



中国经济文库 · 应用经济学精品系列

Innovative Financing of China Mining

中国矿业 创新融资模式研究

程
前
◎
著



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE



中国经济文库 · 应用经济学精品系列

Innovative Financing of China Mining

中国矿业 创新融资模式研究

程
前
◎
著

 中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

北 京

图书在版编目 (CIP) 数据

中国矿业创新融资模式研究/程前著

北京: 中国经济出版社, 2011. 6

ISBN 978 - 7 - 5136 - 0612 - 7

I. ①中… II. ①程… III. ①矿业—融资模式—研究—中国 IV. ①F426.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 049194 号

责任编辑 张玲玲

责任审读 贺 静

责任印制 张江虹

封面设计 华子图文

出版发行 中国经济出版社

印刷者 北京市昌平区新兴胶印厂

经销者 各地新华书店

开 本 710mm × 1000mm 1/16

印 张 14

字 数 179 千字

版 次 2011 年 6 月第 1 版

印 次 2011 年 6 月第 1 次

书 号 ISBN 978 - 7 - 5136 - 0612 - 7/F · 8812

定 价 32.00 元

中国经济出版社 网址 www.economyph.com 社址 北京市西城区百万庄北街 3 号 邮编 100037

本版图书如存在印装质量问题, 请与本社发行中心联系调换 (联系电话: 010 - 68319116)

版权所有 盗版必究 (举报电话: 010 - 68359418 010 - 68319282)

国家版权局反盗版举报中心 (举报电话: 12390)

服务热线 010 - 68344225 88386794

序

1949年,新中国成立了。

新中国成立初期,我国矿业受到国家的高度重视,发展迅速;但1978年开始到1999年中国的改革开放初期,我国矿业经历了一个痛苦的低潮和萧条时期,地质探矿队伍因无法生存而被迫解散,矿山由于资金缺乏而被迫停产关闭;然而从1999年到现在,中国的矿业发展开始春暖花开,展现一派繁荣现象。

是什么原因导致了新中国矿业市场的这种繁荣—败落—繁荣的波浪式变化?

主导新中国长达30年的第一次中国矿业繁荣有着一个什么样的矿业融资模式?

中国传统的矿业融资是如何运作的?

这种运作模式能够适应市场条件下的矿业融资吗?

为什么1978—1999年10年间中国的矿业市场举步维艰,几乎崩溃?

国际上矿业市场是如何融资的?运作模式如何?

中国的矿业资本市场与矿业融资发展经历了那些过程?

中国的矿业资本市场当前存在哪些主要的问题?

中国各种矿业企业融资存在哪些主要问题?企业融资存在哪些困难?

如何解决这些问题?

本专著对以上问题给出了非常精辟的论述。它是一部专门研究我国矿业市场和矿业融资问题的系统专著,会集了研究者在矿业市场和矿业融资研究的长期经验和多年的研究成果。

本专著在讨论资本市场概念和功能的基础上,综述了中国资本市场和矿业资本市场的发展历程及现状,分析了中国资本市场存在的问题,进而对中国矿业资本市场和矿业资本市场融资进行了论述和剖析,提出了中国矿

业市场和融资三个阶段的发展模式。

本着借鉴先进的国际矿业融资模式对我国矿业融资进行融资模式进行创新的目的,本专著对国际矿业资本市场的发展历程进行了论述,分析了国际矿业资本市场融资环境的变化及其发展趋势,指出了近年来国际矿业资本市场融资额不断增加、矿业公司上市数量和比重不断增加、矿业资本市场的融资呈多元化等融资现状与发展前景,提出了国际矿业资本市场融资对我国的借鉴作用。

