

简单复制。中央企业在内部深化EVA考核时,应在不违背EVA和国资委业绩考核办法基本精神的基础上,结合本企业的实际进行个性化设计,主要体现在会计调整事项和资本成本率确定方面。会计事项调整实际上调整的就是企业管理层的短期行为,因此凡是有利于企业未来价值创造的战略性投资行为都可以纳入会计调整的范围,企业应结合自身管理短板和突出问题进行选择。而在资本成本率的设置上也应该避免国资委目前所常用的“一刀切”的做法,这种做法往往容易导致考核的内部不公平,应考虑企业不同单位所处的不同行业类型分别设置。设置资本成本率的难点在于股权资本成本的计量,解决这一问题不妨借鉴华为和许继的做法,采用风险溢价模型区分不同行业的不同风险程度。

(四) 制定侧重体现EVA兼具全面性的经理人薪酬结构。

从4家国内企业的实践来看,经理人薪酬结构的确定一方面侧重EVA考核的比重,体现EVA考核的重要性,另一方面也要明确并非将全部薪酬与EVA直接挂钩,而是将部分薪酬与EVA建立直接联系。例如TCL按EVA指标和分享系数确定经理人部分年薪,注重对EVA分享系数的确定,规定对于本年度EVA相对于上年度EVA增加值增加经理人薪酬分享系数。

对经理人薪酬的确定在体现EVA价值管理原则的同时,也说明了EVA实施的循序渐进的原则。EVA的实施是一项复杂的长期系统工程,因此不能在实施EVA考核体系之初便将经理人的激励重点完全放在EVA上,而是应该首先和传统绩效考核指标的优势有效整合,然后依据实施效果再逐渐增加EVA在薪酬结构中的比重。

(《财务与会计》2013.11)

内部资本市场作用下公司 财务行为解析：以万向集团为例

学术界对于决定集团内部资本配置与成员企业财务行为为联动关系的内在逻辑仍缺乏足够的认识。集团控股上市公司承担着企业集团成员企业和资本市场载体双重角色,它既有财务自主权同时又受集团资本配置的软约束影响。本文拟以万向集团为研究对象,测算集团内部资本的配置效率,运用财务分析方法描述和概括内部资本市场作用下集团控股上市公司财务行为特征,研究有助于揭示企业集团内部资本配置影响公司投融资决策的作用机制,对理解和规范集团控股上市公司财务行为具有重要的理论和实践意义。

一、万向集团概况

万向集团成立于1990年,其前身是杭州萧山宁围农机厂。万向集团拥有10个国家级高新技术企业,主要致力于汽车零部件产业,同时直接控股6家金融机构,控股和参股

10余家上市公司。

依据集团网站资料和上市公司年报,整理可得万向企业集团控股上市公司之间的资本关系(见图1)。

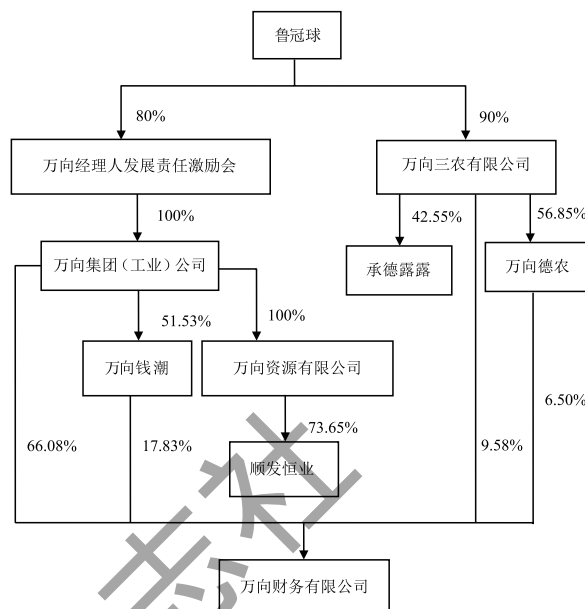


图1 万向集团所有权结构图

二、万向集团内部资本市场的配置效率

集团内部资本市场的有效性体现在企业集团是否能把适当的资本配置到各个成员企业,并使各个成员企业的投资边际收益相等。集团内部资本市场的配置结果受多方面因素影响,譬如内部信息结构和集团治理问题。内部资本市场的有效性是在企业集团总部统一配置内部资金的前提下量化计算内部资本配置的绝对效率,评价标准遵循资金集中使用效率最大化原则,即集团资金流向投资机会好(回报率高)的企业或部门。本文运用现金流敏感性法测算万向集团内部资本市场配置效率,公式如下:

