

后资本结构理论的形成与发展

——资本结构管理控制理论及其验证

沈艺峰¹, 沈洪涛², 洪锡熙¹

(1. 厦门大学 管理学院, 福建 厦门 361005; 2. 暨南大学 管理学院, 广东 广州 510630)

摘要:作为后资本结构理论的代表性流派之一,资本结构管理控制学派是在新资本结构理论走向式微,公司控制权市场发展到顶峰阶段的背景下崛起的。它着重考察了资本结构和公司控制权市场之间的联系,并突出了管理者在资本结构决策中的重要作用。它主要包括了 Stulz 模型、Harris - Raviv 模型和 Israel 模型等三个重要的理论模型。实证研究的结果有限度地支持资本结构管理学派的理论假设。资本结构管理控制学派既是对现代资本结构理论和新资本结构理论的批判,也是对它们的继承和发展。

关键词:资本结构;公司价值;公司控制权市场

中图分类号:F830.59 **文献标识码:**A **文章编号:**0438-0460(2004)01-0024-08

一、后资本结构理论的形成

现代资本结构理论以 Modigliani 和 Miller 定理(MM 定理)为中心,前面承接 Williams、Graham 和 Dodd 等传统理论,往后主要沿着一左一右两条主线发展。一条是以 Farrar、Selwyn、Brennan 和 Stapleton 等为代表的“左翼”,主要探讨税收差异对资本结构的影响,这个学派最后演变到米勒手中达到顶峰,形成著名的米勒均衡;另一条是以 Baxter、Stiglitz、Altman 和 Warner 为主的“右翼”,重点研究破产成本与资本结构的关系问题,以后再延伸到财务困境成本里面去。这两大主线最后再归结到 Robichek、Myers、Scott、Kraus 和 Litzenberger 等人所倡导的权衡理论。在遭到 Miller 的强烈批评后,权衡理论又复苏为 DeAngelo、Masulis 和 Kim 等为首的后权衡主义。但是到了 20 世纪 70 年代后期,更

收稿日期:2003-06-23

基金项目:国家自然科学基金(70372033)

作者简介:沈艺峰(1963-),男,福建厦门人,厦门大学管理学院教授、博士生导师,管理学博士;沈洪涛(1967-),女,江苏无锡人,暨南大学管理学院讲师;洪锡熙(1943-),男,福建莆田人,厦门大学管理学院教授。

确切地说,是在 1976 - 1979 年之间,现代资本结构理论的这一框架出现了戏剧性的重大变化,以信息不对称理论为中心思想的新资本结构理论取代了现代资本结构理论而登上了学术舞台。新资本结构理论以信息不对称为核心,主要形成两大思潮:即与现代信息经济学相衔接,形成信号传递理论和委托代理理论两大思潮。新资本结构理论不是简单地因袭现代资本结构的理论套路,它一反现代资本结构理论历来只注重税收、破产等“外部因素”对企业最优资本结构的影响,力图通过信息不对称理论中的“信号”、“契约”、“动机”和“激励”等概念,从企业的“内部因素”方面来展开对资本结构问题的分析。这样一来,新资本结构理论就把现代资本结构理论的权衡难题,成功地转化为结构或制度设计问题,从而给资本结构理论研究开辟了新的研究方向,极大地丰富了资本结构理论的内容。

