

利用 EVA 评价上市公司并购绩效



成都理工大学信息管理学院 张锐 程夏

在并购风起云涌之时,我们有必要知道并购是否能给公司带来经营绩效的改善,公司通过并购扩大规模是否能带来业绩的提高,或者并购仅仅是经理人员追求权力扩大或提高政绩的一种手段。针对不同的并购动机,应该从并购动机的实现与否来评价并购效果。本文仅针对以扩大经营规模、增加产品产量、获得更多利润为并购动机的上市公司并购进行绩效评价,而最好的方法就是评价并购是否给股东权益带来价值增值。

一、文献回顾与评论

对企业并购绩效的检验一般有两种研究方法:一是市场价值法,即通过检验并购对样本公司股价的影响来检验并购前后股东价值的变化。而对股东价值变化的计量,最为常用的方法是超常收益法。这种方法将在发布收购公告前的一段时间(事件窗)内并购双方股东的实际收益 R 与假定无并购公告影响时该段时间内股东的“正常”收益 $E(R)$ 进行比较,得出超额收益 AR ,即 $AR=R-E(R)$ 。二是会计研究法,即研究并购对公司经营业绩的影响,通常以并购前后有关财务指标的变化来衡量公司的并购绩效,亦称财务指标分析法。实务中常用的财务指标有税后净利润、每股收益和净资产收益率等。

在西方,尽管超常收益法是进行企业并购绩效评价最常用的一种方法,但其在我国的适用性仍然受到一些因素的制约和影响。这主要体现在:第一,我国特殊的经济环境和社会环境导致我国证券市场的不完善,致使上市公司并购的动因变得十分复杂,投机行为普遍,从而导致股价的扭曲,以股价的变动来衡量上市公司并购绩效的研究方法存在一定的局限性;第二,我国上市公司还存在相当一部分非流通股,而非流通股股东并不能直接从股价的涨跌中获益或受损,所以股价无法测量上市公司绩效的变化。

本文所提出的 EVA(经济增加值)绩效评价体系,实质上也是一种财务指标分析法,但比传统的财务指标分析法能更准确、全面地反映一项并购活动的绩效。尽管部分学者认为,上市公司的财务数据很可能被操纵,从而会导致财务指标分析的结果不准确。但陈晓等人的实证研究表明:我国上市公司的会计报表盈余数据具有很高的信息含量,且由于对会计信息的操纵只能是暂时的,因此如果给予足够长的会计期间,企业绩效的变化最终都要反映到其会计报表之中。

二、方法的提出——以 EVA 为基础的企业并购绩效评价体系

1.EVA。所谓 EVA,简单地讲就是税后净营业利润(NOPAT)

扣除了资本成本(包括债务资本成本和股权资本成本)后的部分,用公式表示就是:

$$EVA = NOPAT - KW \times CE$$

其中, KW 为公司的加权平均资本成本, CE 为所投入的全部资本。而 $NOPAT = \text{息税前利润} \times (1 - \text{所得税税率})$; 资本投入额 $(CE) = \text{股权资本投入额} + \text{债务资本投入额}$; 加权资本成本率 $(KW) = \text{股权资本比例} \times \text{股权资本成本率} + \text{债务资本比例} \times \text{债务资本成本率} \times (1 - \text{所得税税率})$ 。

EVA 指标是一个综合而全面的正向指标,公司的一切经营行为都在于使公司价值最大化,因此 EVA 值越大越好,而不论其利润指标如何。

对上市公司并购绩效进行评价时,该模型的意义为:股东必须获取一定的收益以补偿投资并购的风险,换言之,就是权益资本所获取的利润最少应与其在资本市场上同等风险下用于其他用途时所获取的利润(资本的机会成本)相等。否则,对股东而言,并购就没有产生任何真正的利润或者说是经营亏损。另外,如果 EVA 为零,就可以认为这项并购已经实现了正常目标,因为股东已经获得了足以补偿其风险的收益;当该指标值大于零时,说明资本所有者投入的资本获得了增值,公司经营业绩较好;当该指标小于零时,说明资本所有者投入的资本遭到损失,公司经营业绩较差。

