

华谊兄弟财务战略与可持续发展能力分析

赵自强 任洁

摘要：本文以华谊兄弟为例，综合会计学、经济学、统计学等诸多学科的相关原理，对华谊兄弟的财务战略进行了深入剖析及评价，而后综合财务指标以及可持续发展指标，对华谊兄弟的财务战略以及可持续发展能力进行相关性分析，以此为我国文化产业的可持续发展提供参考和借鉴。

关键词：财务战略；可持续发展；华谊兄弟

华谊兄弟传媒股份有限公司(简称华谊兄弟)由王中军、王中磊兄弟于1994年创立，并于2009年在创业板上市。公司的主营业务包括电影、电视剧的制作、销售以及明星经纪等相关服务业务，是第一批上市的文化企业。几年来，王中军、王中磊兄弟二人充分利用资本和财务战略，形成了独特的华谊模式，打造了一条成熟的文化产业链。本文拟以华谊兄弟的财务战略和可持续发展情况为例，进行相关的分析与研究，从而为我国文化产业的可持续发展提供借鉴。

一、华谊兄弟的财务战略相关分析

1. 融资

在创业初期以及发展过程中，企业需要募集大量的资金来保证资本的正常运营，这就需要企业根据自身可持续发展的情况来制定合理的融资计划。华谊兄弟采用的融资战略主要有：

(1) 私募战略。华谊兄弟在上市以前进行了四次私募融资。2000年，华

谊兄弟与太合集团合作，将企业重组为华谊兄弟太合影视投资有限公司，这次合作后华谊兄弟拥有一半的股权份额。而后华谊兄弟又在下一年从太合回购了5%的股份，以超过一半的股份享有了绝对控股权。2004年年底，华谊兄弟与TOM集团合作，募得资金一千万美元，并以三倍的溢价回购了太合集团的剩余股份，之后将企业更名为华谊兄弟传媒集团。之后不久，TOM公司又以约五百万美元购买了华谊兄弟27%的股权以及可换股债券，此债券转股后，TOM在华谊的股权又会增加。同时风投公司信中利购买了华谊兄弟3%的股权，王中军兄弟俩至此拥有华谊兄弟70%的股权。2005年年底，华谊兄弟回购了TOM集团的一部分股权，之后雅虎公司购买了华谊兄弟15%的股份，王中军、王中磊二人的股份上升到77%。2007年，华谊兄弟与分众传媒等企业合作，共募得资金两千万美元。华谊兄弟先后通过多轮私募以及回购的方式从各个企业募得了大量的运营资本，在此过程中，

华谊兄弟一直持有企业一半以上股份，这使得华谊兄弟一直对企业有控制权，并且华谊兄弟在选择相关合作对象时并不是盲目选择，而是选择在运营资本方面或拓宽市场方面能给公司带来好处的标的。

(2) 银行贷款。国内目前对于无形资产的评价体制还不够完善，这种情形下，银行等相关机构并不敢贸然对文化产业进行贷款投资。而华谊兄弟在银行贷款方面却做得十分出色，进一步推动了文化产业资本运作的创新。

2006年，华谊兄弟的影片《夜宴》在国外发行，中国信保为其发行风险提供了相关保障，这次合作使得华谊兄弟成功地将电影的发行风险转嫁给了中国信保，开辟了另一个创新之举。同一时期华谊兄弟以知识产权作抵押向招商银行贷款五千万，为影片《集结号》的拍摄带来了足够的资金。2008年，华谊兄弟从北京银行成功融得1亿元的贷款，与银行的合作进一步加深。2009年，华谊兄弟又从工商银行

取得了大量贷款，银行方面也表示将对文化产业的信贷支持范围拓宽。

华谊兄弟之所以青睐银行贷款，是因为这种融资途径不仅可以融到较大数目的资金，而且利息也相对较低。同时还有利于企业提高风险控制意识，促使企业采取严格、科学的财务管理制度，提高资金运作能力，从而使企业管理越来越规范。

(3) 权益融资。包括增发新股和削减股利支付比率。华谊兄弟于2009年10月在深圳交易所创业板上市，于当月发行股票4 200万股，共募得资金6.22亿元。这些资金为华谊兄弟的初步发展奠定了坚实的基础。上市后，公司每年都降低股利支付率，以更多的留存收益来支持公司发展。

