

# New CORPORATE FINANCE WHEN THEORY MEETS PRACTICE

[美] 小唐纳德·H·丘 (Donald H. Chew, Jr.) 主编 第3版  
思腾思特公司 (Stern Stewart & Co.)

## 新公司金融 理论与实践

金融学系列



中信出版社  
CHINA CITIC PRESS

# New CORPORATE FINANCE WHEN THEORY MEETS PRACTICE

第3版

## 新公司金融 理论与实践

[美] 小唐纳德·H·丘 (Donald H. Chew, Jr.) ◎ 主编  
思腾思特公司 (Stern Stewart & Co.)

朱 犖 梁 鑫 张 睿 秦 蕾 ◎ 译  
瞿 强 ◎ 译校

金融学系列

## 图书在版编目 (CIP) 数据

新公司金融: 理论与实践/ [美] 丘, 思腾思特公司主编; 朱肇等译. —北京: 中信出版社, 2007. 9  
书名原文: New Corporate Finance: When Theory Meets Practice  
ISBN 978-7-5086-0832-7

I. 新… II. ①丘…②思…③朱… III. 公司—金融—研究 IV. F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2007) 第 013778 号

The New Corporate Finance: Where Theory Meets Practice by Donald H. Chew, Jr.

Copyright © 2001, 1999, 1993, by The McGraw-Hill Companies, Inc.

Simplified Chinese translation edition jointly by McGraw-Hill Education (ASIA) Co. and CHINA CITIC PRESS (CITIC Publishing House).

ALL RIGHTS RESERVED.

本书中文简体字翻译版由中信出版社和美国麦格劳-希尔 (亚洲) 出版公司合作出版, 未经出版者预先书面许可, 不得以任何方式复制或抄袭本书的任何部分。本书封面贴有 McGraw-Hill 公司标签, 无标签者不得销售。

## 新公司金融: 理论与实践

XIN GONGSI JINRONG

编 者: [美] 小唐纳德·H·丘 思腾思特公司

译 者: 朱 肇 梁 鑫 张 睿 秦 蕾

译 校: 瞿 强

出 版 者: 中信出版社 (北京市朝阳区东外大街亮马河南路 14 号塔园外交办公大楼 邮编 100600)

