

基于 EVA 的国企资本结构优化模型

李小平, 何 燕

(四川师范大学 政治教育学院, 成都 610068)

摘要: 基于企业存在最佳资本结构的讨论和 EVA 与资本结构影响因素的关系分析, 可以判断出 EVA 是企业资本结构的一个综合性影响因素。鉴于此, 将 EVA 引入到国有企业筹资决策的方法中, 可以建立基于 EVA 的国企资本结构优化模型——每股 EVA 分析法。该方法通过综合反映权益资本成本、负债资本成本、税收效应和市场环境等因素, 以计算出每股 EVA 和相应的不受筹资方式影响的销售额来判断资本结构优化。该方法在实践中对于促进国企经营管理者控制资本成本、调整资本结构、充分发挥 EVA 在价值创造中的导向作用将产生积极影响。

关键词: EVA; 国有企业; 资本结构; 每股 EVA 分析法

中图分类号: F276.1 **文献标志码:** A **文章编号:** 1000-5315(2012)06-0074-07

2010 年 1 月 1 日, 以引入经济增加值 EVA (Economic Value Added) 为考核基本内容的《中央企业负责人经营业绩考核暂行办法》(以下简称《考核办法》) 开始在全国所有中央企业实施。该考核办法的确定和实施, 引起了理论界和实务界的广泛关注, 认为这对于强化企业价值创造、提升股东投资回报、确保国有资产保值增值具有重要的导向作用。但是, 在实践中, 人们对 EVA 的认识和运用, 更多是关注 EVA 考核指标的明晰和相应激励方式的建立, 而忽视了如何基于 EVA 优化国企资本结构的问题。EVA 作为现代价值管理的核心范畴, 它不单纯是一个考核标准, 更是一套考核机制, 其追求的价值创造与资本结构下的资本成本有直接关系。因此, 如何基于 EVA 的思想与方法, 思考 EVA 对企业资本结构的影响, 建立国企资本结构优化的 EVA 模型, 对于完善《考核办法》机制, 使其在实践中更充分地发挥价值创造的导向作用, 具有重要意义。

一 资本结构优化存在性的讨论

在财务学中, 资本结构是指长期债务资本和权益资本的比例关系, 其优化则指企业筹资安排中所表现出的加权资本成本最低、企业价值达到最大化的资本结构。关于资本结构的优化问题, 学界一直存有争论, 主要有四种不同的认识。

一是净收益论。该观点以股东对企业的期望投资报酬率(即权益资本成本)不变和企业能以固定利率永续融资为假设, 认为由于债务资本成本低于权益资本成本, 运用债务筹资可以降低企业的综合资本成本, 且负债程度越高, 综合资本成本就越低, 企业价值就越大。按照这一观点, 当企业负债率达到最大时, 其综合资本成本最低, 企业的价值最大。

二是净运营收益论。该观点以企业负债成本固定不变、权益成本随负债率的上升而提高为假设, 认为不

收稿日期: 2012-06-20

基金项目: 国家社会科学基金项目“经营性国有资产保值增值机制研究——基于 EVA 的理念与方法”(编号: 09XJL001) 的阶段性研究成果。

作者简介: 李小平(1960—), 男, 四川峨眉人, 管理学博士, 四川师范大学政治教育学院教授, 主要从事公司治理结构优化研究; 何燕(1976—), 女, 四川江油人, 经济学博士, 四川师范大学政治教育学院副教授, 主要从事政治经济学研究。

管企业的财务杠杆程度怎样,其整体的资本成本不变,因而不存在最优资本结构。由于负债增大,股东承担的风险也增大,权益资本要求的报酬率随之上升,于是负债率上升对降低综合资本成本的好处会被上升的权益成本所抵消。因此,资本结构的变化不会影响企业的综合资本成本,也不会影响企业的价值。

三是传统论。该观点认为,由于负债的减税利益及风险不同,且负债成本一般小于权益成本,因此,在一定范围内,尽管负债增加会导致权益成本的上升,但不会完全抵消运用财务杠杆所带来的收益,企业的综合资本成本仍会下降。但负债达到一定的点后,权益成本的增加会完全抵消并超过运用债务带来的好处,企业的综合资本成本便开始上升。一旦负债成本也开始增加,综合资本成本就会进一步上升,从而使企业价值降低。可见,传统论是对净收益论和净运营收益论的一种折衷,它承认企业存在一个最优的资本结构,这就是综合资本成本从下降转为上升拐点时的负债比率^{[1]15-21}。

