

普通高等教育经管类专业系列教材

中级财务管理

邵志高 ©主编

清华大学出版社

北 京

内容简介

本教材基本覆盖全国注册会计师统一考试“财务成本管理”科目中的财务内容，对其中的核心概念、基本方法等知识要点进行了详细说明，全面、系统地厘清了财务管理知识要点间的内在关系，回答了价值如何评估、如何创造等问题。全书共分 17 章，第 1~8 章主要介绍价值评估方面的内容，第 9~17 章主要介绍价值创造方面的内容。

本教材可作为会计学、财务管理专业本科生和硕士研究生的教学用书，也可作为财务人员的参考书，还可作为注册会计师考生较理想的备考用书。

本书封面贴有清华大学出版社防伪标签，无标签者不得销售。

版权所有，侵权必究。举报：010-62782989，beiqinquan@tup.tsinghua.edu.cn。

图书在版编目(CIP)数据

中级财务管理 / 邵志高主编. -- 北京：清华大学出版社，2025. 3. -- (普通高等教育经管类专业系列教材). -- ISBN 978-7-302-68121-2

I. F275

中国国家版本馆 CIP 数据核字第 2025JY3258 号

责任编辑：高 岫

封面设计：马筱琨

版式设计：思创景点

责任校对：马遥遥

责任印制：刘海龙

出版发行：清华大学出版社

网 址：<https://www.tup.com.cn>，<https://www.wqxuetang.com>

地 址：北京清华大学学研大厦 A 座 邮 编：100084

社 总 机：010-83470000 邮 购：010-62786544

投稿与读者服务：010-62776969，c-service@tup.tsinghua.edu.cn

质量反馈：010-62772015，zhiliang@tup.tsinghua.edu.cn

印 装 者：天津安泰印刷有限公司

经 销：全国新华书店

开 本：185mm×260mm 印 张：17.5 字 数：460 千字

版 次：2025 年 4 月第 1 版 印 次：2025 年 4 月第 1 次印刷

定 价：68.00 元

产品编号：102938-01

前 言

在我国，财务管理教材体系通常被划分为初级、中级和高级三个层次。其中，初级财务管理教材普遍围绕财务管理的四项财务活动——筹资、投资、营运资本管理及股利分配活动构建内容框架，主要介绍这些活动的基本概念、基本方法和基本理论。而高级财务管理教材多采取专题的形式安排教材内容，主要介绍并购、风险管理、国际财务管理及衍生金融工具等复杂且专业的财务议题。至于中级财务管理教材，虽数量相对较少，但由中国注册会计师协会组织编写的《财务成本管理》一书无疑是该层级颇具代表性的财务管理教材。

本教材打破了财务管理教材编写的传统思维定式，围绕财务管理的核心问题——企业价值，同时结合全国注册会计师统一考试《财务成本管理》科目财务部分的内容与难度要求，对教材内容进行了精心编排。本教材的特点具体如下。

(1) 围绕财务管理最核心的问题编排教材内容。财务管理的目标是企业价值最大化，这意味着企业的筹资、投资、营运资本管理及股利分配等一切财务活动都以实现企业价值最大化为目标。由此可见，企业价值是财务管理的核心。鉴于此，本教材以价值为核心内容，系统介绍企业的价值评估和价值创造，这样的内容编排与财务管理的目标相契合。

(2) 注重阐明知识要点的前因后果和核心概念间的内在关系。以价值评估为例，我们都知道价值是未来自由现金流的现值，本教材不仅要说明价值应该如何评估，还要说明：价值为什么要这样评估？评估价值时的现金流为什么是自由现金流而非现金流量表中的现金净流量？评估价值时的贴现率为什么是必要报酬率？必要报酬率又是如何测算的？评估价值时的贴现率为什么也可以是资本成本……本教材通过回答这些问题，力求阐明价值、自由现金流、必要报酬率、资本成本等核心概念间的内在关系。

(3) 理论与实务相结合。对于诸如 DCF 法价值评估、相对价值法价值评估、项目决策、筹资需求测算等关键知识点，不仅进行了理论阐述还引用了实务中的案例进行解析，使学生学以致用。

(4) 将党的二十大精神融入教材编写中。比如，党的二十大报告指出“必须坚持守正创新”，要“不断拓展认识的广度和深度”。本教材以价值为核心内容介绍企业价值评估和价值创造，如此组织内容的教材较少，但这种内容安排与财务管理的目标相契合，这是党的二十大提出的“坚持守正创新”的精神体现。又如，党的二十大报告指出“必须坚持系统观念”，指出“只有用普遍联系的、全面系统的、发展变化的观点观察事物，才能把握事物发展规律”。本教材分为两篇，分别系统介绍企业的价值评估和价值创造，这是党的二十大提出的“坚持系统观念”的精神体现。再如，党的二十大报告指出“着力推动高质量发展”“推动经济实现质的有效提升和量的合理增长”，要求“提升企业核心竞争力”“加快建设世界一流企业”。本教材在第 16 章说明企业要可持续增长，在第 17 章说明企业要提升盈利能力，实现正的收益价差，并说明正的收益价差是企业价值创造的前提，这些与党的二十大提出的“高质量发展”的思想是一致的。