$$CFS = \frac{\sum_{j=1}^n \text{sale}_j \times (cf_j / \text{sale}_j - \bar{cf} / \bar{\text{sale}}) \times \{[\text{capex} / \text{sale}]_j - [\text{total capex} / \text{total sale}]\}}{\text{total sale}}$$

其中: cf_j —第j成员企业的现金流; $\bar{cf}$ —集团内部各成员企业的加权平均现金流; sale_j —第j成员企业的销售收入; cf_j / sale_j —第j成员企业的回报率; capex_j —第j成员企业的资本支出; $\text{capex}_j / \text{sale}_j$ —第j成员企业的投资支出率;如果 $(cf_j / \text{sale}_j - \bar{cf} / \bar{\text{sale}})$ 与 $[\text{capex} / \text{sale}]_j - [\text{total capex} / \text{total sale}]$ 的符号一致,则CFS结果为正值,表示企业集团内部资本市场配置有效,反之内部资本市场配置是无效率的。

万向集团2002年控股设立了万向财务有限公司,该公司经营银监会核准的金融业务,它提供的金融产品服务于集团成员企业,通过集中调配内部资金运作提高集团整体的资金使用效率。经查询证监会信息披露网站,我们获取了自2004~2010年万向集团控股四家上市公司的年度报告,计算得到万向集团内部资本配置的现金流敏感系数(见表1)。表1数据显示,2007、2008和2010三个年度集团内部资本配置是有效率的,其余年度CFS值为负数,说明集团内部资本市场是无效的;同时万向集团现金流敏感系数

表1 万向企业集团内部资本市场的配置效率

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
CFS	-0.00249	-0.00003	-0.00165	0.00116	0.00001	-0.00068	0.00458
成员企业数	2	2	3	3	3	4	4

表2 万向钱潮各年融资现金流 单位：万元

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
取得借款(本金)	22 501	52 936	9 235	256 303	359 740	262 901	207 031	378 040	416 230	438 410
偿还借款(本金)	26 077	28 811	81 007	186 071	372 447	288 687	255 282	309 398	447 092	485 360
融资净流量	28 759	12 043	24 688	68 776	29 419	-40 968	-24 306	36 950	-65 211	111 710

表3 万向钱潮与集团之间的资金往来 单位：万元

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
向集团关联借入资金	121 380	123 805	75 899	56 759	150 629	215 144	254 733
向集团关联贷出资金	103 685	103 048	94 402	70 847	162 738	223 846	308 720
关联资金流量净额	17 694	14 043	-28 274	-4 560	-5 437	-1 357	-92 495

表4 万向钱潮各年固定资产投资现金流 单位：万元

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
购建固定资产	34 749	35 051	46 333	49 496	37 432	23 552	44 187	45 324	17 422	34 193
购建固定资产 (行业平均)	8 957	11 081	16 008	20 304	19 800	24 446	22 673	36 945	38 113	55 407
托宾Q值	1.22	1.01	0.94	0.97	0.95	1.07	1.97	1.05	1.44	2.55
托宾Q值(行业平均)	1.57	1.54	1.35	1.13	1.11	1.37	2.25	1.36	2.50	2.74

CFS 总体趋势是向上的,可见集团内部资本市场配置的绝对效率在逐步提高,说明集团,不断挖掘更有盈利潜力的项目进行注资,以提升集团资金的整体使用效率。

三、集团控股上市公司财务行为解析

虽说万向集团内部资本市场的有效运作对促进和提高集团整体利益有一定的贡献,但立足单个集团成员企业的资金配置效率,由于公司融资环境和投资项目获利能力的差异,具有较优投资项目的成员企业备受集团资金的青睐,融资环境好的成员企业面临自有现金流被征用的可能。因此,笔者认为集团成员企业的财务行为及效率与集团内部资本配置决策相关。本文拟以万向钱潮为例,剖析集团控股上市公司的财务行为特征及与内部资本配置的联动关系。

