

复旦博学·经济学畅销教材译丛

创 业 融 资

〔美〕James McNeill Stancill 著

邹 琪 译

译 序

“世事洞明皆学问，人情练达即文章”。一位美国学者用他 76 年的人生体验和 44 年的教学经历对这句沉淀了五千年中国文化精髓的人生哲理作出了最好的诠释。这位美国学者的人生经历可谓丰富而精彩：作为一个学者，他被人们尊称为“现金流之王”(King of Cash Flow)；成为南加州大学两百多年建校史上为数不多的“名誉校董”(Chair of the Board of USC)之一；他是一个社会活动家，与中国政府高层领导保持着良好的私人关系；他是一个行者，足迹遍布了地球上几乎所有国家；他是一个预言家和商人，30 年前，他已看好中国经济的增长，并在中国投资建厂且获利丰厚……这位美国学者就是本书的作者——吉姆·斯坦塞教授。

《创业融资》*是一部融汇了作者 70 年人生经验和 42 年教学生涯的心血之作。有些教材因为过于理论化的说教而让人觉得枯燥难懂，也有些教材因为强调应用性而变成了操作指南，难以给人思维的启迪和精神上的共鸣，这本教科书则不同。全书涵盖的所有文字信息都曾经过作者深入理性的思考，但又绝非纯粹的纸上谈兵，书中的案例多是作者的亲身体验或实际观察，由此提炼而出一些极具可操作的方法，曾被其学生称之为“经营宝典”而当做床头书。作者第一个提出“中级市场”这个概念，而这一概念所涵盖的正是给各国经济发展带来强劲动力和活力的发展型的创业企业。他的工作就是力图为中级市场中成千上万的创业企业找到迅速成长的最佳路径。本着这一宗旨，作者花了 3 年的时间，完成了这部《创业融资》。

这本书的主题并非“小企业融资”，一个小企业通常所需要的只是一个好管家或是一个好会计，并不具备太多的增长潜力，本书所提及的各种决策方案对这种类型的企业并不适用。

另一方面，绝大多数关于企业融资的教科书都基于“成熟型企业”来提供融资方案。在这些书里，“成熟型企业”通常定义为上市公司的类型，并且这些企业往往拥有非常巨大

* 本书译自 *Entrepreneurial Finance For New and Emerging Businesses*, 2004, South-Western, a Division of Thomson Learning。

的市场和广泛的融资途径,对于这种类型的企业而言,所面对的确实是一个“完备的资本市场”。但本书所提及的企业并没有机会面对一个“完善的资本市场”,其中的大多数企业或许永远也不具备上市的条件。毕竟,不论在美国还是在中国,上市公司只是企业中为数极少的一部分。而成为各国经济发展中流砥柱、带动经济增长活力并成为源动力的正是那些生机勃勃的创业型企业,本书正是为这类创业企业家而作。

如果看目录,许多人会以为这不过是一本财务管理方面的教材,但如果你仔细阅读就会发现,这其实是专为有着创业梦想的人们量身定制的一本教科书。在全书的字里行间,作者其实是站在企业发展的战略高度出谋划策,告诉你有哪些有用的经验和方法,帮助创业企业在现实的激烈竞争中更好地活下去。

本书从融资的角度去探讨创业企业的经营之道。在内容结构上,作者将全书共分为八个部分,运用“企业成长周期”来分析企业从开创到清算的所有过程,以及这些过程中创业者需要关注的所有重要细节。

本书的作者始终认为,企业融资是企业的一种经营战略,并不需要涉及太多“数字运算”。因此,书中只涉及很少的数学演示或统计方法,但也需要你掌握一些管理和会计方面相关的专业术语和背景知识。作为一本不依赖于数学的财经类教科书,并不意味着它不具有挑战性。而且,这本书中向你传递的一些先进的决策方案其实远远胜过简单的数字运算。

在风云变幻的当今世界经济环境下,在中国经济快速腾飞的特定背景中,成千上万的创业企业正是中国经济发展的中流砥柱和中坚力量,对美国创业企业的有益借鉴无疑能让中国的创业者们少走弯路。这也正是我翻译本书的初衷。作为一本财经类的教科书,本书的读者可以是财经管理专业的本科生、专科生,也可以是 MBA 学员。作为一本经营管理方面的专业著作,只要你正走在创业路上,或者正准备开始你的创业之路,那么这本书正是为你准备的。现在,请你翻开它吧。

邹 琪

2008 年 12 月于上海

目 录

第一章 创业之始 / 001

选择创业的理由 / 001

基本思路 / 002

核心人物与管理团队 / 010

本章小结 / 014

问题讨论 / 014

第二章 商业计划书与创业融资 / 015

商业计划书 / 015

风险资本融资 / 025

本章小结 / 030

问题讨论 / 031

附录 1：网络企业泡沫的后果 / 031

附录 2：成功的退出战略 / 033

第三章 利润管理和财务报告 / 035

利润的概念 / 035

收益表的管理 / 037

资产负债表 / 043

财务报告与税务报告 / 048

本章小结 / 052

问题讨论 / 052

第四章 现金流分析 / 054

为什么要分析现金流？ / 054

- 一般性的现金流量表 / 054
- 测度现金流的方法比较 / 058
- 不同情况下对现金流的度量 / 059
- 现金流预测的架构 / 071
- 本章小结 / 075

第五章 企业的成长：基本原理回顾 / 076

- 如何理解“成长”概念 / 076
- 为何要寻求企业增长 / 077
- 理想增长和预期增长 / 077
- 资本预算决策 / 078
- 制定合理资本预算案的四种基本方法 / 082
- 四个常用判别方法的总结 / 085
- 本章小结 / 085

第六章 企业资本预算模型 / 087

- “企业”模型有何不同之处？ / 087
- 开始建模：可以比较的模式 / 088
- 计算机模型的步骤 / 089
- 在无需计算机的情况下对模型的运用 / 094
- 实际模型应用的重要性 / 096
- 评估方案决策 / 096
- 本章小结 / 098
- 问题讨论 / 099
- 附录：其他资本预算模型 / 099

第七章 资本结构和杠杆资金 / 103

- 何为杠杆？ / 103
- 财务杠杆 / 103
- 营运杠杆 / 108
- 本章小结 / 113
- 问题讨论 / 113

第八章 外部融资之投资银行业务 / 114

- 公开募集资金与私募资金 / 114

证券出售的相关法律法规 / 114

承销商的选择 / 119

买壳上市 / 124

本章小结 / 126

问题讨论 / 127

第九章 长期证券：甜蜜证券和创新工具 / 128

历史回顾 / 128

可转换债券 / 130

带认股权证的债券 / 131

每股收益 / 134

可转换债券与认股权证债券的衍生产品 / 135

对甜蜜证券和其他工具的概括 / 139

证券创新 / 139

普通股的修正 / 140

优先股 / 141

债券创新 / 144

本章小结 / 145

问题讨论 / 145

第十章 中期融资：定期贷款和私募资金 / 148

企业规模因素 / 148

信用市场特点 / 149

信用市场的变革 / 150

贷款条款 / 151

谈判战略 / 154

本章小结 / 155

问题讨论 / 156

第十一章 短期融资：包括设备融资 / 157

标准商业编码 / 157

成为银行客户所需具备的心理素质 / 158

银行贷款 / 161

应收贷款抵押 / 161

存货融资 / 164

设备融资 / 165

- 向金融企业借款 / 167
- 金融企业与银行在优先权上的不同 / 169
- 短期融资的政府渠道 / 170
- 本章小结 / 171
- 问题讨论 / 172

第十二章 信用证 / 174

- 什么是信用证? / 174
- 信用证的种类 / 175
- 申请信用证表格的一般特点 / 177
- 信用证的一般特征 / 179
- 信用证的成本 / 181
- 国内信用证 / 181
- 备用信用证 / 182
- 三种表外业务 / 182
- 循环信用证信贷的使用 / 183
- 光票信用证 / 184
- 银行附加业务 / 185
- 本章小结 / 185
- 问题讨论 / 186

第十三章 现金管理和货币市场有价证券 / 187

- 现金管理 / 187
- 后备现金账户 / 191
- 适合 M 、 m_o 账户的证券 / 192
- 如何购买货币市场证券 / 196
- 本章小结 / 197

第十四章 应收账款的管理 / 198

- 现金折扣分析 / 198
- 现金折扣期间 / 201
- 赊销期间(信用期间) / 202
- 变量 / 204
- 如何决定赊销与否 / 206
- 本章小结 / 207
- 问题讨论 / 208

第十五章 对外扩张——收购企业 / 209

- 如何创建一个集团企业 / 209
- 衡量 LBO 的准则 / 211
- 规则的例外：流动资金 / 212
- 寻找 LBO 收购的目标 / 217
- 联系信函 / 221
- 应尽努力的过程 / 222
- 本章小结 / 224

第十六章 外部扩张：并购企业的技术问题 / 226

- 对股权集中的企业的估价 / 226
- 如何计算最低价 / 226
- 抵销条款 / 233
- 软币 / 234
- 本章小结 / 235
- 问题讨论 / 236
- 附录：RAPAPORT'S ALCAR 模型介绍 / 236

第十七章 ABEL 案例：进行杠杆收购 / 238

- ABEL 公司背景资料 / 238
- 关于 ABEL 案例的解释 / 240
- 回答案例中提出的问题 / 242
- 交易结构化 / 248
- 关于融资资金的总结 / 251
- 要约 / 252
- 核对银行的条件 / 254
- 承担义务的能力 / 255
- 考虑的细节问题 / 256
- 融资的另外一个途径 / 257

第十八章 提升企业形象和价值 / 258

- 企业所在的行业 / 258
- 收入模式 / 259
- 每股收益绝对值 / 261
- 管理 / 262

股票市场行情 / 262
分红 / 263
负债/ 权益比 / 264
企业的名称是什么? / 265
图形形象 / 265
财务分析会议 / 267
财务的公共关系 / 268
企业的特质 / 268
本章小结 / 269
问题讨论 / 270

后记 / 271

第一章

创业之始

选择创业的理由

万事开头难。创业难上加难。为此,我们需要锲而不舍地付出,不断进行各种尝试。相对来说,收购一家现成的企业会容易些,但这是针对传统型行业而言。如果想经营一家高科技企业,或网络企业,就只能靠自己独立创业了。对于大多数人而言,创业的难度之大是不言自明的,也许只是创业路上遇到的一个简单要求就可能吓退很多人,比如说,只是把你的创业想法向某些权威人士(假如这个人是芝加哥大学的前任校长)做个解释的要求就可能会让有些人打起退堂鼓。

尽管创业之路如此艰难,却是走向成功的必然之路。想想看,如果你以收购股权的方式去拥有一家高科技企业,不管这家企业是软件企业、化妆品企业还是互联网企业,其结果是,你会发现你花钱买到的不过只是一些非常美好的想法而已。确实,这些想法可能真的值个好价钱,但仅凭这些想法去说服别人并获得融资却并不是一件很容易的事情,反倒不如自己的创业之路走得踏实。

可以说,创业有利有弊。你需要在创业之前充分考虑到各方面的因素,这样的话,你就有了一个很好的开始,但这只是一个开始,仅此而已。

创业需要你绝对地专注其中,与之相伴的是巨大的精力与财力的投入。这可能会使你与亲戚朋友之间本来十分牢固的情感关系出现裂痕。所以,创业绝对离不开你的配偶或身边其他亲人朋友的充分理解和大力支持。

对于那些天生的企业家而言,在不远的将来,总会有一个创业的机会在等待着他(她),所以,或迟或早,他(她)都会开始他们的创业之路。需要明确的一点是,我们这里定义的“创业”概念同时包含了对现有事业的拓展,因此,我们这一章的讨论实际上具有双重目标。

创业必备的基本环节

任何创业模式都离不开以下四个基本环节:

- (1) 理清基本思路,这是事业开创的基础。你需要考虑清楚的是企业究竟是生产产品、销售产品,还是提供某种形式的服务。
- (2) 在创业之始必须选定一个核心人物或建立一支管理团队。

(3) 有明确的商业计划书。

(4) 考虑引入风险资本。

各环节的顺序

这四个环节的先后顺序我们是按照大多数企业的创业经验来排定的,但并不是说每个企业在创立之时都要按这样的顺序来筹划企业。有一天,我的一个企业家客户和他的邻居聊天,他的邻居对他说:你为什么不开个企业呢,我愿意投钱给你!你还可以找其他朋友投钱给你,并且把他们拉进来一起干!于是,一个企业就这样创立起来了!就这么简单!所以,我们要清楚地意识到,如果在创业过程中过于执意地遵循上述的顺序,可能你的事业永远不能起步。

此外,你必须认识到的一点是,风险投资针对的就是最原始的创业想法,否则你将很难吸引到风险投资。

出于分析的便利,本章将按照上述顺序来一一进行讨论,首先,我们看看在“基本思路”这一环节包含一些什么样的内容。

基本思路

组织形式

创业的第一步,我们需要明确我们将要创立的新企业属于何种类型。也就是说,你究竟是想做一个家族式企业还是一个管理职能型的企业?

一般说来,家族式企业往往依赖于一两个人,这一两个人就像一个家庭中的妈妈或爸爸。这个人一旦在企业运作中作出任何重要的决定,只可能出现两种结果:要么给这个企业以巨大的推动力量,要么带来致命的失误。银行家们对这种类型的企业是这样定义的:“一旦这个企业家退休,企业也就该退休了!”对于银行家而言,对这类企业的认识完全基于对该企业家的了解。企业所获得的信用完全等同于企业家本人的信用。这种类型的企业融资主要是通过银行贷款或是风险投资的方式获得的。

作为企业买家需要考虑的问题是,如果企业的所有销售业绩都是由企业家本人创造出来的,买家买到的是什么呢?企业家本人一旦退出企业,企业利润又将从何而来?一旦存在这样的担心,企业主想要卖出企业的想法就很难实现,收回前期投资也成为一件极为困难的事情。通常,人们更希望能够建立一个独立成长并且繁荣富强的企业,这样的话,当企业家在十年或三十年后想要退休的时候,他也能够将企业卖出一个好价钱。对一些特殊专业领域,买家会尤其慎重。比如像演员、专业运动员或其他专业人士所拥有的企业。因为,一旦这些人不再从事这类工作,相关的收入来源也就没有了。所以,对于这类人士而言,需要的是在他们从业期间理智地进行投资。

当然,高科技企业或网络企业需要另当别论。对于这种类型的企业,对其企业的资产负债

表需要有想象力,并需要能够预测企业在一段时期之后的净值增长。对于这种类型的企业来说,即使企业以账面价值出售,也可以赚到很多钱。同时,因为企业还在不断成长中,企业家还可以获得丰厚的薪水和奖金。

作为管理职能型企业的特点则恰恰相反,这种类型的企业更能够保持企业的持续增长。因为这种组织能够合理地安排一些“替代性部件”,从而使企业能够得以持续运作。当然,这样的企业组织也会完全按照自己的个性来运作。银行家在对此类企业作出信用评估决定时,会仔细地研究企业,而不是仅仅去了解企业主个人的资产负债表。当投资者决定购买企业的时候,通常会对企业的继续运营充满信心。

管理职能型企业的最大特点在于能够以数倍的价钱卖出企业,这是家族型企业难以做到的。当然,家族型的高科技企业或网络企业或有例外。特别是在 20 世纪 90 年代网络经济盛行的时期,有些新经济企业即使根本没有一点盈利或销售,也可以卖出极高的价钱。2000 年春天,当美国的经济泡沫破灭后,这样的好景不再,偶尔有些大企业出于成本和发展速度的考虑,也会买下一些科技型的小企业。

谈到这儿,我们可能会感到创业思路并没有变得完全清晰,因为,我们这里所提供的思路并非是对企业应该如何起步提供各种规则,而是想让所有想要有所作为的企业家们在进行企业策划时不要忽略了这些因素。因为,一旦你意识到建立管理职能型企业的重要性,你自然会避免犯下选择创立一个家族式企业的错误。可以说,这些想法有助于企业家设计出一个更为完美的企业经营模式。

基本利润率

在确定了企业的组织形式之后,企业家就需要仔细研究新企业潜在的毛利率,也就是“基本利润率”。人们在想出新企业的一个卖点之后,通常总是热情过度而判断不足。当人处于狂热状态时,往往容易犯一些小错误,比如说,对企业营利能力的一个判断。当然,这些问题源自对产品的定价和对市场规模的估计。网络企业或是高科技企业在起步时尤其容易犯这样的错误(这个话题我们后面还会谈到)。一个非常关键的问题是,在一定的产量水平上,人们究竟愿意为这样的商品或服务付多少钱?发明家从商最容易犯的错误就是:当他们向别人推销自己的产品时,总喜欢问问别人这个产品值多少钱,而得到的回答往往接近成本甚至低于成本,这会让发明家们大为恼怒:“难道你不知道做这个产品的成本就已经是 34 美元了,你怎么能只出 30 美元呢?”作为企业家,我们需要明白的是,在这个世界上,人们最为关心的并不是每样商品在制作过程中所花的成本是多少,而是他们愿意为这个商品付出多少钱。如果人们认为这个商品只值 30 美元,他们就只会为此付出 30 美元^①。所以,企业家可能犯下的一个致命错误在于,当你意识到在人们愿意支付的这个价格水平上出售你的商品你不可能赚到钱,你会想当然地确定一个较高的价格。“我确信人们会愿意多付一些的!”这是一厢情愿的创业者爱说的一

^① 我自己的一次亲身经验也可以作为例子:我买了一个用来摆放盆栽植物的塑料托盘花了 5.97 美元,买的时候我就知道这个托盘的成本不过几分钱而已,但我还是会花 5.97 美元去买,因为对于我来说,这个托盘值这个价。

句话。如果事实果真如此,当然最好,但如果事与愿违呢?

将产品定价高过成本是成熟企业家的一个标志。坦率地说,这种做法可以在账面上体现出大量的利润,这也许是许多大企业所采取的一种定价策略,但是这种策略对于一家新兴的小企业并不适用。

谈论这个话题之前,我们先来对市场中的商品作个界定。通常,在市场上出售的商品有两种:一种商品源自需求,我们称之为需求驱动型产品:这是一种人们会主动去买的商品,在任何情况下人们都可能由于需求驱动而购买该种商品,哪怕这世界没有太多人知道它。美国有一句古老的谚语正好表达了这个意思:“只要你作出一个更好的老鼠夹子,在这个世界上就注定会有一条路通到你的家门。”换句话说,人们如果确实想要这种产品,利润不会成为问题。

有风险投资家指出,作为一种商品,止痛药好过维生素。买止痛药很贵,人们付钱的时候可能会有些心疼,但该买的时候一定会去买!但对于维生素,人们可能就会因为嫌贵而不买,并总是能为此找出许多合理的理由,即使人们明白服用维生素对他们的身体其实是很有好处的。这就是两种商品之间的根本差异。

回过头来,我们再次考虑处于创业阶段的企业究竟确定多少的利润率较为合适呢?回答这个问题之前,我们还需要将产品按另外的标准划分为两种不同的类型:全新产品和一种市场上已存在类似产品的产品。对于前者来说,企业至少在刚开始的时候实现75%—90%的毛利率也是很正常的。如果是后者,就意味着新企业必须去挤占已有的市场份额,因此,必须考虑市场允许的利润空间有多少!比如说,一家小规模的水泵生产企业所能获得的利润空间最多只有25%,这样的企业利润率能产生多大的投资吸引力呢?

全新产品需要制定高额毛利策略的原因是多方面的,首要的原因是市场竞争。如果企业一开始就将净利率摊得很薄,出现竞争对手时怎么办?如果有人能够以更低的成本生产与你的产品类似的商品,你还有什么利润空间可言?因此,过低的定价策略会使企业很难实现盈利。当然,网络销售企业需要另当别论。一般来说,网络销售企业通常会实行一种较低的定价策略,但他们这样做的目的是为了占据市场份额,一旦占领了市场,他们只要通过提价就有利润产生了。对于这种很特别的现象,我们会在后面讨论。

对于一个创新型企业而言,在创业阶段设定较高毛利率的另一个重要原因在于,如果企业想要寻求外部融资就必须放弃企业的部分股权,所以,需要事先尽可能多的收回利润。对于这个话题我们会在融资部分进行详细讲述。

市场规模的确定

一个踌躇满志的企业家曾兴致勃勃地对我说起他很有创意的一个想法,他觉得他的那个产品对那些“只需一部电话的企业”非常有用。但当我们谈论到这种产品的市场容量,也就是说,究竟有多少企业会买这种产品时,这个企业家的热情消失了,因为现实的市场并非他预先所期望的那样大。

对于市场规模的认识,还有一种更为错误的观点,这种观点通常被称之为“百分之一综合征”。某个雄心勃勃的企业家想在国家足球场出售一种杂志,他了解过体育场通常容纳的观众人数之后,认为只要看球的观众里有百分之一的人买他的杂志,就可以作出一笔大生意!其

实,他只是想当然地认为百分之一的人会买他的杂志,并没有进行任何的市场调查。别人更不会只因他说一句“相信我”的话就投资支持他!

我的学生也提供了一个类似的案例。一次,他的父母去塔河(Tahoe)湖地区做一桩生意,那里高速公路上的交通拥挤状况给他们留下了极为深刻的印象。由于这次旅程,他们决定在高速公路旁建一个餐馆,他们简单地认为只要有2%的过往汽车停车在路边休息,餐馆就会有很好的生意!他们并没有进行任何市场调查,这只是他们的美好愿望而已。当然,你一定已经猜到了这个故事的结局:餐馆开业后,这对夫妇站在他们新开的餐馆旁,每天看着汽车一辆辆缓缓驶过,却没有一辆车在他们的餐馆旁停留!在后面的商业计划书部分我们会更多地谈到与市场研究有关的问题,需要指出的是,市场调查工作永不嫌多。

经营战略

电子玩具企业(ETOYS)是怎样倒闭的?

优秀的企业家托比·林克斯(Toby Lenks)先生在1997年创立了电子玩具企业,在意识到当时有一个非常好的市场契机后,他当机立断地组织了一个管理梦之队,筹集了第一笔启动资金,后来又进一步地获得了融资,使其创业梦想成真,并在1999年5月成功地使企业上市。仅仅在短短几个月内,企业市值就已奇迹般地达到了100亿美元。而且团队所作出的市场研究表明,只要他们能够占据1000亿美元玩具市场份额的1%,企业就可持平甚至盈利。

令人遗憾的是,短暂的辉煌并没有使美好的计划转变为现实。由于企业有2.74亿美元的债务负担,很难再得到新的融资,股票价格也一路下跌到9美分,这家企业不得不在2001年2月26日停止营运并被迫宣布破产。2001年5月,企业以335万美元的价格将它的核心资产,其中包括各种标识、商标、网址和一些软件贱卖给了匹茨堡的KB玩具公司。

我们可以找出很多导致这家企业失败的原因:后勤供应链问题,下层组织建立的成本过高,不切实际的销售预期,人们对股票市场所持的日趋增长的怀疑态度,还有企业始终持有的想做“互联网纯玩家”的态度,除此之外,其实还有太多的其他因素留给大家去思考。

面对一个较小的市场,可能出现的问题比较容易想得到。对于许多企业来说,其实也根本不会面对巨大的市场,而且,如果市场过于巨大,对于新兴企业未必是件好事。在一家风险投资企业的办公室里,我看到过一个很具市场潜力的产品,而且风险投资企业的投资家们也持同样的看法,但是,当我问他们是否会对这个产品投资时,得到的答案是否定的。他们认为,一旦他们这样做了,而且产品在市场上取得成功,市场上其他的大企业就会想办法将这种产品挤出市场(新经济企业另当别论)。

对此,有人建议通过零售方式自行解决这个问题。但随之而来的问题是,你的销售渠道如

何建立？进入超市的货架一般需要大量的市场销售预算投入，而创业企业往往无法承受如此巨额的资金压力。

John Paul Mitchell Systems 公司的发展可以说是一个相当成功的创业案例。这是一家 Paul Mitchell 洗发产品的分销企业。这家企业在 19 世纪 70 年代早期以 700 美元起家，它采取这样一种销售策略：在市场开拓的初始阶段，他们只向美容院销售产品，一旦他们在一个地区有了一定数量的美容院客户，他们就会指定某个分销商负责为这个地区提供服务。因此，他们基本不需要为市场开拓再增加更多的开发成本。在派出分销商之前，企业会花钱做一些广告，将相关的信息告知零售商（美容院）。对于资金有限的创业企业来说，如果想要采用零售方式去占领市场往往容易被挤垮。而这家企业用他们的成功案例明确地告诉客户，他们没有采取直接面对客户的销售办法。

这种方法同时还可以打消美容院的担心，让他们感觉到自己有销售产品的特权。就这样，这家企业的 CEO 很好地解决了这个困扰许多企业的问题，并将其转化为自身的竞争优势。

资本强度

资本强度指的是企业在起步阶段究竟需要多少投资？这关系到如果企业经营不成功，将会损失的资本数量；同时还涉及的问题是，如果在被突然抽走资本，或是由于某种原因资本突然减少的情况下，对企业的正常运转是否会产生影响？

如果产品是一个程序软件，也许可以外包给一个软件供应商。如果产品是某种化学试剂，可以委托某个专业化的生产企业去生产灌装，这些专业化的企业甚至都不需要你制定产品的生产规则。你需要做的事就是给出一份清单，确定产品的成分和比例，搅拌机等各类机器设备自然就能生产出你的产品。

我们想象一下就可以知道这可以节省多少资金！所以，你不需要花钱去购买昂贵的化工设备，而可以把资本用于购买存货，以保证更大的销售市场需求。John Paul Mitchell Systems 公司并没有它自己的灌装设备，只是收购了一个位于其企业附近的专业化灌装厂，他们企业所做的事就是用卡车和叉车将要用的商品运回来就是。

说到这又使我想起了一个野心勃勃的企业家，这个人也是一个发明家。他发明了一种塑料件可用于家庭园艺。这种产品尚未投入市场，这个企业家提出要求，要风险投资基金投资购买设备，建立工厂，而且工厂还必须以他的名字命名，他甚至要求风险投资基金买下所有生产设备后才开始进行生产。这时，有人告诉他，一家现成的海关免税商店能够提供产品的部分部件，他听了却很生气：“为什么要把利润让给别人，我们不能自己生产吗？”如同我们刚才已经谈到的，这其实是一种只看重收入账户的想法，但完全没有考虑到收支平衡。这个人忘了所有设备和建筑物都是需要资金投入的，而所有资本都有机会成本。如果能够免去对生产设备的投资，这些资金可用作流动资本，这将会带来更多的销售量，也由此会产生更多的利润。

一家化妆品生产企业和它的供应商为我们提供了节省投资资本的另一个案例。同其他企业一样，这家化妆品企业在开始的时候也尽可能地自己生产所有的产品，后来因为涉及保险的问题，企业决定减少一部分产品的生产，与此同时，他们惊喜地发现，部分产品生产的减少反而使企业的生意变得更好。于是，这家企业干脆放弃了所有生产，原有的工厂只负责储存和包

装。此后,企业的运营成本大大降低,同时,企业的盈亏平衡点也降低下来。其原因在于,如果企业暂不需要某种产品,不下订购单就行,但如果产品是由企业自己生产,即便暂不需要,也必须维持生产,否则,企业设备和员工工资等成本就无法收回。这种改变命运的经历使这家企业学到了一个非常宝贵的经验:你不需要自己生产你所销售的产品。学会这点,你就可以节省下大量的现金流,并且可以创造出数倍于以前的销售额。这虽然只是一个生产部门的案例,但其原理同样也适用于服务型企业 and 分销型企业。随着中国加入 WTO,许多美国企业都在寻找其中的机会并问他们自己:如果能在中国生产同样高质量的产品,我们为什么还需要自己生产?除了制造型企业外,软件企业也学会了在班加罗尔(Bangalore)或是北京去开发它们的计算机程序软件。

最后,在结束对这个问题的讨论之前,还有一个投资要素也需要考虑:广告投入。广告投入资金最容易成为沉淀资金,如同上个月发行的过期杂志!如果企业在起步阶段需要对产品做大量的广告投入,将会带来更大的投资风险,也要求更多的资金投入。这一点早已被大量的互联网企业的发展经历所证实,尤其是那些自身收入严重依赖于广告收入的企业。如果他们不靠做广告引起消费者的注意,人们怎么会愿意付钱给他们呢?

产品单一企业

大多数企业通常都会以某个单一产品开始自己的创业之路,但这种局面能否一直维持下去呢?一般来说,企业生产某种单一产品可能会出现两个方面的问题:一方面,所有的产品都具有生命周期,也就是所谓的上升期和下降期;另一方面,企业因此失去了向既有客户销售更多产品的机会。亚马逊公司在开始的时候只在网上卖书,但他们很快认识到他们除了卖书之外,还可以利用这个网络通道卖其他的一些东西。也就是说,如果我们把企业看成有一根可以连接客户的管道,那么,一个只有一种产品的企业与客户连接的管道往往很细小,而有许多产品的企业与客户连接的管道则要粗大得多。这种状况既适用于制造企业,也同样适用于服务行业和经销商行业。

重复订货与一次性销售

作为一种理想的选择,企业总是愿意获得重复订货。因为第一次的订货成本总是最为高昂的,其具体支出体现在资金和人为努力两个方面。

我碰到过这样的一个案例:一家新办企业想向医院推销一种新产品。与其他价值昂贵的医疗类设备不同的是,这种简单装置的售价不到 400 美元,这就带来了一个新的问题:卖出这套装置后所获得的收入还不如花出去的成本多。我们由此可以明白的一点是,有许多人类发明出来的产品并不总是能够卖出一个好价钱。类似这样的商品就归属为维生素类而不是止痛剂。

计算机刚在市场出现的时候,确实只是一种单一商品,但其较高的价格保证了其丰厚的利润空间。时至今日,激烈的竞争使计算机的利润空间变得日渐狭小,计算机,特别是个人计算机的价格已经降得很低,甚至难以弥补其销售支出。

销售单一产品可能会带来的另一个问题在于,它会消磨销售团队的力量,减弱销售人员的热情。作为销售人员来说,除非产品确实很昂贵(比如 20 世纪 60 年代的计算机),销售人员才

不会介意经常被拒绝或者花大量的时间打电话给客户；否则，销售人员的流动会很快，这样的结果既会增加企业的运营成本又会消耗大量的时间，而且还会令人感到比较沮丧。

聚焦企业管理之道

来自艾荷华的计算机？……酷！

如果我们想超越盒子做生意，去卖许多非计算机的产品，我们必须在“盒子生意”中取得了巨大成功。（只是简单地销售装在皮纹设计盒子里的个人计算机）。

Ted Waitt, Founder, Gateway 2000

作为企业战略调整的一部分，Ted Waitt 在刚刚过去的一月份重新回到了处于下滑状态的 Gateway 公司，Gateway 公司的利润在去年下降了 26%，它的股票价格大幅下跌，部分原因在于整个计算机市场的下滑。一年以前，Ted Waitt 把他的角色转换为非执行主席，这样他能把精力空出来做些其他感兴趣的事。重新回去对于他来说无疑很勉强，这其中一部分是源自华尔街的压力。

过去，企业的想法是，他们需要“职业的，大企业的管理经验”，因此，他们雇用了 AT&T 的最高执行者作首席执行官，结果显示这并非一个合理的决定。Waitt 英雄般的回归源于他在 22 岁的时候创办的这个企业已经失去了大部分的市场份额、核心战略和重要的企业精神。一次战略性的失误使“盒子战略”遭受重创。

1985 年，Waitt 和他的伙伴 Mike Hammond 在他艾荷华的家中——一个农场里创办了这个企业，当 Waitt 在艾荷华州 Sioux City 的一家计算机商品做销售员时发现了这个商机，Gateway 公司实际是以得克萨斯仪器使用者俱乐部的名义起步的，当时他们向俱乐部成员收取 20 美元的年费以发放不断更新的手册，手册上面罗列的是为 TI 计算机添加的各种产品目录介绍。那时候，TI 没有任何计算机的售后服务：既没有升级产品也没有服务。这就是企业最早发现的商机，围绕 Gateway 公司建立起一个庞大的制造和服务企业。

1985 年，在他们企业起步头四个月，他们就创造了 10 万美元的销售收入，1987 年，他们开始通过直邮的方法销售全集成的计算机，并在那年实现了 150 万的销售。这个企业的成功之处在于他们将计算机直接销到用户手中。这家天马行空的企业在 90 年代以每年 20% 的速度成长并成为美国计算机市场的第二大直销商，2000 年企业的销售收入接近 100 亿美元，并雇用了 20 000 名员工为其工作。

“退出”的能力

就其重要性而言，这是一种我们应该更早提及的能力。因为这种能力可能推动一个企业的发展，也可能会毁掉这个企业：这就是“退出”能力。对于许多新经济类型的企业，特别是网

络零售企业来说,这一点尤为重要。因为,如果投资者不能确定他们的投资收益,他们自然不会愿意投资。对于大多数投资者来说,至少就职业投资者而言,任何一项投资至少应该让他们在三至五年内赚到五倍到十倍的利润(网络型企业的交易价格我们以后再谈)。要获得这样丰厚的利润回报,这些投资者的通常做法是需要将企业卖掉或让它上市!这意味着,如果仅仅许诺给投资者两倍的税后红利并不足以吸引投资者的进入,除非你给出的红利高得惊人。

在我们读到这条准则的时候不由得会联想到前面提到过的几条准则。如果企业是一个家族式企业,谁会想要买下它或是设法让它上市呢?还有利润率的高低也是一个需要认真考虑的问题。

对于投资者来说,为了确保风险资本必要的安全,放弃一个管理混乱的企业是必然的,再者,他们对这样一种没有盈利的企业根本就不会感兴趣(我们在后面关于分段融资的讨论中还会提到这个问题)。而对于创业者来说,如果一个项目需要大量的资金投入,意味着需要筹集更多的资本,必然会导致企业家的最初股份被稀释。

产品过于简单

不久前有人给我打电话,说他有一种新产品能卖,我问他是什么产品,他却说,他不能告诉我,因为一旦他说出来,任何人都会知道如何来生产。像这样的产品就过于简单。如果你的产品很容易被别人仿制,而且没有什么成本,就很难把这种产品做大成一项事业,当然,例外的情况也会出现。

一个最为成功的连锁经营零售企业是一家名叫 Kinko 的绘图公司,这家企业开始时只是一家再普通不过的复印店,后来却发展成为一家国际性的连锁企业,为什么?是因为这家企业的所有者有什么过人之处吗?事情并非如此。使这家商店与众不同的地方在于其管理之道。Mail Boxes Etc 则是另一个成功的例子。

我在这里所讨论的这项准则并不是从管理的角度说的,而是从产品本身来看。对于一个过于简单的想法,通常没人愿意投资:比如,编写一个用于某种特定工作(如需要在加州寻找一辆新车)的计算机程序软件,任何一个略懂计算机和软件的人就能作出这样的程序,这样一个过于简单的想法,谁会愿意进行投资呢?

摆脱时尚

并不是说产品摆脱了时尚就可以成为一个成功的企业,不同时期的融资环境肯定会大不相同。因此,如果一个想法过于跟随潮流确实很难获得融资,很多风险投资家比人们想象的要更为保守。对于他们来说,投资理念可能并非总是随潮流而动的。

做一桩容易理解的生意

这项准则主要针对项目的定义和解释而言,它并不涉及产品本身的复杂程度。意识到这项准则的重要性是因为我的一次亲身经历,那是一次内容复杂的房地产项目的风险融资活动。为了向一位资深的房地产投资专家解释清楚这个项目,我们花了整整两个小时的时间,虽然最终这位专家认可了该项目,但他同时提醒我们,如果我们的听众也就是那些未来的投资者都是一些非专业人士,比如说是一些医生或是一群有钱人的话,要让这些人明白我们的项目真不知要花多长

时间。这次的经历让人铭记。所以在陈述项目的时候,我们应该尽可能地用最通俗的方式和最简洁的语言把复杂的想法表达清楚,这会有助于我们创业计划的推行,况且,做到这一点并不难。使生意尽可能地简单可以从一个简单的方式开始,这会给人留下一种很好的印象。这项原则还可以用来评估那些潜在企业家的自我意识。我的一个朋友告诉我想进入洗车行业,如果选对地点,这其实是个不错的想法,但这个家伙不仅仅只是做一家洗车行而已,他想要建立的是一个大型的有限合伙企业。对于这样一种较为简单的项目来说,建立一个大型企业无疑是不太合适的,我的这位朋友也因为将他太多的心思花在建立大规模的有限责任公司上面,而没有把他的精力用于考虑企业经营的各种细节,因此,他的想法最终也没能变为现实。

这项准则的执行好坏还会产生另一个更为重要的影响。作为企业家需要牢记在心的是,我们需要找到一种最为简单的途径,用最精练的语言让别人清楚地明白我们的想法。John Morris 形象地将这种途径称之为“电梯下落时速”,也就是说,你必须在电梯移动的一段极为短暂的时间内让别人清楚你的想法;另一家名为 Shepherd 风险投资基金企业的投资者 George Kenney 把这项准则称为“十六字准则”,他认为,一个企业家应该能够在十六秒钟内用十六个恰当的词对一个智商达到十六岁的人说清楚他的想法。当然,短短十六秒的时间可能不够,但至少应该能够表达清楚大致的意思。GEO Cities 的创始人 David Bonnett 曾向我讲述过他自己的创业经历:在取得创业成功之前,他曾无数次地向投资者们讲述过他的创业想法,都没有获得成功,直到最后遇到了一个投资者。这个人只给了他三十秒钟的时间去陈述他的想法,而他非常简洁的回答给这位风险投资者留下了十分深刻的印象,投资者由此对他的项目产生了浓厚的兴趣,并要求他解释得清楚一些,最后明确表示,只要 David 愿意更改企业的名字,他就愿意进行投资。可见,一个简洁明了的陈述所产生的重要作用是多么巨大。

对准则的重新审视和再认识

本章的以上要素成为衡量项目好坏的重要标准。我们力图在案例中针对企业存在的问题提供一个相应的解决方案,其中一个重要的目的是帮助企业获得更多的融资机会。这些准则中难以衡量的一个指标就是利润率。因为,在这些要素中,最有可能出现差异的就是利润率。许多创业想法听起来确实不错,一旦投入生产,开始推向市场或者是开始向市场提供服务,就会发现实际利润率远没有想象的那样大。因此,这些准则的实现既需要感性更需要理性。不论你设计的产品多么具有诱惑力,如果投资者不愿意把足够的钱投给你,你的美好愿望就没法实现。许多投资者曾吃过此中苦头。美国的许多投资者就是在网络泡沫时期因为没有给予利润率以足够的重视,却把市场份额看得过于重要,为此付出了惨重代价。

核心人物与管理团队

对核心人物进行评估

是什么成就了一个优秀的企业家呢?谁也不能清楚地确定。针对企业家的人格特征,有

许多的研究,当某人被安排到某个位置之前,其实很难推测判断出这个人的表现。我们讨论此话题的目的,在于提醒那些想要获得创业融资的企业家,他们可能会面对类似的提问。几年前,我曾经邀请一位企业家给我的学生做过一次演讲。在那次的演讲中,他提到他读过的一篇文章,并将他的演讲题目命名为“C¹²D²”,他认为,一个优秀的企业家的界定,可以用12个以字母“C”开头的单词和以字母“D”开头的两个术语“驱动力和掌舵人”来表述。这种方法非常适用于评述企业家的相关特征,所以,让我们来了解一下这些以字母“C”开头的词语,看看企业家需要具备一些怎样的特质。

聚焦企业管理之道

放手干吧!

如果没有适当的战略将商业想法和机会变为某种产品或服务,那么,这些想法即便是来自最有远见的人也无济于事。

我们这个时代伟大的思想家和创新者之一是 William Von Meister: 他早在 20 世纪 80 年代创办了 Control Video 公司,但是,他于 1993 年年仅 53 岁时破产并默默无闻地死去,我们中很少有人听说过他,但了解他的人都知道: 没有他,就不会有美国在线!

对于所有成功的企业来说,有一点是清楚的: 想法并不能代表什么,而执行力能够决定一切。如果你研究过商业社会发展的历史,你会发现所有企业的起步阶段无不充满着艰辛,这是为什么呢? 因为,一定要有人去做事才会有所成! 这里我们引用两个名人的讲话:

我并没有创造出完美的老鼠夹,有些企业花费过长的时间去完善他们的老鼠夹,等他们老鼠夹推向市场的时候,已出现了一种新老鼠,而他们的老鼠夹已经不再适用了……所以,企业壮大的诀窍在于你进入市场的时候正是市场需求加速放大的时候! 有时,太早和太晚一样糟!

Sandra Kurtzig, ASK 公司创始人

在企业起步之后要获得成功,需要做的事情是: 握住主线,对风险有清醒的认识并向前进,每个月解决上百个小问题,而不是每天想出一个大主意,到处冒险。

Jim Clark, 网景公司创始人

心理素质

创业是一件费心耗力的事情。创业者必须有足够的毅力长时间的持续工作,必须有极好的身体素质。我们曾听到过这样一个案例: 一个眼科实验室开业后不久,负责这个实验室的主任就变成一个烟鬼,并且体重明显上升。那些给其以资金支持的投资者们为其敬业精神所感动,对他赞叹不已,但实验室开业仅仅六周,这位主任就不得不抱病离开,并于六个月后死于喉症。这也许是一个非常极端的事例,但确有其事。我们必须牢记在心的是,新企业下属的能力之源源来自他们的上级主管,如果主管没劲了,必定会影响到下属的情绪和行为。

自信

如果你问某人他是否能经营好一个新企业,你希望得到怎样的一种答案呢?“我估计我能管理好这个企业。”这样回答的企业家具有足够的热情和自信吗?很难说。我们更希望看到的是某人与生俱来的绝对自信。如果听到有人说“我一定能做好这个企业,你敢赌吗?”这样自信的话,自然,整个企业的积极性都会被调动起来。因为,在这个世界上,最具有感染力的东西就是热情。

勇气

作为未来的企业家是否曾经历过挫折,他是否成功地走了出来?有些企业家运气很好,从不曾遇到过太大的挫折,如果一旦遇到,他是否还有勇气再开始一次新的尝试?我的一个朋友曾对我说,他喜欢雇用飞行员,因为驾驶飞机平安着陆是需要一定勇气的。

竞争力

如果有人喜欢说“随便你”,他通常很难适应一个新的企业环境。这个特质与上一个非常相似。人们往往会关注这个人是否有过与别人激烈竞争的经历。我的一个女学生曾跟我说,她的身体有残疾,因而阻碍了她从事体育运动,所以她不可能有竞争力!我告诉她,我所说的并非只是体育场上的竞争,因为竞争远不止在体育场上!我的一个客户是一家企业的销售女主管,她是我所见过的最为有竞争力的人,但她不是运动员。当她和您握手时,你能感觉到她很用力,而不仅仅是礼节性的触碰一下。如果你想去拿杯喝的,她会询问你拿的是什么,然后会跟你说:“我也想要,而且我要两杯!”与她接触,给人的深刻感受是,这是一位令人敬畏的女企业家!

感召力

我曾认为感召力是企业家必须具备的一项重要特质,但我的学生改变了我的想法。对于企业初创阶段来说,感召力确有帮助,但当企业走向正轨之后呢?在感召力的作用已经显现无遗之后,单靠感召力还能带企业走多远呢?一个企业具有感召力是好的,它有助于企业融资,但我现在认为,它的重要性要让位于下面的品质。

品性

我曾有过与人合开企业却最终发现被骗的经历。这种经历让我明白,对于企业家来说,品性是不可或缺的元素。因为,在现实生活中,有太多的人用谎言或欺骗手段到处寻找机会,希望别人在他起步阶段能够帮助他。

所以,在与那些未来企业家谈话的最初半小时里,我总是会问两个问题:“你坐过牢吗?你有过破产的经历吗?”这样的提问并不是说我想对这些有过坐牢或破产经历的人进行一个评判,而只是想知道当这些人为了创业去筹资时会怎样去突破这些巨大的阻力?显然,有些人会采用狡猾的骗术。一次,我们要求一个家伙说出 25 个可以为提供借鉴的人选,一听这个问题,这个人就很恼火:他并不认为他需要去向别人取经。但他还是列出了一份 25 人的名单,这其中包括一些非常杰出的重要人物,其中包括一个市政法官和一个拥有自己企业的 CPA。这份名单上所列的人物听起来都很有影响力,但遗憾的是这份名单只是他自己编造的而已^①。所以,如果你打算和某人共创一份事业,一定要尽可能地去了解这个人的底细。

^① 有专门的服务机构能够对某人进行彻底地背景调查,如果你想和某人合作之前一定要和这样的机构保持联系,特别是如果你打算对他的项目进行投资。

经营战略

在快速应变中成长

我在工作中学到的最好一点就是,永远不要满足于现状。吹毛求疵才会产出新产品,我们才会进步……因此,我正试着给员工灌输争强好胜的精神和紧迫感。”

Carol Bartz, Autodesk 公司首席执行官

1982年,由一群牛仔编程者创立,旨在为计算机用户提供CAD解决方案的Autodesk公司,一直在按照他们自己的时间表和节奏生活,Autodesk公司走过了一条很漫长的道路。在创办企业之初,创业者们并没有太多考虑产品的利润率,甚至没有考虑产品是否能被市场接受,他们只是想生产出激动人心的产品。由于其产品的新颖性和巨大的市场潜力,风险投资企业在它创立三年之后帮助它首发上市,1987年,它已经销售出第十万个产品。

和包括网络巨无霸EBAY公司在内的其他新兴的企业一样,Autodesk需要引进一个职业经理人去管理以实现企业的潜在收益。因此,在1992年,来自Sun公司的成熟老练的Carol Bartz加盟了Autodesk,她在Autodesk公司内部引进了一套深思熟虑的管理理念,并有效地促进了企业的扩张和快速成长。企业内部的结构调整帮助企业在1994年实现了其100万个产品的销售,并在1999年实现了200万个的产品销售。2001财政年的销售业绩达到10亿美元。

Carol Bartz在企业继续着她的革新和冒险,这与传统管理者的管理办法大不相同。但她说,作为企业领导,我需要学会快速应变,不断地挑战自己。我不断地鼓动我的员工、同事和每一个人脱离安逸领土境地——去冒险!这是身为CEO的乐趣所在。

作为新经济企业的代表企业,Autodesk和eBay等公司懂得,在从起步到快速成长的转换过程中,任用职业经理人团队去帮助原创企业家实现成长目标。当然,eBay公司的Pierre Omidyar成功地帮助企业完成了转型过程,并使企业获得了丰厚的利润。而Autodesk公司的Walker却因此而被免职了。对于这些企业先锋,究竟谁对谁错,你也会有自己的判断。

管理团队

对于一个企业来说,究竟应该拥有一个核心人物还是一支管理团队更好些呢?这应该取决于企业的类型,背景以及那些潜在企业家的职业经历。对于高科技的创业企业来说,拥有一个核心人物更为必要。如果这个人选对了,他可能会在业内获得认可,并招募到非常具有竞争力的人来填充重要岗位。如果没选对人,可能他招来了一大帮人却解决不了任何问题,这样的人作为企业家来说显然缺乏自信。

由此,我想到关于合作首席执行官的问题。我曾遇到过两个人,他们打算合作成立一家企

业,我问他们,谁会是谁首席执行官,其中一个人回答说:这有什么关系,乔治和我都可以做!听起来这人很谦虚,但这种回答方式却会因此导致企业无法获得融资。因为,大多数的风险投资者投资企业,也是在对项目负责人进行投资,这样的回答只会让人感到两个人看起来似乎都不能胜任这一职位。其实,如果他们这样回答也许更恰当:“乔治是老板,我会尽全力支持他。”

本章小结

在这一章里,我们用了四个概念来说明启动一个新企业的基本环节:基本想法,关键人物,商业计划书和风险资本。这一章里我们讨论了其中的两个环节,后面的两个环节我们将在下一章予以讨论。在将创业想法变为现实之际,我们想让年轻企业家将一些重要准则铭记在心。如果将这些因素充分考虑到了,那将有助于使我们的梦想变为现实。有时候,通过这些准则的运用我们会发现想法并非我们最初设想的那样好,于是就此止步,这也可以避免过多的精力耗费。关于核心人物和管理团队的探讨是为了提醒企业家:对于投资者来说,他们最为关心的是这些企业家的工作经验。一个野心勃勃的企业家如果没有任何的轨迹记录:如果问你有过怎样的赚钱经验时你无言以对,那么,这样的讨论至少提醒你应该先去积累一些工作经验,然后再考虑寻找职业基金。



问题讨论

运用这一章所提到的各项准则,评估以下的创业计划:

- a. 滑雪板企业;
- b. 为配送企业提供设计,发展和配送系统软件;
- c. 为宽带电讯企业生产元件;
- d. 连锁干洗店。

第二章

商业计划书与创业融资

商业计划书

我们在这一章讨论的主题是商业计划书。在开始撰写商业计划书的大纲之前,我们有必要知道怎样的商业计划书才算是一份合格的商业计划书。要弄清这个问题,我们首先需要将商业计划书与其他类别的报告书区别开来。作为商业计划书,不同于给政府投资基金部门或其他政府部门递交的报告书,报告书往往需要长篇累牍的详细说明;作为商业计划书,应该尽可能言简意赅,主要内容的篇幅通常不超过 20—25 页,顶多加上财务报表作为附件^①。商业计划书的阅读者,不管是专业的风险投资家还是有钱人,都不希望花太多的时间来看冗长的报告,他们关注的焦点是项目的好与坏。商业计划书的撰写人最好由充满雄心壮志的企业家亲自操刀。作为风险投资家,他们通常不愿和别人讨论手中这份商业计划书的好坏,也就是说,往往一个人就决定了一个项目的生死命运,因此,企业家必须深思熟虑地认真撰写这份报告,不要有一句废话,甚至不要出现任何的打字错误^②。当然,对于高科技企业来说,情况可以另当别论,商业计划书的设计可以采用另外的模式,因为,高科技企业往往不能获得足够充分的预测数据,而且商业模式也不完全固定,所以,商业计划书的撰写也会与传统企业的商业计划书有很大区别。在美国网络泡沫膨胀到最大的那段时期,很多风险投资家和天使投资家在做项目投资决策时可能根本都没有读到过一份商业计划书。我常常在想,如果时光倒流,类似情况再次发生,也许风险投资者们要求先看看商业计划书的做法,会让他们付出的代价少一些呢!