全书共分 17 章，第 1~8 章介绍价值评估方面的内容，第 9~17 章介绍价值创造方面的内

容，各章内容如表 I-1 所示，篇章结构如图 I-1 所示。

表 I-1 各章内容

章节	内容
第 1 章	说明价值的含义和财务管理的目标
第 2 章	讨论货币时间价值及货币时间价值求现值技术
第 3 章	介绍现金流量表中的现金流，说明会计三大报表之间的内在关系
第 4 章	说明自由现金流的含义、计算，以及管理用财务报表的编制，并解释为什么评估价值时的现金流是自由现金流
第 5 章	讨论必要报酬率的含义与计算，并解释为什么评估价值时的贴现率是必要报酬率
第 6 章	讨论资本成本的含义与计算，并解释为什么评估价值时的贴现率也可以是资本成本
第 7 章	系统介绍价值评估的 DCF 法，包括企业价值评估、股票价值评估和债务价值评估，并引用实务中的价值评估案例说明如何运用 DCF 法评估企业价值
第 8 章	介绍市盈率法、市净率法及市销率法等几种相对价值评估方法，并引用实务中的价值评估案例说明如何运用相对价值法评估股权价值
第 9 章	阐明有所得税条件下借债能提升企业价值和股东财富，而无所所得税条件下借债不能提升企业价值和股东财富
第 10 章	介绍项目净现值计算的三种方法(即 APV 法、FTE 法和 WACC 法)，说明净现值为正的项目能提升企业价值和股东财富
第 11 章	介绍项目资本成本估算的三种方法(即公司资本成本替代法、可比公司法和公司资本成本调整法)
第 12 章	讨论 WACC 法下项目现金流的识别、估算和项目决策
第 13 章	介绍敏感性分析、情景分析、蒙特卡洛模拟分析及实物期权分析等几种常见的项目风险分析方法
第 14 章	介绍金融期权的含义、基本策略、组合策略及期权价值估计的二叉树模型法和 B-S 模型法
第 15 章	介绍延期期权、扩张期权和放弃期权这三种代表性的实物期权，说明如何运用延期期权、扩张期权和放弃期权分析项目投资
第 16 章	介绍筹资需求的测算和财务报表的预计，并说明可持续发展的含义和计算
第 17 章	说明价值创造的含义、衡量和驱动因素，价值创造与经济增加值的关系，以及价值创造与项目净现值的关系

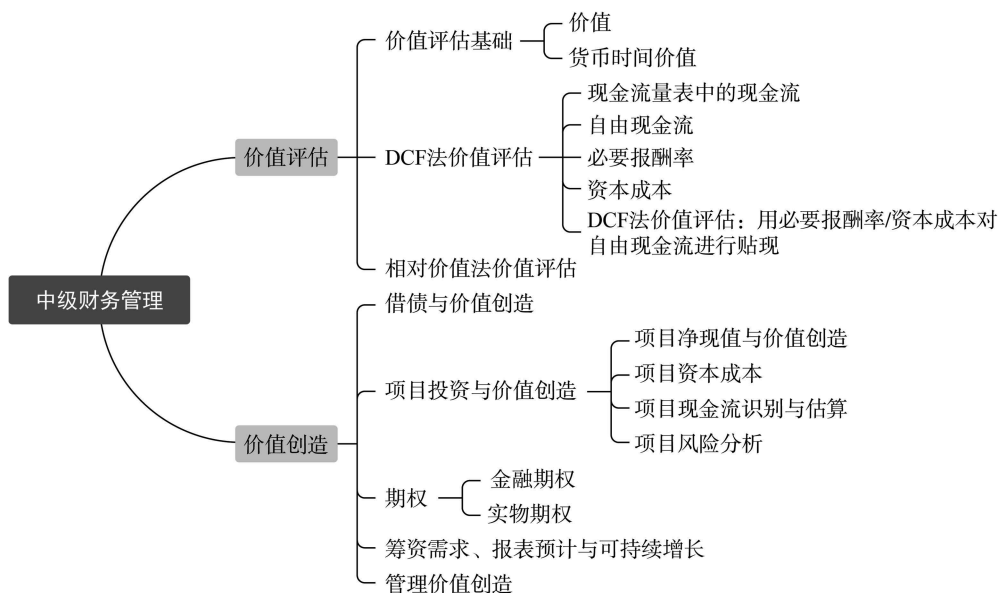


图 I-1 篇章结构

本教材基本覆盖全国注册会计师统一考试《财务成本管理》科目中财务部分的内容，并对

其中的核心概念、基本方法等知识要点进行了详细说明。本教材可作为会计学、财务管理专业本科生和硕士研究生的教学用书，也可作为财务人员的参考书，还可作为注册会计师考生较理想的备考用书。

为了便于教学，本教材提供丰富的教学资源，包括但不限于教学课件、习题、教学大纲、教学计划，读者可以通过扫描下方二维码获取；尤其要说明的是，部分习题是精选近十年注册会计师考试中的计算真题。本教材还对部分较难理解的知识要点进行了视频讲解，教学视频可以通过扫描下方二维码观看。



