

创造价值的财务

李心合

一、被误读的财务功能

记得10多年前,理论界曾流行一种“财务中心论”,认为财务管理位居企业管理的中心地位,可现实中我们看到的情形却不是这样。在商品经营或以商品经营为主要经营内容的公司里,经营中心论是老总们乃至员工们的主导性观念。这一方面是因为经营创造了利润或价值;另一方面则因为激烈的市场竞争使经营特别是市场拓展成为牵动公司神经的重要活动。而财务常常扮演出纳员的角色,履行收付款职能。缘何如此?

将财务被轻视的责任过多地归咎于那些缺乏财务知识背景的老总们显然是不恰当的。事实上,检索一下财务学者们的专业文献,至今我们也找不到有关“财务”一词的完整和有效的解释,能够检索到的只是财务活动的内容和边界,也就是人们常说的投资决策、筹资决策和股利决策。至于公司财务的行为主体是哪些,或者说是谁在从事公司的财务工作,在教科书或相关文献中难见解释。实践中,人们更多地是从“部门”而不是“功能”层面来理解财务。当被问及公司财务是谁做的,公司员工的答复总是这样:财务部做的。实际上,财务与供应、生产、营销、人力资源管理等一样是公司多种活动或功能中的一种,尽管在公司组织架构中“部门”乃“功能”专门化的一种形式,但“功能”的履行却不是完全依靠“部门”来完成的。具体落实到财务功能上,财务管理流程中的决策工作实际上是由“部门”之上的董事会或经理班子承担的,因此,当我们说公司管理应以财务管理为核心时,这里的财务是指财务的功能而不是财务的部门。

即使是从“功能”而不是“部门”层面来理解公司财务,财务在实际工作中也是被轻视的,或者至少还没有被提高到中心地位,这与人们对财务功能的属性和作用的认识相关。价值管理类文献对财务功能常见的解释是“价值驱动因素论”,也就是仅把财务理解为公司价值创造必不可少的一个驱动因素,而投资所建造的业务经营单位(也就是财务学

所讲的“项目”)才是公司及股东价值创造的源泉。管理学教科书中对财务功能有更明确的解释,但几乎都认为是“服务活动论”,也就是把财务看成是为价值创造提供“服务”的活动。如美国管理学家哈罗德·孔茨和西里尔·奥唐尔在其合著的《管理学》一书中,明确地将财务部门纳入公司服务部门之列,认为服务部门的工作是为其他部门的经营管理提供辅助工作,并涉及和执行一定的经营管理职能。在哈佛大学迈克尔·波特教授于1985年提出的“价值链分析模型”(如图1所示)中,财务活动也被列入了“辅助活动”中。他认为企业里真正直接创造价值的活动是“基本活动”,财务活动与会计活动一样仅仅是作为“基础设施”为价值创造提供支持的,当然,财务的支持性作用也会贡献一定的价值系数,从而也在利润增加和价值增值中发挥积极作用。

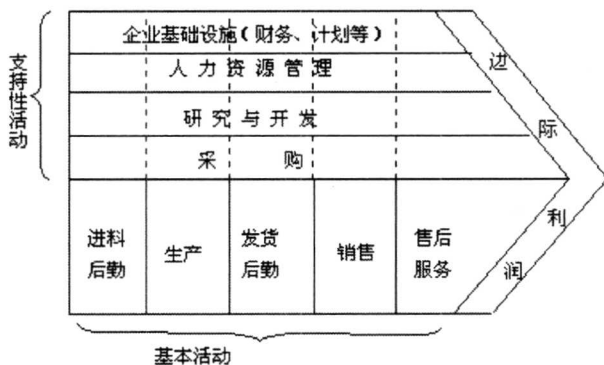


图1 波特价值链

二、财务是一种创造价值的活动

在一定范围内,管理学的“服务活动论”有其一定的合理性。如对商品经营而言,财务活动主要还是“支持性”的,财务的投资活动是经营单位及其扩张的前提或基础,财务的融资活动是为投资和经营提供资金支持,真正创造价值的活动仍是经营活动。问题在于:①直接创造价值的活动

