

中国上市企业的创值能力分析

刘芍佳¹, 刘乃全²

(1. 英国布鲁耐尔大学; 2. 上海财经大学 区域经济研究中心, 上海 200433)

摘要: 本文首先介绍了创值理论的发展背景及其与创利理论的差异, 指出创值理论的基本原理及测算模型; 然后在有效样本数据的基础上对中国上市企业的创值能力进行50强排序, 并分析了50强创值能力的趋势及行业特点; 最后探讨了创值理论对我国发展证券市场的意义。

关键词: 创值; 创利; 上市企业

中图分类号: F23; F830.91 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-9952(2002)06-0011-08

一、引言

企业发展的最终目标应该是实现股票投资价值的最大化, 也即股东价值的最大化, 这就要求衡量公司业绩的指标应该准确反映公司为股东创造的价值。公司每年为股东创造的价值等于收入减去全部成本和费用后的剩余。传统的以创利为基础的业绩衡量指标及整个指标体系却无法准确反映公司为股东真正创造的价值, 主要原因在于传统的指标体系存在两个缺陷: 一是传统利润指标的计算没有扣除股本资本的成本, 导致成本的计算并不完全, 从而无法判断企业为股东创造的真正价值。利润指标忽略了资金的无偿占用, 从而没有利用企业所提供的公共信息去测算企业的经营绩效, 即利润信息的非充分性。公司运作所需资本主要由两部分构成: 债务资本与股东资本。债务资本可以以债权人收取利息的方式来表示资本的成本, 是一种显性成本; 而股东资本则要求企业或公司提供一定的资本回报, 这是一种隐性成本, 它不在企业的会计报表中体现。由于投入企业的股本资本也可以投向其它盈利项目, 而其它盈利项目所带来的收益便是股本资本的机会成本, 那么, 股本要求的回报应至少不低于机会成本, 否则, 股东可以投向其它项目。所以, 股本资本的成本就是投资在风险程度相近的其它项目所能获得的收益, 即机会成本。二是传统指标的计算以各种财务报表展示的信息为基础, 而会计报表所表现出来的信息本身就存在部分失真, 这同样不能真正体现企业为股东创造的真正财富。这主要表现在根据会计报表计算出来的传统数据, 由于根据会计准则中的稳健性原则而低估了公司的业绩。稳健性原则要求公司确认收入与费用时尽可能采取保守的态度, 尽量多确认费用, 少确认收入, 从而有可能低估公司的利润。如研究开发支出以当期一次核销的方式夸大当期费用, 而低估了当期利润, 使经营者的当期业绩受到影响, 经营者也就不愿进行研究开发支出, 从而不利于公司的长期发展。无论是低估成本还是低估利润, 都可能使经营者的行为发生变形, 偏离为股东创造最大价值的正确方向, 不符合为股东创造最大价值的目标。此外, 利润增长并不等同于经济增值或者说创值的提高, 企

收稿日期: 2002-03-08

作者简介: 刘芍佳(1960—), 男, 广东广州人, 英国布鲁耐尔大学高级讲师;

刘乃全(1969—), 男, 山东蒙阴人, 上海财经大学区域经济研究中心博士生。

业花钱买利润的现象也日趋严重,利润增长的创值率下降正是这种情况的写照。在这种背景下,新的企业业绩衡量指标—经济附加值(Economic Value Added,简称EVA)或称之为创值便应运而生。因为,创值就是增加企业在市场上的价值,而市场价值是由市场附加值(Market Value Added)与企业投入经营的资本原值之和所构成,假若其它一切外界条件保持不变,从理论上讲,单纯由企业经营效益改善而导致的市场附加值的上涨应该与企业的经济增值额相吻合,所以,从这一角度讲EVA与创值是一个等同的概念。创值越高,企业为股东所带来的财富效应也就越高。企业的这种创值能力直接反映企业的经营绩效,尤其是资本的经济效益。这种新型的企业业绩衡量指标克服了传统的以创利为基础的衡量指标的缺陷,能够比较准确地反映企业为股东创造的真正价值,也使得西方许多研究机构从1990年代初就把评估企业绩效的研究方向从“创利”转向“创值”。而在1990年代中后期,这一衡量企业真实业绩的指标在西方国家得到广泛应用。美国《财富》杂志在1997年就刊登了“美国的最大财富创造者”,把为股东创造财富最多的1000家企业排列出来。其中,可口可乐、通用电气、英特尔和微软公司名列前茅,成为1997年为美国股东创造财富最多的公司。

