

表2 招商局2005年—2007年财务报表的主要数据 单位:亿元

项 目	2007		2006		2005	
	合并报表	母公司报表	合并报表	母公司报表	合并报表	母公司报表
货币资金	809	10	250	0.49	57	0.32
流动资产	1 249	79	485	98	205	11
短期借款	143	0	55	0	41	20
流动负债	1 144	9	402	100	203	41
财务费用	10	4	10	2	6	3
净利润	171	-3.6	59	63	42	44
投资收益	105	0.35	57.2	67.6	43	46
投资收益所收到的现金	21	0.35	30	0.89	18	0.85

为母公司可以分配的利润。因为它并不完全代表母公司实际拥有支配能力的净利润。

### 三、有喜更有忧：“少数股东损益占净利润之比”和“少数股东权益占总权益之比”的差异化问题

通过分析计算得出的结论是,4家集团公司出现更多的情形是“少数股东损益占净利润之比”<“少数股东权益占总权益之比”,这说明在盈利能力较强的子公司中,母公司“配置”股份较多,或者说母公司的股份较少地存在于盈利能力较差或亏损的子公司,这是“喜”。此外,从动态趋势分析,这两项占比日趋接近,亦属于“喜”。但是大唐两项比例出现了负差也透露出“忧”:其母公司股份更多地配置于盈利能力较差或亏损的子公司。

### 四、母公司极低的现金控制权与沉重的财务负担

笔者在此以招商局财务报表中的主要数据为例(见表2),分析其母公司的现金控制权及财务负担。

通过分析,笔者发现以下几种情形:①从各年份母公司报表与合并报表“货币资金”的对比可以看出,招商局的大量货币资金沉淀于纳入合并范围的子公司,母公司控制现金权较弱。②从“短期借款”来看,招商局的融资权在其下属子公司,母公司的筹资功能有限,却一直承担了大量的财务费用,相比于母公司所持有的货币资金数量来说,母公司的财务负担很重。③招商局尽管在2005年—2006年所实现的“投资收益”和“净利润”都有不错的表现,可是母公司通过投资分红获得的现金却很少,2007年更是出现了3.6亿元的亏损。可见母公司账上持有的10亿元现金都是通过借贷融资所得。

从表1中还可得知,在招商局2007年实现的171亿元净利润中,有109亿元归属于母公司。基于以上分析,说明这样的合并报表必将无法避免虽盈利丰厚却无力向国资委上交利润分红(现金)的尴尬。

关于母公司现金控制力的虚弱主要有“制度不能为”和“可以为但没有为”两方面的原因。一是控股子公司“少数股东权益”的“屏蔽”。以上4家央企都有为数众多、纳入合并报表范围的上市公司或股权比例相当的中外合资子公司,这是资本运作的“杰作”,但是却削弱了总部(母公司)的管控尤其是现金调配权利。这就是一批央企对于合并报表中有几百亿元的货币资金却“只能看不能动”的外部制度原因。

二是由于集团总部现金管控意识与能力较差,加之所属企业的层级过多,因此出现了“够不着”或“管不了”的情形。比如招商局2007年就没有借新会计准则规定母公司对被控制的子公司采用成本法的政策契机,加大投资收益的收现力度,去着力改善盈利的质量,控制现金收益风险。

“少数股东权益”是大家不太关注的,却是集团企业特殊的财务资源与内在杠杆。集团企业尤其是大型央企既要充分利用其在集团内部股权结构安排、财务资源获取、利润提升方面的理性作用,也必须清醒地认识到它所彰显出的有关集团管控、利润分配、财务资源调配方面的潜在风险,唯有如此,才能兴其利除其弊,用好“少数股东权益”这把“双刃剑”。

(《财务与会计》综合版2009.04)

## 金融危机下房地产企业 如何抵御市场的寒流

### ——基于万科现金流量的案例分析

从某种意义上来说,现金流的安全、稳定与否不仅影响着企业的财务状况和经营成果,而且影响着企业价值创造与可持续发展,尤其是在金融危机下,资金密集型的房地产企业更加离不开大量资金的有效支持。

