公司金融

第一章：公司与金融市场

章节大纲

1.1 为什么学习公司金融
1.2 企业的类型
1.3 所有权与控制权的分离
1.4 股票市场
1.5 金融科技
1.6 公司金融理论的发展

学习目标 (1/2)

- 通过真实案例说明公司金融关注的三类决策：投资、融资与营运资本管理。
- 区分会计利润与现金流量。
- 列出中美主要的企业组织形式，比较它们的责任形式与税务处理。
- 计算双重征税下股东的税后所得，并比较中美的股利税制。

学习目标 (2/2)

- 解释所有权与控制权分离带来的代理问题，区分“经理人—股东”与“控股股东—中小股东”两类代理问题。
- 描述股票市场的功能与交易方式，比较中美在上市、退市和企业融资结构上的差异。
- 了解金融科技的发展，以及公司金融理论的主要脉络。

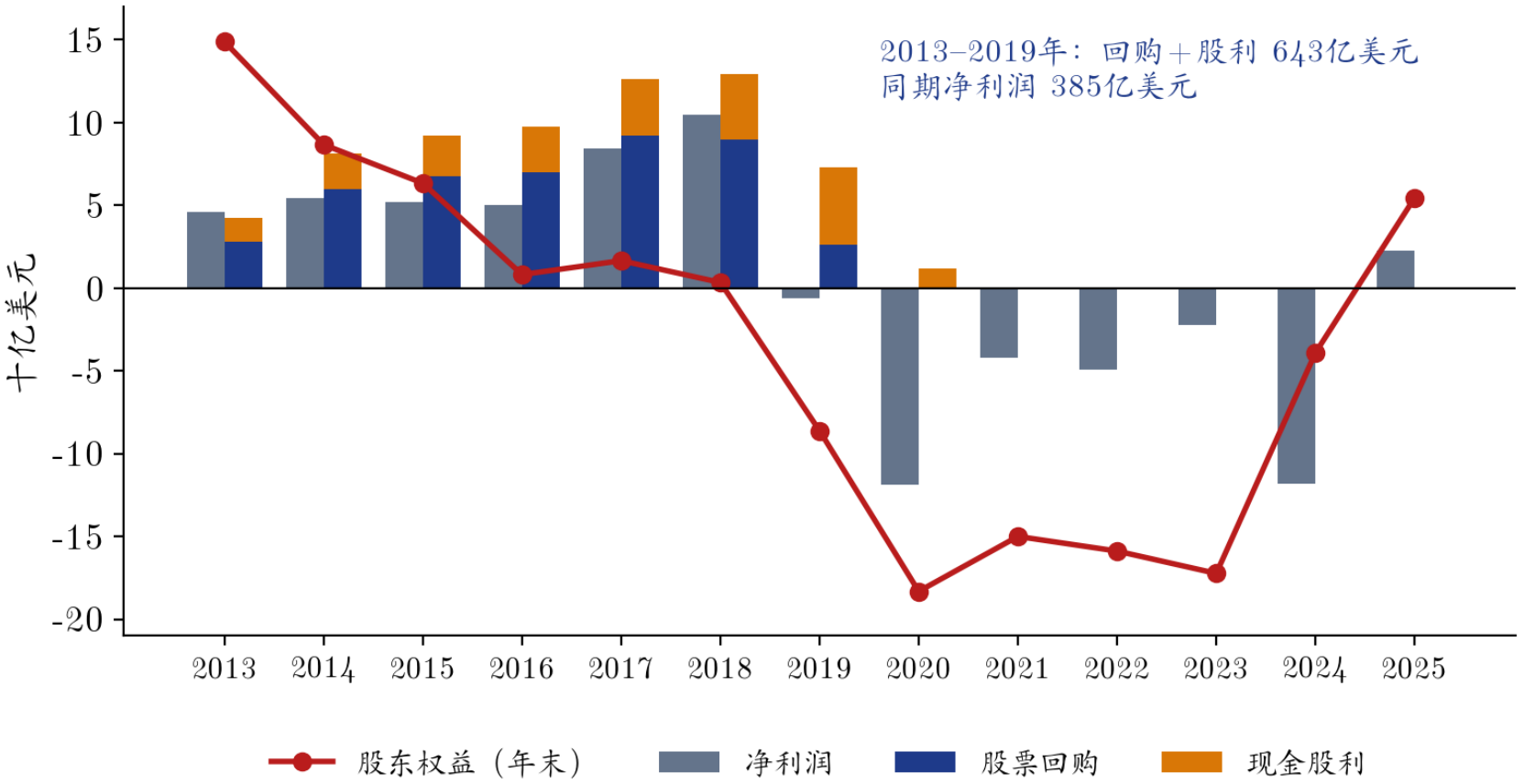
1.1 为什么学习公司金融

假如你要创办一家企业，你会遇到三个问题

1. 应该做哪些长期投资？(投资决策)
2. 投资所需的资金从哪里来？(融资决策)
3. 如何管理日常的现金收支？(营运资本管理)

- 公司金融研究稀缺的资金如何在企业内部和金融市场之间配置。
- 下面三个案例说明：这三类决策做得好坏，可以决定一家公司的生死。

案例：波音——回购、负债与危机 (1/2)



资料来源：波音公司各年 10-K（SEC XBRL 数据）。单位：十亿美元

案例：波音——回购、负债与危机 (2/2)

- 把钱还给股东：2013—2019 年，波音回购股票 434 亿美元、派发股利 208 亿美元，合计 643 亿美元，超过同期净利润 385 亿美元。
- 资不抵债：2019 年 737 MAX 停飞，年末总负债 1,419 亿美元，超过总资产 1,336 亿美元，股东权益为 −86 亿美元。
- 危机中的融资：2020 年 4 月 30 日发行 250 亿美元债券，并表示暂不寻求美国政府援助；当年净亏损 119 亿美元。2024 年 10 月发行普通股和强制可转换优先股，募资约 240 亿美元。
- **2025** 年：营业收入 895 亿美元，净利润 22 亿美元（含出售部分数字航空业务的 96 亿美元收益），自由现金流 −19 亿美元；年末债务 541 亿美元，股东权益回到 55 亿美元。

