

经理人员 财务管理

创造价值的过程

加布里埃尔·哈瓦维尼
(Gabriel Hawawini)
(美) 克劳德·维埃里 著
(Claude Viallet)
王全喜 等译

Finance for Executives:
Managing for Value Creation



机械工业出版社
China Machine Press

21世纪管理经典教材系列

(美) 加布里埃尔·哈瓦维尼 (Gabriel Hawawini)
克劳德·维埃里 (Claude Viallet)

著

王全喜 等译

Finance for
Executives:
Managing
for Value Creation

经理人员
财务管理

创造价值的过程

 机械工业出版社
China Machine Press

FC8/27

本书是特为非财务专业的管理者编写的导论性教材,着重讲解为了增加公司价值和股东财富,管理者如何筹集资金进行投资活动,在经营管理过程中如何做出正确的财务决策。本书也适合于MBA及相关专业的本科生和研究生。

本书适合各企事业单位的管理人员、财金人员及大专院校经管和财金类师生阅读。

Gabriel Hawawini, Claude Viallet: Finance for Executives: Managing for Value Creation

Copyright © 1999 by South Western College Publishing. 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 any information storage and retrieval system, without permission, in writing, from the Publisher. Authorized edition for sale in P.R China only.

本书中文简体字版由ITP公司授权机械工业出版社在中华人民共和国境内独家出版发行,未经出版者书面许可,不得以任何方式抄袭、复制或节录本书中的任何部分。

版权所有,侵权必究。

本书版权登记号:图字:01-1999-3093

图书在版编目(CIP)数据

经理人员财务管理:创造价值的过程/(美)哈瓦维尼(Hawawini,G.), (美)维埃里(Viallet,C.)著;王全喜等译.-北京:机械工业出版社,2000

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

(21世纪管理经典教材系列)

ISBN 7-111-07814-4

I. 经… II. ①哈… ②维… ③王… III. 企业管理:财务管理 IV. F275

中国版本图书馆CIP数据核字(2000)第12653号

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:张德斌 张 鹤 版式设计:陈子平

北京昌平第二印刷厂印刷·新华书店北京发行所发行

2000年6月第1版·2001年4月第3次印刷

787mm×1092mm 1/16·23.75印张

定价:42.00元

凡购本书,如有缺页、倒页、脱页,由本社发行部调换

21世纪管理经典教材系列

编委会名单

主 编: 李维安 教授 博士生导师

副 主 编: 韩经纶 教授 博士生导师

齐寅峰 教授 博士生导师

韩伯棠 教授 博士生导师

范秀成 教授

主编助理: 柳茂平 副教授

编 委: (以下按姓氏笔画为序)

丁慧平 教 授

王全喜 副教授

冯燕奇 教 授

刘志远 教 授

刘鼎铭 教 授

孙 非 副教授

李国津 教 授

宋国防 副教授

陈国欣 副教授

邱立成 教 授

严建援 副教授

张金成 教 授

林国龙 副教授

周祖城 副教授

赵 伟 博 士

韩德昌 教 授

出版书名

管理学精要·亚洲版(21世纪美国管理教材系列)

物流管理(管理教材译丛)

管理控制系统(哈佛大学教授作品集)

多国管理(管理教材译丛)

人力资源管理(MBA教材精品译丛)

组织理论与设计精要(管理教材译丛)

经理人员财务管理

消费者行为学(营销教材译丛)

领导与战略规划

投资组合管理(财务与金融教材译丛)

成功的项目管理

当代市场调研(营销教材译丛)

服务管理(管理教材译丛)

商务与经济统计(经济教材译丛)

信息时代的管理信息系统(管理教材译丛)

国际市场营销(MBA教材精品译丛)

管理经济学(MBA教材精品译丛)

管理科学与运筹学(管理教材译丛)

生产与运作管理(MBA教材精品译丛)

原作者

Koontz

Donald J. Bowersox

Robert N. Anthony

John B. Cullen

Lawrence S. Kleiman

Richard L. Daft

Gabriel Hawawini

Henry Assael

Annabel Beerel

James L. Farrell, Jr.

Jack Gido

McDaniel/Gates

James A. Fitzsimmons

David R. Anderson

Haag Cummings

Philip R. Cateora

James R. McGuigan

Peter C. Bell

Richard B. Chase

译者

丁慧平

林国龙

许 锐

邱立成

孙 非

李维安

王全喜

韩德昌

赵 伟

齐寅峰

张金成

范秀成

张金成、范秀成

张建华

严建援

周祖城

李国津

韩伯棠

宋国防

南开大学国际商学院策划

机械工业出版社出版

迎接管理创新时代的到来

——“21世纪管理经典教材系列”总序

20世纪初泰勒《科学管理原理》一书的问世,标志着人类告别经验管理的时代,进入了科学管理的殿堂。本世纪科学技术的突飞猛进,推动着现代管理思想和理论的日新月异。从40年代开始,行为科学、数学学派、权变管理、企业文化、公司再造等管理理论的创立和运用,无不闪耀着人类智慧的光芒。今天,融科学性与艺术性于一体的开放型管理又将管理科学推上了一个新的台阶。

