

财务研究

——西方理论与中国实践

张 涛 著



经济科学出版社
Economic Science Press

财务研究

——西方理论与中国实践

张 涛 著

Financial Research:
and Chinese Practice

Weste



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

财务研究：西方理论与中国实践/张涛著. —北京：
经济科学出版社，2014. 10
ISBN 978 - 7 - 5141 - 5068 - 1

I. ①财… II. ①张… III. ①财务管理 - 研究 -
中国 IV. ①F275

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 235181 号

责任编辑：柳 敏 于海汛
责任校对：王肖楠
版式设计：齐 杰
责任印制：李 鹏

财务研究：西方理论与中国实践

张 涛 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100142

总编部电话：010 - 88191217 发行部电话：010 - 88191522

网址：www. esp. com. cn

电子邮件：esp@ esp. com. cn

天猫网店：经济科学出版社旗舰店

网址：http: //jjkxcbs. tmall. com

北京汉德鼎印刷有限公司印刷

三河市华玉装订厂装订

787 × 1092 16 开 33. 25 印张 690000 字

2014 年 11 月第 1 版 2014 年 11 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 5068 - 1 定价：66. 00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换。电话：010 - 88191502)

(版权所有 翻印必究)

前 言

现代西方财务理论的形成与发展均是建立在经济学理论基础上的，应用经济学的的一个分支在过去的 20 世纪得到蓬勃发展，最终从应用微观经济学中分离，形成现代财务理论。现代财务理论与应用微观经济学的历史分界线一般认为是 1958 年。其标志就是哈里·马科维茨（Harry M. Markowitz）的投资组合理论研究、莫迪格莱尼与米勒（Modigliani and Miller）的资本结构理论等的诞生。

1952 年，马科维茨在《金融杂志》上发表题为《资产组合选择——投资的有效分散化》一文，该文堪称现代金融理论史上的里程碑，标志着现代组合投资理论研究的开端。马科维茨最早采用风险资产的期望报酬率（均值）和用方差（或标准差）代表的风险来研究资产组合和选择问题。当时，尽管投资管理人和经济学家早就意识到了把报酬和风险同时考虑的必要性，然而他们却忽略了投资多样化和预期报酬最大化之间的矛盾。马科维茨提出了“均值—方差”模型，通过均值方差分析来确定最有效的证券组合，在某些限定的约定条件下确定并求解决策过程中资金在投资对象中的最优分配比例问题。

马科维茨的理论贡献在于，论证了当某项资产在投资组合中的比重降低时，该项资产报酬的变动（非系统风险）对投资组合的影响变得微乎其微。当投资组合中资产分散到一定程度后，唯一的风险就是系统风险（用协方差表示）。由于没有有效的方法能够消除系统风险，投资者必须承担该风险并获得相应的投资回报。类似地，对投资者而言，决策时只需考虑某项资产与投资组合中其他资产间报酬的协方差。投资者将倾向于投资那些协方差较低而不是较高的资产组合，当然最好是协方差为负的资产组合。因此，马科维茨投资组合的选择原则是：选择那些在一定风险水平下报酬最高的资产，然后将其作为有效投资组合——在一定报酬条件下风险水平最低，或者在一定风险水平下报酬最高。

1958 年 6 月，莫迪格莱尼和米勒（简称 MM）在《美国经济评论》上发表题为《资本成本、公司理财和投资理论》一文，同年 9 月在该期刊上又发表题为《资本成本、公司理财和投资理论：答读者问》一文，1963 年在《美国经济评论》上再度发表《税收和资本成本：校正》一文。MM 首次以科学、严谨的方法研究资本结构与企业价值的关系，形成了著名的“MM 资本结构理论”。在现代财务理论的发展过程中，MM 的无关理论（资本结构无关论与股利无关论）具有极其核心的

作用。其基本观点绝非仅仅是对企业资本结构决策、股利政策等所做的政策性分析，而是在理论上对企业价值、资本成本、资本结构、现金流量、风险等重要的财务概念所做的深入、系统地分析，从而奠定了现代理财学大厦的基石。

