

# 投资评估基础

Fundamentals of Investment Appraisal

[英] 斯蒂夫·拉姆拜(Steve Lumby) 著  
克里丝·琼斯(Chris Jones)

高原 刘爽 译

北京市版权局著作权合同登记图字：01-2002-5650 号

图书在版编目(CIP)数据

投资评估基础 / (英)拉姆拜(Lumby, S.)等著;高原等译. —北京:北京大学出版社, 2004.5

(经济与管理经典教材译丛)

ISBN 7-301-07048-9

I. 投... II. ①拉... ②高... III. 公司-投资-项目评价-高等学校-教材 IV. F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2004)第 016339 号

Lumby / Jones : Fundamentals of Investment Appraisal , 1th ed.

Copyright (c) 2001 The Lumby Family Partnership

Original language published by Thomson Learning (a division of Thomson Learning Asia Pte Ltd). All rights reserved.

本书原版由汤姆森学习出版集团出版。版权所有 盗印必究。

Peking University Press is authorized by Thomson 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 SARs 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.

本书中文简体字翻译版由汤姆森学习出版集团授权北京大学出版社独家出版发行。此版本仅限在中华人民共和国境内(不包括中国香港、澳门特别行政区及中国台湾)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。

ISBN 1-86152-607-5

书 名:投资评估基础(第1版)

著作责任者:[英]斯蒂夫·拉姆拜 克里丝·琼斯 著 高原 刘爽 译

责任编辑:符丹 臧恒佳

标准书号:ISBN 7-301-07048-9/F·0818

出版发行:北京大学出版社

地 址:北京市海淀区中关村北京大学校内 100871

网 址: <http://cbs.pku.edu.cn> 电子信箱: [em@pup.pku.edu.cn](mailto:em@pup.pku.edu.cn)

电 话:邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62752926

印 刷 者:北京中科印刷有限公司

经 销 者:新华书店

850 毫米×1168 毫米 16 开本 15.25 印张 311 千字

2004 年 5 月第 1 版 2004 年 5 月第 1 次印刷

定 价:28.00 元

---

未经许可,不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有,翻版必究

## 出版前言

现代独立学科上的经济学诞生于 18 世纪。1776 年,亚当·斯密发表了《国民财富的性质和原因的研究》,建立了古典经济学的理论体系。与尔后出版的李嘉图的《政治经济学及赋税原理》(1817)、马克思的《资本论》(1869)和马歇尔的《经济学原理》成为 20 世纪前经济学的四部经典著作。20 世纪,经济学得到了长足发展,从 E. 张伯伦的《垄断竞争理论》(1933)、琼·罗宾逊的《不完全竞争经济学》(1933)到凯恩斯的《就业、利息和货币通论》(1939),从哈罗德的《动态经济学》(1948)到萨缪尔森的《经济学》、斯蒂格里茨的《经济学原理》以及曼昆的《经济学原理》等一批标志性的著作与优秀教材相继问世,这些经典著作所蕴藏的知识价值、思想财富为各国学界所公认,为人类的社会经济活动提供了理论的依据,极大地推动了世界经济的发展和经济学的研究与教学活动,培育了一代又一代的经济学者。

长期以来,由于中国传统文化中有重文轻商的传统,中国人关注和评介西方经济学理论和著作直到 20 世纪初才开始。据不完全统计,从 1900 年至 1976 年,中国断断续续译介的外国经济学著作不到 200 种(包括从日文转译的西文著作以及较多的前苏联的作品);20 世纪 80 年代后,中国译介外国经管类图书的热情方兴未艾,一批经典作品得以出版,一批优秀的大学教科书、经济管理前沿学科的著作更是在很短的时间内就能与中国读者见面,引进版的经管类图书成为中国图书市场的一个亮点,每年引进的经管类图书的品种超过 1000 种。这些译作开阔了中国人的视野,促进了中国的对外开放和经济体制改革,也为大学的经管类教学提供了新理论和研究方法。

21 世纪,面临着经济全球化的挑战,中国将建立完善的社会主义市场经济体系,全面进入小康社会,并将在本世纪中叶在经济上达到中等发达国家水平。经济与管理活动将成为本世纪人类最主要的活动,人们将更加关注经济理论的发展以及经济管理人才的培养,尤其会更关注国外的经济与管理的理论研究的进展。

