

CORPORATE FINANCE

11th Edition

公司理财

羅斯

(原书第11版)

斯蒂芬 A. 罗斯 (Stephen A. Ross)
MIT斯隆管理学院

伦道夫 W. 威斯特菲尔德 (Randolph W. Westerfield)
南加利福尼亚大学

[美]

杰弗利 F. 杰富 (Jeffrey F. Jaffe)
宾夕法尼亚大学

布拉德福德 D. 乔丹 (Bradford D. Jordan)
肯塔基大学

著

吴世农 沈艺峰 王志强 等译

机械工业出版社
China Machine Press



CORPORATE FINANCE

11th Edition

公司理财

(原书第11版)

斯蒂芬 A. 罗斯 (Stephen A. Ross)
MIT 斯隆管理学院

伦道夫 W. 威斯特菲尔德 (Randolph W. Westerfield)
南加利福尼亚大学

杰弗里 F. 杰富 (Jeffrey F. Jaffe)
宾夕法尼亚大学

布拉德福德 D. 乔丹 (Bradford D. Jordan)
肯塔基大学

著

吴世农 沈艺峰 王志强 等译

[美]



机械工业出版社
China Machine Press

图书在版编目 (CIP) 数据

公司理财 (原书第 11 版) / (美) 斯蒂芬 A. 罗斯等著; 吴世农等译. —北京: 机械工业出版社, 2017.7
(华章教材经典译丛)

书名原文: Corporate Finance

ISBN 978-7-111-57415-6

I. 公… II. ①斯… ②吴… III. 公司 - 财务管理 - 教材 IV. F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 152155 号

本书版权登记号: 图字: 01-2017-0893

Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield, Jeffrey F. Jaffe, Bradford D. Jordan. Corporate Finance, 11th Edition.

ISBN: 0-07-786175-2

Copyright © 2016 by McGraw-Hill Education.

All Rights reserved. No part of this publication may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic or mechanical, including without limitation photocopying, recording, taping, or any database, information or retrieval system, without the prior written permission of the publisher.

This authorized Chinese translation edition is jointly published by McGraw-Hill Education and China Machine Press. This edition is authorized for sale in the People's Republic of China only, excluding Hong Kong, Macao SAR and Taiwan.

Copyright © 2017 by McGraw-Hill Education and China Machine Press.

版权所有。未经出版人事先书面许可, 对本出版物的任何部分不得以任何方式或途径复制或传播, 包括但不限于复印、录制、录音, 或通过任何数据库、信息或可检索的系统。

本授权中文简体字翻译版由麦格劳 - 希尔 (亚洲) 教育出版公司和机械工业出版社合作出版。此版本经授权仅限在中华人民共和国境内 (不包括香港、澳门特别行政区及台湾地区) 销售。

版权 © 2017 由麦格劳 - 希尔 (亚洲) 教育出版公司与机械工业出版社所有。

本书封面贴有 McGraw-Hill Education 公司防伪标签, 无标签者不得销售。

本书是一本风靡全球的公司理财学教科书。它以独特的视角、完整而有力的概念重新构建了公司理财学的基本框架。全书围绕以 NPV 分析为主干的价值评估这条主线, 紧密结合理财实践的需要, 精选了公司理财的基本概念与观念、财务报表与长期财务计划、未来现金流量估价、资本预算、风险与报酬、资本成本与长期财务政策、短期财务计划与管理、国际公司理财等方面的核心内容。作者以平实的语言, 配以丰富的案例、举例, 系统、扼要、有效地传达了公司理财的基本观念、基本方法和实务技能。

本书既适合作为商学院 MBA、财务管理和金融管理本科生、研究生的教科书, 又适合作为财务和投资专业人士、大学相关教师和研究人员必读名著或参考书。

出版发行: 机械工业出版社 (北京市西城区百万庄大街 22 号 邮政编码: 100037)

责任编辑: 黄姗姗

责任校对: 殷虹

印刷: 北京诚信伟业印刷有限公司

版次: 2017 年 7 月第 1 版第 1 次印刷

开本: 214mm × 275mm 1/16

印张: 41

书号: ISBN 978-7-111-57415-6

定价: 119.00 元

凡购本书, 如有缺页、倒页、脱页, 由本社发行部调换

客服热线: (010) 88379210 88361066

投稿热线: (010) 88379007

购书热线: (010) 68326294 88379649 68995259

读者信箱: hzjg@hzbook.com

版权所有·侵权必究

封底无防伪标均为盗版

本书法律顾问: 北京大成律师事务所 韩光 / 邹晓东

纪念罗斯教授

2017年3月3日，斯蒂芬 A. 罗斯教授 (Stephen Ross) 因心脏病突发在美国康涅狄格州的家中去世，享年 73 岁。罗斯教授是全球最富影响力的财务学家之一，他创立了著名的套利定价理论 (arbitrage pricing theory, 简称 APT)，1988 年曾任美国财务学会主席。同时，罗斯教授还是 Roll-Ross 教授资产管理公司的两位主席之一，该公司在全球管理着约 30 亿美元的资产，可谓是理论与实践相结合的典范。财务学界学而优则实操也大有人在，比如同样也是财务学界大学者的罗伯特·默顿 (Robert Merton) 和迈伦·斯科尔斯 (Myron Scholes)，他们的学问做到可以获得诺贝尔经济学奖，但其所成立的长期资本管理公司 (LTCM) 虽也辉煌一时，成为全球首屈一指的对冲基金，却在 4 年不到的时间内就轰然倒闭。不过，财务学界，以 73 岁即辞世似乎也属于“英年早逝”，比罗斯教授早 10 天过世的肯尼斯·阿罗 (Kenneth Arrow) 可是活了 95 岁之高龄，美国财务学会主席死时最年轻的当数费雪·布莱克 (Fischer Black)，这位没学过财务学的财务学家去世时年仅 57 岁，他死于喉癌。另一位是哈佛商学院和哈佛法学院双聘的高人约翰·林特纳 (John Lintner)，他去世的时候是 67 岁，因心脏病突发引发车祸而死的。

