

EDP · 管理者终身学习项目



战略公司财务

STRATEGIC CORPORATE FINANCE

——在估值和资本结构中的应用

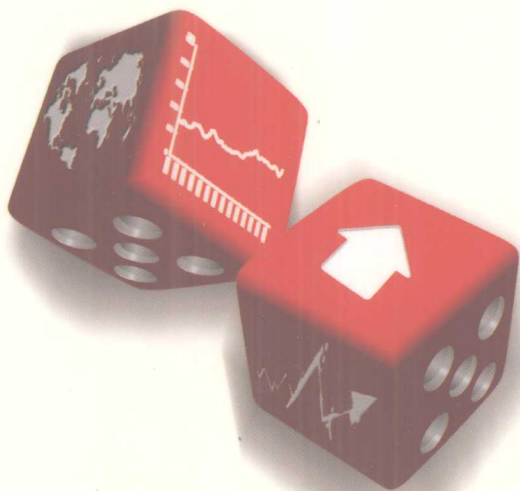
贾斯廷·佩蒂特 (Justin Pettit) 著


宋小明 译

APPLICATIONS
IN
VALUATION
&
CAPITAL
STRUCTURE



WILEY



 中国人民大学出版社

EDP · 管理者终身学习项目

战略公司财务

——在估值和资本结构中的应用

Strategic Corporate Finance:
Applications in Valuation and Capital Structure

贾斯廷·佩蒂特 (Justin Pettit) 著

宋小明 译

中国人民大学出版社

· 北京 ·

图书在版编目 (CIP) 数据

战略公司财务：在估值和资本结构中的应用/佩蒂特著；宋小明译.

北京：中国人民大学出版社，2009

(EDP·管理者终身学习项目)

ISBN 978-7-300-10578-9

I. 战…

II. ①佩…②宋…

III. 公司—财务管理

IV. F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 059135 号

EDP·管理者终身学习项目

战略公司财务

——在估值和资本结构中的应用

贾斯廷·佩蒂特 著

宋小明 译

出版发行 中国人民大学出版社

社 址 北京中关村大街 31 号

邮政编码 100080

电 话 010-62511242 (总编室)

010-62511398 (质管部)

010-82501766 (邮购部)

010-62514148 (门市部)

010-62515195 (发行公司)

010-62515275 (盗版举报)

网 址 <http://www.crup.com.cn>

<http://www.ttrnet.com> (人大教研网)

经 销 新华书店

印 刷 北京山润国际印务有限公司

规 格 160 mm×235 mm 16 开本

版 次 2009 年 8 月第 1 版

印 张 20.25 插页 1

印 次 2009 年 8 月第 1 次印刷

字 数 290 000

定 价 38.00 元

版权所有 侵权必究 印装差错 负责调换

策划人语

EDP是英文The Executive Development Programs的简称，即“高层管理者培训与发展项目”，是为高层管理者设立的非学历(non-degree)教育项目。EDP在国外的商学院中非常普遍，几乎每所著名的商学院都有此项目。目前在全球EDP市场中，领跑公开课程的是哈佛商学院、达顿商学院和法国INSEAD等，领跑公司内部培训课程的有美国杜克企业教育学院、瑞士IMD、法国INSEAD和西班牙IESE等。中国的EDP教育正处于起步阶段，但近年来中欧国际商学院、长江商学院、人大商学院、北大光华管理学院和清华经管学院等都开出了十分有特色的EDP课程，受到企业、政府、医院、学校等机构的广泛关注。

EDP基于现代企业的特点，开设了一整套具有针对性的短期强化课程，其内容可以偏重综合管理技能，也可以偏重某一具体管理领域的知识与技巧。在教育理念和教育模式上已经完全超越了传统的管理教育，它的系统化培养模块均依据领导者、决策者的特点与需求设计，是一种全新的领导力发展模式。

