

[编者按]

企业可持续发展是一个被人们经常提及的话题,特别是在如今美国次贷危机严重波及全球经济、我国股市持续低迷的大环境下,重谈这个话题或许对企业的生存和发展有着更加现实和深远的意义。置身于当前这个大环境,有的企业可以安然无恙甚至实现超越,而有的企业则会备受打击。那些受到打击的企业往往将自身的遭遇归咎于外部的经济大环境,却忽略了“内因决定着事物的性质和发展方向”这个哲学道理。而在决定企业能否实现可持续发展的众多内部因素中,财务管理是企业管理的核心,抓住财务管理这个纲,就会起到纲举目张的作用。所以,这期“本期专题”我们为读者刊登了一组关于财务决策与企业可持续发展的文章,内容涉及企业的筹资行为、内外投资决策和股利分配决策是如何支持可持续发展的,希望能对正在探索可持续发展之路的企业有所启发。

财务决策与公司可持续发展

——基于三大政策的分析

戴斐斐 赵自强

公司财务决策是以现代决策科学为方法论,以财务理论为依据,以实现财务目标为方向,在综合研究公司内部状况和外部环境的基础上,规划和选择财务方针、策略。合理的财务决策有利于提高公司的资源配置效率和运行效率,有利于增强公司的竞争力,对公司的可持续发展有着深远意义。

一、合理的筹资政策与公司的可持续发展

众所周知,负债是公司最常用的一种筹资方式,合理的债务融资有利于扩大公司规模、增加股东财富并支持公司发展。但到期不能偿还债务或使用债务资本不当又必然会造成公司持续发展能力的丧失,所以公司应当根据实际情况,合理规划负债水平。按照公司财务杠杆利用的程度,筹资政策可分为激进型和保守型两种。

1. 激进型的财务杠杆利用决策。财务激进决策是一种保持公司持续发展能力的阶段性策略。特别是在产品生命周期短,更新换代快以及规模效应明显的情况下,公司会倾向于将保持足额投资放在首位,而舍弃资本结构的安全性。例如,上市公司“新钢钒”为顺应国内钢铁公司并购重组的趋势,满足提高产能、提升竞争优势、满足未来发展的需求,在流动比率普遍低于行业平均水平且公司发生短期财务危机的可能性加大的情况下,通过发行“可分离交易的可转换公司债券”这种集负债融资与增发股票融资于一体的新

型债务融资方式,既很好地享有了负债融资抵税且成本低的优势,而且债务的有限责任效应又能激励公司提高盈利能力和成长性。反过来,高成长性预示着公司将会抢占更多的市场份额,稳定自己在行业中的位置,为持续发展打下坚实基础,因而又能增强公司到期还本付息的能力。更重要的是,可分离债的购买者纷纷看好公司的发展,行使认股权证认购公司发行的股票,因而“新钢钒”获得了二次融资的机会,而二次融资正是公司不断投资的可靠保证。

2. 保守型的财务杠杆利用决策。在这种决策下,公司会更多地倾向于以留存收益和股权融资来支持公司的发展。其负面效应是由于股权融资受种种条件的限制,当公司遇有良好的易于发挥财务杠杆作用的机会时,会因资金不到位而失去为股东财富增值的机会。

国外研究资料表明,公司产品市场的竞争程度是影响公司财务杠杆选择的重要因素。对于产品市场竞争程度较为激烈的行业,由于产品价格、成本、市场等因素的不稳定性,当公司利润和现金流量下降时,高财务杠杆的公司容易诱发财务危机,进而造成公司财务拮据甚至导致经营失败,从而失去可持续发展能力,因此,这类公司应奉行保守的财务杠杆决策。相反,市场竞争程度较低的公司由于利润及现金流量较为稳定,同时受市场冲击较少,因此,这类公司应奉行激进的财务杠杆利用决策。烟台张裕葡萄酒有限公司正是在综合考虑公司的产品市场竞争状况与可持续经营战略的基础上选择了保守型的筹资政策,它为公司保持日后的竞争

优势、应对竞争环境下的价格战和营销战、保证财务安全、充实后续投资能力发挥了积极作用，而同行业中“皇台酒业”的衰落则警示我们，在竞争激烈的行业中盲目加大财务杠杆会使公司陷入极为被动的境地。

二、投资政策与公司的可持续发展

现代企业财务理论认为，企业财务管理的目标是实现企业价值最大化。这一目标在企业投资行为中的体现，就是以较少的资金投放和较低的投资风险，获得较大的投资收益和竞争优势。为保证该目标的顺利实现，企业在选择投资政策时，一般应做到以下几点：①分析投资收益和投资风险的关系；②明确企业战略的要求；③分析产业前景；④分析市场竞争的特点，包括影响市场竞争的因素、竞争范围、竞争对手以及选择竞争层次。

