



她们对国外教材引进具有前瞻性，对工作充满热情，才使系列中文翻译版教材得以持续发行。

感谢女儿对我夜以继日伏案工作的理解，以及对我不能精心照顾家庭的宽容。感谢父母及家人的理解和我工作的无私支持。

王静

## 风险管理与财务危机

财务危机的影响及其对财务制度的影响方式,贯穿本书始终。此处的简要介绍旨在强调风险管理问题。下一个十年中,风险管理将是一个强势焦点,这是新千年初房地产泡沫引发的财务危机的一个结果。大多数金融机构不情愿加强风险控制,放宽了高风险借款者的信用范围,而这些借款者很多都不能偿还贷款。除了信用不佳借款,不少金融工程师还用抵押证券构造证券组合,这些抵押证券中也包括很多风险贷款。评级机构给这样的金融产品的信用评级很高(AAA),因此投资者,包括很有经验的机构投资者,认为持有这样的资产很安全。随着经济走入衰退期,借款者不再偿还借款,这些抵押证券的价值变得很低,很多金融机构的资产负债表因此遭受重大损失,而不得不按照市值计价的会计准则被迫注销这些资产。注销资产在一定程度上使银行资本金减至警戒水平,甚至降到最低要求之下,导致银行去筹集更多的资本金。

一种新型的、非常规的、可以应对借款者贷款违约的保险,即信用违约互换(credit default swaps, CDS)使事情更加复杂。有些金融机构缺乏充足的资本金支持自己信用担保的保险,却支持这些信用违约互换产品。最终,政府被迫介入流动性干涸、停止运转的金融机构,为其注入资本金。

2008年秋季,第五大投资银行 Bear Sterns 被实力雄厚的摩根大通银行(JPMorgan Chase)收购。2009年9月15日,第四大投资银行雷曼兄弟(Lehman Brothers)宣布破产,甚至美林证券(Merrill Lynch)也不得不被美国银行(Bank of America)收购才得以挽救。9月25日,联邦存款保险公司(Federal Deposit Insurance Corporation)攫取了华盛顿共同基金(Washington Mutual)的控制权,而摩根大通银行成为美国历史上最大接管失败的银行。随着市场继续崩盘,美国联邦储备委员会(Federal Reserve,以下简称“美联储”)提供5400亿美元用于货币市场的赎回需要。这场危机持续至2009年,到2月11日,美国国会通过7890亿美元的经济刺激方案保持经济不再下滑。克莱斯勒(4月)和通用汽车(6月)签署了破产文件,2009年,在美联储的帮助下,货币市场和资本市场趋于平稳,转而开始良性运转。

这次危机创造了大萧条以来最长的经济衰退,迫使金融机构注重风险控制。除非借款者信用等级很高,否则很难获得资金。以前忽视风险管理团队警示的执行官们,加强了对也许会引来灾难再度来袭的金融交易的控制,国会着手制定新的金融机构管理规则,从而产生了新的监管机构。

### 互联网的影响

所谓的“新经济”创造了20世纪90年代的互联网狂潮。互联网在我们周围已经存在很长时间了,但是直到20世纪90年代,当企业试图取得技术先期投入的回报时,才开始把它用于商业经营。“新经济”从未有过,只不过是公司通过科技变化而不断改变,到今天依然如此。

计算机技术,包括软件和硬件技术的迅速发展,继续把互联网转变成推动经济的力量,并影响着商业运行的方式。互联网的迅速发展,以及美国人民对其的广泛接受,创造了新的商业模式和公司,如亚马逊(Amazon.com)、eBay、谷歌(Google)等。“旧



业和公司。

**个体业主企业** 个体业主企业 (sole proprietorship) 是指个人拥有企业的组织形式, 具有决策简单、组织成本和运营成本低的优点。拥有 1~10 名雇员的小企业大多数是个体业主企业。个体业主企业的主要缺点是所有者对企业负有无限责任。清偿公司债务时, 所有者不仅会失去已经投资的资本, 还会失去个人资产。这的确会带来严重后果, 学生应该明白, 如果没有个人债务担保, 贷款者很少愿意把资金提供给小企业。

个体业主企业按企业主个人的损益纳税。假如某个个体业主企业赚了 \$50 000, 企业主应该以此收益计算税收返还。(在公司制组织形式中, 公司要以利润缴税, 然后公司所有者再以个人分配利润纳税。) 美国 3 000 万家企业中, 大约 72% 是个体业主企业, 它们大约创造了美国经济总收入的 10.0% 和总利润的 4.2%。

**合伙企业** 第二种组织形式是合伙企业 (partnership), 它除了有两名或两名以上的所有者, 其余特征与个体业主企业类似。多个所有者使企业可能筹集到更多资金, 并分担权益职责。大多数合伙企业通过合伙人协议而成立, 该协议称为**合伙制章程** (articles of partnership), 其中明确了所有者权利、利润分配方法、合伙企业撤资方式等。出于税收目的, 合伙企业损益直接分配到合伙人个人, 不像公司那样双重纳税。

与个体业主企业一样, 合伙企业的所有者对公司债务负无限责任。合伙企业的优点是所有者共同承担可能发生的损失, 以个人财产承担不均等的经营损失。如果一个合伙企业由三个人组建, 每人出资 \$10 000。假设企业经营亏损 \$100 000, 如果其他两名合伙人没有足够的个人资产, 富裕的那名合伙人要负担不应由他负担的那部分亏损。

为了避开无限责任, 出现了一种特殊形式的合伙企业——**有限责任合伙企业** (limited liability partnership), 在这种形式下, 一名或多名合伙人称作一般合伙人, 对企业债务负无限责任; 其他合伙人称作有限责任合伙人, 只对各自的初始投资负有限责任。有限责任合伙人正常参与企业的管理活动。你也许听说过房地产辛迪加 (real estate syndications) 中的有限合伙企业, 大多数有限责任合伙人是医生、律师和 CPA, 由一名房地产专家担任一般合伙人。不是所有的金融机构都向有限合伙企业提供资金。