随后，正是由于1964年夏普（Sharp）提出资本资产定价模型（Capital Asset Pricing Model, CAPM），才使得财务学真正成为一门成熟且缜密的学科。这一模型具有革命性意义，因为它第一次使财务学家能够描述和量化资本市场的风险程度，并能够对之进行具体定价（即在一定的风险水平下，测算投资者的期望报酬是多少），即研究人员能够具体描绘出资本市场均衡的条件（即资本供给与需求达到平衡，市场利率趋于稳定），这一理论连同MM理论共同构成了现代财务学的基本理论框架体系。

夏普的理论激起了学术界的广泛争论，人们试图检验资本资产定价模型能否准确地描述市场实际情况。尽管该模型很快暴露出许多明显的问题（许多问题至今还困扰着学术界），比如，如何测量系统风险，如何依据历史数据计算期望报酬等，但是早期学者们对资本资产定价模型大都持肯定态度。还有许多研究提出了如何权衡个别股票的系统风险和其所要求的报酬率之间的关系；虽然这些权衡模型并不呈线性关系，而且零贝塔资产（即系统风险为零的资产）报酬看来也太高了。正是由于上述原因，研究人员开始修正资本资产定价基本模型，并试图能说明这种差异。

由于夏普在财务领域中的贡献，他与马科维茨、米勒一起获得了1990年度诺贝尔经济学奖。

1970年，法玛（Fama）从统计上和概念上定义了有效资本市场（Efficient Capital Market），在一个信息有效的市场中，证券价格反映了与公司生产、利润、管理水平及发展前景等有关的全部公开信息。依据法玛的有效市场理论，将资本市场分为：（1）弱式有效市场；（2）半强式有效市场；（3）强式有效市场。法玛强调有效的界定是金融市场如何对信息做出反应，而不是怎样在经济中分配资本，或者使投入的经济产出最大。

1976年，詹森和麦克林（Jensen and Meckling）提出了代理成本理论。该理论认为，企业只是一种契约关系的法律主体，这种契约关系包括企业经理、股东、供应商、顾客、雇员及其他关系人。所有关系人都是理性人，其行为以维护自身利益为出发点，同时十分期望别人的行为也能维护自己的利益。换句话说，该模型的前提是，追求自身利益的经济代理人在做出理性行为时，知悉所有其他合约关系人的动机，并能采取措施，防止其他关系人对契约的可能违背，以保护自身利益。

转眼之间，世界已经走到20世纪70年代末。中国，这个曾被拿破仑称为东方睡狮的巨人开始苏醒。国门渐渐打开，西方发达国家的大量先进的技术（产品）、管理经验（理念）等涌入地球的东方：面向世界开放的这片热土。

20世纪70年代末开始的30年，是新中国历史上最为辉煌、令世界震惊的30

年。时至今日，中国已经成为世界第二大经济体，许多企业早已成为世界上知名的一流跨国公司，经营业绩与管理水平也得到全面提高和改善。与此同时，财务学领域也发生了翻天覆地的变化。在这个巨变的时代，有诸多问题困扰着理论学者和企业界领袖：财务目标究竟是什么？企业应该追求什么样的财务目标？如何处理财务目标与社会责任间的关系？财务应该研究什么？等等。

从传统上看，当经济学家和企业界人士谈及企业目标时，一般认为就是利润最大化。所谓利润最大化，意指企业利润总量最大化。正是基于这一理由，第二次世界大战以后，财务会计将计量的中心转向了收益计量的方法上。在微观经济学中，尽管有人对将利润最大化作为厂商的唯一目标提出了质疑，但不容否认的是，利润最大化仍然是进行微观经济分析时所采用的目标函数假设。许多经济学家坚持认为，将追求最大利润作为分析的基本假设或出发点是合乎情理的，因为如果企业没有任何利润，其结果只能是趋于破产。