提纲

介绍和摘要

介绍和摘要部分的内容通常最后来写,长度不应该超过一页半纸,这是整份商业计划书的卖点。如果你的读者无意重新回来看这部分内容,他很可能对后面的内容也不感兴趣。这部

^① 我认识的一个有钱人甚至坚持认为“商业计划书”不要超过一页纸!这显然是难以做到的。

^② 因为计算机都有拼写查错功能,所以打字的错误是很容易纠正的。但企业家还是需要小心谨慎,确保不要犯下任何排版错误,哪怕只是很小的一点错。

分内容如同电梯里的按键。所有的内容在这里要用最简练的一两句话来概括。

产品

产品部分主要介绍企业生产或销售的产品,或者是提供的服务。对产品或服务的描述是一件颇费琢磨的事情。在做这一步工作之前,你需要清楚的是这份商业计划书的读者通常会三个人:风险投资企业的总经理、财务总监以及技术总监,这是专业性的风险投资企业的普遍模式。如果产品的技术含量很高,而且相关领域的专业人才并非随处可得,风险投资企业还会找到一个相关领域的专家来对这种产品做技术评判。对于这个技术专家而言,他只需要理解产品的基本原理和具体应用领域,并不需要了解到所有的技术细节。

如果商业报告中涉及商业秘密,应该找律师签订一份保密协议,最好是找一个了解技术专利的律师。这份文件可能会提到产品的某些技术诀窍,风险资本的来源渠道,明确表述引入风险投资家的目的是为了获得启动资金融资等,这些内容都是企业的商业机密^①。如果以后企业家发现有人剽窃了自己的产品或是创意,这份文档将成为最基本的法律证据。从风险投资者的职业角度来说,他们并不想窃取产品技术诀窍或是创意,他们往往对提出这些想法的人更感兴趣。另外,这些风险投资家也不想经营他们所投资的企业,他们只是希望有人能替他们赚钱。

另外,在讨论产品这个话题的时候,我们自然会联想到申请专利的问题。这其实很难有一个明确的标准答案。一般而言,作为新创立的企业在获得融资前就申请专利并不见得是件好事,因为专利申请具有时间性,等待专利权审批到发布往往需要两年甚至更长的时间。如果你在融资前申请了专利,商业计划书的阅读者必然会向你提出下面的问题:“在过去两年里你拿你的产品做过些什么?你对外界展示过你的产品吗?”面对这样的问题,不管你如何否认,都不会让人相信你的产品从来没有向外展示过。而对于企业产品来说,尤其是对于高科技企业产品来说,除了极个别情况之外,曾经向外展示过的商品往往都不会太好。

我反对申请专利的另一个理由是出于对你的创意的保护。整个专利的申请程序包括一开始的专利填写到以后的专利发布,专利从申请递交专利局时就开始生效,而不需要等到专利发布之时^②。有些人在申请专利时会写一些不相关或是夸大其词的内容,目的在于推迟专利实际发布的时间,这也不失为一个很好的解决之道。因为,一旦专利发布以后,全世界都会知道其中的秘密,如果专利不发布,人们就不能了解到其中的细节。

专利申请的另一个不利之处就是,一旦你申请了专利,就等于你向世人宣布你拥有了某样东西,如果有人证明这样东西并非你的独创(比如,有人证明你的发明在过去某个公开发表的文章里曾提到过),而是另有其人,那么,你的首创声明就会被推翻。即便没有这样的证据,你也可能会因为没有足够的资金为自己申辩而在法律诉讼官司中遭遇种种麻烦^③。所以,许多

^① 许多风险投资者或机构投资不愿意签署类似文件是因为他们不想让自己牵连到可能出现的法律诉讼中去,这就使得企业家置身于进退两难的境地。

^② 有报道说贝尔发明电话的专利申请只比另一个发明家早了二十分钟。

^③ 这让我回想起我过去的一段工作经历。我的客户买下一家大型制造企业的一个分厂并将生产设备用船运到加州。因为这桩购买生意中的有个产品很特别,引起了我们的注意,并且很快认出有个实力很强的竞争对手也有这种产品,我们立即意识到这是一桩专利欺诈,并致电一个熟悉专利的律师,他告诉我们如果要打这样一场诉讼官司,单是预付定金就是一个巨额数字,后面随之产生的各项费用更是天文数字。

企业家会放弃专利申请而选择保留产品制作的秘密,他们相信,这样做的结果可以让他们保持他们的相对优势。当然,也有些特殊产品确实需要申请专利,因为这些专利可能成为企业获得资金支持的有效证明。因此,企业是否申请专利还是要取决于产品和企业的具体情况。不管采用怎样的做法,需要牢记在心的一点是,由于产品在专利申请的过程存在着时间性问题,就意味着,这个产品可能会被看成一个已经向外展示过的产品。

营销

商业计划书的这部分内容主要说明你对产品的销售问题是如何考虑的。其中最为重要的环节是,如何来证明你的销售预测,因此,这部分内容也成为整个计划书中最为重要的部分。如果商业计划书的读者同意你的说法,自然也赞成你得出的结论。如果你只是十分勉强地说服读者认同你的观点,后面的工作需要付出的努力将会更大。不论是传统型企业、高科技企业还是网络企业,所有类型的企业都会面临相同的状况。

向读者证明销售计划现实可行并非一件轻而易举的事情。许多企业采用市场调查方法来解决这个问题。但是,不管你是小城市采用传统的市场营销调查方法进行市场调查,还是采取一些其他的方式进行市场调查,你都可能会面对这样的提问:人们真的愿意按此价格购买你的商品吗?只要你没有实际卖出过这种产品,或是在市场上提供过相关的服务,人们只会认为这是你一厢情愿的想法。很多网络企业在起步阶段都会犯这种想当然的错误。如果商业计划书的读者确信市场对商品的接受度,他们同样也就会认可商业计划书里所预测的销售数量;如果他们认为你的产品不具市场潜力,就不会再与你联系。所以,作为企业家来说,首当其冲要做的事就是让那些风险投资者对你的说法深信不疑。

核心人物和管理团队

这一部分主要介绍新企业中的CEO所具备的条件及其背景,有时也会介绍到一些重要岗位人员的情况。如果新企业依赖的不只是一两个核心成员,比如,这是一家由一群科学家所组成的企业,就没有必要再对第二层次的管理团队加以介绍。我们在上一章就曾提到过,如果一个企业选对了核心领导者,他必然会懂得如何选择有能力的人去做相应的工作,比如,市场营销总监或生产部门负责人等重要岗位的指定就不会出差错。

把员工的简历放在计划书里并非是一种明智的做法。很久以前,一家将成立的新企业认为我的一个朋友是市场营销副总裁的最佳候选人,就将他的简历放到商业计划书里了。我们才刚碰过头,还没有回到各自的办公室,他的个人简历已被送交新企业的总部,总部有人看了他的简历之后,将这个信息告诉了他原来所在企业的市场营销部经理。因此,当我的朋友回到他自己的办公室时,立刻被招到了总裁办公室,他的前任老板责怪他说,“你是想要摆脱这里吗?难道我们对你还不够好吗?”接着就把他给解雇了,他也由此没有得到那个新的职位,这样的结果真让人难以接受^①!

需要注意的是,我们这里所说的“简历”与你用于找工作的“简历”是完全不同的。我们特别需要强调的是个人的工作经验,这往往也是有经验的风险投资家见到你之后会问的第一个

^① 作者在几年前遇到他,他后来和另外一家新企业签了约并出卖了他的股份因而获得了几百万美元,大约在四十岁时退休。

问题,这需要你展示自己管理企业或赚钱的成功案例。高学历、头脑灵活、反应快、表现机智或是曾经担任要职等特质固然重要,但却并非风险投资家们最为看重的要件,他们更为关注的是,你是否有过自己赚钱或是帮助别人赚钱的各种经历。

我们不能断言有过这样经历的人就一定会是一个好的管理者,但是,经验表明,如果一个人从来没有赚钱的经历,那么他其他方面的能力也不让人信服。我们总是希望看到这样的一种场景:那个未来的企业家,精神抖擞,信心满满地娓娓陈述他的工作经历,对于曾经负责过的部门、任职过的企业或是销售过的产品是如何的赚钱,他都能如数家珍地一一道来。这样的一种状态意味着你可以把握整个局面,而并不是一个单纯的执行者,哪怕作为执行者的地位又高、待遇又好也不能比。一般情况下,如果你在做自我介绍时说自己是某个部门的负责人,每年控制着1 000万美元的预算;或者说,你自己拥有一家企业,也可能是帮别人在掌控一个企业或负责生产某种产品,两种说法一相比较,我们其实就非常清楚不同经历所产生的能量是不一样的^①。

对于新企业来说,将会计或法律等职业性从业人员的简历写进商业计划书的做法并不恰当,这似乎在向外界表明企业家在某些方面存在的弱点,所以才有必要对管理层人员做适当的补充。将那些备受尊重的管理者的名字(而非简历)写进商业计划书里也会因为晕轮效应而产生负面影响,但是,如果这个人同意进董事会,那些打算对企业投资的投资者会理解为是对企业家的信任投票。

简历一页就够了,将类似某些俱乐部成员的头衔或一些非商业活动的身份写进去很不明智,相比之下,可能把曾经做过儿童团长的经历写进去还稍许强些。企业家往往对他们所拥有的专利极感自豪,但没必要把这些专利一一列举出来。

记住,风险资本所找寻的是商业计划书中企业家的某个闪光点,也许这些闪光点很小,即使只是“冰山一角”。总之,所有写入简历的内容其实都只是为了传递一个信息,那就是:你会成功地经营好企业,至于其他的事则一概免谈。

财务状况的摘要

对于财务状况的描述应该包括三项内容:(1)对企业的销售预测和利润预测;(2)对企业启动资金的需求评估;(3)预期能够获得的融资。

对这三点我们将分别加以讨论。

对销售和利润的预测

商业计划书应该包括对销售额的预测和作出这些预测的理由,以及由预测的销售数据所推断出的销售利润。通常需要企业提供未来五年的销售和利润预测数据,虽然这样做会让人产生野心太大的感觉,但主要目的还是为了迎合投资者想要了解利润分配的需求预期。如果投资者要了解五年后的利润,作为企业经营者来说就有必要提供这些数据(高科技企业的情况

^① 对于学生和处于创业初期的年轻企业家来说,这意味着你必须对所从事的工作有所选择。如果你想积累自己的“从业经历”,你就不能因为收入比一线岗位高,就挑选一个软件方面的工作,如果你想要积累自己的“工作经历”,就应该去找到一份能够让自己在将来回顾时能够说“这事是我做的”,而不只是说“我相信我能做这事!”

除外,相关的具体内容我们会在后面详细讨论)。

损益表所传达的信息

出让多少股权为好?

作为企业主,你需要充分地考虑企业股份的出让额度。因为出让企业股权的多少意味着吸收多少风险投资资本。有些天使投资者可能会告诉你他们的想法,究竟是“接受还是放弃”,但如果你接触的对象并非天使投资者或职业投资者,那么这些合作对象通常会提出一个问题:“如果我给你投钱,你能出让多少股份给我?”面对这样的提问,你需要作出一个合理的答复^①。

企业出让股权的决策法则被称作 PR(企业提供的股份比例)(the percentage of the company to offer, PR)其计算公式如下:

$$PR = \frac{\text{预期的投资系数} \times \text{投资额}}{\text{企业五年后的价值(第五年的收入} \times \text{系数)}}$$

除了新经济企业之外,对于传统企业而言,职业的风险投资机构对于预期投资系数的设定通常为 3—5 年内为 5—10 倍^②。比如说,某个企业的前期投资需求为 50 万美元,则分子应为 500 万美元,分母则是第五年的收入乘以某个系数。

即

$$\text{企业提供的股份比例} = \frac{\$5\,000\,000 (= \$500\,000 \times 10)}{\$15\,000\,000 (= \$1\,000\,000 \times 15)} = 33.3\%$$

这样,投资者可以获得 33% 的股权,而企业主保有 67% 的股权。由此,我们可以非常清楚地认识到,企业基本利润的高低是非常关键的一个因素。如果企业状况不佳,则分母必然很小,企业经营必须放弃的股权也就必然很多。

股权出让的比例变动是很快的。企业在第五年的收入如果只有 40 万美元,假定系数还是为 15,则分母值就只有 600 万美元,那么企业要放弃的股权就会达到 83% 的比例之高,即使你没有派发任何股权给你的管理团队或是种子资金投资者,你也只剩下 16% 的股权了,身为一个有抱负的企业家是否会愿意冒险去经营一家只掌握了 16% 股权的企业呢?当然,出让股权能够置换到的资金量大小也是一个需要考虑的问题。如果投资额度极大,企业家也会乐意持有哪怕只是 16% 的股权。

以上的讨论是为了说明企业实现高利润回报的重要性。当然,你不需要将具体的计算过程放在商业计划书中。计算公式只用作你回答股权出让问题的依据。

另外一个重要因素是关于税后收入系数的确定。我们建议你能够在商业计划书中陈述财务状况的部分说清确定的系数。你可以根据一些关联的数据得出这个系数。比如,你可以引用那些最近上市企业股权出售时所使用的系数,当你与投资者谈论股权转让份额的时候可以将这些例子作为你使用该系数的理由。

^① 见下面的定义。

^② 比如,美国加州网络孵化器投资者往往根据他们的经验而提出投资回报一百倍的要求。关于这一点,我们在后面的章节中还会提到。

创业的时机选择很关键。如果创业时正逢股票市场低迷,你就只能引用一个较低的系数,而当股票市场处于牛市,你则可以引用很高的系数。而且,在股票市场处于牛市的时期你更容易获得风险资本。相反,如果股票市场处于熊市,意味着首发上市的企业数量减少,即使你定一个很低的系数,也很难吸引投资者的投资兴趣。如果你融资时正处于熊市,你能作出的最佳选择只有等待。所幸,市场并不会一直坏下去。

不管是为了创业的起步还是出于其他方面的需要,在市场萧条时期获得外部融资就如同逆水行舟。时机的选择真的很关键。

高科技企业的股权分割——评估

上面提到的方法主要针对传统企业在创业期间如何分割股权,虽然职业投资者在不同的行业所获得股权的方式会有所不同,但基本道理还是一样的。他们首先会猜测企业在未来五年的市场中究竟价值几何,然后,基于当时的宏观经济环境和对风险的评估来确定一个投资回报率(或是投资系数,总之两者是一回事)。我们来看下面的例子。

起步阶段:在企业起步阶段,几个朋友组建了一家高科技企业,他们共同拥有企业 100% 的股份,企业的启动资金来自他们各自的积蓄以及向亲戚朋友的借款。

他们在这一阶段最好不要因为向亲戚朋友的借款而出让股权,因为这样做可能会带来很多麻烦。比如说,他们出于某种原因可能会对企业的估值很高,但以后引入的天使投资者或风险投资者往往只会给企业一个较低的评估值,这就免不了会出现很多伤感情的事情。

第一年:企业在第一年的经营中,决定通过外部融资以保证企业发展所需要的资金。企业制定出一个“游戏计划”,并找到天使投资者,寻求 100 万美元的风险投资。这时,天使投资者会基于在将来退出时企业可能实现的价值来设定一个预期回报率。因为企业的经营时间有限,很难对五年后的收入与利润作出合理预测。通常,天使投资者会要求 25% 的股份,也就是对企业的未来价值会评估为 400 万美元。但在投资之前,天使投资者也会试着评估企业在五年后的市值大小。如果天使投资者是早期投资者,想要在退出时获得 20 倍的利润回报,企业可以通过引入新一轮的风险投资,以稀释股份或公开上市的方式,使其在退出时能够获得 2 000 万美元的投资回报。这样的话,天使投资者会要求企业在五年后进一步融资 8 000 万美元。这就意味着他们 25% 的股份得到的利润回报比他们要求的 2 000 万美元还要多。如果得到的回答是否定的,即,企业主认为他们的企业不足以创造 8 000 万美元的市值,则天使投资者就会要求更多的股份。但这样的做法可能会将这些天使投资者带到一个危险的境地,因为如果真的这样做了,企业股份在一次次地被稀释之后,所剩无几的股权将不足以激励企业家经营的斗志。

投资者通常还会提出一些要求作为投资的先决条件。比如,他们会要求企业家保留 15%—25% 的股权用于奖励重要员工,将 15%—25% 股权比率给予企业的核心团队对于企业来说是一个可以接受的要求。因此,企业员工期权和预期的风险投资各占 25% 的比重,意味着企业通常需要稀释 50% 的股权。附录 3 提供了一个相应的案例。

第二或第三年:因为企业“烧钱”很厉害,管理层和天使投资者都意识到企业需要更多的现金投入。这个阶段进入的风险投资家,通常是那些在第一年就与天使投资者一起对企业有过少量投资的人。(天使投资者在早期阶段邀请风险投资进入的真正原因正在于此:因为其前期的少量投资,往往可能导致其成为下一阶段最重要的融资对象。)一般来讲,企业发展到这

一阶段,通常已经能够对五年以后的表现作出一个较为合理的预测,尤其是对利润的预测。

我们假定企业第五年的净收入约为 900 万美元,如果将收入系数设定为 20^①,则企业将会有约 18 000 万美元的市值。如果这时企业上市首发,通常需要拿出 25% 的股份向公众出售。也就是说,原来的股东(包括创业者,核心员工,天使投资者和风险投资者)还有 13 500 万美元的资产,风险投资者在考虑了企业的发展前景,实现未来利润回报可能面临的风险,以及宏观经济环境之后,会提出一个他们认为合理的利润回报率,比如,他们想在五年后获得五倍的投资回报。如果风险投资额为 500 万美元,意味着除掉给公众的 25% 的股份之外,他们将获得 13 500 万美元中 2 500 万美元的市值,相当于企业第五年市值的 19%。但我们必须考虑到企业首发上市之后将会有 25% 的股份被稀释。也就是说,他们在投资时拥有企业 25% 的股份,但首发上市之后他们会以持有企业 19% 股权的方式退出($25\% \times 75\% = 19\%$)。当然,如果他们认为获得这一回报率他们将要承担更大的风险,他们可能会要求十倍的利润回报,他们的股权比例也自然会随之而提高。(这就再一次提醒经营者需要注意到高额利润的重要性,否则,经营者手中留有的股票将变得不值钱。)这时,最早的创业者还有 23% 的股权,当然,股权的多少只是一个相对概念,关键在于五年后的 23% 究竟值多少钱,如果是 18 000 万美元的 23% 就相当于企业在五年后拥有了 4 100 万美元,这应该是他们五年努力的一个丰厚回报。

如果企业在 500 万美元花完之后,还需要风险投资者追加更多的投资,他们的股权比例将如同美元币值一样继续下降,风险投资者要求的利润回报率也会重新进行调整,调整的幅度取决于他们对风险的再次评估。

在创业阶段企业究竟需要多少钱?

创业阶段究竟需要多少钱才能顺利启动企业并让其成功运营?这确实是一个值得探讨的问题。好我们将在第四章讲述现金流量的一些分析方法,运用这些方法,你将会发现,当企业处于不同经营状况下时销售与成本以及相关科目的变化情况,我们把经营状况分为正常的、最为理想的和最为糟糕的三种状况来加以分析比较。接下来的第二步就是计算在正常情况下的现金流极小值,并将其称之为 M。要弄清我们这样做的原因,我们可以假定企业有一个现金账户额为负的 854 500 美元,如果我们在企业的存款账户上放上相同金额的现金,这笔现金可以维持企业十个月的运作,在第十一个月时,我们通过一些内部手段重新增加现金账户的资金,那么,企业在未来一段时间实际上并不需要额外的现金。

下一步我们需要计算在最糟糕状况下的最大负现金流,将其称之为 A,同时我们还要计算在最理想状况下的最大负现金流,并将其称之为 B。

作为一个新创企业,对现金的需求量为正常状况下的资金量 M 加上备用金^②;备用金的大小取决于 A 和 M 之间或是 B 和 M 之间较大的那个差值,差值取整数,这样取值是为了得到一个合理的总数但并不要求绝对精确。如果

① 这是一个时间函数。还记得我们在前面提到过在股票市场低迷的情况下融资的难度吗?如果处于牛市倒是可以用一个较大的乘数。

② 因为每个方案的特质有所不同,所以你并不总是需要了解这两个差额中的哪个更大些,可能销售速度慢会导致差额变大,但销售速度加快会带来更大的差额。

$M = \$850\,000$, $A = \$925\,000$, $B = \$1\,050\,000$, 那么

所需现金	\$850 000
加上：差额	<u>200 000</u>
等于：所需总金额	\$1 050 000

通常,如果我们把差额写成 217 535 美元,会让人看起来觉得怪怪的,遵循计算机的运算结果当然是对的,但也没有必要如此精确!可以肯定,商业计划书的读者读到这些精确数字后的唯一感觉只会是认为撰写人的智力有问题。

在商业计划书中,也要避免提出要求一百零五万美元这类数字。作为职业的风险投资者,他们的工作就是在不断地寻找披盔带甲的企业家可能出现错误或漏洞的蛛丝马迹,任何小小的疏漏都可能导致极为严重的损失。

我也常常惊奇地发现,有人居然会采纳那些只有极小可能性(比如 10% 的可能性)的想法,真不知道他们从哪里得来的数据?数据的得出有根据吗?对于我来说,可能性只能是基于某个事实,比如以前的财务数据,而不是某个人的感觉。

一旦明确了企业所需的资金要求之后,企业家需要回过头去重新思考的问题就是,以自己目前所具有的相关工作经验,是否能够要到企业所需要的资金呢?如果答案是肯定的,企业家接下来就有好多事情要做。你需要重新审定你过去所写的融资方案,并重新设计一整套全新的融资方案。例如,你需要的是全新的设备还是二手设备,你还需要到原来的供货商那里去提货吗?也许你可以将所有的生产转包出去;销售怎么办?销售是尽快铺开还是需要控制节奏?企业的管理费用大吗?你是否能把管理费用控制在最小额度内?你的应收账款政策如何?如果有存货,存货政策怎样?这些问题需要你一一列出来。我建议你再次重新评估企业发展所需求的资金,看看是否有考虑周全的地方。因为,当你急需资金时再来提出资本要求,可能为时已晚。你也可以通过加大资金需求的做法来引起某些风险投资者的注意。正如计算机应用程序总喜欢出现“如果……”选项一样(比如电算化的现金流量分析软件),只要你付出不多的努力,可能就会带来很大的改变。

风险资本的阶段问题

一旦风险投资者同意提供项目融资,他们几乎都会认为企业在一开始的时候并不需要那么多的资金,因此,他们建议分阶段地进行投资,特别是对高科技企业和新经济企业,这样的理由听起来也不无道理。但是,如果一旦采纳这种建议,可能会让企业在起步之后遭遇严重问题。

当企业由于某种原因迫切需要资金时,你可能发现风险投资的资金不能及时到位,原因在于对方暂时的资金不足,虽然风险投资者承诺会尽快使资金到位,但你不能要求你的员工在你付清工资之前束紧裤腰带,也无法向你的供货商交代,这种情况可能会让你束手无策。

在我早年刚参加工作时就曾经有过这样的经历,后来又多次碰到这种情况发生。还记得在第一章所提过的那个生产小型泵的企业吗?他们在企业的起步阶段非常相信其投资者的资金实力,所以就同意了那位风险投资者的建议,延后支付部分的风险投资资金。然而,当这家企业因为急需资金向那个投资者打电话时,那位投资者请他先向其他的投资者融资,他答应会

尽快变现部分资产,然后将原有的股权赎回。你可以想象得出这时候的状况会有多糟!在这种情况下,除非这位投资者的资金到位,否则其他投资者出于疑虑根本不会投入任何资金^①。这家水泵厂险些濒临倒闭。出现这种问题的关键原因在于,如果新兴企业起步后不像预想中的那样好,风险投资者往往就不愿投更多的钱进去。风险投资的这种悖论与一个我曾教过的学生,后来成为某空军军官的飞行经验不谋而合:如果你想飞到融资的天堂,你必须为整个行程一次性加满油箱,因为旅途中不会有提供良好服务的加油站。和这条规则相悖的情况,就是实行“阶段融资”,我们接下来马上讨论这个问题。

前面所提的融资规则较为适用于传统型企业的起步阶段,对于诸如“新经济”或生物技术等高科技企业来说,融资方式则会有所不同。这类企业在不同的阶段会有不同的融资模式。如果企业发展到某个里程碑式的阶段,就可以获得额外的融资。当然,其前提在于所需的资金在需要的时候能够获得的情况下。如果所需资金不能保证,就应用“等火候到的时候再去融资”的原则。

作为高科技企业或类似高科技的企业来说,通常用下面的做法来实现企业融资(参见图 2.1)。

在第一阶段,充满雄心壮志的企业家主要依赖其自身资源进行融资,通常会动用自己的储蓄或亲戚朋友的资金。以这样一种方式获得的资金对于高科

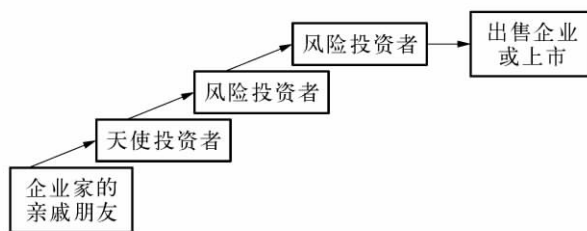


图 2.1 某些高科技企业和生物技术企业的融资顺序

技企业或其他类型的企业来说是远远不够的,绝大多数企业在创业的初始阶段和第二阶段都很难得到任何职业性融资,所以只能变通地采用其他融资方法,这其中包括来自供货商的信用,因此,这方面的作用我们其实不可小觑。

步步为营

对于起步阶段的企业来说,也许可以采用“步步为营”的策略。让我们举个例子来说明这一点:当约翰·保罗·德·乔瑞(John Paul De Joria)和保罗·马歇尔(Paul Mitchell)创立 Paul Mitchell Systems 护发产品企业时,他们只有 700 美元的启动资金。为了省钱,他们找到一家化工产品生产企业,要求厂家按他们的配方来生产护发剂,然后请一家包装品生产企业为他们生产瓶子,此外,考虑到黑白色的印刷品最为便宜,他们就选择黑白色作产品的外包装颜色,在所有主要的生产环节,他们都请求生产商先把他们需要的东西生产出来,等到商品到手之后再付货款,就这样让企业周转起来了。

如果企业在没有外部资金支持的情况下取得了成功,给予创业者的回报将是非常巨大的,企业管理层不需要忍受风险投资者不停地指手画脚。如果风险投资者具有技术和管理方面的经验,对企业的发展也会有所益处,否则,真会让人感到难以应付。

^① This reminds me of a horse race in which you ask if you can wait until the race is well under way before you place your bet. In this way you can see if it looks wise to bet. Wouldn't this be a strange state of affairs?

企业创业一旦成功,企业价值就会被吹上天,因此,最经常出现的错误就是对企业价值的高估。在前面,我们也曾提到过,如果新引入的投资者对企业的价值评估较低,可能会让原始投资者,也就是那些亲戚朋友们感到非常的不舒服。

企业一旦形成一定规模,天使投资者就有可能进入。天使投资者通常独自一人或以团队的方式到处活动,比如南加州的技术海岸天使投资公司(Tech Coast Angels)和旧金山硅谷地区的天使投资者团伙(Band of Angels)。前一家企业由120个有钱人组成,他们在洛杉矶、橙县和圣地亚哥地区分成三个小团体,定期会面,经常邀请一些有发展前景的企业家参加他们的聚会,目的是了解这些企业的经营情况,如果他们中的某人对某个企业家的想法感兴趣,就向这个企业投钱。对一个新兴企业的价值评估通常在100万美元到500万美元范围内。这样的一个评估结果并非表明这些天使投资者认为企业成长起来以后就值那么多钱,而只是说明企业在他们打算投资的那一阶段的估计价值。在这一阶段,每个天使投资者的投资从10万美元左右到50多万美元不等,所有天使投资者的投资总共加起来可能会达到100万美元到200万美元。

天使投资者总是在寻找那些具有光明前途的高科技企业,他们对传统型企业并不感兴趣,但也会并购某些可能获得融资的企业(这样的情形在2000年前网络经济破灭前经常出现)。

对于天使投资者来说,投资新兴企业的必要条件是相信该企业在不久之后就能够吸引到风险投资。否则的话他们也不愿意介入。自从网络经济泡沫破灭之后,天使投资者目前更经常采用的做法是,在企业发展的最初阶段邀请风险投资者共同对企业投资,这样做的目的,是为了使企业发展到第二阶段以后,能够比较容易地获得职业风险投资企业的投资资金。

到了融资的第二阶段,企业的融资渠道比以前多了,这时候,风险投资家开始进入。但即使在这一阶段,职业风险投资家的投资额度还是很低,只有一二百万美元,往往还会采用分期投资的方式。到了这个阶段,风险投资家对于新兴企业的评估值就是按照企业的未来预期值来计算的,因此,比天使投资者评估出来的价值要高。和天使投资者投资方式所不同的地方在于,他们的投资通常不会是一次性的,尤其针对网络企业或是高科技企业的做法更为典型。在企业发展的第一阶段与第二阶段,企业也可以获得一些特殊的银行融资,比如美国的硅谷银行就提供针对新兴企业的融资服务。他们的通常做法是,当风险投资者投资了一家新兴企业,或者他们决定要投资一家新兴企业,但是,风险投资的资金额度又满足不了企业的资金需求,硅谷银行就会向该企业贷款以补足这部分资金缺口。当然,银行还是指望风险投资者能够替企业偿还这笔贷款。银行提供贷款的唯一条件是要求企业提供某些“知识产权”方面的证明材料,比如企业申请的专利权,技术创新或专利软件等必要时可以出售的东西,这也是风险投资家想要见到的东西。

资金用光了

在起步阶段,传统型企业碰到的最糟糕的状况就是,企业在实现利润盈亏点之前,所有资金花光了。当你因此需要再次向投资者求助时,如何向这些人交待成为难题。没人会喜欢看到一份亏损的企业财务报表,就是说,你将要为获得进一步的融资付出更大的代价。(这种情况目前在电子零售行业经常出现。)从一开始企业就设定好在未来不同时段引入风险投资的战略称之为阶段性融资,这一点我们在前面已经讨论过了。但如果不是有计划的采取行动,问题

就出来了。比如,可能因为财务总监生病而导致贷款延期支付,也可能因为企业外部融资金额不能及时到账而出现资金短缺,不管何种原因,一旦外面的人察觉到企业出现了任何麻烦,投资者就不会愿意向企业提供更多的资金。(这时候需要思考的一个问题是:何时会出现融资最困难的局面?)

财务预测

财务预测的内容包括收入表、资产负债表和现金流量表,以及用于解释每一个科目的脚注。最好能够作出在企业经营处于最佳时期、低迷时期以及正常时期等不同状况下的财务预测,因此,三份财务报表就有三种不同的表述。当然,你没有必要将所有的财务预测数据都放在商业计划书中,因为这样会使计划书显得过于冗长。你只需要把企业处于正常经营状况下的财务预测数据放进去就可以了,而另外两份预测数据则作为资料备用。

企业在开头两年最好按月提供财务预测数据,到了后面三年则需要每三月提供一次。月报的编制主要是管理层出于自身管理的需要,投资者并不会作此要求。通过编制财务报表,你可以非常详细地将各项支出——明列,对于起步阶段的企业来说,这是非常重要的一环,清楚地知道企业的财务状况,有利于企业更好地发展。而编制出来的财务季报可以提供给投资者,满足他们对企业信息的了解。

做财务预测时重点建议在对财务报表中所有的会计科目都附加脚注。即使是完全相同的科目也是如此。脚注可以这样去写,比如,对管理费用支出中的某些科目你可以说“参见表3”,我们需要时刻牢记的一点就是,商业计划书的读者通常是三个人,而其中的一个就是财务人员。你必须解释清楚财务报表中所有的细节,即便其中的某些数据你只是凭借猜测来说明其意,但你必须能够圆满地说清楚“这个数据是怎样来的”。如果你承认自己并不了解这些数据的确切来由,只是根据实际支出加以毛估,这样的做法只会让人对你预测出来的数据产生疑问,并且会由此认为你的项目不具有投资价值。我们这样说的目的在于提醒初创阶段的企业家应该尽量避免让企业陷于可能出现的不利境地。我们永远需要提前做好必要的准备,否则前进的道路将会充满荆棘。

风险资本融资

在企业的经营活动中,任何活动都比不上寻找风险投资那样艰辛。即使在本书的开头我们曾经提到过,有一些幸运的网络企业在1998年和1999年间轻而易举地获得了风险投资,但对于大多数企业来说,其发展道路需要遵循以下路径:

- 第一步,明确企业的发展思路;
- 第二步,建立起企业的管理团队;
- 第三步,写出商业计划书。

当这些步骤完成后,下一步要做的工作就是为企业的发展融资。在这一环节,很多企业家最容易犯下的一个致命错误,那就是试图向风险投资家兜售他们的想法。这种做法导致的结

果必定是失败。这种情况对于多数的创业企业都是存在的,只有高科技企业会偶尔出现例外,有些高科技企业可能只是在位于 Palo Alto 的某些天使投资者机构如高科技海岸天使投资公司(Tech Coast Angels)或是天使投资者团伙(The Band of Angels)等机构发起的论坛上陈述了他们的创业想法就获得了所需要的创业资金,但这种情况确实并不多见,通过这种方式获得融资的企业只占融资企业的极小比例而已。

几年前上映的一个动画片曾经非常生动地描述了一份商业计划书是如何被弃之门外的。在那部动画片里,一家资金雄厚的风险投资企业的高级主管明确表示,他从来不会对一家来历不明的企业提供融资。所谓来历不明,指的是那些商业计划书的策划过于幼稚或者并非经人推荐。经人推荐的做法曾在过去盛行于伦敦商业银行圈内。就是说,如果你想在伦敦城里做生意,必须有恰当的人引见。坦白地说,企业要获得所需的资金,也需要有恰当的人加以引见。只是简单地将商业计划书邮寄给风险投资者的做法,很难获得企业所需要的资金,甚至都不会被认真考虑。在市场环境较好的 1998 年到 2000 年初,这种代表“旧经济”的做法似乎过时不再管用了,但随着网络泡沫的破灭,人们又重新意识到经人引见这一环节的重要性。即使你目前正在与某位天使投资者接洽,如果有个受人尊敬的资本家替你做进一步引见,对于融资也是非常有用的。这是每个企业家须知的另一条重要规则。

一次,洛杉矶风险投资基金的总裁在国会听证案开始之前有过一次短时间的露面,有人问他每年会收到多少份融资报告,他回答说每个月至少有五百份,也就是说,他一年中会收到六千份融资申请报告,又有人问他去年投资了几个项目,他的回答是三个。现今,对于天使投资者和风险投资家来说,这是一种非常普遍的情况。只是简单地寄出一份冰冷的商业计划书很可能不会达到任何效果,天使投资者永远只会选择其中极少数的项目进行投资,这一点,和过去没有任何差别。

在一篇如何引入风险投资的文章里,文章的作者曾归纳了风险投资的各种渠道^①,并在文章的最后得出结论,认为企业最好的融资办法是向各个投资企业同时递送商业计划书。即便如此,其结果只是让你的商业计划书成为上面提到的六千份计划书中的一份,你的项目成为中标的那三个项目的机会有多大呢?我们千万不要以为在 21 世纪的今天,我们所做的事情可以与以往完全不同。

我们一直坚信放在橱窗里的生意绝不会是一桩好生意。将一份没有精心准备过的商业计划书送到风险投资家那里肯定会遭到拒绝,即使你向许多风险投资家都投送了这份商业计划书也是同样的结果。实际上,融资成功的可能性是与所接洽的风险投资企业的数量成反比的。

风险资本的类型

不同类型的风险投资要求不同的企业战略。所以我们有必要对四种不同类型的风险投资加以了解:

种子资金;

^① 杰佛瑞·A·梯蒙和大卫·凯姆彼特,“获得风险投资必须抛弃许多旧规则”,《哈佛商业评论》,1982 年 1 月至 2 月。

天使资金；

风险投资；

第二阶段融资。

种子资金的来源渠道主要是个人、家庭以及亲朋好友。显然,如果创业阶段需要的资金额度很大的话,这些渠道显然很难筹足所需要的资金。在你的个人人际圈子之外去寻找种子资金的代价会相对较大。如果你为了获得种子资金不得不放弃部分股权的话,那就意味着在创业阶段需要更多资金的时候你就必须放弃更多的股权。正如前面提到的那样,你可以找到的应对诀窍是不要对企业估值过高。

如何获得天使投资者的投资资金在前面已经提到,这里不再赘述。在高科技泡沫破灭之前,天使投资者总是愿意在企业刚刚创立的时期就介入其中,但在市场不景气的情况下,他们更愿意和风险投资者相伴而行,也因此提高了企业在第二阶段融资时吸引到风险投资的机会。

我们前面曾提到过,当企业经营了一段时间之后,发展到一个新的阶段,企业就需要进行第二阶段的融资。第二阶段与第一阶段融资的差别在于是否具有必要性。如果企业只有获得资金才能维持下去,这样的融资就属于第一阶段的融资,而不是第二阶段的融资,其成本将会是非常高昂的;如果企业没有这笔资金也能生存,只是在注入了一笔新的资金之后,可以进入到一个新的发展阶段或促进其持续发展,对于这笔额外融资所需付出的代价会低得多。第二阶段的融资渠道很多,包括银行、金融企业、投资银行和一些风险投资企业。关于这一点我们会在第十章详细讨论。

起步阶段企业的核心战略是找到启动资金,融资也成为企业最为重要的商业机密。但到了第二阶段之后,情况发生了变化。如果企业在第二阶段能够实现自我生存,对资金没有迫切的需求,它可以大大方方地广而告之,表明自己的需要,募集企业发展所需要的资金,这种做法在第一阶段是万不可为的。

寻找起步资金的融资战略

融资战略中最为重要的一环在于必须让风险投资者意识到这是一个全新出炉的项目成果,这个项目最好是人们闻所未闻,见所未见。但需要注意的是,我所指的“新鲜出炉”并非是一个刚刚想出来的点子。融资中的一个关键问题是,如果这个项目曾经向其他投资人展示过,那么,现在的风险投资者可能会对其他投资人不愿意提供资金支持的真实原因产生质疑,担心自己也许没有了解到全部的信息。因为所有的投资者团队成员都是非常聪明的,如果项目本身没有问题,那些投资者应该不会放弃这样的一个好项目。所以,企业在融资过程中必须考虑到这些可能出现的问题。对于一个非高科技的项目来说,如果低估了这些影响因素,获得风险投资的机会将会极为渺茫。

你本以为极有希望获得融资的一条渠道却被拒之门外,碰到这种情况,你该怎么办呢?你再转向别的投资者陈述你的创意吗?这种做法给人的感觉如同你怀抱着一个膀大腰圆的大汉在做事,人们只会对你的做事能力产生怀疑。如果你真的经历了这样的遭遇,又不得不坦白地承认这个项目有过被拒绝的经历,基本上,得到这笔融资的可能性就非常小了。

投资者信心等级的划分

如果你的某些商业机密不能示人,你就不能向风险投资者全面展示你的创意。在这种情况下,如何让风险投资者在看过你的商业计划书之后愿意为你提供资金呢?这需要你具有知

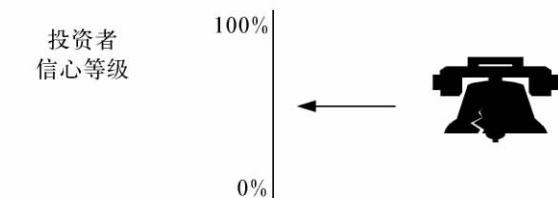


图 2.2 风险投资家的信心等级

己知彼的能力,有一种最好的办法是采用类比法。在图 2.2 中我们做了一个从 0 到 100 的等级划分刻度表。用来评估向风险投资者递交方案之前的风险投资者信心等级。

在这个信心等级显示图表中有个摇铃,那是一条临界线,如果信心指数达到了那条线对应的数值,就意味着你的项目达到了风

险投资者的信心水平,风险投资者会同意对项目进行投资,铃声会因此响起。在 20 世纪 60 年代的时候,响铃界线大致是在 60% 的水平线上,70 年代的响铃界线接近于人体温度的华氏 98.6 度,也就是接近 100% 的水平界线;到了 20 世纪 80 年代初期,因为风险资本较为充足,信心临界线出现大幅度下降,到了 90 年代,股票牛市使得信心临界线更进一步地大幅度下降,21 世纪开始的初春,由于经济遭受到网络泡沫破灭的打击,高科技企业吸引到的风险投资数量急剧下降,由此可见,信心临界线的上下摆动受经济波动的影响很大。

风险投资是否受到股票市场的影响一直是一个充满争议的话题(例如,有人认为在 80 年代末美国风险投资减少的主要原因在于 1986 年颁布的税收法案)。但对于大多数的投资者而言,如果他们能够在股票市场上赚到钱,他们会更乐意投资于各种项目,反之亦然。当股票市场处于新股高发行期的时候,这种情况尤其突出。还有一种奇怪的现象是,如果目前市场状况良好,而且人们对不确定的将来抱着一种积极的乐观态度,风险投资者也会非常乐意寻找项目进行投资。这表明在风险投资者的眼中,那些处于初创阶段的项目将会有有一个光明的未来。相反,当股票市场熊途漫漫的时候,悲观情绪会在投资者中弥漫,他们的投资方式也会趋于保守。不管出于何种原因,个人的信心评级指标会左右风险资本的投资可能性。这也涉及融资心理学方面的问题。真心地希望当你的企业需要外部融资的时候,摇铃的临界线不要太靠上。

中间人的作用

下一步我们要做的事情就是如何让自己的项目达到信心临界线,撞响摇铃。如果你的基本思路值 40 分,你的管理业绩有 30 分,你的商业计划书值 10 分,这些分值加起来总共有 80 分,但那条线的临界值是 85 分,这种情况下,你最有可能得到的答复往往是非常标准化的:“非常感谢你所提供的项目计划,但我们可能需要一些时间才能作出答复。”

如果我们真的碰到这种情况,又该如何应对呢?对于我来说,这个问题很简单,而且这种方法对所有的生意都很适用。这个办法就是:让风险投资者认可你的项目,使评分高过临界线之上。做到这点的最好选择就是找到风险投资者所信任的中间人,那个人不是一个普通的中间人,而是风险投资家极为尊重的一个人,如果你找到这样一个人,你的项目也会大受欢迎;即使你的项目评分还不足以达线,但至少已经很接近那条线了。如果这个中间人曾成功地向风险投资者介绍过项目,这些风险投资者会非常慎重地考虑这个人带给他们的项目。正如前面所言,这个人不仅仅充当了恰如其分的引见人的作用,而且还提供他自己的声誉。

但谁是中间人呢？我们怎样才能找到一个中间人呢？

回答这个问题之前，我们需要先明确什么样的人不能作为中间人。最不能做中间人的是那些以收取钱财为目的的中间商，他们通常会提出要求，规定在项目交给风险投资者之后得到多少的好处费，这类人是不足取的。真正的中间人是指那些备受尊重的会计、高级银行家、投资银行家、获得过风险投资资金支持的企业高管、高级律师或是那些拥有大量客户的股票经纪人。他们可以是某个会计企业的高级合伙人，也可以是佛罗里达的某个股票经纪人，这些人可能在加州的比弗利山庄和新港湾有关系极好的客户，他们一旦看上了某个项目，只需打一两个电话就能解决资金问题，也可能是个税务律师，因为你可以想象得出，这些受人尊敬的律师或会计师的客户是谁？！上面提到的这些人才是我们所说的中间人。对于高科技企业来说，中间人最好是同一行业的某个企业家，而且他的企业最近刚获得过融资，当然，也可以是某个在相关领域德高望重的科学家。

如果你对上述的中间人都不熟悉，你可能会遇到麻烦。但至少来说，找到这样的人比找风险投资家要容易。如果你意识到在将来的某一天可能会需要融资，现在就应该有意识地多结交一些可能成为中间人的朋友，这些人将会是你一生的财富。记住，在人类主宰的世界里你认识的人越多，你的生活过得越好。如果你已经有一个成功的创业起步，结识一个中间人不会是件难事。认识到这点是使你的项目成功获得融资的钥匙，一旦找到了适当的中间人，你的项目就很有希望成为 6 000 个商业项目中那三个中标者之一。

聚焦企业管理之道

一年的时间，把 2 000 美元变成 45 000 万美元！

在硅谷流传着一个成功的神话故事，故事的主人公是一位女企业家，她把一个诞生于卧室中的稚嫩企业发展成为一个年销售额达到 5 000 万美元的上市企业。这个企业家是 24 岁的 Sandra L. Kurtzig，这家企业名叫 ASK，企业成功的秘诀在于使管理功能自动化，他们的产品专门针对小型或中型的制造企业，帮助这些企业实行存货控制或是生产任务的控制。

1971 年，Sandra L. Kurtzig 创立 ASK 公司，当她辞去通用企业计算机部门那份安稳但并不让她满意的工作时，她只是为了补贴家用创立了那家企业。虽然企业在起步时只有很少的资金，而且她一个人得做所有的工作，但 Sandra L. Kurtzig 很快就与惠普（Hewlett Packard）和数字设备企业（Digital Equipment Corporation）这样的大企业建立了战略性伙伴关系。结果，Kurtzig 不仅创立了一个全新的产业为自己的企业服务，而且也推动了袖珍计算机和微型计算机市场的壮大和扩张。

成长的关键：聚焦你的小市场

ASK 公司在创立几年之后能够快速成长的一个重要原因在于 Kurtzig 对其产品市

场的绝对专注。体现在具体操作上,如果所接到的订单不符合她企业的基本定位,她就拒绝接单,哪怕这些订单来自波音企业这样财大气粗的企业。

当然,企业都希望能够对客户挑挑拣拣,有时却又别无选择。所以,ASK 公司花了四年的时间才发展到一定规模。在那以前,她不得不灵活应变,确保销售以保证企业的生存。Kurtzig 最喜欢采用的做法是包工和提供咨询。她认为,一旦企业认定了一个明确的市场,就必须变成那个市场的专家,然后才能像 ASK 后来所做的那样,利用企业的专业声誉去扩大自己的关注范围度,并在必要的时候进入其他领域。

……市场上总会不断产生出新的需求……进入市场的诀窍在于当市场需求开始加大的时候进入,进入得太早或太晚都不好。

Sandra Kurtzig, ASK 公司创始人

本章小结

企业可能会因为缺少资金而不能生存下去,企业也会因为想要做得更好而需要更多的资金,因此,为了获得资金支持而做一份很好的商业计划书的重要性不可估量。一份完美的商业计划书,其撰写必须清楚明了并具有说服力。请外部的专业人士,比如会计师事务所的专职会计来写商业计划书并不是一种高明的做法。相反,这种做法还可能会毁了你的融资机会。对于风险投资家来说,他们更希望看到的是一份由企业家亲自撰写的计划,至于商业计划书中的某些内容,比如财务预测或是其他会计方面的东西,则可以请求外部人士的帮助,尽管如此,企业家依然需要了解每个数据背后的含义。

商业计划书的撰写工作如同我们打野营背包,必须仔细、简洁、不拖拉、不滥用专业术语。在写计划书的时候心里要想到将会有三双眼睛看这份计划书,他们分别是风险投资者、技术人员(如果这两个人不是同一个)以及财会人员^①。

商业计划书的大纲应该简明扼要,只是一个介绍和摘要,但其中包括关于产品、市场营销和财务方面的所有重要信息,大纲部分通常最后写,如果风险投资者看了这部分内容提不起兴趣,也就不会看计划书其他部分的内容了。

关于产品的介绍应该简单明了。为了让职业的天使投资者和风险投资者对你的工作有足够的了解,计划书并不需要过多的细节描述。在寻找风险投资之前就去申请产品发明专利的做法未必聪明,因为专利申请通常需要几年的时间,向风险投资者解释清楚这段时间的企业业务不是一件容易的事情,反而会给人一种你的商业计划书已经被放在橱窗里公之于众的感觉。

^① 在 20 世纪 90 年代末期,我听到过一家会计师事务所的人吹牛说,他们为一家新企业撰写融资计划书赚了那家企业 25 000 美元。所有的职业投资家一致认为,如果一个企业家蠢到为一份商业计划书付那么多钱,他们绝不会投资给这样的企业。

市场营销是商业计划书中最为重要的一部分。如果风险投资者认同了商业计划书中所做的销售预测,其他方面就只是细节上的问题了。但是,如果投资者对你的销售预测提出质疑,就难以再说服他。因此,你必须合理地作出一个能让投资者满意的销售预测和利润预测,如果只是简单地要求对方相信你的预测,可能在类似 20 世纪 90 年代那些风平浪静的日子里能够行之有效,但现在,这样的做法就行不通了。

财务方面的摘要包括三部分,建议企业以近期首发上市的股票的市盈率作为参考来编制销售数据和利润数据,说明企业目前的资金缺口,并作出财务预测。

在融资战略的设计上,“多多益善”并不是高明的做法。企业在写好一份商业计划书之后向风险投资者大量散发,肯定得不到企业所需的资金。设想一下,如果你是一个投资者,在你的圈子内,如果你所敬重的某个投资者已经拒绝了那个项目,你还会投吗?你可能也会对这个项目产生怀疑,怀疑别人不投资是另有原因。要知道,投资圈子其实很小。我至今依然清楚地记得这样一件事:我曾经到一个邻近城市去参加一个投资者团队的聚会,为的是获得一个项目的融资资金,在聚会之前,我与一个很可靠的朋友一起吃午餐,至少我认为他是很可靠的银行家,期间我们谈起了那个项目。当我们饭后走向会议厅的时候,听到一位领头的投资者在说:“我早就听说过这个项目了”,完了,就在那一瞬间我就知道我没有必要再进去了,因为我清楚这些投资者不会投资一个已经为他人所知的项目。

利用已经获得风险投资者或天使投资者信任的中间人是一个充满争议的话题。中间人一旦找对了,风险投资者会对项目更有信心,投资的可能性会更大。当然,找到恰当的中间人也并非易事,但如果不希望你的商业计划书可能看也没看就被丢掉,你就会觉得找中间人这件事其实还是有必要的。



问题讨论

- (1) 在第一章思考题中提到的各个企业,你会针对不同的企业提出怎样不同的融资建议?
- (2) 根据自己的亲身经历来考虑,如果你要为项目融资的话你会找谁做中间人?如果你没有一个熟悉的人选,但又确实存在这方面的需要,你会通过怎样的方式找到这个中间人?你认为找到的这个中间人是最恰当的人选吗?
- (3) 现在的经济环境对于企业融资来说是有利还是不利,原因何在?



