



第五章 筹资管理（下）

【考情分析】

本章主要考试内容资金需要量预测中的因素分析法、销售百分比法、资金习性预测法；资本成本中有关于个别成本的一般模式和贴现模式的运用，平均资本成本及边际资本成本、项目资本成本的计算；杠杆效应中的经营杠杆效应、财务杠杆效应和总杠杆效应；资本结构中的资本结构理论、资本结构优化的三种方法：每股收益分析法、平均资本成本比较法、公司价值分析法。预测 2022 年客观题和主观题都会涉及，分数在 15 分左右。

第一节 资金需要量预测

【知识点 1】因素分析法

资金需要量=（基期资金平均占用额-不合理资金占用额）×（1+预测期销售增长率）/（1+预测期资金周转速度增长率）

【知识点 2】销售百分比法

1. 确定随销售额变动而变动的资产和负债项目；

经营性（敏感性）资产	库存现金、应收账款、存货等。
经营性（敏感性）负债	应付票据、应付账款等。

【提示】经营负债中不包括短期借款、短期融资券、长期负债等筹资性负债。

2. 确定有关项目与销售额的稳定比例关系；

敏感资产增加额

=基期敏感资产额×销售增长率=敏感资产销售百分比×销售增长额

敏感负债增加额

=基期敏感负债额×销售增长率=敏感负债销售百分比×销售增长额

预测留存收益增加额

=预计净利润-预计股利支付额=预计销售额×销售净利率×（1-股利支付率）

3. 确定需要增加的筹资数量

（1）总融资需求额=经营性资产增加额-经营性负债增加额

（2）外部融资需求额

=经营性资产增加额-经营性负债增加额-预测留存收益增加额

4. 销售百分比法优缺点

（1）优点：简便易于使用，能为决策者提供预计的短期财务报表，为筹资决策提供依据，适应于外部筹资需要。

（2）缺点：假定敏感资产和敏感性负债占销售收入的比率不变，但在具体运用中，如果这种假定被打破，就必须相应地调整原有的销售百分比。



老会计-用心传递温度

【知识点 3】资金习性预测法

资金习性，是指资金的变动同产销量变动之间的依存关系。按照资金同产销量之间的依存关系，可以把资金区分为不变资金、变动资金和半变动资金。

资金习性模型： $y=a+bx$

(1) 根据资金占用总额与产销量的关系预测，回归直线法

(2) 采用逐项分析法预测，高低点法

单位变动资金 (b) = (最高点产销量的资金总额 - 最低点产销量的资金总额) / (最高点产销量 - 最低点产销量)

第二节 资本成本

【知识点 1】资本成本基本概述

1. 含义：是指企业为筹集和使用资本而付出的代价包括筹资费用和占用费用。

筹资费	手续费、发行费
占用费	利息、股利

2. 作用：筹资决策、衡量资本结构、投资决策、业绩评价

3. 影响资本成本的因素：总体经济环境；资本市场条件；企业经营状况和融资状况；企业对筹资规模和时限的需求

【知识点 2】个别资本成本两种基本模式

1. 一般模式（不考虑货币时间价值），主要适用于债务资本成本计算。

$$\text{资本成本率} = \frac{\text{年（税后）资金占用费}}{\text{筹资总额} - \text{筹资费用}} = \frac{\text{年（税后）资金占用费}}{\text{筹资总额} \times (1 - \text{筹资费用率})}$$

2. 贴现模式（考虑货币时间价值），适用金额大，借贷资本时间长的情形。

能使现金流入现值与现金流出现值相等的折现率，即为资本成本率

求解折现率，即为资本成本率。

【提示】若资金来源为负债，由于存在利息的税前抵扣情况，故存在税前资本成本和税后资本成本的区别，如果不做特殊说明，债务资本成本一般均指债务的税后资本成本。

【知识点 3】银行借款资本成本率

$$\begin{aligned} \text{银行借款资本成本率} &= \frac{\text{借款额} \times \text{年利率} \times (1 - \text{所得税税率})}{\text{借款额} \times (1 - \text{手续费率})} \\ &= \frac{\text{年利率} \times (1 - \text{所得税税率})}{(1 - \text{手续费率})} \end{aligned}$$

【知识点 4】公司债券资本成本率



老会计-用心传递温度

$$\text{资本成本率} = \frac{\text{年(税后)资金占用费}}{\text{筹资总额} - \text{筹资费用}} = \frac{\text{年(税后)资金占用费}}{\text{筹资总额} \times (1 - \text{筹资费用率})}$$

