

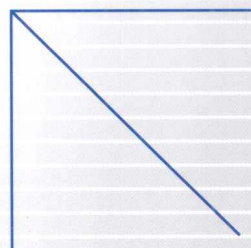



Management

# 中级财务管理

ZHONGJI CAIWU GUANLI

主编 戴书松



 中国金融出版社

# 中级财务管理


---

ZHONGJI CAIWU GUANLI

---

主编 戴书松

---

 中国金融出版社

责任编辑：罗邦敏 单翠霞

责任校对：张志文

责任印制：陈晓川

## 图书在版编目 (CIP) 数据

中级财务管理 (Zhongji Caiwu Guanli) / 戴书松主编. —北京: 中国金融出版社, 2012. 1

新编高等院校管理类系列教材

ISBN 978 - 7 - 5049 - 6205 - 8

I. ①中… II. ①戴… 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 (2011) 第 248873 号

出版  
发行 **中国金融出版社**

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 利兴印刷有限公司

尺寸 185 毫米 × 260 毫米

印张 24.25

字数 536 千

版次 2012 年 1 月第 1 版

印次 2012 年 1 月第 1 次印刷

印数 1 - 5075

定价 39.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 6205 - 8/F. 5765

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

# 前言

现代经济生活中，越来越多的人涉及或参与经济活动中，作为理性的经济人，人们从事经济活动的目标无外乎就是通过经济活动创造价值，并使得价值最大化。然而，由于现代经济活动日益专业化、复杂化，要在现代经济活动中实现价值创造并非一件轻而易举之事，而是需要经过专门的学习和训练才能掌握的专业技能。财务管理活动就是以价值创造与价值最大化为目标。

财务管理教材作为系列课程教材，按照课程的学习进程从初级、中级到高级依次可分为《财务管理基础》、《中级财务管理》和《高级财务管理》三门不同级别的课程教材。《中级财务管理》课程教材是财务管理课程中的中间层级，这一课程教材承担承上启下的作用。由于《财务管理基础》课程教材主要讲述在确定性条件下的财务管理问题，属于基础知识和简单原理的部分，课程主要强调对基本概念和基本原理的理解和掌握。《高级财务管理》课程教材按照现行的教学体系主要有两个方向：一是财务专题方向，主要讲述和介绍财务管理的专题问题，诸如中小企业、企业集团的财务管理问题、企业并购与重组财务问题、外汇风险管理等；二是财务问题的深化方向，而这一内容显然已经超出了本科阶段的学习要求，已经进入研究生阶段的教学要求了。因此，《中级财务管理》实际上承担了财务管理课程在本科阶段的深化责任，同时还要为财务管理、会计学专业学生的后续专业课程如企业价值评估、国际财务管理、投资学等课程的学习提供财务理论的基础。基于这样一种认识，我们把《中级财务管理》课程教材重点限定于不确定性环境下的财务管理问题，应该包括以下主要内容：风险的计量方法以及投资风险补偿率的确定，在不确定性环境下的选择权定价原理与方法，在不确定性环境下的投资决策方法，市场效率与长期筹资管理，资本结构理论与最佳资本结构确定，战略财务管理分析与财务预警，以及一些基础的财务管理的专题问题。

本教材具有以下几点特色：

第一，突出基础、夯实基本技能。作为中级课程教材，对不确定性的描述和计量贯穿于教材的主要部分与章节，为了突出对这些基础部分内容的理解和掌握，我们在教材的第二章风险与收益、第三章期权定价中进行了详细的讲述、分析，并设计了一些情景案例帮助理解，以使得学生、读者能够全面、充分理解和掌握这些基础知识和基本技能。同时，我们对财务管理的一些基础理论也给予了充分的讲述，如MM理论等。

第二，定位清晰、内容衔接明确。在长期的教学实践中，我们认为财务管理作为系列课程，《财务管理基础》、《中级财务管理》以及《高级财务管理》各课程教材之间应该有个清晰的定位，既互相联系、依存，但同时又要互相独立，互不包容、重复。本系列教材将《财务管理基础》定位于确定性环境下的财务管理问题，不涉及不确定性问题，而《中级财务管理》则定位于不确定性环境下的财务管理问题，不重复确定性环境下的财务管理问题。这就使得教材定位非常清晰，避免了现存多数教材所存在的重复问题。

