

资本重构：央企导入混合所有制与全面深化改革的切入点

赵 贞 汤谷良 ■

十八届三中全会拉开了央企全面深化改革的新序幕，从改革的顶层设计上，此次改革的基本方向与重要举措已经清晰，包括：(1) 加快推进国有企业股权多元化改革，积极发展混合所有制经济，促进国有资本的放大功能、保值增值等。(2) 尊重市场规律和企业发展规律，推动国有企业健全现代企业制度，完善法人治理结构，形成市场化的经营机制。(3) 坚持政企分开、政资分开、所有权与经营权分离；完善国有资产管理体制，推行以管资本为主加强国有资产监管，组建若干国有资本运营公司和支持有条件的国有企业改组为国有资本投资公司；促进国有企业进一步完善公司治理结构和内部运行机制。(4) 建立国有企业长效激励和约束机制，强化国有企业经营投资责任追究；建立健全根据企业经营管理的绩效、风险和责任来确定薪酬的制度。

深化央企改革的方针已基本明确，顶层设计方案已基本清晰。那么，作为央企来说，应如何顺时应势，全面思考与设计新的企业深化改革的基本方向，从而提高央企的竞争力和国有资本运行效率？笔者认为须致力于对集团内部的资本结构与股权配置的重新审视。

一、央企资本结构与股权配置面临的现状

根据国资委网站发布的《中央企业2010年度分户国有资产运营情况表》，笔者随机抽取了2家央企2010年的几个财务数据：一家央企的营业收入为2 280亿元，净利润为50亿元，属于母公司股东净利润不到2亿元；另一家央企的营业收入为1 754亿元，净利润为-1.5亿元，属于母公司股东净利润为-30.3亿元。这两家企业的相似之处就是“净利润”与“属于母公司股东净利润”数据间存有巨额差异。这种巨额差异现象在央企财务报表中比较普遍，说明央企在资本回报、股权配置方面存在明显问题。笔者认为作为央企不论是从事产业经营还是从事资本运作，不论是国有独资公司还是发展成为混合所有制企业，都必须关注资本回报水平和资源配置效率。

在合并会计报表规则下，“净利润”与“属于母公司股东净利润”数据之间的巨额差异是源于被合并的下属企业的少数股

东“分享了”这些企业的绝大部分净利润。从财务原理上分析，两个利润项目在数字上产生巨额差异的具体成因包括以下三种情形：(1) 央企总部都是绝对大比例控制所属企业，尤其是内部股权层级过多、股权链条过长“稀释”了企业净利润数据。(2) 央企所控制的下属企业盈利能力都不错，但是股权比例过低，尽管具有控制权能够合并这些企业的财务报表，但是只能占有与股权比例相应的净利润。(3) 母公司对盈利能力较强的下属企业占有的股权比例较低，但是总部对于盈利能力较弱甚至亏损的下属企业的股权占有比例较高。当然，这仅是局限于财务数字上的分析，如果上升到企业的资本效率，表明国有资本功能和运作效率低下。“巨额差异”稀释了央企国有资本的保值增值能力，也弱化了央企的竞争力，还使得央企的活力、控制力、影响力大打折扣。

在对我国上市公司盈利能力的评价中最为重要的指标是“属于母公司股东净利润”，而不是“净利润”，更不是“利润总额”。相反，至今国资委考评央企盈利能力最为重要的指标是“利润总额”，尽管近几年导入了经济增加值(EVA)，但是EVA的计算基础不是“净利润”，也不是“属于母公司股东净利润”，而是“息税前利润(EBIT)”，该指标仍大大超过了“净利润”指标口径。如果国资委能借鉴资本市场的做法，把考核央企盈利能力的“利润总额”指标改为“属于母公司股东净利润”，那么一批央企的业绩评价结果就会出现“大变脸”。

笔者认为，央企不能忽视企业“利润总额”、“净利润”和“属于母公司股东净利润”数据之间巨额差异背后所隐含的公司在业务战略、集团管控、资本配置、股权结构、财务价值与企业风险等方面的隐患。比如，如果是上述第一种情形，即由于集团内部股权层级过多形成的这种巨额差异，不仅意味着集团内部利润下沉，集团总部获得的“属于母公司股东净利润”其实也仅仅是个账面数字。由于集团内部股权层级过多，那么，处于顶层的集团总部对利润难以实施实际的配置使用，通俗地说，就是“看得见摸不着”。同时，与之对应的资产负债表中的“股东权益(净资产)”与“属于母公司股东权益”也会产生巨大差异，势必使得集团净资产被放大，集团母公司的财务能力尤其是负

