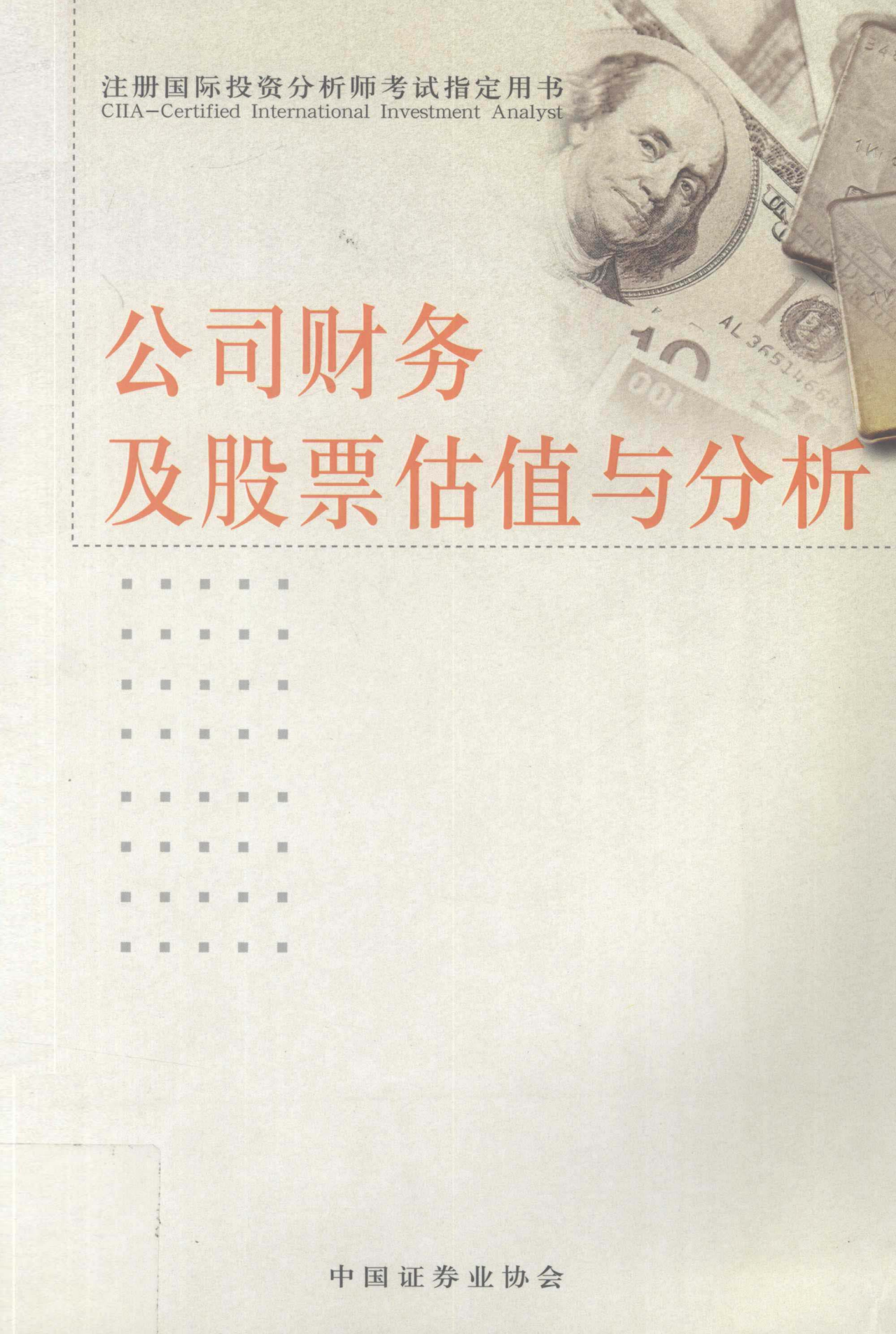
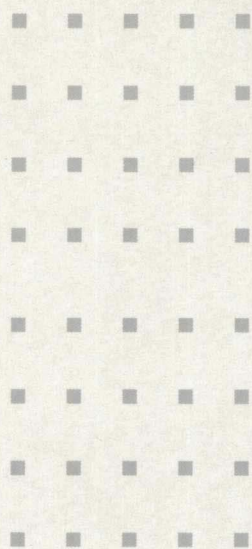


