

第四章 长期筹资决策

目录

01	长期筹资概述
02	长期融资方式
03	资本成本
04	资本结构
05	普通股筹资
06	长期负债筹资

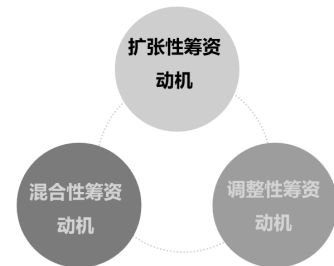
先导知识

1.长期筹资的意义:

- (1) 有利于增加经营收入, 降低成本费用, 提高利润水平, 扩大生产规模;
- (2) 有利于调整企业资本结构。

2.长期筹资的动机

基本目的: 维持自身的生存与发展



扩张性筹资动机	①企业因扩大经营规模或对外投资需要而产生的筹资动机; ②具有良好发展前景、处于成长期的企业, 往往会产生扩张性的筹资动机。 ③扩张性筹资的直接结果: 企业资产总规模的增加和资本结构的明显变化。
调整性筹资动机	①企业因调整资本结构而产生的筹资动机; ②资本结构调整的目的: 降低资本成本, 控制财务风险, 提升企业价值。 ③调整性筹资动机的原因: 优化资本结构, 合理利用财务杠杆效应; 偿还到期债务, 债务结构内部调整。
混合性的筹资动机	基于企业规模扩张和调整资本结构两种目的, 兼具扩张性筹资动机和调整性筹资动机的特性。

【单选题】企业为了优化资本结构而筹集资金, 这种筹资的动机是 ()。

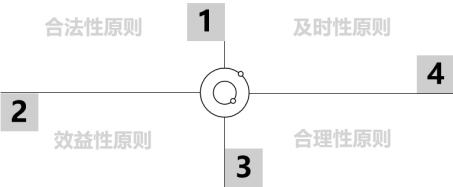
- A.支付性筹资动机
- B.创立性筹资动机
- C.调整性筹资动机
- D.扩张性筹资动机

【答案】C

第四章长期筹资决策直播讲义



长期筹资的原则



长期筹资类型

内源筹资：通过利润留存而形成，即利用留存收益（内部权益筹资）
1.筹资额取决于企业的可分配利润多少和利润分配政策（股利政策）；
2.无筹资费用、降低了资本成本

外源筹资：发行股票、发行债券，取得商业信用、向银行借款
1.存在筹资费用，提高筹资成本；
2.处于初创期和成长期的企业，内部筹资有限，需要广泛开展外部筹资

【单选】下列各项中，属于内部筹资方式的是（ ）。

- A.向股东发行新股筹资
- B.向企业职工借款筹资
- C.向股东借款筹资
- D.利用留存收益筹资

【答案】D

直接筹资和间接筹资

类型	方式	特征
直接筹资	直接与资金供应者协商融通资金，包括：吸收直接投资、发行股票、发行债券等	1.直接从社会取得资金——社会公众直接将资金使用权让渡给企业； 2.可以筹集股权资金或债务资金； 3.手续复杂、筹资费用高； 4.筹资领域广阔，有利于提高企业知名度和资信度
间接筹资	借助银行和非银行金融机构筹集资金，包括：银行借款、融资租赁等	1.金融机构发挥中介作用，预先集聚资金（金融机构先从社会筹资），然后提供给企业（企业再从金融机构筹资）——社会公众先将资金使用权让渡给金融机构，金融机构再将资金使用权让渡给企业； 2.主要形成债务资金； 3.手续简便，筹资效率高，筹资费用较低； 4.容易受金融政策的制约和影响

【多选】下列筹资方式中，一般属于间接筹资方式的有（ ）。

- A.优先股筹资
- B.租赁
- C.银行借款筹资
- D.债券筹资

【答案】BC

股权性筹资、债权筹资和混合筹资

类型	方式	特征
股权筹资	吸收直接投资、发行股票、内部积累（留存收益）	形成所有者权益，永久性资本；财务风险小；资本成本高
债务筹资	金融机构借款、发行债券、融资租赁	形成负债，到期还本付息，债权人对企业经营状况不承担责任；财务风险大；资本成本低
混合筹资	可转换债券、认股权证	兼具股权与债务特性

【单选题】下列各项中，可以是外部权益筹资的是（ ）。

- A.利用商业信用
- B.吸收直接投资
- C.利用留存收益
- D.发行债券

『正确答案』B

【例·判断题】企业在初创期通常采用外部筹资，而在成长期通常采用内部筹资。（ ）

【答案】×，处于成长期的企业，内部筹资往往难以满足需要。这就需要企业广泛地开展外部筹资，如发行股票、债券，取得商业信用、银行借款等。

【例·单选题】下列筹资方式中，既可以筹集长期资金，也可以融通短期资金的是（ ）。

- A.发行股票
- B.利用商业信用
- C.吸收直接投资
- D.向金融机构借款

【答案】D，银行借款是指企业向银行或其他非金融机构借入的、需要还本付息的款项，包括偿还期限超过1年的长期借款和不足1年的短期借款，所以选项D是答案。

【单选】下列筹资方式中，属于债务筹资方式的是（ ）。

- A.吸收直接投资
- B.租赁
- C.留存收益
- D.发行优先股

【答案】B

1.长期筹资概述

1.1筹资渠道

目前我国企业的筹资渠道主要包括：国家财政资金、银行信贷资金、非银行金融机构资金、其他法人资金、企业内部积累资金、民间资金、外资和港澳台资金。

1.长期筹资概述

1.2筹资方式

吸收直接投资、发行股票、发行公司债券、银行借款、商业信用、利用留存收益、融资租赁。

2.长期融资方式

2.1长期借款

长期借款是指企业向银行或其他非银行金融机构借入的试用期超过一年的各种借款，主要用于构建固定资产和满足长期资金占用的需要。

长期借款的优缺点

优点

- (1) 筹资速度快。程序简单
- (2) 资本成本低。
- (3) 借款弹性大（特别是短期借款，有事儿好商量）。
- (4) 可发挥财务杠杆作用。



长期借款的缺点

- (1) 融资风险较高。
- (2) 限制条件较多（限制性条款多）。
- (3) 融资数量有限（单一银行实力有限）。

长期借款的保护性条款

例行性保护条款	这类条款作为例行常规，在大多数合同中都会出现。 主要包括：（1）定期提交财务报表；（2）保持存货储备量，不准在正常情况下出售较多的非产成品存货；（3）及时清偿债务；（4）不准以资产作其他承诺的担保或抵押；（5）不准贴现应收票据或出售应收账款，以避免或有负债等
一般性保护条款	是对企业资产的流动性及偿债能力等方面的要求条款，这类条款应用于大多数借款合同 主要包括：（1）保持：资产流动性；（2）限制：非经营性支出、资本支出的规模、长期投资、再举债规模。
特殊性保护条款	这类条款是针对特殊情况而出现在部分借款合同中的条款，只有在特殊情况下才能生效 主要包括：（1）要求公司的主要领导人购买人身保险；（2）借款的用途不得改变；（3）违约惩罚条款。

（单选）下列关于长期借款的保护性条款的说法中，不正确的是（ ）。

- A. 例行性保护条款作为例行常规，在大多数借款合同中都会出现
- B. 一般性保护条款是对企业资产的流动性及偿债能力等方面的要求条款，这类条款应用于大多数借款合同
- C. 特殊性保护条款是针对某些特殊情况而出现在部分借款合同中的条款，只有在特殊情况下才能生效
- D. “保持企业的资产流动性”属于例行性保护条款

【答案】D

2.2发行债券

- 公司债券又称企业债券，是企业依照法定程序发行的、约定在一定期限内还本付息的有价证券。
- 债券是持券人拥有公司债权的书面证书，它代表债券持券人与发债公司之间的债权债务关系。

2.2发行债券

- 公司若想改变发行债券所募资金的用途，必须经债券持有人会议作出决议。
- 公开发行公司债券筹集的资金，不得用于弥补亏损和非生产性支出。

2.2发行债券

债券筹资的优点

- (1) 一次筹集数额较大（相对于银行借款、租赁）。
- (2) 保障股东的控制权，提高公司的社会声誉。
- (3) 可获得财务杠杆利益。
- (4) 便于调整资本结构。

债券筹资的缺点

- (1) 财务风险较高。
 - (2) 限制条件严格。
 - (3) 筹资数量有限(相对于普通股而言)。
- 累计债券余额不超过公司净资产的40%
- 公司债券的发行条件
 - 根据《证券法》和《公司债券发行与交易管理办法》的规定，公开发行公司债券，应当符合下列条件：
 - 1) 具备健全且运行良好的组织机构；
 - 2) 最近3年平均可分配利润足以支付公司债券一年的利息；
 - 3) 具有合理的资产负债结构和正常的现金流量；
 - 4) 国务院规定的其它条件。
 - 有下列情形之一，不得再次公开发行公司债券：
 - 1) 对已公开发行的公司债券或者其他债务有违约或者延迟支付本息的事实，仍处于继续状态；
 - 2) 违反《证券法》的规定，改变公开发行公司债券所募资金的用途。

2.3租赁融资

租赁及其种类

租赁(leasing)，是指出租人在合同规定的期限内将资产租借给承租人使用，并向承租人收取租金的经济行为。

根据资产所有权最终是否转移，租赁可以区分为经营租赁和融资租赁两类。

经营租赁

经营租赁(operating leasing)，又称服务租赁，是指出租人向承租人出租资产，承租人获得资产的使用权并向出租人支付租金，出租人可以提供与租赁有关的服务，如保养、维修、保险等。

经营租赁的主要特点：

- ✓ 租赁期较短，只是资产使用寿命的一部分，通常不涉及长期而固定的义务；
- ✓ 在合理限制条件范围内，承租人有权在租赁期内预先通知出租人后，解除租赁合同或要求更换租赁资产；
- ✓ 出租人为承租人使用租赁资产提供专门服务；
- ✓ 租期满后，租赁资产由出租人收回。