经 销 者: 中信联合发行有限责任公司

承 印 者: 中国农业出版社印刷厂

开 本: 787mm×1092mm 1/16 印 张: 51.25 字 数: 1 148 千字

版 次: 2007 年 9 月第 1 版 2007 年 9 月第 1 次印刷

京权图字: 01-2005-6337

书 号: ISBN 978-7-5086-0832-7/F·1120

定 价: 180.00 元

## 版权所有·侵权必究

凡购本社图书, 如有缺页、倒页、脱页, 由发行公司负责退换。

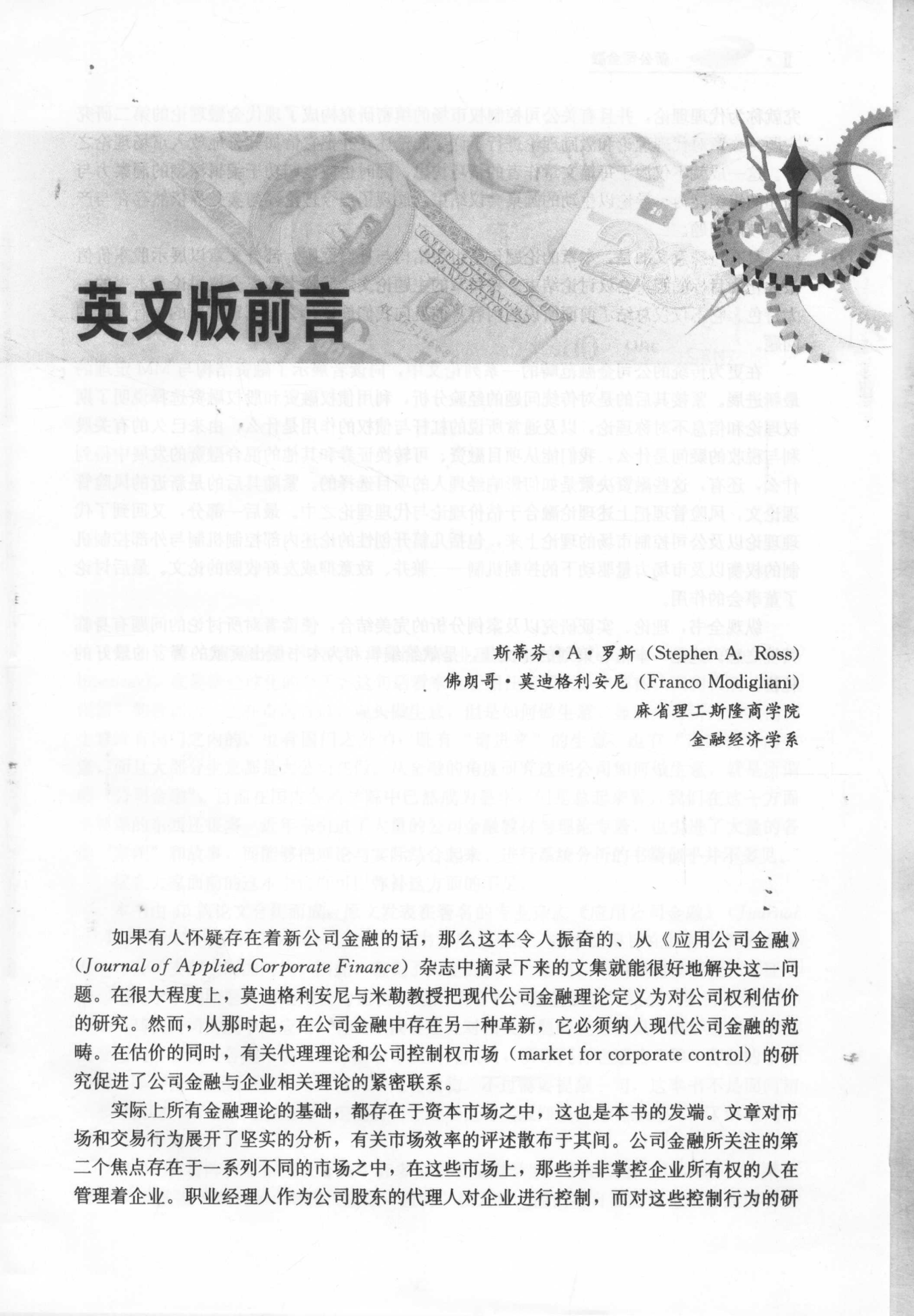
http: //www.publish.citic.com

E-mail: sales@citicpub.com

author@citicpub.com

服务热线: 010-85322521

010-85322522



# 英文版前言

斯蒂芬·A·罗斯 (Stephen A. Ross)

佛朗哥·莫迪格利安尼 (Franco Modigliani)

麻省理工斯隆商学院

金融经济学系

如果有人怀疑存在着新公司金融的话,那么这本令人振奋的、从《应用公司金融》(*Journal of Applied Corporate Finance*)杂志中摘录下来的文集就能很好地解决这一问题。在很大程度上,莫迪格利安尼与米勒教授把现代公司金融理论定义为对公司权利估价的研究。然而,从那时起,在公司金融中存在另一种革新,它必须纳入现代公司金融的范畴。在估价的同时,有关代理理论和公司控制权市场 (market for corporate control) 的研究促进了公司金融与企业相关理论的紧密联系。

实际上所有金融理论的基础,都存在于资本市场之中,这也是本书的发端。文章对市场 and 交易行为展开了坚实的分析,有关市场效率的评述散布于其间。公司金融所关注的第二个焦点存在于一系列不同的市场之中,在这些市场上,那些并非掌控企业所有权的人在管理着企业。职业经理人作为公司股东的代理人对企业进行控制,而对这些控制行为的研

究就称为代理理论，并且有关公司控制权市场的缜密研究构成了现代金融理论的第二研究主题。文章对代理理论和激励理论进行了详尽的论述，并把它恰如其分地放入市场理论之中。这一成就不仅源于每篇文章作者的精巧构思，同时也应该归功于编辑深刻的洞察力与高超的组织能力。导论以生动的圆桌会议结束，展现了当今理论界与实务界依然存在与产生分歧的问题。

具有特殊意义的是，本章的论题包括组织结构与补偿原则。部分文章以展示股东价值最大化为目标的圆桌会议讨论结束。在每章的主题论文之后加上圆桌会议讨论是本书的一大特色。它不仅仅总结了前面所说的内容，而且向我们展现什么是真正重要的、有争议的问题。

在更为传统的公司金融范畴的一系列论文中，向读者展示了融资结构与MM定理的最新进展。紧接其后的是对传统问题的经验分析，利用债权融资和股权融资选择说明了期权理论和信息不对称理论，以及通常所说的杠杆与债权的作用是什么，由来已久的有关股利与税收的疑问是什么，我们能从项目融资、可转换证券和其他的混合融资的发展中得到什么，还有，这些融资决策是如何影响经理人的项目选择的。紧随其后的是新近的风险管理论文，风险管理把上述理论融合于估价理论与代理理论之中。最后一部分，又回到了代理理论以及公司控制市场的理论上来，包括几篇开创性的论述内部控制机制与外部控制机制的权衡以及市场力量驱动下的控制机制——兼并、敌意抑或友好收购的论文。最后讨论了董事会的作用。

纵观全书，理论、实证研究以及案例分析的完美结合，使读者对所讨论的问题有身临其境之感。这是一本精心策划的论文集，是献给编辑和为本书做出贡献的著者的最好的礼物。



# 译者序

很多年前，美国就有一句名言，“美国的事业就是做生意”（the business of America is business），在经济全球化的今天，这句话看来也适用任何国家。中国在认识到长期“清谈误国”的教训后，正在奋起直追，埋头做生意，但是如何做生意，显然大有讲究。我们的生意既有国门之内的，也有国门之外的；既有“请进来”的生意，也有“走出去”的生意，而且大部分生意都是大公司在做。从金融的角度研究这些公司如何做生意，就是所谓的“公司金融”，目前在国内各商学院中已然成为显学，但是总起来看，我们在这一方面要补课的东西还很多。近年来引进了大量的公司金融教材与理论专著，也引进了大量的各类“案例”和故事，而能够把理论与实际结合起来、进行系统分析的书籍似乎并不多见。