注册国际投资分析师考试指定用书
CIIA—Certified International Investment Analyst



公司财务 及股票估值与分析



中国证券业协会

公司财务及 股票估值与分析

前 言

我国资本市场是实行改革开放政策的产物，也是结合中国特点借鉴学习成熟市场经验的一个尝试。市场经过十多年的发展，在优化资源配置，改善公司治理结构，促进经济结构调整以及实现国民经济均衡、健康发展等方面，都发挥了重要作用，已经成为我国社会主义市场经济的重要组成部分。

大力发展资本市场是党中央、国务院从全局和战略出发作出的重要决策。党的十六大提出了全面建设小康社会的战略目标，提出要推动资本市场的改革开放和稳定发展。国务院发布的《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》对资本市场的深化发展作出了进一步的部署，为我国的资本市场改革开放和稳定发展指明了方向。中国资本市场的发展，将由此步入更快的轨道，更加积极稳妥地推进对外开放。中国加入世界贸易组织后，证券市场面临一系列新的变化和要求，市场规模、投资理念、监管方式等变化都面临着一系列新的挑战，对国际化专业人才的需求显得更加突出。

为了适应和推动中国资本市场的改革与发展，提升从业人员综合素质，提高中国资本市场的核心竞争力，为即将到来、越来越激烈的国际化竞争做好准备，中国证券业协会勾画筹建多层次的水平考试体系。作为多层次水平考试体系的重要组成部分和资本市场与国际接轨的新举措之一，注册国际投资分析师（CIIA）考试将于2006年正式推出。

注册国际投资分析师资格是投资分析领域最具国际影响力的专业资格之一，由注册国际投资分析师协会（ACIIA）主办。注册国际分析师协会是由欧洲金融分析师联合会、亚洲证券分析师联合会，以及欧洲、亚洲、大洋洲和拉丁美洲的近三十个国家和地区的投资分析师协会联合成立的国际性专业机构，中国证券业协会于2001年成为该组织的会员。

CIIA考试在切实保障投资分析领域国际专业水平的同时，充分尊重投资分析师成长、工作的语言环境和市场法律法规环境，是用作认可有关专业人士具备适用于不同国际市场的投资分析知识及经验的资格，得到了ACIIA各成员国家和地区的认可，适合从事经纪行业、投资分析、企业融资以及投资银行等工作的人士，特别是需要在不同国家和地区工作的金融服务从业人员报考。该考试包括国

际通用知识考试和本地考试两部分，国际通用考试部分包括两级，基础考试和最终考试。由于中国证券业协会是 ACIIA 的会员，且协会组织的资格考试已得到 ACIIA 组织的认可，可以替代 CIIA 考试的国际通用知识考试基础部分和本地考试部分，因此，通过中国证券业协会组织的资格考试全部五科的人员，可直接参加 CIIA 最终考试。

为了帮助有关专业人士系统学习注册国际投资分析师的知识体系以及准备相关的考试，中国证券业协会采用了瑞士财务分析师协会（SFAA）主编的教材，这套教材现被十多个国家或地区的协会用作注册国际投资分析师培训和考试指定教材。全套教材包括六门课程，分别为《经济学》、《财务会计和财务报表分析》、《公司财务及股票估值与分析》、《固定收益证券估值与分析》、《衍生产品估值与分析》和《投资组合管理》，内容涵盖了经济学、财务、会计、资产定价、金融衍生品、投资组合等金融与投资领域的各个方面。

