

企业资本结构理论的演进脉络与研究进展： 系统性回顾与未来展望^{*}

胡海峰 张 烨

(北京师范大学经济与工商管理学院, 北京 100875)

[摘要]资本结构作为公司金融领域起源悠久且具有现实意义的议题，反映了企业在风险、收益与控制权之间的战略权衡，其理论演进几乎贯穿了整个财务研究的历史。本文系统梳理了资本结构理论的历史演进脉络与最新研究进展。首先，遵循理论发展的内在逻辑，厘清了资本结构的概念内涵，并沿着放松假设的发展脉络，回顾了MM定理及其批判修正、信息不对称与代理成本的引入、从静态权衡到动态调整的理论范式转变等重要演进阶段。其次，本文聚焦于当前的研究前沿，总结了近年来资本结构研究深化与拓展的两大主题。一是影响因素方面，广泛吸纳并融合了公司治理机制、行为金融学中管理者非理性与市场情绪、产业组织理论中的竞争战略理论，以及宏观经济周期与制度环境等多维度视角；二是经济后果方面，具体分析了资本结构在企业价值创造、创新活动催化以及战略风险承担能力等方面所扮演的关键角色，构建了资本结构研究的综合性分析框架。最后，在系统评述的基础上，指出了当前研究在测量方法、内生性处理以及情境异质性等方面存在的局限性，以及未来有待探讨的重要问题和若干方向，旨在为资本结构理论的进一步研究提供系统性参考，同时为企业在复杂环境中优化融资决策提供理论支撑。

[关键词]企业资本结构 演进脉络 最新动向 评述

[中图分类号] F275

[文献标识码]A

[文章编号]2096-983X(2026)01-0050-13

一、引言

资本结构决策是企业财务决策的核心。资本结构的选择与调整直接决定资本成本，对于企业运营、战略发展都至关重要，因此资本结构理论始终是公司金融领域讨论的热点，在很大程度上覆盖了财务研究的整个历史。迄今为止，众多经济学家对其进行了多种探索，不断寻找

资本结构与公司价值之间的关系。

自1958年MM(Modigliani–Miller Theorem)理论首次提出以来，学者们对资本结构的研究从未间断。在理论演进方面，完全遵从了经典经济学的研究范式，即从一系列严格的假设条件出发，推导出一个基准定理，在此基础上循序渐进地放松假设条件，以期更贴近现实世界的复杂性。根据这种放宽限制的逻辑，资本结构理论的发

收稿日期：2025-02-18；修回日期：2025-06-07

*基金项目：国家社会科学基金重大项目“新发展格局下金融结构优化与高质量技术创新研究”（21&ZD111）

作者简介：胡海峰，教授，博士研究生导师，主要从事比较金融制度、资本市场研究；张烨，博士研究生，主要从事公司金融、公司治理研究。

展大致划分三个阶段，从20世纪50年代MM定理提出到20世纪80年代，除了对MM定理的研究，这一阶段学者们还在其基础上对假设进行修正，加入税收、破产成本，形成了税差学说、破产成本理论以及综合了债务纳税优势和破产成本现值的权衡理论。20世纪70年代末，学者们引入不对称信息以及代理成本等理论的分析框架，对资本结构的决策行为进行解释和分析，从而衍生出了优序融资理论、代理成本理论、控制权理论等。此外，现阶段企业面临宏观不确定性与内部不稳定性双重压力，静态权衡理论在实践中的局限性日益凸显^[1]，于是学者们研究视角开始从静态研究转为动态研究。部分学者提出，资本结构不会一成不变，而是始终处于动态调整中，多种不完美因素会通过调整成本的形式产生交互作用。这种研究范式的转变实质上是对“市场非完美性”假设的进一步深化和拓展。

近年来，研究者们在资本结构理论与实证探索中均取得了一系列重大进展，研究主题主要集中在“资本结构决定因素”和“资本结构经济效应”两个方面。其一，在影响因素方面，“行为金融”“公司治理”与“产业竞争”成为资本结构研究的新兴主题，学者试图将资本结构理论与现有理论进行整合，旨在通过理论交叉融合解释资本结构形成问题；同时部分学者也逐渐意识到宏观环境、制度因素以及投资者的重要影响，并将其纳入研究框架。其二，在经济效应方面，合理的资本结构能够优化资金成本，提高企业价值，增强企业的市场竞争力；债务融资的税盾效应和信号传递效应能够促进企业的创新活动，提升企业的长期竞争力；债务约束机制可以通过限制企业的风险承担水平，降低企业的财务风险，确保企业的稳健运营。因此资本结构的价值创造效应、创新催化效应和风险承担效应成为研究的重点。

本文通过系统梳理国内外经典文献与最新成果，试图达成三个目标：第一，厘清资本结构理论的内在演进逻辑；第二，构建资本结构影响因素以及经济效应的综合分析框架；第三，

指出当前研究的局限性，以及未来有待探讨的重要问题和若干方向，为资本结构领域的进一步研究提供参考。

二、企业资本结构的核心命题

(一) 企业资本结构的概念界定

所谓资本结构，是指企业各种资本的价值构成及其比例，是企业管理层融资策略选择的结果。有关资本结构的概念，归纳起来主要有以下几种观点。

第一种观点认为，资本结构是长期资本的构成及其比例关系。因为只有长期负债才是主动融资获得的，具备税盾价值，而短期债务资本在企业所得税对资本结构的影响中并不重要，因此只需关注企业各种长期资本，尤其是长期债务与长期股本的组成与比例关系。第二种观点认为资本结构应包含全部资本，资本结构所代表的应为全部资本的比例关系。^[2]支持此类观点的学者认为所有的负债皆具备税盾价值，因此研究资本结构的重点涵盖了权益资本与长期债务在内的长期资本，也包括了短期债务资本，为总负债与总权益的关系，即广义的资本结构。第三种观点认为资本结构本质上体现的是物质资本与人力资本之间的比例配置，该观点突破了传统框架的局限，不再仅仅将资本结构局限于财务层面的资产与负债比例，而是将其视野拓宽至包含智力资源在内的更广泛范畴。这一界定也契合了知识经济时代对于资本构成的新要求。

在探讨资本结构概念的过程中，不难发现，学术界对于其定义并未设定严格的界限，国内外众多学者根据各自研究的实际需求与背景采用了多种不同的概念表述。在现代公司金融理论中通常采用第二种观点，也称之为融资结构、财务杠杆或财务结构。国内学者倾向于采用资产负债率这一指标来衡量资本结构，更贴合中国上市公司在融资过程中的特征。

