

陕西师范大学一流学科建设经费资助出版

制度转轨背景下金融发展、 股权结构与企业债务结构研究

◎ 李淑娟 著

非
外
借



苏州大学出版社
Soochow University Press

制度转轨背景下金融发展、 股权结构与企业债务结构研究

李淑娟 著

苏州大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

制度转轨背景下金融发展、股权结构与企业债务结构
研究 / 李淑娟著. —苏州: 苏州大学出版社, 2017. 12
ISBN 978-7-5672-2324-0

I. ①制… II. ①李… III. ①企业管理—研究—中国
IV. ①F279.23

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2017)第 311468 号

制度转轨背景下金融发展、股权结构与企业债务结构研究

李淑娟 著

责任编辑 肖 荣

苏州大学出版社出版发行

(地址: 苏州市十梓街1号 邮编: 215006)

虎彩印艺股份有限公司印装

(地址: 东莞市虎门镇北栅陈村工业区 邮编: 523898)

开本 700 mm×1 000 mm 1/16 印张 10.25 字数 174 千

2017 年 12 月第 1 版 2017 年 12 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-5672-2324-0 定价: 35.00 元

苏州大学版图书若有印装错误, 本社负责调换

苏州大学出版社营销部 电话: 0512-65225020

苏州大学出版社网址 <http://www.sudapress.com>

前 言

公司金融理论的核心是研究资本结构与企业价值的关系。以 MM 定理为出发点的公司金融理论,通过不断放宽 MM 定理的假设,逐步考虑了税收、破产成本和信息不对称等因素对企业价值的影响。虽然开始意识到不完美市场和制度因素对公司价值的影响,但由于其理论承接新古典的范式,研究假设前提仍是具有完善治理结构的“理想”公司,没有关注各国特殊的制度结构所导致的金融冲突及协调机制等问题,忽视了文化和法律传统、经济制度变迁的背景,削弱了它对不同社会和制度结构条件下的公司金融行为的解释能力(梯若尔,2007)。因此,有必要基于一定的社会和制度背景条件研究企业的融资行为,从而增强公司金融理论的解释力。

中国的发展之路,是一条制度变迁之路。1978 年的改革开放,打开了中国经济体制改革之窗;1991 年邓小平南方谈话,进一步坚定了中国经济体制改革之路;党的十八届三中全会将中国的经济体制改革推进到一个新的高度。这一变迁过程是从计划经济逐步走向市场经济之路,改革的内容乃至路径都前所未见。企业作为负载经济发展的最基本单位,深受这一改革进程的影响。这为研究制度转轨中企业行为提供了一个天然的实验条件。同时,相对于国外企业,中国企业还面临着更复杂的企业内部利益配置情况、不完备的资本市场、发展失衡且不断发展的金融市场和不完善的法律制度环境,这都不同于经典经济理论的假设。因此,基于制度转轨的背景研究中国企业的融资行为,既可以深入理解中国企业的融资行为,为其融资结构的优化指明道路;又可以促进对转轨制度国家中的企业行为的认知,丰富现有的公司金融理论。

对中国企业融资行为的研究多集中于股权结构安排及股权结构与企业价值关系方面,这些研究大力推动了中国国有企业改革的进程,并积极推进了现代企业制度在中国的实践。但奇怪的是,债务作为企业的另一种重要融资方式,并没有受到应有的重视。我国理论界对债务融资及企业债务结构的安排关注较少。而事实上,在经典理论中也强调债务结构对企业治理结构、企业价值的影响。可能的原因是,我国企业债务结构比

较单一,以银行负债为主,且短期债务比重较高。以上市公司为例,1996—2015年,我国上市公司债务中银行借款的比例始终在50%以上;而在1996—2006年期间,银行借款的比例一直在70%以上;短期债务比例一直在60%以上,其中2001—2006年短期债务在70%左右。这种单一的、短期的债务结构的存在很值得进一步研究。很可能存在一些特殊原因,而这些原因正是理解中国企业债务融资结构的一把钥匙。当这些原因发生变化时,企业的债务结构也会随之变化。