20世纪末是人类社会发展史上又一个崭新的、关键性的时期。世界经济的发展变化呈现出两大趋势,一是全球化,二是市场化。经济发展、科技进步和信息革命一浪高过一浪,将世界带入了前所未有的全球化时代;而市场化改革则使全球性竞争更加激烈,给企业的发展带来了全方位的挑战。经营多角化的过度展开或收缩使企业面临着不同的命运,波音与麦道、奔驰与克莱斯勒、埃克森与美孚的合并,不仅强化了人们对经济全球化的认识,也使它们遍布全球的同行和竞争对手们更加望尘莫及。正当人们翘首企盼21世纪曙光的时刻,世界经济也在发生着巨大而深刻的变化。在西方世界迎接知识经济时代到来之时,曾经创造了世界经济奇迹的东南亚却深深地陷入了金融风暴……这一切都使我们更加清醒地认识到,21世纪带给我们的将是更为严峻的挑战。而如何迎接这一世纪性的挑战,则成为各国政府、企业界和理论界共同关注的课题。

中国经过20年改革开放的风雨历程,正在进入竞争日趋激烈的世界大市场,融入国际经济大循环。20年的经济改革,中国取得了举世瞩目的成就,也逐步确立了一个大国的地位,这已是不争的事实。应当看到,随着国际市场竞争的日益激烈和管理水平的不断提高,中国经济要在全球化和经济一体化的国际竞争中发展,一方面应在宏观上把握经济的运行规律,搞好宏观调控;另一方面,也即更为重要的方面,是要在企业层面进行管理创新。随着国有企业初次创业制度安排的实现与完成、具有差别性的优惠政策的取消,改革的先发效应已变得不再明显。在现代企业制度相继建立后,对于处在同一平台上的企业来说,要在竞争中取胜,还必须进行以管理创业为主导的“二次创业”,彻底转变在计划经济体制下形成的行政型、经验型、粗放型的管理模式,使之向市场化、知识化、集约化的方向发展,实现经营管理的现代化。也就是说,中国即将进入一个与管理相结合的改革和与改革相结合的新的时期。在这一时期,谁能够最快地吸收各种管理学的最新知识,谁就会获得竞争的主动权;谁拥有更多的知识,谁能够通过管理创新把更多的知识组合成独特的能力,谁就能够赢得未来。

作为祖国改革开放事业的见证人和参与者,尤其是作为推动管理创业、管理创新浪潮的管理学者,我们有义务、有责任为我国管理学科的发展添砖加瓦。我们在机械工业出版社支持下策划推出的“21世纪管理经典教材系列”,目的正是在于以最快的速度 and 最优的质量,把世界上最新的、一流的并被广泛使用与研读的教材以全面、成系列的方式介绍给我国的广大读者,为我国现代化管理事业及其人才的培养做出贡献。

在选择列入本系列的教材时,我们提出了一个口号:“与美国同步”。与此同时,还遵循了三个原则,即代表最新现代管理思想的权威之作、代表美国一流水平且在美国大

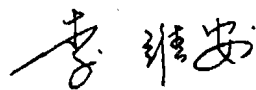
学中广泛使用的教科书的最新版本、对中国现代管理人才培养急缺的教材。在世界管理学科的发展史上,影响深远的管理学说、耳熟能详的管理大师大多出自美国。“与美国同步”,可以使读者迅速有效地了解与掌握管理科学的最新理论与发展趋势。

在坚持上述原则的基础上,作为全面、成系列的管理教材,本系列还具有以下几个特点:(1)注重系统性。首批以MBA教材为主,基本涵盖了我国目前MBA教学大纲中的所有核心课程。(2)突出专业化。结合MBA教育向专业化方向发展的趋势,分别在财务、营销和一般管理等几个专业方向推出三门以上课程教材。(3)强调权威性。所选的原著大多数为各学科领域著名教授所著、在国外广为采用的教材。(4)关注学科新动态,增加了反映新学科分支的教材,如服务管理、后勤管理。(5)便利教学使用。大多数教材中提供了有关网址并配有成套的教学辅助材料。

此外,本系列教材还特别注重良好的适用范围。该系列可以作为MBA的系列教材和大学教师教学及科研的参考书。那些运筹帷幄、决战商场的企业家们,那些想直接学习和掌握当代国外最新管理知识的学子们,也可以从本系列教材中汲取丰富的营养。

我们组织翻译这套“21世纪管理经典教材系列”,还出于对我国高等管理教育改革和学科建设的密切关注。在建设一流管理学科方面,一流的教材建设是最基本、最重要的内容之一。而迅速、高质量地引进国外最新的一流教材,则是教材建设中十分必要和有效的途径。在我国的MBA教育方面,这一点尤为突出。90年代以来,我国的MBA教育取得了很大发展。1991年,国务院学位办授权包括南开大学在内的9所院校试办MBA教育,1994年授权学校增加到26所,1998年则扩大到56所,招生规模也从1991年的86人增加到1998年的4 000余人。我国MBA教育的发展前景十分广阔,但在教材选择等方面存在着许多需要解决的问题。作为在国内外有相当知名度的高等学府和专门培养高级工商管理人才的管理类专业学院,我们愿意与我们的合作伙伴一道,弘扬“允公允能,日新月异”的精神,同时积极寻求兄弟院校的大力支持与合作,为我国的高等管理教育乃至我国的经济建设作出自己的贡献。