中国证券业协会委托天相投资顾问有限公司承担注册国际投资分析师教材的翻译、审校及出版的相关工作。我借此机会向天相投资顾问有限公司以及参与本教材翻译审校的学者、专家和工作人员表示感谢！

CIIA 考试的推广将有助于我国的专业人士熟悉和掌握国际标准和国际市场的通行做法，提高专业技能和职业道德水平，为我国资本市场的健康发展作出贡献。

中国证券业协会

庄心一

2005 年 11 月

目 录

公 司 财 务

第1章 公司财务知识	(3)
1.1 公司财务的目标	(3)
1.1.1 股东价值最大化	(3)
1.1.2 公司治理问题	(4)
1.2 财务职能与企业的目标	(7)
1.3 财务经理的职责	(8)
1.4 估值原则	(8)
1.4.1 什么是价值	(8)
1.4.2 估值过程	(9)
1.4.3 为股东创造价值	(9)
1.5 贴现现金流	(10)
1.5.1 什么是现金流	(10)
1.5.2 现金流分析基本原则	(11)
1.6 资本预算	(24)
1.6.1 投资决策原理	(24)
1.6.2 资本成本	(31)
第2章 长期融资决策	(42)
2.1 投资决策	(42)
2.1.1 定期预算	(42)
2.1.2 项目评估流程	(42)
2.2 项目评估	(43)
2.2.1 投资提案排序法	(43)
2.2.2 资金来源分配	(46)
2.2.3 常见的错误	(48)
2.3 清算与重组*	(55)
2.3.1 破产清算*	(55)
2.3.2 破产重组*	(56)

第3章 短期融资决策	(58)
3.1 短期融资	(58)
3.1.1 流动资产融资	(58)
3.1.2 短期融资	(60)
3.2 现金管理*	(67)
3.2.1 信用管理*	(67)
3.2.2 现金管理*	(70)
3.3 短期借贷*	(76)
3.3.1 短期拆借*	(76)
3.3.2 短期借款*	(78)
第4章 资本结构和股息政策	(80)
4.1 杠杆作用与公司价值	(80)
4.1.1 MM 定理	(81)
4.1.2 破产成本模型*	(85)
4.1.3 代理成本模型*	(85)
4.2 股息政策	(87)
4.2.1 股息类型	(87)
4.2.2 股票回购	(88)
4.2.3 不相关定理	(88)
4.2.4 委托效应*	(91)
4.2.5 信号传输模型	(91)
4.2.6 当地市场股息政策	(91)
第5章 兼并与收购	(95)
5.1 估值问题	(95)
5.1.1 目标企业的估值	(95)
5.2 收购方式	(113)
5.2.1 接管	(114)
5.2.2 经批准的收购	(114)
5.2.3 逐步接管 (Creeping take-over)	(115)
5.2.4 消灭少数股东的利益	(115)
5.3 收购策略	(121)
5.3.1 恶意收购或者协议收购	(121)
5.4 防御策略	(122)
5.4.1 预防性策略与反应性策略	(122)
5.4.2 预防性 (长期) 策略	(122)
5.4.3 预防性 (短期) 策略	(122)

第6章 跨国公司财务	(124)
6.1 跨国公司的国际资本预算*	(124)
6.1.1 国外项目评估*	(124)
6.1.2 政治风险分析*	(131)
6.1.3 外汇风险管理	(131)
6.2 资产和项目融资	(134)
6.2.1 资产支持证券	(134)
6.2.2 租赁	(135)
6.2.3 项目评价	(140)
6.2.4 从贷方角度看项目评价	(140)
6.2.5 银团	(141)
公司财务习题：问题（一级）	(143)
公司财务习题：问题（二级）	(152)
公司财务习题：解答（一级）	(163)
公司财务习题：解答（二级）	(177)
参考文献	(189)

