



不确定条件下企业
投融资决策互动关
系研究综述

前言

- ❖ MM理论有关投融资决策“别离法那么”
- ❖ 资金流学说
- ❖ 现代财务理论的观点
- ❖ 1. 负债融资不仅是企业的一种资金来源, 而且由于负债的利息税盾, 它也是决策者借以调控企业价值的一种手段。
- ❖ 2. 投资支出并不只是一种资金花费, 而且是一种价值创造的过程, 投资越多企业在未来的盈利能力可能越强, 此时企业会产生更高的负债承受能力。

- ❖ 同时期负债融资与投资支出的关系不仅是一种资金供求关系，而且是基于负债税收利益净值的协调与适应的关系。
- ❖ 因此，在认识企业投融资决策相互关系的过程中应当超脱于资金流学说的理论束缚，从不完善因素角度，如税收利益与破产本钱，继续深入挖掘两者的关联，以丰富相关的理论文献，为现代公司的财务实践提供相应的指导。

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，会导致陷入财务困境（financial distress），出现财务危机甚至破产。企业陷入财务困境后引发的本钱分为直接本钱与间接本钱。
- ❖ 直接本钱是指企业因破产、进行清算或重组所发生的法律费用和管理费用等；间接本钱是指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的价值损失。具体表现为企业客户、供给商、员工的流失，投资者的警觉与谨慎导致的融资本钱增加，被迫接受保全他人利益的交易条款等。

- ❖ 所谓权衡理论 (trade-off theory)，就是强调在平衡债务利息的抵税收益与财务困境本钱的根底上，实现企业价值最大化时的最正确资本结构。此时所确定的债务比率是债务抵税收益的边际价值等于增加的财务困境本钱的现值。
- ❖ 提示：由于债务利息的抵税收益，负债增加会增加企业的价值。随着债务比率的增加，财务困境本钱的现值也增加。在初期阶段，债务抵税收益起主导作用；当债务抵税收益与财务困境本钱相平衡，企业价值到达最大，此时的债务与权益比率即为最正确资本结构；超过这一点，财务困境的不利影响超过抵税收益，企业价值甚至可能加速下降。

❖ 权衡理论有助于解释有关企业债务的难解之谜。财务困境本钱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。财务困境本钱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。

代理理论

❖ (一) 债务代理本钱

❖ 管理者的决策一般会增加企业股权价值。企业有债务时，如果投资决策对股权价值和债务价值产生不同的影响时，此时就会发生利益冲突。如果企业陷入财务困境的风险较高，这样的利益冲突最有可能发生。

❖ 1. 过度投资问题

❖ 在企业遭遇财务困境时，即使投资工程的净现值为负，股东仍可能从企业的高风险投资中获利，即存在“过度投资问题”；

❖ 2. 投资缺乏问题

❖ 股东也可能不会选择净现值为正的新工程筹资，即存在着“投资缺乏问题”

❖ 过度投资与投资缺乏问题的存在，将会对债权

❖ (二) 债务的代理收益

❖ 债务在产生代理本钱的同时，也会伴生相应的代理收益。债务的代理收益将有利于减少企业的价值损失或增加企业价值，具体表现为债权人保护条款引入、对经理提升企业业绩的鼓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。

❖ (1) 债务的存在使得企业承担了未来支付利息的责任和义务，从而减少了企业剩余的现金流量，进而减少了管理者的浪费性投资；

❖ (2) 企业的债务水平较高时，债权人自己也会密切监督管理者的行为，从而为抑制管理者的疏忽失职提供了额外的防护。

优序融资理论

- ❖ 优序融资理论 (Pecking Order Theory) 放宽MM理论完全信息的假定，以不对称信息理论为根底，并考虑交易本钱的存在，认为权益融资会传递企业经营的负面信息，而且外部融资要多支付各种本钱，因而企业融资一般会遵循内源融资、债务融资、权益融资这样的先后顺序。

❖ 分析:

- ❖ 在信息不对称的条件下，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的定价。当企业股票价值被低估时，管理层将防止增发新股，而采取其他的融资方式筹集资金，如内部融资或发行债券；而在企业股票价值被高估的情况下，管理层将尽量通过增发新股为新工程融资，让新的股东分担投资风险。

❖ 既然投资者担忧企业在发行股票或债券时其价值被高估，经理人员在筹资时为摆脱利用价值被高估进行外部融资的嫌疑，尽量以内源融资方式从留存收益中筹措工程资金。如果留存收益的资金不能满足工程资金需求，有必要进行外部融资时，在外部债务融资和股权融资之间总是优先考虑债务融资，这是因为投资者认为企业股票被高估的可能性超过了债券。因此，企业在筹集资本的过程中，遵循着先内源融资后外源融资的根本顺序。在需要外源融资时，按照风险程序差异，优先考虑债权融资〔先普通债券后可转换债券〕，缺乏时再考虑权益融资。

优序融资理论和权衡理论的区别

❖ 1. 前提条件不同

- ❖ 权衡理论考虑税收、财务困境本钱、代理本钱如何影响企业的融资决策，而假定信息是完全的，讨论的核心是举债的利弊及其如何到达均衡。而优序融资理论那么认为，不对称信息和融资本钱超过了权衡理论中举债的税收和代理方面对资本结构的影响。由于前提的不同，两者对企业的融资决策虽然可能会有相同的建议，却有不同的原因解释。

