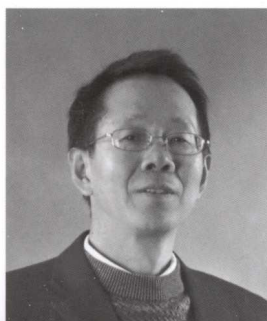


百人百部



当代云南社会科学百人百部优秀学术著作丛书

企业融资结构理论研究

郭树华/著

云南大学出版社
云南人民出版社

百人百部

当代云南社会科学百人百部优秀学术著作丛书

企业融资结构理论研究

郭树华/著

云南大学出版社
云南人民出版社

图书在版编目（CIP）数据

企业融资结构理论研究 / 郭树华著. —昆明：云南大学出版社，2012

（当代云南社会科学百人百部优秀学术著作丛书）

ISBN 978 - 7 - 5482 - 0893 - 8

I. ①企… II. ①郭… III. ①企业融资—融资结构—理论研究 IV. ①F275.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2012）第 054697 号

责任编辑：柴 伟 蒋丽杰

装帧设计：刘 雨 王睿韬

责任印制：张爱成

书 名	企业融资结构理论研究
作 者	郭树华 著
出 版	云南大学出版社 云南人民出版社
发 行	云南大学出版社 云南人民出版社
社 址	昆明市翠湖北路 2 号云南大学英华园内（650091） 昆明市环城西路 609 号（650034）
电 话	0871 - 5031071 5033244 0871 - 4113185
网 址	http: //www. ynup. com www. ynp-ph. com. cn
E - mail	market@ ynup. com rmszbs@ public. km. yn. cn
开 本	787mm × 1092mm 1/16
印 张	16
字 数	253 千
版 次	2012 年 5 月第 1 版第 1 次印刷
印 刷	昆明卓林包装印刷有限公司
书 号	ISBN 978 - 7 - 5482 - 0893 - 8
定 价	45.00 元



雲南文庫

《云南文库》编委会

主任委员：李纪恒 张田欣 高峰

副主任委员：钱恒义 尹欣 陈秋生 张瑞才

委员：（按姓氏笔画排序）

王展飞 任佳 何耀华 张勇

张昌山 杨毅 范建华 贺圣达

《云南文库·当代云南社会科学百人百部优秀学术著作丛书》编委会

主任委员：张田欣 王义明 高峰

副主任委员：尹欣 刘德强 张瑞才 张红苹 张云松 范建华

委员：（按姓氏笔画排序）

王文光 王清华 叶文 刘大伟 江克 任佳 西捷 汪戎

李兵 李炎 李昆声 李生森 杨先明 杨福泉 杨安兴 陈一之

陈云东 陈路 陈平 何明 何晓晖 张桥贵 吴卫民 吴宝璋

和少英 周平 周永坤 和丽峰 金丽霞 武建国 欧黎明 郑晓云

郑海 胡海彦 段万春 段炳昌 郝朴宁 施惟达 柴伟 崔运武

董云川 韩跃红 蒋亚兵 雷翁团 靳昆萍 戴世平

主编：范建华

副主编：江克 蒋亚兵



作者小传

郭树华，男，1963 年出生。1983—1987 年在云南大学经济系企业管理专业学习，获经济学学士学位。1987—1989 年在中国社会科学院研究生院投资管理专业在职攻读硕士学位，获经济学硕士学位。1996—1999 年在中国人民大学经济系政治经济学专业学习，获经济学博士学位。1987 年加入中国共产党，1998 年被破格晋升为副教授，同年被评为云南省中青年学术和技术带头人，2000 年被破格晋升为教授。1987 年至今在云南大学经济学院工作，任云南大学会计学院院长兼经济学院副院长，博士研究生导师。主要研究投资学、微观经济学和宏观经济学。近年来，在《国际金融》、《思想战线》、《中美经济评论》、《中国人民大学学报》等刊物上发表论文 37 篇；在中国社会科学出版社、人民出版社、中国经济出版社出版著作 7 部。

