

第 1 章

EVA 革命

在市场驱动的经济中，许多公司将会创造财富。但是，有一些公司无疑将会破坏财富。找出不同公司中那些导致财富创造和财富破坏的经济因素，对于许多人来说都非常重要，其中至少包括公司管理者和投资管理者。对于公司管理者而言，财富创造是公司在经济上生存的基础。在开放的经济中，没能（或拒绝）理解这一规则的管理者将使组织及他们自己的职业生涯处于危险的境地。^①

在市场上找到“最好”的公司和产业对于投资管理者极为重要。借助恰当的财务工具，投资组合管理者能够积极主动地提高组合绩效，使之大大超过在相似风险指数的被动战略下所能获得的回报。现在，一种新的、被称为 EVA 的分析工具正在这一财富发现和公司选择的过程中发挥作用。隐藏在可被正式称为“EVA 革命”背后的驱动力就是 EVA 这一财务指标在公司理财和投资管理两个领域所产生的创新性变革。

§ 1.1 EVA 实践

这一被称为经济增加值（EVA）的分析工具于 1982 年^② 由约耳·斯特恩（Joel Stern）和 G. 贝内特·斯图尔特三世（G. Bennett Stewart III）所领导的公司咨询团队商业化开发而来。^③ 因为其看待公司真实盈利性的创新性方式，这一财务指标很快就被企业界所接受。与传统的利润指标不同，如 EBIT、EBITDA 和净营业收益（net operating income），EVA 考察公司的“剩余盈利”（residual profitability），即扣除借入资本（debt capital）的直接成本和权

^① 这并不是说非市场经济制度原则上将比市场导向的制度创造更少的财富。

^② 应该注意的是，EVA 的商业化开发并不是突然地发生在一夜之间。它是由早期经济利润创新者发展而来的，如约耳·斯特恩认识到会计收益在实践中的局限性。参考 Joel M. Stern, “Earnings Per Share Don’t Count”, *Financial Analysts Journal* (July/August 1974) 等文献。

^③ EVA® 是斯特恩—斯图尔特公司的一个注册商标。对于 EVA® 指标富有深刻见解的讨论及这一经济利润指标在公司理财背景下如何使用，参考 G. Bennett Stewart III, *The Quest for Value* (New York: HarperCollins, 1991) 和 Al Ehrbar, *EVA: The Real Key to Creating Wealth* (New York: John Wiley & Sons, Inc., 1998)。

益资本的间接成本之后的净值。^① EVA 与股东财富最大化的要求近乎相同，因此，EVA 成为了现今度量公司成功与否的一个指标。

大公司已经使用 EVA 来指导为股东进行经济价值创造，如可口可乐、帝阿哥欧 (Diageo)、莉莉 (Lilly/Eli)、Guidant、SPX 等。这些公司将管理者在公司运营部门内创造 EVA 正值的能力（或缺乏这种能力）作为构建薪酬奖励方案的基础。对于部门营业利润 (operating profits) 总的来说超出相关资本成本 (cost of capital) 的管理者，会给予正向的报酬激励；而如果某部门的利润长期达不到总的资本成本，将会给予负向的报酬激励。由于 EVA 既考虑了借入资本成本、又考虑了权益资本成本，能够激励管理者就像股东一样来进行公司投资决策。

EVA 在投资界也得到广泛认可。1996 年 6 月在 CS First Boston 举行的“经济增加值”会议和 1997 年 5 月高盛公司 (Goldman Sachs) EVA 研究平台的构建，就是 EVA 在这一领域令人兴奋的发展的佐证。实际上，买方投资公司，如全球资产管理公司和奥本海默资本公司 (Oppenheimer Capital)，在其股票选择、组合构造和风险控制过程中已经使用了 EVA。^② 其他大投资公司正在密切地关注着 EVA。EVA 的应用也正在向全球绩效分析领域延伸。此外，最近发表在许多财务和投资期刊上的经验性研究，包括《组合管理期刊》，显示出 EVA 在学术界和财务界都正在向前发展。^③

§ 1.2 EVA 的演化

经济利润（或经济增加值，EVA）的演化是一项令人着迷的研究，其历史根源可被追溯到古典经济学家提出的“剩余收益” (residual income) 这一概念。例如，关于企业所有者利润的真正含义，让我们看看英国著名经济学家阿尔弗雷德·马歇尔 (Alfred Marshall) 于 1890 年为经济利润所给出的如下定义：^④

从利润中减去其资本按照当前利率计算的利息之后所剩余的部分可被称为企业所有者的营业或管理盈余 (earnings of undertaking or management)。

基于马歇尔的陈述，经济学家对利润的定义（可称为收益或经济利润的剩余观）很明

^① 在本书中交替使用只取首字母的缩写词 EVA、经济利润和剩余盈利。严格地说，可对公司的 EVA（本书所强调的）和股东的经济利润/剩余盈利进行区分。对于基于 EVA 指标的这种混合的观点（尽管不太严格）突出经济利润改进在公司风险性股票和债券（通过信用升级）上的潜在收益。对于基于 EVA 概念的更加精细的区分，参考 Pablo Fernandez, *Valuation Methods and Shareholder Value Creation* (London, UK: Academic Press, 2002)。

^② 对于实践中的 EVA，参考 James A. Abate, *American Focus Equity Investment Strategy Profile*, Global Asset Management (USA January 2001)。对于使用 EVA 来选择股票的解释，参考：(1) 本书有关公司和产业分析的章节；(2) James L. Grant and James A. Abate, *Focus on Value: A Corporate and Investor Guide to Wealth Creation* (New York: John Wiley & Sons, Inc., 2001)。

^③ 例如，参考：(1) James L. Grant, “Foundations of EVA for Investment Managers”, *Journal of Portfolio Management* (Fall 1996)；(2) Kenneth C. Yook and George M. McCabe, “An Examination of MV A in the Cross - Section of Expected Stock Returns”, *Journal of Portfolio Management* (Spring 2001)。

^④ Alfred Marshall, *Principles of Economics*, Vol.1 (New York: MacMillan & Co., 1890), p.142.

