

EVA 绩效考核对中央企业过度投资的影响

王 洋 彭家生(教授)

(云南财经大学会计学院 昆明 650221 云南财经大学继续教育学院 昆明 650221)

【摘要】2010年1月1日,由国务院国有资产监督管理委员会第二次修订的《中央企业负责人经营业绩考核暂行办法》正式开始实施,在该业绩考核暂行办法中更换了经营绩效考核基本指标净资产收益率,代之以经济增加值(EVA)指标。本文对该暂行办法实施前后中央企业的过度投资程度进行实证检验,研究结果表明:该政策的实施减弱了自由现金流对中央企业过度投资的影响,可以在一定程度上间接抑制中央企业的过度投资行为。

【关键词】EVA 绩效考核 中央企业 过度投资

一、引言

根据中央企业2008年初上报的投资计划,中央企业2008年的固定资产投资规模将达到2.2万亿元,其中38家由国资委重点跟踪的中央企业上半年投资同比增长16.9%,而其他中央企业投资增长高达98.9%。这些数据资料在一定程度上表明目前我国中央企业存在着过度投资现象。我国中央企业的过度投资主要表现为对非主业的投资,前国资委主任李荣融曾经指出部分中央企业由于主业利润不足,就在股票市场和地产行业加大投资以获取额外收益,从而导致2009年7成中央企业涉足房地产行业的现象。

国资委已经逐渐意识到中央企业过度投资对我国经济发展可能带来的危害,2008年国资委对部分存在扩张冲动的中央企业提出了警告,并正式通知中央企业必须于次年年初上报本年投资的整体完成情况。2009年底,针对中央企业过度投资问题,国资委第二次修订了《中央企业负责人经营业绩考核暂行办法》,并于2010年1月1日起正式在全部中央企业实施。这次修订的重要变化是将中央企业年度经营业绩考核的基本指标由之前采用的年度利润总额和净资产收益率指标改为利润总额和经济增加值(EVA)指标。在中央企业推行EVA绩效考核,目的在于抑制中央企业的过度投资行为,控制中央企业的非主业投入。

截至目前,修订后的《中央企业负责人经营业绩考核暂行办法》已经实施一年多,EVA绩效考核是否达到了有效抑制中央企业过度投资的目的呢?本文基于管制的视角,以中央企业为最终控制人的上市公司作为研究对象,对《中央企业负责人经营业绩考核暂行办法》实施前后中央企业控制下上市公司的过度投资程度进行实证检验。研究结果表明,《中央企业负责人经营业绩考核暂行办法》实施后,即对中央企业负责人采取EVA绩效考核后,中央企业的过度投资行为一定程度上得到了抑制。

二、文献综述

Jensen 和 Meckling(1976)开创性地提出代理问题的同

时,针对过度投资给出了最经典的定义,他们认为如果企业的投资超出或偏离了自身的能力和成长机会,投资于净现值为负的非盈利项目,从而损害企业的价值,这样的投资就是过度投资。在此定义的基础上,国内外学者展开了对过度投资的研究,但是由于前期找不到恰当的量化模型,国内外学者对过度投资的研究仅仅停留在规范研究阶段,直到Fazzari、Hubbard & Petersen(1988)、Vogt(1994)、Richardson(2006)等先后给出了量化过度投资的三种模型,过度投资才逐渐成为实证研究领域的热点问题。

国内外学者对过度投资的研究主要集中于两个角度:一个角度是导致过度投资的原因。国外学者对引发过度投资原因的研究主要集中于自由现金流(Jensen,1986;Murphy,1990;Bebchuk & Stole,1993;Malmendier & Tate,2005),当企业内部存在自由现金流时,代理问题的存在会使公司管理层更愿意将其用于投资新的项目,满足自身利益最大化,而不是分配给投资者。

国内学者在研究导致过度投资的原因时更具有中国特色,除自由现金流外,他们认为政府干预也是引发我国企业过度投资现象的重要因素(孙铮、刘凤委、李增泉,2005;辛清泉、林斌、王彦超,2007;唐雪松、周晓苏、马如静,2010)。我国存在相当数量的国有控股企业,国有企业的目标并不仅仅是利益最大化,它们往往受到政府的干预,需要承担部分社会职能,从而出现过度投资现象。除此之外,部分管理者特征同样会引发企业过度投资,姜付秀(2009)通过实证检验证明管理层的教育水平、教育背景、年龄等特征均会对过度投资行为产生一定影响。

