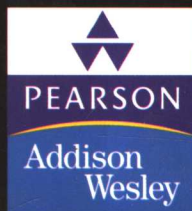


新世纪高校**金融学**教材译丛



金融理论 与公司政策 (第四版)

Financial Theory and Corporate Policy
(4th Edition)

托马斯·E. 科普兰
(Thomas E. Copeland)

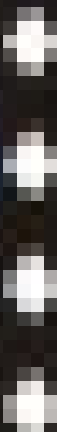
[美] J. 弗雷德·温斯顿
(J. Fred Weston) 著

库尔迪普·萨斯特里
(Kuldeep Shastri)

柳永明 温 婷 田正炜 译
李良松 校

 上海财经大学出版社





金融理论 与公司政策

第1版

-
-
-
-
-
-

金融理论
与公司政策

第1版

清华大学出版社



新世纪高校金融学教材译丛

金融理论与公司政策


(第四版)

托马斯·E. 科普兰
(Thomas E. Copeland)

[美] J. 弗雷德·温斯顿 著
(J. Fred Weston)

库尔迪普·萨斯特里
(Kuldeep Shastri)

柳永明、温婷、田正炜 译
李良松 校

 上海财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

金融理论与公司政策:第4版/(美)科普兰(Copeland, T. E.), (美)温斯顿(Weston, J. F.), (美)萨斯特里(Shastri, K.)著;柳永明,温婷,田正炜译;李良松校.上海:上海财经大学出版社,2007.6

(新世纪高校金融学教材译丛)

书名原文:Financial Theory and Corporate Policy, 4th Edition

ISBN 978-7-81098-856-8/F·802

I. 金… II. ①科…②温…③萨…④柳…⑤温…⑥田…⑦李…
III. 公司-金融-高等学校-教材 IV. F276.6

中国版本图书馆CIP数据核字(2007)第004203号

- 策 划 袁 敏
- 责任编辑 吴晓群
- 封面设计 周卫民

JINRONG LILUN YU GONGSI ZHENGCE
金融理论与公司政策
(第四版)

托马斯·E. 科普兰
(Thomas E. Copeland)

[美] J. 弗雷德·温斯顿 著
(J. Fred Weston)

库尔迪普·萨斯特里
(Kuldeep Shastri)

柳永明、温婷、田正炜 译
李良松 校

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

上海译文印刷厂印刷

上海望新印刷厂装订

2007年7月第1版 2007年7月第1次印刷

787mm×960mm 1/16 58印张 1234千字

印数:0 001—4 000 定价:98.00元

前 言

《金融理论与公司政策》的第三版距今已经有十余年了。这些年来,从各种渠道得到的反馈都证实了我们最初的判断,人们需要《金融理论和公司政策》这样一本书。针对这种良好的反响和对新版的要求,经过长期的准备之后,我们邀请到了库尔迪普·萨斯特里(Kuldeep Shastri)作为第三位作者,对第三版进行了修订。库尔迪普担任匹茨堡大学卡茨研究生院的罗格(Roger S. Ahlbrandt, Sr.)讲席教授,他是一位国际知名的学者,也是一位备受爱戴的教师,他使得第四版的覆盖面更加广泛,并且完善了数理方面的内容。

在第四版中,我们的初衷同前面各版一样,希望本书成为理解公司金融方面理论文献的一座桥梁。对于研究生来说,该书提供了一个关于公司金融知识的概念性框架,使他们了解公司金融理论试图揭示什么,以及这些理论是如何相互融合的。对于MBA学生来说,这本书将使他们对财务管理的目标有更深入的体验。我们的目标是作为实践决策者的MBA学生今后的职业发展提供一个有力的工具。为此,我们通过本书,让MBA学生能更好地理解过去、现在和未来的重要文献。这能帮助财务管理者在实践中跟上最新公司金融理论的发展步伐,更为重要的是,这些公司金融理论在一定程度上能影响到财务主管进行财务决策的思考过程。