EDP不同于MBA和EMBA，它属于非学历教育，更强调终身学习、在职学习，具有更强的灵活性和针对性。是一个管理者不断提升和完善管理素养的平台。基于对EDP项目的这一认识，我们策划了“EDP·管理者终身学习项目”系列出版物。希望这套书能够作为EDP课堂教学的补充，也可以作为企业内训时的导入读本。通过这套书能够在企业等存在管理的场所普及一套“行话”，用管理的概念和术语来认识和分析管理问题，指导管理实践，提升管理水平。

本套出版物具有如下特点：(1) 以EDP课堂讲授内容为主线，适当补充部分课堂上难以讲到的背景知识，并将之系统化；(2) 紧扣企业管理实践，注重知识的实用性，并介绍相关的管理工具，使之具有更强的可操作性；(3) 使用真实生动的案例，特别是中国案例，使管理学理论在现实的管理情境中发挥光彩；(4) 内容精简，一般在15万~20万字之间；(5) 语言通俗易懂，适合自学。这套出版物不仅有图书，还包括一些EDP课堂的音频、视频资料，并逐步开发网上学习资料，还将不定期地为读者邀请优秀的EDP项目教师组织面授讲座。

当前，中国企业面对着前所未有的世界经济大动荡，有人说，中国企业家经历过严苛的竞争环境，但没有经历过经济萧条。如何使企业度过严冬，是今天每一个管理者要思考的问题。但做一个好的企业——一个善于学习、管理精良、勇于创新、为消费者创造价值、有高度社会责任感的企业——是企业存在的意义，也是企业不败的基石。

费小琳 唐奇

2008年12月

译者前言

今日之世界，不论对普通大众还是专家学者，其实都是极其陌生的。一方面是因为技术、经济和社会中的诸多变化与创新，极大地改变了世界的面貌及结构；另一方面则是因为陈旧的知识 and 观念，对于理解和应对日益复杂的现实问题，总是显得力不从心。新近发生的金融危机突出地体现了此类矛盾，将一些十分迫切而复杂的问题突兀地展现在世人面前，并使危机的重负沉重地压到许多公司、机构及个人身上。在这种形势下，了解金融、了解经济、了解我们所面对的世界、了解对危机下各种困难和问题的应对，具有极为重要的现实意义。这种了解需要全新的知识和视角，对我国民众来说更是如此。

中国人民大学出版社适时推出美国著名投资银行家、管理顾问贾斯廷·佩蒂特所著的《战略公司财务》一书，无疑为此提供了一项重要参考。本书以极为独特的视角来讨论现代公司财务理论的实际运用问题，书中议题广泛涉及资本成本、业绩计量、价值管理和并购、现金和流动性、财务杠杆、信用评级、股利和股票回购、风险管理、养老金等方面。作者以他十多年从事管理咨询和担任管理顾问的经验为基础，从战略管理的高度对现实经济和金融环境中的财务问题作了深入细致的探讨，展现了现代公司财务原理在真实世界中的应用，极大地缩短了公司财务理论与实践之间的距离。书中探讨的各项议题具有重要的现实意义。在目前金融危机的环境背景下，从战略高度来探讨和研究这些问题，则具有更为突出的价值。

本书面对的读者群体是十分广大的。对我国读者来说，本书深入的分析论证和大量翔实材料，为理解金融危机，理解现代经济、金融及公司理财问题的基本构造打开了一个十分重要的窗口，使我们可以进入现代金融问题的内部，深入研究、体悟其中的奥妙，获得对许多问题的理解，找到应对现实问题的钥匙。对非专业人员，它则是关于一个新奇世界的饶有趣味的读本。虽然作者的叙述中也有一些颇有深度甚至有些晦涩的语句和段落，但总体上却力图用一种简明直接的语言来说明一些现实问题，并为之提供答案。因此，本书作为一般参考，亦是颇为适宜的。