思考

把利润几乎全部用于回购，好处是什么？代价是什么？危机来临时，公司还剩多少财务弹性？

资料来源：波音 10-K（SEC XBRL）；波音新闻稿（2020 年 4 月 30 日；2026 年 1 月 27 日）

案例：瑞幸咖啡——造假、退市与重生

- 2019 年 5 月 17 日在纳斯达克上市，发行价每份 ADS 17 美元。
- 2020 年 4 月 2 日公告：内部调查发现，2019 年第二至第四季度虚增销售额约 22 亿元人民币；股价当天暴跌。
- 美国 SEC 认定：2019 年 4 月至 2020 年 1 月虚构零售额超过 3 亿美元；2020 年 12 月，瑞幸同意支付 1.8 亿美元罚款与 SEC 和解。
- 2020 年 7 月 13 日后不再在纳斯达克交易，此后在美国场外市场（OTC，代码 LKNCY）交易。
- 管理层更换、治理重组之后业务继续增长：2025 年总净收入 492.9 亿元，同比增长 43.0%；年末门店 31,048 家。

思考

造假被揭露后，股价暴跌、公司退市，但生意本身并没有消失。投资者损失的是什么？市场靠什么相信一家公司披露的数字？

资料来源：SEC 新闻稿 2020-319；瑞幸咖啡 2025 年第四季度及全年业绩公告（2026 年 2 月 26 日）

案例：乐视网——从“创业板一哥”到退市

- 2010 年 8 月 12 日在深交所创业板上市；2015 年 5 月 12 日股价创历史最高 179.03 元，市值一度约 1,700 亿元。
- 2016 年底资金链危机爆发：欠薪、巨额亏损，此后实际控制人贾跃亭所持股份几乎全部被法院冻结。
- 2019 年 5 月 13 日起暂停上市。2019 年年报：归属于股东的净利润约 -112.8 亿元，期末净资产约 -143.3 亿元。
- 2020 年 5 月 14 日深交所决定终止上市；7 月 20 日最后一个交易日收盘价 0.18 元，市值 7.18 亿元，约 28 万名股民受损。
- 2021 年证监会认定：2007—2016 年连续十年财务造假，2016 年非公开发行构成欺诈发行。乐视网被罚 2.406 亿元、贾跃亭被罚 2.412 亿元，贾跃亭被终身禁入证券市场。

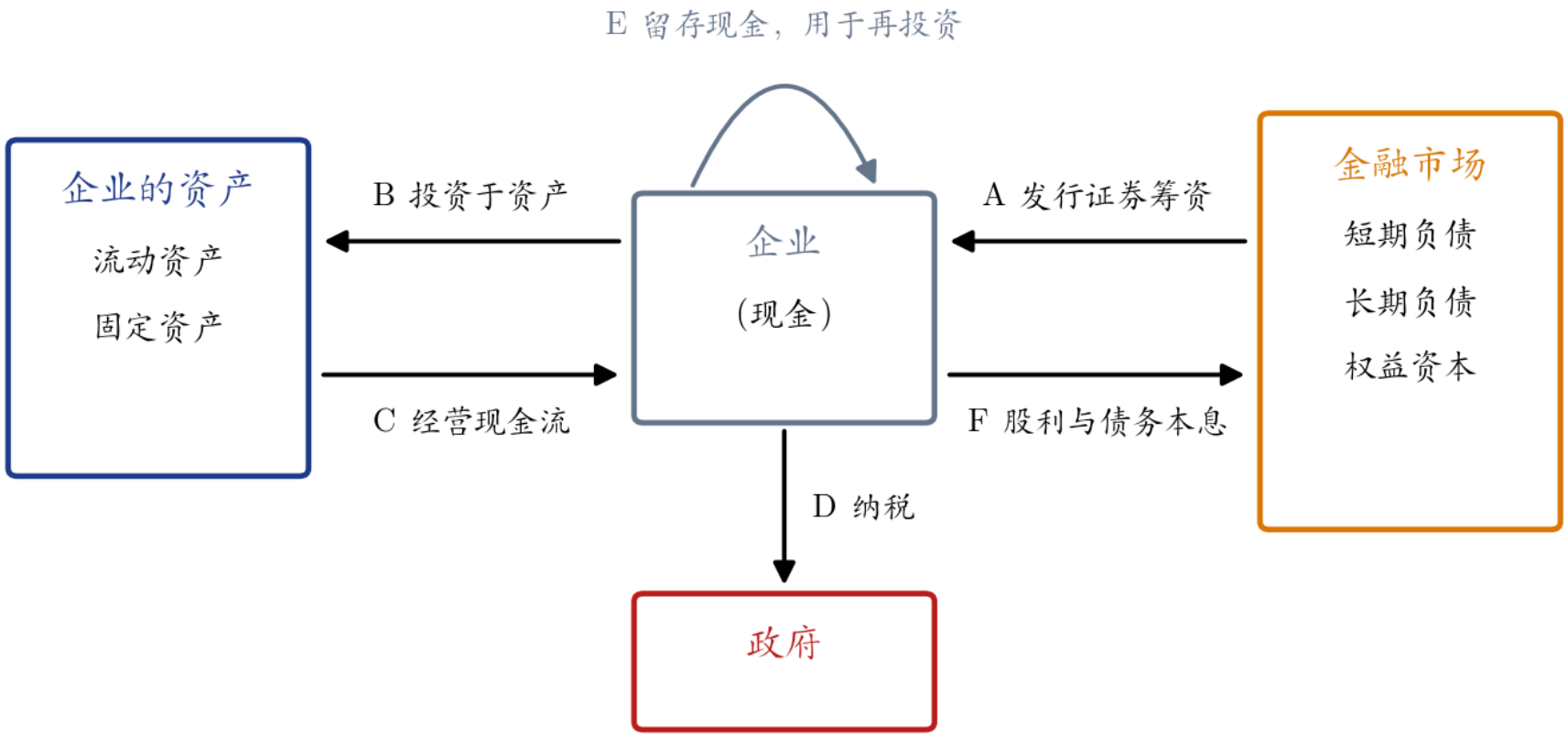
资料来源：深交所终止上市决定（2020 年 5 月 14 日）；中国经济网（2020 年 7 月 21 日）；中国证监会行政处罚决定书〔2021〕16 号；央视网（2021 年 4 月 14 日）

