

## 第二节 资本结构决策分析

### 一、资本结构的影响因素

### 二、资本结构决策的分析方法

#### (一) 资本成本比较法

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

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、资本市场等

**【例题】**某企业初始成立时需要资本总额 7000 万元。有以下三种融资方案，见下表：

	方案1		方案2		方案3	
筹资方式	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：表中资本成本均为税后成本，所得税税率为25%						

**答案：**方案 1 的加权平均资本成本

$$= (500/7000) \times 4.5\% + (1000/7000) \times 6\% + (500/7000) \times 10\% + (5000/7000) \times 15\% = 12.61\%$$

方案 2 的加权平均资本成本

$$= (800/7000) \times 5.25\% + (1200/7000) \times 6\% + (500/7000) \times 10\% + (4500/7000) \times 14\% = 11.34\%$$

方案 3 的加权平均资本成本

$$= (500/7000) \times 4.5\% + (2000/7000) \times 6.75\% + (500/7000) \times 10\% + (4000/7000) \times 13\% = 10.39\%$$

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. 基本原理

每股收益=归属于普通股的净利润/发行在外普通股的加权平均数

寻找每股收益无差别点，即，两种筹资方式下每股收益相等的息税前利润（或业务量）水平。

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

## （二）每股收益无差别点法

令两个方案的 EPS 相等时，求息税前利润为平衡点下的息税前利润

$$\frac{(\overline{EBIT} - I_1) \times (1 - T) - PD_1}{n_1} = \frac{(\overline{EBIT} - I_2) \times (1 - T) - PD_2}{n_2}$$

其中， $\overline{EBIT}$ 表示平衡点下的息税前利润；PD 为优先股股息；n 为普通股股数

解得： $\overline{EBIT}$

### 【提示】

（1）对负债筹资方式和权益筹资方式比较：

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。

（2）对于组合筹资方式进行比较时，需要画图进行分析。

**【例题】**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：全部优先股股利为 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：

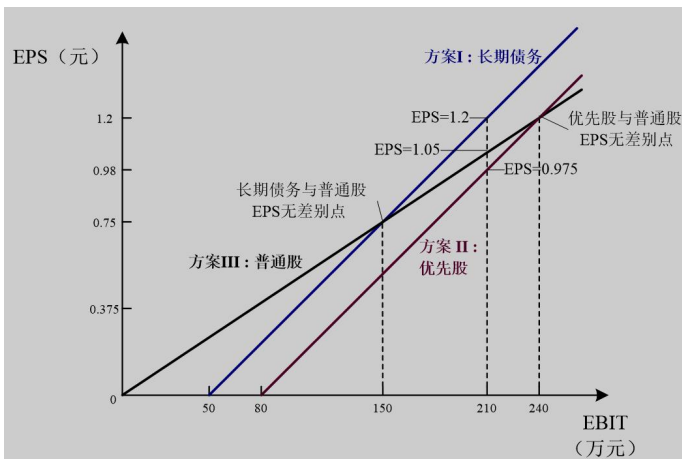
$$(1) \quad \frac{(\overline{EBIT} - 50)(1 - 25\%) - 0}{100} = \frac{(\overline{EBIT} - 0)(1 - 25\%) - 0}{150}$$

方案一与方案三的每股收益无差别点所对应的  $\overline{EBIT} = 150$ （万元）

$$(2) \quad \frac{\overline{EBIT}(1 - 25\%) - 500 \times 12\%}{100} = \frac{\overline{EBIT} \times (1 - 25\%)}{150}$$

方案二与方案三的每股收益无差别点所对应的  $\overline{EBIT} = 240$ （万元）

答案：（3）



因为预计息税前利润 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发行长期债券筹资，因其每股收益高。

【单选】采用每股收益无差别点法进行资本结构决策时，下列说法中，正确的是（ ）。

- A. 每股收益无差别点法没有考虑财务风险
- B. 每股收益无差别点法能确定最低的债务资本成本
- C. 每股收益无差别点法能确定最低的股权资本成本
- D. 每股收益无差别点法能体现股东财富最大化的财务目标

答案：A

解析：A 选项说法正确，每股收益无差别点法选择能够使每股收益最大的筹资方案，没有考虑各筹资方案给企业带来的财务风险；每股收益无差别点法没有考虑资本成本，不能体现股东财富最大化的财务目标，衡量股东财富常用指标为股价，股价需要将每股收益资本化，除了考虑每股收益外，还需要折现率即股权资本成本。因此，BCD 选项说法均错误。