我国企业界对于追求利润更是有着极端的偏好，将利润视为企业经营的根本目标，甚至是唯一目标。这与我国历史上曾经出现的错误政策有关。在一段很长的时期里，我国企业不做经济核算，更谈不上追求利润等经济目标。进入20世纪80年代以后，随着改革开放的不断深入，讲核算、谈利润逐渐成为人们经营企业的法宝，从而利润表也成为我国企业界人士最为关注的一张财务报表。然而，人们在追求利润的同时，往往只注意到了追求利润的正向一面，而忽略了早已被西方企业界认识到的追求利润的负向作用，即容易导致短期行为、数据失真等。80年代我国的“承包制”已经证明，单纯追求利润势必会严重伤害企业长远的可持续发展。只有改变了对企业财务目标的认识，才能够从根本上改善我国企业的管理行为，真正提升我国企业的管理水平与管理质量。

股东是企业的出资人，对企业剩余收益拥有最终索取权。因此，实现“股东财富最大化”成为目前国际上众多大型企业普遍采用的财务目标，经历了近一个世纪的历史检验，证明确实有助于企业的发展，甚至有助于整个社会的富裕。信守并强调企业以“股东财富最大化”为财务目标，有助于培养企业对于股东即广大投资者的亲和力，以求得投资者的认可。股票投资者可以通过股票的买卖行为，来表达自己对于企业管理和发展的意见，向企业管理层传递相关信息。近年来，国外学界对于不同环境下的不同财务目标对企业与经济发展的影响进行了大量的研究，有证据表明，追求股东财富最大化目标有助于企业的长远发展，有助于社会的共同富裕，同时，也有助于协调各方面之间的利益关系，是一个较为理想的理财目标。

企业价值概念已经成为现代公司理财学的核心概念之一，对它的理解与运用在很大程度上决定着—个企业财务管理水平的高低。1958年“MM”理论的提出，奠定了现代企业价值理论的基础。从财务学研究的角度讲，进行各种深入的财务分析的前提和基础便是明确了企业价值的性质。事实上，企业管理者当局与投资者可以从不同的角度来认识和理解企业价值。正因为如此，我们可以运用不同的方法来估

算持续经营状态下的企业价值。

按照微观经济学的观点，所谓价值，是指未来现金流量的现值。随着折现技术在资本预算中的应用，财务学家们也接受了关于价值的这一定义，即认为企业价值就是企业未来现金流量的现值。企业价值最大化是一个具有前瞻性、复合性和实在性的企业目标函数。所谓前瞻性，是指企业价值及其最大化是着眼于未来时期的财富实现与分配的一个概念。这种前瞻性一方面延续了企业截止到现在所拥有的有助于可持续发展的一切特征，同时，也隐含着管理者对于企业未来发展的掌控能力。这种控制能力越强，企业价值最大化实现的可能性也就越大。所谓复合性，是指企业价值概念涵盖了财务的若干重要因素，如现金流量、风险与报酬、经营业绩、可持续发展等，追求企业价值最大化，必须科学地协调与权衡这些因素。所谓实在性，是指企业价值对于企业的所有投资者而言，是实实在在的现金流量，而不是虚无缥缈的理念。现金流量的变动代表着企业实际的、可控制财富的变化。

“企业价值最大化”与“股东财富最大化”两种观点，虽然用词不同，但其内涵是一致的。财务理论中所谓的“馅饼理论”，是把企业看成一个馅饼，这个馅饼的大小和质量就是企业价值。而有权力分享这一馅饼的只有两类人：一类是受到法律保护的债权人投资者；另一类是企业剩余收益的分享者即股东。由于债权人的报酬是既定的，因此，馅饼做得越大，质量越好，企业的价值就越大，股东的财富也就越大。

