

# 注册会计师

## 财务成本管理

### 教材精讲班

#### 第九章 资本结构

##### 01 资本结构理论

##### 02 资本结构决策分析

##### 03 杠杆系数的衡量

预计分值 2-4

#### 第一节 资本结构理论

##### 一、资本结构的 MM 理论

资本结构是指企业各种长期资本来源的构成和比例关系。

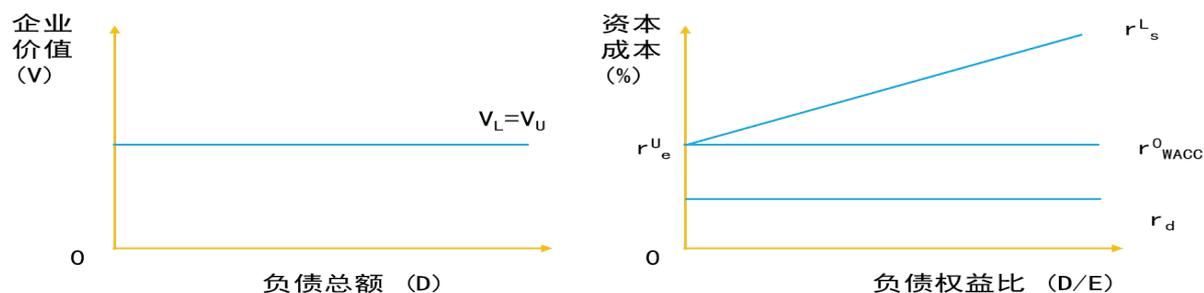
##### (一) MM 理论的假设前提——基于完善的资本市场

1. 经营风险可以用息税前利润的方差来衡量，具有相同经营风险的公司称为风险同类。
2. 投资者等市场参与者对公司未来的收益与风险的预期是相同的。
3. 完善的资本市场，即在股票与债券进行交易的市场中没有交易成本，且个人与机构投资者的借款利率与公司相同。
4. 借债无风险，即公司或个人投资者的所有债务利率均为无风险利率，与债务数量无关。
5. 全部现金流是永续的，即所有公司预计是零增长率，因此具有“预期不变”的息税前利润，所有债券也是永续的。

##### (二) 无企业所得税条件下的 MM 理论

命题 I	基本观点	企业的资本结构与企业价值无关，企业的价值仅取决于企业的经营风险。企业加权平均资本成本与其资本结构无关，无论负债程度如何，企业加权平均资本成本保持不变
	表达式	$V_L = EBIT / r^0_{WACC} = V_U = EBIT / r_{us}$
	相关结论	1. 有负债企业的价值 $V_L$ = 无负债企业的价值 $V_U$ 2. 有负债企业的加权平均资本成本 = 既定风险等级的无负债企业的权益资本成本，即 $r^0_{WACC} = r_{us}$
命题 II	基本观点	有负债企业的权益资本成本随着财务杠杆的提高而增加
	表达式	$r^L_s = r_{us} + \text{风险溢价} = r_{us} + (r_{us} - r_d) D/E$
	相关结论	(1) 有负债企业的权益资本成本 = 无负债企业的权益资本成本 + 风险溢价 (2) 风险溢价与以市值计算的财务杠杆（债务/权益）成正比例

无企业所得税条件下的 MM 理论图示：



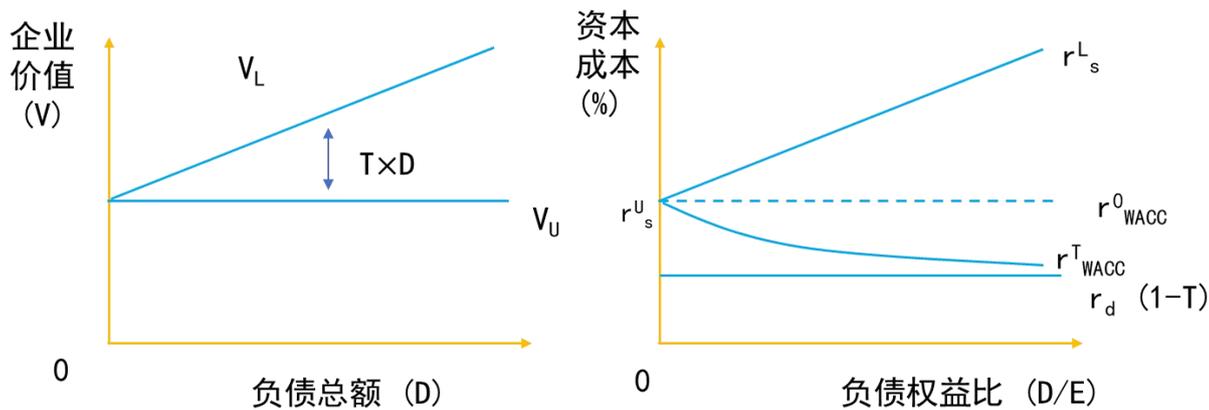
不存在最优资本结构，筹资决策无关紧要。

(三) 有企业所得税条件下的 MM 理论

命题 I	基本观点	随着企业负债比例提高， <b>企业价值也随之提高</b> ，在理论上全部融资来源于负债时，企业价值达到最大
	表达式	$V_L = V_U + T \times D$
	相关结论	有负债企业的价值 $V_L =$ 具有相同风险等级的无负债企业的价值 $V_U +$ 债务利息抵税收益的现值
命题 II	基本观点	有负债企业的权益资本成本随着财务杠杆的提高而增加
	表达式	$r_s^L = r_s^U + \text{风险报酬} = r_s^U + (r_s^U - r_d) (1-T) D/E$
	相关结论	(1) 有债务企业的权益资本成本 = 相同风险等级的无负债企业的权益资本成本 + 以市值计算的债务与权益比例成比例的风险报酬 (2) 风险报酬取决于企业的债务比例以及所得税税率

