

# 中国上市公司 资本结构研究

朱 叶 著



复旦大学出版社

# 中国上市公司 资本结构研究

朱 叶 著

復旦大學 出版社

### 图书在版编目(CIP)数据

中国上市公司资本结构研究 / 朱叶著. — 上海: 复旦大学出版社, 2003. 5  
ISBN 7-309-03618-2

I. 中... II. 朱... III. 上市公司—资本的有机构成—研究—中国 IV. F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2003)第 033189 号

## 中国上市公司资本结构研究

朱 叶 著

---

出版发行 复旦大学出版社

上海市国权路 579 号 邮编: 200433

86-21-65118853(发行部); 86-21-65109143(邮购)

fupnet@fudanpress.com <http://www.fudanpress.com>

---

责任编辑 张宇宏

装帧设计 陈 萍

总 编 辑 高若海

出 品 人 贺圣遂

---

印 刷 江苏句容市排印厂

开 本 787×1092 1/16

印 张 11

字 数 153 千

版 次 2003 年 5 月第一版 2003 年 5 月第一次印刷

---

书 号 ISBN 7-309-03618-2/F·778

定 价 18.00 元

---

如有印装质量问题, 请向复旦大学出版社发行部调换。

版权所有 侵权必究

# 前 言

我较为系统地接触资本结构理论大约是在 1988 年秋,但是,由于中国当时尚未进行现代企业制度改革,所以,总觉得资本结构理论与实践离中国还很遥远。1995 年,中国学界和业界开始关注资本结构,起因是试图找到一条解决中国国有企业高负债的途径。然而,这种基于高负债国有企业的资本结构研究渐渐碰到一个棘手的问题,即国有企业究竟有无资本结构研究主体资格。学界以及业界在资本结构研究主体上的困惑便引起了我的兴趣,通过多年来对中国企业投融资实践以及资本市场的观察,笔者发现,只有能够在资本市场上进行多渠道融资、投资的上市公司才具备资本结构的研究主体资格。

随着观察的深入,在 1999 年,一些在中国企业资本结构形成中起决定作用的经济行为渐渐进入我的视线。比如,中国上市公司对权益融资过分偏好;规模相对较小的债券市场和长期信贷市场不能为上市公司提供足够的债务资本。可以这么说,中国上市公司先权益融资、后债务融资的特殊融资次序造就了中国上市公司相对较低的资产负债率以及更低的长期债务率。资本结构理论的地位以及中国企业资本结构所呈现出的内容以及特殊性令我有了研究的冲动。

资本结构是金融学的一个重要研究领域,其中 MM 理论被称为

具有开现代金融学之先河的重要理论之一。中国在这方面的研究起步较晚,始于 20 世纪 90 年代初,且存在几大误区。一是资本结构研究主体界定不太清晰,基于国有企业的资本结构研究渐渐使学界和业界产生困惑;二是研究内容的随意性以及研究方法的滞后性,大多数研究与西方的主流研究存在差异;三是研究的结论多为简单的逻辑判断,不能真正作为上市公司及其利益方改变或调整其经济行为的依据。为此,本书试图在以下几个方面做些尝试,希望有所突破。

首先,重新界定资本结构研究主体。以资本结构研究主体为切入口,笔者认为资本结构具有易变的特点,但是,国有企业的资本结构具有稳定性。因此,只有能够在资本市场上进行多渠道融资以及具有投资灵活性的上市公司才具备资本结构的研究主体资格,明确提出应该将上市公司作为中国资本结构的研究主体。

其次,研究内容和方法的尝试。就研究内容而言,由于资本结构与资本成本(或企业价值)的关系研究以及影响资本结构的因素研究构成了现代资本结构理论和新资本结构理论的主要内容。因此,这些主要内容也应该是中国上市公司资本结构的研究内容,这些研究对中国上市公司融资决策和资本结构认定具有现实指导意义。但是,笔者又认为,中国上市公司的资本成本的主要成分具有较大的特殊性,权益融资成本小于债务融资成本、破产成本和代理成本不显著等特征使得我们对现代资本结构理论和新资本结构理论存有认同感的同时,保留一份疑惑。即我们不能简单地用西方的资本结构理论来描述中国上市公司的资本结构。就研究方法而言,截面研究和时序研究已广泛运用于资本结构研究。本书尝试以 2000 年为研究窗口,运用截面研究方法,发现中国上市公司资本结构与资本成本呈负相关关系,而与企业价值呈正相关关系。这两个结论的重要意义不仅在于验证了上市公司财务杠杆与上市公司加权资本成本之间的关系,以及企业规模与上市公司加权资本成本之间的关系,而且给上市公司以及与之有利害关系的各主体提供了许多值得借鉴的启示和行为指导。

