

财 经 博 士 论 丛



CAIJING BOSHI LUNCONG

王增业 著

企业股权融资 偏好与成本研究

中国财政经济出版社

财经博士论丛

企业股权融资： 偏好与成本研究

王增业 著

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

企业股权融资：偏好与成本研究/王增业著. —北京：中国财政经济出版社，2003.12

ISBN 7 - 5005 - 7007 - 4

I. 企… II. 王… III. 企业 - 股票 - 融资 - 成本 - 管理 - 研究 IV. F271

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2004) 第 000034 号

中国财政经济出版社出版

URL: <http://www.cfeph.com.cn>

E-mail: cfeph @ drc.gov.cn

(版权所有 翻印必究)

社址：北京海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码：100036

发行处电话：88190406 财经书店电话：64033436

北京人卫印刷厂印刷 各地新华书店经销

850×1168 毫米 32 开 9.5 印张 222 000 字

2004 年 4 月第 1 版 2004 年 4 月北京第 1 次印刷

定价：26.00 元

ISBN 7 - 5005 - 7007 - 4/F·6131

(图书出现印装问题，本社负责调换)

A Study of Equity Preference and Cost in the Corporate Financing

Wang Zengye

序 言

发展股市、以股市行为实现计划经济向市场经济的渐进式制度变迁，实现要素资源的市场化和自由化，的确是中国上个世纪的一大创举。然而，中国股市上市的计划性（交易对象额度分配）与交易的市场性（交易主体完全自由）之间的背离，决定了其发展的争论性和曲折性。如果以1991年深圳10月19日、上海12月11日股市开盘算来，迄今已经刚刚超过12个年头。在风风雨雨的背后，不少学者对这一市场进行了大量的研究。

2001年以来，伴随着中国股市的深幅下挫，对这一市场讨论的声音又大了起来，而且，在众说纷纭的背后，有一种声音特别突出：即中国股市的投机性源于上市企业“圈钱”思想过于严重，与国外证券市场相比，中国的股权融资成本过低，几乎可以忽略不计，成为“免费现金”，因此，与权威性的发达国家的企业融资偏好顺序不同，中国企业的融资尤其是外部融资的顺序选择并不是一种标准的强弱顺序（Pecking Order），即先是内部留存收益，然后是外部债务融资，迫不得已才会选择股权融资。然而中国企业的融资顺序却完全违背了这一顺序，企业过于偏好“低成本（easy money）”的股权融资。

应当说，企业融资在管理学方面的著述非常丰富，但是就理论问题而言，尤其是企业的融资偏好问题，研究角度过于专一，目前国内理论界基本都遵循所谓的强弱顺序（PO）说。王增业博士却并不拘泥于既有结论，在对相关理论进行了系统梳理和深

入研究后，以严谨的治学态度，得到了迥然不同的结论。他发现，就企业的外部融资而言，债务融资未必一定占优。企业偏好于债务融资，只是在特定历史条件下，比如上个世纪发端于英国的金融“大变革 (big bang)”之后，金融市场的监管过于宽松，导致企业杠杆融资盛行，“垃圾债券”泛滥。所谓的强弱顺序 (PO) 理论仅仅是企业融资偏好的短期异化，是 Myers 和 Majluf 对新古典金融理论的挑战性研究。但是，在一个更为长期的表现来看，企业会采取一种更为稳定的资产负债率水平，并不存在一种“债务偏好”。文章在进行理论推导的同时，也实证了在国际范围内，股权融资更满足了企业的外部投资资金需求，但是债务融资则非如此。

就中国股市而言，王增业博士对此进行了更为细致的分析，从研究结果看，中国股市并不存在投资的“股权偏好”，即使有，也呈现明显的“弱偏好”。由于股市不发达，中国的上市企业在上市后，都普遍增加了对债务的利用，提高了资产负债率，而股权的后续融资比例并没有显著的上升规律；就整个上市公司群体而言，普遍享受着税收的优惠，平均纳税水平远低于法定的 33%（公司税），但是其相对稳定的资产负债率（基本稳定在 50%~60%）水平足以说明，企业对于债务融资的成本优势利用不足。

