财务运行与投资者保护：价值视角

■ 王峰娟



现代企业以最大化股东价值或公司价值为终极目标。价值在采购、生产到销售的经营活动中形成和实现，而这一过程自始至终伴随着资金运动，这就是财务运行过程。企业资金运动过程是资金形态的不断转化及其增值过程。这一过程是通过一系列的财务活动来实现的。比如，初始状态下的货币资金，必须借助于筹措资金这一行为来实现；同样的，将货币资金转化为生产资金等等，也必须通过具体的投资与日常资金运营行为来完成；最后，在经营活动中产生的价值增值又以股利的形式回馈给投资者，从而满足投资者的收益期望。

一、财务运行目标与投资者保护目标的契合性

企业财务运行都是基于企业主体的行为逻辑而展开的。企业之所以存在，根本目的在于如何更多地为投资者创造价值。因此，这一逻辑起点也就决定了不同财务活动间的逻辑关系，即：从总体上，它们是以一个整体身份出现的，不能单独地割裂开来，它们的目标只有一个，即创造价值；从个体上，不同的财务活动可以看成是为了实现价值目标的不同形式，其中，（1）筹资活动及其筹资决策不是一项独立的财务活动，它必须借助于投资项目所需资本来安排筹资，其标准是通过筹资组合与选择，使投资项目的可接受收益（率）最低化或最小化；（2）投资活动及其投资决策直接创造企业价值，它通过投资于超过最低可接受收益率的项目而创造企业价值，其标准是未来项目的预期收益（率）必须大于最低可接受收益（率）；（3）日常资金运营，就是通过合理规划资金流动，确保经营活动的资金需要，实现资金的安全性与收益性的平衡；（4）分配活动及其分配决策是对投资及筹资活动的一种补充，其逻辑在于，如果没有可获得最低可接受收益（率）的足够项目，没有从企业未来投资获得价值增值的潜能，就应将企业所拥有的现金返还于投资者，回报于股东，让投资者或股东自身从投资中获得增值。

根据企业价值的估值模型，导致公司价值增加的核心变量主要有三个：一是自由现金流量；二是加权平均资本成本；三是时间上的可持续性。企业财务运行决定公司价值创造；投资活动与日常资金运营活动决定公司创造的自由现金流量，筹资与分配活动决定公司的资本成本；资金运动的连续性决定公司持续经营的时间长度。

最大化投资者价值是投资者保护的终极目标，财务运行质量决定投资者价值增值的程度，二者的目标是契合的。因此，通过对财务运行质量的监测可以测度投资者保护的程度。

二、财务运行质量评价内容与指标

我们从四个方面对公司的财务运行质量进行评价，包括投资质量、资金运营质量、筹资质量、股利分配质量，每一个方面又包含若干二级指数。

财务运行质量评价指数有四个方面构成，每一方面又包括若干指标：

1. 投资质量

投资质量包括投资效率和投资结构两个方面的指标。

投资效率指以实际投资偏离预期投资的差值，即回归方程的残差度量上市公司的非效率投资程度。投资结构以多元化程度反映投资构成。考虑到研究目标和数据的可获得性，在评价中采用了多元化程度指标度量上市公司投资结构质量的优劣，多元化系数越大，表示企业的多元化程度越高。

?1994-2016 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

2. 资金运营质量

资金运营质量包括现金周期、经营性流动资产比重和流动比率三个指标。现金周期指标衡量资金运营效率；衡量资金运营效率除了使用现金周期外，还应包括反应流动资产质量的指标——经营性流动资产比重，该指标的计算公式为：经营性流动资产比重=经营性流动资产/流动资产；在评价中我们采用流动比率衡量资金运营的安全性。

3. 筹资质量

筹资质量使用资本结构、股权资本成本和担保程度评价。

我们以“非流动负债/所有者权益”衡量资本结构；股权资本成本使用资本资产定价模型计量；担保程度采用“担保金额/所有者权益”衡量，计算公式为：担保程度=担保金额/所有者权益。

4. 股利分配质量

股利分配质量以公司成长性、股利支付率和股利支付的稳定性评价。成长性是影响公司股利政策的关键因素，我们采用营业收入增长率衡量公司成长性。股利支付率的计算公式为：股利支付率=股利支付总额/净利润。股利支付的稳定性以前三年股利支付的标准差表示。

这些指标见表1。

一级指标	二级指标	说 明
投资质量	投资效率	根据 Richardson (2006)模型设计与计量
	投资结构	以多元化程度反映投资构成
资金运营质量	现金周期	反映资金运营效率
	经营性流动资产比重	
	流动比率	反映资金运营风险
筹资质量	资本结构	以资产负债率反映资本结构
	股权资本成本	利用 CAPM 模型计量
	担保程度	用对外担保额占净资产比重衡量
股利分配质量	成长性	用营业收入增长率衡量公司成长性
	股利支付率	股利支付率=股利支付总额/净利润
	股利支付的稳定性	用股利支付率的标准差率衡量

表1 财务运行质量评价指数构成表

项目	样本量	均值	中位数	最小值	最大值	极差	标准差
投资质量	1347	77.83	79.18	9.86	100.00	91.14	13.49
资金营运质量	1347	69.65	71.90	4.70	97.92	93.22	13.59
筹资质量	1347	65.43	68.61	2.19	99.03	96.84	17.71
股利分配质量	1347	21.52	20.40	0.00	100.00	100.00	19.52
财务运行质量指数	1347	55.51	55.55	32.25	75.16	42.91	5.81

表2 样本上市公司财务运营指数描述性统计

财务运营指数	样本量	比例（%）	最大值	最小值	中位数	均值	标准差
FOQI (90-100)	0	0.00	-	-	-	-	-
FOQI (80-90)	0	0.00	-	-	-	-	-
FOQI (70-80)	12	0.89	70.36	75.16	72.83	72.88	1.62
FOQI (60-70)	283	21.01	60.02	69.92	62.16	62.58	2.05
FOQI (50-60)	857	63.62	50.03	59.98	55.10	55.09	2.69
FOQI (<50)	195	14.48	32.25	49.96	47.03	46.03	3.61

表3 样本上市公司财务运营指数等级状况

三、财务运行质量总体描述：基于2009年的分析

根据以上指标，我们对我国2009年度的上市公司进行了评价，样本数量为1347家。财务运行质量的总体情况见表2。

从表3看，财务运行质量指数的平均值为55.51，中位数为55.55，最小值为32.25，最大值为75.16，标准差为5.81。极差为42.91，公司间差距比较大。

从财务运行质量指数的四个要素来看，投资质量、资金运营质量、筹资质量和股利分配质量的平均值分别为77.83、69.65、65.43和21.52。其中：投资质量最高，均值为77.83，说明样本上市公司投资规模和投资结构比较适当；利润分配质量最低，均值为21.52，说明样本上市公司不注重通过股利分配满足投资者的必要报酬。上述四个方面的级差分别为91.14、93.22、96.84、100.00，说明公司间财务运行质量差距较大。

1347家样本上市公司的财务运行质量指数等级状况如表3所示。

由表3可见，分值达到80分以上的上市公司数量为0，70-80分之间的上市公司数量仅为12家，占样本总量的0.89%，60-70分之间的上市公司数量为283家，占样本总量的21.01%，50-60分之间的上市公司数量为857家，占样本总量的63.62%，50分以下的上市公司数量为195家，见样本总量的14.48%。从表中可见，大部分上市公司的财务运行质量在50-70分之间。

（作者单位：北京工商大学商学院/投资者保护研究中心）

?1994-2016 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net