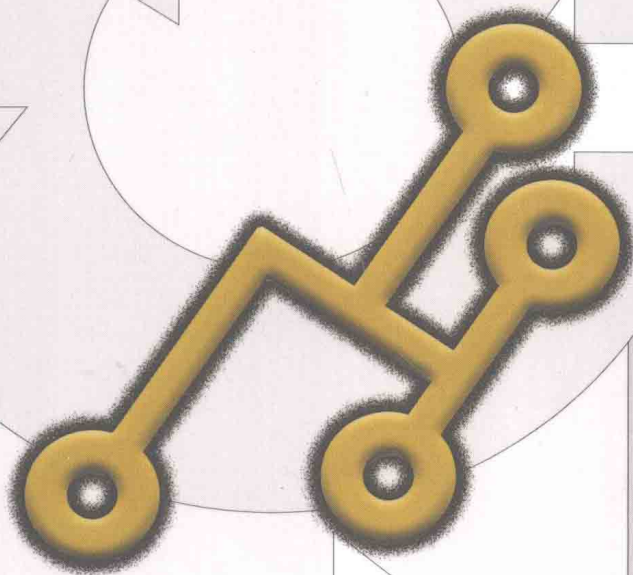


经济科学教材系列

# 公司金融学

Corporate Finance

张春 (Chun Chang) / 著



经济学教材系列

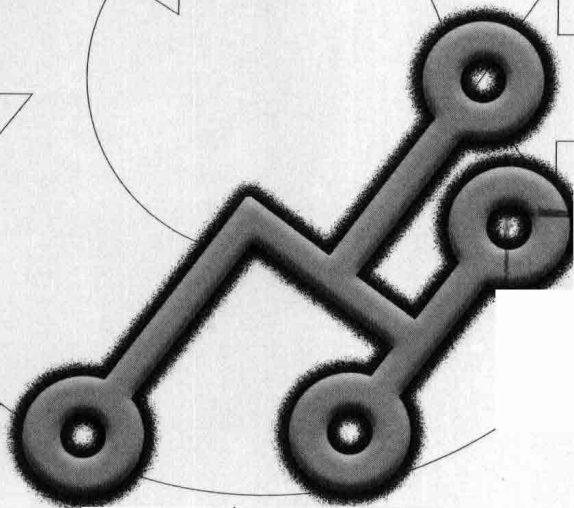
276-b

ZC

# 公司金融学

Corporate Finance

张春 (Chun Chang) / 著



中国人民大学出版社

· 北京 ·

## 图书在版编目 (CIP) 数据

公司金融学/张春著.  
北京:中国人民大学出版社,2008  
(经济科学教材系列)  
ISBN 978-7-300-09266-9

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

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 057858 号