与以往的版本一样,我们着力于清晰而简洁地介绍最重要的公司金融理论概念。同时,我们特别关注那些可以得到检验的命题,以及那些对公司金融理论的重要内容进行了复杂的实证检验的文献。此外,我们还尤其强调实际运用部分,使读者更好地了解公司金融理论的性质和作用。

目的和结构

近四十五年来,应用微观经济学的一个分支不断发展,最终分离出来,形成了所谓的现代公司金融理论。现代公司金融理论和应用微观经济学的历史分界点大致形成于1958年,当时,马科维茨和托宾研究投资组合选择理论,莫迪格利安尼和米勒则研究资本结构和公司价值。在1958年之前,公司金融学基本上是一个对于现实的描述,而此后,重大的理论突破将这一领域改造成一

门规范的科学。对此,我们只要来看看商学院教师的类型就可验证所发生的变化。50年前,商学院教师主要来自商界和政界。他们是其所在领域内受人尊敬和经验丰富的权威。如今,公司金融学教师主要是传统意义上的学者。他们大部分人除了进行咨询外,一般都没有商业经验。他们的兴趣和所接受的训练是发展理论以解释经济行为,然后借助统计学和计量经济学工具来检验这些理论。轶事证据和个人从商经验已经被现代公司金融理论的逻辑分析法所取代。

公司金融理论的快速变化对管理学教育产生了深远的影响。通常,最好的学生(和最好的管理者)具有非凡的直觉、创新意识、判断力、广博的见识、优秀的读写能力以及与他人友好合作的能力。但是,那些最有竞争力的学生和管理者还应接受在管理学中运用定量分析技巧的专门性的强化培训。现代公司金融理论十分强调这些技能。这本书就是针对这种需要而撰写的。

现代公司金融理论的基础由六个最为基本而且内在一致的理论所组成,它们分别是:(1)效用理论;(2)状态偏好理论;(3)均值一方差资产组合理论;(4)资本资产定价理论与套利定价理论;(5)期权定价理论;(6)MM定理。本书第三章到第六章以及第十五章对它们逐一进行了讨论。这些理论的核心主题都是“个人和团体是如何通过以风险资产价值评估为基础的价格机制对稀缺资源进行配置的”。效用理论为存在风险的情况下进行理性决策建立了一个理论基础。它重点强调的问题是“人们如何做选择”。而选择的目标将在状态偏好理论、均值一方差投资组合理论、资本资产定价理论、套利定价理论和期权定价理论中加以阐述。一旦把如何进行选择的理论和选择的目标相结合,我们就可以解决风险选择的价值评估问题了。如果使用得当,资产价格将会为“经济生活中资源如何有效配置”传递十分有用的信息。最后,我们也分析了MM定理所提出的问题:“融资方式是否能够对资产价值,尤其是公司价值产生一定程度的影响?”对这一问题的回答将对公司选择适当的资本结构(债务—股权组合)和股利政策造成重要影响。

我们应当牢记,实证科学的作用在于对理论加以发展,使理论对那些观测到的现象能提供有效而合理的预测。其中,理论的假设与经验的证据是否相一致应该首先得到检验。接下来就要看根据理论推断出来的新结论能否被观察到,这些新现象可能还未曾引起人们的注意,然后用新增的经验证据对这些推断出来的结论比照进行检验。作为金融学的学生,我们不仅要理解理论,还要运用实践证据去检验这些假设的有效性。因此,上述所有的工作都是为了总结与公司金融理论有关的经验证据。我们将在第六章讨论有关资本资产定价模型和套利定价理论的经验证据。第七章讨论各种期权定价

模型的表现。本版新增的第九章,研究了实物期权的理论及其应用,这一理论正在日益发展,已取代净现值法成为一种新的决策工具。第十章和第十一章为有效市场假说的理论和证据。第十二章包括代理成本和信号理论。第十五章回顾了资本结构方面的证据。第十六章介绍股利政策理论和实证。第十八章已经由兼并和收购转变为兼并和资产出售,以反映为了创造价值,公司的规模既可以缩小也可以扩大的现实。第十九章介绍国际金融管理的内容。