不过,在经过 20 世纪 80 年代初的迅猛发展之后,新资本结构理论到了 80 年代中期却颇难以为继,究其根本原因,乃是因为新资本结构理论赖以为核心的信息不对称理论在发展上出现颓势。正如 Harris 和 Raviv 后来所指出的:“信息不对称方法已经达到收益递减的转折点”。[1](P300)在这种形势下,新资本结构理论就急于要寻找一个新的理论核心,它既能够巩固新资本结构理论各学派已取得的成果,对各派观点兼容并蓄,又能够突破信息不对称理论框架的束缚,从新的学术视野来分析与解释资本结构难题,从而产生新的号召力,避免资本结构理论的现代断裂,使资本结构理论能够一脉相承,得以继续延续。在这一学术背景下,后资本结构理论应运而生。后资本结构理论包括两大分支:资本结构管理控制学派和资本结构产品市场学派。其中,资本结构管理控制学派的产生还另有一层背景。自上世纪 80 年代初以来,公司间收购活动愈演愈烈,到 1988 年更是达到顶峰。据估计,美国企业兼并活动的交易额在 1980 年仅为 443 亿美元,1988 年激升至 2 469 亿美元。[2](P4)与之相适应,自 Manne(1965)以来的公司控制权市场理论得到学术界的空前重视,产生了一大批有重大影响的经典文献,公司控制权市场理论很快成为西方财务学的一大主流理论,于是,“财务学文献开始考查公司控制权市场和资本结构之间的联系面。”[1](P319)于是诞生了建立在公司控制权市场理论上的资本结构管理控制学派。

二、资本结构管理控制学派的主要内容

资本结构管理控制学派主要包括三大模型:Stulz 模型、Harris - Raviv 模型和 Israel 模型等三个重要的资本结构管理控制模型(Managerial Model of Capital Structure)。提出前两大模型的文章同时发表在 1988 年《财务经济学报》第 20 卷上,后一模型则出现在 1991 年《财务学报》第 46 卷上。Stulz 模型部分内容是俄亥俄州立大学的 Rene Stulz 教授在麻省理工学院和芝加哥大学进行学术访问时提出来的。Stulz 模型具有以下三个显著特点:第一,它高度强调管理者对表决权的控制在决定公司价值中的作用。Stulz 指出,企业资本结构影响到企业表决权的分布状况,设若管理者所能掌握的表决权比例为 α ,则当 α 值较低时,债务的增加提高了 V ,进而提高企业发行在外股票的价值,因而,企业的价值与 α 成正相关关系;同理,当 α 值较高时,企业的价值与 α 则变成负相关关系。Stulz 认为,正是因为企业价值与 α 之间的这层关系才使得管理者可以通过改变企业的资本结构来改变他们所掌握的 α ,进而影响到企业的价值。因此,Stulz 模型的一个关键结论就是:“资本结构的变动通过它们对 α 的作用影响到企业的价值。”[3](P26)第二,它突出了管理者对表决权的控制对收购方行为的影响。当 Stulz 坦言“我们的模型不考虑公司控制权市场对管理者的惩戒作用”时,他的

有时也被称为财务政策的管理者防御模型(Entrenchment Models of Financial policy)。

意思并非是为了绕开公司控制权市场理论的逻辑框架,而只是为了重点强调管理者对表决权的控制比例()对收购方行为、收购溢价及收购概率的影响作用。所以,Stulz 明确表明:“在一起收购中,收购溢价乃是管理者所掌握的目标公司表决权比例的递增函数,而恶意收购的概率随 的增加而减少。”[3](P26)第三,它表明当企业价值达到最大化时存在一个最优比例的 。Stulz 承认,管理者所控制的 对收购中目标企业价值的影响是一把“双刃剑”。一方面,如果管理者所掌握的目标公司表决权比例太高,过高的 值显然降低了公司被恶意收购的概率,从而造成目标公司的价值因缺少收购溢价而减少;另一方面, 值太低,收购方又不愿意为取得公司控制权而支付较高的收购溢价。因此,“确实存在一个让企业价值最大化的唯一()值”。[3](P26)

Stulz 模型是最早试图将公司控制权市场理论与资本结构理论结合起来的几个模型之一。但是 Stulz 做得并不彻底。他的模型忽视了公司控制权市场主流理论的若干重要观点,其中最值得批评之处正如 Stulz 自己所承认的:“我们的分析忽略了……公司控制权市场所产生的积极的激励作用。”[3](P50)拿掉这个因素,Stulz 模型就只是单方面地谈到管理者对公司控制权市场的影响,而没有看到公司控制权市场反过来也会对管理者产生积极的影响作用,所以 Stulz 模型只是融入了公司控制权市场理论的部分内容。Harris - Raviv 模型在这方面则做了重要改进。

