

ZHONGGUO SHANGSHI GONGSI RONGZI HE ZIBEN JIEGOU

中国上市公司融资和 资本结构研究<<<<<

孝丽萍 著



東北大學出版社
Northeastern University Press

中国上市公司融资和资本结构研究

孝丽萍 著

东北大学出版社

· 沈 阳 ·

© 孝丽萍 2016

图书在版编目 (CIP) 数据

中国上市公司融资和资本结构研究 / 孝丽萍著. —沈阳: 东北大学出版社, 2016. 11

ISBN 978-7-5517-1452-5

I. ①中… II. ①孝… III. ①上市公司—企业融资—研究—中国 ②上市公司—资本结构—研究—中国 IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2016)第 264399 号

出 版 者: 东北大学出版社

地址: 沈阳市和平区文化路三号巷 11 号

邮编: 110819

电话: 024-83687331(市场部) 83680267(社务部)

传真: 024-83680180(市场部) 83687332(社务部)

网址: <http://www.neupress.com>

E-mail: neuph@neupress.com

印 刷 者: 沈阳航空发动机研究所印刷厂

发 行 者: 东北大学出版社

幅面尺寸: 170mm×240mm

印 张: 10.5

字 数: 203 千字

出版时间: 2016 年 11 月第 1 版

印刷时间: 2016 年 11 月第 1 次印刷

组稿编辑: 张德喜

责任编辑: 孙德海

封面设计: 刘江旻



责任校对: 叶 子

责任出版: 唐敏志

ISBN 978-7-5517-1452-5

定 价: 30.00 元

目 录

第 1 章 引 言	1
1.1 选题背景	1
1.2 研究内容和框架	2
1.3 研究方法	3
第 2 章 上市公司融资分析	5
2.1 融资理论和文献	5
2.1.1 国外理论和文献	5
2.1.2 国内理论和文献	12
2.2 中国上市公司融资概况	24
2.3 啄食理论检验	26
2.3.1 研究方法	27
2.3.2 数据和描述统计	29
2.3.3 实证结果	32
2.4 权衡理论检验	35
2.4.1 研究方法	36
2.4.2 数据和描述统计	38
2.4.3 实证结果	40
第 3 章 融资对投资的影响	44
3.1 相关理论和文献	44
3.1.1 国外理论和文献	44
3.1.2 国内理论和文献	48
3.2 融资方式对投资的影响	51
3.2.1 基本观点和假设的提出	51
3.2.2 研究方法	52

3.2.3	数据和统计描述	54
3.2.4	实证结果	55
3.3	融资约束	60
3.3.1	基本观点和假设的提出	61
3.3.2	研究方法	63
3.3.3	数据及描述统计	64
3.3.4	实证结果	66
3.4	投资不足与投资过度	70
3.4.1	基本观点和假设的提出	72
3.4.2	研究方法	74
3.4.3	数据和描述统计	78
3.4.4	实证结果	82
第4章	上市公司融资对公司价值的影响	86
4.1	中国上市公司价值和业绩概况	86
4.2	融资方式对价值的影响	88
4.2.1	基本观点和假设的提出	88
4.2.2	研究方法	90
4.2.3	数据和描述统计	92
4.2.4	实证结果	94
4.3	资本结构与公司价值	98
4.3.1	相关研究结果	99
4.3.2	基本观点和假设的提出	101
4.3.3	研究方法	102
4.3.4	数据和统计描述	103
4.3.5	实证结果	104
第5章	保守的资本结构	108
5.1	财务弹性对公司融资、投资及公司价值的影响	108
5.1.1	研究设计	110
5.1.2	数据和描述性分析	112
5.1.3	实证结果	113
5.2	为什么公司不借款	115
5.2.1	理论分析	116
5.2.2	研究设计	118

