

对国有企业建立以EVA为核心的价值管理体系的思考

王化成 陈咏英 佟岩

2007年1月1日,新修订的《中央企业负责人经营业绩考核暂行办法》开始全面实施。新《暂行办法》鼓励企业使用经济增加值(EVA)指标进行年度经营业绩考核,并提出凡企业使用经济增加值指标且经济增加值比上一年有改善和提高的,给予奖励。5月,国务院国资委业绩考核局官员称,国资委准备2009年以后在中央企业全面引入EVA考核。国有企业考核的最终目标是要以价值管理为重点,以资本价值最大化为导向,建立起科学合理、勾稽嵌套的业绩考核体系,使国有资产经营业绩考核方法与国际化和市场化接轨。新《暂行办法》的推出拉开了国企价值管理的序幕。

一、EVA的发展历程

1982年,美国的Stern Stewart & Co.(思腾思特公司)首次提出了经济增加值EVA(Economic Value Added)的概念,创造性地把公司的会计数据和股票市场回报联系起来。EVA是公司经过调整后的税后净营业利润(NOPAT)减去该公司现有资产经济价值的机会成本后的余额。类似于管理会计中的剩余收益(Residual Income),EVA也从收益中扣除了所投入资本的成本。但二者的区别在于EVA除考虑资本成本外还进行了多项会计调整以反映公司真正的经济利润,因此EVA也被称为特殊的剩余收益指标。EVA的基本理念是:投资者获得的收益至少要能补偿投资者承担的成本,也就是说,股东必须取得至少相当于资本市场上类似风险投资的回报率。EVA为负,说明投资者获得的收益未能弥补所承担的成本,即使会计利润为正,也只是虚盈实亏。思腾思特公司的研究表明,在2000

年3月到2002年6月这个美国股市逐步下跌、公司盈余质量和治理问题受到广泛质疑的时期,EVA客户的股票总回报率为36.5%,而同期S&P500指数的回报率为-33.3%。其中把EVA作为业绩指标和决策工具的公司表现最好,股票总回报率为64.5%,仅将EVA作为业绩指标的公司也取得了20.2%的回报。

到目前为止,已有可口可乐、福特汽车、通用、索尼、澳大利亚国立银行等多家国外大公司采用EVA作为业绩评价和奖励经营者的重要依据。高盛、JP摩根、第一波士顿公司等著名投资银行以及奥本海默、开普勒、加州公共雇员退休系统等大型投资基金和养老基金也采用EVA进行投资分析。国内的青岛啤酒、宝钢、中化国际、复星实业、李宁等多家企业也先后在管理中运用了EVA。瑞典、新西兰、新加坡、韩国等国家在考核国有企业业绩时也采用了EVA指标。

二、EVA计算过程中涉及的调整事项

$EVA = NOPAT - K_w \times (NA)$,其中,NOPAT是经调整后的税后净营业利润; K_w 是企业的加权平均资本成本;NA是经调整后的公司资产价值。会计调整(及其附带的税收调整)是EVA与已有剩余收益指标的最大区别,也是理论探讨的焦点。思腾思特公司认为,基于公认会计准则(GAAP)编制的财务报告存在大量对经济现实的偏差和扭曲,必须将其调整回来,而调整主要针对企业根据谨慎性原则和权责发生制进行的一些会计处理。思腾思特公司认为,谨慎性原则主要是从债权人的角度来看待企业的经营活动,关注的是企业的偿债能力,而不是从持续经营的角度

