

C

加州大学 & 斯坦福大学教授 强强联手

斯坦福大学 哈佛大学 波士顿大学 宾夕法尼亚大学  
达特茅斯学院 牛津大学 威斯康星大学 加州大学伯克利分校

100多所名校采用的金牌教材

be established in ...

# Corporate Finance the Core

## 伯克&德马佐 公司理财精要

[美] 乔纳森·伯克 (Jonathan Berk) (加州大学伯克利分校) 著  
彼得·德马佐 (Peter DeMarzo) (斯坦福大学)

姚益龙 等 译



Corporate Finance

伯克&德马佐  
公司理财精要

[美] 乔纳森·伯克 (Jonathan Berk) (加州大学伯克利分校) © 著  
彼得·德马佐 (Peter DeMarzo) (斯坦福大学)

姚益龙 等 © 译

图书在版编目 ( CIP ) 数据

伯克 & 德马佐公司理财精要 / (美) 伯克, (美) 德马佐著; 姚益龙等译. —北京: 中国人民大学出版社, 2012  
ISBN 978-7-300-15432-9

I . ①伯… II . ①伯… ②德… ③姚… III . ①公司 - 财务管理 - 教材 IV . ① F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 053012 号

版权所有, 侵权必究

本书法律顾问 北京诚英律师事务所 吴京菁律师  
北京市证信律师事务所 李云翔律师

伯克&德马佐公司理财精要

[美] 乔纳森·伯克 著  
彼得·德马佐

姚益龙 等译

Boke & Demazuo Gongsì Licai Jingyao

出版发行 中国人民大学出版社

社 址 北京中关村大街31号 邮政编码 100080  
电 话 010-62511242 (总编室) 010-62511398 (质管部)  
010-82501766 (邮购部) 010-62514148 (门市部)  
010-62515195 (发行公司) 010-62515275 (盗版举报)

网 址 [http:// www. crup. com. cn](http://www.crup.com.cn)  
[http:// www. ttrnet. com](http://www.ttrnet.com) (人大教研网)

经 销 新华书店

印 刷 北京中印联印务有限公司

规 格 214 mm × 275 mm 16开本 版 次 2012年10月第1版

印 张 27.25 插页 2 印 次 2012年10月第1次印刷

字 数 934 000 定 价 69.90 元

版权所有 侵权必究 印装差错 负责调换

**第一部分 概述 / 1****第1章 公司 / 3**

- 1.1 企业的四种形式 / 4
- 1.2 公司的所有权与控制权对比 / 7
- 1.3 股票市场 / 9
- [本章总结] / 10

**第2章 财务报表分析介绍 / 12**

- 2.1 财务信息的披露 / 13
- 2.2 资产负债表 / 13
- 2.3 损益表 / 17
- 2.4 现金流量表 / 20
- 2.5 其他财务报表信息 / 21
- 2.6 会计处理 / 23
- [本章总结] / 24

**第3章 套利与财务决策 / 29**

- 3.1 成本和收益的估值 / 30
- 3.2 利率和货币的时间价值 / 31
- 3.3 现值和净现值决策规则 / 33
- 3.4 套利和一价定律 / 35
- 3.5 无套利和证券价格 / 36
- 3.6 风险的价格 / 40
- 3.7 含有交易成本的套利 / 43
- [本章总结] / 45

**第二部分 工具 / 49****第4章 货币的时间价值 / 51**

- 4.1 时间轴 / 52
- 4.2 时间之旅的三个法则 / 53
- 4.3 复利的力量：一个应用 / 56
- 4.4 现金流估值 / 56
- 4.5 多期现金流的净现值 / 58
- 4.6 永续年金、年金和其他特例 / 58

- 4.7 通过电子表格软件来解决问题 / 65
- 4.8 计算除现值或终值以外的其他变量 / 67
- [本章总结] / 73

**第5章 利率 / 78**

- 5.1 利率报价和调整 / 79
- 5.2 利率的决定因素 / 82
- 5.3 风险和税收 / 86
- 5.4 资本的机会成本 / 87
- [本章总结] / 88
- [附录] 连续利率和现金流 / 91

**第6章 投资决策原则 / 93**

- 6.1 NPV和独立项目 / 94
- 6.2 备择决策原则 / 94
- 6.3 互斥性投资机会 / 100
- 6.4 有资源约束的项目选择 / 103
- [本章总结] / 104

**第三部分 基本估价 / 109****第7章 资本预算基础 / 111**

- 7.1 收益预测 / 112
- 7.2 确定自由现金流量和净现值 / 117
- 7.3 分析项目 / 124
- [本章总结] / 126
- [附录] 用加速成本回收法修正系统折旧法 / 131

**第8章 债券估值 / 133**

- 8.1 债券的现金流、价格和收益率 / 134
- 8.2 债券价格的动态行为 / 137
- 8.3 收益率曲线和债券套利 / 141
- 8.4 公司债券 / 143
- [本章总结] / 147
- [附录] 远期利率 / 151



**第9章 股票估值 / 154**

- 9.1 股价、回报和投资期限 / 155
- 9.2 股利折现模型 / 156
- 9.3 总支出模型和自由现金流估值模型 / 162
- 9.4 基于公司间比较的估值 / 165
- 9.5 信息、竞争和股票价格 / 168
- [本章总结] / 171

**第四部分 风险与收益 / 179****第10章 资本市场与风险的定价 / 181**

- 10.1 风险与收益初览 / 182
- 10.2 风险与收益的通用衡量标准 / 183
- 10.3 股票和债券的历史收益率 / 184
- 10.4 风险与收益的历史权衡 / 189
- 10.5 共同风险与独立风险 / 190
- 10.6 股票组合的分散化 / 192
- 10.7 估计预期收益率 / 196
- 10.8 风险与资本成本 / 198
- 10.9 资本市场有效性 / 199
- [本章总结] / 201

