

# 中级会计职称

## 教材精讲班

### 中级财务管理

#### 一、资本结构基础知识

##### 2. 权衡理论

考虑税收、财务困境成本。该理论认为企业价值为：

有负债企业的价值

= 无负债企业的价值 + 税赋节约现值 - 财务困境成本现值

##### 3. 代理理论

债务筹资能减少两权分离而产生的代理成本；但债务筹资会导致因为“接受债权人监督”而产生的成本。企业需要平衡股权代理成本和债权代理成本两者的关系。

权衡理论	有负债企业价值 = 无负债企业价值 + 负债利息抵税价值 - 财务困境成本现值
代理理论	① 债务筹资具有激励作用，并且是一种担保机制，可降低所有权与经营权分离而产生的代理成本； ② 债务筹资可导致另一种代理成本，即企业接受债权人监督而产生的成本

**【例题·单选题】**根据财务分析师对某公司的分析，该公司无负债的企业价值为 2000 万元，利息抵税可以为公司带来 100 万元的额外收益现值，财务困境成本现值为 50 万元，债务的代理成本现值和代理收益现值分别为 20 万元和 30 万元，那么，根据资本结构的权衡理论，该公司有负债的企业价值为（ ）万元。

- A. 2050
- B. 2000
- C. 2130
- D. 2060

**【正确答案】**A

**【答案解析】**根据权衡理论， $V_L = V_U + PV(\text{利息抵税}) - PV(\text{财务困境成本}) = 2000 + 100 - 50 = 2050$ （万元）。

**【例题·单选题】**从企业价值最大化目标考虑，下列关于资本结构各理论的说法中不正确的是（ ）。

- A. 有税 MM 结构理论认为最佳资本结构是负债比率为 100%
- B. 权衡理论认为债务抵税收益值等于财务困境成本时的资本结构为最佳资本结构
- C. 无税 MM 理论认为企业价值与资本结构无关
- D. 代理理论认为在确定资本结构时在权衡理论的基础上还需要考虑债务代理成本和股权代理成本

**【正确答案】**B

**【答案解析】**权衡理论认为债务抵税收益的边际价值等于增加的财务困境成本现值时的资本结构为最佳资本结构。

##### 4. 优序融资理论

基本观点：企业满足融资需求的顺序为“由内至外，由债至股”，即：**首先是内部筹资**（利用留存收益），其次是**借款、发行债券、可转换债券**，最后是**发行新股筹资**

**【例题·单选题】**在信息不对称和逆向选择的情况下，根据优序融资理论，选择融资方式的先后顺序应该是（ ）。

- A. 普通股、优先股、可转换债券、公司债券
- B. 普通股、可转换债券、优先股、公司债券
- C. 公司债券、优先股、可转换债券、普通股
- D. 公司债券、可转换债券、优先股、普通股

【正确答案】D

【答案解析】优序融资理论的观点是，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，最后是发行新股筹资。

【例题·单选题】甲公司设立于2010年12月31日，预计2011年年底投产。假定目前的证券市场属于成熟市场，根据优序融资理论的基本观点，甲公司在确定2011年筹资顺序时，应当优先考虑的筹资方式是（ ）。

- A. 内部筹资
- B. 发行债券
- C. 增发普通股票
- D. 增发优先股票

【正确答案】B

【答案解析】根据优序融资理论的基本观点，企业的筹资优序模式首选留存收益筹资，然后是债务筹资，将发行新股作为最后的选择。但本题甲公司2010年12月31日才设立，2011年年底才投产，因而还没有内部留存收益的存在，所以2011年无法利用内部筹资，因此，退而求其次，只好选债务筹资。

### （三）影响因素

因素	性质	对资本结构影响
经营状况的稳定性和成长率	产销量 <b>稳定</b>	<b>高负债</b> （经营风险低、可较多负担固定财务费用）
	产销量和盈余具有 <b>周期性</b>	<b>低负债</b> （经营风险高、负担固定财务费用会承担较大财务风险）
	产销量增长率高	高负债（利用财务杠杆的放大效应）
财务状况和信用等级	财务状况良好、信用等级高	债权人投资风险小、债务成本低
资产结构	拥有 <b>大量固定资产</b>	主要通过 <b>发行股票融通资金</b>
	拥有 <b>较多流动资产</b>	更多依赖 <b>流动负债</b>
	资产适用于抵押贷款	负债较多
	以 <b>技术研发为主</b>	负债较少（ <b>经营风险较高</b> ）
企业投资人和管理当局态度	股权分散	更多采用权益资本（以分散风险）
	少数股东控制（股权集中）	采用优先股或债务资本（防止控股权稀释）
	稳健的管理当局	低负债
行业特征和企业发展周期	产品市场稳定的成熟产业	高负债（经营风险低）
	高新技术企业	低负债（经营风险高）
	初创阶段	低负债（经营风险高）
	发展成熟阶段	高负债（经营风险低）
	收缩阶段	低负债（经营风险高）
税务政策和货币政策	所得税税率较高	高负债（债务资本的抵税作用大）
	紧缩货币政策	市场利率高，债务资本成本大

【例题·单选题】关于资本结构的影响因素的说法中，不正确的是（ ）。

- A. 如果产销业务量能够以较高的水平增长，企业可以采用高负债的资本结构
- B. 企业财务状况良好，信用等级高，债权人愿意向企业提供信用，企业容易获得债务资本
- C. 拥有大量固定资产的企业主要利用短期资金
- D. 稳健的管理当局偏好于选择低负债比例的资本结构

