

民营企业财务可持续增长模型的改进与应用

湖南邵阳学院 刘承智

【摘要】 本文通过对影响可持续增长能力的驱动因素进行优化设计,使原来的四个因素发展成六个因素,同时结合一个实例加以分析,认为改进后的模型比较切合民营企业财务预测分析的实际需要。

【关键词】 民营企业 可持续增长 驱动因素 实际增长

目前,尽管可持续增长模型的分析在企业财务预测中被广泛使用,但构建该模型的驱动因素本身存在一些缺陷,使得可持续增长模型在应用时存在很大的局限性。本文拟就此问题进行以下探讨。

一、可持续增长模型及其驱动因素

可持续增长率是企业财务预测的一项重要分析指标,是企业在不增发新股并保持目前经营效率和财务政策条件下销售收入所能增长的最大比率。计算可持续增长率存在如下假设的前提条件:①企业目前的资本结构是一个目标结构,并且打算继续维持下去;②企业目前的股利支付率是一个目标支付率,并且打算继续维持下去;③企业不愿意或者不打算发售新股,增加债务是其惟一的外部筹资金来源;④企业的销售净利率将维持当前水平,并且可以涵盖负债的利息;⑤企业的资产周转率将维持在当前的水平。虽然企业各年的财务比率总会有些变化,但上述假设基本上符合大多数企业的情况。可持续增长率反映了企业当前经营效率和财务政策下的内在增长潜力,可持续增长率的模型表述: $K=(L/S \cdot S/Z \cdot Z/Q \cdot C/L)/(1-L/S \cdot S/Z \cdot Z/Q \cdot C/L)$ (式①)。其中,K为可持续增长率,L/S为销售净利率,S/Z为总资产周转率,Z/Q为权益乘数,C/L为收益留存率。通过上述分析可以看出,企业可持续增长水平的高低主要取决于以下四个驱动因素:

1. 总资产周转率。这一因素揭示了企业总资产实现销售收入的综合能力,具体表现为企业每一元资产投资所产生的销售额,产生的销售额越多,说明企业资产的使用和管理效率越高。企业应联系销售收入分析总资产的使用是否合理,流动资产和非流动资产的比例安排是否恰当。

2. 销售净利率。这一因素反映了企业净利润与销售收入的关系,该比率越大说明企业的盈利能力越强。企业应联系销售收入和成本水平进行金额变动和结构变动分析,重点关注变动较大的项目。

3. 收益留存率。这一因素反映了企业的利润分配政策,具体表现为企业当期实现净利润中用于内部积累的份额。留存收益是企业重要的内部筹资金来源,只要企业有盈利且不是全部支付股利,留存收益就会使股东权益增长,可以满足或部分满足企业的筹资需求。企业应妥善处理分配与积累的关系。

4. 权益乘数。这一因素表明特定情况下资产利润率和权益利润之间的倍数关系,也是反映企业财务结构是否稳健的重要标志。该指标值越高说明企业的财务风险越大,财务杠杆效应越明显。企业在保障债务偿还安全的前提下可以适当提高该比率,从而发挥财务杠杆的正效应。

二、可持续增长模型的缺陷与改进

1. 总资产周转率。计算总资产周转率的“销售收入”与“总资产”从因果关系上看并不完全匹配。从资产的角度考察,总资产是企业拥有和控制的经济资源的总和,既包括经营资产,也包括金融资产。从负债的角度考察,总负债是企业承担的现时义务,既包括在生产经营活动中形成的短期或长期的经营负债,也包括在筹资活动中形成的有息金融负债。销售收入是企业一定期间内生产经营活动的总产出,其推动因素应是企业在相应期间为从事生产经营活动而投入的净资源总量,这部分经济资源的计量应该是企业经营资产与经营负债的差额即净经营资产。所以,用净经营资产周转率来反映企业经营资产的经营效率应更为恰当。