从西方财务目标发展脉络看，其目标定位恰当、科学，理论体系健全、清晰，实践应用客观、符合需要。中国改革开放已经有 36 年，市场体系基本确立，经济发展硕果累累，企业管理水平大为提高。在此背景下，西方的财务理论能否适应中国经济发展？如何借鉴西方财务理论并有所创新？中国实务界如何合理运用西方财务政策？基于对上述种种问题的困惑和不解，本书重点探索和研究了以下财务问题：

(1) 资本市场效率与财务决策的内在关系。中国资本市场从无到有，经过几十年的曲折发展，几经起伏，现在已经成为世界资本市场的重要组成部分。但是，由于中国资本市场的不完善性和上市公司股权结构的特殊性，使得资本市场效率理论在中国难以得到合理解释。一个有效的资本市场，意味着证券的价格能够随着新信息的注入迅速进行调整和及时反应，不同的信息对证券价格的影响程度不同。依据法玛对证券市场的三种分类，解释和回答了如下问题：财务决策在中国资本市场的作用？中国证券市场是否有效？市场效率是否与中国经济发展相一致？

(2) 财务目标、代理冲突与利益协调。目标是行动的指南，不同的财务目标会导致不同的财务决策，从而实现不同的财务效果。现代企业是一个契约的集合体，无论选择何种目标，由于不同利益相关者的诉求差异，企业与各相关者之间存在的复杂的利益关系和矛盾冲突。如何满足投资者的投资目标要求？管理层的报酬如何确定？债权人、客户、员工等相关者的权益如何保护？诸如此类的问题涉及企

业的目标定位、战略规划与财务决策制定,经营活动的运行,激励约束机制的建立,等等。因此,这是开展财务研究无法回避的课题。

(3) 资产投资组合理论与证券估价分析。哈里·马科维茨的投资组合理论开启了投资组合研究的新篇章。随后,威廉·夏普对投资组合理论进行修正,并与林特纳(Lintner)、莫森(Mossin)等提出资本资产定价模型,从而发展、完善了资产投资组合理论。根据投资组合理论原理,我们提出并探讨了如下问题:目前中国证券市场条件下如何运用这一理论?资本资产定价模型适合于中国资本市场吗?投资估价中风险与报酬怎样衡量?西方相关实证研究对我们有何启示与思考?

(4) 资本结构理论与企业融资行为及融资战略研究。自从莫迪格莱尼和米勒1958年提出资本结构理论后,至今关于资本结构理论的研究经久不衰。无论是米勒的权衡理论、还是詹森和麦克林基于代理成本的资本结构理论或是罗斯(Ross)基于信号理论的资本结构理论均是源于“MM”理论。基于此,本书从资本成本比较入手,评述了西方经典的不同资本结构理论的主要观点,描述了企业杠杆效应与风险的关系,指出不同融资方式与融资行为的内在联系,并就中国上市公司资本结构特征进行统计分析与评价。

(5) 股利政策理论与国有企业利润分配实践。“一鸟在手”理论、股利无关论、税差理论、追随者效应理论、信号理论……这一系列耳熟能详的股利政策理论在中国是落地开花?还是水土不服?带着许多疑惑,本书提出一个社会公众非常关心的议题:国有企业利润分红。国有企业利润分红不仅仅是一个简单的国有企业利润分配问题,更是一个涉及国有经济持续发展和公共财政政策目标实现的宏观问题,这一问题解决得好坏将在更深的层面上影响到我国国有企业改革进程的进一步发展。不进行利润分红或者分红比例极低的国有企业,是一个治理结构存在重大缺陷的企业;而没有科学的、严密的理论基础的分红制度,不仅不会提升国有企业的法人治理质量,相反可能会制约国有企业的可持续发展。为此,针对国企为什么要分红、国企分红与企业理财目标的关系、国企分红的主要影响因素和国企利润分红比例确定等敏感问题进行研究并一一做出回答。

