

第八章 资本结构

【考情分析】

本章主要介绍了资本结构理论、资本结构决策分析、杠杆系数的衡量等内容。从近年考试情况来看，客观题、主观题均有可能考核，分值在5分左右。

【本章内容】

第一节 资本结构理论

第二节 资本结构决策分析

第三节 杠杆系数的衡量

第一节 资本结构理论

【知识点】资本结构的MM理论

MM理论的假设条件：

- (1) 经营风险可以用息税前利润的方差衡量，经营风险相同的企业处于同一风险等级。
- (2) 投资者等市场参与者对企业未来的收益与风险的预期相同。
- (3) 资本市场是完善的，没有交易成本。
- (4) 投资者可同企业一样以同等利率获得借款。
- (5) 无论借债多少，企业及个人的负债均无风险，故负债利率为无风险利率。
- (6) 投资者预期的EBIT不变，即假设企业的增长率为零，从而所有现金流量都是年金。

(一) 无税MM理论

命题 I：无税有负债企业的价值与无税无负债企业的价值相等，即在不考虑所得税的情况下，无论企业是否有负债，企业的资本结构与企业价值无关。

$$\text{表达式： } V_L^0 = \frac{\text{EBIT}}{r_{\text{WACC}}^0} = V_U^0 = \frac{\text{EBIT}}{r_{\text{SU}}^0}$$

V_L^0 = 无税有负债的企业价值； V_U^0 = 无税无负债的企业价值；EBIT 表示企业全部资产的预期收益(永续)； r_{WACC}^0 = 无税有负债企业的加权平均资本成本； r_{SU}^0 = 具有相同经营风险等级的无税无负债企业的权益资本成本。

【提示】无论企业是否有负债，加权平均资本成本将保持不变，都与风险等级相同的无负债企业的权益资本成本相等 ($r_{\text{WACC}}^0 = r_{\text{SU}}^0$)。企业加权资本成本与其资本结构无关，仅取决于企业的经营风险。

命题 II：无税有负债企业的权益资本成本随着财务杠杆的提高而增加。

$$\text{表达式： } r_{\text{SL}}^0 = r_{\text{SU}}^0 + \text{风险溢价} = r_{\text{SU}}^0 + \frac{D}{E}(r_{\text{SU}}^0 - r_d^0)$$

r_{SL}^0 = 无税有负债企业的权益资本成本； r_{SU}^0 = 无税无负债企业的权益资本成本； r_d^0 = 无税有负债企业的债务资本成本；D = 无税有负债企业的债务价值；E = 无税有负债企业的权益价值。

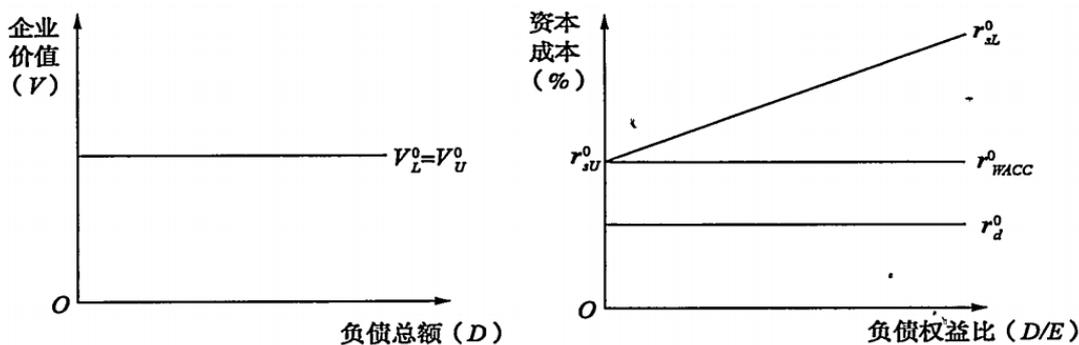


图 8-1 无企业所得税情况下 MM 理论的命题 I 和命题 II

(二) 有税 MM 理论

命题 I：有税有负债企业的价值等于具有相同经营风险等级的有税无负债企业的价值加上债务利息抵税收益的现值。

$$\text{表达式： } V_L^T = V_U^T + DT = V_U + PV(\text{利息抵税})$$

【提示】随着负债比例的增加，企业价值也随之提高，在理论上全部融资来源于负债时，企业价值达到最

大。

命题 II：有税有负债企业的权益资本成本等于具有相同经营风险等级的有税无负债企业的权益资本成本加上与以市值计算的债务与权益比例成比例的风险溢价，且风险溢价取决于有负债企业的债务比例以及所得税税率。

$$\text{表达式: } r_{sL}^T = r_{sU}^T + \text{风险溢价} = r_{sU}^T + (r_{sU}^T - r_d^T) \times (1 - T) \frac{D}{E}$$

r_{sL}^T 表示有税有负债企业的权益资本成本； r_{sU}^T 表示有税无负债企业的权益资本成本；D 表示有税有负债企业的债务价值；E 表示有税有负债企业的权益价值； r_d^T 表示有税有负债企业的税前债务资本成本；T 表示企业所得税税率。

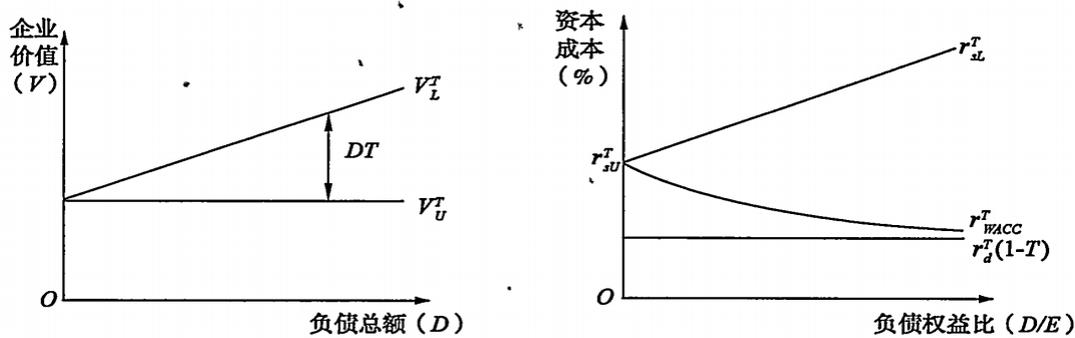


图 8-2 考虑企业所得税条件下 MM 理论的命题 I 和命题 II

【总结】

随着债务比例上升		
	无税 MM 理论	有税 MM 理论
企业价值	-	↑
加权平均资本成本	- 等于无负债企业的权益资本成本	↓
债务资本成本	-	-
有负债企业的权益资本成本	↑ 【大】 $r_{sL}^0 = r_{sU}^0 + \text{风险溢价}$ $= r_{sU}^0 + \frac{D}{E} (r_{sU}^0 - r_d^0)$	↑ 【小】 $r_{sL}^T = r_{sU}^T + \text{风险溢价}$ $= r_{sU}^T + (r_{sU}^T - r_d^T) \times (1 - T) \frac{D}{E}$ (小于无税时的权益资本成本)