(二) 企业资本结构研究的核心命题

在过去的六十多年里，学者们对资本结构

经典理论进行了检验与扩展，同时也积极融合其他理论对企业资本结构决策进行解释，这些研究可以归结为“资本结构动态调整”“资本结构决定因素”和“资本结构潜在价值”几个核心命题。在理论演进方面，由于实践中企业处于一个高度动荡的环境中，需要灵活调整资本结构决策以便迅速适应内部与外界的变化，从而获得竞争优势，因此静态权衡理论逐渐显示出其局限性。于是学者们开辟了资本结构研究的新视角，开始从时序上研究企业资本结构动态调整行为。在理论融合方面，寻求解释现实资本结构的主要因素，是资本结构研究的主线，在一定程度上贯穿了财务研究的全过程。现阶段，“行为金融”“公司治理”与“产业竞争”成为资本结构研究的新兴主题，学者试图将资本结构理论与现有理论进行整合，旨在通过理论交叉融合解释资本结构形成问题。部分学者也逐渐意识到宏观环境、制度因素以及投资者的重要影响，并将其纳入研究框架；此外，合理的资本结构有助于企业提高资金使用效率，增强盈利能力，进而提升企业绩效和价值，帮助企业在激烈的市场竞争中获得优势，实现可持续发展，因此关于资本结构经济效应的研究也成为学者重点关注的话题。可见，学界对资本结构的理论研究与实证检验均取得了重要的新进展。

（三）企业资本结构研究的重要性

企业资本结构研究价值不仅体现在微观企业层面，更深刻影响着中观、宏观经济体系的运行效率，为理解市场经济的资源配置机制提供了关键视角。

微观层面看，资本结构研究为企业战略决策提供了科学依据。恰当的融资组合能够优化资本成本，释放税盾价值，同时控制财务风险，这种精细平衡对企业价值创造至关重要。特别是在经济周期波动加剧的背景下，资本结构的弹性管理成为企业抵御风险的关键能力。研究发现，那些能够根据市场环境动态调整杠杆率的企业，往往展现出更强的危机生存能力和复苏韧性。这种适应性的财务策略，实质上构成了

企业核心竞争力的有机组成部分。

中观视角下，资本结构研究揭示了产业升级的金融逻辑。资本密集企业与轻资产企业的融资路径差异，本质上反映了不同生产要素的组织方式。当企业通过优化资本结构降低加权平均资本成本时，实际上是在重构其产业竞争位势。中国制造业向高端化转型的实践也表明，合理的资本结构调整能够加速技术迭代，如通过可转债等混合工具匹配技术转化的不确定性。

宏观意义上，一方面，微观主体的融资决策通过信贷市场、资本市场等渠道产生外溢效应，影响整个金融体系的稳定性。2008年金融危机就深刻揭示了企业过度负债可能引发的系统性风险。另一方面，不同行业、不同规模企业的资本结构差异，反映了资源配置的效率状况，为政策制定者评估经济结构问题提供了重要窗口。特别是在经济转型期，资本结构研究为政策制定者提供了重要启示——通过调整税收政策、融资渠道等制度环境，引导企业形成与发展阶段相匹配的融资结构。

三、企业资本结构的理论演进

现代资本结构理论的起点是MM定理：在特定假设条件下，公司资本结构不会影响其价值和资本成本。^[3]MM定理建立在完美市场条件下，设想了一系列全面而严格的假设。以此为开端，资本结构从完美的“真空”状态开始，将资本市场的摩擦引入模型之中，沿着放松假设的演化脉络，经历了多个不同的发展阶段。

（一）MM定理及其修正

MM定理建立在完美市场条件下，然而现实中理想的、完美的资本市场并不存在。因此，学术界对MM理论的批判与改进，主要集中在其“真空”假设的合理性，尤其是对税收因素和破产成本的考量。

Modigliani和Miller对MM定理做了调整，但对税收的处理过于简略，由此催生了税差理论流派，研究影响资本结构的两种主要税收的异

质性。首先是公司所得税、个税以及资本利得税间的差异^[4]，其次是累进性税率体系中的非线性税率产生的差异。与此同时，利用财务杠杆所导致的破产成本也逐渐进入学者们的视野，进而产生了破产成本理论，可以将之分为“理论派”与“实证派”两大类：“理论派”致力于从理论层面揭示破产费用与MM定理的联系，而“实证派”专注于实际衡量和计算破产成本。而随后演化出的“权衡理论”则汇集了税差学派与破产成本派的理念，认为最佳资本构成是负债的税收优势与破产成本的现值间权衡的结果。Robichek和Myers最为明确地阐释了这一理念，即“最理想的负债水平是财务杠杆带来的税收利益与带来的成本等同时的水平”。^[5]此后，权衡理论涉及的权衡要素逐渐丰富，最终形成当下主流的观点，即寻求借助债务杠杆实现的税收收益、高额税负所导致的破产及金融风险成本以及外部股权与负债造成的代理成本三者之间的平衡。但是现实中仍存在着许多低负债水平、可以担负更高的财务困境成本的企业却放弃使用杠杆，对此权衡理论的解释能力仍有局限。

（二）信息不对称与代理成本的引入

新资本结构理论进一步放宽前提条件，逐步从外部市场条件（税收、破产成本）转向企业内生因素（信息、代理），并深入剖析企业内部信息不对称和委托代理问题，这一时期理论的演进涉及优序融资、代理成本理论和控制权理论等等。

基于非对称信息的视角，Myers和Majluf构建了优序融资理论，认为企业为了降低外部筹资成本会优先考虑使用内部资金，当不得不寻求外部融资时，会倾向采用风险更低的手段如发行债券或可转换债券，而股权融资则作为最后选择。^[6]Jensen和Meckling的研究则开创了将公司治理中管理人员及其激励机制并入资本结构决策因素的先河^[7]，剖析企业资本结构策略选择背后的不同经济主体间潜在的利益纠葛。

