

2017 年科教园注会基础班——财务成本管理

主讲：吴相全

第一章 财务管理基本原理

考情分析

本章主要内容是财务管理的基本理论和基础知识。本章的考试题型均为客观题（单选、多选），重点是目标、核心概念、基本理论和金融市场。

年度 题型	2013 年	2014 年 试卷一	2014 年 试卷二	2015 年	2016 年
单选	1 题 1 分	1 题 1.5 分	1 题 1.5 分	1 题 1.5 分	
多选	1 题 2 分		1 题 2 分	1 题 2 分	
计算					
综合					
合计	3 分	1.5 分	3.5 分	3.5 分	0 分

第一节 财务管理的内容和职能

(1) 企业的组织形式	1
(2) 财务管理的主要内容	1
(1) 财务管理的基本职能	1
(2) 财务管理的组织架构	1

一、企业的组织形式

(一) 个人独资企业

个人独资企业由一个自然人投资，财产为投资人个人所有，投资人以其个人财产对企业债务承担无限责任的经营实体。

优点	(1) 创立容易； (2) 维持个人独资企业的固定成本较低；
----	-----------------------------------

	(3) 不需要交纳企业所得税。
缺点	(1) 业主对企业债务承担无限责任, 有时企业的损失会超过业主最初对企业的投资, 需要用个人其他财产偿债; (2) 企业的存续年限受限于业主的寿命。 (3) 难以从外部获得大量资本用于经营。

(二) 合伙企业

由各合伙人订立合伙协议, 共同出资, 合伙经营, 共享收益, 共担风险, 并对合伙债务承担无限连带责任的营利性组织。通常, 合伙人是两个或两个以上的自然人, 有时也包括法人或其他组织。

合伙企业的优点和缺点与个人独资企业类似, 只是程度有些区别。

合伙企业法规定每个合伙人对企业债务须承担无限、连带责任。

(三) 公司制企业

优点	(1) 无限存续; (2) 容易转让所有权; (3) 有限债务责任。
缺点	(1) 双重课税; (2) 组建公司的成本高; (3) 存在代理问题。

【例题 1. 单选题】与普通合伙企业相比, 下列各项中, 属于股份有限公司缺点的是 ()。

(2013 年中级改编)

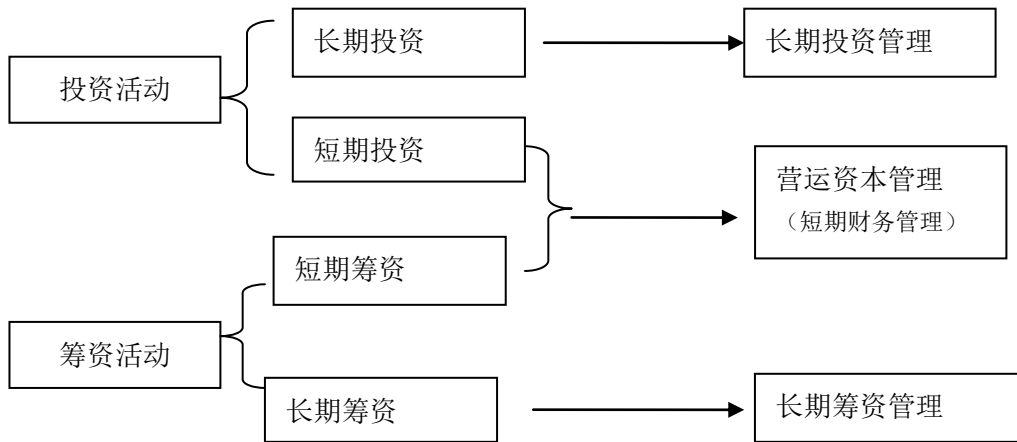
- A. 筹资渠道少
B. 承担有限责任
C. 企业组建成本高
D. 所有权转移较困难

【答案】C

【解析】公司制企业的缺点: (1) 组建公司的成本高。(2) 存在代理问题。(3) 双重课税。所以选项 C 正确。

二、财务管理的内容

财务管理是有关资金的筹集、投放和日常运营的管理工作。公司的基本活动分为投资、筹资和营业活动三个方面。



内容	含义	特点
长期投资	这里的长期投资，是指企业对 经营性 长期资产的直接投资	1. 投资的主体是公司； 2. 投资的对象是经营性资产； 3. 投资的目的是获取经营活动所需的实物资源。
长期筹资	长期筹资是指筹集和管理企业的长期资金。	1. 筹资的主体是公司； 2. 筹资的对象是长期资本； 3. 筹资的目的是满足企业长期资本需要。
营运资本管理	营运资本管理分为营运资本投资和营运资本筹资两部分。	1、营运资本投资的主要内容是决定持有多少现金、存货和应收账款。 2、营运资本筹资主要是决定向谁借入短期资金，借多少短期资金，以及是否需要采用赊购融资等。

三、财务管理的基本职能

财务管理职能是指财务管理所具有的职责和功能。公司财务管理的基本职能主要有财务分析、财务预测、财务决策、财务计划等。

(一) 财务分析	<p>财务分析是以财务报表资料及其他相关资料为依据, 采用一系列专门的分析技术和方法, 对企业过去有关筹资活动、投资活动、经营活动、分配活动进行分析。</p> <p>财务分析的方法主要有比较分析法、比率分析法和趋势分析法。</p>
(二) 财务预测	<p>财务预测是根据财务活动的历史资料, 考虑现实的要求和条件, 对未来的财务活动和财务成果作出科学的预计和测算。</p> <p>财务预测按预测对象分为投资预测和筹资预测; 按预测时期可分为长期预测和短期预测; 按预测值多寡分为单项预测和多项预测。</p>
(三) 财务决策	<p>财务决策是对财务方案进行比较选择, 并作出决定。财务决策的目的在于确定合理可行的财务方案。在现实中, 财务方案有投资方案, 有筹资方案, 还有包括投资和筹资的综合方案。</p>
(四) 财务计划	<p>财务计划是以货币形式协调安排计划期内投资、筹资及财务成果的文件。制定财务计划的目的是为财务管理确定具体量化的目标。</p> <p>财务计划包括长期计划和短期计划。长期计划是指 1 年以上的计划, 公司通常制定为期 5 年的长期计划, 作为实现公司战略的规划。短期计划是指一年一度的财务预算。</p>

四、财务管理的组织架构(了解)

财务管理是公司管理的重要组成部分, 财务管理职能是公司管理不可或缺的职能。为履行财务管理的职能, 中大型公司通常设置财务总监(或首席财务官、总会计师), 作为公司财务管理主管, 向公司首席执行官(或公司总经理)负责并报告工作, 分管财务会计部门。

第二节 财务管理的目标与利益相关者的要求

(1) 财务管理的基本目标	2
(2) 利益相关者的要求	1

一、财务管理基本目标

公司目标也称为公司的财务目标。在本教材的以后论述中, 我们把财务管理目标、财务目标和企业目标作为同义语使用。

关于企业目标的表达，主要有以下三种观点：

（一）利润最大化

这种观点认为：利润代表了企业新创造的财富，利润越多则说明企业的财富增加得越多，越接近企业的目标。

缺点	(1) 没有考虑利润的取得时间 (2) 没有考虑所获利润和投入资本额的关系 (3) 没有考虑所获利润和所承担风险的关系。 (4) 短期行为
-----------	--

如果假设投入资本相同、利润取得的时间相同、相关的风险相同，利润最大化是一个可以接受的理念。

【例题 2. 多选题】以利润最大化作为财务管理的目标，其缺陷是（ ）。

- A. 没有考虑利润的取得时间
- B. 没有考虑获取利润所承担的风险
- C. 计量比较困难
- D. 没有考虑所获利润和投入资本额的关系

【答案】 ABD

【解析】以利润最大化作为财务管理的目标的观点认为利润代表了企业新创造的财富，利润越多则说明企业的财富增加得越多，越接近企业的目标。这种观点的缺陷是：（1）没有考虑利润的取得时间；（2）没有考虑所获利润和投入资本额的关系；（3）没有考虑获取利润和所承担的风险之间的关系。

（二）每股盈余最大化

优点	考虑所获利润和投入资本额的关系
缺点	(1) 仍然没有考虑每股盈余取得的时间性。 (2) 依然没有考虑每股盈余的风险性。 (3) 短期行为

如果假设风险相同、时间相同，每股盈余最大化也是一个可以接受的理念

【例题 3. 多选题】每股盈余最大化作为财务管理的目标，其优点是（ ）。

- A. 考虑利润的取得时间
- B. 考虑获取利润所承担的风险
- C. 避免企业短期行为；着眼于长期利益
- D. 考虑所获利润和投入资本额的关系

【答案】D

【解析】每股盈余最大化优点考虑所获利润和投入资本额的关系。缺点是（1）仍然没有考虑每股盈余取得的时间性。（2）依然没有考虑每股盈余的风险性。（3）短期行为

（三）股东财富最大化

增加股东财富是财务管理的目标，这也是本书采纳的观点

股东财富可以用股东权益的市场价值来衡量。股东财富的增加可以用股东权益的市场价值与股东投资资本的差额来衡量，它被称为“权益的市场增加值”。权益的市场增加值是使企业为股东创造的价值。

有时财务目标被表述为股价最大化。在股东投资资本不变的情况下，股价上升可以反映股东财富的增加，股价下跌可以反映股东财富的减损。

优点	<ul style="list-style-type: none">（1）考虑所获利润和投入资本额的关系。（2）考虑利润的取得时间（3）考虑所获利润和所承担风险的关系。（4）避免企业短期行为；着眼于长期利益
----	--

假设股东投资资本不变，股价最大化与增加股东财富具有同等意义。

假设股东投资资本和债务价值不变，企业价值最大化与增加股东财富具有相同的意义

【例题 4. 多项选择题】在股东投资资本不变的情况下，下列各项中能够体现股东财富最大化这一财务管理目标的是（ ）。（2014 年）

- A. 利润最大化
- B. 每股收益最大化
- C. 每股股价最大化

D. 企业价值最大化

【参考答案】C

【答案解析】在股东投资资本不变的情况下，股价上升可以反映股东财富的增加，股价下跌可以反映股东财富的减损。股价的升降，代表了投资大众对公司股权价值的客观评价。

二、利益相关者的要求

（一）经营者的利益要求与协调（保护股东的利益）

企业是所有者即股东的企业，财务管理的目标也就是股东的目标。股东委托经营者代表他们管理企业，为实现他们的目标而努力，但经营者与股东的目标并不完全一致。

经营者的目标	<ol style="list-style-type: none"> 1. 增加报酬 2. 增加闲暇时间 3. 避免风险
经营者对股东目标的背离	<ol style="list-style-type: none"> 1. 道德风险。经营者为了自己的目标，不是尽最大努力去实现企业的目标。 2. 逆向选择。经营者为了自己的目标而背离股东的目标。
防止经营者背离股东目标的方式	<ol style="list-style-type: none"> 1. 监督。 监督可以减少经营者违背股东意愿的行为，但不能解决全部问题。 2. 激励。 激励可以减少经营者违背股东意愿的行为，但也不能解决全部问题。

监督成本、激励成本和偏离股东目标的损失之间此消彼长，相互制约。股东要权衡轻重，力求找出能使三项之和最小的解决办法，它就是最佳的解决办法。

【例题 5. 多选题】为防止经营者背离股东目标，股东可以采取的措施有（ ）。(2015 年)