教学资源



教学视频

感谢华侨大学教务处对教材出版的资助，感谢清华大学出版社对教材出版的大力支持，感谢曾牧先生、张诗航女士对教材案例提供的宝贵建议，感谢罗静、杨懋骁、黄子琪、何欣雨、李晨曦、林文诗等同学对教材文稿的校订提供的帮助。

邵志高
2025年2月

目 录

第1篇 价值评估

第1章 价值	3
1.1 价值的基本含义	3
1.2 项目价值与企业价值	5
1.3 财务管理的含义与目标	6
1.4 企业价值最大化与股东财富 最大化	6
小结	8
思考	8
练习	9
第2章 货币时间价值	10
2.1 货币时间价值的含义	10
2.2 货币时间价值下的终值与现值 ..	12
2.2.1 复利终值	12
2.2.2 复利现值	14
2.2.3 年金终值	15
2.2.4 年金现值	17
2.3 一般的价值增值下的终值与 现值	19
小结	20
思考	20
练习	21
第3章 现金流量表中的现金流	23
3.1 现金流量表与其他报表间的 基本关系	23
3.1.1 现金流与收入、费用及 利润间的基本关系	23
3.1.2 现金流量表项目与资产 负债表项目变动间的基本 关系	26

3.2 资产负债表中的货币资金变动与 其他项目变动间的关系	30
3.2.1 资产负债表中的各项目 变动间的关系	30
3.2.2 货币资金变动的会计含义 ..	30
3.3 现金流量表中的现金净流量与 资产负债表中的货币资金变动 间的关系	31
小结	32
思考	32
练习	32
第4章 自由现金流	36
4.1 管理用资产负债表	36
4.1.1 资产负债表项目的经营和 金融性划分	37
4.1.2 管理用资产负债表的编制 ..	38
4.2 管理用利润表	40
4.2.1 利润表项目的经营和金融性 划分	40
4.2.2 管理用利润表的编制	41
4.3 自由现金流与管理用现金 流量表	42
4.3.1 现金流量表项目的经营和 金融性划分	42
4.3.2 自由现金流的定义	43
4.3.3 管理用现金流量表的编制 ..	45
4.4 评估价值时的现金流为什么是 自由现金流而非现金流量表中的 现金流	47
4.4.1 会计现金流量表与管理用 现金流量表的关系	47
4.4.2 现金流量表中的现金净流量 与自由现金流的本质区别 ..	49

4.4.3 评估价值时的现金流是自由 现金流而非现金流量表中的 现金净流量	50	6.1.2 资本成本可以理解为同风险 报酬率、必要报酬率或投资者 要求的报酬率	77
小结	50	6.2 资本成本测算的基本方法及与 报酬率的基本关系	78
思考	51	6.2.1 资本成本测算的基本方法: 资本流入流出等值模型	78
练习	51	6.2.2 资本成本与报酬率的基本 关系	78
第 5 章 必要报酬率	55	6.3 各类资本成本的测算	79
5.1 报酬率	56	6.3.1 借款资本成本	79
5.2 报酬率测算的通用方法: 资本 流入流出等值模型	56	6.3.2 债券资本成本	81
5.2.1 资本流入流出等值模型	56	6.3.3 普通股资本成本	85
5.2.2 资本流入流出等值模型的 应用	58	6.3.4 综合资本成本	87
5.3 股票报酬率测算的另一种方法: 资本资产定价模型	61	6.4 DCF 法评估价值时的贴现率 为什么也可以是资本成本	89
5.3.1 风险	61	小结	89
5.3.2 系统性风险	63	思考	90
5.3.3 资本资产定价模型与股票 报酬率测算	64	练习	90
5.4 同风险报酬率	64	第 7 章 DCF 法价值评估	92
5.4.1 同风险债券投资报酬率	64	7.1 DCF 法价值评估概述	92
5.4.2 同风险股票投资报酬率	69	7.1.1 账面价值与市场价值	92
5.4.3 同风险项目投资报酬率与 同风险企业投资报酬率	69	7.1.2 价值、现金流及贴现率 三者间的对应关系	93
5.5 几种投资的必要报酬率	70	7.2 企业价值评估	94
5.5.1 债券投资的必要报酬率	70	7.2.1 DCF 法下企业价值评估的 对象	94
5.5.2 股票投资的必要报酬率	70	7.2.2 DCF 法下企业价值评估的 常用方法	95
5.5.3 项目投资的必要报酬率与 企业投资的必要报酬率	71	7.2.3 DCF 法下企业价值评估的 二阶段模型	96
5.6 DCF 法评估价值时的贴现率 为什么是必要报酬率	71	7.2.4 DCF 法下企业价值评估的 基本步骤	96
小结	73	7.2.5 DCF 法下企业价值评估 案例	101
思考	73	7.3 股权价值评估	105
练习	74	7.3.1 DCF 法下股权价值评估的 两种方法	105
第 6 章 资本成本	76	7.3.2 DCF 法下股权价值评估的 二阶段模型	106
6.1 资本成本的含义	76		
6.1.1 资本成本是现在筹集和 使用资金付出的代价	76		