基于委托代理问题的视角，首先，在股东与管理者之间，Jensen指出，提升债务水平能够

促进管理者持股比例增长，并相应地缩减其掌控的自由现金流规模。这一策略是降低管理者惰性、私利追求及过度投资倾向的有效手段^[8]，进而有助于降低代理成本。而Grossman与Hart对债务作用的见解则有所不同，认为降低债务水平使得管理层不得不进行自我约束以防企业破产，保持职位与名声不受损害^[9]，从而降低代理成本。其次，在股东与债权人之间，随着债务负担的加剧，股东群体可能会倾向于追求那些风险系数较高的投资项目，这一行为往往以牺牲债权人的合法权益为代价。相应地，债权人出于对自身利益保护的考量，会预期到这种风险倾向，并据此要求更高的债务成本作为风险补偿。因此必须在降低股权代理成本与增加债务代理成本之间寻找平衡点。另外，Myers和Turnbull的研究表明，在面临破产风险时，收益优先归债权人所有，而成本与风险则由股东承担。^[10]于是在项目预期收益不足以弥补债权人所得的情况下，即便净现值为正，股东也可能会选择放弃。

基于控制权理论的视角，融资方式影响控制权分配，进而影响各方利益平衡，导致行为差异。从控制权理论视角看，资本结构决策本质上是企业控制权配置的重要工具，通过融资方式选择直接影响各利益相关方的权力平衡与行为策略。Harris和Raviv开创性地揭示了管理层如何策略性运用资本结构调整来维护控制权：提高负债水平虽可通过增加管理者持股比例巩固控制地位，但过高持股比例可能降低优质高管接管概率，导致企业价值与管理层利益的双重损失^[11]，形成“控制权防御”与“价值创造”的矛盾。

Israel进一步阐明了资本结构在控制权转移中的分配效应：高负债通过优先清偿权压缩了接管双方的收益空间，形成“财富转移—接管抑制”的权衡机制。^[12]Aghion和Bolton从不完全契约理论出发，指出最优资本结构实质是控制权相机配置的契约安排——正常状态下股东保留控制权，破产时债权人接管控制权^[13]，这种状

态依存型治理机制有效缓解了契约不完全性带来的利益冲突。

(三) 从静态到动态的范式革命

随着研究的不断深入,学术界意识到,最优资本结构并非一成不变,而是随经济市场环境的变化而灵活调整。因此学者们转而关注企业如何根据外部宏观经济和内部运营特点的变化,动态调节其资本构成。传统放松假设研究(如引入税收、破产成本)主要论证了不完美因素如何打破MM定理的均衡条件,而动态调整研究则发现,多种不完美因素会通过调整成本的形式产生交互作用。这种研究范式的转变本质上是对“市场非完美性”假设的进一步深化和拓展。资本结构调整理论主要探讨目标资本结构的存在性,以及资本结构调整决策两个方面。

1. 目标资本结构存在性

目标资本结构被视作是股权与负债之间的一种理想配比,旨在通过优化资本成本配置,进而推动价值最大化。然而目标资本结构是否存在,学术界内部却存在着显著的意见分歧。具体而言,静态权衡理论与动态权衡理论均坚定支持目标资本结构存在的观点。^[14]优序融资理论与市场择时理论则持相反观点,否认目标资本结构的存在。随着研究的深入,Kayhan和Titman发现,就短期来看,企业在进行资本结构调整时更倾向于遵循优序融资理论的逻辑。但长期来看,目标资本结构的形成则更多地受到权衡理论的影响。^[15]这意味着企业在资本结构调整的现实操作中,还需综合考虑权衡理论、优序融资理论、市场择时理论以及其他可能的影响因素。

2. 资本结构调整决策

在实际资本结构与目标状态间出现偏差且确需调整时,企业须审慎采取措施进行调整。现阶段,关于资本结构调整决策的探讨主要聚焦于影响因素方面。

Michie等指出行为的产生与变化须综合考虑个体的能力、动机和机会三个关键因素。^[16]

借鉴此框架,调整意愿、调整能力及调整机遇均可影响资本结构调整决策。首先,管理层作为关键决策主体,其主观调整倾向是推动调整行动及其速度的决定性因素。如高管团队内部的治理机制能够提升管理层调整意愿,使得负债水平增加,从而有效缩减实际资本结构与目标资本结构之间的偏差。^[17]类似地,非国有股东的积极参与对于加速国企资本结构优化调整具有显著影响,其通过股权治理与高层治理机制发挥作用。^[18]进一步地,从高管激励的角度出发,在管理层持股比例相对较低时,资本结构的调整速度反而更为迅速。^[19]

其次,资本结构是企业制定筹资决策时不可或缺的考量要素。因此管理者的战略眼光、对风险的审慎把控以及资源的灵活调配能力均需达到一定水准。可见在资本结构调整过程中,高管个人的经验积累与综合能力也尤为重要。在专业背景方面,拥有财会背景和高等学历CEO的公司,其资本结构调整速度更快^[20],这源于其专业的财务决策能力和系统的知识结构。在决策自主权方面,对CEO的个人特质所赋予的管理裁量权对资本结构调整方向的影响不一定总是正面效应。^[21]在个人能力方面,高能力建立者可能因过度自信而产生负管理者能力与资本结构调整负相关,且薪酬落差和人情机制起着负向调节作用。^[22]

最后,资本结构调整不仅取决于管理层的调整意愿与能力,还受到融资成本的直接影响,是资本结构动态调整的客观机会。如刘砾丹和刘力臻的研究揭示,融资约束对资本结构调整速度的影响呈现先下降后上升的趋势^[23],即“U”型关系。

四、企业资本结构研究的最新进展

近年来,企业资本结构研究主要从资本结构影响因素与潜在价值两方面展开,并利用计量方法对其进行实证检验。传统公司金融理论

往往将决策主体、市场环境与制度约束视为外生给定。然而现实中的资本结构决策嵌套于多维情境：在微观层面，公司治理直接干预代理冲突，管理者心理偏差颠覆理性决策假设；在中观层面，产业竞争塑造企业战略选择空间；在宏观层面，外部环境决定管理层行为。因此引入公司治理、行为金融、产业组织和宏观环境视角，逐步构建起一个更贴近现实的影响因素分析框架。另一方面，资本结构作为企业财务架构的核心要素，其配置效率直接影响微观企业经营绩效和宏观经济运行质量。诸多研究致力于剖析资本结构的经济效应与潜在价值，揭示其通过多重传导机制塑造经济后果的内在逻辑。

