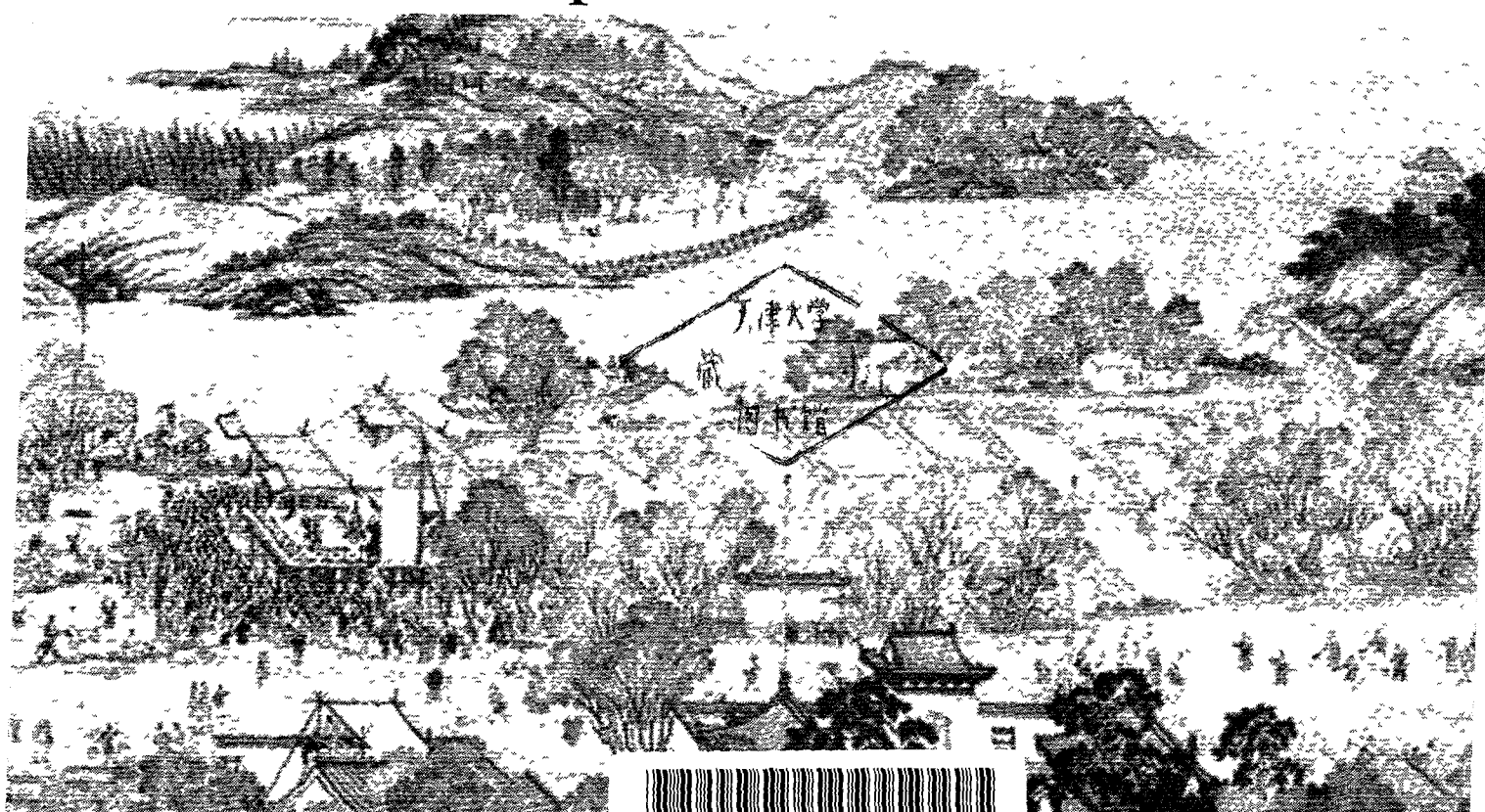


斯蒂芬 A. 罗斯 (Stephen A. Ross)(MIT斯隆管理学院)
(美) 伦道夫 W. 威斯特菲尔德 (Randolph W. Westerfield)(南加利福尼亚大学) 著
杰弗利 F. 杰富 (Jeffrey F. Jaffe)(宾夕法尼亚大学)
吴世农 沈艺峰 王志强 等译

公司理财

(原书第6版)

Corporate Finance (6th Edition)



TD001421485



机械工业出版社
China Machine Press

译者序

在公司理财这一领域的学习、教学和研究工作中，一些著名的教材、专著和论文一直影响着我们，它们是我们永远的导师。最值得一读的教材主要有：罗斯（Stephen A Ross）、威斯特菲尔德（Randolph W Westerfield）和杰富（Jeffrey F Jaffe）三人合著的《公司理财》（Corporate Finance），尤金·布里格姆（Eugene F Brigham）和路易斯·加彭斯基（Louis C Gapenski）二人合著的《财务管理：理论和实践》（Financial Management: Theory and Practice）和《中级财务管理》（Intermediate Financial Management）；范霍尼（James C Van Horne）、狄普森（Cecil R Dipchand）和韩雷翰（J Robert Hanrahan）三人合著的加拿大版的《财务管理》（Financial Management）；卡普兰（Thoms E Copland）和威斯顿（J Fred Weston）合著的《财务理论和公司政策》（Financial Theory and Corporate Policy）。我们一直珍藏着上述教材的各年版本，希望有一天能将这些教材介绍给国内的同行和学生。