近年来,北京大学出版社重视经管类图书的出版,先后推出了“全美最新工商管理教材系列”(中译本)、曼昆的《经济学原理》(第二版)等一批经管类图书译作,受到读者的欢迎。我社经管图书事业部此次推出《经济与管理经典教材译丛》,将选择经典的著作、权威的教材、前沿理论的讨论和实用与可操作性的作品,译介成中文,奉献给读者。“经典、权威、前沿、实用”是我们这套译丛组稿的宗旨。时代赋予了我们责任,我们责无旁贷,历史给了我们机遇,我们机不可失,读者对我们有期待,我们绝不辜负。我们一定努力,力争把最佳的版本、最好的译作奉献给广大的读者。

在本套丛书的翻译出版过程中,得到很多学者与老师的支持和帮助,他们热情地推荐优秀书目,并积极参与翻译工作,在此表示诚挚的感谢。

由于我们缺乏经验和水平所限,我们推出的图书中还存在着不少疏漏,恳请广大读者提出批评建议,让我们一起共同把这套丛书做得更好。

北京大学经管图书事业部

此为试读,需要完整PDF请访问: [www.ertongl.com](http://www.ertongl.com) 2004年5月24日

## 关于本书

### 适用对象

本书适合非金融专业本科生和工商管理硕士的中级课程以及金融专业学生的初级课程。

### 内容简介

本书内容新颖、篇幅精简。本书重点阐述公司的资本投资评估决策,对财务管理的其他广泛的主题论述不多。通过大量现实案例来阐述理论。同时本书包括每章小结、快速提问、课后习题以及课本附录提供所有问题的答案。

### 本版特色

每章习题都选自于 ACCA、CIMA、ICAEW 的考试题目。  
在线教师手册附有每章习题的答案。

### 作者简介

**Steve Lumby** 是 Tutors and Emile Woolf Colleges 的会计学系主任。在 H. J. Heinz 公司工作 5 年后,他在伦敦经济学院做了几年公司财务管理的研究和演讲。他在 King's College (University of London)担任过教学工作。他是国会下属能源委员会的专家顾问。

**Chris Jones** 是 Sheffield Hallam University 的资深讲师。

### 简要目录

引言

第 1 章 公司目标、管理目标 and 公司治理

第 2 章 战略计划和财务功能

第 3 章 传统的投资评估方法

第 4 章 单期投资消费决策模型

第 5 章 折现现金流量法

第 6 章 净现值和内部收益率

第 7 章 项目评估现金流量

第 8 章 不完全竞争资本市场

第 9 章 不确定性、风险、分散投资和回报

第 10 章 风险处理的传统和技术方法

第 11 章 海外资本投资

快速问答题答案

附表

## 译 者 序

项目评估作为投资决策的首要环节,是分析投资方案时最重要的步骤,并在建设项目的投资和贷款中发挥着多方面的实际作用。投资评估能否得出客观、准确的结论,不但取决于评估方法的适用性,而且也取决于评估人对各种评估方法的理解和对评估技巧的运用。因此,一本好的投资评估著作应该既能透彻地介绍投资评估的理论,又能说明这些理论运用的多种技巧,包括某些关键的细节。

本书作者 Steve Lumby 和 Chris Jones 在本书的写作中很好地做到了这一点。他们有多所大学的教学经验,以及在多种职业培训中心的工作经历,教学和实践经验非常丰富。纵观全书,作者将复杂的理论加以简化,尽可能地使枯燥的投资理论变得通俗易懂。因此,本书是理论与实践的完美结合。

本书为在校大学生编写,也同样适合 MBA 学生学习。本书深入浅出地介绍了投资评估的方法和技巧,对净现值法、回收期法、IRR 法等主要的投资评估方法进行了比较分析,还介绍了如何处理风险,以及海外投资中产生的问题,包括了相关的理论和各种实际操作的技巧,并提供了大量的案例。本书的快速问答题有助于读者理解相应章节的基本概念,而进一步阅读的文章对开拓读者的视野有很大帮助。此外,作者还提供了很多习题帮助读者加深理解投资评估技术在实际中的应用。

