

► 王正位 / 著

股权融资摩擦与 公司融资行为

GUQUAN RONGZI MOCA YU
GONGSI RONGZI XINGWEI



知识产权出版社

全国百佳图书出版单位

股权融资摩擦与 公司融资行为

GUQUAN RONGZI MOCA YU
GONGSI RONGZI XINGWEI



责任编辑 / 江宜玲

封面设计 / 张 冀

上架建议◎金融类

ISBN 978-7-5130-2845-



9 787513 028455 >


定 价: 39.00元

► 国家自然科学基金资助项目成果（项目编号：71002074）

股权融资摩擦与 公司融资行为

GUQUAN RONGZI MOCA YU
GONGSI RONGZI XINGWEI

王正位 / 著

 知识产权出版社
全国百佳图书出版单位

图书在版编目 (CIP) 数据

股权融资摩擦与公司融资行为/王正位著. —北京: 知识产权出版社, 2014. 7

ISBN 978 - 7 - 5130 - 2845 - 5

I. ①股… II. ①王… III. ①企业融资—研究—中国 IV. ①F279. 23

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 157304 号

责任编辑: 江宜玲

责任出版: 刘译文

封面设计: 张 冀

股权融资摩擦与公司融资行为

王正位◎著

出版发行: 知识产权出版社有限责任公司 网 址: <http://www.ipph.cn>

社 址: 北京市海淀区马甸南村1号 邮 编: 100088

责编电话: 010 - 82000860 转 8339 责编邮箱: jiangyiling@cnipr.com

发行电话: 010 - 82000860 转 8101/8102 发行传真: 010 - 82000893/82005070/82000270

印 刷: 保定市中画美凯印刷有限公司 经 销: 各大网上书店、新华书店及相关专业书店

开 本: 787mm × 1092mm 1/16 印 张: 9.5

版 次: 2014年8月第1版 印 次: 2014年8月第1次印刷

字 数: 139千字 定 价: 39.00元

ISBN 978 - 7 - 5130 - 2845 - 5

出版权专有 侵权必究

如有印装质量问题, 本社负责调换。

献给我的老师——朱武祥
以及我的家人

序 言

人对痛苦和快乐的感知是不平衡的，一般来说，人们感知痛苦的能力远远强于感知快乐的能力，这可以让人类更好地趋利避害。有意思的是：根据我们的观察，公司对收益和风险的感知也是不平衡的，很多时候公司对收益的感知远远强于对风险的感知，因此我们经常看到很多公司只会趋利而不懂避害。

财务风险是公司经营中的一个重要风险，通常体现在融资方式选择和资本结构的管理上。任何一本关于公司金融的教科书都会告诉你：不同的融资方式在资本成本和财务风险上是很不一样的，通常来说，债务的成本要低，财务风险要高。但这些教科书仅仅告知了“常识”，并没有指出财务风险的关键所在。凯恩斯曾经说过：“如果公司总能毫无困难地从外部市场融资，公司完全没有必要持有内部资金。”事实的确如此，如果公司总能从外部市场融资，哪里还用担心财务风险呢？只需要放心使用低成本融资，在必要的时候及时从外部资本市场弥补资金缺口即可，哪还有公司会倒闭呢？

产生财务风险的关键在于融资摩擦，尤其是资金供给环境带来的融资摩擦。换句话说，公司资本结构的调整并不是无障碍的——很多时候，公司向上调整资本结构容易，向下调整困难。公司正常经营的时候，很多公司往往缺乏风险意识，对利益的追逐会使得公司选择低成本的债务融资方式，而一旦资本结构高企，就想向下调整资本结构、想得到股权融资，但市场往往又不能及时提供。这种现象导致不少好公司，即使经营方面看起来没有任何问题，也会因为资金链断裂而陷入困境。本书提到的福记食品(01175.HK)就是典型的例证。

本书为资本结构研究引入了一个新的摩擦因素——股权融资管制带来的股权融资摩擦。转轨时期的中国上市公司，由于金融市场发展状况以及法律环境的差别，其融资环境和国外公司也有一定差异。以发达资本市场为基础的理论假说在研究资本结构问题时，很少将企业融资环境和融资约束等问题考虑在内，认为企业在市场条件下可自由地选择融资方式。但实际上，我国企业的融资活动受到很多因素的限制：新股发行及股权再融资受到证券监管部门的严格监管，只有符合条件的公司才可以增发或配股，在这种环境下，银行信贷市场成为企业主要的融资渠道，对部分企业来说，这甚至是唯一的融资渠道……那么，这些摩擦因素会如何影响我国公司的融资行为？公司面对这些摩擦因素应该如何安排自身的资本结构决策？这些因素是否真的影响了我国公司的实际资本结构调整路径？

本书将就这些问题进行逐一回答。为求严谨，本书会使用一些较复杂的数理和计量方法，以充分展开经济因素背后的逻辑，并寻找这些经济逻辑背后的真实证据。但读者不必为这些数理方法和计量问题所困扰，毕竟，本书更多强调的是其背后的经济意义以及企业操作中的实践意义。

目 录

| | |
|--|----|
| 第 1 章 引 言 | 1 |
| 1.1 目的 | 1 |
| 1.2 背景 | 3 |
| 1.3 研究方法 | 4 |
| 第 2 章 资本结构文献综述 | 6 |
| 2.1 国外资本结构文献综述 | 6 |
| 2.1.1 资本结构影响公司价值吗? ——MM 理论 | 6 |
| 2.1.2 债务与税 | 7 |
| 2.1.3 破产成本与权衡理论 | 7 |
| 2.1.4 代理成本 | 9 |
| 2.1.5 信息不对称与啄序理论 | 11 |
| 2.1.6 市场非有效与市场时机理论 | 12 |
| 2.1.7 其他对资本结构的研究 | 13 |
| 2.2 国内研究现状 | 13 |
| 2.2.1 我国公司的股权融资偏好 | 14 |
| 2.2.2 我国关于资本结构影响因素的研究 | 16 |
| 2.3 本章小结与展望 | 21 |
| 第 3 章 股权融资管制与公司融资: 一个简单模型 | 23 |
| 3.1 本章引论 | 23 |
| 3.2 模型 | 27 |

