

第一篇 综述

本篇包括两章：1. 公司理财导论；2. 会计报表和现金流量。

在企业经营活动中，财务管理人员必须回答三类不同的重要问题。第一，公司应该实施什么样的长期投资项目？这是资本预算问题。第二，如何为所要实施投资的项目筹集资金？我们称这样的问题为融资决策。第三，企业的管理者如何管理日常的现金和财务工作？这些内容包括短期融资和净营运资本的决策。

在第1章，我们讨论这样一些重要问题。首先，简要介绍这本书的基本思想，同时描述现代公司的本质特征，以及公司为什么成为企业主要的组织形式。通过应用系列合同理论，本章还讨论了现代公司的目标。虽然股东的目标和管理者的目标并非总是一致，但他们之间的冲突可以获得有利于股东一方的解决。最后，本章回顾了现代金融市场的显著特征。具有会计、金融和经济学背景的学生应该熟悉这些预备知识。

在第2章，我们考察基本的财务报表。对于具有会计基础的学生来说，这只是复习而已。我们讨论了资产负债表和损益表。本章重点是展示将会计报表的数据转换为现金流量的方法。对于学习本书后面几章关于资本预算的问题来说，掌握如何从会计报表中确认现金流量特别重要。

第1章

公司理财导论

影视产品公司 (The Video Product Company) 专门设计和制造通用电子游戏机控制台的软件。公司成立于1997年,此后不久,其游戏软件“牛虻”就上了《广告牌》这一杂志的封面。1999年公司的销售收入超过2,000万美元。公司创办时,曾用其仓库做抵押向种子公司 (Seed Ltd.,一家风险资本公司)借款200万美元。现在,公司的财务经理认识到当时的融资数额太小了。长远来看,公司计划将其产品扩展到教育和商业领域。然而,目前公司的短期现金流量有问题,甚至无法购买20万美元的材料来满足其假期的订货。

影视产品公司的经历反映了公司理财研究的基本问题。

- (1) 公司应该采取什么样的长期投资战略?
- (2) 如何筹集投资所需要的资金?
- (3) 公司需要多少短期现金流量来支付其账单?

当然,公司理财的问题远不止于此,但它们无论如何是最重要的问题。按顺序来说,它们提供了本书的一个基本框架。

公司筹集资金进行投资的一个重要方式是发行证券。这些证券,有时称作“金融工具”或“索取权”,可以划分为“权益”或“负债”,简称“股票”或“债券”。权益和负债的区别是现代公司理财中的基本分类。公司所有的证券都是依存于或伴随于公司的价值^[1]。在本章的第1.2节,我们将论述负债和权益证券如何依存于公司的价值,同时指出它们在索取权方面的差别。

在本章的第1.3节,我们将讨论不同的企业组织形式和决定组建公司的利和弊。

在本章的第1.4节,我们将进一步分析公司的目标,并讨论为什么股东财富最大化可能是公司的首要目标。在此后,我们假设公司的经营业绩取决于它为股东所创造的价值时。当公司的决策提高了股份的价值时,股东将获得更多的利益。

公司通过发行证券筹集资金。目前在美国金融市场交易的长期公司债券和股票超过了200,000亿美元。在本章第1.5节,我们描述了金融市场的基本特征。简单地说,有两类金融市场:货币市场和资本市场。本章的最后一节是全书的概述。

1.1 什么是公司理财

假设你决定创办一家生产网球的公司,为此你雇佣一位经理购买原材料,并招募一批生产和销售网球的员工。用理财学的语言来说,你在存货、机器、土地和劳动力方面进行投资。你投入在这些资产的现金等于你筹集的资金。当你开始销售网球的时候,你的公司将获得现金。这是创造价值的基础。公司的目标就是为你创造价值。这一价值体现在公司简单的资产负债表的结构之中。

1.1.1 资产负债平衡表

假设你在某一时点以财务的眼光浏览一下公司及其经营活动,图1-1展示了公司资产负债表

[1] 在此我们倾向于交替使用企业 (Firm)、公司 (Company)、商行 (Business) 这三个名词,实际上公司和企业是有区别的。我们将在第1.3节中讨论它们的差别。

的图形概念，它将帮助你初步了解公司理财。

资产负债表的左边是公司的资产，这些资产可以划分为“固定资产”和“流动资产”。固定资产是指那些延续时间较长的资产，如建筑物。某些固定资产是有形的，如机器和设备；而某些固定资产是无形的，如专利、商标、管理者素质。流动资产是指那些延续时间较短的资产，如存货。公司生产、但未销售的网球就是存货的一部分。除非公司生产过剩，否则它们留在公司的时间很短。

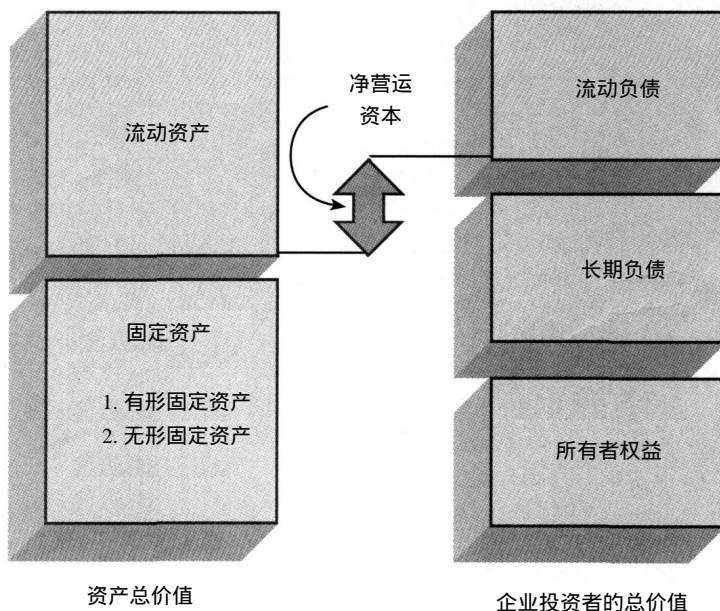


图1-1 企业资产负债表模式

注：左边为资产总价值。右边为企业投资者的总价值，其决定如何分配价值。

在公司投资于一种资产之前，它必须获得资金，即融资，这意味着公司必须筹集资金来支付投资。资产负债表的右边表示公司的融资方式。公司一般通过发行债券、借贷或发行股票来筹资，分为负债和股东权益。正如资产有长期和短期之分一样，负债也可以分为“短期负债”和“长期负债”。短期负债是指那些在一年之内必须偿还的贷款和债务；而长期负债是指那些不必在一年之内偿还的贷款和债务。股东权益等于公司的资产价值与其负债之间的差。在这一意义上，股东权益就是企业资产的剩余索取权。

