



Business 工商管理经典译丛
Administration Classics

经理人财务管理 如何创造价值 (第3版)

FINANCE FOR EXECUTIVES
Managing for **Value Creation**
(Third Edition)

加布里埃尔·哈瓦维尼 (Gabriel Hawawini)

克劳德·维埃里 (Claude Viallet)

著

胡玉明 江伟 译

F275
Hww



BUSINESS
ADMINISTRATION
CLASSES

工 商 管 理 经 典 译 丛

Administration Classics

经理人财务管理

如何创造价值 (第3版)

FINANCE FOR EXECUTIVES
Managing for Value Creation
(Third Edition)

加布里埃尔·哈瓦维尼 (Gabriel Hawawini) 著
克劳德·维埃里 (Claude Viallet)
胡玉明 江伟 译



F275
HWW

中国人民大学出版社

• 北京 •

图书在版编目 (CIP) 数据

经理人财务管理：如何创造价值：第 3 版/哈瓦维尼，维埃里著；胡玉明，江伟译.

北京：中国人民大学出版社，2008

(工商管理经典译丛)

ISBN 978-7-300-09501-1

I. 经…

II. ①哈…②维…③胡…④江…

III. 企业管理：财务管理

IV. F275

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 106597 号

工商管理经典译丛

经理人财务管理——如何创造价值 (第 3 版)

加布里埃尔·哈瓦维尼 著

克劳德·维埃里

胡玉明 江伟 译

出版发行 中国人民大学出版社

社 址 北京中关村大街 31 号

电 话 010-62511242 (总编室)

010-82501766 (邮购部)

010-62515195 (发行公司)

网 址 <http://www.crup.com.cn>

<http://www.ttrnet.com>(人大教研网)

经 销 新华书店

印 刷 河北涿州星河印刷有限公司

规 格 185 mm×260 mm 16 开本

印 张 34.25 插页 2

字 数 863 000

邮政编码 100080

010-62511398 (质管部)

010-62514148 (门市部)

010-62515275 (盗版举报)

版 次 2008 年 7 月第 1 版

印 次 2008 年 7 月第 1 次印刷

定 价 65.00 元

版权所有 侵权必究

印装差错 负责调换

译者前言

在多年的财务学教学与研究过程中，在强调“时时战略定位，事事战略定位”的时代，我始终倡导职业经理人必须具备“国际视野、战略思维和市场意识”，“任何伟大战略都离不开财务资源的支持，而任何战略之所以伟大就在于能够创造财务资源（创造价值）”。作为一部财务学著作，尤其是面向职业经理人的财务学著作，应该以战略为导向，诠释公司经营理念与财务理念的关系，使任何职业经理人不仅具有财务理念，而且具有经营理念，从而达到不同领域的职业经理人“讲同一种语言”（持续创造价值）。有鉴于此，我认为任何职业经理人都应该具备财务知识和财务观念。然而，其他职业背景的经理人毕竟不是专门的财务经理人，他们需要掌握的是如何运用（how to use）财务观念创造价值，而不是如何做（how to do）财务工作。只要读者仔细品味欧洲商务管理学院（INSEAD）哈瓦维尼（Hawawini）和维埃里（Viallet）两位教授合著的这部专为职业经理人“量身定做”、以“创造价值”（value creation）为主线的财务学优秀著作，就不难看出这部著作与我上述想法“不谋而合”。至于这部著作鲜明的特色，国内外理论界与实务界已经有许多专家、教授做出非常中肯的评价，我就不再赘述。

正是这种观念的“不谋而合”，当中国人民大学出版社陈永凤女士向我推荐这部优秀的财务学著作时，我粗略阅读之后，便欣然接受这部著作的翻译任务。按照合同的约定，这部著作的翻译任务应该在2007年8月完成。然而，我没有想到2007年暨南大学要接受教育部本科教学工作水平评估，许多杂事接踵而至，我难以按时完成任务。幸好，暨南大学会计学系年轻学者江伟博士不计个人得失（在中国高校，翻译并不是科研成果）帮助我完成初稿的翻译任务。因此，这部著作由我（负责翻译第1章至第8章及其自测题答案）和江伟博士（负责翻译第9章至第14章及其自测题答案）共同翻译。初稿翻译之后，由我负责全部校对工作。

