

企业资本结构 战略规划

QIYEZIBENJIEGOUZHANLUEGUIHUA

◆徐春立 / 著

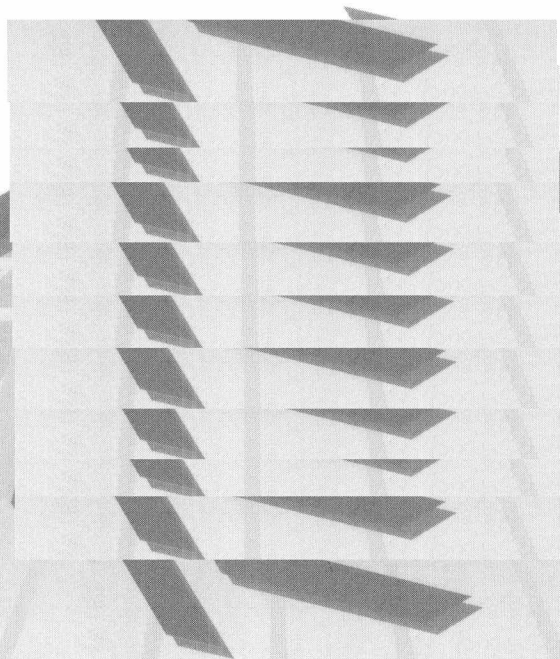


中国时代经济出版社
China Modern Economic Publishing House

企业资本结构 战略规划

QIYEZIBENJIEGOUZHANLUEGUIHUA

◆徐春立 / 著



中国时代经济出版社
China Modern Economic Publishing House

图书在版编目(CIP)数据

企业资本结构战略规划 / 徐春立著.

—北京:中国时代经济出版社,2010.1

ISBN 978-7-5119-0076-0

I. ①企… II. ①徐… III. ①企业-资本的有机构成-研究 IV. ①F275.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2009)第 229914 号

书 名: 企业资本结构战略规划

出 版 人: 宋灵恩

作 者: 徐春立

出版发行: 中国时代经济出版社

社 址: 北京市西城区车公庄大街乙 5 号鸿儒大厦 B 座

邮政编码: 100044

发行热线: (010)68320825 68320484

传 真: (010)68320634

邮购热线: (010)88361317

网 址: www.cmepub.com.cn

电子邮箱: zgsgdjj@hotmail.com

经 销: 各地新华书店

印 刷: 北京市鑫海达印刷有限公司

开 本: 787×1092 1/16

字 数: 250 千字

印 张: 13.25

版 次: 2010 年 1 月第 1 版

印 次: 2010 年 1 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978-7-5119-0076-0

定 价: 26.00 元

本书如有破损、缺页、装订错误,请与本社发行部联系更换

版权所有 侵权必究

前言

自从1958年MM资本结构理论诞生后，企业资本结构理论研究迅猛发展，成为企业财务理论的主流理论。很多著名的经济学家和财务专家，从不同的角度，研究企业资本结构。其思想之灿烂、思辨之缜密、推论之严谨，令我们赞叹不已。可以说，每一种资本结构理论的出现，都闪烁着人类智慧的火花。资本结构的研究领域之所以能够产生累累硕果，呈现出精彩纷呈的状态，不仅因为资本结构的重要性，也是因为资本结构安排的复杂性。如果我们能够建立最优的企业资本结构，投资者将总是能够承担最小的风险而获取最大的报酬，最优资本结构的企业将因为企业价值达到最大而总是能够获取资本的使用权，同时总是能够合理利用债务资本的杠杆作用而不会受到破产的威胁，资本市场就会发挥优化社会资源的重要作用。但是，企业资本结构的安排以及优化调整过程，是一个多因素影响的复杂行为。企业所在的外部环境如政治、经济、法律的变动将会对企业资本结构形成影响，企业代理权的争夺、企业所在行业的特征、企业竞争能力、企业风险状况等多种因素也会影响企业资本结构的安排。

本书基于战略的角度研究企业资本结构，侧重于企业资本结构的战略规划，探讨企业最优资本结构的设计方法，研究企业资本结构优化的路径，以促进企业建立科学的资本结构与股权结构，保证企业的持续、稳定、安全的运营，提升企业经营效率。其主要内容与特点是：

第一，反映我国在资本结构理论研究的重要成果。我国从20世纪90年代开始资本结构理论的研究，随着我国资本市场的逐步完善，资本结构理论的研究方兴未艾。总结我国企业资本结构理论的重要研究成果，为企业设计及优化资本结构提供理论支持，为科研工作者提供研究依据，是我们撰写本书的初衷之一。

