



企业价值创造驱动因素分析： 基于财务视角与战略视角

张鼎祖

(长沙理工大学经济与管理学院 长沙 410076)

【摘要】 现代企业要完善其价值创造方式,首先应分析企业价值创造驱动因素。本文分别从企业财务视角和战略视角比较分析了企业价值创造驱动因素,并进行了相关评价。

【关键词】 企业价值创造 驱动因素 财务视角 战略视角

随着全球经济一体化,企业之间的竞争加剧,企业的外部环境正在发生巨大的变化,企业关注的重点也从传统的金融资本积累、物质资本投资和规模扩张逐渐转变为营销渠道、人力资本、组织资本的获得和客户关系的建立等方面,企业价值创造的方式发生了改变。本文分别从企业财务视角和战略视角来分析企业价值创造驱动因素。

一、企业价值与价值创造

对于企业价值,国内外存在着多种观点。当前的主流观点是从市场交换角度对企业价值进行界定,认为企业价值是由企业的未来获利能力决定的,企业价值等于企业在未来各个时期产生的自由现金流量的现值之和。

1958年,美国学者莫迪格莱尼和米勒提出了MM理论无税模型。该模型指出当企业只以发行股票和债券的方式融资时,企业价值等于企业股票与债券的市场价值之和,即:企业价值(V)=企业股票的市场价值(S)+企业债券的市场价值(D)。其中,股票的市场价值为股东在未来N年所获得的股票收益的现值;债券的市场价值等于债券的预期利息的现值加上债券的票面价值的现值。如果把企业的债务和股东投资均当作资本来看待,企业价值就是对企业未来剩余收益的资本化,它是企业未来预期自由现金流量的现值。

$$V = \sum_{t=0}^n \frac{FCF_t}{(1+i)^t} \quad (1)$$

式中:FCF_t为企业第t年的自由现金流量;i为折现率。

对式(1)进一步变形后得:

$$\begin{aligned} V &= \sum_{t=0}^n \frac{FCF_t}{(1+i)^t} = \frac{FCF_0}{(1+i)^0} + \frac{FCF_1}{(1+i)^1} + \frac{FCF_2}{(1+i)^2} + \dots + \frac{FCF_n}{(1+i)^n} \\ &= \frac{FCF_0}{(1+i)^0} + \frac{FCF_0 + \Delta FCF_1}{(1+i)^1} + \frac{FCF_0 + \Delta FCF_2}{(1+i)^2} \\ &\quad + \dots + \frac{FCF_0 + \Delta FCF_n}{(1+i)^n} \end{aligned}$$

$$\text{令: } \Delta V = \frac{\Delta FCF_1}{(1+i)^1} + \frac{\Delta FCF_2}{(1+i)^2} + \dots + \frac{\Delta FCF_n}{(1+i)^n}$$

$$V_0 = \sum_{t=0}^n \frac{FCF_0}{(1+i)^t} = \frac{FCF_0}{(1+i)^0} + \frac{FCF_0}{(1+i)^1} + \frac{FCF_0}{(1+i)^2} + \dots + \frac{FCF_0}{(1+i)^n}$$

$$\text{则: } V = V_0 + \Delta V \quad (2)$$

即:企业价值=维持当前收益不变时的企业价值+未来一定年限内企业创造的价值增量

(3)

式(3)中的价值增量的来源即企业价值创造的驱动因素是什么呢?我们将从财务视角和战略视角加以分析。

二、基于财务视角的企业价值创造驱动因素分析

基于财务视角的企业价值创造驱动因素分析实质上是以企业价值评价为出发点。企业价值评价模式主要有两种:一是对企业未来现金流量贴现,以拉帕波特的企业价值评估模型为代表;二是对财务指标进行调整,以斯特恩·斯图腾特提出的经济增加值模型为代表。由于用企业价值评估模型和经济增加值模型来分析企业价值创造的驱动因素的结论基本一致,故本文仅运用企业价值评估模型进行分析。