**公司** 从创造收入和利润的角度看, 迄今为止公司仍是最重要的一种经济单位。美国的企业只有 20% 是公司形式, 它们却贡献了超过 83% 的销售收入和超过 70% 的利润。**公司** (corporation) 是一个独立的法律实体。公司可以提起诉讼或被起诉, 可以签订合同, 可以取得财产权。公司通过**公司章程** (articles of incorporation) 组建, 公司章程明确规定公司的权利和义务。

公司由股东所拥有, 股东享有有限责任, 也就是说股东的责任风险一般不会大于他们的初始投资。<sup>①</sup> 公司还具有连续生命的特征, 不依赖于任何一个股东维持其合法存在。

公司的一个主要特征是通过发行股票简单地分散所有者权益。大多数企业的合伙人几乎不会超过 10 000 名或 20 000 名, 而公司的股东可以超过数十万人。比如通用电气公司发行在外的普通股有 106 亿股, 其中 50.2% 由机构投资者 (养老基金、共同基金等等) 持有, 微软 89 亿股发行在外股份中有 62.5% 由机构投资者持有。

股东的权益最终由公司董事会管理。董事既包括公司主要管理人员, 也包括公司外部董事。董事作为股东的受托人工作, 也对管理失当负责。在安然和世通公司因丑闻而

<sup>①</sup> 该规则的一个例外是以低于面值价格购买股票的股东。这些股东应该承担的责任上限为股票面值。



垮台后，外部董事的作用日益重要，公司必须遵守国会颁布的更加严格的公司治理法规。小公司董事会外部董事年薪 \$ 5 000，而像通用电气这样的大公司，外部董事的年薪为 \$ 75 000~\$ 150 000。通用电气还为任职于审计、管理开发、薪酬委员会等的外部董事支付额外费用。

因为公司是独立法人，因此对自己的收益要申报并缴纳税收。如前所述，以股利形式向股东支付的留存收益，要求股东二次纳税。公司组织形式的关键缺点之一，就是这种潜在的收益双重税收。2003年美国国会把股利的最高税率由 38.6% 调降至 15%。但 15% 的比率将来可能会提高。

然而，有一个完全避开正常公司双重税收的办法，就是直接组建“S 细则公司”。S 细则公司 (Subchapter S corporation) 的收入直接计为股东收入，所以与合伙企业相似，正常收入只计征一次税收。尽管如此，股东仍可享受公司这一组织形式的好处，包括有限责任等。S 细则公司的设计可以应用于股东不超过 75 人的公司。<sup>①</sup>

虽然个体业主企业、传统合伙公司，以及各种形式的有限合伙企业都是重要的，然而本书主要讨论公司形式的企业。因为公司形式的企业已经全面深入到我们的经济之中，也因为大多数成长中的企业最终会成为公司制企业，本书所论述的大多数决策往往是从公司制角度考虑的。

## 公司治理

如前所述，董事长领导的董事会对公司实施治理。大多数企业的董事长也是企业的 CEO。在 2000—2002 年股票市场崩溃的三年时间里，很多企业由于管理不善，或者是由于隐瞒或欺诈而不能正确反映财务状况的财务报表而走向破产。比如世通公司，在它的利润表中有超过 90 亿美元的不实或欺诈科目。该公司破产后被查出了很多错误，新管理者进入企业以图拯救公司。

安然公司被曝企业会计师持有大量“账外”金融交易事件之后也宣告破产。公司债务远远超过投资者和债权人所知的数额。这些会计操纵的手法很多都十分老练，骗过了一般的分析师、银行家或董事。安然事件中，美国政府指控为其进行审计的安达信会计师事务所，安达信因此而倒闭。其他如世通公司、环球电讯 (Global Crossing) 和 Adelphia 的破产案也缘于财务报表欺诈。由于这些会计丑闻，公众要求会计公开，重塑企业道德，并要求知晓公司治理体系失败的原因。

此类事件在 2007—2009 年的金融危机中再次重演，董事会似乎不理解高信用风险抵押贷款所存在的风险。企业高管甚至不理解投资于抵押债券的风险特征。风险管理的整体缺失牵出对公司治理问题的关注。互联网泡沫和金融危机如此靠近地接踵而来，使大公司和金融机构自我管理的能力受到诸多质疑。为什么董事会不知道将要发生的事情并加以制止？为什么他们不解雇不合格的经理来洁净管理层？为什么董事会在公司业绩如此糟糕的情况下还会允许巨额的红利和管理薪金？金融危机的一个结果是，我们期盼金融机构更加规范管理、外部金融分析师对公司研究更加小心。

公司治理问题实际上是代理问题。代理理论 (agency theory) 研究企业所有者和管理者之间的关系。在私人公司，管理者和所有者经常是同一个人。管理者经营企业来满

<sup>①</sup> 如果投资者超过 75 人，可以使用有限合伙企业的形式，业主承担有限责任，并缴纳业主个人所得税。



## □ 管理层与股东财富

现代公司管理层还在遵循股东财富最大化目标吗？某种情况下，管理者可能更有趣维护自己的小圈子、保护“个人影响力”，而不是股东财富最大化。比如，公司的管理者收到另一个公司的合并要约；这一要约可能对股东有利，但使管理当局十分不快。从历史上看，管理层更希望保持其管理地位，而非实现股东财富最大化。

正如前面所提到的，情况正发生变化。第一，多数情况下“明智的管理层”知道，长期保持其位置的唯一方法，就是关心股东所关心的。股票价格低的公司相对来说常常引发不受欢迎的接管和代理人控制权冲突。第二，管理层拥有大量股票期权，激励他们为了自己的利益去实现公司市场价值最大化。第三，强大的机构投资者使管理者对股东更加负责。