【注意】年资金占用费=年利息，要根据面值和票面利率计算，但筹资总额是根据债券发行价格计算。

【贴现模式】年利息 $\times (1 - \text{所得税税率}) \times (P/A, k, n) + \text{面值(或本金)} \times (P/F, k, n) = \text{筹资总额} \times (1 - \text{筹资费用率})$

【知识点5】优先股

1. 固定股息率

$$\text{优先股资本成本率 } K = \frac{\text{年固定股息}}{\text{发行价格} \times (1 - \text{筹资费用率})} = \frac{D}{P \times (1 - f)}$$

2. 浮动股息率：资本成本率只能按照贴现模式计算

【知识点6】普通股资本成本率

1. 股利增长模型法

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

【注意】 D_0 是本期已经支付的股利， D_1 是将要支付还未支付的股利。

2. 资本资产定价模型法

$$k_s = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

【知识点7】留存收益的资本成本率

留存收益作为企业内部融资来源，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，但不考虑筹资费用。

【知识点8】加权平均资本成本

账面价值权数	反映过去。资料容易取得，计算结果比较稳定。不适合评价现时的资本结构
市场价值权数	反映现在。能够反映现时的资本成本水平，有利于进行资本结构决策。不适用于未来的筹资决策
目标价值权数	反映未来。能适用于未来的筹资决策；目标价值的确定难免具有主观性

【知识点9】边际资本成本

是企业进行追加筹资的决策依据，企业追加筹资的加权平均成本，在筹资方案组合时，边际资本成本的权数采用目标价值权数。



老会计-用心传递温度

【知识点 10】项目资本成本

一、使用企业当期加权平均资本成本作为投资项目的资本成本

使用企业当前的资本成本作为项目的资本成本，应具备两个条件：

1. 项目的风险与企业当前资产的平均风险相同（即经营风险相同）；
2. 公司继续采用相同的资本结构为新项目筹资（即财务风险相同）。

二、运用可比公司法估计投资项目的资本成本

可比公司法是寻找一个经营业务与待评价项目类似的上市公司（即经营风险类似），以该上市公司的 β 值作为待评价项目的 β 值。如果可比公司的资本结构与企业显著不同，那么估计项目 β 值时，应针对资本结构差异做出相应调整。

调整步骤：

卸载可比公司财务杠杆

$$\beta_{\text{资产}} = \beta_{\text{权益}} \div [1 + (1 - T) \times \text{负债} / \text{权益}]$$

$\beta_{\text{资产}}$ 是假设全部用权益资本融资的 β ，此时没有财务风险。

2. 加载目标企业财务杠杆

$$\beta_{\text{权益}} = \beta_{\text{资产}} \times [1 + (1 - T) \times \text{负债} / \text{权益}]$$

3. 根据目标企业的 $\beta_{\text{权益}}$ 计算股东要求的报酬率

股东要求的报酬率 = 无风险利率 + $\beta_{\text{权益}} \times \text{风险溢价}$

【知识点 11】金融工具价值评估

1. 债券的估值模型

债券的价值是发行者按照合同规定从现在至到期日所支付的款项的现值。折现率取决于等风险投资的市场利率。

典型债券	债券价值 = 未来现金流入量现值之和（包括利息求现值，本金求现值） $V = I / (1+i)^1 + I / (1+i)^2 + \dots + I / (1+i)^n + M / (1+i)^n$
纯贴现债券	未来某一确定日期按面值支付 $V_d = M / (1+i)^n = M \times (P/F, r, n)$
永续债券	又称无期债券，没有到期日 $V = I / i$

2. 普通股价值评估

股票估价基本模型	股票的价值是投资于股票预期获得的未来现金流量的现值。如果股东永远持有股票，只获得股利 $V_s = \frac{D_1}{(1+R_s)^1} + \frac{D_2}{(1+R_s)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+R_s)^n} + \dots$ $= \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+R_s)^t}$
固定增长模式	$V_s = \frac{D_1}{R_s - g} = \frac{D_0(1+g)}{R_s - g}$



