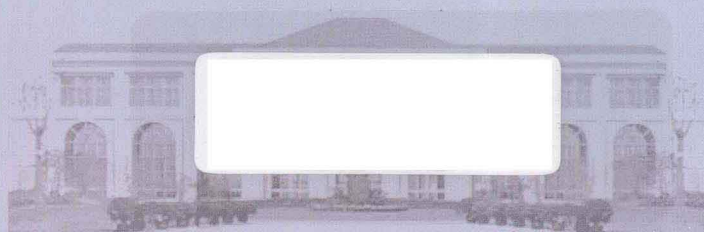


立信金融学者文库



公司治理结构下中国上市公司资本结构 与融资方式的制度分析

吴元波 / 著



立信会计出版社

LIXIN ACCOUNTING PUBLISHING HOUSE

立信金融学者文库



公司治理结构下中国上市公司资本结构 与融资方式的制度分析

吴元波 / 著



立信会计出版社

LIXIN ACCOUNTING PUBLISHING HOUSE

图书在版编目(CIP)数据

公司治理结构下中国上市公司资本结构与融资方式的制度分析/吴元波著. —上海:立信会计出版社, 2013. 11

(立信金融学者文库)

ISBN 978-7-5429-3992-0

I. ①公… II. ①吴… III. ①上市公司—资本结构—研究—中国 ②上市公司—融资方式—研究—中国 IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2013)第255478号

责任编辑

封面设计



公司治理结构下中国上市公司资本结构与融资方式的制度分析

出版发行	立信会计出版社		
地 址	上海市中山西路 2230 号	邮政编码	200235
电 话	(021)64411389	传 真	(021)64411325
网 址	www.lixinaph.com	电子邮箱	lxaph@sh163.net
网上书店	www.shlx.net	电 话	(021)64411071
经 销	各地新华书店		
印 刷	常熟市梅李印刷有限公司		
开 本	787 毫米×960 毫米	1/16	
印 张	15.5	插 页	1
字 数	228 千字		
版 次	2013 年 11 月第 1 版		
印 次	2013 年 11 月第 1 次		
书 号	ISBN 978-7-5429-3992-0/F		
定 价	36.00 元		

如有印订差错,请与本社联系调换

摘要

本书以多种经济学和管理学理论的观点作为研究基础,采取以理论论证为主、理论联系实际分析研究的方法,以金融制度为研究主线,针对中国上市公司资本结构的优化及融资方式的发展会提高中国国有企业治理绩效并带动整个中国经济资源的优化配置的核心命题进行了较为系统的研究。本书共包括十个部分。

第一部分,本部分首先提出本论文要研究的问题并指出一些基本概念的异同,从当前国内外资本结构研究的现状出发指出问题的切入点是我国当前的金融制度。进一步由此出发提出研究意义、主要内容以及论文的逻辑框架结构和主要创新观点。

第二部分,本部分较为全面地介绍了资本结构理论各主要分支的模型及基本观点,并尽量包括了该领域的最新发展,通过综述,说明每种理论都是有条件的,而且由于不同理论强调不同的成本从而会得出不同的融资策略选择。在应用某一种理论解释中国的融资现实时,首先要看中国的现实环境能否模拟这种理论的分析框架。相对而言,本研究认为,流动性理论和机会窗口理论分析的情形与中国目前的上市公司现状和融资环境比较相近。

第三部分,本部分分析了我国金融产权的制度性缺陷以及我国企业融资制度低绩效的根源,指明了我国融资制度的三大缺陷:结构性缺陷、体制性缺陷和功能性缺陷,认为必须进行金融体制改革、金融组织的创新以及金融产权的改革,才能进一步硬化国有企业的融资成本约束和提高资本市场的效率,从而进一步优化国有企业的资本结构。

第四部分,本部分比较了中国和美国、德国以及日本在融资结构及融资方式上的异同,并从企业的自我积累能力、融资成本、公司治理与市场效率等方面分析了其原因。剖析了我国上市公司融资结构治理效应弱化的原因,并提出了政策建议:建立有效的偿债保障机制;建立经理人持股激励制度;发展企业债券市场;加强对银行的监控力度;培育机构投资者并创造能使他们能有效发挥作用的条件;强化经理人的外部约束机制。

