

上市公司可持续增长问题研究

广东交通职业技术学院 贺胜军

【摘要】 本文基于可持续增长理论,提出了当实际增长率与可持续增长率不一致时我国上市公司可运用的财务策略,从而保证企业有较好的发展后劲。

【关键词】 可持续增长率 实际增长率

一直以来,我国大多数上市公司都崇尚追求极限增长,认为销售增长得越快,公司占有的市场份额越大,利润就可能越高,公司所存在的一切问题都会被高增长所化解。如业界熟知的珠海巨人集团和秦池酒厂都是极力追求最大化增长而适得其反的突出例子。虽然这些企业都有很好的经过市场检验的产品,但这些企业失败的教训充分说明,企业必须用理性的思维来运作企业,严格遵循科学、合理的企业管理制度,否则企业将会掉入“创办人陷阱”,使得千辛万苦建立起来的基业毁于一旦。我国的上市公司更是如此。本文就上市公司可持续增长存在的问题进行以下探讨。

一、企业可持续增长的主要理论

1. 可持续增长率的涵义。美国资深财务学家罗伯特·C.希金斯(1977)提出持续增长原理。他认为,企业在不增发新股并保持目前经营效率(体现为资产周转率和销售净利率)和财务政策(体现为资产负债率和收益留存率)的条件下公司销售所能增长的最大比率,一般用可持续增长率或可支持(最大)增长率来表示,它实际上是一种平衡增长。罗伯特·C.希金斯和詹姆斯·I.范霍恩都对公司可持续增长进行了深入研究。前者将公司可持续增长定义为在不需耗尽财务资源的情况下公司销售所能增长的最大比率,后者将其定义为保持与公司现实和金融市场状况相符合的销售额增长率。西方经济学家均将公司可持续增长定义为可持续销售增长率,并认为在市场有增长的前提下,限制销售增长的主要是资产,限制资产增长的是资金来源(包括负债和股东权益)。当公司资产周转率不变时,销售增长一倍,则资产增长一倍;当资产负债率不变时,资产增长一倍,则负债增加一倍,股东权益也随之增加一倍。所以,在不改变经营效率和财务政策的情况下(即企业平衡增长),销售增长与股东权益增长是同步的,因此一个企业销售的可持续增长率的计算公式可推导如下:

可持续增长率(GSR)=股东权益增长率=股东权益本期增加额÷期初股东权益=本期净利润×本期收益留存率÷期初股东权益=净资产收益率(ROE)×收益留存率(R)=(本期净利润÷本期销售额)×(本期销售额÷期末总资产)×(期末总资产÷期初股东权益)×本期收益留存率=销售净利率(P)×资产周转率(S/A)×收益留存率(R)×权益乘数(T)。

这说明一个企业销售的可持续增长率等于多个因素的乘

积。其中销售净利率和资产周转率的乘积是资产收益率(ROA),它可反映企业资产利用的综合效果并取决于企业的综合实力。因此,资金的利用效率是影响企业增长的主要因素。收益留存率和权益乘数的高低是财务政策选择问题,前者表明管理层对待股利分配的态度,后者反映了公司财务杠杆的政策,两者取决于管理者对收益和风险的权衡。一些企业由于发展过快,将大量资金用于扩大企业规模,影响了企业正常销售增长所需的资金,也就是增长速度过快,企业将陷入危机甚至破产。相反,另一些企业由于增长太慢,企业缺乏活力和竞争力,遇到困难甚至被其他企业收购,这说明不当的增长速度足以毁掉一个企业。当然可持续增长的思想不是说企业的销售增长不可以高于或低于持续增长率,而是要求企业的管理决策者要事先预计并解决在公司超过可持续增长率之上增长所导致的经营财务问题,从而使实际增长率与可持续增长率达到平衡。同时,从财务角度来考虑,影响现代企业可持续增长的四个因素中,资产周转率和销售净利率分别代表企业的营运能力和盈利能力的财务比率,概括了企业生产过程中的经营业绩;权益乘数和收益留存率分别代表企业生产的财务结构和财务分配政策的比率。

2. 可持续增长模型的建立。罗伯特·C.希金斯、詹姆斯·I.范霍恩于1988年提出了企业的可持续增长模型。该模型描述了一定条件下企业的增长速度与经营水平、财务资源和相关政策的制约关系。该模型的假设条件是:①企业可持续增长模型假设企业意图以市场条件所允许的增长率一样的比率增长;②管理者不可能或不愿意发售新股;③企业已经有打算继续维持一个目标资本结构和目标股利政策。

