

企业可持续增长下的财务战略模式研究

——以 A 文化产业上市公司为例

闫华红¹(教授), 李政辉¹, 邱昕²

(1.首都经济贸易大学会计学院, 北京 100028; 2.中国银行股份有限公司北京方庄中心支行, 北京 100078)

【摘要】 本文选取了一家较具代表性的文化产业上市公司为研究对象,以罗伯特·希金斯教授的财务可持续增长模型为计算依据,计算并分析了可持续增长率、实际增长率及两者间差异;通过财务分析为完善管理运营查找问题,并利用创造价值/增长率的财务战略选择理论对其投资、融资及股利分配战略进行评价,结合实际情况对其财务战略选择给予一定建议。

【关键词】 可持续增长; 财务战略; 文化产业

一、问题的提出

1972年,瑞典首都斯德哥尔摩市举行了一场关于人类生存环境的研讨会,该会议上首次提出了可持续发展的概念。可持续发展秉承了一种在满足当代人需求的同时,又不损害后代人满足需求的发展观点。起初,可持续发展理念主要在环境保护领域进行传播。然而,随着社会发展速度变得越来越快,人们也逐渐意识到了环境保护在社会发展中担任着不可或缺的角色,因而可持续增长的理念也从仅仅关注环境保护逐渐拓展到了关心整个社会发展进程。

1992年6月,联合国在巴西里约热内卢召开的“环境与发展大会”上通过的《里约环境与发展宣言》等文件,就详细地阐述了如何以可持续发展理论为核心来规划今后的城市发展布局。2000年,我国也首次提出了可持续发展的基本战略,并将其作为科学发展观的基本要求和我国发展实施现代化城市基础设施建设的重要方针政策。

过去人们普遍认为,企业如果增长速度过缓将会影响其市场占有率,进而成为其他发展迅速企业的“垫脚石”。然而实际数据显示,企业增长过快也会导致破产,且破产的可能性并不低于因增长过慢而引发的企业破产。很多人并没有意识到这个问题,依然秉持着企业创造的利润和企业的发展速度成正比的错误观点,盲目地进行企业扩张,急切地投入大量人力物资在企业规模和销售增长上。这样做的后果是极易引发企业盈利水平下降,各种固定资产投资短期内难以产生现金流入从而使资金链紧张,财务风险急剧升高甚至导致破产,可持续增长理论恰恰纠正了这些错误做法。

综合各行业近年的发展情况,文化产业的发展可谓一枝独秀。根据国家统计局的数字显示,2004年至2013年

十年间,我国文化产业的增加值平均增长幅度超过15%。为了解并解决企业因为高速增长有可能发生的财务问题,我们有必要首先研究探讨可持续增长理论下的财务战略模式都有哪些,以及这些战略如何帮助企业寻求正确的发展方向。

二、可持续增长与财务战略的理论分析

1. 财务可持续增长。在财务管理学界,很多专家早已试图用可持续增长理论从各个不同角度研究企业的发展问题。

其中最著名的学者之一罗伯特·希金斯教授,在1981年《Financial management》上发表了一篇名为“Sustainable Growth under inflation”的论文,文中首次提出了可持续增长的概念,现在全球知名咨询公司应用的可持续增长模型也是希金斯教授在这篇论文中建立的。

希金斯教授认为可持续增长率即为“企业保持目前资本结构不增发新股,其销售所能达到的最大增长率”。希金斯教授提出的可持续增长模型以企业的资金来源为限定条件来考虑销售增长情况。企业实现销售增长的同时必定导致资产也随之增长,即负债和所有者权益的增加。可持续增长理论认为借款增加比例应与所有者权益增长比例持平,保持企业的资本结构和财务政策不变,这样的增长方式才是可持续的,因此提出了以下假设条件:①企业不通过发行新股进行外部融资,只通过借款进行外部融资;②企业保持当前的资本结构不变;③企业保持当前的股利政策不变;④企业保持当前的销售净利率不变;⑤企业保持当前的资产周转率不变。

