提取公积金、向投资者分配利润等形成的资金流出。

以上四项财务活动是相互联系、密不可分的，它们共同构成了一个企业完整的财务活动。同时，这四个方面也就是财务管理的基本内容：筹资管理、投资管理、营运管理、利润及其分配的管理。在财务活动过程中，企业与外界发生广泛的联系，由此形成多重财务关系，如与所有者之间的财务关系、与债权人之间的财务关系、与被投资单位之间的财务关系、与债务人之间的财务关系、企业内部各单位之间的财务关系、与职工之间的财务关系、与税务机关之间的财务关系等。

因此，财务管理的概念可以表述为：财务管理是企业价值创造中所形成的财务活动和财务关系的综合，是企业为了达到既定目标所进行的资金筹集、资金运用和股利分配的企业管理活动。

其次，很多企业并没有树立正确的财务管理目标（甚至整个组织经营的目标），仍然停留在利润最大化上。

利润最大化的观点认为，企业财务管理的目标是获得尽可能多的利润。不可否认，以利润最大化作为财务管理目标有其合理的一面。企业追求利润最大化就需要讲求经济核算，讲求成本与收益的关系，加强和改进经营管理，提高经营效率，降低经营成本。这些措施的实施都有利于企业经营效益的提高。但是，以利润最大化作为财务管理的目标存在以下缺点：①利润最大化没有考虑利润实现的时间，没有考虑货币的时间价值；②利润最大化没有充分考虑风险因素，可能导致企业不顾风险大小而追求更多利润；③利润最大化往往会导致决策的短视倾向，即只顾追求当前的最大利润而不顾企业长远的持续发展；④利润最大化过度强调以企业为中心，可能背离企业的发展战略，甚至影响企业价值的实现。

企业价值最大化应该是企业财务管理乃至企业生产经营的目标。它是指通过企业财务上的合理经营，采用最优的财务决策（包括筹资决策、投资决策、营运资本决策和股利分配决策等），充分考虑资金的时间价值、风险与报酬之间的关系，在保证企业长期持续发展的基础上使企业价值最大。

与利润最大化相比，企业价值最大化的目标不仅仅考虑企业所有者（或股东）的利益，同时兼顾其他利益相关方的利益。在追求企业价值最大化目标的前提下，企业的赢利能力更强、更有持续性，也就意味着企业更

能保障债权人、职工等相关方的利益。同时，企业价值最大化目标能够在一定程度上兼顾经营者的利益，有助于约束经营者的行为，因此，能在一定程度上消除经营者的道德风险、优化所有者与经营者之间的代理关系。现代企业的所有权与控制权在理论上应当是高度分离的，由职业经理人（即经营者）具体管理和组织企业的经营活动。经营者具有追求自身效用最大化的动机，所有者可以通过适当的激励措施来制约和控制经营者的行为，以防经营者与股东利益相背离。比如，所有者制约经营者的一种有效手段是赋予经营者“业绩股”。“业绩股”是以企业经营业绩为基础，给予经营者一定的股份。经营者是否获得“业绩股”以及能够从“业绩股”中获得多少收益都取决于其经营业绩的好坏。这可以刺激经营者始终以企业价值最大化作为经营管理的目标，有效缓解所有者与受托经营者之间的关系。

企业价值最大化目标的优点可以概括为以下几个方面：①价值最大化考虑报酬的取得时间，并按照资金的时间价值进行计量。②这一目标科学合理地考虑了风险与报酬之间的联系。③这一目标能够克服企业在追求利润上的短视行为，因为不仅当前的利润会影响企业的价值，而且未来的预期利润对企业价值的影响同样不可忽视。④从某种意义上说，企业价值应该包括经济价值和社会价值。虽然目前的方法只能对经济价值作出估量，计算社会价值的研究方法有待深入，但无疑这一目标更具有科学性。企业财务管理需要正确权衡风险与报酬的关系，努力实现两者的最佳平衡，从而实现企业价值最大化目标。从这个意义上讲，财务管理必须以企业价值最大化为目标，以此建立财务管理的理论体系和方法体系，指导企业的经营实务。

再次，许多企业对财务管理只有空泛的概念，在具体实务中无所适从。造成这种现象的一个非常重要的原因是财务管理只有宏观的、总括的目标，换句话说，企业财务管理的目标没有细化、没有确定具体的目标。

毋庸置疑，确定一个合理的整体目标关系到经营导向及最终的经营结果。但是只有将这一整体目标细化成为具体目标，企业相关人员才能对其加以执行。企业价值最大化是财务管理的目标，那么，这个目标可以根据财务管理的内容进行细化，具体来说可以形成以下几个目标：①筹资管理