融资租赁

融资租赁(financing leasing)，又称资本租赁，是以融通资金为目的的租赁。承租人可在资产的大部分使用寿命周期内，获得资产的使用权，租赁期内的租金足以使出租人收回设备的成本并获得一定投资报酬。

融资租赁的主要特点：

- ✓ 一般由承租人向出租人提出正式申请，由出租人融通资金，引进用户所需设备，然后再租给用户使用；
- ✓ 融资租赁的租期一般要大于等于租赁财产寿命的一半；
- ✓ 在融资租赁期间内，承租人必须连续支付租金，非经双方同意，中途不得退租；
- ✓ 租约期满后，按合同约定的方式处置租赁资产，具体处置方式包括将设备作价转让给承租人、由出租人收回和续租等三种，实践中最常见的方式是将设备作价转让给承租人；
- ✓ 由承租人负责资产的维修和保养，但其无权自行拆卸改装。

融资租赁的方式



直接租赁

指承租人直接向出租人承租其所需要的财产，并支付租金。直接租赁的主要出租人是制造商、金融公司、租赁公司等。直接租赁是融资租赁的最常见方式。



售后回租

指一家公司先根据协议将其资产卖给租赁公司，然后将其租回使用，并向租赁公司支付租金。在这种租赁方式下，出售资产的公司可得到一笔相当于资产售价的资金，同时仍然可以使用该项资产。



杠杆租赁

在杠杆租赁方式下，出租人只需要垫支购买资产所需资金的一小部分（通常为30%左右），其余部分则通过以该资产为担保向贷款人取得借款予以支付。可见，在这种租赁方式下，出租人同时又是借款人，可以获得财务杠杆利益，故称其为杠杆租赁。

融资租赁优点

- ✓ 迅速获得所需资产。租赁往往比借款后购置设备更迅速，更灵活。因为租赁是融资与设备购置同时进行，可以缩短设备的购进、安装时间，使公司尽快形成生产能力。
- ✓ 限制条件较少。相对于发行债券和长期借款等融资方式，融资租赁的限制条件较少。
- ✓ 减少设备陈旧过时的风险。科技进步会加速固定资产更新，从而加大设备陈旧过时的风险。融资租赁可减少这一风险。
- ✓ 避免集中偿还债务。融资租赁的租金分期支付，可以避免债务集中偿还的压力。
- ✓ 租赁费用可以在所得税前扣除，从而使承租人获得节税利益。

【多选】下列关于杠杆租赁的表述中，正确的有（ ）。

- A. 出租人既是债权人又是债务人
- B. 涉及出租人、承租人和资金出借人三方当事人
- C. 租赁的设备通常是出租方已有的设备
- D. 出租人只投入设备购买款的部分资金

【答案】ABD

融资租赁的缺点

- (1) 成本较高，租金总额通常要比设备价值高出 30%。
- (2) 在财务困难时，固定的租金支付会成为企业沉重的财务负担。

【单选题】一般而言，与融资租赁筹资相比，发行债券的优点是（ ）。

- A. 财务风险较小
- B. 限制条件较少
- C. 资本成本较低
- D. 融资速度较快

『正确答案』C

【单选题】企业可以将某些资产作为质押品向商业银行申请质押贷款。下列各项中，不能作为质押品的是（ ）。

- A. 厂房
- B. 股票
- C. 汇票
- D. 专利权

『正确答案』A

【单选】某公司从租赁公司租入一台设备，价格为350万元，租期为8年，租赁期满时预计净残值15万元归租赁公司所有。假设年利率为8%，租赁手续费为每年2%，每年末等额支付租金，则每年租金为（ ）万元。

- A. $[350 - 15 \times (P/A, 8\%, 8)] / (P/F, 8\%, 8)$
- B. $[350 - 15 \times (P/F, 10\%, 8)] / (P/A, 10\%, 8)$
- C. $[350 - 15 \times (P/F, 8\%, 8)] / (P/A, 8\%, 8)$
- D. $[350 - 15 \times (P/A, 10\%, 8)] / (P/F, 10\%, 8)$

【答案】B

【单选】与银行借款相比，下列各项中不属于租赁筹资特点的是（ ）。

- A. 资本成本低
- B. 融资风险小
- C. 融资期限长
- D. 融资限制少

【答案】A

2.4吸收直接投资

吸收直接投资，是指企业按照“共同投资、共同经营、共担风险、共享收益”的原则直接吸收国家、法人、个人和外商投入资金的一种筹资方式。

吸收直接投资是非股份制企业筹集权益资本的基本方式。

吸收直接投资的实际出资额中，注册资本部分形成实收资本；超过注册资本的部分，属于资本溢价，形成资本公积。

吸收直接投资的出资方式

- (1) 以货币资产出资是吸收直接投资中最重要的出资方式。
- (2) 以实物资产、土地使用权出资
- (3) 以工业产权出资，吸收工业产权等无形资产出资的风险较大。
股东或者发起人不得以劳务、信用、自然人姓名、商誉、特许经营权或者设定担保的财产等作价出资。
- (4) 以特定债权出资（简单说，就是债权转股权）。

【多选题】下列关于资本金的出资方式的说法中，正确的有（ ）。

- A. 资本金的出资方式包括货币资产、实物、土地使用权、工业产权等
- B. 吸收工业产权等无形资产出资的风险较大
- C. 以实物资产出资是吸收直接投资中最重要的出资方式
- D. 股东或者发起人不得以劳务、信用、自然人姓名、商誉、特许经营权或者设定担保的财产等作价出资

【正确答案】ABD

【答案解析】关于选项A：资本金的出资方式包括货币资产和非货币资产，而非货币资产包括实物、土地使用权、工业产权等等。吸收工业产权等无形资产出资的风险较大，选项B的说法正确。关于选项C：以货币资产出资是吸收直接投资中最重要的出资方式。企业有了货币资产，便可以获取其他物质资源，支付各种费用，满足企业创建开支和随后的日常周转需要，选项C的说法不正确。关于选项D：虽然可以以无形资产出资，但是不能够以劳务、信用、自然人姓名、商誉、特许经营权或者设定担保的财产等作价出资。

吸收直接投资的特点

1. 能够尽快形成生产能力。吸收直接投资不仅可以取得一部分货币资金，而且能够直接获得所需的先进设备和技术，尽快形成生产经营能力。
2. 容易进行信息沟通。吸收直接投资的投资者比较单一，股权没有社会化、分散化，甚至有的投资者直接担任公司管理层职务，公司与投资者易于沟通。
3. 资本成本较高。相对于股票筹资来说，吸收直接投资的资本成本较高。
4. 企业控制权集中，不利于企业治理。采用吸收直接投资方式筹资，投资者一般要求获得与投资数额相对应的经营管理权，容易损害其他投资者的利益。
5. 不利于产权交易。吸收投入资本由于没有证券为媒介，不利于产权交易，难以进行产权转让。

2.5股票筹资

股票上市是指股份有限公司公开发行的股票经批准在证券交易所进行挂牌交易。经批准在交易所上市交易的股票称为上市股票；其股份有限公司称为上市公司。

股票上市的意义

- ✓ 1.资本大众化，可分散风险，同时也防止股权过于集中。
- ✓ 2.提高股票的流动性和变现力，便于投资者认购、交易。
- ✓ 3.提高公司知名度，便于筹措资金，而且可以吸引更多顾客，扩大销售量。
- ✓ 4.便于确定公司的价值，以利于促进公司实现财富最大化目标

股票上市的意义

- 但股票上市也有对公司不利的一面，主要有：
- 可能会分散公司的控制权，造成管理上的困难；
- 公司将负担较高的信息披露成本；
- 各种信息公开的要求可能会暴露公司商业秘密；
- 股价有时会歪曲公司的实际状况，损害公司的声誉。

普通股筹资

普通股股东的权利和义务

权利	说明
公司管理权	股东对公司的管理权主要体现在重大决策参与权、经营者选择权、财务监控权、公司经营的建议和质询权、股东大会召集权等方面
收益分享权	股东有权通过股利方式获取公司的税后利润
优先认股权	原有股东拥有优先认购本公司增发股票的权利
股份转让权	股东有权将其所持有的股票出售或转让
剩余财产要求权	股东有对清偿债务、清偿优先股股东以后的剩余财产索取的权利

【单选】下列各项中不属于普通股股东权利的是（ ）。

- A.剩余财产要求权
- B.固定收益权
- C.转让股份权
- D.参与决策权

【答案】B

【单选题】与发行股票筹资相比，吸收直接投资的优点是（ ）。

- A.筹资费用较低
- B.资本成本较低
- C.易于进行产权交易
- D.有利于提高公司声誉

【正确答案】A

普通股筹资的优点

- (1) 没有固定股利负担，股利支付与否和支付多少取决于公司的盈利状况和股利分配政策；
- (2) 普通股股本没有规定的到期日，无须归还，属于企业的永久性资本，这对保证企业的最低资金需要、维持公司长期稳定发展极为有益；
- (3) 筹资风险少，普通股筹资没有固定的到期还本付息的压力；
- (4) 能提升公司的信誉，普通股筹资反映了公司的实力，可为债权人提供保障，能有效地增强公司的举债能力。

普通股筹资的缺点

- (1) 资本成本高。原因有三个：一是对于投资者，投资于普通股风险较高，相应地，要求的投资报酬率也较高；二是普通股股利从税后净利中支付，不能起抵税的作用；三是普通股筹资的发行费用高于其他证券。
- (2) 分散公司控制权。普通股筹资会增加新股东，这样会分散和削弱公司的控制权。
- (3) 可能引发股价下跌。发行普通股使更多的股东分享公司未发行新股前积累的盈余，会降低普通股的每股净收益，从而可能引发股价下跌。