在上述所有假设条件均满足的情况下,此时的销售增长率即为可持续增长率,用公式表示为:

可持续增长率=股东权益增长率=

$$\frac{\text{股东权益本期增加}}{\text{期初股东权益}} = \frac{\text{本期净利润} \times \text{本期利润留存率}}{\text{期初股东权益}}$$

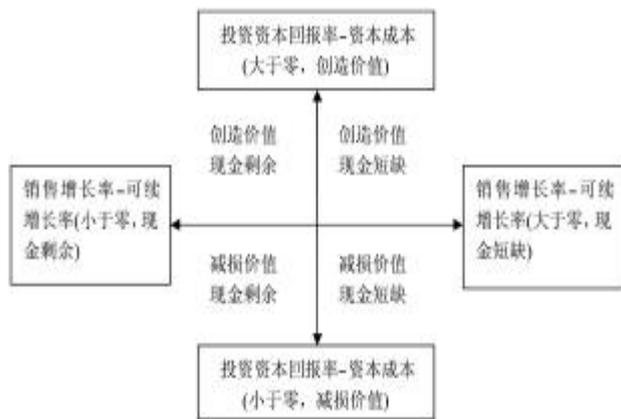
$$= \text{期初权益本期净利率} \times \text{本期利润留存率}$$

$$= \frac{\text{本期净利润}}{\text{本期销售收入}} \times \frac{\text{本期销售收入}}{\text{期末总资产}} \times \frac{\text{期末总资产}}{\text{期初股东权益}} \times$$

$\frac{\text{本期利润}}{\text{留存率}}$

$$= \text{销售净利率} \times \text{总资产周转次数} \times \text{期初权益期末总资产乘数} \times \text{利润留存率}$$

2. 财务战略。本文将选定一个样本企业作为研究对象,由于财务战略矩阵易于量化,研究结果更为清晰明了,因此本文选择了基于创造价值/增长率的财务战略选择理论作为财务战略模式研究的基础理论。该理论的主体是财务战略矩阵(见下图),该矩阵由企业价值创造和资金剩余情况两个指标构成,其中价值创造用变量“投资资本回报率-资本成本”来描述,资金剩余情况用变量“销售增长率-可持续增长率”来描述,两个指标组合的四种



财务战略矩阵图

情况构成矩阵的四个象限,用来分析企业目前所处的财务状况。

三、案例企业现状分析

1. 案例公司基本情况。A文化产业公司成立于1999年,并于2001年核准上市。根据证监会行业分类指引,该公司被分类到传播与文化产业,是一家广播电影电视业公司,负责某一线城市有线电视网络的基础设施建设开发和维护,以及市场经营管理,并从事视频点播、广播电视节目收转传送、网络信息服务等。

我国计划在2015年前关闭全国范围内的电视网络模拟信号,改为全网范围内覆盖有线电视数字信号,受此政策影响,传播与文化产业近年发展迅速,A公司更是其中的佼佼者。

2. 案例企业增长率分析。

(1) 实际增长率比较分析。表1数据显示,2007年至2009年三年间,A公司销售增长率维持在13%左右,2010年和2011年销售增长率波动幅度较大,主要是因为某监控项目完工结转收入所致。剔除该影响,则2010年和2011年的销售增长率均为14%左右,2012年增长率为16.03%,2013年增长率较低,仅为2.16%,说明案例企业在保持了多年稳定的高增长情况下,2013年开始增长率出现了较大下滑。可见,按照竞争均衡理论企业的增长最终会趋于均衡,不可能永远保持高增长。

表1 2007~2013年A文化产业公司实际增长率情况

单位:亿元

	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年
营业收入	11.85	13.60	15.16	18.94	18.98	22.02	22.50
实际增长率	13.30%	14.76%	11.49%	24.96%	0.18%	16.03%	2.16%

