

第五章 资本成本管理

第一节 资本成本

一、资本成本

(一) 概念：是指企业为筹集和使用资本而付出的代价。

(二) 内容：用资费用和筹资费用

(三) 种类——个别资本成本率

——加权平均资本成本率

——边际资本成本率

(四) 作用

资本成本在企业筹资决策中的作用表现为：

1. 资本成本是影响企业筹资总额的重要因素；
2. 资本成本是企业选择资金来源的基本依据；
3. 资本成本是企业选用筹资方式的参考标准；
4. 资本成本是确定最优资金结构的主要参数。

资本成本在投资决策中的作用表现为：

1. 在利用净现值指标进行投资决策时，常以资本成本作为折现率；
2. 在利用内部收益率指标进行决策时，一般以资本成本作为基准收益率。

二、个别资本成本

$$\text{个别资本成本} = \frac{\text{用资费用}}{\text{筹资额} - \text{筹资费用}}$$

(一) 个别资本成本测算原理：

(二) 债券成本=年利息(1-所得税率)/筹资额(1-筹资费率) 即 $K_d = R_d(1-T)$

(三) 银行借款成本=年利息(1-所得税率)/筹资额(1-筹资费率)

(四) 优先股成本=每年股利/发行总额(1-筹资费率)

(五) 普通股成本 $P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+K_c)^t}$

$$\text{每年股利固定时} \quad K_c = \frac{D}{P_0}$$

$$\text{股利不固定时} \quad K_c = \frac{D}{P_0} + G$$

(六) 留存收益成本同普通股

三、加权平均资本成本

(一) 概念：是以各种资本所占的比重为权数，对各种资本成本进行加权平均计算出来的资本成本

$$(二) \text{计算公式} \quad K_w = \sum_{j=1}^n K_j W_j$$

本成本

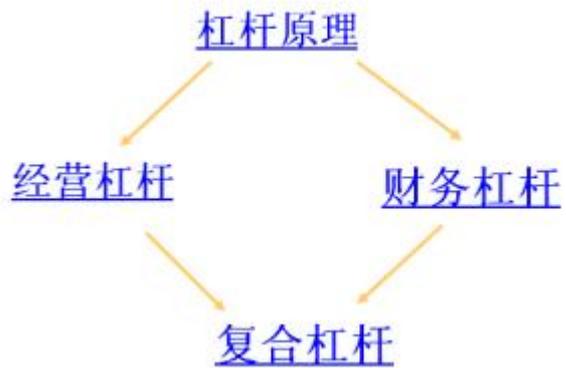
一个单位而增加的成本

计算步骤：

四、边际资本成本——资本每增加一

- 1、确定最优资本结构；
- 2、确定各种方式的资本成本；
- 3、计算筹资总额分界点=第 I 种筹资方式的成本分界点/目标资金结构中第 I 种筹资方式所占的比重；
- 4、计算资本的边际成本。

第二节 杠杆利益与风险



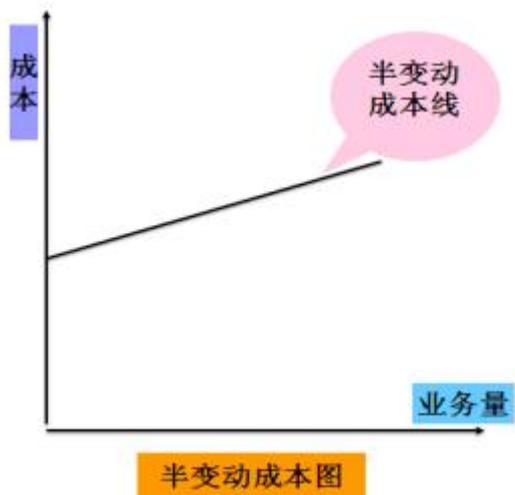
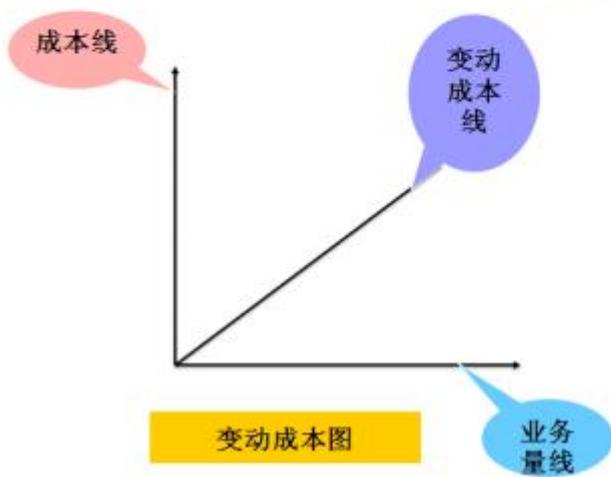
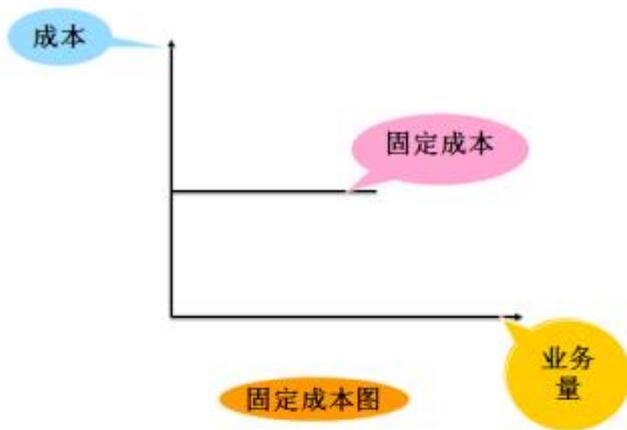
一、杠杆原理的基础