附录 1

网络企业泡沫的后果

我们处于一个非常幸运的时代,网络高新技术与信息时代相伴而行,世界日新月异;但是,

当兴起于 20 世纪 90 年代末期的众多网络企业在 2000 年至 2001 年间轰然倒塌的时候,我们的神经又受到了怎样的强烈震撼!对于那些积极向上、富有进取精神的企业家来说,最为残酷的事情莫过于整个世界的机会之门突然向他们关闭了。幸亏,人们从这场灾难中也学到了一些东西,至少,在这样一场让我们触摸到那些巨大财富之后又在瞬间失去它而让人感受到切肤之痛的经历中,我们意识到我们曾经犯过的一些错误(如果我们可以将其称之为错误的话),而这将成为我们永远的教训。

在这场过山车游戏中,我们犯过很多错误,其中还有些是原则性的错误。表现之一,网络企业过于追求市场规模。许多企业对那些从未涉猎过的市场领域过于无知,只是想当然地认为这些市场很大,但对市场的具体情况并没有一个清晰明确的认识。在对市场的领域范围进行新的划分过程中,那些“新经济革命”的参与者发明了很多新术语使其行为合理化。他们的核心观点是,企业只要成为某个新兴市场的先行者,就一定能够成功。事实证明,新兴市场上的许多先行企业并没有发展起来,市场不会因为他们是最早的进入者就给予他们最高的奖励,作为先行进入者,他们以为那个市场中似乎“不存在”竞争对手,而一旦他们开始做起来,会突然发现在这个新兴市场中其实充满了激烈的竞争。

网络购物类型的企业认为他们与传统企业并无不同,他们为了获得市场份额而实行低于成本价的销售策略,一旦培养起一批忠实消费者之后,他们的产品定价还是会回到合理的价格水平。就是说,我们在第一章里谈到的关于利润确定的原则他们只是暂时不考虑而已,这种做法让风险投资者相信,企业要获得利润其实只是时间的问题。

有一个新新词语叫做“烧钱率”,这个概念显示一个新企业每个月所花掉的资金,这是投资者参加这场游戏活动必须支付的费用。新企业成功上市的美丽传说总是如此引人入胜,所以,投资者们不愿意听到任何反对的意见。一位天使投资者曾给我讲过他们的一次投资经历:在 1998 年春天,他们投资 10 万美元给一家网络企业,到当年的十月份,就有人出价 1 000 万美元希望他们出让股份,他们没有同意。同年 11 月,这家企业成功上市,到 1999 年春天,他们的股票每股市值达到 70 美元,而当初他们是以每股 1 美元的价格取得的股权。太多这样的故事散发出的诱惑一直让投资者为之垂涎欲滴,如同牛市的时候人们都害怕踏空一样,投资者的资金争先恐后地投入一个个新新企业。

另一个原则性的错误在于,太多的投资资金投资到那些以计算机为基础的企业中,也就是说,这些企业其实是由聪明的“电脑”来管理的。从市场角度来看似乎不是件坏事,但由此产生的一个最大问题在于,这类企业的管理者往往没有足够多的从商经验。新英格兰的一家企业就是其中的一个典型:这家企业成功获得了一次融资,因此举行庆功酒会,但在酒桌上能够有资格点酒的人只有风险投资家一个人,这是因为整个企业管理团队成员的年龄太小,他们不能合法购买烈性酒。当然,这样的举例并不是想说年轻人就不是好的管理者,只是想说明他们缺乏管理经验。

第三个原则性错误在于,已有的技术是否真的足以解决所有可能出现的问题。正如一位天使投资者所说,以前只有极少数的人能够设计和制造一些特殊用途的半导体芯片,现在很多人都能做了;过去只有很少的人能够掌握 DNA 技术和基因组合技术,现在也有很多人能做了。这种转变所产生的后果意味着市场进入战略、客户关系的维护和完美的销售服

务应该在商品价值中占更大的比重。换言之,在今天的市场中,企业家的创业想法已经不如管理技术更重要,对新产品的市场营销计划也许更为重要。正如管理大师米勒(Mille)所指出的那样,当今世界,已经出现生物技术企业先于网络企业,网络企业先于计算机企业出现的情况^①。

米勒也曾指出,网络经济时代带来了一种新型的投资者:职业的天使投资者。风险投资者能够获得大额度的风险资本,因此项目投资的手笔很大,作为大的风险投资者,其投资方式不具有灵活性,因为他们不可能像天使投资者那样投钱之后就放任不管。他们需要监管他们的资金,但却没有足够的时间和人手。所以,他们只会投资一些大项目,高科技企业的小规模资金需要为资金额度小的投资者创造出机会。因此,在20世纪90年代出现了针对高科技投资的天使投资者。

另外,米勒进一步提出,投资的具体评判标准是随时间而变化的,但我们在第一章里所确立的标准因为具有普遍性因而在不同的时期都具有适用性。如果简单地认为,因为时代不同所以那些标准就可以不用理会,的想法其实完全是自欺欺人的。在商品世界里,总是不断有新产品推出,人们的市场眼光也会有所不同,但企业运作的基本标准在本质上并不会存在差别。我们前面也说到,这些标准对于经纪人来说可能不适用,但对于那些新建立的企业来说则是必须考虑的因素。如果企业在创立之初做到了这一点,就有了更多的成功机会。



附录 2

成功的退出战略

新经济泡沫的一个副产品就是出现了许多非常有意思的金融术语。比如“收获”这个术语。“收获”这个术语指的是某个高科技企业的创始人通过卖掉企业或让企业上市的方式兑现了他和其他投资人的前期投入获益。就这么简单!一旦企业有了成功的开始,企业家就建立起个人成功的从业经历,风险投资者会更加乐意做进一步的投资。所以,一旦企业家掌握了这种成功“收获”的技术,他可以每一到两年应用一次,然而,这样的时代并不总是存在,在此期间出现的各种并发症也值得投资者们深刻地思考。理所当然地认为企业一定能够上市显然是不恰当的。因为在市场低迷的情况下,IPO(上市首发)市场也相应萎缩,而且,IPO(上市首发)市场对新兴企业开放需要经历一个较长的时期。也许有些企业认为,情况并不像我们说的这样糟糕,他们可以找到那些出于战略整合的需要而愿意出资并购的企业,但是,在泡沫经济破灭之后,大部分高科技企业的股价都大幅度下降,所以获得并购资金的机会也在大幅度减少。在20世纪90年代末期大量存在的、被称之为“中国钱”的高市盈率股票已经在市场寻找不到踪迹,现在的高科技企业如果要收购一个企业,只会出让更少比例的股票或是支付更少量的现金。另外,美国新出台的会计准则规定,如果并购使企业的价值下降,并购企业必须将收入表

^① 米勒还用光学字符识别和语音识别为例为说明类似情况。

中多出来的资产注销。

我们在第一章里谈到企业在起步阶段的准则之一是要有“退出能力”。如果市场处于熊市,投资者想要以几倍的数量收回他们原始投资的可能性是不大的。如果 IPO 市场关闭,其他企业又不愿意并购新兴企业,投资者该如何退出呢?一个办法是可以将企业出售给一个战略买家,出卖的前提是企业必须主营业务业绩良好!确实,有许多新兴企业并非通过上市通道出售企业,但要在熊市里出售企业就相对困难得多。而当股票市场处于牛市,新兴企业不仅融资容易,而且“退出”也较为容易,这种市场环境对新兴企业的投资具有激励作用。总而言之,在一个熊市的环境里创业是一件非常困难的事情,其实,创业永远都不是一件容易的事情。除了在 20 世纪 90 年代的极少年份之外。

第三章

利润管理和财务报告

利润的概念

在企业经营词典里,“利润”是一个定义最不明确的概念。而且,“利润”一旦和“管理”一词联系在一起,会让许多人觉得是在设计一场人为增加利润的骗局。本书讨论的利润是企业股东关心的真实“利润”,此外,我们还会谈及利润增长问题。当然,我们不会讨论如何虚增利润,而是想要探讨如何实现对利润的有效管理。企业一旦编制出收益表,就建立起财务管理的一条成功通道,如果缺少收益表,则意味着企业财务管理功能的缺失。收益表一旦编制出来,企业管理层就很难再做任何的改动。因此,企业管理层需要关注那些可能会影响企业利润的各个环节,换言之,作为企业管理层来说,企业的利润率的高低是与他们的生存息息相关的事情。

近些年来,由于安然企业、世纪网络和其他一些企业的财务丑闻连续曝光,可能会导致本章的某些内容被人误解。但是,对于新兴的中型市场企业来说,“对利润加以管理”实有必要,而且会计标准也完全适用于这类企业。那些大企业或上市企业一直企图误导公众投资者,想让人们认为,那些企业的运作状况与报表公开披露的状况不同,或者负债情况比财务报表所披露的要少。就收益表而言,可能会有两种触犯法律的做法:一是虚报收入,二是隐藏成本。我们介绍这些做法主要是源于如下理由:对于新兴企业或市场规模中等的企业而言,有时候需要审查其他企业的财务报表,如果对这些做法一无所知,可能会对企业利益造成伤害。此外,有些企业理财专业的学生对企业中某些常用的存货处理的方法并不完全理解,因此,本章想要弥补他们在这方面的知识欠缺,尽可能地让学生理解这些做法。我们的目的并不是想让大家学会运用那些不道德或是不合法的会计操作手法,而是希望能够在碰到这些情况的时候,管理层能够识别出来,并采取有效的应对措施。

首先,我们将讨论利润一词的概念,而以下的这些提问将会作为总结:

你所希望企业的利润率是多少?

在你看来,销售额少但利润率高,或者销售额高却利润率低,两者谁优谁劣?

如果两种方式都能够赚到同样多的钱,这两者的区别又在哪里?

我们还是先来比较一下我们通常所说的“利润”和衡量利润的术语“利润率”这两者之间的差别吧。

每天,在讨论企业经营的话题中,“利润”一词在不同的场合被高频率地运用着。有的是褒扬之意,赞扬你的产品“一定利润可观!”但其中也不乏贬义之辞,比如有人认为:“你只是一个逐利者!”而且,这个词还能延伸出许多不同的含义,比如销售回报率或是投资回报率(ROI)。

利润的衡量

为了弄清“利润”这个概念,我们有必要用一个杂货店的例子来说明利润率的衡量方法。

表 3.1 杰姆杂货店收入表

销售额	\$1 000 000
减: 成本	940 000
等于: 税前利润	60 000
税额	20 000
净利润	<u>\$40 000</u>

下面表 3.1 中列出的杰姆(JIM)杂货店的收益表和资产负债表,从中我们可以看出这个杂货店的销售规模为 100 万美元。

如果有人告诉你某家企业的利润为 4%,你会投资这样的企业吗?可以肯定你不会。但是,如果我们运用不同的方法来表达利润率时,情况会发生戏剧性的变化。

我们来看看三种衡量利润率的办法吧:

销售的利润回报	$\$40\,000 / \$1\,000\,000 = 4\%$
资产的利润回报	$\$40\,000 / \$400\,000 = 10\%$
净资产的利润回报	$\$40\,000 / \$100\,000 = 40\%$

如果你听说一家商店只有 4% 的利润,应该不会有投资的兴趣,但如果这家店有 40% 的利润,你的想法就会大不相同。

先把看完后的第一感觉放一边,我们来看看这些利润的衡量方法有什么更深层次的含义。销售回报率表示的是将所有的支出费用扣除之后的利润额度;经济学家们最喜欢的方法是投资回报率(ROI),也就是资产回报率,这种方法只是单纯地表明企业在经营过程中所增加的资产,并不涉及收益的来源;而净资产回报率表示的是投资者投入资金获得的最高回报率,也就是说,投资者最初投入企业的资金额现在发生了怎样的变化。

不同行业的企业往往会有不同的利润率。有些企业的销售回报率较低,但资产回报率却很高,如日用杂货品企业。销售回报率低的坏处在于,一旦企业经营出现任何微弱的波动,企业都有可能从盈利转为亏损。日用杂货店能够在销售回报率较低的情况下得以生存,其原因在于它们的销售额基本上不存在波动。

对于像高科技企业或是化妆品企业这些市场波动幅度很大的企业来说,因为销售状况不能保持稳定状态,一旦销售回报率过低,企业就有可能破产。当然,对于企业来说,最为理想的状态是:

- 极高的毛利率;
- 相对少的费用;
- 相对销售而言可观的收入。

这样的话,即使整个市场环境处于低迷状态,企业也不至于陷于绝境。

我们将利润问题放在本书的开头来进行讨论,目的是想让读者明白,对于任何想要创业或者处于某个管理工作岗位的人来说,必须牢记一个最为基本的准则,那就是,在你进入某个行业之前,你必须首先慎重地考虑这个行业的利润率。你真的想进入一个市场竞争激烈,利润低到被经济学家称之为是“非正常利润”的行业吗?对于某些人来说,进入这类行业的原因只是因为他们对这些行业比较熟悉而已。其实,人们可以更加灵活应变地适应各种新的行业环境。当然,这需要的是慎重考虑之后的选择,而非毫无准备地鲁莽闯入。如果有条件的话,了解清楚不同行业的利润率然后再进入,对你来说是最为有利的选择。

杜邦公式的运用

对于发展型企业来说,衡量利润率的最为重要的一种财务管理手段就是利用杜邦投资回报率公式(参见图 3.1)。

在杜邦公式中,资产回报率由销售/总资产的比重与净收入/销售的比重两部分构成,并非单纯是净收入与总资产之比,这种算法得出的数据能够让人们更方便地去理解财务管理中需要达到的平衡关系。在图 3.1 的左方,我们可以了解到企业的资产效率,也就是企业对现在资产利用情况的好坏;右边部分我们称为“经营效率”,表明企业产品的利润大小。这样,我们就可以清楚地了解到,如果管理层以资产效率为代价来提高其经营效率,将会降低投资回报率,像囤积存货或不合理的自动化生产装备配备等做法都会导致这样的结果。相反,如果管理层想方设法地降低企业资产,比如运用降低存货的做法,会导致销售成本增加,净收入减少,投资回报率也会下降。因此,只有当管理层找到一种恰当的方式,使方程左右两边达到平衡的情况下,企业才算真正实现了投资回报。

$$\text{资产回报率} = \frac{\text{销售额}}{\text{总资产}} \times \frac{\text{净收入}}{\text{销售额}}$$

$\uparrow$

资产
效率

$\uparrow$

经营
效率

图 3.1 杜邦投资回报率公式

讨论完“利润”这个概念,接下来,我们需要了解能够反映企业利润的报告,也就是财务报表中的收益表。

收益表的管理

假如你的主管突然指派给你一项工作:准备一份企业的财务报告^①。由于财会工作并非你的强项,所以你并不太乐于接受这项任务,但你还是不愿意地作出了一份收益表(见图 3.2)。

^① 为了避免麻烦,我仅就公开的财务报表加以讨论,对于企业返税后的问题以后再加以讨论。

特洛伊公司	
销售	\$5 000 000
—所售商品成本	<u>3 500 000</u>
毛利润	1 500 000
—管理费用	250 000
—销售费用	250 000
—折旧费用	<u>500 000</u>
税前利润	500 000
—税额	<u>200 000</u>
净收入	<u>\$300 000</u>

图 3.2

假定这家名叫特洛伊的公司有五百万美元的销售收入,按照你的推算,税后净利润应该为 30 万美元。如果你将这样一份报告呈交老板,你的老板只会问你一个问题:什么叫做“税后”?你当然会说:“税前企业利润是 50 万美元,交完 20 万美元的税之后,企业还剩下有 30 万美元的净利润。”你知道你的老板会有怎样的反应吗?他可能会马上对你大喝:“你是说要交 20 万美元的税!你没脑子吗?去他的税!”

于是,你只能怀着沮丧的心情回到办公室去修改你的报告。现在要做的事情只有从头开始,将整个报表重新做一遍。所以,我们需要先来看看那些销售数据。

销售收入的表述

在财务管理中有若干方法来反映销售收入。大多数企业采用一种最简单的方法:在具体操作上,只要你出货一次,就给客户开一张发票,由此就产生了一次销售。这种方法虽然如此简单,但也让你基本上无计可施。另外还有一种常用的方法叫做“任务完成百分比”。通过计算一定时期销售量占生产量的比重来得到,这种方法需要关注生产状况,对生产制造部门的情况进行实地检查,包括为客户生产的计算机软件。这种方法在运用的过程中含有大量的主观估计,所以,如果有人认为财会工作只是用于反映生硬冰冷的事实的一种工具,那么这种想法一定是错误的。如果你在当期对销售的估值过高,到下一时期你必须调低销售数据。通常情况下,通过数据处理程序会使其自动平衡。

在 1986 年美国税法修正案之前,商业企业对于销售收入科目的处理可以自由选择使用“完全契约法”或是“任务完成百分比法”。后来,考虑到完全契约法可能导致销售收入的实际情况不能及时得以反映,导致政府不能及时收取税款,因此政府规定企业不能继续采用这种方法,其目的实质在于保证企业及时交纳税收。

在某些情况下还可以使用“部分法”来报告销售情况。一般来说在两种情况下可以使用这种方法。

首先,如果企业在合同开始执行时就收到了货款的全部或大部分,并且按照合同的规定,企业需要在一段时期内提供相应服务。比如,某家企业出让特许加盟权,由此获得 10 万美元的特许加盟费,前提条件是承诺在七年内提供某些服务。关于这笔交易的财务记录,最好的做法是,在收到款项的当期,将 10 万美元中的七分之一记为当期销售收入,以后连续各年再分别将七分之一的销售收入入账。如果企业不这样做,就会导致该财政年的销售收入和净收入的高估。许多年以前,一家名叫迷你珍珠鸡(Minnie Pearl's Chicken)的知名企业就因为没有使用部分法记账而最终导致破产。这家企业在开始的时候,有很多的加盟企业进入,只要这些加盟企业的销售额增加,在其销售科目上就表现出销售业绩的骄人增长,可一旦这些加盟企业的销售增长率下降,这家企业的销售业绩和净收入就急剧下降了。

适合采用部分法的第二种情况是,销售企业以收取定金的方式先将商品售出,余额部分则在一段时间内分期收回。例如,某企业卖出一块 10 万美元的土地,收到 1 万美元的定金,其余

金额在以后的十年分期付清,作为这家企业来说,第一年的销售收入是1万美元而不是10万美元。美国在20世纪70年代的时候,由于政府对于整个房地产行业的限制减少,许多房地产企业不再采用部分法做账,导致企业披露的销售收入和净收入大幅度的虚增,这样的信息披露方式对房地产企业产生了很大的负面影响,很多房地产上市企业发现,即使企业收入呈现四倍、五倍甚至六倍的大幅度增长的情况下,股票市场上的价格/收入比却在成倍地萎缩,甚至缩小到惨不忍睹的地步。这样一种恶劣的状况后来虽然有所改善,却一直没有彻底改变,这种现象说明了一个现实:企业一旦在市场中失去了公信力,基本上很难,甚至根本不可能恢复公众信心!如果我是一个投资者,在看到某个企业本来应该运用部分法来编制收益表的情况下却不使用这种方法,我唯一的选择是用最快的速度退出,因为,这样的企业无法令人信服。

商品的销售成本和净利润

毋庸置疑,通常情况下,要管理企业的净收入,就需要对商品的销售成本加以管理,特别是对材料成本加以管理。在企业收益表中,商品销售的成本主要包括以下内容:

直接人工费用	\$1 500 000
原材料成本	\$1 500 000
生产管理费用	\$ 500 000

直接人工费用部分已经实际支付出去,因此不可以做任何改动;企业的生产管理费用包括许多科目,其中有些科目是由管理部门主观决定的,比如说折旧,但大部分科目并不能由管理层说了算,只有其中的原材料成本可以另当别论。

原材料成本包括:

初始存货	\$1 500 000
+ 购买	\$1 500 000
<u>— 期末存货</u>	<u>\$1 500 000</u>
等于: 原材料成本	\$1 500 000

确定原材料成本的关键在于如何确定期末存货,这关系到对存货的估值^①。如果我们用先进先出(FIFO)法对存货估值,相当于我们是以目前的市场价格来对期末存货估值,期末存货数必定很高,毛利润率也会很高。(记住:这部分存货的价格已经升上去了,一般来说,它和价格的变化没有差别。)

我们也可以使用后进后出(LIFO)法来做存货估值。如果采用这种方法,存货价格是以历史成本来估计的,甚至可能会是非常早期的成本。采用这种方法计算出来的期末存货价值将会相对较低,相应地,商品的销售成本将会较高,而毛利润率会相对偏低。

简单说来,当你进行存货盘点时,可以有两种方式对存货估值,如果按照当前市场价格估值,那就是先进先出法,如果按照存货的历史价格估值,那就是后进后出法。但是,影响期末存

^① 简单地说,当你进行实际盘货,你如何对期末存货估值呢?如果你使用的是当前价格,就是在用FIFO方法,当你用原有的价格,就是用LIFO方法。

货的因素还有许多。其中最为普遍的一个因素就是将某些存货宣布为报废物资。在这种情况下,企业的管理部门是按照这部分存货的经济价值来进行估值的,并没有考虑存货的用途或是外观情况。有些存货的外观看起来还不错,但由于企业库存太多而出现过剩,也就成为废物。有些存货只在非连续性的产品生产线上使用,如果产品不再生产,这些原材料也就没用了。还有可能出现的情况是,有些零部件的机械性能非常完好,但由于市场的快速变化而被淘汰。比如,企业可以设定五年为某个部件的淘汰周期^①。当出现上面所说的这些情况时,管理部门就可以认定这些原材料存货为废物,并在账簿中将其注销。由于上述一系列原因的存在,我们假定管理部门已认定企业 50 万美元的存货现在作废了。这样的话,原材料成本将会随之发生变化:

	原有数据	新数据
期初存货	\$1 500 000	\$1 500 000
+ 原材料购买	\$1 500 000	\$1 500 000
- 期末存货	(\$1 500 000)	(\$1 000 000)
等于: 原材料	<u>\$1 500 000</u>	<u>\$2 000 000</u>

现在我们将新的材料成本数据代入,重新计算商品的销售成本,可以得出:

	旧	新
直接人工成本	\$1 500 000	\$1 500 000
+ 材料成本	\$1 500 000	\$2 000 000
+ 企业管理费用	<u>\$ 500 000</u>	<u>\$ 500 000</u>
等于: 商品销售成本	<u>\$3 500 000</u>	<u>\$4 000 000</u>

然后,我们再将新的商品销售成本数据带入企业收益表中,得出

调整后的收益表		
	旧数据	新数据
销售	\$5 000 000	\$5 000 000
- 商品销售成本	<u>3 500 000</u>	<u>4 000 000</u>
等于: 毛利润	\$1 500 000	\$1 000 000
- 管理费用支出	(500 000)	(500 000)
- 销售支出	<u>(500 000)</u>	<u>(500 000)</u>
合计: 税前净收入	\$500 000	0
- 税收	<u>(200 000)</u>	<u>0</u>
净收入	<u>\$300 000</u>	<u>0</u>

从上表中我们会发现:企业原来的 30 万美元利润和 20 万美元税收现在都没啦! 很简单,仅仅将存货看作是废物而已!

^① 福特汽车公司在经济衰退的阶段,就让工人生产零部件。在 20 世纪 50 年代一支新的管理团队进驻企业的时候,发现存贮的零部件够用 1 200 年。

重新回顾我们的做账过程,我们需要记住,在进行存货调整时,要遵循如下规则:

在销售水平保持不变的情况下,期末存货越多,毛利润越高;期末存货越少,毛利润越低。

我们可能还会想:如果存货量发生变化,毛利润又会有多大的变化?答案是两者的变化程度相同。回到我们上面的例子,如果存货减少了 50 万美元,毛利也同等程度地减少了 50 万美元。

存货评估可能存在的道德风险

在我们进一步了解收益表之前,我们最好先谈谈存货估值中可能出现的一些问题,当你需要查看其他企业的收益表时,这些知识可以帮助你解决可能碰到的问题。因为,某些企业可能会利用存货来进行欺诈。

有些企业的管理者过于追求额外的净利润,即收益表中的净值,为达到这个目的,他们不择手段地人为制造出更多收入。因为对前面提到的存货原则非常了解,他们会以尽可能高的价格来对存货估值,而且还强词夺理地说:“所有人都知道这些存货的价格肯定会上涨,我们现在在报高一点又有何关系呢?”这种做法无异于欺骗,彻头彻尾的欺骗!

有些企业管理层虚增收入的做法我们以图 3.3 为例来加以了解,这是一家邮购品经销企业的净收入状况。

图 3.3 中的数据是某个企业的老板提供的,他想要出让这个企业。从图表数据来看,这个企业经营五年的净收入记录情况良好,第五年净收入的略微下降使其数据显得更加可信。

可惜上面所有的数据全是捏造的,所使用的会计方法是被美国《通用会计准则》(Generally Accepted

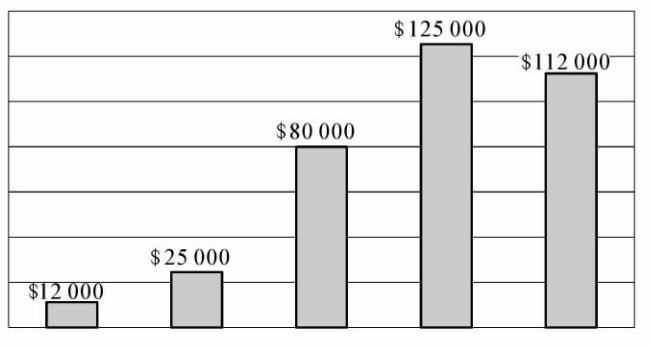


图 3.3 一家邮购品经销企业的五年净收入记录情况

Accounting Practice, GAAP)所明文禁止的。这个企业本来成本不高,市场份额占有率也很低,他们却把成本和市场份额都编得很高,这样做也需要有一个较高的期末存货数值。我们在前面规则里提到,期末存货越多,毛利润越高!但这种做法是非法的!因为急于出售企业,这家企业的老板通过欺骗的手段,不仅编造了一个美丽的收入谎言,还让资产负债表中的企业净资产看起来很高^①。如果这家企业以较小的成本或市场份额为基数,运用恰当的方法去反映存货状况,我们会发现,企业经营五年来根本没有任何利润,试想一下,这样的企业谁会愿意收购呢?

伪造收入的案例

许多高科技企业,特别是网络企业,基本没有任何存货,因而没法玩“存货游戏”,于是,他

^① 在我去这个企业之前,我听说这家企业接到过审计报告,当我去了以后问这家企业的老板为何不给我看审计过的财务报表,他这样对我说:“听着!当我说某个东西值 10 美元它就值 10 美元,当我购买这样一个商品时可能付得多也可能付得少,但这是我的商业诀窍,我绝非在欺骗你,完全不是在欺骗你!”

们就借助于一些其他方法虚增收入或销售额。为了在收入表中造假,他们的做法是增加收入渠道。例如,某家新企业真实的销售状况只是收到了客户的一笔定金,但这家企业却将整个合同金额作为销售收入记账,这样的做法会带来一个让人心动的销售记录,即使利润不高也没人在意。为了限制这种做法,SEC(美国证券交易委员会)针对企业收入的确认发布了新规则。正如《华尔街日报》的一篇报道分析里所说的:在新的规则限制下,如果互联网企业“在销售中仅仅是担任中间代理人的角色的话,只能把定金费用算作收入”。美国证券委员会还进一步地针对下列具体情况制定了系列标准:“企业能够给出发送货物或提供某种服务的协议;企业已经实际发送货物或提供了某种服务;企业对产品或服务作出了定价,以及企业能够收集到的具体价格等。”^①

对于企业,尤其对于高科技企业来说,资金压力总是存在的。这就导致有些企业采用一些不正当的手段报告收入。“收入确认”是一个比较新的词汇,有些企业采用预期销售提前入账的方法,有些方法则相对隐蔽,但目的都是通过增加当前的销售额而增大利润。

折旧费用

加速折旧

从特洛伊公司的财务数据中可以看出,收益表中另一个需要管理的重要科目就是折旧。自从1986年美国的赋税改革法案(TAX REFORM ACT OF 1986)颁布之后,要求美国企业根据《修正后的加速成本收回的折旧规定》(ACRS)来申报退税并用直线法做财务报告。企业过去习惯采用加速折旧法来做税务报表,也习惯于用直线法作财务报告。因为《修正后的加速成本收回的折旧规定》实际也是一种加速折旧法,所以对企业来说并没有增加太多的好处。(关于ACRS(Accelerated cost recovery system),美国政府对于一些符合规定的资产,在提取折旧时可以使用加速折旧方式处理,因而这类资产的折旧提取年限短于其耐用年限,并于资产使用初期可以享有较高的节税利益。)

直线法涉及折旧的期限。我们可能会把折旧期看作各种资产的一个经济周期或是使用周期,但这种看法并不恰当。如果保养得当,许多机器设备可能会有20—40年的使用寿命,但企业如果将折旧期定得太长,又会让读到收益表的人产生诸多疑问,甚至怀疑净收入有水分。

财务报告的关键在于,要不惜一切代价避免人们对财务报告的可信度产生怀疑。

如果读者不认可财务报告,财务报告就成了一纸空文。所以,企业资产折旧的期限应该遵循行业的基本规则。如果大部分企业机器设备的折旧期限为7—8年,即使这些机器设备其实可以使用30年或是更长的时间,企业也应该确定其恰当的折旧期限为7—8年^②。

单元折旧法

在某些情况下还可以使用单元折旧法。这种方法是将一个机器设备看成一系列的零部件构成,一一计算这些零部件的折旧。记住,会计准则规定,折旧方法一旦确定,就不能在以后年

^① 《华尔街日报》,1999年12月6日。

^② 折旧期高于“正常期限”可以提高净收入。我曾经向一个客户建议将其印刷设备的折旧期定为18年,如果他们因此受到责问,我想他们可以解释说那些机器可以使用30多年。因为这家企业迫不得已急需提高企业的净收入和资产负债表中的净值部分。我感到我们正在进行一场赌博,但这是一场针对信任的赌博。

度随意更改,除非你从第一个财政年度改起。但你可以在并购^①了某个企业或开创一家新企业时使用这种方法。这种方法的最大好处在于可以将固定成本转换为可变成本。制造型企业刚刚开始生产时,产量通常较小,用这种方法可以防止企业净值的过快流失。另外,如果转型期企业的收入表上收入减少,但企业实际上具有利润率增加的潜力,可以试着将固定成本转化为可变成本。运用单元折旧法,就可以达到这个目的。

减速折旧

从技术层面来说,还有一种折旧方法应称之为减速折旧,但这种方法实际上是一种较为过时的加速折旧方法。所谓的减速折旧有两种做法:一是年数总和法,另一种叫双倍余额递减法。(年数总和法:年数总和法是以固定资产净值(原值—净残值)为基数,乘以按年次递减的折旧率计算折旧额的一种方法。 $\text{年折旧率} = (\text{预计使用年限} - \text{已使用年限}) / \text{预计使用年限的年数总和}$; $\text{月折旧率} = \text{年折旧率} / 12$; $\text{月折旧额} = (\text{固定资产原值} - \text{预计净残值}) \times \text{月折旧率}$ 。双倍余额递减法:双倍余额递减法是在不考虑固定资产残值的情况下,以平均年限法折旧率(不扣残值)的两倍作为折旧率,乘以每期期初固定资产折余价值求得每期折旧额的一种快速折旧的方法。 $\text{年折旧率} = 2 / \text{预计使用年限} \times 100\%$; $\text{月折旧率} = \text{年折旧率} / 12$; $\text{月折旧额} = \text{期初固定资产账面净值} \times \text{月折旧率}$ 。为了保证固定资产使用年限终了时账面净值与预计净残值相等,在该固定资产折旧年限到期的前两年,将固定资产净值扣除预计净残值后的余额平均摊销。)在年数总和法中,因为从1到8的数字总和36,如果某项资产的折旧期限超过8年,就将第一年的折旧数量定为 $8/36$,第二年的折旧数量定为 $7/36$,以此类推。这种方法可以用于处理那些在使用末期损耗巨大,而使用初期损耗较小的材料设备,例如,某些设备的损耗只在资产有效使用期的后面几年发生,在设备使用初期实际损耗极小,在这种情况下,企业可以在资产使用初期实行减速折旧的方法。但在现实经济活动中,很少有企业使用这种折旧方法^②,因为这会让人感到企业想要虚增净收入,而这是企业管理层不愿意看到的。我们之所以在这里介绍这种方法,只是为了再一次提醒大家不要做任何可能有损企业财务报告信誉度的事。

资产负债表

资产负债表用于描述企业的经营状况或财务状况,提供一定时期内企业的资产、负债,以及所有者权益的信息。将其看作是一种平衡表是因为资产负债表显示了资产和其他两者之间的关系。资产负债表的管理是管理层主观意见和会计法则运用的结合。很多管理者认为,资产负债表和收益表之间没有太大的关系,其实这样的想法是错误的。对于债权人来说,如果正确反映了企业运营的真实情况,资产负债表比收益表所传达的信息更为重要。也就是说,投资者可以根据资产负债表而不是收益表来作出各种重要决定,推动企业更快地发展或是合理地

^① 这份报表假定“资产购买”的交易形式,这个话题我们将在下一章谈到。

^② 加州的公用设施配置增长很快,经常会有人提出建议,要求对这些设施采用减速折旧的方法以减少近期折旧费用,因为这些费用实际上通过收费方式来让消费者负担。

控制企业的发展节奏。

我们以债务/资产率为例。许多银行都会认为,债务/资产比率是一个最为重要的比率数据,他们设定的这个比率最大可能值为 4/1,超过这个比率银行就不会再向你提供任何贷款。

第一印象:现金账户

第一印象通常也是最为深刻的印象。你在看了资产负债表后,第一眼是什么印象呢?因为我们的阅读习惯是从左到右,从上到下,你最先注意到的肯定是现金账户,对吗?

如果现金账户的数额巨大,给人传递的信息是企业财务状况良好。如果现金账户为负,则让人感觉这个企业要破产了。那么,如何很好地编制现金账户中的数据呢?一般来说,编制现金账户的基本方法是查看企业的期末现金账户记录,也就是说,在编制现金账户时,并不考虑企业到期日时银行账户的存款数量,而是只查看企业支票账户上的金额大小。

那么,企业的现金账户要怎样才能做得好一些呢?最好的权宜之计就是,在会计期末的前一周或更长的时间内最好不要签发支票。当然,这样做的时候要考虑到与供应商的关系,但如果企业只是在年末或季末偶尔为之,想必不会对经销商和供应商的关系产生太大的负面影响。

还要记住的一点是,将所有的现金放到一个科目里比分别用几个科目来表述要好。例如,如果用下面的方式来表述现金账目就显得很不明智:

零用金	\$124.35
联邦银行的现金	\$1 450.54
花旗银行的现金	\$215 505.90

这种方法虽然能够将信息精确地描述出来,但在人们目光匆忙扫过表格之余,通常只记住了一个数字:124 美元,而并非三个数字的相加结果,并由此形成了对企业现金状况的一个总体印象。大多数好的会计师事务所不用提醒就会将各种现金数据加总,而有些小会计师事务所从业者的做法是将企业的所有细小科目打印出来,如果企业有三个现金账户,他们也会在资产负债表上写出三个现金账目。

增加现金账户金额的另一种做法是将企业的货币市场有价证券放入现金账户,合并为一个统一的账户叫做“现金与货币市场证券账户”,美国有许多规模较大的城市银行就运用这种账户将其企业客户的资金在企业的现金账户(在银行的支票账户)与货币市场证券之间实行电子化的自动转移。

从人们的心理状态来说,总是希望看到现金账目中的现金数额很大。一个成功商人曾对我说过:如果你希望让人知道,你就要把你最好的东西放到窗台上。如果人们很看重现金账户,你就要尽你所能满足人们的愿望。有人可能会说数额巨大的现金账户预示着糟糕的资产管理,但也有许多人认为这代表着企业的流动资金运行情况健康良好。

货币市场有价证券

根据《财务会计标准说明书》第 115 条的规定,管理者需要将其投资分为三类:到期证券、可卖证券和已交易证券。到期证券列出了已摊销成本,可以将其放在其他资产部分。可售证

券以市值计价,应该在股东资产净值中列一个单独的科目记录其账面价值;而交易证券以市值记录其账面价值,并作为收入的一部分。这种方法与从前记录货币市场证券的方法有所不同,但从这项新规定中所得出来的一个结论是,对于所有的发展型企业来说,他们都应将其货币市场证券记录在流动资产部分。

长期负债的流动负债部分

如果会计认为企业的财务状况良好(通常银行职员会进行检查),作为债权人的银行或金融企业将会继续提供贷款。根据《通用会计准则》(GAAP),可以对资产负债表进行调整,即将长期债务的流动负债部分由流动负债科目调整到长期负债科目。比如企业得到的贷款是一份为期 90 天的期票,如果从流动比率(流动资产/流动负债)的分母部分将长期负债中的流动负债部分拿出来,我们会发现,企业的财务状况将出现极大的改变。

尽管流动比率这个指标已经使用多年,但确实存在问题,而其中的一个重要原因就在于因对流动比率的理解不同而出现了两个不同的含义。

流动比率和清算

流动比率的第一层含义被我一个会计系的同事称之为“突袭价值”(pounce value),意思是说如果出现资产价值缩水一半的情况,流动负债的债权人可以通过“突击检查”的方式来了解企业的真实资产状况,但实际上,这根本不可能!因为对于有些债权人,比如银行来说,企业借款通常是以较为可靠的应收账款或是存货来做保证的,按照“补偿权”的规定,银行可以冻结企业任何形式的现金资产以偿还贷款。银行通常能够在第一时间得到这些资产,而其他的债权人却没法获得那些流动性很强的流动资产。即使企业的流动比率比传统做法中的 2/1 还要高出很多,也不能确保流动负债的债权人仅仅通过观察流动比率数据,就能确定自己的债权是否能够得以维护。

资产的优先权

当我们谈到债权人资产的安全性这个话题时,有必要先来回顾关于企业破产时资产清偿的优先顺序^①。在企业宣告破产后,可能提出要求的清偿权包括:

(1) 优先受偿权:比如庭审费用、审计费用、律师费用、破产受益人票据、规定数额的工资薪酬以及薪金工资税等;

(2) 有抵押债权人受偿权:债权人求偿权,在本书后面我们谈到的《统一商业编码》中为所谓的“动产”作出了相应的规定条目,比如存货、应收账款、设备和其他非不动产。同时,也明确了房地产等不动产。如果将这些较为可靠的资产卖掉之后仍不能满足这部分清偿权,只能将部分债权人转为普通债权人。

(3) 一般债权人:可列入一般债权人名录的债权人很多,包括贸易债权人、债券债权人、无抵押债权人、资产售出后仍得不到清偿的部分有抵押债权人、超过规定部分的工资薪酬,以及某些税款。(贸易债权人是指曾向企业出售过商品,企业承诺过付款的债权人。)

^① 关于企业破产时分类的细节提供已超出了本章的讨论范围,这里只是做了一个粗糙的分类。

(4) 担保债权人：对于这个概念我们后面还会具体讨论，但我们需要清楚的是，在一般债权人之后的担保债权人还可以进一步分为高级担保债权人、普通担保债权人和低级担保债权人。

(5) 资产持有人：即企业股东，可以分为优先股股东和普通股股东。

在企业破产清理程序中，法院通常会采取两种做法：一种叫绝对优先权，一种叫相对优先权。如果采用绝对优先权，法院将会按照上述的顺序来分配企业资产；如果采用相对优先权，法院可能会同意某些处于靠后位置的债权人，比如股东，在向企业付款后可以优先获得某些权益，否则他们可能得不到任何权益。关于企业的“破产”问题我们在后面的两章里还会涉及，其中第七章会讲到涉及清算的企业，第十一章分析企业必须通过一定的时间重组，以使债权人免遭血本无归之灾。将债权人分为五类的做法特别适用于企业清算，排列的先后顺序也是企业在清算过程中的基本顺序。我们注意到，这样的分类并不是按“短期”债权人或“长期”债权人来划分，因为这些术语是会计为了撰写财务报告而创造的，而前面的那些术语则是从法律角度来界定的。

在 20 世纪发明“流动比率”这个指标时，美国还没有像现在这样的破产法，所以，用流动资产来支付流动负债的做法并非完全不合理，比如，将流动资产支付给贸易债权人。而且，即使法律环境和经济环境发生了巨大改变，这种财务分析的基础至今依然存在。虽然人们都不会承认流动比率非常重要，但作为反映企业财务状况的一个重要指标，现在依然被广泛地使用着。

正如前面讨论的那样，流动比率的外延含义也许是不对的，但其内生含义，也就是说，通过对现金流量表的分析可以更好地确定企业是否处于较好的财务状况下。（我们在下一章会讨论这个问题。）有人可能会说有些指标如酸性测试比率（这种比率和流动比率很相似，只是将存货从分母中去除了。）是一项严谨的测试，用以衡量一家企业是否拥有足够的短期资产，在无需出售库存的情况下解决其短期负债。这种比率具有误导的倾向。如果某个债权人对某种资产具有抵押担保权益，则其他一般债权人就没有资格再获得该项资产。所以，即使在去掉存货之后，流动负债债权人看起来还是安全的，而所谓债权人得不到剩余资产的断言其实是不对的。

一般债权人比率

从债务清算的角度来说，使用流动比率这个指标的其中之一是为了说明企业是否有足够的资产来清偿负债。但在具体运用中，流动比率却不能完全说明问题，所以我们为喜欢指标的人找到另一种指标，即一般债权人比率。

$$\text{一般债权人比率(GCR)} = \frac{\text{提供给一般债权人的资产}}{\text{一般债务求偿权}}$$

这个指标可以帮助企业的债权人了解其资产状况是否安全。但我们不能确定这个指标是否在广泛应用着，主要原因在于，只有审计人员才能确定哪些资产对于一般债权人来说是可用的，所以，这个指标看起来很容易，但在实际操作中却有难度，而且，有时还要听候政府官员来确定某些资产是否存在债务关系。但是，对于比较迷信流动比率指标的人来说，这种比率与流

动比率的联系非常紧密,只是在这一指标中所使用的术语都是法律术语而非财务术语。

债务/资产比率

债务/资产比率可以说是一种最为重要的财务指标,可以定义为总债务/(总债务+资产)或(短期债务+长期债务)/资产。对于许多银行来说,这个指标是一条分水岭。例如,许多银行对于银行贷款都有一个4/1的限定^①。如果企业的这个指标超出这个界限,银行就不会与企业合作,或者会终止与企业的合作。作为企业来说,是否有办法让这个指标达到银行要求呢?答案是肯定的。而且,对于企业来说,这也应该是企业力求要达到的目标,因为过多的负债只会导致企业陷入财务危机或濒临破产的边缘,远离企业发展想要达到的理想境界!

在前面的优先清偿权的排序中,担保债权人排在一般债权人之后。如果企业存在大量的担保债务^②,这些债务很可能会放在长期债务科目内,但也不尽然。如果企业将担保债务作为一个单独的子科目列在长期债务中,并且恰恰放在资产部分之上,也就是在向财务报表的读者表明这个债务实际上是一种资产,也就是说,企业将这种债务看成是一种资产。在计算债务/资产比率时,如果把担保债务算作资产的话,债务/资产这一指标将会有很大的改变。

在计算D/E比率的时候将担保债务放在资产中的理由是,在债务被支付之后,债务人的权益就得到了保护,债务人就变成了债权人。确实,在计算D/E比率时,这种不是资产的债务被看作了资产。作为一个有经验的财务管理人员应该理解这一点。

为了让大家更清楚地理解这一点,我们先来听听这样一个故事:某个家具连锁店的总裁曾经碰到一桩麻烦事。许多年前,他和他的弟弟从退休的父母手中买下一个家具连锁店。后来仅仅因为一张票据,银行竟然表示不愿再与他们合作了。这可是与他们的家族企业合作了三十多年的一家银行!这个消息真的让他们大吃一惊,很快,他们知道了其中的原因。在两兄弟收购家具连锁店时,他们是通过一张票据来向他们的父母支付了大部分费用。家具店的首席财务官已为这家企业工作超过25年,但在做账时,他将支付给其父母的票据与其他长期债务列在一起,因此,导致了极高的债务/资产比率!

如果他们的父母将票据作为担保债务递交银行,银行在计算债务/资产比率时自然会将担保债务看成是企业的资产,这样,家具店的债务/资产比率值看起来会让人非常满意。的确,担保债务是一种债务,因此,有人会认为它属于其他长期债务范畴。但如果银行将担保债务看作是资产(实际上也确实确实是资产),则不应该将其列到长期债务科目中。将担保债务与一般的长期债务放在一起的做法很常见。在上面的这个家具连锁店例子中,只要那个会计或是某个银行官员告诉兄弟俩,如果他们的父母为其票据提供担保票据就可以避免出现这个麻烦,也许是因为会计根本就没有考虑到债务/资产率这个指标,而对于银行官员来说,银行奉行谨慎行事的原则,不干预客户企业的内部财务事务,因为,一旦企业出现财务危机,可能会因此对银行提及诉讼,这对银行来说将是天大的坏事情。所以,千万不要指望银行官员会对家具店的总裁指

^① 但对于不同的银行和不同的行业来说,具体数值可能有不同。比如,有些银行对某些客户的债务/资产比要求是6/1,如果条件允许,你可以咨询一下你的银行对这个指标的要求,并牢记在心。

^② 简单来说,“担保”意味着“在……之后”。同样地,作为一个“担保”债务意味着第一债务人要在担保债务人之前先行支付债务。有关的详细内容我们在后面部分还会进一步解释。

出其中的问题所在。

担保的两种方式

担保有两种不同的类型：一般担保和特别担保。一般担保就是为一般债权人提供的债务担保，而特殊担保是指为一些特殊的债务提供的担保，比如为银行贷款进行担保。对于私营企业来说，一般企业主不会向自己的下属企业提供贷款。但如果企业主要求自己的关联企业向企业的合作银行贷款的话，银行一定会要求这个企业提供担保，这样的话，一旦遇到财务困难，企业主实际上并不能逃脱干系，还得为关联企业归还银行贷款。

从财务主管或交易商的角度来看，担保债务如同天赐甘露：在计算债务/资产比率的时候，可以把债务算做是一种资产！

估价盈余

如果企业想要改善自己财务报表中的资产状况，降低债务/资产比率，方法用尽却没法达到效果，还有最后一招叫做估价盈余。这种做法需要企业在资产负债表上的资产一边列出它的设备和房地产市值。在负债和资本一边的资产部分列出一个单独项，称为“估价盈余”：专门用于填报设备和房地产等资产原有价值的增加值。这种做法可以将一个净负值变为净正值，而整个资产负债表的情况马上就发生了改变！作为财务报告的读者来说，如果我们在资产负债表中看到有“估价盈余”科目，应该马上想到企业是在合理地完善其资产净值。坦白地说，净值为正看起来确实好过负的净值。

财务报告与税务报告

在本章的开头部分，我们在讨论财务报表时，曾提到过还有税收报表。在美国，企业通常需要提供两种财务报表，即一份财务报表和一份税务报表^①。（其实，许多用于对企业内部操作进行监督的财务报表通常只是一份彻头彻尾充满欺骗的财务报告！有时，那两份基本的报表也可能有问题，只有为申请返税而提供的财务报表有可能是真实的。但任何造假都掩盖不了事实！）

可能是出于对财会知识的欠缺，也可能仅仅因为聘请会计做报表的费用很低，有些管理者简单地把企业的纳税申报单改头换面，就用来向企业的股东汇报企业的财务状况^②。这种做法显然是错的。税务报表是依据国家的税务法规作出的，与企业的财务状况并不存在类同之处。比如，在税务表上出现的农业的损耗扣除额给人的感觉是农业企业完全不赚钱，实际上，它的利润非常高。我们应将这些真实的情况聚集在财务报表中，以便管理层能向其资产所有者说明企业真实的财务状况。（企业的资产所有者包括股东、债权人、雇员、供货商等。）

财务报表反映的信息也不完全相同，最基本的有三种，但这三种财务报表有着很大差别。

^① 有些国家只有一份报告，即税务报告和财务报告的混合体，如德国，而有些拉丁美洲国家的税务报告是由政府的税务审计员来做的。

^② 我见过最为荒唐的一份财务报告：一次，一家生产冰淇淋的中型企业给我看他们的财务报表，那是一份用铅笔写的草稿。我向他们要终稿，企业总经理告诉我那就是终稿，因为如果打印的话要花钱。

财务报表的三种类型

以下是三种不同类型的企业财务报表。

编制报表

对于美国企业来说,不管是由企业的会计部门或是由外部的注册会计师来编制,编制报表是最为常见的一种财务报告,这种报表仅只表达企业管理层想要表达的意思而几乎完全不考虑会计准则,即所谓的《公认会计准则》(Generally Accepted Accounting Practice)。也就是说,企业所做的陈述可能完全没有事实依据!例如,管理层如果想要得到一个大的净资产值,可以对某个专利,甚至非专利产品进行估值,想估多大就估多大,完全凭想当然。企业可以找一个独立的注册会计师来做这事,会计师会表明,他只负责记录下企业提供的数据,但对各科目数据的正确性和准确性不负责任。这样的做法显然不能够体现报表的合理性,充其量只是体现了企业管理的完整性罢了。

回顾报表

为了满足为数众多的美国中型市场规模企业的需要,美国财务企业标准委员会在20世纪80年代推出了一种叫做“回顾报表”的财务报告,这种报告介于“随意性”的编制报表和用于大型上市企业的“鉴定报告”之间。这种报告通常是由一个独立于企业外部的注册会计师按照公用会计准则的要求来编写。编写这份报告的注册会计师证实企业遵循了国家会计制度的相关要求。目前,很多企业编写的都是这种类型的财务报告,尤其是那些向银行或融资企业贷款的中等规模的企业更是如此。

(审计过的)鉴定报告

在美国,由独立注册会计师编写的鉴定报告是绝对真实可靠的,虽然在“鉴定报告”中人们也会发现了某些不规范的东西,但编制报告的注册会计师事务所的品质和声誉也是需要考虑的因素。总的来说,这种类型的财务报告最能体现对各方人士的尊重。

当然,对类似安然公司这样的企业股东们讲述这一点显然没有什么用。我的一次亲身经历让我永久难忘:我曾经检验过一家上市企业的下属子公司的财务报表,这个子公司是一家中等规模的企业。我要求他们提供鉴定报表,得到的回答是没有问题。当我针对这份鉴定报表中的某些财务数据进行实际核查之后,我发现实际情况与报表内容大相径庭。一家国家级的会计师事务所不做实际调查就写出一份鉴定报表的做法让我实在是百思不得其解,而他们给我的解释是对于整个母公司来说,这家子公司实在太不重要了。

要保证鉴定报表的准确性,应该与那些负责为企业提供求援建议,处理转亏为盈等棘手问题的管理咨询师好好谈一谈,会不失为一种有效的方法。

相比而言,在我们介绍的三种类型的财务报告中,鉴定报表依然是最为可靠的一种。在鉴定报表中,注册会计师主要做三件事情:对应收账款、应付账款和存货的账目加以核对。通常,他们会致函客户和供货商,要求他们核实企业的实际欠款或他们对企业的实际欠款。他们还会在年初和年末对存货进行实地盘点,在这一环节中,注册会计师最容易与企业发生意见冲突:如果注册会计师认为某种存货已实际报废或其周转时间过慢,或因一些其他原因,可能会坚持将其资产数额在资产负债表的净值部分注销。此外,他们还会核对与企业债务相关的

各项契约,以清楚企业是否存在违约的情况。

会计制度

对于所有企业来说,会计制度的建立都是极为重要的。如果会计制度的设置不合理,一些在不经意间发生的错误可能会最终导致财务报表发生重大变化。有一家企业就曾因为会计制度方面设计的一个小失误,直到财务年度结束才发现有大量的存货没有做账,导致整个年度的净收入被冲掉。企业一旦重新聘用一家会计师事务所,他们首先关注的肯定是企业采用的会计制度。另外,如果企业的管理层希望企业上市,可能会请一家小的会计师事务所按照大型企业会计制度来设计企业的会计制度,以便企业在以后首发上市时符合相关标准,这样,那些大会计师事务所只需在做鉴定报表时回顾前面会计所做的工作就可以了。这些小的会计师事务所会以一个合理的价格提供一份所谓的“白皮书”,大的会计师事务所可用这份“白皮书”来应付企业首发上市时要求提供的相关证明文件。

财务报表的编写严格按照公用会计准则的要求。也就是说,不管是 APBs、FASB 还是 SFABs 制定的所有会计准则都将得到遵循,(APB (Accounting Principles Board)会计准则委员会是由美国会计师协会

	核实过的 A/R, 存货, A/P	符合会计 准则	经营状况 陈述
编制报表	否	否	否
回顾报表	否	?	是
鉴定报告	是	是	是

图 3.4 财务报表的三种编制方法

(American Institute of Certified Public Accountants)指派的会计团体,其主要功能是制定经济交易事项的会计原则。该团体于 1973 年已由财务会计准则委员会(Financial Accounting Standards Board, FASB)取代。FASB 是

自 1973 年成立时至 1999 年 6 月 1 日所发布的财务会计准则。SFABs: 1999 年成立至今所发布的财务会计准则。)图 3.4 是对三种财务报表编制方法的总结。

理财浴(THE FINANCIAL BATH)和其他注销方式

在 20 世纪初期,理财浴的出现是为了防止对未来收益表的收费而使收入减少,因而在当期收益表中注销了某些资产的做法,这种做法有时也叫做“华尔街算法”。那些废旧资产在未来收益表中将被注销,与其那样,不如当期就将其注销。这样的话,企业将来做财务报表的压力就小。废旧设备、废旧存货,甚至某些慈善义务所导致的支出都可以被注销掉。许多活动都可以归纳为慈善义务。例如,某企业以资产购买方式并购一家企业,但支付价格高于资产价格,就变成了“慈善”活动。根据新的 FASB 会计准则第 141 条规定,企业并不能对这些“商誉”支出分期清偿,而是由审计师将市场的“公允价值”与“商誉”数额进行比较,如果“公允价值”低于“商誉”,就必须进行调整。这是一个非常复杂的会计规则,需要花时间才能熟悉它。

这种方法的出处已无从考证,但使用这种方法战略意图是很明显的:如果上市企业亏损,其股票价格必然下降,但股票价格会下跌多少呢?当然,股价下跌会有一个底价,但企业亏损的实际金额却没有底,既然已经亏损了,何不多报一些亏损呢?