最后,作为理论和实证的补充,本书时常会结合实际来研讨如何将这些理论运用到现实生活中去解决困难而复杂的问题。针对这一目的,第十二章涉及资本预算问题。第十三章研究财务总监的职能和绩效评估。第十四章研究公司价值评估和税收政策。第十七章涉及财务总监们感兴趣的一些话题,如养老基金管理、利率互换、风险管理和杠杆收购。综观全书,我们尽可能尝试举出各种实例来解释如何运用这些理论。此外,我们还向读者揭示了如何估计其自身的效用函数、如何计算投资组合的均值和方差、如何采用交叉套利来降低股权收益的方差、如何对看涨期权进行定价、如何确定兼并和收购的条件以及运用国际间汇率关系等。

总之,我们相信,任何一个合理的公司金融理论的形成,不仅需要完整地表述理论概念,而且需要用实证来验证此理论是否可以接受或是应当拒绝。最后,还需要更多的实例让实践者能够将经过检验的理论加以运用。

第四版的变动说明

在这本书的第一篇即前12章,我们试图囊括当前主流的金融理论。因此,在第二版中,我们把期权定价部分放在第八章(当时是这样处理的)。在第四版中,我们决定重写关于远期合约和期货市场的内容,从而形成了全新的第八章。它不仅包括传统意义上的商品期货和金融期货的定价,还包括一些新的内容,譬如,为什么会存在期货市场,为什么有些市场对期货价格有所限制,而另一些市场则没有价格限制,以及关于正常延期交割费和延期利息的实证分析。此外我们还加入了几章新的内容。第九章是关于实物期权的理论部分以及同样重要的运用部分。这一章包括了尽可能多的素材,我们希望能填补大多数金融课本在实物期权内容上的空白。第十二章介绍了代理理论和信号传递理论的完整发展过程。这两部分使得本书的内容跟上了最新的发展潮流。

在投资组合理论部分,我们增加了怎样运用政府债券期货合约来进行交叉套利的内容。在第六章,我们对资本资产定价模型和套利定价模型等内容

的相关文献做了更新。第七章补充了一些期权定价的新证据。第十五章有关资本结构的内容和第十六章关于股利政策内容也已进行全面修改,以反映这些迅速变化领域的最新研究成果。

第十三章和第十四章是全新的内容。第十三章定义了首席财务官(CFO)这一职位,并研究了相关绩效评估和激励设计。第十四章详细说明了如何用贴现现金流方法对一个公司进行估价,并研究了税收政策。

第十八章包括兼并、收购、减资、重组、财务控制,这些内容涵盖了最近刚刚萌芽的一些理论。同样,第十九章反映了国际金融管理方面的最新理论。第二十章展望了金融研究的未来,教师、正在探讨相关课题的研究生及考虑论文题目的 MBA 学生对这部分内容应该比较感兴趣。

我们还在其他许多的地方进行了小幅度的改动。总之,我们希望在书中能反映目前所有重要金融理论文献的最新成果,包括公开发表的文章和工作论文。我们的目标是让这本书尽可能触及金融理论文献的前沿。

课堂安排的建议

我们建议将此书作为 MBA 学生第二门金融学课程和研究生的第一门金融学课程的专用教材。在加州洛杉矶大学(UCLA)里使用本书的过程中,我们发现,让金融学专业的学生在学习更高层次课程之前,先要求其学习金融理论课程,可以在很大程度上避免今后高级课程的过于冗长。例如,在学习投资组合理论课程之前,先学习金融理论,就可以避免今后在学习投资组合理论时花费许多时间补习基本知识。这样,在许多课程中,只需要对基本理论做一个简单的回顾,就可以将大部分时间直接用于讨论该课程目前最新的发展和运用。

