

摘要

资本结构是反映企业财力的重要指标，是衡量企业偿债能力的重要尺度，同时也是检验企业财务风险，进而波及企业整体风险的重要依据，是企业进行筹资决策的起点和归宿。资本结构优化是企业财务决策的重要组成部分，企业资本结构的优劣与投资人、债权人、企业联营者，社会公众及政府的主管部门等的利益或经济行为密切相关。在资本结构的研究中我们更多的关注长期负债的比重，因为负债资本既能为企业带来财务杠杆利益，同时也会给企业带来财务风险。本文讲述了我国及国外资本结构研究的现状，分析了对影响资本结构的因素，通过对最佳资本结构的选择标准，负债功能分析，每股收益分析，财务管理目标分析的研究，使企业负债控制在一定的规模上以达到资本结构的优化，不仅保持资本结构的稳定性又保持资本结构的弹性，从而促进企业的发展。

关键字:资本结构；每股收益；债务资本成本；权益资本成本；财务杠杆

一、引言

1.1 问题的提出

在经济体制改革之前，企业的资金有两个途径：一是国家财政拨款，二是银行贷款。财政拨款自不必说，由于银行是国家银行，当企业的银行借款一旦不以归还或拖欠或核销时，银行贷款便具有了财政拨款的性质。在这种体制下，企业对国家财政拨款没有成本的概念，对银行贷款也没有还本付息的压力，企业的盈亏均由国家承担，企业财务管理的任务仅仅是在资金不足时申请财政拨款或申请贷款，对得到的资金随意使用，这就造成了企业在筹资上对国家财政的依赖性，用资上不关心资金的使用成本及效益，因而，表面上资金有两个途径的来源，实际上因银行贷款的约束性差可将财政拨款与银行贷款合二为一，财政拨款与银行贷款在权益上同属一个投资主体一个国家。这对企业的资金来源而言实无结构可言。

经济体制的改革，建立现代企业制度，银行的商业化发展，使企业在资金来源的权益上有多个投资主体。既有国家拨款，也有约束性很强的银行，也有以股票、债券等形式面向社会筹资，投资主体多元化的格局已经形成。这些资金在权益上可分为两大部分：国家财政拨款，发行股票筹资等属于投资人对企业的投资，可为企业长期使用而不必归还，对企业而言属于权益资本；银行贷款，发行的长期债券则属企业的负债资本，企业虽可较长期使用，但企业有到其还本付息的义务。处于这种环境下的企业，一方面要以最低的成本筹集到所需资金，以满足企业各方面的资金需求；另一方面企业还要考虑权益人的要求：投资人希望通过企业的经营获得可观的投资报酬，债权人则要求企业有还本付息的偿还能力，保证及时的还本付息。这方面的矛盾便构成了现代企业财务管理上的一个难题：企业的权益资本与负债资本该达到或保持什么样的比例才能使企业既以低成本筹集到所需资金，又能满足投资人的报酬要求和债权人还本付息的要求，从而使企业不致有太大的财务风险甚而出现财务危机呢？这便是企业的资本结构问题。

1.2 资本结构的概念

资本结构是指企业各种长期资金的来源构成及其比例关系。短期资金的需要和筹集是经常变化的，且在整个资金总量中所占比重不稳定，不列入资本结构处理范围，而作为营运资金管理。在通常情况下，企业的资本结构由长期债务资本和权益资本构成。

长

期债务资本和权益资本是企业赖以进行长期投资、长期经营、长期运用的相对稳定的部

分.这里还需要指出的是，资本结构是对企业长期资本来源在权益上的划分，研究的不仅是权益资本与负债资本的比率关系，而且还涉及到企业资本成本、长期偿还能力等问题。

人们选择筹资结构的标准，一是综合加权平均资本成本低，二是资本组合风险小。要使综合加权资本成本低，受负债的免税效应驱使，通过增加筹资的负债比重就可达到，但资本组合中负债比重过大，又会增加企业的财务风险，也因此会影响到负债筹资的效果。所以企业要使财务风险保持在其可承受的范围内，企业在筹资中又不能使负债比重过大，而要和现存的资本结构结合起来，达到一个适中的组合。

可见，资本结构涉及到企业筹资，经营利润分配等方面，是反映企业财力的重要指标，是衡量企业偿债能力的重要尺度，同时也是检验企业财务风险，进而波及企业整体风险的重要依据，是企业进行筹资决策的起点和归宿。

1.3 研究资本结构的重要性

处于复杂多变经济环境中的现代企业，有许多与企业有利益关系的组织或个人。因而，不仅企业自身，企业的利益关系人同样关心企业的生活经营，财务状况和资本结构，以便保障他们的利益不受损失或不致误导他们的经济行为。这些利益关系人包括投资人、债权人、企业联营者，社会公众及政府的主管部门等，企业资本结构的优劣与他们的利益或经济行为密切相关。

