

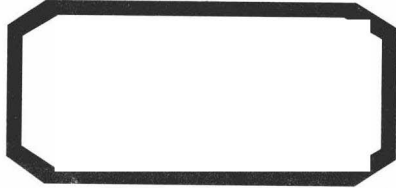
高等学校金融学专业主要课程精品系列教材

# 公司金融

李曜 主编



高等教育出版社



高等学校金融学专业主要课程精品系列教材

# 公司金融

李曜 主编



GONGSI JINRONG

高等教育出版社·北京

## 内容简介

全书共十二章。第一部分介绍公司金融基础,包括导论、财务报表体系、货币时间价值与净现值计算;第二部分介绍公司投资决策,包括资本预算方法、投资组合理论等;第三部分介绍公司融资决策与股利决策,包括资本结构、负债企业估值、权益融资、债务融资与租赁、股利政策等;第四部分为公司金融其他问题,包括期权与公司金融、营运资本与短期融资等。

本书理论阐述严谨、结构简洁、案例鲜活、文字精练,并每章配有复习题和案例讨论题。本书可作为高等院校金融学、财务管理等专业本科生教材,也可作为在职研究生和 MBA 学生在公司金融方面的启蒙图书,以及金融从业人员、企业财务经理、管理咨询公司任职的人员等学习之用。

## 图书在版编目(CIP)数据

公司金融 / 李曜主编. -- 北京: 高等教育出版社,  
2016. 10

ISBN 978-7-04-045945-6

I. ①公… II. ①李… III. ①公司-金融学-高等学校-教材 IV. ①F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2016)第 170600 号

策划编辑 郭金录      责任编辑 郭金录      特约编辑 吕培勋      封面设计 张楠  
版式设计 于婕      插图绘制 黄建英      责任校对 陈杨      责任印制 毛斯璐

出版发行	高等教育出版社	网 址	<a href="http://www.hep.edu.cn">http://www.hep.edu.cn</a>
社 址	北京市西城区德外大街 4 号		<a href="http://www.hep.com.cn">http://www.hep.com.cn</a>
邮政编码	100120	网上订购	<a href="http://www.hepmall.com.cn">http://www.hepmall.com.cn</a>
印 刷	国防工业出版社印刷厂		<a href="http://www.hepmall.com">http://www.hepmall.com</a>
开 本	787mm × 1092mm 1/16		<a href="http://www.hepmall.cn">http://www.hepmall.cn</a>
印 张	22.5	版 次	2016 年 10 月第 1 版
字 数	510 千字	印 次	2016 年 10 月第 1 次印刷
购书热线	010-58581118	定 价	39.80 元
咨询电话	400-810-0598		

本书如有缺页、倒页、脱页等质量问题,请到所购图书销售部门联系调换  
版权所有 侵权必究  
物料号 45945-00

# 前 言

一般认为,微观金融学最重要的两根支柱是公司金融与投资学。公司金融是研究公司微观主体如何通过投资决策、融资决策来实现价值最大化目标的过程。现代公司金融学如同一棵大树,要想看清楚它,必须弄清楚树的主干。概括起来,公司金融学科的主干是三个基本问题:一是投资决策,即公司的稀缺资源应如何分配?二是融资决策,即如何为公司的投资筹集资金?三是公司治理,即公司的投融资决策如何实现公司的基本目标——股东价值最大化,而不因管理层的代理成本等产生偏离。

## 一、定位与目标

本书定名为“公司金融”而非“公司理财”或“公司财务”,其一是考虑理财概念不能完全覆盖课程的内容,理财概念更偏于具体实务操作,而公司金融作为学科,存在较多的理论内容,如公司治理理论难以用“理财”来指称。其二是考虑中国经济管理学科的发展背景,“财务”总是与会计学联系更为紧密。其三是公司金融在欧美大学的商科中均被纳入金融学类别。不过,目前国内的不同名称用法并不影响教学的基本框架和内容。

“Corporate Finance”在欧美的商学及金融学专业教育中,自20世纪50年代以来逐渐成形,80年代以来更加成熟。本书借鉴它们的框架和原理,结合中国的金融实践和自己的教学经验,尝试编写一本适合本土的教材。

