

# EVA 评价政策影响了企业现金持有吗

王 裕<sup>1,2</sup>(博士)

**【摘要】** 本文以国资委2009年发布经济增加值(EVA)评价政策为制度背景,研究该项政策对国有上市公司现金持有以及超额现金持有的影响。实证分析结果表明:与未实施EVA评价的公司相比,实施EVA评价的公司,其现金持有水平和超额现金持有水平得到显著抑制。

**【关键词】** EVA评价; 超额现金持有; 国有控股上市公司

**【中图分类号】** F275.1

**【文献标识码】** A

**【文章编号】** 1004-0994(2016)12-0003-5

## 一、引言

现金持有是国有企业最重要的财务战略决策之一。企业出于预防性动机、交易性动机、代理成本动机、税收动机持有现金,只有合理有效地利用现金,才能提高企业投融资效率,提升企业价值。有关现金持有或超额现金持有的文献研究了宏观经济、行业和公司属性、公司治理等因素与现金持有水平或超额现金持有水平之间的关系,却鲜有从EVA评价政策的角度研究现金持有以及超额现金持有问题。有关国资委EVA评价政策效果的相关文献研究了EVA评价与非效率投资或公司价值等因素之间的关系,鲜见直接研究EVA评价对现金持有以及超额现金持有的影响效果。

国有控股上市公司包括国务院国资委控股的上市公司(央企控股上市公司)和地方国资委控股的国有上市公司。国资委2009年发布EVA评价政策后,要求自2010年起在央企集团公司内部全面实施EVA业绩评价。而地方性国资委相对灵活,部分省市参照国务院国资委的EVA评价方案,也发布了各自控股上市公司的EVA业绩评价方案。上述国有控股上市公司均属于被迫执行EVA评价方案,而其他没有宣布执行EVA评价的省市国资委或其他部委控制的国有上市公司,可认为没有被实施EVA评价方案。这样的政策制度背景为本文的研究提供了一个很好的场景,可以研究分析实施了EVA评价与未实施EVA评价的公司,以及实施EVA评价前后的样本公司数据,即可对EVA评价政策效果进行测量。

随着国有企业改革深化,国有企业集团更加强调投资效率和价值,而国有控股上市公司现金持有是其中重要的影响因素。国资委EVA评价政策在一定程度上限制了国有控股上市公司的现金持有以及超额现金持有,减少了由此引发的代

理成本,对于国有企业集团集中管控资金,实施围绕主业发展的战略,提高资金使用效率起到了正向作用。

本文研究结果表明,EVA评价与现金持有水平以及超额现金持有水平显著负相关,EVA评价政策的最大特点在于通过考核资本成本,减少现金持有以及超额现金持有带来的代理问题,这也有益于国有企业集团对资金的统一管理。

## 二、制度背景与研究假设

### (一)制度背景

国资委设计EVA业绩评价政策的初衷是通过增加对资金成本的考核,抑制企业过度投资冲动。EVA指标值等于税后净营业利润减去资金成本,而资金成本等于企业资金占用量乘以资本成本率。国资委EVA考核方案规定了大部分企业适用于5.5%的资金成本率,其代表国资委对资金成本的考核标准。同时,国资委将央企负责人年度考核与EVA业绩考核指标挂钩,即管理者薪酬与EVA业绩挂钩。在业绩考核体系中,将EVA指标权重从2010年的40%提升至2014年的50%。管理者需要通过经营管理和科学决策,努力提升EVA业绩指标,才能提高薪酬水平。从理论上讲,实施EVA评价的公司管理者会减少无效资金占用,若实际的资金收益水平不能大于5.5%的资金成本率,将影响EVA的取值,进而影响管理者薪酬。如此一来,没有好的投资机会而占用资金是不能给企业和管理者自身带来利益的。

从2010年国资委正式执行的EVA业绩考核机制和办法来看,国有上市公司管理者为了得到更高薪酬,需要提升EVA指标值,相对于净资产收益率,EVA指标考虑了资金机会成本。在没有好的投资机会时,最简单的方式就是减少无法进行合理投资的多余现金,并将其返还给股东,这样就能