优序融资理论和权衡理论的区别

❖ 2. 财务杠杆比例的生成原因不同

❖ 权衡理论认为最正确资本结构取决于债务的边
际本钱等于边际收益时的水平，债务的本钱收益会
驱使低负债企业提高杠杆比例、高的企业降低杠
杆比例，因此企业存在一个理想的财务杠杆比例目
标和回复到该目标的趋势。在权衡理论中，企业负
债比例的变化是对举债利弊进行权衡的结果，因此，
在一定的投资时机下，盈利能力强的企业有更高的
杠杆比例。优序融资理论那么认为，企业的融资决策
的依据是一个边倒的，即尽量使用低本钱的融资方式，
不存在一个理想的杠杆比例目标。因此，当企业投
资超过留存利润时，企业负债相应增加，反之那么
减少，企业负债比例的变化是净现金流变化的结果。
在优序融资理论中，企业在经营好的时候要储藏现
金或举借少量债务，以防止将来投资时采用昂
贵的

优序融资理论和权衡理论的区别

❖ 3. 股利的性质和作用不同

- ❖ 权衡理论认为，发放股利和举借债务可以互相替代，其效果都能减少自有现金流量，从而降低权益的代理本钱。优序融资理论那么认为，由于某些原因，股利发放是稳定的，企业现金流的变化主要靠债务的收缩来解决。

❖ 4. 负债的性质和作用不同

- ❖ 在权衡理论中，负债的作用主要表达在对税收和委托代理关系等方面的影响上，因而各种负债内部种类之间并无大的区别。在优序融资理论中，在负债内部，低风险债务（如抵押贷款或债券）较之高风险债务（如信用债券）更能传递积极信息，能够降低融资本钱，因而得到优先考虑，成为仅次

优序融资理论和权衡理论的联系

- ❖ 1. 两者都是以MM理论为根底
- ❖ 两者都以企业市场价值最大化为目标，考察不同融资方式对市场价值的影响。两者都是放宽MM理论理想假设条件向现实的逼近，而且两者的前提条件相互补充，共同涵盖了影响企业资本结构的众多重要因素，都有很强的现实意义。

优序融资理论和权衡理论的联系

- ❖ 2. 两者都肯定了债务融资优于权益融资
- ❖ 在优序融资理论中，很明显，债务融资优先于权益融资得到考虑。在权衡理论中，那么是先考虑债务融资还是先考虑权益融资，那是在考虑债务融资带来的收益，再考虑债务融资带来的成本，而认为需考虑两者之间直面的综合平衡，其着眼点也是优先使用债务融资，此外，至用尽债务融资的好处才考虑使用权益融资。此两者都是对本钱进行“权衡”的理论，只不过优序融资理论“权衡”比较的是内源融资、债务融资和权益融资三者之间的本钱，而权衡理论“权衡”比较的是作为融资方式之一的债务的边际本钱和收益。
- ❖ 3. 两者都未能得出合理资本结构的准确公式
- ❖ 但无疑都说明，现实中资本结构与企业的市场价值有关，其合理与否会影响到企业的治理结构和股东、债权人、管理层、利益相关者的利益。

❖ 4. 两者对融资方式和股利政策的指导一致

❖ 虽然动机有所不同，但两者在股利政策上的决策原则那么根本一致。两者都认为，在其他条件不变的情况下，盈利多的企业，会有更高的股利支付率，有更多投资机会的企业，会有更低的股利支付率，经营风险大、未来盈利更不稳定的企业，会有更低的股利支付率。在1994年的一项研究说明，当公司提议增加其财务杠杆时，当日其股票价格大幅上扬；反之，当公司提议降低财务杠杆时，当日其股票价格大幅下跌。这与权衡理论认为财务杠杆的增减会影响股价相一致。另一方面的研究也表明，该理论也适用于融资理论。这是因为，财务杠杆比例的提高可以看成企业未来具有高现

综述主体局部

- ❖ 理论局部
- ❖ 实证局部

理论局部

- ❖ 1. 税收因素与投融资决策的互动关系
- ❖ 2. 破产本钱与投融资决策的互动关系
- ❖ 3. 代理冲突与投融资决策的互动关系
- ❖ 4. 信息不对称与投融资决策的互动关系

1. 税收因素与投融资决策的互动关系

- ❖ 对企业财务决策中税收因素的研究起初是为修正MM理论而出现的
- ❖ 在考虑了公司所得税后，利用财务杠杆机制，企业将获得利息支付的免税优惠，所以企业价值可表示为：

$$V_L = V_U + T_C D$$

融资对投资的影响

1. 负债融资越多，企业通过工程投资获得的利益也越多，因而决策者将提高对工程投资可行性的评价；

2. Hite〔1977〕指出那些负债较高的企业在其生产决策中可能愿意利用更为廉价的资本资产，因而具有较强的动力进行资本资产投资。

投资对融资的影响

- ❖ 折旧与债务利息两者产生的税收抵扣存在相互替代的现象
- ❖ 受这种税盾替代效应的启发，Dotan 和Ravid〔1985〕从一个单期的角度分析发现，从边际的角度而言，那些资本投资额度比较高的企业通常会使用更少的负债融资。
- ❖ 然而，如果从一个多期的角度分析，企业当期的投资额度或者投资工程的选择会决定未来会计期间内折旧的多少，从而影响利息的税收抵扣额度，最终对负债的有效本钱产生作用。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/145002213140011211>