二、创值理论的基本原理、研究现状与测算模型

1、创值理论的基本原理及研究现状。企业创值指标首先在美国应用并得以迅速推广,以可口可乐、AT&T等为代表的著名跨国公司从1980年代中期就尝试使用创值指标作为衡量企业经营业绩标准引入到企业的内部管理中,并将创值指标最大化作为公司目标。在投资分析领域中创值指标也得到广泛应用。一些著名的投资银行、咨询公司,如高盛公司、第一波士顿公司等纷纷采用创值指标来分析上市公司,以帮助客户选择有价值的股票。此外,由于国际跨国公司全球化经营的日益广泛及管理观念的逐步引入,加之以Stern Stewart公司为代表的管理咨询公司在全球的大力推介,使得企业创值指标不仅在美国,而且在加拿大、英国、德国、法国、澳大利亚等国都获得了较为广泛的应用。与传统的利润绩效指标相比,EVA最根本的不同点就是它度量的是“值”,而不是一般财务概念上的“利”。企业“价值”一般含有两种基本信息:一种是企业经营或资本投入的规模性,规模表明企业发展的机会和抗衡风险的能力;另一种是资本运作的效益性,效益反映了企业在产品市场的竞争力及生存持续力,在高度竞争的市场中,一个没有效益的企业是会很快的被淘汰掉的。对于这两种信息,如果要用一个指标同时描述反映,在利润相关的指标中恐怕还很难找出。相反,EVA或创值绩效指标却能把这两项信息合二为一,既度量了企业资本的“规模”性,同时也测算了资本的“效益”性。由于EVA的这一特征再加上其测度方面的信息充分性,使得许多西方学者认为,在与市场价值的相关变化方面,EVA比传统的利润指标应具有更高的相关度和解释企业市价变化的能力,西方一些初步研究成果也已清楚地表明了这一点。研究的内容基本包括三个方面:一是验证创值指标在解释股价变化方面的有效性;二是考察使用创值与不使用创值指标的企业在股票市场上的表现是否存在差异;三是探讨企业创值指标的计算,是否需要调整会计报表的数据处理方法。在验证企业创值指标在解释企业股票价格变化的有效性方面,大部分的研究结果表明,企业创值指标比传统的利润指标或者说利润率指标在解释企业股票价格的变化方面有较强的解释力,即优于传统的指标。不同研究结果的差异主要表现在创值指标与传统指标解释股价变化的差异程度上。如Uyemura(1996)等的研究结果表明,创值指标的解释力为40%,而传统指标的解释力最高仅为13%;Biddle(1996)等人的研究结果都是创值指标的解释力为41.5%,而传统指标的最高解释力为36.5%,等等。在对于使用创值指标与不使用创值指标的企业之间在股票市场上的表现是否存在差异方面,如果是一个比较成熟、信息充分且真实或者说理想的股票市场,股票价格的差异应该主要表现在企业经营业绩上的差异,由于创值指标能够比较准确地评价企业的经营业绩,使上市公司能够选择给股东带来