从公司资产负债表的模式中可见，为什么说公司理财研究的就是如下三个问题：

(1) 公司应该投资于什么样的长期资产？这一问题涉及资产负债表的左边。当然，公司的资产和类型一般视业务的性质而定。我们使用“资本预算(capital budgeting)”和“资本性支出”这些专业术语描述这些长期固定资产的投资和管理过程。

(2) 公司如何筹集资本性支出所需的资金呢？这一问题涉及资产负债表的右边。回答这一问题又涉及到“资本结构(Capital structure)”，它表示公司短期及长期负债与股东权益的比例。

(3) 公司应该如何管理它在经营中的现金流量？这一问题涉及资产负债表的上方。首先，经营中的现金流入量和现金流出量在时间上不对等。此外，经营中现金流量的数额和时间都具有不确定性，难于确切掌握。财务经理必须致力于管理现金流量的缺口。从资产负债表的角度看，现金流量的短期管理与净营运资本(net working capital)有关。净营运资本定义为短期资本与短期负债之差。从财务管理的角度看，短期现金流量问题是由于现金流量和现金流量之间不对等所

引起的，属于短期理财问题。

1.1.2 资本结构

融资安排决定了公司价值的构成。购买公司债务的人或机构统称为“债权人”^[2]。持有公司权益股份者称为“股东”。

有时把公司视为一个圆饼有助于理解公司的资本结构。首先，圆饼的规模大小将取决于公司已经做出的投资决策。在公司做出投资决策之后，公司的资产价值，如建筑物、土地、存货等，也随之而定。

然后，公司可以确定它的资本结构。公司可以事先发行比股权多的债权，筹集投资所需的资金；现在它也可以考虑改变一下二者的比例，使用其收入买回它的一些债权。这样的融资决策在原先投资决策之前就可以独立设定。由此可见，这些发行债权和股权的决策影响到公司的资本结构。

我们想象中的公司资本结构这一圆饼如图 1-2 所示。圆饼的规模就是公司在金融市场的价值。我们可以将公司的价值 V ，写作

$$V = B + S$$

式中 B ——债权或负债的价值；

S ——股权或所有者权益的价值。

圆饼图考虑两种分割圆饼的方案：一是债权和股权各占 50%；二是 25% 的债权和 75% 的股权。由于如何确定资本结构将影响公司的价值，因此财务经理的目标之一就是选择使得公司的价值 V 尽可能大的负债与所有者权益的比例。

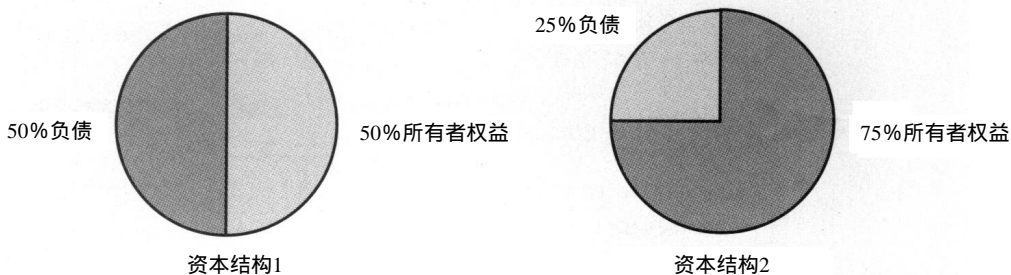


图 1-2 企业资本结构圆饼图

1.1.3 财务经理

在大型公司中，理财活动通常与公司高层领导人有关，如副总裁或财务总监，及其他主管。图 1-3 描绘了公司内部的组织结构，并突出其财务活动。负责向财务总监报告的是资金主管和财务主管。资金主管负责处理现金流量、投资预算和制定财务计划。财务主管负责会计工作职能，包括税收、成本核算、财务会计和信息系统。

我们认为，财务经理的大部分工作在于通过资本预算、融资和资产流动性管理为公司创造价值。那么，财务经理是如何创造价值的呢？

- (1) 公司必须通过购买资产创造超过资产成本的现金。
- (2) 公司必须通过发行债券、股票和其他金融工具以筹集超过其成本的现金。

因此，公司创造的现金流量必须超过它所使用的现金流量。公司支付给债权人和股东的现金流量必须大于债权人、股东投入公司的现金流量。这是如何实现的呢？我们来追溯现金在公

[2] 我们倾向于交替使用债权人 (Creditors)、持债者 (Debtholders)、债券持有者 (Bondholders) 这三个名词。在以后的各章，我们将考察各类债权人的差别。同时，我们将使用 B 做为债权人持有公司的债务。