摆在大家面前的这本书恰好可以弥补这方面的不足。

本书由 45 篇论文合集而成，原文发表在著名的专业杂志《应用公司金融》（*Journal of Applied Corporate Finance*）上。正如书名所呈现的，这本文集旨在弥补艰深的金融理论与公司实践之间的鸿沟，因此，避免了大量的技术性难题，不纠缠前提假设、实证检验这些纯学术的问题，而是用较为通俗易懂的语言和大量的图表介绍公司财务理论的进展，及其在公司实践中的应用，有助于读者建立对相关问题的直觉认识。由于这些文章起初设想的读者就是各类市场人士，而非专业研究人员，所以同样也适合 MBA 专业的学生阅读，是《公司金融原理》之外理想的配套读物。不过需要提醒一句，这本书不是面向初学者的读物，而是面向已经有一定的公司金融理论与实践知识，并且想进一步了解现代公司金融的中高级读者。

本书的作者阵容非常强大，其中有多位顶级金融学家，例如詹森（Jensen）、布莱克（Black）、默顿（Merton）等现代金融“教父”级人物，他们对自己的理论用普通读者易

于理解的方式进行了系统的回顾与阐述；也有很多在某个具体领域有特殊心得的研究者和公司。全书虽然是文集，但是经过编者精心安排，内容划分为6篇结构，涵盖现代公司金融理论与实务的主要领域，各篇乃至各章之间既保持相对独立，又是一个相互关联的逻辑整体。第一篇是“人与市场”，开篇即是詹森的名文“人性”，可以说是从“基因”层面上讨论企业乃至经济发展的根本动力，据了解，多年来哈佛商学院的新生入学之初都要学习，读来颇开眼界；第二篇是“公司战略与结构”，包括公司财务战略、组织设计以及评价体系；第三篇是“资本结构与股利政策”，重点是围绕MM定理的争论与发展；第四篇是“融资”，包括首次公开发行、股权与债权融资比较以及一些新的融资工具介绍；第五篇是“风险管理”，既有对金融创新的整体回顾，也有“VaR”技术的实践应用；第六篇是“公司重组与公司治理”，这是一个既有理论争论也有重要实践意义的研究领域。书中各篇开头都有很好的简介，我在这里就不再“画蛇添足”了。

这本书还有一个值得重视的特点，就是在各篇的结束都有一个“圆桌会议”，由著名的咨询公司或大银行主持，邀请大公司高级主管和著名学者对相关主题进行面对面的讨论与交锋，书中按原貌提供了会议记录，具有很强的“现场感”，仔细阅读相当于参加了多场高层次讨论会，仅此一项，就已经物有所值了。

当然，像所有的引进图书一样，这本书是外国人写给外国人看的，中国的公司制度、产权结构，公司所处的资本市场与外部政治经济环境都有很大不同，这些毋庸译者赘述，恐怕一时半会儿也难以解决；但是深入了解发达经济中公司金融的理论与实践，至少可以为我们提供一个可资借鉴与比较的尺度，有了这个尺度，就能衡量距离。

瞿 强

2005年3月

署名与分工：

朱 犖（翻译第一篇；第五篇）

梁鑫（翻译第二篇；第三篇）

张睿（翻译第四篇）

秦蕾（翻译第六篇）

瞿强对全部译稿进行了通读与译校。



# 目 录

|           |     |
|-----------|-----|
| 导 论 ..... | (1) |
|-----------|-----|

## 第 I 篇 人与市场

|                            |      |
|----------------------------|------|
| 第 1 章 人性 .....             | (17) |
| 第 2 章 股票市场效率理论：成就与局限 ..... | (33) |
| 第 3 章 市场的神话 .....          | (51) |
| 第 4 章 研发与资本市场 .....        | (75) |
| 第 5 章 关于关系投资与股东沟通的讨论 ..... | (91) |

## 第 II 篇 公司战略与结构

|                              |       |
|------------------------------|-------|
| 第 6 章 金融理论与金融战略 .....        | (127) |
| 第 7 章 组织架构经济学 .....          | (139) |
| 第 8 章 能力与资本投资：资本预算的新观点 ..... | (155) |

|      |                         |       |
|------|-------------------------|-------|
| 第9章  | EVA®财务管理系统 .....        | (171) |
| 第10章 | 总量薪酬战略 .....            | (191) |
| 第11章 | 斯特恩·斯图亚特 EVA®圆桌会议 ..... | (203) |

### 第Ⅲ篇 资本结构与股利政策

|      |                               |       |
|------|-------------------------------|-------|
| 第12章 | MM定理 30年 .....                | (235) |
| 第13章 | 资本结构之谜：另眼看实证 .....            | (247) |
| 第14章 | 融资体系：杠杆、债务期限与优先权 .....        | (261) |
| 第15章 | 谁是大宗股票收购中的赢家——买方还是卖方？ .....   | (277) |
| 第16章 | 削减股利的全球现象：佛罗里达电力照明公司的案例 ..... | (291) |
| 第17章 | 美洲银行圆桌会议：资本结构与股东价值之间的联系 ..... | (305) |