显完全不同于当前使用的会计利润指标，如 EBIT、EBITDA、或者净营业收入。也就是说，经济利润和会计利润间关键的区别在于，古典经济学家认为：除非该公司的收入已经补偿了企业运作所产生的经常性生产和营业费用（production and operating expenses），以及为企业所有者投入的资本提供了正常的回报，否则公司没有真正盈利。更基本地，这种收益的剩余观正是当今经济利润运动的全部精髓所在。

尽管 EVA 植根于古典经济学理论之中，但 20 世纪三位美国经济学先驱以公司评价为背景更加充分地扩展了经济利润的含义，他们分别是 20 世纪 30 年代的欧文·费希尔（Irving Fisher）^①、20 世纪 50 年代末 60 年代初的诺贝尔奖获得者佛朗哥·莫迪里阿尼（Franco Modigliani）和默顿·米勒（Merton Miller）^②。欧文·费希尔在公司净现值（NPV）和公司期望现金流的折现之间建立了基础性的联系。而莫迪里阿尼和米勒证实了某一公司的企业价值和股票价格的主要驱动力是公司投资决策（就像是在正净现值决策中所表现的那样），而不是公司的负债和权益构成的资本结构组合（capital structure mix）。

经济增加值理论基本上依赖于如下两个原则性的假设：（1）一家公司只有所获得的资本回报超过资本的机会成本时才是真正盈利的；（2）只有当公司的管理者为其股东所做投资决策的净现值（NPV）为正值时才会创造财富。在本书中，随着我们讨论的逐步深入，我们将扩展这些 EVA 创造财富的基本原则。现在，让我们考察 EVA 的一些操作性定义，这些定义形成了当前的经济利润运动。我们也将介绍公司经济利润和其市场增加值（market value added）间的联系。

§ 1.3 EVA 的操作性定义

有两种流行的、具有操作性的方式来定义 EVA，也就是一种是“会计”的方式，另一种是“财务”的方式。^③从会计的观点看，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间之差。因此，EVA 不同于公司利润的传统会计指标，包括息税前收益（earnings before interest and taxes, EBIT）、息税折旧摊销前盈余（EBIT 加折旧和摊销，EBITDA）、净收益（net income）、甚至税后净营业利润，因为 EVA 全面解释了公司总的资本成本。这一分析性差异对公司所有者而言非常重要，因为 EVA 指标是扣除借入资本直接成本和权益资本间接成本（反映为股东对普通

^① *The Theory of Investment* (New York: Augustus M. Kelley Publishers, 1965, reprinted from the original 1930 edition) 一书描述了 Irving Fisher 在公司净现值理论方面的先驱性工作。

^② 参考 Franco Modigliani and Merton H. Miller, “The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment”, *American Economic Review* (June 1958), and “Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares”, *Journal of Business* (October 1961)。

^③ 作者认为估计 EVA 的“会计”方法依赖于传统会计的收益表（income sheets）和资产负债表（balance sheets）、财务报表附注（footnotes to financial statements），以及必要的外部信息（如在 CAPM 中所使用的 β ）。而估计 EVA 的财务方法则主要依赖于贴现过程（discounting）或现值过程（present value process），以便确定市场增加值、企业价值和股票价格。

股要求的回报)后的净余额。按照这一观点, EVA 可用如下通用公式表示:

$$EVA = NOPAT - \text{资本成本额}$$

在这一表达式中, 将资本的成本率与投入资本总额相乘可以计算出公司的资本成本额:

$$\text{资本成本额} = \text{成本率} \times \text{资本总额}$$

其中, 资本的成本率可以由计算公司借入资本和权益资本的税后成本率加权平均值来求得:

$$\text{资本成本率} = \text{负债权重} \times \text{负债的税后成本率} + \text{权益权重} \times \text{权益成本率}$$

EVA 的财务解释

从财务的观点, 则按照 EVA 与公司的市场增加值 (MVA) 之间有何联系来对 EVA 进行定义。在这一背景下, MVA (或 NPV) 等于期望的公司未来 EVA 的现值。此外, 因为 MVA 等于公司的市场价值减去公司占用的“账面资本” (book capital), 可以很容易地证明 EVA 与公司的内在价值 (intrinsic value) 及其发行在外的负债和权益有价证券有关。以更加正规的方式来表示这些概念将得出公司市场增加值 (MVA) 和公司经济增加值 (EVA) 之间广为人知的基于价值的关系, 如下所示:

$$MVA = \text{公司价值} - \text{总资本}$$

$$MVA = \text{负债价值} + \text{权益价值} - \text{总资本}$$

$$MVA = \text{期望的未来 EVA 的现值}$$

这些通用的财务定义对于公司所有者具有重要意义。总体而言, EVA 预期值 (EVA momentum, 译者注: 指预期未来的 EVA) 为正的, 公司应该看到其股票 (也许还包括债券) 的价格上涨, 因为扣除总资本成本之后不断增加的利润净额导致公司的“市场增加值”上涨。相反, 投入资本回报率达不到加权平均资本成本率的公司应该看到股票价格下降, 因为不利的 EVA 前景降低了公司的内在价值 (现值)。

因此, 将 EVA 包含在公司评价过程中, 证券分析师和组合管理者可以从总体上增加其研究推荐方案中定价的准确性。在公司管理者评价其所规划的不动产投资是否能够为股东创造财富 (NPV 为正) 时, EVA 也是一种创新性的财务工具。

§ 1.4 MVA 与 EVA : 一个简单的例子

为解释公司市场增加值和经济增加值之间的现值关系, 考虑如下一个两期世界 (two-period world) 中的案例, NSF (是“New Start-up Firm”的缩写, 译者注: 意思是“一家新创公司”) 的投融资机会如图表 1—1 所示。该图表显示, 如果 NSF 当前在不动产上投资

100 百万美元，在未来会计期间期望能够创造的 EVA 为正 15 百万美元。^①

图表 1—1 NSF 公司

时间期间	投资（百万美元）	EVA（百万美元）
0（今天）	100.0	0.0
1	0.0	15.0

加权平均资本成本（weighted average cost of capital）= 10%

如果所使用的贴现率或资本成本为 10%，NSF 这一投资机会的“净现值”为 13.64 百万美元：

$$\begin{aligned}
 NPV &= MVA \\
 &= EVA(1) / (1 + COC) \\
 &= 15 / 1.1 \\
 &= 13.64 \text{（百万美元）}
 \end{aligned}$$

13.64 百万美元的市场增加值（MVA）显示出 NSF 是一家创造财富的公司。将这一正的净现值与 NSF 的 100 百万美元的初始资本投资相加得到该公司的市场价值为 113.64 百万美元：

$$\begin{aligned}
 V &= \text{资本} + MVA \\
 &= 100 + 13.64 = 113.64 \text{（百万美元）}
 \end{aligned}$$

