



第九章 资本结构

历年考情概况

考试年份	2021、2020、2019
考试分值	4 分左右
考查形式	客观题、主观题
高频考点	资本结构理论、资本结构决策分析、杠杆系数的衡量

【考点一】资本结构理论(★★★)

(一) MM 理论假设前提

- (1) 经营风险可以用息税前利润的方差来衡量, 具有相同经营风险的公司称为风险同类;
- (2) 投资者等市场参与者对公司未来的收益和风险的预期是相同的;
- (3) 完善的资本市场, 即在股票与债券进行交易的市场上没有交易成本, 且个人与机构投资者的借款利率与公司相同;
- (4) 借债无风险, 即公司或个人投资者的所有债务利率均为无风险利率, 与债务数量无关;
- (5) 全部现金流是永续的, 即所有公司预计是零增长, 因此具有“预期不变”的息税前利润, 所有债券也是永续的。

(二) 无税 MM 理论

命题 I	在没有企业所得税的情况下, 有负债企业 的价值与 无负债企业 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。
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 。在数量上等于无负债企业的权益资本成本加上与以市值计算的财务杠杆成正比的风险溢价。 $r_s^L = r_s^u + \text{风险溢价} = r_s^u + \frac{D}{E}(r_s^u - r_d)$

(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 。其表达式如下: $V_L = V_U + T \times D = V_U + PV(\text{利息抵税})$ 式中: T 为企业所得税税率, D 表示企业的债务数量。 【分析】年利息抵税 = $D \times i \times T$ 利息抵税现值 = $(D \times i \times T) / i = TD$
命题 II	有负债企业的权益资本成本等于相同风险等级的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。其表达式如下: $r_s^L = r_s^u + \text{风险报酬} = r_s^u + (r_s^u - r_d)(1 - T) \frac{D}{E}$

(四) 权衡理论

含义	所谓权衡理论, 就是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 。
观点	企业价值最大化的债务比率: 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 。
表达式	$V_L = V_U + PV(\text{利息抵税}) - PV(\text{财务困境成本})$

(五) 代理理论

V_L (有负债企业价值) = V_U (无负债企业价值) + $PV(\text{利息抵税}) - PV(\text{财务困境成本}) + PV(\text{债务代理收益}) - PV(\text{债务代理成本})$



(六) 优序融资理论

考虑信息不对称和逆向选择的影响, 管理者偏好首选留存收益筹资, 其次是债务筹资(先普通债券后可转换债券), 而将发行新股作为最后的选择。

【考点二】资本结构决策分析 (★★★★★)

(一) 资本结构的影响因素

内部因素: 通常有营业收入、成长性、资产结构、盈利能力、管理层偏好、财务灵活性以及股权结构等;

外部因素: 通常有税率、利率、资本市场、行业特征等。

(二) 资本结构决策分析方法

1. 资本成本比较法

决策方法: 决策前先拟定若干个备选方案, 分别计算各方案的加权平均资本成本, **加权平均资本成本最小的资本结构为最佳资本结构。**

2. 每股收益无差别点法

决策方法: 当预计的息税前利润(或销售额) **大于** 每股收益无差别点的息税前利润(或销售额)时, 负债筹资方式较好; 反之, 当预计的息税前利润(或销售额) **小于** 每股收益无差别点的息税前利润(或销售额)时, 普通股筹资方式较好。

其中: 每股收益 = (净利润 - 优先股股息) / 普通股股数。

3. 企业价值比较法

决策方法: 企业的市场价值 = 股票的市场价值 + 长期债务的价值 + 优先股的价值, 企业价值最大的资本结构为最佳资本结构。其中, 假设长期债务和优先股的价值等于其面值, 股票的市场价值 = (净利润 - 优先股股息) / 权益资本成本。

【考点三】杠杆系数的衡量 (★★★★★)

经营杠杆系数	定义公式	经营杠杆系数 = 息税前利润变动率 ÷ 营业收入变动率
	简化公式	经营杠杆系数 = 基期边际贡献 ÷ 基期息税前利润
财务杠杆系数	定义公式	财务杠杆系数 = 每股收益变动率 ÷ 息税前利润变动率
	简化公式	财务杠杆系数 = 基期息税前利润 ÷ 基期(税前利润 - 税前优先股股息) 税前利润 = 息税前利润 - 利息费用 税前优先股股息 = 优先股股息 / (1 - 所得税税率)
联合杠杆系数	定义公式	总杠杆系数 = 每股收益变动率 ÷ 营业收入变动率
	简化公式	总杠杆系数 = 基期边际贡献 ÷ 基期(税前利润 - 税前优先股股息) 总杠杆系数 = 经营杠杆系数 × 财务杠杆系数 , 考察了财务杠杆和经营杠杆的共同作用