

中央财经大学会计学院专著出版基金资助

# 资本结构与产品竞争关系： 行业特征与案例

李 玲 著

经济科学出版社

责任编辑：漆 熠

责任校对：徐领弟 王苗苗

技术编辑：董永亭

## 资本结构与产品竞争关系：行业特征与案例

李 玲 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100036

总编室电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：[www.esp.com.cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件：[esp@esp.com.cn](mailto:esp@esp.com.cn)

天宇星印刷厂印刷

永明装订厂装订

787×1092 16 开 9 印张 150000 字

2008 年 5 月第 1 版 2008 年 5 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-5058-7091-8/F·6342 定价：19.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

# 序

自 MM 理论尝试揭开“资本结构之谜”的神秘面纱伊始，关于资本结构理论的研究随着资本市场的发展而不断地深入和拓展。在静态权衡理论、代理成本理论、啄序理论、控制权理论、信号传递理论等新资本结构理论的基础上，近年来，与资本结构相关问题的研究逐步延伸到更多的学科领域。例如，资本结构与企业价值的关系、资本结构与市场结构的关系、资本结构与产品竞争的关系以及资本结构对企业投资能力、定价行为、竞争战略的影响等问题，就综合运用了财务学、产业组织学、金融学、宏观经济学、市场营销学、战略管理等相关学科的知识进行研究。当今，不同国家、不同行业的企业如何在激烈的产品市场竞争中，选择合理的融资渠道，构建最优的资本结构，在最大化股东财富和利益相关者利益的同时，最大程度地规避财务风险，以及如何在最优资本结构的定位下，实施最佳的产品市场竞争战略，无疑是关乎企业生死存亡的重大决策，而这正是李玲博士在确定本书选题时的初衷。

本书是李玲博士基于多年来密切关注资本市场中企业资本结构与产品市场竞争关系问题的基础上，在英国访学期间开始起笔写作的。李玲博士作为中央财经大学会计学院的一名青年骨干教师，有着会计学专业学士和硕士以及经济学专业博士的教育背景，具备扎实的经济理论功底和很强的教学科研能力，加之勤奋刻苦和踏实敬业的精神，使其在研究中善于运用多学科知识、多角度地分析问题和解决问题，其好学精神也常常令我感到十分欣慰。在与英国巴斯大学教授 Richard Fairchild 博士和英国赫尔大学教授 Yilmaz Guney 博士的合作研究中，她发现基于不同制度背景和行业特征下的企业资本结构与产品市场竞争关系在中国的现实规律与西方国家存在着一定的差异，于是选取《资本结构与产品竞争关系：行业特征与案例》为题，以中国不同行业上市公司的资本结构与产品竞争关系作为研究对象，对该问题展开了深入研究，历时一年有余。在该书成稿之时，我欣然为其作序。

纵观全篇，可以发现该书构思严谨，布局合理，并在研究内容和研究方法上具

有以下三个特点：

第一，选题角度与研究思路较为独特。

针对当前激烈的产品市场竞争状态下，企业融资路径的选择以及最佳资本结构的确定问题，该研究以中国特殊制度背景为依托，以资本结构与产品竞争的关系作为立足点，从行业差异的研究视角展开分析，在对现有研究成果进行梳理与评价的基础上，首先对我国典型行业的产品竞争特征与资本结构特征进行概括性的描述与分析，继而提出相应的研究假设，并结合应用实证模型检验与典型案例分析方法，从不同层次和角度探析了中国不同行业上市公司资本结构与产品市场竞争的关系，根据研究结论提出了基于产品竞争状况的企业融资决策选择建议和最优资本结构定位下的产品竞争战略选择建议，以期为不同行业企业融资决策与产品竞争战略决策提供有价值的参考。

第二，研究方法注重多样化结合应用。

该研究除在整体上注重理论分析与实证分析方法的结合应用外，在具体的理论研究部分，还综合运用财务学、会计学、产业经济学、战略管理、市场营销学等多学科知识展开规范分析；在实证研究部分，结合应用实证模型分析与典型案例分析方法，甚至在实证模型分析中亦讲求多种分析方法的结合应用。例如，参数与非参数方法结合应用、线性与非线性回归方法结合应用等，试图得出更加全面完整的有益结论。