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，共同的兴趣使得我们大家常常凑在一起谈论和研究公司理财和资本市场，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。近年来，国外的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年我们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，近年来我国资本市场发展迅速，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。结合国情，学习和借鉴国外先进的财务管理理论、方法和应用对推动我国在这一领域的教学、研究和应用具有重要的作用。因此，我们欣然接受翻译这部巨著的工作。此书在中国翻译出版后，受到广大读者的欢迎和喜爱，连续印刷十几次，成为近年来最畅销的理财学教科书之一。2002年，华章公司的杨雯编辑再次把《公司理财》第6版的翻译工作交给我们，我们发现，相对于第5版，第6版具有明显的改进：首先，对第5版使用的历史数据全部进行更新，以反映最新的现实状况；第二，使用更多的篇幅阐述资本成本及其在资本预算中的应用；第三，在第12章中增加了一节，专门介绍流动性与资本成本，第四，在第12章增加一个附录，介绍经济增加值（EVA[®]）及其在业绩评价中的应用；第五，增加了有效市场和CAPM的新证据；第六，在第16章和第18章分别增加资本结构和股利政策的相关案例；第七，增加一篇，即第六篇，专门介绍期权与衍生金融产品，第八，在第22章增加介绍期权理论在兼并收购中的应用；第九，第23章增加了介绍期权理论及其在资本预算的重要意义；第十，在第30章增加了有关股权分割、剥离和追踪股等新内容，第十一，对每章后面的练习题进行全面更新。

《公司理财》一书的三位作者都是著名的理财学教授和经济学家。他们不仅是著名的学者，而且在大型企业、金融、证券机构和政府部门担任顾问和领导职务。

罗斯先生现任MIT斯隆管理学院教授，加利福尼亚技术公司保险人，大学退休权益基金董事长，罗尔-罗斯资产管理公司共同主席。他曾任美国财务学会主席，是世界著名的财务管理学家和金融经济学家，在信号理论、代理理论、期权定价、利率的期限结构等领域做出重要贡献，并以套利定价理论而闻名于世。

威斯特菲尔德先生是南加利福尼亚大学马歇尔商学院教授，现任该校商学院院长，美国大陆银行保险委员会委员和总监，AT&T、美孚石油、太平洋企业顾问，并担任联合国、美国司法和劳工部、加利福尼亚州政府

等的顾问。他曾在宾夕法尼亚大学沃顿商学院任教长达20年，并兼任财务系主任，是一位在公司财务政策、投资管理与分析、收购兼并、股票市场价格行为等研究领域享有盛誉的专家。

杰富先生现任宾夕法尼亚大学沃顿商学院教授，其论文经常发表在著名的财务、经济学和金融学刊上，对内幕交易方面的研究很有建树，并在IPO、投资机构管理、做市商行为、金价变动、通货膨胀和利率作用的理论和实证研究等方面做出重要贡献。

《公司理财》第6版翻译工作是在第5版译著的基础上进行的。参加第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、余满娇、胡勤勤和何玲云等。参加本书第6版翻译工作的有：吴世农（第1、9、10、11、13章）、沈艺峰（第19、23、31章）、洪锡熙和张俊生（第21、22、25章）、李常青（第18、24章）、王志强（第12、17章）、肖珉（第2、26章）、李广斌（第3、4章）、赖建清（第5章）、刘彤（第6章）、王志强和陆建伟（第7章）、余满娇（第8章）、沈红涛（第14章）、胡勤勤（第15、16章）、杨熠（第20章）、庄峻辉（第21章）、曾永艺（第27、29章）、肖作平（第28章）、潘越（第30章）、潘越和孙波（第32章）。吴世农教授、沈艺峰教授和王志强博士承担第6版的校译和审定工作。

在翻译过程中，我们努力做到“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。

感谢厦门大学管理学院计算机中心副主任李劲工程师，他帮助我们处理译稿中的多数图形和解决文字编辑工作中的难题。感谢机械工业出版社华章公司的韩焱、杨雯、邓瑞华和石美华同志，她们热心地促使这部巨著的中文版问世。感谢我们的家人和朋友，感谢他们的理解和支持。

吴世农 沈艺峰 王志强
2003年5月1日于厦门大学嘉庚楼

前 言[⊖]

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。在过去的十年，我们目睹了金融市场的变革和金融工具的创新。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，对“实际”期权（第21章和22章）、私募权益资本与风险资本（第19章）和股利消失（第18章）等产生新的认识。全球的金融市场也未曾像今天这样一体化。公司理财的理论和实践在快速地变化，因此教学必需与之保持同步发展。

这些变化和发展给公司理财这一课程的教学提出了新的任务。一方面，日益变化的财务和金融使得公司理财的教学内容难于迅速更新。另一方面，教师必需在纷繁变化的潮流中去伪存真，精选具有意义的永久题材。我们解决这个问题的办法是集中关注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，越来越多的实例来自国外。由于许多新生局限于书本知识，因此他们认为公司理财是一门综合各种不同的论题于一体的课程。事实上，跟本书前几版一样，我们的目标就是要以某些综合和十分直观的运作过程来展示公司理财。

本书可作为工商管理硕士（MBA）及其他专业研究生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。这些已经学过的课程知识有助于学生理解公司理财中一些更加深奥的难题。但是，无论如何，我们所写的这本书自成体系，是否已学过相关的内容并非至关重要。本书所涉及的数学仅限于基本代数知识。

