

资本结构与

公司行为

Capital Structure and Corporation Behavior

张峻极 著

资本结构与公司行为

张峻极 著

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

资本结构与公司行为/张峻极著. —北京: 中国财政经济出版社, 2010. 12

ISBN 978 - 7 - 5095 - 2609 - 5

I. ①资… II. ①张… III. ①上市公司 - 资本的有机构成 - 研究 - 中国 ②上市公司 - 经济行为 - 研究 - 中国 IV. ①F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 219485 号

责任编辑: 赵 力

责任校对: 黄亚青

封面设计: 天女来

版式设计: 汤广才

中国财政经济出版社 出版

URL: <http://www.cfeph.cn>

E-mail: cfeph@cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100142

发行处电话: 88190406 财经书店电话: 64033436

北京财经印刷厂印刷 各地新华书店经销

787×960 毫米 16 开 14.5 印张 220 000 字

2010 年 12 月第 1 版 2010 年 12 月北京第 1 次印刷

定价: 28.00 元

ISBN 978 - 7 - 5095 - 2609 - 5/F · 2223

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

本社质量投诉电话: 010 - 88190744

序 言

资本结构与公司行为是一个很有意思的研究题目。

1958年，莫迪格利安尼与米勒提出MM命题，即资本结构与企业价值无关。从那时以来，随着经济学研究工具和技术的进步，资本结构与公司行为在理论的梳理与经验事实的分析方面，取得了长足的进展。今天，企业家、金融学家与经济理论家对于MM命题仍然充满着浓厚的兴趣。峻极同学正是由此入手，从理念和实证等诸方面全面研究了资本结构与公司行为的性质、特征和相互关系。作为峻极的博士生导师，在论文出版的时候，应峻极同学之邀，写这篇序言，很高兴。我觉得，这项研究给我们带来了如下几个方面的思考：

第一，市场主体在穷尽经济可能性的竞争状态下，MM定理与经济顺向的逻辑达到了一致

我在许多场合，常常提到经济顺向逻辑这样一个概念，就是说，经济发展的状态是内在的、顺向的和分阶段达到的一种状态，经济学的目标就是要发现经济活动的连续性和规律性并测量它们。这种连续性和规律性体现在古典主义经济思想中正是：资源的稀缺性和人的自利；欲望的无穷和资源使用的机会成本；资源使用和分配的方式与选择和行为的激励约束机制。

如果人是无私的，资源是无限的，那么经济学的存在毫无意义。亚当·斯密表达了这样的思想：“很多时候，一个人会需要兄弟朋友的帮助，但假如他真的要依靠他们的仁慈之心。他将会失望。倘若在需求中他能引起对方的利己之心，从而证明帮助他人是对自己有益的事，那么这个人的成功机会较大。任何人都是这样想：给我所需要的，我就会给你所需要的。我们的晚餐可不是得自屠夫、酿酒商人或面包师的仁慈之心，而是

因为他们对自己的利益特别关注。我们认为他们给我们的供应并非行善，而是为了他们的自利。”人的自利性和资源的稀缺性是经济顺向逻辑的出发点，正是基于此，产生了以财产权利、个人选择和市场自主交易为纽带的人类产业文明和整体的社会繁荣。

人类历史的经验不断证明：人类行为的大多数目标并不是自觉的和深思熟虑的，经济的行动在于补救不满足状态的努力，换一种说法是，给定约束条件下的个人满足最大化。这种经济顺向逻辑主导的理念在市场经济体系中得出如下基本共识：个体的无意识努力促进了社会整体的繁荣（看不见的手）；实现了资源使用和分配的帕累托最优（价高者得）；尽量避免公用地的悲哀（租值消散最小）；信息传达更可靠（交易费用最低）；两极分化最小（社会的阶层呈纺锤方式）；有利于市场中的少数派和弱势群体（社会的保障系统可以有效运转）。由此形成了市场经济下完全竞争的理想模式，它包括：无数的生产者；无数的消费者；市场参与主体是价格接受者而不是价格控制者；信息是公开与透明的；参与主体在约束条件下穷尽经济的可能性；最终实现帕累托最优：不可能出现利益无损害的改进者。

