

“十一五”国家重点图书出版规划项目

21世纪
科技与社会发展丛书
(第三辑)

丛书主编 徐冠华

科技型中小企业资本结构
决策与融资服务体系

任曙明 郑 洋 张婧阳 / 著

E279.244.4



科学出版社
www.sciencep.com

“十一五”国家重点图书出版规划项目

大连市软科学资助出版项目

21世纪
科技与社会发展丛书
(第三辑)

丛书主编 徐冠华

科技型中小企业资本结构
决策与融资服务体系

任曙明 郑 洋 张婧阳 /著

科学出版社

北京

内 容 简 介

本书结合企业成长逻辑,讨论不确定性决策环境下科技型中小企业的资本结构决策,充分体现出这一现实问题背后战略要素和外部环境的交互作用。在内容上,本书从科技型中小企业不同成长阶段的融资需求出发,在委托代理分析框架下将战略要素引入资本结构决策模型,模拟外部环境变动对资本结构决策的影响,提出科技型中小企业融资服务体系的建议。本书的特色在于,揭示了外部环境作用于科技型中小企业资本结构决策的内在规律;在方法上则突出现代经济学的模拟研究特色。

本书适合经济类专业的教师、研究生,以及对资本结构理论感兴趣的读者阅读。

图书在版编目(CIP)数据

科技型中小企业资本结构决策与融资服务体系 / 任曙明, 郑洋, 张婧阳 著. —北京: 科学出版社, 2010. 6

(21 世纪科技与社会发展丛书)

ISBN 978-7-03-027685-8

I. 科… II. ①任… ②郑… ③张… III. ①高技术产业-中小企业-资本的有机构成-研究-中国 ②高技术产业-中小企业-融资-研究-中国 IV. ①F279.244.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 094144 号

丛书策划: 胡升华 侯俊琳

责任编辑: 汪加林 / 封面设计: 宋玲玲

责任印制: 陈德福 / 封面设计: 曹华谦

编辑部电话: 010-64035853

E-mail: houjunlin@mail.sciencep.com

科学出版社 出版

北京东黄城根北街 16 号

邮政编码: 100717

<http://www.sciencep.com>

中国科学院印刷厂 印刷

科学出版社发行 各地新华书店经销

*

2010 年 7 月第 一 版 开本: B5 (720 × 1000)

2010 年 7 月第一次印刷 印张: 12

印数: 1—2 000

字数: 230 000

定价: 38.00 元

(如有印装质量问题, 我社负责调换)

总 序

进入 21 世纪，经济全球化的浪潮风起云涌，世界科技进步突飞猛进，国际政治、军事形势变幻莫测，文化间的冲突与交融日渐凸显，生态、环境危机更加严峻，所有这些构成了新世纪最鲜明的时代特征。在这种形势下，一个国家和地区的经济社会发展问题也随之超越了地域、时间、领域的局限，国际的、国内的、当前的、未来的、经济的、科技的、环境的等各类相关因素之间的冲突与吸纳、融合与排斥、重叠与挤压，构成了一幅错综复杂的图景。软科学为从根本上解决经济社会发展问题提供了良方。

软科学一词最早源于英国出版的《科学的科学》一书。日本则是最早使用“软科学”名称的国家。尽管目前国内外专家学者对软科学有着不同的称谓，但其基本指向都是通过综合性的知识体系、思维工具和分析方法，研究人类面临的复杂经济社会系统，为各种类型及各个层次的决策提供科学依据。它注重从政治、经济、科技、文化、环境等各个社会环节的内在联系中发现客观规律，寻求解决问题的途径和方案。世界各国，特别是西方发达国家，都高度重视软科学研究和决策咨询。软科学的广泛应用，在相当程度上改善和提升了发达国家的战略决策水平、公共管理水平，促进了其经济社会的发展。