Harris - Raviv 模型是芝加哥大学的 Milton Harris 教授和西北大学的 Artur Raviv 联合提出来的。他们最早是在一篇题为“资本结构与公司控制”的文稿里谈到这个模型,文稿后来经过修改,以《公司控制的竞争与资本结构》为题发表在 1988 年《财务经济学报》第 20 卷上。在这篇文章里,Harris 和 Raviv 正式提出了与 Stulz 齐名的 Harris - Raviv 模型。Harris - Raviv 模型的基本理念在于把“债务杠杆的增加”看成是“一种反收购的方法”,即“由于能够影响到股权分布,所以变动资本结构是一种反收购的方法”。[4](P56) Harris 和 Raviv 解释说,首先,就表决权而言,由于公司普通股享有表决权,而债务不享有表决权,所以,管理者对负债—权益比率的不同选择将会影响到公司表决的结果,且部分地决定了谁能掌握公司资源的控制权。正像 Harris 和 Raviv 所言:“用债务换取权益将造成投票权从那些不追求控制公司的投资者手中转移到那些正想方设法控制公司的投资者手里。”[4](P57)所以在任管理者完全有可能利用变动资本结构来左右他们对公司的控制。其次,Harris 和 Raviv 同时又认为,管理者对负债—权益比率的选择不能是随心所欲的。一方面,提高负债—权益比率减少了在任管理者被赶走的可能性,“享受到公司控制权的果实”。[4](P58)另一方面,提高负债—权益比率也减少了他们从收购中可能得到的其他利益,包括:在增加负债的同时也增加了公司破产的可能性;债务契约的增加也增加了对管理者的限制条款;债务的利息支付制约了管理者对现金流量的控制。因此,管理者要不要变动最优资本结构取决于对所有这些因素“的权衡”。不难看出,在 Harris - Raviv 模型里,选择最优资本结构的同时也就“内在地”决定了收购方法、结果及收购和被收购公司价格变动效应,后者显然属于公司控制权市场的内容。关于资本结构与公司控制权市场之间的这种相互关系,Harris 和 Raviv 有一段话说得很明白:“通常来说,当出现收购对手时,公司股票价格会上涨,上涨的幅度取决于更有能力的管理者能实际控制公司的可能性。而这种可能性反过来取决于在任管理者对负债水平的选择。倘若在任管理者选择了一个如此之高的负债水平使得收购对手没有任何获胜的机会,则收购对手出现将不会产生任何价格变动效应;另一方面,在任管理者也可能选择一个相当之低的负债水平使得他笃定要失败……如此一来,成功的收购要约与低负债水平改进了管理层,因而会有较高的股票价格。”[4](P59)

在资本结构管理控制学派的三大模型中,Israel 模型推出的时间是最迟的,模型内容也最为独特。Israel 本人一开始就很清楚地表明,与 Stulz 模型或 Harris - Raviv 模型相比,他的模型无论是在理论原点或方法上均有“重要差别”。从理论原点上,Stulz 模型或 Harris - Raviv 模型都认为,资本结构乃是通过管理者与外部股东之间在表决权分布上的影响进而才影响到收购的结果。而 Is-

