

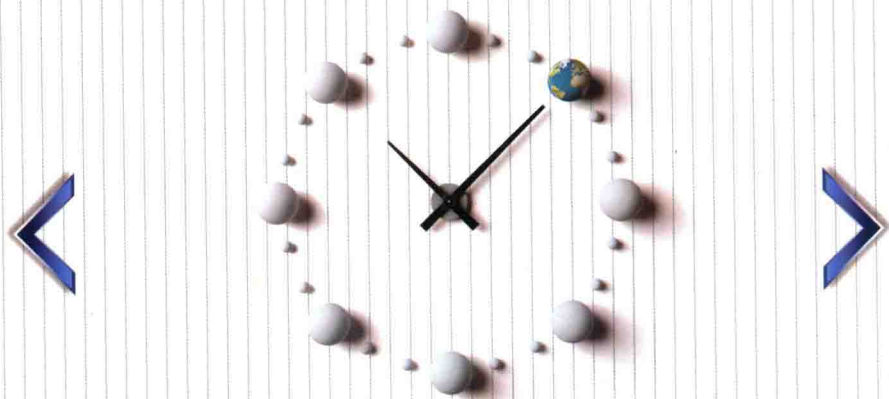
管理者终身学习

且学·且思·且行

丘创 蔡剑◎编著

资本运营 和战略财务决策

(第二版)



Capital Operation
and Strategic Financial
Decision

 中国人民大学出版社

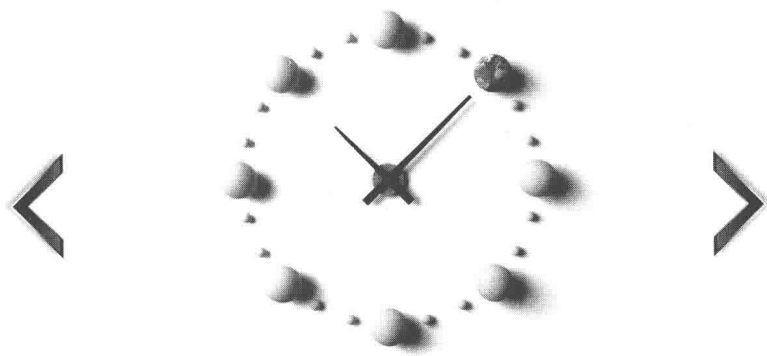
管理者终身学习

且学·且思·且行

丘创 蔡剑◎编著

资本运营 和战略财务决策

(第二版)



中国人民大学出版社

·北京·

图书在版编目(CIP)数据

资本运营和战略财务决策/丘创, 蔡剑编著. —2版. —北京: 中国人民大学出版社, 2016.9
(管理者终身学习)

ISBN 978-7-300-23351-2

I. ①资… II. ①丘…②蔡… III. ①企业集团-资本经营-财务决策-研究 IV. ①F276.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 213295 号

管理者终身学习

资本运营和战略财务决策 (第二版)

丘创 蔡剑 编著

Ziben Yuning he Zhanlüe Caiwu Juece

出版发行 中国人民大学出版社

社 址 北京中关村大街 31 号

电 话 010-62511242 (总编室)

010-82501766 (邮购部)

010-62515195 (发行公司)

网 址 <http://www.crup.com.cn>

<http://www.ttrnet.com>(人大教研网)

经 销 新华书店

印 刷 北京东君印刷有限公司

规 格 175 mm×250 mm 16 开本

印 张 21 插页 2

字 数 398 000

邮政编码 100080

010-62511770 (质管部)

010-62514148 (门市部)

010-62515275 (盗版举报)

版 次 2011 年 1 月第 1 版

2016 年 9 月第 2 版

印 次 2016 年 9 月第 1 次印刷

定 价 49.00 元

版权所有 侵权必究

印装差错 负责调换

博学之，审问之，慎思之，明辨之，笃行之。

——《礼记·中庸》

前 言

本书第一版自 2011 年 1 月出版以来，获得了广大读者的认可。2016 年 4 月初，中国人民大学出版社与我商量再版此书事宜，我欣然应承，双方友好合作顺利完成了本书再版所需要修改的内容。

本书第二版基本沿袭了第一版的框架体系，主要针对书中存在的一些问题进行了调整，对统计数据和知识内容进行了更新。在此，非常感谢长江电力公司的刘勇先生在本书修订中提供的帮助。

