



经济管理学术文库 · 管理类

中国上市公司 股权分置改革效应研究

Effect of China's Non-Tradable Share
Reform of Listed Companies

淳伟德 / 著



YZL0890146680



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE



经济管理学术文库·管理类

中国上市公司 股权分置改革效应研究

Effect of China's Non-Tradable Share
Reform of Listed Companies

淳伟德 / 著



YZLI0890146680



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

中国上市公司股权分置改革效应研究/淳伟德著. —北京: 经济管理出版社, 2011. 12

ISBN 978 - 7 - 5096 - 1649 - 9

I. ①中… II. ①淳… III. ①上市公司—股份制—研究—中国 IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2011)第 223124 号

出版发行: **经济管理出版社**

北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 11 层

电话: (010) 51915602 邮编: 100038

印刷: **北京广益印刷有限公司**

经销: 新华书店

组稿编辑: 王光艳

责任编辑: 王光艳

责任印制: 杨国强

责任校对: 曹平

720mm × 1000mm/16

8.5 印张

162 千字

2012 年 1 月第 1 版

2012 年 1 月第 1 次印刷

定价: 38.00 元

书号: ISBN 978 - 7 - 5096 - 1649 - 9

· 版权所有 翻印必究 ·

凡购本社图书, 如有印装错误, 由本社读者服务部

负责调换。联系地址: 北京阜外月坛北小街 2 号

电话: (010) 68022974

邮编: 100836

前言

本书是在笔者的博士论文基础上修改而成。回望攻读博士学位的几年间，恰逢中国证券市场迎来了一次历史性的变革——股权分置改革，笔者有幸从旁观者的角度见证了股权分置改革从2005年正式启动直至2007年顺利落幕的全过程。此次改革对促使中国资本市场真正走向成熟的深远意义毋庸置疑，它的历史意义在于从制度上重塑了中国资本市场，其历史地位几乎可以与20世纪90年代初资本市场的建立相提并论（吴晓求，2006）。中国资本市场建立时，带有浓厚的计划经济形态烙印，由此催生出中国股市特殊的“二元股权”结构。经过近十几年的发展，这种先天的制度扭曲对中国资本市场的侵蚀愈加严重，中国股市长期处于无序增长、投机盛行、保护失衡的混乱状态。对于股权分置的种种弊端，理论界很早便进行了各种探讨，并结合实际从理论层面提出各种消除股权分置的建议，最终在理论界和实务界的共同努力下，股权分置改革得以顺利推进。至此，理论界关于股权分置现象的研究重心，开始逐步从如何消除股权分置状态，转移到股权分置改革会对中国资本市场及上市公司产生什么样的效应和影响。那么，在股权分置改革启动之后的这几年，通过试点推广、分批进行、投票表决等方式，沪、深两市绝大部分上市公司已完成或正在进入股权分置改革程序，可以说股权分置改革已经初步达到了预期效果。随着各上市公司限售股份解禁期的陆续到来，中国股市正在经历由“后股权分置改革”时代向“全流通”时代的历史性转变。在这一转变过程中，我国上市公司先天被制度化扭曲的“二元股权”结构业已得到矫正。而随着时间的推移，限售股逐步解禁又会促进上市公司现有的股权结构产生新的变化，同时股权结构是上市公司内部治理结构的基础，股权分置改革对上市公司内部治理机制所产生的各方面影响效应会得到进一步的释放。

笔者的研究方向主要集中于公司治理领域。因此，恰逢此次难得的研究机遇，笔者希望通过对我国上市公司股权分置改革效应进行一个多方位、系统性的分析，探寻出我国上市公司与改革之前相比，在公司内部治理层面上（如公司价值、股权结构、债务治理等方面）到底发生了哪些变化？这些治理层面上的变化是否促进了我国上市公司内部治理环境的改善？这些变化背后所隐含的意义又是

什么？对今后我国上市公司及资本市场的健康发展又有什么启示？通过对这些问题的研究，可以对我国上市公司在股权分置改革之后的走向有更清醒的认识，也会了解到在全流通市场下，上市公司会遇到哪些新的问题，以及面临哪些新的机遇与挑战，从而为今后更好地发展提前打下坚实的基础。