在我国，自十一届三中全会以来，面对改革开放的新形势和新科技革命的机遇与挑战，党中央大力号召全党和全国人民解放思想、实事求是，提倡尊重知识、尊重人才，积极推进决策民主化、科学化。1986 年，国家科委在北京召开全国软科学研究工作座谈会，时任国务院副总理的万里代表党中央、国务院到会讲话，第一次把软科学研究提到为我国政治体制改革服务的高度。1988 年、1990 年，党中央、国务院进一步发出“大力发展软科学”、“加强软科学研究”的号召。此后，我国软科学研究工作体系逐步完善，理论和方法不断创新，软科学事业有了蓬勃发展。2003 ~ 2005 年的国家中长期科学和技术发展规划战略研

究，是新世纪我国规模最大的一次软科学研究，也是最为成功的软科学研究之一，集中体现了党中央、国务院坚持决策科学化、民主化的执政理念。规划领导小组组长温家宝总理反复强调，必须坚持科学化、民主化的原则，最广泛地听取和吸收科学家的意见和建议。在国务院领导下，科技部会同有关部门实现跨部门、跨行业、跨学科联合研究，广泛吸纳各方意见和建议，提出我国中长期科技发展总体思路、目标、任务和重点领域，为规划未来 15 年科技发展蓝图做出了突出贡献。

在党的正确方针政策指引下，我国地方软科学管理和研究机构如雨后春笋般大量涌现。大多数省、自治区、直辖市政府，已将机关职能部门的政策研究室等机构扩展成独立的软科学研究机构，使地方政府所属的软科学研究机构达到一定程度的专业化和规模化，并从组织上确立了软科学研究在地方政府管理、决策程序和体制中的地位。与此同时，大批咨询机构相继成立，由自然科学和社会科学工作者及管理工作者等组成的省市科技顾问团，成为地方政府的最高咨询机构。以科技专业学会为基础组成的咨询机构也非常活跃，它们不仅承担国家、部门和地区重大决策问题研究，还面向企业提供工程咨询、技术咨询、管理咨询、市场预测及各种培训等。这些研究机构的迅速壮大，为我国地方软科学事业的发展铺设了道路。

软科学研究成果是具有潜在经济社会效益的宝贵财富。希望“21 世纪科技与社会发展丛书”的出版发行，能够带动软科学的深入研究，为新世纪我国经济社会的发展做出积极贡献。

徐冠华

2009 年 2 月 11 日

第三辑序

随着经济与社会的发展，软科学研究的体系和成果为经济与科学决策提供了重要支撑。“21 世纪科技与社会发展丛书”的出版，旨在充分挖掘国内地方软科学研究的优势资源，推动软科学研究及其优秀成果的交流互补和资源共享，实现我国软科学研究事业的健康发展，为我国经济与社会发展的科学决策做出积极贡献。

大连市有着特殊的地缘位置，地处欧亚大陆东岸、辽东半岛最南端，东濒黄海，西临渤海，南与山东半岛隔海相望，北依东北平原，是东北、华北、华东及世界各地的海上门户，与日本、韩国、俄罗斯、朝鲜等国往来频繁。作为著名的港口、贸易、工业、旅游城市，大连市的经济社会发展对于东北地区、全国乃至整个东北亚地区都有着重要的战略意义。这个大背景为大连市软科学的发展提供了肥沃的土壤，同时大连市还拥有众多大学、科研院所及高水平的科研队伍，因此，大连市发展软科学有着得天独厚的优越条件。近年来，大连市的软科学事业发展很快，已经在产学研合作、自主创新、体制改革、和谐社会建设、公共管理、交通运输、文化交流等领域，开展了深入而广泛的软科学研究，取得许多令人瞩目的成绩。

通过“21 世纪科技与社会发展丛书”的出版，大连市软科学研究的优秀成果及资源得到了科学整合。一方面，能够展现软科学事业取得的进步，凝聚软科学研究人才，鼓励多出高质量、有价值的软科学成果，为更多的决策部门提供借鉴和参考；另一方面，能够通过成果展示，加强与其他城市和地区软科学研究人员的沟通和交流，突破部门、地方的分割体制，改善软科学研究立项重复、资源浪费、研究成果难以共享的状况，有利于我国软科学研究的整体健康发展。

