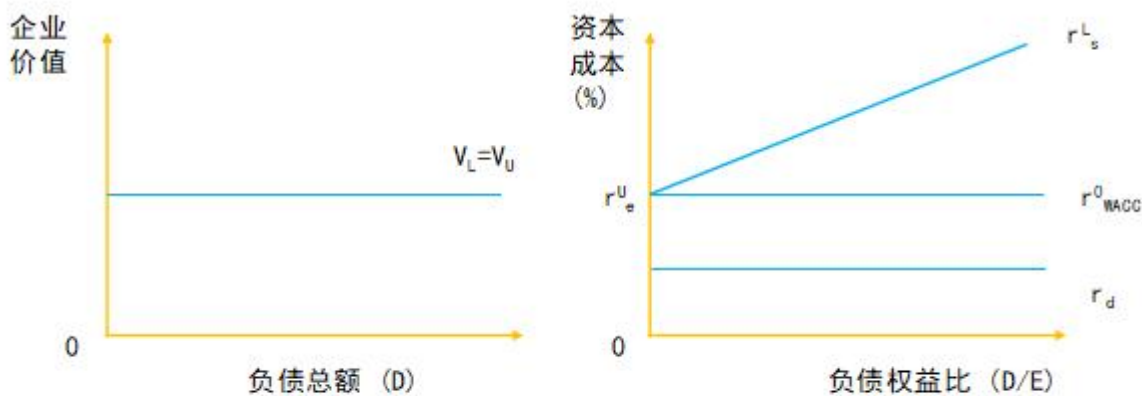


无税 MM 理论	命题 I	基本观点	企业的资本结构与企业价值无关，企业的价值仅取决于企业的经营风险。企业加权平均资本成本与其资本结构无关，无论负债程度如何，企业加权平均资本成本保持不变。
		表达式	$V_L = EBIT / r_{WACC}^0 = V_U = EBIT / r_s^u$
		相关结论	1. 有负债企业的价值 V_L = 无负债企业的价值 V_U 2. 有负债企业的加权平均资本成本 = 风险等级相同的无负债企业的权益资本成本，即 $r_{WACC}^0 = r_s^u$
	命题 II	基本观点	有负债企业的权益资本成本随着财务杠杆的提高而增加
		表达式	$r_s^L = r_s^u + \text{风险溢价} = r_s^u + D/E (r_s^u - r_d)$
		相关结论	(1) 有负债企业的权益资本成本 = 无负债企业的权益资本成本 + 风险溢价 (2) 风险溢价与以市值计算的财务杠杆（债务/权益）成正比例

