摘要：上世纪80年代开始，有关企业融资次序问题就开始受到国外学者的重视。融资方式的偏好直接关乎企业融资成本、资本结构、现金流的合理配置以及公司控制权的分配问题等，因此融资顺序该如何选择在国内外开始被广泛研究。然而对比发现，中外融资偏好截然相反。本文将针对西方融资理论的成因和中国上市公司融资顺序偏离现代企业融资理论的影响因素进行浅要分析和探讨。

关键词：上市公司；融资顺序；股权；债券；内源融资

一、概述

国外经济学家从很早就开始关注企业融资结构，1958 年MM 理论的提出也标志着对该问题系统、正式研究的开始，之后又陆续有经济学家提出自己的补充或不同的观点。按照时间顺序，国外融资结构理论大致经历了以下这么几个阶段：MM 理论、破产成本主义、税差学派、权衡理论、代理成本理论、新优序融资理论、信息揭示理论与控制权模型等。当下被世界广泛承认的结论为：上市公司在融资时，会优先选择内源融资，比如通过企业未分配利润和折旧等，其次选择外源融资。对于外源融资的两种方式，上市公司更偏向于先通过发行债务进行债券融资，其次才是通过发行股票进行股权融资。

国内对于融资偏好问题的研究开始的比较晚，大量理论和实证研究表明，中国上市公司往往优先选择股权融资的方式筹措资金，其次债券融资，最后选择内源融资，与国外相悖。由于中国与西方发达国家在制度、经济发展状况等背景上存在较大差异，因此国外的理论虽然系统，却不适合中国的背景，可以借鉴但不会完全适用。对于上市公司融资顺序选择的问题，必须结合国家背景进行探讨。

二、国外企业融资偏好理论

国外对于企业融资偏好的研究结果为：先内源融资，后外源融资；先债券融资，后股权融资。由于市场信息不对称的存在，企业发行债券通常被市场理解为好的信号。首先，债券的发行意味着企业将承担约定时期还本付息的义务，向市场传递出一个积极的信号，即企业有信心获得充足的收入、利润和现金流来偿还债务；其次，发行债券暗示投资者企业正有好的项目将要进行投资，因此急需一笔资金流的注入，并且有信心通过该项目实现积极的现金流入，故而公司的发展前景良好。而股权融资，相比之下则会向投资者传递出一个消极的信号，国外许多理论中均从不同角度对此进行过解释，如新优序融资理论、代理成本理论等。本篇在此选择三个有代表性的理论进行解释。

（一）新优序融资理论

该理论的代表人物是经济学家梅耶斯。他从假定信息不对称的角度来分析投资者的行为。该理论假定公司经营者是以保护现有股东利益为出发点的。当拥有更多信息优势的企业管理者对外发行股票时，有股东利益将会受到损失，投资者也会认为公司的质地不那么好，因此不论原有股东还是投资者都不看好股权融资，导致股价的下跌。如果公司通过发行新股为新项目融资，则股价过低可能会使新投资者的收益大于新项目的净现值，导致公司投资决策的无效率。该情况下，即使新项目净现值大于零也会被拒绝。但是，如果此时公司使用留存收益等内部积累资金或发行的债券筹措资金，那么新的投资项目就不太可能会被拒绝，避免投资的无效率。

由此梅耶斯得出企业的融资顺序为：先内部融资，如果需要外部融资，则优先选择债券融资。

（二）代理成本理论

代理成本理论强调代理成本对企业融资方式的影响。企业中广泛存在的代理问题是由于代理成本的产生而受到重视。代理成本主要发生在股东与经营者以及经营者与债权人之间。当企业两权分离，即所有者与经营者不由同一人担任时，他们将拥有不同的目标。经营者的目标不再是股东价值最大化，而是追求自身利益最大化。经营者为了谋求私人利益，很有可能利用公司的大量自由现金流，扩大在职消费。企业为了控制经营者的自私行为将采用监督和激励等措施，由此产生的监督成本、激励成本等就是代理成本。理论认为，债务融资可以降低这种代理成本。首先，债务融资不会分散经营者的控制权；其次，一旦企业无法按时清偿债务而导致破产，经营者管理层的利益也会随之破灭。因此债务融资会减少因企业的“自由现金”过多而导致的经营者的滥用。但是债务融资将产生经营者与债权人之间的代理成本。当经营者掌握企业控制权是，可能会投资高风险项目以获得高回报。债权人为增加资金的安全，会要求更高的利息，企业举债成本增加，这就是债务融资的代理成本。综合而言，该理论认为只有两种代理成本平衡时才是最优的融资结构。

（三）控制权理论

控制权理论认为，企业在融资时首先会利用内部资金，因为这不会分散企业的控制权；其次经营者会选择利用发债来筹集资金。兼并市场的存在，使得公司不得不设法降低被收购的风险。从收购者的角度来看，目标收购企业的负债水平越高，收购成功后偿还债务负担和风险越大，因此会更谨慎考虑收购与否。所以企业为减小敌意收购的可能，通常会提高资产负债率来调高收购门槛。故企业在外部融资时，会优先选择债务融资。

