

债务异质性假说与资本结构选择理论的新解释

李心合 王亚星 叶 玲

(南京大学会计学系 210093 银河证券 100032 南京财经大学会计学院 210046)

【摘要】西方资本结构选择理论是有局限性的。建立在债务同质性假说基础上的西方资本结构选择理论对中国企业资本结构缺乏足够的解释力,因为针对经营性负债与金融性负债的异质性假说更符合中国国情。经营性负债与金融性负债是具有异质性和互补性的两类负债,依恃债务异质性假说,主流的啄食顺序理论和权衡理论都需要重新解释。

【关键词】债务 异质性 资本结构

资本结构理论通常被尊封为“企业财务理论主流”。然而,观察中国企业的现实不难发现,资本结构选择问题的理论与实务呈“两张皮”状态。理论界津津乐道的经典理论,实务界却不屑一顾、我行我素,很少有企业遵从教科书的“理论主流”来选择和设计资本结构,不像资本预算理论那么让实务界青睐和应用。更让“理论主流”难以解释和接受的现象是,众多像茅台股份一样的中国上市公司连续多年既无银行借款又不发行债券却还能长期持续保持较快的发展速度,是理论偏误还是实务界无知?

一、西方资本结构选择理论的局限性

按照通常的解释,资本结构指的是负债与资本或股东权益的比例关系。资本结构问题备受学界关注,在很大程度上取决于负债经营的风险性。关于企业举债经营的理由,国内外财务学家们给予了多样化的解释:认为负债有助于突破股东自身财富的硬约束;有利于合理利用财务杠杆,借鸡生蛋,提高股东资本收益水平;在一定程度上能够满足股东分散风险的需要;发挥债务的“税盾”效应,降低融资成本;降低股权代理成本,增加公司价值;等等。

负债也有很多负面效应:若资产报酬率低于资本成本率,负债会削弱盈利能力,企业会因负债而背上财务包袱;负债是企业财务风险的源泉,负债过度增加企业破产的可能性甚至破产;负债在降低代理成本的同时,也会带来新的代理问题;等等。

负债的收益性与风险性,决定了负债融资需要平衡或权衡,需要寻求所谓“最优资本结构”。即使客观上很难追寻,甚至有可能就不存在,“最优资本结构”的概念也会存在于人们的理想或幻想及理论演绎之中。于是,便诞生了各种资本结构选择理论,经典的有权衡理论和“啄食顺序理论”。权衡理论强调最佳资本结构应根据对负债的收益和成本的权衡而得出,啄食顺序理论认定企业融资存在从内源融资(留存收益)到外源融资、从债务融资到股权融资的先后顺序之分。两种理论的建构都有一系列基本的前提条件或假设,在它们所设定的条件性假设范围内,这些理论对资本结构选择和最优资本结构作出了符合逻辑的解释,客观上也对现实的企业融资活动提供了有益的理论指导。问题是,这些理论所设定的条件或假设过于苛刻,并且一些条件或假设如今看来也已远离现实。如果放宽条件或者以更逼近现实的方式设定假设,也许就会发现这些经典理论的一系列局限或缺憾:

1. 政府无效假说。西方资本结构选择理论通常是将企业的融资分解为内源融资和以市场为基础的外源融资两类,完全不涉及政府的资金援助和补助,一个重要的背景是美国长期坚守的信条——“市场总是对的、政府总是错的”,这是美国坚持“政府不干预主义”的思想基础。受自由主义思潮的影响,财务

学家们不可能把政府援助或政府注资纳入资本结构选择理论的考察范围。问题是,并非所有国家都信奉自由主义思想和实行自由市场经济体制,在政府主导型的市场经济国家(比如中国),政府的资金支持对一些企业(特别是国有企业)来说往往是一笔重要的资本来源;其次,即使是实行自由市场经济的美国,政府也不是完全远离企业融资的。面对2007年开始的百年罕见的国际金融经济危机,美国政府的经济刺激计划对一些企业(特别是处于危机状态的大公司)的资金影响是显著的,如美国通用汽车公司(GM)。面对债务被豁免790亿美元、纳税人注资300亿美元、75%的股权被“国有化”的GM公司,没有任何理由再否定政府资本援助对研究资本结构问题的理论及现实意义。^①