为了尽量保证这部著作的翻译质量，我需要一个完整的时间校阅。这样，我只能在寒假期间校对。这段时间正是广州50年不遇的寒冬。为了尽快交稿，我几乎日夜校对。现在总算完成了这部著作的翻译任务。当然，距离合同约定的交稿时间已经延误了半年之久。我要特别感谢中国人民大学出版社陈永凤女士的宽容与信任；特别感谢江伟博士的鼎力支持；特别感谢我的爱妻康淑敏女士在寒冬给我的温暖与关怀。

尽管我主观上试图保证这部著作的翻译质量，也为此尽力，无奈水平有限，加之杂事繁多，这部著作的翻译难免存在不尽如人意之处，敬请读者批评与指正。

胡玉明

前言

财务管理是管理工作一个重要而富有挑战性的领域。许多经理人都想对此做更深入的学习或研究。然而，对于众多非财务专业的经理人而言，多数财务管理教材要么过于艰深，要么过于简单。我们知难而上，专门为经理人编写一本既实用又严谨的入门教材。

本书的读者对象是直接或间接参与财务事务和财务管理的经理人，也就是每一个经理人。当然，本书也非常适合包括 EMBA（高级管理人员工商管理硕士）项目在内的经理人培训项目和大学本科层次的财务管理课程。在过去的几年里，本书的大部分素材已经被全球数千名经理人所采用。商科的学生，不管是本科生还是研究生，都发现本书可以作为其主要教材或主要教材的有益补充读物。

本书具有如下重要特色：

● 以公司努力增加股东价值原则为基础

经理人必须做预期可增加股东财富的决策。这个基本原则是管理工作的基础。本书的目的在于增强经理人做出有助于创造股东价值的决策能力，包括重组现有经营业务、推出新产品、购买新资产、并购另一家公司以及为公司的投资筹措资金等方面的决策。

● 为非财务专业的经理人填补了初级会计和财务手册与公司财务高级教材的空白

《经理人财务管理》以现代财务管理原理为基础，在强调严谨分析的同时，避开那些不直接运用于决策的复杂公式。对于教材采用的公式，我们都解释其背后的道理并提供详细运用的例证。公式的推导列示于其首次出现的那一章附录。考虑到经理人经常从财务会计层面接触财务问题，我们首先对财务会计体系做一个完整的回顾。随后，我们讨论如何拓展该框架并运用于做出合理的财务决策，增加公司价值。

● 多数章节自成体系

多数章节无须预先阅读其他读物就可以读懂。如果前面章节的知识有助于理解某个具体章节，我们会引导读者阅读前面的那部分内容。“如何阅读本书”将提供这方面的进一步建议。

● 本书可以完整阅读或作为参考书

如果读者需要回顾某个具体主题或弥补财务管理知识的不足，那么，本书可以提供快捷的参考。本书后面所附的综合词汇表和索引有助于读者了解各章节讨论的问题或主题。多数财务术语在教材首次出现时加以解释。这些财务术语以黑体字出现并在术语表给出定义。

