



第六篇 筹资决策

通用汽车前主席罗杰.史密斯:

正确的事做起来容易,

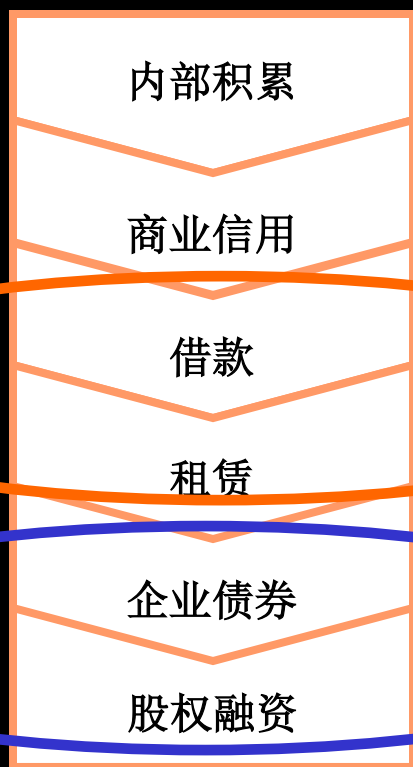
判断什么是正确的却很难!

财务管理第一法则：
你不可能筹集到资金的
唯一时间是当你需要它时！
——卢斯·班得

企业的营运资金哪里来—筹资决策

★ 企业有哪些资金来源的渠道





间接融资是指企业借助于银行等金融机构进行的筹资活动。其主要形式为银行借款、非银行金融机构借款、融资租赁等。

直接融资是指企业不经过银行等金融机构，而直接从资金供应者那里借入或发行股票、债券等方式进行的融资活动。

表外融资是指所筹资金未在资产负债表中予以披露的筹资行为。具体分为两类：一是客观性表外筹资，如出售代追索权的应收账款和应收票据贴现，这类行为实质上是一种以应收票据或账款为抵押的借款，只不过在表内不反映负债而已。二是直接表外筹资，它是一种不转移资产所有权的特殊信用形式，如经营租赁等。



内部积累

商业信用

借款

租赁

企业债券

股权融资

内部积累

- ❑ 企业的内部积累包括资本公积、盈余公积、未分配利润和固定资产折旧基金。
- ❑ 利用保留盈余补充资本不需要支付发行费用，资金成本较低，并且不需要繁杂的手续
- ❑ 固定资产折旧基金的增加并不增加资本总量，致使增加了公司的可利用现金数额
- ❑ 不会改变股权结构，不会影响股东受益和分散公司控制权
- ❑ 但法定盈余公积的使用要受国家规定的影晌。

商业信用

内部积累

商业信用

借款

租赁

企业债券

股权融资

商业信用 —— 指商品交易中延期付款或延期交货（预收货款）而形成的债权债务关系

商业信用的条件

商业信用的条件 —— 指债权人对付款期限和现金折扣所作的明确规定。

如：“2/10、1/20、n/30”

租赁

租赁是指出租人以收取租金为条件，在合同规定的期限内，将资产租让给承租人使用的一种交易行为。租赁的实质是通过“融物”达到融资的目的

出租财产	↔	发放贷款（提供资金使用权）
收取租金	↔	收取利息（资金使用权的代价）

内部积累

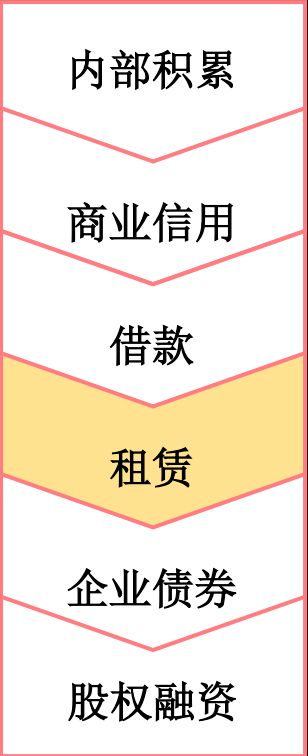
商业信用

借款

租赁

企业债券

股权融资



内部积累

商业信用

借款

租赁

企业债券

股权融资

（一）经营租赁（营业性租赁）

—— 指由租赁公司向承租单位在短期内提供设备，并提供维修、保养、人员培训等的一种服务性业务。经营性租赁的主要目的是解决企业短期的临时的资产需求问题。

特点：

1. 租赁期短
2. 租金仅包含资产占用费，租金按租赁期计算
3. 不转让资产所有权
4. 除应付租金外，资产的价值不作为承租人的负债处理
(经营租入的资产不在承租人的资产帐户或负债帐户上反映)



内部积累

商业信用

借款

租赁

企业债券

股权融资

（二）融资租赁

—— 由租赁公司根据承租单位要求出资购买设备，在较长的合同期内提供给承租单位使用的信用业务。

性质：属于长期筹资的一种形式

形式：

1. 直接租赁—— 直接向出租人租入所需资产，按期付租金
2. 售后租回—— 出售资产后，再从购买者手中租回
实质：购买者通过租赁方式发放贷款
3. 转租赁 —— 承租人将租来的设备在租给第三方

