

全流通预期下 上市公司融资决策研究

● 翟淑萍 著

 中国统计出版社
China Statistics Press

(京)新登字 041 号

图书在版编目(CIP)数据

全流通预期下上市公司融资决策研究/翟淑萍著.

—北京:中国统计出版社, 2011. 4

ISBN 978-7-5037-6198-0

I. ①全… II. ①翟… 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 024490 号

全流通预期下上市公司融资决策研究

作 者 /翟淑萍

责任编辑 /钟 钰

装帧设计 /杨 超

出版发行 /中国统计出版社

通信地址 /北京市西城区月坛南街 57 号 邮政编码 /100826

办公地址 /北京市丰台区西三环南路甲 6 号

网 址 /www.stats.gov.cn/tjshujia

电 话 /邮购(010)63376907 书店(010)68783172

印 刷 /河北天普润印刷厂

经 销 /新华书店

开 本 /710×1000mm 1/18

字 数 /260 千字

印 张 /15.25

版 别 /2011 年 4 月第 1 版

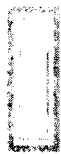
版 次 /2011 年 4 月第 1 次印刷

书 号 /ISBN 978-7-5037-6198-0/F·3006

定 价 /34.00 元

中国统计版图书,版权所有。侵权必究。

中国统计版图书,如有印装错误,本社发行部负责调换。



前 言

股权性质及结构安排是决定公司治理模式和治理效果的基本因素。我国证券市场成立伊始便形成了非流通股和流通股共存的股权分置格局,而作为非流通股股东的第一大股东又处于超强控制地位,上市公司大股东与流通股股东之间的利益冲突非常突出,在融资决策中则表现为上市公司不择手段地实现股权再融资,通过对融资资金的利益再分配,实现控股股东的租金收益。

股权分置改革逐步实现了非流通股的流通,我国证券市场的股权制度环境发生了根本性变化。在新制度环境下,上市公司融资行为是否会发生变化以及变化的原因,上市公司融资行为过程中的代理冲突成为本书关注的问题。

西方对融资理论的研究已有半个多世纪的历史,然而市场和制度环境的差异,以及上市公司治理结构特征的不同,使得西方融资理论难以对我国上市公司的融资行为进行合理的解释。因此本书在现有融资理论研究基础上,结合我国上市公司集中股权结构特征,建立以控制性股东收益最大化为融资决策目标的融资决策分析框架,对我国上市公司融资决策机制及行为特征进行理论和实证分析,内容涉及上市公司债务—股权融资决策、股权融资方式决策、股权融资规模决策、债务和可转债融资决策五个方面。

在实证分析过程中,本书利用主成分分析、线性及非线性回归、面板回归等统计方法对理论分析结论进行充分的验证,并运用比较研究方法对不同股权制度下上市公司融资行为差异进行了对比分析。研究结果显示:

1. 股权制度的变革带来了上市公司融资偏好及行为的变化,一方面控制性股东在考虑不同融资方式带来收益的同时,更谨慎考虑由于股权融资带来的控制权威胁,这是我国证券市场逐步进入全流通后,上市公司进行融资决策时面临的新问题。在融资决策过程中则表现为谨慎地选择公开增发、配股等融资方式;另一方面,由于股权流通带来的良好预期,使得上市公司推崇定向增发融资方式,但羊群效应和融资政策门槛

也是上市公司选择定向增发融资方式的原因之一。

2. 融资成本水平的绝对差异是左右上市公司融资方式选择的重要因素之一,因此较弱的股息分红约束导致的低股权融资成本便成为我国上市公司偏好股权融资的重要原因。而上市公司选择可转债的原因之一也在于可转债转股前较低的融资成本;然而由于存在转股失败风险和转股后新股东对公司收益的稀释和分享,因此可转债融资方式并不受上市公司青睐。

3. 在全流通的市场环境下,公开股权融资的规模大小具有控制权收益的信号传递功能,从而对上市公司股权融资行为产生一定程度的市场约束;但上市公司及其控制性股东依然存在通过公开增发与配股进行大规模融资的扩张冲动。

