

东北财经大学财务管理专业系列教材

CORPORATE FINANCE

企业财务管理

刘淑莲 牛彦秀 主编

FE 东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press

东北财经大学财务管理专业系列教材

企业财务管理

刘淑莲 牛彦秀 主编

 **东北财经大学出版社**
Dongbei University of Finance & Economics Press

大 连

© 刘淑莲 牛彦秀 2007

图书在版编目 (CIP) 数据

企业财务管理 / 刘淑莲, 牛彦秀主编. —大连: 东北财经大学出版社, 2007. 2

(东北财经大学财务管理专业系列教材)

ISBN 978 - 7 - 81084 - 959 - 3

I. 企… II. ①刘…②牛… III. 企业管理: 财务管理
—高等学校—教材 IV. F275

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2006) 第 115444 号

东北财经大学出版社出版

(大连市黑石礁尖山街 217 号 邮政编码 116025)

总编室: (0411) 84710523

营销部: (0411) 84710711

网 址: <http://www.dufep.cn>

读者信箱: dufep@dufe.edu.cn

大连业发印刷有限公司印刷

东北财经大学出版社发行

幅面尺寸: 148mm × 210mm

字数: 521 千字

印张: 16 1/2

印数: 1—6 000 册

2007 年 2 月第 1 版

2007 年 2 月第 1 次印刷

责任编辑: 李智慧 章蓓蓓

责任校对: 赵 楠

封面设计: 沈 冰

版式设计: 孙 萍

定价: 30.00 元

东北财经大学财务管理专业系列教材编委会

主 任

谷 祺 教授 博士生导师

副主任

刘永泽 教授 博士 博士生导师

张先治 教授 博士 博士生导师

委 员

(按姓氏笔画为序)

万寿义 教授 博士 博士生导师

刘明辉 教授 博士 博士生导师

刘淑莲 教授 博士 博士生导师

乔世震 教授 硕士 硕士生导师

吴大军 教授 博士生 硕士生导师

陈友邦 教授 硕士 硕士生导师

陈国辉 教授 博士 博士生导师

姜 楠 教授 硕士 硕士生导师

总 序

教育部于1998年在对普通高等学校本科专业数量大幅度削减的情况下，新设了“财务管理”专业，财务管理的重要地位不言而喻。财务管理专业教材建设对于培养高素质的财务管理专业人才起着决定性作用。当前企业经营和资本市场的全球化，信息技术的发展与应用，以及商业环境、制度特征的急剧变迁，为企业的发展带来了新机会，同时也导致了竞争的加剧和新风险的产生，这无疑对企业的理财能力提出了更高的要求。

财务管理基础理论植根于财务学和经济学，会计学则为财务管理提供了数据基础；而财务管理理论要素又被证券分析、投资组合与资产管理、货币和资本市场、国际金融、保险学、公司治理等相关学科广泛运用或为其提供了预备知识。

财务管理不仅富有挑战性，而且处于不断变化之中。资本市场本身一直为创新和变化提供良好的基础，融资工具和风险管理技术日新月异，新的管理理念层出不穷，财务研究视野和深度持续拓展，财务学科的发展和变化更为迅速，财务管理学科体系以及相应教材的创新已是大势所趋。近年来，我国财务管理学的模式结构逐渐地向西方以资本市场为重心的公司财务模式靠拢，这其实可以看做是财务管理学向其本来面目的复归。

财务管理专业系列教材无疑是传播与普及财务知识体系的最好载体，具体体现在教材上，就是要将公司财务的系统理论与实务有机结合。在理论层面上，不但要阐释相对稳定和沉淀的理论成就，还要介绍基础理论方面最新的成果与进展；在实践层面上，坚持理论是解决现实问题的工具箱，强化实用理财技术的介绍，提高财务管理理论的现实感和解释力。东北财经大学财务管理专业系列教材就是基于上述初衷的一种尝试。

这套财务管理专业系列教材包括：《财务管理基础》、《企业财务管理》、《高级财务管理》、《投资管理》和《资产评估》。本财务管理专

业系列教材的显著特点是：

1. 体系新。财务管理专业系列教材的内容结构、体系安排体现了由简单到复杂、由易到难的渐进方法，适用于教与学。作为基础理论系列专业教材，在内容的选择和体例的编排上都充分考虑了不同阶段、不同知识结构读者群的需要，也基本解决了教学层次多，但教材单一、内容滞后的矛盾。《财务管理基础》、《企业财务管理》和《高级财务管理》这样的编排，框架合理，符合财务管理理论与实务由浅入深、循序渐进的内在脉络。此外，该套系列教材以“估价”作为明确的分析主线贯穿始终，以加强内容上的连续性和结构上的严谨性，从而使读者更好地把握财务管理学的思想和精髓。

