

# 基于EVA理论的国有金融资本保值增值考核、评价指标的重构

李怀舟

(西南财经大学中国金融研究中心, 成都, 610074)

**内容摘要:** 本文首先阐述了EVA理论体系, 分析了EVA作为资本保值增值考核、评价指标的特征和现行有关衡量国有金融资本保值增值指标的不足; 接着在EVA理论上重构了考核、评价国有金融资本保值增值指标; 最后指出基于EVA的国有金融资本保值增值指标的局限性。

**关键词:** EVA理论; 国有金融资本; 保值增值; 重构

## 一、EVA理论体系简述

### (一) EVA 概念

EVA 是经济增加值 (Economic value added) 的英文缩写。作为一个经济学概念, 它最基本的形式是公司的剩余收入 (residual income), 其提出已有 200 多年的历史。但作为现代公司的一种理财理念, 其理论渊源出自于诺贝尔经济学奖获得者默顿·米勒和弗兰科·莫迪利亚尼 1958 年至 1961 年发表的一系列关于公司价值的经济模型的论文。而首先引入 EVA 定义, 并将其作为公司管理评价工具加以发展和推广的是美国 Stem Steward & Co 财务管理咨询公司的创始人乔尔·斯特恩和 C·贝内特·斯图尔特。EVA 概念最初出现时并没有引起太大的注意, 一直到 1993 年 9 月美国《财富》杂志发表了一篇题为《EVA: 创造财富的关键》的文章, 在这篇文章中, EVA 的内容得到了完整表述, 由此 EVA 引起了企业界广泛注意, EVA 方法从此迅速在发达国家的很多企业得到广泛应用, 并取得极大的成功。EVA 的基本含义是指, 公司的剩余收入必须大到能够弥补投资风险, 或者说是企业净经营利润减去所投入的所有资本成本 (包括债务成本和权益资本成本) 后的差额, 它是扣除了所有使用的投资成本后的经济利润, 其计算公式是:

$$EVA = NOPAT - C\%(TC)$$

其中, NOPAT 是税后净经营利润, C%是资本成本系数, TC 是使用的全部资本。EVA 的计算比较简便, 但其包含的财务信息却相当完整。若 EVA 为正, 表明公司资产使用效率高, 公司价值增加; 若 EVA 为零, 说明公司的盈利仅能满足债权人和投资者预期获得的最低报酬; 若 EVA 小于零, 即使会计报表上的净利润为正值, 也表明公司的经营状况并不理想, 公司的价值在减少, 出资人的财富受到侵蚀。EVA 仍是一个利润概念, 只不过这里的“利润”是经济利润, 而不是会计利润, 这里的利润是一个流量指标而非存量指标。

### (二) EVA 的主要特点

EVA 将资本成本理念引入了传统的业绩计量中, 通过会计调整修正了会计准则潜在的偏差和扭曲, 并且将企业业绩与管理者报酬联系起来 EVA 的三特点是: 重视资本成本、进行会计调整和以价值为基础的管理者补偿。

#### 1、与股东财富的创造直接联系, 重视资本成本, 真实反映公司的经营业绩

从概念上讲, EVA 来源于经济学的经济利润, 和会计上的利润有所不同, 企业的收入不仅要补偿经营费用, 还要补偿资本成本, 这里的资本成本不仅是明显的支付给银行和债券人的利息, 还包括股东投入资本的机会成本, 从数字上看, 资本成本是这两部分按照资本结构进行加权平均的平均数。考虑所有资本成本, 与股东财富的创造直接联系, 真实反映公司的经营业绩,

