

## 第四章 资本成本

## 历年考情概况

本章主要介绍了资本成本确定的相关问题，主要解决价值评估中“折现率”参数的确定，属于基础性章节。从历年考试情况来看，分值不高，难度不大，考试中既可以出客观题，也可以和其他章节结合出主观题。

序号	考点	考频
考点一	资本成本的概念和用途	★★★
考点二	债务资本成本的估计	★★★★
考点三	普通股资本成本的估计	★★★★
考点四	加权平均资本成本的计算	★★★★

## 考点一：资本成本的概念和用途

## 【内容导航】

1. 资本成本的概念和用途
2. 公司资本成本和项目资本成本的比较
3. 资本成本的影响因素

## 【考频分析】

考频：★★★

复习程度：掌握资本成本的含义、用途，比较公司资本成本和项目资本成本，资本成本的影响因素

## 【主要内容】

## （一）资本成本的概念和用途

含义	资本成本不是实际支付的成本，是将资本用于本项目投资所放弃的其他投资机会的收益
其他叫法	投资项目的取舍率、最低可接受的报酬率
主要用途	主要用于投资决策、筹资决策、营运资本管理、公司价值评估、业绩评价

## （二）公司资本成本和项目资本成本的比较

	公司资本成本	项目资本成本
定义	公司资本成本是公司取得资本使用权的代价，是公司投资人的最低报酬率，是构成公司资本结构中各种资金来源成本的组合，即各种资本要素成本的加权平均值	项目资本成本是指项目本身所需投资资本的机会成本
影响因素	（1）无风险利率；（2）经营风险溢价；（3）财务风险溢价	项目的风险
二者的关系	项目资本成本不一定等于公司资本成本，二者的大小关系由公司新的投资项目的风险与公司现有资产平均风险的关系决定	

## （三）资本成本的影响因素

外部因素：无风险利率、市场风险溢价、税率

内部因素：资本结构、投资政策

## 考点二：债务资本成本的估计

## 【内容导航】

1. 含义
2. 估计方法

## 【考频分析】

考频：★★★★

复习程度：掌握债务资本成本的计算

## 【主要内容】

## 1. 含义

含义	估计债务成本就是确定债权人要求的报酬率。
比较	由于债务投资的风险低于权益投资，因此，债务筹资的成本低于权益筹资的成本。
注意	(1) 区分历史成本和未来成本 (2) 区分债务的承诺收益与期望收益 (3) 区分长期债务成本和短期债务成本

## 2. 估计方法

估计方法	适用条件及说明
到期收益率法	(1) 适用于已有上市的长期债券 (2) 只考虑未来期间的现金流出 (3) 使用税前利息计算
可比公司法	(1) 适用于没有上市债券的情况 (2) 可比公司应当与目标公司处于同一行业，具有类似的商业模式
风险调整法	(1) 适用于公司没有上市的债券，而且找不到合适的可比公司 (2) 税前债务资本成本 = 无风险收益率 + 企业的信用风险补偿率 (3) 企业的信用风险补偿率 = 可比企业信用风险补偿率的平均值
财务比率法	(1) 适用于公司没有上市的债券，而且找不到合适的可比公司，并且没有信用评级资料 (2) 根据目标公司的关键财务比率，大体确定公司的信用级别，进而使用风险调整法确定其债务成本

## 考点三：普通股资本成本的估计

## 【内容导航】

1. 资本资产定价模型
2. 股利增长模型
3. 债券收益率风险调整模型

## 【考频分析】

考频：★★★★

复习程度：掌握普通股资本成本的各种计算方法

**【主要内容】****（一）资本资产定价模型**

1. 基本公式： $r_s = r_f + \beta \times (r_m - r_f)$

## 2. 各项指标的估计方法

指标名称	估计方法及注意事项
无风险利率	选择上市交易的政府长期债券的到期收益率作为无风险利率的代表
股票的贝塔系数	某股票的 $\beta$ 系数=该股票收益与市场组合报酬率的协方差/市场组合报酬率的方差 计算协方差和方差时，如果公司风险特征无重大变化，可以采用 5 年或更长的历史期间长度；如果公司风险特性发生重大变化，应当使用变化后的年份作为历史期长度
市场风险溢价	最常见的方法是进行历史数据分析 分析时应该选择较长的时间跨度；多数人倾向于采用几何平均法

**（二）股利增长模型**

## 1. 计算公式

(1) 不考虑发行费用的普通股资本成本=留存收益资本成本=预期第一期的年股利额 ( $D_1$ ) / 当前的每股市价 ( $P_0$ ) + 普通股股利年增长率 ( $g$ )

(2) 新发普通股资本成本=预期第一期的年股利额 ( $D_1$ ) / [当前的每股市价 ( $P_0$ ) - 普通股筹资费用] + 普通股股利年增长率 ( $g$ )

## 2. 普通股股利年增长率的估计方法及说明

估计方法	含义及说明
根据历史增长率估计	据过去的股利支付数据估计未来的股利增长率 股利增长率可以按几何平均数计算，也可以按算术平均数计算，前者的计算结果更符合逻辑
根据可持续增长率估计	股利的增长率=可持续增长率=期初权益预期净利率×预计利润留存率 前提条件是：假设未来保持当前的经营效率和财务政策不变，不增发或回购股票
根据证券分析师的预测估计	股利增长率=不同分析师预测的公司增长率的加权平均值 确定比重时，对于比较权威的数据可以给较大的比重

**（三）债券收益率风险调整模型**

计算公式：普通股资本成本=税后债务资本成本+股东比债权人承担更大的风险所要求的风险溢价

**【提示】** 股东比债权人承担更大的风险所要求的风险溢价是凭借经验估计的。一般认为，某公司普通股风险溢价对其自己发行的债券来讲，大约在 3%~5% 之间。

**考点四：加权平均资本成本的计算****【内容导航】**

计算加权平均资本成本权数的选择

**【考频分析】**

考频：★★★★

复习程度：掌握加权平均资本权数的选择

**【主要内容】** 计算加权平均资本成本权数的选择

类别	特点
账面价值权重	根据公司资产负债表上显示的会计价值来衡量每种资本的比例。 缺点：账面结构反映的是历史的结构，不一定符合未来的状态；账面价值会歪曲资本成本，因为账面价值与市场价值有极大的差异。
实际市场价值权重	根据当前负债和权益的市场价值比例衡量每种资本的比例。 缺点：由于市场价值不断变动，负债和权益的比例也随之变动，计算出的加权平均资本成本数额也是经常变化的。
目标资本结构权重	根据按市场价值计量的目标资本结构衡量每种资本要素的比例。 优点：这种方法可以选用平均市场价格，回避证券市场价格变动频繁的不便；可以适用于公司评价未来的资本结构，而账面价值权重和实际市场价值权重仅反映过去和现在的资本结构。