增值的机会或项目,所以,从理论上讲,采用创值指标的公司应该比不采用创值指标的公司的价格表现要更优一些。Stern Stewart 咨询公司与其它研究机构在 1999 年初合作进行了这方面的研究,它们选取了几十家采用创值指标的上市公司,同时又在每个样本公司所处的行业中选出了一些市值接近但未采用创值指标的公司作为参考的对象进行收益比较,结果表明,两者相差竟达 10% 左右。此外,以创值指标为基础设计的管理人员奖励制度与股东价值的最大化目标相融合,从而有利于企业的增值。国外学者对创值指标的计算是否需要会对会计科目进行调整以真实反映企业的经营状况进行了较多的探讨。有些学者认为根据会计准则及会计报表计算的公司业绩可能过于保守,不鼓励管理层进行创新投入和长远投资等,应进行科目调整;但有些学者认为,科目调整前后创值指标对股票价格变化的解释力并不能显著提高,所以,他们认为没有必要进行调整。实务界只是调整最主要的若干科目,其中包括研究开发费用与市场开拓费用、商誉、递延税款、各种准备等,而其它科目则不予调整。

2. 企业创值能力的测算模型。研究企业创值能力的前提是测算 EVA, 美国经济学家 Stern Stewart 首先提出了在西方会计标准规则(GAAP)的基础上专门测算企业资本效益的 EVA 会计方法。该法不仅对传统的利润计算方法做了较大的修改,同时还重新构造了资金平衡表,用新的 EVA 资金平衡表来测算企业的实际资本投入或占用额。这种新的会计测算方法主要由三个要素所构成:(1)EVA 税后收益额;(2)企业实际资本投入;(3)资本成本率。在确定了这三个要素后,企业经济增值额(EVA)便可直接由下式算出:

$$EVA = EVA \text{ 税后收益} - (\text{资本成本率} \times \text{资本投入额})$$

$$\text{或 } EVA = (EVA \text{ 税后收益率} - \text{资本成本率}) \times \text{资本投入额}$$

其中,EVA 税后收益率是 EVA 税后收益额与资本投入额之比。上式表明,只要 EVA 税后收益率高于资本成本率,企业就创值,由此 EVA 反映了企业资本经营的收益率;另外,在给定收益率大于零的条件下,资本投入额越高,企业创值也越高,EVA 反映了企业资本的“规模性”。可见,EVA 是测度企业资本投入规模与收益率的一个综合指标。并且,当 EVA 为正值时,表明公司的经营收入在扣除所有成本与费用后仍有剩余,部分剩余收入属股东所有,因此,EVA 为正时,股东价值增加,公司价值增加;反之,如果 EVA 为负,则表明公司的经营不足以弥补包括股本资本在内的全部成本与费用,从而使股东价值减少,公司价值下跌。基本测算步骤如下:首先是计算 EVA 税后收益。原则上讲,EVA 税后收益是指包含利息的税后利润。具体地说,它是资本经营所带来的税后所有与投入资本有关的收益。这个收益与传统税后净利润指标的关键不同之处在于前者是未含任何有关资本成本的收益,也就是财务成本之前的净收益;后者是去除借贷资本成本之后的净收益。根据这一原则,EVA 对传统利润指标作了两项主要调整,第一项是把利润中扣除的“财务成本”恢复出来,使之成为“收益”进入税后资本总收益。为了对这一调整保持财务税收计算上的一致性,在税收调整方面,营业总收益在扣除了一般所得税外,还另外多减一项“利息增补税”(税率×财务费用),作为所得税项对转成收入的“财务费用”进行“增补”的税额。第二项调整是把能够资本化的一些“成本费用”转化成“资本收益”。具体地说,如果某项成本能化为资本进入企业资产,则这项成本应该作为“资本收益”,而不应该作为企业成本来处理。其次是计算资本投入额。反映企业资本规模的有两项指标:总资产和净资产。前者包含了企业所有的付息贷款、股东权益、各种欠款和应付未付以及其它无息资金供给;后者是股东权益。股东权益并不代表企业经营所占用的全部资金,而总资产却又多含了企业应收未收的总额部分,没有去除应付未付。所以这两项指标都不能正确反映企业经营所占用的实际投入资金量。由此,为了从总资产和净资产的概念中区分出来,准确地表述企业为经营所做的资本投入,EVA 从财务计算的角度把创值理论中的资本要素定为资本投入。这个投入包含了企业的付息贷款、股东权益、企业其它无息资金供给及流动资金净占用额等全部之和。所谓流动资金净占用额指的