第三，研究结论具有一定的创新价值。

本书的实证模型研究证明，由于市场结构、竞争方式和企业融资环境、融资倾向的差异，使得我国不同行业企业上市公司资本结构与产品竞争关系呈现出显著的差异，并在总体上呈现出一种显著的非线性（三次方）关系，这种非线性关系可能是有限债务效应与“深袋”效应综合影响的结果。在以行业/年为基础的分类以及以规模大小、杠杆水平高低和竞争程度强弱的不同组别分类下，二者之间的关系也表现出明显的不同，因此分别根据不同行业竞争特点和融资环境来选择最佳的资本结构以及根据行业特征影响下的融资路径来定位合理的产品竞争战略，对各行业企业的快速稳健发展无疑具有重大的现实意义和参考价值。进一步的典型案例分析为此结论提供了强有力的佐证，因此，研究结论具有一定的创新性。

一直以来，李玲博士以“书山有路勤为径，学海无涯苦作舟”作为自己的治学格言，祝愿她在未来的学术求索之路上能够百尺竿头，更进一步，取得更加丰硕的成果。

孟 焰

2008年3月于北京

# 目 录

<b>第 1 章 导论</b> .....	<b>1</b>
1.1 选题背景与研究意义 .....	1
1.2 研究思路与方法 .....	3
1.2.1 研究思路 .....	3
1.2.2 研究方法 .....	3
1.3 预期的贡献与不足 .....	3
1.3.1 预期的贡献 .....	3
1.3.2 可能的不足 .....	4
1.4 本书的内容安排与研究框架 .....	4
1.4.1 内容安排 .....	4
1.4.2 研究框架 .....	6
<b>第 2 章 理论回顾与文献梳理</b> .....	<b>7</b>
2.1 资本结构理论回顾 .....	7
2.1.1 早期资本结构理论 .....	7
2.1.2 现代资本结构理论 .....	9
2.1.3 新资本结构理论 .....	16
2.2 国内外相关实证研究文献及评价 .....	27
2.2.1 国外相关研究文献及评价 .....	27
2.2.2 国内相关研究文献及评价 .....	32
<b>第 3 章 产品竞争与资本结构的行业特征</b> .....	<b>35</b>
3.1 理论分析：产品竞争与资本结构的行业性影响 .....	35
3.1.1 行业差异的制度背景 .....	35
3.1.2 行业因素对企业资本结构的影响 .....	36

3.1.3	行业因素对产品市场竞争的影响 .....	39
3.2	现实分析：我国典型行业的资本结构与产品竞争特征 .....	40
3.2.1	各行业资本结构和产品竞争的整体状况 .....	40
3.2.2	电力行业上市公司的整体特征 .....	44
3.2.3	石油化工行业上市公司的整体特征 .....	46
3.2.4	交通运输行业上市公司的整体特征 .....	48
3.2.5	信息技术业上市公司的整体特征 .....	50
3.2.6	批发零售贸易行业上市公司的整体特征 .....	52
3.2.7	房地产行业上市公司的整体特征 .....	55
<b>第4章</b>	<b>实证模型：资本结构与产品竞争关系的行业差异 .....</b>	<b>58</b>
4.1	研究前提和理论依据 .....	58
4.2	实证研究设计 .....	59
4.2.1	研究假设 .....	60
4.2.2	变量选取与定义 .....	60
4.2.3	实证研究结果 .....	63
<b>第5章</b>	<b>案例研究：典型行业企业的融资与竞争战略 .....</b>	<b>75</b>
5.1	家电制造业：四川长虹与青岛海尔的竞争战略与资本结构 .....	75
5.1.1	四川长虹的竞争战略与资本结构 .....	75
5.1.2	青岛海尔的竞争战略与资本结构 .....	78
5.2	信息技术业：联想与中国联通的竞争战略与资本结构 .....	84
5.2.1	联想的竞争战略与资本结构 .....	84
5.2.2	中国联通的竞争战略与资本结构 .....	92
5.3	批发零售业：国美电器与沃尔玛的竞争战略与资本结构 .....	95
5.3.1	国美电器的竞争战略与资本结构 .....	95
5.3.2	沃尔玛的竞争战略与资本结构 .....	100
5.4	食品制造业：蒙牛乳业与燕京啤酒的竞争战略与资本结构 .....	105
5.4.1	蒙牛乳业的竞争战略与资本结构 .....	105
5.4.2	燕京啤酒的竞争战略与资本结构 .....	110
5.5	文化传媒业：新浪与歌华有线的竞争战略与资本结构 .....	113
5.5.1	新浪的竞争战略与资本结构 .....	113
5.5.2	歌华有线的竞争战略与资本结构 .....	116
<b>第6章</b>	<b>研究结论与政策建议 .....</b>	<b>120</b>
6.1	研究结论 .....	120