7.4 债务价值评估	107	9.3.1 有税条件下借债对企业 价值和股东财富的影响	136
7.4.1 债务价值评估方法	107	9.3.2 有税条件下借债对资本 成本的影响	139
7.4.2 债券的面值、账面价值与 市场价值	107	9.4 有税条件下杠杆企业价值评估 方法	142
7.4.3 债务市场价值基本等于债务 账面价值	108	9.4.1 无杠杆企业价值调整法	142
小结	110	9.4.2 股权价值加债务价值法	143
思考	110	9.4.3 加权平均资本成本贴现法 ..	143
练习	110	小结	145
第 8 章 相对价值法价值评估	113	思考	145
8.1 相对价值法	113	练习	145
8.2 相对价值法价值评估的常用 方法	114	第 10 章 项目净现值与价值创造	147
8.2.1 市盈率法	114	10.1 项目价值估算的三种方法	147
8.2.2 市净率法	116	10.1.1 杠杆项目价值估算方法一： $V_L = V_U + TB$	148
8.2.3 市销率法	117	10.1.2 杠杆项目价值估算方法二： $V_L = S_L + B$	148
8.3 相对价值法价值评估案例—— 倍升互联价值评估	118	10.1.3 杠杆项目价值估算方法三： $V_L = EBIT(1 - T)/r_{WACC}$	149
8.3.1 选取可比上市公司	118	10.2 项目净现值计算的三种方法： APV 法、FTE 法与 WACC 法	149
8.3.2 收集可比公司的相关财务 数据	118	10.2.1 项目的三种净现值	149
8.3.3 选择价值比	119	10.2.2 项目三种净现值的 关系	151
8.3.4 计算价值比	119	10.3 项目净现值与价值创造的 关系	152
8.3.5 修正价值比	120	小结	154
8.3.6 计算标的公司的股权 价值	123	思考	154
小结	124	练习	154
思考	124	第 11 章 项目资本成本	156
练习	124	11.1 项目资本成本的影响因素	156
第 2 篇 价值创造		11.2 公司资本成本替代法估算 项目资本成本	158
第 9 章 借债与价值创造	129	11.3 可比公司法估算项目资本 成本	159
9.1 借债给企业带来的影响	129	11.3.1 可比公司法估算项目 资本成本的具体步骤	159
9.2 无税条件下借债与价值创造	131		
9.2.1 无税条件下借债对企业 价值和股东财富的影响	131		
9.2.2 无税条件下借债对资本 成本的影响	134		
9.3 有税条件下借债与价值创造	136		

11.3.2 可比公司法举例	160	13.4.2 放弃期权	192
11.4 公司资本成本调整法估算项目 资本成本	161	13.4.3 延期期权	193
小结	164	小结	194
思考	164	思考	194
练习	164	练习	194
第 12 章 项目现金流的识别与估算	167	第 14 章 金融期权	197
12.1 项目现金流的识别概述	167	14.1 期权的含义	197
12.1.1 几类成本	168	14.2 期权的 4 种基本策略	198
12.1.2 项目现金流的识别 分析	168	14.2.1 买入看涨期权	199
12.1.3 项目的外部性	169	14.2.2 卖出看涨期权	200
12.2 空调清洗剂项目	170	14.2.3 买入看跌期权	201
12.3 识别项目现金流	171	14.2.4 卖出看跌期权	202
12.4 估算项目现金流	172	14.3 期权的组合投资策略	203
12.4.1 项目现金流的基本 公式	172	14.3.1 保护性看跌期权	203
12.4.2 估算项目初始现金 流量	174	14.3.2 抛补看涨期权	204
12.4.3 估算项目营业现金 流量	175	14.3.3 对敲	204
12.4.4 估算项目终结现金 流量	176	14.4 期权价值的估计	206
12.4.5 利用电子表格计算项目 各年现金流	177	14.4.1 二叉树法估计期权 价值	206
12.5 估算项目资本成本	179	14.4.2 布莱克-斯科尔斯模型 估计期权价值	213
12.6 项目决策	179	14.4.3 看跌期权价值的估计	215
小结	180	小结	216
思考	180	思考	217
练习	180	练习	217
第 13 章 项目风险分析	183	第 15 章 实物期权	220
13.1 敏感性分析	183	15.1 延期期权	220
13.2 情景分析	185	15.1.1 不延期的净现值(常规 分析)	221
13.3 蒙特卡洛模拟分析	186	15.1.2 延期的净现值(决策 树法)	221
13.3.1 蒙特卡洛模拟与 水晶球	187	15.1.3 延期的净现值(期权法)	222
13.3.2 用水晶球进行蒙特卡洛 模拟分析的步骤	187	15.2 扩张期权	225
13.4 实物期权分析	190	15.2.1 不扩张的净现值	225
13.4.1 扩张期权	191	15.2.2 扩张的净现值(决策 树法)	226
		15.2.3 扩张的净现值(期权法)	227
		15.3 放弃期权	228
		15.3.1 不放弃的净现值	229