已不再局限于商品经营,资本经营也越来越成为独立于商品经营的价值创造区域。就资本经营的性质而言,将其归属于财务活动显然是最适当的选择。所以,对于财务活动来说,

“价值驱动论”和“服务活动论”的解释力显然是不够的。
②商品经营有时也需要负债融资来支撑,尤其是对那些出现经营资金缺口的公司。而负债融资的方式是多样的,不同融资方式的融资成本又是有差别的。对新的负债融资方式的开拓性选择以及有效的融资组合,可以降低资本成本,而这恰恰也是价值创造的一个源泉。因此,即使是对商品经营而言,财务的融资活动也不是纯粹意义上的“服务性”活动,而是借助成本节约实现创造价值的活动。
③鉴于以上两点,波特的价值链模型并不是完美无缺的,至少是忽视了资本经营在公司价值链中的地位和作用。此外,波特的价值链模型中的“财务”也许是包括会计在内的“大财务”,若是如此,波特将财务与会计这两种性质不同的活动不加区分地归入价值创造的“基础设施”也是不恰当的。因为会计作为一种以提供财务信息为主的经济信息系统,显然是对公司价值创造起支持作用的“基础设施”,但财务是一种以投融资为主要内容的实体性活动,这种活动是能够也必须创造价值的,否则公司就很难适应现代市场经济发展的需要。因此,设计价值链时,财务与会计应该是有所区分的。

现实地看,财务正经历着一场“功能转型”的活动,也就是从“服务支持型”或“价值驱动型”向“价值创造型”转型。推动财务功能转型的背景主要是资本经营的兴起或资本经营型公司的崛起。那么,财务是怎样创造价值的呢?事实上,现代公司财务的投融资活动大致可分为支持性、创值性和混合性投融资活动。而这三类活动均与价值创造直接或间接相关。

1、支持性的投融资活动。现实生活中,许多投资活动是为创造商品经营的业务单元。比如,投资办电厂是为电力商品的生产经营创造条件的。这类投资常被称为“实业投资”和“创业投资”。对这类投资来说,财务投资是商品经营的前置性活动,没有实业投资和创造投资也就没有商品经营。为实业投资和创业投资所做的融资活动实际上也有两类:一是投资前或投资过程中的筹资活动,这是前置性的筹资活动;二是在商品经营过程中,为解决商品经营的资金需求而发生的筹资活动,比如为解决营运资金缺口而发生的流动资金贷款,这是后置性的筹资活动。这些投融资活动都是围绕商品经营展开的,并且直接服务于商品经营、为商品经营提供资金支持,因此都是属于支持性的投融资活动。

2、创值性的投融资活动。有些投融资活动,并不是围绕商品经营展开的,而是围绕资本经营如期货投融资、债券投融资和股票投融资等展开的。现实中,已有越来越多的企业

或个人涉足资本市场,尤其是证券市场和期货市场。在这些市场上,即使是脱离了商品经营而独立运作的投资,也能够创造巨大的价值。

3、混合性的投融资活动。有些投融资(如并购)既是资本经营的范畴,又扩展了商品经营的范围和规模,这就是混合性投融资。理论上讲,并购活动是价值创造型的,并且其价值创造的动因是多方面的,诸如控制权增值效应、规模效应、协同效应、代理成本节省效应等。值得关注的是,对长期经营的企业来说,并购前其整体价值往往是被低估的,而这部分被低估的公司价值在并购时常常会被发现,即使不能全部被发现也可以部分地被发现。如公司在上市评估时会有很高的增值率,在公司产权转让、对外投资、分拆重组时,总有一些账外价值被发掘。

支持性的投融资活动虽不能直接创造价值,却是商品经营创造价值的必备条件;创值性的投融资活动虽独立于商品经营,但却能直接创造价值;混合性的投融资活动既提升了商品经营的价值创造能力,又发现了被低估的价值,实际上也是直接创造价值的活动。不管哪一类投融资活动,在性质上都归属于财务活动,因此,现代财务工作实际上就是直接创造价值的工作,其目标自然应确定为价值创造或价值最大化。

三、财务创造价值的具体方式与运行特征

1、成本节约型。融资是财务的重要活动。前面已讲过,公司所节省的融资成本实际上就是财务创造的价值。以短期融资券为例,2005年5月国家许可发行短期融资券时,短期融资券的年利率在2.9%左右,远低于银行1年期贷款基准利率5.58%。华能国际当年发行了50亿元短期融资券,若与一年期贷款相比,公司减少利息支出1.267亿元。同年,中国联通发行了90亿元的1年期短期融资券,发行利率为2.92%,降低融资成本2.394亿元。

