

基于 EVA 的企业投融资战略研究

任 中 强

(南华大学 附属南华医院, 湖南 衡阳 421001)

[摘 要] 经济增加值(Economic Value Added EVA)是一种重要的财务战略目标思想与评价标准,有助于制定与经营战略配套的财务战略。文章首先介绍了 EVA 的定义与核心思想,然后介绍了基于 EVA 的企业融资战略及企业投资战略。将 EVA 融入企业投融资战略,可以有效克服传统投融资战略的缺陷和困境,增强投融资战略的科学性和有效性。

[关键词] EVA; 融资战略; 投资战略

[中图分类号] F40 **[文献标识码]** A **[文章编号]** 1673-0755(2009)02-0027-03

近些年来越来越多的企业开始从价值创造的角度研究财务战略的制定与实施,其中, EVA 便是一种新的思维与有益的尝试。投融资战略是企业财务战略的核心,本文拟结合 EVA 研究企业投融资战略,期望 EVA 能有效指导企业投融资战略的制定,从而更好地发挥财务战略在促进企业战略目标实现过程中的重要作用。

一 EVA 的定义及核心思想

EVA 是指在扣除资本成本(包括债务成本和股本成本)之后剩余的利润,它是所有资本成本被扣除后的剩余收入。EVA 被定义为公司的税后净营业利润(Net Operating Profit After Tax, NOPAT)与该公司加权平均的资本成本(Capital Charge, CC)间的差额,用公式表示为: $EVA = NOPAT - CC$

因此,只有当公司利润高于其加权平均的资本成本时,公司价值才大于投资成本。站在股东角度,一家公司只有在其资本收益超过为获取该收益所投入的资本的全部成本时才能为股东带来价值,这就是 EVA 体系的核心思想。

二 基于 EVA 的企业融资战略

融资是任何企业开展经营活动的必要前提。企业应该根据自身的需要和金融市场的情况,利用一定的金融工具,选择使用负债资金或股权资金,并付出一定的利息、股利和承担一定的风险;根据自身能力和市场情况,在可承受的风险范围内,达到最佳的资本结构,努力降低资本成本,充分利用杠杆作用,获取杠杆利益。融资战略的目标一般是运用合理的手段,筹措必要的资金,保证经营之需,同时使资本成本最低、资本结构最佳和企业价值最大。

目前我国大部分企业缺乏有效的融资战略,融资结构不合理、股权融资偏好明显,导致融入资金效益差,财务风险高。EVA 作为一种系统的价值管理工具,可以有效克服融

资战略中的这些缺陷。

(一) EVA 促使企业正确认识股权融资成本

EVA 中的权益资本成本是一种机会成本,以投资者期望报酬率表示,这个报酬率不应低于金融市场一般预期收益率,股权融资是“免费午餐”的神话不攻自破。债务资本的利息具有节税效应,而权益资本不具有这种优势,这时候,股权融资成本真的远远低于债务融资成本吗?答案显然是否定的。EVA 可强化资金成本概念,尤其是对于上市公司的股权筹资以及资金的使用来讲, EVA 的资本成本观念的树立和保持非常必要,当企业对股权融资的成本有了真正认识时,可能就会转向债务融资。EVA 与企业价值最大化的总体目标是完全一致的; EVA 是筹资决策与总体目标的桥梁,达到了 EVA 目标,也就达到了价值创造的目标。

(二) EVA 改进了业绩评价的方法

EVA 指标揭开了会计利润的面纱,还企业经营业绩以真实面目, EVA 扣除了全部资本成本(指负债资金成本和股权资金成本之和),是经济意义上的企业利润,以之作为评价筹资职能业绩的指标是贯彻“全部资本成本”的做法。通过 EVA 指标,人们可以判断企业究竟是在创造价值还是在毁灭价值。在对 EVA 在中国证券市场的实证研究中,以净资产收益率指标和 EVA 指标分别对 2000 年的上市公司进行排名,发现净资产收益率排名前 10 名公司中只有一家进入 EVA 排名表前 10 名^[1]。这是因为, EVA 指标包括资本成本,企业的收入不仅要弥补经营成本,还要弥补资本成本,所以利润高不等于创造的价值也高。将 EVA 指标引入企业业绩评价体系,可以促使企业重新权衡债务融资与股权融资的利弊,不再仅仅因为债务资本带来的利息会降低利润而排斥债务融资方式。

