

# 全流通下 上市公司再融资行为 财务问题实证研究

苏新龙等 著

 吉林大学出版社

厦门大学重大横向课题0143-K82033最终科研成果

# 全流通下

## 上市公司再融资行为 财务问题实证研究

苏新龙等 著

 吉林大学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

全流通下上市公司再融资行为财务问题实证研究/苏新龙等著. -- 长春: 吉林大学出版社, 2011.9

ISBN 978 - 7 - 5601 - 7685 - 7

I. ①全… II. ①苏… III. ①上市公司—融资—研究—中国 IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 178653 号

书 名: 全流通下上市公司再融资行为财务问题实证研究

作 者: 苏新龙等 著

责任编辑、责任校对: 陈颂琴 张文涛

吉林大学出版社出版、发行

开本: 787 × 1092 毫米 1/16

印张: 21.75 字数: 400 千字

ISBN 978 - 7 - 5601 - 7685 - 7

封面设计: 博展弘图

北京瑞象今日印刷服务有限公司 印刷

2011 年 9 月 第 1 版

2011 年 9 月 第 1 次印刷

定价: 43.50 元

版权所有 翻印必究

社址: 长春市明德路 501 号 邮编: 130021

发行部电话: 0431 - 89580026

网址: <http://www.jlup.com.cn>

E-mail: [jlup@mail.jlu.edu.cn](mailto:jlup@mail.jlu.edu.cn)

## 目 录

|                                 |     |
|---------------------------------|-----|
| 第1章 上市公司再融资偏好影响因素实证研究 .....     | 1   |
| 1.1 本章概论 .....                  | 1   |
| 1.2 融资理论及其发展 .....              | 8   |
| 1.3 上市公司再融资偏好表现的总体分析 .....      | 14  |
| 1.4 我国上市公司再融资偏好影响因素实证研究 .....   | 24  |
| 1.5 政策建议 .....                  | 42  |
| 本章小结 .....                      | 48  |
| 参考文献 .....                      | 49  |
| 附 录 .....                       | 51  |
| 第2章 上市公司定向增发经营绩效实证研究 .....      | 55  |
| 2.1 本章概论 .....                  | 55  |
| 2.2 定向增发理论与实践 .....             | 61  |
| 2.3 上市公司定向增发经营绩效实证研究 .....      | 84  |
| 2.4 结论与政策建议 .....               | 98  |
| 本章小结 .....                      | 103 |
| 参考文献 .....                      | 103 |
| 附 录 .....                       | 107 |
| 第3章 上市公司定向增发折价发行及长期绩效实证研究 ..... | 112 |
| 3.1 本章概论 .....                  | 112 |
| 3.2 定向增发折价发行的实证研究 .....         | 123 |
| 3.3 定向增发长期绩效的实证研究 .....         | 136 |
| 3.4 政策建议 .....                  | 149 |
| 本章小结 .....                      | 151 |
| 参考文献 .....                      | 151 |
| 第4章 上市公司债权融资结构与长期绩效实证研究 .....   | 155 |
| 4.1 本章概论 .....                  | 155 |
| 4.2 上市公司债权融资结构与长期绩效实证研究 .....   | 158 |
| 4.3 结论与政策建议 .....               | 168 |
| 本章小结 .....                      | 169 |

|                          |     |
|--------------------------|-----|
| 参考文献:                    | 169 |
| 第5章 上市公司可转债公告财富效应与经营绩效研究 | 171 |
| 5.1 本章概论                 | 171 |
| 5.2 可转债的理论与实践            | 182 |
| 5.3 我国可转债发行公告财富效应的实证研究   | 201 |
| 5.4 我国可转债发行人经营绩效研究       | 210 |
| 5.5 政策建议                 | 222 |
| 本章小结                     | 222 |
| 参考文献                     | 223 |
| 第6章 上市公司并购支付方式的绩效研究      | 227 |
| 6.1 本章概论                 | 227 |
| 6.2 并购与支付方式的理论及其新发展      | 238 |
| 6.3 研究设计                 | 254 |
| 6.4 实证研究                 | 261 |
| 6.5 研究结论及建议              | 281 |
| 参考文献                     | 284 |
| 附录                       | 289 |
| 第7章 上市公司会计盈余稳健性研究        | 303 |
| 7.1 本章概论                 | 303 |
| 7.2 相关理论及实践              | 308 |
| 7.3 研究假设                 | 323 |
| 7.4 实证研究结果及分析            | 329 |
| 7.5 结论及建议                | 338 |
| 参考文献                     | 339 |