本人能够较早地研读这部优秀的著作，颇感荣幸。但作为译者，翻译这部书却是一件十分痛苦的事情。一方面是因为时间极为紧迫，另一方面则是因为本书所涉及的很多内容在国内很难找到对等的参考，很多专业词汇无法找到适宜的中文词汇与之相匹配。甚至其中的许多知识译者以前根本没有读到过。其中艰难，实在难以言表。正因为如此，虽然译者付出了很大的努力，译文中依然难免会有错漏之处，给读者诸君造成不便，请多多见谅，并不吝指正。

感谢中国人民大学出版社唐奇、潘蔚琳、杜俊红等多位编辑在本书编辑过程中付出的极大努力。她们的敬业精神和字斟句酌的认真态度，给我留下了深刻印象。

也感谢为本书作出贡献的其他所有人士。

宋小明

2009年4月于兰州

作者简介

投资银行家、管理顾问贾斯廷·佩蒂特 (Justin Pettit)，积其 15 年从事公司财务咨询的经验，以极为独特的视角讨论现代公司财务理论的实际运用问题。他从财务计划、现金和流动性、股利与股票回购、优化资本结构、筹资及融资决策、资本成本和必要收益率、风险管理、估值与经营策略等诸多方面，为公司董事会和管理当局提供咨询服务。

贾斯廷·佩蒂特是商学院、各种研讨会、公开会议及专业协会（如布鲁金斯学会、财务管理协会、财务执行官协会）颇受欢迎的高级财务客座讲师，擅长估值、价值基础战略及财务政策等方面。他是《应用公司财务杂志》(*Journal of Applied Corporate Finance*)、《养老金经济和财务杂志》(*Journal of Pension Economics and Finance*)、《数量金融》(*Quantitative Finance*)等杂志的编审人员。他还为加拿大特许会计师协会 (Canadian Institute of Chartered Accountants) 和加拿大注册管理会计师协会 (Certified Management Accountants of Canada) 就业绩指标的披露和估值问题提供专业帮助。华尔街诸多一流的分析师在这些领域享受着他私人研究的支持。

本书作者还是社会科学研究网 (ssrn.com) 的权威作者。他在《哈佛商业评论》(*Harvard Business Review*)、《应用公司财务杂志》(*Journal of Applied Corporate Finance*)、《公司财务评论》(*Corporate Finance Review*)、《工业管理》(*Industrial Management*)、《商务季刊》(*Business Quarterly*)、《股东价值杂志》(*Shareholder Value Magazine*)、《航空财务月刊》(*Air Finance Journal*)等专业杂志上发表了多篇论文，并编写了《实物期权和商业战略》(*Real Options and Business Strategy*)中的一章。贾斯廷拥有加拿大西安大略大学授予的MBA学位，是多伦多大学机械工程专业的理学学士。

贾斯廷·佩蒂特的作者网页为：www.ssrn.com/author=102597；Email地址为：justin_pettit@msn.com。

致 谢

我要感谢Stere O'Byrne。他善意地为本书的写作提供了基本的动力和资源。还要感谢Don Chew先生提供的无私帮助。感谢David Champion和Krista Pettit，是他们教会我不按过于严肃的科学方式进行写作。特别要感谢Joel Stern和Bennett Stewart为我提供了最初的灵感，感谢Paul Pilorz和其他许多斯滕斯特校友，是他们多年来为我提供了重要的舆论支持和庞大的支持网络。

还要感谢许多区域银行经理，他们一再地将其客户和所遇到的各种问题托付于我。他们是：Bill Brenizer, Kevin Cox, Rob DiGia, Hakan Erixon, David Gately, Chris Hite, Andrew Horrocks, Tom Ito, Eric Kaye, Karl Knapp, Jan Krizan, Michael Martin, David McCreery, Jeff McDermott, Steve Meehan, Evan Newmark, Michael Robinson, Alejandro Przybygoda, Jeff Sine, Steve Trauber和Brian Webber。还要感谢许多资本市场银行经理的贡献，他们花费了大量宝贵的时间与我讨论客户问题，帮助我理解他们各自独特的“技艺”。他们是：Arun Bansal, Mike Collins, John Doherty, Craig Fitt, Tad Flynn, Adam Frieman, Brian Jennings, Michael Katz, Ryan Lee, Kevin Reynolds, Matt Sperling, Tim Steele, Christian Stewart, Selim Toker和Adriaan VanDerKnapp。从研究的角度，我要感谢Stephen Cooper和他的团队。还要感谢Armen Hovakimian和Tom Copeland在方法方面提供的帮助。还有许多管理顾问和银行分析师，和我一同致力于这些问题的研究，给予我极大的支持。至于书中的错误和疏漏，则完全归责于我自己。