2. 内容全。在系列教材的编写过程中，我们参考了相当多的财务管理方面的经典教材，它们经过美国及世界各地数百所大学的使用，被证明是经典之作，如范霍恩和瓦霍维奇的《现代企业财务管理》、达莫德伦的《公司财务——理论与实务》、梅耶斯等的《公司财务管理原理》、罗斯等的《公司财务管理基础》、科普兰与威斯頓的《财务管理与公司政策》、布瑞翰和休斯顿的《财务管理基础》、兹维和博迪的《财务学》、爱默瑞和芬尼特的《公司财务管理》等。基本内容涵盖的范围从财务管理的基本理论、基本职能和技能，公司理财的基本内容与方法，到资本市场、投资管理、价值评估各个领域。涵盖内容的基本原则是，侧重于澄清财务管理的核心基本原理，以及各理论模块之间的横向影响和纵向继承，尽量避免内容的庞杂以及深浅的失度，以增强可读性。

3. 本土化。本系列教材是在本土化的基础上的再创造，不是一种简单的对西方经典财务管理教材的引进翻译，而是以财务管理基本原理为依据，结合把握中国财务管理的特定约束条件，去探寻财务论题及其解决之道，进而推进本土化的财务管理理论和实务的发展。例如，由于中国资本市场的特殊性，特殊的股权割裂结构和制度约束，使得基于无套利思想的资产定价方法在国内很难有效地发挥作用。事实上，中国与西方发达国家在理财主体、客体、观念、制度环境等方面的显著差异，决定了我们对西方财务管理理论不应采取简单的“拿来主义”，必须要在系统引进和借鉴的基础上，进一步深化、拓展、创新并学以致用。

4. 体例合理。重视教材的规范性和系统性，在每一章都列出了本章学习目标，并归纳和总结主要知识点之间的相互联系，而且还附上了

比较多的参考文献，便于读者的知识消化和学有余力的学生的深入学习。教材还相应地配备电子课件和学习辅导书，供教学和自学使用。

东北财经大学财务管理专业系列教材是东北财经大学会计学院财务系全体教师与学生共同劳动的结晶，凝聚了众多资深教授和专家多年的经验和心血。当然，由于我们的经验与人力有限，教材中难免存在不足乃至缺陷。不积跬步，无以至千里。我们希望通过这套财务管理专业系列教材的编撰，能够对财务管理理论与实务作出一个相对清晰的描述和阐释。我们越深入这一过程，就越强烈地意识到，在传播财务管理知识体系这一艰巨复杂的任务方面，我们尚处于一个开端处。由于我们的经验与水平有限，书中不足和错误之处在所难免，我们期待着各方的指正。

东北财经大学财务管理专业系列教材编委会

前 言

财务管理或公司理财作为工商管理最具活力的一门学科，在过去的一个世纪里得到了令人瞩目的发展。继莫迪格利尼—米勒、马柯威茨—夏普的财务革命之后，布莱克—斯考尔斯的期权估价理论和詹森—麦克林的代理学说使这一学科充满了生机和挑战，展现出无可限量的发展前途。伴随着财务学科的发展，财务管理的理论框架也在不断地更新与变革。从以筹资为核心研究公司财务问题的传统财务学派，到以资产定价为核心研究公司资源配置与财务政策的现代财务学派，财务管理研究的视角发生了很大的变化。现代财务学派的研究框架主要有两个：一是通过资源的流动和重组实现资源的优化配置和价值增值；二是通过各种金融工具的创新和资本结构的调整实现资本的扩张和增值。这两个问题的核心都涉及如何度量公司的内在价值，即投融资决策中的“估价 (valuation)”问题。

从最近的发展动向看，财务管理的许多理论已走出学院的象牙塔，越来越广泛地运用于企业财务管理的实践中。本书的写作是一种新的尝试，希望能将这些理论与实践相结合，为未来的理财专家提供一种新的思路、一种简单而又实用的理财技术。在本书的写作中，力求坚持以下原则：