| | | |
|--------------|----------------------------|-----------|
| 3.3 | 实证证据 | 31 |
| 3.3.1 | 样本数据和实证模型设计 | 31 |
| 3.3.2 | 变量选取与描述性统计 | 33 |
| 3.3.3 | 回归检验结果 | 35 |
| 3.4 | 本章小结与启示 | 38 |
| 3.4.1 | 小结 | 38 |
| 3.4.2 | 上市公司股权融资偏好与财务柔性的新解释 | 39 |
| 3.4.3 | 更直观的解释 | 39 |
| | 本章附录 | 40 |
| | 附录 3.1: 引理的证明 | 40 |
| | 附录 3.2: 命题 2 的证明 | 40 |
| | 附录 3.3: 增发与配股样本的分布情况 | 41 |
| 第 4 章 | 股权融资管制: 更现实的模型 | 43 |
| 4.1 | 本章引论 | 43 |
| 4.2 | 模型 | 46 |
| 4.2.1 | 模型基本假设与目标设定 | 46 |
| 4.2.2 | 金融市场融资约束 | 47 |
| 4.2.3 | 静态模型 | 47 |
| 4.2.4 | 三期动态模型 | 49 |
| 4.3 | 数值分析 | 52 |
| 4.3.1 | 股权融资概率与公司资本结构 | 52 |
| 4.3.2 | 负债率限制、股权融资概率与公司最优资本结构 | 53 |
| 4.3.3 | 公司成长性、股权融资概率与公司最优资本结构 | 55 |
| 4.3.4 | 未来收益波动、股权再融资概率与最优资本结构 | 57 |
| 4.4 | 本章小结 | 59 |
| 第 5 章 | 股权融资管制影响公司最优资本结构的证据 | 61 |
| 5.1 | 本章引论 | 61 |

| | |
|-------------------------------------|-----------|
| 5.2 样本数据与变量选择 | 62 |
| 5.2.1 如何寻找最优资本结构 | 62 |
| 5.2.2 样本数据 | 63 |
| 5.2.3 股权再融资监管政策回顾 | 63 |
| 5.2.4 变量选取 | 69 |
| 5.2.5 变量的简单统计性质 | 72 |
| 5.3 实证检验结果 | 74 |
| 5.3.1 检验结果 | 74 |
| 5.3.2 检验结果分析与结论稳定性 | 78 |
| 5.4 本章小结 | 79 |
| 第6章 股权融资管制影响公司资本结构调整吗 | 81 |
| 6.1 本章引论 | 81 |
| 6.2 资本结构决策模型 | 82 |
| 6.2.1 模型基本假设与目标设定 | 82 |
| 6.2.2 市场摩擦与约束 | 83 |
| 6.3 数值模拟方法与模拟步骤 | 84 |
| 6.4 模拟结果 | 86 |
| 6.4.1 模拟结果的描述性统计 | 86 |
| 6.4.2 融资摩擦环境变化对最优资本结构的影响 | 87 |
| 6.4.3 融资摩擦环境变化对资本结构调整的影响 | 88 |
| 6.5 本章小结 | 92 |
| 第7章 股票市场融资摩擦与资本结构调整：实证 | 94 |
| 7.1 本章引论 | 94 |
| 7.2 实证模型设计 | 96 |
| 7.3 样本数据与变量 | 98 |
| 7.3.1 数据和变量的选取 | 98 |
| 7.3.2 变量的描述性统计 | 100 |

| | | |
|------------|-------------------------|------------|
| 7.4 | 检验结果 | 102 |
| 7.4.1 | 解释变量对资本结构的解释程度 | 102 |
| 7.4.2 | 资本结构的平均调整速度 | 103 |
| 7.4.3 | 资本结构的上调与下调速度 | 105 |
| 7.5 | 本章小结 | 108 |
| 第8章 | 资本结构调整实例：福记兵败可转债 | 110 |
| 8.1 | 利用资本市场的高速增长 | 111 |
| 8.2 | 初试可转债 | 113 |
| 8.3 | 再试可转债 | 117 |
| 8.4 | 三用可转债 | 121 |
| 8.5 | 金融危机下转债引发的困境 | 125 |
| 8.6 | 福记为何败 | 128 |
| | 参考文献 | 131 |

第1章 引言

1.1 目的

资本结构决策一直是公司金融的重要决策。现实中，很多优秀公司因为资本结构问题陷入财务困境，甚至破产清算。例如，福记食品（01175.HK）作为中国餐饮业的龙头企业，在企业的快速发展期因财务问题陷入困境并破产清算。

资本结构也是相关领导部门监督管理下属公司的重要指标。例如，国务院国资委要求央企资产负债率不能超过70%，某地方国资委规定，资产负债率超过85%可视为公司管理较差，需要整改下调。

资本结构也是最令企业家困惑的公司决策。例如，万达集团作为商业综合地产开发商与运营商，其资产负债率长期高达90%；美国汽车租赁公司Hertz，其资产负债率长期维持在96%。相反，一些企业却长期采取保守策略，苹果公司市值庞大却长期保持零负债经营；A股上市公司惠泉啤酒（600573）资产负债率长期维持在10%左右。那么，是什么因素在主导公司的资本结构决策？我们现有的资本结构理论是否能够精确回答或者帮助企业制定最优的资本结构决策呢？

事实上，自MM（1958）有关资本结构的奠基性论文发表以来，关于资本结构的研究已发展了近60年，人们已经找到了一系列影响公司资本结构决策的因素，并得到了一些经典的资本结构理论，包括：引入税收（Modigliani和Miller，1963）和破产成本因素（Baxter，1967；Bradley，1984）的融资决策权衡理论；引入信息不对称因素的啄序理论（Myers和

Majluf, 1984; Myers, 1984); 放松有关代理问题假设的代理理论 (Jensen 和 Meckling, 1976; Myers, 1977); 放松市场估值有效性的市场时机理论 (Stein, 1996; Baker 和 Wurgler, 2012)。