$$PV(\text{利息抵税}) = \frac{A}{i} = \frac{D \times i \times T}{i} = D \times T$$

有税条件下的 MM 理论图示：



【总结】有税条件下的 MM 理论与无税条件下的 MM 理论的关系

项目	有税的MM理论	无税的MM理论
资本结构对企业价值影响	负债比重越大，企业价值越大。	不影响。
资本结构对加权平均资本成本影响	负债比重越大，加权平均资本成本越低。	不影响。
资本结构对权益资本成本影响	负债比重越大，权益资本成本越高。 二者的差异是由 (1-T) 引起的。有负债企业在有税时的权益资本成本比无税时的要小。	负债比重越大，权益资本成本越高。
资本结构对负债资本成本影响	不影响	不影响
	二者的差异是由 (1-T) 引起的，有税时的负债资本成本比无税时的要小。	

【2017 年·单选题】在考虑企业所得税但不考虑个人所得税的情况下，下列关于资本结构有税 MM 理论的说法中，错误的是（ ）。

A. 财务杠杆越大，企业价值越大

- B. 财务杠杆越大，企业权益资本成本越高
- C. 财务杠杆越大，企业利息抵税现值越大
- D. 财务杠杆越大，企业加权平均资本成本越高

【答案】 D

【解析】 在考虑所得税的条件下，有负债企业的加权平均资本成本随着债务筹资比例的增加而降低。选项D错误。

## 二、资本结构的其他理论

### (一) 权衡理论

观点:	强调在平衡债务利息的抵税收益与财务困境成本的基础上，实现企业价值最大化时的最佳资本结构。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成本的现值。
表达式:	$VL=VU+PV(\text{利息抵税})-PV(\text{财务困境成本})$
【提示】 财务困境成本包括直接成本和间接成本。 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：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。	

### (二) 代理理论

观点:	债务代理成本与收益的权衡。
表达式:	$VL=VU+PV(\text{利息抵税})-PV(\text{财务困境成本})-PV(\text{债务的代理成本})+PV(\text{债务的代理收益})$

#### 1. 代理成本

根据代理理论，在企业陷入财务困境时，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。

**过度投资：投资NPV<0的项目**

**投资不足：不投资NPV>0的项目**

	过度投资问题	投资不足问题
含义	是指因企业 <b>采用</b> 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	是指因企业 <b>放弃</b> 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
发生情形	(1) 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； (2) 在企业遭遇财务困境时，即使投资了净现值为负的投资项目，股东仍可能从企业的高风险投资中获利。说明股东有动机投资于净现值为负的高风险项目，并伴随着风险从股东向债权人的转移	陷入财务困境的企业股东如果预见采纳新投资项目会以牺牲自身利益为代价补偿了债权人，因股东与债权人之间存在利益冲突，股东就缺乏积极性选择该项目进行投资

#### 2. 代理收益

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。

### (三) 优序融资理论

基本观点：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。

【提示】 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，优先考虑债务融资（先普通债券后可转换债券），不足时再考虑权益融资。

【2015年·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

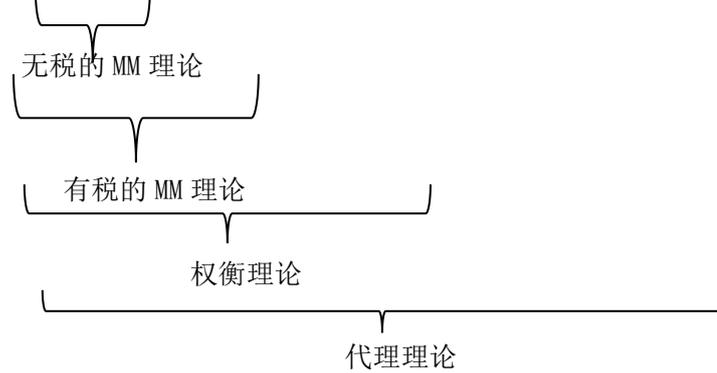
- B. 普通股、可转换债券、优先股、公司债券
- C. 公司债券、可转换债券、优先股、普通股
- D. 公司债券、优先股、可转换债券、普通股

【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。在需要外源融资时，按照风险程度的差异，优先考虑债务融资（先普通债券后可转换债券），不足时再考虑权益融资。所以，选项 C 正确。

【总结】

$$VL = VU + PV(\text{利息抵税}) - PV(\text{财务困境成本}) - PV(\text{财务代理成本}) + PV(\text{财务代理收益})$$



无税的 MM 理论：VL=VU

有税的 MM 理论：VL=VU+PV（利息抵税）

权衡理论：VL=VU+PV（利息抵税）-PV（财务困境成本）

代理理论：VL=VU+PV（利息抵税）-PV（财务困境成本）-PV（财务代理成本）+PV（财务代理收益）

优序融资理论：信息不对称理论框架下研究资本结构的一个分析