1. 系统性原则。全书以企业理财目标为导向，以金融市场为背景，沿着金融资产价值评估→投资项目价值评估→公司价值评估→价值整合与管理的技术路线设置各篇章的内容。全书共分四篇十四章。第一篇为全书的基础篇，系统介绍了证券价值评估模型、风险与收益理论、期权估价模型。第二篇至第三篇作为全书的主体篇，是以资产负债表的结构作为分篇依据，先后介绍了投资决策与风险分析、资本结构、股利政策、长期筹资决策、短期财务管理等理财技术。第四篇为公司价值整合与管理，探讨了公司并购与重组、衍生工具与风险管理、公司价值创造与评价等。书中内容设置积木化，各篇既相互联系，又独立成篇，便于根据实际需要组织教学与学生自主学习。

2. 实用性原则。全书以基本理论为先导,以理财技术为工具,引导读者分析公司理财中的成败得失、经验教训。本书在许多章节中设置“实例”、“相关链接”等栏目,力求通过实例将各章的前后概念和财务术语联系起来,通过反复讨论和提示给予读者更多的启发,帮助读者全面思考财务问题。

3. 开拓性原则。本书突破财务管理教材的传统模式与写作方法,将求“实”与求“新”、求“深”相结合,将现代财务管理模式与中国企业理财的现实情况相结合,尽量为学生提供一种理财的思路或导向。本书以上市公司数据为依据,提供用电子表格解决一般财务问题的具体操作过程(采用 Excel 工具求解财务模型),如证券价值评估、债券持续期、投资组合风险、 β 系数、投资决策、风险分析、期权估价等,使全书内容更加丰富、新颖,便于学习和理解。目前,越来越多的公司使用商务软件来解决现实问题,实务界期望学生能够熟练使用工作表、数据库等商务软件。本书设计的宗旨在于帮助读者巩固财务管理课程所学的理论概念,使读者能够利用 Excel 工具进行财务建模、财务分析和财务决策。

本书的章节顺序可作为本课程的一般授课顺序,也可根据学生的实际情况变更次序或根据需要作某些增删。本书目录中作了符号标记,作为难点部分,可以根据教学情况酌情选择。在本书中,假设读者已经学习了经济学、管理学、会计学、概率论与统计学,这些先修课程有助于读者加深对本书内容的理解,但是先修课程并非至关重要,为学习方便,本书对前续课程中的有关概念作了必要的铺垫性说明。本书既可作为财务管理、会计、金融等专业本科高年级教材,也可从事相关方面研究与教学的人员提供案头参考,为从事财务管理的实际工作者带来启发或裨益。

本书由刘淑莲教授、牛彦秀教授主编,各章的具体分工是:刘淑莲撰写第1至第5章、第7章;任海松撰写第6章;张晓东撰写第8章和第9章;牛彦秀撰写第10章至第12章;罗菲撰写第13章和第14章。最后由刘淑莲教授、牛彦秀教授对全书进行修改和总纂。

任何一本教材的架构和写作不仅源于作者的知识积累和创造,更来自于前人的研究成果和贡献。本书在写作过程中,参阅了国内外许多财务专家、学者的最新研究成果,他们的思想和观点对本书的完成极为重要。此外,徐丹丹、孙晓琳、宋安洲、赵建卫、王耀生、王硕、杨继

伟、王真、公言磊、刘慧颖、李洋、安隽、麻帅杰等对全书进行了仔细的校对，由于他们的工作，使本书得以顺利完成，在此一并表示谢意。

本书写作的目的不仅在于通过财务知识的介绍、传播，帮助读者将财务概念用于解决现实问题，作者还希望将从这个学科中获得的兴奋与快乐传递给读者。由于水平和时间有限，书中难免有许多疏漏和不当之处，恳请各位读者不吝赐教。如果您还有哪些意见、建议或要求，欢迎告诉我们，您的建议将是修订本书的重要依据。

作者

2007年1月

目 录

第一章 财务管理概述	1
学习目标	1
第一节 财务与财务经理	1
第二节 财务管理目标	6
第三节 金融市场	13
* 第四节 财务决策法则	23
小结	34

第一篇 金融资产价值评估

第二章 债券价值评估	35
学习目标	35
第一节 债券价值评估原理	35
第二节 利率的决定因素	42
* 第三节 债券价格波动分析	53
小结	64
附录 Excel 常用财务函数	64
第三章 股票价值评估	68
学习目标	68
第一节 增长率	68
第二节 股利折现法	75
第三节 自由现金流量折现法	88
第四节 价格乘数法	95
小结	103
第四章 风险与收益	104
学习目标	104
第一节 风险与收益的衡量	104