(1) 就企业自身的经营管理而言，研究和分析企业的资本结构，其目的是优化筹资结构，改善财务状况，提高企业承担财务风险能力，降低资本成本。

资本结构中的权益资本是企业对外清偿债务及承担风险的后盾，企业经营不良所造成的损失必然最终由企业所有者承担。这样，所有者权益对企业的偿债能力具有极大的稳定作用。如果企业完全依赖权益资本经营合理的比例基础上，企业的偿债能力就有了基础的稳定性。所以企业为了持续地和稳定地经营，应研究资本结构保持在怎样的比例，才能使外界潜在投资人或贷款者对企业的财务状况保持良好的形象或充满信心。一个企业只有保持良好的财务形象，才能获得源源不断的投资和贷款，才能找到更多的合作经营伙伴。相反，一个企业负债比例过高，财务风险极大，这样的资本结构必然使投资者和贷款人以及经营伙伴望而却步，这就必然促使企业优化资本结构，

改善财务状况。

不仅如此，企业研究资本结构还要讲求效益，降低资本成本。由于负债成本一般低于权益资本成本，增加负债的比重，相对就可以降低综合资本成本。由此，企业要增加风险承受能力时，应增加权益资本，减少负债资本；而企业要降低资本成本时，则应增加负债资本，减少权益资本。这是一种两难的选择，资本结构的研究就是使企业的综合或总财务风险最低，而相应的综合资本成本也最低。

(2) 就企业所有者或股东而言，企业的资本结构是判断自身承担的终极风险以及可能获得的财务杠杆利益，确定是否继续对企业进行投资。

如果站在企业所有者的立场，负债的存在使其负有承担损失的风险。一般来说，如果企业无法清偿债务的本金和利息时，势必损失所有者权益或股东权益的一部分甚至全部；如果全部所有者权益或股东权益仍不足抵偿损失时，债权人才蒙受损失。因此，他们十分关心自身的资本是否能保全，是否会面临承担损失的风险。研究企业资本结构，对企业的资本结构优劣与给出一个判断的合理标准，会有助于他们对企业的财务状况作出评价。

此外，由于负债的利息费用是成本费用项目，当然是应交所得税的减项，而且由于负债的利息成本在低于全部资本税前利润时可获得财务杠杆利益，这就使负债资本对权益资本的风险可以得到一定的补偿。

(3) 就企业的债权人而言，研究分析企业的资本结构可以判断自身债权的偿还保证程度，以确定是否继续对企业放债。

一般来说，权益资本在资本结构中所占的比例越大，其债权的保障程度就越高；反之，如果权益资本在资本结构中所占的比重越小，其债权的保障也就越低，所以对债权人而言，判断企业资本结构的优劣，其目的是单一的，就是确认企业是否能及时还本付息。

(4) 就政府和市场管理部门而言，通过研究企业的资本结构，可以判断企业经济实力是否雄厚，发展是否稳定，以确定企业是否可进入有限制的领域或市场进行经营。

各国政府和市场管理部门为保证经济协调运转和市场秩序，通常对企业的经营和理财活动规定了各种标准，对企业的上市也提出了各种条件。其中，有的标准和条件就直接或间接与资本结构相联系。如规定企业上市必须在总资产中确保所有者权益的相

当份额就是一例。作出这种规定，是为了防止企业上市后，因债务过重到期不能偿还而陷入破产，致使潜在的投资人和债权人可能遭受重大利益损失。

另外，政府可通过企业资本结构的综合分析之后，与市场经济发达国家的企业资本结构进行比较分析，从而为政府制定相应的财政政策提供可靠的依据。

1.4 国外对资本结构研究的现状

以美国为代表的西方资本结构的理论研究日益受到学术界及实业界的重视，成为西方现代财务管理的学的重要研究内容之一。他们对资本结构的研究大多建立在一系列严格假设的基础上，形成了不同时期的理论流派。一般认为，1958年MM理论的产生划分了传统资本结构理论与现代资本结构理论。在这一理论的诱导下，陆续出现了资本结构的权衡理论，不对称信息理论等，使西方资本结构理论的研究进入了一个崭新的阶段。

1.4.1 朴素资本结构理论

朴素资本结构理论要点有三：（1）在公司筹资方式中，债务成本远低于股本成本；（2）在资本结构中，债务比例的变化不影响债务成本与股东成本；（3）公司资本总成本会随着较低成本的债务比重的上升和较高成本的股本比重的下降而下降。

这一朴素理论的基本缺陷是没有考虑财务风险因素。财务管理原理认为：随着负债比重的增加，公司的财务风险也相应增加。为了弥补这种风险造成的损失，无论是普通股股东还是债权人都会要求获得补偿即所谓的风险贴水。

1.4.2 传统资本结构理论

传统资本结构理论认为：公司债务比率的提高必然导致财务风险的增加，从而使债务成本和股东成本高。由于平均资本成本与公司债务比率密切相关，资本成本因素并不能独立于资本结构之外。最佳的资本结构既不是负债为0的那一点，也不是负债为100%，而是在两者中间的某一点上。用数学语言讲，在这一点上，负债的实际边际成本等于股本的实际边际成本。

具体讲，股本成本随着债务比例的增加而呈递比例也增加，而债务成本只有当债务比例很高时才会递增。加权平均资本成本最低的一点，即为该公司理想的资本结构，公司价值亦达到最大。在这一点之前，负债增加的收益大于成本，应提高负债比率，超过这一点，负债的增加会提高综合资本成本，降低公司价值，因而不宜再提高负债比率。