峻极同学正是基于此理念，带领我们全面审视了1958年莫迪格利安尼和米勒提出的MM定理：在完全的、完美的、无摩擦的市场中，融资制度不同方式的选择（即资本结构）不影响企业的价值，资本结构与公司价值无关。可以说，这是一种静态的均衡。但是，市场是演化的和动态的，当市场参与主体因为竞争不断穷尽经济的可能性，不断突破市场限度，不断创新并产生创造性破坏的时候，我们自然会疑问：动态演化的市场能证明MM定理的可欲吗？从理论上来说，可以先验地证明，缘于静态均衡的MM定理在动态的环境下是可欲的。任何一种在非完全竞争性市场中，因为资本结构的不同而带来的租金差异，都会在动态竞争中趋近于零，公司的行为总会以显性（如果市场允许）或隐性（如果管制存在）的方式激励出新的金融产品，从而，极限于趋近MM定理状态。然而，从静态的MM定理状态到动态的MM定理状态存在着竞争时滞，因此，这种市场不完全性、委托代理问题、税盾问题和公司治理结构问题，就会导致公司行为决策中的成本与收益的比较，如果再扩展到外生体制、国家制度、文化因素、经济发展水平和政府行为方式等影响，资本结构的选择就

成为公司行为的一个重要部分。从本书研究的逻辑起点、理论综述和不同经济发展水平的国家实证比较中，我们鲜明地看到了资本结构与公司行为方面表现出的丰富多彩的内容。

第二，融资制度选择权约束下，竞争的市场主体将内生性产生出融资制度多样化的需求

从融资选择权约束的经济实证来看，它证明了一条很有趣的经济法则：管制的结果将内生性产生管制的失灵。在本书的研究中，作者定义了融资选择权约束这样一个概念，即一个经济主体能以多大的程度在各种不同金融工具中进行选择的权利。在一个经济体中，不同企业具有不同的融资选择权，这种差异性有的是源自发育不完全的市场或人为的管制体制，有的是源自成熟经济体中对参与融资活动主体的一些资格性要求，也可以称之为融资选择权的主体资格。

融资选择权约束的结果是：无论约束性权利发生在银行部门，还是资本市场上，结果都会导致金融资产膨胀。如果实际投资缺乏效率，这种膨胀性资产将衍生为泡沫性资产，则会在内生不可持续性或外生系统性冲击时，导致金融危机和金融崩溃，损失的承担者是所有参与资本市场的主体，以及作为最后贷款人对资本市场进行干预与救助的国家等相关部门。

峻极同学在研究中发现，在资产膨胀过程中，银行部门的风险资产明显加大，企业拖欠增多，银行部门采取的对策或者是提高利率，或者是信贷配给。提高利率，好企业不愿意进行借贷，而劣企业会逆向选择；因此，银行部门唯一的选择只能是信贷配给，面临信息非对称状态，银行会紧缩信贷以防控风险。由此来看，作为银行部门，一面是紧缩信贷，一面是融资选择权产生的资产膨胀，双重压力下，资金供给有限；作为企业部门，优秀的企业受到融资约束，无法为新生的投资机会正常融资，紧的供给状态和突破性的需求渴望，必然催生出创新型融资制度演化的结果来。不管有没有融资选择权约束，即使是多样化的融资制度模式存在，企业部门如果在现有的融资制度下不能满足对资金的渴望，必然产生对新的融资制度的创新和需求，它起初可能以金融新产品的方式存在，而后，当这种新的产品形成规范性的状态时，则会以习俗、惯例、规则和制度的方式确定下来。一般来看，制度的供给总是滞后于创新行为，而且管制或限制性政策导致管制收益和限制租金的存在，企业部门和投资者在竞争租金的过

