

让经理人富有，但必须首先使股东更加富有

——《经济增加值——如何为股东创造价值》带来的思考

□ 胡玉明

在竞争日益激烈的市场经济环境下，经营绩效越来越成为企业追求的目标。要衡量企业经营绩效，当然要看它的最终财务结果，但这个最终财务结果又该如何衡量呢？人们自然而然地想到利润。然而，自从2001年思腾思特公司(Stern Steward)在《财经》杂志发表《谁在创造财富，谁在毁灭财富——2000年中国上市公司财富创造和毁灭排行榜》之后，经济增加值观念似乎成为国人的“时装”。学过《管理会计》或类似课程的人都清楚，经济增加值观念并不是一种创新。也许是偶然，2001年中信出版社出版了思腾思特公司高级副总裁AI·埃巴著(凌晓东等译)《经济增加值——如何为股东创造价值》(EVA: The Real Key To Creating Wealth)一书。仔细阅读之后，对利润和经济增加值的剖析比较颇有感受，受益匪浅。

企业是在创造价值还是在毁灭价值

1993年，美国有六家巨型公司的总裁被董事会撤职，这六家公司分别是大名鼎鼎的IBM、美国运通、通用汽车、西屋电气、西尔斯百货、柯达公司。原因很简单，作为这六家公司重要股

东之一的加利福尼亚退休基金对管理层行使了否决权。他们采用的最主要指标就是经济增加值，每年把经济增加值指标表现不佳的公司总裁列入一个特别的“黑名单”，其中的一些人可能被解职。这就迫使人们重新思考：究竟何谓企业价值？企业经理人究竟是价值创造者还是价值毁灭者？

传统意义上，人们一直认为利润是检验企业经营管理工作绩效的标准。从某个侧面看，它确实衡量了企业经理人的贡献，也是企业依靠内源性融资实现增长的手段，但是，利润本身从来就不是企业经营问题的核心，更不是企业价值的体现。利润只是会计学权责发生制的产物。按照现行会计规则，利润只是补偿了企业生产经营(资产经营)过程的成本，并没有弥补企业在生产经营过程中由于筹集股权资本(资本经营)而发生的股权资本成本。实际上，利润包含了企业的股权资本成本。因此，企业通过改变资本结构便可以人为地“创造”利润。经济增加值指标强调在计算企业利润时，必须考虑企业所有资本的成本。按照这种观念，企业存在利润未必就满足股东(投资者)的要求。因为它并没有考虑股东的必要报酬率。有些企业账面上

表现出利润，其实却在“亏股东之本”经营。因此，有些企业虽然“创造”了巨额利润，但是，企业价值却未必得到增加，相反，可能出现企业价值的毁灭。经济增加值观念将股东的要求充分体现出来。这一指标揭开了会计学利润的面纱，矫正了会计学将股权资本视为“免费午餐”的利润观念。只有经济增加值大于零，企业才创造了价值；否则，是在毁灭企业价值。透过经济增加值指标，可以判断企业是在创造价值还是毁灭价值、企业经理人是价值创造者还是价值毁灭者。

经济增加值观念改变企业管理行为

人们常说“评价什么，就得到什么”。有什么样的绩效评价指标，就有什么样的企业管理行为。绩效评价指标引导、改变企业管理行为。经济增加值观念要求对经济业务中发生的所有资产都考虑资本成本，从而促使企业经理人直接关注与库存、应收账款以及机器设备有关的成本，更为谨慎地使用资产，快速处理不良资产，减少消耗性资产的占用量(比如美国有些企业的总裁开始更换原先使用的豪华汽车，以便减少消耗性资产的占用量)，减

少不必要的规模扩张。很多习以为常的观念受到巨大冲击，规模大不再是一件值得炫耀的事情，除非经理人确实能完全收回由于规模大而引起的增量资本成本。有些企业引入经济增加值观念之后，股票回购事项增加了，把自由现金流量返还给股东，由股东自己去投资。从另一个角度看，考虑资本成本之后，实际上就是把企业资产负债表转化为另一种支出项目清单，企业经理人可以将这些支出与其它成本进行比较和衡量。因此，经济增加值观念可以促使经理人更加关注资产负债表上资产项目的利用，而不仅仅考虑收益表。单纯强调销售收入、毛利、利润或投资收益率将受到质疑，因为一味追逐这方面的成长最终将侵蚀企业创造价值的力量。