# 第1章 上市公司再融资偏好影响因素实证研究

## 1.1 本章概论

### 1.1.1 研究背景和意义

资本对所有的企业而言都是非常重要的资源。现代财务理论研究表明,融资结构的选择是非常重要的,因为它不仅影响企业的资本成本,而且与企业治理结构和宏观经济运行有关。研究表明,不同国家企业的融资结构是不同的,同一国家不同行业的融资结构也不同,甚至同一行业不同企业的融资结构差别也很大。

我国上市公司资本结构的一个突出特点就是偏好股权融资,而内源融资和债务融资的比重偏低,这一现象有悖于经典的资本结构理论。因此,如何推动国内经济理论研究与国际同步,使融资偏好相关理论更加符合现实的结论,才不失为学术界理论研究的价值所在。

2005年5月9日,我国正式开始实施股权分置改革,使得中国股市天生的缺陷终于得到了顺利解决,而在首次公开募股(IPO)方面也取得长足进展。我国有了世界上最大规模的IPO,现在可以说,我国的资本市场涵盖了主要的行业和企业,可以反映宏观经济的基本面,能够代表国民经济的基本趋势。因此,在社会主义市场经济体制和国有经济占主导的情况下,从我国整体的经济环境出发,从证券市场和债券市场的发展程度出发,研究上市公司的融资偏好,找出影响我国融资偏好的主要因素,优化上市公司融资结构<sup>①</sup>,具有十分重要的意义。

从1996年至今,我国已七次大幅度降低了存贷款利率,2007年12月底,一年期贷款利率仅为7.56%。另一方面,根据中国证监会的规定,上市公司申请配股的前提条件是“最近三年连续盈利,且净资产收益率平均在10%以上,但其中任何一年均不得低于6%”。因此,对于符合配股条件的上市公司而言,

<sup>①</sup> 陈漩. 股权分置改革对上市公司融资偏好的影响分析[J]. 当代经济, 2007, (10): 16-17.

理论上应充分利用“财务杠杆”效应，增加债务融资的比重，但现实中上市公司的行为却与此相反，资产负债率不升反降，仍偏好使用配股融资。我国上市公司这种先权益性融资后债务性融资行为表现，与国外发达的资本市场实证研究的融资情况恰恰相反，这就会使人怀疑我国上市公司的融资偏好是否达到了最优。近几年来，国外资本已经加快进军内地市场的步伐，使国内市场竞争激烈程度加剧，市场集中度将进一步提高。因此，国内企业迫切需要正确认识自身融资偏好优劣，借助资本市场的优势，迅速扩大企业的经营规模，使企业快速成长，提高竞争力。本章研究的意义就在于以制造类上市公司为例，探讨上市公司融资偏好的主要决定因素，并提出具有建设性的优化措施和建议。因此，对融资结构偏好的研究不仅具有前瞻性的理论意义，能够为未来合理的融资结构的选择提供理论依据；而且还具有现实的实践意义，指导上市公司对公司的融资结构进行合理的选择和科学的实施，以促进我国国民经济的健康发展和金融市场的稳定。

### 1.1.2 文献综述

#### 一、国外文献综述

70年代初，Baxter & Cragg (1970)，Taub (1975) 和 Targget (1977) 率先提出资本结构决定因素理论，之后 Marsh (1982)，Titman & Wessels (1988) 为该学派的延续做出了重要的贡献，根据他们的研究文献，影响企业资本结构的因素大致包括以下四个：

(1) 企业规模。Baxter & Cragg (1970) 使用 1950—1965 年期间 129 家工业企业的 230 次证券发行数据来检验企业对融资工具的选择<sup>①</sup>。他们发现：规模越大的企业越倾向于通过发行债券（或通过以包括优先股、可转换证券和债券在内的多次发行来融资）；而企业规模越低的企业越不可能（相对于普通股和可转换证券而言）发行债券。

(2) 企业权益的市场价值。Targget (1977) 利用联邦储备委员会的《资金流动》、国内税务局的《收入统计》和证券交易与管理委员会的《统计公告》等给出的数据，通过广义最小二乘法得出企业长期负债与权益的市场价值是决定企业证券发行的重要因素的结论<sup>②</sup>。即企业的市场价值目标对其长期负债有重要影响。

(3) 企业盈利能力。Titman & Wessels (1988) 认为企业过去的盈利能力，

<sup>①</sup> Baxter N D, Cragg J G. Corporate's choice among long-term financing instruments. Review of Economics and Statistics, 1970, 52: 225-235

<sup>②</sup> Targget R. A model of corporate financing decision. Journal of Finance, 1977, 5: 1467-1484

