

部分成为股权现金流量。税后净利润是属于股东的,但要扣除净投资,净投资中股东负担部分是“净投资 \times (1-负债率)”,其他的部分的净投资由债权人提供。

三、股权现金流量可持续增长率

企业价值的最终决定因素不是当前的现金流量而是未来的现金流量,而未来现金流量取决于增长率。“增长”含义很广泛,包括收入增长率、利润增长率、资产增长率和现金流量增长率等。收入增长率是所有模型都关心的,收入增长是资产和收益增长的原始动力,从预计未来的角度看分析可持续增长率有很重要的意义。

1. 可持续增长率的基本含义与计算

可持续增长率是指不增发新股并保持目前经营效率和财务政策条件下公司销售所能增长的最大比率。可持续增长率要满足以下 5 个假设条件。

(1) 公司目前的资本结构是一个目标结构,并且打算继续维持下去,即权益乘数不变(或资产负债率不变);

(2) 公司目前的股利支付率是一个目标股利支付率,并且打算继续维持下去;

(3) 不愿意或者不打算发售新股,增加债务是其惟一的外部筹资来源,即股东权益账户只能通过保留盈余的累计而增加;

(4) 公司的销售净利率将维持当前水平,并且可以涵盖负债的利息;

(5) 公司的资产周转率将维持当前的水平。

当满足此五个基本假设条件时,销售的实际增长率等于上年的可持续增长率。

计算可持续增长率的基本公式为:

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

2. 股权现金流量可持续增长率与销售可持续增长率之间的关系

因为销售可持续增长率要满足的第一个假设是资本结构不变,所以根据前面股权现金流量的确定方法,可以使用净投资扣除法,即股权现金流量=税后利润-净投资 \times (1-负债率),又因为资本结构恒定,意味着(1-负债比率)不变,因此股权现金流量的增长率关键取决于税后利润的增长率和净投资的增长率。

因为销售可持续增长率的第一个假设是资本结构不变,则有下列等式①成立:

资产增长率=所有者权益的增长率=负债增长率——等式①

又因为净投资等于所有者权益的增加+有息债务的增加,所以有下列等式②成立:

净投资的增长率=资产增长率——等式②

因为销售可持续增长率的第五个假设是资产周转率不变,有下列等式③成立:

销售增长率=资产增长率——等式③

综合等式②和等式③,可推导出销售增长率=净投资增

长率——等式④

因为销售可持续增长率的第三个假设是假设销售净利率保持不变,所以有下列等式⑤成立:

净利润的增长率=销售增长率——等式⑤

由于在资本结构稳定状态下,股权现金流量的增长率关键取决于税后利润的增长率和净投资的增长率,所以根据等式④和等式⑤,可以推导出股权现金流量的增长率等于销售增长率,可见在不增发股票,且保持经营效率和财务政策不变的均匀增长状态下,股权现金流量与销售的增长率相同。因此,销售可持续增长率就是股权现金流量的可持续增长率。

根据杜邦的核心公式,权益净利率=销售净利率 \times 权益乘数 \times 总资产周转率,所以股权现金流量的可持续增长率可以表述为:

$$\text{股东现金流量可持续增长率} = \frac{\text{权益净利率} \times \text{利润留存率}}{1 - \text{权益净利率} \times \text{利润留存率}}$$

可见,股权现金流量的驱动因素是权益净利率和利润留存率。只要能预计这两个比率,大体上就可以预计企业的股权现金流量的增长率。

(作者单位:首都经济贸易大学会计学院)

责任编辑 王教育

· 简讯二则 ·

《企业集团财务公司管理办法》

自 2004 年 9 月 1 日起施行

为规范企业集团财务公司的行为,防范金融风险,促进财务公司的稳健经营和健康发展,不久前,中国银行业监督管理委员会发布了新的《企业集团财务公司管理办法》。该办法共 6 章 64 条,对企业集团财务公司的机构设立及变更、业务范围、监督管理与风险控制等做了具体明确的规定。本办法自 2004 年 9 月 1 日起施行,原《企业集团财务公司管理办法》(中国人民银行令[2000]第 3 号)同时废止。(本刊通讯员)

国家税务总局、商务部关于取消出口退(免)税稽核程序的通知

最近,国家税务总局、商务部以国税发[2004]101 号联合发文,规定自 2004 年 8 月 1 日起,出口企业在向主管出口退(免)税的税务机关申报办理出口货物退(免)税前,不再报经外贸主管部门稽核签章。出口企业在货物报关出口后,直接向其主管出口退(免)税的税务机关申报办理出口退(免)税手续。《国家税务总局关于印发〈出口货物退(免)税管理办法〉的通知》(国税发[1994]031 号)第十三条等相关规定同时停止执行。

(本刊通讯员)