

从传统到现代：融资结构理论的发展

孙玉霞 靳 菁

企业采取怎样的资本结构才是最优的?企业能否通过改变负债与权益结构的比率改变其有价证券的市场价值?这些问题均是企业融资决策中的关键。企业融资包括直接融资与间接融资、内源融资与外源融资等多种方式。不同的融资方式对企业的市场价值、融资成本、产权分配以及治理结构等均产生不同的影响。企业融资理论又称为融资结构理论,从早期的资本结构理论,到作为现代融资理论基石的MM定理,再到融资优序理论、激励理论以及控制权理论等,分别对有关的问题进行了深入探讨。尤其是进入20世纪70年代以来,随着非对称信息理论的发展,从非对称信息角度分析企业融资问题更是独树一帜,获得了较大进展。

早期资本结构理论

美国经济学家杜兰特(Durand)将传统资本理论划分为净收益理论、净营业收入理论和传统折衷理论。净收益理论假定企业的资金来源不受限制,债权和股权两种方式的融资成本保持不变。由于债权人具有优先求偿权,风险相对较低,债权融资成本一般要低于股权融资成本。如果企业债权融资比例越大,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。所以,净收益理论认为企业应尽可能地使用债权融资手段,以提高企业价值。当负债比例达到100%时,资本结构为最佳,企业的价值达到最大。净营业收入理论认为,尽管债权融资成本不变,但随着债权融资的比例增大,股东面临的风险也在增大,因此股权成本也会随之上升,从而企业资本加权成本不变,因此,企业价值与融资决策无关,在股权融资和债权融资之间不应当存在明显的倾向与偏好。

企业价值高低的真正要素,应该是企业的净收入。企业的价值不受资本结构的影响,即没有一个资本结构是最优的。折衷理论居于两者之间,认为随着债权融资比例的提高,企业面临的风险不断增大,债权人所要求的报酬率就会越高。当财务杠杆达到一定程度时,股东权益的报酬率也会提高,因此债务增加对企业价值提高是有利的,但必须适度。如果负债过度,由于债权融资和股权融资都要求较高的报酬率而使资本成本提高,导致企业的价值下降。而且确实存在一个可以使企业的市场价值达到最大化的资本结构,并可通过财务杠杆的运用来获得。在最优资本结构点上,股权融资与债权融资的边际成本应该相等。

现代企业融资理论：以MM定理为肇端

1958年,美国学者莫迪格利安尼和米勒(Modigliani & Miller)在《美国经济评论》上发表《资本成本、公司财务和投资理论》一文,提出了著名的MM定理,奠定了现代企业融资理论的基石。通过严格的数学推导,他们证明在一定的假设条件下,企业价值与所采用的融资方式——发行债券或发行股票无关。MM定理建立在一系列假设基础上:(1)没有税收;(2)公司股息政策与企业价值无关;(3)公司发行新债务时,不会对已有债务的市场价值造成影响;(4)无破产成本;(5)资本市场高度完善。由于这些假设条件过于严格,使得模型与现实有一定距离。但是MM定理为分析研究融资结构提供了一个起点和框架,此后的大量相关研究都是在MM定理基础上不断放松假设条件的拓展性研究。

1962年,莫迪格利安尼和米勒对MM定理进行了修正,

式中, K_1 ——长期借款实际利率(税前成本率); W_1 ——长期借款资本比例;

K_b ——长期债券实际利率(税前资本成本率); W_b ——长期债券资本比例;

K_p ——优先股税前资本成本率,即传统优先股资本成本率/(1-所得税税率);

W_p ——优先股资本比例;

K_c ——普通股税前资本成本率,即传统普通股资本成本率/(1-所得税税率);

W_c ——普通股资本比例;

K_r ——留存收益资本成本率,以零计算; W_r ——留存收益资本比例。

相应地,项目现金流量也应使用息税前现金流量FCFBIT(Future Cash Flow Before Interest and Taxes),计算公式为FCFBIT=税前现金收入-税前现金支出。■

(作者单位:河北经贸大学 北京交通大学经济管理学院)

责任编辑 李斐然

将公司所得税纳入考虑范围。由于企业债权融资所产生的利息可以计入成本而免交所得税，而利润与股息需要缴纳企业所得税，因此MM修正定理认为：债权融资会因为利息免税而增进企业的价值，所以企业负债率应当越高越好，企业应该尽可能地使用债权融资。1977年，他们又将个人所得税纳入模型之中，结果发现：个人所得税的存在，会部分抵消所得税的节税利益，但负债的节税作用仍然存在，企业的负债率越高越好，即债权融资仍被置于企业融资的最优先位置。需要引起注意的是，修正后的MM定理依然忽略了负债导致的风险和额外费用。