罗斯教授对财务学的第一个贡献就是提出了套利定价理论。美国财务学会在关于罗斯教授死讯的公告“不幸的消息——斯蒂芬·罗斯教授去世了”里特别提到：“斯蒂芬对财务学所做出的原创性的贡献包括提出套利定价理论、衍生品定价和代理理论”。记得以前译者读伯恩斯坦写的《资本的理念》一书，伯恩斯坦写过：“套利定价理论于 1976 年由一位哈佛大学毕业的博士斯蒂芬·罗斯教授所创立，当时他还只是宾夕法尼亚大学一位年轻的教授，而现在他已经是耶鲁大学 Sterling 讲席教授。尽管关于该理论应用性的若干检验尚未有定论。罗斯教授与加州大学洛杉矶分校的理查德·罗尔 (Richard Roll, 尤金·法玛 (Eugene Fama) 在芝加哥的弟子) 利用这套理论成功地管理了数十亿美元的客户资金。”那么，这个所谓的套利定价理论在财务学上有什么意义呢？简单地来说，它成功地对诺贝尔经济学奖的一项获奖成果提出了挑战。那项成果就是威廉·夏普 (William Sharpe) 在哈里·马科维茨 (Harry Markowitz) 组合理论的基础上所提出的资本资产定价模型 (capital asset pricing model, 简称 CAPM)，提出的时间是 1964 年，获得诺贝尔经济学奖的时间是 1990 年。什么是 CAPM 呢？用它的发明者夏普在他自己所写的《投资学》里的定义是：“(CAPM) 是资产定价的一个均衡模型。该模型表明一只证券的预期收益是其对市场组合收益变动敏感性的正相关线性函数关系。”说得更简单一点，在 CAPM 看来，影响一只证券预期收益的因素只有一个，就是该证券对市场组合收益变动的敏感度，也就是所谓的贝塔系数。这就是为什么 CAPM 通常也被称为单一因子模型 (single factor model)。不过后来有个芝加哥大学毕业的博士写了一篇文章，题目是“资产定价理论检验的批判性分析”，这个人就是理查德·罗尔，后来也当过美国财务学会主席。在这篇文章里，罗尔批评说，现实生活中实际上根本找不到 CAPM 中“能够得到确认的”市场组合，纵然我们能选择到一个接近的市场组合替代物，也可能只是巧合。显然，如果找不到市场组合，CAPM 就无法成立。因此，罗斯教授所提出的套利定价理论就是为了解决这个问题。按照夏普的总结，套利定价理论，“是资产定价的一个均衡模型。该模型表明一只证券的预期收益是其对各类共同因子的敏感性的正相关线性函数关

系”。简单而言，在 APT 看来，影响一只证券预期收益的因素有很多个，所以套利定价理论也经常被称为多因子模型。应该说，从理论上来说，APT 更为合理地解释了证券的预期收益。所以一经提出，即被写入各类财务学教材，成为财务学标准内容之一。记得萨缪尔森曾经说过，一种思想、一个人的名字，如果有机会写进教科书，则不管他的观点是否正确，他是否杰出，都很容易成为不朽。不过，相比起 CAPM，APT 也有其不足，那就是它本身没有说明资本资产定价究竟需要几个因子？如果没法说清有几个因子，APT 本身是没办法得到实证检验的。在这方面，学术界做了很多努力，得到很多结论，有的说 2~3 个因子，有的说 4~6 个因子，最多的说有 9 个。1980 年，罗尔和罗斯教授两人写了一篇题为“APT 的实证检验”的论文，在文中他们认为，如果宽泛一点来说，资产定价需要“至少 3 个或许 4 个”因子，如果精确一点来说，相关因子不会超过 3 个。因此，无论是法玛和弗伦奇（French）在 20 世纪 90 年代末提出的三因子模型，还是他们最近提出的五因子模型，其实都没有超出罗斯教授的视野。不过，究竟最后需要几个因子，这个谜随着罗斯教授的去世恐将无解了。