第三辑编委会

2010 年 2 月 5 日

前 言

资本结构决策又称为融资决策，指企业决定最优化目标、有目的地调整资金来源的构成及比例关系，使之达到最优的一种企业主动行为。有关资本结构的研究是公司金融学中一个极其重要的领域。近 10 年来，这方面的研究日益凸显出与产业组织理论、公司治理理论和行为经济学等其他经济学领域交融的趋势。在近期的资本结构研究中，传统影响因素以外的更多因素，在企业资本结构决策中被加以考虑。伴随着这些研究的进展，这样一种观点——资本结构决策是企业根据公司战略、产品市场竞争和宏观经济波动诸多因素综合考虑后做出的决策，逐渐成为学者们的共识。

在实际经营过程中，企业资本结构偏离最优水平是一种常态。一家有先见之明的企业，总是会根据经营环境的变化来调整资本结构，使其尽可能地达到最优水平，从而实现企业价值最大化。如果把企业的生存和发展看成是不断创造价值的动态过程，那么，企业资本结构决策就应该被放在一个动态的框架中进行分析。这个框架应该考虑两方面的内容：一是从公司战略来看，企业价值创造过程是资源和能力相互作用的过程，在这个过程中，企业利用资源的各种连锁活动确定了竞争优势，而竞争优势又转化为经济利润，为了获得竞争优势，企业必须不断地对核心资源进行投资；二是在价值创造过程中，企业面临外部环境和内部核心资源的动态变化。资本结构决策作为一项重要的战略决策，既要使企业对核心资源的投资实现融资成本最小，又要能适应内外部环境的变化。

具体到科技型中小企业，这类企业具有高科技含量、强创新能力、高风险和高收益四大特点。由于这些特点的存在，科技型中小企业所面临的不确定性更大，这种不确定性来源于外部环境（如竞争激烈）以及核心资源投资。因此，对于科技型中小企业来说，采取恰当的战略来谋求竞争优势，是生存和发展之道。正是出于这样的考虑，我们从战略公司金融的视角来研究科技型中小企业的

资本结构决策，分析影响资本结构决策的战略要素，以实现企业价值最大化为目标，探讨资本结构决策对企业价值创造的作用机理，模拟外部环境变化对资本结构决策的影响。本书的价值体现在如下三方面。

其一，揭示了外部环境作用于科技型中小企业资本结构决策的内在规律。本书将价值创造和实现的过程分解成战略资产的投资、战略行动、获取竞争优势和实现价值（竞争优势向价值的转化）四个环节，提出资本结构决策作用于其中的两个环节：①合理的资本结构能降低战略资产的融资成本；②恰当的资本结构能降低代理成本，使竞争优势转化为经济利润，最终实现价值最大化。本书提出增加战略资产投资是企业实现价值最大化的重要条件之一，直观地体现了资本结构决策在价值创造和实现过程中的作用，避免了人为地割裂资本结构决策与企业投资、生产的“真实”（与货币的或名义的相对应）特征间的关联，使资本结构决策内生到模型中。同时，通过引入战略资产，有机地协调了价值创造和实现过程、资本结构决策以及外部环境（环境因素）之间的关系，揭示出环境因素是通过影响价值创造和实现而作用于资本结构决策的。

其二，在双重约束下，构建了企业价值导向的资本结构随机线性规划模型。该模型以企业投资、生产的“真实”价值创造及实现过程为基础；其目标为企业价值最大化；约束条件为促使股东向债权人报告经营状况真相，以及促使管理者选择有利于价值增长的战略资产。