结合近几年的研究领域及兴趣，笔者在本书中着重于以下问题的探讨，希望通过这些研究能够较为完整地梳理出股权分置改革对我国上市公司治理领域的影响机制。

(1) 股权分置改革对于我国上市公司的业绩有何影响？在股权分置改革进行当中，不同对价方式的选择会导致公司业绩产生变化吗？

(2) 股权分置改革完成之后，我国上市公司股权结构是趋于集中还是趋于分散？股权结构是否向更优化、更合理的方向变化？

(3) 股权分置改革完成之后，我国上市公司股东与经理人之间的代理冲突是否缓和？如若缓和，是否是由于股权结构的优化而导致？

(4) 股权结构的优化会促进上市公司债务治理环境的改善，那么股权分置改革之后我国上市公司的财务杠杆和债务期限是否得到优化？

(5) 自由现金流的丰沛有利于公司控制财务风险，股权分置改革之后我国上市公司的自由现金流量会增加吗？

(6) 自由现金流影响着公司融资行为的选择，股权分置改革之后自由现金流的变化对上市公司债务治理有何影响？这种影响是否有利于公司资本结构的优化？

当然，由于笔者学识、阅历所限，书中难免会有漏误之处，还请诸位专家学者不吝指正，在此深表谢意。

淳伟德

2011年12月

目 录

第一章 绪论	1
一、研究背景与目的	1
二、理论基础	3
三、本书的主要安排	10
第二章 文献综述	14
一、股权分置改革研究综述	14
二、代理冲突问题研究综述	26
三、债务治理结构研究综述	40
四、评述及问题的提出	52
第三章 股权分置改革对我国上市公司业绩的影响	55
一、引言	55
二、假设的提出	56
三、研究样本与变量	58
四、实证结果分析	59
五、本章小结	61
第四章 股权分置改革后的股权结构与代理成本	63
一、引言	63
二、假设的提出	64
三、实证设计	66
四、实证结果分析	68
五、本章小结	80
第五章 股权分置改革后的自由现金流与债务治理	82
一、引言	82



二、研究假设	83
三、实证设计	87
四、回归结果分析	89
五、本章小结	100
第六章 政策与建议	102
一、控股大股东侵占行为约束化	102
二、董事会及监事会监管有效化	103
三、职业经理人市场运作完备化	104
四、信息披露机制的公开透明化	105
五、资本市场投融资渠道多元化	106
六、法律保障投资者保护健全化	107
第七章 结论、局限及展望	109
一、主要的研究结论	109
二、本书的创新之处	110
三、存在的局限与不足	111
四、未来的研究展望	111
参考文献	113
后记	130

第一章 绪 论

一、研究背景与目的

1. 股权分置改革的历程回顾

中国股票市场形成于 20 世纪 90 年代初。当时，中国经济在历经十余年的改革开放之后已经进入新的发展阶段，而作为经济主体形态的国有企业却因为历史沉淀下来的人员冗余、债台高筑、资金短缺等问题，已无法适应新形势下的发展需求，国有企业改革迫在眉睫。1993 年 11 月，党的十四届三中全会正式提出，国有企业改革要进行制度创新，建立以股份制为主要形式的现代企业制度。在国家政策的宏观调控下，为解决国有企业资金短缺问题，推动国有企业股份制改革的顺利进行，中国股票市场应运而生。然而，与西方发达国家基于自由竞争的市场经济所发展起来的证券市场不同，中国股市成立之时，国内尚未脱离计划经济体制的束缚，保持公有制经济主体地位不动摇仍是一切制度设计的基本原则。所以，为防止国有资产在股市交易中“流失”，政策制定者规定，在国有企业进行股份制改革时，国有股份不得低于 51%，且不能在股市上自由流通、转让和交易，以此来保证国有经济体制在经济中的主导地位。因此导致国有企业在上市时，国有股、国有法人股被制度政策剥夺了上市流通的权利，使得中国股市在成立之初便形成了流通股与非流通股并存的股权分置状态。

股权分置虽然在设计之初是为了适应当时中国经济体制改革发展的需要，但是从根本上讲却是中国资本市场最为严重的制度缺陷。随着具有中国特色的市场经济发展的不断深入，中国资本市场因股权分置所造成的市场价值扭曲程度也越来越大，进而破坏了上市公司全体股东共同的利益基础，使中国资本市场丧失了持续发展的内在动力（吴晓求，2004）。1998 年下半年到 1999 年上半年，我国开始尝试通过国有股变现的方式解决国企改革和发展的资金需求。进行国有股减



