

# 声 明

本人郑重声明：此处所提交的硕士学位论文《股权投资项目后评价方法及其应用研究》，是本人在华北电力大学攻读硕士学位期间，在导师指导下进行的研究工作和取得的研究成果。据本人所知，除了文中特别加以标注和致谢之处外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果，也不包含为获得华北电力大学或其他教育机构的学位或证书而使用过的材料。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名： 王 晓 明 日 期： 2010.3.18

## 关于学位论文使用授权的说明

本人完全了解华北电力大学有关保留、使用学位论文的规定，即：①学校有权保管、并向有关部门送交学位论文的原件与复印件；②学校可以采用影印、缩印或其它复制手段复制并保存学位论文；③学校可允许学位论文被查阅或借阅；④学校可以学术交流为目的，复制赠送和交换学位论文；⑤同意学校可以用不同方式在不同媒体上发表、传播学位论文的全部或部分内容。

(涉密的学位论文在解密后遵守此规定)

作者签名： 王 晓 明

日 期： 2010.3.18

导师签名： 李 金 强

日 期： 2010.3.18



## 摘 要

股权投资是电网企业资产运营的重要组成部分,相对于流动资产、固定资产等电网运营资产,其管理难度较大、管理风险较高。对长期股权投资项目的有效管理是改善企业资产状况,提高企业经济效益的有效途径,尤其对国有资产保值增值有着不可忽视的作用。我国对项目后评价的研究大多集中于中央投资的固定资产建设项目,而对企业股权投资项目后评价的研究相对较少。

本文结合股权投资项目的特点,对股权投资项目后评价的主要特点、基本内容及方法进行了研究,提出了适合股权投资项目后评价的指标体系;从股东价值的角度,利用 EVA 模型对股权投资项目进行管理者业绩评价;结合实际进行案例探讨,运用逻辑框架法和成功度法对该股权投资项目进行综合评价,并提出了相应的改进建议与措施。

**关键词:** 项目后评价, 企业股权投资, 项目管理

## ABSTRACT

Equity investment is an important part in the Grid enterprises investment, compared with operation assets such as current assets and fixed capital, it is more difficult to manage with more risk. Efficient management of long-run enterprise's equity is an effective way to improve enterprise's assets and raise the economic effects, especially helps to keep and increase the value of state-owned assets. However, domestic research of post-project evaluation currently is mainly focused on the fixed assets construction which is invested by the center, and few on the enterprise's equity investment.

Combined with the features of equity investment, this paper analyzes the main characteristics, basic comments and methods of the post-project evaluation of enterprise's equity investment, and builds up a system for the evaluation correspondingly; from the perspective of shareholders value, this paper also makes performance appraise of managers; what's more, by the Logical Framework Approach and Success Degree Approach, comprehensive evaluation of the equity investment is made, and improvement suggestions as well as measures are given after the practical case study.

Wang Yanxiao

Directed by prof. Zhao Huiru

**Key words:** post-project evaluations, enterprise's equity investment, project management



# 目 录

中文摘要

英文摘要

第一章 绪论 .....	1
1.1 选题背景及意义 .....	1
1.2 国内外项目后评价概述 .....	2
1.2.1 国外项目后评价的发展 .....	2
1.2.2 国内项目后评价的发展 .....	3
1.3 论文研究主要内容 .....	4
1.4 研究方案及难点 .....	4
第二章 项目后评价概述 .....	5
2.1 项目后评价的定义 .....	5
2.2 项目后评价的时点和种类 .....	5
2.3 项目后评价与项目前评价、审计的主要区别 .....	6
2.3.1 项目后评价与项目前评价的主要区别 .....	6
2.3.2 项目后评价与项目审计的主要区别 .....	7
2.4 项目后评价的程序 .....	7
2.5 项目后评价的几个关键问题 .....	8
2.5.1 后评价所要研究的问题 .....	8
2.5.2 后评价的方法选择 .....	9
2.5.3 后评价标准的选择 .....	13
2.5.4 后评价数据的收集、选择方法以及分析 .....	13
2.5.5 项目后评价报告 .....	14
第三章 企业股权投资项目后评价的特性分析 .....	15
3.1 企业股权投资项目的涵义 .....	15
3.2 企业股权投资项目的特点 .....	15
3.3 企业股权投资的类型 .....	16
3.4 企业股权投资项目后评价的概念和时点 .....	17
3.4.1 股权投资项目后评价的概念 .....	17
3.4.2 股权投资项目后评价的时点 .....	17
3.5 对企业股权投资项目进行后评价的必要性 .....	17
3.6 股权投资项目后评价的主要特点 .....	19
第四章 企业股权投资项目后评价的内容和方法 .....	21
4.1 股权投资项目实施过程评价 .....	21



4.2 股权投资项目技术效果评价 .....	21
4.3 股权投资项目经济效益评价 .....	22
4.4 利用 EVA 进行股权投资项目管理者业绩评价 .....	24
4.5 股权投资项目环境影响评价和社会影响评价 .....	26
4.6 股权投资项目持续性评价 .....	27
<b>第五章 企业股权投资项目后评价的实证分析 .....</b>	<b>28</b>
5.1 SY 公司对 A 公司进行股权投资的项目情况简介 .....	28
5.1.1 SY 公司简介 .....	28
5.1.2 A 公司基本情况 .....	28
5.2 A 公司股权投资项目的后评价 .....	29
5.2.1 A 公司股权投资项目实施过程 .....	29
5.2.2 A 公司股权投资项目技术效果评价 .....	30
5.2.3 A 公司股权投资项目经济效益评价 .....	30
5.2.4 利用 EVA 对 A 公司股权投资项目进行管理者业绩评价 .....	31
5.2.5 A 公司环境影响评价和社会影响评价 .....	33
5.2.6 A 公司股权投资项目持续性评价 .....	33
5.3 A 公司股权投资项目综合评价 .....	34
5.3.1 利用逻辑框架法对 A 公司股权项目进行综合评价 .....	34
5.3.2 利用成功度法对 A 公司股权项目进行综合评价 .....	37
5.3.3 A 公司股权投资项目后评价的结论建议 .....	38
<b>第六章 结论与展望 .....</b>	<b>40</b>
6.1 结论 .....	40
6.2 展望 .....	40
<b>参考文献 .....</b>	<b>42</b>
<b>致    谢 .....</b>	<b>45</b>





## 第一章 绪论

### 1.1 选题背景及意义

股权投资（一般指长期股权投资）是指通过投资拥有被投资单位的股权，投资企业成为被投资单位的股东，按所持股份比例享有权益并承担责任。对被投资单位的管理是企业股权投资管理中的重点和难点。股权投资项目的有效管理是改善企业资产状况，提高企业经济效益的根本途径，尤其对于国有资产保值增值有着不可忽视的作用。

股权投资是电网企业资产运营的重要组成部分，相对于流动资产、固定资产等电网运营资产，投资管理难度大、风险高。SY 公司是某电力公司全资子公司，成立于 1993 年 2 月。其主营业务为实业投资，是自主经营、自负盈亏、以获利为目的的法人，主要负责该电力公司对外股权投资及投资项目的管理。SY 公司拥有 28 家企业的股权投资，这些股权投资大多是清产核资时由母公司的对外投资整体转入承继而来，这类投资是我国投资体制改革的产物，SY 公司经营的是国有资产，其经营目标是实现国有资产保值增值。SY 公司不直接从事使资产增值的生产制造和销售，它通过将资本资产投资于已建企业或投资新建一个企业，来启动企业的生产经营。企业建成后，投资公司以投资者身份取得收益，或将投资项目转让、出售来收回投资，完成其经营过程。可以说投资公司经营的产品就是它的投资项目<sup>[1]</sup>。

以全国各电力公司为例，电力公司主要负责各地区电力供应、销售和输配电设施的建设运行，为各地区的工农业生产、人民生活、市政建设等提供优质、可靠、经济的电力能源服务。公司从事主营业务的同时，几乎所有公司都会有部分资金用于从事其他多种经营业务。由于个别公司的部分投资在前期缺乏必要的可行性论证、没有完善的信息系统和专业的调研团队，项目过程管理缺位等原因，造成有些投资公司所持有的股权投资现状不容乐观，最终影响到企业整体资产的质量。

国有企业的投资资金主要来源于企业积累性资金。有的投资额巨大，投资能否顺利完成并取得预期合理的投资效益，直接关系到该企业的生存和发展。如何有效地管控投资，从体制和机制上保证企业的投资实现优质高效，促进国有企业的持续稳定发展，已成为国有企业亟待解决的一个现实问题。因此，国有企业加强投资管控是提高企业投资效能的现实需要。当前国有企业投资管控中存在一些问题，一是投资约束机制不够完善，二是投资决策机制不够规范，

三是投资过程控管不够全面，四是投资后评价和责任追究制度不够健全<sup>[9]</sup>。投资项目后评价是在对外投资管理中发现问题的有效方法，是改善投资决策和管理，提高投资效益的重要措施，是投资人对投资活动进行监督管理的重要手段。

项目后评价是项目管理中不可缺少的环节，对提高投资项目的管理水平有着重要作用。我国对项目后评价大多集中于中央投资项目和中央企业投资的固定资产项目，如电力、公路等建设项目，对股权投资项目的后评价却因各种原因一直被忽视。本文尝试以国务院和国资委有关文件要求为指导，结合企业实际情况，探讨企业股权投资后评价及其实际应用。为指导中央企业提高投资决策水平、管理水平和投资效益，规范投资项目后评价工作，国务院国有资产监督管理委员会 2005 年 5 月颁发了《中央企业固定资产投资项目后评价工作指南》（国资委发规划[2005]92 号），要求中央企业在该指南指导下开展后评价工作。工作指南使用范围为固定资产投资类项目后评价，而对于股权投资、资产并购、证券期货等其他类型的投资项目，此工作指南仅供参考。2006 年 6 月国务院国有资产监督管理委员会令第 16 号《中央企业投资监督管理暂行办法》，以规范中央企业投资活动，提高中央企业投资决策的科学性和民主性，有效防范投资中的风险，针对固定资产投资、产权收购和长期股权投资制定了本办法。该办法要求企业应当对投资项目实施后评价管理。国资委根据需要，对企业已完成的投资项目，有选择地开展项目后评价。

国内外项目后评价理论运用在股权投资项目管理中的研究文献几乎没有，但股权投资项目管理作为项目管理研究内容之一，应当遵循项目后评价的方法和基本原理。本文在对工程项目后评价和股权投资项目管理进行研究的基础上，对股权投资项目后评价的内容及方法进行研究，并以某公司所投资的股权投资项目为例进行实证分析。A 电气设备有限公司（以下简称“A 公司”）是 SY 公司众多股权投资中的一个项目，A 公司投资成本较大。本文将以 A 公司为例，对股权项目采用一定的方法进行分析，通过对该投资活动进行全面检查、分析总结，判断该投资项目是否达到投资预期的目标，项目的主要效益指标是否实现，项目的管理过程是否到位及有效，分析找出成败的原因，总结经验教训，反馈及时有效的信息，为今后其他投资项目的决策和增强投资项目管理水平提出建议，从而达到提升企业投资效益的目标。

## 1.2 国内外项目后评价概述

### 1.2.1 国外项目后评价的发展

国外项目后评价产生于 20 世纪 30 年代，最早起源于美国。到了 70 年代

中后期，后评价开始被许多国家和国际援助机构所使用，包括美国、加拿大、英国、瑞典等国家。各国政府和世界银行、亚洲开发银行等国际双边和多边金融组织，为了保证援助资金的合理使用和提高投资的效益，纷纷建立和健全了项目的评估和后评价体系，创造和发展了评价的理论和方法。西方的微观和宏观经济理论是国外项目后评价的基础，尤其是成本效益理论、费用效益理论、福利经济学和发展经济学<sup>[9]</sup>。与此同时，部分发展中国家也相继开始了项目后评价工作，主要有韩国、印度、菲律宾、泰国等。目前项目后评价已得到世界各国和国际金融组织越来越广泛的重视与采用，并成为西方发达国家以及一些发展中国家管理的必不可少和不可分割的组成部分，成为政府政策和宏观管理的重要工具<sup>[10]</sup>。

### 1.2.2 国内项目后评价的发展

投资项目后评价在中国的应用始于上世纪 80 年代中后期，1988 年国家计委正式委托中国国际工程公司进行第一批国家重点项目的后评价。尽管后评价工作在我国起步较晚，但各部门对后评价的需求越来越多。率先进行和评价的机构有国家计委、国家审计署、中国建设银行，以及交通部、卫生部等部门。1998 年 2 月中国基本建设杂志第一次开设“后评价”专栏，发表了“武钢一米七轧机工程后评价报告”，这是国内公开发表的第一份项目后评价报告<sup>[2]</sup>。