对于企业融资中的债务成本优势——即企业的债务利息可以在税前扣减从而形成所谓“税盾 (tax shield)”优势——的研究，肇始于 1958 年莫迪格利安尼和米勒的“企业融资结构不相关命题（即 $M-M$ 定理 I）”。从企业价值最大化的角度出发，两位诺贝尔经济学奖获得者的研究开创了现代企业融资理论研究的先河。在完全对称信息条件下，不考虑税收因素，企业融资结构余企业价值无关。在放松限定条件后，1963 年，Miller 加入“税

盾”因素，认为企业应该最大限度的利用负债进行融资，资本结构的最优状态为 100% 债务。

现实世界是信息不对称的世界。人们发现，高负债引发的破产（或财务困境）风险会随着负债率的提高而增加，因此，企业的价值应该在某个区间内随着负债率的上升而上升，当到达某个最大值以后，会随着破产成本的增加而减少。由此，企业应该存在着一个最佳资本结构，在该点，企业价值最大，且负债的边际税盾收益正好等于边际破产成本。这就是后来著名的“权衡理论”。但是由于破产成本难以度量，权衡理论与 M - M 定理的较量中并未能取得绝对优势。

两位著名经济学家 Myers 和 Majluf 在 1984 年发表的研究论文“当企业拥有投资者没有的信息时的融资与投资决定”中，首次提出了在考虑不对称信息条件下，企业融资所遵循的强弱顺序理论（即 PO，文中称之为后 M - M 规则）。该理论假定企业存在着内部人（股东和经理）和外部人（外部投资者如贷款人）之分，内部人拥有外部人所无法具有的信息优势。企业的价值变化体现在不同的融资方式所隐含的信息不对称程度上，信息不对称程度高的，其信息成本就高，反之，则低。因此企业在进行项目融资时，会严格依照信息成本由低向高的顺序进行，其融资偏好顺序由强至弱依次为：内部留存收益→外部举债→外部股权。经理基于股东的最大化利益，首先会使用内部积累资金进行项目投资，如果内部积累不足，企业会使用安全债务或低风险债券进行外部融资。否则，企业宁愿放弃一些投资机会，也不会轻易发行高风险债券（垃圾债券）或股权融资。只有当股价变得很低，经理们相对于外部投资者的信息优势变小或没有，即信息成本非常小时，才可能发行股权融资。

后 M - M 规则的前提条件显然没有考虑詹森—麦克林的

“代理成本”，现代企业中由于专业化分工造成“两权分离”，即所有权（股东）与管理权（经理）的人格分离，使信息的不对称链条进一步延长。由于股东与经理之间的效用函数不同，其目标结果必然不会完全一致。这种股东与经理之间的信息不对称造成的代理成本和公司控制权问题，成为现代公司治理结构中的最主要内容。

后 M-M 规则显然是把 M-M 定理的结论向前推进了一步，但是，按照现代公司治理的观点，企业价值最大化，不仅仅是股东（shareholders）价值最大化，而应该是企业利益相关者（stakeholders）的价值最大化，因此，某种意义上决定着企业价值大小的融资结构，也反映着各相关利益主体的权衡（trade off）。

如果价值最大等同于一定条件下的成本最小，那么，不同资本成本足以决定公司价值。债务融资成本的度量方法，通常按照会计方法，即债务的账面利息率来确定；而股权成本的度量，常用著名的 CAPM 模型来计量，该成本又称为投资者的机会成本，是一种金融市场方法。常规的分析千篇一律，总是后者大于前者。如果贸然就进行结果比较，股权成本几乎不可能低于债务成本（常常用来做敌意收购的部分垃圾债券除外）。可喜的是，王增业博士提出，企业融资的偏好不能用直观的成本来决定。因为按照计量结果，即使考虑了代理成本，也依然不能解释企业融资的股权偏好行为。