《公司理财》第6版具有如下新变化：

1 对资本成本进行彻底的更新，强调其在资本预算中的应用，特别是第12章和第17章相对于以前的版本有很大的改动。

2 在第12章中增加一节介绍流动性与资本成本。

3 在第12章增加一个附录，介绍经济增加值（EVA[®]）及其在业绩评价中的应用。

4 增加了有效市场和CAPM的新证据。

5 在第16章和第18章分别增加资本结构和股利政策的案例。

6 新增加了独立一篇，专门介绍期权与衍生金融产品。

7 在第22章增加介绍期权理论在兼并收购中的应用。

8 第23章增加介绍期权理论及其在资本预算的重要意义。

9 在第30章增加了有关股权分割、剥离和追踪股等新内容。

10 对每章后面的练习题进行全面更新。

在使用本书的过程中，必需注意到：保持理论和概念的现实性和同步更新只是撰写本书的一个方面。要成为有效的教学工具，教科书必需保持理论和概念同步，使得学生易学易懂。基于这种思想，本书具有如下特点：

1 **案例。**第6版收入10个案例，详细介绍这些真实的公司如何进行理性的决策以解决各种问题。

⊖ 我们仅翻译了原著中前言的主要部分。——译者注

2 “个人观点”栏目。编辑收入一些著名学者和业内人士对某些关键问题的看法。

3 概念题。每章中的每一节之后都附有概念题（本书中文版集中在每章的思考与练习中）。概念题指出每章的重点内容，测试学生是否综合掌握了每节的要点，有助于学生继续学习新的章节。

4 例题引证。为了使学生完整地掌握解决问题的逻辑、结构和程序，我们在每章都提供了完整的例题，并进行了解答。

5 数字公式。关键的公式分别按章编号，以便查阅。

6 本书几乎每章都有“本章小结”，并列出了重要专业术语。此外，各章还附有推荐读物，思考和练习题，小型案例。

7 推荐读物。每章的后面都列出一些经典的文献，以便有兴趣的学生查阅。

此外，本书还配有一些经过精心审阅和修改的辅助材料，具体包括：《教师手册》、《教学电子投影（PowerPoint）系统》、《测试题库》、《计算机化测试软件》、《试题解答》，教师用的CD-ROM和教学录影带等。

《公司理财》第6版的问世，要感谢我们的许多同事，他们对本书怀有浓厚的兴趣，并一直用它执教MBA研究生公司理财的初级课程。他们对本书第6版提出许多宝贵意见和建议。在此深表感谢。

我们要特别感谢Linda De Angelo、Dennis Draper、Kim Dietrich、Alan Shapiro、Harry De Angelo、Aris Protopapadakis、Anath Madhevan和Suh-Pyng Ku。我们还要特别感谢南加州大学马歇尔商学院的所有同事、纽约大学的Edward I Altman、弗吉尼亚工学院的Robert S Hansen、佛罗尼达大学的Jay Ritter，感谢他们的帮助和多次为本书提出宝贵的意见。

在过去的三年，许多读者发现和报告了书中的某些错误。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在修改第6版时具有无可估量的价值。我们要保证未来的版本没有任何错误，因此，第一个发现本书错误的读者，将得到10美元的奖励，算术错误导致的连环错误加倍计算。所有被发现的错误将在公司理财在线学习中心公布，网址是：www.mhhe.com/rwj。

此外，在本书准备初稿时，Sandra Robinson和Wendy Wat给了我们重要的帮助。

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。

斯蒂芬 A 罗斯
伦道夫 W 威斯特菲尔德
杰弗利 F 杰富

目 录

译者序 前言

第一篇 综 述

第1章 公司理财导论	2
1.1 什么是公司理财	2
1.2 公司证券对公司价值的或有索取权	7
1.3 公司制企业	8
1.4 公司制企业的目标	11
1.5 金融市场	13
1.6 本书概述	14
第2章 会计报表与现金流量	17
2.1 资产负债表	17
2.2 损益表	19
2.3 净营运资本	20
2.4 财务现金流量	21
2.5 本章小结	23
附录2A 财务报表分析	25
附录2B 现金流量表	31
附录2C 美国联邦税率	33

第二篇 价值和资本预算

第3章 金融市场和净现值： 高级理财第一原则	36
3.1 金融市场经济	36

3.2 跨期消费决策	38
3.3 竞争性市场	40
3.4 基本原则	40
3.5 原则的运用	41
3.6 投资决策示例	43
3.7 公司投资决策过程	46
3.8 本章小结	48
第4章 净现值	50
4.1 单期投资情形	50
4.2 多期投资情形	53
4.3 复利计息期数	59
4.4 简化公式	62
4.5 如何确定公司价值	70
4.6 本章小结	71
第5章 债券和股票的定价	77
5.1 债券的定义和例子	77
5.2 如何对债券定价	77
5.3 债券的概念	80
5.4 普通股现值	81
5.5 股利折现模型中参数的估计	85
5.6 增长机会	87
5.7 股利增长模型和NPVGO模型 (高级篇)	90
5.8 市盈率	92
5.9 股票市场行情	93
5.10 本章小结	94
附录5A 利率期限结构、即期利率和	

