

1

公司财务：一门在某种程度上 有用的学科

货币和金融已成为头版新闻：利率上升，美元升值。这些在几年前还是神秘的话题。如今，晚间新闻网密切地追踪报道它们，提醒我们，如果这些数字持续上升，我们很快就会看到商业走下坡路，房屋开工率、就业率下降。我们还会知道，带有家族姓名的公司——**RJR** 纳贝斯克、卡夫、布卢明代尔、杜拉塞尔——被收购或出售，有时甚至是以令最富有的国王都兴奋不已的高价被再次收购或出售。我们中的大多数人都对绿票讹诈（指溢价、收买威胁吞并公司者的股票）、金降落伞（指公司给被解职的高层管理人员的大笔补偿金）、毒药（指公司为避免被对方兼并而向对方索取极高代价的阻挠措施）及垃圾债券有所了解。吸引我们的还不止这些魔力和刺激。财

务是迫使美国社会作出痛苦转变的看得见的手术刀。无论好坏与否，总会有新的所有者登上舞台，有工厂被关闭或转产，还有一些曾经稳定的中层管理职位消失。

更多的人涉足到财务中来。有一段时期，超过半数的法律专业和商学院毕业生去从事兼并以及其他的财务方面工作——他们若不是这样做倒是令人惊奇的，因为市场已经传递出非常强烈的信息：6位数的巨额收入对于银行家以及与银行家一同工作的律师来说是司空见惯的，孩子们在一年中所赚的比他们的父辈一辈子赚的还多。当然，如果按小时计算，这样的收入水平仍比不上达里尔·斯特劳布里，但这些应届毕业生们清楚，如果他们不从事财务工作，而是在我们假想的药品公司——中美公司中从事制造和营销工作，他们将弄脏双手，午餐吃的是冰冷的三明治，住的是像托莱多（美国港市）那样的地方。这就是奥洛克在中美公司初入道时的经历。

我们这个社会在金融业务及咨询服务上支出巨大。它们究竟有多大价值？它们对一家企业的成功又作出了多少贡献呢？

公司财务提供了一系列工具以及一个分析框架：什么时候筹资，什么时候支付，如何投资和使用资金。我们需要清楚财务可以做些什么，但因为近年来有许多关于财务的夸张的说法，因此我们还必须看到它的局限性。

公司财务的作用

资本结构和新证券的发行

公司财务涉及到工商企业的几乎所有方面，以及在日常生产和货物流动之外的资金的流动。最初公司财务仅仅指公司的融资——从字面上理解就是筹集修建铁路、开办银行等

所需的资本。公司财务意味着要与商业银行家和投资银行家打交道，因此，它涉及到对一家公司的资本结构的分析，选择和设计将要发行的证券以及证券的包销和推销的程序。

优秀的投资银行家及其合作公司仍在发挥着创造性的作用：设计出不同期限的各种证券，以推销给不同类型的投资者，从而以尽可能低的成本筹集所需资金。这是公司财务的精髓，而且也是其所能达到的最佳状态。

70年代的许多杠杆收购，在它们被滥用之前表明这种技巧具有许多优点。银行家们寻找那些具有稳定的现金流量的公开上市公司，稳定的现金流量意味着业务可能不再扩大，因而也就无须持续而稳定地向其注入新的资金。这些公司是稳定的，稳定得近乎乏味。由于这类公司被看成是沉闷而缺乏生气的，因此股票市场通常以较低的市盈率为其股票定价。而且，由于现金流量看起来很稳定，所以显然它们可以承受超过当时一般的公众持股公司的合理债务额以上的成本较低的债务。但要想将利息成本维持在合理的限度内，仍需要一些别出心裁的债务结构设计。比较典型的结构中有以有形资产，例如房地产或存货为担保的先偿债务（senior debt）在先偿债务下紧挨着的是银行债务。银行债务虽然没有担保，但银行债务事先规定，要在偿还其他任何债务（包括有担保的债务）之前偿还银行债务。再下一级是有一种或多种期限的后偿债务，它们通常是以附有某种类型的股权参与的、被称为解脱套购买卖选择权（strips）的形式出售的。所有这一切的净效用是在杠杆率较高的基础上为公司融资，虽然债务对资产的比例可高达 6:1，但仍然有足够的、来源于商业经营的现金流量用于支付利息费用及资本支出——而且——请注意这点——甚至还可以用于偿还本金（成功会招致模仿者，安全边际最后就消失了，但那已是后话了。）没有一位投资者会购买全部的一揽子证券，但借助业务