程中，推进了新制度的出现。

在经济改革实践中，我们看到，从企业改制、产业成长模式、经济规模的壮大、货币化进程以及特定历史条件下存在的技术要求来看，资本市场的开端是经济顺向逻辑的必然。而紧的融资约束权、不堪重负的银行部门、扭曲的企业行为以及破产缺位导致企业负债严重放大了金融风险的现状，因此，在传统计划经济模式缓慢衰落的过程中，在政府政策制定者审慎的管制下，在国有企业亟须摆脱对高度债务融资过度依赖的环境下，在新兴民营企业对资金的极度需求中，我国的资本市场缓慢起步，而资本市场的兴起和发展进一步将资本这种稀缺性的要素不断配置到最有价值的用途中。

第三，资本市场的有效性，对清晰的财产权利界定和顺畅的资产变现能力即流动性提出了紧迫的要求

市场经济本质上是一种经济变动形式或方法，它从来且永远不可能是静止不变的。按照熊彼特的说法，开动和保持发达市场经济体系发动机运动的根本推动力，正是存在于经济体系中的企业主体所创造的新消费品、新生产方法或运输方法、新市场、新产业组织形式。

假如交易费用为零，信息完备，则资本市场就是完全有效的，可以实现帕累托效率。问题恰恰在于，资本市场不同于同期或即期交易的普通商品市场，它从事的是有风险甚至风险相当大的跨期交易，常处于不确定状态。因此，信息难以完全，交易费用不会为零。

2000年以来，以美国为代表的成熟市场经济体制更加注重资本市场的监管能力建设和信息的高度透明化。至今还没有一个缺乏外在监管和干预就能自恰存在着的、良好的资本市场经济环境。对于政策制定者和监管者来说，它们在消费者保护、对银行和公司的监督、维持宏观经济的稳定、制定有效的竞争政策和紧急情况下（出现不良苗头、金融危机）的合理干预方面，起着重要的作用。然而，我们依然需要强调，成熟市场经济条件下，以财产权利的清晰界定来保障个体的权利和交易自由，是根本的出发点。经济体系出现问题、波动或危机，国家和政府以及各种监管机构究竟起多大作用，发生冲突时首先服从哪种力量，一直存在争议。然而，这与根本否定经济个体的财产权利和严重限制个体自由精神的传统计划体制完全是两回事。如果缺乏基本的财产权利和基本的契约精神，我们

认为，探讨公司治理和资本市场的关系，企图去准确把握资本结构与融资制度演进的方式，难以切中肯綮。

资本市场是否有效，公司治理结构是否完善，从通俗的意义上来说，就是看是不是最有才能的人成为企业家，同时是否能约束其行为，使他们有积极性为其行为的后果负责。按照西方传统理论和经济史的逻辑，只要出资人本身不是资金的所有者，这样的代理链条越长，就越难形成对经营者（企业家）的有效制约，这正是问题公司问题不断的症结所在。发展资本市场，其核心就是以怎样的制度安排使得资本市场的行为主体由国家或所谓的法人，转变为真正承担风险与责任的自然人。只有这样，才能明晰企业的产权，缩短代理链条，使资本市场有效地运转。从财产权利的无保障、产权约束软化、市场不完善所表现出来的问题公司中可以看出，要有真正的资本市场，使得资产价格或股票价格能够反映其未来资本化利润的价值，就必须建立一整套法律法规体系来保护财产所有者。在一个普遍缺乏财产权利状态的社会中，尤其是缺乏自然人意义上的财产权利基础的社会，建设市场经济进而完善资本市场，的确是史无前例的艰巨任务，我们需要创造具有中国特色的企业产权制度。

