



基于现金流量与价值创造的财务战略

南昌 袁业虎

在价值管理时代,企业财务在企业管理中的地位日益重要,财务战略已不仅仅局限于通过维持现金流量的平衡以支持企业战略,它还能评价企业战略的价值,并直接通过资本市场的运作创造企业价值。因此,实现价值创造成为价值管理时代财务战略的又一内涵。

一、财务战略实施的标准:价值创造与现金流量的平衡

财务战略的实施主要基于两方面:一方面,它作为企业战略的职能方面,从现金流量平衡的角度来支持与约束企业战略;另一方面,它又作为企业战略的价值方面,评价企业战略的价值,并实施价值增值的战略。因此,财务战略的具体实施应建立在价值创造与现金流量的平衡的二维标准上。

1.价值创造衡量标准。企业战略实施所产生的价值创造可反映为资本市场上投资者财富的增长。广义的投资者即指企业资金的提供者,包括债权人与股东。由于债权人的收益有债务合同及破产机制的保障,使其具有优先索偿权的性质,因此在健全的公司治理结构下,企业的价值创造即实现股东财富(收益)的增长。

会收益,目的是增进社会福利,谋求社会整体效益,指导企业制定经营方针。而第三、第五和第六这三种观点不够严谨,包含的内容不够全面。

社会责任会计是社会福利经济学的延伸与拓展,是以社会福利的形式回报社会、履行社会责任的会计。社会责任会计源于西方福利经济学的社会责任观念,认为履行社会责任是企业义不容辞的一项义务,范围扩大到企业对环境保护、社会发展、职工和公众福利等应负的社会责任,企业只有在完成了社会福利目标后还能获得令人满意的利润,才能说明其履行了社会责任,因此,正确理解社会责任会计应把握:

1.社会责任会计是会计学的一个分支。

(1)作为会计学的一个分支,社会责任会计自然要继承会计学(包括财务会计、管理会计)的基本原理和基本方法。

(2)作为一个新的分支,社会责任会计面临许多新的问题,同时也将丰富和发展会计学理论。

(3)社会责任会计的主体是相对独立的企业,会计主体的传统认识需要修正。

2.社会责任会计是社会学、经济学、会计学、信息学、控制论和系统论等多门学科相结合的产物。社会责任会计除有会计学的基本原理和方法外,还要借鉴、吸收经济学(生态经济学、环境经济学、发展经济学等)、社会学、信息学、控制论和系统论等学科和领域的观念和方法,形成一套社会责任会计

而资本市场上股东收益应反映为实际现金收益(包括红利与资本利得)与其必要收益之差。所谓必要收益即同类资本投资于其他有类似风险的项目(或公司)时所能获取的投资回报,即资本的机会成本(资本成本)。从长远来看,股东每期所获现金收益(股权自由现金流量)为其资本成本折现后所得到的总的净现值(NPV)。若 $NPV > 0$,则股东财富得到了增长,即创造了企业价值;反之则毁损股东财富或企业价值。

战略实施的价值创造=战略实施后所带来的股东财富增长=战略实施后每期股权自由现金流量折现值之和=战略实施后所得净现值(NPV) ①

在这里,股权自由现金流量是指企业经营所产生的现金净流量扣除维持企业正常增长所需再投资(包括资本性支出与营运资本支出),并进行了债务本金与利息偿还之后的剩余现金流量。该部分现金流量应归股东所有,反映股东的真实现金收益。

股权自由现金流量(FCFE)=经营活动现金净流量-(资本性支出+营运资本支出)-本期应偿还的债务本金与利息 ②

的理论和方法体系。如社会责任会计的主体一般是指相对独立的企业,而不包括政府部门或事业单位,因为只有企业才能用其经营所得对其所实施的行为向社会负责。

3.社会责任会计的基本职能仍是反映和监督。作为会计学的一个分支,会计学的基本职能在社会责任会计中应用的基本原理不会发生太大的变化,即使稍有变化,也是在履行反映职能时引入多重计量属性,即在社会责任会计中同时采用货币和非货币两类计量形式。因此应将社会责任会计的目标界定为两个方面:基本目标是对外提供有用的社会责任会计信息;最终目标是提高社会效益。

