

西方资本结构理论的整合 ——基于产权理论*

欧阳春云

(华南师范大学 增城学院会计系,广州 510000)

[摘要]在产权制度分析的框架下,构造共同财产模型来说明企业资本结构影响企业利益相关者之间的共同财产,从而影响企业价值(生产效率)的机理,这样,自成体系的现代西方资本结构理论便可以统一于共同财产的理论框架之中。

[关键词]产权制度;共同财产;资本结构;企业价值

[中图分类号]F032.1 [文献标识码]A [文章编号]1672-0598(2008)01-0053-05

现代西方资本结构理论基于不同的方法建立各自的模型群为我们确定了四种资本结构的决定因素,即希望通过调整企业的资本结构能:1. 缓解对公司资源有索取权的不同群体之间的利益冲突,包括经营者(代理方法);2. 把私人信息传递给资本市场以缓解逆向选择的影响(非对称信息方法);3. 影响产品和投入市场中的产品或竞争的特性;4. 影响公司控制权争夺的结果。上述各种方法虽然能从某一方面解释资本结构问题的某一侧面,但各方法之间相互独立,自成体系,缺乏逻辑性统一。那么,我们能否建立一个总模型或用一种方法将上述各方法统一于一个理论框架之中,从而使西方资本结构理论变得逻辑清晰和更易于理解呢?我们将会发现产权的方法(共同财产的方法)是有效的途径之一。

一、资本结构的产权制度含义

西方学者对“共同财产”的表述千差万别,如西方产权理论称此种占有为“分润”(residual claimant)或“攫取财富”的行为;科斯说成“公共财产”;德姆塞茨称之为“外在性”;威廉姆森称之为“经济价值被剥夺”;巴泽尔称之为“共同财产”,尽管用词差别很大,但含义却相同——专指本应归私人所有者得到,却被有关的他人所无偿占有的财产收益。显然,这个定义仅将“共同财产”理解成两产权主体在同一利益范围内,此增彼减的零和博弈过程中形成的一种可供再分配的收益,因而仅仅局限于分配

领域。然而,科斯认为“存在着这种可供再分配的收益是不合理的”,在这种情况下需要给未被认可的权利确定“所有权”,因此需要调整双方的权利、责任,使双方为他们的各自利益而行动,最大限度地增加产出,这样他通过对共同财产问题的研究将分析的视野由分配领域扩展到生产领域,研究人们在生产过程中结成的相互关系,因此仅将共同财产理解成可供再分配的财产收益便显得不够用了,因为无法表达其对生产配置效率的影响。我们知道可供再分配财产收益的存在,既破坏了产权主体的利益预期,挫伤了产权主体的积极性,同时又腐蚀了经营者的责任心,强化了他们的机会主义行为,因而是生产配置效率的严重障碍,是一个负和博弈过程。在这个意义上,“共同财产”也就应该定义为:产权主体交易过程中由于产权基本特征被打破而导致的可供再分配财产收益以及由此引起生产效率损失,也就是说,共同财产应包括经济价值的剥夺和经济价值的耗散两部分。

“共同财产”这个概念是理解和把握现代产权经济理论的一把钥匙,“共同财产”是架设在生产关系(产权制度)和生产力(效率)之间一座桥梁。有了“共同财产”这个概念,不同的产权制度优劣就变得可以比较,共同财产是效率的损失,那么共同财产最小则意味着效率最大,这就为组织体制的选择提供理论支撑。

* [收稿日期]2007-11-24

[作者简介]欧阳春云(1973-),男,湖南攸县人,华南师范大学增城学院会计系,讲师,经济学硕士。研究方向:证券投资,中国注册会计师协会会员(非执业)。

新制度经济学认为,企业是企业相关利益者之间契约的联结点,是界定相关利益者的产权关系的一种制度安排。企业资本结构是一种产权分配方法,在一定资本结构下企业各产权主体之间的共同财产是不同的,企业可以通过调整其资本结构从而理顺企业利益相关者之间的产权分配关系(减少经济价值剥夺)来减少经济价值的耗散,即通过调整企业资本结构来影响企业各利益相关者之间的共同财产以达到产权配置效率。基于这一点,我们可能清晰地理解现代西方资本结构理论的各种方法和模型之间的逻辑联系。