此外，如果作出 NSF 的资本投资是 100% 的负债融资这一便利性假设，那么该公司权益资本的市场资本化总额为 13.64 百万美元的市场增加值（MVA）。当发行在外的普通股为 1 百万股时，每股的市场价值为 13.64 美元（13.64 百万美元/1 百万股）。因此，在这一简化的两期例子中，公司总的市场增加值（或净现值，NPV）等于期望的未来经济增加值（EVA）的现值。

MVA 与 EVA：考虑增长

上面所列的 EVA 和 MVA 之间的基本联系也可以扩展到多期框架中。为避免陷入复杂的定价细节，这里使用“稳定增长”（constant growth）EVA 模型来说明公司近期 EVA 前景及长期 EVA 增值率对于确定公司（或企业）整体估价的重要性。这一模型与戈登模型（Gordon model 相似^②，公司的 MVA 与其 EVA 未来前景间的关系可表示为：

^① 注意：如果 NSF 未来的 EVA 为 15 百万美元，那么期间 1 扣除资本成本前的现金资源必定是 125 百万美元。这是因为在两期“世界”里，应该在期间 1 支付利息并返还贷款本金（分别为 10 百万美元和 100 百万美元）。在下一章我们将考察一个基于 EVA 的财富模型的细节。

^② 稳定增长价值评估模型通常被归功于 Myron Gordon。参考 Myron J. Gordon, *The Investment, Financing, and Valuation of the Corporation* (Homewood IL: Irwin, 1962)。

Gordon 普及了一个股利增长模型，在该模型中，股利流的增长率为常数，即“常数增长 DDM”。本书建议，当可以合理地假设 EVA 增长率为常数时，可以使用相同的贴现程序估计 MVA（或 NPV）。

$$MVA = EVA(1) / (COC - g_{EVA})$$

在该表达式中， $EVA(1)$ 是公司目前的 EVA 前景（对下一年的预测）， g_{EVA} 表示所评定的公司 EVA 长期增长率，COC 是我们所熟悉的借入资本和权益资本的加权平均资本成本。

稳定增长 EVA 模型显示，公司的市场增加值（MVA）与其近期 EVA 前景「由 EVA（1）所来度量的」正相关，与该公司的长期 EVA 增长率 g_{EVA} 也正相关；该公司的 MVA 与（借入和权益）加权平均资本成本的任何非预期变化负相关。但是，按照现代资本结构原则（按照 Miller - Modigliani 的观点），这一“资本成本”的解释并不意味着公司的负债政策会对公司及其发行在外的债券和股票的价值评估有任何影响。^①

§ 1.5 财富创造公司预览

现在，让我们初步了解一下美国主要的财富创造和财富破坏公司中 MVA 与 EVA 间的关系。^② 图表 1—2、图表 1—3 所示的是美国五大财富创造公司从 1990 年到 2000 年共 11 年期间的 MVA 与 EVA 的特征，包括通用电气公司（General Electric）、思科公司（Cisco Systems）、微软公司（Microsoft Corporation）、沃尔玛百货（Wal - Mart Stores）、默克公司（Merck）。斯特恩—斯图尔特公司在其 2001 年 1 000 家公司总体绩效排名中将这五家市场资本化总额庞大的公司评为美国财富创造公司的前五位（以 MVA 排列为基础）。

图表 1—2 显示财富创造公司的 MVA 均为相当大的正值，而且其 MVA 在这些年一直快速增长，如通用电气公司、思科公司、默克公司。在 2000 年底，通用电气公司的净现值为 426 616 百万美元，而思科公司和默克公司也分别报告其 MVA 的值为 272 131 百万美元、203 689 百万美元。在 1990—2000 年的 11 年期间内，通用电气公司净现值的复利年增长率差不多为 34%。此外，在这 11 年报告期间中，思科公司 MVA 的实际年增长率为 86%，这一数字令人惊叹；而默克公司所报告的平均 MVA 增长率也相当可观，大约为 21%。

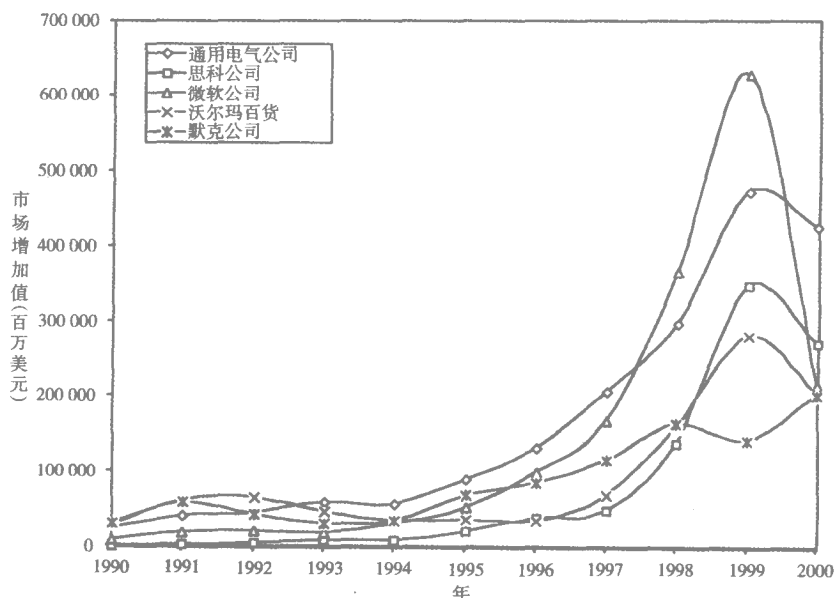
图表 1—2 还表明美国五大财富创造公司 MVA 的数值大都在 1999 年末到 2000 年时下降了。^③ 例如，通用电气公司的 MVA 降低了大约 45 000 百万美元，而思科公司和沃尔玛百货两公司 MVA 数值的下降也都在 76 000 百万美元左右。实际上，在 1999 年与 2000 年之间，微软公司的 MVA 惊人地降低了约 412 000 百万美元，从 629 470 百万美元降低为

^① Peter Bernstein 抓住了最初的“M&M（Miller - Modigliani）”资本结构原则的本质，声称：“与债务和权益的账面结构相比，资本成本更多地依赖于公司收益能力的质量。”欲了解 Bernstein 对公司负债政策富有远见的评价，参考 Peter L. Bernstein, “Pride and Modesty”, *Journal of Portfolio Management* (Winter 1991)。