● 全书使用同类公司素材说明各种分析技巧和评估方法

我们采用同类公司素材说明本书所涉及的多数主题。这样做的目的在于为读者提供一个连贯的线索，以强化读者对这些主题的理解。

● 各章都附有自测题和复习题

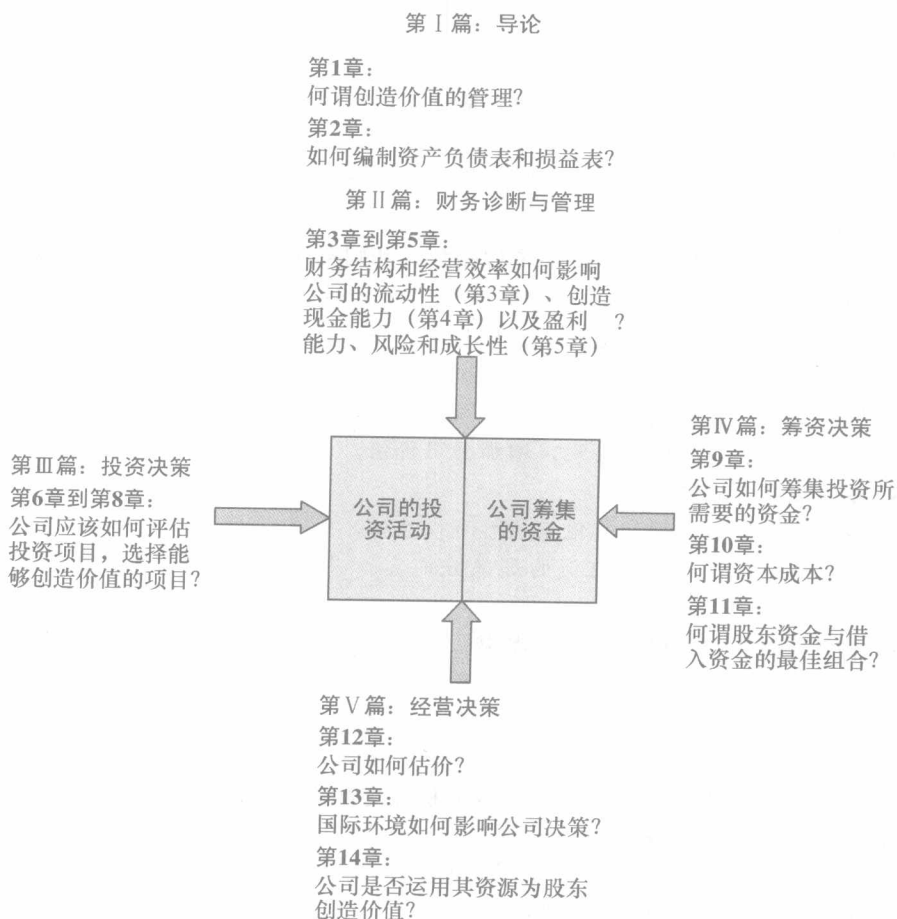
各章末都附有自测题，便于读者评估自己对该主题知识的掌握情况。多数题目需要使用财务计算器或空白表格程序。本书后面附有详细的解题思路，至于空白表格程序的解题思路可以从下列网址获取：<http://hawawini.swlearning.com>。

各章后面自测题之后附有复习题，有助于检验读者对该主题知识的理解程度，同时为教师检查学生掌握该章节的概念和方法提供了相关素材。

本书的结构

尽管本书包括各自独立的章节，但是，这些章节还是围绕创造价值这个主题依据某种逻辑顺序而编排。本书的整体结构可以概括为下图。该图展示了以价值为基础的经营模型。为了增加公司价值和股东财富，经理人必须筹措现金（右边）进行财务投资（左边）。

本书包括哪些内容



第 I 篇开篇的第 1 章概述了经理人基于创造价值的管理所需要了解的各种原理和工具。接下来的第 2 章解释并举例说明如何编制和分析资产负债表和损益表。作为一种实

践运用，附录包括了 Polo Ralph Lauren 公司的财务报表。

第Ⅱ篇回顾经理人用于评价公司财务健康、筹划公司未来发展以及为了增强公司生存和成功几率而做出决策的各种方法。本篇各章节详细阐述了第1章所讨论的许多财务诊断与管理工具。第3章阐述如何评价公司的流动性和经营效率。第4章阐述如何评价公司获得和控制现金流量的能力。第5章识别公司盈利能力的驱动因素，分析公司经营风险与财务风险的程度，评估公司为其经营活动筹措资金和可持续发展的能力。这些章节所讨论的财务分析工具用于分析第2章附录的 Polo Ralph Lauren 公司财务报表。这些分析贯穿于第2章到第5章的附录。

第Ⅲ篇阐述经理人如何做出使公司价值最大化的投资决策。第6章详细地讨论净现值（NPV）法并说明如何运用该方法做出创造价值的投资决策。第7章讨论净现值法以外的其他决策方法，包括内含报酬率（IRR）和回收期法，并将其与净现值法对比。第8章讨论如何识别和估算投资项目创造的现金流量，并评估投资项目创造价值的能力。