融资租赁的特点

内部积累

商业信用

借款

租赁


企业债券

股权融资

1. 租赁契约具有不可取消性
2. 租赁期长：一般超过资产寿命的75%以上
3. 租金包含租赁资产的购置成本、利息、手续费等
4. 租赁目的既是得到使用权，也是获得所有权
5. 融资租赁构成企业长期负债

实质上相当于借款购置资产，支付租金相当于分期还本付息

6. 租赁物按承租人自有资产管理：
—— 负责维修、保管、提取折旧等
7. 租赁期满，租赁物所有权归承租人



内部积累

商业信用

借款

租赁

企业债券

股权融资

短期融资券

- ❑ 短期融资券是指企业依照短期融资券管理办法规定的条件和程序在银行间债券市场发行和交易并约定在一定期限内还本付息的有价证券。
- ❑ 对企业发行融资券实行余额管理。待偿还融资券余额不超过企业净资产的40%。
- ❑ 融资券的期限最长不超过365天。发行融资券的企业可在上述最长期限内自主确定每期融资券的期限。
- ❑ 融资券发行利率或发行价格由企业和承销机构协商确定。

内部积累

商业信用

借款

租赁

企业债券

股权融资

6家中小企业首批试水短期融资券发行

- ❑ 首批中小企业短期融资券昨日成功发行。中国银行间市场交易商协会接受了福建海源自动化机械股份有限公司、横店集团联谊电机有限公司、广东宏大爆破股份有限公司等6家中小企业发行短期融资券的注册，注册额度共2.52亿元，首期计划发行1.97亿元。
- ❑ 银行间市场交易商协会秘书长时文朝表示，中小企业发行短期融资券的试点情况，可为今后是否允许中小企业发行中期票据提供决策依据。中小企业发行短期融资券，还可以为企业未来进行IPO做好市场路演。
- ❑ 我国于2005年启动短期融资券发行，获准发行的多为大型国有企业。业内人士称，短期融资券期限较短（一年），投资者较容易判断和控制风险，这是短期融资券向中小企业开闸的一个重要原因。
- ❑ 首批中小企业短期融资券的成功发行具有重要意义。一是在一定程度上缓解了中小企业的资金压力。

内部积累

商业信用

借款

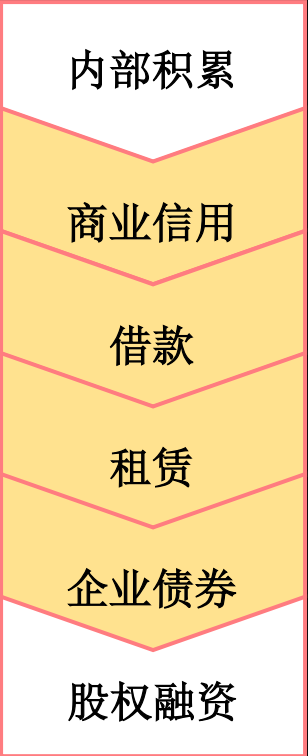
租赁

企业债券

股权融资

ABCP（资产支持商业票据）

- ❑ 资产支持商业票据(ABCP)属于资产证券化的范畴，是发债人以各种应收账款、分期付款等资产为抵押，发行的一种商业票据。
- ❑ ABCP有着不同于其他证券化的特征：首先，它往往以循环的方式进行，这样进入证券化程序后可以循环融资。因为拥有大量应收款项的企业，其应收款往往是不断发生的。这类企业可以不断利用这种方式进行滚动融资。
- ❑ 其次，ABCP的资产池既可按单一模式进行，也可以把不同公司的应收款纳入其中，使规模偏小（其适合证券化的资产池也往往较小）的公司得以参与这个市场，解决了这种公司的融资问题。
- ❑ 中集集团于2000年与荷兰银行合作，将公司未来三年内发生的8000万美元应收帐款全部定向出售给由荷兰银行管理的资产购买公司，成为中国首个ABCP。
- ❑ 在美国，截至2004年底资产证券化产品余额已达到7.3万亿美元，市场规模大于美国国债市场(3.9万亿美元)和美国联邦机构债券市场(2.7万亿美元)



内部积累

商业信用

借款

租赁

企业债券

股权融资

负债筹资的利弊及筹资策略

优点

(1) 能产生财务杠杆作用

当企业资金利润率高于负债利息，负债筹资能给所有者带来更大的利益

(2) 资金成本较低

一般，负债利息低于股息，且可在税前扣除

(3) 不会影响企业所有者对企业的控制权

缺点

(1) 增加财务风险

(2) 有可能产生负的财务杠杆

(3) 有可能导致企业总资金成本上升

行业	负债/(负债+股本) (%)
高杠杆效益	
建筑业	60.2
酒店旅馆业	55.4
航空运输	38.8
主要金属	29.1
造纸	28.2
低杠杆效益	
药物化工	4.8
电子业	9.1
管理服务	12.3
计算机	9.6
卫生服务	15.2

