

西方资本结构理论的演进及其评述

陈柳钦*

(天津社会科学院城市经济研究所, 天津, 300191)

【内容提要】 纵观西方资本结构理论的演进历程, 大致可划分为四个阶段: 早期资本结构理论、现代资本结构理论、新资本结构理论和后资本结构理论四个阶段。资本结构理论经过近五十年的研究历程, 人们对于资本结构的认识已经取得了重大的理论突破。“资本结构之谜”正在逐步被研究者揭开。

【关键词】 资本; 资本结构; 资本结构理论

合理的资本结构对于任何一个企业组织来说都是至关重要的。资本结构中的“资本”, 是指企业全部的资金来源, 包括自有资金和负债。资本结构指全部资本的构成, 即自有资金和债务资本及其内部各部分之间的比例关系。资本结构是企业财务决策的核心, 它对企业的市场价值和治理都有重要。资本结构是一个老话题, 但同时也是一个永远年轻的题目。资本结构理论是现代企业财务领域的核心部分, 也是一个让很多人趋之若鹜却又仍然显得扑朔迷离的课题。难怪美国著名经济学家斯图尔特·梅耶斯(S. Myers, 1984)曾将资本结构问题称为是“资本结构之谜(The Capital Structure Puzzle)”。早期关于企业资本结构的研究仅是对事实的简单陈述和一些零散观点, 没有用典型的经济学方法和技术进行分析, 更谈不上一个完整的理论体系。1958年, 美国学者莫迪格莱尼(Franco Modigliani)与米勒(Merton Miller)在《美国经济评论》上发表具有划时代意义的《资本成本、企业财务和投资理论》(*The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment*)一文, 首次将市场均衡理论用于研究企业资本结构问题, 提出了著名的MM理论, 为资本结构的研究开辟了先河, 标志着现代资本结构理论的建立。此后经过了近五十年的研究历程, 人们对于资本结构的认识已经取得了重大的理论突破。“谜”正在逐步被研究者揭开。

纵观西方资本结构理论的演进历程, 大致可划分为四个阶段: 早期资本结构理论阶段(1958年以前)、现代资本结构理论阶段(1958年至20世纪70年代后期)、新资本结构理论阶段(20世纪70年代末至目前)和后资本结构理论阶段(20世纪80年代中期至目前)。

一、早期资本结构理论

早期资本结构理论主要是指20世纪50年代之前的资本结构理论。早期的资本结构理论可以追溯到1946年希克斯在著名的《价值与资本》专著中找到资本结构踪迹。美国经济学家大卫·杜兰特(David Durand)是这一时期的集大成者。1952年, 大卫·杜兰特(David Durand)在美国经济研究局召开的企业理财研究学术会议上提交了一篇《企业债务和股东权益成本: 趋势和计量问题》的论文拉开了资本结构理论研究的序幕, 他系统地总结了当时资本结构的理论。大卫·杜兰特(David Durand)在《企业债务和股东权益成本: 趋势和计量问题》一文中把当时对资本结构(Capital Structure)的见解划分为三种: 净收益理论(Net Income Theory)、净营业收益理论(Net Operating Income Theory)和介于两者之间的传统折中理论(The traditional theory)。

1、净收益理论。该理论是建立在如下假设基础之上的: (1) 投资者对企业的期望报酬率 K_s (即股东

*作者简介: 陈柳钦(1969—), 男, 湖南邵东县人, 天津社会科学院城市经济研究所研究员, 研究方向: 产业经济、城市与区域经济和金融理论。

联系地址: 天津市河西区黑牛城道纪发大厦 1-205# (300381) 陈柳钦收, 电话: 022-23940580, 13174885276。

资本成本)是固定不变的。(2)企业能以固定利率 K_d 无限额融资。因为 K_s 和 K_d 固定不变,且 $K_d < K_s$, 企业可以多多举债。(3)根据加权平均资本成本公式: $WACC = W_d \times K_d(1 - T) + W_s K_s$, 随着债务增加,加权平均资本成本渐趋下降,当债务融资达到 100%时,加权平均资本成本最低。因此,该理论认为:企业利用债务筹资总是有利的,可以降低企业的综合资本成本。这是因为,债务资金在企业全部资本中所占的比重越大,综合资本成本就越接近债务成本,又由于债务成本一般较低,所以,负债程度越高,综合资本成本越低,企业价值越大。当负债比率达到 100%时,企业价值将达到最大。不过,该理论假设在实际中很难成立。首先,债务资本的增加,意味着财务风险增大,作为理性人的股东会要求增加报酬率 K_s ;其次,由于债务增加,债权人的债券保障程度下降,风险增大, K_d 也会增加。这是一种极端的资本结构理论观点,虽然考虑到财务杠杆利益,却忽略了财务风险。

2、净营业收益理论。该理论认为,不论财务杠杆如何变化,企业加权平均资本成本都是固定的,因而企业的总价值也是固定不变的。这是因为企业利用财务杠杆增加负债比例时,虽然负债资本成本较之于股本成本低,但由于负债加大了权益资本的风险,使得权益成本上升,于是加权平均资本成本不会因负债比率的提高而降低,而是维持不变。因此,企业无法利用财务杠杆改变加权平均资本成本,也无法通过改变资本结构提高企业价值;资本结构与企业价值无关;决定企业价值的应是其营业收益。

净营业收益理论隐含这样的假设:即负债的资本成本不变而股票的资本成本会随负债的增加而上升,同时认为负债的资本成本小于股票的资本成本,结果使加权平均资本成本不变。按照这种理论推论,不存在最佳资本结构,筹资决策也就无关紧要,可见,净营业收益理论和净收益理论是完全相反的两种理论。

3、传统折衷理论。传统折衷理论是介于净收益理论和净营业收益理论之间的一种折中理论。该理论认为,企业利用财务杠杆尽管会导致权益成本的上升,但在一定程度内却不会完全抵消利用成本率低的债务所获得的好处,因此会使加权平均资本成本下降,企业总价值上升。但是,超过一定程度地利用财务杠杆,权益成本的上升就不再能为债务的低成本所抵消,加权平均资本成本便会上升。以后,债务成本也会上升,它和权益成本的上升共同作用,使加权平均资本成本上升加快。这样加权平均资本成本线呈现 U 型结构,加权平均资本成本从下降变为上升的转折点,是加权平均资本成本的最低点,这时的负债比率就是企业的最佳资本结构。

4、简要评述。从内容上看,早期的资本结构理论中许多观点仅仅是推断的,只是从直观角度提出,只是一些学者对资本结构问题的某些方面产生的零散看法,本身没有形成一个完整的理论体系,因此这些早期的观点不具有理论上的完整性和系统性。从研究方法来看,早期观点关于资本结构问题的研究基本上只是对某些事实的简单陈述,缺少内在分析的成分。早期资本理论没有建立理论逻辑模型进行严格论证,也缺乏充分的经验基础和统计分析依据做支持,且缺乏实证支持与实践意义,未能进一步研究发展。不过,毕竟早期资本结构理论将研究核心聚焦在企业资本结构安排与企业价值上,应视其为资本结构理论研究的开端。

二、现代资本结构理论

1、最初的 MM 理论——资本结构无关论。MM 理论是由美国学者莫迪格利安尼(Modigliani)和米勒(Miller)提出的,他们在 1958 年发表的《资本成本、企业财务与投资理论》一文中,提出了最初的 MM 理论。最初的 MM 理论是建立在如下基本假设基础上的:①企业只有长期债券和普通股票,债券和股票均在

完全的资本市场上交易，不存在交易成本；②投资者个人的借款利率与企业的借款利率相同且无负债风险；③同一风险类别假设，即经营条件相似的企业具有相同的经营风险；④每一个投资者对企业未来的平均营业利润的期望值都相同；⑤所有的现金流量都是永续年金，包括企业的利益、税前利润(EBIT)等，即企业的增长率为零。

该理论认为，在不考虑企业所得税，认为企业无论以负债筹资还是权益资本筹资，都只是改变企业总价值在股权与债权人之间的分割比率、而不会影响企业的市场总价值，风险相同而资本结构不同的企业，其总价值是相等的。因此企业的价值和资本成本均不受资本结构的影响。该模型有三个基本命题：命题一：企业价值命题。其公式为： $V_L = V_U = EBIT/K = EBIT/K_U$ ， V_L 为有负债企业的价值， V_U 为无负债企业的价值，EBIT 为息税前净利。 $K = K_U$ 为适合于该企业风险等级的资本化比率，即贴现率。根据无税的 MM 理论，企业的价值独立于其负债比率，即不论企业是否有负债，企业的加权平均资本成本是不变的。命题二：风险补偿命题。负债企业的股本成本(即自有资金成本)等于同一风险等级中某一无负债企业的股本成本加上根据无负债企业的股本成本和负债成本之差以及负债比率确定的风险报酬。其公式为： $K_S = K_U + RP = K_U + (K_U - K_B)(B/S)$ ， K_S 为负债企业的股本成本； K_U 为无负债企业的股本成本；RP 为风险报酬。命题三：企业投资项目的内含报酬率必须大于或等于企业的综合资本成本。从命题二可以看出，随着企业负债的增加，其股本成本也增加。低成本的举债利益正好会被股本成本的上升所抵消，所以，更多的负债将不增加企业的价值。因而，在无税的情况下，企业的资本结构不会影响企业的价值和资金成本。

该理论的基本命题也说明企业变动资本结构试图影响企业价值是没有意义的。最初的 MM 理论的研究假设前提远离现实，但它成功地运用数学模型，特别是将资本结构研究抽象到企业经营者、所有者和债权人之间的矛盾与利益的协调，突出企业以股东财富最大化为目标进行资本结构决策，以寻求三方面利益人的利益均衡，故对现代资本结构理论研究起到奠基作用。

2、修正的 MM 理论——资本结构有关论。1963 年，Modigliani 和 Miller 又发表了《公司所得税与资本结构：一项修正》一文，将企业所得税引入到无企业税模型中，改变了最初企业资本结构与企业价值无关的结论。推导出的结论却是：当考虑企业税带来的影响时，企业可利用财务杠杆增加企业价值，因负债利息避税利益，企业价值会随着资产负债率的增加而增加，当 100% 负债时企业价值最大。该模型也有三个基本命题：命题一：赋税节余命题。负债企业的价值等于同一风险等级中某一无负债企业的价值加上赋税节余的价值。其公式为： $V_L = V_U + T_C B$ (T_C 为企业所得税税率，B 为负债)，从这里看出，当引入企业所得税后，负债企业的价值会超过无负债企业的价值，负债越多，差异越大，所以当资产负债率最后达到 100% 时，企业价值最大，也就是说，企业最佳资本结构是全部都是负债。命题二：风险报酬命题。在考虑所得税情况下，负债企业的股本成本等于相同风险等级的无负债企业的股本成本加上根据无负债企业的股本成本和负债成本之差以及企业税率所决定的风险报酬。其公式为： $K_S = K_U + (K_U - K_B)(1 - T)(B/S)$ ，所以，企业的股本成本会随财务杠杆扩大而增加。这是因为股东面临更大的财务风险，但由于 $(1 - T)$ 总是小于 1，税赋使股本成本上升的幅度低于无税时上升的幅度，所以负债的增加提高了企业价值。命题三：投资报酬率命题，企业资金应该投向于内含报酬率大于或等于新投资临界率的项目。

根据当时的美国税法，以企业息后利润为基数征收企业所得税，而发放股利要在税后净利润中扣除。这相当于对债券利息免征企业所得税，对股利支出则正相反。假设企业的负债是永久的，并且免税额只取

决企业所得税率和企业盈利能力，则为了追逐债务的免税优惠，企业经营者将不断提高负债比例，直到企业负债比为 100%。此时资本成本最低，资本结构最优。这个结论与现实显然不符，大部分企业都不可能无限地增加负债，那么是什么原因阻止了企业无限追逐债券的纳税节约？