罗斯教授对财务学的第二个贡献是在用代理理论解释企业资本结构问题上。以前 MM 定理始终是资本结构领域的传统主流理论。后来很多学者对其提出挑战，其中包括詹森（Jensen）和麦克林（Meckling）的委托代理理论、梅耶斯（Myers）的信息不对称理论以及利兰（Leland）和派尔（Pyle）的信号理论。而 1977 年，罗斯教授在《贝尔经济学刊》发表的“财务结构的决定：激励和信号方法”里，另辟蹊径，提出一个新的解释模型，该模型后来成为资本结构理论里非常重要的一个模型，后来也被称为“罗斯教授模型”。虽然罗斯教授本人对早先的这个模型并不满意，在隔年的《财务学刊》中又发表了“财务激励信号模型、活动选择和风险偏好”一文予以修正。但这些显然没有成功，因为后来学术界大部分文献引用的基本上还是罗斯教授先前的模型。在这个模型里，罗斯教授提出，如果企业财务的目标是企业价值最大化，而市场定价过程是完整无缺的，那么，假设市场由两个企业 A 和 B 组成，A 企业价值高于 B 企业价值，在一个无不确定因素的世界里，投资者显然可以区分出 A 好于 B。但若是在信息不对称的情况下，所有企业都有可能被看成 A 企业，投资者将无法进行甄别。罗斯教授把其中的原因归咎于 MM 定理：“因为它是直接从企业价值不受融资形式所影响的 MM 定理中演化出来的。”本来按照信号理论，A 企业可能会试图向市场传递出某种信号，表明它与 B 企业在价值上的差别。不过，罗斯教授指出，由于存在道德公害等问题，B 企业也会仿效 A 企业向市场传递相同的信号，从而让 A 企业的企图劳而无功。因此，罗斯教授指出，简单的信号模型并不能够说明问题，唯一能够让 A 企业价值和 B 企业价值区分开来的方法就是再深入考虑管理者的激励机制。根据罗斯教授的观点，管理者也是内幕人，管理者的决策与他们的报酬有着直接的联系。罗斯教授将这种联系称为激励方案。激励方案是事先确定的，且为市场投资者所知晓。如果按照斯宾塞（Spence）的信号均衡理论，把企业负债水平当作划分 A 企业或 B 企业的信号，那么，传递错误信号的企业将因破产而受到惩罚，所以，B 企业也就没有传递错误信号、冒充 A 企业的动机了。应该说，罗斯教授的“激励—信号”模型更符合现实情况。

罗斯教授对财务学的第三个贡献，笔者认为也是最重要的贡献就在于他所撰写的《公司理财》教科书。美国财务学会主席很多都写过教科书，比如范霍恩（Van Horne）的《财务管理与政策》、米勒和法玛的《财务理论》、李真伯格（Litzenberger）的《财务经济学理论》、默顿（Merton）的《连续时间金融》、梅耶斯的《公司财务原理》等。但或者因为理论性强，或者因为研究内容深奥，几乎不为商学院的本科和工商管理硕士课程所普遍采用。唯有罗斯教授的这本教材不仅为主要商学院广泛采用，而且长盛不衰。该书自 1987 年问世以来，几乎每隔两三年就再版一次，目前已经出了 11 版。1999 年，受机械工业出版社华章公司委托，我们着手翻译该书的第 5 版，2000 年，该书中文版首次与中国读者见面。时值中国经济腾飞，商学教育蓬勃发展，该书得到了中国读者特别是商学院学子的喜爱。销售很快告罄。之后我们又相继翻译出版了该书的第 6 版（2003 年）、第 8 版（2009 年）和第 9 版（2012 年），前后几次累计销售近 60 万册。罗斯教授等所著的《公司理财》之所以能如此畅销，我们认为，主要在于这本经典教材具有以下几个特点。第一，体系完整、

脉络清晰、高屋建瓴。全书以清晰的逻辑主线将看似零碎的公司财务各个主题巧妙串联起来，不仅涵盖公司筹资、投资和营运资本管理等主要领域，也涉及并购、跨国公司财务和破产重组等专题，是一部“百科全书”的公司财务经典教科书。第二，理论联系实际，既顶天又立地。由于罗斯教授本人学术造诣深厚，自身又积极进行成功的市场实践，所以他能够较好地将理论与实践结合起来，这也是它好于“照本宣科式”教科书的地方。其中实践部分告诉读者“怎么做”，理论部分告诉读者“为什么这么做”，让读者不仅知其然，而且知其所以然。第三，深入浅出，浅显易读。作者并没有用高深的数学模型来讲解理论，而是通过设计一个个精巧的例子来阐释理论，让读者在快乐的学习氛围下体会高深的财务理论，这体现了一代财务学大师的高超技艺。也正因为如此，该书的受众群体极为广泛，初学者靠其指引入门，专业人士靠其感悟深奥晦涩的理论。第四，与时俱进，持续改善，紧跟理论与实践的变化。如果你仔细比较其每一版的内容，你将会发现，作者不仅会根据金融环境、政策和实践的变化，不断更新数据和案例，而且会根据财务理论研究的最新发展，适时增删、更新理论观点。譬如，鉴于行为金融理论的日渐完善，影响力与日俱增，作者在2003年出版的第7版中的有效市场理论部分，新增了行为金融的理论和实证证据。类似的例子很多，作者在每一版的序言都会说明新版做了哪些更新，让读者一目了然。

此外，罗斯教授还对衍生品定价等金融理论做出过非常重要的贡献。他与考克斯(Cox)和鲁宾斯坦(Rubinstein)共同建立的Cox-Ross-Rubinstein二项式期权定价模型，以及他和考克斯及英格索尔(Ingersoll)利率期限结构的CIR模型等均是现代金融学的奠基之作。

