

doi:12.3969/j.issn.1672-0598.2013.02.004

利益冲突·债务融资·资本结构:一个综述*

张淑慧

(重庆工商大学 会计学院,重庆 400067)

摘要:本文通过文献梳理厘清了不存在利益冲突时,企业与债权人利益最大化的决策问题;在利益最大化条件下债务融资决策与资本结构的关系;在利益冲突条件下,债务融资决策对资本结构的影响等三个问题。通过文献回顾和综述提出对未来研究的展望,以期通过相关内容的探讨和研究,为解决公司融资问题提供新的视角和思路。

关键词:利益冲突;债务融资;资本结构

中图分类号:F83 **文献标志码:**A **文章编号:**1672-0598(2013)02-0023-07

一、共同利益最大化的债务融资决策

共同利益最大化决策是在不考虑利益冲突的条件下完成的,单个决策主体的利益可以代表委托代理双方的共同利益,因此决策是由单个主体完成。在这种决策条件下,决策者主要考虑债务融资对企业价值最大化的贡献,以及价值最大化与经营风险之间的均衡;而投资的决策目标是个人财富的最大化,他们会通过调整投资组合来实施决策。

(一)企业价值最大化目标下的资本结构

Modiglian 和 Miller(MM,1958)在无税的、无破产成本、完全市场和完美信息条件下对企业的资本结构与企业价值的关系进行了论证,并提出企业价值与资本结构无关的理论。他们通过两个资本结构完全不同的企业:一个企业的资本结构既包含股权又包含债权;而另一家企业的全部资本是由股权构成。如果这两个企业的价值不同,

那么在完美资本市场条件下,投资人存在套利行为:价值被高估公司的投资人会卖掉公司的股票转而购买价值被低估公司的股票,这种交易直至两家公司从价值相等为止。由此证明了资本结构与公司价值无关的观点。尽管 MM 理论在适用条件上进行了严格限制,严重制约这个理论的实践应用范围,但它仍然为进一步研究资本结构理论提供了一个基础分析框架和研究逻辑。

之后,MM(1963)放松了对无税条件的限制,提出了在有税情况下的资本结构理论。他们指出,由于负债的利息可以在企业所得税前扣除,这样就降低了企业税负,从而增加了企业价值,因此负债水平越高,企业所规避的所得税数量就越大,企业的价值就会越大。在不存在破产风险或破产风险低或不存项目投资风险的企业中,有税的 MM 理论将会对它们的资本结构优化提供重要的理论依据。Fama 和 Miller(1972)论证了在使用

* [收稿日期]2012-07-12

[基金项目]国家自然科学基金(71002104)“我国国企高管权力对资本投资的影响及其经济后果研究”

[作者简介]张淑慧(1976—),女,山东潍坊人;博士,山东大学工商管理流动站在站博士后,重庆工商大学会计学院副教授,主要从事财务治理与内部控制研究。

有风险的债券融资时企业价值将因利息支付的税收津贴所产生的市场价值而升高。Graham、Lemmon 和 Schallheim(1998)也证明了企业的债务融资内生于企业的税负水平,企业的边际税率越高,负债水平越高。Huizinga、Laeven 和 Nicodeme(2008)对跨国公司负债安排的研究中发现,在1994—2003 欧洲跨国公司样本中,他们会根据子公司是否承担国家税率,实行债务转移,其结果是将债务由低税率的国家转向高税率的国家,从而存在高税率国家子公司的财务杠杆率明显高于低税率国家子公司的情况。

(二)投资者财富最大化目标对企业资本结构的影响

现实情况中,我们并没有观察到任何一家如MM理论所预言的由100% 债务融资构成的企业。那么还存在什么因素影响企业的资本结构?