老会计-用心传递温度

零增长模式	$V_s = D_0 / R_s$
-------	-------------------

3. 优先股价值评估

优先股价值是指优先股投资者预期的未来现金流入的现值。

$$V = D_p / R$$

第三节 杠杆效应

【知识点 1】经营杠杆效应

经营杠杆效应	由于固定性经营成本得存在，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得现象
经营杠杆系数	经营杠杆系数 = 息税前利润变动率 / 产销业务量变动率 = 基期边际贡献 / 基期息税前利润
经营风险	企业由于生产经营上的原因导致的资产收益波动的风险
经营风险与经营杠杆系数关系	经营杠杆系数越大，表明息税前利润受产销量变动的影响程度越大，经营风险越大。

【知识点 2】财务杠杆效应

财务杠杆效应	由于固定性资本成本（固定利息、优先股股利、固定租赁费）的存在，而使得企业的普通股收益（或每股收益 EPS）变动率大于息税前利润变动率的现象。
财务杠杆系数	财务杠杆系数 = 每股收益变动率 / 息税前利润变动率 = 基期息税前利润 / [基期息税前利润 - 利息 - 优先股股利 / (1 - 所得税税率)]
财务风险	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
财务风险与财务杠杆系数关系	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

【知识点 3】总杠杆效应

总杠杆效应	由于固定经营成本和固定资本成本的存在，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	总杠杆系数 = 经营杠杆系数 × 财务杠杆系数
总风险	经营风险与财务风险此消彼长

第四节 资本结构

【知识点 1】资本结构的概括

1. 狭义资本结构：长期负债与股东权益的构成比例



2. 最佳资本结构应同时满足两个条件：（1）加权平均资本最低；（2）企业价值最大。

【知识点 2】资本结构理论

无税 MM 理论	(1) 企业价值不受资本结构影响，即：有负债企业价值=无负债企业价值； (2) 有负债企业的股权成本随着负债程度的增大而增大，即：有负债企业的股权成本=无负债企业的股权成本+风险报酬；风险报酬取决于债务比例
有税 MM 理论	(1) 负债企业价值=无负债企业价值+负债利息抵税价值； (2) 债务利息可以抵税，企业价值会随着债务资本比例上升而增加。有负债的企业价值等于同一风险等级中无负债企业价值加上税赋节约的价值。
权衡理论	(1) 考虑税收、财务困境成本 (2) 有负债企业价值=无负债企业价值+负债利息抵税价值-财务困境成本现值
代理理论	均衡的企业所有权结构由股权代理成本和债务代理成本之间的平衡关系决定
优序融资理论	(1) 融资顺序（从前到后）：留存收益、借款、公司债券、可转债、股权融资 (2) 先内后外，先债后股

【知识点 3】资本结构影响因素

- (1) 经营状况的稳定性和成长率
- (2) 财务状况和信用等级
- (3) 资产结构
- (4) 企业投资人和管理当局态度
- (5) 行业特征和企业发展周期
- (6) 税务政策和货币政策

【知识点 4】最优资本结构决策——每股收益无差别点

1. 每股收益=归属于普通股的净利润/发行在外普通股的加权平均数
2. 寻找**每股收益无差别点**，即使两种筹资方式下每股收益相等的息税前利润（或业务量）水平。

$$\frac{(\overline{EBIT}-I_1) \times (1-T) - DP_1}{N_1} = \frac{(\overline{EBIT}-I_2) \times (1-T) - DP_2}{N_2}$$

其中， $\overline{EBIT}$ 表示平衡点下的息税前利润；DP 表示优先股股息

3. 决策原则总结：

- (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。



老会计-用心传递温度

【知识点 5】最优资本结构决策——平均资本成本比较法

计算和比较各种可能的筹资组合方案的平均资本成本，选择平均资本成本率最低的方案

【知识点 6】最优资本结构决策——公司价值分析法

企业价值（V）= 股票市场价值（S）+ 长期债务市场价值（B）

= 净利润/权益资本成本 + 长期债务面值

【提示 1】公司价值法考虑了市场反应和风险因素

【提示 2】股票市场价值 S，分子是净利润，分母是权益资本成本。原理：假定净利润是永续的，并且净利润全部用于发放股利，这样，净利润的支付构成了永续年金的形式即 $P=A/i$ ，所以，股票的市场价值 = 净利润/权益资本成本；债券价值 B，假设债务的市场价值等于其面值

【提示 3】加权平均资本成本 = 税前债务资本成本 $\times$ （1 - 税率） $\times$ 债务资本比重 + 权益资本成本 $\times$ 权益资本比重



请关注公众号、听更多免费直播