四是权衡论。该观点认为,企业可以利用税盾的效应,通过增加负债来提高企业价值,但随着负债的增加,企业陷入财务危机的可能性也增加,甚至可能破产,从而产生破产成本。即使不破产,但只要企业陷入财务危机的概率增加,就会给企业带来额外的成本,这是限制企业增加负债的一个重要因素。因此,企业在筹资决策时,需要权衡负债的税盾效应和破产成本,最优资本结构是在税盾带来的收益和负债带来的成本之间寻求一个均衡点。后来,一些学者将负债的成本从破产成本延伸到了代理成本、财务危机成本和非负债税收利益损失等方面,同时,又将税盾效应从原来所指的负债收益扩展到非负债税收收益方面,实际上是扩大了成本和收益所包括的内容,把筹资决策看成是在税收收益和各种负债成本之间的权衡^{[2]373-377}。

综观以上认识,资本结构存在性的观点实际上表现为两类:一是以净运营收益论为代表,认为企业不存在最优的资本结构;二是以净收益论、传统论和权衡论为代表,认为企业存在最优的资本结构。这两类观点从推论的过程来看都没有问题,因为其各自都有不同的前提假设。净运营收益论假设企业负债成本总是固定不变,忽略负债增加所伴随的财务风险增加及其所引致的负债成本上升,但这显然与现实不符。净收益论虽然认为存在最优资本结构,但其假设的权益资本成本不变和企业能以不变利率无限融资的条件也不符合实际。相比较,只有传统论和权衡论的假设更为现实,特别是权衡论放宽假设综合考虑企业破产成本、代理成本和财务危机成本等的产生,更符合实际。所以,企业存在最优资本结构的思想逐渐得到大多数学者的认同,并成为一种主流观点。

二 EVA 对资本结构的重要影响

国内外的许多研究表明,企业资本结构的影响因素很多,不仅包括主流财务理论所讨论的税收收益、财务危机成本、破产成本、代理成本等,还包括企业的行业状况、经营规模、成长预期、盈利能力、社会声誉等^[3]。单纯从这些影响因素来看,EVA 对资本结构的影响并不直接和明显,但从 EVA 作为剩余收入反映了所有资本的成本的特征看,它与上述因素都存在关联并发挥着影响作用。实质上,EVA 是资本结构决策的一个综合性影响因素。

(一) EVA 反映企业的资本成本

根据美国斯特恩—斯图尔特财务管理公司 AI·埃巴的定义,经济增加值 EVA 作为剩余收入,其基本含义是它必须在补偿投资风险后还有剩余,或者说是公司税后净营业利润与所投入的全部资本成本相减后的一个差额^{[4]3-4}。其算式是:

$$EVA = NOPAT - TC \times C\%$$

式中,NOPAT 为税后净营业利润,TC 为全部资本,C%是综合资本成本系数,TC×C%则为全部资本的成本。这表明 EVA 是税后净营业利润对全部资本成本的扣除,反映了资本成本的数据。很显然,EVA 值的大小受资本成本高低的制约,而资本成本又是资本结构的影响变量。因此,一般来说,如果某种资本的成本较低,则企业筹措这种资本的意愿较强,从而其在资本结构中的比重就较高。

(二) EVA 反映企业盈利能力

基于 EVA 的算式,EVA 基本上等于经济利润。经济利润由于考虑了资源应用的机会成本,因而最能表明资源的应用效率与价值的增值程度。正如 AI·埃巴所声称的,在税后净营业利润的基础上,通过合理

调整某些会计项目和全面反映投入的资本成本,EVA 值比传统的净利润、净资产收益率等指标值更能真实地反映公司的盈利能力。按照美国经济学家梅耶斯(Mayers)的啄食顺序原则,企业更偏好内源(留存收益)融资,而盈利高的企业能保留更多的留存收益,因此,盈利性强的企业其利用留存收益融资的倾向性就强,相应的其资本结构就倾向于低负债。