在20世纪80年代至90年代初，“春兰空调”可以说是中国空调行业的象征，1994年跻身世界七强。1985至1998年春兰集团总资产的年均递增速率高达90.3%。然而时至今日，这个昔日的王者已经从明星股陨落退市的边缘，原因何在？首先，在春兰的巅峰时刻，总裁陶建幸将投资领域和经营触角延伸到摩托车、卡车、高能电池等多个行业。春兰实施多元化战略没错，但错在不清楚多元化必须基于对行业的正确研判和多元化时机的正确选择，必须综合考虑不同的投资行为所产生的效用和长远影响。春兰空调在并未完全在空调领域形成核心竞争力和优势的情况下选择了战略转型，而投资摩托车等众多非相关专业领域又使其对空调领域的支持力度骤减。其次，充分估计内外环境因素、使投资节奏与自身资源和能力相适应是企业持续发展的保障。春兰没有充分考虑到所涉足的几项新业务可能存在的风险，而且在一项投资还未获取稳定的市场地位时，不顾及现有资源和能力又开始另一项投资，所以其多元化的运作节奏不够稳健。

三、股利政策与公司的可持续发展

股利政策作为公司财务管理活动的三大核心内容之一，一方面是公司筹资、投资活动的逻辑延续；另一方面可以为企业树立良好的财务形象，为今后开拓有利的筹资环境和良好的投资机会埋下根基。

通常情况下，较高的股利分配不仅可使股东获取可观的投资收益，而且还会引起公司股价上涨，从而使股东获取资本收益，但过高的股利分配必将使公司的留存收益大量减少，从而影响公司的未来发展，从长远看也会降低股东权益。而较低的股利分配虽可使公司保留较多的发展资金，但

若与公司股东的愿望相违，则股价可能下降，进而影响公司形象。当然这只是一般而论，不能绝对化。为保证公司的可持续发展，股利政策应结合其股权自由现金流量状况加以选择。如果公司投资项目收益良好，其支付的股利应少于股权自由现金流量，否则由此产生的现金缺口还要通过新的外部融资来弥补，这不仅会使公司付出较高的筹资代价，也会改变公司原有的资本结构，增加风险；万一不能及时、足额地筹集到资金，则现金缺口通常会使公司丧失好的投资机会。如果公司投资项目收益差，其支付的股利则应超过股权自由现金流量。如“用友软件”在2003与2004年度选择了给股东高额的现金红利回报，其重要原因即在于缺乏很好的投资机会，这从另一方面也避免了公司进行不必要或低效的投资，提高了公司在投资者心中的信誉度，为后续融资和发展奠定了基础。

四、财务决策之间的协调与公司的可持续发展

财务决策调节财务活动的关键是要发挥各自的调控机能并相互协调，也就是说，各项不同的财务决策之间的相互作用要能保证或加速各项财务决策目标的实现，且一项财务决策能为另一项财务决策目标的实现创造条件。实际上，公司投资政策是以筹资政策为条件的，股利政策又是筹资政策的补充，资金营运决策在很大程度上又体现了公司投资政策的要求和方针。这些财务决策的相辅相成弥补了单项决策的缺陷，强化了决策功能，保证了公司的可持续发展。

“巨人集团”的教训正说明了这一点。众所周知，实物资产投资具有整体性、时间约束性和互斥性等特点。因此，投资实物资产时不仅要考虑投资的规模，还要考虑资金的时间因素，更要考虑在资金约束条件下各项目的比较选优问题。“巨人集团”为追求资产的盈利性，以超过其资金实力十几倍的规模投资于一个自己生疏而资金周转周期长的房地产行业，该行业资产的整体性和时间约束性使公司有限的财务资源被冻结、资金周转产生困难，而且由于实物资产的互斥性，其生物工程正常运作的基本费用和广告费用也得不到满足，更有甚者，由于从事房地产开发和建设时，并未向银行申请任何贷款，不仅使公司浪费了合理利用财务杠杆给公司带来效益的可能机会，而且使公司承担了高额的资本成本，最终陷入难于自拔的财务困境。由此可见，财务决策的应用不应是孤立的，只有做到公司财务决策之间的有机协调，公司的可持续发展才能得到有效保证。■

（作者单位：华泰证券计划财务部 南京师范大学会计与财务管理系）

责任编辑 陈利花