关于目标函数，本书提出：①在生产函数的基础上建立资本结构优化模型的目标函数，使资本结构决策与产出决策得以内生到模型中，避免了人为地割裂这两种决策的相互关联，使模型更符合企业的实际决策规律。②模型化表述宏观经济因素对企业价值以及资本结构决策的作用，是一个研究难点。这也是资本结构的定量研究较少涉及宏观经济因素的一个重要原因。在生产函数中引入服从正态分布的技术冲击，并将企业价值表达为市场需求大和小两种状态下价值的期望值，不仅改进了企业价值的表达，还通过将技术冲击和需求波动统一到目标函数中，成功地解决了这一难题。③将行业中的企业分为两类，即选择战略资产的企业以及选择普通资产的企业。当行业中企业数目不变时，通过在每一价格水平下加总两类企业的产量，构造了行业的供给函数。由此，在需求函数已知的条件下，解决了市场价格求解和企业价值估算的问题。通过改变选择战略资产的企业数目，引入并控制了产品市场竞争强度的变化，直观地再现了行业中企业决策的相互影响，使探索产品市场竞争强度对资本结构决策的作用成为可能。

其三，提出了以市场导向和政府导向两条主线来构建科技型中小企业融资服

务体系的基本思路。在科技型中小企业融资难问题上，摆脱了片面地强调发展直接融资渠道的解决思路。根据企业价值创造过程中资本结构决策的作用机理，提出债务融资有利于企业对战略资产的选择，因此，完善间接融资渠道对于支持科技型中小企业成长来说也是必不可少的。科技型中小企业的融资需求应该主要由市场主导的融资服务体系来满足，政府的主要作用在于弥补融资服务体系构建中存在的市场失灵。

本书是我长期研究工作的总结，也是集体合作的成果。大连理工大学的张婧阳、郑洋、康潇丹收集资料，撰写了初稿的一部分，具体工作如下：张婧阳（第二章和第三章）、郑洋（第九章）、康潇丹（第八章），这些章节也是我主持的辽宁省社会科学界联合会研究课题“支持辽宁中小企业发展的多层次融资服务体系研究”的部分研究成果。我对上述章节进行了大幅度的修改，撰写了全书的其余部分，并最终完成了全部内容。在撰写过程中，大连理工大学的晏雅卉帮助收集了第四章的部分资料，张婧阳和郑洋参与了全书的校对工作，王洪静和王丹丹也在收集资料上做了大量工作。

本书的出版得到了大连市科技局的资助，在此表示真诚的感谢；另外，感谢大连理工大学经济系的原毅军教授、科学出版社的各位编辑，他们的支持促成了本书的出版。最后，感谢我的家人和朋友，感谢他们的理解和支持。

