



# 基于价值创造的跨国公司财务政策选择

向锐(博士) 张期翔

(西南交通大学经济管理学院 成都 610031 西南财经大学金融学院 成都 610074)

**【摘要】** 将价值最大化作为公司的财务管理目标已得到理论界的广泛认同,价值创造是公司管理的基本理念。本文在分析公司价值创造理论的基础上,建立了跨国公司价值创造的财务政策选择的理论框架,为理论和实务工作者从财务政策的角度研究和解决跨国公司的价值创造问题提供了一个新的参照系。

**【关键词】** 价值创造 跨国公司 财务政策

随着信息经济时代的到来,纯粹的财务资本的重要性下降,价值链对跨国公司的影响越来越明显。以价值创造作为财务政策选择的基石,跨国公司可以在日益激烈的全球竞争环境中不断培育和保持竞争优势,从而提升其价值创造能力,实现公司可持续发展的战略目标。

## 一、价值创造的财务机理

价值创造是基于组织内所有层次的价值链关系来有效配置企业的经济资源,谋求企业资金长期均衡有效流动和提升企业价值的,其本质在于通过不断调整和变革来适应未来环境的变化,实现企业价值的可持续增长。经济增加值(EVA)是全面衡量企业价值创造能力及价值创造持久性的理想指标,该指标衡量的是企业全部资本(包括债务资本和权益资本)收益和全部资本成本之间的差额。对EVA的描述如下:

$$EVA = (\text{投资回报率 ROIC} - \text{加权平均资本成本 WACC}) \times \text{投入资本}$$

由EVA的计算公式可知,要创造价值,企业必须支付股东超过他们预期的利润,这只有当预期的ROIC大于WACC时才能实现。因此,跨国公司财务管理的目标不应是ROIC的最大化,而应是EVA(或回报率差)的最大化,其基本思想是将跨国公司的可持续发展摆在首位,强调在跨国公司价值创造过程中满足各方利益。

## 二、跨国公司财务政策的选择

跨国公司财务政策是跨国公司用来调整和控制所属母公司财务行为的重要工具。跨国公司财务政策的选择决定着财务资源配置和利用的基本取向与行为方式,影响着跨国公司财务管理的效率、效果。为了实现跨国公司可持续发展的战略,必须从价值创造过程中的约束条件、基本要求出发来选择适宜的财务政策。

### 1. 跨国公司财务政策选择的约束条件。

(1)价值判断标准。跨国公司财务政策选择过程受利益相关者的干预,而这种干预程度取决于社会各利益集团的价值判断标准。不同的利益集团会有完全不同的价值判断标准,不同的社会也有各自的价值判断标准。因此,企业财务政策选择

的目标取向必须符合“中立原则”,即在财务政策选择过程中不考虑供给或需求任何一方的特殊利益,而仅以社会总福利最大化为标准。

(2)利益集团的相互关系。跨国公司不是一个生产函数,而是一个契约的联结,是一系列团队合作生产的契约。公司“缔约者”之间的利益是相互冲突的,但各自又对企业经济活动产生或大或小的影响。与此相应,这些“缔约者”为了维护自身利益,就会直接参与公司财务政策的选择或者对之施加影响。财务政策的选择是公司“缔约者”间进行博弈的过程,选择的结果则是多次动态博弈的均衡点。

(3)经济环境。资本市场为财务政策的制定与实施提供了前提,资本市场的发展与完善程度将直接影响跨国公司财务政策选择的效率、效果。在经济周期的不同阶段,公司的生产规模、销售能力、获利能力以及由此而产生的资本需求都会出现重大差异,因此,财务政策选择必须预测这种变化情况,适当调整选择方案,规避经济周期性波动对公司价值创造的影响。经济政策是国家进行宏观经济调控的重要手段,财务政策选择应当深刻领会不同国家的经济政策,研究经济政策的调整对跨国公司价值创造活动可能造成的影响。

(4)社会文化环境。社会文化是与人类社会共生共存的现象,它泛指人类在社会历史发展过程中创造的物质财富和精神财富的总和。跨国公司的经营活动分布在不同的国家、地区,就必须考虑相应的社会文化环境对公司可持续发展的制约作用。影响跨国公司财务政策选择的社会文化因素主要包括历史、教育、科学、文化、艺术、世界观、道德、习俗、语言、观念、态度、宗教、信仰等诸因素。

### 2. 跨国公司财务政策选择的基本原则。

(1)培育重视价值创造的公司文化。财务政策选择实质上是一种价值管理,核心部分是发现价值驱动因素,通过各种先进的手段来管理价值驱动因素,以增加公司的价值,实现价值创造。我们应该根据跨国公司特有的价值链特点,培育以价值创造为导向的公司文化:将EVA作为公司业绩的最终财务评价指标;以价值创造作为激励报偿的基础,并形成良性循环。

(2)树立价值创造的时间观。价值创造不是一次或一段时间完成的任务,而是贯穿跨国公司经营管理的全过程。公司价值创造将理财行为与公司的可持续发展紧密联系在一起,将公司的战略选择、资源分配、内外部竞争、薪酬制度等紧密联系在一起。价值管理理念贯穿公司财务政策的制定、评估、执行、调整以及终止等各个环节。

(3)挖掘财务政策的价值创造功能。跨国公司经营活动以价值创造为起点,以实现公司的可持续发展为终极目标,通过对财务政策选择的全面规划、价值链分析以及以信息为基础的监控,将跨国公司内部蕴藏的增值潜力释放出来,增强其可持续发展能力。