1.4.3 现代资本结构理论

(1) MM 理论

这是美国著名经济学家、财务学家莫迪格莱尼和米勒提出的一整套的资本结构理论，是现代西方中资本结构理论的基础。根据这一理论自身的发展状况和特征，MM 理论可分

为两个阶段：一是最初的 MM 理论，二是修正的 MM 理论。

A. 最初的 MM 理论。即无公司税 MM 理论。这一理论的基本思想是：由于市场上套得

机能的作用，在不考虑税收的情况下，企业总价值将不受资本结构的影响，即风险相同而只有资本结构不同的企业，其总价值相等。换言之，如债务比率由 0 增至 100% 企业资本总成本及企业总价值不会因此而变动。这一理论的提出是建立在诸多假设之上的，如不考虑公司所得税，企业经营风险可由付息纳税前利润的标准差来衡量，未来的纳税付息前利润能够准确估计，资本市场是完全的，企业及个人的负债均无风险等。在假设的前提下，导出合乎逻辑的结论（尽管有时结论不合乎情理，不合乎实际）。

最初的 MM 理论具体包括三个命题。命题一，总价值命题：只要纳税付息前利润相等，那么处于同一风险等级的企业，无论是负债经营的企业还是无负债经营的企业即全为股本经营的企业，它们总价值相等，企业的加权平均资本成本与企业的资本结构不相关。命题二，风险补偿命题：负债企业的股本成本与同一风险等级中无负债企业的股本成本之间有一差额，这一差额即为负债企业所要承担的风险，即所谓的风险补偿，举债增加将导致股本成本增加，而且损益相等。命题三，投资报酬率命题：内含报酬率大于综合资本成本及预期收益率是投资决策的基本前提。

B. 修正的 MM 理论

所谓修正的 MM 理论，是指考虑了公司所得税后的 MM 理论。其基本思想是：公司可通过财务杠杆的作用不断降低其资本成本，负债越多，杠杆作用越明显，公司的价值越高。为追求最佳的资本结构，公司应设法使用最大程度的财务杠杆。在有公司税的情况下，负债会因为利息是可减税支出而增加企业价值。

修正的 MM 理论，同样包括三个命题。命题一，赋税节余命题：负债企业的价值等于相同风险等级的无负债企业的价值加上赋税节余的价值，后者等于公司税率乘以负债额。也就是说，负债企业会由于负债的存在而节约公司税支出，从而增加企业的价值；命题二，风险报酬命题：负债企业的股本成本等于相同风险等级的无负债企业股本成

本和负债股本成本之差以及由负债额和公司税率决定的风险报酬；命题三，投资报酬率命题：在投资项目中，内含报酬率只有等于或大于某个临界率才能接受。这个临界率等于无风险企业股本成本*〔1-所得税率*（负债额/公司价值）〕。

（2）权衡模型理论认为：MM理论完全忽略了在现代社会中极为重要的两个因素：财务拮据成本和代理成本，从而使结论失去了现实意义，这使模型具备可操作性，必须考虑这些成本。

企业在生产经营中只要运用负债，就有可能产生财务拮据成本，主要包括直接破产费用和财务拮据的间接成本等两大项。前者如在多年的破产纠纷中所导致的资产的破损、律师费、法庭收费等开支，后者如公司经理为防止破产所采取的一些短期行为所造成的损失。毫无疑问，负债越多，破产的概率越高，财务拮据成本发生的概率也会随之提高，从而增加公司的资本成本，降低公司的价值。所谓代理成本，是指为了正确处理股东与经理之间，股东与债权人之间的代理关系所发生的成本，以谋求经理、股东、债权人等之间的利益关系的权益平衡。

在考虑了财务拮据成本与代理成本之后，运用负债公司的价值应按下列公式予以确定：

公司价值=无负债公司价值+运用负债减税收益-财务拮据预期成本现值-预期代理成本现值

公式右边的前两项代表了最初的MM理论的思想，即负债越多，由此带来的减税收益也越多，公司价值越大。但考虑了财务拮据成本和代理成本之后，情形就不一样了，因为随着负债减税收益的增加，这两种成本的现值也会增加。当减税收益大于两种成本现值之和时，可以增加负债以趋近最优资本结构；当减税收益小于两种成本现值之和时，运用负债的收益将小于其成本，表明债务规模过大；当减税收益等于两种成本现值之和时，意味着确定了最佳的资本结构。最佳资本结构的确定需在负债减税收益与财务拮据成本之间进行权衡，因而称为权衡模型。

（3）不对称信息理论

近年来，不对称信息理论在公司资本结构中获得了发展。这种理论首先认定：在企业投资机会方面，经理人员与普通投资者之间存在信息的不对称。通常前者总能比后者了解更多的与投资紧密相关的各种信息。这种信息的不对称，将直接影响企业的筹资顺序及最佳资本结构的确定。

由于经理人员与普通投资者存在信息不对称的问题，因而企业筹资的一般顺序是：留存收益-----发行债券----普通股票。严格讲来，不对称信息理论是对公司以及投资者行为的一种解释，构不成严格的理论结构。