公司金融的三类决策

决策	要回答的问题	案例中的体现
投资决策（资本预算）	买哪些长期资产？项目的净现值是否为正？	波音的新机型；瑞幸的门店扩张
融资决策（资本结构）	债务与股权各占多少？何时发行、何时回购？	波音的回购、发债与增发
营运资本管理	存货、应收、应付和现金如何管理？	乐视的资金链断裂

- 资产负债表的左边是资金的运用（投资决策），右边是资金的来源（融资决策）；流动资产减流动负债为净营运资本。
- 本课程第 2 章讲财务报表，第 3 章讲一价定律，第 4—5 章讲货币的时间价值与利率，第 6、9 章讲债券与股票估值，第 7—8 章讲投资决策，第 10 章讲风险与收益。

资金的流转：企业与金融市场



- 企业从金融市场筹资（A），投资于资产（B）；资产产生经营现金流（C），纳税（D）后，一部分留存再投资（E），其余以股利、利息和本金还给投资者（F）。
- 企业创造价值的条件：C 带来的现金，多于投资者为 A 所要求的回报。

补充例题 1.1 (1/2)

问题：会计利润与现金流量

米兰德公司从事黄金提炼和贸易。年初，公司用现金 90 万美元购入黄金；年末，公司把这批黄金（2,500 盎司）以 100 万美元卖给客户，但客户还没有付款。

从会计的角度和从公司金融的角度看，这笔交易今年的结果分别是什么？

改编自 Ross, Westerfield & Jaffe,《公司理财》

补充例题 1.1 (2/2)

解答

- 会计利润（权责发生制）：收入 100 万美元 − 成本 90 万美元 = 10 万美元。
- 现金流量：现金流入为 0，现金流出 90 万美元，净现金流量为 −90 万美元。
- 账面上盈利，手里却没有现金。如果到期还不上债务，盈利的公司同样会陷入财务困境。所以公司金融关注现金流量及其发生的时间。

1.2 企业的类型

- 独资企业 (Sole Proprietorship)
- 合伙企业 (Partnership)
- 有限责任公司 (Limited Liability Company)
- 股份有限公司 (Corporation)

图 1.1 美国企业类型

按企业数量百分比

- 独资企业：71.9%
- 股份有限公司：17.5%
- 有限责任公司：7.2%
- 合伙企业：3.4%

按企业总收入百分比

- 股份有限公司：82.2%
- 有限责任公司：8.9%
- 合伙企业：5.1%
- 独资企业：3.8%

数据来源：www.irs.gov

独资企业

- 企业由一人拥有和经营。
- 通常只有很少或没有员工。

优点

- 易于创建

缺点

- 企业与所有者不分离
- 无限个人责任
- 存续期有限

合伙企业 (1/2)

- 与独资企业类似，但所有者不止一人。
- 所有合伙人对企业的全部债务承担个人连带责任。
- 贷款人可以要求任何一个合伙人偿还企业的全部未偿债务。
- 任何一个合伙人的死亡或退出，都会使合伙关系终止。

合伙企业 (2/2)

有限合伙企业

它有两种所有者：

- 普通合伙人 **(General Partners)**
  - 权利和责任与普通合伙企业的合伙人相同。
  - 通常负责企业的日常经营。
- 有限合伙人 **(Limited Partners)**
  - 承担有限责任，损失不超过其初始投资。
  - 没有管理权，不能参与企业的经营决策。

有限责任公司 (LLC)

- 所有者都享有有限责任，同时也可以经营企业。
- 在美国是相对较新的企业形式。

股份有限公司 (1/3)

- 是一个与其所有者分离的法律实体。
- 拥有许多与个人相同的法律权利，例如签订合同、拥有资产和借款。
  - 公司自行对其义务负责。
  - 所有者不对公司的义务承担责任。

股份有限公司 (2/3)

成立 (Formation)

- 公司必须依法成立。
  - 在美国，公司向其希望注册的州提交公司章程，由该州批准成立。
  - 特拉华州的公司法律环境对企业有吸引力，是公司注册的热门选择。
  - 在中国，公司向市场监督管理部门申请设立登记，领取营业执照后成立。

股份有限公司 (3/3)

所有权 (Ownership)

- 所有权由股票 **(shares of stock)** 表示。
- 股票的所有者称为股东 (Shareholder / Stockholder / Equity Holder)。
- 全部所有权的价值之和称为权益 **(equity)**。
- 股东人数没有上限，因此公司通过出售股票可以筹集的资金也没有上限。
- 所有者有权获得股利 **(dividend)**。

中美对比：企业组织形式

	美国	中国
个人经营	独资企业：无限责任，经营所得并入个人所得税	个体工商户、个人独资企业：无限责任，按“经营所得”缴纳个人所得税（5%—35%）
合伙	普通合伙、有限合伙：企业本身不缴所得税	普通合伙、有限合伙：“先分后税”，由合伙人纳税；常用于私募基金和员工持股平台
有限责任	有限责任公司（LLC）	有限责任公司：股东 1—50 人；认缴出资须在公司成立之日起 5 年内缴足
股份公司	C 型公司缴纳公司所得税；S 型公司股东不超过 100 人，公司本身不纳税	股份有限公司：发起人 1—200 人；上市公司必须是股份有限公司；企业所得税税率 25%

