

# 基于 EVA 与会计利润对比的 上市公司价值创造分析

倪敏

(厦门大学会计系 厦门 361005 南京审计学院国际审计学院 南京 211815)

**【摘要】**以价值创造为核心的经济增加值(EVA)评价指标在评价企业价值创造以及长期激励方面优于传统的会计利润指标。本文基于 EVA 与净利润的矩阵关系,对上市公司价值创造与会计利润之间的差异进行了比较和分析。通过分析发现,我国上市公司 EVA 与会计利润之间存在很大的背离,相比会计利润,EVA 指标能够相对真实、稳定地反映企业的价值变化;同时,通过分析也发现上市公司的价值创造情况不容乐观。

**【关键词】** EVA 会计利润 价值创造 矩阵分析

企业价值评估是价值管理的基础,以会计利润为基础的传统业绩评价指标难以评价管理层为股东创造的价值,并可能会鼓励管理层的短期行为或机会主义行为,损害股东利益乃至企业价值。价值创造是 EVA 评价体系的核心思想,也是 EVA 价值管理的最终目的,EVA 在评价企业价值创造以及长期激励管理层创造价值方面具有会计利润指标所难以替代的优势。根据思腾思特中国公司的统计,2000 年我国 44% 的上市公司 EVA 为负值,2001 年达到 57%,2002 年进一步上升到 66%,而净利润、营业收入等会计利润指标却显示了年年稳步

押金等的处理。③暂时性差异的调整。应该增设“递延增值税”一级科目与其下面的“递延进项税额”、“递延销项税额”两个二级科目处理调整暂时性差异。④永久性差异的调整。一是永久性进项税额差异。在平时购进货物或接受劳务时,不考虑进项税额能否抵扣,一律采用价税分离的方法核算,将按规定税率计算的增值税额记入“应交税费——应交增值税(进项税额)”科目,计入成本费用的金额为不含税额,期末对会计资料进行调整,将永久性进项税额差异从进项税额中转出,借记“管理费用”科目,贷记“应交税费——应交增值税(进项税额转出)”科目。一方面以保证存货成本等会计资料的可比性,另一方面由于影响到当期损益,促使企业重视这部分差异。二是永久性销项税额差异。在收取价外费用和实现视同销售时,直接按税法规定计算销项税额,贷记“应交税费——应交增值税(销项税额)”科目,不必另行调整。

(4)信息披露。在零售环节,应该标明货物的不含税价和税额,让消费者知晓其承担的最终税负。各企业在利润表及其有关附表中披露各种对外销售商品和劳务的销售额,在附注中披露对永久性进项税额差异的处理,即披露转入管理费用的增值税涉税信息,包括各种情况下不允许抵扣的进项税额。各企业在资产负债表中,增设“应交增值税”项目单独反映应交未交增值税,增设“递延增值税”项目反映待抵扣的进项税

增长的好趋势,利润指标增长的背后却是不断增加的价值毁损,EVA 与会计利润之间呈现出巨大的背离。基于这一背景,本文在分析上市公司价值创造的同时,对比会计利润的表现,通过 EVA 与净利润的矩阵分析,重新审视和反思我国上市公司会计利润指标背后的真实价值。

## 一、EVA 的计算方法及其会计调整

EVA 计算的基本思想是用税后净营业利润扣除所有投入资本的资本成本。相对于传统的会计利润,EVA 的特点主要体现在:①包含了对权益资本成本的考虑。会计利润评价指

额或提前确认的销项税额。在附注中还应说明暂时性差异和永久性销项税额差异的处理,即披露当期由于会计确认与税法确认的时间不同而暂时未抵扣的进项税额、提前确认的销项税额,除销除购对纳税的影响和价外费用与视同销售的销项税额等重要信息。另外,由于增值税即将“扩围”至原先未涉及的服务业,考虑到服务业难监控、难管理等各种原因,可能会出现大量偷漏税现象,而且增值税现阶段的偷漏税问题也比较严重。因此应该在资产负债表附注中单独批露一些容易出现漏洞的三级科目的信息,以便于税务人员的稽查。