（一）企业资本结构的影响因素

1. 公司治理理论与资本结构

公司治理旨在缓解股东与管理层之间的代理问题，进而影响资本结构决策。现有研究主要可以归纳为两个方向：第一个方向着重分析公司内部产权分配（如大股东治理、管理层持股、独立董事制度）对资本结构选择的影响，称为内部治理机制。而第二个方向则聚焦于外部治理结构（如债权人监督、企业控制权市场、经理人市场）对资本结构选择的作用，称为外部治理机制。

第一，内部治理结构对资本结构的影响。公司治理理论认为，大股东在公司治理中具有重要地位。有研究指出公司内部股权与资本结构之间为倒“U”型关系，较高的管理层持股比例会加强其防守策略，而较低的比例则可能导致管理者与投资者间的利益冲突。同时，机构投资者由于持股规模较大、专业程度较高，通常比一般股东更有效率。^[24]还有学者从董事会治理角度进行研究，认为董事会和审计委员会的独立性能够减轻代理冲突，提高公司债务融资水平。^[25]此外，高管薪酬激励同样产生显著影响，高管现金薪酬每增加1个标准差，企业杠杆率在后续两年内会系统性降低5.3个百分点^[26]，这表明薪酬契约能够有效调节管理者的风险承

担意愿。

第二，外部治理结构对资本结构的影响。债务对于管理层的制约主要源于债权人，尤其是银行类金融机构的审查以及严格的贷款条件。债权人通过设置限制性条款（如资产负债率上限、分红限制等）直接约束企业投融资行为，在企业破产前保护自身利益。在控制权、经理人市场方面，以英美为典型的公司治理体系中，股权结构较为分散，缺乏强有力的大股东监管，因此催生出敌意收购市场，这种控制权市场对资本结构产生了显著的影响。企业被接管的风险与其财务杠杆比率之间存在明显的负相关关系，即财务杠杆越高，企业被敌意收购的风险相对较低。同时，随着企业采取双重股权结构及其他各类反收购策略，其股票价格往往会出现显著的下滑趋势。另外，在没有接管威胁的前提下，出于个人的利益考虑，防御型管理者通常会选择采用较小的财务杠杆。^[27]

2. 行为金融理论与资本结构

行为公司财务主张将人的心理活动融入财务理论中，构筑立足于信念或偏好，即认知效应的理论模型，以阐明经济行为的本质。其与资本结构理论的结合基本沿着两个方向进行，一是假设投资者非理性，管理者可以根据市场的错误定价理性地做出财务决策；二是假设管理者非理性，研究管理者非正常偏好和判断偏差对财务决策的影响。

第一，投资者非理性行为。Stein首先构建了“市场时机假说”框架，在此基础上，众多研究者进一步深入探究并提出了“基于市场时机假说的资本结构理论”。资本结构是其历次融资选择累积的结果，先前的融资行为将对当前的资本结构产生影响。众多研究成果支撑了这一结论。企业在股票估值较高时倾向于发行新股，而在估值较低时则偏好回购^[28]，这种“高发低买”的行为模式确实会在短期内显著影响资本结构。然而这种影响具有明显的时效性特征，市场时机因素在融资后6~12个月内作用最为显著，但3年后其解释力衰减至不足10%^[29]，

表明其更多是企业应对市场波动的短期调整工具而非长期资本结构决定因素。随着研究的深入,学者们发现单纯的市场择时效应无法完全解释企业融资决策,进而将投资者情绪纳入分析框架。如“情绪-约束”双因素模型显示,在高投资者情绪时期,企业倾向于采用短期债务来彰显财务实力,而在情绪低迷期调整较慢,表明外部融资成本较高。^[30]

第二,公司管理者非理性行为。在个体决策层面,研究主要集中于管理者乐观主义情绪、过度自信、回避损失等心理特征。乐观情绪的企业家倾向于选择短期债务契约,这种选择源于其低估控制权转移风险的认知偏差。过度自信的管理层则会使企业出现过度负债的情况,加重企业的债务负担,而外资大股东从一定程度上可以改善这种情况。^[31]过度自信不仅直接影响负债比例,还会提高股价崩盘风险,从而加快资本结构调整速度,其中股价崩盘风险发挥了部分中介作用。^[32]

在群体决策层面,管理者的非理性特质可能会导致其盲目跟随同伴的财务决策,即“羊群效应”。如公司的杠杆比率不仅受其自身特性的影响,还可能受到行业内其他同伴公司,尤其是规模较大和盈利能力较强的公司的行为的影响。具体而言,规模较小的公司和盈利能力较低的公司更倾向于模仿大型公司和盈利能力较强公司的财务决策^[33],这种模仿行为具有双重机制:单纯追随行业平均杠杆水平的“模仿效应”和基于行业经验学习的“学习效应”。^[34]

3.产业组织理论与资本结构

产品市场竞争对资本结构的影响研究主要聚焦产业特性或与非利益相关者与资本结构间关系的研究、以及厂商在产品市场中竞争战略与资本结构之间相互作用的研究。

第一,产业特征、非利益相关者与资本结构的关系。在产业属性对资本结构的影响方面,研究发现对于行业集中度偏高且倾向于采用租赁融资的领域,企业间的资本结构呈现显著差异性。但在激励机制欠缺、董事会内部人控制

现象突出、资本性支出相对较少的领域,资本结构的差异化特征则不甚明显。^[35]

在非利益相关者对资本结构的影响方面,基于供应商角度,探究供应商市场竞争度与公司债务水平的相关性,发现认为行业内的供应商数目越多,彼此间的竞争就越剧烈,对公司的议价能力相对较弱。此时对于公司而言,鉴于供应商高度可替代,公司便无需通过增加债务来提高议价能力。^[36]基于客户角度,研究发现生产高异质性产品的企业具有一定的议价优势。客户会通过提升负债水平来向企业传递其违约风险上升的信号,以此获得价格较低的产品。上述文献主要从理论层面分析了客户、供应商与资本结构之间的联系,在各种不同假设情况下,观点亦有所冲突。值得注意的是实证研究同样为上述两个相互对立的结论提供了支持,这进一步揭示了在实际商业环境中,资本结构的决策过程极为复杂,难以仅凭某单一理论进行准确阐释。

