

资本结构理论与经济发展:文献述评

邹薇 钱雪松

摘要: 在广大发展中国家的经济发展过程中,资本市场的发展与逐步走向完善,标志着其市场化进程进入了一个新阶段;而发展中国家普遍存在的市场不规范、信息不对称等现象又使得围绕资本结构的研究变得异常地多样化。本文从公共财政与税收、信息不对称、委托—代理关系、产业组织特征等角度对企业资本结构理论作了评述,同时探讨了企业资本结构问题研究的发展方向,期待着把这些理论成果融合到经济发展研究框架中去。

关键词: 资本结构 信息不对称 代理成本 市场相机抉择

一、引言:现代资本结构理论的起源与发展脉络

莫迪格利安尼和米勒(Modigliani&Miller,1958)合写的《资本结构、公司融资和投资理论》的发表标志现代资本结构理论成为了金融经济学和规制经济学的核心。将近半个世纪过去了,随着越来越多的发展中国家引入现代融资工具,加入国际资本市场,有关资本市场结构的实际问题非但没有减少,反而变得日益复杂和多元化;同时随着产业组织理论、激励理论、规制理论的发展,围绕资本市场结构的各种观点层出不穷,相关文献汗牛充栋。无疑地,把握资本结构理论的发展脉络,不仅有利于发展中国家资本市场的培育和完善,而且也将大大充实经济发展理论。

早期有关公司资本结构的研究仅限于对事实的简单陈述和一些零散观点,没有用经济学的方法和技术进行分析,更没有形成一个完整的理论体系。莫迪格利安尼和米勒(1958)第一次将市场均衡理论运用于公司的资本结构问题,提出了著名的MM定理。

MM第一定理表明:在完美资本市场的假定和没有税收的情况下,任何企业的市场价值取决于按预期收益率进行资本化所得到的预期收益水平,而与该公司的资本结构无关,也就是说,企业融通资本的平均成本完全独立于该企业所采用的资本结构。莫迪格利安尼和米勒用套利方法证明了该定理,他们认为在给定风险等级,并且假设个人债务杠杆与企业债务杠杆可完全替代的情况下,假如MM第一定理不成立时,投资者就能构造个人债务杠杆买卖股票和债券,使其在两种收益流量之间进行交换,其中两种收益流量只有出售价格的差别,随着投资者对这种套利机会的利用,被高估股票的价格将下降,被低估股票的价格会上升,从而消除企业市场价值的持续差异。从MM第一定理出发,莫迪格利安尼和米勒推导出MM第二定理:每股股票的预期收益率等于同一风险等级的纯粹权益流量的资本化率加上与其财务风险相对应的溢价。该定理表明权益资本成本是企业负债与权

益资本比率的线性递增函数。他们继而将MM第一定理和MM第二定理应用于企业的投资决策问题,得到MM第三定理:任何情况下,企业投资决策的选择点只能是纯粹权益的流量资本化率,它完全不受投资所用的证券类型的影响。

莫迪格利安尼和米勒的观点引发了一场他们始料未及的长期争论,这场争论对现代资本结构理论的建立和发展起到了至关重要的作用。正如斯蒂格利茨(Stiglitz,1988)所说,一篇声称人们不需要在意资本结构的文章却使经济学家的注意力集中到财务学上。经过多年的学术争论,学术界承认MM第一定理在完美资本市场情形下是正确的,莫迪格利安尼和米勒使用的经济分析方法和分析逻辑也得到了广泛的认可,其套利的证明方法甚至被纳入到经济理论中。但是许多学者认为在实际的公司财务领域,财务政策无关紧要的结论是难以接受的,因而关注资本结构的学者开始转向对MM定理所赖以成立的前提假设的考察。韦斯滕(Copeland&Weston,1988)认为MM定理中或明显或隐含地作了一系列假设:资本市场无摩擦;个人能以无风险利率借贷;没有破产成本;企业只发行无风险负债、股权两种证券;企业收入流是永恒的,不考虑企业的增长机会;企业内部人和外部人拥有相同的信息;没有代理成本,企业管理者总是最大化股权所有者的财富。那么,资本结构的研究者的进一步考虑就是,假如改变上述假设条件,在什么情形下企业的资本结构会真正的对企业的市场价值起作用。正如米勒(Miller,1989)所说,既然揭示了在什么条件下企业的市场价值与企业的资本结构无关,也就暗含的表明了影响企业市场价值的因素。可以说,过去40多年关于资本结构问题的讨论,都是通过根据真实经济中的实际情况不断放松MM定理的假设条件,同时陆续引入MM定理中没有考虑的因素,而不断丰富和发展起来的。

