



第五章 筹资管理（下）

【高频考点 1】资金需要量预测（★★★）

1. 因素分析法

含义	以有关项目基期年度的平均资金需要量为基础，根据预测年度的生产经营任务和资金周转加速的要求，进行分析调整，来预测资金需要量的一种方法
公式	$\text{资金需要量} = (\text{基期资金平均占用额} - \text{不合理资金占用额}) \times (1 + \text{预测期销售增长率}) \div (1 + \text{预测期资金周转速度增长率})$
评价	计算简便，容易掌握，但预测结果不太精确
适用	品种繁多、规格复杂、资金用量较小的项目

2. 销售百分比法

基本原理及计算公式	<p>外部融资需求量 = 资产增加额 - 负债自发增长 - 预期的利润留存，该方法认为某些资产和负债占销售收入的百分比是不变的，它们会随着销售收入的增长而增长，把这样的资产和负债称为敏感性资产和敏感性负债（也叫自发性负债），如果除了敏感性资产以外，其他的资产都不随销售收入的变化而变化，则：</p> <p>$\text{外部融资需求量} = \text{敏感性资产增加额} - \text{敏感性负债增加额} - \text{预期的利润留存} = \text{敏感性资产总额占销售收入的百分比} \times \text{销售收入增长额} - \text{敏感性负债总额占销售收入的百分比} \times \text{销售收入增长额} - \text{预期的利润留存}$</p>
优缺点	<p>优点：能为筹资管理提供短期预计财务报表，以适应外部筹资的需要，且易于使用。</p> <p>缺点：在有关因素发生变动的情况下，必须相应地调整原有的销售百分比</p>

3. 资金习性预测法

根据资金占用总额与产销量的关系预测	$\text{资金总额} (Y) = \text{不变资金} (a) + \text{变动资金} (bX)$
采用逐项分析法预测	<p>用高低点法分别求出各资金占用项目（如现金、存货、应收账款、固定资产）和资金来源项目的 a 和 b，然后汇总在一起，计算出总的 a 和 b，求出企业变动资金总额和不变资金总额，进而预测资金需求量。汇总计算 a 和 b 时，需要注意一个问题：由于负债是资金来源，负债的增加减少资金需求，因此，应该减掉负债项目的 a 和 b。另外注意，在给定的资料中，高低点的选择以销售收入（或业务量为依据），高点（销售收入或业务量）的资金占用量不一定最大；低点（销售收入或业务量）的资金占用量不一定最小</p>

【高频考点 2】资本成本（★★★）

1. 资本成本的含义

含义	资本成本是指企业为筹集和使用（或占用）资本而付出的代价，包括 <u>筹资费用</u> 和 <u>用资费用</u> 。
内容	<p>①筹资费，是指企业在资本筹措过程中为获取资本而付出的代价，如向银行支付的借款手续费，因发行股票、公司债券而支付的发行费等。筹资费用通常在资本筹集时一次性发生，在资本使用过程中不再发生，因此，视为筹资数量的一项扣除。</p> <p>②<u>用资费用</u>，是指企业在资本使用过程中因占用资本而付出的代价，如向银行等债权人支付的利息，向股东支付的股利等。用资费用是因为占用了他人资金而必须支付的，是资本成本的主要内容</p>

2. 资本成本的作用

（1）资本成本是比较筹资方式、选择筹资方案的依据；





(2) 平均资本成本是衡量资本结构是否合理的重要依据;

(3) 资本成本是评价投资项目可行性的主要标准;

(4) 资本成本是评价企业整体业绩的重要依据。

3. 影响资本成本的因素

因素	说明
总体经济环境	国民经济健康、稳定、持续增长, 社会经济的资金供给和需求相对均衡且通货膨胀水平低, 资金所有者投资的风险小, 要求的必要报酬率低, 筹资的资本成本相应就比较低
资本市场条件	如果资本市场缺乏效率, 证券的市场流动性低, 投资者投资风险大, 要求的必要收益率高, 那么通过资本市场融通的资本, 其资本成本就比较高
企业经营状况和融资状况	企业的经营风险和财务风险构成企业的总体风险, 企业的总体风险水平高, 筹资的资本成本高
企业对筹资规模和时限的需求	筹资规模大、占用资金时间长, 资本成本高

4. 个别资本成本的计算

(1) 银行借款的资本成本率

一般模式	$\text{银行借款资本成本率} = \frac{\text{借款额} \times \text{年利率} \times (1 - \text{所得税税率})}{\text{借款额} \times (1 - \text{手续费率})}$ $= \frac{\text{年利率} \times (1 - \text{所得税税率})}{(1 - \text{手续费率})}$
折现模式	根据“现金流入现值—现金流出现值=0”求解折现率