^② 下节我们将考察一些美国财富破坏公司的 MVA - EVA 关系。在后面的章节中将会更加详细地分析财富创造公司和财富破坏公司的财务特征。

^③ 从 1999 年到 2000 年，默克公司的 MVA 实际是上涨了，从 143 001 百万美元上涨到 203 689 百万美元。

图表 1—2 市场增加值：1990—2000 年总体绩效排名中位居前五的财富创造公司

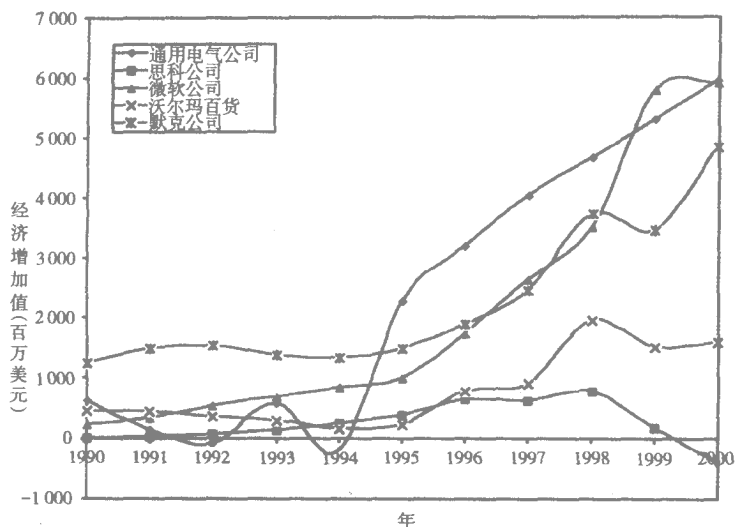


217 235 百万美元。与思科公司等其他公司相似，微软公司 MVA 的下降部分地是由于经济活动的整体减速，尤其在技术和通讯产业的下滑，从而导致从 2000 年前半年起美国股市直线下跌。此外，微软公司 MVA 的猛跌还因为该公司声称拟将应用软件与视窗操作系统进行捆绑，从而面临来自竞争对手向其发起的严重的法律挑战。

图表 1—3 显示了图表 1—2 所示的五家美国财富创造公司产生正净现值的源泉。特别地，该图表揭示了财富创造公司之所以有相当大的正 MVA 是因为这些公司的 EVA 为正值而且 EVA 值在这段时间内快速增长，如通用电气公司、微软公司及默克公司。在 2000 年，通用电气公司的 EVA 不仅为正值，达到 5 943 百万美元，而且在 1990—2000 年期间内以 25% 的速度增长。在这十年间，通用电气公司 MVA 和 EVA 的增长率都在 20%~30% 之间，图表 1—2、1—3 表明通用电气公司的净现值主要可追溯到这一多元化企业集团经济增加值的不断提高。相似地，微软在这十年中 39% 的 EVA 增长率似乎也为其 40% 的超高 MVA 增长率提供了动力。

图表 1—3 还显示，直到 1998 年思科公司的 EVA 一直都在快速增长。在这一期间该公司的 EVA 从 1990 年的 9 百万美元增长到 1998 年的 775 百万美元。其 EVA 增长率令人惊异，高达 90%，而伴随 EVA 高增长的是思科公司 100% 的 MVA 增长率。另一方面，思科公司的 EVA 在 1998 年达到顶峰——775 百万美元，随后降低为 1999 年的 182 百万美元，而到 2000 年实际变为负值，即 -365 百万美元。有趣的是，思科公司的 MVA 在 1999 年到达顶峰 348 442 百万美元，很明显被过高估价，因为在这一年它的 EVA 正在出现下降趋

图表 1—3 经济增加值：1990—2000 年总体绩效排名中位居前五的财富创造公司



势。主要由于当时技术股市场出现的廉价抛售，思科公司的 MVA 在 2000 年继续下跌，年底该公司的 MVA 跌到 272 131 百万美元。因此，将图表 1—2、1—3 放在一起所显示出的 MVA 与 EVA 间的关系不仅仅有助于描述财富创造公司的财务特征，而且这些图表也可用于协助发现那些错定价格的有价证券。^①

§ 1.6 财富破坏公司预览

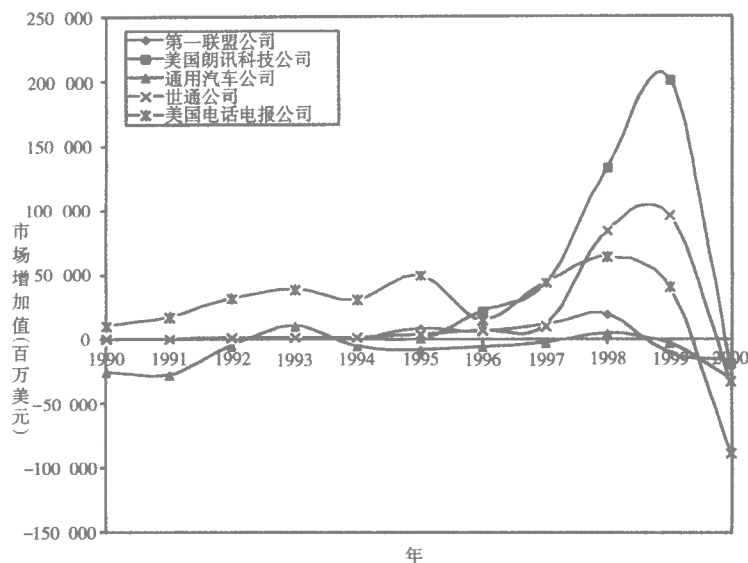
图表 1—4、1—5 显示了近年来五家美国最大的财富破坏公司的 MVA 与 EVA 关系。特别的，这两张图表报告了第一联盟公司（First Union Corporation，排名第 996）、朗讯科技公司（Lucent Technologies，排名第 997）、通用汽车公司（General Motors，排名第 998）、世通公司（WorldCom，排名第 999）、美国电话电报公司（AT&T，排名第 1 000）在 1990—2000 年 11 年内 MVA 与 EVA 的变化历程。这些公司在斯特恩—斯图尔特公司 2001 年的绩效调查中被列为最后的五家公司（以 MVA 排名为基础）。

