

财务管理基础

(第8版)



Foundations of Finance:
The Logic and Practice of Financial Management
Eighth Edition

【美】 亚瑟·J·基翁 (Arthur J. Keown)
约翰·D·马丁 (John D. Martin) 著
J. 威廉·佩蒂 (J. William Petty)

王珏 等译



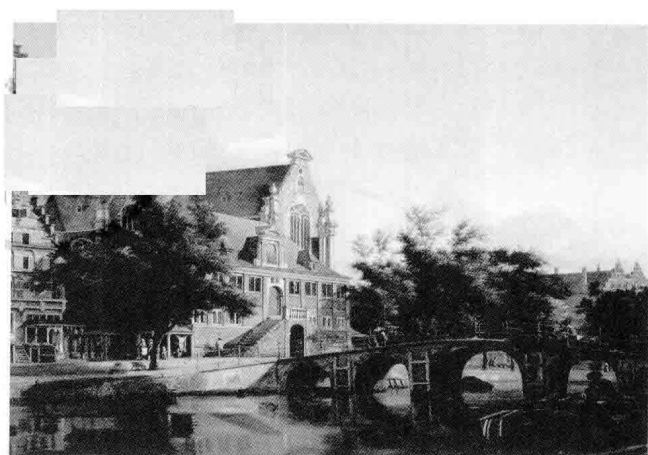
中国工信出版集团



电子工业出版社
PUBLISHING HOUSE OF ELECTRONICS INDUSTRY
<http://www.phei.com.cn>

财务管理基础

(第8版)



Foundations of Finance:
The Logic and Practice of Financial Management
Eighth Edition

亚瑟·J·基翁 (Arthur J. Keown)
【美】 约翰·D·马丁 (John D. Martin) 著
J. 威廉·佩蒂 (J. William Petty)
王珏 吴云 张超 译

电子工业出版社
Publishing House of Electronics Industry

内 容 简 介

本书导论篇主要阐述了货币、信用以及联邦储备体系的职能；金融价格篇讨论了利率和债券价格、利率的结构、市场有效性、汇率的决定；金融机构篇主要阐述金融中介机构、商业银行结构、监管与绩效、金融创新、金融体系稳定性等内容。金融市场篇介绍了关于股票市场、债务市场、远期、期货和期权合约、国际金融体系的基本概念和基本操作。货币理论篇主要研究货币供给、需求市场均衡以及总需求与总供给；货币政策篇论述了货币政策制定、执行、面临的挑战及金融体系全球化下的货币政策协调。

Authorized translation from the English language edition, entitled Foundations of Finance: The Logic Practice of Financial Management, Eighth Edition, 9780273789953 by Arthur J. Keown, John D. Martin, J. William Petty, published by Pearson Education, Inc., publishing as Prentice Hall, Copyright © 2013 by Pearson Education Inc. All rights reserved. No part of this book may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic or mechanical, including photocopying, recording or by any information storage retrieval system, without permission from Pearson Education, Inc.

CHINESE SIMPLIFIED language edition published by PEARSON EDUCATION ASIA LTD., and PUBLISHING HOUSE OF ELECTRONICS INDUSTRY Copyright © 2015.

本书中文简体字版专有版权由 Pearson Education（培生教育出版集团）授予电子工业出版社，未经出版者书面许可，不得以任何形式复制或抄袭本书的任何部分。

本书封面贴有 Pearson Education（培生教育出版集团）激光防伪标签，无标签者不得销售。

版权贸易合同登记号 图字：01-2015-0560

图书在版编目（CIP）数据

财务管理基础：第8版/（美）基翁（Keown, A. J.），（美）马丁（Martin, J. D.），（美）佩蒂（Petty, J. W.）著；王珏等译. —北京：电子工业出版社，2015.7

（华信经管引进精品）

书名原文：Foundations of Finance: The Logic and Practice of Financial Management, Eighth Edition

ISBN 978-7-121-25754-4

I. ①财… II. ①基… ②马… ③佩… ④王… III. ①财务管理—高等学校—教材 IV. ①F275

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2015）第 061098 号

策划编辑：王赫男

责任编辑：郝黎明

印 刷：三河市鑫金马印装有限公司

装 订：三河市鑫金马印装有限公司

出版发行：电子工业出版社

北京市海淀区万寿路 173 信箱 邮编 100036

开 本：787×1 092 1/16 印张：27 字数：691.2 千字 插页：1

版 次：2015 年 7 月第 1 版

印 次：2015 年 7 月第 1 次印刷

印 数：3 000 册 定价：59.80 元

凡所购买电子工业出版社图书有缺损问题，请向购买书店调换。若书店售缺，请与本社发行部联系，联系及邮购电话：（010）88254888。

质量投诉请发邮件至 zltts@phei.com.cn，盗版侵权举报请发邮件至 dbqq@phei.com.cn。

服务热线：（010）88258888。

译者序

欣然接受本书的翻译工作，首先基于对三位作者的敬仰，希望能够借此机会与他们直接进行思想的碰撞。

本书作者亚瑟·J·基翁，为弗吉尼亚理工大学暨州立大学金融系主任，教授，财务管理学会董事。分别获得俄亥俄卫斯理大学学士、密西根大学 MBA 硕士、印第安纳大学博士，在《金融学》、《金融经济学》、《金融数理分析》、《金融研究》、《银行业务与融资》、《财务管理》、《风险组合管理》等多个杂志上发表学术论文多篇。除《财务管理基础》一书外，他的其他两本书也在全美高校的金融专业中广为应用——《财务管理原理》和《个人理财基础：将金钱变为财富》。

