



基于隐性财务资本的财务价值决策研究

JYU YINXING CAIWU ZIBEN DE CAIWU JIAZHI JUECE YANJIU



邓小军 李小华 刘庆龄 吕飞

著



西南财经大学出版社
Southwestern University of Finance & Economics Press

中国·成都



基于隐性财务资本的财务价值决策研究

JIYU YINXING CAIWU ZIBEN DE CAIWU JIAZHI JUECE YANJIU

邓小军 李小华 刘庆龄 吕飞 著



西南财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

基于隐性财务资本的财务价值决策研究 / 邓小军等著. —成都:
西南财经大学出版社, 2017. 5

ISBN 978 - 7 - 5504 - 2327 - 5

I. ①基… II. ①邓… III. ①企业管理—财务管理—研究
IV. ①F275

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2016)第 039761 号

基于隐性财务资本的财务价值决策研究

邓小军 李小华 刘庆龄 吕飞 著

责任编辑:林伶

封面设计:杨红鹰 张姗姗

责任印制:封俊川

出版发行	西南财经大学出版社(四川省成都市光华村街 55 号)
网 址	http://www.bookcj.com
电子邮件	bookcj@foxmail.com
邮政编码	610074
电 话	028 - 87353785 87352368
照 排	四川胜翔数码印务设计有限公司
印 刷	郫县犀浦印刷厂
成品尺寸	185mm × 260mm
印 张	15.25
字 数	360 千字
版 次	2017 年 5 月第 1 版
印 次	2017 年 5 月第 1 次印刷
书 号	ISBN 978 - 7 - 5504 - 2327 - 5
定 价	78.00 元

1. 版权所有,翻印必究。
2. 如有印刷、装订等差错,可向本社营销部调换。



致 恩 师



谨以此书敬献可亲可敬的恩师干胜道先生！
虔诚、默默地对恩师三年呕心沥血、无私奉献的
教化大德表示深深的感恩、敬意、谢意！

愚生

李华 李华
刘庆龄 李华

序

邓小军、李小华、刘庆龄、吕飞四位同志的力作《基于隐性财务资本的财务价值决策研究》与广大读者见面了，我感到由衷的高兴。在全面建设和谐社会、大力造就大批高素质财会人才的今天，作为四川大学商学院会计学博士专业的重点学术研究命题，也作为全面、完整、系统探讨隐性财务资本、财务价值决策等财务学前沿研究领域的专著，此书的出版无疑具有重大的理论价值和现实意义，可喜可贺！

基于隐性财务资本视角构建现代财务价值决策的理论研究框架和我们所处时代的竞争性特征密不可分。21世纪是知识导向的竞争性时代，区域性组织与组织之间的竞争、国与国之间的竞争、企业和企业之间的竞争、个体和个体之间的竞争……一言蔽之，全体竞争对象之间的竞争突显在以知识、能力为导向的相关隐性无形资本的竞争方面。隐性无形资产是知识经济时代最具有竞争价值的核心竞争力，是营利性组织获取可持续竞争优势、进行可持续财富价值创造的核心驱动力。传统的农耕文明、农耕经济依赖于自然资源禀赋，以牺牲自然资源为代价而驱动繁荣，现代工业文明、工业经济仰仗于有形实体资本资源要素，以消耗有形实体资本资源来驱动现代工业经济的发展和现代工业文明的昌盛。而和经济全球化、信息技术普及化相对应的知识经济时代，以智力资本、关系资本、客户资本、声誉资本、专用投资资本等为内容构成的隐性无形资产则成为我们这个时代推动经济持续发展、创建当代知识文明的主旋律。

资本的全部核心要义在于价值创造、优化和实现。基于财务资本的企业内生财务价值创造、优化和实现是财务学研究的经典核心命题。自1958年莫迪里安尼（Modigliani）和米勒（Miller）推出经典力作《资本成本、公司财务与投资理论》（*The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*）提出财务价值创造和资本结构无关论开资本结构和财务价值创造的“杜兰特大辩论”始，后续研究者在对MM第一、第二、第三定理不断地修正完善进程中相继提出了关于资本结构和财务价值创造的资本资产定价模型、MM税收差异定理、破产成本定理、权衡定理、新优序融资定理、代理成本定理、财务契约定理、信号传递定理、公司治理定理、资本产业组织定理、资本风险管理定理等十多种虽研究思路视域、具体内容表述不同但各种理论模型之间相互传承的资本结构理论体系。这一资本结构理论体系反映着从传统资本结构理论到现代资本结构理论再到新资本结构理论的演进嬗变。传统资本结构理论主要包括净收益理论、营业净收益理论、折衷理论等；现代资本结构理论主要包括MM理论、破产成本理论、税差学派理论等；新资本结构理论主要包括优序融资理论、代理成本理论、财务契约理论、信号模型

