

央企财务目标之重新定位:股东价值最大化

戴娟萍(教授)

(浙江财经学院 杭州 310018)

【摘要】在国资委发布的《中央企业负责人经营业绩考核暂行办法》中,经济增加值成为重要的考核指标。这使央企财务目标发生了变化,对央企的发展也产生了一系列的影响。

【关键词】央企 业绩考核 股东价值最大化 经济增加值

2009年12月29日,国资委发布了《中央企业负责人经营业绩考核暂行办法》。在新的考核办法中,经济增加值(EVA)取代净资产收益率成为中央企业(简称“央企”)负责人年度经营业绩考核的最重要的指标,权重高达40%。这意味着国资委考核的导向已从以往的重利润向重价值转变,以引导央企做强主业,提高资本使用效率,实现国有资产保值增值和股东价值最大化。在这样的考核“指挥棒”下,央企财务运作的目标必然会由“规模或利润最大化”向“股东价值最大化”转变。财务目标的变化,必然会使战略选择、经营决策、兼并收购、资产处置和薪酬激励等领域产生一系列变革,从而对我国企业尤其是地方国有企业的经营与财务管理产生深远的影响。

一、央企财务目标的定位:股东价值最大化

企业是营利性组织,其经营的出发点和归宿是创造价值。关于财务管理目标,实务中主要有规模最大化、利润最大化、股东价值最大化、企业价值最大化和相关者利益最大化等。多数财务学者认为,企业财务目标应为股东价值最大化或企业价值最大化。这是因为,股东创办企业的目的是增加财富,如果企业不能为股东创造价值,股东就不会为企业提供资金。笔者认为,不同的财务目标各有特点,无所谓优劣,关键是要与企业实际情况相适应。例如:对处于创业和起步阶段的企业来说,被许多财务学者所诘问的规模或市场份额最大化,或许比利润最大化或企业价值最大化目标更合适。

经过多年的变革与积累,央企大多已发展成为拥有强大产业集群的企业集团,在相关领域占有较大的市场份额,有着数量可观的资本总量。2008年末,国资委监管下的央企资产总额高达17.7万亿元,销售收入达11.9万亿元。央企以规模或市场份额最大化作为财务目标显然是不合适的。由于股东监管的缺位,采用利润最大化目标则极易导致央企财务决策的短期化和投资冲动,况且有利润并不意味着一定能为股东创造财富,对于占有大量国有资源的央企来说更是如此。因此,在市场经济条件下,央企与其他企业一样,应以创造财富为主要目标。央企是全体公民的财富,肩负着国有资产保值增值之责。追求股东价值最大化,为全体人民创造更多的财富,是符合央企财务目标定位的。

也有观点认为:股东作为企业所有者,在企业中承担着最大的义务、风险,也获得最多的权利和报酬,但债权人、员工、经营者、客户、供应商和政府也为企业承担着风险,因此在确定财务目标时,不能忽视这些利益相关群体的利益,央企更是如此。笔者认为,虽然央企应承担更多的社会责任,但央企最大的社会责任是做大做强。长期以来,央企承受着创造财富、解决就业和承担社会责任等多重压力,这固然有一定的道义上的合理性,但在制度层面上并不尽如人意,蕴含着悖论。财务目标是企业财务管理尤其是财务决策所依据的行为准则,单一目标可以为企事业理财提供统一的决策依据,并保持各项决策的内在一致性,而多元目标在实务中很难指导决策,易使企业陷入无所适从的困境。明确股东价值最大化的财务目标,有助于央企从多元目标体系的困境中走出来。况且,股东权益是剩余权益,只有满足了其他方面的利益需求之后才会有股东的利润。企业守法经营就可以说基本满足了其他利益相关者的需要。

