

企业可持续增长路径之选择研究： 以中国远洋为例

喻 炼

(北京财贸职业学院立信会计学院 北京 100010)

【摘要】 资产规模既是企业持续增长所引致的财务后果,也是维系其持续增长的资源基础。航运巨头“中国远洋”的巨亏尽管可以用管理因素、行业周期乃至企业属性予以诠释,但其建立在“承债式增长”上的可持续发展路径才是亏损的根本原因。因此,企业在迷恋于增长的同时,应合理权衡资产规模扩张所依赖的资源基础,并在“成本—效益”约束条件下,结合企业发展所处的环境因素选择与之匹配的可持续增长路径。

【关键词】 资产规模 中国远洋 可持续增长

自经济学鼻祖——亚当·斯密 1776 年的《国富论》一书发表以来,对可持续发展的追求已经成为全世界经济学家和政策制定者作为着迷的课题(林毅夫,2012)。企业作为支撑社会经济活力的重要主体,其可持续增长问题也是工业化社会以来的人类探索的永恒话题。财务作为记录和评判包括企业在内的人类经济活动效率和效果的重要管理工具,在市场条件下的企业资源配置和检验中发挥着越来越重要的作用(任小平,2011)。资产规模作为企业持续增长所引致的财务后果,不仅可以评价企业既往的增长绩效,而且可以预期企业增长的可持续性。

基于此,本文从财务的视角,在企业可持续增长路径的分析基础上,以航运巨头“中国远洋”的巨亏个案为例,通过资产变化这一财务变量,分析其既往持续增长路径下的选择原因,以此为基础,探究理性企业在迷恋于增长的同时,如何权衡资产规模扩张所依赖的资源基础及其路径选择。

一、财务视角下的企业增长的两种路径

资产是企业经营的基本资源。就财务的角度看,理性的经营行为一般会带来资产规模的正向变化,即资产在数量上的增加。但会计等式——“资产=负债+所有者权益”这一经典恒等式则清晰地表明:以增长为诉求目标的企业在财务层面有“承债式增长”和“股东权益扩张”两种基本技术路径。就理论的层面分析,不同技术路径所诱致的经济后果存在一定差异。

1. 就“承债式增长”而言,其优势主要有四个方面:①股东不会因企业的增长而导致控制权的丧失;②企业对增长的追求不会因股东资源能力而受到影响;③在市场向好的境况下,“承债式增长”可以给股东带来积极的财务杠杆效应;④当公司经营不善时,股东仅需承担有限责任。但是,“承债式增长”并非没有问题,比较突出的有两个:①当企业处于坏的经

营环境时,负向的“财务杠杆”效应将加大企业的财务压力;②当企业无法承受财务压力时,将可能被债权人以某种方式予以强制清算或者重组,企业的增长陷阱由此产生。

当然,企业可持续增长能否建立在“承债式”路径上,需要两个基本条件:①有良好的债务清偿能力;②有良好的盈利能力。但比较而言,良好的债务清偿能力更为关键,但没有盈利能力做支撑的债务清偿能力只能依赖“以债养债”的滚动发展模式,直接的财务后果就是资产规模的扩张伴随债务规模的扩张。就历史的经验看,这类企业都是出了问题的,后文个案中的中国远洋即属于这种情况。

2. 和“承债式增长”依赖不同,“股东权益扩张”路径下的优势主要有两个方面:①股东对企业的控制权不会因企业的增长而被稀释;②企业持续增长过程中的财务风险相对可控,对持续经营的威胁较小,特别是在企业盈利能力较有保障时,企业可持续发展更为稳健。

需要指出的是,“权益扩张”虽然具有前述两方面的优势,但其缺点也很多,最为突出的一点就是企业如何处理风险与增长速度之间的均衡问题,尤其是在良好的商业机遇下,企业可能会失去高速成长的机会。

就财务的角度看,“股东权益扩张”又有两条具体路径:①“资本依赖”扩张路径,这种路径要求股东不断地提供新的资源来维持企业的增长,实际工作中的企业增发、配股等行为属于此类;②“盈余依赖”扩张路径,即企业持续增长建立在既往盈利积累的基础上,也即所谓的“内涵式发展”,但这需要作为企业的股东乐意将企业的盈余用于发展。