本研究基于制度转轨的背景,在公司价值最大化的前提下,探讨金融发展和股权结构与企业债务结构之间的关系,拟建立一个包含制度变迁的统一框架,分析金融发展、股权结构对企业债务期限结构和债务布置结构的影响。主要解决以下三个问题:第一,企业债务结构的选择是否受到制度转轨的影响;第二,制度、金融发展及股权结构怎样影响企业债务结构的选择;第三,企业债务结构会随着制度的变迁如何发展。主要运用契约理论和信息不对称理论分析法律制度、金融发展及制度供给、企业自身特质与企业债务期限结构和债务布置结构之间的关系。一般意义上的理论分析之后,着重分析我国企业债务融资结构的特点,并从金融发展和法律制度角度分析我国企业债务结构短期化与银行化的原因。并进一步从实证角度检验制度、金融发展与企业债务结构的关系,以及制度、股权结构与企业债务结构的关系。实证验证了金融发展与企业债务期限结构和布置结构之间的关系;验证了股权结构和债务期限结构之间的关系,基本验证了股权结构与债务布置结构之间的关系;基本验证了制度转轨与企业债务期限结构和布置结构之间的关系。另外,也进一步验证了企业层面的其他因素和行业层面的因素对企业债务结构的影响。

企业现有的债务结构是基于现有的制度法律背景、金融发展状况、企业股权结构和企业其他自身特质选择的结果。随着我国市场经济体制改革的进一步深化,金融制度和法规的进一步完善,现有的融资体系必然会发生重大变化。尤其是伴随着我国企业债券市场的发展,以及股票市场的进一步完善,企业需要重新思考股票融资和债务融资的意义,重新调整资本结构,以及资本结构中债务融资的结构安排。因此,有关债务结构影响因素的研究,宏观上可以使政府以更明确的政策导向促进法律制度的完善和金融市场的发展,引导企业融资结构的选择;微观上也可以使企业更有效率地选择适合自己的债务融资方式、期限等结构。

目 录

Contents

- 1 引论 / 001
 - 1.1 问题的提出及研究意义 / 001
 - 1.2 基本理论及研究范畴界定 / 005
 - 1.3 研究方法、特点与结构安排 / 027
- 2 基于契约、制度的企业债务融资结构的选择分析 / 031
 - 2.1 债务契约的理论基础 / 032
 - 2.2 企业债务融资结构选择的契约基础 / 036
 - 2.3 企业债务融资结构选择的制度基础 / 039
- 3 基于不同市场特征的企业债务融资结构的选择分析 / 043
 - 3.1 理论基础 / 043
 - 3.2 银行信贷市场与企业债务结构的选择 / 044
 - 3.3 公开债务市场与企业债务结构的选择 / 049
 - 3.4 一个逻辑推论：市场的交互影响 / 051
- 4 基于企业特质的企业债务融资结构的选择分析 / 053
 - 4.1 资产特征与企业债务融资结构的选择 / 053
 - 4.2 股权结构与企业债务融资结构的选择 / 063
 - 4.3 行业特征与企业债务融资结构的选择 / 068
- 5 中国企业债务融资结构的特征及分析 / 070
 - 5.1 中国企业债务融资结构的整体特征 / 070
 - 5.2 中国企业债务融资结构的行业特征 / 080
 - 5.3 企业债务融资结构的国际比较与分析 / 088

6	制度、金融发展对企业债务结构影响的实证研究 / 107
6.1	制度、金融发展对企业债务期限结构的影响 / 107
6.2	制度、金融发展对企业债务布置结构的影响 / 114
7	制度、股权结构对企业债务结构影响的实证研究 / 121
7.1	制度、股权结构对企业债务期限结构的影响 / 121
7.2	制度、股权结构对企业债务布置结构的影响 / 130
8	结论与政策建议 / 140
8.1	主要结论 / 140
8.2	本研究的创新点 / 142
8.3	政策建议 / 142
8.4	本研究的局限性及研究展望 / 148
	参考文献 / 149