(2) 公司债券的资本成本率

一般模式	$\text{公司债券资本成本率} = \frac{\text{年利息} \times (1 - \text{所得税税率})}{\text{债券筹资总额} \times (1 - \text{手续费率})}$ <p>【注】分子计算<u>年利息</u>要根据<u>面值</u>和<u>票面利率</u>计算, 分母<u>筹资总额</u>是<u>根据债券发行价格</u>计算的。</p>
折现模式	根据“现金流入现值—现金流出现值=0”求解折现率

(3) 优先股的资本成本率

对于固定股息率优先股而言, 如果各期股利是相等的, 优先股的资本成本按一般模式计算为:

$$K_s = \frac{D}{P_n(1-f)}$$

(4) 普通股的资本成本率

第一种方法——股利增长模型法

假设: 某股票本期支付股利为 D_0 , 未来各期股利按 g 速度永续增长, 股票目前市场价格为 P_0 , 则普通股资本成本为:

$$K_s = \frac{D_0 \times (1+g)}{P_0(1-f)} + g = \frac{D_1}{P_0 \times (1-f)} + g$$

第二种方法——资本资产定价模型法





$$K_s = R_f + \beta (R_m - R_f)。$$

(5) 留存收益的资本成本率

与普通股资本成本计算相同，也分为股利增长模型法和资本资产定价模型法，不同点在于留存收益资本成本率不考虑筹资费用。

5. 平均资本成本的计算

平均资本成本，是以各项个别资本占企业总资本中的比重为权数，对各项个别资本成本率进行加权平均而得到的总资本成本率。其计算公式为：

$$k_w = \sum_{j=1}^n k_j w_j$$

其中的权数可以有三种选择，即账面价值权数、市场价值权数和目标价值权数。

6. 边际资本成本的计算

含义	是企业 <u>追加筹资的成本</u>
计算方法	加权平均法
权数确定	<u>目标</u> 价值权数
应用	是企业进行追加筹资的决策依据

7. 项目资本成本

项目资本成本，也称为投资项目资本成本，是指项目本身所需投资资本的机会成本，即将资本用于本项目投资所放弃的其他投资机会的收益。也可称为项目最低可接受的报酬率。不同投资项目的风险不同，它们要求的最低报酬率也不同。项目资本成本的估计可以有两种方法：使用企业当前综合资本成本作为投资项目资本成本，运用可比公司法估计投资项目资本成本。

运用可比公司法估计项目资本成本：

项目的资本成本 = 项目的债务资本成本 × 项目投入的债务资本 / 项目投入的资本总额 + 项目的权益资本成本 × 项目投入的权益资本 / 项目投入的资本总额

其中：

项目的债务资本成本 = 项目的负债利率 × (1 - 项目的所得税税率)

项目的权益资本成本 = 无风险利率 + 项目的 $\beta_{\text{权益}}$ × (市场组合的必要报酬率 - 无风险利率)

项目的 $\beta_{\text{权益}}$ = 项目的 $\beta_{\text{资产}}$ × [1 + (1 - 项目的所得税税率) × 项目投入的债务资本 / 项目投入的权益资本]

项目的 $\beta_{\text{资产}}$ = 可比公司的 $\beta_{\text{资产}}$

可比公司的 $\beta_{\text{资产}}$ = 可比公司的 $\beta_{\text{权益}}$ / [1 + (1 - 可比公司的所得税税率) × 可比公司的债务资本 / 可比公司的权益资本]

【高频考点 3】杠杆效应 (★★★★)

1. 经营杠杆效应

经营杠杆的定义	经营杠杆是指由于固定性经营成本的存在，而使得企业的资产收益（息税前利润）变动率大于业务量变动率的现象
经营杠杆系数	定义公式：DOL = 息税前利润变动率 / 产销业务量变动率 简化公式： <u>DOL = 基期边际贡献 / 基期息税前利润</u>
经营杠杆与经营风险	经营风险是指企业由于生产经营上的原因而导致的资产收益波动的风险 经营杠杆系数越高，表明息税前利润受产销量变动的影响程度越大，经营风险也就越大





2. 财务杠杆效应

财务杠杆的定义	财务杠杆是指由于固定性资本成本的存在,而使得企业的普通股收益(或每股收益)变动率大于息税前利润变动率的现象
财务杠杆系数	<p>定义公式: $DFL = \text{普通股每股收益变动率} / \text{息税前利润变动率}$</p> <p>简化公式: 在不存在优先股股息的情况下, $DFL = \text{基期息税前利润} / \text{基期利润总额}$; 在存在优先股股息的情况下,</p> $DFL = \frac{EBIT_0}{EBIT_0 - I - \frac{D_p}{1 - T}}$
财务杠杆与财务风险	财务风险是指企业由于筹资原因产生的资本成本负担而导致的普通股收益波动的风险。由于财务杠杆的作用,当企业的息税前利润下降时,普通股剩余收益下降得更快,财务杠杆放大了资产收益的变化对普通股收益的影响,财务杠杆系数越高,表明普通股收益的波动程度越大,财务风险也就越大