每一个理论假说背后都有大量的实证研究支持。不过, 由于这些假说各成体系, 其推衍的结论也不尽一致。例如, 融资决策权衡理论认为, 公司存在最优的资本结构, 而啄序理论和市场时机假说却认为公司并不存在最优的资本结构。为此, 大量的实证工作开始检验资本结构各个假说的适用性 (Fama 和 French, 2002; Frank 和 Goyal, 2003; Flannery 和 Rangan, 2006; 等等)。关于权衡理论和啄序理论的综合研究可以参见 Frank 和 Goyal (2005), 其中比较有代表性的是 Flannery 和 Rangan (2006) 的研究。其研究认为: 公司存在最优资本结构, 而且一旦偏离最优资本结构, 就会向最优资本结构进行调整, 这种行为说明公司资本结构决策和权衡理论相符, 而且事实上, 权衡理论能较大比例地解释资本结构的调整行为, 啄序理论与市场时机假说尽管为回归增添了信息, 但是二者均不能取代目标资本结构的部分调整模型。

相对于理论的不断发展和其适用性的争论, 另一部分学者更加关注已有资本结构理论对公司资本结构选择的解释力度。Graham 和 Leary (2011) 把资本结构的方差分解成行业间差异 (Cross - industry Variation)、行业内差异 (Within - industry Variation) 以及公司内随时间的差异 (Within - firm Variation), 并利用近年来资本结构理论所衍生的实证变量来考察其解释力度。结果表明, 当前资本结构理论所开发的核心解释变量对公司资本结构的解释能力极其有限, 表 1 - 1 以账面资本结构为例刻画了 Graham 和 Leary (2011) 的部分结果。

表 1 - 1 现有变量对公司资本结构的解释力度

| 差异 | 资本结构的 方差构成/% | 现有变量对方差构成的 解释能力/% |
|-------|-----------------|----------------------|
| 行业间差异 | 14 | 20 |
| 行业内差异 | 44 | 15 |
| 公司内差异 | 42 | 6 |

从表1-1可以看到, 尽管融资决策权衡理论告诉我们公司存在最优的资本结构, 但是我们仍对实际的公司资本结构选择行为知之甚少 (尤其是对个体公司的资本结构选择)。

换句话说, 尽管关于资本结构的研究文献汗牛充栋, 但有助于解决企业现实资本结构决策问题、能提供决策指导的理论及分析模型却一直没能出现。面对如何科学确定资本结构这个关键问题, 到目前为止企业仍然一筹莫展。

1.2 背景

事实上, 我们不期望有一个大一统的理论, 现有的理论都强调一定的假设条件, 这些假设条件对某些公司或者在某些情况下非常重要, 但是在其他情形下却未必如此 (Myers, 2003)。因此从这个角度上来讲, 资本结构理论的发展其实是学者对公司融资环境不断认识的一种刻画和反映。

我国学术界关于资本结构的研究无法脱离企业制度的改革历程, 直到20世纪90年代初, 我国现代企业制度才建立起来, 因此在此之前公司金融的研究一直没能得到真正的发展。1994年7月1日《中华人民共和国公司法》的实施标志着我国现代企业制度的建立步入规范化、法制化的道路, 其后, 公司的决策行为才逐渐引起学者的兴趣, 带动公司金融领域的兴起与发展, 也带动国内学者关于资本结构的研究。

当资本结构这个课题摆在中国学者面前时, 转轨时期的中国上市公司, 由于存在股权结构制度安排、金融市场发展状况及法律环境的差别, 以国外金融环境和制度安排为背景发展起来的资本结构理论不一定可以解释中国上市公司的资本结构现象。例如, 西方理论在研究资本结构问题时, 很少将企业融资环境和融资约束等问题考虑在内, 认为企业在市场条件下可自由地选择融资方式, 但是, 我国企业的实际融资活动受到很多因素的限制: 新股发行及股权再融资受到证券监管部门的严格监管, 只有符合条件的公司才可以增发或配股; 公司债券的发行受到严格的额度控制, 发行人主要是国有大型企业或基础设施建设项目; 银行信贷市场成为企业

主要的融资渠道，对部分企业来说，这甚至是唯一的融资渠道……这些因素的存在，使得中国上市公司资本结构选择变得更为复杂和具有争议性，在这种环境下，我们应该如何发展新的资本结构理论、如何理解和解释我国上市公司的资本结构行为呢？

到目前为止，国内还缺乏从上市公司融资环境尤其是股权融资的监管环境方面对资本结构的系统研究。正如 Barclay 和 Smith（1999）所言，在资本结构领域，对于学术界而言，重要的是要继续开发更加符合实际的假设，设计出更加有力的实证检验，以及找到能够驱动公司融资决策的重要的公司因素变量。基于这样的大背景，本书将开发资本结构研究中的股权融资摩擦因素，以期推动资本结构理论的发展。所谓市场摩擦，在西方文献中（如 Modigliani 和 Miller，1958）主要包含税收、企业融资时的交易成本、信息成本及代理成本，但本书中的股票市场融资摩擦泛指由于各种原因造成的股权融资的难易程度，不仅包括前述的各种融资成本，更包括了各种融资政策和管制带来的股权融资约束。

研究中国现实金融市场条件下上市公司资本结构选择问题同样具有重要的现实意义。一方面，上市与再融资监管政策可能造成了上市公司在资源配置上的扭曲，从而造成社会资源的浪费，而研究股权融资摩擦对公司资本结构的影响可以使学术界和实务界客观评价并进一步改进我国股票市场的监管模式，提高股票市场资源配置的效率；另一方面，并非所有公司都能意识到我国的政策环境尤其是股权融资摩擦环境对公司经营的影响，因此本书的研究有助于企业理解从股权融资摩擦到公司经营之间的影响机制，从而让企业正确认识股权再融资摩擦的环境，进而树立科学的最优资本结构调整机制。

1.3 研究方法

本书包括理论研究和实证研究。本书的研究方法主要包括：对比分析、数理模型、统计检验、回归分析、计算机模拟实验等方法。

通过对比分析来发现和分析问题是社会科学研究中最常见的研究方

法。本书将对我国的股权再融资政策的变更进行对比分析。

经济学研究中的数理模型可以使经济学研究中的推导过程有脉络可循，从而使经济学中由假设到结论的过程更为严谨。本书将建立股权融资摩擦与公司资本结构之间的数理模型，从而数理推导股权融资摩擦对公司最优资本结构的影响。