是企业在生产过程中流动资金的实际占用额,或对生产过程所做的短期净投资额。换句话说就是流动资产与流动资金无偿占用部分的差额。下表便是我们利用资金平衡表原理阐述的资本投入概念与基本定义,表1是传统的资金平衡表构造,表2是EVA资金平衡表构造。

表1 传统资产平衡表的一般构造

资产	负债
流动资产:现金+应收未收+存货+预付货款	短期有偿付息债务
	短期无偿资金占用
固定资产及无形资产	长期有偿付息债务
	其它长期无偿资金供给
	股东权益
资产总和	债务权益总和

表2 EVA资产平衡表的一般构造

资产	负债
流动资产净额:(现金+应收未收+存货+预付货款)-(短期无偿资金占用)	短期有偿付息债务
固定资产及无形资产	长期有偿付息债务
	其它长期无偿资金供给
	股东权益
资产实际占用总额	资产实际投入总和

最后是计算资本成本率。一个企业的资本成本率是其贷款利息率和资本市场机会收益率的加权和。在这个加权和中,最为复杂的问题是测算其股东资本的市场机会收益率。简单地说,资本的市场机会收益率是零风险的资本机会收益率加上对企业投资的风险补偿。其具体计算式可由资产价格模型来表示:

$$M_i = R_f + \beta_i (R - R_f)$$

其中, M_i 表示第 i 企业的资本机会收益率, R_f 是零风险的资本机会收益率, 比如政府债券率, 银行存款利息率等。 R 是市场平均风险的资本机会收益率; β_i 是企业 i 的风险系数, 系数越大, 风险越高, 它是市场对企业投资风险程度的反应。很显然, 上式表明了测算资本机会收益率有三种方法: (1) 全风险补偿法; (2) 市场平均风险法; (3) 零风险补偿法。

采用第一种方法需涉及到测算每家上市企业或每个企业的风险系数 β_i , 计算该系数需要应用经济计量学的时间序列回归技术, 并对每家上市企业做时间序列分析, 这意味着每家上市企业至少得提供 15 个以上的有关企业分红收益和股价变化的观测值。第二种方法是市场平均风险法。应用这个方法的一个基本条件是假设 $\beta_i = 1$, 也就是说市场的平均投资风险与每家企业的投资风险相等, 尽管这种假设有些牵强, 但在计算资本机会收益率时, 投资风险因素还是得到了考虑。用零风险补偿法计算资本市场机会收益率的最大优点是简单且易于应用。该法认为, 在不考虑每家企业投资风险有差异的情况下, 投资者资本机会收益率应该是一样的。因为每位投资者都放弃了一个相等而又公开的收益机会, 而把资金投入企业。放弃这个收益机会就是投资者在不考虑风险情况下的资本机会收益率。换句话说, 这个机会收益率就是股东资金的市场机会成本。在我们的创值研究排名中, 我们将中国人民银行 5 年期存款利息率作为零风险的资本机会收益率。对于 R 我们采用股价方程进行估算, 结果是中国资本市场平均机会收益率 1997 年至 2000 年的平均值为 12%, 对于风险系数 β_i 的测量则是利用历史收益变化法与时间序列回归法结果平均得出, 有关 R 与 β_i 的具体计算方法我们有专门文章论述。

在设定了资本机会收益率后, 我们便可应用下述计算式直接把资本成本率计算出来:

$$\text{资本成本率} = (D/D+E) \times I(1-T) + (E/D+E)M$$

式中, D 为企业付息的债务总额; E 为股东权益额; I 为企业贷款的平均利息率; T 为企业实付所得税率; M 为资本机会收益率。

三、中国上市企业创值能力排序及比较分析

为测定我国上市企业创值能力的动态变化及了解上市企业创值的轨迹, 我们采用 3 年加权平均的方式来测量上市企业的每元资本的创值, 如计算出来的 2000 年的每元资本创值率实际上是 1998 年、1999 年与 2000 年每元资本创值率的加权平均值, 并利用回归模型计算的结果分别给予 3 年的权重为 0.07、0.30、0.63。这样计算出来的数值既能反映企业当期的创值水平, 又能考虑到前期的创值能力。从理论上讲, 创值能力或水平的变化是一个动态的过程。同时, 为了使计算结果具有较高的可信度, 我们对选取的企业作了些限制, 以保证企业排序的真实性与可靠性, 属于下列情况下的企业不参加排序:

- (1) 税率小于 5%;
- (2) 几年累积的隐藏费用超过其相对应时间的累积利润;
- (3) 税收增长率大于或等于利润增长率, 同时企业账面所得税率水平下降;
- (4) 短期应付未付款额大于流动资产额而同时有报告赢利的企业。

第一条剔除企业税率小于 5% 的原因是, 一方面企业不仅要为股东创造价值, 同时也应为社会创造价值。在税率极低的情况下, 计算出来的创值额实际上只反映了为股东创造的价值, 而未考虑到为社会创造的价值; 另一方面, 税率低, 相应的利润造假的税赋成本也低, 据研究发现, 税率越低, 企业利润造假的概率就越高。第二条是针对企业操纵利润的造假行为。第三条则是利税数字有矛盾, 企业报表可信度受到置疑。第四条是因为企业在短期内已资不抵债, 实际上处于破产的状态, 利润数字只是有名无实。

在控制了企业参选排序的条件后, 我们利用《经济日报》信息中心提供的经其整理加工后的中国上市企业数据, 对企业(1997—2000 年)50 强的创值能力进行了排序, 见表 3 所示。

表 3 1997—2000 年每资本单位创值额前 50 名股票排名表

排名	2000 年		1999 年		1998 年		1997 年	
	股票	股票代码	股票	股票代码	股票	股票代码	股票	股票代码
1	山东铝业	600205	合金投资	633	合金投资	633	春兰股份	600854
2	东方电子	682	全兴股份	600779	国嘉实业	600646	泸州老窖	568
3	全兴股份	600779	泰达股份	652	格力电器	651	湖北兴化	600886
4	世纪中天	540	英豪科教	600672	东方电子	682	四川长虹	600839
5	双汇发展	895	东方电子	682	泰达股份	652	天发股份	670
6	五粮液	858	环保股份	730	中远发展	600641	深科技 A	21
7	兖州煤业	600188	格力电器	651	春兰股份	600854	南京新百	600682
8	合金投资	633	承德露露	848	金海股份	657	武凤凰 A	520
9	乐凯胶片	600135	中储股份	600787	光彩建设	46	浦东大众	600635
10	综艺股份	600770	云天化	600096	深科技 A	21	青岛海尔	600690
11	粤电力 A	539	辽宁成大	600739	交运股份	600676	长春长铃	600890
12	中远发展	600641	光彩建设	46	苏州高新	600736	伊利股份	600887
13	泰达股份	652	中远发展	600641	鲁北化工	600727	国脉通信	600640
14	广州控股	600098	环保高科	600727	风华高科	636	兰生股份	600826
15	辽宁成大	600739	粤电力 A	539	四川长虹	600839	中远发展	600641
16	英豪科教	600672	综艺股份	600770	哈慈股份	600752	真空电子	600602
17	铜城集团	672	一汽四环	600742	成都联益	696	成商集团	600828
18	华立控股	607	上风高科	967	申能股份	600642	大冷股份	530
19	安彩高科	600207	交运股份	600676	达尔曼	600788	亚泰集团	600881
20	茂华实华	637	鞍山合成	600669	阳光股份	608	天津磁卡	600800
21	三星石化	600764	漳泽电力	767	内蒙华电	600863	百大集团	600865
22	三爱富	600636	明星电力	600101	天津磁卡	600800	一钢异型	600608