范围广阔的金融中介机构，每一位投资者都可以在菜单的某个地方找到一些吸引自己的东西。

公司财务的这些创新其实并不是新东西。很久以来，银行家们就已经在运用这些财务的精巧设计了。19世纪70和80年代修建国家铁路时，银行家们就已经为伊利铁路公司创造出与一百年后任何一次杠杆收购同样复杂的资本结构。尽管19世纪的伦敦还没有欧洲债券市场，但欧洲人仍提供了相当多的资金。

虽然一个人可以对公司财务的原则谈上一大堆，不过从这个方面看，公司财务是一项实践性很强的业务。银行家们之所以能赚到钱是因为他们清楚市场上发生了什么事——可以做什么和不能做什么。如果他们不知道这些，那么他们所做的财务设计安排将很快就会过时，从而根本无法推销出去。公司财务的原理可以被传授和讨论，这点是肯定的，但理解公司财务原理的最佳方法是通过实践来掌握：观察众多的公司，阅读债券契约。对于那些只想通过归纳与抽象来走马观花的人来说，财务并不是一个合适的行当。

关于公司财务的一些老的著作，例如阿瑟·斯通·杜因的《公司的财务政策》，早已认识到财务是一项具有高度实践性的学科。在1926年版中，杜因用了150多页来描述债券。仅在担保债券这部分，他就举出了不下30家不同的公司和50多种不同证券的例子，并且常常是直接引用债券契约，从而对它们的形式作出解释，有时还对它们彼此相去甚远的实际应用作出解释。

如果你认为150页关于债券的内容必定会令人生厌，那你就低估了企业及其金融家们在操纵市场以及在欺诈的边缘蹑脚行走时所显示出的天才。杜因关心的是公司财务的整体性，毫无疑问，他对揭露一些（从其他角度看）受人尊敬的市场

操纵者的真面目怀有极大的兴趣。例如，在 20 年代，不动产抵押债券由于许诺提供保证安全偿还而倍受追捧。很少有人阅读债券契约（无论是当时还是现在），于是很快就出现了对根本不存在的财产拥有留置权的抵押债券。芝加哥与奥尔顿铁路公司的 3.5% 债券就是这种形式胜过本质的例子。虽然该债券号称对抵押财产拥有“第一留置权”，但是芝加哥与奥尔顿铁路公司的铁路资产几乎全部由股权构成，而参股人本身还有未清偿的债券。杜因得出结论：“因此，对铁路的第一留置权并不是对有形资产而言的，而仅仅是对已经被完全用于另外一种抵押的有形资产的租赁权而言的。”^①

如今市场上很少发行抵押债券。但近来曾一度失宠的有担保债券正卷土重来。正如杜因所认识到的，有担保债券不合常理。实力雄厚的发行者不需要某种保证来推销其债券；而若发行者实力有限，即使增加承诺也不会让它的债券更保险，因为在这种情况下，这种设计安排传递出的是财务风险的信号，而非安全的信号。例如，科尔伯格·卡拉维斯·罗伯特公司 1989 年通过将 RJR 公司分设为四个等级，筹集了 250 亿美元的资金用于收购 RJR 纳贝斯科公司。经营收入都是来自于金字塔底层的公司，而大部分融资活动却是由其上级企业来进行的。^② 第一级控股公司——拥有经营公司的母公司 C，通过发行 200 多亿美元的债务抬高了大部分债券的购买价格。这些债务中有一部分是由母公司 B（它拥有母公司 C）和母公司 A（它拥有

^① Arthur Stone Dewing, 《公司财务政策》(*The Financial Policy of Corporations*) (New York: Ronald Press, 1926). 120.