出于各种原因,自从这种方法出现之后企业管理层开始纷纷应用它。运用最多的场合包

括以下几种情况：

管理变动

这是最符合逻辑的一个理由。当新的管理层接管了一家上市企业以后，可以大笔的将资产注销，并将其归因于前管理层的管理不力，或者类似的其他说法，这是一种最为常见的做法。

企业打算将财务报表做成亏损

这是“华尔街算法”背后的隐藏含义。如果企业利润确实降低，在财务报表中自然表示出相应的亏损，大多数情况下并不需要应用这种战略。企业盈利减少但仍有盈利与企业亏损的情况相比是有很大差别的。虽然“理财浴”这种方法可行，但我并不赞成管理层用这种方法来将企业做亏。除非由于并购某家资产规模相对较小的企业（如一家软件企业），由于企业资产价值低于收购价值而出现一笔“商誉”，所以需要将其注销。

股票价格下跌

如果企业股票价格下跌的原因在于整个市场走低或所处的行业处于下滑局面，是应用“理财浴”这种方法的一个绝佳时机。这样的做法可能会导致股价的进一步下跌，但如果在一个下行的市场中奋起抗争如同是在滚滚激流中逆势而动，毫无意义。此外，在市场下行过程中也不适于发布任何的利好消息，因此，最好的做法是等到市场好转之后，再对外宣布企业收益大幅增长的好消息！

美国的许多高科技制造企业在 2001 年的春天注销了不必要的存货，导致这类企业大面积的亏损。（是否真的与亏损有关，我们只能推测了。）而当市场经济形势好转时，这些企业“突然”发现那些“被注销”的存货，因为这些存货的成本在前期已经被注销了，所以将其出售后可以获得大笔丰厚的利润。

当股票市场处于牛市阶段

这是在 20 世纪 80 年代以后才开始出现的一种新情况。在强劲的牛市中应用这种方法很让人震惊，也给人带来不安：如果市场一旦对这样一种行为作出负面反应，可能会导致整个市场的股票价格下跌。

“跟随效应”

20 世纪 80 年代初，花旗银行宣布将大幅度注销其在南美洲的不良贷款。由于花旗银行管理层通过这种做法释放了市场压力，股票价格开始上涨！其他一些在南美洲有问题贷款的商业银行像跟屁虫似的采取了同样的做法，将这些不良贷款注销。

这样的做法并不完全等同于“理财浴”，在股票市场上，人们似乎并不十分在意企业将用于重组或养老金的费用大笔注销，但这种情况对大型企业所造成的影响是很大的。因为我们研究的是中型企业，因此，这种情况暂时与我们无关。

有些上市企业最喜欢采用的一种伎俩就是，对以前年度的工作重新回顾并对以前的收益表加以修改，目的是使企业以前的经营状况看起来远远不如现在。实际上，所有的过去都已经成为历史，市场总是向前看的，这样一种做法并不会对企业股票的市场价格产生影响。

谁来准备财务报告？

大多数管理者认为应该由会计师事务所的注册会计师编制企业的财务报表，因为这是他

们的专长。但这并非总是最好的选择。对于多数管理者来说,如果完全不具备会计基本知识会让他们作出许多不明智的决策。在我们看来,企业财务报表的编制是整个管理层的责任,相信多数的注册会计师也会赞同这样的说法。将所有基于企业财务状况作出的决策得失归因于注册会计师是不公平的,财务报表只是在讲述故事,而管理层才是故事的编导。即使管理者不了解会计准则,他们也可以提出问题:站在会计准则的标准来看,这样的做法会产生何种后果?如果财务报表仅按其愿望出发来加以编制,只会产生欺骗!作为一个好的管理者来说,理解财会基本知识是必需的。

本章小结

那些不懂会计知识的管理者无法很好地管理一个新兴企业或是发展中的中型企业,这类企业的管理者必须懂得基本的会计规则。这一章最先强调的一点是,管理者运用存货管理工具管理企业利润的做法已经实行了很长一段时间,这个最为基本的知识在一个正规的商学院里是永远也学不到的。

这一章的第二个目的是让你理解企业是如何“炮制企业账本”的,我们并不希望企业家们学会应用这些方法,而是让他们在并购企业或是在企业发展的过程中能够看清那些卑劣的做法,发现哪些财务数据是被夸大的,不要抱有“我的专家清楚就可以了!”的想法。

这一章的第三个目的是让大家理解企业编制的资产负债表是不同的。在一个单独项目下列出担保债务并不是为了误导读者,而是为了向银行或其他人表明这种债务的不同之处,虽然它也是一种债务,但由于在企业破产清偿时具有优先偿还权,在计算债务/资产比率的时候可以被看成是一种资产。现实中的许多管理者并没有意识到担保债务的重要性,是否单独分列的决定会导致资产负债表的情况出现很大的差别。在后面的第十七章,我们还会发现,杠杆交易其实就是担保债务的一种具体应用方式。



问题讨论

(1) 假定你想并购一家企业,在了解该企业的过程中,企业提供的财务数据表明企业的净收入是增加的,你会接受企业的账面值,还是会核查财务报表中的相关科目?哪些科目可能增加销售和收入?你会关注资产负债表吗?对于资产负债表中的科目你会提出一些什么样的问题呢?

(2) 找一家企业,检查其财务报表是否有漏洞存在。

(3) 如果你是一家企业的管理者,你如何对企业的净收入加以管理,假定你的企业分别为:制造企业、配送企业或是服务企业,请明确表述出各种企业的目标。

聚焦企业管理之道

做好准备,迎接挑战!

杰姆·克拉克(Jim Clark)和他的合作者迈克·安德森(Marc Andersen)在1984年成立网景公司的时候就对他的团队说过:“做好准备,迎接挑战!我想说的是,我们能够掀起如此巨大的惊涛骇浪,我们自然也知道如何赚钱。有这么多人上网,怎么会赚不到钱呢?!”同样的想法你也会有,唯一的区别只是在于,说这话的杰姆·克拉克,他是斯坦福大学的教授,他曾经创立了Public Silicon Graphics,他有一家资产上亿的企业,他可以一次性开出一张400万美元的支票去创立一家新企业。

除了一个与众不同的发展轨迹,以及作为一家网络先驱给我们的生活所带来的改变之外,克拉克与其团队用于寻找和创立一家新企业的方法却并不特别,可以说,多数类似企业都有这样的一些共同特点:企业家能够组织起一个很好的团队,寻找到可行的机会,只是没有像网景公司那样公开上市而已。而在企业理财方面,有一种称为“寻找资金”模型的风险投资工具特别适用于这种投资。

另一个有着相同企业家精神的是亚马逊公司的杰夫·比索思(Jeff Bezos)。早在1994年,这位年仅三十岁,有着丰厚收入的投资银行家在电子商务前景尚未明朗的混沌时期,怀着一腔热情兴办了一家企业。他的热情来自当他为D. E. Shaw投资银行企业工作期间,对互联网产生的基本了解和认识。

创业伊始,比索思对于如何在网络上推动产品的生产或是提供服务并没有十分明确的想法,于是,他把二十种可以在网络上零售的商品名单列出来,他的基本赚钱思路是将传统的邮购业务与网络结合起来,他的价值理念就是为客户提供便利。正是本着这种思路来寻找恰当的商品,他不久就发现网上售书是一个明智的选择。而且,一旦作出了选择,他就马上离开纽约到了西雅图,因为这里离美国的最大图书批发商英格拉姆集团(Ingram Group)的配送中心很近。

如果你想售书却对这个业务不甚了解怎么办呢?当然要去学习!在哪里才能了解一个行业和它的具体业务呢?相关行业的贸易协会。比索思就是这样做的:他在参加了在洛杉矶举办的“全美书商协会年会”后的第二天,就作出了网络售书的决定,并马上开始与书商联系。(不用担心别人会将你的想法偷走,因为你了解所有的环节。)

第四章

现金流分析^①

为什么要分析现金流？

前一章，我们考查了损益表和资产负债表，以及利润管理的问题。在本章，我们将谈论对企业运营而言，与利润同样重要的另外一个因素——现金，要知道，使企业能够正常运转，用于支付账单和工资的是现金而非利润。

要了解在一个企业的运作中现金从何而来，何处须用现金，先学习两个通用的测度现金流的指标是有益的，它们是：（1）净利润+折旧（NIPD）；（2）息税前收益（EBIT）。一种衡量现金流的新方法称为“NOCF”（净运营现金流），它实际上测量的是现金的变化。我们会从NOCF出发，再得出NOCF'或者NOCF''。而后面的分析会让我们了解到，在特定的情况下，如果用“净利润+折旧”或“息税前收益”来衡量现金流状况，可能会导致严重的错误，例如在企业的成长期或者衰退期。

本章将会让我们更加领会到资产负债表的重要性。资产负债表的变动会显著地影响现金流的状况，但是，很多管理者并没有意识到这些偶然因素。大多数的管理者更关注损益表的科目，却很少去考虑资产负债表中那些引起现金流变动的因素。

一般性的现金流量表

本书使用的现金流量表把现金流分为四大类（总共七个类别）：

- 运营现金流；
- 优先现金流出；
- 可支配现金流出；
- 融资现金流。

本书采用的现金流的这种分类格式与FASB（美国财务会计准则委员会）⁹⁵所采用的格

^① 本章的内容基于作者1987年（3月/4月期）发表于“哈佛商业评论”中的一篇文章“现金流量表中何时现金？”。

式相比,有很大的优越性,因为 FASB 95 把利息和股息包含在一个目录项下,而我们这里采用的格式是把它们分开列项的。FASB 95 把现金流分为三个大类:经营活动的现金流、投资活动的现金流、融资活动的现金流。这种分类方式容易使人产生混淆,而且不利于建模,我们很快还会谈到这一点。一份报告应该让它的读者能清楚地从中获知有实际意义的各种内容以及其中的相互联系,美国现在使用的新的财务会计准则做到了这一点,但 FASB 95 却无法做到。

其实,现金流量表应该是一种用来预测的工具,而不仅仅是“后视镜”。过去,我们在使用资金来源和运用表来进行预测时常常遇到困难。这种报表采用“从哪里来,到哪里去”的陈述方式,其实没有太大的实用价值。它仅告诉了管理人员钱是从哪里来的,花到哪里去了(这里的花销是指已经发生过的支出)。有时候,这些信息对于管理人员也是重要的,但是对经营决策更为重要的是预测的工具,而且这个工具应该能够回答诸如以下这样一些问题:“我们有足够的现金吗?”“我们能够付清所有的负债吗?”或“我们有多少可以用于资本支出和营运?”而现金流量表恰恰就能回答这些问题,因此开始得到广泛采用。

下面,我们来考查现金流量表的各个部分。现金流下分为四个大类,第一个大类“经营活动的现金流”又分为两个子类别:流入和流出(参看表 4.1)。

表 4.1 现金流量表 起_____止_____

时间——期间	金 额	时间——期间	金 额
(1) 运营现金流入		—Δ 应付账款	
+ 净销售	\$	(2) 运营现金总流出	\$
+ 其他收入		(3) 净运营现金流 (科目 1 减科目 2)	\$
—Δ 应收账款		优先流出项	
(1) 运营现金净流入	\$	+ 利息支付	\$
运营现金流出		+ 流动债务支付	
+ 产品成本(扣除折旧)	\$	(4) 总优先流出项	\$
+ 管理费用		可支配流出	
+ 销售费用支出		+ 资本支付	\$
+ 税收		+ 研发费用	
—Δ 累进税		+ 优先股股息	
+Δ 存货		+ 普通股股息	
+Δ 预付费用		+ 红利	

(续表)

时间——期间	金 额	时间——期间	金 额
(5) 总的可支配流出	\$	证券账户	
融资现金流		+ 净营运现金流	\$
+ Δ 债务证券(借款)	\$	- 优先现金流出	
+ Δ 股票		- 可支配的现金流出	
+ Δ 定期贷款		+ 融资现金流	
(6) 总的融资现金流	\$	(7) 现金和市场有价证券的净变化量	\$
现金和市场证券的净变化量		期末现金盈余	\$

Δ 表示总的资金量在两个时间期间的变化。

运营现金流入

运营现金净流入类别下的第一个现金流入科目是净销售。净销售收入等于总销售额减去支付给职工的工资和各种津贴。净销售和下一个科目——“其他收入”的数据都来自对应时期的损益表。其他收入和主营业务没有关系,但是因为没有更合适的地方放置,所以放在这里。而且,大多数企业的损益表里并没有这个科目,尤其是对于中等规模的企业来说,这个科目是不重要的。相比之下,下一科目就显得非常重要了,那就是“应收账款”。我们注意到,在其他收入科目前有一个加号,因为这是一个现金流入项目。在应收账款前面是一个负号加上 Δ 号,表示减去一个正的变化量。这是因为这个科目是一个资产负债表项目,我们选取的是各个时期变化量,而非应收账款本身。我们可以参考表 4.2 来理解“减去一个正的变化量”的含义。在表 4.2 里, t_0 代表统计数据的初始时间,或者称为零时期。当销售额开始上升以后,企业建立应收账款,并将获得现金,因而,产生的运营现金净流入量是正的,但是低于当期的销售额。在表 4.2 中我们看到,到了第 4 期,销售额实际已经下降,但净运营现金流量却上升了。如果我们根据表格里的数据进行算术运算,减去一个负的变化量就是加上一个正的变化量,而运营现金净流入量等于加上应收账款结余这个变化量。简言之,应收账款上升,即现金被占用,现金减少;应收账款下降,现金增加。

所以,了解资产负债表的各项内容,我们必须了解那些科目的变化量。只有这样,我们才会真正明白现金流动的作用机制。

而在企业管理以及财务管理过程中,我们必须经过一定的训练才能认识到这一点,也就是要达到对资产负债表“有感觉”的境界。

表 4.2 “减去一个正的变化量”——应收账款的变化量

期 间	t_0	1	2	3	4
销售		\$10	\$15	\$25	\$10
—应收账款					
变化量		(10)	(5)	(10)	15
应收账款余额	0	10	15	25	10
应收账款余额变化		+10	+5	+10	-15
净运营现金流		\$0	\$10	\$15	\$25

运营现金流出

运营现金流出项目下的第一个科目是产品成本,其中,需要减去包括在此科目下的所有折旧。扣除折旧的原因在于折旧并没有产生实际的现金流,而在现金流量表里,我们只记录那些产生现金流的项目。其他不产生现金流的项目还有许多,如:折耗补贴、商誉摊销、非资金储备,例如坏账准备和盈余公积金准备。

产品成本的下一项是管理费用和销售费用。自然,这些项目同样要扣除折旧和非现金的部分。接下来,从损益表中得来的税收量,再减去从资产负债表里得到的累进税的一个正的变化量。再下来,加上资产负债表里的存货的正的变化量和预付费用的正的变化量。最后,我们减去同样从资产负债表获得的应付账款的正的变化量。于是,我们可以得出这样的结论:库存增加,现金被占用;应付账款增加,现金增加。

当然,你可以把这个包含了基本科目的列表调整成适合自己企业需要的形式。增加你的企业所需要的科目,删去那些不需要的科目。如果你的企业有一项工程费用,那么就on应该把这项大的支出列入进来。

把以上的科目进行代数加总,就得到现金流量表里的第(2)项:运营现金总流出。用第(2)项减去第(1)项就是净运营现金流,我们得到了净运营现金流,注为第(3)项,即 NOCF。NOCF 是企业通过自身经营活动所创造的现金,它来自企业的基本业务,是企业存在的根本保证。NOCF 提供了企业用来进行经营活动的资金。

优先流出项科目

企业还有一项重要任务,那就是支付利息和偿还债务。因此,我们把接下来的科目称作优先流出项。在企业经营过程中,如果需要用财务报表来预测杠杆收购的情况,就可能涉及几个单独的利息支出项和债务支出项。而且,最好的做法是不要把它们混在一起。

可支配流出

优先流出项科目之后是任意流出科目。在这个科目下,包含了以下小科目:资本支付、研发费用、红利、优先股和普通股股息。实际上,在现金流量表里,这些科目的顺序是任意罗列的。往往是根据企业的不同侧重点,重新安排或用其他的科目来替代。举例来说,大多数新兴

或者中等规模的企业不需要支付股息,但是它们可能会支付奖金。因此,可以把股息项替换为奖金。如果是一个制造企业,道具、广告费用项可能会相当可观,比如,占到销售额的10%。同时,管理层还想“平衡”整个企业的资金配置,就是说,企业在确定这笔广告费用时,需要确切知道这笔钱从哪里出,这是一种同时解决不同问题的有用方法。同样的过程也可能出现在股息的支付上,因此,一个企业在考虑股息支付的同时,还需要同时考虑资本投资项目的平衡。

企业可支配的现金数额可以从下面的公式得出:

$$\text{NOCF}' = \text{NOCF} - \text{优先流出项}$$

NOCF'可以用来回答管理者所关心的一个重要问题:“我们可以支配的钱有多少?”或者是“企业究竟有多少钱可以用于资本支出和红利?”资本支出是企业进行再投资、获得现金收益的途径;红利是企业分派的现金。所以,从另一个角度来解释,NOCF'就是企业用于再投资或者分红的现金数量。如何在这两者之间分配现金额度则取决于企业的理财方式。

融资现金流

第四个大类“融资现金流”包括股票出售和债券募集这样的大额列项。这里面不包括定期偿还的债务,比如,企业必须每月或定期归还银行或者金融机构的金额,这些款项已经列在优先流出项里。如果企业想回收债券,那么,就会出现一笔负的现金流。同样的,如果企业要从它的一个股东那里回购股票,那么这项支出也会在现金流量表上表现为一项负的现金流。这样的说明也许能够帮助我们理解把其称为“融资科目”的原因。

现金和市场证券的净变化量

合计数是上面所有科目现金数量的代数和,因此:

$$\text{现金净变化量} = \text{净运营现金流} - (\text{优先流出项} + \text{可支配流出}) + \text{融资现金流}$$

用现金流里的数字代码表示,可以定义为: $7 = 3 - (4 + 5) + 6$ 。

第七项被称作“现金和市场证券的净变化量”,这是因为大部分企业都把它们的现金账户和货币市场证券账户合并(或将要合并)在一起。这通常是企业所属的银行所采取的便利方式,称为“通用账户”。如果企业选择不合并这两个账户,那么就可以在现金流量表里把这项分列为:净现金变化量和净货币证券市场变化量。

测度现金流的方法比较

至此,我们已经逐项考查了现金流量表中的各个科目,现在,我们可以把注意力转移到测度现金流的两个通用工具:(1)净利润+折旧(NIPD)和(2)息税前收益(EBIT)的比较上。而我们所使用的衡量方法则是NOCF的简单变形,叫做NOCF'。NOCF'的定义如下:
 $\text{NOCF}' = \text{NOCF} - \text{必需的可支配现金}(\text{Nec Discretionary})$ 。

“Nec Discretionary”的意思是必需的可支配现金,表示企业在最坏的情况下,为了企业生

存必须保证的可支配现金流出。例如,在常规下一个企业的资本支出会是 100 万美元到 150 万美元,可是在企业经营状况不佳的时候,它至少可以有 30 万美元的资本支出,而且是可支配支出。这样说来,NOCF^{''}其实表示企业所必需偿还的债务。

至此,NOCF^{''}的真正含义应该是一目了然的,一切都取决于 NOCF。一个企业的净运营现金中的用于偿还债务(优先流出项)的部分多,可支配流出必然就少了,反之亦然。下面,我们将运用这样三个衡量现金流的指标,并以三个不同类型的企业为例,来对这些方法做相应的比较。

不同情况下对现金流的度量

不久前,某个银行家去拜访他的一个优质企业客户——一家成熟的大型企业下属的一个规模虽小但成长迅速的高科技企业。在这次会面中,这个企业的总裁、副总裁和财务主任都告诉他,他们现在和母公司的高级管理层之间存在很大的意见分歧,母公司管理层已经通告他们,如果他们能够拿出足够的钱,就把整个子公司出售给子公司的管理层。因此他们非常希望能够获得一笔贷款,他们能够保证每季度的还本付息,因为他们有大量的现金流。

银行家知道这家小公司收益甚好,而且具有良好的成长性。他最初认为这笔业务应该是十拿九稳的项目,但是在准备安排贷款申请时,他还是为自己留了一手,要求“看看你们的现金流量表”。令他感到意料的是,该企业现金流量表上显示出来的可以用来偿还债务的资金部分少得可怜,远远低于预期的每季度用于还本付息所需要的现金量。怎么会出现这样的状况呢?这是因为,该企业用“净收入加上折旧”来衡量现金流状况。本来,他们应付贷款本金和利息等开支是绰绰有余的,为什么银行家看到的却是现金不足呢?其实真正的原因在于,“净收入加折旧(NIPD)”的计算方式没有把营运资金项考虑进来,而营运资金主要包括应收账款、库存、净应付账款等。

幸运的是,这个子公司的融资计划最终还是进展得非常顺利,故事也终于有了圆满的结局。在企业经营中,更需要注重的应该是如何调整企业的支出,降低支付项,使企业后期的营运产生更多真实的现金流,并逐渐积累更多的真实的现金流,以保证应对各项支付。当然,子公司也可以采取降低销售增长的方法来产生更多的现金流,但这显然不是一个令人乐于接受的解决方案。既然这种方案不利于企业的长远发展,银行也并不希望企业作出这样的选择。

毫无疑问,类似这样的故事曾经被重复过很多次,犯下这样的错误是因为人们忘记了两个非常简便的衡量现金流量的指标 NIPD 和 EBIT,另外再加上一个 EBITDA 指标(息税前收益加上折旧和摊销),这些指标都是现金流量表中的基本指标,但并不包括资产负债表中的流动资本项目。而前面表 4.1 中的所采用的现金流量表计算方法,却同时兼顾了现金流量表和资产负债表的项目;而且,这种列项的方法有利于建模。

为了弄清楚 NOCF^{''}与其他两种现金流的测量方法之间的差别,我们将考查三个不同类型的企业,它们分别是:一家制造企业、一家批发企业和一家服务企业。我们分别模拟三种不同的经营状况下的三家企业的状况,然后按照统一的格式来编制它们的损益表和资产负债表。这三种经营状况为:销售稳定期、销售增长期、销售衰退期。

在销售稳定的经营状况下

在销售稳定(包括债务稳定)的情况下,NIPD 和 EBIT 近似地等于现金流。假定,目前这三个企业都在销售稳定的状况下经营,另外,我们把销售稳定期定义为销售量的升降幅度不允许超过 5%。图 4.1 显示了具体的假定条件:

- 销售期为六年(时间轴以每六个月为一个单位间隔:因为债券利息是每半年支付一次);
- 现金流的三个衡量指标——EBIT,NIPD,NOCF”;
- 假设现金只是用于资本支出,多余部分形成现金余额。

某制造业企业

如图 4.1 所示,在销售稳定的经营期时,制造企业的 NIPD 和 NOCF”指标之间的差异大部分来自“必需的可支配流出项”。但最为重要的是,如果将最小量的资本支出排除在外,NIPD 就几乎和 NOCF”无差异,因为,在资产负债表里流动资本项的净变化量——应收账款、库存、应收账款和累进税——接近于零。参照现金流量表(表 4.1),如果把上述那些资产负债表里的列项从科目(1)和(2)里删除,就只剩下损益表列项。当销售量既不上升也不下降时,流动资本项也就不会发生上升或者下降的变化。或者换句话说,资产负债表中的流动资本项的净变化量接近于零。因此,在销售稳定的经营期,也只有在这个时期,NOCF”实质上只表达了损益表的概念。

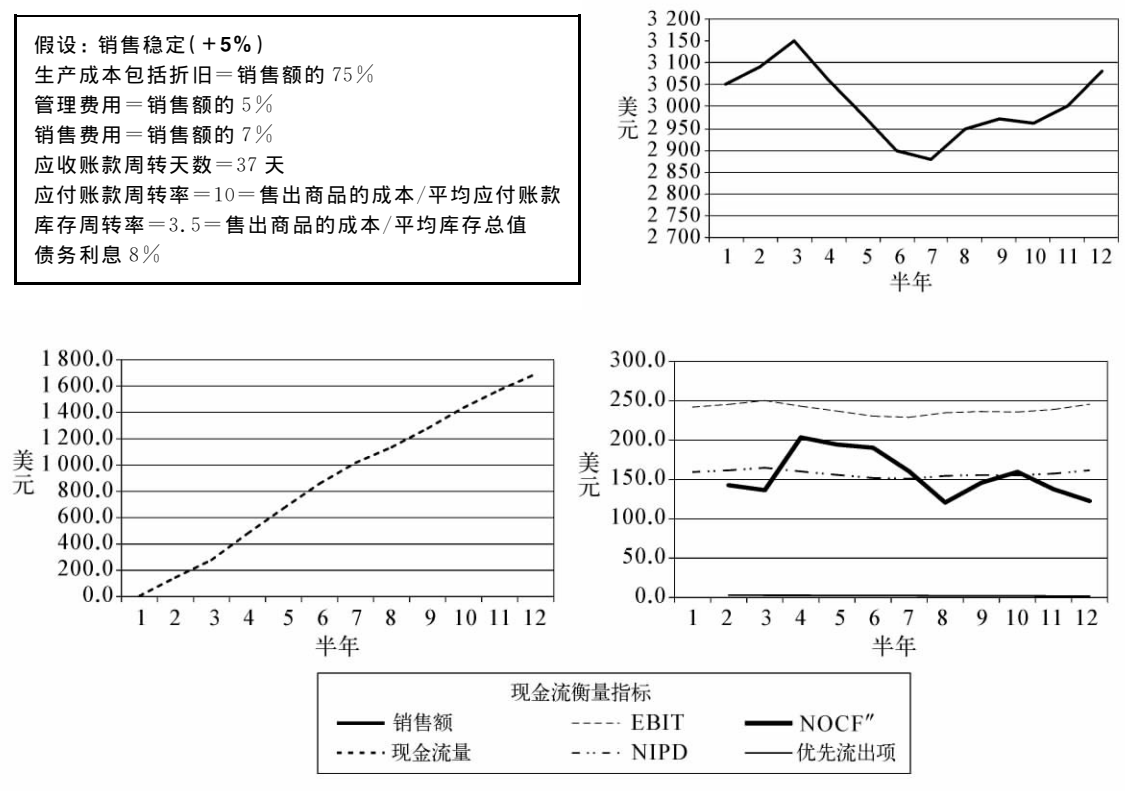


图 4.1 在销售稳定的情况下某工具制造企业的经营情况

根据前面的假定条件,一旦 NOCF"比优先的现金流出量要大,现金结余就会随时间的推移而增加。又由于 NOCF"和优先流出项之间的差额是一个常数,现金结余事实上是单调增加的。

在现实生活中,如果企业的现金(和市场有价值证券)结余在一段时间内总是不断增加,确实是相当容易让人产生质疑,不过那已经是题外话了。我们做这个模拟案例的目的在于考查在假定条件成立的情况下企业可能的状况。

某批发企业

当批发企业处于稳定销售期阶段,NIPD 和 NOCF"的相似性表现得更为明显。从图 4.2 可以看到,当销售量稍有下降的时候,NOCF"是超过 NIPD 的;但是通常情况下,这两个衡量现金流的指标是大致相等的。原因在于,此类企业(批发纸业企业是非资本密集型企业)的“必需的可支配现金流出量”额度相当小,所以,资产负债表中的流动资本净流出项接近于零。

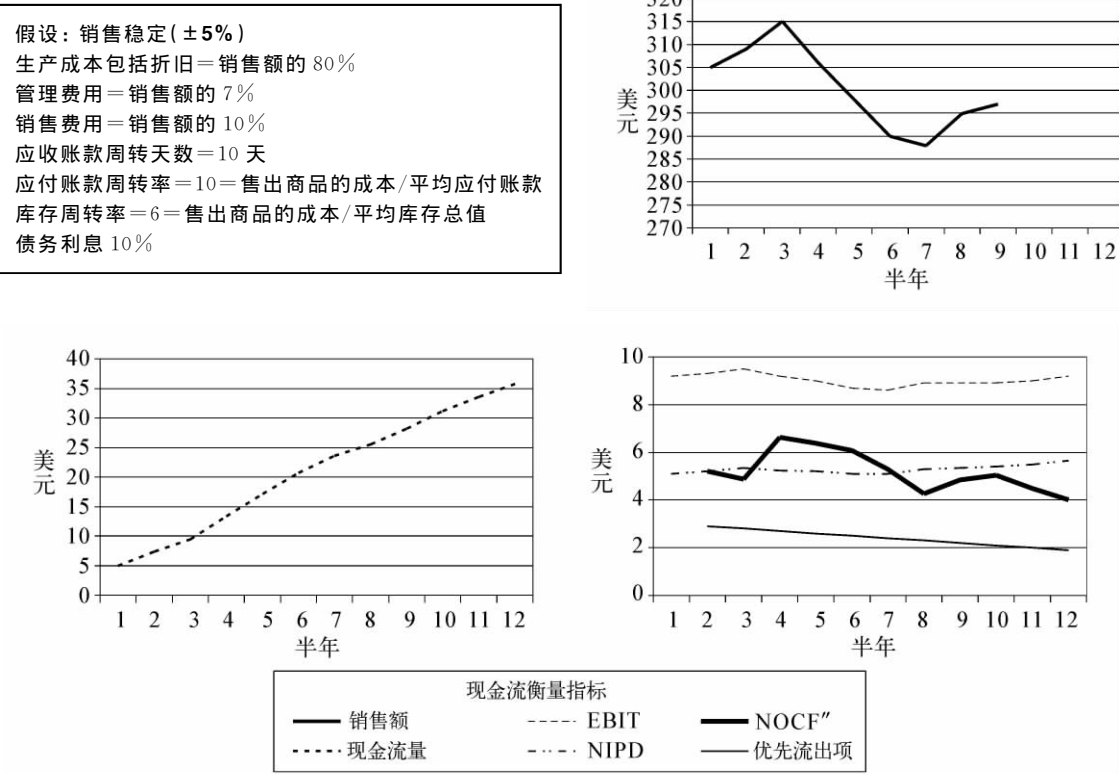


图 4.2 在销售稳定的情况下纸品经销企业的经营情况

某服务型企业

服务企业在稳定销售阶段,其 NIPD 和 NOCF"也是近似相等的,如图 4.3。

综上所述,在销售稳定的阶段,现金流的测度指标 NIPD 是 NOCF"的近似估计值——因为资产负债表里的流动资本净流出项接近于零。而现金的增量取决于 NOCF"和优先流出项现金之间的差额。如果这个差额较小,那就意味着企业有较多的债务需要偿还,现金结余会因此而上升较缓慢;反之亦然。

假设：销售稳定 ($\pm 5\%$)
 生产成本包括折旧 = 销售额的 66%
 管理费用 = 销售额的 16%
 销售费用 = 销售额的 14%
 应收账款周转天数 = 10 天
 应付账款周转率 = 15 = 售出商品的成本 / 平均应付账款
 库存周转率 = 20 = 售出商品的成本 / 平均库存总值
 债务利息 10%

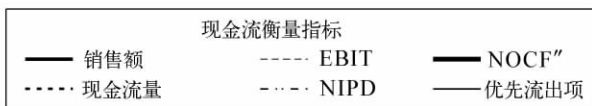
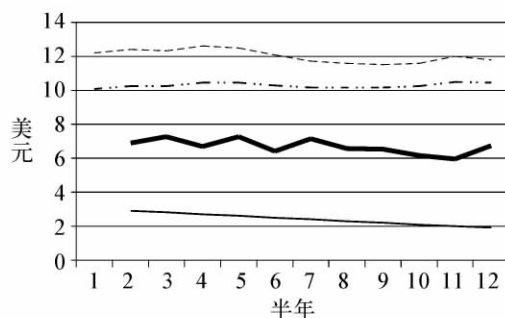
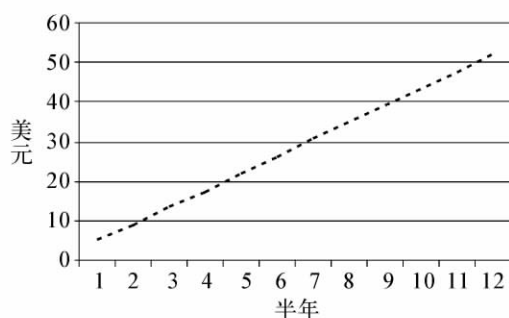
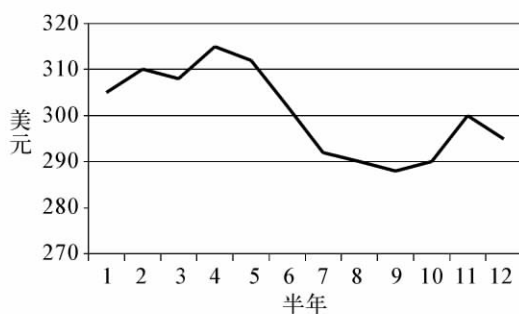


图 4.3 在销售稳定情况下某洗衣批发店的经营情况

在销售增长的情况下

在前面的分析中,我们已经可以基本确定,当企业处于销售稳定的阶段,NIPD 和 EBIT 都是可以对现金流作出良好估计值的指标。接下来,我们分析处于销售增长阶段的企业,结果却会得出截然相反的结论。

首先分析制造企业的情况

假定这家制造企业的销售量在六年里以每年 30% 的速度增长。其 EBIT 和 NIPD 指标会相应地上升——因此,现金流状况看来似乎非常良好,但是,如果考查 NOCF'' 和现金结余指标时,情况却完全不是如此乐观。

实际上,NOCF'' 并不会像 EBIT 和 NIPD 增长得那么快。在制造企业中,现金结余在七年内是不断增加的,但是如果企业的增长速率增加到 48% 的话(假定条件是每年 30% 的增长率),那么现金结余反而转变为负数。

如果销售增长非常迅速,会使企业的现金结余转为负数,面对这种情况,管理者通常会问这样一个问题:要使企业每年的预期销售增长率与其财务指标要求相匹配,企业需要多少现金?因为我们前面的讨论都是在假定没有任何债务负担的条件下进行的。如果存在优先流出项,那么,现金流状况会更加恶化。也就是说,当企业有债务负担的时候,现金结余的增长会比没有债务时更缓慢,甚至可能转变为负增长,这种变化主要取决于企业的增长率和其他假定条件(见图 4.4)。

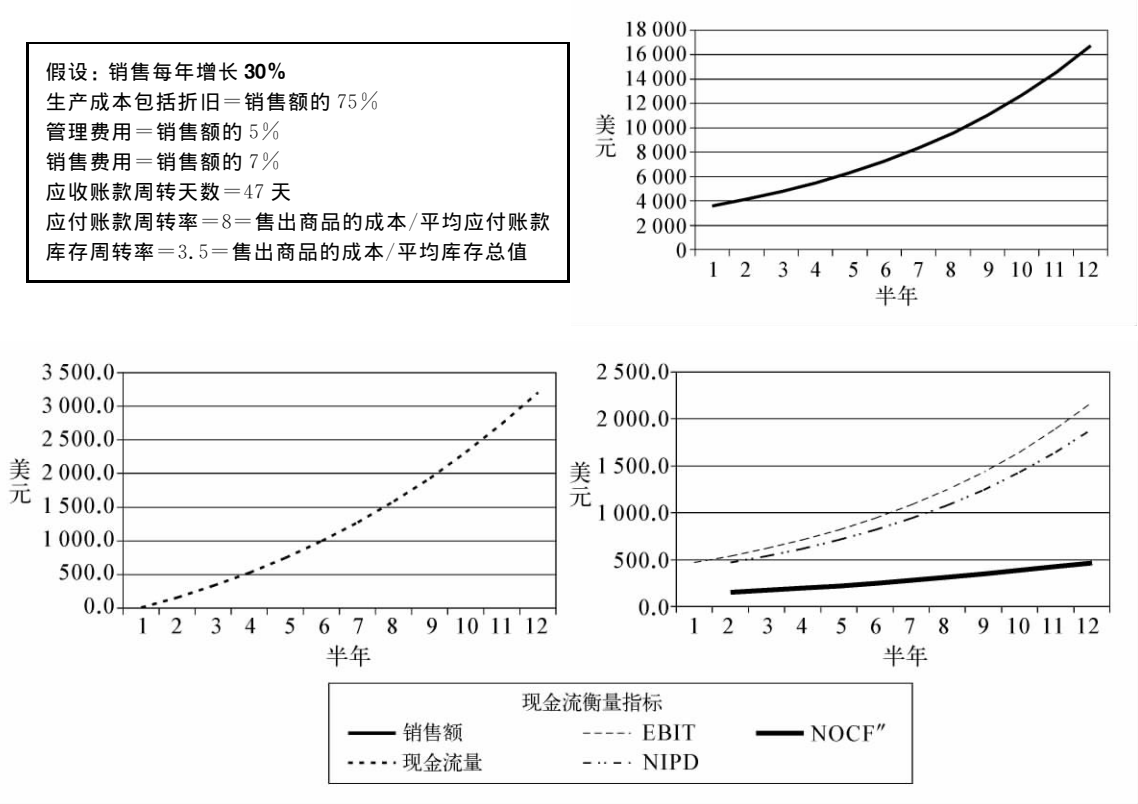


图 4.4 销售增长状况下的某工具制造企业经营情况

“热键数据”

在我们得到想要的经营结果之前,我们同样必须做一些相应的假设,特别是针对一些非常重要的财务数据,如产品销售成本、应收账款、库存和应付账款等指标作出假设,这些指标我将其称为“热键数据”。在我们的分析中,并不会直接涉及 NOCF''与 NIPD 和 EBIT 三个指标之间的相互关系,而是需要考查当企业的销售情况在计划期内发生变化时,这些“热键数据”是如何变化的,我们将会发现这些数据的变化情况非常有趣。请看图 4.5。

为了说明问题,我们假定产品销售成本分别为销售量的 70%,73%,75%,78%四个数值。(在图 4.4 里,我们的假设值为 75%。)从图 4.5 中可以看出,如果企业使它的产品销售成本下降 2%至 73%,在既定的六年内,它就能节省大约 100 万美元;如果销售成本能从 75%下降为 70%,企业就会产生超过 300 多万美元的利润。反之,如果企业运营不善,销售成本增至 78%,那么,在既定的六年内,企业的现金将会减少约 200 万美元。需要强调的一点是,如果企业改变其经营管理模式,比如通过外包服务,使其产品销售成本降到 70%以下,那么,在其他条件不变的情况下,如果企业完成 30%的销售增长要求,将会产生大约 800 万的现金流,这样的话,企业下一步销售增长所需要的现金流完全可以通过内部融资的方式来解决。

在图 4.5 所示的情况中,假设应收账款周转率为 47 个 DSO。在图 4.6 中,为了测试应收账款的敏感性,我们分别做这样的两个设定,一是将应收账款周转天数增加为 60 DSO,一是加速应收账款的回款,变为 36 DSO。我们发现,企业在六年里因为应收账款周转率变动所累

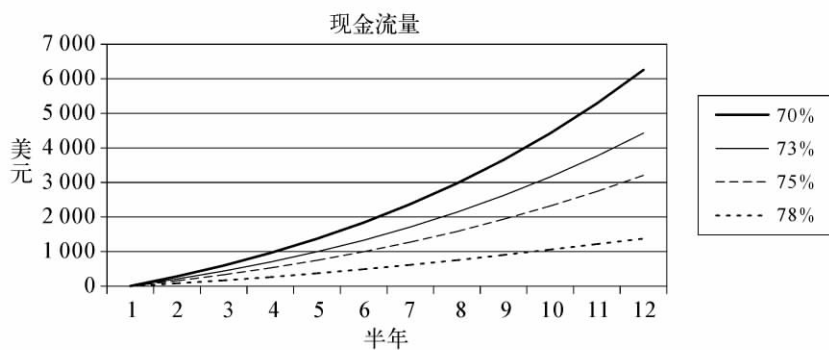


图 4.5 某机床工具制造企业的销售成本占销售量的比重

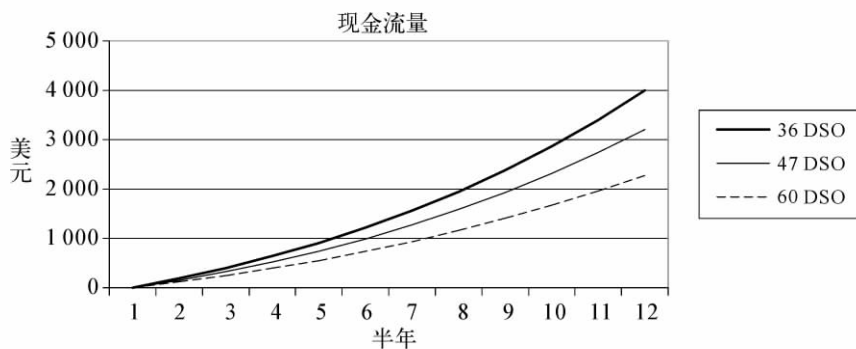


图 4.6 制造企业的应收账款敏感度

积的现金余额并没有显著增加。（作为一个忠实的“现金流动拥护者”，这个结果让我很惊讶，在我的认知里，应收账款周转率的变动应该对现金结余有更大的影响。）在这个模拟的经营状况下，制造企业所得到的这个结果可能不具有普遍意义，对此读者应慎记。在个别的案例分析中，我们有必要实际地模拟现金流动，来观察在既定的情况下由于某种变化带来的效果。

实践证明，另一个热键“库存假设”的变动更具有活跃性。注意，在前面的基本假设里（图 4.4），库存周转率相当低，一年仅 3.5 个周期。（这个数据并不是凭空假设的，而是根据罗伯特莫里斯协会公布的此类企业的平均库存周转率得来的。）但是，如果适时引进管理方法改进库存管理，库存周转率有可能提高到一年 4.5 次（这也并不是高不可攀的数字），这样的话，企业在六年后将产生大约 200 万美元的现金流（如图 4.7）。如果企业的增长速度极快，如前所述，增长效应会导致企业现金结余的减少，同时，由于库存周转率提高，又会使企业的现金结余增加，当然，这两个变化量之间存在差异。

批发企业

在模拟批发企业的经营状况时，我们先让企业经历四个半年（单位时间段为半年一期）的销售稳定期，然后企业以每年 30% 的增长率进入销售增长阶段。当销售稳定时，NIPD 和 NOCF 是比较接近的，但是一旦销售量开始攀升，NIPD 上升，NOCF 下降，原因何在呢？现金结余曲线的变化趋势是不言自明的：销售稳定期，现金结余上升；销售开始增长时，它的增长走势放平缓；一旦销售增长效应加剧，现金结余曲线就开始下降。

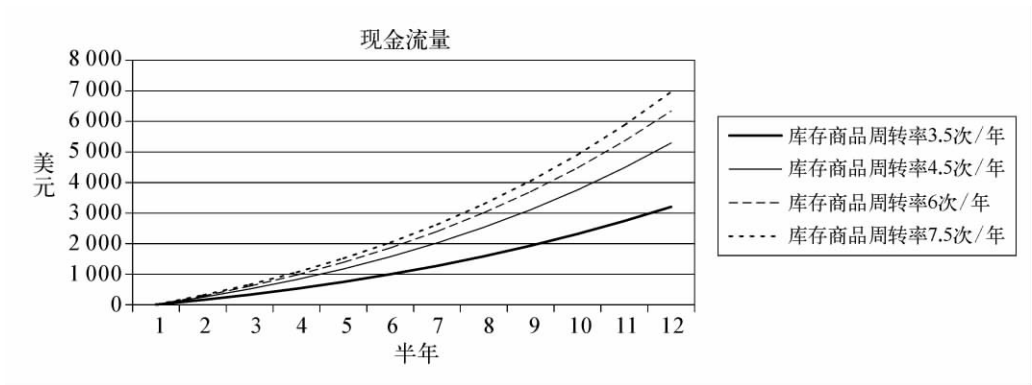


图 4.7 在销售增长情况下某机床工具制造企业的存货敏感度

假设：销售从第四期开始增长 30%
生产成本包括折旧 = 销售额的 80%
管理费用 = 销售额的 7%
销售费用 = 销售额的 10%
应收账款周转天数 = 47 天
应付账款周转率 = 10 = 售出商品的成本 / 平均应付账款
库存周转率 = 6 = 售出商品的成本 / 平均库存总值

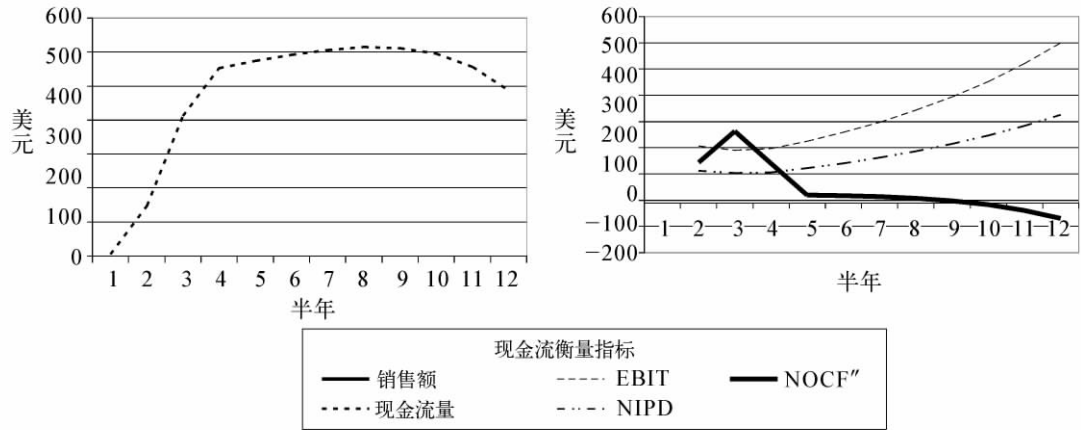
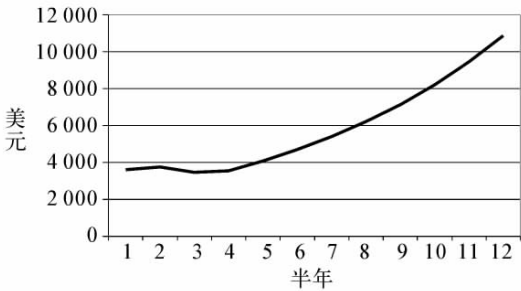


图 4.8 在销售增长情况下的某分销企业

至此，读者从计划的角度来审视这个模型——特别是在计算机化文本的帮助下——应该能够有效地估测，销售达到多大的增长率是有效率的，并且这个增长是可以通过自我融资来实现的。或者换一个角度，在可以获得的外部融资的金额给定情况下，多大的销售增长率是可以实现的。

按动热键

我们将批发企业的生产成本假定为销售额的 80%，当我们改变这个值的时候（如图 4.9），我们得到了一些非常有意思的结果。只要企业的成本保持在销售额的 80% 或者更好一些的

水平上,它就能够通过企业内部融资的方式来实现每年 30% 的增长率。但是如果企业运行不善,生产成本上升到销售额的 82% 或者 84% 的水平,企业的现金结余在六年期结束时会转变为负数。

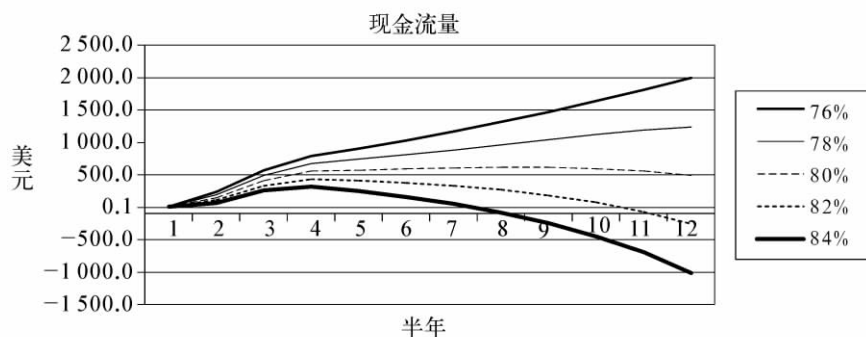


图 4.9 分销企业的不同成本情况

服务企业的情况

服务企业在销售增长期的财务状况,如图 4.10,与批发企业有所不同。当销售稳定时,现金结余上升;一旦销售呈 30% 增长,现金结余马上掉头下降。显然,对这样的企业而言,每年 30% 的增长率实在是太快了。