以上是西方财务学界对企业资本结构研究的成果。他们前期的研究着重于建立若干负债与企业价值关系的模型研究；进入 80 年代后，则侧重于将企业的经济行为，经理个人的行为等考虑到资本结构的变化中。

综上所述，西方资本结构理论为我们进一步研究企业的资本结构奠定了基础：

(1) 由于负债具有免税效应因而运用负债经营是有利的；(2) 由于市场中不确定因素的存在以及不同社会团体利益的冲突与协调，负债必须是适度的。但是西方资本结构理论并不完全适合我们的国情，这是因为：(1) 企业价值难以计量。西方资本结构理论一般都把企业价值最大化作为衡量最佳资本结构的标准，而企业价值被赋予的含义是：发行在外债券的市场价值和流通在外的普通股市价之和。显然企业价值的讲法是以债券和股票在完全的资本市场上交易为前提，这对于资本市场尚处于发育中的我国来说是难以达到的。事实上即使在西方国家，这个前提也难以满足。

(2) 无限量举债受到限制。净利理论和修正后的 MM 理论将最佳资本结构建立在负债 100% 的基础之上，过分夸大了举债的财务杠杆效应，忽视了伴随着财务杠杆效应的财务风险。关键的问题还在于，在我国，无论是创办企业还是处于营运中的企业都要求有最低数额的资本金，这就从根本上排除了无限量举债的可能性。

(3) 假设条件过分严格，西方资本结构理论特别是现代资本结构理论，都立足于一系列严格的假设条件之上，除了假设债券和股票在完全的资本市场上流通之外，还假设投资者对企业未来收益和风险的预期相同，负债利率为无风险利率，投资者预期的税前利润不变。这些假设虽然有助于资本结构理论的建立，但同时又在很大程度上削弱了理论本身的实际应用价值。

为此，我们研究资本结构必须结合中国国情，考虑发育不完全的资本市场，刚建立现代化企业制度的我国企业的实际情况，在吸收和借鉴西方资本结构理论的基础上创建自己的资本市场结构理论。

二 影响资本结构的因素

几十年的资本结构研究之所以被人们称为“资本结构之谜”其原因就在于影响企业资本结构的因素很多，这些主观因素和客观因素、内部因素和外部因素均对企业确定最

佳的资本结构产生影响。我们认为，影响企业资本结构的因素大致有以下几个：

2.1 国家的经济发展状况

在一个国家经济迅速增长时期，企业经营大都有较强的获利能力，这时的企业为追求最大利润，总有投资扩张的需求；而对投资人来说，经济增长时期能够获得较高的投资报酬，因而企业的股票筹资很容易，资本结构中权益资本的比重相对大一些，而在经济发展经过迅速增长阶段进入平稳发展之后，企业大多以降低成本来提高企业的利润，

此时的股票投资风险较大，企业的债券筹资相对较容易，因而资本结构中负债资本的比重相对要大一些。

2.2 销售收入的增长程度及增长的稳定程度

销售收入增长幅度大的企业，在正常情况下，其所产生的现金流量较多，获利能力较强，企业生机勃勃的形象对投资人和债权人都有很强的吸引力。在企业筹资上无论是发行股票还是发行债券都相对容易，销售收入增长幅度高的企业，其负债比率可以高些，而销售收入增长幅度低或不增长的企业，对投资人的债权人的吸引力较差，负债在资本结构中的比重相对较小。通常只有在销售趋势好时才能相应调整资本结构，否则，企业将承担过高的财务风险，投资人的债权人对这样的企业必然望而却步。

如果企业的销售收入增长稳定可靠，利润的保障程度就更高，现金流量及干净利落就易于预期和掌握，即使企业筹措较多的债务，也会因企业周围顺畅，获利稳定到期还本付息不会遇到过高的财务风险。所以收入稳定并持续上升的企业，可以在资本结构中保持较高的负债比重；相反，如果企业销售收忽升忽降，则其经营风险就比较高，其现金的回流时间及数额极不稳定，这易于造成它们与偿债时间和数额的不相协调，以致形成结构性的财务风险，在这种情况下，企业负债在资本结构中的比重应当降低些，以免由于不能按时按量清偿债务本息而发生结构性财务危机。

2.3 所有者（股东）及经营者所持的态度

所有者和经营者对企业的控制权以及对风险的态度，很大程度上决定了企业的资本结构。由于股票的发行遍及社会各界，增加股票的发行数量，有可能稀释原有股东权益和分散经营权，这对企业经营极为不利。所以当企业预计到增加权益资本有可能波及削弱主权时，发行债券和银行贷款不失为一种有效的办法。从风险态度看，如果企

业的所

有者和经营者对风险采取保守回避的态度，那么企业的资本结构偏向尽可能使用权益资本，负债比重相应较小。相反，如果企业的所有者和经营者对风险采取一种积极进取的态度，企业的资本结构偏向较多地使用举债，以充分利用财务杠杆来的额外收益。

2.4 企业所处行业的竞争程度

企业承担风险的能力要受到销售收入和利润高低的影响，而企业的销售收入和利润的高低则与企业所处行业的竞争激烈度密切相关。如果企业所处行业的竞争程度较弱，或具有垄断性，则销售和利润可能稳定增加。相应，企业可以大量举债，因而在资本结构中，负债比重可以提高；但是如果企业所处行业竞争程度较强，或完全自由竞争，抑