3. 正如诺贝尔经济学奖获得者的著名经济学家斯蒂格利茨所言,所有企业的做大做强都不可能完全依赖自身的积累(斯蒂格利茨,2009)。因此,就实务的经验观察,很少有企业将其可持续增长建立在单一路径的增长模式上,更多的时候

是建立在“承债式增长”和“股东权益扩张”相结合的基础上,即所谓的“混合资本依赖”。而两者之间的比例关系就形成了一个基本的财务问题,即财务结构。

就理论的分析而言,好的财务结构一定是能够为企业的可持续发展路径提供积极保障的,而判断财务结构好与坏虽然缺乏具体的标准,但企业的市场环境无疑是一个重要的因素。更直接的判断就是:在好的经营环境中,企业可以加大债务资本的比重;反之,企业应减少债务资本的比重。

二、“中国远洋”持续增长路径选择及其原因分析

“中国远洋”是一家集集装箱航运、干散货航运、物流、码头和集装箱租赁为一体的综合航运公司。它成立于2005年3月,同年6月在香港联交所上市(股票代码:1919.HK);2007年6月,完成A股发行并在国内上市(股票代码:601919),是目前为数不多的同时拥有A+H上市公司。

自完成A股上市以来,中国远洋的增长可谓是“喜悲两重天”。在A股上市之初,公司业绩高速增长,股价最高攀升到68.4元;但在随后的2009年、2011年和2012年,公司则出现了巨额亏损,尤其是2011~2012年连续两年的巨额亏损,作为航运巨头的“中国远洋”也不得不沦为“*ST”一族而备受诘难。而管理因素、行业周期乃至企业属性等方面的归因固然有其道理,但仔细梳理我们发现,其既往路径下的“承债式增长”与巨亏之间的因果循环才是其陷入困境的核心因素。

1. 中国远洋持续增长路径具有典型的“承债式增长”特质。在“承债式增长”路径下,企业财务的基本特征是:债务资本的增速远远高于权益资本的扩张速度。

表1 “中国远洋”资产、负债与所有者权益变动

项目	年度						均值
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	
资产总额(亿元)	1142	1168	1386	1509	1574	1652	102
负债总额(亿元)	597	556	852	886	1072	1235	127.6
归属母公司所有者权益	449	521	428	478	347	251	-39.6
资产变动率(%)	-	2.28	18.66	8.87	4.31	4.96	7.82
负债变动率(%)	-	-6.87	53.24	3.99	20.99	15.21	17.31
归属母公司权益变动率(%)	-	16.04	-17.85	11.68	-27.41	-27.67	-9.04

注:文中有关“中国远洋”的数据均源自其2007~2012年的合并财务报表;为便于行文的方便,我们将所有的数据按照四舍五入的方式取整数亿元为单位,数据网址:<http://www.chinacosco.com>。

表1显示,2007年,中国远洋的资产为1142亿元,2012年,其资产为1652亿元。五年时间,中国远洋资产增加了510亿元,年均增幅为7.82%;与之对应,同期债务增加了638亿元,年均增幅为17.31%;归属母公司所有者权益累计增加值为-198亿元,年均减幅9.04%。这说明,在“股东权益扩张”无法为企业资产增长提供保障时,其年均7.82%的资产增幅只能依赖于“承债式增长”。也就是说,中国远洋的增长路径具有

明显的“承债式增长”特质。

2. 较弱的“股东权益扩张”能力是中国远洋选择“承债式增长”的直接原因。“资本依赖”和“盈余依赖”是衡量企业“股东权益扩张”能力的两个基本财务指标。在企业的持续增长过程中,如果这两个方面的改善相对有限,则说明其增长的唯一路径就是“承债式增长”。

表2 “中国远洋”归属母公司净资产变动 金额单位:亿元

项目	年度					
	2007	2008	2009	2010	2011	2012
股本	102	102	102	102	102	102
资本公积	294	284	297	286	284	284
盈余公积	2	6	6	6	6	6
未分配利润	59	146	40	108	-6	-101
归属母公司净资产	449	521	428	478	347	251

