

中级会计职称

教材精讲班

中级财务管理

二、资本结构的优化

【决策】

甲和乙方案每股收益无差别点为 260

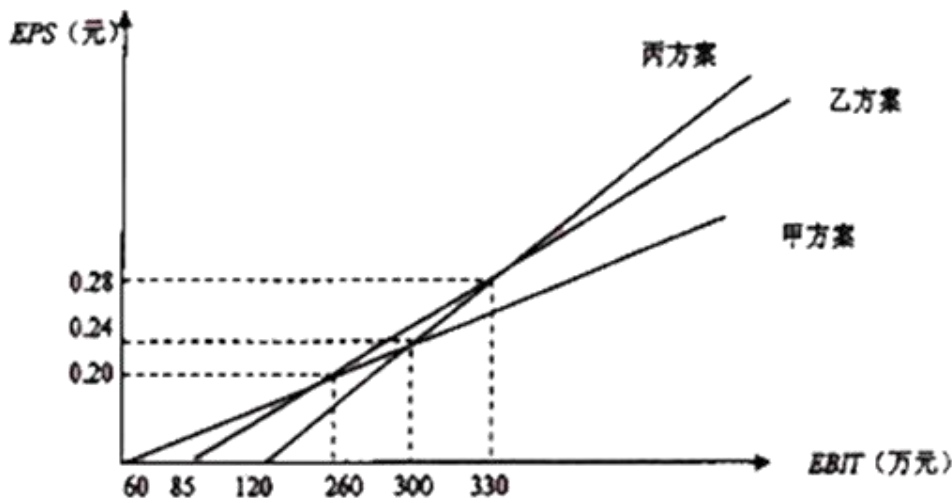
甲和丙方案每股收益无差别点为 300

乙和丙方案每股收益无差别点为 330

当 $EBIT < 260$ 时，甲和乙方案选择甲方案（甲方案为股权筹资方案）；甲和丙方案依然选择甲方案，而乙方案和丙方案每股收益无差别点为 330，应选择乙方案，但是乙方案在第一组甲和乙当中就已经被排除，所以应当选择**甲方案**。

当 $260 < EBIT < 330$ 万元时，甲和乙方案选择乙方案（乙方案为债务筹资方案）；乙和丙方案每股收益无差别点为 330，还是应当选择乙方按（乙方案相对于丙方案来说时股权筹资方案）；甲和丙方案每股收益无差别点为 300，而预计的 EBIT 介于 260 至 330 之间，无论选择甲方案或者时丙方案都会被乙方按排除，所以应当选择**乙方案**。

当 $EBIT > 330$ 万元时，乙方案和丙方案每股收益无差别点为 330，应选择丙方案；甲和丙方案每股收益无差别点为 300，依然选择丙方案；甲和乙方案每股收益无差别点为 260，应当选择乙方案，而乙方案在和丙方案比较时已经被排除，所以应当选择**丙方案**。



【结论】当 $EBIT < 260$ 万元时，应选择甲方案筹资。

当 $260 < EBIT < 330$ 万元时，应选择乙方案筹资。

当 $EBIT > 330$ 万元时，应选择丙方案筹资。

（二）平均资本成本比较法

平均资本成本比较法，是通过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。

衡量指标：加权平均资本成本率

【例题】长达公司需筹集 100 万元长期资本，可以从贷款、发行债券、发行普通股三种方式筹集，其个别资本成本率已分别测定，有关资料如下：

筹资方式	资本结构			个别资本成本率
	A 方案	B 方案	C 方案	
贷款	40%	30%	20%	6%
债券	10%	15%	20%	8%

普通股	50%	55%	60%	9%
合计	100%	100%	100%	

【正确答案】

A 方案平均资本成本 = $40\% \times 6\% + 10\% \times 8\% + 50\% \times 9\% = 7.7\%$

B 方案平均资本成本 = $30\% \times 6\% + 15\% \times 8\% + 55\% \times 9\% = 7.95\%$

C 方案平均资本成本 = $20\% \times 6\% + 20\% \times 8\% + 60\% \times 9\% = 8.2\%$

由于 A 方案平均资本成本最低，因此，应当选择 A 方案。

【提示】采用加权平均资本成本比较法并不代表最优资本结构，以为加权平均资本成本最低并不表示企业价值最大。

(三) 公司价值分析法

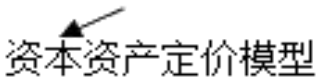
(1) 基本思路：在考虑市场风险基础上，以**公司市场价值为标准**，进行资本结构优化。**能够提升公司价值的资本结构，是合理的资本结构。**

