

激进财务政策下 财务风险的积聚、扩散与控制

——以“*ST华源”为例

■ 吴树畅 蒋晓宁

财务政策与企业增长模式是密切相关的。保守的财务政策能够满足企业低速增长的资金需要，中庸的财务政策能够满足企业可持续发展的资金需要，激进的财务政策能够支撑企业超速增长的资金需要。虽然不同的财务政策决定了企业不同的增长速度，但不同的增长速度所蕴含的风险不同：低速增长企业的财务风险较小，但经营风险较大；超速增长企业的财务风险较大，经营风险相对较小，但如果财务风险控制不当，又会加剧企业的经营风险；可持续增长企业的财务风险和经营风险较容易控制。虽然不同企业在不同发展时期会选择不同的财务政策和增长模式，但许多企业发生财务危机是源于其采取了激进的财务政策和超速增长。如，受华源集团超速增长引发的财务危机的影响，以及“华源系”直接控股公司自身的原因，ST源药、ST源发、*ST华源和*ST凯马B自2005年以来陆续陷入财务危机。为化解华源集团及其控股公司的财务危机，2006年中国华润总公司通过国资委股权划拨和一系列收购，间接持有中国华源集团有限公司70%的股权，从此拉开了“华源系”重组的大幕。其中，*ST华源因背负巨额债务使得其重组进程十分缓慢。在协议重组失败后，*ST华源不得不采取破产重整方式，但如果债权人和出资人不能就重组方案达成一致，*ST华源将面临

破产清算。翻阅2000年以来*ST华源的财务报告不难发现，公司之所以会陷入财务危机，与其一贯奉行激进的财务政策有关。

一、激进财务政策下财务风险的积聚与扩散

1. 激进的资本结构政策。表1显示，*ST华源的资产负债率从2000年的48%上升到了2007年的153%，可见其奉行的是激进的资本结构政策。在这种政策下，公司同期毛利率却由19%下降到3%，净资产报酬率从2000年的5%下降到2005年的-2%，2006、2007年公司已经资不抵债，净资产为负值。资产负债率的节节上升与盈利能力指标的逐年下降形成了鲜明的对比。

根据资本结构权衡理论，在公司盈利和有所得税税负的情况下，资产负债率

在一定区间内上升会提高公司的价值，当资产负债率达到最优点之后，如果进一步提高，会增大公司的破产成本，此时公司的价值将折损。*ST华源作为一家纺织类上市公司，属于劳动密集型行业，行业平均利润率并不是很高，其最高资产负债率应控制在45%~55%之间比较合理，而该公司自2002年起，资产负债率已高达60%以上。这或许与其股东决策有关，因为高负债会大大降低经营者可支配的自由现金流量，从而降低所有者与经营者之间的代理成本。*ST华源的控股股东为华源集团，而华源集团直接控股四家上市公司、间接控股三家上市公司，具有超强的资本市场融资能力。或许正因如此，*ST华源的控股股东才敢于将资产负债率提高到55%以上。但最终还是由于集团公司并购扩张速度太快，资金需求量太大，造成集团公司资金链断裂，酿成华源集团及*ST华源濒临破

表1 资产负债率与盈利指标对比表

年度	资产负债率	毛利率	净资产报酬率
2000	48%	19%	5%
2001	55%	20%	5%
2002	60%	12%	2%
2003	66%	10%	3%
2004	69%	9%	2%
2005	72%	5%	-2%
2006	100%	3%	无意义
2007	153%	3%	无意义

产的结局。

2. 激进的营运资金政策。通过表2流动资产与流动负债的对比发现,除2000年外,其他年度公司的流动负债都高于流动资产,特别是2004年和2005年。2004年公司的流动负债规模达39亿元以上,2005年达41亿元以上,而同期流动资产只有流动负债的50%左右,截至2007年年底,公司的流动负债是流动资产的6.9倍,公司财务风险充分暴露出来。从表面上看,这种政策安排有利于降低企业的资金成本,但由于短期负债的期限短,公司还本付息的压力大,因此公司不能支付到期债务的潜在风险很大。

