

Finance for Executives

Managing for Value Creation

4th Edition

高级经理财务管理 创造价值的过程

(原书第4版)

加布里埃尔·哈瓦维尼 (Gabriel Hawawini)

[美]

欧洲工商管理学院

著

克劳德·维埃里 (Claude Viallet)

欧洲工商管理学院

孔宁宁 译



机械工业出版社
China Machine Press

Finance for Executives

Managing for Value Creation

4th Edition

高级经理财务管理 创造价值的过程

(原书第4版)

加布里埃尔·哈瓦维尼 (Gabriel Hawawini)

[美]

欧洲工商管理学院

著

克劳德·维埃里 (Claude Viallet)

欧洲工商管理学院

孔宁宁 译



机械工业出版社
China Machine Press

图书在版编目 (CIP) 数据

高级经理财务管理: 创造价值的过程 (原书第 4 版) / (美) 加布里埃尔·哈瓦维尼 (Gabriel Hawawini), (美) 克劳德·维埃里 (Claude Viallet) 著; 孔宁宁译. —北京: 机械工业出版社, 2017.3
(华章教材经典译丛)

书名原文: Finance for Executives: Managing for Value Creation

ISBN 978-7-111-56221-4

I. 高… II. ①加… ②克… ③孔… III. 财务管理—教材 IV. F275

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 039872 号

本书版权登记号: 图字: 01-2014-0612

Finance for Executives: Managing for Value Creation, 4th Edition.

Copyright © 2011, 2007 by South-Western, Cengage Learning.

Original edition published by Cengage Learning. CMP Press is authorized by Cengage Learning to publish and distribute exclusively this simplified Chinese edition. This edition is authorized for sale in the People's Republic of China only (excluding Hong Kong, Macao SAR and Taiwan). Unauthorized export of this edition is a violation of the Copyright Act. No part of this publication may be reproduced or distributed by any means, or stored in a database or retrieval system, without the prior written permission of the publisher.

All rights reserved.

本书原版由圣智学习出版公司出版。版权所有, 盗印必究。本书中文简体字翻译版由圣智学习出版公司授权机械工业出版社独家出版发行。此版本仅限在中华人民共和国境内 (不包括香港、澳门特别行政区及台湾地区) 销售。未经授权的本书出口将被视为违反版权法的行为。未经出版者预先书面许可, 不得以任何方式复制或发行本书的任何部分。

本书封底贴有 Cengage Learning 防伪标签, 无标签者不得销售。

本书是一本专门适用于高级经理的导论性教材, 力图做到既实用又严谨。在过去几年中, 全世界范围内的几千名经理已经使用过本书中的大部分内容。本书在高级经理发展项目 (包括 EMBA 项目) 以及本科生或 MBA 学生的公司理财课程中都被有效使用。

本书面向的目标阅读群体是直接和间接参与财务事务和财务管理的高级经理, 财务管理、金融学、会计学等专业的高年级本科生, 以及 MPACC、MF、MBA、EMBA。

出版发行: 机械工业出版社 (北京市西城区百万庄大街 22 号 邮政编码: 100037)

责任编辑: 牛汉原 范泽鑫

责任校对: 殷虹

印刷: 北京诚信伟业印刷有限公司

版次: 2017 年 4 月第 1 版第 1 次印刷

开本: 214mm×275mm 1/16

印张: 25.5

书号: ISBN 978-7-111-56221-4

定价: 89.00 元

凡购本书, 如有缺页、倒页、脱页, 由本社发行部调换

客服热线: (010) 88379210 88361066

投稿热线: (010) 88379007

购书热线: (010) 68326294 88379649 68995259

读者信箱: hzjg@hzbook.com

版权所有·侵权必究

封底无防伪标均为盗版

本书法律顾问: 北京大成律师事务所 韩光 / 邹晓东

哈瓦维尼和维埃里教授的著作《高级经理财务管理：创造价值的过程》是为公司高级管理人员编写的财务管理教材。为了适应公司高级管理人员深层次了解财务管理领域并做出提升股东财富决策的实践需求，本书围绕价值创造目标，提炼有助于实现价值创造的财务决策精髓，辅之以现代财务管理方法。本书注重逻辑，框架严谨，更突出实务应用导向，规避了当前很多财务管理教材“百科全书式”或聚焦艰深理论和复杂计算的问题，是极具特色的优秀著作。

纵观全书，三个方面的特点使其形成了独树一帜的风格。

第一，围绕价值创造构建全书的理论框架。作者开篇即指出“管理者应以提高公司价值为目标来管理公司资源”，随后基于“创造价值”思想构建各个章节的结构框架，阐明提高经理做出创造价值决策能力的逻辑顺序。第一部分概述高级经理管理价值创造需要了解的原理和工具，第二部分指出高级经理评价公司财务绩效和价值创造能力应该使用的技术，接下来重点阐述高级经理应该如何做出提升公司价值的投资决策、融资决策和经营决策，最后展示帮助高级经理做出价值创造决策的财务战略矩阵。全书基于价值创造核心安排篇章内容，涵盖财务理论精华，逻辑体系严密完整，同时融合了财务管理领域的最新研究成果。