【提示】每股收益分析法和平均资本成本比较法都是从账面价值的角度进行资本结构的优化分析，没有考虑市场反应，也即没有考虑风险因素。

(2) 适用情况：用于对现有资本结构进行调整，适用于**资本规模较大的上市公司资本结构优化分析**。

(3) 原理：寻求使企业平均资本成本最低、企业价值最大的资本结构。

$$\begin{aligned} \text{企业价值 (V)} &= \text{股票市场价值 (S)} + \text{长期债务价值 (B)} \\ &= \frac{\text{净利润}}{\text{权益资本成本}} + \text{长期债务面值} \end{aligned}$$



资本资产定价模型

$$\text{平均资本成本 } KW = Kb \times B / V + Ks \times S / V$$

【例题·计算分析题】乙公司是一家上市公司，适用的企业所得税税率为 25%，当年息税前利润为 900 万元，预计未来年度保持不变。为简化计算，假定净利润全部分配，债务资本的市场价值等于其账面价值，确定债务资本成本时不考虑筹资费用。证券市场平均收益率为 12%，无风险收益率为 4%，两种不同的债务水平下的税前利率和 β 系数如表 1 所示。公司价值和平均资本成本如表 2 所示。

表 1 不同债务水平下的税前利率和 β 系数

债务账面价值 (万元)	税前利率	β 系数
1000	6%	1.25
1500	8%	1.50

表 2 公司价值和平均资本成本

债务市场价值 (万元)	股票市场价值 (万元)	公司总价值 (万元)	税后债务资本成本	权益资本成本	平均资本成本
1000	4500	5500	(A)	(B)	(C)
1500	(D)	(E)	*	16%	13.09%

要求：

- (1) 确定表 2 中英文字母代表的数值 (不需要列示计算过程)。
- (2) 依据公司价值分析法，确定上述两种债务水平的资本结构哪种更优，并说明理由。

【正确答案】 (1) $A = 6\% \times (1 - 25\%) = 4.5\%$

$B = 4\% + 1.25 \times (12\% - 4\%) = 14\%$

$C = 4.5\% \times (1000/5500) + 14\% \times (4500/5500) = 12.27\%$

$$D = (900 - 1500 \times 8\%) \times (1 - 25\%) / 16\% = 3656.25$$

$$E = 1500 + 3656.25 = 5156.25$$

(2) 债务市场价值为 1000 万元时，平均资本成本最低，公司总价值最大，所以债务市场价值为 1000 万元时的资本结构更优。

三、双重股权结构

1. 产生背景：

双重股权结构，主要指 AB 股。（早期在美国上市的互联网公司，因为通过出让股权融资发展，创始人的持股比例较低，容易失去公司控制权。）为了保住创始人的控制权，他们多都采用 AB 股的双重股权结构，把股票分为 A 股和 B 股两种类型，通常是创始人持有 1 股多票的特权股，其他股东持有 1 股 1 票的普通股。

【提示】京东、百度等早期上市的互联网公司，多采用 AB 股的双重股权结构，因为这些公司知名度较高，AB 股也随之被广为传播：

港股在 2018 年重启同股不同权制度，小米、美团等采用 AB 股在香港上市。

国内在 2019 年推出科创板，可以采用 AB 股上科创板了。

2020 年 8 月开始，创业板实施注册制的企业上市，创业板也可以采用 AB 股了。

现在新三板也可以实行 AB 股。

2. 优缺点：

(1) 优点：防止恶意收购，保障创始人团队掌握公司控制权避免股权纷争，促进公司持续和稳定发展提高运行效率

(2) 缺点：容易导致独裁行为，控股股东有可能会损害小股东的利益，不利于小股东权益的保障。

本章小结

一、资金需用量预测

1. 因素分析法
2. 销售百分比法
3. 资金习性预测法

二、资本成本及其计算

1. 资本成本的含义、作用
2. 资本成本的影响因素
3. 资本成本的计算（个别资本成本、平均资本成本、边际资本成本）

三、杠杆效应与公司风险

1. 经营杠杆与经营风险
2. 财务杠杆与财务风险
3. 总杠杆与公司风险

四、资本结构

1. 资本结构及最佳资本结构的含义
2. 资本结构理论
3. 影响资本结构的因素
4. 资本结构优化方法
 - (1) 每股收益分析法
 - (2) 平均资本成本比较法
 - (3) 公司价值分析法
5. 双重股权结构