统计检验可以直观刻画并判断样本的特征。本书将在实证研究中使用描述性统计和方差分析的方法对样本的特征进行描述。

在统计检验的基础上，我们还将通过回归分析的方法对影响公司资本结构的因素进行检验甄别。

此外，本书还将使用金融中的计算机模拟实验方法对股权融资摩擦和资本结构调整之间的关系进行自下而上的模拟检验，从而得出一些可供实际检验的结论。

第2章 资本结构文献综述

本章导读：无论对于财务人士还是研究者来说，了解资本结构的研究历史都有一定的必要性，至少它能告诉我们前人已经在这个领域做了什么研究，找出了什么重要因素，无论对错，它都能带给我们一些启发。所以，让我们看看前人是怎么理解和看待资本结构的吧！

2.1 国外资本结构文献综述

2.1.1 资本结构影响公司价值吗？——MM 理论

现代意义上的资本结构研究是从 MM（Modigliani 和 Miller, 1958）开始的。MM 在完美资本市场（资本市场完全竞争、无摩擦、完全）、无税的假设条件下，得出结论认为资本结构不影响公司价值。

一般认为，MM 理论的条件过于苛刻，因此结论也是脱离实际的。但 MM 的重要性在于为以后资本结构的研究奠定了基础，提供了一个研究参照系。正是受到 MM 理论的启发，其后学者们沿着 MM 研究的思路，在逐步放松了 MM 理论的各项基本假设后，发展出了权衡理论、代理理论、啄序理论、市场时机理论等重要的理论。MM 理论的出现标志着资本结构理论走向现代观点，是资本结构理论的一次里程碑式的飞跃，是公司金融学乃至金融学的奠基性理论。

在 MM 理论之后的半个多世纪里，资本结构的研究取得了长足进展，Harris 和 Raviv（1991）对 1990 年以前的文献进行了综述，Myers（2003）

也对近期的研究进行了综述。本章将在他们的基础上，对传统的资本结构理论进行简单阐述，重点讨论国外理论的前提条件。

2.1.2 债务与税

MM 定理在逻辑上得到了证明，但其对真实世界的解释受到了挑战。如果资本结构和企业价值无关，则企业资本结构的分布应是随机的，但观察到的数据却并非如此，而经营者和投资者对资本结构的重视似乎也表明了其对企业价值的影响。

在 MM (1958) 的基础上，Modigliani 和 Miller (1963) 放松了对公司所得税的假设，在模型中加入了公司所得税因素。他们的结果认为，由于债务利息的避税作用，公司使用债务时能给公司带来“税盾”效用，从而增加公司的价值。

从这一结果出发，公司应该全部使用债务进行融资——这一结论显然也是不符合实际的。

在此基础上，Miller (1977) 又加入了个人所得税的因素。他认为尽管对公司而言债务利息有避税作用，但是从投资者的角度来说，投资者对权益收入的个人所得税和利息收入的个人所得税也是不同的，因此公司债务的税盾利益与个人所得税之间有抵消作用，当 $(1 - \text{公司所得税率}) \times (1 - \text{权益所得税率}) = (1 - \text{利息所得税率})$ 时，就又回到了 MM (1958) 的结论，公司价值与资本结构无关；如果等式左边较小，则重新得到 MM (1963) 的结论；如果等式右边较小，则公司应该全部使用股权融资。

由于不同的投资者实际面对的个人所得税率不同，所以 Miller 的这个模型只能用于个人对公司价值的评价，而且 Miller 这个模型的结论处于“极左”“极右”以及“不相关”三种极端状态之间，因此一般认为 Miller 的结论同样无法与现实情况相符合。

2.1.3 破产成本与权衡理论

债务在带来税盾的同时，也会带来破产危机 (Baxter, 1967)。破产成本包括直接破产成本和间接破产成本。直接破产成本包括诉讼费、中介机构费用等。间接破产成本产生于公司可能不再持续经营对公司价值的影响。

响，如公司被迫低价出售产品，债务、非债务失去避税机会的损失、财务危机中加大的代理成本等。

由于破产成本的作用，公司的杠杆比率在达到 100% 以前就终止。因此在放开破产成本假设之后，最优负债水平应该是权衡债务的好处和成本之后决定的，由此形成权衡理论的基本思想。

应该说，企业的债务带来破产成本这一点是毋庸置疑的。Warner (1977) 研究了 11 家破产铁路公司是否存在显著的破产成本，他们的破产成本主要是直接破产成本。其证据显示，在破产前 7 年直接成本占公司市值的 1%，但是到了破产时，直接破产成本占公司市值的 5.3%；Altman (1984) 研究了在 1970 ~ 1978 年间破产公司的间接破产成本，他们的研究采用两种方法来衡量破产成本，第一种办法采用比较时间序列所预估的盈余和实际盈余的差额，结果发现企业破产前 3 年的间接破产成本为 8.1%，破产时间接破产成本占公司市值的 10.5%；第二种方法采用分析师估计盈余和实际盈余的差额，发现平均而言，企业破产前间接破产成本为 17.5%。

沿着权衡理论的思路，之后的很多研究集中于税收的影响和财务困境成本问题。例如，Leland 和 Toft (1996) 提出，因为长期负债比短期负债在纳税时间上具有选择权，所以税收会影响公司的负债期限。当利率期限结构呈上翘形状时，根据利率期限结构的预期理论，长期负债在早期支付的利息费用比滚动短期负债支付的利息要多，在后期支付的利息要少，所以长期负债的税盾作用要更大一些，能够增加公司的现有价值。公司的边际税率越高，这种效应就越大，所以有效税率越高的公司越倾向于发行长期负债。

Bradley 等 (1984) 则对 1962 ~ 1981 年的 25 个行业 851 个企业进行了权衡理论的实证研究，他们重点分析了企业价值、非负债税收利益和破产成本之间的关系，结果发现：一方面，企业的广告及研发费用（这些费用很大程度上度量了无形资产，财务危机会破坏无形资产）与财务杠杆之间呈现显著的负相关；另一方面，企业的财务杠杆和非负债税收利益存在显著的正相关，这在很大程度上证实了权衡理论。此外 Smith 和 Watts