表2

2007~2013年A文化产业公司可持续增长率计算

单位:元

	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年
收入	1 184 915 659.57	1 359 764 515.20	1 515 997 856.72	1 894 346 107.65	1 897 836 981.94	2 202 089 690.59	2 249 613 733.69
净利润	367 247 254.92	329 030 190.18	330 273 452.74	346 042 303.52	279 319 782.08	297 750 152.08	378 147 399.65
股利	66 258 260.30	0.00	159 054 150.26	0.00	106 036 500.30	106 036 500.30	106 036 807.40
利润留存	300 988 994.62	329 030 190.18	171 219 302.48	346 042 303.52	173 283 281.78	191 713 651.78	272 110 592.25
股东权益	3 972 958 263.64	4 302 380 669.66	4 475 781 936.77	5 260 771 919.52	5 319 800 941.79	5 511 544 068.41	5 783 640 431.40
负债	1 058 375 064.33	1 368 744 002.20	1 389 955 421.76	3 865 395 602.25	5 797 632 960.43	4 916 159 834.06	4 534 022 870.45
总资产	5 031 333 327.97	5 671 124 671.86	5 865 737 358.53	9 126 167 521.77	11 117 433 902.22	10 427 703 902.47	10 317 663 301.85
可持续增长率 计算:							
销售净利率	30.99%	24.20%	21.79%	18.27%	14.72%	13.52%	16.81%
总资产周转次数	0.24	0.24	0.26	0.21	0.17	0.21	0.22
期末总资产/期初 股东权益	1.37	1.43	1.36	2.04	2.11	1.96	1.87
利润留存率	81.96%	100.00%	51.84%	100.00%	62.04%	64.39%	71.96%
可持续增长率	8.20%	8.28%	3.98%	7.73%	3.29%	3.60%	4.94%

(2) 可持续增长率比较分析。表2中的计算结果显示,该企业2007年、2008年和2010年三年的可持续增长率均保持在8%左右的稳定水平。而2009年、2011年、2012年、2013年四年的可持续增长率仅为4%左右。这是由于公司大量分配股利,利润留存率下降,可持续增长率也随之下降。

(3) 增长率的差异及成因分析。下表可持续增长率和实际增长率的对比显示,2008年实际增长率超过2007年通过财务指标计算得出的可持续增长率6.56%。这主要是公司改变了股利政策,希望靠自身的内部资金实现增长,将当年净利润全部留存,没有分配股利所致。

表3 2007~2013年A文化产业公司
可持续增长率与实际增长率比较

	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年
可持续增长率	8.20%	8.28%	3.98%	7.73%	3.29%	3.60%	4.94%
实际增长率	13.30%	14.76%	11.49%	24.96%	0.18%	16.03%	2.16%

2009年公司实际增长率也高于2008年计算得出的可持续增长率,原因之一是公司经营水平有所提升,资产利用效率大大提高;原因之二是A公司于2004年曾发行一只可转换公司债券,该可转债也于2009年到期,到期日可转债转股产生溢价1 069 014.62元;原因之三是A公司完成了市级政府下发的某专项课题研究,获得拨付资金771 000.00元,按课题文件要求该笔资金全部转入了资本公积。综合以上三方面原因,2009年实际增长率超出可持续增长率主要依靠外部资金实现。

2010年,A公司实现增长率远远高于2009年计算的可持续增长率,主要原因有两点:第一点是A公司通过发行面值16亿元的可转债改变了资本结构;第二点是更改了股利政策,当年没有发放股利。

2011年A公司实际增长率低于上年计算的可持续增长率,原因在于股利政策的改变,企业再次发放了股利;企业经营效率水平下降,包括资产周转率和销售净利率均下滑明显。

2012年的实际增长率16.03%远高于上期计算的可持续增长率3.29%,主要原因在于营业收入有大幅度提高,资产使用效率也随之提升,同时资本结构发生了较大变化,负债减少了15%。

2013年的实际增长率略低于2012年计算的可持续增长率,是因为该企业进一步调整公司资本结构,并继续调低了负债比例。同时股利发放比例较上年有所下降,也是导致可持续增长率高于实际增长率的原因之一。