本书另一作者约翰·D·马丁，是贝勒大学汉卡莫商学院卡尔·P·柯林斯金融学会主席，贝勒大学 EMBA 教师，并三次被评为“优秀教师”。他在德克萨斯州大学奥斯汀分校工作 17 年后于 1998 年就职于贝勒大学。在领先金融类期刊上发表学术论文 50 余篇，参与编著书籍多部。

本书第三位作者 J. 威廉·佩蒂，为奥斯丁德克萨斯大学博士，金融学教授，主要为本科生和研究生讲授企业及融资课程。研究领域涉及企业融资与股东价值管理，曾为《金融研究》杂志联合编辑、《企业家融资》杂志编辑，公开发表各类学术论文多篇。是小企业及企业家精神前沿教材——《小企业的管理：激发并培养企业家冒险精神》、《以价值导向型管理：美国公司应对股东革命（2010）》的作者之一，他还是一家公开交易的石油企业董事会成员，私人投资者贝勒安吉拉网络公司执行董事。

我们的翻译工作开始于 2014 年炎热的夏季，随着翻译工作的逐日推进，我已经欲罢不能，一种强烈的渴求与迫切与日俱增——渴求尽可能多地汲取书中思想，并迫切地希望能够尽可能完美地用中文展现原著，让中国的财务管理学生受益。

本书为学生提供了一个财务决策程序的基本框架和内容，而不是简单地介绍财务管理中的工具和技巧。它具有以下特点：

1. 分析与解决问题的新方法——多步骤法

正如所有给本科生教授财务管理课程的老师众所周知的那样，它需要大量的数学知识和技能，而缺乏数学技能的学生往往在课程学习中以记忆公式为目的，却忽略了利用数学工具进行企业决策分析，本书则试图在教材内容以及教学法上克服该问题。

2. 新的财务决策工具

这一特征表现为对关键公式在相应章节应用后的要点重述与概括。

3. 新的章节总结

章节总结对于学生而言更为简单，更易将总结与每一章的内容以及学习目标相联系。

4. 关键术语表

每一章中所介绍的新术语都有所罗列并辅以简单说明。

5. 新颖的思考题

每章小结中的思考题已经改进并极大扩展，使得学生能够获得更大范围内的练习，此外，思考问题按照学习目标进行梳理，以便于老师和学生都能够很好地将课本内容与习题资料相联系。

6. 更加强调估价

尽管许多教授和老师都将估价视为课程的核心内容，但学生们通常却会忽略它，本版为此进行了重新修订，以强化估价这一核心点，并以一种十分具体和切实的方式组织教材内容。

本书由具有多年翻译经验的西北大学经济管理学院王珏教授主持翻译，天津商业大学宝德学院会计教研室主任张超和系教务助理吴云老师以及西北大学经济管理学院世界经济专业博士生谭秀阁参与完成。本书翻译工作的具体分工为：王珏翻译 1~4 章，吴云翻译 5~9 章，谭秀阁翻译 10~13 章，张超翻译 14~16 章，全书由王珏统一审稿、校稿。

译者

2015 年 2 月于西安

目录

CONTENTS

第1章 财务管理与企业	1	初级市场与次级市场	19
1.1 企业的目的	2	货币市场与资本市场	20
1.2 构成财务基础的五大基本原理	2	即期市场和远期市场	20
原理1: 现金流才是关键	3	有组织的证券交易所与柜台交易	
原理2: 货币的时间价值	3	市场界限日益模糊	21
原理3: 风险需要回报	4	2.2 公开发售证券	22
原理4: 市场价格一贯正确	4	功能	22
原理5: 利益冲突引发代理问题	5	独立的投资银行业的消亡	23
当前全球金融危机	6	承销方式	23
避免金融危机——回到基本原理	7	债务私募	25
至关重要的伦理与信任	8	发行成本	26
1.3 财务在企业中的角色与地位	9	旨在规范企业目标的规则: 萨班斯-奥克斯利法案	27
学习财务管理的目的	9	2.3 金融市场上的回报率	27
财务经理所扮演的角色	10	长期回报率	27
1.4 企业的组织类型	11	近期的利率水平	28
单一业主制	11	2.4 利率决定因素	30
合伙制	11	用风险溢价估计具体利率	31
公司制	11	实际无风险利率和无风险利率	31
企业的组织形式与税收: 对股息的		实际利率和名义利率	31
双重征税	12	通货膨胀与实际收益率: 财务分析	
S型公司和有限责任公司(LLCs)	12	方法	33
应选择哪种组织形态	13	利率的期限结构	35
1.5 融资与跨国公司: 新的角色	13	观察利率期限结构的历史记录	35
本章小结	14	如何解释利率期限结构的形状?	36
复习题	14	本章小结	37
小案例	15	复习题	38
第2章 金融市场与投资银行体系	16	练习题	38
2.1 企业融资: 资本在经济体系中的运动	17	小案例	40
公开发售与私募	19		

