

“十二五”国家重点图书



西安交通大学 学术文库

资产结构、资产流动性 与企业价值研究

张俊瑞 等著



西安交通大学出版社
XI'AN JIAOTONG UNIVERSITY PRESS

“十二五”国家重点图书

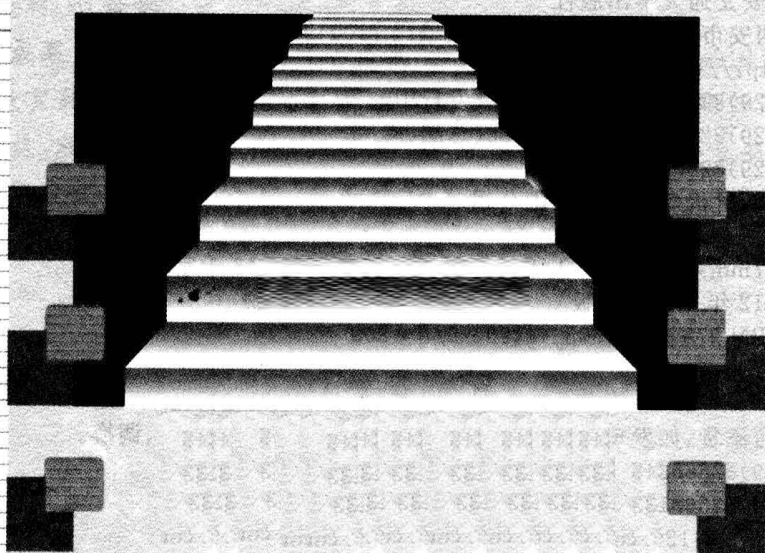


西安交通大学学术文库

资产结构、资产流动性与企业价值研究

张俊瑞 等著

编写组成员 贾宗武 张健光 王 鹏 曾 振
孟艳玲 赵 红 王 马 鹏 晨



西安交通大学出版社

XI'AN JIAOTONG UNIVERSITY PRESS

· 西安 ·

内 容 提 要

本书在理论分析基础上,采用定性与定量研究方法,对我国上市公司的资产结构、资产流动性与企业价值及其相互关系进行了研究。首先,在文献回顾基础上,对相关概念进行了界定;其次,借鉴各相关学科的理论与方法,对以上市公司为样本的企业资产结构状况进行了实证分析,揭示了不同行业在资产结构方面的异同;再次,在界定资产流动性概念与层次的基础上,建立了衡量资产流动性的财务指标和测度方法,分析了企业资产结构、资产流动性影响企业价值的机理与经济后果,发现提高资产流动性有助于提高企业经营效率、提升企业价值;最后结合案例分析,提出了优化企业资产结构、提高企业资产流动性、提升企业价值的政策建议。

图书在版编目(CIP)数据

资产结构、资产流动性与企业价值研究/张俊瑞等著.

—西安:西安交通大学出版社,2012.6

ISBN 978-7-5605-4196-9

I. ①资… II. ①张… III. ①上市公司-资产管理-研究-中国 IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2012)第 014242 号

书 名 资产结构、资产流动性与企业价值研究
著 者 张俊瑞 等
责任编辑 魏照民

出版发行 西安交通大学出版社
(西安市兴庆南路 10 号 邮政编码 710049)

网 址 <http://www.xjtupress.com>
电 话 (029)82668357 82667874(发行中心)
(029)82668315 82669096(总编办)

传 真 (029)82668280
印 刷 陕西时代支点印务有限公司

开 本 787mm×1092mm 1/16 印张 13.1 字数 243 千字
版次印次 2012 年 6 月第 1 版 2012 年 6 月第 1 次印刷
书 号 ISBN 978-7-5605-4196-9/F·309
定 价 38.00 元

读者购书、书店添货、如发现印装质量问题,请与本社发行中心联系、调换。

订购热线:(029)82665248 (029)82665249

投稿热线:(029)82668133

读者信箱:xj_rwjg@126.com

版权所有 侵权必究

本书由教育部新世纪人才支持计划(NCET-07-0309)

国家社会科学基金(07BJY025)资助

作者简介:

张俊瑞,男,1961年10月生,陕西澄城人。经济学博士,教授,博士生导师。兼任国务院学位办全国会计专业学位研究生教育教学指导委员会委员;中国会计学会理事;中国会计学会教育分会常务理事;中国会计学会国际交流专业委员会委员;美国会计学会(AAA)会员;陕西会计学会副会长;等。入选教育部新世纪人才支持计划(2007);获宝钢优秀教师奖(2010)、王宽诚育才奖(2005)等荣誉称号。

主要研究方向为会计理论、资本市场会计与财务研究、公司治理与企业财务评价。主持国家自然科学基金2项、国家社科基金1项,主持完成教育部、财政部、中国注册会计师协会等省部级课题、20余项。在《Journal of International Accounting, Auditing and Taxation》、《Asia-Pacific Journal of Accounting and Economics》、《会计研究》、《审计研究》等国内外知名学术期刊发表论文130余篇。出版专著、译著6部,主编教材10余部。

教学科研成果曾获各类教学及科研成果奖20余项,包括第六届国家级教学成果奖二等奖,教育部第三届高校人文社科研究优秀成果奖三等奖,陕西高等学校科学技术奖一等奖,陕西省科学技术奖三等奖,陕西省哲学社科优秀成果奖三等奖,中国会计学会年度优秀论文二等奖、三等奖等。

前言

企业的资产负债表是一个平衡表,企业获得的资本反映在资产负债表的右方,债务资本与权益资本之间的关系便是资本结构;无论是债务资本还是权益资本,其都客观存在一个占用形态,在会计学上称之为资产,反映在资产负债表的左方。左右呼应,数字相等,这便是所谓的会计恒等式。

纵观资产负债表的左右两方,其右方的资本及资本结构研究显然早已成为学术热点,备受关注。在传统财务理论研究中,资本结构理论以及围绕资本结构相关问题的研究已开展日久,持续不衰,并已成为财务管理以及财务经济学领域的经典理论。反观资产负债表左方的资产及其资产结构,则长期以来被忽视。事实上,资产结构在一定程度上能够反映企业的财务是否健康、企业的成长模式是否稳健。在金融危机发生时,很多财务结构良好、经营业绩优异的公司却屡屡破产、倒闭,究其原因,很多与企业资产结构不合理有关。

在企业内部,处于各个占用形态的资产,随着企业生产、经营活动的进行,会不断流动。资产在流动中不仅发生形态的转换,而且会实现增值。但是,资产结构安排或者资产配置的不同,在一定程度上会影响资产的流动性,进而影响企业价值。要提高企业价值,不仅需要改善企业的资本结构,而且需要优化其资产结构。因此我们认为,资产结构、资产流动性与企业价值关系的研究具有重要的理论意义与现实意义。

在结合理论分析的基础上,本书采用定性研究与定量分析有机结合的研究方法,对我国上市公司资产结构现状进行分析,并根据理论分析提出了研究问题,包括:①资产流动性是否对传统的资本结构具有显著影响?资产结构如何与资本结构相联系?②企业价值的影响因素究竟有哪些?③资产结构与企业价值之间存在何种关系?④资产流动性对企业价值具有什么影响?⑤资产结构、资产流动性与企业价值之间的关系是否能在具体企业中得到验证?

作为一本探索性学术著作,本书所研究的问题在国内外具有比较明显的开拓性和创新性,因而可供参考、借鉴的文献有限。本书在内容安排上显著区别于教科书模式,期望通过理论探讨与摸索,从新的方向、新的领域寻求一种理论突破与创新。在充分尊重已有研究成果的基础上,根据以下逻辑结构展开分析与阐述上述研究问题。首先对已有文献进行了梳理与归纳,对相关概念进行界定,并厘清已有研究中混淆的概念,对相关理论进行梳理与阐释。其次,借鉴各相关学科的理论与方法,对中国上市公司的资产结构进行行业分析,揭示不同行业的企业在资产结构

方面的异同,形成可借鉴的有规律性的结论。再次,提出本研究所关注的资产流动性概念,并据此构建出资产流动性计量指标。这是本书的基础与重要创新。在界定资产流动性的概念与层次的基础上,建立衡量资产流动性的财务指标和测度的技术方法。详细分析企业资产结构、资产流动性影响企业价值的机理与经济后果,构建资产结构、资产流动性与企业价值的关系模型。通过选用中国沪深股市上市公司为样本数据,借助统计分析软件与统计方法检验了资产结构、资产流动性与企业价值之间的关系,选择宝山钢铁股份有限公司作为对象,对其进行案例分析,验证本书的观点,得出结论并提出相应的政策建议。