(1992) 等人的研究同样为权衡理论提供了强有力的支撑,事实上,对权衡理论的更多检验,是在啄序理论出现之后。

2.1.4 代理成本

在前人研究的基础上, Jensen 和 Meckling (1976) 第一次提出了代理成本问题。Jensen 和 Meckling 提出了两种代理成本,即外部股权的代理成本和债务的代理成本。管理者与股东的利益冲突起源于现代企业所有权和控制权的分离,管理者追求自身利益,通过在职消费、给自己高工资或“帝国建造”(Empire - building, 公司管理者最大化所控制的资产)增加自身利益(管理者只拥有部分股权,只承担这些活动的一部分成本)。Jensen (1986) 指出了另一种管理者追求自身利益的形式,就是利用“自由现金流”投资净现值小于零的项目。于是, Jensen 和 Meckling (1976) 提出债务可以提高管理者的股权比例,从而降低外部股权的代理成本。Jensen (1986) 也认为,当公司存在大量自由现金流时,公司管理层就会通过职务消费或者进行无效率的投资而浪费现金,而负债可以减少自由现金流,激励管理层有效地工作。

但是,债务也会带来代理成本。由于债权是固定收益权,股权是剩余收益权,投资收益高时,大部分收益都被股东获得,投资失败时,股东受到有限责任的保护,债权人承担大部分损失。于是,股东倾向于高风险投资,即使该项目可能降低公司价值。这样,如果公司在债务融资时,承诺投资风险小的项目,而当获得融资后去投资高风险项目,债务的价值就会下降。如果债务融资时债权人正确预测到股东未来的行动,那么股东就要承担这部分损失的价值。Jensen 和 Meckling (1976) 称之为债务的“资产替代”(Asset Substitution) 效应,这就是债务融资的代理成本。Myers (1977) 指出了债务的另一种代理成本,就是“投资不足”(Underinvestment) 或称“债务悬置”(Debt Overhang) 问题,即当公司负债水平比较高时,代表股东利益的公司管理层就会放弃一些净现值大于零的投资,因为投资收益大部分被债权人获得。

Myers (2003) 在对资本结构理论的综述中,将债权人与股东的利益

冲突带来的代理成本也作为财务困境成本。这样权衡理论所要权衡的因素就扩大了，不仅包括税收和财务困境成本，而且股权的代理成本及负债的代理成本都成为资本结构的影响因素。与传统的均衡理论相比，考虑代理成本的权衡理论更具有说服力。于是，所有融资工具的存在和设计都是为了降低代理成本（Barnea、Haugen 和 Senbet，1985）。

Myers（1977）认为发行在未来投资机会实现之前到期的负债，或者将负债的期限与资产的期限进行匹配，可以解决“投资不足”问题。Chang（1989）也证明期限匹配能够使负债融资的代理成本最小化。

Grossman 和 Hart（1982）、Hart（1995）以及 Hart 和 Moore（1995）从代理成本和管理者激励出发，对债务的作用以及不同期限的债务的作用进行了深入探讨。Grossman 和 Hart（1982）提出，在管理者与股东利益不一致且存在破产可能性的情况下，债务融资能够使管理者的利益与股东的利益达到一致。虽然公司的融资决策是由管理层决定的，债务可能引起公司破产，如果让管理者进行负债融资决策的话，他们似乎应该不会选择债务，但是负债也能给管理者带来好处。如果管理者选择不负债，从破产的角度来看确实是安全的，但是由于没有债务的约束，利润达不到最大化，市场对公司价值的评价就会比较低，资本成本就会比较高。如果管理者负债，股东就会知道如果管理者不实现利润最大化，自身的利益就会有损失（因为如果公司破产了，管理者就会失去在职时的种种特殊待遇和个人收入），于是市场对公司价值的评价就更高。公司价值增加也会进一步带给管理者更多的个人利益，公司进一步的融资也会更容易。所以 Grossman 和 Hart（1982）认为，公司进行债务融资是一种提前承诺或者自我约束的行为（Precommitment or Bonding Behavior）。Hart（1995）给出了两个简单模型，分别探讨了短期负债和长期负债对公司管理层的约束作用。由于管理者对控制权、“帝国建造”和特殊待遇有强烈的兴趣，激励计划能够激发管理者努力工作，却不能阻止他们的自利行为，而债务能够做到这一点。短期债务使管理者为了避免清算提高短期利润，而长期债务则限制了管理者为净现值小于零的项目进行融资的能力。Hart 和 Moore（1995）集中于长期债务以及债务优先级，模型的重要结论之一是，在只有简单债权和股

权能够达到最优的情况下，公司新投资项目的平均盈利性越高，长期负债水平就越低；公司原有资产的平均盈利性越高，长期负债水平就越高。Hart 和 Moore (1995) 的这一结论与 Myers (1977) 的结论是一致的。

2.1.5 信息不对称与啄序理论

20 世纪 70 年代后期的信息不对称也给资本结构理论带来了新的启发。Ross (1977)、Leland 和 Pyle (1977) 首先从信息不对称角度来研究资本结构，将 MM 理论进行了延伸，从而开辟了资本结构理论的另一个重要分支。

Myers 和 Majluf (1984) 的模型表明，如果投资者对公司资产价值信息的了解不如公司内部人，那么公司的股票价格总是会被市场低估。如果公司必须要发行股票来为新项目融资，由于股票价格被严重低估，新股东获得的价值就会超过新项目的净现值，原有股东就会遭受损失。这样，净现值大于零的项目也会被拒绝。这种“投资不足”问题是可以避免的，即在融资方式上，选择发行被市场低估不那么严重的证券，如内部融资或者债务融资。Myers (1984) 将这种融资理论称为“啄序” (Pecking Order)，即资本结构是由公司为新项目融资时选择的融资顺序决定的，公司的融资顺序为首先使用内部资金，使用外部资金时，先选择债务融资，其次是可转换债券，最后才是股票融资。于是公司的负债水平反映了公司累积的对外部资金的需求。

Myers 和 Majluf (1984)、Myers (1984) 以后，很多学者继续沿着这一思路研究下去。例如，Narayanan (1988) 及 Heinkel 和 Zechner (1990) 转而考虑投资项目的信息不对称，即经理人知道投资项目的净现值，外部投资者不知道，而公司类型是公共知识。他们证明了在这种情况下可能会发生过度投资，即净现值为负的项目被采纳。有较低净现值投资项目的公司从发行高定价的股票中获益。他们指出，如果采用债务融资，企业接受负净现值的可能性减小，因此债务融资可减少过度投资行为。