作为房地产行业的“翘楚”,万科从上世纪80年代成立至今,一直专注于专业化的发展策略,凭借公司战略、品牌效应等优势,经营业绩连上台阶。但由于行业增速过快使得房地产企业繁荣发展的背后却隐藏着许多危机。一场金融风暴成了催化剂,危机也渐渐浮出水面,现金流结构性失衡等问题再度成为房地产企业关注的焦点。因此,包括万科在内的房地产企业纷纷反思企业传统经营模式形成的内部“供血”系统是否正常、“血量”是否充足,能否抵御市场的寒流?笔者在此以万科2008年年报为切入点,结合其历年年报,通过对现金流的剖析,分析房地产企业现金流管理的现状及普遍存在的问题,并提出相应的对策。

### 一、万科现金流量分析

现金流量是指企业因交易或其他事项而引起的现金增加或减少量,是企业现金汇集的动态反映,通常将其划分为

3类: 经营活动现金流量(造血功能)、投资活动现金流量(放血功能)、筹资活动现金流量(输血功能)。万科自2004年以来的现金流量变动趋势如图1所示。

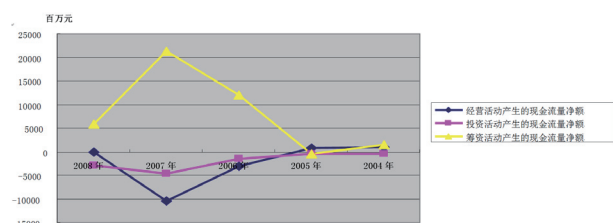


图1 2004年~2008年万科三项现金流量趋势分析图

如果企业现金流量结构合理,自我“造血功能”强大、“放血功能”正常、“输血功能”畅通,则通常可以保持较高的风险抵御能力。从图1可以看出,万科各项活动提供现金流的贡献存在较大差异,即筹资活动几乎承担了全部甚至超过全部的资金来源,而作为企业造血功能的经营5年来的贡献很不稳定,投资活动提供的现金流贡献率也一直为负且呈弱化趋势。同时,万科2008年市值、市盈率、净资产收益率亦均呈下降趋势,表明市场繁荣期被隐藏的房地产企业现金流结构失衡等问题在金融危机下开始显现,并影响到了企业创造价值能力和持续发展潜力。

(一)经营活动现金流量分析。现金流量尤其是经营活动现金流量的状况会影响企业的盈利质量,并决定企业的未来经营成果。图2反映了万科近5年来的盈利质量状况。

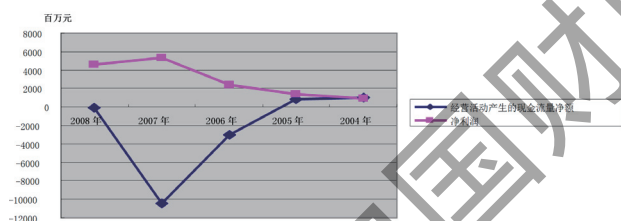


图2 2004年~2008年万科盈利质量分析图

从图2中可以看出,万科近3年盈利虽有上升趋势,但盈利质量实质并不高。原因是尽管企业销售商品、提供劳务收现比例较高,但由于其购买商品、接受劳务付现高于前者,使其经营活动非但不能为企业创造现金流,反而耗用了越来越多的资金,2007年的迅速扩张使得经营活动净现金流与净利润的差距跌到了5年来的最低水平,这种趋势在2008年有所好转。笔者认为万科存货增速与营业收入增速非常接近,而存货直接将大量的“现金”资产“沉淀”,转化

成了“非流动”资产,从而导致经营现金大量流出。

同时由于楼市的降温,万科未来的销售必然受到影响,虽然政府出台多项利好政策,但依然无法明显改变人们的预期,对楼市回暖作用有限。一旦销售受阻,资金流无法及时补充,将进一步加剧企业未来资金需求压力,甚至可能导致资金链断裂,经营风险加大。

由于存货是资金需求和占用的重要因素,而且在万科流动资产中占到70%以上,因此需进一步分析存货内部构成对现金流产生的影响。由2006年—2008年万科存货构成明细表可知,万科存货近3年平均只有8%左右为已完工产品,在建及拟开发产品占了总存货的90%以上。由于房地产开发周期较长,这些项目占用的资金周转较慢,加之在建项目需要持续的后续资金投入,导致资金的耗用越来越多。