第二，为企业设计与优化资本结构提供理论支持与方法上的指导。成功的企业没有一个固定的模式，失败的企业却是千篇一律——缺乏足够的资金偿还债务资本。实践中的企业总是面临着在债务资本使用上的困惑：怎样才能避免既

有效利用债务资本扩充企业的规模，又避免企业陷入债务的泥潭？债务资本良性与负面效应的并存，无疑增加了企业设计资产负债率水平选择上的难度。本书旨在全面为企业在资本结构的安排上，提供理论与方法上的支持，以促使企业合理选择企业的资本结构。

第三，为我国相关职能部门宏观调控企业资本结构提供依据。合理的企业资本结构能够保证企业健康发展，而失衡的资本结构将成为企业发展的羁绊。企业的资本结构与国家的宏观经济政策是相关的，反映了国家宏观经济政策、法律变化等因素的影响，本书研究了近十年我国受国家宏观政策的影响的企业资本结构的变化趋势，以期为国家宏观部门基于宏观调控优化企业资本结构提供理论支持。

基于上述特点，本书的读者范围适用于企业经理人员、财务主管、财会工作者、政府证券市场监管人员、高等院校管理及经济类研究生、高年级本科生、金融及财务管理研究者等多个群体。

本书的提纲由徐春立设计，李荷娟撰写了第7章，吴珍琳、何蕊撰写了第6章，其余各章由徐春立撰写，丛雅楠、杜京、左帅花、赵乐撰写了部分章节的内容。初稿完成后，由徐春立进行了总纂。

感谢中国时代经济出版社在本书的出版过程中给予的大力支持。

徐春立

2009年11月1日

目 录

前 言	(1)
第 1 章 企业资本结构战略概述	(1)
1. 1 企业资本结构的含义	(1)
1. 2 现有资本结构理论研究的逻辑出发点	(3)
1. 3 环境约束：企业资本结构研究与设计的逻辑出发点	(5)
1. 4 企业资本结构战略的含义	(8)
第 2 章 我国企业资本结构研究状况述评.....	(23)
2. 1 我国企业资本成本研究状况分析	(23)
2. 2 我国企业资本结构理论研究动态	(34)
第 3 章 资本结构战略设计的环境约束.....	(46)
3. 1 影响企业资本结构的企业内部环境因素	(47)
3. 2 影响企业资本结构的行业因素	(50)
3. 3 影响企业资本结构的宏观因素	(55)
3. 4 典型的英美和德日企业资本结构模式	(59)
第 4 章 企业负债融资战略	(69)
4. 1 企业负债的动机	(69)
4. 2 财务杠杆作用的进一步探讨	(78)
4. 3 企业负债承受能力的探讨	(81)
4. 4 长期负债在资本结构中的效用分析	(87)
4. 5 企业财务失败的预测、缓解与代理关系分析	(89)

4. 6 负债资本结构的战略决策	(98)
第5章 企业权益资本结构战略	(102)
5. 1 权益资本结构的含义	(102)
5. 2 权益资本结构与企业价值	(106)
5. 3 权益资本规模与企业发展战略	(115)
5. 4 资本制度相关问题研究	(117)
5. 5 股权结构与公司价值	(120)
5. 6 留存收益的利用战略	(122)
第6章 我国企业资本结构变动趋势分析	(126)
6. 1 我国国有企业资本结构变动趋势分析	(126)
6. 2 我国上市公司资本结构变化趋势分析	(140)
第7章 影响我国上市公司资本结构的关键变量	(160)
7. 1 行业特征与资本结构	(160)
7. 2 上市公司资本结构非行业特征影响因素的实证检验	(175)
7. 3 本章小结	(192)
第8章 企业资本结构优化战略	(193)
8. 1 企业过度负债的认定标志	(193)
8. 2 企业资本结构优化的战略措施	(194)
参考文献	(201)

第1章 企业资本结构战略概述

企业资本结构战略,是支持企业战略发展的一个重要的子战略。科学的资本结构战略,对保证企业持续稳定的运营,具有重要的支撑作用,失当的企业资本结构,是企业发展的羁绊,甚至造成企业财务失败。因此,对企业资本结构实行战略管理,优化企业资本结构,既是我国企业管理现实的要求,也是发展我国财务管理理论的要求。

