



试析上市公司的业绩评估

李继志 谭敏

(湖南农业大学商学院 长沙 410128)

【摘要】 随着新会计准则的实施和我国资本市场环境的逐步完善,经济增加值(EVA)作为一个有效的公司绩效评价指标准愈来愈受到重视。本文基于我国资本市场的约束条件,对传统的 EVA 评价指标进行了部分修正,并以我国上市公司安彩高科为样本,对其财务数据进行实证分析,以期对上市公司业绩评价提供一种更有预见性、更可行的指标体系。

【关键词】 EVA 资本成本 业绩评估

EVA 即经济增加值,是指一定时期的税后净利润与投入资本的资金成本的差额,用于衡量企业财富的增加量,它实际上反映的是企业在一定时期内的经济学利润。它以公式来表述就是: $EVA = \text{已投入资本带来的收益} - \text{已投入资本} \times \text{加权平均资本成本}$,如果 EVA 为正,则表示公司获得的收益高于为其投入的资本的加权资本,即经营者为股东创造了新价值;若 EVA 为负,则损害了股东的利益。EVA 作为一种企业业绩评价指标,源于亚当·斯密的剩余收益理论。20 世纪 80 年代,美国 Stern Stewart 咨询公司将 EVA 引入公司业绩评价体系。此后,EVA 作为企业业绩评价指标革新的代表,在西方学术界和实务界受到了广泛重视和采纳。

一、文献回顾

美国管理之父彼得·德鲁克在《哈佛商业评论》上撰文指出:作为一种度量全要素生产率的关键指标,EVA 反映了管理价值的所有方面。Robert(2001)将 70 家使用 EVA 管理的企业的股市表现与一组规模相似的同行业企业进行了比较,结果发现,采用 EVA 评价的企业,其应用 EVA 的年度平均财富创造比同行业企业高出 2.9%,正式应用的首年度高出 12%,第二年则高出 12.2%。Chen,Dodd(1997)研究表明 EVA 指标在解释股票收益方面比其他会计指标有更好的表现。Stephen S.Riceman, Stephen F.Cahanand Mohan Lal(2002)研究认为,基于 EVA 基础的薪酬激励优于传统会计基础的薪酬激励。使用 EVA 评价企业业绩,一方面可以将其作为激励相关人员的依据,另一方面是为了找出企业经营中存在的问题,以便对生产经营活动进行改进。

我国学者威海峰(2001)指出,从本质上讲,EVA 是公司员工将自己的人力资本投资于企业所产生的增值额,是通过自身努力为自己创造的权益。乔华、张双全(2001)指出,无论是传统行业的公司,还是高风险、高回报的公司,EVA 与市场增加值(MVA)均有着很强的相关性。王喜刚、丛海涛、欧阳令南(2003)的研究表明,EVA 变量在总体上的解释力强于会计指标,但 EVA 不能完全替代会计指标。丁君凤、翟俊生(2004)用 EVA 对我国上市公司 1994~2001 年的价值管理现状进行

了整体评估,提出我国上市公司的价值管理在整体上表现出市场价值与经济价值相背离的特征。总体说来,我国上市公司在过去十年里,创造价值的能力是低下的,不少上市公司只是创造了会计利润,而并非创造了价值。

二、EVA 的计算方法

1. EVA 计算公式。 $EVA = \text{税后净营业利润(NOPAT)} - \text{资本成本(COC)} = \text{税后净营业利润(NOPAT)} - \text{加权平均资本成本(WACC)} \times \text{资本总额}$,单位资本 $EVA = EVA / \text{资本总额}$,每股 $EVA = EVA / \text{普通股股数}$ 。

2. EVA 会计调整。按传统会计指标计算出来的利润和资本的数字,由于其中包含较高的委托代理成本,或者是会计准则本身所固有的缺陷,以致常常未能真实地反映企业实际占用的资源和经营成果,造成利润不实。另外,大量的准备项目使管理人员可以轻易地操纵会计数字,影响业绩评价的公正性。因此,在计算 EVA 时必须进行适当的调整,其目的在于消除传统会计处理对经济事项反映的失真,使其结果与经济现实相吻合,使得 EVA 的最终值能够准确地反映企业资产运营产生的真实盈余,反映资本的真实价值。