EVA 的计算公式看似简单,但其对企业并购绩效进行评价时,各指标数据的获取却存在一定难度。在实务操作中,债务资本成本可直接由利息率代替,而股权资本成本是股东在相同的风险条件下从并购中应获得的收益,即股权的机会成本,它可以通过资本资产定价模型(CAPM)计算得出:

$$R_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f)$$

其中: R_e 为股权资本成本率; R_f 为无风险回报率,取国债的内含到期收益率,即目前上市流通的各种期限国债的到期收益率的平均值; R_m 为市场平均回报率, $(R_m - R_f)$ 即为市场平均风险溢价。由于我国股市历史太短,我们可选择美国的数据作为参考。

CE 根据公司报告期初资产负债表上的总资产减去无息负债确定。但是, NOPAT 和总资产并不能从依据一般会计准则编制的会计报表中直接获得,必须对其进行一定调整,以消除谨慎性原则对会计数据真实性的影响,使之能准确反映公司并购后的经营业绩。调整项目包括商誉资本化、研发费用资本化并分期摊销、存货计价方法由后进先出法改为先进先出法等。

2.经济增加值率。经济增加值率是单位资本投入产生的

创值。用公式表示为:经济增加值率=EVA/CE。

经济增加值率能衡量企业资本运作效率的高低。实际上,它等于企业实际投入资本的回报率与加权资本成本率之差,即它反映了企业的“超额”回报。如同净资产收益率一样,经济增加值率也是一个正向指标,其值较大则说明公司经营效率较高,只有保持一定水平的经济增加值率才能真正保证公司业绩高效率的增长。但经济增加值率并不是越大越好,只要公司 EVA 是不断增长的,其经济增加值率稍微下降也是合理而且适当的。因为只要 EVA 在增加,并且 EVA 能实现最大化,那么公司价值就能实现最大化,而 EVA 最大化与经济增加值率最大化并不同步。因此,在 EVA 最大化的前提下经济增加值率的小幅下降是有利于公司发展的。

如果说 EVA 利于公司在并购后对其并购前后价值变化进行纵向比较,则经济增加值率更利于不同的并购公司之间进行并购绩效的横向比较。

3. 股权经济增加值率。股权经济增加值率是股东投入单位资本产生的创值,用公式表示为:股权经济增加值率=EVA/股权投资投入额。

EVA 是站在股东的角度来考察公司并购后价值的增长情况,它在一定意义上反映了并购对股东的投资回报率,其有利于股东对公司投资价值进行判断,从而对公司并购行为及自身投资行为做出决策。

与 EVA 相比,经济增加值率及股权经济增加值率的意义在于,EVA 总额反映了 EVA 的“规模”性及抗风险能力,但其在一定程度上没有反映出“效率”性,因为 EVA 的测算是人为的,在确定机会成本时可能出现偏差。对一家规模较大的公司而言,如果计算的机会成本比实际的机会成本小,则测算的 EVA 可能会有很大的增加,使得原本在并购后耗值的公司的 EVA 为正。因此对股东来说,其最关心的还是经济增加值率,此指标值越大,说明公司经营越有效。该指标向股东传达了并购后企业的经营状况及股东可获收益的变化,使股东能准确判断企业规模、效率、行业地位和未来的发展前景,帮助他们对于并购行为形成完整的认识。

三、EVA 并购绩效评价体系与传统财务指标分析法的比较及其优势

1. 以净利润为中心的评价指标体系较容易被人为操纵,不利于对企业进行客观评价,EVA 指标的引入对净利润指标进行了很多有益的补充。首先,它考虑了公司实际使用的全部资本,使得评价更全面;其次,它缩小了上市公司人为操纵利润的空间;再次,EVA 指标真正体现了股东价值最大化的思想;最后,利用 EVA 指标可以将不同风险的企业在相同的基础上进行比较。