二、股东价值最大化目标的实现

在股东投入资本不变的情况下,股东权益市场价值的上升可以反映股东价值的增加,股东权益市场价值的下降可以反映股东价值的减损。也就是说,对于上市公司,在股票数量不变的情况下,每股市价的高低可以反映财务目标实现程度。但上市公司的股价是由多种因素影响的结果,不只是受股东权益价值的影响,在市场效率低下的情况下更是如此。另外,虽然资本市场上有为数不少的央企上市公司,但已实现整体上市的央企并不多。因此,用每股市价的高低来衡量央企财务目标的实现程度显然是不合适的,也是不现实的。

经济增加值可以在一定程度上反映股东财富。经济增加值概念是由美国著名的思腾斯特(Stem Stewart)管理咨询公司提出来的,它是指从超过投资者要求的报酬率中得来的价值,等于税后净营业利润扣除全部资本成本后的净额。经济增加值把包括机会成本在内的所有资本成本都考虑在内,是对企业真实经济利润的一个评定,能够表明一定时期企业创造或毁损的财富量。长期以来,人们将利润视为企业股东的所得或价值。其实,息税前利润只是债权人对企业在扣除全部成本

费用后剩余索取权的一个下限值,支付利息和交纳税金后的净利润也不是企业为股东创造的财富。企业为股东创造的价值来自经常性业务的净营业利润在减去全部资本成本之后的所得或剩余,即经济增加值。

企业市场增加值与经济增加值是有联系的。市场增加值等于企业资产市场价值与投资资本之差。对于已进入稳定状态(有稳定的销售增长率和投资回报率)的企业来说,市场增加值=经济增加值/(资本成本率-增长率)。这表明,经济增加值是分年计量的,市场增加值是预期各年经济增加值的现值。又由于企业市场增加值等于权益市场增加值与债务市场增加值之和,如果利率不变,增加企业价值与增加权益价值具有同等意义,而利率对企业来说是不可控因素。企业的经营者正是通过努力不断地增加企业的市场增加值,以实现股东财富增加的。将经济增加值作为考核企业负责人经营业绩的指标,并与绩效薪酬直接挂钩,将引导央企走上为股东创造价值的道路,使激励薪酬与增加股东价值保持一致。

三、经济增加值考核对央企的影响

《中央企业负责人经营业绩考核暂行办法》以年度利润总额、年度经济增加值、任期国有资本保值增值率和任期主营业务收入平均增长率为基本考核指标。在年度业绩考核中,经济增加值的基本分为40分(利润总额为30分、分类指标为20分),而年度经营业绩考核的结果又将纳入任期考核,基本分为20分。由此可见,经济增加值对央企负责人的业绩考核具有重大影响,以经济增加值为核心的业绩考核体系已粗具雏形。这有助于强化央企负责人的资本成本和价值创造理念,从而有效地遏制盲目扩张和投资冲动,引导企业更加关注主业,加大对科技、产品和管理创新的研究投入,持续做大做强,实现可持续发展。

1. 理念转变:规模大、利润高不一定就是好企业,关键在于是否创造财富。将经济增加值纳入央企负责人经营业绩考核体系,必然会在央企掀起经营管理理念上的一场“头脑风暴”,以往利润越大越好的思想会被颠覆。因为利润只扣除债务成本,没有扣除权益资本成本。以经济增加值作为考核指标,是从股东的角度来定义企业利润,将股东投入企业的资本的机会成本考虑了进去。只有企业的盈利超过权益资本的机会成本,股东财富才能真正增加。这有助于引导央企提高资本使用效率,牢固地树立正确的资本成本意识,既重视生产经营成本,也要考虑资本成本,实现真正意义上的全成本核算,保证为出资人提供更多的回报。由于经济增加值考虑了股权投资的机会成本,长期以来一些央企忽视资本成本、片面追求规模扩张的发展模式有望得以改变。

2. 业务调整:做强主业,实现专业化经营。央企只有专注发展主业,专心于主业的技术、产品、商业模式的创新,扎根本行业做强做精,才能健康成长,才能向国家多交税、多交红利和解决就业问题。况且,央企拥有其他企业所无法比拟的资源优势和资金优势,无论进入哪个行业,都有足够的实力打破这个行业的平衡,这很有可能会影响到市场公平。同时,央企是全体国民的资产,盲目扩张所带来的风险和损失,最终损害的仍然是