## 二、特色

本书定位于金融学专业本科生教材,即要讲解清楚公司金融学最基本的框架、概念及原理,包括公司金融学科体系及其主要发展历史、投资决策、融资决策、股利决策等。而兼并收购与重组、跨国公司金融、行为公司金融、实物期权与投资决策等,以及公司金融学科各领域研究的前沿成果,则留给研究生教材去反映。

本书具体有以下特点:

1. 对公司金融的最主要理论、方法、关键知识点等进行了重点介绍。本书根据人才培养要求,择其重点,以简洁、精炼的文笔阐述了公司金融学科的主要内容。

2. 坚持本土化和国际化的结合、理论和实际的结合。由于公司金融学科主要理论均源自西方,在介绍完基本理论后,本书力求结合以中国实际来举例或论证。本书收入的案例绝大部分是中国制度背景下的中国企业的金融活动。

3. 突出专栏的作用。专栏有两类:案例和知识拓展。案例以真实发生的事件为分析对象;知识拓展重在深化知识理解。专栏目的是强化对重点知识点的理解以及现实应用,有助于读者加深对某一概念、某一理论、某一制度的起源、衍生、应用等相关知识的掌握了解。

4. 为了提高教学效果,各章都有计算例题,章后附有复习思考题,其中每一章有一道篇幅1000字以上的案例讨论题,可供教师布置给学生作为作业。

本书定位于高等院校金融学、财务管理等专业的本科生教材,也可作为在职研究生和MBA 学生在公司金融方面的启蒙图书,以及金融从业人员、企业财务经理、管理咨询公司任职人员等学习之用。

### 三、人员分工

本书是上海财经大学多位教授共同努力的结果。具体分工如下:李曜撰写第1、3、4、5、8、10、11、12章;何韧撰写第2章;李科撰写第6章;刘莉亚撰写第7章;郭丽虹撰写第9章。研究生丛菲菲协助初稿的整理修订,李曜统稿全书。

由于时间仓促,本书可能存在不妥甚至错误之处,恳请读者批评指正。

编者

2016年5月

## 郑重声明

高等教育出版社依法对本书享有专有出版权。任何未经许可的复制、销售行为均违反《中华人民共和国著作权法》，其行为人将承担相应的民事责任和行政责任；构成犯罪的，将被依法追究刑事责任。为了维护市场秩序，保护读者的合法权益，避免读者误用盗版书造成不良后果，我社将配合行政执法部门和司法机关对违法犯罪的单位和个人进行严厉打击。社会各界人士如发现上述侵权行为，希望及时举报，本社将奖励举报有功人员。

反盗版举报电话 (010)58581999 58582371 58582488

反盗版举报传真 (010)82086060

反盗版举报邮箱 dd@hep.com.cn

通信地址 北京市西城区德外大街4号 高等教育出版社法律事务  
与版权管理部

邮政编码 100120

# 目 录

<b>第一章 导论</b> .....	1
第一节 公司金融学的内容 .....	1
第二节 公司金融学的研究对象 .....	3
第三节 公司金融活动的目标 .....	8
<b>第二章 财务报表分析与财务计划</b> .....	14
第一节 财务报表分析概述 .....	14
第二节 财务报表简介 .....	19
第三节 财务指标分析 .....	30
第四节 企业的财务计划 .....	49
<b>第三章 货币时间价值与净现值</b> .....	54
第一节 货币时间价值 .....	54
第二节 单期现金流的终值与现值 .....	55
第三节 多期投资的终值与现值 .....	57
第四节 复利计息期间 .....	65
第五节 永续年金、年金以及其他特殊形式现金流的估值 .....	69
第六节 净现值 .....	73
第七节 债券估值 .....	74
第八节 股票估值 .....	78
<b>第四章 资本预算方法</b> .....	86
第一节 投资决策指标 .....	86
第二节 相互竞争的项目 .....	94
第三节 项目的现金流量分析 .....	99
第四节 不确定性情况下的投资决策 .....	104
<b>第五章 投资组合理论</b> .....	115
第一节 投资收益 .....	115
第二节 投资风险 .....	117
第三节 投资组合理论 .....	123
第四节 资本资产定价模型 .....	129
第五节 资本成本与不确定性下的资本预算 .....	136
<b>第六章 资本结构</b> .....	146
第一节 资本结构的基本概念 .....	146