融资体系向市场化的转变，它的基本特征就是：资金交易关系的确立是各独立产权主体的自主行为。市场化融资制度成为我们转型目标，主要在于它是一种更有效率，交易费用更小的融资制度安排。在市场化进程中，核心就是如何构建有效配置金融资源的市场关系，也就是如何构建能衍生出市场联系的制度基础，具有独立产权和足够产权约束强度的融资主体。目前来看，我国的企业还没有真正确立市场竞争的主体地位，作为社会经济细胞的企业经济行为就会发生变异，比如，表现为价格信号对企业行为没有影响，资本结构的选择对经济环境的变化缺乏敏感性等等。在这种情况下，公司行为难以保证资本这种稀缺性资源的最有效率的配置。合理的金融体系最主要的表现就是金融绩效与良好的公司治理结构相辅相成，资本市场的发展与中小投资者的保护相辅相成。解决公司行为扭曲问题，进行公司治理，尤其是具有鲜明时代烙印的国有企业的公司治理，在实践中，我们首先是从产权的清晰，或者说是从股权多元化的方向上加速了改革的步伐。

峻极同学认为，莫迪格利安和米勒在 1958 年提出资本结构与公司

价值无关论，以新古典经济学的范式，给人们指出了研究的方向，但也受到“非现实性”的抨击，然而，正是新古典经济学方法论中所设置的完全竞争、完美有效、信息充分的标准状态，为现实中的创新性预留了努力的空间。在动态的现实过程中，不完全竞争、不完美有效、信息非对称的市场状态，与前者形成一种准租金的差异，公司行为对资本结构的选择正是处于追求降低这种准租金的过程中，资本结构的选择行为并不是静态地适应融资环境，而是动态地改造着融资环境。当无限穷尽这一准租金的过程临近终点时，MM命题在我们难以察觉的概念上已经实现，当然，这时候动态的创新过程已经从别的地方开始。我们可以审慎地得出这样的结论：只要公司财产权利是明晰的，只要竞争与创新的过程以资产的方式进行，而不是以别的超越这种纯粹经济意义上的资产权利，那么，资本结构的选择行为就体现着公司行为方式对融资制度演化的因果影响。这种融资制度的供给，是因为公司行为的需求引致的，如果现存的融资制度不能满足需求，同时，创新性又不受到压制，则公司会在对市场的适应方式中创新出新的融资产品来。如果创新受到压制，这种创新的金融产品并不会消失，它只不过是以潜在的方式存在于现实中，尽管我们看不到，但它已经静悄悄地改变了现实状态。

第四，逐步退出直接参与市场交易的政府这有形之手，将责无旁贷地承担起市场监管的功能

现在，我们可以看得更清楚的一个悖论是：源于市场经济导向的一些国家以及相关的经济体，在金融自由化过程中产生了金融危机。

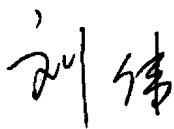
峻极同学在本书的最后适度关注了这一现象。他认为，问题的产生首先在于金融自由化的过程是扎根于政治考虑而不是扎根于经济理性的诉求，监管力度不够；其次政策制定者与监管机构面对金融自由化没有作出必要的调整，自由化的金融市场并不意味着政府干预的缺位，而恰恰是需要政府干预方式的换位，即政策制定与监管要到位，这种到位的表现在于对金融活动的密切关注，保持金融体系的稳定；最后，政府对银行部门管理细节的干预以及对高级雇员任命的控制，放大了金融自由化过程的道德风险，甚至加剧了寻租行为。

政府直接参与市场决策，金融体系演化成无效率状态；金融自由化以来，政府的监管没有及时调整到对市场变动的适应性上来。因此，金融市

场体系的建设中，政府监管的转型是一个重要的问题，并不是太多的监管会导致危机，而恰恰是太多的疏忽导致了危机。政治与商业与生俱来的共谋关系，要保持独立性监管，避免不必要的政府对经济的直接干预很难；无弹性或非民主化的监管决策过程，政策协调和合作又会失去基础；政策的选择技能、专业人士缺位以及监管资源的投入不足，使得监管更难以适应快速变化着的市场环境。因此，改变政府对市场的作用，重新审视和定义政府与市场的关系，重组监管体系，焕发监管机构的生机和活力，把有效率的监管体系与市场法则结合在一起，使监管更透明、更独立、更有伸缩空间、责任更明确，将是金融体系建设中一个关键的环节。