Israel 模型却认为,资本结构应是通过对有表决权证券和没有表决权证券之间在现金流量分布上的影响才进而影响到收购的结果。Israel 认为,尽管控制权的变动会导致单个企业的债务价值的显著增加或减少,但就整体平均而言,债务价值在控制权变动时却不一定会出现显著的变动,所以无法单纯从债务变动上来考察 Stulz 模型或 Harris - Raviv 模型是否成立。因此,Israel 觉得,从 Israel 模型的理论原点来看,资本结构是通过有表决权证券和没有表决权证券(即权益与债务)之间在现金流量分布上的影响来左右收购的结果,换句话说,资本结构影响到协同利益如何在收购方和目标公司之间进行分配。这一影响有两方面:一方面,较高的债务水平产生较高的债务溢价,造成收购的协同利益从收购方转移到目标公司手里,从而产生负债的价值增加效应;另一方面,较高的债务水平也导致了大部分协同利益为目标公司债权人所攫取,留给目标公司股东和收购方的协同利益就相当之少,这就导致要么收购变得利润很低,要么对收购方的管理能力要求很高(能够产生出较高的协同利益),如此一来,出现收购的概率就很低,从而产生负债的价值减少效应。因此,Israel 认为,在职管理者正是在对价值增加效应与价值减少效应的相互权衡中选择最优企业资本结构。从方法论上看,Israel 模型与 Stulz 模型或 Harris - Raviv 模型相比较,也具有不同特点。这些不同的地方包括三个方面:首先,可以考虑个人借贷,而不像 Stulz 模型或 Harris - Raviv 模型那样严格限制个人借贷;其次,不用考虑企业的所有权结构;第三,无需受目标公司股东与其在职管理者之间代理问题的影响。

三、资本结构管理控制模型的实证检验

Stulz 模型、Harris - Raviv 模型和 Israel 模型包含了丰富的实证检验假设在内,例如 Stulz 的四项结论,Harris 和 Raviv 的两个定理,Israel 的定理 2 至定理 7,遗憾的是,无论是 Stulz 或 Harris 和 Raviv,还是 Israel,都没有亲自做过这方面的实证检验。公司控制权市场学派中有关公司控制权市场部分的实证检验早先主要是借用公司财务其他相关领域里的实证研究结果,例如 20 世纪 80 年代一批学者关于资本结构变动效应的实证分析,其中包括 Masulis(1980,1983)等人关于转换要约的分析,Dann(1980)和 Vermaelen(1981)等人关于股票回购的分析,Korwar(1983)、Asquith 和 Mullins(1985)等人关于多次发行的分析,Mikkelson(1981)、Dann 和 Mikkelson(1983)关于可转换债券发行的分析,Dann 和 DeAngelo(1988)关于所有权结构的分析,以及 Amihud,Lev 和 Travlos(1990)关于投资机会选择的分析。这批实证研究内容参差不齐,方法前后各异,结论多有出入,何况还是借用别人的东西,结果当然不甚理想。其中较为值得一提的是 Dann 和 DeAngelo(1988)的文章。Dann 和 DeAngelo 的文章里有两句话谈到了资本结构与公司控制权市场之间的关系。在第一句话里,他们说:“从表决权的集中角度来解释股票回购同样也是最近由 Harris 和 Raviv(1988)和 Stulz(1988)建立的资本结构模型里所隐含的意义。”在第二句话里,Dann 和 DeAngelo 又说:“事前选择资本结构……本身代表了一种反收购防御办法”,不过,他们认为,这方面内容仍是“悬而未决的实证问题”。[5](P114 - 115)

自 20 世纪 80 年代末,开始有学者直接进行关于资本结构管理控制模型的实证检验,包括 Friend 和 Lang(1988)、McConnell 和 Servaes(1990,1995)等,新近的研究则有 Berger、Ofek 和 Yemack

(1997)。Friend 和 Lang 检验的基本想法很简单。他们认为:作为内部人的管理者所持有的股份越高,他们根据自我利益来调整公司负债比率的能力和动机就越强;此外,由于公司里除管理者之外,往往还存在大量的非管理性大股东,受这些大股东的约束,管理者常常无法按其意愿调整公司的负债比率,因此,必须分析这类大股东是否对管理者起到一定的监督作用。Friend 和 Lang 检验样本包括 1979 - 1983 年间于纽约证券交易所挂牌上市的 984 家公司。他们的证据说明在开放型公司(管理者持股比例较低的公司)里,管理性大股东持有股票的市场价值以及管理性大股东持有股票比例均对公司的负债比率产生显著的负面影响,也表明了开放型公司里,尽管存在着一定数量的非管理性大股东,管理者仍具有较强的能力和动机根据其自身利益的需要来调整公司的资本结构。相反,在封闭型公司(管理者持股比例较高的公司)里,管理性大股东持有股票的市场价值以及管理性大股东持有股票比例对负债比率或者没有显著影响,或者是显著性没有那么强,证据“反映了在封闭型公司里,管理者从其自身利益出发调整负债的动机和能力都比在开放型公司里的管理者要来得低”。[7](P277)综合以上证据,尽管 Friend 和 Lang 自认他们的结果可能在方法论和变量之间的因果关系上存在某些缺陷,但他们还是觉得,“一般而言”,这一实证结果支持了资本结构管理控制模型的假设。