的目标——在控制资本成本和财务风险的情况下，筹集企业生产经营所需的资金；②投资管理的目标——选择合理的投资项目，在控制投资风险的同时获得尽可能多的投资报酬；③营运资本管理的目标——合理使用各种形式的资金，加速资金周转，不断提高资金的使用效率；④收益分配管理的目标——通过综合的有效管理，努力提高收益水平，合理分配企业收益。这四个具体目标对应于企业财务管理的筹资管理、投资管理、营运资本管理和收益分配管理四个具体方面，共同服务于企业价值最大化这一总目标。只有明确具体目标，企业财务管理实务才能有章可循、落到实处。

最后，许多企业对财务管理的有关理论缺乏全面、系统、深入的认识，在实务中无法灵活、有效地运用具体的决策方法。以筹资决策为例，在分析众多企业的财务报告和相关资料中，笔者发现绝大多数企业没有清晰的筹资思路，没有有效地利用可行的筹资途径，从而影响筹资管理对企业价值的贡献。

基于以上几点，本书以企业价值最大化为主线，从企业价值评估出发强化对企业价值最大化这一财务管理目标的认识，然后通过筹资决策、投资决策（含项目投资决策和金融投资决策）、营运资本管理、股利分配决策这几个财务管理的核心内容，并结合案例论述有关理论、分析具体的决策方法，以期提升对现代企业财务管理理论与实务的认识和把握，促进企业财务管理水平的提高并最终实现企业价值的提高。

第一章

企业价值评估

财务管理的理性目标是企业价值最大化。在论述财务管理的具体内容之前，有必要掌握企业价值是如何评估的，具体有哪些评估方法。通过对企业价值评估相关内容的掌握，企业可以更深入地了解哪些因素会影响企业的价值，从而理解财务管理具体内容的重要性。

第一节 企业价值评估概述

企业价值是指企业所拥有的或者控制的流动资产、固定资产、无形资产等全部资产价值的总称，是反映企业整体实力的重要标志。企业价值评估是把企业作为一个整体，根据企业所拥有或控制的各项有形资产、无形资产等结合企业现时及未来赢利能力、产权转移后将产生的价值增值等因素，对企业价值进行的综合性评估。通俗地说，它就是对企业整体价值进行的判断和估计。不仅仅是财务管理目标本身要求进行企业价值评估，在现代经济条件下，产权交易、企业重组、破产清算和财产税收等活动也都要求对企业的价值进行评估。企业价值评估已成为财务管理的重要职能之一，是企业财务管理的必要组成部分。

一 企业价值评估的作用

企业价值评估的作用并不只是得出企业价值这一数值，更重要的是获得这个数值所体现出来的信息并对其运用。对企业价值进行评估的目的是帮助管理者和投资人进行决策，其与金融资产定价、投资项目价值评估的基本原理是类似的，并且与企业具体的筹资决策、营运资本管理有着密切的联系。

企业价值评估的作用主要表现在以下几个方面。

（一）可用于投资分析

对于上市企业来说，企业价值的大小会通过股票价格反映出来。因此，投资者可以通过企业价值评估获得有关信息，并与当前股票价格进行比较，从而作出相应的投资决策。

同样，在企业并购等活动中，企业价值评估的结果也是作出并购与否以及确定合理对价的重要依据。

（二）可用于企业战略分析

企业战略是一整套的决策和行动方针，涉及企业的长远目标并关乎企业全局的重大决策思路。战略分析则是指通过定价模型清晰地阐明企业的经营理念 and 发现这些理念可能创造的价值，其目的在于评价企业目前及未来增加股东财富的关键因素是哪些。在战略分析中，企业价值评估居于核心地位。

（三）可用于以价值为基础的管理活动

企业价值最大化不仅仅是财务管理的目标，也是企业决策的衡量标准。因此，企业价值评估是检验和改进企业所有决策的重要依据。为了明确财务管理决策对企业价值的影响，企业需要清晰地描述财务管理决策（以及企业其他决策）与企业价值之间的关系。换句话说，企业在进行有关决策时，需要进行价值评估以衡量决策的可行性和价值量的大小，即企业应实行以价值为基础的管理，依据企业价值最大化原则来作出有关决策并加以执行，通过衡量价值增值来掌控企业经营业绩。

二 企业价值评估的对象

企业价值评估首先需要明确评估什么，也就是明确评估的具体对象。

从企业价值评估的定义可以看出，评估的对象通常是企业整体的经济价值，即企业作为一个整体的公平市场价值（或公允市场价值）。按照不同的分类标准，企业的整体价值可以分为实体价值和股权价值、持续经营价值和清算价值、少数股权价值和控股权价值等。

（一）企业的整体价值

理解企业整体价值，需要注意以下几个方面。

1. 企业整体价值来源于生产要素的有效结合

这里的整体不是各个部分（或要素，下同）的简单相加，而是各部分的有机结合。各个部分的简单相加所得出的价值并没有考虑各部分之间相互联系所产生的协同效应而带来的整体价值的提升，因此是片面的。

企业整体价值表现为它可以通过特定的生产经营活动创造新的价值，这是企业任何单项资产所不具有的特性。作为一个有机组织，企业可以对内部各项资产进行不同的组合，从而产生不同的效率。企业之所以能够带来整体价值，是由于其可为投资者带来实际的现金流量。这些现金流量是企业各项资产综合运用结果，而非各项资产分别出售所获得的现金流量合计。