## □ 社会责任和伦理行为

股东财富最大化与企业社会责任目标一致吗？很多情况下，回答是肯定的。市场价值最大化的政策可以促使企业吸收资本，提供就业，并有益于社区。

尽管如此，有时一些社会公益行为，如控制污染、公平雇用、公允定价标准等，与赚取最大利润或实现市场价值最大化，不能达成一致。例如，污染控制项目的回报率经常为负。这是否意味着企业就不应该担负控制污染的社会责任呢？答案是：不，但是增加成本的活动是强制的而非自愿的，至少初期如此，所以应由所有企业平等承担。然而也有一些社会责任项目使公司获益。比如，3M 公司估计，防治污染支出项目（Pollution Prevention Pays, 3P）既有财务收益也有社会收益。该项目已经运行了 32 年，期间阻止污染物排放 26 亿磅，节约资金超过 10 亿美元。关于 3M 公司履行社会责任的更多资讯参阅下页的“财务活动”专栏。

华尔街上金融公司“造市商”不道德和非法的财务活动，从 20 世纪 80 年代末至今，总是制造报纸的头条新闻。比如近年来的伯纳德·麦道夫（Bernard Madoff）和他的“庞氏骗局”。

内部交易近年来已成为最大的公众问题。内部交易（insider trading）是有人掌握了公众不知道的信息，并利用这些信息在公司股票公开交易中获利而发生的。这一活动不合法，而且不受证券交易委员会（SEC）的保护。内部交易者有时是公司的管理者，有时是公司的律师、投资银行，有时甚至是公司财务报表的印刷者。在公众传播之前就得知了消息的人一定能获得利益——不论是好消息还是坏消息。

对内部交易的惩罚很严厉，内部交易者锒铛入狱的历史也很长了。20 世纪 80 年代，Ivan Boesky, Dennis Levine 和 Michael Milken 等执行官因内部交易，全都被送入监狱。最近的案例有：Roger Blackwell, 一名教授和市场咨询师，被证实在 2005 年将家乐氏（Kellogg）即将购买 Worthington Foods 股票的消息匿名告诉家人和朋友；Jeffrey Skilling, 前安然公司 CEO，被证实从事内部交易，被判 24 年监禁；Samuel Waksal, ImClone 医药公司创始人，因在 2002 年美国食品与药品管理局公布一种准药品无实验结果意见之前令家人抛售 ImClone 股票而入狱；Waksal 在不利消息公布之前抛售自己持有的股票，避免巨额损失；相似案件把家庭设备专家 Martha Stewart 也送入监狱。

道德和社会责任有多种形式。个人和公司的道德行为对每一个人来说都重要，因为



能产生难以估量的社会声誉。然而，一旦社会声誉由于不道德行为而丧失，则难以挽回。一些公司更加明显地追求这些道德目标，在这方面做得好的公司大多数是盈利的，并且能够节约资金，同时成为其所在社区的好公民。

## 财务实践

### 良好公司公民——3M公司

股市投资者强调财务结果和所有者权益最大化，而公司履行了其社会责任吗？公司在股东财富最大化的导向下，是否能够同时肩负起社会责任？我们认为是可以的，社会责任的结果难以计量，它能够创造良好声誉和高度的员工忠诚，进而节约成本、创造激励、提高工作效率。

3M是一家制造业公司，原料使用量很大，生产过程中的废弃物数以吨计。解决这些问题就涉及很多企业社会责任的话题。公司通过下列计划处理大量此类问题：生态效率管理，气候变化与能源管理，污染防治，水管理和降低排污。3M是道琼斯指数的领航企业，2007年5月被美国国家环境保护局授予第一个清洁空气 Gregg Cooke 卓越年度奖（Clean Air Excellence Gregg Cooke Visionary Program Award）。

公司主页上显示，公司完成了2000—2005年的一系列环境目标，目前又设立了2005—2010年一系列目标。其各方面目标均超额完成。比如，公司曾计划将空气污染物排放指数占净收入的比例降低25%，实际降低了58%。另一个降低废弃物排放指数占净收入比例的目标也超额完成。从1990年开始，公司已经把温室气体排放量降低了54%。3M参加了美国国家环境保护局气候领导者项目，制定了一个2002—2007年美国温室气体排放降低30%的目标。其多处工厂正在采用太阳能、风能和其他可再生能源。

可持续和环境问题是社会责任的重要内容，同时还存在着其他重要问题。3M鼓励社会参与，并一贯将超过2%的税前利润用于环境、教育、艺术与文化、健康与社会工作项目。

## 金融市场的角色

你可能有疑惑，一个财务管理者怎样知道他是否实现了股东价值最大？道德（或不道德）行为如何能影响公司价值？这类信息是通过每天金融市场的价格变化而提炼出来的。但是，什么是金融市场？**金融市场**（financial markets）是个人、公司和机构汇聚的地方，这里既有需要钱的，也有有钱贷出或投资的。从广义上讲，金融市场已经成为个人和金融机构的全球网络，其中有贷款者、借款者或者全球上市公司的所有者。参与金融市场的还包括国家、州和地方政府等，它们是高速公路、教育、福利和其他公共事业的主要借款者，这个市场称作**公共金融市场**（public financial markets）；与此相对，可口可乐、耐克和福特等公司在**公司金融市场**（corporate financial markets）上筹集资金。

### □ 金融市场的结构和功能

金融市场可以按不同方法分类。一些分类，如国内市场和国际市场、公司市场和政府市场，其含义即字面意思；其他的，如货币市场和资本市场，则需要一些解释。**货币市场**（money markets）是指一年或短于一年的短期证券交易市场。货币市场上的证券包括公司日常经营的商业本票、短于一年的银行存单等。货币市场有价证券将在第





7 章完整讲述。

**资本市场** (capital markets) 一般指长于一年期的证券交易市场。与短期货币市场相对, 资本市场是一个长期市场, 一般可以分为中期市场 (1~10 年期) 和长期市场 (10 年期以上)。资本市场上的证券包括普通股、优先股和公司及政府债券等。资本市场将在第 14 章完整讲述。现在, 对金融市场已经有了一个最基本的认识, 我们还需要理解这些市场是怎样影响公司管理者的。