- A. 对经营者实行固定年薪制
- B. 给予经营者股票期权奖励
- C. 要求经营者定期披露信息

D. 聘请注册会计师审计财务报告

【答案】BCD

【解析】协调所有者与经营者的方法有监督和激励。选项B属于激励，选项CD属于监督。

【例题5. 多选题】防止经营者背离股东目标，股东可采取的措施有()。(2015年)

- A. 对经营者实行固定年薪制 B. 要求经营者定期披露信息
C. 给予经营者股票期权奖励 D. 聘请注册会计师审计财务报告

【答案】BCD

【解析】选项C属于激励，选项BD属于监督。

【例 6·单选题】股东协调自己和经营者目标的最佳办法是()。

- A. 采取监督方式 B. 采取激励方式 C. 同时采取监督和激励方式
D. 使监督成本、激励成本和偏离股东目标的损失三者之和最小的办法

【答案】D

【解析】通常，股东同时采取监督和激励两种方式来协调自己和经营者的目标。尽管如此仍不可能使经营者完全按照股东的意愿行动，经营者仍然可能采取一些对自己有利而不符合股东最大利益的决策，并由此给股东带来一定的损失。监督成本、激励成本和偏离股东目标的损失之间此消彼长，相互制约。股东要权衡轻重，力求找出能使监督成本、激励成本和偏离股东目标的损失三者之和最小的解决办法。它就是最佳的解决办法。

(二) 债权人的利益要求与协调 (保护债权人的利益)

利益冲突	(1) 股东不经债权人的同意投资于比债权人预期风险更高的新项目； (2) 不征得债权人的同意而指使管理当局发行新债，致使旧债券的价值下降，使旧债权人蒙受损失。
协调方式	<p>债权人为了防止其利益被伤害，除了寻求立法保护，如破产对优先接管，优先于股东分配剩余财产等外，通常采取以下措施：</p> <p>第一，在借款合同中加入限制性条款，如规定的用途，规定不得发行新债或限制发行新债等。</p> <p>第二，发现公司有损害其债权意图时，拒绝进一步合作，不再提供新的借款或提前收回借款。</p>

【例题 7·多项选择题】下列各项中,可用来协调公司债权人与所有者矛盾的方法有()。

(2001 年中级改编)

- A. 规定借款用途 B. 规定借款的信用条件
C. 规定计件工资 D. 收回借款或不再借款

【答案】ABD

【解析】本题的考点是财务管理目标的协调。协调公司债权人与所有者矛盾的方法有限制性借债(即 A、B)和收回借款或不再借款(即 D)。选项 C 是协调所有者和经营者矛盾的方法。

(三) 其他利益相关者的利益要求与协调(了解)

第三节 财务管理核心概念和基本理论

(1) 财务管理的核心概念	1
(2) 财务管理的基本理论	1

一、财务管理核心概念

1、净现值	<p>财务管理的核心概念是净现值。净现值是指一个项目的预期实现的现金流流入的现值与实施该项计划的预期现金流出现值的差额。净现值为正值的项目可以为股东创造价值,净现值为负值的项目会损害股东财富。</p> <p>净现值=现金流入的现值—现金流出的现值</p>
1、现金和现金流	<p>现金是指库存现金、银行存款和其他货币资本的合称。这是财务学意义上广义的现金。狭义的现金仅指库存现金。</p> <p>现金流,又称现金流量,是指一定期间经营活动、投资活动和筹资活动产生的现金流入、现金流出和现金净流量的总称。财务管理强调现金流量,突出现金净流量,与净利润区别开来。现金净流量是一定期间(或一个项目开始至结束)现金流入和现金流出的差额,净利润是公司收益的会计计量。公司产生的现金净流量和实现的净利润在时间上往往并不一致。</p>

2、现值和折现率	<p>现值，也称折现值、内在价值，是指把未来现金流量折算为基准时点的价值。使用折现率将未来现金流量折算为现值的过程，称为“折现”。</p> <p>所谓折现率，是把未来现金流量折算为现值时所使用的一种比率。实质上，折现率是投资者要求的必要报酬率或最低报酬率。</p>
3、资本成本	<p>资本成本是指公司筹集和使用资本时所付出的代价，一般包含筹资费用和用资费用，筹资费用主要指股票、债券的发行费用，向非银行金融机构借款的手续费用等；用资费用有股利、利息等。</p>

【例题 8.多选题】下列关于财务管理的核心概念说法错误的有（ ）

- A 如果一项经营计划预期产生的未来现金超出实施该计划的初始现金支出，他就会增加股东财富。
- B 财务管理的核心概念是现值。
- C 企业通过努力提高会计利润超过了要求的利润，将会导致股东财富增加。
- D 资本成本是指公司筹集和使用资本时所付出的代价，包含筹资费用和用资费用。

【答案】ABC

【解析】如果一项经营计划预期产生的未来现金，超出实施该计划的初始现金支出，他就会增加股东财富，没有考虑货币时间价值。因此 A 不正确。财务管理的核心概念是净现值。净现值是指一个项目的预期实现的现金流入的现值与实施该项计划的预期现金流出现值的差额。因此 B 错误。有利润的年份不一定产生多余的现金流量，在财务管理中，最重视甚至唯一重视的是现金以及现金流。因此 C 错误。

二、财务管理的基本理论

现简要介绍现金流量理论、价值评估理论、风险评估理论、投资组合理论和资本结构理论。

1、现金流量理论	<p>现金流量理论是关于现金、现金流量和自由现金流量的理论，是财务管理最为基础性的理论。</p> <p>现金流量包括现金流入量、现金流出量和现金净流量。所谓自由现金流量(Free Cash Flows)是指真正剩余的、可自由支配的现金流量。</p> <p>需要指出，财务学意义上的现金流量与会计学现金流量表的现</p>
----------	--

	<p>金流量并不完全等同，主要差别在于是否包含现金等价物，会计学现金流量包含现金等价物，而财务学现金流量则不应含有现金等价物。</p>
<p>2、价值评估理论</p>	<p>价值评估理论是关于内在价值、净增加价值和价值评估模型的理论，是财务管理的一个核心理论。</p> <p>从财务学的角度，价值主要是指内在价值、净增价值。譬如，股票的价值实质上是指股票的内在价值即现值，项目的价值实质上是指项目的净增价值即净现值。内在价值、净增价值是以现金流量为基础的折现估计值，而非精确值。</p> <p>评估价值除了研究现金流量，还需要折现率。资本资产定价模型就是用于估计折现率的模型。资本资产定价模型由美国财务学家威廉·夏普（William Sharpe，诺贝尔经济学奖得主）在 20 世纪 60 年代创建。按照该模型，金融资产投资的风险分为两类：一种是可以分散投资来化解的可分散风险(非系统风险)，另一种是不能通过分散投资化解的不可分散风险（系统风险）。在有效市场中，可分散风险得不到市场的补偿，只有不可分散风险能够得到补偿。个别证券的不可分散风险可以用 β 系数来计量，β 系数是该证券与市场组合回报率的敏感程度计量。市场组合是指包含市场上全部证券的投资组合。据此，形成了资本资产定价模型。</p>
<p>3、风险评估理论</p>	<p>从财务学的角度，风险导致财务收益的不确定性。理论上，风险与收益成正比，因此，激进的投资者偏向于高风险为了获得更高利润，而稳健的投资者着重于安全性的考虑。</p> <p>在实务中，风险无时不在，无处不在。投资、筹资和经营活动都存在风险，需要进行风险评估。</p> <p>项目投资决策过程中采用敏感性分析，资本结构决策中对经营风险和财务风险的衡量均属于风险评估范畴。</p>
<p>4、投资组合理论</p>	<p>投资组合是指投资于若干种证券构成组合投资，其收益等于这些证券的加权平均收益，但其风险并不等于这些证券的加权平均风险。投资组合能降低非系统性风险。</p> <p>从资本市场的历史中，人们认识到风险和报酬存在某种关系：一是承担风险会得到回报，这种回报称为风险溢价；二是风险越高，</p>

	<p>风险溢价越大。</p> <p>马科维茨把投资组合的价格变化视为随机变量，以其均值来衡量收益，以其方差来衡量风险，揭示了投资组合风险和报酬的函数关系。因此，马科维兹的理论又称为均值一方差分析。他是第一个对“投资分散化”理念进行定量分析的经济学家，他认为通过投资分散化可以在不改变投资组合预期收益的情况下降低风险，也可以在不改变投资组合风险的情况下增加收益。</p>
<p>四、资本结构理论</p>	<p>资本结构是指公司各种长期资本的构成及比例关系。公司的长期资本包括永久的权益资本和长期的债务资本，权益资本和长期债务资本组合，形成资本结构。</p> <p>资本结构理论是关于资本结构与财务风险、资本成本以及公司价值之间关系的理论。资本结构理论主要有 MM 理论、权衡理论、代理理论和优序融资理论。</p>

【例题 9.单选题】下列有关财务管理的基本理论说法正确的有（ ）

- A 投资的期望收益率包括无风险投资收益率和可分散风险补偿率，可分散风险越大，期望的收益率越高。
- B.通过投资分散化可以在不改变投资组合预期收益的情况下降低风险，也可以在不改变投资组合风险的情况下增加收益
- C.若干种证券构成组合投资，其风险就是这些证券的加权平均风险。
- D.资本结构是指公司各种负债和所有者权益的构成及比例关系

【答案】B

【解析】投资的期望收益率=无风险投资收益率+不可分散风险补偿率，可分散风险市场不会给予补偿，A 错误。投资组合是指投资于若干种证券构成组合投资，其收益等于这些证券的加权平均收益，但其风险并不等于这些证券的加权平均风险。C 错误。资本结构是指公司各种长期资本的构成及比例关系。

第四节 金融工具与金融市场

(1) 金融工具的类型	1
(2) 金融市场的类型	2
(3) 金融市场的参与者	1
(4) 金融中介机构	1
(5) 金融市场的功能	1
(6) 资本市场效率	2

一、金融工具的类型

种类	特点
固定收益证券 (6 章)	固定收益证券是指能够提供固定或根据固定公式计算出来的现金流的证券。例如, 公司债券的发行人承诺每年向债券持有人支付固定的利息。有些债券的利率是浮动的, 但也规定有明确的计算方法。例如, 某公司债券规定按国库券利率上浮两个百分点计算并支付利息。
权益证券 (6 章)	权益证券代表特定公司所有权的份额。
衍生证券 (7 章)	衍生品的价值依赖于其他证券, 因此它既可以用来套期保值, 也可以用来投机。包括各种形式的金融期权、期货和利率互换合约。衍生证券是公司进行套期保值或者转移风险的工具。

二、金融市场的种类

分类标准	分类	特点
按交易证券期限 (利率和 风险)(功 能)不同	货币市场	短期金融工具交易的市场, 交易的证券期限不超过1年。 货币市场工具包括短期国债(在英美称为国库券)、可转让存单、商业票据、银行承兑汇票等。 短期利率多数情况下低于长期债务利率, 短期利率的波动大于长期利率。

	资本市场	资本市场是指期限在一年以上的金融资产交易市场。 资本市场的工具包括股票、公司债券、长期政府债券和银行长期贷款。 资本市场交易的证券期限长，利率和要求的报酬率较高，其风险较大。
按照证券的属性不同	债务市场	债务市场交易的对象是债务凭证。
	股权市场	股权市场交易的对象是股票。
按照所交易证券是初次发行还是已经发行	一级市场	也称发行市场或初级市场，是资金需求者将证券首次出售给公众时形成的市场。
	二级市场	是在证券发行后，各种证券在不同投资者之间买卖流通所形成的市场，也称流通市场或次级市场。
按照交易程序	场内交易市场	指各种证券的交易所。证券交易所有固定的场所，固定的交易时间和规范的交易规则。
	场外交易市场	没有固定场所，而由很多拥有证券的交易商分别进行。