✿ 企业应该如何选择资金来源



- 资本成本是选择筹资方式、拟定筹资方案的重要依据

WACC—基于成本视角的筹资决策

□ 债券

$$K_b = \frac{I_b(1-T)}{B(1-F_b)}$$

K_b 债券成本； I_b 债券年利息； T 所得税； B 债券筹资额； F_b 债券筹资费率

□ 银行贷款

$$K_i = \frac{I_t(1-T)}{L(1-F_i)}$$

K_i 银行贷款成本； I_t 银行贷款年利息； T 所得税；
 L 银行贷款筹资额； F_i 银行贷款筹资费率

□ 股权融资

固定股利

$$K_s = \frac{D}{V_0(1-F)}$$

K_s 融资成本； D 每年支付的股利； V_0 发行价格； F 筹资费率

稳定增长

$$K_s = \frac{D_1}{V_0(1-F)} + G$$

K_s 融资成本； D_1 第一年支付的股利； G 股利增长率
 V_0 发行价格； F 筹资费率

□ 留存收益

固 定

$$K_e = \frac{D}{V_0}$$

稳定增长

$$K_e = \frac{D_1}{V_0} + G$$

□ 加权平均资本成本

WACC

$$= \text{债务筹资} / (\text{债务筹资} + \text{股权筹资}) * \text{债务成本} + \text{股权筹资} / (\text{债务筹资} + \text{股权筹资}) * \text{股权成本}$$

- 某企业初始成立时需要资本总额为7000万元，有以下三种筹资方案，如表所示。计算三种筹资方案的加权平均资本成本。

	方案一		方案二		方案三	
筹资方式	筹资金额	资本成本	筹资金额	资本成本	筹资金额	资本成本
长期借款	500	4.50%	800	5.25%	500	4.50%
长期债券	1000	6%	1200	6%	2000	6.75%
优先股	500	10%	500	10%	500	10%
普通股	5000	15%	4500	14%	4000	13%
资本合计	7000		7000		7000	

- ❑ 方案一：
- ❑ 加权平均资本成本 = $500/7000 \times 4.5\% + 1000/7000 \times 6\% + 500/7000 \times 10\% + 5000/7000 \times 15\% = 12.61\%$
- ❑ 方案二：
- ❑ 加权平均资本成本 = $800/7000 \times 5.25\% + 1200/7000 \times 6\% + 500/7000 \times 10\% + 4500/7000 \times 14\% = 11.34\%$
- ❑ 方案三：
- ❑ 加权平均资本成本 = $500/7000 \times 5.25\% + 1200/7000 \times 6\% + 500/7000 \times 10\% + 4500/7000 \times 13\% = 10.39\%$
- ❑ 所以，选择方案三
- ❑ 说明：该方法计算简单，但难以区别不同融资方案之间的财务风险因素差异，在实际计算中有时也难以确定各种融资方式的资本成本。

杠杆—基于风险视角的筹资决策

- ❑ 所谓财务杠杆，是企业每股收益对营业利润的敏感程度，或者说是企业负债对普通股股东收益的影响程度。财务杠杆的功能可以用财务杠杆率表示。
- ❑ 企业在生产经营过程中举债是不可避免的，若企业大量举债，不能到期还本付息的可能性会较大，将导致企业所面临的财务风险急剧上升，对企业收益的实现产生不利影响。而企业财务风险的大小，主要来自于财务杠杆的高低。

□ 财务杠杆率 = 纳税付息前收益 ÷ (纳税付息前收益 — 利息费用)

$$\begin{aligned} DFL &= \frac{\frac{\Delta EPS}{EPS}}{\frac{\Delta EBIT}{EBIT}} = \frac{\text{税后(每股)收益增长率}}{\text{息税前收益增长率}} \\ &= \frac{\text{息税前收益}}{\text{息税前收益} - I} \end{aligned}$$

□ 假定甲、乙两企业有关财务资料如下

项目	甲企业	乙企业
资本结构	股本100万元（5万股）	股本50万元（2万股）
		负债50万元（年利率8%）
纳税付息前收益	10万元	10万元
利息（年利率8%）	-	4万元
税前收益	10万元	6万元
所得税（33%）	3.3万元	1.98万元
税后利润	6.7万元	4.02万元
每股收益	1.34元	2.01元

$$DFL = \frac{\text{息税前收益}}{\text{息税前收益} - \text{利息}}$$

□ 计算结果

项目	甲企业	乙企业
资本结构	股本100万元（5万股）	股本50万元（2万股） 负债50万元（年利率8%）
纳税付息前收益	10万元	10万元
利息（年利率8%）	-	4万元
税前收益	10万元	6万元
所得税（33%）	3.3万元	1.98万元
税后利润	6.7万元	4.02万元
每股收益	1.34元	2.01元
财务杠杆率	1	1.67