这是 EVA 指标最为基本的方面。这里的资本成本就是经济学上的机会成本，是指投资者由于持有现有的公司证券而放弃的，在其他风险相当的股票和债券上的投资所预期带来的回报。资本成本概念体现了亚当·斯密以来的基本经济思想：企业使用的资本不是免费的，而是有代价的，即它应当带来最低限度的、具有竞争力的回报。这种资本成本（或者必要投资回报率）的计算范围不仅包括债务成本也包括权益资本成本。正如债权人需要得到利息回报一样，股东也要求对他们的风险资本得到一个最低可以接受的回报。这就是说，只有当股东资本的成本像所有其他成本一样被扣除之后，剩下的才是真正的利润，也才是股东财富的增加。相比之下，我们长期以来一直熟知的每股盈余、资产回报率、净资产收益率等业绩评价指标，因为其计算基础都是会计利润，而会计利润只扣除了债务利息，完全没有考虑权益资本的成本，因而它们实际上并不反映股东财富的创造，并不真正体现公司的经营业绩。

## 2、进行了必要会计调整，剔除了会计失真的影响

传统的利润评价指标是基于公认的会计原则（GAAP）来计算的。会计准则确实存在漏洞：(1) 谨慎性原则，在谨慎性原则下，租赁的资产和相关负债可以保留在资产负债表外，管理者利用这种表外筹资以使企业看起来安全，但事实上，这却埋下了不安的种子；(2) 权责发生制，权责发生制是会计确认收益的重要原则，要求企业在实际获得收入而非取得现金的时候确认收益。但有些时候企业在确认收入之前就获得了现金（如，预付账款）；有些时候在确认收入的同时取得现金（如，现金交易）；还有些时候是在确认收入之后才获得现金（如，赊销），这样就给了管理者一定的自由度来确定什么时候确定收益，或者说，什么时候才将经济业务计入利润表。

由于会计系统自身存在着未能成功反映经济真实的危险，因而可能会使会计报表存在某种程度的会计失真，从而歪曲公司的真实经营业绩。而对于 EVA 来说，尽管传统的财务报表仍然是其进行计算的主要信息来源，但是它要求在计算之前对相关会计项目的数据进行必要的调整，以尽量消除 GAAP 所造成的扭曲性影响，能够更加真实、更加完整地反映公司的经营业绩。比如对战略购并中的商誉，EVA 原理则认为，商誉代表购买公司的一笔投资，该公司的管理者必须为这笔投资创造有竞争力的收益。因此，商誉不应该被冲销，而应作为公司的一项资本长期存在。这样，商誉作为一项投资，其消耗的费用必须包括在公司的资本中，以准确反映真实的资本使用额；而商誉不再作为费用进入损益表，更能正确反映每期的利润。

管理者通过商誉的摊销，存货的后进先出法以及递延所得税等项目对利润“大冲洗”（Big wash）的滥用，掩藏本期费用，储备利润以增加今后年度收益等等，诸如此类问题，需要一种能够更正会计准则下报表失真的方法。尽管 EVA 仍然是一种利润指标，但是 EVA 并不受会计惯例的约束，如果会计准则扭曲了投资成本或经营利润的计量，那么 EVA 可以通过必要的调整比较准确地测量价值创造，并且能够提高利润与股价的相关性。

## 3、使管理者注重公司的持续发展，维护出资人的长期利益

由于 GAAP 强调稳健原则，宁可多计费用，少计利润，使一些有利于公司长期发展因而本应由各受益期分期摊销的费用全部计入当期期间费用，抵减当期利润，如研究与开发费用（R&D）、广告费用、员工教育和培训费用等。这就使公司经营者为了当期利润不受损失而不愿进行这些方面的投入，特别是投入大、风险也大的研究与开发费用。因此以净利润为代表的现行公司业绩指标容易掩盖经营者的短期行为，损害股东的长期利益。EVA 原理认为，公司新产品的研究与开发、广告促销、员工教育与培训等都是能够给公司带来未来收益的投资行为，由此产生的支出应该予以资本化。因此，EVA 不鼓励以牺牲长期业绩的代价来夸大短期效果，而是着眼于公司的长远发展，鼓励公司的经营者进行能给公司带来未来收益的投资决策，积极维护出资人的长远利益。

