

企业资本成本与最优资本结构的确定

陈昌权(教授) 陈立

(成都理工大学信息管理学院 成都 610059)

一、个别资本成本及综合资本成本的计算

首先,个别资本成本是指相对各种融资方式单独进行计算的融资成本。在公司理财中通常用资本成本相对数即资本成本率作为衡量资本成本高低的标准,以便对不同条件下筹集资金的资本成本进行分析和比较,通常的资本成本率的计算是就一般情况而言的。由于筹资费用、利息的抵税功能、利率、参与剩余资产分配的权利的先后顺序等影响资本成本的具体因素不同,采用不同的筹资方式,其资本成本率的计算方法也有区别,结果必定存在差异。从现有的研究成果可得出几种筹资方式的资本成本率的大小依次为:长期借款<长期债券<优先股<留存收益<普通股。

其次,综合资本成本 K_W 一般以各种资本占全部资本的比重 W_i 为权数,对个别资本成本 K_i 进行加权平均确定,通常在资本结构决策时使用,其计算公式为: $K_W = \sum_{i=1}^n K_i W_i$ 。

二、资本成本与资本结构的关系

1. 资本结构的概念。资本结构是指企业资金总额中各种资金来源构成的比例关系,主要是长期债务资本和股权资本构成的比例关系,它阐述了企业负债、企业价值和资本成本之间的关系。

资本结构中负债通常是必不可少的,因为:①合适应度的负债有利于降低企业综合资本成本,改善企业资本结构;②负债融资具有财务杠杆作用。但是,运用债务融资会加大企业的财务风险,包括定期还本付息的风险以及所有者权益下降的风险。

2. 资本成本和资本结构的关系。此时假设企业处于零增长状态,其留存盈利为一常数(当年利润全部以股利形式分配给股东)。由于企业市场价值 V 是普通股市场现值(按公司未来净收益的折现现值来测算) S 及长期债务市场价值(等于其面值或本金) B 之和,因此资本成本和资本结构的关系表示为:

$$K_W = K_B \frac{B}{V} (1-T) + K_S \frac{S}{V}$$

从上述公式可以看出,计算综合资本成本时涉及两个基本因素:每种资本的成本率和每项资金来源在全部资本中所占的比重,调整这两个因素都会改变综合资本成本的大小。

三、资本成本与最优资本结构的确定

最优资本结构是指企业在适度风险条件下,在一定时期

内使其综合资本成本最低且企业价值最大的资本结构。企业最佳资本结构是风险与成本比例的一种合理体现。而在成本上的问题就是确定债务资本在资本结构中所占的最佳比例问题。以下讨论合理负债比例的确定问题(此处继续前假设):

1. 在企业无负债的情况下 $V=S$, 公司资产收益率 R_v 和权益资本收益率 R_s 相等。即:

$$R_v = R_s = \frac{EBIT(1-T)}{V} = \frac{EBIT(1-T)}{S}$$

其中 $EBIT$ 表示息税前利润。

2. 如果企业期初选择了一定的负债 B , 利率为 k_d , 则 $V=S+B$, 在考虑企业所得税的情况下,企业对债权人支付的利息计入成本而免交企业所得税,因此有:

$$R_s = \frac{(EBIT - k_d B)(1-T)}{S} = R_v + \frac{B}{S} [R_v - k_d(1-T)] \quad (1)$$

此时:当 $R_v > k_d(1-T)$ 时,则 $R_s > R_v$, 即举债能够提高企业权益资本收益率 R_s , 说明债务为企业带来正的贡献。但是随着企业负债的增加,企业发生违约的概率也增加,债权人会要求更高的债务利率 k_d , 以补偿承担的风险, k_d 与市场无风险利率 R_F 之间的差额 $k_d - R_F$ 就是债权人承担风险所获得的利差。

当 $R_v < k_d(1-T)$ 时,负债的成本大于带来的收益,将导致股东权益资本收益率 R_s 下降,低于企业资产收益率 R_v , 说明债务为公司带来负的贡献。

显然, $R_v = k_d(1-T)$ 是一个转折点,此时负债带来的收益和成本相互抵消, $R_v = R_s$, 即存在一个负债资产比率 d , 使得企业权益资本收益率 R_s 最大,企业价值最大,而此时的 d 就是企业的最佳资本结构点。令 $d = \frac{B}{V}$, 代入(1)式可得:

$$R_s = R_v + [R_v - k_d(1-T)]d \quad (2)$$

因此,(2)式就是企业进行资本结构优化的数学模型,是企业债务融资节税利益最大的融资结构状态。此时企业的资本结构处于最优状态。

企业最佳资本结构是一个范围,从实际情况来看,影响资本结构的因素很多,必须根据环境条件的不同,认真研究资本结构的合理区域。确定最佳资本结构,要注意注入资金的适度问题,而且除了定量分析法,还要通过会计资料分析、总结经验,并借鉴同行业的做法和观察分析企业财务理财环境的变化,随时调整本企业的资本结构。○