最后,基于实证结果和逻辑关系进行推断。首先,结合中国企业

融资制度的变迁,对中国上市公司的资本结构进行了逻辑判断,得到了几个推断。一是证券市场单一功能的现状是中国企业融资方式历史演变的必然结果,证券市场的现状也决定了上市公司的融资行为,同时决定了其资本结构的内涵。二是中国企业融资方式的演变过程与中国企业相对应的制度安排有关,不同的历史阶段有着不同的主导型融资方式,它引导着企业的融资行为。三是资本成本在决定融资方式和资本结构时起着重要作用。其次,通过实证研究的两个结论从多角度对中国上市公司的资本结构进行了分析,为上市公司及其利益方改变或调整其经济行为提供参考。

本书在写作过程中得到了姜波克教授的指导,正是他的鼓励使得我有勇气将一些想法形成今天的这本小册子。在本书的形成过程中,还受到了方方面面的帮助。马之骝教授、胡庆康教授、刘红忠教授、许少强教授、陈学彬教授、干杏娣教授、黄泽民教授、龚浩成教授、连平教授、洪葭官教授、李心丹教授等在框架、研究方法、内容安排、研究结论等方面提供了许多宝贵建议,在此深表谢意。同时,我要感谢院系领导的支持,特别感谢系主任刘红忠教授,他在生活和时间上给予了我极大的支持。我还要感谢远在美国耶鲁大学的张涌、范文仲先生,以及在美国求学的李永海、农淑贞夫妇,他们在外文资料的搜寻上给了我很大的帮助。王志军等在部分原始资料的整理上予以了支持,在此一并谢过。

我的妻子承担了几几乎所有的家务和女儿的教育,每每想到这些,心中总有些歉意。所以,谨以这本书献给她们。

在本书的出版过程中,得到了复旦大学出版社张宇宏和徐惠平先生的大力支持,在此深表谢意。

朱 叶

2003年2月于复旦园

# 目 录

|                          |    |
|--------------------------|----|
| 前 言                      | 1  |
| 第一章 导论                   | 1  |
| 第一节 研究的意义和研究主体           | 1  |
| 第二节 概念范围界定               | 9  |
| 第三节 研究方法和结构安排            | 21 |
| 第四节 主要研究结论               | 25 |
| 本章小结                     | 29 |
| 第二章 资本结构理论评述             | 31 |
| 第一节 传统资本结构理论评述           | 32 |
| 第二节 现代资本结构理论评述           | 37 |
| 第三节 新资本结构理论评述            | 50 |
| 本章小结                     | 60 |
| 第三章 中国上市公司集群融资行为与资本结构    | 62 |
| 第一节 融资制度变迁与中国上市公司集群的融资行为 | 62 |

|                                 |            |
|---------------------------------|------------|
| 第二节 我国上市公司的资本结构分析 .....         | 79         |
| 本章小结 .....                      | 92         |
| <b>第四章 中国上市公司资本结构实证研究 .....</b> | <b>93</b>  |
| 第一节 研究方法 .....                  | 94         |
| 第二节 数据分析 .....                  | 97         |
| 第三节 研究结论 .....                  | 105        |
| 本章小结 .....                      | 111        |
| <b>第五章 中国上市公司资本结构的路径和中国长期债务</b> |            |
| <b>市场的发展 .....</b>              | <b>112</b> |
| 第一节 中国上市公司财务杠杆的约束条件 .....       | 112        |
| 第二节 中国上市公司财务杠杆均衡及其评价 .....      | 117        |
| 第三节 从资本结构角度看长期债务市场的发展 .....     | 121        |
| 本章小结 .....                      | 136        |
| <b>第六章 中国上市公司债务处置的思考 .....</b>  | <b>137</b> |
| 第一节 上市公司债务处置的重新考量 .....         | 137        |
| 第二节 上市公司债务处置不当和证券监管调整 .....     | 147        |
| 本章小结 .....                      | 156        |
| <b>参考书目 .....</b>               | <b>158</b> |