金融理论已经发展成一个极具内聚性的知识体系,它构成了以前几乎所有被认为相互独立的各种金融论题的理论基础。这本书所阐述的金融理论为以下课程提供了预备知识:证券分析、投资组合理论、货币和资本市场、商业银行学、投机市场、投资银行、国际金融、保险学、公司金融案例教程和金融的定量分析。金融理论能够并且已经被广泛地运用于这些课程中。因此,加州洛杉矶大学规定本书所列的金融理论作为所有上述课程的预备知识。

为帮助大家更有效地使用这本教材,我们提供了一些基础性知识,包括代数 and 初等微积分学;理财基本技巧,如折扣、现金流量的运用、损益表和资产负债表的编制;初等统计学以及中级微观经济学等课程。

致谢

在本书四个版本的撰写中,我们得到了许多人的大力帮助。从 Eugene Fama 和 Herb Johnson 提供的富有深刻见解的修正、澄清以及其他建议中,我们获益匪浅。Nai-fu Chen 和 Ronald Bibb 分别撰写了附录 B 和附录 D。Ron Masulis 重新撰写了第四章。Paul Alapat 和 Juan Siu 为第十八章和第十九章做了许多工作。

对第四版提供评论和建议的学者包括: Dwight C. Anderson、Eric Bentzen、Alexander W. Butler、Charles Q. Cao、Mukesh K. Chaudhry、James Conover、Craig G. Dunbar、Andre Farber、Paolo Fulghieri、Satyananda J. Gabriel、Lawrence R. Glosten、Aditya Goenka、Bing Han、Mark Holder、Michael S. Long、Antonio S. Mello、Nandu Nagarajan、Thomas H. Noe、Arun J. Prakash、Thomas Renstrom、Gary Sanger、Jay Shanken、Laura Starks、John Teall、Christian Weber、Yangru Wu、Yihong Xia。

我们也要感谢以下人士对以前各个版本的撰写所做出的帮助,他们分别是: Ed Altman、Enrique Arzac、Dan Asquith、Warren Bailey、Gerry Bierwag、Diran Bodenhorn、Jim Brandon、Michael Brennan、William Carleton、Don Chance、Nai-fu Chen、Don Chew、Kwang S. Chung、Halimah Clark、Peter Clark、S. Kerry Cooper、Larry Dann、Harry、Linda E. Deangelo、Dirk Davidson、David Eiteman、Chapman Findlay、Kenneth French、Dan Galai、Robert Geske、Mark Grinblatt、C. W. Haley、Ronald Hanoian、Iraj Heravi、David Hirschleifer、Tom Ho、Chi-Cheng Hsia、William C. Hunter、Ashok Korwar、Clement Krouse、Steven Lippman、Stephen Magee、Dubos Masson、Bill Margrabe、Charles Martin、Ronald Masulis、David Mayers、Guy Mercier、Edward Miller、Merton Miller、Timothy J. Nantell、Ron Necochea、Jorgen Nielson、R. Richardson Petit、Richard Pettway、Richard Roll、Shigeki Sakakibara、Eduardo Schwartz、Jim Scott、Jandhyala Sharma、Kilman Shin、Ron Shrieves、Keith Smith、Dennis Soter、Joel Stern、Sherdant Titman、Brett Trueman、Jim Wansley、Marty Weingartner、Richard West、Randy Westerfield、Robert Whaley、Stuart Wood、Bill Ziemba。

我们要感谢 Betsy Seybolt 对第四版的准备工作所提供的大量帮助以及 Susan Hoag 和 Marilyn McElroy 对以前各版所提供的帮助。同时,我们也要感谢 Addison Wesley 出版公司的 Donna Battsta、Meredith Gertz 和他们的助手以及 Windfall 软件公司的 Paul Anagnostopoulos。

毫无疑问,此书的定稿可能存在印刷上的瑕疵,也可能由于观念不同或者

概念上的歧义而产生一些错误。我们欢迎广大读者及时向我们提出建议、评论、批评和修改意见。

托马斯·E. 科普兰(Thomas E. Copeland)

J. 弗雷德·温斯顿(J. Fred Weston)

库尔迪普·萨斯特里(Kuldeep Shastri)