- 截至 2024 年 11 月底，中国共有登记注册的经营主体 1.89 亿户，其中企业 6,086.7 万户，其余主要是个体工商户。

资料来源：《公司法》（2023 年修订）第 42、47、92 条；《个人所得税法》；财税〔2008〕159 号；《企业所得税法》第 4 条；新华社（2025 年 1 月 10 日）

公司实体的税务影响

税务影响

- 双重征税 **(Double Taxation)**：公司先就利润缴纳公司所得税，股东再就分得的股利缴纳个人所得税。
- **S** 型公司 **("S" Corporations)**
  - 公司的利润不缴纳公司所得税，而是直接计入股东的收入纳税。

教材例题 1.1 (1/2)

问题：公司收益的税收

你是一家公司的股东。公司税前每股收益为 $8.00。缴纳公司税后，它会将其余收益作为股利分配给你。这笔股利是你的个人收入，所以你还需要就此缴纳个人所得税。公司税率为 25%，你的股利收入税率为 20%。缴纳所有税款后，还剩下多少收益？

教材例题 1.1 (2/2)

解答

首先，公司缴纳税款。它每股赚取了 \$8，但必须向政府缴纳 $0.25 \times \$8 = \$2$ 的公司税。

这样剩下 \$6 用于分配。但你必须就此金额缴纳 $0.20 \times \$6 = \$1.20$ 的所得税，缴纳所有税款后每股剩下 $\$6 - \$1.20 = \$4.80$。

作为股东，你最终只得到原始 \$8 收益中的 \$4.80；其余的 $\$2 + \$1.20 = \$3.20$ 用于缴税。因此，你的总体有效税率为 $\$3.20/\$8 = 40\%$。

教材例题 1.2 (1/2)

问题：S 型公司收益的税收

重新计算例题 1.1，假设该公司已选择 S 型公司的税务处理方式，并且你的非股利收入税率为 35%。

教材例题 1.2 (2/2)

解答

在这种情况下，公司不缴纳任何税款。它每股赚取了 \$8。

无论公司选择分配还是保留这笔现金，你都必须缴纳 $0.35 \times \$8 = \$2.80$ 的所得税，这比例题 1.1 中缴纳的 \$3.20 少了 \$0.40。

补充例题 1.2 (1/2)

问题：A 股的双重征税与持股期限

一家 A 股公司每股税前利润为 8 元，企业所得税税率为 25%，税后利润全部作为现金股利发放。个人投资者从上市公司取得的股利：

- 持股超过 1 年，免征个人所得税；
- 持股 1 个月以上至 1 年，暂按 50% 计入应纳税所得额（实际税率 10%）；
- 持股 1 个月以内，全额计入（税率 20%）。

分别计算三种持股期限下，投资者每股最终得到多少，有效税率是多少。

资料来源：《企业所得税法》第 4 条；财税〔2015〕101 号

补充例题 1.2 (2/2)

解答

公司先缴纳企业所得税 $0.25 \times 8 = 2$ 元，每股可分配股利 6 元。

持股期限	股利税	税后所得	有效税率
超过 1 年	0	6.00 元	25%
1 个月以上至 1 年	$6 \times 10\% = 0.60$ 元	5.40 元	32.5%
1 个月以内	$6 \times 20\% = 1.20$ 元	4.80 元	40%

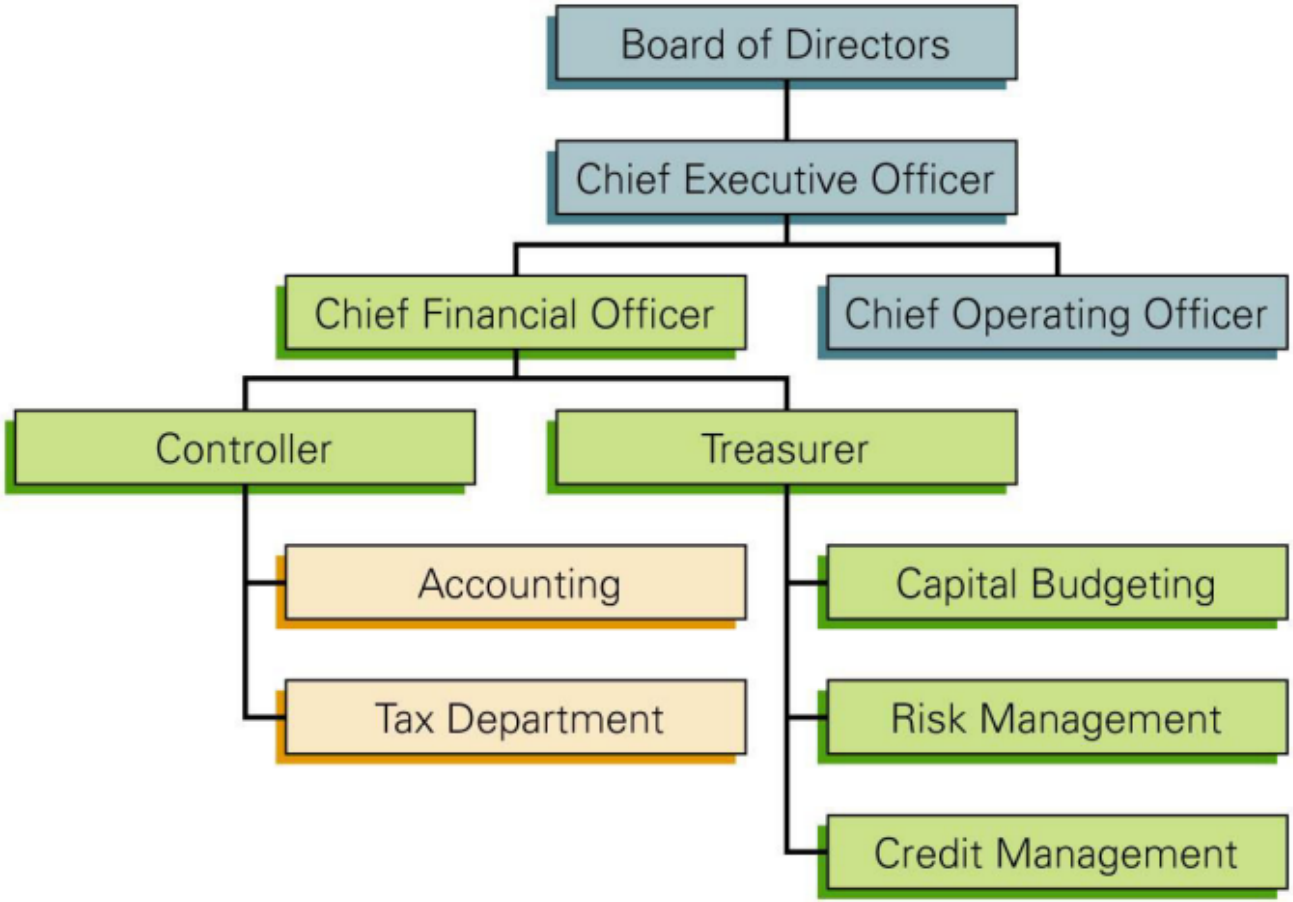
教材例题 1.1 的股利税率固定为 20%，有效税率为 40%；中国的股利税随持股期限递减，长期持股者的有效税率降到 25%，这是在用税收鼓励长期投资。