Miller(1977)在从投资者的收益角度提出了市场均衡模型,他将个人所得税引入模型进行分析。根据美国税法对累进税率的规定,投资者从债券和股票获得的收入适用不同税率:债券利息和股票分红要计征个人所得税,而股票收益中的资本收益要计征资本利得税,资本利得税率比债券利息收入的税率低得多。个人所得税累进税率使不同收入承担的税负不同,因此,如果投资者购买股票所获得的税率上的优惠超过了企业所得税中的负债免税优惠,企业因负债的税收优惠对提高负债一股票比的动机就会被投资者购买股票而获得税率优惠的行为所抵消。Miller 在论述市场均衡时指出,负债不是企业获得免税优惠的唯一途径,通过加速折旧或资本补贴也能获得免税优惠。企业从其他方面获免税优惠越多,对从负债获免税优惠的期望就越小,每个企业必然存在一个适度的债务量,因此,每个企业都会存在一个唯一的最优资本结构。

(三)企业价值最大化与破产风险权衡下的资本结构

Robichek and Myers(1967)、Warner(1977)等人放松了对破产成本的限制,对企业的破产成本与债务融资之间的关系进行了研究。由于企业投资中的不确定性,不可避免存在投资收益无法偿

还负债的情况,出现此种情况,企业便进入了破产程序。企业破产将产生一定的成本,高水平的负债会增加企业的破产风险,而破产成本将会抑制负债的税收收益。在负债带来的税收收益使企业增加的价值与破产成本的抑制效应相互抵消过程中,企业的负债将趋于一个最佳水平。在这个负债水平上企业价值可以实现最大化。Castanias(1983)通过实证研究验证了高破产风险企业负债水平低,而事前对违约成本的估计,有利于企业取得最佳资本结构比例。Bradly、Jarrell 和 Kim(1983)通过对成立20年以上的85家美国公司进行研究也证实了最优负债水平与企业陷入财务困境的成本、企业无负债时的避税收益、企业收入的变动情况呈负相关关系;同时指出企业资产的安全性越高,其负债水平也越高。

Myers(1984)提出了静态权衡假说:企业的最优负债比例是负债收益与成本权衡的结果。静态权衡假说认为,每个企业内部均存在一个负债价值比率;而目标负债率又受到企业对负债价值的认识和企业资产风险特征的实际状况影响,资产安全的企业在预期财务困境成本高于负债税收优惠之前应该更多的进行债务融资;实物资产多的企业应该比专用资产、无形资产多的企业或高成长价值的企业更少负债。

Fischer(1989)在连续时间条件下研究企业的资本结构时指出,由于资本结构的调整成本高昂,企业会根据调整费用的情况变更目标负债率,从而形成动态的资本结构,而这种动态的资本结构在每一个稳定水平都对应一个负债价值与成本的均衡;同时也解释了在一些类似的企业中,由于资本结构调整成本的原因而存在的资本结构上的差异。Leland(1994)在对负债结构和权益融资的研究中也提出了动态权衡理论。他认为,企业会随着时间变化和收入的积累,使目标负债率产生波动。同时对企业负债率的调整机制也进行了分析并指出:只要负债水平的调整成本超过次优的资本结构所带来的损失,企业就不会改变现有的财务杠杆水平。A. Hovakimian、G. Hovakimian 和 Tehranian(2002)在对债务融资和股票融资双重发行的研究中,也证明了债券和股票的双重发行人

会根据企业的累积收入和损失来调整证券发生比例。Hennessy 和 Whited(2005)在研究动态负债时指出:企业内部并不存在一个目标财务杠杆率,企业在财务杠杆的选择上可松可紧;财务杠杆具有强的路径依赖和显示滞后的现象;财务杠杆在现金流延迟支付或高赢利能力下会降低;企业的财务杠杆与外部融资的加权平均 $Tb's Q$ 值反向变动。他们同时指出,与传统的静态权衡模型相比,动态权衡模型在分析企业对财务杠杆的选择时,要一并考虑企业的投资决策在当前和将来的财务收益。

(四) 负债成本与择时

Taggart(1977)对企业负债决策的研究中发现,在目标财务杠杆率的约束下,企业对负债工具的选择受到利息率的外生冲击影响,随着利率的调整,企业长期负债的价值会相应发生改变,因此利率直接影响长期负债的市场价值。而短期负债对企业的负债容量不构成永久性的影响,因此短期负债可以为长期负债提供选择机会。当长期负债处于高利息率水平时,企业使用短期负债融资满足营运资金需求;当利息率水平低迷时,企业的长期负债成本更低,相应的市场价值更高,企业可以大规模发行长期债券满足其最融资需求,以实现企业价值最大化的最优资本结构。