持的探索性尝试实际上已经开始触及了股权分置的问题,但是由于实施方案与市场预期存在差距,试点很快被停止,第一次尝试解决股权分置问题的努力就此告终。随后,在2001年6月12日,国务院颁布《减持国有股筹集社会保障资金管理暂行办法》,但同样由于市场效果不理想,于当年10月22日暂停,第二次尝试宣告失败。又经过几年的酝酿之后,国务院于2004年1月31日发布《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》,明确提出“积极稳妥解决股权分置问题”。据此,中国证监会于2005年4月29日发布了《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》,标志着股权分置改革正式启动。三一重工股份有限公司(以下简称三一重工)、上海紫江企业集团股份有限公司(以下简称紫江企业)、清华同方股份有限公司(以下简称清华同方)和河北金牛能源股份有限公司(以下简称金牛能源)四家上市公司成为首批股权分置改革的试点公司。2005年9月4日,中国证监会颁布了《上市公司股权分置改革管理办法》,这一正式文件的出台,意味着股权分置改革从试点阶段开始转入积极、稳妥地全面铺开的新阶段。截至2006年12月31日,累计完成或进入股改程序的公司数已达1303家,总市值约为60504.47亿元,约占沪、深A股总市值的98.55%,股权分置改革得以顺利完成。

2. 研究目的及意义

股权分置改革的历史意义在于从制度上重塑了中国资本市场,其历史地位几乎可以与20世纪90年代初资本市场的建立相提并论(吴晓求,2006)。中国资本市场建立时,带有浓厚的计划经济形态烙印,由此催生出中国股市特殊的“二元股权”结构。经过近十几年的发展,这种先天的制度扭曲对中国资本市场的侵蚀愈加严重,中国股市长期处于无序增长、投机盛行、保护失衡的混乱状态。对于股权分置的种种弊端,理论界很早便进行了各种探讨,并结合实际从理论层面提出各种消除股权分置的建议,最终在理论界和实务界的共同努力下,股权分置改革得以顺利推进。至此,理论界关于股权分置现象的研究重心开始逐步从如何消除股权分置状态转移到股权分置改革会对中国资本市场及上市公司产生什么样的效应和影响。

那么,在股权分置改革启动的四年之后,通过试点推广、分批进行、投票表决等方式,沪、深两市绝大部分上市公司已完成或正在进入股权分置改革程序,可以说股权分置改革已经初步达到了预期效果。随着各上市公司限售股份解禁期的陆续到来,中国股市正在经历由“后股权分置改革”时代向“全流通”时代的历史性转变。在这一转变过程中,我国上市公司先天被制度化扭曲的“二元股权”结构业已得到矫正。而随着时间的推移,限售股逐步解禁又会促进上市公司



现有的股权结构产生新的变化,股权结构是上市公司内部治理结构的基础,股权分置改革对上市公司内部治理机制所产生的各方面影响效应会得到进一步的释放。因此,本书希望通过对我国上市公司股权分置改革效应进行一个多方位、系统性的分析,探寻出我国上市公司与改革之前相比,在公司内部治理层面上(如公司价值、股权结构、债务治理等方面)到底发生了哪些变化?这些治理层面上的变化是否促进了我国上市公司内部治理环境的改善?这些变化背后所隐含的意义又是什么?对今后我国上市公司及资本市场的健康发展又有什么启示?通过对这些问题的研究,可以对我国上市公司在股权分置改革之后的走向有更清醒的认识,也会了解到在全流通市场下,上市公司会遇到哪些新的问题,以及面临哪些新的机遇与挑战,从而为今后更好地发展提前打下坚实的基础。

二、理论基础

1. 股权结构理论

股权结构是奠定公司治理结构的基石,不同的股权结构决定了不同的公司性质,进而决定着公司治理模式的形成、运作及绩效水平。股权结构是一个动态的可塑结构,与公司治理结构的内外机制相互影响及制约。公司内外治理机制的良性变化会促使公司股权结构向更为合理的方向调整;而趋于优化的股权结构又能够直接改善公司的内部治理机制,并通过间接渠道对公司的外部治理环境形成良性影响,进一步加快了股权结构的优化调整,从而使公司的股权结构与治理结构形成良性的循环促进作用。股权结构的优化缓解了股东与管理层的代理冲突,降低了代理成本,并有利于提升董事会、监事会的监管效率。因此不同时期的学者试图从各种角度对股权结构进行解读,从而确定出最优的股权结构,这些理论研究大致可以分为以下两大类。本书第四章在对上市公司股权结构和代理成本进行研究时,主要是基于 Berle 和 Means 范式的股权结构理论体系进行分析。