本专著最后对项目融资、中小矿业集合债券融资、二板市场创新性融资等创新性融资模式作了论述,通过案例和可行性分析,总结了矿业融资创新的集中模式或方法,提出了关于中国矿业市场和融资的两种融资模式:一是项目融资模式。作者认为中国矿业融资最好采取创新型的融资模式,扩大我国中小矿业企业融资渠道,在我国中小企业集合债券融资成功发行的背景下,因地制宜,结合地方特点,进行中小矿业企业的集合债券融资创新。当前我国真正意义上的创业板还刚刚起步,市场结构还十分不合理,短时间内很难形成专门的矿业板块,根据矿业的特点制定专门的适用于矿业企业的上市条件;二是私募股权融资方式。这种融资模式对我国矿业企业融资有较强的实用性。

同时,本专著以西部矿业私募股权融资成功上市为例,分析了私募股权融资成功的经验和私募股权中存在的基本问题。

程前博士积十余年矿业市场运作和矿业融资研究,对矿业市场、矿业融资运作积累了丰富的经验,在这个领域达到了很高的理论水平和很高的造诣。本专著是作者攻读博士期间的主要研究成果,凝聚了作者的经验、智慧、心血和精华。

岑 况

中国地质大学(北京)

2011年1月

前 言

作为国民经济体系基础产业的矿业,对我国国民经济的整体良性发展具有极其重要的影响,但近年来却出现了矿业企业过度负债、资金短缺的发展困境。在目前我国矿业资本市场发育还不成熟的情况下,融资困难成了制约我国矿业可持续发展的瓶颈。也正因此,我国矿业企业应根据自己的不同特点,进行适合于自己发展要求的融资模式创新,从而扩大融资规模,拓宽融资渠道,促进自身的迅速发展,以满足国民经济不断增长的对矿业资源的需求。

本书运用规范和实证的分析方法,考察 20 世纪 50 年代以来国外和我国矿业企业融资方式的巨大变化,结合我国矿业融资的具体情况,对矿业企业的债权融资和股权融资理论与实践进行分析。指出我国虽已初步建立起了与市场经济要求相适应的现代矿业投融资资本市场体系,但矿业资本市场仍存在结构性缺陷,矿业资本市场融资结构也不合理,且中介机构缺乏,融资方式单一。

本书针对我国传统矿业融资的发展现状及存在的问题,在讨论资本市场概念和功能的基础上,综述了中国资本市场和矿业资本市场的发展历程及现状,分析了中国资本市场存在的问题,进而对中国矿业资本市场和矿业资本市场融资进行了论述和剖析。

本着借鉴先进的国际矿业融资模式对我国矿业融资进行融资模式创新的目的,本书对国际矿业资本市场的发展历程进行了论述,分析了国际矿业资本市场融资环境的变化及其发展趋势,指出了近年来国际矿业资本市场融资额不断增加、上市矿业公司数量和比重不断增加、矿业资本市场的融资呈多元化等融资现状与发展前景,提出了国际矿业资本市场融

资对我国的借鉴作用。

本书最后对项目融资、中小矿业集合债券融资、发展和完善二板市场以建立多层次的多元化创新性融资模式、破解“资源诅咒”因地制宜地进行融资等创新性融资模式作了论述,通过案例和可行性分析,总结矿业融资创新的几种模式或方法。提出:项目融资作为创新性融资模式,能有效地规避和分担风险,为项目参与诸方带来很大利益,而且在特殊情况下,特别是在项目发起人也是项目购买者的情况下,因为更容易达成协议,还能避免一般项目融资高融资成本。在融资难是遏制我国中小矿业企业实现跨越式发展瓶颈的情形下,必须采取创新性的融资模式,扩大我国中小矿业企业融资渠道,在我国中小企业集合债券融资成功发行的背景下,因地制宜,结合地方特点,进行中小矿业企业的集合债券融资创新,应不失为明智之举。我国真正意义上的创业板还刚刚起步,市场结构还十分不合理,短时间内很难形成专门的矿业板块。因此,应根据矿业的特点制定专门的适用于矿业企业的上市条件,以创新性地拓宽中小企业,特别是我国中小型矿业企业的融资渠道,建立起多元化的多渠道融资体系。私募股权作为一种灵活的融资创新方式,对我国矿业融资有较强的适用性,西部矿业私募股权融资成功上市的经验教训表明:我国应对私募股权融资过程中因外部信息不对称所造成的风险加强监管,并延长私募股权上市前持有股权的期限和上市后所持股份的流通限制期限,以抑制投机,良性发展私募股权投资,实现矿业的融资规模创新。“资源诅咒”是制约我国矿业企业发展,特别是山西省矿业企业发展的重要机制性因素,破解“资源诅咒”的重要措施是根据当地矿业企业的特点,因地制宜地运用不同的融资创新模式,其中,山西省大型矿业企业,应利用兼并重组所带来的规模膨胀的契机,加快上市步伐,利用资本市场融资;中小型矿业企业利用潜在的企业集群融资优势进行银行信贷融资;设立煤炭产业投资基金,开发煤炭产业金融产品,推进煤炭企业融资的深入发展等创新融资模式,这些都是重要的实用性举措。