理论、企业产业组织理论和企业治理结构理论等。^① 新资本结构理论可进一步拓展为新优序融资理论（新优序融资理论的产生和权衡理论及其实证检验）；以 Leland. H & Pyle. D. H Model, Ross, S. A. Model, Harris. R. S & Litzenherger, R. H Model 为代表的资本结构信号模型；以 Grinblatt. M & Hwang, C. Y Model, Allen, F & Faulhaber. G Model, Welch, I Model 为代表的新股发行信号模型；以 Bhattacharya, S Model, Kumar. P Model, Miller, M. H & Lipton, M Model, John. K & Williams, J. B Model 为代表的股利信号模型；以 Stulz. R. M Model, Harris. R. S & Litzenherger 模型, R. H Model, 伊斯雷尔模型为代表的企业控制权资本结构理论等。^②

上述资本结构理论体系在对资本结构和财务价值创造核心命题进行多视角分析解释的同时也体现出这一理论体系的局限性。这一局限性被斯图尔特·C. 梅耶斯命名为“资本结构之谜”。梅耶斯在其经典力作《资本结构之谜》（*The Capital Structure Puzzle*）中对“资本结构之谜”进行了形象的刻画、描述：“We have only recently discovered that capital structure changes convey information to investors. There has been little if any research testing whether the relationship between financial leverage and investors, returns is as pure MM theory predicts.”^③ 事实上，资本结构理论源自企业财务融资决策实践的客观需求，财务融资决策实践的困境客观上需要资本结构理论的指导。但流派纷呈的资本结构理论体系并没有实现企业能否通过资本结构的调整来增加公司价值这一资本结构理论体系的核心命题：基于新古典经济学研究框架的资本结构理论外部研究范式尽管在静态权衡中提供了解开“资本结构之谜”的基本思路，但对财务困境成本或财务拮据成本等隐性财务资本与价值创造大小测度方法的不确定性使得“资本结构之谜”仍然是谜题；基于新制度经济学研究框架的资本结构理论内部研究范式为解开“资本结构之谜”提供了信息传递，但信息不对称条件下对代理成本等隐性财务资本的财务价值决策仍然显得苍白无力；基于行为博弈经济学研究框架的资本结构理论内外部研究范式试图通过融合外部研究范式和内部研究范式各自的优势来进一步透析并破解“资本结构之谜”，但知识经济时代对企业价值创造贡献巨大的新要素资本，诸如关系资本、客户资本、品牌资本等隐性财务资本价值创造度量方式的多样性和争议性决定了“资本结构之谜”目前的困境。

可见，基于隐性财务资本来进行财务价值决策有助于分析、解开“资本结构之谜”。

专著《基于隐性财务资本的财务价值决策研究》在构建起隐性财务资本研究框架、财务价值决策概念框架，深入分析财务价值决策的支撑理论基础上，基于财务价值创造、财务价值估值、财务价值管理三个研究思路，对基于隐性财务资本基本的内容构成，如智力资本、关系资本、客户资本、声誉资本、专用投资资本等进行了深入的分析探讨，初步构建起隐性财务资本、基于隐性财务资本的财务价值决策等新兴边缘性学科的基本框架。本人初阅后受益不少，认为全书体现了如下的鲜明特点：

① 沈艺峰. 资本结构理论史 [M]. 北京：经济科学出版社，1999：6.

② 沈艺峰，沈洪涛. 公司财务理论主流 [M]. 大连：东北财经大学出版社，2004：8.

③ Stewart C. Myers. The Capital Structure Puzzle [J]. the journal of finance, 1984 (6)：575.

一是创新性。全书坚持以破解“资本结构之谜”为指导，本着“求知、求精、求新”的创新精神，博采众长以提升专著的研究成果，实现理论研究的创新，可以说这部力作的问世创新性地开拓了破解“资本结构之谜”、基于隐性财务资本进行财务价值决策研究的新思路、新领域，填补了隐性财务资本价值创造研究的财务学空白。

二是针对性。全书不是泛泛空谈，它结合我国企业隐性财务资本价值创造和价值管理的实际，突出了理论联系实际的要求，对提高我国企业隐性财务资本价值创造和估值能力，实现隐性财务资本决策管理的科学化、绩效化必将起到积极的指导作用。