第二节 投资组合风险分析	118
第三节 风险与收益的基本模型	123
第四节 风险调整折现率	138
小结	155
第五章 期权理论与公司财务	156
学习目标	156
第一节 期权交易的基本知识	156
* 第二节 二项式模型	166
第三节 布莱克—斯考尔期模型	171
第四节 期权理论与证券估价	179
* 第五节 公司价值与隐含期权	196
小结	204

第二篇 投资决策与风险分析

第六章 投资项目价值评估	205
学习目标	205
第一节 投资项目决策程序	205
第二节 现金流量预测	207
第三节 投资项目评价标准	216
第四节 投资项目决策方法	230
小结	237
第七章 投资项目风险分析	238
学习目标	238
第一节 投资项目风险评价	238
第二节 投资项目风险调整	252
* 第三节 实物期权与价值分析	260
小结	276

第三篇 筹资决策

第八章 资本结构决策	277
学习目标	277
第一节 资本结构理论	277
第二节 资本结构决策	290

第三节 企业资本结构调整	299
小结	303
第九章 股利政策	304
学习目标	304
第一节 股利政策理论	304
第二节 实务中的股利政策	310
第三节 股利政策分析框架	320
小结	324
第十章 长期筹资	325
学习目标	325
第一节 筹资种类与筹资方式	325
第二节 普通股筹资	331
第三节 负债筹资	343
第四节 项目筹资	358
小结	368
第十一章 短期筹资	369
学习目标	369
第一节 短期筹资的特点及方式	369
第二节 短期筹资策略	373
第三节 短期筹资计划	379
小结	401

第四篇 价值创造与管理

第十二章 企业并购决策	402
学习目标	402
第一节 并购概述	402
第二节 目标企业的价值评估	413
第三节 并购的实施方式决策	424
第四节 并购后的企业整合	439
第五节 反收购的策略	446
小结	451
第十三章 金融衍生工具与风险概管理	452
学习目标	452

第一节 金融衍生工具与风险概述	452
第二节 远期和期货合约套期保值	461
第三节 期权合约与风险管理	465
第四节 互换合约与风险管理	468
小结	473
第十四章 企业价值衡量与管理	474
学习目标	474
第一节 企业价值衡量标准	474
第二节 价值创造的驱动要素	483
第三节 基于价值的管理	490
小结	496
主要参考文献与网址	497
附录 终值与现值表、标准正态分布曲线面积表	501
附表1 复利终值系数表	501
附表2 复利现值系数表	503
附表3 年金终值系数表	505
附表4 年金现值系数表	507
附表5 标准正态分布曲线面积表	509

第一章 财务管理概述

学习目标

通过本章学习，了解财务管理的内容、财务经理的职责；熟悉公司制下股东与经营者、股东与债权人、企业与社会三种委托代理关系；掌握金融资产的特点与价值决定因素，了解有效市场假说的基本含义及其对企业理财的影响；熟悉财务决策的基本法则及其理论基础。

第一节 财务与财务经理

一、财务管理的内容

财务管理是研究企业资源的取得与使用的一种管理活动。所谓资源的取得是指筹资（financing）活动，即以最低的成本筹集经营活动所需要的各种资本；所谓资源的使用是指投资（investment）活动，即将筹措的资本用于旨在提高企业价值的各项活动。^①从本质上说，财务管理研究的核心问题是资产定价与资源配置效率。

图 1—1 列示了资产负债表的一般表达式，可以帮助人们了解企业财务的基本内容。根据资产负债表模式，可将财务分为长期投资管理、长期筹资管理和营运资本管理三部分。长期投资管理（资本预算）主要侧重于企业资本的投向、规模、构成及使用效果管理，即对列示在资产负债表左下方有关项目的管理；长期筹资管理主要侧重于资本的来源

^① 本书主要研究公司制下的财务管理，其基本理论与方法也同样适用于业主制和合伙制企业的财务管理。书中出现的“企业”或“公司”为同一含义。关于资源的概念，美国经济学家唐纳德·W. 莫法特在其《经济学词典》中对资源所作的界定是：“一种经济的基本投入物或组成部分，人们常常认为包括劳动、土地和资本。但现代经济学家把经营能力作为第四种资源。经营能力指一切可以帮助人们把资源组合起来的能力，包括管理、创新、风险的承担以及应用分析。尽管它不像其他资源一样有形，但土地、劳动和资本本身不会创造产出，因而必须与这种能力相组合。这种能力越大，产出的潜力也越大。劳动和经营能力常常被称为人力资源，而土地和资本常常被称为非人力资源。”在本书中所指的资源主要是资本。