经济科学教材系列

**公司金融学**

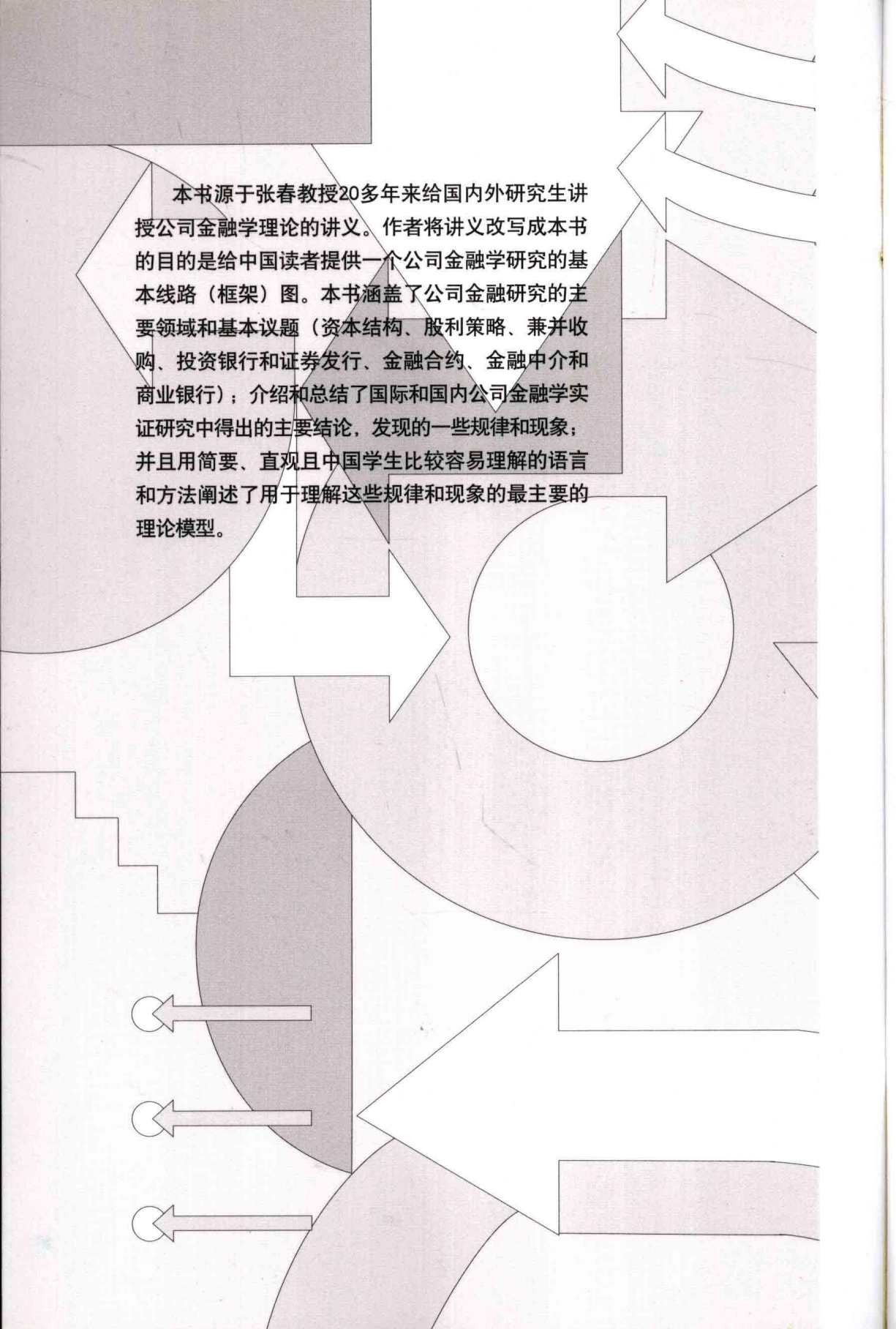
张春著

---

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	<a href="http://www.crup.com.cn">http://www.crup.com.cn</a>		
	<a href="http://www.ttrnet.com">http://www.ttrnet.com</a> (人大教研网)		
经 销	新华书店		
印 刷	河北三河市新世纪印务有限公司		
规 格	155mm×230mm 16 开本	版 次	2008 年 8 月第 1 版
印 张	15.5 插页 2	印 次	2008 年 8 月第 1 次印刷
字 数	236000	定 价	28.00 元