2. 资本成本假说。西方资本结构选择理论通常假定融资是有成本的,资本成本是融资决策的主要变量,也是资本结构选择理论的核心概念。问题是,现实中,不是所有资本都是需要付出成本的,甚至于并非所有负债都是有成本的。至少是在中国,迄今为止的经营性负债尚未确立起付息或付费制度,这一点完全不同于金融性负债。在本文第二部分的分析中将会看到,西方资本结构选择理论所关注的负债都是金融性负债。其次,就中国企业的实际情况看,尽管金融性负债是有成本,并且资本成本水平在全球看都是偏高的,但未必会成为融资决策的决定性因素或者主要因素,这与宏观经济环境及企业所处的运营状态有关。

3. 经济常态运行假说。在企业运行的宏观环境方面,经典资本结构选择理论设定的重要前提是宏观经济能够常态运行,不会出现周期性重大波动。问题是,商业周期一直都是客观存在的,金融经济危机也是经常会发生的。尽管财务学家们致力于追求企业的最优资本结构,但最优的资本结构并非总是存在,即使排除掉理想与现实的偏差,最优资本结构也未必存在于非常态的金融经济危机时期。现实中能够看到的情形是,那些处于危机状态的公司,常常会不惜冒着支付高额利息甚至是高利贷式民间借贷的风险,也要想方设法筹措到“救命钱”,以解燃眉之急,避免出现资金链断裂。另一种相反的情形是,就像在日本长达20多年的经济衰退期间所表现出来的情况那样,即使是实行“零利率政策”甚至是“负利率政策”,公司也没有表现出极高的融资热情。这两种情形都说明,至少是在金融经济危机状态中或那些处于危机状态的公司,资本成本已经不再是融资决策的主要因素(李心合,2014)。

4. 债务同质性假说。西方资本结构选择理论着重研究企业的最优负债比例及其影响因素,很少关注负债内部的结构差异及其对资本结构的影响,所以隐含的有一个基本假设是负债内部是无差异的,各类债务资金都是同质的。问题是,这个假设与现实并不相符,尤其是在具有低信任度的中国,大量经营性负债的存在冲击着负债同质性的假设,使得以债务同质性假设为前提所构建的资本结构选择理论多少具有了不适用性。

二、企业债务的同质性与异质性

1. 债务同质性假说的理论和现实基础。西方资本结构选择理论中的债务同质性假说是有其理论和现实背景的。理论上,与西方财务学所限定的研究对象有关;从现实看,与西方的信用制度相关联。

资本结构的核心问题是负债与权益的数量关系。西方资本结构理论所称的负债通常是指金融性负债,经营性负债是被搁置在资本结构概念之外的,这一点可以从众多西方资本结构研究文献中得到证实。以“梅耶斯和迈基里夫(1984)以及梅耶斯(1984)的优序融资理论”(沈艺峰、沈洪涛,2004)为例,所涉及的负债基本上就是债券等长期债务,包括有抵押的高级债务到可转换债券等,其所预设的前提条件除信息不对称外,还有“金融市场完全性”假设,几乎不涉及产品市场及以此为基础的经营性负债。在西方财务理论中,经营性负债不是作为资本结构的内生性要素处理,而是被作为“商业信用”纳入“营运资金管理”的研究范围,这是债务同质性假说的重要的研究基础。

把西方资本结构理论所涉及的负债范围界定为金融性负债,与西方学者对公司财务学的对象界定在逻辑上是一致的。检索西方财务学教科书不难发现,比较普遍的观点是把公司财务的对象界定为“公司

^① 资料显示,上市公司得到的政府补助,2010年400亿元,2011年470亿元,2012年564亿元,2013年716亿元,2014年上半年322亿元(平均每户1443万元)。80%的上市公司获政府补助。有些公司还上了政府补助瘾。

与金融市场之间的现金流动”^②。与之相对应，作为建构公司财务学重要前提的基础性假设，有关市场有效性的概念也仅仅是指金融市场的有效性，而不包括产品市场的有效性。总体看，西方财务学主要是面向金融市场的财务学，关注的主要是金融市场的投融资问题，如投资决策、融资决策和股利决策等问题。这正是西方财务学研究资本结构、负债和资本成本等问题时主要关注“从金融市场中获得的负债”或“金融性负债”并假定债务同质的理论基础。

