



新世纪财务管理专业精品教材

中级财务管理 (第二版)

Intermediate Financial Management

杨丹 主编

何丹 逯东 副主编



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



013070665

F275
475-2



新世纪财务管理



中级财务管理 (第二版)

Intermediate Financial Management

杨丹 主编
何丹 逯东 副主编



北航

C1678074



东北财经大学出版社

Dongbei University of Finance & Economics Press

大连

F275
475-2

© 杨 丹 2013

图书在版编目 (CIP) 数据

中级财务管理 / 杨丹主编. —2 版. —大连: 东北财经大学出版社,
2013. 8

(新世纪财务管理专业精品教材)

ISBN 978-7-5654-1253-0

I. 中… II. 杨… III. 财务管理-教材 IV. F275

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 166113 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)

教学支持: (0411) 84710309

营 销 部: (0411) 84710711

总 编 室: (0411) 84710523

网 址: <http://www.dufep.cn>

读者信箱: dufep@dufe.edu.cn

大连天骄彩色印刷有限公司印刷

东北财经大学出版社发行

幅面尺寸: 170mm×240mm

字数: 503 千字

印张: 25 3/4

2013 年 8 月第 2 版

2013 年 8 月第 4 次印刷

责任编辑: 李智慧 周 慧

责任校对: 刘 洋 王 娟

封面设计: 张智波

版式设计: 钟福建

ISBN 978-7-5654-1253-0

定价: 42.00 元

第二版前言

财务管理在企业的经营活动中扮演着十分重要的角色,财务管理目标的选择是企业财务管理工作的基础,也是财务管理理论研究的基本内容。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、股东财富最大化和企业价值最大化的演变过程。其中,利润最大化目标由于忽视了时间性和不确定性,最早被质疑。股东财富最大化目标由于仅仅强调股东利益也备受争议。似乎解决了利润最大化和股东财富最大化问题的企业价值最大化目标,由于忽视了价值分配的协调机制,无法将内部管理创造价值与市场价值评价有效结合起来,因而将其作为财务管理目标也存在着难以克服的缺陷。

通过研究公司价值创造的途径,我们认为,财务管理主要是为企业经营中的采购、生产、销售、售后服务这一整条价值链提供必要的资金和控制服务,其核心在于价值创造。因此,公司的财务管理应该是基于价值创造活动的管理,是一个以公司财务管理活动为基本内容,以市场价格改变为结果的价值管理过程。

鉴于传统目标理论的局限性和财务管理在价值创造中的作用,在本书中,我们构建了以价值创造为基点的财务管理理论体系。我们期望,通过系统梳理和全面介绍基于价值创造的财务管理活动,使读者对财务管理的目标与过程有一个全面的了解。

在原版基础上,我们重新调整了各章节的顺序,基本的逻辑线索是:第1章“基于价值创造的财务管理”,介绍本书基于价值创造的财务管理的理论体系;然后进入有关“投资”的专题,具体包括第2章“战略财务报表分析”、第3章“项目投资管理”、第4章“债券”、第5章“期权和期货”、第6章“资本运作”;接着再介绍第7章“融资管理”;而投融资行为可能涉及风险,就进入到第8章“财务预警”;接着再是“事前-事中-事后”的控制,具体包括第9章“财务预算”、第10章“内部控制”和第11章“绩效评价”这几章;再介绍影响前述一系列价值创造途径的治理机制即第12章“公司治理”;最后介绍财务管理的范围拓展即第13章“国际财务管理”。

作为一本中级财务管理教材,本书不再局限于初级水平的基础知识介绍,而是采用专题的形式介绍了当前财务管理活动的主要运用,并适度强调了当前财务管理理论的一些前沿思想。另外,作为财务管理课程的提高教材,本书期望进一步完善学生的知识体系,在强调理论性和实践性相结合的同时,通过深入浅出的讲述激发学生探索财务管理理论的兴趣。

本书主要有如下两个特点：

第一，教材内容并没有按照传统的理论体系和结构展开。本书首先引入了公司价值创造的概念，然后把价值创造的思想贯穿整篇，并在解决“如何创造价值”和“为谁创造价值”这两个问题的过程中构建起以价值创造为基点的理论体系。本书的核心观点是：财务管理的目标就是价值创造，通过与企业经营价值链的各部分相配合，以创造出超过参与各方仅仅依靠自身能力获取的价值。

