

关于西方现代资本结构理论的几点认识

杜媛

(南京大学商学院 南京 210093)

【摘要】 本文通过评析西方现代资本结构理论的研究逻辑与前提,认为信用是资本的本质属性,企业最优资本结构是资本信用成本的权衡结果。

【关键词】 资本结构 套利 信用 资本市场

一、西方现代资本结构理论的基础:资本市场套利

1. 基于有效、完善的资本市场的资本套利。20世纪中期,莫迪格莱尼和米勒(简称“MM”)对现代资本结构理论展开研究,他们认为任何外部股权和债权都可以从完善的资本市场上取得,并提出了“无风险套利”概念,即假设企业无破产成本、无税负、无代理成本。MM运用马歇尔的均衡分析法研究认为,通过无风险套利得到的资本结构与企业价值不相关,不存在最优资本结构。其后的破产成本学派和税差学派通过放宽无破产成本假设和无税负假设,来说明资本套利是有成本的,最小的套利成本对应着最优资本结构。权衡理论综合了税差学派和破产成本学派观点,认为应在使用不同资本的收益与套利成本之间进行权衡以确定企业的资本结构。这些研究学派普遍只从市场套利成本(利息抵税收益)与套利收益(负债破产成本)权衡的角度,考虑边际净收益为零时的最优资本结构。

研究不对称信息问题的新资本结构理论认为,市场套利成本主要产生于资本使用成本。由于存在信息不对称和利益不一致,资本所有者和经营者之间存在代理成本,主要包括监督成本和约束成本。不同资本所有者的代理成本对企业价值创造有不同影响,最优资本结构能使综合代理成本达到最小。

2. 对有效资本市场套利的挑战。现代资本结构理论研究一直都假定资本市场基本有效,所有投融资决策可通过理性经济人在有效资本市场上的套利实现。再从资本的取得成本和使用收益角度进行权衡,最小的融资成本对应着最大的企业价值,即最优资本结构。多年来西方国家市场对各种资本结构模型检验的结果证明,基于市场有效性的资本结构理论研究基本适用。然而20世纪90年代以来兴起的法金融学派却发现法律制度也会对企业资本结构产生显著影响,因为法律制度影响投资者保护程度,影响投资者对其资本支出行为的信心及资本信用水平。

市场择时理论认为,管理者利用投资者的非理性盲从而进行盈余管理。当投资者认为公司的权益资本成本被股票市场低估时会进行股权投资,公司相应地进行权益融资;当投资者认为债权资本成本被债券市场低估时,公司就进行债务融

资。但从整个市场的角度看,当市场繁荣时,企业的价值被投资者非理性地高估,或者说市场上的企业建立起了良好的声誉,能吸引更多投资者。但这一解释与其他各学派的理论逻辑完全不同:市场通过股票融资长期、稳定地影响资本结构,资本结构是公司利用投资者的非理性,在股票市场进行若干时机选择的累积结果,受外部市场因素的显著影响,故没有构建最优资本结构的方法。这又让资本结构理论研究回到最初MM所提出的问题:资本结构究竟是否与企业价值相关?资本市场在多大程度上决定了企业的资本结构?

二、西方现代资本结构理论的前提:资本市场制度

资本市场制度是市场经济制度延伸出来的一种以资本为对象的资源配置方式。市场经济制度起源于英美等资本主义国家,主要以市场作为经济资源配置的手段,通过竞争和价值导向引导资源实现最优配置。《麦克米兰现代经济学辞典》对市场经济的解释是:市场经济是一种以价格为基础来做出关于资源配置和生产的决策的经济体制,而价格是在生产者、消费者和生产要素的所有者之间自愿形成的。市场经济的主要特征是市场主体的平等性、自主性和竞争性,其精髓是用价格机制调节商品的供求并通过参与者的完全竞争来实现,进而决定生产计划。完全竞争和价格灵敏能够反映资源的供求或稀缺性是市场经济制度的具体特征。完全竞争需要有足够多的企业参与以形成市场网络,争取到足够多的参与者及参与者自愿遵守竞争规则就是市场经济制度有效的两个要件。

能够通过资本市场套利来规划资本结构的前提条件之一是有充足的可供套利的资本,市场摩擦成本可通过成本收益机制解决。但如果考虑资本市场上的资本供给受限,必然存在一个理论上的极端情况:当资本供给极度受限时将导致资本市场的瓦解。故一旦资本受限,便意味着资本市场未能完全建立,企业难以按统一的个体价值最大化逻辑指导所有经济行为。当资本市场存在资本约束时,对个体企业而言,筹资成本利率是非市场均衡的利率,不代表企业的真实筹资风险。需要资本的企业将转向资本市场之外的筹资渠道,那么资本结构就不仅仅是资本市场套利的结果,非市场渠道必然影响企业的资本来源和资本结构。

可见,资本市场只是形成资本结构的作用机制之一,是在资本供给充足的假设下,仅从企业资本需求角度考虑的理论逻辑,符合西方较完善的资本市场制度基础。但当企业面临市场资本供给约束与自身资本需求双重制约时,就难以形成由企业价值最大化内生的最优资本结构,从而必须从市场资本供给条件考虑企业可从市场上获得的资本数量。