图表 1—4 表明这五家财富破坏公司的净现值估计截然不同于现代资本主义的新老卫士所报告的 MVA 数值，这些资本主义新老卫士包括诸如通用电气公司、思科公司、微软公司、沃尔玛百货和默克公司等在内的财富创造公司。该图表显示，在 2000 年单单美国电话电报公司实际上就在净现值上浪费了大约 87 000 百万美元。在 1999 年与 2000 年之间美国朗讯科技公司的 MVA 也从 200 000 百万美元几乎跌到 -19 000 百万美元。依次，世通

①后面的章节将着眼于权益有价证券的 EVA 分析方法。

公司的 MVA 从 1999 年的 96 000 百万美元跌到 2000 年的大约 -32 000 百万美元。^① 不幸的是，图表 1—4 所报告的证据显示在 20 世纪 90 年代这些通讯大亨们不断大量投资于净现值为负值的项目。

图表 1—4 市场增加值：1900—2000 年总体绩效排名中位居最后的五家公司

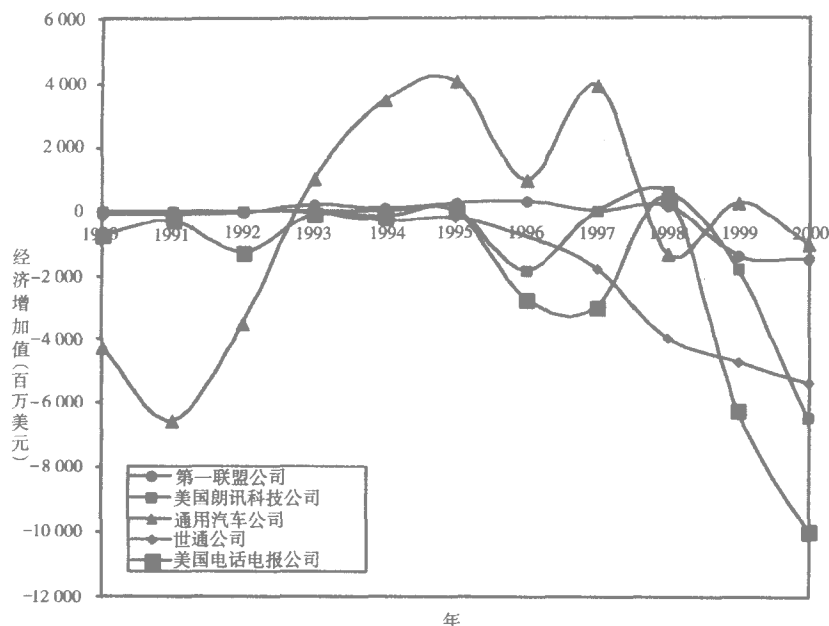


图表 1—4 显示，在 20 世纪 90 年代，通用汽车公司 MVA 的变化历程也是相当令人沮丧的。这家巨大的财富破坏公司的净现值在 11 年中有 9 年为负值（包括 1990 年）。通用汽车公司 2000 年的 MVA 为 -29 171 百万美元，实际上低于该公司 1999 年 -24 708 百万美元的 MVA。结果，这一汽车制造商的市场价值一直低于其业务占用的“账面资本”（或投入资本）。这意味着通用汽车公司的市场价格对账面价值比率（“price - to - book value” ratio）在 20 世纪 90 年代通常低于 1。令人不解的是，通用汽车公司的股东好像受到了瘟疫之害，其顽固的管理者大量投资于净现值为负的资本密集项目。事实上，这一固执己见的汽车制造商在 2000 年 MVA 排行版上位居倒数第三，而在斯特恩—斯图尔特公司 1995 年的总体绩效排名中“稳居榜尾”。

图表 1—5 显示了五家美国财富破坏公司 EVA 的变化历程。正如预期的那样，这些公司负净现值（图表 1—4）源于在这 11 年的报告期间内它们的 EVA 大多数为负值，而且不

① 下一节我们将更详细地考察过去十年中世通公司 MVA 与 EVA 间的关系。

图 表 1—5 经济增加值：1990—2000 年总体绩效排名中位居最后的公司



稳定。^① 例如美国电话电报公司在 1990 年底所公布的 EVA 为 -745 百万美元。到 2000 年，这一美国财富破坏公司的 EVA 已经降低到 -9 972 百万美元。同时，在 20 世纪 90 年代美国电话电报公司的净现值（图表 1—4 中的 MVA）很不稳定，净现值由正值最终在 2000 年变为一个很大的负值。在 2000 年，投资者终于认识到，EVA 一直为负值破坏了股东的价值。此外，通讯股于 20 世纪 90 年代后期发生的泡沫（参考图表 1—4 中的 1998 与 1999 两年）在 2000 年破裂，因为投资者认识到类似美国电话电报公司、朗讯科技公司和世通公司等这样的公司由于 EVA 为负值的系统模式而面临灾难。图表 1—5 清晰地显示出这三家通讯公司在 1990—2000 的 11 年期间的 EVA 为负值。

图表 1—5 也显示出 20 世纪 90 年代通用汽车公司的 EVA 也相当不稳定。该汽车制造商在 1990 年扣除总资本成本后的盈利净值为 -4 271 百万美元。与这一不良的 EVA 数值相一致，通用汽车公司的 MVA 为 -24 708 百万美元。尽管到 1995 年，通用汽车公司的 EVA 得到了相当大的改善，该汽车制造商的 EVA 一直到 2000 年仍然经历着不稳定的下降。与此相关，这十年来 MVA 多数为负值（图表 1—4）表明投资者（不管是否恰当）仍然对于

^① 有趣的是，与财富破坏公司相比，财富创造公司 MVA 与 EVA 同期关系更强。例如，在 1990—2000 年，图表 1—2、1—3 所示五家财富创造公司 MVA 与 EVA 间的平均相关系数为 0.68。而这些财富创造公司 MVA 与 EVA 相关系数的变化范围为从思科的 -0.21 到其他四家财富创造公司的 0.8~0.9。

相反，图表 1—4、1—5 中财富破坏公司的平均相关系数为 0.43。MVA 与 EVA 相关系数的变化范围从世通的 -0.46 到朗讯科技和通用汽车的 0.5，而对于美国电话电报公司和第一联盟公司则分别为 0.7 与 0.8。后面的章节中会考察财富创造公司和财富破坏公司间这些相关关系差异的财务含义。

通用汽车公司产生经济增加值的基础能力缺乏信心。因此，我们又一次看到可以联合使用 MVA 与 EVA（图表 1—4、1—5）来区分财富创造公司和财富破坏公司。也可以联合使用 MVA 与 EVA 在资本市场上识别定价过高和定价过低的有价证券。