总体来看，峻极同学对资本结构与公司行为相互关系从理论到经验研究上所作的比较是下了一番功夫的，所提出的上述这些值得我们进一步思考的东西也很深刻。最后，我再强调三个基本出发点：资本的稀缺性，需求的无限可能性和行为的自利性。无论市场参与主体的行为方式差异性有多大，在约束条件下，他们必然表现出共同的行为特征，正是这种共同的行为特征推动着融资制度的不断变迁，因此，资本结构与公司行为的研究也将走在不断创新的道路之上。

是为序。



北京大学副校长

博士生导师

2010年11月23日

目 录

导 论	(1)
一、基本概念的澄清	(1)
二、从 MM 定理开始：资本结构与公司行为	(4)
三、我国上市公司资本结构研究：起源与现状	(7)
四、本书研究目的	(11)
五、本书采用的基本研究方法	(12)
六、本书结构安排	(13)
 第一章 经典理论与特征事实	(15)
第一节 从对 MM 定理的误读开始	(16)
第二节 税盾效应与资本平衡理论	(20)
第三节 资本结构理论的丰富和发展	(23)
第四节 资本结构理论的开放性	(33)
第五节 资本结构的经验研究与特征事实	(36)
附录 1-1 对 MM 定理的证明	(40)
附录 1-2 理论模型与经验事实的总结	(43)
 第二章 资本结构理论的普适性	
——美国、其他 G7 国家与发展中国家的比较	(50)
第一节 资本结构理论的普适性问题	(50)
第二节 美国与其他 G7 国家资本结构和公司行为的比较	(51)
第三节 发展中国家的资本结构和公司行为	(62)
第四节 本章总结	(68)

附录 2-1 10 个发展中国家的资本结构比较	(70)
-------------------------------	--------

第三章 中国上市公司资本结构的因素分析(1995—2004 年)

第一节 杠杆水平及其影响因素的基本指标	(79)
第二节 计量模型的构建和计量结果报告	(85)
第三节 计量结果的基本分析	(91)
第四节 本章总结	(98)
附录 3-1 所有数据平均值水平的 5 个表格及变化图示	(101)

第四章 融资制度的约束

——数理模型分析与中国融资制度的演进(1952—1992 年)	(107)
第一节 融资约束、逆向选择和破产缺位	(108)
第二节 传统计划经济体制下的融资制度(1952—1978 年) ...	(119)
第三节 转型时期金融制度的调整与改革(1978—1992 年) ...	(128)

第五章 成长的基础、政策市和问题公司

——向以市场为导向的资本市场转型(1992—2004 年) ...	(142)
第一节 资本市场的基础	(142)
第二节 资本市场的成长	(146)
第三节 政府管制下的资本市场	(158)
第四节 公司治理生态危机	(164)
第五节 本章总结	(173)

第六章 一般均衡框架及政策建议

——公司治理、监管转型与融资制度	(175)
第一节 一般均衡框架：借贷、债券与股票	(175)
第二节 公司治理还是产权问题	(181)
第三节 政府转型与监管缺位	(185)
第四节 本章总结	(189)

结 论	(190)
参考文献	(193)
后 记	(209)

导 论

一、基本概念澄清

（一）资本的费用

费用 (Cost), 在英文中是指: 某物的花费, 例如时间或劳动, 是为达到某一目的而必需的支出 (The expenditure of something, such as time or labor, necessary for the attainment of a goal.). 资本的费用, 我们从字面上理解就是使用资本所需要的花费。