**【注】**本文系 2011 年南京财经大学研究生创新研究项目(课题编号:YFSXW11001)立项资助。

## 主要参考文献

1. 黄董良.英国增值税会计准则及其借鉴.财经论丛,2002;3
2. 李建兵.构建我国增值税会计准则的几点思考.经济师,2010;12
3. 于长春.关于制定《增值税会计准则》的探讨.税务与经济,2000;5
4. 杨梅.试论增值税会计准则的制定.财会月刊,2007;33
5. 赵海阳.对构建我国增值税会计准则的设想.审计月刊,2004;3

标由于忽视了权益资本成本的影响,有可能误导投资决策,不利于管理层为股东创造价值。②为了长期激励企业创造价值,EVA计算时涉及一系列会计调整。会计利润的评价常常会鼓励管理层的短期行为、甚至机会主义行为。例如研发支出、广告支出或是员工培训支出等的会计处理,会计谨慎性原则通常会要求将这些可能对企业长远发展有利的支出在当期费用化,管理层为了避免当期利润下滑对自己声誉或是薪酬造成不利影响,便有机可乘来削减这些支出来提高当期业绩。此外,会计利润中可能包含盈余管理甚至利润操纵的成分,为了尽可能减少会计信息失真对经营业绩的歪曲,EVA在计算时剔除了各项减值准备、递延税金等对利润的影响。

如果以会计净利润以及总资产为基础计算EVA,主要的会计调整项目见表1。本文EVA的具体计算过程参照了国务院国有资产监督管理委员会业绩考核局(2005)主编的《企业价值创造之路——经济增加值业绩考核操作实务》。

表1 计算EVA时的主要调整项目

项目	对净利润的调整	对资本占用的调整
1、涉及资本成本的调整	利息支出	无息流动负债
2、非经常性损益的调整	营业外收支、补贴收入等	营业外收支、补贴收入等涉及的资本占用
3、易于被操纵项目的调整	各项减值准备、递延税金等	各项减值准备、递延税金等涉及的资本占用
4、鼓励管理层着眼企业长远利益的调整	研发费用、广告费用、员工培训费用以及商誉的摊销等	研发费用、广告费用、员工培训费用以及商誉的摊销等涉及的资本占用、在建工程的调整

根据表中列示的主要调整项目,EVA的计算公式如下:

$$EVA = NOPAT * - WACC \times TC *$$

其中,NOPAT\*为调整后的税后净营业利润。NOPAT\* = 税后净利润 + 税后利息支出 - 税后营业外收支 - 税后补贴收入 + 税后研发支出等长期费用支出 + 税后减值准备 + 税后递延所得税负债本期增加额 - 税后递延所得税资产本期增加额 + 税后商誉摊销。TC\*为调整后的占用资本总额,包括权益资本和债务资本。

$TC * = \text{总资产} - \text{非正常经营收支} - \text{无息流动负债} - \text{在建工程} + \text{未摊销的长期费用支出} + \text{减值准备} + \text{商誉摊销} + \text{递延所得税负债余额} - \text{递延所得税资产余额}$ 。

WACC为加权平均资本成本率。 $WACC = (\text{债务资本成本率} \times \text{债务占总资本的比率}) \times (1 - \text{所得税税率}) + (\text{股权资本成本率} \times \text{股权资本占总资本的比率})$ 。

### 二、EVA与净利润的矩阵分析

本文选取了2004~2010年共七个会计年度的A股上市公司为样本。其中,剔除了金融、保险业类上市公司,剔除了净资产为负的样本,当净资产为负时会造成资本成本等指标的失效,导致最后计算的EVA指标难以反映公司真实的价值;还剔除了在数据整合中有缺失数据的样本。最终剩余样本10270个。本文的数据来源于RESSET和WIND数据库。