§ 1.7 会计违规与信息完整性

在写作本书时，传闻美国一些领先的公司为支撑收益和股票行市而采用了极为可疑的会计操作，在华尔街闹得沸沸扬扬。例如，除诸如安然公司（Enron）和 Global Crossings 公司之类的其他公司之外^①，美国证券交易委员会（the U.S. Securities and Exchange Commission）还指控世通公司欺骗投资者，将大约 40 亿美元的营业费用从收益表有秩序地转移到资本账户。这些未予宣布的会计转移极有可能是世通公司的管理层（或审计师）为显示公司在 2001 年和 2002 年的第一季度期间获得了更高的营业利润（operating margins）和营业盈余（operating earnings）而进行的。

尽管详细调查世通等公司的会计违规超出了本书的范围，但仍然有必要对这些不正当的会计行为造成的 EVA 后果作一个简要的评论。首先，如果大家都知道一家公司要将一项费用资本化而不是将其一次冲销（这是因为该公司最终会有一项资产负债表内的转移），那么该公司当年的营业盈余将明显上升。从会计观点看，这一转移将使该公司看起来更具盈利性，因此对投资者来说可能值更多的钱。但是，按照 EVA 的观点，仅仅转移费用到某一资本账户将导致一项年度的资本费用（capital charge），该费用原则上应该在经济利润中得到“充分反映”。特别地，尽管当年的营业盈余可能看起来更高，但在其他条件都不变的情况下，所有未来的盈利将下降，未来盈利下降的现值与当年增加的营业盈余相等。^②

从 EVA 的观点看，资产负债表内费用资本化前后，公司的企业价值和股票价格原则上保持不变。即使公司管理层没有正式宣布从收益表到资产负债表的转移，EVA 会计通常也能考虑到这一转移，因为 EVA 资产负债表上修改后的资本账户产生的资本费用等于所转移的费用额乘以投入资本的机会成本。简言之，EVA 会计不同于 GAAP 会计，它能够通过资本费用来自动考虑费用项目的资本化。（译者注：GAAP 是 Generally Accepted Accounting Principles 的缩写，意为“公认会计原则”，指美国的现行会计准则。）很明显，当管理当局（或其审计师）对资产负债表内类似收入等某些项目人为“注水”，或者使用资产负债表外的会计伎俩时，对投资者而言，严重的 EVA 问题就会出现，就像在 2001 年

^① 越来越多的市场资本化总额庞大的公司通过资产负债表表外或表内（“off balance” or “on balance”）的会计违规（accounting irregularities）来欺骗投资者，安然公司和 Global Crossings 公司就是其中两家。我们将聚焦于世通公司，因为从前面图表 1—4、1—5 已经可以看出，该长途电话公司在 2000 年是最大的财富破坏公司之一。

^② 考虑资产负债表上永远只有一个资本项目的简单情形。根据 EVA 会计，每年利息费用的现值等于资产负债表上的资本数额：这里每年的利息是通过将资本数额与投入资本的机会成本相乘计算出来的。

后期被发现的臭名昭著的安然公司案例那样。^①

尽管久经沙场的投资者可能认识到可疑会计变更的 EVA 后果，但由于对一般投资者而言缺乏会计透明性，将会导致投资者信心的直线下跌。更糟糕的是，会计数字中的信息不完整会导致投资者完全撤资，如同明显地发生在 2002 年夏天的情况那样。而且在其他条件不变的情况下，股市投资风险的增加导致资本成本的上升。尽管权益资本成本的上升没有改变 GAAP 会计的收益，但加权平均资本成本的上升使 EVA 下降，随之而来的是企业价值和股票价格的下降。

回到世通公司，有趣的是，认真检查图表 1—4、1—5 会揭示出，这一美国财富破坏大公司、通讯大亨的会计伎俩于 2001 年终于寿终正寝。特别是，图表 1—5 显示世通的 EVA 在 1990—1992 年接近零。此后，从 1993—2000 年的 8 年内这一通讯大亨的 EVA 一直都为负值。此外，到 2000 年底，世通的 EVA 是一个很大的负值，即 -5 387 百万美元。与此一致，图表 1—4 显示在 2000 年该通讯公司此前一直为正值的 MVA 也彻底垮台了。实际上，世通的 MVA 在 2000 年惊人地跌到 -31 808 百万美元。

至于美国电话电报公司和朗讯科技公司，从图表 1—4 很清楚可以看出 1998—1999 年间发生的 MVA 剧增明显是不可持续的。也就是说，由于在这些财富破坏公司出现了持续的 EVA 负值，通讯产业股票的 MVA 泡沫最终于 2000 年破裂。结合使用 MVA 与 EVA，临时的市场观察者（或者也可能是知情的证券交易委员会官员或联邦管制者）将对诸如 AT&T、Lucent Technologies、World Com 等通讯大亨们的股票为何能够在 20 世纪 90 年代后期被如此“追捧”感到疑惑。不幸的是，世通等公司的股东由于缺乏会计透明性或者会计数字信息不完整而受损，同时通讯产业的公司股东由于这些公司不具备产生可持续的经济增加值的基础能力而更普遍地受害。

§ 1.8 EVA 视野（译者注：指本书涉及的范围）

在深入研究 EVA 的概念结构与实证结果之前，向读者讲清楚本书的意图是什么、不是什么也很重要。首先，本书用来解释，在确定公司的企业价值及其发行在外的股票价值时 EVA 在概念性、经验性和实用性方面的作用。在这一背景下，本书着眼于 EVA 理论及 EVA 原则在实践中的应用。此外，本书将阐明 EVA 在美国公司和产业中进行横截面实证研究中的作用，以及这一经济利润指标对整个经济的影响。

《经济增加值基础》显示了如何将经济利润原则运用于公司和产业的价值评估。在这一背景下，本书展现了：（1）如何通过基本的和高级的会计调整来估计 EVA；（2）如何资本化经济利润以确定某一公司的净现值；（3）如何使用已公布的财务报告，如来自价值联

^①此外，那些不恰当的会计行为很明显是违法的！

盟公司（Value Line）的公司报告，来估计公司未来的 EVA 及当前的市场增加值。公司管理者和投资者可以使用这些 EVA 价值评估程序来评估公司发行在外的有价证券是否在市场上得到了正确的评价。

