

基于价值创造的企业财务战略选择

——以中粮地产为例

朱小平 陈仲威 张莹

企业财务管理的目标是增加股东财富，企业的财务战略选择必须为这一目标服务。但要实现这个目标，必须找到影响价值创造的主要因素，以及它们与价值创造之间的内在联系。只有这样管理者才能对症下药，采取正确的战略。

价值创造与财务战略

(一) 价值创造的主要影响因素

严格来说，企业的市场价值最大化并不等于价值创造，因为企业的市场价值是由占用资本和市场增加值两部分组成的。其中股东或债权人投入的资本增加，即使没有创造价值，企业的市场价值也会变大。因此，计量企业价值变动的指标应是市场增加值，即特定时点企业资本(包括权益资本和债务资本)的市场价值与占用资本的差额，这个差额正是投资者向企业投入资本后，由于企业的经营管理活动所创造的价值，也是用市场价值衡量的企业价值的增加额。

企业的市场增加值可分为权益增加值和债务增加值两部分。通常情况下，债务增加值是由利率变化引起的，而利率的变化是由宏观经济变动决定的，管理者无法控制。而且从对管理者进行业绩考核的角度看，债务增加值不是管理业绩，在考核时应当扣除，即对管理业绩的考核应当使用权益的市场增加值；从可控性的角度看，由于利率不为管理者所控制，因此增加企业价值就等于增加股东价值。根据财务管理理论，企业市

场增加值可由以下公式计算得到：

$$\text{企业市场增加值} = \frac{(\text{投资资本回报率} - \text{资本成本}) \times \text{资本成本}}{\text{资本成本} - \text{增长率}}$$

其中，投资资本回报率是企业全部投资资本赚取利润的能力，反映企业的盈利能力，由投资活动和经营活动决定；资本成本是企业加权平均的资本成本，反映权益投资人和债权人的期望值，由股东和债权人的期望及资本结构决定；增长率是企业销售的实际增长率，也是企业投资资本的增长率，由宏观经济环境和企业的竞争能力决定。另外，相对于实际增长率，企业还有个可持续增长率，即企业在不发行新股并保持目前经营效率和财务政策条件下销售所能增长的最大比率，它反映了企业长期的增长潜力，由企业的经营效率和财务政策决定。这四个因素是影响企业价值创造和财务战略选择的主要因素，也是管理者为增加企业价值可以操作的主要杠杆。

(二) 财务战略矩阵模型

将上述四个因素结合起来，可以得到财务战略矩阵，如图1所示。图1中财务战略矩阵有四个象限，当公司的业务单位处于不同象限时，公司的价值创造和现金余缺情况不同，据此应采取不同的财务战略。处于第一象限的业务属于增值型现金短缺业务，可以为公司股东创造价值，但自身经营产生的现金不足以支持销售增长，会遇到现金短缺问题；处于第二象限的业务属于增值型现金剩余业务，可以为股东创造价值，但是增长缓慢，自身经营产生的现金超过了销售增长的速度，出现现金剩余；处于第三象限的业务属于减损型现金剩余业务，此时资源未得到充分利用，应当努力提高投资资本回报率，同时通过资本结构的调整降低资本成本；处于第四象限的业务属于减损型现金短缺业务，不仅会损害公司股东价值，而且面临现金短缺。