^② RJR 控股公司, 1989 年 5 月 12 日对 250,000,000 美元的 1999 年到期的后偿浮息票据的招募说明书。

母公司 B) 提供担保的公开发行的债券组成，这部分债券处于阶梯的顶端。这部分债券是否有很高的内在风险？的确如此。母公司 C 表示该公司 1988 年预计亏损超过 5 亿美元（这还不包括商誉的摊销）。这样的担保又增加了多少保险系数呢？一点都没有。例如，母公司 A 没有任何来源于母公司 C 所获得利润之外的收益来源，并且它还（直接或通过母公司 B）承担相当数额的额外债务。

正如芝加哥与奥尔顿铁路公司以及 RJR 纳贝斯科公司债券所表现的那样，发行者与债券持有人之间签定的合同是一场无穷尽的猫和老鼠的游戏，并且公司发行者扮演了猫的角色。杜因时代是这样，今天同样是这样。游戏规则通常是这样的：对债券持有人的任何保护措施都要以文字的形式精确地记录下来。如果没有这种保护，老鼠们将一无所获。^①如果债券持有人被所谓的第一不动产抵押债券、有担保债券或任何其他精心设计所愚弄，法庭是很少进行干预的。因此，能够在契约条款中找到漏洞的公司通常可以不付任何代价地利用这些漏洞。

本书是向另外一个时代——一个财务书籍都像杜因的著作那样充满了逸闻且强调会计的重要性的时代——的坚定的回归。现在有关财务的书籍所谈论的是优美的数学模型，而不是混乱的公司。^②一本被广泛使用的教科书提到对其他学者的参考的次数超过了一千次，而提到特定公司的次数却没

^① Metropolitan Life Insurance Company V. RJR Nabisco, Inc., 716 F. Supp. 1526 (SDNY, 1989)

^② 最后一批有关财务的传统书籍是 Harry G. Guthmann 和 Herbert E. Dougall, 《公司财务政策》第 4 版, (*Corporate Financial Policy*) (Englewood Cliffs, N.J.: Prentice-Hall, 1962) 和 Pearson Hunt, Charles M. Williams 及 Gordon Donaldson, 《企业财务基础》(*Basic Business Finance* 第 5 版 Homewood, Ill.: Richard D. Irwin, 1975)

几次。^① 因为教科书的模型所假设的“某种条件”下，股票是可交换的，因此无需再做更多的工作了。那本书中关于资本结构的部分全部是代数，没有提到一家公司。对杠杆收购的讨论是如此的理论化，以至于连垃圾债券都没有提到。对于那些沉湎于其中的人说，这是财务的一个阳光明媚的新时代——可以用“优雅”这个词一遍又一遍地描述。而对于我们这些并不相信这点的人来说，“优雅”却是一种诅咒，一个确切地表明我们正处在不坚实的基础之上的信号。

作为一门学科，公司财务更是一门艺术，而非一门科学。管理工作所需的仅仅是答案的一个范围，一个提供可能的快乐和不快的范围，而不是什么代数的或精确的东西。精确性是学术界的那些为焦虑的客户制作精妙软件的咨询家们的一个有用的推销工具。虽然对那些被不确定性所困扰的人来说，这是一种安慰；但在把握不确定的未来方面，财务上的精确在最糟的情况下是一个陷阱，在最好的情况下也不过是一种错觉。

公司财务的其他用途

虽然公司财务的核心含义是为公司融资而发行股票和债券，但公司财务还包含有更多的有用的东西。财务有助于企业在范围广泛的问题上作出决策，例如如何在特定的部门和项目之间分配资金，股息政策的制定，对员工持股计划的评价，以及公开宣布破产的时机选择等等。这个清单很长，且内容广泛。有时公司财务——以及从事财务工作的人——威胁要吞没整个金融界和商业界，几乎没留下什么不属于他们的东西，这没有什么值得大惊小怪的。