作为现代财务管理重要目标之一,企业价值最大化是股东、投资者以及相关利益各方期望达到的最为理想的目标。而从生产要素出发,对资源进行合理配置则是实现这种目标的重要途径之一。因此提出优化资产结构,最大程度发挥资产效用,进而提升企业价值的建议是本书的主要目的。基于此,我们从收益与风险的角度、资产特性的角度提出应以流动性为基础作为判断资产性质的依据,充分考虑行业特性,作为企业资产管理的重要依据,最大程度地发挥资产效用。

本书是教育部新世纪优秀人才支持计划“资产结构、资产流动性与企业价值研究”(NCET-07-0309)的研究成果,同时也得到国家社会科学基金(07BJY025)的支持。

本书由西安交通大学管理学院张俊瑞教授总负责,拟定研究提纲、组织研究队伍、开展研究工作、撰写研究报告,并在此基础上形成本著作。各章具体分工如下:第一章和第十一章由张俊瑞(西安交通大学管理学院)执笔,第二章、第七章和第八章由王鹏(西安外国语大学商学院)执笔,第三章由贾宗武(西安财经学院管理学院)执笔,第四章和第十章由孟艳玲(西北工业大学管理学院)和马晨(西安交通大学管理学院)执笔,第五章由曾振(西安交通大学管理学院)执笔,第六章和第九章由张健光(武警工程大学)和赵红(西安交通大学管理学院)执笔。全书最后由张俊瑞教授总纂定稿。

在研究过程中,得到了西安交通大学管理学院、西安财经学院商学院的大力支持,各位执笔人为本书的完成付出了艰辛的劳动,课题组成员张宏丽、郭慧婷、孙燕和赵丽荣也积极参与了本课题的调研、数据收集、讨论、相关部分的研究工作,对研究工作的顺利进行功不可没,在此表示衷心感谢。

鉴于作者水平与写作时间所限,在研究与写作过程中难免有疏漏之处,敬请广大读者批评指正。

张俊瑞

2012. 05. 01

目 录

第一章 导论	(1)
第一节 问题的提出	(1)
第二节 研究目标	(3)
第三节 研究思路与研究内容	(3)
第二章 财务结构理论研究	(6)
第一节 财务结构概念界定	(6)
第二节 财务结构、资本结构与资产结构的关系	(8)
第三节 财务结构影响因素分析	(10)
第四节 政策建议	(14)
本章小结	(15)
第三章 资产结构、资产流动性与企业价值相关理论	(16)
第一节 资产结构相关文献回顾与理论分析	(16)
第二节 资产流动性相关文献回顾与理论分析	(31)
第三节 企业价值概念界定	(34)
本章小结	(36)
第四章 资产结构与资本结构的关系分析	(37)
第一节 资产结构与资本结构之间的关系	(37)
第二节 理论分析与模型建立	(41)
第三节 实证结果分析与讨论	(46)
第四节 研究结论与局限性	(49)
本章小结	(50)
第五章 中国上市公司资产结构行业特征及差异分析	(51)
第一节 研究背景及意义	(51)
第二节 研究设计	(53)
第三节 行业资产结构差异的实证检验及分析	(64)
第四节 行业资产结构影响因素的实证检验及分析	(73)

本章小结	(94)
第六章 企业资产流动性及其衡量	(95)
第一节 流动性分类和企业流动性的内涵	(95)
第二节 影响企业资产流动性的因素	(99)
第三节 企业流动性与企业价值关系的研究回顾	(102)
第四节 企业内部资产流动性衡量指标设计	(105)
本章小结	(111)
第七章 企业价值决定研究	(112)
第一节 企业价值决定因素分析	(112)
第二节 企业价值计量模型	(116)
第三节 资产结构与企业价值关系分析	(121)
第四节 资产流动性与企业价值关系分析	(122)
本章小结	(123)
第八章 资产结构与企业价值研究	(125)
第一节 资产结构与企业价值的关系	(125)
第二节 研究设计	(127)
第三节 实证结果及分析	(130)
第四节 研究结论与局限性	(135)
本章小结	(135)
第九章 资产流动性与企业价值关系实证研究	(137)
第一节 流动性指标及实证检验	(137)
第二节 稳健性分析:传统的流动性指标及实证检验	(144)
本章小结	(150)
第十章 案例分析:以宝山钢铁公司为例	(151)
第一节 研究问题	(151)
第二节 案例选择及宝钢简介	(151)
第三节 资产结构、资产流动性、企业价值变动趋势分析	(153)
第四节 资产结构、资产流动性与企业价值相关性分析	(161)
第五节 政策建议	(163)
本章小结	(164)

