

港口和航运上市公司绩效评价

刘 斌 著

大连海事大学出版社

1 绪 论

所有国家,尤其是发展中国家,都面临一个基本的经济问题,即如何合理地配置有限的资源于经济发展中,以实现经济活动效益的最大化。资源的配置主要体现在公司的经济活动中,那么,如何进行有效的资源配置就体现在对公司经济活动的绩效评价上。

港口和航运上市公司绩效评价的目的就是向港口和航运上市公司的投资者反映企业财务状况;为债权人提供经营成果和现金流量分析;为政府和股东的经济决策提供依据;为社会提供一份客观、翔实、有价值的效益分析。本研究将绩效评价定义为:根据港口和航运上市公司的综合绩效评价体系,对各上市公司的投入、产出的结果进行评估,以反映港口和航运上市公司具有的特定能力。

本研究以绩效评价理论为基础,根据国际会计准则,将港口和航运上市公司绩效划分4个层次,即偿债能力、经营能力、盈利能力和成长能力。设立13个指标,即负债比率、应收账款、应付账款、流动比率、业务收入、业务成本、利润总额、可供股东分配利润、净利润、净资产收益率、总资产、每股收益和每股净资产。利用SPSS统计学软件排序,将中国港口和航运上市公司绩效进行总体评估,得出了4种股票绩效模式,即龙头股、绩优股、潜力股和风险股。所谓龙头股指个股对整个盘面有牵动作用,得分在35分以上;绩优股指个股每年均有稳定收益,得分在35分~9分;潜力股指个股股价的股价上涨空间大,未来盈利能力强,得分在9分~4分;风险股则指营业额不能保持可持续增长,每股收益呈下降趋势,现金流严重不足,短、长期债务增加,得分在4分以下。

港口综合竞争力绩效评价的目的首先在于使港口、航运和物流业了解自身竞争地位、挖掘自身优势、扬长避短、自我完善,在竞争的市场中制定有效的投资、融资、创新和发展战略;其次,还在于为政府产业调整、投资规划和经济决策提供依据。港口综合竞争力绩效评价为国内外投资商在港口、航运提供一个重要的投资参考标杆。本研究将竞争力定义为港口企业在竞争的市场环境中为相关企业和行业提供质优价廉的服务的能力和机会,从而达到港口企业价值的最大化。港口综合竞争力绩效评价依据迈克尔·波特的竞争优势和萨缪尔逊的经济学原理,划分5个层次,设立13个指标,利用统计学软件

排序,从中国 60 个港口中遴选出最具竞争力的 25 大港口(2006 China Port Top 25)。5 个层次分别为:投资趋势、吞吐量、港口作业能力、港口财务状况和港口自然条件。5 个层次所包含的指标分别为:外商直接投资额、港口投资额、港口集装箱吞吐量、港口货物吞吐量、港口航线、港口装卸率、港口桥吊、港口泊位、港口靠泊艘次、港口总资产、港口总利润、港口吃水和港口区位优势。通过港口综合竞争力排行榜报告,业界人士可以清晰地看到,中国港口经过近 30 年的改革开放,在我国漫长的水网地带已形成竞争特色,即国际型、效益型、创新型、进取型、潜力型、台海型、政府型、爆发式增长型、民营型、保守型和环境友好型港口。

本研究产生的中国港口综合竞争力指数排行榜曾在 2006 年港口和航运业产生较大影响。上海港依靠自身的经济实力,内衔长三角、南连珠三角、北接环渤海、西贯长江黄金水道,东扼釜山、仁川,成为中国及世界头号国际大港。深圳港的地理位置,投资结构为其带来了显著效益,是中国港口最具效益的港口。创新,使青岛港在北方港口保持着明显的竞争优势。进取,使广州港竞争力不断增强。2008 年的奥运会带给天津港的商机,令政府倍加关注和呵护天津港。民营经济给宁波港带来了无限的生机和活力。处于台海经济中心的厦门港,因势利导,其竞争力日益增强。大连港自然条件虽好,但缺乏市场意识。连云港的吞吐量以井喷式增长令人刮目相看,营口港则保持多年高速增长,是具有潜力型的港口。

港口人力资源绩效评价的目的就是通过港口企业家的奋斗历程记述,说明中国港口 30 多年来改革开放取得的巨大成功,总结企业家为港口企业、区域经济发展和国家战略所作出的积极贡献,赞美企业家的领袖作用,树立港口企业家奋发向上的精神,讴歌我们的伟大时代。开展中国港口人力资源绩效评价,不仅对我们的港口企业有着现实意义,也对中国国际航运中心的伟大复兴有着深刻的启迪。对港口企业家来说,由于身处经济体制和增长方式都在发生根本性转变的社会环境中,他们肩负的不仅是确保港口企业生存与发展的使命,还有推动宏观经济发展的历史重任,他们是中国港口发展的脊梁。