根据 Stern Stewart 咨询公司的研究,精确计算 EVA 要进行的调整多达 160 多项。但在实际应用中,应该遵循:①重要性原则,即调整能产生重大变化,如果不调整会严重扭曲公司的真实情况;②可获得性原则,即进行调整所需的有关数据可以获得;③易理解性原则,应尽量将调整控制在最少数量,尽量少地扭曲现行会计准则。

(1)战略性投资的资本化。根据会计准则的规定:资产应该是在未来给公司带来价值的。如果一项资产的价值严重受损,公司从该项资产中获利的能力也严重削弱,年末我们就应该缩减该资产的账面价值;如果从这项资产中根本不能获利,就应将它从资产负债表中冲销。EVA 的做法是将没有回报率的成本投入也资本化,并在项目随后的经营期限内将其摊销,这样就能对这个项目的业绩做出更正确的评价。

(2)研发费用资本化。按 EVA 会计调整要求,应对所有研发费用资本化,并在一定期间摊销。新会计准则发布后因开发

费用已经资本化,所以只需对研究费用进行资本化即可。这一调整会增强企业在股东价值计量方面的准确性。另外,与原先的研发支出当期核销相比,资本化后的开发费用分期摊销会使收益与费用更加配比(尤其是一些高科技企业)。

(3)各项准备金的调整。在会计处理中出于稳健性原则,要求公司为资产未来可能发生的损失或减值提供各种准备金。但这些准备金并不是公司当期增产的实际减少,准备金余额的增加也不是当期费用的现金流出。提取准备金的做法一方面低估了公司实际投入经营的资本总额,另一方面低估了公司的现金利润,因此不反映公司的真实现金盈利能力;同时,为管理者利用这些准备金账户操纵账面利润提供了机会。因此 EVA 对各项准备金进行了调整。

(4)递延税款的调整。很多公司对于固定资产折旧,在计算会计利润时采用直线折旧法,而在计算应税所得时采用加速折旧法,从而产生时间性差异,使得公司的纳税义务延迟,形成递延税款。这样就会低估公司实际占用的资本总额,高估资本盈利能力。EVA 指标将当期发生的递延税款的变动值调整为税后净营业利润,以削弱递延税款的影响。

(5)商誉的调整。根据我国新会计准则的规定,商誉作为一种无形资产列示在资产负债表上,在一定期间内摊销。这种处理方法有一定的缺陷,主要是:①商誉主要是与被收购公司的产品品牌、声誉、市场地位等有关,这些都是近似永久性的无形资产,不宜分期摊销;②商誉摊销作为期间费用会抵减当期的利润,影响经营者的短期业绩。EVA 的调整方法是不对商誉进行摊销,具体是将当期的商誉进行摊销并用于计算税后净利润,再将过去年份已经摊销的商誉加回到资本中去。这样利润就不会受商誉摊销的影响。

3. EVA 的计算方法。

(1)EVA 计算的主要数据来源。计算 EVA 的数据来自以下几个方面:公司财务报表、当年中国人民银行一至三年期贷款利率、当年中国人民银行一年期个人整存整取存款利率等。

(2)详细计算步骤。

步骤 1:计算资本总额:

普通股权益

加:少数股东权益+递延税款贷方余额+累计商誉摊销+各种准备金+研发和投资性营业费用的资本化金额+无回报的初始投资费用资本化金额+当期存货公允价值与存货账面价值之差

加:短期借款+长期借款+一年内到期长期借款

等于:资本总额

步骤 2:计算税后净营业利润(NOPAT):

税后净利润

加:利息费用+少数股东损益

加:本年商誉摊销+递延税款贷方余额的增加+其他准备金余额的增加+研究和投资性营业费用+无回报的初始投资费用(当期存货公允价值减存货账面价值)-(上期存货公允价值减存货账面价值)

减:研发和投资性营业费用在本年的摊销

无回报的初始投资在本年的摊销

等于:税后净营业利润

步骤 3:计算加权平均资本成本(WACC):

$WACC = \text{股权资本比例} \times \text{股权资本成本率} + \text{债权资本比例} \times \text{债务资本成本税率} (1 - \text{实际所得税税率})$

