

译者序

要在公司金融领域出版一本有竞争力的教材,难!太难了!因为前人的著述众多,罗斯、布雷利、伯克和德玛佐,哪一本不是经典?高山仰止,难怪李白也要感叹,“眼前有景道不得,崔颢题诗在上头”!但是,韦尔奇和马斯卡拉两位作者竟然敢于不畏艰难、勇攀高峰,必然需要有独门武功秘籍。是否真的能够在前人的经典教材之上,再有所突破呢?带着疑惑,我译完全书,欣喜地发现:这本教材确实在林立的公司金融同类著作中,独树一帜,别具风格!

本书聚焦的核心是资本预算和估值,这与其他著作围绕投资、融资、股利、营运资本等就有不同。本书强调公司金融的一切就是资本预算和估值,其他都是围绕着这个主题的附属。资本预算的关键是 NPV 公式,但就在看似简单的分子和分母的取值上,可以进行深度的讨论。逻辑主线从完美市场走向不完美市场、从理想王国逐步走向真实世界。

一般地,我们在讲解公司金融特别是资本结构 MM 理论的时候,都会提及这是在完美市场假设的前提下得出的结论,但是并不会特别重视这些假设(除了无政府税收之外,因为之后讨论税盾效应的原因),也不清楚全部的假设内容。本书特别重视这些假设,书中多处反复阐述完美市场的四大假设:无税收、无信息差异(投资者拥有对称性的完全信息)、无交易成本、市场中存在无限多的投资者和企业(完全竞争)。因为这些假设的含义,能够影响到 NPV 计算的分子和分母,以及一价定律的成立。以完美市场四条假设作为一条主线,来串起全书的珍珠,这也是本书两位作者独具匠心、别出心裁的地方。

除此之外,我尝试总结本书的七大特色:

第一,对话式的教学讲述方式。在作者和读者之间,通过“我”和“你”的用词,进行一问一答,属于启发式的教学,很亲切、平易近人。让人不禁浮想:应该这就是古希腊苏格拉底的问答式、讨论式教学吧。回归古典!

第二,把基本概念讲透彻。高水平学者编写的教材,能够真正地让读者“顿悟”,而非流于概念或者理论的表面。譬如 β 值、CAPM 定价、风险中性、MM 定理等,一般的教材似乎都讲到了,但是常见有作者本人,并不一定深刻理解这些基本概念的真正含义,更缺乏对这些概念在逻辑上的前后本质关联(个别概念包括我自己在内,也是在翻译本书时搞懂了)。

具体可例举如下:(1)随机变量的定义;期望值与均值的差异;风险中性的概念;在风险中性条件下,承诺利率=期限溢价+违约溢价。而在风险回避的情形下,才有流动性溢价、通胀率调整等。(2)承诺收益率(报价收益率)与预期/期望收益率的差别。对承诺

(committed, quoted)与预期(expected)的概念差异,在全书中多处反复强调。(3)股权溢价(equity premium)的讨论,长期和短期股权溢价的区别等;(4)债券收益率曲线向上倾斜的原因;选择回收期方法的原因等。(5)会计利润与金融现金流的区别,譬如固定资产的购买,金融上作为单笔现金流支出,会计上进行折旧,意在平滑(smoothing)。对于递延税收资产和递延税收负债的来源,递延税收资产是未来的现金流入,递延税收负债是未来的现金流出。(6)对于现金流折现计算 NPV 时,分子考虑了违约溢价,也即预期现金流是期望的现金流,而分母则考虑了时间溢价和风险溢价。

第三,魔鬼常在细节中。本书讲解得非常细,准确,在细节之处见真功夫,真理解。把一些长期以来一般学生易于似懂非懂、模糊不清的地方给讲清楚了。举一些例子:(1) $r_{1,2}$ 收益率的两个下标的标注方法,下标表明的是起讫时期,这种严谨的标注做法非常准确。有数学家曾说过,“数学的关键就在于符号的下标”。(2)APR、EAR 的准确区别,通过非常多的计算举例讲解清楚。(3)几何平均收益率与算术平均收益率的差异。(4)计算 β 的细节,高 β 、低 β 股票的举例分析,有无负 β 等,借助于图形进行了展示;回归出的 β 值应该进行收缩和如何收缩,即向 1 靠拢。(5)否定了 ROE 等建立在股权账面价值基础上的评价指标,强调杜邦分析法是过时的财务分析手段。(6)在可比公司法中,对亏损企业的市盈率可以取倒数,然后加权平均等,解决了亏损企业无法用于可比估值的问题等。本书在细节处的启迪,不胜枚举!

