

美国MBA金融学系列教材

公司财务

——理论与实务

Corporate Finance

——Theory and Practice

[美] 爱斯华斯·达莫德伦 © 著

Aswath Damodaran

 中国人民大学出版社

 JOHN WILEY & SONS, INC.

美国MBA金融学系列教材

公司财务 ——理论与实务

Corporate Finance
—— *Theory and Practice*

[美] 爱斯华斯·达莫德伦 © 著
Aswath Damodaran

荆霞 © 主译校

曾力伟 宋国华 刘文笑 © 译
巩秀银 谢 宁 邓 霞

NBAC6t/06

 中国人民大学出版社

 JOHN WILEY & SONS, INC.

图书在版编目 (CIP) 数据

公司财务：理论与实务 / [美] 达莫德伦著；荆霞等译.
北京：中国人民大学出版社，2001
美国 MBA 金融学系列教材

ISBN 7-300-03893-X/F·1172

I. 公…

II. ①达…②荆…

III. 公司-财务管理-研究生-教材

IV. F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2001) 第 063600 号

美国 MBA 金融学系列教材

公司财务——理论与实务

[美] 爱斯华斯·达莫德伦 著

荆霞 主译校

曾力伟 宋国华 刘文笑 译
巩秀银 谢宁 邓霞

出版：中国人民大学出版社

JOHN WILEY & SONS, INC.

发行：中国人民大学出版社

(北京中关村大街 31 号 邮编 100080)

邮购部：62515351 门市部：62514148

总编室：62511242 出版部：62511239

E-mail: rendafx@public3.bta.net.cn

经销：新华书店

印刷：北京市鑫鑫印刷厂

开本：787×1092 毫米 1/16 印张：53 插页 1

2001 年 12 月第 1 版 2001 年 12 月第 1 次印刷

字数：1 206 000

定价：79.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

《美国 MBA 金融学系列教材》

编审委员会

学术指导	黄 达	中国人民大学前校长，中国金融学会名誉会长，教授，博士生导师
	陈 共	中国人民大学财政金融学院教授，博士生导师
	王传纶	中国人民大学财政金融学院教授，博士生导师
	周升业	中国人民大学财政金融学院教授，博士生导师
主 编	安体富	中国人民大学财政金融学院院长，教授，博士生导师
副 主 编	(常务)	
	陈雨露	中国人民大学财政金融学院副院长，中国财政金融政策研究中心主任，教授，博士生导师，美国哥伦比亚大学富布赖特基金高级访问学者
副 主 编	吴晓求	中国人民大学财政金融学院副院长，教授，博士生导师，中国人民大学金融与证券研究所所长
	郭庆旺	中国人民大学财政金融学院副院长，教授，博士生导师
特邀委员	王广谦	中央财经大学副校长，教授，博士生导师
	刘锡良	西南财经大学校长助理，教授，博士生导师
	马君潞	南开大学经济学院副院长，教授，博士生导师
	殷孟波	西南财经大学金融学院院长，教授，博士生导师
委 员	(按姓氏笔画为序)	
	刘曼红	中国人民大学财政金融学院教授，中国人民大学风险投资研究所所长，美国康奈尔大学博士，曾任哈佛大学副教授
	任淮秀	中国人民大学财政金融学院教授，美国哥伦比亚大学访问学者
	朱 青	中国人民大学财政金融学院财政系主任，教授，美国纽约大学访问学者
	张洪涛	中国人民大学财政金融学院保险系主任，博士后，教授，美国加州大学访问学者

赵锡军 中国人民大学财政金融学院金融系主任，教授，博士生导师，
加拿大麦吉尔大学、荷兰尼津洛德商学院访问学者

钱 晔 中国人民大学财政金融学院院长助理，教授，博士生导师

谭荣华 中国人民大学财政金融学院教授，博士生导师，中国人民大学
财税与金融电子应用中心主任

总 序

一位获诺贝尔奖的经济学家说过, 21 世纪的人才需求标准是懂得现代科技的金融人才或懂得现代金融的科技人才。

我国加入 WTO, 中国经济与世界经济的合作和交流更加密切, 同时经济全球化的趋势将更加强劲, 资本、人才、技术的流动将进一步加速, 各国之间经济上的竞争也将更为激烈。