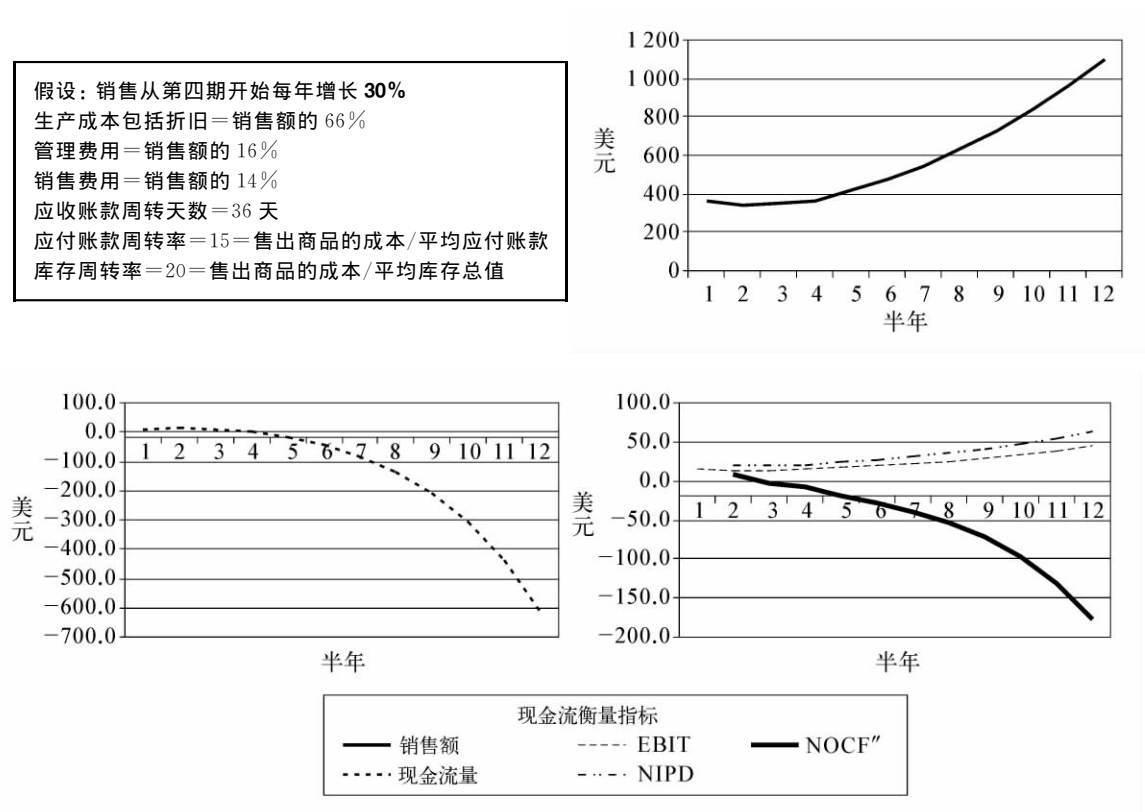


图 4.10 服务行业：洗衣批发店的增长情况

在销售衰退的情况下

衰退期的模拟经营状况,与增长时期有着鲜明的对比,与我们对衰退期的直观认识也不相符。在销售衰退的时候,企业并没有发生现金短缺,三种类型企业的经营情况都显示出在衰退期结束时,企业反而比进入销售衰退期前产生了更多的现金——但是我们必须记住,这个结果与假设前提密切相关。如果改变了假设条件,那么也就相应地改变了结果。我相信,一个经营管理良好的企业往往不会出现销售衰退的经营状况,作者十分清楚地记得曾对一个工业贸易集团协会做过一场关于现金流的报告,被他作为例子的企业都是耗尽了现金,最终甚至破产。然而,当他结束报告之时听众们的第一反应却是,他们好像从没有在任何时期,获得像在衰退期结束时那么多的现金。接下来,就让我们来探究这些情况是如何发生的。

在这三种类型企业的经营模拟中,其衰退期的销售减少(制造企业和服务企业以销售额25%的速率递减,批发企业为30%)发生在时间轴上的第五期到第六期大约一年多的时间内,并且假定销售恢复、好转花了一年半时间。

我们同样假设,在三种基本模拟中,当销售额减少时,生产成本相对上升,但是变化的百分比不同。做这样假设的原因是试图模仿现实中所观察到的情景——尽管销售下降,管理层也有必要保留一些关键生产人员。因为不考虑销售一旦回升,这些雇员的重要性而随便解雇他们,除非过分莽撞,都是值得商榷的。另外,还存在一个导致生产成本上升的因素,那就是在生产成本中,非直接的一般管理费用部分(包括租金和折旧)相对固定,因此当衰退期销售量降低时,这部分费用不会同时下降,导致生产成本占销售的比例相对上升。

此外,应收账款与应付账款的周转率变缓慢。我们这里先设定制造企业的库存周转率保持不变,但是,批发和服务企业的周转率减小。(在下面的讨论中,我们将分别改变库存周转率的值,来检测它对现金流的影响。)

管理费用和销售支出在衰退期都会下降,但是减少的幅度与销售额不相同。这样设定同样是试图更真实地模拟现实中企业经营的情况。

制造企业

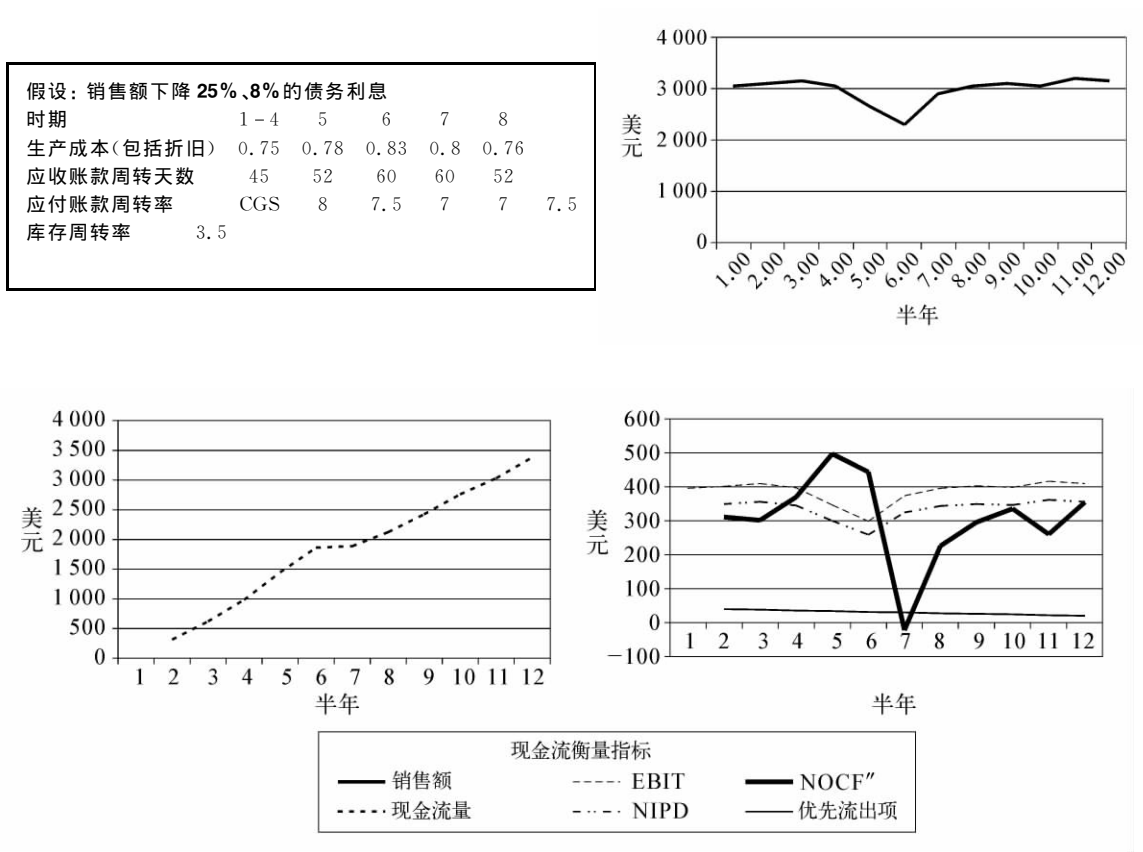
制造企业在销售衰退期的情况,如图4.11,我们假设销售从第四期后开始下降(半年为一期)。既然在前四期NOCF"超过了优先流出项,现金结余会上升。当销售开始下降时,EBIT和NIPD也都下降,但是由于杠杆的使用——既有财务杠杆也有经营杠杆,它们下降的速率更快。现在,当销售在第六期开始上升,EBIT和NIPD也轻松上升,并且在第九期达到了销售下降时的水平。这些都在意料之中,EBIT和NIPD都是单纯的损益表概念,与销售额紧密联系,随销售的变化向上或向下变动,不存在滞后。

另一方面,NOCF"的变化和EBIT和NIPD这两个指标的变化不一致。实际上,当在第五期销售下降的时候,NOCF"竟然是上升的;虽然后来开始下降,但下降的速率小于EBIT和NIPD。当然,出现这样的情况是由于应收账款和库存的“流失”。(我们应记得现金流量表的构成,例如当应收账款下降,其变化量为负,减去一个负的变化量,即加上一个正数,所以现金流增加。参考表4.1。)结果就是,在整个衰退期,NOCF"事实上是大于EBIT和NIPD的!这是流出的库存和减少的应收账款造成的。对于那些习惯把NIPD视作现金流的人,这可能是

一个奇怪的现象；而对注意到这个现象的运营经理而言，也许并没有什么可奇怪的。

当销售开始上升的时候，这三个衡量现金流的指标出现了另一个差异。如图 4.11 所示，NOCF^{II} 在第六期只略有下降，但是随后却下降得相当显著。实际上，直到第七期 NOCF^{II} 才达到它的最低值——也就是在 NIPD 和 EBIT 达到谷底六个月后。很显然，重建被耗尽的存货和应收账款账目是产生滞后效应的原因。

在所有其他的模拟经营中或者真实的企业所做的现金流分析里，库存都是非常重要的。NOCF^{II} 的一般模式与销售的变化相关联。某些情况下，销售最初下降时 NOCF^{II} 呈现的向上趋势，比我们在图 4.11 里所示的更加显著。



除去 NOCF^{II} 低于优先流出项的那一期，现金结余普遍呈增长的趋势。虽然这似乎是一个“好”理由，可以解释为什么衰退期末的现金余额比衰退期初要高。但是这一现象真正的形成原因是生产成本(还有管理费用及销售支出费用)被及时果断地削减了。如果管理层对严重的销售疲软反应迟缓，现金支出将很快耗尽 NOCF^{II}——紧接着就是现金结余。还需注意，如果优先流出项，即企业的债务偿还金额巨大，NOCF^{II} 可能低于优先流出项，因此现金结余的减少会提前发生，并且程度更严重。事实上，用戈登·唐纳森的话来说，就是现金结余减少的程度如此剧烈，可能使得企业面临重大的现金不足(更详细的内容请查阅第七章：杠杆和资本结构)。

如图 4.12,我们来了解应收账款周转率变化对现金流的影响。注意,销售从第四期末开始下降,三条不同的现金结余曲线对应着不同的应收账款周转率。然后有趣的是,三条现金结余曲线事实上在应收账款周转天数(DSO)相等的时候是交于一点的。如果你曾对应收账款里是否有现金流存有疑虑,这里给你提供了证据。我的回答是:是的,应收账款里存在现金流,而且是真金白银。如果应收账款增加 10 万美元,现金结余就会减少 10 万美元。此外,改变库存周转率也可以得到类似的结果。

在进行下一个模拟前,有必要先作出总结。我们在衰退期间,究竟是以损益表的项目为判断依据好呢,还是以资产负债表的项目为依据好。答案是,衰退时,如果不非常仔细地观察损益表的支出项,那些本可以节省下来的资金可能会永远的流失。而资产负债表里的项目,尽管需要一段时间,但都是可以复原的,如图 4.12 所示。当然这并不是说,因为它们不会影响现金结余,所以不用留意资产负债表项目的增加;而是说,在给定时期内,应收账款和库存总是可以转换为现金。但是,如果企业人员冗余——即使保留员工有你的考量——用于支付薪水的现金却是永远无法再收回的。

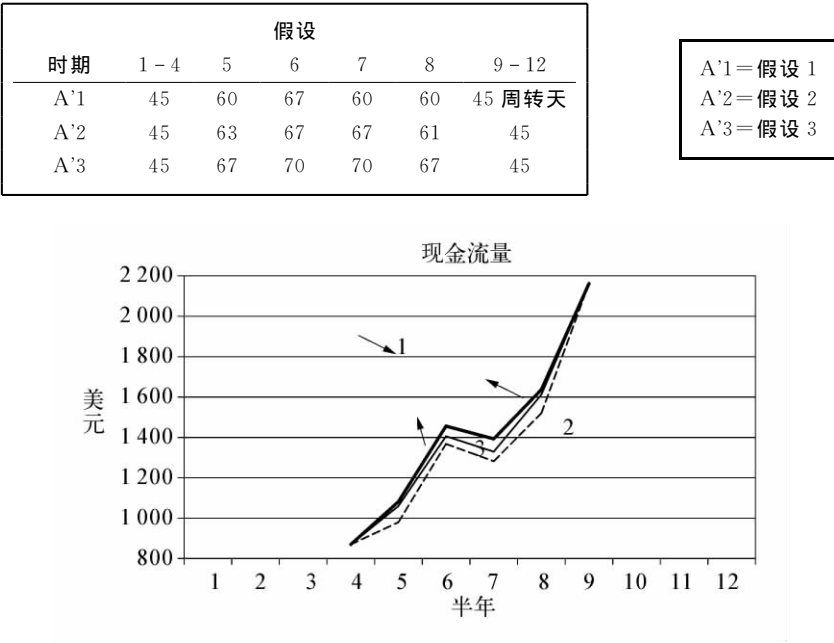


图 4.12 机床工具制造厂：应收账款变动情况

批发和服务企业

批发企业的模拟经营结果(如图 4.13)与制造企业的情形非常相似。当销售下降的时候,在最初的一个时期,NOCF"确实是上升的,这反映了应收账款和库存的消耗——但是接下来,NOCF"显著下降。

当 NOCF"低于优先流出项时,现金结余在短期内先表现为下滑,紧接着就开始反弹。在期末,现金结余将远远大于期初。在这个模拟情景中,即使销售下降了 30%,企业仍然可以生存,而且经营状况非常良好。但这样的结果需在一定的假设条件下才能成立,例如,管理费用将随销售的下降而下降,尽管下降比率相对较低。

假设：销售额下降 30%、10% 的债务利息						
时期	1-4	5	6	7	8	9-12
生产成本+折旧	0.8	0.82	0.83	0.82	0.81	0.80
应收账款周转天数	36	38	40	48	40	36
应付账款周转率	10	9.5	9	8.5	9	10
库存周转率	6	5.75	5.5	5.25	5.5	6

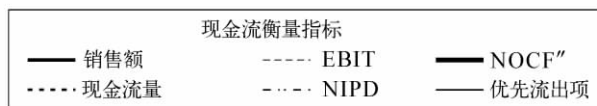
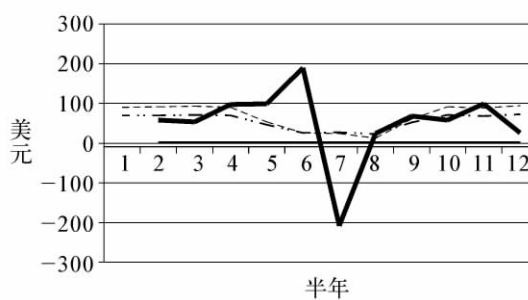
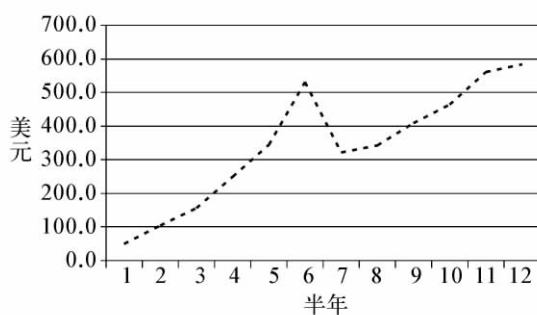
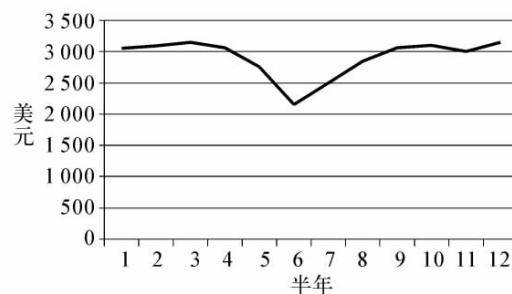
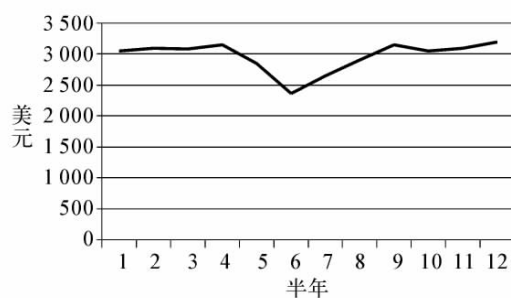


图 4.13 处于衰退期的分销商：纸业经销商

服务企业在衰退期(比如大规模的洗衣店)的情况,与前者大致相同。但由于服务企业里应收账款和库存科目并不占很大的比重,所以 NOCF'' 曲线的向下变化走势与 EBIT 和 NIPD 函数更趋于一致。在销售稳定的前四期,现金结余持续上升;当衰退期到来,EBIT 和 NIPD 立即向下变动,反映了销售的下降,而 NOCF'' 也同时下降。现金结余的减少阶段对应着 NOCF'' 低于优先流出项的那个时期。

假定：销售额减少 25%，债务利息为 10%						
时期	1-4	5	6	7	8	9-12
生产成本+折旧	0.66	0.69	0.72	0.7	0.68	0.66
应收账款周转天数	15	14	13	13	14	15
应付账款周转率	10	9.5	9	9	9.5	10
库存周转率	20	19	18	18	19	20



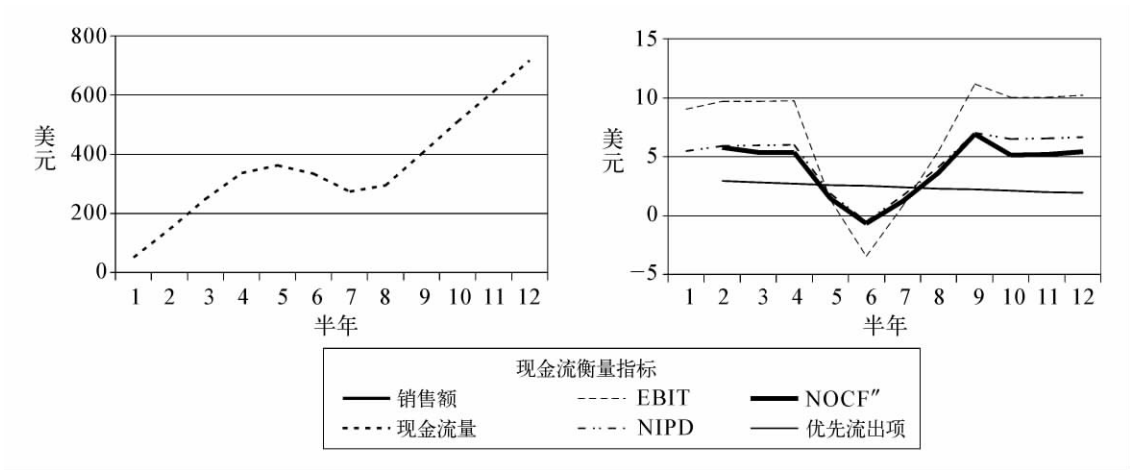


图 4.14 衰退期的服务业：洗衣批发店

现金流预测的架构

一般来说,预测现金流量表中的各个科目有两种方法:(1) 比率法,(2) 回归分析法。两个方法我们都将进行讨论,但对于回归分析,我们只大体上介绍一下它在财务预测上的应用;讨论将不涉及有关回归分析的技术层面,因为这些内容超过了本章的范围。在用这两种方法进行分析时,销售量都是既定的。

比率法

应收账款

按照现金流量表的格式,我们预测的第一项为应收账款。有两种途径可以计算其周转速率。其中最常用的应该是应收账款周转天数(DSO)。

DSO 的计算方法如下:

$$DSO = \text{应收账款余额} / (\text{年销售收入} / 365)$$
 (4.1)

举例,如果一个企业在它的会计年度末有 \$800 000 的应收账款,年销售收入为 \$5 400 000,那么这个企业的应收账款周转天数就是 54.1 天,即

$$54.1 \text{ DSO} = \$800\,000 / (\$5\,400\,000 / 365)$$

第二种途径是使用应收账款周转率,即

$$\text{应收账款周转率} = \text{销售收入} / \text{应收账款余额}$$
 (4.2)

根据上面的数据,可以得出应收账款周转率为: 6.75 次 = \$5 400 000 / \$800 000。

这两种方法得到的数据(不考虑舍入误差)都可以用来预测应收账款。例如,当销售额为 \$6 000 000 时,我们想预测应收账款余额为多少,计算方法是:

利用应收账款周转天数的方法： $\$6\,000\,000/365 = \$16\,438.36 \times 54.1 \text{ 天} = \$889\,315$ 。

利用应收账款周转率的方法： $\$6\,000\,000/6.75 \text{ 次} = \$888\,889$ 。

426 美元的误差源于四舍五入。

其他收入

这个项目跟销售关系不大,预测这个项目的最好办法就是直接估计。对于中等市场的企业而言,即使有这一项收入,金额也通常是微不足道的。

产品成本

产品成本这个重要项目的估计通常只能采用比率法,即设定其占销售的百分比。这个比例一旦设定,则相对稳定。大多数的企业如果改变这个变化量的值,也都是很微小的。有时,一些重要假设的变化将极大地改变产品成本的预估值。例如,一个企业采用投标的方式给产品定价,当改变投标的规则时——比如改变某个关键机器的每小时收费,或者改变日常开支或利润项——将导致预测的结果发生显著变化。或者简单地说,市场的巨大变化将迫使企业采取完全不同的定价结构。如果没有上面所说的这些变化,那么成本占销售额的百分比通常保持稳定。实际上,产品成本项是所有项目中最稳定的,多数企业把它作为单一的变化量项。

管理费用和销售费用

管理费用和销售费用都以销售量的百分比形式来进行预估。从表面上看,销售费用比管理费用更适宜使用这种预测方式,因为销售费用更为易变。毕竟,管理费用不都是被看作企业的固定成本的吗?如果管理费用是固定的,那么又怎么能随销售的变化按一定比例变动呢?实际上,正如我们会在回归分析中所指出的那样,管理费用并非真正是“固定的”——对于多数商业企业而言,它与销售变化量是不同的。认识到这一点,我们应该明白,预估管理费用时,离基期越远,预测误差越大。

税收和累进税

在经营流入和流出项目下,仅有的不用百分比(或回归)方式进行预估的两个科目就是税收和累进税。这两个科目通过预编损益表得出预测值。预编损益表可以显示出预估的税前收益,这样我们所需要的就是应用税收规则计算出应付的税额。累进税的计算是在上面得出的税收值上进一步使用税收规则即可得出。联邦税的缴纳,程序上而言,是在每年四月、六月、九月和十二月的十五号。这就意味着,每个季度末做报表时,唯一有累进税的只有第一个季度。累进税在下一个季度期末前就已经支付了,所以累进税额为零。

存货

库存通常被视为产品销售预测成本的函数。有时候我们可以根据销售额来预测库存,但是由于库存与产品销售成本的关系更为密切,通常与产品销售成本联系在一起。与应收账款一样,库存可以用销售成本的周转率或者日存货量(DIOH)来进行预测,前者的计算比较简单,销售成本周转率=产品销售成本/库存。后者的计算公式为

$$\text{DIOH} = \text{库存} / (\text{产品销售成本} / 365) \quad (4.3)$$

应收账款

与产品销售成本有关的另一个科目是应收账款。常用来预测这个科目的比值为应收账款

周转率,由: 产品销售成本/应收账款可得。因此,预测的产品销售成本除以这个周转率就可以得到我们想要预测的应收账款金额。

预付费

预付费科目通常金额较小,所以一般都采取直接估计或利用历史数据推断数值的方法。

其他科目

上述项目的预测是对现金流量表里第一、二项目部分的预测。第(2)项减去第(1)项,即为第(3)项,NOCF。接下来的三个项目: 优先流出项、可支配流出和融资现金流,它们的预测只需要对应于各自相关的项目。例如,在优先流出项里,只需简单地根据设定的债务状况,决定利息支付即可。同样的还有定期债务偿付项的确定。在可支配流出组里,资本支付和红利的预测值取决于做预算的人。融资现金流项目也是如此。在总结项下,现金和市场有价证券的净变化量值是前面各项的代数和。

用回归分析方法进行预测

用回归分析方法预测各个科目所建立的函数关系与比率法是相同的。但是,对于回归分析法下所出现的一些问题进行单独的讨论仍然是必要的。

应收账款

用应收账款对销售作回归,得出应收账款项的估计值。拟合的情况通常良好并且清晰明确。

销售成本

因为产品销售成本占销售的比例很高——对于大多数企业来说——一般会认为两者之间的关系十分密切,确实也是如此。如果销售成本对销售本身作回归,那么它们之间是完全相关;如果用 70% 或 80% 的销售成本对销售作回归,那么拟合也必然良好。

管理费用

管理费用尽管假定为企业的固定支出,但是经验表明,它并非像大多数的管理人员认为的那样固定。这并不是说,不能使这个项目固定,而大多数管理层——至少美籍管理层——倾向于让它与销售额之间确定函数关系。这样做的理由非常明显: 这个账户可以让管理人员自由发挥。昂贵的轿车和高级会餐;在观光胜地举行的会议;当然,还有重量级的薪俸。所有这些慷慨的补贴都将从这里支出。如果你观察那些销售额成长迅速的企业,额售额从 500 万美元到 1 000 万美元,再增加到 5 000 万美元甚至更高,而销售带来的利润率却基本保持为常数。为什么会这样? 难道这里不存在规模经济吗? 可能是,但时常是由于其他费用——特别是管理费用——随着销售的增加成比例上升,因此消除了任何的规模经济。针对这种趋势,该如何应对呢? 作者认为,规范这种管理费用应该从高层做起。如果高级管理层节约他们的开支,他们的下属也会这样做。反之,如果管理层随意使用管理费用,其他人也会照做。套用一句老话,游戏玩乐,再多的钱也会被花光。

另一个关于管理费用的问题是所谓的“不可逆问题”。观察图 4.15 中管理费用和销售的关系。

注意,当销售额增加时,管理费用也在增加。但是在某个时点,比如衰退期时,销售下降,

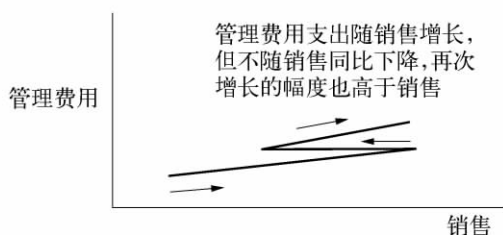


图 4.15 管理费用对销售的回归分析

管理费用虽然也下降，但是下降的斜率非常平缓。管理费用下降幅度与销售的下降不成比例，而是还小得多。这种情况经常发生的原因在于，管理层的大多数人在削减他们的日常开支时远远比不上增加时的速度。以总裁的薪水为例，你以为他们会给自己降薪就如同给自己涨薪吗？或者是会计部的主管，你认为他会像雇用新人一样，在销售下降时轻易地裁掉新近

才聘用的优秀会计师吗？管理费用调整上的任何延迟对于下降了的销售额而言，都将导致其变化斜率相对平缓。但这还不是最坏的情况。在经过一段萎缩期后，一旦销售开始回升，管理费用从那一刻将会发生什么改变呢？它会回到衰退发生前的线路上吗？通常是不会的。它会沿着另一个线路上升。这就是为什么企业越来越臃肿的原因。现在，管理费用占销售的比例比衰退刚刚发生时更大了。不管怎样，了解这样的发展趋势将有助于高层管理者避免犯同样的错误。这类超额支出对一个急需现金发展的企业毫无益处。

销售支出

对销售额作回归可以预测出销售费用。

税收和累进税

税收的估测使用比率法，不需要对任何项目作回归。税收和累进税同样都是用比率法来进行预测，核算预编损益表，应用税率和税收规则就可以得到我们想要的估计值。

存货

存货对产品销售成本作回归得到估计值。做回归的时候，必须仔细确定一些基本的条件没有发生变化。图 4.16 是库存对产品销售成本作回归。数据点的采集以每个季度为时间间隔。我们注意到，图表里有两个数据点的集合，一个在左下方，另一个在右上方。虚线表示错误的回归——是所有数据点做的整体回归。这似乎是顺理成章的做法——但是在这里却不正确，因为这两套数据采集自不同的时间段，而且在这两个时间段间情况发生了改变。左下方的数据代表早期的情况，右上方的数据代表后期的情况。这些数据点采集自一个机械工具制造厂，事实上在产品制造过程中情况发生了一些变动。机械的计算机化和复杂程度改变后，有了更多的组成部件——这些部件也需要相应的库存。因此导致库存函数发生变化。

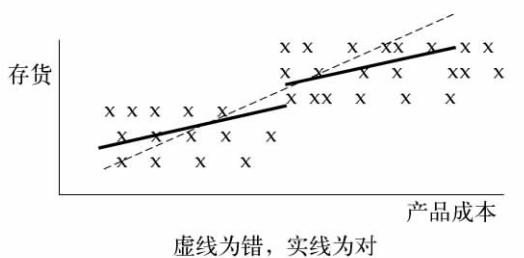


图 4.16 对存货和生产分布数据的回归分析

应收账款

对产品销售成本作回归可以预测出应收账款。

预付费用和 NOCF 以下的其他科目

用比率法，可以估计预付费用，不必尝试回归方法。至于 NOCF 以下的其他科目，它们也

必须用比率法予以核算。至少对于中等市场的企业而言。

对比率法和回归分析法的比较

很明显,在财务预测方面,回归分析方法优于比率法。原因在于所有的函数都不会是单一的函数斜率。“单一的斜率”意味着对于自变量(横轴)的任何改变,因变量(纵轴)对应地都有一个相同比例的变化量。如果销售对本身作回归,斜率就是“1”。而另外一些变化量,例如管理费用的函数斜率就不是“1”。因此,预测时如果仍然使用过时的比率,估计值的偏差就会越来越大,通常情况下,预测夸大了相应的项目。如果是支出科目,比如管理费用的误差会导致现金需求比实际需求大很多。然而,做回归所需的数据通常不易获取,这使得我们更多地选择了效果不太好的比率法。事实上,当我们为了一项杠杆收购计划作现金流预测时,从来没有得到过回归分析所需的数据——我必须坦白承认自己也没有决心去得到这些数据。本书的现金流项目都是使用比率法得到的。但是,只要我们知道了使用比率法可能存在的误差——就可以估计出误差范围——并可以因此对估计值进行相应的调整。

没有使用的科目

很清楚,为了作出现金流量表,我们必须把损益表和资产负债表里的那些项目列进来。相对应的,也有一些项目不必包括在内,因为它们不反映流动现金。这其中最主要的一个科目是资产负债表里的留存收益部分。留存收益不涉及现金,只表现为损益表里的利润被抵消。其他没有使用到的资产负债表项目,都是折旧准备金和其他非现金储备项目,如递延税款负债准备金。损益表里的所有总结项,例如净收益或毛利润,都不反映在现金流量表中。

本章小结

企业运转依靠的是现金,而非利润。当然,管理者应该知道的首要信息就是什么会对现金有影响。作者以为既然大多数管理人员都关注损益表,理所当然也应该考虑资产负债表。因为资产负债表中科目的改变在很大程度上能够影响企业的现金流量。例如,疏于应收账款回收,或者多雇佣几个员工看起来并没有什么关系——实际上,这些行为对企业现金流的影响只是不易察觉而已。

第五章

企业的成长：基本原理回顾

如何理解‘成长’概念

在商界里,企业的成长与盈利一样是一个模棱两可的概念,对不同的人有着不同的含义。对某些所有者或管理者而言,成长意味着扩大工厂规模和添加设备;对其他人也可能意味着销售的增长。对汽车经销商而言,成长可能意味着他可以经销的汽车数量增加,比如可以用直升机给他销售的汽车拍摄照片,看其占地有多少英亩。但是对于大多数管理者,成长即意味着收益的增加。如果你不能增加收益——获得更多的现金流,你怎么能够说明生意在变好呢?又怎么能说明企业的价值(特指市场价格)增长了呢?“市场价值”的概念对于上市企业而言就是其市场价值,而对于非上市企业而言就表示将其出售可能获得的价值。美国大概有 25 000 家上市企业,而至少有几百万家私有企业,因此私有企业是本书的重点。(这并不意味着不考虑上市企业,而只是表明在没有特别指明的时候,我们指的就是私有企业。)

另一个关于企业成长很有价值的观点认为,真正的成长意味着市场份额的增加。在市场份额增加过程中,有可能要放弃盈利或至少降低盈利,但是市场份额增加的目的也是为了盈利,只不过是延后一段时间,因此这种观点是可取的。企业的成长意味着拉近了企业预期收入(前提是现状得以维持)和企业希望获得收入之间的距离。大体来讲,有两种方法可以缩小这种收入差距:内部手段和外部手段。本书第一、二部分重点解释前一种方法,第三部分内容会涉及外部融资,第五部分也将讨论外部扩张和并购。

内部手段包括:

- 企业成长;
- 股权回购;
- 资本预算。

外部手段包括:

- 兼并和收购。

对于企业来说,如果努力销售不能最大限度地增加企业收益,并购可能是企业填补收益缺口最迅速的方法。

为何要寻求企业增长

企业谋求增长的动力来自两个方面：经济原因和个人原因。经济原因包括规模经济，市场能力和市场地位，减少对资源的依赖性（纵向整合），横向扩张的本性，以及更有效利用资源，总而言之，就是为了企业的生存。最近，一个盈利状况良好的企业的所有者试图以 2 700 万美元的价格出售企业，但是没有成功。从这笔未达成的交易中他认识到，之所以没有卖出他的心理价位，是由于企业的盈利状况不具有足够的吸引力。于是该企业主考虑是否要扩充企业，使利润快速增加，以便成功地售出这个企业。这个例子中包含了寻求企业增长的另外一个经济原因，即扩张企业以待出售。

另外，企业成长可以给员工提供更好的发展机会，由此可以激励员工更加努力地工作，从而与企业一同成长。没有人希望在一个不会成长的企业工作。对于一个“新企业”来说，员工的这种愿望更加突出。

企业增长还有一个掺杂了部分经济因素和部分感情因素的动因——当企业的价值增长时，它将能够提供更好的退休福利。除了这些理性的原因，还有纯粹主观的因素。对于一些企业所有者来说，企业是自己心智和精神的延伸。作为一个有进取心的人，它们希望看到企业增长就如同看到自己获得发展一样。或者，所有者希望业务成长，是为了给亲戚或其他亲人朋友提供一个空间加入这个企业。主观原因可能是某些企业成长的决定性原因。

如果进一步扩展这个观点，我们会想，为什么有些企业达到一定规模后就不再增长了？很多所有者和管理者已经完全不愿意再致力于企业的增长，而是对现状很满足。那为什么还要增长呢？对于一些所有者，例如保持员工这样的原因，就足以从根本上促使他们去谋求企业成长，又或者仅仅是市场以超过预期的方式起飞或者增长，带动了企业与其一起变化。

一个企业想有所发展，在启动任何一个有进取力的增长计划前，企业所有者都有必要问自己一些相当尖锐的问题：你是否愿意为企业的成长付出自己最大的努力？你企业的主要员工是否有足够的能力应对其责任范围内的增长问题？在企业成长时，也许有必要替换一些关键人员。你是否愿意这样做？

个人对企业成长缺乏企图心是限制企业发展的主要因素。没有钱用于企业发展是不成其为理由的。资金缺口只是一个挑战，而不应该是限制企业成长的因素。

理想增长和预期增长

让我们更密切地观察企业发展的内部手段

“更多的产出”

图 5.1 是一家企业五年的财务预测，我们假设它的业务经营状况与过去一样。这项预测

是基于现实的假设条件和企业有意愿进行扩张的情况确定的。渴望获得的收益相对期望收益越高,这个模型的现实性就越差。这个模型反映的恰恰就如一些上市企业对它们的股东所做的

的承诺——将给股东带来 20% 的收益增长。

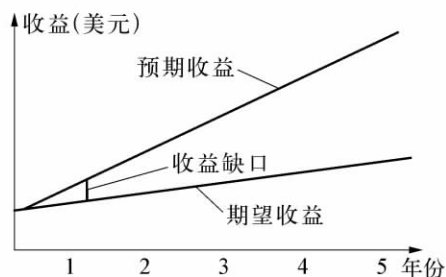


图 5.1 预期收益和期望收益

“同等条件下将生产更多”的说法看起来似乎是一种相当简单的企业自然扩张的方法,仿佛没有必要把它单独作为企业增长的一种方式给罗列出来。但它其实是一个最容易被企业忽视的方法,关于这一点可参考本书中关于资本预算的章节。

对于那些拥有闲置生产设施的企业来说,生产更多产品是最直接,也是最可能填补收益缺口的方法。这样做可能只是需要采用更多的行销手段,并没有额外的资本需求。但是对于许多企业来说,这个方法同样也可能是最困难的,企业需要竭尽全力去销售才能有效利用到它的生产能力。

对于某些企业来说,更多的生产就意味着增加更多的分支代销店和额外的设施。例如,H&R 集团是一家为个体和企业纳税提供事前协助。H&R 开设新店所要求的条件很少,几乎仅限于资金投入。对于许多企业而言,营运资金也并不是开设分店的最重要条件,而是必须培训更多的新员工,但这一项并不总是被包括在资本预算内。

股权回购

从技术上来说,股权回购若指每股收益确实是一个填补收益空缺的方法,但对于非上市的中小企业不适用。上市企业用在市场上现金回购自己企业的股份可能是一种最谨慎的增加企业价值的方式,同时也增加了股东财富,我们在财政新闻中也常会听说此类操作,对于现金富裕的企业这种方式尤其可行。所以股东强烈地要求管理层进行股票回购是非常正常的。

资本预算

内部填补收益空缺真正重要的方法是资本预算,我们将就有关细节进行详细讨论。

资本预算决策

对于刚开始学习财务的许多学生而言,资本预算实际上就是对现金流折现的过程。但是因为现金流问题本已经吸引了学生大部分的注意力,以至于许多学生不了解他们为何需要对现金流折现。其实他们只是没有认识到进行资本预算是为了关注企业增长。

许多刚入门的学生认为资本预算只包括对固定资产的预算,并且整个资本预算过程就是为了找出资产的现值或者回报率,由此资产预算概念下的许多问题被遗漏了。实际上,资产预算应被视作开发利用资本以获得更多收益或研究项目提案可行性的过程。

传统的教科书通常给人一种暗示：企业可以选择的方案（或者专项资金需求）往往很多，而用来开发这些项目的资源则是相对缺乏的。对于通用汽车企业（集团）的财务而言，这也许适用，但对于本书所讨论的中等规模的企业来说，情况却并非如此。经验表明许多企业缺乏的是好的资产项目提案。事实上，如果你允许员工购买资本资产，那么大多数员工都会发现自己有迫不及待的需求（帕金森的排序的变异定律），但当这样的“需求”得到满足后，企业是否已经可以填补自己的收益空隙呢？

许多企业开发盈利项目就是为了填补收益空隙，需要企业指派专人去协助生产，并与其他人员设想和开发出有价值的资产预算提案。“有价值”的提案即具有高回报率（能够创造效益）、能够填满收益空缺的提案。假设企业已经获得了足够好的提案，那么接下来需要讨论的问题是企业的有多少经费可以用于这些提案。

可用于资本预算的资金

用现金流量表来预测可用于资本预算的资金相对容易。回想一下我们在第四章里讨论过的 NOCF' 模型。

$$\text{NOCF}' = \text{NOCF} - \text{优先流出}$$

NOCF' 是可支配流出项里的可用现金额。可支配流出包括资本支出和股息（红利），因此，我们可以把 NOCF' 看做是可用于再投资或者分红的现金数量。当你从 NOCF 中减去红利（股息）部分后，剩下的就是资本预算可以利用的现金额了——也就是可以用于填补收益空缺的资金。在现实操作中，大多数人并不会从这个角度考虑，而是基于以下理由提出资本预算方案。

- “必要的”资本支出：
 - A. 卫生和安全支出
 - B. 其他“必要”支出（例如为某人设立一个新的办公室）
 - C. “某些隐性支出”
- 盈利导致的支出

在“必要支出”项目下分三个小类，其中两项确有必要：卫生和安全支出、其他必要支出。例如：如果企业大楼的屋顶被风吹走了，你要做的就是召开资本预算委员会会议，计算出建造一个新屋顶的回报率是多少；卫生巡查员告诉你除非安装一个新的价值 5 000 美元的洗碗机，否则将关闭企业的自助食堂，此时你该怎么做呢？在这两种情况下，唯一理性的做法是查阅账目作出开支。（如果整个大楼都坏了，那就是另外一个问题了，经理层也可能决定不重建大楼！）在“其他必要支出”预算类中，如果某人被任命为采购部经理，并认为其应拥有一个私人的办公室，也会马上产生一笔开支。

所以，上面两项并不是问题的所在，真正的问题出在我用现在流行的俚语来命名的“隐晦支出”项上。这项支出产生于下列的情形中：例如，总经理把财务总监叫入自己的办公室，然后谈论自己浪费了多少时间傻站在机场的通风口……你应该会明白他的真正意图是想增加出差报销费用；又或者某销售经理提出一个急切的申请，要求为她的秘书配备一个新电脑，原因

是生产经理的秘书得到了一个新电脑,所以他认为“如果我的秘书不能配备新电脑,他将会辞职;如果他辞职,那么我也会辞职”。你会怎么解决这样的问题?也可能是已经在企业工作了十年的质量控制经理说,如果不给他一个价值 8 000 美元的新工作台(大理石桌面),那么他将会选择离开。

大多数企业都会碰到许多类似的情况,这是很普遍的现象。你如何用有限的资本预算资金来处理这些要求?如果你必须把有限的企业资金分配给这些必要支出项,你可以把这些需求做个排序并声明:“我们现在没有钱可以用于此类支出,但是我们会把这些申请列入企业的支出计划表,一旦账户上有了更多的钱,我们将同意这些申请。”(有时候,一个当时看起来非常急迫的要求被推迟,等到有钱时,其紧迫性却已经消失了。)因此,不管使用什么手段,你必须对这类支出加以控制,否则留给能创造利润提案的资金将会更少。

资本预算的准则

在前面的段落里所描述的资本预算是对具有吸引力的投资提案进行选择。在下面的论述中,我们的选择过程针对的是一整套提案,而不是对单个提案进行单独的审核。把各具特征的多个提案加以组合,会产生更好的提案效果。在讨论这个问题之前,需要复习一下资本预算中所使用的基本判别方法。本书采用完全没有歧视的假设,这样做可能会导致一套提案的效果达到次优。如果你采用高回报率的提案,也许却危害到企业的生存,这是因为你忽视了这个提案的其他特征,例如它的“现金流的时间形式”。有四种我们用于评价提案的方法——“四种简单方法”。由于这四种判别方法采用一个判别式模型,所以我们有必要先建立能够对这些判别方法进行评价的标准,这些标准中最重要的三个是:

1. 判别式是否测量了盈利能力;
2. 判别式是否正确地考虑了“货币的时间价值”;
3. 判别式是否考虑了“现金流的时间曲线”。

货币的时间价值

货币的时间价值是众多基础财务理论的基石,是一个极其重要的概念。其含义可以简单描述为:今天的 1 美元比一年后的 1 美元更有价值。由于利息的存在,这是显而易见的道理。但是,人们对这个概念所包含的知识并不是生而知之的。所有优秀的商业人士都应当重视货币的时间价值。例如,当与一个卖主进行商务谈判时,购买价格应包含货币的时间价值。如果你在交易上加价 \$400 000,但是添加的条件是分五年期付款,那么你的加价从现值的概念来说真的值 \$400 000 吗?谁都无法否认价格确实上升了 \$400 000,但这 \$400 000 的支付不是在今天而是在五年后发生的。所以目前而言,只需投入比 \$400 000 少的金额,然后加上获得的利息,五年后就可以得到 \$400 000。读过这本书的人都应该对货币的时间价值非常熟悉,但是我们却经常忘记了这个概念——货币的时间价值和“机会成本”是一个精明的企业人在任何时候都应注意的两个概念。

现金流的时间曲线

对我来说,现金流的时间曲线是一个崭新的概念。我的朋友接管了一家奋斗中的美国袜业交易企业,随后决定调查这个企业关于流水线的-一个项目提案,我这才有机会接

触到这个概念。这是一个很特别的项目，看起来很有前景并且拥有非常不错的回报率。由于负责该项目的经理对这个项目的现金流不敏感，订购了跟这个产品有关的所有商品，这个项目不久就吞噬了大量的现金。当这个企业经理向把他安排到这个位置的银行要求更多的现金支持时，他被不太客气地告知，他之所以被安置到这个位置，目的是为了把欠银行的钱还回去，而不是像现在这样伸手借钱。简言之，如果一个项目现金流模式为负，并且企业又没有足够的钱来支持这个项目，那么不管它能带来多么理想的回报率，也是于事无补。

在一篇“通用汽车理财”的文章里，现金的缺乏问题被设定与投资理论无关，文章指出，如果项目的回报率超过资本成本，那么就应该被接受。然而，任何有实践管理经验的人都知道，理论不能买单，买单需要用现金！中等规模企业的经理们最好关注现金流动，否则将发现他们的事业会被迫搁浅。附带提一句，上面例子中的这位 CEO 最后不得不另谋出路——主要就是因为他对企业的现金流需求敏感度太低。

任何一个单独提案都会有三种现金流模式，如图 5.2 所示。

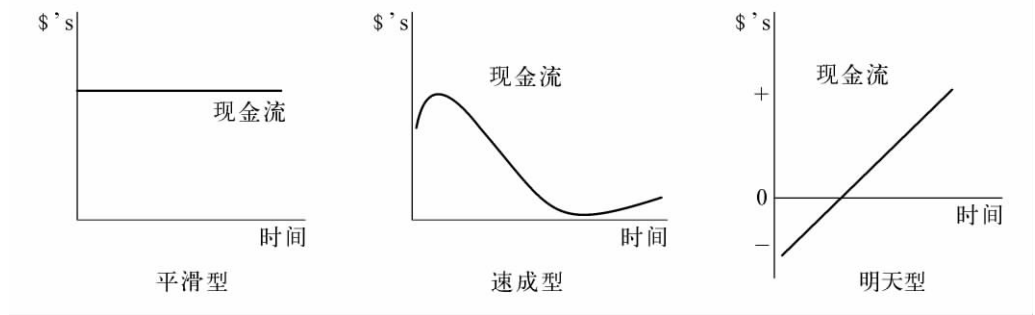


图 5.2 三种现金流模式

现金流的第一种模式——“平滑型”，这可能是最普遍的一种。例如，一个节约成本的设备使用一个新的传送系统，其现金流趋势会相当地稳定。第二种模式——“速成型”，比如一些项目最初的现金流需求量大增，但是很快就会降下来。第三种模式，用西班牙语中“明天”的单词“Mañana”来定义，比如启动一家工厂或者开发一个需要研发的产品，可能就会产生这样的现金流模式。这类提案可能会带来非常高的回报率，但是也最可能导致严重的现金流危机。这样的提案有好的一面，也有坏的一面。可观的回报率是它们的优点，但是如果你采用它们时没有抵消掉其现金流模式的负面效应，那么很可能使企业破产，或者至少造成严重的现金不足，这就是不好的一面。

第六章将揭示这些现金流模式在提案集合的形成中如何起作用，更重要的是，它将提供使企业免受不利模式伤害的方法。

接下来我们就每个判别方法进行简单地讨论：

- 回收；
- 平均回报率；
- 净现值；
- 内部收益率。

制定合理资本预算案的四种基本方法

回收

“回收”大概是对资本预算案进行评估的一种最古老方法。我们用回收期来定义：回收期=收回投资所需要的时间。

商界中谁都会说“这个提案的回收能力”如何，但是当仔细考查这个术语时，其回收规则又不符合前面提到的评价标准。这种回收规则既忽略了货币的时间价值，也没有真正地衡量出收益率。它能说明的只是多长时间能够收回投资，但是却没有涉及投资收回后又将如何。用回收期方法来进行判断时，可能会因其中一个提案不符规则，就否决了整套提案。

那么，为什么那么多的人会依然提到项目的回收期呢？其实他们指的是“相对回收期”。

$$\text{相对回收期} = \text{资产的经济寿命} / \text{回收期}$$

人们也许不会公开地来谈论相对回收期，但是他们多半会把它考虑进来。很显然，一个理性的人不会接受这样的提案——回收期很短，但是项目的经济寿命比回收期更短。只有当一个提案的经济寿命相对其回收期具有很大比值时，它才具有吸引力。例如，对于一个至少有20年或者30年经济寿命的特殊机械工具而言，一个经理评价它非常具有投资价值，是因为它的回收期少于两年。在这里引用的回收期概念隐含了许多有用的信息，虽然回收期本身的信息量有限。然而，作为一个正式判别式，回收期还远远不够，甚至和其他的方式一起使用，它也不是一个好的判别方法。如果你因为某些可能的理由（譬如政治风险）想缩短回收期，那么只需在某个日期后删除现金流即可。

平均回报率

另外一种判别方法可以回溯50年，被称作“平均回报率”。这个测度方法有许多变形和名字（有时候叫做“会计方法”），它可定义为：

$$\text{平均回报率} = \text{年平均净收益} / \text{平均投资}$$

“平均投资”被定义为“(成本+残值)/2”。现在让我们来看看这个判别方法是否符合标准。这个判断方法能够测量盈利能力吗？在某种程度上它是可以的。你得到的这个像回报百分比的答案就是回报率，但是这个回报率没有考虑货币的时间价值。这个回报率也许被比作一种简单的回报率。在同样的基础上，平均回报率同考虑了货币的时间价值的回报率（譬如内部报酬率）相比，其值更高。然而，正由于平均回报率的值比内部报酬率大得多，使得用它来评价投资项目具有更大的危险性。并且，平均回报率里使用的平均投资这个概念也是一个问题。请参考图5.3。