## 4、为投资者的决策提供更具理性的依据，促使社会资源得到合理、有效的配置

根据 EVA 的定义可知，公司 EVA 业绩持续增长意味着公司市场价值的不断增加和股东财富的持续增长，这就为投资者进行有效投资提供了正确的评价标准。因为理性投资者在进行投

资选择时，在风险一定的情况下，考虑的重点无疑是预期的投资回报能否超过资本成本（机会成本或者必要的投资回报率），如果超过资本成本，表明该投资的收益除了补偿机会成本之外还有剩余，这种剩余对股东是真正具有意义的经济利润，是财富的增加，因而该投资具有价值；否则，该投资不具有价值，应该予以放弃。当广大投资者都凭借 EVA 理念决定投资的动向时，必然促进社会资源的合理流向和有效配置。

## 5、管理者补偿

简单地说，就是根据所创造的财富的多少确定薪金的多少，只有当管理者的所思所想、所作所为更贴近所有者的时候，管理者才会从企业角度出发，创造更多的价值，而这一切的实现，有赖于适当的激励政策，这种政策就是基于 EVA 的激励补偿计划。

## 二、现行有关衡量国有金融资本保值增值指标的不足

从 1995 年财政部制定的和 2000 年财政部连同其它两部制定关于对国有金融资本保值增值率指标出发，还是到现行用监管机构的指标替代，这些指标似乎能够反映国有金融资本的保值增值状况，能够体现国有金融资本的经营业绩，但是，我们一旦引入 EVA 概念，会发现这一指标存在着根本的不足：

1、这些指标的计算基础是所有者权益，而所有者权益并没反映所有的资本成本，与出资人的财富增长缺少直接联系，出资人的利益得不到切实的体现，因而其计算结果并不能正确反映国有金融资本的保值增值状况，按照现行会计理论，所有者权益是指企业投资者对企业净资产的所有权，它表明企业的资产总额在抵偿了一切现存义务后的差额部分，包括企业所有者投入资本以及所形成的留成收益，所有者投入资本在一定时期是一定的，留成收益作为企业经营所得净收益分配后的积累，其数额是不定的，因此，所有者权益的变化很大程度上取决于留成收益的变化(或净收益的变化)，这就是说，在所有者投入资本不变的情况下，其资本得以保值增值的关键是留成收益至少要保持不变或者有所增长，但留成收益的增长是以金融企业获得净利润为前提的，因为没有净利润，企业就无从分配，当然就更谈不上净收益分配后的积累，而基于 EVA 思想，由于现行会计利润的计算只是扣除了债务成本，并没扣除权益资本成本，其计算结果并不能算是真正的利润，因此，以会计利润为计算前提的所有者权益及其变化当然不能真正反映国有金融资本的保值增值状况。

在这样的计算框架下，很容易得出与出资人利益相悖的结论，如当国有金融资本保值增值率大于 1 时，意味着年末的所有者权益大于年初的所有者权益，同时也意味着国有净资产收益率大于 0（国家所有者权益与国有净资产在财务上是等量的）这就是说，只要国有净资产收益率为正，也表明国有金融资本实现了增值，国有金融资本出资人的财富在增长，但是，从 EVA 概念出发，国有净资产收益率虽然大于 0，但却有可能小于国有净资产的机会成本，即小于国有金融资本投资于其它风险相当的领域能够得到的最低回报率，如果真的出现这种情况，我们能够说国有金融资本出资人的利益得到了体现，其财富实现了增长吗？从我国国有金融资本运营的实际情况来看，国有净资产收益率大于 0 但小于一般债券平均收益率的现象并不是个别的，而是大量的存在，所以，现行的国有金融资本保值增值率指标并不能正确体现出资人财富的增长，国有金融资本表面的保值增值或许掩盖了大量的国有金融资产的流失和出资人财富的被侵蚀。