12 4 基本模型的扩展	229	第16章 资本结构：债务运用的限制	304
12 5 国际纸业公司的资本成本估计	232	16 1 财务困境成本	304
12 6 降低资本成本	233	16 2 成本的种类	306
12 7 本章小结	235	16 3 能够降低债务成本吗	309
附录12A 经济增加值与财务业绩评价	238	16 4 税收和财务困境成本的综合影响	311
第四篇 资本结构和股利政策		16 5 怠工、在职消费与有害投资： 一个关于权益代理成本的注释	313
第13章 公司融资决策和有效资本市场	245	16 6 优序融资理论	315
13 1 融资决策能增加价值吗	245	16 7 增长和负债权益比	317
13 2 有效资本市场的描述	247	16 8 个人税	318
13 3 有效资本市场的类型	248	16 9 公司如何确定资本结构	321
13 4 实证研究的证据	252	16 10 本章小结	324
13 5 资本市场效率理论对公司理财 的含义	258	附录16A 财务结构的一些有用公式	329
13 6 本章小结	261	附录16B Miller模型和累进所得税	329
第14章 长期融资简介	267	附录16C 案例分析	331
14 1 普通股	267	第17章 杠杆企业的估价与资本预算	337
14 2 企业长期负债	271	17 1 调整净现值法	337
14 3 优先股	273	17 2 权益现金流量法	338
14 4 融资模式	275	17 3 加权平均资本成本法	339
14 5 资本结构的最新趋势	277	17 4 APV法、FTE法和WACC法的比较	340
14 6 本章小结	279	17 5 需要估算折现率的资本预算	343
第15章 资本结构：基本概念	281	17 6 APV法举例	344
15 1 资本结构问题和馅饼理论	281	17 7 贝塔系数与财务杠杆	346
15 2 企业价值的最大化和股东利益的 最大化	282	17 8 本章小结	348
15 3 财务杠杆和公司价值：一个例子	283	附录17A 调整净现值法在杠杆收购 评估中的应用	350
15 4 Modigliani和Miller：命题II（无税）	287	第18章 股利政策：为什么相关	356
15 5 税	294	18 1 股利的不同种类	356
15 6 本章小结	300	18 2 发放现金股利的标准程序	356
		18 3 基准案例：股利无关论的解释	358
		18 4 税收、发行成本与股利	361
		18 5 股票回购	364

18 6	预期报酬、股利与个人所得税	· ·	365	21 3	税收、国内税收总署和租赁		428
18 7	赞成高股利政策的现实因素	· · ·	367	21 4	租赁的现金流量	· · · · · ·	429
18 8	现实问题的解决	· ·	· · 368	21 5	公司所得税下的折现和债务 融资能力	· · ·	430
18 9	我们了解和不知道的股利政策	·	370	21 6	“租赁-购买”决策的NPV 分析法	· ·	431
18 10	本章小结	· · · · · ·	376	21 7	债务置换和租赁价值评估	· · · ·	432
附录18A	股票股利与股票拆细	· ·	378	21 8	租赁值得吗：基本情形	· ·	· · 435
第五篇 长期融资				21 9	租赁的理由	· · · ·	436
第19章	公众股的发行	· ·	384	21 10	关于租赁的其他一些未回答问题		439
19 1	公开发行	· · · · · ·	384	21 11	本章小结	· · · ·	439
19 2	另一种发行方式	· · ·	· · · 386	附录21A	租赁方案的APV计算方法	·	441
19 3	现金发行	· ·	· · 386	第六篇 期权、期货与公司理财			
19 4	新股发行公告和公司价值	· ·	391	第22章	期权与公司理财：基本概念		446
19 5	新股发行成本	· · · ·	393	22 1	期权	· · · · · ·	446
19 6	配股	· · · · · ·	393	22 2	看涨期权	· · · ·	· · 446
19 7	新股发行之谜	· · · · · ·	397	22 3	看跌期权	· · · · · ·	448
19 8	上架发行	· · · · · ·	399	22 4	售出期权	· · · · · ·	449
19 9	私募资本市场	· · · · · ·	399	22 5	解读《华尔街日报》	·	450
19 10	本章小结	· · · · · ·	403	22 6	期权组合	· · · ·	450
第20章	长期负债	· · · · · ·	407	22 7	期权定价	· · · · · ·	452
20 1	长期负债：回顾	· · · ·	407	22 8	期权定价公式	· · · · · ·	455
20 2	公开发行债券	· · · · · ·	408	22 9	被视为期权的股票和债券	· · · · · ·	461
20 3	债券调换	· · · · · ·	411	22 10	资本结构政策和期权	· · · · · ·	465
20 4	债券评级	· · · · · ·	413	22 11	购并与期权	· · · · · ·	466
20 5	其他债券类型	· · · · · ·	418	22 12	项目投资和期权	· · · · · ·	467
20 6	债券的直接销售与公开发行比较	· · · ·	420	22 13	本章小结	· · · · · ·	469
20 7	长期银团贷款	· · · · · ·	420	第23章	期权与公司理财： 推广与应用	· ·	· · 472
20 8	本章小结	· · · · · ·	422	23 1	管理人员股票期权	· · · ·	472
第21章	租赁	· · · · · ·	425				
21 1	租赁类型	· · · · · ·	425				
21 2	租赁会计	· · · · · ·	427				