2. 销售净利率。计算销售净利率的“净利润”与“销售收入”从因果关系上看也并不完全匹配。从财务管理的基本理念来看,企业的金融资产是投融资活动的剩余,是尚未投入实际生产经营活动的资产,应与经营资产严格区分开来;相应地,金融活动费用也应与生产经营收益加以区分,才能使企业净经营资产与经营收益相匹配。由于销售收入是由企业净经营资产的推动而产生的,所以用经营利润与销售收入来计算经营利润率从而反映的企业盈利能力将更加恰当。

3. 权益乘数。以“资产/股东权益”衡量的权益乘数,也可表示为“1-负债/股东权益”。“负债/股东权益”系产权比率,表示每一元权益资本配置的债务。金融活动中形成的金融负债减去金融资产,是企业的“净金融负债”。从财务角度分析,企业真正背负的偿债压力是借入后已经投入生产经营活动中使用的资金即净金融负债,因此企业财务风险的真正来源应是净金融负债。同时,由于经营负债或经营资产都是属于不要求利息回报的负债或资产,客观上不会产生财务杠杆效应,因此企业财务杠杆效应的发挥也源自净金融负债。因此,反映企业财务风险和财务杠杆效应的权益乘数或产权比率采

用“净经营资产/股东权益”或“净金融负债/股东权益”的形式将更加确切。

根据可持续增长模型现有驱动因素存在的缺陷和改进思路,可以对可持续增长模型进行指标替换,使改进后的模型更加适应财务预测分析的实际需要。前已述及,企业资产可划分为经营资产和金融资产,负债可划分为经营负债和金融负债,可建立关系式②: $L=L'-X'$ 。其中, L 为净利润, L' 为经营利润, X' 为净利息费用。企业的净利润为经营利润与净利息费用的差额,可建立关系式③: $Z'=F'+Q$ 。其中, Z' 为净经营资产, F' 为净金融负债, Q 为股东权益。

将式②、式③代入式①,整理可得改进后的可持续增长模型: $1/(K^{-1}+1)=[S/Z' \cdot L'/S+(L'/Z'-X'/F') \cdot F'/Q] \cdot C/L$ (式④)。其中, K 为可持续增长率, S/Z' 为净经营资产周转率, L'/S 为经营利润率, L'/Z' 为净经营资产利润率, X'/F' 为净利息率, F'/Q 为净产权比率, C/L 为留存收益率。

通过对改进后的可持续增长模型分析可以看出,影响企业可持续增长能力高低的驱动因素发生了变化,由原来的四个因素发展成六个因素,即净经营资产周转率、经营利润率、净经营资产利润率、净利息率、净产权比率和留存收益率。其中,净经营资产周转率、经营利润率、净经营资产利润率和留存收益率四个驱动因素属于正效力因素,其指标值与可持续增长率呈正向变化,指标值越大,企业可持续增长水平越高;净利息率属于负效力因素,其指标值与可持续增长率呈反向变化,指标值越大,企业可持续增长水平越低;净产权比率属于效力待定因素,其指标值对企业可持续增长能力的驱动作用要视企业的经营差异率而定。经营差异率是净经营资产利润率和净利息率的差额,它表示企业每借入一元债务资本投资于经营资产产生的效益偿还利息后剩余的部分。经营差异率是衡量企业借款是否合理的重要依据,如果经营差异率为正值,则借款可以增加股东收益;反之则会减少股东收益。由于净利息率的高低主要由货币和资本市场决定,提高经营差异率的根本途径是提高净经营资产利润率。

三、可持续增长模型改进后的应用

下面结合一个实例(资料见右表)谈谈改进后的可持续增长模型在财务测预分析中的应用。

1. 企业销售增长的基本分析。企业的经营政策泛指企业的经营效率和财务政策,根据改进后的可持续增长模型可知,经营利润率、净经营资产周转率和净经营资产利润率构成企业的经营效率,净产权比率、净利息率、留存收益率构成企业的财务政策。本例中,ABC公司20×6年的经营效率和财务政策与20×5年相同。20×6年的实际增长率、20×5年和20×6年可持续增长率均为10%。20×7年净产权比率提高,其他驱动因素没有变化,实际增长率上升至50%,可持续增长率上升至12.12%,财务杠杆的提高为企业提供了高速增长所需要的资金。20×8

