

司,应予以重点关注,保持连续的跟踪,及时甄别企业的盈余管理行为,确保投资者的利益。

(《财务与会计》综合版2011.07)

## 企业的融资风险与防范

### ——以福记食品有限公司为例

总部位于上海的福记食品服务控股有限公司(以下简称福记)是一家大型的食品生产、加工、物流、销售、餐饮业务等综合性集团,旗下拥有福记联合(上海)餐饮有限公司、福记联合(苏州)餐饮有限公司等多家公司,其核心业务包括从源头生产基地到现代化加工物流系统直至终端供餐及服务的互补结构产业链条,以及生鲜超市、中餐连锁等。2003年,福记的中餐连锁业务位居全国餐饮百强企业前列,味鲜达集团的送餐业务位居华东地区三甲,并成为国内首批通过HACCP(危害分析的临界控制点)体系认证的餐饮企业。2003年公司与法国里昂信贷银行结成战略合作伙伴,并成功于当年12月在香港联交所主板挂牌上市,其盈利也从2003年得近8000万元增长为2008年得4.2亿元,当时可谓是创造了业界奇迹。

和一般公司配售股票、扩股融资不同,福记走的是一条超常规的扩张之路,2005年10月,福记发行6.2亿港元可转换债券(简称CB),换股价为10.25港元,较当时股价溢价22%,发行后由于公司盈利情况很好,股价从3港元上涨到15港元以上。2006年11月,福记再发第二批CB,3年期融资共计10亿港元,换股价为17.5港元。2007年11月,福记又发行第三批CB,3年期共计15亿港元,换股价为32.825港元,溢价达32%。然而2008年受金融危机影响,港股大跌,福记股价从29.20港元跌至2.27港元,换股受挫,导致25亿港元的债务到期无法偿还。接着又被媒体披露出财务报表造假,财务总监被迫辞职,曾经帮助福记签订CB合同的摩根大通不但未伸出援助之手,反而大幅减持福记股票,导致股价狂泻,最终福记面临清盘重组,短短数年时间里,福记由兴盛到猝死,创造了业界另一个奇迹。

### 一、福记财务状况和资本结构分析

#### (一)偿债能力分析。

1. 资产负债率。根据相关数据整理,福记的资产负债率波动幅度较大,2004年到2008年分别为44.38%、24.26%、21.39%、44.76%、52.87%。但福记从2005年起开始增加融资,扩大市场规模,提高市场占有率,其资产负债率逐渐提高到2008年时的水平还是合理的。

2. 流动比率。2004年至2007年,福记的流动比率依次为1.08、1.03、1.21、1.31,始终保持在1.1左右,流动比率明显偏低,2008年升到2.07,情况有所改善。进一步分析资产负债表可以发现,公司的流动负债比较多,主要体现在短期借款、应付票据、应付账款等项目上,说明公司在与其他单位的业务往来中,商业信用运用得比较多,企业信誉比较好,获得了银行、供应商、客户等业务往来单位的信任。

3. 速动比率。2004~2008年福记的速动比率依次为1.06、0.99、1.07、1.24、1.95,基本维持在大于1的状态,并逐年上升。这表明企业即使资金周转发生困难,其即时偿债能力尚不致发生问题。

#### (二)盈利能力分析。

1. 税前利润率。福记的税前利润率2004~2008年依次为:42.98%、41.01%、35.26%、27.44%、23.29%;边际利润率依次为35.94%、35.26%、32.19%、25.22%、18.04%,均呈现逐年下降的趋势,随着公司规模扩大,利润呈减速增长的趋势,这可能是公司规模发展到一定程度后,公司经营进入稳定期的表现。

2. 销售现金比率。根据相关数据分析,福记的销售现金比率2004~2007年间变化不大,均在63%~67%之间,但2008年降幅较大,为40.28%,主要是由于销售商品、提供劳务收到的现金减少,具体分析是公司应收账款、应收票据等尚未收回,应进一步查明原因。