金融、法律和会计是中国入世之后最需要高素质国际通用人才的领域。美国是金融业最发达的国家, 华尔街金融区的精英人才大都来自美国著名大学 MBA 金融方向或者最新兴起的 MSF (金融学硕士, The Master of Science in Finance) 项目, 他们有一套成熟的教材和成功的教学方法。

与我国经济迅速发展相联系, 我国现行的 MBA 教育的发展速度很快, 正面临人才需求巨大, 教学对象复杂, 教学层次多, 但教学手段、方法滞后和专业方向单一的严峻挑战。为了适应我国 MBA 金融学方向人才培养大发展的需要, 改变 MBA 金融学教材不适应形势发展的现状, 尽快了解国际规则, 学习发达市场经济国家的成熟做法, 我们组织翻译了这套《美国 MBA 金融学系列教材》。

本套教材的作者, 皆为美国金融学界中最著名的教授, 享有极高的声望。他们的这些教材, 经过美国及世界各地数百所大学的使用, 被证明是经典之作。在中国加入 WTO 的历史时期, 我们把这套教材献给广大读者, 希望为中国 MBA 教育的深入改革与发展做出贡献。

本套教材受到教育部高等学校优秀青年教师教学科研奖励计划项目的支持。

《美国 MBA 金融学系列教材》编审委员会

二〇〇一年十二月

题献词

谨以此书献给米雪儿，她的耐心与支持使本书得以顺利完成；也献给瑞恩、布朗登与肯德。感谢他们给予的帮助。

作者简介

爱斯华斯·达莫德伦在加州大学洛杉矶分校取得了 MBA 学位和博士学位。他的研究领域包括市场有效性检验、信息作用、市场结构特征、证券估值，以及实业投资方面的一些课题。他在《金融与定量分析》期刊、《金融与金融研究评论》期刊上发表过文章，并且出版了两本被广泛使用的关于评估方面的书——《达莫德伦论评估》和《投资评估》——这两本书都是由 John Wiley and Sons 出版公司出版的。

达莫德伦于 1984 年至 1986 年间在加州大学伯克利分校担任访问学者，在该校他获得了 1985 年的 Earl Cheit 杰出教学奖。自 1986 年起他在纽约大学任教，并在该校获得了 1988 年、1991 年和 1992 年的商学院优秀教学奖（由本科部颁发），同时他还是 1990 年全校杰出教学奖最年轻的获得者。1994 年他被《商业周报》评为全美商学院 12 个顶级教授之一。

本书作者前言

公司财务涵盖了公司所做出的与财务有关的每一个决定。因此，几乎公司所做出的每一项举措都对应着公司财务的某个方面的内容，而不论其实际领域如何。公司财务主要回答以下三个基本问题：

1. 公司的稀缺资源应如何分配？（投资决策）
2. 如何为公司的投资筹集资金？具体来说，业主应该使用自己的资金（权益）还是应该借钱（负债）？（筹资决策）
3. 这些投资产生的现金流量，应该有多少返还给所有者，有多少进行再投资？（股利决策）

公司的市值能反映出在上述三个方面做得成功与否。那些将资源分配到“好”项目，按负债与权益的“适当比率”为投资筹资，并将“合适的金额”进行再投资的企业比那些在以上某一方面或全部做得失败的企业市值要高。请注意这里没有任何关于前提的描述，这些前提包括公司规模很大，公司为上市公司以及市场有效。尽管以上特征可以简化公司财务分析，但公司财务的基本原理适用于所有企业——不论小公司还是大公司，不论私人企业还是上市公司，也不论是国内公司还是国外的公司。

要学好公司财务只有一种方法，那就是对公司所发生的实际问题进行分析。因此，我们在本书中选用了两家公司——家庭百货公司和波音公司的案例来说明原理。我们在书中还选择了其他一些公司的案例以说明一些特殊的问题。这些案例并不仅仅是模型后面的附录，它们是解释以至发展模型的不可或缺的部分。

潜在读者群和写作目的

与上面所定义的公司财务相一致，本书适合于广大的读者群。首先也是最主要的，本书既可作为 MBA 学生在公司财务方面的启蒙书，也适合于要求更高的研究生二年级或三年级课程使用。其次，本书对那些想以公司财务作为职业的人很有用，无论他们想在公司、投资银行、还是管理咨询公司任职。同时，那些在其他领域工作的人——例如市场营销、生产或者组织行为——也会发现本书阐述的原理与实务对他们同样有用。最后，本书的某些内容对小业主及创业人增进对自身企业财务方面的了解不无裨益。