4. 融资政策和市场时机是影响上市公司融资方式选择和股权融资规模的两个重要因素。融资政策的改变会导致上市公司相机地选择满足条件的融资方式,从而间接地左右着整个证券市场的融资规模;而上市公司普遍偏好在市场定价偏高时选择公开股权融资方式,从而增大其融资额。

5. 有关债务融资的相关理论对我国上市公司债务融资行为有一定的解释力:在进行债务融资利用财务杠杆增大股东收益的同时,股东会考虑负债增加带来的破产成本和代理成本提高导致的股权价值下降这一负面影响和债务融资的现金流约束;另外,控制性股东存在利用债务融资侵占债权人和中小股东利益的动机和行为。但对于已进行股权融资的上市公司后续的债务融资行为更加激进,可能存在上市公司利用增发、配股等机会进行进一步债务融资和规模扩张的动机。

6. 控制性股东性质不同,上市公司融资行为及偏好有较大的差异:民营上市公司对股权融资的偏好程度强于国有上市公司;而对于股权融资方式的选择,国有上市公司更加偏好定向增发融资方式,而民营上市公司更加偏好公开增发和配股方式融资,从而体现出民营上市公司通过公开增发与配股方式大规模融资的扩张冲动强于国有上市公司;而在配股融资决策过程中,民营上市公司控制性股东会结合自身利益选择相应的配股参与程度,持股比例较高的控制性股东会选择较高的认购比例,以实现其控制权的巩固与融资收益最大化。在进行债务融资决策时,民营上市公司有更强的债务融资倾向和债务资金侵占倾向。

从对上述上市公司融资决策机制和行为规律的分析可以得到,在新的制度环境下:对融资的市场操纵的监管、股权并购市场的完善,定向增发定价机制的市场化和合理化,以及融资资金使用的合法性和效率等问题,成为我国证券市场完善融资市场机制及法制建设的重要课题。

目 录

前言

第 1 章 导论 1

- 1.1 研究背景与问题提出 1
- 1.2 研究范畴 5
- 1.3 研究意义 5
- 1.4 研究思路与内容 6
- 1.5 研究方法 8
- 1.6 研究特色与创新 9

第 2 章 企业融资理论及研究综述 10

- 2.1 经典融资理论 11
- 2.2 权衡理论 14
- 2.3 新融资理论 16
- 2.4 企业融资理论新进展 25
- 2.5 国外融资决策研究现状及评述 28
- 2.6 国内上市公司融资决策研究现状及评述 32

第 3 章 我国上市公司融资结构特征 42

- 3.1 融资方式划分及特征比较 42
- 3.2 我国上市公司融资结构总体特征 52
- 3.3 我国上市公司融资结构的行业特征 53
- 3.4 我国上市公司融资结构的股东性质特征 58

第 4 章 我国上市公司融资决策目标的确定及利益实现机制 62

- 4.1 股权结构与公司决策目标 62
- 4.2 股权分置条件下上市公司融资偏好特征及其解释 65

- 4.3 全流通预期下控制性股东收益最大化目标的实现途径 69

第5章 全流通预期下上市公司债务一股权融资决策 72

- 5.1 全流通预期与控制性股东收益最大化下上市公司债务一股权融资选择理论分析 72
- 5.2 全流通预期下上市公司债务一股权融资决策实证分析 79
- 5.3 上市公司债务一股权融资决策结论 84

第6章 全流通预期下上市公司股权再融资方式决策 89

- 6.1 SEO发行方式的选择及理论解释 89
- 6.2 股权分置条件下上市公司股权融资方式选择及相关解释 93
- 6.3 全流通环境下上市公司增发融资方式选择的理论分析 97
- 6.4 全流通环境下配股融资方式选择的理论分析 102
- 6.5 上市公司股权再融资方式选择的影响因素分析 103
- 6.6 全流通预期下上市公司股权再融资方式选择实证分析 109
- 6.7 定向增发融资方式选择的羊群效应 116
- 6.8 上市公司股权再融资方式决策结论 125