3、回归的 MM 理论——米勒模型。1976 年，米勒发表《负债与税收》，将个人所得税因素引入修正的 MM 理论，建立了加入所得税得税因素的 MM 理论。米勒模型是同时考虑企业所得税和个人所得税时的 MM 理论。其基本公式为： $V_L = V_U + [1 - (1 - T_C)(1 - T_S)(1 - T_B)]B$ ，式中： T_C 为企业所得税率， T_S 为个人股票所得税率， T_B 为个人债券所得税率， B 为企业负债价值。负债经营企业的价值等于无负债经营企业的价值加上负债带来的税收节约价值，其中税收节约价值取决于 T_C 、 T_S 和 T_B ，假设企业处于无税收环境，即 $T_C = T_S = T_B = 0$ ，则该模型变为不含税的 MM 模型， $V_L = V_U$ ；若忽略个人所得税，即 $T_S = T_B = 0$ 时，模型变为含企业税的 MM 模型， $V_L = V_U + T_C B$ ；若 $(1 - T_C)(1 - T_S) = (1 - T_B)$ ，模型变为不含税的 MM 模型， $V_L = V_U$ ，此时负债减税的全部好处恰好为个人所得税抵消；若个人所得税中股票收入的有效税率与债券收入的有效税率相等，即 $T_S = T_B$ ，由 $V_L = V_U + T_C B$ ，此时负债减税的部分好处为个人所得税抵消；当 $T_S < T_B$ 时，意味着括号内的值小于 T_C ，甚至可能小于 0。此时， $V_L < V_U + T_C B$ ，个人所得税中债券收入的有效税率大于股票收入的有效税率，利用负债增加的企业价值至少要小于含企业税的 MM 模型中所增加的价值。从修正后的含税 MM 模型可以看出至少两点：资本结构的变动会影响企业的总价值；负债经营将为企业带来税收节约价值。该模型认为：当企业所得税提高，资金会从股票转移到债券以获得节税效益，此时企业的负债率提高；如果个人所得税提高，并且股利收入的税率低于债券利息收入的税率时，资金会从债券转移到股票，此时企业的负债率降低。米勒模型是 MM 理论的最后总结和重新肯定，它的研究前提没有改变，虽然数理逻辑严密，但仍难以得到实践的验证。

4、权衡理论。修正了的 MM 理论只是接近了现实，离经验尚有一定差距。在现实经济实践中，事实是各种负债成本随负债比率的增大而上升，当负债比率达到某一程度时，息前税前盈余会下降，同时企业负担破产成本的概率会增加。还要看到，筹资的来源和结构还存在着一种市场均衡问题，债务关系还存在着代理成本和披露责任问题。因此即使修正的 MM 理论模型也并不完全符合现实情况。绝大部分经营良好的企业，许多著名的大企业都只有较低的负债，而且大都小心翼翼地维持其债务不超过某一限度。为解释这一现象，权衡理论应运而生。

美国著名经济学家詹森和麦克林(Jensen and Meckling, 1976)、瓦勒(Warner, 1977)、梅耶斯和海吉拉夫(Myers and Majluf, 1984)针对 MM 理论的缺陷提出了“税负利益—破产成本”的权衡理论。他们认为：MM 理论的最大缺陷就是完全忽视了现代经济社会中极为重要的两个因素：财务拮据成本（又称财务危机成本）和代理成本，从而使 MM 理论的结论失去现实意义。权衡理论通过放宽 MM 理论完全信息以外的各种假定，考虑在税收、财务拮据成本、代理成本分别或共同存在的条件下，资本结构如何影响企业市场价值。它包括：一是负债的好处：①企业所得税的抵减作用。由于债务利息和股利的支出顺序不同，世界各国税法基本上都准予利息支出作为成本税前列支，而股息则必须在税后支付。②权益代理成本的减少。负债有利于企业管理者提高工作效率、减少在职消费，更为关键的是，它有利于减少企业的自由现金流量，从而减少低效或非盈利项目的投资。二是负债的受限：①财务拮据成本，包括破产威胁的直接成本、间接成本和权益的代理成本；②个人税对企业税的抵消作用。因此，现实中企业的最优资本结构是使债务资本

的边际成本和边际收益相等时的比例。

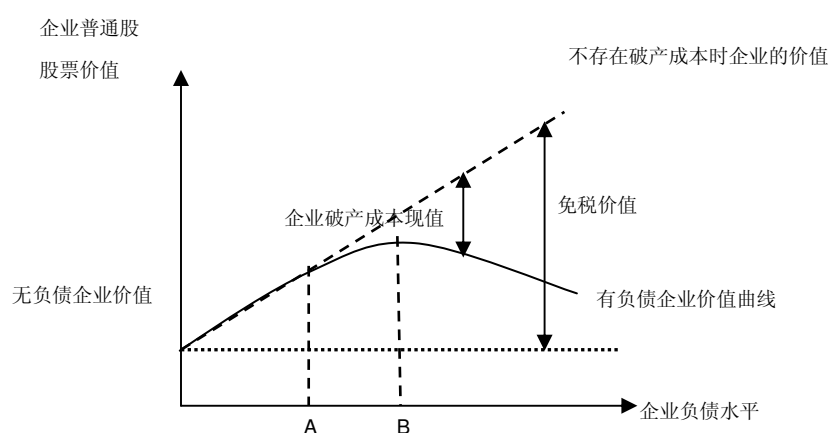
权衡理论认为，负债企业的价值等于无负债企业价值加上税赋节约，减去与其财务拮据成本的现值和代理成本的现值。最有资本结构存在税赋成本节约与财务拮据成本和代理成本相互平衡的点上。

$$V(a) = Vu + TD(a) - C(a)$$

其中， V 表示有举债的企业价值， Vu 表示无举债的企业价值， TD 表示负债企业的税收利益， C 是破产成本。 a 是举债企业的负债权益比。

根据权衡理论， Vu 是不变的常量，而 TD 和 C 都是 a 的增函数。在 a 较小时， TD 的增量速度高于 C 的增量速度，此时企业继续举债是有利的；但随着 a 的增加，当 TD 的增量速度等于 C 的增量速度时，企业举债比例达到临界点，此时企业价值最大。如图 1，存在最优负债比例 B 点使得有负债企业价值最大。

图 1



因此，权衡理论(The Trade off Theory)往往被称为最优资本结构理论(The Theory of Optimal Capital Structure)，在最优资本结构下，企业的价值最大。

5、简要评述。MM 理论作为西方资本结构的经典理论，为深化资本结构问题的研究提供了理论基石。MM 理论精髓在于：它揭示了企业融资决策中最本质的负债和权益资本的关系，由此奠定了现代企业资本结构研究的基础。MM 理论的实际应用不是定理结论的直接应用，而是在于由它引导出的一系列可直接在实际中应用的理论。MM 理论推动资本结构理论乃至投资理论的研究，引导人们从动态的角度把握资本结构与资本成本、企业价值之间的关系以及股利政策与企业价值之间的关系，具有十分重大的意义，因此，“MM 理论”被西方经济学界称之为一次“革命性变革”和“整个现代企业资本结构理论的奠基石”。自 MM 理论提出至今，资本结构理论在放松假设、提出疑问、提出新的理论假设以及提出新的疑问的过程中获得了迅速发展。同时，MM 理论的完善市场条件假设，使我们对资本市场有一个更深刻的理解，以便能建立起更有效的资本市场。MM 理论虽然经过不断的发展而变得较为完善，但仍然因为其存在着许多严格的假设，建立依据的一系列假设具有高度的抽象性，导致其对经济生活现实的极度偏离，因而仍不是太符合现实的情况。

现代资本结构研究是以 MM 理论为基础，逐步释放假设条件，从而形成研究税收效应与资本结构关系的“税收学派”和研究破产成本与资本结构关系的“破产成本学派”或“财务危机成本学派”，这两大学派最后归于“权衡理论”。在一定的意义上，可以说权衡理论找到了使资本结构与公司价值存在相互关

联的线索。以 MM 理论为中心的现代资本结构理论,发展到权衡理论达到了一个高潮,它为资本结构理论的发展做出了巨大的贡献。权衡理论分析的工具是边际分析方法,最优财务杠杆比率取决于等边际法则,说明权衡理论的分析框架还是新古典的,研究方法上仍然脱不了新古典范式。所不同的是引入了新的变量:税收利益和破产成本,这是权衡理论的进步。

权衡理论放宽了 MM 理论信息完全以外的各种假设,讨论债务的收益与成本如何平衡,认为企业最佳资本结构应当是企业负债所引起的企业价值增加与因企业负债上升所引起的企业风险成本和各项费用相等时的平衡点。这一理论也可以说是对 MM 理论的再修正,从而更接近实际。权衡理论认识到各个企业的目标负债率可以不同,有着安全的,有形的资产和大量应税收入的企业应该有高的负债率,而有着较多有风险的,或无形资产的或亏损企业应该主要依赖股权融资。经验证据证实了有较多有风险的或无形资产的企业的负债率要低得多。但是经验证据也表明在一个行业内,大多数盈利企业的负债率比亏损企业要小一些。而权衡理论认为高额利润意味着有更大的负债容量和更多的应税收入需要利息税盾,它们应该借的更多而不是更少。另外,因为权衡理论把研究视野集中在企业的外在因素之上,即权衡理论只重视税收、破产等“外部因素”对企业最优资本结构的影响,加之主观的批判与客观的际遇。这样看来,权衡理论并不是完美的。这需要现代资本结构理论的进一步的发展。到 20 世纪 70 年代后期,以信息不对称理论为中心的新资本结构理论取代了权衡理论。

三、新资本结构理论

20 世纪 70 代以来,经济学家们将现代分析工具,如博弈论、信息经济学、委托代理理论等,引入资本结构分析。一系列解释资本结构问题的新观点便应运而生,其流派众多,主要有:

1、代理成本理论。在完全信息条件下,委托人实施代理是无成本的,即他得到的效用水平就等同于他亲自执行这项任务。不对称信息是代理成本存在的主要原因。公司的股东、债权人和经理人之间存在着利益冲突。为解决这些冲突和冲突本身引起的公司价值的损失称为是代理成本。资本所有者和管理者的分离产生了企业内部的利益冲突,由此产生了代理成本问题。代理成本理论的创始人迈克尔·詹森和威廉·麦克林(Michael C. Jensen & William Meckling, 1976)把代理关系定义为一种契约,在这种契约下,一个人或更多的人(即委托人)聘用另一人(即代理人)代表他们来履行某些服务,包括把若干决策权托付给代理人。如果这种关系的双方当事人都是效用最大化者,就有充分的理由相信,代理人不会总以委托人的最大利益行动。委托人通过对代理人进行适当的激励,以及通过承担用来约束代理人越轨活动的监督费用,可以使其利益偏差有限。另外,在某些情况下,为确保代理人不采取某种危及委托人的行动,或者,若代理人采取这样的行动,保证委托人能得到补偿,可以由代理人支付一笔费用(保证金)。代理成本这一概念是企业理论中的企业契约理论的基石。Jensen 和 Meckling (1976)把代理成本的总和定义为:(1)委托人的监督支出;(2)代理人的保证支出;(3)剩余损失(residual loss)。即代理成本包括在利益冲突的各代理人之间建立、监督和组合一系列契约关系的成本以及契约实施的成本超过收益而造成的产值损失。

Jensen 和 Meckling 在他们的论文《企业理论:管理者行为、代理成本和资本结构》中指出,与代理问题相关的利益冲突主要有两大类:一是股东和管理者之间的冲突;二是股东和债权人之间的冲突。过度投

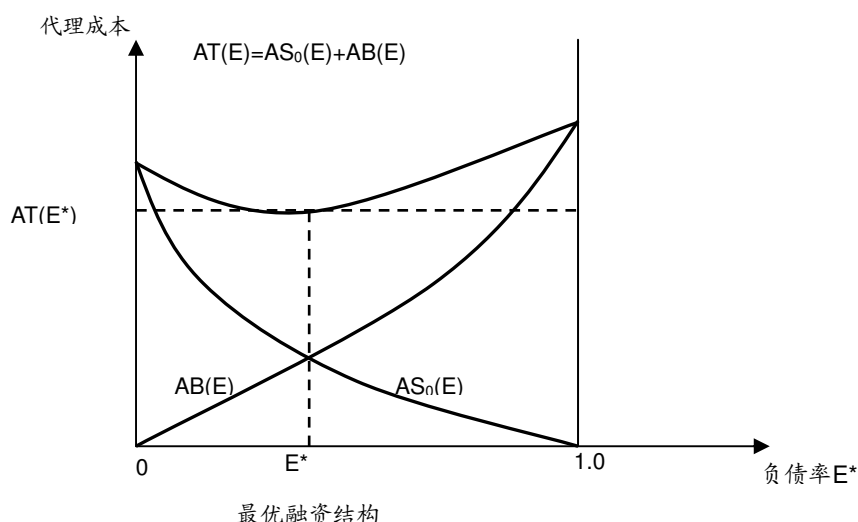
资是前者的一个具体表现形式^①。后者主要表现为两种具体形式：资产替代效应和投资不足问题^②。Myers（1977）、Barnea, Haugen 和 Senbet（1980）认为与债务相关的代理成本导致存在最优的债务期限结构。公司债务期限结构的选择能减缓源于资产替代效应和投资不足问题的代理成本。尤其短期债务能解决由于信息不对称和道德风险引起的股东和债权人之间的利益冲突。Leland 和 Toft（1996）认为代理成本的存在意味着具有较高资产风险的公司将缩短最优债务期限，也会降低债务的最优规模。Jensen（1986）、Stulz（1990）、Hart 和 Moore（1995）认为债务融资能减缓自由现金流量代理冲突问题，尤其是短期债务。

