

学 术 文 库



中南财经政法大学学术文库

现代企业 资本结构研究

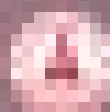
XIANDAI QIYE ZIBEN
JIEGOU YANJIU

张志宏 著



中国财政经济出版社

ZHONGNANCAIJINGZHENGFA DAXUE XUESHU WENKU



中国财政经济出版社

现代企业 资本结构研究

THEORY AND PRACTICE
OF CAPITAL STRUCTURE

张维迎 著

中国财政经济出版社

中南财经政法大学学术文库

现代企业资本结构研究

张志宏 著

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

现代企业资本结构研究/张志宏著. —北京: 中国财政经济出版社, 2003.11

(中南财经政法大学学术文库)

ISBN 7-5005-6810-X

I. 现… II. 张… III. 企业-资本的有机构成-研究-中国 IV. F279.23

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2003) 第 093284 号

中国财政经济出版社出版

URL: <http://www.cfeph.com.cn>

E-mail: cfeph@dre.gov.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100036

发行处电话: 88190406 财经书店电话: 64033436

涿州市新华印刷厂印刷 各地新华书店经销

880 × 1230 毫米 32 开 10.625 印张 249 000 字

2003 年 12 月第 1 版 2003 年 12 月涿州第 1 次印刷

印数: 1-1 000 定价: 27.00 元

ISBN 7-5005-6810-X/F·5945

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

中南财经政法大学学术文库

编辑委员会

主 任：吴汉东

副 主 任：郭道扬 张中华 赵凌云 覃有土

委 员：刘可风 卢现祥 熊胜绪 杨灿明

范忠信 罗 飞 朱新蓉 陈池波

齐文远 张新国 杨云彦 夏成才

姚 莉 陈景良 杨宗辉 朱延福

主 编：赵凌云

编辑部成员：姚 莉 陈敦贤

刘普生 朱冬生

本 书 主 审：郭道扬

总 序

一个没有思想活动和缺乏学术氛围的大学校园，哪怕它在物质上再美丽、再现代，在精神上也是荒凉、冷清和贫瘠的。欧洲历史上最早的大学就是源于学术。大学与学术的关联不仅体现在字面上，更重要的是，思想与学术可谓大学的生命力与活力之源。

我校是一所学术气氛浓郁的财经政法高等学府。范文澜、嵇文甫、潘梓年、马哲民等一代学术宗师播撒的学术火种，五十多年来一代代薪火相传。因此，在世纪之交，在合并组建新校而揭开学校发展新的历史篇章的时候，学校确立“学术兴校，科研强校”的发展战略。这不仅是对学校五十多年学术文化与学术传统的历史性传承，而且将成为谱写新世纪学校发展新篇章的战略性手笔。

“学术兴校，科研强校”的“兴”与“强”，是奋斗目标，更是奋斗过程。我们是目

的论与过程论的统一论者。我们将对宏伟目标的追求过程寓于脚踏实地的奋斗过程之中。由学校斥资资助出版《中南财经政法大学学术文库》，就是学校采取的具体举措之一。

本文库的指导思想或学术旨趣，首先在于推出学术精品。通过资助出版学术精品，形成精品学术成果的园地，培育精品意识和精品氛围，提高学术成果的质量和水平，为繁荣国家财经、政法、管理以及人文科学研究，解决党和国家面临的重大经济、社会问题，作出我校应有的贡献。其次，培养学术队伍，特别是通过对一批处在“成长期”的中青年学术骨干的成果予以资助推出，促进学术梯队的建设，提高学术队伍的实力与水平。第三，培育学术特色。通过资助在学术思想、学术方法以及学术见解等方面有独到和创新之处的成果，培育科研特色，力争通过努力，形成有我校特色的学术流派与学术思想体系。因此，本文库重点面向中青年，重点面向精品，重点面向原创性学术专著。

春华秋实。让我们共同来精心耕种文库这块学术园地，让学术果实挂满枝头，让思想之花满园飘香。



2001年11月28日

Preface

A university campus, if it holds no intellectual activity or possesses no academic atmosphere, no matter how physically beautiful or modern it is in, would be desolate and barren in spirit. In fact, the earliest European universities in history were originated from academic learning. The relationship between a university and the academic learning is not simply incarnated literally, more importantly, ideas and learning constitute the sources of the energy and vitality of all universities.