3. 全部资产现金回收率。该指标是衡量某一经济行为发生损失大小的一个指标。回收率越高,说明收回的资金占付出资金的比例高,损失小;回收率低则损失较大。福记自2004年起,全部资产现金回收率逐年大幅度下降,依次为40.36%、24.13%、19.44%、15.86%、9.78%,可见其经济行为可能发生的损失会比较大。

#### (三)营运能力分析。

福记2004年至2008年的存货周转率依次为91.51%、96.74%、14.21%、23.92%、14.01%,呈现总体下降的趋势,表明公司采用了紧缩的财务政策,加强了应收账款的回收力度,同时还加强了对赊销的管理。这种方法可以提高应收账款的周转速度,但是会降低存货的周转速度。综合来看,因企业短期偿债能力偏低,采用紧缩的财务政策还是比较合理的。

#### (四)发展能力分析。

1. 销售增长率。根据相关数据分析,福记的主营业务收入一直保持高速增长,销售增长率从2005年的66.31%升至2008年的77.82%,营业额达到13亿元以上,说明公司销售状况良好,适销对路,发展很好。

2. 净利润增长率。福记除了2007年公司净利润增长率(14.06%)偏低外,2005年、2006年、2008年的净利润增长率表现均较好,依次为63.15%、50.83%、38.14%;从2004年中期到2008年中期4年时间,公司净利润增长了3.88倍,说明公司净利润获得了快速增长,发展能力非常好。

3. 总资产增长率。福记通过连续发行可转换债券,总资产持续增长,其总资产周转率2005年为93.09%,2006年达到104.88%,2007年和2008年也达到76%,说明公司近几年来经营规模不断扩大,公司实现了较快的扩张。

#### (五)资本结构分析。

1. 自有资本比率。根据相关数据分析,福记的资产负债率从2006年的21.39%达到2008年的52.87%,公司的自有资本比率相应地下降,从2006年的78.61%到2008年的47.13%。一般认为,我国企业的资产负债率应维持在40%~60%的水平比较合理,处于不同行业、不同发展阶段的企业资产负债率可以适当增加。对于福记而言,在2006

年再次大量发行可转换债券进行融资后,将资产负债率维持在较高的水平还是合理的。

2. 长期负债占有率。长期负债占有率的大小,可以衡量企业负债总额中长期负债的比重,从而更好地分析企业债务资本对于资本结构的影响。福记的长期负债占有率远远高于一般认为的20%的警戒线,2007年、2008年分别为67.29%、63.52%。长期负债比率过高,必然意味着股东权益比率较低,公司的资本结构风险较大,稳定性较差,在经济衰退时期会给公司带来额外风险。

## 二、福记融资失败原因分析

由以上数据分析可以看出,福记一直保持着较快的发展速度,发展前景比较乐观。所以,福记管理层连续三次发行可转换债券进行融资,扩大规模,增加市场占有率。福记三次可转债融资所募集的资金额越来越高,而且增加幅度越来越大;三次转债的溢价也越来越高,从13%升至30%;转债的期限也越来越短,从5年缩短为3年,由此可以看出公司管理层对福记的前景十分看好,也非常自信。笔者分析,福记融资失败的原因主要有以下几点:

### (一)企业的过度融资。

福记经过三次可转债大量融资,在扩大公司规模的同时也背负了很大的债务压力。公司的盈利并不能应付自身担负的债务。由此看出,企业应该确定一个实现公司价值最大化的融资规模,而非一味追求企业规模的扩大。

### (二)融资结构不合理。

确定融资结构时,不仅要注意负债的数量及其在资金总额中的比例,还要注重负债的期限结构。如果长短期负债的期限结构安排不合理,就会给企业带来损害。福记长期负债比率过高,意味着股东权益比率较低,公司资本结构风险较大,稳定性较差,在经济衰退时期会给公司带来额外风险。

### (三)融资方式与时机不对。

2007年9月次贷危机的全球化影响已经初见端倪,福记此时却仍然选择可转债而非股票的融资方式,并且缩短转债期限。可转换债券的溢价愈高,期限越短,股价愈难升至换股价,换股失败的可能性就愈高,公司陷入财务困境的可能性就愈高。当次贷危机波及到我国时,福记股价大幅下降,大量的可转换债券无法换股,资金流断裂,即将到期的债务也成为随时可能引爆的定时炸弹。