注意提案A和提案B有相同投资额，但是A的投资额随时间递减，而B的投资额却是随时间递增的。如果考虑货币的时间价值，那么这两个提案是没有相似性的。

分子部分“年平均净收益”也有问题。净收益考虑了非现金费用如折旧,这就会在一定程度上减少了收益。例如,一个大厦,也许实际上正在增值,但是出于税收的目的考虑了折旧——这是计算净收益的通常方法——净收益是去除了折旧后的数值。为了求出回报率而需要计算现金流,但在考虑折旧时只注意它们对税收的影响,这样的会计惯例是不全面的。

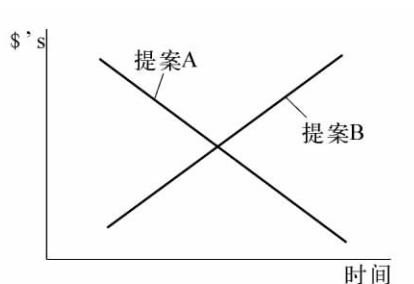


图 5.3 两种提案的实践模式

对于实现我们的目标,平均回报率这种方法并不是很有价值。它既没有考虑货币的时间价值,根据惯常的财务经验来说,它也不能够准确地测量盈利能力。

净现值

从惯有的财务经验来说:在给定的贴现率下,净现值=现金流量的净现值。这里的贴现率就是财务报表里的“资本成本”。在这个判别式中,一个提案能否被接受取决于它是否有一个正的净现值。这样判断的原因在于,如果净现值为正数,说明项目产生的报酬大于它的成本,因此能够增加股东的财富。从理论上讲,这个模式是难以反驳的,但当被用于现实操作时,问题就会显露出来。例如,一个项目在“明天型”的现金流形式会是如何呢?如果企业采用了这个提案,按经验处理,可能产生严重的现金短缺,那么这个提案还会增加股东的财富吗?(这种情况适用于所有的四个判别方法。)此处论述的净现值方法只适用于比较那些相互排斥的项目。比如,一个提案的净现值为 \$100 000,另一个为 \$1 450 000。如果第二个提案需要的初始投资额相当大,使得它的内部报酬率(下面会讨论)比净现值小的提案小,那么你是否还会选净现值大的方案呢?所以,当我们使用净现值作为判别方法时,必须记住——这个判断方法是在假定所有的提案有同样的规模和相同的时间范围的基础上成立的。由于货币的时间价值的概念,拥有相同时间范围的假设是必要的,在两年内得到的现金流与五年内才得到当然是很不同的。

盈利能力指数

净现值有许多变形,其中一个就是盈利能力指数。这个判别法很少使用,其定义为:

$$\text{盈利能力指数} = \text{现金流入的现值} / \text{现金流出的现值}$$

如果这个指数值大于 1.0,你大概会采用这个提案,因为这说明它赢得的收益要高于资本成本。通过使用这个相对的测量标准,净现值也可以被用于判断那些互相包含的提案。在对大型企业财务官员的调查中,盈利能力指数从来没有被普遍使用,并且近年来越来越不流行。我认为这个判别方法的一个缺陷是你不得不根据抽象的指数来考查提案的盈利能力。比如,将“A 1.34 提案”与“A 42% 回报率”的提案加以比较,是一种多么抽象的说法。不管原因如何,在现实操作中,下一个判别法“内部报酬率”的普及性在上升,净现值(以及它的变形公式——盈利能力指数)的普及性在下降。

内部报酬率

内部报酬率是指现金流的净现值等于基期的折现率(利率)。

在接下来的章节里我们将用内部报酬率作为项目评价的方法,但这并不意味着内部报酬率没有缺点。具体来说,当任何现金流项目的变动不合常规的时候,都会导致一种数学现象即多重根的存在,这会使现金流的净现值等于零的回报率不止一个。例如,14%、195%和1367%都可能使一系列的现金流的净现值等于零。在模型中由于我们总是会选择最低的那个比值作为内部回报率,上述问题并不会制造麻烦。

关于内部报酬率的另一个假设是:事后的(已经实现了的)报酬率与事先的(预期的)报酬率相等。该假设意味着再投资率必须等于预期的报酬率,但即便这个条件可以实现,也不代表会导致出现一个无活力的情况。无论做资本预算,还是对于证券投资分析而言,这个条件是为了说明——最具有盈利性的提案所获得的现金流未必能够支持下一年对盈利性最好的项目的投资(如图5.4所示)。

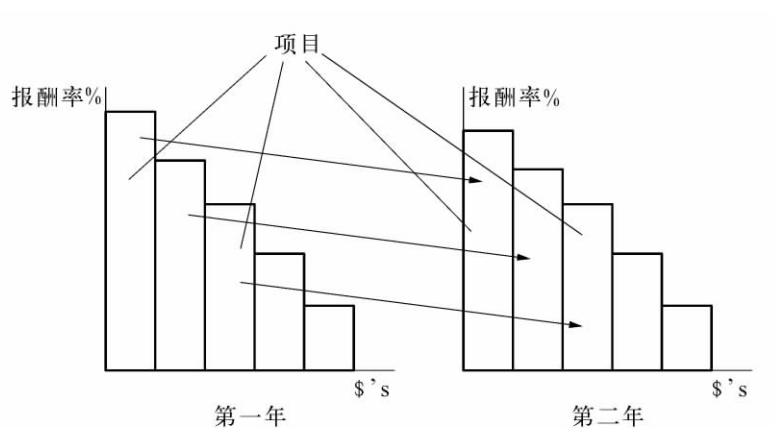


图 5.4 该图表明某一年最具盈利项目所获现金流如何投资于下一年最具有盈利性的项目

若第一年盈利最好的项目获得的现金流在来年继续投资于最具有盈利性的项目,这就要求再投资率等于预期的回报率能够实现,在不要求精确情况下,这意味着再投资率等于实际的报酬率。

在 IRR 的众多变形中,有一个特殊的方法通常被称为:“财务管理回报率”。这个变形方法对于分析单独的房地产项目十分有用。在这些项目中,现金流不断地被用于填补负的现金流所产生的缺口。回报率的多重性就可以由此避免了。然后模型会设定现金流再投资的资金限制。在达到这个金额前,现金流被假定为既没有利息也没有回报。

在下一章里,我们会说明不管这些判别式模型看起来很正确,但却不主张采用。在第六章中多重判别模型中使用的 IRR(下一章会涉及)只是几个判别方法中的一个,而不是唯一的一个。

计算内部报酬率

在各类计算机被如此广泛应用的今天,不必人工去计算内部报酬率。计算机过于广泛地使用,它们的优势在一定程度上完全掩盖了计算 IRR 的过程,更具体地说,这个数字所包含的意义也被掩盖了。所以,每个企业家,特别是经常不得不“不假思索”地作出反应的中等规模企业的管理者,应该对复利率有一定的认识。例如,当复利率为 15% 时,1 美元需要多长的时间

才能翻番？（答案是：大约五年）要解决这类问题，有必要阅读和理解一个复利率的表格，并不断更新自己的方法，以便更好地理解复利率。在本章后面的附录里，有一个表格和简单的注释来说明如何计算内部报酬率，当然还有其他一些使用复利率的问题可以使用老式的“迭代法”。

四个常用判别方法的总结

在平均回报率下的“部分满足”指的是模型进行了单利条件下“回报率”的计算，这与使用复利计算出的内部报酬率是不能比较的，并且与内部收益率(IRR)进行比较时，平均回报率很可能造成误导(见图 5.5)。

	盈利能力	货币的时间价值	现金流的时间形式
回收	不满足	不满足	不满足
平均回报率	部分满足	不满足	不满足
净现值	满足	满足	不满足
内部收益率	满足	满足	不满足

图 5.5 图表概括了四个常用的判别方法是否满足三个标准

本章小结

本章首先给“增长”下了一个定义，增长被定义为收益的增加。虽然现金流极端重要，但大多数企业以收益作为基础来进行价值评估。增长对多数企业来说是一个主观的事情，但随后产生的问题是“你如何来填补收入差距？”所谓“收入差距”指的是没有资本预算所获得的收入和期望收入之间的差距。大部分“正在增长”的企业确实在那样做，他们可能“承诺”一定的收益增长，然后努力去实现他们的承诺。“填补收入缝隙”的两个基本途径是内部途径（增加产量，对上市企业进行股权回购和资本预算）和外部途径，包括合并和并购等。接下来，我们采用衡量标准审查和定位了四个常用来评估提案的基本方法。根据我们的讨论，由于存在“现金流的时间曲线”，可以说没有一种判别方法对于创业型企业是合适的。在下一章，这个理由将通过一个“企业家的资本预算模型”来详细表述。本章最后提醒人们：计算机的使用掩盖了折现和现值的深刻含义，对简单数字的回顾能够帮助我们更进一步巩固对现值的了解。

聚焦企业管理之道

技术生命周期： 一个对创业和企业成长很有用的模型

如果有一种强有力的理论来解释为何有的企业能够获得辉煌成功而有的企业却落得悲惨结局,那么由硅谷最杰出的天才企业家杰弗瑞·莫尔(Geoffrey Moore)提出的技术生命周期理论以及其扩展理论无疑有着这样的功能。这个理论有极强的说服力,同时也与人们的直觉相吻合,由此成为每个商学院的必修内容。我在本科生和研究生教学中都有用到。虽然模型被看成一种营销工具,但从理财角度分析和评估风险投资是很有用的。下面就是这个模型,它也会对你有所帮助。

技术采纳生命周期表明企业从最早的创立成长到极致阶段通常都将成功地经历四个阶段:

- ◆ 革新者;
- ◆ 早期采纳者:市场开拓者;
- ◆ 早期成熟者:市场统治者;
- ◆ 晚期成熟者:跟随者。

革新者:某些人出于好玩或某种刺激买下某个新产品,他们并不在意产品的功能如何,只是因为这个产品很新或是在技术上很先进(比如那些购买早期苹果企业和早期掌上电脑平台的那些人)。这些找寻乐子的消费者购买了这些并不成熟的产品,并可能会将这些产品转换成价值。因此,对于哪怕是最笨拙的企业家来说,至少在最初的阶段,也会有着某种希望。

早期采纳者(市场开拓者):这些非技术人员可能会成为你的市场开拓者,并可能是你在市场中取得成功的最好机会。他们在这些产品或服务中需要看到的是产品或服务的功能和可预见的利益。

早期成熟者(市场统治者):这个相对强大的团队就是你的市场统治者,这一阶段会占到整个周期的三分之一。有些人并不介意等待产品获得一定程度的市场认可。对于他们来说,产品或服务必须具有很好的功能或服务,这是许多产品从来没有得到公众认可的重要原因。这些企业可能会彻底失败或被其他抓住机会改进产品或服务的企业所接管。从操作的层面来看,这一阶段等同于首发上市。

后期成熟者(跟随者):如果企业能够长期存在并如同许多技术型企业那样能够首发上市,则对于风险投资来说是一个很好的机会。这个团队也很庞大,这个阶段估计占到整个周期的三分之一。

第六章

企业资本预算模型

在上一章,我们讨论了企业的成长问题。企业内部成长的一条重要途径是资本预算。我们回顾了传统的资本预算方法,并且发现那种方法比较适用于一些大型企业,而对于新兴企业来说采用那样的做法无疑会导致一场灾难。这一章,我们扩充模型,引入除回报率之外更多的变量,并且生成一个企业资本预算的新模型。

“企业”模型有何不同之处？

在传统模式下,人们认为一个正确的资本预算方案必须确保增加企业净现值,也就是说,资本预算方案的实施带给企业的内部投资回报率必须高于投入的资本成本,这样的资本预算方案才是能够被接受的方案。

几年前,我的一个朋友接手了一家濒临倒闭的高科技企业,进入企业之后,他所做的第一件事就是对企业的研发产品项目进行估值。其中最吸引他的研发产品是一个计算机外部设备。不管用什么方法算,这个产品与企业的资本成本相比,回报都是非常高的。因此,该产品有着极具吸引力的内部投资回报率。他很兴奋,决定生产这个产品。这个产品只有一个缺陷,那就是现金流的收回需要一段时间,这个问题成为整个项目成败的关键。具体来说,在这个产品的生产初期需要大量的现金投入,但短期内回报很少,只有在投入了相当数量的现金并且经营一段时间之后才会产生正的现金流,实现盈利,现金流问题成为他们融资过程中需要跨越的阻碍。

银行非常坚决地拒绝了他们的贷款申请。之后,这家企业又想通过发行债券的方法进行内部融资,但也没有融到足够的资金,不久以后,这家企业破产了。结局怎么会是这样呢?这家企业的管理层尽力而为了吗?项目的投资回报率确实比投入的资本成本要更大吗?诸多的疑惑由此产生。

对于像通用汽车企业这样的大企业来说,项目投资资金往往不成问题,但对于发展型企业来说情况就不一样了。总结下来,这家企业失败的关键在于他们忽略了现金流的时间曲线,没有考虑现金流的时滞性问题。这件事对我产生极大的触动,促使我开始重新思考资本预算方面的问题。我深刻地意识到,在传统的资本预算中隐含着一个所需资金充足的假设,但这种假设对于中型企业是不适用的。对于中等规模的企业来说,在我们考虑项目的资本回报率的同时,也需要同时考虑到其他的一些因素。

亨利·马柯维茨(Harry Markowitz)在四十年以前就曾提醒过我们：任何有回报的方案都存在风险。综合所有方案加以考虑是否比起每一个项目单独考虑的效果会更好些呢？在回答这些疑问之前，我们应该知道判断项目好坏的标准通常不止一个，因此需要从多方面对项目加以评判。

如果像第五章说的那样，企业制定资本预算的目标是为了将企业的收入沟填平，那么只要考虑预算方案带来的预期收入就可以了。但是，对于发展型企业来说，企业的经营更多依赖于现金而不是收入，现金流比收入更重要。当然，增加企业收入也是企业要实现的目标，如果我们将现金流的时滞性因素带入模型加以考虑，最终也能实现企业的盈利。

开始建模：可以比较的模式

在我们建立数学模型之前，我们先来看看模型的创立者因何而建这个模型，我们从中可以学到些什么，又如何活学活用？

使用资本预算模型的基本要求是将所有方案按相同形式编制在同一张表格中。这样既便于加总又可方便地输入所需的相关数据。每个方案都附有收入表、资产负债平衡表和现金流量表。每份报表都应该提供高估值、低估值和正常值等三种不同的估值。每份报表的计算基期应该一致，将其设定为0时期，以后以年度或季度为周期持续记录整个项目的运行状况^①。此外，每一个方案应该有一个简短陈述(最好就只有一句话)和一个详细陈述，用来说明该方案如何提高企业账目价值。一旦预算方案以这样的方式展示出来后，下一步就是估算每个方案的内部投资回报率。

计算方案的内部投资回报率

对于许多人来说，在制定资本预算时最令人困惑的一个问题就是如何对现金折现？幸好有现金流量表可以解决这个难题。在现金流量表中的第七个科目，即现金和货币有价证券资产科目中对应的净值就是折现到0时期的现金流，由此得出各个方案的内部投资回报率。这样的做法似乎违反了某项财务准则，即投资决策应该与融资决策分开。不过，如果方案能够实现自身融资的话，这项准则就不适用了。

比如，一家企业因业务扩展需要建造一栋新楼，为了确保获得该项目的长期融资，打算计算出在适当融资情况下的内部投资回报率。再如，某设计方案涉及要购买一些机器，机器的生产厂家愿意提供购买三分之二价格的设备融资，企业也愿意接受这样的融资方案。可见，在上面的两个案例中，企业看起来是想要利用所有资产进行融资，但并没有提及方案回报率的问题。我们必须承认，对于大企业来说，有必要将融资与投资分开，因为这些企业很容易募集到需要的资金，但发展中的中小型企业却做不到这一点。

同样，如果企业有应收货款和存货，而且打算以这些资产为抵押贷款，那么，在方案设计时应

^① 随后，我们将计算最佳方案运用情况，但现在我们暂时不谈这一点。

将这种情况反映出来,并假设使用了这样一种融资方式。在多数情况下,与我们所知道的资产融资方式相比,将“自身融资”包含在内的融资方式会带来一个较高的资产回报率。如果这样的做法能够带来一个较高的回报率,也是企业希望得到的结果。既然如此,在对方案进行评估的时候,为何要表现出不想接受这样的融资方式呢?除了这样一种自身融资方式之外,我并不主张将所有的融资方式都算在内。例如,企业营运资金融资就不同于这种自身融资,不应该包含在内。

内部投资回报率的起源

三种不同的预算方案可以得到三种不同结果的内部投资回报率:低的内部投资回报率、高的内部投资回报率以及标准化的内部投资回报率。“标准化”是指最可能出现的结果,实际上就是模型。因此,我们需要获得模型参数。在分布不均衡的情况下,人们通常不愿意考虑取平均值,而是建立一个标准化的模型来考虑问题。在分布正常的情况下,平均值和标准模型一致,两种方法并无差异。实际上多数预算方案的现金流分布不均衡,有时向左集中,有时向右集中,因此我们无法假定所有资本预算中的现金流分布都是均衡的。但出于使用最大概率表的缘故,我们需要一个均值,如果我们知道范围大小和模型价值的话,我们可以定义一个均值。我们用 Beta 值来表示其分布情况,用 Beta 分布来计算第 i 种方案的内部投资回报率的平均值 e_i 。因此,平均内部投资回报率即 ERR 或 e_i 可以约等于:

$$e_i = (a_i + 4m_i + b_i)/6$$

其中, a_i ——低回报率情况下内部投资回报率;

b_i ——高回报率情况下的内部投资回报率;

m_i ——标准化的内部投资回报率。

标准方差给定为:

$$\sigma_i = \sqrt{\frac{(b_i - a_i)^2}{36}}$$

如果方案中的“ a ”为 10%，“ b ”为 40%，“ m ”为 15%，则平均内部投资回报率为 $[10 + 4(15) + 40]/6 = 18.3\%$ 。这种分布呈现向右倾斜,也就是说平均值比标准值要大。在这种情况下,将财务数据代入方案不需要对平均值进行估计。平均值的标准方差为:

$$\sigma_i = \sqrt{\frac{(40 - 10)^2}{36}} = 5\%$$

这样,我们得到了每个方案的平均回报率 e_i 和标准方差 σ_i 。然后,我们就可以进入下一步了。

计算机模型的步骤

第一步

只要得到每一个方案的 ERR,我们就可以形成一套完整的方案,并开始建模了。模型

将考虑所有方案的排列组合情况并算出每一整套方案的预期回报率,我们将其称之为 $\bar{R}$ 。因此,

$$\text{最优}\bar{R} = \sum_{i=1}^n \left(e_i \frac{w_i}{K} \right) + \left[\frac{K - \sum_{i=1}^n w_i}{K} \right] \rho$$

其中, $\bar{R}$ ——一整套方案的回报率;

e_i ——单个方案的平均回报率;

w_i ——对于第 i 个方案在 0 时期的净现金流;

K ——资本预算所能提供的资金量;

$\rho(\rho)$ ——资金的机会成本。

目标函数的第一部分表明整套方案的加权预期回报率,计算机模型可以非常简便地计算出所有排列组合下各套方案的预期回报率(用一个线性规划模型就可以解决这个问题)。但每个企业通常只会有较少的项目方案可供选择,因此基本没有必要使用计算机。

对方案的预期回报率加权

不同的方案有不同的规模,因此,简单地拿出一套尚未加权的预期回报率的平均值的方案并无多大意义。由此可见,我们需要确定不同方案的权重。我的做法是,根据每个方案的需要资金占企业资本预算的比例来进行加权。如果企业有 100 万美元的资本预算,并且某个方案的预计成本是 10 万美元,那么这个方案的权重就是 10%。在现实中,一旦项目启动可能会需要用到更多资本,因此最初的成本估算与实际成本相比可能只是冰山一角。我们承认这确实对权重的确定产生影响,但目前只能根据最初设想的启动成本来确定权重。我们会在后面的计算式中把实际情况考虑进去。

目标函数的第二部分

当选定一套方案后,我们会发现实施整套方案的启动资金经常比企业提供的资本预算要多,即, $\sum w_i > K$ 。这是模型中需要计算的第二步,我们后面会谈。但如果出现整套方案所需要的资金比企业提供的预算资本要少的情况下,又该如何?如果计算目标函数的第二部分,这种可能性是存在的。在这个表达式中,预算资本 K 减去运作成本总量 $\sum w_i$,所得值再除以预算资本 K 可以得到其相应权重。实际投资数量还需要乘以一个比例系数 ρ ,这个 ρ 值代表企业的机会成本。

假如企业持有大量的货币市场有价证券,这表明目前企业有大量的现金暂时闲置,可以把这些资金放到货币市场获得利润回报,机会成本就代表这部分利润回报率。若假定企业没有任何有价证券,而是从银行以 12% 的利率借款,对于企业来说,机会成本就是支付的 12% 的利息,也是企业对银行的负债。企业如果有了更多的资金,就可以扩大销售,应收货款和存货也会随之增加,那么企业就有可能认为它的机会成本超过了 30%。不论企业设定的这一比率有多大,它的机会成本都是存在的。我们要记住一点,所有的投资方案都存在一个机会成本。机会成本实际上抵消了一部分的回报率;如果某套方案的利润回报甚至不及机会成本高,就不

值得对其投资^①。回报率、机会成本和回报较少这三个概念中回报率的风险最高。因此,总结第一个等式,整套方案的回报率 $\bar{R}$,是由每个方案的加权回报率 $(e_i \frac{w_i}{K})$ 和剩余资金的加权回报率决定的。

第二步

第二步是一个简单的约束条件:表明项目花费没有超过企业的预算资金,可用等式表示为

$$\sum w_i \leq K, \text{ 你的资本预算}$$

我们可以很容易地从现金流量表的科目7(现金净值科目)中查到0时期的每个方案的成本(w_i 值)。

第三步

这一步我们需要考虑的是整套方案现金流的时间曲线,即现金流的时滞性。每个方案在第一年的每一季度都有现金流量表,一旦整套方案被采纳,我们能够用数学方法算出每个季度现金流量表中科目7的增加量(科目7和企业的现金账户直接相关)。如果得出的某个季度的数值为正,我们就用不着担心。但如果这一季度的数值为负,则意味着企业的现金流出现严重问题。幸好我们有非常简单的一种方法可以用来检验任何季度的现金需求是否超过企业能够提供的现金预算。具体做法是,我们将整套方案的平均现金资产 $\bar{X}$ 和每一个季度能够提供的现金 A 作一个统计比较,会发现两者不相符,这是因为 $\bar{X}$ 只是正态标准分布的分布平均值,我们只需采用简单的单尾平均微分(One tail mean difference)测试方法来检验 $\bar{X}$ 是否与 A 有较大统计差异,因此:

$$\left(\frac{A_{1-4} - \bar{X}_{1-4}}{S_{1-4}} \right) \leq Y_p$$

其中 A_{1-4} 是管理层每个季度能够为方案提供的现金,并主观地将其定义为美元值,这个值为负数。

$\bar{X}_{1-4}$ 表示整套方案每个季度所需要的平均现金资产,对整套方案中的每个方案所需的平均现金资产加总得出;

S_{1-4} 是平均现金资产的标准方差。

Y_p 是标准差的个数, $\bar{X}$ 要低于可获得货币额。可以用 Y_p 来找到一个区域,在这个区域中,正态分部的尾部就像表6.1一样。

假定 $\bar{X}_1$ 为\$400 000, A_1 为\$600 000,标准方差为\$200 000,第一季度整套方案的实际现金流高于600 000美元的可能性为15%, Y_p 等于1,从表6.1中可以看出,1的标准方差 Y ,表

^① 有人将这种比率称为资本成本,而我更愿意简单地称其为机会成本。因为这可以避免企业在计算资本成本时可能出现的麻烦。如果是私营企业的话更是如此。

明现金流的实际变化比 A_1 大的概率值为 0.1587。简言之,有必要查看在既定的概率水平下, $\bar{X}$ 是否和 A 有很大的统计差异。在这个例子中,如果管理层确定某个季度的这个数值低于 A (会减少企业的现金余额)的可能性为 15%,那些在某个季度有疑问的方案就能够通过这项“现金不足测试”。可见,管理层打算牺牲企业现金余额的做法是基于企业有现金来源并能够提供预算资金 A 的前提。如果企业在银行有未曾使用的授信额度,企业管理层感到资金压力大,而又没有其他外部渠道可以最快捷地获得现金,他们会想方设法地筹集到比 A 更多的资金。

表 6.1 在正态概率分布情况下的“右尾”区域

Y	0.00	0.05	Y	0.00	0.05
0.1	0.4602	0.4404	0.7	0.2420	0.2266
0.2	0.4207	0.4013	0.8	0.2119	0.1977
0.3	0.3821	0.3632	0.9	0.1841	0.1711
0.4	0.3446	0.3264	1.0	0.1587	0.1469
0.5	0.3085	0.2912	1.5	0.0668	0.0606
0.6	0.2743	0.2578	2.0	0.0228	0.0202

Y 是指由 1 的标准方差和均值为 0 的正态分布均值得出的标准方差的个数。

第四步

第四步涉及的问题是为何要先做资本预算。我们在上一章里谈到成长中的企业需要“填平收入沟”,但目前该模型并没有涉及收入。我们并不想用收入数据来计算方案的资产回报率,但了解方案能否获得足够的收入以填平收入沟是非常有意义的一件事。我们能够得到想要的信息吗?答案是肯定的。

我们要做的只是计算出每个方案的平均收入,并将其加总,这样就得到了整套方案的平均收入,我们由此可以看出整套方案是否能够填平收入沟。一旦得到平均值 $\bar{X}'$ 和平均值的标准方差 S' ,可以将这个平均值与需要填平收入沟的收入相减,得到 E ,然后,我们可以用在第三步中使用过的平均微分测试方法 (mean difference),为

$$\left(\frac{\bar{X}' - E}{S'}\right) \geq Y_p$$

在这个等式中我们可以计算出 Y ,参照表 6.1,我们可以看出如果平均收入 $\bar{X}'$ 显著大于 E ,那么实施方案所带来的收入可以填平收入沟。

现金账的计算按季度进行,但收入却是按年度来计算的。我们不会在方案的某个季度收入不足而年度收入充足的情况下将其弃之不用,因此每季度计算一次收入的做法不够谨慎。

另一方面,如果管理层想核查季度收入,依照第二步的做法就能得到想要的数据库。

第五步

到现在为止,我们还没有提及整套方案获得回报需要承担的风险。和金融界的许多学者一样,我在很长一段时间里也认为很有必要计算出每个方案回报获得需要承担的风险究竟多大,并将风险值与某些标准做比较。这使我想起了亨利·马柯维茨(Harry Markowitz)那本关于投资组合理论的名著^①。在证券投资组合中,投资一组证券资产的风险必定小于投资一个证券资产的风险。其理由只是用到了协方差的概念,即相关系数乘以每个方案回报率的标准方差,但协方差这一概念经常被忘记。

在做方案的资本预算时我们不太考虑是否要使风险最小化,更多考虑的是使所有的方案都能够得以实施。因此我们不想运用从正1到负1的多重相关系数,而只想要计算从1到0的可靠性和非可靠性。我们将其称为分散指数(d)。将这个系数乘以获得资产回报需要承担的风险,对整套方案加权得到风险分散系数 D 为

$$D = d \sum_{i=1}^n \left(\sigma_i \frac{w_i}{K} \right)。$$

得到风险分散系数

要得到风险分散系数 d ,有必要对整套方案做主观的估计。如果各方案彼此之间关联度很高, d 值应设定为一个接近1的值,如0.9,0.85或0.95;如果各方案彼此独立,则 d 值的设定取值最好是接近于0,如0.1,0.15或0.05等;如果各方案有一定关联度,则 d 值的设定为0.5,0.6或0.4比较合适。有现成的计算机模型对所有排列组合情况进行计算。对于经过前面四个步骤筛选得到的方案,分析师可以看到对每个方案的一个简单评价。每个方案都有两个解释:一个是详尽细致的解释,一个是非常简短的解释,目的是为了分析师了解方案。分析师能够依此判断整套方案获得预期回报所要承担的综合风险的大小。

举例来说,某企业是一个水平化程度极高的组织,其机构包括分散在美国各地的四个分企业,分别位于洛杉矶、西雅图、纽约和亚特兰大。如果这个企业项目方案的设计总共有五个提案,而其中的四个提案来自西雅图,那么一旦西雅图的市场状况出现任何问题,四个提案都可能会出现麻烦。这些提案的相关程度就很高, d 值可以达到0.9。如果五个提案中的三个分别由位于纽约、亚特兰大和洛杉矶的分公司提出,只有两个提案是由西雅图公司提出来的,这些方案之间相关性就极大地降低了。也会有人认为,因为所有的提案都属于一个企业所有,即使不是同一家子企业提出,依然存在极高的风险。这话当然不假,但在此争论的焦点在于单个方案之间的相关与非相关的问题^②。

因此, D 即为获得方案预回报所需要承担的风险。对于整套方案来说,这个概念有着非常

^① 我想起此事是源于杰姆·旺豪姆(James VanHorne)的一篇名为“包括风险投资组合的资本预算决策”的文章,发表于《管理科学》,1966年,第84—91页。

^② 我认为完全用数学方法来得到分散系数 d 是不对的,如果在对某些事情的处理上有很强的主观性,而又想使其更加“科学”的那种的做法是没有必要的。

重要的意义。比如,有些企业有很多低风险、高相关度的方案,管理层可能会慎重地筛选出能够真正降低企业风险的方案。但如果这些方案相关度太高,则 d 值可能会高达 0.9 或 0.95。这就是说,即使整个方案获得回报所需要承担的风险是很低的,但由 d 值和 σ 的总和推导得出的风险分散系数仍然会很高。

与此相反的案例是:如果企业整套方案中的个案风险都很高,即每个方案要获得预期回报其承担的风险是很大的,虽然整套方案的风险看似也应该很大,但如果个案之间没有关系,则我们称之为分散系数的 d 值就很小,可能只有 0.1、0.15 或是 0.05。将一个较大的 σ 值乘以一个很小的 d 值之后,得到的风险分散系数也会很小,这一点从道理上也能讲得通。从财务管理角度上理解这一原理是非常有用的,这意味着实际情况可能与我们的直观感觉相反。

绘制方案

个案的 d 值一旦确定之后,通过前面四个步骤筛选出来的方案的风险分散系数就可以计算出来,根据方案的风险分散系数 D 和预期回报率 $\bar{R}$ 就可以在坐标上找到可采纳方案的相应位置。请参考图 6.1。

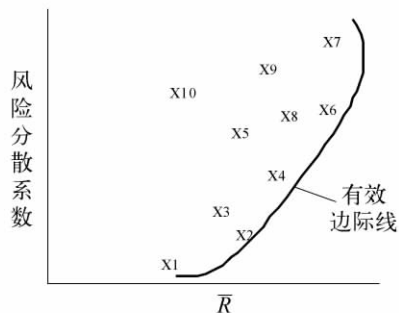


图 6.1 由不同方案对应的风险分散系数 D 与回报率 $(\bar{R})$ 得出

在上表中,我们经过前面四步的计算,得到不同的几套方案 $X1 \cdots X10$,根据算出的风险分散系数 D 和回报率 $(\bar{R})$,可在图中找出相应的方案坐标。顺着最外部的那个方案画出一条线,我们将其称为有效边际线,我们应该选择最接近这条有效边际线的方案,比如说,在选择方案时我们不应该选择方案 $X3$,因为相比之下,方案 $X2$ 的回报率更高而风险更低;同样道理,方案 $X4$ 和方案 $X9$ 的回报率 $(\bar{R})$ 几乎相同,但方案 $X9$ 要承担更大的风险。

在这种情况下如何进行选择主要取决于企业对风险与回报的偏好程度,也就是企业的经营情况和管理层的意愿。而方案 $X4$ 和方案 $X6$ 可能是最容易入选的方案,方案 $X4$ 的回报率比方案 $X6$ 的回报低,但承担的风险也更小;方案 $X6$ 的回报率更高,但承担的风险也更大。所以,做何选择完全取决于自己!

估价的精确性

对分散系数 d 的估计在某种程度上具有主观随意性,但实际效果却还不错。比如说,方案 $X2$ 的 d 值本应该更高一些,因此,方案 $X2$ 在图上的坐标也应该比它在上图中显示的要高些,但即便 d 值为 0.25 而不是 0.15,方案 $X2$ 还是好过方案 $X3$ 。即使风险分散系数中的 d 值是主观估计出来的,但它与回报率 $(\bar{R})$ 无关。因此,在估值中的任何错误都只会表现为方案在图表中所处的位置上下移动而已。

在无需计算机的情况下对模型的运用

到目前为止,我们介绍的这个多变量模型是应用计算机模型来对各种方案进行选择,得出相应的风险分散系数以及回报率,并以此确定各个方案在坐标中的位置。计算机的应用确实

已经渗透到社会生活中的方方面面,但我们更希望大家即使不用计算机也能够应用这个模型,哪怕企业在编制资本预算时也可以应用。对模型的细致解释是为了奠定模型的理论基础,但在具体应用中,只需使用模型的一些基本功能就可以实现对企业资本预算方案的一个基本评判。下面让我们以一种更为轻松的方式来了解这个模型。

第一步

在我们考虑方案的可行度时,首先会想到项目的“预期回报率如何”。我们并不会很在意答案本身如何,而是会将其与近来提交的其他方案的预期回报率进行比较。如果预期回报率只有12%,显然就没有呈交方案的必要了,但如果项目的预期回报率为45%,则又另当别论。

第二步

我们想到的第二个问题是启动这个项目的成本大小。如果成本金额在企业的预算范围内,就需要考虑下一步问题。

第三步

需要思考的第三个问题是,如果方案被采纳,是否会对企业下一年度以至往后年度的现金流状况产生负面影响。具体来说,要思考下面的一些问题:方案现金流的时间曲线怎样或者现金流是否会出现时滞性问题?这又带来对具体方案的思考:究竟这是属于一种研发类型的初创型方案,还是诸如新的传输系统那样一种节约成本并带来稳定现金流的方案呢?此外,我们还要衡量如果项目亏损而导致负的现金流状况,企业的现金资产能够承受多久?只是几个季度还是在更长的时间呢?

一直采取某种特定的资本预算虽然很具有实效,但并不是最好的方法。第三步清楚地说明了同时考虑一系列方案的重要性。如果某项方案现金流存在时滞性,而另一套方案现金流状况良好,两者正好相互抵消,这可以看作是模型的组合效应。所以,接下来需要考虑的问题是,如果我们采纳了这个方案,是否会花光企业所有的现金流?

第四步

这一步需要考虑的问题是:“如果我们接受了这个方案,是否有助于企业实现收入目标填平收入沟。”企业本身的性质决定这个问题的重要性,私营企业和上市企业对此问题的看法会截然不同。对于规模不大的私营企业来说,他们需要考虑企业在该阶段同时运作的其他方案的收益状况。收入是资本预算制定过程中自始至终都要考虑的最为重要的一个因素,但对于这些中型市场规模的企业来说,更重要的是现金流。如果没有了现金流,企业的处境会非常悲惨。但是如果某个方案有很好的预期回报率,以及一个让人能够接受的现金流时间曲线,使企业清楚项目在不久之后就能够获益,他们也会考虑采纳这项方案。

第五步

如果我们采取一种特定的资本预算,必然否定了第五步的重要性,即不再考虑获取资本回

报所需要承担的风险。我们将需要承担的风险称为整套方案的风险分散系数。如果只需要考虑一个方案,我们又该怎么办?其实,第二个方案总会存在:企业本身正在运作的项目就可以看作一个方案。在估计风险分散系数的 d 值时,考虑企业正在运作的项目是一种很明智的做法。由此我们就可以作出一些诸如“这个方案和我们上次采纳的方案相比如何?”的提问。如果被选方案与过去已经被接纳的四五个方案都很相似,无异于将所有的鸡蛋放到了同一个篮子里,就会产生非常巨大的风险。另外,我们还需要考虑如果项目一旦被采纳,如何安排相关部门和生产线工作等等问题就出来了。

实际模型应用的重要性

虽然用到数学方法的资本预算模型与本书中的其他内容看似无法衔接,我们仍然希望已经清楚地说明了模型中每个步骤的重要性。我们也可以采纳其他教科书的做法,将方案的回报率与所要承担的风险进行比较,只要回报高于风险就建议对其投资。但这样的做法忽略了一个非常重要的因素:方案的现金流时间曲线。如果企业采纳的某个方案的现金流时间曲线为负,可能会给企业带来很大麻烦。也许有的管理者认为,只要方案的回报率很高,现金流状况差一点也不要紧,对于像通用汽车企业这类的大企业来说,现金流时滞性问题确实不是大问题,但对于发展型的企业管理层来说,如果忽视现金流状况,极有可能使企业遭受灭顶之灾。

一个明智的决策者在编制资本预算时同样会将本章中所谈到的风险分散系数作为一个重要的考虑因素。

单个方案获得回报所需要承担的风险不应该单独来考虑。

我们不能忘记亨利·马柯维茨(Harry Markowitz)早在四十年以前就提出来的协方差原理。只考虑单个方案的风险显然违背了这一原理。在证券组合中的每一个证券本身都可能有很高的风险,而将其组合在一起后,风险变得可以接受了。我们只有将整套资本预算方案完整的加以考虑,才是有效地运用了协方差的思想。用一些节约成本或是创新型的方案去控制成本并实现更高回报率的做法并不等同于将所有方案统筹考虑,而且这种做法也没有考虑到整套方案的风险分散化效应。

评估方案决策

资本预算模型包含所有情况的说法是荒谬的,不适用于模型的情况总会存在。例如,在有些情况下,企业与其购买资产不如租赁资产。

租购决策

管理层制定资本预算时会发现有些方案提出租赁部分资产的要求,这些资产包括设备和建筑物。在此情况下,管理层应该作出怎样的决策?在模型对方案进行检验之前作出决定是

否合适呢？我们的观点是，方案提供者最好作出两个版本的方案。一种称为“购买决策”，一种称为“租赁决策”，这两个方案是相互排斥的，如果一种版本被接受，就意味着另一个版本遭到拒绝，这样就能达到最好的效果。如果“购买决策”方案的回报率比“租赁决策”方案要高，但现金流的时间曲线明显不如租赁决策，存在现金流问题的企业就会选择租赁决策，如果情况相反，则会选择购买决策。需要再次提醒大家，在方案选择时要从整套方案的角度出发而不应单独考虑个案。比如，在上面的例子中，从预期回报率角度来看，“购买决策”远远优于“租赁决策”。但如果单独考虑个案，这个方案可能会被拒绝采纳，可能是因为现金流的时滞性或是这个方案的相对成本过高。不管怎样，整体回报率较高的方案就可以接受。同样，如果某个方案的预期回报率很小，但具有其他方面的优势，如较低的成本、较短的现金流时滞、较高的收益等，这就有必要权衡“组合效应”后再做决定。

清算价值

还需要思考的另一个问题是运行方案所花费的时间周期。我们能否计算出方案终止的时间？如果能够计算出来，计算结果与方案的回报率之间是否存在冲突？

要回答这样的问题并不难，我们只需要计算一个清算价值（参见表 6.2）。我们需要估计方案在年终终止的情况下每个方案实现的挽回价值，即将所有应收货款追回，所有存货卖掉，处置好所有机器设备，支付完所有债务后企业的真实资产状况。如果将所得资产值放在现金流量表中科目 7 之下（即现金的净现值部位），利用这个在传统中被看做是一种“残值”的资产值，就能计算出方案的内部投资回报率。

表 6.2 没有清算价值的回报率

现 金 流								
时间/年	0	1	2	3	4	5	6	7
投资回报率(IRR)=55%	(\$45)	\$20	25	35	30	40	25	20
清算价值=		\$40	45	50	65	70	60	30

假定每期期末的现金流可获得 55% 的回报率。但如果项目在一年后终止（考虑到第一年末的清算价值），内部投资回报率只有 33%。表 6.3 可说明这一点。

表 6.3 考虑第一年末清算价值时的回报率

现 金 流 年 份								
	0	1	2	3	4	5	6	7
投资回报率(IRR)=55% W/O AV	(\$45)	\$20	25	35	30	40	25	20
清算价值=		40	45	50	65	70	60	30
考虑清算价值的回报率=		33	49	57	60	61	59	57

如果项目终止的情况持续下去，每个年末都要包括清算价值，除去剩余年度，可以用同样

的方法得出内部投资回报率。表 6.4 同样能说明这一点。

表 6.4 在第五年末的内部投资回报率的计算：达到最高的内部投资回报率

年 份	现 金 流 时 间							
	0	1	2	3	4	5	6	7
投资回报率 = 55% W/O AV (45)		20	25	35	30	40	25	20
清算价值 =		40	45	50	65	70	60	30
考虑清算价值的回报率 =		33	49	57	60	61	59	57

在第五年之后，清算价值减少且包含清算价值的回报率也减少。注意，包含了清算价值可以得到更高的回报率。第五年是回报率最高的一年。

技术的淘汰与发展

在计算机和生物科学产业领域内的技术变革非常迅速，因此任何承诺在未来某个时间（比如三到四年后）才能带来大量现金流的方案都不可行。碰到这种情况怎么办呢？我们可以人为地设定一个时间点，到这个时间点后如果还是没有实现盈利就不再投入任何的资金。这样的做法会给前期的现金流增加沉重负担，但却是一个迫不得已的选择。

与上述情况相反，医药类行业的项目运作往往需要投资很多年后才会见效。在这种情况下，只准备一年的现金流远远不够，必须运用模型计算出未来年度的现金流。我们目前的模型没有这样做，因为这涉及企业第二年或以后年度的经营状况。对于企业以后年度的经营状况，需要通过重新建模来加以分析，如同本年度采纳的方案对本年度的现金流产生的影响那样，企业第二年可能会推出另一套方案，这些方案的推出可能会影响企业的现金流。

本章小结

在第五章我们提到，制定资本预算时需要考虑诸多因素。在这章里我们提出了三个需要考虑的因素，包括“现金流的时间曲线”、“目标收入”以及用来测度风险的指标即“风险分散系数”。

小企业与大企业的情况不同。如果现金流的时间曲线为负，可能会导致企业的现金不足，甚至引发更糟糕的状况出现。虽然这种情况在大企业也会发生，但在中小型的发展企业中出现的频率更高。对企业收入加以估计的做法可以帮助企业清楚“收入沟”能否“填平”。

在运用资本预算模型时需要考虑的一个重要因素是获得回报需要承担的风险，我们称之为风险分散系数。当管理层进行决策时，应将每个方案获得回报所需承担的风险简单相加，然后将加总数乘以分散化系数。这个系数表明各个方案之间的相互联系，以及方案与企业之间的相互联系。如果各个方案之间相互独立，这个系数接近于零；如果它们之间关联度很高，则

系数接近于 1。(这只是马柯维茨提醒我们使用的协方差概念。)如果各方案之间互不相干,即使获得回报所需承担的风险很大,企业也可以接受这些方案。

即使管理者从不相信计算机给出的最优方案,而且已经作出资本预算方案,还是可以用模型来了解关于方案的某些重要问题。

我特意在后面的附录里附加了几个经典模型。如果管理层对这个模型的结果产生疑问时,可以同时用那几个模型来加以检验。



问题讨论

- (1) 任意虚拟一个资本预算方案,用本章模型的五部曲来进行分析。
- (2) 为何企业的资本预算模型不用“资本成本”来评估方案?



附录

其他资本预算模型

资本预算模型有许多,其中有两个经典模型,我个人认为存在着逻辑错误。

赫兹模型

这个模型产生于 20 世纪六七十年代,当时的学术界对于资本预算问题最为关注。这个由大卫·赫兹(David Hertz)提出的三阶段模型只有两页纸长^①。

第一阶段

在第一阶段,一个方案包含了九个概率密度函数,用来对项目进行描述,这九个变量如图 6.2 所示。

该模型头四个变量实际用来表示销售情况,而其他的一些变量也很有意思。比如,赫兹将资本投资看作是一种分布,我们就可对每种方案作一个点估值。如果将投资看成某个方案所需的总资本投资,它确实是一种“分布”。点估计就是一种向上的映射直线,实质上是一种分布函数,但这种“分布”表达的是图 6.2 所显示的含义。同时,赫兹还用到两个我

^① 大卫·B·赫兹,“投资政策和支付”哈佛商业评论,1968 年 1—2 月,第 96 页,大卫·B·赫兹,“资本投资的风险分析”,1979 年 9—10 月,第 169 页。

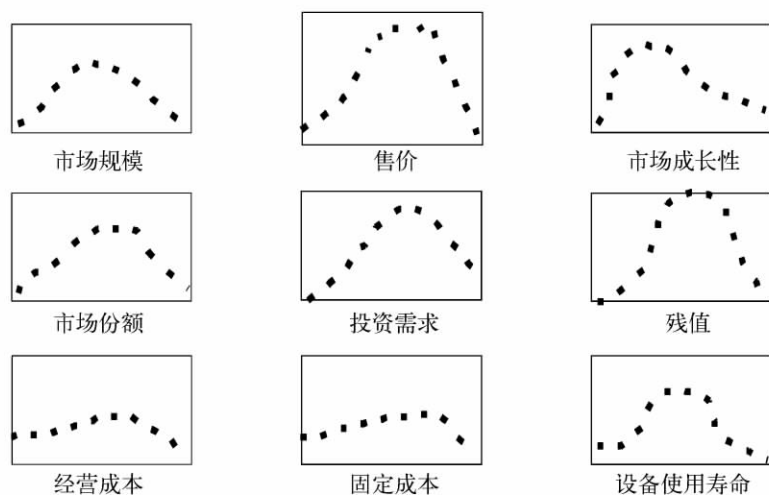


图 6.2 赫兹模型的九个变量

们称为“清算价值”的变量。我们使用的是这种“清算价值”的点估计，而它将清算价值看作是变量。

运用一个随机数据键盘，在每个分布上我们可以得到一个点，这个点可以被看作是一种方案。我们将与各种方案相关的现金流折现之后，就得到了各个方案的内部回报率。同样的算法重复多次，我们可以得出这些方案内部投资回报率的分布坐标，这个程序被称为“蒙特卡罗模拟”（Monte Carlo Simulation），将内部投资回报率分布取平均值就得到预期回报率。

第二阶段

得到内部投资回报率的分布之后，就可以计算每个方案的“累积概率分布”（见图 6.3）。

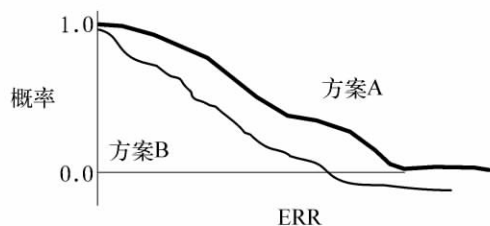


图 6.3 是对累积概率分布的说明

用于区分低风险方案、中等风险方案和高风险方案的“风险过滤网”由此形成。例如，“低风险”过滤网中的方案得到 12% 的内部回报率的可能性有 90%，得到 20% 内部回报率的可能性则是 10%。一旦得到一个大致轮廓并假定有合理的配套资本，就形成了在不同的风险状况下的组合方案。一旦组合方案形成，就可以在

坐标上根据与每股预期收益相关的变化系数（相对标准变量是独立变量）标出相应的位置。在这种情况下，风险系数（也叫做变量系数）是每股收益的标准方差。

第三阶段

在图 6.4 中表明了低风险、中等风险和高风险情况下的组合方案。在每组方案中最佳方案是最接近“有效边际线”的方案，其他方案要么风险很大，要么每股收益较低。

这种方法有什么错呢？如果分别根据每个方案获得回报需要承担的风险来看，你将会否

定马柯维茨的投资组合效应,因为其效应来自将所有的方案看成一套完整的方案。这种否定也就是对其后的协方差理论的否定,而多变量模型则是对分散化效应的否定。

将任何方案并且是所有方案看成一个整体,比起在一开始就将风险进行过滤的做法来说,可以以更小的风险代价得到一个更大的回报。

这也是我不用资本成本这个概念的原因。在传统模型中,如果方案的回报率不是等于或大于企业的资本成本就不会被采纳。但在企业资本预算模型(Entrepreneurial Capital Budgeting model, ECB)中,如果一个方案的现金流曲线朝向对整套方案有利的方向变动,或者它的收益状况非常好,再或者由于某些特别的原因使其总的风险分散系数变得可以接受,那么这种方案也可能被接受,即便它的预期回报率小于资本成本。

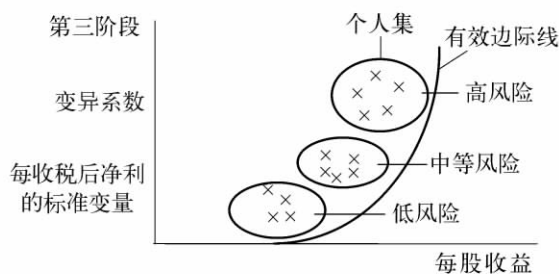


图 6.4 赫兹的有效边际线

韦斯顿资本资产定价模型(CAPM)

多数金融学家认为在投资领域有效的“金融法则”在其他的一些金融领域同样有效(例如企业理财领域)。当资本定价模型出现后,杰出的金融学教授 J. Fred Weston 曾尝试着将这一理论应用于资本预算中,这是一个一阶模型^①。

这个模型的核心思想是:如果一个方案的预期回报率等于或大于要求回报率,则方案可以被接受。问题的关键在于如何获得预期回报率和要求回报率。要得到预期回报率需要对方案作出四个预测,然后需要向企业的经济部门咨询四种预测实现的可能性。将每种预测的回报率乘以实现这种预测的可能性系数,然后将结果加总就得到了方案的预期回报率。要求回报率由 CAPM(资本资产定价)模型确定,即

$$E(R_j) = R_f + [E(R_m) - R_f]\beta_j$$

$E(R_j)$ 是证券或实业投资的预期回报, R_f 是无风险利率, $E(R_m)$ 是一个宽泛市场指数(证券或实业资产的投资组合)的预期回报。假定这个市场指数为标准普尔 500 指数。 β_j 表示与市场回报相关的个别证券的挥发性, β_j 测量值是单个证券市场回报的协方差除以市场回报的变量值所得比率。因此,

$$\beta_j = \frac{Cov_{i,m}}{Var_m}$$

这个模型的效果可用图 6.5 表示。韦斯顿以一种非常灵活的方式得到方案与市场指数的协方差^②。换句话说,如果方案是一条新的传输系统,那么这个方案的变化应该同标准普尔指

① 弗瑞德·韦斯顿运用“资本资产模型的投资决策”,《财务管理》,1973 年春,第 25—33 页。

② 详细的计算过程参见论文。

数的变化来进行比较。这让人觉得有些奇怪,但我并不认为这是模型的错误之处。按照这种说法,因为方案 A 的回报高过从其 β 中所要求的回报,也高于加权平均资本成本,从两方面说,方案 A 都是应该可以接受的。如果你使用企业的加权平均资本成本来比较,就不会选择

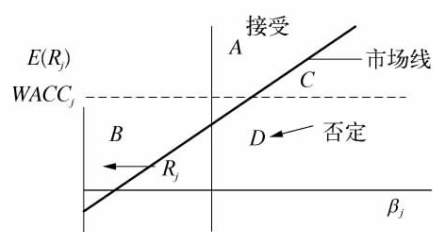


图 6.5 阐释韦斯顿如何运用投资率

方案 B,但如果使用“市场线”作为选择标准,就应该选择方案 B;再看方案 C,根据其 β 值显示出项目的回报率较低;而方案 D 因为两方面的原因都不能满足而将被否决。

如果从风险的角度来选择单个方案,你会得出否定风险分散系数的说法(协方差是风险分散系数的基础)。

如果将所有方案看成一个整体,尤其是不只考虑回报率这一个因素的时候,你会认为方案 B、C 和 D 也是完全可以接受的。简言之,如同赫兹模型一样,这个模型也没有考虑组合效果。

第七章

资本结构和杠杆资金

大多数教科书将财务杠杆纳入“资本结构理论”的一部分来进行讨论。本章将财务杠杆(financial leverage)标注为一个独立的部分,是因为财务杠杆会对企业损益表产生与营运杠杆(operating leverage)相似的影响。

人们总认为,企业的发展表现为资产的增长。就是说,要保证企业增长,企业的资产负债表上要有足够的资产来支付债务。我们在第五章和第六章分别讨论过企业发展离不开负债,并且,企业通过资本预算来实现内部增长。本章,我们需要考虑企业在一定资产规模下,负债比例多少较为合理。总之,我们会讨论企业的自有资金负债率(debt/equity)。

何为杠杆?