《云南文库》编辑说明

《云南文库》是云南省哲学社会科学“十二五”规划的重大项目。编辑出版《云南文库》是落实云南省委、省政府建设民族文化强省的重要举措，是繁荣发展云南哲学社会科学的重要途径，是树立云南文化形象、提升云南文化软实力的基础性工程。

中国学术文化的发展不仅有共性，还有很强的地域性。一国有一国之学术，一方有一方之学术。学术研究是社会发展的动力，是社会智慧的结晶，是文化建设的重要构成部分。云南虽地处边疆，仍不乏丰厚的学术研究传统。尤其明清以来，云南与中原的文化交流日臻密切，省外名宿大儒进入云南的代不乏人，而云南的文人学士也多有游宦中原者。在中原文化的熏陶下，云南的文化学术遂结出累累硕果，文化名人辈出，如杨慎、李贽、李元阳、师范、王崧、方玉润、许印芳等，其总体集中性的代表成果是《滇系》和《云南备征志》。至清末，云南学子开始走出国门到海外留学，成为云南与世界沟通的桥梁，也成为改造社会和推进云南文化学术发展的中坚。但由于交通不便，信息闭塞，云南的学术成果并未为内地所认知。更有甚者，清乾隆年间，四库全书馆在全国征集历代遗书，云南巡抚李右江得到云南先贤的著述，但害怕其中有什么不恰当的内容，竟私藏起来不上报，使得《四库全书》仅从它处收录了3种云南人著述，成为云南文化史上的一大缺憾。辛亥革命后，云南学人痛感地方文化学术之不彰，在地方政府的支持下，赵藩、陈荣昌、袁嘉谷、由云龙、周钟岳、李根源、方树梅、秦光玉等一批当时最负盛名的云南学者倾力收集整理云南文献，于1914年至1923年编成刻印《云南丛书》初编，共152种1064卷，及不分卷者47册；1923年至1940年编成刻印《云南丛书》二编，共69种133卷。另编定31种待刻，后由于抗日战争爆发，整个《云南丛书》的编辑刻印工作中止。历时26年编刻的《云南丛书》把保存下来的历代云南重要地方文献网罗殆尽，是云南有史以来地方文化的一次最系统的总结，对云南的文化建设发挥了不可估量的作用。

学术创新的根基是学术积淀和传承。从编辑刻印《云南丛书》之时

算起至今，其间经历了抗日战争、新民主主义革命、社会主义革命和建设、改革开放的新的历史时期。在这近一百年的历史中，云南的学者为抗击日本侵略者和新中国的解放事业，为社会主义新文化的建设贡献了自己的聪明才智，也为云南地方经济、社会、文化的发展创造了一大批研究成果，并形成了自己的风格和特色。今天，文化建设又站在一个新的历史起点上。整理和出版云南学术史和文化史上的优秀成果，是继承优秀的地方历史文化遗产，建设有中国特色的社会主义新文化和民族文化强省的基础性工作。只有站在前人的肩上，我们才看得更远，走得更实。这也是我们编辑出版《云南文库》的初衷。

比之编刻《云南丛书》的时代，云南的经济政治社会文化已经发生了翻天覆地的变化，云南不再是一个封闭落后的边疆省份，而是成为了我国面向南亚、东南亚开放的桥头堡，其战略地位日益突出。云南的文化创造力也大大发展了，学者力量的壮大、学术成果的丰富早已不可同日而语。今天的《云南文库》不可能像当年《云南丛书》一样收录所有的文献资料，只可能是好中选优、优中选精，尽可能地把最能体现云南学术文化水平和云南学术特色的成果收录进来，以达到整理、总结、展示、交流和传承文化，弘扬学术，促进今日云南文化学术的建设与繁荣之目的。功在当代，利在千秋。