第7章 全流通预期下上市公司股权再融资规模决策 126

- 7.1 全流通预期下上市公司公开增发融资规模决策 127
- 7.2 全流通预期下上市公司配股融资规模决策 143
- 7.3 全流通预期下上市公司融资规模决策结论 155

第8章 全流通预期下上市公司债务融资决策 157

- 8.1 股东财务收益最大化目标下公司债务融资决策 157
- 8.2 资产替代、投资不足与债务融资决策 166
- 8.3 控制权收益最大化下债务融资决策 181
- 8.4 上市公司股权再融资后的债务融资决策 190
- 8.5 上市公司债务融资决策结论 193

第9章 全流通预期下上市公司可转换公司债券融资决策 195

- 9.1 可转债融资决策研究综述 195
- 9.2 控制性股东收益最大化下可转债融资决策理论分析 199
- 9.3 我国上市公司可转债融资决策的实证检验 202

9.4	上市公司可转债融资决策结论	219
第 10 章	基本结论、政策启示与研究展望	221
10.1	基本结论	221
10.2	政策启示	223
10.3	研究局限及研究展望	224
参考文献		225
后记		235

第1章 导 论

1.1 研究背景与问题提出

1.1.1 研究背景

1. 股权分置制度环境下上市公司融资行为与代理冲突

我国证券市场成立伊始便形成了股权分置的格局,即存在同一上市公司非流通股和流通股共存的现象(如表 1.1)。

表 1.1 中国证券市场股权结构统计(单位:100%)

证券 类型	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	平均
非流通 股份	65.92	65.05	64.28	65.25	65.33	64.47	63.54	61.80	62.16	53.91	51.29	24.47	58.96
流通 股份	34.08	34.95	35.72	34.75	34.67	35.27	36.05	38.20	37.84	46.09	48.71	75.53	40.99

注:各年份数据为 12 月底数据。

数据来源:中国证监会网站统计月报。

这种复杂的股权结构决定了股东间复杂的利益纠葛。非流通股股东无法在二级市场实现自己的收益,加之上市公司集中的股权结构,第一大股东处于超强控制地位,控股股东实现自己的利益目标主要是通过股东之间的内部博弈来获取的,大股东具有掠夺小股东的强烈机会主义动机。在融资行为实践中则表现为上市公司偏好通过公开市场股权融资,市场总体融资结构则表现为以配股和公开增发融资为上市公司主要融资方式(如表 1.2、图 1.1)。通过增发新股和配股,能在短时间内无风险地迅速提高公司的每股净资产价值,而作为非流通股股东,每股净资产价值的增加是实现其股权价值和财富增加的最直接方式(刘力、王汀汀,2003)。另外,通过股权再融资,控股股东在保持控制权的前提下,降低了自己的持股比例,放大了自己对中小股东的利益侵占效应,从而提

表 1.2 1993—2009 年间上市公司 A 股再融资情况统计

年份	配股			公开增发			定向增发			可转债		
	家数	筹金额 (亿元)	比重 (%)	家数	筹金额 (亿元)	比重 (%)	家数	筹金额 (亿元)	比重 (%)	家数	筹金额 (亿元)	比重 (%)
1993 年	74	81.58	100	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1994 年	67	50.16	100	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1995 年	67	62.83	100	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1996 年	49	69.89	100	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1997 年	111	170.86	100	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1998 年	153	375.89	91.71	6	30.46	7.43	0	0	0	2	3.5	0.85
1999 年	117	320.79	81.1	6	59.75	15.11	0	0	0	1	15	3.79
2000 年	162	519.42	74.08	21	166.7	23.78	0	0	0	3	15	2.14
2001 年	126	430.59	66.47	24	217.21	33.53	0	0	0	0	0	0
2002 年	21	56.56	21.53	29	164.64	62.67	0	0	0	4	41.5	15.8
2003 年	25	74.71	20.42	16	110.62	30.23	0	0	0	16	180.6	49.35
2004 年	23	104.49	21.67	12	168.66	34.98	0	0	0	12	209.03	43.35
2005 年	2	2.62	0.93	2	278.77	99.07	0	0	0	0	0	0
2006 年	2	4.32	0.38	8	200.2	17.49	47	899.76	78.63	9	40.04	3.5
2007 年	7	227.67	8.63	32	109.24	4.14	139	2247	85.16	8	54.6	2.07
2008 年	9	151.56	6.37	26	314.9	13.24	103	1856.1	78.05	3	55.6	2.34
2009 年	14	105.97	3.34	15	255.86	8.06	177	2764.07	87.13	6	46.61	1.47
合计	1029	2809.91	21.10	197	2077.01	15.60	466	7766.97	58.33	64	661.48	4.97