## □ 资本配置

公司依赖资本市场提供的资金进行短期经营活动、开设新工厂和购置新设备。企业到市场中去筹集资本, 或者通过公司债券或短期票据等负债来借钱, 或者发行普通股出售公司所有权。当公司利用金融市场筹集新的资金时, 叫做首次公开发行股票 (IPO), 证券销售就被称作在**一级市场** (primary market) 发行新股。当证券销售给了公众 (机构或个人) 之后, 这些证券就在**二级市场** (secondary market) 的投资者之间交易。正是在二级市场上, 投资者根据他们对公司前景的预期买卖证券, 价格随之不断变化。也正是二级市场让财务管理者得到自己公司业绩的反馈。

市场是如何将资本分配给数以千计的不断需求资金的公司? 假设你大学毕业, 主修财务学, 受雇于一个富足的家族, 如洛克菲勒家族, 为其管理资金。你管理着 2.5 亿美元的资金, 可以在世界任何地方投资。你可以购买美国软件公司微软、瑞士食品公司雀巢或墨西哥建筑材料公司西麦斯 (Cemex) 的普通股; 也可以把钱借给美国政府或日本政府, 购买其债券; 也可以把钱借给埃克森美孚石油公司或是英国石油公司。当然, 这些只是你无数投资选择中的几个。

你怎样分配这 2.5 亿美元, 实现投资回报最大、风险最小呢? 一些投资者选择符合自己目标的风险水平, 使回报在该风险水平下最大。在寻求这个风险—回报的过程中, 你会竞价购买那些价值被低估但具有高回报潜力的证券, 而且会避开那些风险相同但据你判断似乎价格被高估的证券。因为所有的市场参与者都在同样的风险—回报游戏之中, 所以金融市场是游戏场, 市场价格移动就是在游戏中赢分或是输分。我们看看证券市场风险相同的 100 个上市公司。那些预期回报高的公司股票价格会高于预期低的公司。证券市场价格反映了所有市场参与者的共同预期, 同时也向公司管理者提供反馈, 让他们知道市场认为他们在竞争中是赢了还是输了。

那些经营业绩好而被市场奖予高证券价格的公司, 在货币市场和资本市场上比竞争对手更容易筹集到新的资金, 筹资成本也低。回到你正在管理的 2.5 亿美元资金上来, 如果埃克森美孚石油公司希望从你这里以 9% 的利率借到资金, 而雪佛龙石油公司 (Chevron) 支付给你 8% 的利率, 且其风险也较大, 你会把钱借给谁呢? 如果选择埃克森美孚石油公司, 那你是用自己的方式理解财务。两个同时需要资金的公司, 其竞争的最终结果是雪佛龙把利率提高到高于埃克森美孚石油公司的利率水平, 否则它将得不到资金。以此方式, 货币市场和资本市场把最低成本资金分配给最高品质的公司, 而把最高成本资金分配给最低品质的公司。换句话说, 公司为经营业绩失败支付罚金。

## □ 上市公司重组的制度压力

有时, 经营业绩差的公司受到的另一惩罚, 是要承受那些寻找股东价值最大化的机



构投资者施予的压力。前面提到过，机构投资者已经开始彼此联合，而且它们对公司董事会的影响早就显而易见了。机构投资者结合起来的威力更容易证实。企业重组（restructuring）可以改变资本结构（资产负债表中负债和权益的比重）。重组还可以把出售低利润率资产取得的收入再投资于更好的投资机会中去。有时，重组导致企业当前管理团队变更，或大量裁员。重组也包括几十年前闻所未闻的兼并重组。相较于通过分散化来降低风险，公司可以从重组中获得更大的市场份额、名牌产品（如 British Petroleum 收购 Amoco）、隐藏资产价值或技术——或者只是寻找利于国际竞争的途径。

过去的十年里，惠普、IBM、美国运通、西尔斯和柯达等公司的重组和管理层变更，就是机构投资者全方位影响公司董事会执行控制权的直接结果。在此之前，一些董事确实被看作管理层的“橡皮图章”。大型机构投资者改变了这种印象，如果没有它们努力争取投资价值最大化，那么很多前述重组事件就不会发生。离开了金融市场对上市公司价值的评价，实现重组会困难得多。

## □ 金融市场国际化

国际贸易增长趋势仍在继续。全球化公司越来越普遍，像索尼、可口可乐、雀巢和梅赛德斯—奔驰等国际品牌享誉全世界。吃麦当劳汉堡包的人遍及全世界，麦当劳也在最主要的国际货币市场和资本市场筹集资金。随着公司寻找低价资金，全球化公司的增长必然带来国际筹资的增长。

可口可乐公司在最近的年报中说，它的业务活动涉及 59 个国家，借款包括日元、欧元和其他货币。

资本配置和寻找低成本融资渠道，正在成为跨国公司的国际游戏。人们已经注意到了所有想到美国筹集资金的非美国公司。越来越多的外国公司在纽约证券交易所挂牌上市。几百家外国公司的股票以美国银行证券存单（ADRs）的方式在美国交易。

在我们生活的世界里，国际事件影响着所有工业国家的经济，资本从一个国家到另一个国家的流动速度也超出了任何想象。计算机组成了一个巨大的国际金融网络，市场对投资者情绪变化比以前更为敏感。公司财务管理者被施加了越来越多的外部影响。未来财务管理者需要熟练理解国际资本流动、计算机电子资金转账系统、外币风险对冲以及金融市场的其他功能。

## □ 互联网和资本市场变化

技术已经深深影响了资本市场。其最大的影响是降低了证券交易成本。处在技术前沿的企业和交易所，给在成本上不具优势的企业和交易所造成了巨大的竞争压力。由此导致美国国内和国际上几个主要股票市场的组合和经纪公司的合并。

20 世纪 90 年代后期和 21 世纪初，计算机技术的发展刺激了电子交易网络（ECN）的诞生。和传统市场相比，这些电子化市场兼具速度和成本优势，并拿走了纽约证券交易所的市场份额。如果不能击败它们，就加入它们，因此纽约证券交易所兼并了第二大 ECN——Archipelago。已经电子化的纳斯达克股票交易所买入了最大的 ECN——Instinet。

此外，成本压力和资本需求使主要的股票市场变成了以盈利为目的的上市公司。第一个上市的交易所是芝加哥商业交易所（Chicago Mercantile Exchange），然后是纳斯