15.3.2 放弃的净现值(决策 树法).....	229	17.1.1 经济增加值的含义.....	255
15.3.3 放弃的净现值(期权法)··	230	17.1.2 企业价值评估的 EVA 法.....	256
小结	232	17.2 价值创造的含义和衡量	258
思考	232	17.2.1 价值创造的含义	258
练习	232	17.2.2 价值创造的衡量	259
第 16 章 筹资需求、报表预计与可持续 增长.....	233	17.3 价值创造的驱动因素	260
16.1 筹资需求.....	233	17.3.1 把价值创造与盈利能力、 资本成本及成长机会 联系起来	260
16.1.1 筹资总需求	233	17.3.2 把价值创造与它的基本 决定因素联系起来	261
16.1.2 营运资本筹资需求.....	235	17.4 价值创造与经理薪酬设计.....	262
16.1.3 外部筹资需求.....	236	17.4.1 王先生聘请了新的管理 团队.....	262
16.2 报表预计.....	240	17.4.2 新团队创造了价值吗	263
16.2.1 财务比率预计.....	240	17.4.3 新团队如何改进以实现 价值创造	264
16.2.2 不同财务政策组合下的 报表预计	241	17.4.4 设计与股东利益一致的 经理薪酬计划	265
16.3 可持续增长.....	244	17.5 项目价值创造与项目 NPV	265
16.3.1 业绩增长、财务政策与 未来财务指标案例	244	小结	266
16.3.2 可持续增长率.....	248	思考	267
小结	250	练习	267
思考	250		
练习	250		
第 17 章 管理价值创造.....	255		
17.1 经济增加值.....	255		

第1篇

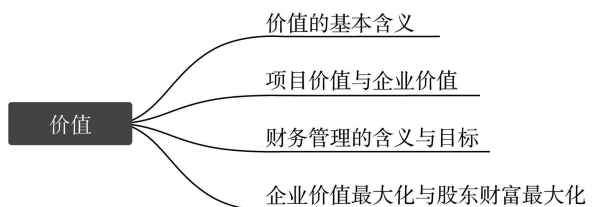
价值评估

第1章

价值

价值是财务管理最核心的问题，企业一切财务行为的目标是实现企业价值最大化。本章将讨论价值的含义和财务管理的目标。

价值往往与投资有关，债务价值、股票价值、项目价值及企业价值等都与对这些资产的投资有关。第1节通过分析投资的回报来说明价值的基本含义；第2节对项目价值和企业价值进行专门说明；第3节通过分析投资的目标来说明财务管理的目标；第4节解释为什么企业财务管理的目标既是企业价值最大化又是股东财富最大化。



教学视频

1.1 价值的基本含义

1. 投资的回报——现金流

众所周知，投资的目的是获取回报，投资的目标是实现回报的最大化。那么，投资的回报是什么？是现金流还是会计利润？答案是现金流。原因主要有两个：一是从投资心理来看，由于投资者投入的一般是现金，因此投资后希望获得的通常也是现金，希望未来获得的现金回报比当初投入的现金更多；二是从评估投资回报大小的技术来看，由于投资带来的回报往往跨越不同时点，需要运用货币时间价值的现值算法将分散于各时点的回报变到某一时点，以评估投资回报的大小(具体示例参见后文)。货币即现金，这就要求计算现值的投资回报是投资带来的现金流而非会计利润。可见，投资的回报是投资者未来获得的现金流，也就是投资带来的未来现金流。

2. 投资回报的大小——价值

不能将投资带来的未来现金流进行简单求和来评估投资回报的大小。这是因为每项投资未来获得现金回报的时间点不一定相同，简单求和未来现金流并不是衡量投资回报大小的科学方法。比如，甲投资在未来第2年末和第3年末均获得100万元现金回报，而乙投资则在未来第3年末和第4年末均获得100万元现金回报。在假定这两项投资的投入完全相同的条件下，如

果仅简单地用未来现金流的总和来评估投资回报的大小,则这两项投资无差别,然而,显而易见,甲投资要优于乙投资。

我们通常将投资带来的未来现金流变到某一时点(详见第2章)以评估投资回报的大小,这个变到某一时点的值就是价值。例如,在评估某个项目的投资价值时,将项目带来的未来现金流变到现在这一时点的值就是该项目现在的价值;将项目带来的未来现金流变到未来某一时点(如2030年末)的值就是该项目在未来该时点(2030年末)的价值。

将投资带来的未来现金流变到某一时点可以方便地评估投资回报的大小。比如上述甲投资和乙投资,可以将两项投资带来的未来现金流变到现在这一时点,这就是两项投资的现在价值,然后在这个同一时点直接比较两者的大小,就可以评估两项投资的优劣了。当然,也可以将两项投资带来的现金流变到未来某一时点,但要求是相同的时间点,同样可以评估两项投资的优劣。

可见,投资回报的大小是投资者未来获得的现金流变到某一时点的值,这个变到某一时点的值就是价值。

3. 价值的时点属性

价值的时点属性是指在不同时间点上价值会有所不同,即时点不同则价值不等。评估一个项目或一个企业的价值必须先明确是什么时点的价值。一个项目或企业现在的价值是该项目或企业带来的未来现金流变到现在这一时点的值,一个项目或企业未来某个时点的价值是该项目或企业带来的未来现金流变到未来这一时点的值。

