

# EVA体系在我国适用的条件分析 ——以上市公司为主要对象

● 叶晓铭

**摘要:**本文以我国上市公司为主要对象,对EVA体系的两个主要方面——EVA指标和EVA报酬体系——适用的若干条件进行了分析。分析发现,这些条件总体上并不完全具备。最后,针对这些条件的改善提出了若干建议。

**关键词:**EVA;有效性;EVA报酬体系

## 一、引言

EVA(Economic Added Value),即经济增加值,在经济上表述为经济利润,在数值上EVA等于税后经营利润减去所使用的资金成本(包括债务和股权成本)后的余额。

EVA中的税后经营利润是对会计净利润进行调整后得到的,以更准确地反映企业的真实盈利。1997年,Jeffery对EVA指标进行了改进,提出了修正的EVA指标,即REVA。REVA对所使用的总资产的计价方法由原来的按经济价值计价改为按市场价值计价。由于考虑到了所使用资金的成本,同时对会计科目中不能真正反映企业盈利状况的部分进行了调整,一般认为EVA(包括改进后的REVA)指标较好地反映了企业的真实盈利能力。EVA指标产生之后,基于这一指标发展出了一个应用于企业管理的EVA体系。整个EVA体系包括四个大的方面:评价指标(Measurement)、管理体系(Management)、激励制度(Motivation)以及理念体系(Mindset)。其中主要的部分在于评价指标和激励制度(也就是报酬体系)。本文将对这两个方面进行分析。

## 二、EVA体系在我国适用的若干条件分析

### 1. EVA评价指标在我国适用的条件分析。

一项好的财务指标必须能够真实正确地反映企业的经营状况。EVA评价指标的一个重要出发点在于认为如果EVA为正,那么企业就是创造了财富,企业价值因此得以增加。由于企业价值本身并不能直接被观察到,因此,要考察EVA变动引起的企业价值的变动须通过一定的中介指标。对上市公司来说,使用MVA(Market Added Value 即市场增加值)这一指标来达到这一目的。MVA用公式表示为:

$$MVA = \text{市值} - \text{总资本}$$

这样,EVA指标要能够反映企业价值的变动,必须满足两个条件:(1)EVA指标能与MVA指标一一对应;(2)MVA指标能与企业价值一一对应。换言之,三个指标之间是否存在高的正相关关系。从条件(1)来看,我国上市公司两个指标之间的相关度相当低。斯特恩·斯图尔特公司对中国证券市场的EVA、MVA进行了计算,结果表明,中国上

市公司的EVA和MVA之间的相关性仅为0.1左右,而在美国市场,这一数值达到了0.81,日本的数值为0.7。EVA与MVA指标之间的低相关性表明了MVA指标并不能反映公司的EVA指标,条件(1)不成立。

现分析条件(2),从前面给出的MVA的计算公式: $MVA = \text{市值} - \text{总资本}$ ,公司的市场增加值反映为公司市值与所投入的总资本的差额,这里的投入的总资本是在前期的企业价值,而MVA又反映了企业价值的变动,很显然这一公式假定了企业的股票市值反映了企业的价值。因此,条件(2)要能够成立,市场应该是有效的,这个时候,股票市场能够对企业的价值作出正确的判断。从我国实际情况来看,一般认为我国股票市场的效率是偏弱的。如最早俞乔(1994)的研究认为中国股市不具弱式有效,吴世农(1994,1995)也认为中国股市不具弱式有效,陈小悦(1997)认为从1993年后中国股市逐渐达到了弱式有效,沈艺峰、吴世农(1999)的研究表明中国股市未达半强式有效,而最近的张亦春、周颖刚(2001)、杨兵、苏锦霞、周宁(2002)的研究都表明中国股市尚未达到弱式有效。在我国股票市场投机气氛浓厚、股权结构不合理、政策因素影响巨大、股票价格波动幅度巨大、企业信息披露严重地不真实的情况下,外部市场难以对企业价值作出较为准确的判断,不能认为股票价格反映了股票的内在价值。如穆良平、史代敏(2002)的研究表明,我国股票市场的波动并不取决于上市公司业绩的好坏。以上分析表明MVA不能反映企业价值的变动,条件(2)不成立。

综合以上分析来看,对我国上市公司来说,EVA指标并不是有效的,实际的情况也证明了这一点,2000年在斯特恩·斯图尔特公司对我国上市公司进行的EVA排名中,银广夏、蓝田股份分别名列最具财富创造力的上市公司的第14位和20位。

### 2. EVA薪酬体系在我国适用的条件分析。

以EVA为基础的报酬体系认为其可以使企业经营者从企业股东财富最大化的目标出发,尽力使企业价值最大

化。EVA报酬体系可以达到这一目标的原因在于:在EVA报酬体系下,作为报酬依据的EVA指标在与企业价值相联系的同时也与经营者及员工的报酬相联系,并且这两种联系都是正相关的。因此,经营者及员工在努力增加企业的EVA以增加自身报酬的同时也实现了企业价值的不断增加即股东财富的不断增长,从而实现了经营者自身利益最大化与股东财富最大化的结合。