在积极地引进和学习西方先进管理理论的同时,我们也应当看到,每一种成功的管理模式,都是管理理论和具体实践相结合的产物。任何一种先进的管理理论,都不可能“放之四海而皆准”。我们要有鉴别地吸收其对我国的社会主义市场经济建设有借鉴价值的内容,并切实注意与中国企业的实际情况相结合。自古以来,先贤们为我们留下了以《孙子兵法》为杰出代表的博大精深的管理思想。我们相信,在改革开放的新时期、在中华民族复兴的关键时刻,我们一定能够在吸收国外先进管理思想精华的基础上,创立更加灿烂辉煌的有中国特色的管理理论!



管理学博士、经济学博士
管理学教授、博士生导师
南开大学国际商学院院长

1998年12月4日

由著名财务学家加布里埃尔·哈瓦维尼(Dabriel Hawawini)和克劳德·维埃里(Claude Viallet)两位教授编写的《经理人员财务管理》一书,全面涵盖了财务学的基本内容,并反映了财务学在90年代的发展动态,是一本非常优秀的著作。虽然它是专为企业的高级经理编写的,但由于我国财务学科发展比较滞后,所以这本书不仅对我国企业的经理们是一本难得的好书,而且对从事财务理论研究与教学的学者们也具有一定的价值。本书同时亦适合作为MBA的教材使用。我们认为,本书具有以下几个特点:

一、内容由浅入深,语言通俗易懂。由于该书是专门为企业的高级经理编写的,作者摆脱了许多财务书籍晦涩难懂的通病,在内容结构和语言表述上采取了通俗易懂的方式,因而非常适合企业经理们阅读。

二、案例丰富,应用性强。本书在阐述理论问题时,往往首先列举相应的案例,十分注意理论与实务的结合,并且注重应用,强调财务理论与工具在财务管理中的具体应用。

三、结构完整,反映了学术前沿的新成果。本书虽然文字不多,但基本涵盖了财务学的主要内容,使读者通过本书能得到较完整的财务知识。尤为可贵的是,本书在采取通俗表述方式的同时,注意将财务学研究的一些新成果融进内容之中,基本反映了世界90年代财务学的新发展。

四、以国际化的视角,将一般财务理论与实务建立在国际化的平台之上。作者根据企业财务活动的国际化发展趋势,用一定的篇幅介绍了企业在国际资本市场和国际货币市场投资与融资的内容,其视野之广、内容之新是我国同类著作中少有的,具有重要价值。

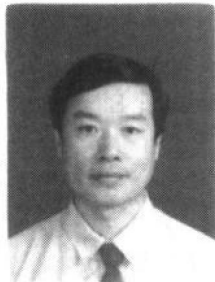
本书的翻译由王全喜和王荣誉负责组织。参加翻译的人员有:王全喜、王荣誉、高海滨、赵晶、王学文等。王莹莹、梁建峰等同学也在翻译以及校对等方面做了大量的工作。

由于我国与发达国家在财务学科方面存在着一定距离,本书中有许多名词难以找到恰当的中文表述,有些概念又与我国现有的概念有较大出入,给我们的翻译工作带来一定困难。加之我们的水平所限,书中的错误和疏漏难免,敬请广大读者批评指正。

王全喜

1999年10月8日

译者简介



王全喜,男,1955年生于天津。1982年毕业于天津财经学院财政金融系,1998年后在南开大学进修硕士与博士课程。1982年至1984年在天津市经济体制改革委员会财政金融处工作,1984年底调入南开大学经济研究所任教。现任南开大学国际商学院院长科研助理,财务管理系主任,副教授。兼任国家税务总局研究所特约研究员,天津市企业管理研究会特约研究员,天津市税务学会理事等。主要教学科研领域为财务管理、税收、会计学与企业制度。曾发表论文30多篇,承担和参加国家自然科学基金项目、国家教委211项目、天津社会科学研究项目以及各种企业咨询研究项目20多项,主编与合著有《国际税收》、《MBA会计学》、《企业学导论》、《税收理论与实务》等10余本教材和专著。

财务是管理工作中不可缺少且富于挑战的领域,许多管理人员都想对此做更深层次的了解和研究。但是,大部分的财务教材对于许多非财务专业管理者来说不是太艰深就是过于简单。我们迎难而上,特别为管理人员编写了一本既实用又严谨的导论性教材。

本书针对的是直接或间接参与财务事务的管理人员,即每一位管理者。同时,本书也非常适用于包括MBA(工商管理硕士)课程在内的管理人员培训课程。过去四年中,本书中的大部分材料已被来自全球的2 000多位管理者采用。学习工商管理的本科生和研究生均发现本书可作为其主要教材的有益补充。

本书具有的重要特色

- 以公司努力增加其股东财富为原则

管理者必须作出可增加其股东财富的决策,这条基本原则是我们从事管理工作入门的基础。本书的目的在于增强管理者为股东创造价值的决策能力,包括调整当前业务、推出新产品、收购新资产、兼并另一家公司,以及为公司的投资筹措资金等方面的决策。