港口和航运上市公司绩效评价体系是运用数学、运筹学和统计学的方法,将港口和航运上市公司投资、融资和股利分配状况的各方面的多项评价信息加以转换、综合,得到港口和航运上市公司评价价值。根据评价价值,将港口和航运上市公司进行比较和排序,最终对评价体系内的各家港口和航运上市公司作出综合性评价,对港口和航运上市公司一定经营期间的投资、融资和股利分配作出客观、公正和准确的综合判断。独立地分析

一个绩效指标很难全面揭示港口和航运上市公司的经营效果。只有将反映港口和航运上市公司偿债能力、营运能力、盈利能力和成长能力等绩效纳入一个有机整体之中,并采取适当的方法进行综合,才能对港口和航运上市公司绩效作出准确的评价。一般来说港口和航运上市公司比非港口和航运上市公司的利益更容易得到股东和债权人的注意,其影响更广泛,组织结构更复杂,规模更大,因此,本书重点研究港口和航运上市公司绩效评价体系。港口和航运上市公司是国民经济中的基础产业,该产业已成为世界各国最具现代化的部门之一。港口和航运上市公司的发展,有利于促进社会资源的优化配置。港口和航运上市公司的投资已成为地方经济发展的发动机。

本书以港口和航运上市公司为研究样本,建立了港口和航运上市公司的绩效评价体系,具有系统、标准和行业性等特点,这将对规范港口和航运上市公司经营起着重要作用。正确地评价港口和航运上市公司经营绩效,对于投资者和债权人保护自身利益、防范财务危机、监控港口和航运上市公司的质量和证券市场风险,都有重要的现实意义。

港口和航运上市公司绩效评价将集中港口和航运上市公司的投资、融资和股利分配的评价。港口公司泛指我国沿海和通航河流的港口公司,即我国内地沿海的原交通部管辖的和地方管辖的从事港口业务的企业;航运公司指在我国内地注册的航运企业。港口和航运上市公司指在上述我国企业上海和深圳证券交易所上市的公司,其中包括中远、中海、中外运和长江航运公司的子公司。港口上市公司和航运上市公司具有天然的密切关系,港口依赖航运、航运促进港口发展。这不仅是我国港口和航运上市公司的特征,也是全球港口和航运上市公司的共同特征。

绩效评价是一门多学科的边缘科学。从效用角度来审视绩效评价,绩效评价是一种认识手段、一种定量认识客观实际的手段,绩效评价使人们能够从复杂的现象中把握企业经营整体水平。从财务管理学发展及体系来审视绩效,绩效评价是一种财务分析新方法。与回归分析、指数分析、时间序列分析等财务分析方法一样,绩效评价是财务分析方法体系中的一个重要分支。从方法论来看,绩效技术是一种管理方法,是一种重要的定量管理工具,是决策科学的重要内容,多目标决策与评价体系方法都可用于公司经营决策。

经典绩效评价方法有四种,即沃尔评分法、综合评分法、杜邦财务分析体系、Z模型。近20年来,国内外绩效评价技术不断发展,管理数学界与系统工程学界的研究人员,不仅从现代统计学方法中寻找合适的绩效评价方法,而且从众多决策科学、系统科学中



寻找科学的评价思想与方法,如 AHP 技术、DEA 方法、灰色系统(GS)理论、模糊数学(FUZZY 理论)、人工神经网络技术(ANN 方法)等被不断应用到绩效评价实践中去。

最早开展对上市公司的绩效评价的是美国。从 1955 年开始,《财富》杂志就以营业额为基准评价对全美上市公司进行排名,排出年营业额最大的 500 家上市公司,即“世界 500 强”。《商业周刊》每年评出最佳 50 家上市公司,它用 8 个评价指标来对纳入标准普尔指数中前 500 家上市公司进行评价,即一年和三年的总收益,一年和三年的销售总额增长率,一年和三年的利润增长率、净利润和净资产收益率。按每个评价取值大小分别进行排名,取值最大的 20%为 A 级,其次的 20%为 B 级,最后的 20%为 E 级。各上市公司总得分是 8 个评价的评级分之和。

从 1993 年至今,我国在上市公司绩效评价理论与实践上进行了深入的探索,已先后颁布了三套相关的评价体系。1993 年会计制度改革的同时财政部出台了《上市公司财务通则》;1995 年财政部颁布了《新经济效益评价体系》;1999 年财政部、国家经贸委、人事部、国家计委等四部委联合颁布了《国有资本绩效评价规则》。1996 年,我国诚信证券评估有限公司与《中国证券报》合作,评价上市公司投资绩效状况,选取了净资产收益率、资产总额增长率、利润总额增长率、负债比率、流动比率和全部资产化比率 6 个评价指标,按各个评价的重要性确定各评价权重,总得分为各评价加权之和。1999 年《上市公司》杂志开始评选沪市 50 强上市公司。分别按主营业务收入、净利润、总资产和市值 4 个评价的大小顺序进行单项排名,单项名次即为上市公司该项评价的得分,4 项评价的单项得分加总为综合得分,然后按照综合得分从小到大的顺序进行排名,得分相同的上市公司,再按主营业务收入的多少顺序排名。许多学者在借鉴国外的研究方法的同时,也在探讨更为精确的上市公司绩效评价体系方法。索南仁欠(1997)用模糊聚类分析研究西北地区上市公司;滕青(1998)提出了上市公司投资模糊评价模型;易晓文(2000)做了上市公司投资评价实证分析;张勇等(2001)提出上市公司投资的评价方法;范申文等(2001, 2002)研究了上市公司绩效;王欣荣等(2002)提出了上市公司投资的动态体系评价方法;葛文雷(2002)研究了港口和航运上市公司投资评价。刘斌(2004, 2007)对港口和航运上市公司绩效进行了评价。

