

第一节 资本结构理论

【例-单选题】根据有税的 MM 理论，当企业负债比例提高时，（ ）。

- A. 股权资本成本上升
- B. 债务资本成本上升
- C. 加权平均资本成本上升
- D. 加权平均资本成本不变

答案：A

解析：根据有税的 MM 理论，当企业负债比例提高时，债务资本成本不变，股权资本成本上升，加权平均资本成本下降。

【例-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。

哈马达(Hamada)模型：

$$\beta_{SL}^T = \beta_{SU}^T \times [1 + (1-T) \times \frac{D}{E}]$$

其中： β_{SL}^T 表示有税有负债企业的权益资本贝塔系数； β_{SU}^T 表示有税无负债企业的权益资本贝塔系数；T表示企业所得税税率；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。

米勒模型：

$$V_L^{Tt} = V_U^{Tt} + D^{Tt} \left[1 - \frac{(1-T_c)(1-T_E)}{1-T_D} \right]$$

其中： V_L^{Tt} 表示有企业所得税有个人所得税有负债企业的价值； V_U^{Tt} 表示有企业所得税有个人所得税无负债企业的价值； D^{Tt} 表示有企业所得税有个人所得税有负债企业的债务价值； T_c 为企业所得税税率； T_E 为股东个人所得税税率； T_D 为债权人个人所得税税率。

式中， $D^{Tt} \left[1 - \frac{(1-T_c)(1-T_E)}{1-T_D} \right]$ 代表负债的节税价值。

- (1) 如果 $T_c = T_E = T_D = 0$ ，即无税 MM 理论。
- (2) 如果 $T_E = T_D = 0$ ，即考虑企业所得税的 MM 理论。
- (3) 如果 $T_E = T_D$ ，节税价值与考虑企业所得税的 MM 理论相同。
- (4) 如果 $(1-T_c) \times (1-T_E) = 1-T_D$ ，有负债企业价值等于无负债企业价值，意味着负债的节税价值正好被个人所得税抵销，财务杠杆不发挥任何效应。
- (5) 如果 $T_E < T_D$ ，来自债务的节税收益就会减少；如果 $T_E > T_D$ ，来自债务的节税收益就会增加。

【知识点】资本结构的其他理论

(一) 权衡理论

如果使用过多的债务，会导致其陷入财务困境，产生财务困境成本。

财务困境的直接成本	是指企业因破产、清算或重组所发生的法律费用和管理费用等
财务困境的间接成本	是指因财务困境所引发的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

权衡理论，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。

$V_L = V_U + PV \text{ (利息抵税)} - PV \text{ (财务困境成本)}$

(二) 代理理论

1. 过度投资问题

过度投资问题是指因企业采取不盈利项目或高风险项目而产生的损害股东以及债权人利益并降低企业价值的现象。

【举例】某公司有一笔 100 万元年末到期的债务。如果公司的策略不变，年末的资产市值仅为 90 万元，显然公司将违约。公司经理正在考虑一项新策略，这一策略看似有前途，但仔细分析后，实际充满风险。新策略不需要预先投资，但成功的可能性只有 50%。该策略如果成功，将使公司的资产价值增加至 130 万元；若失败，将使公司的资产价值下降至 30 万元。在新策略下，公司的预期价值为 80 万元（ $130 \times 50\% + 30 \times 50\%$ ），与原先 90 万元相较减少了 10 万元。尽管如此，公司经理仍然建议采纳新策略。

两种策略下债务与股权的价值 单位：万元

项目	原策略	新策略		
		成功（50%）	失败（50%）	期望值
资产价值	90	130	30	80
债务	90	100	30	65
股权	0	30	0	15

2. 投资不足问题

投资不足问题是指因为企业放弃净现值为正的投资项目而使债权人利益受损进而降低企业价值的现象。

【举例】假设该公司不采取高风险的投资项目。相反，经理考虑另一个有吸引力的投资机会。该项目要求股东投资 10 万元，预期将产生 50% 的报酬率。如果当前的等风险报酬率为 5%，这项投资的净现值明显为正。问题是企业并无充裕的剩余现金投资这一新项目。由于公司已陷入财务困境，无法发行新股筹资，假设现有股东向企业提供所需要的 10 万元新资本，股东与债权人在年末的所得如表所示。

有新项目和无新项目时债权人和股东收到的支付 单位：万元

项目	无新项目	有新项目
现有资产	90	90
新项目		15
公司总价值	90	105
债务	90	100
股权	0	5

3. 债务的代理收益

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激励措施以及对经理随意支配现金流量浪费企业资源的约束等。

4. 债务代理成本与收益的权衡

$V_L = V_U + PV \text{ (利息抵税)} - PV \text{ (财务困境成本)} - PV \text{ (债务的代理成本)} + PV \text{ (债务的代理收益)}$

【总结】

资本结构理论	企业价值
(1) 无税 MM 理论	$V_L = V_U$
(2) 有税 MM 理论	$V_L = V_U + PV \text{ (利息抵税)}$
(3) 权衡理论	$V_L = V_U + PV \text{ (利息抵税)} - PV \text{ (财务困境成本)}$
(4) 代理理论	$V_L = V_U + PV \text{ (利息抵税)} - PV \text{ (财务困境成本)} - PV \text{ (债务的代理成本)} + PV \text{ (债务的代理收益)}$

(三) 优序融资理论

优序融资理论是当企业存在融资需求时，首先选择内源融资，其次选择债务融资，最后选择股权融资。

【例-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。选项 C 正确。