(一) 融资行为分析。

根据公司年报数据整理计算得知,万向钱潮2001年和2010年两次配股增发募集的权益资金分别为3.76亿元和18.2亿元,2005年用资本公积转增股本2.93亿元;2004至2010年间该公司的长短期借款总额为231.8655亿元,其中集团关联担保借款总额为52.2246亿元、向集团财务公司借款总额为63.4645亿元,占全部借款的比例为49.89%,占融资总额比例为46.21%。控股集团一方面通过集团财务公司向上市公司提供存贷款等内部资金拆借业务,另一方面以关联担保抵押等多种形式保证上市公司取得外部金融机构的借款,内部资本市场的融资集聚效应有效缓解了集团成员企业融资约束程度,但有时这只是表象。

另外,整理年报数据可知,无论是向银行借款或是集团

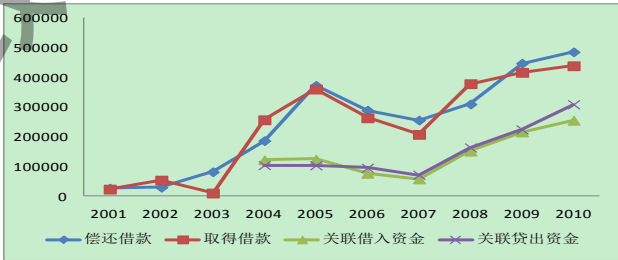


图2 万向钱潮融资活动现金流及与集团关联资金往来

内部借款,万向钱潮每年债务偿还量不断增加,而且基本超过当年借入资金量,可能是公司短期借款比重较大,主要用于经营性流动资金需求(见表2)。结合图2分析,公司融资活动现金收支与集团关联借贷现金收支同步变化,可见,公司融资活动的现金流入与流出与集团内部资本配置活动有着高度的相关性,同时万向钱潮向集团关联贷出资金量超出关联资金借入量(见表3),与公司每年借款取得与偿还的变化关系一致,表明分析期内万向钱潮自由现金流被集团以金融融通方式征用,这可能是集团内部资本优化配置的结果,也可能是满足于集团控股股东或管理层自利动机的隧道挖掘行为。从融资净流量和现金净流量结果看,万向钱潮融资活动资金缺口日益增大是导致公司现金净流量减少的主要原因,直至2010年公司增发融资成功,一定程度上扭转了公司资金流失的趋势。综上所述,过于依赖和参与集团内部资本配置活动,使上市公司融资决策缺失了独立性,公司自有现金流面临被征用的威胁。

(二) 投资行为分析。

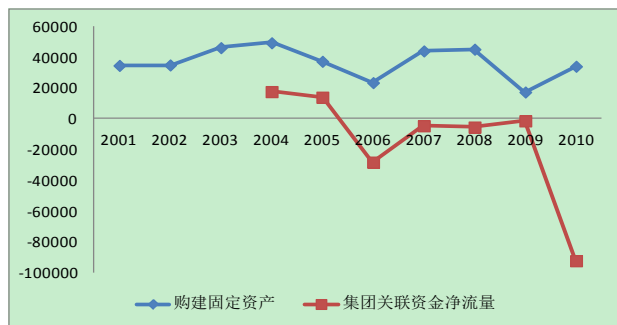


图3 万向钱潮投资活动现金流及与集团关联资金净流量

万向钱潮2004至2010年间只有三次由于增持集团其他成员企业股份而发生长期股权投资行为，均属于集团关联股权投资。关联股权投资实质是控股股东对集团内部既有控制权资源进行的重新配置，不形成新的控制权资源。金额最大的一笔交易是万向钱潮2008年以7.29亿元购买万向集团公司持有的万向精工、万向系统、钱潮转轴公司股权，增持后此3家公司成为该公司的全资子公司。同年万向钱潮融资活动净流量约为3.7亿元，其中仅向万向财务公司借款8亿元。上市公司与企业集团之间近8亿元一进一出的资金联动，虽表面是与集团的关联借款和关联投资活动，但上市公司在资金不足的情形下进行股权投资，这可能是公司隐秘地向集团融通资金的方式，其中的利益得失不能从上市公司短期盈利面反映得出。