第五部分,该部分在公司治理结构与中国上市公司资本结构及其优化方面,用系统的观点以及系统的层次观点论述了公司治理结构与资本结构二者的互动关系。通过设计一个数学模型得出一个理论上的经理人持股的最优比例;提出了优化设计中国上市公司资本结构的策略:改进股市流动性;在股权结构方面,通过引入4~5家大股东(包括法人股以及个人大股东)来防止大股东互相串谋,侵犯小股东及债权人利益;完善相关法律;依据不同行业选择不同的资本结构。还从宏观因素与微观因素两个方面分析了影响中国上市公司资本结构的因素。

第六部分,该部分剖析了资本成本与公司价值的关系,探讨了公司价值随着资本结构的变化而变化的内在机制;认为公司价值最大化应是资本结构确定的一个基本原则。通过权衡理论,实证计算了当公司通过债务融资来优化其资本结构时所应该达到的最优负债值。提出了一个一般性数学模型来从理论上寻找一个公司的最优负债水平和破产警戒点;然后从产权约束、政府行为方式的干预、债务的软约束、经理股权激励的缺乏、破产程序的不合理、资本市场发育的滞后等几个方面阐述了我国国有企业资产负债率过高的原因,并指出解决的根本途径还是得依靠产权制度的创新。

第七部分,本部分针对上市公司“股权融资偏好”现象认为西方的“优序融资理论”并不适合中国上市公司现有的情况,因为其前提条件在中国都不成立。由于国有企业竞争的方法主要是投资扩张,而融资容易又使过度资本需求进一步膨胀,这就造成了中国上市公司基本上处于 Dewat-

ripont 和 Tirole(1994)所描述的流动性缺乏状况之中。所以本文认为流动性缺乏才是中国上市公司股权融资偏好的根源。

第八部分,本部分在中国上市公司资本结构的路径约束与中国长期债务市场的研究方面,认为应从财务杠杆与资本成本的关系出发,理性地认识债务资本成本与权益资本成本的高低问题。从政府和商业银行角度出发,认为目前相对于股票市场而言较小的公司债券市场不利于上市公司资本结构的优化;同时,目前为大型国有企业设计的长期信贷机制也不适应上市公司融资的需要,提出中国应该进一步发展债券市场以及变革商业银行的长期贷款机制。

第九部分,该部分在中国国有企业资本结构整体优化的战略性思考方面,认为国有企业改革应以资本结构的优化为起点,“债转股”只能是修正国有企业资本结构的过渡性举措,它进一步增加了企业的道德风险,恶化了信用关系,加剧了政府的成本;又认为国有企业资本结构优化应同国有企业战略性结构调整相适应。提出“国有股减持”是国有企业资本结构优化的必然选择,“国有股减持”的方式应是多元性的,可转换债券和企业的职工持股计划均对“国有股减持”具有重大理论意义及现实意义。

第十部分,该部分总结归纳全书的研究观点,并提出优化我国上市公司资本结构及融资方式的主要结论和政策性建议以及尚待进一步研究的问题。

关键词: 资本结构 融资结构 融资方式 治理结构

目 录

1 导 论	1
1.1 问题的提出	1
1.2 资本结构与融资结构基本概念的同异	3
1.3 研究的意义	5
1.4 现代资本结构理论的研究现状	7
1.5 本书的主要内容及逻辑结构框架	14
1.6 本书的主要创新	19
2 西方资本结构理论综述	24
2.1 早期资本结构理论	24
2.2 经典资本结构理论	28
2.3 现代资本结构理论	34
2.4 西方资本结构理论对我国资本结构理论的研究原则 与内容构成的指导意义	48
3 我国企业融资的宏观金融制度环境存在的问题分析	51
3.1 融资格局与经济增长格局的非相称性	51
3.2 金融资源配置效率低下与融资产权制度的关系分析	52
3.3 融资制度低效率的制度性分析	54
3.4 制度创新是中国融资制度优化从而公司资本结 构优化的根本出路	63
4 中外公司融资方式的比较以及中国公司资本结构对公司 治理的效应分析	65
4.1 中外公司融资方式的比较	65
4.2 我国上市公司资本结构对公司治理效应的分析	70