### 第Ⅳ篇 融 资

|      |                                    |       |
|------|------------------------------------|-------|
| 第18章 | 融资：理论与实证 .....                     | (341) |
| 第19章 | 美国公司融资创新调查：1970~1997 .....         | (361) |
| 第20章 | 首次公开发行 .....                       | (387) |
| 第21章 | 网上投资银行业务：信息技术对关系银行业务的影响 .....      | (399) |
| 第22章 | 银行贷款与众不同吗：股票市场的一些证据 .....          | (409) |
| 第23章 | 可转换债券：匹配融资与真实期权 .....              | (421) |
| 第24章 | 流动性收益期权票据的起源：金融创新的一个<br>案例研究 ..... | (439) |
| 第25章 | 混合债券在公司风险管理中的作用 .....              | (451) |
| 第26章 | 利用项目融资为基础设施投资筹集资金 .....            | (465) |

### 第Ⅴ篇 风险管理

|      |                          |       |
|------|--------------------------|-------|
| 第27章 | 金融创新：成就与展望 .....         | (487) |
| 第28章 | 战略风险管理 .....             | (497) |
| 第29章 | 风险管理的反思 .....            | (525) |
| 第30章 | 默克公司识别、衡量以及对冲货币风险 .....  | (547) |
| 第31章 | 金融企业中的风险资本理论 .....       | (559) |
| 第32章 | 如何利用布莱克—斯科尔斯公式中的漏洞 ..... | (581) |
| 第33章 | VaR方法：运用与滥用 .....        | (591) |
| 第34章 | 公司保险策略：英国石油公司的案例 .....   | (609) |
| 第35章 | 关于衍生工具与公司风险管理的讨论 .....   | (625) |

### 第Ⅵ篇 公司重组与公司治理

|      |                        |       |
|------|------------------------|-------|
| 第36章 | 现代工业革命、退出与内控系统失灵 ..... | (649) |
| 第37章 | 公司重组的动机与方式 .....       | (669) |
| 第38章 | 换股合并对股东（及债权人）财富的影响：    |       |

|        |                                      |       |
|--------|--------------------------------------|-------|
|        | 关于公司业务集中的价值的更多证据 .....               | (689) |
| 第 39 章 | 成本法还是权益法：这重要吗？ .....                 | (703) |
| 第 40 章 | 来自中等规模杠杆收购市场的教训 .....                | (715) |
| 第 41 章 | 杠杆重组及其对公司过度投资的制约作用 .....             | (731) |
| 第 42 章 | 换股分立创造价值的一些新证据 .....                 | (745) |
| 第 43 章 | 20 世纪 80 年代收购定价与财务结构的演变（或失败） .....   | (755) |
| 第 44 章 | 杠杆收购——财务结构与战略的演变发展 .....             | (775) |
| 第 45 章 | 大陆银行关于 20 世纪 90 年代公司董事会角色的圆桌会议 ..... | (789) |



# 导 论

## 20 世纪 80 年代与 90 年代的金融创新

小唐纳德·H·丘 (Donald H. Chew, Jr.)

思腾思特公司 (Stern Stewart Co.)

在过去的 40 年里，有关公司金融的理论与实践获得了长足的发展。自 20 世纪 50 年代后期，佛朗哥·莫迪格利安尼 (Franco Modigliani) 与默顿·米勒 (Merton Miller) 的开创性论文发表以来，公司金融已进化到现在的面貌，它预测了公司实践中一浪接一浪的创新，并对这些创新做出了积极的响应。

20 世纪 60 年代，“杠杆收购”的浪潮中发生了第一宗上市公司被其他公司接管的事件。70 年代诞生了垃圾债券，还诞生了股票期权以及一系列其他可在交易所交易的衍生品，诸如基于外汇、利率和商品价格交易的期货。

20 世纪 80 年代，金融创新的速度急剧加快。在 20 世纪 70 年代期货市场的成功的基础上，80 年代涌现出来的有助于风险管理的新证券品种多得让人惊讶：(1) 通货、利率和商品互换；(2) 以外汇、利率和商品价格为基础的可在交易所交易的期权；(3) 股指期货以及一些以一篮子货币、利率和商品价格为基础的新的期货合约；(4) 具有标准债券以

及远期或期权特点的混合债券。但是，垃圾债券市场的迅猛发展，不仅使那些很有前景但规模太小而够不上信用评级的公司能够获取资金，同时也产生了意想不到的结果，即产生了杠杆收购、大额股票回购、公司剥离，换股分立（spin-off）以及交易额以数十亿计的杠杆收购——所有这些都结合在一起，称为“公司重组”（corporate restructuring）。