【例题 17·单项选择题】下列各项中，属于货币市场工具的是（ ）。(2015 年)

- A. 优先股 B. 可转债 C. 银行长期贷款 D. 银行承兑汇票

【答案】D

【解析】货币市场工具包括短期国债（在英美称国库券）、大额可转让存单、商业票据、银行承兑汇票等，所以选项 D 正确。

【例题 10·单项选择题】按交易证券的期限的不同我们可以把金融市场划分为（ ）。

- A. 场内交易市场和场外交易市场
 B. 一级市场和二级市场
 C. 债券市场和股权市场
 D. 货币市场和资本市场

【答案】D

【解析】按交易证券的特征(期限)的不同我们可以把金融市场划分为货币市场和资本市场。

【例 11·多项选择题】下列有关资本市场表述正确的是（ ）。

- A. 资本市场是长期金融市场
- B. 其收益较高而流动性较差
- C. 资金借贷量大
- D. 交易的目的主要是满足短期资金周转的需要

【答案】ABC

【解析】选项 D 属于货币市场的特点。

三、金融市场的参与者

金融市场上资金的提供者和需求者主要是居民、企业和政府。

(一) 居民。居民，包括自然人和家庭，他们是金融市场最主要的资金提供者。

(二) 公司。公司是金融市场上最大的资金需求者。

(三) 政府。政府经常是资金需求者。政府有时也会成为资金提供者。

四、金融中介机构（了解）

包括银行和非银行金融机构两类。

五、金融市场的功能（了解）

包括：资金融通功能、风险分配功能、价格发现功能、调解经济功能、节约信息成本等

理想的金融市场需要两个条件，一是完整、准确和及时的信息，二是市场价格完全由供求关系决定而不受其他力量干预。

六、资本市场效率

一般而言，资本市场效率是指资本市场实现金融资源优化配置功能的程度。具体来说，资本市场效率包括两方面：一是资本市场以最低交易成本为资金需求者提供金融资源的能力；二是资本市场的资金需求者使用金融资源向社会提供有效产出的能力。

财务管理的基本理论都是**市场有效为假设前提**。譬如，价值评估理论、投资组合理论和资本结构理论等，在论证和建立模型时都假设市场是有效的。

（一）、有效市场效率的意义

1、有效资本市场的涵义

含义	所谓“有效资本市场”是指市场上的价格能够同步地、完全地反映全部的可用信息。在有效市场中，价格会对新的信息作出迅速、充分的反应。
外部标志	1.证券的有关信息能够充分地披露和均匀地分布,使每个投资者在同一时间内得到等量等质的信息; 2.价格能迅速地根据有关信息变动,而不是没有反应或反应迟钝。

2、资本市场有效的基础条件

资本市场有效性问题研究的关键问题之一是信息和证券价格之间的关系，即信息的变化如何引起价格的变动。它是资本市场有效的基础，或者说是资本市场有效的条件。

从上述过程中可以看出，导致市场有效的条件有三个：理性的投资人、独立的理性偏差和套利行为。三个条件只要有一个存在，市场就将是有效的。

1. 理性的投资人	假设所有投资人都是理性的，当市场发布新的信息时所有投资者都会以理性的方式调整自己对股价的估计。
2. 独立的理性偏差	市场有效性并不要求所有投资者都是理性的，总有一些非理性的人存在。如果假设乐观的投资者和悲观的投资者人数大体相同，他们的非理性行为就可以互相抵消，使得股价变动与理性预期一致，市场仍然是有效的。
3. 套利	市场有效性并不要求所有的非理性预期都会相互抵消，有时他们的人数并不相当，市场会高估或低估股价。非理性的投资人的偏差不能互相抵消时，专业投资者会理性地重新配置资产组合，进行套利交易。他们会买进被低估的股票，同时出售被高估的股票，使股价恢复理性预期。专业投资者的套利活动，能够控制业余投资者的投机，使市场保持有效。

【例题 12·多选题】根据有效市场假说，下列说法中正确的有（ ）。(2014 年)

- A. 只要所有的投资者都是理性的，市场就是有效的
- B. 只要投资者的理性偏差具有一致倾向，市场就是有效的
- C. 只要投资者的理性偏差可以互相抵消，市场就是有效的
- D. 只要有专业投资者进行套利，市场就是有效的

【答案】ACD

【解析】市场有效的条件有三个：理性的投资人、独立的理性偏差和套利行为，只要有一个条件存在，市场就是有效的；理性的投资人是假设所有的投资人都是理性的，选项 A 正确；独立的理性偏差是假设乐观的投资者和悲观的投资者人数大体相同，他们的非理性行为就可以相互抵消，选项 B 错误，选项 C 正确；专业投资者的套利活动，能够控制业余投资者的投机，使市场保持有效，选项 D 正确。

3、有效资本市场对财务管理的意义

有效资本市场理论对于公司财务管理，尤其是筹资决策，具有重要的指导意义。

- 1、管理者不能通过改变会计方法提升股票价值
- 2、管理者不能通过金融投机获利
- 3、关注自己公司的股价是有益的

在有效资本市场中，财务决策会改变企业的经营和财务状况，而企业状况会及时地被市场价格所反映。

【例题 13·多选题】在有效资本市场，管理者可以通过（ ）。(2016 年)

- A. 财务决策增加公司价值从而提升股票价格
- B. 从事利率、外汇等金融产品的投资交易获取超额利润
- C. 改变会计方法增加会计盈利从而提升股票价格
- D. 关注公司股价对公司决策的反映而获得有益信息

【答案】AD

【解析】管理者不能通过改变会计方法提升股票价值；管理者不能通过金融投机获利。在资本市场上，有许多个人投资者和金融金钩从事投机，例如从事利率、生金融产品的投机交易。

(二)、资本市场效率的程度

1、市场信息的分类

法玛将与证券价格有关的信息分为三类：(1)历史信息，指证券价格、交易量等与证券交易有关的历史信息；(2)公开信息，指公司的财务报表、附表、补充信息等公司公布的信息，以及政府和有关机构公布的影响股价的信息；(3)内部信息，指没有发布的只有内幕人知悉的信息。

2、市场有效程度的分类

法玛根据这三类信息，把资本市场分为三种有效程度：(1)弱式有效市场，指股价只反映历史信息的市场；(2)半强式有效市场，指价格不仅反映历史信息，还能反映所有的公开信息的市场；(3)强式有效市场，指价格不仅能反映历史的和公开的信息，还能反映内部信息的市场

	股价反映的信息	标志	检验方法
1.弱式有效市场	历史信息	<p>判断弱式有效的标志是有关证券的历史信息对证券的现在和未来价格变动没有任何影响。</p> <p>如果有关证券的历史信息与现在和未来的证券价格或收益无关，任何投资者都不可能通过分析这些历史信息来获取超额收益。</p>	<p>验证弱式有效的方法是考察股价是否是随机变动，不受历史价格的影响。</p> <p>1.随机游走模型：检验证券价格的变动模式，看其是否与历史价格相关。</p> <p>如果相关系数接近零，说明前后两天的股价无关，即股价是随机游走的，市场达到弱式有效。</p> <p>2.过滤检验：设计一个投资策略，将其所获收益与“简单购买/持有”策略所获收益相比较。</p> <p>如果证券价格的时间序列存在系统性的变动趋势，使用过滤规则买卖证券的收益率将超过“简单购买/持有”策略的收益率，赚取超额收益。则证券市场尚未达到弱式有效。</p>
2.半强式有效市场	历史信息、公开信息	半强式有效市场的主要特征，是	检验半强式有效市场的方法主要是“事件研究”和“共同基金表现研究”。

		<p>现有股票市价能充分反映所有公开可得的信息。</p> <p>对于投资人来说，在半强式有效的市场中不能通过对公开信息的分析获得超额利润。公开信息已反映于股票价格，所以基本分析是无用的。</p>	<p>1. 事件研究</p> <p>研究证券市场半强式有效的基本思想是比较事件发生前后的投资收益率，看特定事件的信息能否被价格迅速吸收。</p> <p>通过对异常事件与超常收益率数据的统计分析，如果超常收益率只与当天披露的事件相关，则市场属于半强式有效。</p> <p>2. 共同基金表现研究</p> <p>如果市场半强式有效，技术分析、基本分析和各种估价模型都是无效的，各种共同基金就不能取得超额收益。</p>
3. 强式有效市场	历史信息、公开信息、内部信息	<p>强式有效市场的特征是无无论可用信息是否公开，价格都可以完全地、同步地反映所有信息。由于市价能充分反映所有公开和私下的信息，对于投资人来说，不能从公开和非公开的信息分析中获得超额利润，所以内幕消息无用。</p>	<p>研究证券市场的强式有效问题，首先要明确“内幕者”。所谓的“内幕者”一般定义为董事会成员、大股东、企业高层经理和有能接触内部信息的人士。对强式有效资本市场的检验，主要考察“内幕者”参与交易时能否获得超常盈利。</p>

【例题 14·多选题】下列有关于市场有效程度的说法中，正确的是（ ）。

- A. 判断弱式有效的标志是有关证券的历史资料对证券的现在和未来价格变动没有任何影响
- B. 在半强式有效的市场中各种共同基金不能取得超额收益
- C. 验证弱式有效的方法包括随机游走模型和事件研究
- D. 对强式有效资本市场的检验，主要考察“内幕者”参与交易时能否获得超常盈利

【答案】ABD

【解析】验证弱式有效的方法包括随机游走模型和过滤检验，检验半强式有效市场的方法主要是“事件研究”和“共同基金表现研究”。因此 C 错误。选择 ABD

本章总结：

- (1) 三个财务目标特点；
- (2) 利益相关者的冲突及协调办法；
- (3) 财务管理的核心概念和基本理论
- (4) 金融市场的类型
- (5) 资本市场效率

第二章 财务报表分析

本章考情分析

财务报表分析是一个比较重要的基础章节；题型包括单选、多选、计算，要求考生应全面理解、掌握。

年度 题型	2013 年	2014 年 试卷一	2014 年 试卷二	2015 年	2016 年
单选	1 题 1 分	1 题 1.5 分	1 题 1.5 分	1 题 1.5 分	1 题 1.5 分
多选		2 题 4 分	2 题 4 分	1 题 2 分	1 题 2 分
计算	1 题 8 分		1 题 8 分	1 题 8 分	1 题 8 分
综合		2/5 题 6 分			
合计	9 分	11.5 分	13.5 分	11.5 分	11.5 分

第一节 财务报表分析的目的与方法

(1) 财务报表分析的目的	1
(2) 财务报表分析的方法	1
(3) 财务报表分析的局限性	1

一、财务报表分析的目的(了解)

二、财务报表分析的方法

1、比较分析法

- (1) 与本公司的历史比，也称趋势分析
- (2) 与同类公司比，也称横向比较
- (3) 与计划预算比，也称预算差异分析

2、因素分析法(必须掌握) (详见杜邦分析)

三、财务报表分析的局限性

1.财务报表本身的局限性:

财务报表存在以下三方面的局限性：（1）财务报告没有披露公司的全部信息，管理层拥有更多的信息，得到披露的只是其中的一部分；（2）已经披露的财务信息存在会计估计误差不一定是真实情况的准确计量；（3）管理层的各项会计政策选择，使财务报表会扭曲公司的实际情况。