第一章	绪 论	001
	第一节 问题的提出 / 001	
	第二节 矿业融资及国内外相关研究理论 / 004	
	一、融资与矿业融资 / 004	
	二、国内外相关研究理论 / 005	
	三、国内外相关研究简评 / 014	
	第三节 研究思路、研究方法和结构 / 014	
第二章	中国传统矿业融资模式	017
	第一节 传统融资模式概述 / 017	
	第二节 矿业企业融资模式发展历程 / 019	
	第三节 矿业企业债权融资 / 023	
	一、债权融资机理分析 / 023	
	二、我国矿业企业债权融资分析 / 027	
	第四节 矿业企业股权融资 / 031	
	一、股权融资机理分析 / 031	
	二、我国矿业企业股权融资分析 / 033	
	第五节 中国矿业企业传统融资方式存在问题分析 / 036	

第三章 国际矿业资本市场融资 043

第一节 资本市场与国际矿业资本市场 / 043

一、资本市场 / 043

二、国际矿业资本市场概述 / 050

三、国际矿业资本市场现状 / 052

第二节 国际矿业资本市场融资环境变化与趋势 / 059

一、国际矿业资本市场融资环境变化 / 059

二、国际矿业资本市场发展趋势 / 067

第三节 国际矿业资本市场融资 / 070

第四章 中国矿业资本市场与矿业融资 077

第一节 中国资本市场与矿业资本市场 / 077

一、中国资本市场 / 077

二、中国矿业资本市场发展历程 / 087

第二节 中国矿业资本市场融资 / 091

第三节 中国矿业资本市场融资存在主要问题分析 / 099

第四节 国际矿业资本市场融资借鉴——与加拿大矿业资本市场对照 / 103

一、加拿大矿业资本市场发展历程 / 103

二、加拿大矿业资本市场现状 / 104

三、国际矿业资本市场融资借鉴 / 105

第五章 中国矿业企业创新融资模式选择 109

第一节 项目融资 / 109

一、项目融资概述 / 109

二、我国矿业企业项目融资适用性分析 / 120

三、项目融资创新案例——湖北×××硫铁矿 开发项目 / 121

第二节 集合债券融资 / 125	
一、集合债券融资概述 / 125	
二、中小矿业企业融资创新与集合债券融资 / 126	
三、山西省中小型煤矿集合债券融资创新可行性分析 / 132	
第三节 私募股权 / 134	
一、私募股权概述 / 134	
二、我国矿业企业私募股权融资适用性分析 / 141	
三、私募股权融资创新案例——西部矿业私募股权上市 融资创新案例分析 / 149	
第四节 多层次矿业资本市场的多元化融资	
——深化创业板市场,拓宽融资创新渠道 / 161	
一、世界创业板市场概述 / 162	
二、我国创业板市场深化发展与创新矿业融资模式 / 164	
第五节 “资源诅咒”与矿业企业融资模式创新 / 169	
一、从“荷兰病”到“资源诅咒”——理论评述 / 170	
二、“资源诅咒”对中国矿业企业融资的影响——基于 山西省的分析 / 173	
三、“资源诅咒”与山西省矿业企业创新融资模式选择 / 178	