第十一章 研究结论与政策建议..... (165)

第一节 研究结论..... (165)

第二节 政策建议..... (167)

参考文献..... (174)

附录..... (186)

第一章 导论

第一节 问题的提出

席卷全球的金融危机对迅猛发展的全球经济造成了巨大的打击,一味激进的经济发展模式受到了挑战与质疑。无论是国家主体,还是企业主体,逐渐转向了风险规避的稳健经济政策。过度追求经济利润的功利性目的,使得各个层次的经济主体一味地追求利润最大化,忽视了在高利润下存在的高风险性问题。在全球经济一体化环境下,各经济体之间相互依存度增加,牵一发则动全身,因此,无论是对亚洲经济造成巨大影响的1997年亚洲金融风暴,还是全球经济正在经历的经济危机,似乎都是一种病态经济发展模式的反应。危机的爆发总是最先从资本市场开始,然后席卷各个领域。这种对资本的过度依赖反映了社会经济的病态。因此,关注流动性、优化资源配置是现代社会发展的主要目标,从微观层面讲对企业发展具有重要作用。

优化资源配置、实现资源效用最大化是现代社会追寻的主要目标。如何在有限的资源中获得利益最大化成为各国政府、经济学家和企业实体所面临并亟需解决的重要问题。人类社会的发展,实质上就是一个生产过程,这个生产过程也是资源利用、再利用以及资源配置、再配置的过程。在现实世界中,资源之所以要优化配置,首先是因为资源是有限的,将一项生产要素投入一个生产过程,必然减少其他生产过程可利用的该生产要素。因此,在客观上要求从事社会生产活动的主体——人类,应当结合社会生产目标,对这些资源进行有效合理配置,实现有限资源的最充分利用。特别在市场经济环境下,生产要素的投入产出是基于公平性、竞争性和开放性等特征而开展的,一方面有效的资本配置是投入产出的基础;另一方面实物资源的优化配置是资本配置后的主要目标。

随着产权市场、资本市场的兴起,经济金融化已是当今经济发展的主趋势之一,随之而来的是企业像其他商品一样被推到了资本市场,围绕资本市场展开的企业外部产权交易和企业内部投、融资活动的核心都离不开对企业价值的评估,企业价值问题成了资本市场各方投资者关注的焦点。实现股东价值和企业价值最大化是现代财务理论的主要目标。如何实现企业价值最大化,实现股东利益最大化,是

理论界与实务界重点关注的方向。现有研究主要从公司治理视角出发,从外部治理机制(La Porta 等,1999;Leech 和 Leahy,1991;Lare 等,2009;Yao 等,2010)和内部治理机制(Jensen 和 Meckling,1976;Shleifer 和 Vishny,1986;Yermack,1996;Ahmed 和 Duellman,2007)两个方面,对企业如何在制度安排下实现利益的最大化进行了关注与探讨。然而内、外部机制作为一种制度安排,只是企业资源合理安排的一个基础,企业最终要关注的还是在一定制度安排下,如何实现企业资本和资产资源的合理利用,从而达到资源的最优化配置,从而实现企业价值和股东利益最大化。

从生产要素角度出发关注企业价值最大化是本研究的主要视角,也是创新之一。对企业生产要素进行最优化配置,实现企业财务资源结构的优化,针对不同特性的资源进行不同的生产安排,从而实现企业价值最大化的目标。而作为反映生产要素特性的流动性,则是企业合理有效安排所掌握的经济资源的一个标准。