司与资本市场之间的往返流程。

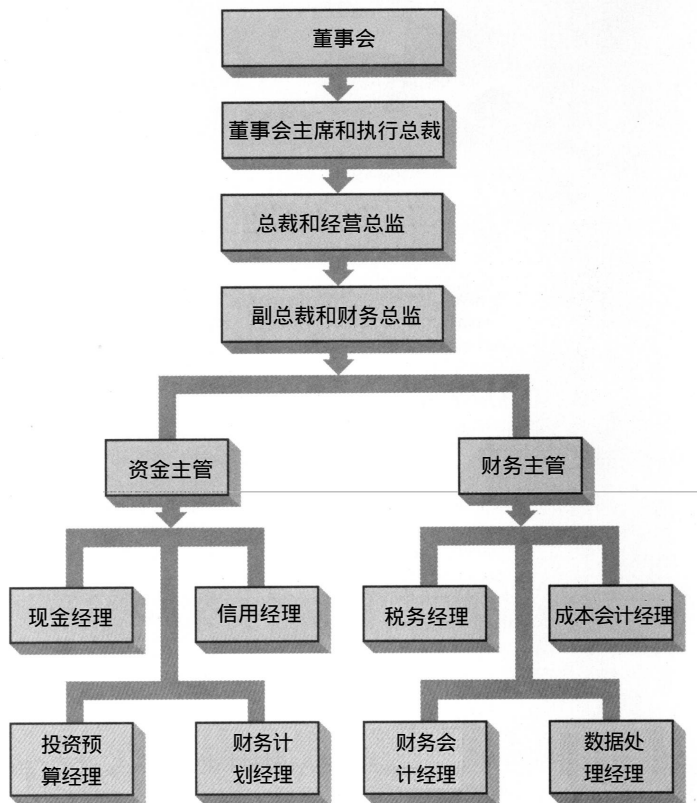


图1-3 企业组织结构图

公司理财与金融市场的相互作用如图 1-4 所示。图 1-4 中的箭头表明现金流量在公司与金融市场之间流动的方向。假设我们开始进行公司的融资活动，公司为了筹集资金而在金融市场向投资者发售债券和股票。因此，现金从金融市场流向公司（A）；公司经理将现金用于投资（B）；

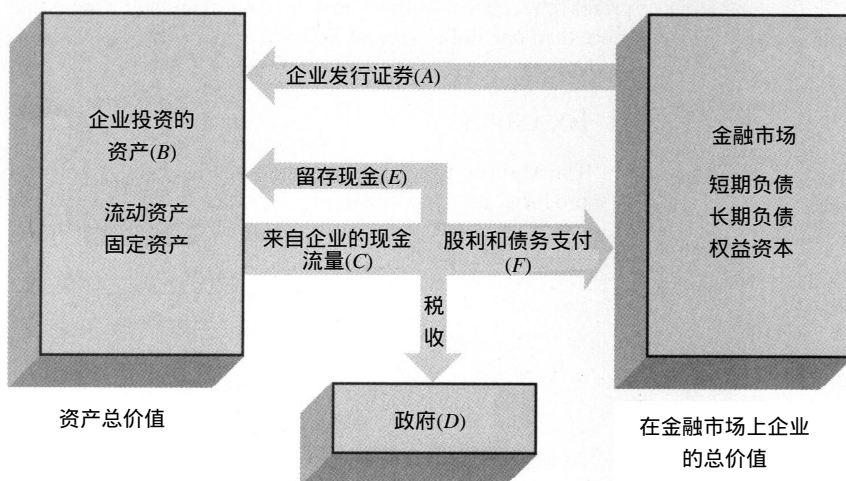


图1-4 企业和金融市场之间的现金流量

公司创造现金 (C)；公司将现金支付给债权人和股东 (F)。由此可见，股东以现金股利的方式得到投资回报；债权人也因出借资金给公司而获得利息，并且最终收回公司偿还的本金。但是，并不是所有的现金都用于支出，公司留存了一部分 (E)，其中支付给政府的那部分称为税收 (D)。

当支付给债权人和股东的现金 (F) 大于从金融市场上筹集的资金 (A) 时，公司的价值增加了。

图1-4中：

A ——公司发行债券筹集资金（融资决策）；

B ——公司投资于资产（资本预算）；

C ——公司经营创造现金流量；

D ——支付税收（现金）给政府；

E ——企业留存现金再投资；

F ——企业支付给投资者利息和股利（现金）。

现金流量确认 遗憾的是，并不是在所有情况下都能那么直接而容易地观测现金流量。我们可以从财务报表中获得大量有关信息，财务分析的大量工作就是从财务报表中摄取现金流量的信息。

例1-1

米德兰公司 (The Midland Company) 从事黄金提炼和贸易。到年底，公司销售黄金 2,500OZ (1OZ=28.349 52g)，收入 100 万美元。在年初，公司支付了 90 万美元的现金购买矿石。遗憾的是，公司不得不向购买黄金的客户收回现金。以下是米德兰公司年末的财务会计状况。

米德兰公司损益表(会计角度)

年末12月31日	
销售收入	\$1,000,000
成本	- 900,000
利润	\$ 100,000

根据公认会计准则，由于假设客户将很快地支付货款，因此即使客户尚未支付，销售收入也可以确认。所以，从会计的角度看，米德兰公司似乎是盈利的。然而，从公司理财的角度看，其关注现金流量，因此结果不同。

米德兰公司损益表(公司理财角度)

年末12月31日	
现金流入	\$ 0
现金流出	- 900,000
现金收支差	\$ - 900,000

公司理财注重米德兰公司的黄金交易经营是否给公司创造了现金流量。价值创造取决于现金流量。对于米德兰公司，价值创造实际上取决于它是否和何时能收到 100 万美元的货款。

现金流量的时效性 公司投资的价值取决于现金流量的时效性。“理财学”一个最重要的假设是任何人都偏好早一点收到现金流量。今天收到的一美元比明天收到的一美元更有价值。这种时间偏好对股票和债券的价格具有一定影响。

例1-2

米德兰公司为生产新产品而计划从两种投资方案中选择一种。两种投资方案都将提供四年的现金流量，各需投资1万美元。两种投资方案的现金流量如下：

年 份	新产品（方案A）	新产品（方案B）
1	\$ 0	\$ 4,000
2	0	4,000
3	0	4,000
4	20,000	4,000
总 计	\$ 20,000	\$ 16,000

表面上看，方案A最好。然而，方案B的现金流量比方案A的现金流量来得早。在没有更多信息的情况下，我们仍然不能决定哪种方案将给债券持有者和股东创造最大的价值，这取决于方案B的现金流量价值是否超过方案A的现金流量价值。事实上，债券和股票的价值反映了对较早现金流量的偏好，我们将讨论如何应用它们选择方案A或B。

现金流量的风险 公司必须考虑风险。现金流量的数额和时间难于确切知道。大多数投资者是厌恶风险者。

例1-3

米德兰公司考虑扩大海外经营，正在评价欧洲和日本这两个可选地点。欧洲被认为相对安全，而在日本经营则存在较大的风险。无论在哪里，一年后公司都将停止其海外经营。

在完成一个全面的财务分析后，米德兰公司确定如下两种扩张方案的现金流量及其可能出现的三种状况：悲观、最可能、乐观，每种状况发生的可能性相等。

	悲 观	最可能	乐 观
欧洲	\$75,000	\$100,000	\$125,000
日本	0	150,000	200,000

假设悲观状况不发生，也许在日本经营是个最佳方案。当我们考虑悲观状况时，选择显得模糊不清。在日本经营风险较高，但是现金流量的平均水平也较高。问题是：什么是风险和如何定义风险？我们必须回答这一重要问题。公司理财无法回避如何解决风险型方案的选择问题，因此本书用较大的篇幅讨论风险型投资机会的评价。

