

第二节 资本结构决策分析

二、资本结构决策的分析方法

【例题·单选题】甲公司因扩大经营规模需要筹集长期资本，有发行长期债券、发行优先股、发行普通股三种筹资方式可供选择。经过测算，发行长期债券与发行普通股的每股收益无差别点为 120 万元，发行优先股与发行普通股的每股收益无差别点为 180 万元。如果采用每股收益无差别点法进行筹资方式决策，下列说法中，正确的是（ ）。

- A. 当预期的息税前利润为 100 万元时，甲公司应当选择发行长期债券
- B. 当预期的息税前利润为 150 万元时，甲公司应当选择发行普通股
- C. 当预期的息税前利润为 180 万元时，甲公司可以选择发行普通股或发行优先股
- D. 当预期的息税前利润为 200 万元时，甲公司应当选择发行长期债券

【答案】D

【解析】因为增发普通股的每股收益线的斜率低，增发优先股和增发债券的每股收益线的斜率相同，由于发行优先股与发行普通股的每股收益无差别点 2（180 万元）高于发行长期债券与发行普通股的每股收益无差别点 1（120 万元），可以肯定发行债券的每股收益线在发行优先股的每股收益线上，即本题按每股收益判断始终债券筹资优于优先股筹资。因此当预期的息税前利润高于 120 万元时，甲公司应当选择发行长期债券，当预期的息税前利润低于 120 万元时，甲公司应当选择发行股票。

（三）企业价值比较法

1. 判断最优资本结构的标准

最佳资本结构应当是假设股东投资资本不变和债务价值不变，使企业的企业价值最大，而不一定是使每股收益最大的资本结构，而是使市净率最高的资本结构（假设市场有效）。同时，公司的加权平均资本成本也是最低的。

2. 确定方法

（1）企业市场总价值（V）=S+B+P=股票的市场价值+长期债务价值+优先股价值

假设企业的经营利润永续，股东要求的回报率（权益资本成本）不变，则股票的市场价值为：

$$S = \frac{(EBIT - I)(1 - T) - PD}{r_s}$$

r_s 的确定方法：资本资产定价模型。

（2）加权平均资本成本=税前债务资本成本×（1-T）×B/V+股权资本成本×S/V+优先股资本成本×P/V

【例 9-3】某企业的长期资本构成均为普通股，无长期债权资本和优先股资本，股票的账面价值为 3000 万元。预计未来每年 EBIT 为 600 万元，所得税税率为 25%。该企业认为目前的资本结构不够合理，准备通过发行债券回购部分股票的方式，调整资本结构，提高企业价值。经咨询调查，目前的长期债务利率和权益资本的成本情况如下表所示。

表 9-6 不同债务水平下的公司债务资本成本和权益资本成本



债券的市场价值 B (万元)	税前债务资本成本 r_b (%)	股票 β 值	无风险报酬率 R_f (%)	市场证券组合必要报酬率 R_m (%)	权益资本成本 r_s (%)
0	-	1.2	8	12	12.8
300	10	1.3	8	12	13.2
600	10	1.4	8	12	13.6
900	12	1.55	8	12	14.2
1200	14	1.7	8	12	14.8
1500	16	2.1	8	12	16.4

根据上表的资料，即可计算出不同长期债务规模下的企业价值和加权平均资本成本，计算结果如下表所示。

表 9-7 企业市场价值和加权平均资本成本

企业市场价值 V (万元) ①=②+③	债务市场价值 B (万元) ②	股票市场价值 S (万元) ③	市净率 S/3000-B	债务税前资本成本 r_d (%)	权益资本成本 r_s (%)	加权平均资本成本 r_{WACC} (%)
3515.63	0	3515.63	1.1719	-	12.8	12.8
3538.64	300	3238.64	1.1995	10	13.2	12.72
3577.94	600	2977.94	1.2408	10	13.6	12.58
3498.59	900	2598.59	1.2374	12	14.2	12.86
3389.19	1200	2189.19	1.2162	14	14.8	13.28
3146.34	1500	1646.34	1.0976	16	16.4	14.3

因此，长期债务为 600 万元时的资本结构为该企业的最佳资本结构。