(三)EVA 反映企业的成长性

在 EVA 的计算中,企业新产品研究与开发费用(R&D)、员工教育和培训费用、商誉等都被认为是增强企业发展未来的投资行为,相应的支出都是作为资本性支出,而不是像会计利润指标那样作为当期费用。在现代市场经济中,知识的边际效用递增趋势日益显著,像 R&D 这些体现知识投入的资本在很大程度上能够提高公司在今后的发展潜力,因而 EVA 也反映企业的成长性。企业成长对资本结构的作用有双重性:高成长性的企业一般有规模扩张的冲动,对资金的需求也会因此旺盛,而规模扩张带来的高成本使企业的盈利不会高,这使企业倾向负债融资(啄食原则);但大规模的扩张会使企业能够作为负债融资抵押的资产相对减少,从而又会增大企业的财务风险,抑制企业负债融资的倾向。

(四)EVA 反映企业市场价值

从投资者的角度看,企业市场价值是企业的市场增加值(MVA)与投资者投入资本的加总,即市场价值=投入资本+MVA。其中,MVA 是企业未来 EVA 流入的现值,用公式表示为:

$$MVA = \sum(EVA_t) / (1+k)^t (k \text{ 为资本成本率})$$

上式意味着 EVA 的流入是决定 MVA 也即决定企业市场价值的关键因素。也就是说,在企业投入资本保持不变的条件下,EVA 预期流入的现值将明确反映企业的市场价值。由于 EVA 现值是根据一定的资本成本率 k 将 EVA 预期流入折现的结果,而 k 又是一定资本结构下的平均资本成本率,因此,EVA 对企业市场价值的反映表明 EVA 对资本结构肯定存在一定的影响。

(五)EVA 反映企业的社会声誉

由于 EVA 影响企业的市场价值及其成长性,企业的社会声誉也会因此受到直接或间接的影响。而投资者和债权人对企业发展的前景和社会声誉一般都比较关注或敏感。通常来讲,发展前景和社会声誉优良的企业,更容易受到股民的青睐而吸收股权投资,也有利于向债权人讨价而以较低的利率筹措债务资本。

三 国企资本结构存在的主要问题

过去很长时间内,国有企业资金都实行国家统一管理,企业并不具有融资决策的自主权。但随着现代企业制度的建立,国有企业资金来源发生了根本变化,其资本结构的问题也逐渐在市场经济中凸现出来,如高比例负债融资、流动负债占比过大、上市公司偏好股权融资等。这些问题在不同时期虽然有不同程度的表现,但从总体看,目前国企资本结构仍然存在以下两个突出的问题。

1. 资产负债率仍然偏高

20 世纪 80 年代初,国有企业的资产负债率比较低,一般在 10% 左右。但随着国家对国企资金供给制度的变革,国企债务的严重性也日渐显现。1998—2002 年,国企的资产负债率平均达 45% 左右,并呈不断提高的趋势;2003—2007 年,国企平均资产负债率上升到 66%—76% 之间,主要集中在 72% 左右。2008—2011 年,国企资产负债率有所下降,但仍分别达到 64.4%、63.7%、61.5%、62.7%,半数以上中央企业的平均资产负债率超过 65%^①;而同期国企的净资产收益率分别为 6.5%、6.2%、7.5%、7.4%,2012 年 1—5 月,国企净资产收益率只达到 2.4%,比上年同期下降 0.7%^[5]。近几年,国企资产负债率虽然有所下降,但考虑到其经营业绩普遍不高甚至下滑的情况,我们有理由认为,国企负债率依然偏高,其背后是资本结构的不合理。首先,国企资产负债率超过了国际上公认的 50% 的合理比率,这使企业的财务风险和债务成本必然增加;其次,国有企业经营业绩差,资金使用效率与利息(债务成本)很容易出现倒挂现象。

一般认为,导致国企高负债率的原因主要有如下三点:一是国家实行“拨改贷”后,本来作为权益注入的资金全部转变成了对银行的负债;二是国企的社会责任不断加重,资产中有相当的比例要用于非经营性活动,使经营性资产所占比例降低;三是企业行为不合理,经营效益差,还债能力降低^[6]。但其中有一个很重要

