

# 资本结构理论的演变与展望

曾海舰 贺建风

(暨南大学 广州 510631 仲恺农业工程学院 广州 510225)

**【摘要】** 本文对自 20 世纪 50 年代以来的资本结构理论进行了系统梳理,剖析了各种理论的贡献和不足,并探讨了资本结构理论未来的走向。

**【关键词】** MM 定理 权衡理论 啄食顺序理论

## 一、资本结构无关理论

由 Modigliani - Miller (1958) 的论文发端,形成了广为人知的 MM 定理。最早的 MM 定理设定了相当严格的假设条件:完全的资本市场、没有税收、没有信息不对称情况、个人和公司的借贷利率相同。在此假设下,MM 定理认为,如果未来的期望收益不变,那么无论如何变更资本结构都不会使公司的价值发生变化。这很好理解,如果未来的收益不变,那么无论如何变更股权和债权之比,改变的也只是未来收益在股东和债权人之间的分割比例,而公司总的价值仍然保持不变。当然,MM 这里还隐含了一个假设:资本结构的调整对公司的生产技术不产生影响。这在现实中应该是理所当然的,资本结构调整改变的是资产负债表的右边,生产技术联系的是资产负债表的左边,看起来是没有什么必然的联系。

我们不能说 MM 定理是“对的”或者是“错的”,因为 MM 定理是作为一个资本结构理论的基准模型而提出来的,后续的发展自然是放松 MM 定理的每一条假设。Modigliani - Miller (1963) 考虑了税收对资本结构的影响,因为债务的利息支出可以在税前抵扣,这样在有税收的条件下,MM 定理变为:公司的价值等于无税条件下的公司价值加上税盾的现值。如果债务越多,公司的价值越大,那么合乎逻辑的推论是:公司应该全部进行债权融资,而不是股权融资。这自然而然地引来一个疑问:为什么现实中几乎没有这样的公司?对这个问题的回答导致了权衡理论的产生,我们将在下文详述,这里要讨论的是 Miller (1977) 的回答。Miller 指出,我们的世界里还存在个人所得税和资本利得税,不同收入水平的人交纳不同档次的个人所得税,资本利得税相对要低于个人所得税。交纳高档次税收的人偏好股权,因为资本利得税较低;而交纳低档次税收的人更偏好债权,因为股权收益要经过公司税和资本利得税两重扣除,而债息只经过个人所得税一次扣除,这样在个人所得税较低时债券就更有吸引力;中间税收档次的人在股权和债权之间选择是无差异的,因为比较一次扣除相对高的个人所得税和两次扣除公司税和较低的资本利得税,最后得到的收益对中间税收档次的人来说都是一样的。如果发行债券有利于提升公司的价值,那么所有的公司将优先选择发行

债券,满足了低税收档次的个人的需求之后,为了使中高税收档次的人接受债券,公司必须给予更高的债券利率,而这又会使得债券带来的税盾利益减少,在各家公司竞争之下,在均衡处税盾利益被债券利率的提高完全抵消掉,因此这时候对资本市场的双方(公司和个人)而言,发行债券还是股票对公司的价值都没有什么影响,我们又重新回到了最初的理论出发点:在考虑了公司税、个人所得税和资本利得税之后,最早版本的 MM 定理居然是成立的。但是根据 Graham (2000) 的一项实证研究估计,在边际上,债券投资获得的税收利益仍比股权投资高出大约 13%。这说明公司仍有发行债券的空间,“Miller 均衡”在实际中远未达到。因此我们仍需要从 MM 定理出发,寻找现实世界的其他约束条件,构建更贴近现实的资本结构理论。

## 二、权衡理论

权衡理论是 MM 定理的自然延伸,在 MM 定理中已经包含了权衡理论的基本内容。回到前面那个问题:为什么现实中几乎没有哪家公司完全依靠债务融资?因为债务增加会加重公司的财务压力,在境况不好的时候,债务比重大决策失误更容易让公司陷入财务困境,甚至遭遇破产。考虑到债务比重大的公司在未来陷入财务困境的可能性要比债务比重小的公司的可能性更大,因此公司未来的收入流中的一部分实际上是要用来支付因财务困境而发生的各种成本(用概率的语言来讲,就是公司未来收入的期望值减少了),这部分成本就称为财务困境成本。因负债产生的财务困境成本会抵消一部分税盾利益,负债越多,边际上财务困境成本上升越快,在某一临界点,边际负债带来的税盾利益刚好被由此增加的财务困境成本所完全抵消,这样公司达到了最优的负债水平,也就是最优的资本结构,公司价值因此达到最大化。这就是权衡理论的基本内容。

但是权衡理论的困难是,对间接财务困境成本的估计始终无法得到有效的方法可资利用。据 White (1983)、Altman (1984) 等研究者的估计,直接的财务困境成本大约只占公司市值的 3%。而间接的财务困境成本,据 Andrade 和 Kaplan (1998) 对一组高负债企业的估计,大概会占到公司市值的 10

~20%之间。从估计上看,总的财务困境成本似乎不到公司市值的四分之一,但这种估算与我们观察到的事实并不吻合。很多时候,一旦公司陷入财务困境之中,其股价往往一泻千里,沦为垃圾股。因此,现有的估算存在很大缺陷。有鉴于此,要得到精确的最优资本结构数值,看来目前还不可能做到。