1 引 论

1.1 问题的提出及研究意义

1.1.1 研究背景及问题提出

我国是一个发展中国家,又是一个转轨国家,同时面临着经济发展和体制转轨的任务。企业是负载经济发展的最基本单位,它的生产、销售、投融资决策等经营活动直接受制于体制转轨的经济大环境,也影响和推动着体制的变迁。与经济发展和体制转轨的国情相适应,我国企业融资方式也不断变化和调整。总的来说,其变化过程可分为三个阶段:第一阶段是1984年以前,以财政融资为主的阶段;第二个阶段是1984—1990年,银行间接融资为主,直接融资处于萌芽状态的多元化融资探索阶段;第三阶段是1991年至今,间接融资为主,直接融资处于快速发展的阶段。

1.1.1.1 财政融资为主的阶段

1984年以前,我国实行的是一种独特的企业融资制度,即以财政主导的企业计划融资制度。在这种融资体制下,银行完全受制于政府财政计划,没有自主权利,成为政府的“第二财政”。整个社会信用体系完全丧失作用,基本不存在金融市场。金融组织结构单一,全国只有中国人民银行一家银行,同时执行着商业银行、政策性银行和中央银行的全部职能。这一融资体系排除了资金横向流动的可能性,全国资金都是在一个纵向流动、垂直调拨的体系中运转。政府财政拨款是企业资金的主要甚至是唯一来源。企业不需要进行最优资本结构的配置,所有的资金需求与资金结构完全由政府财政决定,资金是无偿使用的,企业没有营运资金的自主性,不存在严格意义上的融资行为。也就是说,企业既非储蓄主体,也非投资主体,仅仅是政府投资的一个经济实体和政府财政收入的创造者。企业无经营自主权和融资决策权,企业只有获得投资指标才能取得生产所需要的资金和生产要素,而国家和地方各部门分配资金计划的依据既不是企业生产经营的实际需求量也不是企业的经营业绩,而是企业完成上级计划的情况。企业一旦亏损,责任由国家承担,通常的做法是国家追

加资金对企业进行补偿,企业自身不需要承担任何责任。财政主导型的企业计划融资体系在我国工业化初期,对于集中全国财力、物力和技术力量,保证优先发展重工业战略的实施及国民经济体系的建立发挥了巨大的促进作用,但随着社会化生产深度和广度的扩展,企业资金使用效率低、效益差已成为普遍性问题。随着市场导向的经济体制改革的不断深入,这种融资制度也开始了历史性的变革。

1.1.1.2 银行间接融资为主,直接融资处于萌芽状态的阶段

改革开放以来,企业所有制结构发生了较大变化,非国有经济在整个国民经济中的份额迅速提高,市场经济的成分逐渐增强。国有企业也实行了改革,企业实行利润分成、利改税、承包责任制和统一税率、按资分红、利润上交等分配制度的改革,使得企业的留利逐步增多,增强了企业自身积累能力和投资能力。与此同时,国有金融组织开始重建,1984年工商银行从中国人民银行中分离出来,中国人民银行开始专门行使中央银行的职能。1986年又重建了国家控股的交通银行。国家规定,从1983年起,国有企业的流动资金由银行统一供应和管理,原来由财政拨款给企业的流动资金留给企业作为“自有流动资金”,不再增拨,经营不足的部分由银行以贷款的形式供给。1985年,除科研单位、高等院校和行政单位的基础投资项目由财政拨款以外,其他由国家预算安排的基本建设投资全部由无偿划拨改为银行有偿贷款。据统计,在企业总预算和用于固定资产和流动资产的资金来源中,银行贷款所占比重已从1978年的39%上升到1991年的73%(罗松江,2002)。这表明企业融资来源在很大程度上已由财政拨款转为银行贷款,形成了以银行间接融资为主导的融资模式。

1.1.1.3 间接融资为主,直接融资处于快速发展的阶段

随着经济体制改革向纵深化发展,金融制度的改革也迅速推进,这直接影响了企业融资方式的转变。标志性事件是1990年12月上海证券交易所和1991年7月深圳证券交易所的相继挂牌。此后,直接融资尤其是股票融资得到迅猛发展。尽管早在1984年就出现了企业债券融资,但由于债券市场的发展不规范,引发了一些金融和社会问题,从1993年开始,政府开始整顿企业债券市场,限制了债券的发行规模,取消了部分债券品种,使得股票市场的发展速度直线上升。1993年股票筹资额首次超过企业债券,为企业债券发行额度的1.59倍,1994年上升为2.02倍,而1995年因股票市场大幅衰落,股票融资额下降到只占债务发行额的49.97%,