的原因被忽略了,这就是国有企业在融资扩张的过程中,由于存在与国有银行的血缘关系,其预算约束软化的痼疾实际上没有得到消除。

2. 上市国企股权融资偏好依然存在

国企通过股份制改造并上市后,享有多渠道的融资方式,包括利润留存、配给股份、增发股票、企业债券和银行贷款等。其中,留存收益、长期负债和股权融资是企业长期资金的来源渠道。在长期资金筹措的渠道选择上,上市国企一般存在股权融资的强烈偏好。目前有人对上市公司的股权融资偏好提出质疑,认为该偏好还不能完全得到上市公司再融资的数据支持,且也与国企负债率居高的事实不符^[7]。其实,上市公司偏好股权融资是指公司不放弃有可能选择股权融资的机会,它与公司的高负债比率并不矛盾。如果说在公司目前的资本结构中,股权融资的比例较低是与我国资本市场的发展程度和股权融资的条件有关,但不能因此否认上市公司存在股权融资的偏好。事实上,在我国目前的股票市场和上市公司股权结构的状况下,无论是从公司自身来讲,还是从公司融资的实际决策者来讲,都有无限地通过股票市场进行融资的动机^[8]。这一看法与我国广大股民认为上市公司一味“圈钱”的共识是完全吻合的。

上市公司股权融资偏好的原因主要有两点。一是股权融资成本较低。由于负债融资可以获取税盾带来的收益,其成本一般低于股权融资的成本,并且企业发行债券和向银行借款所产生的费用一般也低于股票发行过程中的费用。但我国目前股权融资存在较大困境,如资本市场缺乏股权的强约束环境;股利政策具有很大的随意性;一毛不拔的“铁公鸡”公司很多,即便分配也是配送股票的多,分配现金股利的少,且派现利率普遍较低。因此,与具有硬的利率约束的负债融资相比,上市公司更愿意选择股权融资的软约束。资料显示,最近 10 年我国上市公司从市场募集资金高达 4.3 万亿元,但现金分红总额仅占上市公司净利润的 25% 左右,即使是蓝筹股,其实际分红收益也低于国债及银行长期存款收益^[9]。二是股权融资的运用风险较小。到期还本付息是负债融资的硬约束,这将限制企业管理者在现金流不足的情况下进行扩张的行为,从而增大负债融资的运用风险。而由于股权融资具有非返还性,且在我国又表现为低成本,这就使股权融资的运用风险相对较小。

四 基于 EVA 的国企资本结构决策模型

很明显,基于资本结构优化的低成本取向,融资方式选择上的负债融资或股权融资过度都是不可取的。针对前述国企资本结构存在的两个突出问题,学界提出了不少化解方法。对于国企的高负债率,代表性的意见是希望实行“债转股”,将企业的负债转化为银行的股权,使企业债务能够通过资本不同角色的转换而自动实现清偿^{[10]35-36};对于国企股权融资的过度偏好,倾向性的建议是提高股票配发的门槛和实行硬性的分红政策,如要求股票发行人从新股发行的招股说明到年报发布都要把分红政策作为重大事项进行披露和说明^[11],并将分红的比率和数额作为上市公司再融资的必要条件。无疑,这些意见和建议对于优化国企的资本结构均会产生重要影响。但我们必须认识到,这些建议要在实践中真正产生实效,还需引入 EVA 理念和方法。因为 EVA 作为影响资本结构优化的综合性重要因素,其理念的价值取向是企业价值的最大化,这与资本结构优化的实质是完全一致的。而要在资本结构的优化中引入 EVA 方法,关键是要建立一个关于资本结构优化的 EVA 决策模型。

(一) 资本结构优化的传统模型与缺陷

关于资本结构优化的决策模型,传统的方式主要是采用每股收益法^{[2]378}。这一方法通过综合考虑税收效应、债务成本、市场环境等因素,以计算出每股收益来说明资本结构的合理性。能使每股收益提高的资本结构是合理的,反之则不合理。

具体地讲,每股收益法是运用每股收益(EPS)的无差别点来进行分析的。EPS 无差别点是指 EPS 不受不同融资方式影响的销售额。按照 EPS 无差别点,可以解释何种销售水平适合选择何种资本结构。