### 三、啄食顺序融资理论

Myers 和 Majluf (1984)、Myers (1984) 开始提出另外一种新的资本结构理论,即啄食顺序融资理论。啄食顺序融资理论的核心假设是信息不对称,即关于公司资产价值的信息只能为公司管理者所获知,不能为公司外部的投资者获知,这引起了公司管理者和外部投资者之间的不对称信息博弈。当公司要发行股票时,外部投资者会猜测公司的资产价值在公司股票价值之下,公司如果一定要进行股权融资,只能以低于公司资产实际价值的价格发行股票,而这又会损害现有股东的利益,公司可能因此决定不进行股权融资,哪怕错过了净现值为正的项目也在所不惜。如果公司转而发行债券,情况可能稍好一些,因为债权是一种优先的资产要求权,相对于具有剩余索取权的股权而言,对投资者的收益有较安全的保障,投资者可能并不会过多关注公司资产价值是否被高估。但是债券也存在被高估的问题,因为公司管理者对公司未来实际的风险知道得比外部投资者多,因此投资者衡量风险收益的利率可能与实际的风险相比较低,所以债券也可能存在被高估的问题。投资者当然也意识到这个问题,那么他们可能也会要求高过实际风险的利率,这使得公司不愿发行债券。如果发行股票和债券都不划算,公司最佳选择是内部融资,即利用自有资金为新的项目融资。

所谓的资本结构的啄食顺序融资理论由此产生了,在均衡处,公司的融资行为将遵循一定的顺序逐次进行:①公司首先进行内部融资。②如果内部融资不足,公司将发行具有最安全等级的债券,安全等级最高的债券需要资产或其他的信用做担保,所以发行的数额有限制,如果不足以补充所需的金额,则公司将发行有违约风险的债券,债券的风险程度将依次提高。③但是随着公司财务困境风险越来越大的时候,发行债券就不合适了,这时候将发行股票以进行融资。④结果,公司的负债比率实际反映了公司对外部融资的累积需求,而不是权衡理论中的最大化公司价值的最优资本结构。

和权衡理论相比,啄食顺序理论考虑了更多的现实因素,把资本市场上各方的行为概括到模型之中,这是啄食顺序融资理论的成功之处。但是啄食顺序理论也有缺点,主要是该理论假定了公司管理者会以公司现有股东的利益行事。然而委托人和代理人之间可能会存在严重的委托代理问题,公司管理者作为代理人实际上是以自己的利益行事的,除非委托人提供精心设计的激励相容契约,使得管理者按照现有股东的利益行事和最大化自身利益是一致的。不过在现实世界中很难发现这样的契约,否则我们也不会看到诸如安然公司那样的公司丑闻频频出现了。啄食顺序融资理论的另一个缺点是忽略了可转债、递延股权等因素,这些金融创新工具可能会极大地缓解信息不对称问题,也许我们还需要一个更复杂的、包

括了可转债和递延股权的啄食顺序理论。

### 四、资本结构的代理理论

资本结构的代理理论着重于啄食顺序融资理论没有解决的委托代理问题(逻辑上是如此,但是时间上未必遵循这样的先后顺序)。Jensen 和 Meckling (1976) 设想,如果公司发行股票融资,则管理者可能会拿着这些资金追逐个人利益,而由此产生的成本却要新的股东一同承担;如果公司发行债券,管理者追逐个人利益产生的成本只由原有的股东承担,如果管理层原来就拥有一部分股票,则管理层的也承担了一部分成本,也就是说管理者追逐个人利益的成本被部分内部化了,显然管理层拥有的股份越多,内部化的成本也越大。因此,即使不考虑债权对公司财务比股权有更多地约束,发行债券也可以在一定程度上缓解委托代理问题。这实际上是升级版的啄食顺序理论:公司的股东会使得公司更多的偏向发行债券融资,在财务困境压力增大到一定程度后,公司才会发行股票来融资,因此从表面上看,公司的融资行为是按啄食顺序理论融资的,虽然内在的机制不相同。

### 五、展望

虽然前面文中已经对每种资本结构理论的不足做了说明,但是这并不意味着对资本结构理论发展的重点应该在解决这些不足的方面。无论是权衡理论还是啄食顺序融资理论,或是代理理论,其理论的环境设定始终是公司 and 资本市场,行为主体之间的相互作用也始终局限于公司和资本市场之中。然而公司不只是面对资本市场,还是处于产品市场之中,而产品市场上各家公司的竞争、共谋、掠夺等行为都会使公司未来的收入流产生影响,这又会对公司陷入财务困境的可能性产生影响,从而公司将调整资本结构以适应这种状况。另一方面,公司的融资行为也可以是一种影响竞争者的竞争策略,因而资本结构也会对产品市场施加影响。这方面的文献无论在理论上还是实证上都有丰富的积累,Brander 和 Lewis (1986)、Maksimovic (1988)、Bolton 和 Scharfstein (1990) 等都在早期奠定了产品市场与资本结构的理论基础。Chevalier (1995)、Chevalier 和 Scharfstein (1996) 等提供了实证检验。Tirole (2005) 对此专题做了很好的综合。

由此理论逻辑的发展,公司不仅处于产品市场之中,公司还是处于一个经济环境中,因此宏观经济环境的变化也会对公司融资行为产生影响。有一些研究者已经关注到这方面的问题:Hackbartha、Miao、Morellec (2006)、Chen Hui (2007) 构建了宏观经济条件作用于公司资本结构的理论模型。Korajczyk 和 Levy (2003) 提供了宏观经济影响资本结构的实证证据。但总的来说,这方面的研究才刚刚起步,无论在理论上还是实证上都有待进一步丰富。

#### 主要参考文献

1. Andrade, G and S N Kaplan. How costly is financial (not economic) distress? Evidence from highly leveraged transactions that became distressed. *Journal of Finance*, 1998; 53

2. 严鸿雁,杨宜.资产专用性与公司资本结构的关系研究. *财会月刊*, 2009; 33