二、利益冲突下的债务融资决策与资本结构理论

随着博弈论和信息经济学的发展,财务金融学者将研究视角转移到企业与投资者的利益冲突,他们认为当建立代理关系双方存在利益偏差时,决策双方需要考虑各自利益偏差的程度,并在各个收入集合中选择双方均可以接受的支付结果,这时需要双方参与决策。与无利益冲突的单个决策主体的决策活动不同,多个决策主体参与的决策需要在各个决策方之间进行行为和信念的互动,各参与方只有在行为一致的情况下,才可能实现均衡。在这种情况下,决策过程就是一个博弈的过程,博弈的解未必可以实现帕累托最优,因此与单方决策相比,多方决策会引起企业财富损失。

(一) 利益冲突下的债务融资决策与资本结构

Jensen 和 Meckling(1976)完整地提出了在利

益冲突下的财富损失——代理成本理论。由于所有权与经营权的分离,股东与债权人之间的资产替代效应导致财富转移动机。关于债务融资的代理成本,他们解释了其产生机制:债务投资人认为作为股东的管理者有增加所持股权价值的动机,并在此动机下,将债权人的财富向股东转移。这种转移是通过使用债券融资时,管理者向外宣称因投资低风险高收益的项目而筹集资金,但在进行投资决策时,却选择高风险的项目,从而使债券的实际价值降低,股东的价值提高,将债权人的财富转向股东。正是由于预见到管理者的这种资产替代动机,债务投资人在购买债券时只愿按高风险项目所对应的债券价值进行支付,这样企业所筹集的资金就不足以运营无风险项目,因此企业只能选择风险项目进行投资,在风险项目下企业的价值会降低。而这种融资不足对企业投资决策影响所导致的机会财富损失就是债务融资的代理成本。既然发行债券会导致公司价值的降低,那么为什么还会产生发行债券的动机呢?作者在文中进行了简要的论述。这种动机就要来自于两个方面:一是债务的税收优惠(Modigliani, Miller; 1963)可以提高股东的价值;另一方面是投资的机会收益大于债务的代理成本,使管理者愿意使用债务融资。Leland(1998)研究指出,资产替代效应所导致的债务代理成本如果低于负债的税收收益,企业会扩大债务融资。

Jensen 和 Meckling(1976)研究发现,由于在外部融资过程中,债务融资与股权融资均产生代理成本。如果采用任何单一的融资方式,均产生较高水平的代理成本。但是随着另外一种融资方式的采用,外部融资总的代理成本会出现降低的趋势。这是因为:(1)在债务融资过程中,由于股权融资比例的加大,导致财富从债权人向股东转移更为困难,债务融资的激励效应减弱,使债务的代理成本降低;(2)由于债务融资的比例增加,使股权融资对所有管理者—管理者股权份额的稀释程度降低,导致管理者的非货币消费成本增加,降低了股权的代理成本。但是,随着融资结构向单一融资方式的转变,外部融资的代理成本会随之升高。因此,进行外部融资方式选择时,会存在一个外部股权融资与债务融资的最优比例,在这个比例上外部融资的代理成本最小,企业的外部融资结构