- 为非专业财务管理者填补了初级会计和财务手册与公司财务高级教材之间的空白

本书以现代财务原理为基础,在突出严密分析的同时,避开不直接作用于决策过程的复杂公式。对于教材中采用的每个公式,都附有直接的解释和具体的应用。公式的派生式在其首次出现的那一章的附录中给出。考虑到管理者经常从财务会计角度接触财务问题,本书首先对财务会计体系做一个完整的回顾,接着,向读者展示这个框架如何展开及如何用于作出正确的财务决策,从而增加公司的价值。

- 大多数章节自成一体

对于大部分章节,读者无须预先阅读其他章节即可读懂。读者在阅读某一节时,如果前面章节的知识可增强这一节的理解,会被告知去阅读前面的那部分材料。关于这方面更多的建议,请参见“如何阅读本书”一节。

- 本书可作为一个整体来阅读或用做工具书

读者需要回顾某个问题或弥补财务管理知识方面的不足时,本书可提供快捷的参考。书后附有较全的词汇表,方便读者了解有关的内容。大部分的财务术语在书中首次出现时就附有解释,这些术语在书中以黑体字出现并在词汇表中给出定义。

- 全书使用同类公司的资料来说明分析技巧和估价方法

书中所涉及到的大部分问题都用同类公司的资料加以说明,从而为读者提供贯穿始终的线索以增强对这些问题的理解。

- 每一章都附有复习题

每一章结束时都有复习题,便于读者检验所学知识。大部分题目需要使用财务计算器。本书最后有详细的答案。

本书的结构

本书的每一章虽然是独立的,但这些章都遵循着以创造价值这一思想为中心的逻辑顺序。本书的整体结构可概括为下图,这是一个以价值为基础的经营模型。为了增加公司的价值和股东的财富,管理者必须通过筹集现金(右侧)以进行投资活动(左侧)。

这本书讲的是什?

第一部分: 公司财务导论

第1章: 概述: 财务管理和价值创造

第2章: 了解资产负债表和损益表

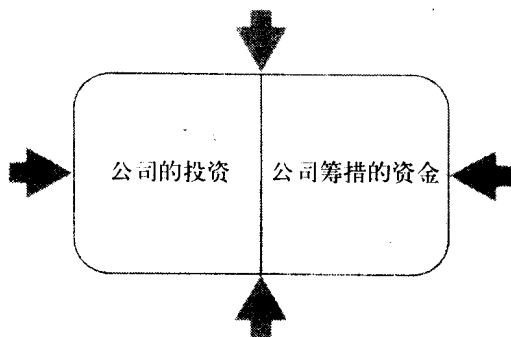
第二部分: 评价财务绩效

第3章~第5章:

流动性与经营效率评价(第3章); 计算现金流(第4章); 评判企业的获利能力、风险和发展能力(第5章)

第三部分: 制定能够创造价值的投资决策

第6章~第8章: 公司如何评估投资计划, 如何选择能够创造价值的项目



第四部分: 制定能够创造价值的财务方案

第9章: 筹集资本和评估证券价值

第10章: 估算资本成本

第11章: 设计资本结构

第五部分: 制定能够创造价值的商业决策

第12章: 企业价值评估与企业并购

第13章: 在国际环境中的创造价值决策

第14章: 创造价值的管理

第一部分 第1章概述了管理者为创造价值而经营所需要了解的原理和方法。第2章阐述并举例说明资产负债表和损益表的结构并加以解释。

第二部分 回顾了管理人员用于评价公司财务的运行状况、展望和筹划公司未来的发展, 以及提高公司生存与成功几率的方法。这一部分的章节详细研究了第1章里介绍的一些财务分析方法和工具。第3章说明如何评估公司的流动性形势和经营效率; 第4章说明如何评价

公司生成和控制其现金流的能力；第5章确定了促进公司赢利的因素，分析了公司经营风险和财务风险的程度，评估了公司为其经营活动筹措资金和可持续发展的能力。

第三部分 演示了管理者如何作出能够最大限度地增加公司价值的投资决策；第6章详细研究了净现值(NPV)法并说明如何应用此法来作出创造价值的投资决策；第7章考察了一些可替换净现值法的方法，包括内部收益率(IRR)法和投资回收期法，并将这些方法与净现值法作了比较；第8章说明如何确认和估算一项投资计划可生成的现金流，以及如何评估该计划创造价值的能力。

第四部分 阐明管理者如何作出最大限度地增加价值的融资决策；第9章关注金融市场筹集资金的功能，并且研究了金融市场在创造价值过程中所起的作用；第10章说明如何估算一项计划和整个公司的资本成本；第11章阐述了公司如何能够通过设计一个使其市场价值最大而资本成本最小的资本结构(所有者的资金和借入资金的组合)来作出创造价值的融资决策。

第五部分 这一部分的三章总结了关于价值创造的经营决策；第12章评述了用于对公司的价值进行评估，特别是在收购情况下的各种模型和方法；第13章把财务管理和价值创造放到国际环境中，必须考虑外汇汇率风险和国家风险；第14章概述了价值创造过程基本的分析框架，研究了一些相关的实证案例。