第二，注重把理论分析应用于公司财务实践。与价值创造理念相呼应，重视实践性是本书的另一个亮点。本书在阐述理论问题时，运用了丰富的实际案例并对其加以详细解读说明；对于提到的每一个公式，都会分析其背后的逻辑和具体应用；对于高级经理在提升公司价值过程中可能遇到的各种具体财务决策问题，都相应提供了实践操作指南。由于本书定位于提升高级经理的实际财务管理技能，因此在内容选择上回避了深奥的理论和复杂的计算，精选能够契合提升高级经理为公司创造价值能力的财务决策领域，进行深入浅出的讲解和大量辅助案例阐释，特别强调财务理论和工具在服务于高级经理财务决策实践中的具体应用。

第三，体例完整，具有前瞻性的国际视角。从教材的角度来看，本书的体例非常完整。各章均包括理论阐述、案例分析、小结、习题等内容，最后还给出了习题答案和专业词汇对照表。理论阐述简明扼要、选材精炼；案例契合理论阐述，便于理论的理解和应用；案例解析细致全面，特别是聚焦相同公司阐释大多数财务决策问题，可以提供贯穿始终的线索；小结提纲挈领，切中各章要点；习题难点紧密呼应各章理论要件，有助于巩固理论知识基础和积累实践决策经验；习题答案和专业词汇对照表便于检验知识掌握程度并提供快捷参考。此外，本书聚焦高级经理在国际环境中的价值创造决策，体现了国际化视野和前瞻性。

本书适合作为高级经理提升自身管理技能的必备参考书，也适合作为 MBA、EMBA 和其他研究生层次的财务管理课程教材，可使从事财务管理教学和研究的学者获享有益的思想启迪。作为从事财务管理教学多年的教师，我非常高兴能有机会把这本值得阅读的优秀著作翻译并呈现出来，希望所有读者都能从中受益。由于能力有限和时间紧迫，书中错漏之处在所难免，希望读者批评指正。

孔宁宁

2016 年 10 月于贸大惠园

财务是一个至关重要而且激动人心的管理领域，很多高级经理都想更深层次地了解 and 探究它。然而，大多数财务教材对于很多非财务经理而言，不是过于艰深就是过于简单。我们面临的挑战是编写出一本专门适用于高级经理的导论性教材，力图做到既实用又严谨。

本书面向的目标阅读群体是直接和间接参与财务事务和财务管理的高级经理，即每一位高级经理。在过去的几年中，全世界范围内的几千名经理已经使用过本书中的大部分内容。本书在高级经理发展项目（包括 EMBA 项目）以及本科生或 MBA 学生的公司理财课程中都被有效使用，本书既可以用作强调实务性和应用性情境下的核心教材，也可以用作对理论教材的补充以便把理论转化为实务。

本书具有以下重要特色。

- **基于经理应该以提高公司价值为目标管理公司资源的基本原则。**

经理必须做出预计能够提高公司市场价值的决策，这个基本原则构成了管理方法的基础。本书旨在提高经理做出具有创造价值决策的能力，包括重组当前业务部门，推出新产品，购买新资产，收购其他公司，以及为公司投资筹集资金等决策。

- **填补了非财务经理初级会计和财务手册与高级公司财务之间的空白。**

本书基于现代财务原理，强调严谨的分析，避开不能直接应用于决策的公式。每当教材中使用公式时，都会解释公式背后的逻辑，并提供大量案例，公式的数学推导在它们首次出现章节的附录中给出。由于意识到高级经理经常从财务会计视角接触财务问题，因此我们首先完整地回顾了财务会计体系，然后说明如何扩展这个框架并将其应用于做出能够提升公司价值的合理财务决策。

- **大多数章节是自成一体的。**

在阅读大多数章节时无须阅读前面的其他章节。当前面章节的知识能够加强对特定章节的理解时，我们会引导读者阅读前面的素材。有关这方面的更多建议，在“如何阅读本书”部分给出。

- **可作为整体阅读或用作参考书。**

当读者需要复习某个特定专题或者弥补财务管理知识漏洞时，可以使用本书作为快捷的参考。专业词汇对照表有助于读者确定哪些章节与想要了解的问题或主题相关。大多数财务术语在首次出现时就被解释了，它们用黑体字表示并在词汇表中给出了定义。