第二，紧扣中国资本市场和企业实践的发展，体现了财务管理内容的理论性和实用性。全书每一章的主要内容都是通过“引导性案例”导入的，本书的案例不少是最近几年在我国市场经济背景下发生的真实故事，如万科债券、阿里巴巴的三次融资等，相关事件和人物对我国的资本市场和企业实践的发展都产生了深远的影响。编者希望通过这些发人深省的故事使读者对看似较繁杂和枯燥的财务管理知识产生兴趣，并能实现理论工具与实践的有效结合。

本教材主要适用于财务管理和会计学专业的本科生和研究生学习，对广大财务和会计实务工作者提高财务管理理论水平也具有较高的参考价值。

本教材再版的完成，得益于我的同事和学生共同的辛勤参与。由杨丹负责全书的大纲拟定和定稿。具体分工如下：第1章，杨丹、逯东；第2章，步丹璐、陈知；第3章，何丹、谢璇；第4章、第5章，林茂；第6章，逯东、付鹏；第7章，何丹、吴敏；第8章，王海兵；第9章，叶骥冬；第10章，陈旭东、赵梦玲；第11章，何丹、朱丽；第12章，黄丹、刘丹；第13章，张镇疆；文稿的修订与核对工作由何丹和逯东负责。

感谢曾为本书编写提供过帮助的周玮和孙岩博士，感谢东北财经大学出版社的李智慧老师的大力支持，并对全书做了专业细致的编辑工作。

本书作为一本教材，其中汇聚了许多当前国内外研究学者的研究成果，在此向他们表示衷心的感谢！同时，由于时间仓促，书中难免存在遗漏和错误之处，敬请读者批评指正。

杨 丹

2013年5月

目 录

第1章 基于价值创造的财务管理	1
1.1 财务管理传统目标评价	3
1.2 价值理论与价值评估	4
1.3 基于价值创造的财务管理理论及其特点	9
第2章 战略财务报表分析	17
2.1 战略财务报表分析和价值创造	18
2.2 行业战略分析	22
2.3 会计分析	30
2.4 财务分析	37
2.5 前景分析	57
第3章 项目投资管理	62
3.1 项目投资决策概述	64
3.2 现金流量分析及方法运用	69
3.3 风险条件下的资本预算	85
3.4 实物期权在投资决策中的应用	92
3.5 投资项目风险决策	95
第4章 债券	103
4.1 债券知识概述	105
4.2 债券的价格	111
4.3 债券的收益率	115
4.4 收益率曲线	119
4.5 久期	131
4.6 债券组合的管理	136
第5章 期权和期货	145
5.1 期权合约介绍	147
5.2 期权组合的策略	156
5.3 看涨期权和看跌期权的平价关系	160
5.4 期权价值的影响因素	161
5.5 二项式定价模型	162
5.6 布莱克-舒尔斯期权定价公式	169

5.7	期货市场的基础知识	172
5.8	期货的应用：投机和套期保值	180
5.9	期货合约的定价	182
5.10	基差和最小方差套期保值比率	185
第6章	资本运作	192
6.1	资本运作概述	195
6.2	兼并与收购	199
6.3	目标企业的价值评估	216
6.4	资产重组	226
第7章	融资管理	238
7.1	资本结构理论	240
7.2	我国企业融资现状	244
7.3	企业生命周期与筹资政策	246
7.4	项目融资	249
7.5	筹资产品创新	261
第8章	财务预警	272
8.1	财务风险和财务危机	273
8.2	财务预警的含义、特征和机制	276
8.3	财务风险的测度	278
8.4	财务预警的技术方法	281
第9章	财务预算	289
9.1	财务预算概述	290
9.2	财务预算的编制	292
9.3	财务预算的日常管理	296
9.4	现金预算的编制	297
9.5	财务预算报表	298
第10章	内部控制	306
10.1	内部控制概论	308
10.2	内部控制的要素	316
10.3	内部控制的措施	319
10.4	内部控制的设计与评价	322
第11章	绩效评价	332
11.1	绩效评价与价值创造的关系	333
11.2	绩效评价概念与功能	334

