上市公司经营业绩综合评价若干问题

暨南大学经济学院　桂文林　舒晓惠　伍超标　陈一飞

上市公司经营业绩综合评价以财务指标为基本评价要素,在构建指标体系的基础上以科学的评价方法为重要工具。准确、及时、有效地反映上市公司当前的经营状况是评价的最终目标。科学的经营业绩评价为企业生产经营活动和政策的制定提供正确的导向,同时也为投资主体监督、考核受托者对受托责任的完成情况提供科学的依据。《统计研究》2000年第9期刊登了徐国祥、檀向球等学者的名为《上市公司经营业绩综合评价及其实证研究》的文章。该文力图从评价指标体系的建立和综合评价两个方面对国内外关于上市公司经营业绩的现有评价方法予以改进。如考虑到目前我国上市公司扩张过快、盲目搞多元化经营所带来的风险对企业经营业绩评价的影响,在指标体系设计当中增设了主营业务鲜明率这一指标。笔者在参考大量国内外文献的基础上,通过认真研究发现,该文无论是从评价的总体思路,还是从具体的评价细节上看都存有疏漏,有必要提出来,作进一步的探讨。

一、上市公司经营业绩综合评价该如何定位

1.从动态的角度看上市公司经营业绩综合评价。从动态的角度看,上市公司过去的经营业绩及其行业排序具有客观性,其经营业绩不仅受到历史经营因素的影响,而且体现在财务报表和相应的财务指标上。合理选取这类指标,构成指标体系,应用科学的评价方法对公司历史经营业绩的评价是主观见之于客观的过程,属于事后评价的范畴。事后评价便于公司从以往的经营活动中总结经验和教训,为公司的事后管理提供相关信息。但事后评价由于太过于"财务数据"化,因而不仅不能与正在进行的业务活动相联系,提供管理与决策所需要的财务信息,而且不能与公司战略经营目标相联系,无法将其纳入战略管理的全过程。理论和实践都证明,事后评价往往会导致公司经营的短期、局部行为。

传统的上市公司经营业绩综合评价是一种以事后评价为主的管理行为,《上市公司经营业绩综合评价及其实证研究》一文阐述的也是这种管理行为。为适应21世纪经济全球化、信息化和高科技化的新经济环境,上市公司经营业绩综合评价的方式也应该从事后评价转变为事前评价。笔者认为,在作上市公司经营业绩综合评价研究之前,有必要先将其准确定位。这是目前关于上市公司经营业绩综合评价研究所普遍缺乏的,大多数研究人员都只侧重于评价指标体系的建立或评价方法的改进。

2.从历史的角度看上市公司经营业绩综合评价。为适应公司经营内外环境、经营目标和经营业绩的变化,上市公司经营业绩综合评价也应发生变化。一般认为,西方上市公司经营业绩评价的发展基本经历了成本业绩评价、财务业绩评价、经营业绩评价指标体系创新三个阶段,各阶段都有自己的特点,现列表分述如下:

西方上市公司经营业绩评价史

历史阶段	内外环境	财务管理目标	评价指标体系和评价方法
成本业绩评价	19世纪初~20世纪初,商品经济萌芽到资本主义初步发展阶段。降低成本是提高公司经营业绩的主要手段。	降低成本	简单成本计算和以标准成本制度分析为标志的复杂成本计算和业绩评价。
财务业绩评价	20世纪初~20世纪90年代,资本主义稳定发展,由自由竞争过渡到垄断阶段。降低成本不是提高公司经营业绩的惟一有效的途径。	所有者权益最大化	包括成本指标在内的综合财务评价指标体系经历了以投资报酬率为中心、销售利润率为中心和财务指标为主、非财务指标为辅的指标体系阶段。
经营业绩评价指标体系创新	20世纪90年代至今,以经济全球化和世界经济一体化为标志的新经济环境。	有利于企业战略目标的实现	财务指标体系由财务层面、客户层面、内部生产经营过程层面和学习与成长层面组成。

从历史的角度不难看出,在《上市公司经营业绩综合评价及其实证研究》一文中对我国上市公司在现有的内外环境下所作的经营业绩的评价仍处于以资本保值增值为目标的财务业绩评价阶段,这与西方上市公司经营业绩综合评价尚有一段距离。

二、上市公司成长能力如何评价

在《上市公司经营业绩综合评价及其实证研究》一文中,作者设立了总资产增长率、主营业务收入增长率和净利润增长率三个指标来反映上市公司的成长能力。1999年财政部、国家经贸委、人事部和国家计委联合发布的《国有资本金效绩评价规则》中涉及的"发展能力状况"指标,包括销售(营业)增长率、三年利润平均增长率、资本积累率、总资产增长率、固定资产成新率和三年资本平均增长率六个比率指标。王爽英分别用现期指标和增长性指标计算现期复合财务系数和趋势复合财务系数。陆正飞、施瑜认真比较"双高企业"(高科技、高成长企业)和传统企业的指标差异后,认为"双高企业"的投资价值更多地取决于其预期成长能力而非当期的静态盈利性,并在问卷调查的基础上为两类企业设置了不同的评价指

标体系。不难看出,为适应新形势的需要,在上市公司经营业绩综合评价中对公司未来经营状况的关注已初见端倪,但仍局限于用增长率指标反映公司的长期发展潜力。长期发展潜力对公司经营业绩的影响会间接影响评价结果。笔者认为,这一做法缺乏根据,并且问题重重。

1.上市公司发展潜力指标的选取中存在的问题。科学、有效地选取指标,用以反映公司发展潜力和趋势,既可以帮助相关主体了解公司未来经营状况,也可以避免管理当局通过短期内操纵利润来影响评价结果。一般说来,增长率指标只能反映公司的当期相对前期的经济增长情况,并不能反映公司的长期发展潜力和趋势,因而增长率指标也常常为管理当局操纵利润所采用。用增长率指标反映公司发展潜力,并组成指标体系,进行公司经营业绩综合评价显然是不合理的。