即可以留存下来的盈利数量是企业现有资本结构的一个重要决定因素<sup>①</sup>。他们利用美国劳工部劳工统计局提供的 1974—1982 年期间 469 家企业的数据进行统计检验, 结论表明因经营利润的增加而提高的股票市场价值不可能完全被企业增加的借贷所抵消。

国外不少学者还进一步对企业资本结构的各因素作了综合研究。如: Taub (1975) 利用 1960—1969 年期间 89 家公司的 172 次证券发行数据分析了企业的预期收益与利息差异、未来盈利的不确定性、规模、税率、具有偿债能力的时间长度和负债权益比共 6 个变量对企业资本结构的影响。但他的结论含糊不清且相互矛盾<sup>②</sup>。例如, 对于税收因素, Taub 声称“我的结论与传统理论和 MM 理论都相矛盾”, “显然, 在解释企业对负债—权益比率选择的决定因素方面, 我的研究是不成功的”。Marsh 则认为: 早先的观点, 无论是 Baxter & Cragg 的, 还是 Taub 和 Taggart 的, 实际上均未能得出明确结论或存在明显的缺陷。除非能得到关于导出模型的稳定性与预测能力的明确证据, 否则很难解释其结果。没有哪一项研究在这方面是非常令人满意的。所以, 1982 年, Marsh 自己选用 1959—1974 年期间 748 家以现金方式发行股票和债券的企业来验证。他发现: (1) 企业对融资工具的选择受到市场条件和历史状况的极大影响; (2) 企业对融资工具的选择看来就像在其心目中已有一个确定的目标负债比率; (3) 企业的目标负债比率与企业规模、破产风险和资产构成有函数关系。

80 年代, 国外影响较大的当属 Titman & Wessels (1988) 的研究。他们认为可能影响资本结构的主要因素有: ①获利能力 (负相关); ②规模 (负相关) ③资产担保价值 (正相关); ④成长性 (正相关); ⑤非债务税盾 (负相关), 该假说认为折旧与负债融资所产生的节税利益是可以相互替代的。因此, 如果折旧等非债务税盾在其预期的现金流量中所占比例较高, 企业就无须过多考虑负债的节税利益, 进而导致负债减少。⑥变异性 (负相关), 该假说认为, 企业的最佳负债水平是盈利变异性的一个递减函数, 即盈利变异性越大, 负债水平应该越低。

Harris & Raviv (1991) 对美国的公司做了一些实证研究, 结果表明负债比率与固定资产比率、非负债税盾、投资发展机会、公司规模成正相关关系, 与公司的变异性 (风险性)、广告消费支出、破产的可能性和产品特殊性成负相关关系<sup>③</sup>。Rajan & Zingales (1995) 发现其它工业化国家上市公司在资本结构

① Titman, Sheridan. The determinants of capital structure. *Journal of Finance*, 1988, 43: 1-19

② Taub A J. Determinants of the firm's capital structure. *Review of Economics and Statistics*, 1975, 57: 410-416

③ Harris M and Raviv A. The theory of capital structure. *Journal of Finance*, 1991, 3 (5): 297-355.

选择上与美国的大致相似<sup>①</sup>。比如：日本、德国、法国、意大利、英国和加拿大公众公司的财务负债与有形资产和公司规模（德国除外）正相关，而与投资机会、利润率负相关。但 Wald（1999）则强调不同国家的上市公司在资本结构选择上有很多不同。如美国公司对违约风险比日本公司更敏感，公司规模对法国及德国公司的资本结构选择似乎没有影响。与其他国家的相似公司相比，美国高增长公司更倾向于利用较低的债务融资。他认为各国间制度差异可能是这些不同的原因，如美国的风险资本业比其他国家发达<sup>②</sup>。

来自发展中国家的证据，与上述结论大致相同，如：Booth（2002）等人通过对十个发展中国家（巴西、墨西哥、印度、韩国、约旦、马来西亚、巴基斯坦、泰国、土耳其和津巴布韦）样本数据的分析发现：总的来说，影响发展中国家公司债务比率的因素，似乎与影响发达国家的相似，且作用方式也类似。但是这些财务比率也受诸如 GDP 增长速度、通货膨胀率和资本市场发展水平等国别因素的影响。

总而言之，研究上市公司资本结构的影响因素，是为了从实证的角度找出显著影响公司资本结构的相关因素，从而更好地优化公司的资本结构，实现公司价值的最大化。国外的实证研究较为全面深入，考虑了各种因素对研究结果的影响，包括变量的选取、样本的选择、资本结构的不同表征指标、统计检验方法的适用性等。