1.3 公司的所有权与控制权

公司管理团队

- 在公司中，所有权和直接控制权通常是分离的。
- 董事会 **(Board of Directors)**
  - 由股东选举产生。
  - 拥有最终决策权。
- 首席执行官 **(CEO)**
  - 董事会通常将日常决策权交给 CEO。

图 1.2 典型公司的组织结构图



公司的目标

- 股东们会同意：如果管理层做出使股票价值最大化的决策，他们的状况会变得更好。

公司与社会

- 通常，公司增加股权价值的决策对整个社会都有益。
- 只要公司的决策没有使其他任何人的状况变得更糟，增加公司股权价值对社会就是有益的。
- 当增加公司股权价值以牺牲他人为代价时，就会出现问题。

中美对比：公司为谁经营？

美国

- 传统观点是股东至上：管理层的职责是为股东创造价值。
- 2019 年 8 月 19 日，“商业圆桌会议”的 181 位 CEO 签署声明，承诺同时服务客户、员工、供应商、社区和股东。

中国

- 《公司法》（2023 年修订）第 20 条：公司应当充分考虑职工、消费者等利益相关者的利益以及生态环境保护等社会公共利益，承担社会责任。
- 国有上市公司的市值接近 A 股总市值的一半。

- 本课程以股东价值最大化作为决策准则；员工、客户和社会的利益通过法律、合同和价格进入公司的现金流。

资料来源：Business Roundtable, *Statement on the Purpose of a Corporation* (2019)；《公司法》（2023 年修订）；中国上市公司协会《2025 年 A 股上市公司市值表现报告》（人民网，2026 年 1 月 7 日）

两权分离：Berle 与 Means (1932)

《现代公司与私有财产》

- 宾夕法尼亚铁路公司是当时美国最大的铁路公司，最大股东仅持股 0.34%。
- 1930 年初美国最大的 200 家非金融公司中，44% 的公司（按资产计为 58%）由管理层控制：没有任何股东持有足以控制公司的股份。
- 股权分散 ⇒ 股东难以监督管理层 ⇒ 管理层可能为自身利益行事。

- 这就是“经理人—股东”代理问题的来源，也是 Jensen & Meckling (1976) 代理成本理论的出发点。

资料来源：Berle, A. A. & G. C. Means (1932), *The Modern Corporation and Private Property*

全球视角：谁控制着大公司？

La Porta, Lopez-de-Silanes & Shleifer (1999)

27 个富裕经济体，各取市值最大的 20 家公司，以 20% 的投票权作为控制标准：

股权分散	家族控制	国家控制	其他
36%	30%	18%	15%

股权分散的公司：英国 20 家中有 20 家，日本 18 家，美国 16 家；阿根廷、希腊、奥地利、香港等地几乎没有。

Claessens, Djankov & Lang (2000)

东亚 9 个经济体的 2,980 家上市公司中，三分之二以上由单一股东控制；股权集中的公司，管理者往往是控股家族的成员。

资料来源：*Journal of Finance* 54(2): 471–517；*Journal of Financial Economics* 58(1–2): 81–112

公司内部的道德与激励 (1/3)

代理问题 (Agency Problems)

- 管理者可能为了自身利益行事，而不是为了股东的最佳利益。
- 一个可能的解决办法是将管理层的薪酬与公司业绩挂钩。
- 应该如何衡量业绩？

公司内部的道德与激励 (2/3)

CEO 的表现

- 如果 CEO 表现不佳，股东可以通过出售股票来表达不满。
- 这种抛售压力会导致股价下跌。

恶意收购 (Hostile Takeover)

- 低股价可能吸引“公司掠夺者”(Corporate Raider) 买入足够多的股票，取得控制权并更换现任管理层。
- 新管理团队“修复”公司后，股价将会上涨。

公司内部的道德与激励 (3/3)

公司破产

- 重组 (Reorganization)
- 清算 (Liquidation)

- 破产时，公司的控制权从股东转移到债权人手中。

中外对比：两类代理问题

	经理人—股东	控股股东—中小股东
典型环境	股权分散：美国、英国的大公司	股权集中：中国、东亚及多数新兴市场
主要表现	过度在职消费、盲目扩张、追求短期业绩	“掏空”：关联交易、资金占用、违规担保
约束机制	薪酬激励、董事会、收购市场	独立董事、信息披露、监管处罚、民事赔偿

- Jiang, Lee & Yue (2010)：1996—2006 年，控股股东以公司间借款（记在“其他应收款”中）的形式，从数百家 A 股上市公司转移了数十亿元资金。
- 康美药业：2016—2018 年向控股股东及关联方提供非经营性资金 116.19 亿元（见第 2 章）。乐视网：未披露为关联方提供的担保。