11.3 我国绩效评价发展现状与展望	334
11.4 绩效评价方法评析	336
11.5 平衡计分卡	337
11.6 经济增加值 (EVA)	341
11.7 关键绩效指标法 (KPI)	345
第 12 章 公司治理	351
12.1 公司治理概述	352
12.2 内部治理机制	354
12.3 外部治理机制	363
12.4 公司治理与价值创造	372
第 13 章 国际财务管理	376
13.1 跨国公司与国际金融市场	377
13.2 外汇与国际经营风险	382
13.3 国际融资管理	389
13.4 国际投资管理	392
13.5 国际财务管理与价值创造	399
主要参考文献	401

第

1

章

基于价值创造的财务管理

学习目的与要求

1. 认识现有财务管理目标的局限性;
2. 熟悉现有公司价值的有关理论;
3. 理解基于价值创造的财务管理理论体系的基本框架;
4. 理解基于价值创造的财务管理理论框架的意义;
5. 解释公司日常财务管理活动的价值创造意义。



教学重点:

1. 理解和思考公司内部价值创造过程和市场价值评价的联系;
2. 理解价值理论发展的基本线索。

教学难点:

结合中西方的财务理论发展,理解基于价值创造的财务理论的重要意义。

引导性案例

企业价值应如何评估——苹果树的投资分析

从前有个聪明的老人,拥有一棵苹果树。这棵树长得很好,不需要怎么照顾,每年结实累累,全部卖掉可得 100 美元。老人想要退休,换个新环境住,决定把树卖掉。他在《华尔街日报》的商业机会版刊登广告,说希望按“最好的出价”卖树。第一个人看了广告后出价 50 美元,他说,这是他把树砍了卖给别人当柴烧所能得到的收入。老人斥责他出的价格只是这棵树的残余价值 (salvage value),并不是苹果树的真正价值。接下来,第二个人上门拜访老人,出价 100 美元买树。他认为苹果成熟后卖掉收获量,正好是这个价格。但是,老人告诉他:100 美元显然不是正确的价格,因为他忽略了以后各年苹果收获的价格。

第三个人是刚从商学院辍学出来的年轻人。他计划在因特网上卖苹果并估计这棵树至少能再活 15 年。如果按每年卖苹果得到 100 美元的收入,总收入将是 1 500 美元,因此,这个年轻人出 1 500 美元买这棵树。这位仁慈的老人听完后,劝年轻

人重回商学院多学些财务知识，因为他从根本上忽略了货币的时间价值，今天的100美元和未来的100美元根本就不是等价的。

不久以后来了一位富有的医生，他想参考市场报价来买这颗苹果树，因为上一位买主出价1 500美元买树，他想它一定有那个价值，所以他的报价也是1 500美元。老人认为，如果真的有个市场，经常交易苹果树，它们的售价或许能作为参考，让交易者晓得它们的价值。但是，现实中不仅没有这样的市场，就算有，把价格作为价值，这样的交易也是不能真正达成的。

下面前来的买主是一个会计专业的学生，这个聪明的学生自信满满地打算通过查看老人的账簿来给出价格。经过查阅老人仔细保存的记录，这位学生指出：老人10年前是用75美元买下这棵树的，并且老人10年之中没有摊提折旧，这一点根本不符合公认的会计原则。因此，他只能根据这棵树的账面价值75美元来购买这棵树。老人听完后很生气，摇着头责备道：“唉，你们这些学生，学得多，懂得少。这棵树的账面价值确实是75美元没错，但任何笨蛋都知道它的价值远高于此。”