23 2	评估创始企业	475	26 4	关于财务计划模型的几点说明	538
23 3	续述二叉树模型	477	26 5	本章小结	539
23 4	停业决策和重新开业决策	482	第27章 短期财务与计划		542
23 5	本章小结	487	27 1	跟踪现金与净营运资本	542
第24章 认股权证和可转换债券		489	27 2	以其他要素定义现金	544
24 1	认股权证	489	27 3	经营周期与现金周期	545
24 2	认股权证与看涨期权的差异	490	27 4	短期财务政策的若干方面	547
24 3	认股权证定价与Black-Scholes模型 (高级篇)	493	27 5	现金预算	551
24 4	可转换债券	494	27 6	短期融资计划	553
24 5	可转换债券的价值评估	495	27 7	本章小结	554
24 6	发行可转换债券的原因透视	497	第28章 现金管理		558
24 7	为什么会发行认股权证和可 转换债券	499	28 1	持有现金的目的	558
24 8	转换策略	501	28 2	目标现金余额的确定	559
24 9	本章小结	501	28 3	现金收支管理	564
第25章 衍生品和套期保值		505	28 4	闲置资金的投资	571
25 1	远期合约	506	28 5	本章小结	573
25 2	期货合约	507	附录28A 可调整收益率优先股、竞标 收益率优先股和浮动利率大 额可转让存单		574
25 3	套期保值	510	第29章 信用管理		579
25 4	利率期货合约	513	29 1	销售条件	580
25 5	持续期套期保值	518	29 2	信用决策的制定: 信息与风险	582
25 6	互换合约	523	29 3	最优信用政策	584
25 7	衍生品的实际运用情况	525	29 4	信用分析	586
25 8	本章小结	526	29 5	收账政策	587
第七篇 财务计划与短期财务			29 6	如何为商业信用融资	588
第26章 公司财务模型与长期计划		532	29 7	本章小结	589
26 1	什么是公司财务计划	532	第八篇 理财专题		
26 2	财务计划模型的主要组成部分	533	第30章 兼并与收购		592
26 3	增长率的确定	535	30 1	收购的基本形式	592

30 2 收购的税负形式 · · · · ·	594	31 3 破产清算与重组 · · · · ·	622
30 3 兼并的会计处理方法 · · · · ·	595	31 4 私下和解或破产 · · · · ·	626
30 4 并购协同效益的确定 · · · · ·	597	31 5 预打包破产 · · · · ·	627
30 5 并购协同效益的来源 · · · · ·	597	31 6 本章小结 · · · · ·	629
30 6 并购后公司价值的计算 · · · · ·	600	附录31A 预测公司的破产：Z分值模型 · · · · ·	631
30 7 股东因风险降低而付出的代价 · · · · ·	602	第32章 跨国公司财务 · · · · ·	633
30 8 兼并的两个“坏”理由 · · · · ·	604	32 1 专业术语 · · · · ·	634
30 9 兼并的净现值 · · · · ·	605	32 2 外汇市场与汇率 · · · · ·	634
30 10 防御性策略 · · · · ·	607	32 3 一价定律与购买力平价说 · · · · ·	636
30 11 并购效应的实证证据 · · · · ·	609	32 4 利率和汇率：利率平价说 · · · · ·	638
30 12 日本银企集团 · · · · ·	612	32 5 跨国资本预算 · · · · ·	641
30 13 本章小结 · · · · ·	613	32 6 跨国财务决策 · · · · ·	645
第31章 财务困境 · · · · ·	619	32 7 跨国经营报告 · · · · ·	646
31 1 什么是财务困境 · · · · ·	620	32 8 本章小结 · · · · ·	647
31 2 财务困境事项 · · · · ·	621	附录 数学表 · · · · ·	652

第五篇

长期融资

本篇共有三章：

第19章 公众股的发行

第20章 长期负债

第21章 租赁

第五篇将集中讨论长期筹资，内容包括：公众股的发行、长期负债、期权与公司理财的基本概念、期权和公司理财的推广与应用，认股权证与可转换债券、租赁、衍生品和套期风险。

第四篇讨论了资本结构，我们确定了公司负债与权益比率同公司价值之间的关系。我们在第四篇所使用的负债具有代表性，但实际上还有许多不同类型的负债。在第五篇，我们将探讨财务经理应该如何从各种类型的负债中选择最有意义的负债，包括直接负债、带有选择权的负债（Debt with Options）和租赁。

第19章概述了公司公开发行证券的方式。一般而言，公开发行分为现金发行、私募和股票发行中的优先认股权。我们分别阐述了这些发行方法的特点，并指出了一些悬而未决的疑难问题。

第20章阐述了长期负债的基本特征。多数长期负债的基本特征之一是可以由公司在未到期时提前赎回。我们试图解释为什么赎回条款能够存在。长期负债有多种类型，包括浮动利率的债券、收益债券、首次发行折价债券。我们探讨了它们存在的原因。

第21章集中讨论期权。首先，我们概述了在有组织的交易所内进行交易的期权。期权是一种对指定财产价值的或有索取权或求偿权。公司发行的每一种证券都具有期权的特征。其次，我们阐述了可用于期权定价的标准模型，它与净现值模型没有相似之处。我们的目标是阐述期权定价的内在逻辑。因为净现值不适合或有求偿权的评价，所以这是十分重要的。

第19章

公众股的发行

本章考虑公司怎样向投资公众发行股票。债券和股票的一般发行程序颇为相似。本章的重点在于股票发行，不过债券发行和股票发行的程序基本相同。

在证券能够于证券市场交易前，必须先将它们发行给公众。向公众发行证券的公司必须符合联邦法律和法规里所陈述的、由证券交易委员会（SEC）执行的各种要求。一般来说，发行人必须在注册登记书和招股说明书里提供所有重要的信息。在本章的第一部分，我们讨论这一过程需要做什么。

