

浑水公司的一次攻击就让分众传媒花费近千万美元来应对。这对于任何一个上市公司来说都是沉重的负担,高昂的维持成本也迫使许多盈利能力较弱的公司无奈退市。

其次,上市束缚了企业的战略转型。目前,分众传媒的业务重点是户外媒体,虽然一直保持增长,但业务范围缺乏新意。而户外媒体市场的进入壁垒不高,只要市场竞争者拥有大量资金,就可以短期掌握市场的主动权,通过资本运作抢占一定的市场份额。因此,如何利用现有屏幕资源和有效结合户外媒体的新特性,实现现有资源的价值最大化是分众传媒当前应该着重考虑的问题。为了实现长远持续发展,分众传媒开始致力于新的、有潜力的媒体领域的投资参股,如对手机广告互动、APP应用端和二维码等进行投资,还进军了O2O模式(Online To Offline)。新领域的研究和投资需要耗费大量的人力和财力,周期较长,且投资的结果又存在很大的不确定性。作为上市公司,受到的关注程度较高,并且须遵守相关法律法规,还有严格的信息披露要求。这些要求都会直接或间接给公司的战略转型带来压力。另外,美国上市公司的股价压力大,且对短期经营能力要求较高,而大量的资金投入会拖累公司短期的财务表现从而影响股价。加上投资者对公司的业绩有预期要求,如果业绩达不到预期要求,股价也会发生剧烈波动,公司还须承受稳定业绩的压力。而私有化后,这些来自公众和监管部门的压力将会得到缓解。

三、思考建议

笔者建议从以下三个方面着手,正确引导海外上市公司的回归,完善我国资本市场的退市制度。

(一)仔细评估海外市场环境,慎重选择海外上市。海外资本市场虽能为国内企业提供融资平台,但也同样充满风险。高额的维护成本和严格的监管要求,使海外资本市场“优胜劣汰”的环境更加残酷。为此,企业在选择上市前,应先对拟上市的资本市场环境进行多方面考察评估,如证券市场的构成及法律建设、证券市场的监管体制等,只有了解和熟悉了市场环境,才能应对好上市后可能遇到的各种问题。另外,企业上市前的自我规划也同样重要,盲目跟风可能会给企业带来严重损失,如已完成私有化交易的泰富电器,上市6年,净融资额1.2亿美元,而为完成私有化花费了4.5亿美元。无法继续维持上市而被强迫退市的案例,也不鲜见。因此,在选择上市前,企业要做好战略规划,如是否打算开拓海外市场、如何开拓以及可能遇到的问题的应对策略等。

(二)择机出台新政策,引导优质海外上市公司的回归。私有化作为主动退市的最常用方式,是企业的一项正常战略选择。主动私有化公司中不乏一些优质公司,拥有良好的企业文化和管理模式,能够给国内资本市场带来新的活力。所以,应该及时出台有针对性的新政策,引导优质海外上市公司的回归。积极完善从主板市场转板到代办股份转让系统的制度建设,建立不同层次资本市场间的转板通道,确保上市公司私有化后能顺利再上市,而不必通过重组借壳的方式重新回到资本市场。

(三)进一步完善国内资本市场的退市机制,建立一套

完整的退市制度体系。一个成熟健康的资本市场,应该是一个进、退市制度同样完备的市场。良好的退市制度的建立能够将一些劣质公司淘汰出资本市场,从而提高上市公司的质量,有利于实现资源的优化配置。2012年我国出台了创业板退市制度,并修订了主板和中小板退市制度,新增了一些退市指标,对退市行为作了进一步规范,但由于严密程度和执行力度不够,仍存在一些不足。所以笔者建议,有关部门应该进一步加强主板、中小板和创业板市场退市制度的建设,建立更为具体可行的退市标准,如改变以利润指标为核心的退市判断标准,增加如股权分散程度、股权结构、资产规模等判断指标,以增加退市制度的综合性。同时,明确规范主动退市程序、主体和权限,健全私有化退市的责任追究体制。对于退市程序启动权,应该下放到证券交易所,只要触动退市标准,交易所就可以启动退市程序,而不需要由国务院证券管理部门作出决定,以增加退市制度执行的效率。另外,应尽快明确退市后恢复上市的标准和程序;改变现有的退市审批制度,建立由强制退市、主动退市组成的一套完整的退市制度体系。