第二节	资本结构的传统观点	148
第三节	无所得税时的资本结构 MM 理论(定理 I、定理 II)	151
第四节	传统观点和 MM 理论对比分析	157
第五节	公司所得税和资本结构	160
第六节	破产成本和资本结构	167
第七节	最优资本结构	170
<b>第七章</b>	<b>负债企业的估值方法</b>	<b>180</b>
第一节	加权资本成本法	180
第二节	股权现金流法	188
第三节	调整净现值法	190
第四节	WACC 法、FTE 法和 APV 法的比较与应用	196
第五节	案例分析:青岛海尔的价值估值	198
<b>第八章</b>	<b>权益融资</b>	<b>224</b>
第一节	我国的多层次资本市场	225
第二节	创业融资	226
第三节	公开发行股票	227
第四节	股权融资领域的经典研究话题	242
<b>第九章</b>	<b>债务融资与租赁</b>	<b>248</b>
第一节	利率	248
第二节	债务融资	250
第三节	租赁	257
<b>第十章</b>	<b>股利与股利政策</b>	<b>268</b>
第一节	股利	268
第二节	现金股利	273
第三节	股利政策	277
第四节	股票股利、拆并股与股票回购	280
<b>第十一章</b>	<b>期权与公司金融</b>	<b>293</b>
第一节	期权的简要知识	293
第二节	实物期权	299
第三节	期权在公司融资中的应用	304
<b>第十二章</b>	<b>营运资本管理与短期融资</b>	<b>315</b>
第一节	营运资本管理概述	315
第二节	现金管理	317
第三节	信用与应收账款管理	322
第四节	存货管理	327
第五节	短期融资	328
<b>附录</b>		<b>338</b>



表 A-1	复利终值系数表: $FVIF = (1+r)^T$ .....	339
表 A-2	复利现值系数表: $PVIF = 1/(1+r)^T$ .....	341
表 A-3	连续型复利的终值: $e^{rt}$ .....	343
表 A-4	连续型复利的现值: $e^{-rt}$ .....	345
表 A-5	年金现值系数表: $PVIFA = [1 - 1/(1+r)^T]/r$ .....	347
表 A-6	年金终值系数表: $FVIFA = [(1+r)^T - 1]/r$ .....	349
参考文献	.....	351

# 第一章

## 导论



### 本章导读

公司金融学是现代微观金融学的两大研究领域之一<sup>①</sup>,对于理解公司价值具有重要意义。通过本章学习,你将明确公司金融学的具体内容,了解企业的组织形式、理解公司的目标,并掌握股东价值最大化和利益相关者价值最大化两种企业目标的争议。

## 第一节 公司金融学的内容

公司金融(corporate finance),也称公司理财、公司财务<sup>②</sup>,用以研究以现代公司形式为主的企业如何运行、如何获取资金(融资决策)、如何分配资本(投资决策或称资本预算决策)等问题,以实现企业存在的目的。

概括而言,公司金融学所要研究和解决的三个核心问题是:治理(governance)、融资(financing)、估值(valuation)。治理,即公司治理(corporate governance),它解决了企业与股东、债权人等利益相关者之间及其相互之间的利益关系问题。融资,是公司金融学三大研究问题的核心,它解决了公司如何选择不同的融资形式并形成一定的资本结构,以实现企业股东价值最大化。估值,即企业对投资项目的评估,也包括对企业价值的评估,它解决了企业的融资如何进行分配及投资的问题。这三个问题是相互联系、密切相关的,公司金融学的其他问题都可以归纳入三者的范畴之中。

<sup>①</sup> 现代微观金融学的另一研究领域是投资学或称资产定价。金融学的构成以宏观金融和微观金融为支柱。在西方商学院中,金融学以微观金融为支柱。在我国大学中,传统上以宏观金融(包括货币银行、国际金融等)为主体,20世纪90年代以后微观金融逐渐兴盛,公司金融学得到发展壮大。

<sup>②</sup> corporate finance,早期国内一般翻译为公司财务或公司理财。大约2005年以后,国内逐渐有人将其翻译为公司金融,这是从西方商学院金融学科的分类中得到的启示。目前公司金融和公司财务的两种主要称法都存在,前者主要是供从事金融学科的教学研究者使用,后者主要是供从事会计财务及财务管理学科的教学研究者使用。