1. 基于企业价值评估模型的分析。企业价值评估模型有许多种,但受实体价值评估思想的影响,自由现金流量模型得到了认可和广泛的应用。

自由现金流量模型认为公司价值表现为未来预期自由现金流量的现值。自由现金流量是指企业产生的满足了再投资需要后的剩余现金流量,这部分现金流量是在不影响企业持续发展的前提下可供分配给企业资本提供者的最大现金额。自由现金流量模型如下:

$$\begin{aligned} FCF_t &= (EAT_t + D_t - \Delta W_t - F_t - d_t - P_t + B_t) + [I_t \times (1 - T_t) + P_t - B_t] + d_t = EAT_t + D_t - \Delta W_t - F_t + I_t \times (1 - T_t) = EBIT_t \times (1 - T_t) + D_t - \Delta W_t - F_t \end{aligned} \quad (4)$$

式中:EAT为税后利润;D为折旧额; ΔW 为增量营运资本;F为固定资产支出;d为优先股股利;P为债券本金偿还额;B为发行新债所筹集资金的数额;T为所得税税率;EBIT为息税前利润;t为某一预测年度。

式(4)中,影响企业自由现金流量的基本因素是息税前利润。为了解销售收入和销售收入增长率对FCF的影响,可将式(4)再次分解为:

$$FCF_t = S_{t-1}(1-g)M_t(1-T_t) - (S_t - S_{t-1})(F_t + W_t) \quad (5)$$

式中:S为销售收入;g为销售收入增长率;M为息税前利润占销售收入的比例。

通过对自由现金流量模型进行分解,可以看出企业价值与一些指标直接相关,从而可以阐明企业价值与价值创造驱动因素之间的基本关系。这些价值创造驱动因素包括销售收入增长率、销售毛利率、所得税税率、营运资本投资、固定资产投资、资本成本和企业价值增长期。

因此,公司经营者应从以下几个层面进行价值创造:①经营决策层面:采取营销策略以提高销售收入,进行税收筹划以降低有效税率。②投资决策层面:改进内部业务流程、注重人力资本投资以增强公司的核心竞争力,一方面要提高销售收入增长率,另一方面要延长超额收益的获取期间。③筹资决策层面:权衡风险与收益以降低资本成本。④其他层面:设置进入障碍以延长超额收益的获取期间。

2. 相关评价。从财务视角来看,企业价值创造驱动因素主要表现为一些财务指标,而财务指标是对企业某一期间的各种经营管理活动结果的表现。由于财务指标过于综合,基于财务视角的分析无法揭示出究竟是哪些经营活动和决策导致了企业价值的变化,故无法评价这些经营活动的效果。所以,有学者将这些以财务指标为主的企业价值创造驱动因素视为企业价值创造的表层因素,同时指出企业价值创造还有一些深层次的驱动因素,这些深层次的驱动因素应该包括反映经营活动成果的非财务指标和反映企业核心能力的指标。此外,基于财务视角的企业价值创造驱动因素分析未能揭示企业价值创造的先导因素及这些因素产生影响的时间周期。

三、基于战略视角的企业价值创造驱动因素分析

1. 基于战略视角对企业价值创造驱动因素的分析。企业战略理论的发展经历了三个阶段,即经典战略理论阶段、产业结构分析阶段和企业核心能力理论阶段。企业核心能力理论包括资源理论和能力理论等,代表最新的企业战略管理思想。资源理论和能力理论将企业看成是一组资源和能力的契合体,从资源、能力及租金的属性角度来考察企业所选择的价值创造活动,认为企业价值创造主要基于三种不同的机制——资源的识别和获取、能力体系的构建和关系建立。

根据资源理论,企业的竞争优势源于独特的资源构成,企业可以通过比竞争对手更加有效地识别和获取资源来创造“经济租”(李嘉图租)。当企业获得有价、稀缺且不可替代的资源时,企业就可以获得持久的竞争优势。如果企业获取资源的成本小于把该资源与已有的资源结合所生产的边际产品带来的收益时,资源的识别和获取就可以为企业创造价值。

能力理论将企业视为一个以能力集合体为基础的价值创造体系,将企业竞争优势归结为能力的具有,认为企业的竞争优势来源于对资源的配置和整合能力。企业能力体系是一种制度化的知识体系,它包含了一系列的知识和经验,企业运用这些知识和经验能够有效地减少创立新的战略性资产所需的时间和成本。企业的竞争优势是由于企业可以有效地使资源相互作用而产生熊彼特租,所以企业具备相关能力对竞争优势的获得以及价值创造至关重要。

