



第二节 筹资决策

【考点】资本成本（熟悉）

资本成本是企业筹资和使用资本而承付的代价。这里的资本指企业所筹集的长期资本，包括股权资本和长期债务资本。

(1) 从投资者的角度来看，资本成本也是投资者要求的必要报酬或最低报酬。

(2) 资本成本从绝对量的构成来看，包括用资费用和筹资费用两部分。长期资本的用资费用是经常性的；筹资费用通常是在筹资时一次性全部支付的。

(3) 资本成本分为个别资本成本和综合资本成本，一般用相对数表示，称个别资本成本率和综合资本成本率。



第二节 筹资决策

(一) 个别资本成本率

个别资本成本率的一般公式：
$$K = \frac{D}{P-f} = \frac{D}{P(1-F)}$$

式中，K为资本成本率，用百分数表示；D为用资费用额；P为筹资额；f为筹资费用额；F为筹资费用率，即筹资费用与筹资额的比率。

1. 长期债务资本成本率的测算

(1) 长期借款资本成本率的测算。

$$K_l = \frac{I_l(1-T)}{L(1-F_l)}$$

长期借款资本成本率 = $\frac{\text{长期借款年利息额} \times (1 - \text{所得税率})}{\text{长期借款筹资额} \times (1 - \text{筹资费用率})}$



第二节 筹资决策

(2) 长期债券资本成本率的测算。

债券的筹资费用即发行费用，包括申请费、注册费、印刷费、上市费以及推销费等。在不考虑时间价值时，公式如下：

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

$$\text{长期债券资本成本率} = \frac{\text{债券每年支付利息} \times (1 - \text{所得税率})}{\text{债券筹资额} \times (1 - \text{筹资费用率})}$$



第二节 筹资决策

2. 股权资本成本率的测算

(1) 普通股资本成本率的测算。普通股资本成本率的测算有两种方法：股利折现模型和资本资产定价模型。

①股利折现模型。

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+K_c)^t}$$



第二节 筹资决策

式中：

P_0 为普通股融资净额，即扣除筹资费用的融资额；

D_t 为普通股第 t 年的股利； K_c 为普通股投资必要报酬率，即普通股资本成本率。

- 如果公司采用固定股利政策，每年每股分派现金股利 D 元，则资本成本率按下式计算：

$$K_c = \frac{D}{P_0}$$

- 如果公司采用固定增长股利政策，第 1 年派发股利 D_1 以后每年股利固定增长率为 G ，

则资本成本率按下式计算： $K_c = \frac{D_1}{P_0} + G$ 。

② 资本资产定价模型。

普通股的资本成本率即为普通股投资的必要报酬率，而普通股投资的必要报酬率等于无风险报酬率加上风险报酬率，公式为： $K_c = R_f + \beta(R_m - R_f)$ = 无风险报酬率 + 风险系数 × (市场平均报酬率 - 无风险报酬率)

(2) 优先股资本成本率的测算。优先股通常每年支付股利相等，在持续经营假设下，可将优先股的资本成本视为永续年金现值，则优先股资本成本率的测算公式为：

$$K_p = \frac{D}{P_0}$$

式中： K_p 为优先股资本成本率； D 为优先股每股支付的股息； P_0 为优先股筹资净额，即发行价格扣除发行费用。



第二节 筹资决策

(3) 留用利润资本成本率的测算。公司的留用利润（或留存收益）是由公司税后利润形成的，属于股权资本。留用利润的资本成本是一种机会成本。留用利润资本成本率的测算方法与普通股基本相同，只是不考虑筹资费用。