(三) EVA 可以促进内源融资能力

[收稿日期] 2009-02-28

[作者简介] 任中强(1973-),男,河南驻马店人,南华大学附属南华医院财务科会计师。

国有资产保值增值一直是我国国有企业绩效评价的重要指标, 上有政策, 下当然有“对策”, 大量的赊销, 大规模生产产品都可以使资产增值, 资金闲置至少可以做到“资产保值”。然而根据 EVA 的理念, 赊销形成的应收账款、存货占用资金及闲置资金都是有成本的, “资产的沉积意味着成本的增加和财富的损失”^[2]。在 EVA 的压力下, 管理者必须努力提高资本运用能力, 如加快应收账款的回收, 减少不必要存货, 提高流动资金使用效率。资本使用效率的提高必然随着企业经济效益的提高, 企业内源融资能力增强, 上市公司利用股权融资“圈钱”的动机也会减弱。

(四) EVA 可以有效影响经理人融资决策

上市公司改制前极高的负债水平与改制后极低的负债水平形成巨大反差, 理由同出一源, 我国的激励报酬制度不完善, 公司改制前依赖国家, 改制后依赖股东, 不注意自身发展能力。激励报酬制度是 EVA 财务管理系统的支柱, 它的激励体系要求管理者激励与企业业绩有较强的联系。当企业经理人意识到资本成本包含在 EVA 的考虑当中, 而 EVA 结果会影响到对其业绩的评价, 从而最终影响到自身的利益时, 他们可能就不会再一味地偏爱股权融资了, 因为毕竟内源融资和债务融资的成本要比股权融资低得多。

(五) EVA 与投资决策和股利政策决策的目标相统一, 有利于团结一致, 凝聚力量, 增强决策的系统性和科学性

如果公司有较多好的投资机会 ($EVA > 0$), 公司应尽量采取低股利支付率政策, 以使用内部资金, 降低资本成本, 提高 EVA; 当好的投资机会 ($EVA > 0$) 较少, 公司则宜采取剩余股利政策。同时, 公司应切实避免通过缩减 $EVA > 0$ 的投资项目来发放股利。公司的管理者可以审时度势, 制定合理的股利政策, 以使公司拥有保证优质投资项目 ($EVA > 0$) 的资金需要和切实降低资本成本, 以提高 EVA 和企业的价值。

当然 EVA 并非点石成金的“法宝”, 企业融资行为受到诸多因素的影响, 不过将 EVA 引入业绩评价体系, 应该会对上市公司理性选择融资结构有所帮助。融资决策的目标 EVA 与企业的总体目标企业价值最大化是一致的。在运用资本和运用资本报酬率既定时, 加权平均资金成本率越低, EVA 越大。公司在达到最优资本结构的同时必然是达到了其总资本成本的最低, 也必是 EVA 的最大值和企业价值的最大值。三者关系如图 1 所示。

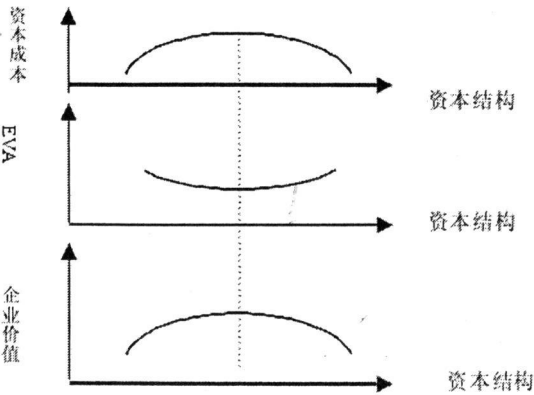


图 1 资本成本、EVA 和企业价值与资本结构的关系

三 基于 EVA 的投资战略

在市场激烈的竞争过程中, 企业是否能够将所筹集的资金投放到收益高、回收快、风险小的项目上, 对企业的生存与发展起着至关重要的作用。在市场中, 每个企业都要寻找新的投资机会, 或者扩大现有投资规模。只有投资于好的投资项目, 才会取得更高的利润。因此, 在企业财务战略中, 投资战略是重要一环。