- **相同公司的数据贯穿全书以阐释诊断技术和估值方法。**

我们聚焦相同的公司来阐释本书涉及的大多数主题，这种方法可为读者提供贯穿始终的线索以便加强理解。

- **教材中包括电子表格解答和公式。**

由于意识到电子表格已经成为大多数高级经理工具箱的一部分，本书在其适用时给出了

所有例子、案例和自测题的电子表格解答。电子表格中使用的公式在表格底部列示，以便读者能够立即理解答案并复制电子表格供自己使用。

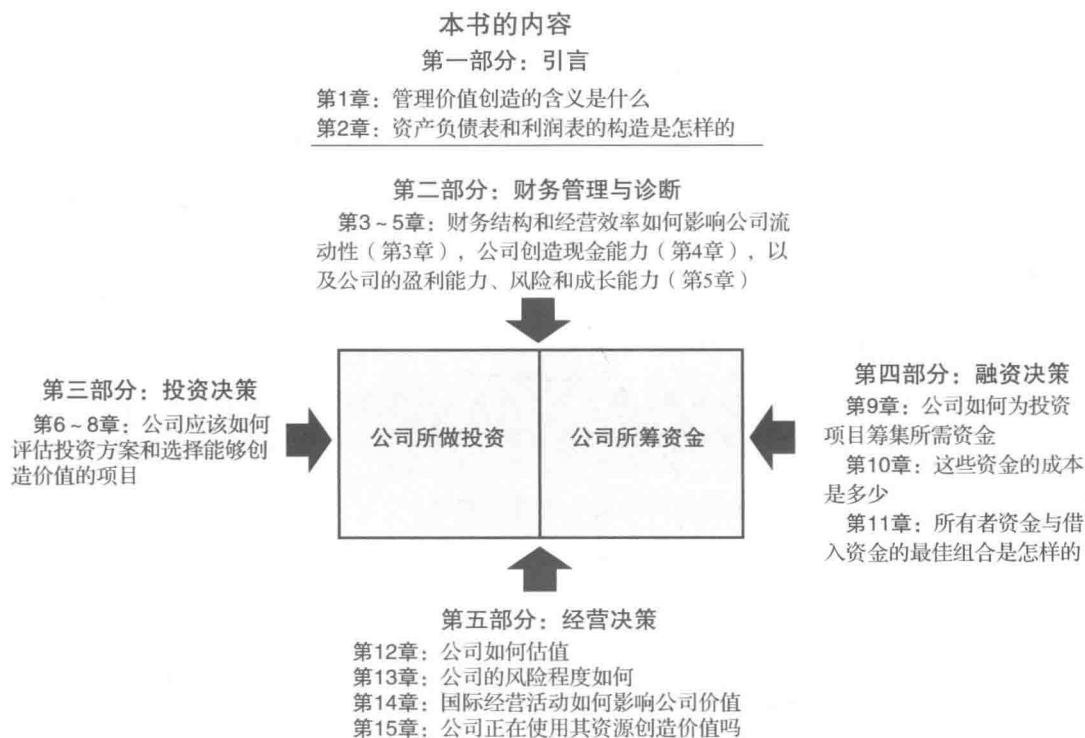
• **每章都附有自测题和复习题。**

每章最后的自测题都可以使读者评估他们对该主题的了解。大多数问题需要使用财务计算器或电子表格。本书最后给出了自测题的详细分步解答。

每章自测题后面的复习题可为读者提供挑战对该主题了解程度的机会，也可为教师提供检验学生对本章提出的概念和技术掌握程度的相关素材。复习题的答案仅限教师在网上获得。

本书的内容

尽管本书各章自成一体，但各章都遵循围绕价值创造思想构建的逻辑顺序。下图总结了本书的整体结构，阐释了基于价值的经营模型。经理必须筹集资金（右方）以便为预计能够提高公司价值和公司所有者财富的投资项目融资（左方）。



第一部分：引言。第1章考察高级经理管理价值创造需要了解的原理和工具，第2章解释和说明资产负债表和利润表的构造及其解读。作为应用，附录包括美国国家得宝公司（The Home Depot）的财务报表。

第二部分：财务管理和诊断。本部分考察了高级经理评价公司财务健康状况，评估和规划公司未来发展，以及做出增强公司生存和成功机会决策应该使用的技术。本部分各章具体考察了第1章中提到的一些财务管理和诊断工具。第3章说明如何评估公司流动性状况和经营效率。第4章说明如何评价公司创造和控制现金流的能力。第5章确定公司盈利能力的驱动因素，分析公司经营和财务风险程度，并评估公司为其经营活动融资和实现持续增长的能力。这些章节中给出的财务分析工具被应用于美国国家得宝公司，该公司报表包含在第2章附录中，第2~5章的附录中有详细分析。

第三部分：投资决策。本部分说明经理应该如何做出能够实现公司价值最大化的投资决策。第6章详细考察了净现值（NPV）并说明如何应用净现值法则做出能够创造价值的投资决策。第7章考察了净现值法则的一些替代方法，包括内部收益率（IRR）和回收期法则，并将其与净现值法则做比较。第8章说明如何确定和估计投资

项目产生的现金流并评估项目创造价值的能力。

第四部分：融资决策。本部分说明经理应该如何做出能够实现价值最大化的融资决策。第9章考察金融市场作为资金来源渠道的功能以及金融市场在价值创造过程中发挥的作用。第10章说明如何估计项目和整个公司的资本成本。第11章说明公司可以如何通过设计实现公司市场价值最大化和资本成本最小化的资本结构（所有者资金与借入资金的组合），做出能够创造价值的融资决策。

第五部分：经营决策。最后四章与做出能够创造价值的经营决策相关。第12章考察了公司估值（尤其是在收购情境下）使用的各种模型和技术。第13章提出了确定、衡量和管理公司面临风险的整体框架。第14章考察了国际环境中的财务管理和价值创造，必须考虑货币和国家风险。第15章总结构成价值创造过程基础的分析框架，并考察一些相关经验证据。

如何阅读本书

你可以根据自身背景和需求通过不同的方式使用本书，下面是一些指南：

- 如果你不熟悉财务管理和财务会计，你可能需要从阅读第1章开始。第1章概述了这些主题，这将帮助你了解现代公司财务的基本目标以及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章更有助于理解后续各章内容，但理解本书其余部分并非必须要阅读第1章，因为各章是自成一体的；
- 如果你不熟悉财务报表，在继续学习第二部分各章之前阅读第2章将是有帮助的，但并非必须。第2章解释了资产负债表和利润表；
- 如果你不熟悉贴现现金流技术，应该在阅读第三部分其他各章之前阅读第6章。第6章回顾了贴现现金流技术的基础；
- 如果你不熟悉金融市场的功能，应该在继续学习第四部分其他各章之前阅读第9章。第9章概述了金融市场的结构、组织和作用；
- 最后，如果你具备会计和财务基本知识，那么你可以直接阅读论述你想探究问题的章节。因为各章自成一体，你不必回顾前面章节就可以充分理解所选章节的内容。