^① Thomas E. Copeland 和 J. Fred Weston, 《财务理论与公司政策》(*Financial Theory and Corporate Policy* 第 3 版 Reading Mass: Addison-Wesley, 1988)。

这份清单上的一个应该被人们好好地理解但实际上却是被忽视的部分是股息政策以及它的相关政策——股票回购方案。公司应当保留多少收益？应当支付给股东多少收益？应该采取何种支付方式？制定出一系列连贯的股息政策的公司极为少见。有些公司仅仅是通过以发行新股票或新债券，或者两者同时发行的代价来维持甚至抬高其股息。80年代初，福特公司连续多年支付高额股息，以维持一种流动性良好的假象，而实际上当时“福特”已经是现金大失血了。公共事业企业也做了类似的事：向股东支付含税股息，然后要求他们（或与之类似的人）用税后股息购买公司的新股票。流出的金钱又流回来——不同的是已经纳过税了。

公司财务为考虑公司应该何时支付股息以及何时不该支付股息提供了一个有益的框架。美国的金融史上充满了多元化方案，这些方案被热切地、雄心勃勃地设计出来，但除了极少数的例外，都遭到了失败的命运。那些从现有的良好企业中获得大量的现金流量的公司（现金流量大于它们进行再投资所需的金额），离开正路，走进了混合兼并的黑暗丛林，买入它们一无所知但却乐于以溢价购买的企业。如果正确理解股息政策的话，那么它指的是能确切地、谦虚地认识到毕竟没有多少好的企业值得投资，而且，我们可以热烈地赞成将过剩的现金流量作为股息分配，或者常常可以采取更好的方法，即作为股票回购方案的一部分来进行分配。正如我们在第八章的关于股票回购讨论中将要看到的，无论是像埃克森这样的大公司，还是像音响/影像公司这样的小企业，都采取了这种谦虚的财务政策。

公司财务的局限性

虽然公司财务是一门有用的学科，但它仅仅是在某种程度上有用。它并不像有时人们所说的那样有效，那样无所不包。公司、顾问以及商学院的学者们的行为越来越过激，好像公司财务这个工具以某种方式提供了一种严格的、科学的、甚至几乎不会出错的资本投资的方法。据一本流行的财务书所说：“50年代中期，选择资本投资项目的新技术带来了企业内部有效资本分配的框架……可以将强有力的分析工具运用到这些财务问题上。”^①

听起来妙极了。很高兴我也买了这本书。

1988年的桂格食品公司的年度报告提出了类似的承诺。对桂格食品公司来说，一个基本的工具是贴现现金流量（discounted cash flows, DCF），它可以使“公司对将来投资的相对合意性作出评价，并且是用今天的美元价值来计量……在权衡了战略性的商业问题之后，我们采取DCF分析的方法来选择利润可观的投资，其收益率等于或高于我们要求达到的，被称为我们的‘资本成本’的最低收益率。这样，我们就可以不断地提高股东们的收益率。”

这听起来就像做燕麦片一样容易。

贴现现金流量，即支持上述这些说法的概念，是直截了当和完善的。它是一种把将要产生的现金估计值与项目的投入现金进行比较的方法，通过贴现率调整现金估计值以体现现在和将来的货币价值的差异。这是一种简单而直接的确定投

^① James C. Van Horne,《财务管理与政策》(Financial Management and Policy)第7版(Englewood Cliffs: Prentice-Hall, 1986), 2。

资价值的方法。当然，这些光彩耀人的描述遗漏掉了一点，即估计将来现金流量的过程可一点也不简单，一点也不直接而且，如果不能以一定的置信度对现金流量进行预测，那么那个自吹自擂的“有力的分析工具”中对那些现金流量进行贴现的“方法”又从何而来呢？