通常所称的“价值”是指现在价值,即价值是指投资者未来获得的现金流变到现在这一时点的值。现在价值也称现值,故价值也可以定义为投资者未来获得现金流的现值。如果没有指明时间点,价值通常是指现在价值。比如,“某项目的价值”通常是指该项目现在的价值,即该项目带来的现金流变到现在这一时点的值;“某企业的价值”通常是指该企业现在的价值,即该企业带来的现金流变到现在这一时点的值。

4. 投资的目标

毋庸置疑,投资者进行某项投资的目标是实现投资回报的最大化,上文已说明价值代表投资回报的大小,因此投资的目标也可以说是实现价值的最大化。

图1-1对上述内容进行了归纳。

- (1) 投资的回报是现金流而非会计利润。
- (2) 通常将投资带来的未来现金流变到某一时点以评估投资回报的大小,变到这一时点的值被称为价值。
- (3) 价值具有时点属性,时点不同则价值不等;通常所称的“价值”是指现在价值,是将投资带来的未来现金流变到现在这一时点的值,现在价值也称现值。
- (4) 投资的目标是实现投资回报的最大化,即实现价值最大化。

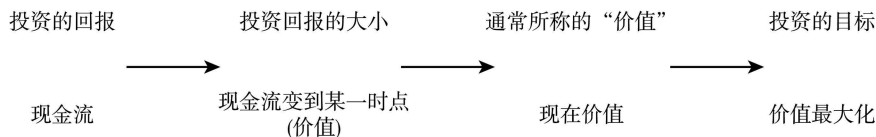


图 1-1 投资回报、投资回报的大小与投资的目标

1.2 项目价值与企业价值

项目价值与企业价值问题是财务管理的核心内容，下面专门说明项目价值和企业价值。

1. 投资于项目或企业的回报——自由现金流

首先，投资于项目与投资于企业的回报都是现金流而非会计利润。其次，投资者投资于企业的回报不是现金流量表中的现金净流量而是企业自由现金流。这是因为，现金流量表中的现金净流量是企业所保留的现金流，而自由现金流则是企业可自由分配给投资者的现金流(详见第 4 章)。可见，企业的自由现金流才是投资者获得的现金流，是投资者投资于企业获得的回报。

同样，投资者投资于项目的回报也是项目的自由现金流(详见第 12 章)。

2. 投资于项目或企业的回报大小——自由现金流的现值(项目价值或企业价值)

无论是投资于项目还是投资于企业，都不能用投资带来的未来现金流(即自由现金流)的简单求和来评估投资回报的大小，而是要用未来自由现金流的现值来评估投资回报的大小。由于未来带来的自由现金流发生的时点不一定相同，需要运用货币时间价值求现值技术将未来自由现金流变到某一时间点，变到这一时间点的值称为项目或企业在这一时点的价值。

如果没有指明价值的时间点，通常所称的“价值”是指现在的价值。通常所称的“项目价值”是指项目现在的价值，是项目未来自由现金流变到现在这一时点的值；通常所称的“企业价值”是指企业现在的价值，是企业未来自由现金流变到现在这一时点的值。

总之，项目价值和企业价值都是指投资者未来获得现金流的现值，都是指未来自由现金流的现值。

3. 项目或企业投资的目标——项目价值或企业价值最大化

前文说明了投资的目标是实现投资回报的最大化，由于项目价值代表了投资于项目的投资回报大小，企业价值代表了投资于企业的投资回报大小，因此，项目投资的目标是实现项目价值最大化，企业投资的目标是实现企业价值的最大化。

图 1-2 对上述内容进行了归纳。无论是投资于项目还是投资于企业：

- (1) 投资者的回报都是自由现金流而非利润。
- (2) 投资回报的大小都是自由现金流的现值。对项目而言，自由现金流的现值称为项目价值；对企业而言，自由现金流的现值称为企业价值。
- (3) 投资者的目标都是实现投资回报的最大化。对项目而言，是项目价值最大化；对企业而言，是企业价值最大化。

投资对象	投资回报	投资回报的大小	投资者的目标
项目	自由现金流	自由现金流的现值 (项目价值)	项目价值最大化
企业	自由现金流	自由现金流的现值 (企业价值)	企业价值最大化

图 1-2 项目或企业投资的回报、投资回报的大小与投资的目标

1.3 财务管理的含义与目标

1. 财务管理的含义

财务管理中的“财务”通常指资金，财务管理是指对资金或资金运动的管理。

企业的资金运动包括资金的筹集和使用。我们可以借助资产负债表描述企业的资金运动，资产负债表右边反映的是企业资金的筹集，左边反映的是企业资金的使用。

企业资金的筹集和使用需要通过财务活动来实现。企业财务活动一般包括筹资、投资、营运资本管理及股利分配活动。企业筹集资金需要进行筹资活动，企业将资金使用在长期资产上需要进行长期投资活动，将资金使用在营运资本上需要进行营运活动，将资金对外分配需要进行分配活动。可见，企业的资金运动(即资金的筹集和使用)表现为企业的财务活动，或者说企业的财务活动实则是企业的资金运动。