1.2 公司证券对公司价值的或有索取权^[3]

负债和所有者权益之间有何本质区别呢？回答这一问题的关键是：考虑当公司价值发生变化时对负债和所有者权益的报酬所产生的影响。

负债的基本特征是：借债的公司承诺在某一确定的时间支付给债权人一笔固定的金额。

[3] “Contingent Claims”，意指依附在公司所发行证券上的权利，包括债权人和股东的权利。又译“或有索取权”。——译者注

例1-4

办公设备公司（The Officer Company）承诺在年末支付给布里汗保险公司（Brigham Insurance Company）100美元。这是办公设备公司的一笔负债。如果办公设备公司年末的资产价值等于或超过100美元，债权人将收到100美元。

正规地说，债权人得到在年末将获得金额为 F 的支付承诺。假设公司年末的价值 X 等于或大于 F ，债权人将获得 F 。显然，如果公司不足以支付承诺的金额，公司将会“破产”。它将被迫将其资产变现，无论这些资产价值多少，债权人所得到的是 X 。从数学上来看，这意味着债权人拥有对 X 或 F 的索取权，无论哪一个小。图 1-5 表示债权人报酬结构的本质。

假设在年末，办公设备公司的价值等于 100 美元。因为公司承诺支付布里汗保险公司 100 美元，所以债权人将得到 100 美元。

现在，假设在年末办公设备公司的价值等于 200 美元。公司承诺支付债权人 100 美元，债权人可以得到多少呢？必须清楚，债权人将得到 100 美元，与办公设备公司的价值等于 100 美元时所得相同。

假设在年末，办公设备公司的价值等于 75 美元。公司承诺支付债权人 100 美元，债权人可以得到多少呢？在这种情况下，债权人只能得到 75 美元。

股东在年末对公司价值的索取权等于支付给债权人之后的剩余部分。当然，如果公司的价值等于或少于承诺支付给债权人的数额，股东什么都得不到。

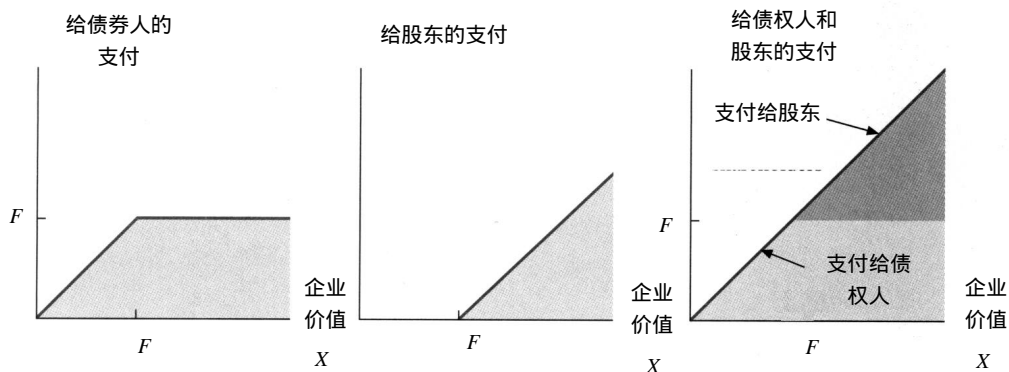


图1-5 债务资本和权益资本的或有索取权

例1-5

在年末，办公设备公司销售其资产所得 200 美元。由于公司承诺在年末支付布里汗保险公司 100 美元，因此股东将得到剩余的 100 美元。

用数学公式来表达，如果 $X > F$ ，股东的索取权是 $X - F$ ；如果 $X = F$ ，股东的索取权等于 0。图 1-5 描述了这一关系。总之，债权人的索取权和股东的索取权之和总是等于公司期末的价值。

由公司发行的债权和股权的证券从公司的总价值上获得价值。用理财学的语言来表述，债权和股权的证券是伴随或依附于公司总价值的或有索取权 (contingent claims)。

当公司的价值超过了承诺支付给债权人的数额时，股东将获得承诺支付给债权人数额之后的剩余数额，而债权人获得了承诺支付的数额。当公司的价值少于承诺支付给债权人的数额时，股东将一无所获，而债权人获得了公司的价值。

1.3 公司制企业

公司是组织众多个人经济活动的一种方式，而且有许多原因可以说明为什么大部分经济活

动是由公司来实现，而不是由个人来实现。公司理论并没有告诉我们太多为什么大型企业是公司制，而不是其他法律上许可的企业组织形式。

企业的一个基本问题是如何筹集资金。公司制企业，即把企业组织成为一个公司，是解决筹集大量资金的一种标准方法。企业可以采用其他组织形式。在这一节，我们将考虑组织企业的三种基本的合法形式，并且讨论在各种组织形式下企业如何筹集大量的资金。

1.3.1 个体业主制

个体业主制(sole proprietorship)是指由一个人拥有的企业。假设你决定开始创办一家生产捕鼠器的企业，创立企业很简单，你只要对所有听众宣布：“今天，我要创办一家生产捕鼠器的企业。”

许多大城市要求你申办营业执照。此后，你可以开始雇佣你所需的人，借你所需的钱。到了年末，无论盈利或亏损都是你的。

以下是考虑个体业主制时的一些重要因素：

(1) 个体业主制是费用最低的企业组织形式。不需要正式的章程，而且在大多数行业中，需要遵守的政府规定极少。

(2) 个体业主制企业不需要支付公司所得税。企业所有的利润按个人所得税规定交纳。

(3) 个体业主制对企业债务负有无限责任。个人资产和企业资产之间没有差别。

(4) 个体业主制的企业存续期受制于业主本人的生命期。

(5) 因为个体业主制企业的投资属业主个人的钱，所以个体业主筹集的权益资本仅限于业主本人的财富。

1.3.2 合伙制

两个或两个以上的人在一起创办企业，组成合伙制(partnership)。合伙制分为两类：(1) 一般合伙制；(2) 有限合伙制。

在一般合伙制企业中，所有的合伙人同意提供一定比例的工作和资金，并且分享相应的利润或亏损。每一个合伙人承担合伙制企业中的相应债务。一份合伙制企业的协议标明这种准备的实质。合伙制协议可以是口头协议，也可以是正式文字协议。

