

高级财务管理经典译丛

价值寻找

公司资本成本的衡量

Measuring the Company's Cost of Capital

米契尔·耶何赫德 著

娄芳 译

 上海财经大学出版社

高级财务管理经典译丛

价值寻找

——公司资本成本的衡量

米契尔·耶何赫德

娄芳

著
译

 上海财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

价值寻找:公司资本成本的衡量/(美)耶何赫德(Ehrhardt, M. C.)著;娄芳译.
—上海:上海财经大学出版社,2004.5
(高级财务管理经典译丛)
书名原文:The Search for Value;Measuring the Company's Cost of Capital
ISBN 7-81098-099-8/F·092

I. 价… II. ①耶…②娄… III. 公司-资本经营-成本管理-研究 IV. F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2004)第 018806 号

- ☐ 策划编辑 麻俊生
- ☐ 责任编辑 麻俊生
- ☐ 封面设计 钱宇辰
- ☐ 版式设计 孙国义

JIAZHI XUNZHAO

价值寻找

——公司资本成本的衡量

米契尔·耶何赫德 著

娄芳译

上海财经大学出版社出版发行
(上海市武东路 321 号乙 邮编 200434)
网 址:<http://www.sufep.com>
电子邮箱:webmaster@sufep.com
全国新华书店经销

上海市印刷七厂一分厂印刷装订
2004 年 5 月第 1 版 2004 年 5 月第 1 次印刷

890mm×1240mm 1/32 11.625 印张 204 千字
印数:0 001—4 000 定价:28.00 元

前言

财务管理学协会组织出版了“调查与融合”系列丛书,目的是为财务研究者和实践者之间架起一座桥梁。换句话说,财务管理协会希望通过这套丛书帮助财务实际工作者理解和应用财务学的研究成果,帮助他们解决实际中的问题。

本书适合财务主管、计划师、经理和财务分析师阅读。为了恰当处理相关的财务问题(包括资本预算),他们需要准确衡量公司的资本成本。本书综合了大量有关资本成本的研究文献,详细地描述了这些研究的结果,解释了这些研究的含义。由于课题的特殊性质,讨论这些研究的时候,不可避免地用到了许

多复杂的技术。为了使准备的材料更易理解,我提供了许多例子,详细地说明在衡量资本成本的时候,如何运用这些研究。

本书的结构

本书第1章说明资本成本在价值研究中的重要性。第2章解释了为什么加权平均资本成本是评价项目能否提高价值的有力工具。由于加权平均资本成本用来贴现现金流量,本章进一步给现金流量下了准确的定义,这有助于进行资本预算。

第3章描述了估计资本成本的基本步骤,这部分比较了不同的计算资本成本的方法,同时举了很多例子说明如何应用这些不同的技术。接下来的两章集中讨论更特殊的一些问题,比如如何评价分部门的资本成本,如何处理发行成本。同样,这两章也有许多例子。

第6章讨论了在受管制的行业,如公用事业和金融机构,如何评估公司的资本成本。第7章讨论了国际化的问题及其对资本成本的影响。

第8章为最后一章,讨论了贴现现金流量在评估价值时无法适用的环境,这是非常重要的,因为在这

些环境下错误的计算资本成本,会导致错误的资本预算和战略规划。

致谢

本书的任何错误都由作者本人承担。感谢许多同事有益的评论和建议,特别感谢迈克·郎、萨姆·维尔幹等人所投入的时间、精力与辛勤的付出。同时,我还想感谢哈罗德·布莱克、伊威·布锐克、凯锐·高林斯、瑞恩·德杰纳罗、吉姆·德斯頓、堪德尔·何尔德、格锐恩·库赫梅尔、查理·摩耶尔、吉姆·瑞威、莱瑞·邵欧、罗恩·施瑞恩和阿尔·塔克尔。最后,我要特别感谢我的妻子萨丽和我的女儿凯蒂,在我完成这个项目的过程中,她们给予了我极大的支持与鼓励。