第Ⅳ篇阐述经理人如何做出使公司价值最大化的筹资决策。第9章关注作为现金来源的金融市场的功能，讨论金融市场在创造价值过程所扮演的角色。第10章讨论如何估算某个投资项目和整个公司的资本成本率。第11章讨论公司如何通过设计一个使公司市场价值最大而资本成本率最小的资本结构（所有者的资金与借入资金的组合）做出创造价值的筹资决策。

第Ⅴ篇用三章的篇幅总结如何做出创造价值的经营决策。第12章讨论公司估价特别是公司并购情景下的各种模型和方法。第13章关注基于国际环境的财务管理与价值创造，考虑了货币与国家风险。第14章总结价值创造过程的基本分析框架，并讨论一些相关的经验证据。

如何阅读本书

根据读者的知识背景 and 需要，可以采用不同方式使用本书。下面是一些指南。

如果读者不熟悉财务管理和财务会计，可以从阅读第1章开始。第1章简要说明这些问题，有助于读者理解现代公司财务管理的基本目标和构成该领域的各种问题和主题之间的逻辑关系。尽管阅读第1章有助于理解其后的内容，但是，由于各章节自成体系，没有必要为了理解本书其余内容而去阅读第1章。

- 如果读者不熟悉财务报表，在阅读第Ⅱ篇之前，先阅读第2章可能很有帮助，但并不是非阅读第2章不可。第2章讨论了资产负债表和损益表。

- 如果读者不熟悉折现现金流量法，在阅读第Ⅲ篇之前，应该先阅读第6章。第6章回顾了折现现金流量法的基础问题。

- 如果读者不熟悉金融市场的功能，在阅读第Ⅳ篇之前，应该先阅读第9章。第9章概述了金融市场的结构、组织和作用。

- 最后，如果读者已经具备会计和财务管理的基本知识，可以直接阅读阐述读者想要研究问题的那一章。由于各章节自成体系，为了充分理解所选择章节的内容，读者不必阅读前面的章节。

第3版的主要变化

与《经理人财务管理》第2版一样，我们在第3版融入了来自欧洲商务管理学院和其他学院的同事、参加以本书为指定教材的研讨班的众多经理人以及 EMBA、MBA 和本科项目学生的建议。与第2版相比，本版主要变化是：

- 考虑到空白表格程序已经成为多数经理人工具箱的组成部分，我们为本书所有案例、问题和习题，以及自测题都配备了空白表格程序的解题思路。为了快速理解解题思路，空白表格程序所涉及的公式列示于表格的下端。我们认为这样做比将所有解题思路汇总在 CD-ROM 附在书上更有效。如果将所有解题思路汇总在 CD-ROM 附在书上，读者需要寻找正确的文件名称并下载，而且可能丢失。当然，解题思路也可以通过下列网址的学生网页获得：<http://hawawini.swlearning.com>。

- 各章末都提供两套题：自测题和复习题。自测题取代了第2版的复习题。其目的在于为读者提供检验有关主题知识掌握程度的工具。与第2版一样，本书后面附有详细的解题思路，而空白表格程序的解题思路可以从下列网址获取：<http://hawawini.swlearning.com>。自测题后面增加了复习题。复习题侧重于各章节的重要概念和方法，为教师检查学生学习情况提供了相关素材。复习题的答案可以通过下列网址的教师网页获得：<http://hawawini.swlearning.com>。

- 我们为教师提供下列资源：授课大纲、PPT 课件和包括空白表格程序的解题思路在内的复习题答案。

- 与第2版一样，我们用最新资料更新本书的内容以及本书的相关参考文献。

目 录

第 I 篇 导 论	1
第 1 章 概述：财务管理与价值创造	3
关键问题：决策创造价值吗	4
财务学基本原理	7
财务学基本原理的运用	9
金融市场的功效	13
经营周期	17
全息图照明设备公司的财务报表	19
公司盈利能力如何	23
公司创造多少现金	24
公司的风险如何	25
公司创造价值吗	27
小结	28
进一步阅读	29
第 2 章 理解资产负债表与损益表	30
财务会计报表	31
资产负债表	33
损益表	41
资产负债表与损益表的联系	44
所有者权益的结构	45
小结	46
附录一 财务报告改革	48
附录二 财务报表样本	49
进一步阅读	52
自测题	52
复习题	54