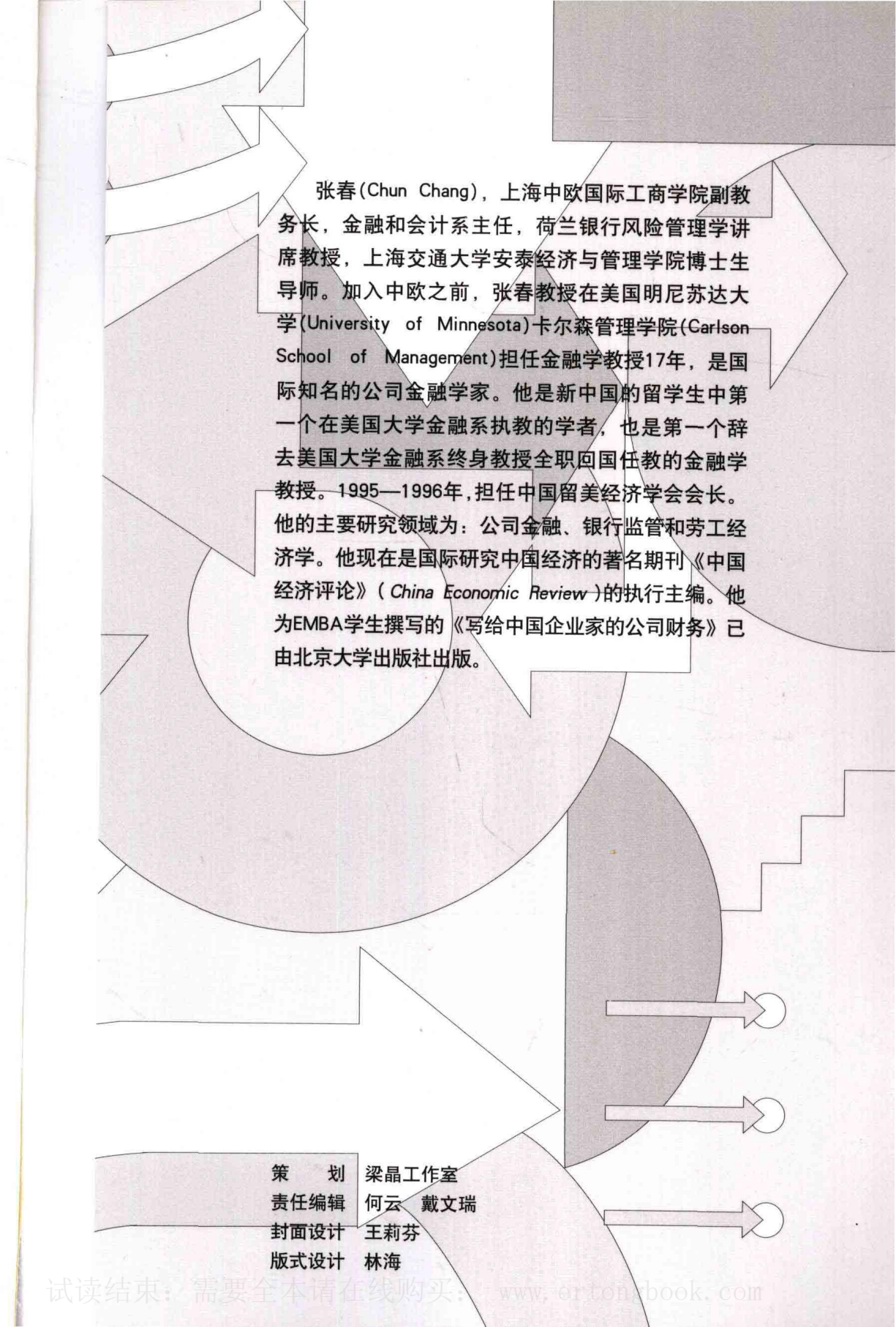
---

版权所有 侵权必究 印装差错 负责调换

The background of the page is a complex, abstract composition of overlapping geometric shapes. There are several large, light-colored circles and semi-circles, some of which are partially obscured by other shapes. A prominent feature is a large, white, stylized arrow pointing to the right, which is superimposed over a large, light-colored circle. In the lower-left quadrant, there are three smaller, white, stylized arrows pointing to the left, arranged vertically. The overall color palette is muted, consisting of various shades of gray, beige, and off-white, creating a textured, layered effect.