4.社会责任会计的对象是企业实现社会收益(社会效益减去社会成本)的活动。社会责任会计的对象即社会责任会计所反映和监督的客体,是企业反映和监督社会责任及其履行情况的活动。具体包括七个方面的活动:与环境有关的活动;能源保护和利用方面的经济活动;矿产开采、保护和利用活动;人力资源开发、利用和保护活动;与产品质量有关的活动;公益性经济活动;与精神文明有关的活动等。

综上所述,我们不妨对社会责任会计的涵义作如下归纳:社会责任会计是会计学的一个分支,它运用会计学的基本原理和方法,采用多种计量属性和手段,对企业社会责任及其履行情况进行反映和监督,以便于向利益相关者提供有用的社会责任信息,其最终目的是提高社会效益。□

股权资本成本(折现率)可用收益—风险定价公式(如资本资产定价模型,即CAPM)计算:

$$\text{必要报酬率} = \text{无风险利率} + \text{风险溢价} \quad (3)$$

$$E(R_i) = R_f + \beta_i [E(R_m) - R_f] \quad (4)$$

所以,战略实施的价值创造标准可表示为:

$$\text{折现的FCFE} = \sum_{t=1}^n \frac{\text{FCFE}_t}{[1+E_{R_i}]^t} \quad (5)$$

2.现金流量平衡衡量标准。企业现金流量的平衡,即企业战略投资增长(资金支出)与战略筹资增长(资金流入)之间的平衡。该平衡标准可通过建立财务可持续增长模型得到。因为随着企业战略的实施,销售会增长,而销售的增长会带来资产的增长(即投资的增长),而支持资产增长的筹资能力——权益资本及负债也相应要增长。根据资产与权益相等的会计原理,可得出下列等式:

$$S_0 \times g \times \frac{A}{S} = \left[\frac{N}{S} \times (1-b) + \frac{N}{S} \times (1-b) \times \frac{D}{E} \right] \times S_0 \times (1+g) \quad (6)$$

其中, S_0 是基期销售额; g 是销售增长率; A/S 是总资产周转率的倒数——资产与销售额比率; N/S 是销售净利率; b 是股利支付率; D/E 是负债权益比。等式左边表示资产的增长额,右边表示支持资产增长的留存收益的增长额及在此基础上的负债增长额。

将上式进行整理,可得:

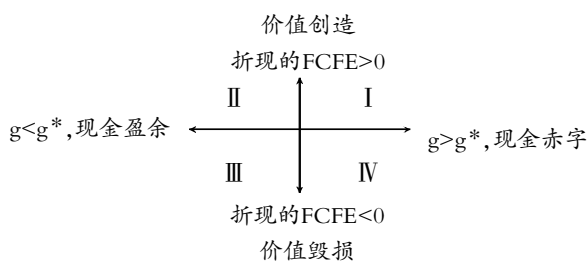
$$g \times \frac{A}{S} = \frac{N}{S} \times (1-b) \times \left(1 + \frac{D}{E}\right) + \frac{N}{S} \times (1-b) \times \left(1 + \frac{D}{E}\right) \times g$$

$$g^* = \frac{\frac{N}{S} \times (1-b) \times \left(1 + \frac{D}{E}\right)}{\frac{A}{S} - \frac{N}{S} \times (1-b) \times \left(1 + \frac{D}{E}\right)} \quad (7)$$