3. 案例企业价值增值分析。财务战略矩阵的纵轴反映企业的价值创造能力,由变量“投资资本回报率—资本成本”表示。该变量为正则说明企业创造了价值,反之则

说明企业价值减损了。投资资本回报率由公司的经营活动和投资活动共同决定,一定程度上诠释了企业的盈利能力。计算公式如下:

$$\text{投资资本回报率} = \frac{\text{税后经营净利润}}{\text{净经营资产}} \times 100\%$$

表4 2007~2013年A文化产业公司投资资本回报率

	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年
A文化产业公司投资回报率	11.44%	7.99%	7.44%	5.33%	3.21%	3.51%	4.35%

由于A公司发行了可转换公司债券,因此资本成本变动的可能性较大,不易确定。A公司的企业性质为国有企业,故本文选择《中央企业负责人经营业绩考核暂行办法》中规定的资本成本率作为计算依据。该办法规定“承担国家政策性任务较重且资产通用性较差的企业,资本成本率定为4.1%”。考虑到A公司作为市唯一被授权进行电视网络基础设施建设和市场经营的单位,其近几年基本处于建设期,专用设备专业性强,资产通用性差,4.1%的资本成本率符合A公司的实际情况。将该资本成本率与投资资本回报率相比较可知,A公司在2007年至2010年以及2013年均实现了价值创造,在2011年和2012年出现价值减损。

4. 案例企业资金余缺分析。

表5 2007~2013年A文化产业公司现金剩余情况

	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年
销售增长率①	13.30%	14.76%	11.49%	24.96%	0.18%	16.03%	2.16%
可持续增长率②	8.20%	8.28%	3.98%	7.73%	3.29%	3.60%	4.94%
差额③=①-②	7.49%	6.47%	7.51%	17.23%	-3.11%	12.43%	-2.78%

表5显示A公司在2007~2010年以及2012年销售增长率大于可持续增长率,呈现超常增长状态,现金短缺。2011年和2013年,销售增长率小于可持续增长率,呈现增长缓慢状态。

综上所述,A公司于2007~2010年四年时间内实现创造价值,现金短缺,其状况符合财务战略矩阵第一象限的标准。2011年和2012年,A公司减损价值,其中2011年现金剩余。2012年现金短缺,所以分别处于财务战略矩阵的第三象限和第四象限位置;2013年,A公司创造价值,现金剩余,位于财务战略矩阵的第二象限。

四、案例企业财务战略选择分析

1. 融资战略选择。根据财务战略选择理论,位于第一、四象限的企业具有现金短缺的问题。这与A公司2007~2010年以及2012年这五年的实际情况相吻合。而2011年虽然处于现金剩余的象限,但考虑到其受上一年度某

监控项目的影 响,实际销售增长率应为 **14.85%**,现金可能并不剩余。而 **2013** 年现金充裕主要是因为降低了对股东的股利支付率,如保持与前年度持平的股利支付水平,也会出现现金短缺的问题。

目前 **A** 公司的融资方式较为单一,主要通过留存收益和发行公司可转债这两种方式进行融资,财务风险和融资成本均较低。但是留存收益与上一年度经营状况密切相关,具有相当的不确定性,可转债融资也有相当的风险性,债转股的条款设定有较高标准。

A 公司除了现有的政府授权业务,将来也会开展其他相关领域的服务,比如加大新媒体业务平台搭建和高清数字化推广等业务方向的资金投入,目前的融资规模的方式是难以满足其需求的,应考虑负债融资等其他方式。总体来说 **A** 公司的偿债能力较出色,财务风险偏低,有足够空间可以取得较多债务资金。文化传播行业的市场风险也属于所有市场风险中的中等偏低水平,**A** 公司可以凭借其背景优势迅速发展,相对来说经营风险也较低。因此,在今后的融资方式选择中加入债务融资的考虑将是不错的决策。