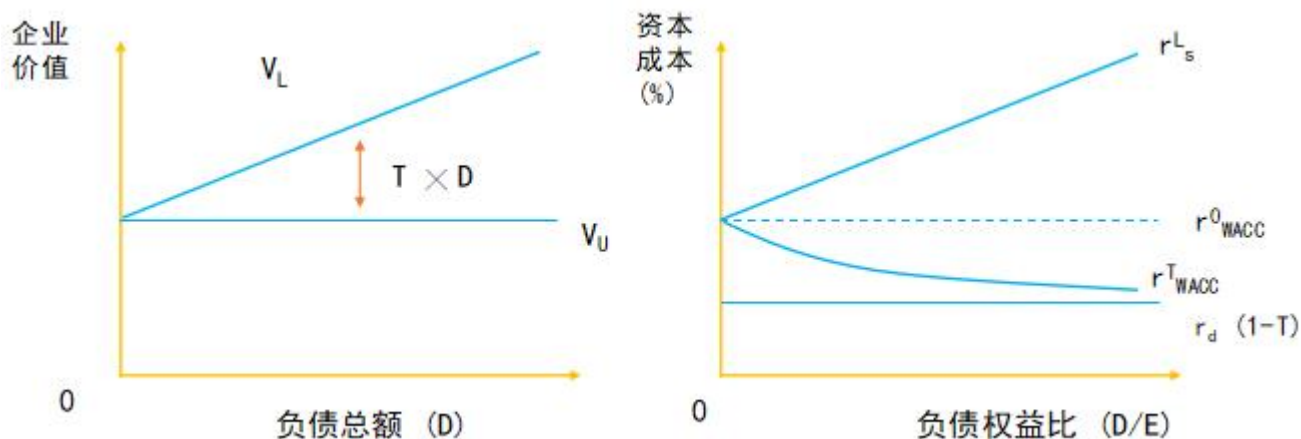
无企业所得税条件下的 MM 理论图示：



不存在最优资本结构，筹资决策无关紧要。

有税 MM 理论	命题 I	基本观点	随着企业负债比例提高，企业价值也随之提高，在理论上全部融资来源于负债时，企业价值达到最大
		表达式	$V_L = V_U + PV(\text{利息抵税})$
		相关结论	有负债企业的价值 V_L = 具有相同风险等级的无负债企业的价值 V_U + 债务利息抵税收益的现值
	命题 II	基本观点	有负债企业的权益资本成本随着财务杠杆的提高而增加
		表达式	$r_s^L = r_s^u + \text{风险报酬} = r_s^u + (r_s^u - r_d) (1-T) D/E$
		相关结论	(1) 有负债企业的权益资本成本 = 相同风险等级的无负债企业的权益资本成本 + 以市值计算的债务与权益比例成比例的风险报酬 (2) 风险报酬取决于企业的债务比例以及所得税税率

有企业所得税条件下的 MM 理论图示：



有税条件下的 MM 理论与无税条件下的 MM 理论的关系

项目	有税的 MM 理论	无税的 MM 理论
资本结构对企业价值影响	负债比重越大，企业价值越大。	不影响。
资本结构对加权平均资本成本影响	负债比重越大，加权平均资本成本越低。	不影响。
资本结构对权益资本成本影响	负债比重越大，权益资本成本越高。 二者的差异是由 (1-T) 引起的。有负债企业在有税时的权益资本成本比无税时的要小。	负债比重越大，权益资本成本越高。
资本结构对负债资本成本影响	不影响 二者的差异是由 (1-T) 引起的，有税时的负债资本成本比无税时的要小。	不影响

资本结构的其他理论

代理理论	表达式	$V_L = V_U + PV(\text{利息抵税}) - PV(\text{财务困境成本}) - PV(\text{债务代理成本}) + PV(\text{债务代理收益})$	
	观点	代理成本	(1) 过度投资问题：企业采用不盈利项目或高风险项目而产生的损害股东以及债权人的利益并降低企业价值 (2) 投资不足问题：企业放弃净现值为正的投资项目而使债权人利益受损并进而降低企业价值
	代理收益	债务的代理收益将有利于减少企业的价值损失或增加企业价值，具体表现为债权人保护条款引入、对经理提升企业业绩的激励措施以及对经理随意支配现金流浪费企业资源的约束等。	

优序融资理论	观点	企业在筹集资本的过程中，遵循着先内源融资后外源融资的基本顺序。在需要外源融资时，按照风险程度的差异，优先考虑债务融资(先普通债券后可转换债券)，不足时再考虑权益融资。
--------	----	---

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。

资本结构决策的分析方法

总体原则	企业最佳的资本结构，应当使加权平均资本成本最低，企业价值最大	
资本成本比较法	前提	不考虑各种融资方式在数量与比例上的约束以及财务风险差异
	方法	计算各种基于市场价值的长期融资组合方案的加权平均资本成本
	决策	选择加权平均资本成本最小的融资方案
	评价	(1) 优点：测算过程简单，方法便捷 (2) 缺点：资本成本实际确定起来比较困难，并且如果仅比较资本成本，难以区别不同的融资方案间的财务风险因素差异

每股收益无差别点法	方法	计算不同融资方案下企业每股收益(EPS)相等时所对应的息税前利润(EBIT)，比较在企业预期盈利水平下的不同融资方案的每股收益 $[(EBIT-I_1) \times (1-T) - PD_1] / N_1 = [(EBIT-I_2) \times (1-T) - PD_2] / N_2$
	决策	选择每股收益较大的融资方案 【提示】 当预计公司总的息税前利润大于每股收益无差别点的息税前利润时，运用负债筹资可获得较高的每股收益；反之运用权益筹资可获得较高的每股收益。

每股收益无差别点法	评价	优点：每股收益无差别点为管理层解决在某一特定预期盈利水平下是否应该选择债务融资方式问题提供了简单的分析方法 缺点：没有考虑风险因素，即只有在风险不变的情况下，每股收益的增长才会直接导致股东财富上升，但通常随着每股收益的增长，风险也会加大
------------------	-----------	---