第3章 财务报表一览	41	练习题	106
3.1 损益表	42	小案例	111
损益表示例：家得宝公司	43	第5章 折现现金流分析	113
家得宝公司共同量损益表	44	5.1 复利、终值与现值	114
3.2 资产负债表	46	现金流量时间线	114
资产的类型	47	货币时间流动价值的计算	117
融资方式	49	两种不同的货币时间价值的问题	121
资产负债表示例：家得宝公司	50	复利应用于现金以外的领域	122
营运资本	52	现值	122
资产负债表和损益表图表形式的分析		5.2 年金	126
作为一个图	54	复利年金	126
3.3 衡量现金流	55	年金的现值	128
利润与现金流	55	期初应付年金	129
初识：确定现金的来源与使用	56	分期摊还的借款	131
现金流量表	57	5.3 比较利率	133
计算现金流的总结性建议	62	复利计息不以年度计算时现值与	
家得宝财务状况结论	62	终值的计算	134
3.4 GAAP 和 IFRS	64	5.4 不均衡现金流以及永续年金的现值	137
3.5 所得税与财务	65	永续年金	139
计算应税收入	65	本章小结	140
计算应缴税款	66	复习题	141
3.6 会计舞弊与财务报表约束	68	练习题	141
本章小结	69	小案例	147
复习题	69	第6章 风险分析	148
练习题	70	6.1 预期收益定义及评估	149
小案例	74	6.2 风险定义级评估	151
附录 3A 自由现金流	77	6.3 收益率：投资者的经验	156
第4章 财务报表分析	83	6.4 风险及多样性	158
4.1 财务分析的目的	83	规避风险	158
4.2 衡量关键财务关系	86	评估市场风险	159
问题1：企业流动性如何——它能支付		评估一个组合的 β	164
账单吗？	86	风险和多样化展示	165
问题2：企业管理者是否从企业资产中		6.5 投资者必要收益率	168
创造了足够的营运利润？	90	必要收益率的概念	168
问题3：企业如何融通资产？	95	评估必要收益率	168
问题4：企业管理者是否为股东所		本章小结	171
提供的资产带来了很好的回报？	97	复习题	172
问题5：企业管理者是否创造了		练习题	172
股东价值？	100	小案例	175
4.3 财务比率分析的制约性	104	第7章 利率与债券计价	177
本章小结	105	7.1 债券种类	178
复习题	106	信用债券	178

次级债券.....	178	9.2 确定个别资本成本.....	224
抵押债券.....	178	债务成本.....	225
欧洲债券.....	179	优先股成本.....	227
可转换债券.....	179	普通股成本.....	228
7.2 债券的术语与特点.....	179	股利增长模型.....	228
资产与收入的索偿.....	180	应用股利增长模型的问题.....	229
面额.....	180	资本资产定价模型.....	230
息票利率.....	180	应用资本资产定价模型的问题.....	231
到期期限.....	181	9.3 加权平均资本成本.....	233
赎回条款.....	181	资本结构权数.....	233
债券合约.....	181	计算加权平均资本成本.....	234
债券评级.....	181	9.4 计算部门资本成本.....	236
7.3 价值界定.....	183	估计部门资本成本.....	236
7.4 什么决定价值?.....	185	应用单一业务公司来估计部门的资本 成本.....	237
7.5 价值评估:基本的过程.....	186	利用资本成本评估公司新的投资项目.....	240
7.6 债券价值评估.....	186	本章小结.....	241
7.7 债券收益.....	191	复习题.....	242
7.8 当前的收益率.....	193	练习题.....	242
7.9 债券价值评估:三种重要关系.....	193	小案例.....	246
本章小结.....	197	第10章 资本投资决策分析(1).....	247
复习题.....	197	10.1 寻找获利性项目.....	248
练习题.....	198	10.2 资本预算决策标准.....	249
小案例.....	200	投资回收期.....	249
第8章 权益价值评估.....	202	净现值.....	252
8.1 优先股.....	203	利用数据处理软件计算净现值.....	255
优先股的特点.....	203	赢利能力指数(成本利润率).....	256
8.2 优先股估值.....	205	内部收益率.....	258
8.3 普通股.....	208	净现值和内部收益率的关系分析: 净现值表.....	261
普通股的特点.....	208	内部收益率的难题:多个解的问题.....	262
8.4 普通股估值.....	209	改进的内部收益率(MIRR).....	263
8.5 股东的预期回报率.....	213	数据处理软件法计算改进的内部 收益率.....	266
优先股股东的预期回报率.....	214	10.3 资本配给.....	267
普通股股东的预期回报率.....	215	资本配给的依据.....	268
本章小结.....	217	资本配给和投资项目选择.....	268
复习题.....	218	10.4 对互斥项目排序.....	269
练习题.....	219	投资规模不同的问题.....	269
小案例.....	221	投资回收期不同的问题.....	270
第9章 资本的机会成本.....	222	投资项目寿命期不同的问题.....	271
9.1 资本成本:关键定义与概念.....	223		
机会成本、必要报酬率和资本成本.....	223		
公司的财务政策和资本成本.....	224		