(《财务与会计》理财版2013.5)

与营销策略相匹配的财务手段： 风险管控与信息披露

——来自中联重科2012年年报的启示

2012年我国宏观经济下行趋势未见明显缓解,基础设施建设持续在低位徘徊,整个工程机械行业面临严峻的形势,同类知名企业销量下降(例如三一重工2012年的销售额比2011年下降7.8%,徐工机械2012年的销售额比2011年下降2.5%)。在这种大背景下,中联重科的销售却呈上升态势,并且其销售逆势增长很好地做到了收入、现金流之间的平衡,体现了销售手段与财务手段密切配合的营销战略所产生的效果。

一、中联重科2012年销售业绩评价

从表1可直观地看出,中联重科2012年的销售收入比2011年增长3.77%,销售成本比2011年增长3.93%,销售成本占销售收入的比重2012年和2011年分别是67.70%和67.60%。可见,中联重科销售收入增加并非是因为采取降价促销的策略。事实说明,中联重科采取非降价促销的策略是正确的。由于中联重科采用的是个性化的竞争战略,非降价促销能在一定程度上避免同质性价格战。同时,其短期应收项目2012年比2011年增长59.68%,短期应收项目占销售收入的比重2012年和2011年分别是45.22%和29.40%。可见,信用政策对其销售收入增长起着巨大的推动作用。此外,尽管其净利润有所下降,但经营活动现金净流量无论是绝对数,还是占销售收入的比例都是明显上升的。上述业绩得益于中联重科研发、销售、理财三位一体的举措:在以产品研发创新提升市场竞争力的基础上,大胆以信用政策作为拓展销售的手段,并通过灵活的理财活动将信用资金转化为经营现金流。

表1 中联重科2012年报表项目分析 单位：百万元

项目	2012年	2011年	增减变动情况	占2012年收入比例	占2011年收入比例
销售收入	48 071	46 323	3.77%		
销售成本	32 546	31 316	3.93%	67.70%	67.60%
应收票据	1 720	1 139	51.01%	3.58%	2.46%
应收账款	18 900	11 658	62.12%	39.32%	25.17%
其他应收款	1 124	820	37.07%	2.34%	1.77%
应收项目合计	21 744	13 617	59.68%	45.22%	29.40%
净利润	7 529	8 173	-7.88%	15.70%	17.60%
经营活动现金净流量	2 960.30	2 093.20	41.42%	6.20%	4.50%

二、销售政策及理财手段剖析

(一) 基于全过程风险管理的信用政策。在国际经济复苏缓慢、国内经济增速放缓、市场竞争加剧的大环境下，扩大销售是所有企业的当务之急。只有来自于产品销售的盈利才是可持续的盈利，也只有产生于销售的现金流才是正常经营的现金流。大型工程机械的价格昂贵，需求弹性和价格弹性都不大，所以降价促销不是有效的销售策略。在某一客户具有真实需求的情况下，交易是否成功的关键在于支付能力，因此，中联重科通过积极的信用政策来扩大销售是明智之举。公司除采用全额收款方式销售外，还大量采用为客户银行按揭提供担保、分期收款及融资租赁方式下为客户提供担保等手段来扩大销售。但与钱款两清的销售方式相比，以积极的信用政策来推动销售额增长，既不能产生与销售同步的经营现金流，也不一定能产生与销售规模相匹配的现金流。在信用政策推动销售的模式下，缩短销售与现金流之间的时间，并实现结算资金向货币资金的安全转换，必须以对客户质量的科学评估和信用风险的严格控制为基础。中联重科根据“公司拥有庞大的客户群体，客户可选择全额付款、银行按揭、分期付款及融资租赁等付款方式，不同客户的信用状况存在一定差异，可能影响本公司业务的拓展及未来款项的回收”这一信用风险，在信用促销环节严格按照“全员控制、全流程控制及闭环控制”的三重风险控制思路落实公司风险管理机制；采取“事先防范、事中控制和事后完善”密切结合的措施：事前加强信用销售客户资信审查，筛选高质量客户作为信用促销对象，强化应收款项管理，建立“总部统一管理，总部与事业部发挥各自优势，监督与处理并存”的催收机制。实践表明，中联重科这种信用政策促销而非降价促销的模式效果十分显著。