1.1 企业资本结构的含义

关于资本结构概念的界定,学术界有两种观点。一种观点认为资本结构是财务结构的替换词,是指企业资产负债表右方所显示的各种资本来源之间的构成或比例关系,按照这种观点,资本结构应包括所有负债和权益请求权之和,含流动负债、长期负债及股东权益各项目之间的构成及比例关系;另一种观点则认为资本结构是“以债务、优先股和普通股权益为代表的永久性长期融资方式组合或比例。”^①前者为广义的资本结构,后者为狭义的资本结构。本文在研究资本结构的总体战略时,将资本结构界定在狭义概念上,而在研究资本结构的要素——负债时,使用财务结构即包含流动负债的概念,这是因为:

第一,构成资本结构中的资本应具有相对稳定性。企业的资本是为满足企业生产经营的需要而筹集的,在企业持续经营的过程中,由于生产经营规模的扩充等原因,企业的资本规模在不断地变化,基于实现企业价值最大化的需要而不断调整资本结构,资本规模的变化及资本结构的调整必然要引起资本结构的变化,企业资本结构不可能是一成不变的。但是,资本结构应具有相对稳定性。也就是说,构成资本结构中的个别资本及其比例应在较长时期保持不变。作为企业资本来源的流动负债一部分来自企业正常结算中形成的自然筹资,另一部分则是企业基于生产经营的需要而筹集的短期临时周转资金,由于流动负债需要在一年或长

① [美]:C. 范·霍恩:《现代企业财务管理》,经济科学出版社1998年版,第365页。

于一年的一个营业周期内偿还,企业的使用数额具有不稳定的特性,资本结构中不应包括这部分资金。资本结构的相对稳定性是研究资本结构与企业价值关系的前提。如果从企业资本配置的角度观察,企业价值的最大化体现为长期资本包括股票与长期债券价值的最大化,也即企业金融化了的资产价值的最大化,因此,进行资本结构的研究,不应包括流动负债。

第二,资本结构的实质是一个企业的产权结构,体现了对一个企业资产的最终要求权。尽管流动负债也体现了短期债权人对企业资产的要求权,但由于在企业破产清算时,企业首先要以资产予以清偿,短期债权人承担的企业财务风险相对于长期资本所有者承担的风险要小,在企业持续经营的过程中,对流动负债的清偿又是随时进行的,因此,短期债权人承担的企业财务风险对企业价值的影响也小。正因为短期债权人承担的财务风险较小,其对企业要求的报酬也低,使其成为不足以影响企业价值估算的资本成本,由于流动负债的这一特性,使得企业价值的估算忽略了流动负债而依据长期资本成本的构成来进行的。

第三,构成资本结构的资本是以资本的用途为前提条件的。也就是说,企业的筹资项目能否成为资本的构成要素,应以企业是否将其筹资来源用于长期投资为前提。企业的长期投资是保证企业未来获利的根本来源,其投资项目的选择,涉及企业未来所获报酬及所承担的风险的高低,决定着一个企业未来所获现金净流量的大小,与此相匹配,为长期投资而筹集的长期资本的资本成本的高低和企业未来取得的现金净流量的大小也就成为制约企业价值高低的两个基本因素,同时,长期资本也就成为企业长期投资的支撑体。流动负债中的自然筹资项目如应付账款、应交税金、应付工资、应付股利等是由于企业生产经营活动的进行而自发形成的一种资本来源,它随着企业生产经营规模的不断扩充而自动地增加,属于免费资金,由于长期投资决策考虑的是要以未来的现金净流量补偿非自发形成的资本的成本,故流动负债中的自然性筹资项目在资本来源决策中不予考虑。流动负债中的非自然筹资项目往往用于企业临时周转的需要,尽管理论上可用于企业长期投资,但将会产生很大的风险,实务工作中极为罕见。由于流动负债不能用于或者很少用于企业的长期投资,所以,在确定企业总体资本结构时应予以排除。

第四,我国企业的资本结构具有流动负债比例较高的特征,这一特征也是研究资本结构不容忽视的问题。由于我国企业的资本构成具有特殊性,尽管在确定企业长远的总体资本结构时,由于流动负债使用的临时性和不确定性,文中对此不予考虑,但是在分析负债的效用及确定企业的财务结构时,笔者主张采用广义的资本结构即包含流动负债的概念。也就是说,本文使用的资本结构概念,将广

结构，而在研究负债结构时，使用的是广义的资本结构。

1.2 现有资本结构理论研究的逻辑出发点

按照现有资本结构理论的研究角度，我们可以将资本结构理论划分为两大流派：一种是以研究企业资本结构的效用即负债的功效的效用学派，代表性的理论是MM资本结构理论与权衡理论，另一种是研究企业如何设计资本结构的行为学派，代表性的理论是信息不对称理论、代理成本论、财务契约论和信号模型。