任曙明

2010年1月于大连理工大学

目 录

总序 / i

第三辑序 / iii

前言 / v

第一章 绪论 /1

第一节 科技型中小企业资本结构决策问题 / 1

第二节 基本概念的界定 / 4

第三节 主要研究工作 / 8

第二章 科技型中小企业的特点与融资现状 / 13

第一节 科技型中小企业的界定 / 13

第二节 科技型中小企业的特点与地位 / 16

第三节 我国科技型中小企业的融资现状 / 18

第三章 科技型中小企业成长与融资需求 / 25

第一节 企业成长理论 / 25

第二节 不同成长阶段下科技型中小企业的融资需求 / 29

第三节 不同成长模式下科技型中小企业的融资需求 / 33

第四章 科技型中小企业资本结构决策的相关理论 / 37

第一节 传统资本结构理论对资本结构决策的分析 / 37

第二节	现代资本结构理论对资本结构决策的分析 / 45
第三节	战略公司金融视角下资本结构决策的分析 / 49
第五章	影响科技型中小企业资本结构决策的战略要素 / 56
第一节	对资本结构决策的假设 / 57
第二节	资本结构决策中的战略要素 / 61
第三节	企业价值导向的资本结构决策 / 68
第四节	企业价值导向下资本结构决策与战略要素的关联 / 75
第六章	科技型中小企业资本结构决策的作用机理 / 80
第一节	扩展净现值标准后的企业价值 / 80
第二节	价值实现过程中的利益相关者 / 83
第三节	潜在价值实现过程中资本结构决策的作用 / 86
第四节	潜在价值实现过程中的债务融资约束 / 94
第七章	科技型中小企业资本结构随机线性规划模型 / 102
第一节	价值实现过程中的委托代理关系 / 102
第二节	价值实现过程中的资本结构决策 / 104
第三节	资本结构的随机线性规划模型 / 110
第四节	资本结构随机线性规划模型的求解与分析 / 114
第八章	科技型中小企业融资服务体系的国际经验 / 121
第一节	典型国家和地区科技型中小企业融资服务体系 / 121
第二节	融资服务机构的运作模式 / 129
第九章	构建科技型中小企业的融资服务体系 / 140
第一节	科技型中小企业融资服务体系的两大构成 / 140
第二节	市场主导的科技型中小企业融资服务体系 / 143
第三节	政府主导的科技型中小企业融资服务体系 / 149
参考文献 / 154	
附录 资本结构随机线性规划模型的数值试验表 / 163	

第一章 绪 论

第一节 科技型中小企业资本结构决策问题

一、问题的提出

科技型中小企业既是加快科技成果转化、实现科技创新的有效载体，也是国民经济增长的强劲动力。近年来，科技型中小企业作为推动经济发展的创业源，已成为国民经济重要的组成部分和新的增长点。例如，在美国，90%的技术源头与科技型中小企业相关，约有80%的技术创新活动源于科技型中小企业，大约70%可能形成产业的新技术是由科技型中小企业研发的。我国的数据也表明，自改革开放以来，约有65%的专利、75%的技术创新和85%的新产品出自于中小企业。^①

资本结构决策也称为融资决策，指企业寻求并决定最优化目标，有目的地调整资金来源的构成及比例关系使之达到最优的一种企业主动行为。这里，企业全部资金来源的构成及比例关系就是资本结构。资本结构对科技型中小企业的重要性，不仅体现在合理的资本结构能够为企业带来较低的融资成本，还表现为资本结构决策是企业实现价值最大化的一种手段。正因为如此，使企业价值最大化的最优负债率是多少、资本结构决策受哪些因素的影响、企业如何根据战略需要调整资本结构等问题，始终是现代公司金融理论的研究重点，也是企业资本结构决策的难点。

然而，在我国，与科技型中小企业在国民经济中的重要地位不相称的是，融资难问题一直无法得到有效解决，这已成为妨碍企业成长和发展的“瓶颈”，主要表现在直接融资渠道少、间接融资渠道窄和政策性融资效果不显著三方面。从直接融资角度看，截至2009年，我国4200万家中小企业中，在中小板有融资资格的不到300家，融资金额不超过500亿元^②，而在4200万家中小企

① 中华人民共和国中央人民政府网站，http://www.gov.cn/gzdt/2009-11/05/content_1457327.htm。

② 世界与中国研究所网站，<http://www.world-china.org/newsdetail.asp?newsid=2613>。

业中,科技型中小企业只有16万家^①,可见其直接融资难度极大。从间接融资角度看,2009年第一季度,全国信贷规模总量增加了4.58万亿元,中小企业贷款增加额度只占不到5%^②,考虑到科技型中小企业只是中小企业的一部分,其贷款额度比例可想而知,说明科技型中小企业贷款与全国信贷规模相比没有实现同步增长。而且,据统计,科技型中小企业授信额只占贷款总额的1%~3%^③,由于融资困难,很多科技型中小企业出现现金流断裂情况,导致企业夭折。

从实践的角度看,科技型中小企业的融资需求来源于其成长、发展和竞争的需要。为在产品市场上获得竞争优势,企业需要根据战略目标不断投资,并通过使用内部自有资金、发行股票和发行债券三种方式为这些投资筹集资金。由于上述三种融资方式在融资成本、税盾效应、代理成本和控制权等方面有显著差异,它们对企业的生产、利润和价值产生的影响是不同的。