致 谢

我们每个人的生命中都有一些特别的人需要在本书中答谢。弗雷德希望感谢他的爱妻伯娜丁。库尔迪普感谢他的妻子卡伦和儿子乔伊对他的支持,并将此书献给他的父亲 N. V. 萨斯特里。托马斯感谢他美丽能干的妻子麦吉以及儿子提姆和马克,并将此书献给他的母亲艾琳。我们都愿意将此书献给那些使我们获益良多的学者,包括弗兰克·莫迪利安尼、默顿·米勒、雅可布·马夏克、肯尼斯·阿罗、格拉德·德布鲁、杰克·海西莱弗、比尔·夏普、简·默森、约翰·林特纳、杰克·特雷诺、费希尔·布莱克、梅隆·舒尔斯、鲍勃·默顿、杰尼·法玛、斯蒂夫·罗斯、理查德·罗尔、约翰·考克斯、马克·鲁宾斯坦、乔纳森·英格索、海尼·莱兰德、迈克尔·布雷南、马克·杰森、斯图亚特·梅耶斯、马蒂·格鲁伯、奈德·艾尔滕、汉斯·斯托尔、塞迪·格罗斯曼、艾迪多·施瓦茨。对我们无法一一提及的同事和朋友,我们深表歉意。

Simplified Chinese edition copyright 2007 by PEARSON EDUCATION ASIA LIMITED
and SHANGHAI UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS PRESS

Financial Theory and Corporate Policy, 4th Edition, ISBN: 0321127218.
by Thomas E. Copeland, J. Fred Weston, Kuldeep Shastri, Copyright 2005

All Rights Reserved.

Published by arrangement with the original publisher, Pearson Education, Inc., publishing as Pearson Addison Wesley.

The edition is authorized for sale only in the People's Republic of China (excluding the Special Administrative Region of Hong Kong, Macau and Taiwan).

本书封面贴有 Pearson Education (培生教育出版集团) 激光防伪标签, 无标签者不得销售。
上海市版权局著作权合同登记号: 图字 09-2004-648 号。

目 录

前言/1

致谢/1

第一篇 金融理论

1 导言:资本市场、消费和投资/3

- 1.1 引言/3
- 1.2 无资本市场时的消费和投资/4
- 1.3 存在资本市场时的消费和投资/7
- 1.4 市场和交易成本/10
- 1.5 交易成本和分离失效/11

小结/11

习题集/12

参考文献/12

2 在确定情况下的投资决策/13

- 2.1 引言/13
- 2.2 费雪分离原则:投资决策与个人效用偏好的分离/14
- 2.3 代理问题:管理者是否获得了恰当的激励以实现股东财富的最大化/15
- 2.4 股东财富最大化/16
- 2.5 资本预算方法/19
- 2.6 净现值法与内部收益率法的比较/24
- 2.7 用作资本预算的现金流/29
- 2.8 放松假设/34

小结/34

习题集/35

参考文献/37

3 选择理论:不确定情况下的效用理论/39

3.1 在不确定情况下进行选择的五条公理/40

3.2 导出效用函数/42

3.3 风险厌恶的定义/45

3.4 比较风险厌恶程度/50

3.5 随机占优/52

3.6 用均值和方差作为选择标准/55

3.7 均值—方差悖论/58

3.8 近期的研究和经验证据/60

小结/61

习题集/62

参考文献/65

4 状态偏好理论/67

4.1 不确定性和未来的若干状态/68

4.2 纯证券的定义/69

4.3 完全的资本市场/69

4.4 纯证券价格的由来/70

4.5 无套利条件/72

4.6 决定证券价格的经济因素/73

4.7 最优投资组合决策/76

4.8 含两个风险资产(没有无风险资产)的有效集/78

4.9 公司价值评估、费雪分离原则和最优投资决策/80

小结/83

习题集/83

参考文献/85

附录 4A 构造纯证券投资组合/88

附录 4B 或有要求权价格在资本预算中的应用/89

5 目标选择:均值—方差资产组合理论/93

5.1 衡量单个资产的风险和收益/94

- 5.2 衡量资产组合的风险和收益/100
- 5.3 两个风险资产的有效集(且不存在无风险资产)/111
- 5.4 一个风险资产与一个无风险资产的有效集/115
- 5.5 多个资产的最优投资组合决策/116
- 5.6 投资组合的分散化与单个资产的风险/125
- 小结/129
 - 习题集/129
 - 参考文献/132