这表明,首先,高的个人努力导致高的EVA指标,高的EVA指标则导致高的个人报酬,最终高的个人报酬重又导致更高的个人努力。其次,另一方面,不断增加的个人努力导致高的EVA值,而高的EVA值则意味着高的企业价值。因此,在不断加强循环中达到了个人报酬和股东财富的不断增长,这就是EVA报酬体系发生作用的理论过程。上述加强型循环要成立,其条件在于:(1)个人努力与EVA指标存在对应关系;(2)EVA与企业价值存在对应关系;(3)企业价值与个人报酬存在对应关系;(4)个人报酬与个人努力存在对应关系。由于一般都假设个人报酬与个人努力成对应关系,因此直接认为该环节成立,不再进行讨论。另前面已经讨论过EVA值与企业价值间的关系,这里不再讨论,而直接认为其成立。所以,对EVA报酬体系能否适用的条件的讨论就变为两个:(1)个人努力与EVA指标存在对应关系;(2)企业价值(股东财富)与个人报酬存在对应关系。现分别对这两个条件的成立与否进行分析。

(1)个人努力与EVA指标之间存在对应关系。在使整个EVA报酬体系发生作用的过程中,第一步即是个人努力与EVA指标间的一一对应关系。在这里,EVA指标是作为绩效的表示。一般假设,个体的努力与绩效是正相关的。但是,要进一步依据个体的绩效对个体进行激励,还要求个体的努力和绩效之间能够一一对应。即EVA指标要作为决定个人报酬的基础还必须使得EVA指标与个人努力之间能够一一对应或至少能做到大致一一对应。只有这样,个体的努力才能得到相应的报酬。如果个人的努力不能经由EVA报酬体系得到有效的酬报,则将使个体产生不公平的感觉,影响个体努力,从而影响绩效,而报酬体系也将因此受到动摇。但在实际情况中,首先,人力资本作为一种特殊的资本,它与实物资本有很大的不同。人力资本不仅其非流动性高于实物资本,而且度量其贡献的难度也高于实物资本。其次,企业经营是以一种团队生产的形态出现,在很多情况下是难以准确区分个人的业绩和贡献的。由于这两个方面的原因,EVA报酬体系的适用就遇到了困难。

(2)企业价值(股东财富)与个人报酬存在对应关系。实际在企业中要做到这一点,要求公司股东能够做到使用EVA报酬体系对经营者进行报酬,即股东要有决定经营者报酬的能力。这就涉及到公司控制权问题,股东必须能够对公司进行有效的控制。在我国的情况是,上市公司存在着不同程度的内部人控制和大股东控制。由于大部分上市公司是国有企业,并且大股东一般为国有单位,拥有绝对的控制权。在所有者虚位和企业高层管理人员大部分由上级任命的情况下,就出现了管理人员和大股东(实际

上是大股东的代理人)合谋获取公司控制权的情况。在这种情况下,其他股东要真正能通过公司控制权决定管理人员的报酬几乎是不可能的。我国上市公司还存在的极端情况在于:一部分上市公司管理人员是不从公司获取报酬的。这种情况下,股东对管理人员报酬的控制更无从谈起。

公司股东能够有效决定经理人员报酬的另一个条件是外部经理人员市场的成熟。外部成熟的经理人员市场的存在使得股东决定经理人员报酬的能力增强。原因在于:外部成熟经理市场的存在使得股东有可能使用外部人员替换其认为不适合内部经理人员,被替换的可能性的存在使得股东讨价还价的能力增强,即增强了股东决定经理人员报酬的能力。因此,外部经理市场的成熟度与股东决定薪酬的能力成正比。我国的经理人员市场一般认为是不成熟的。具体表现为:(1)管理人员的流动率低,管理人员通过市场进行配置的很少;(2)企业内部的经理人员存在能奖不能罚、能升不能降等问题。经理市场发育不成熟使得股东通过市场配置经理人员难以实现,经理人员即使不称职也难以找到合适的人员替换,经理人员被替换的可能性的低下使得管理人员在报酬问题上讨价还价的能力增强而股东决定薪酬的能力下降。这样,股东要在企业实行新的EVA报酬体系困难就将增大。

另外,股东决定经理人员报酬的能力还受到其他一些因素的影响。如公司规模的影响、经理人员工资刚性的影响、经理人员人力资本的特殊性等。

从对公司控制权、经理市场成熟度、公司规模影响、工资刚性影响的分析表明,我国上市公司股东决定经理人员报酬的能力并不强,结果应该将大大削弱EVA薪酬体系的在实际应用中的刚性,从而使EVA薪酬体系流于形式。

### 三、结语

从目前来看,我国实行EVA体系的条件并不是很成熟,引入EVA指标或者整个EVA体系,不说是错误的,起码也是冒险的。由以上分析,要使EVA体系在我国上市公司能够得到有效地实施,提出如下建议:(1)加强股票市场建设,加强对股票市场和上市公司的监管;(2)加强对中介机构(证券公司、会计师、律师事务所)的监管,加快中介机构自身自律机制的建立,以提高上市公司信息披露的质量;(3)加强对中小股东优惠政策的制定,使除第一大股东以外的其他股东能够更好地参与到公司治理中。可以考虑在适当的时机再次启动国有股的减持;(4)加强经理人员市场建设,减少地区、部门之间对人员流动的限制,制订相应法规减少行政部门对企业人事调配的直接干预;(5)在企业报酬制订中,尽量将报酬所依赖的标准细化,使得报酬与绩效之间的关系尽量明晰。

### 参考文献:

1. 李维安著. 中国公司治理原则与国际比较. 北京:中国财政经济出版社,2001.
2. 张剑文著. 公司治理与股权激励. 广州:广东经济出版社,2001.