最后一位可能的买主是个刚从商学院毕业的年轻证券营业员。首先，她也阅读了老人的账簿，然后，根据盈余的现值算出了苹果树的价值，准备出价。这位年轻的女士向老人说道：“虽然去年出售苹果获得100美元的收入，但这个数字不是果树实现的利润。一方面，你绝对忽视了苹果树所产生的费用，如施肥、修枝、使用工具、采摘、运送到镇内出售的成本，并且这棵树的买价和税收也应作为费用的一部分。另一方面，你没有根据公认的会计原则来计算折旧，摊销费用，再加上有些年头这棵树结的苹果比其他年头少，苹果的价格也时高时低，成本也并非每年完全相同，100美元根本不能作为种植果树的利润所得。因此，根据账簿记录计算，这棵果树的实际盈余应该是45美元。”紧接着，她一边在纸上计算，一边和老人继续说道：“我必须算出拥有一棵树，平均每年获利45美元的价值。换句话说，拿钱投资这棵树，我需要计算这项投资每年创造45美元的所得对我有多少价值。另外，合理和正确的报酬率才是定价的关键所在，我在观察与这棵苹果树相当的投资机会后得出20%是这棵树合适的报酬率。假设过去3年（似乎具有代表性）这棵树的平均盈余可以显示未来我能获得多少报酬，那么合适的价格就是拿每年盈余45美元除以报酬率20%，等于225美元。”

老人听完这位年轻人的分析后低头思考了许久，然后笑着对她说道：“怪不得你们这些华尔街上的聪明人能赚那么多钱，因为你们是以低于真实价值的价格买别人的财产。我想，我可以让你同意我的树价值比你算的还高。”老人不紧不慢地说道：“你把算出的45美元称作利润，也就是我以前赚到的盈余。我想，或许它不像你想的那么重要。在我看来，这些盈余是会计师编造出来的。”她觉得有趣，问道：“那什么东西才重要？”老人答道：“现金。我谈的是你能够支出、储蓄或留给子女的钱。这棵树可以活好几年，扣除成本后仍有收入。我们要算的是未来，不是

过去。”聪明的营业员问道：“假使我们能就未来收入和成本的可能范围取得一致的看法，在存在不确定性风险的情况下，如果现金流量为40美元的几率是25%，50美元的几率是50%，60美元的几率是25%，情况会如何？”老人充满自信地回答道：“取其平均值，最佳估计值是50美元。”紧接着，老人拿出计算器和折现系数表继续说道：“假使我们同意以15%的折现率把距今1年的50美元收入，以及将来其他的收入折算成现值。对于风险这么高的投资来说，大致上是采用这种折现率的。你可以去问我的邻居，他昨天才卖掉草莓园。根据我的数字，预期每年利润的现值是268.05美元，而今天的木材价值是2.44美元，所以总值是270.49美元。我只收整数270美元。”

年轻女士思考了几分钟后对老人说：“你实在有点滑头，但是不管我们是用你喜欢的折现现金流量法或我提议的盈余现值法来计算价值，只要两个方法应用得十分完美，我们应该会得到完全相同的结论。我愿意出250美元。”“好吧，成交。”老人同意她的出价。“我没说过要最高的出价，只要最好的出价。”这位有才华的营业员也满意地点点头。

资料来源 <http://bbs.vsharing.com>，畅想论坛。

老人与树的寓言告诉我们，市场参与者从不同的观察角度采用不同的估计方法会导致价值的估计结果存在很大的差异。那么，到底什么是价值？如何正确理解价值创造的过程？财务管理在价值创造中发挥着怎样的作用？读者不妨带着这些问题开始本书和本章的学习。

目标是评价一个组织绩效和实现有效管理的重要方式。我们以此为逻辑起点，审视现有的财务管理目标，并且提出价值创造作为财务管理的逻辑起点，以此构建财务管理理论框架。

1.1 财务管理传统目标评价

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。其中，利润最大化目标由于忽视了时间性和不确定性，最早被质疑。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，仅仅强调股东权益的股东财富最大化目标也备受争议。而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。

但企业价值最大化目标仍然存在着不足，理由如下：①“最大化”仅仅是依据新古典经济学理性基础所强调的最优化行为提出的，而现实世界的复杂性和人类认识的“有限理性”决定了人类行为不可能达到最优，“最大化”仅仅在理论上可行；②财务管理要为企业经营中的采购、生产、销售、售后服务这一整条价值链提