最佳。Fama(2002)研究发现,在目标负债水平受资产的市场价值影响时,股东与债权人之间的代理问题会降低目标财务杠杆。

在代理问题影响下,不同负债工具所产生的代理成本也不尽相同,因此,在债务融资过程中对债务期限的选择和对企业的价值和投资决策同时产生影响。Mash(1982)对目标负债率的研究中,涉及债务融资工具的选择,指出企业通过对长期负债率与短期负债的组合来构建最佳的负债水平。Leland(1994,1998)、Leland和Toft(1996)在负债期限与代理成本的研究中指出:由于破产是由到期债务和负债数量决定的,因此破产是内生的;采用短期债券融资时,企业的财务杠杆比率低,所以最佳的负债水平受负债期限的影响;由于短期负债会给管理者带来偿还的压力,因此会抑制管理者财富转移的动机,降低债权人与企业之间的代理成本;鉴于短期负债对代理成本的抑制作用,高风险的企业将使用短期负债,破产成本高的企业使用长期负债。高成长机会的企业可以通过短期负债进行融资。Hart和Moore(1995)指出:长期负债可以约束管理人员的未来融资能力;企业可以通过高级债和次级债组合,使无利润项目的运作与有利润项目的运作一样;在负债工具的选择上,项目的平均利润率越高,长期负债的水平越低;公司资产的收益率越高,长期负债的水平越高。

债务融资可能产生代理成本,但是在对负债研究的同时发现债务融资也可以为企业抑制代理成本并创造企业价值。Jensen(1986)提出债务的控制假说,他指出债务的存在可以使管理者和组织者提高效率。在现金流充足的企业中,管理者有权自由支配的现金越多,那么其投资于回报率低项目的可能性就越大,适度的负债可以减少企业现金流的剩余,同时由于企业需要在未来对负债进行偿还,使管理者为了保证有足够的现金流可以偿还负债,不得不谨慎地对投资项目进行选择,避免投向高风险的项目,这样就保护了投资人利益。通过负债可以降低股东与管理者之间的代理成本,在这种意义上负债起到了对管理者行为控制的作用。Harvey、Lins和Roper(2004)在对新兴市场企业的研究中发现,国际债券融资契约中的约束和监督条款对企业完全信息披露的要求保证了信贷的质量,使这些国际贷款产生额外的回

报,这是国际贷款对代理成本的削弱作用。

(二) 风险负债对资本结构的影响

将债权人的财富转移到股东所产生的资本替代,使债权人降低了投资的动机,造成财富的损失。在企业的投资决策是否也存在这样的动机?Myers(1977)在研究企业的借贷决策时发现,企业以实物期权(未来投资机会的现值)融资也会产生代理成本的问题:如果企业在根据实物期权的价值进行债务融资时,需要发行有风险的债券。这种情况下,管理者要与债权人约定一个额外的支付额,以保证债权人的利益不因企业负债的风险影响而遭受损失。由于与债权人约定的额外支付的存在,使得只有在企业的投资净收益高于这个额外支付额时,股东的财富才可能增加。这样就使企业有进行投资决策时只能选择投资净收益高于额外支付额的投资机会。因为在企业投资净收益大于零而小于负债所约定的固定支付时,企业所创造的财富全部转到债权人。因此为了防止这种财富的转移,企业只能选择持有一个次优的投资机会。选择次优的投资机会,所造成的投资不足的现象,使企业的价值降低。他论证了这种由于投资不足所造成的企业价值的损失也是债务融资的代理成本。因此企业只根据所拥有的实物资产数量进行债务融资,实物资产越多,可能的负债水平就越高。Helpman(1989)在债务减持的激励与财富效应的研究中,为了减少债务减持对企业价值的影响,企业有动机适应减持负债,而这种减持行为受企业所处的环境的影响;在资本自由流动的条件下,债务减持可以实现激励均衡,使投资间断性地增加;在资本不能自由流动的条件下,负债的减持降低了投资水平。

三、信息成本与资本结构

(一) 信号传递与资本结构

Jensen和Meckling(1976)指出资产替代效应所产生的代理成本是在债权人不了解企业的投资选择时发生的,因此将企业的信息传递给外部投资者,可以减少资产替代行为,并降低代理成本。Leland和Pyle(1977)在研究信息不对称与融资结构时指出:企业家所拥有的股权份额将向外部投资者传递企业运营质量的信号。这是因为,企业家寻求财富最大化的动机,将会对个人的投资组

合进行合理的安排,如果其所拥有的企业有良好的经营前景,那其投入的股份就会多。因此,债权人通过观察企业家的持股情况,就可以了解企业的经营未来的收益状况,并做出有利于企业价值的决策。当债权人发现企业的投资项目存在较大风险时,将会减少债权投资。