# 第一章 导 论

## 第一节 研究的意义和研究主体

尽管中国的资本结构研究始于 1994 年,但是,这种基于中国国有企业高资产负债率的研究事实上并不能为国有企业找到走出由高债务带来的种种困境,因为国有企业缺乏融资的灵活性,不具备研究主体资格。在中国,只有上市公司才具有在资本市场融投资的能力,即具备资本结构的研究主体资格,但是,这方面的研究在中国起步较晚,尚缺乏系统性的研究。因此,本书试图在中国上市公司资本结构系统性研究上进行尝试,通过资本结构和资本成本以及与市场价值的关系研究,为上市公司及其利益方提供改变或调整其经济行为的依据。

### 一、研究意义

从静态而言,资本结构是指企业债务资本与股权资本的比例关系,企业债务资本在总资本中所占的比重。从动态而言,在完善的资本市场中,企业融资手段有一个基本的排序,即融资方式的选择。比

如,内源融资优先,债务融资次之,权益融资殿后。可以说,资本结构是融资安排的结果。在现代企业融资活动中,融资方式的选择决定了企业的资本结构,合理的资本结构有利于实现企业市场价值的最大化,因此,资本结构一直是公司财务理论和实践的热门问题。

在国外,真正意义上的资本结构理论研究始于 20 世纪 50 年代的美国。从其历史沿革看,资本结构理论大致经历了两个阶段:前一阶段是旧资本结构理论时期,后一阶段为新资本结构理论时期。旧资本结构理论研究从 20 世纪 50 年代一直延续到 20 世纪 70 年代后期,其间形成了两大流派,即传统资本结构理论和现代资本结构理论。传统资本结构理论学派以美国金融学家大卫·杜兰特(David Durand)为代表,该流派以朴素资本结构理论<sup>①</sup>为基础,认为随着负债比例的提高,资本成本会发生变化。负债比率提高之后,公司风险增加,企业资本成本会随之提高。现代资本结构理论与传统资本结构理论的分水岭是 1958 年莫迪利亚尼(Franco Modigliani)和米勒(Merton H. Miller)的 MM 定理,该理论试图找到企业价值与资本结构的内在联系,认为在一系列假设条件(无公司所得税、无公司破产风险、资本市场完全有效、零交易成本等)下,资本结构与企业的价值无关。20 世纪 60 年代末,资本结构理论循着 MM 理论,在逐渐释放原先的假设条件的基础上对 MM 理论进行修正,形成了两派。一是以米勒为代表的“税务学派”,即将税务差异因素引入,研究各类税务差异与资本结构的关系;二是以斯蒂格里茨为代表的“破产成本学派”,研究破产成本对资本结构的影响。20 世纪 70 年代,梅耶(Myers)等人经过研究,认为企业最优的资本结构是在负债的税收利润和破产成本现值之间进行权衡,到后期,该学派将负债的成本拓展至代理成本、财务困境成本和非负债税收收益损失,由此产生了“权衡理论”。

20 世纪 70 年代末开始至今,资本结构理论研究发生了重大变革,具有革命性的变化是,以信息不对称理论为中心的新资本结构理

---

① 朴素资本结构理论认为企业综合资本成本将随负债比例的提高而下降。

论取代了旧资本结构理论。新资本结构理论突破了旧资本结构理论的研究套路,在研究中,引入了大量经济学方面的最新分析方法,一反过去只重视税收、破产等“外部因素”对企业资本结构的影响,转而引入信息不对称理论中的“信号”、“动机”和“激励”等概念,从企业“内部因素”来展开对资本结构问题的研究。这一理论突出的特征是,认识到了“信息不对称”在资本结构决定中的主导作用。较为主要的流派是詹森和麦克林的“代理成本说”、史密斯和汤生等人的“财务契约说”、梅耶等人的“新优序融资理论”以及近年来罗斯等人的“信号模型”<sup>①</sup>。

美国现代著名金融学家梅耶曾将资本结构视为一个谜,这种感叹基于对资本结构理论变革之快以及对资本结构现实意义的考虑。一方面,资本结构的影响因素众多,迄今为止,仅仅研究了税收、破产等若干个重要的变量对资本结构的影响,同时,经济学分析方法的每一次突破都会带来资本结构研究的新发展。另一方面,资本结构是企业融资选择的最终结果,合理的资本结构对企业减少融资成本、增加企业市场价值具有指导意义。应该说,西方学者在资本结构方面的研究尽管已历经半个多世纪,但是,由于资本结构理论及其发展的特有魅力,这些学者对此仍乐此不疲。