(6) 资本预算决策与价值创造研究。一方面,许多学者和权威评论家常常指责企业管理层过分注重短期目标;另一方面,主张关注企业长远利益的管理者又受到来自关注近期业绩的投资者、财务分析师和媒体评论家的压力。实际上,学术界和实务界近年来都对企业决策的整体性日益关注。因为,只有企业的战略规划制定合理、战略资源配置有效、企业风险全面掌控,才能够获取满意的经营业绩,实现企业的可持续性发展。为此,本书回答了如下问题:不同投资决策方法的使用与选择;项目现金流量估计与确定;各种条件下资本决策投资决策分析;风险识别与资本决策应用;以及投资决策与融资决策的有效结合。

(7) 分权经营、业绩考核与激励机制。当今,大型企业(集团公司)越来越多,随着规模扩大,企业管理层有时感到力不从心、压力陡增。面对这一现实,最

佳的选择之一就是分权。于是，分权后形式各异的责任中心纷纷产生：成本中心、利润中心、投资中心，等等。不同的责任中心如何进行业绩考核？责任中心之间如何进行产品（劳务）转移？分权后企业整体经营业绩怎样考核？各责任中心业绩又是如何评价？如何设计科学合理的激励约束评价机制？本书对各责任中心进行特征分析与指标设计，并就转移定价进行描述。进而从企业财务分析框架出发，分别对企业战略、基本财务能力和可持续增长，以及中国企业绩效评价创新等问题进行探讨。

财务学领域所发生的一切变化，对工商管理的教育产生了巨大影响。要想在当今竞争激烈的市场中获取成功，即便是最优秀的学生或最优秀的企业管理者也必须拥有非凡的直觉、超常的创新能力、广博的阅历、极强的团队协作能力。而要实现这一切，除了接受规范且科学的专业知识外，更需要接受在管理学中运用定量分析技巧和定性推理判断的培训。而现代财务理论恰好强调这些分析技巧与推断，我们应当牢记，无论企业做出什么样的财务决策，其相关理论的发展与完善是不可或缺的，财务理论是人们从事财务活动的指导与依据。

本书在写作过程中参阅了中外大量参考文献，在此，向那些未曾谋面的学者、同仁一并表示感谢。

企业财务既令人生畏、望而却步，又使人流连忘返、乐不思蜀，有许多谜底需要我们去破解。本书体系上可能不甚严谨，内容上可能挂一漏万，但它却是我多年从事财务研究的一些积累和思考。汇集成文，与大家共享，并接受同仁的批评。

张 涛

2014年9月

目 录

第1章 资本市场与公司财务	1
1.1 经济活动与财务信息	1
1.1.1 经济环境与财务信息	1
1.1.2 市场经济中的企业财务活动	5
1.1.3 中国资本市场：实践与变迁	8
1.2 金融市场与公司理财	13
1.2.1 金融市场与信息传递	13
1.2.2 金融市场构成要素	15
1.2.3 金融市场利率	17
1.3 财务报告与公司理财	19
1.3.1 公司财务报告	19
1.3.2 利润表与财务信息	22
1.3.3 资产负债表与财务信息	26
1.3.4 现金流量表与财务信息	30
1.3.5 会计数据调整与财务决策	35
第2章 财务目标、代理冲突及财务原则	43
2.1 财务目标	43
2.1.1 财务目标性质	43
2.1.2 有关财务目标的争论	44
2.2 代理冲突、道德与管理激励	51
2.2.1 财务契约	51
2.2.2 股东与经营者之间的代理冲突	52
2.2.3 股东与债权人之间的代理冲突	56
2.2.4 管理激励对财务决策影响的扩展讨论	57
2.3 财务原则与运用	63
2.3.1 竞争环境原则	63