第三，强化实际应用。财务管理是一门应用性非常强的课程，掌握财务管理的基本理论固然重要，但如果不能将理论用于实践活动，指导和解决实际问题，学习理论也就失去了本来的意义，为此，我们将实际应用放在非常重要的地位。而中级财务管理的应用性更加突出，所以，本教材不仅讲述重要的理论知识，而且尤其重视培养在实务中将基本理论加以应用和解决实际问题的能力，如：如何利用公开市场信息，求解公司贝塔系数、无风险收益率以及市场风险溢价等；在确定折现率时，如何消除个别公司的经营、财务风险等。

《中级财务管理》教材全书共分为十一章。第一章为企业价值创造与财务管理，主要阐述了价值创造以及价值最大化对财务管理的作用与意义。第二章是风险与收益，主要阐述和分析了收益与风险的计量关系，重点介绍了资本资产定价模型；第三章是期权定价，介绍了期权定价的思想和方法；第二章和第三章为不确定性环境下的财务决策问题提供了有效的计量手段和方法，是全书的主要重点和学习的难点。第四章为风险条件下的项目投资管理，主要分析了在不确定性环境下的项目投资管理问题，是确定性环境下项目投资管理的拓展和深化，主要包括风险调整法、决策树法、情景分析法以及实物期权法等；第五章为有价证券投资，是基础课程教材中的有价证券定价的拓展与深化；第四、第五章是关于不确定性环境下的投资管理问题。第六章为资本市场与长期筹资，主要介绍了企业筹资需求的影响因素，企业长期筹资与市场效率的关系以及长期筹资中的一些难点问题，并结合期权价值重点介绍了一些包含期权价值的融资工具；第七章为资本结构，本章是财务管理筹资管理的理论基础，在财务管理中具有非常重要的作用，我们将其作为教材的重点进行了介绍；第六、第七章是财务管理中关于不确定性环境下的筹资管理问题。第八章为企业价值预期分析与财务预警，主要介绍了战略财务报表的分析方法以及财务预警的一些基本方法；第九章为公司并购与重组，是关于公司资本运作方面的专题问题；第十章为跨国公司财务管理问题，主要介绍了涉及外汇、汇率以及汇率风险的一些问题；第十一章是内部控制与公司治理，主要介绍了内部控制与公司治理结构安排的一些问题；第八章至第十一章为财务管理的专题问题。

全书由戴书松统稿。编写具体分工为：戴书松编写第一、第二、第三、第四、第七章，吴建刚编写第五、第九章，方宗编写第六、第十一章，徐宗宇编写第八章，李远勤编写第十章。

本书作为财务管理中级课程的教材，可以作为经管类的财务管理、会计学、资产评

估等专业的中级财务管理课程教材用书，也可作为会计学硕士、会计专业硕士（MPAcc）的同类相关课程的教材用书，还可作为企业财务人员、基金投资管理者以及信奉价值投资的投资者学习相关内容的参考用书。

本书得到上海大学重点课程建设基金支持，在此特别表示感谢。本书的出版还特别感谢中国金融出版社的编辑，他们为此书的出版付出了艰辛的劳动。

然而，由于我们的学识所限，书中谬误和不足在所难免，敬请同行和读者批评指正。

编 者

2011 年 11 月 30 日

# 目 录

1	<b>第一章 企业价值创造与财务管理</b>
1	【本章要点】
2	第一节 企业价值最大化与价值创造
2	一、企业价值最大化与财务管理
3	二、企业价值最大化与企业价值
5	三、股东价值最大化与股东价值
7	四、企业价值折现模型与价值创造之间的内在一致性
8	第二节 企业价值创造与来源
9	一、实施净现值大于零的项目
10	二、经营活动的经济增加值（EVA）
12	三、企业价值创造的来源
14	第三节 价值管理与财务经理职责
14	一、价值管理
16	二、财务经理职责
17	第四节 财务行为原则
18	一、自利原则
18	二、双向交易原则
19	三、信号传递原则
20	四、模仿原则
20	【本章小结】
21	【思考与练习题】
21	【参考文献与推荐阅读书目】
23	<b>第二章 风险与收益</b>
23	【本章要点】
23	第一节 投资风险与收益的基本原理
24	一、投资风险及定义