本书源于张春教授20多年来给国内外研究生讲授公司金融学理论的讲义。作者将讲义改写成本书的目的是给中国读者提供一个公司金融学研究的基本线路（框架）图。本书涵盖了公司金融研究的主要领域和基本议题（资本结构、股利策略、兼并收购、投资银行和证券发行、金融合约、金融中介和商业银行）；介绍和总结了国际和国内公司金融学实证研究中得出的主要结论，发现的一些规律和现象；并且用简要、直观且中国学生比较容易理解的语言和方法阐述了用于理解这些规律和现象的最主要的理论模型。





张春(Chun Chang), 上海中欧国际工商学院副教授长, 金融和会计系主任, 荷兰银行风险管理学讲席教授, 上海交通大学安泰经济与管理学院博士生导师。加入中欧之前, 张春教授在美国明尼苏达大学(University of Minnesota)卡尔森管理学院(Carlson School of Management)担任金融学教授17年, 是国际知名的公司金融学家。他是新中国的留学生中第一个在美国大学金融系执教的学者, 也是第一个辞去美国大学金融系终身教授全职回国任教的金融学教授。1995—1996年, 担任中国留美经济学会会长。他的主要研究领域为: 公司金融、银行监管和劳工经济学。他现在是国际研究中国经济的著名期刊《中国经济评论》(*China Economic Review*)的执行主编。他为EMBA学生撰写的《写给中国企业家的公司财务》已由北京大学出版社出版。

策 划 梁晶工作室  
责任编辑 何云 戴文瑞  
封面设计 王莉芬  
版式设计 林海

<b>第 1 章 引言</b> .....	(1)
1.1 本书的对象、目标和范围 .....	(1)
1.2 公司金融学的主要议题 .....	(2)
1.3 公司金融学的主要理论框架 .....	(3)
1.4 公司金融学研究特性和中国公司金融学 研究的特性 .....	(4)
1.5 本书的结构和特点 .....	(6)
<b>第 2 章 资本结构的国际实证结果与经典理论</b> .....	(9)
2.1 问题的提出 .....	(9)
2.2 国际上实证研究的证据和现象 .....	(10)
2.3 MM 的资本结构理论 .....	(14)
2.4 有公司所得税的 MM 理论 .....	(16)
2.5 将资本资产定价模型融入 MM 理论 .....	(18)
2.6 税盾和破产成本的权衡理论 .....	(22)
2.7 Miller 的个人所得税模型 .....	(24)
2.8 习题 .....	(24)
附录 美国西北航空公司的杠杆收购 .....	(25)
<b>第 3 章 资本结构的现代理论</b> .....	(29)
3.1 资本结构的委托代理理论 .....	(29)
3.2 信息不对称性下的资本结构：逆向选择模型 .....	(44)
3.3 信息不对称性下的资本结构：Ross (1977) 的 信号模型 .....	(51)



3.4 习题 .....	(54)
附录 不完全信息下的博弈论的概念和定义 .....	(56)
<b>第4章 中国上市公司的资本结构</b> .....	(59)
4.1 问题的提出 .....	(59)
4.2 中国上市公司资本结构的影响因素的研究现状 .....	(60)
4.3 制度背景 .....	(63)
4.4 中国上市公司资本结构选择的理论分析 .....	(69)
4.5 中国上市公司资本结构选择的经验证据 .....	(72)
4.6 稳健性测试 .....	(95)
4.7 结论 .....	(104)
4.8 习题 .....	(105)
<b>第5章 金融合约理论</b> .....	(107)
5.1 委托代理模型 .....	(107)
5.2 信息不对称下的资源分配 (设计最优激励机制) 和 显示原理 .....	(114)
5.3 有成本的状态查证模型 .....	(117)
5.4 动态债务模型 .....	(123)
5.5 习题 .....	(129)
<b>第6章 兼并收购与公司控制权理论</b> .....	(131)
6.1 问题的提出 .....	(131)
6.2 实证研究结果 .....	(132)
6.3 兼并与收购动因和厂商边界的理论和假说 .....	(134)
6.4 并购过程和控制权理论 .....	(142)
6.5 法律和金融的理论框架与股权结构的理论 .....	(146)
6.6 习题 .....	(152)
<b>第7章 投资银行和证券发行</b> .....	(153)
7.1 证券发行过程中的主要决策和议题 .....	(153)
7.2 证券发行过程的一些实证结果 .....	(160)
7.3 固定价格机制和询价机制的比较 .....	(167)
7.4 习题 .....	(173)
<b>第8章 股利策略</b> .....	(175)
8.1 问题的提出 .....	(175)

