

第一节 资本结构理论

(三) 有税 MM 理论

命题 I: 有负债企业的价值等于具有相同风险等级的无负债企业的价值加上债务利息抵税收益的现值。

有负债企业价值=无负债企业价值+利息抵税现值

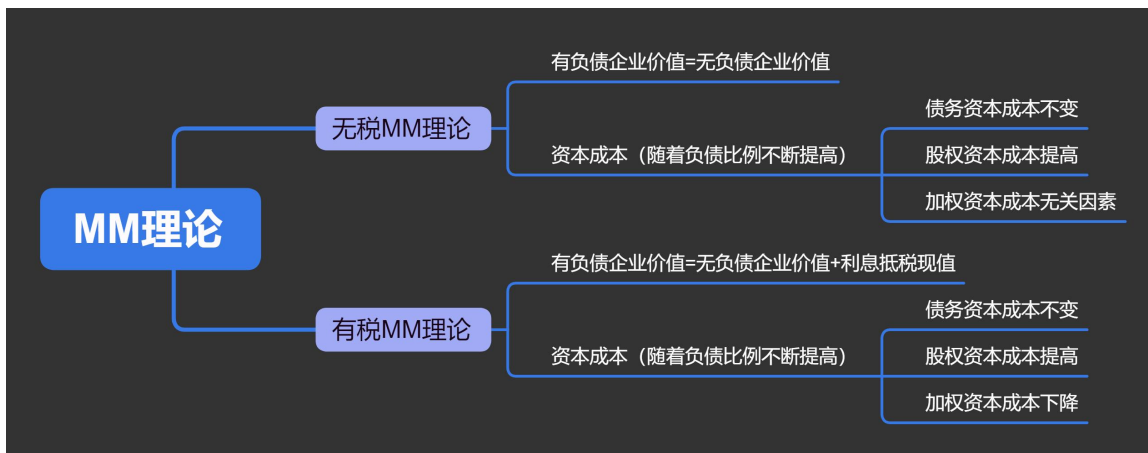
命题 II:

有负债企业的权益资本成本等于相同风险等级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报酬，且风险报酬取决于企业的债务比例以及所得税税率

$$r_{sL}^T = r_{sU}^T + \text{风险溢价} = r_{sU}^T + (r_{sU}^T - r_d^T) (1-T) D/E$$

【结论】 企业的负债比重越高，获得的利息抵税的现值越高，企业价值越高，加权平均资本成本越低。因此，企业最佳资本结构为负债占 100%。

总结:



(四) 哈马达模型

1969年，哈马达在考虑企业所得税的 MM 理论的基础上结合资本资产定价模型提出了哈马达模型：

$$\beta_{sL}^T = \beta_{sU}^T \times \left[1 + (1-T) \times \frac{D}{E} \right]$$

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。

(四) 哈马达模型

与资本资产定价模型相比，哈马达模型将权益资本承担的系统风险分为经营风险和财务风险。该模型能更好地解释资本结构对权益资本成本的影响。

（五）米勒模型

上述修正的 MM 理论考虑了企业所得税，但是并没有考虑个人所得税对债务比例与企业价值之间关系的影响。米勒在 1976 年进一步提出了同时考虑企业所得税和个人所得税的资本结构理论模型——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；

(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。

【2023·单选】 根据无税的 MM 理论，下列关于财务杠杆对企业影响的表述中，正确的是（ ）

- A. 降低财务杠杆，企业加权平均资本成本随之上升
- B. 提高财务杠杆，企业价值随之增加
- C. 提高财务杠杆，企业股权资本成本随之上升
- D. 降低财务杠杆，企业价值随之增加

答案：C

解析：无税 MM 理论下，无论企业负债如何变化，企业的加权平均资本成本和企业整体价值保持不变。因此选项 ABD 说法错误

【2019·多选】 下列关于有企业所得税情况下的 MM 理论的说法中，正确的有（ ）。

- A. 高杠杆企业的债务资本成本大于低杠杆企业的债务资本成本
- B. 高杠杆企业的权益资本成本大于低杠杆企业的权益资本成本
- C. 高杠杆企业的加权平均资本成本大于低杠杆企业的加权平均资本成本
- D. 高杠杆企业的价值大于低杠杆企业的价值

答案：BD

解析：MM 理论认为，在考虑所得税的条件下，权益资本成本随着债务筹资比例的增加而增加，债务资本成本不变，加权平均资本成本随着债务筹资比例的增加而降低，因此选项 A 错误、选项 B 正确、选项 C 错误。在有税 MM 理论下，有负债企业的价值等于具有相同风险等级的无负债企业的价值加上债务利息抵税收益的现值，说明随着企业负债比例的提高，企业价值也随之提高，因此选项 D 正确。