如果以 S、VC、F、I、T、N、EBIT 分别代表销售额、变动成本、固定成本、债务利息、所得税率、流通股股数、息前税前盈余,则 EPS 的算式是:

$$EPS = \frac{(S - VC - F - I)(1 - T)}{N} = \frac{(EBIT - I)(1 - T)}{N}$$

因为在 EPS 无差别点上,不论是选择权益融资,还是选择负债融资, EPS 都是相等的;且如果用 EPS_1 表示权益融资, EPS_2 表示负债融资,则有 $EPS_1 = EPS_2$,即:

$$\frac{(S_1 - VC_1 - F_1 - I_1)(1 - T)}{N_1} = \frac{(S_2 - VC_2 - F_2 - I_2)(1 - T)}{N_2}$$

在 EPS 无差别点上, $S_1 = S_2$,则:

$$\frac{(S - NC_1 - F_1 - I_1)(1 - T)}{N_1} = \frac{(S - NC_2 - F_2 - I_2)(1 - T)}{N_2}$$

上式经整理计算得出的销售额 S 为 EPS 无差别点的销售额水平。当实际销售额超过 EPS 无差别点的销售额 S 时,选择负债融资将可获得较高的 EPS 而具有优势;当实际销售额低于 EPS 无差别点的销售额 S 时,选择权益融资则可获得较高的 EPS 而具有优势。

每股收益法计算简便、分析明了,在企业融资方式的决策中被广泛采用。尤其是对非上市企业,因为无法根据资本资产定价模型(CAPM)与股票市价测定企业价值,因此, EPS 通常用来作为判断企业融资方式合理与否的标准。但这一方法有两个明显的缺陷:一是没有考虑负债比率上升可能产生的风险增大,以致可能增大资本成本,减少企业价值;二是 EPS 没有反映资本成本中权益资本成本的应有信息,存在对企业价值计量的虚张。目前学界和企业界在评价这一方法时,看到的往往只是第一个缺陷,忽略了第二个缺陷。而我们相信,企业在做融资方式决策时,如果无视权益资本成本的存在和影响,该方法的不足则更为突出。一方面,从 EVA 理念出发,只有充分反映企业全部资本成本的收益,才是对企业价值具有真实意义的收益。另一方面,面对国企过高资产负债率和过度偏好股权融资的现实,为切实改善其资本结构,权益融资成本的提高肯定将成为硬约束,这必然要求企业在融资决策分析的框架中纳入权益成本的因素;而且,一旦权益成本(股权报酬率)提高的约束兑现,打算通过“债转股”方式来降低国企负债率的期望也会因此能够激励债权人而具有实质意义。因此,构建基于 EVA 的国企资本结构决策模型十分必要。

(二)基于 EVA 的国企资本结构优化的决策模型

资本结构优化的 EVA 决策模型,其基本思想是以 EPS 的计算与分析为参照,通过综合考虑市场状况、税盾效用、债务成本和权益成本等因素,以计算出每股 EVA(EVAPS),进而确定不同融资方式下每股 EVA(EVAPS)无差别点销售额,来判断资本结构的优化与否。该决策方法可以叫做 EVAPS 分析法。

该模型假设条件如下:负债率的变化对企业财务风险不产生影响,因而由债务增加引起的资本成本的变化暂不考虑^①;因为是国企资本结构的决策模型,其权益资本成本以《中央企业负责人经营业绩考核暂行办法》的一般规定为准;资本成本系数采用加权平均资本成本;涉及 EVA 计算的会计调整项目已按规定范围和标准进行了调整。

假定 S 为企业销售总额, NC 为非财务成本, T 为所得税税率, I 为债务利息, $C\%$ 为加权资本成本系数, TC 为全部资本, N 为流通股股数。则有:

$$EVAPS = \frac{(S - NC - I)(1 - T) + I(1 - T) - TC \times C_1\%}{N}$$

在 EVAPS 无差别点上,不管是选择权益融资,还是选择负债融资, EVAPS 都是相等的。若设权益融资时的每股 EVA 为 $EVAPS_1$, 负债融资时的每股 EVA 为 $EVAPS_2$, 则有 $EVAPS_1 = EVAPS_2$, 即:

$$\frac{(S_1 - NC_1 - I_1)(1 - T) + I_1(1 - T) - TC \times C_1\%}{N_1} = \frac{(S_2 - NC_2 - I_2)(1 - T) + I_2(1 - T) - TC \times C_2\%}{N_2}$$