2. 持续并购

华谊兄弟不仅在电影电视、艺人经纪方面持续并购，在发行渠道、音乐以及新媒体方面也有着丰富的并购经验。2013年，华谊兄弟以2.52亿元的股权转让价款，收购了由张国立执掌的浙江常升集团70%的股权。从华谊兄弟2013年中报可以看出，公司上半年营业收入、营业利润和净利润等指标都呈现快速上升的趋势，电影业务大幅度发展，而电视剧业务却同比下滑。为了进一步强化电视剧业务板块，华谊兄弟引进张国立影视团队，以充分发展其电视剧业务。而后在2013年年报中，华谊兄弟的电视剧相关收入比2012年增加了36.13%，这表明华谊兄弟的收购方案起到了很好的效果。

除了以上收购业务，华谊兄弟也将并购业务拓宽至新媒体领域。2010年，华谊兄弟以1亿元收购掌趣科技20%的股权。2012年，掌趣科技成功上市，华谊兄弟获得超额投资回报率。2013年，华谊兄弟以发行股份以及支付现金的形式收购在手游市场有很高地位的银汉科技超过50%的股份。

表1

年份	2009	2010	2011	2012	2013
可持续增长率	0.06	0.10	0.12	0.11	0.06
实际增长率	0.48	0.77	-0.67	0.55	0.48

表2

年份	2009	2010	2011	2012	2013
华谊兄弟	1.91	3.33	2.84	1.94	3.76

表3

年份	2009	2010	2011	2012	2013
流动比率(倍)	7.32	3.68	2.52	1.73	1.51
速动比率(倍)	6.08	3.18	1.80	1.29	1.26
资产负债率(%)	13.25	22	30.68	48.65	45.12

二、可持续发展情况分析

1. 可持续发展能力指标分析

(1) 可持续增长率。可持续增长率采用希金斯的模型公式计算： $g=PRAT$ ($P=$ 利润率， $R=$ 留存收益比率， $A=$ 资产周转率， $T=$ 资产与权益比)。如果实际增长率超过了可持续增长率，则说明公司增长过快；反之，若可持续发展大于实际增长率，那么公司的内部资源或许处于闲置。

从表1可见，华谊兄弟的实际增长率远超过可持续增长率，说明公司增长较快，未来可能没有足够的资金来发展，若不能及时得到资本就可能引发财务危机，所以此时公司会倾向于增加负债，从后几年的财务报表可以看出公司每年的负债都在增加。2010年华谊兄弟实际增长率上升，同期其他财务指标较上年也有所提高，主要是因为公司上市后扩大了主要业务的生产规模，制作的影片取得了很好的票房成绩；除了电影，公司还大力发展电视剧业务。2011年华谊兄弟实际增长率为负，主要是因为营业总收入较上年同期有所下降，其中电影业务由于档期不合适以及发行过程中

的困难等原因收入下降超过一半。

从希金斯的可持续发展模型来看，当实际增长率长期超过可持续增长率时，理论上可以采取一些财务战略来增加企业的可持续发展平衡，包括：减少股利支付比率、提高财务杠杆、增发新股等。华谊兄弟2009年开始逐年降低股利支付率，从2009年的0.6降至2013年的0.18；产权比率则从2009年的0.15提高到2013年的0.82，基本处于上升趋势，采取了提高财务杠杆的财务战略。此外，2011年腾讯购买了华谊兄弟部分股权，成为其投资者之一；2014年华谊兄弟向腾讯、阿里、平安集团实行定向增发股票。这些都是华谊兄弟为了企业的可持续发展所采用的财务政策。

(2) Tobin's Q值。除了企业的可持续增长率与实际增长率的比较，另一个能够用来评价企业发展能力的指标就是Tobin's Q值。Tobin's Q=企业市值/资产重置成本。其中企业市值代表了企业的预期价值，资产重置成本表示了企业的现行价值。一般来说，托宾Q值>1，说明企业所产生的价值>成本，其未来前景一般会较好，投资者更愿意投资。从表2可见，华谊兄弟