怎样阅读本书

你可以根据自己的情况和需要，用不同的方法使用本书。下面是几条指南：

- 如果你不熟悉财务管理和财务会计，可以从第1章开始读起。第1章是对这些问题的概述，会帮助你理解现代公司财务的基本目标和组成这个领域的各种问题之间的逻辑关系。阅读第1章便于理解其后的内容，但是由于各章都是独立的，所以没有必要为理解其余的内容而去阅读第1章。

- 如果你不熟悉财务报表，在阅读第二部分之前读第2章会有帮助，但这也不是必须读的。第2章讲解了资产负债表和损益表。

- 如果你不熟悉折现现金流法，应在阅读第三部分前先读第6章。此章回顾了折现现金流法的基础。

- 如果你对股票市场的作用不熟悉，应在阅读第四部分前先读第9章，此章总述了股票市场的作用、组织和结果。

- 最后，如果你已具备会计和财务方面的基本知识，就可直接去阅读讲述你想要研究的问题的那一章。由于各章都是独立的，你不必为了充分理解你所选的章节而去回顾前面的内容。

目 录

总序 译者序 前言

第一部分 公司财务导论

第1章 概述：财务管理和价值

创造	2
1.1 关键问题：你的决策会创造价值吗	2
1.2 基本财务原理	4
1.3 基本财务原理的应用	7
1.4 金融市场的作用	10
1.5 一家公司能成长得多快	12
1.6 HL公司的财务报表	14
1.7 HL公司可获利多少	17
1.8 HL公司产生了多少现金	18
1.9 HL公司的风险	20
1.10 HL公司在创造价值吗	21
1.11 小结	23
参考文献和阅读书目	23
复习题	24

第2章 了解资产负债表和损益表

2.1 财务会计报表	26
2.2 资产负债表	28
2.3 损益表	34
2.4 资产负债表和损益表的一致	36
2.5 所有者权益账户的结构	38
2.6 小结	39
参考文献和阅读书目	40
复习题	40

第二部分 评价财务绩效

第3章 流动性与经营效率评价

3.1 管理资产负债表	44
3.2 匹配战略	49
3.3 根据营运资本需求的资金结构 测算流动性	50
3.4 通过更好的经营循环管理提高 流动性	51
3.5 流动性传统的测算方法	56
3.6 小结	57
附录3A 融资战略	58

参考文献和阅读书目	59
复习题	59

第4章 计算现金流

4.1 现金流及其来源	62
4.2 编制详细的现金流量表	65
4.3 现金流量表的两种变化 形式	70
4.4 常用现金流和营业净现 金流	72
4.5 营业净现现金流的意义	73
4.6 小结	73
附录4A 用资产负债表和损益表 计算营业净现金流量	74
参考文献和阅读书目	76
复习题	76

第5章 评判企业的获利能力、风险和 发展能力

5.1 衡量获利能力	78
5.2 权益回报率	79
5.3 获利能力的其他算法	88
5.4 财务杠杆与风险	89
5.5 自我维持增长的能力	91
5.6 小结	94
附录5A 影响公司营业获利能力 的因素	95
附录5B 权益回报率和税后投 入资本回报率的关系	96
参考文献和阅读书目	97
复习题	97

第三部分 制定能够创造价值的 投资决策

第6章 使用净现值准则制定创造 价值的投资决策

6.1 资本投资过程	103
6.2 你愿意买这块地吗	104
6.3 净现值法	105
6.4 资本投资决策中净现值法的 应用	109
6.5 为什么净现值法是一个好的 投资决策方法	110
6.6 资本预算的特例	114
6.7 净现值准则的局限	116

6.8 小结	119	复习题	178
附录6A 计算项目的年金现金流 列和固定年金等量现金流 现值	120		
参考文献和阅读书目	121		
复习题	122		
第7章 净现值准则以外可供选择的 投资决策准则	123	第10章 估算资本成本	181
7.1 回收期	123	10.1 识别代表企业或者代理 企业	182
7.2 折现回收期	126	10.2 估算负债成本	182
7.3 内部回报率(IRR)	127	10.3 估算权益成本: 股利折现 模型	183
7.4 获利指数(PI)	132	10.4 估算权益成本: 资本资产定 价模型	184
7.5 小结	134	10.5 估算企业的资本成本	191
参考文献和阅读书目	134	10.6 估算项目的资本成本	195
复习题	135	10.7 如何避免出错	199
		10.8 小结	200
		参考文献和阅读书目	200
		复习题	201
第8章 识别并估算项目的现 金流	136	第11章 设计资本结构	202
8.1 实际现金流原则	136	11.1 无税收和财务危机成本时 的资本结构决策	202
8.2 相关/不相关原则	137	11.2 资本结构变化对企业价值 的影响: 馅饼理论	206
8.3 制图桌灯项目	138	11.3 考虑所得税和无财务危机 成本时的资本结构决策	209
8.4 识别项目的相关现金流	139	11.4 财务危机成本增大时的资 本结构决策	215
8.5 估算项目的相关现金流	143	11.5 确定资本结构的政策	216
8.6 SM公司应该生产这项新产 品吗	147	11.6 小结	223
8.7 小结	148	参考文献和阅读书目	223
参考文献和阅读书目	148	复习题	223
复习题	149		
第四部分 制定能够创造价 值的财务方案		第五部分 制定能够创造价 值的商业决策	
第9章 筹集资本和评估证券 价值	152	第12章 企业价值评估与企业 并购	226
9.1 估算所需外部资金的数量	152	12.1 几种价值评估方法	227
9.2 金融体系: 结构和作用	155	12.2 用比较价值法评估权益 价值	227
9.3 公司怎样发行证券	160	12.3 用折现现金流法估价资产 和权益	232
9.4 债务资本: 特征和估价	164	12.4 估算OS公司资产和权益 的贴现价值	235
9.5 权益资本: 特征和估价	173	12.5 估算OS公司的收购价值	239
9.6 小结	176	12.6 估算OS公司的杠杆收购 价值	246
附录9A 债券估价公式	177		
附录9B 固定增长股利模型的 估价公式	177		
参考文献和阅读书目	178		