股票估值与分析

第7章 股票市场及其构成	(193)
7.1 股票的类型	(193)
7.1.1 普通股股东的权利	(193)
7.1.2 授权发行与发行在外的股票	(196)
7.1.3 发行股票	(196)
7.2 指数	(197)
7.2.1 股票指数的作用	(197)
7.2.2 股票指数的计算	(197)
第8章 洞察产业生命周期*	(200)
8.1 从上至下法*	(200)
8.1.1 基本假设	(200)
8.1.2 流程	(200)
8.2 从下至上法*	(200)
8.2.1 基本假设	(200)
8.2.2 流程	(200)
8.3 “新”从上至下法*	(201)
8.3.1 基本假设	(201)
8.3.2 流程	(201)

第9章 行业分析及行业内上市公司分析* (205)

9.1 产业或行业* (205)

9.1.1 美国人口普查局分类* (205)

9.1.2 MSCI/S&P 分类* (206)

9.1.3 道琼斯分类* (207)

9.2 产业的特性* (207)

9.2.1 产品/服务的特性* (207)

9.2.2 客户的特性* (208)

9.2.3 供应商的特性* (209)

9.2.4 劳动力的特性* (209)

9.2.5 股东的特性（及其他资金提供者的特性）* (209)

9.2.6 环境的特性* (210)

9.3 宏观因素* (210)

9.3.1 经济周期的四个阶段 (210)

9.3.2 影响短期企业业绩的宏观因素 (211)

9.4 产业公司的预测* (215)

9.4.1 产品/服务的特性 (215)

9.4.2 客户的特性 (216)

9.4.3 供应商的特性 (216)

9.4.4 劳动力的特性 (216)

9.4.5 股东（其他资金供应者）的特性 (216)

9.5 资产负债表因素* (217)

9.6 公司策略* (218)

9.6.1 策略 (218)

9.6.2 决策过程 (218)

9.6.3 监管 (218)

9.6.4 与媒体和投资者的关系 (219)

9.7 评估* (219)

第10章 普通股的估值模型 (222)

10.1 股利折现模型 (222)

10.1.1 零增长模型 (222)

10.1.2 固定增长模型 (224)

10.1.3 多阶段增长模型 (226)

10.2 自由现金流模型 (227)

10.2.1 推荐的折现现金流框架 (227)

10.2.2 其他的折现现金流框架 (228)

10.2.3 预测自由现金流 (229)

10.3 经济增加值、市场增加值、投资现金流回报与非正常收益折现模型 (232)

10.3.1 经济增加值与市场增加值 (232)

10.3.2 投资的现金流回报	(242)
10.3.3 非正常收益折现模型	(246)
10.4 相对价值度量	(248)
10.4.1 市盈率与评估	(248)
10.4.2 市净率	(252)
10.4.3 价格/现金流比率	(253)
10.4.4 价格/销售收入比率（收入乘数）	(254)
股票估值与分析习题：问题（一级）	(256)
股票估值与分析习题：问题（二级）	(260)
股票估值与分析习题：解答（一级）	(267)
股票估值与分析习题：解答（二级）	(273)
参考文献	(282)
词汇对照表	(283)

公 司 财 务

第1章 公司财务知识

本章讨论了公司财务理论中的基本概念。首先勾画了财务经理的主要目标，接着讨论了财务经理在公司内的职能与作用。

本章还对与金融资产估值相关的各种问题进行了讨论，其中包括对折现现金流分析法的框架结合其在估值与资本投资决策过程中的应用进行了讨论。

本章中所举的许多例子是虚构的。公司的某些相关数字与项目并不与其对外报告的信息一致或者纯属虚构。为便于阐述，我们还对这些数字略做修改。

1.1 公司财务的目标

1.1.1 股东价值最大化

现代财务学理论与实践基于这样一个基本原则：经理应该努力使股东价值——公司股份的价值最大化。^①

最简单地讲，这一目标的正当性基于如下理由：股东们提供了风险最大的产权资本并发起设立企业。当其他形式的资本（例如债券与优先股）提供者的收益或多或少地得到保障且稳定时，股票持有者（股东）的收益却既不能得到保障也不能保持稳定。由于股东们承受了最大风险，那么他们从企业的发展中获益最多也就无可厚非了。