第二,竞争战略与资本结构的关系。新兴资本结构研究把资本结构和产品市场竞争策略相融合,指出管理层致力于增进股东收益,而非仅仅追求利润最大化。杠杆比率影响股本回报率,进一步影响企业在产品市场中的竞争策略格局。例如Brander与Lewis深入剖析了寡头企业如何通过采取激进的产量决策,主动增加经营风险,以在随后的古诺竞争博弈中占据优势。^[37]基于这一逻辑,企业倾向于选择维持较高的负债比例,以此作为强化其市场竞争地位的一种策略工具。此后,诸多学者对Brander与Lewis的研究进行了拓展。Maksimovic考虑多期的寡头垄断竞争模型^[38],而Glazer则针对债务期限问题进行讨论。^[39]

4.宏观环境与资本结构

经济因素会对企业资本结构产生显著影响。宏观经济条件变化会直接或间接地影响企业目标资本结构及其调整速度。^[40]如货币政策不确定性会影响企业资本结构动态调整行为,其具体通过真实期权效应与不作为行为,以及信息不对称渠道发挥作用。^[41]又如经济政策的

波动性加剧了企业获取外部资金的困难程度，使得其更偏向使用短期负债，导致其整体的财务杠杆水平下降。^[42]以上研究主要是基于封闭经济展开的，而基于开放经济的研究发现，金融开放显著缓解了企业融资约束，进而提升了其资本结构调整速度。^[43]此外，现阶段基于互联网、大数据、云计算等新兴技术手段的金融科技迅猛发展，金融科技主要通过降低金融摩擦，降低企业资本结构调整成本来推动企业的资本结构优化。^[44]在外部投资者方面，资本市场参与者行为同样影响企业融资决策：罗素2000指数纳入可能诱发股票发行增加并降低其公司杠杆率^[45]，不同的是，一些学者认为，被动型基金持有者通常不会花费资源去监控其投资组合中的公司，并且在股东投票时会被动地与管理层一起行动，这实质上增加了CEO的权力^[46]，如果经理人和股东之间的代理冲突增加，就可能会导致更高的杠杆率。在债券市场中也有类似的结论，债务基准指数对新兴市场的公司很重要。指数会激励企业发行更大规模的债券，从而达到基准指数纳入的门槛。因此企业的杠杆率会更高，持有的现金也更多。^[47]另外，最近ESG机构投资者对资本结构的调节作用也表明，投资者效应在资本结构决策中的作用同样不可忽视。^[48]宏观方面的影响因素还涵盖了社会日常中的政治网络、人际关系和文化等因素。如Haveman等指出政治关联可视为一种有效的外部履约机制^[49]，能够在一定程度上改善银行与公司之间的关系，提升公司从银行获取资金支持的能力。有关文化要素对资本结构影响的研究主要集中在宗教领域，致力于探讨各个教派的差异效应，如Alnori和Alqahtani指出，面对额外融资约束，信奉伊斯兰教的公司在负债率及其调整速度上都相对较低。^[50]

除经济政策、外部投资者以及政治文化因素外，也相继涌现了诸多影响因素的新兴议题。如劳动力市场规模显著优化了资本结构，且该效应在相似劳动力技能和债务税收规避效应远未利用的企业更为凸显。^[51]而在中国经济环境下

的研究则发现劳动力市场规模对资本结构存在显著的负向影响，而且两者关系集中于行业内而非行业间，同时上述效应在低融资约束企业和劳动密集型企业更强。^[52]又如在当今金融领域，气候风险这一议题已日益凸显，并逐步演变为企业融资决策中不可忽视的关键考量因素。气候风险的冲击促使企业在财务策略上趋于保守，更倾向于维持相对较低的杠杆率水平^[53]，同时审慎对待经营扩张计划，避免过度冒险。

(二) 企业资本结构的经济效应

1. 价值创造效应

对于资本结构对企业价值的影响，比较有代表性的观点有三种：第一，资本结构与企业价值正相关；第二，资本结构与企业价值负相关；第三，资本结构与企业价值存在非线性的可能，可以确定一个最优的资本结构区间。而企业资本结构的价值创造效正是指通过合理安排债务融资和股权融资，形成最优比例，降低资金成本和风险水平，从而提升企业价值的过程。近年来，学者对此也进行了许多有益的探索和讨论。研究发现，企业适度进行负债融资，将对其整体价值产生积极影响。^[54]适度的负债比例，能够刺激企业价值的增长，这主要得益于其面对优良投资项目时，能够通过债务融资获取必要的资本注入，并利用债务的税收减免优势享受正向的财务杠杆效应。但当企业的负债水平超越临界点后，负面效应便逐渐显现。如过度依赖负债资金往往使得企业做出非理性投资决策，或是过度扩张投资规模，忽略了与自身实力及市场环境的不匹配性。从而投资回报远远不足以弥补负债的成本，甚至滑落为负。此时企业因低效投资决策导致企业价值贬损。因此需要合理设计和动态调整资本结构，才能够实现资金成本最低化和企业价值最大化，从而在激烈的市场竞争中保持优势，实现可持续发展。

2. 创新催化效应

创新是企业实现长期竞争优势和可持续发展的关键，而合理的资本结构在支持企业创新方面具有重要的催化作用。具体体现在：首先，

债务杠杆的巧妙使用能够显著减轻企业的融资束缚，推动企业生产规模的扩张，赋予企业以低成本的竞争优势，并助力其占据更大的市场份额。随着企业收入稳步增长，将有更多资源注入至创新领域；其次，债务融资具有税盾效应，企业通过债务途径筹集资金时，其利息支出可以在税前扣除，有效减轻了企业的税收负担。相较于内部留存收益或发行新股等传统融资方式，债务融资在成本层面展现出明显优势，从而激励企业增加创新资源投入；最后，企业负债水平提升还蕴含着信号传递效应。鉴于债务融资伴随着较高的破产成本，因此一个企业的负债率若处于较高水平，则意味着该企业在生产效率方面表现出色，这无疑会增强外部投资者信心，增加对企业的创新投资力度。^[55]在信息不对称条件下，股东难以直接监督企业经理的行为，股权激励措施的有效性会大打折扣。而债务融资作为一种硬性外部约束，迫使管理层必须致力于企业的有效经营。否则将面临破产风险。因此负债融资不仅能够促使管理层更加审慎地做出决策，还能够激发其创新精神，提升企业创新水平。