(1) Berle 和 Means 范式。Berle 和 Means (1932) 最早发现了现代公司中的股权分散化趋势,并提出了“Berle - Means 命题”,即所有权与控制权分离问题,由此引发了对公司治理研究的浪潮。在随后的半个多世纪中,众多学者沿袭 Berle 和 Means 的思路,在基于股权分散的假设下对公司股东与经理之间的代理冲突做了大量研究,从而奠定了 Berle 和 Means 学说在公司治理领域的主流地位。这一学说体系的研究主体为:作为公司委托人的股东(尤其是大股东)及作为公



司代理人的经理层；研究焦点是不同的股权结构对于公司代理冲突及公司绩效的影响作用，以及如何根据公司内外部环境对股权结构进行优化调整，从而改善公司的治理结构。

在 Berle 和 Means 范式下，股权结构一般具有两层含义。第一层含义是指股权集中度，通常以第一大股东持股比例进行度量。当股权高度集中时，剩余控制权和剩余索取权相匹配，控股大股东就有动力向经理层施加压力，促使其为实现公司价值最大化而努力。但此时经理层的任命被大股东所控制，从而也削弱了代理权的竞争性，同时由于占绝对控股地位的股东可以通过垄断董事会人选的决定权来获取对董事会的决定权，因此在股权高度集中的情形下，中、小股东的利益将难以得到保障，对监事会的影响也是如此。当股权过于分散时，剩余控制权和剩余索取权不相匹配，控制股东手中掌握的是廉价投票权，他既无压力也无动力去实施监控，而只会利用手中的权力去实现自己的私利。股权过于分散容易造成“内部人控制”，从而使代理权竞争机制无法发挥监督作用，但此时股东大会所决定的董事会却能够在最大程度上代表全体股东的利益。总之，股权过于集中或过于分散都不利于公司治理结构的整体改善，只有在股权适度集中的情形下，股东、董事（或监事）和经理层才能各司其职，各行其权，形成健康的制衡关系，使公司的内部治理机制发挥出来。第二层含义则是股份的性质，即各个不同背景的股东集团分别持有股份的多少。在我国，就是指国有股、法人股及社会公众股的持股比例。由于不同背景的股东集团所处的经济、社会地位不同，他们所追求的利益目标也有所不同，因此股份性质的差别也会对公司的治理行为及业绩水平产生显著的影响。所以，Berle 和 Means 范式下的股权结构优化包含了股权集中度和股权性质两方面的内容，而由股权集中度又可以引申出对股权制衡等方面的考虑。

（2）“LLSV”范式。La Porta（1999）等通过对公司股权控制链条进行回溯，首次发现了终极控制股东的存在，从而形成了 LLSV 的研究范式。与 Berle 和 Means 范式不同的是，LLSV 范式在公司治理领域的研究对象从股东与经理转向掌握公司最终控制权的终极控制股东。研究的主要内容由单一的股权结构优化，转向了控制权私利和投资者保护领域上。研究重点和拟解决的核心问题也由股东与经理间的利益冲突和代理问题，转向了终极控制股东与中、小股东间的利益冲突和代理问题。LLSV 范式将公司治理研究带入了新的时代，在全球范围内掀起了关于终极控制股东及相关问题的探究热潮。

终极股东控制权指，股权控制链条的最终控制者通过直接或间接（通过其控股公司所持有的该公司股份）持有公司股份而对公司拥有的实际控制权。而终极股东即为实际取得了公司终极控制权的股东，他们可以通过包括投票权在内的各