24	二、投资收益及定义
25	三、概率分布及相关概念
28	第二节 单项资产投资收益与风险
28	一、单项投资的期望收益
30	二、单项投资的风险
32	三、正态分布下概率计算
33	第三节 组合资产收益与风险
33	一、两项资产投资组合
39	二、多项资产投资组合
42	第四节 最佳风险投资组合的确定
42	一、无风险投资资产和最优风险资产投资组合
44	二、资本借贷与有效集
44	三、资本市场线（CML）
46	第五节 资本资产定价模型
46	一、模型假设条件
47	二、CAPM 模型与 SML
51	三、CAPM 中的三个参数
53	四、贝塔系数与证券特征线
57	五、对贝塔系数计算的一些讨论
59	六、CAPM 的实证检验
61	七、三因素 CAPM 模型
62	第六节 套利定价模型
62	一、套利的含义
63	二、套利定价模型假设条件
64	三、套利定价理论的模型
64	四、套利定价模型的应用
65	【本章小结】
66	【思考与练习题】
68	【参考文献与推荐阅读书目】
70	第三章 期权定价
70	【本章要点】



70	第一节 期权的基本概念
70	一、期权的概念
71	二、期权的基本类型
72	三、期权交易的盈亏分布
74	四、期权组合的几项策略
80	五、公司股东权益是一项看涨期权
81	六、看涨一看跌期权平价
82	第二节 期权价格及价格区间
82	一、期权价值的构成
84	二、期权价格区间
87	第三节 期权定价模型
87	一、期权定价的单期二项式模型
91	二、期权定价的二期二项式模型
94	三、布莱克—斯科尔斯期权定价模型
98	【本章小结】
99	【思考与练习题】
100	【参考文献与推荐阅读书目】
101	<b>第四章 风险条件下的项目投资管理</b>
101	【本章要点】
101	第一节 项目投资管理的几个特殊问题
102	一、更新项目的决策方法
106	二、互斥项目的排序问题
107	三、复利率问题
109	四、多重内部收益率
110	五、限量决策问题
111	六、通货膨胀影响问题
113	第二节 项目投资中的风险
113	一、项目的特有风险
114	二、项目的公司风险
114	三、项目的市场风险
114	第三节 项目投资决策的风险调整法

115	一、风险调整贴现率法
118	二、确定性等值法
120	第四节 风险投资项目决策的其他方法
120	一、决策树法
122	二、敏感性分析
124	三、情景分析
124	四、保本分析
126	第五节 实物期权与风险项目投资决策
126	一、实物期权概述
128	二、实物期权的类型
135	三、实物期权与 NPV 法的区别
137	【本章小结】
138	【思考与练习题】
139	【参考文献与推荐阅读书目】
139	附录
142	<b>第五章 有价证券投资</b>
142	【本章要点】
143	第一节 债券投资与收益
143	一、债券的种类
145	二、债券收益率
149	三、债券定价
153	第二节 股票投资与价格
153	一、股票的除息和除权
156	二、股票收益率计算
158	三、基于股票成长性的股票定价模型
162	第三节 公司成长机会对股价的影响
162	一、公司成长机会与可持续增长率
163	二、公司成长机会净现值
166	三、股利成长模型和 NPVGO 模型
167	四、NPVGO 与市盈率
169	【本章小结】

169	【思考与练习题】
172	【参考文献与推荐阅读书目】
174	<b>第六章 资本市场与长期筹资</b>
174	【本章要点】
174	第一节 企业生命周期与筹资需求
174	一、企业生命周期的概念
176	二、企业生命周期各阶段的财务特征及其融资结构
177	三、资金需要量的预测
181	第二节 有效资本市场与筹资方式的选择
182	一、有效资本市场的假设与含义
184	二、有效资本市场的检验
185	三、学习有效市场理论的注意事项
185	四、有效市场理论对企业融资决策的启示
186	第三节 IPO 定价与筹资
187	一、首次公开发行股票的优点
187	二、首次公开发行股票的条件、程序与股票承销
194	三、IPO 定价
195	四、IPO 三大谜团
197	第四节 可转换债券筹资
198	一、权证的基本概念
200	二、权证的定价
202	三、可转换债券的概念和发行条款
206	四、可转换债券的价格
207	五、分离交易可转换债券
208	六、我国的实践
209	第五节 融资租赁
209	一、租赁的主要概念
210	二、融资租赁的判断标准
212	三、融资租赁决策分析框架
217	【本章小结】
218	【思考与练习题】