2、现行相关的国有金融资本保值增值率指标不能正确评价国有金融资本经营效率，使社会资源的流向与配置缺少合理的标准。在市场经济条件下，社会资源实际上都被赋予了资本的本性，其流动都以追逐收益最大化为转移，而这也正是整个社会资源的流向和配置趋于合理、有效的根本根据，但这一切都要求引导社会资源流动的资产价格信号——资本收益率，能够科学地反映资产的使用效率，能够真实地说明出资人财富的变动，国有金融资本是社会资源的重要组成部分，其流动按照市场化、资本化要求是必然的，但现行的国有金融资本保值增值率(或国有净资产收益率)指标因为不是站在保障出资人利益的角度来界定投资利润，不能补偿投资者机

会成本(或必要投资回报率)的利润也被认定为是出资人财富的增加,这对投资者进行投资选择提供的显然是非理性、非合理的标准,在这样的资产价格信号下,国有金融资产的并购、剥离、分立、重组等运动形式自然会因为缺少正确的准则而被错误的引导,致使社会资源的配置处于一种无序、低效的状态。

### 三、基于EVA的国有金融资本保值增值指标的重构

根据以上分析,很明显,现行的反映国有金融资本保值增值率指标并不具有有效评价国有金融资本运营效率的功能,因此,为了适应国有金融资本管理体制改革的需要,重新建立一套完整的国有金融资本保值增值率指标十分必要,并且要将EVA的思想融入指标考核体系的重构之中,从真正意义上保障国有金融资本出资人的利益。因此,笔者认为,新的国有金融资本保值增值率指标的构建应该基于以下几点:

#### (一) 国有金融资本保值增值率指标重构的原则

基于EVA概念,将实现所有者利益作为建立新的国有金融资本保值增值率指标的根本原则,EVA的核心思想是股东价值论,即一切都以为出资人创造更多的财富为目标,这一价值取向与今后我国国有金融资产管理体制改革的目标是完全一致的,因此,新的国有金融资本保值增值率指标的建立一定要贯彻EVA思想,否则,国有金融资本所有者的利益将得不到切实的保障。

#### (二) 权益资本成本的确定

按照EVA等式,通过扣除所有资本的成本,以确定对出资人真正具有意义的收益指标——EVA,在EVA等式中,债务资本成本容易确定,权益资本成本因为考虑的是投资的机会成本,其确定则比较困难,但不管权益资本成本的确定如何困难,都不能成为我们不对其加以认真测算、认定,并予以减除的理由。实践中,本人认为国有金融资本的资本成本可以考虑这样3种方式来确定①央行公布的银行存款年利率,这是最简便易行的方式,当然也是资本成本的下限。②近3年国有金融企业所处行业的平均资金利润率,这一标准的测算难度较大,而且不易稳定。③以银行存款年利率为下限,以行业的平均资金利润率为上限,再结合国有金融企业发展的特点,从中选择一个合适的资本成本,这一方式比较科学,也更符合实际,但因为它的计算既要参考金融行业的平均资金利润率,也要考虑国有金融企业自身的因素,因而基础性的工作量会很大。

#### (三) 基于EVA国家所有者权益和净资产收益率的确定

在确认EVA的基础上,对国家所有者权益和净资产收益率等指标进行调整,以确定基于EVA的国家所有者权益和净资产收益率,这之中主要是将现行财务中的国家所有者权益和净资产收益率的计算基础——净收益转换成EVA,调整后的国家所有者权益即是基于EVA的国家所有者权益,它主要由国家投入资本和基于EVA的留成收益所构成,其公式可以写成:

$$NORI_E = SOC + RP_E$$

其中, $NORI_E$ 是基于EVA的国家所有者权益;SOC是国家投入金融企业的资本; $RP_E$ 是基于EVA的留成收益,它是金融企业经营所得EVA分配后的积累。