## 二、国内文献综述

我国的资本市场发展时间较短（前后不过十余年的历史），还处于不成熟的阶段，相应的资本结构的研究比较滞后。国内学者观察我国资本结构的时候，发现我国上市公司进行融资时表现出了强烈的股权融资偏好。刘明和袁国良（1999）根据 1995—1998 年上市公司的年报，对该期间我国上市公司直接融资和间接融资的比例进行了统计分析，结果表明 1995—1998 年我国上市公司直接融资中的股权融资比例不断扩大，带有明显的股权融资偏好。施东晖（2000）对 1999 年度沪市上市公司长期资金来源进行描述性统计，发现股权融资占 52.6%，留存收益占 41.2%，长期负债融资占 6.2%，得出了与 Myers 的融资优序理论截然不同的融资顺序。阎达五、耿建新、刘文鹏（2001）对上市公司 2000 年配股行为进行了实证研究，结果表明：2000 年提出配股计划的企业占符合配股条件企业总数的 70%，也就是说符合配股条件的上市公司大多数会有配

① Rajan G, Raghuram, Zingales L. What do we know about capital structure? Some evidences from international data. *Journal of Finance*, 1995, 50: 1421 - 1460.

② Wald, John K. How firm characteristics affect capital structure: an international comparison. *Journal of Financial Research*, 1999, 22 (2): 161 - 187.

股倾向,在一定程度上反映了上市公司的股权融资偏好。刘星,魏峰(2004)在对梅耶斯优序模型进行了修正的基础上采用大样本实证验证了我国上市公司存在股权融资偏好。

我国上市公司股权融资偏好与西方主流观点的明显矛盾强烈地冲击着国内学者的思维,激发着人们对这一问题的思考和研究。国内学者对我国上市公司融资偏好的研究集中在实证研究方面,主要从两个角度进行:一是从融资偏好影响因素进行实证分析的角度;二是从股权融资成本和债权融资成本孰高孰低进行实证检验的角度。和国外学者的实证研究相似,国内学者也没有得出统一的结论。具体而言:

(1) 陈小悦与李晨选取了 1993 年 3 月以前在沪市上市的 A 股进行分析,并选择了 1993 年 7 月至 1994 年 3 月作为分析时间段。通过计算各参量间的相关系数以及进行线性回归后,他们获得结论:上海股市收益与负债权益比率、企业规模负相关,与 BETA 正相关<sup>①</sup>。陆正飞,辛宇以 1996 年沪市 35 家机械及运输设备行业的上市公司为样本,在控制行业因素的情况下,就上市公司的资本结构与获利能力、规模、资产担保价值以及成长性等因素进行多元回归分析,得出三点主要结论:①不同行业的资本结构有显著差异;②企业的资本结构与获利能力显著负相关;③规模、资产担保价值和成长性等因素对企业的资本结构没有显著的影响<sup>②</sup>。洪锡熙,沈艺峰运用资本结构决定因素学派的理论框架,以 1995—1997 年期间沪市 221 家工业类上市公司为样本数据,采用列联表行列独立性的卡方检验的方法,对影响我国上市公司资本结构的主要因素进行分析,结果表明企业规模和赢利能力两个因素对企业的资本结构的选择有显著的影响,而企业权益、成长性和行业因素对企业资本结构没有显著的作用<sup>③</sup>。王娟和杨凤林选取沪市 461 家上市公司,对其在 1997 年 12 月 31 日的资本结构和净资产收益率指标进行实证分析,得出上市公司的赢利能力与其资本结构正相关的结论<sup>④</sup>。吕长江和王克敏 1999 年采用了 38 个变量来解释上市公司的股利政策,在剔除了解释变量之间的自相关性后,得到了 11 个主成分因子。实证分析表明这

---

① 陈小悦、李晨. 上海股市的收益与资本结构关系实证研究 [J]. 北京大学学报(哲学社会科学版), 1995, (1): 72-79.

② 陆正飞,辛宇. 上市公司资本结构主要影响因素之实证研究 [J]. 会计研究, 1998, (8): 34-37.

③ 洪锡熙,沈艺峰. 我国上市公司资本结构影响因素的实证分析 [J]. 厦门大学学报, 2000, (03): 114-120.

④ 王娟、杨凤. 中国上市公司资本结构影响因素的最新研究 [J]. 国际金融研究, 2002, (8): 45-52.