2.财务报表的可靠性问题;

3.比较基础问题。

第二节 财务比率分析

(1) 短期偿债能力比率	2
(2) 长期偿债能力比率	2
(3) 营运能力比率	2
(4) 盈利能力比率	2
(5) 市价比率	2
(6) 杜邦分析体系	2

表 2-2
资产负债表

编制单位：ABC 公司

20X1 年 12 月 31 日

单位：万元

资产	年末 余额	年初 余额	负债及股东权益	年末 余额	年初 余额
流动资产：			流动负债：		
货币资金	44	25	短期借款	60	45
以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产	6	12	以公允价值计量且变动计入当期损益的金融负债	28	10
应收票据	14	11	应付票据	5	4
应收账款	398	199	应付账款	100	109
预付账款	22	4	预收账款	10	4
应收利息	0	0	应付职工薪酬	2	1
应收股利	0	0	应交税费	5	4
其他应收款	12	22	应付利息	12	16
存货	119	326	应付股利	0	0
一年内到期的非流动资产	77	11	其他应付款	25	22
其他流动资产	8	0	预计负债	2	4
流动资产合计	700	610	一年内到期的非流动负债	0	0
			其他流动负债	53	5
			流动负债合计	300	220
非流动资产：			非流动负债：		
可供出售金融资产	0	45	长期借款	450	245
持有至到期投资	0	0	应付债券	240	260
长期应收款	0	0	长期应付款	50	60
长期股权投资	30	0	专项应付款	0	0
固定资产	1238	955	预计负债	0	0

在建工程	18	35	递延所得税负债	0	0
固定资产清理	0	12	其他非流动负债	0	15
无形资产	6	8	非流动负债合计	740	580
开发支出	0	0	负债合计	1 040	800
商誉	0	0	股东权益：		
长期待摊费用	5	15	股本	100	100
递延所得税资产	0	0	资本公积	10	10
其他非流动资产	3	0	减：库存股	0	0
非流动资产合计	1300	1070	盈余公积	60	40
			未分配利润	790	730
			股东权益合计	960	880
资产总计	2 000	1 680	负债及股东权益总计	2 000	1 680

表 2 -3
利润表

编制单位：ABC 公司

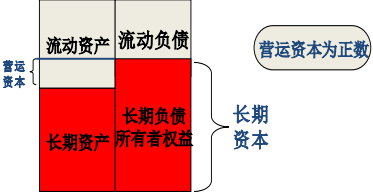
20X1 年度

单位：万元

项 目	本年金额	上年金额
一、营业收入	3 000	2 850
减：营业成本	2 644	2 503
营业税金及附加	28	28
销售费用	22	20
管理费用	46	40
财务费用	110	96
资产减值损失	0	0
加：公允价值变动收益	0	0
投资收益	6	0
二、营业利润	156	163
加：营业外收入	45	72
减：营业外支出	1	0

三、利润总额	200	235
减：所得税费用	64	75
四、净利润	136	160

一、短期偿债能力分析

财务指标	公式	解析
营运资本	$\begin{aligned} \text{营运资本} &= \text{流动资产} - \text{流动负债} \\ &= \text{长期资本} - \text{长期资产} \end{aligned}$ 	<p>营运资本越多，流动负债的偿还越有保障，短期偿债能力越强。</p> <p>营运资本是绝对数，不便于不同规模企业之间的比较。</p>
流动比率	$\text{流动比率} = \frac{\text{流动资产}}{\text{流动负债}} \times 100\%$	<p>含义：一元的流动负债有多少元的流动资产保障</p> <p>特点：一般情况下，流动比率越高，说明企业短期偿债能力越强。但流动比率过高，表明企业流动资产占用较多，会影响资金的使用效率和企业的筹资成本，进而影响获利能力。</p> <p>影响流动比率可信性的重要因素是应收账款和存货的变现能力。</p>
速动比率	$\text{速动比率} = \frac{\text{速动资产}}{\text{流动负债}} \times 100\%$	<p>含义：一元的流动负债有多少元的速冻资产保障</p> <p>特点：一般情况下，速动比</p>

	其中： 速动资产=流动资产-非速冻资产 非速冻资产=预付款项+存货+ 一年内到期的非流动资产+其他流动资产。	率越高，表明企业偿还流动负债的能力越强。 影响速动比率可信性的重要因素是应收账款的变现能力。
现金比率	现金比率=(货币资金+交易性金融资产)/流动负债×100%	含义：一元的流动负债有多少元的现金保障 特点：一般情况下，现金比率越高，表明企业偿还流动负债的能力越强。
现金流量比率	现金流量比率=经营活动现金流量净额/流动负债×100%	含义：现金流量比率表明每 1 元流动负债有多少元的的经营现金流量保障程度。 一般来讲，该比率中的流动负债采用期末数而非平均数，因为实际需要偿还的是期末金额，而非平均金额。 特点：一般情况下，该比率越高，偿债能力越强。

【例题1·多选题】下列哪些状态会显示企业短期偿债能力较弱，财务状况不稳定。（ ）

- A 非流动资产超过长期资本
- B 流动资产超过流动负债
- C 营运资本为负数
- D 流动负债超过流动资产

【答案】ACD

【解析】营运资本=长期资本-长期资产，所以长期资产如果超过长期资本，则营运资本为负数，表明长期资本小于长期资产，有部分长期资产由流动负债提供资金来源。由于流动负债在 1 年内需要偿还，而长期资产在 1 年内不能变现，偿债所需现金不足，必须设法另外筹资，则财务状况不稳定。

2. 影响短期偿债能力的其他因素（表外因素）

增强短期偿债能力	(1) 可动用的银行贷款指标 (2) 准备很快变现的非流动资产 (3) 偿债能力的声誉
降低短期偿债能力	(1) 与担保有关的或有负债，如果它的数额较大并且可能发生，就应在评价偿债能力时给予关注； (2) 经营租赁合同中承诺的付款，很可能是需要偿付的义务。

【例题 2·多选题】下列会增强企业短期偿债能力但在报表上不会反映的是（ ）

- A 与担保有关的或有负债
- B 准备很快变现的房产
- C 企业预收的货款
- D 和银行签定的周转信贷协议

【答案】BD

【解析】选项 C 属于表内因素，选项 A 属于降低短期偿债能力的因素。

二、长期偿债能力分析

财务指标	计算公式	注意的问题
资产负债率	$\text{资产负债率} = \frac{\text{负债总额}}{\text{资产总额}} \times 100\%$	<p>含义：一元的资产承担着多少元的偿债压力。</p> <p>特点：一般情况下，资产负债率越小，表明企业长期偿债能力越强。</p>
产权比率和权益乘数	$\text{产权比率} = \frac{\text{负债总额}}{\text{所有者权益总额}} \times 100\%$ $\text{权益乘数} = \frac{\text{资产总额}}{\text{股东权益}} = 1 + \text{产权比率} = \frac{1}{1 - \text{资产负债率}}$	<p>含义：一元的所有者权益承担着多少元的偿债压力。</p> <p>特点：一般情况下，产权比率和权益乘数越小，表明企业长期偿债能力越强。</p>

长期资本负债率	$\text{长期资本负债率} = \frac{\text{非流动负债}}{(\text{非流动负债} + \text{股东权益})} \times 100\%$	含义：一元的长期资本承担着多少元的偿债压力。 特点：一般情况下，长期资本负债率越小，表明企业长期偿债能力越强。
利息保障倍数 ■	$\text{利息保障倍数} = \frac{\text{息税前利润}}{\text{利息费用}}$ <p>其中：$\text{息税前利润总额} = \text{利润总额} + \text{利息费用}$</p> $= \text{净利润} + \text{所得税} + \text{利息费用}$ <p>分母中的利息费用包括计入利润表中的利息费用和资本化利息</p> <p>分子中的利息费用仅指费用化利息</p>	含义：一元的利息费用有多少元的息税前利润保障 特点：一般情况下，已获利息倍数越高，企业长期偿债能力越强。从长期来看该指标至少应大于 1。
现金流量利息保障倍数	$\text{现金流量利息保障倍数} = \frac{\text{经营现金净流量}}{\text{利息费用}}$	含义：一元的利息费用有多少元的经营现金流量保障 特点：一般情况下，现金流量利息保障倍数越高，企业长期偿债能力越强。

【例题 3·多选题】权益乘数的高低取决于企业的资金结构，权益乘数越高（ ）

- A 资产负债率越高
- B 财务风险越大
- C 财务杠杆作用度越大
- D 产权比率越低

【答案】ABC

【解析】权益乘数 = $1 / (1 - \text{资产负债率}) = 1 + \text{产权比率}$ ，所以权益乘数、资产负债率及产权比率是同向变动，且指标越高，财务风险越大，财务杠杆作用度越大。

【例题 4·多选题】已知甲公司 XX 年末负债总额为 200 万元，资产总额为 500 万元，流动资产为 240 万元，流动负债为 160 万元，利息费用为 20 万元，净利润为 100 万元，所得税为 30 万元，则该公司（ ）。

- A. 资产负债率为 40%
- B. 产权比率为 2/3
- C. 利息保障倍数为 7.5
- D. 长期资本负债率为 20%

【答案】ABC

【解析】资产负债率=200/500×100%=40%，产权比率=200/(500-200)=2/3，利息保障倍数=(100+30+20)/20=7.5，长期资本负债率=(200-160)/(500-160)=11.76%。

2. 影响长期偿债能力的其他因素（表外因素）

（1）长期租赁：当企业的经营租赁量比较大、期限比较长或具有经常性时，就形成了一种长期性筹资

（2）债务担保：在分析企业长期偿债能力时，应根据有关资料判断担保责任带来的潜在长期负债问题。

（3）未决诉讼：未决诉讼一旦判决失败，便会影响企业的偿债能力，因此在评价企业长期偿债能力时要考虑其潜在影响。

【例题 5·多选题】影响企业长期偿债能力的资产负债表以外的因素有（ ）

- A 为他人提供的经济担保
- B 未决诉讼案件
- C 售出产品可能发生的质量事故赔偿
- D 融资租赁方式租入固定资产

【答案】ABC

【解析】D 是表内因素，已经计入长期应付款了。

小结：短期偿债能力是正指标，长期偿债能力大部分是反指标，也有正指标。

债权人：偿债能力越强，越好

经营者和股东：偿债能力越强，不一定越好

三、营运能力分析

XX 资产周转率（次数）=营业收入 ÷ XX 资产

XX 资产周转期（天数）=365 ÷ XX 资产周转率

XX 资产与收入比=XX 资产 ÷ 销售收入

指标	公式
应收账款周转率	应收账款周转次数=营业收入 ÷ 应收账款
	应收账款周转天数=365 ÷ (营业收入/应收账款)
	应收账款与收入比=应收账款 ÷ 营业收入
存货周转率	存货周转次数=销售收入（成本） ÷ 存货
	存货周转天数=365 ÷ (营业收入（成本） ÷ 存货)
	存货与收入（成本）比=存货 ÷ 营业收入（成本）
流动资产周转率	流动资产周转次数=营业收入 ÷ 流动资产
	流动资产周转天数=365 ÷ (营业收入 ÷ 流动资产) =365 ÷ 流动资产周转次数
	流动资产与收入比=流动资产 ÷ 营业收入
营运资本周转率	营运资本周转次数=营业收入 ÷ 营运资本
	营运资本周转天数=365 ÷ (营业收入 ÷ 营运资本) =365 ÷ 营运资本周转次数
	营运资本与收入比=营运资本 ÷ 营业收入
非流动资产周转率	非流动资产周转次数=营业收入 ÷ 非流动资产
	非流动资产周转天数=365 ÷ (营业收入 ÷ 非流动资产) =365 ÷ 非流动资产周转次数
	非流动资产与收入比=非流动资产 ÷ 营业收入
总资产周转率	总资产周转次数=营业收入 ÷ 总资产
	总资产周转天数=365 ÷ (营业收入/总资产) =365 ÷ 总资产周转次数
	资产与收入比=总资产 ÷ 营业收入