三、最优资本结构:资本信用成本的权衡结果

1. 资本与资本市场制度的信用本质。资本市场制度是以资本为构成要素的一种市场制度。对于资本,马克思、希法亭、图克等经济学家都曾深入研究过。他们发现,预付性是资本的根本特征,而预付的发生正是以信用为前提,信用是资本的本质属性。信用能够创造资本已被诸多中外经济学家所认可,并形成了“信用创造论”。约翰·劳提出:信用创造货币,货币即资本,资本即财富。亨利·桑顿则认为,信用券(包括商业票据和银行券)能促进生产的扩大和资本、财富的增加。德国金融学家阿伯特·韩从生产和分配的领域分析了信用形成资本的过程。熊彼特也将信用作为其生产函数中的一项要素,认为信用扩张能够创造资本。

资本市场制度产生于市场中企业对资本的需求,故资本市场制度要成为有效执行的制度,需要有足够多的资本所有者以资本收益率为价格机制进行完全竞争。这时的资本市场制度作为一种经济制度,聚集了市场参与者的共同信念:通过以个体资本收益率最优为目标的资本自由套利实现个体价值最大化和整体资源最优配置。最早用套利成本来解释资本成本的是MM,他们认为,套利是指在卖出一件商品的同时买入其他完美的代用品。套利有两个基本特点:一是同时的买和卖,二是完美替代。套利的作用是使投资者能够按照以一种收益流量与另一种在所有相关方面都相宜但售价更低的收益流量相交换的方式来买卖股票与债券。随着投资者对这些套利机会的利用,价格被高估的股票的价值将下降,而价格被低估的股票的价值将上升,由此消除企业之间的市场价值差异。套利的完善程度即表现为信用水平的高低,完全可套利意味着市场信用水平较高且有效,部分可套利意味着市场信用水平较低、部分有效。

2. 资本成本的信用本质。西方现代资本结构理论中,资本套利的成本在资本市场完善和充分有效时为零,资本结构与企业价值无关;当资本市场有足够的可套利资本但不完全有效时,债权、股权资本的套利存在成本,即资本投入的信用风险成本,企业应以自身价值最大化为目标,对债权、股权的不同资本信用风险成本进行权衡然后作出筹资决策。旧资本结构理论着眼于企业在资本市场上的显性套利成本,于是最优资本结构内生于以套利为基础的企业价值最大化或资本信用成本最小化。考虑信息不对称的代理成本理论认为,代理成本包括为设计、监督和约束利益冲突的代理人之间的一组契约所必须付出的成本,加上执行契约时成本超过利益所造成的剩余损失。产生代理问题的根本原因被归结为所有权与控制权分离带来的利益不一致和信息不对称。由于企业与不同要素所有者都形成了所有权与经营权分离的代理关系,其

目的都是为了创造企业价值,资本结构即可视为所有者和代理者之间的权衡结果。降低代理成本的动机在于形成一种集体行动的力量,以创造更大价值满足所有个体需要。集体行动需要能引起集体合力的个体信任。经济学上各种解决信息不对称、激励约束、担保抵押等的方法都是为了让所有者相信代理者的经济行为能与其目标利益一致。

总的来看,新旧资本结构理论都默认资本市场汇集了企业创建与发展所需的全部资本信用,并以资本的套利成本或代理成本反映资本信用成本。其中,法金融学派认为市场之外的法律制度通过影响投资者保护程度来直接影响资本信用与资本结构;市场择时理论则从投资者非理性行为影响市场信心及资本信用角度研究其对企业资本筹集和资本结构的作用。

3. 最优资本结构是资本信用成本的权衡结果。西方现代资本结构理论的前提是存在完善、有效的资本市场,由于市场的本质是参与者之间的信任,假定套利有效、市场完善即假定资本市场的完全建立在信用基础之上。但在逐步建立和完善资本市场,资本信用逐渐形成的过程中,市场的基础——信用本身也将是基于市场的各种财务决策的一个决定因素。正如处于转轨市场经济时期的我国,市场经济制度及资本市场制度均未能聚集起参与者信用,以企业价值最大化为目标的价值观未能建立起完全的资本信用基础,于是资本市场制度也就难以形成预期有效的集体行动,以资本市场制度为基础的西方资本结构理论将难以反映我国的经济实质。

当资本市场不完善以至于没有足够的资本可供套利时,以价值最大化为目标的资本套利形成资本结构的逻辑就会动摇。由于企业筹资行为会吸引市场上现有的投资者,企业的筹资能力就取决于投资者对企业资本获利能力的判断,即企业在资本市场中建立起来的信用。对投资者而言,这是一种对资本信用的投资,故其资本成本可视为对信用投资所支付的资本信用成本。于是所有影响市场上所有者和需求者资本信用的因素都将影响企业资本的筹集和使用,这时企业的资本结构就不仅仅是竞争或企业价值最大化内生的结果,对形成资本信用有作用的因素都将在一定程度上决定资本结构,其资本成本表现为资本信用成本。从实质上说,信用才是形成资本结构的内在原因,资本结构应是各种资本信用之间权衡的结果:各类资本信用成本的加权平均最小值对应着企业的最优资本结构。

【注】本文系国家社会科学基金项目“我国上市公司资本结构动态调整和优化对策研究”(项目编号:07CJY057)的阶段性成果。

主要参考文献

1. 曾康霖,王长庚.信用论.北京:中国金融出版社,1993
2. 戴维·W.皮尔斯主编.麦克米兰经济学辞典.上海:上海译文出版社,1988
3. 康芒斯著.于树生译.制度经济学(下册).北京:商务印书馆,1997
4. 沈艺峰.资本结构理论史.北京:经济科学出版社,1999