11 个变量与现金股利都是显著相关的。结论之一即是代表资本结构的企业债务率与现金股利之间存在正相关,说明企业的股票股利和现金股利的发放源于企业长期负债的增加,与企业盈利能力无关,负债率越高的企业反而现金股利发放越高,这一结果显然并不支持融资优序理论<sup>①</sup>。

(2) 沈艺峰和田静根据莫迪利亚尼和米勒曾使用的“平均资本成本”方法,实证分析了我国 30 家主营百货的上市公司在 1995—1997 年间的数,得出我国上市公司平均资本成本呈下降趋势,上市公司权益资本成本较债务资本成本分别高出 7.72%, 7.53% 的结论<sup>②</sup>。陈晓和单鑫直接将股权资本成本定义为企业的税后利润除以股权资本的总市值,并使用 1997 年的截面数据计算了 1995 年 9 月以前上市的 185 家上市公司的债务融资对其融资总成本的影响,得出了股权融资成本远低于债务成本的结论<sup>③</sup>。袁国良、郑江淮认为股权融资成本主要包括股票分红、企业发行配股的交易成本、红利的税收、发行股票的成本和发行股票的信息不对称成本这 5 个方面。他们根据市盈率推算出股票分红的股息率为 2.9%, 上市公司大盘股的发行费用约为募集资金 0.7% 到 1%, 小盘股约为 1.4%, 而红利税收则按规定的 2.9% 计算。但他们没有计量后两种成本。据此,他们的结论是:我国上市公司股权融资的成本极低<sup>④</sup>。黄少安和张岗(2001)通过对我国上市公司股权融资单位资本成本和发行企业债券或银行借款的最低单位资本成本的实证研究,发现与债权融资单位成本相比,股权融资成本的相对低下是上市公司强烈股权融资偏好的原因<sup>⑤</sup>。陆正飞、叶康涛利用剩余收益折现模型来计算股权融资成本,在不考虑股票发行成本时,他们计算出股权融资成本平均而言低于债券融资成本,但不同年份和不同上市公司的股权融资成本并不相同,有些年份和有些上市公司的股权融资成本明显高于债券融资成本,因此他们认为仅用股权融资成本并不能完全解释我国上市公司股权融资偏好。叶康涛、陆正飞进一步分析了股权融资成本的影响因素,他们将 11 个企业特征涉及的 8 大变量视为股权融资成本的决定因素,计量结果表明,不同行业的股权融资成本存在显著差异<sup>⑥</sup>。

① 吕长江、王克敏,上市公司股利政策的实证研究[J],经济研究,1999,(12):31-39.

② 沈艺峰,田静.我国上市公司的资本成本定量研究[J].经济研究,1999,(11):62-67.

③ 陈晓、单鑫.债务融资是否会增加上市公司的融资成本[J].经济研究,1999(9):39-46.

④ 袁国良,郑江淮.我国上市公司融资偏好和融资能力的实证研究[J].管理世界,1999,(3). 150-157.

⑤ 黄少安,张岗.中国上市公司股权融资偏好分析[J].经济研究,2001,(11):12-27.

⑥ 陆正飞,叶康涛.中国上市公司股权融资偏好解析——偏好股权融资就是缘于融资成本低吗?[J].经济研究,2004,(4):50-59.

另一些研究者试图对融资成本这一概念进行某些创新。王明虎提出“名义成本”与“真实成本”之分,认为关键是计算“真实融资成本”,他们计算出企业增发股票前后的股权融资成本,在1999—2002年6月底期间,股权融资成本最高者为41.51%,最低者为5.36%。王增业从经济人“有限理性”角度提出股权融资的“理性成本”概念,但未做出计量。由此可见,国内学者对股权融资成本的计算结果差异很大。

受研究时间的局限,前人无法对股权分置改革之后这样一个独特的历史阶段中影响企业融资行为的因素变化进行后续调查,也无法研究新形势下企业融资行为的变化。正是因为以往研究还存在着以上不足,本章才有了写作的空间。本章中作者试图在这几方面有所突破。

### 1.1.3 研究内容和方法

#### 一、研究内容

本章的主要目的是通过分析融资偏好影响因素去发现我国上市公司的融资偏好。文章首先回顾了国内外关于融资偏好主要影响因素理论研究的历史,然后对我国上市公司的融资偏好行为作出了分析性描述,并就资产负债率、融资结构和股权结构等方面进行分析,总结出我国上市公司融资偏好表现的总体表现。利用统计分析工具SPSS,选择沪深两市576家制造业上市公司,对可量化的上市公司融资偏好影响因素进行实证分析,即从实证方面分析融资偏好主要影响因素在形成我国上市公司融资行为过程中的作用,分析我国上市公司融资偏好影响因素的形成原因。最后,总结研究结论,指出目前我国上市公司融资偏好表现的危害性,并对如何优选我国上市公司融资偏好影响因素提出一些建议。