(二) 综合资本成本

(1) 综合资本成本率概念。企业综合成本率的决定因素：个别资本成本率和各种资本结构。

(2) 综合资本成本率测算公式为：

$$K_w = \sum_{j=1}^n K_j W_j \quad (\text{式中: } \sum_{j=1}^n W_j = 1)$$



第二节 筹资决策

式中： K_w 为综合资本成本率； K_j 为第 j 种资本成本率； W_j 为第 j 种资本比例。

资本成本是选择筹资方式、选择资本结构和选择追加筹资方案的依据，是评价投资项目，比较投资方案和进行投资决策的经济标准，可以作为评价企业整个经营业绩的基准。



第二节 筹资决策

【考点】杠杆理论（重点）

（一）营业杠杆

营业杠杆	指企业在生产经营过程中，由于 固定成本 的存在，当销售额（营业额）增减时，息税前盈余会有更大幅度的增减。
营业杠杆系数（DOL）（与风险同方向变动）	息税前盈余的变动率相对于 销售额（营业额） 变动率的 倍数 ，测算公式为： $DOL = \frac{\Delta EBIT / EBIT}{\Delta S / S}$ EBIT 为息税前盈余（息税前盈余额=净利润总额+利息额+所得税）

（二）财务杠杆

财务杠杆	财务杠杆也称融资杠杆，是指由于债务利息等 固定性融资成本 的存在，普通股每股收益变动幅度大于息税前盈余变动幅度的现象。
财务杠杆系数 DFL（与风险同方向变动）	财务杠杆系数是指 普通股每股收益（EPS） 变动率与 息税前盈余变动率 的比值。测算公式为： $DFL = \frac{\Delta EPS / EPS}{\Delta EBIT / EBIT}$ 财务杠杆系数测算公式可变换如下： $DFL = \frac{EBIT}{EBIT - I}$



第二节 筹资决策

（三）总杠杆

总杠杆是指**营业杠杆**和**财务杠杆**的联合作用，也称联合杠杆。总杠杆的意义是，普通股每股收益变动率相当于销售额（营业额）变动率的倍数。总杠杆系数DTL是营业杠杆系数与财务杠杆系数的乘积。计算公式为：

$$\text{总杠杆系数} = \text{营业杠杆系数} \times \text{财务杠杆系数}$$



第二节 筹资决策

【考点】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，其中最重要的比例是负债比率。

（一）早期资本结构理论

（1）净收益观点。

（2）净营业收益观点。

（3）传统观点。

（二）MM 资本结构理论



第二节 筹资决策

（三）现代资本结构理论

（1）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。公司倾向于首先采用内部筹资，因而不会传递任何可能对股价不利的信息，如果需要外部筹资，公司将先选择债权筹资，再选择其他外部股权筹资，这种筹资顺序的选择也不会传递对公司股价产生不利影响的信息。按照啄序理论，不存在明显的目标资本结构。



第二节 筹资决策

(3) **动态权衡理论**。该理论将**调整成本**纳入模型之中，发现即使很小的调整成本也会使公司的负债率与最优水平发生较大的偏离。当成本调整**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就会向其最优资本结构状态**进行**调整；否则，公司将取消调整。

(4) **市场择时理论**。在公司股价被高估时，理性的决策者应该选择**增发股票**；当股价被**过分低估**时，理性的决策者应该**回购股票**。



第二节 筹资决策

【考点】资本结构决策

（一）资本结构的影响因素

资本结构影响因素主要有企业财务目标、经营状况的稳定性和成长性、企业的财务状况和信用等级、企业资产机构、企业投资者及管理当局的态度、行业特征及发展周期、经济环境的税务政策及货币政策。



第二节 筹资决策

（二）资本结构的决策方法

企业资本结构决策即确定最佳资本结构。最佳资本机构指企业在适度财务风险的条件下，使其预期的综合资本成本率最低，同时使企业价值最大的资本结构。下面介绍两种定量方法：

（1）**资本成本比较法**。指在适度财务风险条件下，测算可供选择的不同资本结构或筹资组合方案的综合资本成本率，并以此为标准相互比较确定最佳资本结构的方法。

（2）**每股利润分析法**。每股利润分析法是指利用每股利润无差别点进行资本结构决策的方法。**每股利润无差别点**是指两种或两种以上筹资方案下**普通股每股利润相等**时的息税前盈



第二节 筹资决策

每股利润分析法决策规则：解出 \overline{EBIT} （无差别点），当实际EBIT大于无差别点时，选择资本成本固定型的筹资方式更有利，如银行贷款、发行债券或优先股；当实际EBIT小于无差别点时，选择资本成本非固定型筹资方式，如发行普通股。