达克、纽约证券交易所、芝加哥期货交易所 (Chicago Board of Trade)。一旦这些交易所成为上市企业,就可以用自己的股票从事兼并与收购。2007 年,纽约证券交易所兼并了欧洲大型交易所 EuroNext,成为全球化市场,而纳斯达克购买了伦敦证券交易所 30% 的股份——仅在 2007 年秋季就分配到大量利润。随后,纳斯达克又兼并了一家北欧证券交易所 OMX,该交易所经营北欧和波罗的海诸国的 8 个证券交易所。OMX 被认为是交易技术的领航者,全球超过 35 家的股票交易所都使用它的技术。2007 年,芝加哥期货交易所与芝加哥商业交易所合并,继续着更大、全球化程度更高的低成本结构趋势。未来的市场全球化过程,会更强调技术手段。

互联网应用的另外一个领域是股票零售交易。嘉信理财 (Charles Schwab), E\* TRADE, TD Ameritrade 和其他贴现经纪商,允许客户用互联网进行交易,为美林和摩根士丹利等全服务经纪人提出了一个竞争难题。这些贴现企业迫使全服务零售经纪人向客户提供互联网交易,尽管互联网交易的盈利情况不如经纪人交易。

从造市商手里挤占利润的另一个变化就是小数报价 (price quotes in decimals),传统的  $1/16$ ,  $1/8$ ,  $1/4$  和  $1/2$  的报价已被放弃。小数报价为客户提供了更低的成本,市场和经纪商的利润被挤走更多。这些问题以及其他问题将在本书的资本市场部分更为完整地讲解。

## 本书结构

本书内容涵盖于六个主要标题之下。学生从会计学 and 财务学的基本技能,到营运资本管理、资本预算、长期融资以及其他相关领域应用决策技术,一步步深入学习。20 章的总篇幅适合一个学期。

### 1. 导论

该部分解释财务管理的目标。强调决策和风险管理,更新了财务管理重要事件。

### 2. 财务分析与财务计划

学生首先有机会复习与财务学相关的会计学基本原理 (强调财务报表和资金流量)。第 2 章要求理解营运资本管理、资本结构、资本成本和资本预算的概念。

该部分的另一内容是学习全部财务比率分析、预算技术、编制复杂的预算财务报表。在杠杆讨论中研究以负债或工厂、设备形式存在的固定性因素的作用。

### 3. 营运资本管理

该部分研究企业短期资产及其相关负债的管理技术,介绍风险—回报分析。财务管理者必须在流动性好但回报小 (可能是短期证券) 和盈利性好但流动性差的资产 (比如存货) 之间不断选择。短期融资渠道也将考虑到。

### 4. 资本预算过程

资本支出决策是公司必须做出的最重要决策。按照学习安排,必须详细学习货币时间价值,然后是债券和股票的估价,强调采用现值技术。估价这一章学习经典股利定价模型,研究债券价格对贴现率和通货膨胀的敏感性。附录中讲述股利增长模型,该模型

公认会计准则适用于很多行业，会计方法也影响着这些行业的财务报表。财务会计准则委员会（FASB）的一项重大任务就是制定报告财务报表的规则。FASB 现任主席 Robert H. Herz，面临着后金融危机会计行业需要解决的很多问题。最重要的问题是企业如何计算资产负债表的资产科目。FASB 要求企业必须以公允价值计量资产。以公允价值计算资产价值，意味着企业资产以最近的可随时出售的市场价格列示。这个方法是准确的，但是当资产或金融工具没有活跃交易市场、不可流动时，计算反而成为一个大问题。

在 2007—2009 年金融危机中，银行业尤其受到 FASB 要求的公允价值计价的影响。银行持有的很多资产没有潜在购买者，因为其交易市场基本上是冻结的，所以价值接近零。银行不得不注销数以千亿美元计的抵押类证券。FASB 和管理当局联手，对金融危机产生的会计披露问题提供更加透明的指导，并与国际会计准则理事会（IASB）一起改进和简化抵押证券等金融工具会计准则。即使如此，Herz 多次表示，确定一些金融工具公允价值的困难不是因为会计准

则，而是由“舞弊、过度负债，以及证券化和衍生产品产生的复杂投资与风险投资”导致的。

Herz 于 2002 年 7 月就任 FASB 主席，此前是普华永道的高级合伙人之一，管理其北美 Professional, Technical, Risk & Quality 分部。他在阿根廷和英国度过了童年时期，获得英国曼彻斯特大学学士学位。Herz 是美国的注册会计师，也是英国的公认会计师、AICPA 的 SEC 监管委员会和国际会计师联合会跨国审计师委员会的主席。

他还就职于美国会计协会的财务会计标准委员会（the American Accounting Association's Financial Accounting Standards Committee）的紧急事务工作组（Emerging Issues Task Force）和 AICPA 行动分部执行委员会（SEC Practice Section Executive Committee of the AICPA）。

FASB 亟须完成一整套连续、高品质的国际会计准则，以利于国际企业的全球经营。FASB 关心的另一个领域则是华尔街的季度盈余游戏。Herz 与他人合著出版图书 *Value Reporting Revolution: Moving Beyond the Earnings Game*。

续前表

Kramer 公司 利润表 截至 2010 年 12 月 31 日	
9. 税收费用	49 500
10. 税后利润 (EAT)	110 500
11. 优先股股利	10 500
12. 可供普通股分配的股利	<u>\$ 100 000</u>
13. 发行在外的普通股股份数	100 000
14. 每股收益	\$ 1.00

\* 息税前利润。

首先，利润表包含了一个特定期限，可以是 1 个月、3 个月，或者 1 年。利润表可以采用单步式列示，也可以采用多步式列示，用以研究每一类费用扣减后的损益。

先从销售收入减去销售成本得到毛利开始，\$ 500 000 表示采购或生产的成本与产品销售价格之间的差额。然后，从毛利中减去销售和管理费用以及折旧，确定经营活动创造的利润（或亏损）\$ 180 000。毛利率高（25%~50%）的公司，其营业利润可能不高，其原因是产品销售费用和公司管理费用太高。<sup>①</sup>