Jensen 和 Meckling（1976）把把管理者与股东利益冲突导致的代理成本界定为“外部股票代理成本”，而把债权人与股东利益冲突以及与债券相伴随的破产成本等界定为“债券的代理成本”。Jensen 和 Meckling 认为伴随着股权—债务比率的变动，两种代理成本会呈现一种“此消彼涨”的权衡（trade—Off）关系，即债务的增加对股权代理成本有两方面影响：（1）在管理者投资既定的情况下，债务增加了其持有股份，进而可以减少“股权稀释”产生的股权代理成本；（2）Jensen（1985）的“自由现金流量”假说认为债务的本息偿还（硬偿付约束）可以减少可供管理者使用的自由现金流量，借此减弱管理者浪费的可能性。因此在 Jensen 和 Meckling 看来，公司最优资本结构应选择在两者之和最小的一个点上。如图 2 中 $AS_0(E)$ ，股权代理成本随负债率上升而下降。在债务融资中，当投资项目取得好收益时，高于债券利息的收益都归股东所有；当投资项目亏损时，由于有限责任，债权人将承担后果。这使得股东会从事风险较大的投资项目。然而，由于债权人能理性地预期到股东的这种资产替代行为，会要求更高的利率作为补偿，导致债务融资成本上升，这就是债权代理成本。当公司债务融资比率上升时，债权代理成本上升，如图 2 中 $AB(E)$ 。

图 2

^①根据过度投资假设，经理们具有使其公司成长超过最优规模和接受净现值为负数项目的激励。Jensen（1986）认为当公司具有较多的自由现金流量和较少投资机会时，过度投资问题更加加剧。

^②Jensen 和 Meckling（1976）指出，由于股东和债权人的利益冲突，债权人面临着道德风险和逆向选择问题。当公司发行负债后，将其投资于风险更高的资产，从而从债权人那里谋取价值（财富从债权人转移到股东手中），于是出现了资产替代效应问题。Myers（1977）指出公司的未来投资机会就像期权一样，这些期权的价值取决于公司将最优执行它们的可能性。在公司资本结构中具有风险性固定索取权时，来自承担盈利性投资项目的收益将在股东和债权人之间进行分割。在某些情况中，债权人捕捉大量的收益以致使这个盈利项目不能为股东提供正常的回报。在这些情况中，股东具有拒绝净现值为正的项目。Myers 称之为投资不足问题。



注： $AS_0(E)$ 表示股权代理成本， $AB(E)$ 表示债权代理成本

可见，代理成本的存在使得公司只能在股权融资与负债融资之间寻找平衡点。股权融资的代理成本与债务融资的代理成本相等时公司总资本成本达到最小，此时资本结构是公司最优资本结构。

管理者和股东的冲突是由于现代公司的所有权、控制权分离引起的，即管理层持有少于 100% 的剩余索取权。只要管理者拥有的剩余索取权低于 100%，那么管理者付出的努力就不能获得全部的回报，而所有努力的成本都是由管理者承担的，管理者为追求自身利益的最大化，就不会总是根据股东的利益行动，如建立公司帝国，个人过度消费。这种低效率和管理者持股比例呈反方向变化。在管理者所持绝对股份不变时，增加债务可提高管理者持股比例，可缓减管理者和股东之间的冲突。股东和管理者的利益冲突还表现在支出政策上，这种冲突是由自由现金流量引起的，股东希望用现金支付股利或回购，管理者根据自己的利益把现金投资于低回报的项目(建立公司帝国)或个人消费，这会给管理者以未来的现金使用控制权，从而使股东受损，股东要对管理者实行监督需要发生成本，这就构成了自由现金流量的代理成本。债务有利于降低自由现金流量的代理成本，债务引起的本金和利息的支出限制了经理人对现金的控制权，但并不能因此任意提高债务水平，随着债务水平的提高，债务本身的代理成本在提高。另外举债引起更多的现金流出，增大了破产的可能，提高了管理者的努力程度从而降低了监督成本。最优债务权益比是公司价值最高，债务的边际成本等于边际收益的比率。

股东和债权人之间存在着激励冲突是因为负债是有风险的。股东对公司负有限责任，股东可选择违约，即不按公司承诺的全部金额向债权人支付，债权人认识到这种价值转移，为保护自己利益不受股东的侵犯，就在事前要求补偿，从而提高了债务的成本。发行可赎回债券或可转换债券可以有效解决这个问题。相反，若公司进行低风险投资，产生的收益用以支付债务的本息外不能给股东带来收益，即便投资项目的净现值为正，公司价值增加，但股东权益价值下降，权益价值流向债权人，股东将不愿意投资，使公司价值下降。

Jensen 和 Meckling 关于资本结构的这一分析为我们理解资本结构的激励功能提供了一个理论基础。此后，很多学者借助于对经理层以及投资项目性质的不同假设，从利益冲突视角对资本结构设计，尤其是债务融资的成本与收益进行了分析。Grossman & Hart(1982)在 J-M 模型的基础上，进一步分析了债务融资是如何缓解经营者与股东之间的冲突的。他们认为，当企业债务融资比例上升时，经营者经营不善导致企业

破产的可能性增大，一旦企业破产，经营者将承担因破产而带来的自身社会地位降低、名誉毁损、企业控制权丧失等非金钱方面的损失。因此，债务能使经营者增加个人努力，减少个人享受，并且做出更好的投资决策，从而降低股权代理成本，增加公司价值。

在股东和管理者之间的利益冲突约束问题上，Harris 和 Raviv（1988）假设在管理者拥有控制权的前提下即使企业运营不佳也不会主动清算（存在控制权私人收益）的行为驱动下，债务的存在能够使公司破产的概率增大，即控制权转移（即公司清算）可能性的增大，进而在公司资产被管理者“误用”（即存在更好的资产用途）的情况下，管理者的机会主义行为被抑制而所有者的价值提高了。但由于债权人为了识别资产的误用也必须付出一定的调查成本，因此 Harris 和 Raviv 的“最优资本结构”就是所有者在“清偿权利”与“调查成本”权衡之下的结果。Hart 和 Moore（1995）分析了长期债务融资在约束管理者筹集新资金能力中起着重要作用。他们指出，在实际中，公司发行相当数量的“硬”（优先的，不可延期的）债务^①。管理者具有股东不能分享的目标，如追求权力、帝国建造和职务消费等。他们认为，“硬”债务在抑制管理者自由度中起着重要作用。第一，不可延期的，短期债务能迫使管理者吐出资金（否则他们也许会用这些资金进行非盈利而是建造帝国的投资）以及触发公司资产在其他更有价值的状态中清算。第二，优先的长期债务通过稀释未来盈余能阻止管理者为非盈利项目融资。

Stulz（1988）则在管理者具有强烈“帝国建造”动机的行为假设下，模型化了 Jensen（1985）的“自由现金流量”假说。由于债务融资过度可能使公司陷入财务困境，进而出现“投资不足”问题，Stulz 模型中的所有者必须在“投资过度”与“投资不足”之间寻找资本结构的最佳位置。Stulz（1990）分析了债务融资与业务收缩和公司清算的相关关系。研究发现，由于经理和股东之间利益的不一致，导致经理在公司业务是否收缩和清算退出时考虑自己的利益，使得应该业务收缩和清算退出的，却没有做出相应决策，最终使股东利益受损。这种现象在公司资金主要来源于股权融资的情况下更容易发生，而具有债务融资的公司则面临偿债和诉讼压力，经理采取正确决策的可能性就大。在 Stulz（1990）模型中，债务的成本是债务的支付可能使自由现金流量耗尽，以致没有可获得的资金对有利可图的项目进行投资，而发行债务的好处又在于债务可以抑制管理者的过度投资倾向。且他对短期债务融资能迫使管理者吐出自由现金流量进行了形式化分析。

戴蒙德（Diamond，1989）则在股东和债权人之间的利益冲突基础之上，认为具有不同声誉的公司可能会选择不同的融资渠道——那些新生的尚未建立起足够声誉的企业一般无法使债权人确信其不存在资产替换动机，进而只能依靠（内部）股权融资或高成本的债务资金，而已经建立了足够声誉的公司则能够获得低成本的债务融资。在戴蒙德的声誉模型中，考虑了两种可能的投资项目：一种是净现值大于零且安全的投资项目；另一种是净现值大于零且风险较大的投资项目。这两种投资项目的投资额均相等，而且都通过负债融资，但结果却不同：第一种投资项目的收益总是能够足以清偿债务；第二种投资项目只有成功时才有较强的偿债能力，否则，就无偿债能力。由于企业是避险的而且注重声誉，又由于企业及时还清债务的历史越长，其声誉就越好，其借款成本就越低；声誉差的企业负债成本高，负债水平。所有企业都不会追逐资产替代效应而丧失有价值的声誉。由此，股东和债权人之间的利益冲突就可以利用适度举债来加以缓和。海什里费和塞克尔（Heshleifer&Thakor，1989）也提出了一种声誉模型。在他们的声誉模型中，股东偏好的是高风险高收益的投资项目，而经营者则因考虑到其声誉而喜欢选择相对安全的投资项目。经营

者的这种行为方式将有助于降低债务的代理成本。因此,如果经营者对其声誉效果非常重视,企业的负债成本会相应降低,从而使得企业将会有更多负债而不是更少。

与代理问题相关的另一类冲突是与外部利益相关者的冲突。Titman(1984)和 Maksimovic 和 Titman(1991)研究了资本结构选择和外部利益相关者之间的关系。Titman(1984)指出,企业股东和债权人同企业有关的各类人员(客户、工人和供应商等)之间也是一种代理关系,当企业进行清偿时,企业原有客户将失去原有服务合同,却得不到任何补偿。同样,工人失去原有工作,没有任何讨价还价的余地。当一个客户购买了一件耐用品,他既为产品本身进行支付,也为获得随后的零部件和维修的服务进行支付。如果企业破产清算,客户就不能再获得他们曾预期想获得的零部件和服务。因此,企业和客户之间的代理问题就是保证客户将来需要的零部件和服务在他们需要时唾手可得。客户必须判断耐用品的销售者经营失败和被清算的可能性。因此,如果生产和销售耐用品的企业采用了增加它们的破产可能性的较高的负债,这可能会减少对它们的产品需求,因此,可以预测,在其他情相同下,耐用品生产者的负债将会少于非耐用品(如食品)的生产者。Titman(1984)认为公司的清算也许会对顾客和员工强加成本,结果,他们要求对产品和工资的风险补偿。这些成本被转移给股东。但是,如果股东只有在利得超过所有的成本(包括顾客和员工的成本)时才愿意清算,这将增加资本成本。Titman(1984)表明可以用资本结构控制这些风险补偿且认为具有更高清算成本的公司将具有较少的负债。Titman 和 Wessels(1988)调查了独特性和负债之间的关系,他们发现两者呈预期的负相关关系。Maksimovic 和 Titman(1991)认为生产对顾客更低清算成本的产品企业也遭受类似的相互作用,要求生产高质量产品声誉的企业将具有较少的负债。

2、信号传递理论。信号传递理论探讨的是在信息不对称条件下,企业选择何种方式,向市场传递企业价值信息。斯宾塞(Spence,1974)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。

