

# 国有资产增值目标分析

傅元略

**摘要** 企业的国有净资产增值既是国有资产增值也是财务目标。以简明的净资产价值增值公式入手,引入财务利润、财务杠杆、净资产周转率、净资产收益率、利润分配政策等指标作为净资产增值率公式的关键变量,并以此理解公司的国有净资产增值的目标。

**关键词** 国有资产 净资产增值率 EBIT 广义净资产收益率 财务杠杆

随着国有大中型企业普遍建立现代企业制度,国有资产管理部、国有资产投资公司或控股公司以及公司经理们都对企业的国有资产保值增值的问题更加关注。国有资产的管理者或经营者常碰到一些亟待解决的问题:国有资产保值增值在企业的财务上处于什么位置?与企业的利润、财务杠杆、资产周转率、净资产收益率、利润分配政策等财务指标有何联系?怎样制定国有资产增值的指标更可行?本文就上述的问题作初步探讨。

## 一、国有资产增值是国有企业的财务目标

企业的国有资产,在会计报表上反映为国家或受命机构在企业拥有的净资产(即等于所拥有的权益,权益=资产-负债,下面简称它为国有净资产)。因此,国有资产保值增值就是国有净资产的保值增值。国有净资产的保值增值不仅是国有资产管理部、国有资产投资公司或控股公司的管理目标,而且也是国有企业及其厂长经理们的财务目标。国有资产保值、增值在企业会计报表上分别反映为所有者权益的期末数等于期初数和期末数大于期初数,如果国家本期有增加资本投入或资产重估,则应把所有者权益的期末数减去追加投入数和重估增值,然后再与期初数比较。如果企业的净资产增值达到最大化,也就是企业股东财富增加最大化。西方的现代财务理论,自50年代后期到现在一直“以股东财富最大化作为公司的经营、财务目标”<sup>①</sup>。因此本文认为国有净资产增值最大化就是国有企业的财务目标。当然也可看作国有资产管理部的管理目标。从上述简要分析得到,不管是国家独资的有限公司还是国家参股的股份制企业或合资企业,国有资产保值增值就是公司净资产的保值增值。由于保值是增值的一种特殊情况,就是本文公式(3)的 $G=0$ 的情形,因此在下文就把国有资产保值增值视同公司净资产增值。

公司净资产增值的最大化是一个复杂的问题,影响净资产增值的因素很多。国有资产的管理人员和经营人员都必须很好地理解净资产增值目标与公司战略目标之间的关系,了解各财务变量如利润、财务杠杆、净资产周转率、税率、净资产收益率、利润分配政策等对净资产增值的影响程度。只有这样,他们才懂得怎样制定目标和设计控制制度,怎样管理和营运企业资产,怎样实现净资产增值目标。

## 二、国有净资产增值目标的分析模型

净资产增值与许多财务要素和经营要素密切相关,但为了比较恰当地描述它们之间的关系,这里仅选择一些重要的因素作为净资产增值率的自变量建立增值率关系公式(3),这个关系式是本文国有净资产增值目标的分析模型。

净资产增值率公式的构成在财务理论界和实务界有许多不同的方法。选择公司的基年净资产(权益)E为基数,企业净资产增值率将依赖于公司利润用于再投资的百分比(1-D),其中D为股利发放的比率。先假定企业没有举债、基年的总资产等于股东权益,而计划期(或本期)和税前股东收益率为R(等于EBIT/E),EBIT为计划期的付息纳税前的利润,所得税率为T,则未来一期发放股利后增加保留利润为EBIT((1-D)(1-T)),即增加净资产为EBIT(1-D)(1-T),从而净资产增值率为(EBIT/E)(1-D)(1-T)×100%,可用如下公式来确定:

$$G=(1-T) \times R \times (1-D) \times 100\% \quad (1)$$

在企业没有任何负债的情况下,R既是股东权益收益率又是资产收益率。在下文R都被看作投资收益率,也就是本文所用的总资产收益率。

在现实世界,每一公司都有不同程度的负债,那么公式(1)无法描述净资产增值率,因为它既没有考虑到负债,又没有涉及其他财务要素对增值的贡献和影响。下面,我们先考虑负债这一因素对净资产的影响。如果考虑某公司需付息的负债权益比率为U<sub>1</sub>,无需付息的负债权益比率为U<sub>2</sub>(包括递延贷项税额),支付利息的平均利率为I,对需付息的负债而言,则由需付息的举债对增值率的贡献为U<sub>1</sub>×(R-I)×(1-D)(1-T),而无需支付利息的负债对增值率的贡献为U<sub>2</sub>×(1-D)×R×(1-T)。综合股东权益和上述两种负债对股东财富成长率的贡献,那么(1)式可改写为:

$$G=(1-D)(1-T) \times R \times (1+U_1(R-I)+U_2) \times 100\% \quad (2)$$

上式也可增加优先股这一因素,但鉴于我国企业目前还未普遍应用优先股,这里就略去优先股的因素。

如果要把握其他财务指标对净资产增值的影响,还可以对公式(2)进一步改进。在企业财务管理中,通常是对公式(2)中的总资产收益率R作分解,如果考虑销售利润率和广义净资产周转率以及利息负担的情况对净资产增值的影响,R可分解为

$$R=(EBIT-I \cdot U_1 \cdot A)/A=(EBIT/S)(NA/A)(S/NA)(1-I \cdot U_1 \cdot A/EBIT) \quad (3A)$$

则可把(2)式进一步改写成如下的公司净资产增值率公式:

$$G=(EBIT/S)(NA/A)(S/NA)(1-D)(1-T)(1+(R-I)U_1+U_2) \times (1-I \cdot U_1 \cdot A/EBIT) \times 100\% \quad (3)$$

公式(3)的每个变量名定义如下:

S:本期销售收入。

EBIT:纳税付息前的利润。

NA:总资产减需要支付利息的短期借款和长期负债,在本文简称广义净资产。

D:股利发放的比率。

E:股东权益(净资产)。

I:借款、发行债券和融资租赁等平均利率。

U<sub>1</sub>:需付息的负债/权益比率。

U<sub>2</sub>:无需付息的负债与权益比率。

A:总资产。

R:总资产收益率R=((EBIT-I·U<sub>1</sub>·A)/A),其中I·U<sub>1</sub>·A是要支付的利息。

公式(3)中的几个要素与公司净资产增值率的关系在这里作简要描述,比较深入的分析在

本文的第四节至第七节给出。

要分析公式(3)的重要财务指标对G的影响,可从公式(2)入手。从(2)式的右边可得到:总资产收益R增加则G也增加;无需支付利息的负债比率U<sub>2</sub>增大时G也增大;对要付息的负债率U<sub>1</sub>来说,应以(R-I)U<sub>1</sub>式子来分析,当R>I时,U<sub>1</sub>增大有利,但当R<I时,举债率增大则G减少,但减少负债率U<sub>1</sub>反而使G增加。所得税率T与G成反比,但所得税率在一定的期间是不变的,因此在下面就不再深入讨论。

从(3A)式可看出,增加销售利润率(EBIT/S)使R增加;增加销售S可使广义净资产周转率(S/NA)增大,由此使R增加;利息费用I\*U<sub>1</sub>\*A越少,则R就越大。

从公式(3)与公式(1)、(2)可容易得到如下的结论:G是一个净资产增长的百分数,当G=0时,与基年(可以指定某一年,也可以是前一年)比较公司净资产是保值;当G>0时,公司净资产在本期是增值;当G<0时,公司净资产在本期是减值。

1995年财政部设置了一个考评企业业绩的新财务指标——资本保值增值率指标:

资本保值增值率=期末所有者权益总额/期初所有者权益总额×100%

与公式(3)相比,资本增值率指标有如下的缺陷:(1)在国家没有追加资本投入或重估资产的情况下虽然可得到如下结论:资本保值率为100%时被认为是企业资本保值,资本保值率大于100%时被认为是企业资本增值。但是,如果有增加资本投入或资产重估增值时,上述的公式作为评价的指标就不能做出合理的评价结论。(2)这种指标比较简单,无法直接把相关的财务指标(如利润、财务杠杆、净资产收益率等)联系在一起评价企业的业绩,更无法揭示何种财务要素在发挥作用。公式(3)改进了资本保值增值率指标存在的两个主要的缺点,用公式(3)能准确合理地衡量企业的业绩和分析企业的财务目标。

### 三、广义净资产收益率对G的贡献

公式(3)可写成:

$$G = (EBIT/NA)(NA/A)(1-D)(1-T)(1+(R-I)U_1+U_2)(1-I*U_1*A/EBIT) \quad (3')$$

如果公司的财务管理采用集权式管理,对公司的子公司和各经营责任单位来说,利润分配D、负债率U<sub>1</sub>和U<sub>2</sub>、利息率I都是常数,则公司的子公司和经营责任单位的财务目标,从公式(3')来看,基本上是集中在广义净资产收益率上:

$$RONA = EBIT/NA \times 100\% \quad (4)$$

这里的EBIT、NA的定义如同公式(3)的定义。这里用广义净资产收益率评价企业的业绩,一方面的原因是有些无需付息的负债等同于权益(如国有企业中的职工住房周转金,或上级的拨付周转金),另一方面的原因是为避免滥用商业信用和由此带来的企业信誉的损害。

如果公司的财务管理采用分散式的管理,那么对那些有独立筹资投资的子公司的财务目标,仍应当用公式(3')来度量。然而,广义净资产收益率仍是公司财务的一个关键要素,因为只有它的增加才能使G增长。因此不管是分散还是集权的财务管理方式,广义净资产收益率都是G的最关键的贡献变量。

每一个经营责任单位都有自身的具体净资产收益率目标,此收益率是企业的市场竞争地位、企业寿命期阶段性和战略目标的函数。例如,一个策略性的分支机构正处于起步阶段,可预测它在几年内有较低的RONA甚至负的RONA。而另一个分部正处于成熟期,可预计这一分

部的 RONA 必定高于它的平均 RONA。经营责任单位整体净资产收益率是各个分部 RONA 组合,但它受到企业战略因素的影响,这些影响可举例如下:

表 1 ××子公司的广义净资产收益率表

市 场 竞争地位	企 业 寿 命 期 阶 段		
	起步阶段	成长阶段	成熟阶段
强盛	15%	25%	35%
有利	6%	10%	13%
脆弱	3%	7%	10%

如上表,某分支机构进入企业成熟期并处于强盛的市场竞争地位,那么它有一个较高的净资产收益率 35%。如果它是在起步阶段且市场竞争地位脆弱,那么它的净资产收益率较低(如 3%)。一旦目标制定后,上表可用来总结和监控实际的 RONA。如果实际 RONA 偏离预计财务目标,就应当做进一步分析,可把公式(4)改写为:

$$RONA = EBIT/S \times (S/NA) \times 100\% \quad (5)$$

上式 RONA 等于销售利润率 EBIT/S 与净资产周转率 S/NA 的乘积。根据需要还可把上述的公式进一步分解,通常各经营分机构的广义净资产收益率目标计划可根据式(5)和资产的构成分解编制。

#### 四、销售利润率和资产周转率与 G 的关系

经营利润 EBIT 是由销售收入和经营费用确定的。但它与资本性投资、营运资本的财务目标也是密切相关的。从公式(5)和(3')可知,销售利润率、资产周转率增大,则 RONA 增大,进而 G 也增大。因此销售利润率和资产周转率与净资产增值率 G 成正比。但销售成长与市场占有率、竞争地位、通货膨胀、经营费用、定价等战略因素以及环境因素有高度相关性,因此应当把这些因素与销售增长率及毛利率增长联系起来。

资产周转率的计算是由销售收入除以用于企业经营的平均广义净资产(全年平均占用的广义净资产,一般取年初数加年末数除以 2 计算而得)。总资产怎样构成是最有效的,可分类考虑其需要量,如分为现金、应收帐款、存货、固定资产、其他资产等五大类分别考察它们的利用率和周转率。