2. 投资战略选择。近些年 **A** 公司的投资方向主要围绕高清交互数字电视应用工程项目建设、三网融合和有线电视数字化整体转换这三大类业务展开。截至 **2013** 年,**A** 公司累计建设双向网络设备设施超过 **500** 万户,其中已开通的用户达到 **480** 余万,占比 **96%** 以上。**2014** 年是 **A** 公司实施“一网两平台”的关键性一年,公司全面进军新媒体领域和资本领域,推进公司“由传统媒介向新型媒体、由单一有线电视传输商向全业务综合服务提供商”的战略转型。在这种形式下,**A** 公司选择集中发展型投资战略将更有利于其自身发展,有助于实现生产标准化从而产生规模经济效益。除此之外,企业还可以进行多元化投资,增加新产品和新服务,利用已有的资源优势和优势进军新市场,扩大业务领域。

3. 股利分配战略选择。

表 6 2007~2013 年 **A** 文化产业公司利润留存情况

	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年
净利润	36 725	32 903	33 027	34 604	27 932	29 775	37 815
股利	6 626	0	15 905	0	10 604	10 604	10 604
利润留存	30 099	32 903	17 122	34 604	17 328	19 171	27 211
利润留存率	81.96%	100.00%	51.84%	100.00%	62.04%	64.39%	71.96%

2007~2013 年期间,**A** 公司共发放股利五次,股利支付率分别为 **18%**、**48%**、**38%**、**36%** 和 **28%**,其中前四年股利政策波动较大,第五年开始实行了固定股利支付政策。结合表 6 可知,前四年 **A** 公司的股利分配缺乏一定的计划性,例如在 **2009** 年 **A** 公司将接近一半的净利润作为股利派发了,但在 **2010** 年立刻就出现了现金短缺的困境,只能通过发行可转债缓解现金不足的问题。**2011~2013** 年这三

年每年都派发了相同的股利金额,表明公司进入了经营的稳定期。

股利分配政策的实质是如何正确分配公司长期发展所需的资金和当前股东可以获得的利益。通过对 **A** 公司的未来规划以及文化传播行业整体的发展趋势分析可知,**A** 公司在未来几年仍将以投资建设为主,尽量满足长期的发展,不宜过多分配股利,最好可以继续保持 **2011~2013** 年这三年的稳定性与连续性。稳定的股利支付给股票市场和公司股东一个稳定的信息,有益于股东个人利益和公司整体利益的平衡。但是稳定的股利支付数额不应太高,避免使公司陷入无力支付股利而造成恶劣影响的困境,同时也可以对保持较好的资本结构起到推动作用。

五、结论

从分析来看,**A** 公司的财务战略基本符合财务战略矩阵的战略选择方案,这说明将可持续发展理论和财务战略矩阵引入企业的财务管理当中是具有一定实用性和科学性的。对于价值创造较高但是资金短缺的企业来说,首先应判断其增长持续的时间,如果是短期内的高速增长,企业应采取融资速度较快的融资方式,如债权融资;如果是长期的增长,企业可通过发行新股等增加权益资本的方式进行融资,或者提高自身的可持续增长率。

影响企业可持续增长率的 因素主要有两点:一点是经营效率,另一点是财务政策。前者随着时间的推移,企业会不断完善经营方式和经营理念,逐步地将经营效率提高并不断优化,但是最终会达到一个限度便不再增长。因此仅仅通过提升经营水平来提高可持续增长率的过程较长,其效果也是有限的。而改变财务政策相对来说更容易实行,取得效果所花费的时间也相对较少。例如企业可通过更改股利支付政策和资本结构来优化自身,与未来情况的变化相适应。将提高经营效率和改变财务政策两种方法相结合,可以更好地发挥可持续增长理论对企业财务战略发展的推动作用。

主要参考文献

Robert C. Higgins. Sustainable Growth under Inflation[J]. Financial Management, 1981(11).

闫华红.可持续增长率的理论研究[J].经济与管理研究,2007(10).

上海国家会计学院.财务战略[M].北京:经济科学出版社,2011.

岳昕洁.论企业可持续发展的财务管理策略[J].科技信息,2012(17).

陈炜.企业可持续增长管理问题研究[M].北京:中国财政经济出版社,2008.

【基金项目】北京市教育委员会社科计划面上项目“准则变更、会计信息质量与投资者利益保护”(项目编号:SM201410038003)