西方资本结构选择理论之所以忽略“从商品市场获得的负债”或“经营性负债”，其实践基础或现实背景主要是法制社会和高信任度社会。美国是典型的法制国家或契约社会，根基于契约社会的契约理论成为了众多社会学和经济学理论的基石，同时也确保了信用社会的正常秩序和高信任度的正常保持。社会学研究以无可辩驳的事实证实了美欧是高信任度社会，与本文主题相关的调查数据和统计数据也支持了高信任度的观点。在欧美，正常的短期信用期限是 90 天，90 天以上即为远期信用。上个世纪 90 年代中国国家统计局提供的资料显示，市场经济发达的美国，企业赊销比例 90% 以上，而账款拖欠期平均只有 7 天，平均坏账率仅有 0.25% - 0.5%。这样的信用制度决定了“从商品市场获得的负债”或“经营性负债”很可能难以成为企业重要的资金来源，相关的统计数据也揭示了金融市场上的外源融资是企业主要的融资渠道（表 1）。在这样社会背景中，债务同质性假设的合理性是有现实基础的。

表 1 七个发达国家企业融资结构

	美国	日本	德国	法国	意大利	英国	加拿大	均值
内源融资	75	34	62	46	44	75	54	55.71
外源融资	25	66	38	54	56	25	46	44.29
来自金融市场	13	7	3	13	13	8	19	10.86
来自金融机构	12	59	23	46	39	24	21	32.00
其他			12	-5	4	-7	6	1.43

资料来源：汪昌云（2006）：《公司财务政策与公司治理：中国的实践》，P17。其中：美国数据为 1944 - 1990 年平均值，其余为 1970 - 1985 年平均值。

2. 债务同质性假说受到的挑战。即使主流的西方资本结构选择理论强调金融市场与公司财务的相关性，但企业终究是面对“两类市场”（金融市场与商品市场）、“两类信用”（商业信用和银行信用）和“两类负债”（金融性负债和经营性负债）。公司财务的核心问题是资金流转或现金流转，从理论意义上说，两类市场和两类负债均有现金流转的问题，因此两类市场都应该被纳入公司财务学的视野，两类负债都应该被纳入资本结构选择理论的研究范围，这才是“面向市场”的、针对市场主体（公司）的财务学和资本结构选择理论。

从现实看，相对于美国等市场经济发达国家而言，中国的公司财务学更应关注商品市场，更应并举金融市场和商品市场，有关资本结构选择理论的研究也更应分析两类负债的差异和影响。一方面，中国企业的“经营性负债”为数众多，对企业债务问题的研究无法回避和省略。现实的中国是低信任度国家，这已是社会学界的研究普遍证实的结论。以预期信用和坏账发生情况为例，2006 年的统计数据显示，中国企业的坏账率高达 5 - 10%，账款拖欠期平均是 90 天，分别相当于美国的 20 倍和 15 倍。低信任度造就了数额巨大的经营性债务，以上海和深圳两个主板市场上市的公司为例，截止到 2012 年底，全部上市公司基于商业信用的三项经营性负债合计 12.43 万亿元，超过短期借款 9.34 万亿元，占流动负债比重 42.7%，占全部负债的比重为 19.5%。若加计应付职工薪酬、应付税金、其他应付款等项目，经营性负债的金额高达 15.9 万亿元，占流动负债和全部负债的比重分别为 54.9% 和 24.9%。如此巨额的经营性债

^② 【美】斯蒂芬·A·罗斯等：《公司理财基础》，方红星译，东北财经大学出版社 2002 年版，第 14 页。20 世纪 80 年代中后期，西方出现了基于“产品市场”的资本结构新理论，尝试突破“金融市场”的界限研究资本结构问题，这是一个重要的突破或创新。但是，基于产品市场的理论只是探索资本结构与其所在的产品市场竞争战略的关系以及资本结构与其产品或投入特性的关系，并没有把产品市场中形成的“经营性负债”作为资本结构的内生性要素纳入资本结构的研究范围。

务，必定要在资本结构选择理论中占有一席之地；另一方面，中国企业的两类负债具有重大差别，资本结构选择理论的建构忽视两类负债的差别无论从哪个角度看都难以自圆其说。面对中国企业的现实，对资本结构问题的研究应突破主流资本结构选择理论的限制，重新确立债务异质性假说并以此为前提对资本结构选择理论提出新的解释。