【多选】与银行借款相比，公开发行股票筹资的特点有（ ）。

- A. 资本成本较低
- B. 增强公司的社会声誉
- C. 不受金融监管政策约束
- D. 信息披露成本较高

【答案】BD

优先股

优先股是相对普通股而言的，是较普通股具有某些优先权利，同时也受到一定限制的股票。优先股的含义主要体现在优先权利上，包括优先分配股利和优先分配公司剩余财产。



优点：

- 优先股没有固定的到期日，不用偿还本金。发行优先股融资，相当于获得一笔无限期的长期借款，公司无须偿还本金，也不必再做融资计划。
- 优先股的股利既有固定性，又有一定弹性。优先股发行时虽然约定了股息率，但并不构成公司的法定义务。如果公司财务状况不佳，则可暂时不支付优先股股息。
- 保持普通股股东的控制权。当公司既想筹集权益资本，又不想丧失现有股东控制权时，发行优先股融资尤为恰当。
- 调剂现金余缺，改善公司资本结构。公司需要现金时发行优先股，在现金充足时将可赎回的优先股购回，从而调整现金余缺；公司需要调整债务资本与股权资本的比例关系时，可以便利地利用优先股的发行与转换来进行调整。
- 优先股股本属于股权资本，发行优先股可巩固股权资本基础，维持乃至增强公司的举债能力。

缺点：

- 优先股融资成本较高。优先股所支付的股息要从税后利润中支付，不同于债务利息可在税前扣除。因此，优先股成本高于债务融资成本。
- 优先股融资的限制较多。例如，当公司净利润不多时，优先股股息的固定支付就可能限制了普通股股利的分配。
- 优先股股息可能会成为公司的财务负担。优先股股息需要固定支付，又不能在税前扣除。因此，当公司利润下降时，优先股股息就会成为一项较重的财务负担，有时不得不延期支付，从而影响公司声誉。

2.6 留存收益

留存收益筹资是指企业将留存收益转化为投资的过程，将企业生产经营所实现的净收益留在企业，而不作为股利分配给股东，其实质为原股东对企业追加投资。

留存收益筹资的特点

- (一) 不会发生筹资费用，资本成本较低。
- (二) 维持公司的控制权分布。
- (三) 筹资数额有限。

筹资途径	性质	用途
盈余公积	有指定用途	◆ 用于未来的经营发展；转增股本（实收资本）；弥补以前年度经营亏损； ◆ 不得用于以后年度的对外利润分配
未分配利润	未限定用途	用于未来的经营发展；转增股本（实收资本）；弥补以前年度经营亏损；以后年度对外利润分配

【单选】下列关于留存收益筹资的表述中，错误的是（ ）。

- A. 留存收益筹资可以维持公司的控制权结构
- B. 留存收益筹资不会发生筹资费用，因此没有资本成本
- C. 留存收益来源于提取的盈余公积金和留存于企业的利润
- D. 留存收益筹资有企业的主动选择，也有法律的强制要求

【答案】B

可转换债券

可转换债券(convertible bond)，简称可转债，是指债券持有人可按照发行时约定的价格将债券转换成公司普通股的债券。

上市公司发行可转换债券，除了满足发行债券的一般条件外，还应符合下列条件：

- 最近3个会计年度加权平均净资产收益率平均不低于6%。扣除非经常性损益后的净利润与扣除前的净利润相比，以低者作为加权平均净资产收益率的计算依据；
- 本次发行后累计公司债券余额不超过最近一期末净资产额的40%；
- 最近3个会计年度实现的年均可分配利润不少于公司债券1年的利息。

可转债融资的优缺点

优点：

- 节约效应。可转换债券转股前的利息支出可以在税前列入成本，产生节约效应。
- 降低融资成本。只要股价不出现剧烈波动，可转换债券转换成股票时，发行公司就相当于提前发行股票，获得权益融资，从而降低融资费用。
- 避免控制权分散。可转换债券作为介于股票和债券之间的融资工具，可以保障公司原有股东的控制权。

缺点：

- 融资成本具有不确定性。可转换债券发行之后，如果公司股价表现远好于约定的转股价格，那么，债券持有人行使转股权利，就必然导致发行公司权益融资成本上升。
- 承担转股风险。可转换债券发行之后，如果公司股价表现不佳，债券持有人放弃转股权利，就会迫使发行公司还本付息，增大公司财务压力。
- 可转换债券低利率的优势，在转换成普通股后就会消失。

3.资本成本

资本成本的概念



- 本质上，企业投资的期望收益取决于融资成本

资本成本的类别

- ✓ 债务资本成本：是指企业进行银行借款和债券发行等债务融资所发生的融资成本，包括利息成本和其他融资费用。
- ✓ 权益资本成本：是指企业发行股票等权益融资发生的融资成本。
- ◆ 个别资本成本：各个具体资本项目的融资成本。如债券发行的资本成本、银行借款的资本成本、股票发行的资本成本等，说明各具体资本项目的融资成本水平。
- ◆ 综合资本成本：全部资本的平均资本成本。说明企业全部资本的综合平均融资成本水平。综合资本成本不仅取决于个别资本成本的大小，还受各具体资本项目占企业全部资本之比例的影响。

影响资本成本的因素

- ✓ 1. 无风险利率，是指无风险投资所要求的报酬率；
- ✓ 2. 经营风险溢价，是指由于公司未来的前景的不确定性导致的要求投资报酬率增加的部分，一些公司的经营风险较高，投资人对其要求的报酬率也会相应地提高；
- ✓ 3. 财务风险溢价，是指高财务杠杆产生的风险。公司的负债率越高，普通股收益的变动性就越大，股东要求的必要报酬率也就越高。

【单选题】下列各项中，通常不会导致企业资本成本增加的是（ ）。

- A. 通货膨胀加剧
- B. 投资风险上升
- C. 经济持续过热
- D. 证券市场流动性增强

『正确答案』D

2.资本成本的用途及影响因素

2.1 资本成本的用途

资本成本主要用于投资决策、筹资决策、营运资本管理、企业价值评估和业绩评价等方面，是连接投资和筹资的纽带。

2.资本成本的用途及影响因素

2.2 资本成本的影响因素

- 1. 外部因素：(1) 利率；(2) 市场风险溢价；(3) 税率
- 2. 内部因素：(1) 资本结构；(2) 股利政策；(3) 投资政策

3. 资本成本的种类



图 4-1 资本成本框架图

4. 资本成本的测算

(一) 个别资本成本的测算

测算个别资本成本的原理就是用“实际支付的利息（红利）”除以“实际到手的钱（扣除手续费后）”

$$\text{资本成本率} = \frac{\text{票面或者约定借款额} \times \text{税后使用费率}}{\text{实际年税后资金使用费} \div \text{年资金占用费}} = \frac{\text{实际筹集的可用资金} \div \text{筹资净额}}{\text{实际价格筹集的资金} \div \text{筹资费用}} = \frac{\text{实际价格筹集的资金} \times (1 - \text{筹资费率})}{\text{实际价格筹集的资金} \times (1 - \text{筹资费率})}$$

不考虑时间价值（一般模式）——长期借款、债券

长期债务资本成本率一般有长期借款资本成本率和长期债券资本成本率两种。根据企业所得税法的规定，企业债务的利息允许从税前利润中扣除，从而可以抵免企业所得税。

$$K = \frac{D}{P - f}$$

$$K = \frac{D}{P(1 - F)}$$

$$K_1 = K^*(1 - T)$$

【单选】某公司取得5年期长期借款200万元，年利率8%，每年付息一次，到期一次还本，筹资费用率为0.5%，企业所得税税率为25%。不考虑货币时间价值，该借款的资本成本率为（ ）。

- A. 6.03%
B. 7.5%
C. 6.5%
D. 8.5%

【答案】A

【解析】资本成本率 = $8\% \times (1 - 25\%) / (1 - 0.5\%) = 6.03\%$ 。

考虑时间价值（贴现模式）——长期借款、债券

筹资净额现值 - 未来资本清偿额现金流量现值 = 0

$$\text{贴现模式} \quad \begin{array}{l} \text{筹资净额现值} \\ \downarrow \\ M \times (1 - f) \end{array} - \begin{array}{l} \text{未来资本清偿额} \\ \text{现金流量现值} \\ \downarrow \\ \sum_{t=1}^n \frac{I_t(1 - T)}{(1 + K_b)^t} + \frac{M}{(1 + K_b)^n} \end{array} = 0$$

【计算分析题】某企业取得5年期长期借款200万元，年利率10%，每年付息一次，到期一次还本，借款费用率0.2%，企业所得税税率20%。

【要求】

- (1) 用一般模式计算该项借款的资本成本率
(2) 考虑时间价值，计算该项长期借款的资本成本（200万为名义借款额）

『正确答案』(1) 用一般模式计算该项借款的资本成本率
 $10\% \times (1 - 20\%) / (1 - 0.2\%) = 8.02\%$ (近似值)

(2) 考虑时间价值, 计算该项长期借款的资本成本 (200 万为名义借款额)

$$\begin{aligned}
 & 200 \times (1 - 0.2\%) \\
 & \begin{array}{c} K_b \\ \uparrow \\ 200 \times 10\% \quad 20 \quad 20 \quad 20 \quad 20 \\ 20 \times (1 - 20\%) \quad 16 \quad 16 \quad 16 \quad 16 \end{array} \begin{array}{l} \Rightarrow \text{税前} \\ \Rightarrow \text{税后} \end{array} \\
 & 200 \times (1 - 0.2\%) = 16 \times (P/A, K_b, 5) + 200 \times (P/F, K_b, 5) \\
 & 199.6 = 200 \times (P/F, K_b, 5) + 16 \times (P/A, K_b, 5) \\
 & K_b = 8\% \rightarrow \text{等式右} = 200 > 199.6 \\
 & \Rightarrow K_b \rightarrow \text{等式右} = 199.6 \\
 & K_b = 9\% \rightarrow \text{等式右} = 192.22 < 199.6 \quad K_b = 8.05\% \\
 & \begin{array}{ccc} 8\% < & K_b < & 9\% \\ \uparrow & \uparrow & \uparrow \\ 200 & 199.6 & 192.22 \end{array} \quad \frac{8\% - 9\%}{200 - 192.22} = \frac{K_b - 9\%}{199.6 - 192.22}
 \end{aligned}$$