公开发行的股票可以在承销商的帮助下直接发售给公众，这一做法被称为普通现金发行。另外还有一种可供选择的方法，公众股可以通过所谓的配股发行的方式出售给现有股东。本章将考察普通现金发行和配股发行的区别。

公司首次公开发行的股票通常会折价。我们将描述这种不寻常的现象，并提供一种合理的解释。

19.1 公开发行

表19-1描绘了公开发行的基本程序。1933年的证券法阐明了对所有跨州新发行证券的联邦法规。1934年的证券交易法是对已经发行证券进行管制的基础。SEC执行这两部法律。

表19-1 筹集资本的过程

公开发行的步骤	时 间	活 动
1 承销前会议	• 数个月	• 讨论准备筹集的金额、所要发行证券的种类。将承销团和推销小组都聚集在一起。谈判承销协议。取得董事会的批准
2 申请注册登记发行许可	• 20天的静候期间	• 注册登记书包括所有相关的财务和经营信息
3 发行定价	• 通常在登记期间结束前最后一天	• 对于多次发行，按接近于当时的市场价格来定价 对于首次公开发行，则需要进行广泛的研究和分析
4 公开发行和销售	• 登记期间最后一天结束后即开始	• 在一份典型的包销合同中，承销商从公司买入一定数量规定的股票，而后再以较高的价格出售 • 推销小组协助销售
5 稳定市场	• 通常在公开发行后30天	• 承销商做好在市场上按确定价格下单买进的准备

新股发行的基本程序

1 管理层向公众发行证券的第一个步骤是要取得董事会的同意。

2 接下来，公司必须准备和向SEC提出注册登记书的申请。该注册登记书囊括了大量的财务信息，包括财务历史、现有经营业务的细节、融资计划以及未来的规划等。这份注册登记书动辄就超过50多页。除了下面两项外，所有公开发行的证券都必须有这份文件。

a 九个月内到期的贷款。

b 所涉及的发行金额少于500万美元。

第二项例外指的是著名的小规模发行豁免。少于500万美元的发行受A法规指导，在A法规下仅需要一份简单的发行说明书——而不是上述的注册登记书。要使法规A生效，公司内部人所出售的股份不能超过150万美元。

58,750,000 Shares

Consolidated Rail Corporation

Common Stock
(per value \$1 00 per share)

Price \$28 Per Share

The shares are being sold by the United States Government pursuant to the Conrail Privatization Act. The Company will not receive any proceeds from the sale of the shares.

Upon request a copy of the Prospectus describing these securities and the business of the Company may be obtained within any state from any Underwriter who may legally distribute it within such State. The securities are offered only by means of the Prospectus and this announcement is neither an offer to sell nor a solicitation of any offer to buy.

52,000,000 Shares

This portion of the offering is being offered in the United States and Canada by the undersigned

Goldman, Sachs & Co
The First Boston Corporation
Merrill Lynch Capital Markets
Morgan Stanley & Co
Salomon Brothers Inc
Shearson Lehman Brothers Inc

Alex Brown & Sons
Kidder Peabody & Co
L F Rothschild
William Blair & Company
Piper Jaffray & Hopwood
Advest Inc
Sanford C Bernstein & Co Inc
Dominion Securities Corporation
Furman Seiz Mager Dietz & Birney
Janney Montgomery Scott Inc
Cyrus J Lawrence
Neuberger & Berman
Stifel Nicolaus & Company

Dillon Read & Co Inc
Lazard Freres & Co
Unterberg Towbin Inc
J C Bradford & Co
Frederick W. Cook
American Securities Corporation
Blunt Ellis & Loewi
Eberstadt Fleming Inc
Gruntal & Co, Incorporated
Johnson Lane Space Smith & Co Inc
Legg Mason Wood Walker
The Ohio Company
Sutro & Co

Donaldson Lufkin & Jenrette
Montgomery Securities
Smith Barney
Dain Bosworth
Frederick W. Cook
Arnhold and S Bleichroeder Inc
Robert W Baird & Co
Boettcher & Company Inc
Eppler Guerin & Tuner Inc
Howard Well Labouisse Friedrichs
Jonston Lemon & Co
Morgan Keegan & Company Inc
Rauscher Pierce Refsnes Inc
Tucker Anthony & R L Day Inc

Drexel Burnham Lambert
Prudential Bache Capital Funding
Wertheim Schroder & Co
A G Edwards & Sons Inc
Thomson McKinnon Securities Inc
Burns Fry and Timmins Inc
First of Michigan Corporation
Howard Well Labouisse Friedrichs
Moseley Securities Corporation
The Robinson Humphrey Company Inc
Underwood Neuhaus & Co

Hambrecht & Quist
Robertson Colman & Stephens
Dean Witter Reynolds Inc
Oppenheimer & Co Inc
Wheat First Securities Inc
Bateman Eichler Hill Richards
Cowen & Company
First Southwest Company
Interstate Securities Corporation
Ladenburg Thalmann & Co
Needham & Company Inc
Rothschild Inc Stephens Inc
Wood Gundy Corp

This special bracket of minority owned and controlled firms assisted the Co Lead Managers in the United States Offering pursuant to the Conrail Privatization Act

AIBC Investment Services Corporation
WR Lazard Securities Corporations

Daniels & Bell, Inc
Pryon, Govan, Counts & Co Inc

Doley Securities, Inc
Muriel Siebert & Co, Inc

6,750,000 Shares

This Portion of the offering is being offered outside the United States and Canada by the undersigned