公司经营的最终目标是价值最大化而不是利润最大化,这是绩效评价体系研究的根本命题。在价值增值的过程中以价值最大化为目标的公司充分考虑了收益的时间性、风险及现金流和“溢出效用”的问题,而利润最大化的会计观念对上述问题没有给予充分



的考虑。“利润最大化情结”迫使企业家选择了两条道路，一是多元化规模扩张，二是资本市场化。为了扩大经营，对环境保护的忽略使生态环境遭到了严重的破坏。中国企业家，包括港口和航运上市公司的企业家，身不由己地走上了一条先污染、后治理的凶险道路。很明显，“利润最大化”难以担负起我国后世贸时代绩效评价的重任。

国际资本市场已建立起了一系列成熟的评价公司经营业绩的标准。资产负债表、损益表、留存收益表和现金流量表从不同的角度对公司经营状况进行了纪录。资产负债表从一个点上考核了公司资产、负债与权益状况；损益表则是从两个时间段上考核了公司营业额与每股盈利的状况；留存收益和现金流量表则考量了公司营业、投资和财务现金及有价债券的调节变化状况。建立一套适合于港口和航运上市公司经营绩效评价体系的架构和技术是本书研究的目的之一。

投资是经济发展的永恒动力。市场经济的特征要求港口和航运上市公司不断地根据变化着的市场进行投资、融资和股利分配，研制和开发新产品、新技术、新市场。为实现港口和航运上市公司上述目标，增加公司的竞争力，港口和航运上市公司要进行立体式的战略决策，使投资价值最大化、资本成本最优化、股利分配理性化。绩效评价体系是测量上述行动的标准。

本研究主要进行应用研究，兼顾基础研究和开发研究，研究对象定位在我国港口和航运企业分别在上海证券交易所和深圳证券交易所自 1992 年上市的公司。截至 2006 年 12 月 31 日，这些上市公司主要的经营范围包括港口装卸、航运以及和航运相关业务，其经营特点为岸线长、范围广、投资量大、收益高、现金流稳定。港口和航运上市公司多数为国有企业，部分为外资股份，少数为民营企业。

2006 年，港口上市公司平均每股收益 0.36 元，平均每股净资产 2.9 元，平均每股本公积 1.04 元。航运上市公司平均每股收益 0.42 元，平均每股净资产 2.7 元，平均每股本公积 0.67 元。强劲的现金流、稳健的融资政策、高效的管理和丰厚的盈利是港口和航运上市公司 2006 年的绩效特点。航运投资回报率为 14%；港口投资回报率 2006 年为 25%。

港口和航运公司资产总额庞大，债权比适宜，适度的负债为股东创造了价值，也提高了管理水平。营业额大，业务成本比重低，毛利率高，为盈利创造了广泛的空间。管理费用低、效率高。尽管投资额大，但财务费用相对偏低，说明融资渠道广，融资成本低，应收账款基本与应付账款相抵，证明了信用额度贷方合理，为增加营业额提供了保证，也为每股盈利奠定了基础。利税比例高，不仅为国家税收作出了贡献，也为社会作

出了贡献。净利润丰厚，为公积金和公益金的提取打下了基础。每股盈利收益高，折旧平稳有序，为企业可持续发展打下了物质基础。每股盈利高，可供股东分配利润远远高于全国平均水平，从真正意义上实现了股东利益的最大化。港口和航运上市公司在 2006 年度实现整体盈利，年度可供分配利润 239 亿元，占整个营业额的 19.2%，高于 17% 的市场平均水平，体现了强劲的现金流。