如果将“开卷有益”这四个字赋予本书，那么我想主要是因为本书解决了企业投资和融资实践中一些令人疑惑的问题。

本书第一部分“价值创造和资本运营【概念】”第一章对何为企业的资本运营和战略财务决策做了务实的定义和解释，揭示了资本运营和战略财务决策涉及管理、概率统计、数据挖掘和信息技术等不同知识领域的内容，可以视为一门交叉学科。

第二章不仅一般性地介绍了投资和企业价值评价所使用的基于现金流量和经济增加值贴现的方法，更重要的是告诉了读者如何根据新企业会计准则下的财务报表调整计算经济增加值，初步回答了许多同类书籍没有直接回答的投资方在经济增加值计算中如何处理利润表中联营和合营公司的投资收益问题，而且表达了作者对居国内企业价值评估方法主流的以账面价值法为代表的资产价值基础评估方法、可比法、期权定价法、经济增加值评估方法以及股东价值方法（亦即自由现金流量折现方法）等方法的观点，鲜明地提出在投资和企业价值评价中，自由现金流量折现法将终成主流，经济增加值可作为补充。

第三章进一步深入地介绍自由现金流量折现法的创始人之一拉帕波特教授所提出的股东价值方法，揭示了企业在战略分析和选择中，应选择能使股东增加值最大化的战略，分析了基于传统会计利润的盈亏平衡点计算的缺陷，指出应寻求股东增加值的盈亏平衡点，简要地总结了创造企业股东增加值的关键驱动因素。

第四章不仅系统地介绍了货币市场、中期票据市场和资本市场，企业在这些金

融市场中可以运用的融资工具类型以及资本结构决策的理论和方法，而且比较分析了包括国内新型融资工具（如短期融资券和中期票据）在内的不同融资工具的优缺点，在国内率先全面和明确地指出了真正影响企业在实践中进行融资选择的十大因素，以及在利率没有完全市场化的情况下如何变通地处理和计算企业的资本成本。

前四章归属于概念部分，风格和内容上还是有传统教材的影子。但是，第二部分“集团战略财务决策【方法】”各章充分体现了本书与传统财务管理和管理会计教材迥然不同的风格和内容。

第五章系统地总结了企业在国内不同类型的金融市场进行长短期债务融资和权益融资时所必须遵循的法规、金融行业规范及融资的手续和流程，让读者通过各类融资方式的融资流程图，一目了然地把握进行具体类型融资所需要准备的申请材料，报审或报备的主管机构，聘请哪些中介机构，以及相关法规、行业规范的约束等。

第六章通过案例较为详细地阐述了如何配合企业的战略目标的制定与战略方案的选择过程和对各种战略方案的价值评估，编制企业长期财务预测报表，包括预测科目和指标的总体设计，科目和指标的常见取值规则的分类，预测利润表、资产负债表和现金流量表，以及其他业务计划之间的关系和编制的逻辑顺序。特别地，本章对于存在复杂股权关系结构的企业集团如何在长期财务预测中对下属子公司的股权关系进行正确的简化处理做了原则探讨并给出了解决问题的思路。

第七章打破以前财务管理、项目投资评价和介绍企业价值评价的现金流量贴现方法书籍中仅仅介绍单一项目、单户企业估值的惯例，提供了如何运用股东价值方法、经济增加值方法、折现股利模型和可比法等，对拥有子公司、联营公司、合营公司和一般参股企业股权投资的集团进行价值评估的解决方案。

第八章介绍了企业关键绩效指标预测的传统概率统计方法和现代数据挖掘方法，并且叙述了对项目和企业投资的三类不同风险分析方法：敏感性分析、概率分析和情景分析。数据挖掘方法是将信息技术与数学模型结合，通过对海量数据的分析处理，发现隐藏在这些数据背后的规律和结论，为企业的战略和经营决策服务。该方法在国内已经应用于移动通信服务、银行和保险业中的客户数据分析处理、连锁超市的商品关联分析和货架摆放的设计，等等。

第九章结合上市公司的财务报表分析案例，讲述了企业财务报表分析的方法和技巧，对如何分析和识别公司的“资产泡沫”、“利润泡沫”以及财务报表分析的局限性提出了独特的看法。该章还对财政部和国务院国有资产监督管理委员会分别颁布的企业绩效考评办法做了介绍，并分析了两者的差异。