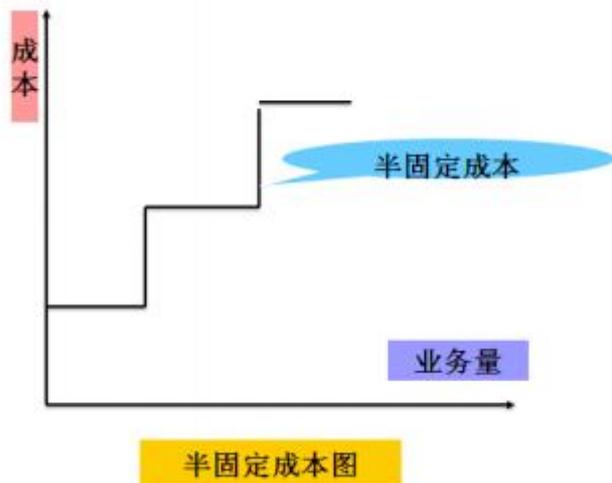
(一) 成本习性分类

成本习性分类：分为固定成本、变动成本、混合成本；

固定成本分为约束性成本、酌量性成本；

混合成本分为半变动成本和半固定成本





总成本模型：公式：

$Y=a+bx$ ，其中： a —固定成本； b —单位变动成本； x —业务量

(二) 边际贡献

$M=px-bx=(p-b)x=mx$ ，

其中： p 、 x 、 b 、 m 分别表示单位销售价格、业务量、单位变动成本、单位边际贡献

(三) 息税前利润

$EBIT=px-bx-a=(p-b)x-a=M-a$ ，其中： p 、 x 、 b 、 m 同上面的含义一样； a 表示固定成本

二、经营杠杆

(一) 定义

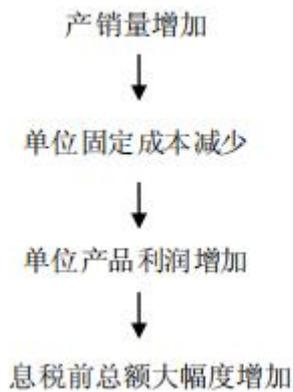
由于固定成本的存在而导致息税前利润变动大于产销量变动的杠杆效应，也称营业杠杆。

(二) 经营杠杆利益分析

随着营业额的增加，单位营业额所负担的固定成本会相对减少，从而给企业带来额外的利润。

(三) 经营风险分析

企业在经营中利用营业杠杆而导致的营业利润下降的风险。



(四) 经营杠杆效应的衡量指标

$$\text{经营杠杆系数} = \frac{\Delta EBIT / EBIT}{\Delta PX / PX}$$

$$DOL = \frac{\Delta EBIT / EBIT}{\Delta S / S} = M / (M - F)$$

(五) 影响经营杠杆利益与风险的其他因素

1. 产品供求变动;
2. 产品售价变动;
3. 单位产品变动成本的变动;
4. 固定成本总额的变动。

三、财务杠杆利益与

风险