#### 二、研究方法

本章在写作过程中主要运用实证分析与规范分析相结合,历史分析与逻辑分析相统一,加以定性分析和定量分析的研究手法。

科学的方法是认识世界的有效工具,它能起到事半功倍的效果。在经济研究中,仅仅运用实证分析法和描述种种经济数据和运作轨迹是不够的。只有同时运用规范分析,才能通过对经济现象最基本的价值判断,揭示出各种经济现象背后隐藏的规律性的东西,满足人们的需要,而规范分析必须建立在实证分析的基础上,否则,可能陷入主观臆断。所以本章在研究企业再融资偏好行为和资本结构问题时,充分把握实证分析与规范分析相结合原则。除此之外,本章的研究方法在定性分析的基础上,力求给出定量描述或实证检验,其形式包括表格、图形以及数理模型等。在具体分析工具的选择上,本章主要运用了比较分析、统计描述、因子分析以及逐步回归分析等分析工具和方法,透视企业

融资中存在的问题，并提出相应对策建议。

### 1.1.4 本章创新点

本章首先回顾了国内外关于融资偏好主要影响因素理论研究的历史与现状，对我国上市公司的再融资偏好行为的特点作出了分析性描述，并将其与西方发达国家和发展中国家的资本结构进行比较，得出我国上市公司外源融资比例远高于内源融资，存在强烈的股权融资偏好以及资产负债率较低、股权结构特殊等结论。其次，采用因子分析和逐步回归分析相结合的实证方法，对可量化的上市公司再融资偏好影响因素进行实证分析，寻找我国上市公司股权再融资偏好的主要原因。最后，总结研究结论，指出目前我国上市公司再融资偏好表现的危害性，并对如何优化我国上市公司融资结构提出一些建议。

## 1.2 融资理论及其发展

西方财务界对融资结构的研究起源于20世纪初，上世纪50—60年代得到了迅速发展。70年代，后工业组织的分析工具被引入这个领域；80年代，博弈论和非对称信息论大大丰富了人们对资本结构的认识；90年代，信号理论的发展又把研究推向一个新的层次。本章将分三个历史阶段——早期传统资本结构理论阶段、以MM定理为核心的现代资本结构理论阶段、新资本结构理论阶段，对西方融资理论体系中的代表理论进行介绍和评述<sup>①</sup>。

### 1.2.1 早期传统资本结构理论

#### 一、净收益理论

负债融资可以降低企业的资本成本，负债程度越高，则财务杠杆利益越大，企业的价值就越大，这是净收益理论的核心观点。该理论认为债务利息和权益资本成本均不受财务杠杆的影响，无论负债程度多高，企业的债务资本成本和权益资本成本都不会发生变化。因此，只要债务成本低于权益成本，那么负债越多，企业的加权平均资本成本就越低，企业的价值就越大。

净收益理论的成立建立在一个重要假设的基础上，即财务杠杆提高后，债权人和投资者都不认为企业的财务风险会随之增加，企业原有的权益资本的成本率和负债资本的成本率均不变，这样其总资本成本才会下降，企业股本价值和企业资本化的负债价值同步上升，使企业总价值达到最大值。然而，从企业理财的实践中可知，这一假设在现实生活中是很难成立的。

<sup>①</sup> 沈艺峰.《资本结构理论史》[M]. 经济科学出版社, 1999.

## 二、净经营收益理论

净经营收益理论的核心观点是不论财务杠杆如何变化,企业加权平均资本成本都是固定的,因而企业的总价值也是固定不变的。这是因为净经营收益理论认为企业利用财务杠杆时债务成本本身不变,但由于加大了权益的风险,普通股股东便要求更高的股利率,使权益成本上升,财务杠杆作用产生的收益将全部作为股利向股东发放。因此加权平均资本成本不会因为负债比率的提高而降低,而是维持不变,企业的总价值也就固定不变。按照这种理论的观点,由于企业总资本成本不变,按固定资本成本计算出来的净营运收益必然相同,企业总价值与财务杠杆作用没有关系,因此不存在最佳资本结构,融资决策也就无关紧要。可见净经营收益理论和净收益理论是两种完全相反的理论。

## 三、传统理论

传统理论是一种介于净收益理论和净经营收益理论之间的理论。它认为,企业利用财务杠杆尽管会导致权益成本的上升,但在一定程度内却不会完全抵消利用成本率低的债务所获得的好处,因此会使综合资本成本下降,企业总价值上升。但是,超过一定程度地利用财务杠杆,权益成本的上升就不再能为债务的低成本所抵消,综合资本成本便会上升。并且以后,债务成本也会上升,它和权益成本的上升共同作用,使综合资本成本上升加快。综合资本成本从下降变为上升的转折点,便是综合资本成本的最低点,这时的负债比率就是企业的最佳资本结构。

