

汇源果汁债务“技术性”违约 案例分析

■ 李秉成 李旭峰

企业发生的大部分债务违约事件属于不能偿还到期本金和利息。因此,风险评估与管理人员主要关注企业资产负债率、流动比率、速动比率等指标,以控制债务违约风险。与一般情况所不同的是,汇源果汁债务违约是由于其部分财务指标未能达到银行贷款协议的承诺而引发的“技术性”违约,本文拟通过对其债务违约发生情况和原因的介绍与分析,为其他企业的债务管理提供借鉴。

一、案例背景

中国汇源果汁集团有限公司(以下简称汇源果汁)于2006年9月在开曼群岛注册成立,2007年2月在香港联交所主板成功上市。汇源果汁第一大股东为中国汇源果汁控股有限公司(以下简称汇源控股),截至2009年12月31日汇源控股拥有汇源果汁39%的股份,社会公众拥有25.7%的股份。汇源果汁实际控制人为朱新礼,间接持有汇源果汁39%的股份。汇源果汁拥有汇源北京控股有限公司、汇源上海控股有限公司、汇源成都控股有限公司等15家附属子公司。

汇源果汁主要从事生产和销售果汁、果蔬汁及其它饮品。根据尼尔森进行的零售研究,以销量计算,2008年和2009年汇源果汁百分百果汁市场占有率分别为42.1%和52%,中浓度果蔬汁市场占有率分别为43.6%和45.6%,远远超出第二名竞争对手,处于市场领导地位。

由于果汁饮料产品市场竞争力强,该公司取得了骄人的经营业绩,保持了较强的偿债能力(具体指标见表1)。但2010年8月30日汇源果汁发布的中期报告却披露,该公司银行短期借款由2009年年底的4.03亿元人民币增加到2010年上半年的25.99亿元人民币。短期银行借款剧增的原因是“未能符合贷款协议规定的若干财务承诺,两笔结余分别为2.5亿美元及0.56亿美元的长期银团贷款技术性重新分类为2010年6月30日的流动负债。”因部分财务指标未能满足贷款协议规定的财务承诺,汇源果汁陷入债务“技术性”违约困境。

汇源果汁债务“技术性”违约信息披露之后,引起了媒体和投资者的关注。该公司股票价格大幅下跌,给投资者造成了一定程度的损失,也给汇源果汁的声誉造成了损害,带来了较大的违约成本。一般来说,偿债能力分析 & 监控更多的是关注企业是否具有偿还债务本金和利息的能力问题。而汇源果汁债务“技术性”违约案例却提示我们,企业对于债务问题还应关注债务契约约束问题;若违反债务契约同样也会陷入财务

困境。

二、企业快速扩张与债务违约风险

汇源果汁2007年年报认为,“随着中国人民可支配收入的持续增长,人民生活水平的进一步提高,中国消费者日益注重健康意识,导致对高品质的天然健康饮料需求增加。”“Euromonitor预期中国果蔬汁市场以14.5%的复合年增长率持续增长至2012年的191亿公升。”为了增强竞争力,抢占中国果蔬汁市场份额,继续保持市场领导地位,该公司制定了“产品发展、产能增加、优化销售网络及开拓新市场”等发展策略。随后在山东乐陵、吉林舒兰、辽宁锦州、江西南丰、山西右玉、广西桂林、江苏盐城、黑龙江齐齐哈尔等地快速购置土地,投资新建厂房和生产设备,提高果汁产能。

根据媒体报道,汇源果汁主要采用买断经销商的营销模式销售产品。与其他饮料企业相比,营销能力较弱。因此,在该公司投入重金提高果汁产能的同时,自然还需要在营销网络建设和重组方面投入资金,或者寻找新的可替代的营销

表1 汇源果汁部分经营业绩和财务状况指标

年度	2009年	2008年	2007年	2006年
销售毛利率	36.03%	32.23%	35.73%	32.71%
资产报酬率	3.71%	1.74%	13.36%	6.46%
权益报酬率	4.97%	1.98%	20.98%	14.49%
资产负债率	0.32	0.36	0.32	0.56

渠道,以便将产能转化为销售收入。

2008年9月3日汇源果汁官方网站披露:“可口可乐公司意图进行自愿全面要约,收购汇源果汁股本中的全部已发行股份、全部已发行可转债,并取消其全部已发行的期权(要约)。要约的实行受限于中国监管部门审批等前提条件。”

“可口可乐公司提议的收购价格为每股12.20港元,并将按相等价格收购已发行的可转债及期权,于要约成功完成后以现金支付。三家股东,合计持有汇源果汁完全摊薄后总股本大约66%的股份,已签署了接受要约的不可撤销的承诺。假设要约获得全面接受,总交易值约为196亿港币,或25亿美元。”同年9月18日可口可乐公司向商务部递交了经营者集中反垄断申报,11月20日商务部认为可口可乐公司提交的申报材料达到了《反垄断法》第二十三条规定的标准,对此项申报进行立案审查。2009年3月28日商务部发布的2009年第22号公告称“此项经营者集中具有排除、限制竞争效果,将对我国果汁饮料市场有效竞争和果汁产业健康发展产生不利影响。鉴于参与集中的经营者没有提供充足的证据证明集中对竞争产生的有利影响明显大于不利影响或者符合社会公共利益,在规定的时间内,可口可乐公司也没有提出可行的减少不利影响的解决方案,因此,决定禁止此项经营者集中。”商务部2009年22号公告否决了可口可乐要约收购汇源果汁的方案。