负债水平也可以传递企业经营状况的信息。Ross(1977)提出了负债激励的信号模型。这个模型的产生背景是,企业的股权融资活动中的代理问题集中反映在新、老股东的资产替代关系。由于外部的投资人,在获取企业真实信息方面存在天然的劣势,企业如果想通过股权融资就有必要通过一定的途径向外部投资人传递企业真实的信息,以吸引外部投资人参与企业的融资活动。Ross指出管理者通过负债比率显示企业的经营状况。外部投资者与企业之间存在信息不对称,即经理人知道企业收益的真实分布,而外部投资者不知道,经营者会使用企业的负债比率向投资者传递企业利润分布的信息。由于破产概率与企业品质负相关,与企业负债率正相关,而低品质的企业无法用高负债的办法模仿高品质的企业。因而投资者把较高的负债率看作是高质量的表现:企业经营状况越好,负债率越高。负债激励的信号模型是建立在管理者出对企业安全的考虑,以最大化的负债水平向外部投资人传递企业的真实信息。从负债决策的角度分析,最大化的负债需要考虑负债与破产成本之间进行权衡。因此,企业的负债水平可以反映其真实的情况。投资人可以从企业的负债率上认识企业价值的真实信息。Harris和Raviv(1990)也在研究中发现:负债可以使投资人获得信息,以使其对管理者进行监督,使管理者更有效率地工作;同时,负债也可以提供企业违约的概率,以及在财务困境下对其进行重组优于清算的概率。

在外部融资活动中,企业与外部投资者对企业信息的不对称性,外部投资者在防范资产替代动机时,降低投资额度,导致企业融资不足,选择次优的投资方案。通过企业的资本结构向外部投资者传递企业真实的经营状况,可以降低资产替代效应,降低代理成本。

(二) 融资次序与资本结构

在信息不对称条件下,企业的外部融资会产

生代理成本。不同的融资方式所产生的代理成本是否相同?企业能否通过对资本结构设计,降低代理成本对企业价值的影响?Myers和Majluf(1984)经过研究发现通过对融资次序的选择,可以降低代理成本对企业价值的损害。他们认为,企业的价值是由现有资产的价值与未来投资收益的现值组成。管理者与外部投资人之间存在不对称信息:管理者在事前掌握更多关于公司所处经济状况和公司未来投资项目收益的信息。由于发行股票必将稀释原有股东的股权份额,使股票价值降低。如果企业发行新股,投资者们会意识到:企业通过股权融资,反映的是公司融资用来投资项目的实际价值与企业现有资产价值相比很低,公司即便按一定的价格增发股票也不会降低老股东的股票价值。因此,无论公司未来投资项目的价值有多高,投资者也只会按最低的项目价值所对应的股票价格来购买股票,导致公司股票的价值被低估。如果公司在这种情况下为新项目融资,并投资于新项目上,将导致新股东净收益的增加,从而使老股东收益减损。因此,在这种情况下,为了保护老股东利益,管理者可能会放弃对新项目的投资。根据期权定价模型(Galai and Masulis, 1976),公司在分别使用债务融资和股票融资时,在投资项目实现后,债券和增发股票的实际价值与发行价值的差,即向债权人和新股东转移的财富同时大于零或小于零,其中向债权人转移财富的绝对值小于向新股东转移财富的绝对值。因此通过债务融资,公司的市场价值高于通过股票融资,债务融资的选择优先于股票融资的选择。

Myers(1984)进一步指出:(1)企业更倾向从内部融资;(2)股利政策会根据未来的投资机会进行调整,以满足内部融资的需要,但是内部融资受股利政策粘性的影响;(3)企业股利政策的粘性使企业的投资需求无法在短时期内得到满足(Myers, 2001);(4)企业的内部资金充裕,企业会使剩余的资金偿付债务,而不是回购普通股(Myers, 2001);(5)如果企业需要从外部融资,企业首先会发行无风险债券,然后依次:有风险债券、混合证券、普通股;(6)企业的负债水平是其外部融资累积需求的反映。