几年以前，我曾进行过一个简单的，曾被本·格雷厄姆和大卫·多德——证券分析之父采用过的测试，用以证明预测企业收入是多么地不可靠。华尔街的分析师和货币经理们细致地研究了道·琼斯工业平均指数中的 30 家大名鼎鼎的、引人注目的公司。股票市场根据每家公司的收益来确定其股价，这一比例即市盈率。有魅力的成长股是那些具有高市盈率的股票——股价达到收益的 20 倍，较陈旧的夕阳行业的市盈率通常较低——股价只有收益的 6 倍左右。是否值得为成长股的 1 美元收益支付如此高的价钱是一个引起广泛争论的问题。但是即使是 IBM 或埃克森公司的股票价格的增长率也不可能像其收益增长得那样快。市盈率也至少应该能够告诉我们在未来几年中，哪些公司比其他公司更有可能显示出巨大的、不断增长的收益。否则为什么要支付如此高的价钱？然而，这个测试的结果十分令人深省，也与格雷厄姆和多德若干年前的结果吻合。正如本章附录中的表格所显示的，华尔街的一致预测——市盈率——甚至未能完成对公司利润变化的预测这一相对容易的工作。数字几乎是随机的。

对这些“有力的分析工具”的更合适的评价是，这些工具避开了所有真正困难的问题，不予解答。成本有多大可能性会超过限度？这个新项目可以产生多少现金？正如某位法国哲学家曾经说过的那样：一切都难以预料，尤其是未来。未来取决于此处和在日本国内的竞争，取决于通货膨胀、石油输出国组织、德国的利率以及其他不可知因素。即使预计出现金

流量，仍然还存在选择将这些现金流量进行贴现的最佳贴现率这个最困难的问题。^①这个技术含量很高的公式的剩余部分不过是技术含量很低的算术问题。

在 60 年代，当公司建立起独立的、充斥着计算机和刚从商学院毕业的专家们的策划部门时，对贴现现金流量和类似工具的近乎神秘的信仰也发展起来了。这些专家几乎不同专业领域内的人进行交流，但却能够制定出众多的计划并作出大量的预测。他们被牢固地安置在公司总部内靠近执行部门的地方。在这里，高级管理人员正苦苦追求能给予他们自信——使他们相信自己拥有管理多种多样、范围广阔的业务的能力——的这类工具。特别是大公司，更是采用了以书面的投资程序和手册的形式体现的正式的、复杂的方法。现在这些公司对于任何超过了临界金额的项目，还要求要有对该建议进行叙述和论证的书面报告以及对投资和现金流量进行预测的财务分析。

一切都顺利，或者看起来是这样。但是，正如英国一群蔑视正统观念但很有洞察力的研究人员在考察了各地的公司后所得出的结论，这些战略计划看起来将每项投资都设想成为最高管理层单独的行动。这些战略计划所忽略的是，这些投资建议正是由在像托莱多或圣约瑟（哥斯达黎加首都）这类地方工作的业务人员提出的，正是他们提供了支持数据，而且最后也是由他们来执行决策。^②评价一个投资建议所需的信

^① Gordon Donaldson,《财务流动性战略》(Strategy for Financial Mobility)修订版,(Boston:Harvard Business School Press,1986),30-31。

^② Paul Marsh,Patrick Barwise,Kathryn Thomas 和 Robin Wensley,《大型多样化经营公司中的战略投资决策管理》(Managing Strategic Investment Decisions in Large Diversified Companies),企业战略系列报告的中心(Centre for Business Strategy Report Series),London:London Business School 1988,3。

息通常来自于比最终的制定投资决策的管理层低许多级的那些人员。在像桂格食品公司这样规模的公司里，最高管理层中没有任何一个人会对例如像资本预算受到审查的费希尔-普赖斯这样一个玩具企业有直接管理经验。当一项提议到达这一领导层次时，所有的备选方案可能都已被筛选过了，而只留下经营人员所希望执行的那一个。对于直接与玩具打交道的业务人员来说，现在是推销，而不是平衡预算的时候，而且这也正是他们所做的工作。他们这样做并不是什么暗中勾结的阴谋或有什么见不得人的地方。在努力提出和修改一项建议以后，部门经理们只给高级管理者留下了极少的选择，但他们相信，采纳这个建议是符合公司利益的。无论高级管理层是否意识到这一点，他们都在很大程度上受到了在业务领域工作的那些人员的前期工作及判断的限制。有力的分析工具并没有什么大的帮助。