如果房地产市场持续较强,那么资金会不断回流,但是房地产市场一旦走下坡路,企业必然面临资金周转不灵的困境。在万科2008年年报中,可以看出万科已明显放慢了土地储备的节奏,较前两年相比分别下降了52.8%、37.8%,经营方式由激进转为稳健保守。这种转变有利于企业节约现金,提高对未来风险的抵御能力。

(二)投资活动现金流量分析。投资按照对象可以分为生产性资产投资和金融性资产投资。通过对万科现金流量表的分析,笔者发现万科投资活动主要的资金流入、流出是处置和构建长期资产等生产性投资活动引起的。这一方面是由于2008年以前房地产业快速发展,企业规模日益扩大,要求不断地进行资产投资,这符合万科几年来的发展轨迹和行业地位;另一方面由于房地产企业不同于一般企业,对于像土地等不动产投资均划分到房地产企业的经营活动,投资活动流出量占流出总量的比重平均仅为4%,大大削弱了投资活动在房地产企业中的重要性,而且房地产企业本身对资金的需要使其往往成为被投资对象,很难对外投资。

(三)筹资活动现金流量分析。房地产企业属于资金密集型行业,项目开发需要占用大量资金,所以筹资活动对该行业显得尤为重要。2008年之前,凭借良好的成本控制和品牌优势等,万科销售增长迅速,资金相对充足,居于行业中上游,基本可以满足企业对资金的需求。但2008年整个楼市低迷,万科对筹资活动的依赖程度加大,因此,企业筹资政策安排是否合理直接影响着企业现金流循环是否顺畅。对万科的资产负债表进行深入分析后,笔者发现万科资本结构具有较大的倾向性:主要依靠负债筹资,其资产负债率平均为60%。

而从其具体外部融资方式看,万科更倾向于短期负债,

2004年~2008年万科存货构成明细分析表

单位:元

项目	2008年		2007年		2006年	
	金额	比重(%)	金额	比重(%)	金额	比重(%)
已完工开发产品	7 901 152 144	9.07	4 666 254 734	7.02	2 967 461 557	8.68
在建开发产品	44 471 059 835	51.03	33 876 902 347	50.95	14 762 305 350	43.19
拟开发产品	34 719 124 232	39.84	27 877 597 737	41.93	16 439 381 366	48.10
其他	48 455 424	0.06	64 092 825	0.10	10 029 639	0.03
合计	87 139 791 635	100	66 484 847 643	100	34 179 177 912	100

所占比率平均在60%以上,且以预收款项、应付账款及其他应付款等无息负债为主。尽管短期负债融资具有筹资速度快、容易取得、代理成本较低等优点,但短期负债尤其是无息负债更容易使企业陷入资金短缺的危机。

## 二、结论与建议

通过对万科案例的分析,针对房地产企业的现金流问题,笔者提出几点建议。

(一)强化现金流战略管理与危机意识,完善内部控制,提高资金使用效率。房地产企业应更加关注市场,将现金流管理上升到企业战略高度,制定清晰的企业发展战略,并根据企业战略和当前投资环境制定相应的现金流战略目标,寻求与企业战略目标相符的投资机会,真正建立企业的价值源和现金流增长源,提高现金流使用效果,实现长期均衡发展。2008年底,万科凭借敏锐的行业洞察力,通过对企业内外部环境的理性分析,率先提出“房地产市场拐点论”,进而重新审视企业战略,稳步调整房价,在激烈的市场竞争和金融危机环境下,牢牢保持了市场占有率,并呈上升趋势,这些战略的转变必然有助于企业推进销售、回笼资金、缓解现金流压力、不断加强企业市场竞争力和抵御风险的能力。笔者认为万科的这次战略转变值得其他房地产企业思考与借鉴。

同时,为了实现现金流管理的有序性和可控性,房地产企业应建立基于现金流预算的内部控制系统,通过编制企业现金预算,根据不同情况灵活选择开发和营销策略,对经营活动中现金循环各个阶段出现的偏差进行分析、反馈并及时调整,实现现金流动态控制,保证经营活动顺利进行;利用现金循环周期等指标制定现金流预警系统,做到有效监控现金流的安全和完整;建立完善的现金授权审批制度,组建独立、专门的机构负责现金集中控制,加强现金收支管理,对重大收支业务决策要建立有效的责任追究制度,从而保证企业现金的安全完整,提高现金周转速度。