最后，感谢我的诸多客户，感谢他们将公司的财务问题放心地交托于我，这是对我极大的信任，也是对我的激励与挑战。希望他们在将来一如既往地坚持对我的支持和信任！

前 言

《战略公司财务》以一位投资银行顾问的视角，展现了现代公司财务原理在真实世界中的应用。本书积作者 15 年担任公司财务顾问之经验，极大地缩短了公司财务理论与实践之间的距离。书中议题广泛涉及加权平均资本成本、价值管理和并购、最优资本结构、风险管理以及股利/回购政策等多方面内容。

对首席财务官、财务主管、并购和商务开发主管及其手下的工作人员而言，本书是一个极具价值的应用指南。它强调公司理财的战略意义，而非具体的技战术方法。董事会成员和高级经理人员可以借助本书更好地理解所面临的问题，也可以提出问题，提出可资运用的框架，并得出所需答案。与此相类似，投资者通过阅读本书，可以更好地了解公司财务问题，了解其管理中的自由度，以及对公司业绩与价值的影响。投资银行家和管理顾问可将本书用于培训，并作为一般性参考。最后，那些想要设身处地学习公司财务知识、技能和工具的学生，更应该反复阅读本书。

本书各章从客户的实际问题出发，对一些经常性的主题或话题进行讨论。书中材料以真实世界的管理建议为基础，包括其中的思考过程，以及在提出建议的过程中所作的各种分析。在获得有关观点的过程中，我们广泛参阅了各种文献——既有理论文献也有实证研究文献，同时加入了我们自己的实际经验。书中还引用了公共领域中的一些早期观点。

本书内容由三部分构成。第一部分致力于资产负债表左侧内容，主要涉及业绩计量和估值方面的议题；第二部分涉及资产负债表右侧及优化资本结构的话题；第三部分在公司财务问题与日俱增的背景下，讨论一种综合性的企业管理方法。每章开头皆有简短的内容提要，以便读者更好地阅读和理解书中内容。

第一部分概括列出了与资产负债表左侧项目管理相关的主要议题，以内在价值观为基础，分别以“整固、出售、成长”等当今普遍使用的理念为导引。第 1 章提供了一个有关加权平均资本成本运用的综合性指南，详细说明在估计和应用加权平均资本成本的过程中可能出现的各种实际问题。在第 2 章中，我

们将其作为价值创造的基准，通过深入探究来找寻价值创造的源泉。我们努力克服了常常困扰经济利润框架和传统业绩指标的分配及成本会计问题。第3章考虑资产剥离问题，指明了由谁、因何、如何以及何时剥离。第4章讨论增长问题，对许多人而言，这是极其艰难的一个步骤，也是迄今为止许多文献尚未很好地解决的问题，是价值型管理爱好者需要通盘考虑的一个重要议题。第5章以剩余现金这样一个当今时代的热门话题作为第一部分的结束。我们将说明剩余现金何时会成为问题，以及如何应对这一问题。

第二部分的兴趣转至资产负债表右侧，致力于资本结构优化问题。第6章为信用评级提供行动指南，说明当前信用评级环境气候的最新趋势和意义，讨论信用评级的定量方法及其局限性。该章说明了如何理解定性分析，讨论了评级所面对的一些具体挑战，比如养老金、剩余现金、刻度确定以及投资级与投机级界域的区分。第7章提出了一个有关优化资本结构的框架，重点在于考虑其中的关键性因素和当今时代的特殊性，以及对财务政策的影响。第8章是一份有关股利和股票回购政策制定的实用手册。关注的焦点是当今日益突出的现金过剩问题。第9章关注股票的流动性，对许多小型和中型的美国上市公司、美国存托凭证以及大量股票在海外市场上交易的公司而言，这是一个十分重要的问题。