得到了营业利润（评价管理效率主要是看收入的创造和成本的控制），之后应该调整与经营活动无关的收入和费用。这个例子里，我们支付了 \$ 20 000 利息，因此税前利润为 \$ 160 000。支付税收费用 \$ 49 500 后，最后剩下税后利润 \$ 110 500。

## □ 资本回报

在进行下一步分析之前，我们应该注意到，公司有三种主要资本来源——债券持有者，他们收到了 \$ 20 000 的利息（第 7 项）；优先股股东，他们收到了 \$ 10 500 的股利（第 11 项）；还有普通股股东。公司支付优先股股东 \$ 10 500 股利后，还有可供普通股股东分配的利润 \$ 100 000（第 12 项）。在计算**每股收益**（earnings per share）时，必须说明发行在外的普通股股份数这个项目。第 13 项表明发行在外的股份有 100 000 股，因此 \$ 100 000 可供普通股分配的利润就可以表示为每股收益 \$ 1。普通股股东对发行在外的股份数很敏感——股份越多，每股收益越小。在发行新股之前，财务经理必须保证能够创造足够的利润，避免每股收益下降。

\$ 100 000 的利润（每股收益 \$ 1）可以股利的形式发放给股东，或者留存在企业用于后续投资。理论上，用于再投资的资金归普通股股东所有，普通股股东希望这些投资带来更多的收益和股利。在 Kramer 公司的例子中，我们假设支付给普通股股东 \$ 50 000 股利，剩下的留存在公司。利润表的一个简短附表留存收益表（见表 2—2），往往用来表明利润的分配情况。<sup>②</sup>

① 在这里，折旧不作为产品成本的一部分，而作为一项独立的费用。根据具体情况，可以把全部折旧或部分折旧计入销售成本。

② 以前年度会计利润调整和现金股利也在留存收益表中表示。

续前表

Kramer 公司 比较资产负债表		
	2009 年年底	2010 年年底
存货	160 000	180 000
预付费用	30 000	20 000
流动资产小计	400 000	450 000
投资	20 000	50 000
厂房和设备	\$ 1 000 000	1 100 000
减: 累计折旧	550 000	600 000
厂房和设备净值	450 000	500 000
总资产	<u>\$ 870 000</u>	<u>\$ 1 000 000</u>
<b>负债和所有者权益</b>		
流动负债:		
应付账款	\$ 45 000	\$ 80 000
应付票据	100 000	100 000
应计费用	35 000	30 000
流动负债小计	180 000	210 000
长期负债:		
长期债券 (2017)	40 000	90 000
负债合计	220 000	300 000
股东权益:		
优先股 (面值 \$ 100)	50 000	50 000
普通股 (面值 \$ 1)	100 000	100 000
股本溢价	250 000	250 000
留存收益	250 000	300 000
所有者权益合计	650 000	700 000
总负债和所有者权益	<u>\$ 870 000</u>	<u>\$ 1 000 000</u>

表 2—7 中列示了分析过程。我们从税后净利润 \$ 110 500 开始调整, 首先加回折旧 \$ 50 000。然后是流动资产 (应收账款和存货) 的增加减少了现金, 流动资产 (预付费用的减少增加了现金。最后是流动负债 (应付账款) 的增加增加了现金, 流动负债 (应计费用) 的减少减少了现金。

表 2—7 经营活动产生的现金流量

净利润 (税后净利润) (表 2—1)	\$ 110 500
调整为经营活动产生的现金流量:	
加回折旧 (表 2—1)	50 000
应收账款增加 (表 2—6)	(30 000)
存货增加 (表 2—6)	(20 000)
预付费用的减少 (表 2—6)	10 000
应付账款增加 (表 2—6)	35 000
应计费用减少 (表 2—6)	(5 000)
调整合计	40 000
经营活动产生的净现金流量	<u>\$ 150 500</u>

我们看到在表 2—7 中, 企业创造了经营活动现金流量 \$ 150 500。这个数字比表中的第一行净利润 (\$ 110 500) 多了 \$ 40 000。折旧额较小、存货储存量巨大的企业, 其现金流量可能比报告的净利润低一些。一旦确定了经营活动产生的现金流量, 管理者心里就清楚了有多少资金可以用来投资或满足筹资需求 (例如派发现金股利)。

## □ 确定投资活动产生的现金流量

投资活动产生的现金流量 (cash flows from investing activities) 是现金流量表的第二个部分。这部分涉及长期证券投资活动, 更主要的是涉及厂房和设备的投资。增加投资就是一种资金使用, 减少投资则是一种资金来源。

研究 Kramer 公司的表 2—6 后, 我们把相关信息放在表 2—8 中。

表 2—8 投资活动产生的现金流量

投资 (长期证券) 增加 (表 2—6)	(\$ 30 000)
厂房和设备增加 (表 2—6)	<u>(100 000)</u>
投资活动产生的净现金流量	(\$ 130 000)

## □ 确定筹资活动产生的现金流量

现金流量表的第三部分是筹资活动产生的现金流量 (cash flows from financing activities), 我们把筹资活动对公司的影响列示于表 2—9。筹资活动指公司债券、普通股、优先股和其他公司证券等的销售或偿还。支付现金股利也是一种筹资活动。销售企业证券是一种资金来源, 偿还或回购则是资金使用。支付股利也是一种资金使用。

表 2—9 中列示的 Kramer 公司筹资活动产生的现金流量, 数据来源于表 2—1、表 2—2 和表 2—6。

表 2—9 筹资活动产生的现金流量

应付债券增加 (表 2—6)	\$ 50 000
优先股股利支付 (表 2—1)	(10 500)
普通股股利支付 (表 2—1)	<u>(50 000)</u>
筹资活动产生的净现金流量	(\$ 10 500)

## □ 现金流量表三部分组合

我们现在把现金流量表的三个部分组合成一张向证券分析师和股东提供的完整报表, 如表 2—10 所示。

表 2—10

Kramer 公司 现金流量表 截至 2010 年 12 月 31 日	
经营活动产生的现金流量:	
净利润 (税后净利润)	\$ 110 500
确定来自经营活动的现金流量的调整:	