6.1.1 转型经济中特殊的行业竞争状态与融资选择 .....	120
6.1.2 股权融资偏好下的保守资本结构 .....	121
6.2 政策建议 .....	122
6.2.1 基于产品市场竞争特征的融资策略选择 .....	122
6.2.2 最优资本结构定位下的产品竞争战略选择 .....	124
参考文献 .....	125
后记 .....	130

# 第 1 章 导 论

## 1. 1

### 选题背景与研究意义

---

资本市场自其产生之时起就一直是一个永恒而迷人的主题，而对企业资本结构的研究从 Modigliani 和 Miller (1958, 1963) 开创现代资本结构理论的先河开始，亦成为学术界对资本市场研究中的一个重要领域，企业如何根据自己的目标函数和收益成本约束，选择一个最优的资本结构，正是企业融资理论所要研究的主要问题，因为一个合理的资本结构不仅有效地决定了企业的市场价值，同时对企业的融资成本、企业产权分配、治理结构以及产品市场竞争能力等多方面都有一定的影响。然而，长期以来，对企业资本结构和产品市场竞争战略的研究则一直是在两个独立的领域内分别展开的，直到 20 世纪 80 年代，一些金融学家和产业经济学家才开始关注这种研究上的分割现象，以 Brander 和 Lewis、Maksimovic 等为代表的一部分财务学者从不同的角度对企业资本结构与其产品市场竞争之间的相互关系进行了广泛的研究，使得资本结构研究逐渐超出单一企业的框架，极大地拓展了资本结构理论的研究视野。

对于企业资本结构理论的研究，可以分为三个体系：一是以 David Durand (1952) 为代表的早期资本结构理论学派。根据投资者计量企业负债和权益价值的方法的不同，这一理论学派又可细分为净收益理论、净经营收益理论以及传统理论。二是以 Modigliani 和 Miller (1958, 1963) 为代表的现代资本结构理论学派，此学派承接了 Durand 等人的观点，形成了著名的 MM 理论，并于这之后形成两个重要分支——税差学派和破产成本学派，这两个分支最后归结形成静态权衡理论，主要研究企业最优融资结构取决于各种税收收益与破产成本之间的平衡。三是进入 20 世纪 70 年代以来，随着代理理论和非对称信息理论研究的发展，诸多学者开始从代理成本和信息不对称的角度对企业资本结构问题进行研

究，形成了包括代理成本理论、控制权理论、信号传递理论、啄序理论等在内的新资本结构理论。

而对资本结构与产品市场竞争之间关系的研究最早是从20世纪60年代Telser (1966) 提出的“深袋”理论 (long purse) 开始的，80年代以来，Fudenberg 和 Tirole (1986)、Poitevin (1989) 等人对其进行了细化。近年来，国内外学者，尤其是金融学家和产业经济学家们对此问题给予了高度关注，运用不同的方法和不同国家的数据与案例，对可能的研究假设进行了验证，并提出了许多有理论意义和实践价值的一系列结论。目前，关于这一关系的现有研究成果可以归纳为以下三个重要理论：有限债务理论 (Limited Liabilities Theory)、“深袋”理论 (或称掠夺性定价理论 Predation Theory) 以及投资效应理论 (Investment Effects Theory)，分别论证了不同经济环境以及制度前提下的资本结构与产品市场竞争之间的关系。