从微观方面来看，开展项目后评价是保证项目目标实现的需要，在评价中发现问题，并及时实行控制纠偏使投资执行过程向着预定目标发展。在项目进行过程中，项目后评价就是在执行管理的控制职能，只有在项目中实行必要的控制，才能保证项目执行情况与项目可行性研究中所预定的情况相一致，保证项目目标得以实现。从宏观方面来看，开展项目后评价工作是适应我国当前经济发展的需要。中国申办奥运会成功之后，我国许多项目都已投资建设、运行，必须不断对这些项目进行评估，不仅要进行项目前评价、项目中间评价，还要进行项目后评价，以便及时进行项目控制，纠正目标偏差，提高投资效益。许多大型项目目标的实现、国家投资效益的获得都关系到社会经济的稳定发展。

我国项目后评价发展较快，但与发达国家相比相对滞后，目前仍集中于国家投资的基建类、公益性和农林牧副业项目，项目后评价的发展趋势是以国家部门为主体逐渐扩展到以企业为主体，这意味着我国的项目后评价工作将进入大规模推广执行的新阶段。但在后评价的制度化、法制化建设方面仍有相当大的差距，制度建设滞后已成为后评价工作发展的瓶颈制约，可以说我国的后评价工作已经进入到了一个较长的徘徊时期，项目后评价仍处于初级阶段，需要进一步大力完善与发展。

### 1.3 论文研究主要内容

本文以项目后评价的相关知识为理论基础,结合股权投资的概念、特点,利用微观经济学、宏观经济学和技术经济学的理论和方法,探讨企业股权投资项目后评价,并总结出其评价内容和方法,通过实例进行项目后评价,得出后评价结果,分析项目管理活动过程中存在的问题,有针对性地提出解决问题的建议和措施。本论文的主要工作如下:

第一,概述股权投资在企业资产中的重要作用以及对其进行项目后评价的意义所在,简要论述了项目后评价的基础内容,对项目后评价的定义、分类和评价时点,与前评价和审计的主要区别和评价程序等进行了论述,强调了进行后评价过程中的几个关键问题;

第二,详细分析了企业股权投资项目涵义、时点及类型,对企业开展股权投资后评价的必要性及关注点进行了分析,以项目后评价和股权投资的理论为研究基础,提出股权投资项目后评价的概念和特点,并从实际出发对股权投资项目后评价的内容、指标体系和方法进行研究;

第三,以SY公司对A公司的股权投资项目为例,按照本文所提出的股权投资项目后评价内容和方法对其进行分析,得出评价结论;找出SY公司在股权投资项目管理中存在的问题,并提出相应的改进建议和措施。

### 1.4 研究方案及难点

通过本文的研究,将项目后评价的理论,与股权投资项目管理相结合,尝试提出股权投资项目后评价的概念,根据股权项目的特点提出应重点从股东价值最大化、投资成功度及投资持续性等角度对股权投资项目进行后评价,依次设计评价的内容和方法。

本文将通过实例检验此项研究的成效,在实证分析的基础上找出股权投资项目存在的问题并加以改进,提升企业股权投资项目的管理水平,以达到企业股东价值最大化的目的。

论文要充分考虑到股权投资项目的自身特点及其在实际工作中的可操作性,并结合工程项目后评价的理论基础,设计出一套评价体系。

在做股权投资项目后评价时工作人员要具有丰富的项目管理知识、经济专业知识和财务专业知识,要求人员基本素质较高,在应用过程中要不断提高专业人员的业务素质。

## 第二章 项目后评价概述

### 2.1 项目后评价的定义

项目后评价是指对已经完成的项目(或规划)的目的、执行过程、效益、作用和影响所进行的系统的、客观的分析;通过项目活动实践的检查总结,确定项目预期的目标是否达到,项目或规划是否合理有效,项目的主要效益指标是否实现;通过分析评价找出成败的原因,总结经验教训;并通过及时有效的信息反馈,为未来新项目的决策和提高完善投资决策管理水平提出建议,同时也为后评价项目实施运营中出现问题提出改进建议,从而达到提高投资效益的目的。

首先,通过项目后评价总结经验教训,使项目的决策者、管理者 and 建设者学习到更加科学合理的方法和策略,提高决策、管理和建设水平。其次,项目后评价又是增强投资活动工作者责任心的重要手段。由于后评价的透明性和公开性特点,通过对投资活动成绩和失误的主客观原因分析,公正客观地确定投资决策者、管理者 and 建设者工作中实际存在的问题,进一步提高他们的责任心和工作水平。第三,项目后评价主要是为投资决策服务的。虽然后评价对完善已建项目、改进在建项目和指导待建项目有重要的意义,更重要的是为提高投资决策服务的,即通过后评价建议的反馈,完善和调整相关方针、政策和管理程序;提高决策者的能力和水平,进而达到提高和改善投资效益的目的。总之,项目后评价要从投资开发项目实践中总结经验教训,再运用到未来项目的实施过程中去<sup>[3]</sup>。

### 2.2 项目后评价的时点和种类

项目后评价应在所建项目和投资的直接经济效益发挥出来的时候进行。也就是在项目完工以后,或项目开始运营后进行后评价。因为,在此时点进行评价,可以全面系统地总结分析项目的全过程,比较准确地预测项目的可持续性,为决策者提出合理建议。然而,在实际工作中由于种种原因,项目后评价的时点是可以变化的。一般来讲,从项目开始之后,即项目投资开始发生以后,监督部门所进行的各种评价,都属于项目后评价的范围,这种评价可以延伸至项目的寿命期末。因此,根据评价时点,项目后评价也可细分为:跟踪评价、实施效果评价和影响评价。

项目跟踪评价(有时也被称为“中间评价”或“实施过程评价”)是指在项

目开工以后到项目竣工验收之前任何一个时点所进行的评价。这种由独立机构所进行的评价通常的目的是，或检查评价项目评估和设计的质量；或评价项目在建设过程中的重大变更(如项目产出品市场发生变化、概算调整、重大方案变化、主要政策变化等)及其对项目效益的作用和影响；或诊断项目发生的重大困难和问题，寻求对策和出路等。这类评价往往侧重于项目层次上的问题。

项目实施效果评价(即“项目后评价”)是指在项目竣工以后一段时间之内所进行的评价(一般认为，生产性行业在竣工以后 2 年左右，基础设施行业在竣工以后 5 年左右，社会基础设施行业可能更长一些)。这种评价的主要目的，是检查确定投资项目或活动达到理想效果的程度；总结经验教训，为新项目的宏观导向、政策和管理反馈信息。评价要对项目层次和决策管理层次的问题加以分析和总结；同时，为完善已建项目、调整在建项目和指导待建项目提供理论依据。

项目影响评价(或称为“项目效益监督评价”)是指在项目后评价报告完成一定时间之后所进行的评价。项目影响评价是以后评价报告为基础，通过调查项目的经营状况，分析项目发展趋势及其对社会、经济和环境的影响，总结决策等宏观方面的经验教训。

## 2.3 项目后评价与项目前评价、审计的主要区别

### 2.3.1 项目后评价与项目前评价的主要区别

项目后评价与项目前评价，其评价原则和方法相同，都是采用定量与定性相结合的方法。二者的区别主要在于评价时点的不同以及评价目的的不同。前评价的目的是确定项目是否可以立项，它是站在项目的起点，主要应用预测技术来分析评价项目未来的效益，以确定项目投资是否值得并可行。后评价则是在项目建成之后，或项目投入运营之后一段时间进行，总结项目的准备、实施、完工和运营，并通过预测对项目的未来进行新的分析评价，其目的是为了总结经验教训，为改进决策和管理服务。所以，后评价要同时进行项目的回顾总结和前景预测。项目后评价是站在项目完工或运行之后的时点上，一方面检查总结项目实施过程，找出问题，分析原因；另一方面，要以后评价时点为基点，预测项目未来的发展。前评价的重要判别标准是投资者要求获得的收益率或基准收益率，而后评价的评价标准侧重点是前评估的结论，主要采用对比的方法。因此项目后评价和项目决策前的评价有着不同的意义<sup>[14] [15]</sup>。

2.3.2 项目后评价与项目审计的主要区别

审计属于经济领域的监督范畴，是一种独立和间接的、依法进行的财务监督和评价活动。一般把投资项目审计计划分为开工前设计、在建工程审计和竣工审计<sup>[11]</sup>。审计主要是根据财务业务，对照原定目标和计划，检查项目的实际执行情况。审计评价时对项目的货币支出效益，即对投资项目的节约、效率、效果三方面进行审核，其范围一般限于会计和报告程序方面，而不需要总结或提出整个项目的经验教训。由此可见，审计侧重于项目各项经济活动的合法性、公允性和合理性，尤其在财务业务方面的合法性，而后评价则侧重于确定项目实际执行效果的前后对比，以确定项目的实际效应。

2.4 项目后评价的程序

项目后评价是一项技术性强、综合性强的复杂工作，在进行后评价时，必须遵循科学的工作程序。

项目后评价过程如图 2-1 所示。

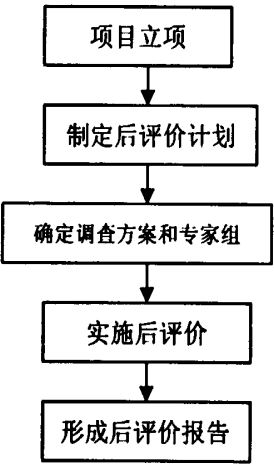


图 2-1 项目后评价程序图

(1) 进行后评价项目立项

明确后评价的具体对象、评价目的及具体要求。由相关单位或部门接受项目后评价任务，签订工作合同或评价协议。如由外部的中介机构，比如投资咨询公司、专职后评价机构等进行项目后评价工作，则在接受项目后评价委托时，首先要做的就是委托人与被委托人签订后评价合同或相关协议，在合同或协议中明确双方的权利、责任、工作内容及工作要求。

(2) 成立后评价小组，制定评价计划

评价单位选择项目负责人，成立专门小组，制定评价计划。项目负责人必须保证评价工作客观、公正，原则上不能由业主单位的人兼任，后评价小组成员必须具有一定的后评价工作经验。后评价计划必须说明评价对象、评价内容、评价方法、评价时间、工作进度、质量要求、经费预算、专家名单、报告格式等。

(3) 设计调查方案，聘请有关专家

调查是评价的基础，调查方案是调查工作的行动纲领，一般来说方案包含调查内容、调查计划、调查方式、调查对象、调查经费、科学的调查指标体系等。评价项目应该根据项目的专业特点，聘请一定数量的包括技术、经济、社会、环境等相关领域的外部专家。

(4) 阅读与项目有关的文件，收集项目各方面的资料

评价小组要认真阅读业主提供的相关材料和项目文件，例如项目的建设资料、运营资料、效益资料、财务资料、影响资料等，同时国家、行业相关规定和政策也必须参阅。收集各种资料，采集原始数据以便日后的分析与处理。

(5) 开展项目调查，了解项目实际情况

在收集项目资料的基础上，为了核实情况，评价小组成员必须进行现场的实地调查，掌握真实的项目情况，包括宏观和微观的，以客观事实为依据，保证信息的可用性。

(6) 分析研究所收集的资料，形成后评价报告

在掌握了大量信息资料的基础上，分析研究各类资料，运用一定的方法进行系统、全面的综合分析，对项目的总体效果、预订目标的实现程度等做出评价的结论，将评价结果汇编整理，编制成最终的评价报告，提交给项目管理者。

## 2.5 项目后评价的几个关键问题

在项目后评价的实施过程中，应当关注以下几个关键问题，这些问题直接影响着项目后评价的效果。

### 2.5.1 后评价所要研究的问题

在项目后评价计划阶段需要确定所要研究的问题。其主要工作是：第一，识别所要研究的问题并区分轻重缓急，同时开发相应的、用以收集和处理相关资料的方法。第二，将这些问题和方法以备选方案的形式提供给客户，并与客户讨论，最后确定所要研究的主要问题以及所要使用的最适宜的评价方法。第三，明确评价者与客户权责范围，并以条款的形式确定下来。项目后评价的