在最佳资本结构点上,债务边际资本成本与权益边际资本成本相等。在财务杠杆率达到该点以前的所有水平上,债务边际资本成本超过权益边际资本成本,而当财务杠杆达到该点以后,债务边际资本成本则低于权益边际资本成本。传统理论认为企业价值与资本结构是相关的,但没有建立理论逻辑模型进行严格的论证,只从直观的角度提出,未令人信服。

### 1.2.2 现代资本结构理论

#### 一、MM理论

莫迪利亚尼和米勒(1958)的MM理论开创了现代资本结构理论的先河。MM理论的发展经过了三个阶段:

##### (一)无所得税的MM理论

在不考虑税的情况下,企业的总价值不受资本结构的影响,亦即风险相同但资本结构不同的企业,其总价值是相等的。无所得税的MM理论认为:在一定资本结构中,企业负债并不会增加企业的价值。原因在于,债务融资成本虽然小于股权融资成本,但随着债务比例相应上升,企业的风险随之增大,股东所要求的报酬也随企业负债风险的增大而增加,也就是说权益资本成本会因企

业负债的增加而增加，由此抵消了低成本的债务融资所带来利益。因此，在均衡时，有负债企业的加权平均资本成本会等于无负债企业的权益成本。由此MM定理的结论是：在没有所得税且市场处于均衡状态下，企业资本结构的改变不会影响企业的价值和资本成本。无所得税理论虽然在逻辑上得到了肯定并产生了广泛影响，但由于建立在严格的假设条件之下，在实践中遇到了越来越严峻的挑战。

### （二）考虑企业所得税的MM理论

莫迪利亚尼和米勒随后对MM理论进行了修订，放宽了假设条件，考虑了企业所得税对资本结构的影响。在有企业所得税的条件下，由于税法允许利息计入成本而免交企业所得税，而股息支出要交企业所得税，因此负债可以给企业带来税收屏蔽效应。由此得出的结论是：财务杠杆的提高会因税收抵减而增加企业价值，因此企业负债越多其价值也越高。

### （三）同时考虑企业所得税和个人所得税的MM理论（米勒模型）

有税模型尽管考虑到了企业所得税对资本结构的影响，但没有考虑到个人所得税的影响。米勒（1977）在《债务和税收》一文中建立了一个包括企业所得税和个人所得税在内的模型，用来解释现实的资本结构，而不是假定巨额的财务失败成本的存在。该理论认为：个人所得税的存在会在某种程度上抵消债务利息的税盾效应，但是在正常税率的情况下，负债利息节税利益并不会因此而完全消失。实际上，米勒模型与企业所得税模型的结论是一样的，都认为负债率越高越好。

MM理论似乎与实际情况格格不入，因为根据它的结论，融资决策将没有任何意义，同时，MM理论的完善市场假设也与企业实际经营环境差异很大。然而，MM理论以严密的逻辑证明了企业融资决策中最本质的关系——企业经营目标和行为与投资者目标和行为的相反冲突和一致性。它从根本上改变了人们对资本结构问题的研究方法，从简单陈述转向内在的经济分析，由此奠定了资本结构研究的基础，标志着现代资本结构理论的诞生，也预示着现代资本结构理论取代传统资本结构理论，占据资本结构理论的主流地位的开始。

## 二、权衡理论

70年代中期，学术界形成了关于资本结构理论的一般观点，认为企业的最优资本结构就是在负债的税收收益与破产成本现值之间进行权衡，这就是权衡理论，也被称为企业最优资本结构理论。权衡理论的代表人物包括罗比切克（Robichek, 1967）、梅耶斯（Myers, 1980）、考斯（Kraus, 1973）等人，他们的模型基本来源于MM理论的修正模型，把MM定理看成只有在理想市场条件下才成立的理论，而认为现实市场是不完全和不完美的，其中税收制度和破产

惩罚制度就是市场不完全与不完美的重要体现。因此,在税收利益和破产成本相互权衡的基础上就形成了企业的最优资本结构。

权衡理论认为,由于税收原因,利息可以从企业收益中扣减,所以财务杠杆有助于给现有投资者增加企业的价值。但是,企业债务的增加会使企业陷入财务危机甚至破产的可能性也增加,这是制约企业无限追求免税优惠或负债最大化的关键因素所在。随着企业债务增加而提高的风险和各种费用会增加企业的额外成本,从而降低其市场价值。因此,企业最佳资本结构应当是在负债价值最大化、债务上升带来的财务危机成本以及代理成本之间选择的最适点。正是这些约束条件(其中最重要的是破产机制)致使企业不可能实现100%的债权融资结构。理想的债务与股权比率就是税前付息的好处与破产成本和代理成本之间的平衡。这一理论也可以说是对MM理论的再修正,从而更接近实际。