渠道、筹措方式、资本成本及资本结构管理，即对列示在资产负债表右下方有关项目的管理；营运资金管理主要侧重于流动资产管理和为维持流动资产而进行的筹资管理^①，即对列示在资产负债表上方有关项目的管理。投资、筹资及营运资金管理共同作用的结果是使资源的使用效益大于资源的取得成本，实现企业价值最大化。

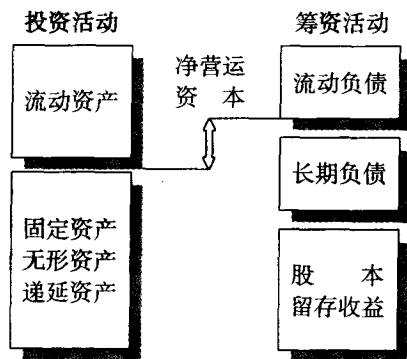


图 1—1 资产负债表模式

需要说明的是，股利政策是确定企业的利润如何在股利和再投资这两方面进行分配。尽管分配股利会增加股东财富，但若 not 将利润作为股利分配给股东，它就会成为企业的一项资本来源，将其进行再投资可为股东创造更多的财富。因此，在投资既定的情况下，企业的股利政策可看作是筹资活动的一个组成部分。

二、财务经理的职责

在实务中，企业财务管理通常与企业高层管理人员有关，如财务副总经理（vice president of finance, VP）或财务经理（或称首席财务官，chief financial officer, CFO）。财务经理的大部分工作在于通过财务和会计工作为企业创造价值。图 1—2 描述了财务经理的主要职责。

图 1—2 描述了现金从投资者流向企业并最终返回投资者的过程。其中：

^① 从会计的定义看，营运资本一般是指净营运资本，即流动资产与流动负债之间的差额，用来衡量企业资产的流动性。但是，从管理的角度看，讨论如何管理流动资产与流动负债之间的差额是没有任何意义的。在这里，营运资本管理是指流动资产（包括现金、有价证券、应收账款和存货，这部分内容在财务管理基础中有介绍）管理以及与此相关的流动负债管理。

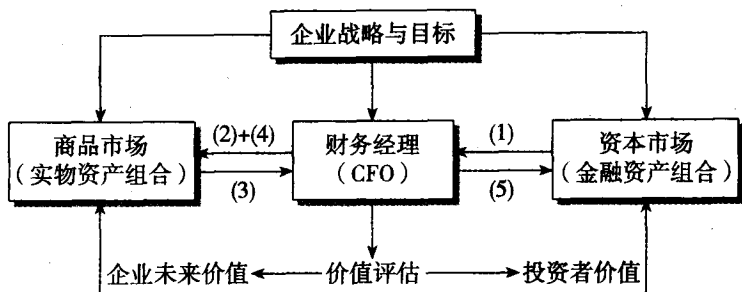


图 1—2 财务经理的职责

- (1) 筹资：在资本市场向投资者出售金融资产；
- (2) 投资：在商品市场进行实物资产投资；
- (3) 分析：将筹资的现金流量与投资现金流量进行对比分析；
- (4) 再投资：将投资或经营产生的现金流量的一部分用于再投资；
- (5) 分红付息：将投资收益的一部分以利息、股息或红利的形式分配给投资者。

在图 1—2 中，财务经理需要回答两个基本问题：一是如何在商品市场上进行实物资产投资，为企业未来创造价值；二是如何在金融市场上筹措资本，为投资者创造价值。对第一个问题的回答是企业的投资决策，也称资本预算决策，即根据企业的战略规划确定企业资本预算方法和程序，参与投资方案的财务评估；对第二个问题的回答是企业的筹资决策，即根据企业的需要与商业银行或投资银行一起选择或设计各种筹资工具，估算资本成本，设置资本结构和股利政策等。

在工业发达国家，CFO 负责企业的财务管理工作，其下设立会计部门和财务部门，分别由主计长（controller）和司库（treasurer）负责，其下再根据工作内容设置若干科室。主计长的职责主要是通过各种会计核算工作向外部投资者和企业管理当局提供各种数量化的财务信息。司库的职责主要是负责企业的现金管理、资本筹措，以及与银行、股东及其他投资者保持联系。企业 CFO 的主要职责不仅是监管主计长和司库的工作，更重要的是根据企业战略规划和经营目标编制和调整财务计划，制定企业的财务政策等。

上述各种管理职责，有的集中在财务部门，有的由几个部门共同承担，如应收账款中的信贷限额可由财务部负责，也可由市场部负责，但