

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

的家族企业逐渐成长为在美国乃至世界都名声显赫的上市公司。由于公司性质变化,其财务管理目标也随之由利润最大化转变为股东财富最大化。其原因至少有:①美国是一个市场经济比较成熟的国家,建立了完善的市场经济制度和资本市场体系,因此,以股东财富最大化为财务管理目标能够获得更好的企业外部环境支持;②与利润最大化的财务管理目标相比,股东财富最大化考虑了不确定性、时间价值和股东资金的成本,无疑更为科学和合理;③与企业价值最大化的财务管理目标相比,股东财富最大化可以直接通过资本市场股价来确定,比较容易量化,操作上显得更为便捷。因此,从某种意义上讲,股东财富最大化是雷曼兄弟公司财务管理目标的现实选择。

二、雷曼兄弟破产的内在原因:股东财富最大化

股东财富最大化是通过财务上的合理经营,为股东带来最多的财富。当雷曼兄弟公司选择股东财富最大化为其财务管理目标之后,公司迅速从一个名不见经传的小店发展成闻名于世界的华尔街金融巨头,但同时,由于股东财富最大化的财务管理目标利益主体单一(仅强调了股东的利益)、适用范围狭窄(仅适用于上市公司)、目标导向错位(仅关注现实的股价)等原因,雷曼兄弟最终也无法在此次百年一遇的金融危机中幸免于难。股东财富最大化对于雷曼兄弟公司来说,颇有成也萧何,败也萧何的意味。

1. 股东财富最大化过度追求利润而忽视经营风险控制是雷曼兄弟破产的直接原因。在利润最大化的财务管理目标指引之下,雷曼兄弟公司开始转型经营美国当时最有利可图的大宗商品期货交易,其后,公司又开始涉足股票承销、证券交易、金融投资等业务。1899年至1906年的七年间,雷曼兄弟公司从一个金融门外汉成长为纽约当时最有影响力的股票承销商之一。其每一次业务转型都是资本追逐利润的结果,然而,由于公司在过度追求利润的同时忽视了对经营风险的控制,从而最终为其破产埋下了伏笔。雷曼兄弟公司破产的原因,从表面上看是美国过度的金融创新和乏力的金融监管所导致的全球性的金融危机,但从实质上看,则是由于公司一味地追求股东财富最大化,而忽视了对经营风险进行有效控制的结果。对合成CDO(担保债务凭证)和CDS(信用违约互换)市场的深度参与,而忽视了CDS市场相当于4倍美国GDP的巨大风险,是雷曼轰然倒塌的直接原因。

2. 股东财富最大化过多关注股价而使其偏离了经营重心是雷曼兄弟破产的推进剂。股东财富最大化认为,股东是企业的所有者,其创办企业的目的是扩大财富,因此企业的发展理所当然应该追求股东财富最大化。在股份制经济条件下,股东财富由其所拥有的股票数量和股票市场价格两方面决定,而在股票数量一定的前提下,股东财富最大化就表现为股票价格最高化,即当股票价格达到最高时,股东财富达到最大。为了使本公司的股票在一个比较高的价位上运行,雷曼兄弟公司自2000年始连续七年将公司税后利润的92%用于购买自己的股票,此举虽然对抬高公司的股价有所帮助,但同时也减少了公司的现金持有量,降低了其应对风险的能力。另外,将税后利润的92%全部用于购买自己

公司而不是其他公司的股票,无疑是选择了“把鸡蛋放在同一个篮子里”的投资决策,不利于分散公司的投资风险;过多关注公司股价短期的涨和跌,也必将使公司在实务经营上的精力投入不足,经营重心发生偏移,使股价失去高位运行的经济基础。因此,因股东财富最大化过多关注股价而使公司偏离了经营重心是雷曼兄弟公司破产的推进剂。

3. 股东财富最大化仅强调股东的利益而忽视其他利益相关者的利益是雷曼兄弟破产的内在原因。雷曼兄弟自1984年上市以来,公司的所有权和经营权实现了分离,所有者与经营者之间形成委托代理关系。同时,在公司中形成了股东阶层(所有者)与职业经理阶层(经营者)。股东委托职业经理人为经营企业,其财务管理目标是为达到股东财富最大化,并通过会计报表获取相关信息,了解受托者的受托责任履行情况以及理财目标的实现程度。上市之后的雷曼兄弟公司,实现了14年连续盈利的显著经营业绩和10年间高达1103%的股东回报率。然而,现代企业是多种契约关系的集合体,不仅包括股东,还包括债权人、经理层、职工、顾客、政府等利益主体。股东财富最大化片面强调了股东利益的至上性,而忽视其他利益相关者的利益,导致雷曼兄弟公司内部各利益主体的矛盾冲突频繁爆发,公司员工的积极性不高,虽然其员工持股比例高达37%,但主人翁意识淡薄。另外,雷曼兄弟公司选择股东财富最大化,导致公司过多关注股东利益,而忽视了一些公司应该承担的社会责任,加剧了其与社会之间的矛盾,也是雷曼兄弟破产的原因之一。