MM资本结构理论是资本结构乃至财务管理或微观经济学的奠基性的理论，是资本结构效用学派的主要代表性理论，权衡理论可以看作是MM资本结构理论的进一步发展。效用学派的研究命题是资本结构与企业价值的关系。在一系列严格的假设下，Miller和Modigliani采用套利原理证实了资本结构与企业价值关系的三个基本定理：在不考虑公司所得税的情况下，公司价值与资本结构无关，企业价值取决于企业投资价值即未来所创造的现金净流量；在考虑公司所得税的情况下，公司的价值取决于负债率的高低，此时，企业价值不仅取决于投资所带来的未来的现金净流量，也取决于资本结构的决策，负债率越高，企业价值越大；在考虑股东个人所得税的情况下，公司负债的节税价值被股东个人多缴纳的个人所得税所抵消，负债与公司价值无关。MM资本结构理论的重大贡献在于：第一，MM资本结构理论对于融资决策与企业价值的研究方法不同于传统的研究方法。在资本结构理论出现之前，财务学的研究大多采用描述性的方法，传统资本结构理论的研究基本上限于对事实的简单陈述，缺少内在分析的成分。“在50年代，财务理论的根本性变化才开始发生。传统上属于经济学的分析方法和技术开始应用到财务问题上，这一转变的结果意义重大。它伴随着文献重点从诸如‘投资政策、融资政策、股利政策应该是什么？’等规范问题转入诸如‘可选择的投资政策融资政策、和股利政策对企业价值会产生什么影响’等实证问题”^① MM资本结构理论这一研究方法上的贡献，“永久性地改变了经济分析在资本结构问题讨论上的作用”。^② “MM于方法上的创新在以后的期权定价、股票市场的有限最优以及公共财政及宏观经济学的应用上随处可见”，^③ 今天，MM定理几乎渗透到了财务经济学的所有方面。第二，MM资本结构理论深刻揭示了资本结构与企业价值的内在联系，试图通过资本结构的表面现象，寻找出资本结构的内

① 沈艺峰：《资本结构理论史》，经济科学出版社1999年版。

② 同上。

③ 同上。

在本质，从而寻求资本结构的规律。其目的是“寻求个人、企业和我们这个社会如何在风险资产定价的基础上通过价格体系来就稀缺资源分配作出决策。”^① MM理论的价值意义正是在于它深刻揭示了资本结构与企业价值的关系，它也是后续资本结构理论研究的逻辑起点。第三，从财务理论发展的角度而言，MM资本结构无关论之所以在理财学界引起如此重大的影响，另一个极重要的原因便是，这一理论严格界定了企业价值的概念。在他们的文献出现之前，企业价值仍然是一个极其模糊、极其随意的概念，对整个财务理论研究的价值并不大。按照MM的看法，所谓企业价值，就是企业在未来经营期间业务活动所带来现金流量的一个折现值。经营活动所带来的现金流量越多，企业价值所面临的风险越小，企业价值就越大。了解经济学演变历史的人们都清楚，这一有关价值的定义——企业价值即是企业未来创造现金流量的折现值——在经济学中并没有新奇之处。在MM之前，许多学者都对“价值”这一经济学中最为基本的概念下过类似的定义。那么，MM资本结构理论中关于企业价值的性质的认识为什么会引起理财学界如此重大的反响呢？最为贴切的解释可能是，通过MM资本结构模型，他们将财务理论中的几个重要概念严谨地联系在了一起。与此同时，这一企业价值概念的财务化也为财务理论中对企业价值的深入探讨扫清了障碍，指引了方向。

权衡理论进一步发展了MM理论。这一理论认为：负债不仅具有节税价值，同时也具有代理成本和财务拮据成本，债务成本会抵减其节税价值，因此最佳资本结构应为边际节税价值与边际债务成本相等时的资产负债率。

效用学派所研究的企业资本结构与企业价值的关系为资本结构理论的发展作出了不可磨灭的贡献。但是，效用学派也存在着历史的局限：第一，各种非现实的严格的假设限制了这一理论在实践中的应用。第二，所得出的结论与企业实际相脱节。按照MM的公司税模型，负债率100%的公司价值应该越大，但是现实中没有一个企业的负债率可以达到100%，显然MM理论不能解释企业实践中资本结构的安排行为。第三，效用学派中的权衡理论认为公司存在静态的最佳资本结构，没有考虑环境的变迁诸如经济与法律制度的变迁等对企业资本结构的影响，也就不能够解释与指导企业资本结构的设计。