自从凯恩斯关于货币经济学中流动性概念提出以来,经济学领域针对流动性问题展开了普遍而深入的关注与研究,且硕果累累。凯恩斯(1930)在其《货币论》中指出,流动性就是指在较短时间无损失情况下实现变现的能力。后续流动性的研究基本以此定义为基础展开。根据凯恩斯的流动性定义,结合资源组成情况,对流动性进行界定。一般认为,流动性应该包括三个层面,分别是宏观层面的市场流动性(Anderson,1999;Hooker 和 Kohn,1994;Gibson 和 Mougeot,2003;Fang 等,2009),中观层面的企业流动性(Shleifer 和 Vishny,1992;Schlingemann,Stulz 和 Walkling,2002)和微观层面的内部资产流动性(贾宗武和张建民,2007;张俊瑞、王鹏、赵丽荣,2009;等)。截至目前,关于流动性的研究主要集中于宏观层面的流动性,对中观层面甚至微观层面流动性的研究较少。宏观层面流动性研究过热充分反映了市场经济下,各经济利益主体对资本的过度依赖,但是忽视了中观和微观层面的流动性,特别是微观层面的流动性。作为基本生产要素的组成,企业内部各组成资产的变现能力对企业盈利能力具有重要的影响。已有研究指出,流动性反映了生产要素变现的能力,流动性越强的资产,变现能力越强,其生产经营效率也越高,交易成本或损失越低,因此有利于企业价值的提升。然而,对企业内部资产而言,并非是流动性越高越好,一味地强调流动资产,忽略其他内部资产的组成,则对企业长期生产经营不利。以资产流动性为基础,对内部资产进行合理配置,对于有效利用资产、提高资产生产经营效率具有决定性作用。基于资源配置理论和流动性问题,本研究着手从微观层面出发,系统地研究企业内部资产结构配置和资产流动性以及企业价值相互之间的关系和相互影响。

第二节 研究目标

根据研究思路与研究内容,通过相关方法运用,本研究主要达到以下目标:

首先,合理配置内部资源,改善企业资产结构是本研究的主要目标之一。作为企业生产经营和获取利润的基础,企业在一定时间内所掌握的资源是有限的,合理利用有限的资源,提高资源的经营效率是企业经营者的重要任务。由于各类别资产具有其各自特性,不同资产给企业所带来的效用存在差异,如何将这些资源在企业内部合理配置则是有效利用这些资源的先决条件。而这种资源的配置则主要表现在内部资源,包括资本与资产结构的合理安排。

其次,构建中观层面与微观层面流动性的概念与计量指标,正确认识这两个层面流动性指标的重要作用及意义。已有关于流动性的研究主要关注于宏观层面的流动性对市场效率的影响,只有屈指可数的文献关注于中观层面和微观层面资产流动性。企业主体组成的资产交易市场是在产权市场发展后不可忽视的重要部分,企业并购重组均依赖于资产交易市场的存在,因此中观层面的流动性对企业价值的正确计量具有重要影响。另一方面,微观层面企业内部资产流动性则是企业进行生产经营活动的基础,是企业盈利能力的重要体现,其对企业价值的影响非常显著。中观层面和微观层面的流动性研究将是非常基础且尤为重要的一个方向,具有重要意义,因此,正确寻找到其计量指标反映资产流动性也是期望实现的主要目标之一。

最后,寻找企业价值决定因素,提出实现企业价值提升的有效途径。提升企业价值,是企业发展过程中不断追求的目标,也是现代财务管理的主要目标。现代市场经济的发展,要求企业经营者通过有效的资本运作和投资运作来实现较高的投资收益;另一方面应当通过有效的生产经营,提高资产经营效率,提高企业盈利能力,并且通过多种途径实现企业或公司的各种资本(财务资本、人力资本等)的提升。本研究期望通过寻找企业价值的决定因素,通过优化企业资本结构与资产结构,寻找企业价值提升的有效途径。

第三节 研究思路与研究内容

根据上述研究目标,本书接下来的研究将按如下思路展开:

首先,提出相关概念,厘清已有研究中混淆的概念,对相关理论进行梳理与阐释。先对财务结构的内涵与外延进行界定,接着回顾并总结了资本结构、资产结构以及相关概念(如权益结构、负债结构等)。在此基础上,研究企业财务结构是如何形成的,企业拥有不同的财务结构受到哪些因素的直接或间接影响,区分主要影响