**【基金项目】** 国家社会科学基金青年项目“家族企业传承的动因与经济后果研究”(项目编号:12CGL032)

## □ 理论与探索

减少资金占用和资金成本,实现EVA指标值的提升。从政策发布者角度看,研究EVA评价政策对国有企业现金持有的影响具有现实意义,有助于国资委调整政策力度和企业实施范围。从政策执行者角度看,优化国有上市公司现金持有状况,有助于改善国有控股上市公司与母公司之间的资金关系。

代理成本是影响公司现金持有水平的重要决定因素,国有企业由于所有者控制人缺位、内部人控制等问题,代理问题更加严重。企业过多地持有现金,减少了现金的边际价值(Opler等,1999),同时增加了企业内部的代理问题,所有权与经营权的分离使得管理者与股东目标不同,而契约的不完备增加了股东监督管理层的难度,高额的现金持有很容易沦为管理者追求个人私利的工具。当企业持有大量的超额现金时,管理者进行非效率投资的可能性大大增加,从而损害企业价值(杨棉之、马迪,2012)。

自由现金流理论(Jensen,1986)进一步指出,公司管理者与股东之间存在代理矛盾,现金持有的决策是两者在财务决策上的一个重要冲突。公司管理者倾向于保持高现金持有水平,原因在于:一是规避可能的财务危机;二是规避较高的外部融资成本;三是将多余现金尽可能进行投资,为扩大控制资源规模以实现商业帝国构建,甚至不惜投资于净现值为负的项目。而对于公司股东来说,如果多余的现金无法取得超过资金成本的应有收益,则会产生代理成本。因此,对于公司经营来说,如果无法取得预期高于资金成本要求的收益,理性的做法是将多余现金返还给股东。

目前,国有企业现金持有水平可能更高,属于非融资约束类公司,这类公司滥用现金现象更严重,高现金持有会对公司价值产生不良影响,而融资约束程度强的公司,则会更珍惜现金,更努力地抓住投资机会以提升公司价值(万小勇和顾乃康,2011)。与民营企业相比,国有控股上市公司融资渠道多、约束弱,往往持有更多的现金,其投资效率显著低于民营企业(袁卫秋,2014)。民营企业的融资约束问题对超额现金持有的影响比国有企业更大,其超额现金持有有助于提升公司价值,而国有企业则不显著(谭艳艳等,2013)。国有控股上市公司融资约束弱,高现金持有不能创造更多的公司价值,其管理者会通过高现金持有实现个人私利,损害股东价值,产生严重的现金持有代理问题。由于投资失败会影响管理者的薪酬水平,因此当投资风险较大时,他宁愿持有现金,用于在职消费,或投资风险较低但回报也低的项目,构建自己的商业帝国,从而导致过度投资。

为避免国有企业高额持有现金导致过度投资行为,国务院国资委结合我国国有企业发展现状对资金管理的需要,设计出中国式EVA评价,设置5.5%的最低资本成本率。这有利于国有企业重视资金成本,加强企业集团融资约束条件,当企业没有良好的投资机会时,将剩余现金返还给股东,提高国有资金使用效率,促进转型期的国有企业发展(Stern等,

2011)。因此,EVA评价有助于国有控股上市公司减少现金持有,从而缓解代理问题。

### (二) 研究假设

基于前人的研究,本文将EVA评价政策是否能有效抑制现金持有的理论和现实依据归纳如下:

第一,EVA评价政策注重资本成本的考核,能减少国有控股上市公司无效占用资金的动机。企业自由现金流是诱发企业过度投资的重要来源,企业持有的现金水平越高,过度投资倾向越严重(Richardson,2006;汪平等,2009)。国有控股上市公司存在高现金持有和低投资回报造成的代理问题,国有股权性质显著降低了现金持有价值(杨兴全和张照南,2008)。EVA评价对公司整体层面进行资本成本考核,一定程度上能减少自由现金流。在EVA评价政策实施前,国有控股上市公司高现金持有能够兼顾多方需求。但是EVA评价政策实施后,由于最低资金成本率的要求,当高现金持有没有找到高于国资委要求的5.5%的资金成本率的投资项目时,将不利于EVA业绩考核。这使得国有控股上市公司主动减少现金持有,避免EVA指标下降而影响管理者薪酬。EVA评价对资本成本的考核更为明细和严格,统一的资本成本率要求实际上是对债务资本和股东资本分别进行考核,促使国有控股上市公司及其附属公司主动向股东上交现金(Du等,2012)。