本书的内容基本上以英国为出发点,但涉及的理论和实践也同样适用于我国及其他国家。本书将帮助读者在投资项目的选择和决策中做出明智、专业的判断。

在本书的翻译过程中,作者阐述理论的透彻和实践经验的丰富给我们留下了深刻的印象。我们相信,在我国经济加速发展、投资机会越来越多的情况下,学习和借鉴西方的投资评估理论无疑对指导我们的投资行为有重大指导意义。希望本书的翻译、出版能促进国内投资评估理论和实践的发展。

本书在翻译过程中,曾得到胡宁老师的大力帮助,在此深表感谢。由于各种原因,译文中疏漏之处在所难免,恳请专家、学者批评指正。

高原 刘爽

2004年5月20日

## 前 言

是企业建立和提高了这个世界的财富……如果企业在运行,无论是否节俭,财富都在聚集,如果企业停滞了,无论如何节俭,财富都会衰败。

——约翰·梅纳德·凯恩斯,《货币论》

本书的内容涉及公司投资决策,特别是长期资本支出决策的评估。基本上这与我们1981年出版的《投资评估和财务决策》第一版的目标相吻合。这本教材经过多年的扩展,已经涵盖了金融管理方面的更广泛领域,包括了诸如资本成本、股利政策和使用金融衍生工具的风险管理课题。然而,我们觉得需要用更短的教材来集中研究投资决策问题。

我们的目标是通过发展理论来理解现实。所涉及的大部分理论方法相对没有问题,如净现值作为决策标准的理论依据。然而,技术的实际应用通常会引起严重问题,有必要记住理论中蕴含的一些假设有时是值得怀疑的。特别是,所有假设中最基本的假设——把股东财富最大化作为管理的主要目标的假设——就完全可能会被经理们的个人目标所损害。

本书提供了投资决策的综合介绍,适合入门水平的大学生进行学习和专业研究,也特别适合MBA学生学习。

我们略去了一些问题的介绍,如资本构成、股利政策和金融衍生工具,譬如期权。也略去了一些风险管理方面的详细阐述,但是增加了关于风险处理的方法一章并在附录中提供了一些所涉及数学方面的介绍。

本书的作者具有在多所学院(伦敦商学院、立兹理工学院、谢菲尔德大学、谢菲尔德霍尔曼大学及私人职业中心)教授金融管理的经验,他们教授的学生包括学术的(商业、财务专业的本科生、硕士生,全日制、业余或经理MBA)和职业的(ACCA、ICAEW、CIMA)。

我们比学生从这些经验中获得更多的知识,并认为有必要提出研究这个课题的新方法以便使其更接近现实世界。引言中详细介绍了我们的方法并解释了本书的结构。

如《投资评估与财务决策》一书一样,在我们这本更综合的教材中,每章的结尾既有“快速问答题”又有全面的考试型问题,以及简明的每章小结。读物列表中的书目可以查到,涉及高等数学应用的内容基本上被略去了。“快速问答题”中问题的设计侧重于每章中更有意义的方面并测验理解程度,我们对此给出反馈(快速问答题的答案在本书的最后)。考试型问题的选择涵盖了每章的重要方面并模拟真实环境进行考试和练习。这些问题由作者所编写或来源于职业机构的考试题,在此,我们感谢那些机构允许我们使用它们的问题。指导教

师可以从出版商那里得到这些问题的答案手册。

这本书使用了投资决策的规范经济学理论。它着重于对投资决策方式的理解及如何改进决策过程。虽然本书可能提供实际问题的答案,这不是其主要目的。本书作者对把这些理论应用到实际中导致的损失不承担责任!本书中我们尽可能采用描述性和图解的方法。因为采用数学的方法通常会模糊我们对现实和重要结论的理解,所以我们相信,这本书更容易被更多的读者所接受。我们也相信对本书的理解是使用更加复杂的数学方法所必须的,那些内容应该在更高级的课程中进行研究。