结 论	183
附图.....	187
附表.....	190
参考文献	202

绪 论

第一节 问题的提出

矿业是我国的基础产业,在国民经济体系中居于重要地位。矿业的发展直接影响我国整体工业的发展水平。近年来,随着其他产业的发展与兴起及人口的不断增加,我国对矿产资源的需求也持续增长,矿产资源的供需矛盾更加突出,形势十分严峻。据统计,到 2010 年,我国 45 种主要矿产品中能保证需要且有部分能供出口的只有煤、锌、钨、锡、钼、锑、稀土、菱镁矿、石膏、重晶石、滑石、钠盐、水泥原料、玻璃原料、石材、硅灰石、硅藻土等 23 种;能基本保证需要的有铀、铅、锑、磷、石棉、耐火黏土,但其产量呈逐年下降之势;石油、天然气、铁、锰、铜、镍、金、银、硼、硫铁等矿产品不但不能保证需要,而且部分需要进口;而铬、钴、铂族、钾、金刚石等矿产品则严重短缺,主要依靠进口。^① 到 2020 年,能保障需求的只有 6 种。究其原因,主要是矿业企业过度负债,资金短缺。因为缺乏勘探资金就无法找到新矿,而找不到新矿,资源就难以为继;缺少发展资金就会使得矿业企业,特别是一些中小矿业企业难以正常运营,甚至会因此带来安全、环境等问题。因此,有关方面应该对矿业和矿业企业给予高度的重视,加

^① 赵鹏大,陈建平. 21 世纪矿业资源经济展望[J]. 自然资源学报,2000(3):198.

大资金投入,以迎接矿业产业在 21 世纪所面临的新的挑战。^①

然而,在资金投入方面,特别是财政拨款投入方面,呈现的却是完全相反的发展趋势。主要表现在:其一,1989—2003 年我国地质勘探行业政府财政(中央财政和省级财政)拨款地质勘探费的总量虽逐年增长,但其所占财政支出的比例却在不断下降,由 1989 年的 1.17% 下降到 2003 年的 0.45%。^② 其二,1989—2004 年我国实际投入地质勘探工作的总费用虽然呈逐年增长的趋势,从 1989 年的 63 亿元增加到 2004 年的 290 亿元。特别是 2002—2004 年,由于受经济快速增长对能源、原材料需求增长拉动的影响,全国地勘投入呈年均 30 多亿元幅度增长,从 2002 年的 222.03 亿元上升到 2003 年的近 259.76 亿元,又上升到 2004 年的 290.57 亿元,较 2003 年增长 11.9%,但仍低于全国固定资产投资同比增长 28.9% 的水平。^③ 其三,在矿山基本建设投资方面,自 1993 年以来,我国矿业企业投资虽呈现不断增长趋势,表现为 1994—2003 年的 10 年间平均增长 12.26%,但这一增幅低于 16.92% 的全国平均水平。^④

与财政拨款收入呈逐年下降态势相反,企业自筹资金的比例却不断增加。比如:在地质勘察融资方面,企业自筹资金的比例由 1999 年的 64.58% 上升到了 2003 年的 93.55%;在矿山开采企业融资方面,1999—2003 年矿业企业融资总规模为 3876.18 亿元,其中,股权融资和负债融资占融资总额的比重分别为 72.75% 和 27.25%。^⑤ 2000 年,在中国上市公司最具发展潜力的 50 强评比中,与矿业有关的占 1/3,其中包括 10 家

① 这种新的挑战一方面表现在矿产勘察对象的改变,即矿产资源的勘察面临着“三新”“三难”和“三重”新局面;另一方面,新兴产业的崛起又对矿产资源的用途提出了新要求,即勘察、开发、环保、产业和资源管理的矿业可持续发展。“三难”即难识别、难发现和难开发;“三新”即新类型、新深度和新领域;“三重”即商品战略上的重要性、国际资源市场上的重要性和矿产紧缺程度上的重要性。参见:赵鹏大,陈建平. 21 世纪矿业资源经济展望[J]. 自然资源学报,2000(3):197.