4. 股东财富最大化仅适用于上市公司是雷曼兄弟破产的又一原因。为了提高集团公司的整体竞争力,1993年,雷曼兄弟公司进行了战略重组,改革了管理体制。和中国大多企业上市一样,雷曼兄弟的母公司(美国运通公司)为了支持其上市,将有盈利能力的优质资产剥离后注入到上市公司,而将大量不良资产甚至可以说是包袱留给了集团公司,在业务上实行核心业务和非核心业务分开,上市公司和非上市公司分立运行。这种上市方式注定了其上市之后无论是在内部公司治理,还是外部市场运作,都无法彻底地与集团公司保持独立。因此,在考核和评价其业绩时,必须站在整个集团公司的高度,而不能仅从上市公司这一个子公司甚至是孙公司的角度来分析和评价其财务状况和经营成果。由于只有上市公司才有股价,因此股东财富最大化的财务管理目标只适用于上市公司,而集团公司中的母公司及其他子公司并没有上市,因而,股东财富最大化财务管理目标也无法引导整个集团公司进行正确的财务决策,还可能导致集团公司中非上市公司的财务管理目标缺失,财务管理活动混乱等事件。因此,股东财富最大化仅适用于上市公司是雷曼兄弟破产的又一原因。

三、启示

1. 关于财务管理目标的重要性。企业财务管理目标是企业从事财务管理活动的根本指导,是企业财务管理活动所要达到的根本目的,是企业财务管理活动的出发点和归宿。财务管理目标决定了企业建立什么样的财务管理组织、遵循什么样的财务管理原则,运用什么样的财务管理方法

和建立什么样的财务指标体系。财务管理目标是财务决策的基本准则,每一项财务管理活动都是为了实现财务管理的目标,因此,无论从理论意义还是从实践需要的角度看,制定并选择合适的财务管理目标是十分重要的。

2. 关于财务管理目标的制定原则。雷曼兄弟破产给我们的第二个启示是,企业在制定财务管理目标时,需遵循如下原则:①价值导向和风险控制原则。财务管理目标首先必须激发企业创造更多的利润和价值,但同时也必须时刻提醒经营者要控制经营风险。②兼顾更多利益相关者的利益而不偏袒少数人利益的原则。企业是一个多方利益相关者利益的载体,财务管理的过程就是一个协调各方利益关系的过程,而不是激发矛盾的过程。③兼顾适宜性和普遍性原则。既要考虑财务管理目标的可操作性,又要考虑财务管理目标的适用范围。④绝对稳定和相对变化原则。财务管理目标既要保持绝对的稳定,以便制定企业的长期发展战略,同时又要考虑对目标的及时调整,以适应环境的变化。

3. 关于财务管理目标选择的启示。无论是雷曼兄弟公司奉行的股东财富最大化,还是其他的财务管理目标,如产值最大化、利润最大化、企业价值最大化,甚至包括非主流财务管理目标——相关者利益最大化,都在存在诸多优点的同时,也存在一些自身无法克服的缺点。因此笔者建议,在选择财务管理目标时,可以同时选择两个以上的目标,以便克服各目标的不足,在确定具体选择哪几个组合财务管理目标时可遵循以下原则:①组合后的财务管理目标必须有利于企业提高经济效益;有利于企业提高“三个能力”(营运能力、偿债能力和盈利能力);有利于维护社会的整体利益。②组合后的财务管理目标之间必须要有主次之分,以便克服各财务管理目标之间的矛盾和冲突。

(《财务与会计》综合版 2009. 12)