第三部分在企业层面讨论资本管理问题。第10章介绍战略风险管理的观念和框架，通过实例说明过程控制、金融和经营套期保值以及资本结构解决方案之间的相互作用。第11章描述金融避险的最佳实务。第12章提供一个企业风险管理（enterprise risk management, ERM）研究个案，说明如何通过公司养老金的重新设计来创造可观的股东价值。

目 录

第一部分 资产负债表左侧项目的管理

第 1 章 资本成本	3
计算中的陷阱	3
市场风险溢价	5
求得更好的 β 值	10
“无风险利率”	13
债务成本	14
全球资本成本	17
加权平均资本成本与最低预期收益率	25
第 2 章 整固：寻找你的价值之源	28
股东价值为什么重要？	29
业绩计量中的陷阱	30
经济利润和价值的计量	32
公司投资组合分析	38
产能成本的加入	43
基于价值的战略与战术	47
价值管理	48
业绩与价值的平衡	57
第 3 章 出售：通过剥离创造价值	59
剥离创造价值	61
价值源：剥离的动机	63
处置的替代性方法	65
何者最为适宜？	69
从长远看会怎样？	69
资产剥离的现实障碍	70

财务政策考虑	76
税收考虑与结构优化	77
第 4 章 成长：如何进行并购支付	79
今日之并购	80
创造价值的交易	83
并购的事实与谬误	88
“多元化折扣”的解决方案	93
经济增加值与并购	95
“连环并购”如何创造价值？	98
财务政策考虑	101
融资增长	102
第 5 章 现金和最优资本结构	105
趋势与影响	106
多少为佳？	108
剩余现金的成本与效益	114
市场如何看待剩余现金？	117
优化资本配置	118

第二部分 资产负债表右侧项目的管理

第 6 章 信用评级执行指南	127
趋势与影响	127
实证证据	133
量化信用分析的局限性	134
哪些指标最重要？	137
案例研究：养老金和退休后福利负债	142
多元信用模型	144
行业考虑	146
案例研究：财产及意外险	147
应用问题	148
如何处理好与评级机构之间的关系？	149
案例研究：担保和无担保债券刻度法评级示例	151



第7章 今天的最优资本结构	153
基于价值的财务政策	153
减少债务即是目前“最优”	155
在利率较低时延长期限	158
保持财务流动性以“保全”权益	161
有关权益的一种新视角	164
案例研究：高科技企业是否需要负债？	166
第8章 股利与回购：校准你的股东分配	174
现金问题	176
股利又回来了	177
股利和回购如何创造价值？	179
是否应该增加股利？	185
股票回购计划的规模应该多大？	192
股票回购计划的实施	195
第9章 股票流动性手册	202
股票流动性的计量	204
“流动性折扣”	206
股票流动性的意义	207
流动性问题的解决方案	208
股票拆分	211

第三部分 企业管理

第10章 战略风险管理：当ERM遇到最优资本结构	219
风险管理的价值	220
风险的框架勾勒与模化	225
基准管理	230
外部考虑和制约	233
ERM案例研究：Metallgesellschaft AG	236



资本结构解决方案	237
第 11 章 套期保值的最佳实务	242
何种“风险”需要套期保值?	243
套期保值的时间界限	248
套期保值率	250
期权与远期	251
会计考虑	254
实施	255
第 12 章 ERM案例研究：重构公司养老金	256
为什么是现在?	257
权益问题	258
使用更多债券的情况	261
最优资本结构再讨论	264
资本市场解决方案	267
Boots案	270
为什么至今尚未发生?	271
资料来源	273
注释	275
应对经济危机的六大策略（代中文版后记）	293
编后记	305

第一部分
资产负债表左侧项目
的管理