有限合伙制允许某些合伙人的责任仅限于每人在合伙制企业的出资额。有限合伙制通常要求：(1) 至少有一人是一般合伙人；(2) 有限合伙人不参与企业管理。以下是考虑合伙制时的一些重要因素：

(1) 合伙制企业的费用一般较低。在复杂的准备中，无论是有限或一般合伙制，都需要书面文件。企业经营执照和申请费用是必需的。

(2) 一般合伙人对所有债务负有无限责任。有限合伙人仅限于负与其出资额相应的责任。如果一个一般合伙人不能履行他或她的承诺，不足部分由其他一般合伙人承担。

(3) 当一个一般合伙人死亡或撤出时，一般合伙制随之终结。但是，这一点不同于有限合伙制。对于一个合伙制企业，在没有宣布解散的情况下转让产权是很难的。一般来说，所有的一般合伙人必须一致同意。无论如何，有限合伙人可以出售他们在企业中的利益。

(4) 合伙制企业要筹集大量的资金十分困难。权益资本的贡献通常受到合伙人自身能力的限制。许多公司，如苹果计算机公司(Apple Computer)，就是始于个体业主制或合伙制，但到了一定程度，他们选择了转换为公司制的形式。

(5) 合伙制的收入按照合伙人征收个人所得税。

(6) 管理控制权归属于一般合伙人。重大事件，如企业利润的留存数额，通常需要通过多数投票表决来确定。

对于大型企业组织，要以个体业主制或合伙制存在是很难的。个体业主制和合伙制最主要的优点是创办费用低，但其缺点是严重的：(1) 无限责任；(2) 有限的企业生命；(3) 产权转让困难。这三个缺陷导致了(4) 难于筹集资金。

1.3.3 公司制

在众多企业组织形式中，公司制(Corporation)最为重要。它是一个独立的法人。正因如此，公司要有一个名称，并享有很多像自然人一样的法律权利。例如，公司可以购买和交换财产；可以签定合同；可以起诉和被告。从司法的角度看，公司制是一种以公司身份出现的法人或公民。当然，它没有公民投票权。

创办一家公司比创办一个个体业主制或合伙制企业复杂得多。公司创办人必须准备公司的章程和一系列细则。公司章程要包括如下内容。

- (1) 公司名称。
- (2) 公司计划的经营年限（可以无限永续）。
- (3) 经营目的。
- (4) 公司获准发行的股票数量，并说明各种不同股份的权限。
- (5) 股东拥有的权利。
- (6) 创建时董事会的成员数量。

公司细则是公司规范其自身存续的原则，涉及股东、董事会成员和经理。公司细则小至对公司经营管理原则的简要说明，大至数百页的文字。

在最简单的公司制中，公司由三类不同的利益者组成：股东或所有者、董事会成员、公司高层管理者。传统上，股东控制公司的方向、政策和经营活动。股东选举董事会成员。反过来，董事会成员选择高层管理人员。高层管理人员以股东的利益为重，管理企业的经营活动。在股权集中的企业，股东、董事会成员和公司高层管理人员三者可能相互交叉。但是，在大型企业中，股东、董事会成员、公司高层管理人员可能是各不相同的集团。

与个体业主制和合伙制企业相比，公司制企业的所有权和管理权的潜在分离有很多好处：

(1) 因为公司的产权表示为股份，所以产权可以随时转让给新的所有者。因为公司的存在与持股者无关，所以股份转让不像合伙制那样受到限制。

(2) 公司具有无限存续期。因为公司与它的所有者相分离，某一所有者死亡或撤出不影响它的存在。即使原有的所有者撤出，公司仍然继续经营。

(3) 股东的责任仅限于其投资于所有权的股份数。例如，假设股东购买公司 1,000 美元的股份，其潜在的损失就是 1,000 美元。在合伙制企业，每个一般合伙人出资 1,000 美元，其可能损失 1,000 美元加上合伙制企业的负债。

有限责任、易于产权转让和永续经营是公司制这种企业组织形式的主要优点。这些优点又提高了企业筹集资金的能力。

但是，公司制存在一个重要缺点。联邦政府按照公司所得征收公司所得税。它是在股东收到股利后交纳个人所得税以外的税收。与个体业主制和合伙制相比，这对于股东是双重征税。

案例分析 成为公司的决策：专业租赁管理国际公司^[4]

1972年，几个企业家同意创办一家名为“专业租赁管理公司”(Professional Lease Management Inc.)的企业。他们的想法是，为了达到购买和租赁交通设备的目的，要资助、联合和管理公众和私人的有限合伙制企业。他们创立一家子公司，称为“金融服务公司”(Financial Services Inc.)，做为各个合伙制企业的一般合伙人。专业租赁管理公司在早些年里取得了一定的成功，但在1981年至1986年期间至少组建了27家公众合伙制企业，每个合伙制企业建立后就购买和租赁交通设备给交通公司，如飞机、卡车、挂车、集装箱、火车等等。

在1986年税制改革法颁布前，专业租赁管理公司通过它的合伙制企业取得了巨大的成功，成为美国最大的设备租赁公司之一。由于不同于公司，合伙制企业不需征收公司所得税，所以

[4] 《S-4注册说明书》，PLM国际公司，详见位于华盛顿特区的证券与交易委员会的文件，1987年8月。

(续)

合伙制对于高税收阶层很有吸引力。合伙制企业成立后实行“自我变现”，即所有的剩余现金都分配给合伙人，因此没有进行再投资。对于合伙制企业，没有现成的市场。每个合伙制企业投资在交通设备中一个狭小的领域。专业租赁管理公司的成功取决于创造了由于加速折旧而产生的避税的现金流量和投资税收减免^[5]。但是，1986年的税制改革法对有限合伙制企业的避税产生了破坏性的影响。税制改革从根本上降低个人所得税率，取消了投资税收减免，缩短折旧年限，同时建立了一个选择性最小税率。新的税法导致专业租赁管理公司不得不考虑不同组织形式的设备租赁企业。实际上，企业所需要的是有利其潜在增长和多元化机会，而不是完全基于避税的一种企业组织形式。