三是系统性。从隐性财务资本的概念、内容、类型、理论支撑及隐性财务资本的价值创造、隐性财务资本的价值估值、隐性财务资本的价值管理，基于智力资本、关系资本、客户资本、声誉资本、专用投资资本的财务资本价值创造、隐性财务资本价值估值、隐性财务资本价值管理等方面，系统分析了基于隐性财务资本的财务价值决策基本理论和方法，内容丰富、观点鲜明、分析精辟，资料翔实，是理论创新和实践总结的结果。

四是可读性。本书深入浅出、语言朴实、通俗易懂，体现了良好的学人品质。

毋庸置疑，书中难免存在有些论述有待进一步深化，有些观点需要进一步探讨的情况，但毕竟为隐性财务资本研究领域的进一步研究、基于隐性财务资本进行财务价值决策的进一步研究提供了最基本的分析框架和研究思路，开了一个很好的头，使人深切感受到一股强烈的开拓创新和求真务实的时代精神，非常难能可贵。我深信，该书对我国企业应用隐性财务资本提升财务价值创造的方式、方法，对提高我国企业隐性财务资本价值估值能力，全面提升我国企业隐性财务资本价值管理绩效，实现我国企业隐性财务资本价值管理决策的整合化、科学化、现代化、高效化、绩效化必将起到积极的指导和推动作用，故此为序。

四川大学商学院教授、经济学博士、会计学博士生导师

干胜道

2016年1月5日

前言

财务学的核心命题就是基于资本价值创造导向所进行的各种决策。因此，工业经济时代显性实体财务资本导向的财务决策就是进行营利性组织的资本筹融资决策，资本投资决策，资本运营决策，以及对资本创造的价值收益依据相关财务政策进行公开、公平、公正的财务分配决策。当然，当企业陷入财务困境发生财务危机不得不进行兼并重组、破产清算时，可能还会进行企业并购财务决策。后工业经济时代，随着财务环境的变迁和相关管理理念（比如，战略管理、VBM 管理、柔性管理、业务流程再造管理、人本行为金融管理、权变管理等）和管理实践方法（比如，作业成本管理技术、平衡计分卡技术、EVA 和 MVA、导航器管理技术、智力增值系数技术、监视器管理技术、审计测量估值技术、知识资本价值管理技术等）向财务学的导入融合，传统显性实体财务资本导向意义上的财务价值决策发生了重大变化。比如，战略管理与财务学在相互渗透融合过程中对传统财务学提出的挑战，互联网供需链环境下对 CFO 职责提出的挑战，企业组织形式从中小型向企业集团、跨国公司转换过程中财务管理主体由单一财务理财主体向复杂多样的利益相关者价值创造主体变迁导致企业职能化结构向流程化结构变化时，对传统财务学提出的挑战等。进入知识经济时代，随着隐性无形财务资源对企业财务价值创造巨大贡献度的日益突显，企业隐性无形财务资本，如智力资本、关系资本、客户资本、声誉资本、专用投资资本如何为企业创造出超额的价值收益；如何对智力资本、关系资本、客户资本、声誉资本、专用投资资本等企业隐性无形财务资本创造的超值收益进行科学估值；如何对智力资本、关系资本、客户资本、声誉资本、专用投资资本等企业隐性无形财务资本实施有效管理，以进一步提升这些隐性无形财务资本的价值创造能力和财务价值创造绩效等成为理论研究者和企业实务管理者必须直面并解决的重大课题。

理论上源自资本结构理论体系自身无法破解的“资本结构之谜”、财务实践中源自我国企业经济效益扭曲的“哈哈镜效应”、企业价值隐性流失的“漏斗效应”、我国央企负责人绩效考核时对 WACC 处置的“一刀切效应”等诸多理论研究和实践面临的巨大挑战也迫使我们不得不对传统显性实体资本导向的财务价值决策进行深深的反思。财务学基于资本价值创造导向进行各种财务决策的核心命题可能更多强调并关注显性实体资本价值创造，较少考虑甚至忽视知识经济时代企业隐性无形财务资本巨大的价值创造功能，可能是引发理论上存在“资本结构之谜”，实践中出现“哈哈镜效应”“漏斗

效应”“一刀切效应”的深层次原因。因此，突显并强化对企业隐性无形财务资本巨大价值创造能力研究，基于隐性财务资本视角进行财务价值创造决策研究、财务价值估值决策研究、财务价值管理决策研究应该为破解“资本结构之谜”、消除“哈哈镜效应”“漏斗效应”“一刀切效应”提供一个相对可行的分析研究思路、分析研究路径和分析研究范式。