## 一、公司融资

从资金的运动过程来看,公司金融学所需要解决的主要问题是投资决策和融资决策。其中,融资决策是解决企业的资金从何而来的问题。融资决策包括利润留成形成自有资金、发行债券、股票以及银行信贷等外部中长期融资,也包括企业的短期流动性融资即营运资金管理。盈利分配是指对利润进行分配,即制定合适的股利政策。这决定了公司有多少留存盈余并形成内部自有资金来源,也关系到股票融资后对股东进行利益回报的大小。

公司可以从不同的渠道获得资金,不同融资渠道的融资成本和风险不同。公司在做出融资决策时,首先必须注意融资成本的控制,其次要关注融资结构的合理性,最后应该密切配合投资和生产经营的实际需要,做到资金适时和适量。

从资产负债表的右方来看,公司的短期负债、长期负债以及股东权益是由公司的融资活动形成的。从理论上讲,也就形成了“资本结构”问题。融资活动贯穿公司成长的整个过程:公司设立时,需要注册资金;日常经营时,需要流动资金;有了好的投资项目时,需要长期资金支持;规模扩张时,需要注入新的资金;等等。可以说,融资是公司经营过程中的一项日常性的理财活动。

## 二、公司估值

企业对某个投资项目或某个企业价值的评估,也就是投资决策。投资是寻找有价值的项目并投入资金的过程,也被称为资本预算(capital expenditure)。投资的目的是获取收益,融资的目的是满足公司投资和日常经营的需要。融资是为投资服务的,投资是融资的目的和归属。可以说,投资的规模和收益率决定了融资的方式。

## 三、公司治理

公司治理,从传统角度理解,是研究如何解决经理和股东利益矛盾、实现企业和股东价值的一门科学。核心是解决经理对股东的代理成本。现代公司治理理论的研究范畴则扩展到解决包括大小股东、股东和债权人、股东和员工等各种企业利益相关者之间的利益矛盾。

由于公司存在的目的是实现股东价值最大化,投资和融资决策无不以此为最终目标,因此,如果公司治理存在问题,企业的投融资决策可能根本不是实现股东利益最大化,而是实现经理或其他利益相关者的利益。正基于此,公司治理才成为公司金融学的重要内容,并居于高屋建瓴的地位(见图1-1)。



图 1-1 公司金融学的三个核心问题

## 专栏 1-1

## 公司金融学研究内容举例

公司金融学的定义我们已经清楚,那么它具体是研究哪些问题的呢?在这里简单举些例子:

1. 2014年9月19日,中国著名的企业阿里巴巴在美国纽约证券交易所上市。公司上市是一种重要的融资方式,当然也是公司治理的重要提升,这对于公司的价值和未来发展具有重大影响。公司上市是公司金融学研究的问题,主要归于公司融资范畴。

2. 2015年12月初,潮汕商人姚振华的“宝能系”,通过旗下的钜盛华、前海人寿等一致行动人,在资本市场上,通过连续举牌,持股比例一举超越此前深万科的第一大股东华润集团。“宝能系”为何要收购万科?又为何遭到了管理层的强烈反对?收购行为对双方有何影响?这些是公司金融学研究的问题,可归于公司并购/公司估值范畴。

3. 2015年5月,北京精治源新材料股份有限公司披露了《虚拟股权激励方案》,开创了新三板挂牌企业股权激励模式的先河。该激励方案的有效期限为三年,即2015—2017年,激励对象无偿享有公司给予的一定比例的分红权,但没有表决权、转让权和继承权。方案有效期满后,公司可根据实际情况决定是否继续授予激励对象持股比例分红权。虚拟股权通过持有者分享企业剩余索取权,将他们的长期收益与企业效益挂钩,调动员工积极性,并有助于企业留住人才。这凸显了公司治理的重要性,属于公司金融学中公司治理的研究范畴。

## 第二节 公司金融学的研究对象

公司金融研究的是以公司作为主体的资金融通活动,即本书的研究对象是公司(corporation)。但是,现实生活中大大小小、形形色色的企业(firms),并不都是公司。企业具有多种组织形式,公司只是其中的一种。

### 一、公司的含义

无论现实生活中的企业如何数量众多、形态各异,我们都可以根据资产所有者把企业分为三种基本形式:个人业主制企业、合伙制企业和公司制企业。其中,公司制企业就是我们所说的公司,也就是公司金融学的主要研究对象。

#### (一) 个人业主制企业的定义和特征

个人业主制企业是指由单个自然人出资兴办,完全归个人所有和控制的企业。企业主对企业具有完全的决策权和经营权,独自享有经营利润,同时独自承担经营风险。这是最早产生也是最简单的一种企业形态,即便是在现代经济社会中,这种企业在数量上也占

