

培育现金增加值创造力 实现企业高质量发展

清华大学经管学院 谢德仁

党的十九大报告指出：“我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期”。但对于如何理解“高质量发展”的内涵和要义，目前的专家解读都是从供给、需求、资源配置、投入产出、收入分配、经济结构和经济循环等宏观视角展开（如李伟，2018；林兆木，2018；杨伟民，2018等），限于笔者所阅，还没有看到从微观视角来解读高质量发展之内涵与要义的文章。那么，从微观视角看，究竟该如何定义和理解经济的高质量发展呢？本文拟对此问题展开比较深入的讨论。

从微观视角来定义经济的高质量发展，就是要从作为宏观经济之微观基础的实业企业视角来探察经济的高质量发展。无疑，没有企业的高质量发展，就不可能有经济的高质量发展。微观企业的高质量发展必然要求企业注重原创性技术创新，注重绿色经营，但这些都是手段，如果从企业高质量发展的结果来看，结合防范化解系统性金融风险，该如何定义和理解企业的高质量发展呢？

一、 从去杠杆说起

对于杠杆的定义，有着宏观和微观视角。其中，宏观视角的杠杆是把居民、企业、政府等主体的债务除以GDP，而微观视角的杠杆是把各类主体的债务除以其所拥有的资产（即资产负债率）。因此，微观视角而言，去杠杆自然缘起于企业的杠杆（资产负债率）过高。但是，到底资产负债率多高才算“杠杆高”呢？多高资产负债率的企业应该被去杠杆呢？30%？40%？50%？60%？70%？还是80%？，恐怕监管机构和业界专业人士没有几个人说得清楚。如果整天在操作去杠杆的人士都不知道如何从杠杆本身来判断到底哪些企业属于去杠杆的目标企业，自然只好“一刀切”。在当前的宏观去杠杆、严监管的

金融环境下，这“一刀切”下去极有可能误伤一批不该被去杠杆的好企业，从而不是防范和化解了我国面临的系统性金融风险，而是放大了系统性金融风险。

如果从企业偿债能力强弱这一实质（而不是资产负债率高低的表象）来入手去杠杆，那么，去杠杆首先应该是结构性去杠杆，其次结构性去杠杆也不应是直接基于资产负债率高低来识别去杠杆目标企业。正因如此，笔者 2018 年 6 月 16 日在《中国证券报》上特撰文讨论了如何从经营活动净现金流量能否帮助企业收回投资成本和支付利息这一视角去识别结构性去杠杆的目标企业，意在提醒金融监管机构和市场人士在去杠杆时不要误伤那些具有持续股东价值创造能力（从而具有真正的偿债能力）的企业，也意在提醒我国信用评级机构要真正**基于企业的持续股东价值创造能力来进行信用评级**，而不是像过去至现在这样，只考虑企业的产权性质（是否国有）、行业性质（是否国家重点扶持）、资产规模和庞氏融资能力（如庞氏状态的以债养债能力）等因素来进行资信评级，像现在这样的 AAA 和 AA⁺都会同步违约的资信评级是没有意义的，纯粹消耗金融资源，甚至延误了我国金融体制与市场的改革，放大了我国系统性金融风险。

换言之，从微观企业角度看，去杠杆的目的并不是为了降杠杆，也不是所谓稳杠杆，而是为了重建企业的持续股东价值创造能力，从而真正防范化解系统性金融风险。一个具备持续股东价值创造能力的企业必然具有充足的偿债能力，也就符合了一个“高质量发展的企业”的基本特征，其是稳杠杆乃至加杠杆的目标企业，而不是去杠杆的目标企业。

二、高质量发展的企业应该具有持续现金增加值创造力

微观上，自然可以从各种不同角度来定义和理解企业的高质量发展。比如，企业拥有高素质人才、强有力的组织资本（公司治理与战

略管理能力)和优秀企业文化,拥有核心技术和很强的研发能力,拥有良好的市场声誉和客户忠诚度。这些因素使得企业在竞争中拥有宽且深的护城河,拥有竞争优势。但这些都只是企业高质量发展的表象,是高质量发展的手段与过程。而从高质量发展的结果来看,判断一个企业是否高质量发展的唯一标准是企业是否在持续创造股东价值。那么,又该如何判断一个企业是否具备持续股东价值创造能力呢?在笔者看来,**判断一个企业是否具有持续股东价值创造能力的唯一标准就是企业能否持续创造现金增加值**。下面笔者展开具体分析。