一些反对把股东价值最大化作为企业主要目标的人士提出了许多替代方案。这些替代方案是：

- 利润最大化；
- 每股收益最大化；
- 净资产收益最大化。

不幸的是，上述目标均存在许多缺陷，从而使它们作为企业的主要目标并不合适。

例如，利润最大化目标的应用有很大局限性。这一目标并不能真正把企业长期健康发展考虑进来。有时候一家企业非常有可能为了使本年度利润最大化而进行一些对企业未来发展造成伤害的活动。因此，企业非常有可能最大化本年度利润，但是减少其未来年度的利润。它把利润最大化作为主要目标并没有限定利润最大化的起止时间段。它也没有提及与利润有关的风险。企业有可能通过从事高风险的商业冒险或者采用高风险融资方式来增加利润。但是，这最终可能导致企业的破产。

把利润最大化当作企业的目标的另一个问题就是利润是一种基于执行会计政策的计量尺

^① 股东价值最大化相对于股价最大化是一个更宽泛的目标，后者要求市场是有效的。

度。如果针对折旧计算或存货价值的规则改动的话，那么企业报表中的利润就必须进行相应变动。

最后，利润是以诸如美元或欧元之类的绝对单位来计算的。在通常情况下，较大企业的利润也比较多。较多利润是否使较大企业发展得更加成功？答案显然是否定的。用每股利润或者利润与公司或者公司股东的投入的比值来计算，这样会更好。

这样一来，对于一个企业来说使每股收益（EPS）或净资产收益率（ROE）最大化似乎是一个更好的目标。但是 EPS 与 ROE 都是基于当年度会计利润之上的，因而也存在上述众多的缺陷。

因此，股东价值最大化似乎是企业值得去追求的目标。它不像会计利润那样是单个时期的计算标准。股东财富是根据公司股份的市场价格来计算的。在金融市场比较发达的国家和地区，企业股份的市场价格是由数以百万计的投资者之间的供求关系来决定的。信息在任何时刻都以浅显易懂的方式向公众提供。您不必具有分析企业财务报表的能力。如同我们在本章后面所看到的那样，有相当多的证据表明在发达的金融市场上股票价格与未来现金流及现金流的风险高度相关。这样，股东财富最大化这一目标就把企业现金流所在的期间与风险考虑进去了。

股东财富最大化原则是否忽略了诸如雇员、债券以及优先股资本提供者、客户和政府之类与企业有关的其他群体的利益呢？答案显然是否定的。切记，股东财富的基础是建立在企业的长期健康发展之上的。试图通过生产低质量产品并且不向客户提供服务来提高当期利润这样的短期政策对企业的长久健康发展是非常有害的。只有通过提供高质量产品与良好的客户服务来使顾客满意的企业才能长期处于不败之地。与雇员关系不佳的企业不会保持健康发展的态势。成功的企业总是激励雇员并且能够向股东提供最大价值。财务处于困境的企业可能不会采用这些措施以便能够在短期内生存下去。

另一方面，那些试图实现非股东财富最大化目标的企业也不会长久存续下去。例如在原苏联、印度等国家实行的国有企业改革实验的目标在于使就业最大化，但却已经完全失败。这些国有企业一直严重亏损并且由国库来弥补。它们的最终命运要么是关闭，使这些国有企业现在的员工全部失业，要么把政府所持有的所有权利益出售给私人股东，后者显然会经营企业以使其股份价值最大化。

最后，把股东价值最大化作为企业主要目标的另一个原因，是这一目标能促进资本的有效配置。如果市场是有效的话，那么最具有经营效率的企业的股价就会不断上升，从而能够以较低的资金成本获取企业发展所需的资本。另一方面，业务不怎么成功的企业的股价会不断下跌，其资金成本将变得更高，并因此而导致业务不能发展。因此，资本市场上的投资者运用股价来决定哪些企业能获得低成本资本，哪些不能获取。