基于上述研究缘起，我们试图在分析隐性财务资本研究的理论依据及现实驱动力、隐性财务资本研究的范畴、隐性财务资本研究的理论基础上搭建起隐性财务资本的研究框架；试图在对财务资本概念体系和财务价值决策基础进行系统分析的基础上通过对基于财务资本结构、财务价值决策的深入研究来规范财务价值决策的概念框架；试图在深入探究财务价值创造理论、财务价值估值理论、财务价值管理理论等财务学理论的前提下构筑起财务价值决策理论的研究范式。以隐性财务资本研究框架、财务价值决策概念框架和财务价值决策理论范式为支撑平台，通过对智力资本、关系资本、客户资本、声誉资本、专用投资资本等企业隐性财务资本进行财务价值创造决策分析、财务价值估值决策分析、财务价值管理决策分析来完成专著《基于隐性财务资本的财务价值决策研究》的研究目标。

需要说明的是，对隐性财务资本、如何基于隐性财务资本进行财务价值决策这两个研究命题，截至目前，国内外现有研究文献中可资借鉴的直接、现成的研究文献或资料基本上寥寥无几，这两个研究领域呈现空白的研究现状。因此，这两个研究命题存在巨大的挑战性和创新性，尚需要进一步在合乎逻辑的分析性扩张研究中拓展这两个研究领域。由于我们水平所限，书中疏漏或错误难免，恳请专家学者、同行和读者指教并多提宝贵意见，以便对本专著进一步修改和完善。

邓小军、李小华、刘庆龄、吕飞

2015年12月29日

著于四川大学商学院

目 录

第一章 隐性财务资本研究框架 / 1

第一节 研究隐性财务资本的理论依据及现实驱动力 / 1

第二节 隐性财务资本概念范畴 / 15

第三节 隐性财务资本理论基础 / 30

第二章 财务价值决策概念框架 / 46

第一节 财务资本概念体系 / 46

第二节 财务价值决策基础 / 55

第三节 基于财务资本结构的财务价值决策 / 71

第三章 财务价值决策理论 / 78

第一节 财务价值创造理论 / 78

第二节 财务价值估值理论 / 88

第三节 财务价值管理理论 / 97

第四章 基于智力资本的财务价值决策 / 106

第一节 智力资本财务价值创造决策 / 107

第二节 智力资本财务价值估值决策 / 118

第三节 智力资本与财务价值管理决策 / 125

第五章 基于关系资本的财务价值决策 / 132

第一节 关系资本与财务价值创造决策 / 132

第二节 关系资本与财务价值估值决策 / 140

第三节 关系资本与财务价值管理决策 / 146

第六章、基于客户资本的财务价值决策 / 156

第一节 客户资本财务价值创造决策 / 158

第二节 客户资本财务价值估值决策 / 167

第三节 客户资本财务价值管理决策 / 172

第七章 基于声誉资本的财务价值决策 / 177

第一节 声誉资本与财务价值创造决策 / 179

第二节 声誉资本与财务价值估值决策 / 183

第三节 声誉资本与财务价值管理决策 / 193

第八章 基于专用投资资本的财务价值决策 / 201

第一节 专用投资资本与财务价值创造决策 / 202

第二节 专用投资资本与财务价值估值决策 / 209

第三节 专用投资资本与财务价值管理决策 / 214

参考文献 / 217

后记 / 234

第一章 隐性财务资本研究框架

财务的本质就是在财务决策活动中通过对企业各种财务资本要素的整合优化决策以适应动态变迁的内外财务环境而为企业创造价值的过程。1958年, Modigliani 和 Miller 的经典力作《资本成本、公司财务与投资理论》的推出及其经过后续研究者不断修正完善而形成的资本结构理论体系(即基于对 MM 第一、第二、第三定理的拓展而形成的资本资产定价模式、MM 税收差异定理、破产成本定理、权衡定理、新优序融资定理、代理成本定理、财务契约定理、信号传递定理、公司治理定理、资本产业组织定理、资本风险管理定理等十多种虽然研究思路视域、具体内容表述不同,但各种理论模型之间相互传承修订的资本结构理论系统)首次较为系统全面地揭示了企业不同的财务资本结构与企业价值之间的逻辑命题,为企业财务价值的创造和分配决策奠定了坚实的理论基础,是现代财务价值决策学由定性描述向定量测度转变的里程碑。然而,肇始现代财务学理论研究标杆的资本结构理论体系对财务价值决策实践的指导价值相当有限。研究表明,资本结构理论体系与企业财务价值决策实践之间呈现弱相关关系^①,以至于对资本结构—价值创造逻辑命题的研究和对 IPO、股利分配的研究一样成为现代财务学至今未能完全解决的谜题。这一谜题产生的原因可能是多样的,但作为资本结构理论体系基础的 MM 第一、第二、第三定理对收益相对确定的表内财务资本与企业价值最大化关系的更多研究而忽视隐性表外财务资本与企业价值之间的关系,基于企业内生价值创造视角,无疑是导致“资本结构之谜”的深层次原因。因此,基于隐性财务资本视域来探索性分析财务资本与企业内生价值创造之间的逻辑关系可能是揭开“资本结构之谜”,解决资本结构理论体系与企业财务价值决策实践之间弱相关关系的可行性思路和途径,也是财务价值决策科学性、绩效性的实践选择。