二、资本结构理论的扩展一: 税收因素和破产成本

MM定理中假设不存在税收,企业也是永续生存的,这种

假定保证了理论模式的简洁,从而得出了企业的均衡资本结构,但是在实证分析中的解释力却非常有限。因而引入政府税收和企业的破产成本成为一个重要的扩展方向。

(一) 税收因素与企业资本结构

在现代税收体系下,政府对公司收入实行双重征税:首先直接征收公司收入税,然后对公司分派给投资者的红利或利息征税。同时,公司对其债务的利息支付被视为公司运作成本,在征收公司收入税时可被减免,所以与股权融资相比,债务融资在税收上有明显的优势。

为了考虑负债和股权的税收差异,莫迪格利安尼和米勒(1958)曾对基本的MM定理作过扩展。他们认为在债务的利息支出可被减免的情况下,给定风险等级的企业的市场价值不再取决于公司实物资产所产生的预期收益,而是取决于税后的预期收益。此时企业每增加一单位负债,将使公司的市场价值增加 $r/(1-t)$ (其中 r 为公司边际税率, r_f 为无风险利息率, t 为与风险等级相对应的资本化率)。

时隔五年,莫迪格利安尼和米勒(1963)著文表示上面的观点是错误的,他们认识到负债的税收减免产生的收入流与公司实物资产产生的收入流是有区别的,与后者相比,前者是一个确定性的收入,所以应该按照无风险利率 r_f 而不是按照与风险等级相对应的资本化率 $r/(1-t)$ 来对其进行资本化。此时,对于任何风险等级的企业而言,其市场价值将是预期税后收益、税率和公司杠杆率的函数。经过莫迪格利安尼和米勒的修正后,债务融资的税收利益变得更大。

由于以上分析都没有考虑个人所得税,米勒(1977)同时考虑公司所得税和个人所得税,从一般市场均衡条件出发得出了企业的均衡资本结构。米勒认为,虽然企业提高负债、权益比率可以获得更高的税后收入,而且企业税后收入的增加会使债权投资者和股权投资者从企业获得的收入之和增加,但是企业的这种投资手段不一定使企业的市场价值增大。原因在于:在考虑个人所得税的情况下,债权投资者必须支付债务利息收入的个人所得税,当企业更多地采用负债融资,而相应地减少股权投资时,以负债利息方式所作的支付,在比例上将超过以红利、股权的资本利得方式所作的支付,这样会加重债权投资者利息收入的税负,从而促使债权投资者向企业要求更高的利息率,最终将降低企业负债融资的税收优势。一言以蔽之,公司层面上税收减免的好处恰好被投资者的税负增加所抵消。米勒最后还证明,如果实行的是累进税制(即投资者的边际税率上升的情形),那么就企业整体而言,存在一个均衡的负债权益比率;而且在均衡情况下,虽然计算企业所得税时可以扣除负债的利息支出,但任何一个企业的市场价值与其资本结构无关的经典结论仍是成立的。

此后,格林汉姆(Graham,1996,2000)、麦基—梅森(Mackie-Mason,1990)等人对税收给资本结构造成的影响作了大量的实证分析。格林汉姆(Graham,2000)对负债的税收利益作了估计,他发现负债的税收利益经过资本化后,约占企业市场价值的9.7%,一个典型企业如果发行负债直到使其边际税收利益开始下降的水平,则该企业能使其税收利益增加一倍。在实证分析中,格林汉姆还发现,越是盈利能力强、规模大的企业,在融资中越倾向于审慎地使用负债,但是不论怎