219	【参考文献与推荐阅读书目】
220	附录 正股价格变化对认股权证理论价值的影响
223	<b>第七章 资本结构</b>
223	【本章要点】
224	第一节 传统资本结构理论
224	一、净利理论
225	二、净营业收入理论
225	三、传统理论
227	第二节 MM 理论
227	一、无公司税条件下的 MM 理论
232	二、公司税条件下的 MM 理论
237	三、米勒模型
239	四、对 MM 理论的评价
239	第三节 权衡理论
240	一、财务拮据成本
240	二、代理成本
242	三、权衡理论模型
243	第四节 信息不对称理论
243	一、委托代理理论
244	二、企业控制权理论
244	三、信号传递理论
245	四、融资优序理论
246	第五节 资本结构决策
246	一、资本结构的影响因素
247	二、资本结构决策方法
252	【案例】 迪士尼公司的最佳资本结构
258	【本章小结】
260	【思考与练习题】
261	【参考文献与推荐阅读书目】
261	附录 杠杆贝塔系数与权益成本

263	<b>第八章 企业价值预期分析与财务预警</b>
263	【本章要点】
264	第一节 预计财务报表
264	一、预计财务报表的目的与意义
264	二、预计财务报表的编制
265	三、预计财务报表编制实例
269	第二节 企业价值预期分析
269	一、企业价值预期分析的目的
270	二、现金流量折现法
278	三、相对价值法
282	第三节 财务风险与财务预警
282	一、财务风险概述
283	二、财务预警概述
285	三、财务预警机制
285	第四节 财务预警的方法和模型
285	一、财务预警常用分析方法
287	二、财务预警模型
292	【本章小结】
293	【思考与练习题】
295	【参考文献与推荐阅读书目】
297	<b>第九章 公司并购与重组</b>
297	【本章要点】
297	第一节 并购的含义与分类
297	一、并购的含义
298	二、并购的分类
300	第二节 并购动因、并购风险与并购整合
300	一、并购动因
301	二、并购风险
304	三、并购整合
304	第三节 并购财务分析
304	一、企业并购动因的财务分析

305	二、企业并购的支付方式问题分析
306	三、并购财务分析的基本程序和方法
308	第四节 财务困境与财务重组
308	一、企业财务失败与财务预警
311	二、财务重组
313	【本章小结】
313	【思考与练习题】
313	【参考文献与推荐阅读书目】
314	<b>第十章 跨国公司财务管理问题</b>
314	【本章要点】
314	第一节 外汇与汇率
314	一、外汇
315	二、外汇汇率
317	三、外汇交易类型
320	四、汇率决定理论
324	第二节 外汇风险管理
324	一、外汇风险的概念
325	二、外汇风险的类型
326	三、外汇风险管理政策
327	四、外汇风险管理方法
331	第三节 跨国公司筹资管理
331	一、跨国公司的筹资目标和战略
331	二、跨国公司筹资来源与方式
332	三、国际金融体系的构成
333	第四节 跨国公司投资管理
333	一、国际投资方式
333	二、国际投资环境评析
335	三、跨国投资资本预算分析
337	【本章小结】
338	【思考与练习题】
339	【参考文献与推荐阅读书目】

340	第十一章 内部控制与公司治理
340	【本章要点】
340	第一节 内部控制与公司治理概述
341	一、内部控制与公司治理的区别
341	二、公司治理与内部控制的联系
342	第二节 内部控制要素与措施
342	一、内部控制发展历程
346	二、我国内部控制专业规范
347	三、我国《企业内部控制基本规范》简介
353	第三节 公司治理结构
353	一、公司治理结构的含义
354	二、公司治理结构的基本模式
356	三、我国企业的公司治理结构
357	【本章小结】
358	【思考与练习题】
358	【参考文献与推荐阅读书目】
359	附表一 复利现值系数表 $[(P/F, i, n) = (1+i)^{-n}]$
362	附表二 复利终值系数表 $[(F/P, i, n) = (1+i)^n]$
365	附表三 年金现值系数表 $\{(P/A, i, n) = [1 - (1+i)^{-n}]/i\}$
368	附表四 年金终值系数表 $\{(F/A, i, n) = [(1+i)^n - 1]/i\}$
370	附表五 标准正态分布下的面积表