2、投资收益型。投资或资本经营是财务最重要的活动。对资本市场的直接投资在性质上归属于财务管理的范畴,事实上这已越来越成为财务创造价值的重要途径。从上市公司的2007年年报可以看出,投资收益已成为不少上市公司提升利润的重要来源。如雅戈尔2007年年报显示,公司2007年实现净利润24.757亿元,同比上涨220.45%,其中投资收益高达27.54亿元,约占利润总额的75%,主要来自于公司抛售了部分中信证券的股权。友谊股份2007年年报显示,公司2007年的投资收益高达8.26亿元,而全年利润总额仅为8.59亿元。

3、价值发现型。实践中不乏仅仅保持价值(即“零和”

价值相加型并购)或降低价值(即价值破坏型并购)的并购活动,但价值创造型的并购案例更为常见和普遍。并且,并购所创造的价值不仅体现在并购完成后的整合阶段,仅并购本身就有可能“创造”价值。如上所述,公司在被并购前其价值常常是被低估的,而并购是发现这部分价值的最佳途径,实际上这也是一种价值“创造”。观察现实不难发现价值发现式收购已颇为流行。2006年3月19日,杭州投资控股公司向西子联合控股有限公司转让其持有的杭州百货大楼(集团)股份有限公司70 123 643股国有股,占百大集团总股本的26%,转让价以百大集团2005年12月31日经审计的每股净资产2.56元为基准,确定为4.46元/每股(4.4593),总价为3.13亿元,每股溢价170%。针对这个溢价率,许多人认为公司仍有很多价值未被发现。那些未被发现的潜在价值,其实还可以通过资本运营进行发掘。

财务确实创造了价值,但至少还有两点仍需进一步关注:一是财务创造价值在整个企业价值创造中的地位。尽管商品经营和资本经营都能创造价值,但后者的价值创造能力更强。受商品经营的市场态势从卖方市场向买方市场转型的影响,商品经营实际上已经进入了微利时代,而资本经营伴随资本市场的发展逐渐成为更强势的盈利模式。“股神”巴菲特2003年分批投资中石油股份,不到4年时间所获的投

资收益相当于投资的近6倍。“亚洲股神”李兆基2004年12月成立的兆基财经企业资产规模仅500亿港元,通过资本运作,2007年就已增至1 700亿元。香港富豪李嘉诚2003年年底投资中国人寿股票,仅1年多时间就取得超过40%的回报率。很显然,商品经营是很难有这样强势的盈利能力或价值创造水平的。二是财务创造价值的风险。财务通过资本运作虽能取得比商品经营高得多的盈利或价值创造水平,但其风险性也比商品经营高得多,这正是风险与报酬模型告诉我们的道理。以2007年新成立的中投公司为例,2007年5月该公司斥资30亿美元购买了美国黑石集团的股份,到2007年11月市值缩水近25%。因此,对热衷于资本经营的公司来说,还应高度重视风险管理与内部控制体系的建设。

分析至此,我们得出的结论是,现代财务已不像传统财务那样仅为公司经营提供资金支持或服务,更重要的是它能借助资本运作创造价值,而且财务的资本运作是收益性较高的一种价值创造方式。鉴于财务在价值创造中的地位和作用越来越重要,公司的老总们乃至员工们必须重新认识、理解财务,并以前所未有的注意力高度重视财务功能。

(作者单位:南京大学会计学系)

责任编辑 陈利花

● 词条

天使投资者

天使投资者(Angel Investor,在欧洲被称为Business Angel)是指具有丰厚收入并为初创企业提供启动资本的个人,其投资通常会要求获得被投资企业的权益资本。与风险投资者不同,天使投资者一般不会通过由职业经理人管理基金的方式来投放自己的资本,他们会自我组织成天使投资者网络或天使投资者团体,然后向这个网络投放天使资本并彼此分享投资调研成果。

天使资本的资金量通常会高于创业者从亲属和朋友那里融来的资金量,但是低于创业者从风险投资者那里融来的资金量。一般来说,由于从亲属或朋友那里融来的资金量不会多于20万美元,而且绝大多数风险投资又不会考虑低于100万美元的投资项目,所以天使资本的出现刚好填补了企业启动时期的融资空缺,成为高增长企业再融资的来源。距美国新罕布什尔大学创业研究中心的统计,2004年美国的天使投资额(240亿美元)甚至要高于同期的风险投资额(220亿美元)。但由于大多数天使投资都会因初创企业的破产而损失掉,所以职业的天使投资者一般会要求5年内获得至少相当于本金10倍以上的投资收益和明确的退出机制。在综合考虑了以成功的投资来弥补不成功的投资资金损失和等待成功投资项目最终成功的时间成本后,一个典型的、成功的天使投资者的投资回报率应该在20%~30%。