3. 激进的负债结构政策。负债规模只能反映公司的负债水平,而负债期限结构可以反映公司集中到期还本付息压力的大小。如果大批负债集中在某一个时期到期,将使公司承受巨大的偿付压力,如操作不当甚至会导致公司破产。从*ST华源2000~2007年度的流动负债与长期负债数据(见表3)来看,公司的负债结构中以流动负债为主,长期负债为辅。2000~2005年公司的流动负债呈逐年上升趋势,占负债总额的比例也逐渐提高。这种严重畸形的负债结构所带来的风险在2006年和2007年逐渐显现出来,由于债务集中到期和银行逼债,公司的生产经营受阻,再融资能力丧失殆尽,生存岌岌可危。

我国企业负债结构中以短期负债为主的现象较为普遍,其主要原因除了商业银行对长期贷款审批手续繁琐、要求条件较为苛刻外,还与企业的财务规划不到位、财务管理缺乏战略性考虑有关。具体到*ST华源上,公司的流动负债增多除与上述原因有关外,还与公司为渡过暂时的财务危机临时安排短期负债有关。正可谓“拆东墙、补西墙、洞越补越大,借新债、还旧债、债越还越多”。

4. 激进的投资政策。公司的投资政策可以通过对内投资和对外投资实现,*ST华源主要是通过对外投资实现规模扩张的。从财务角度看,经营活动现金

表2 流动资产与流动负债对比表 单位:元

年度	流动资产	流动负债
2000	1 478 663 658	1 405 635 377
2001	1 368 895 164	1 833 712 242
2002	1 335 750 926	1 848 686 421
2003	1 827 655 948	3 092 040 785
2004	2 201 091 619	3 967 778 214
2005	2 152 260 225	4 117 487 766
2006	1 008 422 286	2 976 941 691
2007	456 098 049	3 147 519 530

表3 流动负债与长期负债对比表

年度	流动负债(元)	长期负债(元)	负债总额(元)	流动负债/负债总额
2000	1 405 635 377	135 266 305	1 540 901 682	0.91
2001	1 833 712 242	262 461 912	2 096 174 154	0.87
2002	1 848 686 421	847 388 700	2 696 075 121	0.69
2003	3 092 040 785	626 600 627	3 718 641 412	0.83
2004	3 967 778 214	415 017 257	4 382 795 471	0.91
2005	4 117 487 766	219 190 192	4 336 677 958	0.95
2006	2 976 941 691	328 273 805	3 305 215 496	0.91
2007	3 147 519 530	524 017 585	3 671 537 115	0.86

表4 现金流量对比表 单位:元

年度	经营现金流	投资现金流	融资现金流
2000	204 511 095	-492 135 390	244 558 499
2001	337 383 979	-481 341 021	295 264 928
2002	224 948 071	-626 454 048	134 178 611
2003	131 166 495	-826 723 423	564 346 056
2004	259 302 518	-325 147 785	174 055 456
2005	343 914 918	-9 475 225	-364 846 733
2006	-18 363 144	-207 541 198	-161 932 587
2007	44 422 690	-4 316 804	-121 524 060

流和融资活动现金流是制约公司投资的主要因素。从*ST华源2000~2004年度的现金流量对比表(表4)来看,公司的主要投资资金来源于融资活动产生的现金流,而融资活动现金流的主要构成是负债融资产生的现金流。这种融资与投资的错配关系造成公司资金短缺,入不敷出,最终导致财务危机的爆发。

二、激进财务政策下财务风险的控制

1. 财务政策选择必须与周期性因素相适应。财务政策选择必须考虑企业生

命周期、行业景气周期、宏观经济周期所处的阶段。在周期的上升阶段,企业的盈利能力不断增强,现金周转循环较快,此时将财务政策由保守向中庸、激进方向调整有利于企业把握市场时机、及时扩张。在周期的下降阶段,企业盈利能力逐渐下降,现金周转循环速度放慢,此时财务政策由激进向中庸、保守方向调整有利于企业规避资产损失。在周期的盘整阶段,如果企业的未来经济发展趋势不明朗,财务政策应趋于稳健或保守,待企业对未来经济发展趋势作出明确判断后,企业应及时调整财务政策导向,抢占市场先机。这样才能够做到

财务政策与周期性因素的协调一致,否则会使企业丧失最佳发展时机,甚至遭受巨大的财务危机。

2. 对企业资金采取集中管理模式。企业选择激进的财务政策意味着要承受巨大的风险,如果操作不当,就有可能全盘皆输。因此,为了充分、有效地利用资金,企业必须对资金实行集中管理模式。在这种模式下,企业可以对现金流实施实时监控,及时发现其中可能存在的问题,并采取措​​施将财务风险控制​​在萌芽状态。相反,如果实施资金分散管理模式,由于信息的不对称和资金调度的不统一,企业很难从整体上控制财务风险,再加上企业内部相互担保、抵押(或质押),一个子公司或业务单元出了问题,可能引发一连串的财务问题,最终导致企业信用水平下降,再融资困难,生产经营受阻。