**第11章 最优投资组合选择 / 206**

- 11.1 投资组合的预期收益率 / 207
- 11.2 两股票组合的波动率 / 208
- 11.3 大型投资组合的波动率 / 211
- 11.4 风险与收益率：选择一个有效组合 / 213
- 11.5 无风险储蓄和借入资金 / 218
- 11.6 有效组合与资本成本 / 221
- [本章总结] / 225

**第12章 资本资产定价模型 / 230**

- 12.1 市场组合的有效性 / 231
- 12.2 决定风险溢价 / 233
- 12.3 市场组合 / 237
- 12.4 确定 $\beta$  / 240
- 12.5 CAPM模型拓展 / 242
- 12.6 CAPM模型实践 / 244
- [本章总结] / 248

**第13章 系统风险的其他模型 / 251**

- 13.1 市场组合的有效性 / 252
- 13.2 正 $\alpha$ 值的含义 / 254
- 13.3 风险的多因素模型 / 256

13.4 预期收益率的特征变量模型 / 260

13.5 在实践中使用的方法 / 262

[本章总结] / 262

**第五部分 资本结构 / 265****第14章 完美市场下的资本结构 / 267**

- 14.1 权益融资与负债融资 / 268
- 14.2 莫迪利安尼-米勒命题I：杠杆、套利以及公司价值 / 270
- 14.3 莫迪利安尼-米勒命题II：杠杆、风险和资本成本 / 273
- 14.4 资本结构理论的谬误 / 278
- 14.5 在莫迪利安尼-米勒命题以外 / 280
- [本章总结] / 281

**第15章 负债与税收 / 286**

- 15.1 利息抵税 / 287
- 15.2 利息税盾的价值 / 288
- 15.3 调整资本结构以获得税盾 / 291
- 15.4 个人税 / 293
- 15.5 税收下的最优资本结构 / 296
- [本章总结] / 301

**第16章 财务困境、管理激励和信息 / 305**

- 16.1 完全竞争市场环境中的违约和破产 / 306
- 16.2 破产和财务困境的成本 / 307
- 16.3 财务困境成本和公司价值 / 309
- 16.4 最优资本结构：权衡理论 / 311
- 16.5 研究债权人：杠杆的代理成本 / 312
- 16.6 激励管理者：杠杆的代理收益 / 315
- 16.7 代理成本和权衡理论 / 316
- 16.8 不对称信息和资本结构 / 317
- 16.9 资本结构：底线 / 321
- [本章总结] / 322

**第17章 股利政策 / 327**

- 17.1 股东的分配方案 / 328
- 17.2 股利和股票回购的对比 / 329
- 17.3 股利的税收劣势 / 333
- 17.4 股利获得和税收委托 / 334
- 17.5 支付与现金保留的对比 / 337
- 17.6 支付政策的信号 / 340
- 17.7 股票股利、分割和分拆 / 342
- [本章总结] / 345

**第六部分 估值 / 349****第18章 资本预算与杠杆下的估值 / 351**

- 18.1 概述 / 352
- 18.2 加权平均资本成本法 / 352
- 18.3 调整现值法 / 355
- 18.4 权益现金流法 / 357
- 18.5 基于项目的资本成本 / 360
- 18.6 他杠杆政策下的APV / 363
- 18.7 融资的其他影响 / 365
- 18.8 资本预算的前沿话题 / 368
- [本章总结] / 373
- [附录] 基础知识和更多细节 / 379

**第19章 估值与财务建模：案例分析 / 383**

- 19.1 用可比数据估值 / 384
- 19.2 商业计划 / 385
- 19.3 构建财务模型 / 387
- 19.4 估计资本成本 / 393
- 19.5 估计投资的价值 / 394
- 19.6 敏感性分析 / 399
- [本章总结] / 401
- [附录] 薪酬管理 / 403

**术语表 / 405**

## 第一部分 概述

第1章 公司

第2章 财务报表分析介绍

第3章 套利与财务决策

一价定律。为什么要学习公司财务？无论你在企业中处于什么样的位置，都必须了解为什么要制定以及怎么制定财务决策。这本书的重点在于教你如何做出最优的公司财务决策。本书第一部分将介绍公司财务的基础。在第1章，我们将从介绍公司及相关的商业形式开始，接着会讨论财务经理和外部投资者在企业决策制定过程中扮演的角色。为了做出最优决策，一个决策制定者需要获得尽可能多的信息。在第2章，我们将会介绍公司决策制定过程中一个重要的信息来源——企业会计报告。第3章将介绍本书最重要的一个观点，无套利机会原理或称“一价定律”的概念。一价定律说明我们可以用市场价格来决定企业投资机会的价值。

我们会证明一价定律是构成所有金融和经济分析的基础以及联系本书全部要点的统一法则。在学习公司财务的过程中会不断地回归这个主题。



## 第1章 公司

# 01

现代美国公司于1819年2月诞生于华盛顿法庭。那天，美国最高法院宣判：公司的财产就像个人财产一样，是私有的并且受到美国联邦宪法的保护。今天，很难想象一个公司的私有财产有可能不受宪法保护。然而，在1819年美国最高法院宣判这条判例之前，公司所有者面临着被政府接管的风险。这种担忧阻碍了许多行业的公司化进程，并且在1816年，这种担忧确实成了现实：政府接管了达特茅斯学院。

达特茅斯学院成立于1769年，是由一家永久自主的董事会管理的私人教育机构。到1816年，该董事会大部分是由联邦制拥护者（一个与乔治·华盛顿联系密切的政治党派）组成的，但是美国新罕布什尔州的州政府却由共和党人（托马斯·杰斐逊的政治党派，后来变成现代民主党）支配。由于不满该校的政治倾向，州议会通过立法建立了一个由州长任命的监督委员会从而有效控制了达特茅斯学院，所立法案能把一个私人控制下的私立学校转变为州政府控制下的州立大学。如果这种行为是合乎宪法的，也就意味着任何州（对于联邦政府来说）只要愿意，都可以把任何公司收为国有。