然而，由于中国具有特殊的经济环境和制度背景，现有的这些西方的资本结构研究成果都未能对以下两个经验事实做出令人满意的解释。首先，根据西方资本结构理论，当企业需要外部资金为自己的投资项目进行融资时会优先选择债务融资。但对中国上市公司的实证研究表明，国内的上市公司普遍具有股权融资偏好，呈现出一种财务保守 (Financial Conservative) 的行为特征。这表现在财务杠杆显著低于主流资本结构理论给出的预测值，并且当企业需要外部融资时会首选配股或增发，在不能如愿的情况下，则发行具有延迟股权融资特性的可转换债券，设置宽松的转换条款促使投资者进行债券转换，只有在不得已的情况下企业才会选择债务融资。其次，根据企业资本结构选择理论，影响企业资本结构选择的因素主要有企业所处的宏观经济环境，企业所在的行业的特征以及企业自身的特点等。按照这一理论，同一行业中的相似企业之间应该具有相似的资本结构，但由于我国地区经济发展的不平衡以及行业发展的差异性，不同行业的公司具有显著不同的资本结构，甚至同一个行业中相似的企业之间也存在着显著不同的资本结构。实践对理论研究提出了严峻的挑战。针对上述挑战，目前国内基于行业特征的资本结构与产品竞争关系的相关研究成果寥寥无几。因此，基于我国特殊的制度背景和经济发展环境，结合我国转型时期不同行业产品市场竞争和资本结构的特点，来深入研究资本结构与产品市场竞争的关系问题，具有重要的理论价值和现实意义。本书将在借鉴和吸收国内外相关研究成果的基础上，对不同行业资本结构与产品市场竞争之间的关系进行深入研究，希望能够取得一定的有价值的研究成果，为我国企业优化资本结构、适应日益激烈的市场竞争环境提供一些有益的参考。

## 1.2

### 研究思路与方法

#### 1.2.1 研究思路

先从回顾相关研究文献开始，对资本结构和产品竞争关系的研究进行理论铺垫和文献取证；然后以中国特殊的经济环境和制度背景为出发点，对中国不同行业的资本结构选择和产品竞争行为的特征进行现实分析，之后从行业差异的研究视角，采用规范分析与实证研究相结合、模型分析与案例分析相结合的方法，重点研究基于行业特征的中国上市公司资本结构与产品竞争的关系，以及主要行业典型企业的融资行为选择与产品战略选择，力求得出有益结论，进而提出一些有价值的政策建议。

#### 1.2.2 研究方法

为了更准确地认识研究对象，在研究中须采取交叉学科的视角，进行多角度透视研究：

(1) 综合运用财务学、会计学、产业经济学、计量经济学以及市场营销学等多学科知识，从多个角度展开理论分析论证。

(2) 以规范分析与实证分析相结合的分析方法为主，并综合运用模型分析与案例分析相结合、一般分析与重点分析相结合、比较分析与综合分析相结合、静态分析与动态分析相结合等具体方法；在实证模型分析部分，亦力求多种分析方法的结合应用，例如，参数与非参数分析方法结合应用、线性与非线性回归方法结合应用等。

(3) 以中国特殊经济环境和制度背景为依托，以资本结构与产品竞争的关系为立足点，以该关系的行业差异作为研究视角，试图逐层深入地剖析和验证我国不同行业上市公司资本结构与产品竞争的关系。

## 1.3

### 预期的贡献与不足

#### 1.3.1 预期的贡献

(1) 本研究试图以资本结构与产品竞争的关系为立足点，以行业差异作为研究

视角，结合应用模型分析与案例分析相结合等多种研究方法，试图逐层深入地剖析和验证我国不同行业上市公司资本结构与产品竞争的关系，并得出二者之间在总体上呈现非线性（三次方）相关关系的实证研究结论，在进一步地以行业/年为基础的分类以及以规模大小、杠杆水平高低和竞争程度强弱的不同组别分类下，二者之间的关系也表现出明显的差异，因此基于行业特征来选择最佳的融资路径和产品竞争战略，对各行业企业的持续稳健发展具有重要意义，这种研究思路与结论在目前国内的相关研究中未曾多见。

(2) 本研究除了在整体上力求结合应用理论分析与实证分析方法外，在具体的理论研究部分，还综合运用了财务学、市场营销学、产业经济学、战略管理等多学科知识展开规范分析；在实证研究部分，亦讲求多种分析方法的结合应用，例如实证模型分析与典型企业案例分析相结合、参数与非参数方法结合应用、线性与非线性回归方法结合应用等，试图得出更加全面完整的有益结论。