第二,EVA评价政策促使国有企业集团集中管控资金,提高资金使用效率。国有控股上市公司高现金持有不利于集团公司资金集中管理,降低了企业集团层面的资金配置效率。企业集团层面的业务计划、资源配置、风险分散和价值创造都需要通过资金集中管控方式来实现,因此资金集中管理提高了集团公司的资源配置效率,这是落实企业集团战略的根本保障(谢建宏,2009)。由于国有控股上市公司现金持有代理成本更大,集团公司资金集中管控模式在调控国有上市公司现金持有水平方面的效用更为显著,更有利于限制国有控股上市公司非效率的高现金持有,从而提高投资效率(纳鹏杰和纳超洪,2012)。国资委对国有企业集团实行EVA评价制度,促使国有控股上市公司集中管控闲置资金,进一步提高资金使用效率。基于上述分析,本文提出如下假设:

H1:EVA评价政策能有效抑制国有控股上市公司的现金持有。

H2:EVA评价政策能有效抑制国有控股上市公司的超额现金持有。

### 三、研究设计

#### (一) 样本选取和数据来源

本文样本来源于2007~2014年沪深A股国有上市公司,并手工收集EVA评价的相关数据。首先根据国资委网站公布的中央企业名录收集其下属控股上市公司,再根据公布强制实施EVA评价的省市地方国资委收集其控股上市公司,包括山东、湖北、贵州、北京、辽宁、湖南等六个省市国资委控股国

有上市公司,然后汇总上述公司样本作为实施EVA评价公司的实验组样本,最后将其他未实施EVA评价的国有上市公司最为对照组样本。本文所有数据来源于国泰安数据库。

## (二)研究模型与变量定义

借鉴张丽会和吴有红(2014)、祝继高和陆正飞(2009)的研究,本文研究的EVA评价对现金持有水平以及超额现金持有水平影响的模型(1)设计如下:

$$\text{CASH}(\text{DCASH}/\text{XCASH}) = \beta_0 + \beta_1 \text{POLICY} + \beta_2 \text{SOE} + \beta_3 \text{POLICY} \times \text{SOE} + \beta_4 \text{SIZE} + \beta_5 \text{LEV} + \beta_6 \text{ROA} + \beta_7 \text{GROWTH} + \beta_8 \text{AGE} + \beta_9 \text{NCF} + \xi \quad (1)$$

超额现金持有水平由模型(2)回归的残差得到:

$$\text{CASH} = \beta_0 + \beta_1 \text{SIZE} + \beta_2 \text{LEV} + \beta_3 \text{GROWTH} + \beta_4 \text{NCF} + \beta_5 \text{NWC} + \beta_6 \text{CAPX} + \beta_7 \text{DIVdum} + \xi \quad (2)$$

具体变量定义见表1:

变量	变量名称	说明
CASH	现金持有水平	(货币资金+短期投资/交易性金融资产)/年末总资产
DCASH	现金持有变化量	(货币资金+短期投资/交易性金融资产) <sub>t</sub> -(货币资金+短期投资/交易性金融资产) <sub>t-1</sub> /年末总资产 <sub>t-1</sub>
XCASH	超额现金持有水平	模型(2)回归的残差
POLICY	EVA实施年份虚拟变量	执行国资委EVA评价政策的年份,取值为1;未执行国资委EVA评价政策的年份,取值为0
SOE	EVA实施公司虚拟变量	央企控股上市公司、公布实施EVA的省市国资委控股上市公司取值为1,否则为0
POLICY×SOE	交乘项	实施国资委EVA评价的公司在实施EVA评价政策年份后的样本为1,否则为0
SIZE	公司规模	ln(总资产)
LEV	资产负债率	负债/总资产
ROA	盈利能力	净利润/总资产
GROWTH	成长性	(本期营业收入-上期营业收入)/上期营业收入
AGE	上市年限	ln(上市年限)
NCF	经营现金净流量	经营现金净流量/年末总资产
NWC	营运资本	(流动资产-流动负债)/总资产
CAPX	资本支出	(购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-处置固定资产、无形资产和其他长期资产回收的现金)/年末总资产
DIVdum	支付股利哑变量	支付现金股利为1,否则为0