2016年3月，受机械工业出版社华章公司的委托，我们再次组织翻译《公司理财》的第11版。译稿正要付梓之际，却传来罗斯教授不幸辞世的噩耗。看到手边这本书已是绝版，我们心情万分悲痛。其实年初我们还在讨论请罗斯教授为该书的中文版专门写个序，却不想斯人已逝，“昔人已乘黄鹤去，此地空余黄鹤楼”。罗斯教授若不离世，想必也是诺贝尔经济学奖的竞争者。可惜天妒英才，不假其年。当年斯科尔斯在得知自己获得诺贝尔奖时，第一句话就是“要是布莱克还活着该多好啊！”当新一版的《公司理财》出版时，我们也是怀着同样的心情，“要是罗斯教授还活着该多好啊！”天堂里无须理人间的财富，但世间永远记住罗斯教授给人们留下的这部宝贵的学术财富。

吴世农 沈艺峰 王志强

2017年6月16日于厦门大学芙蓉湖畔嘉庚楼

译者序 The Translators' Words

在“公司理财”(Corporate Finance)这一领域的学习、教学和研究工作中,一些经典的教材、专著和论文一直影响着我们,它们是我们永远的导师。其中,由斯蒂芬 A. 罗斯(Stephen A. Ross)、伦道夫 W. 威斯特菲尔德(Randolph W. Westerfield)、杰弗里 F. 杰富(Jeffrey F. Jaffe)和布拉德福德 D. 乔丹(Bradford D. Jordan)4位教授合著的《公司理财》(Corporate Finance)是最有影响力的教材之一。

公司理财,又称“公司财务”或“公司金融”,研究和探索公司经营与财务等信息与资本市场之间的互动关系,实际上是一门充满未知和挑战的学科。迄今为止,已有多位公司财务或金融学家荣获诺贝尔经济学奖:默顿·米勒因为在资本结构理论领域研究的杰出贡献,哈利·马科维茨由于在投资组合理论和方法方面开创性的研究,威廉·夏普因为发明了资本资产定价模型,共同于1990年获奖;1997年罗伯特·默顿和迈伦·斯科尔斯因为在期权定价研究中的开创性的贡献而获奖;由于率先开展有效资本市场理论与实证的研究,芝加哥大学的尤金·法玛教授在2013年获奖,同年获奖的还有耶鲁大学的罗伯特·席勒教授,用于表彰其在行为金融方面的开创性研究;2014年法国经济学家让·梯若尔获奖,实际上,他也是一个著名的公司财务与金融学家。可以说,罗斯先生等4人所撰写的这部教材已连续修改和出版多次,其系统地介绍和阐述了几乎涉及公司理财所有的经典理论、最新理论和实证研究成果及其应用前景、面临的新问题,同时又补充了大量的新数据和新案例,专注于探讨公司金融发展的新趋势,是一部经典与前沿兼具、理论与应用并举的公司财务教科书。

无论是在厦门大学工作期间,或是在加拿大、美国学习和研究期间,共同的兴趣使得译者常常凑在一起谈论和研究公司理财与资本市场,逐一评点每一种理论、方法和应用,分析每一本教材的特点、难易程度和适用范围。20世纪90年代初,国外同行极力向我们推荐罗斯等人合著的《公司理财》一书。该书一版再版,在美国和加拿大的各大名校中广受师生的欢迎。1997年译者访问新加坡国立大学和南洋理工大学时,曹勇教授赠送给我们一本罗斯等人合著的《公司理财》(第4版),并向我们推荐使用这本书。1999年机械工业出版社华章公司的韩焱、刘露明和邹小祥同志与我们联系翻译该书的第5版。我们认为,当时我国资本市场发展迅速,正在成为亚太地区重要的新兴市场之一。资本市场的诞生、规范和成长改变了我国企业传统的财务管理方法,企业的筹资和投资管理面临新的环境、方式和方法。因此,探讨如何结合中国国情,学习和借鉴国外先进的公司财务与金融理论、方法和应用去推动我国在这一领域的教学、研究和应用,具有重要的理论意义和现实意义。为此,我们欣然接受翻译这部巨著的工作。2000年此书第5版在中国翻译出版后,受到广大读者的欢迎和喜爱,成为最畅销的公司财务或公司金融方面的教科书。

经典的教材由于受到读者长期的喜爱,总在不断追踪学科的理论发展和现实实践的变化,对原有版本进行更新和完善,一版再版。《公司理财》也不例外,2003年我们组织翻译了《公司理财》的第6版。第6版中文版出来没多久,原书的第7版又出版了。在与出版社沟通后,我们未对第7版做全文翻译,只做了译注版。在此之后,我们分别于2009年和2012年翻译出版了这本经典教材的第8版和第9版。2016年3月,受机械工业出版社华章公司委托,我们组织翻

译该书的第11版。正当我们沉浸在阅读、翻译精彩的新版原著给我们带来喜悦的时候，2017年3月3日罗斯教授因心脏病突发不幸辞世。深表惋惜、哀悼之余，我们唯有以更努力、更细致的工作来表达我们对大师的怀念和敬意！