Zhongnan University of Economics and Law is an institution of higher learning enjoying full – embodied academic atmosphere. With the academic germs seeded by such great masters as Fanwenlan, Jiwenfu, Panzinian and Mazhemin, generations of scholars and students in this university have been sharing the favorable academic atmosphere and

making their own contributions to it as well during the past fifty – five years. As a result, at the beginning of the new century and a time when a new historical developing page is turned over with the combination of Zhongnan University of Finance and Economics and Zhongnan University of Politics and Law, the newly established university has set its developing strategy as “Prospering the University with academic learning. Strengthening the University with scientific research”, which is not only a historical inheriting of more than fifty years of academic culture and tradition, but also a strategic decision which is to lift our university onto a new developing stage in the 21st century.

Prospering and Strengthening the university is our ultimate goal; it is, however, in greater sense our struggling process. We tend to make a unification of the destination and the process by embodying the pursuing process of our grand goal in the down – to – earth struggling process. *Academic Library of Zhongnan University of Economics and Law*, published under the financial aid from the university, is one of our specific measures.

The guideline or academic purport of this *Library* lies first at promoting the publishing of elaborate academic works by funding them, thus an academic garden with high – quality fruits can come into being. We should also endeavor to foster the consciousness and atmosphere of elaborate works and improve the quality and level of our academic productions, so as to make our due contributions in prospering national scientific research in such fields as finance and economics, politics and law and humanities, as well as in working out solutions for major economic and social problems facing our country and the Chinese Communist Party. Secondly, our aim is to cultivate academic groups,

especially through funding the publishing of works of middle – aged and young academic backbone, to boost the construction of academic echelon and elevate the strength and level of our academic groups. Thirdly, we aim at fostering the academic characteristic of our university. By funding those academic fruits which have some original or innovative points in their academic ideas, methods and views, we expect to engender our own characteristic in scientific research. Our final goal is to form an academic school and an academic idea system of our university through our efforts. Thus, this *Library* emphasizes particularly on middle – aged and young people, on elaborate works and on original academic monographs.

Spring flowers and autumn fruits. Let us join in hand to cultivate this academic garden and make it be opulent with academic fruits and intellectual flowers.

Wuhandong



序

自 MM 理论诞生以后的半个世纪以来，资本结构理论研究在现代财务理论中一直居于核心理论的地位，资本结构理论的发展为现代财务学科体系的建立奠定了基础，对资本市场的不断完善有重要的推动作用。进入 21 世纪以来，随着经济学、现代企业理论等最新研究成果在财务研究中的运用，在破译“资本结构之谜”的激励之下，资本结构理论研究出现了“百家争鸣”的学术研究局面，带来了资本结构理论研究的持续创新。但从我国财务学研究情况来看，由于体制等方面的原因，长期以来我国理论界对资本结构缺乏深入而系统的研究，从而使我国国有企业的资本结构至今仍处于一种畸形发展状态之中。随着我国现代企业制度的确立和加入 WTO，企业资本结构的弊端已被充分暴露出来，治理和优化企业资本结构已成为经济理论界、财务会计界，以及实务

界的历史使命。呈现在读者面前的这部《现代企业资本结构研究》专著，是在张志宏博士学位论文基础上修订而成的，也是他多年教学和科研成果的结晶及在资本结构问题研究方面的有益尝试。

