

第二节 资本结构决策分析

(三) 企业价值比较法

每股收益无差别点法以每股收益高低作为衡量标准对筹资方式进行选择，这种方法的缺点在于没有考虑风险因素。

企业市场价值 (V) = 股票的市场价值 (S) + 长期债务的价值 (B) + 优先股价值 (P)

【具体分析】

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。

2. 债券价值 B，假设债务的市场价值等于其面值

3. 加权平均资本成本的计算

加权平均资本成本 = 税前债务资本成本 × (1 - 税率) × 债务资本比重 + 权益资本成本 × 权益资本比重

【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。

【例题】某公司的长期资本构成均为普通股，无长期债务资本和优先股资本。股票的账面价值为 3000 万元。预计未来每年的 EBIT 为 600 万元，所得税税率 25%。该公司认为目前的资本结构不够合理，准备用发行债券购回部分股票的办法予以调整。经咨询调查，目前的债务利率和权益资本的成本情况见下表。

不同债务水平对公司债务资本成本和权益资本成本的影响

债券的市场价值 B (万元)	税前债务资本成本 rd (%)	股票β值	无风险报酬率 rRF (%)	平均风险股票必要报酬率 rm (%)	权益资本成本 re (%)
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，即可计算出筹借不同金额的债务时公司的价值和资本成本（见下表）。

公司市场价值和资本成本

公司的市场价值 V (万元)	债券的市场价值 B (万元)	股票的市场价值 S (万元)	税前债务资本成本 rd (%)	权益资本成本 re (%)	加权平均资本成本 rWacc (%)
3515.63	0	3515.63	-	12.8	12.8
3538.64	300	3238.64	10	13.2	12.72

3577.94	600	2977.94	10	13.6	12.58
3498.59	900	2598.59	12	14.2	12.86
3389.19	1200	2189.19	14	14.8	13.28
3146.34	1500	1646.34	16	16.4	14.3

计算说明：以第三行为例， $S = \text{净利润}/K_e = (600 - 600 \times 10\%) \times (1 - 25\%) / 13.6\% = 2977.94$ （万元）

$V = S + B = 600 + 2977.94 = 3577.94$ （万元） $r_{Wacc} = 10\% \times (1 - 25\%) \times (600 / 3577.94) + 13.6\% \times$

$(2977.94 / 3577.94) = 12.58\%$

从上表中可以发现，在债务达到 600 万元时，公司总价值最高，加权平均资本成本最低。因此，债务为 600 万元的资本结构是该公司的最佳资本结构。