(一) 应收账款周转率应注意的问题

在计算和使用应收账款周转率时应注意以下问题:

1. 营业收入的赊销比例问题。从理论上说应收账款是赊销引起的,其对应的流量是赊销额,而非全部营业收入。因此,计算时应使用赊销额取代营业收入。但是,外部分析人无法取得赊销的数据,只好直接使用销售收入计算。实际上相当于假设现金销售是收现时间等于零的应收账款。

2. 应收账款年末余额的可靠性问题。最好使用多个时点的平均数,

3. 应收账款的减值准备问题。统一财务报表上列示的应收账款是已经提取减值准备后的净额,而营业收入并没有相应减少。其结果是,提取的减值准备越多,应收账款周转天数越少。这种周转天数的减少不是好的业绩,反而说明应收账款管理欠佳。如果减值准备的数额较大,就应进行调整,使用未提取坏账准备的应收账款计算周转天数。报表附注中应披露应收账款减值的信息,可作为调整的依据。

4. 应收票据是否计入应收账款周转率。大部分应收票据是销售形成的。只不过是应收账款的另一种形式,应将其纳入应收账款周转天数的计算,称为“应收账款及应收票据周转天数”。

5. 应收账款周转天数是否越少越好。应收账款是赊销引起的,如果赊销有可能比现金销售更有利,周转天数就不会越少越好。

6. 应收账款分析应与销售额分析、现金分析联系起来。

【例题 6·单项选择题】某公司 2004 年度销售净额为 6000 万元。年初应收账款余额为 300 万元,年末应收账款余额为 500 万元,坏账准备按应收账款余额 10%提取。每年按 360 天计算,则该公司应收账款周转天数为()天。

A. 15 B. 17 C. 22 D. 24

【答案】D

【解析】应收账款周转率=6000÷[(300+500)÷2]=15(次),应收账款周转天数=360/15=24(天)。

(二) 存货周转率应注意的问题

1. 计算存货周转率时,使用“营业收入”还是“营业成本”作为周转额,要看分析的目的。在分解总资产周转率时,应统一使用“营业收入”计算周转率。如果是为了评估存货管理的业绩,应当使用“营业成本”计算存货周转率。考虑评估资产变现能力,采用营业收入。

2. 存货周转天数不是越短越好。存货过多会浪费资金,存货过少不能满足流转需要,在特定的生产经营条件下存在一个最佳的存货水平(经济订货批量),所以存货不是越少越好。

3. 应注意应付款项、存货和应收账款（或销售）之间的关系。

4. 应关注构成存货的产成品、自制半成品、原材料、在产品和低值易耗品之间的比例关系。

【例题 7·单项选择题】甲公司是一家电器销售企业，每年 6~10 月是销售旺季，管理层拟用存货周转率评价全年存货管理业绩，适合使用的公式是（ ）。（2015 年）

A. 存货周转率 = $\frac{\text{销售收入}}{(\text{年初存货} + \text{年末存货}) / 2}$

B. 存货周转率 = $\frac{\text{销售收入}}{\sum \text{各月末存货} / 12}$

C. 存货周转率 = $\frac{\text{销售成本}}{(\text{年初存货} + \text{年末存货}) / 2}$

D. 存货周转率 = $\frac{\text{销售成本}}{\sum \text{各月末存货} / 12}$

【答案】D

【解析】在分解总资产周转率时，应统一使用“营业收入”计算周转率。如果是为了评估存货管理的业绩，应当使用“营业成本”计算存货周转率。考虑评估资产变现能力，采用营业收入。

（三）资产周转率的驱动因素：各项资产

总资产周转天数 = \sum 各项资产周转天数

总资产与营业收入比 = \sum 各项资产与营业收入比

【例题 8·单项选择题】某企业 2009 年的总资产周转次数为 2 次，非流动资产周转次数为 3 次，若一年有 360 天，则流动资产周转天数为（ ）。

A. 360 B. 180 C. 120 D. 60

【答案】D

【解析】总资产周转天数 = $360 / 2 = 180$ 天

非流动资产周转天数 = $360 / 3 = 120$ 天

流动资产周转天数 = $180 - 120 = 60$ 天

四、盈利能力分析

财务指标	计算公式	注意的问题
营业净利率	营业净利率=净利润÷营业收入	含义：营业净利率简称“净利率”反应一元营业收入创造的净利润。 特点：指标越大，盈利能力越强
权益净利率	权益净利率=净利润 / 股东权益	含义：反应一元股东权益创造的净利润。 特点：一般认为，净资产收益率越高，企业自有资本获取收益的能力越强，运营效益越好，对企业投资人和债权人的权益保证程度越高。
资产净利率	资产净利率=净利润/资产	含义：反应一元资产创造的净利润。 特点：指标越大，盈利能力越强

小结：

- (1) 母子率（AB 率）。B/A 比如资产负债率，资产为分母，负债为分子。
- (2) 子比率。比如流动比率，分子是流动资产；速动比率，分子是速动资产。
- (3) 分子分母比率（AB 比率）。A/B 流动资产与收入的比，流动资产分子，收入分母

五、市价比率
（一）市盈率

它反映普通股股东愿意为每 1 元净利润支付的价格

市盈率=每股市价÷每股收益

每股收益=普通股股东净利润÷流通在外普通股加权平均股数

【例题 9·单选题】甲公司上年净利润为 250 万元，流通在外的普通股的加权平均股数为 100 万股，优先股为 50 万股，优先股股息为每股 1 元。如果上年末普通股的每股市价为 30 元，甲公司的市盈率为()。（2012 年）

A.12

B.15

C.18

D.22.5

【答案】B

【解析】每股收益=普通股股东净利润/流通在外普通股加权平均数=(250-50)/100=2(元),
市盈率=每股市价/每股收益=30/2=15。

(二) 市净率

市净率也称**市帐率**，反映普通股股东愿意为每 1 元净资产支付的价格。

市净率=每股市价÷每股净资产

每股净资产=普通股股东权益÷流通在外普通股

既有优先股又有普通股的公司，通常只为普通股计算净资产，在这种情况下，普通股每股净资产的计算如下：

$$\text{每股净资产} = \frac{\text{股东权益总额} - \text{优先股权益 (优先股清算价值和拖欠的股利)}}{\text{流通在外普通股}}$$

(三) 市销率

市销率也称为收入乘数，是指普通股每股市价与每股营业收入的比率，它反映普通股股东愿意为每 1 元营业收入支付的价格。其计算公式如下：

市销率=每股市价÷每股营业收入

每股营业收入=营业收入÷流通在外普通股加权平均股数

【例题 10·单选题】已知某公司 2009 年每股收益为 2 元，销售净利率为 10%，市盈率为 20 倍。则该公司的收入乘数为（ ）。

A. 1.5

B. 2

C. 3

D. 4

【答案】B

【解析】每股市价=每股收益×市盈率=2×20=40 元；每股收入=2/10%=20 元，收入乘数=40/20=2。

六、杜邦分析体系

(一) 杜邦分析体系核心指标

权益净利率=资产净利率×权益乘数

=营业净利率×总资产周转率×权益乘数

(1) 连环替代法	设 $F=A \times B \times C$ 基数（计划、上年、同行业先进水平） $F_0=A_0 \times B_0 \times C_0$, 报告期（实际、下年） $F_1=A_1 \times B_1 \times C_1$ 基数： $F_0=A_0 \times B_0 \times C_0$ (1) 置换 A 因素： $A_1 \times B_0 \times C_0$ (2) 置换 B 因素： $A_1 \times B_1 \times C_0$ (3) 置换 C 因素： $A_1 \times B_1 \times C_1$ (4) (2) - (1) 即为 A 因素变动对 F 指标的影响 (3) - (2) 即为 B 因素变动对 F 指标的影响 (4) - (3) 即为 C 因素变动对 F 指标的影响
(2) 差额分析法(只适用于连乘)	A 因素变动对 F 指标的影响： $(A_1-A_0) \times B_0 \times C_0$ B 因素变动对 F 指标的影响： $A_1 \times (B_1-B_0) \times C_0$ C 因素变动对 F 指标的影响： $A_1 \times B_1 \times (C_1-C_0)$

【例题 11·计算题】G 公司是一家商业企业，主要从事商品批发业务，该公司 2002 年和 2003 年的财务报表数据如下：（单位：万元）

利润表		
项目	2002 年	2003 年
一、营业收入	1000.00	1060.00
减：营业成本	688.57	702.10
营业和管理费用（不含折旧摊销）	200.00	210.00
折旧	50.00	52.00
长期资产摊销	10.00	10.00
财务费用	20.00	29.00
加：投资收益	40.00	0.00
营业外收入（处置固定资产净收益）	0.00	34.00
减：营业外支出	0.00	0.00
四、利润总额	71.43	90.90

减：所得税（30%）	21.43	27.27
五、净利润	50.00	63.63
加：年初未分配利润	90.00	115.00
六、可供分配的利润	140.00	178.63
应付普通股股利	25.00	31.83
七、未分配利润	115.00	146.81

资产负债表

项目	2001 年	2002 年	2003 年
货币资金	13.00	26.00	29.00
公允价值计量且变动 计入当期损益的金融资产	0.00	30.00	0.00
应收账款	100.00	143.00	159.00
其他应收款	121.00	113.00	76.00
存货	200.00	220.00	330.00
流动资产合计	434.00	532.00	594.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00
固定资产原值	1020.00	701.00	1570.64
累计折旧	23.00	73.00	125.00
固定资产净值	997.00	628.00	1445.64
其他长期资产	100.00	90.00	80.00
长期资产合计	1097.00	718.00	1525.64
资产总计	1531.00	1250.00	2119.64
短期借款	0.00	64.00	108.00
应付账款	65.00	87.00	114.00
其他应付款	68.00	189.00	248.00
流动负债合计	133.00	340.00	470.00
长期借款	808.00	285.25	942.73

负债合计	941.00	625.25	1412.73
股本	500.00	509.75	560.10
未分配利润	90.00	115.00	146.81
股东权益合计	590.00	624.75	706.91
负债及股东权益总计	1531.00	1250.00	2119.64

要求:

(1) 计算 2002 年和 2003 年的权益净利率、资产净利率、权益乘数、总资产周转率和销售净利率（资产、负债和所有者按年末数计算）

(2) 根据杜邦分析原理依次分析销售净利率、资产周转率和权益乘数变化对权益净利率影响。（真题改编）

答案（1）

	2002 年	2003 年
权益净利率=净利润/权益	50/624.75=8%	63.63/706.91=9%
资产净利率=净利润/资产	50/1250=4%	63.63/2119.64=3%
权益乘数=资产/权益	1250/624.75=2	2119.64/706.91=3
总资产周转率=销售收入/资产	1000/1250=0.8	1060/2119.64=0.5
销售净利率=净利润/销售收入	50/1000=5%	63.63/1060=6%