后期权衡理论将破产成本进一步拓展,引入了代理成本、财务困境成本和非负债税收利益损失等成本概念和内容,从而使权衡理论得到进一步完善。该理论认为:当负债水平在一定范围内,破产成本和代理成本可以忽略不计,负债的税后效应起决定作用。负债水平超过一定限度,破产成本与代理成本随负债水平的提高而提高,负债的税后效应会被抵消掉一部分。当负债水平达到一定点时,负债的边际税收收益等于其边际代理成本与边际破产成本之和,企业资本结构达到最优。

### 1.2.3 新资本结构理论

资本结构理论发展到权衡理论,基本放松了除信息之外的所有假定,解释了不同融资方式收入索取权的差异,进一步贴近了经济现实。但上述理论只是把融资结构局限在作为企业收入流量的外生变量,而没有说明为什么企业用不同的融资结构来作为降低融资成本、提高企业价值的手段。

进入70年代以后,众多学者开始从不对称信息的角度来研究企业融资结构问题,试图通过“信号”、“动机”、“激励”等概念从企业“内部因素”展开对企业融资问题的分析,将早期和现代企业融资理论中的平衡问题转化为结构或制度设计问题,为企业融资理论研究开辟了新的研究方向。

#### 一、代理成本理论

代理成本理论是以代理理论、企业理论和财产所有权理论来系统地分析和解释信息不对称下的资本结构问题的学说。创始人詹森和麦克林认为,代理成本的存在源于经营者不是企业的完全所有者(即存在外部股权)。这时,经营者的工作努力可能使他承担全部成本而仅获得部分收益;同时,当他在职消费时,他得到全部好处却只承担部分成本,其结果是经营者的工作积极性不高,热衷于追求在职消费。因此,企业的市场价值也就低于经营者是完全所有者时

的市场价值。这两者之间的差额就是外部股权的代理成本。

同时，在利用负债时，经营者与所有者之间也会产生代理成本。因为经营者负债融资一旦投资失败，将丢掉工作，丧失名誉和在公司的股份。如果只能通过负债投资，经营者可能会放弃具有正净现值的项目。另外，经营者作为剩余索取者，有更大的积极性去从事有较大风险的项目，这样他能够获得成功的收益，并借助有限责任制度把失败的损失推给债权人。此时也会有另一种债权代理成本，因为债权人也有其理性预期，从而债务融资比例上升导致举债成本上升。

詹森和麦克林在对股权和债权代理成本进行分析的基础上得出：均衡的企业所有权结构是由股权代理成本和债权代理成本之间的平衡关系来决定的，企业的最优资本结构是使两种融资方式的边际代理成本相等，从而总代理成本最小。

### 二、激励理论

在詹森和麦克林的分析框架中是通过提高经理的股权比例来降低代理成本的，因此对管理者几乎或根本不拥有股权的大型现代公司的解释力不足。格罗斯曼和哈特的研究弥补了这一缺陷。在他们的模型中假定企业经营层在企业的持股比例为零或接近零，这个假设符合大型企业的情况。此时，可以把负债融资看做是一种担保机制，它对经营者具有较强的激励作用。激励理论认为：经理人员的效用依赖于他的经理职位，从而依赖于企业的生存。一旦企业破产，经理人员将丧失他所享有的一切在职好处，即经理人员必须承担破产成本。因此，经理人员必须权衡个人收益流量与自身承担的破产成本。而破产对经理人员约束的有效性取决于企业的融资结构，尤其是负债与股权的比率。如果完全通过负债融资，则任何非利润最大化的选择都必然导致破产，因此经理人员必须努力工作减少个人享受以使企业利润最大化；如果投资所需的资金完全通过股权融资，破产的概率为零，经理人员处于软约束状态，他们就可能挥霍无度。因此负债融资可以被用作一种缓和股东与经理之间的冲突的激励机制，能够促使经理人员努力工作，减少个人享受，做出更好的投资决策，企业的市场价值得到提高。

### 三、信号传递理论

信号传递理论是新资本结构理论诞生后发展最为迅速的一个分支。1977年，罗斯提出建立“激励——信号”模型来分析企业资本结构的决定问题。信号传递理论认为：只有企业的管理者知道企业收入流的真实分布情况，市场上的投资者只能通过对企业表面信息的分析来了解企业收入流，进而对企业价值进行估计。这样就使得管理者可以通过改变企业的资本结构的选择来改变市场