供必要的资金和控制服务,财务管理活动只是企业经营的一个重要组成部分,仅仅通过财务管理是不可能实现“最大化”的;③随着资本市场的成熟,股东可以通过有效的证券组合投资以实现必要的风险回报,企业经营成功的核心在于能够给股东带来超过市场风险回报的价值,这是一种增量价值,而非“最大化”的价值。

这三种目标都忽视了价值分配的协调机制,企业的经营需要股东、债权人、雇员,甚至包括政府等各个参与方,只有保证各参与方有利可图,即各方通过参与企业的经营能获得比不参与更多的价值,企业的经营才能顺利进行,所创造的价值最终为各方所分配,只不过由于各方风险承担以及控制能力的差异导致价值分配的差异。因此,我们认为,财务管理的目标就是价值创造,通过与企业经营价值链的各部分相配合,以创造出超过参与各方仅仅依靠自身能力获取的价值。

1.2 价值理论与价值评估^①

价值是最常用而又最具争论的理论概念。我们主要从价值评估的角度简单梳理一下有关的理论,构成价值创造的基本理论基础。

“价值”一词对不同的人有许多不同的含义。多年以来,从哲学家亚里士多德到圣托马斯·阿奎纳斯,从亚当·斯密到当代评估理论家,都关心“什么是价值”和“什么是有价值”的问题。从亚里士多德的“好的美的真的性质包含价值”的论点到阿奎纳斯的“心理的关注”观点,再到斯密的“价值等于生产成本”的观点,我们发现,价值取决于观察者的角度。经济决策者必须关注那些各不相同又趋向于融合的价值观点。

1.2.1 传统供给理论的价值观

西方经济学的价值理论可根据决定价值的基本要素进行分类:第一个因素是供给。曾由亚当·斯密、托马斯·马尔萨斯、李嘉图创始,经由约翰·穆勒和屠能发展。早期的经济学家斯密、马尔萨斯和李嘉图认为价值是基于劳动的,劳动构成生产的基本要素,劳动成本理论就被用来解释土地收入与价值。但是这些早期的经济学家遇到的观念性难题是土地的价值问题,因为土地不是人类劳动创造的。

斯密(1723—1790)首先确认的是交换价值(value in exchange),他认为,交换价值决定于一种商品在交易中博得另外商品的能力。另一个被他确认的价值类型是使用价值(value in use)。交换价值要求具有稀缺性、效用和可转让性,使用价值只要求有效用。

当代学者对于价值观念的另一应用是投资价值,投资价值可与市场价值区别开来,因为一个投资者可能比其他投资者认为某项特定投资更有价值或缺少价值,各个投资者的融资条件、边际税率不同,导致特定资产的潜在收益率不同。在进行合

① 杨丹.西方价值理论与资产评估原理[J].经济体制改革.1999年增刊.

理的财务分析的基础上,投资者所支付的合理价格,即为其投资价值。投资价值从概念上讲源于斯密的使用价值。

斯密进一步认为,价格是一种事实,它是一个买者实际支付的金额。价值是在可靠的市场上信息完全的、理智的买卖者之间应该支付的价格。斯密把地租定义为:“使用土地而支付的价格。”^①他认为地租有点类似垄断价格,其大小不仅与土壤肥度有关,而且也与通行的工资率和利润率有关。

李嘉图(1772—1823)在土地的价值问题上比早期任何一个经济学家走得都更远,他的理论是马尔萨斯理论的一个延伸。马尔萨斯断言,土地的收益是由价格决定的,也即是在另一个市场上决定的,由于其他经济因素是可移动的,具有比土地更高的获取收益的优先权(priority),这样,土地的收益或价格就取决于劳动或资本市场。在他对价格决定理论的发展中,李氏把土地分为不同品质的几个级别,高级别土地的高生产力使土地所有者获得一种额外的盈余(在马克思那里称为“级差地租”)。

德国经济学家屠能(1783—1850)对地价理论作了重大贡献(Thunen, 1966),在李氏的边际生产力之上加上了地点的因素。

供给理论是当今资产评估的三种主要方法的根基,重置成本法(Replacement Cost Method)即基于生产成本等于价值的假设,该假设的缺点在于它忽视了价值的需求方。