导致企业投资决策最终失败的原因主要有两个: (1) 在整个投资决策实施的过程中, 缺乏一个统一的评估决策标准; (2) 各个评估决策标准总是忽略相应的隐性成本。那么如何才能从根本上解决现存的这些问题呢? EVA 方法给我们提供了思路。

(一) EVA 对战略投资方向的定位

对战略投资方向的把握是企业进行投资决策的第一步, 无论是进入新领域, 还是退出旧领域, 或是对现有规模的扩张和缩小, 都涉及到此问题。在我国, 尤其是“内部人控制”较严重的企业, 经理人为满足自己的利益, 对各个项目的可行性分析只是流于形式, 往往不是以项目是否能创造价值作为决策依据, 从而造成股东财富和投资者利益的大量损失。如果以 EVA 为决策依据对战略投资方向进行把握, 这种现象就会大大缩减^[3]。

1 对于盲目扩张的现象来讲, 因为 EVA 考虑了所有资本成本, 一旦项目已经实施或并购行为已经开始, 经理人就必须对此行为负责, 并补偿所有显性和隐性成本, 这样经理人在决策时就会综合企业各种生产能力和项目产出的盈利能力进行谨慎分析, 他们明白以损害股东利益为代价来实现自身利益最大化是行不通的。从西方实行 EVA 的效果来看, 有相当一部分企业在采用 EVA 作为决策标准后, 并非加大了投资力度, 而是将一些已经实施或准备实施的项目撤了回来, 其主要原因并不是他们故意躲避风险或是安于现状, 而是这些项目的预算 $EVA < 0$ 根本不能为股东创造价值。

2 对于浪费投资机会的现象来讲, 因为 EVA 是个绝对值, 以 EVA 作为经理业绩的考核指标, 就可以将经理业绩与股东利益紧密联系, 避免决策次优化。例如采用投资报酬率 (ROI) 作为经理考核指标时, 经理会放弃高于加权资金成本而低于目前部门 ROI 的投资机会, 以提高部门的业绩, 但这样做却损害了股东的利益。因为, 从股东的角度看, 只要 EVA 大于零就能增加股东财富和公司价值。

(二) EVA 对项目各阶段评估标准的统一

有时造成实施项目最终失败的原因, 并不是企业投资方向或项目本身有问题, 主要是因为对项目评估的各阶段采用不同的标准, 使得项目前后互相脱节, 并最终导致失败。企业一般都会用净现值法 (NPV) 或内含报酬率法 (RR) 来进行项目可行性分析, 但它们都属于“前瞻性”模型, 一旦项目被批准进入实施阶段, 按照项目绩效评价必须基于过去数据的特点, NPV 和 RR 均不再适用, 只能选择诸如投资回报率、净利润等会计指标, 由于这两套评估方法原理不同, 这样就会使实施结果偏离项目最初的预期, 使得本来具有很大发展潜力的项目仅由于人为的因素而以失败告终^[4]。

以 EVA 作为项目各阶段评估的标准, 就是解决此问题的办法。

首先, EVA 可以进行项目前评估, 即对项目进行可行性分析。它采用的方法是预测项目每年可能带来的 EVA, 并将其贴现成现值, 实际上贴现 EVA 方法和 NPV 方法的计算结果完全相同, 即 $EVA \text{ 现值} = NPV$, 而 NPV 方法是目前常用的项目可行性分析方法, 所以 EVA 也有此功效。