#### 五、利润分配对 G 的影响

支付利润给股东的股利(利润)直接影响到公司增长的能力。如果某公司把所有的利润都用于支付股利,公司净资产价值就不会增加。在这种情况下,仅当净资产利润率增长,每股股利才有可能增长。另一个极端情况是公司不支付股利,公司的权益由于每年保留利润而迅速增加,如果这些保留利润的投资取得同样的利润率,就会加速利润成长。因此,只要存在投资机会,公司保留利润增加越多,净资产就增值越快。

公式(3)中的保留利润比例(1-D)与增值率 G 成正比,这正表明了上述的关系。如果公司用税后利润的一半发股利,那么 1-D=0.5,从公式(3)可清楚地得到本期净资产增值率 G 等于没有发放股利(1-D=1)的增值率 G 的一半。

应该指出,从企业经营的角度来看,企业在不同发展时期有着不同的利润分配政策,在成长期可能需要较高的保留利润,但在成熟期可能需要尽可能稳定的利润分配政策。因此,国有

资产管理部门、国有资产控股公司应当对所管辖的企业灵活地实行不同的利润收回和再投资的政策D,并根据公式(3)科学地确定净资产增值率G,以便能让企业更好地参与市场竞争。

## 六、财务杠杆对G的效应

财务杠杆是影响净资产增值率的另一个因素。在公式(3)中财务杠杆表现为负债权益比率 $U_1$ 、举债的利息费用 $I * U_1 * A$ 。 $U_1$ 的选择一般是以企业的特性按标准确定的,利息费用的支付可能与经济环境和举债的方式相关联。无需支付利息的负债率 $U_2$ ,如果能逐年保持一定比例就能增加公司的净资产。但 $U_2$ 是有一定限度的,根据每个企业的特点都有一个上限。商业信用是归入这类的负债,但为了保持良好的信誉和良好的流动比率,就不能滥用商业信用。

每一个企业可能都存在着一个最优的负债权益比率,但是,没有一个专家能确定企业的确切比率。企业的负债权益比率很大程度上受到企业经理人员的风险偏好的影响,同时,财务杠杆也受企业的竞争对手的影响。虽然这些影响是现实存在的,但不该受这些影响因素的统治。迎战这些影响因素的最好方法是使资本成本最小化和提高净资产增值率。从公式(3)可知,举债经营要使G增长,其条件是总资产收益率R要大于平均利率I,此时表现为财务杠杆对G的正效应。但是,当 $R < I$ 时,财务杠杆对G产生负效应,也就是增加财务杠杆会使G下降。因此在后一种情况下,应当少举债为好。

举债的利息 $I * U_1 * A$ 在税前抵减使举债有较低的资本成本,这是公司利用财务杠杆的最显著的优势。基于这优点,越大的财务杠杆,企业资本成本就越低。但“举债越多,企业破产的概率就越大”<sup>②</sup>,因此财务杠杆的利用并不是无限制的。企业应当抉择哪一杠杆范围才能使投资人期望收益率和财务风险产生变化,而且不使市盈率减低。一般认为,企业的债务比在0.5左右比较合适,然而在股份制企业适当增加财务杠杆可能会使市盈率增高,因为增加财务杠杆意味着企业管理人员承诺为股东增加更多的净资产。

## 七、应用净资产增值模型应注意的问题

公司净资产增值率和它的关键要素——广义净资产收益率的应用,允许公司将各子公司的财务目标进行整合。在实施这样的财务目标时,必须认清企业系统某些约束条件。当公司再吸收外部的权益资本进行新项目的长期投资或并购其他企业时,公司净资产增值率公式的基年净资产,广义净资产、总资产都应当作适当的调整。