1.2.2 传统需求理论的价值观

边际效用分析是奥地利经济学家 Merger Von Wieser 和 Von Bohon Bawerk 在 20 世纪初发展的。这些经济学家摒弃了古典主义者从供给角度对生产成本的强调,转而强调需求。根据边际效用理论,最后一单位的经济产品或服务的效用决定其价值,生产成本不能进入价值决定范畴,短期边际效用决策单独主宰了这一过程。边际效用理论与当今评估的收益资本化方法关系接近,这种方法试图测定经济商品未来收益的现值。这种方法的基础即是奥地利学派的边际分析理论。该学派的代表人物之一 Von Bohon Bawerk 把利息看作是“放弃资本现期使用的补偿和决定未来商品现值的折现率,因此利息构成了价值在现在和未来商品的差异的直接后果”(Bawerk, 1959)。在现实价值评估方法中,资本化率其实基本上是利率加上资本风险的报酬率。

1.2.3 市场均衡的价值观

供给决定价值与需求决定价值两种理论最终在马歇尔那里得到了统一,他所著的《经济学原理》中介绍了著名的市场运行中供给与需求的剪刀类比(scissors

^① 纽曼,等. 帕尔格雷夫经济学大辞典[M]. 董克用,等,译. 北京:经济科学出版社,1992.

analogy)。剪刀的每一刀片都对其发挥功能至关重要,正如供给与需求对市场功能的发挥必不可少一样。价值取决于供给与需求的相互作用。价值评估中的销售对比法(sale comparison approach)是马歇尔分析的直接应用。这种方法以同类资产的以往交易价格为依据,再加以适当调整之后得出评估价值。如果一个完善的市场符合以下标准,那么价格就等于价值:①产品同质性;②多数买者卖者,买卖双方是价格的接受者而非制定者;③没有外部性;④买卖双方有完备的知识;⑤预期相同。

1.2.4 现代价值理论对传统理论的挑战

著名的价值评估理论家, Richard Ratcliff (1972)^①对传统理论提出了批评。他针锋相对地指出,评估者事实上并不评估或计量价值,他声称这样的术语将包含一个永远存在的内含价值,而事实上这个永远存在的价值是不存在的。在他看来,评估者预测的是最有可能的售价,由于售价在未来发生,这种预测所得的价格或价值只能用概率分布的形式来表述。这样,一个评估者可能断定某一资产最后的售价是75 000美元,而价格在73 000美元和77 000美元之间的概率是68%,在71 500美元和78 500美元之间的概率是95%,有5%的概率价格是在78 500美元之上或71 500美元以下。他的观点有两个地方值得注意:一是价值应概念化为一种概率分布而非确定的现象,这是一种非均衡观点;二是价值概念本身假定了潜在的未来交易,这样未来可能的价格可以用概率分布来估计和预测。

Ratcliff在他的著作《城市土地经济学》一书中,提出了与古典理论不同的土地价值观(Ratcliff, 1949)^②。他把土地看作是与其它要素,如劳力、资本等在性质上一样的生产要素,用他自己的话说就是:我们把土地看作是生产的一种要素,其经济行为与其它要素并无太大差别。我们倾向于把地租视为它在生产满足需要的商品或劳务中所作贡献的报酬,地租是对土地生产率的补偿,其意义正如工资是对劳动生产力的补偿一样。土地是有价值的,因为它的供给是稀缺的,并有对它的需求。

Ratcliff进一步提出土地从经济意义上可移动的论点:“尽管土地物理上是固定的,但有相当部分的不同等级的土地适于各种可选择的用途,这一部分土地足以使其获得参与价格决定过程所必需的移动性。”

1.2.5 价值理论综合的难题

综观经济理论对价值概念的贡献,我们可以下结论说价值是一个市场概念。它是供求力量相互作用的结果,它基于有意愿的买者与卖者自由地在市场上竞争,而

① Richard Ratcliff. Valuation of Real Estate Decisions. Santa Cruz Calif Democrat Press, p. 66.

② Richard Ratcliff. Urban Land Economics. New York: Mc Graw-Hill, chap. 12.