从1999年开始至今，为了能够把《公司理财》一版又一版精彩的原著呈现在读者面前，厦门大学管理学院一拨又一拨的老师和学生为此付出了艰辛的工作。参加《公司理财》第5版翻译工作的有：吴世农、沈艺峰、洪锡熙、李常青、贺颖奇、王志强、肖珉、冉孟顺、李雅莉、张津、卢贤义、高成福、林翔、李广斌、汤华、叶军、俞满娇、胡勤勤和何玲云等，吴世农教授和沈艺峰教授负责全书的校译和审定。参加《公司理财》第6版翻译工作的有：吴世农、沈艺峰、王志强、洪锡熙、李常青、肖珉、余满娇、曾永艺、肖作平、潘越、张俊生、赖建清、李广斌、刘彤、沈红涛、胡勤勤、杨熠、庄峻辉、陆建伟和孙波等，吴世农教授、沈艺峰教授和王志强博士负责全书的校译和审定。参加《公司理财》第8版翻译工作的有：吴世农、沈艺峰、王志强、沈哲、肖珉、李常青、邬瑜骏、洪艺珣、顾劲尔和牛明超等，吴世农教授、沈艺峰教授和王志强教授承担第8版的校译和审定工作。参加《公司理财》第9版翻译工作的有：吴世农、沈艺峰、王志强、沈哲、肖珉、李常青、张玮婷等，吴世农教授、沈艺峰教授和王志强教授承担第9版的校译和审定工作。《公司理财》第11版的翻译工作分工如下：吴世农、沈哲负责翻译第1、10~14、27~28章，沈艺峰、林涛负责翻译第20、30章，王志强负责第4~9、15~18章，肖珉负责第2~3、26章，乔政负责第21~25、29、31章，李常青负责第19章。在翻译过程中，我们力求做到“信、达、雅”，但由于译者水平有限，译稿难免存在一些疏误，请读者批评指出，以便今后再版校正。

衷心感谢机械工业出版社副社长周中华，机械工业出版社华章公司总经理张敬柱、副总经理王磊、邓瑞华，以及吴亚军、宁姗、王洪波、章集香、黄姗姗等编辑。他们的专业和热心促使这部巨著的中文版能基本跟上原书的再版步伐。感谢家人和朋友，感谢他们的理解和支持。

吴世农 沈艺峰 王志强

2017年6月1日于厦门大学芙蓉湖畔嘉庚楼

作者简介 About the Authors

斯蒂芬 A. 罗斯 (Stephen A. Ross)

当今世界上最具影响力的金融学家之一，套利定价理论的创立者，生于 1944 年，1965 年获加州理工学院物理学学士学位，1970 年获哈佛大学经济学博士学位，曾任麻省理工学院斯隆管理学院金融学教授，2017 年 3 月 3 日辞世。

罗斯曾任许多投资银行的顾问，其中包括摩根保证信托银行、所罗门兄弟公司和高盛公司；并曾在许多大公司担任高级顾问，诸如 AT & T 和通用汽车公司等；罗斯还曾被聘为很多案件的专业顾问，诸如 AT&T 公司拆分案、邦克-赫伯特公司 (Bunker and Herbert) 陷入白银市场的诉讼案等；另外，罗斯担任过政府一些部门的顾问，其中包括美国财政部、商业部、美国国税局和进出口银行等。

罗斯曾任美国金融学会主席，是计量经济学协会会员，也是美国艺术与科学学院中的一员，曾任宾夕法尼亚大学沃顿商学院经济与金融学教授、耶鲁大学经济与金融学 Sterling 讲座教授、国际金融工程学会会员、加州理工学院理事，同时还担任数家知名经济与金融学刊物的编委。此外，他还曾任 Roll&Ross 资产管理公司的联席主席。

罗斯在经济和金融领域撰写了 100 多篇文章，并合著了影响广泛的金融学入门教材《公司理财》。他最杰出的成就是发明了套利定价理论和代理理论，并且他是风险中性定价和二项式期权定价模型的共同发现者。罗斯及其同事开发的模型，包括期限结构模型和期权定价模型，现在许多证券交易公司主要使用的定价标准。罗斯还发现了“复苏定理”，该定理表明可以从期权价格中提取或“复苏”，从而为未来的收益提供市场的概率分布。

他获得过许多奖项和学术荣誉，包括 2015 年德意志银行金融经济学奖、2012 年奥纳西斯奖 (Onassis Prizes)、格雷厄姆-多德奖金融写作奖 (Graham and Dodd Award)、期权研究领域的 Pomerance 奖、芝加哥大学的 Leo Melamed Prize、1996 年国际金融工程学会 (IAFE) 最佳金融工程师奖、JFQA1999 年度威廉·夏普奖、2006 年 CME-MSRI 奖的首奖、2007 年图卢兹经济学院授予的让·雅克·拉丰奖。

伦道夫 W. 威斯特菲尔德 (Randolph W. Westerfield)

现任南加利福尼亚大学 (USC) 马歇尔商学院荣誉院长，查尔斯 B. 桑顿 (Charles B. Thornton) 财务学教授。此前曾在宾夕法尼亚大学沃顿商学院任教 20 年，并担任财务学教授。他还兼任健康管理协会等多家公众公司的董事。他的学术专长包括公司财务政策、投资管理以及股票市场价格行为。

杰弗利 F. 杰富 (Jeffrey F. Jaffe)

宾夕法尼亚大学沃顿商学院教授。杰富教授多年来一直是金融经济学领域多产的撰稿人，在很多杂志上发表过多篇论文，包括《经济学季刊》(*Quarterly Economic Journal*)、《金融期刊》(*Journal of Finance*)、《金融与定量分析杂志》(*Journal of Financial and Quantitative Analysis*)、《金融经济学杂志》(*Journal of Financial Economics*) 以及《金融分析杂志》(*Financial Analysts Journal*) 等。他最著名的作品涉及内幕交易，他向人们展示了企业内部人士从内部交易中赚取了异常利润，但监管却忽略了内幕交易的影响。杰富教授在 IPO、效用规制、做市商行为、金价波动、通货膨胀与利率作用的理论和实证研究、小市值股与 1 月效应之间的关系以及资本结构决策等方面做出了重要的贡献。