- ❑ 由于甲、乙两企业的资本结构不同，财务杠杆对股东收益的影响也不同。乙企业的财务杠杆率高于甲企业，所以，导致乙企业普通股股东的每股收益大于甲企业（即2.01元 $>$ 1.34元）。
- ❑ 从股东的角度讲，只要投资报酬率大于负债利率，企业的财务杠杆就能为普通股股东增加收益，举债是有利的。
- ❑ 另一方面，财务杠杆率越高，对普通股每股收益的影响越大，表明企业财务风险越高。所以，企业运用财务杠杆时，必须把股东可能取得的较高收益与其可能承担的财务风险进行权衡、比较，尽量减少财务杠杆给企业收益带来的不利影响。

- ❑ 企业的成本按其特征可分为变动成本与固定成本两部分。在相关范围内，企业产销量的变动不会改变其固定成本总额，但它会使企业单位产品所分摊的固定成本发生升降，从而提高或降低企业收益的实现。
- ❑ 经营杠杆是指由于固定生产经营成本的存在所产生的息税前利润变动率大于产销量变动率的现象。
- ❑ 经营杠杆率 = $(\text{税前收益} + \text{固定成本总额}) \div \text{税前收益}$
 $= 1 + \text{固定成本总额} \div \text{税前收益}$

□ 同步练习

项目	甲企业	乙企业
产品销量	10000件	10000件
单位售价	50元	50元
单位变动成本	30元	20元
固定成本总额	100000元	200000元
税前收益	100000元	100000元

请计算甲乙两企业销量分别增长10%，其他条件不变，其销量变动对收益的影响结果如何？

同时利用公式计算两个企业的经营杠杆：

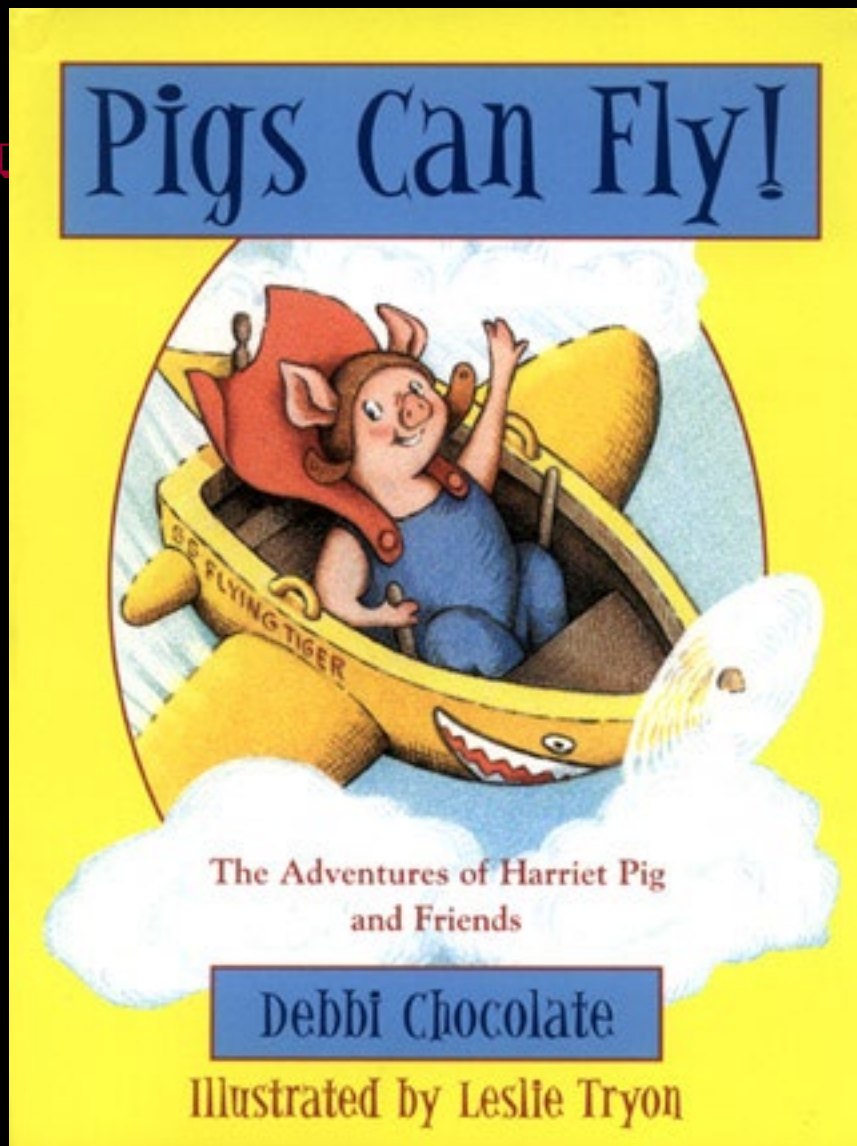
$$\text{经营杠杆率} = 1 + \text{固定成本总额} \div \text{税前收益}$$