上式就是财务可持续增长模型,在四个变量——销售净利率(反映经营效率)、股利支付率、负债权益比(反映财务政策)以及总资产周转率的倒数(反映资产管理效率)都能合理确定的情况下, g^* 就是财务可持续增长率。该增长率即为一定经营能力基础上财务资源所能支持的最大销售比率。若战略实施后实际的销售增长率大于 g^* ,则企业会产生现金赤字,长期现金赤字将使企业陷入财务困境和面临破产的风险;相反,若实际的销售增长率小于 g^* ,则不仅影响正常的增长,而且会面临被别的企业并购的威胁。因此,企业就应以此为基础实施相应的财务战略,以协调企业的增长,维持现金流量的平衡。

二、财务战略矩阵

通过上述财务战略的二维标准,可建立财务战略矩阵,具体的财务战略可在此框架内得到合理定位。



上图即为财务战略矩阵结构。纵轴反映战略的价值创造能力,只有当战略实施后折现的股权自由现金流量大于零,该战略才创造价值,反之则毁损价值;横轴反映战略的现金流量状况,当战略实施的销售增长率(g)大于财务可持续增长率(g^*)时,则出现现金赤字,反之则出现现金盈余。企业的各种财务战略可在此框架内进行整合。

第一象限,战略业务单元创造价值但面临现金赤字。这就意味着企业或战略业务单元进入了一个迅速成长行业的投资领域,在该投资领域通过战略实施,项目后期或整个周期内将会有正的折现现金流入,但为了应对销售的过快增长而在目前需要大量的资金投入,否则企业就会陷入财务困境。这就要求企业首先应采取扩张性的筹资战略(改变财务政策)来保障现金流量的平衡。

扩张性的筹资战略具体表现在以下两方面:第一,采取减少股利支付或不分派现金股利的战略。从财务可持续增长模型可知,减少股利支付,能够直接增加企业的留存收益,提高财务可持续增长率,使企业的财务实力得到增强。第二,采取加大吸收外部权益资本及增发新股的战略。在增加权益资本的基础上,债务资本也可在维持目标资本结构不变的情况下,得到相应增加。当然,在增加对外筹资时还应考虑追加筹资对企业加权平均资本成本的影响,以及对企业价值创造是否有较大的负面影响。

如果上述筹资战略无法实施,则企业只有减少或终止该领域的投资,以免陷入破产的境地。

第二象限,意味着战略业务单元进入了一个处于成熟期的行业。在该领域的战略投资既创造价值又产生现金盈余。因此,企业在此首先可利用盈余资金选择扩张性投资战略以充分开发其价值增长潜力。扩张性投资战略主要有两种形式:第一种是内涵扩张性投资战略,主要指对企业技术开发、人才开发、资源开发以及销售开发等的投资,以形成企业的核心竞争能力;第二种是外延扩张性投资战略,主要是通过纵向与横向一体化的并购战略,实现规模扩张。两者的目的都在于维持与延长企业的竞争优势时期,以使其价值获得长期的增长。

若扩张性投资战略不可行(即不能带来价值创造),则企业应选择退却性财务战略,即实施高额派现的股利支付战略,或实施股份回购战略。此战略一方面可使股东价值得到实现,另一方面也释放了企业剩余的财务资源,使财务可持续增长率得以降低。

第三象限的投资战略,从长远来看会得到一个负的折现现金净流量(即损害价值),但由于企业可根据其占垄断地位的市场份额,在前期获取大量的现金盈余,因此该战略业务单元对于别的处于高速增长时期又缺乏现金支持的企业具有较强的吸引力。企业可在出售该战略业务单元之前采取收获性财务战略,即加强成本控制,减少资金占用、加快资金的回收,并且在现金盈余期结束之前把该战略业务单元出售给可以把它管理得更好的企业,以获取高于预期价值(战略业务单元的持续经营价值)的放弃价值。

第四象限的战略业务单元既损害价值又会使现金短缺,所以对该战略业务单元只能采取一开始就放弃投资或立即出售(清算)已有业务的措施,以避免进一步损害企业价值。□