5.2.3 实证结果	119
5.3 商业信用和银行借款	123
5.3.1 研究设计	125
5.3.2 模型和变量	126
5.3.3 实证结果	127
第 6 章 资本结构研究的新思路	130
6.1 CEO 的财务专业背景与公司财务政策	130
6.1.1 研究设计	131
6.1.2 样本选取与数据来源	134
6.1.3 实证检验分析	134
6.2 资本结构和成长性	137
6.2.1 研究设计	138
6.2.2 数据来源	140
6.2.3 实证研究	141
参考文献	145

第1章 引言

1.1 选题背景

企业正常运营和投资离不开资金，对资金的筹集和使用关系到企业的日常经营和未来发展，这一直是学者们关注的问题。现代公司金融理论自MM定理之后，从不同理论角度对这个问题进行了研究。这些理论主要是通过放松MM理论的严格假设进一步研究而得出的分支。目前比较成熟的理论，包括通过放松税收假设，认为负债融资具有避税的正面作用，同时考虑到负债能带来财务危机等负面作用的权衡理论；通过放松代理成本假设，研究股东和经理人、股东和债权人以及经理人和债权人之间的利益冲突对公司融资和投资产生影响的代理理论；还有通过放松完全信息假设，研究信息不对称问题对公司融资产生影响的啄食理论。这些理论从不同的角度出发，对公司财务政策，包括融资和资本结构进行了分析，同时也涉及公司投资和价值。

中国股市自1990年成立以来，到2015年末，已经有2800多家公司公开上市，股市筹资额超过3.5万亿元。股市融资为上市公司提供了重要的支持，以至一些研究认为上市公司具有股权融资偏好。然而另有一些研究持有不同的观点，认为中国上市公司并没有股权融资偏好。除了股权融资，上市公司还会采取负债融资等其他融资方式。那么，中国上市公司主要采取哪种融资方式？是否符合传统公司金融的啄食理论和权衡理论？不同融资方式可能会对公司具有不同的影响，融资对公司的影响体现在投资和价值两方面，那么中国上市公司的融资方式对公司投资有哪些不同影响？是否缓解了公司的融资约束问题？不同的融资方式是否对公司的业绩和价值也有不同的影响？

融资的结果体现在资本结构上。中国上市公司的资本结构有哪些特点？是否符合传统理论中的权衡理论？公司是否具有目标资本结构并且在此处公司价值最大？公司资本结构具有很多影响因素，有哪些因素对资本结构造成了影响？经济理论也在不断发展，本研究还利用近些年新提出的财务弹性理论、行

为金融学理论和高阶理论,对公司资本结构的具体问题进行深入分析。

对以上问题的回答,可以对我国上市公司的融资和资本结构情况进行比较全面的分析。本书研究成果对于公司内部选择合适的融资方式,保持合适的资本结构具有借鉴意义,也可以为政府部门和金融机构建设完善的资本市场和金融市场,更好地为企业提供金融支持提供理论参考。

1.2 研究内容和框架

对于公司融资的分析,一般从两方面,即从资本结构和融资的不同角度来进行。资本结构分析是静态的分析,可以看出公司在某一个时间点上的资本构成。融资分析是动态的分析,显示公司在一定时间段内资金的来源和流向。一般说来,这两种分析方法是相符合的,当进行股权融资的时候,表现在资本结构上就是资产负债率降低。当进行负债融资的时候,表现在资本结构上就是资产负债率升高。动态成就静态,静态反映动态,资本结构和资金流之间也是一个累积和流量的问题,对公司的影响并不一致。另外,融资方式造成了资本结构这个结果,而资本结构则反映了之前的融资方式,也制约着接下来的融资方式。本书在分析的时候从这两个方面着手进行研究。全书分为6章。

第1章:引言。介绍选题背景、研究内容和框架等。

第2章:上市公司融资分析。公司融资主要分为股权融资和负债融资,公司可能会在不同情况下出于不同目的采取不同的融资方式,本章对这两种融资方式进行比较分析。传统理论上公司优先采取负债融资,然后是股权融资,但是有研究认为,中国上市公司具有股权融资偏好,即优先采用股权融资。本章对中国上市公司的融资状况进行分析,分析中国上市公司主要的融资方式,是否具有股权融资偏好,对中国上市公司是否符合融资的啄食理论进行检验。关于负债融资方面,本章对权衡理论进行检验,公司是否具有目标资本结构,是否通过调整负债融资比率以使公司向目标资本结构靠拢。