第三部分“资本运营和战略财务决策支持系统【应用】”是全书发展的高潮，包括第十章和第十一章。该部分的创新内容是以国内第一个成功上线运行的服务于中国长江电力股份有限公司资本运营部门的资本运营和战略财务管理系统的成功案例

为蓝本而编写的。该部分比较详细地阐述了资本运营和财务战略决策支持系统在整个企业绩效管理系统中的位置，该系统的各个子系统及其功能模块的构成，关键功能模块实现的机理，子系统之间的数据交换及其与外部数据源的接口，以及不同子系统所采用的信息技术和技术平台。更为重要的是，读者通过对该部分的阅读，能够将本书第一部分和第二部分所介绍的概念和方法真正升华为对相关管理信息系统的认识，知道企业的资本运营和战略财务决策的思想和方法是如何通过信息技术和正确的系统实施方法论而“落地”的。

我还想借助本书前言披露长江电力公司资本运营和战略财务管理系统项目启动前一段不为人知的故事：长江电力公司原本是想找一家国际知名的跨国管理咨询集团来共同实施该系统，但是在接触一年多后临近签约时，由于各种原因，那家咨询集团“撤了”，这才给景华天创公司带来了与长江电力公司合作的机会。我永远记得长江电力公司领导在项目启动会上嘱咐系统实施团队的话：“我们中国人既然能建设和管理好世界最大的三峡水利枢纽工程，也就一定能在国内无先例可供参考的情况下，成功建设资本运营和财务战略管理系统。大家共同努力，为国人争口气。”

我曾在大学从事计算机、财务会计和管理会计的教学工作，也在工商企业、金融机构从事过企业并购业务、财务和会计的管理工作。从2000年初至今，一直从事价值投资分析，以及企业绩效管理系统软件的研究、开发和系统实施工作。以我个人的工作和学习经验，我体会到：我对财务管理、财务会计、管理会计和企业绩效管理学科及其实践的认识的高度升华是在从事管理信息系统工作的近十多年。我想通过本书以及其后的企业绩效管理系列丛书与读者一起分享这份认识的升华。

丘创

目 录

第一部分 价值创造和资本运营【概念】

第一章 资本运营和战略财务决策对中国企业的意义	3
第一节 企业资本运营和战略财务决策释义	4
第二节 企业价值与资本运营和战略财务决策的关系	6
第三节 大师关于企业价值的理论、观点和实践	6
第四节 中国资本市场的回顾和展望	11
第五节 资本运营和战略财务决策对中国企业的意义	19
第二章 投资和企业价值评估的一般方法介绍	21
第一节 投资和企业价值评估的折现现金流量方法介绍	22
第二节 股东权益现金流量方法介绍	32
第三节 经济增加值方法介绍	35
第四节 企业价值评价的可比法介绍	49
第五节 会计利润和会计投资回报率	56
第六节 各种企业价值评价方法对比	60
第三章 拉帕波特股东价值方法的进一步研究	63
第一节 永续税后净营业利润、永续法剩余值和永续增长法剩余值	64
第二节 股东增加值	65
第三节 门槛利润率及其与股东价值的关系	69
第四节 传统盈亏平衡分析和股东价值盈亏平衡分析对比	72
第五节 股东价值的网络图	73
第六节 战略制定与股东价值方法的关系	74
第四章 金融市场、融资工具和资本结构决策	79
第一节 货币市场及其融资工具	80

第二节	中期票据及其市场·····	86
第三节	商业银行贷款·····	88
第四节	资本市场及其融资工具·····	93
第五节	其他融资方式·····	98
第六节	资本结构决策·····	104
第七节	资本成本确定在中国面临的问题和变通处理·····	118

第二部分 集团战略财务决策【方法】

第五章	各类融资工具的融资规程·····	127
第一节	企业在货币市场的融资规程·····	128
第二节	企业发行中期票据的规程·····	132
第三节	商业银行贷款程序·····	137
第四节	公司债券发行和上市规程·····	144
第五节	公司股票发行和上市规程·····	148
第六章	集团长期财务预测和融资计划·····	157
第一节	预测科目和指标体系设计·····	158
第二节	预测三大表之间的关系和一般编制顺序·····	159
第三节	预测利润表的编制·····	164
第四节	预测资产负债表的编制·····	170
第五节	融资计划的编制·····	175
第六节	预测现金流量表的编制·····	178
第七节	预测合并报表编制的方法·····	184
第七章	各种估值方法在集团层面的应用·····	191
第一节	集团的股东价值方法应用·····	192
第二节	集团的经济增加值模型应用·····	194
第三节	集团的折现股利模型应用·····	196
第四节	集团的可比法估值应用·····	196
第八章	预测、模拟和风险分析·····	199
第一节	结合传统概率统计方法的关键指标预测·····	200
第二节	结合现代数据挖掘方法的关键指标预测·····	211
第三节	风险分析——敏感性分析·····	223
第四节	风险分析——概率分析·····	227
第五节	风险分析——情景分析·····	241