1977年,罗斯(Ross)通过建立负债权益比这一“激励—信号”模型来分析企业资本结构的决定问题,并创造性地将经理入激励机制引入信号传递模型,提出了资本结构信号传递理论。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。罗斯保留了完全信息以外的所有假定,假设企业经营者比投资者更多地了解和把握企业内部的经营信息,投资者只能通过经营者输出的信息来间接地评价企业市场价值,资本结构就是经营者输送的一个信号,投资者根据资本结构的变化来评价企业,并决定是否进行投资。信号传递理论明确了企业市场价值与资本结构有关,但在模型中却没有提出防止经营者向外输送错误信号的内在约束机制。

在分析融资结构作为内部经营管理者信息信号,能有效传递企业的内部信息,影响投资者的投资激励方面,利兰德(Leland)和派尔(Pyle)几乎与罗斯同时提出了自己的融资结构信号传递模型—利兰德-派尔模型(Leland - Pyle model, L-P 模型)。Lyland 和 Pyle (1977)从企业家和投资者之间有关企业投资项目收益的信息不对称和企业家的风险厌恶的角度,探讨了资本结构的信息传递功能。在利兰德—派尔的模型中,

企业家是风险回避者，他将一个可变的项目等同于一笔不确定性的收益，他对收益的分布了解得比别人多。由于他是风险的回避者，且其财富是有限的，他希望与外部投资者共同分担这个项目。他的问题是如何使投资者相信项目的真实价值。企业家可以变动自己在项目中的股本，并把它用作一种传递有关项目质量的信号，因为市场会认为项目质量是企业自己所有权份额的一个函数。在均衡状态下，企业家的股份将完全揭示其自己所相信的项目收益均值，企业的债务决定剩下的需要用股票融资该项目所需要的金额。因此，企业家的股份越高，传递的信息的项目价值也越高，从而，企业的市场价值也越大。

Heikel(1982 年)建立了一个类似于 Ross 的模型，但他放弃了公司各种收益是按一阶随机优势排序的假设条件。他假定收益呈如下分布：高质量的公司有较高的超额价值，但有较低质量的债务(券)(即市价低于面值)，这意味着权益的价值特高。这个模型可以将公司划分类型，原因是：每个公司都企图使市场相信它属于某一类型，而它的真实类型则会随着一种证券的超额估价而受益，随另一种证券被低估而蒙受损失。在均衡时，每一类公司这两种证券的发行量都使得边际收益与边际损失相等。正因如此，高价值公司会发行更多的债券，而低价值公司要模仿高价值公司的话，就必须发行低定价的债券，从而减少高定价股票的数量；反之，高价值公司要模仿低价值公司，就必须发行少量的高定价债券和低定价的股票。因此，相互模仿是非常困难的。由于高质量公司本身有高的总价值，所以它们发行更多债券的结果是与 Ross 的结论一致的。

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。

Poitevin(1989 年)建立的模型也是以债务作为信号的。他的模型包含了现有公司与新公司之间潜在的竞争。首先，新公司的边际成本是私有信息。在均衡时，只要现有公司与高成本的新公司发行股票，那么债券发行就显示了低成本的新公司的信号。这个信号使得这类新公司既付出代价也得到好处。代价就是使得这类公司过早地受到其他公司的“攻击”，从而有可能导致这个以债务筹资的公司破产；而好处就是金融市场认定债务筹资的公司有较高的价值。这是因为过早受到原有公司攻击的破产概率过高地反映了金融市场的误导成本(原有公司对所有的债务筹资公司“平等地进行攻击”，当然也要略花成本)。这个模型的主要结论是：发行债券对资本市场是个好消息。

Glazer 和 Israel(1990 年)建立的模型把资本结构作为生产成本的信号。该模型假设：原有公司垄断性地发出关于其成本的信号，以阻止新公司进入市场；公司经理是以权益价值来决定报酬，股利对报酬是不起作用的；任何债券发行所得到的好处都随股利支付出去。这样，在均衡时，潜在的新公司把较多的债务看成一个信号，即表明这个原有公司有较低的边际生产成本。所以，发行较多的债券对这类原有公司的经理来讲是最优选择，因为阻止新公司进入市场所获得的收益大于债务成本；而高成本的原有公司是无法仿效的。

3、优序融资理论。1984 年，梅耶斯(Myers)和迈基里夫(Majluf)在 Ross 研究的基础上，创立了优序融资理论(Pecking Order Theory，也称啄食理论)。优序融资理论以非对称信息条件以及交易成本的存在为前提，认为企业外部融资要多支付各种成本，使得投资者从企业资本结构的选择来判断企业市场价值。企

业会根据投资机会调整目标利润分配率，但相对于投资机会和利润这一比率是不易变动的，这就意味着内部现金流与投资支出是不等的，当内部现金流小于投资支出时，公司会改变资产组合；当需要进行外部融资时，公司首先发行最安全的证券，即从债务融资开始，然后选择混合型证券组合，如可转换债券，最后才会选择股权融资。根据实证研究显示，优序融资理论确实在很大程度上符合公司资本结构的现实，大多数公司偏好内部融资。有学者指出，公司所有权与管理权的分离导致了管理者为了不受限于外部资本市场而偏好内部融资，而且发行股票是有成本的。但 Myers 和 Majluf 假设，经理对所投资项目的真实价值的了解比任何其他人都清楚，并且假设他们是为公司现有股东的利益着想；还假定公司的现有股东是被动的，即他们不会因经理的决策而调整投资组合而使经理的决策对他们没有影响。信息不对称假设意味着即使经理发现了净现值为正的绝佳投资机会，也无法将此信息传递给投资者。每一公司的经理层毕竟都愿意向市场宣布前景光明的投资项目，以此推高股价，展示自己的优秀业绩，但投资者不会轻信经理是怎样说的，从而造成了对新发行股票的估价比如果没有信息不对称问题时的均衡价格要低的情况。在这种情形下，净现值为正的投资项目也可能被放弃。如果公司利用内部资金为新项目融资，不需要股权融资，这样也就不存在信息不对称问题，因此所有净现值为正的项目都会被公司所采纳。当内部资金不足时，公司会优先考虑低风险的证券，如债券，最后才会考虑股权融资。

Narayanan(1988)与 Heinkel Zechner(1990)他们运用与 Myers 等人相近的方法，也得出了类似的结果。他们进一步指出，如果信息非对称涉及到新投资项目的评价时，那么就会出现过度投资行为，即净现值是负值的项目也会被接受。对这种现象的出现，他们的解释是，所有以发行股票来筹资的公司其市场价值都被按公司资产收益率的平均值来确定，所以，较低净现值项目的公司从出售高价股票中得益，其中甚至包括净现值为负值的项目，从而降低项目评估的基准，造成过度投资。在 Narayanan 的模型中，债务被高估的可能性要比权益小，因此如果项目通过举债筹资的话，就太可能接受净现值为负的项目，反过来，这就说明债务(无论原来的还是新增的)都会减少过度投资行为；此外，他们还系统地解释了为什么公司发行新股会造成股价下跌，而公司发行债券会导致股价上涨，并进一步说明了公司筹资的顺序。

Harris 和 Raviv (1988, 1990)探讨了债务融资不同的治理作用。1988 年分析了债务融资于兼并和控制权争夺之间的关系，研究发现公司的不同的财务杠杆比率，会带来不同的兼并收购方式，例如，较高的债务水平公司则采用杠杆收购可能性大，较低的债务水平公司则采用标价收购的可能性大，位于两者中间的债务水平公司的控制权则由代理权竞争决定。1990 年 Harris 和 Raviv 通过建模，从理论上分析了资本结构与债务信息作用，理论依据债务可以向投资者传递关于公司信息以及投资者利用此信息监督经理人的行为。研究发现债务融资是很好的监督工具，特别是当公司违约时，债权人有权选择公司清算或继续经营，并向投资者传递有用的信息。

优序融资理论自提出之后备受正反的争议。Baskin(1989)以交易成本、个人所得税和控制权的研究角度对优序融资理论作出了解释，指出由于留存收益提供的内部资金不必承担发行成本，也避免了个人所得税，因此内部资金要优于外部资金。与权益性资金相比较，负债融资由于具有节税效应，发行成本低，又不会稀释公司的控制权，所以对外融资来说负债融资又优于权益性融资。Baskin 用一系列实证研究支持了优序融资理论，指出权衡理论在解释公司行为时说服力不强，是由于后者忽略了不对称信息的作用；而优序融资理论，不仅是对于税收和交易成本做出的理性反映，更是一种信号均衡(signaling equilibrium)。因此。

无论在理论还是实证上，他都给予优序融资理论以充分的支持。

Shyam Sunder and Myers(1999);Robert and Anuja(2000);Haan and Hinloopen(2003)从企业融资动态“偏好”为出发点进行研究，研究了企业的资本结构，得出上市公司“先内融资，再外债务融资，最后股权融资”的融资偏好的结论。

4、简要评述。新资本结构理论的产生是资本结构理论史上的一次革命。如果说以 MM 定理为中心的现代资本结构理论为资本结构问题的研究提供了方法论基础与技术工具，即成本收益比较的研究方法，那么，新资本结构理论的贡献则在于，它以信息不对称理论为基础，提供了广袤的可延展的、全新的经济思想基础。新资本结构理论不是简单地因袭现代资本结构的理论套路，而是力图通过信息不对称理论中的“信号”、“契约”、“动机”和“激励”等概念，从公司的“内部因素”方面来展开对资本结构问题的分析，从外部股份持有者、经营人员和内部股份持有者、债权人之间的相互作用及其对公司价值影响的角度来解释资本结构问题。如代理理论接受了企业的契约观、不确定性与信息不对称的现实，将研究视野建立在“人的行为”基础之上，从而为资本结构的理论探索找到新的支撑。这样一来，新资本结构理论就把现代资本结构理论的权衡难题，成功地转化为结构或制度设计问题。这就打开了资本结构理论的经济思想，使其对决定因素的分析扩展到了更广泛的范围，使得资本结构理论对资本结构问题的解释更具一般性和稳定性，为资本结构理论研究开辟了新的研究方向，极大地丰富了资本结构理论的内容。当然，对一些关键问题，这一理论只是想当然的加以接受，而没有在理论上作出本源性的解释。而且大多是以静态或比较静态、局部均衡角度来展开分析，一般认为企业资本总量不变、已实现的较优化的资本结构也就会保持不变，没有考虑外界经济环境与企业自身生产经营条件变换可能对资本结构的影响。另外，无论代理理论、信号传递理论还是优序融资理论，都只考虑了问题的一个方面。显然，从经济思想的角度来看，前述新资本结构理论所包含的利益分析体系还没有充分予以延伸。此外，从新资本结构理论的主要分支来看，也各有不足。比如，代理成本理论中的代理成本则比较难以准确度量，而只是假定其会在资本市场的反应；信号传递理论与其说是一种理论，还不如说是一种方法；优序融资理论仅仅关注了融资成本的高低及相对应的融资顺序，而没有对是否存在最优资本结构问题进行判断；等等。因此，到了 20 世纪 80 年代中后期，新资本结构理论的发展出现颓势。“信息不对称理论已经达到收益递减式的转折点”，对于新资本结构理论的式微，Harris 和 Raviv（1991）如是解释。

四、后资本结构理论

在经过 20 世纪 80 年代初的迅猛发展之后，新资本结构理论到了 20 世纪 80 年代中期却颇难以为继，究其根本原因，乃是因为新资本结构理论赖以为核心的信息不对称理论在发展上出现颓势。正如 Harris 和 Raviv 后来所指出的：“信息不对称方法已经达到收益递减的转折点”。在这种形势下，新资本结构理论就急于要寻找一个新的理论核心，它既能够巩固新资本结构理论各学派已取得的成果，对各派观点兼容并蓄，又能够突破信息不对称理论框架的束缚，从新的学术视野来分析与解释资本结构难题，从而产生新的号召力，避免资本结构理论的现代断裂，使资本结构理论能够一脉相承，得以继续延续。在这一学术背景下，后资本结构理论应运而生。

1、控制权理论。20 世纪 60 年代，亨利·曼尼(Henry G. Manne, 1964)提出了企业控制权市场理论。当企业经营不善时。企业股票价格下降，这时资本市场就会有人公开接管企业，更换现任管理者。这种接