第3章:融资对投资的影响。融资对公司的作用首先体现在对投资的支持方面,不同的融资方式可能对投资的支持也会有所不同。本章分析股权融资和负债融资对公司投资的促进作用是否有所不同。有研究提出,中国上市公司存在股权融资偏好,股权融资可能会有过度融资的现象,即筹集到的资金没有全部应用于投资。那么本章研究分析股权融资投资的效率是否低于负债融资。本章还研究中国上市公司的融资约束情况,股权再融资的公司的融资约束是否比较缓和。在分析上述问题的时候注重股权融资和负债融资的对比。

第4章:上市公司融资对公司价值的影响。融资对公司的影响最终体现在

公司价值上。本章关于融资对价值影响的分析,从两个角度进行:一是从动态的资金流方面,即融资方式对公司价值的影响;二是静态的资本结构对公司价值的影响。鉴于不同的融资方式(主要指股权融资和长期负债融资)对上市公司的投资可能会有不同影响,这两种不同的融资方式对公司的业绩和价值也可能会有不同影响。因此,本章对股权融资和负债融资对公司业绩和价值的影响进行分析。传统理论中公司具有最佳资本结构,此处公司价值最大。那么中国上市公司是否符合这个理论?本章对此进行实证研究,分析是否在目标资本结构处公司价值最大。

第5章:保守的资本结构。公司金融理论提出,公司具有目标资本结构,但是现实中很多公司的杠杆比例低于理论上的目标资本结构,有很多公司甚至借款为零。为什么公司会出现这种情况?什么样的公司银行借款为零?哪些因素会影响到这一现象?本章对这种情况进行分析。最近几年新出现的财务弹性理论指出,公司可能会出于保持财务弹性的目的,采用比较保守的低负债比例。本章对财务弹性对公司财务决策的影响进行分析。对资本结构更深入具体分析,不同类型的负债对公司的经营也有不同影响,比较常见的两类负债——商业信用和银行借款,分别具有不同的特点和影响。哪些公司会采用不同的负债?哪些因素影响到公司的负债类型选择?本章对企业对商业信用和银行借款的选择进行分析。

第6章:资本结构研究的新思路。经济理论的发展,使得对公司资本结构的研究可以综合考虑更多的因素。除了公司财务特征,其他方面的因素也影响到资本结构,比如公司管理人员的个人特征可能也会对公司的财务决策有影响。结合近年来发展起来的行为金融学和高阶理论,本章对CEO的专业背景对公司资本结构的影响进行分析。成长性也是影响资本结构的一个因素。合适的资本结构促进公司成长,而处于不同成长期的公司可能也会采取不同的资本结构。本章对成长性与公司资本结构之间的关系进行研究。

1.3 研究方法

本书的研究方法主要是通过梳理已有公司金融理论和文献,确定研究思路,构建计量模型,利用中国上市公司的数据进行实证分析。

① 利用传统公司金融理论。本书在传统公司金融理论的基础上,加上新的影响因素,建立模型。在对融资的研究中,主要有啄食理论,研究公司融资方式的顺序选择;还有权衡理论,研究公司对资本结构的调整。在分析融资对投资的影响时,根据融资约束理论,分析公司融资对融资约束的缓解。在分析

融资对公司价值的影响时，利用最佳资本结构理论，分析公司是否在目标资本结构处价值最大。传统金融理论在实证中一直受到质疑没有一个确定的结论，本书利用最近几年新提出的财务弹性理论，分析为什么实践中公司保持比较保守的资本结构。

② 结合其他理论。除了公司金融理论，其他理论也可能对公司金融有影响，本书将行为金融学理论和高阶理论与公司金融理论结合到一起，分析管理者的个人特征对公司金融决策的影响。