通过获取战略竞争力并成功利用竞争优势,科技型中小企业才能实现它的主要目标——赚取超额利润和增加价值。从动态角度看,企业获取战略竞争力和增加价值是一个关于投入、决策和行动的过程。其中,对有关内部资源和外部环境等战略投入的分析是战略行动的前提,有效的战略行动则是增加价值的必要条件。在整个过程中,有两个环节与资本结构密切相关:一是战略投入环节,如果把核心资源看成是许多投资项目的集合,企业需要选择恰当的融资方式为这些投资筹集资金,使融资成本最小;二是战略行动环节,当企业实施了某项创造价值的战略并获取了竞争优势时,竞争优势不会自动转化为经济利润,融资活动对企业赚取经济利润和增加价值是十分必要的。

大多数科技型中小企业股权相对封闭,企业主掌握所有权和经营权,股权相对集中。一方面,企业主不愿意看到因发行股票而稀释了所有权;另一方面,内源融资不能支撑企业从初创期向成长期的过渡,必须通过外部融资满足企业成长的资金需求。因此,科技型中小企业的资本结构决策是企业权衡债务融资和股权融资利得、综合考虑资金可获得性后的理性选择。

可见,资本结构决策绝不是单纯的财务行为,它还与战略目标、投资和治理结构有关,甚至受到产品市场竞争强度、宏观经济运行和社会经济制度的影响。比如,若宏观经济条件和产品市场竞争强度发生变化,则企业需要实施创造价值的战略才能在产品市场上取得竞争优势,而战略实施的前提是对核心资产进行投资,因此,宏观经济条件和产品市场竞争状况等外部环境,是通过影响投资和战略作用于资本结构决策和调整的。有先见之明的企业在作出资本结构决策时,一

① 科学技术部网站, <http://www.most.gov.cn>。

② 《中国工业经济运行2009年春季报告》,中国工业和信息化部网站, <http://www.miit.gov.cn>。

③ 金融界网站, http://finance1.jrj.com.cn/news/2008-01-15/000003177369_001.html。

定会考虑整体战略及其所处的外部环境，为投资选择合理的融资方式，以便获取竞争优势和赚取经济利润，最终实现价值增长。

然而，在理论上，资本结构决策与企业价值创造活动之间的实质性联系被长期割裂了。资本结构决策与投资决策被视为两种相互独立的行为，公司金融理论认为资本结构是一个金融问题，而产业组织理论假定企业能为投资自由选择融资方式。理论研究相互脱节所造成的后果是，两种理论都无法对现实中的企业行为作出合理解释。

20 世纪 80 年代以来，越来越多的学者开始从产业组织和战略角度研究资本结构，试图解决理论与现实之间的冲突。他们从不同角度解释了企业战略与资本结构的关系，研究方法从对企业内部微观特质因素的探究，逐渐转向通过对不同行业的横向比较来考察外部环境的作用，据此说明资本结构差异的原因（赵蒲和孙爱英，2003；刘志彪，2005）。目前，这方面的研究工作已经成为资本结构理论的一个亮点。梯若尔在其具有里程碑意义的《公司金融理论》一书中，已经将这一领域作为公司金融理论的重要组成部分，并指出“这是一个不太被注意却又十分重要的话题”（梯若尔，2007）。他还特别提出，就其本身而言，企业的资本结构与其在产品市场上的战略之间的相互影响并不重要，重要的是它们如何相互影响（梯若尔，2007）。

既然价值最大化是企业的最终目标（从动态观点来看企业价值应该不断增长），而且关键问题是资本结构与企业战略如何相互影响，那么过分地强调资本结构、企业战略和外部环境之间的相互关系，就等同于重复回答“企业战略和外部环境是否影响资本结构”这个老问题。这不仅无助于解释企业在作出资本结构决策时为何要考虑整体战略和所处的外部环境，而且对企业现实缺乏指导意义。