3. 总杠杆效应

总杠杆的定义	总杠杆是指由于固定性经营成本和固定性资本成本的存在,导致普通股每股收益变动率大于产销业务量的变动率的现象
总杠杆系数	<p>定义公式: $DTL = \text{普通股盈余变动率} / \text{产销量变动率}$</p> <p>简化公式: $DTL = \text{基期边际贡献} / \text{基期利润总额} = \text{基期税后边际贡献} / \text{基期税后利润}$</p> <p>$DTL = DOL \times DFL$</p>
总杠杆与公司风险	公司风险包括企业的经营风险和财务风险,反映了企业整体风险水平。总杠杆系数反映了经营杠杆和财务杠杆之间的关系,在总杠杆系数一定的情况下,经营杠杆系数与财务杠杆系数此消彼长

【高频考点 4】资本结构 (★★)

1. 资本结构理论

(1) 资本结构的含义

资本结构	<p>资本结构是指企业资本总额中各种资本的构成及其比例关系。</p> <p>【注意】筹资管理中,资本结构有广义和狭义之分。广义的资本结构包括全部债务与股东权益的构成比率;狭义的资本结构则指长期负债与股东权益资本构成比率。狭义资本结构下,短期债务作为营运资金来管理。本书所指的资本结构通常仅是狭义的资本结构,也就是债务资本在企业全部资本中所占的比重</p>
最佳资本结构	是指在一定条件下使企业平均资本成本率最低、企业价值最大的资本结构。
评价标准	<p>评价企业资本结构最佳状态的标准应该是能够提高股权收益或降低资本成本,最终目的是提升企业价值。</p> <p>【提示】从理论上讲,最佳资本结构是存在的,但由于企业内部条件和外部环境的经常性变化,动态地保持最佳资本结构十分困难。因此在实践中,目标资本结构通常是企业结合自身实际进行适度负债经营所确立的资本结构,是根据满意化原则确定的资本结构</p>

(2) 资本结构理论





MM 理论	该理论认为，不考虑企业所得税，有无负债不改变企业的价值；在考虑企业所得税带来的影响后，企业可以利用财务杠杆增加企业价值，因负债利息可带来避税利益，企业价值会随着资产负债率的增加而增加
权衡 理论	该理论认为，有负债企业的价值等于无负债企业价值加上税赋节约现值，再减去财务困境成本的现值
代理 理论	该理论认为企业资本结构会影响经理人员的工作水平和其他行为选择，从而影响企业未来现金收入和企业市场价值
优序融资 理论	从成熟证券市场来看，企业的筹资优序模式首先是内部筹资，其次是借款、发行债券、可转换债券，最后是发行新股筹资

2. 影响资本结构的因素

企业经营状况的 稳定性和成长率	稳定性好——企业可较多的负担固定的财务费用 成长率高——可以采用高负债的资本结构，以提升权益资本的报酬
企业的财务状况 和信用等级	财务状况好、信用等级高——容易获得债务资本
企业的资产结构	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 资产适用于抵押的企业——负债较多 以技术研发为主的企业——负债较少
企业投资人和管 理当局的态度	从所有者角度看： 企业股权分散——可能更多采用权益资本筹资以分散企业风险 企业为少数股东控制——为防止控股权稀释，一般尽量避免普通股筹资 从管理当局角度看： 稳健的管理当局偏好于选择负债比例较低的资本结构
行业特征和企业 发展周期	行业特征： (1) 产品市场稳定的成熟产业——可提高债务资本比重 (2) 高新技术企业产品、技术、市场尚不成熟——可降低债务资本比重 企业发展周期： (1) 初创阶段——经营风险高，应 控制 债务资本比重 (2) 成熟阶段——经营风险低，可 适度增加 债务资本比重 (3) 收缩阶段——经营风险逐步加大，应 逐步降低 债务资本比重
经济环境的税务 政策和货币政策	所得税税率高——债务资本抵税作用大，企业充分利用这种作用以提高企业价值 紧缩的货币政策——市场利率高，企业债务资金成本增大

3. 资本结构优化

资本结构优化，就是权衡负债的低资本成本和高财务风险的关系，确定合理的资本结构。

(1) 每股收益分析法

计算方案之间的每股收益无差别点，并据此进行资本结构决策的一种方法。

$$EPS = \frac{(EBIT - I) \times (1 - T)}{N}$$

【决策原则】

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，需要画图进行分析。

(2) 平均资本成本比较法

通过计算和比较各种可能的筹资组合方案的平均资本成本，选择平均资本成本最低的方案。这种方法侧重于从资本投入的角度对筹资方案和资本结构进行优化分析。

(3) 公司价值分析法

公司的市场总价值 V 等于权益资本价值 S 加上债务资金价值 B，即：

$$V=S+B$$

为简化分析，假设公司各期的 EBIT 保持不变，债务资本的价值等于其面值，权益资本的市场价值可通过下式计算（权益资本成本可以采用资本资产定价模型确定）。

$$S = \frac{(EBIT - I) \cdot (1 - T)}{K_s}$$