样,税收的确对企业资本结构具有不可忽视的影响。

(二) 破产成本与企业资本结构

在以上引入税收因素的分析中,虽然得出了“在一定的条件下MM定理仍然成立”的结论,但以上的分析显然导致一个令人不快的结果:企业的最优资本结构几乎全部由债务组成。此时,一些学者,如斯蒂格利茨(Stiglitz,1973)、华纳(Warner,1977)等尝试着引入破产成本、清偿成本、财务困境成本等概念来解释为何企业不采取100%负债的资本结构。

华纳(Warner,1977)认为“破产成本”包括直接破产成本和间接破产成本,其中直接破产成本包括雇用律师、会计师等职业性费用,以及花费在破产行政管理上的时间的机会成本;间接破产成本包括丧失销售及利润的成本。由于只有在企业未来的现金流量不足以补偿资产的机会成本时才会发生清偿,所以清偿与破产不同,有鉴于此,一些学者提出了“清偿成本”的概念。20世纪70年代美国企业界、金融界、法律界逐步认识到企业破产可分存量破产和流量破产,前者是资不抵债,后者指企业经营性现金流量不足以补偿现有债务,实际上是一种财务困境,在此基础上又提出了“财务困境成本”。这些研究认为企业的最优资本结构是企业是在负债的税收利益与破产成本(或清偿成本、财务困境成本)之间进行权衡的结果,这就是最早的企业资本结构权衡理论。但是华纳(Warner,1977)在对美国的11家宣告破产的铁路企业进行破产成本的实证研究时却发现:与公司债务的税收利益相比,破产成本要小得多,可见破产成本的作用远非人们所预计的那么大。

三、资本结构理论的扩展二： 信息不对称和代理问题

MM定理假定市场上各个经济主体拥有的信息是对称的,但实际上信息在不同经济主体之间的分布是不均衡的。罗斯(S.Ross)、利兰德(H.Leland)、麦耶斯(S.Myers)、詹森(M.Jensen)和迈克林(W.Meckling)等经济学家认识到经济生活中广泛存在的信息不对称可能是解释企业资本结构问题的突破口。该领域的研究基本上可以分为三个阶段。第一阶段的研究关注企业内部人(管理者)与外部人(投资者)之间的信息不对称,不考虑企业所有权和管理权分离带来的委托代理问题,把企业资本结构当作一种信号,它传递着企业收入流或新投资项目好坏的信息,以缓解信息分布的不均衡。第二阶段,詹森、迈克林、戴蒙德(D.Diamond)等经济学家将注意力转向委托代理问题,认为在企业所有者和管理者目标不一致的情况下,企业资本结构是试图减少代理成本以增加企业价值的结果。第三阶段,哈特(O.Hart)、阿格钦(P.Aghion)、博尔滕(P.Bolton)、梯若尔(J.Tirole)等经济学家认为上述研究中的代理问题本质上可以通过针对管理者的最优激励方案加以解决,仅仅考虑代理问题本身不能给企业资本结构一个满意的解释。20世纪90年代以来,研究者在对代理问题的研究中加入了新的因素,诸如各种金融契约拥有不同的控制权意义,企业资本结构在某种意义上就是企业的治理结构等,这将企业资本结构的研究带入了一个广阔的新天地。

(一) 信息不对称与企业资本结构

斯宾塞(Spence,1973)在《劳动市场信号传递》一文中提

出了信号模型,并将其发展成为一般均衡模型。这一经济理论的进步使得在资本结构的研究中对信息不对称建模研究成为可能。该方面的文献放松了莫迪格利安尼和米勒所作的企业内部人和外部人拥有相同的信息的假设,引入了关于企业的收入流、企业新的投资机会方面广泛存在的信息不对称,得出了关于企业资本结构的一些新观点。