(3) 依托于中国的特殊制度背景，提出基于行业背景的资本结构与产品竞争关系的多项研究假设，并对相关实证研究结果和初步结论进行剖析，试图提出适合于我国不同行业上市公司特征的最优资本结构定位下的产品竞争战略与基于产品竞争行为的融资策略方面的政策建议，以期对我国特殊经济环境下的融资行为选择和产品竞争战略选择提供有价值的参考。

### 1.3.2 可能的不足

(1) 本研究的实证分析部分依赖于现有数据库以及深交所、上交所等相关网站的研究资料，对这些数据的完整性和真实性的检验工作存在较大的困难，虽然花费了不少时间，但并不敢完全保证数据的绝对真实与完整，因此所得结论可能会出现某些与现实不符的偏差。

(2) 对资本结构和产品竞争的影响因素的理论分析可能深度不够，此外，将可能考虑到的因素选择合理的代理变量进行量化，也存在着一定的困难与可能的偏误。

## 1.4

### 本书的内容安排与研究框架

#### 1.4.1 内容安排

本书共包括六章内容，各章内容及其安排如下：

第 1 章，导论。主要包括选题背景与研究意义、研究思路与方法、预期创新与可能的不足以及本书的内容安排与研究框架，从而为全书的研究奠定基础。

第 2 章，理论回顾与文献梳理。本部分主要包括两部分：资本结构相关理论的全面回顾，如早期资本结构理论（净收益理论、净经营收益理论、传统理论）、现代资本结构理论（MM 理论及其修正理论、Miller 均衡模型、静态权衡理论）、新资本结构理论（代理成本理论、控制权理论、信号传递理论、啄序理论）等；然后对近期国内、外相关实证研究文献进行了回顾和评价。

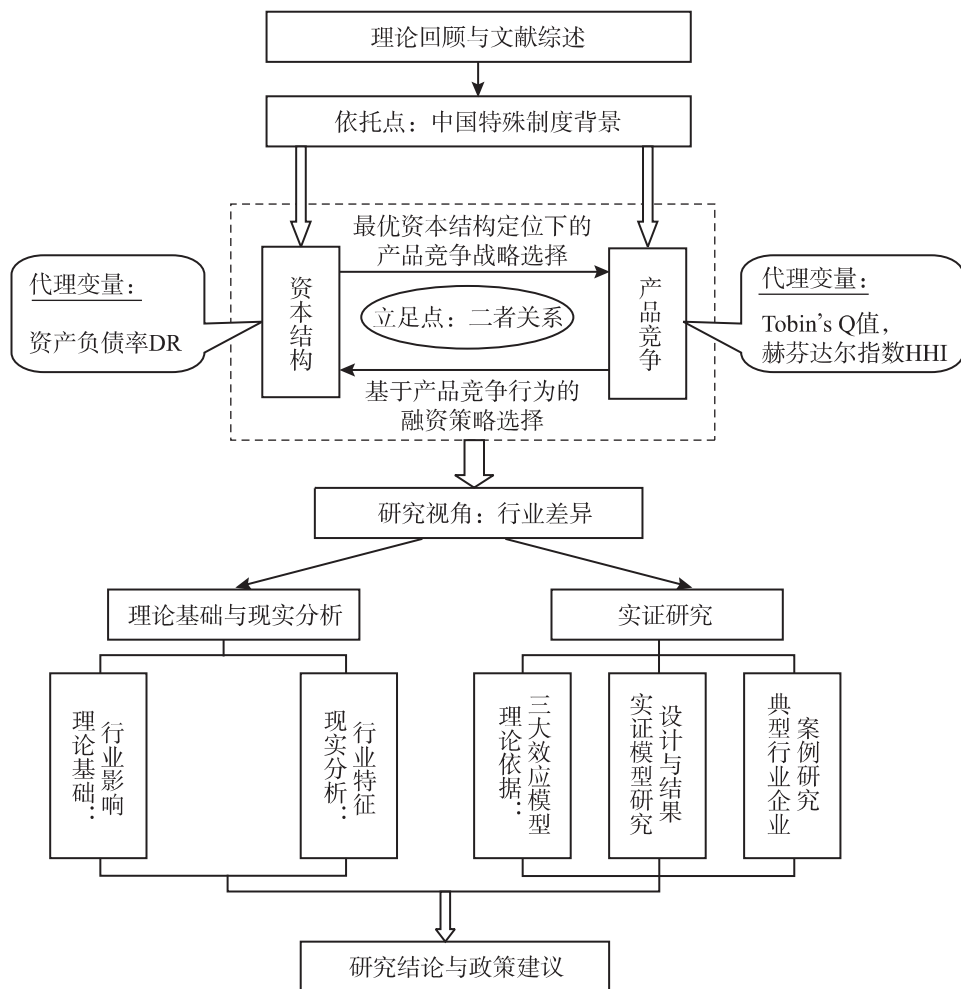
第 3 章，产品竞争与资本结构的行业特征。本部分首先阐述行业因素对资本结构和产品竞争的影响，然后重点分析中国典型行业的融资行为选择与产品竞争战略选择的现实状况，主要包括电力行业、石油化工行业、交通运输行业、信息技术业、批发零售贸易行业和房地产业。