3. 确立针对经营性负债和金融性负债的债务异质性假说。尽管西方资本结构选择理论通常假定企业的各类债务是同质的，然而实际上，基于信用制度的差异，中国企业的经营性负债与金融性负债的差异性还是客观存在并且差异程度很大的。表 2 归纳了两类负债的差别，从中可以看出，经营性负债是低成本、低风险性负债，金融性负债是高成本、高风险性负债。如果说两类负债的差异存在于任何市场经济国家，那么，应该说中国企业的债务异质性的程度更大，更应引起学界的关注。

表 2 经营性负债与金融性负债的异质性

	经营性负债	金融性负债
来源渠道	商品市场的经营活动	金融市场的融资活动
范围与内容	应付票据、应付账款、预收账款、应付职工薪酬、应付税费、其他应付款等	交易性金融负债、短期借款、长期借款、应付债券、应付利息
债务成本	低成本甚至无成本	高成本，包括高息率和高费率
债务条件	一般无附加条件，纯信用、无担保	苛刻的抵押等担保条件
债务期限	有弹性，违约事件频发又缺乏有效惩罚	时间硬度大，一般很难违约拖延

就债务成本而言，商业信用尚未实行计息制度，相关的经营性负债属于低成本甚至无成本；而银行信用实行的高息费制度，相关的金融性负债属于高成本。中国银行的高利率有目共睹。有资料显示，中国银行业的利率水平和利差水平世界最高。民间借贷利率水平更高。2010 年，中国 GDP 占世界的 9.6%，而金融业利润占全球的 20% 左右。除高利率和高利差外，与融资相关的费率水平也是处于全球高位。2003 年 10 月 1 日出台的《商业银行服务价格管理暂行办法》明确银行收费的项目仅 300 多种，而现在《商业银行服务价格管理办法》中列出的收费项目已多达 3000 种。名目繁多的银行收费，使得中外企业债务融资成本的内涵都出现了差别，西方国家的债务资金成本就是利息，中国企业的债务资金成本是息费并重。这是在研究资本成本和资本结构问题时应该注意的中西差别，照抄照搬西方国家的资本成本概念注定是与中国的实际相悖的。经营性负债成本与金融性负债成本进行中外比较所呈现出的“一低一高”，无疑是拉大了中外企业两类负债的成本差距。就债务风险而言，即使是在市场经济发达的美国，金融性负债的风险通常也比经营性负债的风险要大，更何况是在信用制度不健全、违约成本较低、社会信任度偏低的中国。因此，现实地看，研究中国企业的资本结构问题，以债务异质性假说为前提要比以债务同质性假说为前提更适当。

三、经营性负债与金融性负债的替代性与互补性

企业的融资渠道是多样化的，通常归纳为内源融资、外来股权融资和外来债务融资三大类，并认为这三类融资是具有异质性的，其异质性体现在时限、成本、收益和风险等方面，这是国内外财务学界的普遍见解。其次，三类融资渠道之间是具有替代性和互补性的，通常的情形是，企业首先考虑内源融资，而当内源融资不足时，企业会考虑外源债务融资补充资金，对外举债困难时再考虑向投资者申请追加资本，这就是著名的西方“啄食顺序理论”的基本观点。不管这个著名的理论是否符合中国企业的实际和是否对中国企业融资具有解释力^③，企业各类融资渠道之间的相互替代性和互补性终究不会有人怀疑。

^③ 三类融资异质性的解释基本上都是源自于西方财务学或财务管理教科书，与中国的现实并非完全相符。对照中国企业的融资现实，具体解释还需要进行适当的修正。比如关于融资成本。西方的“高派现、低利率”政策与中国的“低派现、高利率”政策形成鲜明的对比，其结果将会颠倒两类外源融资的成本排序；再如关于融资风险，西方的“高信任、严信用”制度与中国的“低信任、宽信用”制度形成鲜明的对照，其结果将会翻转股权融资与债务融资的风险排序。

就其中的债务融资来说,其资金用途主要是补充营运资金或弥补经营资金缺口、增加投资和偿还旧债(借新债还旧债)三项。在满足这些资金用途上,两类债务融资是具有替代性和互补性的。一方面,经营性负债对金融性负债具有替代性和互补性。正常情况应该是,考虑到融资成本和风险的差异性,当经营性负债能够满足企业需要通过债务融资渠道解决的资金需求时,企业会首先选择用经营性负债融资,以经营性负债替代金融性负债,尽量减少金融性负债;另一方面,金融性负债对经营性负债也具有替代性和互补性。一般情形应当是,当经营性负债融资无法满足企业需要通过债务融资渠道解决的资金需求时,也就是存在债务资金缺口时,企业会考虑采用金融性负债方式融资,这时金融性负债对经营性负债起到补充作用。

