

金融学硕士公司金融——企业债专题

# 第 1 讲：债务融资理论基础

授课人：刘岩

武汉大学经管学院金融系

2018 年 9 月 4 日

# 本讲内容

- ① 课程介绍
- ② 企业的资本结构
- ③ 资本结构的经典理论
- ④ 合约理论的新视角

# 本节内容

- ① 课程介绍
- ② 企业的资本结构
- ③ 资本结构的经典理论
- ④ 合约理论的新视角

# 课程概况

办公室：B338-2；ulysses1906@163.com

## 课程目标

- ▶ 在本科公司金融课程基础上，深化对企业债务、债券融资的理解；着重介绍中国企业债市场的结构及运行机制，对市场参与各方的现状及市场发展历程有一个基本了解

## 考核方式

- ▶ 针对分配的一支信用债，撰写一份债券分析报告并当堂宣讲

# 内容安排

- ▶ 第一次课：企业债务融资的一般理论
- ▶ 第二次课：中国企业债市场的结构
- ▶ 第三次课：中国企业债券品种分类
- ▶ 第四次课：中外企业债市场对比
- ▶ 第五、六次课：当堂宣讲债券分析报告

## 相关论文、书籍推荐

- ▶ 课程中会提及相关论文
- ▶ 沈炳熙、曹媛媛《中国债券市场：30年改革与发展》，2ed
- ▶ 周沅帆，《公司债券》，《城投债：中国式市政债券》，《中小企业私募债券：中国式高收益债券》
- ▶ 楼继伟，《中国政府间财政关系再思考》
- ▶ 郭玉清，《中国地方财政隐性赤字的演化路径、激励机制与风险监管研究》

# 本节内容

- ① 课程介绍
- ② 企业的资本结构
- ③ 资本结构的经典理论
- ④ 合约理论的新视角

## 经典的企业理论

- ▶ 十九世纪到二十世纪初的经典经济学中，企业大部分时候只被看做一个简单的技术单位：给定技术——生产函数——企业存在的意义只是把投入变成产出
- ▶ 企业的投资、融资不被看做是重要的问题资本主义早期最重要的资本形式——土地——是低风险、低流动性资产
- ▶ 十九世纪已经有相对发达的资本、信贷市场前者更多的被看做是投机市场（speculative market）；后者则只负责对贸易企业提供短期流动性（liquidity）
- ▶ Walter Bagehot (1873) 在 *Lombard Street: A Description of the Money Market* 中突出了金融对实体经济的格外重要性但长时间内并未引起普遍的重视



## 公司金融学科的出现

- ▶ A. A. Berle Jr. and G. C. Means (1932) *The Modern Corporation and Private Property* : 公司金融和治理问题
- ▶ Ronald H. Coase (1932) “The Nature of the Firm”: 公司的经济学本质问题
- ▶ 公司金融作为一门学科在 30、40 年代逐渐形成
- ▶ 大萧条 (the Great Depression) 向人们展示了金融问题对现代经济运行的核心重要性

## 企业融资的基本形式

- ▶ 公司金融的基本研究对象：股份（equity）和债务（debt）
- ▶ 两者为企业与股权所有人（shareholder）和债权人（debtholder）订立的合约（contract），也称为证券（security）
- ▶ 对应了两种基本的融资方式：股份融资和债务融资
- ▶ 从最直接的角度看，两种证券的区别：债务合约的票面价值、期限、现金流是固定的；而股权合约的期限不定，价值、现金流（股利）与企业净资产、分配收益成比例
- ▶ 两种合约形式都有很长的历史；在 30 年代时也都很有发达的交易市场

# 资本结构的基本概念

- ▶ 公司金融从一开始就把股份和债务作为基本研究对象
- ▶ **基本问题：股份和债务在总资产中的比列，即资本结构**
- ▶ 资本结构的描述有很多种方式：资产负债比，净资产（net worth，等于股份价值）百分比，杠杆（leverage）等等
- ▶ 更重要的问题：
  1. 如何划分不同的合约？最著名的例子是可转债；
  2. 总资产的价值是多少？账面价值？二级市场的交易价值？

# 本节内容

- ① 课程介绍
- ② 企业的资本结构
- ③ 资本结构的经典理论**
- ④ 合约理论的新视角

# MM 定理

Franco Modigliani and Merton H. Miller (1958, AER)

“The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment.”

