

案例一：企业融资决策

融资顺序理论与融资偏好的“悖论”

1984年，经济学家梅耶斯提出著名的融资顺序理论（或称“啄食顺序理论”，Pecking Order Theory），认为在面临新项目融资时，企业首先选择的是运用自身留存收益的内源性融资（即本书中的收益留用融资），其次是诸如银行贷款等间接融资方式，最后才会选择股权融资方式。西方主要国家的现实融资结构完全印证了这一理论，整个西方7国，股票融资均居末位。在股票市场最发达的美国，股票融资比例最低。到1984~1990年，美国大部分公司已基本停止股票融资，并通过发行债券来回购自己的股份，股票融资对新投资来源的贡献成为负值，公司中只有约5%的公司发售新股，平均每20年才配售一次新股。而我国的融资顺序却明显地与国际主流融资顺序相背离，融资顺序依次为股权融资、债务融资、内源融资。这种融资顺序的最大特征是“股权融资偏好”。具体证据见下列表格：

表1 1970—1985年发达国家融资结构（%）

	加拿大	法国	德国	意大利	日本	英国	美国
留存收益	54.2	44.1	55.2	38.5	33.7	72.0	66.9
资本转让	0.0	1.4	6.7	5.7	0.0	2.9	0.0
短期证券	1.4	0.0	0.0	0.1	NA	2.3	1.4
银行贷款	12.8	41.5	21.1	38.6	10.7	21.4	23.1
商业信贷	8.6	4.7	2.2	0.0	18.3	2.8	8.4
公司债券	6.1	2.3	0.7	2.4	3.1	0.8	9.7
股票	11.9	10.6	2.1	10.8	3.5	4.9	0.8
其他	4.1	0.0	11.9	1.6	0.7	2.2	-6.1
统计误差	0.8	-4.7	0.0	2.3	NA	-9.4	-4.1
总计	99.9	99.9	99.9	99.9	100.0	99.9	100.1

表 2 发达国家公司再融资顺序的比较（1984 年—1991 年）（%）

	美国	英国	日本	德国
内源融资度	77	51	44	67
债权融资度	31	35	48	29
股权融资度	-8	14	8	4

表 3 我国上市公司的内源融资与外源融资结构（%）

公司分组	未分配利润大于 0 的上市公司			未分配利润小于 0 的上市公司		
年份	内源融资	外源融资		内源融资	外源融资	
		股权	债务		股权	债务
1995	12.40	51.48	36.13	9.50	48.78	41.73
1996	14.75	49.40	35.85	3.23	39.38	57.40
1997	15.43	52.23	32.35	-3.28	47.05	56.23
1998	13.73	46.18	40.10	-10.55	50.63	59.93
1999	14.23	51.15	34.63	-15.83	55.33	60.50
2000	19.19	53.23	27.59	-	-	-

表 4 我国上市公司外源融资中的股权融资和债务融资结构（%）

公司分组	未分配利润大于 0 的上市公司		未分配利润小于 0 的上市公司	
年份	股权	债务	股权	债务
1995	58.76	41.24	53.89	46.11
1996	57.95	42.05	40.69	59.31
1997	61.75	38.25	45.56	54.44
1998	53.52	46.48	45.79	54.21
1999	59.63	40.37	47.77	52.23
2000	65.86	34.14	-	-

（资料来源：人民网“我国‘股权融资偏好’背后的行为金融学解读”，作者：谭张涛）

问题：

1. 根据你已经掌握的相关融资理论，为梅耶斯的融资顺序理论提供（部分）理论依据。
2. 针对我国上市公司存在的“股权融资偏好”现象，查阅相关资料，做出你的解释。