



厦门大学会计论丛

*Study on Corporate Financing
Decision-making Behavior Value*

公司融资决策行为 价值论

◇肖虹著



中国财政经济出版社



公司融资决策 行为价值论

Study on Corporate Financing
Decision - making Behavior Value

肖虹 著

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

公司融资决策行为价值论/肖虹著. —北京: 中国财政经济出版社,
2006.10

(厦门大学会计论丛)

ISBN 7-5005-9391-0

I. 公… II. 肖… III. 公司-融资-研究-中国 IV. F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2006) 第 114969 号

中国财政经济出版社出版

URL: <http://ckfz.cfeph.cn>

E-mail: ckfz@cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100036

发行处电话: 88190406 财经书店电话: 64033436

北京财经印刷厂印刷 各地新华书店经销

787×960 毫米 16 开 21.25 印张 340 000 字

2006 年 11 月第 1 版 2006 年 11 月北京第 1 次印刷

印数: 1—2 060 定价: 45.00 元

ISBN 7-5005-9391-0/F·8147

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

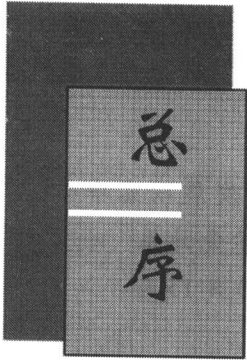


作者简介

肖虹,1967年生,厦门大学会计系副教授,硕士生导师。1995年获会计学硕士学位,2000年获管理学博士学位,2005年完成计划统计学博士后研究工作。现主要从事公司财务与金融企业会计、政府及非营利组织会计的研究和教学工作。曾主持三项省级科研课题,参与多项国家级课题。在《会计研究》等刊物上发表学术论文30多篇,公开出版教材两部。

- 《财务会计概念框架与会计准则问题研究》
葛家澍 杜兴强
- 《股权投资管理研究》
曲晓辉
- 《防范企业会计信息舞弊的综合对策研究》
陈少华
- 《电子商务会计研究》
庄明来
- 《企业信息化下的财务监控》
傅元略
- 《内部会计控制与会计信息质量研究》
唐予华 李明辉
- 《现代企业制度与财务会计若干问题探讨》
苏新龙
- 《知识经济下的若干会计问题研究》
游相华
- 《公司治理生态与会计信息产权博弈研究》
杜兴强
- 《上市公司财务报告法律责任之研究》
李明辉
- 《收入确认研究》
陈守德
- 《上市商业银行信息披露：变迁与改进》
陈汉文 邓顺永
- 《审计委员会制度研究》
陈汉文
- 《知识经济下财务会计理论与财务报告问题研究》
葛家澍 杜兴强
- 《公司董事会、监事会效率及内部控制机制》
吴水澎
- 《中国上市公司注册会计师审计质量研究》
叶少琴
- 《企业环境报告研究》
肖 华
- 《会计信息市场政府监管研究》
薛祖云
- 《论会计的不确定性与职业判断》
徐玉霞
- 《公司融资决策行为价值论》
肖 虹
- 《上市公司盈余管理与会计准则制定》
任春艳
- 《风险导向内部审计整合框架研究》
严 晖
- 《审计与经济安全》
袁新文
- 《现金流量表的精确编制原理》
汪一凡

丛书责编：蔡丽兰
责任编辑：温彦君
装帧设计：邹海东



总序

会计作为一个理念与技术方法并重的职业，客观上要求在坚持职业道德的前提下，在理论和方法上不断发展，在实务上不断创新。网络环境、经济全球化、资本市场国际化、新经济背景和经济体制的转型，都为会计理论与方法的发展和实务的创新提供了不可多得的契机，经济的发展和企业的经济业务的日益复杂化加剧了这样的进程。回顾会计的发展史，可以认为，会计学科始终面临新情况和新问题，并在经济和管理理论的支撑下不断发展，在社会经济发展和资本市场不断完善的过程中，实现理论的突破和实践的创新。

新世纪伊始，国内外的一系列财务舞弊丑闻引起各界的普遍关注，会计的诚信与公司治理问题历史地摆在会计理论和实务工作者面前，要求不断改进财务会计与对外报告以及加强管理控制。与此同时，网络会计、网络财务、网络审计、企业资源计划（ERP）、经济增加值（EVA）、作业成本法（ABC）、平衡计分法、经理人激励、盈余管理、税务筹划、环境会计与审计、会计的范畴和相关法律责任等等新课题，使会计学者面临更多的机会和更为严峻的挑战。在这样的背景条件下，我们推出了“厦门大学会计论丛”。