第九章 企业财务报表的分析和解释	245
第一节 企业财务报表分析的理论基础和重要性	246
第二节 企业财务报表分析的主要方法	247
第三节 企业异常财务情况的分析	261
第四节 企业财务绩效的综合评分方法	264
第五节 企业财务报表分析举例	277
第六节 财务报表分析的局限性	284

第三部分 资本运营和战略财务决策支持系统【应用】

第十章 资本运营和战略财务决策支持系统的介绍	289
第一节 资本运营和战略财务决策支持系统的定义、目标和应用范围	290
第二节 在 BPM 系统中的位置以及与其他应用的关系	291
第三节 总体应用架构及其各子系统的主要功能	295
第四节 各子系统的重要管理需求分析	297
第五节 CFS 系统所采用的信息技术平台	304
第十一章 长江电力 CFS 系统成功因素总结	317
第一节 长江电力 CFS 系统的特点	318
第二节 CFS 系统实施团队组成和实施方法论	319
第三节 CFS 系统成功上线的原因和创新点总结	322

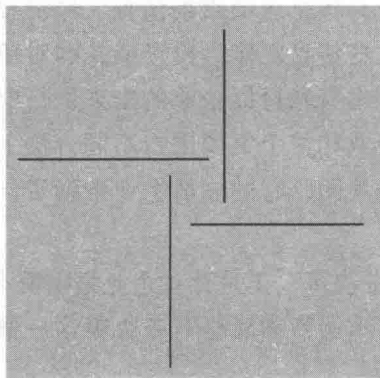
第一部分

价值创造和资本运营【概念】

- 第一章 资本运营和战略财务决策对中国企业的意义
- 第二章 投资和企业价值评估的一般方法介绍
- 第三章 拉帕波特股东价值方法的进一步研究
- 第四章 金融市场、融资工具和资本结构决策

第一章

资本运营和战略财务决策对中国企业的意义



企业资本运营和战略财务决策释义

企业价值与资本运营和战略财务决策的关系

大师关于企业价值的理论、观点和实践

中国资本市场的回顾和展望

资本运营和战略财务决策对中国企业的意义

第一节 企业资本运营和战略财务决策释义

在国内大型企业集团或者综合性证券公司内部，一般都设立了资本运营部门或投资管理部门或投资银行部门，而且在集团内部，资本运营部门往往是一班人马、两块牌子：对内是集团资本运营部门，对外是独立法人的投资公司。该部门的主要职能是：筹措集团内部的闲置资金和向外部进行权益融资或债务融资；对集团的主营业务行业或者根据战略目标想涉足的行业进行长期投资，或者为了提高资金的收益率而进行短期或者中期的投资；投资完成后，还要进行后续的管理，如委派董事或者高管参与接受投资方的管理，对短期投资的股价和财务报告进行监控和分析，为没有上市的企业进行上市前的辅导、改制并为上市做好引入战略投资人的工作。

企业集团资本运营部门在筹资、投资和企业并购以及参与被投资企业的管理过程中，需要收集所投资行业和具体企业的市场情报、经济技术指标、财务报表和未来发展计划等信息，并运用这些信息对作为投资或并购对象的目标企业的当前业务和财务情况进行分析，对集团本身和目标企业的未来进行财务预测和模拟，基于盈利和现金流量的预测对目标企业和整个集团进行不同方法下的估值，以判定企业价值的区间，以及为目标企业或集团已有的成员企业做融资计划和安排等，辅助资本运营部门的投资和融资决策。

“企业资本运营和战略财务决策”正是针对企业集团资本运营部门面临的主要决策问题所提出的。在对企业资本运营和战略财务决策这一概念进行定义之前，我们首先研究一下管理的四项职能。