罗斯(1977)建立了“激励——信号”模型来分析企业资本结构的决定问题。罗斯认为莫迪格利安尼和米勒的分析隐含地假定市场拥有企业的完全信息,包括企业收入流的信息,但实际上可能只有企业的管理者知道企业收入流的真实分布,市场上的投资者只能通过对企业表面信息的分析对企业收入流进行估计。这样就使得管理者可以通过资本结构的选择来改变市场对企业收入流的评价,进而改变企业的市场价值。罗斯在其模型中引入管理者的行为。管理者选择企业的杠杆率,从而确定企业的资本结构;外部投资者将企业的杠杆率当作企业质量好坏的信号,观察到企业传递的信号后再评价企业的价值,若企业的价值被高估则给予管理者正的补偿,否则就惩罚管理者(包括其货币收入的减少及在经理人市场上的声誉损失)。由于不论在怎样的负债水平下,低质量企业总是比高质量企业有更高的边际预期破产成本,低质量企业的管理者不能模仿高质量企业传递高杠杆率的信号,因此杠杆率作为企业质量好坏的信号是有效的。罗斯从分析中得到结论:企业的市场价值与企业的杠杆率有正相关的关系。

利兰德和派尔(Leland&Pyle,1977)认为不仅管理者与投资者之间在企业投资项目收益上存在信息不对称,而且管理者是风险回避的。基于这两点,他们进一步探讨了资本结构的信息传递问题。他们认为,企业提高其杠杆率会使经营管理者在企业总股权中所占的比率上升。由于股权资产是风险资产,同时企业经营管理者是风险回避的,持股比例的上升将使经营管理者的期望效用降低。但是与拥有劣质项目的管理者相比,持股比例的上升对拥有高质量项目的管理者的影响较小。所以拥有高质量项目的管理者可通过提高杠杆率的方式向外部投资者传递其投资项目是优良项目的信号。利兰德和派尔的研究也表明杠杆率与企业的市场价值存在正相关的关系。

麦耶斯和迈基利夫(Myers&Majluf,1984)建立了发行投资决策的均衡模型来分析企业的资本结构问题。他们分析到,一方面,有关企业新的投资项目的私人信息不能泄露给其竞争者,否则会降低投资项目的净价值,信息传递的这种成本阻碍了信息传递;另一方面,管理者人力资本中特有的组织管理知识,使其拥有对公司价值更多的信息。麦耶斯和迈基利夫假设管理者代表老股东的利益。假如企业发现一个净现值为正的项目需要融资时,代表老股东利益的管理者通常不会发行新股来把投资收益转移给新投资者,因为理性的投资者知道企业的行为方式后就会低估企业发行的股票,如果对新股的低估过大,以致新股东的得益大于投资项目的净价值,管理者就会放弃这个项目。麦耶斯和迈基利夫进一步指出,如果企业能发行不会被市场低估的证券(比如负债)来融通资金就可解决投资不足的问题。在此基础上,他们得出所谓的“优序融资”理论,其基本观点是:与外部融资相比,

企业更偏好内部融资;红利发放具有粘性,不能通过减少红利分派来筹集资金;如果需要外部融资,企业会首先发行最安全的证券,如无风险负债,其次是有风险负债、可转换证券,最后才是股权;企业的杠杆率是其对外部融资累积性要求的反应。

(二) 委托代理问题与企业资本结构

莫迪格利安尼和米勒(1958)在分析中假设管理者总是代表企业股东的利益,没有代理成本。但在企业的实际融资行为中,资金的提供者需要利用管理者的专业化人力资本取得收益,企业家或管理者则需要融通资金来投资,企业所有权和管理权的分离必然引起代理问题。