表1

计算EVA的主要调整项目

| 项目 | 调整方法 | 调整的目的和原因 |
|-------|------------------------------------|--|
| 商誉 | 资本化 | 商誉是近似永久存在的资产，能持续为企业带来收益，不宜分期摊销。 |
| 研发费用 | 资本化并摊销 | 研发费用是对未来产品的投资，一次性摊销将低估企业的账面价值，不利于企业的科技投入。 |
| 存货 | 先进先出法 | 在通货膨胀的情况下，采用后进先出法将低估存货占用的资金，少计存货价值和所有者权益。 |
| 战略性投资 | 在一个临时账户上将该投资“搁置”起来，在投资带来经营利润之前先不处理 | 鼓励经理人员根据企业的长期发展需要进行战略性投资，不必担心对短期盈利的影响。 |
| 折旧 | 偿债基金法 | 直线折旧法将低估前期的内部报酬率，高估后期的资产价值，不利于对新设备的投资。使用偿债基金法提取折旧比较接近经济现实。 |
| 营业外收支 | 从NOPAT中剔除 | 保证税后净营运利润只反映正常经营成果，不包括资产处置等利得或损失。 |
| 递延税款 | 从NOPAT中剔除 | 递延税款不是现金成本，而且未来不一定缴纳。 |
| 各种准备 | 当期变化加入利润，余额加入资本总额 | 准备金并不是当期资产的实际减少，准备金余额的变化也不是当期费用的实际支出。 |
| 重组费用 | 资本化 | 重组费用是项目在未来取得成功的必要投资，不应摊销。 |
| 在建工程 | 从资本总额中扣除，不计算资本成本 | 在建工程在转为固定资产前不能带来经济效益。 |
| 非营业现金 | 从资本总额中扣除，不计算资本成本 | 非营业现金不参加价值创造。 |
| 经营租赁 | 资本化 | 租赁资产也为企业带来效益，应计入总资本。 |

度考虑企业的长期发展。战略性投资、研发费用、广告等市场开拓费用、教育和培训费用的一次性摊销，都是为了计算企业的清算价值，而从股东持续经营的角度来看，这些支出都将会对企业以后的发展产生积极影响，因此应该分期摊销。此外，思腾思特公司认为，权责发生制下收入与费用配比的要求、计提的各种资产减值准备、递延税款等项目给经理人员提供了盈余操纵的机会。此外，存货计价使用的后进先出法、固定资产折旧采用的直线折旧法等会计处理方法也不尽合理，没有反映经济现实，需要加以调整(主要调整项目见表1)。

三、国有企业建立EVA价值管理体系需考虑的问题

近年来，部分国有企业资产加速扩张，但资本效率却不高。据国资委测算，2003年183家央企净利润1402亿元，赢利156家；但183家央企创造的EVA仅67亿元，只有49家在创造价值。其中，排名前50家的企业共创造了1409亿元的利润，但其中只有22家的EVA为正值。在业绩考核中引入EVA指标无疑会起到敦促国有企业重视资本成本，提高资本使用效率的作用。除新《暂行办法》中提到的盈利能力指标外，国资委在2006年颁布的《中央企业综合绩效评价管理暂行办法》中还提出要考核资产质量指标、债务风险指标、经营增长发展后劲指标以及包括企业发展战略的确立与执行、经营决策、发展创新、风险控制、基础

管理、人力资源、行业影响、社会贡献等管理绩效定性评价指标。这些指标各自为政，需要一条总线把它们串起来。EVA代表了企业为股东创造的真实财富，是各项财务和管理评价指标的综合反映。建立EVA价值管理体系，就是要使企业在战略规划、经营计划、项目预算、决策制定、业绩评估等各项业务流程中都以是否增加了EVA为判断标准，使企业的各项生产经营活动紧紧围绕股东财富最大化的总目标来进行。笔者认为，在建立国有企业EVA价值管理体系中需要考虑以下两个问题：

(一) 如何计算EVA

EVA的特色就在于扣除了资本成本和进行了会计调整。资本成本包括债务资本成本和权益资本成本。对债务资本成本使用银行贷款利率还是国债利率存在争议，计算权益资本成本的方法也有多种选择，常用的有股利收益率模型、资本资产定价模型和套利定价模型等。这些模型都有其适用范围及局限性，尤其在我国这样一个新兴市场上，模型的前提假设往往不能完全满足。因此准确计算企业资本成本具有较大难度。国资委曾将各个行业的加权资本成本统一为5.5%，但由于目前大部分国有企业还未整体上市，故无法用资本资产定价模型等方法来计算资本成本。可行的方式是按照新《暂行办法》中“同一行业，同一尺度”的原则，分行业制定加权资本成本，还可以借鉴国外经验，参考可比的国际同行业企业的制定标准。

