

第一节 资本结构理论

【知识点二】资本结构的其他理论

（一）权衡理论

未来现金流不稳定以及对经济冲击高度敏感的企业，如果使用过多的债务，会导致其陷入财务困境，出现财务危机甚至破产。企业陷入财务困境后所引发的成本分为**直接成本**与**间接成本**。

直接成本：企业因破产、进行清算或重组所发生的**法律费用和管理费用**等

间接成本：因财务困境所引发企业资信状况恶化以及持续经营能力下降而导致的企业价值损失（**客户、供应商、员工的流失**）

$VL = VU + PV$ （利息抵税） - PV （财务困境成本）

财务困境成本的现值由两个重要因素决定：

- （1）发生财务困境的**可能性**（收益现金流的波动程度）
- （2）企业发生财务困境的**成本大小**（高科技企业、不动产密集性高的企业）

权衡理论有助于解释有关企业债务的难解之谜。

- 1、财务困境成本的存在有助于解释为什么有的**企业负债水平很低**而没有充分利用债务抵税收益。
- 2、财务困境成本的大小和现金流的波动性有助于解释**不同行业之间的企业杠杆水平的差异**。

（二）代理理论

在资本结构的决策中，特别是在企业陷入财务困境时，更容易引起**过度投资**问题与**投资不足**问题，导致发生债务代理成本。债务代理成本损害了债权人的利益，降低了企业价值，最终将由股东承担这种损失。

1、过度投资问题

过度投资问题，是指因企业采用**不盈利项目或高风险**项目而产生的损害股东以及债权人的利益并降低企业价值的现象。发生过度投资问题的两种情形：

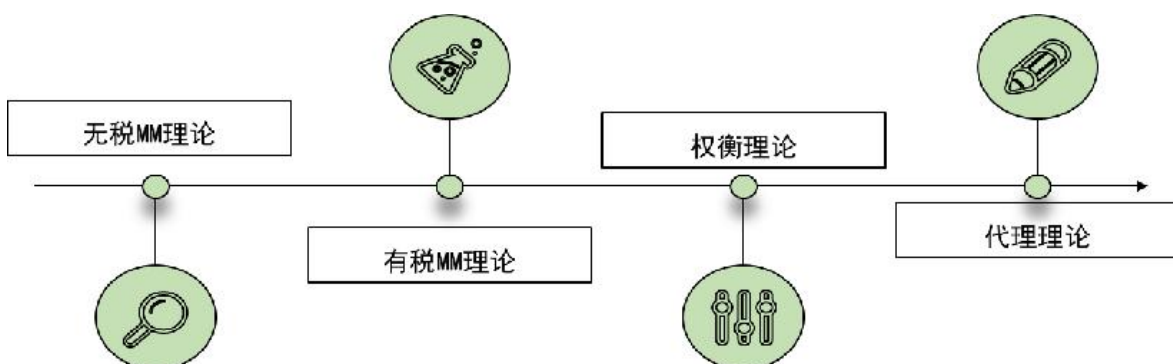
- 一是当企业经理与股东之间存在利益冲突时，**经理的自利行为**产生的过度投资问题；
- 二是当企业股东与债权人之间存在利益冲突时，**经理代表股东**利益采纳成功率低甚至净现值为负的高风险项目产生的过度投资问题。

2、投资不足问题

投资不足问题，是指因企业放弃净现值为正的投资项目而使债权人利益受损并进而降低企业价值的现象，投资不足问题发生在企业**陷入财务困境且有比例较高的债务时**。（不过了）

债务的**代理成本**既可以表现为过度投资问题，也可以表现为投资不足问题，债务在产生代理成本的同时，也会伴生相应的**代理收益**。具体表现为债权人保护条款引入、**对经理提升企业业绩的激励措施**以及**对经理随意支配现金流浪费企业资源的约束**等。