詹森和迈克林(Jensen&Mecking,1977)最早研究了代理问题对企业资本结构的影响。在研究中他们界定了两种类型的利益冲突。其一是股权所有者同企业管理者之间的利益冲突。他们认为,当管理者不占有100%的股权时,他不能完全获得其为企业努力工作所带来的增进收益,而且当他追逐“非货币福利”(如豪华办公室)的消费时,同时也不会为之承担全部成本,此时,管理者工作的激励不足,而有动机消费“非货币福利”。其二是股权投资者和债权投资者的利益冲突。在现代企业制度安排下,当企业的投资取得高于负债价值的收益时,股权所有者获得这部分超额收益,当企业的投资失败时,由于股东只承担有限责任,债权人承担投资失败的成本,这样当企业的杠杆率较高时,股权投资者就有动机追逐高风险、高收益的投资而让债权人承担成本。詹森和迈克林认为,一方面,负债的增加会提高企业管理者的相对股权占有比率,从而缓解了股权所有者同企业管理者之间的利益冲突,这是企业拥有负债的得益;另一方面,负债的增加会产生资产替代效应,即股权投资者将追逐降低企业价值的高风险、高收益投资项目,这是企业拥有负债的损失。在负债的得益与损失之间进行权衡,就可以得到企业最优的资本结构。

哈里斯和拉维夫(Harris&Raviv,1990)引入了投资者与管理者新的冲突,即当从投资者的角度看应该对企业实施清偿时,管理者却基于对自己收益的考虑(实施清偿后管理者将失去工作、名誉受损)而不愿意清偿。在企业的现金流量较小时,负债融资使得债权人能对企业强制实施清偿,从而减轻该冲突对企业带来的损失。但是债权人在作出企业是否清偿的决策时要付出大量的信息搜寻成本,哈里斯和拉维夫认为在清偿决策的得益和信息搜寻成本之间进行的权衡能得到最优的资本结构。斯图兹(Stulz,1990)则考虑了投资者与管理者之间的另一种冲突:当从投资者角度看,企业应将富余资金返还给投资者时,管理者却倾向于新的投资。负债会减少企业管理者能支配的现金流,从而减少企业无效率地过度投资,但负债过多又可能使企业难以投资于有利可图的新项目,围绕负债的这种收益和成本的权衡也可得到最优的杠杆率。

戴蒙德(Diamond,1989)认为企业在资本市场上的声誉会缓和资产替代效应。在戴蒙德的模型中,投资者通过观察企业历史上的返本付息和红利发放情况来建立对企业的信念,企业融通资金后选择不同风险的项目。企业为了能长期在证券市场上筹集资金,就有动机建立声誉,从而选择风险相

较小的项目。赫歇尔和塞克尔 (Hersheifer&Thakor, 1989) 也指出, 企业管理者即使出于对自身声誉的考虑, 也会选择风险相对较小的项目, 从而减轻资产替代效应引起的代理成本。

(三) 金融契约的控制权意义与企业资本结构

引入控制权的早期研究主要是哈里斯、拉维夫、威廉姆森 (O. Williamson)、哈特等人做出的。哈里斯和拉维夫 (Harris & Raviv, 1988) 指出, 股权所有者拥有投票权而债权人则没有, 在对美国资本市场上的企业收购行为进行研究时, 他们发现, 当在位管理者面临竞争收购者时, 如果在位管理者持有的所有权比例过低, 则他可能失去对企业的控制而遭受个人利益的损失; 如果在位管理者持有的所有权比例过高, 会使企业的价值下降, 从而使管理者遭受损失。管理者持有的最优股权比例将取决于上述两因素的权衡。威廉姆森 (Williamson, 1988) 直截了当地提出了“负债、股票不仅仅是企业可替代的融资工具, 而且是可相互替换的企业控制工具”的观点。通过将公司控制和公司融资结合起来分析, 他们发现企业融资工具的选择取决于投资项目资产的特性。

阿格钦和博尔滕 (Aghion & Bolton, 1992) 借助一个不完备契约的两期间模型分析了在企业内部人 (企业家或管理者) 和企业外部人 (股权投资者) 之间分配控制权的重要性。他们假设外部投资者只关注企业投资的现金流量, 而企业管理者则还关心他在项目实施过程中可获得的私人收益 (类似于詹森和迈克林提出的“非货币福利”), 此时可能发生两者间的利益冲突。他们证明了, 解决这种利益冲突的有效方法是根据第一期期末的收益状态, 来向不同的主体配置控制权: 当收益状态好时, 应将控制权交给企业管理者, 使投资项目得以继续实施, 当收益状态不够好时, 应将控制权交给外部投资者, 让其对企业进行清偿或重组。他们认为, 现实经济中具有这种控制权的金融契约是负债契约, 故负债契约本质上含有控制权的配置。坎普兰和斯丹博格 (Kaplan & Stomberg, 2001) 对风险资本市场的实证研究支持了阿格钦和博尔滕的观点。