设计，主要是确定后评价的问题，选择后评价的方法和确定后评价的标准，为具体实施后评价做准备。

项目后评价问题的界定是项目后评价的关键部分。如果对项目不了解，就不能作好评价的设计。其中有许多问题，我们可能不只一次地碰到，需要明确的是，我们从中学到了什么？从错误中学习本身就是一个系统性的评价过程，好的评价可以使我们少犯错误。问题可以分为三种：描述性的，这类问题只描述现状，不问结果；规范性的，这类问题将现状和标准相比较；因果性的，这类问题只关注项目产生的影响。基于三种类型的问题，对任意一个项目来说，都可以列举出许多问题，但是一个好的评价主要关心具有以下三种属性的问题：持续性，取得的成果，费用效果性。

(1) 持续的相关性，在多大程度上，项目计划持续性和政府的优先发展目标及被观察到的需要是相关的；

(2) 取得的成果，在多大程度上，项目计划在预算之内有效地满足了所设定的目标；

(3) 费用效果性，在多大程度上，项目计划使用最适宜有效率而最有效果的方法来满足计划的目标。

## 2.5.2 后评价的方法选择

后评价方法的选择，也就是后评价策略的确定，需要考虑两方面的因素：一方面的因素来自研究工作本身，它涉及所收集的资料的质量；另一方面的因素来自进行评价研究的决策环境。在科学性和决策的相关性之间，通常有一个替代关系。在确定合理而可行的时候，需要权衡这两者之间的关系。

项目后评价的基本方法有逻辑框架法，对比分析法，层次分析法，因果分析法，成功度分析法。

### (一) 逻辑框架法

逻辑框架法是美国国际开发署 1970 年开发并使用的一种项目设计、计划和评估的方法和工具，目前大部分国际组织都把它作为项目计划、管理和评估的主要方法。原因在于逻辑框架法不只是一种简单、机械的方法，而是一种综合，系统研究问题的思维模式，用这一方法对工程项目进行综合评价，可以定性反映工程项目的整体情况。逻辑框架法是一种定性评价方法，其模式是一张  $4 \times 4$  的矩阵，垂直逻辑关系由下而上，相邻两个目标层次之间存在“如果”、“那么”的因果关系，这些条件包括事物内在的因素和所需的外部因素；水平逻辑关系是指每一行中，在重要的假设条件下，通过验证指标和验证方法来衡量一个项目的实施成果，基本模式见表 2-1<sup>[4][5]</sup>。

表 2-1 逻辑框架法的基本模式

	层次描述	客观验证指标	验证方法	重要外部条件
□→	目标/影响	目标指标	监测和监督手段及方法	实现目标的主要条件
□→	目的/作用	目的指标	监测和监督手段及方法	实现目的的主要条件
□→	产出/结果	产出物定量指标	监测和监督手段及方法	实现产出的主要条件
□→	投入/措施	投入物定量指标	监测和监督手段及方法	实现投入的主要条件

(1) 逻辑垂直关系。逻辑框架的纵向代表项目的目标层次，共分为四个层次：①目标。通常是指高层次的目标，它是指国家或部门投资项目的整体目标及其可能产生的影响。②目的。目的是“为什么”要实施这个项目，即项目的直接效果和作用。③产出。这里的“产出”是指“干了些什么”，即项目的建设内容或投入的产出物，一般为项目可定量的直接结果。④投入。该层次是指项目的实施过程及内容，主要包括资源的投入量和时间等。可以看出，以上四个层次之间存在着自下而上的因果关系。如图 2-2 所示。

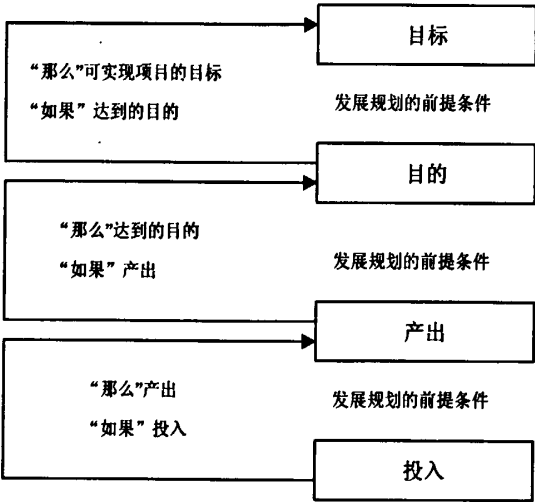


图 2-2 垂直逻辑框架的因果关系图

(2) 水平逻辑关系。逻辑框架图的横向由指标、验证方法和重要外部条件三部分构成。目的是通过这些验证指标和验证方法来衡量一个项目的资源和成果。水平逻辑验证指标和验证方法的内容和关系如表 2-2。

表 2-2 水平逻辑框架示意表

概述	验证指标	验证方法	重要假定条件
目标	宏观层次上项目的间接效果	信息来源；文件、官方统计、受益者，采用方法，资料分析、调查研究	项目本身无法控制并影响项目目的的因素
目的	项目建成的直接效果	信息来源，受益者，采用方法，调查研究	项目本身无法控制并影响项目目的的因素
产出	项目定性和定量的指标	信息来源；项目记录、报告、受益者，采用方法，资料分析、调查研究	项目本身无法控制并影响项目目的的因素
投入	项目建成所必需的要素	信息来源；项目可研、前评估报告等	项目原始的假定条件

（二）层次分析法

层次分析法将定性分析与定量分析有机结合起来，并且使复杂的问题层次分明、关系清楚。由于后评价项目往往涉及众多的因素和指标，并且各种指标的性质存在差异，表现形式也不完全一致，在进行后评价时，多种因素对项目总体目标或效果产生的影响，仅从单一指标去衡量或评价一个项目的实施效果未免偏颇，运用层次分析法，可以从系统的角度对项目总体效果进行全面、客观的评价。

（三）因果分析法

因果分析法是旨在项目后评价时，为了发现问题，分析问题，提出解决问题的对策、措施和建议，需要运用一定的方式方法，对已经产生的变化进行因果分析，即主要对造成变化的原因逐一进行剖析，分清主次及轻重关系，以便于总结经验教训，提出改进或完善的措施和建议<sup>[6]</sup>。

（四）项目成功度分析法

项目成功度分析法是通过对照项目立项阶段所确定的目标和计划，分析实际结果与其差别，来评价项目目标的实现程度的方法。成功度评价是依靠评价专家或专家组的经验，综合各项指标的评价结果，对项目的成功度做出的定性结论。成功度评价是以用逻辑框架法分析的项目目标的实现程度和经济效益分析的评价结论为基础，以项目的目标和效益为核心所进行的全面系统的评价<sup>[8]</sup>。成功度通常可分为五个等级：完全成功的、成功的、部分成功的、不成功

的、失败的。成功度评价法是根据项目各方面的执行情况并通过成功度评价表来评价项目总体的成功程度。对项目的成功与否，给出定性的结论。进行成功度评价时，首先确定项目绩效衡量指标，然后根据如下的评价体系，将每个绩效衡量指标进行专家打分。国内典型的项目成功度表如表 2-3<sup>[12]</sup>。

表 2-3 项目成功度评价表

项目绩效指标	相对重要性	成功度
宏观目标和产业政策		
决策与其程序		
项目目标及市场		
设计与技术装备水平		
资源和建设条件		
资金来源和融资		
项目进度和控制		
项目质量及其控制		
项目投资及其控制		
项目经营		
机构和管理		
项目财务效益		
项目经济效益和影响		
社会 and 环境影响		
项目可持续性		
项目总评		

- (1) 完全成功的。用 AA 来表示，表明项目的各项目标都已全部实现或超过；相对成本而言，项目取得了很大的效益和影响。
- (2) 成功的。用 A 来表示，表明项目的各项目标都已全部实现；相对成本而言，项目达到了预期的效益和影响。
- (3) 部分成功的。用 B 来表示，表明项目实现了原定的部分目标；相对成本而言，项目取得了一定的效益和影响。
- (4) 不成功的。用 C 来表示，表明项目实现的目标非常有限；相对成本而言，项目几乎没有取得什么效益和影响。

(5) 失败的。用 D 来表示, 表明项目的目标是不现实的, 根本无法实现; 相对成本而言, 项目不得不终止<sup>[9]</sup>。

评价项目的成功度对项目后评价来讲是一项非常重要的工作, 它是项目评估专家对项目后评价结论的集体定性。一个项目通常要对众多的综合评估因素指标进行定性分析, 才能断定各项指标的登记。对于具体的项目, 各项指标的重要程度各不相同, 通过项目成功度评价, 确定各项指标的重要程度, 最后得出成功度评价的登记。

### 2.5.3 后评价标准的选择

使用不同的评价标准, 对同一结果的估价也将是不同的。例如, 要评价一个职业学校的教学质量。该职校的毕业率是 10%, 中途就业率是 90%。如果以最终的毕业为标准, 那么这个学校是糟糕的, 因为其毕业率是很低的, 只有 10%。如果以就业率为标准, 那么这个职校又可以被认为是成功的, 因为其就业率在 90% 以上。显然, 评价结论依赖于所使用的评价标准。因此, 在进行后评价的计划阶段, 需要慎重选择评价标准, 在形成评价结论时, 需要明确所使用的是什么标准。

### 2.5.4 后评价数据的收集、选择方法以及分析

数据的收集方法应根据数据的性质和来源来确定。所要收集的数据, 其性质和来源, 反过来又依赖于评价的设计、用于衡量项目结果的指标, 以及所要进行评价的类型。通过数据的性质和来源, 可以将数据划分成多种类型。例如, 定量数据和定性数据, 主观数据和客观数据, 纵向时间数据和横向部门数据, 原始数据和二手数据等。

收集数据的方法通常有查找文献, 文件回顾, 自然观察、问卷调查, 专家意见和案例研究等。前两个方法收集的是二手数据, 其他收集的是原始数据。所有这些方法都涉及定量和定性两种数据。

数据样本及数据的好坏直接关系到评价的质量。有了样本之后, 就可选择数据。除可以直接引用已存在的数据, 以及从已存在的评价中获取数据以外, 还可以通过以下方法获得新的数据。

从个体方面获得数据, 其方法是: 面谈、问卷调查、实地观察、文件、小组座谈。小组座谈有别于面谈, 它既能在很短的时间里从许多人处获得信息, 又能在相同的时间里, 获得许多新的思想, 基于这两点理由, 这种方法被使用得相当频繁。从组织方面获得数据, 其来源是预算、审计、评价、管理、年度报告。进行数据分析是为了将所收集的数据, 转换成关于项目本身及其业绩的

可靠证据。数据分析可分为三种类型：一是对项目直接效果的分析，这种直接分析又可分为统计分析和非统计分析。另一种是根据这些直接分析，使用一种分析模型，来估算项目产生的间接效果，这种分析称为间接分析。第三种是将第一种和第二种分析结合起来进行的综合分析，也就是费用效益和费用效果分析。

#### 2.5.5 项目后评价报告

项目后评价报告是评价结果的汇总，是反馈经验教训的重要文件。后评价报告必须反映真实情况，报告的文字要准确、简练，尽可能不用过分生疏的专业化词汇；报告内容的结论、建议要和问题分析相对应，并把评价结果与将来规划和政策的制定、修改相联系<sup>[9]</sup>。

一般项目后评价报告的内容主要包括：项目背景、实施评价、效果评价、结论和经验教训、建议措施。

### 第三章 企业股权投资项目后评价的特性分析

#### 3.1 企业股权投资项目的涵义

企业股权投资项目一般为长期股权投资项目，长期股权投资是指通过投资取得被投资单位的股份。企业对其他单位的股权投资，通常是长期持有的，投资企业通过股权投资达到控制被投资单位，或对被投资单位施加重大影响，或为了与被投资单位建立密切关系，以分散经营风险。与短期投资和长期债券投资不同，长期股权投资的首要目的并不是为了获取近期的投资收益，而是为了强化与其他企业（如原材料供应商或商品经销商）的商业纽带，或是为了影响、甚至控制其关联公司的重大经营决策和财务决策。这是因为股权（所说股权指具有表决权的普通股，而不包括优先股）的基本特征是，它作为产权凭证，代表一种终极的所有权，体现所有者对公司的经营管理和收益分配投票表决的权利。因此，通过获得其他企业的股权，投资公司就能参与被投资公司的重大经营决策，从而尽可能影响、甚至控制或迫使被投资公司采取有助于投资公司自身利益的经营方针和利润分配方案。此外，长期股权投资还是实现多元化经营，减少行业系统风险的一个有效途径。