管被称为敌意收购。敌意收购给在职管理者带来了很大的威胁，成为股东约束不称职管理者的有效手段，被人们形象地称为“用脚投票”。20世纪80年代以来，随着企业兼并与接管活动的深入进行，人们发现资本交易不仅会引起剩余收益分配问题，而且还会引起剩余控制权分配问题。基于普通股有投票权而债权人无投票权的事实，管理者经常通过改变资本结构来改变企业投票权的分布，从而对接管成功与否产生影响，这样形成了资本结构的控制权理论(corporate control—based models)。控制权理论认为，管理者占有的股份越多，其控制能力也就越强。这样，由于管理者对控制权本身的偏好(而且这种偏好未必与其管理营能力的大小相关，难以市场化)，他们通过影响控制权的分配所形成的资本结构来影响企业的市场价值。资本结构的控制权理论把资本结构作为解决股东、管理者之间代理冲突的手段。如果用债务限制管理者对现金流的权力，而管理者可以自由作出资本结构决策，我们就看不到管理者自愿分红的决定。债务是减少自由现金流量代理成本，最大化公司价值的事前措施。管理者可以利用自愿举债，避免控制权的挑战。

控制权理论可以看成是詹森和麦克林(Jensen & Macking)代理成本理论的延续。在市场经济条件下，企业资本结构不仅决定着企业收入流的分配，而且决定着企业控制权的分配。股权和债务是重要的融资工具，也是非常重要的控制权基础。

Cubbin and Leech(1983)提出了控制权的度量方法，他们认为对于最大的若干股东来说，该指标与这些股东的持股比例成正比，同时也与其他股东的分散度成正比。Cubbin and Leech(1983)根据控制度的概率投票和一定假设，推导出有效控制权的公式： $P^* = Z_\alpha \sqrt{\frac{\pi H}{1 + Z_\alpha^2 \pi}}$ ，其中 P^* 为控制权阈值， Z_α 为使得正态分布 $P(z \leq Z) = \alpha$ 时的 z 值， α 表示股东大会中大股东赢得投票权的概率， π 表示除第一大股东外其他股东投票的概率， H 为股权集中度的赫菲德尔系数(Herfindahl index)。

威廉姆森(Williamson,1988)认为，股本和债务与其说是融资工具，不如说就是控制和治理结构。股权和债权均对企业形成控制权，有着不同的控制权形式，共同构成公司治理结构的基本内容。股权和债务既然是一种控制权基础，那么，他们二者特定的比例就会构成特定的控制权结构。股本和债务比例的变化主要与融资方式的选择有关系，选择什么样的融资方式就会形成什么样的股本-债务比例，从而就会形成什么样的控制和治理结构。在这一观点的支配下，他认为是采用债权还是股权来进行项目融资要取决于项目资产的本质特性。如果资产具有可重新配置的属性则应选择债权，因为在违约的情况下还可以收回一些有价值的资产。反之，如果资产具有很高的专用性，则最好是由管理层借助股权融资所具有的自由裁量权特性来管理这些资产。

Stulz(1988)提出了Stulz模型，Stulz模型具有以下三个显著特点：第一，它高度强调管理者对表决权的控制在决定公司价值中的作用。Stulz指出，企业资本结构影响到企业表决权的分布状况，设若管理者所能掌握的表决权比例为 α ，则当 α 值较低时，债务的增加提高了 α 值，进而提高企业发行在外股票的价值，因而，企业的价值与 α 成正相关关系；同理，当 α 值较高时，企业的价值与 α 则变成负相关关系。Stulz认为，正是因为企业价值与 α 之间的这层关系才使得管理者可以通过改变企业的资本结构来改变他们所掌握的 α ，进而影响到企业的价值。因此，Stulz模型的一个关键结论就是：“资本结构的变动通过它们对 α 的作用影响到企业的价值。”第二，它突出了管理者对表决权的控制对收购方行为的影响。当Stulz坦言“我们的模型不考虑公司控制权市场对管理者的惩戒作用”时，他的意思并非是为了绕开公司控制权市场

理论的逻辑框架，而只是为了重点强调管理者对表决权的控制比例(α)对收购方行为、收购溢价及收购概率的影响作用。所以，Stulz 明确表明：“在一起收购中，收购溢价乃是管理者所掌握的目标公司表决权比例的递增函数，而恶意收购的概率随 α 的增加而减少。”第三，它表明当企业价值达到最大化时存在一个最优比例的 α 。Stulz 承认，管理者所控制的 α 对收购中目标企业价值的影响是一把“双刃剑”。一方面，如果管理者所掌握的目标公司表决权比例太高，过高的 α 值显然降低了公司被恶意收购的概率，从而造成目标公司的价值因缺少收购溢价而减少；另一方面， α 值太低，收购方又不愿意为取得公司控制权而支付较高的收购溢价。因此，“确实存在一个让企业价值最大化的唯一(α)值”。Stulz 模型是最早试图将公司控制权市场理论与资本结构理论结合起来的几个模型之一。但是 Stulz 做得并不彻底。他的模型忽视了公司控制权市场主流理论的若干重要观点，其中最值得批评之处正如 Stulz 自己所承认的：“我们的分析忽略了公司控制权市场所产生的积极的激励作用。”拿掉这个因素，Stulz 模型就只是单方面地谈到管理者对公司控制权市场的影响，而没有看到公司控制权市场反过来也会对管理者产生积极的影响作用，所以 Stulz 模型只是融入了公司控制权市场理论的部分内容。Harris-Raviv 模型在这方面则做了重要改进。

哈里斯和雷维吾(Harris & Raviv, 1988)年在《公司控制权之争与融资结构》一文中，特别关注企业在职管理者通过改变自己所持股票比例操纵或影响股权收购的能力。管理者被假定既从其股份，又从其控制本身获得收益。相对来说，管理者的股份越大，掌握控制权和获益的概率就越大，企业价值或外部股东的收益就越小，潜在股权收购成功的可能性就越小。由于管理者及潜在股权收购者的能力不同，企业的价值取决于股权收购的结果，而这种结果反过来是由管理者所有权份额决定的。又由于个人财富的有限性及借贷能力的限制性，使得管理者在接管活动中控制大部分股权显得非常困难。因此，在其他因素一定的条件下，企业融资结构中债券、优先股和认股权证这类无投票权的融资工具越多，那么管理者的控制权就越大，即管理者的控制权是由融资结构间接决定的。这种控制权之争也成为一种新的融资结构理论。

Israel(1991)模型认为，资本结构应是通过对有表决权证券和没有表决权证券之间在现金流分布上的影响进而影响到收购的结果。资本结构影响到协同利益如何在收购方和目标公司之间的分配。这一影响表现在两个方面：较高的债务水平产生较高的债务溢价，造成收购的协同利益从收购方转移到目标公司手里，从而产生负债的价值增加效应；较高的债务水平也导致大部分协同利益为目标公司债权人所攫取，留给目标公司股东和收购方的协同利益相当少，导致收购利润很低，出现收购的概率就很低，从而产生负债的价值减少效应。因此，在职管理者正是在对价值增加效应与价值减少效应的相互权衡中选择最优公司资本结构。

阿洪和博尔顿(Aghion and Bolton, 1992) 在不完全合约的基础上提出一个与控制权相关的资本结构理论。Aghion 和 Bolton 在一个两时点的简单模型中，研究了由于债务的存在导致的控制权相机转移实现企业价值最大化的作用机理。假设：(1) 有一个投资项目，有两种发展前景好或坏；(2) 时点 1 时企业控制方有 3 种选择：要么扩张，要么维持，要么清算；(3) 对控制企业的企业家而言，维持时成本为 0，无论是清算还是扩张，对于他而言都是有成本的；(4) 期间收益不可观察（或观察成本很高）。在上述假设下，Aghion 和 Bolton 分析了企业剩余控制权的配置问题，得出了三个结论：一是当企业家使个人效用最大化的同时也使得整个社会的福利得到了最大化，则让企业家掌握企业的控制权是有效率的控制权安排。无论何种状态下，企业家都倾向于维持原规模不变，这与项目第二期预期收益为好的状态时的社会整体利益是

一致的。此时，企业应通过普通股进行融资。二是当外部投资者的利益与整个社会的利益一致时，最有效率的企业控制权是将其赋予外部投资者。在预期第二期为坏的状态时，外部投资者的决策将使得整个社会的利益最大化。此时，企业应通过普通股进行融资。三是无论将控制权交给哪一方都是无效率的，必须根据所出现的不同的收益状态来决定控制权的分配情况，即在这种情况下相机转移控制权是最优的。因此，企业的总融资中必须有一定的债务融资规模。最优的负债比例应该是在该负债水平上导致企业破产时将控制权转移给债权人是最优的。

在 Aghion—Bolton 的模型中，剩余控制权的分配是基础，而不完全契约又是剩余控制权分配的前提。模型证明了最优的控制权结构是：在高收益时企业家获得控制权；在低收益时投资者获得控制权。Aghion—Bolton 抓住了债务融资的关键方面：控制权的转移。当债务人收益低时，控制权将由债务人转移给债权人。最优的债务比例是在该负债水平上导致公司破产时将控制权从股东转移到债权人。而控制权转移又可导致融资结构的再调整，即控制权转移对企业融资结构具有整合效应。

Dewatripont 和 Tirole(1994)指出，在不能就管理者的行为签订完全契约的情形下，基于企业盈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。

阿洪—博尔顿模型虽然抓住了控制权最优安排的关键方面——“控制权相机转移”，但是这种控制权的转移是随机的，或者是以一种可证实的状态(如收入、利润水平等)的现实为条件，而不是以无力偿还债务本息为条件。哈特(Hart, 1995)不仅吸收了阿洪—博尔顿模型的“控制权相机转移”这一创建性思想，而且还进一步完善和发展了阿洪—博尔顿模型，建立了哈特模型。哈特模型在契约不完全的条件下，引入“公司持续经营与公司被清算”的矛盾，研究了最优融资契约和相应的最优控制权结构，并得出了三个重要结论：一是如果融资方式是发行带有投票权的普通股，则股东掌握控制权；二是如果融资方式是发行不带有投票权的优先股，则经理人员掌握控制权；三是如果融资方式是发行债券和银行借款，则控制权仍由管理者掌握，但前提是按期偿还债务本息，否则(即出现了破产)，控制权就转移到债权人手中。此外，该模型还注意到了短期债务具有控制管理者道德风险的作用，而长期债务(或股权)具有支持公司扩张的作用，因此认为最优资本结构要在这两者之间加以权衡。哈特分析资本结构的思路是很有启发性的，他不再将研究的视角局限于税收和信息不对称这些很流行的观点上，而是在契约不完全的条件下引入公司继续经营与公司被清算的矛盾，具体探讨公司资本结构的最优债务规模的确定。需要指出的是，这种分析的思路有较强的现实意义。

Zwiebel(1996)构造了在管理者控制下的动态资本结构模型。模型假定在三个时期中，管理者的收益来源于其控制公司的控制权收益和公司每期新投资项目的收益两个方面，由于存在接管和破产的可能，管理者的控制权地位受到威胁。管理者的最优目标是取得投资规模和控制权地位之间的平衡，在确保控制权地位的条件下最大化投资规模，从而选择相应的投资项目、债务水平和红利政策，使得其保持公司控制权地位，取得最大收益。Zwiebel 的研究结论表明，盈利能力强的项目需要较少的债务即可抵御接管，而盈利能力差的项目则需要较高的债务抵御接管威胁，所以公司的债务水平、债务期限和债务频率与项目的盈利能力密切相关，并且随管理者的任期而改变。

Bennedsen 和 Wolfenzon (2000) 提出，当剥夺控制权私人收益有成本时，大股东的股权规模的增加将

减少剥夺的边际收益。Bennedsen 和 Wolfenzon (2000) 通过分析大股东之间的合谋对公司政策的影响, 发展了封闭公司 (closely held corporations)^① 的股权结构理论。Bennedsen 和 Wolfenzon 认为, 封闭公司的股权结构的最终形成, 是由初始所有者为了避免其中的一个大股东采取单方面的行动而使其他股东的利益受到损害, 在多个大股东之间权力平衡的结果, 它不仅受到各大股东形成的居于控制性地位的合谋集体利益一致的协调效应 (alignment effects) 的影响, 同时还受由于合谋集体的存在, 成为控制性股东所需的现金流股份下降的合谋形式效应 (coalition formation effects) 的影响。Bennedsen 和 Wolfenzon 的理论合理地解释了现实中许多封闭公司的产权结构通常包含几个相对较大的股东等现象, 从而从新的角度解释了分散股权结构存在的合理性。