3. 风险承担效应

资本结构通过多重渠道塑造企业的风险承担行为，这种影响既体现为财务杠杆的直接效应，也反映在公司治理和市场信号的间接传导过程中。从财务杠杆的放大效应来看，企业资本结构中债务比例上升，其风险承受能力亦会相应增强。因为企业在成功获取债务资金后，会激发其进行更多投资活动，即使这些投资项目成功率并不乐观。如果企业经营顺利，其股东会得到风险收益，反之，大部分的风险损失则将转嫁给债权人。因此出于自身利益考量，企业股东会促使鼓励管理层采取更为激进的经营策略，进而推高了企业整体的风险承担水平。从债务期限结构特征来看，企业的短期债务比重与其过度投资行为呈负相关，即短期债务越多，过度投资倾向越低，相应地，其风险承担水平也会降低。而企业风险承担会随着长期负债

比率的提高而提高，被称为“资产替代效应”。长期负债因其期限较长，为企业提供了相对稳定的资金来源，但同时也可能刺激管理层为了追求更高的收益而投资于风险更高的项目，从而在一定程度上增加了整体风险敞口。而从公司治理观下负债的约束机制来看，债务约束强的环境下企业风险承担水平越低。^[56]严格的债务约束会迫使企业将大量自由现金流优先用于还本付息，而非高风险投资。这种“刚性支出”效应压缩了企业冒险的财务空间，管理层不得不选择更保守的投资策略以规避违约风险。另一方面，高债务约束的企业一旦出现财务波动，市场会迅速通过信用利差扩大或股价下跌施加惩罚。这种即时反馈机制形成了一种“纪律效应”，促使管理层主动规避高风险行为以避免触发负面信号。

五、未来研究展望

近年来，国外学术界关于资本结构的研究热度不减。本文围绕资本结构理论的演化脉络与研究最新进展进行梳理与总结。资本结构理论在20世纪80年代以前主要为理论推动型发展。相比之下，过往二十年，理论与实证结合的研究扮演了举足轻重的角色，在研究深度和广度方面都取得了重要进展，但仍然存在许多局限和不足。首先，大多数研究基本将全部行业作为一个整体来探究其资本结构决策，然而，在某个特定的行业中，很可能存在特定因素影响着资本结构。然而鲜少有人关注并分析类似行业的企业是否遵循相似的理论或有相似的债务模式；另外，对发展中经济体的研究和跨国比较也较为缺乏。资本结构研究在发达市场占据主导地位，但与发达国家相比，发展中国家的企业具有不同的属性。因此，为了理解不同国家融资决策之间的实际差异，关注发展中经济体和进行跨国比较是更为有效的方式。其次，近年来对于资本结构影响因素的研究已然较为成熟，但对于全球化、数字技术、气候政策等新兴宏观

因素的研究尚未系统化，尤其是对发展中国家特殊制度背景的探讨不足，也缺乏对其内在机制的有效检验。同时，在知识经济时代，企业的核心竞争力更多的反映在人力资本上。这意味着资本结构形成与调整是管理者基于长远战略规划所做出的审慎抉择。这不仅依赖于管理者敏锐捕捉市场机遇的洞察力、承担风险的魄力，还离不开其对企业内外部资源的高效整合与协调配置能力，但这又受到管理者有限理性和认知框架的约束。然而目前研究多数基于却仅仅对管理者的特征差异如经历、学历、职业路径以及能力特点等方面，却未对管理者的有限理性与认知模式给予充分关注。最后，在研究融资行为时，国内学者的研究往往仅使用财务数据分析杠杆率，忽视了企业层面变量间的相互作用，造成“伪因果关系”问题。展望未来，从研究内容上来看，至少存在三个重要方向值得拓展。

第一个方向是关注跨国异质性以及行业、投资者异质性。首先，现阶段的资本结构理论主要植根于美国的体制设计，涵盖税收规定、破产法则、公司法律及包含并购等外部公司治理机制。但各国之间在制度安排上可能存在很大区别，金融体系也有所不同。对于中国这样一个仍在转轨之中的新兴市场经济国家而言，市场化仍在进行当中，法律体系仍需完善，在这个独特背景下，中国特有的制度要素和宏观环境对资本结构将产生独特影响。如理论研究表明，税收应该对资本结构有显著影响，但其在中国样本下的影响及作用机制可能有所不同，研究如税收征管改革、税收优惠政策、税收稽查体制对于当前的税制改革和宏观杠杆率的基本稳定具有重要政策启示。同时，在宏观环境方面，既有文献表明，鉴于企业外部融资成本的不同，金融体系在企业资本结构调整中的作用愈发重要，只有合理安排金融结构使其达到理论上的最优状态，才能促使企业优化资本结构决策进而实现高质量发展。中国目前正处于发展直接融资市场阶段，金融结构市场化对企业资本结构选择的影响如何？存在哪些作用机制？

皆是中国金融供给侧改革背景下亟需验证的实践问题。因此，未来研究要着眼于发展中经济体本土情景进行研究以及进行跨国分析，可以更有效的理解不同国家资本结构决策之间的实际差异。其次，应更加关注特定工业部门的资本结构决策，深入分析行业内部的独特因素如何影响资本结构。例如，不同行业的企业可能因技术密集度、市场需求波动等因素而有不同的融资需求和风险偏好。此外，现实中投资者出于各种原因对企业的债务和股权进行估值。对企业特征的关注点也不尽相同，这样多元化的投资者群体使得其需要根据客户的偏好做出相应的资本结构决策，如机构投资者发展态势迅猛，对维护资本市场平稳运行以及微观企业行为产生巨大影响。鉴于此，深入探讨机构投资者——这一中国资本市场当下的核心参与方，是否以及如何作用于企业资本结构的动态调整过程，无疑构成了一个充满潜力的研究视角。

第二个方向是探寻资本结构决策的关键因素与内在动力。要进一步丰富资本结构影响因素的研究边界。如重视全球产业链分工迫使企业调整资产结构（如轻资产化），间接改变债务抵押能力的相关研究，以及针对负债水平不足的企业，数字金融的介入显著降低了其在进行资本结构调整时所面临的成本，企业能够以更低的门槛和成本获取所需资金，加速其资本结构的调整进程等相关研究，均可作进一步拓展。此外，还要关注管理者的行与认知模式。行为金融的资本结构理论目前主要是对传统的市场时机理论和“啄序”理论进行重新阐释与验证，而且只涉及到投资者非理性、管理者过度自信和乐观等心理特征，但回避损失、易于接受次优选择、反应过度和反应不足等心理特征却未能给予充分的关注与探讨。在中国经济转型的关键时期，资本市场的运作逻辑与参与者的决策模式展现出与完全理性假设相悖的复杂性。因此行为金融学的相关理论可以提供一个更为贴近现实、更具解释力的视角。另外，也可以将管理决策权作为协调外界环境与资本结构