第Ⅱ篇 财务诊断与管理	59
第3章 流动性与经营效率评价	61
管理式资产负债表	62
占用资本的构成	68
匹配战略	69
基于营运资本需求量融资结构的流动性指标	71
通过改善经营周期改善流动性	73
传统的流动性指标	78
小结	80
附录一 融资战略	80
附录二 Polo Ralph Lauren 公司的流动性与经营效率	82
进一步阅读	87
自测题	87
复习题	89
第4章 现金流量评价	96
现金流量及其来源	97
编制一份详尽的现金流量表	100
经营活动净现金流量、自由现金流量与银行家现金流量	108
经营活动净现金流量的管理含义	111
小结	112
附录一 从资产负债表和损益表项目获取经营活动净现金流量	112
附录二 Polo Ralph Lauren 公司的现金流量	116
进一步阅读	120
自测题	120
复习题	121
第5章 盈利能力、风险与成长性分析	128
盈利能力评价指标	129
权益收益率	130
盈利能力的其他指标	141
财务杠杆与风险	142
内在可持续增长率	145
小结	149
附录一 影响公司经营盈利能力的各种因素	150
附录二 公司权益收益率与税后投入资本收益率的关系	152
附录三 Polo Ralph Lauren 公司的盈利能力	153
进一步阅读	158
自测题	158
复习题	161

第Ⅲ篇 投资决策	167
第6章 运用净现值法做创造价值的投资决策	169
资本投资过程	171
还愿意购买这块土地吗	172
净现值法	173
净现值法在资本决策中的运用	178
为什么净现值法是投资项目决策的好方法	180
资本预算的特例	187
净现值法的局限	191
小结	194
附录 如何计算投资项目年金现金流量与固定年等量现金流量的现值	195
进一步阅读	197
自测题	197
复习题	198
第7章 净现值法以外的其他决策方法	201
回收期	202
折现回收期	206
内含报酬率	209
盈利指数	215
平均会计收益率	218
小结	219
进一步阅读	221
自测题	221
复习题	222
第8章 识别与估算投资项目现金流量	225
实际现金流量原则	226
增量原则	227
制图台灯投资项目	228
识别投资项目相关现金流量	230
估算投资项目相关现金流量	235
阳光制造公司应该生产新产品吗	241
小结	243
进一步阅读	244
自测题	244
复习题	245
第Ⅳ篇 筹资决策	249
第9章 筹集资本与证券估价	251
估算所需要的外部资金数额	252

金融体系：结构与功能	255
公司如何发行证券	261
债务资本：特征与估价	265
权益资本：特征与估价	278
小结	282
附录 固定增长股利模型的估价公式	282
进一步阅读	283
自测题	284
复习题	285
第10章 估算资本成本率	288
确定参照公司	290
估算债务资本成本率	290
估算权益资本成本率：股利折现模型	292
估算权益资本成本率：资本资产定价模型	293
估算公司的资本成本率	301
估算投资项目的资本成本率	305
小结	312
进一步阅读	313
自测题	313
复习题	314
第11章 设计资本结构	318
资本结构决策：不考虑税收和财务困境成本因素	319
资本结构变化如何影响公司价值：比萨饼理论	323
资本结构决策：考虑税收因素但不考虑财务困境成本因素	328
资本结构决策：财务困境成本很高	334
制定资本结构政策	337
小结	346
进一步阅读	347
自测题	347
复习题	348
第V篇 经营决策	351
第12章 公司价值评估与并购	353
价值评估方法	354
运用比较价值法评估公司的权益价值	355
运用折现现金流量法评估公司资产和权益价值	361
估算办公设备分销公司资产与权益的折现现金流量价值	365
估算办公设备分销公司的并购价值	370
估算办公设备分销公司的杠杆并购价值	378