5	公司治理结构视野下的中国上市公司资本结构及其优化	84
5.1	公司治理结构对公司资本结构的作用机制	85
5.2	公司资本结构对公司治理结构的作用与影响	91
5.3	不同公司治理结构模式下的资本结构与融资 模式的选择问题	104
5.4	影响中国公司资本结构的宏观与微观因素分析	113
5.5	中国上市公司资本结构的特点及其优化设计分析	123
6	我国国有企业资本结构中高资产负债率的机理、成因及其 政策启示	137
6.1	关于公司最优负债资本结构及破产临界点的理论 模型分析	137
6.2	资本结构、资产交易与公司价值关系分析	141
6.3	企业负债经营的国际比较及我国上市公司资产 负债率的变迁	146
6.4	我国国有公司负债率高的理论分析	149
6.5	理论与实证分析的启示及政策建议	155
7	中国上市公司股权融资偏好和股利分配行为的分析	157
7.1	国内关于中国上市公司股权融资偏好的研究现状	157
7.2	从公司流动性需求看股权融资	160
7.3	关于上市公司股利分配行为	165
7.4	分析的结论及包含的政策建议	168
8	中国上市公司资本结构的路径约束与中国长期债务资本 市场的缺陷与完善途径	170
8.1	中国上市公司财务杠杆的约束条件	170
8.2	中国上市公司财务杠杆均衡及其评价	175
8.3	从公司的资本结构视角看长期债务市场的发展	178
8.4	从中国上市公司资本结构优化角度看股票回购	190
9	中国国有企业资本结构整体优化的战略性思考	199
9.1	我国国有企业资本结构整体优化的现实思路	199

9.2 债转股:修正国有企业资本结构的过渡性举措	201
9.3 国有股减持:股权结构优化的必然选择	204
10 股权分置改革以后中国股票市场存在的问题以及发展股票 市场的政策建议	212
10.1 股权分置改革之前股市发展的历史背景	212
10.2 股权分置改革以后我国上市公司股本结构现状	215
10.3 全流通以后股票市场存在的问题分析	217
10.4 全流通后发展中国股票市场的对策建议	219
11 优化中国上市公司资本结构与融资方式的制度创新 与对策建议	221
12 结论以及尚待进一步研究的问题	227
参考文献	229
后记	236

1

导 论

1.1 问题的提出

资本结构理论是试图解释公司用于实际投资的融资来源和融资所采用的证券组合的理论。Modigliani 和 Miller 1958 年证明了债务和权益融资选择对公司价值和资金获得成本没有实质影响,其证明是在一个理想和没有摩擦的资本市场假设下进行的,这就是著名的 MM 定理。MM 结论的逻辑目前仍然被广泛承认。然而,融资方式显然并非与公司价值和筹资成本无关。理由主要包括税收因素、信息差异(information differences)、代理成本(agency costs)以及市场低效率等。

Myers 在 2001 年曾说:“在 Modigliani 和 Miller 的研究已过去了 40 多年之后的今天,我们对公司融资选择的理解还很有限。”“我们了解更多的是融资战术,比如某种具体证券发行的税效设计或时机等,而对融资战略,比如公司目标债务水平等的了解甚少。^①”Myers 还进一步指出,现有的理论都不是普遍适用的,而只能在一定条件下解释公司的融资结构。

近 30 年以来,对公众公司融资结构的经验研究非常活跃,正如 Tirole (2000)所说:“这些重要的经验研究较为清晰地给出了公司融资和治理方式的现实情景^②”。但是,一直以来,这个领域的经验研究绝大多数都集中在对美国公司或西方其他金融体制与美国相似的发达国家的公司。对

^① Myers, 2001, Capital Structure, Journal of Economic Perspectives, Volume 15, Number 2, Spring 2001, pp81-102.

^② Tirole, 2000, “Lecture Note on Corporate Finance,” Tome I, Forwards (unpublished).