布拉德福德 D. 乔丹 (Bradford D. Jordan)

肯塔基大学财务学教授，福斯特家族捐赠首席财务学教授。他长期致力于公司理财的应用和理论研究，并有丰富的公司理财和财务管理政策课程的教学经验。乔丹教授的著作主要集中在资本成本、资本结构以及证券价格行为等领域。他还是美国南部财务协会的前会长，以及著名的投资学教材《投资学基础：估值与管理》^①一书的合著者。

① 此书中文版已由机械工业出版社出版。

前言 Preface

“公司理财”的教学和实践从未像今天这样富有挑战性和令人振奋。在过去的 10 年，我们目睹了金融市场的深刻变革和金融工具的巨大创新。在 21 世纪的最初几年，我们仍然经常看到金融报刊报道诸如接管、垃圾债券、财务重组、首次公开发行、破产和衍生金融工具等信息。此外，我们也对期权、私募股权资本与风险资本、次级抵押债券、救市和信用利差等产生了新的认识。正如我们从最近的全球信用危机和股票市场崩盘中发现的，全球的金融市场比以往任何时候更加一体化。公司理财的理论和实践在快速变化，因此教学必须与之保持同步发展。

这些变化和发展对“公司理财”这一课程的教学提出了新的任务。一方面，随着时间推移而不断变化的财务和金融实践使得“公司理财”的教学内容难以紧跟时代的步伐。另一方面，教师必须在纷繁变化的潮流中去伪存真，精选有意义的永久题材。我们解决这个问题的办法是强调现代财务理论的基本原理，并将这些原理与实例结合起来阐述，同时，越来越多地选用来自国外的实例。

由于书本知识的局限，许多初学者认为“公司理财”是一门综合各种不同的论题于一体的大杂烩。我们希望本书在最主要的财务原理的引导下成为统一的整体，即好的财务决策将增加公司和股东的价值，糟糕的财务决策则损坏价值。价值增加或者损坏的关键在于现金流。要增加价值，公司产生的现金流必须大于其耗用的现金流。我们希望本书的所有章节都能凸显这个简单的财务学原理。

本书的读者对象

本书可作为工商管理硕士 (MBA) 学习“公司理财”初级课程的教科书，也可以作为管理学院本科生学习“公司理财”中级课程的教科书。当然，某些教授也会发现这本书可以作为理财专业本科生的初级教材。

我们假设学习这门课程的学生已经或正在学习“会计学”“统计学”和“经济学”。这些先修课程有助于学生理解“公司理财”中一些深奥的难题。但是，无论如何，这本书自成体系，先修课的内容并非至关重要。本书所涉及的数学也仅限于基本代数知识。

第 11 版的变化

《公司理财》第 11 版具有如下新变化。

每章都进行了更新并补充了与之相关的国际化内容。我们试图通过例子和章前语来捕捉公司理财的趣味点。此外，全书还介绍了如何利用 Excel 处理财务问题。

第 2 章：整章重写以强调现金流的概念以及它与会计利润的差异。

第 6 章：整章重构以强调诸如成本节约型投资和不同生命周期的投资等特殊投资决策案例。

第 9 章：更新了许多股票交易的方法。

第 10 章：更新了关于历史风险与收益的材料，更好地解释了权益风险溢价的动机。

第 13 章：更详细地讨论了如何用 CAPM 模型计算权益资本成本和 WACC。

第 14 章：更新并增加了行为金融学的内容，并探讨其对有效市场假说的挑战。

第 15 章：扩展了对权益和负债的描述，对可赎回条款的价值以及市场价值与账面价值的差异增加了新的材料。

第 19 ~ 20 章：继续构建财务生命周期理论，即公司资本结构决策是在其生命周期的内外部需求变化的驱动下做出的。

致谢语

《公司理财》第 11 版的问世得到了很多人的帮助。我们要特别感谢贝尔蒙特大学的 Joe Smolira 教授和 Kay Johnson 教授，他们开发了本书的配套辅助学习材料。我们也要感谢纽约大学的 Edward I. Altman 教授，杜兰大学的 Robert S. Hansen 教授，南加州大学的 Duke Bristow、Harry DeAngelo 和 Suh-Pyng Ku 教授以及佛罗里达大学的 Jay R. Ritter 教授，感谢他们的帮助和多次为本书提出宝贵的意见。

我们要感谢肯塔基大学的学生 Steve Hailey 和 Andrew Beeli，感谢他们大量的验算与在纠错方面的努力。

在过去的 3 年中，许多读者发现了书中的某些错误。我们的目标是提供一本公司理财方面最好的教科书，因此这些信息对我们的修订工作具有无可估量的价值。

麦格劳-希尔出版社中许多才华横溢的专家对《公司理财》第 11 版的出版做出了重要的贡献。我们要特别感谢 Chuck Synovec、Jennifer Upton、Melissa Caughlin、Kathryn Wright、Matt Diamond、Michele Janicek 和 Bruce Gin 等。