随后 1996 年回升至 1.58 倍,1997 年蹿升至 5 倍,特别是 2000 年蹿升至 24 倍(郭斌,2006),形成直接融资中股票融资一枝独秀的场景。随着 2002 年开始的对股票市场的规范与监督力度的加强,企业通过股票融资的难度加大,有条件的企业又开始转向债券市场,发行债券这种融资方式再次受到企业的重视。随着我国利率市场化改革^①的深化,企业的融资方式和融资结构随之发生重大变化。贷款利率上限取消后,企业的负债水平显著提高,小企业增加得尤为显著(王东静,张祥建,2007)。在新的市场化的利率框架下,银行可以根据自己对借贷企业信用风险水平的整体评估制定更加合理的利率。银行的行为更加自主化和市场化,银行可以根据不同的产品特征、资金成本、竞争策略、客户价值、风险程度及目标利润对客户进行分类,实施不同的借贷政策,中小企业在细分的信贷市场上也能容易取得贷款。利率市场化有利于企业债券市场的发展。而固化的利率水平根本无法反映发债企业的信用与风险,限制投资者对企业债券的评估和选择,抑制企业债券市场的发展。

总之,改革开放后,随着市场经济的逐步深入,我国企业融资方式及资本结构发生了重大变化,呈现出多元化的趋势。但银行贷款在企业融资中的比重仍高达 50% 以上,这表明我国企业融资结构中银行贷款比例高的基本特征并没有改变。企业融资表现出严重失衡,间接融资比例高于直接融资,直接融资中股票融资的比例偏高。企业经营活动中不同类型的资金对于企业经营管理的意义是不一样的,比如债务资金不参与企业的正常经营运作,但对企业有强烈的破产约束;股权资金则是要参与企业经营管理的,它会影响到企业管理层的决策;负债过高的企业更容易陷入经营危机;股权融资比例过高的企业,会有资本市场“圈钱”的嫌疑。我国企业表现出强烈的股权融资偏好,这与西方经典资本结构理论中的优序融资理论(pecking order theory)的结论相左。资本结构不合理,不仅影响我国经济体制改革的进程,也成为我国银行体制改革的绊脚石。

另外,我国正在进行的利率市场化改革,对于金融市场和企业的影

^① 中国利率市场化改革始于 1996 年 6 月 1 日人民银行开放银行间同业拆借利率。随后,人民银行又多次扩大贷款利率的浮动区间,2004 年 1 月 1 日再次扩大利率浮动区间,同时浮动区间不再根据企业所有制性质、规模大小分别确定。同年 10 月 28 日,人民银行宣布取消城乡信用社以外金融机构贷款利率上限,这是一项极具里程碑意义的举措(巴曙松,2004)。

响都是巨大的。比如,金融机构尤其是银行将逐渐摆脱政府的影响,运作更加市场化;金融产品的发展与创新也更加迅速和频繁;企业面临的经营环境更加复杂,融资选择多样化的同时也受到更强的市场规则约束。这些问题的存在,促使我们思考我国企业特殊的资本结构形成的背景及原因是什么。为什么企业对银行的依赖较强?企业强烈股权偏好的原因何在?利率市场化以后,企业的融资结构将有怎样的变化?这些问题的解决将有助于推动我国经济体制改革的进程,促进企业价值的提升。

1.1.2 研究意义

1.1.2.1 理论意义

从MM定理诞生以来,资本结构理论一直是企业融资中经久不衰的话题。学者们从不同的角度对其进行了论述,并取得了重大进展。债务融资作为企业融资的一种重要方式,理论上的重视远低于它在企业融资方式中所占的地位。在学术界,关于企业债务融资的很多问题至今并没有得到彻底解决,如当企业决定选择债务融资方式时,就必须决定通过怎样的方式取得债务,是银行贷款还是发行债券;同时必须确定这笔债务的还款时间,以及当存在多种类债务时如何恰当地安排还款顺序。本研究试图从理论上探讨诸如此类的问题,这不仅能完善有关企业融资的理论,还能对企业融资的实践提供理论指导。