(2)方法 1、连环替代法

$$2002 \text{ 年 权益净利率} = 5\% \times 0.8 \times 2 = 8\%$$

$$\text{一次替代 (销售净利率)} = 6\% \times 0.8 \times 2 = 9.6\%$$

$$\text{二次替代 (资产周转率)} = 6\% \times 0.5 \times 2 = 6\%$$

$$\text{三次替代 (权益乘数)} = 6\% \times 0.5 \times 3 = 9\%$$

$$\text{销售净利率变动对权益净利率的影响} = 9.6\% - 8\% = 1.6\%$$

$$\text{资产周转率变动对权益净利率的影响} = 6\% - 9.6\% = -3.6\%$$

$$\text{权益乘数变动对权益净利率的影响} = 9\% - 6\% = 3\%$$

$$\text{三因素变动对权益净利率影响} = 1.6\% - 3.6\% + 3\% = 1\%$$

方法 2 差额分析法

销售净利率变动对权益净利率的影响 = $(6\% - 5\%) \times 0.8 \times 2 = 1.6\%$

资产周转率变动对权益净利率的影响 = $6\% \times (0.5 - 0.8) \times 2 = -3.6\%$

权益乘数变动对权益净利率的影响 = $6\% \times 0.5 \times (3 - 2) = 3\%$

三因素变动对权益净利率影响 = $1.6\% - 3.6\% + 3\% = 1\%$

(二) 杜邦分析体系的局限性

- (1) 计算总资产净利率的“总资产”与“净利润”不匹配;
- (2) 没有区分经营活动损益和金融活动损益;
- (3) 没有区分有息负债与无息负债。

(三) 管理用财务报表分析

1、管理用资产负债表

针对杜邦分析体系的局限性，人们对上述财务报表进行了探索，试图建立新的管理用财务报表结构。对此，简要介绍其主要概念及其关系如下：

活动	经营活动	经营活动是指销售商品或提供劳务等营业活动以及与此有关的生产性 资产投资活动
	金融活动	金融活动是指筹资活动以及多余资本的利用。
资产	经营资产	经营资产是指销售商品或提供劳务所涉及的资产
	金融资产	金融资产是利用经营活动多余资本进行投资所涉及的资产。
负债	经营负债	经营负债是指销售商品或提供劳务所涉及的负债
	金融负债	金融负债是筹资活动所涉及的负债

资产 = 经营资产 + 金融资产

= (经营性流动资产 + 经营性长期资产) + (短期金融资产 + 长期金融资产)

负债 = 经营负债 + 金融负债

= (经营性流动负债 + 经营性长期负债) + (短期金融负债 + 长期金融负债)

资产 = 负债 + 所有者权益

经营资产 + 金融资产 = 经营负债 + 金融负债 + 所有者权益

经营资产—经营负债=金融负债—金融资产+所有者权益

净经营资产=经营资产—经营负债

净（金融）负债=金融负债—金融资产

净经营资产=净（金融）负债+所有者权益=净投资资本

净经营资产=经营资产—经营负债

=（经营性流动资产+经营性长期资产）-（经营性流动负债+经营性长期负债）

=（经营性流动资产-经营性流动负债）+（经营性长期资产—经营性长期负债）

=经营营运资本+净经营性长期资产

净金融负债=金融负债-金融资产=净负债

管理用资产负债表	
净经营资产	净负债及所有者权益
经营性流动资产	金融负债
减：经营性流动负债	减：金融资产
净经营性营运资本	净负债
经营性长期资产	股东权益
减：经营性长期负债	
净经营性长期资产	
净经营资产	净负债及股东权益

2、管理用利润表

与资产负债表区分为经营资产和金融资产相对应，利润表的净利润亦可区分为经营损益和金融损益：金融损益是指金融负债利息与金融资产收益的差额，即扣除利息收入、金融资产公允价值变动收益等以后的利息费用。由于存在所得税，应计算该利息费用的税后结果（即税后利息费用）也称为净金融损益。经营损益是指除金融损益以外的当期损益。

由此形成下列关系表达式：

净利润= 经营损益+ 金融损益

= 税后经营净利润- 税后利息费用

= 税前经营利润 X（1 - 所得税税率） - 利息费用 X（1 - 所得税税率）

管理用利润表

编制单位：ABC 公司

201X 年度

单位：万元

项 目	本年金额	上年金额
经营损益		
一、营业收入	3 000	2 850
减：营业成本	2 644	2 503
二、毛利	356	347
减：营业税金及附加	28	28
销售费用	22	20
管理费用	46	40
减：资产减值损失	0	0
三、税前营业利润	266	259
加：营业外收入	45	72
减：营业外支出	1	0
四、税前经营利润	304.00	331.00
减：经营利润抵税	97.28	105.62
五、税后经营利润	206.72	225.38
金融损益		
六、利息费用	104	96
利息费用抵税	33.28	30.63
七、税后利息费用	70.72	65.37
利润合计：		
税前利润合计	200	235
所得税费用合计	64	75
八、净利润合计	136	160
备注：平均所得税税率	32.00%	31.91%

3. 管理用现金流量表

与上述区分相匹配，用现金流量表亦可区分为经营现金流量和金融现金流量：经营现金流量是指企业因销售商品或提供劳务等营业活动以及与此有关的生产性资产投资活动产生的现金流量；金融活动现金流量是指企业因筹资活动和金融市场投资活动而产生的现金流量。

经营现金流量，代表了企业经营活动的全部成果；是“企业生产的现金”，因此又称为实体经营现金流量，简称实体现金流量。

营业现金毛流量= 税后经营净利润+ 折旧与摊销

营业现金毛流量，也经常简称为“营业现金流量”。

营业现金净流量= 营业现金毛流量- 经营营运资本净增加

实体现金流量= 营业现金净流量- 资本支出

其中：资本支出= 净经营长期资产增加+ 折旧与摊销

$$\begin{aligned} \text{实体现金流量} &= \text{税后经营净利润} + \text{折旧与摊销} - \text{经营营运资本增加} - \text{资本支出} \\ &= \text{税后经营净利润} - (\text{经营营运资本增加} + \text{净经营长期资产增加}) \\ &= \text{税后经营净利润} - \text{净经营资产增加} \end{aligned}$$

实体现金流量= 债务现金流量+ 股权现金流量= 融资现金流量

4. 管理用财务报表体系

净资产收益率= 净经营资产净利率+ (净经营资产净利率- 税后利息率) × 净财务杠杆

权益净利率= 经营资产净利率+ 杠杆贡献率

杠杆贡献率= 经营差异率 × 净财务杠杆

经营差异率= 净经营资产净利率- 税后利息率

净财务杠杆= 净负债/ 股东权益

$$\begin{aligned} \text{净经营资产净利率} &= \text{税后经营净利润} / \text{净经营资产} \\ &= \text{税后经营净利率} \times \text{净经营资产周转率} \\ &= \frac{\text{税后经营净利润} \times \text{收入}}{\text{收入} \times \text{净经营资产}} \end{aligned}$$

【例题 12·多项选择题】假设其他因素不变，在净经营资产净利率大于税后利息率的情况下，下列变动中不利于提高杠杆贡献率的是()。(2012 年)

- A. 提高税后经营净利率
- B. 提高净经营资产周转次数
- C. 提高税后利息率

D.提高净财务杠杆

【答案】C

【解析】杠杆贡献率=(净经营资产净利率-税后利息率)×净财务杠杆=(税后经营净利率×净经营资产周转次数-税后利息率)×净财务杠杆，可以看出，提高税后经营净利率、提高净经营资产周转次数和提高净财务杠杆都有利于提高杠杆贡献率，而提高税后利息率会使得杠杆贡献率下降。

【例题 13·计算题】(1) A 公司 2006 年管理用财务报表相关数据如下：金融资产=15 万元，金融负债 215 万元，经营资产 500 万元，经营负债 100 万元，利息费用 22.86 万元
利润总额 57.14 万元，平均所得税率 30%

(2) A 公司 2005 年的相关指标如下表。表中各项指标是根据当年资产负债表中有项目的期末数与利润表中有关项目的当期数计算的。

指 标	2005 年实际值
净经营资产利润率	17%
税后利息率	9%
净财务杠杆	50%
杠杆贡献率	4%
净资产收益率	21%

要求：

- (1) 计算 2006 年的净经营资产、净金融负债和税后经营利润。
- (2) 计算 2006 年的净经营资产利润率、税后利息率、净财务杠杆、杠杆贡献率和净资产收益率；
- (3) 对 2006 年净资产收益率较上年变动的差异进行因素分解，依次计算净经营资产利润率、税后利息率和净财务杠杆的变动对 2006 年净资产收益率变动的的影响。
- (4) 如果企业 2007 年要实现净资产收益率为 21% 的目标，在不改变税后利息率和净财务杠杆的情况下，净经营资产利润率应该达到什么水平？

备注：按要求 (1)、(2) 计算各项指标时，均以 2006 年资产负债表中有项目的期末数与利润表中有关项目的当期数为依据。(2007 年)

【答案】

(1) 计算 2006 年的净经营资产、净金融负债和税后经营利润。

$$\begin{aligned} \text{净经营资产} &= \text{经营资产} - \text{经营负债} \\ &= 500 - 100 = 400 \text{ (万元)} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{净金融负债} &= \text{金融负债} - \text{金融资产} \\ &= 215 - 15 = 200 \text{ (万元)} \end{aligned}$$

$$\text{税后经营利润} = \text{税前经营利润} \times (1 - \text{平均所得税率})$$

$$= (\text{利润总额} + \text{利息费用}) \times (1 - \text{平均所得税率})$$

$$2006 \text{ 年税后经营利润} = (57.14 + 22.86) \times (1 - 30\%)$$

$$= 80 \times (1 - 30\%) = 56 \text{ (万元)}$$

(2) 计算 2006 年的净经营资产利润率、税后利息率、净财务杠杆、杠杆贡献率和净资产收益率。

指标计算表

指标	指标计算过程
净经营资产利润率	$(56 \div 400) \times 100\% = 14\%$
税后利息率	$[22.86 \times (1 - 30\%) \div 200] \times 100\% = 8\%$
净财务杠杆	$(200 \div 200) \times 100\% = 100\%$
杠杆贡献率	$(14\% - 8\%) \times 100\% = 6\%$
净资产收益率	$(40 \div 200) \times 100\% = 20\%$

(3) 对 2006 年净资产收益率较上年变动的差异进行因素分解，依次计算净经营资产利润率、税后利息率和净财务杠杆的变动对 2006 年净资产收益率变动的的影响。

$$2006 \text{ 年净资产收益率} - 2005 \text{ 年净资产收益率} = 20\% - 21\% = -1\%$$

$$2005 \text{ 年净资产收益率} = 17\% + (17\% - 9\%) \times 50\% = 21\%$$

$$\text{替代净经营资产利润率: } 14\% + (14\% - 9\%) \times 50\% = 16.5\%$$

$$\text{替代税后利息率: } 14\% + (14\% - 8\%) \times 50\% = 17\%$$

$$\text{替代净财务杠杆: } 14\% + (14\% - 8\%) \times 100\% = 20\%$$

$$\text{净经营资产利润率变动影响} = 16.5\% - 21\% = -4.5\%$$

税后利息率变动影响 = $17\% - 16.5\% = 0.5\%$

净财务杠杆变动影响 = $20\% - 17\% = 3\%$

2006 年净资产收益率比上年降低 1%，降低的主要原因：

- ① 净经营资产利润率降低，影响净资产收益率降低 4.5%
- ② 税后利息率降低，影响净资产收益率提高 0.5%。
- ③ 净财务杠杆提高，影响净资产收益率提高 3%。
- (4) 设 2007 年净经营资产利润率为 X，建立等式：

$$X + (X - 8\%) \times 100\% = 21\%$$

$$\text{净经营资产利润率} = 14.5\%$$

第三节 财务预测的步骤和方法

(1) 财务预测的意义	1
(2) 财务预测的步骤	1
(3) 财务预测的方法	3

一、财务预测的意义

狭义的财务预测仅指估计企业未来的融资需求，广义的财务预测包括编制全部的预计财务报表。

二、财务预测的步骤

财务预测的基本步骤

1、销售预测 2、估价经营资产和经营负债 3、估计各项费用和保留盈余 4、估计所需融资。

三、财务预测的方法

(一) 销售百分比法

1、含义

含义	销售百分比预测法，简称销售百分比法，是根据财务报表中有关项目与营业收入之间的依存关系预测资金需要量的一种方法。该方法假设在一定的营业收入范围内，财务报表中的敏感项目与营业收入之间的百分比保持不变，费敏感项目
----	---