种方式,最终掌控公司的战略决策与经营活动。终极股东主要通过金字塔结构、交叉持股和类别股份三种方式实现对上市公司的最终控制,由于终极股东的控制权与现金流权发生偏离,从而导致终极股东控制权私利行为的产生。正是由于控制权私利的存在,终极股东与其他股东之间才会出现利益分化。终极股东为了获取私利,通常利用盈余管理向中、小股东和债权人隐瞒公司的真实业绩。而且终极股东利用其手中控制权与现金流权分离所提供的便利,通过直接或间接占有、关联交易、担保、高派现等手段侵吞公司资源,从而对公司其他利益相关者造成不同程度的损害,尤其是直接侵蚀了中、小股东的权益。由于终极股东并不直接持有上市公司的股份,具有隐蔽性很强的特性,使得在 LLSV 范式下很难对股权结构的优化问题进行研究。因此,为抑制终极股东对中、小投资者利益侵蚀的问题,只能通过完善公司监管及交易制度等外生性手段实现。

2. 委托代理理论

根据“契约论”,当委托人为了达成自己的目的而将决策权和执行权委托给代理人时,一种委托—代理关系便形成了。在现代公司制度中,由于所有权和经营权的分离,使得企业所有者通过契约的形式将公司经营权委托给经理人,希望经理人能够采取有效的行动使股东的利益最大化,这样,所有者和经理人形成了一种委托—代理关系。然而,由于所有者和经理人之间的信息并不对称,而且所有者和经理人的利益目的并不完全一致,甚至相互冲突,再加上委托、代理双方在签订契约时充满着不确定性,即双方不可能事先就未来可能发生的各种状态在代理契约中加以规定,以上种种因素导致代理成本的出现。在委托—代理问题的研究历程中,学者们通常根据委托人与代理人之间信息不对称出现的时间,将代理问题分为两大类进行讨论:第一类为逆向选择理论,在委托人与代理人签订契约之前所产生的信息不对称行为,即事前机会主义行为;第二类则是道德风险理论,在委托人与代理人签订契约之后所产生的信息不对称行为,即事后机会主义行为。本书在研究上市公司委托—代理问题时,综合运用了以上两种代理理论进行分析。下面分别就这两种委托代理理论进行具体阐述。

(1) 逆向选择理论。逆向选择理论最早由美国经济学家 George A. Akerlof 于 1970 年提出,他以美国二手车市场为例,对由信息不对称引起的事前机会主义行为进行阐述。假设在二手车市场中只有好车与坏车两种情形,且只有车主本人知道车的真实质量,而买者不知道,这样卖者就会以次充好,以期从中渔利。但买者在不知道车子好坏的情形下,只愿意根据平均价格来问价,而车主也不愿意将好车按平均价格的水平卖出,这样买家就只能以平均价格买到坏车。但由此一来,买家对二手车市场中车辆平均质量的评价就会下降,从而导致其继续降低估

价,这样好车就更没有机会得到出售(因为此时好车的卖主无利可图,甚至会亏本)。演绎到最极端的情形就是二手车市场成了坏车市场,好的二手车全部被迫退出市场,从而导致市场上一辆车都不成交,即社会成交量小于实际均衡量,以上过程即被称为逆向选择问题。

在现代公司的委托—代理问题中,逆向选择问题则表现在契约设计以前,是由委托人与代理人之间存在的信息不对称而造成的代理冲突问题。在公司招聘经理人的过程中,应聘者的素质良莠不齐,由于信息获取的局限,委托人无法识别所有应聘者的全部信息和真实能力,要想通过例行的招聘程序从中挑选出最适合公司职位需求的人选如同碰运气一样。这样,在既定的市场平均薪酬水平下,一旦公司招聘的人选能力低下,必然难以提供与平均薪酬相匹配的工作业绩。而招聘的人选能力突出时,也难以在接受平均薪酬的情形下卖力工作。所以在委托人无法识别潜在代理人的条件禀赋时,委托人愿意支付的薪酬水平越来越低,由此越是劣质的潜在代理人越容易成为可能的代理人,从而导致劣者驱逐优者,最终会产生对应的代理成本(即选择劣者作为代理人从而对公司业绩所造成的损失)。

可见在事前机会主义行为的影响下,委托人如何设计契约,使有能力的代理人在接受契约的同时,又能保证委托人的期望达到最大,成为一个双方博弈选择的问题。在与代理人签订契约之前,委托人可以采取必要的措施消除和降低信息不对称所带来的潜在代理成本。一旦信息不对称所带来的损失大于因信息租金所带来的损失时,委托人就应该采取措施获取代理人的信息,以明确代理人的能力水平,从而设计出最优的委托—代理契约。