目录

1 前言

1 第1章 价值寻找:衡量公司的资本成本

2 I. 价值创造:股东和利益相关者

6 II. 衡量价值创造的方法

7 II. A 战略一致

7 II. B 贴现现金流量的方法

9 III. 本书的结构

13	第2章 为什么必须使用加权平均资本成本
16	I. 最简单的案例:永续现金流量
17	I.A 公司的资本成本
19	I.B 项目的资本成本
27	II. 更现实假定下的资本成本
28	II.A 有限期项目的资本成本
32	II.B 稳定的资本结构
33	III. 定义现金流量
35	IV. 小结和建议
37	附录 为备选模型定义现金流量:使用税前债务成本和权益
38	A-I 备选模型
41	A-II 两种方法的比较
50	第3章 如何评估加权平均资本成本
53	I. 估计资本结构中每一组成的成本
53	I.A 普通股成本
54	I.A.1 使用股利增长模型估计普通股成本

76	I. A. 2 使用资本资产定价模型去估计权 益资本成本
99	I. B 优先股成本
100	I. C 负债成本
107	I. D 资本结构中其他组成的成本
110	II. 估计资本结构中各组成部分的权数
110	II. A 市场权数和账面权数
115	II. B 资产负债表的其余部分
116	II. B. 1 营运资本
118	II. B. 2 递延税款
119	II. B. 3 建议
120	III. 敏感性分析
123	IV. 小结和建议
124	附录 估计权益资本成本的其他方法
125	A- I 收益/价格方法
127	A- II 依据期权的方法
132	A- III 多因素模型
134	A- III. A “非特定的”套利(APT)模型

136	A-Ⅲ.B 先验多因素模型
137	A-Ⅲ.C 行业指数模型
138	A-Ⅲ.D 使用利率指数
139	A-Ⅳ 其他方法
140	A-V 小结和建议
151	第4章 衡量部门、项目和私人公司的资本成本
154	I. 无法获得股票价格时如何估计系统风险
155	I.A 单一匹配法
160	I.B 多元回归法
171	II. 财务杠杆的调整
172	II.A 系统风险和资本结构的关系
174	II.B 调整部门系统风险的估计值反映资本 结构中的差异
179	III. 小结和建议
181	附录 其他影响权益资本成本的因素
182	A-I 租赁
183	A-II 未设基金的养老金负债

185	A-Ⅲ 会计变更
186	A-Ⅳ 改变上市地点
188	A-V 流动性的改变
198	第 5 章 发行成本和长期项目影响下的资本成本
199	I. 发行成本
200	I. A 债券发行成本的调整
203	I. B 优先股发行成本的调整
205	I. C 普通股发行成本的调整
206	I. C. 1 调整贴现率计算普通股资本成本
209	I. C. 2 留存收益与新股发行
212	I. C. 3 调整净现值的方法
213	II. 长期项目的资本成本
214	II. A 利率期限结构引起的相关问题
219	II. B 估计权益成本
219	II. B. 1 调整 CAPM 模型计算的资本成本
226	II. B. 2 调整股利增长模型计算的资本成本

226	II. B. 3 通货膨胀和权益成本
230	II. C 估计债务和优先股的资本成本
233	II. D 小结和建议
235	附录 资本分配和资本成本
251	第 6 章 受管制公司的资本成本
252	I. 公用事业公司的资本成本
254	I. A 管制过程和容许的报酬率
256	I. B 加权平均资本成本和容许资本成本之间的差别
259	I. C 公用事业公司的权益成本
261	I. C. 1 三阶矩模型
263	I. C. 2 套利定价理论模型
265	I. C. 3 控股公司和子公司
266	I. D 资本结构和公用事业公司的权益成本
268	II. 吸收存款的金融机构的资本成本
269	II. A 金融机构权益成本的估计方法
273	II. B 存款保险对资本成本的影响

