

顶尖财务总监前沿精品译库

The Leading Superior Translated Series of Top CFO

6

资本成本

为企业更好的财务决策提供指南

[英] 蒂姆·奥吉尔(Tim Ogier) 约翰·拉格曼 (John Rugman)

露辛达·斯派塞 (Lucinda Spicer) 著

宋云玲 纪新伟 杨丽君 译

CFO

The Real Cost of Capital
A Business Field Guide
to Better Financial Decisions



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

F275.3
27

顶尖财务总监前沿精品译库

The Leading Superior Translated Series of Top CFO

6

资本成本

为企业更好的财务决策提供指南

[英] 蒂姆·奥吉尔(Tim Ogier) 约翰·拉格曼 (John Rugman)
露辛达·斯派塞 (Lucinda Spicer) 著
宋云玲 纪新伟 杨丽君 译

CFO

The Real Cost of Capital
A Business Field Guide
to Better Financial Decisions

经济管理出版社

ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目(CIP)数据

资本成本:为更好的财务决策提供商务指导/(英)奥吉尔等著;宋云玲等译. —北京:经济管理出版社,2005

ISBN 7-80207-293-X

I. 资... II. ①奥... ②宋... III. 资本经营—成本管理 IV. F275.3

中国版本图书馆CIP数据核字(2005)第039438号

出版发行: **经济管理出版社**

北京市海淀区北蜂窝8号中雅大厦11层

电话: (010) 51915602 邮编: 100038

印刷: 北京求实印刷厂

经销: 新华书店

选题策划: 杨世伟

责任编辑: 王明轩

技术编辑: 晓 成

责任校对: 超 凡

787mm×1092mm/16

16.75 印张 338 千字

2005年8月第1版

2005年8月第1次印刷

定价: 36.00 元

书号: ISBN7-80207-293-X/F·281

·版权所有 翻印必究·

凡购本社图书,如有印装错误,由本社读者服务部

负责调换。联系地址: 北京阜外月坛北小街2号

电话: (010) 68022974 邮编: 100836

序 言

资本成本的世界是一个真实的世界

假设你正站在一条河的边上。你可以看到前方的踏脚石——但是,这些踏脚石中只有一些是安全的。你要到河对面去吃午饭,而且,你已经饿了。于是,你向自己的同伴询问怎样确定哪些踏脚石是安全的,哪些不是。他开始滔滔不绝地向你讲述速度、转矩、水的黏性以及河床中松散石头的概率。

几分钟后,你不再听他说话,而是闭上眼睛,跳到河里。

这种情况和现在的国际投资领域有相似之处。投资者希望得到相应的信息以进行决策——但是,大多数与财务以及投资收益率问题有关的才华横溢的思想是不可得的,藏匿在小版印刷的学术教科书、学术论文以及金融市场数据供应商提供的产品的附注中。教科书中有差距,特别是在国际原则的实际应用领域,以及在真正计算和制定决策的领域。没有其他领域比资本成本领域更明显了,而且,为了生存,人们似乎不得不终生研究这个问题。

除了投资者,上市公司也需要为资本成本付出努力。公司董事会想要理解他们与资本市场的关系——但是,他们可以利用的工具是利润/股利/现金预测和结果,而投资者则根据一个董事会似乎无法控制的资本成本将这些数据转化成股票价格。我们其中的一些人太老、太累或者太忙,以至于不能回到学校学习这些内容。本书的目的是帮助这些人。

我们的目标是利用我们的经验帮助商界人士使用资本成本。

你应该期望从本书得到什么?

资本成本是决策的基本财务工具。它推动了对价值创造和价值毁灭的计量;它形成了利用现金流量和其他框架制定决策的基础。本书描述了在当今世界理解和应用资本成本的关键问题,采用的原理来自财务管理,作者将这些原理应用于主要投资决策的背景中,大部分困难存在于这些决策中。

本书的另一个主题是价值评估。如果不考察资本成本是如何与现金流量结合的,

那么, 我们就不可能洞察人们是如何利用资本成本的。

我们(本书的作者)将大部分时间用于探索商业生涯这条大河。我们已经看到许多人畏缩在岸上, 被环境的分析性本质所麻痹, 而这个环境正是他们试图探索的东西。我们认为你需要设立一个目标以激励你前进, 到达河的另一边。所以, 在国际投资、风险和收益以及价值评估中, 有 7 个领域是你可能考虑的, 下面是一些支持性问题:

1. 在评估新的投资和收购时, 公司应该用自己的资本成本吗? 例如, 在考虑一项针对建筑业或交通运输业的收购时, 美国的公用事业公司应该采用什么样的资本成本? 如果它可以按照比较低的利率获得这项收购的资金, 情况又是怎样的?

