

第一节 资本结构理论

二、资本结构的其他理论

(一) 权衡理论

1. 基本观点

负债在为企业带来抵税收益的同时，也给企业带来了陷入财务困境的成本，此时，有 负债企业的价值是无负债企业价值加上抵税收益的现值，再减去财务困境成本的现值。

其表达式为： $V_L = V_U + PV(\text{利息抵税}) - PV(\text{财务困境成本})$

2. 财务困境成本

直接成本	企业因破产、清算或重组所发生的法律费用和管理费用等
间接成本	因财务困境所引发的企业资信状况恶化，以及持续经营能力下降而导致的企业价值损失。间接成本通常比直接成本大得多，具体表现为： 企业客户、供应商、员工的流失，投资者的警觉与谨慎导致的融资成本增加等

结论：最佳资本结构为当增加单位负债所增加利息抵税现值与财务困境成本现值相等时的负债比例为最佳资本结构。

【多选】 权衡理论认为企业在选择资本结构时，需要考虑的因素有（ ）。

- A. 利息抵税收益
- B. 折旧抵税收益
- C. 客户流失成本
- D. 破产清算费用

答案： ACD

解析： 根据权衡理论，企业价值=无负债企业价值+利息抵税现值-财务困境成本现值。财务困境成本包含直接成本和间接成本，如企业因破产、清算、重组发生的费用为直接成本，如企业因信用下降、持续经营能力下降而遭受的损失为间接成本。选项 C、D 分别是间接成本和直接成本，应选择 ACD 选项。折旧抵税收益属于经营活动因素，不属于资本结构理论考虑的因素。

(二) 代理理论

在资本结构的决策中，不完全契约、信息不对称以及经理、股东与债权人之间的利益冲突将影响投资项目的选择，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。

1. 债务代理成本

(1) 过度投资问题

如果企业处于财务困境，股东可能会选择净现值为负的投资项目。

假设：企业目前资产 80，负债 100，股东权益 0（资不抵债，股东以出资额为限承担有限责任，损失由债权人承担）。现在有一个机会，成功概率很低，但是一旦成功会使资产价值增加 30 万元。股东会选择投

资机会，尽管成功概率低，但是光脚不怕穿鞋的，万一成功，资产会达到 110，负债仍是 100，所有者权益 10。若要失败，也无所谓，股东权益已经是 0 了，损失由债权人承担。

(2) 投资不足问题

如果企业处于财务困境，经营者可能会放弃净现值为正的投资项目。

假设：假设企业目前资产 80，负债 100，股东权益 0（同上例）。现在有一个投资机会，成功概率很高，若成功可使资产价值增加 15。股东不会选择投资机会，就算成功，资产也才 95，负债仍 100，所有者权益还是 0。

2. 债务的代理收益

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

$$V_L = V_0 + PV(\text{利息抵税}) - PV(\text{财务困境成本}) - PV(\text{债务的代理成本}) + PV(\text{债务的代理收益})$$

【结论】最佳资本结构是在权衡理论的基础上，考虑债务代理成本的现值和债务代理收益的现值后，再进行权衡，能够使企业价值最大的资本结构。

(三) 优序融资理论

优序融资理论 (pecking order theory) 是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。

【提示】融资顺序：先内后外，先债后股

【单选】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、可转换债券、优先股、公司债券
- B. 普通股、优先股、可转换债券、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：优序融资理论认为，在信息不对称和逆向选择的情况下，企业在筹集资本的过程中，遵循先内源融资后外源融资的基本顺序。在需要外源融资时，按照风险程度的差异，优先考虑债权融资（先普通债券后可转换债券），不足时再考虑权益融资。