在 EVAPS 无差别点上, $S_1 = S_2$, 则有条件公式:

$$\frac{(S - NC_1 - I_1)(1 - T) + I_1(1 - T) - TC \times C_1\%}{N_1} = \frac{(S - NC_2 - I_2)(1 - T) + I_2(1 - T) - TC \times C_2\%}{N_2}$$

整理上式得出的销售额 S , 即为 EVAPS 无差别点的销售额水平。

上述公式可用实例说明。假如某一国有控股企业现有资本总额 7000 万元,其中权益资本 4000 万元(普通股 100 万股,每股面值 40 元),负债资本 3000 万元,固定成本 2000 万元,变动成本率 60%,利率 10%,所得税税率 25%,为适应企业经营规模的扩大,现需筹措 3000 万元的资金,而融资方式有两个:

一是全部筹借长期债务,利率仍为 10%,利息为 300 万元;

二是全部发行普通股,每股面值仍为 40 元,增发 75 万股,权益成本率 5.5%^④。

根据以上假定,可得

融资方式一: $C\% = 10\%(1 - 25\%) \times (6000/10000) + 5.5\% \times (4000/10000) = 6.7\%$

融资方式二: $C\% = 10\%(1 - 25\%) \times (3000/10000) + 5.5\% \times (7000/10000) = 6.1\%$

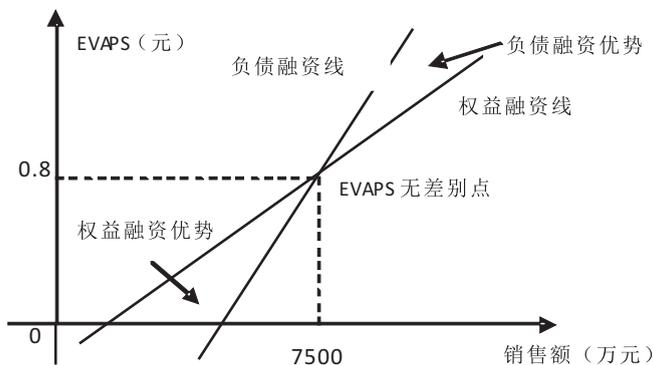
将上述资料中的有关数据代入条件公式,有:

$$\begin{aligned} & \frac{(S - 0.6S - 2000 - 300)(1 - 25\%) + 300(1 - 25\%) - (10000 \times 6.1\%)}{100 + 75} \\ &= \frac{(S - 0.6S - 2000 - 600)(1 - 25\%) + 600(1 - 25\%) - (10000 \times 6.7\%)}{100 + 75} \\ & S = 7500(\text{万元}) \end{aligned}$$

此时的 EVAPS 为:

$$\frac{(-0.6 \times 7500 - 200 - 300)(1 - 25\%) + 300(1 - 25\%) - (10000 \times 6.1\%)}{100 + 75} = 0.8$$

EVAPS 无差别点分析可用以下图示解释:



图中,权益融资线表示企业采用增发股票筹资时,EVAPS 随销售额 S 变化而变化的线性函数;负债融资线则表示企业采用长期负债筹资时,EVAPS 随销售额 S 变化而变化的线性函数。权益融资线与负债融资线的交点为 EVAPS 无差别点,该点所对应的横轴表示当销售额为 7500 万元时,企业权益融资和负债融资对 EVAPS 具有相同的影响。当销售额超过 7500 万元时,企业应选择负债融资方式,因为这时的 EVAPS 将高于 0.8 元;当销售额低于 7500 万元时,企业则应选择权益融资方式,使得 EVAPS 最大。

EVAPS 分析法有两个明显的优势:一是该方法全面反映了资本结构中的所有资本成本,体现了企业价值追求的取向,有利于提升股东投资回报,促进国有资产保值增值^[12]。二是该方法所用数据不涉及股票价格的影响,因此上市企业和非上市企业都可以采用。特别是着眼于改善国企资本结构所需解决的问题,将权益融资成本纳入资本结构决策的分析方法,有利于使权益成本的硬约束真正落到实处,以扭转上市国企股权融资的过度偏好,也有利于激励国企债权人因权益成本的硬约束而接受“债转股”方式,以切实降低国企过高的资产负债率。