一个企业的净现金流量可以按照其业务活动性质划分为经营活动净现金流量、投资活动净现金流量和筹资活动净现金流量(均为相应类业务活动的现金流入减去现金流出)。我们首先来看经营活动净现金流量和企业利润的关系:经营活动净现金流量=净利润+利息支出+折旧与摊销(含资产减值损失)-营运资本的变动。为简单起见,不妨假定企业的净利润都是来自主营业务,而非股权、债权和房地产投资等投资活动。这个公式的逻辑很简单,即经营活动净现金流量是一个企业生产销售产品与服务等主营业务活动所创造的净现金流入,其目标在于帮助企业收回投资成本(表现为固定资产折旧、无形资产摊销与资产减值损失)和获取投资回报(表现为净利润与利息支出)。但企业在经营过程中,一个时期的经营活动净现金流量有可能不等于投资成本回收加上投资回报,那就是营运资本在释放或者吞噬现金。若企业的经营活动净现金流量大于利息支出和折旧、摊销与资产减值损失,那么,其净利润就开始有着“真金白银”来对应,利润才真正得以实现。

站在股东角度来看,一个持续创造股东价值的企业只有正值的净利润是不够的,还应该能够覆盖企业全部的股权资本成本,亦即企业应该有正值的**经济增加值**(EVA):经济增加值=净利润-股权资本成

本。EVA 越大，股东价值创造越多。结合前述分析，利润和经济增加值有“真金白银”对应着，才算真正实现，这就要求企业的净利润和经济增加值要有十足的“含金量”：利润含金量=“(经营活动净现金流量-利息支出-折旧、摊销与资产减值损失)/净利润”；EVA 含金量=“(经营活动净现金流量-利息支出-折旧、摊销与资产减值损失-股权资本成本)/EVA”。只有这两个含金量指标大于或者等于 100%，企业正值的利润和经济增加值才不会仅仅是“纸面富贵”。

因此，一个高质量发展的企业应该能够持续创造股东价值，而持续创造股东价值不仅要求企业有着正值的 EVA，而且 EVA 的含金量要足够高。这就要求上述 EVA 含金量指标的分子要为正值且大于或等于 EVA，此处的分子其实就是企业所创造的“**现金增加值**（cash value added, CVA）”：现金增加值=“经营活动净现金流量-折旧、摊销与资产减值损失-利息支出-股权资本成本”。亦即，当一个企业的经营活动净现金流量足以帮助企业收回投资成本与覆盖企业的全部资本成本（即经营活动现金净流量大于企业的折旧、摊销、资产减值损失、利息支出和股权资本成本之和）而有余，企业就创造了现金增加值，此时才真正创造了股东价值。从一个投资项目的完整生命周期来看，经济增加值之和等于现金增加值之和，但是生命周期中期的中间各个年度，两者可能不同。无疑，股东价值创造需要“真金白银”，而非“纸面富贵”。因此，一个持续创造股东价值的企业应该是能够持续创造现金增加值的企业！换言之，一个具有持续现金增加值创造力的企业才是一个具有持续股东价值创造能力的企业，才是一个高质量发展的企业！

上述的这个现金增加值指标是基于权责发生制视角的现金增加值（CVA₁），企业可以同时从收付实现制视角来计算另一个现金增加值（CVA₂），即现金增加值=经营活动净现金流量+投资活动净现金流

量-利息支出-股权资本成本。从一个投资项目的完整生命周期这一长时间窗口来看，EVA之和、 CVA_1 之和、 CVA_2 之和三者是相等的。所以，一个持续创造现金增加值的企业，必然也在持续创造经济增加值，且有着很高的利润含金量和经济增加值含金量。当然，从单个年度等较短时间窗口来考核，笔者建议使用 CVA_1 和“ CVA_1/EVA ”来度量现金增加值和 EVA 的含金量，这样可以避免当期正在进行的项目投资所引致的投资活动净现金流出不能与当期价值创造恰当匹配的影响。但长时间窗口来考核，则应同时采用 CVA_2 来度量企业创造的现金增加值。需指出的是，一个企业如果只是在短期内的相关含金量指标大于等于 100%和有着正的现金增加值，还是谈不上有着持续盈利能力的。只有长期持续创造现金增加值的企业才真正具有持续股东价值创造能力。无疑，持续创造现金增加值的企业，只要不存在资产端的现金流入和负债端的现金流出在时间分布上的严重错配，其一定具有充足的偿债能力，必然不存在杠杆过高的问题，也就无需去杠杆。这类企业即使存在资产端现金流入和负债端现金流出的错配，企业会陷入流动性困难所引致的财务困境，那也是市场上很“抢手”的上佳并购重组标的。