选择之间的中介或调节变量。管理决断权赋予了管理层在制定策略及后续实施过程中独立判断与抉择的能力,因此管理者个人的独特属性,构成了影响其在经营决策中权限范围的一大关键因素,故可从管理决断权的视角,深入研究管理者异质性影响资本结构的作用渠道。

第三个方向是提高实证检验的有效性。为解决“伪因果关系”问题,在实证检验中要强化内生性处理,采用更为有效的工具变量,如寻找外生冲击如政策变动、行业技术革新作为资本结构的工具变量;或者应用双重差分(DID)或断点回归(RDD),如利用自然实验(如利率市场化改革、去杠杆政策)识别融资行为的因果效应,增加结果的稳健性。

国外关于资本结构理论与实证研究与日俱增,主要得益于发达国家较高的经济发展水平、成熟的资本市场以及健全的法制环境。鉴于中国经济环境与国际有所差异,不能对国外研究成果生搬硬套,“拿来主义”。中国上市公司资本结构调整决策具有自己的独到之处,须开展符合国情的资本结构调整研究。因此,结合国外最新的资本结构理论与中国的实际状况进行探究,寻求中国上市公司资本结构的最优水平,不仅具有理论价值,同时对于指导中国企业资本结构优化具有实践价值。

参考文献:

- [1]LEANA C, BARRY B. Stability and change as simultaneous experiences in organizational life[J]. Academy of Management Review, 2000, 25(4): 753-759.
- [2]姚磊,孟达.董事会文化差异对商业银行资本结构的影响研究[J].贵州财经大学学报,2020(6): 47-56.
- [3]MODIGLIANI F, MILLER M H. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment[J]. The American Economic Review, 1958, 48(3): 261-297.
- [4]FARRAR D E, FARRAR D F, SELWYN L L. Taxes, corporate financial policy and return to investors[J]. National Tax Journal, 1967, 20(4): 444-454.
- [5]ROBICHEK A A, MYERS S C. Problems in the theory of optimal capital structure[J]. The Journal of Financial and Quantitative Analysis, 1966, 1(2): 1-35.
- [6]MYERS S C, MAJLUF N S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have[J]. Journal of Financial Economics, 1984, 13(2): 187-221.
- [7]JENSEN M C, MECKLING W H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure[J]. Journal of Financial Economics, 1976, 3(4): 305-360.
- [8]JENSEN M C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers[J]. The American Economic Review, 1986, 76(2): 323-329.
- [9]GROSSMAN G J, HART O D. The costs and benefits of ownership: A theory of vertical and lateral integration[J]. Journal of Political Economy, 1986, 94(4): 691-719.
- [10]MYERS S C, TURNBULL S M. Capital budgeting and the capital asset pricing model: Good news and bad news[J]. The Journal of Finance, 1977, 32(2): 321-333.
- [11]HARRIS M, RAVIV A. Corporate governance: Voting rights and majority rules[J]. Journal of Financial Economics, 1988, 20: 203-235.
- [12]ISRAEL R. Capital structure and the market for corporate control: The defensive role of debt financing[J]. Journal of Finance, 1991, 46(4): 1391-1409.
- [13]AGHION P, BOLTON P. An incomplete contracts approach to financial contracting[J]. The Review of Economic Studies, 1992, 59(3): 473-494.
- [14]HALLING M, YU J, ZECHNER J. Leverage dynamics over the business cycle[J]. Journal of Financial Economics, 2016, 122(1): 21-41.
- [15]KAYHAN A, TITMAN S. Firms' histories and their capital structures[J]. Journal of Financial Economics, 2007, 83(1): 1-32.
- [16]MICHIE S, VAN STRALEN M M, ROBERT W. The behaviour change wheel: A new method for characterising and designing behaviour change interventions[J]. Implementation Science, 2011, 6(1): 42.
- [17]张博,韩亚东,李广众.高管团队内部治理与企业资本结构调整——基于非CEO高管独立性的视角[J].金融研究,2021(2): 153-170.
- [18]何瑛,杨琳,文雯.非国有股东参与治理能提高国有企业融资行为的“市场理性”吗——来自资本结