1.1.2.2 现实意义

我国企业融资体系经过了几次大的变革,目前的融资体系是在现有的制度背景和法律法规框架下形成的。随着我国市场经济体制改革的进一步深入,金融制度和法规的进一步完善,现有的融资体系必然又有一次大的改革。尤其是伴随着我国企业债券市场的发展,以及股票市场的进一步完善,企业需要重新思考股票融资和债务融资的意义,需要重新调整资本结构,以及资本结构中债务融资的结构安排。因此,对有关债务结构影响因素的研究,宏观上可以使政府以更明确的政策导向促进债券市场的发展,引导企业融资结构的选择;微观上也可以使企业更有效率地选择适合自己的债务融资方式、期限和结构。

1.2 基本理论及研究范畴界定

1.2.1 基本理论

1.2.1.1 资本结构与公司价值

中外学者一直存在着关于资本结构(capital structure)和融资结构(financial structure)的争论。方晓霞博士(1999)和刘淑莲博士(2002)都认为资本结构不同于融资结构,资本结构指的是企业取得的长期资金的各项来源的组合及其之间的相互关系,而融资结构主要指资产负债表右边的基本结构,主要包括长期负债、短期负债和所有者权益之间的比例关系。但舒尔茨(1963)认为,只将资本结构作为“企业长期融资工具的组合”这个概念太狭隘了,资本结构应该包括所有负债和股东权益,即在资产负债表右方所有项目之间的比例关系,包括企业的长期资金和短期资金的来源和构成。^①张维迎(1995)也认为资本结构等同于融资结构,是指企业各项资金来源的组合状况,即企业资产负债表右边各部分的构成。^②本研究的资本结构即为“广义”资本结构,不仅包括企业的长期资金也包括企业的短期资金。

公司价值指公司的市场价值,由公司股票的市场价值和公司债券的市场价值构成。

资本结构与公司价值之间关系的研究经历了早期资本结构理论和现代资本结构理论两个阶段。

早期资本结构理论主要包括净收益理论、净经营收益理论以及介于两者之间的传统折中理论(D. Durand, 1952)。净收益理论认为,负债可以提高企业的财务杠杆比率,降低总资本成本率,从而提高企业的市场价值。但净收益理论忽视财务风险对资本结构的影响。与净收益理论不同,净营业收益理论考虑到了财务杠杆的作用,但得出对公司价值无影响的结论。相比较而言,传统折中理论注意到公司负债带来的违约风险,违约风险的存在使得资金供给方要求更高的风险回报,这增加了债务融资和权益融资的成本。该理论认为,公司市场价值与财务杠杆呈倒U型曲线关系,最优的负债率出现在加权资本成本最小或公司价值最大的地方。

① 沈艺峰. 资本结构理论史[M]. 北京: 经济科学出版社, 1999: 1.

② 张维迎. 公司融资结构的契约理论: 一个综述[J]. 改革, 1995(4): 109.

总体上讲,早期资本结构理论建立在经验判断的基础上,由于缺乏严密的数学推理和统计分析,难以让人信服。

现代资本结构理论起源于 Modigliani 和 Miller(1958)提出的 MM 理论。MM 定理认为资本结构和公司价值之间没有关系,即资本结构无关论。该理论建立在完全资本市场的假设之上,是在不考虑税收、无交易成本、个人和公司的借贷利率相同的情况下得出的结论。这种真空的企业生存环境受到现实的挑战。Modigliani 和 Miller(1963)首先修正了 MM 定理,引入公司所得税,发现在考虑公司所得税的情况下,由于利息的避税(tax shield)作用,公司价值与公司举债量呈线性关系,举债越多,公司价值越高。修正的 MM 定理并没有考虑个人所得税和资本利得税。Miller(1977)在《债务和税收》中系统地建立了一个同时考虑公司所得税和资本利得税的米勒模型。该模型认为,负债公司的价值等于无负债公司的价值加上节税所带来的节税利益。而节税利益的多寡依据公司所得税率、个人股票所得税率和债券所得税率而定。这就意味着不同利率和税收制度对公司价值产生不同影响,税收制度是影响资本结构和公司价值之间关系的一个重要因素。