如果以EVA为横坐标、净利润为纵坐标,我们可以建立

一个四个象限的矩阵图(见图1)。位于第一象限的样本净利润为正、EVA也为正,属于既会计盈利也为企业创造了价值;第二象限净利润为正、EVA为负,属于会计盈利但却在毁损企业价值;第三象限净利润为负、EVA也为负,会计亏损的同时也在毁损企业价值;最后位于第四象限的样本净利润为负、EVA为正,属于会计亏损但却创造了企业价值。其中,第一象限和第三象限的会计利润和经济利润之间不存在质的偏差,而第二象限和第四象限则有本质的不同。

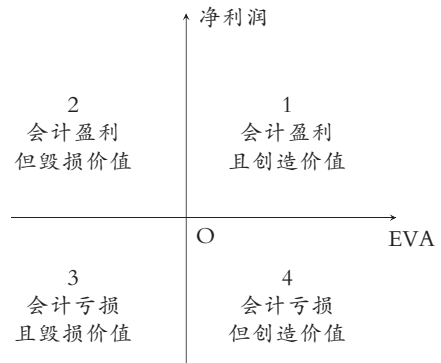


图1 EVA-净利润矩阵关系

表2 上市公司EVA与净利润的分布情况

年度	总数	EVA<0				EVA>0			
		净利润<0		净利润>0		净利润<0		净利润>0	
		数量	占比%	数量	占比%	数量	占比%	数量	占比%
2004	1261	143	11.34	703	55.75	2	0.16	413	32.75
2005	1247	202	16.2	740	59.34	2	0.16	303	24.3
2006	1302	124	9.52	745	57.22	2	0.15	431	33.1
2007	1420	96	6.76	657	46.27	3	0.21	664	46.76
2008	1501	225	14.99	880	58.63	1	0.07	395	26.32
2009	1591	166	10.43	867	54.49	2	0.13	556	34.95
2010	1948	95	4.88	986	50.62	2	0.1	865	44.4
合计	10270	1051	10.23	5578	54.31	14	0.14	3627	35.32

表2具体统计了上市公司各年度在不同象限的分布情况。由表2可见,这几年盈利公司的数量波动并不大,基本上每年都维持在85%~95%比较高的水平。但是价值创造公司的数量却随着宏观经济形势的变化以及金融危机的影响呈现出较大的波动趋势(见图2)。2005年,我国宏观经济增速放缓,对企业利润增长率、竞争能力以及价值创造也产生了实质性的影响,创造价值的公司降到不到25%,2006~2007年有所回升,2008年受金融危机的影响,只有约26%的公司EVA大于0,2009年、2010年稍有好转。进一步比较上市公司各年度的EVA率(EVA与资本占用之比,衡量每单位资本所产生的经济增加值)和净资产收益率(ROE)(见图3),从图3中可以看到,这几年上市公司平均ROE在0~15%之间呈现较大的波动,2005年最低,平均ROE只有0.5%,2006年和2010年都超过了10%。而平均EVA率就不容乐观了,上市公司每年的平均EVA率都小于0,从平均水平来看上市公司投入的每单位资本并没有创造价值,其中2005年最低,2008年其次,