资料来源：Jiang, Lee & Yue (2010), *Journal of Financial Economics* 98(1): 1–20；中国证监会行政处罚决定书〔2020〕24 号、〔2021〕16 号

中美对比：董事会与监督机制

	中国 **A** 股上市公司	美国（纽交所）
独立董事	至少占董事会成员的三分之一	须占董事会多数
内部监督	2026 年 1 月 1 日前改由董事会审计委员会行使监事会职权，不再设监事会	单层董事会；审计委员会全部由独立董事组成
独立董事的赔偿责任	康美药业案（2021）：5 名独立董事分别承担 5% 或 10% 的连带赔偿责任，约 1.23 亿或 2.46 亿元	1980—2005 年，外部董事自掏腰包赔偿的案件仅 13 起

- 讨论：独立董事的责任太重，可能没人愿意当；责任太轻，又可能只是“花瓶”。怎样的责任水平才合适？

资料来源：证监会《上市公司独立董事管理办法》（2023 年 9 月 4 日起施行）；证监会关于新《公司法》配套制度规则实施的过渡期安排；NYSE 上市规则 303A.01；新华社（2021 年 11 月 12 日）；Black, Cheffins & Klausner (2006), *Stanford Law Review* 58: 1055

1.4 股票市场 (1/2)

- 股票市场为股东提供了流动性 **(Liquidity)**。

Definition (流动性)

指能够以接近当前买入价的价格轻松出售资产的能力。

1.4 股票市场 (2/2)

上市公司 (Public Company)

股票在证券交易所公开交易。

非上市公司 (Private Company)

股票只能私下交易。

一级市场与二级市场

一级市场 (Primary Markets)

公司自己发行新股并出售给投资者，交易发生在一级市场。

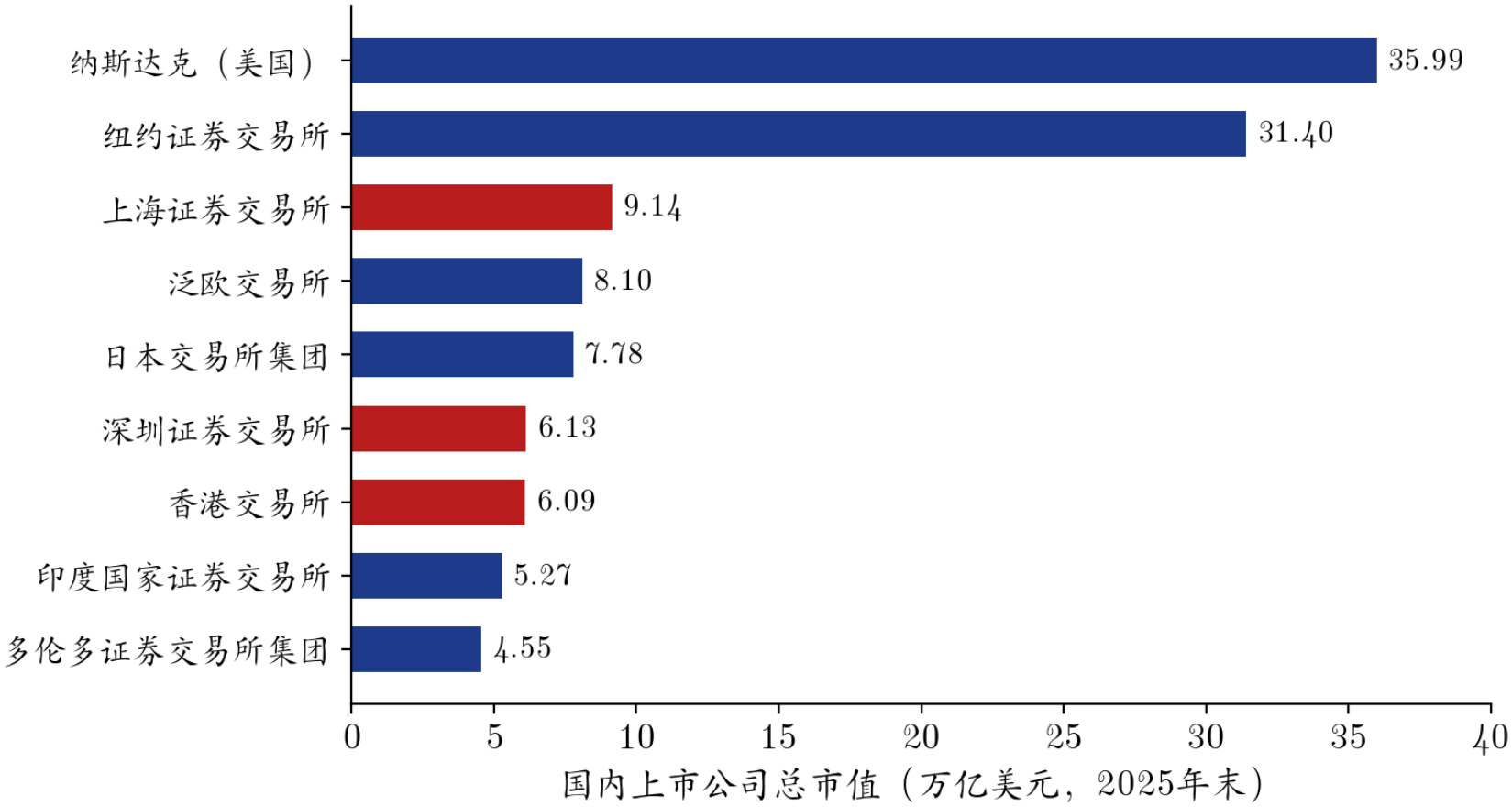
二级市场 (Secondary Markets)