“厦门大学会计论丛”，主要是厦门大学会计学科近年来承担的国家和省部级科研项目的产出，其论题涉及当前会计、财务学科的主要前沿领域，引介和评价了这些领域的理论发展和技术方法的创新，特别是从我国国情出发，就我国会计准则建设、财务管理创新、资本市场管制、公司治理机制等相关问题进行实事求是的调查研究，在理论上进行全面、系统、深入和开拓性的探讨，试图对这些领域的理论有所推进，并在此基础上形成若干理论观点和政策建议。

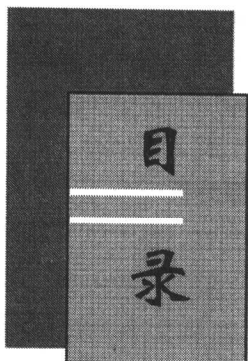
科学研究的无穷尽性决定了科研成果的阶段性的。尽管如此，我们还是认为，“厦门大学会计论丛”作为最近一个时期厦门大学会计学科科研状况的客观展现，在较大程度上体现了厦门大学会计学科的特色，凝结着厦门大学会计人的智慧和心血，体现了厦门大学会计人的团队精神和敬业态

度。这套专著的出版如果能够在会计学术史上产生一定的影响，在会计学术论坛上引起一定的关注和对相关问题开展进一步的研究和探讨，则是我们最大的期望和安慰。

厦门大学会计发展研究中心

厦门大学会计系

2003年10月15日



第一章 导论	(1)
第一节 问题的提出.....	(1)
第二节 公司融资决策行为研究范式与观点的演进.....	(5)
第三节 本书研究结构安排、主要内容和概念界定.....	(21)
第二章 公司融资决策的市场环境因素、行为特点及其价值目标分析	(30)
第一节 影响公司融资决策行为的市场环境因素分析.....	(31)
第二节 公司融资决策的行为特点与价值目标分析.....	(63)
第三章 公司产品市场竞争战略下的融资决策行为价值分析	(85)
第一节 产品竞争战略目标中的公司融资决策行为因素.....	(88)
第二节 产品竞争战略中行业特征变量与公司融资决策行为关系.....	(123)
第三节 公司融资决策对产品市场利益相关者行为互动的影响.....	(136)
第四章 公司或有要求权融资契约设计及风险管理策略价值分析	(156)
第一节 公司或有要求权融资契约设计的价值分析基础.....	(158)
第二节 违约风险公司债券的或有要求权定价研究.....	(172)

第三节	公司可转换债券发行与设计行为的价值分析·····	(184)
第四节	公司认股权证的设计与发行价值分析·····	(200)
第五节	公司融资风险管理的金融工程策略·····	(215)
第五章	公司融资需求驱动下的盈余信息披露行为价值分析·····	(237)
第一节	公司盈余的信息披露动机与持续性分析·····	(238)
第二节	公司盈余信息披露中的盈余管理行为·····	(250)
第三节	公司虚假陈述行为价值分析·····	(269)
第六章	公司融资时机选择行为价值分析·····	(287)
第一节	公司融资时机选择行为的前提条件与证据·····	(288)
第二节	公司最佳融资时机假说的理论分析·····	(308)
主要参考文献·····		(323)
后 记·····		(332)

问题的提出

不确定性环境下,经济行为人在空间和时间上配置与利用资源的决策行为是金融理论研究的核心。在这方面,尽管无可否认标准金融理论取得了很大的成就,然而,现实经济生活中异例的出现,也对其提出了巨大的挑战。对于这一领域的现有金融理论研究成果,目前不少研究者提出了自己的看法。例如,Jensen(1993,第870页)曾悲叹其“仅关注于怎样做出资本投资决策,而很少系统地研究在实务中它们是如何实际做出的”。Werner F.M.De Bondt、Richard H.Thaler(1994)在《市场与公司中的金融决策:一个行为观点》论文中明确指出“金融经济学可能是经济学各分支学科中最少进行行为研究的学科。我们只是简单地坚持认为,不论人们做什么,他们都是正确的。人们追求最大化但同时其行为像一个黑箱子。金融文献很少展示对决策过程或判断质量的兴趣。结果,它几乎缺乏‘人’”。对此,Breaver和Myers(1987)也认为“主要金融决策是如何做出的”问题对于可能的研究,是似乎时机成熟而未解决的十个主要问题之一。显然,这种理论与实际的不相符,已经引起人们的广泛关注。