本章小结	274	练习题	307
复习题	276	小案例	311
练习题	276	附录 11A	312
小案例	281	第 12 章 财务杠杆和资本结构政策	315
第 11 章 资本投资决策分析 (2)	283	12.1 理解商业风险和金融风险的不同	316
11.1 资本预算决策原则	284	商业风险	317
利用自由现金流而非会计利润	284	经营风险	317
增量	284	12.2 盈亏平衡分析	317
区分现有产品产生的现金流	284	盈亏平衡模型的基本要素	318
寻找独特或协调效应	285	确定盈亏平衡点	319
引入营运资本的需求	285	盈亏平衡销售额	320
增量费用	285	12.3 财务杠杆的来源	321
谨记沉没成本不是增量现金流	286	财务杠杆	323
考虑机会成本	286	复合杠杆	325
判断管理费用是否是增量现金流	286	12.4 资本结构理论	327
不考虑利息支付与融资	286	资本结构理论的简要分析	329
11.2 计算一项投资的自由现金流	287	资本结构的重要性	329
初始投资成本有哪些	287	独立性情况	329
项目期内的年自由现金流有哪些	288	适中的情况	331
终期现金流包含哪些	289	公司价值和代理成本	333
计算自由现金流	289	代理成本、自由现金流和资本结构	334
计算自由现金流的一个复杂例题	293	管理的影响	334
11.3 资本预算决策中的方案选择	296	12.5 资本结构管理的基本工具	335
推迟投资项目	296	EBIT-EPS 分析	335
扩张投资项目	297	可比杠杆率	338
放弃投资项目	297	行业规范	338
资本预算决策中方案选择的底线	298	简单看一下实际的资本结构管理	339
11.4 投资决策和风险	298	本章小结	340
资本预算决策中有哪些相关的衡量		复习题	341
风险方法?	299	练习题	341
出于资本预算决策目的的风险衡量		小案例	343
面临的一个现实: 仅系统风险		第 13 章 股利政策	345
就可以了吗?	300	13.1 关键术语	346
将风险纳入资本预算决策中	300	13.2 股利政策对于股东来说重要吗?	346
风险调整折现率	301	三个基本观点	347
衡量一项投资的系统风险	303	理解股利政策理论的意义	349
用会计数据估计投资项目的 β	303	我们得出什么结论呢?	351
估计 β 值的纯游戏法	303	13.3 实践中的股息决策	352
通过模仿的方式估计投资项目风险	304	法律限制	352
通过模仿法进行敏感性分析	305	流动性约束	352
本章小结	306	保持控制权	352
复习题	307		

备选股利政策.....	353	临时性、永久性、自发性融资来源.....	384
股利支付程序.....	353	到期日配比原则：图示.....	385
13.4 股票股利和股票分割.....	354	15.3 现金循环周期.....	386
13.5 股票回购.....	355	15.4 利用信用成本公式近似计算短期 信用成本.....	388
股票回购作为股利政策.....	355	15.5 短期信用的来源.....	390
投资者的选择.....	356	无担保融资来源：应计工资和 应计税费.....	390
融资决策还是投资决策？.....	357	无担保融资来源：商业信用.....	391
实际问题——股票回购程序.....	357	无担保融资来源：银行贷款.....	392
本章小结.....	358	无担保融资来源：商业票据.....	394
复习题.....	359	资产担保融资来源：应收账款担保的 贷款.....	395
练习题.....	359	资产担保融资来源：存货贷款.....	397
小案例.....	361	本章小结.....	399
第14章 财务预测和计划.....	363	复习题.....	400
14.1 财务预测.....	364	练习题.....	401
销售预测.....	364	第16章 国际公司理财.....	405
预测财务变量.....	364	16.1 产品和金融市场全球化.....	406
财务预测的销售百分比法.....	364	16.2 外汇市场和货币汇率.....	406
赢利水平和股利政策对 DFN 的影响 分析.....	366	汇率.....	407
销售增长对 DFN 的影响分析.....	367	汇率与套汇.....	408
14.2 财务预测销售百分比法的限制.....	369	拆出汇率与拆进汇率.....	409
14.3 编制并运用现金预算.....	371	交叉汇率.....	410
预算的作用.....	371	外汇交易的类型.....	411
现金预算.....	372	汇率风险.....	413
本章小结.....	374	16.3 利率平价.....	414
复习题.....	374	16.4 购买力平价和一价定律.....	415
练习题.....	375	国际费雪效应.....	416
小案例.....	379	16.5 直接境外投资的资本预算.....	416
第15章 企业流动性管理.....	381	境外投资风险.....	417
15.1 流动资产和流动负债管理.....	382	本章小结.....	418
风险—报酬的权衡.....	382	复习题.....	418
流动负债筹资的优点：报酬.....	382	练习题.....	419
流动负债筹资的缺点：风险.....	383	小案例.....	419
15.2 确定恰当的营运资本水平.....	383		
到期日配比原则.....	383		
永久性资产和临时性资产.....	384		

第 1 章

财务管理与企业

学习目标

- | | |
|-----------------------------|--------------|
| 1. 识别企业目标 | 企业的目标 |
| 2. 了解基本金融原理及其重要性以及伦理与信任的重要性 | 构成金融基础的五个原理 |
| 3. 阐述企业金融的作用 | 企业金融的作用 |
| 4. 区分不同的企业形式 | 企业组织的类型 |
| 5. 理解跨国公司存在的目的与意义 | 财务与跨国公司：新的角色 |

20 世纪 70 年代，苹果公司以苹果 2 点燃个人计算机革命的火焰；20 世纪 80 年代，苹果公司又以麦金塔系列计算机重新发明了个人计算机；但到了 1997 年，苹果的末日似乎来临了，麦金塔计算机的使用者在日益减少，公司在任何一个实际指标上也都非名列前茅。也正是在此时，史蒂夫·乔布斯再次出现，重拾苹果——这个他于 1976 年与人合伙创办的公司——CEO 的职位。坦率讲，至少变化在发生，从此时到 2012 年间，苹果的股价翻了 116 倍。