表 1-1 港口和航运上市公司汇总表

序列	股票代码	股票名称	上市公司	上市日期
1	000024	招商局	招商局蛇口控股股份有限公司	1994-06-23
2	000022	深赤湾	深圳赤湾水运股份有限公司	1994-06-24
3	000507	粤富华	珠海经济特区富华集团股份有限公司	1994-06-27
4	000582	北海新力	北海新力实业股份有限公司	1995-11-02
5	600689	中海海盛	中海（海南）海盛船务股份有限公司	1996-05-03
6	600717	天津港	天津港（集团）股份有限公司	1996-06-14
7	600751	天津海运	天津市海运股份有限公司	1996-06-14
8	600787	中储股份	中储发展股份有限公司	1997-01-21
9	600798	宁波海运	宁波海运股份有限公司	1997-04-23
10	600087	南京水运	南京水运实业股份有限公司	1997-06-12
11	000088	盐田港 A	深圳市盐田港股份有限公司	1997-07-28
12	600190	锦州港	锦州港股份有限公司	1999-06-09
13	600018	上港集箱	上海港集装箱股份有限公司	2000-07-19
14	600279	重庆港九	重庆港九股份有限公司	2000-07-31
15	600369	长运股份	重庆长江水运股份有限公司	2001-01-09
16	600317	营口港	营口港务股份有限公司	2002-01-31
17	600428	中远航运	中远航运股份有限公司	2002-04-18
18	600026	中海发展	中海发展股份有限公司	2002-05-23

根据《中国证券报》和 www.stockstar.com 的资料整理。

截至 2006 年底，港口和航运上市公司总计 24 家，本研究选取了其中具有代表性的 18 家（见表 1-1）。港口上市公司总资产略多于航运上市公司总资产，负债比率相对与航运公

司要低 4%，权益资本比重偏大，呈现出相对保守的特点。2006 年营业额 210 亿元，远远低于航运上市公司 616 亿元的规模。业务成本要比航运成本低 29.6%，毛利率远远高于航运上市公司，和航运公司只差 7.8%，但营业额却相差 2.9 倍，这充分说明港口和航运各自保守与激进的市场行为和稳健的融资政策的特点。

港口上市公司的财务费用支出也远远高于航运公司，尽管在绝对值上相差无几。财务费用上的差异说明港口公司在营业额上的扩张，融资渠道的多元化方向影响应像航运上市公司那样采取更灵活的方式。尤其是风险型股票，必须采取各种方式降低财务成本，港口上市公司不仅拥有良好的现金流，而且还沿循保守的信贷政策及良好的职业道德。

航运上市公司借丰年之际提取折旧，以更精良的船队应对更残酷的竞争。2006 年可供股东分配的利润分别为 47.66 亿元和 70.75 亿元，航运要远远好于港口；在每股净资产（2.9 元 VS 2.7 元）方面港口要优于航运业；航运上市公司能获得更大的蛋糕，而港口上市公司能获得蛋糕中更好的那一部分。

由于中国经济的长期高速发展，受产业布局调整和贸易的拉动，港口和航运业被投资者看好。中远和中海等纷纷斥巨资投资大型化、深水化码头，特别是集装箱码头，以获得港口业务所带来的丰厚利润。港口业在被下放到地方后，经多年整合，强烈的投资欲望得到释放。地方政府把港口纳入临港产业布局中，将航运公司的招商引资作为启动临港产业首要任务之一。港口业为使其利润链更长，纷纷投资喂给港与枢纽港之间的航线运输，呈现出港口和航运一条龙打造物流链的现象。港口和航运公司业务高度相关，港口和航运业的珠联璧合，航运和港口的高速发展，证明了交通部改革开放政策的英明与正确。

中国港口的旗舰港——广州港和青岛港没有上市，仍游离于主流的中国 A 股港口和航运经济之外。天津港和营口港等正准备整体上市，人们期盼着大连港的“海归”，更能像营口港那样，充分利用中国 A 股市场提供的机会壮大自己。港口和航运板块的市盈率只有 27 倍，远远低于 60 倍的中国股市的平均水平。每股收益 0.39 元，每股净资产 2.8 元，具有明显的投资增长型股票的特点。投资商按 3:7 的比例投资港口和航运。航运投资年投资回报率为 14%；港口投资回报率为 25%。港口投资的不断加大，港口基础设施建设日趋完善，港口带动周边产业链经济发展的趋势日趋明显，港口发动机的作用日益显现。港口是中国临港产业的“诺曼底”，是降低中国物流成本的最后一块“黑暗大陆”。

2007 年 7 月 12 日，由本书作者和中国国际海运网康树春先生共同撰写的《2006 港



口和航运上市公司绩效评价报告》在《中国证券报》和新华社等媒体上发布。上午一开盘，港口和航运板块便异军突起，以罕见的能量创造了近几年来超越金融股、石油股、电力股、保险股等大盘板块引领中国股市向上攀升的奇迹，引爆港口和航运上市公司板块。港口和航运股全线飘红，作为港口和航运龙头股的上港集团更是以涨停的形势来给予回应。截至上午收盘时，港口股平均涨幅在 3% 左右，航运股在 1.5%。港口和航运上市公司市值瞬间提升了 175 亿，换手率创 2007 年 7 月 12 日 ~ 2007 年 7 月 28 日的最高，投资者对一向稳健的港口和航运板块信心百倍。

2 投资理论

经济发展的永恒动力在于投资。投资的任务在于研究投资、融资和股利分配的关系,解决生产力和生产关系的矛盾,探讨资本增值和稀缺资源配置的问题。对投资规律的科学认识有助于建立科学的绩效评价体系。

