



第二节 筹资决策

【知识点】资本结构理论

资本结构是指企业各种资金来源的构成及其比例关系，其中最重要的比例是负债比率。

（一）早期资本结构理论

（1）净收益观点。净收益观点认为，由于债务资本成本率一般低于股权资本成本率，因此，公司的债务资本越多，债务资本比例就越高，综合资本成本率就越低，从而公司的价值就越大。



第二节 筹资决策

【缺点】忽略了财务风险，如果公司的债务资本过多，债务资本比例过高，财务风险也会很高，公司的综合资本成本率就会上升，公司的价值反而下降。



第二节 筹资决策

(2) 净营业收益观点。净营业收益观点认为，在公司的资本结构中，债务资本的多少、比例的高低与公司的价值没有关系。决定公司价值的真正因素应该是公司的净营业收益。

【缺点】这种观点虽然认识到债务资本比例的变动会使公司产生财务风险，也可能影响公司的债务资本成本率，但实际上公司的综合资本成本率不可能是一个常数。公司净营业收益虽然会影响公司价值，但公司价值并不仅仅取决于净营业收益。



第二节 筹资决策

(3) 传统观点。传统观点认为，增加债务资本有利于提高公司价值，但债务资本规模必须适度，如果公司负债过度，综合资本成本率就会升高，从而使公司价值下降。



第二节 筹资决策

（二）MM 资本结构理论

1958年，莫迪格莱尼（Modigliani）和米勒（Miller）提出了著名的MM理论。他们在无税收、资本可以自由流通、充分竞争、预期报酬率相同下的证券价格相同、完全信息、利率一致、高度完善和均衡的资本市场等一系列前提假设下，提出了两个重要命题：



第二节 筹资决策

(1) 命题 I ——无论公司有无债权资本，其价值（普通股本与长期债权资本的市场价值之和）等于公司所有资产的预期收益额（息税前盈余）按适合该公司风险等级的必要报酬率（综合资本成本率）予以折现。这一命题的基本含义是公司的价值不会受资本结构的影响。



第二节 筹资决策

(2) 命题 II——利用财务杠杆的公司，其股权资本率随筹资额的增加而增加，因此公司的市场价值不会随债权资本比例的上升而增加。资本成本较低的债务公司给公司带来的财务杠杆利益会随股权资本成本率的上升而被抵销。在没有企业和个人所得税的情况下，风险相同的企业，其价值不受负债及其程度的影响。

从上述假设及命题出发，后期研究一次放宽一个或多个假设，从而提出了修正的MM理论，如权衡理论。



第二节 筹资决策

（三）现代资本结构理论（重点）

（1）代理成本理论。公司债务的违约风险是财务杠杆系数的增函数，随着公司债权资本的增加，债权人的监督成本随之提升，债权人会要求更高的利率。这种代理成本最终由股东承担，公司资本结构中债权比率过高会导致股东价值的降低。根据代理成本理论，债权资本适度的资本结构会增加股东的价值。



第二节 筹资决策

(2) 啄序理论。公司倾向于首先采用内部筹资，因而不会传递任何可能对股价不利的信息，如果需要外部筹资，公司将先选择债权筹资，再选择其他外部股权筹资，这种筹资顺序的选择也不会传递对公司股价产生不利影响的信息。按照啄序理论，不存在明显的目标资本结构。



第二节 筹资决策

(3) **动态权衡理论**。该理论将**调整成本**纳入模型之中，发现即使很小的调整成本也会使公司的负债率与最优水平发生较大的偏离。当成本调整**小于**次优资本结构所带来的公司价值损失时，公司的实际资本结构就会向其最优资本结构状态**进行**调整；否则，公司将取消调整。