《经济增加值基础》也开发了定量技术，可被投资者用来在资本市场上寻找更有吸引力的公司和产业。在 EVA 框架下寻找有吸引力的投资机会，使用了线性和非线性回归技术，包括曾赢得诺贝尔奖的马克维兹（Markowitz）组合模型。基于整个经济对投入资本回报率（ROC）和资本成本（COC）的定位，本书还开发了一个宏观 EVA 模型，在宏观经济层次上探索了一些令人兴奋的金融事件。EVA 在产业和经济层次上的应用是最初 EVA 的升级版，因此也值得读者对这些应用进行探索。

另一方面，本书认为在管理者或投资者正确确定公司及其发行在外的股票的价值时，EVA 并不是可被用来衡量公司盈利与成功的唯一指标。考虑到 EVA 尚处于实证研究的“婴儿期”，作者认为参与到流行的“指标大战”（如 ROE 对 EVA）将有害无益，这些指标大战似乎使我们不能真正认识到 EVA 这一财务指标的战略重要性。^① 现在我们只要知道 EVA 是考察公司真正盈利性的一种“由上至下”的方法就足够了。此外，EVA 考察公司盈利性的方式内在地与公司的净现值相关。至少来说，读者应该发现这里所描述的 EVA 研究提供了新观点，而这些新观点与财富最大化的一般原则是相一致的。

最后，应该提到的是斯特恩—斯图尔特公司商业化推广了一种公司利润的创新性指标，在实践中管理者或投资者可使用这一指标作为估计公司经济增加值的工具。这种努力值得大家感谢。同样重要的是，在会计和财务领域并非只有斯特恩—斯图尔特公司为从业者开发了实用方法以估计扣除总成本后的公司利润净额，这在前面已经提到。哈佛大学的罗伯特·安东尼（Robert Anthony）因为其早期努力根据相关资本成本调整公司利润而在管理会计领域非常知名。另外，除其他学者之外，阿尔弗雷德·兰伯特（Alfred Rappaport）在 20 世纪 70 年代发表的研究成果与按照 CAPM 方式估计公司的加权平均资本成本相一致，后者又与商业化的 EVA 产品相一致。^② 此外，在财务理论中，EVA 是估计公司价值及其发行在外的股票价值的许多等价方式中的一个。

§ 1.9 小结

关注 EVA 革命的财务动机应该是十分清楚的。展望未来，经济利润分析表明，正在经历 EVA 动量为正值的公司股票应该上涨，因为扣除资本成本后净利润的不断增多将导致该公司市场价值的上涨。相反，可预期 EVA 报告为负值的公司的权益价值将明显下跌，

^① 有一个有关利润指标间的竞争及参与各方的非常实用的讨论，请参考 Randy Myers, CEO, “Metric Wars” (October, 1996)。

^② 参考 Alfred Rappaport, “Strategic Analysis for More Profitable Acquisitions”, *Harvard Business Review* (July – August 1979)。

因为不良的真实利润导致公司净现值的降低。实践中，EVA 的变化还可以正向或负向影响公司的信用等级，因此影响到其风险债券的估价。在这些意外事件发生之前就发现它们是 EVA 革命的核心。

在接下来的两章中，我们将探索 EVA 在财务理论中的作用。第 2 章将揭示当公司的税后投入资本回报率大于公司的资本成本时，EVA 为正值。在这种情况下，该公司通过投资于净现值为正值的项目，创造了市场增加值（MVA）。但是，当 EVA 平均为负值时，该公司的管理者因投资于税后回报率达到负债和权益加权平均资本成本的资本项目而破坏了财富。在第 3 章，我们将考察公司融资决策和经济利润之间是否存在联系。这里我们将看到资本结构对 EVA 的影响取决于资本市场的完善程度。然后将财务理论作为随后 EVA 发展和应用的基础。

第 2 章

财务理论中的 EVA（一）： 投资决策

任何学过财务管理课程的人都知道管理者应该投资于净现值为正值的、能够创造财富的项目。但是，如果在进行明智的资本预算决策时所要求的类似于现金流信息的大多数财务数据几乎都得不到，投资于净现值为正值的项目对于管理者又能有什么意义？恰恰在此方面，EVA 会作为度量本期（一年或者其他期间长度）股东价值贡献大小的一种实用指南来引领公司财务管理课程，或者更确切地说是引领公司董事会。

与会计利润不同，经济利润和股东价值之间的联系是透明的。^①原则上，任何公司的净现值等于其当前资产和目前尚未到位的未来资产所产生的期望的 EVA 流的折现。^②本章主题是财富发现，考察了经济利润在财务理论中的角色。我们将从新古典主义的 Fisherian 财富模型^③开始，显示净现值和按年计算的 EVA 等价物之间的基本联系。然后，我们回顾了其他著名的经济利润指标，如投资的现金流回报（cash flow return on investment, CFROI）。这些指标均是从指导管理者以对公司股东最有利的行动这一同样的市场价值规则发展而来。

随后，我们将着眼于公司的企业价值对资本比率（enterprise value - to - capital ratio）的真正意义。对于利用价比（price relative，如市盈率和价格对账面价值比率）来对公司及

^① 尽管息税折旧摊销前盈余（EBITDA）和净收益（net income）所包含的几个重要账户也出现在 EVA 的计算公式中，如销售费用、一般费用和行政管理费用及销售成本，但是会计利润本身并没有充分考虑所有者所要求的对投入资本的回报。马上我们就能看到，EVA 是公司净现值的按年计算的等价物。但不同于 EVA，公司会计利润的折现值既不等于公司的企业价值，也不等于投入资本的净现值增值。

^② Fama 和 Miller 清晰地讨论了将公司的企业价值划分为来自现有资产的贡献和来自未来成长机会的贡献。参考 Eugene F. Fama and Merton H. Miller, *The Theory of Finance* (Holt, Rinehart, and Winston, Inc., 1972)。

对于经典的投资机会价值评估方法（Investment Opportunities Approach to Valuation, IOAV）的最近应用，参考（1）本书第 7 章；（2）Aswath Damodaran, “Value Creation and Enhancement: Back to the Future”, *Contemporary Finance Digest*, Winter 1998；（3）Stanley Kogelman and Martin L. Leibowitz, “The Franchise Factor Valuation Approach: Capturing the Firm's Investment Opportunities”, *Corporate Financial Decision Making and Equity Analysis* (Charlottesville, VA: Association for Investment Management and Research, 1995)。