德瓦特里蓬和梯若尔 (Dewatripont & Tirole, 1994) 指出, 在不能就管理者的行为签定完全契约的情形下, 基于企业赢利状况而制定的货币激励方案不足以约束管理者, 因而通过金融契约将控制权赋予外部投资者是合意的。这样, 企业的资本结构实际上成为约束管理者的工具, 企业的资本结构在某种意义上也就是企业的治理结构了。

哈特 (Hart, 2001) 对引入金融契约控制权的研究思路作了一个精彩的总结。这种研究的一个基本出发点是必须将企业家和投资者的关系视为动态变化的, 而不是静止不变的。未来的不确定性使得企业家和投资者不可能签订完备的契约, 虽然他们不能依据将来不可预料的偶然事件清楚地界定权力, 但他们至少能选择一个决策过程, 企业资本结构的选择就是其中的核心。他进一步指出, 当企业被视为一个不完全契约的集合时, 企业为外部融资而发行的金融证券不只是代表对企业现金收益的要求权, 还包含着与企业所有权相关的控制权的配置。股东作为企业的所有者拥有企业的剩余索取权, 当企业经营状况良好时他还拥有对企业的最终控制权; 但是当企业资不抵债时, 债权人可以通过对企业实

施资产重组、促使破产等方式介入企业经营, 获得对企业的控制权和剩余索取权。目前, 引入金融契约控制权的研究思路还处于不断的发展中, 它不仅加深了我们对企业资本结构的理解, 而且使我们对企业融通资金的金融契约有了更深刻的认识。

四、资本结构理论的扩展三: 产业组织和资本市场非完美性

还有一些学者试图从横向扩展对企业资本结构的考察, 这主要表现在两个方面: 其一, 一些学者, 如布郎德 (Brander, J.), 刘易斯 (Lewis, T.), 迪特曼 (Titman, G.) 开始考虑经济中的实质因素 (如产品市场) 对资本结构的影响, 将企业的资本结构同产业组织理论结合起来研究; 其二, 贝克尔和瓦格勒 (Baker & Wurgler, 2002) 考虑到资本市场的实际情况, 放松了完美资本市场的假设, 认为企业相机抉择的逐利行为对企业资本结构有很大影响。

(一) 产业组织特征与企业资本结构

布郎德和刘易斯 (Brander & Lewis, 1986) 将企业资本结构同企业所在的产品市场联系起来, 通过建立一个寡头竞争的古诺模型, 他们分析了企业资本结构同该企业在其产品市场的竞争策略的关系。詹森和迈克林 (Jensen & Meckling, 1976) 的研究曾表明: 在现代企业制度下, 由于股权只承担有限责任, 所以企业的杠杆率上升会促使股权所有者追逐风险更大的策略。布郎德和刘易斯不仅接受了这个观点, 而且指出这还意味着企业会采取更具进攻性的产出策略。在这个模型中, 企业的杠杆率充当了其威胁竞争对手提供更大产量的工具, 也就是说, 企业的杠杆率可以通过影响股权所有者在博弈中的支付, 进而影响均衡时的产品市场策略。他们的研究表明, 在其它条件相同的情况下, 与完全垄断市场和竞争性厂商相比, 寡头垄断者会有更高的杠杆率, 而且其负债多为长期负债。