## (三)主要样本的描述性统计

表2报告了变量的描述性统计情况。现金持有水平的均值为0.159,中位数为0.128,说明国有上市公司现金持有水平较高,现金持有占总资产的比重均值已经达到了15.9%。POLICY×SOE的均值为0.225,说明在所有国有样本年度中有22.5%的公司实施了EVA评价。

表2 主要变量描述性统计

变量	N	mean	sd.	min	p25	p50	p75	max
CASH	7529	0.159	0.119	0.004	0.077	0.128	0.207	0.711
DCASH	7529	0.030	0.121	-0.253	-0.024	0.009	0.055	0.757
POLICY	7529	0.638	0.480	0	0	1	1	1
SOE	7529	0.346	0.476	0	0	0	1	1
POLICY×SOE	7529	0.225	0.418	0	0	0	0	1
SIZE	7529	22.187	1.314	18.734	21.276	22.011	23.023	25.208
LEV	7529	0.540	0.217	0.050	0.388	0.548	0.684	1.704
ROA	7529	0.029	0.065	-0.361	0.009	0.029	0.055	0.207
GROWTH	7529	0.056	0.356	-2.773	-0.029	0.099	0.212	0.813
AGE	7529	2.432	0.515	0	2.197	2.565	2.773	3.045
NCF	7529	0.045	0.079	-0.209	0.003	0.045	0.090	0.266

表3列示了主要变量的Pearson相关性检验。由表3可知,POLICY×SOE与CASH正相关但不显著,与DCASH相关系数为-0.042,且在1%的水平上显著,初步证明了我们的假设。公司规模、资产负债率、上市年限与现金持有水平显著负相关,企业成长性、盈利能力、经营现金净流量与现金持有水平显著正相关。企业规模、盈利能力、企业成长性、经营现金净流量与现金持有变化量显著正相关。

## 四、实证分析

表4列示了EVA评价对现金持有水平的影响。表4中POLICY×SOE在模型(1)和模型(2)中的估计系数为-0.013和-0.011,且都在5%的水平上显著,说明EVA评价显著抑制了企业现金持有水平。在模型(3)和模型(4)中,POLICY×SOE的估计系数为-0.012和-0.010,且分别在5%和10%的水平上显著,说明EVA评价显著抑制了现金持有水平的变化,从而证明了假设1。

从控制变量的回归结果来看,企业规模、资产负债率、成长性、上市年限与现金持有水平显著负相关,与现金持有变化量显著正相关,说明企业规模越大、资产负债率越大、成长性越强、上市年限越长,企业现金持有水平越低而现金持有变化量越大。企业盈利能力、经营现金净流量与现金持有水平和现金持有变化量显著正相关,说明企业盈利能力越强,经营现金净流量越多,企业现金持有水平越高,现金持有变化量越大。

表 3 主要变量 Pearson 相关系数检验

	CASH	DCASH	POLICY	SOE	POLICY×SOE	SIZE	LEV	ROA	GROWTH	AGE	NCF
CASH	1										
DCASH	0.376***	1									
POLICY	0.027**	-0.061***	1								
SOE	0.017	-0.008	0.019*	1							
POLICY×SOE	0.012	-0.042***	0.405***	0.741***	1						
SIZE	-0.103***	0.049***	0.199***	0.139***	0.183***	1					
LEV	-0.279***	-0.001	0.014	-0.011	0.007	0.219***	1				
ROA	0.245***	0.145***	0.022*	0.030***	0.014	0.148***	-0.436***	1			
GROWTH	0.037***	0.209***	0.018	0.048***	0.039***	0.143***	-0.039***	0.279***	1		
AGE	-0.130***	0.000	0.271***	-0.148**	-0.018	0.039***	0.135***	-0.097***	-0.093***	1	
NCF	0.106***	0.139***	-0.091***	0.011	-0.027**	0.062***	-0.160***	0.261***	0.155***	-0.075***	1