金融管理是有魅力的、有研究回报的领域。我们希望大家通过本教材喜欢这门课程,并在这门课题上继续深造。

最后,我们要感谢托马森学习社的同仁,包括 Alan Nelson、Jennifer Pegg、Jenny Clapham 和 Penny Grose。

# 目 录

引言 .....	(1)
投资决策的本质 .....	(1)
决策过程 .....	(2)
投资决策的做出 .....	(3)
技术和投资决策 .....	(7)
注释 .....	(8)
快速问答题 .....	(9)
第1章 公司目标、管理目标和公司治理.....	(10)
财富最大化和公司 .....	(10)
所有权和控制权 .....	(11)
董事与股东之间关系的规定 .....	(11)
激励机制 .....	(15)
结论 .....	(17)
注释 .....	(18)
进一步阅读 .....	(19)
快速问答题 .....	(20)
问题 .....	(20)
第2章 战略计划和财务功能 .....	(21)
简介 .....	(21)
战略经营计划 .....	(21)
竞争分析 .....	(23)
投资和财务战略 .....	(24)
财务管理的作用 .....	(25)
经济中的厂商 .....	(27)
风险与回报 .....	(29)
注释 .....	(30)
进一步阅读 .....	(31)
快速问答题 .....	(31)
问题 .....	(31)
第3章 传统的投资评估方法 .....	(32)
引言 .....	(32)
回收期法 .....	(32)

资本报酬率 .....	(38)
注释 .....	(42)
进一步阅读 .....	(43)
快速问答题 .....	(44)
问题 .....	(44)
第 4 章 单期投资消费决策模型 .....	(46)
模型简介 .....	(46)
货币的时间价值 .....	(47)
基本图形分析 .....	(48)
资本市场介绍 .....	(50)
回收期法和 ROCE .....	(55)
注释 .....	(56)
进一步阅读 .....	(58)
快速问答题 .....	(58)
问题 .....	(59)
第 5 章 折现现金流量法 .....	(60)
净现值 .....	(60)
净现值的其他解释 .....	(65)
内部收益率 .....	(68)
折现回收期 .....	(73)
净现值的变形 .....	(73)
附录 复利和折现 .....	(74)
注释 .....	(77)
进一步阅读 .....	(78)
快速问答题(包括附录中的问题) .....	(78)
问题 .....	(79)
第 6 章 净现值和内部收益率 .....	(82)
净现值与项目的互相依赖性 .....	(82)
NPV 和互斥项目 .....	(82)
IRR 原则和互相依赖项目 .....	(85)
时间区间的延伸 .....	(93)
多重 IRR .....	(94)
修改的 IRR .....	(98)
置换周期问题 .....	(100)
注释 .....	(104)
进一步阅读 .....	(104)
快速问答题 .....	(105)
问题 .....	(105)

第 7 章 项目评估现金流量.....	(108)
投资评估和通货膨胀.....	(108)
通货膨胀和内部收益率规则.....	(113)
投资评估和税务.....	(113)
现金流量的融资.....	(114)
投资评估与相关现金流量.....	(117)
附录 英国公司税制度 .....	(122)
注释.....	(122)
进一步阅读.....	(123)
快速问答题.....	(124)
问题.....	(124)
第 8 章 不完全竞争资本市场.....	(128)
资本限额.....	(128)
单期资本限额.....	(131)
多期资本限额.....	(136)
借贷利息差.....	(144)
附录 线性规划 .....	(147)
注释.....	(149)
进一步阅读.....	(150)
快速问答题.....	(150)
问题.....	(151)
第 9 章 不确定性、风险、分散投资和回报.....	(154)
介绍不确定性.....	(154)
接受更大的风险意味着期望更好的回报.....	(154)
风险处理.....	(156)
特有和市场风险.....	(157)
资本资产定价模型和 $\beta$ .....	(159)
附录.....	(163)
注释.....	(164)
进一步阅读.....	(164)
快速问答题.....	(164)
问题.....	(165)
第 10 章 风险处理的传统和技术方法 .....	(166)
引言.....	(166)
期望净现值.....	(166)
放弃的决策.....	(172)
敏感性分析.....	(176)
非年金现金流量.....	(178)
风险调整的折现率.....	(180)

