

REVA指标在企业经营业绩评价中的应用

张志刚 何荣华

(湖南理工学院 湖南岳阳 414006 浙江商业职业技术学院 杭州 310053)

【摘要】修正的经济增加值(REVA)和经济增加值(EVA)是两项衡量企业经营业绩的评价指标,REVA是EVA的修正和延伸。本文以REVA为研究基础,对它与EVA在企业经营业绩评价中的应用进行了比较研究,为有关实际应用提供参考。

【关键词】REVA EVA 经营业绩

EVA全面考虑了公司资产负债表和利润表所提供的数据,在一定程度上弥补了传统会计指标的缺陷,使管理者开始关注管理的有效性、资本的收益性,从而提高了资本配置效率。EVA为正,说明公司在当期为股东创造了价值;EVA为负,表明公司减少了股东价值。但是,EVA关注的仅仅是企业当期的经营情况,没有反映出市场对公司未来经营业绩的预测。因此,Bacidore等(1997)在对EVA进行修正的基础上,提出了修正的EVA,即REVA。其基本思想是以资本的市场价值取代账面经济价值对公司价值进行衡量。

一、REVA的设计原理

我们可以将公司的价值分成两个部分:一部分是公司的有形资产,包括厂房、设备、运营资本等,构成了公司资产的账面经济价值,另一部分是公司当前和未来投资机会的净现值,它由公司战略驱动,属于无形资产,在很多企业中占有相当的比重,不可忽视。

在EVA模式下,用于创造净利润的资本的成本是根据企业的账面经济价值计算的,也就是说,在EVA视角下,产出经营利润的资本投入是以账面经济价值来度量的。但在REVA下,创造利润的资本总额不是账面经济价值而是市场价值。因为在理论上,在任何一个会计年度的开始,投资者都可以将资产以其市场价值出售,然后将其所得投入到风险相同的资产,获得加权平均资本成本的预期回报,如果投资者没有将资产变现,就丧失了获得加权平均资本成本的预期回报的机会。从这个意义上说,在一个约定的期间内,如果企业真正为投资者创造了“利润”(经营剩余),那么公司的期末利润必然超过了以期初公司市场价值计算的资本成本,而不是超过以账面经济价值计算的资本成本,因为投资者投资到该企业的实际价值是公司的市场价值,而不是账面经济价值。

根据以上分析,借助于EVA的计算公式,利用市场价值取代总资产的账面经济价值,得到REVA的计算公式:

$$REVA_t = NOPAT_t - K_w MV_{t-1}$$

其中: $NOPAT_t$ 代表第 t 期末经调整后的税后净营业利润; MV_{t-1} 代表第 $t-1$ 期末资产的市场总价值,等于公司所有者权益的市场价值加上经过调整的负债价值(第 $t-1$ 期的总

负债减去无利息的流动负债)的市场价值; K_w 代表加权平均资本成本(WACC)。

$$K_w = \frac{D_M}{D_M + E_M} k_D (1 - T) + \frac{E_M}{D_M + E_M} k_E$$

其中: D_M 代表负债的市场价值; E_M 代表权益资本的市场价值; k_D 代表债务资本的税前成本; k_E 代表权益资本成本; T 代表公司边际税率。

二、REVA和EVA的联系与区别

REVA与EVA既有联系又有区别,相同之处主要有三点:都将NOPAT作为财务收益;都考虑了资本成本;在具体的计算方式上是类似的,用扣除资本成本后的利润来表示股东的财富变化。区别主要有两点:一是REVA的资本成本是基于市场价值的,而EVA的资本成本基于账面经济价值,因而在结果上会存在重大差异;二是加权平均资本成本的计算也有差异。

下面通过一个具体例子来说明两者的差别。假定某公司只采用权益融资,无负债,在期初发行了100股股票。每股股票当前市场价值为50元,账面经济价值为40元,投资者的预期收益率是10%(投资者的预期收益率是根据股票的市场价值而不是账面经济价值来判断的)。再假定NOPAT为450元,那么该公司的EVA和REVA分别为:

$$EVA = 450 - 10\% \times 40 \times 100 = 50 (\text{元})$$

$$REVA = 450 - 10\% \times 50 \times 100 = -50 (\text{元})$$

可看出,EVA是正值,REVA是负值。如果用EVA来衡量股东的财富,股东财富增加了50元,经营者应该受到奖励;如果用REVA来衡量,股东的财富减少了50元,经营者应该受到惩罚。以市场价值计算的投资回报率为9%(450÷5000),低于投资者预期的10%;以账面经济价值计算的投资回报率为11.25%(450÷4000),超过投资者的预期。按照REVA的设计原理,如果股东将市值50元的股票投资到其他风险相同的资产,可以获得10%的回报,因此9%的投资回报率没有达到股东的预期。尽管EVA是正的,但经营者不应当得到补偿。

REVA和EVA的另一个区别在于,当公司的市场价值和账面经济价值不等时,EVA的计算在概念上存在障碍。理论

上,在计算 EVA 指标时,无论我们用 NOPAT 和 WACC 计算还是用经过调整后的净收入(NI)和权益资本成本计算,结果应当是一样的。然而,当企业资产的市场价值与其账面经济价值不相等时,按上述两种方法计算出来的结果并不一致。譬如,我们把以所有者权益为基础计算的 EVA 定义为:

$$EVA(\text{Equity flows})=NI-k_E E$$

其中 E 为所有者权益的账面经济价值。

$$NI=\text{NOPAT}-k_D(1-T)D$$

其中 D 为负债的账面经济价值。

而用 NOPAT 和 K_w 计算的 EVA(NOPAT)=NOPAT- $K_w NA$,其中 $NA=D+E$ 。

由定义可知,上述两种方法计算的 EVA 应当相等,即:

$$EVA(\text{NOPAT})=EVA(\text{Equity flows})$$

因为 $WACC=\frac{D_M}{D_M+E_M}k_D(1-T)+\frac{D_M}{D_M+E_M}k_E$,所以有:

$$\text{NOPAT}-\frac{D_M}{D_M+E_M}k_D(1-T)(D+E)-\frac{D_M}{D_M+E_M}k_E(D+E)=\text{NOPAT}-k_D(1-T)D-k_E E$$

