



石家庄铁道大学
SHIJIAZHUANG TIEDAO UNIVERSITY

网络精品课程

财务管理

资本结构理论

主讲：梁权 齐荣光

一、资本结构相关概念



- 资本结构：企业资金总额中各种资金来源的构成比例。**广义资本结构**指企业全部资金的构成，但由于长期资金是企业资金中主要的部分，所以**狭义资本结构**是指长期资金的构成。
- 企业资金来源分类：一类是**权益资金**，一类是**负债资金**，资本结构的确定总的来说就是确定负债比率。
- 资本结构中负债对企业意义：①降低资本成本；②发挥财务杠杆作用；③加大企业的财务风险。



二、资本结构理论

资本结构理论是研究资本结构与股票价值、公司价值之间关系的理论。资本结构自20世纪50年代开始进入主流经济学的研究视野后就一直是学术界研究的热点之一。

- 企业的经营目标：企业价值最大化
- 企业价值与资本有关否？
- 企业是否存在最佳资本结构？
- 若有，如何选择最佳资本结构？



(一) 早期资本结构理论

1952年，大卫杜兰特在美国经济研究局召开的企业理财研究学术会议上提交了一篇题为《企业债务和股东权益成本：趋势和计量问题》的论文，系统地总结出资本结构的三种理论：净收益理论、净营业收益理论和介于两者之间的传统折中理论(杜兰特，**1952**)，成为早期资本结构理论的正式开端之一。



(一) 早期资本结构理论

1. 净收益理论

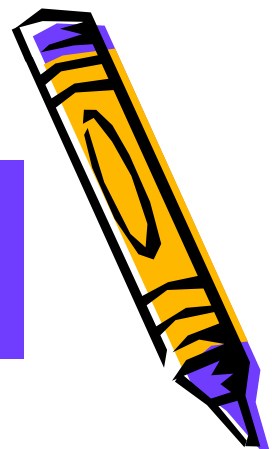
- 前提: K_b , K_e 保持不变, 不受负债比率影响
- 内容: 由于债务资金成本低于权益资金成本, 运用债务筹资可以降低企业资金的综合资金成本, 且负债程度越高, 综合资金成本就越低, 企业价值就越大。按照该理论, 当负债比率达到**100%**时, 企业综合资金成本最低, 企业价值最大。



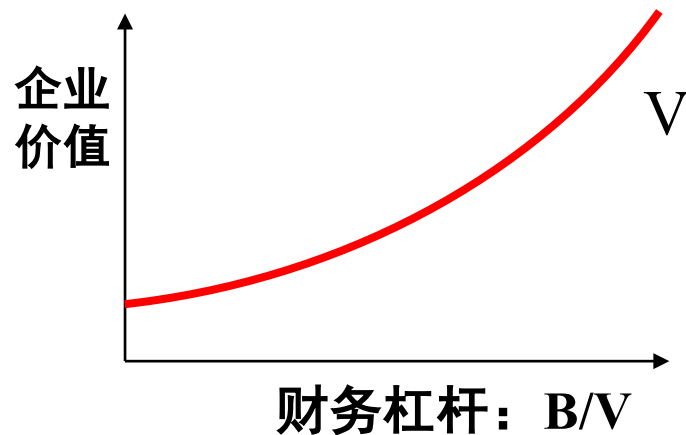
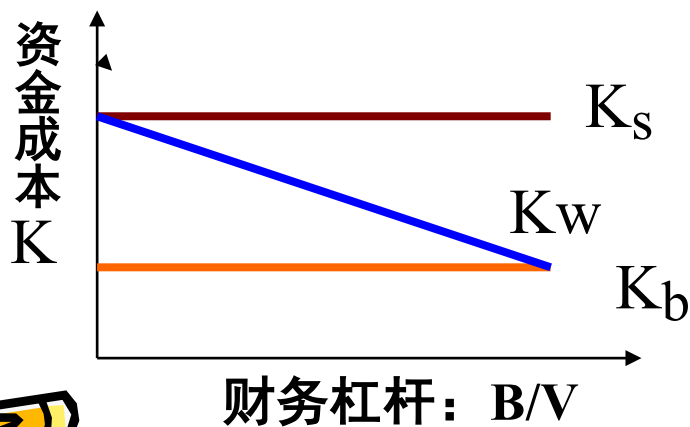