现在关于公司财务的书有很多。首先，是“要点释义”之类的书，这类书紧扣问题本身及实践，不会进一步提出引人入胜的问题，也不会给繁杂的问题提供定论。其次是“宏伟蓝图”之类的书，这类书为读者介绍公司财务这门管理艺术的现状，并描绘其发展的趋势。最后是“从业技巧”之类的书，这类书致力于介绍公司财务的工具及技巧，而对背后的理论涉及甚少。我写作本书的目的是想找到一个理论、实践以及案例的最佳结合点，并希望为那些不只局限于应用公司财务，更有志于在这门学科中发展自己理论的人提供指导。

我认为本书的精妙之处就在于将复杂的理论应用于现实的企业，在此过程中我尽量减少即使是不可避免的妥协。同时我也想在两类读者之间维持平衡，这两类读者中的一类醉心于公司财务的细节分析——日常操作的工具及技术，另一类则希望能对公司财务有宏观的把握，即众多的工具与技术应如何协调、操作以及了解普遍适用的原理。

原理安排

本书共分为六个部分。第一部分是对公司财务的简介。其中第 1 章简要阐述什么是公司财务；第 2 章讨论股东财富最大化的目标，这一讨论是现代公司财务理论的基础。其余四章介绍公司财务的基本工具——其中第 3 章介绍现值理论和公式，第 4 章介绍会计原理和财务报表分析，第 5 章和第 6 章介绍度量风险及其回报的模型。

第二部分讨论的是投资决策。在第 7 章我们介绍基本的决策规则——其中一些以会计收入为基础，而另一些则以现金流量为基础——分析它们各自的利与弊。在第 8 章我们介绍如何估计一个项目的现金流量。在第 9 章我们讨论在获得资本途径有限的条件下如何选择项目，以及如何在众多的具有排他性的项目中进行选择。在第 10 章与第 11 章中，我们阐述如何处理投资分析中的不确定性，在第 12 章我们从什么样的项目是好项目以及选定项目后执行的方法等两个方面入手，研究资本预算方法本身。在第 13 章我们介绍一类特殊的投资分析——租赁——考察这类投资分析的特别之处。最后，在第 14 章里，我们通过考察营运资本的投资来研究投资分析中极为重要的一个方面。

第三部分讨论筹资决策。在第 15 章我们同时在私募市场和公开市场的条件下讨论公司筹资而必须做出的选择。在第 16 章，我们通过考察公司如何选择筹资方式以及何时筹资来评价一些从市场效率研究中获得的理论。在第 17 章我们确立了债务使用的最基本的置换关系——税收利益以及债务引起的一些问题，一方面债务可以减少公司破产的风险，另一方面，过多的债务又会使公司丧失筹资灵活性。在本章我们还考察了一些与债务无关的特殊情形。在第 18 章我们介绍了几种实用的方法以确定一个公司的最佳负债率，并讨论了这几种方法的局限性。在第 19 章我们给出了如何为公司正确融资的

大体框架——短期还是长期，固定利率还是浮动利率——视其资产组合而定。

第四部分研究的是应返还多少现金给公司业主以及最好的返还方式。在第20章我们考察最常见的返还现金于股东的方法——现金股利——以及为决定返还的股利金额而必须考虑的因素。在21章我们深入研究了分析公司现金流量的具体框架，并随之分析了应返还股东的适宜金额。最后在22章，我们将讨论拓展到现金以何种方式返还：现金股利，证券回购，还是期权。

第五部分将投资决策、筹资决策和股利决策与公司的市值相联系。第23章介绍了现金流量的折现模型以及相关的估值模型（例如倍数法），以及形成这两种方法不同之处的原因。第24章将讨论拓宽到公司重组对其市值的影响以及许多公司采取的提高市值的策略。第25章讨论的是关于兼并估值的特殊课题，包括控制价值和增效价值。