由于 D_M 和 D 分别为负债的市场价值和账面经济价值, E_M 和 E 分别为权益的市场价值和账面经济价值,因此要使上述公式两端相等, D_M 必须等于 D, E_M 必须等于 E。这意味着负债与所有者权益的市场价值必须分别等于其账面经济价值,而这种情况是很少见的(因为公司的市场价值还包含企业未来成长机会的价值)。但在计算 REVA 指标时却不存在这种矛盾,因为它是根据市场价值计算出来的。

三、REVA 指标的优缺点

1. REVA 指标具有的优点。

(1)考虑了全部资本的成本。在传统的会计方法下,许多企业都是盈利的,但这种盈利的前提是不考虑对股东(所有者)的回报,因此那些盈利少于资本的机会成本的企业实际上是在侵蚀股东利益。而 REVA 指标要求经营者必须考虑资本的机会成本,只有在经营收益超过所占资产的机会成本后才能带来 REVA 的增加,从而真正从股东财富增加的意义上来衡量企业的经营业绩。

(2)剔除了会计失真的影响。传统的评价指标如现金流量、利润等是在通用会计准则下计算得来的,因此都存在某种程度的会计失真,从而歪曲了企业的真实经营业绩。而对于 REVA 来说,尽管传统的财务报表依然是进行计算的主要信息来源,但是它要求在计算之前对会计信息来源进行必要的调整,以尽量消除通用会计准则造成的扭曲影响,从而能够更加真实、完整地评价企业的经营业绩。

(3)更加注重企业的可持续发展。REVA 不鼓励以牺牲企业长期经营业绩的代价来夸大短期效果,也就是不鼓励诸如削减研究和开发费用的行为,而是着眼于企业的长远发展,鼓励企业经营者做出能给企业带来长远利益的投资决策,如新产品的研究和开发、人力资源的培养等。因此,应用 REVA 不但符合企业的长期发展利益,而且也符合知识经济时代的要求。

除此之外,REVA 指标相对于 EVA 指标还具有两个优点。第一,无论何时,只要 REVA 指标为正值,该企业的股东财富肯定增加。因为此时企业创造的财富大于其按照市场价值计算的资本的机会成本。而在 EVA 指标下,即使 EVA 计算结果为正值,投资者得到的回报仍然有可能小于资本的机会成本。第二,REVA 既可以以负债和所有者权益为基础进行计算,也可单独以所有者权益为基础进行计算。而对 EVA 指标来说,只有负债和所有者权益的市场价值分别等于其账面经济价值时,才可以这样计算。可见,REVA 对 EVA 的进一步调整反映了一种更加市场化的财富观。

2. REVA 指标存在的不足。

(1)REVA 指标混淆了单期经营业绩与基于未来业绩预期的市场价值之间的关系。公司当前的净利润以账面经济价值来衡量,而资本成本却以期初的市场价值来计算,如果投资者对公司的未来收益预期较高,公司资产的市场价值必然被高估,大大提高了资本的机会成本,这样计算的 REVA 往往是负值。公司经营战略的实施所获得的高收益被以前的股价上升所冲销,这意味着当期经营业绩被低估,REVA 可能无法正确地评价经营者的业绩。

(2)REVA 计算时所涉及的“期初市场价值”在实践中只能用“市场价格”来替代。在不够规范的证券市场里,价格可能严重偏离价值,股价中含有过多的“噪音”因素,而这些“噪音”因素会影响到 REVA 的计量。尤其是正处于发展期的我国证券市场,投机气氛浓厚,REVA 的计量精确度还有待进一步提高。

(3)REVA 目标无法在企业内部进行分解。“基于价值的管理”要求激发尽可能多员工的价值创造积极性,这就需要将价值创造目标层层分解,并同相关责任主体的考核挂钩。EVA 的构成都是会计数据,因此可以很方便地按照企业原有的责任会计体系在各产品单位、各经营环节、各个时期进行分解。REVA 中的市场价值只能是“整体市场价值”,无法分解为内部各单位的市场价值,这样内部单位的 REVA 就无法测量。

主要参考文献

1. 凌晓东等. EVA 经济增加值——如何为股东创造财富. 北京: 中信出版社, 2001
2. 葛文雷, 顾文雅. 应用经济增加值指标评估上市公司的经营业绩——对沪市工业类 95 家上市公司的实证分析. 东华大学学报(自然科学版), 2002; 3
3. James L. Grant 著. 刘志远等译. 经济增加值基础. 大连: 东北财经大学出版社, 2005
4. 杜江. REVA、EVA 与股东财富: 来自中国上市公司的证据. 财经科学, 2007; 9
5. 李春瑜. EVA、 Δ EVA 与 REVA 价值增值衡量适用性比较研究. 经济管理, 2006; 8
6. 刘力, 宋志毅. 衡量企业经营业绩的新方法——经济增加值(EVA)与修正的经济增加值(REVA)指标. 会计研究, 1999; 1