最后，我们要感谢我们的家人和朋友：Carol、Kate、Jon、Jan、Mark 和 Lynne，感谢他们的宽容和帮助。

目录 Contents

纪念罗斯教授

译者序

作者简介

前言

第一篇 概论

第1章 公司理财导论 2

- 1.1 什么是公司理财 2
- 1.2 公司制企业 3
- 1.3 现金流的重要性 6
- 1.4 财务管理的目标 8
- 1.5 代理问题和公司的控制 9
- 1.6 管制 12
- 本章小结 13
- 思考与练习 13

第2章 会计报表与现金流量 15

- 2.1 资产负债表 15
- 2.2 利润表 17
- 2.3 税 19
- 2.4 净营运资本 21
- 2.5 企业的现金流量 21
- 2.6 会计现金流量表 23
- 2.7 现金流量管理 24
- 本章小结 25
- 思考与练习 25
- 小案例 26

第3章 财务报表分析与长期计划 28

- 3.1 财务报表分析 28

3.2 比率分析 30

3.3 杜邦恒等式 38

3.4 财务模型 40

3.5 外部融资与增长 45

3.6 关于财务计划模型的注意事项 50

本章小结 51

思考与练习 51

小案例 52

第二篇 估值与资本预算

第4章 折现现金流量估价 56

- 4.1 价值评估：单期投资的情形 56
- 4.2 多期投资的情形 58
- 4.3 复利计息期数 66
- 4.4 简化公式 69
- 4.5 分期偿还贷款 78
- 4.6 如何评估公司的价值 81
- 本章小结 82
- 思考与练习 83

第5章 净现值和投资评价的其他方法 85

- 5.1 为什么要使用净现值 85
- 5.2 回收期法 88
- 5.3 折现回收期法 89
- 5.4 内部收益率法 90
- 5.5 内部收益率法存在的问题 92
- 5.6 盈利指数法 99
- 5.7 资本预算实务 100
- 本章小结 102

思考与练习 102

第6章 投资决策 104

6.1 增量现金流量：资本预算的关键 104

6.2 Baldwin 公司的案例 106

6.3 经营性现金流量的不同算法 112

6.4 折现现金流分析的一些典型特例 114

6.5 通货膨胀与资本预算 119

本章小结 122

思考与练习 123

第7章 风险分析、实物期权和资本预算 125

7.1 敏感性分析、场景分析和盈亏平衡分析 125

7.2 蒙特卡罗模拟 131

7.3 实物期权 134

7.4 决策树 137

本章小结 138

思考与练习 139

第8章 利率和债券估值 140

8.1 债券和债券估值 140

8.2 政府债券和公司债券 148

8.3 债券市场 151

8.4 通货膨胀与利率 155

8.5 债券收益率的决定因子 158

本章小结 160

思考与练习 161

第9章 股票估值 162

9.1 普通股的现值 162

9.2 股利折现模型中的参数估计 166

9.3 市场类比法 169

9.4 使用自由现金流对股票估值 172

9.5 股票市场 173

本章小结 177

思考与练习 178

第三篇 风险

第10章 收益和风险：从市场历史得到的经验 180

10.1 收益 180

10.2 持有期收益 182

10.3 收益的统计量 188

10.4 股票的平均收益和无风险收益 189

10.5 风险的统计量 190

10.6 更多关于平均收益的内容 192

10.7 美国股权风险溢价：历史和国际的视角 194

10.8 2008：金融危机的一年 196

本章小结 197

思考与练习 197

小案例 199

第11章 收益和风险：资本资产定价模型 201

11.1 单个证券 201

11.2 期望收益、方差和协方差 201

11.3 投资组合的收益和风险 205

11.4 两种资产组合的有效集 208

11.5 多种资产组合的有效集 211

11.6 多元化 213

11.7 无风险借贷 215

11.8 市场均衡 218

11.9 风险与期望收益之间的关系（资本资产定价模型） 221

本章小结 224

思考与练习 224

小案例 228

第12章 看待风险与收益的另一种观点:**套利定价理论 229**

- 12.1 简介 229
- 12.2 系统风险和贝塔系数 229
- 12.3 投资组合与因素模型 231
- 12.4 贝塔系数、套利与期望收益 234
- 12.5 资本资产定价模型和套利定价模型 236
- 12.6 资产定价的实证方法 237
- 本章小结 239
- 思考与练习 239
- 小案例 242

第13章 风险、资本成本和估值 243

- 13.1 权益资本成本 243
- 13.2 用资本资产定价模型估计权益资本成本 244
- 13.3 估计贝塔 246
- 13.4 贝塔的影响因素 249
- 13.5 股利折现模型法 251
- 13.6 部门和项目的资本成本 252
- 13.7 固定收益证券的成本 253
- 13.8 加权平均资本成本 254
- 13.9 运用 R_{WACC} 进行估值 255
- 13.10 伊士曼公司的资本成本估计 258
- 13.11 融资成本和加权平均资本成本 259
- 本章小结 261
- 思考与练习 262

- 14.3 有效市场的类型 268
- 14.4 证据 270
- 14.5 行为理论对市场有效性的挑战 274
- 14.6 经验证据对市场有效性的挑战 276
- 14.7 关于二者差异的评论 280
- 14.8 对公司理财的意义 281
- 本章小结 286
- 思考与练习 287
- 小案例 290