#### 3.2 企业股权投资项目的特点

##### （1）长期持有

股权投资目的是为长期持有被投资单位的股份，成为被投资单位的股东，并通过所持有的股份，对被投资单位实施控制或施加重大影响，或为了改善和巩固贸易关系，或持有不易变现的长期投资股权等。

##### （2）获取经济利益，并承担相应的风险

长期股权投资的最终目标是为了获得较大的经济利益，这种经济利益可以通过分得利润或股利获取。也可以通过其他方式取得，如被投资单位生产的产品为投资企业生产所需的原材料，在市场上这种原材料的价格波动较大，且不能保证供应。在这种情况下，投资企业通过所持股份，达到控制或对被投资单位施加重大影响，使其生产所需的原材料能够直接从被投资单位取得，而且价格比较稳定，保证其生产经营的顺利进行。但是，如果被投资单位经营状况不佳，或者进行破产清算时，投资企业作为股东，也需要承担相应的投资损失。

##### （3）除股票投资外，股权投资通常不能随时出售

投资企业一旦成为被投资单位的股东，依所持股份份额享有股东的权利并

承担相应的义务，一般情况下不能随意抽回投资。

(4) 股权投资相对于长期债权投资而言，投资风险较大，股权投资的股东要共担企业经营的风险，同享企业经营成果。

股权投资项目后评价相比其他项目后评价来说，具有如下特点：

(1) 股权投资项目是企业以其所拥有的资产与其他企业联合进行投资，按《公司法》相关规定设立公司的行为，它需要动用大量的资金或资源。这要求通过项目的投资实现资源的最佳配置和资金的高效利用，全面实现预期目标。

(2) 股权投资项目目标是实现股东价值最大化，股权投资项目应是为股东创造价值。股权投资项目一定要将追求企业利润最大化转化为追求股东价值最大化。股权投资项目的最终目标是为股东增加价值。成熟市场的经验告诉我们，从股东的利益看，企业应当集中资源发展核心业务，出售非核心业务，摒弃各种负面资源。当企业现金过多而又没有超过市场平均回报的投资项目时，公司不是把现金存入银行，更不是拿去收购一些与本行业无关的企业；而是通过分红和买回自己公司股票的方式，把现金还给股东，让股东把这些资金再投入到其他更高回报的项目上去。从追求企业利润最大化变为追求股东利益最大化，从更广阔的视野看，它将极大地提高整个社会的资源使用效率和资源的合理有效配置，并且在这个过程中使资本迅速由旧的行业向新的行业转移。所谓“生生不息”，也由此成为一种常态。资本市场的红红火火，也由此成为一种必然。

(3) 股权投资项目相比其他项目，其后评价方法、参数、标准、侧重点是不同的。股权投资项目有自身特点，无论从项目的构成，还是项目的融资、项目效益的构成和计算及标准等都存在很多差异，因此，不能完全照搬现有的项目后评价理论方法。

### 3.3 企业股权投资的类型

企业股权投资依据对被投资单位产生的影响，分为以下四种类型<sup>[7]</sup>：

(1) 控制，是指有权决定一个企业的财务和经营政策，并能据以从该企业的经营活动中获取利益，被投资单位为本企业的子公司。

(2) 共同控制，是指按合同约定对某项经济活动所共有的控制，被投资单位为本企业的合营企业。

(3) 重大影响，是指对一个企业的财务和经营政策有参与决策的权力，但并不决定这些政策，被投资单位为本企业的联营企业。

(4) 无控制、无共同控制且无重大影响，且在活跃市场中没有报价，公允价值不能可靠计量的权益性投资。

企业股权投资根据投资方式的不同分为两类：股票投资和项目投资。股票



投资是指企业以购买公司股票的方式对其他企业进行的投资；项目投资是指企业经过项目前期调研后以现金、实物资产、无形资产等方式对其他企业的直接投资。本文所研究的企业股权投资主要是指后者。

### 3.4 企业股权投资项目后评价的概念和时点

#### 3.4.1 股权投资项目后评价的概念

企业股权投资项目后评价是指投资企业对已经投资的项目的目的、投资管理过程、效益和影响进行系统的、客观的分析，通过对投资项目的检查总结，确定项目的预期目标是否达到，项目的主要效益指标是否实现，通过分析评价找出成败的原因，总结经验和教训，并及时反馈评价结果，以提高未来对该投资项目的管理水平，为企业修正投资决策提供依据，通过后评价及时发现投资管理过程中的问题，提出建议，从而达到减少投资的盲目性，提高企业投资效益，为股东创造更大价值的最终目标。

#### 3.4.2 股权投资项目后评价的时点

在对外投资行为完成后，通过被投资企业的正常运营，投资项目为投资企业开始创造价值之后，在投资企业欲采用某种方式收回投资之时，对项目可以进行后评价，总结股权项目从立项到投资项目管理的全过程，为投资其他项目总结经验，最重要的是在股权投资实现价值的过程中要进行后评价，及时追踪项目情况和被投资企业的实际情况，以便做出针对该项目的决策。

### 3.5 对企业股权投资项目进行后评价的必要性

通过股权投资项目后评价可以评估投资的实际效果，分析项目是否达到了预先期望的目标，吸取经验教训。股权投资项目后评价应根据项目实际投资费用与成本和收益资料，更新估算项目在财务和经济方面的效果，并形成股权投资项目后评价报告，反馈给投资者，作为改进今后投资管理工作的一个重要参考，为新投资项目的初选和评估等工作提供参考。

股权投资项目后评价是为了达到预定的目标，对股权投资项目进行的总结性和决策指导性的分析与判断。企业通过对外投资，形成股权投资项目，并通过对该项目的控制从被投资企业（或称“标的企业”）获取分红，这是企业获取利润，改善资产整体状况的一个重要而有效的方式。尤其对于投资公司，企业更要重视对股权投资项目的管理。股权投资项目后评价是项目投资后的总结评价，股权投资项目后评价无论是从微观角度，还是从宏观的角度都具有重要

的经济意义。

(1) 进行后评价则可在投资管理过程中时时了解被投资企业的真实情况,使得企业可以根据实际情况及时做出投资战略上的调整,为投资企业做决策时提供一定的科学依据。

(2) 提高企业对股权投资项目的管理水平,改善投资效益。一个企业可能有若干项投资,如果只是把股权投资当作简单的投资行为,而不对其进行有效的监督和管理,那么项目可能不会为投资企业带来应有的回报,而且还会使投资企业面临极大的法律、经济等各方面的风险,项目后评价则是及时发现问题,提出改进措施,提高企业投资效益的有效手段。

(3) 为企业提供必要的经验教训,为其今后进行股权项目投资的前期可行性研究、策划决策等提供丰富的经验。

(4) 对被投资企业实施更为有效和科学管理的重要依据。《公司法》中规定投资企业在标的企业按照所持有的股权享受和承担相应的权利和义务。投资企业要想享受权利,必须同时履行相应的义务。投资企业尤其要关注对标的企业具有控制、共同控制、重大影响权利的股权项目,充分发挥项目后评价的作用,更好地监督被投资企业经营行为。

(5) 股权投资项目后评价促使了企业股东价值最大化目标的实现。股东创立企业的目的在于扩大财富,股东是企业的所有者,企业价值最大化就是股东财富最大化。企业的价值在于它能给所有者带来未来报酬,包括获得股利和出售其股权获取的现金。企业的价值只有投入市场才能通过价格表现出来。通过股权投资项目后评价可以减少投资过程中的各种风险和项目进行过程中不必要的成本支出,能够督促企业较好地实现股东价值最大化。

(6) 通过股权投资项目后评价建立对被投资企业的日常监督机制。股权投资项目后评价是一个向实践学习的过程,同时又是一个对投资活动的监督过程。股权投资项目后评价的监督功能与投资项目的前评价、实施监督、审计、监理等措施结合在一起,构成对投资活动的监督机制。

(7) 通过有效的股权投资项目后评价使得企业对外投资更加合理化。投资是为了既定的经济目标,把可投用的资源进行特定的配置,以达到合理使用有限资源的目的。由于作为主要经济资源的资金是稀缺的,因而就有必要选择一种科学的方法,使一定的投资获得最大的收益、或者用最小的成本来达到预定的经济和社会目标。项目的合理投资对一个企业的经济效益和发展是至关重要的。所有投资项目的决定和总结经验都需要取决于股权投资项目后评价,因此,股权投资项目后评价是形成企业投资合理化的重要手段和有效方法。

### 3.6 股权投资项目后评价的主要特点

#### (1) 现实性

股权投资项目后评价是以实际情况为基础,对项目运营过程现实存在的情况和产生的数据进行评价,这一点区别于项目前期的可行性研究,可行性研究项目评价是预测性的评价,它所用的数据为预测数据。

#### (2) 独立性

股权投资项目后评价必须保证公正性和独立性,这是一条重要的原则。公正性标志着后评价者的信誉,避免在发现问题、分析原因和做结论时避重就轻,做出不客观的评价。从企业的角度出发,股权项目后评价活动必须借助于具体的机构来完成。这个机构可以是常设机构也可以是临时机构,后评价机构应直接对总经理和董事会负责,对总经理负责主要是满足总经理对项目的监控和日常管理工作的需要,对董事会负责是要满足董事会对投资决策结果的检查,对企业管理人员的业绩和失误进行考核的需要。目前情况,后评价的主要评价机构可以是内部的和外部的,内部评价职能一般应设置在相对独立的部门进行,外部评价一般由专业的中介机构组织进行,这种评价费用较高。公正性和独立性应贯穿后评价的全过程,即从后评价项目的选定、计划的编制、任务的委托、评价者的组成,到评价过程都应当独立和公正,只有这样才能保证股权投资项目后评价的客观性。

#### (3) 可信性

股权投资项目后评价的可信性取决于评价者的独立性和经验,取决于资料信息的可靠性和评价方法的适用性。可信性的一个重要标志是应同时反映出项目的成功经验和失败教训,这就要求评价者具有广泛的阅历和丰富的经验。同时,后评价也提出了“参与”的原则,要求项目执行者和管理者应参与后评价,以利于收集资料和查明情况。为增强评价者的责任感和可信用度,评价报告要注明评价者的名称或姓名。评价报告要说明所用资料的来源或出处,报告的分析 and 结论应有充分可靠的依据。评价报告还应说明评价所采用的方法。

#### (4) 实用性

为了使股权投资项目后评价成果对决策能产生作用,股权投资项目后评价报告必须具有可操作性,即实用性强。因此,股权投资项目后评价报告应针对性强,文字简练明确,避免引用过多的专业术语。报告应能满足多方面的要求。实用性的另一项要求是报告的时间性,报告不应面面俱到,应突出重点。报告所提的建议应与报告其他内容分开表述,建议应能提出具体的措施和要求。

### (5) 透明性

从可信度来看，要求股权投资项目后评价的透明性越大越好，因为股权投资项目后评价往往需要引起股权投资者的关注，对股权投资项目资金和股权投资决策活动及其效果实施更有效的监督。从股权投资项目后评价成果的扩散和反馈的效果来看，成果及其扩散的透明度也是越大越好，使更多的人借鉴过去的经验教训。

### (6) 反馈特性

股权投资项目后评价的结果需要反馈到决策部门，作为新投资项目的立项和评估的基础，以及调整投资决策的依据，这是股权投资项目后评价的最终目标。股权投资项目后评价结论的扩散和反馈机制、手段和方法成为股权投资项目后评价成败的关键环节之一。因此，反馈特性是股权投资项目后评价的最主要特点。

## 第四章 企业股权投资项目后评价的内容和方法

### 4.1 股权投资项目实施过程评价

股权投资项目实施过程评价应对照立项评价或可行性研究报告时所预计的情况和实际执行的过程进行比较和分析,找出差别,分析原因。过程评价一般要分析以下几个方面:

①股权投资项目的立项、准备。在投资之时是否做好了充分的投资准备如果是投资现有的企业,是否对该企业的经营情况,研发能力、资信情况、产品情况、市场前景等情况是否经过充分调研。如果是与其他企业共同投资兴建企业,是否对合作方的资信情况、经济实力做详细了解,对拟生产产品的市场前景、生产能力等进行估算。

