



第四节 资本结构

三、公司价值分析法

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优化分析，没有考虑市场反应，也没有考虑风险因素。

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

面值

【提示1】股票市场价值S，分子是净利润，分母是权益资本成本。原理：假定净利润是永续的，并且净利润全部用于发放股利，这样，净利润的支付构成了永续年金的形式即 $P=A/i$ ，所以，股票的市场价值=净利润/权益资本成本。



第四节 资本结构

【提示2】债券价值B，假设债务的市场价值等于其面值

【提示3】加权平均资本成本的计算

$$\begin{aligned} \text{加权平均资本成本} = & \text{税前债务资本成本} \times (1 - \text{税率}) \\ & \times \text{债务资本比重} + \text{权益资本成本} \times \text{权益资本比重} \end{aligned}$$

【提示4】债务资本成本已经是税后债务的资本成本，但如果题目中说明利率或税前债务资本成本，那么应该在此基础上扣除所得税部分。

【结论】在公司价值分析法中，公司价值最大，则资本结构最优，加权资本成本最低。



第四节 资本结构

【例】某公司息税前利润为400万元，资本总额账面价值2000万元。假设净利润全部用于发放股利，无风险收益率6%，证券市场平均收益率10%，所得税税率25%。债务市场价值等于面值，经测算，不同债务水平下的权益资本成本率和税前债务利息率（假设税前债务利息率等于税前债务资本成本）如下表所示：



第四节 资本结构

债务市场价值B (万元)	税前债务利息率 (%)	股票 β 系数	权益资本成本率 K_s (%)
00	—	1.50	12.0
200	8.0	1.55	12.2
400	8.5	1.65	12.6
600	9.0	1.80	13.2
800	10.0	2.00	14.0

求：计算各种情况下公司的总价值并确定公司的最佳资本结构。



第四节 资本结构

答案:

债务市场 价值	股票市场 价值	公司总 价值	税后债务资 本成本 (%)	普通股资 本成本 (%)	平均资本 成本 (%)
0	2500	2500	—	12.0	12.00
200	2361	2561	6.00	12.2	11.72
400	2179	2579	6.38	12.6	11.64
600	1966	2566	6.75	13.2	11.69
800	1714	2514	7.50	14.0	11.93



第四节 资本结构

某公司年息税前利润为400万元，资本总额账面价值2000万元。

1. 当债务为0时的股票市场价值

$S = \text{净利润} / K_s = (400 - 0) \times (1 - 25\%) / 12\% = 2500$ （万元）

公司的总市值 $S = 2500$ （万元）；权益资本成本 $= 6\% + 1.50 \times (10\% - 6\%) = 12\%$

加权平均资本成本 $=$ 权益资本成本 $= 12\%$



第四节 资本结构

2. 当债务为200万元时的股票市场价值

$$\text{权益资本成本} = 6\% + 1.55 \times (10\% - 6\%) = 12.2\%$$

$$S = (400 - 200 \times 8\%) \times (1 - 25\%) / 12.2\% = 2361 \text{ (万元)}$$

$$B = 200 \text{ (万元)}; V = 200 + 2361 = 2561 \text{ (万元)}$$

$$K_w = K_{\text{债}} \times W_{\text{债}} + K_{\text{权}} \times W_{\text{权}} = 8\% \times (1 - 25\%) \times 200 / 2561 +$$

$$12.2\% \times 2361 / 2561 = 11.72\%$$



第四节 资本结构

3. 当债务为400万元时的股票市场价值

$$\text{权益资本成本} = 6\% + 1.65 \times (10\% - 6\%) = 12.6\%$$

$$S = (400 - 400 \times 8.5\%) \times (1 - 25\%) / 12.6\% = 2179 \text{ (万元)}$$

$$B = 400 \text{ (万元)}; V = 400 + 2179 = 2579 \text{ (万元)}$$

$$\begin{aligned} KW &= K_{\text{债}} \times W_{\text{债}} + K_{\text{权}} \times W_{\text{权}} = 8.5\% \times (1 - 25\%) \times 400 / 2579 \\ &+ 12.6\% \times 2179 / 2579 = 11.63\% \end{aligned}$$



第四节 资本结构

【结论】 可以看到，在没有债务的情况下，公司的总价值就是其原有股票的市场价值。当公司用债务资本部分地替换权益资本时，一开始公司总价值上升，加权平均资本成本下降；在债务达到400万元时，公司总价值最高，加权平均资本成本最低；债务超过400万元后，公司总价值下降，加权平均资本成本上升。因此，债务为400万元时的资本结构是该公司的最佳资本结构。