20世纪70年代产生了一种新融资理论——权衡理论，该理论在MM理论的研究基础上，进一步放宽了无破产成本的假定，认为随着企业债务越来越大，企业破产的可能性不断提高，融资费用越来越多，因此最优融资结构取决于负债的税收收益与负债带来的破产成本的权衡。在理论上存在这样一点，在该点负债的边际收益与边际成本相等，企业价值达到最大。

新融资结构理论：融资优序理论

进入20世纪70年代以来，随着非对称信息理论的发展，从非对称信息角度分析企业融资问题得到了很大拓展。20世纪80年代初，融资优序理论的代表人物之一——罗斯(Ross)将非对称信息理论引入融资结构分析，认为企业的负债以及资本结构就是一种把内部信息传送给市场的信号工具。由于破产几率与企业质量正相关而与负债水平负相关，所以越是前景看好的企业，债权融资水平就越高，反之亦然，而外部投资者可以利用企业的债权融资比率来判断其质量，从而做出正确的投资决策。在罗斯研究的基础上，迈尔斯(Myers)和麦吉勒夫(Majluf)考察了非对称信息对企业投资活动及融资方式的影响，建立了融资优序理论。在非对称信息条件下，作为内部人的经营者比外部投资者更清楚地掌握企业的真实情况，企业的融资结构、股利政策等都是内部管理者传递项目质量信息的手段。由于破产风险和代理成本的存在，股票融资会被投资者视为企业经营不良的信号，从而低估企业的市场价值。因为代表老股东利益的经营者比潜在投资者更了解项目的真实价值，如果项目的净现值为正，经营者不会愿意发行新股把新项目的投资收益转让给新股东。基于此，投资者自然把发行新股看成是坏消息，不会购买股票，除非股价下跌到使新投资者的收益大于新投资项目的净现值。但如果是这样，对于老股东而言，投资新项目就会使企业现有资产的部分价值及项目的净现值转移出去，为了避免企业现有资产价值被低估，企业经营者宁愿放弃投资新项目，从而导致投资不足。然而，企业进行债权融资则不会导致市场严重

低估企业价值，可以避免上述投资不足现象。按照该理论，企业融资的最佳顺序为：首选内源融资，其次为外源融资，在外源融资中又首选债权融资，其次才是股权融资。这就是融资优序理论(又称啄序理论)的核心内容。企业运用多种方式进行融资，并且按照优先次序进行结构安排。

这一理论后来得到了泰特曼和维斯塞尔斯(Titman & Wessels)实证检验的支持。巴斯金(Jonathan Baskin)所做的回归分析也表明，投资对于内部资金来源敏感，印证了非对称信息在一定程度上隔离了公司和外部金融市场。其大型企业样本研究还表明，尽管有破产成本约束，债务资金的供给比股票更具弹性，一旦不对称信息使权益融资受到限制，负债就成为主要而固定的筹资渠道。近半个世纪以来，美国的大部分企业在融资决策上自觉或不自觉地遵循了这一融资规律。20世纪80年代以来，美国企业从股票市场赎回了约6 000亿美元的股票，同时在债券市场上增加了10 000亿美元的债券，发行债券成为美国大多数企业融资的主要渠道。大量研究表明，融资优序理论的融资次序是相对合理的，这也成为许多跨国公司默认的融资次序。

融资优序理论成立的前提条件

首先，高度完善的资本市场是融资优序理论成立的前提。在不完善的资本市场条件下，投资者无法通过融资方式这一信号对企业价值做出判断，企业也不用担心发行股票可能导致的信誉下降，因而企业的股权融资偏好将更加凸显。其次，在完善的金融市场、制度和政策下，股权融资的成本才高于债权融资。第三，在健全的企业破产机制及相关法律约束下，才有可能促使经营者寻求股权融资和债权融资的合理比例。例如在罗斯模型中，对破产企业的经营者加上惩罚约束，才使企业的债权融资比率变成了可靠的信息。第四，也即融资优序模型要遵从一个标准假定：经营者代表“老股东”的利益，经理的目标是实现现有股份(老股东)利益的最大化。但如果考虑到经理人员的道德风险、代理成本等因素，经理人员的融资决策就不一定按照先债务后股票的顺序进行，可能出现股票融资对债券融资的部分替代。

当然，企业实际的融资选择应该根据具体情况做出判断，资本结构可因企业规模的大小、行业的不同而异，同时也是动态的，随着时间的变化、资本市场的变化而有所调整。例如对于那些进入稳定成长期或成熟期的企业来说，融资优序模型主张的融资次序是可取的，这也许正是融资优序理论自产生以来保持旺盛生命力的原因之所在。■

(作者单位：北京信息科技大学)

沈阳理工大学经管学院)

责任编辑 刘莹