(2) 道德风险理论。事后机会主义指,交易各方在签约之后利用信息不对称与信息优势,通过减少自己的要素投入或采取机会主义行为,违背合同,钻制度、政策及合同的空子,采取隐蔽行动的方法以达到自我效用最大化而影响组织效率的道德因素,因为交易的一方因观察监督困难无法观察另一方的行为,或因成本太高根本无法监督对方的行为。这通常被称作“道德风险”。在现代公司中,为提高公司的经营效率,股东通常会通过契约的形式将公司的经营权委托给职业经理人,此时股东与经理人之间便存在着委托—代理关系。但在现实中由于委托人与代理人的契约并不完备,且双方存在信息不对称问题,导致要想代理人以委托人的利益最大化为目标,必须依赖于代理人的道德自律。但是由于委托人与代理人的身份地位不同,他们所追求的目标并不一致,股东希望其持有的股权价值最大化,而经理则希望自身效用最大化,因此在缺乏有效的监管之下,代理人很有可能存在道德风险行为侵害委托人利益。

代理人在与委托人签订契约之后产生道德风险行为的原因有三。其一是契约本身的不完备性,由于受信息传递、认知能力等条件的约束,契约双方是有限理



性的,很难对长期内可能发生的各种情况作出全面的计划安排,从而在签订契约时难免会有遗漏条款,契约双方无法通过对契约进行最优设计从而形成有效的监督约束机制,由此导致代理人可能会出现严重的道德风险行为;其二是信息不对称,在现实当中,由于委托人已经将经营权完全交给代理人,所以委托人对于公司实际经营活动等信息的掌握十分有限,代理人却拥有更全面的公司经营信息,而这些信息足以驱使他们采取恰当的行为,而且代理人的某些个人行为很隐蔽,很难被委托人察觉和提防,从而导致代理人利用自身信息优势来侵害委托人利益;其三是委托人与代理人之间的目标冲突问题,委托人追求的是企业市值的增长,提高其自身股权收益,而代理人的自身利益既取决于公司的发展水平,又受其他方面的影响,因此代理人就容易在自身利益的驱使下,通过手中掌握的权力资源为己谋私。总之,代理人往往采取以下几种常见的道德风险行为:利用公司资金进行过度的在职消费,如豪华办公室、高档度假娱乐、奢侈礼品等;着重于短期经营业绩,采取短视行为,造成公司的剩余损失;盲目扩大公司规模,倾向于将过多资源投向边际投资为负现值的项目等,如此种种的道德风险行为加剧了公司代理成本的产生。

3. 债务治理理论

债务治理的本质,即为寻求对公司资本结构进行优化调整的一个融资选择过程。资本结构具有公司治理效应,通过有效的债务治理行为来合理安排资本结构,有利于公司以最小的成本进行融资活动,从而为未来的发展争取到最大化的资金。而且在良好的债务治理环境下,更有利于约束规范公司的投资行为,提高公司的资金利用效率,进而影响公司治理环境的改善。对于债务治理领域研究最为广泛的就是对最优资本结构的确定,但至今尚未有一个比较统一的定论。各时期的学者们分别从不同的角度,如信息不对称、代理成本、财务困境、市场时机等方面探讨了确定资本结构最优化的可能性,并由此发展出以下几种具有代表性的债务治理理论:“MM理论”、静态均衡理论、啄食顺序理论以及市场时机理论。在本书对上市公司债务治理进行研究的过程中,综合运用了以上几种债务治理理论的思想进行了分析。以下分别对其进行简要阐述。

(1)“MM理论”。“MM理论”是由 Modigliani 和 Miller 提出,根据假设条件的不同分为无所得税“MM模型”和有所得税“MM模型”两种。其中无所得税“MM模型”是 Modigliani 和 Miller 于 1958 年 6 月发表于《美国经济评论》的《资本结构、公司财务与资本》一文中所阐述的基本思想。该理论的假设前提是完善的资本市场和资本的自由流动,同时不考虑公司所得税,且企业经营风险相同而只有资本结构不同,此时公司的资本结构与公司的市场价值无关。或者说,