2007年和2010年EVA率相对比较高,2010年基本接近于0。从图中可以进一步看出,上市公司各年平均ROE的波动幅度明显大于平均EVA率。

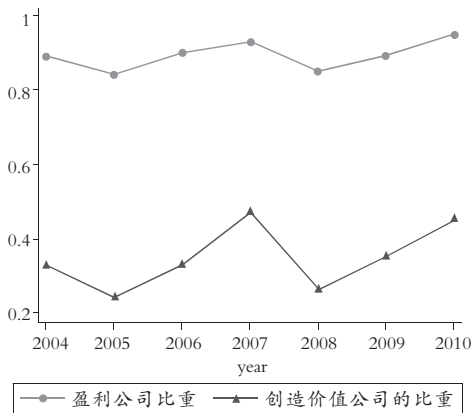


图2 各年度盈利公司比重与创造价值公司比重

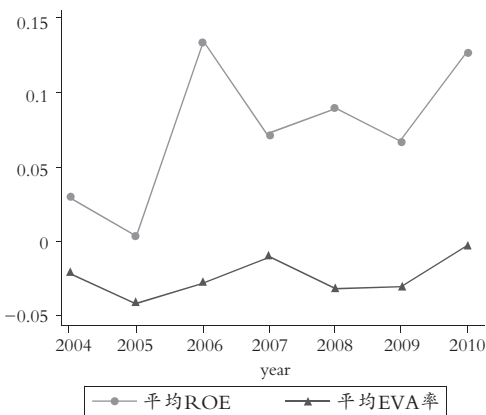


图3 各年度平均ROE和平均EVA率

(一)EVA与会计利润不一致情况的分析

从会计利润的计算结果来看,上市公司整体的盈利状况比较好,大部分公司在赚钱。但是从EVA角度进行分析,总体情况却不容乐观,大部分公司并没有创造价值,有的尽管账面上盈利,但却在毁损企业价值。为了进一步了解EVA和净利润的这种不一致,我们分别对第二象限和第四象限的样本进行了具体分析。

1. 会计盈利但毁损价值。这类样本位于坐标轴的第二象限,共有5578个样本属于该类,占有所有样本的54.31%,可见,超过一半的样本都是会计上盈利,但实际上却没有为企业创造价值。根据EVA的计算原理,可以归纳出以下四个方面的主要原因:①公司的盈利不足以抵补资本成本;②营业外收支等非经常性损益美化了会计盈利;③通过减值准备转回操纵盈利,粉饰业绩;④通过递延所得税转回美化业绩造成盈利与EVA的背离。那么,这些因素中哪些又是使盈利公司转变为价值毁损公司的关键因素呢?我们进一步对这5578个样本进行了分析,分别剔除上述四个因素对EVA的影响,通过比较剔除前和剔除后EVA价值的变化,找到使盈利公司转变为价值毁损公司的关键因素。分析结果见表3,其中EVA1是将

样本的EVA加回权益资本成本,调整后5578个样本中有4469个样本的EVA由负变为正,EVA2是将样本EVA加回营业外收支等非经常性损益,调整后有346个样本的EVA变为正,EVA3是将样本EVA加回减值准备的影响,调整后有272个样本的EVA变为正,EVA4是将样本EVA加回递延税款的影响,调整后有81个样本的EVA变为正。

表3 EVA关键影响因素分析

	EVA1	EVA2	EVA3	EVA4
EVA>0的样本数	4469(5578)	346(5578)	272(5578)	81(5578)
比重	80.12%	6.2%	4.88%	1.45%

表3涉及的调整公式如下:  $EVA1 = EVA + \text{平均股权资本} \times \text{股权资本成本率}$ ;  $EVA2 = EVA + \text{税后营业外收支净额} + \text{税后补贴收入净额} - \text{营业外收支和补贴收入的资本调整} \times \text{股权资本成本率}$ ;  $EVA3 = EVA - \text{税后减值准备增加额} + \text{减值准备的资本调整} \times \text{股权资本成本率}$ ;  $EVA4 = EVA + \text{递延所得税借方增加额} + \text{递延所得税的资本调整} \times \text{股权资本成本率}$ 。

可见,影响盈利公司价值毁损的主要因素是资本成本,80.12%的样本如果不扣除权益资本成本,其EVA就变为正了,说明这些公司的盈利水平比较低,不足以抵补其资本成本,会计利润将权益资本成本作为收益进行分配,而不作为成本在计算利润时进行扣除,因此会计上盈利,并不代表企业实现了价值创造。