数据来源：根据 CCEER 数据库、证监会网站及沪深交易所网站相关数据整理。

高控制权收益(岳续华,2007)。而对于拥有非流通股的大股东、集团公司而言,将其现有的部分优良资产重组成子公司,通过子公司高溢价发行上市后连续高额派现的政策,或利用公司治理不规范的制度缺陷,与上市公司进行大量的不公正关联交易,以达到转移上市公司资产的目的,甚至直接无偿占用上市公司的募集资金,借助“公司首次筹资上市——高比例派现——取得再融资资格——再融资——继续高比例派现政策”;或“公司首次筹资上市——关联交易或无偿侵占掏空上市公司——财务重组——取得再融资资格——再融资——继续掏的策略”这样一种极为独特的循环传导机制,不断满足其自身的现金需求,进而在上市后的3~5年甚至是更短的时间内,通过现金分红取得巨大的实实在在的由其自由支配的现金流(应展宇,2004)。

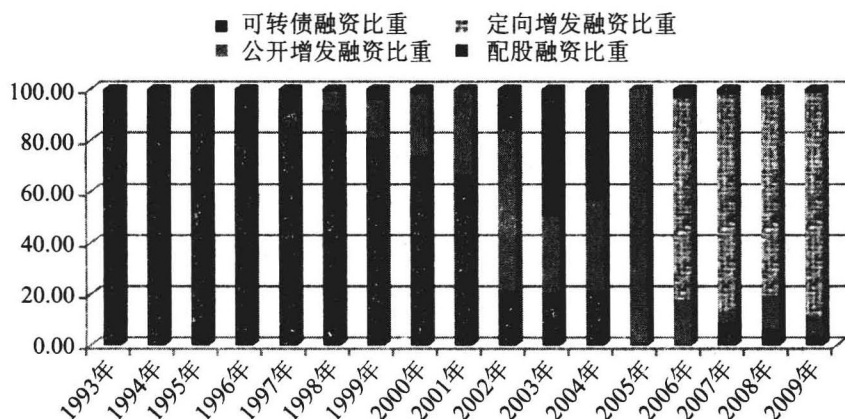


图 1.1 1993—2008 年间上市公司再融资比重情况

因此,为了获得增发或配股等再融资资格,上市公司不惜使用多种手段进行盈余管理调整会计应计科目,全力进行“保配”和“保增”;在获得再融资资格后,为获取更多的资金,降低资金成本,会在二级市场进行股价操纵,以获取最优的再融资时间点和最大的融资量;实施再融资后,大股东则利用非公允关联交易转移实现租金,损害中小投资者利益,获取非生产性利润(张祥建,2007等)。

2. 全流通市场环境的形成与上市公司融资行为的改变

“股权分置扭曲资本市场定价机制,制约资源配置功能的有效发挥,公司股价难以对大股东、管理层形成市场化的激励和约束,公司治理缺乏共同的利益基础,资本流动存在非流通股协议转让和流通股竞价交易两种价格,资本运营缺乏市场化操作基础。股权分置不能适应当前资本市场改革开放和稳定发展的要求,必须通过股权分置改革,消除非流通股和流通股的流通制

度差异。”^①从非流通股问题产生开始,我国便一直进行着改革股权流动性分裂的努力,经过一次次尝试的失败后,2005年4月29日,证监会发布《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》(以下简称“通知”),启动了股权分置改革试点。第一批股权分置试点上市公司有清华同方、三一重工、紫江企业、金牛能源。作为中国股改第一股——三一重工2005年6月10日召开临时股东大会,审议股权分置改革方案。会议以流通股股东93.44%的高赞成率顺利通过,标志着中国股权分置改革成功进入方案实施阶段。按照股权分置改革“通知”的要求,占总股本小于5%的非流通股一年后方可百分之百流通,其它非流通股一年内不能流通,二年内只能流通5%,三年内只能流通10%,三年后才能全流通。因此,当所有上市公司均完成股改程序的三年后,中国证券市场便进入了全流通时代^②。