□ 同步练习

项目	甲企业	乙企业
产品销量	11000件	???11000件
单位售价	50元	50元
单位变动成本	30元	20元
固定成本总额	100000元	200000元
税前收益	120000元	130000元
经营杠杆	2	3

甲企业收益增长是其产品销量增长的2倍，也就是说，销量若增长10%，其收益将增长20%（ $10\% \times 2$ ）；同理，乙企业的收益增长为其产品销量的3倍（即收益增长30%）。

- 一般情况下，高固定成本、低变动成本结构的企业，相对于低固定成本、高变动成本结构的企业，其经营杠杆功能强（如上例乙企业），经营风险也较大。反之，其经营杠杆功能弱，经营风险也较小。
- 企业经营杠杆率，随着销量的增加和收益的增加而逐渐降低。
- 经营杠杆的影响是双向的，若企业的销量下降时，其收益也是以销量下降的若干倍数降低的。因此，根据经营杠杆的特点，企业可以充分利用它来控制、调节其经营活动。



一个和猪有关的例子

- ❑ 复合杠杆，是经营杠杆作用与财务杠杆作用对企业收益的综合影响。
- ❑ 企业复合杠杆的作用可用复合杠杆率表示，其计算方式有：
复合杠杆率（DCL）
$$= \text{经营杠杆率（DOL）} \times \text{财务杠杆率（DFL）}$$

项目	甲企业	乙企业
1.销售收入	500000	500000
2.减: 变动成本总额	300000	300000
3.固定成本总额	100000	100000
4.纳税付息前利润	100000	100000
5.减: 利息	20000	20000
6.税前利润	80000	80000
7.减: 所得税 (33%)	26400	26400
8.税后利润	53600	53600
9.每股收益	5.36	5.36
10.经营杠杆率	10	6
11.财务杠杆率	2	5
12.复合杠杆率 $[10 \times 1 / (1 - 2) / 6]$	20	30

- ❑ 甲企业的复合杠杆率为2；乙企业的复合杠杆率为5。
- ❑ 若甲、乙两企业价格与成本水平不变，销售收入均增加10%，则对企业收益的影响为：甲企业的税前净利、税后净利将增加20%（ $10\% \times 2$ ），分别为120000元和80400元；乙企业的税前净利、税后净利将增加50%（ $10\% \times 5$ ），分别为90000元和60300元。
- ❑ 反之，若甲、乙两企业的销售收入均降低20%，则对企业收益的影响为：甲企业的税前净利将降低40%（ $20\% \times 2$ ），为60000元；税后净利也降低40%，为40200元。乙企业的税前净利将下降100%（ $20\% \times 5$ ）而为零。



- ❑ 企业为了向股东提供理想的收益，必须合理地匹配经营杠杆与财务杠杆，寻求适当的复合杠杆，以降低企业生产经营中的经营风险和财务风险，实现企业收益最优化。
- ❑ 一般情况下，高经营杠杆率与高财务杠杆率的配置是不明智的，因为它们会对企业收益产生剧烈影响，从而导致企业经营活动风险增大。

❑ 企业应将高经营杠杆率与低财务杠杆率配合，即企业进行大规模固定资产投资时，其资金筹集来源可主要采取增发普通股股票方式，并视情况少量举债

❑ 将低经营杠杆率与高财务杠杆率配合，即在企业较少地扩大投资的条件下，可适当增加负债筹资规模。这样，通过调整投资规模、改变筹资结构等来选择适合企业的复合杠杆，尽量减少经营风险与财务风险对企业收益的影响。

- ❑ 橙县（Orange County, California），是位于美国加利福尼亚州南部、相对富裕的一个县，西濒太平洋，位处洛杉矶县的东南方，河滨县（Riverside County）的西南方，面积2,455平方公里，属于“大洛杉矶地区”的一部分。



- ❑ 经过大量的艰苦工作，化解债务危机的工作在如下方面取得了进展：
- ❑ 一是努力增加收入。1995年，县政府发动了一个公投，把消费税税率提高0.5%，新增税收全部用于偿还损失；
- ❑ 二是严厉节约政府开支。具体内容包括：减少经常性人员经费支出，橙县政府裁员 12%，17000名公务员被裁减了2000余人；压缩政府投资项目，降低投资性政府支出；关闭城市娱乐中心，减少对公园的维护、垃圾清理等方面的事务性支出；出卖政府所有的工厂等；
- ❑ 三是进行债务重组。经过与债权人进行协商，对橙县政府债务进行展期，展期后的债务期限最长达到30年。通过拉长还款年限，橙县得以减缓短期内的偿债压力；
- ❑ 四是向美林公司提起不当销售诉讼，要求获得赔偿。