但是 Brennan 和 Kraus (1987)、Noe (1988) 及 Constantinides 和 Grundy (1989) 对啄序理论提出了质疑，他们认为通过融资选择的信号作用可以

解决投资不足问题，不必按照从债务到权益的融资顺序。

权衡理论的核心是认为企业存在最优资本结构，而啄序理论则认为企业没有最优资本结构。因此其后有很多文章集中检验这两种理论的适用性 (Shyam - Sunder 和 Myers, 1999; Fama 和 French, 2002; Flannery 和 Rangan, 2006; 等等)，这些研究都证实了目标资本结构的存在——这为权衡理论提供了支持，但同时啄序理论也为回归增添了信息，但是他们的经济效果却被淹没在目标资本结构的调整当中。

2.1.6 市场非有效与市场时机理论

20 世纪 90 年代前，资本结构研究一直忽视资本市场条件对企业融资选择和资本结构的影响 (Titman, 2001)。随着资产定价领域对资本市场有效性假说的重新实证和质疑，行为金融学诞生了。行为金融理论及大量的实证研究表明，股票市场并非理性，股票定价往往偏离公司真实价值 (Mispricing) 而被高估或者低估。行为金融推动了行为公司金融 (Behavioral Corporate Finance) 的兴起和发展。行为公司金融放弃了市场半强有效假设，关注市场非有效对企业投融资决策和资本结构的影响。

Stein (1996) 研究了在市场非有效而管理者理性情况下的公司投融资行为。Stein 的理论模型表明，在非有效市场中，公司管理层不但可以通过采用正的 NPV 项目为自己 (公司原股东) 创造价值，也可以利用市场的无效性合理地安排融资来创造价值，即公司在股票被高估时倾向于增发，而在低估时倾向于回购。

行为公司金融认为，市场时机 (Market Timing) 也是影响公司资本结构的重要因素。Baker 和 Wurgler (2002) 首先开发并检验了资本结构的时机理论。他们发现，低杠杆率的公司往往是那些在股票价格很高的时候进行外部融资的公司，高杠杆率的公司往往是那些在股价低的时候进行外部融资的企业。他们还发现，股票市场波动对资本结构的影响并不是短暂性的，至少要持续 10 年。Alti (2006) 的研究也为市场时机提供了实证支持，但他认为市场时机效应的持续性没那么久，在融资之后的 3 年内就会消失。

融资市场时机假说得到实证支持。Graham 和 Harvey (2001) 对 300 多家美国公司 CFO 的问卷调查结果表明, 2/3 的 CFO 认为“股票市场对公司股票价格的高估或低估是融资的重要考虑因素”。Brau 和 Fawcett (2006) 对公司 CFO 关于 IPO 的调查问卷也显示, 公司 IPO 决策时, 股市总体条件是最重要的因素 (82.94% 的 CFO 选择了这一因素)。与之一致的是, 许多学者也发现首次公开发行 (IPO) 和增发新股 (SEO) 规模和事前的股价显著相关 (Loughran 等, 1994; Hovakimian 等, 2001)。

2.1.7 其他对资本结构的研究

除了上述几个重要的理论之外, 还有一些学者从其他方面放松对资本结构的假设, 如产品市场的竞争环境。Brander 和 Lewis (1986) 首先从产品市场竞争的角度来考察资本结构问题, 他们的研究以债务的有限责任为基础, 对代表股东利益和追求股权价值最大化的公司管理者来说, 高负债是一种激励, 是公司在产品市场上更富进攻性的一种“可信承诺”。但 Bolton 和 Scharfstein (1990) 对这种想法提出了批评, 他们认为高负债使企业在产品市场竞争中处于不利地位。理由是, 当企业业绩较差时, 债权人为了保护自己的利益会停止向企业提供资金, 从而对企业造成融资约束, 企业因负债而形成的融资约束会激励竞争对手采用一定的手段迫使其降低市场份额甚至最终退出市场, 避免竞争对手这种“掠夺行为”的有效途径就是降低负债率, 但是降低负债率的同时也会降低负债对管理者的激励作用。因此, 在避免掠夺行为和降低激励之间存在权衡。

此外, 国外还有大量对资本结构的实证研究, 这些研究试图从公司特征角度来解释资本结构和融资行为。例如, Titman 和 Wessels (1988) 研究了资本结构的影响因素, 他们所选择的因素有资产的抵押价值、非债务税盾、增长性、产品的独特性、行业、规模、盈利的波动性、盈利能力。在这方面, Harris 和 Raviv (1991) 已进行了比较全面的综述。

2.2 国内研究现状

由于我国资本结构的研究起步较晚, 加上我国公司制度的建立在很大

程度上借鉴了国外的模式，因此我国资本结构研究领域的特征之一就是受国外相关研究的影响较大。这一特征具体表现在两个方面：第一，西方有关资本结构的各种理论模型在我国的相关研究中随处可见；第二，研究方法（尤其是计量方法）受西方相关研究影响的痕迹较为明显。

但是，相对于美国等发达国家而言，资本市场在我国毕竟是个新生产物，由于它的不成熟与不完善，我国公司的表现与西方资本结构的相关理论并不一致，^①这无疑刺激了我国资本结构的研究——研究我国现有的制度环境对我国公司资本结构的行为造成的影响——这也构成了我国公司资本结构的第二个特征。

2.2.1 我国公司的股权融资偏好

许多学者研究发现，中国上市公司存在强烈的股权融资偏好——这一点和啄序理论大相径庭。有关股权融资偏好的证据主要有以下5个方面。

(1) 一方面，符合股权融资条件的公司几乎不会放弃股权再融资的机会，达到股权再融资条件的多数会提出再融资要求，且上市公司股权再融资比例非常高；另一方面，他们本身又保持极低的负债率（阎达五等，2001；刘冬、李雪莲，2002；曾昭武，2004）。