继效用学派后，资本结构研究的行为学派将研究的视野转向了企业资本结构的设计问题，从不同的角度试图解释与指导企业的资本结构安排行为。信息不对称理论认为避免由于信息不对称造成的企业发行股票融资的失败，按照留存收益、债务、发行股票的顺序进行融资，是企业融资的最佳选择；代理成本论则从公司治理的角度研究企业资本结构的设计问题，认为股权代理成本与债务代理成

本之和最低的资本结构为最佳资本结构；财务契约论则研究如何设计一个激励与约束相兼容的财务契约来实现代理成本的最低；信号模型则侧重于研究如何安排资本结构，才能够向投资者传递正确的信息，促使公司价值的提高。总的来看，行为学派侧重于多角度资本结构设计行为的研究，对于解释与指导企业资本结构的安排行为具有重要的作用。行为学派的历史局限性在于：第一，没有考虑企业外在因素的变迁对企业资本结构的影响，事实上，当影响资本结构的政治、经济、法律等有关因素发生变动后，企业的资本结构也会发生相应的变动，我国的国有企业从计划经济时代的无负债到市场经济初期的高负债就是一个明显的例证；第二，行为学派对资本结构的分析，是基于影响企业资本结构的单一的内在变量进行的，事实上，在企业微观内部进行资本结构的安排，需要考虑的因素很多，企业资本结构的安排，可能更多的是结合企业的实际情况，考虑重要影响因素进行的，不可能所有的企业都主要参照同一因素进行的；第三，行为学派无法解释不同国家资本结构的具体差异，也无法解释国家之间企业融资偏好的差异。前者包括奉行股权主导型英美资本结构模式与奉行债权主导型德日资本结构模式的差异，后者包括美国企业的内部融资偏好和我国上市公司的股权融资偏好。显然，上述差异的产生，有着更深层次因素的影响。

1.3 环境约束：企业资本结构研究与设计的逻辑出发点

我们主张，从环境约束的角度，解释与指导企业资本结构的设计。理由是：

第一，环境的变迁是导致企业为获取自身利益最大而确定资本结构的最重要的影响因素。在某种程度上，我们可以将企业看作是一个经济利益集团，从经济人的假设出发，企业是一个理性的经济人，必然通过资本结构的安排，使企业的经济利益达到最大。企业获取融资经济利益最大的途径是在现实环境的约束下，根据环境主导因素对企业资本结构的影响，来确定企业的资本结构。比如，日本企业在政府倡导银行在国民经济发展中的重要作用下，形成了传统的高负债特征的债权主导型的资本结构模式，美国对中小投资者严格的利益保护制度，则形成了以高股权为特征的股权主导型资本结构模式。再如，受融资制度的约束，我国股份上市公司的资产负债率的平均水平，维持在50%左右，而国有企业受融资制度的约束，资产负债率的平均水平则维持在70%左右。这说明，一个国家的政治、经济、法律等外部环境的变迁，是导致企业资本结构差异形成的内在原因。在环境的约束下，企业的生存与发展，都取决于企业对环境的适应性以及在环境的约束下的竞争能力的塑造。资本结构作为支持企业稳定发展的必要条件，

