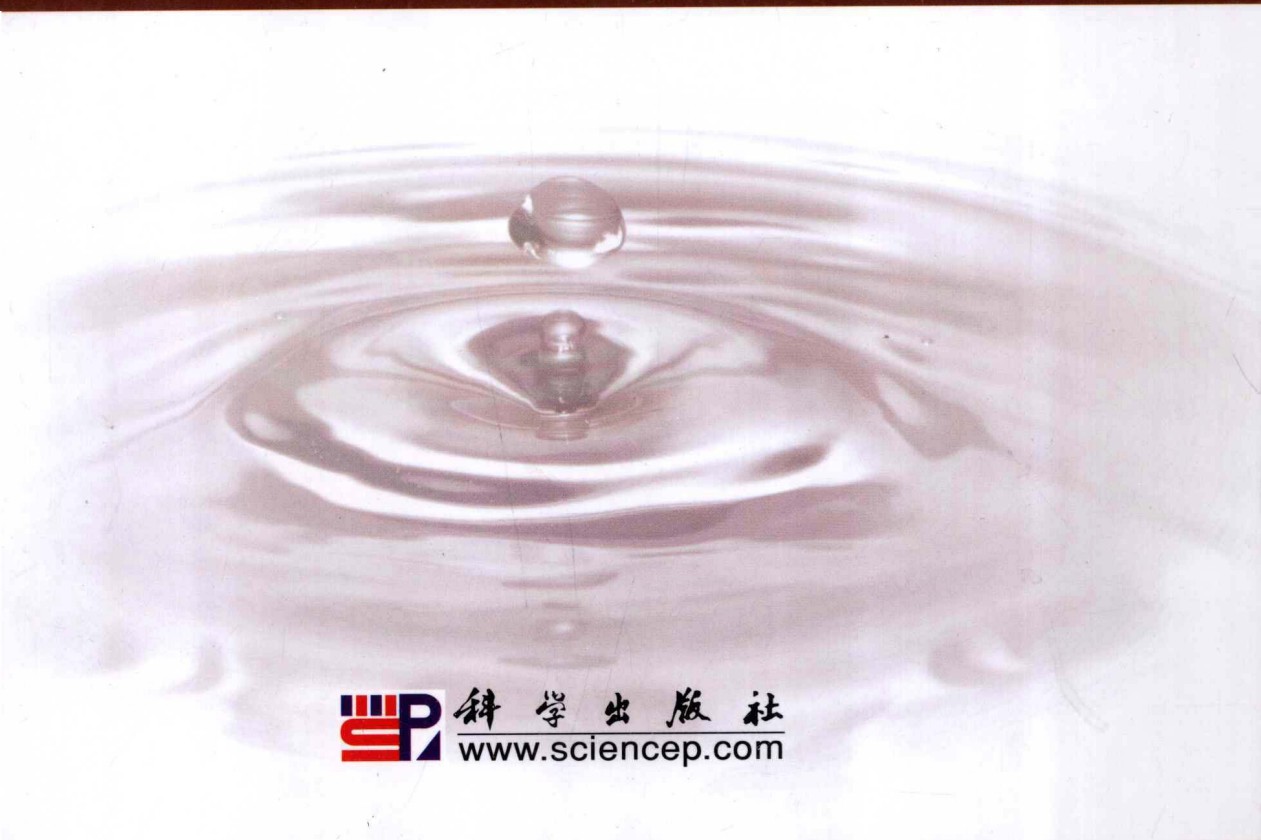


精·品·课·程·立·体·化·教·材·系·列



财务管理

刘淑莲 主编



科学出版社
www.sciencep.com

精·品·课·程·立·体·化·教·材·系·列

财 务 管 理

刘淑莲 主编

科学出版社

北 京

内 容 简 介

本书以公司理财为主体,以资本市场为背景,以价值评估与价值创造为主线,系统介绍了证券估价、资本预算、长期融资、营运资金管理、财务预测、公司价值评估、期权与公司财务、衍生工具与风险管理、公司并购与剥离等理财技术。本书突破了财务教材的传统模式,以我国上市公司的真实数据为基础,通过大量的实例将各章的概念和财务术语联系起来,运用价值评估模型将公司投资决策、资本结构和风险管理联系起来。通过反复讨论和提示给读者更多的启发,帮助读者巩固前后各章的相关概念。本书是一部将财务理论带出课堂的教科书,不仅反映了当前财务学研究的最新成果,而且提供了按 Excel 函数解决财务问题的具体操作过程,通过模拟使读者增强对财务模型的理解和应用,并学会利用 Excel 工具进行财务分析、价值评估和财务决策。

本书既可作为财务管理、会计、金融等专业本科教材,也可满足 MBA、MPAcc 课程学习和中高级管理人员培训的需求。不论是对于渴望获取财务管理知识的学生,还是对于追求公司价值最大化的财务决策者,本书都可以提供值得学习和借鉴的内容。

图书在版编目(CIP)数据

财务管理/刘淑莲主编. —北京:科学出版社,2010

(精品课程立体化教材系列)

ISBN 978-7-03-026525-8

I. ①财… II. ①刘… III. ①财务管理-高等学校-教材 IV. ①F275

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2010)第 014475 号

责任编辑:林 建 杨 然 / 责任校对:陈玉凤

责任印制:张克忠 / 封面设计:耕者设计工作室

科学出版社出版

北京东黄城根北街16号

邮政编码:100717

<http://www.sciencep.com>

铁成印刷厂印刷

科学出版社发行 各地新华书店经销

*

2010年2月第 一 版 开本:787×1092 1/16

2010年2月第一次印刷 印张:23