《云南文库》分为三个系列。

一是《云南文库·学术大家文丛》，收录云南学术大家的作品。

二是《云南文库·学术名家文丛》，收录中华人民共和国建立以前出生的云南学术名家的作品。

三是《云南文库·当代云南社会科学百人百部优秀学术著作丛书》，收录中华人民共和国建立以后出生的一代学者的优秀作品。

我们将使《云南文库》成为一个开放的体系，随着云南民族文化强省建设的推进而不断丰富它的内涵，不断发挥其在社会主义精神文明建设和云南文化建设中的积极作用。

《云南文库》编辑委员会

2011年6月

目 录

引 言	1
第一章 现代企业融资结构理论的发展及主要内容	15
第一节 古典企业融资结构理论	16
第二节 现代企业融资结构理论	18
第三节 企业融资结构理论分析的特点	37
第四节 综合与评价	41
第二章 企业融资结构的国际比较	45
第一节 对有关样本、数据选取的说明	46
第二节 企业杠杆作用与融资的国际比较	49
第三节 制度差异与企业融资结构选择比较	56
第四节 股票市场发展对企业融资结构选择的影响	61
第五节 企业融资结构的决定因素：一个综述	69
第六节 对企业融资结构的经验性分析	74
第三章 企业融资结构安排	79
第一节 企业融资结构安排与融资方式选择	79

第二节 企业融资结构安排	84
第三节 与代理成本相关联的企业股权融资和债权融资比率	89
第四节 中国国有企业融资结构安排	95
 第四章 企业融资结构优化分析	 109
第一节 不同融资方式的成本差异	109
第二节 各种融资方式的收益差异	115
第三节 企业融资结构与企业市场价值	120
第四节 企业融资顺序安排	122
第五节 企业融资结构的优化	128
第六节 中国国有企业的融资结构优化	133
 第五章 企业融资结构与行为治理	 168
第一节 决定企业行为的一般理论分析	169
第二节 企业融资结构与企业行为合理化	173
第三节 企业治理结构安排	180
第四节 企业融资结构变动对经营者的行为激励与约束	199
 第六章 企业融资结构与资本市场深化	 207
第一节 企业融资与银行部门信贷配给	207
第二节 企业融资与证券市场	213
第三节 对中国资本市场的实证考察	226
 参考文献	 241
 后 记	 245



引 言

问题的提出

企业融资结构（有人称之为资本结构）是现代企业组织结构理论的一个重要组成部分。其主要内涵是指股票与债券等融资形式的一种组合关系^①，其主要分析的主要目的在于为那些与企业融资形式有直接契约关系的当事人的利益关系、相互作用机制、成本和收益以及企业融资结构变化对企业市场价值的影响找出一个一般性的规律。但是，股票、债券及银行信贷等融资形式在行业分布、融资成本、净收益、税收以及对企业治理结构的影响等方面都有较大不同，譬如，按照莫迪利亚尼和米勒（Modigliani and Miller）提出的MM定理，企业融资结构在不同行业应该是随机分布的，而在现实中，企业融资结构在不同行业的分布具有一定的规律性，像航空公司、房地产企业往往选择债券和银行信贷的融资形式，而医药和电子企业则更倾向于选择股票融资形式进行融资。所以在给定企业融资总量时，企业如何依据其目标函数、成本和收益，选择合理的融资结构或融资形式，即采取债券融资、股票融资还是银行信贷，并在一定融资顺序（Pecking Order）安排下，形成合理的融资结构，实现企业市场价值最大化，在现代西方经济理论中并没有得到合理的解释，成为西方经济学家所说的“企业融资结构之谜”。

^① 特里·S·马内斯（Terry S. Maness，1988）把它定义为企业运用负债、优先股、普通股等融资方式的组合比例关系。张维迎教授则把它定义为企业各项资金来源的组合状况（《改革》，1995）。张昌彩认为融资结构是指经济主体融通各种资本的构成和比例关系（《管理世界》，1998）。这些定义基本上都是围绕负债融资与股权融资的组合比例关系来分析企业的各种融资方式的构成状况，因此仅仅就企业融资结构定义而言认同点是比较一致的，为此本书对定义问题不作更多阐释。

