

# 基于博弈论视角评析 戈登的《MM定理下的企业理财》

宋京津

(江西财经大学会计学院 南昌 330013)

**【摘要】** 本文对戈登的《MM定理下的企业理财》一文进行了述评,并从博弈论的角度重新审视了MM定理,对MM定理提出了新的看法。

**【关键词】** MM定理 博弈论 资本结构

我们现在所称的“MM定理”除三个著名定理之外,还应该包括莫迪格利安尼和米勒(简称“MM”)于1961年10月在《商业学刊》第34卷发表的《股利政策、增长和股票估价》一文中的推论和1963年6月在《美国经济评论》第53卷发表的《企业所得税和资本成本:一项修正》一文中的修正结论,以及1966年6月在《美国经济评论》第53卷发表的《电力公用事业行业资本成本的某些估计》一文中的实证结果。

本文所要评述的《MM定理下的企业理财》,是戈登发表在《财务管理》杂志1989年夏季号上的一篇具有代表性的文章。这篇文章写在MM定理问世30年之后,更准确地说,是针对莫迪格利安尼(1988)的《MM——过去、现在、将来》以及米勒(1988)的《MM定理三十年》所写。这篇文章集结了30年来批判MM定理的许多有代表性的文章(当然也包括戈登本人的文章在内)。用戈登自己的话讲:“从我的角度对公司理财中的MM定理进行回顾,也许将有助于解决一些难题,这些难题一直困扰着以MM定理为基础的研究。”

## 一、从博弈论的视角看戈登的文章

现代资本结构理论以MM定理为中心,往前承接传统理论,往后形成税差学派与破产成本主义两大分支,这两大分支最后被归入权衡理论。到了20世纪70年代后期,新资本结构理论取代了现代资本结构理论的主流地位,其又分为四大主要学派,即代理成本说、信号模型、财务契约论和新优序融资理论。虽然梅耶斯通过新优序融资理论把不对称信息下的博弈论引入到资本结构的研究领域,但是MM定理本身以及关于该定理的论战也体现出了博弈论的思想。

博弈论是用来研究决策主体的行为发生直接相互作用时的决策以及这种决策的均衡问题。博弈分析的目的是争取一致性预测,以便得到更为合理的均衡结果。博弈可从两个角度划分:①从运动的角度可分为静态博弈和动态博弈。静态博弈是指参与者同时选择行动或虽非同时行动但后行动者并不了解先行行动者的具体行动;动态博弈是指参与者的行动有先后次序,且后行动者能观察到先行行动者所选择的行动。②从信息的角度可分为完全信息博弈和不完全信息博弈。完全信息博

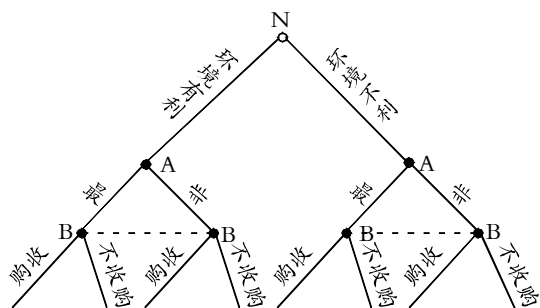
弈指的是每一个参与者对其他参与者的情况有准确的认识,否则就是不完全信息博弈。

### 1. 关于MM定理本身。

(1)个人、企业与国家之间的博弈。MM定理透过资本结构的外壳,从个人(投资者)、企业(筹资者)、国家(社会管理者)三者的角度出发,就稀缺资源的分配进行博弈。一开始,MM定理认为投资者在个人债务杠杆和企业债务杠杆之间是无差异的,这为戈登等MM定理的反对者提供了批判的空间。正如戈登和布里汉在《债务杠杆、股利政策和资本成本》一文中所言:“首先,投资者所要求的股票收益率会随着企业留存收益比例的增加而提高;其次,投资者所要求的股票收益率也会随着企业债务杠杆的增加而提高,但如果投资者在个人债务杠杆和企业债务杠杆之间是无差异的话,那么,这种增加的幅度会比实际的幅度小。”这体现了个人和企业两者之间的博弈。米勒在1977年5月的《财务学刊》上发表的《负债与税收》一文巩固了MM定理的主流地位,标志着MM定理的成熟及大论战的结束。米勒在文中指出:在一定条件下,企业负债的税收利益正好被个人负债的税收付出所抵消。他又一针见血地说道:“就企业整体而言,存在着一个所有企业总负债的均衡水平,也就是说,存在着一个均衡的负债—权益比率,但对任何一个单独的企业来说没有最优的负债比率。”将一个微观的财务问题(资本结构)上升到宏观的经济理论(一般市场均衡理论与国家税收政策),可见米勒的观点体现了个人、企业和国家之间的博弈,博弈的结果(即所达到的纳什均衡点)就是“资本结构与企业价值无关”。1986年,美国《税收改革方案》的颁布实施使其他理论(如权衡理论与后权衡理论)彻底瓦解,而MM定理则经受住了考验。1988年,米勒在《MM定理三十年》一文中自豪地提到:“美国的税收体系是对众多企业决策影响深远的力量,尤其是对MM定理所涉及的那些类型的财务决策。”而戈登也实事求是地承认:“与MM定理相比,支持权衡学派观点的证据无法给人以深刻印象。”