第一节 研究隐性财务资本的理论依据及现实驱动力

一、解开“资本结构之谜”:隐性财务资本研究的理论依据

Stewart C. Myers 在其名著《资本结构之谜》(*The Capital Structure Puzzle*)提出了

^① 刘薇,李桂萍.国外资本结构理论在公司财务决策中的应用——国外资本结构理论调查研究述评[J].财政研究,2012(11):61-65.

“资本结构之谜”的基本观点：“The capital structure puzzle is tougher than the dividend one. ...By contrast we know very little about capital structure. we do not know how firms chose the debt, equity or hybrid securities they issue.”^① ② “We have only recently discovered that capital structure changes convey information to investors. There has been little if any research testing whether the relationship between financial leverage and investors’ returns is as pure MM theory predicts.”^② In general, we have inadequate understanding of corporate financing behavior, and of how that behavior affects security returns.”^③ Myers 认为导致西方现代财务学三大谜题的“资本结构之谜”在于 MM 理论无法理性预期财务杠杆和财务资本投资者预期回报之间到底呈现出什么样的关系，且对这种不确定的关系缺少实证检验。事实上，资本结构的基本内涵就是财务报表中债务资本和权益资本的财务杠杆比。对不同的公司而言，由于现实中其自身拥有或控制的财务资源要素的多寡不会完全相同，不同公司的融资策略，比如对融资渠道、方式的决策选择也不会完全相同，因此，不同公司融资截然不同的财务杠杆比都是其特有的。这样，基于不同融资策略的不同公司的资本结构就会呈现出多样性。可见，不同公司融资策略的多样性导致了资本结构的多样性，从而形成“资本结构之谜”。事实上，正如 Myers 在《资本结构之谜》中抛开“管理者假设”和 Miller 在 1977 年提出的“中性突变理论假设”而考虑财务困境成本、不确定的代理成本一样，解开“资本结构之谜”的可行思路在于对资本结构中不确定财务资本，即隐性财务资本与企业价值创造之间关系的研究。而这首先应从资本结构理论的演变中理清“资本结构之谜”的产生和形成。

（一）资本结构理论的演进、嬗变与“资本结构之谜”

沈艺峰（1999）认为资本结构理论经历了从传统资本结构理论到现代资本结构理论再到新资本结构理论的演进、嬗变。以 1997 年为时间标志，将资本结构理论整体上分为新、旧资本结构理论两个不同发展阶段。又以 1952 年为分水岭，将资本结构理论具体化为 1952 年之前的传统资本结构理论发展阶段、1952—1997 年的现代资本结构理论发展阶段和 1997 年之后的新资本结构理论发展阶段。传统资本结构理论主要包括净收益理论、营业净收益理论、折衷理论等；现代资本结构理论主要包括 MM 理论、破产成本理论、税差学派理论等；新资本结构理论主要包括优序融资理论、代理成本理论、财务契约理论、信号模型理论、企业产业组织理论和企业治理结构理论等。^④

在后续研究中，沈艺峰、沈洪涛（2004）又将新资本结构理论进一步拓展为新优序融资理论（新优序融资理论的产生和权衡理论及其实证检验）；以 Leland. H & Pyle. D. H Model, Ross, S. A. Model, Harris. R. S & Litzenherger, R. H Model 为代表的资本结构信号模型；以 Grinblatt. M & Hwang, C. Y Model, Allen, F & Faulhaber. G Model,

① Stewart C. Myers. The Capital Structure Puzzle [J]. the journal of finance, 1984 (6): 575.

② Stewart C. Myers. The Capital Structure Puzzle [J]. the journal of finance, 1984 (6): 575.

③ Stewart C. Myers. The Capital Structure Puzzle [J]. the journal of finance, 1984 (6): 575.