普渡大学的 McConnell 和北卡罗莱纳大学的 Servaes 相继于 1990 年和 1995 年发表的两篇合作论文,可谓是资本结构管理控制模型实证检验中精巧的“小品”。之所以说它们是“小品”,除了这两篇论文里涉及到这方面检验的篇幅很短外,主要还在于两篇文章的检验范围较窄,检验方法也相对较为简单。在 1990 年《关于股票所有权与公司价值的新证据》一文里,McConnell 和 Servaes 基本上只是在检验 Stulz 的一个论点,即企业价值与其内部人持有的股票比例成一种曲线关系。McConnell 和 Servaes 分别以纽约证券交易所和美国证券交易所 1976 年的 1 173 家上市公司和 1986 年的 1 093 家上市公司构成检验样本,然后选择托宾 q 为因变量,管理者与董事成员持股比例(INO)、大股东持股比例(LB)和机构投资者持股比例(INSTO)为自变量进行回归。他们的实证结果显示:如果以管理者与董事成员的持股比例(INO)来衡量内部人持股比例,则有“强有力证据”表明企业价值与内部人持股比例之间存在曲线关系,企业价值先升后降。在较低的持股比例上,内部人持股比例对企业价值产生“强烈”的正面影响,而大股东持股比例对企业价值没有独立的影响。[8]不过,McConnell 和 Servaes 的这篇“小品”仅仅只是谈到了企业价值与企业内部人持股之间的关系,尚未谈到资本结构(负债比例)与这两者之间的关系。换句话说,McConnell 和 Servaes 的文章还没有理清资本结构、所有权结构、公司控制权市场以及企业价值之间的纷乱头绪。于是,在 1995 年的《权益所有权与债务的两面性》一文里,他们把债务杠杆因素添补到 1990 年的检验方程里。[9] McConnell 和 Servaes 的实证结果包括如下两部分:(1)关于企业价值和债务杠杆。实证结果表明,在低增长样本组里,托宾 q 与企业债务之间参数估计值在三个样本检验期间均显著为正,相同检验期间内,在高增长样本组里,托宾 q 与企业债务之间参数估计值均显著为负。(2)关于企业价值和内部人持股比例。McConnell 和 Servaes 修正了他们早先的结论,内部人持股比例与托宾 q 之间的关系不再得到“强有力”的支持,而仅仅只是得到“适当的”支持。

应该说,早期关于资本结构与公司控制权市场理论的实证检验重点基本放在管理者的持股比

Amihud、Lev 和 Travlos 的文章也可以被看成是对资本结构与公司控制权市场理论之间关系的一份间接检验。之所以把它看成是间接检验,因为 Amihud 等人并没有研究资本结构与公司控制权市场,而只是分析收购的融资方式是否与公司控制权市场相关。正由于 Amihud 等人的检验并不是关于 Stulz 模型或 Harris 和 Raviv 模型的直接检验,所以 Amihud 等人不敢说他们的结论是否支持了这些模型,他们只是简单地将其结果说成是“推进了”资本结构与公司控制权市场理论之间的假设。[6](P603 - 616)