1.1.2 公司治理问题

（1）什么是公司治理

近来公司治理问题无疑已经成为公司事务中一个不可或缺的部分。公司治理问题与企业的发展状况密切相关。但是，没有一个定义能完全概括其所涉及到的许多经济现象。大多数相互孤立的定义只是反映不同人士的利益。因此我们最好列举出不同定义而不是仅仅挑出一个。

(2) 定义

• 公司治理涉及的是向公司的资金提供者确保自己获取投资回报的方式。《金融学杂志》，Shleifer 与 Vishny, 737 页。

• 公司治理是指导并控制公司的体制。公司治理结构规定了企业中诸如董事会、管理人员、股东及其他利益相关者之间权利与义务的分配，以及就公司事务决策方面制订规则与程序。通过这些，它还能提供用来设定公司目标的结构，以及达成这些目标并监控业绩发展的手段。OECD, 1999 年 4 月。

• 公司治理狭义可概括为公司与其股东之间的关系，广义可概括为其与社会之间的关系。摘自英国《金融时报》一篇文章，1997 年。

• 公司治理即提升公司的公正、透明度与责任。J. 沃乐芬森，世界银行，摘自英国《金融时报》，1999 年 6 月 21 日。

• 有些评论家的观念极为狭隘，把它（公司治理）说成是一个时髦术语，指的是公司董事与审计人员向股东履行的责任。还有人把它与股东民主划上等号。公司治理是一个最近才受到重视的议题，但概念却不甚明了，因此其所界定的范围很模糊。公司治理是应该得到遵循的一个议题、一个目标、一种机制——为了股东、雇员、客户、银行家的利益，实际上也是为了我们国家及其经济的声誉和立场。Maw 等人，1994 年，第 1 页。

• 公司治理是一种经济学范畴，探讨的是如何通过运用诸如契约、机构设置与法律之类的机构框架来使得企业更加富有效率。这常常被限制在股东价值这个问题：也就是说公司所有者如何才能激励和/或确保公司管理层创造出较高的收益率。Mathiesen, 1999 年。

以上列出的定义体现出许多观点。这样一来我们所得出的惟一结论就是在这个问题上还没有达成共识。

为了帮助理解公司治理，我们考察一下两种迥然不同的模式：英—美模式与德—日模式。

(3) 英—美模式

公司治理最突出的方面如下：

• 所有权结构通常为 50:50，也就是所有权几乎被平分给个人及机构投资者。由于存在着各种限制，单个机构投资者通常持有一家公司的股份不得超过 10%。

• 所有权与管理权分离。持有极少量所有权的合格专业人员负责企业的运营管理。管理层在管理企业方面具有极大的自主权，通常情况下由 CEO（首席执行官）完全掌握控制权。

• 理论上董事会负责挑选管理人员，但实际情况则相反。这样，董事们很少独立于管理层之外。

• 绝大多数机构投资者对投资高度多样化的流动性证券组合感兴趣。如果他们对企业的业绩感到不满意，他们就会卖出该公司的证券了事，这样就采用了短线操作策略。由此，经理人员们感受到了持续的压力，要求其（持续）宣布取得良好的短期业绩表现。

• 虽然绝大多数机构投资者不喜欢或者无法监督各类公司，但是已经有很少一部分机构投资者开始对企业管理的方式越来越感兴趣，并且这个数目正在不断增大。这样做的方式有两种：①通过投资少数公司并且积极监督它们，相信这样它们就能带来优异回报；②通过采用一种指数化策略，他们仍然投资于被编入指数中的公司，由此他们向这些公司的管理层保