续表3 1997—2000年每资本单位创值额前50名股票排名表

排名	2000年		1999年		1998年		1997年	
	股票	股票代码	股票	股票代码	股票	股票代码	股票	股票代码
23	粤美的 A	527	拉萨啤酒	752	亚泰集团	600881	万向钱潮	559
24	浙江东方	600120	邯郸钢铁	600001	综艺股份	600770	杉杉股份	600884
25	杭钢股份	600126	铜城集团	672	厦门汽车	600686	上海强生	600662
26	格力电器	651	上海汽车	600104	华光陶瓷	655	沪昌特钢	600665
27	广汇股份	600256	有研硅股	600206	泸州老窖	568	深赤湾 A	22
28	华晨集团	500653	一汽金杯	600609	咸阳偏转	697	大众出租	600611
29	宁波富达	600724	申能股份	600642	一汽四环	600742	济南轻骑	600698
30	上海汽车	600104	远东股份	681	湖北宜化	422	佛山照明	541
31	川投控股	600674	沧州大化	600230	华天酒店	428	中国嘉陵	600877
32	云天化	600096	真空电子	600602	永安林业	663	上海九百	600838
33	长百集团	600856	广州控股	600098	鞍山合成	600669	苏常柴 A	570
34	方正科技	600601	深能源 A	27	深能源 A	27	陆家嘴	600663
35	真空电子	600602	深科技 A	21	辽宁成大	600739	深康佳 A	16
36	宝钢股份	600019	新疆天业	600075	中海海盛	600896	国嘉实业	600646
37	钱江摩托	913	红太阳	525	粤电力 A	539	粤电力 A	539
38	华源股份	600094	春兰股份	600854	三爱富	600636	飞亚达 A	26
39	武钢股份	600005	厦门汽车	600686	国脉通信	600640	梅雁股份	600868
40	石油大明	406	新兴铸管	778	伊利股份	600887	焦作万方	612
41	天然科技	600797	中西药业	600842	实达电脑	600734	深能源 A	27
42	鲁润股份	600157	汇通水利	415	青岛海尔	600690	中集集团	39
43	火箭股份	600879	浙江天然	600797	招商股份	703	海欣股份	600851
44	上海机场	600009	甬城隍庙	600830	欧亚集团	600697	神马实业	600810
45	新兴铸管	778	中钨高新	657	杉杉股份	600884	方正科技	600601
46	中集集团	39	中通客车	957	新疆屯河	600737	威远生化	600803
47	上海金陵	600621	长百集团	600856	天宸股份	600620	胶带股份	600614
48	兰州民百	600738	托普软件	583	东大阿派	600718	皖能电力	543
49	华联控股	36	深深宝 A	19	天发股份	670	光明家具	587
50	航天机电	600151	山东铝业	600205	宁波富达	600724	星湖股份	600866
平均单位资本创值额	0.0757		0.0759		0.0785		0.0596	
平均总创值额 (百万元)	164.58		119.29		105.90		91.99	

注:股票名字用加粗黑体字表示该股从1997年到2000年至少有3年进入每元资本单位创值额的前5名。

从表3中可以看出,从1997—2000年,我国上市企业前50强的创值能力有所提高,从1997年每元资本创值率的5.96%上升到1998年的7.85%、1999年的7.59%、2000年的7.57%,而平均总创值额也从1997年的9199万元提高到1998年的10590万元、1999年的11929万元、2000年的16458万元,3年期间增长了近80%,这充分说明了我国上市企业前50强随着资本规模的逐步扩大及单位资本创值率的逐步提高而显现的创值能力的逐步增强趋势。

当然,由于我们在计算企业创值能力时对样本企业设定一些标准及参数要求,这就使得我们的排序结果与Stern Stewart管理咨询中国公司周炜炜与华彬两位先生在《财经》杂志上发表的《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》中的结果并不完全相同,主要原因在于我们的选择标准。如其在前10名中并未列在我们排行榜前50强的中原油气则是由于其税率在1999年及2000年均为零,符合我们选择的第1条标准,从而剔除掉。而银广厦A1998年的税率为15%,而1999年为1.9%、2000年为1.7%,而同期税收增长率却是利润增长率的1.78倍,符合我们选择的第3条标准,从而去除掉。此外,由于我们采取的是连续3年企业单位资本创值率的加权平均而非创值额总量排名,这也是我们的测算结果与Stern Stewart管理咨询中国公司的排名结果出现不一致的原因。我们所考虑的是单位资本的效率,