表4

单位：元

年份	2009	2010	2011	2012	2013
流动负债	226 635 781.16	451 579 272.76	755 809 539.90	1 620 686 942.83	2 243 326 962.73
非流动负债				392 527 585.66	1 010 567 690.71
负债合计	226 635 781.16	451 579 272.76	755 809 539.90	2 013 214 528.49	13 253 894 653.44
流动负债 / 总负债	100%	100%	100%	81%	69%
非流动负债 / 总负债				19%	31%

表5

年份	2009	2010	2011	2012	2013
营业收入增长率	48%	77%	-17	55	45
总资产增长率	208%	18%	22	68	74
净利润增长率	23%	79%	36	20	172
营业利润增长率	18%	80%	34	4	224

从2010年到2012年的托宾Q值逐年降低,可持续发展能力有所下降,但是2013年大幅回升,且近几年托宾Q值都大于1,说明华谊兄弟的可持续发展能力较高且存在较大的潜力。

2. 财务指标分析

(1) 偿债能力。从表3可见,短期偿债方面,2009年公司的流动比率、速动比率大幅度上升,这主要是因为公司首次公开发行股票后募得了大量资金,企业的短期偿债风险很小。但过高的流动比率和速动比率意味着资金闲置,2010年开始流动比率和速动比率出现下降。资产负债率2009年较低,而后逐年上升。从财务战略方面来看,华谊兄弟的数据变化主要是因为其2009年上市发行了新股,这一战略不仅仅为公司带来了大量现金,还为公司打出了品牌,增强了公司未来的偿债能力和筹资获利能力。

(2) 负债结构。从表4可以看出,公司的整体债务规模基本逐年上升,而且公司负债中流动负债占主要部分,尤其2009~2011年出现了负债全部为流动负债的情况。从这里可以看出,华谊兄弟对银行贷款等方面越来越重视。企业的实际增长和发展越

来越快速,使得企业需要增加负债来避免可能出现的财务危机。因此,华谊兄弟加大了银行贷款以及融资等方面的财务战略,来进一步适应企业的快速发展。所以企业的负债逐年增加,相关的财务政策和战略对应华谊兄弟的可持续发展。

(3) 负债可行性。衡量一个公司出现财务危机可能性的指标最常用的是由Mackie-Mason(1990)提出的计算公式: $Z = (3.3 \times \text{息税前利润} + \text{销售收入} + \text{留存收益} + \text{运营资本}) / \text{总资产}$ 。Z值的大小关系着企业发生财务危机的可能性,Z与危机可能性呈负相关。当Z值<1.8时,企业存在着一定风险。华谊兄弟的Z值在2006年为1.59,2007年大幅度增加为2.13,财务危机的可能性降低,而后Z值一直呈平稳趋势但都小于1.8,说明公司在金融以及资本方面可能会有一定的财务危险。这主要是因为文化产业的产品存在着较多不可控因素,所以对于风险的评估体系并不是十分完善。但是华谊兄弟在2007年涉足了电影院投资运营,使得企业的运营风险大大降低。可以看出,一个正确的财务战略不仅可以为公司带来利润,也可以降低风

险,进一步保证公司的成长。

(4) 各项增长率。从表5可见,2009年公司的总资产增长率大幅增加,这主要是因为公司上市带来了巨额的货币资金,同时公司的营业收入以及净利润也有大幅度的增长。2011年营业收入出现负增长,主要是因为电影业务没有好的突破,但其净利润与营业利润依然在增长。2012年和2013年公司的营业收入方面保持着非常好的增长速度,但2012年的净利润增长率小于营业收入增长率,反映了公司相关的成本税费以及期间费用等项目增加较多。2013年公司的营业利润和净利润都超过了营业收入增长率,说明公司积极采取了适当的财务战略促进了业务的拓展以及获利能力的提高。

三、小结

华谊兄弟运用的财务战略以及各种资本运营手段为文化产业做了很好的示范,不论采用何种资本运作方式,华谊兄弟始终处于主导地位,保持控股权超过一半。在正确的财务战略导向以及积极合作、巧妙营销下,华谊兄弟的可持续发展能力日益强大,风险可控性也得到很大的改善。可见,公司的可持续性是在采取正确财务战略的基础上得到发展的,同样公司的可持续增长相关指标也可以指示公司采用更加有效的财务战略。□

(作者单位:南京师范大学)

责任编辑 陈利花