其负债率的安排，也同样受制于环境的约束。建立与企业现行环境相适应的资本结构，才能够发挥资本结构支持企业发展、增加企业价值的功效。

第二，环境差异是造成国家之间企业资本结构差异的主要原因。首先，一个国家不同的政治、历史、文化因素，会导致资本结构出现差异。英美都是资本主义发展较早的国家，也是个人主义盛行的国家，尤其是美国通过一些政策和法规反对财富集中，实现政治平等，政治上的平等和个人主义的盛行，提倡经济发展中的个人的参与意识，也相应在政治上为个人的投资活动提供了保证，导致了现代美国公司与众不同的形式：分散的股东和掌握控制权的管理层。在历史上，美国又是英国的殖民地，两国在政治、文化等方面比较相似，都强调追求自由和提倡个人主义和风险意识。现代公司就是植根于传统自由资本主义的土壤中而逐步发展起来的。与英美两国不同，德日两国在政治上习惯于统治权的集中，主张中央统制经济的政治体制，促进了中央银行的建立与发展。德日两国在历史的发展中逐渐形成了其独特的文化价值观。两国都强调共同主义，具有强烈的群体意识和凝聚力量，重视追求长期利益。德日两国政治及银行在经济上控制的作用及共同主义的意识，导致了两国企业资本结构的共同特征：债权在企业中处于支配地位，主张包括职工在内的对公司的共同治理。其次，经济因素是导致资本结构差异的原因。经济体制的差异会导致企业资本结构的差异。英美等国实行的是自由的市场经济，政府对企业的直接干预程度低，企业是在股东个人产权归属明确的条件下运行，这种经济体制决定了法律上对私有产权保护的重要性，具有明显的保护分散的中小投资者利益的特征，因此，英美两国的自然人投资踊跃，形成了以股权分散为特征的股权治理企业资本结构模式。德日两国具有社会主义市场经济的特征，重视经济的国家控制，形成了以高负债为特征的债权治理企业资本结构模式。资本市场的发育程度影响企业资本结构。英美两国有着悠久且发达的资本市场。伦敦证券交易所创立于1773年，纽约证券交易所则创立于1792年，两国均有两百多年的证券发展历史，已经形成了发达的证券市场，因此，英美国家的企业更易于通过证券市场直接融资。德日两国证券市场受到政府的管制相当严格，两国在第二次世界大战中，经济受到了严重的挫伤，战后由于两国的证券市场都相对弱化，发展经济需要大量的资金与资本市场的弱化的矛盾促使企业的融资更多依赖于间接融资；经济的发展水平也影响企业的资本结构。经济越为发达的国家，居民个人的闲置资金就越多，为企业通过资本市场的直接融资能够奠定基础，股权融资就越容易，经济发展落后的国家，居民个人闲置资金的数量有限，企业只能更多地依赖于负债融资。法律因素是影响到企业资本结构确定的重要因素。由于历史与文化的影响，英美国家在经济发展过程中更注重法律政策的作用。美国金融中介机构所持有的公司资产全部为银行、保险公司、共同基金和

养老基金持有,但美国法律禁止通过金融机构实现控股权的集中,英国虽然不像美国那样对银行金融机构存在本能的敌意,但对证券市场更多的是自行管理。尽管银行可以自由地持有股份,但大多数情况下还存在着许多谨慎规则。德日的法律与制度对两国公司资本结构的构成,特别是企业对银行的依赖有着决定性的影响。德日对金融机构的管制政策较为宽松,德日两国的金融机构在持有企业股权方面具有更大的自由度,这是德日资本结构产生的关键因素;德日对证券市场的限制过于严格,德日两国传统上对非金融企业进行直接融资采取歧视性的法律监管,日本长期以来,债券市场只对少数国有企业和电子行业开放,而且债券发行委员会通过一套详细的会计准则对企业债券的发行设置了严格的限制条件,因此日本的证券市场较为落后。因此,以环境约束为起点进行企业资本结构的研究与设计,能够在理论上对国家之间、同一国家不同类型的企业之间的资本结构的差异做出合理的解释。

第三,环境的变迁是资本结构理论的发展的内在支配动力。MM 资本结构理论是在完全资本市场的假设下,采用套利的方法加以证明的。其假设条件与企业设计资本结构的现实是相违背的。基于 MM 理论的非现实性,理论界放宽了 MM 的假设条件,使假设进一步接近企业资本结构的现实环境,进一步发展了资本结构理论。对 MM 理论未考虑负债的负面效应的批评以及考虑了现实中的环境因素诸如破产法所得税税率等,导致了权衡理论的出现;对 MM 理论假设信息处于对称状态的放宽,考虑了现实世界中资本市场的不完美状态等因素,导致了信息不对称理论的出现;代理成本论则是依据股份上市公司所有权与经营权的分离及资金的使用权与所有权的分离以及由此产生的潜在利益冲突,研究企业资本结构设计的结果;信号模型则侧重于资本结构传递信号功能的研究。结合一个国家的政治、经济、法律等环境因素,研究环境变迁对资本结构的影响以及企业在特定环境下的资本结构设计行为,则是资本结构理论研究的前沿动态。在资本结构理论的发展过程中,环境的影响始终是决定性的因素。

第四,有利于发挥理论对实践的指导,优化企业资本结构的设计。企业资本结构的设计是一个动态过程而并非是静态过程,当影响资本结构的外部主要环境因素发生变动后,企业的资本结构要做出适时的调整。企业不可能设计一个静态的资本结构,总是保持一个固定的资产负债率。以环境约束为起点研究资本结构理论,要求企业对环境因素的预期走势做出准确的预计,并根据影响企业资本结构的主导因素的情况,随时调整、优化企业资本结构,使资本结构建立在与环境约束相适应的基础上。