管理自上而下可分为四项职能：战略管理、计划与决策、管理与经营控制，以及编制财务报表。

战略是企业的一整套长期目标和为实现目标所需的行动计划，如果这些计划成功，将为企业带来竞争优势。战略管理包括通过分析识别这些目标和实施这些目标的行动计划。

计划与决策包括年度计划指标的决策和下达，产、供、销等经营决策和计划的编制，资本支出的决策和计划，预计利润表、预计资产负债表和预计现金流量表等财务预算的编制等。

管理与经营控制包括经营控制和管理控制，经营控制是指中层管理者监督生产层次的管理者和员工；管理控制是指高层管理者对中层管理者的评估。

编制财务报表是指企业管理者根据会计准则、行业规范和证券市场法规的要求，定期向企业的股东、债权人、政府机构和其他利益相关者提供资产负债表、利润表、现金流量表、所有者权益变动表及其附注信息的管理职能。

企业资本运营和战略财务决策中的“战略财务决策”，是指将企业的长期（如10年和20年）目标（包括财务目标、客户目标、内部流程目标等）和行动计划转换为财务预测模型，在不同的经营、投资和筹资的预设条件下，模拟和分析单个目标企业或集团的盈利、资产负债和现金流量的可能情况，并且根据不同的企业价值评估方法对企业和股东价值进行评估，以便高层管理者分析判断不同战略对企业的长期财务影响，最终选择对企业具有最佳财务效果的战略方案的决策过程。从其与前述四项管理职能的联系来看，战略财务决策不仅涉及战略管理的职能，而且涉及计划与决策的管理职能。

企业资本运营和战略财务决策中的“资本运营”实际是资本运作和经营的意思。从资金的使用方面来看，资本运作和经营指的是企业对外的战略投资和财务投资项目的具体运作、经营和管理。战略投资指的是投资者持股比例相对比较高，持有期限是长期的，并且投资者实质性地参与被投资企业的高层决策和管理，目的是长远地培育和发展所关注行业的被投资企业；财务投资指的是投资者持股比例相对较低，持有期限较短或不确定，并且投资者一般不实质性地参与被投资企业的经营管理，持有是为了利用闲置资金获取短期收益或者在主营业务利润较低时提高利润总额和每股收益。从资金的来源方面来看，资本运作和经营指的是企业为了满足经营和投资的需要，通过发行股票、增资扩股、向银行长期借款或者发行公司债券等方式筹集长期资金的活动。因此，资本运营涉及前述四项管理职能中的计划与决策职能、管理与经营控制职能。在计划与决策职能方面，资本运营不仅要解决基于对目标企业的尽职调查和分析结果，决定是否投资、何时投资、投资的金额和持股比例、是否从所投资企业中撤资等问题，而且要解决是否融资、选择何种融资工具、资金何时到位、对已借资金是否提前还款等决策问题。在管理与经营控制职能方面，资本运营要解决对当前所投资企业的分析与考评和长期债务资金的监控使用等管理控制问题。

一言以蔽之，企业资本运营和战略财务决策是企业将长期目标和行动计划转换为财务预测模型，在预设的不同情境下预测和模拟企业的利润、资产负债和现金流量的可能情况及评估企业和股东价值的区间，并且做出相应的投融资的具体计划安排、考评和监控等的分析、选择、计划和控制的管理过程。

综上所述，不难得出企业资本运营和战略财务决策跨越了三项管理职能：战略管理、计划与决策以及管理与经营控制。通过阅读后面的章节，可以认识到企业资本运营和战略财务决策所涉及的主要学科为：财务会计、管理会计、财务报表分析、财务管理、概率统计、数据挖掘和管理信息系统等。因此，我们说企业资本运营和战略财务决策是多学科交叉的管理应用领域。

第二节 企业价值与资本运营和战略财务决策的关系

读者可从本书第二章和第三章或者其他财务管理类书籍中了解到，企业价值是企业未来自由现金流量（经营活动现金流量－资本支出）按资本成本的折现值；企业价值由股东价值和债务价值构成，或者说，股东价值等于企业价值与债务价值的差额。

企业的活动可分为三类：经营活动、投资活动和筹资活动。经营活动即企业产、供、销和日常管理活动；投资活动即对外股权投资或债权投资及其收回的活动；筹资活动即企业发行股票、增资扩股或对外举债还债的活动。经营活动产生经营活动的现金流量，即自由现金流量计算中的被减数；而投资活动产生现金流量中与资本支出相关的现金流量，即自由现金流量的减数；企业的资本成本是由筹资活动所导致的长期债务资本与股东权益资本各自占总资本的比重及其各自的回报率确定的。所以，企业价值和股东价值与经营活动、投资活动和筹资活动的规模、内容和方式密切相关。