④ 沈艺峰. 资本结构理论史 [M]. 北京：经济科学出版社，1999：6.

Welch, I Model 为代表的新股发行信号模型;以 Bhattacharya, S Model, Kumar. P Model, Miller, M. H & Lipton, M Model, John. K & Williams, J. B Model 为代表的股利信号模型;以 Stulz. R. M Model, Harris. R. S & Litzenherger, R. H Model, 伊斯雷尔模型为代表的企业控制权资本结构理论等^①。

毛付根、林贻武(1999)认为资本结构理论所要探讨的核心命题在于企业融资工具的组合与资本成本及其企业总财务价值之间的相互关系,企业融资工具组合导致企业债务资本和权益资本杠杆比发生变化时(也就是资本结构变动时),企业资本成本首先会怎样变化进而如何影响到企业总财务价值的变化。一般认为,资本结构理论由传统的资本结构理论(包括 Net Income Theory, NIT; Net Operation Income Theory, NOIT; The Traditional Theory, TTT)、MM 资本结构理论(包括资本结构无关论、只涉及所得税的 MM 理论、米勒均衡模型)、融合财务危机成本、代理成本的资本结构理论和基于信息不对等的财务信号理论几部分构成。^②

夏天(2014)对资本结构理论已有研究成果梳理后认为,作为西方现代财务学主要构成理论的资本结构理论的演进发展可以划分为古典资本结构理论发展阶段、现代资本结构理论发展阶段、新资本结构理论发展阶段、后资本结构理论发展阶段四个不同的时期。^③在古典资本结构理论发展阶段形成了 NIT 理论、NOIT 理论和 TCT 理论三种不同的理论;在现代资本结构理论发展阶段形成了 MM 资本资产定价理论、MM 税收差异模型、破产成本模型、静态权衡理论四种不同的理论;在新资本结构理论发展阶段形成了新优序融资模式、代理成本模型、财务契约理论、信号传递模式四种不同理论;在后资本结构理论发展阶段形成了公司治理和控制权理论、资本产业组织和生命周期理论、风险资本市场管理理论四种不同理论。资本结构理论的未来研究呈现出整合研究趋势:考虑企业外生财务环境变量,整合不同制度背景下的政治文化等主观因素来研究资本结构与企业价值创造,以期能够形成基于资本结构的企业内生价值创造的研究导向。

刘丹青(2005)认为西方资本结构理论发展经历了早期资本结构理论和现代资本结构理论两个不同的阶段。早期资本结构理论由 David Durand 在总结 1952 年之前西方各种资本结构理论流派的不同观点后提出的由净收益理论、净营业收入理论和传统理论构成的资本结构理论体系;现代资本结构理论以 MM 理论的提出为标志,将财务破产成本、代理成本和收益不确定的风险债务等因素导入 MM 理论而对其修正完善,就形成了静态均衡理论;同时,企业筹资的啄序理论、不对称信息理论也从不同视域对 MM 理论进行了修正。基于理论借鉴思路,西方资本结构理论规范的实证研究方法、逻辑严谨的研究范式等无疑具有启示性,但立足于中国上市公司资本结构特征和影响因素、中国上市公司资本结构与价值创造绩效分析,西方资本结构理论对我国上市公司价值创造的解释能

① 沈艺峰,沈洪涛.公司财务理论主流[M].大连:东北财经大学出版社,2004:8.

② 毛付根,林贻武.会计大典(第9卷):理财学[M].北京:中国财政经济出版社,1999:9.

③ 夏天.资本结构理论发展历程述评[J].商业时代,2014(9):62-63.

力比较弱。^①

郭颖(2004)将资本结构界定为企业特有的长期融资方式的组合,资本结构理论的研究对象就是在资本结构影响价值创造的前提下来锚定最佳资本结构的存在性和确定性,以实现最佳资本结构对应企业价值最大化的财务价值决策的命题。郭颖认为资本结构理论应以MM理论的提出为里程碑,静态平衡理论、债权激励理论、信息传递示意理论、财务控制权理论对MM理论的修正形成了较为完整的现代资本结构理论体系,而股票、债券等有价值证券市场价对其内生价值的背离使得基于现代资本结构理论的企业价值最大化财务目标定位失去了实践意义。同样,不考虑流动负债影响的狭义资本结构使得基于现代资本结构理论的企业资本结构丧失了资本结构的长期稳定性。我国企业普遍存在的股权融资偏好使得现代资本结构理论对指导我国企业,尤其是上市公司财务融资实践的失效……所有这些,成为MM理论试图揭开“资本结构之谜”而导致自身又陷入“资本结构理论之林”的恶性循环的直接因素。^②