整理年报数据可知，万向钱潮各年固定资产投资水平较稳定，2001～2008年均高于行业平均水平（见表4）。以托宾Q值表征投资机会，数据显示万向钱潮各年托宾Q值都低于行业平均水平，反映万向钱潮2001～2008年间可能存在过度投资的倾向，不过从资产增长率的变化看，公司资产规模增速放缓，自2006年起低于行业平均水平。结合图3分析，集团关联资金净流量与公司固定资产投资水平有着正向依存关系，自2004年起，上市公司固定资产投资水平呈下降趋势，这与集团关联资金净流量的变化趋势相吻合，且两者的波动变化相互耦合（除2010年之外）。集团多元化发展使得集团内部资金有更多的投资项目参与配置，企业集团遵循优胜者选拔原则配置内部资金，因而对万向钱潮过度投资行为有一定的抑制作用。

（三）经济后果分析。

万向钱潮的主业经营曾在行业中处于领先地位，但自2008年始公司营业毛利率逐步下降，现已低于行业平均水平，反映公司产品市场竞争力削弱。同时公司资产报酬率也呈现相同趋势的变化，反映了公司生产运营能力下降，这会影响到公司资金积累和现金流的稳定。从股东利益角度考虑，相对与行业平均水平公司每股收益逐年下降，说明上市公司为投资者创造财富的能力不佳（见图4）。从数据变化的幅度看，每股收益的下降幅度大于营业毛利率和资产报酬率等业绩指标，而与之相反，集团内部资本配置效率CFS逐年上升，表明服从于集团最终控制人（集体）利益最大化目标，万向集团内部资本市场配置活动忽略了万向钱潮中小投资者的权益。

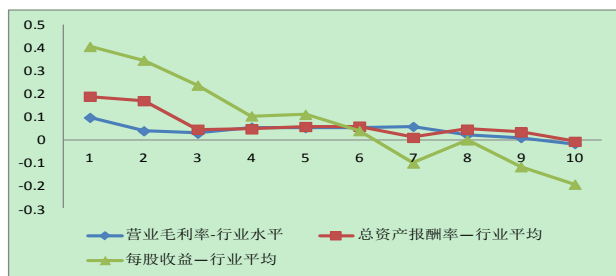


图4 经行业调整的万向钱潮财务业绩

另外，从图4还可以看出，万向钱潮各年财务杠杆和经营杠杆系数均低于行业平均水平。从波动幅度看，财务杠杆和经营杠杆的波动幅度小于行业水平，说明公司抗风险能力较强。可能原因是公司与集团进行产品、资金等资源的内部市场交易发挥了生产、运营和财务等多方面的协同效应，此协同效应是抵御外部市场冲击的有利屏障，表明集团内部资本市场具有稳定成员企业经营、分散风险的共同保险作用。

四、小结

本文研究表明，集团内部资本配置与上市公司财务行为之间有着相互依赖、相互影响的关系。一方面，上市公司借助内部资本市场平台，共享集团资源，优化投融资决策，提高资金使用效率，因此促进内部资本市场建立有益于发挥其优化配置的有效性；另一方面，过度依赖或参与集团内部资本市场，使得上市公司财务决策的独立性受到影响，若集团组织内部治理机制弱效，集团第二类代理问题会成为主要的治理难题，上市公司的现金流将以内部资本配置的形式被征用和转移，资本市场中小投资者权益面临被侵占的风险。笔者认为，成员企业在集团网络组织中所处地位，是决定公司财务行为和风险的关键因素，集团嵌入性因素对内部资本配置及上市公司财务行为的影响还有待深入的探讨。

（《财务与会计》理财版2013.4）

分众传媒私有化分析

多年来，美国资本市场为我国企业进行权益融资、拓展海外市场提供了平台，加速了我国企业全球化经营的进程。2003～2010年，在美国主要交易所完成IPO的中国企业出现“井喷”现象，IPO年融资总额和年企业数目分别于2007年和2010年达到了峰值。而自2010年以来，中国概念股在