- 构动态调整的证据[J]. 南开管理评论, 2023, 26(1): 118-135.
- [19]FITZGERALD J, RYAN J. The impact of firm characteristics on speed of adjustment to target leverage: A UK study[J]. Applied Economics, 2019, 51(53): 5796-5808.
- [20]贾明琪, 罗浩, 辛江龙. CEO背景特征对资本结构决策的影响——资本结构动态调整视角的实证分析[J]. 科学决策, 2015(8): 1-15.
- [21]陈志红, 李宏伟. 管理自主权的“掠夺”和“扶持”与资本结构动态调整[J]. 会计研究, 2019(10): 57-63.
- [22]陈雪苓, 曹丹婷. 管理者能力与资本结构调整成本研究——基于薪酬落差和人情机制的调节效应[J]. 会计研究, 2021(6): 119-128.
- [23]刘砾丹, 刘力臻. 融资约束、成长性与资本结构非对称调整——基于高新技术上市公司的实证分析[J]. 中南财经政法大学学报, 2021(3): 36-47.
- [24]WELLALAGE H N, LOCKE S. Impact of ownership structure on capital structure of New Zealand unlisted firms[J]. Journal of Small Business and Enterprise Development, 2015, 22(1): 127-142.
- [25]HARFORD J, LI K, ZHAO X. Corporate boards and the leverage and debt maturity choices[J]. International Journal of Corporate Governance, 2008, 1(1): 3-27.
- [26]MINHAT D, ZOLKARNAINI M. Is executive compensation a substitute governance mechanism to debt financing and leasing?[J]. Applied Economics, 2016, 48(14): 1293-1302.
- [27]JENTER D, KANAAN F. CEO turnover and relative performance evaluation[J]. Journal of Finance, 2015, 70(5): 2155-2183.
- [28]BAKER M, WURGLER J. Market timing and capital structure[J]. Journal of Finance, 2002, 57(1): 1-32.
- [29]FLANNERY M, RANGAN K. Partial adjustment toward target capital structure[J]. Journal of Financial Economics, 2006, 79(3): 469-506.
- [30]LI S, HOQUE H, LIU J. Investor sentiment and firm capital structure[J]. Journal of Corporate Finance, 2023, 80: 102476.
- [31]蒋先玲, 黄鑫, 陈乾. 管理者过度自信与企业过度负债[J]. 技术经济, 2021, 40(4): 122-132.
- [32]丁乙. 管理者过度自信、股价崩盘风险与资本结构动态调整——基于动态面板数据的中介效应分析[J]. 东南大学学报(哲学社会科学版), 2022, 24(2): 74-84.
- [33]LEARY M T, ROBERTS M R. Do peer firms affect corporate financial policy?[J]. Journal of Finance, 2014, 69(1): 139-178.
- [34]连玉君, 彭镇, 蔡菁. 经济周期下资本结构同群效应研究[J]. 会计研究, 2020(11): 85-97.
- [35]ALMAZAN A, MOLINA C A. Intra-industry capital structure dispersion[J]. Journal of Economics & Management Strategy, 2005, 14(2): 263-297.
- [36]CHU Y, WANG L. Capital structure along the supply chain: How does customer leverage affect supplier leverage decisions?[J]. Quarterly Journal of Finance, 2017, 7(4): 1750013.
- [37]BRANDER J A, LEWIS T R. Oligopoly and financial structure: The limited liability effect[J]. The American Economic Review, 1986, 76(5): 956-970.
- [38]MAKSIMOVIC V. Capital structure in repeated oligopolies[J]. The RAND Journal of Economics, 1988, 19(3): 389-407.
- [39]GLAZER J. The strategic effects of long-term debt in imperfect competition[J]. Journal of Economic Theory, 1994, 62(2): 428-443.
- [40]刘顺通, 杨博宇, 汪成豪. 宏观经济条件与企业资本结构: 来自中国上市公司的经验证据[J]. 管理评论, 2023, 35(10): 22-32.
- [41]何德旭, 张雪兰, 王朝阳. 货币政策不确定性、银行信贷与企业资本结构动态调整[J]. 经济管理, 2020, 42(7): 5-22.
- [42]SCHWARZ D A L, DALMÁCIO F Z. The relationship between economic policy uncertainty and corporate leverage: Evidence from Brazil[J]. Finance Research Letters, 2022, 46: 102474.
- [43]程新生, 刘振华, 许诺. 金融开放对企业资本结构动态调整的影响研究[J]. 管理学报, 2024, 21(5): 760-778.
- [44]程悦, 于梦菲, 李波. 金融科技如何促进企业资本结构优化[J]. 金融监管研究, 2024(2): 77-97.
- [45]CAO H, CHATTERJEE R, CUI Z. Options valuation and calibration for leveraged exchange-traded funds with Heston—Nandi and inverse Gaussian GARCH models[J]. International Journal of Financial Engineering, 2019, 6(3): 1950032.
- [46]BEBCHUK L A, HIRST S. Index funds and the future of corporate governance: theory, evidence, and policy[J]. Columbia Law Review, 2019, 119(8): 2029-2146.
- [47]CALOMIRIS C W, LARRAIN M. Large

- international corporate bonds: Investor behavior and firm responses[J]. *Journal of International Economics*, 2022, 137: 103608.
- [48]龙海明, 欧阳佳俊. 国内企业ESG绩效对资本结构动态调整的影响[J]. *南方金融*, 2022(12): 33-44.
- [49]HAVEMAN H A, JIA N, SHI J, et al. The dynamics of political embeddedness in China[J]. *Administrative Science Quarterly*, 2017, 62(1): 67-104.
- [50]ALNORI F, ALQAHTANI F. Capital structure and speed of adjustment in non-financial firms: Does Sharia compliance matter? Evidence from Saudi Arabia[J]. *Emerging Markets Review*, 2019, 41: 100658.
- [51]KIM H. How does labor market size affect firm capital structure? Evidence from large plant openings[J]. *Journal of Financial Economics*, 2020, 138(1): 277-294.
- [52]刘贯春, 刘媛媛, 张军. 劳动力市场规模与公司资本结构: 理论与中国证据[J]. *经济学(季刊)*, 2022, 22(1): 109-128.
- [53]GINGLINGER E, MOREAU Q. Climate risk and capital structure[J]. *Management Science*, 2023, 69(12): 7492-7516.
- [54]朱艳丽, 孙英楠, 向欣宇. “重盈利”还是“重成长”?——资本结构与企业价值的相关性研究[J]. *中国经济问题*, 2019(6): 104-118.
- [55]吴尧, 沈坤荣. 资本结构如何影响企业创新——基于我国上市公司的实证分析[J]. *产业经济研究*, 2020(3): 57-71.
- [56]高磊, 庞守林. 基于风险承担视角的资本结构与企业绩效研究[J]. *大连理工大学学报(社会科学版)*, 2017, 38(3): 18-23.

【责任编辑 苏聪文】

The Evolution and Research Progress of Corporate Capital Structure Theory: A Systematic Review and Future Prospect

HU Haifeng & ZHANG Ye

Abstract: As a long-standing and practically significant topic in the field of corporate finance, capital structure reflects strategic trade-offs among risk, return, and control rights. Its theoretical evolution has almost spanned the entire history of financial research. This paper systematically reviews the historical development and latest research progress in capital structure theory. First, following the internal logic of theoretical development, it clarifies the conceptual connotation of capital structure and traces the key evolutionary stages along the trajectory of relaxing assumptions. This includes a review of the MM theorem and its critiques and revisions, the introduction of information asymmetry and agency costs, and the theoretical paradigm shift from static trade-off to dynamic adjustment. Second, this study focuses on current research frontiers, summarizing two major themes that have deepened and expanded capital structure research in recent years. In terms of influencing factors, research has broadly integrated multidimensional perspectives, including corporate governance mechanisms, managerial irrationality and market sentiment from behavioral finance, competitive strategy theories from industrial organization, as well as macroeconomic cycles and institutional environments. Regarding economic consequences, the analysis specifically examines the critical roles that capital structure plays in corporate value creation, the catalysis of innovation activities, and strategic risk-taking capacity, thereby constructing a comprehensive analytical framework for capital structure research. Finally, based on a systematic review, the paper identifies limitations in current research concerning measurement methods, endogeneity issues, and contextual heterogeneity, and outlines important questions and several directions for future exploration. The aim is to provide a systematic reference for further research in capital structure theory while offering theoretical support for enterprises to optimize financing decisions in complex environments.

Keywords: corporate capital structure; evolutionary path; latest developments; review