且它的前提是自由企业和私人财产制度。评估者倾向于把几种价值观相统一,但怎样理解这些各个不同的理论——古典理论通过劳动强调供给方面,边际效用理论注重需求的决定,现代理论认为土地从经济意义上是可移动的,这些看似矛盾的看法产生了市场供求概念的萌芽。马歇尔在他的理论中把其他所有相关理论都统一于供求模型。他表明以前的各种理论都只涉及供给或需求决定,而更有解释力和更有用的模型是那种包含了供求两方面因素的模型——供求交叉曲线,它有利于我们理解价值。地产或任何经济商品的供给是价格决定的重要因素,但这并非全部,事实上还有需求能给出的另一半答案。

不同价值理论的综合要求进一步深入地界定了价值与市场,最终用于价值决定的供求模型附带了完全竞争市场模型的要求,如果这些要求满足了,就不会有价值估计的需要。正如上文所强调的符合完善市场的5个标准,市场价格即是价值。但在分析具体市场时,人们马上就会清楚地认识到这些要求不能达到。此外,市场受政府行为影响,买者与卖者都缺少完备的知识,对未来预期也各不相同。如果把地产市场的这些特征与完全市场相比较,就会发觉它是极不完善的——这就需要评估师来确定价值。这种价值确定可简单地看作是对市场的一种模拟,但地产市场是不完善的。因此,得到的是非均衡的价值,价值观统一的难题正基于市场的这一特性。

1.2.6 价值评估的目的:三种价值观的争论

几乎所有的评估师都承认评估目的是确定资产价值,但他们的研究起点和分歧也都始于价值的定义。这种定义应该提供一个可操作的、可度量的概念,并被法律认可。各国宪法通常禁止政府在没有特定程序和对物主补偿的情况下没收财产。而补偿的标准根据政府的条文是“市场价值”、“公平市场价值”或其他变化形式,如“公正价值”、“可实现市场价值”。这种要求与评估理论综合就产生了美国地产评估师协会(American Institute of Real Estate Appraisers, AIREA)对于市场价值的定义(AIREA, 1984)^①:在满足公平交易的所有条件的竞争性市场中,在买方与卖方均谨慎地、信息充分地、自利地、不受干扰地行为的情况下,被评估资产用现金、准现金或其他明确揭示的支付方式表示的最可能价格。

这一定义包含的条件有:①买方和卖方均受到典型的激励;②双方信息完备,都为了自身利益最大化而行动;③有一个合理的在公开市场进行偏好暴露的时间;④价格代表的对资产的正常考虑不受融资条件、数量以及交易中服务、手续费成本、信贷等因素的影响。

比上述定义更早,至今尚被使用的价值定义是用“最高价格”代替“最有可能价格”。早期的“最高价格”一词毫无疑问指的是在潜在购买者中的最高出

^① AIREA. The Dictionary of Real Estate Appraisal. Chicago: AIREA. 1984: p. 194.

价,也即假定买方出价是一种概率分布,而且卖者趋向于接受最高价。与此相反,“最有可能价格”指的是出售价格分布中的中位数(期望值)。换言之,资产的估计价值将会趋向于同类资产的全部可能交易价格的平均数。定义从出价分布转为售价分布的概念性转移并未带来评估实务的基本转变,但也一度在评估实践中引起混乱。

虽然“最高价格”的定义与完全竞争市场下价值的定义相似,但完全竞争市场的一些约束条件还是放宽了,主要是对于多数买者与卖者,双方都是价格的接受者而非决定者的假定作了改变,这反映了评估实践中纯理论的市场价值概念和作出决策的要求之间的妥协。Ratcliff提出了第三种限制更少的市场价值概念——“最可能售价”(Ratcliff, 1972)。在这个概念中,资产价值即是资产出售的最可能价格。这一定义没有要求交易必须由买卖双方面对面进行,也没要求买卖双方必须谨慎决策并有相关知识,也没要求融资必须在市场的通常条件下进行,甚至不要求市场中暴露的合理时间。

这一概念能导出实质性不同的价值(这一价值与非完全竞争市场下的估计价值不同)。不论评估者用的是哪种价值定义,都代表了在现实市场状况和完全竞争之间的折中,这种折中的价值观使得评估实践具有合理性。