② 具体年度数字和比例可参见:姚华军,王文,张润丽. 地质勘察经费投入分析与建议[J]. 地质工作战略研究参考,2005(6).

③ 姚华军,王文,张润丽. 地质勘察经费投入分析与建议[J]. 地质工作战略研究参考,2005(6):2-3.

④ 谭章禄,徐亮. 矿业资本市场融资问题研究[J]. 煤炭经济研究,2007(12):27.

⑤ 谭章禄,徐亮. 矿业资本市场融资问题研究[J]. 煤炭经济研究,2007(12):27-28.

钢铁股份公司、4 家石化股份公司以及煤矿和油气公司等。截至 2008 年 6 月,我国在深、沪两家证券交易所挂牌交易的与矿业有关的上市公司已有 170 余家,占两市合计上市公司总数(1674 家)的 10.15%。^① 这表明:我国一部分矿业企业在财政拨款投入比例逐年下降、投入总量严重不足的情况下,开始依靠各种融资方式,特别是公开上市的融资方式,融入大量资金。如:福建紫金矿业 2003 年 12 月在香港成功上市后,募集资金净额即达 11.4 亿元;2005 年,宝钢股份通过增发 50 亿股,筹集资金 254 亿元,用于收购母公司资产,大幅提升了在全球同业中的地位;^②2007 年 10 月 26 日,中国石油 A 股发行融资 668 亿元,成为单只新股融资新贵。^③ 所有这些都标志着我国部分矿业企业,特别是大矿业企业融资的成功。

但一个不容忽视且又格外严峻的事实是:我国矿业的企业结构与资本市场的供应不匹配。因为,除了石油天然气企业外,我国大部分纯粹的矿业企业还是中小企业,融资困难是普遍存在的问题。特别是在我国矿业资本市场发育不成熟,矿业公司上市困难的情况下,融资困难成了制约我国矿业可持续发展的重要因素。因此,对矿业企业融资模式研究,特别是针对矿业企业的不同特点而进行的创新模式研究,亟待进行。

基于此,本书力图在对中国传统矿业融资模式和中国矿业资本市场融资发展历程与现状考察,特别是在对存在问题进行分析总结的基础上,借鉴国际矿业资本市场融资的先进经验,结合我国矿业企业特别是中小矿业的融资实践,提出中国矿业企业的若干种创新模式:在对项目融资理论分析归纳的基础上,以湖北×××硫铁矿开发项目为例,提出我国矿业企业的项目融资创新模式;结合集合债券融资的最新理论,在对山西省中小型煤矿发展现状及融资困境分析的基础上,提出中小矿业企业的集合债券融资创新模式;在对国外二板市场融资创新实践综合分析的基础上,

① 沙景华,谢蕾蕾. 矿业上市公司的绩效评价[J]. 中国矿业,2008(10).

② 丁全利. 大力培育矿业资本市场——我国矿产资源类上市公司管窥[N]. 中国国土资源报,2005-10-25.

③ 柴景雯. 2007 年 A 股融资突破 8000 亿[N]. 中国证券报,2007-12-28.

提出我国发展二板市场,拓宽创新融资模式的建议;在对“资源诅咒”相关理论研究综述的基础上,提出矿产资源密集产地的矿业企业创新融资模式选择。

第二节 矿业融资及国内外相关研究理论

一、融资与矿业融资

融资是资金融通的简称,主要指资金从剩余(超额储蓄)部门向资金不足(超额投资)部门的转移。融资是一种双向互动的流动过程,不仅包括资金的融入,还包括资金的融出。因此,融资有了广义和狭义之分。广义的融资指资金在供给者与需求者之间的双向流动,既包括资金的融入,也包括资金的融出。融入是指资金的来源,即通过各种渠道所筹集的资金;融出指资金的运用,即所筹措的资金投资于的长期和短期资产。狭义的融资仅仅是指资金的融入,即“为了重置设备、引进技术、进行技术和产品开发,为了对外投资、兼并其他企业,为了资金周转和临时需要,为了偿付债务和调整资本结构等目的,通过筹集渠道和资本市场,运用各种筹资方式,经济有效地筹措和集中资金”^①。资金融通不但包括与外部环境进行资金供求转换的外源融资,也包括企业内部自我组织与自我调剂资金的内源融资。