股权分置改革的实施,使得原非流通股逐渐转为流通股,原非流通股股东利益与原流通股股东利益趋于一致,也与上市公司股权市场价值走势紧密相关。上市公司股权融资行为也发生了新的变化,体现为定向增发融资方式出现并成为上市公司再融资的主流方式(表1.2、图1.1),并且上市公司原股东对定向增发具有较高的参与度,一改以往放弃配股权的行为方式。这些变化足以说明股权制度的变革使得上市公司融资行为具有明显的转变,其原因主要在于股权分置改革的实施使得上市公司控制性股东利益目标发生了根本的改变。

1.1.2 研究问题的提出

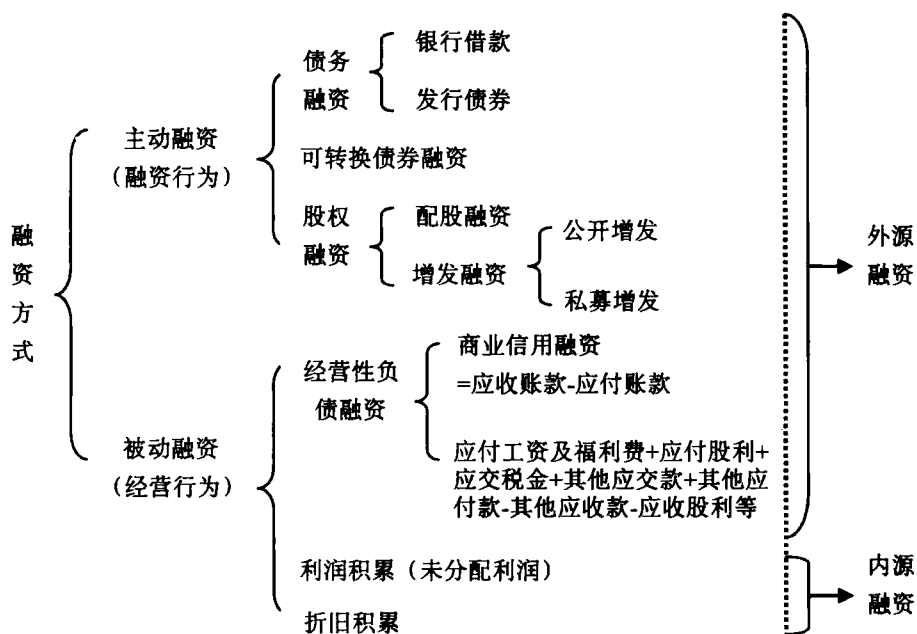
从公司治理角度看,股权性质及结构安排是决定公司治理模式及效果的基本因素。股权制度的变迁和股权结构的演变是股东行为变化的重要约束条件。上市公司及其股东在股权分置制度的约束下形成了与原有制度相适应的经济行为,当上市公司从股权分置时代步入全流通时代后,制度环境发生了根本性的变化,上市公司及其股东行为也将随之逐步适应新的制度约束。在新制度环境下,上市公司决策目标和融资行为会有哪些变化,股权的全流通是否能够改善上市公司融资行为过程中的代理冲突等,是目前需要关注和探讨的重要课题。因此,本书选择“全流通预期下上市公司融资决策研究”作为题目。

① 《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》,国发3号。

② 按照刘纪鹏的观点:“2005年6月之前是股权分置时代,从2005年6月17日到2008年6月16日是股改中时期,从2009年6月17日之后中国股市的上市公司就陆续进入后股权分置时代,如果2006年底所有上市公司全都进入了股改程序,那么中国股市的全可流通时代的起点就是2010年1月1日,这一天之后才可真正称为中国股市的后股权分置时代。”刘纪鹏:“2010年中国股市进入后股权分置时代”,《证券时报》,2006.8.18。