苹果是如何实现这一切的？——通过重拾它做得最好的事，即在产品使用的方便性、复杂性以及个性之间找到恰到好处的平衡。苹果不只将其特殊技能应用于计算机，还陆续推出了诸如 iPod、iTune、时尚 iMac、世界上最薄的笔记本 MacBook Air、iPod Touch 以及 iPhone 手机等新产品。尽管这些产品都做得很好，但最成功的当属 iPod。它确实带给人们巨大的惊喜。从 2001 年 10 月 iPod 推出到 2005 年年初的几年间，其销量超过了 600 万台，而 2004 年同时推出的长度和厚度堪比名片的 iPod 迷你，同样是一个巨大的成功，尤其大受女性爱戴。这一新产品的巨大成功是如何取得的？截至 2004 年，苹果 iPod 的销量已经超过了其标志性的麦金塔台式电脑和笔记本电脑。

你又是如何追随 iPod 成功的？你在不断地更新你的产品，就是在不断地发展和推介消费者都想要的新产品。抱着这一理念，2011 年 10 月，苹果又推出了 4S，上市第一周销量就超过了 400 万台，紧接着，2012 年 3 月，苹果下载量突破 250 亿的同一周内，苹果公司



又推出了新的 iPad，上市第一周销量超过 300 万台。苹果公司向市场提供我们都想要的令人兴奋的新产品的脚步似乎永不停止，没有尽头。

苹果当初是如何决定推出 iPod 以及现在的 iPad 的？答案是：识别消费者需求，并将其与公司扎实的财务管理紧密结合。财务管理的主要作用在于，一切决策均以创造财富为根本，维持并创造经济价值与财富。为此，本章主要讲述诸如何时推出新产品、何时投资新资产、何时抛售股票或债券、何时授予消费者信用以及存货具有多少现金价值等财务决策问题。财务管理的所有这一切因素都在影响着 iPod、苹果电视、苹果手机以及 iPad 等产品的推出与不断更新，其最终结果则是对公司的财务状况产生巨大影响。

股东财富最大化是引导财务决策的关键目标，本章通过对此进行解释，将服务于全书的根本前提进行了铺陈，并由此引出贯穿全书的线索：财务的五个基本原理，最后讲解企业形式。本章以对跨国公司日益兴盛的简要评论作为结尾。

1.1 企业的目的

企业的根本目标是为公司所有者（即股东）创造价值，这一目标通常被表述为“股东财富最大化”，因而，财务管理者的目标就是通过做出能够使普通股价格最大化的正确决策为股东创造价值。这一目标不仅使公司股东直接受益，也会为社会带来福利，因为有限的资源在通过竞争创造财富的过程中得到了最有效率的运用。

我们已经选择了股东财富最大化，即普通股市场价格最大化，因为一切的财务决策最终都会影响企业的股票价格。投资者错误的投资决策表现为企业股票价格的下跌而正确的投资决策则表现为股票价格上涨。实际上，在这一目标下，好的决策就是能够为股东创造财富的决策。

显然，用不断变化的企业股票价格去评估财务决策的好坏存在严重的现实问题，影响股票价格的因素非常多，试图简单通过某一特定财务决策的结果进行判断是不可能的，但幸运的是，也大可不必这样做。为了实现这一目标，我们不必将股票价格的每一次变化都视为我们决策价值的反应，诸如经济环境变化等其他因素同样会影响股价。我们应该重点关注的是：在其他因素保持不变的情况下，我们的决策应该对股价产生什么影响。正如企业所有者所关注到的，股票的市场价值反映企业价值，但现实世界的复杂性仍然不能忽视。这一理念贯穿本书始终，因此我们必须时刻在脑子里问一个问题：究竟谁才是企业真正的股东？答案是：企业的股东是企业的合法所有者。

概念测试

1. 企业的目标是什么？
2. 如何实践这一目标？

1.2 构成财务基础的五大基本原理

理解财务基本原理，其重要性以及伦理与信任

对于初学者而言，这些标题看起来似乎只是一些毫无关系的决策原则的堆积，而事实

并非如此。实际上，我们决策的规则及其背后的逻辑，源自于不需要财务知识就能够理解的五个基本原理，这五个基本原理引导财务经理们为企业所有者（股东）创造价值。

正如你即将看到的，理解这些原理并不需要一定有财务知识，但理解了这些原则才能理解财务却是必要的。尽管这些原则看起来非常简单且平淡无奇，但它们却为后面的所有内容提供着驱动力，将本书中所提到的所有概念和技巧融合在一起，并因而使我们能够将焦点凝聚在财务管理实践背后的逻辑上。现在，让我们来开始了解这五个原理吧。

原理 1：现金流才是关键

你或许能够从你所学的会计课程中回忆起来：公司的利润水平可以与其现金流大相径庭（这一点将在第 3 章中复习），但现在理解现金流而不是利润，它代表可供花费的金钱，因此，是现金流而不是利润决定企业的价值。鉴于此，当我们分析决策结果时，应以现金流而不是利润为主。

以电影产业为例，现金流与利润之间存在巨大差异。很多情况下，一部影片热映并为电影院带来巨大现金流但却不创造利润，甚至一些票房屡创新高最成功的电影，诸如《阿甘正传》、《来到美国》、《我盛大的希腊婚礼》及电视连续剧《巴比伦 5 号》等，计算了一系列影院成本之后根本不产生多少利润，其原因在于“好莱坞会计体系”中，与影片无关的间接成本不计入其真实成本中。实际上，影片《哈里·波特：凤凰会的密令》全球收获票房近 10 亿美元，但按照会计核算却亏损 1.67 亿美元。那么，《哈里·波特：凤凰会的密令》是一部成功的影片吗？当然是，实际上，该片是自有电影以来创票房第 16 高的影片，毫无疑问，它带来了现金流，尽管没有利润！