第4版的主要变动

与《高级经理财务经理》第3版的情况一样，我们在第4版中加入了来自欧洲工商管理学院和其他学校同事，以及参加使用本书的课程和研讨会的大量学生和高级经理的建议。与上一版相比，第4版的主要变动如下：

- 使用最近可得的财务信息对所有章节进行了更新；
- 使用一组新公司（美国国家得宝公司（The Home Depot）和美国劳氏公司（Lowe's））来阐释如何利用第2~5章提出的概念和技术进行财务分析；
- 第12章涉及公司估值，我们使用当前财务分析师流行的“企业价值”概念对本章进行了彻底修改；
- 我们新写了第13章“管理风险”，提出了以创造价值为目标管理公司风险的全面框架，创造价值也是构成本书所有章节基础的目标；
- 我们制作了与本书配套的新的专业幻灯片。

About the Authors | 作者简介



加布里埃尔·哈瓦维尼 (Gabriel Hawawini) (纽约大学博士) 是欧洲工商管理学院亨利·格伦菲尔德 (Henry Grunfeld) 首席投资银行教授, 院长。他在欧洲工商管理学院、纽约大学、哥伦比亚大学和宾夕法尼亚大学沃顿商学院教授财务课程, 并在沃顿商学院获得海伦·卡顿·莫斯·安维尔教学优异奖。

哈瓦维尼教授著有 10 本著作和 70 多篇与金融市场和公司财务相关的研究论文。他在世界各地基于价值管理的研讨会授课, 并在一些公司的董事会任职。



克劳德·维埃里 (Claude Viallet) (西北大学博士) 是欧洲工商管理学院金融系荣誉教授, 西北大学凯洛格商学院访问教授。在加入欧洲工商管理学院之前, 他在一家大型石油公司担任项目经理, 并在巴黎一家服务公司担任首席财务官。

维埃里教授一直担任欧洲金融协会主席, 并在领先的学术和职业期刊广泛发表论文。他还组织、指导和任教于欧洲、美国、亚洲和拉丁美洲的管理发展项目, 并为世界各地的公司提供咨询服务。

译者序
前言
作者简介

自测题 / 33
复习题 / 34

第一部分 引言

第1章 财务管理与价值创造：概述 / 2

- 1.1 关键问题：你的决策会创造价值吗 / 3
- 1.2 基本财务原理 / 4
- 1.3 应用基本财务原理 / 6
- 1.4 金融市场的作用 / 9
- 1.5 经营周期 / 10
- 1.6 HLC 公司财务报表 / 11
- 1.7 公司的盈利能力如何 / 13
- 1.8 公司创造了多少现金 / 14
- 1.9 公司的风险有多高 / 15
- 1.10 公司创造价值了吗 / 16
- 1.11 小结 / 16
- 扩展阅读 / 17

第2章 了解资产负债表和利润表 / 18

- 2.1 财务会计报表 / 18
- 2.2 资产负债表 / 20
- 2.3 利润表 / 25
- 2.4 调节资产负债表和利润表 / 27
- 2.5 所有者权益项目的结构 / 28
- 2.6 小结 / 29
- 附录 2A 财务报表范例 / 30
- 扩展阅读 / 33

第二部分 财务管理与诊断

第3章 流动性与经营效率评价 / 40

- 3.1 管理资产负债表 / 40
- 3.2 匹配策略 / 45
- 3.3 根据营运资本需求的融资结构
衡量流动性 / 47
- 3.4 通过改善经营周期管理提高
流动性 / 48
- 3.5 流动性的传统衡量指标 / 52
- 3.6 小结 / 53
- 附录 3A 融资策略 / 54
- 附录 3B HD 公司的流动性和经营效率 / 55
- 扩展阅读 / 58
- 自测题 / 59
- 复习题 / 60

第4章 计算现金流量 / 66

- 4.1 现金流量及其来源 / 66
- 4.2 编制详细的现金流量表 / 69
- 4.3 来自资产的现金流量或自由
现金流量 / 75
- 4.4 管理含义 / 75
- 4.5 小结 / 76
- 附录 4A 利用资产负债表和利润表
计算经营现金净流量 / 77