罗韵轩、王永海(2007)认为西方主流资本结构理论是在MM理论基础上经过不断的修正完善而形成的企业核心融资理论体系。这一修正完善经历了四次质的飞跃:第一次飞跃以静态权衡理论的形成标志;第二次飞跃以代理成本为导向的资本结构理论形成标志(具体包括基于外部股权融资代理成本理论和基于债务融资代理成本理论);第三次飞跃以信息不对等资本结构理论形成标志(具体包括啄序融资理论和信号传导理论);第四次飞跃以信息不对等资本结构理论形成西方主流资本结构理论研究的前沿性理论:动态权衡理论、择时与动态优化理论为标志^③。

唐国正、刘力(2007)认为起始于MM理论的现代资本结构理论经历了两个富有成果的研究阶段:20世纪80年代末期前的30年研究阶段和20世纪90年代后的15年研究阶段,形成了创新MM理论的静态权衡理论、代理成本理论、不对等信息理论、财务控制权市场理论、产品/要素市场理论等代表性理论。^④

从上述学者对资本结构理论的分析探讨中不难发现,时至今日,对西方资本结构理论的嬗变发展仍然存在争议。从企业财务价值决策实践分析产生这种争议的直接原因,西方资本结构理论体系对价值决策实践的指导作用相当有限,这是导致“资本结构之谜”时至今日仍然无法破解的深层次因素。换言之,如果西方资本结构理论体系的某一种理论或者某一类理论范式与财务价值决策实践呈现正相关,在可以证伪的可容忍误差范围内对企业财务价值创造决策实践具有较好的解释能力或者能够较好地指导企业财务价值决策实践,那么这一理论或者这一类理论范式就具有指导实践的相对普适性,就能够揭示资本结构和企业财务价值决策实践的相对规律性,二者之间存在资本结构理论及其

① 刘丹青. 西方资本结构理论在中国的应用和发展——基于上市公司的研究综述[J]. 湖南农业大学学报:社会科学版, 2005(6): 26-29.

② 郭颖. 现代资本结构理论的发展综述与评析[J]. 经济与管理, 2004(5): 81-83.

③ 罗韵轩, 王永海. 对西方资本结构理论在我国适用性的反思——制度适应与市场博弈的视角[J]. 金融研究, 2007(11): 67-82.

④ 唐国正, 刘力. 公司资本结构理论——回顾与展望[J]. 管理世界, 2006(5): 158.

推论和被解释现象（价值决策实践）的一致性。这样资本结构理论体系就得到价值决策实践的证伪，不被证伪的资本结构理论相对而言就是科学理论，就不存在所谓的“资本结构之谜”。

资本结构理论源自企业财务融资决策实践的客观需求，财务融资决策实践的困境客观上需要资本结构理论的指导，但流派纷呈的资本结构理论体系并没有实现企业能否通过资本结构的调整来增加公司价值这一资本结构理论体系的核心命题，因此，“资本结构之谜”的恶性循环在所难免。

（二）隐性财务资本与“资本结构之谜”

事实上，解开“资本结构之谜”的破冰之举就是1958年Modigliani和Miller提出的资本结构无关论。因此，以“资本结构之谜”的形成为分类标志，西方理论的发展演进以MM理论的提出可分为两个阶段：MM理论之前的理论和MM理论之后的理论。

MM理论之前的理论始自David Durand的经典论文《企业债务和股东权益成本：趋势和计量问题》。在这篇论文中，David Durand总结现有资本结构理论的研究文献后提出了NIT理论、NOIT理论和TCT理论三种不同理论。这一时期的资本结构理论是学者们对资本结构问题的某些方面从直观角度推断出的零散的思想、观点，内容上缺乏完整性和系统性，因此并没有形成较为完整的理论体系，同时缺乏理论逻辑模型和实证统计分析依据支持的MM理论之前的理论决定了其对企业财务价值决策实践微乎其微的指导意义。这是形成“资本结构之谜”的理论前提。尽管为推翻“公司的价值随着外源性负责融资的增加而增加”这一基本观点而提出MM理论体系的雏形——资本结构无关论试图破解“资本结构之谜”，但由于对财务破产成本、财务拮据成本、财务代理成本等收益不确定成本的测度问题，始终没有形成财务流派公认的标准，以至于Stewart C. Myers无奈地认为，资本结构理论虽然经过几十年的多视角研究形成了较为丰硕的研究成果，但仍然“对资本结构问题知之甚少”。也正因为如此，他将在美国财务学会年会发表的新年致词命名为“资本结构之谜”，试图以此来表达对资本结构理论研究现状的困惑并警醒破解该命题的紧迫感。这就是“资本结构之谜”命题的由来。在其名著《资本结构之谜》中，Stewart C. Myers开宗明义地表明这篇文章之所以选取这样的论文题目是为了让学者们反思布莱克·费雪著名的学术论文《股利之谜》，以形成首尾呼应之势。布莱克·费雪在《股利之谜》结尾就企业究竟应怎样制定股利政策以进行股利政策决策，布莱克·费雪的答案是“我们不知道”。Stewart C. Myers在《资本结构之谜》的开头对企业究竟应该怎样选择资本结构以进行财务价值决策时，其答案与布莱克·费雪的答案如出一辙。