第四节 资本结构

【单选题】（2016年）下列方法中，能够用于资本结构优化分析并考虑了市场风险的是（ ）。

- A. 杠杆分析法
- B. 公司价值分析法
- C. 每股收益分析法
- D. 利润敏感性分析法



第四节 资本结构

答案：B

解析：公司价值分析法是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。即能够提升公司价值的资本结构，就是合理的资本结构，因此选项B是答案。每股收益分析法是从账面价值的角度进行资本结构优化分析，没有考虑市场反应，也没有考虑风险因素，因此选项C不是答案。杠杆分析法和利润敏感性分析法不属于资本结构优化分析的方法，选项AD不是答案。

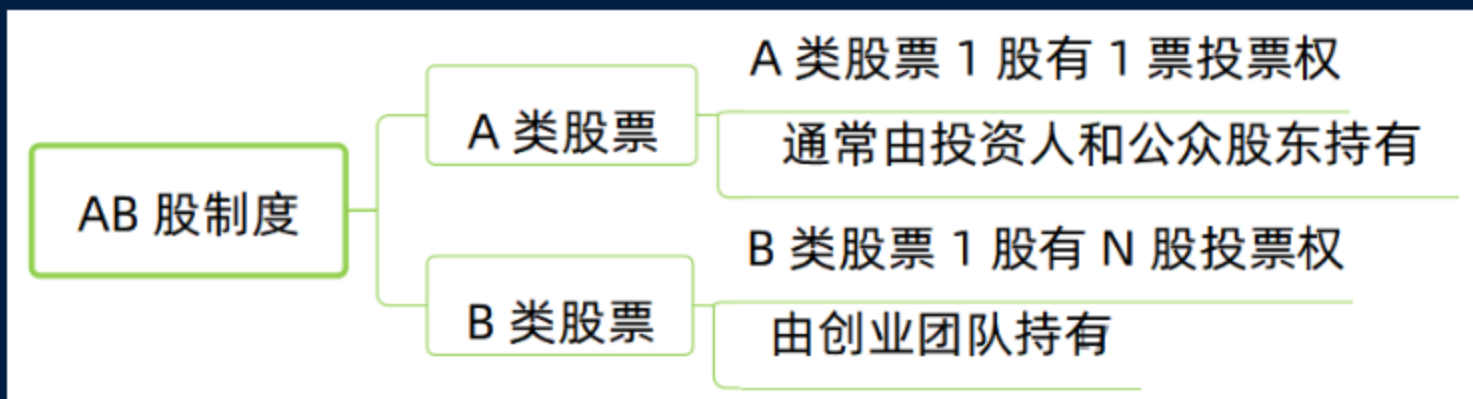


第四节 资本结构

【知识点4】双重股权结构

1. 双重股权结构的概念

在双重股权结构下，也称AB股制度，即同股不同权结构，



【提示1】在这种股权结构下，公司可以实现控制权不流失的目的，降低公司被恶意收购的可能性。

【提示2】双重股权结构一般使用与科技创新企业



第四节 资本结构

2. 双重股权结构的优缺点

优点：保障企业创始人或管理层对企业的控制权，防止被恶意收购；提高企业运行效率，有利于企业的长期发展

缺点：容易导致管理中独裁行为的发生；控股股东为自己谋利而损害非控股股东的利益，不利于非控股股东利益的保障；可能加剧企业治理中实际经营者的道德风险和逆向选择



第四节 资本结构

章节总结





第五章 筹资管理

【计算分析题】企业要投资一个新项目，新项目的经营风险与企业原有资产经营风险一致。为筹集新项目所需资金，该项目拟通过借款和留存收益进行筹资，借款利息率为7.47%，公司目前的普通股 β 系数1.5，无风险报酬率3.4%，市场组合必要报酬率7.4%。当前公司资本结构（负债/权益）为2/3，目标资本结构（负债/权益）为1/1，公司所得税税率25%。



第五章 筹资管理

要求计算下列指标：

- (1) 债务资本成本；
- (2) 贝塔资产；
- (3) 新项目有负债的贝塔权益；
- (4) 股权资本成本；
- (5) 加权资本成本。



第五章 筹资管理

答案:

(1) 税后债务资本成本 = $7.47\% \times (1 - 25\%) = 5.60\%$

(2) 贝塔资产 = $1.5 / [1 + (1 - 25\%) \times 2/3] = 1$

(3) 贝塔权益 = $1 \times [1 + (1 - 25\%) \times 1/1] = 1.75$

(4) 股权资本成本 = $3.4\% + 1.75 \times (7.4\% - 3.4\%) = 10.40\%$

(5) 加权资本成本 = $5.6\% \times 50\% + 10.4\% \times 50\% = 8\%$ 。

谢谢 观看

THANK YOU