附录 4B HD 公司的现金流量 / 79

扩展阅读 / 83

自测题 / 83

复习题 / 84

第 5 章 诊断盈利能力、风险和成长 / 90

5.1 盈利能力衡量指标 / 90

5.2 权益收益率 / 91

5.3 其他盈利能力衡量指标 / 99

5.4 财务杠杆与风险 / 100

5.5 自我可持续增长 / 102

5.6 小结 / 104

附录 5A HD 公司的盈利能力 / 105

扩展阅读 / 108

自测题 / 109

复习题 / 111

第三部分 投资决策

第 6 章 使用净现值法则做出创造价值的投资决策 / 116

6.1 资本投资流程 / 117

6.2 你愿意买这块地吗 / 118

6.3 净现值法则 / 119

6.4 净现值法则在资本投资决策中的应用 / 122

6.5 为什么净现值法则是一种好的投资决策准则 / 123

6.6 资本预算的特例 / 128

6.7 净现值法则的局限 / 132

6.8 小结 / 133

附录 6A 计算年金现值和项目等量年金现值 / 134

扩展阅读 / 136

自测题 / 137

复习题 / 138

第 7 章 净现值法则以外的备选投资决策法则 / 140

7.1 回收期 / 141

7.2 折现回收期 / 143

7.3 内部收益率 / 145

7.4 获利指数 / 149

7.5 平均会计收益率 / 151

7.6 小结 / 152

扩展阅读 / 152

自测题 / 152

复习题 / 153

第 8 章 识别和估计项目现金流量 / 156

8.1 实际现金流量原则 / 156

8.2 接受/不接受原则 / 157

8.3 制图桌灯项目 / 158

8.4 识别项目的相关现金流量 / 159

8.5 估算项目的相关现金流量 / 162

8.6 SMC 应该开发这种新产品吗 / 167

8.7 小结 / 168

扩展阅读 / 169

自测题 / 169

复习题 / 170

第四部分 融资决策

第 9 章 融资与评估证券价值 / 174

9.1 预计所需外部资金的数额 / 174

9.2 金融体系：结构和功能 / 177

9.3 公司怎样发行证券 / 180

9.4 债务资本：特征和估值 / 183

9.5 权益资本：特征和估值 / 192

9.6 小结 / 195

附录 9A 固定增长股利模型的估值公式 / 196

扩展阅读 / 196

自测题 / 196

复习题 / 197

第10章 估算资本成本 / 200

- 10.1 确定代表公司或单一业务公司 / 201
- 10.2 估算债务成本 / 201
- 10.3 使用股利折现模型估算权益成本 / 202
- 10.4 使用资本资产定价模型估算
权益成本 / 203
- 10.5 估算公司的资本成本 / 209
- 10.6 估算项目的资本成本 / 212
- 10.7 小结 / 217
- 扩展阅读 / 217
- 自测题 / 217
- 复习题 / 218

第11章 设计资本结构 / 221

- 11.1 不存在税收和财务拮据成本条件下的资本结构决策 / 222
- 11.2 考虑公司所得税但不考虑财务拮据成本情况下的资本结构决策 / 228
- 11.3 当财务拮据成本很高时的资本结构决策 / 233
- 11.4 制定资本结构政策 / 235
- 11.5 小结 / 241
- 扩展阅读 / 242
- 自测题 / 242
- 复习题 / 243

第五部分 经营决策**第12章 企业估值与企业并购 / 246**

- 12.1 各种估值方法 / 247
- 12.2 使用可比公司评估公司权益价值 / 247
- 12.3 使用折现现金流量法估算公司
经营资产和权益的价值 / 252
- 12.4 估算 OS 公司的企业价值和权益
价值 / 254
- 12.5 估计 OS 公司的收购价值 / 259

- 12.6 估计 OS 公司的杠杆收购价值 / 265
- 12.7 小结 / 271

附录 12A 公司权益的直接折现现金
流量估值法 / 272

扩展阅读 / 273

自测题 / 273

复习题 / 274

第13章 管理风险 / 277

- 13.1 什么是风险 / 278
- 13.2 为什么公司应该管理风险 / 278
- 13.3 公司风险管理 / 279
- 13.4 风险管理过程 / 280
- 13.5 进一步观察货币风险 / 288
- 13.6 对合约货币风险进行套期保值 / 290
- 13.7 使用互换对长期合约货币风险
进行套期保值 / 295
- 13.8 小结 / 296
- 扩展阅读 / 296
- 自测题 / 296
- 复习题 / 297

第14章 国际商业决策 / 300

- 14.1 来自跨国经营的公司风险 / 300
- 14.2 影响汇率变动的因素 / 302
- 14.3 分析国际投资项目 / 305
- 14.4 管理国家风险 / 311
- 14.5 小结 / 311

附录 14A 使用货币/非货币法和现行
汇率法折算财务报表 / 312

附录 14B 平价关系 / 314

扩展阅读 / 317

自测题 / 318

复习题 / 318

第15章 管理价值创造 / 321

- 15.1 衡量价值创造 / 321

- 15.2 确定价值创造的驱动因素 / 326
- 15.3 把经营业绩和薪酬与价值创造
联系起来 / 329
- 15.4 把资本预算流程与价值创造
联系起来 / 333
- 15.5 汇总：财务战略矩阵 / 335
- 15.6 小结 / 337
- 附录 15A 调整账面价值以估计投入
资本和营业利润数额 / 338