三、高质量发展的企业应该具有自由现金流量创造力

行文至此，不由会被问到：现金增加值和通常所讲的自由现金流量之间是什么关系呢？其实很简单，本文前面所分析的现金增加值 CVA_2 就是用企业股东价值创造视角的自由现金流量减去股权资本成本来衡量的。为此，创造现金增加值的前提是创造自由现金流量。但是，自由现金流量大于零，企业未必创造了现金增加值，只有当企业创造的自由现金流量大于股权资本成本时，企业才创造了现金增加值。

顾名思义，自由现金流量就是从企业基业长青、永续经营这一长期视角来看，企业所创造的经营净现金流量在满足自身投资所需

现金之后，可供向股东和融资性债权人自由分配的现金流量。这是因为，既然企业要永续经营，投资活动必然需要发生净现金流出（哪怕是更新改造也需要现金），那么，自由现金流量就可理解为企业经营活动创造的净现金流量在满足自身持续发展投资所需现金之后的剩余现金流量，亦即企业的自由现金流量：经营活动净现金流量+投资活动净现金流量。不妨称之为自由现金流量一（FCF₁）。自然，若只从股东价值创造视角看，向融资性债权人支付的利息需要予以扣除，一因利息是给债权人的回报，二因利息是合约约定的，是企业不能自由决定的现金流出。因此，股东价值创造视角的自由现金流量为经营活动净现金流量+投资活动净现金流量-利息支出，不妨称之为自由现金流量二（FCF₂）。

自由现金流量其实就是在问企业一个常识性问题：一个企业自己赚的钱够自己花而有余吗？一个企业自创办以来的 FCF₂ 之和如果为负值，那么，这个企业自己赚的钱是不够自己花的，连支付的利息都是靠筹资活动融来的现金，说明该企业总体上处于谢德仁（2013）提出的“庞氏利息”状态。如果一个企业自创办以来的 FCF₂ 之和虽为正值，但减去历年的分红（现金股利）后为负值，则该企业给股东的部分分红现金其实来自筹资活动融来的现金，至少曾发生过谢德仁（2013）提出的“庞氏分红”。一个处于庞氏利息状态的企业，其若分红必然性质上属于庞氏分红。如果一个企业长期处于庞氏利息和庞氏分红状态，那么，至少在客观上可以说这个企业处于“庞氏骗局”状态，所谓的“僵尸”企业应该都属于这种情况，且很可能经营活动净现金流量就是负值。自然，长期来看，一个企业自由现金流量为负值，自己赚的钱不够自己花的，那么，何来现金增加值？又如何能够创造股东价值？

长时间窗口来看，一个高质量发展的企业应该是内生性增长为主

的企业，即企业应该依靠自身创造的经营活动净现金流入来满足自身增长所需现金，亦即应该是一个累计 FCF_2 大于零的企业。如果一个企业累计 FCF_2 小于零，却还处于高速增长之中（表现为总资产和营业收入等在高速增长），说明这个企业在依靠筹资活动融来的现金支撑企业增长，属于外生性增长。对于外生性增长，如果企业正处于创办期和高速成长早期的话，逐年滚动累计 FCF_2 小于零还情有可原，不能由此判断其是否属于高质量发展企业（此时要依据其投资风险来判断其是否适合负债融资，如果投资主要是针对研发等未来收益不确定性很高的无形资产投资，则一般不应该采用负债融资来满足其资金需求）。一个企业到了高速成长中期，虽然年度和累计 FCF_2 还可能小于零，但应该有接近于零或者正值的利润，并有着很高的**利润含金量**（甚至利润为负值，而经营活动净现金流量为正值），否则就不是高质量发展；而到了高速成长后期和成熟期，其年度和累计 FCF_2 就应该大于零，年度和累计现金增加值大于零，有着高含金量的正值利润和经济增加值，否则就不是高质量发展。需指出的是，内生性增长并不排斥并购，但并购利用的是公司自身创造的自由现金流量，而不是筹资活动现金流量。即使企业不断地通过外生性增长来做强做大，那也应该确保通过发行股份收购或者杠杆收购而来的业务能够创造正值的 EVA 和 CVA，否则就谈不上什么高质量发展。

因此，从长时间窗口来观察，一个高质量发展的企业，应该是一个依靠自身创造的经营活动净现金流入来满足自身增长和支付利息所需现金（亦即累计 FCF_2 大于零）的企业，且是一个累计现金增加值大于零的企业。一般而言，这种高质量发展的企业有着一个或者多个自由现金流量和现金增加值非常高、处于高速成长后期或成熟期的项目，然后依靠该类项目的自由现金流量去满足新的处于投入期项目投资或者外部并购所需现金，然后还能够覆盖企业的股权资本成本，