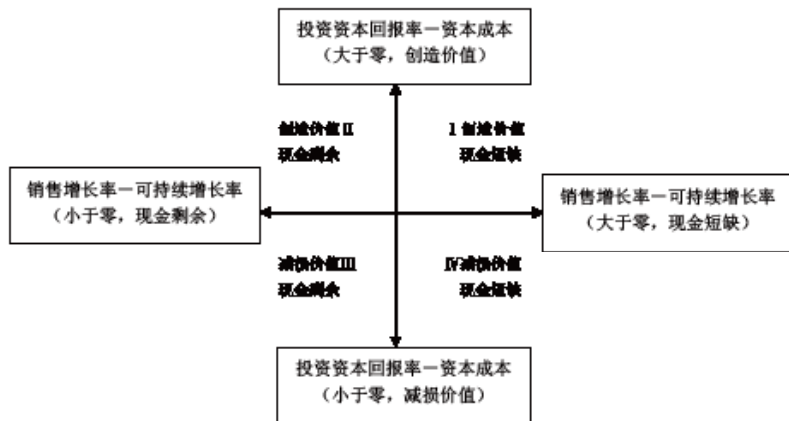


图1 财务战略矩阵模型

中粮地产的案例分析

笔者以中粮地产的财务报告数据为依据,结合财务战略矩阵分析评价中粮地产2007年和2008年的财务战略选择。

(一) 相关财务指标的计算分析

根据财务战略矩阵,要正确分析中粮地产的财务战略,必须得到其投资资本回报率、资本成本、增长率和可持续增长率的相关数据资料。

1. 投资资本回报率。投资资本包括净金融负债和股东权益,是债权人和股东投入公司用于生产经营的全部资本。投资资本回报率是当年税后经营利润与期初投资资本的比值。对资产负债表和利润表的相关数据进行调整后,可以计算出中粮地产2007年和2008年的期初投资资本回报率(见表1)。

2. 加权平均资本成本。加权平均资本成本(WACC)衡量公司不同资本来源的综合成本,其计算公式为: $r_{wacc} = \frac{E}{D+E}r_e + \frac{D}{D+E}(1-T_c)r_d$,其中,E为公司权益市值,D为公司债务市值, r_e 为权益资本成本, r_d 为债务资本成本, T_c 为公司所得税率。

(1) 公司权益市值与公司债务市值的计算。公司债务市值要进行估算较为复杂,由于获取的银行贷款数据和资料有欠缺,加之公司并非每年都发行债券,如按照债券的市值计算公司负债市值会存在很大的误差,因此考虑到公司债务市值的波动远小于公司权益市值的波动,且负债的市场价值与其账面价值的差距较小,故本文使用负债的账面价值(短期借款、长期借款、应付债券)作为负债市值的合理替代。为保证权益与债务衡量口径的一致性,公司权益市值也使用其账面价值替代。

(2) 权益资本成本计算。权益资本成本 r_e 使用资本资产定价模型(CAPM)计算,其公式为: $r_e = r_f + \beta(r_m - r_f)$,其中, r_f 为无风险利率, r_m 为按照市值加权平均的市场收益率, β 衡量公司股票的系统性风险。在 r_f 的选取上,发达国家成熟

资本市场中通常选取中长期(一般为十年期)国债利率,考虑到我国国债市场在流动性及市场规模上与成熟资本市场的差距以及我国自身的特点,本文选取一年期存款利率作为市场无风险收益率的衡量指标,同时考虑到该利率在一年期限内会出现调整,因而使用按时间加权的平均利率; r_m 数据可从国泰安金融研究数据库中获得; β 数据可从万德数据库中获得,选择中粮地产股票和深圳综合指数周收益率的回归系数。

(3) 债务资本成本计算。据中粮地产2008年年报,公司于2008年8月采取网上面向社会公众投资者公开发行为和网下面向机构投资者协议发行相结合的方式公开发行了12亿元人民币的公司债券,票面利率为6.06%,为十年期固定利率债券。公司在2006年、2007年均无债券发行。因此本文以2008年发行的公司债券的利率为债务资本成本指标。另外,公司所得税率为公司实际所得税率,可根据公司利润表计算得出。WACC的

表1 期初投资资本回报率的计算

	2006年	2007年	2008年
金融负债	751 000 000.00	1 490 000 000.00	4 511 653 713.32
金融资产	408 412 155.64	2 061 974 809.33	1 430 858 025.46
净金融负债	342 587 844.36	571 974 809.33	3 080 795 687.86
股东权益	1 918 802 587.52	3 656 066 215.43	3 276 685 867.96
投资资本	2 261 390 431.88	3 084 091 406.10	6 357 481 555.82
税后经营利润	192 516 943.31	479 980 824.21	165 974 487.45
投资资本回报率		21.23%	5.38%