发展中国家融资结构的经验研究直到最近几年才开始出现(比如 Booth, et al, 2001 等)。

而金融体系的重要作用在于通过融资活动配置社会闲散资金,把它们导向那些最有经济效率的用途上去,从而最大限度地推动经济发展。当今世界,各国的融资方式千差万别,但是大致上可以划分为以下两种基本类型:借助于证券市场、通过竞争性方式发行股票、债券、商业票据来融通资金的融资模式,我们不妨将其定义为“市场模式”;以银行为中介、通过发放长短期贷款来融通资金的融资模式,我们不妨将其定义为“中介模式”。顾名思义,市场模式的基本特征是直接融资,而中介模式则具有间接融资的特征。由于融资模式的区别,就形成了不同的企业产权制度和公司治理结构的差异,以及随之而来的企业行为的差异。一种最为简单的概括是:采用“市场模式”进行融资的企业,股权在企业的产权结构中占据极为重要的地位;而采用“中介模式”进行融资的企业,则是银行债权在企业的产权结构中占据着主导地位。企业产权结构的这种差异又会进一步引起企业治理结构的差别。

采用“市场模式”进行融资的企业资金筹措主要是通过股权融资进行的;采用股权融资的企业通常都拥有大量的自有资本;企业治理结构为“委托—代理”制,在这种治理结构下,企业资产的所有与使用之间实行专业化分工;法律限制大股东持股数量,所以企业的股权是高度分散的;大股东通过交易和接管对企业进行非连续性控制;借助于“中介模式”进行融资的企业,在企业的治理结构上则具有以下特点:通过主办银行制度而形成银行对企业的控股;由此造成的结果是所有权高度集中在大股东银行的手中;银行作为控股大股东对企业实行连续性控制;企业家受到了银行家的压制,从而导致企业创新的不足,因为银行家通常都是保守的,而银行资金作为一种无风险资金是不能用作风险投资的。

由此可见,一个国家选择什么样的金融制度和投融资结构,并不单纯是一个金融资源的配置问题,它还关系到微观层面的公司治理结构问题和企业家的成长环境问题。

实践方面,中国的股票市场在经历了二十多年的发展后,已初具规模。10年前,由于上市公司业绩不尽如人意,像银广厦等公司为了融资甚至伪造利润,上市公司的融资行为引起各界的广泛关注。在银行贷款利率很低的情况下,企业仍然热衷于股票融资,是什么原因主要促成了企业的这种融资行为呢?企业在市场上的分配行为为什么与西方资本市场

有所不同呢?随着市场的 IPO 活动总额和上市公司再融资数量不断增长,2000 年以来,有些企业也开始发行债券融资,市场也引入了可转换债券等新的融资工具。我们也知道,股东们也很关心公司的资本结构,这里的问题是,不同的资本结构与公司治理之间是如何互相作用互相影响的;资本结构与公司的控制权市场是如何相关的;为何我国国有企业资产负债率如此的高;我国公司的融资顺序和西方有何不同,原因在哪里?如何让一个公司在资本结构设计方面能使公司的综合成本最小化而企业价值最大化并且又能够防范资本风险;我国国有企业应如何优化自己的资本结构,企业自身以及政府如何行动才能让我国的金融市场效率更高?哪些因素影响资本结构?如何改善我们的宏观金融体制及微观金融体制又能让二者真正融为一体?我国的融资方式对我国公司的治理效应又如何?它的弊端在哪里?

对以上资本结构理论以及公司融资方式在发展中国家应用的思考和力图对中国公司以上实践问题的回答促成了本书的构思。近 20 多年来,经济全球化的浪潮对发展中国家经济的方方面面,特别是金融方面产生了深刻影响,就中国来说,随着经济体制改革的逐步深入和对外开放程度的不断提高,金融改革已经成为经济结构改革向纵深发展、从而带动整个国家经济再上一个台阶的必经之路。加入世界贸易组织使金融改革的紧迫性大大加强。作为金融微观层面主要问题之一的公司融资问题正是中国投融资体系改革的关键所在。那么,如何在现有企业发展状况、资本市场发展阶段等主要约束条件下,推动公司融资的进一步规范化、合理化发展是监管层需要考虑的重大问题之一。本书的写作力图通过理论和实证分析,从而不仅对以上问题提出有关建议,而且对推动中国公司对现有资本结构理论的应用,对资本结构理论的进一步发展有所贡献。