2.3.2	价值与经济效率原则	67
2.3.3	财务交易原则	70
第3章	市场有效性	74
3.1	市场效率与财务决策	74
3.1.1	证券市场效率	74
3.1.2	有效市场假说	77
3.2	有效市场假说与行为学挑战	80
3.2.1	有效市场假说与公司财务	80
3.2.2	行为理论对市场有效性的挑战	84
3.3	有效市场实证检验	86
3.3.1	弱式有效市场检验	86
3.3.2	半强式有效市场检验	88
3.3.3	强式有效市场检验	94
3.3.4	中国资本市场：有效性检验	96
第4章	风险报酬与资产组合理论	98
4.1	风险与报酬：基本原理	98
4.1.1	报酬与报酬率	98
4.1.2	风险	100
4.1.3	风险报酬与财产效用	102
4.1.4	风险衡量	106
4.2	风险与报酬：有效投资组合	110
4.2.1	投资组合的风险与报酬	110
4.2.2	投资组合风险衡量	115
4.2.3	有效投资组合决策	127
4.3	资本资产定价模型	134
4.3.1	基本原理	134
4.3.2	资本资产定价模型进一步讨论	139
第5章	证券投资：估价与应用	153
5.1	估价原理	153
5.1.1	估价过程	153
5.1.2	财务资产价值	156
5.1.3	估价基本模型	157
5.2	公司债券投资估价	158

5.2.1	公司债券特征	158
5.2.2	公司债券估价	160
5.2.3	债券收益率估计	162
5.2.4	债券风险的估计	167
5.3	普通股投资估价	170
5.3.1	普通股估价理论分析	170
5.3.2	普通股估价——现金流折现估价法	172
5.3.3	普通股估价——相对估价法	179
5.4	普通股估价的实证研究	182
5.4.1	股票价格与企业收益	182
5.4.2	股票价格与通货膨胀	184
5.4.3	股票报酬率与宏观经济信息	184
5.4.4	股票价格与流动性	185
5.4.5	股票估价与税收政策	186
第6章	资本成本与资本结构理论	187
6.1	资本成本与融资决策	187
6.1.1	资本成本的概念	187
6.1.2	影响资本成本的因素	188
6.1.3	资本成本的确定	190
6.1.4	资本成本的风险调整	200
6.2	资本结构：理论与实证	206
6.2.1	早期资本结构理论	206
6.2.2	MM 理论	208
6.2.3	权衡理论	215
6.2.4	信息不对称理论	219
6.2.5	资本结构实证研究	223
6.3	破产成本、代理成本与资本结构	226
6.3.1	破产成本与资本结构	226
6.3.2	代理成本与资本结构	229
第7章	融资行为与融资战略	232
7.1	风险与杠杆效应	232
7.1.1	资本结构与成本性态	232
7.1.2	经营杠杆与经营风险	234
7.1.3	财务杠杆与财务风险	239

7.1.4	联合杠杆与总风险	243
7.2	融资方式与融资行为	245
7.2.1	融资方式选择	245
7.2.2	融资行为	249
7.2.3	融资过程	252
7.2.4	负债权衡	257
7.3	资本结构：经验与数据	262
7.3.1	资本结构的影响因素	262
7.3.2	资本结构特征：中国经验证据	267
7.3.3	目标资本结构决策	272
第8章	股利理论与融资	276
8.1	股利政策理论评述	276
8.1.1	传统股利理论	276
8.1.2	现代股利政策理论	282
8.2	实际股利政策制定	290
8.2.1	公司为什么分配股利	290
8.2.2	股利分配的原则与支付程序	291
8.2.3	股利政策制定	293
8.3	股利政策与行为：中国经验证据	297
8.3.1	股利政策研究评述	297
8.3.2	股利政策国际比较	304
8.3.3	股利行为：经验数据	306
第9章	股利政策：国有企业利润分配实践	310
9.1	国有企业利润分红：一个现实中的难题	310
9.1.1	问题的提出	310
9.1.2	国企利润分配研究的现实意义	312
9.1.3	国有企业与经营绩效关系评析	314
9.2	国有企业分红：制度变迁	322
9.2.1	国有企业分红与理财目标	322
9.2.2	国有资本收益与利润分红	325
9.2.3	国有企业分红标准：政府股东报酬率	327
9.3	国外国有企业分红政策：经验与借鉴	328
9.3.1	北美（美国）分红政策	328
9.3.2	欧洲国家分红政策	329