债融资能力被虚增和美化。如果是上述第二种情形,即由于总部对下属企业具有控制权、能够纳入合并报表,但是其拥有的股权比例不高,致使大部分净利润被下属企业的“少数股东”瓜分,则这一情形下集团总部对下属企业的管控能力实际受到低持股比例限制而大打折扣。如果属于第三种情形,则说明央企内部股权资本资源配置极为低效。

二、关于资本重构的基本思路

“净利润”与“母公司股东净利润”之间具有巨额差异的央企,如何在十八届三中全会精神的指导下,深化改革,致力于提高国有资本的活力与效率? 笔者的基本思路是: 资本结构与股权配置效率问题还得通过资本股权结构的重构来解决,并以此来改变集团内部资本组织与管理结构,但这种重构必须立足集团战略、组织流程与商业模式、盈利规划,并充分考虑集团总部的管控能力等。具体思路如下:

(一) 压缩集团内部股权层级, 扁平内部资本结构

央企内部股权资本改革无疑有补充增量与调整存量两种方式。依照上述央企财务盈利产生巨额差异的成因,尤其是在内部股权层级过多、股权链条过长稀释了企业净利润的情形下,股权资本改革方向无疑应是集团内部存量的调整,而且这种努力的目标就是压缩集团内部股权层级、扁平内部资本结构。早在十多年前国资委就呼吁要把央企的内部股权层级压缩下来,目标是不超过三级,但至今这项改革收效甚微,有的央企内部股权层级反而变得更长了,甚至达到十级层次,使得内部股权结构变得极为复杂。虽然成因是多方面的,但其管理与风险隐患不容小视。

此次推出的央企混合所有制改革为扁平央企内部资本结构提供了难得的契机。只要央企从战略层面认识到这个问题的紧迫性,具体改革思路和调整技术路径就会应运而生。

(二) 集团内部实业经营与资本经营相结合

从集团股权实业投资的立场来看,集团的资本投资包括了参股投资、联营投资、合营投资与控股投资。以上分析的巨额差异其实仅限于集团母公司对被控制企业的关系,但在思考解决这个巨额差异的方案与路径时,还必须立足各种实体资本投资进行综合考虑。

笔者的主张是要立足于企业的战略方针、实业经营、盈利趋势、股权结构、总部财务实力进行综合分析。比如,对于企业的核心并具有长期竞争优势的产业,无疑应该采用控股投资,甚至应该采取全资控股。而对于在战略上企业孵化的产业,集团可以风险投资的思路进行参股投资,以较少的资本保持集团在孵化产业与产品上的进退余地。

近几年央企在并购、重组方面花的力度较大,特别是对地方国企、民企和海外投资并购花费了不菲的财务资本,但不少

并购投资不仅没有改善企业盈利,反而加大企业风险、陷入管控困境、沉淀了财务资源、拖累了企业实体经营。笔者认为,在资本运作方面,央企必须克服贪大求快的发展战略,把投资并购、重组等落实到致力于资本效率尤其是有利于提高实体经营竞争的优势上来,并保持并购投资的流动性。

(三) 混合所有制改革要致力于构造集团内部多样化的商业模式

近年来,商业模式已成为企业价值、资本运作、企业决策的重心。对于塑造当今企业商业模式的重要性基本获得共识,但对什么是商业模式和如何构造商业模式则各有主张。依财务主张,商业模式可以分为轻资产模式和重资产模式,而且立足于一家企业资源配置与风险结构来说,集团之所以称为集团,一定是多种商业模式的有机组合。换言之,对于集团内部一些板块的业务,应该架构以较少的长期股权资本投资、更多依靠非财务资金驱动业务发展与企业经营的轻资产战略;而对于集团内部的另一些板块的业务,应该架构以较多财务资金和实体资产驱动企业发展与运作的战略。

按照这一逻辑,在思考央企混合所有制和股权多样化问题时,就不能局限在财务资本实力的多寡,必须考虑网络、品牌、管理、人力资本、技术储备、客户关系、质量体系等非财务资本对企业未来商业模式的直接影响。纵观央企近几年的经营发展模式,基本都是投资拉动型。从报表结构上看,商业模式都是单一的财务资源占用型的重资产模式。笔者期待此次以股权改革为重心的央企改革别把央企资产做得“更重”! 必须要加大轻资产模式的构建力度,借机实现央企商业模式转型,构造央企内部轻重相宜的商业模式集合。