此外,房地产企业应提高危机意识,加强存货风险管理。对于房地产企业而言,土地是生命线,但单纯依靠追求规模和土地储备取胜的时代已经远去,房地产企业不能再冒进经营,应合理控制土地的资金占用量,经营理念也应从“土地为王”回归到“现金为王”,确保经营活动的“自我造血”能力,这才是企业稳定、持续发展的根基。

(二)实施多元筹资,整合集团资金,确保资金的流动性和安全性。相关数据统计表明,我国房地产企业融资渠道主要依靠银行贷款和股市融资,其中银行贷款占到资金总规模的70%以上,加之预收的个人住房贷款,使得实际比重达82%以上,导致房地产开发的风险间接向银行转移,收益却被开发商获取。然而,随着金融危机的蔓延,金融领域在发放贷款时慎之又慎,于是转嫁的风险又重新由房地产企业自行承担,因此,房地产企业具有明显的倾向性资本结构安排,过度放大财务杠杆效应,不利于抵御财务风险。同时,股权结构相对分散,获得外界支持的力度也有限。

因此,房地产企业一方面必须寻求适合自身条件的多元化融资渠道,如发行公司债券、引入信托投资资金等,合理安排企业现金筹集途径,逐渐建立起良性的资金循环平台;

另一方面也可积极寻找一些能够提供稳定现金流的项目(如地产租赁),在一定程度上抵销房地产开发带来现金流波动的不利影响,弱化对外部融资的依赖程度,降低财务风险。

此外,近几年企业集团内部资本市场理论产生、发展并趋于成熟,内部资本市场可以在一定程度上弥补大型企业集团内部各自为政、资金使用无法统筹安排等缺陷,发挥企业集团资金整体配置的优势。因此,对于像万科这样的大型房地产企业来说,在现金管理方面可以采取设立以集团结算中心为主、兼顾各区域自主管理的方式,加强集团内部资金融通,将闲置和分散的现金集中起来,减少现金沉淀,实现集团内部现金余缺的相互调剂,提高现金的使用效率。

(三)推进战略管理,实施品牌创新,引入先进的管理理念。当前,消费者更趋理性,崇尚实用、经济、个性的住房,行业国际化进程加快,竞争愈发激烈,住宅开发的粗放模式已不利于企业的可持续发展等,笔者认为,房地产企业必须深入推进战略管理,积极实施品牌创新,注重开发细节,进一步加强成本管理,积极倡导标准化、流程化的生产模式,致力于专业能力的提升,专注于产业的发展,进一步巩固和强化自身优势;打造专业而友好的销售流程,与顾客建立良好而持久的关系,以产品品质、优质服务及品牌号召力取胜,在客户中树立起良好的品牌形象。同时,房地产企业内部应注重引入先进的管理理念(如平衡计分卡,从财务、安全、社会贡献等方面多角度地评价企业经营业绩),提高内部管理水平,实行有效激励,尤其是在市场前景不明朗的情况下,企业更要耐得住寂寞,拿出高品质的产品来,为新一轮发展周期的到来积蓄能量。

(《财务与会计》综合版2009.06)

## 雷曼兄弟破产对企业财务管理目标选择的启示

2008年9月15日,拥有158年悠久历史的美国第四大投资银行—雷曼兄弟(Lehman Brothers)公司正式申请依据以重建为前提的美国联邦破产法第11章所规定的程序破产,即所谓破产保护。雷曼兄弟公司,作为曾经在美国金融界中叱咤风云的巨人,在此次爆发的金融危机中也无奈破产,这不仅与过度的金融创新和乏力的金融监管等外部环境有关,也与雷曼公司本身的财务管理目标有着某种内在的联系。本文将从公司内部财务的角度深入剖析雷曼兄弟公司破产的原因。

### 一、股东财富最大化:雷曼兄弟财务管理目标的现实选择

雷曼兄弟公司正式成立于1850年,在成立初期,公司主要从事利润比较丰厚的棉花等商品的贸易,公司性质为家族企业,且规模相对较小,其财务管理目标自然是利润最大化。在雷曼兄弟公司从经营干洗、兼营小件寄存的小店逐渐转型为金融投资公司的同时,公司的性质也从一个地道