

第八章 资本结构

【本章考情分析】

本章属于重点章，主要介绍资本结构理论、资本结构决策方法和杠杆原理。从历年考试情况来看，本章主要以客观题形式考核。



第一节 资本结构理论

一、资本结构的 MM 理论

(一) 假设条件

现代资本结构理论是由莫迪格利安尼与米勒（以下简称 MM）基于完善资本市场的假设条件提出的，MM 资本结构理论依据的直接及隐含的假设条件如下：

- (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。

在上述假设的基础上，MM 首先研究“没有企业所得税”情况下的资本结构，其后又研究了“有企业所得税”情况下的资本结构。因此，MM 的资本结构理论可以分为“无税 MM 理论”和“有税 MM 理论”。

(二) 无税 MM 理论

命题 I:

(1) 在没有企业所得税的情况下，负债企业的价值与无负债的价值相等，即无论企业是否有负债，企业的资本结构与企业价值无关。

$$V_L = \frac{EBIT}{r_{WACC}^0} = V_U = \frac{EBIT}{r_S^U}$$

其中： r_{WACC}^0 代表无税有负债企业加权平均资本成本， r_S^U 代表经营风险等级相同的无税无负债权益资本成本。

(2)

无税有负债企业加权平均资本成本 r^0_{WACC}

= 经营风险等级相同的无税无负债企业的权益资本成本 r^U_S ，表明无论企业是否有负债，经营风险等级相同则加权平均资本成本相同，即加权平均资本成本与资本结构无关，仅取决于企业的经营风险。

命题 II: 有负债企业的权益资本成本随着财务杠杆的提高而增加。权益资本成本等于无负债企业的权益资本成本加上风险溢价，而风险溢价与以市值计算的财务杠杆（债务/权益）成正比。

其表达式如下：

$$r^0_{sl} = r^0_{su} + \text{风险溢价} = r^0_{su} + (r^0_{su} - r^0_d) D / E$$

其中： r^0_{sl} 表示无税有负债企业的权益资本成本；

r^0_{su} 表示无税无负债企业的权益资本成本；

r^0_d 表示无税有负债企业的债务资本成本；

D 表示无税有负债企业的债务价值；

E 表示无税有负债企业的权益价值。

风险溢价是对无税有负债企业财务风险的补偿，其大小由无税无负债企业的权益资本成本与无税有负债企业的债务资本成本之差以及债务权益价值比决定。