国内外学者对过度投资研究的另一个角度是其治理效果。由于企业内部自由现金流的存在是导致过度投资的最重要的因素,因此减少企业自由现金流成为抑制过度投资最重要的措施,Jensen(1986)指出债务融资可以有效地降低代理成本,提高投资效率,防止企业出现过度投资现象,国内学者童盼、陆正飞(2005)通过实证研究也证实了此观点。但是降低企

业存在的自由现金流, 债务融资约束并非唯一途径, Easterbrook(1984)认为为投资者支付现金股利可以逼迫企业进行外部融资, 从而有效降低代理成本。国内学者魏明海、柳建华(2007), 唐雪松、周晓苏、马如静(2010)通过研究表明, 对投资者支付现金股利, 可以有效降低自由现金流, 抑制企业的过度投资行为。

现有理论研究表明, 企业内部存在自由现金流是导致企业过度投资的重要原因, 但大部分研究都局限于如何有效降低企业自由现金流, 并没有从制度监管的视角去研究, 通过制度的颁布实施, 监管限制自由现金流的使用, 是否同样可以起到抑制过度投资的作用。

三、理论分析与假设推演

1994年税制改革后直至2007年, 我国国有控股企业在长达13年的不分红历史, 这是因为改革初期国家对国有企业的政策由直接拨款改为外部融资, 这需要国有企业自身承担一定的贷款利息, 并且当时国有企业大部分处于亏损状态, 所以国家政策允许国有企业不分红。但近年来, 随着国家整体经济的发展, 国有企业特别是其中的中央企业, 盈利能力相当惊人, 从国资委发布的《央企2010年度分户国有资产运营情况表》中可知, 2010年120家中央企业资产总额244 274.6亿元, 比上年增长16%; 实现营业总收入167 769.4亿元, 比上年增长32.9%。实现净利润8 522.7亿元, 比上年增长42.8%。因此, 中央企业盈利所得的净利润大部分留存于企业内部, 导致中央企业内部存在充足的自由现金流, 这就为中央企业实施过度投资提供了前提条件。

2010年以前, 国资委使用净资产收益率作为衡量指标, 对中央企业负责人进行绩效考核, 然而在衡量中央企业年度经营业绩时仅仅从会计利润着手, 忽略了股东投资要求的风险报酬率, 即投入资本的成本, 因此无法对企业内部自由现金流的使用情况进行有效监管, 这势必会造成中央企业出现过度投资的现象。

2010年开始实施的《中央企业负责人经营业绩考核暂行办法》, 使用EVA作为考核中央企业负责人经营业绩的衡量指标, EVA的核算是由经核定的企业净营业利润减去资本成本后的余额, 从其核算公式可以看出, EVA的使用不但降低了粉饰会计利润对经营业绩的影响, 而且考虑了资本的使用成本, 是对真正经济利润的评价。计算EVA时需要考虑资本的使用成本, 即资本的机会成本, 这就加强了监管部门对企业内部自由现金流使用的监督管理, 有效地抑制中央企业的过度投资行为。从理论上讲, EVA绩效考核指标的使用应该是有利于抑制企业的过度投资行为的, 基于此分析, 本文提出假设1:

H1: EVA绩效考核的实施可以显著降低中央企业的过度投资程度。

Jensen(1986)等众多国内外学者研究表明, 企业内部存在自由现金流, 是导致企业过度投资现象的最主要原因, 因此加强对自由现金流使用的监管, 可以有效地减弱其对过度投资的影响。基于此理论分析, 本文提出假设2:

H2: EVA绩效考核可以减弱自由现金流对中央企业过度投资程度的正相关关系。

四、研究设计

1. 样本来源与筛选。本文选取的研究对象是中央企业, 考虑到数据获取的可行性, 实证研究的样本为中央企业控制的上市公司, 笔者将其定义为由国务院国资委以及由国务院国资委直接监管的中央企业作为最终控制人的上市公司, 样本选择的依据来源于国务院国资委官方网站和国泰安CSMAR数据库。

经过筛选, 笔者确定了291家上市公司为本文的研究对象, 选取其2009~2010年的相关财务数据作为研究样本, 经过剔除金融行业样本3个, 剔除ST和*ST公司样本40个, 数据缺失的样本25个, 最终共获得470个有效样本数据, 并且对样本数据的极端值采用Winsor命令进行处理。