五 基本结论与简要建议

基于企业存在最佳资本结构的讨论和 EVA 与影响资本结构的企业资本成本、盈利能力、成长性、市场价值、社会声誉等因素的关系分析,可以判断出 EVA 是资本结构决策的一个综合性影响因素。因此,将 EVA 引入到国有企业筹资决策的方法中,可以建立基于 EVA 的国企资本结构优化模型——每股 EVA 分析法。该模型通过全面反映不同融资方式的资本成本,以计算出每股经济增加值(EVAPS)来判断资本结构优化,能够克服传统方法无视权益资本存在的缺陷,真正体现追求企业价值、实现所有者利益的思想。

因此,伴随《中央企业负责人经营业绩考核暂行办法》的深入实施,很有必要在国有企业中尝试运用基于EVA的资本结构优化分析方法,这对于促进国企管理者在筹资决策中全面考虑资本成本约束、充分发挥EVA在价值创造中的导向作用、确保国有资产的保值增值将产生更加积极的影响。

注释:

- ①根据财政部网站(<http://www.mof.gov.cn>)公布的《2008—2011年全国国有及国有控股企业经济运行情况》的数据整理。
- ②这是为简化分析以得出初步的EVA决策模型而作的必要假设,深入的分析还须结合企业风险对负债率的敏感性实际而考虑放宽该假设。
- ③式中的分子项是符合《中央企业负责人经营业绩考核暂行办法》的EVA算式,即 $EVA = \text{净利润} + \text{利息支出} \times (1 - 25\%) - \text{调整后的资本} \times \text{平均资本成本率}$ 。
- ④权益成本率5.5%参照2010年1月1日实行的《中央企业负责人经营业绩考核暂行办法》的规定。

参考文献:

- [1]杨亚达,王明虎.资本结构优化与资本运营[M].大连:东北财经大学出版社,2001.
- [2]财政部注册会计师考试委员会.财务成本管理[M].大连:东北财经大学出版社,2002.
- [3]沈维涛,叶晓铭.EVA对上市公司资本结构影响的实证分析[J].经济研究,2004,(11):47-48.
- [4]AI·埃巴.经济增加值——如何为股东创造价值[M].北京:中信出版社,2001.
- [5]财政部.全国国有及国有控股企业经济运行情况[EB/OL]. [2012-06-15]. <http://www.mof.gov.cn>.
- [6]郝晓娜.国有企业过度负债经营存在的问题及对策研究[J].河南社会科学,2009,(6):21
- [7]李小军.股权融资偏好亦或过度融资——来自中国上市公司再融资的经验证据[J].财政研究,2009,(2):90-91.
- [8]黄少安,张岗.中国上市公司股权偏好分析[J].经济研究,2001,(11):12-20.
- [9]邢少文.资本市场“维新”[J].南风窗,2012,(12):69-70.
- [10]胡援成.国有企业“债转股”与资本结构优化[M].北京:清华大学出版社,2004.
- [11]朱宝琛.证监会拟推出上市公司准强制分红制度[N].证券日报,2011-11-10(1).
- [12]李小平.EVA:国有资产保值增值的新概念[J].经济学家,2005,(1):68-73.

The Optimizing Model of Capital Structure of State-owned Enterprises Based on EVA

LI Xiao-ping, HE Yan

(College of Political Education, Sichuan Normal University, Chengdu, Sichuan 610068, China)

Abstract: From the discussion of whether there exists a best capital structure in the enterprise and the relationship between EVA and effect factors of capital structure, one can conclude that EVA is a comprehensive effect factor of capital structure of an enterprise. Thus, once EVA is introduced into financing decision-making of the state-owned enterprises, EVA per share analysis, a model of optimizing capital structure of the state-owned enterprises, can be set up. By reflecting cost of equity capital, cost of debt capital, tax effect and market environment, EVA per share analysis can calculate EVA per share and the corresponding sales volume uninfluenced by financing modes so that finally it can judge the capital structure. That analysis will, in practice, help the management to control capital cost, improve capital structure and give full play to EVA's guiding role in value creation.

Key words: EVA; state-owned enterprises; capital structure; EVA per share analysis

[责任编辑:刘萍萍]