注: \*、\*\*、\*\*\* 分别表示在 10%、5%、1% 的水平上显著, 下同。

表 4 EVA 评价对现金持有水平的影响

	(1)	(2)	(3)	(4)
	CASH	CASH	DCASH	DCASH
POLICY	0.006 (1.09)	0.030*** (5.49)	-0.018*** (-2.96)	-0.012** (-1.99)
SOE	0.015*** (3.34)	0.008* (1.91)	0.007 (1.35)	0.002 (0.33)
POLICY×SOE	-0.013** (-2.33)	-0.011** (-2.09)	-0.012** (-2.01)	-0.010* (-1.75)
SIZE		-0.004*** (-3.82)		0.003** (2.55)
LEV		-0.089*** (-12.77)		0.030*** (3.90)
ROA		0.278*** (11.94)		0.189*** (7.34)
GROWTH		-0.008** (-2.13)		0.059*** (14.53)
AGE		-0.030*** (-11.14)		0.008*** (2.76)
NCF		0.088*** (6.78)		0.123*** (8.58)
_cons	0.147*** (16.00)	0.350*** (14.13)	0.038*** (3.79)	-0.073*** (-2.66)
N	7529	7529	7529	7529
adj-R <sup>2</sup>	0.121	0.220	0.015	0.081
F	36.724	61.638	4.982	20.028

表 5 列示了 EVA 评价对超额现金持有水平的影响。表 5 模型(1)和模型(2)中 POLICY×SOE 的估计系数为 -0.013 和 -0.014, 且分别在 5% 和 1% 的水平上显著, 说明 EVA 评价显著降低了企业超额现金持有水平, 从而证明了假设 2。从控制变量的回归结果看, 企业规模越大、资产负债率越高、盈利能力越强、企业成长性越弱、上市年限越短、经营现金净流量越少, 企业超额现金持有水平越高。

表 5 EVA 评价对超额现金持有水平的影响

	(1)	(2)
	XCASH	XCASH
POLICY	0.009* (1.78)	0.021*** (3.97)
SOE	0.016*** (3.62)	0.010** (2.46)
POLICY×SOE	-0.013** (-2.35)	-0.014*** (-2.65)
SIZE		0.004*** (3.75)
LEV		0.090*** (13.19)
ROA		0.232*** (10.20)
GROWTH		-0.016*** (-4.38)
AGE		-0.030*** (-11.60)
NCF		-0.061*** (-4.79)
_cons	0.011 (1.27)	-0.063*** (-2.60)
N	7529	7529
adj-R <sup>2</sup>	0.030	0.078
F	9.059	19.088

## 五、稳健性检验

国资委 22 号令《中央企业负责人经营业绩考核暂行办法》确定了以 EVA 为核心的绩效考核办法, 其发布于 2009 年 12 月 28 日, 并从 2010 年开始执行, 故 2010 年为第一个 EVA 评价执行年。本文在稳健性检验中剔除 2010 年的样本数据, 对模型(1)和模型(2)重新进行检验, 结果如表 6、表 7 所示。可以看出, 回归结果依然支持假设 1 和假设 2。