Muller 和 Warneryd (2001) 运用寻租理论的分析方法证明, 当企业内部的合约不完全时, 经理人员会耗费企业的资源用于掠夺企业所创造的剩余, 由此导致经理人员和控制性股东为获得有利的剩余分配而展开的寻租行为。尽管引入分散股东会增加新的冲突, 并导致新的寻租行为, 但分散股东的存在作为控制性股东和经理人员的共同对手, 将减少企业内部围绕剩余分配冲突而引起的净损失。从降低寻租成本的角度, 企业引入分散股东是最优的。这同时成为一个企业选择上市的原因。

哈特 (Hart, 2001) 对引入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^②, 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。

Novaes(2002)建立的模型表明, 在接管的威胁下, 管理者提高杠杆增加了公司价值从而表明杠杆与公司价值正相关; 同时, 能力低的管理者提高杠杆比率将高于能力高的管理者, 又使得杠杆与公司价值负相

^①以股份转让方式为标准, 可将公司分为封闭式公司与开放式公司, 封闭式公司, 又称为不上市公司、私公司或非公开招股公司。封闭式公司是指根据公司章程的规定, 全部股份由设立公司的股东持有, 股份转让受到严格限制, 不能在证券市场上自由转让的公司。其特点是公司的股份只能向特定范围的股东发行, 而不能在证券交易所公开向社会发行, 股东拥有的股份或股票可以有条件地转让, 但不能在证券交易所公开挂牌买卖或流通。

^②剩余索取权 (Residual Claim) 是一项索取剩余 (总收益减去合约报酬) 的权力, 也就是对资本剩余的索取。简单地说是利润的索取, 即经营者分享利润。在实践中, 将剩余索取权分配给经营者的一种做法就是在市场经济国家盛行的让经营者持有股份或分配给经营者期权。这种激励方式的主要机理在于, 让经营者成为公司的股东或虚拟股东, 使经营者与其他股东形成利益共同体, 利益取向完全一致。杨小凯、黄有光(1993 年)利用数学模型分析了自给自足索取权结构(A)以及劳动分工要求下的进行组织交易的三种剩余索取权结构, 即由产品市场与管理服务市场组成的结构(D)、由产品市场与被雇佣在企业里提供管理服务的劳动市场组成的结构(FY)、由产品市场与在企业里被雇佣来生产产品的劳动市场组成的结构(FX)对交易成本与生产效率的影响, 解决了管理者的管理服务直接定价的问题。证明了科斯与张五常的企业理论, 与格罗斯曼与哈特 (Grossman and Hart, 1986) 的所有权结构理论的剩余索取权重要性理论相一致。得出结论: 非对称剩余索取权结构 FX 可以提高交易效率并通过排除由直接定价和交易所带来的最低交易效率来提升劳动分工的作用, 达到均衡与帕累托最优。

关。另外，管理者在提高杠杆以抵御接管后，通常也提高了被股东更换的可能性。Novaes(2003)模型则分析了在接管和破产的威胁下，经理怎样选择债务比例使自身利益最大化。表明只有在特定的接管成本下，经理在强烈的接管威胁下选择公司价值最大化的债务，而其他的接管成本则使公司杠杆过高或过低。

Lins (2003) 对 18 个新兴市场国家的公司股权结构进行了研究，发现大股东对公司价值具有正面影响。因此，大股东现金流权的增加将加强大股东与小股东之间利益的一致性，促进控制权共享收益或激励效应的产生。

Durnev and Kim (2005) 认为，股权集中度越高，对控股股东基于控制权的公共利益所产生的正向激励也就越大，大股东也就越有可能保持对公司经理层的有效控制；相应地，大股东“掏空”上市公司的边际成本也就越高，这在很大程度上降低了大股东为追求私有收益而使小股东遭受利益损失的动力。

Cheung, Rau and Stouraitis (2006) 发现香港上市公司的控制性大股东通过特定的交易活动从上市公司窃取利益，小股东的利益遭受损失。可见，大股东控制权私有收益的差异主要与不同国家资本市场的发展程度相关，同时也受各国企业股权集中程度和投资者保护程度的影响。

上述学者提出的理论或建立的模型基本上都是研究两种基本的融资工具(债券/股票)对公司控制权安排的影响，而未解释各种融资工具的具体形式(如可转换债券、股票优先认购权债券等)对公司控制权的影响。拉里夫曼在这方面进行了探讨。拉里夫曼通过对可转换债券混合所有权与标准债务进行比较分析，认为在发行可转换债券的情况下，创业资本家在有关控制权转移方面进行重新谈判不可能成功时，有最优激励去提高努力水平，因为这样做不仅可以增加他的支付，而且可以提高他可转换权行使的可能性。也就是说，设计一个适当的可转换债券可使企业家在混合所有权下更加努力和选择正确行为。所以，在资本市场多变的经济环境中，选择可转换债券等具有期权性质的公司债券对于有效安排公司控制权，改善委托代理关系有着较大的影响。

2、资本结构产业组织理论。20 世纪 80 年代以来，伴随着产业组织理论的发展，资本结构理论与产业组织理论逐渐融合，形成了一支年轻的资本结构理论研究分支——以产品、要素市场相互作用为基础的资本结构理论。

Titman(1984) 考虑债务水平与企业客户、供货商、雇员等利益相关者以及竞争对手之间的互动关系，他指出，利益相关者都会关注公司的财务状况。财务危机将改变顾客、供货商、雇员及竞争者对公司的看法影响公司运营及公司和这些利益相关方的关系。如果顾客觉得公司会破产，顾客就不会购买企业的产品尤其是当这种产品是唯一的。因此那种制造独特产品的公司将避免采用负债。

Brander & Lewis (1986) 以 J-M 模型为基础，从事前承诺的角度出发，提出在激烈的市场竞争中，增强经营杠杆和财务杠杆的作用，可以诱使股东追求更具风险的投资战略，企业会选择较高的负债水平。如果企业产品毛利高，则选择较高的挑战性策略，否则选择较保守的策略。从而产品需求与资本结构也有关。Maksimovic (1988) 通过卖方垄断模型分析资本结构与产品市场策略之间的关系。由于寡头垄断公司可通过价格联盟或相互竞争来达到不同的利润水平。因此，公司有了债务后，代表股东利益的公司经理有激励打破价格联盟的平衡——脱离平衡后带来的额外利润可以被股东享有。因此企业的资本结构与其产品市场策略之间有着密切关系，企业的举债能力随产品需求弹性增加而增加，随折现率提高而减小。

Poitevin(1989)通过引入标准模型，把新进入企业和在位企业的资本结构均作为内生变量，分析了在位

企业的企业掠夺行为，从而使 Telser (1966)的深口袋理论^①变得更加规范。美国芝加哥大学 Harris 教授和西北大学 Raviv 教授（1991）将运用产业组织理论的资本结构模型分为两类：一是研究企业资本结构与其在产品市场的竞争战略之间的关系；二是研究企业资本结构与其产品或投入的特性之间的关系，并指出将资本结构与产品和投入联系起来的模型是最有前途的。20 世纪 90 年代以来，资本结构产业组织理论沿着 Harris 和 Raviv 的分类不断拓展丰富：企业资本结构与竞争战略之间的关系的研究细分为资本结构与产品数量、价格策略、投资策略、进入、退出策略之间的关系研究；企业资本结构与产品或投入特性之间的关系研究扩展到资本结构与非财务利益相关者（NFS）之间的关系研究。

Maksimovic 和 Titman(1991)结合上述理论，指出生产非独特产品或非耐用品的企业价值同样受到债务比例的影响。可以把企业维持生产优质产品的名声看作一个隐性契约，陷入财务困境的企业会减弱维护这种名声的动机而降低产品质量。因此 NFS 不愿意和容易破产的企业交易，债务比例高的企业比债务比例低企业的价值要低。

Glazer（1994）考察了负债的期限结构对产品市场竞争的影响得出这样的结论：与仅拥有短期债务或无负债的企业相比，拥有长期负债降低了企业的进攻性。Glazer 在分析中假设，企业在第一期期初筹集到长期债务，这些长期债务在第二期期末全部偿还。第一期的利润不会全部流出企业，这些利润只偿还了一部分债务。在第二期，剩下的债务通过负债的有限责任效应对竞争的结果产生影响。因此，拥有长期债务的企业存在一定的动机去降低其竞争对手在第二期的产量水平，从而促使企业间形成一种默契的合谋。这样，企业就会在第一期减少自己的产量，以便降低其竞争对手在第二期的进攻性，从而使自身的利润实现最大化。Glazer 还进一步指出，如果企业间的信息是对称的，拥有长期债务的企业在第一期的产量将低于古诺竞争情况下的产量水平和那些只拥有短期债务的类似企业的产量水平。

Showalter(1995)认为企业产量决策同时受到竞争类型和不确定类型的影响。需求不确定时，企业和竞争对手都随着债务的增加提高产品价格，增加了企业股东和债权人的价值成本不确定时正好相反。因此在成本不确定下，企业选择全部权益融资；在需求不确定下，企业选择一定比例的债务融资。

Dasgupta 和 Shin(1999)指出商业联盟会通过分享信息以降低债务企业的进攻性。拥有信息的企业通过商业联盟将某个企业增加债务从而将增加产出的信息传送给整个产业后，其它企业将会降低产量，降低了整个行业的竞争。这样增加债务的企业会从中获益，没有债务的企业也从减弱的产业竞争中获利。

Krishnaswami 等(2000)假设输入品市场存在外部规模效应，债务的增加使本企业和行业中的其它企业同时受益，每个企业产量都会增长，负债企业的市场份额并没有获得增长，产品数量增长造成了价格的下降，企业利润下降。只有当供应商外部规模效应和产品需求弹性很小时，企业才会偏好债务融资。

Kanatas 和 Qi(2001)通过双寡头古诺模型分析了短期债务与长期债务、银行债务与资本市场债务所导致的的不同信息效应。如果企业利用短期债务融资，那么在很短的时期内企业就需要再次进行融资，此时这家企业及其竞争对手都有强烈的动机根据自身的利益而采取不同的掠夺行为，向该企业的投资者提供扭曲的信息。长期债务和资本市场债务减弱了企业提供扭曲信息的动机。从而降低了企业采取掠夺行为的可能性。

^①Telser 把那些拥有很强融资能力的在位企业形象地称为“深口袋企业”。他认为，在资本市场不完美的情况下，新进入企业比在位企业在财务上更加脆弱，因此，那些深口袋的在位企业可以通过发起价格战或增加广告投入等掠夺行为，耗尽那些受到资金约束的新进入企业的财务资源，将其逐出市场。

此外，随着行业集中度的不断提高，该行业对短期债务的使用就会不断减少；随着需求价格弹性的不断提高，对长期债务的使用就会不断增加。

Istaitieh 和 Rodriguez(2003)通过实证研究发现：高的债务水平使企业选择消极竞争战略，采取消极竞争战略的企业通常会选择高的负债水平。资本结构和企业的竞争战略的影响是双向的，资本结构影响企业竞争战略的选择，企业竞争战略同样影响企业的资本结构。

Wanzenried（2003）运用一个两阶段的博弈模型，分析了企业在需求不确定的情况下如何应用负债策略。Wanzenried 通过分析产品的可替代性和需求的变动性对资本结构的影响，得出了与 Showalter（1995）相同的结论。Wanzenried 认为，负债对企业产量和获利能力的影响取决于产品和竞争的类型。在古诺竞争（Cournot competition）^①情况下，如果企业之间的产品具有战略互补性，负债水平的提高可以增加企业的利润；如果企业之间的产品具有战略替代性，负债水平的提高则减少了企业的利润。在伯川德竞争(Bertrand competition)^②情况下，由于价格对股东的收益有放大作用，再加上股东对企业的负债只承担有限责任，导致企业提高价格，从而使产量减少。

Banerjee, Dasgupta 和 Kim(2004)指出上游企业生产独特品时，如果下游企业从其购买的产品占其输入品很高的比例时，下游企业会由于上游企业的专用性投资而采取保守的融资策略；对于生产独特品的上游企业，如果少数下游企业的采购额占其产量的大部分，该上游企业通常会保持较低的债务杠杆。Pablo 等(2005)年研究了企业债务比例与企业增长机会之间的关系，企业存在净现值为正的投资机会时，企业债务比例与企业价值负相关；不存在此类投资机会时，两者正相关。