小结	385
附录 运用股利折现模型评估公司权益价值	387
进一步阅读	387
自测题	388
复习题	389
第 13 章 基于国际环境的价值创造决策	392
公司国外经营带来的风险	393
外汇市场	395
外汇风险的套期保值	398
运用货币互换对长期交易的外汇风险套期保值	405
汇率、通货膨胀率与利率之间的关系	406
国际投资项目分析	409
国家风险管理	416
小结	417
附录一 运用货币/非货币法和现行汇率法折算财务报表	418
附录二 平价关系	421
进一步阅读	424
自测题	425
复习题	425
第 14 章 创造价值的管理	429
衡量创造价值	430
确定价值创造动因	436
将经营绩效、薪酬计划与创造价值联系起来	440
把资本预算过程与创造价值联系起来	445
综合：财务战略矩阵	448
小结	451
附录一 调整账面价值以估算权益资本投资额和经营利润	451
附录二 如果未来现金流量以持续固定比率增长，如何估算市场附加值	454
进一步阅读	455
自测题	455
复习题	457
自测题答案	463
术语表	498

第
I
篇

导 论

- 概述：财务管理与价值创造
- 理解资产负债表与损益表

第 1 章

概述：财务管理与价值创造

- 关键问题：决策创造价值吗
- 财务学基本原理
- 财务学基本原理的运用
- 金融市场的功效
- 经营周期
- 全息图照明设备公司的财务报表
- 公司盈利能力如何
- 公司创造多少现金
- 公司的风险如何
- 公司创造价值吗
- 小结
- 进一步阅读

如果经理人对现代财务的基本原理与实践缺乏清晰的认识，就不能成为一个称职的经理人。值得庆幸的是，这些基本原理与实践可以轻松地进行讨论，而不失其完整性或严密性。实际上，你会发现现代公司财务的多数基本观念与方法都奠基于经营常识。然而，如何将经营常识转化为有效的管理系统却是一个真正的挑战。这不仅需要深刻理解这些基本原理，而且需要具备根据现代财务观念经营管理公司的决心和素质。例如，让我们来看一下财务管理最有用的指导原则之一：

经理人应该以增加公司市场价值为目标而经营管理公司的各种资源。

这个原则似乎是显而易见的。但是，你也许有所耳闻，许多公司的经营管理并没有充分实现其潜在价值，甚至有些精心挑选的经理人本身就是价值的毁灭者。实际上，他们的错误行为或根本不作为，减损了公司价值。

那么，如何为创造价值而经营公司呢？本书将为你指点迷津。本书的主要目标是介绍并解释有助于确定公司目前的各种投资是否正在创造价值的各种方法和工具，以及如果这些投资不能创造价值应该采取哪些补救措施改善公司的经营活动。本书还讨论如何判断某项经营计划如购买一台设备、开发一种新产品、收购另一家公司以及重组现有经营业务等方面的决策是否具有提升公司价值的潜力。最后，本书还将阐述，以提升公司价值为目标的经营是完整的财务管理体的基石。这种完整的财务管理体系不仅有助于评价实际的经营绩效，做出合理的经营决策，还有助于设计将公司经理人利益与公司所有者利益相联系的有效管理薪酬组合。

作为导言，本章回顾了现代公司财务引起的最具挑战性的问题，并且给出了一个既综合又全面的概述。尽管本章的主题将在后续的章节详细讨论，但本章还是介绍并定义许多重要的术语和观念。阅读本章之后，你将从总体上清楚地理解：

- 为创造价值而经营管理公司的含义
- 如何评价某项经营计划如某个投资项目、改变公司财务结构、公司收购或在国外投资的决策等是否创造价值
- 公司资本成本率的重要性及其估算方法
- 金融市场作为公司资金来源的功能及其在创造价值过程中所扮演的角色
- 公司的经营周期及如何决定公司的成长能力
- 公司资产负债表、损益表和现金流量表的基本结构和逻辑
- 如何测度风险以及风险如何影响公司的资本成本率
- “市场附加值”和“经济附加值”的含义以及如何运用它们实现为创造价值而经营的目标

■ 关键问题：决策创造价值吗

假设你已经发现市场需要一种新产品。你坚信能够快速、低成本地生产这种产品。你甚至自信地认为销售这种产品可以带来一笔利润。这时，你应该继续前进吗？在了解这个项目的长期财务可行性之前不要做决策。公司如何为该投资项目筹资？钱从何而来？该投资项目能否赚取足够的利润以抵偿其所需要投入资金的成本呢？更直截了当地说，该投资项目能否提升公司价值呢？在做出最后决策之前，应该先回答这些问题。