本文研究的财务数据均来源于CSMAR数据库, 分析采用的统计软件为STATA10.0。

2. 模型设计及变量定义。本文度量中央企业控制的上市公司过度投资程度采用的是Richardson(2006)提出的残差度量模型:

$$INV_t = \alpha_0 + \alpha_1 Growth_{t-1} + \alpha_2 Lev_{t-1} + \alpha_3 Cash_{t-1} + \alpha_4 Age_{t-1} + \alpha_5 Size_{t-1} + \alpha_6 RET_{t-1} + \alpha_7 INV_{t-1} + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon \quad (1)$$

模型变量定义如表1所示:

表1 模型(1)的变量定义

变量	定义
INV _t	t年的实际投资支出, 本文采用的是t年末, 公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金和处置固定资产、无形资产和其他长期资产所收回的现金之差与年初总资产的比值
Growth _{t-1}	t-1年末公司的成长性, 本文采用公司的总资产利润率来衡量公司的成长性, 具体计算方法为净利润/总资产平均余额
Lev _{t-1}	t-1年末公司的资产负债率
Cash _{t-1}	t-1年末公司的现金持有量, 本文采用的是年末货币资金和短期投资之和与年初总资产的比值
Age _{t-1}	截至t-1年公司的上市年限
Size _{t-1}	t-1年公司的规模, 本文采用的是年末资产总额的自然对数
RET _{t-1}	t-1年公司股票不考虑现金红利再投资的年个股回报率
INV _{t-1}	公司的投资惯性, 本文采用的是t-1年的实际投资支出
Industry	行业控制变量
Year	年度控制变量

根据模型(1)我们可以获得t年的预计投资支出, 然后用t年的实际投资支出减去预计投资支出就可以得到企业过度投资的程度 Over_INV。

然后以此为被解释变量建立模型(2), 用以检验假设。模型(2)如下:

$$Over_INV_t = \beta_0 + \beta_1 Policy + \beta_2 FCF_t + \beta_4 SD_t + \beta_3 LD_t + \beta_5 Div + \beta_6 Policy_t \times FCF_t + \beta_6 Size_t + \beta_6 Lev_t + \varepsilon \quad (2)$$

模型变量定义如表2所示。

表 2 模型(2)的变量定义

Over_INV _t	t年中央企业过度投资程度的度量变量,结果根据模型(1)的回归结果计算得出
Policy	虚拟变量,EVA绩效考核实施前变量值取0,实施后变量值取1
FCF _t	t年的自由现金流,本文采用的是t年期末的经营现金流量减去折旧、摊销和预期t年的投资支出的结果与期初总资产的比值
SD _t	t年的短期银行借款,本文采用的是短期借款与期初总资产的比值
LD _t	t年的长期银行借款,本文采用的是长期借款与期初总资产的比值
Div	虚拟变量,公司支付现金股利取1,未支付现金股利取0

笔者设立虚拟变量 Policy 检验假设 1,根据 EVA 绩效考核实施前后中央企业过度投资程度的变化,检验 EVA 绩效考核对中央企业过度投资的抑制效果。同时,设立交叉项 (Policy×FCF) 检验 EVA 绩效考核是否减弱自由现金流对中央企业过度投资的影响,用以检验假设 2。根据之前学者的研究,抑制过度投资的有效措施债务融资约束(短期银行借款 SD、长期银行借款 LD)和现金股利约束(Div)均可能对结果产生影响,因此笔者将其放入模型作为控制变量,另外笔者还控制企业规模和财务杠杆,排除其对研究结果的干扰。

五、回归结果

1. 样本的描述性统计。根据模型(1)产生的 Over_INV 变量,对模型(2)研究所用样本数据进行分年度描述性统计,结果如表 3 所示。从表 3 描述性统计结果可知:所有样本的过度投资程度(Over_INV)均值(0.000 179)是大于零的,这说明中央企业存在普遍的过度投资现象,但是具体到每一年,实施 EVA 绩效考核后(2010 年度)的过度投资程度均值大于之前,这说明实施 EVA 绩效考核后中央企业的平均过度投资程度有所增加,EVA 绩效考核并没有起到预期的作用,但是具体结论还需要对模型(2)OLS 回归进行验证。此外,从中央企业的短期银行借款(SD)与长期银行借款(LD)的均值可知,债务融资并没有在中央企业占到很大的比重,这说明中央企业的盈利能力足够强大,不需要过多地通过借款进行外部融资。