有必要指出的是两类负债的时效性对其互补性的影响。按照正统的解释,经营性负债都是短期债,而金融性负债有短期和长期之分。经营性负债只是弥补短期的经营资金缺口,长期的资本用途(如固定资产投资和对外投资等)还需要具有长期性的资本来源渠道(如留存收益、追加资本和长期负债)来解决或相匹配,其中长期性的负债都是金融性负债。按照这个正统的理论解释,一旦出现金融性负债连续多年为零或者处于偏低状态,也就可以解释为企业管理层不作为。以茅台股份为例,自2001年上市以来,资产负债表显示的情况是长期处于金融性负债为零的情形(见表3),加上对外投资率长期处于低水平、现金持有率长期处于高水平,也就是财务结构呈现“两低一高”状态,刘峰教授(2013)据此认定:“茅台股份管理层选择不作为的消极资本结构政策”。

表3 茅台股份的负债率、现金持有率、投资率及增长情况

年份	资产负债率	金融性负债率	现金持有率	对外投资率	资产增长率	固定资产增长率	营业收入增长率	净利润增长率
2001	0.27	0.00	0.56	0.10	1.73	1.30	0.45	0.33
2002	0.27	0.00	0.45	0.12	0.14	0.13	0.13	0.15
2003	0.30	0.00	0.47	0.07	0.26	-0.06	0.31	0.55
2004	0.34	0.00	0.45	0.06	0.29	0.62	0.25	0.40
2005	0.36	0.00	0.48	0.07	0.26	0.37	0.31	0.37
2006	0.36	0.00	0.48	0.08	0.19	0.25	0.25	0.38
2007	0.20	0.00	0.45	0.08	0.10	0.49	0.48	0.84
2008	0.27	0.00	0.51	0.06	0.50	0.20	0.14	0.35
2009	0.26	0.00	0.49	0.07	0.25	0.45	0.17	0.14
2010	0.28	0.00	0.50	0.07	0.29	0.32	0.20	0.17
2011	0.27	0.00	0.52	0.07	0.36	0.29	0.58	0.73
2012	0.21	0.00	0.49	0.10	0.29	0.25	0.44	0.51
2013	0.20	0.05	0.45	0.11	0.23	0.25	0.17	0.14
平均	0.28	0.004	0.48	0.08	0.38	0.37	0.30	0.39

注:对外投资率根据年报中投资活动现金流出总计除以期末总资产计算。

“不作为说”或“消极资本结构说”所暗示的基本前提至少有两项:一是借款发展假说,也就是假定借款或金融性负债是支撑企业投资和发展的唯一资本来源;二是借款最优假说,也就是假定借款或金融性负债是投资和发展的最优资本来源。然而事实上,投资和发展的资本来源是多元化的,最优资金来源并不是银行借款融资。即使排除掉内源融资,也排除掉中国企业特有的“股权融资偏好”,仅就债务融资而言,或仅仅把考察的范围限定在债务融资领域,借款是唯一或最佳发展资本来源的观点也是欠妥的。

从表现企业发展能力的指标看,茅台股份的管理层还是很有作为的。2001年上市至2012年的10多年间,茅台股份年报显示的总资产增长了11.99倍,平均每年增长128.20%;净资产增长了12.97倍,年均增长129.21%;营业收入增长了15.35倍,年均增长131.40%;净利润增长了39.92倍,年均增长

144.58%。在保持快速增长的同时，财务与经营的风险长期处于低水平状态。2001-2012年，资产负债率平均28.15%，低于同行业负债水平；风险性最大的金融性负债率一直处于0状态，货币资金持有率长期处于50%左右的水平。这“两高（高增长与高效益）一低（低风险）”的判断结论就是，茅台股份呈现很好的发展性^④。