附录 15B 预计未来现金流量按照
固定比率永续增长时估
计市场增加值 / 339

扩展阅读 / 340

自测题 / 340

复习题 / 342

自测题答案 / 346

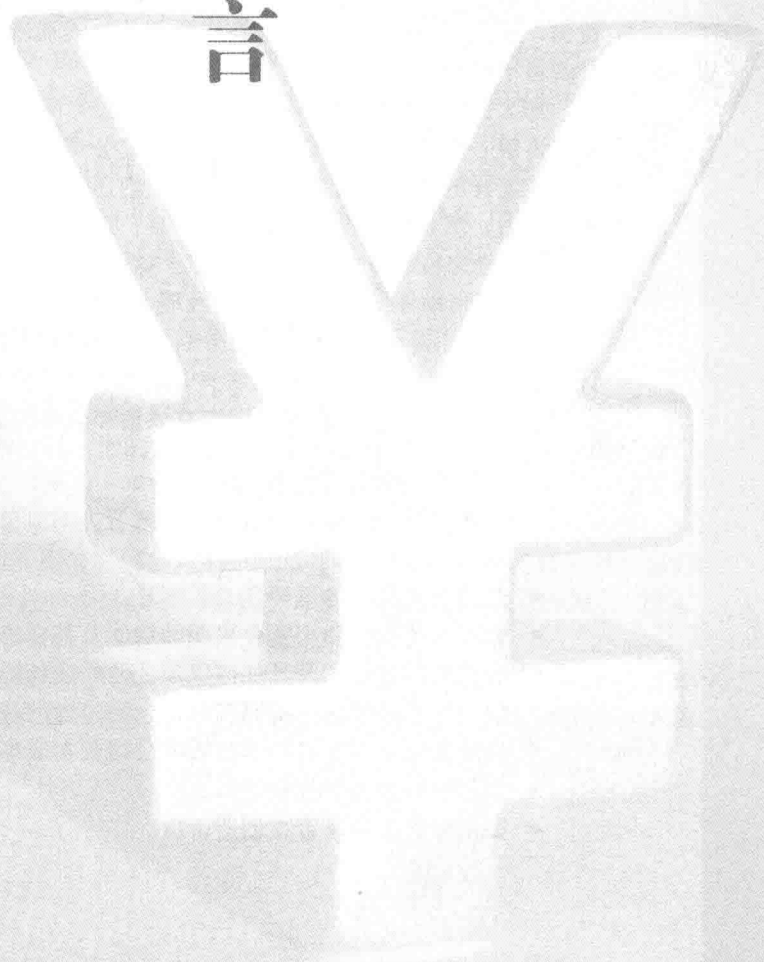
专业词汇对照表 / 378

PART

1

第一部分

引言



第 1 章

财务管理与价值创造：概述

如果高级经理人对现代财务的原理和实务缺乏清晰的认识，他就不会是一个高效的管理者。令人高兴的是，我们可以把这些原理和实务简单地阐述出来，同时不失详尽与严谨。实际上，你会发现构成现代公司财务基础的大部分概念和方法都源于商业常识。然而，将商业常识转化为有效的管理系统却是真正的挑战。这不仅需要对基本原理有深入的了解，还需要具备按照现代财务规则管理企业的决心和行动。例如，让我们考察一下财务管理最有用的指导准则之一：

管理者应以提高公司价值为目标来管理公司资源。

这似乎是一条显而易见的原则。然而你可能知道很多公司都没有能够通过管理实现其全部潜在价值，你甚至可能认识一些最终成为“价值毁损者”的空有一番好意的经理人。实际上，他们的误导或者不作为，导致了公司价值的减少。

那么，你应该怎样为创造价值而管理公司呢？这本书会帮助你找到答案。我们的主要目标是介绍并讲解一些方法和工具，以帮助你确定公司的当前投资是否在创造价值。如果没有创造价值，应该采取怎样的补救行动来改善经营。我们还会向你展示如何确定某项商业提案是否具有提升公司价值的潜力，例如购买设备、开发新产品、并购或重组决策等。最后，我们会说明，以提升公司价值为目标管理是完整财务管理体系的基础。这个体系不仅可以帮助你评估实际经营绩效并做出合理经营决策，还可以帮助你设计能够将公司经理人利益与公司所有者利益协调一致的有效的管理层薪酬计划。

这一章回顾了由现代公司财务引发的一些最具挑战性的问题，并给出了大致而全面的概述。尽管本章的每个论题都会在后续章节中详细研究，但许多重要的术语和概念都会在这里介绍并加以定义。读完本章，你应该对以下内容有概括和清晰的了解：

- 为创造价值而管理企业的含义；
- 如何测算一项商业提案（例如投资方案、公司财务结构变动、企业并购或者在国外投资的决策）可能创造的价值；
- 公司资本成本的重要性及其测算；
- 金融市场作为公司资金来源的功能及其在价值创造过程中发挥的作用；
- 公司的经营周期及其如何决定公司的成长能力；
- 公司资产负债表、利润表和现金流量表的基本结构及其背后的逻辑；
- 风险的定义以及风险如何影响公司资本成本；
- 如何衡量公司的盈利能力；
- 如何确定公司是否在创造价值。

1.1 关键问题：你的决策会创造价值吗

假设你已经发现市场对一种新产品有需求，而且认为自己能够快速、低成本地生产出这种产品，甚至对出售这种产品可以赚大钱充满信心，这时你应该继续前进吗？在做出决策之前，你应该考察这个项目的长期财务可行性。你的公司将如何为这个项目融资？钱将从哪里来？这个项目能否赚取足够的利润来抵偿融资成本？更重要的一点是，这个项目能否提升公司的价值？你应该先回答这些问题，然后再做出最终的决策。

公司的所有者，即**股东**（share holders）（或许你是股东之一）和那些贷款给公司的**债权人**（debt holders）（例如银行）将为这项风险投资计划提供资金。股东们提供的现金称为**权益资本**（equity capital），贷款人提供的现金称为**债务资本**（debt capital）。与任何其他资金来源一样，资本不是无偿的，需要付出成本。假设公司的**年度资本成本**（cost of capital）是全部**运用资本**（capital employed）（权益资本和债务资本的总和）的12%，则只有当这项风险投资的经营利润率超过12%时，即只有这项风险投资的融资前盈利能力高于资本成本的12%时，公司所有者才会认为它具有吸引力。为什么呢？因为如果一个项目的**经营利润**（operating profitability）超过其资本成本，则它所创造的现金价值应该大于为它支付的资本成本。（我们会在整本书中更加详尽地解释这个问题。）也就是说，在决定实施一项经营计划之前，你应该先问自己一个关键问题：

