

# 企业主要财务政策的制定：原则与方法

汪平 邹颖 莫丽艳

资本成本对公司的财务政策具有锚定效应，是公司财务政策的制定与优化的核心约束机制，科学、合理的财务政策一定是依据资本成本之“锚”而建立起来的财务政策。在财务政策的制定与优化过程中，资本成本锚定效应的有效发挥取决于资本成本水平的合理估算。大量实证分析结果表明，国际企业界普遍采用的估算股权资本成本的方法主要有资本资产定价模型(CAPM)、股利增长模型、公司债报酬率加风险补偿方法等。企业界对估算方法的选择有一个曲折的历史过程，从早期的将历史平均报酬率作为资本成本，到后来的在市场报酬率基础上进行风险调整估算资本成本，这些变化既体现了人们对资本成本性质认识的不断深化，也体现了相关学科发展对于公司财务理论的贡献，比如资产定价理论的发展就极大地丰富了资本成本的估算思想与技术。另外一种现象也应当引起关注，就是企业对估算方法的选择要受到客观环境的制约与影响。比如，在股票市场较为发达、成熟的欧美企业界，大多选择资产定价模型来估算资本成本；而在股票市场效率较低的国家或地区，选择资产定价模型就面临着严重的市场局限，因此会较多地选用其他的估算方法，比如公司债报酬率加风险补偿方法等。由此，可得出以下结论：一是企业财务政策科学合理的判断标准是该企业实现了股东财富最大化的理财目标。二是没有实现理财目标的企业的

财务政策是不合理、不科学的，需要在资本成本锚定下予以优化改进。三是财务政策的优化应当着眼于企业价值的创造和股东利益的保护，因此投资政策的优化居前，融资政策的优化居中，股利政策的优化最后。营运资本政策则在有助于其他财务政策顺利实施的前提下予以制定。

## 一、投资政策的制定与优化

投资政策的主要内容有：①投资方向与规模。②投资项目现金流量的规划。③投资项目风险管理以及资本成本的估算。④投资项目绩效评价原则与方法的选择。⑤投资项目实施后的管控等。

从财务管理的角度讲，投资政策的核心内容是现金流量及其风险的规划与管控、投资项目取舍的评价原则与方法。企业的资本投资决定着企业价值的创造效率以及股东财富最大化目标能否实现，关注投资政策的制定与优化是企业提升财务管理水平的关键。

投资政策对于企业可持续发展、股东利益保护的意义主要体现在其对未来现金流量的合理规划以及项目取舍标准的遵守方面。资本投资项目的现金流量涉及的有效周期较长，环境变化复杂，其规划必须充分体现公司董事会、管理层的战略思想，符合股东长远利益的要求。在投资项目的取舍上，资本成本是项目选择的“基准利率”(或称“取舍率”)，并且该基准利率要随着项目的风险程度

进行调整(Ehrhart, 1994; Brigham和Ehrhart, 2008)。因此真实的资本成本取决于资本的投向，不同风险程度的投资项目，应以不同的资本成本作为基准利率进行投资决策(Armitage, 2005; Brealey, Myers和Allen, 2008)。企业要严格遵守以资本成本为基准、将项目未来现金流量进行折现的净现值(NPV)法则或内含报酬率(IRR)法则，以确保资本投资项目的实施对于股东财富增加的正面影响。

## 二、融资政策的制定与优化

了解公司融资的基本渠道是进行融资政策分析的重要前提。公司基本的融资渠道有两种：一是内部融资，包括税后净利留存和折旧所形成的资金。二是外部融资，包括通过银行进行贷款融资的间接融资和通过发行股票与公司债券进行融资的直接融资。

直观而言，融资政策要对企业未来时期的融资偏好予以认定，比如是偏好于内部融资还是外部融资，是偏好于直接融资还是间接融资，是偏好于股权融资还是债务融资，等等。从历史上看，整个国际范围之内，“先内后外，先债后股”的融资偏好应当是一种极为普遍的现象。就是说，在企业的发展过程中，以利润留存和折旧形成资金为主的内部融资是企业融资的主要渠道。甚至从某种意义上讲，外部融资不过是对企业内部融资的一种补充而已。一个发展顺

利、现金流充裕的企业，可以轻易地实现这一融资偏好。换言之，外部融资只是企业在某个特定时期满足资金需求的一种途径，而从长远来看，惟有内部融资才是企业最为根本的、具有真正意义的资金满足。