正态分布的使用.....	(182)
模拟.....	(184)
方法的比较.....	(185)
注释.....	(186)
进一步阅读.....	(186)
快速问答题.....	(187)
问题.....	(187)
<b>第 11 章 海外资本投资</b> .....	<b>(191)</b>
引言.....	(191)
项目现金流量.....	(193)
项目的折现率.....	(196)
转换风险.....	(201)
经济风险.....	(204)
国家/政治风险 .....	(206)
管理费用和转移定价.....	(207)
注释.....	(208)
进一步阅读.....	(209)
快速问答题.....	(209)
问题.....	(210)
<b>快速问答题答案</b> .....	<b>(212)</b>
引言.....	(212)
第 1 章.....	(212)
第 2 章.....	(212)
第 3 章.....	(213)
第 4 章.....	(214)
第 5 章.....	(215)
第 6 章.....	(216)
第 7 章.....	(217)
第 8 章.....	(218)
第 9 章.....	(220)
第 10 章 .....	(221)
第 11 章 .....	(223)
<b>附表</b> .....	<b>(224)</b>
复利与折现表(包括中点折现表).....	(224)
正态曲线下的面积.....	(228)
自然对数.....	(229)

# 引 言

## 投资决策的本质

### 简介

这本书涉及管理经济学中的一个特殊领域：企业投资决策理论。它涉及公司的管理人员<sup>1</sup> 应该如何做出<sup>2</sup> 投资决策<sup>3</sup>，因为它设立了一个标准、一项准则，所以可以说是采纳了规范经济学的分析方法。但是，如果这样的理论与实际发生的事实相分离也就不会成功，所以我们将研究投资决策是如何做出的，以便指导和丰富我们使用规范分析的方法。

### 价值基准

公司做出的投资决策与非财务性质的其他决策在基本方面没有什么不同，不管它们是在工商业（如营销决策）或别的方面（如球员转会的决定，甚至是国际外交决定）。在本质上，所有的决策都是基于对备选方案的比较这一概念，在这个意义上，投资决策理论源于价值理论，因为所有决策环境中的备选方案都需要评估以便比较。所以，尽管我们可以说，所有类型的决策都包含了同样的基本过程，但每一项决策都因为使用的评估基准不同而具有本身的特点。

本书研究的决策理论建立在资本主义<sup>4</sup> 的价值基础和自由市场经济的概念之上。在开始时就说明这一点很重要，因为不同的价值基准就可能导致不同的决策理论。然而，我们大部分的金融理论适用于其他类型的经济组织，你可能希望我们的理论能够反映更多的社会价值基准，如适合公共部门，特别是国有企业。十分有趣的是，在过去的 15 年里，那些领域里的价值基准发生了明显的变化，许多国营部门转变成了私人部门。

### “模型”分析法和教材的结构

本教材分为四个部分：

1. 财务决策环境的介绍——引言和第 1、2 章。
2. 资本投资决策——第 3 到第 8 章。
3. 不确定性对资本投资决策的影响——第 9 到第 10 章。
4. 国际环境下的投资决策——第 11 章。

在我们运用财务决策规范分析方法的时候，做出了大量的对现实世界的简化和抽象，以便降低难度并且集中关注最重要的方面。

采用这种“模型”方法在经济学和相关领域研究中是正常的。然而,它也带来了危险,这就是被看成完整地描述或提供现实世界问题的简单答案。重要的是要记住,我们在进行规范研究,并试图提供如何做出财务决策的建议。总的来说,我们用简单的模型进行研究,如果在实践中沿用这个理论,而不承认各种复杂因素,投资决策的质量会变坏而不是改善。

税收、通货膨胀和资本稀缺以及风险的概念和未来的不确定性都将被考虑进去。<sup>5</sup>所有这些现实世界的复杂性都将被一层一层地加到我们开始时的简化模型中去。尽管那个模型可能并没有完全反映现实世界,但它提供了进一步研究的合乎逻辑的有利框架。

### 警告

最后一点,读者应该一直知道,这里提出的投资决策理论既存在争议,也不能提供投资决策的完整解决办法。为了反映这种情况,我们将研究这些争议产生的原因,并指出其不合理性、含糊性和不一致性,而这些问题可能一直贯穿于任何理论的发展过程中。