或由于销售收入和利润的增长，吸引更多的企业加入同一行业竞争，造成行业内竞争加

剧，必然对销售利润的稳定增长带来消极作用，利润平均化趋势使企业被平均以致降低的态势，这时企业应考虑增加权益资本，降低负债比重，以避免偿债风险。

2.5 贷款人和信用等级评定机构的态度

尽管企业对自身经营和财务杠杆的利用价值有其自身的评价，但是要融通资金，企业要受债权人和信用等级评定机构的制约，他们的态度往往决定了企业扩大筹资和选择筹资种类的可能性。即，纵然企业对未来充满信心，并认为可以走出企业承包能力大胆运用财务杠杆，但客观上，贷款人或债权人未必能与企业持一致的态度。如果企业过于乐观，使其本身资本结构的负债比重大大超过同行业的平均水平，那么，债权人往往会持反对意见，不愿再提供贷款。债权人考虑的是债务过多会损害企业的偿债能力，最终将更多的风险转嫁到债权人身上。一般来说，信用等级评定机构的态度决定了债权人的态度，因此，企业资本结构中的负债比重的高低应当以不影响企业的信用等级为限度。

三 企业资本结构的优化决策

3.1 最佳资本结构选择的选择标准

最佳资本结构选择的必要性源于资本结构变动对企业的双重影响。长期资本中债务资本和权益资本的构成不同即资本结构不同，对企业的经营有着十分重要的影响。一方面，在经济上处于上升时期和通货膨胀比较严重的情况下，通过提高债务资本的

比重的举债经营，无论是对企业还是对股东都是有益处的，因为举债经营不仅可以降低综合资本成本，这企业带来财务杠杆效应，而且还可以增加股票的价值并减少由于通货膨胀而造成的货币贬值损失。但另一方面，举债也并非多多益善，尤其在经济不景气时，过重

的债务可能降低企业的信用程度，影响企业的再筹资；一旦再筹资受到影响，企业只能通过给予优惠条件如更高的利率，来吸引投资，这势必提高企业的资本成本；而资本成本的上升和还本付息的压力，又会引起企业对现金流量需求的增加，从而加大企业资本营运的难度。可见，资本结构对企业经营的这种双重影响，客观上要求对资本结构进行合理的安排，并确定一种最佳的资本结构。

我们认为，企业在选择最佳资本结构时应充分考虑各方面的因素，但以下两个标准是至关重要的。

(1) 综合资本成本最小化。综合资本成本是由个别资本成本以及个别资本占总资本的比重所决定的。在资本总额中，提高个别资本成本越低的资本比重，综合成本就越高。但是，企业的资本结构不可能在个别资本成本最低的资本比重为 100% 的条件下去选择。

由于各种个别资本都不可避免地存在于企业之中，因而，人们只能选择综合资本成本尽可能小的资本结构方案。在这个意义上，综合资本成本最小化无疑构成了评判最佳资本结构的重要标准。

(2) 所有者收益最大化。在股份有限公司，所有者权益最大化表现为每股收益最大化或股东权益收益率最大化；在非股份有限公司，所有者收益最大化表现为净资产收益率最大化。只有资本结构合理，才能实现所有者收益最大化。根据这一标准来选择最优资本结构方案，首先要计算和比较不同资本结构方案的所有收益者，然后，以所有者收益最大的资本结构方案为最佳方案。

以上两个标准不是孤立的，而是有着深刻的内在联系。资本成本最小化是从企业资本运动的起点——筹资环节上来考察最佳资本结构的，它要求资本要素的投入要以成本最小为标准。资本成本“最小”与所有者收益“最大”的有机统一，一个最佳的资本结构应当是投入最小产出最大的资本结构。

3.2 负债的功能分析

企业的长期资本中权益资本供企业长期使用，没有还本付息的压力，不存在财务风

险，权益资本是企业赖以经营的基础。但在资本结构的研究中我们关注更多的是负债资本。分析负债在企业财务运作中功能，能使我们更深刻地认识负债给债务人带来的利益，也能促使企业在举债筹资恰当时更多地使用举债筹资。负债在企业财务运作中有两大功能，一是财务杠杆作用，一是反通货膨胀功能。

3.2.1 财务杠杆作用

财务杠杆原理，简而言之，是指企业使用一不定期的负债经营可以提高企业权益收益率。通过举债，发挥财务杠杆作用进行生产经营是十分明智的。财务标杆作用有正负两方面，其正面作用表现为：（1）负债资本成本主要是利息，利息是税前费用，可部分抵减所得税，能够起到节税作用；（2）负债资本成本一般低于权益资本成本，提高负债资本的比重，可以降低综合资本成本。正面作用是为企业资本带来额外收益，其条件是，全部资本的息税前利润率高于同其负债资本成本。此时，负债比率高时，财务杠杆利益就大；负债比率低时，财务杠杆利益就小；如无负债，就不会产生财务杠杆利益。财务杠杆的负面作用是：在全部资本息税前利润率低于同期负债资本成本时，会使企业资本