二、西方资本结构理论的共同财产模型

一般说来,企业利益相关者包括企业所有者、债权人、经营者、员工、供应商、产品市场竞争者、潜在投资者、潜在的接管者、国家或政府,社区等等,上述各模型群只是从某一特定机理上说明了企业资本结构对于特定相关利益者之间共同财产的影响以及由这种影响所造成的经济后果,沿着这条基本思路,我们可以构造出许多资本结构的理论模型,模型的数量将是相关利益者个数和作用机理个数的函数,但是由于资本结构作用于各利益相关者之间共同财产的机理及效果并不一致,也就决定了模型的代表性和取舍。

下文将构造几个主要的模型用共同财产的方法来说明资本结构对于特定利益者之间的共同财产的作用机理及效果,尝试从产权制度的视角整合现有的资本结构理论。

(一) 股东和经营者之间的共同财产模型

随着经济社会发展,现代企业制度的确立,企业的所有权和经营权明显分离,分别归属于企业股东和经营者。所有权和经营权分离实际上就是基于一定财产之上的产权权能分割,并构成新的产权。伴随这种产权权能分离,一方面带来了分工效益,另一方面也引致了额外成本(共同财产)。形成所有者和经营者之间共同财产的主要原因是所有者和经营者的产权的排他性被不同程度地打破,权利和责任不完全匹配(所有者拥有了剩余收益权却并不承担经营财产所带来的全部成本,经营者拥有了企业的控制权却并不享受由此带来的全部收益)。假定不考虑其他产权界定方法(如所有者对经营者的监控)的情况下,他们之间的共同财产通常包括经济价值的剥夺(如经营者在职消费)和经济价值的耗散(如次优决策和努力水平下降所带来

的效率损失)。企业资本结构的调整能否有助于改善这种状况呢(共同财产减少)?如果能,那么其作用机理又是怎样呢?下面我们仅就经营者努力水平引起共同财产建立一个简单的数学模型,以便精确地描述资本结构的调整对于这部分共同财产的作用机理。

基本假设:

- (1) 企业资产具有充分流动性不存在破产成本;
- (2) 模型中符号的价值量全部理解为现值;
- (3) 企业只发行普通股和债券;
- (4) 公司中只有一个经营者(最高协调者)拥有公司所有权;
- (5) 公司融资规模固定,资本结构调整只有股票和债权之间替代,不额外筹资;
- (6) 资本结构的调整无交易成本;
- (7) 不考虑经营者均衡工资水平。

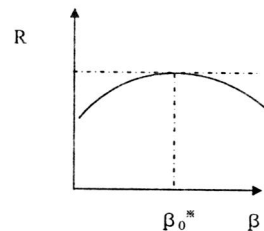
符号说明: B (债权); S (股权); n (经营者持股比例); β (经营者努力系数,努力程度越高系数越大); A (经营者在企业破产时所遭受的损失,如人力资本贬值和控制权收益的丧失,假定是常数); $L = B/S$ (财务杠杆); X (理解成理想产权时共同财产可以实现的价值量); $P = P(L, \beta)$ 指企业破产的概率是 L 和 β 的函数 $P/L > 0, P/\beta < 0$; V (企业价值) $= V_S$ (股权价值) $+ V_B$ (债权价值), $v/\beta > 0$; $C = C(\beta)$ 指经营者努力成本 $c/\beta > 0$ 。

正式分析:

1. 对于给定的财务杠杆 $L_0 = B_0/S_0$ 时,经营者通过最大化自身的财富 R 来选择努力水平 β_0 。如图 1 所示:

$$R = n_0 V_s(\beta) - C(\beta) - AP(\beta, L_0)$$

则 $R/\beta = 0$, 此时企业总产出为 $F_0 = V(\beta_0) - C(\beta_0)$

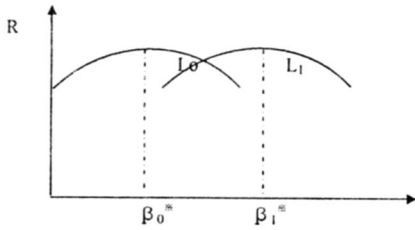


(图 1)

当所有者和经营者同一时 ($n = 1$), 所有者和经营者之间不存在共同财产。企业总产出 $F = V(\beta) - C(\beta)$, 当 $F/\beta = 0$ 时, $\beta = \beta_0$, 净产出最大为 $F = V(\beta_0) - C(\beta_0)$, 很显然, $F > F_0$, 则所有者和经营者之间共同财产 $X_0 = F - F_0$

(忽略与债权人之间的共同财产)。

2. 调整财务杠杆至 $L_1 > L_0$, 经营者将依据新的 L_1 确定最优努力水平 β_1 , 使 $R/\beta_1 = 0$, 由于财务杠杆增加, 使经营者持股比例增大和破产概率增大 ($P(\beta, L_1) > P(\beta, L_0)$), 这样促进经营者更在乎股权价值和担心破产的发生, 通过数学模型易知 $\beta_1 > \beta_0$, 即财务杠杆增加有助于经营者最优努力水平的提高。(如图 2) 此时

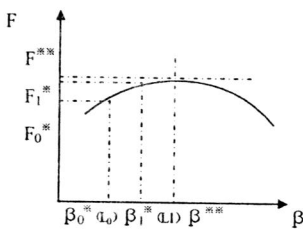


(图 2)

企业所有者和经营者之间的共同财产 $X_1 = F - F_1$

3. 不同财务杠杆下的所有者和经营者之间的共同财产比较

如图 3 可知, 当 $\beta_0 < \beta_1$, 随着财务杠杆 L 逐渐增大, β_1 逐渐增大, 在达到 $\beta_1 = \beta_0$ 之前共同财产逐渐减少, 尔后随财务杠杆增大共同财产逐渐增大, 存在一个最优的财务杠杆 L , 使得 $\beta_1 = \beta_0$ 时净产出最大, 共同财产最小。 β_0 的左边则表示财务杠杆不足, 此时经营者为不努力付出的成本太少, β_1 的右边则表示财务杠杆过度, 此时经营者为不努力付出了太多的代价。



(图 3)

总结: 在一定资本结构(财务杠杆)下, 经营者基于自身财富极大化选择最优努力水平, 然而由于其努力的权利和努力责任不对称导致了共同财产的存在。企业通过调整财务杠杆可以调整经营者权利和责任的匹配, 改变所有者和经营者之间的共同财产。随着财务杠杆的增加, 均衡努力水平提高, 共同财产先是逐渐减少直至达到最小(最优)然后逐渐增加。这样, 理论上存在一个最优的财务杠杆, 使权利和责任完全匹配, 两者之间共同财产最小, 企业价值最大。

(二) 企业所有者与债权人之间共同财产模型

我们知道现代企业中, 企业所有者拥有公司持续经营条件下的决策权同时以自身资本投入公司并承担有限责任, 这就决定了所有者可以分享到由决策权所带来的收益的大部分却无须承担决策权所带来成本的全部(债权人承担), 所有者和债权人之间共同财产便由这种决策权和与之相关的收益和成本不匹配而产生。下面我们用一个简单的模型来说明两者之间共同财产形成的机理以及资本结构对这种共同财产的作用。

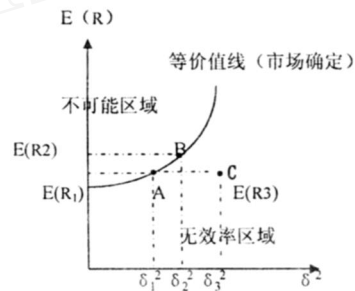
基本假设: (1) 公司只发行普通股和债券;