持压力措施以提高业绩与回报。

- 信息披露准则的要求是全面的，对于内幕交易的规定都非常严格，并且对于操纵股价的惩罚也非常严格。这为小股东以及股票在市场上的流动性提供了保护，但是这些规定也使大股东不愿意参与公司治理事务。

- 相当活跃的公司控制权市场使业绩较差的公司随时提防被接管的威胁。在 1976 年 ~ 1996 年期间，敌意收购活动比较频繁。对于股东们来说，这些活动创造了 7,000 亿美元（按 1990 年的价格）的价值。

总而言之，由于 CEO、活跃的资本市场、机构投资者的短期操作以及确实存在的并购威胁，使得英—美模式可以被定义为一种“高紧张度”模式。

(4) 德—日模式

公司治理的德国模式与日本模式尽管两者之间有所不同，但是却有相当多的共同之处，主要表现为以下几个方面：

- 金融机构持有上市公司的大量股本。此外，日本有许多企业集团存在着相互持股的现象。

- 德、日机构投资者是长期投资者。他们对上市公司密切监督促使其努力拿出较好的业绩。

- 在德、日两国，针对内幕交易的规定并不严格。这就使得资本市场的效率受到损害，流动性得不到重视。

- 公司控制权市场几乎不存在。敌意收购极少。

这样，由于可通过银行来获取大量信息，机构投资者长线操作、很少发生公司并购，而且资本市场作用有限，德—日模式可被定义为“网络（关系）”模式。

1.1.2.1 代理关系

虽然公司的主要目标在于股东财富最大化已成为共识，但是实际上股东们很难确保在做出商业决策时总是把这一目标牢记于心。现代企业的股东数往往成千上万。由于所有权分散，股东（委托人）通常雇佣专业经理人员（代理人）来管理企业。股东与专业经理人员之间的这种关系被称作代理关系。由于股东只对其代理人（经理人）实施极其微弱的控制，代理人可能会做出对自己而不是股东更有利的决策。这种可能性使得股东与其任命来管理公司的代理人之间产生利益冲突。这种利益冲突就被称作代理问题。

股东们一直试图通过采取一系列措施来监督专业经理人的行为以克服这一问题。但是，这些措施带来成本问题。由代理问题而产生的这些及其他成本被称作代理成本。我们在后面将用一些例子来讨论这些问题。

为确保专业经理人员不用公司资产为自己牟利，所有公开上市公司都要求进行定期审计。审计的目的在于对管理人员的行为实施制衡。审计产生的这些成本也可归为代理成本。

有许多公司试图通过向管理人员提供股票期权作为业绩分红来使管理层的利益与股东的利益保持一致。

如果股票在市场上表现很好的话，那么该公司的股票期权的价值就会上升。这样，如果公司股票的市场价值被最大化，那么不管是管理人员还是股东都能从中获益。股票期权对公

司产生的成本就是代理成本的另一个例子。

近些年出现了许多批评股票期权的言论。对美国公司数据的分析显示，在1990年晚期，这些企业在从市场上回购其股份的同时发行了大量的债券。股份回购能提升股价，但与此同时也使公司的负债增加，从而使其风险增大。随着债务的增加，公司的利息支出必将同时增加，这样公司就可能难以承受经济形势放缓造成的压力。但是，管理人员却可以通过在股价较高时行使股票期权并卖出股份而实现其收益，他们可能不会对企业的长远前景特别感兴趣。

由于公司股东与债权人之间存在着利益冲突也会产生代理问题。因为股东掌握着企业的决策权，所以他们可能会实施只对股东自己有益的行为，而这又会削弱企业的债务偿还能力而使债券价值降低。债权人意识到这一问题，并且试图通过迫使股东们接受就企业的长期偿债能力，股利政策等行为做出限制性规定的债务合同，从而使此类利益冲突最小化。

