

EVA、MVA 方法在上市公司业绩评价中的运用

——以泸州老窖股份公司为例

谭明慧

(西南财经大学金融学院 成都 610074)

【摘要】 EVA 和 MVA 方法在国外企业业绩评价中备受关注,但是我国股票市场发展还不够完善,EVA、MVA 指标没有得到很好的运用。本文基于对 EVA 和 MVA 的分析,利用 EVA 和 MVA 的差异,以泸州老窖股份有限公司为例进行实证研究,利用两者的比率(MVA/EVA)比较判断公司价值被低估或高估,不仅可以为公司内部业绩评价提供帮助,也可以为投资者选择股票投资时机提供参考。

【关键词】 企业业绩评价 EVA MVA 泸州老窖

一、引言

企业业绩一直都是债权人、投资者较为关心的问题,企业业绩评价过程及其结果对企业激励制度的建立、绩效的考核、成员的培训提升以及投资借贷决策的制定都有重要意义。目前对于企业业绩评价有不同的方法和指标,传统业绩评价主要采用每股净收益、投资报酬率、每股盈余、每股账面价值等财务指标。20 世纪 80 年代兴起于国外的企业业绩评价指标经济增加值(EVA)和市场附加值(MVA)近年较受业界和理论界关注。目前国内的研究主要集中于对传统业绩评价指标与 EVA 评价指标的比较分析上,提出 EVA 指标建立在成熟的股票市场、健全的法制环境、完善的公司治理结构等一系列因素的基础之上,而在对有关我国股票市场的实证分析中,MVA 和 EVA 并没有表现出其对收益解释相对于传统会计指标的优势。

EVA 代表一种短期的、特定年度的、具有时效性的内部业绩评价方法,MVA 则代表一种长期的、外部的市场业绩评价方法。MVA 是经营业绩外部评价指标,是以预示公司成长性的股价为基础,包含了对经理人员有效运用企业资源的能力及对企业长期发展前景的市场评价。

由于市场环境极为复杂,上市公司可能面临公司资产价值被过分高估或过分低估的风险。确定企业价值,无论对于上市公司股东还是公司管理层都是一项重要的工作。根据企业价值的综合评估结果,可以在企业市值发生异常波动时利用衍生金融工具规避上市公司价值波动的风险,对企业的部分资产进行套期保值。而基于 EVA 和 MVA 的比率分析,正好符合这一企业业绩评价要求,综合利用 EVA 和 MVA 的差异及比值比较,判断公司价值被低估或高估,能在一定程度上弥补我国股票市场不够完善以及 EVA、MVA 指标优势发挥不够完全的缺陷。

二、EVA、MVA 评价方法

1. EVA。EVA 指标设计的基本思路是:理性的投资者都

期望自己所投出的资本获得的收益超过资本的机会成本,即获得增量收益;否则,他就会想方设法将已投入的资本转移到其他方面去。具体来说,EVA 就是指企业税后净营业利润与全部投入资本(债务资本和权益资本之和)成本之间的差额。如果这一差额是正数,说明企业创造了价值,创造了财富;反之,则表示企业发生价值损失。

EVA 指标最重要的特点就是从业主角度重新定义企业利润,考虑了企业投入的所有资本成本(包括权益资本成本),因此它能全面衡量企业生产经营的真正盈利或创造的价值,对全面准确评价企业经济效益有着重要意义。

2. MVA。MVA 代表一家公司从创立至今,包括保留盈余在内,投资人投入的现金和现在股东以市价出售股份时所回报现金的差异。它是一家公司投融资和经营成果的最终评判标准。如果企业有较好的投融资和经营行为,使得公司能以较少的投入产生较多的现金流入,就能让投资人追捧公司的股票,进而增加公司的 MVA。

MVA 是以预示公司成长性的股价为基础,对股票收益有较强的解释能力。从理论上讲,MVA 代表影响均衡股票收益的风险,因为 MVA 指标包含了对风险和成长性评价。低 MVA 的股票表示公司过去缺乏有效的投资,但未来却易于实现高于平均水平的增长(公司能通过适当的战略增加 MVA,如通过兼并重组)。如果公司市价暂时被低估,这将导致低 MVA。低 MVA 的股票价格与其实际的价格相比被压低了,从而买入低 MVA 股票在将来会获得高额利润。