2. 样本相关性分析。我们采用 STATA10.0 对样本分别进行两两相关性和偏相关性分析,结果如表 4、表 5 所示:

表 3 描述性统计结果

Year	Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
2009	Over_INV	235	1.79E-10	0.071 552	-0.183 79	0.385 605
	Policy	235	0	0	0	0
	FCF	235	-0.001	0.081 949	-0.267 01	0.224 365
	SD	235	0.138 893	0.113 499	0	0.445 753
	LD	235	0.088 427	0.127 843	0	0.533 999
	Div	235	0.591 489	0.492 608	0	1
	Size	235	22.12 181	1.477 927	19.712 49	26.539 53
	Lev	235	0.524 708	0.199 861	0.064 59	0.971 643
2010	Over_INV	235	0.000 359	0.055 836	-0.201 89	0.322 847
	Policy	235	1	0	1	1
	FCF	235	-0.025 15	0.076 329	-0.267 01	0.181 695
	SD	235	0.119 716	0.108 536	0	0.445 753
	LD	235	0.104 397	0.139 511	0	0.533 999
	Div	235	0.6	0.490 944	0	1
	Size	235	22.258 77	1.519 833	19.712 49	26.539 53
	Lev	235	0.538 217	0.201 678	0.064 59	0.971 643
全样本	Over_INV	470	0.000 179	0.064 109	-0.201 89	0.385 605
	Policy	470	0.5	0.500 533	0	1
	FCF	470	-0.013 08	0.080 023	-0.267 01	0.224 365
	SD	470	0.129 305	0.111 341	0	0.445 753
	LD	470	0.096 412	0.133 9	0	0.533 999
	Div	470	0.595 745	0.491 27	0	1
	Size	470	22.190 29	1.498 996	19.712 49	26.539 53
	Lev	470	0.531 462	0.200 671	0.064 59	0.971 643

表 5 偏相关性分析结果

Variable	Corr.	Sig.
Policy	0.030 6	0.511
FCF	0.148 2	0.001
SD	0.062 9	0.177
LD	0.070 4	0.130
Div	0.050 1	0.281
Size	-0.036 5	0.433
Lev	-0.040 8	0.380

表 4 两两相关性分析结果

	Over_INV	Policy	FCF	SD	LD	Div	Size	Lev
Over_INV	1							
Policy	0.002 8	1						
FCF	0.144 3***	-0.151 1***	1					
SD	0.014 3	-0.086 2*	-0.170 7***	1				
LD	0.046 3	0.059 7	0.001 9	0.050 5	1			
Div	0.058 2	0.008 7	0.175 5***	-0.219 4***	0.010 0	1		
Size	-0.005 6	0.045 7	0.086 8*	-0.011 0	0.406 6***	0.190 8***	1	
Lev	-0.004 1	0.033 7	-0.037 5	0.449 9***	0.488 7***	-0.042 7	0.390 9***	1

表4中,***、**、*分别表示在1%、5%、10%的置信度水平上显著(下同)。

由表5的偏相关性分析结果可知,模型(2)各个变量之间的相关性都在0.5以下,可以不考虑解释变量之间的多重共线性问题。

通过偏相关性检验,在控制其他变量后,各个变量分别与被解释变量 Over_INV 有一定的相关性,EVA 绩效考核的实施与过度投资程度具有正相关关系,这同样说明 EVA 的实施没有达到预期的效果。

3. 回归结果分析。通过上述分析后,笔者运用统计软件 STATA10.0 对模型(2)进行 OLS 回归,分析发现回归结果存在异方差,经过 Robust 修正后的回归结果如表6所示:

	Coef.	Std. Err.(robust)	t	P>t
Policy	0.001 866	0.006 073	0.31	0.759
FCF	0.192 282***	0.051 509	3.73	0.000
SD	0.044 029	0.031 751	1.39	0.166
LD	0.043 874*	0.026 501	1.66	0.098
Div	0.006 615	0.006 290	1.05	0.293
Policy×FCF	-0.148 360**	0.074 466	-1.99	0.047
Size	-0.001 700	0.002 286	-0.74	0.457
Lev	-0.020 370	0.020 132	-1.01	0.312
_cons	0.034 601	0.047 858	0.72	0.470
R ²	0.039	Adj.R ²	0.022 4	
F	2.34	Sig.	0.017 9	