9.3.3	亚太国家分红政策	333
9.3.4	各国利润分红政策评价	335
9.4	国有企业分红：影响因素与制度分析	338
9.4.1	国有企业利润分红影响因素	338
9.4.2	国有企业利润分配制度问题评析	341
9.5	国有企业利润分红比例：中国经验证据	346
9.5.1	国企分红文献综述	346
9.5.2	国有企业分红比例估算：基于 CPAM 模型	352
9.5.3	国有企业利润分红比例设计	365
第 10 章	资本预算决策与价值创造	369
10.1	投资价值衡量：资本决策方法	369
10.1.1	净现值	369
10.1.2	内含报酬率	371
10.1.3	盈利能力指数	379
10.1.4	投资回收期	380
10.1.5	会计收益率	382
10.2	项目现金流量：估计与应用	384
10.2.1	现金流量内容	384
10.2.2	现金流量确定	386
10.3	资本预算决策应用	389
10.3.1	项目决策：扩张与更新	389
10.3.2	项目决策：降低成本	391
10.3.3	项目决策：资本限量与通货膨胀	392
10.3.4	项目决策：风险控制	395
10.4	投资预算行为：中国经验证据	401
10.4.1	资本预算投资中的行为分析	401
10.4.2	资本预算投资中的恶性增资	403
10.4.3	投资行为实践：中国上市公司募集资金投向变更	405
第 11 章	分权：管理与控制	408
11.1	分权经营	408
11.1.1	分权与集权	408
11.1.2	分权经营的原因	409
11.2	责任中心与管理者：业绩考核	412
11.2.1	收入中心业绩考核	413

11.2.2 成本中心业绩考核	413
11.2.3 利润中心业绩考核	416
11.2.4 投资中心业绩考核	419
11.3 转移定价：利益与责任	424
11.3.1 转移价格确定原则	424
11.3.2 转移定价政策	426
第12章 绩效：评价与应用	431
12.1 业绩分析框架	431
12.1.1 从经营活动到财务报表	431
12.1.2 从财务报表到企业分析	434
12.2 战略分析	436
12.2.1 行业特征	436
12.2.2 行业特征分析	438
12.2.3 企业竞争战略分析	440
12.3 基本财务能力分析	444
12.3.1 变现性与偿债能力分析	444
12.3.2 周转效率与营运能力分析	452
12.3.3 利润质量与盈利能力分析	457
12.3.4 现金流量分析	468
12.4 可持续增长管理与分析	476
12.4.1 可持续增长基本模型	476
12.4.2 可持续增长率：财务策略	479
12.4.3 企业增长能力：应用分析	483
12.5 绩效评价：中国实践与创新	487
12.5.1 企业绩效评价：目标与要求	487
12.5.2 企业绩效评价：程序与要素	489
12.5.3 企业绩效评价：中国实践应用	492
主要参考文献	499
后记	514

第 1 章 资本市场与公司财务

1.1 经济活动与财务信息

1.1.1 经济环境与财务信息

21 世纪社会和经济环境发生了巨大变化，经济全球化特征趋于鲜明，市场信息化程度不断提高，互联网技术发展迅速，绿色产业增长显著，资本与产业的国际流动更加频繁。这一切给企业未来持续发展提出严峻的挑战，同时也带来无限的机遇。如何应对新的经济环境变化，如何根据瞬息万变的市场作出科学决策，是每个企业都需要考虑的现实问题，也是提高企业核心竞争力的重要手段之一。