Matthew 等(2006)全面研究了企业投资机会与债务比例、债务期限和债务契约之间的关系：企业债务契约保护条款与企业投资机会、债务比例、债务期限成正比；存在债务保护契约时，投资机会与债务比例的负相关关系明显变低，因为债务保护契约减轻了高增长企业的债务代理成本。

Jayant 和 Husaynk(2006)全面研究了供应商、顾客特点与企业债务杠杆的关系后指出：企业的债务比例与企业供应商和顾客的研发投入成反比；当企业与供应商和顾客结成联盟时，企业往往采取较低的债务比例；企业的债务比例与供应商和顾客的行业集中度成反比。

多年来，国外经济学家把金融理论与产业组织理论结合起来，分析了企业资本结构与产品市场竞争之间的关系。这种结合使得经济学家在研究企业资本结构时所考虑的因素更加全面、更加符合现实的市场情况。

资本结构产业组织理论的研究方向正趋于系统化和微观化。在系统化方面是将资本结构、企业战略、市场结构、宏观经济环境纳入一个框架进行分析；微观化方面是进一步研究债务期限结构、优先结构、债

^①古诺竞争（Cournot competition）是由经济学家古诺所提出的一项垄断理论，其精神为“边际收益等于边际成本的垄断均衡”。和谐经济需要破除垄断，营造公平竞争的环境。垄断会破坏正常的市场经济秩序，无法使新的竞争者进入市场，扼杀市场竞争的公平规则，形成市场壁垒，阻碍经济的正常发展。

^②生产同质产品的寡头厂商可能并不总是以产量做为决策变量进行竞争，也可以以价格做为决策变量的竞争方式。描述这种竞争格局的模型是伯川德模型。伯川德模型的结论十分简明，即均衡的结果将是价格等于边际成本。这一结论同完全竞争条件下的结果是一致的，而大大不同于古诺模型。伯川德模型的核心在于不同厂商之间产品是完全替代的，因此哪位寡头的定价更低，则哪位寡头将赢得整个市场，而定价较高者则完全不能得到任何收益，从而亏损。这种“赢家通吃”的市场竞争格局导致寡头之间竞相降价，直至价格等于边际成本——继续的降价行为意味着亏损。

务契约等与企业战略的相互影响。

3、市场择时理论。西方金融学领域对市场时机的关注最早可追溯到 Taggart(1977)，他在《融资决策模型》一文中指出，“长期债权和股权的市场价值是公司证券发行活动的重要决定因素”。随后，Marsh(1982)、Mullins(1986)等学者以过去股票市场收益率来表示市场时机因素。1996 年 Stein 在其论文《非理性世界的理性资本安排》中首次提出市场择时假说（market timing hypothesis），即在股票市场非理性，公司股价被过分高估时，理性的管理者可能发行更多的股票以利用投资者的过度热情；反之当股票价格被过分低估时，管理者可能回购股票。沿着这一思路，以后的学者从市场择时这一新的视角展开对企业资本结构理论和实证的深入研究。Hovakimian 等(2001)的研究发现，公司倾向于在公司股票价格出现显著上升后发行新股。Graham 和 Harvey(2001)通过对公司 CFO 的问卷调查发现，择时行为在企业当中很常见。

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。2002 年贝克尔和瓦格勒（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^①，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)。他们在其开创性论文《市场择时与资本结构》中率先系统研究了股票市场时机对资本结构的影响。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上的择时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：市场择时理论。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择时行为的累积结果。市场择时理论突破传统资本结构理论的理性人假设和完全套利假设，来研究管理者如何利用股票市场窗口机会选择融资工具，利用市场上暂时出现的低成本融资优势，使现有股东价值最大化，并形成长期资本结构的一种理论分析框架。市场择时资本结构理论的提出，为解释公司融资决策行为提供了一个全新的视角。

与此同时，Baker 和 Wurgler(2002)提出了以下两种股票市场时机模式：首先，股票错误定价时机模式。所谓错误定价时机模式是指行为公司金融理论所提出的、关于投资者或管理者的一种非理性模式：投资者在情绪高涨时会推动股价上涨，导致股价高估；而在情绪低落时则会推动股价下跌，导致股价低估。当管理者认为股价被高估时，会选择股票融资，以利用股权融资成本相对较低的优势；而当管理者认为股价被低估时，则会选择债权融资(也称为“债务融资”)或回购股票，以避免股权融资成本过高造成的损失。在此模式下，如果公司没有实现最优资本结构，管理者随后也不需要调整公司的资本结构，这样一来暂时的股价波动却会对资本结构产生长期影响。其次，信息动态不对称时机模式。信息不对称假设认为，管理者比任何其他人都更了解投资项目的“真实”价值，每个公司的管理层都乐意向市场宣布前景光明的投资项目，以此来推高股价，展示自己的优秀业绩。因此，投资者不会相信管理者是怎样说的，从而导致对新

^①完美资本市场的假设：（1）投资者和企业能够以竞争性的市场价格买卖同一集合的证券，竞争性的市价等于证券产生的未来现金流量的现值；（2）没有税负、交易成本和与证券交易相关的发行成本；（3）企业的筹资决策不改变投资产生的现金流量，也不会揭示有关投资的新信息。

股的估价低于没有信息不对称问题时的均衡价格。为了降低信息不对称导致股价低估的程度，管理者总是选择信息不对称程度低的时机发行股票。

基于 Baker 和 Wurgler 的实证研究，国外学者在各种学术期刊上围绕市场择时持续影响资本结构的假说发表了大量的文献，这些研究从股票市场择时模式的存在性、择时指标的合适性和择时指标与杠杆强烈负相关的原因解释、历史累积市场择时作用于资本结构的持久性三个角度围绕市场择时理论展开激烈的争论：既有直接的考察，又有间接的研究；既有对传统择时指标的继承，又有对新择时指标的研究。

Hovakimian (2004) 在研究目标杠杆率在证券发行和回购中的作用时也发现市值账面比和股票收益对企业股票发行具有重要影响，股票发行时机是由市场条件驱动的。Welch(2004)研究了股票价格变动对公司资本结构的影响。他将影响资本结构变化的因素分为公司净发行活动和股票收益，结果发现 1~5 年内，股票收益可以解释 40 的资本结构变化，证券发行活动可以解释 60 的资本结构变化，而且发行证券并不是用来弥补股票收益变化引起的股权价值变化所导致的资本结构变化的。这表明，在股市持续错误定价导致股票收益变化时，股票收益变化会影响公司的资本结构，从而支持了股票错误定价市场时机模式。Huang 和 Ritter(2005)运用股权融资成本检验了融资决策模式以及各种融资方式对资本结构的影响，从新的角度重新检验了市场时机资本结构理论，其研究结果表明，市场时机是公司选择发行股票或债券的重要决定因素，发行股票和债券对资本结构的影响会持续 10 年之久。Henderson、Jegadeesh 和 Weisbach(2006)在调查 1990~2001 年世界范围内公司融资资金来源状况时发现，市场时机是公司发行证券时的重要考虑因素，各公司在股票市场收益率较高时更喜欢发行股票。Alt(2006)发现市场时机对热销市场上公司资本结构仅有短暂的影响。

国外的研究现状表明，市场时机资本结构理论研究取得了一定成果，并已成为理论界普遍关注的焦点，为资本结构研究开辟了一条很有前途的路径。但是，对该理论的研究还处于起步阶段，研究思路比较零散，没有形成统一的研究框架。目前，国外的相关研究主要以实证研究为主，研究方法和研究结论差异较大。

4、简要评述。后资本结构理论是对前面各类资本结构理论的继承和沿袭，但它摆脱了现代资本结构理论的分析框架，对影响企业资本结构的其他传统因素一概予以忽视；同时它省略了新资本结构理论中信息不对称这一核心内容，代之以其他理论解释。后资本结构理论只是对现代资本结构理论与新资本结构理论进行挑战，却没有办法推翻新资本结构理论，也无力给资本结构理论重新搭建起一个全新的理论框架。与现代资本结构理论和新资本结构理论所拥有的大量丰富的经验证据相比，后资本结构理论的实证检验就显然太过于单薄。而且，与新资本结构理论对现代资本结构理论的多方位的取代不同，后资本结构理论充其量只是转换了新资本结构理论的视角。后资本结构理论虽然在理论模型上成功地挑战了新资本结构理论，但这种理论上的挑战在经验证据上所能得到的支持是十分有限的。但它无疑是今后资本结构理论的研究方向。

五、总体评述

资本结构理论分支众多，整个演进历程体现出以下规律：

1、资本结构理论的发展历程与经济金融学理论的发展密切相关。早期资本结构理论是离散的，且不系统。随着新古典经济学中的马歇尔均衡、证明“不相关命题”的“无套利”分析方法、信息经济学的兴起导致不对称信息的分析框架、公司控制权市场理论、现代企业理论、产业环境理论等等的引入，特别市

新制度经济学和信息经济学的研究成果和研究方法给了资本结构理论很大的启发，以 Jensen 和 Meckling 为代表，金融经济学家大量借鉴经济学的最新研究成果和方法，推动了资本结构理论跳出了原先的研究框架，从而产生了资本结构的代理理论、信号传递理论、控制权理论、啄序理论等新资本结构理论，致使资本结构理论不断发展完善。

2、资本结构理论的演进体现了“否定之否定”的科学精神。这一点不仅体现在 MM 理论本身从最初的无关论到修正理论的相关论再到 Miller 模型的无关论上，而且体现在各种学派的相继兴起和激烈争论上。自 1958 年以来，尤其是进入 20 世纪 70 年代以后，几乎每一篇有价值的文献都会招致一系列的争论。更有趣的是，一些卓有成就的财务学家都随着研究的深入而自我否定，不断地优化自己的分析模型，甚至修正自己的学术观点，例如 Miller、Myers 等。

3、资本结构理论的演进印证了不断放宽假设条件的研究模式。经济学的研究有一个传统的模式，即根据一组完美的假设条件，得出一个基准的定理，然后不断放宽限制条件，在使研究逐步深入的同时，逐步得出逼近于真实世界的结论。资本结构理论的发展正好印证了这一点。资本结构各理论分析都是基于一定的假设前提，这些假设前提一方面是对现实经济高度的抽象和概括，是理论模型建立和理论研究的前提。同时不断放松条件，使理论研究和现实经济相吻合，在分析框架上突出动态性，是资本结构理论研究所追求的目标。比如，最初的 MM 理论假设市场是完全竞争和完美的，没有破产成本，不对称信息，也不考虑税；MM 公司税模型加入了公司所得税；米勒模型又加入个人所得税；新资本结构理论又加入不对称信息的分析框架；后资本结构理论又引入其他更为宽泛的理论解释。各种资本结构理论假设前提逐渐放宽，各种理论研究侧重点不尽相同，但理论研究趋势在不断贴近实际。

4、资本结构理论还没有得到经验性验证的有力支持。早期的资本结构理论完全缺乏严密的理论证明和数学推导，到了现代和新资本结构理论阶段，数学模型的运用日臻完善和复杂。但是，来自经验性研究的证据却不太充分、有力。Modigliani、Miller、经验学派都曾致力于对资本结构理论进行经验性研究，但是来自实证性研究的证据均不很充分、有利。一方面，证明 MM 定理经常引证的证据集中在电力、铁路等行业，且不说明存在“群集” (clustering) 的弊病，而且这些行业是否符合 MM 定理中的完全竞争的假设条件也值得怀疑；另一方面，经验学派的经验性证据只揭示了自变量(破产成本)的存在和大小，在研究其与因变量(资本成本和企业价值)的关系时又转入了数学推导。

另外，资本结构理论研究多是以西方企业、特别是以美国为代表的发达国家企业为背景的，所以理论的适用性还需视国别、行业、企业特征等诸多具体情况来甄别。要用资本结构理论指导中国的问题，有待中国的经济学家立足中国国情，用现代资本结构理论的研究方法和思路，发展中国的资本结构理论。

参考文献

- [1] Stewart C. Myers: The Capital Structure Puzzle [J], Journal of Finance, 1984, (39): 575-592.
- [2] Modigliani, Franco, and Merton Miller: The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment [J], American Economic Review, 1958, (48): 261—297.
- [3] Aghion, Philippe and Bolton, Patrick : An incomplete contracts approach to financial contracting [J], Review of Economic Studies. 1992, (59): 437—494.
- [4] Williamson, Oliver: Corporate finance and corporate governance [J], Journal of Finance, 1988, (43): 567—591.