这部书在结构安排方面，是分为资本结构理论问题研究和国有企业资本结构治理问题研究两大部分进行论证的。在资本结构理论问题研究部分，作者从产权入手，系统地研究了企业资本结构形成的动因，指出产权是资本结构形成基础，资本结构是产权关系的表现形式，并对财务杠杆利益和财务风险做了深入而系统的剖析。同时，书中还系统地阐述了资本结构理论的产权观，突出了产权资本结构的理论地位，引入智力资本和人力资本概念，从而丰富和完善了资本结构的内涵。在企业资本结构治理问题研究部分，作者对我国国有企业资本结构现状做了深入独到的剖析，指出变迁中的制度因素对资本结构的影响，并在国际比较的基础上，给出了资本结构治理的见解。该书通过对资本市场、管理绩效和股利政策与资本结构关联关系的研究，向读者展示了资本结构治理的系统性和动态性。作者最后对我国当前资本结构治理的热点问题进行了尝试性研究，对国有企业债转股和国有股减持问题进行系统剖析，并据此提出对国有企业资本结构进行分类治理的建设性构想。

综观《现代企业资本结构研究》一书，我认为它具有以下几个方面的特点：

第一，以“产权”为主线来设计本书的结构和内容。现代企业制度首要目标是实现“产权明晰”，优化企业资本结构便是其中重要内容。围绕上述目标的实现，作者首先从资本结构形成的动因入手，阐明了产权制度和产权关系是资本结构形成的基础，资本结构是产权关系的量化形式。西方资本结构理论的发展，无

论是 MM 理论，还是代理理论或信息不对称理论，都无不基于产权制度及产权关系的研究，正因如此，产权资本结构理论成为主流资本结构理论。企业资本结构治理之目的形式上为建立现代企业制度，实质上都是为了理顺产权关系，无论是债转股还是国有股减持，无不如此。

第二，理论联系实际，立足为国有企业改革服务。该书研究的主要内容是现代企业制度下国有企业资本结构优化问题，为此，作者在借鉴西方资本结构理论的同时，特别注重理论与实践的密切结合，注重中外资本结构的比较研究。作者在论文写作期间，曾到多家大中型国有企业进行调研，在研究过程中也采用了调查问卷方法。故书中所涉及到的相关数据具有可靠的来源，足以作为研究之依据。

第三，学术观点具有创建性。作为一本理论性较强的学术专著，该书中有很多观点都体现了作者的独到见解，这主要体现在：（1）作者在对企业资本结构形成的产权动因进行研究时，指出产权及产权关系是资本结构形成的基石，企业财务管理是维护特定产权关系的重要工具，这一点揭示了产权财务中的本质问题。（2）通过对现代资本结构理论产权观的全面系统研究，作者明确指出，产权理论贯穿于现代资本结构理论产生和发展的全过程，委托代理理论、信息不对称理论以及契约理论已成为现代西方资本结构的主流理论。（3）作者结合我国经济运行模式和经济体制改革进程，将我国企业资本结构的发展过程划分成三个阶段，即财政主导型融资阶段、银行主导型融资阶段和市场融资阶段，为进行资本结构研究提供了新的视角。（4）作者在对国有企业资本结构现状分析和研究的基础上，提出了资本结构治理的基本原则和进行资本结构治理的基本思路。（5）在资本结构研究中引入智力资本概念，赋予企业资本构成以新的内涵，同时也为国内

有股减持提供了新思路。(6)作者建设性地提出了国有企业资本结构分层治理构想,体现了作者独特的研究思路。

第四,研究资料丰富翔实。注重对已有研究成果及相关资料的搜集、整理、分析和充分运用,是该书的一大特点,检索的内容不仅包括金融财务方面的专著、文献,而且还涉及到经济学、企业理论等方面的相关文献。从该书的写作效果看,作者避免了“就财务论财务”的传统研究方法,这一点反映了作者严谨的治学方法和治学态度。

综上所述,我认为该书选题不仅具有较高的理论意义和学术价值,而且比较深刻地触及了我国企业改革实际和理论热点,故又具有较强的现实意义和应用价值。论文内容丰富、资料翔实、逻辑严密,作者视野开阔、文风朴实、文笔流畅。故我乐于为之作序,并期待着这部书能够产生应有的社会影响,并预祝作者在以后的研究中能取得更大的成绩。