第 4 章，实证模型：资本结构与产品竞争关系的行业差异。本部分首先阐述了实证研究的理论基础和研究依据，即三种主流效应模型（有限债务效应模型、“深袋”效应模型、投资效应模型）；主体部分是以来自中国 12 个不同行业的上市公司 11995 个公司年的混合非平衡面板数据作为样本的实证分析，包括研究假设、变量选取与定义、一般描述性统计、非参数分析、自变量的替代变量分析、相关性分析、线性回归模型及其结果、非线性回归模型及其结果以及不同分类法下的回归模型及其结果。本部分模型构建，以资本结构的代理变量（资产负债率）和产品竞争的代理变量（Tobin's Q 及其替代变量赫芬达尔指数 HHI）分别作为因变量和自变量，并选取时间变量作为哑变量，选取其他的相关变量作为控制变量，建立若干线性和非线性模型并进行相关的实证检验。

第 5 章，案例分析：典型行业企业的融资与竞争战略。本部分选取了我国主要行业中的典型企业，采用比较分析的方法，对相关企业的融资战略行为与产品竞争战略选择进行分析和对比，主要包括：家电制造业：四川长虹与青岛海尔的竞争战略与资本结构；信息技术业：联想与中国联通的竞争战略与资本结构；批发零售业：国美电器与沃尔玛的竞争战略与资本结构；食品制造业：蒙牛乳业与燕京啤酒的竞争战略与资本结构；文化传媒业：新浪与歌华有线的竞争战略与资本结构。从具有不同产品竞争程度的行业企业的案例分析中，试图得出一些经验性的结论。

第 6 章，研究结论与政策建议。本部分在总结实证模型分析与案例分析的结论基础上，着重提出两个方面的政策建议，即中国上市公司融资策略定位下的产品竞争战略选择建议和基于产品竞争行为的融资策略选择建议。

## 1.4.2 研究框架



## 第 2 章 理论回顾与文献梳理

### 2.1

#### 资本结构理论回顾

---

自企业融资活动出现以来，资本结构便成为企业经营者必须考虑的重要问题之一。这是因为资本结构直接影响企业的融资成本，进而影响企业的经济效益。然而，对资本结构理论的系统研究始于 1952 年，Durand（1952）在美国经济研究局召开的企业理财学术年会上提交的学术论文——《企业债务和股东权益成本：趋势和计量问题》拉开了资本结构理论研究的序幕。6 年以后，Modigliani 和 Miller（1958）的经典之作《资本成本、公司理财与投资理论》揭开了资本结构理论研究的新篇章。此后，关于企业资本结构方面的论著不断涌现，对企业资本结构的研究不断深入，资本结构理论研究的深度和广度也不断地发展。纵观资本结构理论的发展史，我们可以将其划分为三个阶段，即早期资本结构理论、现代资本结构理论和新资本结构理论，从而共同构成了企业融资的理论基石。