是公众的利益。

在新的业绩考核方案中:对变卖主业优质资产损益、主业优质资产以外的非流动资产转让收益以及与主业发展无关的资产置换收益、与经常活动无关的补贴收入等非经常性收益,在计算企业税后净营业利润时减半计入;而对与主业有关的在建工程,则可从资本成本中予以扣除。这样的考核办法,是期望央企更加关注主营业务,围绕主业做强做大和实现主业收益最大化,也警示央企要慎入股市、房地产和期货等高风险领域。因为企业如果投资某些非主营或非经常性的业务,虽然有可能获取更多的利润,但这些非经常性收益不仅对经济增加值没有太大的贡献,还可能因占用了资源而导致经济增加值的减少。

但是,在现行年度经营业绩考核中,利润总额的基本分仍有30分,经济增加值与利润指标之间的潜在冲突可能会在一定程度上影响央企经营与财务决策。例如,非主营业务取得的收益可以增加利润指标的考核得分,但对经济增加值指标影响甚微(在计算税后净营业利润时被减半计入,在计算资本成本时却要全额计入),以致企业仍然具有从事非主营业务以增加利润的动因。逐步提升经济增加值指标在业绩考核中的重要性,甚至最终替代利润总额指标,也是央企业绩考核体系改革的方向之一。

3. 资金使用:提高使用效率,降低资本成本,防止盲目扩张与低效投资。自2003年国资委成立以来,央企的发展取得了长足进步,但发展还不平衡。一些企业内在发展能力提升还不够快,发展方式还比较粗放,效益增长的基础还不稳固;一些企业过分追求规模扩张,低效资本占用过多,资本使用效率不高。经济增加值考核有助于引导央企量力而行又尽力而为,既保持必要的发展速度又注重资本回报和发展质量。

经济增加值是指税后净营业利润减去资本成本后的余额,也等于投资资本回报率和资本成本率差额与投资资本的乘积。因此,提升经济增加值的途径主要有:①持续寻找新的财富增长点。投资有正的净现值(即投资资本回报率大于资本成本率)的主业项目,做大企业以创造更多的财富。坚持“不创造价值不配置资源”的投资原则,从而确保所有投资项目的回报率高于资本成本率,避免盲目扩张与低效投资。②提高现有资本的使用效率。即在不增加投资资本的条件下,通过优化管理流程、改善产品结构(低附加值产品向高附加值产品转型)、降低经营成本、减少存货和应收账款、加速资金周转等,做强企业以实现财富的增加。同时,通过剥离非主业资产、清理低效资产、出售非核心业务等资产的内部整合以减少财富的毁损。这有助于加快央企的结构调整与产业升级,巩固已有的技术、管理优势,进一步增强主业的竞争力。③降低资本成本。在计算经济增加值时,全部经营性资本(扣除不承担付息义务的无息流动负债和处于建设期且尚未进行竣工决算的在建工程)按5.5%的资本成本率计算资本成本(其中:承担较多国家政策任务且资产通用性较差的企业资本成本率为4.1%;资产负债率在75%以上的工业企业和80%以上的非工业企业资本成本率为5.9%)。由于采用的是固定资本成本率,企业可以

盈余质量综合评价模型及其应用

李伟雄¹ 丁淑丽² 黄欣欣¹

(1.湖南科技大学商学院 湖南湘潭 411201 2.哈尔滨东安机电制造有限责任公司 哈尔滨 150066)

【摘要】 本文通过收集数据进行实证分析,选择了会计盈余质量影响因素中的四个重要方面,以宝钢为研究对象,以12个参数作为盈余质量的表征变量,运用SPSS软件进行主成分分析,构建了一个便于理解且具有可操作性的上市公司盈余质量综合评价模型,借此检验上市公司的盈余质量水平。