金，而且要考虑必要的厂房和设备等资本性支出（special financing activities），以保证维持正常的经营活动。同样，向股东的股利支付也必须减去，为了赢得股东满意，这些股利是必须支付的。

自由现金流量余额可以用于特殊的财务活动（special financing activities）。在过去十年里，特殊财务活动常常是杠杆收购的同义词，即一个公司借钱购买自己的股票使公司私有化，重新编制公司的资产负债表，几年之后以高于当初买价的价格重新上市。分析师或银行家往往看自由现金流量来确定企业是否有足够的剩余资金去偿还杠杆收购的借款。

## 所得税决策

事实上，每一项财务决策都受到联邦所得税的影响，主要的如租赁与购买决策、发行普通股或发行债券决策、重置资产决策等。我们的目的不是要回顾《联邦所得税法案》（the Federal Income Tax Code）的准则、规则和条款之间的细微差别，而是要研究税收事务如何影响公司财务决策。我们的研究主要定位在公司税务决策原则上，很多原则对个体业主企业和合伙企业同样适用。

### 财务实践

#### 麦道夫的庞氏骗局：会计监督在哪里？

伯纳德·麦道夫（Bernard L. Madoff）的成人生涯是从1956—1957年亚拉巴马大学的Sigma Alpha Mu男子俱乐部开始的。

麦道夫集多种职业于一身。他曾荣任纳斯达克证券交易所董事会主席，还是证券业联合会的董事会成员，也是美国犹太议会的前任财长。他还担任过纽约市犹太大学信托委员会主席。

伴随着荣誉，财富也纷至沓来。他和夫人住在曼哈顿东区的一个价值700万美元的寓所；拥有佛罗里达棕榈滩的一个价值930万美元的大厦，是棕榈滩乡村俱乐部（Palm Beach Country Club）的成员；在法国蔚蓝海岸（French Riviera）拥有一个55英尺长的码头。

在华尔街看来，与麦道夫结识是一件很重要的事情。经历了几十年的成功人生之后，20世纪90年代初，他成立了自己的庞氏基金。他以基金的名义开始了第一次投资，并向基金投资人宣告了其了不起的业绩（无论股市怎样涨跌，基金的年回

报率稳定在15%~20%）。该业绩激励新一轮的投资人加入基金，当第一轮投资人要索回投资时，他就把第二轮投资人投入的资金支付出去。相同的事情在第三轮及以后的投资人身上不断重演，好像这个金字塔会永远这样堆积下去。

实际上，麦道夫从来都没有把他在市场募集的钱用于投资。他告诉委托人，他把股票和衍生品组合起来，建立了股市上独一无二的“拆分转换战略”机制，这个机制如此复杂以至于没有人提出质疑（投资人欣喜于高额年回报率）。事实上，麦道夫从来没有把资金投入股市，而是存入了Chase Bank的账户。当投资人想取回他们的“收益”时，麦道夫就去找新的投资人提供资金。

结果，2008年，欺诈的面纱终于被揭开，恐慌中每个人都想立刻拿回自己的全部资金。这自然是不可能了，因为没有新一轮的投资人，就再也不会会有什么利润，随之而来的是，纸牌屋轰然倒塌。



## 学习目的

1. 比率分析可以把公司与行业进行有意义的比较。
2. 可以用比率来计算盈利能力、资产使用效率、流动性和负债使用效率。
3. 杜邦体系可以分析出资产回报率和股东回报率的真正来源。
4. 趋势分析可以揭示企业跨期业绩。
5. 利润必须深入评价才能识别会计失真的根源。

如果你在超市选购口腔护理产品，只需找到高露洁就可以了。各种产品应有尽有：你能想到的每一种功能的牙膏（清除牙石、预防龋齿、增白亮白），还有各种形状、各种规格的牙刷等。准备日常起居时，也会想到它的香皂、香波和各种香氛剂。

如果在家打扫房间，高露洁还提供了 Ajax, Fab 等一大串清洁产品。

为什么财务管理书中会提到这些东西？其实，高露洁过去三年的盈利指标也很有趣。它的平均毛利率是 11%，资产回报率是 16.9%。这些指标都高于其他公司的平均值，让分析师感到震撼的是股东权益回报率为 67.6%（正常为 15%~20%）。如此异常高的回报率主要是因为它 75% 的高负债率。也就是说，企业的负债占总资产的 75%，股东权益只有 25%。任何一点利润相对于如此低的股东权益都会显得很大。

而它的主要竞争对手宝洁，股东权益回报率只有 18.5%，部分原因在于宝洁偏重于股东权益融资而非负债。这样做有好处，也有缺点。此类分析见本章财务比率。

第 2 章研究了会计的基本假设和企业财务报表的各个组成部分，现在借助于这些基本资料进入财务分析——评价企业财务业绩。

本章分为两部分。第一部分用财务比率评价企业的业绩。把常用比率如净利润与销售收入之比、流动资产与流动负债之比应用于一个假想公司，按照行业标准和历史趋势进行研究。

第二部分探讨通货膨胀和反通货膨胀在过去十年中对财务活动的影响。学生开始评价物价上涨（或下跌）对各种财务比率的影响。本章总结了价格因素以外的可能会扭曲企业财务报表的其他因素。通过那些不只是关心收入和利润的财务经理的眼睛，可以看到销售净利率、投资回报率和存货周转率等概念承载的更多含义。本章的例子是从财务经理的角度（不只关注会计理论）设计的。

## 比率分析

日常生活中我们常常用到比率。例如，我们根据每加仑汽油行驶的公里数选购汽车，用成功跑垒与击球次数的平均比率评价棒球运动员，用投篮命中与篮板球的比率评价篮球运动员等。所有这些比率都可以判断相对业绩。而财务比率也起着相同的作用，但是你必须清楚某个比率计算的是什么，还要理解计算结果的含义。

财务比率用于衡量和评价企业的经营业绩。单独一个项目看上去可能令人满意，比如利润 \$ 50 000 或者应收账款 \$ 100 000，但是只有在对比了其他项目之后才能计算它的合理性。正是由于这个原因，财务经理强调比率分析的重要性。