其中, 股权资本成本率=无风险收益率+ β ×市场组合的风险溢价

步骤 4:计算 EVA:

$EVA = \text{税后净营业利润 (NOPAT)} - \text{资本总额} \times \text{加权平均资本成本 (WACC)}$

三、安彩高科案例分析

(一)安彩高科 2002~2006 年创造的 EVA 情况

为了进一步说明 EVA 指标的计算和运用,笔者特选取了上市公司安彩高科(600207)作为样本,运用 EVA 指标对其 2002~2006 年的年报做些分析。

根据上述计算式,按 A 股、B 股计算 β 系数。如果公司在 2002 年年底有 100 周的行情数据,则用该股票的周收益率与相对应的股票指数的周收益率进行线性回归得出;如果公司在 2002 年年底没有 100 周的行情数据,则使用其所在行业平均数。其中的无风险收益率采用国债收益率或一年期银行存款利率,债权资本成本率采用三年期贷款利率(见表 1)。风险溢价参考 2001 年 8 月份的《财经》杂志公布的是 6%,对后面的计算应无影响。

表 1 无风险收益率及债权资本成本率参考值

年份	2002	2003	2004	2005	2006
一年期银行存款利率	1.98%	1.98%	2.25%	2.25%	2.79%
一至三年期贷款利率	5.49%	5.49%	5.76%	5.76%	6.57%

注:数据来源于中国工商银行网站。

通过计算,可以将安彩高科 2002~2006 年的 EVA 计算结果用表 2 来说明。

表 2 安彩高科 2002~2006 年创造的 EVA 情况

年份	税后净营业利润(元)	股权资本成本率(%)	加权平均资本成本(%)	EVA(元)
2002	365 343 077	12.74	10.06	41 672 318
2003	674 463 102	12.74	9.70	308 006 516
2004	650 713 480	13.01	9.61	244 441 424
2005	365 547 404	13.01	9.09	-5 793 637
2006	-242 086 543	13.55	8.44	-520 603 553

从表 2 可知,安彩高科在 2002~2006 年中,平均资本成本逐年有所下降;税后净营业利润 2002~2005 年一直为正,到 2006 年才出现巨额负数。如果从 EVA 的角度观察,2004 年 EVA 开始下降,2005 年出现巨额的负数,这说明安彩高科经营所产生的利润已经无法弥补投入资本所要求的预期最低回报,该公司股东的财富已经开始遭到摧毁了。尽管 2003~2005 年安彩高科的每股收益率和主营业务毛利率都呈上升的趋势,但是 EVA 指标却先于其他会计利润指标显示出公司

的经营出现了问题。通过分析发现,即使 2003 年和 2004 年的 EVA 为正,但如果扣除股东在此期间所投入的资本成本,所剩 EVA 也就不多了,也就是说,这几年企业创造的价值比其他同风险行业或企业的价值要少。

(二)运用 EVA 结果分析安彩高科业绩下滑的原因

1. 注重规模而忽视利润。

表 3 安彩高科 2002~2006 年主营业务收入、资本规模情况 单位:元

年份	2002	2003	2004	2005	2006
主营业务收入	1 776 611 863	2 139 872 408	2 903 558 040	2 301 157 869	1 959 859 649
资本规模	3 217 403 174	3 778 682 059	4 226 673 131	4 086 958 411	3 298 792 012

由表 3 可知,2002~2004 年安彩高科的主营业务收入和资本规模都在快速上升,这种局面表面看来是可喜的,但是由于企业未能有效地促进资本合理周转,从而导致了资本利用率和资本回报率的双下降,造成了规模不经济的局面。这样,2005 年、2006 年企业不得不考虑缩减资本规模。

追求规模和市场占有率,盲目扩大生产,却忽视利润率的增长,这其实也是当前家电行业的通病,如上市公司四川长虹、TCL 以及联想等。究其原因,一方面,家电产品同质化程度高,国内市场供过于求,导致价格战日益加剧,而价格战拼的是成本,降低成本又必须依靠扩大规模来实现;另一方面,加入 WTO 之后,国内企业在劳动力成本等方面的优势明显,于是,增加出口成了诱导家电企业规模扩大的重要动因,于是出现了在产大于销的大环境下仍然争相扩大规模的“怪现象”,而规模越大,闲置的产品也就越多,从而形成了巨额沉淀成本。这给我国那些盲目追逐经营规模,急于迈出国门的企业提供了前车之鉴。