当公司的债务比率由零增加到 100% 时, 企业的资本总成本及总价值不会发生任何变动, 即企业价值与企业是否负债无关, 从而不存在最佳资本结构问题。

然而现实中并不存在完善的资本市场, 且还有许多阻碍资本流动的因素, 尤其是所得税对各个公司而言都是存在的。因此, 后来 Modigliani 和 Miller (1963) 又对“MM 理论”进行了一定的修正, 将所得税因素纳入到新的“MM 模型”中去。他们发现, 在考虑公司所得税的情况下, 尽管股权资金成本会随负债比率的提高而上升, 但上升速度却会慢于负债比率的提高。由于负债的利息是免税支出, 可以降低综合资本成本, 增加企业的价值。因此, 有所谓“MM 理论”认为, 在考虑所得税后, 公司使用的负债越高, 其加权平均成本就越低, 公司收益乃至价值就越高, 公司只要通过财务杠杆利益的不断增加, 而不断降低其资本成本, 负债越多, 杠杆作用越明显, 公司价值越大。当债务资本在资本结构中趋近 100% 时, 才是最佳的资本结构, 此时企业价值达到最大。最初的无所得税“MM 理论”和修正的有所谓“MM 理论”是资本结构理论中关于债务配置的两个极端看法。

(2) 静态均衡理论。静态均衡理论认为“MM 理论”忽略了财务困境成本和代理成本这两种现代公司形态中的常见因素, 而只要运用负债经营, 就可能会发生财务困境成本和代理成本。因此, 静态均衡理论通过放宽“MM 理论”完全信息以外的各种假定, 考虑在税收、财务困境成本、代理成本分别或共同存在的条件下, 资本结构如何影响企业市场价值。根据该理论的思想, 进行负债融资的公司其价值应按以下公式确定: $\text{运用负债融资的公司价值} = \text{无负债公司价值} + \text{运用负债减税收益} - \text{财务困境预期成本现值} - \text{代理成本预期现值}$ 。

上述公式表明, 负债可以给公司带来减税效应, 使企业价值增大, 这是由于债务利息和股利的支出顺序不同, 世界各国税法基本上都准予利息支出作为成本税前列支, 而股息则必须在税后支付。负债有利于企业管理者提高工作效率、减少在职消费, 更为关键的是, 它有利于减少企业的自由现金流量, 从而减少低效或非盈利项目的投资。但是, 随着负债减税收益的增加, 两种成本的现值也会增加, 且个人税对公司税会起到抵消作用。债务的成本收益会驱使低负债公司提高杠杆比率, 而高负债企业则会降低杠杆比率, 因此公司存在一个理想的财务杠杆比率目标和回复到该目标的趋势。根据均衡理论的分析, 最优资本结构取决于债务的边际成本, 也就是边际收益时的水平。只有在负债减税利益和负债产生的财务困境成本及代理成本之间保持平衡时, 才能确定公司的最优资本结构, 即减税收益等于两种成本现值之和时的负债比率。在静态均衡理论中, 公司负债比率的变化是对举债利弊进行权衡的结果, 因此, 在一定的投资机会下, 盈利能力强的公司有更高的杠杆比率。



(3) 啄食顺序理论。啄食顺序理论 (The Pecking Order Theory) 放宽了“MM 理论”完全信息的假定, 以不对称信息理论为基础, 并考虑相应代理成本的存在, 认为股权融资会传递公司经营的负面信息, 而且外部融资要多支付各种成本, 因而公司融资一般会遵循内部融资、债务融资、股权融资这样的先后顺序。Myers 和 Majluf (1984) 的研究表明, 当存在公司外部投资者和内部经理人之间的信息不对称时, 由于投资者不了解公司的实际类型, 只能按照对公司价值的期望来支付公司价值。如果股票价格被高估, 公司管理者会利用其内部信息发行新股, 但投资者会意识到信息不对称的问题, 因此当公司宣布发行股票时, 投资者会调低对现有股票和新发股票的估价, 导致股票价格下降、公司市场价值降低。所以在信息不对称情形下, 公司发行新股票是一个坏消息, 如果公司具有内部盈余的话, 公司应当首先选择内部融资的方式。内部融资主要来源于公司内部自然形成的现金流, 它等于净利润加上折旧减去股利。由于内部融资不需要与投资者签订契约, 也无须支付各种费用, 所受限制少, 因而是首选的融资方式。当公司必须依靠外部资金时, 如果可以发行与非对称信息无关的债券, 则公司的价值也不会降低, 因此债券融资比股权融资具有较高的优先顺序。其次是低风险债券, 再次是高风险债券, 最后在不得已的情况下才发行股票。