8.2	实证研究的证据和现象	(177)
8.3	股利策略的主要理论和假说	(178)
8.4	现金股利和股票回购	(183)
8.5	中国上市公司的股利策略分析	(186)
8.6	习题	(194)
<b>第9章</b>	<b>金融中介和商业银行</b>	<b>(197)</b>
9.1	银行贷款独特性的实证研究	(198)
9.2	金融中介(商业银行)理论模型	(200)
9.3	存在破产的社会成本时, 银行贷款的 微观理论模型	(207)
9.4	习题	(219)
	参考文献	(222)
	索引	(234)
	后记	(243)





# 引 言

## 1.1 本书的对象、目标和范围

本书写给对公司金融的研究有兴趣的中国大学高年级本科生、研究生、学者，以及想深入了解公司金融学的规律和理论的金融从业人员，即已经具备公司金融的基础知识而且有一定的微观经济学以及金融经济学背景的人士。由于本书不是一本入门的教科书，所以书中省略了对基本概念和基础知识的描述，它可以作为金融、经济、财务或会计专业大学本科高年级学生和研究生的教科书。本书也不是偏重于案例和公司金融与财务实际操作的教科书。如果把公司金融的操作和实践看做是操作一台电脑的话，本书就是为那些想知道电脑的程序是怎样编出来的人撰写的。

我写作本书的主要目的是为读者提供公司金融学研究的一个基本线路（框架）图。本书的范围涵盖了公司金融研究的主要领域和议题；提出了国际和国内公司金融研究中最主要的研究课题和最有争议的问题；介绍了国际和国内公司金融学实证研究中发现的一些主要结论、规律和现象，并提供了理解这些现象的理论框架。本书的一个侧重点在于帮助读者理解公司金融学的研究过程：怎样将实践中发现的现象归纳和提升为可以研究的问题，然后构建可以帮助我们理解这些问题的思维框架和理论框架，培养读者提出、思考、研究和解决问题的能力。



## 1.2 公司金融学的主要议题

公司金融学是从英文 corporate finance 翻译过来的。Finance 这个词在英文里可以翻译成金融或者财务。其实，它的含义的确包容了中文里的金融和财务两个概念的交集。所以，也有人将 corporate finance 译成公司财务。在本书中，我们将公司金融和公司财务这两个名词等同起来。需要注意的是，在传统的中文里，人们对金融学的理解更偏向于宏观的货币银行学，同时，很多人又常常将财务和会计等同起来，所以，很多人对公司金融或者公司财务这个居中的概念比较陌生。我们在本书中论述的公司金融其实是结合了金融和财务，它主要关注企业的融资、投资、上市和兼并等决策，在中国俗称为企业的资本运作。

以下是公司金融学研究中最关注的一些议题，也是我们在本书中将主要探讨和研究的问题：

- **资本结构** (capital structure)：研究和分析公司融资方法和融资结构；
- **股利策略** (dividend policy)：研究公司用什么方法将所赚的钱返还给股东；
- **兼并与收购** (mergers and acquisitions)：探讨并购的原因和并购的方法；
- **公司治理** (corporate governance)：研究公司的所有权和控制权结构以及怎样对投资者进行保护；
- **投资银行业务的过程** (investment banking process)：研究证券上市和发行的过程和方法；
- **金融中介** (financial intermediation)：研究和分析商业银行等金融中介机构的功能及其效率。