Narayanan(1988)在研究不对称信息对企业融资决策的影响时,发现在柠檬市场条件下企业

负债的信号功能以及对融资的选择可以清除质量低劣的企业,从而提高市场对企业估值平均水平的提高。他的主要观点是:(1)在柠檬市场条件下,对新股定价只能按市场对企业价值的平均估值制定;(2)价值被低估的企业,更愿意选择通过债务融资,而价值被高估的企业希望通过股权融资;(3)市场可以通过观察企业的负债水平,了解企业的赢利能力,从而断定优质企业和劣质企业;(4)劣质企业将从市场退出,使市场对企业价值估算的平均值提高。

Shyam-Sunder 和 Myers(1999)通过对一个包含 157 家成熟公司的样本从 1971 年到 1989 年数据进行实证研究,验证了融资顺序模型在描述公司的融资行为方面是有效的。Fama(2002)通过实证研究对现实世界中运用啄食理论的融资活动进行检验。他发现:确实存在高投资公司股利支付少;而高赢利公司支付较多股利;但在现实中一些企业的融资选择是啄食理论无法解释的,例如:现实世界中,企业的借债能力由账面资产价值决定,企业的预期投资与资产负债率负相关,其结论有悖于啄食理论。Frank 和 Goyal(2003)通过对 1971 年至 1989 年美国公司数据进行研究,发现:(1)从整体样本分析,债务融资在外部融资中并没有占据绝对优势;(2)小规模公司在进行外部融资时,并不按照顺序融资模型进行外部融资决策,发行股票是这些公司进行外部融资的重要方式;(3)大公司在进行外部融资时,会表现出融资顺序模型所描述的一些融资行为。近年来,Jong、Verbeek 和 Verwijmeren(2010)、Vanacker 和 Manigart(2010)对融资优序理论进行了实证研究,研究发现:信息不对称情况最严重的小企业并没有按照融资优序进行决策、高成长企业更倾向于内部融资、负债容量的限制使企业偏好股权融资。

四、启示与展望

Modiglian 和 Miller 所创建的资本结构无关理论是现代资本结构理论的基础,在此基础上,沿着不同理论方向分别形成了各自的理论分支。这些理论共同形成了现代资本结构的理论体系,并为人们进一步理论探索提供坚实的基础。但理论建设仍需不断发展,以上所介绍的资本结构理论均很好地解释了各自领域所关注的问题,但是他们

之间进行比较时,仍会发现各种冲突与矛盾,为了解决这些问题我们仍需不断进行理论探索。

(一) 决定融资顺序机制

MM 定理为资本结构理论提供了一个基本出发点,Myers 和 Majluf 在引入信息成本后提出了融资优序理论,但是实证研究却得出了与理论研究不一致的结论。信息不对称是否是形成融资顺序的唯一因素?从 MM 定理到融资优序理论之间是否存在其他机制使资本结构与企业价值无关发展为资本结构与企业价值相关等问题值得探讨。

(二) 最优负债水平

关于企业最优负债水平,各种现存理论均给出了自己的答案。但是通过对这些理论的研究,我们发现它们无法对同一问题取得一致解释:静态的 tradeoff 理论认为税收优惠与破产成本的均衡点,可以得到最优负债水平;动态的 tradeoff 认为在不同情况下企业的最优负债水平是不同的;代理成本理论认为,使代理成本最小的负债水平是最优资本结构;负债激励模型又要求能够有效传递企业内部信息的负债水平是最优的;啄食理论认为负债融资优于股权融资,因此所形成的资本结构也是不确定的。纵观这些理论,我们发现由于确定理论的基础和视角的不同,通过计算可以得到最优资本结构能否一致?如果不一致,将如何解释?能否通过一个统一框架将上述理论进行整合,从而为最优资本结构的确定提供一个一致性的解释?