由于企业财务管理是对企业资金运动的管理，而企业资金运动表现为企业财务活动，因此，企业财务管理也可理解为是对企业财务活动的管理。

2. 财务管理的目标

企业的财务活动由企业的经营者管理和实施，而企业的经营者受企业的所有者委托经营和管理企业。在这种制度安排下，企业的各项财务活动最终是为了实现企业所有者(即企业投资者)的目标，即企业财务活动的目标就是企业投资者的目标。而上节内容说明企业投资者的目标是实现企业价值最大化，因此，企业财务活动的目标是企业价值最大化。

以上表明：一方面，财务管理是对资金运动的管理，也是对企业财务活动的管理；另一方面，企业财务活动的目标是企业价值最大化。因此，财务管理的目标是企业价值最大化(见图 1-3)。

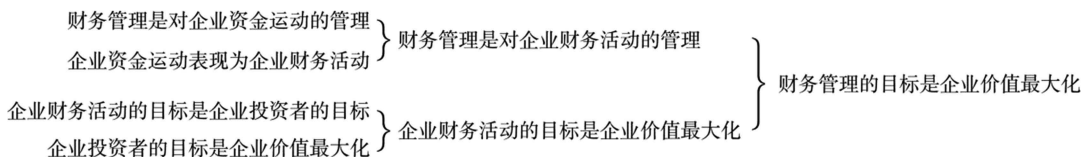


图 1-3 财务管理的目标

1.4 企业价值最大化与股东财富最大化

财务管理的目标是企业价值最大化，那么，财务管理的目标是否也是股东财富最大化？以下先说明股东财富与股东财富最大化，然后说明企业价值最大化与股东财富最大化间的关系。

1. 股东财富与股东财富最大化

股东财富是指股东拥有的与公司有关的财产价值，主要包括持有的股票价值和从公司获得的现金。从公司获得的现金主要是公司股利分配时从公司获得的现金股利和公司股票回购时从公司获得的回购款。

在没有现金股利和股票回购的情况下，股东财富主要是指股东所持有的股票价值，即股东权益的市场价值。

股东投资于企业的目标无疑是追寻股东财富最大化。在没有现金股利和股票回购的情况下，股东财富最大化主要是股票价值最大化。

2. 企业价值最大化与股东财富最大化

企业的财务活动(筹资、投资、营运资本管理及股利分配活动)无非分为两种情形：一是未涉及债务，二是涉及债务。以下讨论这两种情形下企业价值最大化与股东财富最大化间的关系。

1) 情形一：某项财务活动未涉及债务

第7章将说明债务价值 B 、股权价值 S 与企业价值 V 三者间存在如下关系： $V = B + S$ 。依据该关系式，如果一项财务活动没有涉及债务，那么这项财务活动若使得股权价值 S 增加，则企业价值 V 等额增加；若使得股权价值 S 减少，则企业价值 V 等额减少。

这表明，在未涉及债务的情形下，企业价值最大化与股权价值最大化是一致的，而股权价值最大化通常就是股东财富最大化。因此，在未涉及债务的情形下，企业价值最大化通常就是股东财富最大化。

2) 情形二：某项财务活动涉及债务

涉及债务的财务活动一般可以分解为如下两个步骤：第一步，全权益筹资进行该活动；第二步，调整资本结构。

例如，企业拟通过权益和债务两种方式各筹集资金 1000 万元(共 2000 万元)进行某项投资。这项财务活动涉及债务，可以分解为两个步骤：第一步，全权益筹集资金 2000 万元进行投资；第二步，调整资本结构。调整资本结构必须保证分解为两个步骤的方案与原方案一致。通常可以通过借债并回购股票或借债并发放现金股利的方式调整资本结构。比如本例的第二步可以通过借债 1000 万元并发放 1000 万元现金股利方式调整资本结构。按照这两个步骤分解后，投资总额还是 2000 万元，债务和股权各筹资 1000 万元，与原方案一致。

对于第一个步骤，全权益筹集资金 2000 万元进行投资。这一步骤没有涉及债务，依据 $V = B + S$ ，这项投资若使得股权价值增加(减少)，则企业价值将等额增加(减少)。同时，这一步骤也没有涉及从公司分配现金股利或收到回购款，故股权价值就是股东财富。因此，这一步骤股东财富变动与企业价值变动一致。

对于第二个步骤，调整资本结构，即借债 1000 万元并发放 1000 万元的现金股利。假定调整资本结构前债务价值、股权价值和企业价值分别为 B 、 S 和 $B + S$ 。相对于调整前，调整资本结构后的企业价值无非有三种可能：价值下降、价值不变和价值上升。

假定调整资本结构后企业价值的三种可能状况分别是下降 $\Delta V1$ 、不变和上升 $\Delta V3$ ，则调整资本结构后三种状况下企业价值分别为 $B + S - \Delta V1$ 、 $B + S$ 和 $B + S + \Delta V3$ ；由于借债 1000 万元，则调整资本结构后三种状况下债务价值均为 $B + 1000$ ；股权价值是企业价值与债务价值的差额，则调整资本结构后三种状况下股权价值分别为 $S - \Delta V1 - 1000$ 、 $S - 1000$ 和 $S + \Delta V3 - 1000$ 。调整资本结构前后的价值变化如表 1-1 所示。