以环境作为研究与设计企业资本结构的逻辑出发点,同效用学派与行为学派的出发点并不矛盾。在现实环境的约束下,选择能够使企业价值最大化的资本结

构,是企业设计与优化资本结构的目标;与行为学派相对比,同样强调环境因素对企业资本结构设计行为的影响,但我们主张设计资本结构应根据环境对资本结构的主导因素的影响而不是静态的个别因素来进行。

1.4 企业资本结构战略的含义

1.4.1 企业资本结构战略的含义

企业战略管理是适应企业管理发展的需要而产生的。20世纪50年代后,企业外部的环境发生了根本的变化。科学技术的飞速发展、企业竞争的日益激烈、市场的不断变化、企业经营规模的迅速扩张、通货膨胀的加剧、政治与经济环境的变迁、跨国公司的崛起等因素对企业的生产经营管理产生了重要影响。在这种情况下,影响企业经营环境的各项因素的多变性加大了企业的经营风险,迫使企业管理的重心由传统的内部管理转向在面向环境的基础上制定企业的发展及竞争战略,战略管理应运而生。战略管理自从其产生以后,就显示出了其强大的生命力,为世界许多企业采用,成为企业长期繁荣与发展的保证。

那么,什么是战略及战略管理呢?由于这两个概念内涵的极度丰富和外延的非常广泛,目前国内外的学者对其定义还没有达成一个共识。各个学者基于不同的研究角度和方法,对战略及战略管理的认识差异较大,由于本文的立意在于从战略的角度来研究资本结构,在这里就略去了有关战略及战略管理概念上的争议,对各种学术观点也不再叙述和评价,而只是采用战略及战略管理一般上的共同特性。一般而言,企业战略是对企业的长远发展方向及全局的整体性决策,其目的在于有效地组织利用企业的资源和能力,使之适应企业的内部和外部环境,以达到预期的目的。战略管理则是指研制战略和保证战略顺利进行的战略分析、战略选择、战略实施等环节工作的统称。

资本结构战略从属于财务战略。企业财务战略是指:“为谋求资金均衡有效的流动和实现企业战略,为增强企业财务竞争优势,在分析企业内、外部环境因素对资金流动的基础上,对企业资金运动进行全局性、长期性和创造性的谋划,并确保其执行的过程。”^① 资本结构战略是指为最大限度地实现企业的战略目标,为增强企业的价值,提高企业的发展竞争能力,在分析影响资本结构的内部及外部环境因素的基础上,对企业的长期资本的构成的发展方向进行全局性、长期性、创造性的谋划过程。对资本结构进行战略管理,既是企业战略理论发展的结果,也是企业当前所面临的现实环境所决定的。

1.4.2 企业资本结构战略的意义

1. 对企业资本结构实施战略管理是企业实行战略管理的必然要求, 资本结构战略是企业战略的延伸。

企业战略的实施, 离不开资金的支持, 资金是企业战略实施不可缺少的重要资源, 在企业战略管理的过程中, 资本的运行目标是否与企业战略协调一致, 在战略目标下资本的运行效率的高低, 影响并制约着企业战略的实现程度。例如, 企业的扩张战略需要以充足的资本作为保证, 企业稳定发展的战略又要以既能保证企业价值的增加又要有效防止财务风险的膨胀这样一个企业合理的资本结构为前提, 否则, 超过企业投资报酬率的债务资本成本会侵蚀掉大量属于股东的财富从而降低企业的价值, 过高的财务风险会导致企业破产概率的加大从而危及企业的安全。再如, 企业管理战略的实施必须与资源环境相匹配, 资本则是企业最重要的经济资源, 一个企业的资本实力是企业实施战略的重要保证, 没有充足的资本实力, 企业竞争战略就无从谈起, 而资本实力的增强是离不开资本结构的科学合理的安排的。我们还可以从企业战略构成与资本结构的关系上, 对资本结构实施战略管理的必然性进行分析。英国学者格里·约翰逊 (Gerry Johnson) 将战略划分为三个层次: 第一层为公司层, 主要问题是关于组织的整个经营范围, 从结构和财务的角度来考虑该如何经营; 怎样将资源分配给不同区域的企业等。第二层为竞争战略或企业战略, 主要涉及如何在市场中竞争, 其主要问题是关心应开发哪些产品或服务, 以及将其提供给哪些市场; 关心它们满足顾客的程度, 以达到组织的目标——如远期盈利能力、市场增长速度或者提高效率等。第三层为经营战略, 包括营销、融资和制造等如何为其他各级战略服务。^① 在上述三个层次中, 第一个层次本身就含有财务战略, 所涉及的资源分配当然包括资本的分配。第二个层次的市场竞争战略目标的实现, 依赖于财务管理的支撑, 取决于财务管理的管理效率, 无论是企业进行技术革命, 还是开发新产品, 或者是企业进行更新改造, 其对企业目标的影响与资本的合理筹集和安排是分不开的, 一般来看, 这种投资属于企业的长期行为, 其效果可能会在较长的时间内才会显示出来, 短期内难以见到效益, 而且企业要承担较大的经营风险, 也就是说, 实施竞争战略所带来的未来收益具有高度的不确定性。由于经营风险的客观存在, 要求企业应保持一个良好的资本构成, 企业应不断充实其资本实力, 增强抗衡风险的能力, 防止因负债比例过大而致使企业的战略实施受到债权人的干预, 也预防企业因财务风险过大而加大企业的总体风险。显然, 一个稳健的资本结构战略与企业竞争战略相匹配, 是保证企业竞争战略得以顺利进行不可缺少的基本条件。第