本书的最后一部分讨论了一系列不同的问题。第26章探讨了另外一些问题，例如货币风险和政治风险，这类风险是伴随海外投资而产生。第27章和28章探讨了期权定价的基本理论以及期权定价模型在公司财务中的应用，包括在投资分析中扩大和推迟项目的期权，及在筹资决策中灵活性的价值。第29章考察公司是否应该和应该怎样管理风险。第30章将公司财务模型的使用推广至小型的和私人的公司。

教学特点

本书的每一章都以一个提纲挈领式的概述开始，描述本章将要研究的议题，然后探讨相关理论，最后分析几个公司的应用案例，这几个公司在全书中被反复使用（家庭百货公司和波音公司，及其他一些公司）。为了加深读者记忆，在本书中重要的概念、原理和等式都被显著标出，并且关键短语都用较新的词汇定义。本书在介绍每个新议题之后，先解释概念，以促使学生们思考实际应用问题，并在进入下一章之前检验他们对概念的理解。每一章都以对该章主要内容的小结作为结束。为了与公司财务只能通过实践才能学好的观点相一致，在每一章后面都附有练习题，内容既包括简单的概念问题，也包括综合的问题。在本书的最后附有奇数号的答案。

补充材料

希望本书中的案例能引导读者将书中理论应用于其他一些公司。如果他们这样做了，则不仅会了解到这些理论的局限性，而且还能学会如何将理论应用于现实社会。为了简化这一过程，本书提供了书中的应用案例中使用的背景材料。读者可以利用这些背景材料分析项目，寻找公司的最佳负债率，估计可返还给股东的现金，以及公司的市值。本书的补充材料包括以下一些有关理论和实践的书籍。

教师参考书（The Instructor's Resource Guide）及其答案，由俄克拉何马城市大学（Oklahoma City University）的约翰·邵（John Shao）提供。书中提供了一些课程进度表的样本、教学重点、资料来源，以及每章结束后所有习题的完整答案。

考试题库（Test Bank）由豪斯崔大学（Hofstra University）的托利·阿达（Troy Adair）和马库伊特大学（Marquette University）的乔治·库特那（George Kutner）著。其中包括超过1 000道的问题。题型有分析题、是非题、选择题和论述题。一套独具特色的电脑题库也以IBM版式出版了，需要的人可以根据自己的所需购置。

同时还有一套全色的幻灯片（Transparency acetates），对其重要的图表都有所描述。

另外，还有一套 Power Point 的讲座材料，其中包括重要的图表和每章全面的纲要；这份资料是由豪斯崔大学的托利·阿达和洛林达·P·阿达（Lorinda P. Adair）提供的。

学生用的学习手册（Study Guide and Problems Manual）由约翰·邵提供。它包括学习指南、每章小结和每章的自测题。

本书作者致谢

在教学过程中，慢慢决定写这本书，我在自己的授课中引用了许多例子，而学生们的回响和反映使我的想法成形。文中及其补充材料中的思想常在不同侧重的授课者中得到检验。其目的在于检验这些想法是否在其他场合也适应，以及弥补重要材料中的空隙。在此，我特别感谢以下的授课者，感谢他们在各有侧重的小组中积极参与。

托利·阿达 (Troy Adair) 豪斯崔大学 (Hofstra University)

查尔斯·考克斯 (Charles Cox) 南部卫理派大学 (Southern Methodist University)

托马斯·埃伊塞 (Thomas Eyssel) 密苏里大学圣路易斯分校 (University of Missouri, St. Louis)

巴布鲁斯·费德瑞克逊 (E. Bruce Fredrikson) 锡拉丘兹大学 (Syracuse University)

乔治·汉伯尔 (George Hempel) 南部卫理派大学 (Southern Methodist University)

肯·南 (Ken Nunn) 康力犹克大学 (University of Connecticut)

阿甲·派特 (Ajay Patel) 威龙森林大学 (Wake Forest University)

塔佼·罗那 (Tavy Ronen) 拉特吉大学 (Rutgers University)

埃默瑞·崔汉 (Emery Trahan) 东北大学 (Northeastern University)

约翰·威利父子出版社 (John Wiley & Sons) 众位同仁的共同努力使得此书得以问世。首先，我要感谢恩特尼·布雷克 (Whitney Blake)，是他鼓励我完成此书；以及拉歇尔·尼尔森 (Rachel Nelson)，本书的编辑，他帮助检查我的语法，并提供了许多好的有价值的建议。我同样想感谢所有的制作编辑和营销人员，是他们使此书最终展现到你们手中。他们是：