印数:1—4 000 字数:545 000

定价:36.00 元

(如有印装质量问题,我社负责调换)



从理论渊源上看,金融学(Finance)作为经济学的一个分支,研究的起点是从宏观层面开始的,研究的内容主要是货币银行学(Money and Banking)和国际金融(International Finance)。直到20世纪50年代前后金融学才逐渐从经济学中分离出来,成为一门独立的学科。研究的范围逐渐从宏观向微观层面延伸,研究的内容逐渐从“Money and Banking”向“Finance”过渡,最后形成了以公司财务(corporate finance)、投资学(investment)和金融市场(financial market)为核心的金融学;货币银行学、国际金融则成为宏观经济学的重要分支。伴随着学科研究内容的变化,金融活动的市场实践也形成了不同的管理范畴。正如格林斯潘所说,美联储只管货币(money),不管金融(finance)。

在过去半个多世纪里,金融理论研究空前繁荣,继莫迪格利尼-米勒、马科维茨-夏普的财务革命之后,布莱克-期考尔斯的期权估价理论、詹森-麦克林的代理学说,使金融学充满了生机和挑战。而博弈论、行为经济学和实验经济学的发展又使这一学科展现出无可限量的发展前途。从最近的发展动向看,这些理论已走出学院的象牙塔,越来越广泛地运用于公司财务管理的实践中。

作为金融学的一个分支,公司财务管理从以融资为核心的传统财务学派,到以价值评估、价值创造为核心的现代财务学派,其研究视角发生了很大的变化。总体上说,公司财务管理的研究框架主要表现在两个方面: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;这两个问题的核心就是如何通过投资和融资决策为公司创造价值。基于对财务管理研究框架的理解,本书以公司理财为主体,以价值评估和价值创造为主线,系统地介绍公司财务的基本理论和实用技术。本书的特点主要表现在以下几点。

1. 在体系安排上注重学科知识的逻辑性

本书以公司理财目标为导向,以资本市场为背景,沿着金融资产价值评估→投资项目价值评估→公司价值评估→价值创造与管理的技术路线设置各篇章的内容。全书共分6篇15章,第一篇为全书的基础篇,系统介绍了财务管理的内容和目标、理财环境、证券价值评估模型、风险与收益模型。第二篇至第四篇为全书的主体篇,根据资产负债