【正确答案】C

【答案解析】拥有大量固定资产的企业主要通过发行股票筹集资金；拥有较多流动资产的企业更多地依赖流动负债筹集资金，资产适用于抵押贷款的企业负债较多，以技术研发为主的企业则负债较少。

## 二、资本结构的优化

### （一）每股收益分析法

每股收益 = 归属于普通股的净利润 ÷ 发行在外普通股的加权平均数

$$\frac{(\overline{EBIT} - I_1) \times (1 - T) - DP_1}{N_1} = \frac{(\overline{EBIT} - I_2) \times (1 - T) - DP_2}{N_2}$$

【提示】两个方案每股收益相同的息税前利益，即为每股收益无差别点。

【例题】光华公司目前资本结构为：总资本 1000 万元，其中债务资金 400 万元（年利息 40 万元）；普通股资本 600 万元（600 万股，面值 1 元，市价 5 元）。企业由于有一个较好的新投资项目，需要追加筹资 300 万元，有两种筹资方案：

甲方案：增发普通股 100 万股，每股发行价 3 元。

乙方案：向银行取得长期借款 300 万元，利息率 16%。

根据财务人员测算，追加筹资后销售额可望达到 1200 万元，变动成本率 60%，固定成本为 200 万元，所得税税率 20%，不考虑筹资费用因素。根据上述数据，代入无差别点状态式：

有两种筹资方案：

甲方案：增发普通股 100 万股，每股发行价 3 元。

每股收益 =  $(EBIT - 40) \times (1 - 20\%) \div (600 + 100)$

乙方案：向银行取得长期借款 300 万元，利息率 16%。

每股收益 =  $(EBIT - 40 - 300 \times 16\%) \times (1 - 20\%) \div 600$

$$\frac{(\overline{EBIT} - 40) \times (1 - 20\%)}{600 + 100} = \frac{(\overline{EBIT} - 40 - 48) \times (1 - 20\%)}{600}$$

得： $\overline{EBIT} = 376$ （万元）

甲方案：每股收益 =  $(376 - 40) \times (1 - 20\%) \div (600 + 100) = 0.384$

乙方案：每股收益 =  $(376 - 40 - 300 \times 16\%) \times (1 - 20\%) \div 600 = 0.384$

实际的息税前利润 =  $1200 - 1200 \times 60\% - 200 = 280$ （万元）

预期获利 280 万元，低于无差别点 376 万元，应当采用财务风险较小的甲方案，即增发普通股方案。在 1200 万元销售额水平上，甲方案的 EPS 为 0.274 元，乙方案的 EPS 为 0.256 元。

决策原则：小股大债

#### （1）对负债筹资方式和权益筹资方式比较：

如果预期的息税前利润大于每股收益无差别点的息税前利润，则运用负债筹资方式；

如果预期的息税前利润小于每股收益无差别点的息税前利润，则运用权益筹资方式。

#### （2）对于组合筹资方式进行比较时，需要综合分析。

**【例题】**光华公司目前的资本结构为：总资本 1000 万元，其中债务资金 400 万元（年利息 40 万元），普通股资本 600 万元（600 万股，面值 1 元，市价 5 元）。企业由于扩大经营规模，需要追加筹资 800 万元，所得税税率 20%，不考虑筹资费用。有三种筹资方案：

甲方案：增发普通股 200 万股，每股发行价 3 元；同时向银行借款 200 万元，利率保持原来的 10%。

乙方案：增发普通股 100 万股，每股发行价 3 元；同时溢价发行 500 万元面值为 300 万元的公司债券，票面利率 15%。

丙方案：不增发普通股，溢价发行 600 万元面值为 400 万元的公司债券，票面利率 15%；由于受债券发行数额的限制，需要补充向银行借款 200 万元，利率为 10%。

**要求：**根据以上资料，对三种筹资方案进行选择。

**【正确答案】**

甲方案：

$$\text{每股收益} = (\text{EBIT} - 40 - 200 \times 10\%) \times (1 - 20\%) \div (600 + 200)$$

乙方案：

$$\text{每股收益} = (\text{EBIT} - 40 - 300 \times 15\%) \times (1 - 20\%) \div (600 + 100)$$

丙方案：

$$\text{每股收益} = (\text{EBIT} - 40 - 400 \times 15\% - 200 \times 10\%) \times (1 - 20\%) \div 600$$

甲乙方案比较：

$$\frac{(\text{EBIT} - 40 - 20) \times (1 - 20\%)}{600 + 200} = \frac{(\text{EBIT} - 40 - 45) \times (1 - 20\%)}{600 + 100}$$

解之得：EBIT = 260（万元）

乙丙方案比较：

$$\frac{(\text{EBIT} - 40 - 45) \times (1 - 20\%)}{600 + 100} = \frac{(\text{EBIT} - 40 - 80) \times (1 - 20\%)}{600}$$

解之得：EBIT = 330（万元）

甲丙方案比较：

$$\frac{(\text{EBIT} - 40 - 20) \times (1 - 20\%)}{600 + 200} = \frac{(\text{EBIT} - 40 - 80) \times (1 - 20\%)}{600}$$

解之得：EBIT = 300（万元）