郭道扬

2003年8月于武昌竹苑

摘 要

纵观现代西方财务理论发展史，我们不难发现资本结构理论一直是贯穿于其中的核心理论之一。无论是早期资本结构理论还是现代资本结构理论，其研究的核心问题都是一致的，即如何通过优化企业的资本构成提升企业的价值。不同学术流派在从不同的视角对“资本结构之谜”进行解析和争论的同时，也带来了财务理论的创新和持续繁荣。长期以来，由于受我国经济管理体制等外部环境的制约，理论界对企业资本结构问题尚缺乏深入而系统的研究，这种情形造成了我国国有企业的资本结构至今依然处于一种畸形发展状态之中。随着我国现代企业制度的确立和加入 WTO，企业资本结构的弊端已充分暴露出来，治理和优化企业资本结构已成为经济理论界、财务会计界，以及实务界的历史使命。本书试图打破“就财务论财务”的传统研究方法，在立足于对财务

基本理论研究的基础上，结合对经济学、现代企业理论最新成果的研究，探索现代企业制度下我国企业资本结构的基本思想及其具体设想与建议。

全书分为两大部分，由七章组成，主要内容如下：

第一部分 现代企业资本结构理论

本部分系统地阐述了资本结构的形成动因和现代西方资本结构理论的发展，重点突出产权对企业资本结构的影响，全面地论述了“产权资本结构理论”的观点。基于对资本结构的评价标准和形成动因的不同认识，各理论流派从不同角度对资本结构理论进行了探讨和解释，作为划时代的 MM 理论开创了现代资本结构理论的先河，并一度成为资本结构理论体系中的主流理论，但是随着时间的推移，特别是经济学、企业理论的繁荣和不断创新，以及在财务理论中的广泛运用，现代资本结构主流理论已经变得逐渐模糊起来，产权资本结构理论越来越受到理论界的重视。

1.1 企业资本结构的形成动因分析

企业资本结构是制度安排的结果，不同的资源配置机制将导致不同的资本结构模式。作为多因素制约的动态复合系统，资本结构的安排必然影响企业利益相关者之间的制衡关系和企业的未来发展模式。进行资本结构的形成动因研究有助于从本质上把握资本结构的核心问题。本书认为制约企业资本结构的因素主要有以下几个方面：

1.1.1 现代企业产权关系。产权和产权关系是资本结构形成的基础，没有产权制度保护的资本结构是无法想象的。经济理

论界对产权的内涵一直存有不同的认识，本书认为产权关系形成的根本原因在于财产的稀缺性，而且财产所体现的权利关系还具有多面性特点，据此，笔者将产权定义为：产权是以财产权为基础的相关权利的结构安排。产权经济学透过交易费用的分析，阐述了产权关系以及产权制度的安排对资源配置效率的影响，而企业资本结构实质上就是市场资源按一定法则配置的结果，由国家计划配置资源和由市场配置资源，必然会产生两种不同的资本结构模式。我国现代企业制度的核心就是要明晰企业的产权关系，调整和优化企业不合理的资本结构。从另一角度看，企业财务管理是维护特定产权关系的重要工具，而资本结构可看成是企业产权关系的财务量化形式，财务管理对理顺企业的产权关系无疑具有重要的作用。

1.1.2 财务杠杆利益的驱动。契约理论认为，企业是以所有者为轴心的契约集合体。企业的资本是由权益资本和债务资本共同构成的，而现代企业产权关系是以出资者为支配者进行设计的，这就决定了企业经营目标的选择必然要体现出出资者的意志，因此，企业在进行资本结构安排时，获取财务杠杆利益是利用债务资本的最直接的动机。实质上获取杠杆利益也是由资本的本性所决定的，无论是资本的增值性、运动性，还是资本的竞争性或主体性，获取最大的收益无疑是资本追求的目标。投资者作为企业风险的最后承担者，获得杠杆利益可看成是对其风险的一种补偿。企业使用负债获得的杠杆利益表现在两个方面：其一，因为负债成本是固定的，只要企业的投资收益率大于负债利率，利用负债就有利于提高投资者的收益率；其二，负债融资的成本具有抵税效应，企业实际负担的负债成本比权益成本低。

1.1.3 财务风险的制衡。企业获取财务杠杆利益是有限度的，财务风险要求企业适度负债经营。目前，理论界对财务风险