作为微观金融理论中最古老和最重要的组成部分，标准公司金融决策理论（包括公司融资决策理论）也同样存在专注于应当如何做出最优决策而很少系统研究做出这些决策的实际条件与真实行为互动过程的缺陷，由此造成了公司金融理论与现实商业世界中公司金融决策实际相距甚远的结果。例如，Titman（2001）认为，公司财务资本结构研究一直忽视金融市场供给条件对公司融资选择的影响。实际上，在公司融资选择实践中，主要更应该考虑市场条件的变化，而不是现有主流理论所认为的债务成本与收益的权衡。Franklin Allen, Stephen Morris（1998）则指出，莫迪格利安尼（Modigliani）和米勒的资本结构理论将产品市场与金融市场分离开来，这种分离实质上是通过假设在产品市场中存在完全竞争而得到的。在现实的不完全竞争中，公司融资决策对其产品竞争中的战略互动具有重要的作用。在考虑不同竞争环境特点因素后，产品市场和公司融资决策行为的互动关系以及公司的实际融资选择顺序事实上就可能发生很大的变化。同时，实务中的公司融资工具也不仅仅局限于理论中的标准债券和股票，不少公司大量使用了标准公司金融理论所未涵盖的各种金融工具，新型金融工具的应用将公司融资决策研究引入了更深的层面。

随着公司融资决策研究的不断深入展开，当前许多存在于实务中尚未得到很好研究的问题不断地为人们所察觉。例如，为什么公司基于其竞争战略要采取保守的财务行为？为什么在公司融资决策中会出现“市场时机选择”行为？为什么会产生“IPO之谜”状况？为什么面对现实的金融市场条件，大量公司进行了可转换债券、利率类衍生品等融资工具设计与创新？等等。许多无法用现有标准公司金融理论加以很好解释的公司融资决策行为，目前还只是行为公司金融理论研究的主要议题之一。为此，安德瑞·史莱佛（2003）将“投资者的情绪对于证券发行是非常重要的吗？公司靠什么来推销其证券？怎样管理红利和收益才能改善投资者情绪？如果市场非有效性是存在的，那么它会造成投资扭曲吗？价格泡沫是有助于一些无法获得投资的好项目获得融资，还是鼓励了一些浪费资源项目的开工？”等，作为“20个行为金融理论值得研究的问题”而专门提出。

现实市场条件的限制使人们进一步意识到，金融市场中各参与者，包括寻求投资机会的投资者与寻求融资资源的公司，其决策行为不仅依赖于自身的判断，也依赖于其他参与者的选择，其决策行为是其他参与者选择

的函数,坚持认为人的决策行为具有稳定的选择偏好是不实际的。事实上,公司融资决策行为受到了投资者非理性决策行为的深刻影响,非有效的市场往往给公司价值错误定价,而公司也会有意识地利用金融市场的非理性定价进行对公司有利的融资活动,调整相关的红利分配、投资方向,从而扭曲市场的均衡,这是公司实际战略决策的一个非常重要的方面。公司盈利公告的发布同股票发行时间、人们的预期和投资于这些股票的收益之间的巧合,足以证明公司在有意推动并利用对股票的价格高估来筹集资本。因为市场不完备,反应过度可以帮助公司获得对一些有盈利前景项目的融资,而其他方法却做不到(安德瑞·史莱佛,2002,第187页、第190页)。

此外,许多研究者在进行面向市场、面向实际的研究过程中更深刻地体会到,现有许多标准公司金融决策理论(包括公司融资决策理论)都是以美国等发达国家制度为背景发展起来的,例如,Myers和Majluf(1984)的著名融资优序理论。它们可以解释美国的不少市场现象(如公司增发股票公告事件的异常收益显著为负),但如果以此理论来考察具有不同市场特点的其他国家的公司金融决策行为,如转轨经济国家和发展中国家的公司金融决策行为,则将出现诸多的“异象”。