狭义地说，金融中介不应该包含在公司金融的范畴内。但是，金融中介研究的方法和公司金融非常接近，运用的理论框架和实证方法也相仿，同时，由于中国公司融资的主要途径是银行贷款，所以我们将金融中介主要是商业银行 (commercial bank) 也作为本书中的一个主要议题。

### 1.3 公司金融学的主要理论框架

公司金融学研究的一个基本特征是，理论框架比较多。主要的理论框架包括完美市场理论（perfect market theory）；信息不对称性理论（information asymmetry theory）；委托代理理论（principle-agent theory，又简称为代理理论（agency theory）），及其由代理理论衍生出的完全合约理论（theory of complete contracts）与不完全合约理论（theory of incomplete contracts）；行为学理论（behavioral theory），也就是非完全理性（或建立在心理学基础上的）的理论；法律和金融理论（theory of law and finance，研究法律和金融发展的关系，从制度经济学的角度进行解释）。在这里我们先对这些理论框架的特点做一些简单的评论。

完美市场理论是根据经济学中完美市场的假设推导出的金融学的经典理论。如果将完美比喻为没有摩擦力（frictions）的话，则可以将金融学的经典理论比喻为物理学中没有摩擦力的理论，它是所有理论的基础和标杆，在资产定价理论中的运用很广，例如获得诺贝尔经济学奖的资本资产定价模型（capital asset pricing model, CAPM）和 Black-Scholes 期权定价模型（Black-Scholes' option pricing model）都是在完美市场的条件下推导出来的。但是，公司金融学中摩擦力的作用非常大，不考虑摩擦力的话，很多公司金融的决策就没有意义。例如，在完美市场的情况下，公司的融资策略、股利策略和收购兼并对它的市场价值都不会产生影响（参见 Modigliani-Miller 理论）。所以，要理解公司金融学中的规律，我们必须考虑市场的不完美性，即摩擦力。我们主要考虑的摩擦力有：税收、信息不对称性、委托代理问题、政府、法律和制度的干预与影响以及非理性的行为。我们列举的主要理论框架就是对应这些摩擦力而产生和发展起来的。

这些理论都有其优点和弱点，一个理论一般不能完全解释所有的现象。信息不对称性理论往往建立在博弈论（game theory）的基础之上。而委托代理理论的理论基础则是合约理论（theory of contracts）。博弈论和合约理论是经济学中比较艰深的理论，但是它们的理论基础比较严谨。在本书中我们将对博弈论和合约理论做一些简单的介绍。



那些想更深入了解这些理论的读者应该参考有关博弈论和合约理论的教科书。<sup>[1]</sup>法律和金融理论是比较新的理论，它主要是建立在一些可以由实证方法检验的假说之上的，理论框架相对单薄一点，基本上还是一个实证的学科。

这些理论都建立在经济活动的参与者是理性的（rational）假设之上的，理论虽然严谨，但它们还是不可能解释所有的现象。近年来，建立在非理性假设基础上的行为金融学理论的发展很快。但是，在应用行为金融学理论时，尤其要注意到它的双面性。一方面，由于行为金融学理论可以借助非理性的因素，所以比较容易用它来解释很多现象；另一方面，如果每一个难以解释的现象都可以找出一个特别的非理性的理由来解释的话，那我们就很难发现一般的规律或是发现哪几个非理性因素是重要的，这样，行为金融学理论也就失去了价值。所以，不宜轻易就找出一个非理性因素来解释某个理性理论暂时还不能解释的现象。要做好行为金融学理论的研究，必须有选择地抓住几个重要的、常见的非理性因素。

#### 1.4

### 公司金融学研究特性和中国公司 金融学研究特性

与其他学科尤其是自然科学相比，公司金融学具有其突出的一些特性，这些特性表现在以下方面：（1）公司金融学没有一个相对统一的理论框架和研究方法，不同学者可能会用不同的方法和不同的视角来研究同一个问题；（2）公司金融学研究的众多议题分散在众多的文献里，缺少很好的系统的教科书。这两个特征使得初学者难以把握和判别哪些研究课题是有意义的并且也是重要的，也使得他们很难理解究竟用哪一种方法来研究这些课题。