2.1 资本理论

本节就资产与资本的属性、资本特征、稀缺资源、企业与资本市场、价值与价格、增量资本与存量资本、资本成本与风险、机会成本与沉没成本等概念进行了阐述。

2.1.1 资产与资本的属性

经济学意义上的资产认为,资产(Assets)是一种物化的劳动结晶,是形成资本的要素。资产属于终端消费品;资产是中性的,不具有灵魂。从会计的角度来看,资产是股利储蓄的静态形式,是投资者的投资剩余品,也是投资者对剩余品追索权的固态形式;会计学上的资产概念认为,资产是指由过去的交易或事项组成、并由企业拥有或控制的、预期能给企业带来经济利益的资源。

经济学意义上的资本认为,资本(Capital)以投资为核心,形成不同形式的生产要素的组织关系。资本是一种已产出的投资要素,其本身就是耐用投入品。资本是投资的条件,股利是资本投资的高级形式。从资本的有形和无形的特性来看,有形资本包括资本的有形物态,指厂房、设备、人力资源、资金;无形物态包括专有技术、专利、企业的信誉度、管理技术、企业文化等。资本的有形物态是资本的躯壳,资本的无形物态是资本的靈魂。无形资本盘活有形资本,这是投资铁的规律。马克思认为“资本是能够带来剩余价值的价值。”而萨缪尔森则认为“资本是一种不同形式的生产要素,它是一种生产出来的生产要素,一种本身就是经济产出的耐用投入品。”

资产不等于资本,二者有本质上的区别:资产是被动的消费品,资本却是主动的投入品;资产具有利己的特征,而资本却具有利他的特征;资产不具备增值能力,而资本

具有增值功能。资本通过投资而增值，资本的功能和作用是通过高效的投资市场来配置资源。资本并不要求一定由过去的交易或事项形成，资本可以是企业现实拥有的，也可以是企业借贷筹集的，还可以是预期实现的。例如，企业从银行获得的贷款，可以视为企业的资本，却不能视为资产。毫无疑问，2007年我国1.1万亿美元外汇储备和18万亿庞大的居民储蓄是资产而不是资本，将庞大资产转化成资本是我国政府当务之急应考虑的问题。资本是投资的结晶，而投资必须建立在一定资本基础之上。资本是最有价值的经济资源，只有资本才开创了价值链工程，投资的目的是为了创造出大于自身数倍以上的价值。

2.1.2 资本特征

资本各要素的运营都会在不同程度上带来社会利益，即投资不是个体行为，而是利他的社会行为，这是资本的“公用性”。资本具有“私利”的形式，“公益”的品行。亚当·斯密声称，当资本在追求自己的私利形式时，市场的、看不见的手会导致最佳经济后果，从这个意义上分析，资本体现了一种社会意志。不管是公有资本还是私有资本，只要社会能建立一个有效的资本市场，投资都会朝着积极的社会方向发展。资本的运动规律告诉了人们一个简单的道理，资本以不同的方式集中和解放生产力，其最终目标就是实现投资增值。资本的本性就是吸纳各类资源，不管是有形资本还是无形资本，而不是简单的剥削和被剥削的关系。

资本的原始积累是由劳动创造的，将劳动的剩余投入到再生产中，资本就产生了，这是资本产生的雏形。资本的存在需要四个条件：（1）知识；（2）工具；（3）劳动；（4）剩余。在古代社会，人们对自然的认识，形成了认识自然的知识；知识形成了对工具作用的理解，促进劳动成果的增加，剩余产生了。有了剩余，才有了资本。

在远古的农业经济中，剩余量微不足道，没有引起人们的注意；而在工业经济社会中，大机器和有组织的资本投资产生了大量的剩余。谁拥有了剩余，谁就成为资本家，资本家是剩余的占有者。马克思在《资本论》中对资本主义的批判已将资本和资本家的本质做了权威性的解释。回顾我国资本改革的实践，何清涟（2000）认为四类人完成了改革开放初期的原始资本积累：（1）社会资源的管理者，他们拥有物资的审批权；（2）国企经理人，他们以不同方式“变卖”国有资产；（3）中介者，他们实施权钱交易；（4）中资驻外机构掌权者。此四类人基本上属于“内部人”，以“寻租”的方式，在短期内迅速完成原始资

本积累。尽管这种结论还有待商榷,但学术界好多人已接受了这种研究结果。

劳动力、资本和资源是传统社会生产的三大基本要素,在新经济时代,信息技术和观念的创新不可让渡地成为社会生产新的两大要素,构成了新经济时代社会生产的五大要素。不可否认,信息技术和观念的创新已成为新经济时代的稀缺资源。原始资本积累本质是指对稀缺资源的占有。原始社会的稀缺资源是奴隶;封建社会的稀缺资源是土地;工业社会的稀缺资源是大机器和自然能源;后工业时代的稀缺资源是消费资源和信息技术;信息时代的稀缺资源是创新能力。不同的时代会有不同的资源短缺,不同的市场会有不同的资本稀缺。在马克思阐述的资本主义时期,资本只是为数不多资本家垄断的生产资源,资本家以机器、资金、土地为资本,依靠工人,获得剩余价值;因为对剩余价值的分配几乎全部归资本家所有,造成了资本家与工人的尖锐对立。科技革命给工业革命带来了结构性的变化,分配基础也随着发生了改变,工人对剩余价值的追索权有了普遍的提高,劳工关系变得缓和,生产关系变得和谐一致,资本家与工人的对立渐渐消失,不可调节的资本家与工人的关系变得温和,经济与社会发展趋向于和谐一致。