综上所述,几乎所有的评估理论家都认为资产评估的目的是确定资产的价值,但对价值的理解却仁智互见,差别很大。这就导致了评估目的的不同看法。主流的观点认为评估(appraisal)的目的有两层含义^①。

含义一是指为资产确定一个价格,即估计公开市场价格或预测最可能的售价,AIREA(1984)的定义为:在满足公平交易的所有条件的竞争性市场中,在买者与卖者均谨慎地、信息充分地、自利地、不受干扰地行为的情况下,被评估资产用现金、准现金或其他明确揭示的支付方式表示的最可能价格。RICS(1981)的定义则为:评估是根据私人契约在合理预期的基础上的资产权益转让的最好价格。其假设条件有:①自愿的买者和卖者;②考虑资产性质和市场情况以促成交易的合理期限;③评估期内价值不变;④资产自由进入市场;⑤不考虑特殊买者的额外竞价。

含义二是指估计资产的价值或数额(worth),即估计在个人对相关因素的主观预测一定的条件下资产对个人的价值。这里的价值可以被认为是一种价格,也可以看作是一种收益率,表示为必要的资产收购成本的某个百分比。

这时就不能把两层含义笼统地称为评估,而是用估价(valuation)表示前者,用价值分析(analysis)表示后者。从而,评估目的两种不同观点导致了评估程序和评估结果的分离,持估价观点的评估从业者通常认为价值应该概念化为一种概率分布而非确定的现象。评估的任务是确定在某个价格区间成交的概率。为确定这

① 杨丹. 资产评估理论简介. 四川会计. 1999 (2).

一概率分布,往往需要搜集相同或相似的资产的以往交易的数据,并尽可能地设想出一个有相当数量的买者和卖者,排除了特殊买者与卖者,有充分的市场暴露(exposure)的相对有效的市场用于评估,得到的结果往往也是一种“公允价格”。

而对于持价值分析观(analysis)的评估者而言,评估并不需要模拟一个资产的交易市场,它只关心特定潜在买方的预期收益率及该收益率决定的可接受价格(即投资价值)。Darlow(1983)定义评估为“确定资产对特殊买者的价值”。与前者比较,它有两点不同:①它是非市场基础的。②它强调的是资产对于特殊买者的价值。其逻辑性的结论则是它得到的是“特别价格”而非“公允价格”。这种价值可能会因投资者的个人资产状况、边际税率、融资条件、个人资产组合、对未来的预期不同而发生变化。

1.3 基于价值创造的财务管理理论及其特点

正如罗福凯(2003)^①所认为的那样,以价值为基础构建财务管理体系已经成为必然。公司财务中的价值链、经济增加值(EVA)、价值预期、价值均衡、公允价值、现值、终值、重置价值、清算价值、账面价值和持续经营价值等,已被广泛用于现代经济学和公司管理实务之中。“价值创造过程”取代了“资本运动过程”在财务学中的重要位置,价值结构取代了资本结构在财务学中的统治地位。价值预期取代了利润预期,价值已成为现代财务学理论之网的纽带,价值理论则是财务理论的大纲。价值创造自然成为财务学的研究对象。

1.3.1 本书的公司价值理论基础

(1) 现值分析理论

诺贝尔经济学奖获得者莫迪利安尼和米勒关于资本结构的MM理论是现代财务理论的基石,其文章的重要观点之一就是公司价值表现为未来预期现金流的折现值。

以时间价值为基础的现值分析理论是动态的投资理财理论,是贯穿于整个财务理论体系的主线。企业经营活动的现值分析一般包括三个因素:企业投资或筹资活动的有效期,即现金流量的时间域,发生在各个时点的现金流量,以及平衡不同时点现金流量的投资收益率(为个别收益率或称贴现率能正确地反映未来现金流量的风险以及相应的其他投资机会的机会成本)。这三个要素缺一不可不能进行现值分析。利用现值分析进行投资决策的标准是未来现金流入量的现值大于现金流出量的现值,即净现值大于零时才值得去投资或筹资。

在此基础上,不少学者进行了拓展,阿尔弗洛德·拉帕波特运用股东价值结构

^① 罗福凯. 财务理论的内在逻辑与价值创造. 会计研究. 2003 (3).