茅台股份之所以选择稳健的财务政策，主要原因有二：一是行业竞争态势和茅台战略定位。进入新千年以来，白酒行业在产能规模、产品数量、品牌种类、生产厂家等都进入快速扩张期，白酒行业特别是酱香酒行业竞争呈现白热化状态。面对行业竞争环境和世界经济的不确定性，茅台股份确立了“酿造高品位的生活”的公司使命和“打造世界蒸馏酒第一品牌”的战略目标，牢牢把握发展酱香酒这一主导产业，坚持走“三高”（高品质、高品位、高品牌）路线。按照这样的战略定位，茅台股份没有必要走外延式快速扩张的路子，更没必要通过激进的或高风险的财务政策实现外延扩张；二是茅台股份的经营能力和财务实力。作为白酒行业第一股，茅台股份有较高的创值能力、盈利能力和现金净流量生成能力，经营资金剩余或自由现金流量对战略目标的实现和内涵式发展方式的实施有充分的支持能力，没必要再举借高风险的金融性债务融资和实施激进的财务政策。不仅仅是茅台股份，凡是具备这些条件和特征的企业，其实也都应当选择稳健的或谨慎的或保守的财务政策。如此说来，也就没有必要再以“消极资本结构”为由认定茅台股份管理层“不作为”了。

保守的财务政策并没有妨碍茅台股份的投资和发展。2001-2012年，茅台股份固定资产净值增长了15.43倍，年均增长28.25%。2008-2012年的5年间，用于购置固定资产的现金支出数额高达105亿元，5年间增长了约4.5倍。如此规模化的投资和快速扩张，是在金融性负债连续10多年为零的状态下实现的，这种现象的发生，多少有些挑战西方主流的财务理论。

就茅台股份而言，“零借款发展模式”还没有完全颠覆西方主流的财务理论，因为每年留存收益的规模远超过固定资产投资的现金支出规模，具有长期性的留存收益仍可以被解释为长期性的固定资产投资的主要资本来源，两个长期性项目仍具有可匹配性。而在另外一些企业，特别是那些增长快、效益低、金融性负债少、经营性负债多的企业，“零借款发展模式”对西方主流资本结构选择理论的挑战就是具有颠覆性的了。

在西方主流的公司财务教科书中，经营性负债又称自发性负债，在期限界定上与金融性或非自发性流动负债一样都是短期负债，这与名义上的流动资产被实质上分为暂时性流动资产和永久性流动资产不同^⑤。在西方财务学设定的假定前提下和西方国家高信任度的信用制度基础上，流动性项目的这种分类方法有其合理性，但面对中国现实的信用制度，流动负债的分类还需要重新研究。依据来源渠道和内容不同，流动负债可以分为金融性流动负债（如短期借款）和经营性流动负债，其中的经营性流动负债实质上又可以进一步分为暂时性经营负债和长期性经营负债。经营性负债从法律形式上看都是短期的或暂时性的，但是从其经济实质看，也就是从债务人企业的资金占用关系看，其中部分事实上已被长期化。至少有两种类型的长期化：一是协议的付款期是短期的，但债务人故意长期拖延，这种现象在中国企业界很常见；二是资产负债表上始终存在的那部分应付账款（对供应商占款）、预收账款（对客户占款）等经营性负债，类似永久性流动资产。长期性经营负债随着业务金融化的发展其规模持续扩大。加油卡、购物卡、会员卡等“卡类”将销售业务与融资有机结合在一起，是业务金融化的一种模式。有资料显示，中石油的加油卡沉淀资金数百亿元，苏果超市的购物卡有上百亿元的沉淀资金，这些沉淀资金在资产负债表上虽以短期项目表现，但实际上可以视同企业的长期资金使用。被长期化的经营性负债，可以替代

^④ 在发展经济学上，增长与发展是两个性质不同的概念，增长是靠单一指标（GDP）判断，发展需要多指标综合判断。而在国内外财务报表分析教科书中，增长与发展被不恰当的等同了。从国内外失败企业（如无锡尚德等）的案例分析情况看，“两高（高增长和高风险）一低（低效益）”是最危险的，这也是“有增长无发展”的标志。而像茅台股份呈现另一种类型的“两高（高增长和高效益）一低（低风险）”特征的公司，才是增长与发展相统一、具有很好发展性的公司。

^⑤ 营运资金管理策略理论是依据金融性流动负债与暂时性流动资产的数量对应关系来设计策略类型的。激进策略的对应关系是：金融性流动负债 > 暂时性流动资产。稳健策略的对应关系是：金融性流动负债 < 暂时性流动资产。