1. 净收益理论

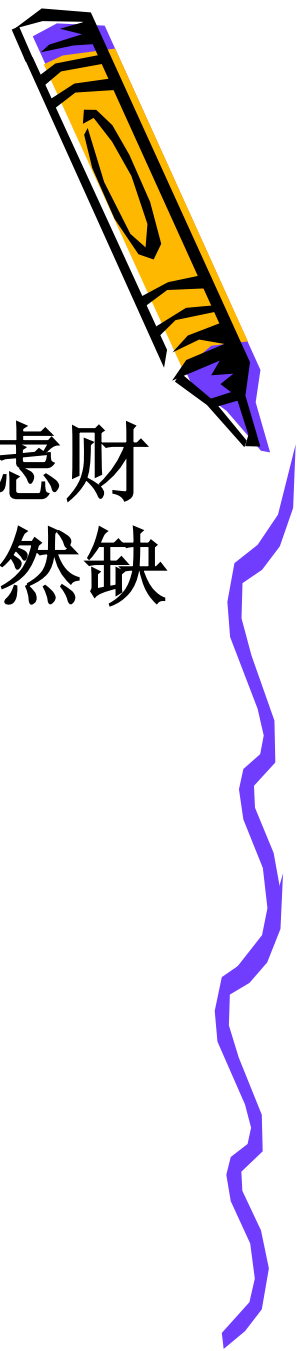
结论：负债100%
资金结构最佳。



如果用 K_d 表示债务资本成本、 K_e 表示权益资本成本、 K_w 表示加权平均资本成本、 V 表示企业总价值，则净收益理论可用下图来描述。



（一）早期资本结构理论



——评价：极端资本结构观点，只考虑财务杠杆收益，未考虑财务风险。这显然缺乏现实基础，不能让人信服。



(一) 早期资本结构理论

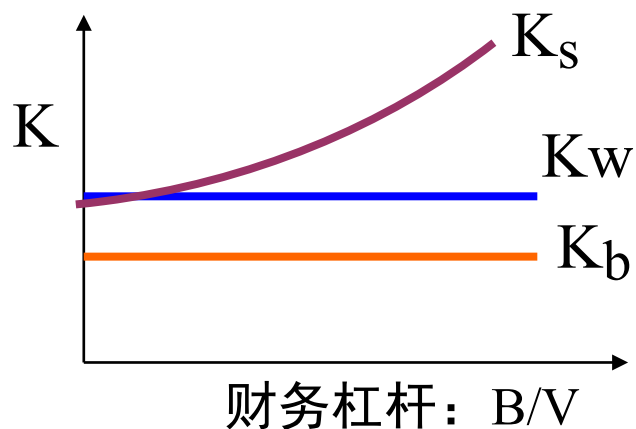


2. 营业净利理论:

- 假设: K_b 不变, K_e 随负债的增加而增加, K_w 不变。
- 结论: 不存在最佳资本结构。无论企业财务杠杆如何变动, 综合资本成本和企业价值都固定不变, 企业价值取决于公司经营收益。
- 评价: 与净收益理论相反, 只考虑了财务风险, 没有考虑财务杠杆收益。



2. 营业净利理论



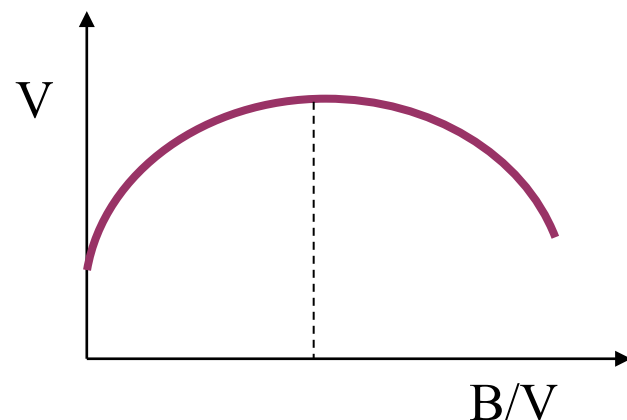
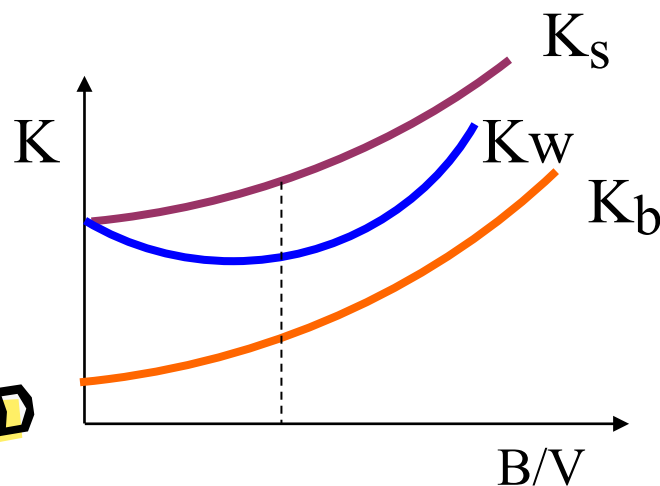
结论：公司的资金成本不受财务杠杆影响，公司不存在最优资金结构。