调整后的净资产收益率即是基于EVA的净资产收益率,它是EVA与国有金融企业资产的比率,其公式是:

$$NARP'_E = EVA / SOA$$

其中, $NARP'_E$ 是基于EVA的净资产收益率,SOA是国有金融资产。

#### (四) 基于 EVA 国家所有者权益建立新的国有金融资本保值增值率指标

在 EVA 国家所有者权益确定的基础上，我们可以建立新的国有金融资本保值增值率指标，即基于 EVA 的国有金融资本保值增值率，该指标如果仍然以国家所有者权益的年度变化率来表明国有金融资本的保值增值状况，则公式可以是：

$$\text{基于EVA的国有金融资本保值增值率} = ENORI_E / BNORI_E$$

其中， $ENORI_E$  是基于EVA的年末国家所有者权益， $BNORI_E$  是基于EVA的年初国家所有者权益，该指标包含的财务信息是：当基于EVA的国有金融资本保值增值率大于 1 时，表明国有金融资本实现了增值，国有出资人的财富在增加；当基于EVA的国有金融资本保值增值率等于 1 时，表明国有金融资本刚好保值，出资人的财富没有变化；当基于EVA的国有金融资本保值增值率小于 1 时，则表明国有金融资本遭受减值，出资人的财富受到侵蚀，国有金融资本是否保值增值也可以通过基于EVA的净资产收益率，即  $NARP'_E$  来反映，当  $NARP'_E > 0$  时，表明国有金融资本实现了增值；当  $NARP'_E = 0$  时，表明国有金融资本刚好保值；当  $NARP'_E < 0$  时，则表明国有金融资本遭受减值。<sup>1</sup>

#### 四、基于EVA的国有金融资本保值增值指标的局限性

尽管到目前为止，各种业绩考评方法都有其优点，但是并没有一种方法能够完全解决国有金融危机资本业绩的衡量问题，EVA 体系应用同样也有一些值得理论界与实际工作者思考的问题：

##### (一) 资本成本的准确性

在 EVA 的模式中，资本成本具有决定性的因素，Stem Stewart & Co. 用的是资本资产定价模型 (CAPM) 来计算资本成本，CAPM 是一个单因素的线性模型，仅仅考虑了风险的因素，同时，它假设市场是完全竞争无摩擦的，投资者对资产收益的联合分布有相同的预期，CAPM 的假设比较抽象，模型也相对简单，与资本市场的实际情况相距甚远，现成的还有两个模型——套利定价模型 (APM) 和期权定价模型 (B-SM)：APM 可以说是一个多因素的 CAPM 模型，但其是后验的，总是能够将模型建立起来，同时也总能找到一些影响因素，而这些因素的确定具有很大的随意性，需要进一步验证；B-SM 是一个非线性模型，可能比前两个模型更贴近实际，但是，情况是否真的如此，仍需要检验。

##### (二) 会计调整的有效性

根据 Stewart & Co. 声称，EVA 对会计利润的调整最多达 160 余项，如此大规模会计调整是否真的可以把扭曲的会计信息纠正过来，调整后的结果会不会是对金融企业价值的另一种扭曲？会计准则之所以能被“公认”，是因为这些准则建立在长期的会计经验的积累之上，并随着经济的发展不断得到完善，因而才被人们所公认，其中必然包括着合理的因素，EVA 对于会计准则的突破究竟是向真实性迈进一步，还是更加远离真实性？

##### (三) 管理者补偿的有效性

EVA 在国外的实践可以说很成功，但这些成功的案例都有一个隐含的前提，那就是这些国家的市场高度发达，法制比较健全，而这些条件目前在中国很大程度上还不具备，我国的国有金融企业，尤其是上市的金融企业，无论是董事会还是管理当局，应该从根本上树立股东价值

<sup>1</sup> 李小平. 基于 EVA 的国有资产保值增值指标[J]. 重庆工学院学报, 2004, (6).