②股权投资项目内容。包括项目基本情况,出资金额和比例,投资各方合作约定等内容。

③对股权投资项目的管理。投资管理是企业投资质量的关键,是投资企业对被投资企业实施投资全过程的监督和管控。

④被投资企业情况。对被投资企业目前的状况以及企业的管理模式和运营模式等方面的情况。

管理模式评价是指组织结构形式的评价、对企业规章制度的评价、对人员的评价、组织内部沟通、交流机制的评价、对激励机制及员工满意度的评价等。

运营模式评价是指对投资方之间互相合作的运营模式是否合理进行评价,判断目前的运营模式是否有利于企业经营管理和日常工作的开展。

### 4.2 股权投资项目技术效果评价

股权投资项目的技术效果评价是对已采用的工艺技术与装备水平的分析与评价,主要包括以下四个方面:

①技术先进性:从设计规范、工程标准、工艺路线、装备水平、工程质量等方面分析股权投资项目所采用的技术可以达到的水平,包括国际水平、国内先进水平、国内一般水平。

②技术适用性:从技术难度、当地技术水平及配套条件、人员素质和技术掌握程度分析,特别是维护保养技术和装备的配套情况。

③技术经济性:根据行业的主要技术经济指标,如单位能力投资、单位运营成本、能耗及其他主要消耗指标、环境和社会代价等,说明股权投资项目技

术经济指标在国内同行业所处的地位，以及企业所在地的技术水平等。

④技术安全性：通过股权投资项目实施运营数据，分析所采用技术的可靠性，主要技术风险，安全运营水平等。

#### 4.3 股权投资项目经济效益评价

经济效益评价是指结合股权投资项目自身特点的财务评价。财务评价是项目经济效益评价的首要内容之一。它是从企业的微观角度，从财务角度分析、计算项目的财务盈利能力和清偿能力，据以判断项目的可行性。它是企业进行项目评估与决策的重要依据。企业进行项目投资的主要目标之一是为了取得分红，通过对股权投资项目的财务评价，可以科学地分析项目的盈利能力，据以做出正确的投资决策。

主要的财务评价指标如下<sup>[3]</sup>：

##### ① 资产负债率

资产负债率是一项衡量公司利用债权人资金进行经营活动能力的指标，它反映了企业各年所面临的财务风险程度及偿债能力，其计算公式为：

$$\text{资产负债率} = \text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\% \quad \text{公式 (4-1)}$$

一般情况下，资产负债率越小，表明企业长期偿债能力越强。但是，也并非说该指标对谁都是越小越好。从债权人来说，该指标越小越好，这样企业偿债能力有保证。从企业所有者来说，如果该指标较大，说明利用较少的自有资本投资形成了较多的生产经营用资产，不仅扩大了生产经营规模，而且在经营状况良好的情况下，还可以利用财务杠杆的原理，得到较多的投资利润；如果该指标过小则表明企业对财务杠杆利用不够。但资产负债率过大，则表明企业的债务负担重，企业资金实力不强，不仅对债权人不利，而且企业有濒临倒闭的危险。资产负债率作为评价企业长期负债能力的指标之一，保守的观点认为资产负债率不应高于 50%，而国际上通常认为资产负债等于 60%时较为适当。

##### ② 流动比率

流动比率是反映项目各年所面临的短期财务风险程度及短期偿债能力的指标，其计算公式为：

$$\text{流动比率} = \text{流动资产} / \text{流动负债} \times 100\% \quad \text{公式 (4-2)}$$

一般情况下，流动比率越高，反映企业短期偿债能力越强，债权人的权益

越有保证。国际上通常认为流动比率的下限为 100%；而流动比率等于 200%时较为适当，它表明企业财务状况稳定可靠，除了满足日常生产经营的流动资金需要外，还有足够的财力偿付到期短期债务。具体保持多高水平的流动比率，主要视企业对待风险和收益的态度予以确定。如果比率过低，则表示企业可能捉襟见肘，难以如期偿还债务。但是，流动比率也不可以过高，过高则表明企业流动资产占用较多，会影响资金的使用效率和企业的筹资成本，进而影响获利能力。

### ③ 销售增长率

销售增长率是用来刻画市场规模增长情况的指标，是本年度销售增长额与上年度销售收入的比值。其计算公式为：

$$\text{销售增长率} = (\text{本年销售收入} - \text{去年销售收入}) / \text{去年销售收入} \times 100\%$$

公式（4-3）

销售增长率是衡量企业经营状况和市场占有能力、预测企业经营业务拓展趋势的重要指标，也是企业扩张增量资本和存量资本的重要前提。该指标越大，表明其增长速度越快，企业市场前景越好。

### ④ 资本金利润率

资本金利润率是指项目达到设计生产能力后的一个正常生产年份的年利润总额或项目生产期内的年平均利润总额与资本金的比率。其计算公式为：

$$\text{资本金利润率} = \text{年利润总额或年平均利润总额} / \text{资本金} \times 100\%$$

公式（4-4）

资本金利润率反映了投资者每百元（或千元、元）投资所取得的利润，取得的利润越高，获利能力越强。对资本金利润率进行分析，首先应确定基准资本金利润率，作为衡量资本收益率的基本标准。

### ⑤ 资本保值增值率

资本保值增值率是指企业扣除客观因素后的本年年末所有者权益与年初所有者权益总额的比率，反映企业当年资本在企业自身努力下的实际增减变动情况。其计算公式为：

$$\text{资产保值增值率} = \text{期末所有者权益总额} / \text{期初所有者权益总额} \times 100\%$$

公式（4-5）

资本保值增值率反映了企业资本的运营效益与安全状况,是评价企业经济效益状况的辅助指标。它充分体现了对所有者权益的保护,能够及时、有效地发现所有者权益减少的现象。一般认为,资本保值增值率越高,表明企业的资本保全状况越好,所有者权益增长越快,债权人的债务约有保障,企业发展后劲越强。该指标通常应该大于 100%。

#### 4.4 利用 EVA 进行股权投资项目管理者业绩评价

公司总 EVA (Economic Value Added, 经济增加值) 是公司税后经营利润扣除资本费用(债务资本和股权资本的成本之和)后的利润余额,也叫经济利润(Economic Profit)。经济学家多年以前就知晓这一思想,并称之为“剩余收入”,但是近年来这一理念才广泛用于企业经营和管理。EVA 被《财富》杂志称为“当今最为炙手可热的财务理念”,正作为公司治理和业绩评估的标准在全球范围内广泛应用,EVA 已被 Stern Stewart & Co 公司注册为专用商标。2006 年末,国资委修订的《中央企业负责人经营业绩考核暂行办法》提出,从 2007 年起,中央企业经营业绩考核“使用经济增加值指标且经济增加值比上一年有改善和提高的,给予奖励”,鼓励中央企业使用 EVA 考核经营业绩,再次掀起了 EVA 热潮。对 EVA 进行审视和思考,成为国有企业绩效评估和项目评价面临的一个重要课题。

某项投资的 EVA 可定义为该项投资的净财务收益和投入资本费用(投入资本 $\times$ 资本成本)的差值,即 EVA 是在投资成本之上新增的财富。它强调在计算公司利润时,必须考虑公司的全部资金成本。按照这种方法计算,许多有账面利润的公司实际上是亏本经营的,公司经营者其实损害了股东财富。

公司的经理们在直觉上都知道价值的创造对企业股东是多么地重要。EVA 作为一种管理哲学和业绩评价标准,把这种直觉升华为严格的科学分析,确保全部投资都经过缜密的考察。经理们通常认为股东权益资本是免费的,而 EVA 的基本理念是资本不是免费的,因为如果项目收益率不够高,股东们可以投资别的更好项目而获益。因此,企业在进行股权投资时,资本成本必须作为投资收益或投资回报分析模型的一个因子。

传统财务指标分析<sup>[22]</sup>,一般是根据会计报表等资料,对公司的财务状况和经营成果进行分析,提供企业偿债能力、盈利能力、营运能力、财务状况等财务信息,为企业经营决策服务。而 EVA 指标分析由于继承了剩余收益的核心思想,使得对企业单位的业绩评价和其整体利益达到一致。EVA 是企业净经营利润减去所投入的所有资本成本(包括债务融资成本和权益资本成本)后的差额。因此,EVA 不仅对债务资本计算成本,而且对权益资本也计算成本,



它不同于当前使用的会计利润指标，EVA 实际反映的是企业一定时期的经济利润，是企业财富真正增长之所在。

经济增加值引入资本费用的概念，发行股票募集的资本和利用债务筹资一样是有费用的。采用 EVA 作为投资决策标准，公司经营者就不会有股东权益资本是免费的想法了，从而在投资决策时更为科学和慎重。采用 EVA 作为衡量公司经营者的经营业绩标准，公司经营者就会考虑所投资项目的收益是否大于公司的资本成本，真正为股东创造财富。EVA 还可用来帮助管理人员解答很多用现行会计法则无法很好回答的问题，例如是市场份额还是利润率更重要？应该付多少钱收购某家公司？现在已经有不少公司把 EVA 作为公司业绩度量指标和全面财务管理的架构，作为经营者和员工薪酬的激励机制，作为战略评估，资金运用，兼并购或出售定价的基础。另外，随着知识经济和信息时代的到来，股权投资项目效益评价对企业越来越重要，企业在股权投资项目方面的投资也越来越大，其金额往往要在企业年度资本预算中占很大一部分。企业是否把资本成本作为股权投资项目投资决策的一个因素已经不仅仅是个学术问题了，而且有了十分现实的意义。

EVA 的基本定义是指经过调整后的税后净营业利润扣除企业全部资本成本（包括债务资本成本和股本资本成本）后的余额<sup>[23]</sup>。

EVA 的计算公式为：

$$EVA = NOPAT - TC \times WACC \quad \text{公式 (4-6)}$$

其中：

(1) NOPAT（税后净营业利润）与通常含义不同，为了保证 EVA 评价企业经营业绩的准确性，它是通过财务报表中的税后净利润进行调整后得到的数据。主要的调整项目有：利息费用、研发费用、商誉摊销、折旧、存货成本、初始投资、减值准备、递延税款等。例如，由于资本成本的计算包括了债务部分的成本，在计算税后净营业利润时，支出的利息、相关费用不计入期间费用，否则将导致债务成本利息和费用的重复计算。所以，在对 NOPAT 进行调整时债务利息支出不作为期间费用扣除。

(2) TC（资本总额）指所有当期已经投入企业进行正常业务经营、产生或旨在产生经营利润且能为经营管理者控制的资本，它是从开始对创造现金流有实质性贡献的使用资金的角度加以确认的，包括股本资本和债务资本。按企业会计准则编制的资产负债表中的资产项目并不完全反映企业当期生产经营实际占用的资本，不能真实代表企业可实际用于生产经营的所有资产，这就不能真实的反映企业的投入资本，因此必须做出调整。

(3) WACC (加权平均资本成本) 是指公司债务资本和股本资本的加权平均资本成本率。

$$\text{WACC} = \text{债务资本成本率} \times \text{债务占总资本比例} \times (1 - \text{所得税率}) + \text{股本资本成本率} \times \text{股本占总资本比例} \quad \text{公式 (4-7)}$$

债务资本成本率可以银行贷款利率表为基准。股本资本成本的计算, 关键是股本资本成本率的确定。国外常用的是资本资产定价模型(CAPM), 即股本资本成本率= 无风险收益率+  $\beta \times$  市场风险溢价。其中, 无风险收益率可用中长期国债年收益率替代。市场风险溢价等于市场期望回报率减去无风险收益率。 $\beta$  系数最难以计算, 是投资或投资组合相对总体市场波动的一种风险评估。

若  $\text{EVA} > 0$ , 表示公司获得的收益高于投入的资本成本, 即公司为股东或投资者创造了新价值; 若  $\text{EVA} < 0$ , 则表示股东或投资者的财富实际上在减少; 若  $\text{EVA} = 0$ , 说明企业单位创造的收益仅能弥补股东或投资者投入资本的成本。只有收回资金成本之后的 EVA 才是真正的利润, 也就是经济利润。可见传统的会计账面利润其实并不体现真正的利润。虽然 EVA 的原理比较易于理解, 但要精确计算却是一个十分复杂的过程。其中, 最核心的问题是会计调整和资本成本的确定。

#### 4.5 股权投资项目环境影响评价和社会影响评价

实施环境影响评价的被投资企业应遵守国家环保部门的要求, 同时对未来要进行预测, 对可能产生突发性事故的危险点进行分析。环境影响后评价主要内容包括股权投资项目所在企业的污染控制、区域的环境质量、自然资源的利用、区域的生态平衡和环境管理能力。