2. 一家美国公司在评估一项比如菲律宾的投资时应该采用的资本成本是什么? 在国际评估中, 你应该在贴现率中反映哪种风险? 在现金流量中反映哪种风险——哪些新兴市场需要比较高的贴现率, 为什么?

3. 对于一项典型的投资而言, 哪种风险是比较重要的——特有风险还是系统风险? 这些风险应该如何反映在风险资本情况中?

4. 债务比权益便宜——所以, 为什么公司不筹集更多的债务资金? 为什么这个世界没有被高负债率的公司充斥, 或者说, 是否存在可以实现的最佳资本结构?

5. 在价值评估和评价的时候, 大多数从业人员使用加权平均资本成本(“WACC”)——但是, 他们是否理解什么时候这种方法不是最好的选择, 以及如何利用其他方法?

6. 我们可以通过实物期权模型的采用在评估中反映风险——这种所谓的创新性思维如何代替净现值法和贴现率?

7. 全球资本市场是否是一体化的? 权益市场风险溢价(“EMRP”)是否随市场而变化? 如何计算权益市场风险溢价?

我们之所以选择这些问题是因为, 如果你能回答这些问题, 那就表明你已经掌握了一些重要的金融导航工具。在此情况下, 我们的书给你提供了辩论和反驳的“靶子”。另一方面, 如果你现在不能回答全部问题, 在看完本书后, 你应该能够——而且, 你应该已经自己得出了答案。

这本指南性质的书分为 3 个主要领域。我们用 10 章的内容介绍了这 3 个领域:

概念

■ 回顾风险和收益。

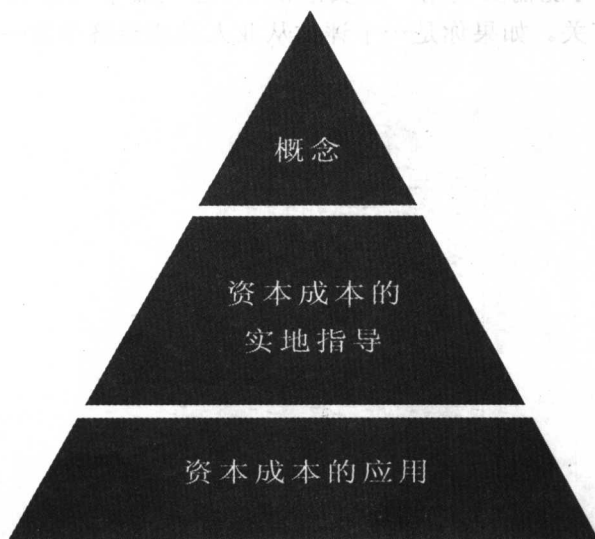
资本成本的实地指导

■ 现行的 CAPM。

- 激烈的 EMRP 争论。
- CAPM 死了: CAPM 永存。
- 债务成本和最佳资本结构。
- 国际 WACC 和国家风险。

资本成本的应用

- 现金流量, .com 公司泡沫和所有相关内容。
- 在商业评估中采用资本成本。
- 国际评估和评价。
- 溢价和折价。



我们已经探索了一些理论,同时还给出了一个实际用户对这些问题的观点,并解释了一些方法的长处和短处。然而,对理论进行翻新是一种令人激动的娱乐,因为它赋予我们根据当今世界中进行的实际决策的需要讨论资本成本的权利。

我们尽可能地避免引用学术参考文献;为了反映商业世界的环境,我们参考了一些网站的资料。我们自己设立了一个网站(www.costofcapital.net)这个网站包括一些友情链接。这个网站还有财务游戏,提供税率信息和财务数据,这些内容与资本成本在全世界的采用是相关的。我们的目标是确保公司计划者、学生、咨询师或决策制定者在路上的时候,能够随意地翻开这本书,或者登录我们的网站,利用我们提供的大量的决策支持信息,而不必忍受额外的学术研究痛苦。

本书的例子来自现实世界，经过了必要的简化和掩饰。我们没有支持或建议任何特定的理论——在理论失效或教科书没有提到的地方，我们给出了建议，这些建议都能通过公认原则的检验。