1987年，专业租赁管理公司在现已破产的德勒谢·本汉·林伯特(Drexel Burnham Lambert)投资银行的咨询和帮助下结束了合伙制，并将意向一致的合伙制企业转变为一个新的伞型公司，称为“专业租赁管理国际公司”。由于某些合伙制企业自愿撤消，而某些不愿加入公司，故需要多数投票表决。通过大量的法律操作，专业租赁管理国际公司最终公布多数合伙制企业一致同意合作组建公司。1988年2月2日，专业租赁管理国际公司的普通股开始在美国证券市场(American Stock Exchange)交易，每股价格8美元。虽然专业租赁管理国际公司转变为股份公司，但它的业绩并不好。1997年10月1日，它的股票交易价格仅为每股5美元。

转变成为一个公司的决策是复杂的，存在许多有利和不利之处。专业租赁管理国际公司引证许多支持其联合组建交通设备租赁公司的理由：

- (1) 为未来的增长提高融资能力，包括权益资本和债务资本。
- (2) 有利于今后再投资于有利可图的投资机会。
- (3) 通过发行股票上市交易，提高投资者的资产流动性。

以上是联合组建公司最好的理由，其给专业租赁管理国际公司新股东带来的潜在利益超过了组建公司所产生的双重征税这一不利之处。但是，并非所有的原专业租赁管理公司的合伙制企业都要转变为股份公司。有时，要决定一个企业的最佳组织形式是合伙制还是公司制并非易事。由于双重征税，企业要从股份公司获得最大的好处需要如下特征：

	合伙制和公司制的比较	
	公司制	合伙制
市场流动性	股份可以交换而公司无须终结。股票可以在交易所上市交易	产权交换受到很大限制。一般无合伙制的产权交易市场
投票权	每股有一投票权，表决重大事项和选举董事会。董事会决定高层经理	有限合伙人有一定投票权。一般合伙人独有控制和管理经营
税收	双重征税：公司收入交纳公司所得税；股东所获股利交纳个人所得税	合伙制无须交纳企业所得税。合伙人根据从合伙制企业分配的收入交纳个人所得税
再投资和分红	公司拥有较大的自由度决定股利支付比例。	一般来说，合伙制企业不准将其现金流量用于再投资。所有的净现金流量分配给合伙人
责任	股东个人不承担公司的债务	有限合伙人不承担合伙制企业的债务。一般合伙人可能要承担无限责任
存续	公司具有永恒存续期	合伙制企业仅有有限存续期

[5] “Investment Tax Credits”，简称ITC，是美国联邦政府为鼓励企业在某些领域投资所实施的企业所得税减免。根据企业当年实际购买设备价格的百分比，计算所得税减免数额，并直接从当年的应缴税收中扣除，不是从税前利润中扣除。减免数额不影响设备折旧基数。故译为“投资税收减免”。——译者注

(续)

- (1) 低的应税收入。
- (2) 低的边际公司所得税率。
- (3) 在潜在的股东中，低的边际个人所得税率。

此外，因为公司比合伙制企业更容易留存利润用于再投资，所以，相对于现有收入而具有较高再投资率的企业也是转变为公司的良好候选者。同时，组建公司后易于在股票市场上发售股票，筹集资金投入新的投资项目。

1.4 公司制企业的目标

公司的基本目标是什么？传统的答案是：因为股东拥有并控制公司，所以公司的管理者为股东的利益而决策。如此，公司的目标是为股东增加价值。这一目标有些含糊，因此我们要力图探讨准确的形成机理。同时，因为公司是一个人造的人，不是一个自然的人，它“依法”存在^[6]，所以不可能给出这一问题的确定性答案。

很有必要准确地确认谁控制公司。我们将考虑“系列合同理论”(set-of-contracts viewpoint)。这种理论认为：公司制企业力图通过采取行动提高现有公司股票的价值，以使股东财富最大化。

1.4.1 代理成本和系列合同理论的观点

企业系列合同理论认为企业可以被视作许多合同的集合^[7]。合同条款之一是所有者权益对企业资产的剩余索取权。所有者权益合同可定义为一种委托—代理关系。管理小组的成员是代理人，股东是委托人。它假设管理者和股东，如果独自一方，都将力图为自己谋利益。

无论如何，股东通过设计合适的激励机制和监督管理者的行为，减少管理者背离股东的利益。遗憾的是，这样做不但复杂，而且成本高。解决管理者和股东之间利益冲突的费用是一种特别类型的成本，称为“代理成本”，其是这样一些成本的总和：(1) 股东的监督成本；(2) 实施控制方法的成本。可以预期，为了使得股东价值达到最大，设计的合同将提供给管理者适当的激励。因此，系列合同理论建议：公司管理者采取的行动一般都以股东利益为重。但是，代理问题仍然无法完美地得到解决，结果股东可能面临“剩余损失”，即由于管理者背离股东利益而使其蒙受财富损失。

1.4.2 管理者的目标

管理者的目标可能不同于股东的目标。如果管理者独自追求他们自己而不是股东的目标，那么管理者所要追求的最大化目标是什么呢？

威廉森(Williamson)提出了“费用偏好”的概念^[8]。他指出管理者通过某些费用获得了价值。特别是公司的小汽车、办公家具、办公地点和自主决定投资的资金，对管理者来说，价值超过了他们的生产能力。

多那德森(Donaldson)对一些大公司的高层管理者进行了访谈^[9]。他的结论是管理者受到两种基本激励的影响：

- (1) 生存。组织的生存意味着管理者总是要控制足够的资源来防止企业被淘汰。
- (2) 独立性和自我满足。这是指不受外界干扰和不依赖于外部的资本市场而进行决策的独立

[6] John Marshall from, *The Trustees of Dartmouth College v. Woodward*, 4, Wheaton 636 (1819).

[7] M.C. Jensen and W. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics* 3 (1976).

[8] O. Williamson, "Managerial Discretion and Business Behavior," *American Economic Review*, 53 (1963).