因素和次要影响因素。分析财务结构中资本结构、资产结构之间的相互关系,并研究资产结构对企业资产流动性以及企业价值的影响。

其次,借鉴各相关学科的理论与方法,通过以上市公司为样本的企业资产结构状况的实证分析,得出有关中国企业资产结构的经验数据,寻求企业资产结构的规律性,建立资产结构的一般通用模型,同时考虑行业属性,建立资产结构行业模型。在此基础上,对中国上市公司的资产结构进行行业分析,揭示不同行业的企业在资产结构方面的异同,形成可借鉴的规律性结论。

再次,提出资产流动性的概念,并据此构建出资产流动性计量指标。这是本书的基础与重要创新。界定资产流动性的概念,区分宏观流动性与微观流动性、外部流动性和内部流动性、资产流动性与企业(相关)流动性。在此基础上,分析资产流动的机理、资产流动与企业价值流动的相互关系,建立衡量资产流动性的财务指标和测度的技术方法。必要时可以建立资产结构和资产流动性的测度模型。对资产流动性的研究,还需要区分不同性质、不同类型资产的特点,尤其是对长期资产(长期投资、固定资产、无形资产等)需要进行专项详细研究。尽管仍然会涉及宏观范围的流动性问题,但本书所研究的流动性将限定在企业内部的资产流动性上,同时延伸研究企业的流动性问题。

第四,寻找企业价值决定因素。详细分析企业资产结构影响企业价值的机理与经济后果,构建资产结构与企业价值的关系模型。以中国沪、深股市上市公司为样本数据,对资产结构、资产流动性与企业价值之间的关系进行实证检验。

最后,通过上述分析与研究,对研究内容进行总结,得出研究结论,并提出改善企业资产结构、提高资产流动性、增加企业价值的政策建议。

本书的研究框架如图 1-1 所示:

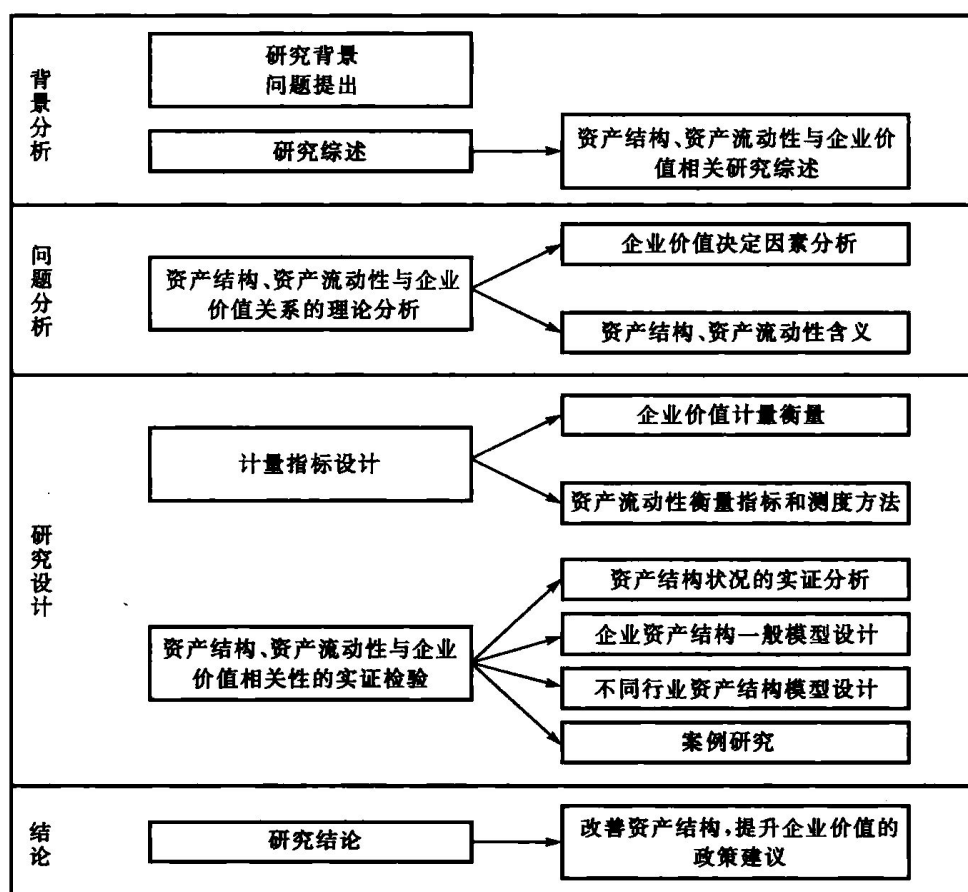


图 1-1 研究框架图

第二章 财务结构理论研究

传统微观经济学关注于相对稀缺资源的合理配置问题,原因在于收益递减的普遍规律,使得对任何一种生产或消费活动投入太多的资源都是不利的。因此,按照一定比例合理配置资源,是现代经济发展的一种规律。优化资源配置,实现资源效用最大化是现代社会追寻的主要目标之一。在现代公司理论和财务理论下,实现企业内部资源的优化配置,达到企业价值最大化同样是各方利益相关者所期望的目标。由于企业所拥有的资源是有限的,不同资源对于企业所带来的效用存在差异。作为企业生存的基础,资本在企业的发展中发挥着重大的作用,在资本组成的企业中如何优化配置资本来源以及这些资本转化而来的资产的优化配置是企业家、股东及投资者关注的重要问题。在此背景下,如何认识财务结构,如何区分资本结构和资产结构,成为财务理论中一个新兴的理论问题,开始受到理论界和实务界的关注。而正确界定财务结构概念,并厘清财务结构(financial structure)、资本结构(capital structure)和资产结构(asset structure)这三个较为容易混淆概念之间的关系,是本书研究的起点与基础。

第一节 财务结构概念界定

厂商理论指出,企业存在就是利用投入资源的合理安排进行生产并实现利润最大化(Jehle 和 Reny, 2001)。企业所拥有的资源在一定空间与时间范围内是有限的,这种资源从形态上又可划分为实物资源、声望资源、关系资源等各种类别。而实物资源是企业现实可供配置、进行充分利用的可调动资源。在商务印书馆出版的《英汉证券投资词典》一书中,对财务结构的定义是:公司资产如短期债务、长期债务、股东权益的比例构成。财务结构不但描述长期负债比例,同时兼顾短期负债;而资本构成仅考虑公司的长期债务、股东权益。这一概念实质上与资本结构的概念并无二致,都关注于不同来源的资本结构,只是加入了债务期限结构这一因素,从本质上来说仍然属于资本结构的范畴,其范围依然较窄。所谓财务,是指企业再生产过程中的资金运动,它体现企业和各方面的关系。

关于财务结构概念的界定方面,谢荣兴(1997)认为,财务结构是指资金来源的构成,是指资产负债表右边的内容,而资本结构则是资产负债表右边内容的所有者

权益。他仅仅将目光关注于资产负债表的右边。钟亚兰(2001)将财务结构界定为企业资金来源的构成状况,即企业各种资金来源占资金总额的比例关系和融资形式组合。这一概念的界定过度强调企业资本来源的构成,并未关注企业资本获得后资产的用处,尽管作者在文中后续部分的讨论中提及了资产的构成问题,但是并未深入考虑资产结构、资本结构与财务结构之间的关系。郭泽凤(2003)明确提出了财务结构是指企业的资本结构和资产结构及其相互关系的平衡,财务的本质应当是企业财务资金的投入、运转和产出活动及其所形成的关系。其从资本和资产之间直接的关系方面对财务结构进行了分析,这一视角是全面而有效的,但是并未详细对此展开分析。在此基础上,我们通过会计恒等式与会计等式之间的关系对资本和资产之间的关系进行了详细的阐述,为二者之间关系的阐述提出了理论依据。

根据会计等式(见式 2-1),我们认为财务资源应该是企业可供调配的,对企业经营生产活动的资金运动产生影响的资本与资产。不但应当关注于恒等式右边项目的构成,恒等式左边项目与右边项目应当具有同等重要的地位(见式 2-2)。

会计恒等式:资产=负债+所有者权益 (式 2-1)

会计等式:现金及现金等价物+应收账款+……+固定资产=负债+所有者权益 (式 2-2)