所谓非管理性大股东,是指持有公司发行在外股票比例在 10% 或以上的股东。

例与负债比率之间的关系上,这一点当然可以被看成是符合 Stulz 模型、Harris - Raviv 模型以及 Israel 模型的精神。但是,随着学术界对资本结构与公司控制权市场之间理论关系的深入理解,学者们认识到,Stulz 等人的模型只是对公司控制权市场理论解释的“一个版本”。关于资本结构与公司控制权市场理论两者之间关系的实证研究,其内容其实可以更为广泛地扩展到公司治理和反收购立法等方面,其研究方法和研究手段也可以更为复杂。Berger、Ofek 和 Yermack 以及 Carvey 和 Hanka 等人的实证分析正体现了这一趋势。

Berger 等人的实证研究分为两大部分,第一部分探讨企业债务杠杆的相对水平与公司治理变量之间的关系。他们在第一部分中所选择的因变量是债务比率,且以账面价值和市场价值分别表示。Berger 等人的样本包含了 1984 - 1991 年之间 409 家公司的 2 196 个观察值。他们所选择的自变量则形形色色,除了诸如高层管理人员的任期及持股比例、是否存在大股东、董事会的规模与构成等所谓衡量公司治理的变量外,Berger 等人还塞进了诸如公司规模、抵押资产价值、非税收利益、研究与开发费用以及销售费用、管理费用与财务费用等等他们认为会“影响到债务杠杆”的控制变量。因此,这部分的实证结果自然也五花八门,不一而足。由于这一部分没有说明企业债务杠杆与公司治理变量之间的因果关系,所以,Berger 等人又展开第二部分分析,即分析企业债务杠杆在出现影响公司治理结构的突发事件后是否发生显著变化。Berger 等人主要选择与失败的收购、高层管理人员变更和董事会变动三个事件相关的哑变量,这三个事件都体现了公司治理的变动情况。Berger 等人的回归结果表明:(1)当公司面临被收购而收购又不成功时,公司的债务杠杆都会出现相当规模的显著增加;(2)高层管理人员的变动同样导致较高的债务杠杆,尽管两者之间的关系在统计上不显著;(3)董事会的变动与新发行的债务有关。Berger 等人自信地认为:“我们的结果强烈地表明管理者防御的程度影响了企业的资本结构”^[10](P:412),并且把这一结论看成是“本文的主要贡献”。

Carvey 和 Hanka 于两年后发表了一篇自称可作为 Berger 等人论文“补充”的实证检验报告。他们的研究思路与 Berger 等人研究的第二部分内容相类似,不过,Carvey 和 Hanka 所选择的影响公司债务杠杆变化的事件不同。在 Carvey 和 Hanka 检验中,美国地方州第二代反收购立法被圈定作为一个特定的影响事件,以此“比较在反收购立法保护前后公司的财务政策”。^[11](P522)第二代反收购立法是公司控制权市场的重要组成部分,采用这一事件进行检验势必更为贴切地突出了公司控制权市场与资本结构理论之间的关系。Carvey 和 Hanka 设计的自变量也完全体现了第二代反收购立法的特点。除负债比例、资产收益率(ROA)、股票收益率、总资产等例行的控制变量外,Carvey 和 Hanka 主要加入了保护变量(protected)、地方州变量(state)和时间变量(time)三个哑变量。其中,以 1987 年作为美国第二代反收购立法的分水岭,1987 年之前成为前反收购立法时期,1987 年之后称为后反收购立法时期。保护变量反映了样本公司是否受反收购立法所保护,地方州变量反映样本公司是否处于通过反收购立法的州,时间变量反映样本公司是否处于第二代反收购立法之后的期间内。Carvey 和 Hanka 所采用的样本包括 1982 - 1990 年之间的 1 203 家公司。他们的多元回归结果主要包括:(1)保护变量意味着在后反收购立法时期,受保护的公司与未受保护的公司之间的债务比例差额大约每年要减少 8%。(2)地方州变量表明,与前反收购立法时期相比,后反收购立法时期出现了反转现象,企业债务比例由增转减。(3)部分企业除受反收购立法保护外,本身还设置了其他反收购方法,如在俄亥俄州和宾夕法尼亚州,企业可以通过选择加入或选择放弃来决定是否受反收购立法的保护,部分企业还采用了毒药丸防御方法等等。这些反收购方法同样也会导致企业债务比例的降低或提高。Carvey 和 Hanka 认为:“总体而言,我们对选择加入或选择放弃以及毒药丸防御方法的考察没有得到明确的结论。”^[11](P535)(4)伴随着第二代反收购立法,企业的融资政策从债务融资转向权益融资,“后反收购立法时期权益融资的增加部分大致上正好补上了债务融