## 决策过程

为了研究决策过程和回答“我们如何做出决策”这样的问题,我们首先要讨论需要做出一个决策的环境。我们可以划分出决策的两个必要条件:备选方案的存在以及目标的存在。

### 第一个必要条件

备选方案的存在是必要的,因为,如果没有备选方案,就没有必要做出决策。这个条件可以进一步拓展,因为不但备选方案存在,而且潜在的决策者必须可以看到这些备选方案。我们关心以下两点:

首先,要注意我们谈到决策环境和潜在的决策者。这是因为仅仅存在可觉察的备选方案并不能使我们做出决策。例如,潜在的决策者可能拖延了时间,以至时间的流逝使他不再具有当时的决策环境,而只有一种可能行为,没有其他选择。(死亡是因时间流逝使人脱离决策环境的最极端的例子。)

第二点是我们没有列出所有可觉察的备选方案,如果有多种备选方案,我们把我们的选择称为最佳决策。假定存在一个特定的决策环境,我们主要研究决定是如何做出的。我们目前并不关心这个决定是否是真的最佳或非最佳。

### 第二个必要条件

第二个必要条件产生于这样的事实,即决策的实际过程是要决策者花费时间和精力。理性地说,他不愿意那样做,除非他预期从备选方案中得到的东西要比其他可达到目标的方案要好。这样,第二个必要条件就是目标的存

在,没有它,就没有做决策的必要。<sup>6</sup>

### 备选方案的评估

这两个条件加起来,提供了一个做决策的合理理由:如果决策者感觉不到可选择的东西,或看不到选择的理由,那么就不会做出决策(除了一种完全随机的情况,见注释6)。但是,一旦这些条件存在,备选方案被赋予价值时,就要做决策了。事实上,我们可以断言,评估备选方案的理由就是要做决策;所以,评估方法一定要与决策的目标相关,也要和目标的表达方式有关。

例如,如果我们的目标是在最短的时间内,驱车从A到B,那么我们就用与时间相关的共同的评价标准来评估A到B的最快路线。假如,有三个可选路线:一个根据时间,一个根据距离,一个根据景色的美丽程度。我们显然不能做出决定,因为备选方案有不同的衡量标准或价值尺度,所以不能比较。另一种方法,如果三条路线都用景色来衡量,尽管我们可以比较路线,我们还不能做出决定,因为比较的基准不能进行合理解释。目标的评估基准,在这个例子里应该是“时间”。<sup>7</sup>

所以,任何决策过程都包含三个要件:一系列可觉察的备选方案、决策者对备选方案达到目标的不同预期以及与决策目标相关的共同评价基准。在商业活动中,都要涉及这些财务决策。

### 投资决策的做出

本书的重点只是决策过程中的三个要素中的两个要素,并研讨它们与投资决策的关系:决策者对备选方案达到目标的不同预期以及与决策目标相关的共同评价基准。

决策过程的剩余要素是一系列可觉察的备选方案。我们不在正文中研究它们,因为这是个决策环境的基本条件,我们集中讨论的是决策过程,并假定决策环境已经存在。然而,这种省略并不意味着备选方案的“寻找过程”不重要。事实上,它是极其重要的。如果这个寻找过程在寻找备选方案的过程中做得不充分,那么,决策本身有极大的风险性而且可能不是最佳的。因为,“最佳”的选择本身就可能没有被考虑进去。

### 决策目标

转到我们将要详细探讨的两个决策过程要素,立刻就涉及价值判断问题,因为投资决策的目标和相应的价值基准将决定到底哪一种备选方案将被选择。所以,我们要为财务决策理论使用什么样的目标和建立什么样的评价基准呢?

我们以前阐述过,我们的方法所依赖的基本价值判断基准是资本主义。该方法对于基本上自由的竞争经济是适用的。在这样的经济中,我们可以合理假定公司的存在是为了一个压倒一切的目的:使所有者获益。<sup>8</sup>虽然公司为

雇员和当地社会提供收入、满足一个特定市场的需要、提供技术进步,但归根到底,它们存在的基本理由一定是给所有者带来收益。

这种存在的理由毫无疑问对于大多数私有公司<sup>9</sup>是正确的(在某种程度上,国有企业也如此,尽管它们存在的理由可能更复杂<sup>10</sup>)。所以,管理者的决策目标应该是加强这种理由,使所有者即股东受益。我们将看到可能有其他的管理目标,但在本质上,我们把那些目标看成是偏离根本目标的(这与采用规范经济学的方法一致)。所以,如果决策目标是使所有者受益,那么,比较备选方案应该使用什么样的价值基准呢?