根据思腾思特公司的研究，精确计算EVA需要进行多达164项会计调整，这不免使人望而生畏。对此，思腾思特

公司提出了选择调整项目的判断标准：①实质性，调整对EVA是否有现实影响；②激励性，调整能否激励管理人员做出正确的决策；③可获得性，调整所需要的信息是否容易获得；④简洁型，避免过于繁琐。按照这4项标准，调整的项目就大大减少了。思腾思特公司对2000～2002年中国上市公司的EVA值进行计算后，在2003年结合中国企业的特点，对调整事项进行了本土化改造，放弃了大多数调整，只进行10项左右的主要财务指标的调整。以青岛啤酒为例，思腾思特公司就只调整了会计准备、递延税款、商誉等10项内容。我国2006年颁布的新会计准则对许多会计事项的处理作了新的规定。例如，研发费用中的研究费用仍然是费用化处理，而开发费用可以资本化，EVA调整时只需对研究费用资本化；对商誉改用公允价值法，对企业合并形成的商誉，要求每年进行减值测试，EVA调整时只需把计提的减值加回；取消了存货的后进先出法，也不必对存货进行调整。因此国有企业的EVA调整只考虑研究费用、市场开拓费用、递延税款、各项准备金、经营租赁等5～10个项目。

(二) 如何建立国有企业负责人EVA薪酬激励体系

1. EVA奖金计划

在EVA奖金计划中，企业把EVA绝对值或增长数额的一个固定比例作为奖金支付给管理者，奖金随EVA的增长而增长，上不封顶，下不保底。一种可能的奖金计算公式是： $奖金 = a\% \times EVA + b\% \times (EVA - 上一年EVA) + c\% \times (EVA - 三年平均EVA)$ 。在奖金计算中，EVA的绝对值与增

长数额是否纳入计算及其权重由企业根据实际情况自行设定。例如，对于处于衰退期、EVA为负值的企业，可以着重考察EVA增长数额，促使管理者努力减亏；对于处于高速发展期、EVA为正值且不断增加的企业，可以同时考察绝对值和增长数额，并加大增长数额的权重；对于处于成熟期、EVA为正值且增长潜力不大的企业，可以同时考察绝对值和增长数额，并加大绝对值的权重。此外，企业还要建立EVA奖金库制度。管理者每期获得的奖金会如数分发，但当其赢得的奖金高出平常很多时，这些奖金的一部分会放入奖金库等待以后发放，遇到EVA绝对值或增加值下降的年份，要相应扣减奖金库中的奖金，但是仍然可以发放奖金库剩下余额的一部分。如果管理者按照正常的退休计划离开企业，将会在离开后一次或分批获得奖金库中积累的余额，但是如果属于自行辞职或非正常离职，则不能或只能带走部分余额。因此，奖金库有利于留住业绩优异的经理并在经济不景气时为企业留住人才。

2. EVA股票期权计划

与传统的股票期权计划不同，EVA股票期权计划把股票期权和EVA奖金结合起来，重新规定了股票期权的授予数量和行权价格。股票期权的授予数量根据当年经理人员所获得的EVA奖金而定，行权价格等于当时公司股票的市场价值或公允价值。授予后每年的行权价格递增，增加的比例为当年的加权平均资本成本减去股息率，也就是说行权价格是逐年上升的，如果股票市场价值的增加小于于行权价格的增加，就意味着股票期权的价值贬损了。这样，可以激励经理人员关注股票的市价，努力创造超过资本成本的价值，即正的EVA值。2006年9月30日，国资委颁布了《国有控股上市公司(境内)实施股权激励试行办法》，10月16日，西飞国际公告了首期股票期权激励计划(草案)，成为首家试水股票期权激励计划的国有企业控股上市公司。西飞国际草案中股票期权的授予数量为草案签署日公司股本总额的1%；行权价格为草案公告前一个交易日的公司股票收盘价与公告前30个交易日公司股票算术平均收盘价的较高者。行权条件主要依据净资产收益率的增长幅度，激励对象只有达到该年规定的增长幅度才可执行。建立EVA价值管理体系，企业可以采用EVA股票期权计划，按照EVA奖金确定期权授予数量，按照资本成本调增行权价格，按照是否达到规定的EVA绩效设立行权条件。这样可以解决股票期权获取时的资金来源，增加行权价格的弹性，促使激励对象重视EVA指标并为之努力。■

(作者单位：中国人民大学商学院)

北京理工大学管理与经济学院)

责任编辑 杨曼