2.1.3 企业与资本市场

企业是资本市场的投资主体,是实现资本的个体能量向社会能量转化的机器。规模投资是一种经济投资,其投资规模越大,资本成本就越低。生产型企业是创造经济投资规模的机器,而商业型企业则是实现投资价值转换的助推器。第一产业和第二产业的发展,加速了商业助推器的价值转换。市场是实现资本价值的场所,交易是表现价值的途径。在市场中,各种要素都得以充分展示,相互组合、相互制约,形成资源组合的最优化,为实现价值的最大化奠定了基础。资本配置最优和资本价值最大化的生成环境要求一个公开、公正、公平的市场机制。这种机制以政府稳定的、竞争的、高效的经济政策为基础。

私人所有制、国家所有制和公共所有制是企业存在的三种基本形式。私有制是历史的产物,是资本发展过程中的必然历程。国家所有制是出于国家机器的基本需求而必须具备的相当量的国家所有资本。公共所有制是国家在投资方面的最高形式,是最安全、最广泛的资本运行模式。我国的计划经济从本质上讲是一种资本国有化的所有制形式,而西方的市场经济体制是一种资本私有化的体制;在经济全球化的过程中,两种资本所有制体制都在不同程度上放弃了各自的体制弊端,寻求走上了更好的公共所有制的道路。

经济学上的利润不等同于价值。利润是一种表象，即表面投入和表面产出的比率，严格说，利润并不代表企业质量和资本质量，并不能决定企业的长期发展。利润的产生可以是正面的、系统结构的效益发展，也可以是短时的、眼前利益的发展。有时，企业利益的短期发展会在根本上抑制企业效益的长期、整体性发展。价值绩效评价反映了企业整体质量，反映了企业在生产和经营中的整体实力。追求短期利润是手段，追求长期价值最大化才是企业追求的目标。投资所要解决的不仅仅是一个短期的利润问题，更重要的是一个市场价值最大化的问题。

价值是指某一可投资资本的有用性，它以价格为表现形式，同时又反映了供求关系的差异。价值的表现环境体现在市场中，任何可投资资本在实现交易前都存在内在的非恒定性，价值只能在千变万化的环境中证明自己。没有经过交易的商品不具有任何价值。价值是一种供需关系，价值为其需要而存在，体现了资本的稀缺规律。价值最大化是企业的总体收益，既包括显形收益也包括隐性收益。

价格代表价款，是交易双方愿意以这一价格交换不同的物品。对于市场中的各方关联人来说，价格显示了市场的供求关系，是市场中供求平衡的调节器。当价格上涨时，资本供应商愿提供更多的资本和资产，而投资者则宁愿节制自己的投资或消费；当价格下降时，结果则相反。某一价位上的资本供应是投资需求的均衡点，长期的供求平衡是通过价格的调控实现的，这是全球化市场背景下价格规律的主旋律。

2.1.4 增量资本与存量资本

存量资本是增量资本的根本，增量资本是存量资本的高级形式。增量资本盘活存量资本，增量资本是投资的最终目的，即资本的增值或资本价值的最大化。增量资本和存量资本构成了资本盈利能力，资本盈利能力的则通过资本的投资环境提高或降低。企业只有在融资过程增加增量资本，保持有效的存量资本才能保持企业资本的可持续增值；在有效市场中，股利政策对融资结构、成本和经营规模产生深远影响。

存量资本具有两重性，它在增值的过程中，同时具有减值、流失和灭失的特性。存量资本的两重性体现在两个市场，即有效资本市场和低效资本市场中；增量资本的盈利能力受资本市场风险的影响，其中包括内部风险和外部风险。内部风险可概括为经营风险和资本成本风险；外部风险则属于政治风险、经济风险和司法风险等；对于风险的偏好，取决于增量投资者。

投资增值需要各种综合边际条件的支持,否则难以达到投资目的。美国在过去 200 多年中积累了大量资本,密集的公路网,纵横交错的铁路系统,立体式的通信系统,众多的科技发明和受过教育的产业工人,丰富的资源,高昂的医疗、保险、退休和工资待遇,加上先进的组织、管理体系,使美国的经营绩效不断完善。而英国则由于混乱的管理和滞后的资本组织体系,观念落后,不思进取,劳工冲突不断,其资本投资收益不足美国经营绩效的 40%。