表 6 EVA 评价对现金持有水平影响的稳健性检验  
——去掉 2010 年的样本

	(1)	(2)	(3)	(4)
	CASH	CASH	DCASH	DCASH
POLICY	0.006 (1.08)	0.028*** (5.07)	-0.017*** (-2.78)	-0.011* (-1.71)
SOE	0.015*** (3.37)	0.008* (1.89)	0.007 (1.34)	0.001 (0.26)
POLICY× SOE	-0.013** (-2.18)	-0.010* (-1.90)	-0.015** (-2.26)	-0.014** (-2.24)
SIZE		-0.003*** (-2.88)		0.005*** (3.37)
LEV		-0.090*** (-12.16)		0.026*** (3.16)
ROA		0.278*** (11.48)		0.135*** (4.81)
GROWTH		-0.008** (-2.10)		0.059*** (13.87)
AGE		-0.028*** (-9.70)		0.007** (2.11)
NCF		0.073*** (5.44)		0.206*** (11.32)
_cons	0.148*** (15.38)	0.330*** (12.60)	0.036*** (3.40)	-0.099*** (-3.33)
N	6580	6580	6580	6580
adj-R <sup>2</sup>	0.117	0.215	0.016	0.090
F	32.141	53.982	4.692	20.191

## 六、结论与政策建议

国有控股上市公司融资约束弱,高现金持有不能创造更多的公司价值,其管理者会通过高现金持有实现个人私利,损害股东价值最大化目标。国有控股上市公司存在高现金持有和低投资回报造成的代理问题,国有股权性质显著降低了现金持有价值。国有集团公司控股的上市公司持有过多现金,会导致母子公司现金分散,集团公司整体过度投资严重。国有集团公司实施集中财务管控模式有助于调整国有控股上市公司现金持有水平,抑制国有控股上市公司合法但不合理的高现金持有和资金占用,以提高投资效率。

国务院国资委较好地结合我国国有企业发展对资金管理的需求设计出中国式EVA评价,这不仅有利于国有企业重视资本成本,提高整体国有资金使用效率,而且有利于转型期国有企业的发展。EVA评价政策正是鼓励国有企业围绕主业开展投资的导向,集团公司通过集中资金,可以集中优势资源进行专业化经营,符合国务院国资委倡导的做强主业战略要求。

本文以国资委EVA评价政策为研究背景,借鉴前人对EVA评价与过度投资、公司价值等因素的研究结论,开创性地提出了EVA评价对现金持有水平以及超额现金持有水平的影响效果研究。实证分析结果表明,在国有控股上市公司范围内,实施EVA评价政策能够有效地抑制现金持有以及超

表 7 EVA 评价对超额现金持有水平影响的稳健性检验  
——去掉 2010 年的样本

	(1)	(2)
	XCASH	XCASH
POLICY	0.009* (1.78)	0.020*** (3.66)
SOE	0.016*** (3.61)	0.010** (2.42)
POLICY× SOE	-0.012** (-2.23)	-0.014** (-2.56)
SIZE		0.005*** (4.17)
LEV		0.089*** (12.31)
ROA		0.231*** (9.81)
GROWTH		-0.016*** (-4.15)
AGE		-0.029** (-10.22)
NCF		-0.069** (-5.26)
_cons	0.012 (1.29)	-0.080*** (-3.13)
N	6580	6580
adj-R <sup>2</sup>	0.029	0.078
F	7.986	17.275

额现金持有行为。本文研究在一定程度上丰富了相关领域的研究,所得结论既有助于国务院国资委深入开展EVA评价政策,提高EVA管理理论水平,细化相关条款并扩展实施EVA评价企业的范围,也有助于我国国有上市公司自发性应用EVA评价工具。

## 主要参考文献:

袁卫秋. 投资效率、现金持有与企业价值——基于融资约束视角的研究[J]. 经济与管理研究, 2014(2).

谢建宏. 企业集团资金集中管理问题探讨[J]. 会计研究, 2009(11).

纳鹏杰, 纳超洪. 企业集团财务管控与上市公司现金持有水平研究[J]. 会计研究, 2012(5).

Du F. G., Tang G., Young S. M.. Influence activities and favoritism in subjective performance evaluation: evidence from Chinese state-owned enterprises[J]. The Accounting Review, 2012(5).

张会丽, 吴有红. 内部控制、现金持有及经济后果[J]. 会计研究, 2014(3).

作者单位: 1. 中国信达资产管理股份有限公司博士后科研工作站, 北京 100031; 2. 中国人民大学博士后流动站, 北京 100872