1.2 研究范畴

公司的融资行为主要包括主动融资和被动融资。主动融资是公司主动实施的融资行为,包括向银行融入债务资本、发行公司债券、对外股权融资(包括配股和增发),以及发行可转换债券融资等方式。被动融资是公司在经营过程中自发形成的经营性负债和权益积累。另外,融资方式还可以从融资对象不同划分为内源融资和外源融资,其中内源融资是指企业通过积累折旧基金和留存收益实现资金的内部积累。具体融资方式如图 1.2 所示。



本书对公司融资决策的研究范畴主要是公司外源融资中的主动融资决策,即分析我国上市公司如何在债务融资、可转换债券融资以及配股和增发(包括公募和私募)这几种融资方式中进行抉择,其利益目标和决策影响因素有哪些。

1.3 研究意义

证券市场在一国经济发展中起着重要作用,它不但具备直接融资、提高资

金流动性、减少投资风险的基本功能,还具有提高上市公司经营效率、促进经济发展的重要作用。在发展中国家,资本是制约其经济发展的稀缺资源,其新兴证券市场便成为将储蓄转化为资本的重要渠道,为其经济发展提供了资金动力。然而证券市场功能的正常发挥有赖于上市公司的诚信行为和由此提升的投资者信心。

中国的证券市场制度是通过政府的强制性制度变迁建立起来的,有利于在短时期内迅速将证券市场制度的基本框架建立起来,在一定程度上弥补了有缺陷的市场结构。然而,这种以“为国企解困”为初衷、以政府信誉为支撑建立的证券市场,从成立之初便存在着严重的制度性缺陷——股权分置,随着市场广度和深度的不断加大,市场的结构性缺陷日益显现,突出表现在市场的系统性和非系统性风险较高、投机气氛浓重,证券市场违规现象频生,上市公司大股东对外部投资者的利益侵犯、内部人控制问题严重等,这一切使得证券市场的基石——诚信受到严重动摇,导致广大中小投资者对我国证券市场信心的缺失,上市公司及整个市场价值严重萎缩。

股权分置改革的成功实施,提供给上市公司、投资者以及监管者一个全新的市场环境,证券市场参与主体的利益目标和行为将发生重大转变。作为上市公司,在全流通的市场环境下是否能够形成与投资者共同的利益基础,其融资行为是否会在收益与风险的匹配过程中趋于理性,是否会出现新的利益冲突和行为等,这些新的问题会不断呈现在投资者和监管者面前。而对这些问题的准确把握和解决,均基于对上市公司融资决策机制与行为的科学合理的理论探讨和理性分析。因此,在全流通制度背景下,对上市公司融资决策机制及行为进行深入剖析,具有重要的理论价值和现实意义。

1.4 研究思路与内容

1.4.1 研究思路与框架

本书研究全流通预期下上市公司外源主动融资决策问题,该问题涉及融资方式的选择和融资额的确定两方面内容。由于企业对外股权融资时,融资额=新增股权×股权价格,而对于上市公司股权价格的高低又与证券市场状况紧密相关,因此上市公司融资决策涉及三方面内容:一是融资方式的选择;二是融资规模的确定;三是融资价格的确定(市场时机的选择)。具体来说,我们要回答以下问题:全流通预期下上市公司融资决策目标是什么?在该目标下如何进行股权与债务融资方式的选择和股权融资方式的选择?在决策目标下上市公司

如何选择股权融资的规模和时机？如何确定债务融资的规模？上市公司基于何种动机进行可转换公司债券方式融资？以及在上市公司新的融资决策目标下融资行为存在哪些问题及如何引导和改善等。