该模型的基本原理为:在上述假设条件下,企业的一项资产增加必然伴随负债和股东权益的相应增加。假如企业要在接下来的年度里增加销售,那么它就必须增加存货、应收账款等资产以提高生产经营能力。由于假定企业不准备发售新股,所以增加资产所需要的现金支出必须来自于利润留存和新增负债。由于销售的增长必然带来资产的增长,而支持资产增长的权益资本及负债也会相应增长,从可持续增长概念可得出可持续增长模型: $g' = [N/S(1-b)(1+D/E)] / [A/S - N/S(1-b)(1+D/E)]$ 。

上式中,在四个变量——销售净利率(N/S)、股利支付率

(b)、财务杠杆(D/E)及资产周转率的倒数(A/S)都合理确定的情况下, g' 就是可持续增长率。因为净资产收益率(ROE)=资产收益率(ROA)×权益乘数 $[A/E=(E+D)/E]$ =销售净利率(N/S)×资产周转率(S/A)×权益乘数。所以上面模型的分子、分母同乘以S/A就可得: $g'=[(1-b) \times ROE]/[1-(1-b) \times ROE]$ 。可见,可持续增长率 g' 取决于两个变量,即股利支付率和净资产收益率。

根据可持续增长模型,通过模型中的各变量分析,运用管理财务策略,可进行企业的增长管理。首先,根据企业预定的财务政策与经营效率确定各变量的值,计算出企业的可持续增长率;再把实际增长率与可持续增长率进行比较。当实际增长率大于可持续增长率时,企业资金的增长跟不上销售的增长,就会导致现金支付困难。而当实际增长率小于可持续增长率时,企业会有大量现金盈余,对企业价值增长也不利。因此,在发生上述情况时,可根据可持续增长模型的分析,采取相应的财务管理策略,实现企业的平衡增长。

可持续增长模型为企业的财务管理提供了一个分析框架。企业总是有许多愿望和目标,如最快的销售增长、最强的财务能力以及最佳的经营效率,然而只有让这些愿望和目标综合平衡,才是企业切实可行的选择。在可持续增长模型中,企业的管理者总是能够发现对其进行选择有用的工具。

二、上市公司可持续增长存在的问题

我国多数上市公司出现的“一年绩优、二年平平、三年亏损”的现象,充分说明可持续发展已成了我国上市公司面临的最大难题。笔者总结了以下几点原因:

1.上市公司盲目投资,纷纷陷入多元化陷阱。在我国当前证券市场上,上市公司确实容易产生多元化冲动。一是因为我国证券市场资源配置功能缺失,企业低成本融资乃至恶性圈钱很容易,造成上市公司投资决策上的随意性;二是价值投资理念淡薄,股票价格与企业业绩不相关或负相关,各种题材的炒作成了主流,而上市公司跟踪市场热点的多元化投资行为能够制造市场炒作的题材。近几年来,不少上市公司为了赶时髦或为了顺应二级市场概念性的炒作,纷纷利用上市公司融资通道之优势实施多元化经营。从表面上看,多元化投资使企业“不把所有的鸡蛋放在一个篮子里”,似乎减少了风险。但实际上,如果企业实行无关联多元化经营战略,贸然进入不太熟悉的行业,虽有可能获得短期的利益,但也势必形成以后的隐患。正如美国著名的管理理论家德鲁克所言,一个企业的多元化经营程度越高,其协调活动和可能造成的决策延误就越多,极大地增加了企业的管理成本。

2.上市公司过多注重自身规模的扩大,急于占领更大的市场份额。在传统的评价企业发展能力的指标中,销售增长率无疑是最能代表企业增长潜力的,它意味着该企业产品所占市场份额的扩大。就是这种市场的占有率让上市公司野心勃勃,一味追求规模扩张,全然不顾公司自身的条件是否能适应这种快速的发展。公司的管理者更是以这种增长作为自己的业绩,短期利益的驱使往往使他们失去理智,最终使整个公司失去了长期发展的机会。在很多企业管理部门在对上市公司综合实力进行评比的活动中,也是将销售收入作为重

要的标准,这也在一定程度上滋长了公司片面追求销售增长的野心。

3.上市公司非规范运作,募集资金的使用效率低下。成熟的股票市场应该能够起到良好的资源配置作用,为企业发展提供一个融资的平台,但发展初期的我国股票市场却定位错误,没有发挥其应有的功能,而是把它变成了企业特别是国有企业“脱贫解困”的工具。股权融资的低成本使得越来越多的企业趋之若鹜,在对资金使用方向没有经过深思熟虑时,就不顾自身能力和发展前景大规模地进行股本扩张运动。近年来,上市公司随意更改募集资金用途的现象屡屡出现,但我国法律对此还没有具体的要求和规定,更没有有力的约束和惩罚措施,因而使得上市公司的股权融资具有很强的随意性。现在,越来越多的上市公司把募集来的资金用于委托理财和参股券商,在如今股市低迷的情况下,各公司都出现了不同程度的亏损,少数上市公司甚至连本金都不能收回,严重损害了中小投资者的利益。