当年内付息多次时, 实际借款利率也会高于名义利率, 从而资本成本率将会上升, 此时, 借款的资本成本率公式为

$$K = \left[\left(1 + \frac{R}{M} \right)^M - 1 \right] (1 - T)$$

【例 4-5·计算题】公司现有长期负债: 面值 1000 元, 票面利率 12%, 每半年付息一次的不可赎回债券; 该债券还有 5 年到期, 当前市价 1051.19 元; 假设新发行长期债券时采用私募方式, 不用考虑发行成本。公司所得税税率: 25%。要求: 计算债券的税后资本成本。

【答案】 $1000 \times 6\% \times (P/A, K_{\text{半}}, 10) + 1000 \times (P/F, K_{\text{半}}, 10) = 1051.19$

设 $K_{\text{半}} = 5\%$, $60 \times 7.7217 + 1000 \times 0.6139 = 1077.20$

设 $K_{\text{半}} = 6\%$, $60 \times 7.3601 + 1000 \times 0.5584 = 1000.01$

$(K_{\text{半}} - 5\%) / (6\% - 5\%) = (1051.19 - 1077.20) / (1000.01 - 1077.20)$

$K_{\text{半}} = 5.34\%$

债券的年有效到期收益率 = $(1 + 5.34\%)^2 - 1 = 10.97\%$

债券的税后资本成本 = $10.97\% \times (1 - 25\%) = 8.23\%$

权益资本成本测算

我们这里所说的权益资本成本, 是资产负债表右边权益部分的资本成本, 最典型的就应属普通股。

➢ 普通股资本成本的计算通常有三种方法:

- ① 股利折现模型,
- ② 资本资产定价
- ③ 债券报酬率风险调整模型

股利折现模型

股利折现模型的基本原理在于股票发放的股利每一期都折现到期初, 最后再计算股票折现率, 这个折算到期初的利率就是我们要求的资本成本率, 用公式来表达则是:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1 + K)^t}$$

股利折现模型

股利折现模型的基本原理在于股票发放的股利每一期都折现到期初，最后再计算股票折现率，这个折算到期初的利率就是我们要求的资本成本率，用公式来表达则是：

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+K)^t}$$

股利折现模型

假设股利金额固定不变：

①固定股利情形（实质上还有一个假设即 n 为无限大）

$$P_0(1-f) = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D}{(1+K_s)^t}$$

股利固定 $\rightarrow D_t$ 为常量

$$P_0(1-f) = \frac{D}{K_s} \rightarrow K_s = \frac{D}{P_0(1-f)}$$

普通股股利固定下资本成本

股利折现模型

假设未来该股票各期股利将按照 g 速度永续增长：

②固定增长情形（实质上还有一个假设即 n 为无限大）

$$P_0(1-f) = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+K_s)^t}$$

股利固定

$$K_s = \frac{D}{P_0(1-f)}$$

股利固定增长率

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

D_1 预期未来第一次股利额

普通股股利固定增长率下资本成本

【计算题】甲公司拟发行一批普通股，发行价格为 12 元/股，每股发行费用为 1 元，预计每年分派现金股利为 1.2 元，其资本成本率为？

【答案】 $K = 1.2 \div (12 - 1) \times 100\% = 10.91\%$

【例 4-10·计算题】甲公司准备增发普通股，每股发行价格为 15 元，每股发行费用为 1.5 元，预定第一年分派现金股利为 1.5 元/股，以后每年股利增长 4%。其资本成本率为？

【答案】 $K = 1.5 \div (15 - 1.5) \times 100\% + 4\% = 15.11\%$

【计算题】海安公司第 0 年分派的普通股现金股利为每股 0.5 元，预计该公司的现金股利将以 6% 的年增长率持续增长。该公司当前的普通股股价为每股 10 元，则该公司普通股资本成本为：

$$\begin{aligned} K_s &= \frac{D_1}{P_0} + g \\ &= \frac{D_0 \times (1+g)}{P_0} + g \\ &= \frac{0.5 \times (1+6\%)}{10} + 6\% = 11.3\% \end{aligned}$$

资本资产定价模型

假定资本市场有效，股票市场价格与价值相等。
这里普通股的必要报酬率等于无风险利率加上风险报酬率。
公式表达为：

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

市场平均报酬率
 市场风险回报率
 无风险利率
 权益风险报酬率

【例 4-11·计算题】市场无风险报酬率为 10%，平均风险股票报酬率 14%，某公司普通股β值为 1.2

【答案】普通股的成本为：K=10%+1.2×(14%-10%)=14.8%

债券报酬率风险调整模型

实际工作中可以考虑采用更为简便的风险溢价法来测算普通股资本成本，其基本思路是在债券投资者的期望收益率基础上，追加一定的风险溢价：

$$K_s = K_d + RP_s$$

风险溢价的测定并无理论模型可供采用，根据资本市场的经验，同一公司的普通股股东相对于债券投资者要求的风险溢价，通常介于 3%~5%之间。

【单选题】甲公司是一家上市公司，使用“债券报酬率风险调整模型”估计甲公司的权益资本成本时，债券报酬率是（ ）。

- A.政府发行的长期债券的票面利率
- B.政府发行的长期债券的到期收益率
- C.甲公司发行的长期债券的税前债务成本
- D.甲公司发行的长期债券的税后债务成本

【答案】D，按照债券报酬率风险调整模型 $K_s = K_d + RP_s$ ，式中：Kdt—税后债务成本；RP_s—股东比债权人承担更大风险所要求的风险溢价，因此正确答案是选项D。

优先股成本

优先股兼有普通股与债券的双重性质，且股利固定，所以优先股成本是资金筹集费和预定的股利，计算公式如下（类比永续年金）：

$$K_P = \frac{D_P}{P_P(1 - F_P)}$$

留存收益成本

留存收益的资本成本率，表现为股东追加投资所要求的收益率。

留存收益成本的确定方法与普通股成本基本相同，留存收益作为内部融资来源，其资本成本是一种机会成本，不产生现金流出，不同点在于不考虑筹资费用。

$$K_R = \frac{D_1}{P} + g$$

4. 资本成本的测算

(一) 综合资本成本的测算

综合资本成本，即加权平均资本成本的测算，是以各单项资本占总资本的比例为权重，计算各单项资本成本的加权平均值。

$$WACC = \sum_{j=1}^n K_j W_j$$

权重的选择

账面价值

市场价值

目标价值

- 优点：数据获得比较容易，计算方便
- 不足：资本的账面价值未必能很好地反映其市场价值

按账面价值比例确定权重，反映的仅仅是公司历史的资本结构，未必能很好地反映出它们当前在总资本中的重要性程度，那么将其用于财务决策，就可能产生误导。债券和股票的市价与账面价值差距较大时，不能反映目前从资本市场上筹集资本的现时机会成本，不适合评价现时的资本结构

权重的选择

账面价值

市场价值

目标价值

- 优点：能够较好地反映公司现实的资本结构
- 不足：市场价格有可能受到资本市场噪音的干扰而无法很好地反映其真实价值。

不适用未来的筹资决策

权重的选择

账面价值

市场价值

目标价值

- 优点：反映了公司未来的目标资本结构，从而使加权平均资本成本能够更好地适应未来的融资决策需要
- 不足：各单项资本未来市场价值的预计未必准确，从而使加权平均资本成本的测算受到相应的影响

主观题考试时权重按照题目的要求来选，如果考试没有说明以什么为权重，根据以往考试来看通常是以账面价值为权重。

【多选题】下列关于计算加权平均资本成本的说法中，正确的有（ ）。

- A. 计算加权平均资本成本时，理想的做法是按照以市场价值计量的目标资本结构的比例计量每种资本要素的权重
- B. 计算加权平均资本成本时，每种资本要素的相关成本是未来增量资金的机会成本，而非已经筹集资金的历史成本
- C. 计算加权平均资本成本时，需要考虑发行费用的债务应与不需要考虑发行费用的债务分开，分别计量资本成本和权重
- D. 计算加权平均资本成本时，如果筹资企业处于财务困境，需将债务的承诺收益率而非期望收益率作为债务成本

【答案】ABC，目标资本结构加权是指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，所以选项 A 正确；作为投资决策和企业价值评估依据的资本成本，只能是未来新的成本，现有的历史成本，对于未来的决策是不相关的沉没成本，选项 B 正确；存在发行费用，会增加成本，所以需要考虑发行费用的债务应与不需要考虑发行费用的债务分开，分别计量资本成本和权重，选项 C 正确；因为存在违约风险，债务投资组合的期望收益低于合同规定的收益，对于筹资人来说，债权人的期望收益是其债务的真实成本，所以选项 D 错误。

边际资本成本的测算

含义	是企业追加筹资的成本，是企业进行追加筹资的决策依据。 【提示】企业在追加筹资时，不能仅仅考虑目前所使用资本的成本，还要考虑新筹集资金的成本，即边际资本成本。
计算方法	加权平均法
权数确定	目标价值权数

【单选题】甲公司目前的资本总额为 2000 万元，其中普通股 800 万元、长期借款 700 万元、公司债券 500 万元。计划通过筹资来调节资本结构，目标资本结构为普通股 50%、长期借款 30%、公司债券 20%。现拟追加筹资 1000 万元，个别资本成本率预计分别为：银行借款 7%，公司债券 12%，普通股 15%。则追加的 1000 万元筹资的边际资本成本为（ ）。

A、13.1%
B、12%
C、8%
D、13.2%

【答案】A，筹集的 1000 万元资金中普通股、长期借款、公司债券的目标价值分别是：普通股 $(2000 + 1000) \times 50\% - 800 = 700$ （万元），长期借款 $(2000 + 1000) \times 30\% - 700 = 200$ （万元），公司债券 $(2000 + 1000) \times 20\% - 500 = 100$ （万元），所以，目标价值权数分别为 70%、20% 和 10%，
边际资本成本 = $70\% \times 15\% + 20\% \times 7\% + 10\% \times 12\% = 13.1\%$ 。