达特茅斯学院于1818年为其自身独立提起诉讼，并被最高法院受理。当时的最高法院院长是约翰·马歇尔（John Marshall），他为取得一个几乎全无异议的5比1裁决而将裁判方案推迟到1819年。他意识到了该裁决的重要性并希望法院可以对外发出声音。法院首先裁定一个公司是一份契约，接着在宪法的条款1中给出了特别解释：禁止州立法者通过有损契约义务履行的法律。最高法院同时取消了新罕布什尔州的该项法律。这个判例很清晰地表明，一家企业的所有者能构建公司，也能享受私有财产权及其免于被扣押的保护，而且这些权利都受美国宪法保护。美国的现代公司体制由此诞生。

这个判例的影响非常大。1800年，全美国范围内生产产品的公司只有8家，而到了1830年，仅仅美国东北部六州就有超过1400家公司参与商业和生产。1890年，在美国注册的公司数量升至50000家。如今，公司这种企业形式已经无处不在，不仅在美国（公司收入占全美商业收入的85%），在全球范围也是如此。

本书主要介绍公司如何制定财务决策。本章的目的是介绍公司以及其他几种商业组织形式。公司体制能成功的一个关键因素是能够方便地转换所有权，因此我们会进一步解释股票市场在促进公司投资者之间的交易时所起到的作用，以及股票市场在公司的所有权和控制权问题上的应用。



## 1.1 企业的四种形式

我们首先介绍企业的四种主要形式：个人独资企业、合伙企业、有限责任公司和股份有限公司。我们会逐一介绍这几种形式的企业，其中将重点介绍最重要的企业形式——股份有限公司。在介绍股份有限公司时，我们还会简要介绍为什么它能取得这么大的成功。

### 1.1.1 个人独资企业

个人独资企业 (sole proprietorship) 是指一个人拥有和经营的企业。它们的规模往往都很小并且只有少数几个员工甚至没有员工。个人独资企业在整个经济的销售收入中所占比重不大，却是世界上最普遍的企业形式，正如图 1—1 所示。统计资料表明美国 72% 的商业机构都是个人独资企业，尽管他们只占总收入的 5%。与此相对应的是股份有限公司，它只占企业数量的 20%，却贡献了美国总收入的 85%。其他形式的企业如合伙经营企业和有限责任公司占企业数量的 8%，占据了总收入的 10%。

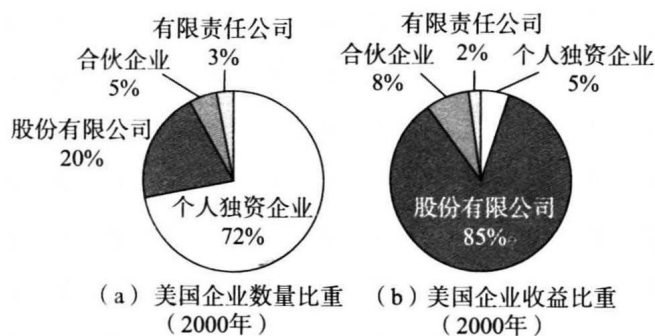


图 1—1 美国企业的类型

美国企业有四种不同类型。如 (a) 和 (b) 所示，尽管大部分美国企业是个人独资企业，但是与公司相比，它们仅仅占总收益很小的一部分。

个人独资企业的优势在于其建立非常简单。因此，很多企业一开始都采取这种组织形式。个人独资企业的主要局限在于企业与所有者不能分隔开来。也就是说，一家个人独资企业只能有一个所有者。如果还存在其他投资者，他们不能享有个人独资企业的所有权。业主对企业的债务负有无限的偿付义务。也就是说，如果一家个人独资企业不能按约如期还款，投资者有权（并将会）要求所有者用其个人资产来进行偿付。如果所有者仍然无法偿还贷款，那么他个人将面临破产。另外，个人独资企业的寿命受制于所有者的自然寿命，并且个人独资企业的所有权转移往往非常困难。

对大部分行业来说，个人独资企业的缺点超过了其

优点。一旦企业发展到能不依靠所有者的无限责任进行贷款时，所有者往往会转变企业形式，从个人独资企业形式转变为其他能限制所有者责任的企业形式，如有限责任公司。

### 1.1.2 合伙企业

合伙企业 (partnership) 与个人独资企业比较相似，只不过其所有者有多个而非一个。在合伙企业中，所有合伙人都对公司的债务负有义务。也就是说债权人可以要求合伙人中的任意一人来偿还公司未偿还的全部债务。合伙人之间的合作关系会随着某一合伙人的死亡或者退出而结束。但是，如果合作关系协议提供了解决这些问题的可行办法，如收购已故合伙人的股份或者承接退股人的股份，合伙企业就能避免公司清算。

一些已建立很久的老企业仍然保留着合伙制企业形式或者个人独资企业形式。通常，这些企业从事的行业以所有者个人的声誉为基础。例如，律师事务所、医生团队和会计师事务所往往以合伙企业的形式构建。对于这些企业，合伙人的个人责任增加了企业客户对企业的信心，因此合伙人会为维护他们的声誉而不懈努力。

有限合伙企业 (limited partnership) 是一种特殊的合伙企业。它有两种所有者：普通所有者和有限所有者。普通所有者与一般合伙企业的合伙人拥有相同的权利和义务——他们以个人财产承担企业的债务义务。然而，有限合伙人承担有限责任，也就是说，仅以他们的投资份额承担企业的债务义务。他们的私有财产不会被要求用来偿付公司未偿还的债务。并且，有限合伙人的死亡或者退出并不会解散合伙企业，有限合伙人的利益也是可转移的。但是有限合伙人并不拥有企业的管理权以及合法的决策权。