4.盈余管理不利于资源优化配置。盈余管理是指公司管理当局在会计准则和制度所允许的范围内,利用职业判断和规划交易等手段对会计盈余进行调节以达到各种目的的行为。大量资本市场的实证研究从不同角度和层面揭示了众多上市公司存在过度的盈利管理行为,其结果是会计信息被歪曲,盈利报告所反映的仅是管理当局的愿望,而不是公司的实际经营状况。我国股市由于市场分裂而形成的流通股新股发行机制是由“市盈率”来定价的,而市盈率定价机制是由新股发行公司业绩来确定的。因此,市场较为看重上市公司的经营业绩指标,导致公司经营者在追求经营业绩最大化的同时会忽视各种资源的协调配合。有的甚至采取违规手段,“业绩造假”就成为上市“圈钱”的捷径;公司上市后,配股又成为上市公司的最佳融资渠道,甚至亏损的上市公司为了争取配股,也采取了盈余管理办法,使证券市场的资源优化配置功能受到损害。此外,一些投资机构往往与上市公司联手操纵会计利润,为自己操纵二级市场制造题材。

5.上市公司盈利基础不稳定。在上市公司盈利中,非经常性损益部分占有相当大的比重。2003年报告分析显示非经常性损益占利润总额的比例为26.79%,而上一年度的比例是22.53%。这说明上市公司对短期收益的依赖较大并有增强的趋势,上市公司盈利水平在一定程度上缺乏长期性。非经常性损益涵盖的范围较广,从它的组成来看,主要有以下几个部分:显失公允的关联方交易;各种投资及资产置换;会计政策变更;政府各种补贴。其中:政府的补贴所占比重较小;会计政策变更在近两年来影响较大,今后一段时期内随着我国会计制度向国际标准靠拢,会计政策变更还会产生越来越大的影响;关联方交易、各种投资活动和资产置换是目前形成非经常性损益的主要内容。

三、提高上市公司可持续增长能力的财务对策

1.实际增长率高于可持续增长率的公司。

(1)发售新股,筹集新的权益资本。若公司愿意并且有能力通过发售新股来筹集新权益资金,现金需求的缺口可通过新增的权益资金补充,则可持续增长问题将得到解决。同时,企业可以通过可持续增长模型求出所需要的权益资本。

发行新股筹资是一种财务策略,但新股发行能否促进企业发展,创造价值,这是值得深思的。我国企业上市或发行股票筹资最基本的目的是筹集不必偿还的低成本资金,解决企业的资金困难。据资料表明,2000年上市公司短期筹资额超过1亿元,不少上市公司成为炒股高手,大批上市公司筹集资金长期闲置,原有投资项目计划并未落实,种种迹象表明上市公司筹集资金的利用情况存在不少问题,“重融资、轻利用”的情况相当普遍。整体来说,我国上市公司平均业绩水平不高,并有逐年下降的趋势,缺乏可持续发展能力。股本扩张虽然可以为企业增长提供资金保证,但股本资金的增加并不一定会提高企业增长率。企业只有提高自身盈利能力,增强自身积累,不断创造价值,才能为企业增长提供动力。

(2)降低股利支付率。降低股利支付率就是增加企业收益留存率。一方面,股东通常对股利支付的兴趣与他们对公司投资机会的感觉呈反方向变化,因而要是股东相信收益留存可以被用在能够赚取令人满意的收益率的有效方面,他们将会很乐意放弃现有的股利以有利于获取未来更高的股利。另一方面,假如公司的投资机会无法保证获得可能令其满意的收益,股东对削减股利只会感到气愤,从而引起股票价格的下跌。另外还需要考虑股利变动对股东收入和税负的影响。如同财务杠杆存在一个上限一样,公司支付比率也有一个零的下限。在其他条件不变的情况下,即使将公司的股利支付削减为零,公司所要达到的增长率也无法实现。可见,通过股利支付所能调整的增长率有限。

