

# 反周期投资： 危机当下的理性财务战略

■ 汤谷良 赵玉涛

金融危机爆发以来，海外企业的经营普遍陷入困局，投资热情受挫。与之形成鲜明对比的是，中国企业尤其是一批国企频频高调出击，海外并购抄底案例频出。本文聚焦这种反周期投资战略。先从两个具体个案谈起。

## 一、紫金矿业高调抄底和中石油启动巨额融资

1. 紫金矿业高调海内外股权投资。2008年11月28日，紫金矿业股份有限公司宣布拟斥资10亿元人民币用于海内外矿业类上市公司的股权投资。紫金矿业主持并购工作的副董事长蓝福生说：“矿业市场的低迷必然使矿产资源价格和矿业公司股价大幅下跌，特别是一些在高价位进入矿业领域的公司可能由于资金链的问题不得不低价出售其公司或资源项目，这将给像紫金这样的矿业公司带来很多资源项目和矿业公司收购的机遇。”

紫金矿业于2000年9月成立之日起，即步入扩张“快车道”，特别是2003年在H股上市之后，其成长主要依赖于大量收购探矿权和采矿权。如果紫金矿业的新并购仍然遵从于自己的发展战略，虽然短期内未必获利，但从长期看，是抓住机遇、在世界范围内整合资源、做大做强的有力之举。尽管如此，紫金矿业的海外收购之路并不顺利，其海外资源扩张一度受阻。如伊朗

Sari Gunay金矿收购及开发、秘鲁Rio Blanco特大型铜矿项目、巴布亚新几内亚神秘谷金银矿和瓦菲·戈尔普金铜矿项目均已终止或前景不明。根据紫金矿业2009年3月23日《关于公司募集资金存放与实际使用情况的专项报告》显示，截至2008年12月31日，公司已使用募集资金合计77亿元，尚未使用的募集资金20亿元。有评论称紫金矿业“抄底海外，迎来并购好时机”，大有赞许其眼光独到之意；但也有评论称其为“逆市豪赌”，对紫金矿业在目前这样一个经济萧条、未来不明的时期大笔出手心存疑虑。

2. 中石油启动1 000亿元债券融资，利用产业低谷大举扩张。2009年5月12日，中石油发布2008年股东大会公告，正式批准以债券为主的1 000亿元的2009年融资授权，拟采用的融资工具包括短期融资券、中期票据、公司债券、资产证券化产品、资产支持票据等，债券可向公司股东配售，最长期限不超过15年。中石油2008年度财务报告显示，受税费增加、投资规模扩大的影响，公司自由现金流大幅下降（2008年自由现金流为-449亿元，比上年同期减少769亿元），补充现金流已成为当务之急。中石油表示，这次1 000亿元的融资额将主要投放在鄂尔多斯盆地等勘探开发、沿海的炼化战略结构调整、从中亚引进天然气管等油气管网建设、加大海外业务的拓展等四大重点

战略项目上。从这四大投向来看，中石油利用产业低谷阶段大举抄底扩张的意图十分明显。

## 二、反周期投资战略的理性分析

上述两个案例一个属于投资战略，一个属于融资战略，不过融资也是出于投资需要，所以都可以归为投资扩张战略来讨论。从财务战略上说，这两个案例都属于激进式战略，又因为目前的行情处于外部经济低谷阶段，故俗称“反周期出击”财务战略。着眼于企业层面，这类抄底式、激进式战略的具体方式与内容应包括四个：反周期（内部）投资；逆周期（外部）并购；低潮时广纳贤才；加大研发投入与新产品开发。这四种具体方式还可以区分为激进式内涵式战略模式和激进式外延式并购扩张战略模式。

回顾历史，一些企业正是抓住经济衰退中的良机果断出击，在经历萧条时扩展并夯实了自己的核心业务，脱颖而出并成为了行业领导者。比如在经历亚洲经济危机之后的短短几年间，韩国三星公司大胆实施“数字化战略”，通过收购、资产重新组合，一举成为超越摩托罗拉、索尼的市场领导者。另外，利用经济低迷时机实施“积极作为”战略，在李嘉诚身上也表现得尤为明显。有人总结李嘉诚“度冬”策略中的“关键词”就包括：“楼市低谷时竞标拿

地”、“逆市扩张”、“高沽低买”。李嘉诚在投资战略上的经典语录有：“好景时，我们绝不过分乐观；不好景时，也不必过度悲观，这一直是我们集团经营的原则。在衰退期间，我们总会大量投资。我们主要的衡量标准是从长远角度看该项资产是否有盈利潜力，我们历来只做长线投资。”这些言论都是反周期投资的具体路径。