其次, EVA 可以进行项目后评估, 即对项目的实施效果进行评价。其实对项目的实施效果进行评价的过程就是看此项目是否创造了价值的过程。

最后, 也是 EVA 作为项目评估具有优势的最关键点, EVA 可以将项目前后的评估统一起来。以 EVA 作为评估标准不会再造成项目评估脱节的现象, 因为 EVA 在进行项目后评估时具有“跟踪”功能, 使项目预期投入的资本及其成本均在后期的实施中给予了充分的反映, 而采用 NPV 法预算的项目一旦被实施和资金被投入, 几乎没有人检查实际现金流是否与预期相一致, 某些资本对他们来说就相当于免费使用, 从而造成拖延工期、挪用专款等损害股东价值的行为。这样尽管在项目可行性分析中对所有资本及其成本给予了考虑, 但后期并没有形成有效的“跟踪”, 致使项目预算几乎是形同虚设。所以只有利用 EVA 才能将项目各阶段联系起来, 实现项目预算、项目实施、项目监管的有机统一。

(三) EVA 对日常投资决策的改进

在日常投资决策中, 可能会经常遇到这样的问题: 是享受原材料的低购买价格还是低储存成本呢? 是采取宽松的应收账款政策还是紧缩的应收账款政策呢? 是享受现金的流动性还是收益性呢? 是降低收费还是提供更多的服务呢? 这些问题在目前的财务管理中也给予了充分的重视并提出了相应的解决方法, 但有时总会因为某些客观或主观的因素偏离目标。而如果采用 EVA 对它们进行选择 and 判断, 答案就非常清楚。EVA 考虑资金成本的理念, 就是把资产负债表转化成另一种支出项目清单, 这样管理人员就可以对任何选择进行成本与收益之间的比较和衡量, 从而做出准确的判断。正如 1995 年采用了 EVA 模式的 Boise Cascade 公司的

CFO 乔治·哈罗德 (George H and) 所说的: “当你让资金成本在整个组织之内成为一个货币指标时, 人们就会密切关心手中的投资。我们对此感到惊喜。虽然我们的大多数经理在财务方面是内行, 但 EVA 还是带来了重大变化”。

通过以上的分析可以断言, 从战略投资决策到日常投资决策 EVA 都无疑是一个强有力的分析工具。因为同传统的投资决策方法相比, 基于 EVA 的投资战略具有一定的优势。EVA 方法可以使业务部门的经理在资本预算、年度利润计划和日常运营中使用相同的、一致的分析和评价指标。EVA 方法还可以让经营单位的管理者容易看到, 自己管辖的资本项目如何改善本单位的 EVA 指标, 从而清晰地看到自己的业绩实现过程, 可以增强对项目的关注程度和责任心。EVA 方法可以更准确地描绘一个投资项目每年带来的增加值, 而不象 DCF 方法, 在一开始认可全部初始投资的现金流出, 然后完全“忘掉”它们。EVA 方法将资本成本分摊在项目的整个寿命期。更为重要的是, 若管理人员已经加入了 EVA 奖金计划, EVA 方法就会在投资项目的整个寿命期以内时时刻刻强化资金的概念。这会促使他们具有很强的动机去做出最准确的预测, 努力实现 EVA 的最大化, 从而实现股东财富最大化^[5]。

[参考文献]

- [1] 肖 辉, 吴文锋, 吴冲锋. 经济附加值指标在中国证券市场的实证研究 [J]. 系统工程理论方法应用, 2003, 12(1): 35-38
- [2] AI·埃巴. 经济增加值 - 如何为股东创造财富 [M]. 凌晓东等译. 北京: 中信出版社, 2001.
- [3] 唐建新, 方 靓. 谈股东价值创造导向的管理工具 - EVA [J]. 财会月刊, 2003(3).
- [4] 刘 斌, 李广磊. 基于 EVA 的企业价值评价方法 [J]. 技术经济与管理研究, 2002
- [5] 贺 宇. EVA (经济价值增值) —— 一种真正的激励机制 [J]. 价值工程, 2002, 3(3): 35-38

Study on Financing and Investment Strategy of the Enterprise Based on EVA

REN Zhong-qiang

(University of South China, Hengyang 421001, China)

Abstract Economic Value Added (EVA) is an important of evaluation criteria of financial strategy objective which is helpful for designing financial strategy. The article first introduces the definition of EVA and its core idea and then presents the EVA-based corporate financing and investing strategy which can overcome default and difficulty of traditional financing and investing strategy to strengthen scientificity and efficiency.

Key words EVA; Financial strategy; Investment strategy