企业损益表中一旦出现某项费用,杠杆就出现了。所谓杠杆是指,当销售量变动时,净收入(或净损失)变动幅度更大。例如,如果销售量增加了 10%,净收入的增加将超过 10%。财务杠杆越大,变量的放大倍数就越多。

财务杠杆

财务杠杆与企业资本结构中的债务有关。

一个企业需要多少负债?这是一个老掉牙的问题,对此通常有三种解释方法:

- 传统方法;
- 莫迪利安尼(Modigliani)和米勒(Miller)所推崇的新理论方法;
- 现金流量法。

传统方法

在 20 世纪之前,确定企业资本结构的常用方法是“盈利覆盖模型”(Model of Earnings Coverage)。即大家所熟知的“已获利息倍数法”(Times Interest Earned)。具体计算公式为

$$\text{已获利息倍数法} = \frac{\text{扣除利息及税项前盈利}}{\text{利息}}$$

如果比率大于 1, 表示企业有支付利息的能力, 借债是安全的; 比率越高, 债务的安全程度越高。因为各个行业的风险不同, 自有资金负债率的计算方法也会有所不同^①。

1929 年以前, 大多数债券都是付息债券, 不要求提供偿债基金(sinking fund)。所谓偿债基金, 是指企业提存一定数量的现金或债券, 以保证债务到期时能够偿还。在 1929 年之前, 债券发行企业通常是一些较为成熟的大企业, “扣除利息及税项前盈利”(EBIT)是用来估计可支付债券现金流量的最佳方法, 这一点, 我们在第四章曾经提到过。(与此类似的情况是, 银行可能提供任何贷款, 比如, 在 1929 年大危机之前, 银行提供家庭贷款或购买农场的贷款只需支付利息, 但如果家长或农场主表示无钱支付贷款, 就会像银行今天的做法一样, 要求他们分期支付贷款本金。)但在 1929 年经济大萧条之后, 这种盛行一时的付息债券被要求提供偿债基金的债券所替代, 这就要求企业积累一定的资金, 以便于债券到期时偿付债券本金和利息。如果企业没有一定量的利息资金或者偿债基金, 可能会破产。这就需要引进一种新的比率指标来分析债券的安全性, 这种比率称之为 TBE“Times Burden Earned”, 这一比率的计算公式为:

$$\text{TBE} = \frac{\text{扣除利息及税项前盈利}}{\text{利息} + (\text{所要求的偿债基金} / 1 - \text{税金})}$$

20 世纪 50 年代, 引入了“加速折旧”的概念, 对收益的理解与传统开始出现很大差别。按照大萧条时期的标准, 市盈率总是会被定得很高, 而且那种标准到了 20 世纪 50 年代中期还在沿用。为了合理地确定市盈率, 又出现了现金流的概念, 当时的人们称之为净收入加上折旧(Net Income Plus Depreciation), 这种说法现在依旧存在。将这一概念应用到公式“Times Interest Earned”和“Times Burden Earned”里, 只是简单地改变了分子。扣除利息及税项前盈利(EBIT)只要加上折旧, EBIT 就变成了 EBITD, 近年来, 要求企业注销商誉(write off goodwill), 就会加上一个“摊销”项目, EBIT 就变成了 EBITDA。既然可以改变分子, 分母同样也可以改变, 这样的话, 公式更加能够反映实际状况。因为许多企业都会将他们的部分折旧费用当作资本支出, 我们可以把资本支出带入分母, 就会出现了一个新的指标比率 TDCE:

$$\text{TDCE} = \frac{\text{扣除利息及税项前盈利} + \text{折旧}}{\text{利息} + \text{偿债基金} + \text{资本支出}}$$

类似的衍生指标还有许多。

^① 格雷厄姆(Graham), 达德(D. Dodd)和科托尔(S. Cottle)1962 年在他们那本获得巨大成功的关于证券分析的书中指明在三个行业中营运资金或覆盖比率应该多大。

类 型	税前	税后
公共设施	4X	2.4X
铁路	5X	2.9X
工业	7X	3.8X

西德尼·科托尔(Sidney Cottle), 罗杰·默里(Roger Murray)和弗兰克·布罗克(Frank Block)在 1988 年的版本中, 认为所列行业应该主要满足 Z 记分法(Z scores)和 Zeta 比例(Zeta ratings)的要求, 格雷厄姆和达德在前期的版本中提到过, 但没有对这些营运资金或覆盖比率(coverage ratio)进行实证检验, 只是推荐给大家。

需要注意的是,这里将收益假定为现金。关于这一点我们在第四章已经讨论过,这里就不再多言。我们现在关注的是比率指标“TIE”“Times Interest Earned”,直到今天,许多人还是很看重这项指标,包括银行家。然而,我们都知道,只有在销售稳定的情况下,净收入或扣除利息和税项前盈利 EBIT 中才存在现金,因此,必须慎用这项指标。但如果我们漠视这项指标,显然就很愚蠢。记得那句话:只要有人认为是它重要,它就一定很重要。

自有资产负债率和莫迪利安尼(Modigliani)和米勒(Miller)所推崇的新理论方法

作为衡量企业运营健康与否的重要财务指标,任何指标与自有资产负债率相比,都显得苍白无力。这一指标的计算公式为:

$$\text{自有资金负债率} = \text{总债务} / \text{资产净值}$$

有时,这个指标中的分子部分只有企业的长期债务。但银行在做安全性分析时,通常会将所有负债都放在分子里。有时,分母部分会用负债与资本代替资产净值。

银行通常会对客户企业的负债额有所限制。(现在,一些做法激进的银行不再对自有资金率作出限制,而是更关注具体企业应付债务的能力;特别在与其他银行竞争某些具有吸引力的贷款时,甚至只关注企业支付利息的能力)对中等规模的企业的比率通常设定为 4/1。如果企业的负债额超过了这个限度,银行将会发出通告。如果企业不降低负债额度,银行将会采用强硬的手段。如果企业仍不采取行动,银行可能会终止与其合作。银行之所以非常重视这个指标,是因为负债率的提高导致银行贷款超过了银行审计员对贷款的分类权限。银行为此必须提供储备金,并且要将这部分储备金从其资产账户上扣除。银行通常只拿出很少的资本来支持这些负债,有时只有总资产的 5%,如果企业的做法和银行一样,自有资产极少,而负债极高,银行自然会毫不犹豫地企业踢开。

一种很有意思的现象是,虽然银行对于自有资金负债率有很高要求,却通常不愿意教导企业客户如何避免发生这样的情况。比如,我们在第三章曾说过,如果企业的债务持有人将债务抵押给银行,银行可以把这些债务看成实有资产,从而降低企业的自有资金负债率。银行家不愿意给出建议是害怕因涉嫌干预企业的经营活动而遭遇诉讼,特别如果企业后来出现拖欠贷款的情况。于是,银行往往采取默不作声的态度,顶多会提醒企业的负债太多。

当 1958 年弗兰克·莫迪利安尼(Modigliani)和米勒(Miller)首次发表关于企业理财的论文时,他们用一种新的方法来思考企业的资本结构^①。后面发表的几篇论文则试图创建理论,也有几篇论文是对别人抨击的回应^②。

莫迪利安尼(Modigliani)和米勒(Miller)用最简单的术语 V ,表述了企业的价值: $V = D + S$, D 为企业债务的市值, S 为企业股票的市值;如果企业发行的债务过多,企业风险加大,股票

^① 莫迪利安尼和米勒论文“资本成本,企业融资和投资理论”发表于 1958 年六月《美国经济评论》第 261—297 页。

^② 莫迪利安尼和米勒“对企业收入税和资本成本的一项修正”发表于 1958 年六月《美国经济评论》第 433—443 页。米勒“债务与税”发表于《金融月刊》,1977 年五月,第 261—278 页。

市值就会下降。因此,即使 D 值大幅度增加,因为 S 值下降产生的抵消作用, V 值将保持不变。所以,企业的资本结构不会对企业的市值造成实质性影响。就是说,企业自有资金负债率的大小其实并不重要。理查德·罗尔和其他一些人指出, $M \& M$ 理论遗忘了税收,如果将税放进去,就会得出不同的结论^①。但是, $M \& M$ 理论确实提供了一种全新的思路。目前,许多人所推崇的芝加哥学派观点认为存在一个完美的资本市场,在这个市场上,不管企业股票市价如何变动,都不会对其有所改变。罗斯(Ross)和韦斯特菲尔德(Westerfield)编著的关于企业理财的教科书中也采用这种观点。在近年发表的论文中,斯图尔特·梅尔(Stewart Myers)加入了这一阵营,坚信最优的资本结构存在并由企业的资本成本决定,特别是由企业的股票市价和杠杆的税收效应决定。

现金流量法

企业资本结构的现金流量法最为简洁的表述是:企业只能借贷能支付得起的债务。这种表述暗示存在衡量企业债务支付能力的方法,这种方法术称为 NOCF"。为了更好地理解这种方法,我们有必要讨论债务的差异。

债务的差异性

债务并不完全相同,而会有所差别。这些差别可能体现为债务要求、利率水平、贷款条件和贷款期限的不同。因此,在使用自有资金负债率时就会出现这个问题。在 20 世纪之初债券最早出现之时,几乎所有债务都是付息债务。而且利率的变动范围很小,特别是公共债券。总之,债务是同质的,令人难以置信的是,“本金摊销”这个术语在二战时期,甚至是更早的大萧条时期就开始使用,而“贷款”这个术语的使用时间却无从可考。当时,企业以债券为抵押借款,基本没有偿债基金的要求,但二战后,至少对发展型企业的偿债基金要求已成常规。在过去的四十到五十年间,金融企业与发展型企业进行了大量交易。对发展型企业的贷款利率范围从基本的 6%—8%到 20%—30%不等。对应收货款提供保理服务的利率更高达 60%!在实际操作中所有的债务都要求支付一定的利息。因此债务不再是同质的。即便如此,我们在计算企业的自有负债率时,依然把债务看成是同质的。

在第四章,我们介绍了 NOCF 概念,表示企业能够用于支付债务的资金。NOCF"则定义为

$$\text{NOCF} = \text{企业营运净现金流} - \text{必需的可支配现金}$$

所谓“必需的可支配现金”是指企业未来一年内最少的费用支出。这是一个非常主观的概念。这个概念也可以解释为,“在一个收成不佳的年份中必要的费用支出:包括资本支出和现金支出”。“必要的费用”支出越多,用于债务支付的资金越少,反之亦然。在融资收购的财务预测时,如果你认为企业的设备可持续使用五年,可能会将必要的支付费用设定为零。如果

^① 斯图尔特·梅尔(Stewart C. Myers):“寻找最优资本结构”,收录于《金融管理文集》第 1、3、6、7、10 页,最早发表于《中部企业理财期刊》第一册,第 6—16 页。

因为发生任何紧急情况而急需一笔资金,你必须借到足够的钱,以保证足够的债务支付能力。

在债务术语给定的情况下,我们可以使用这个模型来说明债务的异质性,以及企业能够支付的不同债务量。企业能够支付的最大债务量为

$$\text{最大债务量} = \text{NOCF}'' / I + \text{SF}$$

其中 I 为贷款利率, SF 为所要求的偿债基金,以本金的百分比表示。(我们只需要考虑企业在开始时能够支付的债务。因为一旦支付了部分本金,利息也会随之减少。)假定 NOCF'' 一直保持为 100 万美元,债务利息和偿债基金支付金额表示如下。

从表 7.1 中可以看出,按照四种不同的债务术语,100 万美元的 NOCF'' 能够承受的四种不同债务量。第一种情况下,如果企业只支付债务利息,可以承受一千万美元的债务负担,在第四种情况下,如果企业有一个 12% 利率的三年期的分期付款,它只能承担 2 857 142 美元的

表 7.1 等量 NOCF'' 情况下的不同的债务量

- | | |
|----|---|
| 1) | $\$1\,000\,000 / .10 = \$10\,000\,000$ |
| 2) | $\$1\,000\,000 / .15 = \$6\,666\,666$ |
| 3) | $\$1\,000\,000 / .10 + .15 = \$4\,000\,000$ |
| 4) | $\$1\,000\,000 / .12 + .33 = \$2\,857\,142$ |

债务。如果只观察企业的自有资金负债率,我们看看会得出怎样的结论:假定企业只有 100 万美元的净资产,在第一种情况下,它的自有资金负债率高达 10/1,在第二种情况下,自有资金负债率下降到 6.6/1,第三种情况下的比率下降到 4/1,在第四种情况下的比率就只有 2.85/1。其实,四种情况下的企业债务是完全一样的!我们想当然地以为,在第一种情况下企业只需支付利息,而在最后一种情况企业必须分期清偿所有贷款,但如果你再看一下负债/资产净值率,你会发现企业在第一种情况下太过于依赖于杠杆资金,第四种情况下的杠杆资金配置才比较合理。自有资金负债率的功能竟是如此强大!

模拟的债务清偿能力

现在,运用我们在第四章讨论现金流时所使用的方法来观察企业在不同经营状况发生的变化,见图 7.1 至图 7.3。



图 7.1 销售稳定状况下的债务清偿能力

在企业销售状况稳定的情况下,相对于表中代表债务的“优先流出的现金流”曲线, NOCF'' 显得相当充足。如果企业实施市场扩张战略,这种现金充足的局面可能会转变为严重的现金不足。

如图 7.2 所示,当企业处于成长期时,对流动资金的需要严格限制了 NOCF'' , NOCF'' 很快就下

降到“优先流出的现金流”曲线之下,导致现金资产减少。企业是否有足够的现金维持运营将成为需要考虑的重要问题,如果有足够的现金,企业就是安全的,否则,企业将出现严重的现金不足。

观察企业债务承受力的一种直观方法是观察衰退时期的企业。图 7.3 反映了企业在衰退期间可能发生的情况。

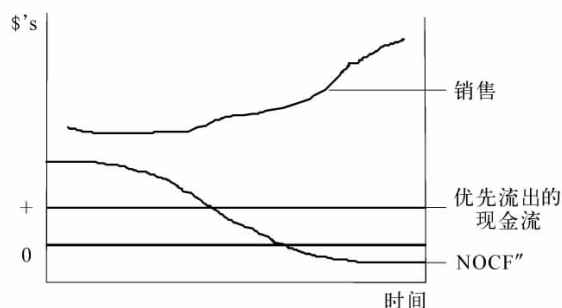


图 7.2 企业增长情况下的债务清偿能力

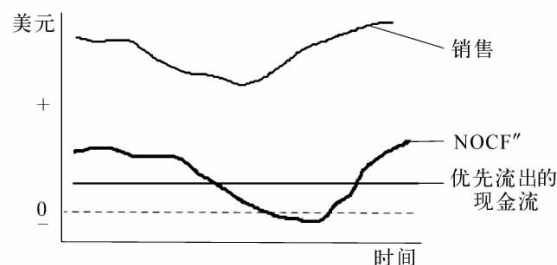


图 7.3 企业衰退时期的债务清偿能力

在企业衰退期间,NOCF'' 降到“优先流出的现金流”曲线之下,现金资产减少。但现金资产的减少量处在能够容忍的程度。如果企业原来的现金资产充足,萎缩后的现金资产对企业来说也属正常。同时,可想而知,当现金减少时,将会对企业的成长与生存产生严重损害。

在企业衰退开始之前,如果 NOCF'' 已经接近“优先流出的现金流”曲线,现金减少的持续时间和现金不足的数额将会更大。相反,如果 NOCF'' 数额较大,或者“优先流出的现金流”曲线已经开始下降,从财务的角度来看,这家企业应该可以安全地度过衰退期。在第四章我们说过,如果企业在衰退刚开始的时候有很多的现金,就能够帮助企业更快地度过衰退期。

我们出于直觉会以为企业处于衰退期时更需要担心财务杠杆,其实,企业的成长速度过快可能会带来更大的威胁。当然,这也可以看做一件好事,因为,问题还是可以得到很好的解决,并不会导致严重的后果。

是否存在最优的资本结构?

回答这个问题的前提条件是,企业处于“哪种情况下”。显然,处于成长状态下的企业,最好的资产状况是没有债务,这种状态下的企业确实不用承担任何的债务。当企业处于衰退时期,可以通过既定的 NOCF'' 和“优先流出的现金流”曲线来设定衰退程度。假定 NOCF'' 不低于“优先流出的现金流”曲线,企业就能生存下去,但也称不上达到了最佳的资产状况。

营运杠杆

营运杠杆用来衡量一家企业或一个项目依赖固定成本,而非可变成本的程度。在本章的开头我们提到,营运杠杆包括折旧费用、租金和其他基本的固定费用支出。确实,因为折旧费用不是现金支出,所以和财务杠杆差别很大,后者存在利息和本金的支付。但在损益表中,利

息和折旧无法区分,在销售改变的情况下,两者都会导致收益的改变,因为本金对损益表不产生影响,也就不会影响收益。

对财务杠杆的疑问同样适用于营运杠杆。是否存在最优的营运杠杆?或者存在最优的总杠杆?要精确地表达这个疑问,需要说明这是针对损益表还是现金流量表来进行提问的。要回答这些问题,还需要从成本收益分析法中借用一些技巧。

传统的成本-收益分析法

在传统的成本收益分析法中存在一些武断的假定,比如,固定成本确实是固定的。从企业营运的角度来说,我们观念中的固定成本实际上并非真正固定不变。比如,我们通常认为租金是固定不变的,但这种传统假设的基础是销售范围固定的假设,实际上,许多发展型企业在很长时期都存在销售不足的状况,甚至没有充足的现金支付租金。有时房主会体谅企业,允许租金累计到以后再付,以留住客户。在有了这样的认识之后,我们可以画出一张传统的成本损益表(如图 7.4 所示)。

在这个图上,可以看出企业在不同销售水平上盈亏平衡的变化。高于盈亏点,企业获利,低于盈亏点,企业亏损。如果我们把总成本线移动到水平位置,销售线保持不变,就得到下面的图 7.5。

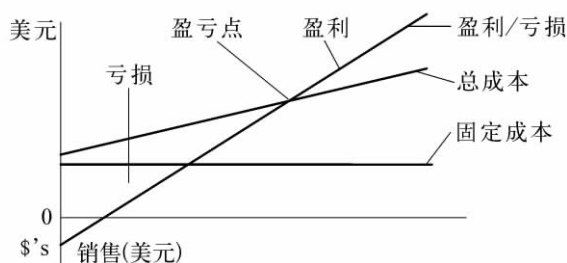


图 7.4 传统的盈亏表

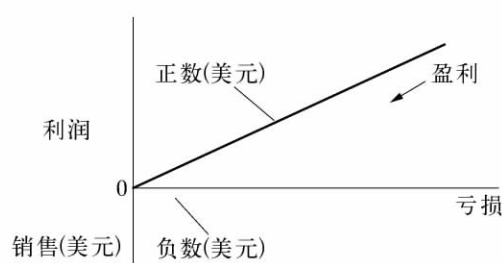


图 7.5 与销售和总成本相关的利润和损失

如果销售水平给定,如表中的水平线所示,企业的固定成本给定,可以看出企业的利润和损失大小。如果企业固定成本增加,企业的盈亏线将向右移动。见图 7.6。

我们在表中可以看出企业固定费用的增加(比如利息与折旧费用)以及企业可变成本的增加(比如劳动率的增加)所产生的后果,因为这种方法的一个假定就是,固定费用的增加比可变成本的增加对盈亏平均点的影响更大,但这只是假定而已,实际上,我们并不能由此得出这样的结论。随着可变成本的增加,盈亏平衡点会移动,损失会增加。但在零产出的情况下,损失是不会增加的。

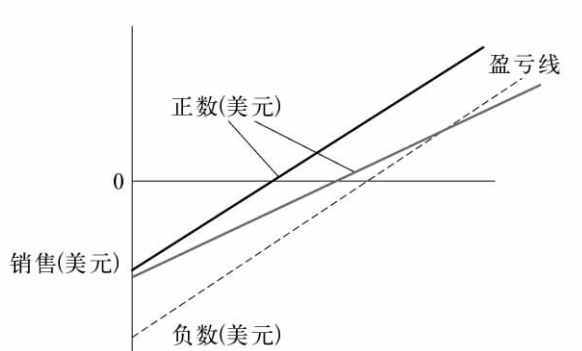


图 7.6 盈亏点显示：盈亏线的移动是固定成本增加(虚线)与企业可变费用支出(粗线)增加的结果

既定销售量与估算销售量

理论上说,企业的销售量一旦确定,就可以确定杠杆资金。只要“确定”的销售量高于盈亏平衡点,或者高于固定成本,企业就有能力支付债务。这样,只要杠杆资金发生变动,即盈亏线上下移动,就可以在既定的销售水平上得到相应的利润,而且这个利润为最高利润。

但实际情况并非如此。企业并不总是能够确定销售状况,企业管理层也不能清楚地预测企业未来的销售状况,而只能进行粗略的估计。当然,管理层可以根据概率密度函数对未来的销售情况所作出的粗略估计,并能够依此基本确定企业所需的杠杆资金,如图 7.7 所示。表中曲线下面的区域表示企业 100%能够实现的销售。

在图 7.7 中显示,在由概率密度函数所给出的销售范围内,企业能够负担其所有债务。需要注意的是,销售状况决定了不会有亏损发生。(这是因为整个函数曲线都在盈亏点的右方。)(从统计学的角度来说有一点过于夸大,与实际的销售情况不太吻合。)

在图 7.8 中,情况有所不同。表中显示,在杠杆资金确定的情况下,企业亏损的可能性为 50%。如果我们进行归纳总结,可以明显看出:

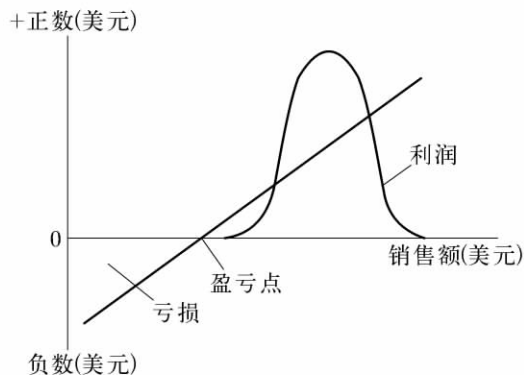


图 7.7 曲线显示企业在盈亏图上的销售概率密度函数

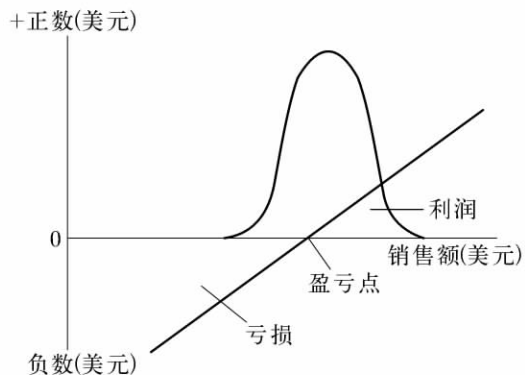


图 7.8 盈亏表显示企业发生亏损的概率约为 50%

销售的概率密度函数曲线的位置和形状是确定杠杆资金的决定因素。

图 7.9 表示企业未来销售状况不确定的一种情况:企业的销售概率密度函数曲线呈现出发散状态。

在上面的例子中,企业所面对的销售的概率密度函数曲线非常分散,企业只有少量的杠杆资金,也不会出现较大的亏损。高科技企业最容易出现这样的状况。销售的概率密度函数曲线非常分散而且不确定,这就是快速成长的企业需要保守使用杠杆资金的原因。

与之相反,如果企业的销售数额确定,销售的概率密度函数曲线会表现为一个比较狭窄的范围,企业就可能比较激进地安排更多的杠杆资金。图 7.10 的例子是一家有线电视企业,其收入来自每个月的服务费。

在图 7.10 的情况下,企业如果保持盈亏点在预期销售函数的最低点之下,并且,其可变成本的增加幅度不要太大,就可以尽量地使用杠杆资金,如果其可变费用支出增加,盈亏线将向

右旋转,如同前面图表中所示。只要可变费用支出较低,企业的盈亏线会快速上升。只要销售量突破盈亏点水平,利润就会快速上升。

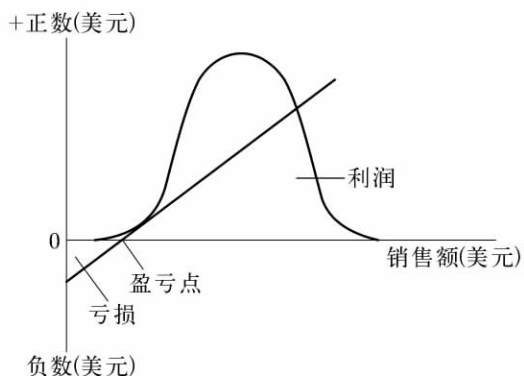


图 7.9 企业销售的概率密度函数曲线非常分散

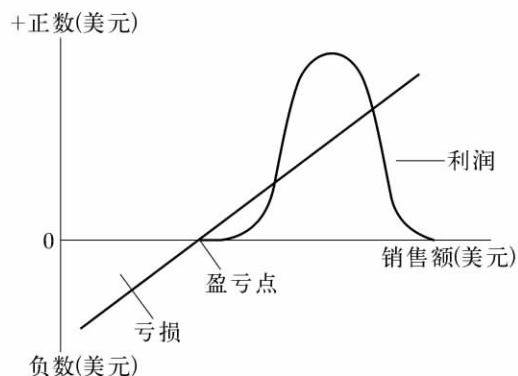


图 7.10 企业未来的销售概率密度函数曲线比较集中

杠杆和现金流

上面的那些图表描述了杠杆资金及其对损益表的影响,而发展型企业的管理者更为关心的是:“杠杆资金会对企业的现金流产生怎样的影响?”同时,他们也会考虑企业将来承担债务的能力,核心答案就是企业的销售概率密度函数曲线形状。企业管理者虽然嘴上说“不能够”预测企业的销售概率密度函数曲线,事实并非如此。估计出来的销售概率密度函数曲线可能很分散,甚至可能起始于零,这会让管理层感到非常不安,所以才会说“不可能”!企业管理者所谓的“没有销售预测数据”,实际上是说,他们根本没有进行任何预测。

销售概率密度函数曲线的重要性我们在前面的图表中已经体现出来了。当我们考虑企业是否有足够的现金支付债务的问题时(实际上我们所指的现金即是 NOCF),我们可运用同样的模型,只是需要把纵轴的“以美元表示的利润”换为“现金”。这样的话,在不同的销售水平上,企业现金状况的正负取决于企业优先流出的现金流(priority outflows),当然,也取决于 NOCF。在现实操作中做到这点并不难。我们只需要根据现金流量中销售量数据的变动,来观察不同销售情况下的现金状况(参见图 7.11)。

将原来盈亏线所划分出来的“利润”和“损失”替换掉,我们现在将盈亏线下方的区域称之为“正现金流”和“负现金流”。与损益表的图形不同,我们认为企业的现金状况受 NOCF 的影响,原因在于,可变成本和营运成本都会对 NOCF 产生影响。在图 7.11 中,我们注意到可变成本支出会使函数曲线向右旋转。因为,在销售量确定的情况下,包含在 NOCF 中的三个营运资本项目的净增会使企业的现金状况恶化,可变成本的增加也会导致

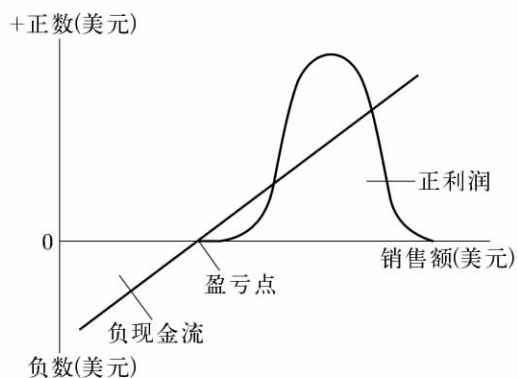


图 7.11 企业的“现金”盈亏点

同样的结果。如图 7.11 所示。

图 7.11 显示,在优先流出的现金流给定,即杠杆资金给定的情况下,现金与企业销售概率密

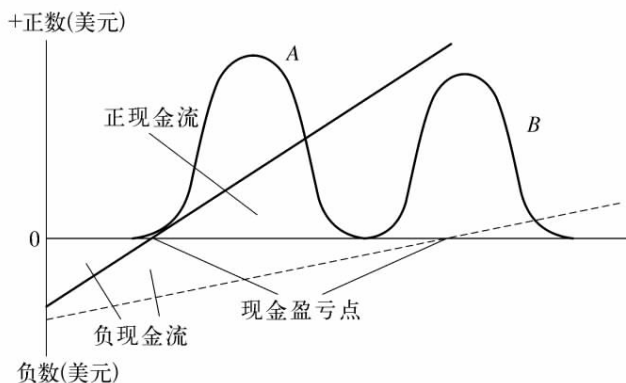


图 7.12 销售概率密度函数曲线对企业现金流造成的影响

度函数曲线之间的相互关系。需要记住,企业可变成本和营运资本的增加会影响销售函数,并使其向外旋转。如果企业的可变成本和营运资本减少,销售函数线会向上移动。如果企业的预期销售概率密度函数曲线呈分散分布,企业可能出现严重的现金不足。如果预期销售量大幅度增加,销售概率密度函数曲线将会向外下方移动,如图 7.12 所示。

在图 7.12 中,企业的预期销售概率密度函数曲线会发生较大的移动,从 A 移动到 B,表明虽然销售量大幅度增加,但并没有产生大量现金流,而是导致 NOCF"线产生剧烈旋转,因此,在预期的销售水平上,现金不足的概率达到 50%。在这种情况下,并非可变成本的增加所导致,而是由于营运资本增加而引起现金短缺。

NOCF"和假定的销售概率密度函数曲线

在上面讨论的 NOCF"模型中,我们要牢记在心的是,在计算 NOCF"时,需要先对销售概率密度函数曲线作出假定。如果查看现金流量表,上面的数字显示 NOCF"多于杠杆资金,就表明企业能够承担债务,但我们查看函数线的时候,却发现情况并非如此。我们利用图 7.13 并将 NOCF"放进去来说明这个问题。

图 7.13 中,假定企业的销售分布模式为 NOCF",这种情况下,企业显然无需负担债务风险。实际上,现金盈亏点比假定的销售函数曲线低 4 到 5 个标准变量。但我们前面也说过,如果销售概率密度函数曲线是分散的,表明企业的销售预测有更多的不确定性,使用图 7.14 中用现金盈亏线表示的杠杆资金则是非常不明智的做法。

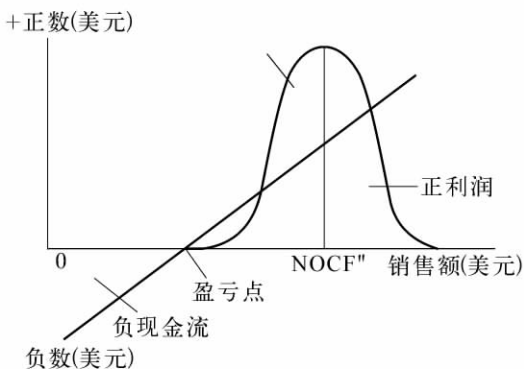


图 7.13 附加 NOCF"的现金流盈亏点

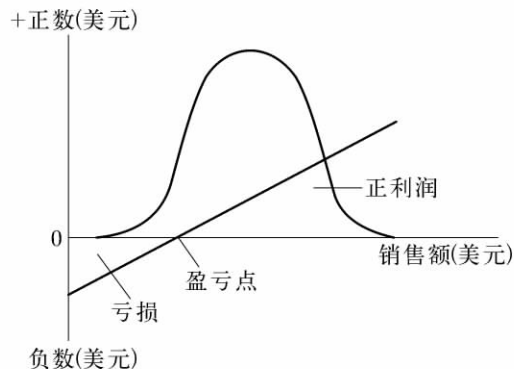


图 7.14 现金盈亏曲线显示“分散型”的销售概率密度函数线

本章小结

我们在这一章的开始介绍了两种杠杆类型：财务杠杆和营运杠杆。两者都以同样的方式对损益表产生影响。在损益表中，杠杆意味着一项固定费用，在销售量的变化给定的情况下，会对利润（或损失）产生放大作用。如果销售量增加，利润的增加幅度会更大，如果销售量下降，利润的下降幅度也会更大。

然而，许多教材在讨论企业资本结构时，并不考虑营运杠杆，这一章特别注明，因为两种杠杆都会对利润产生同样的影响，所以两者都需要考虑。从实际操作和管理的角度来说，如果企业需要支付很多租金，将会对企业的损益表产生影响。支付债券利息同样会对企业的损益表产生影响。（记住：在损益表中并没有提到债券支付。）

但对于发展型企业的管理层来说，最重要的问题是在面对预期的销售概率密度函数时，企业能否支付债务和其他固定费用。如果企业预测销售很不稳定，最好尽量少负债，也尽可能地降低其他的固定费用支出，如租金支出等。相反，如果企业确定自己的销售额较为稳定，就可以多一些负债，其他的固定费用支出也可以增加。

关于是否存在最优资本结构的问题，我们先要讨论的问题是何为最优？在销售稳定的情况下，企业可以承担一定的债务；如果企业处于增长状况下，承担债务会导致企业的现金不足。其实，我们名为讨论企业的资本结构，实际上是在讨论企业的自有资金负债率。

我们曾提到，自有资金负债率很容易让人产生误解。自有资金负债率的概念将负债假定同质。但是，不同债务，支付的利息不同；支付的时间也不同，所以，债务是异质而非同质的。对于这个假定，如果损益表中没提的话，在现金流量表的优先流出的现金流部分做了假定。当然，资产负债表中也没有说。

最后，我们应用成本收益分析模型可以看出，当企业管理层在考虑借债或者需要有固定费用支出的时候，一般需要建立一个“现金盈亏表”（如图 7.12 至图 7.15 所示），以了解在什么样的情况下企业不能承担债务。企业在销售额不确定的情况下，最好不要负债，如果对销售前景有信心，企业可以多一些负债，也可以多一些固定费用支出。



问题讨论

- （1）假如你为一家新兴企业提供咨询，对方提出该“企业多少债务较为合适”的问题，你怎样回答？你的计划方案怎样？
- （2）如果企业有大量银行贷款，银行强调 TIE“Times Interest Earned”是否不够“理性”？阐述你的理由。作为企业 CEO，银行如果使用这种方法来评估企业贷款，你会作何反应？
- （3）莫迪利安尼（Modigliani）和米勒（Miller）的方法认为，企业有多少债务取决于其资产负债表，这种方法对新兴企业和发展型企业有用还是更适用于大的上市企业？

第八章

外部融资之投资银行业务

我们将在本章及后面的三章分别介绍企业获得外部融资的各种途径(我们将这种途径称之为融资工具)。我们首先要对证券出售的基本法律框架以及投资行业的组织架构有所了解,这是新兴企业的管理层来对外融资的一个必要指南。

公开募集资金与私募资金

管理层作出对外融资的决定时,必定要考虑采取私募还是公开募集的方式,前者是指向机构投资者等有限人群出售证券,后者则是指向公众公开出售有价值证券。首先需要了解与其相关的各项法律法规,之后再区分两者优缺点。

证券出售的相关法律法规

在美国公开出售证券必须要到美国联邦政府证券交易委员会或者证券发行地的所在州政府进行注册登记^①。这一系列程序非常复杂,所涵盖的内容已远远超过本章的讲述范围。在这一章里,我们想让读者了解外部融资的基本程序和正常登记程序,帮助企业顺利地发行有价值证券,以获得必要的资金。

证券交易委员会与州企业委员会

美国国会于1933年成立证券交易所的目的是确保发行企业向公众所披露的信息是完全充分的。发行企业的整套登记材料由证券交易委员会(SEC)的财务专家和法律专家进行了详细的审查,其中包括一份公开的企业招募说明书。一般来说,如果登记资料披露了发行企业的所有内幕,买方就可以获得充分的警告信息。“完全信息披露”的要求直到今天仍是对发行企业的基本要求。从技术角度来说,发行企业证券发行的质量好坏与证券交易委员会(SEC)是否赞成向公众销售证券无关。这是因为“公众”投资者也可以划分为不同类型,不同情况下的

^① 在谈论纽约证券交易所或美国纳斯达克交易所的上市企业时我们会举一些例外的情况。

“公众”代表着不同的概念,本章的后面还会解释这一点。

如果发行企业提供的资料信息不太令人信服,委员会会花更多的时间才将资料公布于众,并且发表一封所谓的“不足信”(deficiency letters),但企业的信息资料迟早还是会向公众披露。例如,人们将一些称之为“垃圾债券”的债券出售给机构投资者,在这类企业的债券发行说明书上写明了债券的发行收益将不能抵偿债券的发行利息。一旦证券发行企业披露了这个事实,证券发行委员会将在联邦法律允许的范围下考虑该企业的证券发行情况。

对发行企业“信息完全披露”的法律要求,有些州政府的规定与联邦证券委员会(SEC)一致,有些州政府的规定则有所不同。比如加州政府部门要求企业必须保证“公平”。但衡量交易双方是否获得公平待遇并非易事,例如,两个投资方共同经营一个加油站,如果双方投入了相同的资金,但其中一个股东得到了更多的股份,这算公平吗?州政府部门很难来评判双方的交易是否公平。

如果发行证券的企业已经在美国联邦证券委员会登记备案,而且只在本州范围内发行,各州企业委员会的审查程序会相对宽松。但这并非说明各州委员会只是美国联邦委员会的橡皮图章,走走形式而已。实际上,在纽约证券交易所、美国证券交易所和纳斯达克证券交易所发行企业证券的企业都被允许不在各州登记备案。

如果要在一个以上的州发行有价证券,不管是股票还是债券,就需要获得所有州政府部门的同意。这意味着各州政府官员会对发行企业的管理作出某些限制。比如,有些州政府部门可能会对企业总裁的股票出售数量或者出售时间进行限制。如果发行企业对于某些限制条件无法接受,它的有价证券可能就不会在这些地方发行。当然在证券发行过程中,如果某些地方的位置很关键,比如,纽约州、得克萨斯州、加利福尼亚州可能是证券主要的发行地,或者购买证券的法定支付地位于某些有着严格限制条件的地区,发行企业只能作出让步或者想办法和州政府的相关部门进行协商解决。

如果证券只在个别州出售就不需要在美国联邦证券委员会(SEC)进行注册登记,这种登记方式称之为“州内登记”。采用这种登记方式也可能带来很严重的问题。如果证券持有人在限制期限内向其他州的投资者出售证券,将会受到联邦法律的制裁。加州的许多外科医生和牙医曾经买过一只股票,但这只股票交易的先决条件是:如果任何人想要出售或购买股票,唯一的途径只能是向政府官员咨询交易信息。所以,信用程度高的证券经纪企业都不愿意参与州内登记业务。

对于某些小企业来说,通常会在当地发行某些私募证券,并在当地州政府部门进行注册登记。政府相关部门将对这些证券进行登记,敲上橡皮图章。除非在某些特定情况下或者是在州政府部门允许的情况下,否则证券不得出售。通常在证券销售的批文中还会附信说明证券销售的限制条件。比如,只允许向另一个股东转让股票,或者在得到州政府有关部门同意的情况下销售股票。这类带有限制条件的证券被称为“存信股票”(lettered stock)。虽然今天已经不再用书信的方式来表明对这类证券的销售限制,但这一术语目前还在使用^①。如果股票持有人在相应的权威机构,比如 SEC 或各州政府相关部门进行了登记,他们可以按美国政府在

^① 有意思的是,在某些证券经纪企业总有人试着出售类似限制型股票。

1933 年修订的证券法案第 144 条的规定(参见附注)程序出售股票,这基本上可以叫做“滴下”“dribble”条款。比如某人将其手中持有的某个大企业的公众股票大量抛售之后,他可以在一段期间内的每个月出售一部分没有登记过的股票。

私募资金

私募资金最大的好处在于募集资金的速度快。通常企业只需要几周或者一两个月的时间就可以完成整套程序并使资金到位,而面向公众的首次股票发行(IPO)至少需要几个月的时间。

当然,高速度也带来了高成本。私募资金的要求回报通常很高。如果发行的是债券,就需要有高利息;如果是股票,则发行价格会相对较低。这是因为一个非公开的市场通常流动性较差,而较小的流动性就意味着不能够期望获得与公开市场相同的证券发行价格。

虽然私募的方式使企业面临较高的利息成本或较低的价格/收益率,但却节省了其他成本。节省的成本包括登记成本和发行承销商的发行费用。这些成本相当高昂,哪怕你只发行很少数量的证券,也需要上百万美元的资金用于支付和发行相关的财务、法律和印刷费用^①。所以,虽然私募资金存在成本,但与公开发行的成本相比,特别是首发的成本相比,则要小得多。

对于中等规模的企业主来说,通过秘密方式募集资金也是私募的一个重要功能。如果企业因为公开募集资金而导致公众化,会使企业高层管理人员的生活发生重大改变。企业高层人员必须随时警惕市场上关于企业业务的各种传言,而且美国联邦与州政府都有严格的法律规定:禁止不恰当地泄露所谓的“内部人”信息^②。这些规定可能会使企业高层因为在原始登记书中的陈述内容错误而遭遇法律诉讼。近些年来,许多高科技企业频繁遭遇各种法律诉讼,这种情况对于企业的未来融资毫无好处可言,但通过私募方式募集资金就不存在诸如此类的法律问题。

此外,如果公开融资,企业必须向公众披露诸如企业高层管理者的收入情况等机密信息,更为重要的是,企业的边际利润率也可能公之于众,而这是大多数管理层不愿意让竞争对手知道的情况。另外,管理层在每年的股东大会上将面临各种辛辣的提问,需要向每一个没有经验的门外汉报告企业的经营情况;而私募通常可能保持企业重要信息的机密性。

私募资金还可以避免公开发行股票时机选择问题。如果向风险投资企业私募融资,就不需要考虑证券市场的状况如何。这可以让企业赢得一个喘息的时间以等待更好的市场机会;或者只是帮助企业尽快地成长,并能够在将来公开发行上市。

公开发行

多数私营企业的经营目标是实现企业的最终上市。将股票向公众出售的机会可以实现他们致富的梦想。作为企业的创始人只要通过出售股票的方式就可以收回他们的前期投资,而且收益可能是他们原始投资的许多倍之高。当企业属于私人所有时,很难精确地知道企业的价值几何,一旦上市,就可知道股票的适时价格。近些年来,网络企业发迹史就是企业通过上

^① 后面我们会谈到 S-18 登记规则,规则规定:低于 750 万美元发行规模的登记程序可以支付较少的费用。

^② 近年来,对于内部人的界定范围有所延伸,涉及包括秘书在内的企业中下层员工。

市致富的典型例子。另外,也有许多网络企业刚成立就以极高的价格上市,因为根本还没有实现盈利,当然也就谈不上每股市盈率了。一旦网络泡沫破灭,这些网络企业的股价就从天上掉到了地下,成为股票价格变动的极端例子。

企业公开发行证券的另一个原因在于:一旦公开发行以后,企业就可以将股票做抵押向银行贷款。而在企业完成私有时,企业主不可能用股票作抵押借到钱。

如果管理层希望通过并购方式实现企业的快速增长,则企业公开发行股票是非常有帮助的。被收购的目标企业一般不愿意被一家私营企业收购,特别是在被收购后只持有少量股份的情况下更是如此。因此,持有可在市场上公开流通的股票往往成为收购另一家企业股权的先决条件。

如果某个企业想要出售股份,公开发行的股价通常比向机构投资者私募融资的股价高。私募资金只是公开发行之前的“过桥资金”,机构投资者往往会对这些尚未登记的股票提出较高的价格折扣要求。机构投资者并不十分在意企业是否能如期上市发行。

我们在前面提到过,公开发行的费用比私募资金较高。但在公开发行中,还有一部分费用前面并没有提到,那就是需要按照政府权威部门包括 SEC 的要求定期提供经营报告。对于小企业来说,这同时意味着人力和时间的巨大支出。这些报告包括季度报告、年度报告,以及发生某些特别事件时的临时报告。不仅美国联邦证券委员会 SEC 要求填写这些报告,而且在企业注册登记的所在各州也要求填写相应报告。

公开发行的另一个缺点是:如果企业公开发行的股票数量过大,可能导致另一个企业在购买股票之后实际控制这个企业。换言之,如果某个企业卖出大部分股票,可能会使原来的企业所有者失去对企业的控制权,而私募方式可以避免这种可能性。

私募资金的登记注册

如果企业以私募方式发行有价证券,并不需要完成美国联邦证券委员会(SEC)规定的所有登记程序,只需按照“D 登记豁免”规则的要求填写一份特别设定的表格。这项规则允许企业在利用各种融资渠道进行外部融资时能够跨越州界。这项规则的核心纲要陈列见图 8.1。(对这一规则的完整解释放在本章的附录部分。)

条 件	豁 免 类 型		
	504 规则	505 规则	506 规则
1. 豁免性质	小规模发行	小规模发行	私募
2. 发行规模限制	100 万美元	最多 500 万美元	无限制
3. 投资者类型和数量	对数量和类型无限制	对不符合要求的投资者最多只允许有 35 名;无类型限制	对不符合要求的投资者最多只允许有 35 名,不符合要求的投资者必须是熟练投资者

图 8.1 对“D 规则”的概述^①

^① 图 8.1 对“D 规则”的概述引自 1985 年 1—2 月登载于《哈佛商业评论》上 Jerry L. Arnold 的一篇文章:“股票发行的豁免”,我们的引用得到了作者的许可。

“合法投资者”这一术语用于对不同类型的投资者进行界定,其中包括机构投资者、免税机构、企业执行官和管理层以及富有的个人投资者;“熟练投资者”也是一个在文件材料中经常使用的技术术语,主要指那些富裕的个人或团体,而且这些个人和团体在作投资决策时能够负担得起聘用经验丰富的律师的费用。

依据“D 登记豁免”规则进行注册登记时需要注意:这种登记方式只是常规登记方式的一种特例而已,并不意味着企业可以不必遵守各项规定。企业,要获得特别的政策优待,就要避免违反任何规定。例如,对股票发行做广告就是被禁止的。广告既可以通过文字的表述来达到广而告知的效果,也可能只是口头上的宣传推广。但是,如果一旦有人在买了某种证券后发现这个投资并非如他所愿,他可能觉得上当受骗而会聘请律师,努力寻找任何破坏规定的蛛丝马迹,并提起法律诉讼,力图收回自己的投资。

公开发行有价证券的登记注册

企业的类型和发行的规模决定了公开发行有价证券进行注册登记的方式。注册登记程序通常以字母“S”开头,后面跟一个数字进行顺序编号。例如,“S-1”登记程序;“S”系列的登记程序主要适用于诸如银行存贷款、过桥贷款、对离岸实体发行证券等交易行为;从我们研究的中小企业角度出发,实际上只需要考虑两种登记注册程序:S-1 登记注册程序和新版的S-18 登记注册程序。

S-1 登记注册程序

我们可以对 S-1 登记注册程序的基本要求做一个简单的总结。在这种注册方式下,企业必须到位于华盛顿特区的美国联邦证券委员会(SEC)总部进行登记,但对企业发行数量没有限制;整套登记注册程序包括一系列的文件填写,比如企业的长期合同、详细的财务数据、使用“S-X”规定的记账方式填报连续三年的经过审计的财务报表。

虽然对财务报表没有审计要求,但有经验的承销商往往会找一家规模大的会计师事务所做审计。一方面,大的会计师事务所具有处理美国联邦证券委员会(SEC)业务的经验;另一方面,美国联邦证券委员会(SEC)的审计部门对那些大的事务所也比较信任——因为一旦会计师事务所犯下严重的过失,美国联邦证券委员会(SEC)的审计部门需要花大量时间去审计相关的数据,这是他们不愿碰到的麻烦,而且大事务所犯错的可能性相对会小一些。

找一家律师事务所填写相关的法律数据也是十分必要的。如果是大的律师事务所,美国联邦证券委员会(SEC)也会比较相信其填报的文件。律师事务所同样不能出错,否则美国联邦证券委员会法律部门的律师需要进行更为细致详细的审查。许多证券发行的成功都归因于有着华盛顿背景的律师事务所和承销商之间的密切关系。如果发行量很大,发行费用自然也很高昂。那些大的律师事务所和会计师事务所必须支付大量的费用才能保有他们的执照,而这些大的事务所又是做大规模的 S-1 证券发行的必要保证,所以他们确实有理由收取昂贵的费用。近年来,那些大的律师事务所和会计师事务所更加注重想要进行证券登记注册的新企业的品质,并且开始进行精挑细选。在 20 世纪 80 年代发生的 ZZZZ Best 公司丑闻让会计师事务所更加清醒地认识到必须对企业的财务状况时刻保持警醒,否则一旦骗局被揭穿,可能会面临巨额的法律诉讼赔偿。

某些企业可能无法提供连续三年经过审计的财务数据,但只要企业出钱,会计师事务所会帮你重新建立一份全新的企业会计账簿,还有连续三年的财务数据审计报告。达到这个目的确实需要花很多钱,花的钱甚至可能是个天文数字,但他们确实可以拿出让你满意的东西。