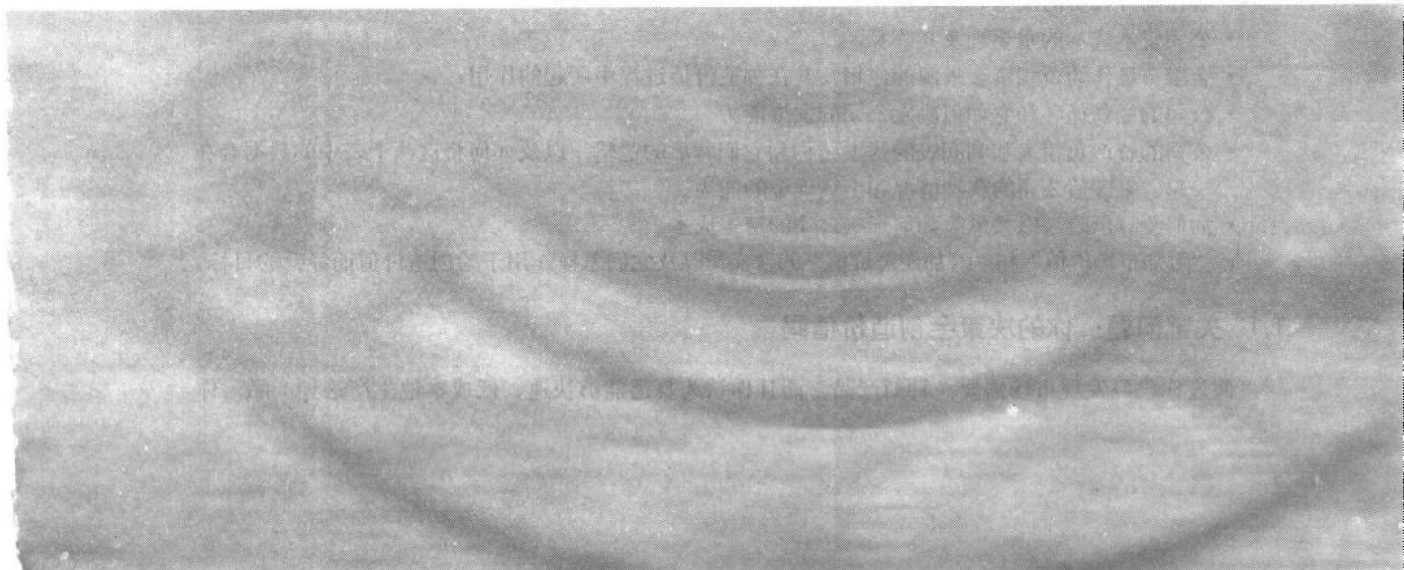
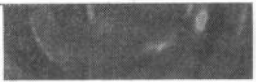
12.7 小结	251
附录12A 用股利折现模型估价 公司的权益	253
参考文献和阅读书目	253
复习题	254
第13章 在国际环境中的创造价值 决策	256
13.1 国外经营带来的公司风险 暴露	256
13.2 外汇交易市场	258
13.3 外汇交易风险暴露的套期 保值	260
13.4 用互换对长期交易风险暴 露套期保值	267
13.5 汇率、通货膨胀率和利率 的相互关系	268
13.6 国际投资项目分析	272
13.7 管理国家风险	277
13.8 小结	278
附录13A 用货币/非货币法和现行 汇率法折算财务报表	278
附录13B 平价关系	281

参考文献和阅读书目	285
复习题	285
第14章 创造价值的管理	286
14.1 衡量价值的创造	286
14.2 识别创造价值活动	291
14.3 联系价值创造的经营业绩 考核和报酬计划	294
14.4 联系资本预算过程和价值 创造	298
14.5 综合: 财务战略矩阵	301
14.6 小结	303
附录14A 调整账面价值以估算权 益投资资本的数量和经 营利润	303
附录14B 在未来现金流预期增长 率永久不变的情况下, 估算公司附加市场价值 增量	305
参考文献和阅读书目	306
复习题	306
复习题答案	309
中英文专业词汇对照表	346