张五常 (2002) 认为: 西方经济学所用的 cost 这个字, 中译十分困难。因此, 在他的中文作品中, 有时用成本, 有时用代价, 有时用费用和耗费。很多作品中, 也经常翻译得多种多样。不管如何翻译, 成本或费用, 都是指无可避免的最高代价, 从这一意义上来说, 是统一的。同时, 代价是放弃了什么。这样, 成本或费用就是机会成本 (Opportunity Cost)。

从资本结构理论的文献来看, 资本的使用所需要的花费, 适合于采用资本的费用这一概念, 而不适合采用资本的成本这一概念。在中文中, 提到成本这一概念, 总会受到会计观念上的干扰, 因此, 我们常常把成本指向过去所发生的费用, 容易与生产成本或历史沉没成本混同。实际上, 在代理理论、信息非对称理论、合约理论以及交易费用理论中所关注的并不是过去发生的花费, 而是在市场搜寻、谈判、签约、履约或违背合同下的惩罚等不确定性动态条件下所发生的, 用成本的概念并不准确。因此, 我们定义资本的费用为: 企业为筹集和使用资金而付出的代价。

赵连卿 (2001) 专门讨论“资本的成本”时, 认为资本的成本是机会成本, 说对了一半, 但是他认为“企业为筹集和使用资金而付出的代价”这一定义“存在一定的不合理性, 比如难以确定权益资本的成本,

因为由此定义，企业为使用权益资本所付出的代价，实际就是企业对股东发放的股利，而股利发放的多少，则完全取决于企业的股利政策，企业由于不同时期可能实行不同的股利政策，因而企业所使用的权益资本的成本也可能是不同的。”很显然，他把资本的费用与资本费用结构中的一部分（股利）混同了。

另一方面，他强调资本成本的概念为“投资于某一项目或企业的机会成本，是投资者所要求的必要报酬率，并且其可以用投资者要求的必要报酬率来度量。”这一定义易误导，比如郭玉宇（2002）就觉得赵连卿的定义“是从投资者的角度来界定资本成本的，其包容性更大一些。资本成本由该种资本的来源所要求的必要报酬率所决定。”

资本的费用，包括一般所认为的股利、税收、利息等必要报酬率，但是还有一种制度选择的费用，或者说合约结构选择的费用，这些费用与前面加在一起，如果称之为必要报酬率，还能够说得过去。同时，资本的费用，从资本的使用者角度来讲，才有资本结构理论所研究的意义。如果从投资者角度来看，投资者可以要求明确的、市场定价的必要报酬率，也可以选择不同的投资方式，但是并不是资本结构理论所要讨论的概念。

所以，我们从本书一开始就强调：

第一点，我们定义资本的费用（一般不用资本的成本这个词）：企业为筹集和使用资金而付出的代价，这一代价除了满足它的利息、税收、股利等要求之外，还有一种不同选择所导致的费用的满足要求。只有它的投资报酬率大于等于以上几项之和的条件下，才有可能进行新项目的投资选择。第二点，我们研究的是融资制度演进中的企业行为，因此，从企业的角度来讨论资本结构的不同选择对资本费用的影响，角度是企业决策者的行为方式。

（二）资本的结构

企业的资本结构（Capital Structure），也叫企业的融资结构（Financial Structure），是指企业各项资金来源的组合状况。企业资产负债表右边各组成部分的构成即企业的资本结构（张维迎，1995）。一般的公司财务教科书中对资本结构定义如下：企业各种债务融资和权益融资的组成结构，包括企业的长期债务、短期债务、总债务以及股权融资之间的相对

比例。

对于企业部门来说，它的资金来源可以分为负债和股本，其中股本持有者（equity - holder）又有内部人持股与外部人持股的差别。给定投资总额和内部人（一般为经理人员）的股本投入，企业负债比例越高，对外部股本的需求就越低，从而内部股本占总股本的比例就越高。