好的项目容易获得支持，而差的项目则容易遭到反对，从这一点来看，投资决策在实践中有可能运作良好，但在这一过程中也仍然可能出现各种错误。例如让我们考虑一下资金成本，正如桂格食品公司所注意到的，资金成本是资本预算中的一个必要方面，也就是平时我们所说的“没有凭空得来的钱”。虽然几乎每家公司都以这种或那种方式运用着这种概念，但它们在对此种概念的运用上却千差万别，因为有太多的因素是不确定的。没人真正知道通货膨胀率将会是多少，以及如何计算股权资本的真正成本。例如可口可乐公司无论市场

① Lawrence J. Gitman 和 Vincent A. Mercurio, “大型美国企业使用的资本成本技术对《财富》1000 强企业的调查和分析” (“Cost of Capital Techniques Used by Major U. S. Firms: Survey and Analysis of Fortune's 1000”), 《财务管理》(*Financial Management* 11)(1982 年冬):21。

条件如何变化都很少改变其目标收益率。而其他一些公司，例如桂格食品公司、菲利普·莫里斯公司和 NCR 公司则每年都重新审查它们的目标收益率。从理论上说，资金成本不仅要反映市场利率，而且还要反映讨论中的项目的风险。若收入是具有投机性的，则外部投资者会期望一个较高的收益率，企业也应该对自己的内部资本提出不低于这一目标收益率的要求。问题在于，当所有的该说的都说了，该做的都做了，还是没有人知道如何计算风险的大小。

桂格食品公司对此的解决办法是采用一个模型——以股票市场价格的波动率为基础的资本资产定价模型——作为风险的度量标准。^① 在桂格食品公司的公式中，最低收益率，即“要求收益率(hurdle rate)”是所有资本的混合成本，扣除所得税后为 11% 到 12%。^② 这个数据本身是合理的，但是正如我们将在第十章中看到的，这种合理只是一种巧合。作为这一数据基础的数学模型，是由顾问和学者们出于为本质上不可衡量的风险寻找一个可衡量的替代者的需要而形成的。他们所选择的并不是由该企业甚或是该行业直接产生的评价标准或数据，而是公司股票相对于整个股票市场而言的价格波动。企业内部人士被告知要向外界，向华尔街寻求指导：如何最佳地判定对他们的市场和产品的投资的可预测性。

^① Alfred Rappaport, 《增加股东财富：企业业绩的新标准》(*Creating Shareholder Value: The New Standard for Business Performance*) (New York: Free Press, 1986), 在 Quaker Oats 1988 年年报中引用, p. 2 亦可参看 David W. Mullins, Jr., 《资本资产定价模型有作用吗?》(“Does the Capital Asset Pricing Model Work?”) 《哈佛商业评论》(*Harvard Business Review*) (1982 年 1-2 月): 105。

^② 与 Quaker Oats 公司的高级财务副总裁 Paul E. Price 的电话谈话, 1989 年 8 月 7 日。

结 论

这些复杂的财务技术即使在概念上是完善的，实际上也很难执行。有些公司在该公式的一个部分——贴现率的计算中考虑了通货膨胀，而在计算被贴现的现金流量这部分时，却未考虑通货膨胀，这样它们的贴现现金流量分析就是错误的。^① 在另外一些公司里，这个体系在公司政策的影响下会土崩瓦解，或至少不得不屈从于公司政策。人们只构造出那些用以支持期望结论的数字。告诉他们要求收益率有多高——完税后为 12%？——他们就会构造出一个具有要求的 12% 收益率的稳定的现金流量。

贴现现金流量分析与公司财务的其他方面一样，其诱人之处在于它看起来所考虑的问题很广泛，而且能将任何类型的项目建议，无论该项目的规模大小及其所处的行业，归结为一个共同的问题。坐在公司总部里的职员今天考虑一个新食品项目，明天考虑一个新建电子厂项目，到后天又在考虑一项重要的兼并。所有这些项目在贴现现金流量这个“规则”之内都显得很合适，大部分业务多元化决策都经过了这种分析。哎呀！正如迈克尔·波特在 1987 年的研究中所发现的，这样做的结局是非常糟糕的。^② 从 1950 年到 1986 年，33 家庞大而著名的公司进行了 2000 次以上的在新领域（或行业内）的兼并，平均每家公司进行了 61 次。这些公司既包括一些管理得