(2) 融资规模确定且不变;

(3) 只考虑一期决策, 投资项目相斥;

(4) 企业价值取决于投资项目的风险和预期回报。

$V = V_S + V_B = V(E(R), \sigma^2)$, 且 $V/\sigma^2 > 0$, $V/\sigma^4 < 0$ 。(图 4 - 4) 符号说明: B(债权); S(股权); V(企业价值) = $V_S + V_B$; E(R) (项目的预期回报); σ^2 (回报方差)。



分析过程:

1. 如图 4 所示, 企业面临的投资机会被等价值线(此线上公司价值为定值)分成两部分, 此线由市场确定, 左边为不可能区域, 右边为无效率区域。当企业只发行股票时 S_0 , 所有者将依据自身的风险偏好选择一个项目(位于等公司价值线上), 设其为 A 点, 相应的回报为 $E(R_1)$, 风险方差 σ_1^2 , 企业价值 $V_1 = V_{S_0} = V(E(R_1), \sigma_1^2)$ 。

2. 当公司不仅发行股票 S_1 同时还发行公司债券 B_1 时, 拥有公司投资决策权的股东仍然会 A 点吗?

(1) 假设公司仍然 A 点, 则 $V_1 = V_{S_1} + V_{B_1}$ (此时 V_{B_1} 是市场竞争确定的价值)。

(2) 假设公司选择沿着等价值线向上移到 B 点时, 则 $V_1 = V_2 = V_{S_2} + V_{B_2}$ 。由于 $\sigma_2^2 > \sigma_1^2$, Merton(1973, 1974) 证明, 当收益分布的方差增加时, 股票(即买方期权)价值也增加, 故 $V_{S_2} > V_{S_1}$ 。这就表示 $V_{B_2} < V_{B_1}$, 因为 $V_{B_1} = V_1 - V_{S_1}$, $V_{B_2} = V_2 - V_{S_2}$ 。此时所有者和债权人的共同财产 $X_2 = V_{B_1} - V_{B_2} = V_{S_2} - V_{S_1} > 0$ (只存在经济价值剥夺不

存在经济价值耗散,公司所有权接受高方差项目能

将债券持有人手中的财富转移到自己手中)。(3)同样公司选择等价值线右边的一点,为了便于分析,我们设公司选择 C 点,此时 $E(R1) = E(R3)$, $v_1^2 > v_3^2$ (在一定限度内),我们很容易得到, $V_{S3} > V_{S1}$, $V_3 < V_1$,也就意味此时所有者手上债权之间的共同财产 $X_3 = (V_1 - V_3) + (V_{S3} - V_{S1})$, X_3 中不仅包含经济剥夺($V_{S3} - V_{S1}$),同时还包含经济价值耗散($V_1 - V_3$)。

当公司只拥有以上 3 个投资机会时,有一点可以确定,所有者决不会 A 点,至于选择 B 点还是 C 点则取决于 V_{S3} 与 V_{S2} 大小。无论 B 点还是 C 点都将产生所有者和债权人之间的共同财产。

结论:企业中债权融资的存在将导致企业所有者和和债权人之间共同财产的产生,至于共同的财产的多少则与其投资机会及资本结构有关。

(三)企业与其产品市场竞争者之间的共同财产模型

企业与其产品市场竞争者处于同一生存空间(如同一销售产品市场),两者的各自产权不可避免地发生关系,结果形成了“共同财产”。企业的财务杠杆(资本结构)对于这部份“共同财产”的争夺结果有影响吗?如果有,那么其作用机理又将是怎样呢?下面将以一个简单的博弈模型说明这种情况。

假设某一产品市场上仅存两个卖方寡头垄断者 A 和 B,这一产品市场上存在 100 单位潜在利润,A 和 B 为避免两虎相争决定通过谈判的方式来瓜分这 100 单位的潜在利润。至于 A 和 B 各自分得的利润份额将取决于各自谈判地位,竞争格局。我们将发现资本结构(财务杠杆)对于一方在双方中的谈判地位具有至关重要的意义。