从我国的港口上市公司来看,北方拥有天然良港,不冻不淤,吃水深,宜建造大型现代化码头,如大连;而南方沿海港口的自然条件远不及北方良港,如广州。然而,我国的港口经营奇迹却发生在自然条件相对较差的南方,而不是北方,其根本原因就是经营体系制约了我国北方港口上市公司的发展。

2.1.5 资本成本与风险

任何事情都有其成本,这就是“没有免费的午餐”的道理。市场中不存在交易的零成本,这是成本绩效评价的基本思想,资本成本就是资本交易的价格。在绩效评价的过程中,项目投资与项目的风险形影不离,经营失败是项目投资的价格。在融资战略中,不管是举债的方式、权益融资的方式,还是政府财政投资方式,利息是债权人的所得,红利是股东的合法受益,产出结果是政府的预期收益。资本是有其意志的。由于投资资本构成不同,其融资成本高低也不同。不管融资成本多么低廉,都会给企业形成强大的压力,产生了融资风险。所谓风险就是其不确定性,它和时间有直接联系,时间短,预见性强,不确定性低,风险就小;而时间长,不确定性高,可能发生的变故大,因此风险也就大。就融资的债权人而言,将一定资金借给债务人使用是存在着一定风险的,它包括到期不能偿还融资本金的风险、利率上涨的风险、通货膨胀的风险及其他违约风险。一般来讲,有三种风险型的人或团体:第一种类型是风险规避型,他们对风险的感觉较敏感;在风险较低时,他们对收益的要求不高;随着风险的增加,他们对收益的要求也随之增加;风险越大,要求的回报越高。第二种是冷漠型,他们对风险与收益之间的关系比较麻木。在风险不大时,他们对收益有一定的要求,当风险增加时,他们的回报要求仍处于相同的水平。第三种是风险寻求型,他们对风险的寻求高于对回报的寻求,因此,当风险增加时,他们只注重风险而忽略了融资收益。绝大多数人和企业具有第一类型对风险的偏好;第二、第三类型的人和企业属于少数。他们之所以形成如此的偏好与

对风险的效用直接相关。债权人按照对债务人感受的风险收取一定的融资使用费用，即利息。

资本成本与货币的时间价值有关，今天的一元钱大于明天的一元钱是指融资的价值与时间之间的关系。在利息或融资价值增值比例确定的情况下，时间越长，融资的价值就越高。在采用复利为基础的计算时，融资的价值可以有多种复合方式：年、半年、季度、月、日、小时或分秒。与其相反的是单利的方式。在期初，单利与复利的方式没有多大区别，时间越长，两种增值方式产生的差越大。从会计学的角度来分析，融资价值的增值链应是复利式的，利息参加价值的创造过程。除我国以外的绝大多数 IMF 成员国均采用复利方式计算存款利息，我国则采用单利计息。不管哪一种方式，今天的一元钱都大于明天的一元钱。

2.1.6 机会成本与沉没成本

在融资要素供应一定的条件下，投资一种项目，就不能投资另一类项目。一般来说，投资于一种工程项目的实际或机会成本等于投资于另一种工程项目的代价。进一步的解释是，投资者有一块土地，可出租得年金 1 000 万元，现有一条公路要通过这片土地，建设成本为 8 000 万元，那么，这块地的机会成本不仅是 8 000 万元的建设费，而是 9 000 万元（8 000 + 1 000）。不仅机会成本常常伴随着我们，沉没成本往往也不期而遇。沉没成本又称旁置成本，指过去已经发生，非当今的决策所能改变，或不受现在决策的影响，因而，在决策时可不予考虑的成本，其本质是一种无差别成本。它是一种历史、已投入成本。在投资更新设备时，旧设备的原始成本和已提的折旧额都是沉没成本。沉没成本对当时的决策不产生影响，如拟建一座大楼，花了 5 000 万元打下地基。在施工前，发现地基下沉，好多发达国家将再花 5 000 万元重打地基。尽管花掉了前一个 5 000 万，但考虑到基建质量，前一个 5 000 万基础费应不再予以考虑。

2.2 投资绩效评价简述

后世贸时代意味着我国上市公司绩效评价将融入以市场经济为特征的上市公司管理体制。市场经济的特征要求上市公司不断地根据变化着的市场进行研制和开发新产品、新技术和新市场。为实现上述目标，增加竞争力，上市公司要从多方面进行投资、融资



战略和战术方面的决策,使投资效益最大、资本成本最低,达到最佳融资组合。在实现上述绩效战略目标后,上市公司要实施回报股东的分红策略,以答谢股东的热忱支持。因此,绩效评价以投资、融资、股利分配的三足鼎立来实现公司价值最大化的这一目标。

投资是上市公司的股票、债券和不动产与其相关人在金融市场上所进行的一种投入与产出的竞争活动。公司投资绩效评价活动以独立经营人、合伙制和公司制的形式从事各自价值最大化活动。这种活动以资本为对象,在金融、税收、法律三大环境中为公司的存量资本和增量资本的增长而运作。