(三) 多期的融资活动

传统的资本结构理论仅讨论一次融资决策行为,但是企业运转是连续的,企业的融资活动也是连续多期进行的。在多期融资活动中,外部投资人可以积累企业信息,从而使信息不对称情况得到改善,这样是否可以改进债权人与企业之间的代理问题,以及多期融资决策中是否存在最优的资本结构?在多期融资活动中,能否出现 MM 理论所假设的完美状态和资本结构无关的结论?在多期的条件下,各种对资本结构进行解释的理论能否最终得到统一?以上问题需进一步的研究。

(四) 有限理性的假设

本文介绍的理论均建立在理性假设基础上,但是现实世界中存在诸多的非理性行为,有限理性是这个世界的真实面貌。如果外部投资者和企

业价值最大化目标是不确定的,企业与外部投资者在融资决策的互动中也会产生根本的不确定性,以及投资者与企业理性上的不平衡均可以对决策过程产生重大影响,从而最终改变决策的结果。因此,将现有的资本结构理论考虑有限理性因素的影响,将会产生更大的理论价值和应用空间。

[参考文献]

- [1] Modigliani F., M. H. Miller. 1958. The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment [J]. *American Economic Review*; 261-297.
- [2] Harvey C. R., K. V. Lins, Andrew H. Roper. 2004. The effect of capital structure when expected agency costs are extreme [J]. *Journal of Financial Economics* 74: 2-30.
- [3] Jensen M. C. and W. H. Meckling. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure [J]. *Journal of Financial Economics* 3: 305-360.
- [4] Miller M. H. . 1977. Debt and Taxes [J]. *The Journal of Finance* 32: 261-275.
- [5] Myers S. C. 1977. Determinants of Corporate Borrowing [J]. *Journal of Financial Economics* 5: 147-175.
- [6] Marsh P. 1982. The Choice Between Equity and Debt: An Empirical Study [J]. *The Journal of Finance*: 121-144.
- [7] Tom R. Vanacker, Sophie Manigart. 2010. Pecking order and debt capacity considerations for high-growth companies seeking financing [J]. *Small Business Economics* 37:53-69.
- [8] Mello R., M. Miranda. 2010. Long-term debt and over investment agency problem [J]. *Journal of Banking & Finance* 34: 324-335.
- [9] Myers S. C. 1984. The Capital Structure Puzzle [J]. *The Journal of Finance* 39: 575-592.
- [10] Jensen M. C. 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers [J]. *The American Economic Review* 76: 323-329.
- [11] Abe de Jong, Marno Verbeek, Patrick Verwijmeren. 2010. The Impact of Financing Surpluses and Large Financing Deficits on Tests of the Pecking Order Theory [M]. *Financial Management Summer*: 733-756.
- [12] Huizinga H., L. Laeven, Gaetan Nicodeme. 2008. Capital structure and international debt shifting [J]. *Journal of Financial Economics*: 80-118.
- [13] Hovakimian A., G. Hovakimian, Hassan Tehranian. 2004. Determinants of target capital structure: The case of dual debt and equity issues [J]. *Journal of Financial Economics*: 517-540.
- [14] Harris, M., A. Raviv. 1990. Capital Structure and the Informational Role of Debt [J]. *The Journal of Finance*: 321-349.
- [15] Leland H. E. 1994. Corporate Debt Value, Bond Covenants, and Optimal Capital Structure [J]. *The Journal of Finance* 49: 1213-1252.
- [16] Hart O., J. Moore. 1995. Debt and Seniority: An Analysis of the Role of Hard Claims in Constraining Management [J]. *The American Economic Review* 85: 567-585.

(责任编辑:朱德东)

Conflict of Interest · Debt Financing · Capital Structure: A Review

ZHANG Shu-hui

(School of Accounting, Chongqing Technology and Business University, Chongqing 400067, China)

Abstract: This paper clarifies three aspects, through the sorting out of the documents, the decision issue of the benefit maximization of the enterprises and creditors when benefit conflict does not exist, the relation between debt financing decision and capital structure under the condition of benefit maximization and the influence of debt financing decision on capital structure under the condition of benefit conflict. By retrospection and review of the literatures, finally, this paper prospects future research in order to provide new angle and ideas for solving the problem in company financing through the discussion and research on the related contents.

Key words: conflict of interest; debt financing; capital structure