第15章 长期融资: 简介 291

- 15.1 普通股 291
- 15.2 公司长期负债 294
- 15.3 不同类型的债券 298
- 15.4 银行贷款 299
- 15.5 国际债券 300
- 15.6 融资方式 300
- 15.7 资本结构的最新趋势 301
- 本章小结 302
- 思考与练习 303

第16章 资本结构: 基本概念 304

- 16.1 资本结构问题和馅饼理论 304
- 16.2 企业价值的最大化与股东财富价值的最大化 305
- 16.3 财务杠杆和企业价值: 一个例子 306
- 16.4 莫迪利亚尼和米勒: 命题II (无税) 310
- 16.5 税 317
- 本章小结 323
- 思考与练习 323

第四篇 资本结构与股利政策**第14章 有效资本市场和行为挑战 264**

- 14.1 融资决策能创造价值吗 264
- 14.2 有效资本市场的描述 266

第17章 资本结构: 债务运用的限制 325

- 17.1 财务困境成本 325
- 17.2 财务困境成本的种类 327

- 17.3 能够降低债务成本吗 331
- 17.4 税收和财务困境成本的综合影响 332
- 17.5 信号 334
- 17.6 偷懒、在职消费与有害投资：一个关于权益代理成本的注释 335
- 17.7 优序融资理论 337
- 17.8 个人所得税 340
- 17.9 公司如何确定资本结构 341
- 本章小结 344
- 思考与练习 345

第18章 杠杆企业的估值与资本预算 346

- 18.1 调整净现值法 346
- 18.2 权益现金流量法 347
- 18.3 加权平均资本成本法 348
- 18.4 APV法、FTE法和WACC法的比较 349
- 18.5 折现率需要估算的估值方法 351
- 18.6 APV法举例 352
- 18.7 贝塔系数与财务杠杆 355
- 本章小结 357
- 思考与练习 357

第19章 股利政策和其他支付政策 359

- 19.1 股利的不同种类 359
- 19.2 发放现金股利的标准程序 359
- 19.3 基准案例：股利无关论的解释 361
- 19.4 股票回购 364
- 19.5 个人所得税、股利与股票回购 366
- 19.6 偏好高股利政策的现实因素 369
- 19.7 客户效应：现实问题的解决？ 372
- 19.8 我们所了解的和不了解的股利政策 373
- 19.9 融会贯通 376
- 19.10 股票股利与股票拆细 378

- 本章小结 381
- 思考与练习 381
- 小案例 385

第五篇 长期融资

第20章 资本筹集 388

- 20.1 早期融资与风险资本 388
- 20.2 公开发行 391
- 20.3 另一种发行方式 393
- 20.4 现金发行 394
- 20.5 新股发行公告和公司价值 399
- 20.6 新股发行成本 399
- 20.7 配股 402
- 20.8 配股之谜 405
- 20.9 稀释 405
- 20.10 暂搁注册 408
- 20.11 长期债券发行 408
- 本章小结 408
- 思考与练习 409

第21章 租赁 411

- 21.1 租赁类型 411
- 21.2 租赁会计 413
- 21.3 税收、美国国税局和租赁 414
- 21.4 租赁的现金流量 415
- 21.5 公司所得税下的折现和债务融资能力 416
- 21.6 “租赁—购买”决策的NPV分析法 418
- 21.7 债务置换和租赁价值评估 418
- 21.8 租赁值得吗——基本情形 421
- 21.9 租赁的理由 422
- 21.10 关于租赁的其他未被解决的问题 425

本章小结 426

思考与练习 426

第六篇 期权、期货与公司理财

第22章 期权与公司理财 430

22.1 期权 430

22.2 看涨期权 430

22.3 看跌期权 432

22.4 售出期权 432

22.5 期权报价 433

22.6 期权组合 434

22.7 期权定价 436

22.8 期权定价公式 439

22.9 视为期权的股票和债券 445

22.10 期权和公司选择：一些实证应用 449

22.11 项目投资和期权 451

本章小结 453

思考与练习 453

小案例 459

第23章 期权与公司理财：推广与应用 460

23.1 经理股票期权 460

23.2 评估创始企业 463

23.3 续述二叉树模型 465

23.4 停业决策和重新开业决策 469

本章小结 474

思考与练习 474

小案例 475

第24章 认股权证和可转换债券 477

24.1 认股权证 477

24.2 认股权证与看涨期权的差异 478

24.3 认股权证定价与布莱克-斯科尔斯模型 480

24.4 可转换债券 481

24.5 可转换债券的价值评估 482

24.6 发行可转换债券的原因透视 484

24.7 为什么发行认股权证和可转换债券 487

24.8 转换策略 488

本章小结 489

思考与练习 489

第25章 衍生品和套期保值风险 491

25.1 衍生品、套期保值和风险 491

25.2 远期合约 492

25.3 期货合约 492

25.4 套期保值 496

25.5 利率期货合约 497

25.6 久期套期保值 502

25.7 互换合约 507

25.8 衍生品的实际运用情况 510

本章小结 510

思考与练习 511

小案例 513

第七篇 短期财务

第26章 短期财务与计划 516

26.1 跟踪现金与净营运资本 516

26.2 经营周期与现金周期 518

26.3 短期财务政策的若干方面 523

26.4 现金预算 526

26.5 短期融资计划 528

本章小结 529

思考与练习 529

小案例 530

第27章 现金管理 532

27.1 持有现金的目的 532