MM理论之后的理论体系起始于1958年Modigliani和Miller提出的资本结构无关论。对资本结构无关论的多视角修正与完善使得资本结构无关论在发生三次质的飞跃的同时形成三个资本结构理论范式：资本结构理论外部研究范式、资本结构理论内部研究范式、资本结构理论内外部结合研究范式。

1. 资本结构理论外部研究范式

其理论体系包括资本结构相关论、米勒回归理论及其静态权衡理论。这一模式从逐

步放松 MM 资本结构无关论高度抽象的、与现实经济生活高度背离的系列假设条件开始,基于新古典经济学边际分析范式,将税盾收益和破产成本两个全新变量导入资本结构无关论形成研究税盾收益与资本结构和财务价值之间相互关系的资本结构税盾范式;研究财务困境成本与资本结构和财务价值之间相互关系的资本结构财务困境范式,这两大研究范式最后殊途同归于静态权衡理论。外部研究范式基于企业外部财务环境中的税法、破产法等因素来探讨债务资本的预期收益和债务资本成本的平衡命题。当债务资本预期收益和债务资本成本相等时,企业由于外源性负债融资引发的企业价值增加与引发的财务困境成本等各种风险成本费用也会相等,这时的平衡点对应企业的最佳资本结构。当然,由于不同企业存在不同的资本结构,外部研究范式认为基于不同企业不同目标资本结构的目标负债率可能是完全不同的,由此导致不同企业外源性融资组合方式的差异性。因此,实物资本在全部财务资本中占比较大、税盾收益现金流较多的企业目标负债率会较高从而更多倾向于债权融资。相较而言,无形资产在全部财务资本中占比较大、税盾收益现金流较小的企业目标负债率会较低从而更多倾向于股权融资。由于研究视域仅仅局限于税盾收益和破产成本等企业外部财务环境因素,加之实证证据和财务价值决策实践都表明同一行业的盈利企业目标资本负债率比亏损企业都要小,这与资本结构理论外部研究范式得出的结论自相矛盾。由于存在上述两个自身无法修复和解决的缺陷,资本结构理论外部研究范式逐渐被资本结构理论内部研究范式所取代。

2. 资本结构理论内部研究范式

其理论体系主要由代理成本理论、信号传递理论、优序融资理论等理论构成。内部研究范式从财务信号激励、缔结财务契约的动机等企业内部财务因素出发,基于新古典经济学局部均衡分析方法试图来分析资本结构理论权衡时企业不同利益相关者的财务利益博弈行为,通过财务契约制度设计来规范财务利益博弈中各个利益博弈方由于信息不对称导致的博弈行为的不确定性,实现了资本结构理论外部研究范式静态权衡结构转化和制度设计,开辟了资本结构理论研究的新方向。因此是对外部研究范式的否定之否定。

3. 资本结构理论内外部结合研究范式

其理论体系主要由财务控制权理论、产业组织理论、资本市场择时理论等理论构成。资本结构理论内部研究范式的核心是基于信息不对称理论的财务契约观、利益相关者博弈利益不确定性的耦合,是信息不对称理论面临的挑战动摇了该研究范式赖以支撑的基点。Harris 和 Raviv (1990) 认为“信息不对称研究方法导致资本结构理论内部研究范式的收益呈现出递减转折点”^①。本质上,资本结构理论内外部结合研究范式是对外部研究范式和内部研究范式折中妥协的产物:一方面,内外部结合研究范式是在知识经济时代智力资本创造价值的作用越来越突出的背景下,试图通过对外部研究范式和内部研究范式的局限性进行挑战修正以期形成资本结构理论研究的全新框架,但无法摆脱、

^① Harris, M., Raviv, A. Capital Structure and the Informational Role of Debt [J]. Journal of Finance, 1990 (45): 321-349.