在中国,资本结构理论研究总体上尚处于起步阶段,它受制于该领域研究手段滞后以及资本结构实践的落后。表现在多方面:一是资本结构理论在中国上市公司这一特殊的集群中尚缺乏实证检验;二是资本结构并没有在上市公司融资实践中作为主要的依据;三是与上市公司有利害关系的主体并没有根据上市公司资本结构的原则来调整自己的行为。中国上市公司资本结构的研究现状以及实践显示,理论界需要对上市公司的资本结构进行实证检验,由此获得资本结构与资本成本之间的关系。实证检验的结果有助于为上市公司提供融资的依据,同时,有助于上市公司的利益方调整自己的行为。

我国关于资本结构的研究始于1994年,当时,为了解决企业长

---

<sup>①</sup> 卢福财,《企业融资效率分析》,经济管理出版社,2001年1月,第92页。

期以来形成的高资产负债率现状,国家在株洲等 18 个城市进行“优化资本结构试点”,资本结构的研究主要集中在如何解决企业单一的债务融资渠道,以及如何解决企业不良债务上面。从历史的眼光看,这种研究有其必要性,但是,这种研究并未触及资本结构的本质。20 世纪 90 年代末,随着中国企业陆续按现代企业制度的要求进行公司制改造,越来越多的股份公司登记挂牌,所有这些均为中国进行真正意义上的资本结构研究提供了可能。1999 年,《经济研究》第九期和第十一期集中发表了一组关于资本结构方面的文章:“国有企业负债悖论:提出与解读”(谢得仁)、“债务融资是否会增加上市企业的融资成本”(陈晓、单鑫)和“我国上市公司资本成本的定量研究”(沈亿峰、田静)。1999 年以来,有关资本结构及其相关的专著不断问世,如:《中国企业融资:制度变迁与行为分析》(方晓霞),《国有企业资本结构制度分析》(王玉珍)。

我国已有的资本结构理论研究有以下几方面的特点:一是 1994 年陆续问世的研究成果将目光过多地停留在国有企业长期以来形成的高负债的研究上,这样的研究并未完全触及资本结构的本质,因为资本结构研究的主体是股份公司。二是 1999 年以来的研究尽管有不少以股份公司为研究对象,但是,多以美国公司金融学家的研究成果来解释或检验中国企业资本结构与资本成本的关系。为此,本文选取了我国上市公司中的两个行业板块 2000 年的财务数据,即医药行业和建材行业板块的财务数据,用截面研究的方法研究中国上市公司资本结构与资本成本的关系,试图检验目前上市公司资本结构与资本成本之间的关系,实证检验的结果对指导上市公司融资以及帮助上市公司的利益方调整其行为具有指导意义。这也是本文的创新之处。本研究结论可以为我国上市公司融资实践提供重要依据。我国上市公司是一个特殊的企业集群,在现有的经济体制、资本市场的深度和广度等条件下,资本结构和资本成本之间的关系也具有特殊性,它们之间相关程度的高低将直接影响企业融资决策。对我国上市公司的资本结构与资本成本的关系进行检验,考察资本结构是否对企业资本成本产生影响以及如何影响。实证研究的结论将给出

中国上市公司资本结构与资本成本的相关关系,这样的结论对企业融资方式的选择具有解释和指导作用。

中国上市公司以融资成本的高低来选择融资方式,在中国资本市场上,股票市场投机性大,股票投资者对股息<sup>①</sup>的关注程度远没有对股票波动所带来的差价来的大。因此,事实上造成上市公司权益融资低成本的特征,权益融资的成本甚至远低于考虑了税盾之后的债务融资成本。上市公司的融资现实是,先权益融资,后债务融资,应该说这种融资行为是理性的,但是,上市公司对债务融资究竟是否有助于上市公司降低资本成本、提高市场价值等考虑甚少。如果中国上市公司的资本结构和资本成本的关系呈负相关,则说明中国上市公司的债务融资多少仍具有增加企业市场价值的效果,这对改变目前上市公司舍债务融资而求权益融资的现状有积极意义。

第三,本书研究结论可以为上市公司利益方调整其行为提供依据。上市公司的利益方主要有股东、企业管理层、政府、债权人、投资中介、证券监管部门等等,上市公司资本结构与资本成本的相关关系的结论对调整上市公司利益方的行为具有重要意义。如果上市公司的资本结构与资本成本呈负相关关系,那么,上市公司利益方的行为将发生改变。