在发达的市场经济条件下,企业的融资方式多种多样。在给定投资机会时,企业通过比较各种融资方式下的资本成本、净收益、税收以及债权人对企业所有权的认可程度等存在的差异,再根据自己的目标函数和收益成本约束来选择合适的融资方式,以确定最佳的融资结构,从而实现企业价值最大化的财务目标。一个合理的融资结构不仅能有效地决定企业市场价值,同时对企业的融资成本、产权分配、治理结构以及通过资本市场对整个总体经济的增长等多方面都有一定影响。这就是经济学称之

^① 王丽娅. 企业融资理论与实务[M]. 北京:中国经济出版社,2005:3-4.

的现代融资理论,或者称为融资结构理论。^①

矿业融资是指矿业企业在矿产勘探、开采生产过程中进行的资金筹措和运动的行为。矿业融资有风险融资、股票私募融资、债券私募融资、公开上市融资、贷款融资、联合经营风险(战略联盟)融资、项目融资、租赁融资等不同方式。鉴于矿业的自身特点,矿业融资具有融资的高风险性和融资的阶段性两个特点。高风险性主要指,由于矿业的生产周期长、所需资金密集,以及勘探、建设和开采中的各类风险所导致的投资的风险程度很高,主要包括勘探风险、完工风险、生产风险、市场风险、金融风险、政治风险、法律风险和环境保护风险。其阶段性主要是指,在矿业开发的不同阶段,所选择的融资方式不尽一致:在矿业的勘探、开发利用与生产等不同阶段,主要的融资方式会发生较大变化;在矿业勘探阶段,融资的特点是融资风险高、资金需求量较小、勘探成功的收益回报率高,但可选择的融资方式相对较少;在矿业开发阶段,融资的特点是资金需求量巨大、资金回报率较低、可选择的融资方式较多,风险程度相对于矿业勘探阶段较低;在矿业经营阶段,融资的特点是风险程度较低、资金回报率也相对不高,资金需求主要用于运营和偿还债务。

二、国内外相关研究理论

1. 国外相关研究概述

国外特别是西方的现代企业融资理论是建立在成熟的市场与企业制度基础上的,历经数十年的发展,已经形成了比较完善的理论体系。一般认为,西方的融资理论以MM理论为界,大体分为两个阶段:MM理论之前是早期资本结构理论,之后被称为现代融资结构理论。

早期资本结构理论(融资理论)的研究,起源于希克斯1946年的《价值与资本》一书。^②1952年,美国经济学家大卫·杜兰特在题为“企业负债及权益资金的成本:趋势和计量问题”的论文中,把传统的资本结构理

① 向泽华. 现代融资理论的发展及启示[J]. 商场现代化,2007(6).

② 希克斯. 价值与资本[M]. 北京:商务印书馆,1962.

论划分为三种类型:净收益理论、净经营收益理论和传统折中理论。^① 净收益理论与净营业收入理论都是一种极端的资本结构理论观点。净收益理论认为,负债可以降低企业的资本成本,企业债务融资比例越大,财务杠杆越高,企业资本加权成本就越低,企业价值就会越高,即认为债务资本比例与企业收益绝对正相关;净营业收益理论认为,尽管债务融资成本不变,但随着债务融资的比例增大,股东面临的风险也在增大,而企业加权成本是固定的,因而企业的总价值也是固定不变的,即企业价值与融资决策无关。传统折中理论是介于净收益理论和净经营收益理论之间的一种理论,认为适度的负债经营并不会明显地增加企业负债和权益资本的风险,所以企业权益资本收益率和负债利率在一定范围内是相对稳定的,但当企业负债超过一定比例时,由于风险明显增大,企业的负债和权益资本的成本就会上升,从而企业加权平均资本成本率就会增加。因此,债务增加对企业价值提高是有利的,但必须适度。在最优资本结构点上,股权融资与债务融资的边际成本应该相等。