成本过重，降低权益资本收益率，经企业权益资本造成额外损失。此时，负债比率高，额外损失就大；负债比率低，额外损失就小。

例如,假定某公司运用财务杠杆,在不同的债务比例和借款利率下,财务杠杆的正面作用和负面作用可在表 1 中清晰地显示出来。

从表 1 中可以看出，在 10%利率下，每股净收益在没有运用财务杠杆即债务比率为 0 时，是 8.4 元；当运用财务杠杆，债务比例达到 20%，50%，80%时，每股净收益逐步上升为 8.75 元，9.8 元和 19 元，出现正财务杠杆作用。在利率为 15%时，每股净收益从 8.4 元下降为 7.85 元，6.3 元和 0 元，出现负财务杠杆作用。其主要原因是：当全部资本利息税前利润率 12%（120000/1000000）大于债务成本 10%时，正财务杠杆作用出现，每股净利润上升，负债比例越高，每股净收益越大；反之，当全部资本息前税前利润 12%小于债务成本 15%时，则负财务杠杆出现，每股净利润下降，负债比例高，每股净收益越小。

表 1 财务杠杆的作用分析

项目	债务比例			
	0	20%	50%	80%
债务资本	0	200,000	500,000	800,000

权益资本	100 % (10000 股)	80 % (8000 股)	50 % (5000 股)	20 % (2000 股)
总资本	1, 000, 000	1, 000, 000	1, 000, 000	1, 000, 000
息前税前利润	120, 000	120, 000	120, 000	120, 000
利息率	10 % 15 %	10 % 15 %	10 % 15 %	10 % 15 %
利息	0	20 , 000 30, 000	50 , 000 75, 000	80 , 000 120, 000
税前利润	120, 000	100 , 000 90, 000	70 , 000 45, 000	40, 000 0
所 得 税 (30%)	36, 000	30 , 000 27, 000	21 , 000 13, 500	38, 000 0
税后净利	84, 000	70 , 000 63, 000	49 , 000 35, 500	38, 000 0
每股净收益	8 . 4	8 . 75 7.875	9 . 8 6.3	19 0

3.2.2 反通货膨胀功能

我们这里说的反通货膨胀功能,并不是指具有抑制通货膨胀的功能,而是指对债务人而言,负债可以转嫁通货膨胀的损失,使债务人获得潜在利益.在通货膨胀情况下,企业拥有的负债资本越多,所获得的潜在利益就越大.(1)一般而言,通货膨胀造成的利率上涨后于物价的上涨,即市场利率上升的幅度小于通货膨胀率.因为剔除通货膨胀的影响后,实际利率下降了,有时甚至出现负数,从而使投资者遭受损失,而借款者却得到好处.因为这笔借款是用贬值后的货币来偿还的.在这种情况下,企业举债无疑是有利可图的.(2)由于利息抵税作用,通货膨胀引起的市场利率的上升小于通货膨胀,并在保持投资者实际收益率不变的条件下,通货膨胀引起的实际负债成本仍会下降,且通货膨胀越严重,下降的幅度越大.因而,负债具有反通货膨胀的功能,能够部分抵减通货的影响.而权益资本成本的上升,仅从资本成本角度而言,与无通货膨胀情况正比,通货膨胀情况下企业举债筹资更要优于权益资本筹资.

3.3 息税前盈余---每股盈余分析

“息税前盈余”是反映企业盈利能力的指标.从息税前盈余减去债务利息和纳税税额,其余数额除以普通股股数即为每股盈余.因此,息税前盈余和每股盈余两个指标既相互区别又相互联系.所谓息前税前盈余---每股盈余分析即是利用不同筹资方式下的每股盈余无差别点(即每股盈余不受筹资方式影响的销售水平)进行分析,以确定企业理论上的最优资本结构.

某公司原有资本结构如表 2 所示.该企业因扩大业务之需,准备再筹 100 万元的长期资本.

表 2 某公司增资前后的的资本结构

筹资方式	原资本结构	增加筹资后的资本结构	
		增发普通股(A)	增发债券(B)
公司债(10%)	500,000	500,000	1,500,000
普通股(面值 100)	1,500,000	2,500,000	1,500,000
资本总额	2,000,000	3,000,000	3,000,000
普通股数	5,000	25,000	15,000

表 3 资本结构对每股盈余的影响

项目	增发股票	增发债券
预计息税前盈余 EBIT	350,000	350,000
减:利息	50,000	150,000
税前盈余	300,000	200,000
减:所得税	90,000	60,000
税后盈余	210,000	140,000
普通股数	25,000	15,000
每股盈余	8.4	9.3

方案有二:一是全部发行长期债券,年利息 10%;二是全部发行普通股,每股面值 100 元,共 10000 股.筹资后的资本结构如表 2 中所示.假设息税前盈余 35 万元,所得税率为 30%,则资本结构对每股盈余的分析如表 3 所示.

表 3 分析表明,当息税前盈余为 35 万元时,利用增发债券的形式筹资奖金,能使企业每股盈余上升较多,同时债券的成本相对较低,这符合我们选择资本结构的两个标准.

