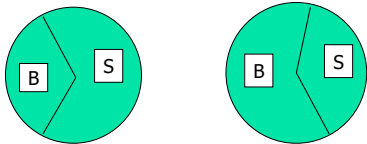


第五章 资本结构理论与实务

- 一、资本结构理论
- 二、资本结构的调整

公司理财 第五章

资本结构问题与圆饼理论



- 企业的价值 $V=S+B$
- 使企业价值的最大化的负债-权益比是多少？

公司理财 第五章

资本结构理论

- 资本结构——  
以债务、优先股和普通股权益为代表的永久性长期融资方式的组合比例
- 资本结构问题的研究方法——圆饼模型 (pie model)

公司理财 第五章

例

- B公司当前的资本结构中无负债，公司考虑发行债券回购部分股票，目前流通在外的股票为400股，计划发行债务4000元，公司目前及计划调整资本结构如下：

公司理财 第五章

调整资本结构

项目	当前	计划
资产	8000	8000
负债	0	4000
权益	8000	4000
利息率	10%	10%
每股市价	20	20
流通股数	400	200

公司理财 第五章

不同情况下EPS

	当前	经济衰退	预期	经济扩张
收益	400	1200	2000	
ROA	5%	15%	25%	
ROE	5%	15%	25%	
EPS	1	3	5	
调整后				
ROA	5%	15%	25%	
息后收益	0	800	1600	
ROE	0	20%	40%	
EPS	0	4	8	

公司理财 第五章

## 哪种资本结构对公司更好？

- 比较两种策略：
- 1: 购买杠杆公司的股票100股，价格为20元，成本为2000元，总收益为400元
- 2: 向银行借款2000元，自己再投资2000元，购买无杠杆企业的股票200股，价格为20元，收益为600元，利息为200元，净收益仍然为400元。

公司理财 第五章

## 结论

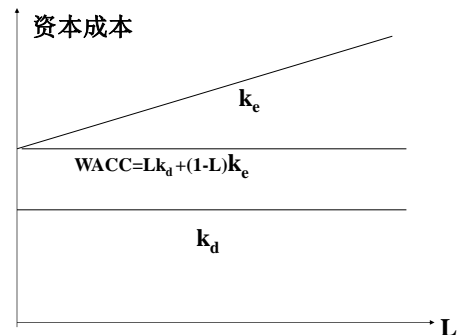
- 两种策略成本相同，收益相同
- 杠杆企业的价值不会高于无杠杆企业的价值。
  - 关键假设：个人与公司借款利率相同

公司理财 第五章

## MM命题1

- **MM命题1（无税）：**
- 杠杆企业的价值等于无杠杆企业的价值
- **MM1推论（无税）：**
- 财务杠杆变化，WACC不变；股东的期望收益率随财务杠杆上升
- 公司的价值仅取决于它未来创造的现金流大小，与它们是如何分配是无关的。

公司理财 第五章



## 不相关的前提：

- 资本市场是完备的(Prefect Markets)，价值守恒。
  - 资金供应者和使用者自由进入
  - 充分竞争，参与者不影响定价
  - 金融资产无限可分
  - 无交易成本（含破产成本）
  - 对每个参与者所有信息充分且免费
  - 没有不对称税率
  - 没有政府管制及其他限制

公司理财 第五章

## M&M定理内涵

- 在有效金融市场上，一个公司的价值是由其资产增值能力所决定的，而与该公司的融资方式以及资本结构无关。
- 国有股减持不应该成为话题，问题在于提高国有企业的盈利能力。
- 企业的价值是由其资产增值能力所决定的，而该企业的融资活动不应对其股票的价格产生任何影响。

公司理财 第五章

Corporate Finance

## M&amp;M定理

## ——1997东南亚金融危机

- 1997年东南亚金融危机爆发，为了应对投机商

米勒：东南亚金融危机的根本原因由于这些国家的中央银行行长们都是哈佛大学的毕业生。如果他们来芝加哥大学的话，这场危机本来是可以避免的。

投机商向企业提出相同的利率，这使他们可以打击投机商。不幸的是，这项政策颁布以后，这些国家的货币以更快速度贬值，终于无可逆转地形成了危机。

公司理财 第五章

Corporate Finance

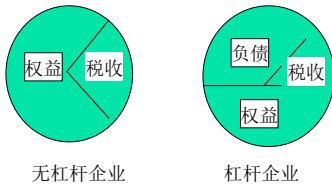
## 问题：

- 税收被忽视
- 未考虑破产成本和代理成本

公司理财 第五章

Corporate Finance

## 杠杆企业的圆饼图



公司理财 第五章

Corporate Finance

## 杠杆企业的价值

- 杠杆企业的应税所得：EBIT-I
- 总税收：T (EBIT-I)
- 股东的现金流量：  
EBIT-I- T (EBIT-I)
- 流向债权人的现金流：I
- 流向企业投资者的现金流量：  
EBIT (1-T) + TI