股权投资项目社会影响评价主要包括以下方面的内容:<sup>[6]</sup>

①就业影响: 主要指对就业的直接影响, 就业率指标计算公式如下:

$$\text{单位投资就业人数} = \text{新增就业人数} / \text{股权投资项目总投资} \quad \text{公式 (4-8)}$$

其中新增就业人数包括股权投资项目及其相关的新增就业人数; 股权投资项目总投资包括直接和间接投资。

②地区收入分配影响: 被投资企业对所在地的收入分配(公平分配和扶贫政策)的影响。

③居民的生活条件和生活质量: 包含收入的变化、人口和计划生育、住房条件和服务设施、教育和卫生、营养和体育活动、文化、历史和娱乐等。

④受益者范围及其反映：对照原定的受益者，分析股权投资项目的真正受益者、投入和服务是否到达了原定的对象、股权投资项目实际收益者的人数占原定目标的比例、受益者人群受益程度怎样、受益者范围是否合理等。

⑤地方区域的发展：股权投资项目对所在区域的经济和未来发展的影响，对区域资源优化配置等方面产生的作用和影响。

#### 4.6 股权投资项目持续性评价

股权投资项目的持续性是指在股权投资项目运营之后，股权投资项目的既定目标是否还能继续，股权投资项目是否可以持续地发展下去，被投资企业是否愿意并可能依靠自己的力量继续去实现既定目标，股权投资项目是否具有可重复性，即是否可在未来以同样的方式投资同类项目。持续性评价一般可作为股权投资项目影响评价的一部分。股权投资项目持续性的影响因素一般包括：本国政府的政策；管理、组织；财务因素；技术因素；社会文化因素；市场因素；环境和生态因素；外部因素等<sup>[26]</sup>。

## 第五章 企业股权投资项目后评价的实证分析

### 5.1 SY 公司对 A 公司进行股权投资的项目情况简介

#### 5.1.1 SY 公司简介

SY 公司(投资公司)是某电力公司全资子公司,成立于 1993 年。其主营业务为实业投资,是自主经营、自负盈亏、以获利为目的具有企业法人地位的国有独资企业,是母公司的融资平台,对外进行股权项目投资的经营实体,现注册资本 10 亿元人民币。截至 2008 年末,SY 公司资产总额为 72.5 亿元,其中净资产 21 亿元。投资项目涉及制造、冶金、化工、金属制品、金融等多个领域。目前 SY 公司投资的控股、参股公司达 28 家,其中控股公司 8 家,参股公司 20 家。

SY 公司最重要的一项职能是负责母公司对外长期股权投资项目的管理,对其实施有效的日常监督,通过对外投资获取公司收益。公司拥有 18 家企业的股权投资,这些长期股权投资大多是于 1993 年至 2001 年两次清产核资时由某电力公司的对外投资整体转入承继而来,这类投资是我国投资管理体制改革的产物,SY 经营的是国有资产,其经营目标是实现国有资产保值增值,但它不直接从事使资产增值的生产制造和销售。

#### 5.1.2 A 公司基本情况

A 电气设备有限公司(以下简称“A 公司”)是从事高、低压电气设备生产和销售,并对电力系统自动化技术进行研发的高新技术企业。公司位于 w 市地段,属于全国十大高新技术开发区内的企业。现已拥有一批电力系统自动化、高电压技术、计算机技术专业的博士、硕士及高级工程师组成的研发队伍。依托开发区周边多所著名的高等院校及科研院所技术联合的优势,进行智能电网相关产品的开发研究,最终产品服务于电力系统。公司兼营代理美国、日本、德国、英国、法国及瑞士等多个国家几十种品牌、进口仪器仪表、工器具、发电机组等;产品门类齐全,售后服务体系完善,客户主要集中于华中地区。部分产品远销印度尼西亚、伊朗、缅甸、肯尼亚、越南等国。

## 5.2 A 公司股权投资项目的后评价

### 5.2.1 A 公司股权投资项目实施过程

A 公司是 SY 公司的众多长期股权投资中的一个项目,是 SY 公司投资成本较大的一个中型股权投资项目(SY 公司对 A 公司投资的前期资料缺乏,因此对该投资项目的前期没有进行详细评价)。SY 公司于 2002 年出资 2000 万元与 B 公司(外资企业)合资成立了 A 公司,双方各出资 50%,SY 公司的母公司对电力市场比较了解,并且 SY 公司的加入使得 A 公司在电力市场上拥有了市场优势。B 公司拥有较为成熟的电气产品生产技术,是 A 公司生产产品的可靠技术工艺保证。SY 公司主要是利用 B 公司的成熟技术生产电气产品和高低压设备,并且销售自产产品。

在 A 公司投资到位后,SY 公司和 B 公司分别派出了高级管理人员负责该公司的经营管理,根据双方的资源背景和技术特长情况对投资双方进行了具体工作分工,SY 公司主要负责产品的销售,B 公司主要负责提供产品的技术、工艺,产品的主要部件从国外进口,由 B 公司负责供应,以上内容在合营合同进行了明确的规定。

SY 公司作为主要股东,向 A 公司派出了负责生产经营的高级管理人员,并任命了董事成员,公司最高权力机构为董事会,通过定期董事会行使决策权,体现股东意志,A 公司的重大决策都高度体现了 SY 公司的重大决策管理权。A 公司成立以后,根据公司的具体情况建立了完善的工作流程和各项规章制度体系来保证公司的正常运作,公司各项工作顺利开展。

A 公司聘用的是职业经理人担任总经理,具有较好的职业素质、较高的技术能力,工作经验丰富,聘任 SY 公司选派的人员担任副总经理,负责市场和销售工作,聘任总工程师负责产品生产和技术把关,职能部门设置简练、扁平,有效地机构设置使员工各负其责,提高了工作效率。公司董事长和董事会对总经理进行适当授权,总经理在授权范围内开展业务活动,超权限的重大事宜要提交董事会讨论决定。公司成立以来建章建制,管理有序、规范,生产经营仅仅有条。公司还定期组织管理人员、技术人员和工人参加专业性强的学习培训,对于优秀且有培养前途的重点岗位人员送到 B 公司国外培训基地学习先进的管理经验和世界前沿技术,不断提高人员业务水平,为企业储备了充足的后备人才。

通过多年的项目运营发现,由于最初合营合同中的规定,SY 公司和 B 公司双方各投资 50%,股权比例极为特殊,双方股东均没有绝对控股权,双方各派出 3 名董事,因此造成我方在董事会做出重大决策时难以具有绝对发言权,

一定程度上影响了企业经营决策。比如产品的主要部件由 B 公司供应的问题，SY 公司在 A 公司运营过程中无法决定主要部件的价格，造成生产成本较高，加之行业竞争激烈，有时其他竞争者通过价格战在占领市场中取胜，本企业生产成本过高，价格难以下降，使得销售利润率难以进一步提高。长此下去势必会影响企业的经营和市场。

### 5.2.2 A 公司股权投资项目技术效果评价

A 公司在 SY 公司股权投资的七年多时间内，先后招聘了 50 多位电力系统自动化、高电压技术、计算机技术专业的博士、硕士及高级工程师，极大的扩充了公司的科研实力，目前已经拥有专利 15 项，同时自主研发了 VDT 型特种真空断路器、FVDT 型移开式快熔开关组合保护装置、XVDT 型铠装移开式消弧、消谐开关设备、KYN 型铠装移开式户内交流金属封闭开关设备系列、GGD、GCS、MNS 等低压交流开关柜、XJZ 型消弧、消谐及过电压保护装置、JYN 系列、XGN 系列等高压交流金属封闭开关柜，智能开关装置、FMS 等离子电磁感应节能等等 10 个系列近百种产品。A 公司技术水平目前处于国际先进、国内领先地位。

由于生产需要，A 公司购买了 600 亩工业土地，进行新生产基地和研发基地的建设，一期已于 2006 年建成，建筑面积 26000 平方米，规划二期建筑面积 30000 平方米，计划将于 2011 年建成。新生产基地和研发基地建成后，电气设备产品的产能将得到大幅提高。同时，为了实现经营目标，A 公司又购置了进口的数控冲床、数控折弯机、数控液压弯管机等先进的生产设备，有效地提高了自己的生产能力、生产效率，同时保证了产品的优良质量。

### 5.2.3 A 公司股权投资项目经济效益评价

根据收集到的 A 公司的资产负债表、利润表和现金流量表数据按照 4.2 的计算公式测算出该股权项目的指标值如下表：

表 5-1 财务指标—行业均值

	资产负债率	流动比率	销售增长率	资本金利润率	资本保值增值率
2004	62.29%	1.49	-	2.72%	116.65%
2005	61.4%	1.58	32.43%	3.12%	118.47%
2006	62.61%	1.59	38.06%	3.82%	115.52%
2007	63.36%	1.60	34.18%	4.36%	120.51%
2008	61.18%	1.41	43.64%	4.11%	138.06%

表 5-2 财务指标—A 公司

	资产负债率	流动比率	销售增长率	资本金利润率	资本保值增值率
2004	30.91%	2.98	-	17.36%	106.56%
2005	27.1%	3.44	1.76%	8%	112.64%
2006	32.24%	2.89	5.26%	8.18%	118.72%
2007	26.49%	3.48	0.18%	7.68%	100%
2008	25.52%	2.71	-23.00%	3.39%	98.79%

注：表 5-1、5-2 数据来源：中经网行业月度数据库。因 2003 年为亏损期，故没有将其纳入销售增长率计算范围。

通过对比我们发现，A 公司的到期偿债能力好于行业均值，这与 A 公司的销售市场较为稳定有关，但正是由于较为稳定的销售市场，导致其销售增长率没有达到项目预期目的，相比行业均值更相差甚远。而且由于 2008 年经济危机的到来，没有实现资本保值增值，这与行业均值均有较大差异，总体来说，A 企业没有适度的使用财务杠杆，但是由于销售市场固定，且存在一定的垄断性，导致其资本金利润率均高于行业水平，但是 A 企业在成长能力和应对危机的能力上均略显不足。

5.2.4 利用 EVA 对 A 公司股权投资项目进行管理者业绩评价

利用经济增加值 SY 公司在 2004 年开始对 A 电气设备有限公司进行股权投资，到现在已经有五年多的时间了。根据 SY 公司 2008 年的财务数据，可以得到调整后的 NOPAT（税后净营业利润）、TC（资本总额）和 WACC（加权平均资本成本），如表 5-3、5-4 所示。

表 5-3 2008 年 NOPAT 计算表                      单位：元

调整项	加项/减项	金额
营业外收入	-	28187.50
营业外支出	+	89028.30
坏帐准备	+	1333350.41
长期投资减值准备	+	0.00
当期摊销的商誉	+	0.00
利息收入	-	601204.80
调整项合计（税后值）		792986.41

净利润	+	4388377.1
合计		5181363.51

表 5-4 2008 年 TC 计算表                      单位：元

调整项	加项/减项	金额
坏帐准备	+	1333350.41
待处理财产损失	-	0.00
固定资产清理	-	0.00
其它长期资产	-	0.00
存货跌价准备	+	5196409.20
长期投资减值准备	+	0.00
固定资产减值准备	+	2486599.90
无形资产减值准备	+	0.00
以前期间商誉摊销费用	+	0.00
税后营业外收入	-	0.00
税后补贴收入	-	0.00
税后营业外支出	+	66326.08
期初投资	+	20000000
合计		29082685.59

由于该公司并没有金融负债，所以综合资本成本率仅为股权资本成本，通过询问国内外股东的最低投资报酬率，故将其定义为 10%。将上述结果带入以下公式：

EVA= NOPAT - TC × WACC

公式（5-1）

求得 2008 年的 EVA 值为 2273094.95 元。用同样的方法可以求得 2004 年到 2008 年的 EVA 值，结果如下表 5-5。

表 5-5 A 公司 2004 年-2008 年 EVA 值      单位：万元

项目/时间	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年
EVA	172.4	190	201.70	230.2	227.3



从表 5-5 可以看出, A 公司近五年企业 EVA 值由 2004 年的 172.40 万元到 2007 年的 230.2 万元, 增长了 33.52%, 2008 年有所下降。总体来说通过六年的经营, A 企业整体状况良好, 财务状况良好, 总资产不断提高, 连续五年为股东带来盈利, 尽管盈利数额不大, 但其持续盈利代表着企业尚处于良性发展轨道, 反映出股东财富不断增值, 况且盈利指标是在企业职工收入有所提高、企业为所有职工首次办理社会保险前提下的指标, 无疑增强了企业凝聚力, 为企业发展奠定了基础。另外, 企业在保证产品质量、安全生产、降低支出成本费用等方面都取得了进展, 得到了各方股东的认可, 认为 A 公司的经营班子的工作取得了一定的成绩。