其实，就两种成本的计量方式看，静态的债务账面成本并没有体现破产风险，也无法解释为什么不是无限制举债，其“配给（rationing）”性质已经偏离了最佳结构下的可比性；而 CAPM 及衍生工具计量得到的股权成本，已经隐含了市场投资者所能得到的全部信息：资本结构、项目风险、经理团队、公司治理等各种

要素及其成本。显然，二者直接比较大小是不可取的。

王增业博士在“有限理性”基础上，首次提出了“理性成本”的概念来解释成本——偏好的背离问题。文章认为，理性成本不否认任何一种其他成本的存在性，在企业融资行为中，其他成本所起的作用也非常重要，但是，理性成本起着决定性的作用。理性成本的存在，产生了经理人行动与理性状态的偏离，而造成企业选择的“非最优性”。即，企业经理的偏离行为却常常能获得股东的同意和授权。而从程序上说，这种“授权—行动”本身并不存在任何代理成本。

作为博士论文，结尾部分本属精彩之作，却倏然而止，未能深入，略显唐突。当然，本文的写作还是下了许多狠功夫，这对于目前有志于治学者尤为重要。虽如此，本文的若干观点仍属一家之言，难免引发争论。如若通过争论，使有关理论有所推进，应该说是一件大好事。这也正是我们大家所期待的。

欣闻中国财政经济出版社即将付梓，承蒙出版社张立宪老师多方帮助，欣然提笔，为之作序。

薛毅 著

2004年3月

于南开园

内 容 摘 要

企业融资问题,尤其是企业融资的偏好和成本问题,成为中国进入 21 世纪以来资本市场争论的焦点之一。从国际视角来研究这一问题,并提供借鉴经验,是本书的基本出发点。

不对称信息的引入改变了 M-M 定理的“结构不相关”结论,Myers 和 Majluf (1984,本书称为后 M-M 规则)认为,企业经理相对于外部投资者拥有信息优势,基于现有股东的利益,企业在进行融资决策时,会严格遵循“内部财务盈余→外部债务→外部股权”的 Pecking Order 顺序,由于信息不对称程度很高,企业几乎不会使用股权融资。国内主流的研究则认为,Pecking Order 是一个普适性的融资顺序理论,但是中国的上市公司却违背了这一规则,偏好以股权进行外部融资,其较国外公司低得多的股利支付率大大降低了股权融资成本。股权融资在中国成为人所诟病的“免费现金”。

基于上述背景,本书系统梳理并研究了企业融资理论尤其是企业融资结构和偏好理论,并通过严谨的数学推导和证明,提出了本书的理论观点。国际市场企业融资的现实证据也证实了本书的理论结论。

全书共分五章。第一章为导论,通过对理论与现实背景的梳理,提出了本书的研究思路和方法,并就本书的内容结构、研究结论与创新之处进行了归纳。

第二章为理论与模型综述。重点分析了企业融资偏好的理论

以及股权成本的度量模型。前者主要包括 M - M 定理, 后 M - M 规则, J - M 代理理论以及公司控制理论及模型。后者包括经典的 CAPM 分析、CAPM 的发展演进、以及 Fama 和 French (1992) 著名的“F - F 三因素 CAPM 模型”。这一模型成为国际通行的股权成本测度模型。本章还分析了股权市场国际化的理论研究以及股权成本的国际测度研究。

第三章作为本书的理论研究部分, 重点研究了企业融资的股权偏好。三节内容分别在改变后 M - M 规则的假设条件使之更符合现实之后, 得到了不同的结论。当信息在不同的外部投资者之间分布不对称时, 企业与知情债权人、不知情债权人之间的博弈结果显示, 如果投资项目的未来清算价值很低, 知情债权人的清算威胁会失效, 从而不得不与企业重新谈判, 进行债务重组, 降低投资水平, 由此造成的资金不足将会由不知情的公众债权人提供, 企业会更倾向于向不知情的公众借款。这一结果, 违背了 Pecking Order。