③ 控制多种影响因素。公司内外的其他因素影响到公司财务决策，这些因素有些是宏观经济环境影响，包括年度等，有些是公司内部因素，包括公司的规模、股权结构和公司类型等。本书在分析时，对每一个理论建立模型时都控制了各种因素的影响。

④ 不足及后续研究。本书的数据样本仅包括 A 股制造业上市公司，数据具有一定的局限性。中国的经济发展具有自己的特色，与传统西方金融理论假设的经济环境不同；同时世界经济的发展也会对公司金融造成影响，一些现象还要继续观察。把这些因素考虑在内综合分析，可能为现有研究带来不同结果。

第2章 上市公司融资分析^①

对公司融资的分析，一般从两方面，即资本结构和融资的不同角度来进行。资本结构和融资属于一个问题的两个路径，分析的角度不同。资本结构是静态的分析，可以看出公司在某一个时间点上的资本构成。融资分析是动态的分析，显示公司在一定时间段内资金的来源和流向。一般说来，这两种分析方法是相符合的，当融资显示是股权融资的时候，表现在资本结构上就是资产负债率降低；当融资是负债融资的时候，表现在资本结构上就是资产负债率升高。但是有的时候二者并不相符，因为资本结构是静态的，而融资是动态的。比如，虽然进行了股权融资，但是由于公司过去的资产负债率太高，因此表现出来的还是资产负债率不低。或者虽然进行了负债融资，但是过去负债率太低，表现出来的还是比较低的资本结构。动态成就静态，静态反映动态，资本结构和融资之间也是一个累积和流量的问题，对公司的影响并不一致。本书在分析的时候从这两个方面着手，但是对融资更偏重一些，因为笔者认为，融资能够更好地揭示出公司财务运营的情况。

本章对啄食理论和权衡理论进行检验，通过这两个角度来分析中国上市公司的融资情况。

2.1 融资理论和文献

2.1.1 国外理论和文献

(1) 早期的传统理论

关于融资方面的理论，最早可追溯到传统的净收益理论。该理论认为，债务资本的成本低于权益资本，负债融资的增加可以提高企业的财务杠杆比率，

^① 本章部分内容来自本书作者的博士论文《中国上市公司融资、投资及价值的实证分析——从公司层面看股市对实体经济的影响》，对外经济贸易大学，2009年。

可以降低企业的综合资本成本率,从而提高企业的市场价值,企业应该更多地使用负债。而同期另一个净营业收益理论则认为,财务杠杆变化对公司市场价值并没有影响。因为随着财务杠杆比率的提高,权益资本的风险加大,因此权益资本的成本也升高。权益资本成本的提高,正好抵消了财务杠杆带来的好处,所以企业的综合资本成本率不变,总价值也不变。还有一个介于净收益理论和净营业收益理论之间的折中理论,这个理论认为,债务资本成本率、权益资本成本率和综合资本成本率都不是一成不变的,随着资本结构的变化而变化,应该合理适度利用负债。

净收益理论和净营业收益理论是完全不同的两种理论:净收益理论突出了财务杠杆的作用,但是没有认识到由此带来的财务风险的影响;而净营业收益理论则认为财务杠杆对公司价值没有影响,不存在最佳资本决策,筹资决策也就无关紧要。相比之下,传统的折中理论有着很大的合理性,该理论注意到了财务杠杆带来的收益,同时考虑到负债过高会带来的财务风险。因此,要找到一个合理的负债比率,在此负债比率上资本成本最低,公司价值最高。由于早期资本结构理论建立在经验判断的基础上,缺乏严密的理论分析和数学推导,因此影响并不大。但是这种寻求最优资本结构的思路至今仍被学术界沿用,后来的理论研究借鉴了早期的思路,运用现代数学技术发展了更为严密的理论。

