

第八章

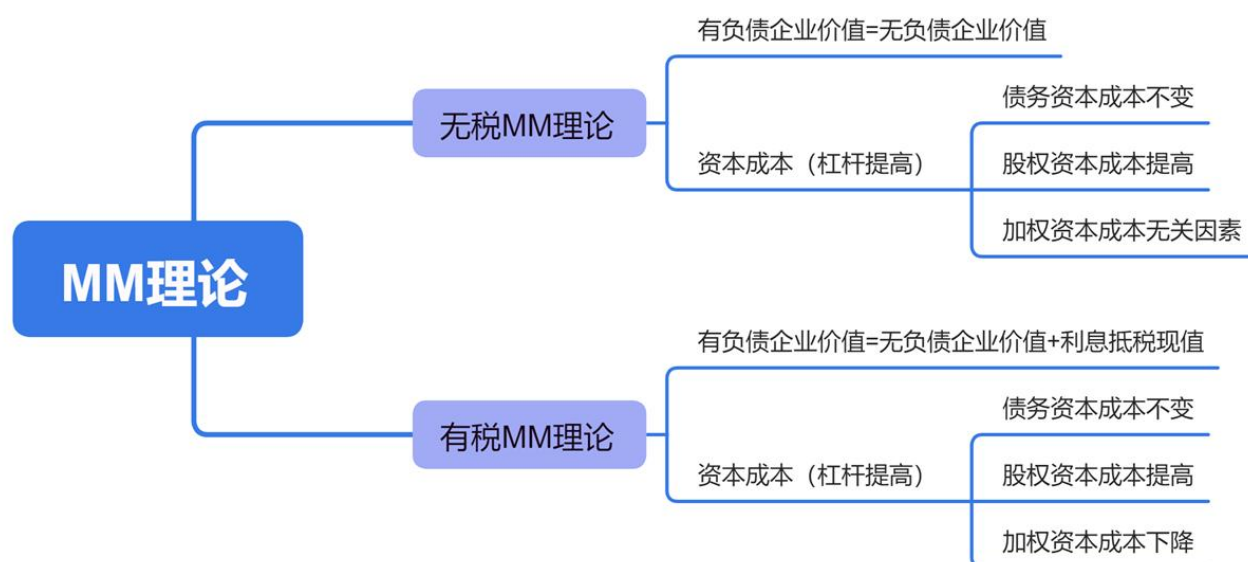
资本结构

本章的考试题型客观题、主观题都有可能性，主观题的考点主要是杠杆系数确定、资本结构决策方法。

考点扫描：

- (1) 资本结构理论
- (2) 资本结构决策分析
- (3) 杠杆原理

【考点1】资本结构理论



资本结构理论	考试要点
有税 MM 理论 (延伸)	1. 哈马达模型 $\beta_{sL}^T = \beta_{sU}^T \times [1 + (1-T) \times \frac{D}{E}]$ 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。 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。 2. 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。 $V_L^{Tt} = V_U^{Tt} + D^{Tt} \left[1 - \frac{(1-T_c)(1-T_E^{\square})}{1-T_D^{\square}} \right]$ 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； $T_E^{\square}$ 为股东个人所得税税率； $T_D^{\square}$ 为债权人个人所得税税率； (1) 如果 $T_c = T_E^{\square} = T_D^{\square} = 0$，即无税 MM 理论。 (2) 如果 $T_E^{\square} = T_D^{\square} = 0$，即考虑企业所得税的 MM 理论。 (3) 如果 $T_E^{\square} = T_D^{\square}$，节税价值与考虑企业所得税的 MM 理论相同。 (4) 如果 $(1-T_c) \times (1-T_E^{\square}) = 1-T_D^{\square}$，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 $T_E^{\square} < T_D^{\square}$，来自债务的节税收益就会减少；如果 $T_E^{\square} > T_D^{\square}$，来自债务的节税收益就会增加。

权衡理论	最佳资本结构需要权衡利息抵税现值与财务困境成本现值的边际效应。增加负债所增加的利息抵税现值与所增加的财务困境成本现值相等时的资本结构为最佳资本结构。
代理理论	进入财务困境后股东可能会选择净现值小于零的投资项目。
有序融资理论	有序融资顺序：留存收益 > 普通债券 > 可转换公司债券 > 优先股 > 普通股

【考点2】资本结构决策分析

具体方法	有关计算
资本成本比较法	首先，计算各融资方案的加权平均资本成本。然后，选择加权平均资本成本最小的方案
每股收益无差别点法	$\frac{(EBIT - I_1) \times (1 - T) - PD_1}{n_1} = \frac{(EBIT - I_2) \times (1 - T) - PD_2}{n_2}$ 解得：<u>EBIT为每股收益无差别点息税前利润。</u> 若预计息税前利润 > <u>EBIT</u>，应选择负债筹资方案； 若预计息税前利润 < <u>EBIT</u>，应选择股权筹资方案。

企业价值比较法	首先，计算各方案下企业价值和加权平均资本成本。 $S = \frac{(EBIT - I) \times (1 - T) - PD}{r_s}$ V=股权市场价值+债务市场价值 (1) 股票市场价值S，分子是净利润，分母是权益资本成本。 原理：假定净利润是永续的，并且净利润全部用于发放股利，这样，净利润的支付构成了永续年金的形式即$P = A/i$，所以，股票的市场价值 = 净利润/权益资本成本。 (2) 债券价值B，假设债务的市场价值等于其面值 (3) 加权平均资本成本 = 税前债务资本成本 × (1 - 税率) × 债务资本比重 + 权益资本成本 × 权益资本比重 结论，在公司价值分析法中，公司价值最大，则资本结构最优，加权资本成本最低
---------	---

【考点3】杠杆原理

杠杆	内容
经营 杠杆	1.含义：衡量经营风险，息税前利润增长率是收入增长率的倍数 2.公式：$DOL = \frac{EBIT\text{变动百分比}}{S\text{变动百分比}}$ 经营杠杆系数 = $\frac{\text{基期边际贡献}}{\text{基期息税前利润}} = \frac{(\text{基期息税前利润} + \text{基期固定成本})}{\text{基期息税前利润}}$
财务 杠杆	1.含义：每股收益增长率是息税前利润增长率的倍数 2.公式：$DFL = \frac{EPS\text{变动率}}{EBIT\text{变动率}}$ $DFL = \frac{\text{基期息税前利润}}{\text{基期利润总额}} = \frac{EBIT_0}{EBIT_0 - I_0 - \frac{D_p}{1-T}}$
联合 杠杆	1.含义：每股收益增长率是收入增长率的倍数 2.公式：$DTL = \frac{\text{普通股盈余变动率}}{\text{产销量变动率}}$ $= \frac{\text{基期边际贡献}}{\text{基期利润总额}} = \frac{\text{基期税后边际贡献}}{\text{基期税后利润}}$