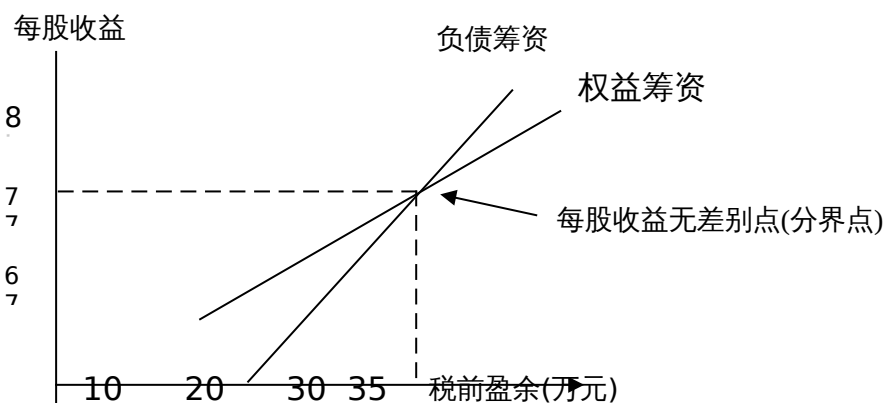


图 3 两种筹资方式的分界点

由于在每股收益无差别点上,无论是采用负债融资,还是采用权益融资,每股收益都是相等的.因此,可用下列公式计算:

$$(EBIT-I_1)(1-T)/N_1=(EBIT-I_2)(1-T)/N_2$$

其中: N_1, N_2 ---两种筹资方式下普通股数

EBIT---息前税前盈余

I₁,I₂---两种筹资方式下的年利息

T---所得税率

将上例数据代入得: EBIT=30 万元,在此点每股盈余为 7 元,绘图如图 3 所示.

从图 3 可以看出,当 EBIT<30 万元时,发行权益融资有利;当 EBIT>30 万元时,发行负债融资有利.

随着企业长期负债的增加,财务杠杆的扩大,财务风险也随之增长,股东将要求额外的风险补贴来弥补他们所承受的额外风险.因而根据此法做出最优资本结构的决策有时难免会出现偏差.

3.4 财务管理的目标分析

以上我们以每股收益的高低作为衡量标准对筹资方式进行了选择。息前税前盈余---每股收益分析这种方法存在一个缺陷,就是它没有考虑资本结构对企业经营的风险产生的影响. 从根本上讲, 财务管理的目标在于追求公司价值的最大化或股价的最大化。然而只有在风险不变的情况下, 每股收益的增长才会直接导致股价的上升, 实际上经常是随着每股收益的增长, 风险也加大。如果每股收益的增长不足以补偿风险增加所需的报酬, 尽管每股收益增加, 股份仍然会下降。所以, 公司的最佳资本结构应当是可使公司的总价值最高, 而不一定是每股收益最大的资本结构。同时, 在公司总价值最大的资本结构下, 公司的资本成本也最低的。

公司的市场总价值 V 应该等于其股票的总价值 S 加上债券的价值 B, 即:

$$V=S+B \quad (1)$$

这简化起见, 假设债券的市场价值等于它的面值。股票的市场价值则可通过下式计算:

$$S=(EBIT-I)(1-T)/K_S \quad (2)$$

式中: EBIT---息前税前盈余

I---年利息额

T---公司所得税率

K_S---权益资本成本

采用资本资产定价模型计算:

$$K_S = R_S = R_F + \beta (R_M - R_F)$$

R_F ----无风险报酬率

β ---股票的贝他系数

R_M ----平均风险股票必要报酬率

而公司的资本成本，则应用加权平均资本成本 (K_w) 来表示。其公式为：

加权平均资本成本税前第一生产力资本成本*债务额占总资本比重* (1-所得税率)

+

权益资本成本*股票额占总资本比重

$$K_w = K_b (B/V) (1-T) + K_S (S/V)$$

式中： K_b ---税前的债务资本成本。

表 4 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 (百万元)	税前债务资本成本 K_b	股票 β 值	无风险报酬率 R_F	平均风险股票必要报酬率 R_M	权益资本成本 K_S
0	-	1.20	10%	14%	14.8%
2	10%	1.25	10%	14%	15%
4	10%	1.30	10%	14%	15.2%
6	12%	1.40	10%	14%	15.6%
8	14%	1.55	10%	14%	16.2%
10	16%	2.10	10%	14%	18.4%

根据表 4 的资料，运用公式 (1) (2) (3) 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 (见表 5)

表 5 公司市场价值和资本成本

债券的市场价值 B (百万元)	股票的市场价值 S (百万元)	公司的市场价值 V (百万元)	税前债务资本成本 K_b	权益资本成本 K_S	加权平均资本成本 K_w
0	-	1.20	10%	14.8%	14.80%
2	10%	1.25	10%	15%	14.15%
4	10%	1.30	10%	15.2%	13.54%
6	12%	1.40	10%	15.6%	13.36%

8	14%	1.55	10%	16.2%	13.41%
10	16%	2.10	10%	18.4%	14.23%

从表 5 中可以看到，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 600 万元时，公司总价值最高，加权平均资本成本最低；债务超过 600 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 600 万元时的资本结构是该公司的最佳资本结构。