### 5.2.5 A 公司环境影响评价和社会影响评价

由于 A 公司只是生产电子电气产品、高低压设备, 污染程度很小, 并非生产对于人类和生态危害极大的剧毒的物品, 也不处于环境高度敏感的地区, 同时 A 公司还专门花了 100 多万元对于公司“三废”进行处理, 所以无需作单独的股权投资项目环境影响评价报告。

自 SY 公司与 B 公司投资成立 A 公司以来, A 公司录用了大量的员工, 有效地解决了当地 530 人的就业问题, 经测算 A 公司员工人均年收入 47896 元, 高于当地居民年平均收入 24000 元的水平, 同时公司为公司所有职工都办理了社会保险并缴纳了住房公积金, 这大大增强了公司员工的工作积极性, 稳定性, 使得员工有了很强的归属感。另外, 公司被当地税务部门评为先进纳税单位, 是当地的纳税大户, 为国家税收收入做出了一定的贡献。

A 公司还是具有高度社会责任感的企业, A 公司深刻认识到成功的企业不仅是商业上的赢利, 同时也是一家被社会和公众认可和信任的企业, 只有这样, 公司才可能持续发展。公益作为 A 企业长期持续下去的发展战略, 在股权投资的这六年多的时间里, A 公司分别针对教育事业、社会福利等多个重点领域进行了捐助和支援, 先后参与了“希望工程”、“希望小学”、“春蕾计划”、“贫困生基金”等多项教育基金多达 300 多万元的公益捐助。这些举动都取得了良好的社会影响。

### 5.2.6 A 公司股权投资项目持续性评价

A 公司技术水平目前处于国际先进、国内领先地位, 且拥有专利 15 项, 同时自主研发了 KYN 型铠装移开式户内交流金属封闭开关设备系列、GGD、GCS、MNS 等低压交流开关柜、XJZ 型消弧、消谐及过电压保护装置、JYN 系列、XGN 系列等高压交流金属封闭开关柜, 智能开关装置、FMS 等离子电磁感应节能等

等 10 个系列近百种产品。A 公司具有良好的品牌效应，且具有较成熟的产品，并拥有一定的市场占有率，今年来企业增强了新产品的研发能力，尤其开展了关于智能电网产品的研发，市场前景看好，这些都显示了 A 公司具有较强的可持续发展的潜力。但是 A 公司开拓市场力度不够导致产品销售市场有限，市场占有率不高，某种程度上影响了企业持续发展能力。

多年来企业形成了较为固定的文化氛围，由于公司建立了较好的培训机制和员工个人发展计划，员工的职业规划和职业发展，与公司的业务发展密切挂钩，两者做到有机协调地向前推进。员工的职业得到了良好的发展，公司人力资源的良好机制能够吸引、留住并激励高级人才，通过搞好员工发展计划，为公司的长远发展奠定了良好的基础。

5.3 A 公司股权投资项目综合评价

5.3.1 利用逻辑框架法对 A 公司股权项目进行综合评价

2002 年 A 公司成立之初董事会对企业经营班子提出了五年规划目标，生产自有品牌的电气产品、高低压设备，销售自有产品，在第三年实现盈利，其后五年内在国内树立自有品牌，占领华中市场并将产品远销国外。每年企业销售利润率应为 8%以上，正常经营后，年销售收入达到 1.5 亿元，销售增长率达到 5%。

目前 A 公司以质量为企业的第一生命线，产品的研究开发以相关国家标准和电力行业规程为依据，企业标准经国家技术监督部门审核备案。公司严格贯彻 ISO9001—2001 质量管理体系，使产品质量管理和生产工艺得到有效控制，保证了公司产品的高品质和高可靠性。高品质和高可靠性使得 A 电气设备有限公司在电气设备行业有了较高的知名度和信誉度，公司产品在华中地区占有一定的市场，部分产品远销印度尼西亚、伊朗、缅甸等国外市场。

股权投资项目的情况与其所在企业的经营状况是紧密相关的，因此，对投资项目进行评价的部分标准可以通过对企业整体状况的评价标准来衡量， A 公司股权投资项目后评价逻辑框架模式如表 5-6。

表 5-6 A 公司股权投资项目后评价逻辑框架

层次描述	原定目标	实际结果	原因分析	可持续条件
宏观目标	企业创立自有品牌，在华中地区占领一定的市	企业拥有了自己的品牌，产品主要在华中地区，部分产品远销印度尼西亚、伊朗、	企业注重产品质量管理和生产工艺，保证了产品的高品质和高可	调整销售策略，已经建立自己的研发队伍，不断开发

	场，并拓展其他地区市场	缅甸，但销售量不大	靠性。产品在电气设备行业有了较高的知名度和信誉度，但是市场拓展力度不够	适应电力市场的智能型产品
项目目的	(1) 企业年销售利润率达到 8% 以上 (2) 第三年进入正常经营，第一年销售收入达到 1 亿元，年销售增长率 5% 以上	(1) 年销售利润率 2005 年和 2006 年达到 8% 以上，其它年份没有达到 (2) 第三年进入正常经营，第一年销售收入达到 1 亿元，年销售增长率没有达到每年 5% 以上	(1) 目前产品品种单一，不能适应客户成套设备整体解决方案的要求 (2) 销售市场相对稳定，但是没有对外地市场进行公关 (3) 董事会对经营管理层的激励约束机制不够完善和有效	(1) 充分的市场调研，明确市场需求 (2) 进一步加强市场销售队伍的建设，进行销售公关 (3) 建立有效的 EVA 绩效评价体系，促进企业发展
项目产出	从盈利之年开始，项目给股东带来的分红不少于投资额的 10%	从 2004 年起公司开始盈利，并且开始分红，并且每年都达到投资额的 10%-15%	董事会根据企业状况作出的决策	企业始终有盈利并且有了一定的积累
项目投入	2000 万元	2000 万元	资金到位	为扩大生产规模，加强研发力量，将进行追加投资的调研

从 A 公司成立之初所定项目目的——即企业想要达到的经济指标来看他只是反映简单的生产规模以及所取得的利润率，它只是从企业经营的角度考虑企业目标，但是我们依据企业的委托代理理论可知，相关的财务指标只能刻画企业短期经营成果和财务状况，并没有从投资者——股东的角度考虑目标，忽略了企业在整个存续期的价值和股东的投资成本。所以说评价体系不是十分合理，如 4.2 所述，从企业的资产负债率、流动比率、销售增长率、销售增长率和资产保值增值率分别来考核其偿债能力、成长能力和盈利能力，从而建立起综合的经济效益评价体系，使项目后评价更为科学有效。

根据公司提供财务报表可以得出如下 5-7 表。

表 5-7 A 公司 2004 年-2008 年财务指标简表 单位：万元

时间	销售收入	净利润	销售利润率	销售增长率
2004 年	13,078.45	1,020.02	7.80%	-
2005 年	13,308.49	1,121.88	8.43%	1.76%
2006 年	14,008.36	1,203.67	8.59%	5.26%
2007 年	14,033.52	1,000.32	7.13%	0.18%
2008 年	10,805.72	438.84	4.06%	-23.00%

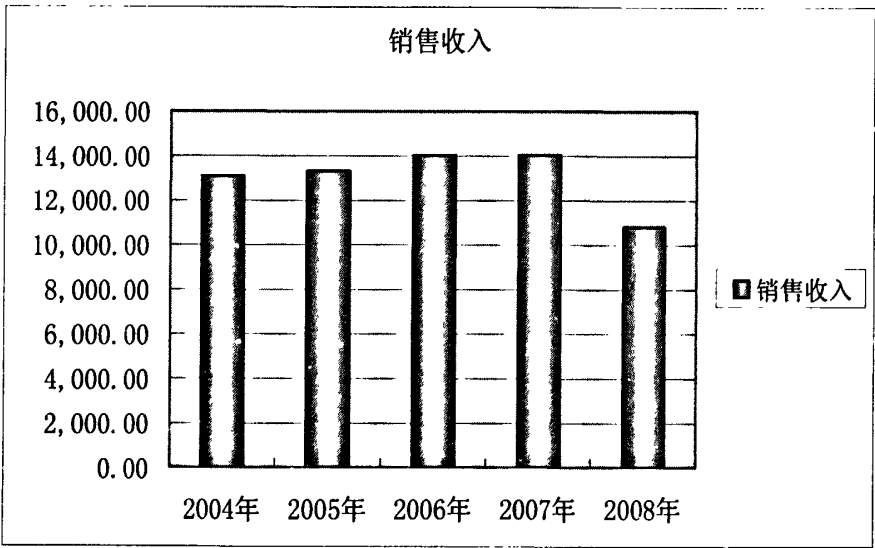


图 5-1 A 公司近五年销售收入情况

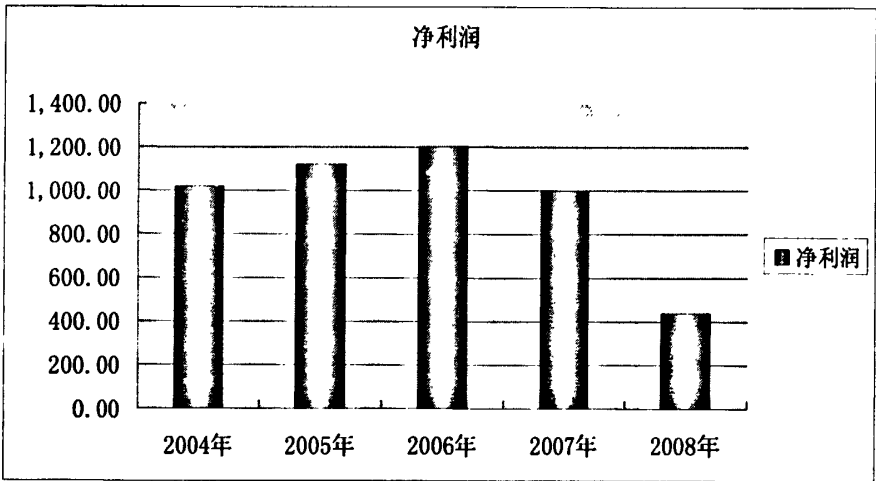


图 5-2 A 公司近五年净利润情况

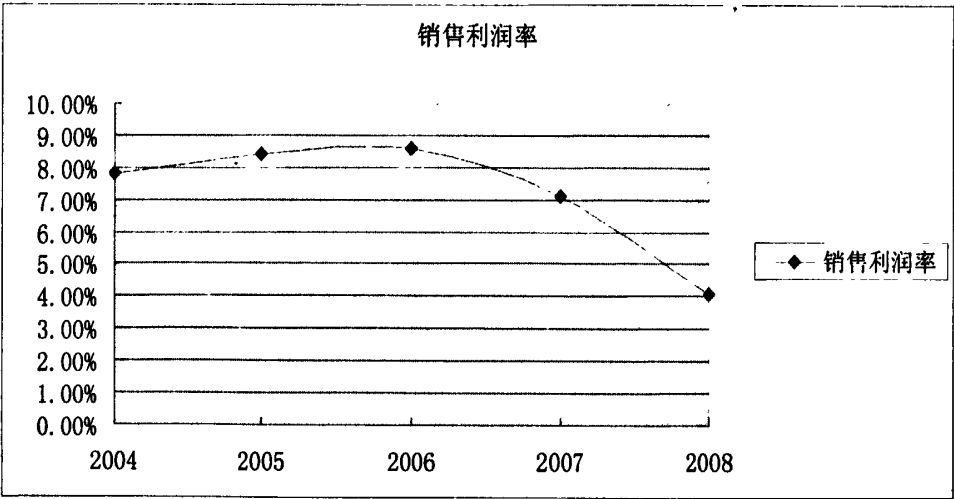


图 5-3 A 公司近五年销售利润率情况

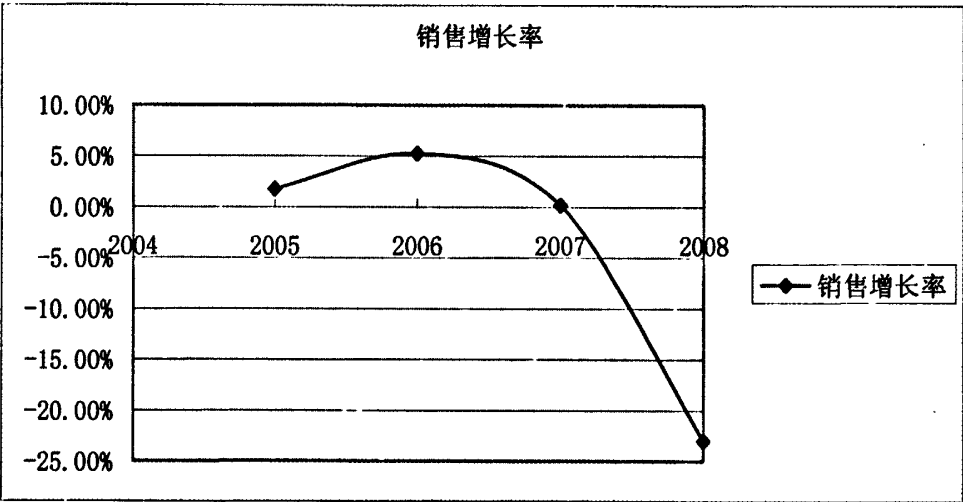


图 5-4 A 公司近四年销售增长率情况

分析结果表明，A 公司产品质量及产品销售市场方面完成了一定的目标，2005 年和 2006 年销售利润率超过了预期目标，2004 年、2007 年和 2008 年没有达到预期销售利润率目标。2004 年-2008 年均实现销售收入 1 亿元以上，但是由于表 5.1 所述原因，销售增长率并没有实现以上目标。虽然对 A 公司的投资没有达到董事会的预期目标，但是对 A 公司进行股权投资还是起到了使 SY 公司提高企业资产状况的目的，对于国有资产保值增值起到了作用。