(表 1,斗鸡博弈)

		A 企业所有者			
		进攻		防守	
B 企业所有者	进攻	- 20	- 20	- 15	60
	防守	60	- 15	50	50

1. 设 A、B 两寡头企业完全无差别(包括规模、生产函数、战略选择空间、行为方式、都是 0 负债、生产产品无差别),两企业的战略空间都只有进攻和防守两个市场战略,拥有战略决策权的企业所有者通过选择行动来最大化自身利益,其非合作博弈支付矩阵(分得利润数)如表 1 所示。如果 A 和 B 选择(防守,防守)的战略组合,那么各自将获得 50 单位的利润,两者获得总利润为 100 单位。然而不

幸的是,这是一个典型的斗鸡博弈,A、B 采用的(防守,防守)战略组合不是博弈的均衡解,(防守,进攻)和(进攻,防守)才是此博弈的两个纳什均衡。无论结果是那一个纳什均衡都将产生 55(100 - 60 + 15)单位的经济价值耗散和 75(60 + 15)单位的经济价值剥夺,为了避免这种情况的发生,A、B 两寡头走上了谈判桌,以图为此 130 单位(55 + 75)共同财产确定的所有权,此时 A、B 两寡头的用瓜分利润数表示的谈判空间都是(- 15,115)。

2. 为了说明财务杠杆(资本结构)对博弈格局,谈判地位的影响,设 B 企业没变,A 企业仅改变资本结构(股权换债权),战略决策权仍然是归股东,所有者仍然通过选择行动来最大化自己利益。这时我们会发现,企业盈利则全部归所有者(剩余索取权),亏损时则债权人要分担(股权的有限责任),因而 A、B 两企业的产品市场博弈格局将发生变化,其非合作博弈的支付矩阵(分得的利润数)表 2 所示。同样 A、B 不会选择(防守,防守)战略组合,尽管这将实现 A、B 总利润最大 100(50 + 50),(A 进攻,B 防守)才是这个非合作博弈唯一的纳什均衡。此时 A 企业的谈判空间用平分利润数表示为(60,115),B 企业则为(- 15,40),两企业所有者之间 55(100 - 60 + 15)单位的共同财产仅是经济价值耗散而不存在经济价值剥夺,因为唯一的纳什均衡已经为 45(60 - 15)单位的利润确定了所有权。

(表 2,支付矩阵)

		A 企业所有者			
		进攻		防守	
B 企业所有者	进攻	- 10	- 20	- 11	60
	防守	60	- 15	50	50

从上面分析我们可以看出,债务融资的一个可能优势是债务改变了企业所有者与产品市场竞争者的博弈格局,加强了股东与产品市场竞争者交易中的谈判地位,减少了两者之间的共同财产(尽管这个例子经济价值耗散没有减少,但通常情况不是这样)。

(四)企业在位者与潜在接管者之间共同财产模型

企业在位者和潜在接管者之间存在着企业控制权配置问题,企业控制权的错误配置(如拒绝能力高的潜在接管者进驻企业)将导致有关产权主体之间的“共同财产”形成。一定的资本结构(财务杠杆)是否有助于纠正这种控制权错误配置呢?或者说有助于减少相关产权主体之间的“共同财产”吗?