【关键词】 盈余质量 定量评价 主成分分析

盈余质量评价,是指从投资者的角度对上市公司财务报告盈余信息的质量特征即对盈余信息的相关性和可靠性进行分析、判断。盈余质量评价的目的应该服从于财务报告的目的,即进行盈余质量评价应有利于投资者透视报告盈余的可靠程度及其预测价值和反馈价值,进而指导投资决策。具体来说,盈余质量评价的目的是判断同一公司不同时期或者同一时期不同公司对外报告的盈余信息在相关性和可靠性方面的差异,并且发现公司盈余信息在相关性和可靠性方面可能存在的重大问题。

一、盈余质量评价指标体系设计

构建盈余质量评价指标体系应以会计信息质量特征理论为指导,按照会计信息的两个主要质量特征即相关性与可靠性选择和设计评价指标。在借鉴国外盈余质量评价指标的基础上,综合考虑我国证券市场的特点、相关信息的可获得性以及财务报表分析指标后,笔者主要从以下几个方面建立上市公司盈余质量的综合评价指标体系,且将各指标依次设为 X_i

($i=1,2,3,\dots,12$),见表1。

表1 盈余质量评价指标体系

指标类型			指标名称及代码	指标性质
一级	二级	三级		
盈余质量	盈余相关性	持续性	营业利润占利润总额的比率(X_1)	+
			主营业务利润占营业利润的比率(X_2)	+
		稳定性	每股净资产(X_3)	+
			每股未分配利润(X_4)	+
			固定资产比率(X_5)	+
			毛利率(X_6)	+
	盈余可靠性	真实性	应收账款周转率(X_7)	+
			存货指标(X_8)	+
		现金保障性	每股现金(X_9)	+
			每股经营活动净现金流量(X_{10})	+
			净利润现金比率(X_{11})	+
			营业利润现金保证率(X_{12})	+

通过优化资本结构、有效使用财务杠杆等方式降低资本成本,提高经济增加值。而无息流动负债在计算资本成本时被扣除,也会促使央企借助经营模式的变革,增加无息流动负债,以节省资本成本。

4. 未来发展:鼓励科技创新,加大研发投入,实现可持续增长。虽然说企业是在发展中求生存、创造价值,但并不是说企业只要实现快速的增长就能发展得很好,问题的关键在于增长是否可以持续,只有可持续的增长才能为股东持续创造财富。而在经济增加值的测算中,研究开发费用作为净营业利润的调整项予以加回;在计算资本成本时,对从事科学研究、技术开发、资源勘探及有关其主业所在领域在建工程的投入,可按一定比例在资本成本中扣除。这有助于鼓励央企进行科技创新、加大在技术创新等方面的投入,以增强其持续盈利能力与核心竞争力,实现可持续发展,提升经济增长的质量。

当然,经济增加值也是一把“双刃剑”。如果仅仅以经济增加值作为考核指标,可能会使管理者只把精力放在创造、增加

企业价值上,造成其忽视甚至不再乐于承担社会责任。央企的特殊身份决定了其不单单是一个以盈利和创造价值为目的的企业,而是必须承担一定的社会责任。因此,在央企负责人业绩考核中,应借助分类指标、奖惩计分等方法予央企以约束。另外,尽管面临着价值管理体系的构建,但从对年度利润总额指标、任期主营业务收入指标的保留来看,国资委仍将重视央企以规模增长所代表的产业集中。对此,央企将面临增长与价值创造双重目标的严峻挑战,需要在增长、价值创造与业绩考核得分最大化之间进行平衡。

主要参考文献

1. 宋慧英,刘朝阳.财务管理目标新论.经济纵横,2009;1
2. 孙铮,王茜.经济增加值:盛誉下的思索.会计研究,2003;3
3. 中国注册会计师协会编.2009年度注册会计师全国统一考试辅导教材——财务成本管理.北京:经济科学出版社,2009