	的数额保持不变，其中敏感项目是指通过历史资料判断随营业收入变动而变动的资产和负债项目。 备注： (1) 假设资产、负债和费用与营业收入存在稳定的百分比关系， (2) 假设各项经营资产、经营负债和费用与销售额保持稳定的百分比；
筹资顺序	如何筹集该资金取决于它的筹资政策。通常，筹资的优先顺序如下：（1） 动用现存的金融资产 ；（2） 增加留存收益 ；（3） 增加金融负债 ；（4） 增加股本 。

【教材例 2-2】假设 ABC 公司 20×1 年实际营业收入为 3 000 万元，管理用资产负债表和利润表的有关数据如表所示。假设 20×1 年的各项销售百分比在 20×2 年可以持续，20×2 年预计营业收入为 4 000 万元。以 20×1 年为基期，采用销售百分比法进行预计。

各项目销售百分比 = 基期资产（负债） ÷ 基期营业收入

根据 20×1 年营业收入（3 000 万元）计算的各项经营资产和经营负债的百分比，如表 3-1 的“销售百分比”栏。

表 净经营资产的预计 单位：万元

项目	20×1 年实际	销售百分比	20×2 年预测
营业收入	3 000		4 000
货币资金（经营）	44	1.47%	59
应收票据（经营）	14	0.47%	19
应收账款	398	13.27%	531
预付账款	22	0.73%	29
其他应收款	12	0.40%	16
存货	119	3.97%	159
一年内到期的非流动资产	77	2.57%	103
其他流动资产	8	0.27%	11
长期股权投资	30	1.00%	40
固定资产	1 238	41.27%	1 651

在建工程	18	0.60%	24
无形资产	6	0.20%	8
长期待摊费用	5	0.17%	7
其他非流动资产	3	0.10%	4
经营资产合计	1 994	66.47%	2 659
应付票据（经营）	5	0.17%	7
应付账款	100	3.33%	133
预收账款	10	0.33%	13
应付职工薪酬	2	0.07%	3
应交税费	5	0.17%	7
其他应付款	25	0.83%	33
其他流动负债	53	1.77%	71
长期应付款（经营）	50	1.67%	67
经营负债合计	250	8.33%	333
净经营资产总计	1744	58.13%	2325

2、预计各项经营资产和经营负债

各项经营资产（负债）= 预计营业收入 × 各项目销售百分比

融资总需求 = 预计净经营资产合计 - 基期净经营资产合计

= 2 325 - 1 744 = 581（万元）

该公司 20×2 年需要融资 581 万元。

3、预计可动用的金融资产

假设该公司 20×1 年年底有金融资产 6 万元，为可动用的金融资产。

尚需融资 = 581 - 6 = 575（万元）

4、预计增加的留存收益

留存收益增加 = 预计营业收入 × 计划营业净利率 × (1 - 股利支付率)

假设 ABC 公司 20×2 年计划营业净利率为 4.5%。由于需要的融资额较大，20×2 年 ABC 公司不支付股利。

增加留存收益 = 4 000 × 4.5% = 180（万元）

需要外部融资 = 575 - 180 = 395 (万元)

【例题 14·单选题】某企业 2010 年年末经营资产总额为 4 000 万元，经营负债总额为 2 000 万元，销售额为 1000 万元。该企业预计 2011 年度的销售增长率 10%，预计 2011 年度留存收益的增加额为 50 万元，假设可以动用的金融资产为 20。则该企业 2011 年度对外融资需求为 () 万元。

- A. 0 B. 200 C. 130 D. 150

【答案】C

【解析】增加收入 = 1000 × 10% = 100 万元

经营资产销售百分比 = 4 000 / 1 000 = 4

经营负债销售百分比 = 2 000 / 1 000 = 2

对外融资需求为：100 × (4 - 2) - 20 - 50 = 130

(二) 财务预测的其他方法

除了销售百分比法以外，财务预测还有其他方法如：

1、使用回归分析技术

2、运用电子系统预测

①最简单的计算机财务预测，是使用“电子表软件”

②比较复杂的预测是使用交互式财务规划模型

③最复杂的预测是使用综合数据库财务计划系统。

第四节 增长率与资本需求的测算

(1) 外部资本需求的测算	2
(2) 内含增长率	2
(3) 可持续增长率	3

一、外部资本需求的测算

(一) 外部融资销售增长比

假设可以动用的金融资产 = 0

(1) 外部融资额=经营资产销售百分比×营业收入增加-经营负债销售百分比×营业收入增加-预计营业收入×预计税后经营净利率×(1-预计股利支付率)

两边同除“营业收入增加”：

(2) 外部融资销售增长比=经营资产的销售百分比-经营负债的销售百分比-预计税后经营净利率×[(1+增长率)/增长率]×(1-预计股利支付率)

【注意】该公式的假设条件：可以动用的金融资产为 0。

(3) 外部融资额= 外部融资销售增长比×新增销售额

【教材例 2-3】某公司上年营业收入为 3000 万元，经营资产为 2000 万元，经营资产销售百分比为 66.67%，经营负债为 185 万元，经营负债销售百分比为 6.17%，税后经营净利润为 135 万元。假设经营资产销售百分比和经营负债销售百分比保持不变，可动用的金融资产为 0，税后经营净利率保持 4.5% 不变，预计股利支付率为 30%。假设该公司本年计划营业收入为 4000 万元，销售增长率为 33.33%。

要求：(1) 计算外部融资销售增长比；(2) 计算外部融资额；(3) 如果销售增长 500 万元（即销售增长率为 16.7%，）计算外部融资销售增长比和外部融资额。

【答案】

(1) 外部融资销售增长比=经营资产的销售百分比-经营负债的销售百分比-预计税后经营净利率×[(1+增长率)/增长率]×(1-股利支付率)=66.67%-6.17%-4.5%×[(1+33.33%)/33.33%×(1-30%)]=47.9%

(2) 外部融资额=1000×47.9%=479（万元）

(3) 外部融资销售增长比=66.67%-6.17%-4.5%×[(1+16.7%)/16.7%]×(1-30%)=38.49%
 外部融资额=500×38.49%=192.45（万元）

二、内含增长率

销售增长引起的资本需求增长可有三种途径满足：一是动用金融资产；二是增加内部留存收益；三是外部融资（包括借款和股权融资，但不包括经营负债的自然增长）。如果企业没有可动用的金融资产，且不能或不打算从外部融资，则只能靠内部积累，这将限制销售的增长。此时的销售增长率称为“内含增长率”。

此时，外部融资销售增长比为 0。

根据：经营资产销售百分比-经营负债销售百分比-计划税后经营净利率×[(1+增长率)÷增长率]×收益留存率=0，计算得出的增长率就是内含增长率。

【注意】这里假设可以动用的金融资产为 0。

内含增长率=[(税后经营净利润÷净经营资产)×留存利润比率]/【1-(税后经营净利润÷净经营资产)×留存利润比率】

续【教材例 2-3】 假设外部融资等于零：

$0 = \text{经营资产销售百分比} - \text{经营负债销售百分比} - \text{计划税后经营净利率} \times [(1 + \text{增长率}) \div \text{增长率}] \times (1 - \text{股利支付率})$

$0 = 0.6667 - 0.0617 - 4.5\% \times [(1 + \text{增长率}) \div \text{增长率}] \times 0.7$

$19.206 = [1 \div \text{增长率} + 1]$

$18.206 = 1 \div \text{增长率}$

内含增长率=5.493%

【例题 15.单选题】甲公司 2015 年经营资产销售百分比 70%，经营负债销售百分比 15%，税后经营净利率 8%，假设公司 2016 年上述比率保持不变，没有可动用的金融资产，不打算进行股票回购，并采用内含增长方式支持销售增长，为实现 10%的销售增长目标，预计 2016 年股利支付率（ ）。(2016 年)

A. 37.5% B. 62.5% C. 42.5% D. 57.5%

【答案】A

【解析】 $0 = \text{经营资产销售百分比} - \text{经营负债销售百分比} - [(1 + \text{增长率}) / \text{增长率}] \times \text{预计税后经营净利率} \times (1 - \text{预计股利支付率})$ 。

$0 = 70\% - 15\% - [(1 + 10\%) / 10\%] \times 8\% \times (1 - \text{预计股利支付率})$

则股利支付率=37.5%。

三、可持续增长率

(一) 可持续增长率的概念

可持续增长率是指不增发新股并保持目前经营效率和财务政策条件下公司销售所能增长的最大比率。

【提示】(1) 经营效率是指营业净利率和资产周转率；

(2) 财务政策是指资本结构政策和股利支付率政策。

可持续发展的假设条件如下：

- (1) 公司营业净利率将维持当前水平，并且可以涵盖增加债务的利息；
- (2) 公司资产周转率将维持当前水平；
- (3) 公司目前的资本结构是目标结构，并且打算继续维持下去；
- (4) 公司目前的利润留存率是目标留存率，并且打算继续维持下去；
- (5) 不愿意或者不打算增发新股（包括股份回购，下同）。

上述假设条件成立时，销售的实际增长率与可持续增长率相等。

【例题 16·多选题】下列关于可持续增长率的说法中，错误的有()。(2012 年)

- A. 可持续增长率是指企业仅依靠内部筹资时，可实现的最大销售增长率
- B. 可持续增长率是指不改变经营效率和财务政策时，可实现的最大销售增长率
- C. 在经营效率和财务政策不变时，可持续增长率等于实际增长率
- D. 在可持续增长状态下，企业的资产、负债和权益保持同比例增长

【答案】ABC

【解析】可持续增长率是指不发行新股，不改变经营效率(不改变营业净利率和资产周转率)和财务政策(不改变负债/权益比和利润留存率)时，其销售所能达到的最大增长率。可持续增长率必须同时满足不发行新股，不改变经营效率和财务政策，所以选项 A、B、C 的说法不正确。在可持续增长状态下，企业的资产、负债和权益保持同比例增长，所以选项 D 的说法正确。

【例题17. 单选题】“可持续增长率”和“内含增长率”的共同点是()

- A. 都不举债
- B. 都不增发股票
- C. 都不改变资本结构
- D. 都不改变股利支付率

【答案】B

【解析】可持续增长率与内含增长率二者的共同点是都假设不增发新股，但在是否增加借款有不同的假设，前者是保持资产负债率不变条件下的增长率；后者则不增加借款，但资产负债率可能会因保留盈余的增加而下降。内含增长率可以改变股利支付率。