[9] G. Donaldson, *Managing Corporate Wealth: The Operations of a Comprehensive Financial Goals System* (New York: Praeger Publisher, 1984).

性。多那德森的访谈表明管理者不喜欢发行新股。实际上，他们喜欢能够依赖于内部产生的现金流量。

这些激励因素导致多那德森做出了结论：管理者基本的财务目标是公司的财富最大化。公司的财富是管理者所能进行有效控制的财富，它与公司的成长性和公司的规模密切相关。公司财富并非必然就是股东财富。通过提供成长所需资金和在一定程度上限制筹集新的权益资本，公司财富具有导致成长性提高的趋向。而提高公司成长性及规模与提高股东财富并非必然地相同。

1.4.3 所有权和控制权分离

某些人对股东是否完全控制公司存在争议。他们指出：由于股东过于分散和分割，因此难于有效控制管理者^[10]。现代大型公司一个显著的特征就是股权分散在成千上万个投资者中。例如，表1-1表明493,000名个人投资者和机构投资者持有通用电气公司（General Electric）的股票。

表1-1 1996年全球最大公司

公 司	国 家	市 值 /10亿美元	股 数 /100股	股东数
通用电气公司 (General Electric)	美国	\$ 198.1	1 644.5	493,000
可口可乐公司 (Coca-Cola)	美国	169.9	2 504.6	311,983
壳牌石油公司 (Shell Group)	荷兰/英国	169.0	893.4	24,867
微软公司 (Microsoft)	美国	148.6	1 176.0	37,883
艾克森石油公司 (Exxon)	美国	147.2	1 242.0	610,416
英特尔公司 (Intel)	美国	124.1	875.5	124,000
丰田汽车公司 (Toyota Motors)	日本	108.7	1 875.8	80,000
美克公司 (Merck & Co.)	美国	108.5	618.7	247,300
菲利普·莫利斯公司 (Philip Morris)	美国	106.6	831.1	139,700

资料来源: *Value Line*, July 7, 1997, issue of *Business Week* and *Standard & Poor's Security Owners Stock Guide*.

公司这种企业组织形式的最大优点之一在于它允许所有权的股份可以转让。无论如何，股权分散化导致大型公司的所有权和控制权分离。所有权和控制权的可能的分离引发了一个重要问题：谁在控制企业？

1.4.4 股东控制管理者行为吗

根据大型公司的股权广泛分散的事实，可以推论管理者可能忽视股东利益。结果，有人断定个人股东不能控制管理者。这种争议是有依据的，但问题并非如此简单。

当股东和管理者之间存在冲突的时候，谁赢呢？到底是管理者还是股东控制了公司？毫无疑问，与股权集中的公司相比，大型公司的股权分散。但无论如何，股东可以使用以下几种措施将管理者与股东的利益联系在一起。

(1) 股东通过投票决定董事会成员。因此，股东控制董事会成员，反过来，董事会成员选择管理者。

(2) 制定与管理者签定的合同和收入报酬计划，如“股票期权计划”，激励管理者追求股东的目标。此外，根据管理者的经营业绩，如每股盈利和类似的规定，奖励管理者“业绩股”，这也是一种措施。

(3) 如果因为经营管理太差使得企业股票价格大幅度下降，企业可能被其他股东集团、公司或个人收购。在收购后，被收购企业的高层管理者可能被解雇。这对管理者是否以股东利益为

[10] 近期的研究见：Gerald T. Garvey and Peter L. Swan, "The Economics of Corporate Governance: Beyond the Mashallian Firm," *Journal of Corporate Finance* 1 (1994).

重进行决策形成了一种压力。担心遭受收购将激励管理者采取能使股东利益最大化的行动。

(4) 经理市场的竞争也可以促使管理者在经营中以股东利益为重。否则，他们将被其他人取代。愿意支付给管理者最多酬劳的企业将吸引好的管理者。这些可能就是企业能够根据管理者所创造的价值给予他们应有的报酬的措施。

有效的证据及理论与股东控制和股东价值最大化的观点是一致的。但是，毫无疑问，在某些时候，公司追求管理者的目标而使股东付出代价。这也是在公司目标中必须经常考虑到客户、销售者和雇员这些不同方面主张的依据。

1.5 金融市场

正如本章第1.1节中指出的，公司向投资者发行两种基本证券。债务证券是偿还公司借款的债务合同。权益证券，如普通股和优先股，表示对公司剩余现金流量的非合同式索取权。公司公开发售股票和债券，然后在金融市场上交易。

金融市场由货币市场(money markets)和资本市场(capital markets)构成。货币市场是指短期的债务证券市场，需在一年内偿还。资本市场是指长期债务证券和权益股份市场，其中长期债务证券的期限为一年以上。

货币市场一词适用于一系列联系松散的市场，它们是经纪人市场。经纪人是一些根据其库存的货币市场工具和风险随时准备购买或销售而进行连续报价的公司。因此，在大多数交易中经纪人是委托人。这不同于股票经纪人，他们在股票交易所中充当代理人，为顾客买卖股票；股票代理人本身实际上不购买证券。

货币市场的核心是货币市场银行(即那些位于纽约的大银行)，至少有30家以上的政府证券经纪人(其中一些是大银行)，还有一大批商业票据经纪人和大量的货币经纪人。货币经纪人集中为借贷双方寻找短期资金。此外，金融市场可以划分为一级市场和二级市场。

1.5.1 一级市场：首次发行

一级市场用于政府或公司首次发售证券。公司在发售债券和股票时与两种类型的一级市场相联系：公开发行和私下募集。

大部分公开发行的债券和股票由投资银行集团承销而进入市场。承销集团从公司购买新发行的证券到自己的账户，然后以较高的价格售出。公开发行债权和股票必须在“证券和交易委员会”(Securities and Exchange Commission)注册登记。注册登记要求公司在注册登记书中公开其所有重要的信息。

法律、会计和其他注册登记准备的费用较高，不可忽略不计。在某种程度上，为避免这些费用，可采用私募^[11]，即在私下谈判的将债券和股票出售给一些大型金融机构，如保险公司和共同基金的形式。私募不需要在证券和交易委员会注册登记。