增量现金流 是指公司考虑投资和不投资两种情况所产生的现金流之间的差异。

需要指出有关现金流的另一个重要问题。还记得经济学课程中“边际”或“增量”的概念，它告诉我们：在做财务决策时要始终关注**增量现金流**。对于整个公司而言，增量现金流是指公司考虑投资和不投资两种情况所产生的现金流之间的差异。我们通过电影《加勒比海盗》的增量现金流分析来更好地理解这一概念：这部电影不仅为迪士尼影视公司挣了钱，而且还吸引了更多人前往迪士尼主题公园体验“加勒比海盗”航程之旅，因此，对电影《加勒比海盗》的评估需要考虑其对整个公司带来的影响。

原理 2：货币的时间价值

最基本的财务原理或许就属货币所拥有的“时间”价值了，简单地理解，即今天的 1 美元远比一年前的 1 美元要值钱，因为我们可以用今天的这 1 美元去投资以赚取利息使得一年后得到更多。

例如，假设你可以选择在今天或一年前得到 1000 美元，如果你选择了一年，那么就失去了用这 1000 美元赚取利息的机会。经济学家的说法是“这是你的机会成本或机会损失”，其成本是你如果用于进行一年投资而可能获得的利息。机会成本的概念是学习财务和经济学的基础性概念，很简单，**机会成本**是你做出一项选择而需要放弃另一项选择所带来的最大价值损失。例如，如果你无息贷款给你的兄弟，而不是将其以 8% 的利率贷给你的朋友（他将如数归还贷款），那么你贷款给自己兄弟的机会成本就是 8%。

机会成本 是做出一项选择所必须放弃另一项选择。

财务管理中，我们强调价值的创造与衡量，而价值衡量的工具则是以现金流衡量的一个项目未来的收益，即货币时间价值。其判断依据是：如果未来收益或现金流大于成本，那么投资可接受，否则放弃。没有对货币时间价值的认识，就不可能以一种有意义的方式对项目的未来收益与成本进行评估。

原理 3：风险需要回报

即使投资新手也知道，投资的选择有无数，但没有一个投资者不期待投资回报，投资者所期望的投资回报要满足两个条件：

- ◆ 对延迟消费的回报。为什么没有人愿意投资一个至少对其延迟消费都不产生任何回报的项目？他们绝对不会投资，即使没有风险。事实上，投资者都想获得至少与无风险投资相同的回报，就像投资美国政府债券。
- ◆ 对所承担风险的回报。投资者通常并不喜好风险，因此有风险的投资往往都是缺乏吸引力的，除非有更高的回报，其含义在于：人们对一项投资的不确定性越大，对这项投资所期望的回报就越大。因此，如果你试图说服别人去投资，那么你就必须承诺更高的回报率。

图 1-1 描绘了投资回报率应该等于延迟消费回报率加预期风险回报率这一事实。例如，如果你的 5000 美元有两个投资选择：一是投资美国商用电器公司 IBM；另一个是投资一个

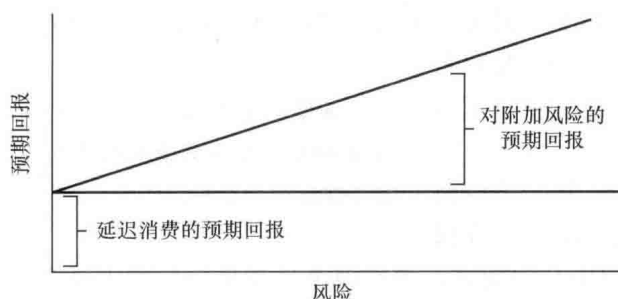


图 1-1 风险—收益平衡

刚刚起步还没有任何成功记录的新的生物科技公司。那么你对后者的投资回报要求就会高于前者。

注意，我们一直说“预期”回报而不是“实际”回报。作为投资者，我们对自己所做的投资拥有回报预期，然而，我们却无法确定地知道这一投资回报到底是多少。例如，如果投资者都能够预见未来，那么谁也不会购买在 2012 年 4 月 2 日走

到其衰败期的医药发展公司——依特纳公司（AEZS）的股票。为什么？因为在这一天，依特纳对结肠癌晚期患者的临床试验宣告失败，其结果是，在消息传出的短短几分钟内，公司的股票价格就迅速下跌 66%。

在本书中，股票、债券以及新项目投资估价中投资风险与投资回报之间的关系始终是一个关键概念，我们还会讨论如何衡量风险。有趣的是，1990 年诺贝尔经济学奖正是颁发给了为如何衡量风险做出了大量工作的人，图 1-1 所揭示的风险与回报的关系在我们的学习中频繁地一次次出现。

原理 4：市场价格一贯正确

为了理解诸如股票和债券等证券在金融市场上是如何估价或定价的，有必要了解有效市场的概念，在一个有效的市场中，任何时刻所交易资产的价格都能够充分反映所有可获得的信息。

由于证券市场，如股票市场和债券市场，是企业能够

有效市场 是这样一个市场：任何时刻的证券价格都能够充分反映关于该证券及其实际公共价值的所有可获得的信息。

借以融资的场所，因而对于我们学习财务知识至关重要。一个证券市场如纽约证券交易所（NYSE）是否有效取决于新发布的信息影响股价的速度，因为有效市场的重要特征就是拥有一大批利润驱动型的投资者，他们对信息具有极高的敏感度并通过买（或卖）迅速行动。