第一部分

公司财务导论





第1章

概述：财务管理和价值创造



如果缺乏对现代财务原理和惯例的清楚认识，就不是一个称职的管理者。令人高兴的是，我们可以轻松地讲述这些原理和惯例，同时又不失其详尽和严密性。实际上，你会发现大部分现代公司财务的基本观念和方法都来源于经营常识。然而，如何将经营常识转化为有效的经营方式却是真正的挑战。这不仅需要对基本原理有实在的认识，还需要具备按照现代财务规则经营公司的决心和实践。例如，我们来看财务管理中最有用的指导原则之一：

管理者应以增加公司的市场价值为目标来经营公司的资源。

这条原则似乎是显而易见的。但是许多公司的经营却并没有实现其全部的潜在价值，甚至有些管理者不但不能创造价值，反而使经营活动误入歧途，或因缺乏经营活动而减少了公司的价值。

那么，你怎样为创造价值而经营呢？本书会帮你找到答案。我们的主要目标是介绍并讲解一些方法和工具，帮助你确定公司当前的投资是否在创造价值；如果不是，应采取怎样的措施来改善经营。我们还会向你说明如何确定某项经营计划是否具有增加公司价值的潜力，例如购买一台设备、开发一种新产品、兼并一家公司以及重组现有企业等方面的决策。最后，我们向你说明，以增加公司价值为目的的经营是完整的财务管理体系的基础，这一体系不仅可以帮助你评估实际的公司经营状况，做出合理的经营决策，还可以帮助你设计将公司管理者的利益与公司所有者的利益联系在一起的、有效的经营及补偿计划。

这一章作为导言，回顾了现代公司财务引起的最具挑战性的一些问题，并且给出了一个既综合又全面的概述。虽然这一章中的每个论题在后面的章节中都加以仔细地研究，但许多重要的术语和概念都在这里介绍并给出定义。读完这一章之后，你会了解：

- 为创造价值而经营的含义。
- 如何测算一项经营计划可能创造的价值，如投资计划、公司财务结构的变动、兼并一家公司或者在国外投资的决策。
- 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作用及其在创造价值过程中所起的作用。
- 公司的经营循环和它如何决定公司的发展能力。
- 公司的资产负债表和利润表的基本结构和它们背后的逻辑，以及如何将这两个表中的数据合在一起，来评估公司的获利情况和生成现金的能力。
- 如何测算风险，以及风险如何影响公司的资本成本。
- “附加市场价值”和“附加经济价值”的含义，以及它们怎样作用于为创造价值而经营的目标。

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需要一种新产品，而且你认为自己能够快速、低成本地生产这种产品，你

甚至满怀信心地认为它可以带来大量的利润，这时你应该继续前进吗？在调查这个项目的长期财务可行性之前不要做出决定。你的公司如何为这个项目筹资？钱从哪里来？这个项目是否能赚取足够的利润来抵偿对它所作的投资？更简明地讲，就是这个项目能否使你的公司升值。我们确信你应先回答这些问题，然后再做出最后决定。

在大多数情况下，这项风险计划不会用你的钱。公司的所有者，即**股东(shareholders)**——或许你是股东之一——和那些贷款给公司的**债权人(debt-holders)**将为其提供资金。股东们提供的现金称为**权益资本(equity capital)**，贷方提供的资本称为**借入资本(debt capital)**。和任何其他资金来源一样，资本不是无偿的，需要付出代价。只有当你的计划带来丰厚的利润，可以抵得上投资成本时，它才能吸引外部资金。但是，这也许还不足以说服公司的股东同意你实施这项计划。他们想要增加公司的价值，为了达到这个目的，一项计划预期的收益必须超出它的成本。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的问题：

这项计划能增加公司的市场价值吗？

根据现有的信息和正确的分析，如果你有信心作出肯定的回答，就干下去；如果答案是不能，就应该放弃这项计划。

这个关键问题不仅适用于经营计划，也适用于当前的营业活动，如果某些现有的投资不是在创造价值，而是在损害价值，就要立即采取措施予以纠正。如果这些措施无效的话，就要认真考虑，售出这些投资。

1.1.1 为创造价值而经营的重要性

我们知道这个关键问题问起来容易回答却难。下一部分就是关于怎样应用基本财务原则来回答这个问题。在介绍这项原则之前，我们先要解释一下为什么为公司的所有者创造价值是管理的首要目标。想想一家公司如果无法为它的所有者创造价值，那它就不能吸引到权益资本来为公司的活动提供资金。没有权益资本，也就没有公司。这样，这个目标也就成了商业中的常识。

当然，你也许会说，我们忘记了雇员、顾客和供应商的贡献。没有他们，任何公司都不可能成功。优秀的公司不仅仅有心满意足的股东，也有忠实的顾客，积极的雇员和可靠的供应商。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，不顾雇员的利益。股东得到更多的价值并不意味着雇员、顾客或供应商得到更少的价值。相反地，只有那些与顾客、雇员和供应商建立了长期的宝贵关系的公司才会把为股东创造价值作为管理的重点。他们深知：要达到为股东创造价值这样一个最终目标，处理好公司与雇员、顾客和供应商的关系是一个重要因素。