(2) 现代理论

现代资本结构理论开始于MM理论。1958年,Modigliani和Miller在《美国经济评论》发表文章《资本结构、公司财务和投资理论》,同年9月在同一刊物上发表了题为《资本结构、公司财务和投资理论:答读者问》的文章,系统地阐述了MM理论,即MM定理(1963年6月,Modigliani和Miller在同一刊物上发表了《税收和资本成本:校正》的论文,放开了MM定理中没有税收的假设,加入了公司所得税的影响,被称为MM定理Ⅱ)。

MM定理要求严格的假设:市场是完善的,股票和债券没有交易成本;没有公司和个人所得税;没有破产成本;信息有效且没有成本,任何投资者都可以无偿得到信息,信号不起作用;管理者总是最大化股东的财富,没有代理成本;投资者个人的借款利率和企业的借款利率相同,且无负债风险;企业经营风险的高低,由息税前盈利的标准差来衡量,企业的经营风险相同,它们所属的风险等级也相同;投资者对公司的未来收益与风险的预期是相同的;企业的增长率为零,即息税前盈利固定不变,财务杠杆收益全部支付给股东;各期的现金流量预测值为固定量,构成等额年金,且会持续到永远。在这些假设条件下,MM定理提出:企业的市场价值取决于按照与其风险等级相适应的预期收益率进行折现的预期收益水平,而与其融资结构无关。

虽然MM定理有着过于严格的假设,其结论也产生了争议,但是它却提出

了一个研究公司金融的新视角。在此之后的研究，大都是通过放松 MM 定理的假设，设定一种新的经济环境，从不同的角度出发进行研究，形成了如下几个理论分支。

① 权衡理论。

权衡理论首先打破了 MM 理论没有税收的假设。1963 年，Modigliani 和 Miller 在 MM 定理上加入了公司所得税，对 MM 定理进行了修正，修正后的结果被称为 MM 定理 II。MM 定理 II 得出两个结论：一是有负债企业的市场价值等于无负债企业的价值加上负债节税的现值；二是负债企业的普通股权益资本成本等于无负债企业的权益资本成本加上财务风险的溢价。Miller 继续对这一问题进行研究，于 1977 年建立了一个包括公司税和个人所得税的模型，来探讨负债对企业价值的影响，并得出结论：个人所得税在某种程度上会抵消利息的减税利益，但是在正常情况下，负债的利息节税并不会被完全抵消。MM 定理 II 和 Miller 模型的结论是一致的：由于负债具有避税作用，公司可以通过增加负债比例来增加市场价值，负债率越高越好。但是他们忽略了其他问题：债务过高，固定的利息费用增多，盈利下降的可能性增大，破产的可能性也就增加。企业一旦破产，将发生各种费用，如低价出售资产的损失、破产处理时间所带来的损失、律师和诉讼费用、破产前的销售下降所带来的损失等。因此，企业在考虑负债带来的避税利益的同时，必须考虑负债带来的财务危机成本。为了实现企业的价值最大，应该在负债避税带来的收益和引起财务危机的成本之间找到一个平衡点。

这样，在综合税收理论和财务危机理论的基础上，权衡理论产生了，即公司应该在负债的避税效应和破产资本之间进行权衡，从而确定最适合企业的负债比率。该理论也被称为最优资本结构理论，使企业的融资理论向前大大推进了一步。

接下来有许多这方面的研究。DeAngelo 和 Masulis (1980) 提出，折旧的非负债税盾与负债融资的利息税盾可以彼此替代。所以，非负债税盾较高的公司不再享有利息税盾，因此负债比例偏低。而高成长公司所拥有的非负债税盾较少，所以需要通过负债来增加利息税盾，进一步提高公司价值。因此，公司的负债比率与成长机会成正相关。他们的研究也发现，当公司考虑折旧等非负债税盾项目后，负债税盾与非负债税盾抵消，在所剩余的负债税盾与投资者利息所得税抵消后，公司可以得到最佳负债比率。