在中国,国有企业融资结构是随着改革的不断深入而发生变化的,国民收入分配格局的变化和企业资金来源渠道的增加,已使得企业融资结构初步得到了改观。尽管如此,作为“二财政”的银行信贷一直是企业融资的主要形式。这种融资结构自然导致了企业负债率的上升。由于国有企业的这种高负债大多是与低效率结合在一起的,因此在现有的以银行信贷为主的融资结构已经陷入危机的情况下,经济学中一般性的常规技术分析并不能对国有企业融资结构的形成与变动作出圆满的说明。所以,如何根据市场化改革的思路,从理论和实践的结合上,调整国有企业融资结构以适应市场经济需要,是目前中国企业发展的重大课题。

由此可以看出,在理论上,企业融资结构理论还没有形成一个一般的理论分析框架,因而在实践上这种结构分析也就无法有效地为那些以商业目标为取向的企业提供指导,尤其是对以市场化改革的中国来说,没有一个合理的企业融资结构理论,就不可能整合国有企业融资结构。因此,仅就企业融资而言,探讨企业融资结构与融资形式的选择问题,是现代经济理论研究的重要内容之一,自然也就成为本书所要研究的重大问题。

研究现状

从理论渊源上来说,企业融资结构理论是微观经济学的一个分支应用学科。然而,企业融资结构理论作为一门独立的科学出现,却是20世纪50年代的事。1956年,美国著名经济学家莫迪利亚尼和金融学家米勒的MM定理标志着企业融资结构理论的形成。但是由于该定理的假定分析不能很好地对现实问题作出解释,因而在实践中受到很大挑战(详见第一章)。

20世纪70年代,随着企业财务理论不断发展,正统的企业融资结构理论在案例和行业分析的基础上,通过引入企业债务风险分析,从供给中的破产成本上,归纳和确立企业融资结构、企业行为以及企业市场价值之间的逻辑关系,提出了有名的平衡理论(详见第一章)。

从20世纪80年代开始,由于企业理论、产权理论、交易费用理论,尤其是信息经济学等微观经济理论的拓展,非对称信息论被引入这一领域,使



该理论发生了较大的变化：第一，在分析融资结构→行为→市场价值之间单向关联性的同时，突出了三者之间的双向关联性；第二，把融资顺序理论与企业融资结构安排结合起来，分析经营者和投资者的行为取向。

虽然企业融资结构理论近年来得到了很大发展，但是对现实的解释并不十分全面，理论上也还没有建立起较为清晰的逻辑体系。在决定企业融资结构选择的因素、企业怎样选择融资结构以及什么是企业融资结构的选择方式等方面，都有待于进一步研究分析和发展。

与西方企业融资结构理论研究进展程度相比，我国在这一领域的研究则显得薄弱得多。一是对我国企业融资结构的研究，更多的是侧重于融资角度，即如何“圈钱”，而从企业治理行为方面研究融资结构的则较少，仅处在逻辑推理阶段，并缺乏相应的实证分析；二是研究的层面较狭窄且比较分散，对企业融资结构的现状以及发展缺乏应有的了解和研究。

企业融资结构是现代财务管理理论的重要内容之一。在传统的经济理论中，企业融资结构是与企业治理行为和市场价值相关联的，它在三者中居于中心地位。20世纪50年代初，作为西方企业理财的核心问题就是在企业融资结构的安排中该进行多大比例的债券与股票融资才能使企业市场价值达到最大。由于企业不同的融资形式会产生不同的融资成本，因而企业不同的融资结构组合与选择，自然就会产生不同的行为，进而对企业市场价值的影响也就有所不同。可见，西方的融资结构理论起因于企业市场价值最大化的要求以及企业治理结构的变异。我国对企业融资结构的研究，很大程度上是经济体制，特别是国家投融资体制变革的推动。