从财务学的角度来看，企业的融资手段有两种，一种是债务融资，债务融资的渠道主要有从各种金融机构得到的长期、短期贷款、各种商业信用（比如应付款项和预收账款等）以及企业发行的债券（企业债券和可转换债券等）。另外一种股权融资，股权融资包括内源股权融资和外部股权融资，前者主要就是企业的未分配利润和盈余公积，即企业的自有资金；后者包括企业的实收资本（上市公司的实收资本就是股东的股本投入）和企业的资本公积。

一般说来，企业资本结构是通过企业的杠杆水平（或者称为债务比例，即企业债务融资的相对比例）来衡量。但在资本结构的理论文献里，通常不是直接研究企业的杠杆水平，而是研究企业最优债务融资规模，并由此构建资本结构理论模型，同时进行实证检验，得出可供分析、检验和预测的特征事实。

（三）为什么关注资本的费用和资本的结构

1958 年，MM 命题提出资本结构与企业价值无关，企业家、金融学家与经济理论家对于 MM 命题充满了兴趣。

仔细分析，MM 定理与科斯定理非常类似，甚至可以说是科斯定理在金融学领域里的应用。科斯定理的核心观点是：如果交易费用为零，无论产权如何安排，资源的配置都是最优的（效率最优）。反过来讲，正因为交易费用为正，所以，不同的产权安排效率就不同，而其中的差异就是交易费用。制度的演进，就是降低交易费用的过程，同样，制度的不同安排，也正说明了不同交易费用的共存性。

同理，MM 命题的核心观点是：在完全的、完美的、无摩擦的市场中，融资制度不同方式的选择（即资本的结构选择）不影响企业的价值。但是，反过来讲，因为市场不同制度安排的选择使用需要费用，因此，资本结构与企业价值就会相关。不同的资本结构与融资制度不同方式的存

在，正是满足了不同资本费用的要求。

因此，从 MM 定理之后，资本结构理论的研究重点转移到影响企业资本结构的内生和外生因素上来，而且随着当代经济学研究工具和技术进步，在理论的梳理与经验事实的分析方面，都取得了长足的进展。

资本结构理论基本的观点在于：资本结构影响企业的资本费用与市场价值；影响企业的治理结构，即股权所有者、债权所有者、管理者与劳动者之间合约的关系；在资本结构的变动中，企业的选择行为决定着融资制度的演化，不断催生出创新性金融产品的供给来；同时，资本结构通过企业的行为方式和资本市场的运行影响着总体经济的增长和变动。

二、从 MM 定理开始：资本结构与公司行为

我们还是从 MM 定理 [莫迪格利安尼和米勒 (Modigliani and Miller), 1958] 开始。

资本结构理论所研究的基本问题，是企业为新项目进行融资选择债券与股权等不同方式的决定因素。MM 定理认为：在竞争完全、信息充分、市场完美和无摩擦的状态下，债券或股权的选择行为与企业的价值、资本的费用和资金的可得性无关^①。所有与企业预期相背离的、因采用不同融资方式所产生的租金、超额利润或垄断收益，都会因金融创新的迅速发展而消散。虽然这一理论逻辑被广泛接受，但是，研究者觉得 MM 定理建立在抽象性和静态性的基础上，对它的直接检验太难。然而，令人欣喜的是，在企业动态行为的研究过程中，金融创新提供了值得我们依赖的间接证据。

假设设计、创造、模仿新证券和金融项目的费用较低，从静态的角度来说，在某一时刻，临时偏离 MM 定理的均衡状态会产生暂时的“租

^① 梅耶斯 (Myers, 2001) 有一个形象的比喻：MM 定理的含义是，一个披萨的价值，并不在于它分成了几片。但是，由于资本市场的不完美性，披萨的价值的确会依靠它分成了几片。企业的价值或许的确是决定于它所拥有的资产、现金流和成长机会如何切片，如何在债券所有者、股权所有者以及各种各样的投资者之间的分配。因此，MM 定理证明是在什么条件下，什么是无关的；而什么条件下，什么是有关的东西，必须重新证明。所以，他认为，MM 定理是一个基准，但不是结局。