表结构,先后介绍了资本预算、长期融资决策、营运资本管理等。第五篇和第六篇是全书的应用篇,分别阐述了财务比率分析与财务预测、公司价值评估、期权估价与公司财务、衍生工具与风险管理、公司并购、剥离与价值创造等理财技术。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. 在写作方法上注重理财技术的应用性

本书力求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我国公司理财现实情况相结合,尽量为读者提供一种理财的思路或导向。书中许多章节以我国上市公司的财务数据为基础,通过大量的实例将各章的前后概念和财务术语联系起来,运用价值估价模型将公司投资决策、资本结构、营运资本管理和风险管理有机地结合在一起。通过反复讨论和提示给予读者更多的启发,可以帮助读者理解书中内容,掌握财务理论与应用技术。

3. 在内容安排上注重理财技能的演练性

与一般教材不同的是,本书不仅将财务学研究的最新成果融入其中,使读者通过本书得到完整的财务知识,而且提供了按 Excel 财务函数解决一般财务问题的具体操作过程,通过模拟使读者增强对财务模型的理解和应用,并学会利用 Excel 工具进行财务建模、财务决策和价值评估。本书是一本将财务理论带出课堂的教科书,读者在学习相关的财务理论后,只需具备 Excel 的基础知识,根据各种财务变量关系,导入真实数据,即可进行实际演练。本书各章之后设置了本章小结、讨论题等栏目,旨在拓展学生的思维视野,培养学生基础知识的应用能力。书后列示的参考文献和相关链接(网址)有利于开阔学生眼界,引导学生深入思考和研究。事实上,知识不仅可以从教师讲课中得到,图书馆、网络资源、实验室也是获取知识的主要园地。

与财务管理学习相关的网络资源(通过国家级精品课程资源共享系统:<http://www.jpkcnet.com>,链接到东北财经大学天空教室:<http://classroom.dufe.edu.cn/jpkc/cwgl/zcr-1.htm>)提供了一整套网络教学整合资源包,主要有:教学资源包,如教学大纲、教学日历、教案、综合练习题、模拟试题、参考文献;多媒体教学资源包,如教学课件、网络辅助教学软件、网络视频教学课件;实践教学资源包,如学生上机实验和实验数据库。这些教学资源对于读者学习与自我测试以及尽快掌握理财技术是非常好的辅助资源。

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。在本书中,假设学生已经学习了经济学、管理学、会计学、概率论与统计学,这些先修课程有助于学生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。书中许多内容曾作为高等院校相关专业的主要授课内容,并在使用过程中不断进行修订和补充。

全书框架由刘淑莲教授设计,编写具体分工如下:第一章至第六章、第十一至第十五章由刘淑莲教授撰写;第七章由毕金玲博士撰写;第八章由姜毅副教授撰写;第九章、第十章由孙晓琳讲师撰写;最后由刘淑莲教授对全书进行修改和总撰。

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

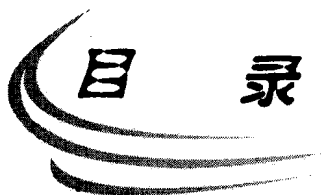
成果和贡献。本书在写作过程中，参阅了国内外许多财务专家、学者的最新研究成果，他们的思想和观点对本书的完成极为重要。为了反映这些专家和学者的贡献，书中对引用的观点或案例尽可能标注了相应的出处。对于这些专家和学者，我们再次表示诚挚的谢意！

感谢科学出版社的支持，感谢科学出版社责任编辑林建先生在本书编辑出版过程中所付出的辛勤劳动，他们的支持和帮助使得本书能够顺利出版。

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，同时也是将我从这个学科中获得的兴奋与快乐传递给读者。虽然我主讲财务管理课程已二十多年了，多次主编了不同层次的财务管理教材，但每次撰写教材都是我重新学习的过程。在本书的写作过程中，虽然穷尽了自己在这一领域教学与实践的积累，许多地方反复推敲，几易其稿，但限于水平和时间，书中难免有许多疏漏和不当之处。谨以此书献给理论界与实务界的理财专家，献给在这一领域进行学习与探索的未来的理财专家，你们的批评和建议将是本书重新修订的重要依据。