### 1.1.3 有限责任公司

有限责任公司 (limited liability company, LLC) 是一种没有普通合伙人、只有有限合伙人的合作企业。也就是说，企业的全部所有者对企业仅负有有限责任。与有限合伙企业不同的是，他们享有企业经营权。有限责任公司在美国是一个相对新颖的事物。第一个通过允许成立有限责任公司法案的州是 1977 年的怀俄明州，最后通过的是 1997 年的夏威夷州。在国际上，有限责任公司的历史更为悠久。100 多年前，被称为 “Gesellschaft mit beschränkter Haftung (GmbH)” 的有限责任公司在德国开始引起人们的注意，随后流传到欧洲和拉丁美洲的其他国家。在法国，有限责任公司被称为 “Société à responsabilité limitée (SARL)”，在意大利被称为 SRL，在西班牙则被称为 SL。

## 采访 大卫·维尼亚 (David Viniar)



大卫·维尼亚是高盛公司的首席财务官以及营运、技术和财务部门的领导。高盛是最后一家从合伙制转变成公司制的投资银行。大卫·维尼亚于1980年加入高盛并在投行部门工作，曾任财务长和审计长。在担任首席财务官时，他在1999年高盛集团向公司制转变这一重大事件中起了领导性作用。

**问：合伙制和公司制的优点分别是什么？**

答：20世纪90年代中期，在决定高盛是由上市转变为公司制还是保持私人合伙制时，我们就充分讨论过这个问题。双方都有强大的支撑理由而且聪明的人们都坚守着他们的立场。

那些支持公司制结构的人认为，为了实现我们的高增长和确立市场领导地位的目标，我们需要更大的财务和决策灵活性。作为一个股份公司，我们会有一个更稳定的股本价值来支撑增长和分散风险；我们可以比较容易进入大型的公开债务融资市场；我们可以公开交易承担公司并购及员工激励等功能的证券；我们可以以一个更加简单透明的治理结构扩大公司规模并实现全球化。

那些反对公司制的人们认为，我们的私人合伙制结构运行得很好，也足以实现我们的财务和决策目标。作为一个私人合伙制企业，我们从内部或者私人资本市场上能够筹集足够的资金来保证增长；我们会以更长远的眼光看待投资收益而较少关注收益的波动性，这不同于股份制公司；同时我们能保持投票控制权，实现合伙人与企业的利益一致。

私人合伙制企业一个很大的优势是其独特性和神秘感，这种特质强化了我们的团队合作和杰出的文化特点，也有助于我们与竞争对手区别开来。许多人会怀疑如果我们变成了公司制，是否还能保持这种文化。

**问：这个组织结构转变背后的驱动力是什么？**

答：我们最终决定上市主要有三个原因：为了保证持久的资本增长；为了使用公开交易证券进行策略性并购融资；为了增强所有权意识文化及获得报酬灵活性。

**问：这个转变实现其目标了吗？**

答：是的。作为股份公司，我们拥有一个更简单、更广大、更持久的资本基础，包括在公开债务市场上更强的长期筹资能力。我们可以吸引大量的资本为客户服务、充分利用新的商业机会，以及通过改变经济和商业环境来更好地控制我们的目标。对于关键的并购和大型的策略财务型投资，我们也能够通过股票进行筹资。给定在本行业里我们所占份额如何变化及资本如何增长的情况下，上市确实使我们能够幸运地在业内展开有效竞争。

我们关于团队合作和表现杰出的特质文化能够在股份制下存活下来，而股本报酬项目也比我们预期中运营得更好。这个转变让所有人成为高盛的拥有者，而不仅仅是221名合伙人，这大大激励了所有的员工。不是组织形式的变化，而是我们企业不断扩大的规模和业务范围给企业文化带来了巨大的挑战。

**问：高盛是最后一个转变的主要银行，为什么会这么晚才转变呢？回顾以往，您觉得应该更早地转变吗？**

答：作为一个私人合伙制企业时，我们运营得十分成功，但是要让合伙人认识到IPO可以让我们取得更大的成功还需要一段时间。在走向最终转变的这么多年来，我们多次观察了公司制这种形式，相信我们选择的是一个最适于我们的业务、财务以及策略需要的最佳首次公开发行的时间。

### 1.1.4 股份有限公司

股份有限公司 (corporation) 的显著特征在于它是一种由法律明确规定的虚拟实体 (法人或法人实体) 与

其所有者相分离的企业形式。正因为如此，它拥有很多人所拥有的同样的法定权利。它能签订合同，购买资产，负有债务。同时正如我们知道的一样，它还享有美国宪

法规定的财产保护权。正因为股份有限公司是与其所有者分离的独立法人，它仅对自身的债务负偿还义务，因此，股份有限公司的所有者（或者其员工、客户等）并不对股份有限公司的债务负责。同样地，股份有限公司也不对股东的个人债务负责。

**股份有限公司的建立。**股份有限公司必须依法建立。这意味着公司所在的州必须通过颁发许可证来正式批准公司的成立，因此成立一家股份有限公司的成本往往比成立一家个人独资企业的成本要高得多。特拉华州有一套特殊的吸引股份有限公司的法律体制，因此很多公司都选择在那里成立。为了裁决的便利，一家股份有限公司在法律上被视为其所在州的公民。大部分公司聘用律师来制作本公司的章程，包括正式的公司章程以及一系列相关细则。公司章程具体陈述了那些将会监管公司如何运行的法律条款。

**股份有限公司的所有权。**股份有限公司的股东在数量上没有限制。因为大部分公司有很多所有者，每个所有者只拥有公司的一部分所有权。整个公司的所有权划分为被称为股票的股份。公司所有流通在外的股票被称为公司的权益（equity）。公司股票的拥有者被称为公司的所有者（shareholder）、股东（stockholder）或权益所有者（equityholder），股东享有股利分配请求权（dividend payments）。也就是说，公司的股利分配是根据股东的意愿进行的，股东通常按他所持有的股票数量来获得股利。例如，一个拥有公司 25% 股票的股东将会获得公司全部股利的 25%。