要回答这个问题,我们就必须更详细地研究决策目标。我们刚才说过,公司的管理者做出的决策必须使股东受益,而且要努力使这种收益最大化,否则,股东们就会用愿意这么做的人来替换原来的管理者。那么,“使所有者或股东收益最大化”这个词是什么意思呢?

### 使股东财富最大化

我们假定收益最大化意味着财富最大化。尽管对此没有什么可惊讶的,但我们在此必须小心,因为我们将假定,最大限度地增加股东财富是管理决策能使所有者受益的惟一方法。

这是对现实世界的简化,因为股东非常可能不用增加财富的办法从公司获益。例如,Body Shop公司的股东可通过所有权获利,因为公司对保护环境持有积极的立场,这反映了存在着不同的投资工具,如道德单位信托(ethical unit trusts)。然而,这是比较次要的问题,我们还是假定增加财富是主要的,即使不是惟一的利润来源。

对于出售军备给那些采取反感政策的国家或对土地、空气或水资源产生污染的公司怎么办?这种活动是否是我们决策目标考虑的问题?根据我们对于经济性质的内在假设,我们的答案必须是不应该,因为如果这些活动被认为是不需要的,政府将在法律上限制公司的决策选择,以便排除它们(很多情况下,是这么做的)。公司决策者应该按使股东财富最大化的原则来分析决策。从这个观点上,我们处理财务决策不应该与道德有关系。道德、法律和其他事情应该作为公司行为的限制,但它们是不同的问题,并且用不同的标准来评价。

在市场经济中,由于市场体系对公司资本的作用,我们可以用这种方式为私有企业建立一个财务决策理论。普通股资本、所有权通常通过供求市场(例如股票交易所)来提供。这意味着,潜在股东可以购买公司股票,以期望公司提供最大可能的增值(即股东必须做出与管理相似的决定)。如果他们看到其他公司提供比现有公司更大的增值机会的话,现有股东可以出售他们的股票。(我们还没有涉及一个重要的概念,就是未来的不确定性,所以任何决策的选择都有风险:所做的选择产生非预期结果的风险。一些选择比其他选择风险大。所以,按照一定风险水平,股东希望拥有能使他们获益最大的公司。这个概念在后面有更详细的研讨。)

所以,如果公司做出的决策不是以股东财富最大化为基准,就股东而论,公司存在的整个理由就存在疑问了,股东们就会把财富投到别处。在极端的情况下,按《公司法》,如果足够多的股东相信决策没有符合他们最大利益的话,股东可以替换公司的决策者。

## 财富的定义

然而,如果我们不能定义“财富”,我们还是不能确定财务决策的价值基准,因为价值基准的目的是作为备选方案比较的共同标准,并看到哪一种方案距离我们的决策目标更近。因为财务决策的目标是“使所有者财富的增加最大化”,让我们先来定义“财富”,并确定价值基准。

财富可以被定义为消费能力,或更直接地说,是货币、现金或其他资产。<sup>11</sup>这样,管理者的目标就是使股东的购买力最大化,这可以通过使以股利形式派发给股东的现金额最大化来实现。但是,一个公司的管理者应该把哪一年的股利最大化呢?今年的、明年的还是哪一年的?