公司理财 第五章

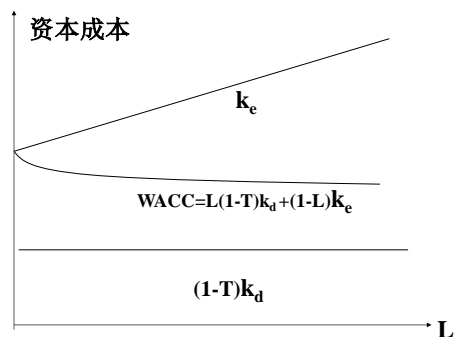
Corporate Finance

## MM命题2

- 杠杆企业的价值是无杠杆企业价值与利息减税现值之和

$$V_L = V_U + TB$$

公司理财 第五章



## MM定理

- 定理一：在无所得税时公司价值与资本结构无关(无关论)
- 定理二：如果存在公司所得税，则最大负债可实现最大价值(相关论)

公司理财 第五章

## 对传统理论的批判

- 财务杠杆增加，WACC先减少；后增加
- 存在最优资本结构，使公司价值达到最大

公司理财 第五章

## 权衡理论（成本与税盾权衡）

负债的成本=代理成本+财务困境成本

- 代理成本：股东与债权人、股东与员工、
- 财务困境成本：
  - 直接成本：清算、重组的法律及管理成本
  - 间接成本（处理财务危机所转移的注意力、供货方面、消费者产生的不利影响等）

公司理财 第五章

## 例（无税）

- 贴现率为10%，预期现金流如下：

项目	K公司		D公司	
	繁荣	衰退	繁荣	衰退
	P=50%			
现金流量	100	50	100	50
债务本息	49	49	60	50
股东所得	51	1	40	0

- K公司  $V=S+B=23.64+44.54=68.18$
- D公司  $V=S+B=18.18+50=68.18$

公司理财 第五章

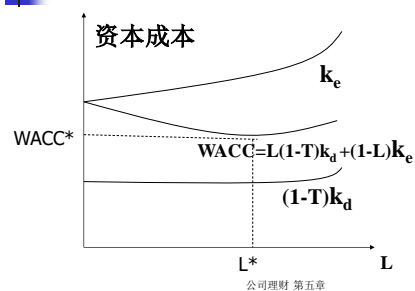
## 考虑D公司财务困境成本

项目	繁荣	衰退	计算
现金流量	100	50	
债务偿付	60	35	$B=43.18$
股东分配	40	0	$S=18.18$
			$V=61.36$

破产的可能性对企业价值产生负面影响；是与破产相关的成本降低了企业价值。

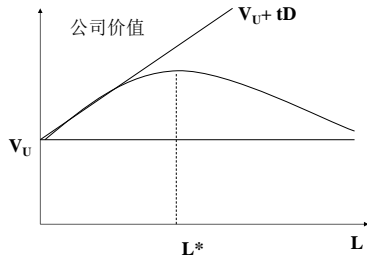
公司理财 第五章

## 最优资本结构



公司理财 第五章

## 税收和财务困境的综合影响



## 二、融资决策的基本原则

问题：如何选择合适的资本结构

公司理财 第五章

## 基本原则

- 掌握资金需求
- 了解可能来源
- 分析各种来源的特点  
成本、风险、灵活性、限制性
- 保持进一步融资能力

公司理财 第五章

## 融资优序理论

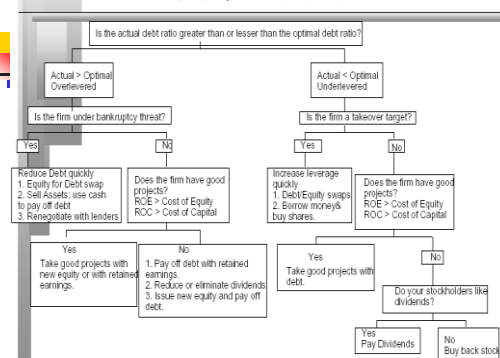
- 最优融资选择顺序：
  - 先内部融资，后外部融资
- 在外部融资方式中，依次选择债务融资和股权融资，因为
  - 融资决策包含重要信息
  - 外部筹资费用较高

公司理财 第五章

## 决定负债水平时重要原则 排序

财务原则	最重要%	平均分
保持财务灵活性	61.4	4.55
保证长期生存能力	76.7	4.55
保持可测的资金来源	35.8	4.05
使股票价格最大化	37.5	3.99
保持财务独立性	40.9	3.99
保持较高的资信等级	13.1	3.56
保持与同行的可比性	2.8	2.47

## 资本结构的调整



公司理财 第五章