（一）早期资本结构理论



• 3. 传统理论（折衷理论）

——增加负债对提升企业价值有好处，但是负债规模必须适度。即在负债 $<100\%$ 时存在一个最佳资本结构。



(一) 早期资本结构理论评价

杜兰特提出的**早期资本结构理论**都是单纯从有关投资者如何评估企业负债及权益价值的多种不同假设甚至经验判断推演出来，在理论上缺乏行为意义和实证支持，在经济理论界并没有得到认可和进一步的发展。



(二) 现代资本结构理论



• 1 基本MM理论

——提出：由美国的**Modigliani**和**Miller** (简称M M)教授于**1958年6月份**发表于《美国经济评论》的“资本结构、公司财务与资本成本”一文提出。



MM理论基本假设



一是关于资产风险的衡量：

- 营业风险由企业税息前收益的标准差衡量，具有相同营业风险的企业的风险等级相同；

二是无摩擦环境假设：

- 所有投资者对每一企业未来EBIT的期望值和分布状况具有完全相同的估计（一致性预期）；
- 资产在完善资本市场上交易，无交易费用，无所得税，无信息不对称，无解决冲突成本等；



MM理论基本假设



三是负债无风险假设：

- 债务无风险，各种机构与个人均可按相同的无风险利率无限量的借入资金；

最后一个假设是为了数学推导的方便：

- 所有现金流量都是永久性的，企业是零成长企业，债券为永续年金债券，投资者对EBIT的预期为常数。

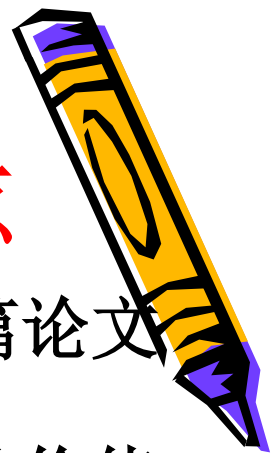


(1) MM资本结构理论的基本观点

- 基本观点：在符合该理论的假设之下，公司的价值与其资本结构无关。公司的价值取决与其实实际资产，而非各类债务和股权的市场价值。
- 命题 I：无论公司有无债务资本，其价值（普通股资本与长期债务资本的市场价值之和）等于公司所有资产的预期收益额按适合该公司风险等级的必要报酬率予以折现。
- 命题 II：利用财务杠杆的公司，其股权资本成本率随筹资额的增加而提高。因此，公司的市场价值不会随债务资本比例的上升而增加，因为便宜的债务给公司带来的财务杠杆利益会被股权资本成本率的上升而抵消，最后使有债务公司的综合资本成本率等于无债务公司的综合资本成本率，所以公司的价值与其资本结构无关。



(2) MM资本结构理论的修正观点



- 莫迪格莱尼和米勒于1963年合作发表了另一篇论文“公司所得税与资本成本：一项修正”。
- 修正观点：若考虑公司所得税的因素，公司的价值会随财务杠杆系数的提高而增加，从而得出公司资本结构与公司价值相关的结论。
- 命题 I：有债务公司的价值等于有相同风险但无债务公司的价值加上债务的税上利益。
- 命题 II：MM资本结构理论的权衡理论观点。随着公司债务比例的提高，公司的风险也会上升，因而公司陷入财务的危机甚至破产的可能性也就越大，由此会增加公司的额外成本，降低公司的价值。因此，公司最佳资本结构应当是节税利益和债务资本比例上升而带来的财务危机成本与破产成本之间的平衡点。



（三）新的资本结构理论观点



- 代理成本理论
 - 债务资本适度的资本结构会增加股东的价值。
- 信号传递理论
 - 公司价值被低估时会增加债务资本；反之，公司价值被高估时会增加股权资本。
- 优选顺序理论
 - 不存在明显的目标资本结构。



资本结构理论评论

资本结构与企业价值到底有关无关，在MM理论发表后这种讨论一直相当激烈，即使在MM理论获得了诺贝尔经济学奖后，这种讨论也并没有随着最高经济学奖的颁发而停止，而是更加深入，更加广泛。但是由于人们一直没有找到资本结构与企业价值之间的函数关系，（一些学者曾断言资本结构与企业价值不可能有一一对应的函数关系）所以，包括MM理论在内的所有资本结构理论并没有真正揭示资本结构的核心与本质，按照美国著名经济学家斯塔德·梅耶斯在美国财务学会第45届年会演说中的公开说法：“经过这么多年，我们对资本结构问题仍然所知甚少”。

资本结构与企业价值的关系在当今仍然是个谜。