- [5]Jensen, M.C and W.Meckling: Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost, and Capital Structure[J], Journal of Financial Economics, 1976, (3): 332-228。
- [6]Henry G. Manne:Some theoretical Aspects of Share Voting[J], Columbia Law Review, 1964,(64): 1427-1439。
- [7]Harris, M. , Raviv, A: Corporate Control Contests and Capital Structure[J], Journal of Financial Economics, 1988, (20): 55- 86。
- [8]Hart, O:Firms, Contracts and Financial structure[M], Oxford: Oxford University Press, 1995。
- [9]Stulz , R.:Managerial Control of Voting Rights : Financing Policies and the Market for Corporate Control[J],Journal of Financial Economics,1988,(20):25-54。
- [10]Diamond,Douglas W;Reputation acquisition in debt markets[J], Journal of Political Economy,1989, (97): 828-862。
- [11]Modigliani,F.,Miller.M.:Corporate income taxes and the cost of capital: A correction[J],American Economic Review ,1963,(53):433—443。
- [12]Ross,S.: The determination of financial structure: the incentive-signaling approach[J],Bell Journal of Economics, 1977,(8):23—40。
- [13]Hart.O, Moore.J.: Debt and seniority: an analysis of the role of hard claims in constraining Management[J],American Economic Review ,1995,(85):567~585。
- [14]Stein, Jeremy C.:Rational Capital Budgeting in an Irrational World[J],Journal of Business ,1996,(69): 429-455。
- [15]Baker, Malcolm and Jeffrey Wurgler: Market Timing and Capital Structure [J], Journal of Finance, 2002, (57): 1-32。
- [16]Hovakimian, A.: The Role of Target Leverage in Security Issues and Repurchases [J], Journal of Business,2004, (77):238-246。
- [17]Huang, R, and Ritter, J R.:Testing the market timing theory of capital structure[R],University of Florida, Working Paper, 2005:28-36。
- [17]Henderson, B. J., N. Jegadeesh, and M. S. Weisbach. :World markets for raising new capital.[J],Journal of Financial Economics ,2006,(82): 63-101。
- [18]Harris, M. , Raviv, A: Capital structure and the information role of debt [J],Journal of Finance, 1990, (45): 321-349。
- [19]Dewatripont, Mathias, and Jean Tirole:A Theory of Debt and Equity: Diversity of Securities and Manager-Shareholder Congruence[J],Quarterly Journal of Economics,1994,109(4), 1027-1054。
- [20]Israel Ronen, Capital Structure and the Market for Coprorate Control: the Defensive Role of Debt Financing[J],The Journal of Finance, 1991, (4): 1391-1409。
- [21]Zwiebel Jeffrey. Dynamic Capital Structure under Managerial Entrenchment [J],American Economic Review, 1996, (86): 1197 — 1215。
- [22]Novaes Walter:Managerial Turn over and Lever age under a Takeover Threat [J],The Journal of Finance,

2002, (6): 2619-2650.

[23]Novaes Walter:Capital Structure Choice when Managers are in Control : Entrenchment Versus Efficiency[J],Jounral of Business, 2003, 76(1): 49—81.

[24]Hovakimian,A.,Opler,T.,and Titman,S.: The Debt-Equity Choice[J],Journal of Financial and Quantitative Analysis,2001,(36):1-24。

[25]Graham, J. R. and C. Harvey:The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field[J], Journal of Financial Economics ,2001,(60): 187-243.

[26]Welch, Ivo: Capital structure and stock returns [J], Journal of Political Economy, 2004,(112): 106-131.

[27]Leland H E, Pyle D.: Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation [J], Journal of Finance, 1977, (32): 371-387.

[28]Hart, Oliver: Financial Contracting [J], Journal of Economic Literature,2001,December:1079-1100.

[29]John R.Graham,Campbel R.Harvey:The theory and practice of corporate finance: evidence from the field[J],Journalof Financial Economics ,2001,(60):187 — 243.

[30]Telser L G: Cutthroat competition and the long purse[J], Journal of Law and Economics,1966,(9):259-277.

[31]Perroti E C von Thadden E L: Strategic transparency and informed trading:Will capital market integration force convergence of corporate governance? [R],Working Paper, Universite ' de Lausanne.Lausanne, 2002.

[32]Perroti E C von Thadden E L: Dominant investors and strategic transparency[R], Working Paper,Universite ' de Lausanne,Lausanne , 2003.

[33]Glazer J :The strategic effect of long-term debt in imperfect competition[J], Journal of Economic Theory, 1994,(62):428-443.

[34]Dasgupta S Shin J: Information sharing,information free-riding and capital structure in oligopolies[J], International Journal of Industrial Organization,1999,(17):109-135.

[35]Showalter DM:Oligopoly and financial structure:Comment[J], American Economic Review,1995,(85):647-654.

[36]Jack Hirshleifer: Conflict and Rent-Seeking Success Functions: Ratio vs.Difference Models of Relative Success[J], Public Choice ,1989,(63): 101—12.

[37]Harriss, J. H.,and Schultz, P:The Trading Profits of SOES Bandits [J], Journal of Financial Economics,1998,(50):39-62.

[38]Thakor, Anjan V.:Strategic Issues in Financial Contracting: An Overview[J],Financial Management, 1989,(18): 39-58.

[39]Spence, A. Michael:Job Marketing Signaling[J], Quarterly Journal of Economics, 1973,87(3):355-374.

[40]Spence, A Michael:Market signaling: information transfer in hiring and related screening processes[M], Cambridge, Mass: Harvard University Press, 1974.

[41]Heikel, R:A theory of capital structure relevance under imperfect information[J],Journal of. Finance,1982,(37): 1141-1150.

- [42]Grossman,S.J., andO.D.Hart:Corporate Financial Structure and Managerial Incentives[C],In: The Economics of Information and Uncertainty[A],Ed. by J. J. McCall. Chicago: The University of Chicago Press, 1982:123-155.
- [42]Jensen, M.C.:Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Capital Finance and Takeovers[J],American Economic Review, 1986,(76): 322-339.
- [44]Narayanan,M.P.:Debt versus equity under a symmetric information[J],Journal of Financial and Quantitative Analysis,1988,(23):39-51.
- [45]Heinkel,R.&Zechner,J.:The role of debt and preferred stock as a solution to adverse investment incentives[J], Journal of Financial and Quantitative Analysis,1990,(25):1-24.
- [46]Myers, S.C.:Determinants of corporate borrowing[J], Journal of Financial Economics ,1977,(5):147-175.
- [47]Barnea, A., Haugen, R. A. and Senbet, L. W.:A rationale for debt maturity structure and call provisions in the agency theoretic framework[J], Journal of Finance ,1980,(35): 1223-1234.
- [48]Jensen,M.C.: Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers[J],American Economic Review , 1986, (76):323-339.
- [49]Stulz, R.:Managerial discretion and optimal financing policies[J], Journal of Financial Economics ,1990, (26):3-27.
- [50]Hart,O.,andMoore,J.: Debt and seniority: an analysis of hard claims in constraining management[J], American Economic Review ,1995,(85):567-587.
- [51]Smith C.W., and Warner, J.B.:On financial contracting: an analysis of bond covenants[J], Journal of Financial Economics, 1979, (7):117-161.
- [52]Shyam-Sunder, L. and S. Meyers:Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure[J], Journal of Financial Economics, 1999,(51): 417-425.
- [53]Haan L D Hinloopen J: Preference Hierarchies for internal finance,bank loans,bond,and share issues:evidence for Dutch firms[J], Journal of Empirical Finance, 2003 ,10(5): 661 – 681.
- [54]Maksimovic, Vojislav & Titman, Sheridan:Financial Policy and Reputation for Product Quality[J],Review of Financial Studies, Oxford University Press for Society for Financial Studies, 1991, 4(1):175-200.
- [55]Titman, Sheridan:The effect of capital structure on a firm's liquidation decision[J],Journal of Financial Economics, Elsevier, 1984,13(1):137-151.
- [56]Titman, Sheridan & Wessels, Roberto:The Determinants of Capital Structure Choice[J],Journal of Finance, American Finance Association,1988, 43(1):1-19.
- [57]Leland,H. E.,andToft, K.B.:Optimal capital structure, endogenous bankruptcy, and the term structure of credit spreads[J], Journal of Finance,1996,(51): 987-1019.
- [58]Poitevin M: Financial signalling and the deep-pocket argument [J], Rand Journal of Economics,1989,(20):26-40.
- [59]Godard, M., J. Gray, and J. Poitevin:The Relative Merits of SPOT HRV and Landsat TM Images For Forest Cover Change Detection in Forillon National Park, Quebec, Canada[J], IEEE Transactions on Geoscience and

Remote Sensing, 1990,28(4):745-746.

[60]Showalter D M: International Journal of Industrial Organization[J], International Journal of Industrial Organization,1999,(17):319-333.

[61]Schuhmacher F: Capacity-price competition and financial structure[R],
Working Paper.Aachen University of Technology.Aachen,2002.

[62]Bennedsen, Morten, and Wolfenzon, Daniel:The Balance of Power in Closely Held Corporations[J],Journal of Financial Economics,2000, (58): 113-139.

[63]Muller, H.M. and Warneryd, K.:Inside versus Outside Ownership: A Political Theory of The Firm[J],Rand Journal of Economics ,2001,(3):527-541.

[64] La Porta, R.,Lopez-de-Silanes,F.,Shleifer,A.,Vishny,R.:Investor protection and corporate valuation[J], Journal of Finance, 2002,(57): 1147-1170.

[65]Cubbin,J.,and Leech,D.:The effect of shareholding dispersion on the degree of control in British companies:theory and measurement [J], Economic Journal,1983,(93):351-369.

[39]Cheung,Yan-Leung, Rau,P. R., Stouraitis,A.:Tunneling, propping, and expropriation: evidence from connected party transactions in Hong Kong[J],Journal of Financial Economics,2006,(82):343-386.

[66]Durnev,A.,and Kim,E.:To steal or not to steal:firm attributes,legal environment and valuation [J], Journal of Finance,2005,(60):1461-1493.

[67] Lins,K.V.:Equity Ownership and Firm Value in Emerging Markets [J],Journal of Financial and Quantitative Analysis ,2003,(38):159-184.

[68]沈艺峰:《资本结构理论史》[M],北京:经济科学出版社,1999年。

[69]赵蒲、孙爱英:《产业竞争、非理性行为、企业治理与最优资本结构》[J],《经济研究》2003年第6期。

[70]林伟、邵少敏:《现代资本结构理论》[J],《中央财经大学学报》2004年第4期。

[71]徐维兰:《资本结构理论的演进、评述及启示》[J],《生产力研究》2006年第2期。

[72]才静涵,刘红忠:《市场择时理论与中国市场的资本结构》[J],《经济科学》2006年第4期。

[73]邹薇、钱雪松:《资本结构理论与经济发展:文献述评》[J],《经济评论》2003年第5期。

[74]杨娟,金成武:《资本结构研究的行为金融视角》[J],《经济学动态》2007年第4期。

[75]刘锦、李金林:《西方资本结构产业组织理论评述》[J],《商业时代》2007年第9期。

[76]陈珏宇、叶静雅:《现代企业资本结构理论研究及其发展》[J],《广西大学学报:哲学社会科学版》2008年第6期。

[77]叶蓓:《资本结构与企业竞争战略研究综述》[J],《福建金融管理干部学院学报》2006年第3期。

[78]戚拥军、张兆国:《资本结构与产品竞争策略前沿性研究》[J],《商业时代》2007年第1期。

[79]田晋:《现代资本结构理论发展综述与评析》[J],《科技情报开发与经济》2008年第4期。

[80]沈艺峰等:《后资本结构理论的形成与发展》[J],《厦门大学学报(哲学社会科学版)》2004年第1期。

[81]令媛媛等:《西方资本结构理论演变之纵横观》[J],《会计之友》2008年第28期。

[82]郭春丽:《西方资本结构理论演变及其启示》[J],《山西财经大学学报》2005年第3期。

[83]王忠文、冯涛:《国外资本结构理论综述及我国上市企业资本结构问题分析》[J],《学术论坛》2007年

第 9 期。