第四,提出一些新的知识内容,拓展了传统公司金融教科书的边界。诸如:(1)对美国税收制度的介绍比较详细,比较新;包括纽约证券交易所的变化,新的证券电子交易系统如 ECN 网络交易系统,奥巴马政府的股票法律改革等;(2)信用违约互换的定价;(3)从含权股票到除息股票的股价除息变化中,可以计算隐含的边际税率,进而解释了股息的税收套利模型;(4)有效市场的划分,区别于传统的基于历史信息、基本面信息、内幕信息等的划分方式,按照人们对有效市场信念的差异,可分为“真正的、坚定的、温和的、非信徒”等四类人群,从而不同信徒眼中的有效市场也是不一样的。前三者都属于理性派,最后一种“非信徒”则属于行为派,进而解释了古典金融学和行为金融学的区别和争议所在。

第五,对资本结构理论的各个权衡因素,进行了详细全面的分析,具体就在于对完美市场四大前提的逐个否定。最后的总结可见书中的表 19.5。从否定完美市场前提的角度,去认识权衡理论,是本书的逻辑主线,也是本书的一个创新。譬如,金融索取权(债务和股权)的资本成本与非金融负债(NFL, non-financing liability)的成本——如推迟纳税、贸易信贷等,从而金融索取权下的 MM 定理能够成立,而存在非金融负债下的 MM 定理不能成立。因为非金融负债本身是净现值为正的项目,具有增加企业价值的作用。这样的讨论,使得理论与现实之间实现了很好的过渡,既强调理论,又联系现实,而且能够很顺畅地实现二者的过渡。

第六,把公司金融学建立在会计学科的基础之上。会计与金融之间,一直有密切的联系,但是,传统上的金融学者若非出身会计科班,对会计学的理解并不深厚(我自己就是一例)。本书则强调了会计基础对于公司金融学的重要性。具体有:(1)对财务现金流的计算。比较准确地区别与比较了会计学和金融学,结合会计科目(如折旧、销售收入等),递

延税收、现金流和利润的区别,三张会计报表的详细内容,特别是如何从三张报表中计算财务现金流等。(2)全面的**备考财务报表模型**,是本书与众不同的一大特色。就我所见,其他的任何一本公司金融学的教科书,均未见有花费整整一章内容来构建完整的备考财务报表并进行企业估值。在本书的第21章,以我国携程网公司为例,作者手把手、一步步地建立起三张报表,计算财务现金流和资本成本等,进行两阶段估值,还特别提到了“校准估值”的做法。这里,体现出从理论到现实应用的境界提升。作为译者,我始终认为,公司金融只有建立在会计学科的基础上,才能真正实现应用价值。

第七,批判的视角和哲学的思考。作为最后一点,作者自始至终体现出批判、客观公正的视角,要告诉读者公司金融的实质和真相,以至于在书中的行文,有时带有点黑色幽默的味道。为了体现批判和终极思考的色彩,文中也多处出现如同哲学家一样的思索性感悟,譬如:“价值评估最终依赖的是一价定律,哲学基础是一价定律。”“可比估值法和NPV估值法的原理是一样的,均通过一价定律。二者是表兄弟关系,是一致的。”“估值是相对的,而非绝对的。估值是一门艺术,也是一门科学。”“现实中,资本预算处处面临着缺陷。总之,资本预算既是一门艺术,也是一门科学。你必须尽可能多地依赖于常识和直觉,最好的分析是结合了两。”

另外,书中有大量练习,部分给出了答案。数据和案例更新比较及时,大部分数据均更新到最近。作为中文版的公司金融教材,作者还特别增加了最后一章,描述了中国金融市场与制度体系,包括中国的债券市场与股票市场,内容更新很快,囊括了注册制、科创板乃至北交所的内容。书中对中国国债收益率曲线也有比较详细的介绍。

本书由我负责翻译。感谢研究生杨刚、胡涛、张炜尔、陈帆、魏政、李承睿、李芊蔚、张泰宁、邓琳茜、何亚纹等的协助。王雪峰负责了第21、22章的初稿翻译,钟睿参与了部分章节校对。

全书的脚注,除注明为原书作者注释之外,均为译者给出的注释。

感谢清华大学出版社的刘志彬分社长和本书责任编辑梁云慈女士,他们的审校和润色进一步擦亮了本书的亮点。

正如开头所说,在公司金融领域里不乏众多教材,甚至罗斯的经典教材已经出版至十二版、跨越了半个世纪,韦尔奇和马斯卡拉的著作能够成为近些年来异军突起的新秀,在哈佛、耶鲁等学校获得认可、被用作教材,甚至作者说,“一旦选用本教材,就再也不想更换”,一定是有异乎寻常的魅力了。

翻译完本书,思想的芬芳,久久弥漫。不得不说,在逻辑上和细节中,本书蕴含了公司金融学科的美妙。

记得不久前,我在微信群里看到一篇讲述中美经济学教育区别的帖子,说起美国的经济学教育是“起点低、落点高,循序渐进”,先把最基本的概念讲清楚。而我国的经济学教育以及统计学、计量经济学等,往往是基本概念讲不清楚。在美国的课堂上,常常发现“一节课下来,你会噢的一声,原来是这样的啊”。在阅读本书的时候,我也常有这样的感叹,“噢,原来是这样的啊”!