【多选题】在计算个别资金成本时，需要考虑所得税抵减作用的筹资方式有（ ）。

- A. 银行借款
B. 长期债券
C. 优先股
D. 普通股

『正确答案』AB

『答案解析』由于负债筹资的利息具有抵税作用，所以，在计算负债筹资的个别资金成本时需考虑所得税因素。

4. 资本结构

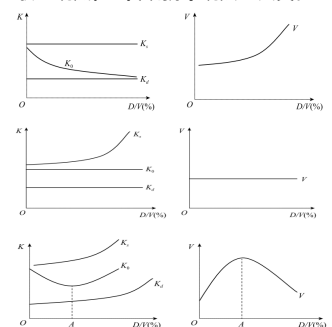
资本结构概述

- 资本结构，是指企业各种资本的价值构成及其比例关系，是企业一定时期筹资组合的结果。
- 广义的资本结构是指企业全部资本的构成及其比例关系。一般来讲，广义的资本结构包括：债务资本与权益资本的结构、长期资本与短期资本的结构，以及债务资本的内部结构、长期资本的内部结构和权益资本的内部结构等。
- 狭义的资本结构是指企业各种长期资本的构成及其比例关系，尤其是指长期债务资本与权益资本之间的构成及其比例关系。

早期的资本结构理论（了解即可）

早期的资本结构理论包括有 1. 净收益观点，2. 净营业收益观点，3. 传统折中观点三大类。

观点	结论	评价
净收益观点 (图 4-2)	债务资本的比例越高，公司的净收益或税后利润就越多，从而公司的价值就越大。	极端的资本结构理论
净营业收益观点 (图 4-3)	债务资本的高低，与公司的价值没有关系	
传统折中的观点	增加债务资本对提高公司价值是有利的，但债务资本规模必须适中	



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动，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。

【多选题】下列属于早期资本结构理论观点的有（ ）。

- A.净收益观点
- B.代理成本理论
- C.净营业收益观点
- D.传统折中观点

【答案】ACD

MM 理论

MM 理论的假设前提

- （1）经营风险可以用息税前利润的方差来衡量，具有相同经营风险的公司称为风险同类。
- （2）投资者等市场参与者对公司未来的收益与风险的预期是相同的。
- （3）完善的资本市场，即在股票与债券进行交易的市场上没有交易成本，且个人与机构投资者的借款利率与公司相同。
- （4）借债无风险，即公司或个人投资者的所有债务利率均为无风险利率，与债务数量无关。
- （5）全部现金流是永续的，即公司息税前利润具有永续的零增长特征，债券也是永续的。

【多选题】下列陈述中，符合 MM 资本结构理论假设的有（ ）。

- A.公司在无税收的环境中经营
- B.公司经营风险的高低由息税前利润标准差来衡量，公司经营风险决定其风险等级；投资者对所有公司未来盈利及风险的预期相同
- C.投资者不支付证券交易成本，所有债务利率相同
- D.公司为零增长公司，即年平均盈利额不变
- E.个人和公司均可发行无风险债券，并有无风险利率

【答案】ABCDE

无企业所得税条件下的 MM 理论

命题I	基本观点	企业的资本结构与企业价值无关，企业加权平均资本成本与其资本结构无关。
	相关结论	(1) 有负债企业的价值=无负债企业的价值 (2) 有负债企业的加权平均资本成本=经营风险等级相同的无负债企业的权益资本成本
命题II	基本观点	有负债企业的权益资本成本随着财务杠杆的提高而增加。
	相关结论	(1) 有负债企业的权益资本成本 = 无负债企业的权益资本成本 + 风险溢价 (2) 风险溢价与以市值计算的财务杠杆（债务/权益）成正比。

$$V_L = V_U = \frac{EBIT}{K_0} = \frac{EBIT}{K_{SU}}$$

$$K_{SL} = K_{SU} + (K_{SU} - K_D) \frac{D}{S}$$

考虑企业所得税条件下的 MM 理论

命题I	基本观点	随着企业负债比例提高，企业价值也随之提高，在理论上全部融资来源于负债时，企业价值达到最大。
	相关结论	有负债企业的价值 V_L = 具有相同风险等级的无负债企业的价值 V_U + 债务利息抵税收益的现值。 $V_L = V_U + T \times D$
命题II	基本观点	有负债企业的权益资本成本随着财务杠杆的提高而增加。
	相关结论	(1) 有负债企业的权益资本成本 = 相同风险等级的无负债企业的权益资本成本 + 以市值计算的债务与权益比例成比例的风险报酬； (2) 风险报酬取决于企业的债务比例以及所得税税率。 $K_{SL} = K_{SU} + (K_{SU} - K_D)(1 - T) \frac{D}{S}$

【多选题】下列关于 MM 理论的说法中，正确的有（ ）。

- A.在不考虑企业所得税的情况下，企业加权平均资本成本的高低与资本结构无关，仅取决于企业经营风险的大小
- B.在不考虑企业所得税的情况下，有负债企业的权益成本随负债比例的增加而增加
- C.在考虑企业所得税的情况下，企业加权平均资本成本的高低与资本结构有关，随负债比例的增加而增加
- D.一个有负债企业在有企业所得税情况下的权益资本成本要比无企业所得税情况下的权益资本成本高

【答案】AB，无企业所得税条件下的 MM 理论认为：企业的资本结构与企业价值无关，企业加权平均资本成本与其资本结构无关，有负债企业的权益资本成本随着财务杠杆的提高而增加。选项 A、B 正确；有企业所得税条件下的 MM 理论认为：企业加权平均资本成本的高低与资本结构有关，随负债比例的增加而降低，所以 C 错误；有负债企业在有企业所得税的前提下，权益资本成本比无税时的要小。所以选项 D 错误。

【单选】下列各项中，属于修正的MM理论观点的是（ ）。

- A.企业有无负债均不改变企业价值
- B.企业负债有助于降低两权分离所带来的代理成本
- C.企业可以利用财务杠杆增加企业价值
- D.财务困境成本会降低有负债企业的价值

【答案】C

权衡理论

- 基本观点：强调在平衡债务利息的抵税收益与财务困境成本的基础上，实现企业价值最大化时的最佳资本结构。此时所确定的债务比率是债务抵税收益的边际价值等于增加的财务困境成本的现值。

$$V_L = V_U + P_V (\text{利息抵税}) - P_V (\text{财务困境成本})$$

代理理论

- 基本观点：债务代理成本与收益的权衡。

- (1) 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
- (2) 债务筹资有很强的激励作用，并将债务视为一种担保机制，这种机制能够促使经理多努力工作，少个人享受，并且作出更好的投资决策，从而降低由于两权分离而产生的代理成本（股权代理成本）；但会增加债务代理成本（企业接受债权人监督而产生的成本）。

表达式： $V_L = V_U + P_V (\text{利息抵税}) - P_V (\text{财务困境成本}) - P_V (\text{债务的代理成本}) + P_V (\text{债务的代理收益})$

优序融资理论

- 基本观点：是当企业存在融资需求时，首先选择内源融资，其次会选择债务融资，最后选择股权融资。遵循先内源融资后外源融资的基本顺序。在需要外源融资时，按照风险程度的差异，优先考虑债权融资（先普通债券后可转换债券），不足时再考虑权益融资

【单选题】在信息不对称和逆向选择的情况下，根据优序融资理论，选择融资方式的先后顺序应该是（ ）。

- A.普通股、优先股、可转换债券、公司债券
- B.普通股、可转换债券、优先股、公司债券
- C.公司债券、可转换债券、优先股、普通股
- D.公司债券、优先股、可转换债券、普通股

【答案】C，企业在筹集资金的过程中，遵循着先内源融资后外源融资的基本顺序。在需要外源融资时，按照风险程度的差异，优先考虑债权融资（先普通债券后可转换债券），不足时再考虑权益融资。所以，选项C正确。

4.3资本结构决策分析

- 资本结构的影响因素

内部因素	通常有营业收入、成长性、资产结构、盈利能力、管理层偏好、财务灵活性以及股权结构等
外部因素	通常有税率、利率、资本市场、行业特征等

因素	性质	对资本结构影响
1.经营状况的稳定性和成长率	产销量稳定	高负债（经营风险低、可较多负担固定财务费用）
	产销量和盈余具有周期性	低负债（经营风险高、负担固定财务费用会承担较大财务风险）
	产销量增长率高	高负债（利用财务杠杆的放大效应）
2.财务状况和信用等级	财务状况良好、信用等级高	高负债（容易获得资金，债权人投资风险小、债务成本低）
3.资产结构	拥有大量固定资产	主要通过发行股票融通资金
	拥有较多流动资产	更多依赖流动负债
	资产适用于抵押贷款	负债较多
	以技术研发为主	负债较少（经营风险较高）

因素	因素	性质	对资本结构影响
5.行业特征和企业周期	1.经营状况的稳定性和成长率	产销量稳定	高负债（经营风险低、可较多负担固定财务费用）
		产销量和盈余具有周期性	低负债（经营风险高、负担固定财务费用会承担较大财务风险）
		产销量增长率高	高负债（利用财务杠杆的放大效应）
	2.财务状况和信用等级	财务状况良好、信用等级高	高负债（容易获得资金，债权人投资风险小、债务成本低）
6.税务政策和货币政策	3.资产结构	拥有大量固定资产	主要通过发行股票融通资金
		拥有较多流动资产	更多依赖流动负债
		资产适用于抵押贷款	负债较多
		以技术研发为主	负债较少（经营风险较高）

【单选题】在通常情况下，适宜采用较高负债比例的企业发展阶段是（ ）。

- A.初创阶段
- B.破产清算阶段
- C.收缩阶段
- D.发展成熟阶段

『正确答案』D

『答案解析』一般来说，在企业初创阶段，产品市场占有率低，产销业务量小，经营杠杆系数大，此时企业筹资主要依靠权益资本，在较低程度上使用财务杠杆，在企业扩张成熟期，产品市场占有率高，产销业务量大，经营杠杆系数小，此时，企业资本结构中可扩大债务资本，在较高程度上使用财务杠杆。同样企业在破产清算阶段和收缩阶段都不宜采用较高负债比例。所以只有选项D正确。