首次发行之后，股票继续在投资者之间交易，这些交易发生在二级市场。

传统交易场所

- 纽约证券交易所 **(NYSE)**
  - 做市商/专家 (Market Makers/Specialists)
  - 每只股票只有一个做市商。
- 纳斯达克 **(NASDAQ)**
  - 没有实体交易地点。
  - 单只股票可以有多个做市商。
- 买入价与卖出价 **(Bid Price Versus Ask Price)**
- 买卖价差 **(Bid-Ask Spread)**
  - 交易成本

图 1.3 全球主要证券交易所（2025 年末）



图中为部分主要交易所国内上市公司的总市值；红色为中国内地和香港的交易所。数据来源：世界交易所联合会（WFE），*FY 2025 Market Highlights*

新的竞争和市场变化

- 2005 年，NYSE 和纳斯达克的交易量占美国股票总交易量的 75% 以上；此后，新型全电子交易所和另类交易系统加入竞争，它们的份额已降到一半以下。
- 限价单 **(Limit Order)**：按固定价格买入或卖出指定数量的指令。
  - 限价订单簿 **(Limit Order Book)**：所有限价单的集合。
- 市价单 **(Market Orders)**：按当前最优的限价单立即成交的指令。
- 高频交易者 **(High Frequency Traders, HFTs)**：借助计算机，根据新信息每秒交易多次的交易者。

暗池

- 在交易所中，限价订单簿是公开的：投资者可以按当前的买入价或卖出价交易，成交对所有交易者可见。
- 暗池不公开其限价订单簿。
- 暗池让投资者有机会以更优的价格成交；代价是，如果买单或卖单过多，订单可能无法成交。

中美对比：上市公司与投资者

中国 A 股（2025 年末）

- 上市公司 5,469 家，总市值约 123 万亿元；2025 年新上市 116 家。
- 投资者 2.51 亿户，2025 年新增 1,387 万户。

美国

- 上市公司数量从 1996 年的 8,025 家降至 2012 年的 4,101 家，几乎减半。
- 新上市少解释了这一缺口的 54%，退市多解释了 46%；退市多主要是因为上市公司被并购。

- Doidge, Karolyi & Stulz (2017) 的解释：对美国企业来说，上市的净收益下降了。
- 中国的方向相反：用注册制扩大上市的入口，同时加大退市力度。

资料来源：中国上市公司协会（人民网，2026 年 1 月 7 日）；《中国证券登记结算统计年鉴 2025》（中新经纬，2026 年 6 月 13 日）；Doidge, Karolyi & Stulz (2017), *Journal of Financial Economics* 123(3): 464–487

中国股票发行：从核准制到注册制

- 核准制：证监会对发行申请做实质审核，决定企业能否上市。
- 注册制：交易所审核信息披露是否充分，证监会注册；企业价值由投资者判断。

时间	事件
2019 年 7 月 22 日	科创板开市，首批 25 家公司上市，试点注册制
2020 年 8 月 24 日	创业板首批注册制公司上市
2021 年 11 月 15 日	北京证券交易所开市
2023 年 2 月 17 日	全面实行股票发行注册制
2024 年 4 月	新“国九条”及交易所新规：严把上市入口，加大退市力度

- 注册制不等于“想上就上”：2020 年 11 月 3 日，上交所决定暂缓蚂蚁集团原定 11 月 5 日的科创板上市，理由是实际控制人被监管约谈、公司所处的金融科技监管环境发生变化。

资料来源：中国证监会；上交所《关于暂缓蚂蚁科技集团股份有限公司科创板上市的决定》（2020 年 11 月 3 日）

中美对比：退市

	中国 **A** 股（沪深主板）	美国（纳斯达克）
交易类指标	连续 20 个交易日收盘价低于 1 元；或连续 20 个交易日总市值低于 5 亿元（2024 年由 3 亿元提高）	连续 30 个交易日买入价低于 1 美元，收到通知后 180 天内未恢复
财务类指标	利润总额、净利润、扣非净利润孰低者为负且营业收入低于 3 亿元；期末净资产为负等	股东权益、市值或净利润须满足持续上市标准
跨境监管	—	《外国公司问责法》（2020 年 12 月 18 日）：审计底稿连续多年无法接受 PCAOB 检查，即禁止交易

- 乐视网：净资产为负而暂停上市，2020 年被终止上市。瑞幸：因财务造假从纳斯达克退市，转到场外市场交易。
- 2022 年 12 月 15 日，PCAOB 宣布首次能够完整检查中国内地和香港的会计师事务所，中概股集体退市的风险暂时缓解。

资料来源：上交所《股票上市规则》（2026 年 4 月修订）；深交所、上交所 2024 年 4 月 30 日发布的退市新规；Nasdaq Rule 5550、5810；Holding Foreign Companies Accountable Act；PCAOB (2022)

中美对比：企业从哪里融资？

中国：社会融资规模存量（2025 年末）

合计	442.12 万亿元
人民币贷款	60.7%
政府债券	21.5%
企业债券	7.7%
非金融企业境内股票	2.8%
其他	7.3%

美国：非金融公司（2025 年三季度末）

债券	8.72 万亿美元
贷款	5.34 万亿美元
股票（市值）	71.63 万亿美元

- 中国的企业融资以银行贷款为主；美国公司的债务以债券为主（约占 62%），股票的规模远大于债务。
- 两组数据的口径不同：社会融资规模中的股票按融资额累计，美国的股票按市值计。比较的是结构，不是绝对数。

资料来源：中国人民银行《2025 年金融统计数据报告》（2026 年 1 月 15 日）；美联储 Z.1 金融账户 B.103 表（2026 年 1 月 9 日发布）

法律、制度与公司融资

- **La Porta 等 (1997, 1998)**：英美法系国家对投资者的法律保护较强，股票市场更发达，股权也更分散。
- **Fan, Titman & Twite (2012)**：39 个国家的数据显示，法律越弱、腐败越严重的国家，企业负债越多，尤其是短期债务。
- **Allen, Qian & Qian (2005)**：中国是上述文献的重要反例：法律和金融体系按现有标准并不发达，经济却高速增长；增长最快的民营部门主要依靠非正式融资渠道，以及声誉、关系等替代机制。