表 1-1 调整资本结构前后企业价值变化与股东财富变化 (单位：元)

调整资本结构前		调整资本结构后		
		企业价值下降	企业价值不变	企业价值上升
债务价值	B	$B + 1000$	$B + 1000$	$B + 1000$
股权价值	S	$S - \Delta V1 - 1000$	$S - 1000$	$S + \Delta V3 - 1000$
企业价值	$B + S$	$B + S - \Delta V1$	$B + S$	$B + S + \Delta V3$
企业价值变化		$-\Delta V1$	0	$\Delta V3$
资本利得		$-\Delta V1 - 1000$	-1000	$\Delta V3 - 1000$
现金股利		1000	1000	1000
股东财富变化		$-\Delta V1$	0	$\Delta V3$

资本利得是股权价值的变动,调整资本结构前股权价值为 S ,以上分析已经说明调整后三种状况下股权价值分别为 $S - \Delta V1 - 1000$ 、 $S - 1000$ 和 $S + \Delta V3 - 1000$,故三种状况下资本利得分别为 $-\Delta V1 - 1000$ 、 -1000 和 $\Delta V3 - 1000$ 。三种状况下股东均获得现金股利1000万元,股东财富变动是资本利得与现金股利之和,故三种状况下股东财富变动分别为 $-\Delta V1$ 、0和 $\Delta V3$ 。结果(见表1-1)表明,三种状况下股东财富的变动与企业价值的变动完全一致。

可见,涉及债务的财务活动可以分解为全权益进行该活动和调整资本结构两个步骤,两个步骤的股东财富变动均与企业价值变动一致。

以上表明,一项财务活动无论是否涉及债务,该项财务活动对企业价值和股东财富的影响是一致的。第9章将说明借债对企业价值和股东财富的影响一致;第10章将说明项目投资对企业价值和股东财富的影响一致;第17章将说明企业价值创造与股东财富增值一致。

第1.3节内容说明企业财务管理的目标是通过财务活动实现企业价值最大化,本节分析表明企业财务活动对企业价值和股东财富的影响是一致的,因此,企业财务管理的目标既是企业价值最大化,也是股东财富最大化。

小结

1. 投资回报的大小是投资者未来得到的现金流变到某一时点的值,这个变到某一时点的值就是价值。

2. 通常所称的“价值”是指现在价值,即价值是指投资者未来获得的现金流变到现在这一时点的值,即价值是投资者未来获得现金流的现值。

3. 投资的目标是实现投资回报的最大化,而价值代表的正是投资回报的大小,因此投资的目标也可以说是实现价值的最大化。

4. 项目价值和企业价值都是未来自由现金流的现值,项目(企业)投资的目标是实现项目(企业)价值最大化。

5. 财务管理是对资金运动的管理,也是对企业财务活动的管理,而企业财务活动的目标是企业价值最大化,因此,企业财务管理的目标是企业价值最大化。

6. 企业财务管理的目标既是企业价值最大化,也是股东财富最大化。

思考

1. 为什么投资的回报是现金流而非会计利润?
2. 评估投资回报的大小为什么不是对未来现金流的简单求和?
3. 如何评估投资于项目的投资回报大小?
4. 投资于企业的回报为什么是自由现金流而非现金流量表中的现金净流量?
5. 如何评估投资于企业的投资回报大小?
6. 投资者投资于项目的目标是什么?投资者投资于企业的目标是什么?
7. 如何理解企业财务管理的目标是企业财务活动的目标?
8. 如何理解企业财务活动的目标是企业投资者的目标?
9. 为什么企业财务管理的目标是企业价值最大化?
10. 股东财富是什么?股东财富与股权价值是什么关系?股东的目标是什么?
11. 为什么财务管理的目标既是企业价值最大化,也是股东财富最大化?

练习

1. XDF 公司市场价值 2000 万元，目前无负债，股票数量 100 万股，每股价格 20 元。假设公司计划借入 500 万元，并发放每股 5 元现金股利。预计调整资本结构后，企业价值可能有三种：2300 万元，2000 万元，1800 万元。

- 要求：
- (1) 请完成下表，并简要说明得到①和②结果的计算过程。

调整资本结构前(市值)		调整资本结构后(市值)		
		情形 1	情形 2	情形 3
债务	0 元			
所有者权益	2000 万元			
公司价值	2000 万元			
企业价值变动		①		
资本利得		②		
股利				
股东财富变动		③		

(2) 你如何理解公司价值最大化与股东财富最大化间的关系？

2. HZ 公司当前债务和权益价值分别为 1000 万元和 3000 万元。计划如下调整资本结构：借债 1000 万元并用 1000 万元回购股票。调整资本结构后，假定企业价值有三种可能：4500 万元，4000 万元，3600 万元。

- 要求：
- (1) 请完成下表，并简要说明得到①和②结果的计算过程。

调整资本结构前(市值)		调整资本结构后(市值)		
		情形 1	情形 2	情形 3
债务	1000 万元			
所有者权益	3000 万元			
公司价值	4000 万元			
企业价值变动		①		
资本利得		②		
回购获得的现金				
股东财富变动		③		

(2) 你如何理解公司价值最大化与股东财富最大化间的关系？