

# 用友软件基于财务保守的理性扩张战略

孔宁宁

(对外经济贸易大学国际商学院 北京 100029)

**【摘要】** 处于高成长发展阶段的公司采取财务保守行为,是一种兼具财务风险管理、投资扩张和有利创新的理性战略行为。本文基于对财务保守行为的理论解释,揭示用友软件资本结构决策呈现财务保守的迹象并解读其合理性,阐明公司在资本结构决策时需要对公司所处特定资本市场环境和生命周期发展阶段、财务风险管理、投资和竞争战略,以及公司效率等诸多因素进行综合权衡。

**【关键词】** 用友软件 财务保守 资本结构 理性扩张战略

## 一、用友软件上市以来资本结构方面的财务指标显示财务保守迹象

用友软件全称为用友软件股份有限公司,成立于1988年,2001年在上海证券交易所首次公开发行上市。自成立以来,用友软件一直专注于软件主业发展,战略清晰,定位准确。公司秉承持续创新、均衡发展的理念,注重产品研发、自主创新,形成了包括ERP、集团与行业解决方案和“财务通”的企业管理软件,财政、金融和烟草等行业应用软件、在线应用和培训教育软件等服务业务板块,并完成战略性培植移动商务业务的部署,已经成为亚太地区第一大企业管理软件供应商,也是我国最大的独立软件供应商,在亚洲ERP软件市场上也具有明显的优势。

用友软件自上市以来资本结构相关财务指标如下表所示,这些数据显示出用友软件呈明显的财务保守特征。

用友软件2001~2007年资本结构相关财务指标统计表

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
资产负债率(%)	13.82	14.67	11.88	13.27	17.46	18.47	20.04
流动负债资产比(%)	14.36	14.50	11.74	12.48	16.36	17.54	16.30
长期负债资产比(%)	0.08	0.16	0.14	0.79	1.10	0.93	3.73
流动负债占总负债比(%)	99.38	98.88	98.84	94.02	93.71	94.97	81.37
长期负债占总负债比(%)	0.62	1.12	1.16	5.98	6.29	5.03	18.63
流动比率	6.60	5.96	6.38	5.63	4.01	3.14	2.41
速动比率	6.58	5.95	6.36	5.61	4.00	3.13	2.40
主营收入现金含量	1.20	1.16	1.09	1.15	1.14	1.19	1.17
净利润现金含量	1.47	0.91	1.40	1.53	2.10	1.24	0.95
经营现金流负债比(%)	64.01	46.90	68.60	60.06	79.63	72.30	69.45

根据Minton & Wruck(2001)的研究,企业长期债务资产比持续5年低于20%被视为财务保守。财务保守企业具有如下特征:①资本公积和现金余额明显超过高财务杠杆企业,内部现金流量和现金余额一般足以支持日常经营活动和部分投资活动,而且外部融资并不是等到内部资金用完以后才着手进行,因而使企业始终保持着较充足的流动资金;②注重融资,企业注意确保

财务的灵活性或债务融资能力,以满足日后可能的并购、投资和股票回购所需要的资金;③对财务危机很敏感的行业往往奉行财务保守主义。

用友软件符合Minton & Wruck对财务保守企业的定义,公司长期资产负债比一直远低于20%,仅为1%左右,远远低于同行业的平均水平。公司流动比率和速动比率虽有所下降,但明显超过行业平均水平,而且经营现金流量负债比、主营收入现金含量、净利润现金含量均处于较高水平,属于现金充足型企业,具备一定的内源融资能力。自上市以来,用友软件的资产负债率始终保持在较低水平,基本上处于10%~20%这一区间,在整个计算机软件开发与咨询业处于偏低行列,说明公司资本结构一直处于非常优良的状态。从负债内部结构看,流动负债在负债总额中占主导地位,长期负债所占比率较低,在10%以下。

## 二、财务保守行为的理论解释

1. 基于企业增长机会价值的分析。金融经济学家把企业价值分解为当前业务价值和增长机会价值,并从理论模型和实证检验两方面证实,企业增长机会价值(以市值/账面价值比衡量)与财务杠杆负相关,即企业增长机会越多,财务杠杆便越低;短期债务越多,长期债务便越少。企业财务保守是出于为未来投资机会融资的战略考虑,而不仅仅考虑当前业务的融资需要。增长机会价值比重高的企业,经营过程中对财务危机更敏感。增长机会越多,债务相对于当前业务的比例应该越低,越应保持较高的资信等级,储备较多的债务融资能力。

2. 基于产品市场竞争角度的分析。20世纪80年代中期以来,理论模型和大量实证研究证实,在一个充分竞争的产业中,财务杠杆高容易导致企业后续投资能力不足,这与金融经济学家关于增长机会价值与财务杠杆显著负相关的结论一致。基于产品市场竞争角度的研究进一步证实,产品市场竞争过程容易出现价格战或营销战,致使利润和经营现金流入随之下降,导致企业财务承受能力下

降,而财务杠杆高企业最先陷入财务危机,引起客户和债权人等利益相关者为控制自身风险采取对企业经营不利的行动,从而导致销售下降和市场份额萎缩,被迫削减必要的投资。在行业不景气及宏观经济环境、商业周期和产业政策急剧变化时,高负债企业往往被迫让出大量市场份额给财务杠杆较低的竞争对手,内外融资能力进一步降低,最终退出市场。