# 第一章

## 企业价值创造与财务管理

### 【本章要点】

- 企业价值最大化与价值创造
- 企业价值创造与来源
- 价值管理与财务经理职责
- 财务行为原则

财务管理活动作为企业管理活动的重要组成部分，是以为企业创造价值，并促成企业价值的最大化为目标的管理活动。在《财务管理基础》教材中，我们通过分析企业财务活动，得出企业财务活动的目标应该是寻求企业价值的最大化，而非企业利润的最大化的结论。由于我们在《财务管理基础》教材中假定的企业环境是确定性的，因此，我们并未就企业如何实现价值最大化进行深入探讨。在《中级财务管理》教材中，我们假定企业的经营环境是不确定性的，因此，企业财务管理活动要实现企业价值最大化，就需要对企业进行风险管理、分析企业价值创造的能力，通过实施财务管理活动为企业创造价值，而达到企业价值最大化的目标。《中级财务管理》教材全书共分为十一章，主要介绍在不确定性环境下处理企业财务管理主要原理、内容和基本方法以及一些财务专题问题。

第一章企业价值创造与财务管理，我们就企业价值创造与财务管理之间的核心关联进行分析与阐述。全章分为四节，第一节为企业价值最大化与价值创造，主要阐述了企业价值最大化对企业财务管理的重要意义，以及企业价值的未来现金流量折现值与企业价值创造能力之间的内在联系。第二节为企业价值创造与来源，着重介绍了财务决策中创造价值的手段，以及判断企业经营活动价值创造的方法，根据企业价值创造能力的经济增加值的计算方法，分析企业价值创造的途径与来源。第三节为价值管理与财务经理职责，使我们通过财务分析可以清楚地了解企业价值创造的途径与来源，这就为企业实现价值创造进行价值管理提供了前提，为此，财务经理要进行价值管理就要承担相应的职责。第四节财务行为原则，则介绍了一些重要的财务行为原则，这对我们理解财务管理具有重要的作用和意义。



## 第一节 企业价值最大化与价值创造

企业通过聚集社会分散的资源于企业并加以有效利用，向社会提供产品或劳务，并在这一过程中实现企业的目标。企业为了实现长期存续的目的，企业经营者必须能够满足企业所有者对投资企业的收益要求，为投资者带来价值创造、实现投资价值的最大化要求。

### 一、企业价值最大化与财务管理

在《财务管理基础》教材中，我们认为企业财务管理是研究企业当前及未来经营活动所需资金的取得、使用与分配为对象的管理活动，其实质是处理企业财务活动中形成的企业与各方的经济关系。财务管理作为企业进行经营活动开展的筹资安排、投资计划、运营资金处置以及利润分配规划等财务活动，以及需要处理的与不同主体所形成的财务关系，需要为企业开展这些活动以及处理这些财务关系设立一个明确的目标。因为只有明确的目标，企业才能有针对性地开展财务活动，并相应处理好与各不同主体之间所形成的财务关系。好的目标能够引导企业开展积极、健康的财务活动，协调处理不同主体之间的财务关系，促使企业健康、稳定、长远地发展；而坏的目标则有可能导致企业进行消极、有害的财务活动，损害与不同主体之间的财务关系，使得企业偏离健康、稳定、长远的发展。

归纳现有的教材和文献，财务管理的目标主要经历了利润最大化、股东财富最大化、企业价值最大化的演变过程。我们知道利润最大化目标，由于忽视利润实现带来的现金流量流入的时间性和利润实现的不确定性，以及容易导致经营者的短期行为而有害企业的长期发展，因此，被广泛认为不再适宜作为企业财务管理的目标。随着资本市场的发展，股东价值与债权人价值已能通过市场价格合理界定，所以，股东财富最大化和企业价值最大化成为目前普遍接受的观点。由于企业资产的价值是由股东权益和债权人权益共同构成的，仅仅强调股东利益的股东财富最大化目标也备受争议。企业价值最大化目标同时兼顾了股东和债权人的利益，克服了利润最大化目标与股东财富最大化目标的缺陷，因而成为目前财务管理理论界与实务界最普遍接受的目标。财务管理的价值最大化目标的建立对财务管理来说具有以下主要意义。

第一，把内部管理创造价值和市场价值评价结合起来。传统财务管理是基于内部管理，追求好的财务绩效，但是实证研究已经表明，好的财务绩效并不一定能带来好的市场价值，而股东的财富则主要依赖于市场价值。财务管理的另外一个极端就是，只强调市场价值，如资产定价工具主要用财务和市场的一系列数据（如剩余收益、市盈率、市净率、 $\beta$ 系数、规模等）来为公司定价，但是却很少探求驱动不同价值结果的动因，也不关心企业的有效管理（如商业模式、人力资本、组织文化等）。价值最大化的企业价值的折现模型从现金流量产生的角度可以深入考察企业管理的各个方面，从折现率的角