企业价值比较法	方法	计算企业的市场价值V，等于其普通股的市场价值S加上长期债务的价值B再加上优先股的价值P，即： $V=S+B+P$ ，其中： $S = [(EBIT-I)(1-T) - PD] / r_s$ 【提示】 长期债务和优先股的现值=账面价值=面值；股票的现值=企业未来的净收益按股东要求的报酬率折现。
	决策	选择能使企业价值最大的融资方案，此时加权平均资本成本也最小

经营杠杆系数的衡量

经营风险	主要影响因素包括产品需求、产品售价、产品成本、调整价格的能力和固定成本的比重等	
衡量	经营杠杆效应	在某一固定成本比重的作用下，由于销售量一定程度的变动引起息税前利润产生更大程度变动的现象被称为经营杠杆效应 【提示】 固定经营成本是引发经营杠杆效应的根源，但企业销售量水平与盈亏平衡点的相对位置决定了经营杠杆的大小，即经营杠杆的大小是由固定经营成本和息税前利润共同决定的。

衡量	定义式	经营杠杆放大了企业营业收入变化对EBIT变动的影 响程度，这种影响程度是经营风险的一种测度。经 营杠杆的大小一般用经营杠杆系数表示，它是企业 计算EBIT变动率与收入(或销量)变动率之间的比率。 $DOL = \frac{\Delta EBIT/EBIT}{\Delta S/S}$
	计算式	$DOL = \frac{M}{M - F}$
	影响 因素	(1) 反向变动： Q、P、M、S (2) 同向变动： V、F、VC

财务杠杆系数的衡量

财务 风险	由于企业运用了债务筹资方式而产生的丧失偿付能力的风险，主要影响因素包括债务利息和优先股股 息等固定融资成本。	
衡量	财务杠 杆效应	在某一固定的债务与权益融资结构下由于息税前利润的变动引起每股收益产生更大变动程 度的现象被称为财务杠杆效应 【提示】固定性融资成本是引发财务杠杆效应的根源，但息税前利润与固定性融资成本之间 的相对水平决定了财务杠杆的大小，即财务杠杆的大小是由固定性融资成本和息税前利润共 同决定的。

衡量	定义式	财务杠杆放大了EBIT变化对每股收益变动的影 响程度，这种影响程度是财务风险的一种测度。财务杠杆的大 小一般用财务杠杆系数表示，它是企业计算每股收益 的变动率与EBIT变动率之间的比率。 $DFL = \frac{\Delta EPS/EPS}{\Delta EBIT/EBIT}$
	计算式	$DFL = \frac{EBIT}{EBIT - I - PD/(1 - T)}$ $= \frac{M - F}{M - F - I - PD/(1 - T)}$
	影响 因素	(1) 反向变动： Q、P、M、S、EBIT (2) 同向变动： V、F、I、PD、T

联合杠杆系数的衡量

衡量	联合杠杆 效应	经营杠杆系数衡量收入变化对EBIT的影响程度，而财务杠 杆系数则衡量EBIT变化对EPS的影响程度。联系起来衡量考察 营业收入的变化对EPS的影响程度，即把两种杠杆效应的叠 加，称为联合杠杆效应。
	定义式	由于固定经营成本和固定融资成本的存在而导致的EPS变动 率大于收入变动率的杠杆效应 $DTL = DOL \times DFL = \frac{\Delta EPS/EPS}{\Delta S/S}$
	计算式	$DTL = \frac{EBIT + F}{EBIT - I - PD/(1 - T)} = \frac{M}{M - F - I - PD/(1 - T)}$
	影响因素	综合了经营杠杆系数和财务杠杆系数的影响因素

• 计算总结

营业收入	$P \times Q$
减：变动成本	$V \times Q$
(1) 边际贡献	M
减：固定经营成本	F
(2) 息税前利润	$EBIT = M - F$
减：利息+税前优先股息	$I + PD / (1 - T)$
(3) 归属于普通股股东的税前利润	$EBIT - I - PD / (1 - T)$

$$DOL = (1) / (2) = M / (M - F)$$

$$DFL = (2) / (3) = (M - F) / [M - F - I - PD / (1 - T)]$$

$$DTL = (1) / (3) = M / [M - F - I - PD / (1 - T)]$$

核心考点自我评估

考点	评估	备注
资本结构理论		
资本结构决策		
杠杆系数的衡量		

3分：完全掌握； 2分：基本掌握； 1分：需强化