(一) 定义

由于利息与优先股股利的存在导致每股利润变动大于息税前利润变动的杠杆效应，也称筹资杠杆。

(二) 财务杠杆利益分析：企业利用债务筹资而给企业带来的额外收益。

(三) 财务风险分析：企业利用债务筹资而给企业带来的收益下降甚至破产的可能性，称为财务风险或筹资风险。

(四) 财务杠杆效应的形成过程。

一元盈余

一元盈余负担的利息和优先股股利

一元盈余提供的净盈余

(五) 财务杠杆效应的衡量指标

$$\text{财务杠杆系数} = \frac{\Delta EPS / EPS}{\Delta EBIT / EBIT}$$

(六) 如何衡量财务风险

$$DFL = EBIT / (EBIT - I)$$

$$EPS = [(EBIT - I) (1 - T) - d] / N$$

(七) 影响财务杠杆利益与风险的因素

1. 资本规模的变动;
2. 资本结构的变动;
3. 债务利率的变动;
4. 息税前利润的变动。

四、复合杠杆利益与风险

(一) 定义

由于固定生产经营成本和固定财务费用的存在导致的每股利润变动大于产销量变动的杠杆效应。

(二) 复合杠杆效应的衡量指标：复合杠杆系数

$$DCL(\text{或}DTL) = DOL \times DFL$$

$$DCL = \frac{\Delta EPS / EPS}{\Delta Q / Q} = \frac{\Delta EPS / EPS}{\Delta S / S}$$

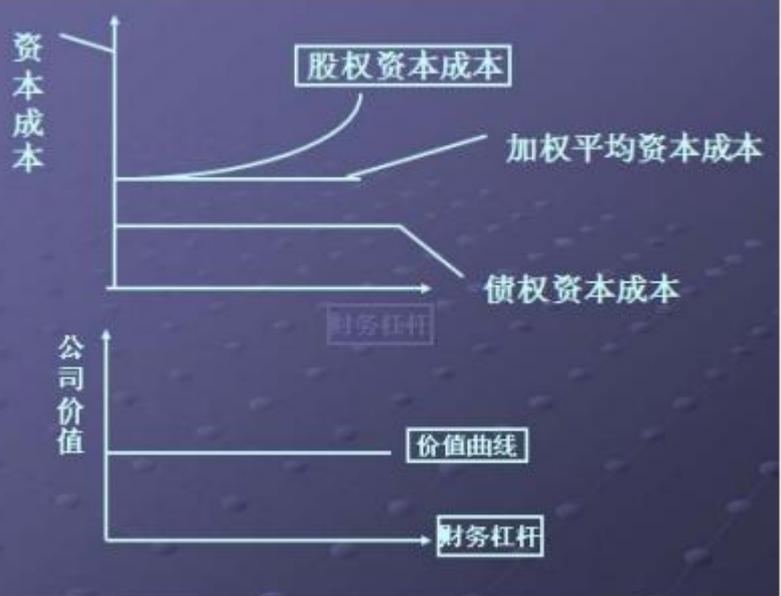
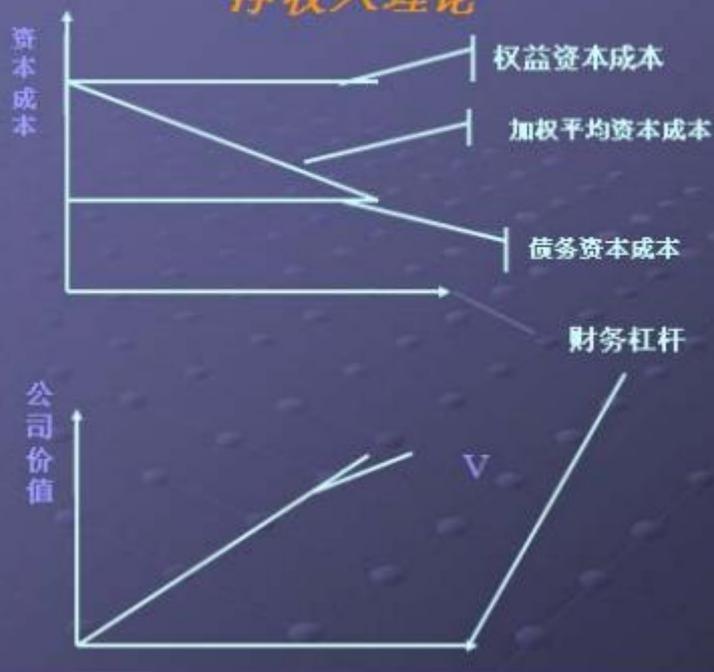
(三) 公式: $DCL = M / [EBIT - I - d / (1 - T)]$