#### 2.1.1 早期资本结构理论

David Durand 是最早对资本结构理论进行系统总结的学者，他将当时流行的资本结构理论划分为三种类型：净收益理论（NI）、净经营收益理论（NOI）以及介于两者之间的传统理论。净收益理论和净经营收益理论的前提假设都是公司的负债资本成本固定不变，但是，对于加权平均资本成本以及权益成本却持不同的观点，进而对公司价值是否与资本结构相关就表现为两种不同的看法。

##### （一）净收益理论

净收益理论认为：负债融资可以降低企业的加权平均资本成本，从而提高企业

的市场价值，所以企业应当尽可能利用负债融资优化其资本结构，企业的最优资本结构应当是100%的负债。该理论假设：权益资本成本和债务资本成本都固定不变，且前者大于后者，由此可知：负债的增加将会导致加权平均资本成本下降，具体的公式推导如下：

$$K_{\text{w}} = \frac{D}{V}K_d + \frac{E}{V}K_e = K_e + \frac{D}{V}(K_d - K_e) \quad (2.1)$$

式中， $K_e$  表示权益资本成本； $K_d$  表示负债资本成本； $K_{\text{w}}$  表示加权平均资本成本； $D$  表示负债资本； $E$  表示权益资本； $V$  表示企业的总价值。

由于权益资本比债务资本承受的风险更大，因此要求的报酬率也要高一些，相应的资本成本就较高，即  $K_e > K_d$ 。从上式中我们可以看出，随着企业负债水平的不断提高，企业的加权平均资本成本会呈现下降的趋势。直至全部为债务资本融资时，即  $K_{\text{w}} > K_d$  时，资本成本为最低，所以这时的资本结构为最优资本结构。然而，上述理论有一个很明显的前提假设就是负债的增加不会增加企业的经营风险以及由此导致的企业价值的变动，这与现实显然是不符合的。

## （二）净经营收益理论

净经营收益理论则认为：无论企业负债水平如何变化，加权平均资本成本总是固定不变的，因此，企业市场价值也不因其负债水平的改变而改变，企业融资没有最优资本结构。由公式 2.1 可知：

$$K_e = K_{\text{w}} + \frac{D}{V}(K_{\text{w}} - K_d) \quad (2.2)$$

可见，如果企业的加权平均资本成本不变，随着企业负债水平（ $D/V$ ）的增加，风险增大，权益资本成本上升，所以负债融资带来的低成本收益将被权益资本上升带来的价值降低所抵消，最终导致企业价值不随负债水平的变化而变化，因此企业没有最优资本结构。不难看出，该理论的前提假设“加权平均资本成本不变”本身就存在着偏颇，因为研究资本结构的目的就是寻求加权平均资本成本的最低点，从而实现企业价值最大化，既然假设加权平均资本成本不变，研究企业最优资本结构的意义也就不存在了。

## （三）传统理论

传统理论综合了净收益理论和净经营收益理论两个极端理论的观点，该理论认为：随着负债水平的上升，企业财务风险和经营风险会相应增加，因此，债务资本成本和权益资本成本都会逐渐增加，由于在不同的负债水平下，二者增加的速率不同，所以加权平均资本成本表现为一条先降后升的“U”字形的曲线（见图 2-1）。

换言之，在谨慎的债务融资范围内，加权资本成本将随着负债比率的增加而减少，企业价值则随之增加而增加；但是，过度的债务融资将导致权益资本成本与债务融资成本明显上升，致使加权资本成本上升、企业价值下降，从理论上来说，存在着一个最优的负债水平使得企业价值最大化。

