

第二节 筹资决策

考点二 杠杆理论

杠杆现象表现为：由于特定费用（如固定成本或固定财务费用）的存在而导致的当某一财务变量以较小幅度变动时，另一相关财务变量以较大幅度变动。

◆ 杠杆系数越大，说明因素变动以后目标值变动的幅度越大，杠杆作用程度相应越高。

（一）营业杠杆

1、营业杠杆：又称“经营杠杆”或“营运杠杆”，是指在某一固定成本比重的作用下，当销售额（营业额）增减时，息税前利润会有更大幅度的增减。

2、营业杠杆系数：也称“营业杠杆程度”，是息税前盈余的变动率相对于销售额（营业额）变动率的倍数

◆ 公式：营业杠杆系数=（息税前利润变动额/息税前利润）/（营业额的变动额/营业额）

3、营业风险分析

（1）营业杠杆系数越大，表示企业息税前盈余受销售量变化的影响越大，经营风险越大。

（2）营业杠杆系数越小，表示企业息税前盈余受销售量变化的影响越小，经营风险越小。

注：营业杠杆度与经营风险呈同方向变动。

（二）财务杠杆

1、财务杠杆：也称“融资杠杆”，是指由于固定财务费用的存在，使权益资本净利率（或每股利润）的变动率大于息税前利润率（或息税前盈余）变动率的现象

2、财务杠杆系数（DFL）：是指普通股每股税后利润变动率与息税前利润变动率的比值（掌握含义和计算）

◆ 公式：财务杠杆系数=息税前利润额/（息税前利润额-债务年利息额）

【例】某公司全部资产为 750 万元，负债占资产比率为 40%，债务利率为 12%，企业所得税率为 25%。息税前盈余为 80 万元，税后利润为 29.48 万元，计算财务杠杆系数并说明其意义。

解析：根据公式，财务杠杆系数=息税前利润额/（息税前利润额-债务年利息额），计算如下：

（1）息税前利润额（EBIT）：题目已知 80 万元；

（2）债务年利息额（I）=负债总额×债务利率

① 负债总额：题目已知全部资产为 750 万元，资产负债率为 40%，故负债总额为 $750 \times 40\% = 300$ 万元

② 债务利率：题目已知“12%”

③ 债务年利息额= $300 \times 12\% = 36$ 万元

（3）财务杠杆系数= $80 / (80 - 36) \approx 1.82$

（4）根据上述结果可知：

① 当息税前利润增减 1 倍时，普通股每股利润将增减 1.82 倍。

② 财务杠杆系数越大，对财务杠杆利益的影响越强，筹资风险越高（同方向变动）。

（三）总杠杆

总杠杆：指营业杠杆和财务杠杆的联合作用，也称联合杠杆。

◆ 公式：总杠杆系数=营业杠杆系数×财务杠杆系数

【例】某公司财务杠杆系数为 1.82，营业杠杆系数为 2，则其总杠杆系数：

解析：根据公式：总杠杆系数=营业杠杆系数×财务杠杆系数= $2 \times 1.82 = 3.64$

根据结果可知：该公司营业额增减 1 倍时，每股收益以 3.64 倍增减。

【例-多选题】影响企业财务杠杆系数的因素有（ ）。

- A.息税前盈余
- B.债务年利息额
- C.股权集中度
- D.金融资产比重
- E.无形资产比重

答案：AB

解析：本题考查财务杠杆。财务杠杆系数（DFL）=普通股每股收益变动额/普通股每股税后利润额/息税前盈余变动额/息税前盈余额=息税前盈余/（息税前盈余-债务年利息额）。

考点三 资本结构理论

资本结构：是指企业各种资金来源的构成及其比例关系，其中重要的是负债资金的比率问题。

（一）早期资本结构理论

1、净收益观点

这种观点认为：由于债务资本成本率一般低于股权资本成本率，因此，公司的债务资本越多，债务资本比例就越高，综合资本成本率越低，从而公司的价值就越大。

◆ 缺点：忽视了财务风险。

2、净营业收入观点

这种观点认为：在公司的资本结构中，债权资本的多少、比例的高低，与公司的价值没有关系。决定公司价值的真正因素，应该是公司的净营业收入。

3、传统观点

按照这种观点，增加债务资本对提高公司价值是有利的，但债务资本规模必须适度。如果公司负债过度，综合资本成本率就会升高，并使公司价值下降。

（二）MM 资本结构理论

命题 I —— 无论公司有无债权资本，其价值（普通股资本与长期债权资本的市场价值之和）等于公司所有资产的预期收益额（息税前利润）按适合该公司风险等级的必要报酬率（综合资本成本率）予以折现。

命题 II —— 利用财务杠杆的公司，其股权资本率随筹资额的增加而增加，因此公司的市场价值不会随债务资本比例的上升而增加。资本成本较低的债务公司给公司带来的财务杠杆利益被股权资本成本率的上升而抵消。

（三）现代资本结构理论

1、代理成本理论

代理成本支出，公司债务的违约风险是财务杠杆系数的增函数；随着公司债权资本的增加，债权人的监督成本随之提升，债权人要求更高的利率，这种代理成本最终由股东承担。根据代理成本理论，债权资本适度的资本结构会增加股东的价值。

2、啄序理论

筹资的顺序：内部筹资→债权筹资→其他外部股权筹资。

3、动态权衡理论

当调整成本小于次优资本结构所带来的公司价值损失时，公司的实际资本成本结构就会向其最优资本结构状态进行调整；否则，公司将不进行这种调整。

4、市场择时理论

- （1）在股票市场非理性、公司股价被高估时：理性的决策者应该选择增发股票。
- （2）当股票被过分低估时：理性的管理者应回购股票。

资本结构理论		要点
早期资本结构理论	净收益观点	认为债务资本成本率一般低于股权资本成本率,因此公司的债务资本越多,债务资本比例就越高,综合资本成本就越低,公司价值就越大,但该观点忽略了债务资本过多带来的财务风险
	净营业收益观点	认为在公司的资本结构中,债务资本的多少、比例的高低,与公司的价值没有关系,决定公司价值的真正因素是公司的净营业收益
	传统观点	认为增加债务资本对提高公司价值是有利的,但债务资本规模必须适度
MM 资本结构理论		—

资本结构理论		要点
现代资本结构理论	代理成本理论	认为债权资本适度的资本结构会增加股东的价值
	啄序理论	认为公司倾向于 首先采用内部筹资 。如需要外部筹资,公司将先选择债权筹资,再选择其他外部股权筹资
	动态权衡理论	该理论将调整成本纳入了最优资本结构的分析中,当调整成本小于次优资本结构所带来的公司价值损失时,公司的实际资本结构会向其最优资本结构进行调整;否则,公司将不进行这种调整
	市场择时理论	该理论研究结论是,在股票市场非理性、公司股价被 高估 时,理性的管理者应该 发行更多的股票 ;当股票被过分 低谷 时,则 应回购股票

【例-单选题】资金来源构成及其比例关系称为（ ）

- A. 债务结构
- B. 资金结构
- C. 股本结构
- D. 资本结构

答案：D

解析：本题考查财务杠杆。财务杠杆系数（DFL）=普通股每股收益变动额/普通股每股税后利润额/息税前盈余变动额/息税前盈余额=息税前盈余/（息税前盈余-债务年利息额）。