股份有限公司独一无二的特征在于任何人都能够无

限地拥有它的股票。也就是说，一个公司的所有者不需要具备任何特殊的专门技术或条件。这个特点允许公司股票的自由交易，并为以公司制来组织一家企业而不是以独资、合伙制或者有限责任公司制的形式提供了最重要的优势。公司制可以筹集大量的资本，因为他们可以把所有制的股票卖给匿名的外部投资者。

外部融资的可能性使公司主导了经济（见图 1-1b）。我们以全球最大的企业之一微软为例。微软报告从 2004 年 7 月到 2005 年 6 月这 12 个月里的年收益为 398 亿美元，企业的总价值（公司所有者共同拥有的财富）在 2005 年 9 月为 2 847 亿美元，它雇用了 61 000 名员工。让我们仔细看一下这些数字，398 亿美元的国内生产总值（GDP）使微软等同于哈萨克斯坦（在 200 多个国家中处于第 59 的最富有国家）。哈萨克斯坦有将近 1 500 万人口，大约是微软雇员的 250 倍。确实，如果雇员数被当做微软的“人口”，微软将会与马歇尔岛（Marshall Islands）一起在全球人口最少的国家中排名第十。

### 1.1.5 公司实体的税收含义

组织形式类型上一个最重要的区别是他们纳税的方式。因为公司是一个单独的法人实体，公司的利润需要纳税，并区别于它的所有者的纳税义务。事实上，公司的股东要支付两次税收。首先，公司因它的所得支付所得税，然后剩下的利润分派给股东，股东因为这项收入要支付他们自己的个人所得税。这个系统有时被称为双重课税（double taxation）。

#### 例 1.1 公司盈利的课税

**Q:** 你是一个公司的股东。公司税前每股盈利 5 美元。在缴纳税费后，公司将会把其剩余的盈利以分红方式分配给你。分红是你的收入，所以你需要为这些盈利交税。企业所得税率为 40%，而你的分红所得税率为 15%。在所有的税都被支付后还有多少盈利剩余？

**A:** 首先，公司纳税：它的每股盈利是 5 美元，但必须支付  $0.40 \times 5 = 2$  美元给政府作为公司所得税。于是剩下 3 美元来分配。然而，你必须支付  $0.15 \times 3 = 45$  美分作为 3 美元的所得税，支付所得税后每股剩下  $3 - 0.45 = 2.55$  美元。作为一个股东，你最后只从最初的 5 美元盈利中得到 2.55 美元；其余的  $2 + 0.45 = 2.45$  美元就以税收的形式支付了。因此，你总的有效税率为  $2.45/5 = 49\%$ 。

在大多数国家，对双重课税有一些减轻的方式。30 个国家组成了经济合作发展组织（the Organization for Economic Co-operation and Development, OECD），在这些国家中，只有爱尔兰和瑞士没有为双重课税提供任何减免。美国则通过采用一个相对于其他收入较低的分红收入所得税来减轻税负。例如在 2005 年，分红所得税

率为 15%，对于大多数投资者来说，这个税率是明显低于他们的个人所得税税率的。一些国家，包括澳大利亚、芬兰、墨西哥、新西兰和挪威，则通过不征收分红所得税而有效地进行减免。

公司制的组织架构是服从于双重课税的唯一的组织架构。除此以外，美国国内税收法典（the U.S. Internal

Revenue Code) 允许某些公司免征双重课税。这些公司被称为 S 型公司 (S corporations), 因为他们选择 S 章的税收待遇。在这些税收规则下, 企业的利润 (和损失) 不是服从于公司的纳税, 而是直接根据股东的所有权份额

来配置的。股东必须把这些利润包含在他们的个人收入中, 进行纳税返还 (即使没有钱被分配给他们)。然而, 当股东为这些利润支付了所得税后, 就没有应付税项了。

## 例1.2 S型公司盈利的课税

**Q:** 重做例1.1, 假设例子中的公司选择了S章待遇并且你的非分红所得税税率为30%。

**A:** 在这种情况下, 公司不交税。得到每股收益5美元。无论公司选择分派还是留存这部分现金, 你必须支付  $0.30 \times 5 = 1.5$  美元的所得税, 这大大低于你在例1.1中支付的2.45美元。

政府在 S 章税收待遇的资格上设定了严格的限制。尤其是, 这样的公司的股东必须是美国公民或居民, 并且不能多于 100 人。因为大多数公司都未明确规定谁可以持有它们的股票以及股东的数目, 它们都不符合 S 章待遇的条件, 因此大多数公司是 C 型公司 (“C” corporation), 它们服从于公司税收。

的运营。董事会能做出大多数的决定, 这些决定包括每日的运营以及由 CEO 领导的公司管理。CEO 通过执行由董事会设定的规则和法规来运营公司。剩余的管理团队的大小则因公司而异。权利在公司内部的划分并不总是清晰的。事实上, CEO 同时担任董事会主席也是常见的事。

### 概念检查

1. 以公司制组织经营的好处和坏处分别是什么?
2. 什么是有限责任公司? 它和有限合伙制的区别是什么?