(二) 理财手段推动结算资金向经营现金流的转化。中联重科应收项目占销售收入的比例2012年比2011年大量上升，但经营活动现金净流量占销售收入的比例也明显上升，这得益于其针对应收款项所采取的理财手段。中联重科信用政策为收入的增长提供了强有力的推动，而与信用政策相配套的理财运作手段则为提高销售的收现率起着重大作用，并在实现货款及时回笼的同时取得相应的理财收益。中联重科采取的理财手段主要是无追索保理和为客户提供按揭贷款担保。

1. 无追索保理终止确认的应收款项。无追索保理终止确认的应收款项实质上是无追索应收账款让售，即银行以一定的折扣买断应收账款。折扣率主要依据资金时间价值、银行

应获取的风险报酬而定。会计处理方面，终止确认的应收款项账面价值与应收账款让售所得款项的差额作为终止确认利得或损失计入当期损益。中联重科2012年无追索保理终止确认的应收款项4 830百万元，占营业收入的10.05%；应收账款终止确认产生的损失为298百万元；无追索应收账款让售产生的现金流入为4 532百万元。

2. 为客户提供按揭贷款担保。按揭贷款是目前国内买方信贷的一种重要形式，指在商品购销过程中，购货方购买产品时向银行申请贷款用于支付该项交易的大部分货款，该笔贷款由销货方或销货方担保子公司提供连带责任担保或保证金质押担保。为客户提供按揭贷款担保主要应用于价款较高的设备购销和大额商品材料采购，信贷额一般占买方信贷支付方式下贷款总额的50%～70%。不难看出，客户按揭贷款担保对于突破购买方产品需求中的资金瓶颈、促成销售的完成和销售方的资金回笼提供了强有力的保障。中联重科2012年为客户提供按揭贷款担保余额为12 385百万元，占当年营业收入额的比重为25.76%。

(三) 较高质量的信息披露。良好的信息披露是风险管控的重要内容，它不仅方便企业外部报表使用者获取充分的信息，还能彰显企业管理能力、树立企业的品牌和形象。中联重科对于买方信贷的运作方式、理财手段、风险及管控措施、收益与损失方面的披露总体上看基本达到了较高的透明度，从而能够满足报表使用者对信息的需求。

三、几点启示

理财手段与销售政策的密切结合大大提升了企业的销售额，实现了结算资金向货币资产的转化。但应该看到，企业相应付出的成本也是高昂的，且存在着潜在的财务风险。中联重科2012年的年报显示，在23 206百万元的货币资金中，因承兑保证金、销售按揭保证金、保函保证金、保理借款保证金、信用证保证金等原因形成的其他货币资金为3 122百万元，占货币资金总额的比重为13.45%，而这部分货币资金均为使用受限资产；为客户提供按揭贷款担保的12 385百万元也存在着潜在的偿债风险。事实上，中联重科2013年支付由于客户违约所造成的担保赔款达287百万元，占2012年为客户提供按揭贷款担保额的2.32%，占2012年销售收入的0.6%。无追索权让售应收账款贴现支出298百万元和担保赔款287百万元两项占2012年销售收入的1.22%。不过，尽管中联重科基于销售的理财手段运用的程度大大超过其他上市公司，但由