可口可乐并购汇源案及其反思

2008年9月3日,美国可口可乐公司与旗下全资子公司 Atlantic Industries 联合宣布,将以每股 12.20 港元、合计 179.2 亿港元(约合 24 亿美元)的代价,收购汇源果汁集团有限公司(简称汇源果汁公司)全部已发行股本。此外,还计划收购汇源果汁公司所有可转换流通债券和期权,交易总价值达 196 亿港元(约合 25.1 亿美元)。合计持有汇源果汁公司 66% 股份的汇源果汁控股有限公司(简称汇源控股公司)、法国达能集团和美国华平基金三大股东表示接受并做出不可撤回的承诺。这不仅是我国食品及饮料业有史以来的最大交易,也是迄今为止国内最大的一宗外资并购。作为世界上最大的饮料公司,可口可乐为何要耗费巨资并购汇源果汁公司?汇源果汁公司的三大股东,尤其是实际控制人朱新礼,缘何接受并购?“以身试法(2008 年新版《反垄断法》)”的并购双方,各得其所的胜算有多大?该并购案有哪些值得我们反思的呢?

一、可口可乐公司的并购动机

可口可乐公司是软饮料销售市场的领袖和先锋,亦是全球最大的果汁饮料经销商。透过全球最大的分销系统,可口可乐产品畅销 200 多个国家及地区,拥有全球软饮料市场 48% 的市场占有率。其品牌价值已超过 700 亿美元,是世界第一品牌。以 179.2 亿港元收购汇源果汁公司,创下可口可乐公司 1927 年进入中国市场以来最大手笔的收购纪录,也是其自 1892 年成立以来的第二大收购案。那么,可口可乐为何要高价并购汇源果汁公司呢?

1. 饮料市场呈现的态势。目前,可口可乐公司在中国的饮料市场正面临着很大的经营压力:碳酸饮料的销售下降,可乐的市场份额被百事赶超,纯净水方面无法与娃哈哈抗衡,在果汁市场输给了汇源,茶饮料上则输给了康师傅和统一。尽管棕色带汽的可乐产品永远是可口可乐公司的立身之本,但非碳酸饮料,特别是果汁饮料在健康和营养方面更胜一筹。如美国超市所出售的饮料中,超过 2/3 都是果汁饮料,尤以营养丰富的 100% 纯果汁最受欢迎。虽然我国的多数消费者仍喜欢直接食用新鲜水果,但随着消费习惯的改变,人们对果汁饮料的接受度将急剧上升。为此,可口可乐公司制定了全方位发展饮料业务、加大非可乐市场特别是果汁市场的经营战略。

2. 汇源品牌的吸引力。可口可乐公司赶超我国本土品牌的最好手段,除了利用其强大的品牌优势,就是凭借其经济实力和娴熟的资本运作,并购知名的本土品牌,加速本土化的布局。而汇源果汁公司的吸引力就在于,它是我国最大的果汁供应商和出口商,在纯果汁和中浓度果汁市场稳居领导地位,所占份额分别高达 42.6% 和 39.6%。其汇源品牌又是我果果汁行业的第一品牌,被评为“最具市场竞争力品牌”、“中国最具影响力品牌”、“消费者心目中理想品牌第一名”等。如果收购成功,可口可乐公司将取得汇源果汁公司引以为傲的品牌价值、市场份额、市场潜力和营销网络,再加上可口可乐公司在低浓度果汁市场上的优势,二者的产品将形成良性互补。因此,倚仗两者的品牌效应和渠道协同,再辅出出众的资源整合能力、国际市场营销手段和产品研发优势,可口可乐公司在与我国同类企业的竞争中,无疑将占得先机。

二、朱新礼及三大股东缘何接受并购

汇源果汁公司的第一大股东汇源控股公司由朱新礼全资控股,其同时还是汇源果汁的创始人、汇源果汁公司的董事长。但曾表示要将汇源做成“百年老店”的朱新礼,为什么要将苦心经营 16 年才培育出的全国果汁第一品牌拱手转让人呢?达能集团和华平基金为什么也选择撒手退出呢?

1. 超常的收购溢价。在全球市场一片低迷的状况下,该项收购给出了近 3 倍于公司股价的超常溢价,由朱新礼全资控股的汇源控股公司将坐收超过 74 亿港元的股份出让款,并由其出任名誉董事长,可谓是“顺势而为,见好就收”。法国达能集团最初是以战略投资者身份进入汇源果汁公司的,但其最新的四大业务板块是新鲜乳制品、水饮料、婴儿营养品和医疗营养品,果汁饮料不在战略版图当中,而且受娃哈哈事件的影响,其正在淡出在中国的合资公司,先后与光明、蒙牛乳业