1.1.2.2 公司控制

在诸如个人独资或合伙企业之类的商业形态中，企业所有人控制企业。他们控制着企业的日常运营并做出决策。现代公司则为数以百万计股东们共同拥有。这些股东是公司的所有者。由于所有权分散，所以这些数量众多的股东们不可能参与企业的日常决策。因此，现代公司的所有者们委托专业管理人员来实施对公司的控制。换句话说，就是企业的所有权与控制权相分离。

企业所有者们选举一些人成立“董事会”，后者是企业管理的最终负责人并且为企业所有者的利益服务。他们雇佣专业管理人员来对公司的日常经营活动实施管理。董事会只参与企业的战略决策。

1.2 财务职能与企业的目标

大型公司中的主要财务职能包括公司的投资、融资与股利分配决策。企业需要获取各种资金用于其自身的运营。与财务职能有关的因素有从外部渠道，通常是通过金融市场来筹集这些资金。财务职能还涉及到对这些资金的最优化配置以用于购置公司所需的资源。这就是投资决策。最后，当公司产生盈余时，财务的职能是制订股利决策，也就是说，把所获盈余的一部分重新投资，用于获取公司发展所需的新资源并且把剩余的作为股利分配给股东。

如同前面讨论的那样，企业经营的最高目标就是股东价值的最大化。这样，财务职能部门在实施上述行为时必须牢记这个目标。在从外部筹集资金时，财务部门需要谨慎考虑为筹资而发行证券的风险——收益特征。在做出投资决策时财务部门需要通过对资金在长、短期资产之间最优化配置来确保股东价值最大化。股利政策的决策原则是公司的长期发展前景得到加强以确保股东价值的最大化。

大型企业的财务职能可以被进一步细化为两类：即司库职能与控制职能。下表分别列出了这两个不同职位的活动。

表 1-1 财务职能

司库职能	控制职能
获取资金	财务会计
与银行建立关系	内部审计
现金管理	缴税
信用（贷）管理	管理会计
资本预算	成本控制
保险	记账
股利决策	缴税计划

司库与控制者向公司的首席财务官（CFO）负责，后者向企业的首席执行官（CEO）负责。CEO 由企业的董事会任命并向其负责。

1.3 财务经理的职责

大型企业的运营涉及到其与金融市场之间的复杂资金流动。金融市场参与者购买由企业发行的证券（债券或普通股）。通过购买证券，他们向企业提供其开始运营所需的资金。这些资金被用于购买企业所需的资产。这些资产可以是诸如厂房、机器与原材料之类的实体资产。企业通过对这些资产的运用而产出可销售货物/服务。如果公司产出的货物与服务的销售收入大于产出的成本的话，企业就会产生盈余。一部分盈余被用作利息或股利返还给公司证券持有者，剩余盈余被再投入企业的发展。企业财务经理的职责在于管理这种复杂的资金流动以使企业证券的价值最大化。

现代财务经理应该在董事会决策的框架之下行使职责，以使企业价值最大化。这些董事会决策与诸如产品线、企业规模、所使用厂房与机器设备类型、借入资金的运用、流动性水平等领域相关。财务经理还会在行为上面临许多法律限制。这些法律限制包括反托拉斯法规、产品安全性法规、用工法规、污染控制法规，等等。

1.4 估值原则

1.4.1 什么是价值

“价值”这个术语的意思常常没有被正确理解。我们可以看到“价值”与“成本”这两个术语有时被互换使用，这是不正确的。成本不等于价值。成本在过去付出；而价值则取决于未来现金流。当一位财务专业人员使用“价值”这一术语时，他总是指“市场价值”。资产的市场价值可以被定义为买方与卖方在市场上对资产进行交易的价格。

财务经理必须明确价值的概念，这是因为他的所有决策几乎都要把股东价值最大化考虑进去。资产的价值取决于以下三种因素：

- 资产在未来所能获取的现金流数量（在资产的剩余周期内）；
- 现金流所处期间；
- 与现金流相关的风险。

这三种变量之间的相互作用确定了资产的价值。在下一节我们将讨论针对任何实体或金融资产的通用估值模型。