归根结底，资本运营和战略财务决策首先是对企业长期目标和行动计划的财务量化，最终转换为企业经营活动现金流量、投资活动现金流量和筹资活动现金流量的长期预测值以及筹资与投资的具体计划和安排，基于这些预测值可以得到对企业价值和股东价值的估计，以判断企业战略的财务合理性和可行性。通过对企业长期目标和行动计划的不同组合对企业长期盈利、现金流量以及价值所产生的不同影响的预测、模拟、分析和评估，企业可以科学理性地选择最好地实现股东价值的战略方案，对企业的未来活动进行前馈控制。

第三节 大师关于企业价值的理论、观点和实践

现代企业一直在追求企业价值的持续增长，无数经济学家不断研究影响企业价值的各种因素，有关企业价值的理论研究又被投资者运用到实际投资活动中，形成关于价值投资的各种理念。回顾先哲们对于企业价值的论述，可以增强我们对企业价值的理解。在学习投资大师成功投资实践的过程中，同样能让我们看到企业价值理论的智慧光芒。

一、企业价值理论

企业价值理论研究的源头可追溯到 20 世纪初期艾尔文·费雪（Fisher）的资本价值理论。莫迪利安尼（Modigliani）和米勒（Miller）的资本结构定理（MM 定理）对价值管理产生了重大影响，唤起了人们对企业价值的高度关注。1986 年，拉帕波特（Rappaport）在其《创造股东价值》一书中提出以“股东价值”为中心的管

理方法和程序，开创了企业价值研究的新纪元。

（一）艾尔文·费雪的资本价值理论

1906年，费雪在《资本与收入的性质》（*The Nature of Capital and Income*）一书中完整地论述了收入与资本及价值的关系。他认为资本能带来一系列的未来收入，因而资本的价值实质上就是未来收入的折现值。推而广之，费雪提出了一个在价值评估中具有划时代意义的结论：任何财产或所拥有财富的价值均来源于它能够产生未来货币收入的权利，而这种权利的价值可以通过对未来预期收入的折现获得。人们对资本物品价值的评估实际上是对资本物品未来货币流量的判断。

（二）莫迪利安尼和米勒的企业价值理论

在费雪资本价值评估理论的基础上，莫迪利安尼和米勒提出MM定理，开创了现代企业价值理论和方法的新纪元。MM定理就是指在一定的条件下，企业无论是以债务筹资还是以权益资本筹资，都不影响企业的市场总价值。企业如果偏好债务筹资，债务比例相应上升，企业的风险就会随之增大，进而反映在股票的价格上，股票价格就会下跌。也就是说，企业从债务筹资上得到的好处会被股票价格的下跌抵消，从而导致企业的总价值（股票加上债务）保持不变。企业以不同的方式筹资只是改变了企业的总价值在股权者和债权人之间分割的比例，而不改变企业价值的总额。MM定理是在高度抽象的基础上得出的结论，难免会遇到现实生活的挑战。税收列支的先后、破产的可能性、对经理行为的制约、维持生活的挑战、良好的企业形象、企业控制权等五方面的因素表明，股权资本筹资和债务筹资对企业收益的影响不同，进而直接或间接地影响企业市场的总价值。

（三）拉帕波特的股东价值理论

美国西北大学教授拉帕波特于1986年出版《创造股东价值》一书，将企业价值理论的研究向前推进了一步。拉帕波特的企业价值理论建立在自由现金流量的基础上，沿袭了莫迪利安尼和米勒对企业价值的理解，把未来的现金流量的折现视做企业价值，挖掘隐藏在企业价值背后的驱动因素，探讨这些因素之间的关系，实现股东价值最大化。

二、投资大师对企业价值的看法和实践

价值投资人发现符合其选择标准的目标企业后，首先要对企业价值进行评估，确定准备买入的企业价值是多少，然后与市场价格进行比较。如果市场价格大大低于其对应的内在价值，将给价值投资人提供很大的安全边际和较大的利润空间。

不同的投资大师，所采用的价值评估方法并不完全相同。这主要是因为他们是从不同的角度对一家公司进行不同的评估。他们的评估方法之所以不同，一个原因