后 M - M 规则忽略了代理成本。当把代理成本引入以后, 考虑代理成本表现在股东与经理人对于公司控制权的争夺上。企业经理人与股东之间的博弈情况显示, 当负债和市场接管两种机制并存时, 研究表明, 只有当接管压力很大时, 经理人们才会提高负债杠杆率以“挤出”“入侵者”; 而当接管压力不大时, 考虑到财务困境成本, 无论股东还是经理人, 都会选择一个相对较低的负债率水平。

当改变后 M - M 规则中市场的先验信念假定, 即企业的负债率并不能显示企业质量的好坏时, 研究结果显示, 企业有动机从“混合均衡”中分离出来, 发行股权融资。后 M - M 规则的严格顺序不复存在。

第四章实证分析比较了股权融资偏好。详尽的统计与分析结

果显示,无论是发达国家的企业,还是发展中国家的企业,都保持着相对稳定的资本结构和明显的普遍的股权偏好。相反,中国企业的融资行为基本遵循着后 M - M 规则提出的 Pecking Order 的顺序,如果说存在股权偏好,也仅仅是“弱偏好”。

第五章实证了股权资本成本。股市全球化带来了股权成本的降低,但由于“本国偏见”的存在,这一下降没有理论上的那么多。本章创造性地利用“F - F 三因素模型”对中国股市进行了严谨的成本计量分析。富有意义的是,与同期的美国上市公司相比,中国股市的风险、股权成本、市盈率、市净率以及企业的股利率,并没有什么根本的不同。所谓“免费现金”的股权融资,并不是中国的“特色”。

最后是结束语。作为文章的结尾部分,分析了股权高成本与股权融资偏好之间的关系和原因。除了计量方法造成的结果不统一的原因之外,“理性成本”的存在是产生这一企业决策与金融理论中的“成本—收益”方法背离的主要原因。

本书的结论是:在世界范围内,股权偏好是普遍性的,企业的负债率都会保持一个相对较稳定的低水平(比如 40% 以内)。Myers 和 Majluf 的结论可能是错误的。相对于美国股市,中国上市公司的部分市场指标在过去 6 年的平均水平并无根本性差异。相反,中国企业的融资表现,在一定程度上遵循了 Pecking Order 的理论。即使存在股权偏好,也是明显的“弱偏好”。中国股市欠缺的,是能够真正反应经济发展状况、代表经济增长速度与效率的“大蓝筹股”。

企业融资时对于高计量成本股权的偏好,与金融理论中的成本—收益分析原理并不矛盾。其中的原因就在于存在着理性成本。作为理性成本突出表征的“风险厌恶”和由此产生的债务市场“信贷配给”制度,使得“配给负债”的会计账面成本不能显

示出真实的负债水平和负债成本，如同计划经济条件下的价格不能反映成本一样。由于债权人的风险厌恶系数随着企业负债水平的上升和破产可能性的增加而趋于上升，因此，边际负债成本很高，甚至可能高于股权成本。

理性成本回答了代理成本不能回答的问题：偏离了最优目标的资本配置或投资行为，可能都是在董事会的授权下完成的。因此，理性成本使得“成本—收益”金融原理仍然有效。并且，行为金融的许多问题，同样可由理性成本得到解释。

尽管，本书研究的问题还存在进一步深入研究的必要，但是，整体来看，本书的研究仍有如下创新：

第一，改善了后 M-M 规则的信息分布假设条件，在博弈框架下分别讨论了外部投资者（债权人）之间、股东与经理人之间信息不对称时的企业融资偏好，结果显示后 M-M 规则的结论不成立；当改变市场的先验信念条件时，也得到了 Pecking Order 理论不适用的结论。这三个研究及结论，是理论创新。

第二，本书实证性地系统分析了包括中国企业在内的国际企业的融资结构，分析了不同企业融资偏好各不相同的事实，并解释了企业偏好股权融资这一被人误解的问题。本文独特的研究视角和富有现实意义的结论曾引起国内著名经济学家的称赞，是应用创新。

第三，本书通过系统梳理企业融资理论与各种计量模型，创造性地发展了 Fama 和 French 在 1992 年推导的“三因素 CAPM”结论，并结合中国股市的独特性进行了多元检验，从而得到了适合中国股票市场的三个定价模型，在目前的研究中是原创性的。