至于股权融资与债务融资的关系处理则是个更为复杂的问题。一般而论，债务融资，无论是公司债融资还是银行贷款融资，通常是与具体的投资项目相联系的。人们往往认为，当企业以巨额债务为某一特定资本投资项目融资时，就意味着未来时期企业将会产生足够的现金流量，企业价值也会出现较大增长。负债率的提高因而会被视为一种好的信号。反之，大量案例证明，股权融资，尤其是公司的首次公开发行(IPO)，往往与投资项目没有直接联系，但却与股权结构调整、公司治理的变更有着直接关系。比如，通过股权融资，实现风险资本的撤出；通过股权融资，对主要的控股股东关系进行重新安排，等等。股权融资的这种性质也印证了上述“先债后股”的融资偏好：与债务融资相比，股权融资的融资频率要小得多。

静态权衡模型在众多的资本结构理论中一直处于主导地位(Van Horne, 2001; Brigham 和 Ehrhardt, 2008; Brealey, Myers 和 Allen, 2008)。该理论认为企业可以确定最优资本结构，使得企业价值最大化和加权平均资本成本(WACC)最小化。上述“先债后股”的融资偏好实际上也正是符合资本成本最小化的这一规则：先利用资本成本相对较低的债务资本，再考虑资本成本较高的股权资本。而我国股票市场上存在的所谓“圈钱现象”，则恰恰是没有注意到股权融资的性质而轻率使用股权融资的结果。

不容否认的是，企业的融资政策与一个国家、一个地区的金融环境有着极其紧密的关系。英美等国的资本市场非常发达，直接融资自然成为很多公司融资的首选；而在银行系统极为完善的德

日等国，银行贷款成为很多公司融资的重要偏好。

发展成熟的企业应当有明确的、稳定的融资政策。这个融资政策既可以满足企业投资活动、经营活动等对于新增融资的需求，也可以有效地协助企业改善公司治理，提升管理质量与水平。

### 三、股利政策的制定与优化

股利政策就是要决定把税后净利润的多少部分用于向股东支付现金股利，多少部分留存于企业内部用于再投资。股利政策要确定的主要问题包括：①实行高还是低的股利支付率？这是股利政策的核心内容。②以什么原则确定股利支付率？③股利支付额的确定依据是什么？④如何保障股利政策的稳定性？因此，围绕这四方面的主要问题，最佳股利政策制定具有如下三个核心环节：

#### 1. 最佳股利支付率的确定

所谓最佳股利支付率，是能确保企业长远可持续发展的股利支付率。确定股利支付率，就是要确定税后净利润在企业内部留存与分派给股东的股利之间的比例。留存在企业内部的净利润越多，股权资本的积累速度就越快，在不运用外部融资的情况下，可以实现更多的资本投资，创造更大的企业价值。换言之，最佳的股利支付率，是指能够通过留存净利润实现最佳资本投资规模的股利支付率，而所谓最佳的资本投资规模，则是指累积资本投资的净现值等于0的投资规模。净现值大于0的投资项目越多，需要的投资额越大，股利支付率就越低。这就是“剩余股利模型”的基本思想，也是确定最佳股利支付率的基本原则。

#### 2. 最佳股利支付额的确定

股东实际报酬率由股利报酬率与资本利得报酬率组成，股利支付额决定了股利报酬率。为了实现股东所要求的报酬率水平——股权资本成本，实现股东财富最大化的目标，公司董事会与管理层一定要明晰在不同的发展时期，股东

的实际报酬率中，有多大比重来自于股利，有多大比重来自于资本利得，并正确权衡这二者之间的关系。只有当股东的实际报酬率超过股权资本成本时，股东财富最大化理财目标才能得以实现。不考虑股利支付额的股利政策是不科学的股利政策。

因此，所谓最佳的股利支付额，就是在协调了资本利得报酬率之后，实现了股东财富最大化目标的股利支付额。它需满足以下条件：股东实际报酬率=股利报酬率+资本利得报酬率≥股权资本成本。在资本利得报酬率能够准确确定的情况下，股利报酬率≥股权资本成本-资本利得报酬率。

事实上，恰恰是股利支付额这个指标决定了股东的股利报酬率，进而决定了股票投资的报酬率，这是一个与股东利益关系最为密切的公司股利政策的核心指标，在很多情况下，甚至比股利支付率的确定更加重要。然而，在企业理财实践中，人们总是习惯于以股利支付率来描述公司股利政策的基本特征，对股利支付额并没有加以足够的关注与重视。

#### 3. 科学权衡股东的长远利益与当前报酬，合理确定股利支付率与股利支付额

要实现最佳的股利政策，一是需要保证那些净现值为正值的资本投资项目能够顺利实施，这是企业可持续发展的基础，也是股东长远利益的基本保障；二是需要保证股东各个时期所实现的报酬率大于或者等于其所要求的报酬率即股权资本成本。不难看出，通过最佳的股利政策，可以合理地权衡股东的长远利益与当前报酬，并最终实现股东财富的最大化。而无论是股东的长远利益还是当前报酬，其核心的约束因素都是股权资本成本，也就是股东要求的报酬率。合理估算公司的股权资本成本水平就成为科学制定股利政策的基础。

