

第二节

筹资决策

【本节知识点】

【知识点】资本成本

【知识点】杠杆理论

【知识点】资本结构理论

【知识点】资本结构决策

【知识点】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。

（一）个别资本成本率

个别资本成本率的一般公式：

$$\text{资本成本率} = \frac{\text{用资费用额}}{\text{筹资额} - \text{筹资费用额}} = \frac{\text{用资费用额}}{\text{筹资额} \times (1 - \text{筹资费用率})}$$

筹资费用率是筹资费用与筹资额的比率。

【注】资本成本率为用资费用额占实际筹集资金净额的比重

长期债务资本成本率的测算 (考虑税收抵扣因素)	长期借款资本成本率=(长期借款年利息额×(1-所得税率))/(长期借款筹资额×(1-筹资费用率)) 其中: 长期借款年利息额 = 长期借款筹资额×年利率		
	长期债券资本成本率=(债券每年支付的利息×(1-所得税率))/(债券筹资额×(1-筹资费用率)) 其中: 债券每年支付利息 = 债券票面总金额×票面利率 债券筹资额: 按“发行价”计算		
股权资本成本率的测算 (不考虑税收抵扣因素)	普通股资本成本率的测算	股利折现模型	固定股利政策资本成本率=每年每股分派现金股利/普通股每股融资净额
			固定增长股利政策资本成本率=第一年每股股利/普通股每股融资净额+每年股利固定增长率
		资本资产定价模型	普通股的资本成本率=无风险报酬率+风险系数×(市场平均报酬率-无风险报酬率)
	优先股资本成本率	优先股资本成本率=优先股每股支付的股息/优先股筹资净额	
	留用利润资本成本率	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	

第二节 筹资决策

(二) 综合资本成本

1. 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:

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

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。

【知识点】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) 变动率的比值, 测算公 $\frac{\Delta EBIT / EBIT}{\Delta S / S}$ 式为: $DOL =$ EBIT 为息税前盈余 (息税前盈余额=净利润总额+利息额+所得税)

	与风险的关系：同方向变动
--	--------------

（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： $DFL = \text{每股收益变动率} / \text{息税前盈余变动率}$ 财务杠杆系数测算公式可变换如下： $DFL = \text{息税前盈余} / (\text{息税前盈余} - \text{债务年利息额} - \text{优先股股息} / (1 - \text{企业所得税税率}))$
	与风险的关系：同方向变动

（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：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：总杠杆系数=营业杠杆系数×财务杠杆系数

【知识点】资本结构理论（熟悉）

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。

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
MM 资本结构理论	——
现代资本结构理论	(1) 代理成本理论 (2) 啄序理论 (3) 动态权衡理论 (4) 市场择时理论

现代资本结构理论	要点
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
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。 （优先选择资本成本低的筹资方式）
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

现代资本结构理论	要点
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

【知识点】资本结构决策（熟悉）

最佳资本结构	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		
资本结构的决策方法	①资本成本比较法	——	
		每股利润无差别点	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余点
	②每股利润分析法	决策规则	解出（无差别点） ①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； ②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