3. 比较应用分析。本文结合 EVA 和 MVA 的优点,对不同报告期上市公司的 EVA 及 MVA 进行对比分析,从而判断公司价值被低估还是被高估,有助于帮助上市公司进行自身价值判断、绩效评估和经营管理。由于我国资本市场还不成熟,因此 EVA 和 MVA 的相关性不是很显著。我们采用的方法恰好利用了这一点,使得 MVA 和 EVA 的比值可以在一定程度上反映公司市值被高估或者被低估的程度。

(1)EVA方法。当企业的税后净营业利润超过资本成本时,EVA大于零,表明企业的经营收入在扣除所有的成本和费用后仍然有剩余,由于这部分剩余收入归股东所有,股东价值增大;反之,EVA小于零,表明企业经营所得不足以弥补包括股权资本成本在内的成本和费用,股东价值降低。可见,EVA与股东价值同方向变化,追求EVA最大化就是追求股东价值最大化。而股东价值是企业价值的重要组成部分,股东价值的增减必然会引起企业价值的增减。

$$EVA = NOPAT - IC_{EVA} \times K_{wacc} = (ROIC - K_{wacc}) \times IC_{EVA}$$

其中:NOPAT代表税后净营业利润;IC_{EVA}代表EVA调整的期初投入资本;K_{wacc}代表加权平均资本成本率;ROIC代表资本报酬率。

$$K_{wacc} = K_B \times \frac{B}{B+S} \times (1-t) + K_S \times \frac{S}{B+S}$$

(2)MVA方法。对于企业来说,EVA越高越好。高EVA表明企业为其股东创造了更多的财富。在理论上,MVA等于未来EVA的折现值,也就是说MVA是市场对公司获取未来EVA能力的预期反映。如果MVA出现负值,则说明公司的经营投资活动所创造的价值低于投资者投入公司的资本价值,这就意味着投资人的财富或价值在遭受损失。

$$MVA = (LMV + SMV) - (LBV + SBV)$$

其中:LMV代表公司负债市场价值;SMV代表公司权益市场价值;LBV代表负债的账面价值;SBV代表权益的账面价值;LBV+SBV则反映了投入的总资本。

(3)EVA与MVA的关系。

$$MVA_0 = \sum_{t=1}^T \frac{EVA_t}{(1+K_{wacc})^t}$$

上式表明MVA₀是未来EVA的现值,t从第1期开始计算,当前是第0期,其中EVA_t代表第t期EVA的值,当期EVA₀,K_{wacc}代表加权平均资本成本率。

上式经变换得:

$$MVA_0/EVA_0 = \sum_{t=1}^T \frac{EVA_t}{(1+K_{wacc})^t} / EVA_0$$

因此我们可以认为,当前MVA和EVA的比值反映了公司的价值持续创造能力,即未来公司创造出的价值总和的贴现值是当前创造出的价值的某个倍数,显然这个比值越高,那么公司创造的价值还将不断得到增长。在成熟和完善的资本市场中,MVA和EVA的相关程度比较高,如果当期的EVA有所下降甚至为负数,那么市场会预期公司未来创造的价值有限,公司的MVA就会相应降低。因此,这个比值很少出现异常情况。在我国,不完善的资本市场并不能良好地反映市场对上市公司价值的预期,这个比值经常会偏离平均水平,我们可以利用这一点,在发生异常情况的时候判断公司价值被低估或高估。

(4)假设条件及其根据我国市场情况所做的调整。

一是债务资本成本率K_B。我国上市公司的负债主要是银行贷款,因此可以银行贷款利率作为单位债务资本成本。我国上市公司的短期债务占总债务的90%以上,由于我国的银行

贷款利率尚未放开,不同公司贷款利率基本相同,因此可用中国人民银行公布的一年期流动资金贷款利率作为税前单位债务资本成本,并根据央行每年的调息情况加权平均。

二是股权资本成本率K_S。可采用资本资产定价模型(CAPM)计算股权资本成本率,公式如下:

$$K_S = R_f + \beta \times MRP$$

其中:R_f代表无风险回报率,一般可以当年发行的记账式国债的平均票面利率为参照。β代表一个较长时间段的系统风险指数,是企业的单体运营风险相对于整个市场风险的一个风险系数。通常将整个市场上的β值定义为1.0,大于1.0的β值表示公司的股价要比股市整体的波动更为剧烈,因此风险也较大。反之,β值小于1.0,说明公司股价波动要弱于股市整体,风险也相应较小。在计算股权资本成本率时,β数据来源于CSMAR数据库。MRP代表市场风险溢价,即股票市场的预期回报和无风险回报率之差。美国最常用的风险溢价平均为6%,但由于我国金融市场中可供选择的投资品种比较少,投资者对股票投资的风险溢价要求比美国低,因此目前考虑将我国的市场风险溢价定为4%。

三是有关摊销、补贴收入、各类准备金的处理。对于各种无形资产的摊销、补贴收入以及各项准备金等,由于我国目前会计准则的局限,不能从会计报告中直接得到,因此本评估报告回避了上述会计项目的计算。这些会计项目的处理不会对EVA及MVA的计算造成实质影响。

三、公司价值评估结果及分析

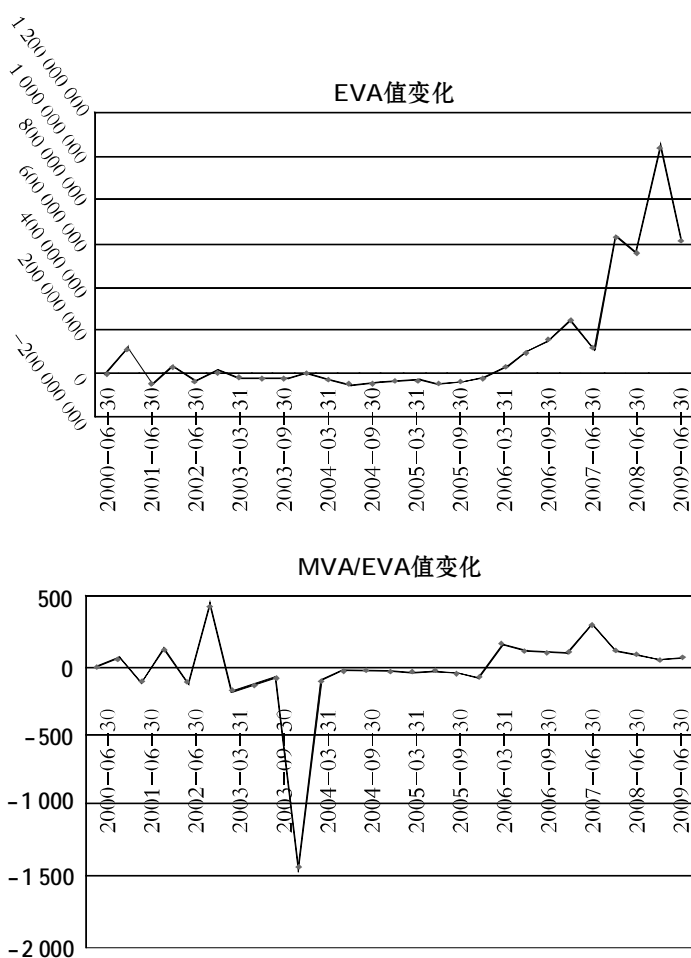
本文以泸州老窖股份有限公司(000568)为例进行实证研究,利用CSMAR数据库,并运用上述EVA和MVA公式分别计算2000年6月30日至2009年6月30日期间公司EVA、MVA、MVA/EVA的值,计算结果如下表所示(金额单位:元)。