(2) 上市公司存在粉饰收益率以及盈余管理行为以达到配股资格的行为。例如，为了达到配股和增发条件，上市公司的ROE在政策管理线附近出现聚集现象（陈小悦等，2000；阎达五等，2001；蒋义宏，2003；等等）。

(3) 陆正飞、高强（2003）对上市公司的问卷调查也发现，约3/4的被调查公司偏好股权融资。

(4) 股权融资占全部融资的比重较高（黄少安、张岗，2001；刘冬、李雪莲，2002；陈刚等，2003）。

(5) 股权融资过程中存在过度融资行为（赵涛、郑祖玄，2004）。

对于上市公司股权融资偏好的原因，我国学术界也给出了多种解释。

第一种解释首先着眼于股权融资的成本。早期的观点认为股权融资偏好源于股权融资成本低，这一点可以从公司管理层处得到验证。陆正飞、

① 当然，现有的公司金融理论也并不能完全解释西方成熟资本市场上所有的公司行为。

高强(2003)对上市公司的问卷调查表明,公司之所以偏好股权融资,首先是股权融资成本较低,其次是股权融资不必还本,分红也可灵活掌握。袁国良等(1999)分析了股权融资成本的组成,认为几乎所有的股权融资成本都是一种软约束,上市公司的实际融资成本很低;黄少安、张岗(2001)也认为股权融资成本相对较低是股权融资偏好的直接动因。但陆正飞、叶康涛(2004)采用收益折现模型来计算股权融资成本,测算了1998~2000年进行过外部融资(包括股权再融资或债权融资)的A股公司的股权融资成本,结果发现,尽管这期间上市公司平均股权融资成本低于平均债权融资成本,但是如果区分不同类型的企业和年份,结果就没有这么简单了:1999年和2000年只实施股权融资的公司的平均股权融资成本与平均债权融资成本之间并没有显著差别;实施过股权再融资的公司中,有24.15%的公司的股权融资成本高于债权融资成本;只实施债权融资的公司股权融资成本却普遍低于债权融资成本,他们认为融资成本并不能完全解释我国上市公司的股权融资偏好。综合以上研究结果,融资成本能够部分解释我国上市公司的股权融资偏好,但是不能够全部解释。

第二种解释认为股权融资偏好可能源于公司治理因素。陆正飞、高强(2003)研究发现,公司治理对融资偏好有影响,董事会中由控股股东推举或任职于控股股东的董事所占的比例越高、总理由董事长兼任、公司高级管理人员持有公司股份的公司,越偏好股权融资。这一结果说明,“内部人控制”是股权融资偏好的重要原因。张祥建、徐晋(2005)把股权融资偏好解释为是大股东通过“隧道行为”获得中小股东无法得到的隐性收益。赵涛、郑祖玄(2004)及吴江、阮彤(2004)则认为股权分置结构所形成的利益输送机制是决定中国上市公司股权融资行为的主要因素。

第三种解释把上市公司的股权融资偏好归结于管理层的偏好。例如,马亚军、刘丽芹(2004)建立了一个理论模型,他们发现管理者的内生融资偏好是造成股权融资偏好的又一基本原因,他们发现在不对称信息条件下,如果管理者对公司项目拥有私人信息,且厌恶风险,管理者将最大限度地使用股权融资。

应该说, 这些文献对上市公司股权融资行为的分析是比较全面的, 从企业微观经营到宏观制度环境, 从不同的角度对股权融资偏好进行了解释。

2.2.2 我国关于资本结构影响因素的研究

现代资本结构理论表明, 大量潜在因素影响着公司资本结构的选择, 这些因素包括公司层面因素、公司外部的行业因素以及宏观环境因素。

(一) 公司层面因素

国内关于资本结构微观影响因素的研究主要从公司特征因素、股权结构因素及资本成本因素三个角度进行, 受到有效样本数据选取的限制, 现有的实证研究大多是通过公司某些易于观察的财务特征值为主要决定因素进行资本结构的定量分析。

(1) 公司业绩。国内学者采用多种标准对公司业绩进行衡量, 包括股票收益、盈利能力和托宾 Q 等, 而资本结构则多采用负债率、负债/权益比率等指标来刻画^①, 研究结论并不一致。大多数研究认为公司业绩越好的企业负债率越低, 因为较强的获利能力会为企业带来较强的自身积累能力, 从而可以更多地依靠内部留存收益进行内源融资, 这可以在一定程度上降低信息不对称所引发的成本。此外, 业绩好的企业更容易获得配股资格, 从而通过配股进行权益融资, 这也导致了业绩好的企业负债率较低。与此相反, 因为公司业绩可以体现公司实力, 好的业绩会传递给外界 (包括债权人) 公司营运良好的信号, 所以绩优企业较易从金融机构 (主要是银行) 获得资金, 较低的融资成本使得绩优企业更倾向于举债融资 (陈小悦、李晨, 1995; 陆正飞、辛宇, 1998; 吕长江、韩慧博, 2001; 陆正飞、叶康涛, 2004; 沈维涛、叶晓铭, 2004; 等等)。

(2) 公司规模。公司规模也是国内学者研究较多的资本结构影响因素之一。大多数学者认为公司规模和资本结构存在正相关关系。这是因为,

① 度量资本结构的指标主要有: 总负债/总资产, 长期负债/总资产, 长期负债/权益, 总负债/权益, 权益/总资产, 在资本结构影响因素研究中多采用前两个指标。

就我国的公司来说，一方面，大企业的信誉普遍较好，加上我国政府给予贷款等优惠政策的有力扶持，负债成本较低，较易从金融机构获得贷款；另一方面，大规模企业往往多元化经营，利于分散风险，减小破产风险，与此同时，大规模的企业信息透明度较高，减少了由于信息不对称产生的监督成本，上述因素导致了大企业规模较易负债。事实上绝大多数文献的研究结论为公司资本结构与公司规模呈正相关（吕长江、韩慧博，2001；肖作平，2004；陆正飞、叶康涛，2004；等等）。但是，也有部分研究结果表明资本结构与公司规模不相关（陆正飞、辛宇，1998；李善民、苏赟，2000）甚至呈负相关（陆正飞，1996）。

