



以价值管理打造金牛公司

□ 北京中能兴业投资咨询公司 赵冰

2008年金牛上市公司评选已经揭晓,涵盖了公司的历史财务分析、未来绩效预测和企业价值评估等价值分析的所有环节的ValueTool财务估值模型平台,以及基于A股公司财务数据的ValueTool公司绩效数据库,是保证金牛上市公司评选过程高效、准确和科学的重要基础。

EVA分析显示

金牛公司最会创造财富

最值得拥有的公司是那种在一段很长的时期内能以非常高的回报率利用大笔不断增值的资产,最不值得拥有的公司是那种必须或者将要反其道而行之的公司——那就是一贯以非常低的回报率使用不断膨胀的资产”,这是股神沃伦·巴菲特对公司的评价标准,也是对上述逻辑的最好诠释。长远来说,投资者从市场获取的回报率只能源于公司所创造的回报而不会来自其他,即是企业而不是资本市场在创造着财富。

金牛公司的指标体系,是着眼长远的、兼顾规模和效率的指标体系。我们换另外一个综合反映企业规模和回报水平的指标,这里采用企业运用的总投入资本额来反映其规模,而用公司使用这些资本额创造的净回报率(资本效率=资本回报率-资本成本率)来代替投资者从市场获得的回报率。这个指标就是EVA。

EVA的计算公式为EVA=投资资本×(投资资本回报率-加权平均资本成本)。其中,投资资本为企业管理层所运用的全部资金的总和,包括股东投入的资金和企业承担的所有银行债务,投资资本回报率(ROIC)反映了企业运用上述资本所创造的税后回报,加权平均资本成本(WACC)则反映上述所有资本,包括股东投入的机会成本。

和传统会计利润仅考虑债务的成本而忽略股东投资的机会成本不同,EVA考虑了所有资本的成本。EVA概念表达了这样一种朴素的思想:只有在公司所有的经营成本与资本成本都被扣除后,财富才会产生。当然,EVA的理念不仅限于在传统会计中引入了股权的资本成本,传统会计也存在经常会鼓励被衡量者的短期行为,并可能导致会计操纵。在进行E-V A测算时,必须进行调整以更准确地反映企业价值创造的实际情况,促使管理人员更加关注企业长期绩效。比如传统会计中通常将研发费用、广告支出作为费用

项目计入当年的损益,注重短期利润的管理层可能会无所顾忌地削减这部分的支出。而这部分支出会给企业带来长远的利益,因此不能简单地费用化处理。在EVA测算时,必须对该部分支出进行资本化处理并在受益的年度逐步摊销。再比如在计算资本回报率时,需要将在建工程这类项目剔除,以反映运营中资产的真实回报水平。

我们先从EVA的视角对金牛百强EVA状况进行总体考察。金融类公司因其特殊的业务性质和不同的EVA测算方法被剔除在外,同样被置于考察之外的还有缺乏2004-



	2004	2005	2006	2007	2008
资本规模(左轴)	503,833	592,324	785,258	1,141,177	1,488,343
EVA(左轴)	20,633	29,791	38,177	67,508	71,757
资本效率(右轴)	4.1%	5.0%	4.9%	5.9%	4.8%

合成/杨红

2006亿元增加到718亿元。

再来看一下金牛公司排名第9位的格力电器。格力电器2008年运用资本77.5亿元,为2004年资本总额的2.8倍。公司的资本效率在过去几年也逐年提高,由2004年的5.0%稳步提高到2008年的15.4%。由于规模和效率这两方面的指标都在不断提高,公司创造财富的能力也不断增强。格力电器2004年EVA为1.5亿元,2008年则达到了12.0亿元。