从表2的数据看,A股上市以后,归属母公司的权益资本从2007年的449亿元下降到了2012年的251亿元,累计减少198亿元。

进一步分析发现,中国远洋的资本类权益(包括股本和资本公积)仅仅减少了10亿元,这说明其完成A股上市以后,企业对股东层面的“资本依赖”几乎为零,即公司没有进行过增发或者配股等资本市场上的股份募集活动,因此,股东层面对公司持续增长下的资产增长贡献几乎没有。

与之对应的是,公司的“盈余依赖”(包括盈余公积和未分配利润)却大幅减少,从2007年的61亿元减少到2012年的-95亿元,累计减少了156亿元。这表明公司收益类资本权益对公司持续的资产增长是负效应的。当股东层面的“资本依赖”和公司层面的“盈余依赖”均受到限制时,中国远洋持续增长背景下的资产规模除了依赖“承债式增长”外,没有其他任何路径可以选择。

当然,从表2中发现的另一个事实就是:中国远洋的持续增长好像并未考虑过要走“股东权益扩张”路径,直接的证据就是“盈余依赖”重要组成部分的“盈余公积”项目在A股上市以来几乎没有太大的变化。

3. 综合盈利能力不佳是导致中国远洋无法依赖“股东权益扩张”的根本原因。就财务的角度看,毛利率一般作为判断公司竞争力的重要指标,而利润率、资产(包括净资产)报酬率则是衡量企业综合盈利能力的通用指标。

表3 “中国远洋”损益变动情况

项目	年度					
	2007	2008	2009	2010	2011	2012
毛利率(%)	26.5	24.7	-3.59	17.74	-4.35	-0.56
利润率(%)	19.47	9.39	-13.46	8.44	-15.09	-13.33
总资产报酬率(%)	16.73	9.25	-5.41	4.51	-6.61	-5.81
归属母公司净资产报酬率(%)	42.54	20.73	-17.52	14.23	-29.97	-38.25

从表3的数据看,中国远洋的好日子只有2007年和2008年两年,这两年的毛利率均显示公司的业务相对而言还是有竞争优势的,而与竞争优势相匹配的就是其利润率和资本报酬率均超过了A股上市公司的平均水平,甚至翻倍,尤其是在上市的2007年,归属母公司的净资产报酬率居然高达42.54%,这不能不说是一个奇迹;但进入2009年后总体的趋势是不太乐观的,即使是2010年的数据出现反弹,也没能阻止2011年和2012年的连续亏损。

4. 管理能力不佳是导致中国远洋综合盈利能力较弱的根本因素。理论上,与管理行为密切相关的财务绩效包括经营活动、投资活动和筹资活动三个方面,与之对应的财务指标就是营业利润率、投资收益率和资产负债率。在管理费用一定的情况下,如果这些指标向积极的方向演化,则管理能力绩效较高,企业的盈利能力较强;反之,则管理能力绩效较低,企业的盈利能力较弱。

表4 “中国远洋”管理能力绩效变动表

年度 项目	2007	2008	2009	2010	2011	2012	均值
管理费用(亿元)	50	43	46	48	54	50	48.5
营业利润率(%)	20.69	14.78	-7.09	10.05	-13.06	-10.69	2.31
投资收益率(%)	42.27	23.85	-12.04	12.33	14.38	10.43	15.2
资产负债率(%)	52.28	47.6	61.47	58.71	68.11	74.76	60.49

从表4的数据看,2007~2012年中国远洋的管理费用均值为48.5亿元。在此情况下,其相应年度的营业利润率和投资收益率总体上处于下滑趋势,与此同时,资产负债率却在不断上升,这说明其管理能力绩效并不乐观,企业综合盈利能力下降也就在所难免。