2021年银保监会“15号文”

自2009年“四万亿”计划以来，国家有关部门关于政府基建领域的各类政策层出不穷，旨在不断规范地方政府融资行为，防止大水漫灌，且每隔数年，会出台一些对前期投融资模式颠覆的相关指导性意见，对政府基建投资项目产生至关重要的影响。

2021年7月9日，银保监会发布《银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务风险防范化解工作的指导意见》明确和规范了相关细节，倒逼城投公司规范化融资、严禁新增地方政府隐性债务

表1 地方融资平台有关政策梳理

时间	政策名称	主要内容	影响
2010年6月	国务院印发《关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》（国发〔2010〕19号）	将融资平台定义为：地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，承担政府投资项目融资功能，并拥有独立法人资格的经济实体。这是官方首次对政府融资平台进行明确定义，突出融资平台地方国企属性，以及承担政府投资项目的职能。	政府融资平台授信成为国内进入机构信贷主要投向之一，实现了10万亿量级的信贷资金投入。
2011年9月	银监会发布《关于切实做好2011年地方政府融资平台贷款风险监管工作的通知》（银监发〔2011〕34号）	1、健全“名单制”管理系统，银行在前期清理规范基础上进行名单制管理，报送监管机构并动态管理。 2、建立总行集中审批制度，制定审慎的平台信贷准入标准，建立季度贷后管理机制，及时采取防范风险措施。	“城投紧箍咒”出世，开始实施“名单制”管理，平台贷款审批权上收至总行，整改退出平台视为“一般公司”
2014年10月	《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43号）	明确剥离融资平台政府融资职能，融资平台公司不得新增政府债务，地方政府举债采取政府债务方式，推广使用政府与社会资本合作模式（PPP）。	地方政府开始加强地方政府性债务管理，赋予地方政府依法适度举债权限。这一政策之后，地方政府通过铺天盖地的PPP和政府购买服务名义迅速实现以数万亿级的信贷资金投入。
2017年5月	六部委联合印发《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预〔2017〕50号）	要求地方政府对违规担保进行清理，加强融资平台的管理，并规范PPP和政府出资的各类型基金，建立健全地方政府举债融资机制	进一步规范地方政府举债融资担保行为，要求全面开展清理整顿工作；允许地方政府设立投资基金；明确平台和政府边界
2017年6月	财政部《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预〔2017〕87号）	制定了购买服务的负面清单，严禁地方政府将建设工程作为政府购买服务项目。党中央、国务院统一部署的棚户区改造、易地扶贫搬迁工作中涉及的政府购买服务事项，按照相关规定执行。	进一步规范政府购买融资，棚改政府购买服务正式走向舞台。
2019年6月	《国务院办公厅转发财政部等部门关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险意见的通知》（国办函〔2019〕40号）	按照坚定、可控、有序、适度原则，对到期债务暂时难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转，鼓励融资平台公司与金融机构协商采取市场化方式，通过合适期限的金融工具应对到期债务风险，缓释短期债务偿还压力，降低金融系统呆坏账损失，避免项目资金链断裂，坚决打好防范化解重大风险攻坚战。	由于地方政府长期高负债前行，严重透支了地方财力，给国家稳定、健康发展造成一定隐患，40号文的出台让大部分地方政府融资平台和金融机构意识到表面繁荣下危机的存在。在2019年至2020年末，各地方基建投融资主体和金融机构主要围绕隐性债务化解事项在做出不懈努力，有效防范了大部分隐性债务。

❑ 房地产税即将试行，一些粗略的估算：14亿人口、64%城镇化率、40平米城镇人均居住面积、每平米均价1万 = 约400万亿房地产价值；1/3家庭两套房、1/10家庭三套以上，首套免征，约30%房子需要交税，约120万亿；1%的税率约1.2万亿房产税。地方政府每年卖地收入约8万亿。因此 ...

- ❑ 中国住房市值为63万亿美元，美国为34万亿美元，日本约10万亿。
- ❑ 中国股市总市值约15万亿美元，美股总市值39万亿美元，日本股市总市值7万亿美元。
中国股市与住房总市值比最低，美国最高，
未来我国的社会资产结构会向股权倾斜

- ❑ 1958年，美国经济学家莫迪利亚尼和米勒（Modigliani and Miller）在《美国经济评论》（American Economic Review）上发表的《资本成本、公司财务以及投资理论》（“The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment”）。这篇文章讨论了在完美市场上，没有税收等情况下，资本结构对公司价值的影响，这就是著名的MM 定理。
- ❑ 随着时间的推移，MM 本人对初始的MM 定理进行了修正，将税收等因素加入对资本结构的讨论中，从而使MM 定理更符合现实状况。

□ 假设

- ❖ (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) 完美资本市场，即在股票与债券进行交易的市场中没有交易成本，且个人与机构投资者的借款利率与公司相同。
- ❖ (4) 借贷无风险，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) 全部现金流量是永续的，即公司息税前利润具有永续的零增长特征，以及债券也是永续的。