为股东创造现金增加值。

四、高质量发展的企业应该把自由现金及时分配给股东

笔者曾分析指出，利润是无法用来分配的，利润这个数字是企业主要利益相关方“吵着架”算出来的，是主要利益相关方针对企业运营一段时间（如一个年度）之后股东可以合法自由行使的剩余索取权的价值边界之变动所达成的共识，其所决定的只是股东的“分红权利”，而非企业的“分红能力”；企业分红的本质不是在向股东分配利润，而是股东在“未分配利润”账户给定的价值边界内行使剩余索取权，合法地拿走企业的现金（谢德仁，2013）。简言之，分红是在“分现金”而非“分利润”！利润既然不能分配，那么，基于利润测算的经济增加值自然无从分配。因此，决定一个企业股东分红能力的是企业的现金余额，而非未分配利润。而一个企业股东的可持续分红能力则是由其自由现金流量创造力所决定的，只有源自自由现金流量的自由现金才是可持续分配给股东的红利源泉。而真正创造股东价值的分红则是股东在正值的 EVA 范围分走源自 CVA 的自由现金（此时意味着相当于股权资本成本的自由现金已分配给股东）。所谓自由现金，是指一个企业在特定时点的存量现金之中，非暂时性无任何可增加股东价值之用途的现金。自由现金既然非暂时性地无可创造 EVA 和 CVA 之用途，那么，其作为资产存在于企业中，就是在破坏股东价值，因为其资产回报率必然低于股权资本成本。注意，自由现金不是自由现金流量，自由现金既可能来自于自由现金流量，也可能来自于股权融资（如我国公司 IPO 时的超募）。

无疑，一个高质量发展的企业在持续创造了股东价值之后，发展成果最终要真正被股东分享，就应该把企业的自由现金通过分红或者回购股份的方式及时分配给股东。自由现金不分配给股东而破坏股东价值的例子在我国上市公司中也是存在的，有些公司在持续创造现金

增加值方面都属于优秀公司，但在把自由现金及时分配给股东方面，都不算“好”公司，他们都积聚了巨额的自由现金而没有及时、充分地分配给股东。相对于分配给股东而言，这些自由现金留存于公司中是在破坏股东价值。

五、结语

本文从高质量发展的结果来定义和理解企业的高质量发展。本文认为，判断一个企业是否高质量发展的唯一标准是企业是否持续创造股东价值，而是否持续创造股东价值的唯一判断标准在于企业是否持续创造现金增加值。因此，一个高质量发展的企业应当具有持续现金增加值创造力，这就要求企业应当具有持续自由现金流量创造力。一个好的高质量发展的企业，还应当及时、充分地把自由现金分配给股东。我国经济要实现高质量发展，就必须有微观企业的高质量发展，而企业的高质量发展就必须培育强大的现金增加值创造力！当然，限于主题和篇幅，本文未能就个人、企业、市场和政府如何一起形成合力培育企业现金增加值创造力这一问题展开讨论。

我国企业现金增加值创造力现状到底如何呢？不妨借上市公司这“一斑”以窥我国企业之“全豹”。从笔者和学生对我国上市公司的初步统计来看，截至 2016 年末，金融行业之外的上市公司中近 82% 的公司自上市以来的累计 FCF_2 小于零，但绝大部分公司都分过红，说明我国上市公司的庞氏利息和庞氏分红状态还是很严重的；如果把金融行业之外的上市公司作为一个整体来观察，他们所创造的累计经营活动净现金流入无法满足累计投资活动净现金流出，利息和分红所流出的现金都来自于筹资活动的现金流入（即这些公司的累计 FCF_1 和累计 FCF_2 各自加和总额为负值）。可见，我国诸多上市公司还达不到高质量发展，亟需转变增长方式，培育自由现金流量和现金增加值创造力，以实现高质量发展。

最后需指出的是，本文上述分析思路虽也适用于金融行业企业，但具体的指标测算方法若应用于金融企业，尚需依据金融企业的业务运营特点加以调整；在实际工作中，进行本文提出的相关指标测算时亦需依据企业实际情况略加调整（如针对员工股权激励成本和其他综合收益等的调整），但主要思路、逻辑和框架如是。

（笔者感谢财政部会计名家培养工程的支持。）

（本文发表于《中国证券报》，前沿视点，2018年8月11日。）

参考文献：

李伟，高质量发展有六大内涵，《人民日报（海外版）》2018年01月22日。

林兆木，关于我国经济高质量发展的几点认识，《人民日报》，2018年1月17日。

杨伟民，2018年7月5日，在深圳市前海管理局、全国港澳研究会主办的“2018前海合作论坛”上的发言。

谢德仁，推动结构性去杠杆 防范化解系统性金融风险，《中国证券报》，2018年6月16日。

谢德仁，2013，企业分红能力之理论研究，《会计研究》第2期：22-32。