## 1.2 公司的所有权与控制权对比

与独资企业的所有者对企业的直接控制不同, 公司的所有者常常不可能有对企业的直接控制权, 因为公司的所有者很多, 每一个都可以自由交易他们的股票。也就是说, 在一个公司制企业, 直接的控制权和所有权是分离的。首席执行官 (CEO) 拥有对公司的直接控制权, 而不是所有者或董事会。在这一节, 我们将解释公司的责任是如何在这两个实体间划分的。

### 1.2.1 公司管理团队

公司股东通过选举出董事会来执行他们对公司的控制权, 董事会是一群在公司内有最终决策制定权的人。在大多数公司制企业, 每一份股票保证股东在选举董事会中有一票投票权, 因此投资者持有股票越多, 其影响力就越大。当一个或两个股东拥有数量非常大的股票, 这些股东可能会自己进入董事会或者它们可能有权指定一些董事。

董事会在企业应该如何运行方面 (包括对高级管理者在公司的补偿) 制定规则, 设立政策, 并且控制公司

### 1.2.2 公司的所有权和控制权

理论上, 企业的目标应该由企业的所有者决定。独资企业只有一个管理企业的所有者, 因此独资企业的目标与所有者的目标是一致的。但是在有多个所有者的组织形式中, 企业的目标是不清晰的。

许多公司都有上千个所有者 (股东)。每个所有者似乎都有不同利益和需要优先处理的事情。谁的利益和优先权决定企业的目标呢? 在本教材后面的内容中, 我们会对这个问题进行更详细的研究。然而, 你可能会吃惊地发现, 股东们的利益是由许多, 至少是绝大部分重要决策所带来的。例如, 在决定是否开发新产品时, 如果该产品对公司是可盈利的投资, 所有的股东都可能非常同意开发这项产品。

如果当全部的公司所有者同意公司的目标时, 这些目标就必须被执行。在一个简单的组织形式如独资企业中, 经营企业的所有者可以确保企业的目标是与他自己的目标相一致的。但是公司制企业是由一个管理团队运营的, 并独立于它的所有者。公司的所有者如何确保管理团队会执行它们的目标呢?

**委托代理问题 (principal-agent problem)**, 指由于公司所有权和控制权分离, 管理者几乎没有任何动力按照股东的利益行事, 因为这违背他们自己的利益。在实践中, 解决委托代理问题最普遍的方法是, 使那些自身利益与股东利益相背的决策管理者的数量减少到最少。例如, 设计管理者的补偿合同来确保大多数与股东利益相关的



决策同样和管理者的利益相符；股东经常把对高层管理者的补偿与公司的利润或者是公司的股票价格进行捆绑。然而，这种策略有一个局限：补偿与运营的情况捆绑得太紧，股东有可能让管理者承担多于管理者认为合适的风险，因此管理者可能不会按照股东希望的那样进行决策，或者股东会很难找到优秀的管理者愿意接受这份工作。

**CEO 的表现。** 股东可以用来激励管理者按照其利益行事的另一个方法是惩罚那些没有这样做的管理者。如果股东不满意 CEO 的表现，原则上讲他们可以通过给董事会压力来驱逐 CEO。然而，董事和高层执行者很少会被草根出身的股东所替代。因此，不满意的投资者常常选择卖掉他们的股票。当然，必须有人有从不满意的股东手中购买股票的意愿。如果有足够多的股东不满意，引诱投资者购买（或持有）股票的唯一方法是向他们提供一个低价。同样地，投资者会买管理良好的公司的股票，这将使股价上升。因此，公司的股票价格对于公司领导来说是一个晴雨表，持续向他们提供股东对于他们经营表现的意见反馈。

当公司的股票行情不好时，董事会可能会以换 CEO 来应对。然而，在一些公司，高层执行官的位置是非常稳固的，因为董事会并没有意愿来替换他们。通常，因为董事会是由 CEO 的亲密朋友组成的，所以董事们的决定缺乏客观性。在那些 CEO 固定但其管理不善的公司，股民对其持续不良表现的预期将会使其股票价格保持低位。低股价创造了盈利的机会：在**恶意收购**（hostile takeover）中，个人或组织（有时被认为是公司的侵入者）可以购买大量的股票并以此获得足够的可以替换董事会和 CEO 的票数。有了一个新的杰出的管理团队，该公司的股票则是更具有吸引力的投资，这有可能导致股票价格上升以及使公司侵入者和其他股东获利。虽然“恶意”和“侵入者”有负面含义，但是公司侵入者本身给股票持有者提供了一项重要的服务。由于恶意收购而被替代的威胁常常足以用于惩罚表现不佳的管理者并激励董事会做出困难的决定。因此，公司股票可以被公众交易的事实创造了一个“公司控制的市场”，激励着管理者和董事会去按照股东的利益行事。

**公司破产。** 因为公司是一个独立的法人实体，当它不能偿还它的债务时，债务持有者即借款人被赋予通过抵押公司的资产来补偿违约损失的权利。为了防止这种情况发生，企业可以尝试与债务持有者再次谈判，或者向联邦法院申请破产保护。我们将在本书第五部分描述更多关于破产过程的细节以及它对于公司决策的含义。但由于它对公司决策的制定非常重要，所以在早期了解

违约和公司破产的主要方面也是很有用的。

破产使管理层有机会来重新组织企业并与债权人再谈判。如果这个过程失败了，公司的控制权一般传递给债权人。大多数情况下，最初的权益所有者只剩下很少赌注或几乎没有。因此，当一家企业不能偿还它的债务时，最终的结果常常是企业所有权发生变化，控制权从权益所有者转移到债权人。重要的是，破产不一定导致企业要关门并出卖资产来进行**清算**（liquidation）。即使企业的控制权转移给了债权人，但是企业在可能的最盈利的方式下运作，这也是符合债权人的利益的。这种做法常常意味着企业能保持运营状态。例如，在 1990 年，联合百货（Federated Department Stores）宣布破产。它当时最出名的资产之一是分公司布鲁明岱尔（Bloomingdale's）——一个全国皆知的百货公司。由于布鲁明岱尔是一个可盈利的公司，权益所有者和债权人都不想让它倒闭，于是它在破产中继续经营。到 1992 年，当联合百货重组并摆脱破产后，联合百货最初的权益所有者失去了他们在布鲁明岱尔的权益，但是这个旗舰连锁店在换了新的所有者之后依然表现良好，而且它的经营价值没有因为破产事件而受到负面影响。