Stulz (1990) 认为，公司的负债会影响到对投资的选择。负债过低，公司可能会投资价值递减的项目，但是负债过高，可能会投资价值递增的项目，可以在这两者之间找到一个均衡，来决定最佳资本结构水平。另外，Leland (1994) 在检验公司负债与资本结构后发现，负债价值与最佳资本结构和公司风险、税

负、破产成本、无风险利率以及股利支付率等有关。

Graham 和 Harvey (2001) 发现, 在他们的研究样本中有 10% 的公司严格遵守杠杆比率, 而公司进行融资选择主要考虑的因素是纳税和信用等级, 而非破产成本。

② 信息不对称理论。

MM 定理中有一项假设, 即公司内外的信息是透明的, 所有人都可以得到全部信息。但是现实中这个假设情况并不存在, 因而后来的研究就放松了这个假设, 探讨信息不对称情况下的公司融资情况。信息不对称理论源于 Akerlof (1970) 对旧车市场上柠檬问题的观察, 买方和卖方对车辆的情况掌握的信息不一致, 双方存在信息上的不对称, 买方在不了解旧车信息的情况下, 不愿意相信卖方对车辆质量的保证, 只肯出一个平均价格。因而只能买到同等价值的车辆, 而价值高于这个价格的好的车辆就没有人愿意卖。这种情况发展下去, 市场上只有质量差的车辆交易, 好车被驱逐出市场。这就是由于信息不对称, 形成的市场无效率性。此后, 信息不对称无论在理论研究还是在现实应用方面都获得了快速发展。Spence (1973) 将信息不对称应用在劳动力市场上, 利用信号机制, 探讨资讯较佳的一方如何透过信号将信息传递给资讯较差的一方。

在公司财务的范畴中, 资讯信号机制主要应用在资本结构、股利政策方面。首先将资讯信号机制应用到财务的学者是 Ross, 他在 1977 年将 Spence (1973) 的信号机制应用到公司财务的领域。这篇文章的前提假设是: 投资人和管理者之间存在信息不对称问题; 管理者的报酬受到公司价值的影响, 而公司价值则受到负债的影响; 公司有破产危机; 投资人视高负债为高品质公司的信号。研究结果发现, 当公司将负债比率当作信号时, 公司价值和负债比率呈现正相关关系。Leland 和 Pyle (1977) 也将不对称信息理论引入到企业融资研究中。他们假定管理者拥有较多的公司信息, 而投资者对公司的了解相对较少。在信息不对称的情形下, 外部投资者对公司的信息不掌握, 可能造成高价值的公司被低估, 低价值的公司被高估。因此, 管理者应该利用某种信号工具, 消除与投资人之间的信息不对称, 使公司的真实价值能够真正反映出来。

对于信息不对称对企业融资方式、股票价格以及经营管理者投资决策的影响, Myers 和 Majluf (1984) 提出了企业融资的啄食顺序理论 (也称优序融资理论, 后面亦称啄食理论)。啄食理论根据信息不对称理论, 指出外部投资者对公司信息不能完全了解, 因此认为公司价值可能被高估。当公司发行股票时, 他们认为股票价格高于实际价值, 因此要求降低价格, 这样就提高了融资成本。结果是公司尽量不发行股票融资, 而是用企业积累的内部资金, 其次使用负债。这个理论从另一个角度也说明, 只有当市场对公司的股价高估时, 公司管理者才会选择权益融资。如果市场低估公司的股价, 公司不会选择权益融

资,因而可能会放弃有价值的投资计划。所以公司尽可能以不会被错估的证券——内部盈余以及无风险债券——来融资。综上,啄食顺序理论的核心结论主要有两点:一是企业偏好内部融资;二是外部融资中,债务融资优先于股权融资。