资的减少部分”。^{[11](P535)(5)}与此同时,没有证据表明企业的规模与盈利能力在这段时期发生了较大的变化。

四、若干评论

从以上分析可以看出,以 Stulz 模型、Harris - Raviv 模型和 Israel 模型为代表的资本结构管理控制学派具有以下两大特点,这两大特点其实也同时体现了后资本结构理论中“后”一词的内涵。

首先,“后”代表的是一种“非现代”、超越“新”理论的思维,它反映了对此前理论的否定;后资本结构理论既是对现代资本结构理论的一种批判,也是对新资本结构理论的一种怀疑。后资本结构理论摆脱了现代资本结构理论的传统分析框架,对影响企业资本结构的其他传统因素(如税差、破产成本等)一概予以忽视。例如 Stulz 只是简单地认为,那些因素只会改变问题的程度,而不会改变问题的结论。同时,最为重要的是,后资本结构理论中省略了新资本结构理论中信息不对称这一核心内容,代之以观点更为新潮,内容更为宽泛的其他理论解释。例如资本结构管理控制学派就以公司控制权市场理论取而代之。资本结构管理控制学派的代表性人物之一 Stulz 就公开宣称:“最后一点,我们忽略了信息不对称。”^{[3](P50)}为什么要忽略掉这样一个在新资本结构理论中扮演重要角色的理论呢? Stulz 的回答很有意思,他说:“虽然要构建起一个体现表决权分布效应、激励效应和信息不对称等内容的模型是一项富有挑战性的工作,但远远超出本文的范围。”^{[3](P50 - 51)}换个角度来理解,Stulz 认为他的模型已经够用,根本不需要再借用到信息不对称理论;Harris - Raviv 模型同样也不再以信息不对称为中心。他们在模型中曾提到:“我们假设信息是对称的。”^{[4](P62)}一句话就把信息不对称理论的作用轻而易举地抹掉了。

其次,前缀词“后”同时也表明后资本结构理论对前面各类资本结构理论的一种继承和沿袭的渊源关系,是同一财务学研究领域里思想的一贯延伸,它所追求的是用新的理论和新的概念去解决现代资本结构理论和新资本结构理论所无力解决的财务学问题,而不应被看成是与既有理论的彻底决裂。因此,尽管我们接受后资本结构理论在某些观点上对现代资本结构理论和新资本结构理论的批判,但此类批判并不是要全盘地抛弃现代资本结构理论和新资本结构理论。总体而言,后资本结构理论与新资本结构理论都可以被看成是处于现代资本结构理论之后并与之衔接的新理论。无论是资本结构管理控制学派还是资本结构产品市场学派,后资本结构理论显然并没有把新资本结构理论的其他学派完全排除在他们的模型之外,甚至在某些方面又回到现代资本结构理论框架上。例如,像 Dann 和 DeAngelo、Ingersoll、Brennan 和 Schwartz、Vermaelen、Mikkelson、Partch 以及 Jarrell 和 Poulsen 等一大批关于资本结构中信号效应的实证检验文献被广泛用来证明资本结构管理控制学派的主要论点。在这一点上,后资本结构理论传承了新资本结构理论的智慧。而 Stulz 在文中花了大量的笔墨讨论完资本结构与管理者所掌握的表决权比例之间的关系后,坦陈:“管理者在选择公司的负债—权益比率时试图要权衡负债的边际成本和收益。”^{[3](P40 - 44)}看得出来,在这里,Stulz 又回到现代资本结构理论的分析套路上了。