既然中国国有企业融资结构研究是导因于金融体制改革，那么把研究的重点放在通过企业融资结构演进分析来揭示中国国有企业治理行为及其价值就具有重要意义。在传统体制下，国有企业融资来源主要是收入融资，国家通过低工资、低消费的政策把一部分收入转化为企业投资。在企业融资由“拨改贷”以后，企业融资形式已由收入融资变为债务融资。20世纪90年代初，中国资本市场的兴起，促使企业融资形式多样化趋势进一步发展，企业融资结构得到了一定的改善，但是由于融资结构的变异不是和企业治理结构的变革相匹配的，结果，企业融资结构选择与企业市场价值最大化并不一致。

所以，企业融资结构研究的实质就是关于投融资体制改革影响企业融资结构选择的分析。研究国有企业融资结构的改善，本身就说明中国金融体制改革的深化；而分析融资结构选择与市场价值之间的非一致性，表明我国经济体制改革的局限性所在。正因为如此，我国对企业融资结构的研究往往也就上升到企业产权变革来加以研究。研究的目的在于通过对企业融资结构缺陷的分析，在宏观层次上说明经济体制改革的必要性，而不是在微观层面上就企业融资结构问题进行必要的整合分析，来完善企业融资结构理论。因而对企业融资结构的分析就存在很大的局限性。

对企业融资结构理论研究的不足，体现在所能运用的研究方法只能是直观的定性比较和描述。既没有大量的个例研究，又没有较强的实证分析，整个对企业融资结构的分析还处于规范研究阶段。因而，我们既不清楚我国企业各种融资形式的风险、融资结构选择标准，不清楚我国企业融资结构变化对企业治理结构的行为指向和企业市场价值最大化的推动作用，更不清楚企业融资结构中资产—负债比率的合理区间以及各行业的负债率分布。这些数据是我们进行企业融资结构研究的基础，也是使该研究能够得出科学结论的基本保证。

我国对企业融资结构分析的另一个不足之处是研究范围较为狭窄。以研究资本结构为主要内容的西方企业融资结构理论，在其研究范围方面，几乎包容了微观经济学的所有领域。从融资成本与企业市场价值到融资结构与企业的治理结构，从企业行为约束到资本市场运作，都进行了广泛的研究。而我国对企业融资结构的分析大都沿用信用制度→融资结构→产权安排→企业组织形式的框架。正是由于我们采用了这样一种分析框架，从而使我们对企业融资结构的研究视野受到限制。事实上，影响企业融资结构的因素是多种多样的，不仅有企业的组织形式、产权安排，还有融资成本、企业行为、市场价值以及结构选择等因素。

从20世纪90年代开始，一些有识之士就对企业融资结构问题进行了有益的研究尝试。这一方面反映了我国投融资体制的变化，尤其是国民收入分配格局变革的要求，另一方面也是适应我国市场体系中资本市场的发展需要，使其成为一个重要的研究领域。尽管如此，我们不少研究主要还是停留在企

业内部的产权安排和利益结构对企业行为的影响上，结果是对我国企业融资结构的基本状况知之甚少，更谈不上融资结构对企业行为的影响。通常把企业融资行为与对银行的负债看成是传统体制的产物，认为国有企业治理失误在很大程度上是由政府行为造成的，它外生于企业融资结构的改善。在对国外企业融资结构的分析方面，基本上是处于介绍和评价的水平上，未对其进行深入的研究与创新，尤其是企业融资结构的分析远远不能适应现实经济发展的要求，不能为中国国有企业融资结构的完善提供强有力的理论指导。