Goldman Sachs International Corp
First Boston International Limited
Merrill Lynch Capital Markets
Morgan Stanley International
Salomon Brothers International Limited
Shearson Lehman Brothers International

Algemene Bank Nederland N V
Nomura International
ABC International Ltd
Credit Lyonnais
Morgan Grenfell & Co
J Vontobel & Co Ltd

Banque Bruxelles Lambert S A
N M Rothschild & Sons
Banque Paribas Capital Markets Limited
Danwa Europe
Peterbroeck van Campenhout & Cie SCS
M M Warburg Brinckmann Wirtz & Co

Banque Nationale de Paris
Henry Schroder Wagg & Co
Caisse Nationale de Credit Agricole
IMI Capital Markets (UK) Ltd
Peterbroeck van Campenhout & Cie SCS
Westdeutsche Landesbank

Cazenove & Co
Société Générale
Campagne de Banque et d'investissements, CBI
Joh Berenberg Gossler & Co
Swiss Volksbank
Yamaichi International (Europe)

The Nikko Securities Co (Europe) Ltd
S G Warburg Securities
Leu Securities Limited
Vereins- und Westbank
Auenbergstrasse

March 27 1987

图19-1 墓碑式广告样本

3 SEC在静候期间讨论注册登记表。在此期间，公司可能会分发一份招股说明书草案。由于招股说明书草案的封面以红色、粗体字印刷，所以被称为“红鲱鱼”。招股说明书里面的信息量比注册登记表里面的更为丰富，并由公司分发给潜在的投资者。公司在静候期间不得出售任何证券。不过，可以做一些口头上的发行承诺。

如果SEC不发出建议变更的评注函的话，那么注册登记表将在填报后20天内生效。如果公司做出变更，那么为期20天的静候期将重新计算。

4 注册登记表最初不提供新股的价格信息。在注册登记书的生效日，价格才被确定，随后销售努力正式启动。无论哪个在先，证券的交割或销售的确认都必须附带最终定稿的招股说明书。

5 在静候期间里及以后使用的皆是墓碑式（tombstone）广告。图19-1复制了一份这种样本。

19.2 另一种发行方式

当公司决定发行新证券时，既可以公开发行也可以私下发行。如果是公开发行，则要求公司在SEC注册登记本次发行。要是发行给少于35个投资者的话，发行可以被当作私下发行处理。在这种情况下，不需要注册登记表。¹

公开发行有两种方法——普通现金发行和配股发行。现金发行指出售给所有感兴趣的投资者，配股发行则是出售给现有股东。尽管几乎所有的债券都是通过现金发行的，但股票却是既有现金发行也有配股发行。

公司第一次公开发行股票被称为是首次公开发行（IPO）或非再次新发行。所有的首次公开发行都是现金发行，这是因为如果公司现有的股东都想买股票，那公司就无需公开出售它们了。在1994年，共发生了116次IPO，筹资金额超过50亿美元。再次新发行指先前曾发行过证券的公司再发行新股。普通股的再次新发行可以通过现金发行或配股来实现。

表19-2说明了新证券的这些发行方法，而且在下面几节里还会继续讨论。

表19-2 发行新证券的方法

方 法	类 型	定 义
公开发行 传统议价	• 现金发行包销	• 公司与投资银行之间就新发行股票或债券的承销和分配的协议进行谈判 承销商买人事先确定的一部分股票，然后按较高的价格再出售
现金发行	• 现金发行承销	• 公司要求投资银行按双方同意的价格尽可能多地出售新发行股票。但该方法没有保证究竟可以筹集多少现金
特权认购	• 配股直接发行 • 附权备用发行	• 公司向直接向现有股东发行新股 • 与配股直接发行一样，这种方法包含一份与现有股东关于特权认购的协议。 发行收入由承销商予以保证
非传统的现金发行	• 上架现金发行	• 有资格的公司可以取得它们在未来两年的期间预计所有要发行股票的许可权，当需要时再出售它们
私下发行	• 公司现金竞价发行 • 私下直接发行	• 公司可以通过公开拍卖，而不是协商来选择如何订立承销合同 • 将证券直接出售给购买者，后者至少在两年内不得再行出售

19.3 现金发行

如前所述，在现金发行中股票被出售给所有感兴趣的投资者。假如现金发行属于公开发行，通常要涉及到投资银行。投资银行是提供广泛多样服务的金融中介机构。除了帮助证券销售，它们还可以促成兼并和其他形式的公司重组，充当个人客户和机构客户双方面的经纪人，以及用它们自己的账户进行交易。你可能很经常听到诸如高盛、美林、所罗门兄弟等华尔街的大投资银行机构。表19-3列出了美国证券公开发行业务中处于领导地位的投资银行。

对于发行公司而言，投资银行提供诸如以下所列的各类服务。

- 制定证券发行的方法。
- 为新发行证券定价。
- 销售新发行证券。
- 通过发行证券来获取现金有两种基本的方法。

1 **包销**。在这种方法下，投资银行以低于发行价的价格买入证券，同时承担无法卖出它们的风险。由于这种方法涉及到风险，所以我们说投资银行确实是在包销证券。换句话说，在他们参与包销发行时，投资银行充当了一回承销商。（由于包销甚为流行，在本章里我们将交替使用投资银行和承销商这两个词。）

表19-3 美国主要承销商——1997年

美国债券和股票主要承销商	
管理人	
Merrill Lynch	
Salomon Smith Barney	
Morgan Stanley Dean Witter	
Goldman, Sachs	
Lehman Brothers	
JP Morgan	
Credit Suisse First Boston	
Bear, Stearns	
Donaldson, Lufkin & Jenrette	
Chase Manhattan	