因此，了解公司的一个有效方法是设想有两类投资者对于现金流有要求权——债权人和权益所有者。只要公司可以满足债权人的要求，所有权就保留在权益所有者的手里；如果公司不能满足债权人的要求，债权人则可能夺取企业的控制权。因此，一家公司的破产最好被理解为公司所有权的变更，没必要被当做是失败的经营。

### 概念检查

1. 什么是可能存在于公司的委托代理问题？
2. 董事会是如何控制公司的？
3. 一个公司的破产宣布是如何影响这个公司的所有权的？

### 股东行动主义和投票权

对于股票市场疲软表现及数起会计丑闻的反应，**股东措施**（shareholders initiatives）的数量（当股东要求某企业的政策或决策完全按照所有股东的直接投票结果时）在近年有显著增加。根据投资者责任研究中心（Investor Responsibility Research Center）调查，股东提案的数量从 2002 年的约 800 例上升到 2004 年的多于 1 100 例。股东措施覆盖的范围包括股东投票权、接管及反接管规定、选举董事会成员以及股东会议的地点与时间的变更。最



近的一个股东行动主义趋势是保留对董事会候选人的投票支持。在2004年3月，股东保留了支持迈克尔·艾斯纳（Michael Eisner，迪士尼CEO）作为董事会主席的权利。结果是，他失去了迪士尼主席的位子但保住了CEO的职位。加州公务员退休基金（California Public Employees' Retirement System, Calpers）是全世界最大的退休基金，它保留了它投资的2700家公司中90%的至少一个董事的投票权。

### 1.3 股票市场

从外部投资者的观点来看，对公司权益方的投资的重要特征是它的流动性（liquidity）。如果一项投资可能很容易卖出接近于你同时买入它的价格，则这项投资被称为是流动的（liquid）。许多公司的股票是流动的，因为他们有组织的市场上交易，这种市场称为股票市场（stock market），或股票交易所（stock exchanges）。这类公司被认为是上市公司（public companies）。一间上市公司的投资者可以简单并迅速地通过在其中一个市场上卖出他的

股票份额将投资兑换为现金。然而，并不是所有的公司都是上市公司。有些公司为私人公司（private companies），则这些公司不允许交易或者限制于私下的投资者间的中介交易。

#### 1.3.1 最大的股票市场

纽约证券交易所（New York Stock Exchange, NYSE）是最负盛名的美国股票市场和全球最大的股票市场。每天数十亿美金的股票在纽约证券交易所交易。其他美国股票市场包括美国证券交易所（American Stock Exchange, AMEX），纳斯达克（Nasdaq，代表全国证券交易商自动报价系统协会，National Association of Security Dealers Automated Quotations），以及区域性的交易所如中西部证券交易所（Midwest Stock Exchange）。大部分其他国家至少有一个股票市场。在美国以外，最大的股票市场是伦敦证券交易所（London Stock Exchange, LSE）和东京证券交易所（Tokyo Stock Exchange, TSE）。

图1—2按照两种最普遍的方法给全球最大的股票市场进行排名：列入交易所的所有国内公司的总价值和交易所每年交易的总成交额。

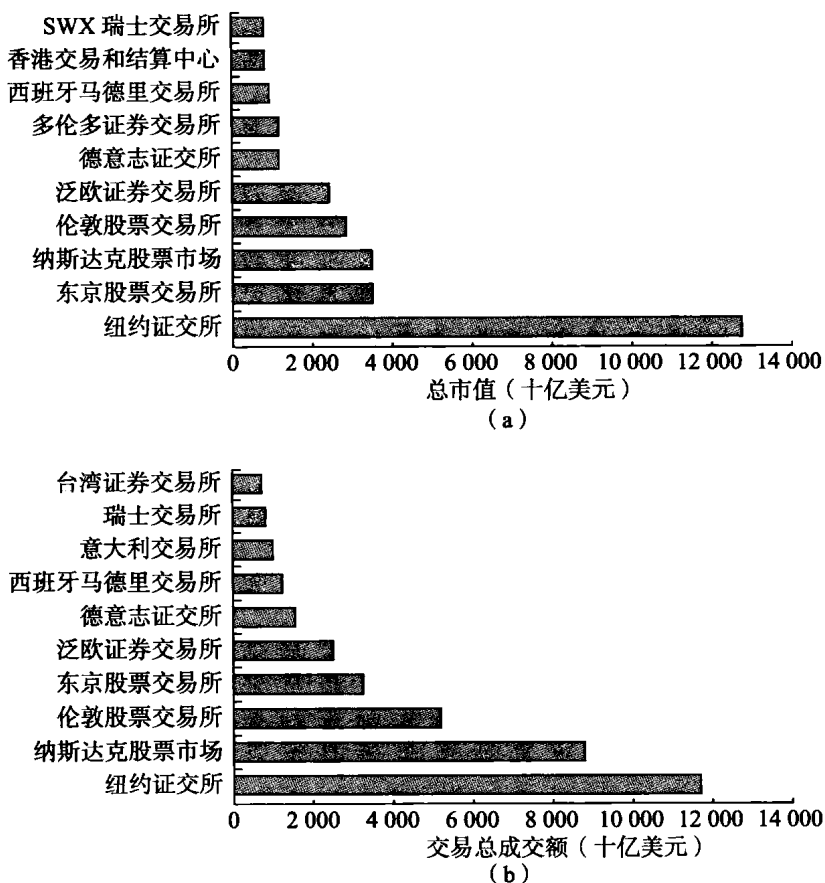


图1—2 两种常用方式下全球范围的股票市场排名

注：10大股票市场全球排名：(a) 2004年末证券市场上市的所有国内企业的总价值；(b) 2004年在证券市场上交易的总成交额。

### 1.3.2 纽约证券交易所

纽约证券交易所是个实实在在的地方。在纽约证券交易所，做市商（market makers），在纽约证券交易所被称为**特种经纪人（specialists）**，负责撮合买方与卖方。他们给每个有市场的股票提供两个价格：他们愿意购买股票的价格（**买入价，bid price**）和他们愿意卖出股票的价格（**卖出价，ask price**）。如果一个顾客希望在他们那里根据这些价格交易，做市商接受这些价格（直到股票限制的交易数量）并达成交易，即使他们没有另一个顾客作为交易的另一方。通过这样的方式，他们确保了市场是流动的，因为顾客得到可以按照标出的价格进行交易的保证。交易所有明文规定来试图确保买入价和卖出价不会相差太远，此外，大的价格波动是通过一系列的小波动发生的，而不是一个单独的大跳跃。