于具备严格的风险控制系统,其为此承担的成本和损失不算高。例如,某上市公司2007年至2011年因买方信贷业务为客户垫付的累计违约款余额占有担保责任的客户借款余额的比例一直维持在16%左右。2012年在销售收入比2011年下降37.30%的情况下,该公司为客户垫付的累计违约款余额占有担保责任的客户借款余额的比例高达25.99%。由此可见,中联重科收入的增长以及现金流对收入和盈利的支撑,得益于其灵活的销售政策和理财手段以及与之密切配合的以“优化流程、强化内控、严控风险”为特征的风险管控体系。该案例或许能给企业带来以下几点启示:

(一)事前严格的风险评价。以客户风险评价为基础选择销售政策和理财方案。销售业务的风险管理主要是做好收入和现金流之间的平衡。积极的销售政策将推动销售额的增长,但销售额的增长并不一定产生与销售规模相对应的现金流;理财方案的运用能够实现销货款的及时回笼,并有可能实现获取销售收入的同时取得理财收益。但要实现销售的增长和货款的及时回收,必须以对客户质量的科学评估为基础。中联重科基于营销策略和理财手段的业务流程设计了风险控制关键点,并以此为切入点进行客户质量评估。对于采用信用促销模式的企业来说,客户质量评估重点至少应包括:客户的购买意图、客户的商业模式与产品运用效果、客户的销售模式与销售能力、客户的资金实力与偿债能力等。

(二)事中控制与事后补救措施相结合。只有战略性营销与理财决策的制定、严格风险管控措施的落实,才能实现以销售增长推动盈利增长、提升企业产生经营现金流的能力。对于非现销业务,企业应该事前对客户进行信用资信审查和风险评估后,履行复核程序,并根据交易性质、单笔交易金额大小、对某一客户累计金额大小建立和实施分级授权审批程序;对于未按期履约的客户,必须启动催收清欠预案。中联

重科严格执行评估、复核和审批程序,以及“事中共事后清欠人员、法务人员职能前移营销大区,加强公司债权管理力度,提高法律案件的办理质量”的措施,这些对于降低资金成本和信用损失起着至关重要的作用。

(三)提高信息披露的透明度。销售环节中出现的销货方为客户贷款提供担保、向购货方发放委托贷款等国内买方信贷业务最近两年逐渐普遍,依托应收货款采取的理财工具也不断创新,但信息披露方面的问题日显突出。有的公司只常规性地披露委托贷款收益,未披露向购货方发放委托贷款这一事实;未将因向购货方提供贷款方式收回的应收账款、向购货方发放委托贷款方式收回的应收账款而终止确认的应收账款在附注中进行揭露;未对担保业务计提预计负债,甚至在为此承担较大金额代偿义务的情况下也未计提预计负债;未对理财手段产生的损益表外注释。由于信息披露方面缺乏透明度,即便是具备较高专业素养的报表使用者也无法分析判断买方信贷业务对销售增长的贡献度以及存在的潜在风险,甚至无法获得专业判断所需的信息。

对于买方信贷业务及相应理财业务的信息披露,公司起码应做到四点:一是根据代偿风险的大小对为购货方提供的担保计提预计负债,并在附注中对买方信贷的具体运作方式、风险评估和预计负债的计算依据进行详细披露;二是将以向购货方提供贷款方式收回的应收账款、向购货方发放委托贷款方式收回的应收账款按《公开发行证券的公司信息披露编报规则第15号——财务报告的一般规定》的要求在“终止确认的应收款项情况”明细表中分项列示;三是将因购货方未按期归还按揭贷款而由销货方负有回购义务的累计贷款余额在应收账款余额中详细列示;四是表外附注单独列示理财工具产生的收益和损失。

(《财务与会计》理财版2013.10)