米勒模型的重要意义在于,它揭示了公司价值和税收制度之间的关系,提出了资本结构相关论。但由于没有考虑到破产成本,依然遭到学术界的批评。因为随着负债比率的提高,企业在获得节税优势的同时,企业财务风险增加,企业发生财务危机的概率也在增大,财务危机可能导致一系列的负面影响,导致企业价值下降。即使企业没有发生财务危机,负债率的提高也会使债权人和股东(所有者)的利益冲突明显化,产生财务危机的代理成本^①,并使企业价值下降。因此,公司不能无限制地提高债务比率,最优的债务比率应是企业在获得税收优势与破产成本之间的权衡,这就是权衡理论(trade-off theory)。权衡理论在修正的 MM 定理的基础上,进一步考虑了财务困境成本和代理成本对企业价值的影响。图 1-1 显示了权衡理论和修正的 MM 定理的关系。在修正的 MM 定理中,企业价值是一条向上的直线,即随着负债 B 的提高,债务的税盾效应 $T_c B$ (T_c 是税率)越大,公司的价值 $V_L = V_U + T_c B$ (V_U 是无负债企业的价值, V_L

^① 公司发生财务危机时,因股东、企业管理者和债权人之间的利益冲突而产生的各种成本叫作代理成本。如在公司发生财务危机时,企业管理者通过投资高风险的项目、发放股利等行为危害债权人的利益。

是有负债企业的价值)就越大。权衡理论是一条倒U形曲线,企业负债为 B^* 的时候,企业价值达到最大化 V^* 。这是债务增加带来的财务拮据(破产成本)和代理成本的上升与债务的税盾效应相互权衡的结果。当债务规模超过 B^* ,财务拮据和代理成本上升带来的企业价值的下降就会高于债务税盾对企业价值的提升作用,企业的总价值会下降。

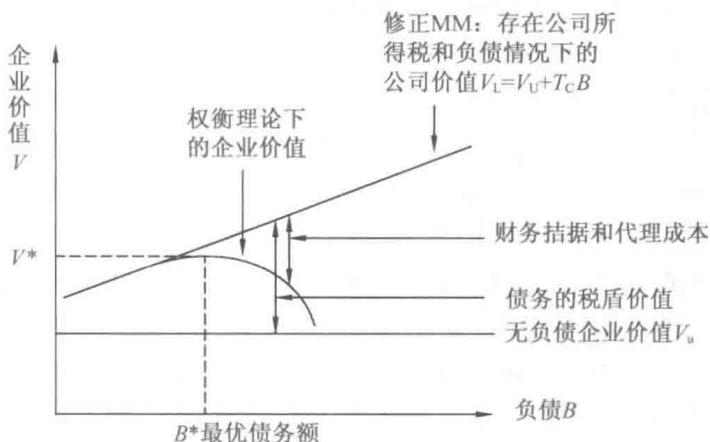


图 1-1 权衡理论与修正的 MM 定理的关系

与权衡理论不同,优序融资理论则放宽 MM 理论完全信息的假定。优序融资理论以不对称信息理论为基础,并考虑交易成本的存在,认为权益融资会传递企业经营的负面信息,而且外部融资要多支付各种成本,因而企业融资一般会遵循内源融资—债务融资—权益融资这样的先后顺序。迈尔斯和马吉洛夫(1984)的研究表明,当高估股票价格时,企业管理者会利用其内部信息发行新股。投资者会意识到信息不对称问题的存在,因此当企业宣布发行股票时,投资者会调低对现有股票和新发股票的估价,导致股票价格下降、企业市场价值降低,现有股东蒙受损失。内源融资主要来源于企业内部自然形成的现金流,它等于净利润加上折旧减去股利。由于内源融资不需要与投资者签订契约,也无须支付各种费用,所受限制少,因而是首选的融资方式;其次是低风险债券,其信息不对称的成本可以忽略;再次是高风险债券;最后在不得已的情况下才发行股票。