因此,我们认为从财务角度考虑,财务资源主要包括企业建立的基础——资本和企业生产经营的基础——资产。合理配置这两种资源是企业经营者达到预期经营目标的基础,是企业财务活动的主要内容。因此,财务结构不仅是指企业资本来源的构成,还包括企业内部资产的组成。即财务结构包括两方面:资本结构和资产结构。资产负债表正是这一观点最为直观的表现。资产负债表的右边反映了企业资本构成的情况,而左边则反映企业资产的不同构成,因此,财务结构从资本和资产两方面考虑是有意义的。

对企业资本结构的关注始于 Modigliani 和 Miller(1958)的研究,他们提出了资本的不同来源不会影响企业价值的观点。但是他们的结论是基于无摩擦市场理论,这种在现实情况中不存在的假设也引起了广泛争议。基于此,很多学者关注于资本结构理论,结合其不同的研究目的与方法,从不同角度对资本结构问题进行了阐释。在放松 MM 基于无摩擦市场理论的假设后,对资本配置差异的研究主要从以下两个角度展开:代理成本视角和信息不对称视角。

从代理问题角度来看,由于契约不完全性,企业内部存在几种代理问题。负债的增加,提高了企业破产的可能性,经理人员可能会因企业破产造成利益的损失,诸如控制权丧失或者声誉的降低,因此他们会付出更多的努力来降低代理成本(Grossman 和 Hart,1982)。从债权人的角度来讲,由于债权人只能获取部分利益,包括债务本金的回收和约定利息,但是却承担着因企业经营失败造成的风险。

债务的增加提高了企业破产的可能性,债权人为了保护自身利益,会加大对管理层行为的监管力度,能够有效降低代理成本。因此,从代理理论的角度来看,负债水平的提高有利于规范管理层行为及决策和保护企业价值。

由于所有权和经营权的分离,造成了各方利益相关者掌握企业信息的不对称。因此,信息不对称和税收视角下,不同资金来源同样引起了研究人员的广泛关注。作为企业的经营者,管理层掌握着最直接、最相关、最多的企业经营信息。股东、债权人及其他利益相关者掌握着有限的信息,由管理层进行编制并报告的财务报告成为了股东和投资者获取信息的主要来源。负债的增加向外部传达了管理层对公司前景乐观的态度(Flannery,1986),同时也降低了管理层被接管的可能性(Stulz,1988;Novaes和Zingales,1995)。因此管理层乐于通过负债的形式向股东、投资者传达积极的信息,从而对保护各方利益及企业价值产生正向的影响。

不同来源的资本最终是以资产的形式进行生产经营(如图2-1所示)。企业根据自身经营特点和资产特性的差异,对企业资产进行了划分及合理的分配。不同类别的资产由于其特性的差异,对企业具有不同的作用。不同类别的资产在企业资产中的比重构成了资产结构。相对于资本结构,资产结构的研究较少受到关注。只有合理配置企业内部资产结构,才能提高资产使用效率和企业资产整体质量。由于行业特性的差异,不同行业经营活动均存在较大差异,对企业资产的依赖类型和程度不同,例如房地产行业由于将购置地产作为存货,存货占据总资产较大比例,同时对货币资金的需求偏大,因此其行业整体资产流动性较大,资产结构应以流动资产配置为主。企业经济活动的最终目的是实现经济利益的流入,实现股东利益和企业价值的最大化。资产在企业内部的合理配置是企业资源分配的重要体现,通过企业所处行业和自身特性,并结合不同类型资产的特性,对企业资产结构进行优化,是实现企业经济成果的重要方式。

综上,结合理论界对财务及财务资源已有的阐释,我们对财务结构概念界定如下:财务结构就是企业一系列财务资源的不同构成,是经营者根据经营方式、经营目标等对资本和资产资源进行配置的一种结果,由资本结构和资产结构共同决定。

第二节 财务结构、资本结构与资产结构的关系

根据前述对财务结构、资本结构和资产结构概念的梳理与界定,我们对三者之间的关系进行了明晰,如图2-1所示。我们认为企业可供配置的有效资源是企业的财务资源,财务资源的配置体现了财务结构的合理性。

财务结构应当包括企业财务资源的两个构成要素——资本和资产。原因在于企业内部可掌控的财务资源包括资本和资产,这是企业生存与经营的基础,如图2-1所示。我们认为财务结构是更广义层面企业资源配置的一种方式,处于企业三