1.2 资本结构与融资结构基本概念的异同

资本结构(capital structure),是指企业取得的长期资金的各项来源的组合及其相互关系。企业的长期资金来源一般包括所有者权益和长期负债,因此,资本结构主要是指这两者的组合和相互关系。对于资本结构的定义在西方财务金融界尚存在着不同的认识。有人认为,资本结构就是融资结构,如(香港)巨文出版社出版的《英汉、汉英会计词典》中,将资本结构定义为“公司权益的成分,即短期负债、长期负债及业主权益的相

对比例关系”；另一种观点认为，资本结构与融资结构之间，虽然有许多共同点，但却是两个不同的财务金融范畴。我倾向于后一种看法，因为融资结构和资本结构研究的内容和目的是各有侧重的。企业的融资结构和资本结构的内容如图 1-1 所示。

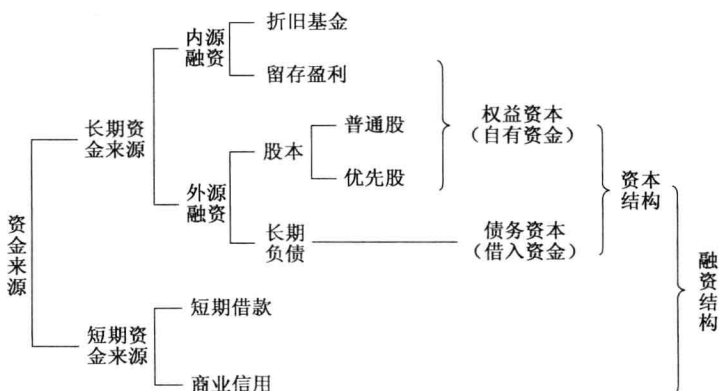


图 1-1 公司的融资结构与资本结构

融资结构指企业在取得资金来源时，通过不同渠道筹措的资金的有机搭配以及各种资金所占的比例。具体地说，是指企业所有的资金来源项目之间的比例关系，即自有资金（权益资金）及借入资金（负债）的构成态势，它是资产负债表的右方的基本结构，主要包括短期负债、长期负债和所有者权益等项目之间的比例关系。企业的融资结构不仅揭示了企业资产的产权归属和债务保证程度，而且反映了企业融资风险的大小，即流动性大的负债所占比重越大，其偿债风险越大，反之则偿债风险越小。从本质上说，融资结构是企业融资行为的结果。企业融资是一个动态的过程，不同的行为必然导致不同的结果，形成不同的融资结构。企业融资行为的合理与否必然通过融资结构反映出来。而资本结构是指企业取得的长期资金的各项来源的组合及其相互关系，它是企业长期资金项目之间的比例，主要包括长期负债、优先股和普通股之权益，但不包括短期信用。因此，从内容上看，企业的资本结构只是融资结构的一部分，它研究的侧重点放在股权资本与长期借入资金之间的比例上，从而反映企业资本化的情况；就一个持续经营的企业而言，其资本结构又被视作企业恒久性资金来源的构成。另外，从分析企业资金偿付能力及企业财务风险程度来看，研究资本结构更显得重要。因此，在现代企业融资活动中，为了实现

企业市场价值最大化,一般把资本结构作为研究的重点,探讨资本结构变动对企业的价值及总资本成本率的影响,相应地形成了不同的资本结构理论。这样,融资结构和资本结构结合运用,有助于识别资金来源的变化、综合分析企业的财务状况,为科学地进行融资决策提供依据。

资本结构不同于融资结构。前者是企业资本构成的静态反映,是一种存量结构;后者则是一定时期内企业融资活动的累积,是一种流量结构。资本结构是企业长期融资活动的结果。两者的关系是流量与存量的关系,流量结构决定存量结构,存量结构反作用于流量结构。既定的资本结构反映企业相关利益者的权利义务关系,决定公司治理结构,并最终影响企业融资行为。

鉴于资本结构与融资结构的内在联系,本书以优化资本结构为出发点与落脚点,兼顾对融资结构的研究,力图通过规范上市公司融资行为,探求优化上市公司资本结构的有效途径。

1.3 研究的意义

为什么关心公司的融资形式以及资本结构的选择,即一般而言,公司用于投资的资金是如何得到的?资金构成应该如何安排?虽然学术界至今还没有一个完全一致的看法。但无论如何,研究融资方式已有了非常充分的理由。