就上市公司的股东而言,为了提高企业的市场价值,有盈利能力的上市公司的股东们在资金融通方面不会将目光仅仅盯在配股上,而应该注意提高财务杠杆的比例,增加债务融资,尤其是长期债务融资的比重,即综合利用权益融资和债务融资来调节资本结构,增加企业价值。

就上市公司的管理层而言,上市公司尤其是效益较好的上市公司的企业管理层将会改变对债权转股权的看法,在上市公司债转股问题上将三思而后行。这是因为:一方面,上市公司债务与企业价

---

<sup>①</sup> 股息可以看成上市公司使用权益资金的成本,事实上,常常将股息实得率(每股股息与股票市价之比)视作股票融资的资本成本。

值呈正相关,另一方面,上市公司良好的经营业绩以及现金流保证了其债务的支付能力。

就政府和债权人(包括银行)而言,它们将认识到债务对上市公司市场价值的重要影响,为此,它们将会考虑进一步放开企业长期债务市场,包括债券市场和长期信贷市场,扩大企业的融资空间,增加企业的融资手段。使企业能充分利用长期银行信贷市场和债券市场的资金,实现资本结构的最优化。

就投资中介而言,投资中介将更理性地对待上市公司和准上市公司债务剥离,反思以往过度推荐剥离负债的做法。对效益较好的上市公司或准上市公司来说,在债务支付能力有所保障的情况下,保持适量的债务反而有助于企业市场价值的增加。

就证券监管部门而言,证券监管部门将会重新考虑其以往在新股上市或配股时对负债比例的要求,为了使上市公司健康发展,它们可能会考虑提高负债比例的上限。以往,在企业上市和配股过程中,过分强调这些上市公司或准上市公司负债比例的上限,这不利于上市公司利用财务杠杆来实现企业市场价值最大化。

## 二、研究的主体

中国企业资本结构研究始于1994年,这类研究试图通过资本结构的研究,寻找解决国有企业高资产负债率的路径。但是,资本结构的最优目标是在收益成本约束条件下,实现市场价值最大化,为此,笔者认为这种基于广义定义的国有企业资本结构研究的目的以及成果值得商榷。理由为:

第一,从资本结构研究和与企业所有制改造之间的内在逻辑关系看,企业股份制改造在先,资本结构研究在后。在我国国有企业尚未完成股份制改造之前,政府财政注入的资金和银行贷款构成国有企业资本的主要内容,国有企业的资本结构效应受融资方式的约束,既缺乏融资渠道,也缺乏融资的灵活性。因此,这样的资本结构研究意义不大。

第二,从调节企业资本结构场所看,中国资本市场还不成熟,国

有企业的投资和融资活动与资本市场的关系不密切。企业融资活动尽管可以通过内源或外源融资方式<sup>①</sup>加以解决,但是,由于国有企业创利能力差,通过留利的方式调节资本结构的能力差,同时,在未完成股份制改造之前,企业外源资金主要依赖于银行信贷这一举债方式。因此,国有企业并没有自身的资本结构的调节能力,即无力通过股票市场和债券市场来调节其资本结构。

第三,从影响资本结构的企业管理层行为看,管理层受雇于企业所有者,其目标应该与所有者的目标一致。为此,在给定的投资机会时,企业的融资行为基于自己的目标函数和成本约束,由此形成的资本结构是为了实现公司价值最大化。但是,在中国,国有企业管理层的融资行为除了受成本约束外,还受融资渠道的约束,而且,后者对管理层融资行为的约束力更强。因此,决定中国国有企业单一资本结构的主要因素是融资渠道约束,而非成本约束。从这个意义上讲,如果国有企业融资现状不改变,国有企业在资本结构调节上的能力缺失将无法使其实现企业市场价值最大化的目标。

行文于此,笔者认为,资本结构问题的研究并非适用于所有的企业,这一点在中国尤甚。因此,基于广义定义的国有企业不能作为资本结构的研究主体。在中国,具有研究意义的主体必须具备三个条件:一是必须完成现代企业制度改造,即完成股份制改造;二是企业的融资活动应该直接面对资本市场,具备利用资本市场来调节资本结构的能力;三是企业的市场价值能反映资本结构的变化。按照这样的标准来框定,我们不难发现,在资本结构研究上,有价值的研究主体应该是上市公司。