除了资本成本的影响,我们看到还有346个样本是因为非经常性损益而造成的虚盈实亏。2006年财政部对债务重组准则以及非货币性交易准则都进行了很大的修订,新债务重组准则取消了原先将豁免债务收益计入资本公积的规定,重新改为计入营业外收入;新非货币性资产交换准则也取消了原先统一按照账面价值核算的“一刀切”规定,对于具有商业实质的非货币性资产交换按照公允价值进行会计处理。这些修订使得上市公司利用非经常性损益粉饰业绩更加便利。很多ST公司诸如ST浪莎、S\*ST长岭等正是利用债务重组等营业外收益实现了盈利。但是,由于计算EVA会对这些非经常性损益进行调整,因此扣除这些非经常性损益后,EVA便可能变为负值,可见EVA相对于会计利润能更好地反映企业的盈利质量。

此外,有接近5%共272个样本重新加回其转回的减值准备后EVA变为正。减值准备的转回可以增加当期盈利,但在计算EVA时需要消除减值准备的这一影响。尽管会计准则规定,资产减值损失一经确认在以后会计期间不得转回,但该规定并不是针对所有减值准备而言的,坏账准备、存货跌价准备等并不包含在内,同时该规定也无法针对次年资产处置的情形。一些计提秘密准备的公司正是通过坏账准备或存货跌价准备来操纵盈利。

最后,还有81个样本加回递延所得税后EVA变为正。当资产的账面价值小于其计税基础时,产生递延所得税资产,反之产生递延所得税负债。递延所得税负债的转回可以起到与减值准备转回相同的效果,增加转回年度的利润,81个样本

重新调回递延所得税后,其EVA就变成了正,可见这些公司的盈利主要是依赖递延所得税负债的转回。现行会计准则限制了减值准备的转回,但并没有限制递延所得税负债的转回,在资产负债表债务法下,由于账面价值、计税基础的确定,以及税率变化的影响,使得递延所得税负债以及递延所得税资产的计算都具有很大弹性,其利润操纵的空间也是非常大的。因此,递延所得税转回这种盈余管理手法也非常值得投资者以及监管部门关注和重视。

2. 会计亏损但创造价值。这类公司位于坐标轴第四象限,与前一种背离不同,这类公司账面亏损,但EVA却大于0。全部样本中一共有14个此类样本,这些样本公司是不是真的创造了价值呢?为了长期激励企业创造价值,计算EVA时需要对一些有利的费用化支出(如研发支出、长期广告费用、培训费用等)进行调整,当企业因为这些支出的费用化而亏损时,经过EVA的会计调整便可能产生正的EVA。然而由于我国上市公司对于此类费用支出的披露并不充分,数据库中难以收集到相关信息,很多公司年报中也未曾披露,现行会计准则允许符合条件的研发支出资本化,数据库中也只能查到资本化的研发支出,因此我们在计算EVA时没有对这些因素进行处理,因而可以排除这一因素。除了长期费用的原因,还可能是商誉的摊销引起这种不一致,但数据库中只能查到2007年以后的商誉数据,通过对商誉数据的分析,我们也排除了这个因素。那么这14家亏损公司又是因为什么原因而变为价值创造公司的呢?

通过分析,我们发现这14家公司平均计提的减值准备达到平均总资产的17.7%,明显高于其他三组,最高的占到71.8%。而且这些样本公司当年计提的减值准备主要为坏账准备、固定资产减值准备、存货跌价准备等,其中有7家计提了巨额的坏账准备,如S\*ST天海2004年增加的坏账准备有7个多亿,\*ST宏盛2007年增加的坏账准备也超过了3个亿。除巨额减值准备外,还有两家公司账面上有巨额的递延所得税负债,其中海欣股份2007年账面上的递延所得税负债竟达到12亿多。由于计算EVA要对减值准备、递延税款、营业外收支等进行调整,如果上市公司计提了巨额减值准备或递延所得税负债,就会相应地调增其NOPAT,当增加的NOPAT大于其增加的资本成本时,EVA就会为正,因此就会导致会计亏损但EVA却大于0。