2. 资本结构不平衡。在一个成熟的市场上,企业由于随时面临着来自股东的盈利压力,从而非常注意将自己的资本结构保持在一个较优的状态,以便在保证资金流动性的前提下将筹资成本降至最低。通常,只要不加大自己的破产风险,企业最经济的做法是尽可能多地举债,因为债务资本具有可以抵税的优点,成本往往要比股东权益资本的成本低得多。然而在我国,股东权益资本在很多上市公司看来就像是免费的午餐一样,无需付出任何的代价,便将公司的资本结构调整为重权益资本也就不足为奇了。安彩高科的资本结构正是如此。

表 4 安彩高科 2002~2006 年债务资本与权益资本情况

年份	2002	2003	2004	2005	2006
债务资本(元)	953 233 375	1 323 717 249	1 670 913 707	1 790 670 442	1 737 501 626
股东权益资本(元)	2 264 169 799	2 454 964 810	2 555 759 424	2 296 287 969	1 561 290 386
资本结构(%)	42.10	53.92	65.38	77.98	111.29
资金成本率(%)	10.06	9.70	9.61	9.09	8.44

由表 4 可知,2002~2004 年安彩高科的资本结构明显表现出对股东权益资本的偏好,在增加了资金成本的情况下,企业却在资金使用上不够谨慎,最终导致业绩的大幅度下滑。虽然企业同期对资本结构进行了一定的调整,如从 2005 年开始,企业对资本结构进行了较大幅度的

缩量调整,对控制资金成本率起到了一定的作用,但对资金成本的控制显然是不够的,因而仍然没有能够弥补以往畸形资本结构带来的恶果。

如果安彩高科能从 EVA 的角度及早发现问题,情况就会大不相同,因为权益资本比债务资本的成本要高,加权平均资本成本一定会高于债务资本成本,投资的项目收益必须高于加权平均资本成本的水平才能对 EVA 产生正面的贡献。众所周知,资本回报率应该高于资本成本率,这时股东投入资本获得的回报数额才会高于这些资本付出的机会成本,股东才会真正有利可图。如果出现资本回报率低于资本成本率的情况,股东的财富就不是在增长,而是在被不断地消耗了。

3. 忽视技术革新。安彩高科以生产显像管玻壳为主。目前,国内玻壳市场供过于求,又受到平板显示器件的冲击,玻壳产业竞争加剧,玻壳价格下降;国外市场受到人民币升值的压力,玻壳价格也有所下降。而与此同时,原材料、能源、动力价格和运费纷纷上涨,使得企业的利润所剩无几。通过 EVA 评估发现问题后,安彩高科应做好以下三个方面的工作:一是技术革新。企业应该加大技术创新力度,开发新产品,调整产品结构。二是开拓国际、国内市场,加强与客户和供应商的合作。三是开源节流,优化资源配置。

EVA 克服了传统会计利润指标的缺陷,真正关心公司的经济利润,从而使公司的业绩评价更真实也更有预见性。EVA 评价指标为改善我国证券市场的会计信息失真问题提供了新视角,它从侧面反映出一种对传统会计利润指标之外的需求,投资者除了从企业发布的财务报表中获取收益等信息外,还可以对企业的价值有所了解,这有助于解决长期以来困扰我国证券市场的会计信息失真问题。对股东价值进行度量、对公司在比较长远时期内的业绩进行评价,EVA 确实能够给出相当简洁有力的解释,并能够提供解决问题的理论依据。当然,EVA 也并非十全十美,需要在实践中克服它的局限性,不断地改进它,使其对公司的评估达到完美。

主要参考文献

1. 李辉.EVA 让股东榨干企业每一滴血.科技智囊,2002;83
2. 威海峰.浅论 EVA 的经济本质.山西财经大学学报,2001;23
3. 乔华,张双全.公司价值与经济附加值的相关性:中国上市公司的经验研究.世界经济,2001;1
4. 王喜刚,丛海涛,欧阳令南.什么解释公司价值:EVA 还是会计指标.经济科学,2003;2