6 市场均衡:资本资产定价模型和套利定价模型/133

- 6.1 引言/133
- 6.2 市场组合的有效性/134
- 6.3 推导 CAPM/135
- 6.4 CAPM 的性质/137
- 6.5 用 CAPM 来估值:不确定情况下的单期模型/141
- 6.6 CAPM 在公司政策中的运用/142
- 6.7 CAPM 的扩展/143
- 6.8 CAPM 的经验检验/148
- 6.9 市场风险溢价/155
- 6.10 经验市场线/157
- 6.11 业绩衡量问题:Roll 的批评/158
- 6.12 套利定价理论/159
- 6.13 对套利定价理论的经验检验/168
- 小结/170
 - 习题集/171
 - 参考文献/175

7 或有权益定价:期权定价理论及其证据/182

- 7.1 引言/182
- 7.2 影响欧式期权定价的因素/183
- 7.3 期权组合的图解/187
- 7.4 股权作为看涨期权/189
- 7.5 看涨一看跌平价/191
- 7.6 制约看涨期权价值的几个占优定理/192

- 7.7 期权定价公式的推导——二项式方法/199
- 7.8 对不派发股利的股票看涨期权的定价/210
- 7.9 美式看跌期权的定价/217
- 7.10 期权定价模型的推广/219
- 7.11 期权定价模型的经验证据/223
- 小结/229
 - 习题集/230
 - 参考文献/232
- 附录 7A Black-Scholes 期权定价模型的两​​种推导方法/237

- 8 利率期限结构、远期合约和期货/239**
 - 8.1 利率期限结构/239
 - 8.2 期限结构模型/244
 - 8.3 远期合约和期货合约/251
 - 8.4 期货市场理论和期货合约定价理论/260
 - 8.5 经验证据/269
 - 8.6 合成期货和期货期权/272
 - 小结/274
 - 习题集/275
 - 参考文献/277

- 9 不确定条件下的跨期资本预算：实物期权分析/284**
 - 9.1 引言/284
 - 9.2 净现值分析法、决策树以及实物期权的比较/285
 - 9.3 实物期权定价的三个关键假设/292
 - 9.4 对派息资产的实物期权的估价/295
 - 9.5 实物期权的类型/298
 - 9.6 简单实物期权组合的估价/299
 - 9.7 复式期权估价/302
 - 9.8 转换期权/307
 - 9.9 投资项目估值的实例/312
 - 9.10 经验证据/317
 - 小结/319
 - 习题集/319

参考文献/321

10 有效资本市场:理论/326

- 10.1 资本市场效率的定义/326
- 10.2 信息价值的规范定义/328
- 10.3 信息价值与有效资本市场的关系/331
- 10.4 理性预期和市场效率 332/
- 10.5 有信息成本的市场效率/336
- 10.6 风险调整后的统计检验/339
- 10.7 资本市场效率与 CAPM 的联合假设/342

小结/344

习题集/345

参考文献/346

11 有效资本市场:证据/349

- 11.1 残差分析的经验模型/349
- 11.2 相关信息(收益与现金流)/350
- 11.3 调整速度/354
- 11.4 拒绝强式有效/360
- 11.5 经验研究的通病/361
- 11.6 半强式异象:长期/362
- 11.7 半强式异象:短期/370
- 11.8 横截面难题/375

小结/377

习题集/378

参考文献/380

12 信息不对称和代理理论/388

- 12.1 信息不对称/388
- 12.2 代理理论/410
- 12.3 代理理论和公司金融/420

小结/429

习题集/429

参考文献/430