看看这些事件，你就不会怀疑股票市场投资者对于信息好坏的极度警觉。2005 年 11 月的一天，在耐克 CEO 威廉·佩雷斯乘坐公司的湾流喷气式飞机在空中飞行时，地面上的交易者们已开始大量抛售耐克股票。为什么？因为他们都在观看电视关于飞机起落架发生故障失灵的报道！在佩雷斯安全着陆之前，耐克股票下跌了 1.4%，而佩雷斯平安落地后，估价又立即反弹。这个例子表明，金融市场上，大批极度警觉的投资者随时准备采取行动，哪怕是根据所发布新信息做出的预期。

另一个关于估价对新信息反映速度的例子是迪士尼。1995 年《玩具总动员》上映之初，迪士尼和皮尔斯可谓战绩连连，屡创佳绩，包括《虫虫特工队》、《玩具总动员 1》、《怪物史莱克》、《海底总动员》、《超人总动员》等，因此 2006 年，对影片《汽车总动员》寄予了厚望，然而，在影片首映的周末，票房收入仅为 6000 万美元，低于投资者预期 1000 万美元，那么公司估价又作何反应呢？首映第一个周末后的星期一，迪士尼股票开盘跌 2%，很显然，关于令人失望的票房收入的新闻报道的效果已经在开市时，甚至是尚未发生交易前得以反映！

从中得到的启示是：股票市场价格是企业价值的晴雨表，关键在于，管理者们能够预测公司估价以迅速对投资者的投资决策做出反应。如果投资者整体看好一项决策会创造价值，便会推升股价，以此来向市场传递价值增值的信息；相反，如果投资者否认一项决策，其估价便会下跌。

遗憾的是，该原则在现实生活中并非永远奏效。你只需要看一看 2008—2009 年期间房地产价格泡沫导致的经济衰退就能够意识到，价格与价值并不总是保持步调一致。无论喜欢与否，个体的心理偏好会影响决策，从而导致人们的决策过程并不总是理性的。行为金融学认为就将这类行为考虑在内，并将已经众所周知的金融决策计入明显非理性的人类行为。

我们整个的学习过程中都将试图指出人类行为对决策的影响，但掌握行为金融学的内容是一个循序渐进的过程，对于将可能会发生什么我们只是略知一二。然而，可能肯定的是，金融偏好会影响金融决策。例如，人们有过度自信的倾向，很多时候会分不清是技巧还是运气。正如著名经济学家，耶鲁大学教授罗伯特·希勒教授所言：“人们知道的比他们做的多”^①这种过度自信在人的能力、知识与见解、对未来的预期等方面随处可见。既然在价值判断中充满自信，便极有可能承担本不应有的更大的风险，而这些行为偏好影响着金融领域的方方面面，从投资分析，到新项目分析，到预测未来。

原理 5：利益冲突引发代理问题

全书从始至终都将讲述如何做出能够提升公司股票价格决策，然而实际上，管理者却并非总是坚持做出这些决策，而是做出一些降低公司股价的决定，而这通常都发生在管理者利益得到最大限度的考虑而股东利益却被忽视的情况下，换言之，管理者利益与股东利益之间存在冲突。例如，这样一种情况：对于企业股东而言，关闭一家不赚钱的工厂是最大限度满足其利益，但对于管理者而言，这样做就会导致他们失业或必须寻找一个新的工作，这一明显的利益冲突或许会促使工厂管理层继续维持工厂亏本运营。

代理问题 产生的原因在于企业管理者与企业所有人的分离。

利益冲突会导致在经济学中所称的代理成本或代理问题,即企业管理者是企业股东(所有者)的代理人,如果代理人不以其利益最大化为行事原则,那么就会产生代理成本。尽管企业的目标是实现股东价值最大化,但实际上,代理问题的存在却与这一目标产生冲突。代理问题产生的原因在于企业管理者与企业所有人的分离。例如,一个大型企业会由专业的管理团队或代理人经营,他们对企业几乎没有任何所有权,正是由于决策制定者与所有者之间的这种分离,使得管理者的决策会与股东财富最大化的目标不相一致,他们的工作热情会下降,并试图以股东利益为代价通过工资和津贴等方式使自己获益。

管理者还会拒绝给自己带来风险的项目——尽管是些大项目,失败概率很小且能够带来巨大收益。为什么?因为如果项目没有结果,股东的这些代理人即将失业。

与代理问题有关的成本衡量起来是不同的,但偶尔也会发现它在市场中产生的影响,如果市场认为管理层损害了股东利益,那么就会向股票市场发出积极的信号以免除这一管理层,如咖啡及其相关产品销售商法默兄弟(FARM)公司的CEO罗伊·法默去世的消息一经传出,法默兄弟的股票价格立即上涨28%。通常情况下,一个公司高层的这类灾难性事件会引起人们对公司领导层缺位的高度关注,导致股票价格下跌,但在法默兄弟事件中,投资者却认为管理层变动对公司会产生更为积极的影响。

如果公司管理层是为公司股东即所有者而工作,那么管理层在不以股东利益最大化为原则行事时,股东为什么不开除他?理论上讲,股东与董事会双方是在互相选择,而实际上却完全是另外一种情况。管理层挑选董事会提名人选,将候选人名单提供给股东,分发选票,供股东选举,其结果是管理层有效地选择了董事会成员,这就为代理问题埋下了种子,董事会本应代表股东监管管理层的义务和责任就不会得到很好履行。