3.5 经营中保持合理的资本结构

资本结构是一种动态的组合,现行合理的资本结构由于新筹奖金的加入可能会导致负债过高或权益资本过大.财务管理的任务之一就在于通过筹资调整不合理的资本结构,通过经营调整不合理的资产结构,使之趋向于收益和风险相宜的最优结构,否则,会加大企业的财务风险,或者会错过负债的财务杠杆作用,错过获得高收益的机会.研究企业的资本结构问题,应当从建立合理的资本结构出发,以企业高收益和适当的风险为立足点,实行新一轮的筹资结构,投资结构和资产结构组合,从而实现新的合理的资本结构,这此企业应注意以下问题:

- (1) 结合历史资料,研究企业所处行业的竞争程度,行业风险和财务风险,确定当前合理的资本结构,并在实践中不断修正,完善.一般而言,一些高盈利的行业,如制药和电子行业其负债可相对高一些,因为它们都保持有较高的偿债能力,而那些高风险的行业如需要大量科研经费,产品试制周期长的行业,过高的负债是不明智的.
- (2) 在筹资过程中,研究和确定企业的筹资策略,选择最佳的筹资结构.既要使新筹资成本较低,又要注意新筹资成本加入后保持合理的资本结构.

企业在筹资过程中经常会面临这样的两难选择:高负债的筹资成本低但风险大;低负债的成本高但风险小,且未能充分利用财务杠杆.因而企业在选择筹资策略时,要选择风险与成本相对称的策略:在尽可能使企业增加负债时相应降低企业的财务风险;在增加企业的权益资本时,相应降低筹资成本.

- (3) 经常对企业承包偿债能力进行分析,保持较高的偿债能力,及时足额地偿还债务本金和利息.这不仅使企业有良好的信誉,保证企业再举债的顺利进行,而且还可能使债权人根据企业的具体情况为企业提供优惠利率的贷款,从而降低负债的资本成本.

四.结论

资本结构是企业财务决策的重要组成部分.评判企业资本结构优劣的标准除了考虑影响资本结构的诸多因素之外,主要两个既可量化又可联系的标准:综合资本成本最小和所有者收益最大.在资本结构的研究中我们更多的关注长期负债的比重,因为负债资本既难为企业带来财务杠杆利益同时负债又是企业的财务负担,会给企业带来财务风险.因而我们通过负债功能分析,每股收益分析,财务管理目标分析的研究等方法来分析企业资本结构中负债的比例问题,使企业的负债控制在一定的规模.企业合理的资本结构一旦确定,既要资本结构的稳定性,又要保持资本结构的弹性,即在企业筹集新的资本时不会遇到再发行股票或再举债的困难,为企业的发展留有余地.

通过与西方发达国家企业的资本结构相比较,我们看出我国上市公司资本结构中长期负债的比例偏低,上市公司都运用权益资本进行生产经营,即上市公司的资本结构不合理,这既有企业经营者自身对负债的态度的原因,也有国家宏观经济方面的因素.因而,优化上市公司的资本结构,不仅要使企业经营者转变观念,增强市场经济意识,还要结合国家宏观经济体制的改革,资本市场的完善和银行商业化的发展.

可以确信,随着我国经济体制改革的不断深化,社会主义市场经济体制的建立和完善,我国的上市公司一定会充分运用负债的财务杠杆作用,加大长期负债在资本结构中的比重,这企业的所有者带来更多的投资报酬.

参考文献：

- [1] 张晓瑞.论我国企业资本结构优化 [J] .工业技术经济,2003,(6)
- [2] 孙桂英.如何优化国有企业资本结构 来源：《中国统计》
- [3] 财政部注册会计师考试委员会办公室编.CPA 财务成本管理，2003
- [4] 李晓丹.国有资产管理与经营.中国统计出版社
- [5] “中国改革与发展报告”专家组著.中国财富报告
- [6] 魏杰著.面对资本之翼.中国发展出版社
- [7] 张人骥.以达国家公司资本结构的研究.外国经济与管理.1994(8)
- [8] 林钟高.项有志等编著.企业举债必备—企业债务研究.经济科学出版.1997
- [9] 安应民.现代企业经营管理的最新策略与方法.中国经济出版社.1998
- [10] 孙建民.论资本结构优化的影响因素及筹资决策
- [11] 道格拉斯.R.爱默瑞,约翰.D.芬尼特.公司财务管理.中国人民大学出版社,1999
- [12] Berger, A.N., Herring, R., Szego, G., 1995.The Role of Capital in Financial Institutions. Journal of Banking and Finance, Vol.23.
- [13] 戴文标,任熹真.国有企业资本结构优化标准的探析 [J] .经济学家,2001,(4)
- [14] 王文均.西方财务管理.上海,立信会计出版社,1997
- [15] Milton Harris , Arthur Raviv.The theory of capital structure .The Journal of Finance ,1998(3)

-
- [16] (美)尤金.伯格汉姆,路易斯.加潘斯基著.美国中级财务管理.北京:中国展望出版社.1999
- [17] (美)欧根.布里汉.企业金融管理学.北京:中国金融出版社.2000