刘淑莲

2009年9月



第一篇 财务管理基础

第一章	
	财务管理概述 3
第一节	财务与财务经理 3
第二节	财务管理目标与代理问题 5
第三节	金融市场 9
第二章	
	证券价值评估 14
第一节	现金流量与时间价值 14
第二节	Excel 财务函数 20
第三节	债券价值评估 23
第四节	股票价值评估 26
第三章	
	风险与收益 33
第一节	风险与收益的衡量 33
第二节	投资组合风险分析 44
第三节	风险与收益计量模型 47

第二篇 资本预算

第四章

	资本成本.....	63
第一节	资本成本计算模式	63
第二节	综合资本成本	68

第五章

	投资决策与风险分析.....	75
第一节	投资决策评价标准	75
第二节	投资项目现金流量	84
第三节	投资项目风险分析	92

第三篇 融资决策

第六章

	资本结构理论与设置	105
第一节	杠杆分析.....	105
第二节	资本结构理论.....	109
第三节	资本结构设置.....	123

第七章

	股利政策	130
第一节	股利政策的基本理论.....	130
第二节	股利政策的实施.....	135
第三节	股利支付方式.....	138

第八章

	长期融资	145
第一节	股票融资.....	145
第二节	长期债务融资.....	154
第三节	租赁融资.....	159

第四篇 营运资本管理

第九章

	现金与应收账款管理	167
第一节	现金管理	167
第二节	应收账款管理	178

第十章

	短期融资	193
第一节	短期融资方式	193
第二节	短期融资策略与融资计划	200

第五篇 财务预测与公司价值评估

第十一章

	财务比率分析与财务预测	211
第一节	财务比率分析	211
第二节	现金流量与风险分析	219
第三节	财务预测	221

第十二章

	公司价值评估	235
第一节	现金流量折现法	235
第二节	乘数估价法	240
第三节	价值动因模型	243
第四节	价值评估案例分析	248

第六篇 财务管理专题

第十三章

	期权理论与公司财务	265
第一节	期权交易的基本知识	265
第二节	二项式模型	272
第三节	B/S 期权定价模型	276

第四节	认股权证与可转换债券估价.....	281
第五节	实物期权与投资分析.....	287
第六节	公司价值与隐含期权.....	295
 第十四章		
	衍生工具与风险管理	303
第一节	衍生工具概述.....	303
第二节	外汇风险套期保值.....	307
第三节	利率风险管理.....	316
 第十五章		
	公司并购与剥离	331
第一节	并购与价值创造.....	331
第二节	并购价格与对价方式.....	337
第三节	资产剥离与价值分析.....	342
参考文献		348
附录 现值、终值表和正态分布曲线的面积		349



财务管理概述

有人说，财务管理是研究“以钱生钱”之术。“以钱生钱”，这是一个古老而简单的概念，也是一个全新而繁杂的技术。从一个公司的角度来看，“以钱生钱”就是将公司获得的资本投放到能够创造增长价值的活动。这里的“资本”通常是“他人的钱”（other people's money），对于上市公司来说，“他人的钱”主要是由股东和债权人提供的。这些资本不是免费午餐，公司作为资本的使用者，必须为资本的提供者提供报酬，这个报酬通常是公司用“他人的钱”“以钱生钱”（投资）创造的。公司只有不断地为“他人”“生钱聚钱”，才能持续不断地得到“他人的钱”（外部融资）。因此，在研究“以钱生钱”之术时，必须要正确权衡资本提供者与使用者之间的委托代理关系，才能在为“他人”创造财富的同时，也为公司创造价值。