长期负债支撑企业的投资和发展，成为长期性投资和发展的一项资金来源。长期化的经营性负债对长期资金来源的替代关系，可以使那些零借款或零金融性负债甚至是零长期资本来源的企业，照样可以实现规模化的投资和快速扩张。很显然，这种现象的存在对西方经典的资本结构选择理论具有颠覆性的影响。

四、资本结构选择理论的修正性解释

早在 90 年代初期两个股票交易所成立之初，国内学者就曾观察到中国上市公司存在“股权偏好现象”或“异常优序融资”（汪昌云，2006）现象。相对于西方主流的啄食顺序理论和发达国家的实际情况看，中国上市公司的融资结构选择显然是“异常”的。表 1 的数据显示，发达国家上市公司主要依赖内源融资（占 45 - 75%），外源融资所占比例较小；中国上市公司的融资主要依赖外源融资，1995 - 2000 年内源融资比例平均仅占 15%；就外源融资而言，发达国家上市公司是举债优于发行新股，而中国上市公司过多的倾向于股权融资。殊不知，这种所谓“异常”现象对于中国企业来说其实就是“正常”现象，换句话说，西方主流的资本结构选择理论对于中国企业的适用性是差的。在近现代历史上，中国始终被西方学者认定为“特殊主义”国家，中国学者需要立足实际建构适用于这个特殊主义国家的特殊的资本结构选择理论，而不是把西方资本结构选择理论普世化，照搬照抄西方资本结构选择理论。

进一步考察，国内学者之前的研究忽视了一个能够让中国企业资本结构选择理论研究大放异彩的地方，这就是债务异质性假说及其对西方资本结构选择理论的创新或突破效果。本文第二部分的论述已经揭示，债务异质性假说更逼近中国企业的现实。依据债务异质性假说，不仅西方主流的两种资本结构选择理论需要进行中国化修正，而且国内学者先前围绕上市公司的资本结构选择理论研究结论也需要进行适应性修正。

早在 20 世纪 80 年代，美国经济学家梅耶（Mayer）就提出了著名的啄食顺序原则：当公司要为新项目进行融资时，将优先考虑使用内部盈余，其次是债券融资，最后才会考虑股权融资。也就是说，内部融资优于外部债权融资，外部债权融资优于外部股权融资。在一系列明示的和暗含的假设的支持下，啄食顺序原则获得了学界的普遍认可，而一旦突破那些基础性假设的支持，啄食顺序原则自然也就需要重新构造。李心合曾在《金融经济危机与公司财务学发展》一文尝试从金融经济危机的视角对主流的啄食顺序原则提出了修正性的新解释^⑥。本文则试图从债务异质性假说的视角对啄食顺序原则作另一种修正性解释。考虑到现实的中国企业经营性负债的规模及其与金融性负债的数量关系、两类负债的异质性与互补性、以及经营性负债的长期化现象的广泛存在等因素，在构造本土化的企业资本结构选择理论时，把经营性负债作为分析资本结构的一个内生性变量和独立变量，是有充分的理论意义和现实意义。实际上，不管是经济常态运行时期还是金融经济危机时期，就中国企业的融资而言，经营性负债总是优先于金融性负债，企业会首先考虑采用成本和风险都低的经营性负债。至少是在中国，经营性负债优于金融性负债，但次于上市式的股权融资，因为股权融资是长期性、低成本、低风险的资本，并且上市式的股权融资是“造富”的工具，是规模扩张的有效途径，是抬高经理人“身价”的最好路径，企业会优先选择上市式的股权融资，这似乎是多年来中国企业融资制度的必然结果，是构造中国式企业资本结构选择理论时不能不考虑的一个因素。但对那些非上市的、投资者追加资本困难的企业来说，经营性负债也许会是优先于股权融资的选择。因此，结合中国的实际情况，常态经济运行环境中上市公司一般的融资顺序应该是：内源融资—股权融资—经营性负债—金融性负债融资。就企业的项目融资而言，长期性的经营负债总是优于长期性的金融负债。只有那些难以获取足够数量的长期性经营负债的企业，才会遵循财务学教科书推崇的啄食顺序原则。

经营性负债替代金融性负债现象就是本文修正的啄食顺序理论的最好例证。表 4 显示的是 2008 -

^⑥ 金融经济危机降低了公司的盈利能力，甚至会有一批公司像美国通用汽车公司那样出现连续巨额亏损，所谓“内源融资优先”可能会是一句空话。就外源融资而言，“债务融资优先”的结果只能是杠杆率更高，甚至从一定意义上说，杠杆性危机或许正是倡导债务融资优先的理论诱致性后果。去杠杆化以修复破损的资产负债表，需要公司确立起“股权融资优先”的原则，至少是在摆脱危机状态时应该是恪守“股权融资优先”（李心合，2014）。