需要进一步指出的是,企业所可能利用的资本规模以及获取的资本回报率,会因所在行业的特征而迥然不同。

价值管理PK市值管理

企业自身难以控制股票市值,并且公司主动管理市值存在操纵股价的嫌疑。

与国内市值管理强调信息披露和投资者关系管理完全不同,国际上通用的提法是基于价值的管理,即实施价值管理。价值管理强调公司终极财务目标是企业价值最大化,以实现对股东的最佳回报。企业价值是其长期现金流量的贴现值,因此,需要建立基于企业价值最大化的分析模型,动态地持续地分析竞争格局演变、资本市场条件变化等情况下的企业投资价值走势,评价和指导业务战略、投融资决策、兼并收购、重组和经营行为。在企业价值最大化这一最终尺度下,我们还需要短期的各级管理者更容易理解的具体指标,EVA就是

这样一个最合适的指标。正如推行EVA非常彻底且取得极佳效果的西门子公司董事会主席所说,E-V A使由存在几种不同的绩效衡量标准所引起的混乱消失了,取而代之创造了一个共通语言——对于最一般的雇员和最高级的管理者都适用。”

与市值管理希望直接作用于市值不同,价值管理承认管理层不能直接作用于价值,必须挖掘出其可以影响并作用的核心价值驱动因素,并对之进行管理。价值管理在强调损益管理的同时也注重对资产负债表的管理。那些忽视对资产负债表的资源进行管理的公司,很可能会取得与同类公司相似的毛利率水平,但往往会因存货管理失控而导致低的资本回报率,也与

价值管理“少投入、多产出”的基本观念相悖。价值管理承认自上而下的指令式控制程序在实施过程中效果不佳,而强调从最高管理层到一线员工的企业各个层面上做出更好的决策。价值管理认为企业价值管理等同于价值创造思维与将思维化为行动的管理程序和制度的结合。当然“市值管理”鼓吹者所经常提及的更好的投资者关系管理也是价值管理的工作内容之一,特别是在市场效率低下的情况下,但即使短期市场效率低下,企业管理层也不应该放弃价值创造的努力。上市公司金牛公司纵向历史分析也显示,尽管国内资本市场在过去几年出现了暴涨暴跌的情况,但那些最优秀的公司还是牢牢占据了百强公司的鳌头。

部分金牛百强公司EVA测算

单位:百万元

中证百强排名	股票代码	公司名称	行业名称	2006 资本效率	2007 资本效率	2008 资本效率	2006 投资资本	2007 投资资本	2008 投资资本	2006 EVA	2007 EVA	2008 EVA	3年合计
2	002024	苏宁电器	专业连锁	32.7%	25.2%	22.9%	2,193	4,978	6,896	717	1,256	1,578	4,069
3	000002	万科A	房地产开发	2.0%	4.2%	0.8%	29,162	51,323	74,756	582	2,134	585	3,996
5	600150	中国船舶	船舶制造	10.0%	17.2%	5.9%	1,229	11,882	24,342	123	2,048	1,425	3,661
6	600585	海螺水泥	水泥制造	3.6%	3.8%	4.9%	17,307	23,252	20,747	629	879	1,016	2,719
7	600048	保利地产	房地产开发	-0.2%	1.3%	0.5%	9,119	18,300	38,505	-18	230	186	677
9	000651	格力电器	空调	11.8%	13.2%	15.4%	3,131	4,812	7,745	368	634	1,193	2,690
10	600089	特变电工	输变电设备	-1.3%	3.4%	7.6%	4,894	5,427	6,638	-66	187	503	422
11	600547	山东黄金	黄金	11.5%	13.3%	39.1%	1,106	1,356	1,577	127	181	616	979
13	600031	三一重工	建筑机械	4.4%	11.1%	7.1%	4,579	6,932	9,883	202	771	704	1,747

指标体系

立足均衡 着眼长远

本次评选选择收入、市值、成长性和股东整体回报这四大单项指标,并分别赋予35%、45%、10%、10%的权重,然后根据单项得分和权重求得每家公司的综合得分,前一百名成为“金牛百强”。