经济增加值观念让经理人富有，但必须首先使股东更加富有

经济增加值观念本身是激励管理行为的一种机制。它可以影响一个企业从董事会到基层上上下的所有决策。它可以帮助经理人为股东、顾客乃至自己和企业带来更多的价值。因此，经济增加值观念要求建立一种形成良好管理行为的激励机制。

通过经济增加值指标，经理人可以知道哪些决策会增加经济增加值，并为企业带来最大的价值。通过确保经理人在追求自身利益的同时实现企业价值最大化，经济增加值观念这种激励制度成为企业控制经理人行为的一种机制。同时，这种激励制度将经理人的奖金置于不确定状态，如果他们的业务没有得到最低的必要报酬(体现在资本成本上)就要扣除他们的奖金。从本质上说，这是对结果的支付，而不是对行为的支付。经济增加值观念可以让经理人富有，但条件是他们必须使股东更加富有。经济增加值观念使经理人清楚地知道他们增加自己财富的唯一方式就是为企业创造更多价值，他们也知道他们将分享自己创造

的价值。这种机制使经理人的行为走上正轨，而不需要来自上面的不断规劝。经济增加值观念这种激励制度只对经济增加值的增加提供奖励即增量激励，不设临界值和上限，而设立红利报酬与红利支付分开的红利银行，可以防止经理人的短期行为和人为操纵。

经济增加值是衡量企业财务解困的指标

我们常听到“财务解困”这个词，但是，究竟用何种指标来衡量“财务解困”呢？经济增加值观念给出了响亮的回答。我们许多人自然而然地认为利润就是企业“财务解困”的衡量指标。这也使我们不难理解为什么我国上市公司热衷“配股”而国有企业对“债转股”趋之若鹜了，在会计学的框架内，这些行为的确可以“立竿见影”地实现“财务解困”！这是在利用会计学“利润”的内在缺陷做文章。而在经济增加值观念的框架下，所有这些人“创造利润”的行为都将“原形毕露”、“徒劳无益”甚至“搬起石头砸自己的脚”。也许，在经济增加值观念下，企业更乐于采用债务融资。毕竟，股权资本成本远高于债务资本成本！

2001年思腾思特公司采用经济增加值指标对2000年中国上市公司进行了评估和排名。结果大大出人意料，一些赫赫有名的上市公司难以通过经济增加值指标的评估或评估结果不理想。有些人开始指责经济增加值观念，认为在中国由于资本市场不够完善，不具备运用经济增加值观念的前提条件，资本成本尤其是股权资本成本数据难以取得。其实，这是一种误解。股权资本成本数据的确不容易取得，但是，如果仔细思考就不难发现思腾思特公司当时采用6%作为资本成本之“良苦用心”。因为6%乃我国上市公司配股资格的最低限。如果上市公司连根据6%的资本成本计算的经济增加值都不能令人如愿，那么，其配股行为

又如何向股东交待？！此外，从绩效考核的角度看，每个股东都可以根据他们的期望报酬率确定资本成本率计算经济增加值。

余论：经济增加值指标是否会取代每股收益指标

本书详细阐述了经济增加值观念及其运用。但是，如果我们拓宽视野，站在更高的起点，结合现代企业理论，进一步思考经济增加值观念也许更意味深长。传统观念认为企业是股东的，现在看来这种观念有失偏颇。企业是一系列契约的连接点，其背后隐藏着一系列利益相关者。在计算经济增加值指标时，企业所有的利益相关者的权益都已经得到满足(债权人得到了利息，股东得到了其投资应得的机会收益)，“各得其所”。那么，作为满足企业所有利益相关者权益之后的经济增加值应该归属于谁？与现代企业理论相适应，经济增加值指标是否会取代充分体现“股东权益至上”逻辑观念的每股收益指标呢？这是我们“享用”《经济增加值——如何为股东创造价值》这份“大餐”之后需要进一步回味的课题！

(作者单位：暨南大学会计学系)

责任编辑 孙蕊

快讯：

2003年4月17日用友安易软件公司在北京举办了“红色风潮——用友GRP政务管理软件全国巡展”新闻发布会暨开幕仪式，开始了电子政务应用软件市场“红色风潮”活动。通过这次活动，用友安易将向业界和客户全面展示用友安易电子政务市场发展战略、产品规划以及电子政务行业解决方案，向人们全面展示用友安易公司的核心竞争力。

(本刊记者)