这项计划会创造价值吗？

如果根据现行信息和恰当的分析，你有信心得出肯定的答案，那么就去做这个项目；如果答案是否定的，则应该放弃。

这个关键问题不仅适用于经营计划，也适用于当前的经营活动。如果某些现有投资不是在创造而是在减损价值，就应该立刻采取行动对其加以纠正；如果这些行动没有带来业绩的改善，就应该认真考虑是否把这些投资出售。

1.1.1 为创造价值而管理的重要性

我们当然知道，提出这个关键问题要比回答它简单得多。下一部分将阐述如何应用**基本财务原理**（fundamental finance principle）来回答这个关键问题。在介绍原理之前，我们先解释一下为什么管理层的首要目标应该是为公司所有者创造价值。如果一家公司无法为其所有者创造价值，就不能吸引到权益资本来为公司的活动提供资金。如果没有权益资本，公司就不能存活。如果你这样想，这个目标就自然会成为商业常识。

当然，你或许会问，我们是否忘记了员工、顾客和供应商的贡献，没有他们，任何公司都不可能成功。优秀的公司不仅有满意的股东，也有忠实的顾客、积极的员工和可靠的供应商。问题的关键在于，不是要为了股东的利益而去忽视顾客，压榨供应商或者不顾员工的利益。股东得到更多的价值并不意味着员工、顾客或供应商得到更少的价值。相反，把为股东创造价值作为管理重点的公司，正是那些已经与顾客、员工和供应商建立起长期宝贵关系的公司。他们深知，要达到为股东创造价值的最终目标，处理好与员工、顾客和供应商的关系是一个重要因素。

事实上，有证据表明，公司关心顾客和员工，也会为其股东带来价值。一项年度调查要求高级经理、外部董事和金融分析师根据以下八项标准排出在其行业内位居前十的美国公司。这八项标准为：①管理质量；②产品或服务的质量；③吸引、培养和保留人才的能力；④公司作为一项长期投资的价值；⑤公司资产的使用；⑥财务稳健性；⑦创新能力；⑧社区和环境责任。^①调查结果显示，所有行业中得分最高的20家公司在排名之前十年间的表现，都远远高于标准普尔市场指数（500家公司的平均值）。得分最低的20家公司的股市表现如何呢？它们的价值都减少了。它们在排名前十年间为股东带来的收益率为负数。只根据公司对待顾客（第二项标准）、员工（第三项标准）和社区（第八项标准）的方式三项标准分析，也显示出相似的结果。^②

这些结果清楚地表明，公司为股东创造价值的能力与其对待顾客、员工和社区的方式相关，但不能就此认为创造价值的诀窍就是讨好顾客，与供应商建立长期关系和激励员工。有些公司把与顾客、员工和供应商的关系处

① Fortune.com: America's Most Admired Company Ranking.

② See Alex Edmans(2008) .

理得很好，却不能把这种商誉转化为更高的公司价值。在这种情况下，公司的管理者应该怎么做呢？他们必须修改公司当前的经营战略，因为股东最终会对他们投资的权益资本不能产生满意的收益率与公司经营战略之间的相关性提出质疑。不满的股东，特别是那些持有公司大部分权益资本的股东，可能试图强迫公司管理层改变方针，或者试图撤换当前的管理团队。他们也可能把自己的股份卖给那些强制要求公司做出改变的其他人，直接取消他们对公司的支持。

股东能否成功促使管理层改变战略，甚至能否成功更换管理人员，取决于很多因素，其中包括规范的管理层与股东关系的法律和制度框架，以及公司股票上市和交易所在国家股票市场的架构和组织。我们只想说明，如果公司不能使其股东满意，它就不能长久地拥有满意的顾客、积极的员工和忠实的供应商。

当通用电气公司的前任执行总裁杰克·韦尔奇被问到为谁的利益经营公司时，他回答说：“我们寻求在股东、员工和社区之间达到适当的平衡，但这并不容易，因为如果最终不能使股东满意，我们就不能机动灵活地去做关心员工和社区时所必须做的事情。在我们这个社会，不管我们是否愿意，都必须让股东满意。”^①

1.1.2 土星汽车的故事

20 世纪 80 年代初期，世界最大的汽车制造商通用汽车公司（GM）面临着来自国外汽车生产商的激烈竞争，这些厂商生产出了小型、高效、性能可靠并且价格低廉的小汽车。为应对挑战，通用汽车公司在 1985 年建立了一个分部，生产一种全新的小汽车——土星汽车（Saturn）。这款汽车按照当时最可行有效的方法设计、生产和销售。工人积极性非常高，经销商处的汽车供不应求，顾客对汽车十分满意。根据这些标准，土星汽车的成功是不容置疑的。

1990 年，第一辆土星汽车从生产装配线上制造成功。然而，这个项目并没有像管理者希望的那样给通用汽车公司带来股票价值的提高。^②这是为什么呢？

许多资深咨询专家认为，通用汽车公司为开发、生产和销售土星汽车投入了 60 多亿美元，这个数字实在过于庞大，以至于如果通用汽车公司想要获取股东能够接受的收益率，它将不得不“使现有设备一直满负荷工作，赚取的毛利率要达到正常毛利率的两倍以上，同时要保持经销商标价的 40% 作为净现金流。”^③