2. 部分只有在整体中才能体现其价值

不仅是各项资产需要在企业整体中进行有机组合才能创造更多的价值，而且企业内部各个部门也需要在整体中有效协作才能创造更多的财富。一项资产或者一个部门从企业整体中脱离出来，就失去了在企业这个整体中创造价值的原有意义。有些资产甚至其本身就无法脱离企业而存在，比如商誉。

3. 企业整体价值只能在经营活动中体现出来

如果企业各项资产闲置，没有进行实际的生产经营活动，那么单项资产无法创造价值，而且资产之间没有进行组合也无法创造整体的价值。从这个意义上说，没有实际的经营活动就没有企业整体价值的创造。

（二）企业的经济价值

企业整体价值通常表现为企业的经济价值。在此，需要注意区分企业会计价值与市场价值、公平市场价值与现时市场价值。

1. 会计价值与市场价格

会计价值是指企业资产、负债和所有者（或股东）权益的账面价值。企业的会计价值可以从资产负债表中直接得出。资产负债表则是反映企业某一特定日期资产、负债和所有者权益情况的财务报表。由此看出，企业的会计价值反映的是企业特定日期的账面价值，是对企业过去经营所形成的资产、负债和所有者权益价值的反映，没有考虑未来的因素。而企业价值评估所关注的“价值”是企业未来现金流量的现值，既考虑了当前价值也考虑了未来价值。

2. 公平市场价值与现时市场价值

进行企业价值评估的目标是确定企业的公平市场价值。所谓公平市场价值，也称为公允价值，是指在公平的交易环境中，熟悉情况的双方，自愿进行资产交换或者债券清偿的金额。在这个概念中，资产被定义为企业未来经济利益的流入。因此，资产的公平市场价值是指其未来现金流量的现值。而现时市场价值是指按照现行的市场价格计算出来的资产价值，它可能是公允的也可能是非公允的。

三 企业价值评估的适用范围

企业价值评估的适用范围可以分为两种：一般范围和具体范围。

企业价值评估的一般范围是企业的资产范围。依据产权的界定，企业价值评估的范围应为企业拥有或者控制的所有资产。

前面已经提到，企业价值评估是基于未来现金流量流入来进行的，也就是基于企业当前及未来的整体赢利能力。因此，确定企业价值评估的具体范围应当考虑各项资产是否为企业创造价值。对企业赢利能力的形成发挥作用的资产为企业的有效资产，反之则为企业的无效资产。企业的赢利能力是各项有效资产共同作用的结果。在进行企业价值评估时，需要将企业资产范围内的有效资产和无效资产进行合理的界定与区分，将有效资产作为企业价值评估的具体范围。确定企业价值评估的具体范围时，应注意：①对于在评估时点无法明确界定的产权或者因产权纠纷等原因暂时难以得出结论的资产，应作为待定产权，不列入企业价值评估的范围。②在产权清晰

的前提下，对企业的有效资产和无效资产进行界定与区分。③对无效资产进行妥善处理，一种方法是在企业价值评估前将其剥离出去，不列入评估范围；另一种则是在其不影响企业赢利能力的前提下以适当方法对其进行单独评估，将评估值加总到企业价值评估的最终结果中。

四 企业价值评估的模型

对企业价值进行评估时使用的模型通常被称为定价模型，其功能是把预测数据转换为企业价值。常用的企业价值评估模型包括现金流量折现模型和相对价值模型。

（一）现金流量折现模型

现金流量折现模型是企业价值评估理论和实务的主流选择。这一模型的基本思想是增量现金流量原则和货币时间价值原则，即任何资产（包括企业或股权）的价值是其产生的未来现金流量的现值。

企业也是资产，具有资产的一般特征。但是，它又与实物资产有区别，是一种特殊的资产。从某种意义上说，企业同时也是一个项目。因此企业价值评估与投资项目评价具有类似之处。具体表现为：①两者都可以给投资主体带来现金流量，现金流越大则经济价值越大；②两者现金流都具有不确定性，其价值计量都要使用到风险概念；③两者的现金流都是陆续产生的，其价值计量都要使用现值概念。因此，可以使用折现现金流量法对企业价值进行评估。

但是，企业价值评估与项目价值评估也有许多显著的不同：①投资项目的寿命是有限的，但企业的寿命相对要长得多，在价值评估中可视为无限期，因此在企业价值评估中要处理无限期现金流折现问题；②项目投资一般有稳定的或下降的现金流，两者的现金流分布特征不同；③项目产生的现金流属于投资者，而企业产生的现金流仅仅在管理层决定分配时才流向所有者，如果管理层决定向较差的项目投资而不愿意支付股利时，少数股东除了将股票出售外别无选择。这些差别使得企业价值评估比项目评估更加困难，这也正是现金流量折现模型用于企业价值评估时需要解决的问题。