① [英] 格里·约翰逊等著:《公司战略教程》, 华夏出版社 1998 年 4 月版, 第 7 页。

三层战略包含融资战略，融资战略是企业战略的重要组成部分，而融资战略的核心内容就是资本结构战略的制订。

2. 对资本结构实施战略管理，是财务管理环境发展的必然结果。

任何一门学科的产生与发展都是基于环境发展的需要而产生与发展的。财务管理的产生与发展是与环境的需要分不开的，财务管理学科的产生与发展是商品经济发展到一定历史阶段的产物。在西方，早在 15、16 世纪，地中海沿岸商业活动蓬勃发展，商品生产经营组织的生产经营规模迅速扩大，单一的个人资金难以满足经营的需要，资金的借贷关系开始出现并迅速扩展，资本的使用权与所有权开始分离，这种状况促使商品经营者必须考虑资本的筹集、运用与分配，从而产生了财务管理的萌芽。18 世纪的产业革命，使传统的作坊、工场手工业的生产方式，被工厂化的机器生产方式所替代，财务管理活动开始复杂起来，但由于企业组织形式仍为比较简单的独资、合伙企业，财务管理活动也仅限于业主管管理范围，其目标也取决于业主的目标。19 世纪末至 20 世纪 20 年代，股份公司的出现，使得企业生产经营规模迅速扩大，企业所需资金大量增加，筹资渠道逐渐宽广，筹资方式多种多样，财务关系日益复杂，资本市场迅速发展并逐渐完善，理财环境的变化促进了企业筹资理论的诞生，此时的企业财务管理重点集中在如何利用资本市场发行债券、股票和其他有价证券，用于满足企业生产经营规模扩充的需要，财务管理的理论也集中在企业筹资上。第一次世界大战至 20 世纪 50 年代，财务管理的理论与实务没有得到根本的发展。30 年代西方经济危机中，资本市场几乎崩溃，企业纷纷倒闭，财务管理的中心由公司的扩充转向公司的生存，研究的重点也由资金的筹措转向资金的运用。20 世纪 50 年代后，科学技术迅速发展，资本市场更加成熟和发达，融资工具与投资方式多种多样，经济金融化的进程迅速加快，客观上使财务管理工作的中心转向企业的融资决策、投资决策、股利分配决策，在理论研究上取得了突破性的进展，使现代理财学向理论化、数量化方向发展。与资本市场的发展及与经济金融化相适应，资本结构理论取得了突破性的进展，1958 年，MM 资本结构理论诞生，标志着现代资本结构理论的开始。

观察财务管理理论的发展，我们不难得出结论：财务管理理论与实务的发展历史，实际上是财务管理环境的变迁史，当代财务管理的环境应该成为研究目前企业理财问题的出发点。在 21 世纪来临的时刻，企业的理财环境更加复杂和多变。金融政策的不断调整，使得企业融资环境呈现出不稳定的特征；企业的兼并、改组和股权的变动，使得企业产权结构发生变动进而引起资本结构的变动；竞争的加剧使得企业生产经营成果难以预料；作为国家宏观调控工具的利率的波动，又会导致企业负债杠杆作用正向和负面效应的变化，从而造成企业财务风险