迪特曼 (Titman, 1984) 则将企业资本结构同企业生产的产品和投入品 (如劳动力) 联系起来分析资本结构问题。迪特曼观察到, 由于对企业实施清偿后, 该企业的消费者不能再获得该企业的产品和服务, 这样会给该企业的消费者带来损失。企业的股权所有者只有在清偿的收益大于清偿行为给消费者造成的损失时才愿意实施清偿行为。但是企业的投资者 (如债权投资者) 在作是否清偿的决策时却不会考虑上述成本。迪特曼认为, 当企业处于经营危机时, 一方面股权所有者不愿意清偿, 另一方面债权投资者总希望清偿, 这时企业调整它的资本结构使得只有在清偿的收益大于清偿行为给消费者造成的损失时才会对企业实施清偿行为。

还有些研究进一步地将企业面临的需求、供给情况及竞争程度与企业资本结构联系起来分析, 引入产业组织特征对资本结构进行研究目前仍是一个很有发展潜力的方向。

(二) 资本市场的非完美性与企业资本结构

在莫迪格利安和米勒 (1958) 的文章中, 资本市场被假设为完美的, 或者说是完整的和有效的。在这种假设下, 不同类型资本的成本不会独立地变化, 因而企业不会从股权和负债的相机转化中得利。贝克尔和瓦格勒 (Baker & Wurgler, 2002) 考虑到资本市场的实际情况, 放松了完美资本市场的

假设,他们认为,在资本市场非效率或资本市场被分割的情况下,企业在资本市场上的相机抉择行为可以获利(所谓的市场相机抉择行为是指在高价格时发行股票,在低价格时回购股票)。通过对实际融资决策和股票的长期回报的分析及对企业管理者的匿名性调查,贝克尔和瓦格勒认为证券市场中的相机抉择是影响公司实际融资政策的重要因素。而且他们通过回归分析发现在非完美的资本市场上企业的相机抉择行为对企业资本结构有持久的影响,同时企业历史上的市场价值对其资本结构有显著、持久的影响。在此基础上,贝克尔和瓦格勒提出了一个新的资本结构理论:市场相机抉择理论。该理论认为,对企业而言,没有一个最优的资本结构,企业的资本结构只是企业历史上有意的市场相机抉择行为的累积结果。

五、简短的结语与研究展望

本文在讨论资本结构理论的基准——MM定理的基础上,从MM定理的假设条件和其遗漏的因素出发,引入了税收、破产成本、信息不对称、代理问题、产业组织特征、资本市场非完美性等因素来分析资本结构理论的发展历程。无疑地,企业资本结构理论发展不论对于经济学理论,还是对于各国资本市场发展的实践都具有广泛而深远的影响。在广大发展中国家,由于资本市场的发育只是非常晚近的事情,相关的法律制度规范、经济工具等都不健全,企业运行中的风险意识、资本结构意识比较薄弱,因而对相关理论的讨论一直不够充分。随着市场化进程的推进,在经济发展的框架中讨论企业资本结构与企业治理结构,将变得越来越重要。

从理论构建上看,资本结构理论的发展对经济理论有很大的推进作用。一方面,围绕资本结构问题的研究直接丰富了经济学的工具箱,如套利的证明方法、不确定性的规范处理、风险偏好的测度与比较等都已经是在经济发展问题的研究中得到广泛考虑;另一方面,企业资本结构问题与激励理论、不完全契约理论、信息理论等相互结合,大大丰富了人们对企业治理结构的认识,推动了对于经济发展的微观机制的探讨。从实践上看,企业资本结构理论的建立和发展对企业何时融资、通过何种渠道融资以及如何通过资本结构的选择来建立合理的企业治理结构等问题都提出了全新的思路,产生了许多有影响的理论,如权衡理论、优序融资理论、市场相机抉择理论、富余现金流理论等,这对于不论是资本市场的运行、还是企业投融资结构的调整都尚处在起步阶段的发展中国家,显得尤为重要。