比如，\$ 50 000 利润实际上合理吗？如果在 \$ 500 000 销售收入基础上赚了 \$ 50 000（10% 的边际利润率），那是很令人满意的；但是若在收入 \$ 5 000 000 基础上，\$ 50 000 利润则是令人失望的（回报率为 1%）。计算比率后，需要把计算结果与行业内同类公

续前表

	IBM		戴尔		苹果	
	利润率	权益回报率	利润率	权益回报率	利润率	权益回报率
1988	9.8	14.7	—	—	9.8	39.9
1989	8.4	13.6	—	—	7.7	27.3
1990	8.7	14.1	—	—	8.5	32.8
1991	3.2	5.7	—	—	7.1	25.4
1992	2.2	5.2	5.0	27.5	7.5	24.2
1993	亏损	亏损	亏损	亏损	3.6	14.1
1994	4.6	12.7	4.3	22.9	2.5	9.7
1995	8.8	25.5	5.1	28.0	3.7	12.1
1996	7.7	27.1	6.8	48.9	亏损	亏损
1997	7.8	30.7	7.7	73.0	亏损	亏损
1998	7.7	32.6	8.0	62.9	4.8	17.2
1999	8.0	33.9	7.4	35.0	6.8	13.5
2000	8.1	30.0	7.2	41.1	7.0	13.0
2001	9.0	20.5	5.7	37.9	亏损	亏损
2002	8.4	18.0	6.0	40.0	2.0	3.0
2003	8.5	27.3	6.4	42.1	1.2	1.8
2004	9.0	29.1	6.8	51.0	3.3	5.4
2005	8.6	27.5	7.2	49.0	6.5	13.3
2006	9.8	33.0	4.0	30.0	10.3	21.0
2007	9.9	31.5	4.5	30.8	13.3	23.2
2008	11.9	37.5	4.1	39.0	14.7	23.4
2009	13.5	36.2	3.1	26.0	15.0	25.1

戴尔公司 1992 年以后才有数据, 2006 年以后的数据显示出很强的盈利水平。其创始人亿万富翁迈克尔·戴尔 (Michael Dell) 再次担任 CEO, 提高了公司的各项财务数据。

苹果计算机公司业绩持续下降, 1996 年和 1997 年经营亏损时面临着破产威胁。然而到 1998 年, 苹果公司使用了一条新的 Macintosh 计算机生产线, 奇迹般地扭转了局面, 利润率和权益回报率转负为正。但是, 同样也遭遇了 2001—2002 年的衰落。直到 2010 年它的 iPod, iPhone 和新的 iPad 问世, 个人计算机销售扭亏为盈。

三个公司下一个十年的趋势如何? 技术变化如此之快以至于无人能下断言。三个公司都会继续降低经营费用, 同时提升新产品的开发创新。



## 财务实践

### 财务分析师是投资者的朋友还是敌人? 读者警惕!

不仅企业内部的管理人员在做财务分析, 外部分析师也在做。外部分析师一般向股市投资者提供数据。

20 世纪 90 年代股市大涨之后, 被查出问题之一就是分析师经常做不尽客观的评价。这个不幸的问题使 2000 年初的熊市更加低落。

很多分析师缺乏客观性, 是因为他

们为之工作的投资银行、经纪公司不仅为投资者提供财务 (金融) 分析服务, 而且还承销公司证券。承销活动所涉及的公开市场新证券分销, 正是投资银行的一项高利润业务。例如华尔街主要的投资银行高盛 (Goldman Sachs), 不仅为通用汽车或柯达公司提供财务研究和金融分析, 而且还从这些公司的投行业务中赚取盈利。

表 4—11 产品生产的各项成本

	车轮			家具脚轮			成本合计
	产量	单位成本	总成本	产量	单位成本	总成本	
原材料	1 015	\$ 10	\$ 10 150	2 020	\$ 12	\$ 24 240	\$ 34 390
直接人工	1 015	5	5 075	2 020	6	12 120	17 195
制造费用	1 015	3	3 045	2 020	4	8 080	11 125
							\$ 62 710

我们看到，表 4—11 中两种产品各项成本的总和为：原材料总成本 \$ 34 390；人工总成本 \$ 17 195；制造费用总额 \$ 11 125。假设所有成本是在 6 个月中平均发生的。虽然每月销售量不同，但是可以假定每月生产量都能最大效率地使用生产资源。表 4—12 列示了每月平均原材料、直接人工和制造费用。

表 4—12 每月平均生产成本

	总成本	时间	平均月成本
原材料	\$ 34 390	6 个月	\$ 5 732
直接人工	17 195	6 个月	2 866
制造费用	11 125	6 个月	1 854

采购货款可以在购买原料一个月后支付。每月人工和制造费用用现金支付，利息、税收和股利等支付也如此，4 月和 6 月还购买新设备，分别支付 \$ 80 000 和 \$ 10 000。我们把所有的现金支付情况列示在表 4—13 中。历史记录中有 12 月购买的原材料支出 \$ 4 500。

表 4—13 现金支付汇总

	12 月	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月
如表 4—12:							
每月原材料采购	\$ 4 500	\$ 5 732	\$ 5 732	\$ 5 732	\$ 5 732	\$ 5 732	\$ 5 732
现金支付 (上月采购)		\$ 4 500	\$ 5 732	\$ 5 732	\$ 5 732	\$ 5 732	\$ 5 732
每月人工		2 866	2 866	2 866	2 866	2 866	2 866
每月制造费用		1 854	1 854	1 854	1 854	1 854	1 854
如表 4—8:							
管理费用 (6 个月 \$ 12 000)		2 000	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000
利息							1 500
税金 (两次等额支付)				2 503			2 503
现金股利							1 500
另外:							
购买新设备			80 000				10 000
总支出额		\$ 11 220	\$ 20 452	\$ 14 955	\$ 12 452	\$ 12 452	\$ 27 953

## □ 完成的预算

现在把每月现金收入和现金支付额都放到现金流量表中，如图 4—14 所示。现金流入和流出之差就是本月的净现金流量。