③ 代理理论。

代理理论的前提是,管理者的行动是不可预知的并且不能完全由契约约束,此种不可预知的活动会影响企业经营的决策。代理理论最先由 Jensen 和 Meckling(1976)在《企业理论:管理者行为、代理成本与所有权结构》一文中提出,现在已经发展成为分析公司内部利益冲突的重要理论。他们在综合了委托代理理论、企业理论和产权理论的基础上,分析了现代股份公司中存在的两种典型的利益冲突和代理关系。他们指出,公司存在两类利益冲突所产生的问题:一类是经理人与股东间的利益冲突,成为权益代理问题,产生如特权消费、管理层收购等问题;另一类为股东与债权人之间的冲突,成为负债代理问题,产生如资产替换、债券稀释、股利支付以及投资不足的问题。因为上述代理问题会产生监督成本、约束成本、组织成本以及无谓损失等的代理成本,而这些代理成本会影响公司融资行为的选择,进而会影响到公司的资本结构和公司价值。管理者和股东之间的代理问题表现在,管理者喜欢风险小的投资项目,在融资中倾向于少用或者不用负债,以降低公司破产清算的概率,并使自己免受职位变更的危险。然而,高风险项目却可以为股东带来高的收益,通过债权融资,利用负债的杠杆作用可以为股东带来高收益。因此,管理者和股东在公司投资方向和融资决策中存在明显的冲突。在资金支出方面,由于管理者所持有的股价少于100%,其经营活动的所有利益必须和股东分享,但是管理者又必须承担所有的活动成本,所以管理者会通过额外补贴将公司资源转为己有,例如特权消费。债权人和股东之间之间的代理问题表现在,公司发行债券或借入贷款通常是以借款人事后不再发行或者借入具有同一次序或更优次序的债券和贷款为条件,如果公司事后违约,为了增加利润而增大财务杠杆,即进一步提高负债比例,将会提高公司财务风险,降低以前负债的价值,对以前债权人的利益有所损害。即使公司不再发行债券或进行贷款,如果预计破产风险增大,现有负债价值也将降低,这种现象被称为负债索取权的稀释。因此,股东可能会为了增加财务杆杆而扩大负债,而债权人则会为了控制财务风险而持反对意见。

由此, Jensen 和 Meckling(1976)提出,管理者的利益和公司的利益越紧密结合,则权益代理成本越小。管理者所持有的股权比重大,风险承受能力强,就可以增加公司负债融资的比重,弥补资金的不足。增加负债融资还可以受到债权人的控制,减少管理者所拥有的可运用资金和可能的过度投资,降低代理问题所造成的无效率。所以,代理理论的最优资本结构是在负债的代理成本和

负债带来的利益之间权衡得到。

有研究认为,通过将低风险的投资项目转换成高风险的投资项目,借助过度投资高风险投资项目,股东可以对债权人的财务进行剥削。解决这种负债代理成本的方式是利用现金增资来权益筹资,但是这种方法会增加权益的代理成本,以及丧失负债的利息费用税盾效果。Green(1984)建立了理论模型,建议发行可转换公司债来解决此种资产替换的问题。因为当股东进行高风险投资失利的时候,可转换公司债的债权人需要一起分担损失,而当高风险投资成功的时候,股东权益因此而增加,则可转换公司债的债权人可以通过行使转换权来分享股东的利益。

(3) 实证文献

上述融资理论出现之后,很多人做了实证方面的分析。目前在实证方面影响最大的两个理论是优序融资理论和权衡理论,下面主要看一下这两方面的实证文献。

① 优序融资理论(啄食理论)实证文献。

Myers 和 Majluf(1984)明确提出优序融资理论。其后很多人做了实证检验。这些检验有的支持优序融资理论,有的不支持。支持优序融资理论的文献如下。

Bayless 和 Chaplinsky(1996)主要探讨信息不对称和其他财务变量对公司融资选择的影响。他们认为,公司公开发行证券规模越大,越应该选择负债融资,避免选择权益融资,如此可以降低信息不对称所产生的逆向选择的问题。财务越宽松的公司,逆向成本越高,公司会选择负债融资而不是权益融资。Chua 和 Woodward(1993)利用多元回归方法探讨加拿大民营公司的融资行为是否符合优序融资理论,结果发现,负债水平与内部所产生的现金流量呈现显著负相关,与外部投资计划的外部资金需求显著正相关,表示加拿大民营公司的行为符合优序融资理论。Claggett(1991)比较了最佳资本结构与融资优序理论哪一个更能解释公司的资本结构决策。实证分析得出:公司同时支持最优资本结构理论和优序融资理论,但是优序融资理论的解释能力比较强;应该建立一个介于最优资本结构理论和优序融资理论的混合理论,改善两个理论解释公司融资的行为。