ABC公司20×5~20×9年的主要财务数据 单位:万元

年 度	20×5年	20×6年	20×7年	20×8年	20×9年
收 入	200	220	330	271.33	407.00
经营利润	56	61.6	92.4	75.97	113.96
净利息费用	6	6.6	19.07	8.14	12.21
净利润	50	55	73.33	67.83	101.75
留存收益	10	11	14.67	13.57	20.35
股东权益	110	121	135.67	149.23	223.85
净金融负债	30	33	95.33	40.70	61.05
净经营资产	140	154	231	189.93	284.90
可持续增长率的计算:					
经营利润率	28.00%	28.00%	28.00%	28.00%	28.00%
净经营资产周转率	1.428 6	1.428 6	1.428 6	1.428 6	1.428 6
净经营资产利润率	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%
净利息率	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
经营差异率	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
净产权比率	0.27 27	0.272 7	0.702 7	0.272 7	0.272 7
留存收益率	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
权益净利率	45.45%	45.45%	54.05%	45.45%	45.45%
可持续增长率	10.00%	10.00%	12.12%	10.00%	10.00%
实际增长率	-	10.00%	50.00%	-17.78%	50.00%

年净产权比率下降,其他驱动因素没有变化,实际增长率下降至-17.78%,本年的可持续增长率为10%。这是为了归还借款,使财务杠杆恢复到历史正常水平,降低了销售增长的速度。20×9年的经营效率和财务政策与20×8年相同,但公司在保持资本结构的前提下,同时筹集权益资本和增加负债,其实际增长率为50%,上年和本年的可持续增长率均为10%。

通过上述分析可以看出,可持续增长率是企业当前经营效率和财务政策决定的内在增长能力,在不对外筹集新的权益资金情况下,如果某一年的经营效率和财务政策与上年相同,则实际增长率、上年的可持续增长率以及本年的可持续增长率三者相等。这种增长状态在资金上可以永远持续发展下去,可称之为平衡增长。当然,外部条件是公司不断增加的产品能被市场所接受。

2. 企业销售超常增长。通过上表分析可知,ABC公司20×7年的实际增长率为50%,远远超过上年的可持续增长率10%。①超常增长的销售额=实际销售额-可持续增长销售额=实际销售额-上年销售额 $\times(1+\text{可持续增长率})=330-220 \times(1+10\%)=88$ (万元)。②超常增长所需的资金=实际销售所需的资金-可持续增长所需的资金=实际销售额/本年净经营资产周转率-可持续增长销售额/上年净经营资产周转率 $=88 \div 1.428 6=61.6$ (万元)。③超常增长产生的留存收益=实际利润留存-可持续增长利润留存 $=14.67-11 \times(1+10\%)=2.57$ (万元)。④超常增长额外净负债=实际增加的净负债-可持续增长需增加的净负债 $=(95.33-33)-33 \times 10\%=59.03$ (万元)。因此,超常增长额外所需的61.6万元资金,有2.57万元来自超常增长本身引起的留存收益增加,另外的59.03万元来自额外增加的净负债。正是这一增量权益资金和增量借款的比例不同于原来的资本结构,使得净产权比率提高到0.702 7。

合并财务报表若干问题浅析

中瑞华恒信会计师事务所 刘冠勋

财政部发布的《企业会计准则第 33 号——合并财务报表》(简称“合并财务报表准则”)及相应的指南及讲解,与我国原先有关合并财务报表的相关规定相比发生了一定的变化。笔者就学习过程中的一些体会与大家共同探讨,以求正确理解和运用合并财务报表准则。

一、子公司超额亏损的处理

合并财务报表准则规定,子公司少数股东分担的当期亏损超过了少数股东在该子公司期初所有者权益中所享有的份额,其余额应当分别下列情况进行处理:①公司章程或协议规定少数股东有义务承担,并且少数股东有能力予以弥补的,该项余额应当冲减少数股东权益;②公司章程或协议未规定少数股东有义务承担的,该项余额应当冲减母公司的所有者权益。该子公司以后期间实现的利润,在弥补了由母公司所有者权益所承担的属于少数股东的损失之前,应当全部归属于母公司的所有者权益。