三、国内企业融资顺序成因分析

我国学者对于上市公司融资偏好问题的研究起源于上世纪90年代初。对中国融资偏好问题的解释主要是：上市公司规模小、股权融资成本低、股权结构不合理、资本市场发展不完善等。

（一）企业规模小和盈利水平低

众所周知，内源融资是企业通过自身的留存收益和折旧等进行再融资的行为。内源融资相比外源融资，融资成本基本为零是其突出的优势所在。然而在我国，上市公司融资时，却很少用到内源融资。这是因为我国的上市公司起步晚，受企业规模和盈利状况的影响，完全依靠企业内部积累的资金远远达不到企业发展的需求，因此我国上市公司一般很少使用内源融资作为融资的首要选择。

（二）股权融资成本低且风险小

在比较融资成本之前，首先要明确融资成本的概念。广泛被大家认知的成本主要包括筹资费用，比如向银行借款过程中发生的手续费、发行股票和债券过程中的中介机构费用、申报费用、发行费用等；用资费用，例如银行借款和债券发行应支付的利息费用，发行股票需要派发股利，租赁资产需要按时付的租金等。但是除此之外，还存在许多容易被忽视的成本。以股权融资为例，我国对于发行股票必须要求ROE 大于等于10%，特殊企业大于等于6%，且审批要求严格，审批时间长，因此从准备申请股票发行到审批合格正式发行的期间存在一定且不短的时间差，这就会形成股权融资的机会成本。机会成本同筹资用资费用一样，应该考虑在融资成本的范畴。

根据我国特有的国情，我国上市公司股权融资的成本实则低于债务融资，相关学者主要出于以下几个原因的考量：

1.我国上市公司很少分配现金股利，甚至不分配股利，即使分配股利也是以股票股利居多。因此，股利支出并不会对我国上市公司形成太大的成本。

2.我国上市公司大都由国企改制而来，国有股一直处于控股地位，形成“一枝独秀”的股权结构，因此发行股票对于公司控制权的削弱而发生的成本很小。

再来看看债务融资，无论是银行还是企业债发行者，为降低风险，都会对贷款设有诸多限制条款，这使得上市公司在投资时受到限制。一旦融资方没有及时偿还借款，银行大多数情况下为保全债权，将会对企业进行破产处理。相比之下，股权融资使得公司拥有一笔永不到期的自由支配的资金，这种“软约束”特征实际上也降低了资金成本。

由于我国很多企业都处在成长发展期，尽管债务融资在一定条件下可以起到税盾作用，但与债务融资的高成本和按期还本付息的压力相比，上市公司更愿意选择保守和安全的策略。股权融资虽然会导致原有股东的控制权下降等风险，但股利制度的弹性规则还是被众多上市公司所青睐。

（三）股权结构不合理

我国股票市场不同于西方发达国家，股票种类多且上市公司股权高度集中，前三大股东拥有绝对的控制权。由于我国股票市场尚处于发展阶段，一万多家上市公司中仅有三千家左右是在主板上市，上市条件严苛。由于上市公司少，股票的供小于求，股票价格也偏离了其实际的价值。正因为如此，控股的股东偏好利用股票融资增加公司的每股净资产值，提高自身收益。

（四）内部人没有来自外部被兼并收购的压力

我国上市公司治理结构一大特点就是“内部人控制”，这也是中外上市公司所面临的一个很大区别。在美国，资本市场竞争充分，股东越可以在资本市场选择“用脚投票”来解决股本分散、“搭便车”和激励不足的问题，而兼并市场的存在使内部人必须顾及股东的利益。所以“控制权理论”特别强调兼并市场对经理行为的影响。在中国，股票市场信息披露机制并不能与西方国家等同，存在过度投机，股价的异常波动不能很好地反映公司实际情况。这些都使得我国内部人控制问题异常严重。由于我国上市公司存在的“一股独大”的现象，导致“用脚投票”无法起到施压的作用。从上可以知道，中国的内部人控制问题产生的机理与美国是不一样的，中国的内部人控制问题有很多特殊性。按照青木昌彦的观点，内部人控制是转轨过程所固有的一种潜在可能现象，是从计划经济制度的遗产中演化而来的。因此，内部人控制问题也是造成我国与西方发达国家在融资次序上不同的原因之一。

参考文献：

[1]邢燕.上市公司融资顺序研究.2010.5.

[2]宰森峻.浅谈我国上市公司融资偏好成因.2016.11.

[3]凌鹏.从内部人控制来看我国上市公司融资次序.2004.5.

[4]李爱群.基于“优序融资理论”的我国上市公司融资偏好研究.2008.10.

[5]汤胜.国有上市公司融资顺序分析.2003.4.

[6]阎冉.上市公司融资顺序的实证研究，2006.2

​