设某企业现由在位者控制并持有企业 n 份额股份,企业可以通过回购外部股票,发行债券的方式调整财务杠杆,同时也就改变了在位者的持股份额。在位者和潜在接管者将以协议的方式接管企业,潜在接管者所提供的股票收购价格是其自身能力的函数,能力越高其出价越高,同时企业价值增量(也就是股东价值增量,因为假设债权价值不受影响) V 是潜在接管者能力和在位者能力之差 i 的函数,即 $V = f(i)$, $v/i > 0$ 。在位者将权衡其所持股份的资本利得和处于控制地而带来的控制权收益(假设为常数 B) 的利益损失决定是否接受协议,放弃控制权。要想成功接管企业,则必须满足: R (在位者的财富增量) $= n \cdot v - B = n \cdot f(i) - B > 0$,其临界点是 $n \cdot f(i) - B = 0$,即 $f(i) = B/n$, $i = i_c$ 。在位者投入财富 W_0 一定的情况下,一定的财务杠杆 L 决定在位者的持股份额 n ,持股份额 n 决定临界能力增量 i_c 。由 $f(i_c) = B/n$,可知,随着 L 的增加, n 增加, $f(i_c)$ 减少, i_c 减少,因此,财务杠杆增加将导致临界能力增量 i_c 的减少和 $f(i_c)$ 的减少,而 $f(i_c)$ 又可理解成各产权主体之间的共同财产(因 $0 < i < i_c$ 的潜在接管者将不可能成功接管企业,尽管接管企业有功于企业价值的增加,也即一定财务杠杆下 $f(i)$ 将是经济价值耗散)。

这时我们可以得出结论:财务杠杆的增加有助于增加能力稍高的潜在接管者成功接管的概率,有助于减少这种控制权配置偏差,有助于减少各相关产权主体之间的共同财产和增加企业价值。

三、结束语

通过上面几个资本结构的简单模型(当然我们可以类似地构造出更多的模型),我们用“共产财产”的方法(产权方法)大致地描述出现代西方资本结构理论各模型之间的逻辑联系,即通过资本结构

的调整来影响相关利益者之间的共同财产而影响企业价值(生产效率)。“编排这个(西方资本结构理论)综述时,有几种方案是可行的。有一种方案在其他领域中被证明是有效的,其手段是建立或确定一个非常笼统模型,然后检查现有的模型怎样使这一框架专门化。这种方法有一个优势,可以清楚地显示出模型之间的关系。然而,对于资本结构,这种总体模型中必须包含着—系列特征是如此繁多和复杂,以至于不能透彻地理解由此产生的结构”。尽管资本结构对企业各产权主体之间的共同财产界定存在着冲突性以及由此带来分析问题的复杂性,但我仍然相信用共同财产的方法(产权方法)来整合现代西方资本结构理论是一个有意义的尝试。

【参考文献】

- [1](美)Y·巴泽尔. 产权的经济分析[M]. 上海三联出版社,上海人民出版社,1997.
- [2]卢俊. 资本结构理论研究译文集[M]. 上海三联出版社,2003.
- [3]盛世洪. 现代制度经济学(上下卷)[M]. 北京大学出版社,2003.
- [4]卢现祥. 西方制度经济学[M]. 中国发展出版社,2003.
- [5]刘文忻,胡涛. 资本结构研究中的控制权理论述评[J]. 经济动态,2003,(10).
- [6]Harris, M. and Raviv, A. The theory of capital structure[J]. Journal of Finance, March 1991.
- [7]Ross, Stephen. The determination of financial structure The incentive signaling approach[J]. Bell Journal of Economics, 1977.
- [8]Harris, Milton and Raviv. Corporate control contests and capital structure[J]. Journal of Finance, 1988.
- [9]Harris, Milton, and Artur Raviv. Capital structure and the information role of debt[J]. Journal of Finance, 1990. 45.
- [10]Stulz, Rene. Managerial discretion and optional financing policies[J]. Journal of Financial Economics, 1990. 26.
- [11]Aghion p., Bolton P., An Incomplete contracts Approach to Financial contracting[J]. Review of Economic studies, 1992. 59(3).

(责任编辑:朱德东)

On integration of western capital structure theories

—Based on property right theory

OU YANG Chunyun

(Department of Accounting, Zengcheng School, South China Normal University, Guangzhou 510000, China)

Abstract: Under analysis frame of property right system, this paper constructs joint property models to describe the joint property which is influenced by enterprise capital structure between shareholders in order to reveal the mechanism which influences the enterprise value (production efficiency), so that modern western capital structure theory with self system can be united into the theoretical frame of joint property.

Key words: property right system; joint property; capital structure; enterprise value