第二节　资本结构决策分析

一、资本结构的影响因素

1．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。

2．具体内容

企业类型	负债水平情况
收益与现金流量波动大的企业	负债水平低
成长性好的企业	负债水平高
盈利能力强的企业	负债水平低
一般用途资产比例高	负债水平高
财务灵活性大的企业	负债能力强

【注意】企业实际资本结构往往受企业自身状况、政策条件及市场环境多种因素的共同影响，并同时伴随着企业管理层的偏好与主观判断，从而使资本结构的决策难以形成统一的原则与模式。

二、资本结构决策的分析方法

（一）资本成本比较法

原则：从若干筹资方案中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。

【例 9-1】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。

表 9-4　　各种筹资方案基本数据　　单位：万元

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	4.5%	800	5.25%	500	4.5%
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%。						

将表中的数据带入计算三种不同筹资方案的加权平均资本成本。

方案一：

$$r^{A}_{WACC}=\frac{500}{7000}\times 4.5\%+\frac{1000}{7000}\times 6\%+\frac{500}{7000}\times 10\%+\frac{5000}{7000}\times 15\%=12.61\%$$

方案二：

$$r^{B}_{WACC}=\frac{800}{7000}\times 5.25\%+\frac{1200}{7000}\times 6\%+\frac{500}{7000}\times 10\%+\frac{4500}{7000}\times 14\%=11.34\%$$

方案三：

$$r^{C}_{WACC}=\frac{500}{7000}\times 4.5\%+\frac{2000}{7000}\times 6.75\%+\frac{500}{7000}\times 10\%+\frac{4000}{7000}\times 13\%=10.39\%$$

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。

（二）每股收益无差别点法

1.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.解题关键点：比较每股收益无差别点的 EBIT，进而选择每股收益较高的那个筹资方案。

3.计算公式：$[（EBIT-I_1）\times（1-T）-PD_1]/N_1=[（EBIT-I_2）\times（1-T）-PD_2]/N_2$

4.原则：当预计公司总的息前税前利润大于每股收益无差别点的息前税前利润时，运用负债筹资可获得较高的每股收益；反之运用权益筹资可获得较高的每股收益。

【例 9-2】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%的优先股筹资；

方案三：全部依靠发行普通股股票筹资，按照目前的股价，需增发 50 万股新股。企业所得税税率为 25%。

要求：

（1）计算长期债务和普通股筹资方式的每股收益无差别点。

（2）计算优先股和普通股筹资的每股收益无差别点。

（3）假设企业预期的息前税前利润为 210 万元，若不考虑财务风险，该公司应当选择哪一种筹资方式?

【答案】

（1）方案一与方案三，即长期债务和普通股筹资方式的每股收益无差别点，$EPS_1=EPS_3$：

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

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

解得：方案一与方案三的每股收益无差别点所对应的 EBIT=150（万元）。

（2）方案二与方案三，即优先股和普通股筹资方式的每股收益无差别点，$EPS_2=EPS_3$：

$$\frac{(EBIT-I_2)\times(1-T)-PD_2^{\circ}}{N_2^{\circ}}=\frac{(EBIT-I_3)\times(1-T)-PD_3}{N_3^{\circ}}$$

$$\frac{(EBIT-0)\times(1-25\%)-500\times12\%^{\circ}}{100}=\frac{(EBIT-0)\times(1-25\%)-0}{150}$$

解得：方案二与方案三的每股收益无差别点所对应的 EBIT=240（万元）。

（3）因为税前优先股利 80 万元（即 60/0.75）高于长期债券的利息，所以利用每股收益无差别点法决策优先应排除优先股；又因为 210 万元高于无差别点 150 万元，所以若不考虑财务风险应采用负债筹资，因其每股收益高。

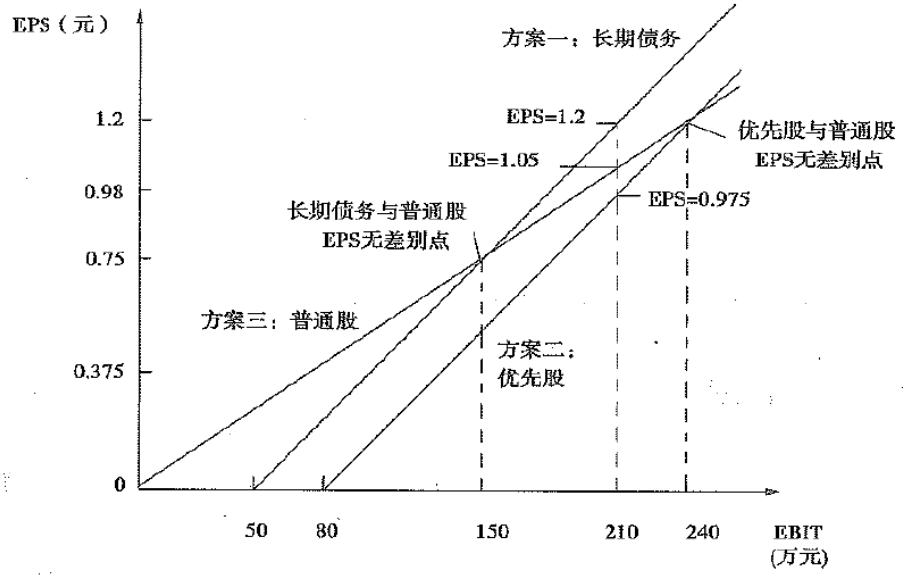

图 9－4　EBIT－EPS 分析