对公司金融的含义

同一个融资问题，在不同的法律和制度环境下，最优答案可能不同。本课程的模型给出基准，应用时要考虑制度背景。

资料来源：*Journal of Finance* 52(3), 1997；*Journal of Political Economy* 106(6), 1998；*Journal of Financial and Quantitative Analysis* 47(1): 23–56；*Journal of Financial Economics* 77(1): 57–116

1.5 金融科技：金融与技术

Definition

金融科技 (Fintech) 指金融创新与技术创新之间的关系。

安全与验证

- 区块链 **(Blockchain)**
  - 一种以公开、可验证的方式记录交易的技术，不需要可信的第三方来证明交易的真实性。
- 加密货币 **(Cryptocurrency)**
  - 其创建和所有权由公共区块链确定的货币。

金融科技的其他方面

- 电信：同一证券常在相距遥远的市场交易，金融业一直是最早采用先进通信技术的行业之一。
- 银行服务自动化：机器人顾问 (Robo-Advisors) 用计算机程序提供定制化的投资建议，取代部分金融顾问的工作。
- 大数据与机器学习：金融机构很早就利用数据做决策；数据越多，越能准确地找到目标客户。
- 竞争：技术进步让非金融企业也能提供金融服务。

中美对比：金融科技的发展与监管

- 移动支付：2025 年中国的银行共处理移动支付业务 2,314.64 亿笔，金额 571.97 万亿元；支付宝、微信支付等非银行支付机构处理的网络支付笔数更多。
- 平台金融：蚂蚁集团原计划 2020 年 11 月 5 日在上交所科创板和港交所同时上市，11 月 3 日被暂缓。
- 加密货币：中国人民银行等十部门于 2021 年 9 月发文，认定虚拟货币相关业务活动属于非法金融活动；美国 SEC 于 2024 年 1 月 10 日批准现货比特币交易所交易产品（ETP）上市交易。

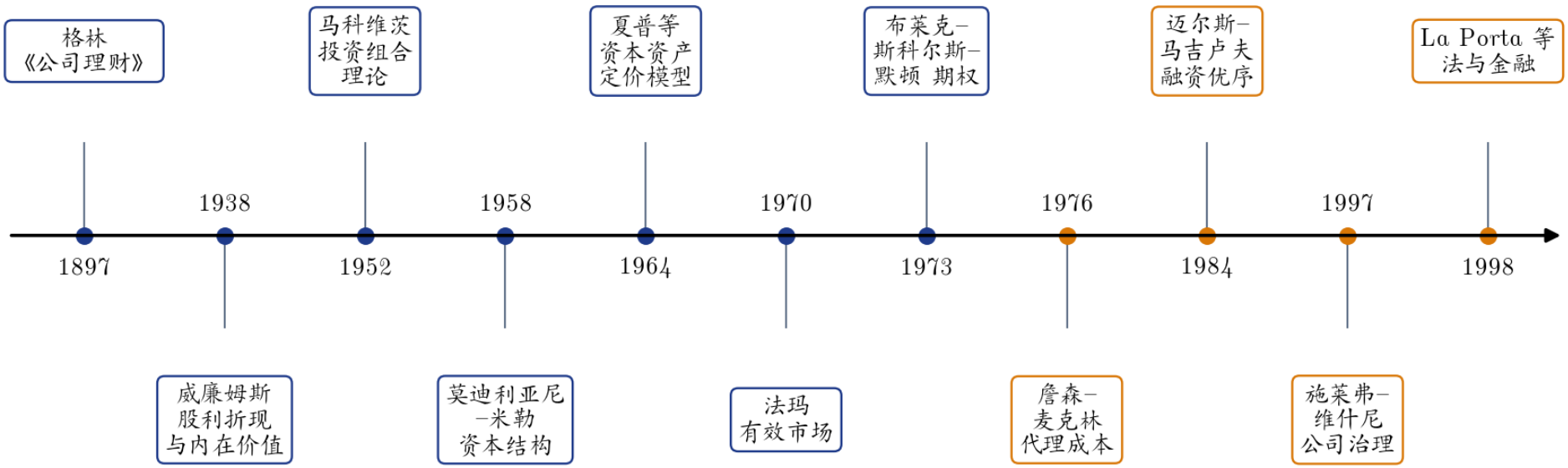
思考

同一项技术，为什么两国的监管态度不同？这对企业的融资和投资决策有什么影响？

资料来源：中国人民银行《2025 年支付体系运行总体情况》；上交所（2020 年 11 月 3 日）；银发〔2021〕237 号；SEC (2024)

1.6 公司金融理论的发展

蓝：估值与市场理论　　橙：代理、信息与治理



理论脉络与本课程

理论	在本课程中的位置
现值与内在价值（威廉姆斯，1938）	第 3 章一价定律；第 4—5 章货币的时间价值与利率；第 6、9 章债券与股票估值
投资组合理论、资本资产定价模型	第 10 章资本市场与风险定价
有效市场	第 9 章信息、竞争与股票价格
MM 定理、代理成本、融资优序	本章的代理问题；资本结构理论
法与金融	本章的中外对比

- 早期的公司理财主要描述制度和实务；1950 年代以后，它以无套利、风险定价和信息经济学为基础，发展成以模型和数据为主的学科。

本章小结

- 公司金融研究三类决策：投资、融资与营运资本管理；它关注现金流量，而不只是会计利润。
- 企业组织形式决定了责任和税负：股份有限公司以有限责任和股份可转让，换来了双重征税。
- 所有权与控制权分离带来代理问题：美国大公司以经理人与股东的冲突为主，中国以控股股东与中小股东的冲突为主。
- 股票市场提供流动性和融资；中美在上市、退市、融资结构和金融科技监管上差异明显。
- 波音、瑞幸、乐视三个案例说明：财务决策和公司治理可以决定一家企业的生死。