异象“并不是孤立的事件,而是延续的插曲,具有规则地重现的结构,发现始于觉察反常,即认识到自然界不知怎么违反了范式所引起的并支配常规科学的预期”^①,其实质是对原有范式的超越。在此,所谓范式(Paradigm),是美国科学史学家和哲学家托马斯·库恩在《科学革命的结构》著作中所创造的一个概念^②,特指在特定时期内根据科学共同体的理论体系和心理特征所制定的一整套信念、原则、理论、定律、准则。作为某一研究领域所一致采纳的一种一般性原理和假设。范式的形成是一门学科成为科学的必要条件,它不仅具有认识功能而且具有纲领性功能。在其之下,科学共同体以共同理念和基本一致的思考方式来研究同一领域的特定问题。获得一种共同的范式,库恩认为,是研究者从前学科到科学转变的标志。纵观金融学发展史,我们可以发现,任何一个金融经济模型都是

^① 库恩:《科学革命的结构》,上海科学技术出版社1980年版,第52—53页。

^② 由于范式概念的多义性,库恩在《再论范式》论文中指出,“范式”无论在实际上还是在逻辑上都很接近于“科学共同体(community of science)”一词。

在一定范式框架下所精心构建的，都是在一定假设条件下形成的。而范式危机，则是特定研究领域内科学共同体在日益增多的“异象”面前不再接受原来共同持有的信念、价值标准、假设的现象。原有范式无法解决应当解决的异象难题而出现危机的意义，在于“它可以指示更换工具的时机已到来”^①。事实也表明，标准金融决策理论范式缺乏对异象有说服力的研究，正是我们寻找能够产生最大效率的新工具的一个合理的起始点(Thomas Kuhn, 1970)。显然，深入研究公司这一“经济人”在不确定市场环境背景下利用与分配金融资源的一系列选择性问题的，探究不同市场环境背景下的公司决策行为表现及其背后的决定因素，对现实中的公司融资决策行为进行有效的解释，既是艰苦的过程，也是公司金融理论研究不可避免的重大课题。

当前，随着市场的开放和经济的发展，中国融资环境进一步国际化，融资渠道进一步多元化，公司融资风险程度大大提高，而竞争加剧下的各类公司融资需求也在迅速加大。与此同时，大量事实显示，中国不少公司的融资决策行为不仅受到现实市场条件的限制，而且其价值相关性也亟待进一步提高。实践证明，在现实市场环境框架中，公司融资决策行为只有以价值为目标，才能有效地发挥其应有的作用，为公司生存发展和价值创造提供必须的资金保证。而对于身处转轨金融市场和产品市场中的中国投资者而言，能否获得一个长期的合理回报，最终所取的也只能是公司的真实价值创造力，取决于公司是否实行了以价值最大化为目标的经营决策管理。只有公司价值稳步增长，市场也才能得到健康的发展。因此，从市场条件角度，拓展标准理性的公司融资理论，引入行为公司金融学理论、产业竞争理论、期权理论、博弈论和公司战略理论，从微观公司金融理论角度，进一步深入研究解决公司融资决策的价值创造问题，深入研究公司融资决策行为价值理论，引导公司为价值创造而做出相应融资决策，不仅有助于我们在理论上探求以公司价值最大化为目标的公司融资决策行为特征，发展学科理论，而且有助于在实务上指导、改善中国的公司融资决策实践，抑制上市公司不合理的、盲目的融资决策，提高公司的长远竞争力。

^① 由于范式概念的多义性，库恩在《再论范式》论文中指出，“范式”无论在实际上还是在逻辑上都接近于“科学共同体(communitiy of science)”一词。

正是基于对上述问题的思考,促使笔者特别关注真实金融市场以及公司产品市场竞争环境条件对实际公司融资决策过程和决策质量的影响,以融资决策行为对公司价值的影响为研究对象,尝试公司金融决策理论中标准主流范式的拓展。

第二节

公司融资决策行为研究范式 与观点的演进

从金融学发展总体来看,根据 Haugen (1999) 的划分,可以分为“旧时代金融 (old finance)”、“现代金融 (modern finance)”、“新时代金融 (new finance)”三个阶段。在此,旧时代金融是指 1960 年以前,以会计以及财务报表分析为主的研究。在该阶段,研究者对于公司金融的原理、概念甚至观察现象的描述都完全不一样,缺乏较严谨的方法论使之成为一门科学。现代金融是指 1960 年以后兴起的金融经济学理论,研究主题为理性^①假设下的评价。作为金融学的现行主流理论,它主要从代理理论、信息不对称和不完全契约理论等角度,强调金融决策的成本和理性最优决策模型,属于理性范式理论。新时代金融指 1980 年以后兴起的行为性金融 (behavioral finance),是基于实验心理学关于信仰形成时的潜在偏误,以及给定偏好或信仰后怎样做出决策的理论,其研究主题为无效率市场^②。作为金融学与心理学对金融市场中实际决策的交叉研究新领