注:根据中粮地产年报中资产负债表和利润表的相关数据进行调整后计算得到。

表2 加权平均资本成本的计算

	2006年	2007年	2008年
权益市值	1 918 802 587.52	3 656 066 215.43	3 276 685 867.96
债务市值	751 000 000.00	1 490 000 000.00	4 511 653 713.32
β 值	0.7185	1.0848	1.2134
调整的 β 值	0.8114	1.0568	1.143
市场收益率	16.74%	16.74%	16.74%
无风险利率	2.36%	3.29%	3.83%
权益资本成本	14.03%	17.50%	18.59%
债务资本成本	6.06%	6.06%	6.06%
平均所得税率	6.66%	15.38%	31.41%
WACC	11.67%	13.92%	10.23%

注:根据中粮地产年报数据以及国泰安金融研究数据库和万德数据库的相应数据计算。

表3 可持续增长率与销售增长率的计算

	2006年	2007年	2008年
营业收入	367 034 487.16	823 769 797.81	1 086 846 332.78
税后净利	170 580 287.36	469 067 507.06	138 180 013.55
分配股利	46 630 237.70	0.00	45 343 289.90
留存收益	123 950 049.66	469 067 507.06	92 836 723.65
股东权益	1 918 802 587.52	3 656 066 215.43	3 276 685 867.96
负债	1 232 954 175.41	2 352 939 670.85	5 770 920 888.43
总资产	3 151 756 762.93	6 009 005 886.28	9 047 606 756.39
销售增长率与可持续增长率计算:			
销售净利率	46.48%	56.94%	12.71%
营业收入/总资产	0.1165	0.1371	0.1201
总资产/期末股东权益	1.6426	1.6436	2.7612
收益留存率	72.66%	100.00%	67.19%
可持续增长率	6.91%	14.72%	2.92%
销售增长率	0.41%	124.44%	31.94%

注:根据中粮地产各年相应的年报数据计算得到。

计算过程见表2。

3. 销售增长率与可持续增长率。销售增长率和可持续增长率的计算公式为：

$$\text{销售增长率} = \frac{\text{本年实际销售额} - \text{上年实际销售额}}{\text{上年实际销售额}} \times 100\%$$

$$\text{可持续增长率} = \frac{\text{销售净利率} \times \text{总资产周转次数} \times \text{权益乘数} \times \text{收益留存率}}{1 - \text{销售净利率} \times \text{总资产周转次数} \times \text{权益乘数} \times \text{收益留存率}}$$

详细计算过程见表3。

(二) 公司财务战略分析与评价

2007年,公司的期初投资资本回报率为21.23%,加权平均资本成本为13.92%,投资资本回报率大于资本成本;同时,公司的销售增长率也大于可持续增长率,可见公司处于财务战略矩阵的第一象限,即处于增值型现金短缺状态。基于2007年房地产市场的繁荣和乐观估计,中粮地产在较长时期内将快速增长,而这种长期性增长导致的资金短缺问题,可以采取两种解决方法:一是提高可持续增长率,二是增加权益资本。提高可持续增长率可通过提高经营效率和改变财务政策实现,其中提高经营效率应是首选战略,包括降低成本、提高价格、降低营运资金、加快资产周转等。经营效率提高到一定程度后,公司可以考虑改变财务政策,包括停止支付股利、增加借款、发行债券等。如提高可持续增长率后仍不能解决资金短缺问题,则需要设法增加权益资本。但是通过分析其年报得知,中粮地产并没有采取提高经营效率的战略,其2008年的销售净利率同比骤降了44.23%,同时资产周转率也有所下降。为解决资金需求,2008年中粮地产改变了财务政策,通过借款和发行公司债券提高了财务杠杆,使得其资产负债率由2007年的39.16%提高到63.78%,增加了公司的财务风险;而且在急需资金的同时,公司却进行了股利分配,这显然是不理智的战略选择。