### (四)管理层的过度自信。

公司自2004年起全部资产现金回收率逐年大幅度下降,可见其经济行为发生损失的可能性会比较大,但这些隐藏的财务风险并未被公司管理层所关注。他们对福记未来的发展前景过于自信。而且福记的三次可转债都未考虑到有可能会出现的资本市场系统性风险,也未考虑到基于市场系统风险的换股价修正问题。

## 三、从福记案例看企业融资风险的防范对策

从福记的失败可以看出,融资风险的防范至关重要。笔者认为,对融资风险的防范具体可从内部和外部两方面进行。

### (一)企业融资内部风险的控制与防范。

1. 确定适当的融资规模和融资结构,实现资金供求的均衡。从我国企业经营的实际情况来看,借入资金和自有资金的比例大体上应保持在1:1的水平比较适宜。对于具体企业而言,适当的偏离也是合理的。企业可以依据其现有可用资金和预期对资金的需求,结合企业经营周期和发展阶段、经营规模和经济实力、融资的难易程度等来确定适度的融资规模,而且在时间上也要尽可能与资金需求时间相吻合。为此,企业应及时了解现有资金的动态变化,及时获取资金供求信息,并做好各个时期的资金预测与调配工作,为确保融资工作的顺利开展做好前期的准备工作。此外,企业还应根据自身的资金需求情况、债务偿付能力、目前的资本结构以及融资环境的变化等各方面因素来综合确定负债经营的融资结构,不能盲目地与其他企业攀比。

2. 选择恰当的融资时机和融资方式,降低融资成本。企业可以结合自身实际情况,在贷期末一次性偿付全部本息、每年付息一次性偿付本金、每年偿付一定比例的本金以及当年的利息、贷款期间均匀地偿付本金与利息等还款方式中合理选择,降低融资成本,避免因融资不当造成的财务风险。

3. 提高融入资金的使用效率和使用效益。一是提高企业资产整体的流动性,加快资产周转速度。一方面,企业要合理调度内部的停滞资金、存量资金以及各种应收款项等,充分利用各种资金在使用过程中的时间差和空间差,减少资金占用的机会成本,实现资金整体上的有效利用。另一方面企业要提高资金管理效率,做好生产经营各环节的协调和衔接工作,加速资产周转速度,减少资产在生产经营各环节的滞留时间。二是科学选择资金投向,提高单位资金的使用效能。企业管理者要牢固树立资金的时间价值、风险价值、机会成本以及成本效益等现代财务管理理念,以企业价值最大化为衡量标准,通过综合权衡后选择最佳的资金投向,从而实现单位资金的边际效益最大化。三是加强内部控制,实现对资金运动的有效控制和调配。各级财务管理部门要明确不同级别财务人员的职责和权限,杜绝财务管理上的漏洞和死角,做到资金管理中出现任何问题,都能找到相应的财务人员来负责,从而有利于财务总监在总体上控制和调配资金,实现单位资金价值的最大化。

### (二)企业融资外部环境的完善。

1. 完善社会信用制度,加强上市公司信息披露。要改进上市公司信息披露监管体制,强化政府在其中的作用;全面推行职业审计界的职业道德建设,严把上市公司信息的“上市”关;进一步规范和完善的法律法规,并使之更加具有可操作性,乃是上市公司信息披露和证券市场健康发展的保证。

2. 加强中介机构监管,建立会计师事务所的定期相互轮审制度。在建立我国信用体系中,政府应从法制上加大对中介违规处罚力度,同时加强对中介机构的社会舆论监督,建立中介机构的信用记录档案,定期公布,从而保证中介机构的公正性和独立性;同时,可以建立会计师事务所的定期相互轮审制度,由证券交易所审计部门不定期抽查,并建立信用记录档案,定期公布,可以及时发现发现问题,确保中介机构的公正性,预防融资风险。