中国上市公司作为一个特殊的企业集群,在资本结构研究方面具有研究价值的判断是基于以下考虑:

第一,上市公司的融投资活动与资本市场联系紧密,许多投融资

---

① 国内的学者对内源融资和外源融资的内涵有不同的理解,在本书中,笔者将留存利润视作企业的内源融资,而将债券融资、银行信贷融资、股票融资视作外源融资。

活动均在资本市场中完成的。前文已述,在中国,除上市公司这一特殊的企业集群外,企业在融资能力上存在很大缺陷。在现有经济体制下,它们的融资手段尽管有争取政府财政投资、募集社会公众股、募集社会法人股、吸收外资直接参股和争取银行贷款等方式,但是,由于受所有制、融资方式的门槛等的制约,它们在如何通过选择合理的融资政策来调节公司资本结构方面显得无所适从。上市公司直接面对资本市场,根据《公司法》等法规规定,在满足资产规模、盈利能力等要求后,它们便具有在资本市场中利用股票、债券、银行信贷等金融工具筹集资金的灵活性。因此,中国上市公司具有一定的通过资本市场调节资本结构的能力。

第二,上市公司具有价格发现的机制。上市公司资本结构研究的主要内容是研究上市公司的资本结构与资本成本以及与企业价值的关系,如果企业的资本结构与资本成本以及与企业市场价值具有相关关系的话,资本结构的变化和调整会反映在股票价格上。由于我国的证券二级市场限于场内交易,因此,在我国,能表现其市场价值的这一特殊群体即为上市公司。尽管中国证券市场为“弱式有效”或“准弱式有效”<sup>①</sup>,即股票价格不能及时反映当前的信息,但是,在这样一个市场中,资本结构研究仍然具有研究价值。

第三,中国上市公司的特殊性使资本结构的研究更具有理论和现实意义。中国上市公司这一特殊群体具有两个明显的特征:一是高财务杠杆;二是创利能力普遍较弱。因此,上市公司在确定和调整资本结构时的基本判断是:债务融资既要支付利息,导致税后利润的下降,又会降低企业的净资产。为此,我国上市公司对待融资排序的态度和做法是:首先尽量避免举债。中介公司在企业上市时也多推荐剥离负债,上市公司再融资时,也多推荐配股。但是,中国上市公司目前的融资安排所形成的资本结构是否合理并未得到检验。中国上市公司面临的这种融资现象以及中国上市公司的特征使得我国

---

① 近年来,中国的许多学者在“关于中国证券市场有效性实证研究”方面已形成了卓有成效的成果,它们得出的结论是,中国证券市场为“弱式有效”或“准弱式有效”。



上市公司资本结构研究显得额外有意义。

## 第二节 概念范围界定

企业间的资本结构存在差异,其原因在于企业的融资方式不同,不同的融资决策形成不同的资本成本。因此,资本结构与融资方式、资本成本之间具有内在逻辑关系。这些概念内涵的界定对本研究起着重要作用。

### 一、企业融资

从广义上讲,企业融资是指资金融入者从资金融出者处筹集资金的过程或行为。随着金融市场的发展以及金融市场自身功能的不断完善,资金融入者的融资行为更多地金融市场中完成。金融市场参与者众多,包括中央政府、中央政府的代理机构、地方政府、国际机构、非金融机构、金融机构和众多的家庭<sup>①</sup>。因此,对金融市场参与者来说,它们都扮演着资金融入者的角色。

从狭义上讲,企业融资是指企业为经营和生产而准备好所需的资金的过程或行为<sup>②</sup>。即企业融资是指资金融入者从自身的生产经营状况和现金流情况出发,依据企业未来的经营与发展需要,通过内源融资或外源融资渠道,筹措生产经营所需资金的过程或行为。从经济学角度而言,这一过程又是资源配置的过程,企业以利润最大化为目标,来实现整个社会资源的优化配置。由于本书将研究主体定位于上市公司,因此,本书从狭义企业融资角度来讨论企业的融资行为以及由此形成的资本结构。狭义的企业融资涉及非金融机构的融资行为,以非金融机构为主体的融资行为有其自身的某些特点。

#### 1. 企业融资的空间和灵活性取决于金融市场对融资企业的

---

① 弗兰克·J·法博齐等,唐旭译,《资本市场:机构与工具》,经济科学出版社,1998年3月,第18页。

② 方晓霞,《中国企业金融:制度变迁和行为分析》,北京大学出版社,1999年4月,第10页。