随着社会主义市场经济的发展和市场体系的完善，企业外部融资的渠道自然会得以拓宽。因而外部融资形式的引入，企业融资结构会以合约的形式确立下来，这样企业经营者与投资者治理关系也就相应得到体现。企业行为自然也会受制于企业融资结构，并成为企业融资结构的重要影响因素。而要对国有企业融资结构进行有效的调整，以规范企业的行为，提高企业市场价值，就必须深化企业融资结构的实证研究。而要实现这一目标，笔者认为对企业融资结构的研究应从以下三个方面着手：

（1）应对现代企业融资结构理论的最新进展有所研究。企业融资结构理论是近年来西方企业组织形式演进的必然结果。合理的企业融资结构是优化资源配置、规范企业行为的前提条件。该理论中有关融资结构选择与企业行为及企业市场价值的分析，特别是该理论中有关对企业行为的制度规范和激励约束机制的分析，对我国国有企业融资结构的改善具有重要的参考价值。所以，无论是优化我国企业融资结构选择，还是改善企业治理结构和提高企业市场价值，全面系统地把握现代企业融资结构理论的最新发展，是我们认识、研究和发展企业融资结构理论的基础，也是我们把该理论用于指导企业融资与发展的前提条件。

（2）做好企业融资结构分析的基础工作，加强对该理论的实证研究。近年来我国对国有企业改革的研究主要侧重于对企业行为的研究，如对企业行为短期化问题的分析、产权结构的不合理所产生的行为不规范问题等等。这些研究多数都停留在规范分析的水平上，缺乏对经济现象本质的把握。为此，我们认为应从过去的规范性研究转向对企业融资结构的实证分析。首先，掌握我国主要行业企业融资结构的状况，以便为该理论的分析打下坚实的基础；



其次，弄清它们的行业分布；再次，了解主要类型的企业行为，包括其内部组织结构、权利分配、行为目标以及行为方式等；最后，企业融资成本和企业市场价值之间的统计分析，如对企业债券、股票的发行成本、代理费用以及信贷配给等统计分析。

(3) 以马克思主义理论为指导，吸收西方企业理论、财务管理理论以及信息经济学等学科的积极成果，运用规范分析与实证分析相结合、理论与实践相结合的分析方法，进一步研究企业融资结构问题。强调经济分析的实证性是马克思主义经济方法论的一大特点。因而，对企业融资结构问题的研究，在坚持马克思主义方法论的前提下，结合中国实际，创造性地开展研究工作，发现问题，解决问题，就显得尤为重要，而这自然就涉及研究过程中的实证分析和规范分析问题。从方法论上来看，规范分析实际上是一种价值判断，是对某种特定内容所作的“好”或“坏”、“合理”或“不合理”等的评价和预言。从认识逻辑来看，价值判断仅仅是一种根据特定的价值标准作出的判断性评价和立场取向，如有人认为现行的企业融资结构制度是不合理的，它表明判断者持有非议的价值立场，但它不排除别人对相同的事实持与之相反的价值立场。而实证分析是一种事实判断，它是指可以由各个主体进行事后检验的有关事实和论断，即事实是怎么回事儿，它已经怎样或将来会如何。作为经验科学的经济学研究，占重要地位的首先是实证分析，其次是规范研究。虽然二者存在一定的联系，但是它们是可以区别开来的。一般而言，在研究对象的选择、认识目标的确定、研究方法的选择等领域，需要进行价值判断。因为每一个人既可以根据个人的兴趣爱好从事选题研究，也可以从自身的政治信仰以及道德信念选择要研究的问题。但是，在科学研究的内容领域，也就是在认识过程和理论的形成过程中却不能引入价值判断。如果这样，就会使认识过程从一开始就把“应该是什么”引入对现实问题的研究，最终会使认识过程扭曲，得不出科学的结论。^① 因此，在经济学研究中，在收集信息和认识客观事物内在联系的范畴内，要进行实证分析，在实证分析的基

^① 张曙光：《经济理论创新和经济决策咨询——经济学研究中必须明确的几个方法论问题》，《经济研究》1989年第6期。