随着金融创新的加快，理论与实践的关系变得更加动态了。一方面，理论发展促进了创新实践的发展。在 20 世纪 80 年代的 10 年中，华尔街首先接受了那些交易商们认为不可思议的金融经济学理念，并且把它推广开来。如果说理论对实践产生了影响，那么，公司新式证券发行浪潮、风险管理实践和组织结构的变迁同样促进了理论的发展。公司证券发行与组织结构变化的实践为金融经济学提供了一个巨大的实验室，在这个实验室里，他们能够观察、验证资本市场的运行。正如本书所指出的，诸如此类的实验有助于金融学者去拓展、逐步修正他们的思维，从而大大促进 20 世纪 90 年代公司金融的实践。

## 公司重组的结果

学术思想的进步推动了公司财务的新进展，在回顾这些学术进步之前，我们将考察金融创新对经济的冲击。这些变化将带来什么样的实质性成就呢？在开始这个最具争议的话题之前，让我们先来看看公司重组。

在常人眼里，关于杠杆重组的看法早已成为定论了。受 1989 年以来的一系列破产事件、公众对储蓄与贷款协会（S&L）愤怒情绪以及在 20 世纪 90 年代初期经济不景气的大环境的影响，华尔街饱受公众意见、政治上严密审查以及人们对 20 世纪 30 年代的“重新管制”（reregulation）眷恋的冲击。另一方面，公司重组带来了一个显著的趋势，即产生了规模较小、分散程度较小、效率更高、在多数情况下为私人所拥有的公司。然而，在改进美国公司的同时，杠杆重组孕育了一群被称为公司袭击者的资本家，这很明显，后者必然会对大众传媒以及相关的政治家产生影响。一些传媒把杠杆接管者的杠杆收购活动视为极尽个人贪欲、毫无怜悯之心的行径，从而不约而同地得出以下结论：重组与其他形式的“金融工程”因裁减员工、压缩研发经费和降低资本投资的短视行为，将摧毁美国工业未来的竞争力。

然而，公司重组会给公众带来什么样的影响，我们从金融经济学家那里却得出一个不同的结论。大量的学术研究表明，杠杆重组为股东创造了巨大的财富，同时增进了公司效率。在这些研究的基础之上，哈佛大学的迈克尔·詹森（Michael Jensen）教授做出了一个保守的估计，即 1976～1990 年，股东从兼并、接管、剥离、换股分立以及杠杆收购中得到了 6 500 亿美元的价值。这一数值仅仅是出售方在交易中的利润所得，还不包括购买方的利润所得（那些资本袭击者也在其中，在 20 世纪 80 年代，他们所宣称的巨额利润往往成为传媒最喜欢抨击的对象）。同样，来自在收购兼并中被接管的威胁而推动的改革，从而促使公司业绩的提高部分也不包括在内。

同时，詹森指出，日益增多的有关杠杆收购和其他的杠杆资本重组的论文表明，公司的运营效率得到了显著的提高——因为伴随着交易的进行，股票的价格上升了。而且从总体上看，没有证据表明这类公司在员工雇佣、运营费用或研发费用上会有很大的削减。实

际上,在 20 世纪 80 年代杠杆重组的高峰期,美国经济是处于持续 92 个月的上升阶段的中点上,就业率很高,公司的资本支出和研发费用稳步增长,在 90 年代初期短暂的小衰退之后,美国经济继续快速地增长。

当然,许多在 1986 年进行的高杠杆交易陷入了危机(詹森认为,在很大程度上是由于交易商与投资者之间激励机制设置的不对称而引发系统性过度支付造成的)。因此,股东的部分所得是以向这一交易提供融资的债券持有者和贷款者的利益为代价的。詹森估计,在这一杠杆交易中,由于债券持有者、银行以及其他提供信贷者的损失最多不超过 500 亿美元。在危机的后几年里,垃圾债券市场出乎意料地再度繁荣,以及银行监管者对高杠杆交易监管的放松,意味着实际损失远远比这一估计的数据要小得多。这一损失不仅与股东从重组中的所得,而且与房地产贷款所造成的损失相比都是很微小的,认识到这一点是极为重要的。房地产贷款是储蓄与贷款协会(S&Ls)最大的问题(垃圾债券很难在统计分析中显现出来),许多商业银行更是如此。若向前推想一步,将得出以下推论:房地产的损失以及由此引起的监管部门的反应与信贷收缩,是 20 世纪 90 年代初期经济衰退的主要原因。

“20 世纪 80 年代的重组降低了美国制造业的国际竞争力”这一流行说法,与 20 世纪 90 年代初期商务部公布的一些宏观数据不一致。按照美国劳动统计局的数据,在 1982~1990 年制造业迅猛增长,同时单位劳动实际成本大幅下降。同样,在 1985~1991 年的 6 年中,美元贬值所造成的美国商品与劳务出口的真实值增加了 75%,当时大部分经济发达国家的经济一片衰退,如此迅猛持续的出口增长无疑让人耳目一新。

## 20 世纪 90 年代:创新与“信贷收缩”

20 世纪 90 年代的第一年,杠杆重组几乎销声匿迹了,因为没有迹象表明存有一个运营良好的公司控制权市场。当时唯一的一桩敌意收购是,美国电话电报公司(AT&T)收购 NCR,这一收购行为为公司袭击者提供了许多机会。