Sunder 和 Myers(1999)以 1971—1989 年 157 家美国上市公司做了检验,对啄食顺序和权衡理论进行了比较,发现啄食顺序更符合公司融资行为的描述。权衡理论在单独检验时也很显著。当两种理论一起交叉检验时,啄食顺序的系数和显著性几乎没有改变,而权衡理论显著性降低,尽管系数依然显著。他们还指出,公司可能会对预期之外的资金需要采用短期负债来进行,可能导致啄食顺序不显著。当公司内部的现金流、股利与实质投资不稳定时,负债比率会

发生变动。投资机会少的高获利公司会降低负债比率；而投资机会多的公司，负债水平比较高。说明负债比率的改变是由于外部资金的需求，而不是公司为了达到目标或者最佳资本结构而促成。

但是也有很多研究不支持优序融资理论，甚至这一类文献似乎更多。

Marsh(1982)探讨英国公司如何选择负债和权益融资，结果发现，公司的历史股价、市场条件以及目标负债水平会影响公司的融资选择。低于长期目标负债比率或者高于短期目标负债比率的公司会倾向于负债融资；固定资产较少的小公司，破产风险高的，倾向于权益融资；在发行时点的附近股价上升的，公司倾向于选择权益融资。Billingsley(1988)扩大了 Marsh(1982)的研究内容，在融资工具中加入可转换公司债，并以美国公司为样本，探讨样本公司如何选择负债、权益以及可转换公司债。结果发现，长期负债比率偏离目标负债比率的公司、规模大的公司，比较倾向于负债融资。当股票市场繁荣的时候，公司倾向于权益融资。

Helwege 和 Liang(1996)分析 1983 年上市公司的融资行为，发现现金剩余与外部融资呈现显著负相关。作者以多元回归模型探讨选择外部融资的公司的融资选择，结果发现多数不支持优序融资理论。他们的结论指出，没有证据显示公司会强烈避免外部融资，权益融资并非对外融资所最后考虑的方式。但是规模大、盈利能力强的公司偏好负债融资，符合融资优序理论。Hovakimian(2001)的研究以动态资本结构为主，引进交易成本观念，结果发现，短期的公司融资政策受到融资优序的影响，但是长期看来，公司有目标资本结构的存在，公司根据目标资本结构调整负债比率。

Frank 和 Goyal(2003)利用 1971—1998 年美国上市公司的数据检验了优序融资理论是否符合大样本。文章发现，与优序融资理论相反，股权融资与融资赤字的变动更紧密。Frank 和 Goyal 认为，少数样本公司支持了优序融资理论，尤其是规模大的公司，但这并不表示优序融资理论可以广泛应用。文章认为，Sunder 和 Myers(1999)只检验了 157 个公司，样本太小，说服力不足。Myers 提到的外部融资只占公司融资的一小部分，权益融资更少，负债融资比较多，这些主要结论不符合美国上市公司情况，尤其是 20 世纪 80—90 年代的公司。在 Frank 和 Goyal 的研究结果中，公司外部融资更显著，并且权益融资是外部融资的主要部分。平均来说，净权益融资通常超过净负债融资，尤其是权益融资与财务赤字的关系比负债融资与财务赤字的关系更紧密。文章还指出，优序融资理论是建立在信息不对称的基础上的，那么，这个理论应该在遇到逆向选择问题的时候表现最好。而规模小的高速成长的公司经常被认为信息不对称，容易遇到逆向选择问题，但是这些公司并没有被发现符合优序融资理论。