公司净资产增值模型是一个反映长期财务策略的指标公式。首次使用这个净资产目标公式,就可感受到它与其他财务度量使用有着很大的差别。在确定的股利政策下,区分由销售成长和其他因素引起的公司净资产成长是重要的,主要是考虑非销售成长的例外因素。财务人员应当从过去财务成果和未来预测中分析出这些例外因素,这些因素可能误导公司的实际长期成长率。例如,在财务实际工作中常见到的通货膨胀对企业资产的影响,使持有资产产生一定的持有利得从而增加盈利,从(3)式看可增加公司净资产。这种由通货膨胀带来的影响,应用通货膨胀会计就可以消除<sup>③</sup>。同样地,企业的价格政策、费用控制、财务杠杆等都有同样的影响力。如一个公司起先是低杠杆的,它的财务杠杆逐年增加达到可承受的杠杆目标,在这些过渡的年份中由杠杆增加形成的盈利增长,但当增到可承受的杠杆目标时,这种成长就再也不会出现的。因此在考虑财务策略时,通货膨胀因素和财务杠杆的增加利用,都应当看作特殊的增长因素。

公式(3)也可包括新股票的发行或将发行在外的股票回购,这些常见的财务策略对公司净

资产也有重大的影响。新股票发行或发行在外股票的回购是对负债权益比例的调整,这种调整是可以反映到公式(3)里,但会使此公式变得更加复杂,由于篇幅所限,本文不作探讨。

净资产增值率方法是一种处理公司整体财务目标的系统方法。它虽然不能对财务目标提出即时答案,但它具有把影响公司发展的诸多财务因素有机地联系在一起的显著优点。现在计算机在企业管理中已基本普及应用,财务经理可借助于这一模型(公式)容易获得不同的财务策略。国有资产管理部門和公司都可应用这一公式较准确地评价和度量国有企业利润分配政策、举债策略和净资产增值目标。即使没有计算机的辅助,公式(3)在财务管理实务中的可操作性仍然是很强的。

**注:**

- ①余绪缨:《企业理财学》,辽宁人民出版社 1995 年版,第 28 页。
- ②傅元略:《举债经营的策略分析》,《中国经济问题》1993 年第 4 期。
- ③葛家澍:《西方财务会计理论》,厦门大学出版社 1990 年版,第 312 页。

**作者** 厦门大学会计系副教授 **责任编辑** 沈小波

\*\*\*\*\*

(上接第 30 页)

国民经济核算诸帐户之间是紧密联系、互相衔接的。对于整个经济系统的交易流量帐户而,这种联系可以、而且应当通过复式簿记的方式建立起来。表 14 所列示的,就是一个高度简化的国民经济合并帐户体系的矩阵表述(交易流量部分)。在国民经济核算矩阵中,有关帐户及其项目之间在复式簿记意义上的对应关系可由纵、横方向做交叉观察,这些联系决定了:不仅每个帐户的内部结构(“帐户结构”)是平衡的,而且整个帐户的“体系结构”也是平衡的,据此能够充分揭示国民经济帐户体系的完整结构和内在联系<sup>④</sup>。以上讨论了国民经济帐户体系的基本结构方式和一般设置原理,至于各国(尤其英、美等国)核算实践中编制国民帐户的具体特点及其与 SNA 之间的若干差异,已由另文加以比较和探讨<sup>⑤</sup>。

**注:**

- ①参见拙文《国民帐户与企业帐户之比较研究——兼论 SNA 的结构特征》,《厦门大学学报》(哲社版)1993 年第 4 期。
- ②参见联合国等:《国民经济核算体系(SNA,1993)》,中国统计出版社 1995 年中译本;《国民经济核算体系(SNA,1968)》,中国财政经济出版社 1982 年中译本。
- ③参见《中国国民经济核算体系(试行方案)》,机构部门帐户部分,国家统计局,1991 年。
- ④完整的国民经济核算应该同时包容流量核算和存量核算,因而资产负债表是国民经济帐户体系一个必要组成部分(尽管在会计学意义上,资产负债表并非“帐户”)。这里侧重于考察流量核算内容问题,对存量帐户略而不论。
- ⑤参见拙文《SNA 与英美国国民帐户体系的比较》,《中国经济问题》1996 年第 5 期。

**作者** 厦门大学计统系副教授 **责任编辑** 沈小波