多数。在我国,规范个人业主制企业的法律为《中华人民共和国个人独资企业法》<sup>①</sup>。

个人业主制企业的优点是:开设、转让、关闭手续简单、费用低;所有权与经营权统一;利益冲突少;企业主控制全部资产,获得全部利润;不需要支付企业所得税、只需缴纳个人所得税等。它最大的缺点是风险大,企业主以其个人的全部资产对企业的债务担负无限责任,一旦经营失败就可能倾家荡产。所谓无限责任,是指当企业的资产不足以清偿企业的债务时,法律强制企业主以个人资产来清偿企业债务。除此之外,个人业主制企业的寿命往往有限,因为业主的死亡、破产、疾病或者转业,都可能使企业不复存在。

## (二) 合伙制企业的定义和特征

合伙制企业是由两个或者两个以上的企业主(称为合伙人)共同出资、共同经营、共担风险、利润归所有企业主共同所有的企业。与个人业主制企业相比,合伙制企业的基本特征是其所有者多于1人。在我国,规范合伙制企业的法律为《中华人民共和国合伙企业法》。

合伙人出资可以是资金或者其他财产,也可以是权利(如专利)、技术和劳务等。这种企业形式在人力资本密集的行业诸如律师事务所、会计师事务所、投资银行、资产管理业等中较为常见。与个人业主制企业一样,合伙制企业也是自然人企业,其普通合伙人需要对公司的债务承担无限责任。合伙制企业的寿命也同个人业主制企业一样存在不确定性,因为一个关键的合伙人死亡或者退出,企业往往难以为继。此外,一个合伙人想要向外部转让产权,必须得到所有合伙人的一致同意,因此,合伙人转让产权是很困难的。<sup>②</sup>与个人业主制企业类似,合伙制企业要筹集大量的资金也十分困难,其资本规模通常受到合伙人自身能力的限制。

## (三) 公司制企业的定义和特征

公司制企业即公司,是现代企业的重要组织形式。它是依照公司法登记设立,由股东作为出资者,股东以其出资或认购的股份对公司承担责任,公司以其全部法人财产对公司债务承担责任的企业法人。

公司的基本特征是:它是一个企业法人(被称为公司法人),在法律上具有独立的人格,有独立的法人财产,享有法人财产权,以其全部法人财产对公司的债务承担有限责任。这是公司与个人业主制企业、合伙制企业的本质区别,个人业主制企业和合伙制企业是自然人企业,其所有者对企业的债务承担无限责任。若企业破产,个人业主制企业和合伙制企业的企业主不仅会失去他们在企业中的投资,而且会失去个人的资产,如房屋、土地、汽车等。而公司的股东却最多只会赔掉他们在公司的全部投资,股票可能变得一钱不值,但他们的私人财产却完好无损。公司制的这一特征也被称为“股东有限责任”。

设立公司必须履行公司设立的程序。根据《中华人民共和国公司法》(简称《公司法》)的规定,设立公司应当在工商行政管理机关进行登记。工商行政管理机关对符合

<sup>①</sup> 我国目前的《中华人民共和国个人独资企业法》于2000年1月1日起施行。

<sup>②</sup> 关于合伙制企业的特征,可参见《中华人民共和国合伙企业法》的有关规定,该法于2007年6月1日实施。

《公司法》规定条件的,予以登记,并签发公司营业执照。营业执照签发日期即为公司成立日期,同时是公司取得法人资格的日期。

## 二、公司的种类

根据我国《公司法》的规定,公司按照股东承担责任的范围和形式、股东人数的多少可分为股份有限公司和有限责任公司两类。国有独资公司是一类特殊的有限责任公司。

### (一) 有限责任公司

有限责任公司,又称有限公司,是由两个或者两个以上、50个股东以下共同出资,每个股东以其出资额为限对公司债务承担有限责任,公司以其全部资产对其债务承担责任的企业法人。其基本特征为:

(1) 人资两合公司。人资两合是指有限责任公司的设立和运作不仅是资本的结合,而且是股东之间相互信任的结果。<sup>①</sup>我国《公司法》规定有限责任公司的股东最多不得超过50人,同时规定股东出资不得随意转让,如需转让须经股东会及其他股东的认可。