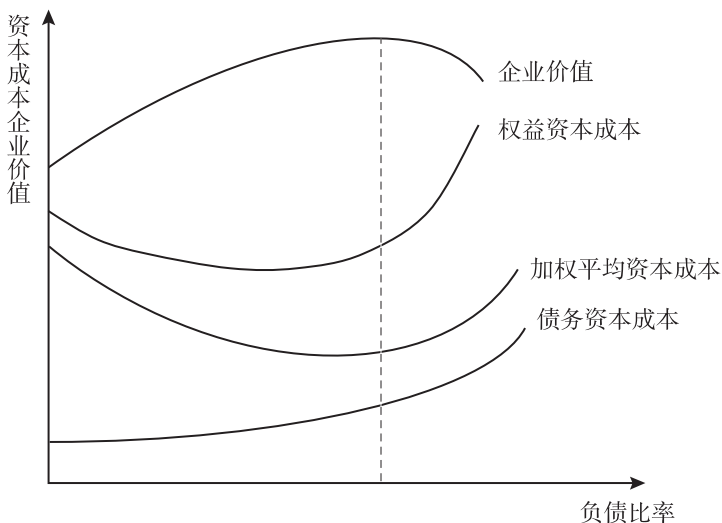


图 2-1 资本结构传统理论

## 2.1.2 现代资本结构理论

### （一）MM 理论

1958 年，Modigliani 和 Miller 在《美国经济评论》上发表了题为“资本成本、公司理财与投资理论”的经典论文，提出了三个著名的命题；其后，1961 年 10 月，他们又在《商业学刊》第 34 卷上发表了题为“股利政策、增长和股票价值”的论文，提出了一项关于股利政策的推论；1963 年 6 月，他们又在《美国经济评论》第 53 卷上发表了“企业所得税和资本成本：一项修正”，对先前的论文提出了修正的结论。从广义上讲，这些论文的观点共同构成了著名的 MM 理论。其中，1958 年论文“资本成本、公司理财与投资理论”中的三个命题以新古典学派的理论成果为基础，以完美的资本市场为前提，提出了种种严格的假设，主要包括：

H1：资本市场是完美市场，交易成本为零，即没有市场交易成本、没有政府限制、可自由交易，资本资产可无限分割，且可以免费获取各种所需信息；

H2: 个人借款利率与企业借款利率相同, 且均无负债风险, 个人和公司都可以毫无限制地通过发行无风险债券来筹资;

H3: 投资者可按个人意愿进行各种套利活动, 不受任何法律限制, 且不存在企业所得税和个人所得税;

H4: 企业经营风险相同, 且它们所属的风险等级一致, 企业经营风险由息税前盈余 (EBIT) 的标准差来进行衡量;

H5: 所有投资者对每个公司未来产生的收益及风险都具有相同的预期;

H6: 市场上股票的成长率为零, 即企业每年的息税前盈余 (EBIT) 固定不变, 且全部的息税前盈余均当作股利发放给股东;

H7: 企业永续经营, 且预期各期的现金流量也固定不变, 构成等额年金。

根据以上假定, Modigliani 和 Miller 提出了 MM 定理 (无税前提) 的如下三个命题:

命题 I: “任何企业的市场价值与其资本结构无关, 而是取决于按照与其风险程度相适应的预期收益率进行资本化的预期收益水平”, 用公式表述即:

$$V_L = V_U = \frac{EBIT}{K_{wu}} = \frac{EBIT}{K_{eu}} \quad (2.3)$$

上式中,  $V_L$  和  $V_U$  分别表示有负债和无负债的企业价值;  $EBIT$  表示息税前盈余;  $K_{wu}$  表示有负债企业的加权资本成本;  $K_{eu}$  表示无负债企业的权益资本成本。

命题 II: “股票预期收益率应等于出于同一风险程度的净权益流量的资本化率加上与其财务风险相适应的风险溢价 (Premium)。其中财务风险是净权益流量资本化率和利率之差与负权益比率的乘积”, 用公式表述即:

$$K_d = K_{eu} + (K_{eu} - K_d) \frac{D}{E} \quad (2.4)$$

上式中,  $K_d$  表示负债企业的预期股票收益率;  $K_{eu}$  表示净权益流量资本化率;  $K_d$  表示利率;  $D$  和  $E$  分别表示企业的负债和所有者权益。

命题 II 意味着负债企业的权益资本成本随着财务杠杆的上升而增加, 这为以后的实证研究提供了理论铺垫。

命题 III: “任何情况下, 企业投资决策只能依据净权益流量资本化率, 完全不受融资工具类型的影响”。

命题 III 较多地涉及投资决策问题, 在有关资本结构理论的文献中讨论较少。

上述三个命题涉及资本结构、资本成本及投资决策, 但其核心则是命题 I, 即在完美资本市场条件下资本结构与企业价值无关, 又称“无关性定理”。命题 II 是命题 I 在资本成本理论领域的派生命题, 命题 III 则是命题 I 和命题 II 在投资决策上的具体应用。