罗斯(1977)研究了债务融资的信号传递功能。罗斯假设公司的未来收益服从连续型分布,公司经理了解这种分布,而作为外部人的投资者不了解,他们只能通过内部人的行为来获取有关信息。信号传递理论认为,

制度转轨背景下金融发展、股权结构与企业债务结构研究

管理者对融资方式的选择实际上向投资者传递了企业经营的信息。由于破产可能性与负债水平正相关,与企业质量负相关,投资者将企业发行股票融资理解为企业资产质量恶化、财务状况不佳的信号,而债务融资则显示了管理者对企业的未来业绩有着良好的预期,是企业经营良好的信号。当企业的经营业绩较差时,由于债务有较高的破产边际成本,低质量企业的管理者就不敢模仿高质量企业增加较多的债务。因此,越是高质量的企业,负债比率就会越高,企业的市场价值与负债比率正相关。

委托代理理论的发展为资本结构与企业价值关系的研究提供了新的思路。代理成本^①成为研究两者关系的基础。Jensen 和 Meckling(1976)认为现代公司中存在着两种代理成本:一是由管理者与股东之间的利益冲突而产生的股权代理成本;二是由股东与债权人之间的利益冲突而产生的债权代理成本,伴随着股权/债权比例的变化,股权代理成本和债权代理成本呈现此消彼长的关系。而债务融资对公司价值的影响既有正面激励也有负面效果。正面效果主要表现在:(1) 债务融资对经理的经营激励具有正面影响。在公司总投资额不变的情况下,债务的增加势必减少股权融资的份额,相应地提高了经理层拥有的股权比例,经理的股权收益将与公司业绩关系更加密切,债务的存在缓和了管理层与股东的矛盾,减少了股权代理成本,有利于提高公司价值。(2) 债务具有按契约定期还款付息的压力。Jensen(1986)的“自由现金流”假说认为,债务利息的付出实际上是股利支出的替代品,它减少了可供经理使用的现金流,从而会减少经理为私利而浪费公司资源的机会。同时,债务还款付息的压力还有助于抑制经理追求公司“过度投资”的行为。因此,债务融资有助于提高公司价值。债务融资对公司价值的负面影响主要表现在:(1) 债务融资带来“投资不足”问题。在公司可能破产的情况下,即便有好的可以导致公司价值增加的投资项目,股东也不会去投资。原因在于,现有的破产机制会导致该项目的全部风险由股东承担,而项目的收益却可能大部分被债权人所攫取(Myers, 1977)。(2) 债务融资会带来资产“替代效应”。负债的存在使得管理者有投资高风险项目的倾向,因为高风险项目成功的回报绝大部分由股东获得,债权人只能获得固定收益,而项目失败的后果股东却只承受其持有股权的价值,债权人则承担了失败的绝大部

^① 在 Jensen 和 Meckling(1976)的论文中,代理成本被界定为包含委托人的监督支出、代理人的保证支出以及代理人的决策偏离委托人福利最大化决策导致的声誉损失 3 个部分。

分后果。“投资不足”和“资产替代”效应的存在减少了公司价值。

交易成本理论的发展进一步丰富了资本结构理论的内容。最早将“交易成本”概念引入资本结构理论研究的是 Williamson。Williamson (1988)认为,债务与股权不仅仅是不同的融资方式,而且是更重要的公司治理手段。债权治理发挥作用主要是通过契约中的固定条款实现的,而股权治理则赋予公司经理多得多的随心所欲。他以项目融资为例指出,一个项目是倾向于债权融资还是股权融资,主要是由资产的专用性决定的。如果该项目的资产是可重新利用的资产,其资产专用性差,清算价值较高,这种资产具有较高的清算价值可供抵押,那么该公司债务融资的成本是低的,因而使用债务融资的可能性较大;如果该项目的资产是不可重新利用的资产,其资产专用性较高,很难作为抵押品,那么该项目的债权融资成本较高,企业可能采取股权融资。企业选择股权融资还是债务融资受制于所投资项目的资产专用性,同时也影响投资项目的实施。对投资项目实施的影响主要体现在两方面,一是影响公司融资成本,二是影响公司管理者的经营自主性。因为投资于资产专用性强的项目经常可以为公司带来高额垄断利润,在股票融资可行性差的情况下,债权对专用性强的投资项目的约束和限制可能使公司失去好的投资机会,结果降低了公司价值。