这里的问题是,对于一个公司,最大化一年的股利相对容易,仅通过出售所有资产并支付所有清算股利就可以实现!(我们忽略《公司法》细节,但是问题依然存在。)显然,这不是我们使股利最大化决策目标的意思,问题的产生是由于我们忽略了时间因素。完整的定义应包括时间因素,所以,公司决策者的目标是在一定时间内使支付给股东的股利流量最大化。公司制定的股利政策不是本书的研究范围,我们做的假设是,公司的现金流量、按时间支付的股利和股东财富都指的是一样的东西。

## 会计利润的作用

这种决策目标的发展产生了两点重要性。第一,“利润”这个词一直没有提过,重点一直在定义为现金的财富。第二,时间的引入意味着决策分析不仅要考虑即时的现金损益,而且应该考虑未来的损益。

这两点是互相联系的。商业意义上使用的利润,是金融财务人员使用的概念,用来帮助他们代表股东进行审计和报告。

会计已经在管家的基础上经过了上百年的发展。负责别人财产的人用它来证明和解释经营情况(即说明资金的去向)。在许多方面,这一点现在还是财务会计的核心。尽管财务报告每年提供利润数字,但并不能解释为一年中公司价值的增加。制作年报要使用许多习惯和规则,最重要的是数字要用历史成本表示(有一两个可能例外)。在制作报表的时候还要进行一些判断,所以人们说,利润是会计师的一种发明而不是发现。会计标准局(定义会计师使用会计标准的机构)表达了这样的观点,会计不应该被看成与价值或财富有关。我们后面会看到,财富、价值都是与未来相关的概念(未来的现金流量),但是利润与过去相关。

投资决策基本上是经济和资源的分配决策。管理人员必须决定他们是否应该分配公司的稀缺资源(土地、劳动和机械等)到某一项目。经济上的“会计

单位”是现金,不是会计利润,因为是现金提供了控制资源(即资源是使用现金购买的,而不是利润)的能力。这样,在财务决策中使用会计利润,就是使用了完全不恰当的概念,它是用于报告决策结果的,并不是用于帮助做出实际决策本身。

然而,我们不能完全抛弃会计利润的概念。这么做就像是一个球队,它的政策是不介意输赢,只要在比赛就能给支持者最大的快乐。这很好,可能是正确的态度,但通常来说,是输赢最终判断一支球队是否成功,所以不能被忽视。会计利润也一样。公司的财务决策者应该把一定时间给股东的现金流量最大化作为主要关切目标,但也要随时注意报告利润。在每年公开发布的账目中的利润率,构成了股东和未来的股东判断一家公司成功与否的标准,我们以后会看到,人们形成正确的判断公司业绩的标准是很重要的。

另外一个不能完全忽略财务决策对报告利润影响的理由是,根据《公司法》,获得利润的水平构成了年度支付股利的最大障碍。这样,一家希望其股利流量最大化的公司必须确保其股利支出计划是在《公司法》的合法限制之内。

所以,除了这两个限制性条件,我们可以说,这里运用的金融决策理论是建立在基本上没有会计利润概念的分析框架内,尽管从长远来看,公司良好的现金流量会产生良好的报告利润是正确的。

### 时间条件

现在转到我们决策目标中的第二个重点,即时间条件的引入。我们已经注意到对一个连续的流动过程进行武断的分割是会计利润概念产生问题的主要原因,但是要看到引入时间概念的真正意义,我们必须转到对价值的讨论上。

一项资产(如机器或公司的股票)要根据拥有者的盈亏来评价。另外,这些盈亏并不仅指某一时间段,而是资产存在的整个未来时间。(这个概念有时被称为资产的盈利能力。)

让我们考虑一项公司拥有的资产:普通股。普通股在供求市场被交易(即买卖),所以其市值代表了一个平衡值,以这个价值,人们希望购买这只股票的需求等于想卖出这只股票的人的供给。但是什么样的过程提供了一只股票的平衡价格,是什么使得潜在的购买者希望以这个价格购买,又是什么使得潜在的卖出者愿意卖出?让我们考察希望购买者的理由。

假定XYZ公司的普通股有150便士的市场价。<sup>12</sup>如果这只股票的潜在拥有者认为它至少值150便士,他才愿意购买。换言之,他预期拥有后获得的收益价值大于150便士。

获得的收益包括两个要素:持有股票期间能够获得的股利流量和在未来某个时间点股票卖出(放弃所有权)时的价格。然而,重要的是要注意,XYZ公司的这个未来卖出价本身是要根据下一个希望拥有的人的预期价值而定的,即收到的股利和未来的某一时间点的卖出价。于是,这个过程无限进行下