**卖出价大于买入价，这个差价被称为买卖价差（bid-ask spread）。**顾客总是在卖出价（较高的价格）买入，在买入价（较低的价格）卖出，买卖价差是投资者为了交易必须支付的交易成本（transaction cost）。因为经纪人在纽约证券交易所这样的现实市场从他们的顾客那里得到交易的另一方，这个成本作为利润归经纪人所有。这是

他们所需要通过时刻准备实现任何报价来提供一个流动市场的补偿。

### 1.3.3 纳斯达克

在当前的经济环境下，股票市场不需要有实际存在的地点。股票交易可通过（也许更加有效）电话或网络进行。结果是，一些股票市场就是一个由网络和电话连接的**自营商（dealers）**和做市商组成的集合。最有名的例子是纳斯达克。纽约证券交易所和纳斯达克的一个重要区别在于，在纽约证券交易所，每个股票只有一个做市商。在纳斯达克，股票可以并且确实有多个相互间竞争的做市商。每个做市商必须在可以被所有参与者看到的纳斯达克的网络中报出买入价和卖出价。纳斯达克系统首先报出最好的价格，然后依次填充订单。这个过程向投资者保证了当时最好的可能价格，无论他们是在买入还是卖出。

#### 概念检查

1. 什么是纽约证券交易所？
2. 一个股票市场给公司投资者提供了什么好处？

## 本章总结

### 小结

1. 在美国有四种企业形式：个人独资企业、合伙企业、有限责任公司和股份有限公司。
2. 无限个人责任的企业有独资企业和合伙企业。
3. 有限责任的企业包括有限合伙企业、有限责任公司和股份有限公司。
4. 一个公司在法律上被定义为人造人（一个法律意义上的个人或法定的实体），拥有自然人的许多合法权利。可以签订合同，得到资产，承受义务，同时，在美国宪法的保护下防止其财产被掠夺。
5. C型公司中的投资者必须有效地支付课税两次。公司交税一次然后投资者必须在任何分配得到的资金上支付个人税。
6. S型公司免除支付公司所得税。
7. 公司的所有权按照股票份额划分，这些股票总体称为权益。投资者持有这些股票被称为股票持有者或权益所有者。
8. 公司的所有权和控制权是分立的。股东通过董事会间接行使他们的控制权。
9. 公司破产可被认为是公司的所有权和控制权的变化。权益所有者对债权人放弃了他们的所有权和控制权。
10. 上市公司的股份是在股票市场上交易的。私人公司的股份是不在股票市场上交易的。

### 关键术语

卖出价	流动性	买入价	做市商
买卖价差	合伙制	董事会	委托代理问题
C型公司	私人公司	首席执行官	上市公司
股份有限公司	S型公司	股利支付	股东

权益	独资企业	权益所有者	特种经纪人
恶意收购	股票	有限责任	股东
有限责任公司	股票市场 (或证券交易所)	有限合伙制	交易成本
流动的			

**习题**

● 四类企业

1. 公司制和所有其他组织形式最重要的区别是什么?
2. 有限责任在公司制背景下的含义是什么?
3. 哪些组织形式赋予它们的所有者有限责任?
4. 以公司制来组织企业的主要的有利和不利方面是什么?
5. 解释 S 型公司和 C 型公司的区别。
6. 你是一个 C 型公司的股东。公司税前每股收益 2 美元。公司一旦交税后会将把剩余的盈利以红利方式分派给你。公司税税率为 40%，个人所得税税率 (包括分红与非分红) 为 30%。当所有税都被支付后，你还剩下多少?
7. 重复问题 6，假设公司为 S 型公司。

● 公司所有权与控制权的对比

8. 公司的管理者为公司所有者工作。因此，它们应该做出与所有者利益相符的决策，而不是根据他们自身利益做出决策。股东可以用什么策略来确保能够激励管理者按照这个方向行动?
9. 上市公司和私人公司的区别是什么?
10. 解释为什么买卖价差是交易成本?
11. 以下是 2004 年 8 月 30 日雅虎公司股票在雅虎财经上的数据 (单位: 美元):

如果你想购买雅虎股票，你应该支付的价格是多少? 如果你想卖雅虎股票，你能得到多少?

雅虎公司 (纳斯达克全国市场) 数据由路透社提供				
收盘价:	<b>28.69</b>	日波动范围:	28.35~29.07	
交易时间:	11:42AM ET	52 星期波动范围:	16.56~36.51	
变化:	↓ 0.61 (2.08%)	总股本:	7 374 448	
昨日收盘价:	29.30	平均量 (3m):	20 232 318	
开盘价:	29.04	市值:	39.03 B	<a href="#">1d</a> <a href="#">5d</a> <a href="#">3m</a> <a href="#">6m</a> <a href="#">1y</a> <a href="#">2y</a> <a href="#">5y</a> <a href="#">max</a>
买入:	28.69 × 1 000	市盈率 (ttm):	112.51	雅虎公司年度报告
卖出:	28.70 × 5 800	每股收益 (ttm):	0.255	
一年后目标估计:	36.53	分红和收益:	N/A(N/A)	