- 如果一个国家希望改善其金融体系,以使其更好地服务于该国的商业团体,决策者们需要了解其金融体系是如何发挥作用的(Mayer, 1990);

- 国际机构在帮助一些国家引入以市场为基础的金融基础设施时,需要了解金融体系是如何发挥作用、典型的公司融资是如何操作的(Mayer, 1989);

- 金融经济学家们希望能够利用总量数据对微观金融理论进一步进行实证研究(Corbett 和 Jenkinson, 1997);

- 财务经理们需要知道其他公司的融资方式,因为资金提供者们有时容易接受他们已经习惯的投资方式(Hackethal 和 Sclamid, 2001);

- 如何让一个公司在融资策略选择下达到风险最低、资本成本最小化而公司价值最大化应该是所有企业老板都关心的一件事,而当前这一点对中国公司应该有更为重要的意义;

· 从中国当前的融资体制现状来看,不畅通的融资渠道已经对中国的经济发展带来了很严重的影响,如何让金融体制与中国产业发展相互促进,共同发展,已经是加入“WTO”以后中国最为迫切的一个问题;

· 中国国有企业资本结构的现状及其影响因素的分析,以及如何优化国有企业的资本结构对当前中国国有企业的发展是至关重要的。

由于公司控制权和所有权的分离产生了经济学家们早已关注到的委托代理冲突问题,为了使代理成本最小化,需要寻求公司治理中的一种制衡机制,即应该让外部人对内部人进行有效监督。但怎样才能产生这种有效监督呢?不难发现,外部人对公司监督的形式一是取决于他们和公司利益的相关程度,二是取决于他们所持有的对企业要求权(claims)的性质和特点。这说明合适的要求权设计(即所发行证券的设计)能够减小代理成本,改善公司治理。

中国的国有企业改革从20世纪80年代的放权让利开始,经过了“拨改贷”、“债转股”等过程。自20世纪90年代开始一些公司可在资本市场进行直接融资。但这些措施都没有能从根本上解决国有企业低效率的问题。近年来上市募集资金使用不当、屡屡出现欺骗愚弄广大中小投资者的重大财务操纵丑闻等就是例证。在此情况下,上市公司治理问题也越来越得到投资者和监管机构的高度重视。由于资本结构理论不仅关注企业的现金流在不同类别的要求权持有人之间的分配,而且关注了由于不同的要求权获得报酬的方式不同,从而引起的不同类别的投资人对企业监督、激励和进一步的企业控制权问题,所以,如何从有利于形成有效的公司治理结构出发引导公司融资方式方法的发展,或通过对现有存量资本结构的调整大大改进对经营者的激励和投资人对公司的控制问题也是中国金融微观改革不可忽视的问题。

由以上分析我们得出本文的研究问题主要包括:①西方资本结构理论成果在我国的适用性如何?其对我国企业资本结构与融资方式优化有哪些优启发?②我国宏观金融制度在结构、功能和体制上存在哪些问题,如何去解决,如何寻求适合中国国情的最佳融资体制以及融资模式;③公司治理结构、融资结构、资本结构、股权结构是如何相互影响、相互作用的?其内在影响机制如何?如何从治理结构和股权结构方面出发来优化上市公司的资本结构与融资方式?④如何发展我国商业银行信贷机制来完善企业的资本结构与融资方式。⑤上市公司股权融资偏好产生的深层次制度原因在哪里?⑥如何从制度层面完善我国金融市场,如何建立多

层次、覆盖全面的完善的资本市场;如何发展我国当前落后的、幼稚的债券市场,如何创造新的债券产品。⑦股票市场存在哪些制度性缺陷以及其对企业资本结构与融资方式存在哪些影响,如何解决?⑧我国上市公司股权融资方式、债券融资方式存在的问题,产生我国上市公司融资方式“异象”的内在原因在哪里,需要哪些制度性改革?以上这些研究问题其最终的成果去向涉及当前我国微观融资体制改革里很多急需解决的问题和矛盾,对中国上市公司的发展极为关键,对我国金融市场的发展也极有价值,项目本身也具有重大的理论与实践意义以及广阔应用前景。