通过本章的学习，你可以了解财务管理的内容和财务管理者的职责；熟悉财务管理目标、委托代理关系与代理问题；掌握金融资产特点与价值决定因素；了解有效市场假说的基本含义。

第一节 财务与财务经理

一、财务管理的内容

财务管理是关于公司资本取得与使用的一种管理活动。资本的取得是指融资活动，即筹集经营活动、投资活动所需要的各种资本；资本的使用是指投资活动，即将筹得的资本用于旨在提高公司价值的各项活动中^①。从本质上说，财务管理研究的核心问题是公司资产定价与资本配置效率。

图 1-1 列示了资产负债表的一般表达式，反映了公司资源的配置状况。从结构上

^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“公司”或“企业”为同一含义。

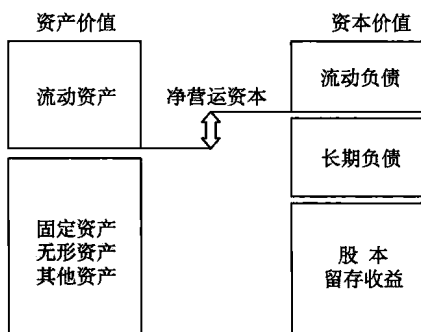


图 1-1 资产负债表模式

看，可将公司财务管理分为长期投资管理、长期融资管理和营运资本管理三部分。长期投资（资本预算）主要侧重于公司资本的投向、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；长期融资管理主要侧重于资本的来源渠道、筹措方式及资本结构管理，即对列示在资产负债表右下方有关项目的管理；营运资本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融资管理^①，即对列示在资产负债表上方有关项目的管理，或经营活动现金流量管理。

投资、融资及营运资本管理的结果使资源的使用效益大于资源的取得成本，实现公司价值最大化。

需要说明的是，股利政策是确定公司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，但如若不将利润作为股利分配给股东，它便成为公司的一项资本来源，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，公司的股利政策可看作是融资活动的一个组成部分。

二、财务经理的职责

在实务中，公司财务管理通常与公司高层管理人员有关，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公司创造价值。图 1-2 描述了财务经理的主要职责。

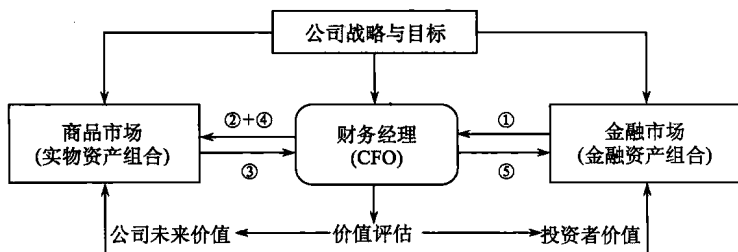


图 1-2 财务经理的职责

如果说图 1-1 是从静态的角度描述了财务管理的基本内容，图 1-2 则从动态的角度描述了现金从投资者流向公司并最终返回投资者的过程。其中：①在资本市场向投资者出售金融资产；②在商品市场进行实物资产投资；③将融资的现金流量与投资现金流量

^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，用来衡量公司资产的流动性。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）管理以及与此相关的流动负债管理。

进行对比分析；④将投资或经营产生的现金流量的一部分用于再投资；⑤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。

根据图 1-2，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，为公司未来创造价值；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公司的投资决策，即根据公司的战略规划确定公司资本预算，参与投资方案的财务评估；对第二个问题的回答是公司的融资决策，即根据公司融资需要与金融机构一起选择或设计各种融资工具、设置资本结构和股利政策等。

在工业发达国家，CFO 负责公司的财务管理工作，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公司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公司的现金管理、资本筹措，以及与银行、股东及其他投资者保持联系。公司 CFO 的主要职责不仅是监管主计长和司库的工作，更重要的是根据公司战略规划和经营目标编制和调整财务计划，制定公司的财务政策等。