(2)经营者与收购者之间的博弈。MM定理认为,企业的现行市场价值与筹资方式无关,企业的唯一目标就是使其价

值最大化。而戈登认为：“企业管理当局的自身利益应服从于使企业长期发展和生存的可能性最大化的投资和筹资政策。这一目标将导致管理当局不支付股利并采取非常保守的负债政策。然而，该企业遭敌意收购的威胁会随着实际股价与其可能达到的最高股价差距的增加而增加。因此，企业实际所遵循的财务政策是在价值最大化与避免敌意收购之间进行权衡的结果。”这也是经营者力求自身价值最大与收购者企图敌意收购之间的一个博弈问题，如下图所示：



上图中：N表示环境；A表示经营者；B表示收购者；环境有利是指法律与制度环境有利于敌意收购；环境不利是指法律与制度环境不利于敌意收购；“最”是指企业价值最大化；“非”是指企业价值非最大化。

具体而言，这是一个经营者与收购者之间的不完全信息动态博弈模型。经营者与收购者都知道环境是否有利，但是经营者不知道收购者是否收购，收购者不知道经营者是否已实现价值最大化。博弈的结果就是，在环境有利的情况下，A实现价值最大化，B收购A；在环境不利的情况下，A没有实现价值最大化，B不收购A。

2. 关于MM定理的论战——支持者与反对者之间的博弈。1963年，戈登说：“对MM定理进行批判性的审阅是合乎需要的，而且因为我所从事的研究得出的是不同的结论，更使我我觉得有责任站出来。”1989年，戈登承认：“我从来都不是MM定理的追随者。”支持者与反对者主要围绕是否存在一个最优资本结构及其对企业价值的影响，就MM定理的理论假设与实证检验两方面进行激烈的辩论。

(1) 理论假设与残酷的现实。无交易费用、有充分信息的乌托邦世界只有在MM定理的理论假设里才会出现，在现实社会中无从寻觅。戈登毫不客气地批评说：“现代企业的现实情况对公众政策所提出的问题，在MM企业理财的理论框架内没法得到理解。”然而，MM定理的反对者并不是对MM定理本身进行指责，而是集中在对其假设的质疑上，为的是使MM定理更为完善和贴近现实。戈登也谦虚地说：“在测定完美市场的理想结果和领导消除现实障碍的运动方面，与MM理论相比，我所提出的只是个小问题。”

(2) 实证检验与逻辑推理。MM的实证检验很不高明，戈登和布里汉曾在《债务杠杆、股利政策和资本成本》一文中以1958~1962年美国的电力公用事业单位为样本进行相关实证检验，他们的结果无法证明MM针对1954~1957年电力公用

事业行业资本成本的估计所得出的关于个人投资者在个人债务杠杆和企业债务杠杆之间的选择上是无差异的说法。戈登在《电力公用事业行业资本成本的某些估计：评论》一文中很不客气地指出，MM的实证结论无法为他们的定理提供任何支持。在这篇文章中，针对MM关于股利政策的实证检验，戈登说道：“MM提到的这些检验结果显示，在所检验的三年中每一年的盈利系数是其标准差的30多倍，并且这些结果对于包含与不包含股利信息是完全一致的。尽管事实上，在两个回归中，盈利系数保持不变并且股利参数实际为0，MM仍然将这种变动作为证据支持他们的理论。”针对股利政策，他又说：“为了检验这种假设，我收集了大量的公司样本，仔细审视各年的投资与留存收益的变动，得出与MM不同的结论。”

然而，MM定理的逻辑推理却无懈可击。在MM定理出现之前，财务学中关于资本结构问题的研究大多是描述性的，缺乏内在的逻辑分析。MM定理超越传统理论的地方就在于它对于资本结构问题的认识已经在某种程度上具有理论上的系统性。1990年瑞典皇家科学院新闻公报也提到：“MM定理已成为公司理财理论和经验分析的自然基础或比较标准。”就连戈登也不得不承认：“实际的财务体系多多少少落后于MM定理的理想状态，但这不应该成为拒绝该理论的基础。”

## 二、学术上的论战推动了MM理论的发展

自从MM于1958年6月在《美国经济评论》第48卷上发表了题为《资本成本、企业理财和投资理论》的文章之后，20世纪60年代，学术界陷入关于MM定理的大论战中。这场论战断断续续进行了三十六年，其时间跨度之长、辩论之激烈、参与者之多、涉及范围之广，实为财务学说史上所罕见。但是，学术上的博弈并未结束。戈登说到：“我的疑惑迫使我最后将关于资本结构的MM定理扩展到包括米勒文章中所明确阐述的税收体制……我发现了群落效应。”对梅耶斯的新优序融资理论，戈登也毫不客气地指出其缺陷：“决定这种啄食顺序的原因是什么？它怎样导致我们所观察到的负债-权益率的范围发生变化？”难怪戈登会说“一切还未成为历史”。

如前所述，博弈分析的目的是争取一致性预测，以便得到更为合理的均衡结果。就像沈艺峰所作的总结：“理论上的交锋有助于看法上的调和。无论是MM定理的拥护者还是反对者，经过大论战，他们认识了分歧，理清了思路，明白了MM定理在什么地方是成立的，在什么地方是不成立的。”实际上，也正是MM定理的反对者让MM定理得以发扬光大。因为反对者多为顶级的财务学者，他们关于MM定理的批判性文章也大多发表在权威的财务杂志上，这便极大地促进了MM定理的传播。正如戈登所说：“经过论战，MM理论很快变成而且继续成为处于支配地位的企业财务理论。新文献充满了对旧理论的重新表述——更为一般、更为简单或者更为优雅。”

### 主要参考文献

1. 沈艺峰. 资本结构理论史. 北京: 经济科学出版社, 1999
2. 张维迎. 博弈论与信息经济学. 上海: 上海人民出版社, 1999