同时,我们也应该看到,后资本结构理论本质上也存在局限。首先,后资本结构理论只是对现代资本结构理论与新资本结构理论进行挑战,却没有办法推翻新资本结构理论,也无力给资本结构理论重新搭建起一个全新的理论框架。与新资本结构理论对现代资本结构理论的多方位的取代不同,后资本结构理论充其量只是转换了新资本结构理论的视角。其次,后资本结构理论虽然在理论模型上成功地挑战了新资本结构理论,但这种理论上的挑战在经验证据上所能得到的支持是十分有限的。仅仅靠像 McConnell,和 Servaes,Carvey 和 Hanka 以及 Berge 等少数人的实证检验是无法坐实作为后资本结构理论代表性流派之一的资本结构管理控制学派。与现代资本结构理论和新资本

结构理论所拥有的大量丰富的经验证据相比,后资本结构理论的实证检验就显然太过于单薄。当然,随着包括资本结构管理控制学派在内的后资本结构理论逐渐被认识和接受,相关的实证检验将会有所发展。这也是我们所要拭目以待的。

参考文献:

- [1] HARRIS, M. , and RAVIV, A. , The theory of capital structure[J]. *Journal of Finance* 46 , 297 - 355 ,1991.
- [2] 维斯顿,郑光和苏. 接管、重组与公司治理[M]. 李秉祥,等译,大连:东北财经大学出版社,2000.
- [3] STULZ, R. , Managerial control of voting rights: Financing policies and the market for corporate control[J]. *Journal of Financial Economics* 20 , 25 - 54 ,1998.
- [4] HARRIS, M. , and RAVIV, A. , Corporate control contests and capital structure[J]. *Journal of Financial Economics* 20 , 55 - 86 ,1988.
- [5] DANN, L. Y. , and DEANGELO, H. , Corporate financial policy and corporate control: A study of defensive adjustments in asset and ownership structure[J]. *Journal of Financial Economics* 20 , 87 - 128 ,1988.
- [6] AMIHUD, Y. , LEV, B. , AND TRAVLOS, N. G. , Corporate control and the choice of investment financing: The case of corporate acquisitions[J] , *Journal of Finance* 45 , 603 - 616 ,1990.
- [7] FRIEND, I. , and LANG, L. , An empirical test of the impact of managerial self - interest on corporate capital structure[J] . *Journal of Finance* 47 , 271 - 281 ,1988.
- [8] Additional evidence on equity ownership and corporate value[J]. *Journal of Financial Economics* 27 , 595 - 612 ,1990.
- [9] MCCONNELL, J. J. , and SERVAES, H. , Equity ownership and the two faces of debt[J]. *Journal of Financial Economics* 39 , 131 - 157 ,1995.
- [10] BERGER, P. G. , OFEK, E. , and YERMACK, D. L. , Managerial entrenchment and capital structure decisions[J]. *Journal of Finance* 52 , 1411 - 1438 ,1997.
- [11] GARVEY, G. T. , and HANKA, G. , Capital structure and corporate control: The effect of antitakeover statutes on firm leverage[J]. *Journal of Finance* 54 , 519 - 546 ,1999.

[责任编辑:沈小波]

Theory of post Capital Structure : Formation and Development

SHEN Yi-feng , SHEN Hong-tao , HONG Xi-xi

Abstract :As one of the representative schools of Post - theory of Capital Structure , Managerial Model of Capital Structure grows up while the Neo - theory of Capital Structure is diminishing and the market for corporate control is developing to its zenith. It places emphasis on the relationship between capital structure and the market for corporate control and also highlights the important role of managers in capital structure decision. It mainly includes three important theoretical models: Stulz Model , Harris - Raviv Model and Israel Model. The results of empirical researches limitedly support its theoretical hypothesis , and it is not only a criticism but also a heritage and development of the Modern and Neo - theories of Capital Structure.

Key words :capital structure , corporate value , market for corporate control