【补充】①调整成本：即将次优资本结构向最优资本结构调整所需付出的代价。②次优资本结构所带来的公司价值损失：即次优资本结构调整至最优资本结构所带来的价值增值。



第二节 筹资决策

(4) 市场择时理论。在公司股价被高估时，理性的决策者应该选择增发股票；当公司股价被过分低估时，理性的决策者应该回购股票。



第二节 筹资决策

【知识点】资本结构决策

（一）资本结构的影响因素（了解）

资本结构影响因素主要有企业财务目标、经营状况的稳定性和成长性、企业的财务状况和信用等级、企业资产机构、企业投资者及管理者的态度、行业特征及发展周期、财政政策及货币政策等。



第二节 筹资决策

（二）资本结构的决策方法

企业资本结构决策即确定最佳资本结构。最佳资本机构指企业在适度财务风险的条件下，使其预期的综合资本成本率最低，同时使企业价值最大的资本结构。下面介绍两种定量方法：

（1）资本成本比较法。指在适度财务风险的条件下，测算可供选择的的不同资本结构或筹资组合方案的综合资本成本率，并以此为标准相互比较确定最佳资本结构的方法。

在适度财务风险的条件下，应选择筹资组合方案综合资本成本率最低的筹资组合方案为最佳筹资组合方案。



第二节 筹资决策

(2) 每股利润分析法。每股利润分析法是指利用每股利润无差别点进行资本结构决策的方法。每股利润无差别点是指两种或两种以上筹资方案下普通股每股利润相等时的息税前盈余点。测算公式如下：

$$\frac{(\overline{EBIT}-I_1)(1-T)-D_{P1}}{N_1} = \frac{(\overline{EBIT}-I_2)(1-T)-D_{P2}}{N_2}$$

$\overline{EBIT}$ 为息税前盈余平衡点，即每股利润无差别点； I_1, I_2 为两种增资方式下的长期债务年利息； T 为企业所得税税率； D_{p1}, D_{p2} 为两种增资方式下的优先股年股息； N_1, N_2 为两种增资方式下的普通股股数。



第二节 筹资决策

每股利润分析法**决策规则**：解出 $\overline{EBIT}$ （无差别点），当实际EBIT**大于**无差别点时，选择资本成本**固定型**的筹资方式更有利，如**银行贷款、发行债券或优先股**；当实际EBIT**小于**无差别点时，选择资本成本**非固定型**筹资方式，如发行普通股。



第二节 筹资决策

【例题】A公司2023年股东权益与负债合计20000万元，其中股东权益合计10000万元，总股本2500万股；债务合计10000万元，债务综合利率12%。2024年，公司计划筹资10000万元，现有两个方案选择：

方案一，发行公司债券10000万元，年利率10%。方案二，增发普通股1000万股，每股发行价10元。

预计2024年公司息税前盈余为4000万元，公司所得税税率为25%。计算两个方案的每股利润无差别点并进行方案选择。

$$\frac{(\overline{EBIT} - 10000 \times 12\%) \times (1 - 25\%) - 0}{3500} =$$

$$\frac{(\overline{EBIT} - 10000 \times 10\% - 10000 \times 12\%) \times (1 - 25\%) - 0}{2500}$$



第二节 筹资决策

经计算， $\overline{EBIT}=4700$ （万元）

由于公司实际的息税前盈余小于每股利润无差别点，所以A公司应选择增发普通股的方案，即方案二。



第二节 筹资决策

【小结】

资本成本	(一) 个别资本成本率 1. 长期债务资本成本率的测算 (1) 长期借款资本成本率 (2) 长期债券资本成本率 2. 股权资本成本率的测算 (1) 普通股资本成本率 1) 股利折现模型。2) 资本资产定价模型。 (2) 优先股资本成本率 (3) 留用利润资本成本率 (二) 综合资本成本率
杠杆理论	(一) 营业杠杆 (二) 财务杠杆 (三) 总杠杆
资本结构理论	(一) 早期资本结构理论 (1) 净收益观点。 (2) 净营业收益观点。 (3) 传统观点。 (二) MM 资本结构理论 (三) 现代资本结构理论 (1) 代理成本理论。 (2) 啄序理论。 (3) 动态权衡理论。 (4) 市场择时理论。
资本结构的决策方法	(1) 资本成本比较法。 (2) 每股利润分析法。