在这种场合里，为了使风险最小化，投资银行联合起来组成承销团（辛迪加）以分担风险和协助证券的销售。在这样一种承销团里，常由一个或多个管理人来安排或共同安排整宗买卖。某个管理人被指派为牵头管理人或主管理人。典型地，牵头管理人负责本次发行的所有方方面面的事。辛迪加里的其他投资银行则主要为把证券出售给它们的客户提供服务。

承销商买入价和发行价之间的差额被称为“差价”或“折价”。这是承销商得到的最基本的报酬。在某些时候，除了差价外，承销商还将得到认股配股或股票等形式的非现金报酬。

包销实际上只是一种买入-卖出协议，投资银行的费用就是差价。发行人得到的是全额收入减去差价，而所有的风险都转移给承销商。要是承销商无法按照商定一致的发行价格卖出所有的证券，它可能需要降低未售出部分的价格。不过，由于承销商通常是在已经调查清楚到底市场怎样接纳本次发行后才确定下发行价，所以这种风险一般很小。在新证券的多次发行时更是如此，这是因为新发行证券的价格可以建立在证券事先交易情况的基础上。

2 **承销**。在包销中承销商由于要买入全部发行的证券而承受了风险。相反，在承销方式下，由于承销商不需要买入证券，所以它可以避免这种风险。与包销不同，承销商仅仅只是作为一个代理商，从每一只售出的股票中收取佣金。按法律上的规定，投资银行必须尽可能地按预先商定一致的发行价格出售证券。要是待发行的证券无法按发行价出售，投资银行通常会退出。

比起再次新发行，承销这种方式在首次公开发行中更为普遍。此外，据Jay Ritter最近的一项研究表明，承销一般用于小规模IPO，而包销则通常用于大规模的IPO。他的结论复制在表19-4里。表中的最后一列极好地说明了他的结果。

不论是包销或是承销，要是市场价格跌过发行价，则允许主承销商自己买进证券，目的在于在暂时回落的压力下支撑市场和稳定价格。假如证券在一段时间后（例如30天）仍然没能售出，承销团的成员可以退出承销团，而后按照市场上能允许的任何价格出售他们手中的证券。

许多承销合同包含一项**绿鞋条款**，该条款给予承销团成员按照发行价增购证券的选择权。² 绿鞋选择权的公开理由是满足过多的需求和超额认购。它一般延续大约30天时间，包括不超过15%的新发行证券。对承销团来说，绿鞋选择权是一种收益，而对于发行人来说，它则是一项成本。假如新发行证券的市场价格在30天内升到发行价之上，承销商就可以从发行人那里买入证券，然后立即把它们转售给公众。

表19-4 按总收入分类的首次发行的股票· 1977 ~ 1982

总收入 (美元)	总发行	包销	承销	承销占总发行比例
100 000 ~ 1 999 999	243	68	175	0.720
2 000 000 ~ 3 999 999	311	165	146	0.469
4 000 000 ~ 5 999 999	156	133	23	0.147
6 000 000 ~ 9 999 999	137	122	15	0.109
10 000 000 ~ 120 174 195	180	176	4	0.022
全部发行	1 027	664	363	0.353

资料来源 J R Ritter, "The Costs of Going Public," *Journal of Financial Economics* 19 (1987) © Elsevier Science Publishers B V (North-Holland)

19.3.1 投资银行

投资银行是新证券发行的核心。它们提供咨询、推销证券（在调查完市场对发行的接纳程度后）以及承销发行所要筹集的金额。它们还承担市场价格在发行价格确定时和证券出售之间发生变化的风险。

个人观点

Robert S. Hansen^① 谈承销发行的经济原理

承销商起到四个作用：证明、监督、营销和风险承担。证明的作用使投资者确信发行价是公正的。投资者关心发行价是否高于股票的内在价值。承销商起到的证明作用通过消减投资者对公正性的疑虑而可以提高发行人的价值，从而使发行人能卖个好价钱。

承销商监督发行公司的管理层和业绩可以增进价值，因为它增强了股东的一般性监督。承销商提供的是代表资本提供者和现有股东的集体监督。个人股东监督能力有限，这是因为股东承担了所有的成本，然而所有的所有者按比例享受了好处。相反，在承销商监督中，所有的股东按比例承担了成本并按比例享受了收益。

承销商对收入孜孜不倦的追求和法律义务是投资者的定心丸。然而，使证明和监督作用更为可信的是承销商作为领导者在竞争残酷的资本市场中树立起的声誉。事实证明，不注重声誉的行为无疑是杀鸡取卵。资本市场的参与者通过拒绝雇佣的方式来惩罚那些表现糟糕的投行。参与者以差价的形式为证明和有意义的监督支付“准租金”，准租金代表了为“租用”声誉而支付的价格。

承销商的营销作用是要发掘长期投资者，并劝说他们以发行价购买证券。如果对新股的需求是“水平”的话，那么就没有必要营销了。大量的证据表明发行人和承销团为花费昂贵的营销活动支付巨资，诸如通过昂贵的路演来识别和拓展投资者的兴趣。另外，它们还协调成员以避免对同一客户的追求。领导行还要在发行后几周的时期内为新股提供交易支持。

承销风险如同卖出看跌期权风险。承销团同意以发行价购入所有的新股，然后以发行价和市场价两