有证据表明公司关心顾客和雇员，它的股东也会得到价值。一项调查要求一万多名经理、董事和金融分析家根据下列八项标准排列出在他们的行业内位居前10位的美国大公司。这8项标准是：(1)管理水平；(2)产品和服务质量；(3)吸引、开发和保留人才的能力；(4)作为一项长期投资的公司价值；(5)全部资产的使用；(6)财务的稳定；(7)创新能力；(8)社会责任和环境责任^[1]。看一看这项调查的结果：1985年~1995年间，得分最高的十家公司为他们的股东获取的综合年利润平均为22%，而标准-普尔股票价格综合指数(500家公司的平均值)仅获得了15%的利润。十家得分最低的公司的股市表现如何呢？它们减少了价值。它们的股东得到的年综合利润平均为-3%。

根据公司对待顾客(标准2)、雇员(标准3)和社会团体(标准8)的方式，以这三个标准为基础所进行的分析显示了相同的结果。在这三方面得分最高的公司获得的平均年综合利润为19%，得分最低的公司为-5%。

上述结果清楚地表明，公司为股东创造价值的能力与公司对待顾客、雇员和社会团体的方式有关。但不能认定创造价值的诀窍就是讨好顾客、与供应商建立长期的关系和激励雇员。有的公司把它

[1] Fortune (March 4, 1996)

们与顾客、雇员和供应商的关系处理得很好，但却不能凭借这种良好的关系来增加公司的价值。在这种情况下，公司的管理者该做些什么呢？他们必须修改公司现行的经营策略。股东最终会对他们投资的权益不能产生满意的利润与经营策略间的关系提出质疑。不满的股东，特别是那些持有公司重要的权益资本的股东，可能强制公司的管理部门改变方针，或者撤换管理成员。他们甚至会把他们的股份卖出，直接取消他们的支持。

股东是否能够使管理部门改变方针，甚至更换管理人员，取决于以下几个因素：决定管理部门和股东关系的法律上和制度上的机构、公司股份上市和交易的国家股票市场的结构和组织。如果公司不能使其股东满意，它也就不能在太久的时间里拥有满意的顾客、积极的雇员和忠实的供应商。

当通用电气公司的执行总裁杰克·韦尔奇(Jack Welch)被问到他为谁的利益而经营公司时，他回答说：“我们都在试图使股东、雇员和社会之间达到适当的平衡。但这可不容易，因为如果最终不能使股东满意，我们就无法机动灵活地去照顾雇员或社会。在我们这个社会，不管你愿不愿意，都必须让股东满意。”^[1]怎样才能让股东满意呢？可口可乐公司的执行总裁罗伯托·戈瑞塔(Roberto Goizueta)坚信，管理者应最大限度地增加股东的财富。他说过：“管理人员拿薪水不是为了使股东舒适，而是为了使股东富有。”^[2]

1.1.2 Saturn的故事

80年代中期，世界最大的汽车制造商通用汽车公司面临着来自国外的严峻竞争。国外的生产厂家生产出了小型、高效、性能可靠并且价格低廉的小汽车。作为对这项挑战的回应，通用公司建立了一家子公司，生产出一种全新的小汽车Saturn。根据当时最有效的做法，设计出汽车，然后生产出售。那时，工人积极性极高，经销商那里汽车供不应求，顾客对车十分满意。根据这些标准，Saturn的成功不容置疑。

但是，这项计划并没有像管理者希望的那样增加通用公司的股票价值。为什么呢？Saturn计划没有创造价值是因为这个项目根本无利可图。从这项计划开始到90年代中期，通用公司为开发、生产Saturn投入了60多亿美元。许多资源顾问都认为这个数目太庞大了。为了使公司获得股东认可的利润，“公司不得不使现有的设备一直满负荷工作，赚取两倍以上成本与售价间的一般性差额利润，保持经销商“刚性”价格的40%作为净现金流^[3]。”公司投资的项目取悦了顾客和它的销售商，公司的雇员也很满意，但公司的股东却没能得到价值，那么公司还应该继续投资这个项目吗？

1.2 基本财务原理

回顾一下在做出一项经营计划之前你应该提出的关键问题：这项决策会为公司的股东创造价值吗？借助于基本财务原理，就可以回答这个问题：

一项经营计划——例如一项新的投资，收购另一家公司，或者重新制定一项计划——只有在其预期产生的未来净现金收益的现值超出实施这项计划的初始现金支出时，才会增加公司的价值。

预期的未来净现金收益的现值(present value)指的是一定数量的现金，而公司的股东并不在意是现在就得到这些现金还是在将来得到预期的现金流。比如说，如果公司的股东不在意是现在就拿到10万美元的现金股利还是明年拿到预期的11.4万美元现金股利，那么这10万美元就是预期的明年的11.4万美元的现值。

1.2.1 用净现值测算价值创造

一项计划预期实现的现值与实施这项计划所需的初始现金支出间的差就是这项计划的净现值(net

[1] *Fortune* (May 29, 1995): 75.

[2] A. Shapiro, *Modern Corporate Finance* (The Macmillan Publishing Company, 1990), 333.

[3] J. M. McTaggart, P. W. Kontes, and M. C. Mankins, *The Value Imperative* (The Free Press, 1994), 16.