由于资源之间的互补性,某种资源与其他资源相结合所创造的价值往往高于各种资源单独发挥作用所创造的价值,

因此人们将这两者之间的价值差异称为关系租或准租。所以,关系学派认为关系是一项新的资本,企业可以通过积累关系资本来驱动企业价值的增加,即企业可以通过与其他企业建立协作与交易关系而创造价值。这种通过与其他企业建立协作与交易关系来创造价值的行为被称为关系建立。关系建立在很大程度上影响企业能力体系的形成方式,企业之间建立联盟关系日益成为企业构建能力体系的新的、更加有效的途径。关系建立是一种更加主动的企业价值创造形式。

2. 相关评价。资源理论和能力理论采用了租的概念对企业价值创造进行界定,并试图分析企业价值创造的驱动因素,主要研究经济租是如何产生的或经济租如何得以长期维持。既然“租”是超额利润或价值的代名词,那么企业作为价值创造的实体,经营的目标应是实现企业价值最大化。这也说明,企业战略理论与企业财务理论关注的核心问题是相同的,即分析企业价值创造的驱动因素及企业价值的实现途径。

资源理论基于资源识别机制来分析企业的价值创造过程,认为资源是决定企业业绩的主要因素,企业通过有效地识别和获取资源来创造经济租。资源识别机制的核心在于准确地衡量资源的价值和获得该资源,而不是在获得资源以后的开发与配置。这也说明资源理论将资源配置局限于企业外部讨论,忽视了企业内部培育资源的能力。

能力理论从能力体系的构建角度来分析经济租的产生,认为能力来源于企业并隶属于企业,难以通过市场交易获得。能力体系的构建是指使企业具备一系列的能力,从而提高企业资源的价值创造水平。由于要通过具备相应的能力来提高资源效率而创造企业价值,因此在资源获得之前,运用某些能力也无法创造企业价值。这也说明了能力理论实际上将资源的配置问题局限于企业内部来讨论,忽略了外部环境对资源配置的影响。

关系理论涉及资源的互补性关系对企业价值创造的影响。但是,只有当关系所依托的资源及其相关信息与企业知识结构相协调,关系的运用才会创造经济租;反之,很可能不会创造经济租。这也说明,关系建立机制并不必然创造企业价值。

总体来看,以资源理论和能力理论为主的企业战略理论在解释企业价值创造驱动因素时,抛开了传统财务理论的束缚,顺应了资本泛化的趋势,不再局限于把财务理论中的硬资产(即资产负债表中列示的金融资产、实物资产和已经确认的无形资产)作为研究对象,而是从资源、能力和关系等角度剖析企业价值创造的机理,关注企业战略定位、环境、竞争对手策略,并指出利益相关者关系协调、资源配置、战略联盟是企业价值创造的必要手段,这些对企业价值管理有较大的指导意义。但是,企业战略理论在解释和分析价值创造驱动因素时过于笼统和粗略,也未能明确阐明企业价值创造驱动因素以及它们之间的逻辑关系和层次结构,不利于企业采取价值创造措施和科学评价这些措施的效果。

四、结语

本文分别从财务视角与战略视角对企业价值创造驱动因素进行分析,两者表现出不同的特点:基于财务视角的分析侧

上市公司资产负债率与贷款利率的关系分析

刘晓光

(首都经济贸易大学会计学院 北京 100026)

【摘要】 本文采用符号检验这种非参数检验方法对我国上市公司1998~2006年的资产负债率变化进行了分析,同时结合此期间中国人民银行的贷款基准利率的变化,对贷款利率与上市公司资产负债率的关系进行了分析,发现二者并不完全呈反比关系,而是呈滞后反比关系,并对这种滞后反比关系的形成原因进行了说明。

【关键词】 资产负债率 贷款利率 符号检验

一、研究目的与研究假设

我国公司的融资方式有两种:债务融资与权益融资。债务融资包括从银行贷款与发行公司债券等,权益融资包括在资本市场上公开发行人股票和以非公开方式接受投资者投资等。在企业价值最大化的经营目标下,企业的资本结构是企业融资过程中需要考虑的首要问题,因为债务融资与权益融资的成本是有差异的。权益融资的成本高于债务融资的成本,因为投资于普通股的风险较大,投资者也要求相对较高的收益率;此外,股利是用税后利润支付的,而债券(或银行贷款)的利息是在税前扣除的,具有抵税效应。正是由于债务资本成本与权益资本成本的不同,当债务资本成本发生变化时,必然会对企业的融资方式产生影响,企业负债与股东权益的比例会发生变化。本文主要对上市公司资产负债率与贷款利率的关系进行分析,指出二者存在滞后反比关系,并对这种滞后反比关系的形成原因进行说明。