- ❑ 我们假定有两家公司——公司A和公司B，它们的资产性质完全相同但资本结构完全不同。A公司没有负债（这是一种极端假设，但作为比较基准更能说明问题）；B公司的负债额度是D，假设该负债具有永久性质，因为可持续盈利的公司总可以用新发行的债券来偿还老债券

细节假设：

- ❑ B公司当前债务利率为 r （固定值）；
- ❑ A、B两公司当前的股本分别是 S_A 和 S_B （固定值）；
- ❑ A、B两公司当前权益资本预期收益率（即市场的资本化率，也就是其股票的预期收益率）分别是 r_A 和 r_B （固定数值，因为仅指当前的预期收益率）；
- ❑ A、B两公司任何年份的息税前利润（EBIT）相同，数额都为EBIT（随机变量，每年的数值都是它的一个数据点）；A、B两公司当前的市场价值分别记为 PVA 和 PVB （固定值）；
- ❑ A、B两公司当前股票的市场价格与其真实价值完全一致，分别为 MPA 和 MPB （固定值）；
- ❑ A、B两公司当前的股东权益分别记作 SEA 和 SEB （固定值）。

- 考虑一个套利策略：卖出A公司1%的股票；同时买入B公司1%的股票和1%的债券（上述比例可任意假定，但必须均为同一值）。这种套利策略产生的即时现金流和未来每年的现金流见表

头寸	即时现金流	未来每年现金流
卖出 1%A 股票	$0.01 * PV_A$	$-0.01 * \text{EBIT}$
买入 1%B 股票	$-0.01 * S_B * MP_B$	$0.01 * (\text{EBIT} - D * r)$
买入 1%B 债券	$-0.01 * D$	$0.01 * D * r$
净现金流	NC	0

首先，任何公司的资产都等于账面的负债加权益，A公司无负债，因此有

$$PV_A = SE_A; PV_B = D + SE_B$$

其次，任何公司的股票价格都等于其股东权益与股本的比值：

$$MP_A = PV_A / S_A; MP_B = (PV_B - D) / S_B \quad ①$$

再次，市场不应该存在无风险套利机会，故 $NC=0$ ，也就是

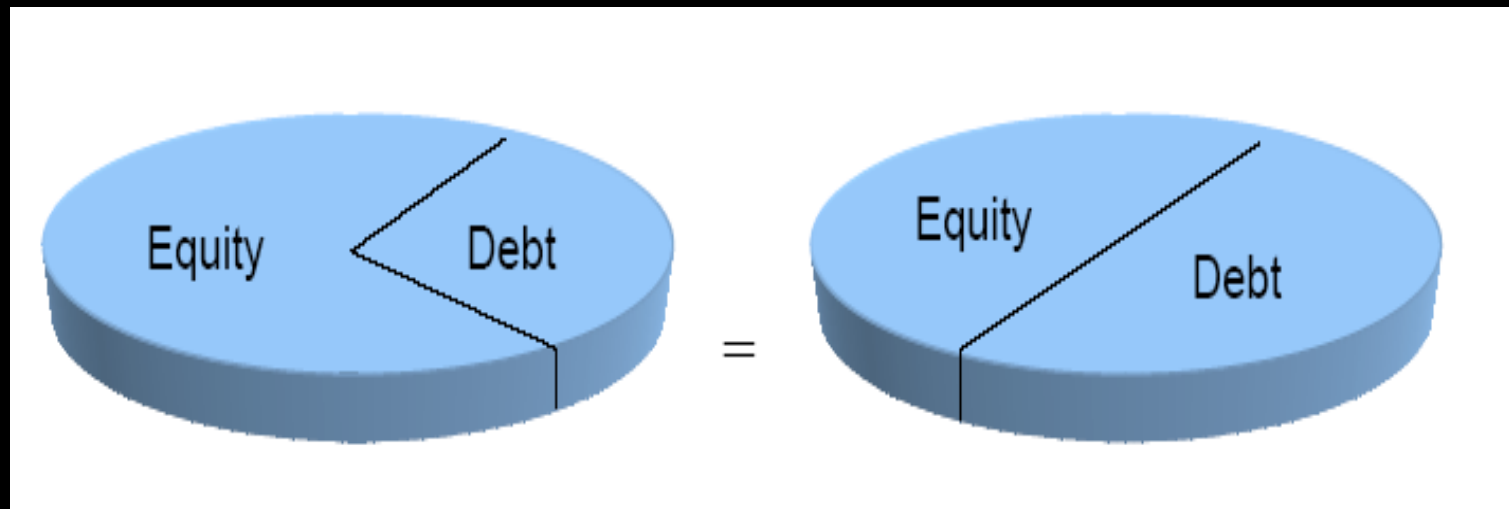
$$0.01 * PV_A - 0.01 * S_B * MP_B - 0.01 * D = 0$$

$$\Rightarrow MP_B = (PV_A - D) / S_B \quad ②$$

由①②推得： $PV_A = PV_B$ ③，命题证毕。 |

- MM定理就是指在一定的条件下，企业无论以负债筹资还是以权益资本筹资都不影响企业的市场总价值。企业如果偏好债务筹资，债务比例相应上升，企业的风险随之增大，进而反映到股票的价格上，股票价格就会下降。也就是说，企业从债务筹资上得到的好处会被股票价格的下跌所抹掉，从而导致企业的总价值（股票加上债务）保持不变。企业以不同的方式筹资只是改变了企业的总价值在股权者和债权人之间分割的比例，而不改变企业价值的总额。

