

此外,创业板上市公司还应完善内部控制系统中的信息系统建设,提高信息化管理水平,强化业务管理流程,实现对日常运营活动的实时动态管理。

(四)加强现金流管理,提高资金效益。

由于对营运资金的管理不善,有部分创业板上市公司存在着“高收入、低现金流”的问题,再加上创业板公司在上市时普遍存在“高超募率”现象,更使其对低现金流问题“有恃无恐”。从企业战略实现和长远发展的角度来看,创业板上市公司应树立财务管理理念,通过制定筹资战略、资金管理战略以及计划、评价和控制等手段加强营运资金管理,建立和维持有利于价值创造的资金管理体系。在筹资阶段,创业板上市公司可以充分利用财务杠杆,拓宽资金筹集渠道,提高资金使用效率。在日常运营活动中,对于应收账款可以制定更有效率的信用政策,建立健全应收账款催收制度,加快货款回收;对于存货管理则可以推行存货定额管理体系,结合市场形势安排生产计划,减少营运资金占用。

(《财务与会计》理财版2012.8)

企业集团内部资本市场效率及其关键影响因素分析

——以中石化为例

随着我国企业集团多元化经营战略的兴起,内部资本市场理论逐渐成为企业集团内部资源配置的核心理论,国内学者对内部资本市场的研究也取得了一些成果,但基于此的案例研究依然比较匮乏。本文运用案例分析的方法,研究中国石油化工股份有限公司(简称中石化)的内部资本市场效率,并深入探讨影响其内部资本市场效率的关键影响因素,以期为我国企业集团完善内部资本市场机制,提高资源配置效率提供参考。

一、中石化的内部资本市场及其效率

(一)中石化的内部资本市场。

2000年2月,中石化成立,其主要从事石油与天然气的勘探及开采、炼油、石化产品的生产与销售等业务。2001年8月,中石化在上海证券交易所挂牌上市,实现了在纽约、香港、伦敦、上海四地同时上市,接受四地机构的监督。中

石化总部下设勘探及开采事业部、炼油事业部、营销及分销事业部、化工事业部、企业与其他事业部五个事业部。五个事业部直接受总部的控制与管理,应用相同的会计政策,同时每个事业部也拥有较大的自主经营权,可以独立进行经营管理,应用不同的生产、经营程序,制造及分销不同的产品。总部和五个事业部构成了内部资本市场的运行主体,总部运用行政和市场两种机制,按照各个事业部的经营利润来评估其表现,并主要通过集团内服务、产品往来、集团内担保、集团内借贷、集团内股权和资产转让、集团内增资等方式进行内部资源配置。

(二)中石化内部资本市场的有效性。

王峰娟、谢志华(2010)比较了直接测度内部资本市场效率的几种方法,并构建了基于中国制度背景的内部资本市场效率的测度模型,具有较好的适用性。因此,本文采用王峰娟、谢志华(2010)构建的基于上期资产回报率的现金流敏感系数法(CFSa),作为直接测度内部资本市场效率的模型。模型如下:

$$CFSa = \sum_{j=1}^n \left[\left(\frac{cf_{j,t-1}}{BA_{j,t-1}} - \frac{cf_{t-1}}{BA_{t-1}} \right) \left(\frac{\exp_{j,t}}{BA_{j,t}} - \frac{\exp_t}{BA_t} \right) \frac{BA_{j,t}}{BA_t} \right]$$

其中: $cf_{j,t-1}/BA_{j,t-1}$ 是集团分部j的t-1期的现金流与账面资产的比值,反映分部j资产的现金流回报能力; cf_{t-1}/BA_{t-1} 是全部分部的t-1期现金流与全部分部的账面资产的比值,反映全部分部资产的平均现金流回报能力。两者之差反映各分部资产的现金流相对回报能力的高低,作为投资机会的判断标准。 $\exp_{j,t}/BA_{j,t}$ 是分部j的t期资本支出与账面资产的比值,反映总部对分部j的资源配置力度; $\exp_t/BA_t$ 是全部分部t期所获得的平均配置资本。两者之差反映资本配置的流向。 $BA_{j,t}/BA_t$ 是分部资产与分部总资产的比值,作为系数计算的权重。最后,若CFSa大于零,则内部资本市场资源配置效率是有效的,反之则无效。

分部数据来源于中石化2000~2011年按照国际会计准则编制的经独立核数师审计的分部报告,其中分部现金流是由分部经营收益加上分部折旧、摊销等非现金费用得到,分部账面资产和分部资本支出均来自分部报告,计算结果如表1所示。从表1可知,2001~2011年中石化内部资本市场的CFSa值均大于零,这说明中石化的内部资本市场资源配置连续11年都是有效的。可见,中石化拥有比较健全的内部资本市场运行机制。

表1 中石化2001~2011年基于上期资产回报率的现金流敏感系数(CFSa)

年度	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
CFSa	0.0080	0.0085	0.0038	0.0027	0.0017	0.0057	0.0131	0.0078	0.0111	0.0014	0.0033

二、中石化内部资本市场效率的关键影响因素

内部资本市场效率的发挥取决于内部资本市场的有效运行,而中石化内部资本市场机制的有效运行主要得益于以下几方面的因素:

(一)公司战略的一贯性。

王化成等(2011)强调了企业战略对内部资本市场效率的决定性影响,他们认为企业在经营活动前制定的战略,从根本上决定了企业发展过程中的资源配置方向。换言之,为了保证战略目标的实现,企业势必会对内部资源予以统筹规划、合理配置,从而影响到内部资本市场的资源配置效率。因此,如果企业制定的战略有助于引导内部资本市场的

运行,那么,战略的一贯性执行势必成为企业资源配置效率的长效保证;反之,如果内部资本市场为了配合企业整体战略和竞争战略的实施做出必要的让步,则有可能造成内部资本市场资源配置的无效。

笔者发现,中石化在2001~2011年期间的战略具有一贯性的特点。2001~2006年,中石化处于发展的初期,急需改善自身的经营环境,增强企业的竞争优势和可持续发展能力。在此期间,中石化成立了战略委员会,并制定了“改革、调整、创新、发展”的工作方针,执行“扩大资源、拓展市场、降低成本、严谨投资”的发展战略,通过灵活地调整经营方案,积极与各方协调,调整国内市场的供需平衡,内降成本,外拓市场,大力进行内部机构和人员结构的调整 and 改革。随着经营规模不断扩大,资产质量不断提高,盈利能力不断增强,中石化2007~2011年坚持执行并深化了资源、市场、一体化和国际化战略,并进一步将差异化和绿色低碳的发展战略纳入到战略体系中去,优化经营,加强精细管理,逐渐扩大资本支出,推动科技创新,将工作方针调整为“改革、调整、管理、创新、发展”,确定了“发展企业、奉献国家、回报股东、服务社会、造福员工”的企业宗旨。

(二)公司治理的有效性。

良好的公司治理是公司战略实现和内部资本市场健康运行的基础。我国的国有企业集团采用了英美模式的公司治理机制,设置了股东大会、董事会、监事会和经理人员,并强调四者权力运用的相对独立和制衡。此外,在公司的法人治理结构下,仍保留了一些中国特色,如存在党委会、职代会和监察局。国资委对党委会和监察局直接领导,对监事会直接派驻人员,加上职代会和审计局对集团公司进行党内监督、事务监督和外部监督,削弱了第一层代理关系。此外,中石化良好的公司治理水平还体现在以下几个方面:

1. 内部控制方面。中石化是少数在四地同时上市的公司。四地上市就要同时满足各地监管机构的监管要求,适应不同制度标准的约束。事实上,为了不断强化内部控制,提高公司治理水平,中石化不断完善内部控制体系,在集团内全面贯彻实施了《企业内部控制基本规范》、《企业内部控制评价指引》,并根据集团自身的经营管理特点,编制了集团内《内部控制手册》,包括总则、公司层面控制、业务层面控制、权限指引、内部控制检查评价办法和附则六个部分。为促进内部控制的有效执行,公司落实了各级的内控责任,建立了责任部门进行定期测试、内控部门日常管理、审计综合检查的三道防线。集团将经营管理的主要方面和风险应对措施纳入到了内部控制评价的范围,采取严格有步骤的内部控制评价程序和方法,评价内部控制缺陷并予以认定,在此基础上制定整改计划,不断优化和推进内部控制体系。

2. 内部审计方面。中石化在董事会下设立了内部审计委员会,制定了内部审计的工作方法和程序。为了推进审计工作的有效开展,中石化还积极举办了专项审计培训、AIS达标培训等培训班,推行“以审代培训”,示范项目培训企业审计骨干,并按照《内部控制手册》定期进行审计综合检查,提高广大审计人员的思想观念和业务素质与能力,全面推进审计工作的制度化、规范化、标准化和信息化建设。

3. 激励机制方面。中石化在董事会下设立了薪酬与考核委员会,建立起了公正、透明的董事、监事及其他高级管理人员的绩效评价标准与激励约束机制,并制定了工作规则。如实行《中国石油化工股份有限公司高层管理人员薪酬实施办法》,并按照《中国石油化工股份有限公司年度绩效考核管理暂行办法》,对高级管理人员进行薪酬考核等激励政策。

4. 纪检监察方面。中石化制定并实施了《业务公开管理办法》、《网上巡视管理办法》,进一步规范了业务公开和网上巡视工作,全面推行网上阳光采购,不断提高采购金额幅度和采购成功率,并对有关的违规违纪行为严肃查处。另外,公司于2011年制订并执行《董事会秘书工作制度》和《内幕知情人登记制度》,对内幕信息知情人登记备案、责任追究、外部信息使用人书面提醒等予以明确,并围绕防控内幕交易组织了学习和自查。