3. 企业销售增长潜力。企业的增长潜力来源于驱动增长的六个因素的可持续水平。ABC 公司 20×6 年的经营业绩和财务政策决定的可持续增长率是 10%,而 20×7 年的实际增长率是 50%。通过以上分析可知,这种高增长主要是依靠外部注入资金取得的。20×8 年如果想继续以 50% 的高速度增长,它必须继续进一步增加净金融负债或进行权益筹资。20×7 年的可持续增长率是 12.12%,也就是说,20×8 年维持 20×7 年的六项驱动因素的指标值不变,也只能取得 12.12% 的增长。实现高速增长不是维持财务比率的结果,而是提高财务比率的结果。如果想要继续保持 50% 的高速增长,20×8 年需要的净经营资产总额=计划销售额/计划净经营资产周转率=330×(1+50%)÷1.428 6=495÷1.428 6=346.49(万元)。其中,留存收益提供资金=(计划销售额×计划经营利润率-净利息费用)×计划留存收益率=(495×28%-35.21)×20%=20.68(万元)。若除留存收益外全部使用净负债补充资金,则:净资产比率=346.49÷(135.67+20.68)-1=1.216 1。

20×8 年该公司通过提高财务杠杆维持了 50% 的增长率。如果今后要继续维持 50% 的增长率,还需要进一步提高财务杠杆。但财务杠杆的高低是重要的财务政策,不可能随便提高,更不可能无限提高。净经营资产周转率、经营利润率、留存收益率,如同财务杠杆一样,都不可能无限提高,加上净利息率由资本市场决定,从而限制了企业的增长率,因此,超常增长是不可能持续的。如果企业不愿意接受这种现实,想继续维

同时,《企业会计准则第 2 号——长期股权投资》规定,按照权益法核算的长期股权投资,投资企业确认应分担被投资单位发生的损失,原则上应以长期股权投资及其他实质上构成对被投资单位净投资的长期权益减记至零为限,投资企业负有承担额外损失义务的除外。也就是说,在不满足少数股东分担超额亏损条件的情况下,母公司就应该承担全部超额亏损,确认为当期投资损失,先冲减其长期股权投资至零,再冲减长期权益性投资;若长期权益性投资仍不足冲减的,再按照《企业会计准则第 13 号——或有事项》的规定确认预计负债。当然,母公司这种对子公司长期股权投资由成本法改为权益法并确认超额亏损的调整,是在合并工作底稿中以调整分录的形式予以处理的。

合并财务报表准则虽然规定了子公司在发生超额亏损的情况下,母公司在合并财务报表过程中将对子公司的长期股权投资由成本法转为权益法核算如何处理,也规定了母公司

持超常增长,那么现金周转的危机很快就会来临。

4. 企业销售无效增长。如果通过技术和管理创新,使经营利润率和净经营资产周转率提高到一个新的水平,则企业的增长率可以相应提高。而净资产比率、净利息率和留存收益率受到资本市场的制约,通过改善这些驱动因素支持高增长,只能是临时的解决办法,不可能持续使用。那么,通过筹集权益资金支持高增长是否可行呢?本例中,20×9 年该公司计划增长 50%,由于六个驱动因素的指标值已经不能再提高,因此只能在保持资本结构的前提下,对外筹集权益资本并同时增加负债。其结果是销售增长了 50%,净利润也增长了 50%,但是权益净利率没有任何提高,仍为 45.45%。这就是说,如果新增投资的报酬率不能超过要求的报酬率,则单纯的销售增长不会增加股东财富,是无效的增长。

综上所述,鉴于目前国内民营企业的融资环境尚未得到根本改善,任何过快的销售增长都会引发后续的低增长,造成经营业绩的非稳态波动,导致企业发生财务危机,民营企业应努力将企业的实际增长率控制在可持续增长率附近,不宜波动过大,且不当追求无效增长或超常增长。

主要参考文献

1. 罗伯特·希金斯. 财务管理分析. 北京: 北京大学出版社, 2003
2. 刘承智. 信息不对称条件下民营企业融资问题研究. 财会研究, 2007; 3