《国有资本金效绩评价规则》中涉及的"发展能力状况"指标中包含了三年利润平均增长率和三年资本平均增长率,它们分别在一定程度上反映了企业的盈利增长趋势和资本增长趋势。

1982年美国斯图尔特公司提出经济增加值(EVA,Economic Value Added)指标,EVA是指企业税后净利润扣除经营资本成本(包括债务成本和股本成本)后的余额。该指标将企业的权益资本视为机会成本,并用税后利润加以补偿,在一定程度上避免了管理当局对盈余的操纵以及会计准则的变化对经营业绩的扭曲等,较为真实地反映了上市公司当前的财务状况。

关于市场增加值(MVA,Market Value Added)和市场增加值率(MVAR,Market Value Added Ratio)指标,前者能准确地反映企业的市场价值,后者能综合地反映企业的发展潜力,尤其是资本的增值能力。

$$MVA=\sum_{t=1}^{n}[EVA_t\div(1+WACC)^t]$$

$$MVAR=\sum_{t=1}^{n}\{[MVA_t\div(1+WACC)^t]\div[Ct\div(1+WACC)^t]\}$$

其中:WACC为与公司风险水平相适应的加权平均资本成本或行业平均资本成本;C_t为第t年公司平均资本投资额;n为公司平均经营年限。MVAR通过未来经济附加值和实际全部资本额的比率指标的累积,一方面可有效避免管理当局操纵利润导致的经营短期行为对公司经营业绩综合评价的影响,另一方面通过经营期内的累积数综合评价了上市公司的发展潜力,尤其是资本的增值能力。此外,通过用与风险相适应的资本成本率抵减评价值,在一定程度上排除了风险因素的影响。可见,相对传统指标,MVAR是一项较为理想的评价企业发展潜力的指标。但由于计算MVAR所需的数据如EVA、WACC等无法直接从公开财务报表中准确获得,因而其现实意义逊色于理论意义。

2.用反映公司发展潜力的指标组成指标体系对公司经营业绩事后评价的疑问。对上市公司发展潜力的评价,实际上是对公司未来经营业绩的预期。发展潜力指标对现期经营业绩的影响,在一定程度上体现了公司未来经营业绩的预期对现期业绩的影响。这似乎是一大"悖论",毕竟对公司未来经营业绩的预期意味着更大的风险和不确定性,而现期的经营业绩却是客观的。

可见,在找寻反映公司发展潜力的指标以及公司发展潜力对现期经营业绩的影响研究上都存在问题。综上所述,笔者认为,对上市公司未来和现期经营业绩的评价分别属于事前评价和事后评价,适用于不同的环境,有不同的评价目的和方法。

三、分类指标体系间的相关性该如何度量

上市公司经营业绩综合评价指标权重的确定方法主要有两类:主观赋权法和客观赋权法。前者一般用于评价指标数目较少、各指标对综合评价值的重要程度易于区分,且指标间的相关性较小的情况;后者的应用情况正好相反。《上市公司经营业绩综合评价及其实证研究》一文将主观赋权和客观赋权相结合,前者应用于各类指标体系之间的赋权,后者应用于各类指标体系内各指标之间的赋权。在各类指标体系间相关性的检验中作者应用到拟相关系数。所谓拟相关系数即两类指标体系间的相关系数,它等于组成两类指标体系的指标间相关系数的算术平均值。据此可以计算得到上市公司盈利能力、偿债能力、资产管理能力、成长性和主营业务鲜明状况的拟相关系数。再通过拟合系数的平均数反映各类指标体系间的信息重叠程度。由拟相关系数的算法不难看出,两类指标体系之间的拟相关性是由该两类组成的更大类指标体系内变量的平均相关程度。两类指标体系之间互换变量对拟相关性没有影响,拟相关系数和分类无关。因此,笔者认为,用拟相关系数度量各类指标体系间的相关性有失公正。

各类指标体系可以看作是由各指标组成元素的向量。两类指标体系间的相关性是向量间的相关性,可以找出向量间的具有最大线性组合相关系数的配对,在多元统计领域将该配对变量称为典型变量,典型变量间的相关系数称为典型相关系数。通过典型相关分析可以识别和量化各类指标体系向量间的相关性。各类指标体系间的平均相关性可用典型相关系数的平均数予以度量。

现对我国上市公司盈利能力和运营能力两类指标体系间的相关性分别用拟相关系数和典型相关分析进行实证研究。其中:盈利能力选取主营业务利润率、净资产收益率、资产收益率三项指标;运营能力选取资产周转率、存货周转率、应收账款周转率、固定资产周转率、股东权益周转率五项指标。

笔者认为,用典型相关分析度量各类指标体系间的相关性更具客观性、合理性,对相关性检验标准的选择须根据实践作进一步的研究。

四、上市公司经营业绩综合评价结果的评价

实证研究是上市公司经营业绩综合评价的重要组成部分,是上市公司经营业绩综合评价理论的出发点和归宿,也是进一步完善评价理论的"实验基地"。在众说纷纭、各树一帜的评价理论的基础上,包括《上市公司经营业绩综合评价及其实证研究》一文在内,目前上市公司经营业绩评价的实证研究多拘泥于上市公司经营业绩的综合排名。笔者认为,如何通过实践来正确评价评价方法的优劣——对评价方法的评价,不乏是实证研究的一个好方向。如何针对不同的评价情况,选择不同的评价方法,准确、及时、有效地反映上市公司的财务状况,仍需作进一步的研究。