(4)价值创造系统的分析。跨国公司财务政策选择问题和各方面都有千丝万缕的联系,因此,跨国公司财务政策的选择者在决策时要考虑全局和整体,考虑需要决策的问题和其他问题的联系。从整体上把握财务政策的性质、内容、发展方向,然后才能做出整体利益和局部利益相结合、眼前利益和长远利益相结合的公司财务政策的选择。

### 3. 跨国公司财务政策选择的基本内容。

(1)经营政策的选择。基于价值创造,跨国公司经营政策选择的目的是通过营运资金在全球的合理流动和有效配置,实现各种流动资产持有水平的最优化,保证跨国公司价值最大化目标的实现。跨国公司应在充分考虑外汇风险资金转移时滞、政府政策限制(如外汇管制、税收政策及其他政策)的条件下,对跨国公司的现金实行集权管理,即跨国公司内各子、分公司只保留满足其交易性和补偿性需求的最低水平的现金余额,所有的预防性及投机性现金需求则由跨国公司的现金管理中心负责。跨国公司要在充分发挥应收账款功能的基础上降低应收账款的资金成本,增加公司价值:对于跨国公司内部的应收账款,选择提前或延迟付款以及设置再开票中心的财务政策;而对于跨国公司体系外的应收账款,应在充分考虑应收账款的记账货币、付款条件以及赊销风险的基础上选择相应的财务政策。

考虑价值创造的驱动因素,跨国公司应针对不同的子、分公司类型来选择不同的存货政策:对于主要依靠进口存货的子、分公司,应选择提前并且尽可能多地购置存货的财务政策;对于主要依靠从当地获得存货的子、分公司,应选择尽可能地降低原材料、设备和零部件等的存货水平的财务政策;对于既有进口存货,又有从当地进货的子、分公司,应选择减少从当地购买的存货,而增加必须从国外进口的存货规模的财务政策。

跨国经营活动中,鉴于各国税收、投资奖励程度及外汇管制等规定对公司价值创造的影响,跨国公司必须进行必要的纳税筹划。合理减轻税负、增加跨国公司价值的措施主要有:一是掌握母公司所在国与子、分公司所在国签订的关于避免双重纳税的协定,避免重复纳税;二是利用各种“避税港”来减少企业所得税;三是通过内部转移定价,将利润由高税国向低税国转移以减轻税负。现实中,跨国公司中间产品市场具有不完全性的特征,为了谋求价值最大化,跨国公司必然力图使这

些中间产品在其组织体系内实行内部化转移。跨国公司内部转移定价政策的选择应根据全球价值创造目标来确定。转移定价政策的选择一般考虑的是如何降低国外子、分公司的成本,增加其产品在当地市场乃至全球市场的价格竞争能力,扩大市场占有率,增强跨国公司持续的价值创造能力。

(2)投资政策的选择。可持续价值创造是跨国公司的总体发展目标,而投资政策选择的目标是跨国公司在对各影响因素进行科学分析的基础上,按照价值最大化原则对跨国公司的价值链进行分解,将不同的经营活动安排在最适宜的国家或地区,然后加以整合,使跨国公司能够长期生存并持续发展。由于跨国投资环境的不确定性,投资政策选择将直接影响跨国公司的价值创造与价值实现。因此,跨国公司必须在对子、分公司当地的自然资源、劳动力、地理位置、政府优惠政策等投资环境进行科学分析的基础上,权衡投资成本(包含风险损失)与投资回报,然后对投资方向、地点以及方式做出具体选择。同时,跨国公司大多数投资是不可逆的,类似于金融看涨期权的“选择权”,不同的投资时机有不同的信息支持,项目的风险与收益特征也不同,这样跨国公司可充分利用实物期权机理来减少投资政策选择不当所导致的损失,有效地增加公司价值。

(3)融资政策的选择。跨国公司融资政策是跨国公司对其资金筹集问题所采取的行动方针与策略,其实质在于负债融资和股权融资方式的选择及其比例安排的决策。为了持续创造价值,跨国公司融资政策的选择应重视对公司当期融资能力和将来融资能力的协调,既要关注母公司的利益,又要不损害相关子、分公司的利益。跨国公司必须根据影响价值创造的直接因素(如利率、融资费用、融资数额、红利、母国和投资当地的税收政策等)和间接因素(如各国市场差异、融资渠道的国际化、外汇风险和政治风险、跨国公司的经营活动、投资者倾向等)来选择融资政策。跨国公司应选择灵活的融资政策,来统一协调海外子、分公司的资本结构,即以跨国公司的总体资本结构为控制目标,根据每个子、分公司的具体筹资成本和风险状况,不拘一格,灵活确定其资本结构,尽量使跨国公司的融资成本和风险较低,而价值最大化。价值创造机理要求跨国公司在选择融资政策时,先考虑利用内部资金,其次考虑利用外部资金(国内资金和国际资金);投资活动一般是分阶段进行的,所需资金也应分阶段筹集;为了减少跨国融资风险,必须将互换交易、平行贷款与其他融资方式有机结合起来。跨国公司融资政策的选择是一个动态发展的过程,应在综合考虑各种因素如经济波动周期、企业发展阶段、经济增长模式以及人的心理等基础上,不断地修改、调整甚至终止融资政策,使得跨国公司的融资结构保持弹性,以保障跨国公司可持续地创造价值的需要。

### 主要参考文献

1. 向锐,李琪琦.民营企业生命周期不同阶段财务战略剖析.山西财经大学学报,2004;5
2. 张纯.企业价值管理与财务预测技术选择.管理世界,2005;8