2012年5年间金融性负债为零的上市公司情况,从中可以看出,对很多企业来说,经营性负债被置于了优先考虑的位置,至少是在金融性负债之前考虑的。2012年全部主板上市公司平均资产负债率为43.83%,经营性负债和金融性负债占比分别为30%和70%,经营性负债成为极其重要的资金来源。

表4 2008-2012年金融性负债为零的上市公司

	2008	2009	2010	2011	2012	
短期借款为零	公司数	198	279	475	542	596
	占比	12.53%	16.16%	22.87%	23.48%	24.47%
长期借款为零	公司数	666	708	952	1136	1215
	占比	42.15%	41.00%	45.84%	49.22%	49.88%
金融负债为零	公司数	139	180	338	402	429
	占比	8.80%	10.42%	16.27%	17.42%	17.61%

债务异质性假说也挑战资本结构选择的另一个理论——权衡理论。关于权衡理论,一般的解释是指权衡举债成本与举债收益寻求最佳资本结构,最优的负债比例或资本结构存在于举债成本与举债收益相互平衡的点上。其中的举债收益通常是指税盾效应的抵税收益或税赋节约,举债成本通常是指破产风险成本或财务困境成本。扩展的解释把代理问题融入了权衡理论,把代理收益(管理层代理成本的降低)和代理成本(债权人与股东之间的代理冲突)纳入举债收益和举债成本来考量。很显然,通行的权衡理论没有考虑经营性负债与金融性负债的异质性。实际上,经营性负债和金融性负债的举债收益和举债成本的内涵是有重大差别的。经营性负债(至少在中国)是无息负债,不会产生税盾效应,并且基于商业契约关系建立和维护的供应商和客户也不参与公司治理,难说会带来降低管理层代理成本的效果。其次,就举债成本而言,经营性负债的确会给债务人企业带来破产风险,无锡尚德破产前出现的供应商纷纷堵门催债就是典型一例,但是相对于金融性负债的破产风险来说,经营性负债的破产风险要小得多,尤其是对那些在供应链体系中扮演核心地位或龙头地位的主导企业,经营性负债的破产风险更小。如此分析,经营性负债在收益和成本两个方面都偏离权衡理论的常规解释。

观察现实可以发现很多偏离权衡理论的案例。比如格力电器,1996年上市至今,公司持续保持80%左右的高负债率,同时持续保持了较高的营业收入和净利润的增长率及高分配率,主营业务收入从1996年的28.41亿元增加到2012年的993.16亿元,增长近34倍。正所谓“成也负债、败也负债”。世界上有很多高负债失败的典型案例。如2008年世界500强排名第九的美国通用汽车公司,2009年因210%的高负债率申请破产保护。又如曾经的光伏业“标杆”——无锡尚德,终因37亿美元的巨额贷款、80%以上的高负债率于2013年陷入破产重整。但像格力电器高负债成功的案例也不胜枚举。而观察格力电器的财务报表不难发现,高负债成功的秘诀就在于经营性负债。2003-2012年的10年里,格力电器的高负债几乎清一色是经营性负债。2003-2012年的10年里,有4年金融性负债为零,另6年金融性负债比例也不超过5%,95%以上属于经营性负债。这样的负债结构大大减轻了格力电器的财务成本,10年里6年应付利息为零,7年财务费用为负数。这样的现象,很难说能用经典的权衡理论解释。在国内出现的类似格力电器的众多的案例,很难说不偏离经典的权衡理论。这样的案例说明,针对经营性负债,资本结构是不需要权衡的,需要权衡的是金融性负债。

主要参考文献

- 李心合. 2014. 金融经济危机与公司财务学发展. 当代财经, 2: 106~114
 刘峰, 叶凡, 张仲山. 2013. 茅台现象与资本结构理论. 当代会计评论, 5(2): 1~17
 沈艺峰, 沈洪涛. 2004. 公司财务理论主流. 大连: 东北财经大学出版社, 16~23
 汪昌云. 2006. 公司财务政策与公司治理——中国的实践. 北京: 中国人民大学出版社, 170~172