### 四、营运资本政策的制定与优化

营运资本政策是指企业在财务管理过程中关于现金、应收账款、存货等流动资产与应付账款等流动负债管理的基本思路 and 重要原则。

良好的营运资本管理是公司得以生存的必要条件,营运资本管理目标的实现必须依靠科学、合理的营运资本政策的制定与实施。营运资本政策涉及两个基本问题:一是企业在流动资产上的投资规模,二是企业流动资产的融资结构,即如何为流动资产筹措资金。前者称为营运资本投资政策,后者称为营运资本融资政策。在财务管理活动中,一般将短期融资与短期资金占用相对应,长期融资与长期资金占用相对应,这样便于企业资产与负债期限的匹配。由于长期融资的成本相对于短期融资来说较高,如果将短期融资用于长期资金需求,虽可降低资本成本,但会影响到企业短期债务的偿还,风险较大;如果将长期融资用于短期资金需求,虽可降低短期风险,但会造成资金占用的浪费,提高企业的资本成本。

营运资本政策可以划分为稳健的政策与激进的政策。稳健的营运资本政策,表明企业在流动资产上的投资较多,同时,流动负债融资较少,这样,企业在一定时期内,可以具备较强的流动性,但对于企业价值的创造不利;激进的营运资本政策,意味着流动资产投资较少,流动负债融资较多,这样,在降低流动性的同时,可以将更多的资金用于资本投资项目,为企业创造更多的价值。从西方公司的理财实践来看,营运资本政策逐渐地趋于激进,“零营运资本”理念的提出与普遍实施便是一个例证。

除了流动资产投资政策与流动负债融资政策之外,营运资本政策还涉及到另外一个公司理财的重要领域,那就是企业经营活动现金流的管控原则与方法。长远来看,经营活动的现金流是由资本投资决策所决定的。换言之,公司董事会与管理层在资本预算中所规划的现金流量最终要在日常的经营活动中得以实现。因此,企业对现金流的管控,一要管控经营活动现金流量的实

现,二要考量资本投资项目的绩效实现情况。正是由于现金流量管控具有极为重要的意义,从世界范围来看,几乎所有的跨国公司都高度关注这项工作。

[本文是教育部人文社科规划基金资助项目(10YJA630146)和国家社科基金资助项目(11BGL026)的阶段性成果]

(作者单位:首都经济贸易大学会计学院 北方工业大学经济管理学院)

责任编辑 周愈博

#### 参考文献:

1. Michael C. Ehrhart. 1994. The Search for the Value: Measuring the Company's Cost of Capital. Boston, MA: Oxford University Press
2. Brigham, Eugene F., and Michael C. Ehrhart. 2008. Financial Management: Theory and Practice, 12th ed. Mason, Ohio: Thomson South-Western
3. Seth Armitage. 2005. The Cost Of Capital: Intermediate Theory. Cambridge University Press

## ● 词条

### FAB利益销售法

FAB法,是推销员向顾客分析产品利益时常用的方法。F指属性或功效(Feature或Fact),即自己的产品有哪些特点和属性,例如:“在功效相同的产品中,它是最轻的电子发动机,只有10磅重。”A是优点或优势(advantage),即自己与竞争对手有何不同。例如:“它足够轻。所以可以便携使用。”B是客户利益与价值(benefit),即这一优点所带给顾客的利益。例如:“你的客户不再一定要到维修中心寻求帮助,因为服务代表能够使用便携式修理工具。”

FAB法就是这样将一个产品分别从三个层次加以分析、记录并整理成产品销售的诉求点,向客户和顾客进行说服,以促进成交。单独只介绍产品特点并不具有多少说服力,因为购买者真正感兴趣的是产品带来的具体利益,而不是产品的特点。所以必须讨论与购买者需要相关联的产品优势,这就是其能够成功的原因所在。

按照FAB法进行阐述,可以有四种顺序:①F—A—B:特点—优势—利益。②A—F—B:优势—特点—利益。③B—F—A:利益—特点—优势。④B—A—F:利益—优势—特点。

在使用FAB法时要注意几个原则:一是实事求是。在介绍产品时,切记要以事实为依据。夸大其辞、攻击其他品牌以突出自己的产品都是不可取的。因为顾客一旦察觉到你说谎、故弄玄虚时,就会失去对你的信任。二是清晰简洁。一种产品本身会包含许多元素,如特性、成份、用法等。在介绍时可能会涉及许多专用术语,但是顾客的水平是参差不齐的,并不是每个顾客都能理解这些术语。所以在介绍时应尽量使用简单易懂的词语。三是主次分明。不要把关于产品的所有信息都灌输给顾客,这样顾客根本无法了解到你的产品的好处和优点,那么他也就不会对你的产品有兴趣了。所以在介绍产品时,应该有重点、有主次。