的意识, 增强对资本成本的认识, 否则就无从谈到 EVA 的应用与推广。

最后, 需要指出的是, 尽管 EVA 财务管理系统作为一种有效的企业管理工具, 在美、英等国备受关注, 当也仍有不少反对之声, 本文在这里对 EVA 财务管理系统引入国有金融企业所作的只是一种框架式分析, 主要是探寻 EVA 作为一种评价国有金融资本保值增值结果和激励金融企业管理者工具的内在性质, 为构建适合我国特征的国有金融资本业绩考核评价与相关激励制度提供参考。

## 参考文献

- [1] 马迁, 薛文才, 余荔. 商业银行绩效考评[M]. 中国金融出版社, 2004
- [2] 李思维, 王修华, 刘红娜. 论金融国资委成立的经济效用与机构模式设计[J]. 上海金融, 2005, (2)
- [3] 胡锋. 出资人对大型企业集团考核指标体系研究[D], 中央党校 2003
- [4] 徐慧泉, 杨朝军. 中央汇金模式下的金融国有资产监管体制建设[J]. 上海金融, 2005, (5)
- [5] 刘琼瑜, 朱松华. 中资商业银行绩效考核机制的缺陷及其改进建议[J]. 上海金融, 2005, (9)
- [6] 徐瑞娥. 关于建立国有资本经营预算的探讨[J]. 经济研究参考, 2006, (15)
- [7] 刘浩, 孙铮. 国家出资者财务管理研究[J]. 会计研究, 2004, (9)
- [8] 唐文彬. 关于国有资本保值增值率计算方法的修正[J]. 财经问题研究, 2000, (9)
- [9] Anish Shah Shyam Sunder. 董事激励与公司业绩—实验的证据[J]. 南开管理评论, 2004, (4)
- [10] 李斌, 孙青芬. 监事薪酬制度的公平性与激励效果的分析[J]. 沈阳工程学院学报, 2005, (12)
- [11] 王仲兵. 关于国有资本保值增值的几个理论问题[J]. 华北电力大学学报(社会科学版), 2005, (2)
- [12] 李小平. 激励机制: 股票期权与 EVA 奖金制度的比较分析[J]. 经济体制改革, 2003, (3)
- [13] 李小平. 基于 EVA 的国有资产保值增值指标[J]. 重庆工学院学报, 2004, (6)
- [14] 刘振沛, 王继凯. 对国有银行资本金财务绩效评价的一些思考[J]. 中国注册会计师, 2005, (6)
- [15] 中国工商银行福建省分行计划财务部课题组. 经济增加值在商业银行绩效考评中的应用研究[J]. 金融论坛, 2005, (3)
- [16] 李建军. 商业银行绩效国际比较评价体系的设计及其实证[J]. 金融论坛, 2004, (9)
- [17] 李建军. 国有银行资本金绩效评价的几个问题[J]. 财政研究, 2004, (4)
- [18] 张卓元. 产权有序流动与国有资本保值增值[N]. 人民日报, 2005-3-11
- [19] 张惠玉, 张进才. 国有资本退出商业的方式, 绩效评估及应注意的问题[EB/OL]. <http://www.econ-stage.net.cn>, 2002-01-31
- [20] 方方. 银监会推动分类监管 四大行年度考核结果出炉[EB/OL]. 南方网, 2005-7-25

# Restructuring the Evaluation Index Sign of Protecting and Increasing in the State-owned Financial Capital Value with the EVA Theories

Li Huaizhou

(Chinese Financial Research Centre of Southwestern University of Finance and  
Economics, Chengdu, 610074)

**Abstract:** This paper first expounds on the system of EVA theories, and analyzes the character of EVA as evaluation index sign of protecting and increasing in the state-owned financial capital value and the imperfect of current evaluation index sign; then it restructures the evaluation index sign of protecting and increasing in the state-owned financial capital value with the EVA theories; Finally it gives the Limitations of the evaluation index sign.

**Keywords:** EVA theories; the state-owned financial capital; protecting and increasing; restructuring

收稿日期: 2007-9-11

作者简介: 李怀舟, 西南财经大学中国金融研究中心金融学博士, 研究方向: 金融理论与实践