但是，这与我有关吗？

如果你是一个制定，或者希望有一天能够制定财务决策的人，那么，它肯定与你有关。如果你管理的是一家非公开上市的公司——那么，你需要理解你可以用于进行更好的融资和投资决策的框架。如果你在一家上市公司拥有股份——那么，你需要理解如何判断你的投资是否表现良好或糟糕，并理解一些股东价值指标的基础。如果你正在学习财务课程，你可能需要利用一些实战故事，这些故事与评估从业人员如何为完成日常责任而努力有关。如果你是一个评估从业人员或经济学家——欢迎你回家！

作者致谢

从哪里开始？从概念到完成本书历时 5 年，在这个过程中，我们得到了大量人员的帮助和鼓励（以及一些谩骂）。

写一本关于资本成本的书籍的想法起源于一个与全球资本成本有关的行动，在该行动中，本书的作者为普华永道努力工作。这次行动的全部内容是在实际的商业环境中如何得到资本成本估计值，而且，从该行动的结果中产生了很多论文。其中一些论文为作者撰写本书提供了素材。我们的工作受益于世界各地的普华永道员工的热情相助——普华永道的资本成本帝国确实是日不落帝国！我们大量引用了他们的观点和见解，他们的智慧以及对争论的实际贡献推动了我们的目标。我们要特别感谢 Franchee Harmon，他与本书作者一起指挥该行动的参与人员，另外 Anthony Maybury-Lewis，他帮助我们管理与这些结果有关的学术观点的处理。参与这一行动的普华永道员工范围甚广，从洛杉矶的 Jim Dezart 到奥克兰的 Steve Smith，核心的技术贡献来自芝加哥的 Roger Grabowski 和大卫·金；然而，大部分口头的和书面的措辞，都来自于伦敦。

我们还要感谢学术界的金融经济学家们，他们审阅了全部人员的劳动成果，帮助我们建立了工作室——感谢 Geert Bekaert、Ian Cooper、Campbell Harvey、Steve Kaplan、Robert Korajczyk、Bertil Naslund、Ajay Patel 和 James Petersen。当然，他们对我们工作的失误和遗漏不负任何责任，而且，不必赞成本书表述的任何一种观点，但是，我们从他们的建议中受益匪浅。

轮到这本书了。在书稿逐渐成型的时候，我们要感谢许多同事的投入。感谢 Amit Aggarwal、Levent Aydinoglu、Chris Chua、Kelly Devine、Ben Dubow、Khalid Hayat、Julian Herbert、Naz Naini、Andrew Porter 和 David Smith，感谢他们指导了我们的思考，帮助我们搜集数据，或者评论我们的草稿。我们要特别感谢 Nick Forrest 和 John Raven，他们分别对第五章和第八章做出了显著的贡献。

在本书即将完稿的时候，我们非常感谢那些阅读过书稿的同事——感谢 Peter Clokey 和 Charles Sword，感谢 Wim Holterman 的普华永道全球能力中心团队，特别是 Pieter van Oijen、John Redmayne 和 Christian Wulff。

在帮助我们完成客户的要求，并把我们简短的笔记和喃喃之语转化成教材方面，秘书的支持是十分关键的。这些帮助来自 Sarah Clarke、Marcial Ledger 和 Karen Miller。

最后，但不是最不重要的，我们要感谢那些在本书的完成过程中发挥了主要作用，尽管不是直接作用的人。感谢 Philip Wright 和我们的出版商 Richard Stagg，在过去的 5 年里，他们一直信任我们；感谢我们的客户，他们经常扰乱我们的写作，但是，本书大量引用了他们的实际生活状况；感谢我们的配偶 Debbie、Jo 和 Ernest 在这段漫长的孕育期内给予我们的容忍和支持。

出版者致谢

我们感谢有关方面允许我们引用这些具有知识产权的资料:

从汤姆森数据库的 www.thomson.com 上获得的图 2.1、表 2.4 和表 7.13; 来自 www.Bloomberg.com (布卢姆伯格股份有限公司 2004 年版权) 的图 2.3~图 2.6、图 7.1 和表 6.2、表 6.3; 来自《机会主义者的胜利: 全球投资回报的 101 年》, Princeton 大学出版社 (Dimson, E., Marsh, P., 和 Staunton, M., 2002) 的图 3.1; 来自《公用事业杂志》, Olera, “权益风险溢价: 另一种历史观” (Jenkinson, T.J., 1998 年 4 月, 14~16) 和 BZW 权益金边研究 (现在的伯克利资本) (1997) 的表 3.1; 从伊伯森顾问公司拥有知识产权的《股票、债券、国库券和通货膨胀 2004 年年鉴》选取的表 3.3 和表 3.4; 从国家电力股份有限公司 1999~2000 年年报选取的例 5.2; 表 5.2 和表 5.6 来自标准普尔; 表 5.4 和表 5.5 来自 www.bondsonline.com; 图 6.3 来自《莫比斯论新兴市场》(第二版), 金融时报 Prentice 出版社 1996 年出版; 图 6.4 来自《投资组合管理、机构投资者杂志》的“国家风险和全球权益节选” (Erb C., Harvey R.C., Viskante T., Winter, 1995)。

在有些情况下, 我们无法追查知识产权资料的所有者, 我们将非常感谢任何给我们以帮助的信息。

目 录

● 作者致谢	1
● 出版者致谢	1
● 序言——资本成本的世界是一个真实的世界	1

第一章 风险和收益

1

● 导论	3
● 资本成本的一个定义	5
● 理解确定资本成本的原则	9
● 引入风险	10
● 风险与收益的关系	16
● 套利与理性	19
● 资本成本的行为因素	22
● 本章的要点	24
● 注释	25

第二章 实践中的资本资产定价模型

27

● 导论	29
● 无风险利率	30
● 贝塔值	39
● 你相信谁的贝塔?	51

● 比较分析:发现可比者	52
● 本章的要点	54
● 注释	55

第三章 EMRP 的争论..... 57

● 导论	59
● 历史性方法	60
● 前瞻性方法	67
● 对发达市场的一些暂时性结论	71
● 本章的要点	71
● 注释	72

第四章 CAPM 终结,但 CAPM 永存..... 73

● 导论	75
● 权益成本的解释模型	76
● 权益成本的演绎模型	83
● 模型选择小结	84
● 本章的要点	86

第五章 债务成本和最佳资本结构..... 87

● 导论	89
● 债务的特征	89
● 债务融资的不同类型	93
● 计算税前债务成本	94
● 税收屏蔽	104
● 资本结构——债务和权益的组合	106
● 本章的要点	117
● 注释	118

第六章 国际 WACC 和国家风险 119

- 导论 121
- 著名的五种方法 123
- 全球 CAPM 方法 124
- 国内 CAPM 方法 129
- 国外 CAPM 方法 131
- 相对波动性方法 132
- 基于信用评分的经验分析 135
- 不同模型小结 137
- 方法的选择 139
- 国际债务成本和 WACC 141
- 本章的要点 144
- 注释 145

第七章 现金流量、.com 泡沫和其他 147

- 导论 149
- 风险、收益和投资决策 151
- 期望现金流量的重要性 154
- 投资的净现值原则的替代准则 156
- 实物期权的评估 167
- 对 .com 公司的评估 173
- 本章的要点 175
- 注释 176

第八章 在企业评估中采用资本成本 177

- 导论 179
- 实践评估——起点 180

● 采用 DCF 分析评估企业	180
● 标准的 WACC 方法	182
● 权益现金流量 (FTE) 方法	185
● 调整现值 (“APV”) 法	187
● 放松假设	191
● 默迪格利安尼—米勒 (MM) 加权平均方法	192
● 米尔—爱兹 (ME) 的 WACC 方法	194
● 公式的应用必须一致	195
● 选择方法	196
● 有个人所得税时的评估	197
● 本章的要点	198
● 注释	199

第九章 国际价值评估及方法..... 201

● 导论	203
● 国际评估方法	203
● 两种方法的含义	205
● 两种方法的一致性	208
● 股票市场上市变化和资本成本	210
● 本章的要点	213
● 注释	214

第十章 溢价和折价..... 215

● 导论	217
● 价值评估和调整	218
● 资本成本的应用	220
● 因为缺少可交易性而产生的折价	226
● 控制权溢价	230
● 小企业折价	234

● 其他杂项调整	241
● 本章的要点	245
● 注释	246
结语——从现实世界中的资本成本所学到的东西	247

第一章 风险和收益

导论

资本成本的一个定义

理解确定资本成本的原则

引入风险

风险与收益的关系

套利与理性

资本成本的行为因素

本章的要点

注释