詹尼·富瑞诺 (Jeanine Furino) 高级制作编辑
安·瑞茨 (Ann Renzi) 高级设计员
史格蒙德·马里诺维斯基 (Sigmund Malinowski) 插图编辑
温迪·高德那 (Wendy Goldner) 营销副经理
安德鲁·布莱恩 (Andrea Bryant) 副刊编辑
马克·西瑞罗 (Mark Cirillo) 助理制作经理
杰瑞林·卡具多 (Jeri-Lynn Caliendo) 资深编辑助理
普伊·塞托 (Pui Szeto) 项目助理

对于任何一本书的初稿而言,在侧重读者和市场调研的过程中都会产生一些担心,因此,我们雇用了研究生和有关学者在手稿及制作的后期对书中的每一个例子、问题和习题都做了仔细的检查,我感谢俄克拉何马城市大学的约翰·邵和印第安纳大学布鲁明墩分校的凯瑟琳·派崔所做的这项极为有价值的工作。我也感谢约翰·邵和豪斯崔大学的托利·阿达为每章增加了额外的问题和习题。

其他的一些人参与了本书的辅助补充材料的制作工作,约翰·邵(俄克拉何马城市大学)负责了教师参考书(the Instructor's Resource Guide)豪斯崔大学的托利·阿达和马库伊特大学的乔治·库特那设计了题库(Test Bank),约翰·邵编写了学习手册。我再次感谢他们为此所做出的努力。

最后,我想感谢所有评审此书的参与者。他们的评价对于本书的提高与完成至关重要。他们是:

V.T. 阿拉加纳 (V.T. Alaganar) 豪斯崔大学 (Hofstra University)
杰·卓依 (Jay Choi) 淮泼大学 (Temple University)
飞力普·戴夫斯 (Phillip Daves) 田纳西大学 (University of Tennessee)
约翰·埃莉丝 (John Ellis) 科罗拉多州立大学 (Colorado state University)
埃德温·埃尔墩 (Edwin Elton) 纽约大学 (New York University)
托玛斯·埃伊塞 (Thomas Eyssell) 密苏里大学圣路易斯分校 (University of Missouri, St. Louis)
马丁·古伯 (Martin Gruber) 纽约大学 (New York University)
罗尼·卡拉尼亚 (Ronnie Karanjia) 福得汉姆大学 (Fordham University)
乔治·库特那 (George Kutner) 马库伊特大学 (Marquette University)
肯尼斯·马丁 (Kenneth Martin) 艾奥瓦大学 (University of Iowa)
山姆·孟莎 (Sam Mensah) 密歇根大学 (University of Michigan)
米歇尔·蒙哥路 (Michael Muoghalu) 匹兹堡州立大学 (Pittsburg State University)
詹姆斯·西沃得 (James Seward) 达特毛斯学院 (Dartmouth College)
约翰·邵 (John Shao) 俄克拉何马城市大学 (Oklahoma City University)
埃默瑞·崔汉 (Emery Trahan) 东北大学 (Northeastern University)

爱斯华斯·达莫德伦

纽约大学斯登商学院 (Stern School of Business
New York University)

本书译者前言

在过去的 40 年里,公司财务已由简单的对财务状况的描述,演变为对财务理论和实务的系统阐述。当前,公司财务持续快速发展,几乎每天都在发生经济环境的变化以及财务理论及实务的创新。怎样才能应付快速变化的公司财务?答案就在公司财务发展本身,必须探明过去的简单描述并形成理性认识,从而当发生不可避免的变化时,才能在新形势下根据已发生的变化做出正确的决策。

《公司财务——理论与实务》一书系由美国著名财务专家爱斯华斯·达莫德伦编著而成。本书的可贵之处就在于它将公司财务的系统理论与实务有机地结合起来。因为只有具备了系统的、深厚的财务理论才能在具体的财务实务中获得成功,取得最大利益。综观全书,本书具有以下特点:

1. 内容丰富系统

在本书中,作者依据公司财务理论与实务的内在逻辑关系设计了公司财务基础、价值观念、资本结构与股利政策、资本预算、长期筹资、公司管理等相关各篇。既包括持续经营状态下公司财务管理的所有方面,也包括非持续经营状态下如公司破产、改组、清算、兼并、收购等的财务管理问题。

2. 综合研究成果

本书吸收了大量的最新的财务研究成果。例如:米勒-莫迪格利尼的资本成本理论、股利理论和股票价值模型,尤金·F·法马的资本市场效率理论、资本资产定价模型、风险调整贴现率 and 不确定状态下的资本预算;哈里·M·马克维兹的投资组合理论等等。作者在吸收这些研究成果的同时,还赋予了自己的

宝贵的创新观念。

3. 体例设计新颖

目前，美国的商学院或管理学院培养方案正在经历或者已经完成了课程变革。这些变革通常是不同学科素材的整合和合作教学。这种新环境促使我们重新思考并改变公司财务教学方法。

本书在体例的设计上积极探索财务教学改革。各章开篇是本章学习目的，然后是各节内容，每节内容都设有思考题；各章结尾都有小结；各章之后都附有大量的练习题。这种体例设计体现了财务教学的改革与发展趋势，它有助于教师讲授和学生自学，有利于培养学生的理论功底和实务技能。

本书可称为财务管理教科书的典范，可作为高等院校工商管理类企业管理、公司财务、会计、金融等专业硕士研究生的核心财务教材或作为本科生的高级财务教材，也可作为相关职业实务工作人员的参考书。

本书由荆霞组织翻译，参加翻译的有：刘文笑、宋国华、曾力伟、巩秀银、邓霞、谢宁。荆霞、刘文笑、曾力伟、宋国华参加了审校，最后由荆霞通阅全部书稿，统一全书体例和术语。

在本书翻译过程中，我们对有关内容虽几经仔细推敲，各章节几经认真审校，但因译者水平和时间有限，书中恐难免尚存疏漏甚至错误之处，恳请读者批评指正。

译者

2001年11月



目 录

第 1 篇 公司财务介绍

第 1 章	公司财务介绍	3
	什么是公司财务	3
	公司的目标函数	5
	公司财务决策、公司价值和权益价值	5
	公司财务的必要工具	6
	公司财务总流程图	7
	关于公司财务的一些基本主张	8
第 2 章	公司财务目标函数	10
	建立目标函数的必要性	10
	“正确”的目标函数的特征	11
	经典目标函数	12
	现实世界中的一些问题	14
	股东财富最大化，服从于.....	24
	附言——公司财务的局限	31
第 3 章	现值	34
	时间轴和符号	34
	现值的直观基础	35
	现值机制	37

第 4 章	理解财务报表·····	58
	主要财务报表·····	58
	财务比率·····	66
	财务报表分析的其他问题·····	76
第 5 章	风险与收益理论·····	82
	一个好的风险收益模型的构成要素·····	82
	风险收益一般模型·····	83
	风险收益模型的比较分析 ·····	100
	违约风险模型 ·····	101
第 6 章	风险收益模型的应用：折现率估计 ·····	110
	权益成本 ·····	110
	加权平均资本成本 ·····	125
	风险、收益和筹资成本综合分析——波音公司和家庭百货公司 ·····	129

第 2 篇 投资分析

第 7 章	资本预算决策方法 ·····	145
	什么是投资项目 ·····	146
	投资决策的种类 ·····	147
	投资决策的方法 ·····	147
	关于投资决策方法 ·····	148
	决策方法分类 ·····	148
	公司应用哪些方法进行投资分析 ·····	168
第 8 章	估算现金流量 ·····	173
	一个项目中的现金流量构成 ·····	174
	现金流量估算的首要原则 ·····	174
	现金流量应该是税后现金流量 ·····	174
	现金流量应该是增量现金流量 ·····	182
	现金流量的估算应该与实际情况相一致 ·····	198
第 9 章	资本预算中的一些问题 ·····	211
	资本分配 ·····	211
	相互竞争的项目 ·····	217
	其他投资决策方法 ·····	224
	考虑项目之间相互作用的影响 ·····	227
第 10 章	资本预算中的不确定性和风险 ·····	234
	进行不确定性分析的基本方法 ·····	234
	用于风险分析的概率分析方法 ·····	235
	敏感性分析 ·····	235