表6的回归结果显示,EVA 绩效考核的实施未能达到预期的效果,EVA 绩效考核与中央企业过度投资程度呈现微弱的正相关关系,但是不显著,这不能支持本文提出的假设1。自由现金流与过度投资程度之间在1%的显著性水平上显著正相关,这也验证了自由现金流是导致过度投资的主要原因,但是 EVA 绩效考核的实施与自由现金流的交叉项(Policy×FCF)和过度投资程度在5%的显著性水平显著负相关,这说明 EVA 绩效考核的实施有效减弱了自由现金流对中央企业过度投资的影响,这验证了本文的假设2。综上所述,EVA 绩效考核的实施虽然没有使中央企业过度投资程度显著下降,但是在一定程度上抑制了自由现金流对过度投资的影响,间接对中央企业的过度投资行为起到了一定抑制作用。

另外,笔者还观察到债务约束的代理变量长期银行借款(LD)与短期银行借款(SD)以及现金股利支付情况的代理变量(Div)均与过度投资程度呈现正相关关系,但是结果除了LD在10%显著性水平上显著,其他并不显著,这不能验证 Jensen(1986)提出的负债融资和现金股利支付可以抑制过度投资的观点。笔者分析导致这种情况出现的原因可能是由于本文样本选择的是中央企业,中央企业具有十分强的盈利能力,即使对投资者分配部分现金股利,也不会影响其内部的自由现金流,同时从表3的描述性统计也可以看出中央企业需要的债务融资比重很小,因此债务融资约束和现金股利约束对中央企业的过度投资不能起到足够的抑制作用。

六、研究结论及局限

本文通过理论分析和实证检验相结合,以中央企业控制的上市公司为研究对象,以《中央企业负责人经营业绩考核暂行办法》实施为分界点,实证检验 EVA 绩效考核的实施对中央企业过度投资抑制的效果。通过研究笔者得出以下结论: EVA 绩效考核通过增强对自由现金流使用的监管,可以在一定程度上间接抑制中央企业的过度投资现象。笔者认为目前 EVA 绩效考核没有明显降低中央企业过度投资程度的原因在于:国务院国资委在《中央企业负责人经营业绩考核暂行办法》中规定前三年计算 EVA 指标时资本成本率为5.5%,但根据国际行业形势,估算中央企业的资本成本率应当在7%~10%之间,即目前来看,国资委规定的资本成本率偏低,还不能充分发挥其监管自由现金流的作用。相信随着资本成本率的提高,EVA 绩效考核抑制中央企业过度投资程度的效果会越来越明显。

本文的研究尚存在一定的局限性:《中央企业负责人经营业绩考核暂行办法》2010年1月1日刚刚开始实施,笔者目前仅能获得实施后一年上市公司的相关数据,国家政策的实施效果往往会出现一定的滞后性,这可能会对结果的稳健性产生影响,还有待进一步检验。

主要参考文献

1. Fazzari S.M., Hubbard R.G., Petersen B.C. Financing constraint and corporate investment. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1988; 1
2. Frank H. Easrerbrook. Two Agency-Cost Explanations of Dividends. *The American Economic Review*, 1984; 9
3. Jensen. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, 1986; 2
4. Jensen, Meckling. Theory of the firm; Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 1976; 3
5. Richardson Scott. Over-investment of free cash flow. *Review of Accounting Studies*, 2006; 11
6. Vogt S.C. The cash flow investment relationship: evidence from U.S. manufacturing firms. *Financial Management*, 1994; 23
7. 程仲鸣, 夏新平. 政府干预、金字塔结构与地方国有上市公司投资. *管理世界*, 2008; 9
8. 郭庆旺, 贾俊雪. 地方政府行为、投资冲动与宏观经济稳定. *管理世界*, 2006; 5
9. 唐雪松, 周晓苏, 马如静. 上市公司过度投资行为及其制约机制的实证研究. *会计研究*, 2007; 7
10. 童盼, 陆正飞. 负债融资、负债来源与企业投资行为——来自中国上市公司的经验证据. *经济研究*, 2005; 5
11. 魏明海, 柳建华. 国企分红、治理因素与过度投资. *管理世界*, 2007; 4
12. 伍利娜, 陆正飞. 企业投资行为与融资结构的关系. *管理世界*, 2005; 4