尽管杠杆重组的规模大为缩减,金融创新在 20 世纪 80 年代开创的公司风险管理领域上继续前进。20 世纪 80 年代,期货、互换和期权的运用有着稳定的增长,但到 20 世纪 90 年代应用就加快了。更具讽刺意味的是,向金融创新形式之一的杠杆收购与高杠杆交易实施高压监管政策,也是引发严厉的信贷收缩的主要原因,终止了推进其他的金融创新的势头。在 20 世纪 90 年代初期,刮起一股发行衍生工具以及债券与衍生工具的混合证券的飓风,以帮助那些规模较小、风险较大的公司在信用条件苛刻的情况下能进行融资。

20 世纪 70 年代后期至 80 年代初期,新型期货、互换、期权的出现与崛起,主要是资本市场对汇率、利率和商品价格的急剧波动的回应。除了为投资者和公司提供了低成本对冲价格波动风险的工具之外,新兴市场为那些融资结构复杂的公司提供了融资套利的机会。例如,零息债券与以日元为面值的组合债券,进行日元与美元的货币互换,可以使一些大公司降低它们的总融资成本,这一成本比美国的国债利率还低。结合浮动利率与利率互换可以复制出复合固定利率债券,而使一些以传统固定利率融资、风险较高的借款者的成本降低。

在价格波动日益增大的同时，20 世纪 80 年代初的高利率促使公司风险管理上的另一创新：新的公司混合债券品种日益增多。这些证券之所以被称为混合债券，是因为它们能有效地把远期与期权的特征加入到传统固定利率债券的发行中去。可转换债券是典型的例子，相当于在低息债券中加入可以购买公司股权的期权，也叫认股权证（warrant）。20 世纪 80 年代混合债券的一个最显著的特征就是，它们的收益不是与公司的股票价格挂钩，而是与一系列种类不断增多的普通（general）经济变量挂钩。比如，在 1980 年，阳光矿业公司债券本金的偿付是与白银的远期价格相联系的。随后在 20 世纪 80 年代发行的公司混合债券本金与利息的支付是汇率、利率、股价指数以及一些诸如石油、黄金、铜与天然气等商品价格的指数化。这些证券的设计者是那些风险较大，而且公司价值通常受到商品价格影响的公司。要让债券持有者像股东一样有效地参加到公司利润的分享中来，就要把它们的利息支付降低至可以操作的范围。

正如《纽约时报》一篇文章所说，20 世纪 90 年代是混合证券的繁荣期。然而，与 80 年代不同的是，推动 90 年代初期混合证券迅猛发展的原因不再是利率的水平（lever，以现在标准来衡量当时的利率是很低的），而是日益扩大的信贷差价（spread）——当时仅有那些业绩优良的借款者才可以免除这一差价。信贷差价不仅仅是市场对银行与债券持有者损失的自然“校正”，也是从 1989 年开始施加在非投资评级债券上严格监管的后遗症。

20 世纪 90 年代初，许多公司利用混合债券来降低融资风险与利息的现金支付，以此稳定运营现金流的预期水平，这一创新工具却使公司免遭意想不到的高利率之苦，从这种意义上说，以新的混合债券形式出现的金融创新，扮演着类似 80 年代初期垃圾债券的角色：它们让风险较高的公司获取资金，并且使它们适应 90 年代初期严酷的融资环境。

对这一证券创新，默顿·米勒给出了另一解释：监管的变革像是“牡蛎中的一粒沙子”，激励着金融体系不断地创新。20 世纪 90 年代新型混合债券的不断涌现再一次证明，我们的资本市场在规避监管障碍、促进经济发展方面的灵活性。

## 现代理论的起源

既然前面已提及米勒教授，那么我们就从对公司金融实践变迁的回顾转到理论发展的简要评述上来吧。

现代公司金融理论发端于佛朗哥·莫迪格利安尼与默顿·米勒在 20 世纪 50 年代末 60 年代初提出的著名的“不相关”（irrelevance）定理。考虑到 20 世纪 80 年代蓬勃开展的资本重组运动以及随之而来的股东价值的大量增加，以“公司融资策略不相关”的理念作为开端似乎是令人费解的。因为 MM 定理（M&M propositions）第一次把严格的经济学逻辑运用于公司融资决策的分析之中。这样一来，米勒与莫迪格利安尼就改变了以往公司金融那种学徒式的教学方式——确切地说，是哈佛大学案例教学，从而把它进化为一个更为系统更为科学的学科。先是莫迪格利安尼在 1985 年荣获诺贝尔经济学奖，1990 年米勒紧随其后 [最近，罗伯特·莫顿（Robert Merton）与迈伦·斯科尔斯（Myron Scholes）也荣获诺贝尔奖]，这就是对他们实现了公司金融学科内在逻辑一致性与预测能力的完美结合的最好认可。