1.4 现代资本结构理论的研究现状

在 Modigliani 和 Miller(1958)假设的市场中,金融创新会很快消除市场与他们预计的均衡的偏离。虽然 MM 结论的逻辑目前已被广泛承认。但人们普遍认为 MM 理论的假设环境与现实有很大的差距。因此,MM 理论之后研究资本结构理论的文献,主要是针对影响公司融资决策和资本结构形成的一些现实因素。除税收因素、信息差异和代理成本之外,经济学家们关注的因素还有公司控制权和市场低效率。资本结构理论由于强调以上不同因素或对这些因素相对重要性有不同的认识 and 解释而分为不同的流派或分支:权衡理论(trade-off theory)强调税收和破产成本因素、优序融资假说(pecking order hypothesis)和信号模型强调信息的差异、而自由现金流理论(free cash flow theory)主要强调代理成本、财务契约理论强调公司控制权在不同情况下的动态变化、而机会窗口理论则强调市场低效率。

权衡理论是说公司存在一种最优债务水平,在这个债务水平上,公司进一步负债所能得到的税收减免优势,能和由于负债所引起的潜在的财务危机成本达到平衡。所以权衡理论认为作为纳税人的公司应该有一个适度的借贷。优序融资假说则提出如果公司在内部现金流不足以支付其资本支出时,公司会首先选择负债,然后才考虑权益融资,因此一个公司的债务额能够体现出该公司对外部资金的累计需求。自由现金流理论认为尽管有财务危机的威胁,当一个公司的经营现金流明显超过其投资机会的获利时,危险的高负债水平将会增加公司价值。该理论是对那些倾向于过度投资的成熟公司设计的。财务契约理论探讨如何通过财务结构的选择(或者说对不同要求权的选择)来决定在不同情况下公司控制权的

分配或转移。有关财务契约理论的文献认为,控制权应该根据公司情况的变化分配给最有激励监督公司经营的要求权持有人(claimholders)。而机会窗口理论关注了一个与公司本身的激励关系较小的一个因素——市场效率。该理论认为由于市场低效率,公司对融资要求权的选择随着市场上权益和债券相对价值的变化而变化。

Ritter(2002)以MM理论为基础,将自1958年以来的资本结构理论发展分为以下三个阶段:

- 1958—1985 如果有税收和破产成本,公司的资本结构决策如何? 研究假设公司经营决策是外生的,理论主要是权衡理论;
- 1976—2002 如果公司经营决策是内生的,公司资本结构决策如何? 理论应该包括代理理论、各种基于信息差异的理论以及财务契约理论;
- 1991— 如果市场低效率,公司资本结构决策如何? 理论主要指机会窗口理论。

笔者认为,以上关于公司经营决策内生情况下的研究还具有相当强的生命力,特别是基于公司控制权分配和转移对代理问题的研究,在今后仍会不断有文献涌出。因为随着公司不断地扩张,公司决策控制问题越来越成为公司治理的关键所在,而对公司治理的研究是在20世纪90年代才引起人们的重视。而且,一些影响很坏的也呼唤着对公司治理问题的深入反思和研究。具体来说,中西方资本结构理论表现为以下几个方面。

1) 西方资本结构理论研究成果综述

自从莫迪利安尼和米勒提出在完善的市场条件下企业价值与资本结构无关的著名定理之后,半个世纪以来人们始终没有停止过对所谓“资本结构之谜”问题的研究。从另一个角度,资本结构理论的发展也可以划分为两个阶段,第一阶段是旧资本结构理论时期,从20世纪50年代一直延续到20世纪70年代后期。这一阶段主要形成了两大流派,即以美国金融学家大卫·杜兰特(D·Durand)为代表的传统资本结构理论和1958年由莫迪格利安尼(Modigliani)和米勒(Miller)创立的以MM定理为代表的现代资本结构理论。传统资本结构理论学派以朴素资本结构理论为基础,认为随着负债比例的提高,资本成本会发生变化。现代资本结构理论试图找到企业价值与资本结构的内在联系,认为在一系列假设条件(无公司所得税,无公司破产风险,资本市场完全有效,零交易成本