① 关于理性, Simon Blackburn (1994) 在其编写的《牛津哲学字典》中指出“认为某事物是理性的,等于认为它是可理解的、适当的或者是必须的,又或者是与一些公认的目标吻合的,例如寻找真理或止于至上”。作为一个概念体系,“理性”具有多层涵义。其中,行为理性是指根据偏好,对不同选择方案所进行的排序。理性金融学/财务范式中的“理性”,具有效用函数最大化的涵义,其行为理论建立于效用最大化基础上。“理性经济人”主要指经济主体的任何决策都是完全理性化的行为,具有一个一致性选择系统供其进行对所有备选方案的排序,在其选择过程中能够运用正确的概率进行运算,而其运算的能力是无限的,而其如何做出决策并不重要。

② 转引自周宝凤、池祥萱、周冠男、龚怡霖:《行为财务学:文献回顾与展望》,打印稿,2002 年。

域,行为金融学是在从决策心理出发解释标准金融学的异象(anomalous)现象,以及对套利、有效市场、经济人理性假说进行重新论证、剖析的研究过程中应运而生的。它注重对实际行为的描述,以人们的实际决策为出发点讨论决策对市场价格的影响,认为对有效状态的系统性显著偏离是金融市场长期存在的现象。行为金融范式观认为,所有异象证明,有效市场理论或新古典微观金融理论的理论基础存在问题,在许多方面,现实生活中人们的行为与标准的决策模型是不一致的,绝大多数情况下并非符合经济理性最大化的假定(Kahneman 和 Riepe1998)。实际决策过程并不能很好地遵从于最优决策模型,非理性行为是现代金融/公司金融决策过程中的普遍现象。迄今为止,行为金融学已对金融市场中的规模效应(Size)、均值回复(Mean - reversion)、期权微笑(Options smile)、反应不足(Under - reaction)、过度反应(Over - reaction)、近视性损失规避(Myopic loss aversion)、心理账户(Mental accounting)等现象进行了集中的研究(薛求知、黄佩燕、鲁直、张晓蓉,2003)。显然,行为金融学在某些方面对传统金融经济学所提出的挑战是直接针对新古典理论一些基本理论前提的。标准金融学关于所有的信念不同都可以通过信息的差异加以解释的观点,与行为金融学所持的金融市场参与者非理性观点,是两个完全不同极端的假设。行为金融学之出现,使金融学研究开始进一步转向现实人的经济行为,并在研究实际的决策行为特征方面取得了突破性进展。对于行为金融的认识,Werner F.M. De Bondt 和 Richard H. Thaler (1994)在《市场与公司中的金融决策:一个行为观》中指出,如果金融经济(financial economics)可以视为是经济学的一个支派,那么,行为金融也可以视为是行为经济学(behavioral economics)的支派。而如果我们把行为学派(behaviorism)视为心理学的一支,那么,行为金融也可以视为心理金融学(psychological finance)的一支,同样可视为心理经济学(psychological economics)的分支。至于研究相关问题的学者应称为心理经济学家(psychological economists)或是经济心理学家(economic psychologists),严格而言,还是有区别的:前者由心理学上的理论尝试探讨或解决经济学上所关心的问题。而后者则注重在探讨与研究个体在经济体系中行为与所关心的议题,注重在探讨与研究个体在经济体系中的行为与相关心理现象。但这样的区别并无太大的意义,文献上同样也不去刻意加以区分。当然,在从20世纪80年代金融学开始进行的广泛探索中,除了行为金融学

外,许多金融学家认为还存在另一条线索,那就是引入制度等因素,研究金融契约的性质和边界、金融契约选择与产品设计、金融契约的治理与金融系统演化、法律和习俗等制度因素对金融活动的影响等。