理论上，分析反周期投资战略的理性动机集中在“低成本”扩张。因为经济危机期间，虽然市场需求不足、市场信心受挫，但各种生产要素和大宗商品价格便宜，资本市场的资产价格低迷，市场上各种建筑材料和项目施工低廉，在经济低潮时进行内部新建改建并在市场回升时建成投产，能够降低投资成本和快速回收投资。另外一些企业出于盘活资产、套现“度冬”的考虑，会加大出售相关技术、设备、股权甚至整个企业的战略安排，极易实现低成本并购。经济衰退还会迫使企业包括不少优秀企业大规模裁员，这也为一些有实力的企业“低成本”吸纳优秀人才提供了良机。诸如此类都是谋求低成本扩张的反周期投资策略。

### 三、反周期投资战略的实施要领

1.反周期投资应在清晰的战略下展开，奉行战略投资而不谋求短期套利。中国企业要想合理利用经济衰退机会实施反周期投资，必须要有清晰的战略来支撑其投资行为。投资既然是为了实现企业扩张战略，就必须从总体战略通盘考虑，应以增强核心竞争优势为基础，围绕发展战略优化资源配置，而绝不能单纯在价格低廉的诱惑下盲目收购。从紫金矿业和中石油披露的投资方向与选择的具体项目来看，均没有脱离各自的主业，是根据公司战略整合资源、优化公司内部产业链的行为。紫金矿业多年来一直坚持并购发展的战略，

选择在危机爆发一年后寻找时机海外并购，是其并购发展战略的具体体现。中石油在2009年度巨额融资进行并购的战略意义也非常明显。国际原油价格在2008年达到历史高位140美元/桶，之后伴随金融危机的加剧，油价巨幅震荡跌落，这使中石油获得了难得的海外收购良机。中石油董事长蒋洁敏认为：“首先要符合中石油整体发展战略，在五大油气合作区进一步滚动和扩大，同时要考虑到项目的协同性。另外，我们非常注重在金融危机的形势下项目的投资回报率。”这种表态是理性的。所以两家公司的海外投资均以公司战略为导向，坚持完善产业布局，是符合反周期投资的战略“归核”要求的。

2.反周期投资应以正的自由现金流量为后盾，谨慎使用负债“抄底”，确保激进的战略和稳健的财务条件组配。正的FCF是企业内在价值的决定因素和偿债能力的最终保证。拥有稳定和大量自由现金流量的公司更能增强自己的实力，因为他们可以利用这些现金流量降低负债率、改善与债权人的关系；或根据市场环境抢占有利的投资机会，从而在以后的生产经营中产生更多的现金流量，使企业的实力不断增强。

反周期投资是一项资本战略，其实质必须确保既有业务的资金链安全。两家案例公司2008年度财务报告显示：紫金矿业净利润逾24亿元，现金余额近14亿元，2008年度创造了19亿元的经营现金净流量，资产负债率仅为11%；中石油2008年度净利润为12 770亿元，现金余额为2 175亿元，经营活动现金净流量为4 914亿元，资产负债率为26%。这些数据都彰显了两家公司实施反周期投资战略强劲的财务实力。

但笔者在计算分析两家案例公司的短期偿债能力和自由现金流量财务状况后也发现了存在的明显差异：紫金矿业流动比率为5倍，自由现金流量78亿元，没有丝毫的偿债压力，高额的、

正的FCF，完全有实力推进10亿元的“抄底”投资战略需求。而中石油的流动比率仅为0.79，虽然2008年获得了近5 000亿元的经营现金流量，但当年超过5 500亿元的“资本性开支”却造成FCF变成了-450亿元。显然中石油的战略扩张速度已经非常激进。另外，中石油多年的流动比率一直小于1，即其营运资本小于零，这也表明中石油长期拥有“短贷长投”的财务风格。自由现金流为负和“短贷长投”都是高财务风险的代名词，由此可见，中石油抄底策略是有悖于企业财务决策规则的。笔者特别欣赏李嘉诚对待投资决策的规则：“在业务开拓方面，保持现金储备多于负债，我想求的是稳健与进取中取得平衡。”中石油在自由现金流量呈现较大负数的情况下，只能通过大量举借债务用于投资扩张。尽管这次中石油拟采用的融资筹划能降低融资风险，但其中的潜在风险和过多的非理性成份也是不可忽视的。

另外，去年年底银监会出台《商业银行并购贷款风险管理指引》（以下简称《指引》）后，由商业银行向企业发放并购贷款成为现实。这虽出于振兴经济的目的，却给银企双方带来了更大的不确定性。尽管该《指引》中指出：“在并购的资金来源中，并购贷款所占比例不应高于50%”，但笔者认为，并购行为本身就极具风险，如果再用贷款融资就会加倍放大风险。此外，企业在申请并购贷款时都会以实物（如房产、固定资产等）进行抵押，一旦并购失败，原则上银行可以处置这部分抵押资产，但在金融危机发生时，资产会大幅缩水，能否保证通过拍卖抵押物弥补损失对于银企双方都存在太大变数。

3.奉行先内部扩张后外部并购、先收购少数股权后逐步增资、先立足国内再“走出去”的渐进式策略。内部扩张和外部并购是企业实现发展的两条基本途径。内部扩张可（下转P63页）