MM定理：大饼理论



MM定理：大饼理论

- ❑ 如果A公司采取B公司的资金结构，它的总体价值将不受影响（反之亦然）
- ❑ 因为最终而言，它的价值是其营运资产（如厂房盘存）所产生的现金流量的价值
- ❑ 公司的财务政策把这现金流量“大饼”分配给不同的资金需用者（如债权人和股东）
- ❑ 但是“大饼”的大小不受饼分切方式的影响

□ （一）权衡理论

1.主要观点：

负债在为企业带来利息抵税收益的同时，也给企业带来了陷入财务困境的成本，权衡理论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的最佳资本结构。

此时所确定的债务比率是债务利息抵税收益的边际价值等于增加的财务困境成本的现值。

财务困境成本：

直接成本是指企业因破产、进行清算或重组所发生的法律费用和管理费用

间接成本通常比直接成本大，是指因财务困境所引发企业资信状况恶化以及持续经营能力下降而导致的企业价值损益。

- （二）代理理论（权衡理论的扩展）
- 1.主要观点：债务的代理成本和代理收益影响企业价值
- 代理的矛盾：在资本结构的决策中，不完全契约、信息不对称以及经理、股东与债权人之间的利益冲突将影响投资项目的选择，特别是在企业陷入财务困境时，更容易引起过度投资问题和投资不足问题。导致发生债务代理成本。

❑ （三）优序融资理论

- ❑ 概念：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，然后是债务筹资（先普通债券后可转换债券），而将发行新股作为最后的选择。

- ❑ 在现实中，制约资本结构决策的因素，除了资本成本、财务风险以外，还有如下一些重要因素：
- ❑ 1、企业的获利能力。企业的息税前利润最低应满足债务利息的要求，否则不可能运用财务杠杆。在实际工作中，获利水平相当高的企业往往并不使用大量的债务资本，因为其可以利用较多的留用利润来满足增资需要。
- ❑ 2、企业的现金流量状况。债务利息和本金通常都必须以现金支付，这就要涉及企业现金流量问题。企业现金流入量越大，举债筹资能力就越强。因此，企业产生现金的能力，对提高全部资本结构中债务资本比率有着重要的作用。
- ❑ 3、企业的增长率。在其它因素相同的条件下，企业的发展速度低，则可能只通过留用利润来补充资本；而发展较快的企业会在很大程度上依赖于外部筹资。由此相比而言，增长率高的企业会使用更多的债务资本。
- ❑ 4、税收因素。债务的利息是可以减税的，而股票的股利不能减税，因此，企业所得税税率越高，借款举债的好处就越大。由此可见，税收实际上对负债资本的安排会产生一种刺激作用。

荣事达

1985年，荣事达生产的“百花”牌洗衣机由于产品质量不高，加上宏观紧缩，市场萧条，产品积压滞销，企业陷入困境。此时，陈荣珍认为，企业陷入困境的直接导因是市场疲软，深层矛盾在于生产设备、技术手段落后。因此果断决策，从日本引进当时最先进的双桶洗衣机生产设备，一步到位，上档次。引进设备资金从哪里来？陈荣珍提出“不当债主，就当不了财主”，在资本只有300万元的情况下，贷款2700万元，**资产负债率高达90%**。正是由于抓住了这次机遇，新引进的设备迅速形成生产能力，在1987、1988年经济高涨到来之时，产品供不应求，获得了超常的高额利润，迅速还清了债务，完成了初始的原始积累，有了进入洗衣机行业竞争优势的实力，使企业从此走上了持续稳定发展的轨道。

债转股

北京水泥厂是国家“八五”重点建设项目和国有大型骨干企业。1991—1994年建设期间，从银行贷款5.09亿元，到1998年底本息总额达9.68亿元，**资产负债率80.1%**，陷入沉重的债务危机。1999年9月为国家首批债转股试点企业。

FRICTO

- ❑ Flexibility: 财务灵活性，保持融资能力
- ❑ RISK: 在保证运营所需现金的前提下，有足够的偿债能力
- ❑ INCOME: 通过杠杆提高收益
- ❑ CONTROL: 对企业治理结构的影响
- ❑ TIMING: 时机选择
- ❑ OTHERS: 企业文化、产品市场竞争状况等

完