基于以上问题，本书的逻辑结构、研究框架如下：

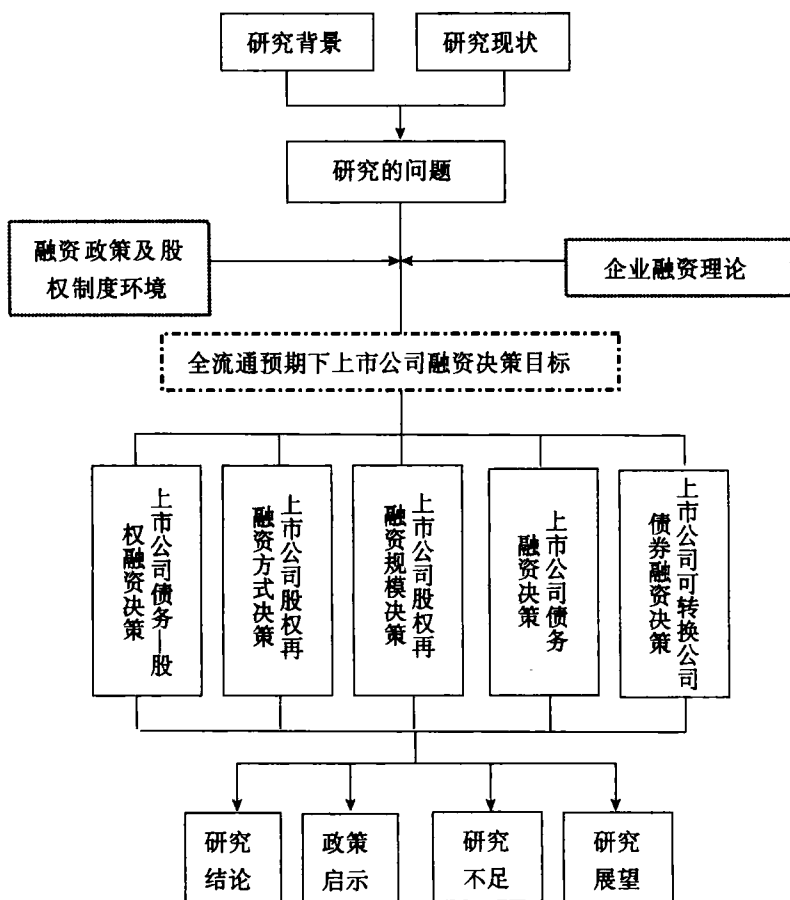


图 1.3 研究的基本思路和框架

1.4.2 研究内容

本书的研究目的是基于股权制度变革导致全流通这一制度背景，分析上市公司融资决策目标的改变，及在新的决策目标下融资决策行为倾向及特征。围绕该研究目标，本书将研究内容分为五个部分共十章，具体结构安排如下：

第一部分即本书第一章。阐述选题的背景、研究的意义、方法，论文的总体结构、基本内容，以及研究的创新点。

第二部分即本书第二章。企业融资理论研究的综述,即主要对西方主流融资理论的研究脉络进行梳理,并对国内外研究现状加以评述,并提出西方融资理论对我国上市公司融资决策行为研究的借鉴价值。

第三部分即本书第三章。对企业主要融资方式进行了划分并进行了特征比较,在此基础上对我国上市公司融资结构特征从总体、行业和股东性质等方面进行了比较。

第四部分即本书第四章~第九章。本部分首先基于我国上市公司股权集中的特点,提出上市公司融资决策的出发点——控制性股东收益的最大化及其实现途径,并在该目标下对上市公司债务—股权融资选择、股权再融资方式决策、股权再融资规模决策、债务融资决策、可转换公司债券融资决策等方面内容进行理论分析和实证检验。

第五部分即本书第十章。归纳了主要结论、提出政策建议及需要进一步研究的问题。

1.5 研究方法

本书主要采取规范研究方法、实证研究方法、比较研究方法三种基本的研究方法,并注意在研究过程中将定性分析与定量分析相结合。在注重理论分析的同时,更强调实证对理论结论的检验,以及在对现象和其根源分析的基础上对监管提出相应的建议,力图使理论分析与现实实践相结合。

1. 规范分析与实证分析相结合

本书运用规范研究方法对全流通预期下上市公司融资决策目标,以及在该目标下各种融资方式及规模决策的影响因素进行分析。并在理论分析的基础上采用描述统计、参数检验、主成分分析、线性及非线性回归、面板回归等实证研究方法进行检验。

2. 比较研究方法

本书在多处使用比较研究方法对问题进行分析:

- (1)不同股权融资方式的政策条件比较;
- (2)不同国家间融资结构和 SEO 发行方式选择的比较;
- (3)不同股权制度下控制性股东控制权收益偏好程度的比较分析;
- (4)不同股权制度下股权融资方式偏好的比较分析;
- (5)公开增发、配股融资规模的时机选择效应的比较分析;
- (6)未股权融资公司与已股权融资公司间债务融资行为的比较分析;
- (7)可转债—增发融资选择与可转债—债务融资选择的比较分析;

(8)不同性质控制性股东上市公司融资行为差异的比较分析。

1.6 研究特色与创新

本书以我国股票市场全流通预期为研究背景,以控制性股东收益最大化为决策目标分析我国上市公司融资决策问题,力图实现从全新的制度背景和分析视角对问题展开研究。并在研究过程中,实现以下内容的创新:

1. 在总结股权分置背景下研究成果的基础上,对不同股权制度下控制性股东控制权收益偏好程度进行比较分析,并通过实证分析证实股权制度不同会带来上市公司融资偏好及行为的差异。

2. 对上市公司定向增发这一新的融资方式选择进行了理论和实证分析;并对定向增发融资行为的羊群效应进行了初步的探讨。

3. 全流通预期背景下,探讨上市公司公开增发和配股融资的规模决策机制,并对公开增发融资规模的控制权收益的信号传递功能进行理论分析和实证检验。

4. 全流通预期背景下,分析市场时机对融资额和融资比例的不同影响;并对增发、配股融资方式市场时机选择效应进行比较。

5. 对实施股权融资的上市公司的股权融资后债务融资行为进行了分析,并将其与非股权融资公司债务融资行为比较分析,以得出其债务融资特殊的融资动机。

6. 对上市公司可转债融资选择进行了理论和实证分析,并将可转债条款加以量化,综合条款设计综合指标,进而利用该指标实证上市公司发行可转债的融资动机。

第2章 企业融资理论 及研究综述

对企业融资理论的系统研究始于1952年。Durand(1952)在美国经济研究局召开的企业理财学术年会上提交的学术论文《企业债务和股东权益成本趋势和计量问题》拉开了企业融资理论研究的序幕。六年以后,Modigliani和Miller(1958)的经典之作《资本成本、公司理财与投资理论》揭开了企业融资理论研究的新篇章。以Modigliani和Miller定理(MM定理)为中心形成了经典融资理论,其后主要沿着两条主线发展:一条是以Farrar、Selwyn、Brennan和Stapleton等为代表,主要探讨税收差异对资本结构的影响,最后演变到米勒手中达到顶峰,形成著名的米勒均衡;另一条是以Baxter、Stiglitz、Altman和Warner为代表,重点研究破产成本与融资结构的关系问题,以后又延伸到财务困境成本。这两大主线最后再归结到Robichek、Myers、Scott、Kraus和Litzenberger等人所倡导的权衡理论。在遭到Miller的强烈批评后,权衡理论又复苏为DeAngelo、Masulis和Kim等为首的后权衡主义。

到了20世纪70年代后期,经典融资理论框架发生了重大变化,以代理成本和信息不对称理论为中心的融资理论开始登上学术舞台,形成了新融资理论,并于80年代初形成四大学派:Jensen & Meckling的代理成本说;Ross, Leland & Pyle的信号模型;Smith & Warner的债务契约论;Myers & Majluf的新优序融资理论。新融资理论突破了经典理论只注重税收、破产等外部因素对企业最优融资决策的影响,试图通过信息不对称理论和委托代理理论中的“信号”、“契约”、“动机”和“激励”等有关概念,从企业内部因素对公司融资决策问题展开分析。这样一来,新融资理论就把现代融资理论的权衡难题转化为结构或制度设计问题。

在经过20世纪80年代初的迅猛发展之后,新融资理论在80年代中期出现难以为继的局面,其根本原因在于作为其理论核心的信息不对称理论在发展上出现颓势。新融资理论急需寻找一个新的理论核心,在此背景下,后融资理论应运而生,它包括控制权理论学派、产品和要素市场学派两大分支。另外,随