(二) 可持续增长率的计算

- (1) 根据期初股东权益计算

可持续增长率=股东权益增长率

$$= \frac{\text{股东权益本期增加}}{\text{期初股东权益}}$$

$$= \frac{\text{本期净利} \times \text{本期收益留存率}}{\text{期初股东权益}}$$

$$= \text{期初权益本期净利率} \times \text{本期利润留存率}$$

$$= \frac{\text{本期净利}}{\text{本期销售}} \times \frac{\text{本期销售}}{\text{期末总资产}} \times \frac{\text{期末总资产}}{\text{期初股东权益}} \times \text{本期利润留存率}$$

=营业净利率×总资产周转率（次数）×利润留存率×期初权益期末总资产乘数

应注意，这里的“权益乘数”是用“期初权益”计算的，而不要用“期末权益”计算。

【教材例 2-4】A 公司 2001~2005 年的主要财务数据如表所示。

表 根据期初股东权益计算的可持续增长率 单位：万元

年 度	2001	2002	2003	2004	2005
收入	1 000.00	1 100.00	1 650.00	1 375.00	1 512.50
税后利润	50.00	55.00	82.50	68.75	75.63
股利	20.00	22.00	33.00	27.50	30.25
留存利润	30.00	33.00	49.50	41.25	45.38
股东权益	330.00	363.00	412.50	453.75	499.13
负债	60.00	66.00	231.00	82.50	90.75
总资产	390.00	429.00	643.50	536.25	589.88
可持续增长率的计算：					
营业净利率	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
销售 / 总资产	2.5641	2.5641	2.5641	2.5641	2.5641
总资产 / 期初股东权益	1.3000	1.3000	1.7727	1.3000	1.3000
收益留存率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
可持续增长率	10.00%	10.00%	13.64%	10.00%	10.00%
实际增长率		10.00%	50.00%	-16.67%	10.00%

根据可持续增长率公式（期初股东权益）计算如下：

可持续增长率（2001 年）=营业净利率×资产周转率×期初权益期末资产乘数×收益留存率=5%×2.5641×1.3×0.6=10%

实际增长率（2002 年）=（本年销售-上年销售）/上年销售=（1100-1000）/1000=10%

已知实际增长率突破口是营业收入，已知可持续增长率突破口是所有者权益

（2）根据期末股东权益计算

$$\text{可持续增长率} = \frac{\text{收益留存率} \times \text{销售净利率} \times \text{权益乘数} \times \text{总资产周转率}}{1 - \text{收益留存率} \times \text{销售净利率} \times \text{权益乘数} \times \text{总资产周转率}}$$

$$= \frac{\text{权益净利率} \times \text{留存收益率}}{1 - \text{权益净利率} \times \text{留存收益率}}$$

可持续增长率的期末公式中资产周转率、权益乘数是按照“期末总资产”、“期末所有者权益”计算的。

续【教材例 2-4】根据本公式计算的可持续增长率见下表

表 根据期末股东权益计算的可持续增长率 单位：万元

年 度	2001	2002	2003	2004	2005
收入	1 000.00	1 1000.00	1 650.00	1 375.00	1 512.50
税后利润	50.00	55.00	82.50	68.75	75.63
股利	20.00	22.00	33.00	27.50	30.25
留存利润	30.00	33.00	49.50	41.25	45.38
股东权益	330.00	363.00	412.50	453.75	499.13
负债	60.00	66.00	231.00	82.50	90.75
总资产	390.00	429.00	643.50	536.25	589.88
可持续增长率的计算：					
营业净利率	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
总资产周转率	2.5641	2.5641	2.5641	2.5641	2.5641
总资产 / 期末股东权益	1.1818	1.1818	1.5600	1.1818	1.1818
收益留存率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
可持续增长率	10.00%	10.00%	13.64%	10.00%	10.00%
实际增长率		10.00%	50.00%	-16.67%	10.00%

根据可持续增长率（期末股东权益）公式计算如下：

$$\text{可持续增长率（2001 年）} = \frac{5\% \times 2.5641 \times 1.1818 \times 0.6}{1 - 5\% \times 2.5641 \times 1.1818 \times 0.6} = 10\%$$

【例题 18.多选题】在企业可持续增长的情况下，下列计算各相关项目的本期增加额的公式中，正确的有()。

- A. 本期资产增加=(本期销售增加 / 基期营业收入)×基期期末总资产
- B.本期负债增加=基期营业收入 x 营业净利率×利润留存率×(基期期末负债 / 基期期末股东权益)
- C. 本期股东权益增加=基期营业收入×营业净利率 X 利润留存率
- D.本期销售增加=基期营业收入×(基期净利润 / 基期期初股东权益)X 利润留存率

【答案】AD

答案解析：在可持续增长的情况下，资产增长率=营业收入增长率，因此，本期资产增加/基期期末总资产=本期营业收入增加/基期营业收入，即选项 A 的说法正确；本期负债增加=基期期末负债×本期负债增长率，可持续增长的情况下，本期收益留存=本期股东权益增加，本期负债增长率=本期股东权益增长率，因此，本期负债增加=基期期末负债×本期股东权益增长率=基期期末负债×本期收益留存/基期期末股东权益=基期期末负债×本期营业收入×营业净利率×利润留存率/基期期末股东权益，所以，选项 B 的说法不正确，应该把“基期营业收入”改为“本期营业收入”；在可持续增长的情况下，本期收益留存=本期股东权益增加=本期营业收入×营业净利率×利润留存率，即选项 C 的说法不正确，应该把“基期营业收入”改为“本期营业收入”；本期销售增加=基期营业收入×本期销售增长率，在可持续增长的情况下，本期销售增长率=基期可持续增长率=基期股东权益增长率=基期股东权益增加/基期期初股东权益=基期收益留存/基期期初股东权益=基期净利润×利润留存率/基期期初股东权益，所以，选项 D 的说法正确。

（三）可持续增长率与实际增长率关系

可持续增长率是企业当前经营效率和财务政策决定的内在增长能力，它和实际增长率之间有如下联系：

结论	<p>1.如果某一年的经营效率和财务政策与上年相同，在不增发新股的情况下，则实际增长率、上年的可持续增长率以及本年的可持续增长率三者相等。这种增长状态，在资金上可以永远持续发展下去，可称之为平衡增长。</p> <p>2.如果某一年的公式中的 4 个财务比率有一个或多个比率提高，在不增</p>
----	--

	<p>发新股的情况下，则实际增长率就会超过上年的可持续增长率，本年的可持续增长率也会超过上年的可持续增长率。由此可见，超常增长是“改变”财务比率的结果，而不是持续当前状态的结果。企业不可能每年提高这 4 个财务比率，也就不可能使超常增长继续下去。</p> <p>3.如果某一年的公式中的 4 个财务比率有一个或多个比率下降，在不增发新股的情况下，则实际增长率就会低于上年的可持续增长率，本年的可持续增长率也会低于上年的可持续增长率。这是超常增长之后的必然结果，公司对此要事先有所准备。如果不愿意接受这种现实，继续勉强冲刺，现金周转的危机很快就会来临。</p> <p>4.如果公式中的 4 个财务比率已经达到公司的极限，只有通过发行新股增加资金，才能提高销售增长率。</p>
<p>注意事项</p>	<p>1. 单独提高营业净利率和留存收益率，则实际增长率=本年的可持续增长率>上年的可持续增长率。</p> <p>2. 单独提高权益乘数和资产周转率，则实际增长率>本年的可持续增长率>上年的可持续增长率。</p>

【例题19·计算题】资料：E公司的2001年度财务报表主要数据如下：

单位：万元

收入	1000
税后利润	100
股利	40
留存收益	60
负债	1000
股东权益（200万股，每股面值1元）	1000
负债及股东权益总计	2000

要求：

请分别回答下列互不相关的问题：

(1) 计算该公司的可持续增长率。

(2) 假设该公司2002年度计划销售增长率是10%。公司拟通过提高销售净利率或提高资产负债率来解决资金不足问题。请分别计算销售净利率、资产负债率达到多少时可以满足销售增长

所需资金。计算分析时假设除正在考察的财务比率之外其他财务比率不变，销售不受市场限制，销售净利率涵盖了负债的利息，并且公司不打算发行新的股份。

(3) 如果公司计划2002年销售增长率为15%，它应当筹集多少股权资本？计算时假设不变的销售净利率可以涵盖负债的利息，销售不受市场限制，并且不打算改变当前的资本结构、收益留存率和经营效率。（2002年）

【答案】

(1) 公司的可持续增长率

$$\text{可持续增长率} = \frac{\text{收益留存率} \times \text{销售净利率} \times \text{权益乘数} \times \text{资产周转率}}{1 - \text{收益留存率} \times \text{销售净利率} \times \text{权益乘数} \times \text{资产周转率}}$$

销售净利率 10%

销售额/总资产 0.5次

总资产/期末股东权益 2

留存收益率 60%

$$\begin{aligned} \text{可持续增长率} &= \frac{\text{销售净利率} \times \text{资产周转率} \times \text{权益乘数} \times \text{收益留存率}}{1 - \text{销售净利率} \times \text{资产周转率} \times \text{权益乘数} \times \text{收益留存率}} \\ &= \frac{10\% \times 0.5 \times 2 \times 60\%}{1 - 10\% \times 0.5 \times 2 \times 60\%} = 6.38\% \end{aligned}$$

或者：

$$\text{可持续增长率} = \frac{\text{权益净利率} \times \text{收益留存率}}{1 - \text{权益净利率} \times \text{收益留存率}} = \frac{(100/1000) \times (60/100)}{1 - (100/1000) \times (60/100)} = \frac{0.1 \times 0.6}{1 - 0.1 \times 0.6} = 6.38\%$$

(2)

①提高销售净利率：

因为资产周转率不变，所以资产增长率=销售收入增长率=10%

又因为权益乘数不变，所以股东权益的增长率=资产增长率=10%

则增加的股东权益=1000×10%=100（万元）

因为不发行股票，增加的留存收益=增加的股东权益=100（万元）

又因为增加的留存收益=预计销售收入×销售净利率×留存收益率

即：100=1100×销售净利率×60%

销售净利率=100/（1100×60%）=15.15%

或：设销售净利率为r，则：

$$10\% = \frac{r \times 0.5 \times 2 \times 60\%}{1 - r \times 0.5 \times 2 \times 60\%} \quad \text{因此 } r = 15.15\%$$

(销售净利率和留存收益率可以用这个公式，权益乘数和资产周转率不可以用该公式)

②提高资产负债率：

因为资产周转率不变，所以资产增长率=销售收入增长率=10%

所以预计总资产需要=2000×(1+10%)=2200(万元)

因为不发行股票：增加的留存收益=增加的股东权益

又因为增加的留存收益=预计销售收入×销售净利率×留存收益率

=1100×10%×0.6=66(万元)

所以预计股东权益=1000+66=1066(万元)

负债=总资产-股东权益=2200-1066=1134(万元)

资产负债率=负债/总资产=1134/2200=51.55%

(3) 销售增加15%，保持目前经营效率和财务政策，需要筹集股权资本：

资金需要增加=销售增加÷资产周转率=1000×15%÷0.5=300(万元)

需要权益资金=资金需要/权益乘数=300/2=150(万元)

留存收益提供权益资金=净利润×留存收益率=1150×10%×0.6=69(万元)

外部筹集权益资金=150-69=81(万元)

本章总结：

- 1、财务比率分析
- 2、杜邦分析体系
- 3、管理用财务报表分析
- 4、销售百分比法预测外部融资
- 5、内含增长率的计算
- 6、可持续增长率的计算