客户的信誉评估和合同条款的把关来控制企业经营风险,又要努力适应市场并占领市场。最后,对来自于宏观经济政策环境(如出口政策、税收政策、利率汇率政策等)的风险,虽然企业无法控制,但CFO应研究宏观经济运行规律和解读宏观经济政策,结合国内外市场信息进行预测和判断,对可能出现的外部风险要制订合理的应对策略,尽可能地分散风险。

### 3. 资金管理风险

狭义概念上的财务风险就是资金管理的风险,广义概念上的财务风险一旦发生,最终也表现为企业利益的受损和资金的流失,如果这种利益的受损和资金的流失累积到一定程度,就会造成企业资金无法周转甚至导致企业破产。因此,资金管理风险涉及到风险管理的所有方面,但CFO更应关注资金管理上的整体风险。很多企业的资金链非常脆弱,是因为其整体资金管理存在先天性结构失调,负债率太高,资产流动性太差,因此,CFO必须规避下列资金管理风险:①不顾企业自有资金能力,通过大量举债盲目投资扩张,从而导致资产负债率过高、资产流动性不强的风险。②销售收款政策和采购付款政策不同步,盲目大量承接不能及时回款的销售业务,在既定的销售规模下导致资金入不敷出,无法支撑企业运营的风险。③采购资金安排不合理,同时对供货方缺乏诚信和沟通,导致被供货方起诉的风险。

此外,CFO还必须注意:①要加强对资金的预算管理。企业每年要根据生产经营规模和经营活动中收付款项的(市场所接受的)既定政策,测算出生产经营资金的总需求,并对全年资金需求从来源上作出合理安排;要加强对企业投资性支出的预算管理,避免随意投资,并确保投资资金来源的合理性;要兼顾企业再生产的资金需求和投资者的利润分配需求,合理确定利润分配比例。②贷款归还安排不要过于集中,归还单笔贷

款金额不宜过大,以保证短期内企业有能力筹集足够的资金还本付息。否则,一旦贷款逾期必然导致企业信誉等级下降和银行收贷,严重时可能引起连锁反应。③要不断拓宽筹资渠道,采取多种融资手段,在尽量降低融资成本的同时保证资金在来源上留有余地,以备企业不时之需。

全球金融危机爆发后,企业界开始奉行“现金为王”,实际上这个观点值得商榷。企业持有的现金过多,不仅导致资源浪费,使整体资产的收益率下降,而且在我国今年上半年新增7万多亿元信贷资金的现实情况下,现金还存在很大的贬值风险。

### 4. 投资风险

这里所讲的投资主要涉及两个方面,一是为了新增或扩大生产能力而进行的固定资产投资行为(包括土地、厂房、设备投入),二是通过向其他企业投资从而获得被投资企业股权或通过向其他投资者购买获得被投资企业股权的行为。这些投资行为一般都涉及到企业的长期发展战略问题,而且企业为此所支付的人力、财力巨大。成功的投资可以使企业从此插上腾飞的翅膀,而失败的投资则会使企业元气大伤、一蹶不振,因此,CFO必须十分关注企业的投资风险问题。首先,要关注投资决策风险。CFO要对企业的投资环境(包括政策环境、市场环境、行业的整体发展趋势、主要竞争对手情况、主要原材料等资源的供应及价格)、投资能力(资金能力、人力资源等)有全面的了解,对不同投资方案进行经济评价和可行性研究,以便决策机构进行优选。其次,必须关注投资执行风险。企业决定投资以后,CFO要及时制订投资管理的内部控制制度,依法监督投资资金的使用,严格控制投资预算的执行,同时要对投资资金的来源作出规划和安排,确保企业资金链安全。■

(作者系南通万达锅炉股份有限公司总会会计师)

责任编辑 陈利花

(上接P59页)以在整合已有资源的基础上挖掘内在潜力,提高当前业务效益,但企业成长的速度较慢;外部并购则可直接进入新的领域,完善生产或销售网络,以多种形式实现快速扩张,但制约并购成功的因素却十分复杂,它不仅仅是资本交易,还涉及到法律、政策、社会文化等诸多因素。因此,当企业难以操控并购扩张的种种风险时,应将有限的资本资源先实施内部扩张,实现内涵式发展,在此基础上对拟并

购项目做出周全的分析后,再由内而外、稳步推进并购投资。

中石油1 000亿元的融资投向,以夯实既有业务为主,在完善既有业务的基础上再实施海外业务扩展。这种先内部扩张、再立足国内投资、最后进行境外并购的做法,是符合稳健经营、渐进扩张的投资原则的。

这里,笔者要特别强调的是,中国企业要谨慎实施海外并购,不应有“抄底”或“拯救华尔街”的心态。众所周

知,过去的20年间,中国企业海外并购多成少。仅在2008年,中投、中铝、平安保险等一系列的并购失败事件,保守估计中国企业至少损失了2 000亿元人民币。联想到西方国家对中国企业的层层戒备,“抄底”的想法恐怕更多的是一厢情愿的冲动。■

(作者单位:对外经济贸易大学国际商学院)

责任编辑 雷蕾