而他们则主要考虑创值量，而创值量既要受创值率的影响，还要受资本总量的影响，由于不同企业的资本总额并不相同，那么，根据单位资本的创值率及总的创值额排序的结果也就应该不同。

同时，由于我们采用动态加权平均的方式来观测各企业 EVA 创值率的变化，这样，加权后的 EVA 创值率不仅反映了企业某一时期的创值能力，而且还从统计上模拟了企业在 3 年期中的创值能力的动态变化，它所测算的是在动态中发展的创值率，而不是某一时点的静态结果。而反映这种创值能力的动态变化，加权平均值比单一时点上的观测值更具有优越性，也就是说创值能力的变化是运动变化的结果，企业的创值能力不可能一下消失。如果说某个企业在某一时期创值能力低，那么它只是前面创值能力逐渐减弱的结果。这一现象在家电行业显得尤为突出，如春兰股份，1997 年单位资本创值率为 18.7%，名列中国上市企业 50 强之首；而在 1998 年下降到 11.6% 而名列第 7 位；到 1999 年单位资本创值率便下降到 4.9% 而名列第 38 名；在 2000 年便已经找不到其在 50 强的位置。同样如格力电器，其在 1998 年的创值率为 14.7%，名列第 3 位；而在 1999 年为 11.7%，名列第 7 名；2000 年便已降到 7%，名列第 26 名；不知道在 2001 年的排名中是否还有它的位置？而如青岛海尔在 1997 年还列在创值 50 强的第 10 位，在 1998 年便下降到 42 位，到 1999 年 50 强中便没了它的踪影。从 1997—2000 年前 10 名的 50 强排名中可以看出，有近 50% 的企业能够连续或至少 3 年排在中国上市企业前 50 强的排名中，如果加上连续或至少两年进入前 50 强的企业，那么，这个数据将高达 70%，也由此可见，企业创值能力的变化是一个较为平稳的动态变化过程，其创值能力并不能一下消失。

从 50 强的行业分布上看，公用事业、高科技企业与基础工业占有重要的位置。公用事业特别是电力工业占据一定的比例，在 1999 年，便有 6 家电力工业上市公司位居在 50 强中，特别是粤电力 A 连续 4 年位列 50 强，并且其创值率始终处于增长的势头，1997 年每元资本创值率为 3.4%，名列 50 强的第 37 位；1998 年尽管排列位置未变，但每元资本创值率上升到 5.4%；1999 年每元资本创值率为 8.3% 而名列第 15 位；到 2000 年单位资本创值率增加到 9.5% 而位列 50 强的第 11 位，这也充分说明公用事业作为一种自然垄断行业，其在国家政策的有效保护下，随着规模的不断扩张，规模经济性逐步显现，而经济规模正是决定该行业创值能力的一个基本因素。在 50 强中，东方电子始终是高科技企业的领头羊，该企业不仅连续 3 年稳居在高科技企业的前列，而且创值水平也在不断提高，1998 年每元资本创值率达 13.2%，位居第 4 位；尽管 1999 年排在第 5 位但创值率却上升到 14.3%；2000 年创值率上升到 17.5%，位于 50 强的第 2 位，而 50 强平均创值率 2000 年仅为 7.57%，该企业单位资本创值率超过平均水平的 2 倍，由此可见高科技企业的发展前景，这也是为何高科技企业能在 50 强中占有一席之地的主要原因。当然，这也与我国大力发展高科技企业的政策有关。同样如经济规模较大的钢铁、石油、化工工业等基础性行业，其创值能力也主要取决于经济规模，所以导致 50 强中具有较多的基础工业。