随着经济全球化、金融一体化的进程，公司对资本市场的依赖程度不断增强，迫切需要越来越多的专业 CFO，他们在资本经营、价值工程、风险管理、公共关系、业绩评价、财务信息供应等方面发挥着重要作用。战略视野和沟通能力被视为 CFO 的重要技能，其重要性甚至超过会计专业技能。

第二节 财务管理目标与代理问题

一、财务管理目标

财务管理目标是一切财务活动的出发点和归宿。目前，最具有代表性的财务管理目标是利润最大化和股东财富最大化。

起源于亚当·斯密基于“经济人”假说的利润最大化目标是经济学界的传统观点，虽然这种观点在实务界仍有较大影响，但从公司资源提供与风险承担的角度分析，股东财富最大化比利润最大化更为贴切。股东作为公司资源的提供者，承担着公司的全部风险，因而理应享受因经营活动带来的全部税后收益，即股东对公司收益具有剩余要求权。这种剩余要求权赋予股东的权利、义务、风险、收益都大于公司的债权人、经营者和其他员工。因此，在确定公司财务管理目标时，应从股东的利益出发，选择股东财富最大化。假设不考虑股利收益，股东财富是由其所持有的股票数量和股票市场价格两方面决定的，在股票数量一定的前提下，股票价格越高，股东财富就越大。

与利润最大化相比，将股东财富最大化作为理财目标具有其积极的方面，主要表现在：①股票的内在价值是按照投资者要求的收益率折现后的现值，这一指标考虑了获取收益的时间因素和风险因素；②股票价值是一个预期值，股东财富最大化在一定程度上可以克服公司在追求利润上的短期行为，保证了公司的长期发展；③股东财富最大化能够充分体现公司所有者对资本保值与增值的要求。

股东财富最大化也存在一些缺点：①股东财富最大化只适用于上市公司，对非上市公司很难适用；②由于股票价格的变动不是公司业绩的唯一反映，而是受诸多因素影响的综合结果，因而股票价格的高低实际上不能完全反映股东财富或价值的大小；③股东财富最大化目标在实际工作中可能导致公司所有者与其他利益主体之间的矛盾与冲突。

除以上两种目标外，还存在公司价值最大化、相关利益者价值最大化。这些目标实现的前提条件是公司管理者的目标与股东的目标相一致，公司经营不产生无法追踪的社会成本。从公司归属的角度出发，本书假设财务管理的目标是股东财富最大化。

二、委托代理关系与代理问题

在公司制下，参与公司经营活动的关系人主要有两种：一种是公司资源的提供者——股东和债权人；另一种是公司资源的使用者——经营者。除此之外，公司在经营活动中还要与社会上的其他关系人（如社区、供应商、客户、政府等）发生往来。公司在经营活动中形成的各种关系表现为委托-代理关系，如图 1-3 所示。

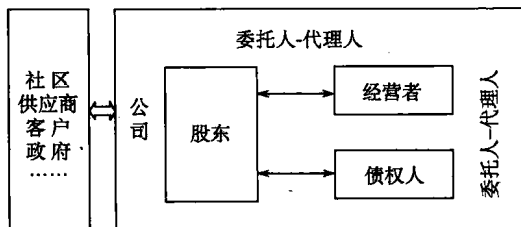


图 1-3 公司代理关系模式

图 1-3 中的各种关系人从市场进入公司，其目标函数各不相同，如股东追求股票价格最大化；债权人希望到期收回本金和利息；经营者关心工资待遇与工作条件；供应商和客户重视产品的质量和价格；政府和社区关心税收和环境等。由于关系人各方目标函数不一致，因而不可避免地引起各方利益的相互冲突。解决矛盾与冲突的方式就是关系人各方签订一系列合约，因此，现代公司的代理关系可以定义为一种契约或合同关系。这种契约或合同可能是明确的，也可能是模糊的。前者如公司与债权人之间的借贷契约，公司与员工之间的用工合同，公司与供应商、客户之间的购买与销售合同等；后者如股东与经营者之间的契约（承诺按股东的最佳利益行事）等。