（3）公司成长性。关于公司成长性与资本结构的关系，研究结论存在较大分歧。一种观点认为公司成长性对资本结构有正向影响。支持这种关系的主要理由有：从公司自身来看，成长性较高的公司需要大量资金扩大市场，但配股资格审核很严，如采用该种权益融资需要较长时间才能获得资金，而采用负债融资资金到位速度较快，故偏好负债融资；同时，从债权人角度来说，这种企业往往发展前景被看好，通过传递出的公司价值高的信号，认为其破产风险较小，且能承受较多负债带来的利息费用，故愿意贷款给这类公司，双方面原因共同导致了成长性与负债率的正相关关系（李雅珍，2001；吕长江、韩慧博，2001；等等）。但是也有学者持相反意见：由于高成长性企业一般处于起步阶段，各方面基础较为薄弱，也较难得到政策支持，从而限制了其负债融资活动，此外，由于发行长期债券可能会使债权人分享未来投资利润，故高成长性企业为了降低债务代理成本，更倾向于较少负债，从而使实证显示出负债比与成长性呈负相关的结论（沈根祥、朱平芳，1999；陈超、饶育蕾，2003；肖作平，2004；等等）。认为二者不相关的主要理由有：对企业成长资金需求的忽视、成长性对资本结构正负作用的相互抵消以及成长性的不稳定导致债权投资人在判断公司价值时很难将其作为依据（陆正飞、辛宇，1998；李朝霞，2003；沈维涛、叶晓铭，2004；等等）。

（4）非债务税盾。多数研究认为非债务税盾与资本结构呈负相关。沈根祥、朱平芳（1999）的结论表明企业负债率与企业非负债类免税呈负相

关，由于负债可以得到免税优惠而提高公司价值，故公司倾向于负债融资，而非负债类免税因素的存在会取代负债的免税效果（如企业实行加速折旧等），冲淡负债的免税效应，因此，当企业能有很好的非负债免税优惠措施时，负债免税的动机便会被削弱。此外，高大为、魏巍（2004），余明桂等（2006）的研究支持上述研究结论。

（5）资产担保抵押价值。沈根祥、朱平芳（1999）认为企业负债率与企业资产抵押价值呈正相关，因为与抵押价值最相关的是破产成本。在破产间接成本中，一个企业的抵押价值越大，破产变卖企业资产时的资产重估的损失就越小，这会减少破产成本，另外，在以担保取得负债资金时，抵押价值大的企业无疑较易得到资金，并且融资成本较小，因而，抵押价值大的企业具有较高负债比的可能性。此外，李朝霞（2003）等人的实证结果也为这一观点提供了支持。

（6）股权结构因素。中国上市公司存在特殊的股权结构，股权集中度极高，普通股划分为国家股、法人股和流通股，在股权分置改革之前及改革之后的锁定期内，国家股和法人股不能自由流通，且因流通市场的不同而彼此处于分割状态。针对我国特殊的股权结构，国内学者从公司治理角度实证检验了股权结构对上市公司资本结构选择的影响。多数研究认为我国上市公司的股权结构是影响其资本结构形成的重要因素之一，国家股、法人股和流通股的不同构成都会对资本结构形成造成不同的影响。总的来看，一方面，国有股比重过大可能使国有股与上市公司之间“减不断，理还乱”的关系仍然存在国家控股的公司享有更为优惠的贷款政策的现象，公司容易得到政府的支持，也就容易从国有银行获得贷款（陆正飞，1996；吕长江、王克敏，2002；李朝霞，2003；余明桂等，2006；等等）；另一方面，由于配股成本较低，我国二元割裂、一股独大的股权结构使得非流通股股东偏好从增发和配股中获取利益，客观上造成了上市公司的股权融资偏好行为，如果流通股比重较大，就会使得股权融资政策的实施阻力更小（刘力、汪汀汀，2003；李志文、宋衍蘅，2003；陆正飞、叶康涛，2004；赵蒲、孙爱英，2004）。

此外，国内文献还从管理层的激励（刘明、袁国良，1999；吴晓求、

应展宇, 2003) 和管理者过度自信角度(余明桂等, 2006), 对公司的资本结构问题进行了初步探讨, 认为这些特征也是影响公司资本结构的重要因素。

除了上述常见的影响资本结构的公司特征因素外, 还有研究指出其他一些公司特征因素也会对资本结构造成影响, 这些研究主要包括: 资产有形性(肖作平, 2004; 余明桂等, 2006; 等等)、资产流动性(肖作平, 2004; 吕长江、韩慧博, 2001; 等等)、独特性(李朝霞, 2003; 肖作平, 2004; 等等)、产生内部资源能力(肖作平, 2004)、资产结构(李雅珍, 2001; 吕长江、韩慧博, 2001; 高大为、魏巍, 2004; 等等)、资产专用性(李青原、王永海, 2006; 李青原等, 2007)、经营风险(波动性)(陆正飞, 1996; 黄贵海、宋敏, 2002; 等等)。

(二) 行业层面因素

(1) 资本结构的行业差别。首先, 一些研究从行业差别的总体角度考察了资本结构是否存在差异。对于不同的行业而言, 行业的利润情况、资产结构、运营周期、资金密集程度、发展前景及面临的竞争环境等各个方面往往存在较大的差异, 因此可能会给公司的资本结构带来较大差异。我国该方面大部分研究结论认为行业因素对公司的资本结构选择具有重要影响(陆正飞, 1996; 陆正飞、辛宇, 1998; 李雅珍, 2001; 吕长江、韩慧博, 2001; 郭鹏飞、孙培源, 2003; 余明桂等, 2006; 等等)。

(2) 产品市场竞争、竞争战略与资本结构关系。国外已有研究表明: 充分竞争的行业更倾向于股权融资, 而相对垄断的行业更倾向于债务融资, 行业竞争程度是资本结构决定的重要影响因素。我国学者也从这一行业中观层次对资本结构进行了深入分析, 但得到的结论并不相同: 一类观点认为竞争程度激烈将会削弱企业的后续投资和财务承受能力, 导致企业产生财务保守行为, 竞争强度与负债率负相关(朱武祥等, 2002; 赵蒲、孙爱英, 2004; 屈耀辉等, 2007); 另一类观点认为资本结构是企业的一项战略承诺, 竞争强度与负债率呈正相关(刘志彪等, 2003; 钟田丽、范