与其囿于三者相互关系的争论，不如从科技型中小企业实际出发，研究在价值创造过程中科技型中小企业如何通过资本结构决策来实现价值最大化。与此相关，在价值创造过程中哪些战略要素影响资本结构决策？资本结构决策的最优化目标是什么？如何判断资本结构已经达到该目标？资本结构决策在价值实现过程中的作用及约束条件是什么？在资本结构达到最优化目标后，外部环境的变化是否会对这些约束条件产生影响？一家企业怎样调整资本结构才能获得竞争优势和增加价值？这些都是当前急需解决的问题。

二、研究意义

在复杂多变的外部环境中，科技型中小企业只有取得战略优势并使内部管理适应外部环境的变动才能生存下来。拥有相同资源的企业之所以表现出不同的经

营绩效,是因为它们的财务管理能力存在差异。通常,企业的财务管理能力越强,将竞争优势转化为经济利润的能力也就越强。因此,作为一种重要的战略决策,合理的资本结构决策不仅能降低融资成本,更重要的是它关系到企业能否实现价值最大化。既定时期的资本结构是企业根据整体战略、产品市场竞争强度和宏观经济条件等因素进行综合决策和调整的结果,它必然与企业所处的外部环境相适应。

作为新兴市场经济国家,中国经历了高速的经济增长和快速的资本市场发展时期,有其特殊的制度环境。股票市场从无到有,其市场深度和广度不断拓展、功能逐渐完善,已成为中国企业当前最重要的外源融资渠道之一。与此同时,银行等金融中介也发生着深刻的变化:银行的自主权增强,贷款决策越来越市场化。但银行仍然在企业融资中扮演着重要角色,为各类企业尤其是中小企业提供了大量资金。

这些变化直接影响着科技型中小企业所处的外部环境,改变着它们面临的融资约束,使企业的融资方式和决策更加复杂:一方面,行业竞争使得利润下降,企业外部融资的难度加大;另一方面,资本市场的蓬勃发展又放松了企业的融资约束,具有战略优势的企业能以较低成本获得外部融资。在这种背景下,一家科技型中小企业在价值创造过程中怎样调整资本结构才能实现价值最大化?研究这一问题不仅对中国科技型中小企业的资本结构决策具有实际指导意义,还能为其他新兴市场经济国家的企业提供参考。

第二节 基本概念的界定

一、资本结构

(一) 内涵

斯蒂芬·A. 罗斯等(2005)认为,资本结构指企业短期及长期负债与股东权益的比率,即企业全部资金来源的构成及比例关系。也就是说,资本结构是负债与所有者权益的价值比率。资本结构决策的目标就是选择使企业价值最大化的资本结构,其中企业总价值为短期负债、长期负债和权益资本价值之和。

学术界对资本结构内涵有三种不同界定(沈艺峰,1999;张志宏,2003;孙杰,2006):

一是狭义资本结构,指长期负债与所有者权益的比例关系。它反映了企业长期资本项目的组合及相互关系,这里,资本仅指长期的资金来源,包括长期负债和股权融资。这种观点认为,资本结构不同于短期负债率等衡量短期债务水平的财务指标,它主要涉及与企业长期经营发展有关的长期性资本和负债。

二是广义资本结构，指不同负债之间、不同权益之间以及不同负债与不同权益之间的关系，即资产负债表右侧各项目之间的比率。它反映了企业全部资金来源的构成及其比例关系，这里的资本包括企业的全部资金来源，而不论其期限的长短。

狭义资本结构和广义资本结构的区别主要体现在对负债的认识上，前者侧重于长期负债，后者考虑长期负债和短期负债。广义资本结构的概念还涉及债务结构和股权结构。其中，债务结构指不同债务之间的关系，如企业债券和银行信贷等；股权结构指不同权益资本之间的关系。

三是最宽泛的资本结构，这里的资本结构指实务资本（包括股权资本和债务资本）和人力资本之间的比例关系（Zingales, 2000）。按照 Zingales 的观点，随着经济的发展，知识和人力资本在企业中的作用日渐凸显，因此这类资本在企业的资本结构决策中应该被考虑。