1. 经济全球化

经济全球化是当代世界经济发展的重要特征之一，也是世界经济发展的重要趋势。经济全球化的过程开始于 20 世纪 70 年代左右，80 年代以后，特别是进入 90 年代以后，世界经济全球化的进程大大加快了。导致企业经济全球化加速发展的因素主要有四个：（1）交通及通讯的改善降低了运输成本，使得国际贸易更为可行与便捷。（2）消费者对产品的偏好往往趋向于低成本高质量的产品。这在政治上有利于降低贸易壁垒（这种贸易壁垒的本意是保护那些低效、高成本的国内生产企业及其工人）。（3）随着技术的不断进步，新产品的研发成本日益增加。研发成本的增加导致了国际间企业合作、并购的深度发展，比如美国通用汽车公司与日本本田公司的合资企业、中国联想收购 IBM 公司、奇瑞收购沃尔沃公司等。当今许多企业都在寻求市场的扩张，以便通过增大销售量摊薄产品研发的成本。（4）从全世界来看，跨国公司有能力将生产转移到成本最低的地方，在这种情况下，企业如果仍然将生产加工局限于本国之内，就很难有竞争优势，除非在本国生产成本最低。上述四种因素综合作用的结果，使得企业只有在全球范围内开展生产和销售，才能获得生存和发展。

经济全球化的形成与发展，有利于资源和生产要素在全球范围的合理、有效配置，有利于资本和产品在全球范围的流动，有利于科学技术在全球范围的扩张，有利于促进不发达地区经济的发展，这是人类发展进步的表现，也是世界经济发展的必然结果。但对每个国家来说，经济全球化都是一把“双刃剑”，既是机遇，也是挑战。特别是对经济实力薄弱和科学技术比较落后的发展中国家，面对全球性的激烈竞争，所遇到的风险、挑战将更加严峻。

企业在建立全球化市场的同时也在全球范围内造就了更多的竞争者。尽管发达国家认为发展中国家需要订单和产品，但许多发展中国家却坚持他们更需要最新技术，希望也能成为国际市场上的供应商。商品市场国际化的同时也创造了一个国际化的劳动力市场。教育的发展使得原本相对专门的工作技能成为大众化的普通技能，从而使得员工的薪酬不得不从他们原有的水准上降低，以维持企业的竞争优势。

2. 信息技术的发展与应用

进入 21 世纪，我们目睹了计算机和网络技术的不断进步和快速发展，而这种技术进步不断地改变财务决策的方式和方法。全球互联网使所有的信息都极易获得，而更敏捷的教育体系将使越来越多的人能在越来越少的时间内掌握最新技术。面对一个机遇可以参与竞争的企业越来越多，从而大大加剧了国际竞争的激烈性。以计算机及其他高技术为基础的新生产技术在企业中的应用是 21 世纪的主要特色之一。计算机辅助设计与辅助制造、柔性制造供应链管理系统、自动存储和拣出系统、自动条码识别系统等，在世界各国尤其是工业发达国家的生产和服务中得到广泛应用。高技术的应用不仅仅在于节省人力，降低劳动成本，更重要的是提高了产品和服务质量，降低了废品和材料损耗，缩短了对用户需求的响应时间。

当今，我们已经进入一个大数据时代，数据已渗透到每一行业和业务领域，成为重要的生产因素。在商业、经济及其他领域中，决策日益基于数据和分析而作出，而非基于经验和直觉。人们对于海量数据的挖掘与运用，预示着新一波生产率增长和消费浪潮的到来。互联网、云计算、物联网、大数据形成一个巨大的、覆盖全球的信息网络。因此，企业的财务经理要想获取有关的信息，必须具有超强的信息处理能力和敏锐的决策水平。实时获取与分析数据的能力还意味着在管理角色中，直觉的主观判断可能不够充分，而数量分析变得日益重要。显然，这是以前的财务经理所不具备的。

技术的进步给企业既提供了良好的机会同时也带来了严峻的挑战。技术进步使得企业能够降低成本进行市场扩张，然而，技术的进步也会引起更多的、更残酷的竞争，而这将会压缩现有市场的利润空间。

3. 资本流动国际化

随着世界经济一体化的不断发展，国际间的贸易日趋紧密，资本的国家间的流