当然,关于企业资本结构的研究还远远没有结束。正如麦耶斯(Myers,2001)所说,这些理论不是关于资本结构问题的一般理论,它们强调了企业融资策略的部分成本和得益,都只能在一定的条件下解释企业的资本结构问题,要真正终结企业资本结构问题的争论还有很长一段路要走,然而总结前人的研究并指出发展方向无疑可为后来者提供借鉴之处。总体上看,引入税收、破产成本等因素对资本结构进行分析,以及基于信息不对称因素的信号传递模型已经比较成熟,剩下的主要是实证检验问题。而将产业组织特征与企业资本结构结合起来进行研究,以及从代理问题出发的金融契约控

制权的研究思路则是很有潜力的发展方向。我们期待着来自发展中国家的实证经验分析和理论研究能够为充实这一领域作出贡献。

参考文献:

1. 沈艺峰:《资本结构理论史》,北京,经济科学出版社,1999。
2. Aghion,P.andBolton,P.,1992.AnIncompleteContractApproach toFinancialContracting.ReviewofEconomicStudies,59,pp.473 ~ 494.
3. Baker,MalcolmandWurgler,Jeffrey,2002.MarketTimingand CapitalStructure.TheJournalofFinance,57,pp.1 ~ 32.
4. Brander,JamesA.andLewis,TracyR.,1986.OligopolyandFinancial Structure:TheLimitedLiabilityEffect.AmericanEconomicReview,76, pp.956 ~ 970.
5. Brander,JamesA.andTracy,R.Lewis,1986.Oligopolyand FinancialStructure:TheLimitedLiabilityEffect.AmericanEconomic Review,76,pp.956 ~ 970.
6. Copeland,T.E.andWeston,J.F.,1988.FinancialTheoryand CooperatePolicy,Addision-WesleyPublishingCompany.
7. Dewatripont,M.andTirole,J.,1994.ATheoryofDebtandEquity: DiversityofSecuritiesandManager-ShareholderCongruence.Quarterly JournalofEconomics,109,pp.1027 ~ 1054.
8. Diamond,DouglasW.,1989.ReputationAcquisitioninDebt Markets.JournalofPoliticalEconomy,97,pp.828 ~ 862.
9. Graham,JohnR.,2000.HowBigAretheTaxBenefitsofDebt?The JournalofFinance,55,pp.1901 ~ 1940.
10. Granam,JohnR.,2000.HowBigAretheTaxBenefitsofDebt?The JournalofFinance,55,pp.1901 ~ 1940.
11. Harris,MiltonandRaviv,Artur,1991.TheTheoryofCapital Structure.TheJournalofFinance,46,pp.297 ~ 355.
12. Haris,MiltorandRaviv,Artur,1990.CapitalStructureandthe LnfomationalRoleofDebt.TheJournalofFinance,45,pp.321 ~ 349.
13. Harris,MiltonandRaviv,Artur,1988.CorporateControlContests andCapitalStructure.TheJournalofFinanceEconomics,20,pp.55 ~ 86.
14. Hart,Oliver,2001.FinancialContracting.JournalofEconomic Literature,2001,December,pp.1079 ~ 1100.
15. Hershleifer,D.andThakor,A.T.,1989.ManagerialReputation, ProjectChoiceandDebt.WorkingPaper#14-89,AndersonGranuateSchool ofManagementatUCLA.
16. Jenson,M.C.andMeckling,W.,1976.TheoryofTheFirm: ManagerialBehavior,AgentCosts,andCapitalStructure.TheJournalof FinanceEconomics,3,pp.305 ~ 360.
17. Jenson,M.C.,1986.AgentCostsofFreeCash,CorporateFinance, andTakeovers.AmericanEconomicReview,76,pp.323 ~ 329.
18. Kaplan,S.N.andStomberg,P.,2001.FinancialContractingTheory MeetsTheRealWorld:AnEmpiricalAnalysisofVentureCapitalContracts.U. ChicagoGrad.SchoolBus.
19. Leland,H.andPyle,D.,1977.InformationAsymmetries,Financial StructureandFinancialIntermediation.TheJournalofFinance,32,pp.371 ~ 388.

(作者单位:武汉大学经济发展研究中心 武汉 430072
武汉大学经济学系 武汉 430072)
(责任编辑:S)