第四，本书提出了“理性成本”的概念，以此解释了代理成本难以解释的高计量成本下的股权偏好悖论，并解释了部分资本市场的“异常行为”。本人认为，这是一个理论创新。

第五，本书全面系统地总结了与该问题有关的理论研究和实证研究成果，从学术上讲，是有重要意义的。

关键词：后 M - M 规则 博弈 股权偏好
股权成本 理性成本

Abstract

The question of corporate financing, especially the question of the preference and the cost of equity financing, becomes the focus of the capital market in the early 21st century within China. It is the foundation for this article to study this question in an international viewpoint and get some experiences and suggestions.

With the introduction of the asymmetry information to the financial theory, the MM Theorem of "Irrelevance Structure" was changed. Myers and Majluf (1984, hereafter we named Post - MM - Rule) argue that firms will act on the strict Pecking Order of the internal financial slacks, the secure debt, and the external risky debt when they had to finance funds from the market. Since the equity has severe asymmetry information problem, managers with the existing shareholders' benefit maximization does seldom use this. The mainstream of domestic research believes that the Pecking Order is a universal result so that the equity preference for Chinese listing companies with lower dividends compared to the foreign companies makes the equity financing as "free cash" and should be criticized.

With this background, this paper systematically analysis the theory of corporate financing especially concern about the firms' financial structure and preference. Using strict mathematic

derivation and verification, we get new theoretical viewpoint.

The whole dissertation includes five chapters. The first chapter introduces the background, the method and the research result, also the new ideas in this paper. The second chapter summarizes theories and models, focus on the theories of firms' financing preference and the measurement models of equity financing. The former lists the MM theorems, the Post - MM - Rule, the J - M agency cost theory, and the corporate control theory. The latter includes the classical CAPM, the development of CAPM, and the famous Fama - French "three factors model" which is now the current model of measuring the equity cost. This chapter also sums up the studies of equity markets internationalization and the international equity cost.

The third chapter is the main theoretical part of this paper gives detailed study of equity preference in corporate financing. Three sectors with different approaches get the same result of Non - Post - MM - Rule in the corporate financing. When the distribution of information is asymmetry within the different debt holders, the result of the Game among the firm and the informed debt holder and the uninformed debt holders appears that, for being reduced by the informed debt holder, the firm has the incentive to get money from the public uninformed debt holder. Then we introduce the agency cost to the model. As we focus on the extreme situation of keeping the controlling right between the incumbent manager and the shareholders. Thus, there is a Game between the manager and the shareholders named "entrenchment" and "disentrenchment". Considering the coexistence of debt and takeover pressure, we find that the manager will upraise the leverage level to crowd out the

raider only as the pressure of takeover is severe. But as the pressure of takeover become light, both the shareholders and the manager will choose a relative lower debt ratio for the financial distress cost.

Then we change the ex ante belief hypothesis in the Post - MM - Rule, i.e., the leverage level does not transfer any information about the quality of the firm, we find there is strong incentives for the normal firms to issue equity separating from the "pooling equilibrium". Then the strict order of the Post - MM - Rule cannot exist.

The fourth chapter empirically compares the preference of equity financing. The detailed statistics and analysis results show that there are relative stabilized capital structure and apparently equity preference for companies either in the developed countries or in the developing countries. By contrast, the financing behaviors of Chinese listed corporate basically followed the Pecking Order. If there is some phenomenal equity preference, we should have to say "weak preference" only.

The fifth chapter empirically measures the equity cost. The globalization reduces the cost of equity. But as there is home bias exists, the reduction is not so big. We use the F - F three factors CAPM model creatively and get the suitable Chinese model of equity cost measurement. Interestingly, we find there are not any fundamental differences in the market risk, the cost of equity, the PE ratio, the PB ratio, and the dividend ratio comparing Chinese stock market to the U.S. stock market. The so - called "free cash" is not the Chinese "characteristic".

The last part is conclusion. We explain the relationship between