但是, MM 不相关定理 (M&M irrelevance propositions) 说明了融资决策中的什么问题呢? 矛盾的是, 它似乎在说明这样一个问题: 不论公司的融资决策选用哪种证券融资, 是采取债权融资抑或是股权融资, 对公司的价值都没有实质性的影响。一个 MM 资本结构定理的孪生理论似乎也说明了公司股利政策, 即公司把多少比例的盈利发放给股东而不是留存在公司中继续经营, 对公司的市场价值同样是毫无影响的。根据 MM 定理, 公司的价值是由投资与运营决策决定的, 由那些能够产生公司的运营资金的“真实”决策决定的。(更精确地说, 公司价值是由公司现在的财产与未来的成长机会所带来的未来现金流的贴现值加以计算的, 是产生与支持这些现金流所必需的附加投资额的净现值。)

因而, 公司资本结构与股利政策只被看作是商业活动所产生的运营现金流进行分割、重新包装后发放给投资者的一种行为。诸如此类“仅仅是融资决策”被认为是不会从系统上对“真实”决策产生任何影响的。比如说, 在假定公司经营管理行为不变的情况下, 不管债务权益比是 30% 还是 300%, 这种融资决策都不会有意义的。

然而, 在 1989 年《MM 定理三十年》一书中, 米勒再次评价了这一定理:

公司融资结构中资本结构不相关或不产生影响的观点, 虽然依旧归功于我们的发现, 但已经与当初我们真正所说的理论假设在现实世界中的运用相去甚远了。

MM 定理是在一系列严格的假设条件下才能成立, 最重要的假设如下: (1) 不同证券的税收待遇无显著差异; (2) 有关公司盈利预期的可靠信息能够自由地为投资者所获取 (也就是说, 投资者和管理人员对公司前景的预期无显著差异); (3) 如上所说, 公司投资决策不受融资 (股利) 决策的影响。

那么, MM 定理对那些公司运营参与者, 尤其是那些高薪聘用的财务总监来说, 做出据称是“毫无关系”的决策意味着什么呢? 对这一问题的看法, 存在两种立场不同的见解: 消极的与积极的。

消极的观点在斯图尔特·迈尔斯 (Stewart Myers) “财务杠杆是毫无魔力可言的”的表述中很清楚。推销证券的投资银行家喜欢向投资者展示增加杠杆对提高预期每股收益的奇妙作用。人们通常认为, 如果公司用发行债券获取的资金去回收股权, 只要资本的投资回报率超过公司债权融资的税后利率——那是仅仅可以接受的盈利率的标准, 那么每股收益将会不断攀升。米勒与莫迪格利安尼则认为这是幻觉效应。因为这种分析并没有注意到, 随着公司融资杠杆的不断增高, 权益的风险也会相应增大。而随着权益风险的增大, 股东必然要求得到更高的回报, 这样市盈率必然下降, 使得净效应化为了泡影。

杠杆收购和其他形式的杠杆融资的一个成功之处在于, 它们通过会计方法的运用来揭示“管理所得”是基本无效的。杠杆重组运动把公司经理从另一教训中解救出来: 直到大约 1989 年中期的敌意收购运动突然中止, 那些依然遵循旧的会计标准进行着不经济的融资决策的上市公司仍在为雄心勃勃的投资者创造着获取暴利的机会, 让他们能看穿会计报表的面纱去发掘隐藏其下的现金流。对公司袭击者和其他私有公司 (或是杠杆公司) 的投资者来说, 每股收益是毫无意义的。他们全部关心的只是商业活动是否有能力去创造出在偿还债务本息之后足以补偿他们股权投资所承担的巨大风险的现金流。

简言之, 从芝加哥学派“市场效率” (market efficiency) 衍生出来的现金流贴现的理论框架——这是我的同事乔尔·斯特恩 (Joel Stern) 在过去 20 多年不知疲倦地大力鼓吹

的——在 20 世纪 80 年代公司重组浪潮中广为运用。不幸的是，不通晓“每股收益不重要”的专业的公司管理者并不重视这一理论，而力图排挤他们的那些公司袭击者却很青睐它。

现在让我们来看看积极的一面。MM 定理的积极含义以及传送给公司管理者主要的信息，可以让我们走到定理的反面去加以玩味——就像克利福德·史密斯（Clifford Smith）喜欢说的那样——站到它们的脑门上去。这就是说，要使公司融资或股利政策变化能让股票价格产生显著变化，只有遵循以下条件：（1）融资或股利政策对发行者或投资者的税收产生影响；（2）融资或股利政策能为投资者提供可靠的信号，使其对公司未来收益（是否）在管理上有信心；（3）融资或股利政策将暗示并对这一可能性产生影响：即管理层将会倾其全力去高效运作，仅仅从事那些盈利的项目并把多余的资本还给投资者。

## 超越不相关定理：税收与信号效应

大约 30 年前，莫迪格利安尼与米勒就开展了逐步放松上述假设条件的学术研究。在 1963 年发表的 MM 定理中，他们认为：若高杠杆融资带来成本上升所产生的抵消作用不太明显，那么利用具有税盾效应的利息支付去代替无税盾效应的（也就是说将潜在双重征税）股利支付将促使最优资本结构趋向 100% 的债务融资。