$VL = VU + PV$ （利息抵税） - PV （财务困境成本） - PV （债务的代理成本） + PV （债务的代理收益）



（三）优序融资理论

优序融资理论是当企业存在融资需求时，首先选择内源融资，其次会选择债务融资，最后选择股权融资。优序融资理论揭示了企业筹资时对不同筹资方式选择的**顺序偏好**。

优序融资理论是在**信息不对称框架下**研究资本结构的一个分析。这里的信息不对称，是指企业内部管理层通常要比外部投资者拥有更多更准的关于企业的信息。在这种情况下，企业管理层的许多决策，如筹资方式选择、股利分配等，不仅具有财务上的意义，而且向市场和外部投资者传递着信号。

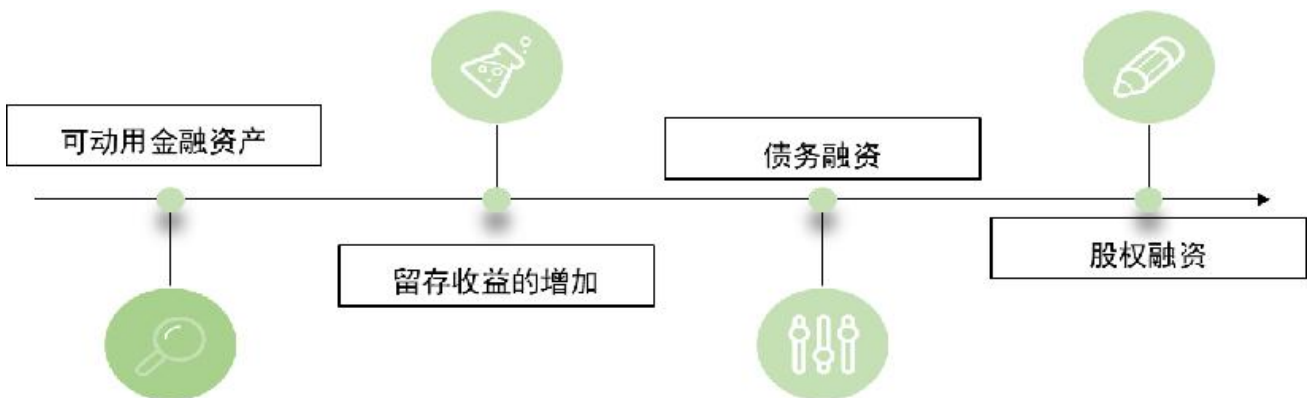


你品 你细品

在信息不对称的情况下，如果外部投资者掌握的关于企业资产价值的信息比企业管理层掌握的少，那么，企业权益的市场价值就可能被错误地定价。

- 1、当企业股票价值被**低估**时，管理层将避免增发新股，而采取其他融资方式筹集资金，如**内源融资或发行债券**；
- 2、而在企业股票价值被**高估**时，管理层将尽量通过**增发新股**为新项目融资，让新的股东分担投资风险。

外部投资者会产生**逆向选择**的心理：认为当企业**预期业绩好并且确定性程度较高**时，经理人员会选择**债务方式筹资**；而一旦经理人员对外宣称企业拟**发行新股**，实际上是在向市场传递其**未来投资收益并非有把握**实现经理人员预期目标的信号，导致股票市价下跌。



【例题·单选题】根据有税的MM理论，下列各项中会有影响企业价值的是（ ）。

- A. 财务困境成本
- B. 债务代理收益
- C. 债务代理成本
- D. 债务利息抵税

答案：D

解析：只有选项D是有税MM理论要考虑的。

【例题·单选题】在信息不对称和逆向选择的情况下，根据优序融资理论，选择融资方式的先后顺序应该是（ ）。

- A. 普通股、优先股、可转换债券、公司债券
- B. 普通股、可转换债券、优先股、公司债券

C.公司债券、可转换债券、优先股、普通股

D.公司债券、优先股、可转换债券、普通股

答案：C

解析：企业在筹集资金的过程中，遵循着先内源融资后外源融资的基本顺序。根据优序融资理论，选择融资方式的先后顺序应该是公司债券、可转换债券、优先股、普通股。