275	Ⅲ. 小结和建议
285	第 7 章 全球化经济中的资本成本
286	Ⅰ. 全球化和资本成本
287	Ⅰ. A 全球化对权益成本的影响
287	Ⅰ. A. 1 资本市场的全球化
293	Ⅰ. A. 2 经营和销售的全球化
296	Ⅰ. B 全球化的资金来源: 国际化融资组合的 资本成本
300	Ⅱ. 国际项目资本成本的计算
302	Ⅱ. A 简单假设下的资本成本
304	Ⅱ. B 更现实条件下的资本成本
307	Ⅱ. B. 1 汇率不确定性和资本成本
309	Ⅱ. B. 2 汇回收益、当地借款和资本成本
312	Ⅲ. 小结和建议
316	附录 调整净现值法

326	第 8 章 战略选择权的评估
328	I. 什么是内含实际选择权
332	II. 为什么不能估计内含实际选择权的资本成本
333	II. A 非随机现金流量的案例
334	II. B 非确定性现金流量的案例
335	II. B. 1 完全随机的现金流量
335	II. B. 2 正态分布的现金流量
337	II. B. 3 非正态分布的现金流量
340	II. B. 4 对非正态分布现金流量的期权进行估价
342	III. 对内含实际选择权进行估价
343	III. A 能够对哪些实际选择权估价
346	III. B 实际选择权的价值:从定性角度的考虑
348	IV. 小结

第 1 章

价值寻找：衡量公司的资本成本

假定公司有一个项目需要决策，可以成立一个由技术、销售、会计、财务和生产等部门人员组成的小组对此项目进行分析。这个分析提供了初始成本的估计值和项目寿命期中每一年的预期税后现金流量。你应当接受这个项目吗？

从表面上看，回答这个问题很简单：如果新的项目能够为公司增加价值，就应当接受；反之，如果项目不能增加公司的价值，就应当拒绝。但是，实际中应用这

个规则并不容易。首先,如何定义“价值”?是公司普通股的价值,还是应该包括其他利益相关者,比如顾客、供应商、员工和经理的价值?其次,如何考察新的项目是否创造价值,采用何种方法和技术才能恰当地衡量价值?

I. 价值创造:股东和利益相关者

许多利益相关者会被公司的决策所影响,这些利益相关者包括资金的提供者,如权益股东、债券持有人和银行家;包括原材料供应商和公司的其他组成部分;包括产品的创造者,如员工、独立的承包人和经理;也包括公司的顾客(产品的购买者和使用者)。假定不同的利益相关者在项目中的利益不同,应当如何定义项目的价值?

私有财产的法律定义为价值的概念提供了清晰的答案。价值即所有者的价值,也就是股东的价值。如果经理执行这个项目的时候没有最大化股东的价值,股东就会理性地履行他们的权利:更换经理,用能够最大化项目价值的经理替代他们。当然,我们生

存的地球不是如此简单,大多数公司广泛分散的所有权结构产生了巨大的股东监督问题。实际上,小股东行使监督管理权和进行补救措施是否有效还不清楚。然而,随着公司控制市场的日益活跃,对无法使股东价值最大化的经理,外部收购会给他们带来巨大的压力。^①

从私有财产的法律概念来看,股东是企业的所有者,经理是股东的代理人,他们应该按股东的利益行动。然而这个价值的定义并不暗示经理应该忽视其他利益相关者。公司战略如果不能满足客户的需求,将会损害利益相关者的价值,最终损害股东的价值。

股票市场的实证研究表明,股票价值不仅仅是短期收益的函数,从根本上讲,公司的价值是由公司未来现金流量决定的。Rappaport(1983)认为股票价格由收益决定的部分是发生在随后的五年,也就是“长期价值指数”。通过大量公司的样本,Rappaport 发现这个价值指数从 60%变化到 89%。从另一方面来说,大多数股票的价值不是由短期收益决定的。

① Jensen(1986,1989)对这些问题作了更详细的讨论。