(三)资源配置机制的双重性。

内部资本市场主要通过行政机制和价格机制两种形式配置有限的资源,中石化有效的内部资本市场也得益于这两种机制的协同运行。首先,中石化公司总部作为“权威”所在,为了保证战略决策的执行和目标实现,利用其信息优势,以分部经营利润为依据,对分部业绩进行判断和权衡,通过行政命令直接决定资源配置的方向和额度,这不但提高了各个分部之间的资金融通和调剂的效率,充分发挥了内部资本市场的“优币效应”,同时也避免了信息不对称带来的外部融资成本,减少了外部资金的划拨时间和在途浪费。另外,中石化作为整体而不是各个分部自己去外部资本市场融资,增强了和外部金融机构的融资谈判能力,提高了外部融资的信誉度和额度,使得内部资本市场的“多币效应”得以发挥。其次,中石化还贯彻和执行集团的价格机制,内部产品和服务的转移价格不高于独立第三方的价格。同时,中石化可以获得集团财务公司的贷款利率优惠,实行资金的集中管理,增强了内部资金的管理和控制,防止资金管理失控,提高了内部资金的融通和调剂效率,降低了融资成本。

(四)资源配置标准的效率性。

在内部资源分配中,不论是行政划拨还是价格竞争都需要一个统一的、有效率的标准。张运来、王峰娟(2010)认为内部资本市场资源配置标准有财务标准和战略标准两类。财务标准是以净资产收益率、资产报酬率、营业利润等财务指标作为主要评价指标,而战略标准以投资项目对企业战略的契合度为取舍依据。根据中石化2001~2011年度的财务报告,中石化都是依据分部的经营利润对各个分部的表现进行评估和资源分配的。分部营业利润直接反映了分部一个会计期间内日常活动的经营成果,分部只有最大限度地获取利润,才能保证生产经营的需要,因此,利润是评估分部获利能力优劣的重要指标。同时,对中石化的分部报告研究发现,有的分部在个别年度有营业利润为负的情况,如炼油分部。如果只按财务指标分配资源,那么该分部就只能获取较少比例的资源,甚至无法从总部获取资源,而对于纵向一体化经营的中石化来讲,任何一个分部的健康经营对企业的发展都是不可或缺的。事实上,炼油分部从总部获取的资本支出仍然为正,甚至高于盈利分部获取的资本支出。因

此，总部在分配资源时，必须优先考虑企业战略导向的要求，认真权衡每一个分部的资本需求对企业长期战略实现的影响，不仅要考虑可投资项目本身的绝对财务优势，更要权衡每个项目在企业长期战略规划中的相对贡献。

（五）信息系统的效率性。

要确定分部资源配置的方向和额度，总部就要及时准确地获取每个分部的信息，建立现代化的信息系统是企业集团实现资源有效配置的保障。到目前为止，中石化已经完成了ERP全覆盖，并通过标杆控制，树立综合应用典型，实现了100%的应用达标。以ERP为基础的一体化数据仓库系统，为总部快速掌握企业经营情况、及时进行综合分析提供了手段。ERP已经成为总部资源配置、加强管控的有力工具。ERP的应用已由资源计划、经营管理逐渐向经营分析、决策支持纵深方向延伸。同时，中石化的重点管理系统应用也取得了新成效：资金集中管理系统实现集团应用全覆盖，境内境外“资金池”作用充分发挥，有效保障了资金需求，降低了资金成本；全面预算管理系统在炼化板块实现了由事业部到企业最小生产单元的分层级预算编制、在线汇总审批、预算执行监控、分析和考核的全过程闭环管理；审计信息集成管理系统实现了审计业务的在线全流程管理，有力支撑了总部和企业审计部门之间的日常沟通协作和信息集成共享。中石化通过不断完善企业经营管理、生产营运和信息基础设施运营与维护三个平台，强化了信息系统集中集成，深化系统应用，全面实现了总部层面以及总部与分部之间的信息集成，建立起了统一、集成、安全、高效的信息系统，成为内部资本市场资源有效分配的有力保障。

三、启示

第一，企业所有的经营活动都是围绕既定企业战略进行的，企业战略从根本上决定了企业发展和资源配置的方向。换言之，为了保证企业战略的执行和实现，企业必然要求对有限的资源进行统筹规划、合理配置，这势必会影响到内部资本市场的运行效率，因此企业必须制定和执行一贯的、高效的企业战略。

第二，公司治理是企业战略执行和内部资本市场健康运行的基石。如果公司治理存在缺陷，则极有可能影响战略的制定质量、执行效果以及内部资源的配置效率、效果，从而造成内部资本市场折价。

第三，内部资本市场的运行兼有行政机制和价格机制双重属性。总部通过行政机制弱化了信息不对称，提高了内部资源融通、调剂的效率。价格机制使得内部交易有章可循，提高了内部资源配置的竞争性，两种机制相互协同、并行不悖。

第四，资源配置标准包括财务指标和战略指标，财务指标是硬性标准，战略指标是弹性标准，两者直接决定了资源配置的方向和额度。企业除了以财务标准评价分部业绩表现，并进行资源分配之外，更要优先考虑战略导向的要求。

第五，总部要评价分部的经营业绩就要获取分部的信息，同样，向分部配置资源也要下发决策命令，信息的及时性和准确性都显得极为重要。现代化信息系统的建立则避免了信息延迟和失真造成的决策失误，保证了总部资源配置的及时性和准确性，从而为内部资本市场健康运行提供了信息保障。

（《财务与会计》理财版2012.12）