3. 投资项目要“见效快、回收期短”。负债是激进财务政策的主要融资方式,这种融资方式要求企业短期内具有很强的偿债能力。因此,短期债务资金应主要投向于“短、平、快”的项目,从而满足企业负债的偿付要求。而*ST华源是短债长投且投资额度巨大,当债务到期时,

企业很难筹措资金偿还债务。

4. 要建立、健全公司治理结构和内部控制制度。公司治理结构和内部控制制度是企业加强风险管理的制度基础。

“中航油事件”之所以发生,其主要原因是没有建立有效的石油期货操作制度。很多企业“一把手说了算”的现象也彰显了制度的弱化,这也是风险爆发,造成严重损失的重要原因。因此,处于高风险的金融、高科技等行业以及面临巨大风险敞口的企业,必须建立、健全公司治理结构和内部控制制度,为风险的科学管理提供制度基础。

三、启示

1. 财务政策选择应与企业所处行业的竞争程度、盈利能力、风险可承受能力等方面保持动态协调一致,而且要随着企业外部宏观经济环境的变化及时作出调整。风险意味着机会,创造价值的关键是准确判断、遵照规律、顺势而为。这样企业才能在风险来临时,免受风险折损,保全企业;在机会来临时,乘势而上,获取风险溢价,创造价值。

2. 企业追求规模扩张必须以经济

性为前提,如果企业规模扩张不能带来经济性,这种扩张必然会造成资金沉淀、循环不畅。企业规模是衡量企业市场地位的重要指标,也是经营者提高自身价格的重要因素,企业追求规模扩张无可厚非。但企业的成长是有规律的,它需要资金、技术、管理、制度、文化、理念等与规模保持协调一致,这样才能够实现规模扩张所带来的经济性,增加企业价值。否则,凭仗资金雄厚,盲目兼并收购,实现企业规模的快速膨胀,短期内可能会带来一定的收益,但从长期来看,其发展并不具有可持续性。

3. 在考评经营者的业绩水平时,要将利润指标与风险指标、生态指标相结合作出综合评价。企业是人的企业,企业的行为实质上是人的行为,而人的行为为受驱于利益,利益的大小又取决于业绩的评价内容与方法。政府监管部门应及时将风险指标和生态指标纳入对经营者的业绩考评范围,通过业绩考评引导企业的行为,实现风险与收益平衡、企业与社会和谐发展。■

(作者单位:山东工商学院国际商学院)

中国林科院科信所)

责任编辑 陈利花

● 词条

周期性股票

周期性股票是指支付股息非常高(当然股价也相对高)并随着经济周期的盛衰而涨落的股票,这类股票多为投机性股票。与之对应的是非周期性股票,主要是那些生产必需品(如食品和药物等)的公司。我国典型的周期性行业包括钢铁、有色金属、化工等基础大宗原材料行业,水泥等建筑材料行业,工程机械、机床、重型卡车、装备制造等资本集约性行业。当经济高速增长时,市场对这些行业的产品需求也高涨,这些行业所在公司的业绩改善会非常明显,其股票就会受到投资者的追捧;而当经济不景气时,固定资产投资下降,对其产品的需求减弱,业绩和股价就会迅速回落。此外,还有一些非必需的消费品行业(如轿车、高档白酒、高档服装、奢侈品、航空、酒店等)也具有鲜明的周期性特征,一旦人们收入增长放缓及对预期收入的不确定性增强,都会直接减少对其的消费需求。金融服务业(保险除外)由于与工商业和居民消费密切相关,也有显著的周期性特征。

简单来说,提供生活必需品的行业就是非周期性行业,提供生活非必需品的行业就是周期性行业。利率是把握周期性股票入市时机最核心的因素。当利率水平低位运行或持续下降时,周期性股票会表现得越来越好,因为低利率和低资金成本可以刺激经济增长,鼓励各行各业扩大生产和需求。相反,当利率水平逐渐抬高时,由于资金成本上升,周期性股票会表现得越来越差。■