使用何种资本结构概念取决于研究目的，理论研究通常采用狭义资本结构，而实证研究则根据实际问题的背景和性质而定。需要指出的是，第三种界定是最宽泛的资本结构定义，使用这一定义时，资本结构决策不同于融资决策。在没有特别指明的情况下，本书使用广义资本结构的概念。

（二）表征指标

用于衡量资本结构的指标主要包括总负债率、长期负债率、短期负债率、长期负债与权益之比等。

资本结构有两种度量方式：账面资本结构和市场资本结构。账面资本结构用账面价值表示资本结构中的负债和权益资本的比例关系；市场资本结构用市场价值表示资本结构中的各种比率关系。学者们在“哪种度量方式更科学”的问题上存在分歧，赞成使用市场资本结构的学者认为市场价值比历史价值更能反映企业的内在价值，但其前提是价格能准确反映资本价值。如果价格和 market 价值波动较大，资本结构变动将无法反映其内在规律。由于使用市场价值描述资本结构缺乏实际可操作性，一般情况下都采用账面价值度量资本结构。

二、资本结构决策、融资决策与资本结构调整

（一）资本结构决策

按照《辞海》的解释，决策指“人们在改造世界过程中，寻求并决定某种最优化目标和行动方案，以对事物发展规律及主客观条件的认识为依据”。

企业的融资渠道有二：内源融资和外源融资。内源融资主要指企业的留存利润，外源融资主要有权益融资和债务融资两种方式。资本结构决策主要涉及

外源融资，即企业在筹集资金时是选择权益融资还是债务融资。据此，如前所述，我们将资本结构决策定义为企业寻求并决定最优化目标，有目的地调整资金来源的构成及比例关系，使之达到最优的一种企业主动行为，也称为融资决策。

（二）资本结构调整

国内关于资本结构调整的研究，主要是将国外的研究方法具体运用到中国上市公司的资本结构调整上，代表性研究包括童勇（2004），王皓、赵俊（2004），连玉君（2005）的研究等。他们使用动态模型研究了资本结构调整及其影响因素，重点考察了调整成本和调整速度。孔爱国和薛光煜（2005）从股票价格波动角度研究了资本结构调整，发现企业通过选择时机和力度调整资本结构以达到增加价值的目的。李国重（2006）的研究考虑了企业微观特质因素和宏观制度因素，王正位等（2007）研究了调整速度及其体现的资本市场摩擦，丁培嵘和郭鹏飞（2005）则检验了中国上市公司资本结构是否向均值调整。

文献分析表明，国内研究没有明确地界定资本结构调整。从战略角度看，资本结构决策作为一项重要的战略决策，其目标是选择使企业价值最大化的资本结构，即寻求最优资本结构。可见，资本结构是一系列资本结构决策的最终体现，资本结构调整是这些决策实施的过程，当这种调整以实现最优资本结构为目标时，这一过程就是资本结构优化。

理论上，企业能根据自己的资金需求自由地选择融资方式，但放贷者和借款者之间的信息不对称导致信贷配给现象长期存在，在债务融资中更是如此。即使投资净现金值大于零，企业也未必能获得外部资金。资本结构调整能力较强的企业能实现使企业价值最大化的最优资本结构。通常，这种调整能力体现在外部环境变化时，例如，当宏观经济条件和产品市场竞争强度发生变化时，企业能按照所需的方式筹集到资金。因此，资本结构调整能力的培养能为企业带来持续的竞争优势，对企业价值最大化具有非常重要的意义。

（三）二者的关系

图1-1说明了资本结构决策与资本结构调整的关系。不难看出，资本结构决策是一个典型的最优化问题：决策目的是达到最优资本结构，即最合适的债务和权益资本比例；优化目标是企业价值最大化。换言之，衡量资本结构是否最优的标准是企业目标，即最优资本结构是使企业价值最大化的资金比例关系。

构建资本结构优化模型就是利用最优化理论和方法解决资本结构决策的具体问题，将资本结构决策形式化。本书使用委托代理理论来分析资本结构优化模型的约束条件，下面对代理成本概念进行界定。