资本结构决策分析方法

- 资本结构决策，要求企业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。资本结构优化的目标，是降低平均资本成本率或提高企业价值。

资本成本比较法

- 选择加权平均资本成本最小的融资方案，确定为相对最优的资本结构。

【计算题】某企业初始成立时需要资本总额为7000万元，有以下三种筹资方式，如表所示。

筹资方式	方案一		方案二		方案三	
	筹资金额	资本成本	筹资金额	资本成本	筹资金额	资本成本
长期借款	500	4.50%	800	5.25%	500	4.50%
长期债券	1000	6%	1200	6%	2000	6.75%
优先股	500	10%	500	10%	500	10%
普通股	5000	15%	4500	14%	4000	13%
资本合计	7000		7000		7000	

其他资料：表中债务资本成本均为税后资本成本，所得税税率为25%。

【答案】

将表中的数据代入计算三种不同筹资方式的加权平均资本成本：

$$\text{方案一：} K_{WACC}^A = \frac{500}{7000} \times 4.5\% + \frac{1000}{7000} \times 6\% + \frac{500}{7000} \times 10\% + \frac{5000}{7000} \times 15\% = 12.61\%$$

$$\text{方案二：} K_{WACC}^B = \frac{800}{7000} \times 5.25\% + \frac{1200}{7000} \times 6\% + \frac{500}{7000} \times 10\% + \frac{4500}{7000} \times 14\% = 11.34\%$$

$$\text{方案三：} K_{WACC}^C = \frac{500}{7000} \times 4.5\% + \frac{2000}{7000} \times 6.75\% + \frac{500}{7000} \times 10\% + \frac{4000}{7000} \times 13\% = 10.39\%$$

通过比较不难发现，方案三的加权平均资本成本最低。因此，在适度的财务风险条件下，企业应按照方案三的各种资本比例筹集资金，由此形成的资本结构为相对最优的资本结构

每股收益无差别点法

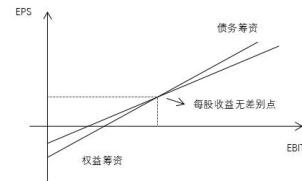
- 选择加权平均资本成本最小的融资方案，确定为相对最优的资本结构。
- (1) 基本观点：能提高每股收益的资本结构是合理的，反之则不够合理。
- (2) 关键指标：每股收益无差别点，是指每股收益不受融资方式影响的 EBIT 水平。

每股收益无差别点法

- (3) 计算公式： $EPS_1 = EPS_2$

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

$$\frac{(EBIT - I_1)(1 - T) - PD_1}{N_1} = \frac{(EBIT - I_2)(1 - T) - PD_2}{N_2}$$



对负债筹资方式和权益筹资方式比较（重要结论）：

- 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。

【计算题】某企业目前已有 1000 万元长期资本，均为普通股，股价为 10 元/股。现企业希望再实现 500 万元的长期资本融资以满足扩大经营规模的需要。有三种筹资方案可供选择：

方案一：全部通过年利率为 10% 的长期债券融资；

方案二：全部是优先股，股利率为 12%；

方案三：全部依靠普通股筹资，按照目前的股价，需增发 50 万股新股。

假设企业预期的息税前利润为 210 万元，企业所得税税率为 25%。

要求：在预期的息税前利润水平进行融资方案的选择。

首先测算方案一与方案三的每股收益无差别点，即 $EPS_1 = EPS_3$ ，

$$\frac{(EBIT - I_1)(1 - T) - PD_1}{N_1} = \frac{(EBIT - I_3)(1 - T) - PD_3}{N_3}$$

$$\frac{(EBIT - 50)(1 - 25\%) - 0}{100} = \frac{(EBIT - 0)(1 - 25\%) - 0}{150}$$

- ◆ 可以得到方案一与方案三的每股收益无差别点所对应的 EBIT 为 150 万元，
- ◆ 同样的方法可以得到方案二与方案三的每股收益无差别点的 EBIT 为 240 万元。

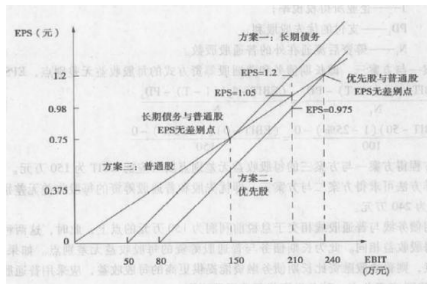


表 4-14 各种方案下 EPS 测算表

项目	方案一（债券）	方案二（优先股）	方案三（普通股）
EBIT	2100000	2100000	2100000
利息支出	500000		
税前收益	1600000	2100000	2100000
所得税（25%）	400000	525000	525000
税后收益	1200000	1575000	1575000
优先股股利		600000	
普通股收益	1200000	975000	1575000
普通股股数	100 万股	100 万股	150 万股
EPS	1.2	0.975	1.05

4.4 杠杆系数的衡量

杠杆效应（leverage effect）是指企业在生产经营和财务管理过程中，通过利用固定成本来提高盈利水平。

种类	经营杠杆	是由与产品生产或提供劳务有关的固定性经营成本所引起的杠杆效应。
	财务杠杆	是由债务利息等固定性融资成本所引起的杠杆效应。
	联合杠杆	是指由于固定性经营成本和固定性融资成本的存在，所引起的杠杆效应。

息税前利润与盈亏平衡分析

□ 1. 息税前利润的计算： $EBIT = Q(P - V) - F$

□ 2. 盈亏平衡，也即是 $EBIT = 0$ ，此时产品销售数量 Q 就为：

$$Q = \frac{F}{P - V}$$

利润指标	公式
边际贡献 M	边际贡献 (M) = 销售收入 - 变动成本
息税前利润 EBIT	息税前利润 (EBIT) = 销售收入 - 变动成本 - 固定性经营成本 关系公式: $EBIT = M - F$
税前利润	税前利润 = $EBIT - I$
净利润	净利润 = $(EBIT - I) \times (1 - T)$
归属于普通股的收益	归属于普通股的收益 = 净利润 - 优先股股利

经营杠杆

1. 经营风险的概念

经营风险，是指企业未使用债务时经营的内在风险。也即是由于企业生产经营上的原因而导致的资产报酬波动的风险。引起企业经营风险的主要原因是市场需求和生产成本等因素的不确定性。

影响企业经营风险的因素有很多，主要有以下几个方面：

(1) 产品需求，(2) 产品售价，(3) 产品成本，(4) 调整价格的能力，(5) 固定成本的比重；

经营杠杆

2. 经营杠杆

是指由于固定性经营成本的存在，而使得企业的资产报酬（息税前利润）变动率大于业务量变动率的现象。

经营杠杆反映了资产报酬的波动性，用以评价企业的经营风险。

$$F \text{ 的存在} \rightarrow \frac{\Delta Q}{Q} \text{ 较小变动} \rightarrow \frac{\Delta EBIT}{EBIT} \text{ 较大变动}$$

经营杠杆系数衡量方法 (DOL)

(1) 由于存在固定性经营成本, 销售量的较小变动会引起息税前利润较大的变动的现象。

在其他条件既定的情况下, 随着累计产销量的增加 (减少), 单位产品负担的固定成本会逐渐下降 (上升), 单位产品贡献的利润则相应地逐渐上升 (下降), 从而使营业利润的增长率大 (小) 于产销量的增长率。

经营杠杆系数衡量方法 (DOL)

(2) 公式汇总

$$DOL = \frac{\Delta EBIT / EBIT}{\Delta Q / Q} \quad \text{定义式}$$

② 经营杠杆系数的计算公式 (1) (只能用于计算单一产品的经营杠杆系数)

$$DOL = \frac{Q(P-V)}{Q(P-V)-F} = \frac{\text{边际贡献}}{\text{息税前利润}}$$

③ 经营杠杆系数的计算公式 (2) (可用于计算多种产品的经营杠杆系数)

$$DOL = \frac{EBIT + F}{EBIT} = \frac{\text{边际贡献}}{\text{息税前利润}}$$

(3) 经营杠杆计算公式的结论

- 结论 1: 固定经营成本是引发经营杠杆效应的根源
- 结论 2: 固定经营成本和息税前利润共同决定了经营杠杆大小
- 结论 3: 销售水平与盈亏平衡点相对位置 (即安全边际) 决定了经营杠杆的大小。在本量利计算中, 经营杠杆系数=1/安全边际率。

【单选】若企业基期固定成本为200万元, 基期息税前利润为300万元, 则经营杠杆系数为 ()。

- A. 2.5
- B. 1.67
- C. 0.67
- D. 1.5

【答案】B

【多选】下列各项中, 影响经营杠杆的因素有 ()。

- A. 债务利息
- B. 销售量
- C. 所得税
- D. 固定性经营成本

【答案】BD

【多选题】在息税前利润为正的情况下, 与经营杠杆系数同向变化的有 ()。

- A. 单位变动成本
- B. 销售量
- C. 单价
- D. 固定成本

答案: AD

第四章长期筹资决策直播讲义



(单选) 某企业2020年边际贡献1000万元, 固定性经营成本600万元。2021年销售量计划增长率为10%, 假定其他因素不变, 则2021年息税前利润增长率为 ()。

- A.4%
- B.25%
- C.20%
- D.5%

【答案】B, 2021年DOL = 1000 / (1000 - 600) = 2.5

2021年息税前利润增长率 = 10% × 2.5 = 25%

【例 4-23·计算题】根据以下条件, 计算销量为 10000 件时的经营杠杆系数。

项目	基期	预计期
单价 (P)	10 元/件	10 元/件
单位变动成本 (V)	5 元/件	5 元/件
销量 (Q)	10000 件	20000 件
固定成本	20000 元	20000 元

(1) 利用计算公式

基期 $M = (P - V) \times Q = (10 - 5) \times 10000 = 50000$ (元)

$$DOL = \frac{\text{基期边际贡献}}{\text{基期息税前利润}} = \frac{M}{EBIT} = \frac{M}{M - F}$$
$$= \frac{50000}{50000 - 20000} = 1.67$$