公司金融学是金融学的一个重要分支。使其成为一门独立新学科的标志性里程碑,可以追溯至1900年Louis Bachelier的博士论文《投机理论》。在此后的一个多世纪创新和发展过程中,公司金融学都是在一定范式框架下深入而多方面地展开的。其中,关于公司融资决策行为价值部分的研究,更是基于相应公司金融学范式的基本原理,在一系列前提假设之上构建其模型的。公司金融学中的融资决策行为部分,根据范式的不同,当前基本上可以划分为标准理性的公司融资决策行为价值理论和非标准理性的公司融资决策行为价值理论两类,它们分别从属于标准理性的公司财务与新兴的非标准理性公司金融范畴,并在理论框架、建模原则、主要观点等许多方面存在着重要差别,对不确定环境下公司金融决策的原则或方式有不同的认识^①。笔者无意对这种公司融资决策行为研究范式与观点的演进进行史学性的考证,在此,主要希望通过简要的回顾,藉以分析对公司融资决策行为价值观的未来研究范式与趋势的认识,奠定本书选题动机与研究意义的理论基础,并据以构建本书的框架和主要内容。

一、主流标准理性公司融资决策行为价值研究观

据研究,主流标准金融/财务学研究的三次重大转变,分别出现在20世纪30年代、50年代和70年代后期^②。在试图模拟金融市场和公司决策行为过程中,正如Werner F.M.De Bondt和Richard H.Thaler(1994)所指出的,主流标准金融理论范式从一系列关于个人行为的规范性的、具有吸引力的公理出发,将人们视为遵循预期效用最大化的无偏贝叶斯预测者。它认为,完全理性行为使人们的决策完全能够在理性选择基础上达到效用最大化;完全有效的市场竞争,则使非理性的投资者在市场竞争中不断丧失财富,并最终被市场所淘汰。在标准的金融理论中,不确定性条件下的决策价值理论是由冯·诺伊曼和摩根斯坦于1944年提出,由萨维奇

^① 基于产品市场竞争环境下的公司战略财务、基于公司治理契约与环境特征的公司财务治理研究,本书认为,也可以依据其研究范式的不同和对现实环境的特征和行为人的特点分析出发点的不同,而进行大致相同的分类。

^② 详见沈艺峰、沈洪涛:《公司财务理论主流》,东北财经大学出版社2004年版。

在 1953 年扩展的预期效用理论, 而该理论正是以有效市场假说为基础的。

理性经济人和有效市场假设同样是理性融资决策理论研究范式的重要基础假设。标准理性范式下的公司融资决策行为价值理论强调最优决策, 并通过最优决策模型来解释公司融资决策行为的合理性。它认为最优融资方案的获得必须遵循一定的程序、选取合适的决策方法、建立相应决策模型, 融资决策完全能够在理性选择基础上达到效用最大化。标准理性融资决策行为价值研究观点正是在上述范式框架内, 经过演变深化而形成、扩展的。

(一) 融资决策行为的优序论

在该领域, 莫迪利亚尼、米勒 (1958) 和米勒、莫迪利亚尼 (1961) 的研究工作具有奠基性。长期以来, 相关均衡理论沿着他们关于公司资本结构价值无关论定理的思路, 通过逐步放宽一些假设, 并在保留完全竞争市场和完全信息、套利自由等 MM 定理的基本条件下, 引入所得税后的修正 MM 定理、资本结构权衡理论以及米勒的负债市场均衡理论等方面内容, 对公司是否存在最优资本结构, 以及公司资本结构中债权与股权最优数量比例是多少等问题上进行了研究。其中, 修正后的 MM 定理将公司法人所得税导入其理论分析之中, 认为负债的利息费用在公司所得税前列支的负债融资“税盾效应”(tax shields) 可以增加公司的现金流量, 降低税后资本成本, 从而能够提高公司的市场价值, 因此, 公司的价值与公司负债的比例成正比, 负债比率越高越好。资本结构权衡理论将负债的破产成本引入 MM 理论的分析体系之中, 认为企业的最优负债应由负债的避税效应和负债的预期破产成本这两种效应来均衡决定。为了在分析个人所得税效应和负债市场均衡的基础上进一步验证 MM 定理的合理性, 米勒于 1977 年提出了负债市场均衡理论, 从个人所得税和企业债券收益率决定角度分析了负债的公司所得税效应, 以解释实务中为什么公司更多地使用债务。其分析表明, 在个人所得税累进制下, 公司债券的收益率是由债券市场上债券的总供求均衡所决定的。作为标准公司金融理论的重要组成部分, 上述理论的主导思想认为, 公司通过提高负债比例来增加融资, 这在某一些债务杠杆的关键比例之内, 往往使公司的预期收益率增加, 从而提高公司的预期市场价值。因此, 在投资决策给定的前提下, 为使公司市场价值最大化, 必使其债务和股权的比例即其资本结构最优化。