综合分析表明,中国远洋所选择的“承债式增长”可持续增长路径与其巨亏之间形成了因果循环,公司的巨额亏损使其持续增长路径无法依赖“股东权益扩张”,而其持续增长路径也唯有依赖“承债式增长”。问题的根源在于其管理能力绩效低下所导致企业综合盈利能力不足,这使得以“资本中远”为使命的中国远洋要维系其持续发展不得不选择“承债式增长”路径。而作为董事长的魏家福先生为中国远洋发展所设计的5:4:1的资本来源结构(即50%来自资本市场、40%来自银行、10%来自自身积累),在企业综合盈利能力不佳的约束下,受累的不仅仅是自身积累的10%资金无法保障,来自资本市场的50%资源也难以持续。

如果要达成魏先生的愿景,“中国远洋”要做的是迅速提高管理能力绩效,从根本上改善企业的盈利能力,并从单一的“承债式增长”路径回归到与“股东权益扩张”并行的路径上来,唯有如此,中国远洋所追求的可持续增长以及基于此的回报股东与社会愿景才有坚实的基础。当然,中国远洋要走出“承债式增长”陷阱,更需要投资者和企业利益相关者的信任,这才是维系其可持续发展的根本。

三、基于中国远洋个案的企业持续增长路径建议

中国远洋的个案表明,市场口碑再好的企业,如果无法寻找到可持续增长的有效路径,财务绩效的表现不可能乐观,基于财务绩效的可持续增长也将难以企及。因此,财务视角下解决企业可持续增长路径问题,我们需要从以下三个方面入手予以完善:

首先,观念上要将企业可持续增长路径建立在“股东权益扩张”的基础上。因此,公司的股东理应为企业的可持续增长提供基本的资源保障;尤为根本的是,企业要不断提升自身的盈利能力,在确保给股东合适的资本回报的同时,为“盈余依赖”型“股东权益扩张”路径创造积极条件。这方面,“中国远洋”是有不足的,即使是在盈利能力较强的2007年和2008年,也未见公司从当期利润中提取足够的发展积累,可资佐证的事实就是“盈余公积”一项基本上没有太大的变化,这不能不说是一个“遗憾”,也不能不说是企业发展观念的一种误区,这或许也是媒体所言的国企通病吧。

其次,管理者可以为企业的持续增长着迷,但在具体路径的选择上应秉持“承债式增长”和“股东权益扩张”相结合,并利用企业经营发展的不同环境,适度调整两者之间的结构。就一般的经验而言,市场经营环境向好时,企业可以较多地依赖“承债式增长”,反之,则应将增长路径回归到“股东权益扩张”上来。如果不及时调整,企业的财务绩效必将危机企业的可持续增长。中国远洋今天的财务窘境,不能不说与这个因素没有关系。因为,即使是在首亏的2009年,包括“股权投资”、“固定资产”和“在建工程”等在内的资本支出比例就达到了10.19%,直接的后果就是当年的“长期借款”和“公司债券”出现了大幅飙升,增幅达到133.48%。当然,从会计技术的角度分析,与这些债务资本相关的利息绝大部分可能会被资本化,如果没有这一会计规则的“通融”,中国远洋的财务费用可能会大幅上升,而由此导致的亏损可能会更大,这或许就是所谓内部人讲到的:“如果不调整,可能亏损更大”。

最后,管理能力绩效是确保企业可持续增长路径的关键。因此,企业必须习惯于从财务后果的视角来分析、评估和决定自身的管理行为。中国远洋巨亏的教训表明,对财务后果行为的忽视,最终会酿成苦果,与管理能力绩效密切相关的“营业利润率”、“投资收益率”和“资产负债率”不得不向负面演化,也正如媒体所言,“中国远洋”的巨亏与管理层的判断有关系,2007年、2009年市场景气的时候造船比较多,而且还租了很多长期的船,当时的原材料和租赁费价位都非常高,这是他们导致亏损放大的原因。

主要参考文献

1. 林毅夫. 新结构经济学. 北京: 北京大学出版社, 2012
2. 鲁桂华. 看懂会计报表: 从价值与信用入手. 北京: 机械工业出版社, 2009
3. 任小平. 盈余管理研究: 基于雇员工资合约的视角. 北京: 中国财政经济出版社, 2011