3. 基于企业内部决策者因素的分析。企业控股股东对企业经营目标的追求和对财务风险的承担与外部投资者明显不同,他们总是力图使企业运营风险最小化,以能在激烈的竞争环境中长期生存发展,因而控股股东是否选择融资和采用何种方式融资,并不是单纯地出于资本成本最小化的考虑。相关研究表明,当管理层能够准确判断未来收益时,公司不一定十分偏好债务融资。朱武祥等(2002)考察在产品市场竞争导致收益不确定、公司控股股东风险厌恶、外部投资者风险中性的条件下,分析了收益风险对风险厌恶控股股东效用的影响,指出当竞争加剧导致收益波动和经营风险增加时,使用债务融资的公司数目会减少。他们认为,原来选用股权融资的公司都不太可能采用债务融资,而原来采用债务融资的公司会转而选择股权融资,这样既可以降低财务风险,又可以预留后续融资空间,为未来的增长机会提供融资。尽管债务融资表示公司经营质量好,但在竞争激烈、未来收益难以预测的情况下,风险厌恶的控股股东会更倾向于财务保守。

### 三、用友软件财务保守行为的合理性分析

当前我国软件业处于高成长阶段,其突出表现是软件用户日益扩大,市场正向纵深发展,激烈的市场竞争使得行业呈现收购兼并、整合的趋势。这种形势说明,产品的创新程度决定了企业的竞争能力和成长空间。在这样的背景下,用友软件选择财务保守行为,符合公司持续经营战略和持续投资决策,这样有利于公司创新战略的顺利实施,是一种兼具财务风险管理、投资扩张和有利创新的理性战略行为。

如前所述,企业在进行资本结构决策时,需要充分考虑高财务杠杆可能带来的风险,考虑如何使企业在后续竞争中占有竞争优势,有力抵御各种突发事件的影响,实现持续经营目标。在一个高度竞争的产业中,高财务杠杆容易导致企业后续投资能力不足,会使产品价格和营销竞争的财务承受力受到不利的影响,最终被迫削减资本投资甚至退出。在竞争过程中,企业仅仅做到经营效率高并不能够保证企业的生存空间,只有兼备经营效率高和充足财务资源的企业才能够长期生存。因此,对于处于高成长阶段和激烈竞争环境中的用友软件而言,采用保守财务政策是合理的商业选择,可使企业因掌握充裕的现金而具有更大的财务灵活性和持续融资能力,从而更好地抵御各种突发事件带来的风险。

在软件领域,具有规模优势至关重要,因此并购已被业界普遍接受。在2001年成功融资9.17亿元之后,用友软件进行了一系列资本收购活动,实现了由财务软件提供商向全面企业管理软件商的成功转型。尽管购并具有很大的风险,但软件业的特点决定了它是企业快速成长的有效手段,有助于企业直接获得用户和新知识。近两年国外软件巨头间的并购活动

非常活跃,全球范围内签署的软件交易合同总额激增,国际软件市场已被甲骨文、SAP、IBM和微软等瓜分殆尽。在竞争日益激烈、国际巨头虎视眈眈中国软件市场的环境下,我国软件行业整合已是必然的趋势,用友软件作为国内软件业的龙头,理应挑起整合的重担。由于资本收购和产能区域扩张需要大量资本,因而采取财务保守政策可使用友软件储备较大的后续融资能力,以便在后续扩张中保证财务安全。

在软件行业激烈竞争的条件下,创新是企业的灵魂,创新程度决定着企业的竞争力和成长空间。由于创新投资面临着较高的风险,公司一般不倾向于用负债支持创新投资,而更多地依靠内部资金。此外,对债务利息的偿付需要一组稳定收益的现金流来支持,这是多数创新投资项目所不具备的。汪晓春(2002)通过分析证明:高负债公司将会做出相对谨慎的创新投资决策,而这会导致其在与对手的“产品差别化”竞争中处于劣势。资本结构相对保守的公司负债率较低,还本付息的压力不大,因此更有能力投资创新项目,有利于保持公司长期竞争力。用友软件作为产品型软件公司,产品创新是公司能够成长的关键,研发能力是公司竞争力的核心。从公司的发展可以看到,收入增速与新产品的推出密切相关。采取财务保守行为显然有利于公司创新战略的顺利实施。

然而应该看到,长期采取财务保守行为会对公司效率产生消极影响,不利于公司的可持续发展。公司采取财务保守行为虽可以使还本付息的压力较小,但难以充分利用债务融资节税、财务杠杆和信息传递功能,并缺乏债务融资所具有的激励和约束机制,长此以往,公司的资本成本将相对较高,不利于公司价值的提升。Minton & Wruck(2001)通过考察发现,美国1974~1998年资产在1亿美元以上的财务保守企业中,70%后来改变了财务保守政策,50%在5年后提高了财务杠杆,90%此后没有再采用财务保守政策。

用友软件自2001年开始实施并购扩张,在随后的5年中一直采取稳健的经营策略。自2007年底起,用友软件开始酝酿新一轮并购,制定了围绕核心业务开展购并的策略,整合行业有效资源,收购有发展前景的企业。截至2008年底,公司已经完成对上海天诺及上海坛网部分资产、南京宏图天安软件信息系统有限公司、电子政务公司四川省金财科技发展有限公司、北京方正春元科技发展有限公司和特博深信息科技公司的收购,实现了对房地产行业软件、税务管理软件、财政应用软件和客户关系管理软件业务的拓展。前期财务保守储备的后续融资能力,使公司得以拥有充裕的现金保证扩张过程中的财务安全,为成为能与SAP和甲骨文抗衡的世界前三甲管理软件提供商奠定了坚实的基础。

【注】本文系国家自然科学基金项目(批准号:70772001)的阶段性研究成果。

### 主要参考文献

1. 朱武祥,陈寒梅,吴迅. 产品市场竞争与财务保守行为. 经济研究,2002;8
2. 汪晓春. 企业创新投资决策的资本结构条件. 中国工业经济,2002;10