(2) 利用定义公式

基期: $EBIT = 50000 - 20000 = 30000$ (元)

预计期: $M = (10 - 5) \times 20000 = 100000$ (元)

$EBIT = 100000 - 20000 = 80000$ (元)

$$\text{则: } DOL = \frac{\Delta EBIT / EBIT}{\Delta Q / Q} = \frac{(80000 - 30000) / 30000}{(20000 - 10000) / 10000} = 1.67$$

经营杠杆与经营风险

1. 引起企业经营风险的主要原因是市场需求和生产成本等因素的不确定性。

【经营活动的结果, 与筹资活动无关】

2. 经营杠杆本身并不是资产报酬不确定 (经营风险) 的根源, 只是资产报酬波动的表现。经营杠杆不存在 ($DOL = 1$), 经营风险 (息税前利润的变动性) 仍会存在, 只是不会被放大 (息税前利润与业务量等比例变动)。

经营杠杆与经营风险

3. 经营杠杆系数越高, 表明资产报酬等利润波动越大, 受产销量变动的影响程度越大, 经营杠杆效应越强, 经营风险也就越大。

财务杠杆

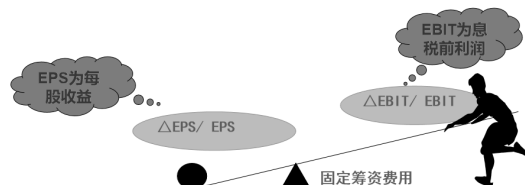
1. 财务风险的概念

是指由于企业运用了债务筹资方式而产生的丧失偿付能力的风险, 而这种风险最终是由普通股股东承担的。

当企业在资本结构中增加了债务这类具有固定性筹资成本的比例时, 固定的现金流出量就会增加, 特别是在利息费用的增加速度超过息税前利润增加速度的情况下, 企业则因负担较多的债务成本将引发对净收益减少的冲击作用, 发生丧失偿付能力的概率也会增加, 导致财务风险增加; 反之, 当债务资本比率较低时, 财务风险就小。

财务杠杆系数的衡量方法

在某一固定的债务与权益融资结构下由于息税前利润的变动引起每股收益产生更大变动程度的现象被称为财务杠杆效应。每股收益对营业利润变动的敏感性的数量化量度，称为财务杠杆系数（DFL）。



公式汇总

财务杠杆系数的定义公式：

$$DFL = \frac{\Delta EPS / EPS}{\Delta EBIT / EBIT} \quad \text{定义式}$$

财务杠杆系数的计算公式：

$$DFL = \frac{EBIT}{EBIT - I - PD / (1 - t)} = \frac{\text{息税前利润}}{\text{归属于普通股股东的税前利润}}$$

财务杠杆相关结论：

结论 1：固定融资成本是引发财务杠杆效应的根源

结论 2：固定融资成本和息税前利润共同决定财务杠杆大小

【债务成本比重越高、固定的资本成本支付额越高、息税前利润水平越低，财务杠杆效应越大。】

【多选题】下列关于财务杠杆的说法中，正确的有（ ）。

- A. 财务杠杆系数越大，财务风险越大
- B. 如果没有利息和优先股利，则不存在财务杠杆效应
- C. 财务杠杆的大小是由利息、税前优先股利和税前利润共同决定的
- D. 如果财务杠杆系数为 1，表示不存在财务杠杆效应

【答案】ABCD

【单选】某公司基期息税前利润1000万元，基期利息费用为400万元，假设与财务杠杆相关的其他因素保持不变，则该公司计划期的财务杠杆系数为（ ）。

- A. 2.5
- B. 1.67
- C. 1.25
- D. 1.88

【答案】B

【解析】 $DFL = \text{基期息税前利润} / \text{基期利润总额} = 1000 / (1000 - 400) = 1.67$ 。

【单选】某公司 2019 年普通股收益为 100 万元，2020 年息税前利润预计增长 20%，假设财务杠杆系数为 3，则 2020 年普通股收益预计为（ ）万元。

- A. 300
- B. 120
- C. 100
- D. 160

【答案】D

第四章长期筹资决策直播讲义

【计算题】A、B、C 为三家经营业务相同的公司，它们的有关情况如表所示。

表 4-16 各公司的融资方案(单位：元)

项目	A 公司	B 公司	C 公司
普通股	200000	150000	100000
发行股数 (股)	20000	15000	10000
债务 (利率 8%)	0	500000	1000000
资本总额	200000	200000	200000
资产负债率	0	25%	50%
息前税前利润 (EBIT)	200000	200000	200000
债务利息	0	40000	80000
税前利润	200000	160000	120000
所得税 (税率为 25%)	50000	40000	30000
税后盈余	150000	120000	90000
普通股每股收益 (元)	7.5	8.00	9.00
息前税前利润增加额	200000	200000	200000
债务利息	0	40000	80000
税前利润	400000	360000	320000
所得税 (税率为 25%)	100000	90000	80000
税后利润	300000	270000	240000
普通股每股收益 (元)	15.00	18.00	24.00
EPS 的变动比率 (ΔEPS/EPS)	100%	125%	167%

A 公司的财务杠杆系数

计算公式：DFL=EBIT/ (EBIT-I) =200000/ (200000-0) =1

定义公式：DFL= EPS 变动百分比率/ EBIT 变动百分比率=100%/100%=1

B 公司的财务杠杆系数

计算公式：DFL=EBIT/ (EBIT-I) =200000/ (200000-40000) =1.25

定义公式：DFL=EPS 变动百分比率/ EBIT 变动百分比率=125%/100%=1.25

C 公司的财务杠杆系数

计算公式：DFL=EBIT/ (EBIT-I) =200000/ (200000-80000) =1.67

定义公式：DFL= EPS 变动百分比率/ EBIT 变动百分比率=167%/100%=1.67

财务杠杆与财务风险

- 1.引起企业财务风险的主要原因是资产报酬的不利变化（经营风险）和资本成本的固定负担。
- 2.财务杠杆放大了资产报酬变化对普通股收益的影响，即在经营风险的基础上“叠加”了财务风险。
- 3.财务杠杆系数越大，表明息税前利润的变动放大的普通股收益的波动程度越大，杠杆效应越强，财务风险也就越大。

联合杠杆系数 (DTL)：

联合杠杆效应是指由于固定经营成本和固定融资费用的存在，导致普通股每股收益变动率大于销售变动率的现象。简单的理解就是经营杠杆与财务杠杆的乘积。

【经营杠杆与财务杠杆共同作用的结果】

联合杠杆系数的衡量

$$DCL = \frac{\Delta EPS / EPS}{\Delta Q / Q} \quad \text{定义式}$$

$$\begin{aligned}
 DCL &= DOL \times DFL \\
 &= \frac{M}{M-F} \times \frac{EBIT}{EBIT-I-\frac{D_p}{1-T}} \\
 &= \frac{M}{M-F} \times \frac{M-F}{M-F-I-\frac{D_p}{1-T}} \\
 &= \frac{M}{M-F-I-\frac{D_p}{1-T}}
 \end{aligned}$$

相关结论	存在前提	只要企业同时存在固定性经营成本和固定性融资费用的债务或优先股，就存在营业收入较小变动引起每股收益较大变动的联合杠杆效应。
	与总风险的关系	联合杠杆放大了销售收入变动对普通股收益的影响，联合杠杆系数越高，表明普通股收益的波动程度越大，整体风险也就越大。
	影响因素	影响经营杠杆和影响财务杠杆的因素都会影响联合杠杆。

【单选题】联合杠杆可以反映（ ）。

- A.营业收入变化对息税前利润的影响程度
- B.营业收入变化对每股收益的影响程度
- C.息税前利润变化对每股收益的影响程度
- D.营业收入变化对边际贡献的影响程度

【答案】B，选项A反映的是经营杠杆；选项C反映的是财务杠杆；联合杠杆系数=每股收益变动率/营业收入变动率，所以选项B正确

【判断题】在企业承担总风险能力一定且利率相同的情况下，对于经营杠杆水平较高的企业，应当保持较低的负债水平，而对于经营杠杆水平较低的企业，则可以保持较高的负债水平。（ ）

『正确答案』√

『答案解析』在总杠杆系数（总风险）一定的情况下，经营杠杆系数与财务杠杆系数此消彼长。因此，经营杠杆水平较高的企业，应保持较低的负债水平，以降低财务杠杆水平，而对于经营杠杆水平较低的企业，则可以保持较高的负债水平，以充分利用财务杠杆效应。本题的表述正确。

【单选题】甲公司2015年每股收益1元，经营杠杆系数1.2，财务杠杆系数1.5，假设公司不进行股票分割。如果2016年每股收益达到1.9元，根据杠杆效应，其营业收入应比2015年增加（ ）。

- A.50%
- B.90%
- C.75%
- D.60%

【答案】A，每股收益增长率=（1.9-1）/1=90%，营业收入增长比=0.9/（1.2×1.5）=50%。

（单选）甲企业2021年净利润750万元，所得税税率25%。已知甲企业负债10000万元，利率10%。2021年销售收入5000万元，变动成本率40%，固定成本总额与利息费用数额相同。则下列说法错误的是（ ）。

- A.如果销售量增加10%，息税前利润将增加15%
- B.如果息税前利润增加20%，每股收益将增加40%
- C.如果销售量增加10%，每股收益将增加30%
- D.如果每股收益增加10%，销售量需要增加30%

【答案】D

【解析】

税前利润=750/（1-25%）=1000（万元），利息费用=10000×10%=1000（万元），财务杠杆系数=（1000+1000）/1000=2。经营杠杆系数=5000×（1-40%）/[5000×（1-40%）-1000]=1.5。