2008年,公司的期初投资资本回报率为5.38%,加权平均资本成本为10.23%,投资资本回报率小于资本成本;同时,公司的销售增长率大于可持续增长率,可见公司处于财务战略矩阵

的第四象限,即处于减损型现金短缺状态。究其原因,是由于2008年金融危机的影响,房地产行业急转直下,出现了整个行业的暂时衰退。但是随着2009年我国经济形势的企稳回升,房地产行业也全面复苏,重新出现了高速增长的状态。此时,正确的财务战略选择应是首先提高投资资本回报率,仔细分析公司的经营业绩,通过扩大规模、提高价格、成本控制等措施提高税后经营利润率,同时通过降低应收账款和存货等资金占用提高净经营资产周转率;其次可以通过资本结构决策,降低加权平均资本成本;最后努力提高可持续增长率,包括提高经营效率和改变财务政策。

启示

财务战略矩阵是对公司进行财务战略选择分析的重要工具。通过对投资资本回报率、资本成本、增长率和可持续增长率相关财务指标的计算分析,可以判断公司目前在财务战略矩阵中的位置和状态,此时再结合外部宏观经济环境和公司内部经营管理分析,可以为公司制定正确的财务战略路径,增加公司价值。

(一) 对于高速增长且处于增值型现金短缺状态的公司来说,在应对现金短缺、制定财务战略时不应简单地依靠债务或股权融资,而应注重提升公司的可持续增长率,因为可持续增长率的提高能够为公司自发地带来更多的现金,从而减少现金短缺。

(二) 对于高速增长但处于减损型现金短缺状态的公司来说,由于股东财富和公司现金都在被蚕食,所以公司需要快速解决问题,可首先综合考虑经济环境和国家宏观调控政策,分析公司目前的情况是属于行业暂时性衰退还是永久性衰退。如果是行业的暂时性衰退,那么公司应当适当收缩规模,蛰伏起来等待行业春天的到来;如果是行业的永久性衰退,那么公司应当迅速果断地剥离、出售相关资产。然后公司应当结合自身内

部资源条件分析目前的情况是否是其独有的问题。如果是其独有的问题,则应仔细分析经营业绩,寻找价值减损和不能充分增长的内部原因,对相关业务进行彻底重组。

(三) 对于缓慢增长且处于增值型现金剩余状态的公司来说,由于公司可以创造价值,加速增长能够增加股东财富,因此公司可利用剩余现金加速增长。具体战略措施包括:进行内部投资,增加生产线,扩大产销规模;收购与自身业务相关的业务,迅速扩大规模等。如果加速增长后仍有剩余现金并且找不到进一步投资的机会,则可以增发股利和回购股份,把多余的钱还给股东。

(四) 对于缓慢增长且处于减损型现金剩余状态的公司来说,其主要问题是盈利能力差,而不是增长率低,简单的加速增长很可能有害无益,因此公司应分析盈利能力差的原因,寻找提高投资资本回报率或降低资本成本的途径,使得投资资本回报率超过资本成本。在提高投资资本回报率的同时,公司可以改进资本结构决策,降低加权平均资本成本。如果公司无法采取以上措施扭转价值减损状态,就只能将公司出售给能够管理得更好的人。

(作者单位:中国人民大学商学院)

责任编辑 陈利花

参考文献:

1. 张新莲. 2009. 企业财务战略浅析. 山西财经大学学报, 11
2. 李倩, 杨荣本, 耿喜华. 2009. 基于价值创造的财务战略管理研究. 财会通讯, 11
3. 曹玉珊, 张天西. 2006. 企业可持续发展的财务战略研究——来自中国上市公司的证据. 经济管理, 8
4. 姚文韵. 2006. 财务战略矩阵应用研究. 财会月刊, 35