绩效评价重视了对管理人或代理人成本的研究。所谓代理人成本就是为防止部分拥有公司股份的公司管理者与股东利益发生冲突而必须付出的治理成本。财务管理的理论与实践有效地解决了“所有权错位”、“薪酬激励”、“寻租”、“兼并”等问题,有效地降低了代理人成本问题,对解决我国目前普遍存在的“一股独大”等问题有积极意义。

绩效评价已建立了一系列成熟的评价上市公司经营业绩的标准。资产负债表、损益表、留存收益表和现金流量表从不同的角度对上市公司经营绩效进行评价。资产负债表是公司资产和负债与权益在某一财政年度的投资的信息状况;而损益表则反映了某段时间公司营业收入、息税前利润和每股盈利的投资;留存收益表则反映了公司财务留存收益由期初至期末余额变化的情况报表,其中包括收益的产生和公司股利分配等。如果资产负债表从一个点上考核了公司资产、负债与权益状况,损益表则是从两个时间段上考核了公司销售与每股盈利的状况,留存收益和现金流量表则考核了公司营业、投资和财务现金及有价债券的调节变化状况。这四种表分开来看则是平面的,如果连续来看,公司的投资则以一个立体式的、多角度的形式栩栩如生地展现在股东和投资者面前。在这里,一个革命性的概念被介绍进来,那就是会计利润与现金流的区别。货币的时间价值神奇般地以复利形式展现出货币的现值和未来值。它注重交易和交易机会的价值,叙述着公司的交易和交易机会成本,进行投资决策组合分析,缩短了消费与投资的距离。在这一魔术般的语言中,机会成本和沉没成本的概念是其中最美妙的部分。

风险与收益是投资中最扑朔迷离的博弈。风险定义为事物的不确定性,尤其是在跨国公司的财务管理中,公司价值最大化的不确定性无时无刻地不在困扰着决策层,为捕捉到风险,人们在单一资产和组合资产上使用了统计学的标准差、协方差来检测风险,以此来找到风险与收益的相关性。在风险与收益的研究中,威廉姆·夏普和约翰·林德对这一问题的研究作出了杰出的贡献,提出了“资本资产定价模式”。之后,罗思又继承、



捍卫和发展了“资本资产定价模式”，将单因素定价模型发展为多因素定价模型，即“资本资产定价套利模型”。马可维茨可谓是揭示这一谜底的鼻祖，他首次将方差、标准差、统计直方图和概率应用到资产收益中，将风险划分为系统风险和非系统风险，总结出通过组合可以最大限度地降低投资在一个市场的风险。马可维茨的继承者认为通过多个市场的正相关资产组合，即在不同国家的投资组合，不但可以分散系统风险，也可以最大限度地降低非系统风险。马可维茨的有效边界理论指出了风险最小、收益最大化组合资产可能性轨迹，成为投资理论的镇鼎之作。

投资的核心定价工具将有效市场中的股票、债券及不动产的价值以一系列不同的工具加以确定，尤其是收益率 R 的确定。如果这些定价模型将桀骜不驯的股票价格以理性和非理性的未来红利无限时段的现值方式表现出来，那么债券的价值则是通过揭示债券有限期间的价格行为表现出来。各类资产的总和构成了公司的总资产。总供给和总需求的平衡是资产定价的关键。长期投资绩效评价是最刺激、最惊心动魄的篇章。资本预算，尤其是动态环境下的滚动资本预算，是长期投资决策胜败的关键，为使不稳定性平稳化，人们采用偿还法、净现值法、内部收益率等加以评价。不但如此，专家们还归纳出确定等值法、风险调节率法、敏感分析、决策树等风险调节技术加以补充。最重要的是现金流的测量这一核心问题，这是绩效评价最具有挑战的地方。

资本成本、资本结构及股利政策是绩效评价的难点。在上市公司的资本、债务、优先股和普通股中，由于税制的作用，构成了加权平均成本。加权平均成本与投资机会清晰地描绘了项目投资与项目收益之间的关系。此外，资本结构描述营业额、息税前利润与每股盈利之间的杠杆关系。当资本成本最低时，公司价值最大化的结构是资本结构的最佳结构。在资本化的有效市场中，投资者期盼投资回报的方式，一是股利分红，二是资本利得。如果暂时不考虑后者，对于前者，两个学派圈定了股利分红的理论，即股利相关论与股利无关论。不管相关还是无关，两个学派都无法提供令人信服的实证根据，这恐怕是由于资本市场有太多的投资者参加，太多的信息量，频繁的法律、税收、经济政策的改变，太大差异的投资出牌方式的缘故。最佳资本成本、资本结构与股利政策是评价上市公司战略的基石。

长期融资决策包括长期银行债务、普通股权益、债券、租赁、可转换债券及期权，如果单纯看上述融资方式，很难说哪一种是最完善的融资方法，但如果上市公司把各种方式都融汇到一起，上市公司财务将拥有完善的融资手段，给企业注入无限的生命与活