5.普通股筹资

普通股筹资的特点：

➢（一）优点

1.没有固定利息负担；2.没有固定到期日；3.筹资风险小；4.能增加公司的信誉；5.筹资限制较少；6.在通货膨胀时普通股筹资容易吸收资金

➢（二）缺点

1.普通股的资本成本较高；2.会增加新股东，可能会分散公司的控制权；3.信息披露成本大，也增加了公司保护商业秘密的难度；4.股票上市会增加公司被收购的风险。

普通股的首次发行

股票的发行方式

发行方式	特征	优点	缺点
公开间接发行	通过中介机构，公开向社会公众发行股票。	（1）发行范围广，发行对象多，易于足额筹集资本； （2）股票的变现性强，流通性好； （3）有助于提高发行公司的知名度和扩大影响力。	手续繁杂，发行成本高。
不公开直接发行	只向少数特定的对象直接发行，因而不需经中介机构承销。	弹性较大，发行成本低。	发行范围小，股票变现性差。

【单选题】与不公开直接发行股票方式相比，公开间接发行股票方式（ ）。

- A.发行范围小
- B.发行成本高
- C.股票变现性差
- D.发行条件低

【答案】B，公开间接方式发行股票的发行范围广，发行对象多，易于足额募集资本；股票的变现性强，流通性好。但这种发行方式也有不足，主要是手续繁杂，发行成本高。

普通股的首次发行

股票的销售方式

股票的销售方式	优点	缺点
自行销售方式	发行公司可直接控制发行过程，实现发行意图，并节省发行费用。	筹资时间较长，发行公司要承担全部发行风险，并需要发行公司有较高的知名度、信誉和实力。
委托销售方式	可及时筹集资本，不承担发行风险。	损失部分溢价，发行成本高。

【多选题】对于发行公司来讲，采用自销方式发行股票的特点有（ ）。

- A.可及时筹集资本
- B.免于承担发行风险
- C.节省发行费用
- D.直接控制发行过程

【答案】CD，自销方式发行股票筹资时间较长，发行公司要承担全部发行风险。采用包销方式才具有及时筹集资本，免于承担发行风险等特点。

普通股发行定价

普通股的发行价格（issue price）是指股票发行公司将普通股出售给认购者所采用的价格。根据我国《公司法》的规定，股票发行定价的原则是：同一次发行的股票，每股发行价格应该相同；股票发行价格可以等于票面金额，也可以超过票面金额，但不得低于票面金额。

股权再融资

股权再融资（seasoned equity offerings, SEO）是指上市公司在普通股首次公开发行之后，再次发行普通股的发行融资行为。



配股

是指向原普通股股东按其持股比例、以低于市价的某一特定价格配售一定数量新发行股票的融资行为

目的：①不改变老股东对公司的控制权和享有的各种权利；②因发行新股将导致短期内每股报酬稀释，通过折价配售的方式可以给老股东一定的补偿；③鼓励老股东认购新股，以增加发行量。

特征：是普通股股东的优惠权，实际上是一种短期的看涨期权。

配股条件

上市公司向原股东配股的，除了要符合公开发行股票一般规定外，还应当符合下列规定：

- (1) 拟配售股份数量不超过本次配售股份前股本总额的30%；
- (2) 控股股东应当在股东大会召开前公开承诺认配股份的数量；
- (3) 采用证券法规定的代销方式发行。

增发新股

增发（additional issue）是指上市公司为了募集权益资本而再次发行股票的行为，包括公开增发和定向增发两类。

区别	公开增发	非公开增发
增发对象	没有特定的发行对象，股票市场上的投资者均可以认购	(1) 机构投资者：大体可以划分为财务投资者和战略投资者 ①财务投资者：通常以获利为目的，通过短期持有上市公司股票适时套现，实现获利的法人，他们一般不参与公司的重大的战略决策。 ②战略投资者：他们与发行公司业务联系紧密且欲长期持有发行公司股票。上市公司通过非公开增发引入战略投资者不仅获得战略投资者的资金，还有助于引入其管理理念与经验，改善公司治理。 (2) 大股东及关联方：指上市公司的控股股东或关联方。

增发新股的规定	(1) 最近 3 个会计年度连续盈利（扣除非经常性损益后的净利润与扣除前的净利润相比，以低者作为计算依据）； (2) 最近 3 个会计年度加权平均净资产收益率平均不低于 6%（扣除非经常性损益后的净利润与扣除前的净利润相比，以低者作为加权平均净资产收益率的计算依据）； (3) 最近 3 年以现金方式累计分配的利润不少于最近 3 年实现的年均可分配利润的 30%。 (4) 除金融企业外，最近 1 期末不存在持有金额较大的交易性金融资产和可供出售的金融资产、借予他人款项、委托理财等财务性投资的情形。	非公开增发没有过多发行条件上的限制，除发行对象为境外机构投资者需经国务院相关部门事先批准外，一般只要发行对象符合要求，且数量上不超过 10 名，并且不存在一些严重损害投资者合法权益和社会公共利益的情形均可申请非公开发行股票。
增发新股的定价	按照“发行价格应不低于公告招股意向书前 20 个交易日公司股票均价或前 1 个交易日的均价”的原则确定增发价格。	发行价格应不低于定价基准日前 20 个交易日公司股票均价的 90%。
增发新股的认购方式	通常为现金认购。	不限于现金，还包括股权、债权、无形资产、固定资产等非现金资产。

6.长期负债筹资

长期债务筹资的特点

表 4-20 债务筹资与普通股筹资比较

区别点	债务筹资	普通股筹资
资本成本	低（利息可抵税；投资人风险小，要求回报低）	高（股利不能抵税；股票投资人风险大，要求回报高）
公司控制权	不分散控制权	会分散控制权
筹资风险	高（到期偿还；支付固定利息）	低（无到期日，没有固定的股利负担）
资金使用的限制	限制条款多	限制少

【多选题】对企业而言，发行股票筹集资金的优点有（ ）。

- A.增强公司筹资能力
- B.降低公司财务风险
- C.降低公司资本成本
- D.筹资限制较少

【答案】ABD，股票筹资的资本成本一般较高。

6.长期负债筹资

长期债务筹资的特点

表 4-21 短期负债与长期债务的比较

区别点	短期负债	长期债务
资本成本	低	高
筹资风险	高（期限短，还本付息压力大）	低
资金使用的限制	限制相对宽松	限制条款多
筹资速度	快（容易取得）	慢

【多选题】长期债券筹资与短期债券筹资相比（）。

A.筹资风险大
B.筹资风险小
C.成本高
D.速度

【答案】BC，长期债券与短期债券相比，筹资风险较小，速度慢。

6.长期负债筹资

长期债务筹资的特点

表 4-22 银行借款与债券筹资的特点比较

区别点	银行借款	债券筹资
资本成本	低（利息率低，筹资费低）	高
筹资速度	快（手续比发行债券简单）	慢
筹资弹性	大（可协商，可变更性比债券好）	小
筹资对象及范围	对象窄，范围小	对象广，范围大

【单选题】长期借款筹资与长期债券筹资相比，其特点是（）。

A.利息能节税
B.筹资弹性大
C.筹资费用大
D.债务利息高

【答案】B，借款时企业与银行直接交涉，有关条件可谈判确定，用款期间发生变动，也可与银行再协商。而债券融资面对的是社会广大投资者，协商改善融资条件的可能性很小。

长期借款的保护性条款

银行通常对借款企业提出一些有助于保证贷款按时足额偿还的条件，将这些条件写进贷款合同中就形成了合同的保护性条款。归纳起来有两类：一般保护性条款和特殊保护性条款



【多选题】下列各项中，属于企业长期借款合同一般性保护条款的有（）。

A.限制企业租入固定资产的规模
B.限制企业股权再融资
C.限制企业高级职员的薪金和奖金总额
D.限制企业增加具有优先求偿权的其他长期债务

【答案】AD，一般性保护条款应用于大多数借款合同。特殊性保护条款是针对某些特殊情况而出现在部分借款合同中的。选项C属于特殊性保护条款的内容。股权再融资会增加企业偿债能力，不属于限制条款。

长期债券筹资

债券发行价格：未来现金流量的现值，是指发行公司在发行债券时所使用的价格，也就是投资者购买债券时所支付的价格。

类型	票面利率与市场利率的关系
溢价发行（发行价格>面值）	票面利率>市场利率
平价发行（发行价格=面值）	票面利率=市场利率
折价发行（发行价格<面值）	票面利率<市场利率

【计算题】南华公司发行面值为 1000 元，票面利率为 10%，期限为 10 年，每年年末付息的债券。在公司决定发行债券时，认为 10% 的利率是合理的。如果到债券正式发行时，市场上的利率发生变化，那么就要调整债券的发行价格。现按以下三种情况分别讨论：

(1) 资金市场上的利率保持不变，南华公司的债券利率为 10% 仍然合理，则可采用平价发行。

债券的发行价格 = $1000 \times (P/F, 10\%, 10) + 1000 \times 10\% \times (P/A, 10\%, 10) = 1000 \times 0.3855 + 100 \times 6.1446 = 1000$ (元)

(2) 资金市场上的利率有较大幅度的上升，达到 12%，则采用折价发行。债券的发行价格 = $1000 \times (P/F, 12\%, 10) + 1000 \times 10\% \times (P/A, 12\%, 10) = 1000 \times 0.3220 + 100 \times 5.6502 = 877.02$ (元)

(3) 资金市场上的利率有较大幅度的下降，达到 8%，则采用溢价发行。债券的发行价格 = $1000 \times (P/F, 8\%, 10) + 1000 \times 10\% \times (P/A, 8\%, 10) = 1000 \times 0.4632 + 100 \times 6.7101 = 1134.21$ (元)

债券的偿还



提前偿还（又称赎回式收回）的时机选择

- ① 当企业资金有结余时；
- ② 当预测年利息率下降时。

【单选题】如果企业在发行债券的契约中规定了允许提前偿还的条款（ ）。

- A. 当预测年利息率下降时，一般应提前赎回债券
- B. 当预测年利息率上升时，一般应提前赎回债券
- C. 当债券投资人提出申请时，才可提前赎回债券
- D. 当债券价格下降时，一般应提前赎回债券

【答案】A，预测年利息率下降时，如果提前赎回债券，而后以较低的利率来发行新债券，可以降低利息费用，对企业有利。

一起加油

○○○○○○○○