汇源果汁如果被可口可乐公司成功收购,那么就可以借助可口可乐公司营销网络来销售本公司的果汁产品,从而专注果汁产品的开发与生产。而商务部否决了可口可乐公司要约收购之后,汇源果汁不得不投入大量资金建设分销网络和销售渠道。2009年汇源果汁制定并实施了如下战略:一是在全国设立约500个销售办事处,进一步开拓及掌控本公司销售网点;二是调整销售代表的薪酬,实施更能激励及支持销售代表的

政策,专注本公司销售网点的销售并改善服务质量;三是加强对销售代表的培训;四是进一步投资本集团产品市场推广活动。2009年年底,企业收购了9个主要分销商销售网络,在中国主要城市建立了约50家直销分支机构,分销商数目增加至3 000家,于销售网络覆盖的地区增设600个办事处,服务端点约120万个。

汇源果汁在固定资产、分销网路和销售渠道等方面的大量投资,一方面导致其应收账款、存货及长期资产快速增加,与营销相关的销售费用和管理费用快速增长,另一方面也消耗了汇源果汁通过首次公开发行股票等方式筹集的资金,导致存量资金大幅减少。例如,与2007年相比,2009年汇源果汁应收账款和存货合计增加了36.48%,非流动资产增加了48.20%,销售费用和管理费用增加了60.85%,而现金及其等价物降低了

近41.9%(具体数据见表2及表3)。

2008年和2009年汇源果汁实施大规模的产能建设、营销网络重组,但在此期间并未能及时提升销售业绩。例如,在2008年和2009年中国市场果汁饮料销售量分别增长17.1%和9.5%,而同期汇源果汁销售量仅增长5%和0.9%。公司的销售增长量远远小于市场增加量。这样,已经投入的与营销有关的大量销售及营销开支、管理费用就严重侵蚀了产品的销售利润,使汇源果汁调整后的税前利润和EBITDA大幅下降,最终导致综合总借贷对EBITDA比例大幅上升,EBITDA对综合利息开支比例大幅下降(具体数据见表3),这两个指标呈现恶化趋势。一般来说,在银行贷款合同中,综合总借贷对EBITDA比例、EBITDA对综合利息开支比例是两个重要的约束性指标。这两个指标的恶化意味着企业贷款的违约风险增加。

表2 汇源果汁2007~2010年部分财务数据

单位:千元

年度	2010.6.30	2009	2008	2007
流动资产	3 443 469	2 735 751	3 162 870	3 960 778
其中:现金及其等价物	1 361 455	749 496	1 306 621	1 290 220
应收账款及其他应收款	1 038 239	933 377	643 666	666 195
存货	1 043 775	988 578	760 560	742 044
非流动资产	5 370 848	4 336 872	4 028 450	2 926 429
其中:固定资产	4 314 590	3 298 486	3 102 455	2 241 112
无形资产	487 947	498 058	317 262	323 826
土地使用权	513 486	494 085	429 080	337 399
资产总额	8 814 317	7 072 623	7 191 320	6 887 207

资料来源:根据汇源果汁年度报告及中期报告整理得出

表3 汇源果汁2007~2010年部分经营业绩指标

单位:千元

年度	2010.6.30	2009	2008	2007
销售收入	1 481 117	2 832 627	2 819 739	2 656 337
销售毛利	544 546	1 020 579	908 859	949 193
销售及营销开支	517 272	845 885	603 644	569 677
管理费用	141 744	283 654	164 293	132 563
税前利润	-84 164	264 610	118 850	677 605
调整后的税前利润	-111 569	-136 011	228 519	334 741
EBITDA	39 040	151 757	402 109	495 509
综合总借贷对EBITDA比例	42.21	9.14	4.99	2.94
EBITDA对综合利息开支比例	1.77	2.74	-	80.19

资料来源:根据汇源果汁年度报告及中期报告整理得出

注:①调整后的税前利润=税前利润-公允价值变动收益-首次公开发售股份认购款利息收入

②EBITDA=调整后的税前利润+利息+折旧、摊销+折扣

综合上述分析可以看出, 汇源果汁迅速扩张虽然快速提升了产能, 但也带来了如下不利后果: 一是综合总借贷对 EBITDA 比例、EBITDA 对综合利息开支比例恶化, 导致该公司处于比较高的违约风险之中; 二是现金余额大幅下降, 导致企业现金支付能力下降。如果企业继续快速扩张的话, 就不得不向银行大量贷款以维持企业快速扩张以及获得日常经营所需资金。这样就可能将已经存在的比较高的债务违约风险转化为违约事实。