^③ Irving Fisher, *The Theory of Investment* (New York: Augustus M. Kelley, Publishers, 1965, reprinted from the original 1930 edition) 描述了欧文·费希尔有关公司净现值理论的创新性研究。

其发行在外股票进行价值评估的投资者，这一发展尤其重要。在下一章，我们将探索 EVA 与财务理论中的资本结构决策间的正式联系（或者也可能是没有联系）。

§ 2.1 两期净现值模型

考虑一个两期模型案例，当前投资 $C = 100$ 百万美元（或者任何初始资本金额的 100%）导致未来会计期间 125 百万美元的无杠杆税后现金流。^① 为方便起见，我们将这一一次性的期望现金流表示为“NOPAT”。^② 进一步假设公司的资本成本（COC）为 10%。基于这些假设，该公司投资决策的总现值（gross present value, GPV）就是期望的未来现金流的现值：

$$\begin{aligned}\text{GPV} &= \text{期望现金流的现值} \\ &= \text{NOPAT} / (1 + \text{COC}) \\ &= 125 / (1 + 0.1) \\ &= 113.64 \text{ (百万美元)}\end{aligned}$$

然后，公司投资决策的净现值 NPV（或以财务的行话表示为 MVA^③）则可表示为：

$$\begin{aligned}\text{NPV} &= \text{MVA} \\ &= \text{GPV} - C \\ &= \text{NOPAT} / (1 + \text{COC}) - C \\ &= 113.64 - 100 \\ &= 13.64 \text{ (百万美元)}\end{aligned}$$

由于该项财富创造性（wealth-creating）投资，该公司的管理者已经为公司占用的初始资本增加了 13.64 百万美元（或 13.64%）因此，该公司的企业价值为：

$$\begin{aligned}\text{企业价值} &= \text{负债的市场价值} + \text{权益的市场价值} \\ &= C + \text{NPV} \\ &= 100 + 13.64 \\ &= 113.64 \text{ (百万美元)}\end{aligned}$$

图表 2—1 是两期 Fisherian 财富模型的直观表示。假设公司将当前资源转化为未来资源的能力可由生产可能性曲线（production possibilities curve, PPC）代表。进一步假设公司没有内部创业基金，因此投入资本 $C = 100$ （百万美元）全部从外部资本市场募集而来。图表 2—1 中，“ $C = 100$ 美元”的长度表示通过借贷筹集来的资本投资。像前面那样，假

① 这里有两个事项值得注意。首先本例中所使用的数字与第 1 章所引入的 NSF（新创公司的缩写）的数字相同。其次，更重要的一点是，125 百万美元的税后现金流没有扣除融资费用（financing charges），因此使用的术语为无杠杆的税后现金流。这对于计算 EVA 非常重要，因为借入资本和权益资本的机会成本以资本成本的形式出现。

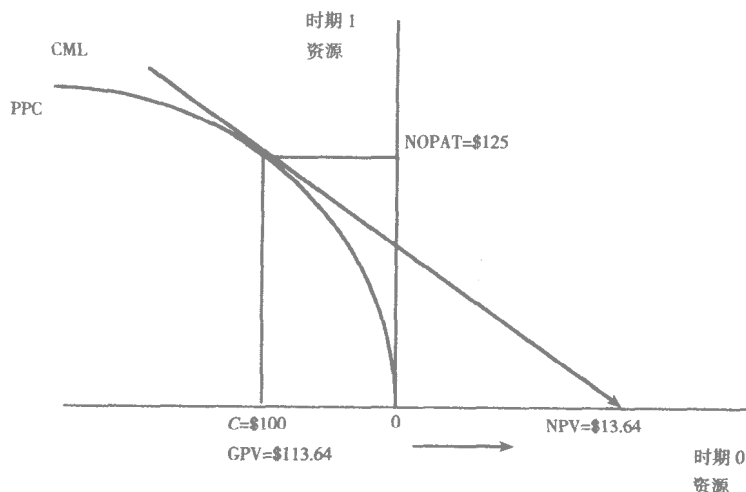
② 在实践中，NOPAT 指公司的税后净营业利润。因为我们使用两期模型来显示净现值与经济增加值之间的联系，本处出现的 NOPAT 的数值（125 百万美元）包括初始投资（100 百万美元）和投入资本回报（25 百万美元）。以方程的形式，可表示为 $C \times (1 + \text{ROC})$ ，其中 C 是资本，ROC 是税后营业投资回报率。这一两期 NOPAT 解释不同于传统观点，传统观点将 NOPAT 看作税后营业利润或持续经营公司现有资产的回报，也就是 $C \times \text{ROC}$ 。

③ 在实践中，斯特恩—斯图尔特是使用 MVA 来表示 NPV 的公司之一。

设初始资本投资在未来期间产生的无杠杆税后现金流 NOPAT 为 125 百万美元。在多期环境中, 可以将 NOPAT 看作是下一期产生的税后现金流加上其后所有未来税后营业现金流的净现值。

图表 2—1 中从“C”到 PPC 的垂直距离代表公司生产决策的税后现金流, NOPAT 为 125 百万美元。公司总现值为预期 NOPAT 的现值, 为 113.64 百万美元。图表中被称为 GPV 的水平长度代表了这一距离。此外, 公司的净现值 13.64 百万美元由总净现值 (GPV, 113.64 百万美元) 与初始资本 (100 百万美元) 间的差距来度量。

图表 2—1 NPV 为正值时的财富创造 (百万美元)



§ 2.2 EVA 为正值时的财富创造

直到现在还没有讲到 EVA 作为一种财务工具如何度量公司投资决策的净现值 (NPV)。这意味着, 原则上无须正式引入经济利润的定期度量指标就可以谈论财富创造。前面已经提到, EVA 革命的一个主要目标就是促使采纳至少是与股东价值的度量和创造相一致的现金基础上的利润指标 (a cash - operating measure of profit), 尽管经济利润不同于会计利润, 强调这一点非常重要。

基于上述两期 NPV 模型中所提供的数字, 很容易就能计算出该公司期望的未来 EVA 是 15 (百万美元)(或者初始资本的 15%)。这一经济利润等于期望的未来现金流 (前面表示为 NOPAT) 减去期望的融资付款 (financing payments), 其中后者包括向资本的外部提供者支付利息 (10 百万美元) 和返还本金 (100 百万美元)①:

①再次注意, 在持续经营假设下, EVA 是无杠杆税后净营业利润 (NOPAT) 减去企业占用资本的费用 (等于资本金额乘以加权平均资本成本: $C \times \text{COC}$)。