在这些特性下，要使这个学科有所发展，就需要熟知其他学者的研究进展，需要对学科的前沿知识的现状有一定的共识。例如，哪些实证现象是一般的规律，哪些现象是有争议的。在国外，研究公司金融某一个领域的学者对本学科的知识现状及其前沿是比较清楚的，也有一定的共识。<sup>[2]</sup>新的学术研究或一篇论文的贡献和重要性，是用相对于现有文献和知识现状的共识来衡量的。

近年来，随着中国资本市场快速的改革和发展，中国公司金融领域的研究越来越受到国内外学界和业界的关注。但是，究竟怎样鉴别有价值、有意义的研究议题，并展开相应的深入研究，特别是，如何寻找和发现有中国特色的以及对中国的实际更为重要的问题，都需要更深入的探讨。在中国，由于对公司金融的研究才刚刚起步，以至于中国公司的融资和投资究竟存在哪些比较稳定或是一般的实证规律，这些规律能否用现有的经济和金融学理论来解释；如何理解中国实证规律的理论框架的基本要素，对这些问题的共识还有待形成。共识的形成不仅需要进行更多的研究，而且需要进行多种形式的学术交流。

从理论框架上说，由于中国的制度和监管环境与国外不同，且中国市场的完善程度较差（即摩擦力大），以至于我们在研究中国公司金融的问题时，不能简单地照搬国外的理论框架及在这些理论上建立的实证方法。我们首先要根据中国的特殊情况和因素，演变或者重新设计理论框架，并由此推导出相应的实证推断和实证方法，然后用中国的数据进行检验。如果在中国研究公司金融时，没有经过这样的一个“中国化”的过程，那么研究结果对中国的适用性就很难加以判断。当然，并不是所有的中国因素的影响都会很大，但都必须经过理论上和实证上的论证，不能简单地照搬国外方法而不思考为什么国外的方法可以适用于中国。我觉得这是在中国研究公司金融时必须关注的一个特性。

在中国研究公司金融的另一个需要关注的特性是，中国数据和实证结果的可靠性及其稳健性（robustness）。有关中国的公司金融的论文在国外发表较少的一个原因也在于国内学者有时对数据的可靠性的描述不够严谨。我这里所说的可靠性包括原始数据的可靠性和正确性、学者在做研究时处理数据的严谨性，以及检验实证结果是否只在某一个特殊的样本、特殊的区域，或特殊的时间段里成立。我们应该更看重那些可复制的（replicable）研究成果，提倡在做实证研究时将样本获得的途径和方法明确地公布出来，使得其他学者可以复制研究结果并检验这些结果的可靠性和稳健性。只有这样，我们才能在主要的研究领域对主要的研究议题的实证结果达成一些共识，以推动中国公司金融学科的研究在有稳固共识的基础上健康发展。





## 1.5 本书的结构和特点

在本书中，我们将探讨五大议题：资本结构、兼并与收购、投资银行过程、股利策略和金融中介。在论述每个议题时，我们都是先提出该议题中国内外学术界主要关注和研究的问题，然后综述该议题中我们已经了解和发现的规律和现象，以及尚有争议的现象和课题。除了国外的实证研究结果，对于资本结构和股利策略这两大议题，我们还给出了中国的一些实证结果及其产生的背景。对五大议题中的每一个议题，我们还阐述了一些主要理论和模型。本书的一个主要目的就是，通过这样一个过程，让读者学会如何根据实证的现象归纳和构造出一个理论，最终用这个理论框架来帮助我们理解和改进现实，并不断地发展和完善理论。在某些议题的章节中，我们将引入根据中国情况而发展出来的理论和模型。除此以外，本书还具有以下几个特点：