(2) 实行资本金制度。股东的实际出资构成资本,并以出资额(股份及其比例)量化股东在公司的权益。有限责任公司不发行股票,由公司出具股权证明,作为股东对公司的权益凭证。

(3) 股东人数的限制。我国《公司法》规定有限责任公司的股东为2人以上50人以下。只有国家授权投资的机构或部门可以单独投资设立国有独资的有限责任公司。

(4) 不能公开募股,不能发行股票。

(5) 有限责任公司的股份不能自由买卖,在向股东以外的其他人转让公司股份时,必须经过半数以上的股东同意,并且老股东有优先购买权。

(6) 有限责任公司的设立程序比股份有限公司简单得多,公司亦无须向公众公开披露信息。

(7) 有限责任公司内部管理机构设置灵活。大股东有可能亲自经营企业,所有权和经营权分离程度较低。

### (二) 股份有限公司

股份有限公司,又称股份公司,是现代公司最基本、最典型的组织形式。它是指全部资本由等额股份构成并通过发行股票筹集资本,股东以其所认购的股份对公司承担有限责任和义务,公司以其全部资产对债务承担责任的企业法人。其基本特征为:

(1) 股份有限公司将其资本总额划分为等额股份,并以发行股票的方式作为出资凭证。

(2) 股份有限公司的股票可以在市场上自由买卖,股东可以依法转让其所持有的股份。

---

<sup>①</sup> 按照是人的合作还是资本的合作,企业又可以分为人合企业、资合企业、人资两合企业等。合伙制企业显然是人合企业,股份公司是资合企业,有限责任公司是人资两合企业。

(3) 股份有限公司的设立程序复杂,法律要求严格。股东人数必须达到法定人数(我国规定最少为5人),股东可以是自然人,也可以是法人。

(4) 股份有限公司需要公开披露大量的信息,包括公司章程、招股说明书、发行公告、财务报告、关联交易及其他重大事项等。

(5) 股份有限公司的所有权和经营权是分离的。董事会接受股东大会的委托,监督公司财产的保值增值,行使公司财产的所有者职能,经理接受董事会聘任负责日常的经营工作,拥有公司的经营权。因此,当经理和股东的目标不一致时,有可能产生较大的代理成本。

### 三、现代公司的组织结构

在一个大型企业内部,金融活动往往由高层管理者负责,如公司副总裁或首席财务官及其下属。图1-2是一个典型的西方大型股份有限公司负责金融活动的内部组织结构图。

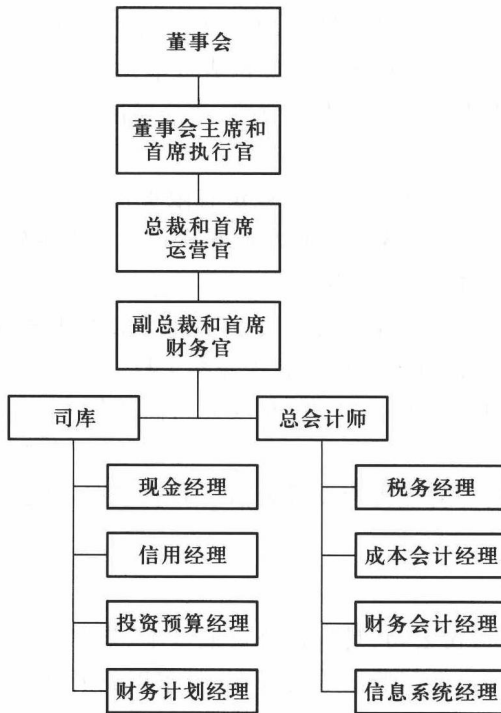


图 1-2 西方大型股份有限公司负责金融活动的内部组织结构

公司金融活动的主管是企业的首席财务官(chief financial officer, CFO),或称财务总监,其下属职能部门负责人司库(treasurer)和总会计师(controller),负责向首席财务官述职。其中,司库负责现金管理、资本支出管理并制定财务计划。总会计师负责企业的会计工作,内容包括税收、成本核算、财务会计、信息系统,以及企业内部审计。因此,从司库和总会计师二者的职责区分来看,公司金融活动的具体负责人应是司库。

#### 四、公司的优缺点

公司制企业的优点有：① 有限责任。② 股权易于转让。③ 永续经营。④ 较强的资金筹集能力。⑤ 由于公司的所有权和经营权是分离的，董事会可以选择合适的经理人来经营公司，使得公司的经营和管理效率高。