信息不对称还导致了另外一个严重的问题——各种融资方式之间的代理成本差异。从代理成本的角度来考虑问题, 由于内部经理人和外部投资者之间信息的不对称, 进行任何外部融资都会产生代理成本, 引起公司价值的下降, 而如果采用内部融资的方式则不会增加公司的代理成本, 因此内部融资是比外部融资优先的融资方式。Jensen 和 Meckling (1976) 的模型证明, 假设公司仅采取外部股权的融资方式, 由于信息不对称、存在道德风险问题, 内部经理人有可能采取过度的在职消费行为, 从而降低公司的价值。因此内部融资优于外部股权融资。啄食顺序理论主要考虑在公司内外关系人之间的信息不对称, 以及相应的代理成本的条件下, 得到了公司价值同资本结构相关存在最优的资本结构的结论。在啄食顺序理论中, 公司在经营好的时候要储备现金或举借少量债务, 以避免将来投资时采用昂贵的外部融资方式, 因此, 在一定的投资机会下, 盈利能力强的企业反而有更低的杠杆比率, 高的利润留存和低的负债比率是拥有高融资能力的表现。

(4) 市场时机理论。除了以上几种传统的资本结构理论以外, 随着行为金融研究的深入发展, 国外学者开始从市场参与者的非理性行为视角研究公司的融资活动, 提出了一种全新的资本结构理论, 即市场时机资本结构理论。该理论突破了传统资本结构理论关于理性人及完全套利的假设, 通过研究管理者如何利用股票市场机会来选择融资工具, 利用市场上暂时出现的低成本融资优势, 使现有股东价值最大化, 从而形成长期资本结构的一种理论分析框架。Baker 和 Wurgler



(2002) 于《市场时机与资本结构》一文中率先对市场时机影响公司资本结构进行了系统性研究。他们认为存在两种形式的市场时机,从而导致相似的资本结构动态。第一种是 Myers 和 Majluf (1984) 提出的理性管理层和投资者的逆向选择成本都因公司和时机的不同而不同。Baker 和 Wurgler 使用市值账面比来衡量逆向选择的波动,发现如果偏离最优资本结构的成本比发行股票的成本小,那么历史上市值账面比的变动就会对公司资本结构产生长期的影响。第二种是股票市场时机涉及非理性投资者和随时间变化的定价误差。管理层只有在认为股权融资成本是非理性降低时才会选择发行股票,只有在认为股权融资成本受到非理性抬升时才会选择回购股票。

股票错误定价和信息动态不对称这两种市场时机模式都可能导致相似的动态资本结构, Baker 和 Wurgler 的研究并没有区分这两种模式,但大量股票市场错误定价的证据表明,明显的错误定价是融资者选择股票市场时机的重要动因。而且,他们证明了市场时机会对管理层的融资决策产生重要影响,公司市场价值的变化对于资本结构具有很大的影响,且这种影响作用可以持续 10 年之久。根据市场时机理论,资本结构在很大程度上是公司在过去捕捉市场时机时努力积累的结果,因此不存在最优的资本结构。通过捕捉市场机会的融资决策将最终积累为公司当前的资本结构。

三、本书的主要安排

1. 研究逻辑

本书紧密围绕股权分置改革这一中国资本市场上的历史性变革活动,以股权分置改革的对象——国内上市公司为研究目标,试图深入探讨我国上市公司的股权分置改革效应影响,即上市公司在完成股权分置改革之后,其内部治理层面的各方面会产生哪些新的变化,这些变化又会对上市公司的股东、债权人及外部投资者等相关利益主体造成何种影响。据此,本书将按以下的思路来展开研究:以股权分置改革为中心主线,在上市公司治理的框架下,分为三条支线来具体考察上市公司的股权分置改革效应影响作用。业绩指标能够最为直接、简明地反映出公司价值水平及运营状况,而股权分置改革从理论上讲改善了公司的经营环境,应当对上市公司的业绩水平产生促进作用。所以本书的第一条逻辑支线就是,我国上市公司的业绩水平在进行股权分置改革之后会有所提升。股权分置改