这一指标体系反映了上市公司中的强者应着眼规模与回报水平均衡发展的基本理念。一家一味注重规模的扩张而忽视为投资者创造回报的公司,长远来看必将被投资者抛弃而无法获得扩张所需要的资本。同样,忙于收获而放弃投资机会的公司,则会因其规模弱小、产品或业务过于单一而使公司面临较大市场风险,因而也不会为投资者带来稳定的高额回报。当然,由于企业管理层天生具有规模扩大的内在冲动,如何在扩张规模的同时维持较高的回报水平,是摆在管理层面前的更直接课题。这一指标体系也反映了上市公司不应该犯短视症的毛病,而应将眼光着眼于长期的持续增长。在选择成长性指标时,我们选用的是三年复合增长率,在计算回报水平时选择的也是三年股东整体回报。企业的经营是一场马拉松而非百米冲刺,只有在长期胜出的公司才会是真正的强者,那些昙花一现式的公司没有机会进入金牛公司的名单。

更具体来说,收入指标最直观反映了企业的经营规模,与净利润指标相比,收入最少受会计准则、会计记账方法的影响。在计算成长性指标时,我们采用的是收入三年复合增长率和净利润三年复合增长率的平均值,这也要求入选公司在2005年至2008年间持续盈利,以使该指标的计算更加严谨。计算股东回报水平有两种方法:一种是从公司角度计算净资产收益率等财务指标,这是反映公司历史回报状况的年度化指标;另一种是从投资者角度计算的投资者的市场回报状况,这个指标则反映历史的经营状况和对未来的预期,即包括公司已经做的和将来将要做的。后者称为股东整体回报率,我们选用这个指标,因为它更直接地反映了投资者的回报水平,反映了最完整的经营和财务信息。股东整体回报率由资本增值和投资者获得的现金回报两部分组成。在全流通时代,市值已经成为折射公司实力、反映公司价值、决定公司融资效率、影响公司股权支付能力和行业整合能力的重要因素,成为股东考核上市公司经营业绩的重要政策取向。

在上市公司金牛百强评选时,为保证指标和数据具有经济意义,我们从所有1602家A股上市公司中剔除了部分公司,只有初选后入围的公司才使用上述指标体系进行评选。被剔除的公司包括如下几种情况:2008年财务报告的审计意见不是标准无保留意见、2008年业务发生重大资产重组的公司,每股收益低于0.1元的业绩较差的公司,2005年至2008年间净利润出现负值的公司,2008年全年未发生交易的公司。

在确定指标体系、对上市公司进行初选后,金牛百强根据单项指标相应权重得以计算排出。除这些已经设定的程序和指标体系,我们没有对排名作任何哪怕是极其细微的调整,这样就可以做到真正的公平和公正。最终排名金牛百强公司前三甲的分别为中信证券(600030)、苏宁电器(002024)和万科A(000002),紧随其后的第4至10名公司分别为招商银行、中国船舶、海螺水泥、保利地产、浦发银行、格力电器和特变电工。从这些大家耳熟能详的公司名字可以看出,金牛百强公司着眼长远的均衡指标体系已经很好地完成了挑选出具有良好势头优质企业的目标。

价值管理重在实践

国资委主任李荣融在2007年的中央企业第一任期业绩考核总结表彰大会上将引入价值管理理念,继续鼓励企业使用EVA考核指标,引导中央企业更加关注价值创造”作为继续完善考核方法体系的重要一环。但即便国资委没有推出EVA考核指标,即便是一家不含国资成分的公司,要想成为获得投资者青睐、具有持续竞争能力的金牛公司,则必然需要在经营中关注价值创造,实施EVA价值管理体系。

我们回到EVA公式和金牛公司的实际案例。从EVA=投资资本×资本效率”这一公式可以看出,要提升企业的EVA,从大的方面看来有两条途径:

一是改变资本规模,包括在EVA大于零的项目上增加投资,也包括从EVA小于零的项目上撤回资金。如果格力电器在过去几年属于前一种情况的话,那么同样从事电器行业的TCL集团在过去几年则属于后一种情况。与2004年相比,TCL集团2008年投资资本总额没有增加,反而有一定下降。相应地,公司的EVA状况也在逐步改善,从最高时的-24.4亿元变为2008年的-4.2亿元。我们相信,只要这种状况得以持续下去,该公司很快将从财富的毁灭者变成财富的创造者。

另一个改善EVA的途径是提高资本使用效率。在企业资本结构极不合理的情况下,可以通过调整资本结构来降低资本成本。这样的情况比较少见,更常用的情况是在公司运营中不断提升资本的回报率。这也包括提升企业的经营毛利率和资本的周转率两方面。金牛百强排第9位的格力电器经营毛利率在2004-2008年之间从2.6%提升到4.3%,带动资本回报率从13.0%增加到23.4%。而从事食品行业的双汇发展(金牛百强第32位)也取得了与格力电器媲美的好成绩,在这一期间公司的资本回报率从15.6%稳步提升到27.0%。与格力电器毛利率稳步提高不同,双汇发展的毛利率保持相对稳定,其资本周转率从2004年的4.4倍提升到了2008年的8.7倍,从而实现了提高资本回报率的目标。

当然,上述分析还只是停留在比较粗浅、相对宏观的层面。在实施价值管理体系时则需要针对不同企业的个案情况,利用EVA价值管理模型这一数量化工具进行具体分析,寻找和确定各经营单元、从高低到各决策层面的价值驱动因素。笔者及其所在的机构在协助企业实施EVA价值管理体系时发觉,要将这一体系切实推行下去,需要注意如下关键要素:

首先是要将关注重点放在EVA调整项和计算方案设计上。为了更好反映企业的经营绩效,国外机构提出了EVA计算调整项,共计约160项。实践表明,那些应用EVA不成功的公司往往过多关注会计科目的调整,这样做不但成本巨大、缺乏实际操作性,而且会使企业管理人员对EVA产生畏难情绪。这非常不利于他们亲近、理解EVA的简单理念,更不用说在工作中运用这一理念了。

其次是要注重各个层面的沟通和培训。许多人认为EVA不过是财务部门简单计算得出的数字而已。这种看法是非常片面的,实际上EVA价值管理体系涵盖了战略规划、经营计划、预算管理、绩效评估、激励机制以及投资决策等诸多方面。前文已经提过EVA是价值创造思维 and 将思维转化为行动的管理程序的结合,因此,在实施过程中,需要利用一切可能的机会与所有层次的员工进行沟通和培训。这些沟通和培训必须结合部门的特点来进行,譬如市场部门的员工需要关注的是供求关系分析、产品定价分析,以及如何将这些分析与EVA概念结合起来。

第三,EVA价值管理体系建设不可能一蹴而就,必然是一个比较长期的循序渐进过程。许多实施EVA价值管理体系失败的公司,一开始就制定了过于宏大的目标,追求一步到位,在推行中遇到一些困难就浅尝辄止、轻言放弃。更需要指出的是,EVA体系建设即使获得企业最高层决策者的全力支持,也往往因为没有得到公司具体业务部门、集团下属成员单位的密切配合而使EVA流于形式。在EVA体系建设初期应立足于摸清情况,需要站在经营单位的角度了解其竞争战略、业务特征、关联交易状况、对实施EVA的态度等。

最后,EVA价值管理模型是保证体系建设稳步推进的核心环节。EVA模型是将公司最高层的战略决策层层传递,与基层管理人员的价值驱动措施联系起来的数量化分析工具。EVA模型帮助管理层更好地评价、观察和理解公司价值的驱动和毁损因素。笔者在协助企业实施价值管理体系建设时,一位企业的管理人员曾提及EVA体系应该与管理层工作中的关注重点结合在一起”。应该说,这一提法说明了EVA价值管理体系的核心思想,但这些关注重点如何作用于企业的EVA,则离不开EVA价值管理模型,而且这一模型还能帮助管理层挖掘被忽略的但理应成为关注重点的驱动因素。