5.3.2 利用成功度法对 A 公司股权项目进行综合评价

(1) 项目经济效益评价、运营模式评价和项目持续性评价方面被评价为 B, 项目实施过程、技术效果评价、社会环境影响评价、管理模式评价等方面均

评为 A。

(2) 项目部分实现了原定目标，基本符合股东实现股东价值最大化和可持续发展的总体发展战略的目标要求，取得了一定的社会效益和经济效益，项目投资总体成功度评定为 B。

(3) 通过 7 年的经营，A 企业整体状况良好，财务状况良好，总资产不断提高，连续五年产生盈利，尽管盈利数额不大，且由于 2008 年经济危机一定程度地影响了企业的销售收入，但盈利的持续出现代表着企业尚处于良性发展的轨道，随着全球经济的复苏，进一步挖掘企业利益增长点，效益会进一步提高的。另外，企业在保证产品质量、技术更新、降低支出成本费用等方面都取得了一定进展，得到了各方股东的认可，通过 EVA 的计算，总体上认为 A 公司经营班子的工作是有成效的。

综上所述，各项评价指标成功度评价表如表 5-8。

表 5-8 项目成功度评价表

项目绩效指标	相对重要性	成功度
宏观目标和产业政策	重要	B
项目目标及市场	重要	B
设计与技术装备水平	重要	A
实施过程	重要	B
管理者业绩	重要	A
项目经济效益	重要	B
社会 and 环境影响	次重要	A
项目可持续性	重要	B
项目总评		B

综合以上分析，本项目的投资是部分成功的。

在实际当中一个专家的评价往往可能会受人为主观的影响，因此，由若干个专家组成专家组对一个股权投资项目进行分别打分，然后计算出平均值，这样更为客观。在这里我们主要讨论的是进行股权投资项目后评价的内容和方法，专家组打分的测算与项目后评价是一致的，在此不再详细说明。

5.3.3 A 公司股权投资项目后评价的结论建议

(1) 加强对国有投资公司长期股权投资的监督管理，提高股权投资效率。

国有投资公司经营方式就是通过对外投资拥有企业股权，通过 A 公司有效的运营管理提升投资企业项目的价值，通过分红获取股权投资收益，以达到国有资产保值增值的目的。

(2) 除通过董事会参与投资企业重大决策外，应当派出财务总监加强对公司财务工作的监督，严格各方面的成本费用支出。

(3) 建议管理者加强市场拓展力度，打造强有力的销售团队，开拓华中以外地区的产品销售市场。

(4) 加强投资企业风险预测，加强对投资企业的审计工作，从而对股权投资项目时时监控。

(5) 项目的生存与发展，不仅仅取决于其所面临的外部环境，其内部环境的好坏同样影响到项目的生存与发展。在适应新的市场需求方面，该项目还需要在内部环境的调整上做更多的工作，如可以通过追加投资额的方法来取得公司的实际控制权和决策权，在降低采购成本上下功夫，为公司股东创造更多的价值创造有利条件以保证被投资企业生存与发展的可持续性。

## 第六章 结论与展望

### 6.1 结论

(1) 股权投资项目后评价是对股权投资项目的追踪和评价,通过后评价了解投资项目所在企业的真实经营情况,及时提示投资者要对其对外投资行使监管职能,深入调查研究,客观分析收集的数据资料,认真总结得出后评价的结果,使得投资者可以及时调整投资决策,保证投资者的资金能够高效率地运转。

(2) 目前无论是国家还是企业更为重视建设项目后评价工作,而对于股权投资经常提到的也只是项目投资之前的可行性研究和投资之后的审计,而股权投资项目后评价正是填补了这个空白,它依据事实说话,更为实际更为全面,项目后评价在股权投资管理中的应用应当能够提高企业,尤其是以投资管理为主要业务的企业的投资管理水平。

(3) 定期组织股权投资项目后评价,在投资项目的运营过程中形成项目后评价制度,对项目的运营进行全面的评价,通过这种机制,了解项目所面临的内外部风险,时时监控,及时调整投资决策。

(4) 项目后评价在过去我国实行的较少,在国家投资体制改革的情况下,推行由谁决策、谁投资、谁负责,这就要求企业加强投资项目的论证,重视项目后评价,总结经验教训,提高决策、管理水平,减少或不发生投资损失,实现投资效益最大化。项目后评价在股权投资项目管理上的应用,改变了企业以往只重视投资初期的可行性研究及前期分析,而忽视了利用后评价对实施过程管理的做法,尤其对于国有资产管理具有重大的意义。

### 6.2 展望

(1) 在今后的研究中,可以结合股权投资项目后评价,深入探讨被投资企业的公司治理结构对投资效率的影响。目前对公司治理结构的研究比较丰富,但是将被投资公司的治理结构与股权投资的效率结合起来进行研究则相对缺少,有必要加强此方面研究,以充分优化资源配置,保证国有资本增值。

(2) 加强对股权投资项目后评价与项目负责人或经营者责任追究挂钩的研究,实现提高企业投资决策水平和管理水平的目的,为投资企业创造更大价值。

(3) 股权投资项目管理作为项目管理研究内容之一,应当遵循项目的评价方法和基本原理,当然也有股权投资项目管理自身的一些特点。依据对被投资



企业的控制程度，股权投资项目有多种分类，可以对不同类型的股权投资项目后评价进行研究，以使股权投资后评价理论进一步趋于完善。

## 参考文献

- [1]张爱华, 孙义敏. 投资公司项目后评价模型的探讨. 北京机械工业学院学报, 北京机械工业学院, 1998, (3): 69
- [2]茆旭川. 商业地产项目后评价研究[硕士学位论文]. 四川: 西华大学, 2008
- [3]孙裕君, 尤勤, 刘玉国. 现代项目管理学. 北京: 科学出版社, 2005, 353~354
- [4]张敬伟. 农网建设与改造项目后评价的逻辑框架分析. 技术经济, 2005, 9
- [5]Coleman G. THE LOGICAL FRAMEWORK APPROACH. University of East Anglis. Norwich. 1993
- [6]王秀菊. 工程项目后评价关键技术的研究[硕士学位论文]. 山东: 科技大学, 2006
- [7] 财政部会计司编写组. 企业会计准则讲解 2006. 北京: 人民出版社, 2007. 4
- [8]姜伟新, 张三力. 投资项目后评价. 中国石化出版社, 2001
- [9]任淮秀, 汪昌云. 建设项目后评价理论与方法. 北京: 中国人民大学出版社, 2003
- [10]ODA. A GUIDE TO ODA EVALUATION SYSTEM. LODON: Overseas Development Administration, 1994
- [11]高雅青, 时现, 吴清泉. 新编建设项目审计实务. 北京: 中国物价出版社, 1996
- [12]吕滨. 贷款项目成功度模糊综合评价法探讨. 中央财经大学学报, 2000 年第 7 期
- [13]冯勋. EVA 应用于股东价值最大化管理研究[硕士学位论文]. 四川: 西南交通大学, 2006
- [14]王勇, 方志达. 项目可行性研究与评估. 北京: 中国建筑工业出版社, 2004. 9
- [15]刘荣刚. 建设工程项目后评价研究[硕士学位论文]. 武汉: 武汉理工大学, 2004
- [16]柴中华. 电力项目后评价理论、方法及应用研究[硕士学位论文]. 河海大学, 2007

- [17]国务院国有资产监督管理委员会.关于印发《中央企业固定资产投资项目后评价工作指南》的通知(国资发规划[2005]92号)
- [18]国务院国有资产监督管理委员会.中央企业投资监督管理暂行办法(国务院国有资产监督管理委员会令第16号)
- [19]Joel M. Stern & John S. The EVA Challenge, Shiely, 2001
- [20]Association of Project Management, Body of Knowledge (Fourth Edition), 2003
- [21]张卫东.加强对外投资项目清理和长期股权投资管理.冶金财会, 2006
- [22]王颖怡.EVA可以促进国有资产保值增值.新会计, 2009
- [23]雷莉萍.EVA业绩考核指标在国有企业应用的思考.商场现代化, 2008
- [24]Dodd, J, L. & J. Johns. EVA Revisited. Business & Economic Review, 1999
- [25]Project Management Institute. Project Management Body of Knowledge. 2000, USA
- [26]Jack Gido , James P. Clements , Successful Project Management. South-Western College Publishing, 1999, USA
- [27]Project Management Institute. A Guide to the Project Management Body of Knowledge (PMBOK Guide) 2000 Edition. 2001
- [28]Warren. C , Bom Sterlkex , M. Elbert. Development and Investment-Lessons of World Bank, Quorum Books, 1999.
- [29]郭建华. 浅议集团公司的投资控制策略. 泸天化科技, 四川: 四川人民出版社, 2003, 238
- [30]亚洲开发银行, Project Performance Management System (PPMS) 马尼拉, ADB, 1999
- [31]Warren. C , Bom Sterlkex , M. Elbert. Development and Investment-Lessons of World Bank, Quorum Books, 1999.
- [32]张铁壁. 国有企业加强投资管控的探讨. 煤炭科技, 2008 年第二期
- [33]丁文琦等. 论政府在建设工程造价管理中的作用. 2001 年北京国际工程造价研讨会论文集, 2001. 5
- [34]中国国际工程咨询公司. 投资项目经济咨询评估指南. 北京: 经济出版社, 1998
- [35]张三力. 项目后评价. 北京: 清华大学出版社, 1998
- [36]池国华. EVA 管理业绩评价系统模式. 北京: 科学出版社, 2008
- [37] 钱周信. 浅谈项目后评价. 产业观察, 2005 年第 6 期
- [38]Alfred Rappor. Creating Shareholder Value. 1998

[39] Hitt M A, Ireland R D, Hoskisson R E. Strategic management. West Publishing Company, 1995

[40] [www.mbalib.com](http://www.mbalib.com)

[41] [Sm.xmu.edu.cn](http://Sm.xmu.edu.cn)

[42] [www.ledge.com](http://www.ledge.com)

[43] [www.EVA.com](http://www.EVA.com)

## 致 谢

在这里，我要特别感谢我的导师——赵会茹教授。

本文的研究工作是在赵老师的悉心指导下完成的。在论文的选题、论文的思路、论文写作和修改等各方面都得到了赵老师耐心的指导。平时，赵老师的行政事务和科研事务都很繁忙，但每次当我遇到问题去询问她时，老师总是马上放下手中的工作，耐心地帮我想办法去解决好这些问题，没有赵老师，我是不能够顺利地完成我这次的毕业论文。导师严谨的治学态度、对事业的执着追求、乐观向上的生活态度将使我受益终身，成为我今后努力的方向。在这里，我要衷心地对赵老师说一声：“老师，您辛苦了！”。

研究生三年以来，我得到了学校老师的教导和帮助，感谢各位老师多年来对我的教诲。

最后，我还要特别感谢我的父母和丈夫，在他们的理解、支持和鼓励下，我才能顺利完成学业和论文撰写。