三、“技术性”违约困境与控制

进入 2010 年汇源果汁并未停止扩张步伐。在产能建设和新产品开发方面, 根据该公司的官网新闻报道, 推出了“果汁果乐”等新产品并投入了巨额的开拓费用; 在筹资方面, 2010 年 4 月“为扩充生产提供资金”, 向银行贷款 2.5 亿美元银团贷款, 还款方式为自 2012 年 4 月 30 日起分三期清还, 每半年支付一次, 期限为 3 年。在该贷款合约中, 银行要求汇源果汁财务比率必须达到一定的标准。对其中部分财务指标的要求是: 任何时间的综合总借贷对综合有形净值的比例不得高于 0.65:1; 任何时间的综合总借贷对综合未计利息、税项、折旧、摊销前的盈利比例不得高于 5.00:1; 任何时间的综合未计利息、税项、折旧及摊销前盈利对综合利息开支的比例不得低于 4.5:1。从后两个指标的构成来看, 它们与企业盈利水平密切相关。如果企业盈利水平低, 那么这两个指标就可能达不到贷款合约规定的要求。

2010 年 8 月 30 日汇源果汁发布的中期报告披露, 该公司上半年净亏损 0.72247 亿元。根据中期报告披露的财务数据计算, 综合总借贷对 EBITDA 比例为 42.21, 违反了贷款协议规定的不得高于 5.00:1 的财务承诺; 而 EBITDA 对综合利息开支比例为 1.77, 也违反了不得低于 4.5:1 的财务承诺。构成债务“技术

表 4 汇源果汁部分经营业绩和财务状况指标

年度	2010年上半年	2009年	2008年	2007年
流动比率	0.85	2.27	1.54	5.77
速动比率	0.59	1.45	1.17	4.69
现金比率	0.34	0.62	0.64	1.88

性”违约。根据国际会计准则的要求, 汇源果汁将长期银行借款重新归类为短期借款, 由此该公司流动负债剧增。与以前年度相比, 2010 年 6 月 30 日汇源果汁的流动比率、速动比率及现金比率骤降一半以上 (具体数据见表 4), 短期偿债风险剧增。在汇源果汁违约之后, 银行就取得了终止贷款等权利。假如银行立即行使这项权利, 那么汇源果汁将马上面临偿还 2.5 亿美元的巨大债务困境。

汇源果汁违反银行贷款协议规定的财务承诺信息披露之后, 媒体纷纷加以报道, 引起了投资者的高度关注, 9 月 10 日汇源果汁股票价格大幅下跌。为了摆脱违约困境, 汇源果汁不得不“与放款银行洽商以争取豁免”。2010 年 10 月 13 日汇源果汁发布公告称: “关于 2.5 亿美元贷款, 本公司已获得豁免。条件为: 一是必须向放款银行支付总额为 2.5 亿美元未还本金 0.5% 的款项, 即 1 250 000 美元; 二是须自豁免日起计一个月内提前偿还合计 25 000 000 美元; 三是贷款利息年利率增加 0.5%。此外, 放款银行及本公司同意对 2.5 亿美元贷款协议所规定的财务承诺进行以下修订: 一是任何时间的综合借贷对综合有形净值的比例不得高于 0.70:1; 二是任何时间的综合总借贷对综合未计利息、税项、折旧、摊销前盈利的比例不得高于 7.75:1; 三是任何时间的综合未计利息、税项、折旧、摊销前盈利对综合利息开支的比例不得低于 4.5:1, 唯 2010 年 7 月 1 日至 2011 年 6 月 29 日期间任何时间的综合未计利息、税项、折旧、摊销前盈利对综合利息开支的比例不得低于 4.0:1。”至此, 汇源果汁以付出更高贷款利率等为代价获得豁免, 暂时摆脱了违约困境。

四、启示

企业有必要建立起债务违约风险评估与管理机制来控制违约风险和违约成本。从汇源果汁债务违约案例中, 我们可以获得如下启示:

一是控制企业扩张速度有助于从根本上控制违约风险的发生。一些卓越企业成长案例表明, 为了在竞争中处于市场领先地位, 企业有必要追求一定的发展速度。但关键问题是如何平衡快速发展所产生的收益与快速发展所带来的风险, 即应当追求可持续的发展速度。

二是企业应当在与银行商洽贷款阶段根据以往的财务数据对违约风险进行谨慎评估, 以防止事后债务违约事件的发生。若汇源果汁以 2009 年年报数据或 2010 年第一季的数据对银行贷款协议在部分财务承诺方面存在的风险进行评估, 则完全可以发现该公司在财务承诺方面存在极高的违约风险。

三是控制债务违约的进一步发展不但要与贷款银行进行沟通, 更应控制企业的债务水平。汇源果汁债务违约事件发生后, 及时与贷款银行商洽修改协议, 从而控制了违约危机的进一步发展。与汇源果汁债务违约情况相似, 2009 年美国著名企业席梦思床垫公司破产重组也是由于部分财务指标不符合债务协议的要求, 该企业最后进入了破产重整程序, 而汇源果汁之所以能渡过债务违约危机, 重要原因在于席梦思在破产前夕已经是资不抵债, 而汇源果汁 2010 年 6 月 30 日的资产负债率只有 0.47。

(作者单位: 中南财经政法大学会计学院)

责任编辑 雷 蕾