企业的资本成本分为债务资本成本与权益资本成本,在企业收益一定的情况下,资本成本越低,企业的价值越大。企

业经营的目标为实现股东财富最大化,即实现企业价值最大化。由于债务资本成本低于权益资本成本,我们可以提出以下两个假设:

假设1:当中国人民银行降低贷款基准利率时,企业经营者会提高贷款比例来降低融资成本、增加股东财富。

假设2:当中国人民银行提高贷款基准利率时,企业经营者会降低贷款比例来维护股东利益。

企业的负债除了银行贷款,还包括应付账款、应付票据等经营性负债项目,这些经营性负债项目的比例一般较小,并且具有稳定性。企业的负债与股东权益之和等于企业的资产,因此我们可以用资产负债率这个指标来衡量负债与股东权益的比例关系。资产负债率的计算公式为:

$$\text{资产负债率} = \frac{\text{负债总额}}{\text{资产总额}} = \frac{\text{负债总额}}{(\text{负债总额} + \text{股东权益总额})}$$

当企业负债比例提高时,资产负债率会相应提高;当企业负债比例降低时,资产负债率会相应降低。本文通过研究企业资产负债率是否发生了显著变化,同时与贷款利率的变化进

重于价值评估和投资决策,强调现金流量和灵活性价值;基于战略视角的分析则是从竞争优势来源和未来战略地位的角度切入,强调利益相关者相互作用对战略决策和公司价值的影响。前者重视定量的价值判断,后者重视定性的思考过程。但遗憾的是,分析的结论并没能表现出应有的一致性。这也是在提示我们应该还存在一种分析视角,从这个视角出发应该能够更加深入、合理地分析企业价值创造的驱动因素。那么,这种企业价值创造机理究竟是什么,还有待进一步的研究。

【注】 本文系湖南省教育厅项目“国有建筑集团价值创造动力机制研究”(项目编号:07C113)阶段性成果。

主要参考文献

1. Tom Copeland, Tim Koller, Jack Murrin. Valuation. New York: John Wiley & Sons, 1997
2. 汤谷良, 林长泉. 打造VBM框架下的价值型财务管理模式. 会计研究, 2003; 12

业经营的目标为实现股东财富最大化,即实现企业价值最大化。由于债务资本成本低于权益资本成本,我们可以提出以下两个假设:

假设1:当中国人民银行降低贷款基准利率时,企业经营者会提高贷款比例来降低融资成本、增加股东财富。

假设2:当中国人民银行提高贷款基准利率时,企业经营者会降低贷款比例来维护股东利益。

企业的负债除了银行贷款,还包括应付账款、应付票据等经营性负债项目,这些经营性负债项目的比例一般较小,并且具有稳定性。企业的负债与股东权益之和等于企业的资产,因此我们可以用资产负债率这个指标来衡量负债与股东权益的比例关系。资产负债率的计算公式为:

$$\text{资产负债率} = \frac{\text{负债总额}}{\text{资产总额}} = \frac{\text{负债总额}}{(\text{负债总额} + \text{股东权益总额})}$$

当企业负债比例提高时,资产负债率会相应提高;当企业负债比例降低时,资产负债率会相应降低。本文通过研究企业资产负债率是否发生了显著变化,同时与贷款利率的变化进

3. 刘淑莲. 企业价值评估与价值创造战略研究——两种价值模式与六大驱动因素. 会计研究, 2004; 9

4. 宋常, 郭天明. 公司价值创造驱动因素研究. 生产力研究, 2007; 4

5. 谢恩, 李垣. 基于资源观点的联盟中价值创造研究综述. 管理科学学报, 2003; 2

6. Makadok, R.. Toward a Synthesis of the Resource-Based and Dynamic-Capability View or Rent Creation. Strategic Management Journal, 2001; 22

7. 苏中锋, 谢恩, 李垣. 资源管理: 企业竞争优势与价值创造的源泉. 管理评论, 2007; 6

8. 阎建军, 杨复兴. 企业价值创造理论探析. 经济问题探索, 2004; 1

9. 茅宁, 王晨. 软财务——基于价值创造的无形资产投资决策与管理方法研究. 北京: 中国经济出版社, 2005