图 1-1 是从投资和融资两个方面描述了财务管理的基本内容，图 1-3 则是从产权关系描述了财务管理的本质特征。在产权制度下，资产负债表的左方反映了公司对各种资源的使用权；右方反映了公司对各种资源提供者的责任或义务，对应于这些责任或义务是这些资源提供者对公司收益的索取权，即放弃资本当前使用权以取得未来收益的索取权。按照索取权获得方式的不同，可分为固定索取权、剩余索取权和或有索取权三种。

一般来说，债权人对公司收益具有固定索取权或法定索取权。债务合约赋予债权人按约定时间向公司索取固定数额现金（本金和利息）的权利，不论公司是否盈利。与固定索取权对应，在公司持续经营的情况下，债权人只是一个“默默无闻”的商业伙伴，

没有投票权。只有在公司清算时，债权人才能参与管理。

与债权人的索取权不同，股东对公司收益的索取权是一种剩余索取权。在公司持续经营的前提下，这种索取收益的权利仅限于公司的利润或净收益；在公司清算时，这种索取权位于其他关系人的索取权（工资、利息、税收等）之后。与剩余索取权相对应，股东成为公司风险的主要承担者，因此，股东拥有公司的控制权和管理权，以确保公司在投资、融资活动中增加公司价值和剩余索取权价值。

或有索取权是一种状态依存的索取权，也就是说，这种索取权对收益享有的权利依存于未来某时刻（约定或未约定）某物（如果是约定的，又称为标的物）的状态，如可转换债券、认股权证和期权等。

（一）股东与经营者

股东与经营者之间委托代理关系产生的主要原因是资本的所有权与经营权相分离，但代理关系并不必然导致代理问题。如果代理人的目标函数与委托人的目标函数完全一致，则不会引发代理问题，但在两权分离的条件下，这一假设是很难满足的。拥有公司所有权的股东具有剩余索取权，他们所追求的目标集中表现为货币性收益；拥有公司经营权的经营者作为所有者的代理人，除了追求货币性收益（高工资、高奖励）外，还包括一些非货币性收益，如豪华的办公条件、气派的商业应酬以及个人声誉、社会地位等。如果没有适当的激励约束机制，代理人就有可能利用委托人的授权谋求更多的非货币性收益，使股东的最大利益难以实现。

除此之外，代理人作为“经济人”同样存在所谓的“机会主义倾向”，在代理过程中会产生职务怠慢、损害或侵蚀委托人利益等“道德风险”。由于委托人与代理人之间存在着严重的信息不对称，因此，委托人对代理人努力程度的大小、有无机会主义行为较难察觉。经营者与股东目标发生偏离以及由此产生的代理成本（如签约成本、监督成本和剩余损失等）可能最终都由股东来承担。

根据代理理论，解决股东与经营者之间矛盾与冲突的最好方法就是建立激励和约束经营者的长期契约或合约，一方面通过契约关系对代理人（经营者）行为进行密切监督以便约束代理人那些有悖于委托人（股东）利益的活动。这种监督机制既可以是股东大会和董事会对经营者的行政监督，也可以是具有超然独立性的内部审计部门对经营者的审计监督，或者是股东大会聘请的外部审计师对经营者的外部审计监督。除监督机制外，还可以采取激励机制解决目标偏离问题，如对经营者实行股票期权或年薪制等，使代理人为了实现委托人的利益而努力工作。激励成本是股东财富的直接减项，只有当激励机制产生的收益高于激励成本时，这一机制才可能是有效的。除内部监督与激励机制外，控制权市场和经理人市场的存在，增加了经营者因并购或其他原因而被替换的机会和可能，迫于自身价值和职业声誉的压力，经营者必须恪守职责，努力工作，从而部分地纠正股东与经营者利益目标的偏差。

（二）股东与债权人

当债权人借出资本后，便与股东形成了一种委托代理关系。从某种意义上说，股东