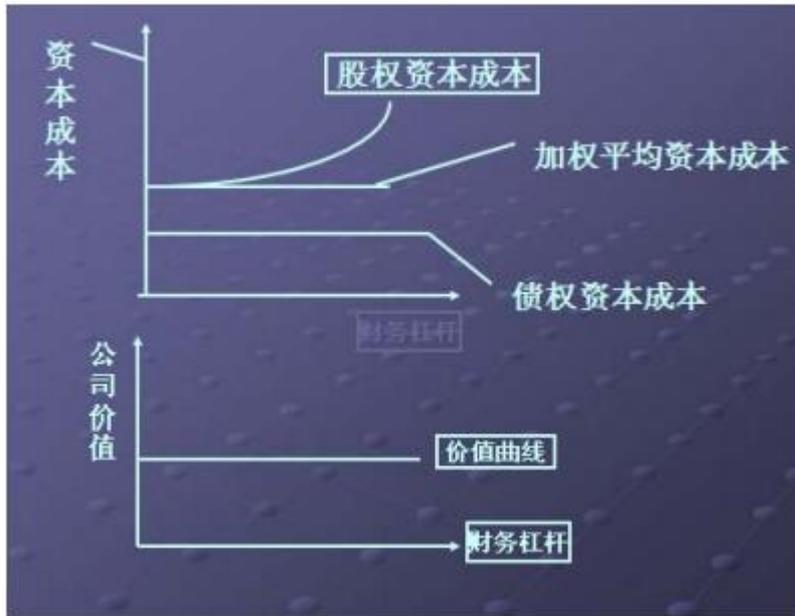
第三节 资本结构理论

一、早期资本结构理论

1. 净收入理论;

净收入理论

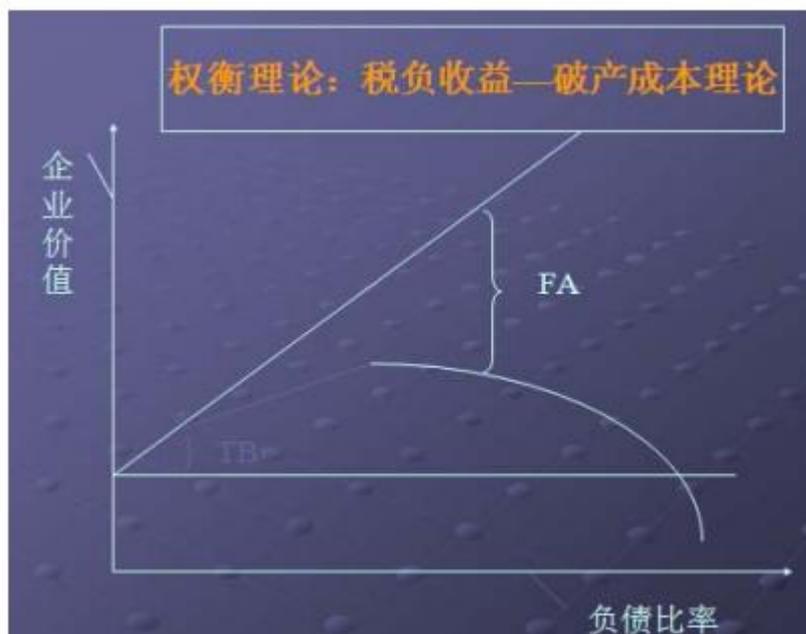




- 2. 净营运收入理论;
- 3. 传统理论。

二、权衡理论 (MM 资本结构)

新的资本结构理论包括代理成本理论、信号传递理论、啄序理论



第四节 资本结构决策

一、资本结构概念

资本结构——指各种资本的价值构成及比例关系。

最佳资本结构：指企业在适度财务风险的前提下，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。

二、资本结构的种类

1. 属性结构：股权资本与债权资本；
2. 期限结构：长期资本与短期资本；
3. 价值结构：历史账面价值、现时市场价值和未来目标价值。

三、资本结构决策（即债权比例安排）的意义

1. 可以降低企业的综合资本成本率；
2. 可以获得财务杠杆利益；
3. 可以增加公司价值。

四、资本结构决策因素的定性分析

（一）企业财务目标的影响

1. 利润最大化；
2. 股票价值最大化；
3. 公司价值最大化。

（二）投资者动机的影响

（三）债权人的态度

（四）经营者行为

（五）企业财务状况和发展能力

（六）税收政策

（七）行业差别

五、资本结构决策的方法

（一）资本成本比较法（初始筹资、追加筹资）

决策原则：选择适度财务风险下综合资本成本率最低的方案。

（二）每股利润分析法：

每股利润无差别点是指两种或以上筹资方案下普通股每股利润相等时的息税前利润点，
5253

又称息税前利润平衡点或筹资无差别点

$$\text{计算公式：} \frac{(\overline{EBIT} - I_1)(1 - T) - D_{p1}}{N_1} = \frac{(\overline{EBIT} - I_2)(1 - T) - D_{p2}}{N_2}$$

决策原则：根据每股利润无差别点，选择每股利润大的筹资方案。

（三）公司价值比较法：

公司价值的测算：

1. 未来收益现值之和，即 $V = EAT/K$ ；
2. 长期债务和股票折现价值之和，即 $V = B + S$ 。