(四) 综合考虑集团内部股份与外部引资的不同效率

在混合所有制股东或所属企业的合资合作的伙伴选择上,央企应该做到以下几点: (1) 从孵化企业未来竞争产品的角度来讲,应该加大集团内部职员和技术入股,可以让内部员工控股,集团母公司法人股东参股,把这些企业的控股权让渡给员工持股。从产品创新与产业转型的效率角度来看,企业内部现有的技术创新与研发潜力一定是最可靠的,在进行股份多元化的路径选择时,应该让内部员工尤其是技术研发人员享受企业发展的红利,当然他们同时也会承担企业转型的风险。(2) 近几年中国企业包括央企在引资方面说得较多也践行得较多的就是: “引进战略投资者”。纵观企业引进战略投资者案例及其后果,除了企业上市或并购等资本经营行为,其实大多案例是这些战略投资者都是私人股权投资、投资基金等,它们的存在与加盟主旨在谋求“低价进入、高价退出”从而获得资本利得,属于十足的财务投资者。笔者认为,企业在产业转型、产品创新等方面还是要“自力更生”。央企在混合所有制改革的外部投资者选择上,务必盯着企业实体经营,真正引入战略投资

管什么 怎么管

——《企业会计信息化工作规范》解读之四

财政部会计司 ■

一、会计监督新环境与新使命

信息化不仅使会计环境发生变革,也使监督环境发生变革。信息化对会计监督的影响有两方面:一是监督对象的信息化;二是监督手段的信息化。会计监督既要适应监督对象信息化,为企业会计信息化创造良好的发展环境,同时,也要充分利用信息化手段,提高会计监督的成效。

然而,当前的会计监督相对于企业会计信息化的发展有所滞后,并未很好地适应信息化带来的环境变化。一是部分监督机构观念相对陈旧,仍习惯于基于纸面会计资料开展监督;二是会计监督信息化缺乏必要技术基础和手段;三是取消会计软件评审后,对会计软件功能的监管处于真空地带。这既不

利于提高企业开展会计信息化的积极性,也不利于会计监督效率的提升,影响了会计信息质量的监控效果及会计信息化整体优势的发挥。

上述问题产生的主要原因:一是监管惯性。监管机构不像企业那样能直接感受到信息化带来的优势,在缺乏有效激励的情况下,总是倾向于延续过去的经验和做法。二是缺乏适应新环境的制度安排。适应和利用新的技术环境开展会计监督需要新的制度安排,而上世纪九十年代中期会计电算化相关制度规范出台以后,这方面的制度基本未再经修改或补充,其滞后性早已显现。因此,纠正监管惯性、作出新的制度安排,成为《企业会计信息化工作规范》(以下简称《工作规范》)出台的目标任务之一。

者,确保资本经营服从于企业实体经营。

(五) 匹配集团内部的控制权与控股权

集团总部对下属企业控股权的状态是数量化的,特别清楚明确,但是其实质拥有的控制权就不那样显而易见,不仅局限于控股权的大小,也具体体现在合资合作的协议章程中,尤其是决定于集团总部实行的集团管控体系、合资各方的信任程度与沟通效果,并最终体现在被投资企业的日常经营管理业务中。可以肯定的是,当前央企对下属企业在资本上的控股权与财务上的控制权经常被分离,很不匹配。

谋求集团内部控股权与控制权的匹配协同应该成为央企内部股权重组、内部管控体系再造的一个基本方向。对此,笔者在央企内部对所属企业的股权投资比例的设计上有一个主张:除非不得已,尽量不考虑对下属企业按照股权50%:50%的合营企业或者20%以上50%以下的联营企业的股权安排。因为集团总部尽管采用权益法核算,但是不能合并报表,集团对这些合营和联营企业的管控经常处于“要么管控缺失,要么管控过度”的尴尬境地。由于中国社会的信任程度普遍不高,人们看到的案例更多是股东之间“不欢而散”。概括来说,笔者的主张就是:企业集团对下属企业的股权安排基本取向为“要么控股,要么参股”。

(六) 集团内部股权投资与资本退出相结合

资本的价值在于流动。纵观央企近年财务报表,资产、资本与经营规模在绝对值上是“突飞猛进”,由于这些规模指标使得越来越多的央企“迈入”或稳居世界500强,但是其资产质量与资本效率指标却令人堪忧。笔者认为,此次央企资本改革不能仅仅考虑资本增量继续补充,而是必须进行结构调整,加大资本退出的力度。或者说,此次改革的重点就是要通过清产核资,盘点那些长期处于亏损、效率低下、缺乏竞争优势且无发展前景的资产,有损核心价值的资本配置与股权投资要果断采取退出战略。具体来说,此次改革要树立以下理念:一是必须从企业的规模经营转型为资本效率经营;二是从越来越多的央企已经是产业或产品全能型企业转型为“有所为有所不为”具有核心能力的企业;三是从高度关注上市、并购与重组的企业转型为特别关注自身商业品牌经营与技术创新的集团企业。

总之,此次央企深化所有制与管理改革,应以财务资本为切入点,着力在引导企业资本投向更加合理、资本结构更加优化、资本效率进一步提高上下功夫。唯有如此,央企才能走得更远。■

(作者单位:对外经贸大学国际商学院)

责任编辑 刘黎静