1.5.2 二级市场

在债券和股票首次发售后，它们就可以在二级市场交易。二级市场也可以分为两种类型：拍卖市场和经纪人市场。

大部分美国大型公司的股票在拍卖市场上交易，如纽约证券交易所(NYSE)、美国证券交易所(AMEX)以及一些地区交易所，如中西部证券交易所(Midwest Stock Exchange)等。其中，纽约证券交易所是最重要的拍卖市场，它在美国所有的拍卖市场中占有85%的份额。与股票交易相比，债券交易在拍卖市场中微不足道。

大部分债券在经纪人市场上交易。很多债券经纪人之间通过通讯设备进行交流，如电传、计算机和电话。如果投资者要买卖债券，就与经纪人联系和商谈交易。某些股票也在经纪人市场上交易，这类市场又称“柜台交易市场”。^[12]

[11] Private Placement, 译为“私下募集”，简称“私募”。

[12] Over-the-Counter (OTC) Market, 译为“柜台交易市场”，又译为“场外交易市场”。——译者注

在1971年2月，全国证券经纪人协会（National Association of Securities Dealers）为在柜台交易市场上交易的债券和股票经纪人推出了一个自动报价系统，即全国证券经纪人协会自动报价系统，简称“那斯达克”（NASDAQ）。到了1998年底，那斯达克系统上柜台交易的股票价值相当于纽约证券交易所交易的股票价值的25%。

1.5.3 上市公司股票的交易

拍卖市场和经纪人市场之间存在两方面的区别：第一，在拍卖市场上，交易在交易所的大厅进行。第二，在拍卖市场交易的股票，其交易价格几乎立即通过计算机或其他方法公布于众。

纽约证券交易所是世界上杰出的证券交易市场。所有在纽约证券交易所挂牌上市交易的股票都入榜公告。专业人士是市场的核心。纽约证券交易所的专业人士是一些为指定的股票“制造市场”，简称“造市”的人。在纽约证券交易所，他们负责买卖指定的股票。可以相信，因为专业人士为卖者扮演买者的角色，而为买者扮演卖者的角色，所以造成了市场的流动。

1.5.4 挂牌交易

希望在纽约证券交易所中上市股票的公司需要申请挂牌交易。要在纽约证券交易所挂牌交易的公司必须满足规定的最低要求。某些具体要求如下：

- (1) 证明最近一年的税前盈利250万美元，并且在前两年每年的税前盈利200万美元，或者前三年连续盈利，累计税前盈利650万美元，并且最近一年的税前盈利至少达到450万美元。
- (2) 有形净资产至少达到4,000万美元。
- (3) 公众持有股票的市值达到900万美元。
- (4) 公众持有总的股份数量至少达到110万股。
- (5) 至少有2,000名持股者所持有的股票等于或超过100股。

表1-2显示了前几年在纽约证券交易所挂牌上市交易的公司数量及其股票和债券的市场价值。

表1-2 纽约证券交易所挂牌交易股票的市值

年 末	公司数	市场价值/100万美元
股 票		
1996	2,907	\$7,300,351
1995	2,675	6,011,971
1994	2,570	4,448,284
1993	2,361	4,540,850
债 券		
1996	563	2,862,382
1995	564	2,747,775
1994	583	2,367,406
1993	574	2,528,437

股票：包括优先股和普通股。

债券：包括政府债券。

资料来源：New York Stock Exchange Fact Book 1997, NYSE.

1.6 本书概述

现在我们来快速浏览一下《公司理财》的全部内容，进一步了解这本书的结构和内容安排。本书共32章，分为七篇。首先讨论长期投资决策，接着分析融资决策和营运资金管理，最后探讨一系列公司理财专题。具体地说：

第一篇 综述

- 第二篇 价值和资本预算
- 第三篇 风险
- 第四篇 资本结构和股利政策
- 第五篇 长期筹资
- 第六篇 财务规划与短期融资
- 第七篇 理财专题

第二篇描述在金融市场上如何评价投资机会的价值。这一部分包括基本理论。因为公司理财是建立在一定的理论基础上，然后循序渐进的，所以这部分内容非常重要。在这一篇中，最重要的概念是净现值（NPV）。我们逐步深入分析净现值，把它作为评价可选择的投资机会是否有一种重要工具。我们还讨论了一些一般的公式，并应用于计算各种金融工具的价值。

第三篇介绍风险度量的基本问题。首先讨论资本资产定价模型（CAPM）^[13]和套利定价理论（APT），它们是一种结合风险因素于价值评价的新方法。此外，在这一部分的讨论中，我们还描述了著名的贝塔系数（ β ）。最后，我们应用上述定价模型来解决风险条件下的资本预算问题。

第四篇考察两个相互联系的课题：资本结构和股利政策。资本结构是企业的负债程度，它与企业支付给股东多少现金股利的决策密不可分。

第五篇涉及长期融资。我们将描述公司如何发行证券筹集资金，以及公开发行证券的方法。此外，我们还将讨论债券回购条款、认股权证、可转换债券和租赁等问题。

第六篇集中讨论财务计划和短期融资。首先描述财务计划。其次集中探讨企业流动资产和流动负债的管理。同时还讨论企业的短期财务管理，包括现金管理和信用管理。

第七篇包括两个重要的公司理财专题：兼并购和跨国公司理财。

重要专业术语

资本预算	公司制	系列合同理论
资本市场	货币市场	个体业主制
资本结构	净营运资本	
或有索取权	合伙制	

参考文献

1. 在选择转变成为公司制企业时应考虑的税收因素问题，可以参考：
Mackie-Mason, J. K., and R. H. Gordon. "How Much Do Taxes Discourage Incorporation?" *Journal of Finance* (June 1997).
2. 关于美国的公司经理是否关注股东的问题，可以参考：
M. Miller. "Is American Corporate Governance Fatally Flawed?" *Journal of Applied Corporate Finance* (Winter 1994).

思考与练习^[14]

1. 简述《公司理财》的三个基本问题。
2. 简述“资本结构”。
3. 为什么价值创造有困难，指出其三个基本原因。
4. 什么叫“或有索取权”？
5. 简述权益资本和债务资本的或有索取权。

[13] Capital Asset Pricing Model, 译为“风险资产定价模型”较准确，或“资产定价模型”较简练。——译者注

[14] 因篇幅所限，本书“思考与练习”中只选择重点习题。