(1) 与一般的教科书不同，我们将提出很多问题（有些是未解决的问题）。我们也会介绍一些现象，并通过理论框架为读者提供理解这些问题和现象的思路。但我们并不以回答问题为主，有些理论的推导留给读者。

(2) 在阐述主要理论框架时，我们追求的是，用最简单的数学模型将主要理论的主要结论表述出来。我们不追求数学模型的完美和结论的一般化，我们更注重模型的经济意义。

(3) 我们不过分追求全面和细节。正如我们以上所言，公司金融研究的文献很分散，理论框架很多，很难用一本书来进行全面的阐述。这就是为什么即使在国外，有关公司金融研究的教科书也极少。<sup>[3]</sup>所以本书更侧重于详细介绍比较重要的理论和方法。对那些相对不太重要的理论，我们只做简单的描述或不做介绍。我们在讲述一篇论文时，很可能只会将其主要的观点介绍一下，更多的细节和具体得出这些观点的方法，有兴趣的读者可以阅读相关的文献。当然，不同的学者对哪些理论是重要的也有不同的观点，所以，我们在本书中的阐述不可避免地带有作者自己的某些偏见。希望得到读者的批评和建议，以便本书再版时，不断更新和完善。

(4) 在本书中我们尝试着加入了“中国化”的理论框架和模型、

中国公司金融研究的一些实证结果，以及对这些结果的“中国化”理论的解释。我们还加入了“中国化”的习题，使得中国学生有机会学习怎样将理论“中国化”，并运用到中国的实证中。我们认为，这是本书的一个重要特色。当然，这些理论和实证的结果还很不成熟，希望能够起到抛砖引玉的效果。

#### 【注释】

[1] 例如，Robert Gibbon, *Game Theory for Applied Economists* 以及 Bolton 和 Dewatripont, *Contract Theory*。

[2] 当然，在一些领域中，不同学派之间的争议还是很大的。对什么是意义的研究以及用什么方法来进行研究的观点也不同。但是，这些争议的焦点，整个学术界是很清楚的。如何解决这些争议的焦点，往往会成为今后最有意义的研究议题。

[3] 读者应该阅读法国著名学者 Jean Tirole, *The Theory of Corporate Finance*。Tirole 的专著更偏重对理论的阐述，而不是理论和实证结果的结合，他对理论的介绍也更深入。本书可以看成是研究公司金融理论的基本教材，他的专著是一本更专业的书。读者可以在读毕本书之后再继续读他的书，以对整个理论框架有一个更深入的了解。



# 资本结构的国际实证 结果与经典理论

## 2.1 问题的提出

公司可以通过多种方式融资，最常见的融资方法包括发行普通股、优先股、银行债、可以在市场流通的公司债、可转换债、可转换优先股、长期债和短期债等等。一个公司的资本结构就是它的融资结构（或称为融资组合）。在公司金融中，衡量企业价值的一个主要指标是其发行的所有证券的市场价值之和，称为企业的市场价值（firm value 或 enterprise value）。企业的市场价值可以形象地看做一个“饼”。我们讨论的问题，有的是关于怎样把饼做大；有的是关于怎样分饼，或是怎样通过分饼来把饼做大。公司金融最核心的问题之一即公司的最优资本结构问题，对这个问题我们自然会提出以下议题。

(1) 什么样的资本结构（融资组合）可以使得企业的市场价值最大化？很多公司的融资组合只包含普通股（common equity）和债务（debt）。对这些公司来说，这个问题就可以简化为：什么样的负债率可以使企业的价值最大化（把饼做大）？

常识告诉我们，不同的融资方法的融资成本是不同的。影响融资成本的一个主要因素是投资者要求的回报率。由于股东的回报风险较高，所以股东要求的回报率一般高于债权人要求的回报率（即债务的利率），也就是说，股权融资成本一般要高于债权融资成本。所以，我