代理问题产生的根源是利益冲突,只要利益冲突存在,不同的利益群体就会更好地考虑自己利益而不是组织利益。例如,2000年,詹姆斯是印第安纳波利斯小马队一名以带球跑动进攻为主的后卫队员,他的教练让他取得第一当获得四次进攻机会后摔倒,这样小马队就不会被指控为

我们要花费大量时间讨论管理层监管问题并试图使管理层利益与股东利益趋于一致。举个例子,管理层监管可以由评级机构或财务报表审计机构实施,含有补偿计划的薪酬可用于协调管理层与股东利益。此外,还可以借助管理层优先认股权、奖金与红利以及与管理层决策是否与股东利益一致直接挂钩的财务补贴等方式。总之,对股东有利的就必须对管理者有利,否则,管理者决策必然使自身利益最优而不是股东财富最大化。

当前全球金融危机

2007年年初,美国经历了19世纪30年代大萧条以来最严重的金融危机,导致一些金融机构倒闭,政府出手援助,失业率急剧上升,股票价格骤然下跌,美国经济进入了萧条与衰退。今天,尽管官方而言衰退已经过去,但金融危机的影响仍未散去,失业率依然很高,政府债居高不下。欧洲也仍然面临着金融危机,包括希腊、意大利、爱尔兰、葡萄牙和西班牙在内的很多欧盟(EU)成员国都经历着严重的预算问题,这些国家无法实现预算平衡,并面临与政府贷款有关的还款违约的残酷现实。

诚然,造成金融危机的原因很多,但最直接的原因还是美国房地产市场坍塌以及由此导致的房地产贷款(抵押贷款)违约,而贷款违约主要集中在通常所谓的次级抵押贷款市场,这些贷款贷给了那些还款能力没有保障的借款人手中,当房地产市场在2006年出现动

荡时，次级抵押贷款市场上的许多购房者便无力还款。而衰退期间经济紧缩，失业上升，无法维持抵押贷款偿还，进一步加重了贷款违约。

为了掩盖问题，大多数房地产抵押贷款被包装成证券组合投资卖给全世界各地的投资者，抵押贷款的这一包装过程被称为证券化。本质上讲，证券化是增加新的货币供给并贷给新的购房者的有效手段，其证券化的渠道如下：首先，购房者通过抵押获得贷款以为其所购买的房屋融资，放贷方通常是银行、存贷机构或抵押贷款经纪人，再将这一抵押贷款销售给另一家持有大量不同抵押贷款组合的企业或金融机构，这一抵押贷款组合再卖给能够作为投资者持有或转而再次卖给另一投资者的投资人，实际就是通过证券销售进行融资（被称为抵押贷款证券化 MBS）。这一过程使得最初发放抵押贷款的银行或其他金融机构能够将自己的资金抽回而将之又销售给另一人，证券化便为抵押贷款市场带来了流动性，使银行能够向购房者放出更多贷款。

那么，这是什么含义呢？只要放贷方能够正确跟踪抵押贷款以确保借款人愿意并能够偿还贷款，且房地产价值维持高于欠款，则一切如常。然而，一旦放贷人贷款给那些确实无力偿还的人且房地产价格开始像 2006 年那样急剧下跌，问题便会出现，许多抵押贷款（尤其是那些贷款额占资产价值比例极高的贷款）便会“沉入大海”。这意味着，房屋所有者的欠款比房屋的实际价值要大得多。此时，房屋所有者就开始出现违约，尤其在经济不景气人们失业因而偿债能力下降时会更加严重。2006 年就是这样一种情况。实际上，这是一场纯粹的不良贷款风暴，房屋价格跳水，经济紧缩。

现在是什么时候？编写本书是在 2012 年，经济不景气已被官方于 2009 年年底宣布结束，但尽管如此，经济仍未恢复正常，失业率仍然高于非衰退期的历史记录，而且，这些失业人数并不能真实反应就业不足，也就是说，劳动者有工作，但他们所从事的工作并不能够最大限度地发挥其特长（如大学教授开出租车）。最后，尽管一系列金融报道强调希腊、西班牙以及其他几个欧洲国家的预算不平衡并未恶化，但欧洲的预算灾难一直持续到 2012 年，欧洲国家的金融危机仍然维持在较高水平。

避免金融危机——回到基本原理

过去 10 年发生的四起重大金融事件足以揭露时刻关注并遵循五大财务基本原理的重要性：网络公司泡沫，安然、世界电讯公司及伯尼·阿道夫的会计丑闻，房地产泡沫，以及金融危机。尤其在金融危机时期，如果不重视五大财务基本原理，且通常会出现问题且问题会不断恶化。举例如下

- ◆ **忘掉原理 1：现金流才是关键（关注收益而非现金流）。**20 世纪末到 21 世纪初，安然公司、世界电讯公司伯尼·麦道夫，以及其他公司的金融欺诈行为，是管理层仅试图制造报表收益却损害了现金流的直接结果，“当期收益是决定企业股票市场价值的最关键因素”这一观点导致一些企业以牺牲未来现金流为代价以维持收益较高且持续增长的假象。
- ◆ **忘掉原理 2：货币的时间价值（关注短期）。**为了建立促进管理者利益与股东利益相融合的体制，很多企业对管理者的短期行为实行补偿，结果就导致管理者对利益最大化的关注从长期转为短期。
- ◆ **忘掉原理 3：风险需要回报（过度的风险承担起因于过低的风险估计）。**历史事件表明，管理者往往会低估其决策所承担的实际风险，而这种风险低估又会导致他们