当然，在 20 世纪 60 年代的初期，现实情况并非如此，MM 定理似乎将像米勒所说的：把这一模型视为“只是从一个经济学家虚幻的完美世界中得出的毫无意义的矛盾命题”而不被理睬。20 世纪 60 年代初期，公司的债务权益比并不比 20 世纪 20 年代低税率条件下的债务权益比高出多少，面对这一现实，米勒说：

我们似乎陷入令人头痛的矛盾之中：要么公司经理不知道（也许是不在乎）他们在税收方面付出太多，要么是我们的模型忽略了某些重要的因素。不是他们错了就是我们错了。那些公司管理层引以自豪的高等债券评级在我们的理论看来不过是他们缺乏信心的表现，经理把股东太多的钱财以毫无必要的公司所得税的形式支付出去了。

总之，许多财务专家，包括我在内，至今还不能确信：高杠杆融资难以减免公司税收，是因为技术上不可行，还是因为破产或代理成本过高。

20 世纪 80 年代，在华尔街的每项杠杆收购或资本重组进程中，这种债权或股权融资的税收套利似乎起了一定的作用。杠杆收购与其他一些“流行版本”的债务权益比达到了米勒所描述的“远远超乎我们财务课上敢说的税收优惠”的水平。对于垃圾债券的兴起，米勒很平淡地说“唯一不解的是它们能如此持久”。

如同米勒在他荣获诺贝尔奖发表演讲时所说的，仅仅税收减免并不能完全解释我们所观察到的杠杆收购所产生的收益的规模。在 1976 年美国金融学会的主席演讲词中，米勒亲自证实了他在考虑税收情况下的 MM 定理。这篇题为《债务与税收》的论文认为，由于我们不能估算公司债券持有者税收的增加值，从而使公司债务融资的税收减免效应被夸大了。在某种程度上，这些持有者是要纳税的（尽管有些人是不用缴纳的），因此，把股

权转化为债权带来税收减免效应将部分地为那些新的债券持有者税收的增加所抵消。

通过探求公司融资决策为投资者提供有关公司预期收益“信号”的可能性，一些财务经济学家试图超越资本结构不相关定理。在一定程度上，对于公司前景，管理层要比那些外部投资者知道得更多——公司融资决策的选择以及从外源融资的努力都能够传递出有关公司前景的“内幕信息”（insider information）。最为明显的例子是，内幕交易者大量的股票出售往往引发股价大幅下跌。

尽管信号理论有助于解释市场经常对发行股票的公告做出消极反应的原因，但是它们还不能为总是追求价值最大化的公司如何选择合适的资本结构（capital structure）提供一个有力的证明。就如米勒在 1986 年他那篇名为《股利的信息含义》的论文中得出的结论：迄今为止，没有一个信号理论能够或可能为股利与融资政策提供一个最优的信号均衡。也就是说，尽管信号理论能为投资者如何解读公司杠杆与股息支付率的变化提供合理的解释，然而，它们在如何确定最优的资本结构和股利政策方面是束手无策的。

## 对不相关理论的再次超越：代理成本理论的兴起

对 MM 不相关定理最有意义的超越——一个对融资政策具有较为明确含义的理论——大概可以追溯到 1976 年由迈克尔·詹森（Michael Jensen）与威廉·麦克林（William Meckling）撰写的论文《企业理论：管理行为、代理成本与资本结构》。“代理成本”理论的功绩在于，它让人们关注上市公司中管理层与股东的利益分歧所引起的潜在损失。包括詹森和麦克林在内的许多金融学者都认为，由于以下原因使所有权从控制权中分离所造成的代理成本不会过高：产品市场的竞争（包括来自国外竞争的挑战）与经理人市场都有助于制约管理者以股东利益为代价去追求自身利益的倾向；而管理者激励机制大致上是为减少这些利益冲突而设计的。如果这些机制的设置没有很好地调和与管理层与股东的利益，那么一个蓬勃发展的公司控制市场——将会阻止自谋私利的管理者获取保护。20 世纪 80 年代杠杆重组中股东收益的规模与一致性则表明事实并非如此。

詹森于 1986 年发表在《美国经济评论》（*American Economic Review*）上名为《自由现金流中的代理成本：公司金融与接管》的论文中对“代理成本相关”理论得以进一步的阐述。简言之，詹森的自由现金流理论认为：杠杆收购、股票回购与管理层收购上市公司是通过把资本从那些毫无盈利机会的组织中挤压出来从而增加公司价值的；在成熟行业，遵循高杠杆规则的公司也同样不断地追求运营效率的提高。

在 20 世纪 80 年代的敌意收购与杠杆收购之前，成熟行业的管理者只能延续他们习惯性的投资，把那些“过剩的”（自由现金流）现金又投放到主营业务中去，尽管随着投资的增加，资本的边际回报率将越来越低。当然，如果事情很糟糕的话，他们就会通过收购把资金分散到不相关的行业中去。20 世纪 80 年代巨额的股权转为债权使以往相机抉择的股利政策转化为契约性、更具约束力的本息支付，从而一举解决了过多的自由现金流难题。米勒在评述詹森的观点时说道：“接受如此沉重的债务将使经理们为自己和其他股权持有者做出坚实的承诺，去抵制把公司高收益的资金浪费在投资到鼠穴中去的诱惑。”