2. 将股东财富与公司并购决策联系在一起,有利于在公司并购中维护股东的权益。在对公司绩效进行评价时,股权资本成本一直是被忽视的一个关键指标。损益表中净利润的计算扣除了债务资本成本,因为这是必须支付的成本,但股权资本成本从来没有被计入成本中,因为股利可支付也可不支付,这在无形中削弱了股东对公司经营的监管能力。正是由于忽视了股权资本成本的存在,在我国当前公司并购中,内部人控制现象严重,以规避经营风险为目的的非相关混合

并购成为公司并购的主要形式。并购不是以实现股东价值最大化为目的,而是以扩大管理者控制权为目的,这严重损害了所有者权益。而 EVA 指标要求并购后股东至少可以得到股权资本的正常报酬,从而保障了股权资本的正常收益,维护了股东的正当权益。

3. 关于验证企业 EVA 指标在揭示企业股价变化的有效性方面,大部分研究表明,企业 EVA 指标比传统的利润指标或利润率指标在说明并购前后股价变化方面有更强的解释力。如 Uyemura et al.(1996)的研究结果表明,EVA 指标的解释力为 40%,而传统指标的解释力最高仅为 13%。

4. EVA 并购绩效评价体系以公司经营行为产生的收益为核算基础,有利于对公司并购行为进行规范和约束。公司并购的 EVA 核算基础是税后净营业利润而不是总利润或净利润,其原因有两点:第一,以税后净营业利润指标体系为考核基础,可将短期投资收益等营业外收入排除在利润范围之外,可以防止公司进行以利润操纵为目的的公司并购以及母子公司间不等价的资产置换等关联方交易行为。第二,营业利润反映公司主业突出状况及持续经营能力。主业经营情况好的公司进行并购时,EVA 指标可以反映出公司并购的实质是规模扩张还是多元经营,以及多元化的程度如何,从而帮助投资者做出决策。

5. EVA 指标与传统财务指标最重要的区别在于,传统指标在计算时忽视了股权资本成本,即在营业利润中没有扣除股权资本成本。然而股权资本成本是应该计入资金成本的,否则就无法判断为股东创造了多少价值。通过专门的会计调整,在税后净营业利润中明确扣除所有资本的机会成本、明确考虑股东权益的回报率,能够较准确地披露企业并购后的长期经营业绩和资本收益。

6. 在创值指标体系的计算中,通过经营利润与投入资本的合理配比,使公司既可对自身并购前后经营业绩进行纵向比较,又可对不同并购公司及所有公司进行横向排序比较,因而该指标体系具有较强的可比性。

总的来讲,EVA 并购绩效评价体系包括了 EVA、经济增加值率、股权经济增加值率等基础性指标,各指标分别具有不同的含义与作用。EVA 是一个综合、全面的正向指标,公司的一切经营行为都在于使公司创值最大化,EVA 可用于对公司并购前后价值变化进行纵向比较。经济增加值率比 EVA 更能反映资本投入产生创值的效率,也更利于不同并购公司之间进行并购绩效的横向比较。股权经济增加值率反映的是股东投入单位资本产生的 EVA,它是站在股东的角度考查公司并购后价值的增长情况,其作用是有利于股东判断公司并购前后的价值变化,对公司并购行为进行决策。EVA 大于零表明公司并购后的绩效较优,EVA 等于零表明并购绩效一般,EVA 小于零则表明并购行为失败。

四、未来的研究方向

EVA 对企业并购绩效的评价只集中于微观层面,即只集中考察了并购对企业本身的影响,而对中观层面和宏观层面缺乏评估,没考虑并购对证券市场的影响和并购的社会效益。将来的研究则应侧重对并购的社会效应的评价,比如对技术创新、增加就业、环保贡献等社会效应指标的研究。○