① Marsh 等，《战略决策管理》（*Managing Strategic Decisions*），23-24。

② Michael E. Porter, “从竞争优势到公司战略”（“From Competitive Advantage to Corporate Strategy”）《哈佛商业评论》（*Harvard Business Review*）（1987 年 5-6 月）：43。

最好的企业，例如通用电气公司，也包括一些管理得最差的企业，例如威克斯公司。保留下来（和被剥离）的收购的数量被用于作为衡量成功与否的一个粗略但合理的量度。1980 年以前被收购的企业，到 1987 年 1 月为止，有 53.4% 被剥离或关闭。而这个结果还是保守的估计，因为有许多失败被悄悄地掩盖了。

桂格食品公司，一家赢利丰厚的企业，声称它将试图保持 20% 的股权收益率，这大大高于美国工业总体上所能达到的水平。^①但无论是“科学的”财务工具，还是任何其他的流行公式，都无法使该公司达到这个目标。就在 1989 年，公司发表了充分运用这些工具而编制的年度报告的同一年，该公司的费希尔－普赖斯玩具部门步履维艰，宠物食品部门亦是如此。第二年，桂格食品公司在消化吸收了费希尔－普赖斯的巨额亏损之后，管理层在与其他地方的销售萎缩进行艰苦斗争的同时决定剥离该部门。该公司仍然可能获得较高的整体收益，但只有杰出的好点子和杰出的优秀人物，而不是科学的财务工具，才能使该公司达到这一目标。

必须承认，财务还是有一个诱人之处：即以最纯粹的形式，通过直接与钱打交道——卖掉部分业务，为敌意收购筹集战斗资金，构造精妙的、崭新的资本结构——来赚钱。整个世界变成了一个超大规模的棋盘，人、工厂和产品都不过是野心勃勃的策略中的小棋子。财务是一门在某种程度上有用的学科，而且也仅此而已。如果如我们 80 年代所干的那样，把我国许多有天赋的、本该去像托莱多这样的没有非理性的城市工作并经受实践锻炼的年轻人吸引到财务领域中，使财务脱离了其应有之意，这是错误的。本书的主旨之一就是要强调

^① Quaker Oats 公司 1988 年年报，p.5。

这个观点。

附录 1A

道·琼斯工业平均指数：1976—1978 年平均市盈率与 1976—1978 年到 1979—1981 年每股收益增长率的比较

公 司	平均市盈率 1976—1978 年	每股收益平均 增长(下降)率 1976—1978 年 到 1979—1981 年
英科(Inco)	28.5	34
美国钢铁	26.2	133
伊斯曼·柯达	16.6	48
默克制药	16.3	41
明尼苏达矿业与制造(3M)	14.4	42
IBM	14.3	21
宝洁	13.9	34
西尔斯(Sears)	13.0	(35)
国际纸业	11.6	17
通用电气	10.7	38
杜邦	10.6	25
美国电报电话	8.6	17
通用食品	8.3	27
固特异	8.2	4
埃克森	8.2	101
联合企业	8.2	55

(续表)

公 司	平均市盈率 1976—1978 年	每股收益平均 增长(下降)率 1976—1978 年 到 1979—1981 年
德士古公司	7.9	137
联合碳化物公司	7.9	41
美国铝公司	7.9	49
欧文斯—伊利诺依	7.7	46
曼维尔	7.4	(46)
伯利恒钢铁公司	7.3	(41)
美标公司	7.3	108
美国制罐	6.9	(16)
标准石油(加利福尼亚)	6.8	119
联合技术公司	6.7	30
伍尔沃恩	6.3	22
西屋电气	5.9	46
通用汽车	5.7	(73)
国际收割机	4.9	89
平均	10.5	37