此外,资本结构的控制权理论对债务融资与公司价值之间的关系也进行了论述。企业的负债—股权比例与其被收购的可能性负相关,即“债务杠杆效应”。由于债权的所有者不拥有公司的投票权,而股权的所有者拥有控制公司的投票权,当现任经理具有对债务融资和股权融资的安排权利而其自身也拥有一定份额的股权时,他便可以通过增加债务融资的比例来扩大自己所拥有的公司的股权比例,这样就能在一定程度上提高与外来的、现实的,或者潜在的竞争者争夺企业控制权的能力。在一定程度上提高外来竞争者的收购壁垒,从而降低外来竞争者的收购能力,有效抵御外来收购。

国外的一些实证分析也证明了债务融资对提高企业市场价值的促进作用。Masulis 和 Ronald W(1980)发表在《财务经济学》上的《资本结构变动对证券价格影响》一文中指出,普通股价格的变动与财务杠杆水平的变动呈正相关关系;Masulis 和 Ronald W. (1983)发表在《财务学刊》上的《资本结构变动对价值的影响:某些证据》一文中得到企业价值的变动与其负债水平的变动呈正相关关系;Laxmi Chand Bhandafi(1988)发表在

《财务学刊》上的《债务/权益比与普通股期望收益：经验证据》一文中得出债务/权益比与普通股期望收益呈正相关关系；K. Shah(1994)在《资本结构变化的信息传递性质》一文中，考察了资本结构的变化对公司股票价格的影响，他观察到，当财务杠杆增加时，在资本结构变化宣布的当天，股票价格大幅上升，当财务杠杆减少时，资本结构变化的消息一宣布，股票价格大幅下降，从而得出结论：股票价格随公司财务杠杆的增加而上升，随公司财务杠杆的减少而下降。但国外研究结果的一个隐含前提是：银行与公司均为市场经济条件下的企业，银行对企业的约束是硬性且有效的，而银行、公司本身并不承担额外的社会责任。

而我国正处于转轨经济，各项法律制度并不完善，公司和银行还不是完全意义上的自主实体。张春霖(1995)指出，中国的融资体系不同于国外，银行并不是完全市场经济下的自主个体。要使债权人起到监控内部人的作用，必须重新构造融资机构。对于国有企业融资而言，要以金融机构制取代行政机构制；对于民营企业融资而言，要培育多种形式的金融机构，形成具有竞争性的金融市场。张昌彩(1998)认为，我国企业融资具有“内源融资”的性质，即银行与企业之间是同源的，他们的上级委托人都是国家，这种“内源融资”的特性导致企业的预算软约束和高负债率。陈小悦、李晨(1998)选取了1993年7月至1994年3月作为分析时间段，通过计算各变量之间的相关系数并进行多元线性回归后，得出了上海股市收益率与负债/权益比率负相关的结论。于东智(2003)在对中国上市公司1997—2000年的资本结构的实证研究中得到：中国上市公司的资本结构与公司绩效负相关，银行治理表现出无效性。吴晓求(2003)^①认为，我国债权人保护机制存在严重缺陷，相关法规也不完善，导致债权治理的作用有限。王纪康(2000)对中国银企关系的研究指出，转轨时期银企关系混乱以及国有银行与国有企业绩效低下的主要原因在于“准债权约束”，因此，健全与完善债务约束的作用机制、实现银企关系协调发展就成为转轨时期推进国有银行、国有企业改革，改善国有企业治理状况，提高国有银行资产质量的关键问题。李铮、孙永祥(2002)认为，由于商业银行的市场化进程尚未完成，政府作为国有资产的代理人，对银行的经营必然要进行干预，这就导致银行对公司债权约束的弱化，进而也就弱化了债务对公司

^① 吴晓求，中国上市公司：资本结构与公司治理[M]。北京：中国人民大学出版社，2003：309。