从企业的创值与创利的关系看，尽管企业的创值与创利存在着一定的联系，但创值并不等同于创利，而且创值增长与利润增长也不是一件事。由于利润变化对资本结构变化非常明显，而以全部资本为基础测量的创值则对资本结构变化不会显得敏感，也就是说，可以通过改变资本结构而改变净资产利润率的情况，对创值指标影响不大。最终的结论便是尽管许多企业利润为正，但 EVA 都为负值。而创值增长，则利润一定增长。50 强的平均每元资本的创值从 1997 年的 5.96% 上升到 2000 年的 7.57%，同期的资本利润率也从 17.06% 上升到 18.68%。

四、创值理论对我国发展证券市场的借鉴意义

资本效益与创值能力是衡量企业质量的综合标准，同时也反映了其所在资本市场是否具有健康发展的微观基础和基本动力。企业是股市的基础，企业好，创值高，股市才有发展的前景。美国的股市之所以能相对于世界上其它股市更具强劲的发展力，其中很重要的一个原因就是“创

值”概念在美国企业中的推广应用。美国的经济舆论每年都要为其上市企业排名创值能力,让创值导向企业,使企业尽最大的努力提高资本效益,为股东的投资增值。在这种以创值为目标的导向下,美国投资者对美国企业的投资就更具有投资增值的信心,促使更多的资金通过股市流入企业。这种以创值为导向的股市微观基础是美国股市的强劲发展及指数持续上升的基本动力和保证。

相比之下,日本企业强调建立财团与企业的良好关系。财团有难企业要理解;企业有急财团要相助,共度难关,共同发展。这种企业发展模式的致命弱点就是削减了企业对资本效益改善的关切程度。因为它们没有创值的目标导向与激励。从长期发展看,没有资本效益的企业对吸引资金是没有竞争力的。如果一个股市大多由资本效益不高或对创值不感兴趣的企业所充斥,该股市的微观基础就会不牢靠,投资者的信心就难以在微观的层次上得到保证。日本股市与美国股市的绩效反差正说明了创值理论对股市发展的深远影响。

由于我国的证券市场发展较晚,应该说还很不规范,造假现象也时常发生。所以,很难从传统的利润指标或报表中发现企业的真正投资价值。企业可以花钱买利润,拖欠资金就是这种情况,这是一种无偿资金占用,相当于花他人的钱去买自己的利润,企业三角债问题正是这种行为促成的后果。我国上市企业的平均利润从1997年到2000年增加了9%,但经济增值不仅在同期内没有上升,而且还有所下降,并且达64%的水平,加上上市企业70%的耗值面都说明了我国证券市场“企业圈钱买利润”的资本经营粗放行为已相当严重。那末,为促使我国证券市场的长期发展,形成健康发展的微观基础,引进创值理论进行企业管理已是必然之事。

参考文献:

- [1]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[J]. 财经, 2001.
- [2]刘芍佳,李骥. 超产权论与企业绩效[J]. 经济研究,1998,(8).
- [3]刘晓玄,刘芍佳. 双重目标的企业行为模型——兼论我国宏观经济运行的微观基础[J]. 经济研究,1998,(11).
- [4]王升国. 中国证券市场超常规创新的理论思考[J]. 中国社会科学,2001,(1).
- [5]Glassman, J. K. & K. A. Hasset. Stock Prices are still far too low[J]. Wall Street Journal Europe, March 18, 1999.
- [6]Rogerson, William P. Intertemporal Cost Allocation and Managerial Investment Incentives: a theory explaining the use of economic value added as a performance measure[J]. Journal of Political Economy, Vol 105 NO. 4, 1997.

An Analysis on the Performance of Chinese Listed Companies for Value Creation

LIU Shao-Jia¹, LIU Nai-guan²

(1. Brunel University, United Kingdom of Britain; 2. Research Center for Regional Economy, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China)

Abstract: This paper first introduces the concept of value creation theory, its difference from profitability theory, its basic principle and its calculation model. Then based on data of valid samples, it ranks 50 best companies out of the listed companies according to their value creating ability, and analyzes the value creation tendency of the 50 best compaines and the trade characteristics. Finally it discusses the significance of value creation theory to the development of China's securities market.

Key words: value creation; profiability; listed companies.