会计期间	EVA	MVA	MVA/EVA
2000-06-30	-	4 158 970 197	-
2000-12-31	113 385 419.2	4 726 662 076	41.686 683 42
2001-06-30	-41 079 844.21	4 564 424 791	-111.111 054 1
2001-12-31	28 536 695.31	2 950 950 598	103.408 981 5
2002-06-30	-26 425 473.5	3 381 407 405	-127.960 144 4
2002-12-31	6 563 864.266	2 651 507 781	403.955 303 4
2003-03-31	-13 037 513.79	2 394 854 702	-183.689 524
2003-06-30	-19 273 008.35	2 801 296 230	-145.348 156 3
2003-09-30	-19 391 369.71	1 900 752 289	-98.020 527 52
2003-12-31	-1 340 671.191	1 928 010 078	-1 438.093 166
2004-03-31	-18 898 413.85	2 500 446 941	-132.309 883 8
2004-06-30	-45 288 699.22	1 884 693 065	-41.615 084 94
2004-09-30	-46 175 618.73	1 868 659 226	-40.468 525 96
2004-12-31	-29 691 468.7	1 442 781 555	-48.592 461 68
2005-03-31	-30 639 714.58	1 298 016 208	-42.363 847 9
2005-06-30	-44 720 727.31	1 484 015 890	-33.184 073 24
2005-09-30	-40 500 524.12	2 631 820 198	-64.982 373 81

续表

会计期间	EVA	MVA	MVA/EVA
2005-12-31	-23 290 024.58	2 094 566 731	-89.934 071 27
2006-03-31	22 912 553.86	3 304 221 087	144.210 074
2006-06-30	102 781 257.1	10 610 944 959	103.238 131 8
2006-09-30	147 445 881.5	11 036 701 297	74.852 557 3
2006-12-31	245 681 394.5	19 874 173 993	80.894 094 71
2007-06-30	119 227 386.2	34 496 944 791	289.337 424
2007-12-31	622 850 144.9	61 337 110 772	98.478 119 13
2008-06-30	561 752 690.7	38 972 934 633	69.377 388 45
2008-12-31	1 027 901 550	21 882 335 213	21.288 357 06
2009-06-30	616 893 066	36 569 151 450	59.279 563 13

EVA 与 MVA/EVA 的比较如下图所示:



从图表中可以看出,2004、2005年资本市场持续低迷,资本市场的融资功能不能得以发挥,使得企业的投资效率低下,从而导致了

EVA 持续为负数;但是 MVA 一直大于 0,表明公司未来的 EVA 现值是正数,市场给予公司良好的增长前景的预期。后来几年的 EVA 的持续增长也表明,公司不断创造正的 EVA,投入公司的资本获得了巨额回报。虽然在 2007 年年中出现了企业价值的暂时被高估,但是我们看到,在接下来的 2008 年金融危机的背景下,公司的 EVA 仍然为正值。在 2009 年上半年, EVA 有较大的回落,但 MVA/EVA 较 2008 年有明显增长,不论是从市场外部对于公司经营状况的评估还是财务报表显示的公司内部实际创造的 EVA,都反映出公司发展前景良好。

四、EVA 及 MVA 分析对于公司和投资者的指导意义

从理论上说,MVA/EVA 出现了明显异常的高点或者低点的时候,企业可能正面临着价值被严重高估或被严重低估的情况。在企业价值被严重低估的时候,公司大股东可以采取增持股份或者对公司部分资产做多头套期保值处理,在市场恢复正常的时候再进行平仓。同理,在市场严重高估企业价值的时候,公司可以采取对部分资产做空头套期保值的处理,以避免系统性风险。在实际操作中,由于公司内部管理人员可以获得更加详尽的财务状况信息,因而可以依据每一个会计期间的详尽的报告实时地对公司进行价值评估,并可结合每股收益(EPS)和净资产收益率(ROE)等传统会计指标对公司价值进行评估。

EVA 和 MVA 评价方法具有重要意义,虽然投资者想利用两者进行公司业绩评价还有待资本市场的发展与完善,但是综合利用 EVA 和 MVA 的评价方法,区别两者不同的特征,对判断企业价值被高估与低估有很大的帮助。MVA 代表影响均衡股票收益的风险,MVA 指标包含了对风险和公司成长性的评价。MVA/EVA 可以反映出市场对于公司成长性和风险的综合判断,也可以反映出市场情绪和宏观经济面的总体走势,这不仅可以为公司在进行融资时提供融资时机的选择、融资价格的确定等方面的参考,也可以为投资者选择股票投资时机提供帮助。

主要参考文献

1. 沈维涛,叶晓铭.EVA 对上市公司资本结构影响的实证研究.经济研究,2004;11
2. 张晓东,刘葵阳,马永开.EVA、MVA 和股票收益关系在我国的实证分析.重庆工商大学学报(社会科学版),2003;8