正如前文所分析的,计提减值准备、转回递延税款都是上市公司操纵利润的手段,这14家公司中有7家是ST公司,亏损公司常常利用各种秘密准备在亏损当年“一次亏个够”,为以后年度储备利润,避免连续亏损被“戴帽”、“摘牌”。由于现行会计准则对减值准备转回的限制,秘密准备便更多的是通过坏账准备、存货跌价准备甚至递延税款来提取。我们进一步来看这14家样本公司第二年的业绩表现,其中有两家公司是2010年的样本,除去这两家公司,剩下的12家样本公司有9家第二年都实现了扭亏为盈,但其EVA也毫无例外地变为负值,与前文对第二象限的分析结果一致。这些样本从第四象限转到第二象限,进一步证明了这些公司利用减值准备或是

递延税款在亏损当年“一次亏个够”,第二年通过转回减值准备实现扭亏。

## (二)EVA与会计利润一致情况的分析

1. 会计盈利且创造价值。该类样本位于矩阵的第一象限,全部样本中共有3627个样本属于该类,占比35.32%,这类企业情况最好,不仅会计盈利,也实现了价值创造。从表2可见,2005年和2008年这类企业数量最少,分别只占到当年样本的24%和26%,反映了当年经济形势对企业造成的负面影响。然而从表2中也可以看到,盈利公司的数量在这两年仍然维持在较高水平(84%和85%左右),可见会计利润所包含的巨大人为操纵空间。

2. 会计亏损且毁损价值。该类样本位于矩阵的第三象限,全部样本中共有1051个样本属于该类,占比10.24%,其中2005年和2008年数量最多。理论上会计亏损,并不一定导致EVA也小于0,如果亏损是因为诸如研发支出等的费用化,那么经过EVA的计算调整,企业不一定价值毁损,但由于有关数据信息难以收集,我们无法对此进行调整,所以在会计亏损且价值毁损的这些样本中我们不排除这些公司存在的可能。但是,由于第三象限样本的数量本身不多,因此,即便考虑这一因素,上市公司整体的价值创造情况依然不容乐观,仍然有大部分公司属于价值毁损公司。

## 三、小结

通过前文的矩阵分析,我们发现EVA与会计利润之间存在较大的背离。上市公司净利润情况要远远好于其EVA,其中超过一半的样本公司会计盈利但却没有创造价值,上市公司价值创造情况不容乐观。在样本覆盖的七年中,从EVA角度分析,不论是价值创造样本的数量变化,还是平均EVA率的价值波动,均能够比较一致地反映经济变化对企业造成的负面影响,呈现出一种周期性的波动。

而基于净利润角度分析,却呈现出一种内在的不一致,盈利公司的数量一直维持在比较高的水平,但各年的平均ROE却有很大波动,会计利润指标难以反映企业的价值创造情况,同时一定程度上也不能真实地反映宏观经济环境对企业造成的实质性影响,在经济下降的周期,企业仍可能通过一些会计方法的选择报告比较好的盈利数字美化企业的业绩,甚至欺骗投资者。

## 主要参考文献

1. 孙铮,吴茜.经济增加值:声誉下的思索.会计研究,2003;3
2. 周炜炜,华彬.谁在创造财富,谁在毁灭财富——2000年中国上市公司财富创造和毁灭排行榜.财经杂志,2001;10
3. 大卫·格拉斯曼,华彬.EVA革命:以价值为核心的企业战略与财务、薪酬管理体系.北京:社会科学文献出版社,2003
4. 康雁,宋风华.谁在创造财富,谁在毁灭财富——2002年中国上市公司财富创造和毁灭排行榜.财经杂志,2003;2
5. Alfred Rappaport 著.丁世燕等译.创造股东价值.云南:云南人民出版社,2002