- ▶ 40、50 年代有很多关于资本结构的经验研究；很多试图说明债务融资有很大成本优势
- ▶ Modigliani & Miller 第一次提出在完美市场条件下企业的融资策略和企业市场价值、资本使用（融资）成本均无关
- ▶ MM 使用了无套利（no arbitrage）的思想，而后者本身是资本市场或整个经济处于均衡（equilibrium）的必要条件

# 完美市场

Eugene Fama (1978, AER) 给出了 MM 无关性结论的很一般证明；实质是揭示了“完美市场”需要满足的一般性条件

- ▶ 企业和投资人没有发行、交易证券的成本；没有破产成本；没有税收；没有**管理成本**（专指代理成本）
- ▶ 所有市场参与者对企业和证券有理性预期（rational expectations）：预期是一致的、完全的和正确的
- ▶ 企业的投资决策是给定的且与融资决策无关：企业收益现金流与资金来源无关
- ▶ **企业和个人可以同等的利用资本市场；或者企业发行的任何证券都可以在市场中找到完美替代（perfect substitutes）**

# 经典的最优资本结构理论

- ▶ 对完美市场条件的任何偏离，都可能导致企业的价值与其融资方式相关
- ▶ 总体来说，文献中形成了三类最优资本结构理论：
  1. 权衡（trade-off）理论；
  2. 最优顺序（pecking order）理论；
  3. 产品/投入品市场（product/input market）理论

# 权衡理论

- ▶ 权衡理论最简单的情形是考虑债务融资的税收优势与债务危机（financial distress）成本
- ▶ Michael C. Jensen and William H. Meckling (1976, JFE) “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure” 详细讨论了企业管理的各种代理成本（agency costs）
- ▶ 股东与债权人之间存在的代理成本是债务融资成本的重要组成部分，主要分为风险转移（risk-shifting）和债务积压（debt overhang, Myers 1977, JFE）
- ▶ 但 Jensen & Meckling 也指出了债务融资对于解决股东与管理层（management）之间的代理成本是有帮助的



## 优序融资理论

Stewart C. Myers and Nicholas S. Majluf (1984, JFE)  
“Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have.”

- ▶ 企业和外部投资者之间存在信息不对称
- ▶ 如果好企业和坏企业同时寻求外部投资，那么投资者会要求一个平均收益率在这个收益率下，好企业会发现其发行证券的价格被低估，从而不愿意发行证券；市场中在寻求融资的只剩坏企业
- ▶ 发行的证券如果对企业私有信息（private information）越敏感，则发行价格打折越厉害
- ▶ 企业融资的优先顺序为：盈余资金、债务融资、股权融资

## 产品/投入品市场理论

- ▶ 债务融资及其所导致的违约风险可以导致企业采取不同的市场策略，改变其收益现金流
- ▶ Brander & Lewis (1986, AER) 论证高杠杆可以导致企业间更激烈的竞争行为，从而改变企业投资收益
- ▶ Titman (1984, JFE), Titman & Wessels (1988, JF) 论证债务违约和破产风险可能改变顾客对产品的需求以及供货商/雇员的行为，从而改变企业的投资收益

# 控制权理论

- ▶ 不同的资本结构对应的是不同的金融合约（financial contract）
- ▶ 金融合约不仅约定了双方在现金流（回报）上的权利、义务关系，还约定了双方在控制权（control right）上的权利、义务关系
- ▶ 通常的股权合约直接包含有控制权——投票权；而债务合约包含的是特殊的控制权分配：正常还款时，债权人不享有控制权，一旦债务人违约，债权人获得对债务人资产的控制权
- ▶ 以 Aghion & Bolton (1992, RES) 为代表的一批文献，从合约的不完全性（incompleteness）出发，讨论了控制权的配置如何与现金流权利的配置一块，决定了金融合约的特质

# 本节内容

- ① 课程介绍
- ② 企业的资本结构
- ③ 资本结构的经典理论
- ④ 合约理论的新视角

## 经典理论的不足

- ▶ 尽管经典的资本结构理论提供了一系列很有说服力的假说，但实证研究发现现有理论的在解释企业的资本结构方面还有很多缺陷 Graham & Leary (2011, Annual Review of Financial Economics) 提供了一个最近的综述
- ▶ 一个可能的原因是资金供给面的因素；另一个原因可能是选择最优资本结构带来的价值增加很小
- ▶ 当然还有各种数据的问题

## 最优合约设计的新视角

- ▶ 过去 20 年间发展出来的最优合约设计（optimal contract design）理论提供了一些新的思路
- ▶ 基本的含义是：股份合约和债务合约的区分很大程度上是人为的；现实中从最纯粹的股权合约到最纯粹的债务合约之间还有各式各样的中间状态
- ▶ 比如：企业债券的合约协议（covenants）中就包括了各式各样的条款，其中很多会改变债权人在特定的非违约状态中的收益
- ▶ Roberts & Sufi (2009, ARFE) 提供了一个很好的实证研究的综述