写作本书时，通用汽车公司承认这个项目给公司带来 200 亿美元的损失，随后宣布将于 2010 年停止土星汽车的生产。^④

我们的问题是：对于能够使顾客、供应商和员工满意，但却不能为股东增加价值的项目，公司应该投资多长时间呢？显然，如果公司想要生存下去，就不能对其投资太长时间。因此，对于企业的最终目标来说，我们能够得出怎样的结论呢？是仅与股东财富创造相关，还是试图平衡公司各方（顾客、员工、供应商和所有者）利益的“利益相关者观”（stake holders approach）呢？我们认为这是一个不成立的论题。我们关注的焦点应该是做出提升公司价值的决策，如果这样做，公司最终将为利益相关者和整个社会创造价值。^⑤

1.2 基本财务原理

回顾一下在做出一项经营决策之前你应该提出的关键问题：这项决策会创造价值吗？要回答这个问题，可以借助基本财务原理：

一项经营计划，例如一项新的投资、收购另一家公司的计划或者一项重组计划，只有在其预期产生的未来净现金收益的现值超出实施该计划所需的初始现金支出时，它才会为公司创造价值。

预期未来净现金收益的现值是指一定数量的现金，可使公司所有者不在意是今天就能收到这笔钱还是将来得到预期的现金流。例如，如果公司所有者并不在意是现在就能拿到 100 000 美元现金股利还是明年才能拿到预期

① Fortune May 29, 1995; p. 75.

② Fortune, December 13, 2004, “GM’s Saturn Problem,” pp. 199-127.

③ McTaggart, Kontes, and Mankins (1994), p. 16.

④ 参见 The New York Times, October 1, 2009, “GM to Close Saturn After Deal Fails”.

⑤ 关于为所有者创造价值是否也会为公司所有利益相关者创造价值的讨论，参看 John Martin, William Petty, and James Wallace (2009)。

的 110 000 美元现金股利，那么 100 000 美元就是预期明年 110 000 美元的现值。

1.2.1 用净现值衡量价值创造

一项计划未来净现金收益的现值与实施这项计划所需初始现金支出间的差值就是这项计划的净现值（net present value, NPV）

$$\text{净现值} = - \text{初始现金支出} + \text{未来净现金收益的现值}$$

例如，一家公司的所有者不在意是今天得到 100 000 美元还是一年后得到 110 000 美元。那么如果一个项目需要今天支付 105 000 美元购买一台设备，预期明年能够产生 110 000 美元净现金流，则这个项目的净现值为 -5 000 美元，因为明年的 110 000 美元现金流与今天的 100 000 美元是等值的，比初始现金支出少了 5 000 美元

$$NPV = - \$105\,000 + \$100\,000 = - \$5\,000$$

如果实施这个项目，公司价值将会减少 5 000 美元。

我们可以使用净现值概念把基本财务原理表述得更加清楚：

如果一项经营计划的净现值为正，它可以创造价值；如果一项经营计划的净现值为负，它会损害价值。

经营计划的净现值归拥有项目的投资者所有，也就是说，经营计划的净现值归属于实施项目的公司股东。这意味着公司宣布实施某个项目后，股东出售所持股权的价格应该高于实施项目前，两者之间的差额应该等于该项目的净现值。

公司识别项目的能力以及市场对公司成功实施项目的预期，能够带来公司价值和所有者财富的增加。更确切地说，如果公司的股票在股票交易所上市交易，假定项目的宣布没有被预期到，而且市场认同公司对项目获利能力的分析，那么在项目宣布当天，公司市场价值（股价乘以流通在外股数）提升的金额应该等于项目的净现值。我们在后面的章节中考察金融市场在价值创造过程中发挥的作用时，还会讨论这个问题。

1.2.2 只有现金重要

基本财务原理要求使用现金衡量实施一项计划所需要的初始投资以及该计划预期产生的未来净收益。如图 1-1 所示，为计划提供资金的投资者——公司的股东和债权人，已经把现金投入公司，因此他们只对现金收益感兴趣。需要注意的是，不要把项目的现金收益与预期该项目为公司带来的净利润增加额混淆，因为利润是对收益而非现金回报的会计计量。

第 4 章辨析了公司现金流、收入、费用和净利润之间的差别，第 8 章阐明了如何预计与一项投资决策相关的现金流。

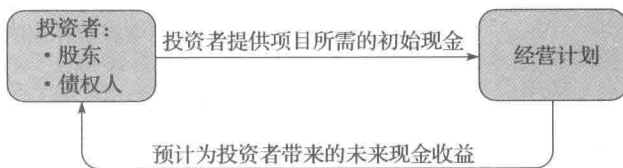


图 1-1 只有现金对投资者重要

1.2.3 折现率

我们来看这样一项投资计划：公司为了在年末获得 110 000 美元的预期现金收入，现在需要投资 100 000 美元。假设 110 000 美元的现值是 100 000 美元。前面提到过，现值就是可使公司所有者不在意是今天收到 100 000 美元还是一年后收到预期的 110 000 美元的价值的现金。也就是说，公司所有者预期可从该项目中获得 10% 的回报，因为现在以 10% 的回报率投资 100 000 美元，将会在一年后得到 110 000 美元。这个 10% 被称为折现率（discount rate），即为计算现值必须对未来现金流进行折现使用的利率。换言之，100 000 美元是将于一年后收到的 110 000 美元按 10% 折现后的价值。

要预计一项计划的净现值，首先必须把未来现金流折现得到现值，然后从中扣除实施该项计划所需的初始现金支出。第 6 章详细考察了折现机制，解释了如何计算现值以及当项目产生现金流的期限长于一年时如何预计项目净现值等问题。