现代融资理论的开端以 1958 年美国经济学家莫迪利亚尼和米勒的《资本成本、公司财务与投资理论》^②一文为标志。莫迪利亚尼和米勒在讨论公司融资决策对公司价值影响中,基于无所得税、无破产风险、有效市场、零交易成本等假设,论证了企业的融资偏好与企业的价值无关的命题,即“无关性定理”,也就是 MM 定理。MM 理论认为,在一个不存在确定性以及没有不对称信息的世界中,企业无论采取什么样的融资结构都不会影响企业价值。尽管企业未来的收益流是不确定的,但它不受现在融资结构的影响,融资结构决定的只是分配收入流的形式。尽管该命题

① David Durand. Cost of Debt and Equity Funds for Business; Trends and Problems of Measurement [C]. National Bureau of Economic Research, Conference on Research on Business Finance, New York, 1952; 215 - 247.

② F. Modigliani and M. H. Miller. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment [J]. American Economic Review, Vol. 48, June, 1958; 261 - 297. MM 理论的基本结论是:在无税赋条件下,企业的资本结构不会影响企业的价值和资本成本。参阅:道格拉斯·爱莫瑞. 公司财务管理(上、下) [M]. 北京:中国人民大学出版社, 1999.

的假设条件太苛刻,缺乏实证意义,但它为分析研究融资结构问题提供了一个有用的起点和框架。1963年,莫迪利亚尼和米勒又共同发表了《公司所得税与资本成本:一个更正》一文,对原MM理论进行了修正,把企业所得税的影响引入分析之中。他们认为:当公司引入所得税后,负债企业的价值会超过无负债企业的价值,负债越多,这个差异越大;公司所使用的负债越多,它的加权平均成本就越低。^①因此,最佳融资结构应该全部是债务,不应该发行股票。

之后,以MM理论为中心的现代资本结构理论沿着两个主要分支发展:一个分支是探讨税收差异对资本结构的影响,被称为“税差学派”;另一个分支研究破产成本与资本结构的关系,发展成为“破产成本学派”,并形成“破产成本主义”和“财务困境主义”。^②这两个分支最后合并为权衡理论。

权衡理论也称为“平衡理论”,主要代表人物是罗比切克(Robichek, 1967)、考斯(Kraus, 1973)、鲁宾斯坦(Rubinstein, 1973)、斯科特(Scott, 1976)、梅耶斯(Mayers, 1984)。该理论认为,制约企业无限提高负债比例、追求免税因素的关键是由于债务增加而上升的风险。随着企业财务比率的增加,企业陷入财务危机成本的概率也会增加,由此引起的财务成本一方面会降低企业市场价值,另一方面会降低企业债券购买者的收入预期,加大发行债券的成本,并导致企业发行债券困难,这两个方面都会抑制企业无限追求免税优惠。因此,企业最佳的资本结构应该是对债务的免税优惠利益与由债务上升带来的财务危机成本之间进行权衡的结果。权衡理论引入了均衡的概念,使企业资本结构具有了最优解的可能

① F. Modigliani and M. H. Miller. Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: a correction [J]. American Economic Review, 1963, June, 53 - 60.

② 税差学派的代表人物主要有法拉(Farrar, 1967)、赛尔文(Shavell, 1966)、贝南(Brennan, 1978)等,主要研究企业所得税、个人所得税和资本利得税之间的税差与企业融资结构的关系;破产成本学派的主要代表人物是巴克特(Betker, 1978)、阿特曼(Altman, 1968),主要研究企业破产成本对企业融资结构的影响问题。具体参见:沈艺峰. 资本结构理论史[M]. 北京:经济科学出版社, 1999: 13 - 36;张维迎. 公司融资结构的契约理论——一个综述[J]. 改革, 1995(5): 109 - 116;邱景平. 矿业企业利用资本市场直接融资问题研究[D]. 东北大学博士学位论文, 2004: 5.