(3)剥离非主业公司,获取主业公司发展所需资金。企业在扩张中,基于规避企业经营风险的目的,往往采取分散投资的策略,即将企业的资金投向于多个经营方向。但是分散投资也有着难以克服的弊端:受资源分散的限制,企业往往不能集中资源优势,形成企业的核心竞争力。在经营的各个领域,企业往往成为竞争的追随者而不能成为行业的主导者;分散投资使得企业容易被竞争者各个击破,当某些领域经营状况不佳时,如果得不到及时调整,可能会导致企业的全军覆没。因此,当企业进行分散投资使得企业不能同时在多元化领域进行竞争时,应及时调整企业的经营战略,剥离那些经营效率低的企业,获取企业发展所需要的资金。

(4)企业的兼并。当其他所有策略都失败时,可能就需要找一个有着良好效益的伙伴,进行企业的兼并重组,其实质是寻求外部投资。有两类公司有能够提供其所需的现金:一类是在交易中以“现金牛”出名的成熟期的企业,它们正为多余的现金寻找有利可图的投资机会;另一类是相对保守,但能够给双方的结合带来变现性和借款能力的财务公司。收购其他公司或被其他公司收购皆是解决增长问题的一剂良方,不过,最好是在公司仍然有较强的财务能力时就当机立断,而不是等到过度增长造成问题时再做出决策。

2.实际增长率低于可持续增长率的公司。对于实际增长率低于可持续增长率的公司,第一步要判断这种状况是暂时的还是长期的。如果是暂时的,管理层只要简单地继续累积资源以期望未来的增长即可。如果困难是长期的,就应该在公司内寻找不充分增长的理由和新增长的可行渠道,采取有效的措施消除公司增长的内部制约因素。若一个公司无法通

过自身创造充分的有效增长时,则有三种选择:

(1)被并购。公司并购是指公司的兼并和收购(M&A)。一般情况下,公司成长扩张的方式有三种:①内部式成长,即公司运用内部资金积累,通过股东投资或金融机构进行扩张;②外部式成长,即通过并购将多个公司集中为一个整体,从而达到急剧膨胀、迅速成长的目的;③介于以上两者之间的成长方式,即同时运用公司外部资源和内部资源以谋求公司的发展。从理论上讲,当并购的投资成本低于内部成长的投资成本时,公司就应选择并购。

(2)股票回购。股票回购是指股份公司经过股东大会批准,利用盈余积累资金或从公司以外融资所得资金依照一定的价格购买本公司发行在外的股票,作为库藏股或予以注销的一种资本运营行为。股票回购使流通在外的股票数减少,每股收益相应提高,从而推动股价上升或维持合理价格。对于投资者来说,与现金股利相比,股票回购不仅可以节约税收,而且具有很大的灵活性,需要现金的股东可选择卖出股票,而不需要现金的股东可继续持有股票。对于公司管理层来说,股票回购有利于实现其长期的股利政策目标,防止派发剩余现金造成的短期效应,因为一旦派发了现金股利就会对公司产生未来的派现压力,而回购股票属于非常股利政策,不会对公司产生未来的派现压力。但是,股票回购也可能对上市公司的经营造成负面影响。①回购股票需要大量资金支付回购的成本,因此进行回购的上市公司首先要有较雄厚的资金实力。如果公司负债率较高,再举债进行回购,不仅会使公司资产流动性变差,而且还将背负巨大的偿债压力,影响公司正常的生产经营和发展。②回购还可能使公司的发起人股东更注重创业利润的兑现,忽视公司的长远发展。③股票回购容易导致内幕操纵股价。股份公司拥有本公司最准确、最及时的信息,如果允许上市公司回购本公司股票,易导致其利用内幕消息进行炒作,使大批普通投资者蒙受损失,甚至有可能出现借回购之名炒作本公司股票的违规现象。

(3)提高股利支付率。通过提高股利支付率,把多余的资金返还给股东,不失为一种可行的办法。一方面,股利支付向市场传递公司经营良好的信号,有利于公司声誉的提高;另一方面,股利支付率的提高,意味着公司的收益留存率降低,从而降低公司的可持续增长率,缩小其与实际增长率的差距。但大多数国家的税法规定对股利收入实行双重征税,使得公司的股东不太愿意接受股利回报,而愿意将利润留在公司进行再投资。从公司管理层角度看,即使投资不能给股东创造很高的价值,他们仍然希望公司的规模不断扩大,而将多余资金返还给股东从而缩小其控制领域。

主要参考文献

- ①罗伯特·C.希金斯著,沈艺峰等译.财务管理分析.北京:北京大学出版社,2003
- ②道格拉斯·R.爱默瑞.公司财务管理.北京:中国人民大学出版社,1999
- ③汤谷良,游尤.可持续增长模型的比较分析与市场验证.会计研究,2005;8
- ④陈文浩,朱吉琪.增发新股对公司可持续增长力的影响分析.上海财经大学学报,2004;6