不过，公司制企业相比个人业主制企业和合伙制企业的一个主要缺陷是：双重税收。由于公司本身是法人，企业的盈利在公司层面和在股东层面分别产生了公司所得税和股东个人所得税（或股东层面的所得税）的两次征税。

公司制企业与合伙制企业的特征比较如表 1-1 所示。

表 1-1 公司制企业与合伙制企业的特征比较

特征	公司制企业	合伙制企业
所有者责任	股东对公司仅承担有限责任	一般合伙人对企业负有无限责任，有限合伙人仅承担有限责任
企业的存续	永续存在	时间有限，一般的合伙协议中会注明合伙契约的期限
投票权和治理	一般采用一股一票制度；由股东选举的董事会任命经理	一般合伙人对企业有绝对控制权和经营权，采取一人一票制度；有限合伙人一般仅在一些事项上有投票权
所有权的流动性	股份可以自由交易，并且符合条件的公司股票可以上市交易	合伙份额的转让受到限制
分红政策和利润的再投资	公司在股利政策选择上有很大的自由度	合伙企业一般禁止将利润进行再投资，所有的现金利润必须分配给合伙人
税收	公司和股东两个层面存在双重税收	合伙企业本身不征税；合伙人从合伙企业分配的利润征税

#### 专栏 1-2

##### 著名投资银行美国高盛 1999 年从合伙制转型为公司制

1999 年，美国最著名的投资银行——高盛从合伙制企业转型为公司制企业，并公



开发股票成为上市公司。早在1996年,其主要竞争对手摩根斯坦利就已经实行了同样的转型。高盛内部在考虑是上市还是继续保持合伙制的问题时,存在两个方面的争论:

支持转型上市的一方认为,企业要想积极快速地成长,从而取得市场主导地位,就必须获得更大的财务支持和战略灵活性。如果转型成为一家公众公司,就可以拥有更稳定的权益基础;获准进入大型公开债券市场;可通过公开交易证券来从事收购;利用股票制定股权激励计划奖励员工;依托更简化和透明的组织结构来扩大规模和占领全球市场。

反对转型上市的一方则认为,高盛的私有合伙制运行得很好,能够实现财务和战略目标。作为一家私有合伙企业,高盛可以从内部和私募市场上筹集足够的资本来满足增长需求;从长远来看,高盛也不必像上市公司那样过多地关注股票投资回报的波动性,同时可以保持控制权以及合伙人与企业的协调一致性。高盛作为私有合伙制企业的一个优势是其独特性和神秘感,这能增强员工的团队合作和追求卓越的企业文化精神,有助于高盛与同行竞争者区分开来。很多人担忧高盛上市后,还能否保持原来特有的企业文化。

高盛最终决定上市,主要有三个原因:1. 获得永久性资本以支持企业的成长;2. 利用公开交易证券为战略性收购融资;3. 提升所有权文化和获得员工薪酬补偿的灵活性。以第3点为例,在实行合伙制、上市之前,仅有221位合伙人为高盛的所有者。而上市后,通过采取股权激励计划,每位核心员工都成为了高盛的所有者,这就激发了所有员工的能量。

资料来源:[美]伯克,德马佐.公司理财.3版.北京:中国人民大学出版社,2014:6.

### 第三节 公司金融活动的目标

公司金融活动是一系列的决策行为,为使决策有效率,就需要设置目标,不同的目标会形成不同的决策方法和选择。关于公司金融活动的目标,众多微观金融和财务学者有多种提法。在这多种提法中得到普遍认同并在理论和实践中产生广泛影响的观点主要有三种:股东利润最大化、股东价值最大化及企业价值最大化。股东(shareholder)利润即为当期利润;股东价值为反映长期和当期价值的企业股权市场价值;企业价值又被称为利益相关者(stakeholder)<sup>①</sup>价值,反映的是企业所有相关的利益主体的利益。

#### 一、股东利润最大化

在评价一个公司经营是否成功时,人们最先想到的往往是公司的利润,即赚了多少钱

<sup>①</sup> 利益相关者是指股东、债权人、职工等可能对公司的现金流量有要求权的人,也包括企业营运中的其他利益相关主体,如税收机构、消费者、供应商、企业所在社区等。