许多发展型企业出于省钱的目的暂时不会请大的会计师事务所帮助他们准备财务报告,但也许将来需要他们出具审计报告。对于那些大型事务所来说,即使发展型企业的财务报告只是小单子,但收费比起小的地方性会计师事务所还是要高一些。在这种情况下,如果发展型企业既需要大的事务所帮其出具审计证明,又想省钱,他们可以要求那些大的事务所帮他们审查一遍由地方事务所出具的书面文件,看其使用的方法是否适当,所做的文字工作是否合理,大事务所为此会收取一份较为合理费用,然后还会出具一份所谓的“白皮书”。大的会计师事务所会在白皮书中明确表明:如果企业将来需要提供正式的审计报告,他们会根据地方事务所作出的审计情况作出判断,参与审计并作出审计报告。大会计师事务所中的大部分会计师都经过培训能够胜任注册会计师的职位,这些会计师往往具有良好的职业习惯,所以雇用过注册会计师(CPA)的大会计师事务所品质较有保证,建议请这样的会计师事务所来出具白皮书。

S-18 登记注册程序

为了满足小企业进入资本市场的需要,美国联邦证券委员会(SEC)引入了 S-18 登记注册程序。这种登记注册程序只需要连续两年的审计财务报告,而且这些审计报告只要求运用美国会计通则(GAAP)所规定的会计程序而不是 S-X 会计程序进行审计(这是因为后者只有和美国联邦证券委员会(SEC)打过交道的会计师才知道如何填报)。这种规定使企业有一定的宽限期引入 S-X 会计方法对账目进行会计处理。从成本角度考虑,S-18 登记注册较为便宜:会计费用和律师费用都要低得多。

企业可以在地区填报相关资料而不需要呈交华盛顿特区,这样企业可以聘请当地的会计师和律师事务所,而不必像 S-1 登记注册程序所规定的那样请大的事务所。如果企业在登记程序中遇到问题,美国联邦证券委员会(SEC)的地区分部会提供帮助,指点当地的律师和会计师。这种程序表面上相对于 S-X 没有优越性,但两者之间实际存在着巨大的收费差距。采用 S-18 这种登记程序每年募集的资金最高限额只有 750 万美元,这种登记程序有效替代了旧简版式“规则 A”登记程序所规定的 150 万美元的上限。

因为有这样的限制,许多发展型企业明智的决定暂不公开上市,而是通过私募方式获得同样甚至可能更多的资金。

除非这种限制被取消,否则这种现象还将继续存在。

承销商的选择

找一家承销商帮助企业上市发行股票是很平常的做法。企业发展到一定规模必然想要上市。有些承销商会在企业尚未成熟之前就与之有所接触,并取得了企业的一定信任度。但是,对于企业来说,最好的做法是能够对几家承销商进行选择,这样的做法更有助于找到一家适合

于他们的承销商。所谓的“适合”是指承销商的资本规模相对于企业来说既不能太大,也不能太小。最为重要的是:承销商在企业股票发行上市之后依然能够保持对企业的兴趣,而不仅仅只是帮助企业发行股票而已。承销商是否能够在股票发行后继续支持股票对企业来说是非常关键的,如果企业的规模不大,承销商可能会去关注其他的大单子,或者去关注其他一些对它们来说更为重要的股票,因而无心“看护”一家新上市企业的股票。因此,如果一家只发行一千万美元股票的企业选择了一家最大的承销商签约,无异于苍蝇飞在大象背上,绝对是个错误的选择。

承销商有足够的资金实力帮助企业上市并在上市后继续支持其股票走势也是非常重要的;如果承销商的规模太小,虽然它们会很愿意承接企业的上市业务,并愿意按企业满意的价格签下合同,但企业会很快发现这样的承销商将没有足够的实力在市场上支撑股价的运行。某些实力不足的承销商甚至可能在股票发行日之前使股票发行告吹,让上市企业承受更加高昂的成本。

承销商的传统做法是在企业股票上市发行后的一段时间内对股票价格予以支持。这个期限一般是一个月,在这期间承销商通过买卖股票来支持股价。购买股票的目的在于防止股票价格跌破发行价格。如果企业选择的承销商实力不足,就无法承受股价的下行压力。出现这种状况的原因可能是因为承销商本身的资金实力不足,也可能是因为承销商所做的几次发行业务都不成功,导致其到了弹尽粮绝的地步。

此外,还有其他一些需要考虑的因素。比如,投资银行具体派出的分析师是谁?这是一个很重要的考虑因素。即便目前这个角色的重要性还不显著,却是企业以后一定会面临的问题。投资银行对企业的行业背景是否熟悉?投资银行对企业的股票首发上市提出了怎样的建议?有时,投资银行还会考虑采用创新性的营销策略以满足与同类企业竞争的需要。

投资银行业的组织机构

“投资银行”这个术语很容易让人迷惑。所谓的“投资银行家”们并不希望对他们承销的企业投资,也不希望给人“商业银行家”的感觉;但他们也不希望被人叫做“股票经销商”。因此“投资银行家”这个称谓其实是一种对他们的奉承之称。

按照规模进行分类

投资银行业可以按照资产规模分为不同的类型。大的投资银行企业简称为“大企业”(Majors),在美国,这样的企业大约有二十家,这些企业的总部多设在纽约,其中又有五六家企业实力特别雄厚,被叫做“华尔街投资领导集团”(Bulge Bracket),如大家所熟悉的瑞士信贷第一波士顿(Credit Suisse First Boston),高盛(Goldman Sachs & Co),美林(Merrill Lynch)和所罗门·史密斯·巴尼(Salomon Smith Barney)。这些企业通常只承接大的承销业务,比如股票的发行额在5 000万美元以上,税后收益至少在100万美元以上。其他的大承销商包括美洲证券银行(Bank of America Securities)、A.G 爱德华(A.G. Edwards)、大熊斯特斯(Bear Stearns)、蔡斯(Chase H & Q)、CIBC 国际市场(CIBC World Markets)以及第一联邦证券(First Union Securities)。

比“大企业”规模稍小的企业被称为“次大企业”(Sub-majors)。在华尔街,许多古老而具

有声誉的名字是这些企业的代表,其中包括艾伦(Allen & Co)、尼达姆(Needham & Co)和 雷蒙德·詹姆斯(Raymond James)。

在次大企业规模之下的是一些数量众多的地区性的投资银行,比如亚当斯(Adams)、汉克尼斯—西尔(Harkness & Hill)、克洛威—威登(Crowell Weedon)和西德尔公司(SeidlerCompanies)。这些企业承接那些对于大企业或者次大企业来说相对太小的业务,有时也会与次大企业存在一些业务重合。如果我们想分清哪些是地区性的投资银行,只需要找到一份股票上市公告或某些像“墓碑”一样醒目的上市告知书^①,上市公告的首页会严格按顺序列出所有承销商的名单。申购份额最大的承销商通常都是一些大承销商,他们的单位认购数量可能达到5万股,他们的名单按字母顺序排列;申购份额紧随其后的承销商通常是次大企业或者规模较大的地区性企业,他们的单位认购数量申购份额可能是25000股;最后才是小规模的地​​区承销商名单,他们的单位认购数量从5000到10000股。有时我们会看到在发行公告上只有一两个承销商,出现这种情况往往是由于某个小承销商负责发行一只对其而言规模过大的股票。因此,它会邀请一家实力雄厚的大企业为其提供财务支持,这样我们在发行公告上可以看到两个承销商并列其中,但大的那家承销商会列在靠左边的位置。

除地区投资银行企业之外,还有一类承销商称为“次级地区承销商”,其中有些企业经营年代久远,并在当地负有盛名,这些企业可以帮助那些想要按S-1或S-18登记注册程序发行的小规模企业。选择承销商的重要标准是看承销商是否对该行业富有经验,也需要考虑股票发行的类型。某些地区性承销商可能对某些专业领域非常熟悉,比如生物科技行业或是计算机行业;有些承销商还能提出一些非常聪明的市场营销计划承销方案。有一家想上市的医用设备租赁企业的分支机构遍布全国,承销商为其设计的股票营销方案是:其股票只向医疗客户出售,而且每个客户限购200股,这样的做法使这家企业从股东名单中找到新客户。

投资银行业的组织结构

图8.2显示了投资银行企业的组织结构。一家大的投资银行企业至少会有三个部门。美国的一些投资银行企业还会另外设有咨询部门和政府融资部门,而英国的投资银行企业还会有更多的部门设置。

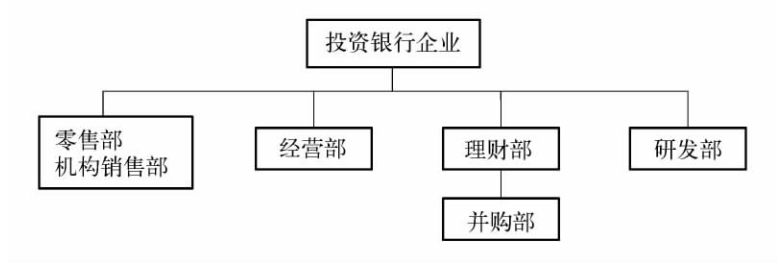


图 8.2 投资银行业的组织结构

① 这样一种提法的原因在于有些广告甚至比墓碑上的花头还要多。

“零售/机构销售部门”负责和零售商或机构客户联系(有些投资银行家只与机构投资者或极少数富人打交道)。零售业务就是股票经纪业务,通过非在线的方式向经纪人购买过股票的人会对这种方式非常熟悉。

经营部门的投资银行家买卖证券或根据客户的要求代为买卖证券。如果投资银行作为承销商帮助某个企业成功发行了股票,它还必须为这家企业的股票造市至少一个月的时间,并在市场上继续买卖这家企业的股票。

在图 8.2 中所显示的第三个部门是“企业理财”部,这个部门负责与上市企业签订承销合同,这个部门的一个下属分支机构是“并购部”,它是整个部门的“突击队”,主要帮助企业购买或出售企业。除了大企业之外的其他投资银行并不一定会设置这个部门,但这个部门是企业最为重要的收入来源。

承销商品质的重要性

在选择承销商时,需要重点考虑的因素就是承销商的品质和信誉。关于承销商的各种劣迹我们已经听得太多,选择技巧在于多考虑承销商的信用而不是听他说可以让你的股票卖到多高的价格。其实,如果股票首发价格过高,上市后会很快跌下来,而且可能一跌再跌,这是所有股东都不愿意看到的结果,也是明智的管理层不想得到的结果。因此,在和承销商签约之前,需要仔细了解其声誉,并考虑承销商是否适合自己,对于那些提议高价发行股票的承销商要特别提高警惕。

我曾听过这样两个故事,故事之一:有一家位于南加州的规模不大的制造企业想上市发行股票。它找到一个从律师行业转行过来的金融专家,他给这家企业的建议是让纽约一家不知名的投资银行帮其上市发行股票,企业采纳了他的建议。但就是股票发行之前,那个承销商突然退出,只给企业留下价值几十万美元却无法使用的审计报告和法律文件。

故事之二:某家企业拿到一位投资银行家为其开具的“投资意向书”,开具“意向书”的投资银行家显得很有实力,直到有一天,一位对投资银行业非常熟悉的人告诉他,这个投资银行企业其实根本没有能力承销如此大规模的股票发行。

委托书

一旦企业和承销商就股票的销售和价格范围达成协议,承销商会准备一份“委托书”,说明承销商的股票发行计划。委托书中最后一项条款让人感觉特别奇怪。这一条款通常是这样一项声明:如果市场条件不好或者由于其他的任何原因,承销商保留撤销委托书的权利,这叫做“市场免责条款”(Market Out Clause)。这项条款实际将委托书变成了一份“非委托书”。

如果整个市场条件都不好,例如,出现了类似 1987 年或是 2000 年春天那样的市场危机,承销商不能完成上市发行工作是情有可原的。如果承销商发行的几支股票都不很成功,必须花大量的资金去支撑这些股票,这样承销商就没有足够的资本去支持新发行的股票。在这种情况下市场并没有出错,出现的问题是承销商自己的。此外如果出现一些其他理由,比如说,上市企业的产品市场状况恶化,或者承销商突然发现某个不利的证据,承销商都可能会撤回委托书。如果真的出现这样的局面,指望着通过上市获得融资的企业又该怎么办呢?从法律角

度来说,企业并不能对承销商提起诉讼,因为他们在签订委托书的时候也同意了该条款。在股票发行过程中退出的情况在现实中并不多见,而且那是不规范的做法,但这样的条款确实留给承销商一个退出的机会,同时也就将企业置于孤立无援的境地。我们在此指明这种状况的目的在于让企业更深刻地认识到承销商的信用程度的重要性:承销商的信用程度将会在很长一段时期内对企业产生巨大的影响。

经营策略

《华尔街日报》在1995年3月6日第A7C页报道了一个不同寻常的故事。在这个故事里,一家名叫棕泉高尔夫公司(Palm Spring Golf Co.)自认为已是一家上市企业,因为他们与得克萨斯州达拉斯的Dillon-Gage证券企业签订了400万美元的股票发行合同。合同约定:只要周日的证券市场交易终止,企业的股票就以“发行价”开始进行交易。这就意味着只要当天的交易终止,企业的股票就可以开始在证券市场上进行买卖,企业就会有进账,而且企业计划好用这笔收入来支付270万美元的债务并扩大企业的产品生产线。这时,承销商却突然启用了“市场出清条款”,取消了交易合约。报道说,那只股票的首日交易价格是12.5美元,但随后股价就一路下跌,到周末交易结束时,股价已跌到9.50美元。假如承销商依然持有很多股票,就意味着他已经在周内损失了24%,承销商这样做的原因可能是因为他没有足够的资金来支撑股价。但看到这里,我们每个人都会为这家企业找这样一家投资银行感到奇怪!

企业委托书与尽力承销

在企业委托书中,承销商会写明他将承购所有的发行证券,但他转身就会把这些股票卖给他的客户或证券经纪集团,这是现今这一行业的做事方式。以前却并非如此,如果我们往回追溯到大萧条时期,那时候的股票市场情况非常不确定,承销商担心股票卖不出去而不愿作出购买股票的承诺。因此,他们想出一种“尽力承销”的交易方式。承销商会承诺尽力销售证券,如果承销商顺利出售一定量的股票,那么皆大欢喜;但如果销售量达不到一定额度,比如发行量的50%,他就将股票全部退还企业并赎回现金,这样承销商也不需要承担发行损失。在股票买方看来,如果这只股票不错,为什么承销商不买,他们会由此怀疑承销商知道某些不为人知的内幕。因此,股票买方往往不愿意购买这种以“尽力承销”方式发售的股票。

有些地区性投资银行出于树立公众形象的目的会为一个小型商业企业投资企业以“尽力承销”方式发行过一次股票,这在当时看起来是很合理的一种做法,而且它实际上与其他投资银行的“尽力承销”方式并不相同。现在,信用程度高的承销商都已不再对公开上市的企业提出“尽力承销”的建议了。如果企业想要上市,最终的决定权本是市场,但让市场做决定的做法又可能受制于承销商——承销商如果对这家企业都没有信心,其他人更不会愿意购买它的股票,这是人们的普遍想法!不免让人觉得有些可悲!

销售准备

承销商和企业签订股票公开上市发行协议之后,将登记注册所需的各种材料准备完毕,承销商就会对证券的购买作出具体的工作安排。对于那些小而无闻的企业股票的上市首发,承销商往往将一些证券经纪集团召集起来,共同参与股票的零售发行活动。承销商召集经纪人的能力大有差别。在招股说明书正式生效之前,承销商会召集证券经纪人开一个会,在这个会上要求企业管理层就企业情况作出陈述。(招股说明书与最终说明书很类似,都是美国联邦证券委员会要求填写的,只是招股说明书中的证券发行价格还没确定,在招股说明书的首页边上以红字写明这是一份预备的有价证券申请上市登记表。)这是一次非常重要的会议,一旦意见形成,就很难再改变,因此管理层需要有一个非常良好的表现。如果企业最高官口齿不太伶俐,最好找管理团队中伶牙俐齿,善于在公众面前说话的高层官员来做陈述。我认识的一家企业总裁是个结巴,他出生于建筑行业,在众人面前说话时常常口齿不清,他自己以及周围的人都清楚地知道这一点。在他企业的执行副总裁是一个训练有素的律师,经常在众人面前发表演讲。但在对证券经销商的陈述时,这位副总裁却只能默默站在他的身后,听这位自大的总裁陈述企业的情况。其效果可想而知,而且这家企业从此留下了管理团队不力的声誉。当然,人们并不期望首席执行官都是演说家,但确实希望他们在讲述企业经营状况的时候,不要结结巴巴、磕磕绊绊。商场如同生活,个人的声誉并不取决于你究竟是谁,而取决于人们认为你是谁!

买壳上市

我们前面探讨了企业公开上市的正常途径,但企业要想上市还有其他途径,那就是人们所说的“买壳上市”。从我个人的角度来说并不赞成大家使用这样的方式,但还是让大家了解一下这种方法。

如果某家私人企业想在证券市场上出售股票,他可以找一家壳企业。这样的壳企业确实存在,他们每年向各自的州政府交付相应的年费就可以保留上市的“壳”。在美国的内华达州、犹他州以及亚利桑那州都有许多这样的企业。许多壳企业以前是矿业企业,他们把股票公开上市募集到的资金花光了,但是没有新的资金进来,于是这些企业就变成了没有资产的空壳。

有些壳企业会继续支付年费以维系企业的存在。年费只是几百美元而已,企业只要支付过年费,企业的经营记录就能保留下去。想要购壳上市的私营企业主可以通过《华尔街日报》等报纸广告,或者通过并购经纪人,或者通过投资银行都可获得相关的信息。私营企业主会向壳企业提出出让私营企业部分股份以置换壳企业的所有股票的提议。股份出让的比例通常为5%,如果壳企业接受提案,私营企业的部分股权将按照约定的比例割让并予以兑现,这样一种可以获得免税优惠的并购结果是:私营企业成为旧的壳企业和私营企业的股东。

这种做法的明显优势在于：私营企业用最短的时间实现了公开上市。选择这种做法的私营企业可能对资金的需求并不急迫而只是想成为一家公众企业，也可能单纯是为了向承销商证明企业的价值，但这种证明是否值得却无人得知。

买壳上市的好处很容易发现，坏处却不见得显而易见。这种做法的最大问题在于：虽然这家企业由此成为一家公众企业，却没有造市商来为其股票提供支持。如果企业以正常方式上市，至少会有一家投资银行成为其造市商，还记得我们在前面那张“投资银行企业组织结构表”中所提到的“交易部门”吗？这个部门专门负责在证券市场上高抛低吸，保持股票的流动性，达到为股票造市的效果。如果投资银行通过承销某只股票得到了很大一笔佣金，他会乐意在股票市场上继续支持它，这样做帮助了自己的客户同时也帮助企业。但买壳上市的企业显然缺少这个重要环节，因为没有造市商，企业上市后股价也许会很低，这就给投资银行留下一个非常糟糕的印象，导致没有人愿意关注企业的真实价值。这样企业就必须花更多的精力、时间和金钱去说服他人，使人认识到企业应该有更高的每股市盈率。通过正常途径公开上市不仅可以得到一家投资银行做企业的造市商，而且有机会找到一家品质优良的投资银行。企业一旦选对了投资银行，投资银行自然会以恰当的方式支持股票。

聚焦企业管理之道

我们完全没必要感到绝望！如果企业的股票在华尔街走势不好，
可以拿到 SCRIPPHILY STREET 去！

对 SCRIPPHILY 网站的访问会让我们看到那些曾经改变了美国命运的企业历史。如果你去访问那个网站，你会看到已经破产的 eToys 网络公司正以令人咋舌的 139.951 美元/每股的高价在进行交易，而在我们的记忆中，这家企业在 NASDAQ 股票市场停牌之前的交易价格只是 9 分钱。

SCRIPPHILY 网络公司是股票、债券以及各种纸质旧票据的最大供应商，它标榜自己是“买卖旧股票和各种证券的网络一号店，所有产品 100% 真实可靠，并且乐意还款！”在 SCRIPPHILY 网络公司并没有设立专门的“技术股”部门，但是有一个“电讯、计算机和中介”部门。这家网络企业同时提供娱乐和发表各种信息，你甚至可以在这家企业网站上查到进行交易的企业的最早发起人。比如，我就在上面发现一家名叫 Atari 的企业就非常有意思。

媒体常常会把今天的网络、电子商务等行业与早期的汽车行业完全划分开来。但在汽车时代刚刚开始的时候，有着上百家汽车生产企业，而今天的美国却只剩下三家汽车企业，变化就是这么快！但你还是可以在这家网站上查找到汽车行业里所有企业的股票走势以及它们的故事。所以，登录这家企业的网站，也许会帮助你对电子商务和互联网有更多新的认识，你也想想将来的世界会是怎样！

经典名言

◆ 从失败中学习

“……对于我来说,我的整个职业生涯建立在从失败中走出并获得成功。我在加州大学洛杉矶分校(UCLA)计算机中心的第一次失败经验让我得以在 TRW 获得了成功,我在贝尔实验室的失败经验让我在 Pulverizing Machinery 公司获得了成功。现在我可以预见到:我在 Powertec 公司的失败经验将使我变得更加强壮,能够为 HP 创造更多利益。”

——ASK 公司创始人 Sandra Kurtzig

◆ 赶在时间的前面,赶在让位的前面

我将放弃剃须刀生意(意指计算机)而去专门去卖剃须刀片。(意指信息)

——美国在线服务企业的先驱: William Von Meister—1979 年

◆ 专注于你的梦想,并将其变为现实

“网络就是计算机!”

“计算机网络将会取代计算机,并且使所有的计算机变得毫无用处!”——这个预言驱动着 SUN 企业成为明星企业,促使比尔·盖茨改变了他长期以来对计算机的无限信仰以及他的计算机战略。

——美国 Sun 公司 CEO,联合创始人 Scott McNally

本章小结

企业管理层不可过于轻率地作出外部融资的决定。当企业用自己的钱经营的时候,不需要对外部人员(这其中包括股东、债主、机构投资者等)负责,管理层的生活也就相对单纯。在这一章里,我们勾画了企业公开上市融资的基本程序并将这种方式与私募基金进行比较。我们将在第十章对私募基金做更详细的讨论。

为了公开上市融资,企业必须到美国联邦证券委员会(SEC)注册登记,在这一环节中,必须遵守一些程序并填写相关的表格。首发上市的企业要填的是 S-1 表。这种表格的填写需要按照 S-X 会计方法提供连续三年的审计报告,而这种方法与我们通常所使用的美国会计通则(GAAP)的会计方法是不一样的。想要上市的企业必须了解:虽然法律没有严格规定必须请律师和会计师事务所来完成各种表格填写工作,但这些事务所的工作经验和判断力对企业的申报工作是非常有帮助的。同样重要的一点是:上市企业应该在能力范围内请最具竞争力和丰富经验的律师和会计师,这将有助于企业在美国联邦证券委员会(SEC)的申报程序加速通过。

可以豁免正常登记注册程序的登记程序称为“D 程序豁免”,它有三种豁免类型,分别叫做规则 504,505 和 506,各自针对不同的情况。企业在填报资料之前,有必要找一家可靠的投资银行作为企业股票发行的承销商,这是企业进行外部融资时最为重要的一个环节。承销商声

誉的好坏对企业产生的影响在首发结束之后依然存在。如果投资银行承诺将以最高的价格发行企业股票,企业应该保持警醒,至少需要详细询问承销商怎样做才能使股价达到他所说的那个价格,然后要仔细推敲其中的理由。

本章在最末处简短地讨论了“买壳上市”,但这并不是一种值得推崇的办法。简单地说,就是某个私营企业找到壳企业,这个壳企业最好没有债务,私营企业将其收购。这种短平快的上市途径所存在的最大问题在于没有承销商的介入。虽然节省了正常上市的时间和费用,但没有做市商为股票做市,收购之后的股票价格可能一直不能走高,这种情况对于企业来说无疑是一场灾难,企业也就无法通过股票发行来获得资金。



问题讨论

(1) 作为一家新的私营企业的 CEO 或 CFO,你认识到企业需要 2 000 万—2 500 万美元,如果没有风险资本介入且企业的销售业绩良好,在未来的两到三年内预计销售额可能是现在的两倍,并可获得 2 500 万美元的销售收入,企业四年前成立,一直盈利,所有产品的销售市场集中在医院和保健服务领域,如果要获得融资,你会采用怎样的战略?理由是什么?

(2) 如何选择投资银行家?需要考虑哪些因素?

(3) 作为企业 CEO,哪些因素会让你决定通过公开发行股票而非私募的方式获得融资?

第九章

长期证券：甜蜜证券和创新工具

如今,发展型企业对外部融资时,常常会碰到投资机构提出要得到某些好处的要求。比如,他们要求能够在某一具体时间以一个特定价格购买企业一定数量的股票。在这一章里,我们首先讨论新兴企业进行债务融资时可能会碰到的几种“甜蜜证券”,然后讨论企业可以采用的包括股票和其他类型的债券在内的其他融资方式。对于志向远大的企业家来说,掌握这些工具如同拥有生意场上的其他本领一样重要。抱着“事到临头,再学不迟”的态度肯定是不可取的,我们随时可能会用到这些工具,需要打有充分准备之战。

历史回顾

在本章导言里我们讨论到所谓的“甜蜜”证券(Sweetened Securities),在此,我们对以前出现过的各种证券做一个简单的回顾。债券出现在二战以后,在此之前,人们对债券的态度是截然不同的。在1929年“大危机”发生之前,发行证券的主要是一些资产雄厚的大企业。在纽约州,保险企业在1928年以前一直不允许购买那些安全性不高的证券。说这些证券“不安全”,用词并不准确,所谓“不安全”实际是指债券的发行没有某种可靠的物品作抵押。这些债券的持有人对企业资产具有“一般债权人”追索权,对于这一点我们会在第十一章有更详细的解释。在这之前,大多数债券发行是以房地产等做抵押,被称为“抵押”债券。

有一种“间接信托”债券是以企业持有的其他企业股票做抵押。当抵押股票的价格发生变化时,企业会提供非常详细的报告加以说明。这种债券通常在收购其他企业时发行,收购企业为了达到收购目的进行债券融资并将目标企业的股票充作抵押物。(我们认为杠杆收购绝对是一项现代发明!)现在人们使用的一种名为“间接抵押债务”的债券就起源于这种间接信托债券。这种债券出现在20世纪70年代,发起银行的目的是为了使它们所持有的非流动性抵押物产生一定的流动性。这种债券与间接信托债券的不同之处在于,抵押物不是企业股票而是一些流动性较差的资产。后来这种债券扩大了其抵押物范围,开始包括信用卡企业的应收账款或其他类型的一些金融资产。

1929年大危机之前还使用过一种“联合债券”,这种债券由两个或两个以上的企业做担保。如果两条铁路线想在同一地点跨越一条河,他们可以联合成立一家桥企业并以发行联合债券的方式对外融资。我们现在还能看到的是这种债券的变形方式,称为“担保”债券。如果

某个资产状况良好的大企业，其下属子企业想要发行债券，子公司可以要求母公司为债券提供担保，这样的话，它就可以较低的利率获得所需资金。

1929 年大危机之后，许多证券产品的市场基本消失。人们很少看到有新的股票发行，债券发行也不见踪影。1934 年，整个美国的证券发行总量只有 400 万美元！（这一数量对于今天的市场来说不过只是几分钟的事情。）因为整个国家都在为对抗大萧条而努力，一种有意思的债券应运而生。在 20 世纪 30 年代后期，几乎所有的美国铁路企业都破产了，而且许多企业破产还不止一次。法院在对这些破产案件的调查中发现，这些破产的铁路企业在重组过程中因为不能支付债券利息而会再次濒于倒闭。于是，出现了一种“收入债券”，这种债券允许企业在赚钱并有利息支付能力的情况下再付息，这就能够帮助债券发行企业的继续营运。

收入债券显然对债券持有者不利，因此他们并不愿意持有这种债券，而宁愿换取一些更高级的证券以保证他们在企业破产时享有优先清偿权，收入债券成为高风险证券的代名词。二战后，这样的历史再次重演。因为当时税率极高，同时利息率又很低，许多中型企业的企业主想要通过发行收入证券合法避税。债权人贷出资金，得到“收入票据”作为回报，企业发行的债券类似于收入债券，但因为是私人企业持有，所以将这种债券称为“票据”。因为收入债券的名声不佳，债权人自然有理由说这是一种高风险的证券，因此，要求的利率比一般债券要高得多，比如，他们要求得到 15% 的利率，而当时一般债券的发行利率只有 3%。

后来，这种债券工具被一些不道德的交易商所利用，这些人想买下打算退休的企业家的某些企业，在和对方进行谈判并谈到具体交易条款时，这些人会提出使用收入票据，如果卖方反对，他们会把对手的企业说得一钱不值并给对手极大的压力，这种招数最后总是能胁迫某些企业家接受这种声名狼藉的收入票据。

二战后不久，美国开始了新一轮的经济成长与复苏，新成立的企业在全国遍地开花，这种情形对以证券或债券等各种形式的资产提出了巨大的市场需求。50 年代以后美国经济快速增长，股票市场也开始了欣欣向荣的牛市。新兴企业发现，只要他们发行的证券能够提供某些优惠，使证券持有者能够跟随企业成长并获利，就能很快获得融资，这就是说，只要他们持有的股票价格一直成长，则发行债券的市场潜力是极大的。60 年代的牛市促进了可转换债券的大量出现，90 年代的大牛市更见证了可转换证券的另一个全盛期。

到了 60 年代末期，整个宏观经济环境再次恶化，人们的心情变得非常糟糕。连美国联邦储备局都发文表示，不再要求在个人购买可转换证券时必须提供保证金，只是在规模特别大的可转换证券发行才有保证金要求，“保证金”是政府对证券购买者提出的要提供一定比例现金的要求，就是说，证券购买者不能得到百分之百的借款融资（试想一下，我们会发现其实没有人能够不花自己的一分钱！）。保证金要求的目的是为了防止证券市场的过度投机。在 20 世纪 60 年代，投资者只需投入 10% 的金额，其他 90% 则通过借贷方式获得。如果证券是可转换债券，债券持有者收到的利息足以支付银行的贷款利息，可转换债券的持有者只要支付少量订金就可以得到企业股票。

华尔街对美国联邦储备局新规则所作出的直接反应是，发行具有可转换性质的认股权证，发行的认股权证是在某个指定日期之前在某个特定价格购买某只股票的某些期权，认股权证可以让买方有机会分享企业股票价格上升带来的收益。这些“甜蜜证券”我们后面还会解释。

可转换债券

可转换债券由企业发行,债券持有人可将债券转换成一定数量的股票,或以确定的价格得到相应的股票;当债券快到期的时候,企业可以在规定的第一赎回日之后,强迫债券持有者要么将债券转换为股票,要么以债券的票面金额加上在一开始时确定的赎回费用,如票面金额的8% 偿付给债券持有者,使债券数量减少。一般说来,如果股票的市场价格比债券规定的价格高,理性的投资者往往不会卖出债券。比如,投资者持有的债券可转换为50股普通股票,股票价格定为每股20美元,如果在赎回时股票的市场价格是每股30美元,债券持有者知道将债券转换成普通股票每股可获利10美元,而且交易股票的成本更少。

今天的证券市场是由机构投资者说了算,多数机构投资者进行投资组合时会对股票和债券的持有数量作出限制,对于他们来说最好的产品选择就是购买可转换证券。因为他们既可以将这种证券算做债务,在股价或债券价格上涨时,也可将其算做资产,因此,可以大玩“资产”游戏。但是,作为机构投资者,在购买债券之前通常都会对这些企业进行认真仔细的研究,不希望在购买了可转换证券后不久企业就将其赎回。为此,大多数承销商都会对债券的赎回时间作出限制性的规定,比如,要求赎回在发行后的三年到五年。然后,那些谨慎的管理层也会对债券的赎回时间作出规定。

有一家企业在企业发行可转换债券两年后突然提出要赎回债券,这个要求惹恼了那些持有债券的机构投资者。这之后马上出现了一个意外的巧合:这家企业被“偷袭”了——另一家企业对其提出“要约收购”(要约收购,是指收购方通过向目标企业股东发出收购要约的方式购买该企业的有表决权证券的行为。美国称之为 Tender Offer,英国称之为 Take-over Bid)在这种情况下,企业管理层非常希望获得股东的支持,但机构投资者正恼怒于企业对债券的赎回要求,一致同意对方的要约收购,当这家企业最终意识到这一点,只能转而求助于“白骑士”(White Knight,与企业关系较好的一家友善收购企业),同意被其被并购,以摆脱那家恶意收购的企业。当然,这家企业快速赎回债券并非促使其被并购的唯一理由,但确实有这方面的因素存在!

首次赎回期通常是债券发行时的利率的一个函数。20世纪80年代,市场的短期利率达到了最高值,许多企业在发行可转换债券时设定了一个极短的赎回时间,在当时的情况下选择这样的做法可以让人理解,但如果利率波动较为正常的时期,即便承销商同意采取这样的策略,企业的债券发行还是会因此受到影响。

二战后的普遍做法是,企业在发行债券时必须保留足够的“沉没资金”保证在债券到期后企业能够清偿债券。近年来,这一要求有所变动,企业只需要提供发行数量75%的“沉没资金”,这些“沉没资金”实际上是“现金储备”,就是说,发行债券的企业要用现金或现金所购买的债券来做储备,而不能用折旧费用这类“非现金储备”。沉没资金对于企业的现金流来说是一个极大的负担,而且这种现金储备要扣税,那些成长型的企业尽管知道制定这样的限制措施是非常合理的,却还是不希望受此限制。如果债券发行企业确实是一家快速成长的企业,通常会

把沉没资金的启动推迟到首次赎回日,这样,如果企业在首次赎回日赎回债券,在这段时间只会产生“利息”。如果首次赎回是在五年之后,对企业就特别有利:企业既可以以债务形式获得资金,又可得利息税的减免,然后还可通过发行股票来偿还债务本金。我们一定要记住:企业依靠资产净值而成长!

可转换证券中的股票操作价格

在华尔街,将债券转换为股票的定价有着常规做法。一般是将股价设定为债券发行期间市场股票价格的 115%,但在具体操作时会有所不同,比如,在头三年为 115%,以后就是 120%,这种做法是有其心理学依据的。如果一家成长型企业找承销商帮其代为发行可转换债券,如果将转换价格设定为目前市价的 115%,一定会感到价格上有些吃了亏。尤其是当首次赎回时间在三年之后,为什么不能将转换价格定得高一些,比如说 150%呢?在过去的一年里股票价格上涨很快,管理层预计在六个月的时间内股价就可增长到 115%!但对于承销商来说,如果同意管理层的说法而按照较高的价格发行,可能会置自己于一个很艰难的境地。因为如果承销商按极高价发行债券,带给其客户及其经纪人的印象是,这家企业的股票价格将会走高 50%以上!而这是承销商所不愿承担的责任。承销商似乎是在“哄抬”股价。设想一下,如果承销商以极高的价格将股票卖给你,但股票市场上的价格却一直没有达到那个水平的话,你会怎么想?那种情况下,怎样谴责承销商都不会觉得过分。在折价和溢价之间实有联系,折价越多,实际交易价格越低。

可转换债券和套利

可转换债券一旦出售给公众,其市场价格就由债券的息票利率和流通股票的价格确定。在股价低于债券的可转换价格时,可转换债券的价格基本就由息票利率来决定,当然,也会考虑到股票的预期价格。但如果股票价格高于发行价格,债券的价格会随着股票价格变化,跟着股票价格一起上涨!如果债券价格低于股票价格,市场的个人投资者就会买进一定数量的债券,(这些个人投资者拥有交易席位但不必付费,也不用支付经纪费用。)他们不停地买进债券,转换成股票,然后再卖出股票,所有这些操作交易只需要敲动几下手指头,就可获得保证收益。这些人的行为称之为套利行为,这些人被叫做套利者。(套利一般是指对几乎同时买进卖出同一证券以快速获利。)这也是大量发行可转换证券的企业不断将债券转换为股票的原因。

带认股权证的债券

什么是认股权证?

债券可以以认股权证的方式发放。这种将债券与认股权证结合发行的方式也叫做“综合可转债”。可转换债券允许债券持有者将债券转换为一定数量的股票,也可以以确定的股票购买价格购买企业股票。认股权证则可分为“可分离”认股权证和“不可分离”认股权证,不可分

离认股权证意味着当行使认股权证权利的同时也要转换所持有的债券,这种认股权证实际上类似于可转换债券。如果企业这样说:在购买带有认股权证的股票时,即使认股权证是可以分离的,仍可用债券的面值作为参考,那么针对的可能是不可分离股权衍生品。

大多数的认股权证债券都是“可分离”的。认股权证如果是“可分离”的,就可以在市场上单独出售。这些认股权证将会和企业的股票一样在报纸上出现,而且可以查到价格。当认股权证与债券分离后,债券的价格将会下降。如果股价高于执行价格,为了让投资者以票面值接受债券,债券发行企业会在市场上设定债券的最低限价。

认股权证的期限从三年到十年不等,一般到期年限是五到七年。认股权证不同于买入期权,买入期权的最长期限是 270 天,长期期权又叫做“LEAPS”,其期限是两年。认股权证执行价格的设定和可转换债券的价格设定相同,一般来说是发行时期股票价格的 115%,价格设定的逻辑与可转换债券相同:如果发行价格过高,则说明承销商哄抬股票。认股权证与可转换债券的不同之处在于,认股权证不可以直接转换成股票,必须用一定数量的现金去购买。因此,认股权证通常在其最后规定日使用,这些认股权证一旦被银行商和经纪人得到,企业会有一大笔现金入账,这种情况与可转换债券完全不同。有了这些现金,企业可将市场上的债券赎回,或将资金用于其他用途,甚至减少市场上的股票流通量。但在后面这两种情况下债券依然大量存在。

认股权证也可以用于交换企业股票。如果你持有 10 万股 XYZ 的认股权证,成本为每股 5 美元,而认股权证的市场价格是每股 10 美元,你无需支付现金就可以获得 5 万股 XYZ。具体计算如下:总股票减去认股权证的实际价格再除以普通股票的市场价格等于 5 万股。就是说,你不需要以 10 美元的价格出售认股权证,就可得到 5 美元的利润,然后再买 5 万股股票,而是直接用认股权证向该企业换取 5 万股股票。

价内认股权证

当认股权证债券的发行价格低于当前股票价格,认股权证就被称为“价内认股权证”。这种情况可以有两种表达方式:价格表示为一定的美元价格或者表示为股票价格的一定百分比,如股价的 90%。发行商这样做是为了确保股票通过认股权证方式被购买。发行价内认股权证的例子可见于房地产投资信托。房地产投资信托的管理者有两项收费,一项是根据业绩表现来收费;另一项是基于所管理的资金规模来收费。对于资金管理者而言,管理的资金越多,或者管理的资金越有成效,对他们越有利。

认股权证交换债券的数量

在说到多少认股权证可以交换一单位债券的时候,一个有意思的问题出现了。承销商会得意地认为,因为他们能够回答这个问题,所以收取高昂费用是理所应当的。实际上,整个程序并不像投资银行家所说的那样复杂而神秘。一个简单的公式就可以算出:

$$\text{认股权证数量} = \frac{\text{债券价格的预期下跌值}}{\text{认股权证的预期价格}}$$

债券价格的预期下跌值是债券息票利率、债券到期期限和债券等级的函数。三个较为权威的机构将债券划分为 AAA, AA 和 B- 等不同等级, 这三个机构分别是穆迪、标准普尔和菲奇, 它们都用字母的不同组合来表示等级的不同, 但最高等级都用字母“A”或“A”的变化组合来表示。如果某只债券等级定为 B, 到期日利率预计为 9%, 但由于债券的利率折扣较低, 债券价格会一直下跌, 债券购买者在到期日只能得到 9% 的利息。如果不考虑债券票面值的不同, 也不考虑债券的发行价格的差异, 只考虑预期下跌的债券价格, 就得到了分子部分。

分母部分沿用的是华尔街的做法。通常取股票价格的 40%, 目前为止, 对于这种做法并没有任何的研究成果出来, 但我们可以这样去想: 认股权证必定是以一定比例的股价出售的。华尔街所设定的 40% 的比例应该还是比较合理的, 因为在股票发行后的扶持期内这一价格比例通常都能够站得住脚, 过了这段扶持期之后, 股票的价格走势就会自行决定认股权证的价格走势^①。

当私营企业将认股权证作为向机构投资者提供的一种附属票据时, 认股权证的数量是息票利率(指定期付给债券持有人的利息)以及企业市场估值的函数。如果认股权证的息票利率为 10%, 五年期的理想回报率一般为 20%—25%, 基于企业五年的市场价值, 就可计算出认股权证的数量。(在下面讨论依附于贷款的影子认股权证时, 这个问题会讲得更清楚一些。)

利率问题

对于认股权证的定价与可转换证券的定价方法基本一样, 都是按发行期间股票价格的 115% 来定价的, 如果承销商不采用这种惯用作法, 就有哄抬股价之嫌。

可转换债券的利率设定程序与带认股权证债券的利率设定程序则完全不同。可转换债券的利率反映预期股票价格的上升, 这种方法至少看上去很合理。如果许多买家都看好可转换债券, 设定一个极低的利率也属正常。只要股价一旦高于可转换债券的转换价格, 债券价格就会随着股票价格的上涨而上涨, 而与债券利率完全无关。所以, 不管债券利息高低, 债券价格将随着股票价格的变动而变动, 套利者也将快速跟进, 使债券价格与真实价格保持一致。

带认股权证债券的利率确定的方式与之完全不同。我们前面说过, 认股权证交换债券的数量涉及认股权证分离后的债券价格的预期下跌值。例如, 某个债券的等级显示如果它没有任何认股权证, 就必须承担 10% 的息票利率, 如果利率只有 5%, 则债券发行后的价格将从 1 000 美元跌至 543 美元, 跌幅达到 457 美元。如果息票利率为 7%, 债券价格将跌至 721 美元, 跌幅为 279 美元, 如果息票利率为 8.5%, 跌幅就只有 137 美元。如果企业的股票价格为每股 10 美元, 认股权证的定价通常为每股 4 美元。用 4 美元除 543 美元, 四舍五入之后得到债券所附认股权证数量为 135。如果跌幅是 457 美元, 得到的债券所附认股权证数量为 115; 如果跌幅是 137 美元, 只需要提供 35 个认股权证就可以补偿认股权证分离时债券价格下跌给债券购买者造成的损失。

不同的三个利率导致认股权证发放的数量从 135 到 35 不等, 如果选择低利率, 那么当每

^① 投资以及企业理财方面的书都会详细讲述债券发行后对认股权证的影响, 但这与本书的主题无关。我们在此进行讨论的主要目的是想让管理层在与投资银行家会谈之前对这些知识能够有所了解。

1 000 美元的债券认股权证到期管理层就必须出售 135 股股票,如果选择高利率,管理层只需出售 35 股。假定股票价格分别为 20 美元、30 美元甚至 40 美元,认股权证在 5 年或 10 年后到期,管理层需要考虑在不同的价格水平上他们设定的利率水平是否恰当(同时,这部分利息还可以免税):在 10 美元/股的价格水平上,如果设定的利率为 5% 时,企业必须出售 135 股;如果利率设定为 8.5%,企业就只需要出售 35 股;如果股票的市场价格达到 20 美元/股或 30 美元/股的时候又是怎样的情况,你可以自己来算一算。也许我们的表述有些夸大,因为,当债券利息达到 8.5% 时,已经没有了太大的获利空间,人们购买该证券的欲望就不会太强烈。但你至少可以选择 7% 的息票利率,这样就可以节省一些认股权证。此外,还有些思想偏激者甚至可能认为,如果企业的股票价格涨不到认股权证的价格点上,即使到期了,也是一钱不值,企业并不会发放任何股票。但这只是过后的想法,决定已经在事前作出了。而且,只要承销商行事诚实并且确信企业的股票价格永远不会高过执行价格,或者,至少不可能高过债券执行价格,就不会同意发行带有认股权证的债券。

对比可转换债券和带认股权证的债券,利率对于后者来说更为重要。如果带认股权证的债券利率设定较低,企业就需要发行相对多的认股权证。对于可转换债券来说,不管利率的设置是高是低,债券转换为股票后发行的股票数量是完全一样的。

附属品特性

为某种债券提供附加产品的做法,其潜在的好处在于为债券增添了一个附加特征,并由此实际创造出一种新的资产。常规债券增加附属产品,发行商通常需要增加对债券的支付金额,但当附加上可转换特性或认股权证时,买方会将注意力更多集中到股票市场上去获利,而没有注意到,当企业进行破产清算时,其债券清偿权的排序已经降至一般债权人之后,这样,发行企业可以通过减税债务的方式获取资金而不会影响到企业的债务/资产净值率,事实上,这样的做法还可能改善企业的债务/资产净值率。在第七章,我们说过很多债务/资产净值率指标无用的话,但不管这个指标有用与否,只要有人认爲它很重要,企业管理层就必须重视它。

每股收益

作为 20 世纪 60 年代投资过度的一种必然反应,美国会计准则委员会受到来自证监会和其他政治团体的巨大压力,决定废止被某些会计称为“有趣的钱财”(假钱)的证券(这类证券既不是股票也不是债券,没人知道该如何称呼这些证券)。并通过美国会计原则委员会的《第 15 号意见书》(APB 15)。如果这类证券在企业重新出现,不知会对企业收入产生怎样的影响?!

在这之后,美国会计原则委员会(作为美国注册会计师管理机构美国会计原则委员会存在于 1959 年至 1973 年间,此后被美国会计通则委员会替代)不断进行会计准则的修正,最近的一次修正是在 1997 年 12 月 15 日,这次美国会计准则委员会(FASB)直接要求企业在报告每股收益时需要考虑所谓的“股票等价物”。其中包括认股权证,股票期权以及某些限制条件下

的可转换证券,都属于“股票等价物”。包含的这些股票等价物导致了一个所谓“复杂的资本”结构,这意味着企业现在有两种方式来报告收益:基本方式和冲减后的收益方式^①。基本收益反映一年内普通股票的平均数量,冲减后的收益反映一年内所有股票等价物的相加数。

冲减后的每股收益的计算很简单,比如,可转换债券冲减后的每股收益为

$$\text{冲减后的每股收益} = \frac{\text{收益} + \text{存款利息}}{\text{现有平均股票数量} + \text{新发股票数量}}$$

认股权证债券的计算略有不同,计算公式为

$$\text{冲减后的每股收益} = \frac{\text{收入}}{\text{现有平均股票数量} + \frac{\text{由认股权证导致的新发股票数量}}{\text{用股票置换认股权证得到的收入用于赎回的股票数量}}}$$

其中,“用股票置换认股权证得到的收入用于赎回的股票数量”部分最具争议。比如说,如果认股权证的执行价格是 10 美元,而股票价格也是 10 美元,认股权证很可能不会选择成交,也就不会有新的股票去冲减现有的每股收益。如果股票的市场价格低于 10 美元,股票数量就得不到冲减,将会出现比认股权证包括在内还要多的股票,而这是美国会计准则委员会(FASB)所禁止的。下面的实例可以说明这个问题。

$$\begin{array}{l} \text{冲减} \\ \text{后的} \\ \text{每股} \\ \text{收益} \end{array} = \frac{\$1\,000\,000}{\$1\,000\,000 \left[\begin{array}{l} \text{现有平} \\ \text{均股票} \\ \text{数量} \end{array} \right] + \$100\,000 \left[\begin{array}{l} \text{由认股权证} \\ \text{导致的新发} \\ \text{股票数量} \end{array} \right] - \$100\,000 \left[\begin{array}{l} \text{用股票置换认股权} \\ \text{证得到的收入用于} \\ \text{赎回的股票数量} \end{array} \right]}$$

按照美国会计准则委员会(FASB)的规定,我们来看看股价上升时会发生什么样的情况。在企业股票市价上升到 20 美元、30 美元甚至 40 美元的情况下,企业发行的股票数量将分别减少至 50 万股、33.333 万股和 25 万股。分母值会增加,这样,冲减后的每股收益分别为 0.95 美元、0.94 美元和 0.93 美元,这里显示出来的差别并不太大,但在其他情况下差别可能会很大。难道股价上涨会导致冲减后的每股收益下降吗?对于管理层来说,这实在不是他们愿意看到的情况。

注意:我们在这里解释基本收益和冲减后的收益时忽略了股票期权问题(以及其他一些细节问题),而这些问题对于发展型企业来说是非常重要的。但如果解释太多又超出了这一章的内容范围。

可转换债券与认股权证债券的衍生产品

有时可将某企业的债券转换为其他企业的股票。虽然这种情况并不多见,但在下面情形

^① 按照过去的要求,两者之间的差距必须超过 3%,在最新的版本中,不再要求 3%的比例。

下可能出现：某家企业大量收购另一家企业的股票，这是企业收购的前奏，但出于某种原因，收购企业改变了收购意图。这时候，问题出现了：企业应该如何处理所持有的另一家企业的股票呢？它可以有几种选择，比如，分块出售或整块打包出售给机构投资者，但这样的做法至少会造成 10%—20% 的损失；如果企业将所持有的那家企业的股票作为可转换股票来发行可转换债券，假定定价策略还是现行股价的 115%，在债券赎回期这些可转换债券将会转成股票，这家企业可以由此成功获利 10%—20%，与前一种方法造成 10%—20% 的损失相比，中间的差额高达 20%—40%。

有时，某家大企业想要出售某个部门，有的小企业具有购买意向却又缺乏足够的现金。因为没有其他购买者与之竞争，这家大企业会愿意让其收购，如果这个小企业是上市企业，这家大企业也会愿意接受它的股票作为付款。然后，大企业就会发行可以转换为小企业股票的可转换债券，当然，它需要支付免税利息，直到小企业的股价涨到足以支付赎回的债券并将债券强制性地转换为小企业的股票。最晚的赎回时间通常为两年或三年，尽管如此，这样的策略依然是不错的。

可交换认股权证

既然企业可以使用其他企业的股票作为可转换债券的转换股票，其他企业的股票同样能使用认股权证。这样的情况时有发生。如果某个企业需要处置手中的大量股票，但又不想在市场上抛售，它可以像发行认股权证债券一样出售用于购买股票的认股权证。这是一种期限较短的认股权证，可能会是三四年的期限，但只要定价为发行期间股价的 115%，就意味着会有 25%—30% 的收益变动。

有时，某些企业只出售认股权证而不出售债券，这种情况如同前面所提的将其他企业的股票作为认股权证一样不多见。

零息率的可转换债券

零息率的可转换债券作为一种金融衍生产品出现在 20 世纪 80 年代并购风潮盛行时。这种债券也叫做高折扣债券（息票率远低于风险水平相近的定息证券当时利率，出销售价格相对面值有重大折扣的债券），它可转换为企业股票，发行企业可获得一些潜在的好处：这种产品可以转换，因此，在发行债券时可以选择一个较低的利息，这对投资者来说具有一定的诱惑力，实际上，因为这种债券不需要支付太多的现金利息，企业将以债券面值较小的折扣（等于较低的利率）去销售债券，就可以得到更多的利息。

零息率的可转换债券的第二个优点在于，债券到期时，企业只需向债券持有者支付书面的股票证明书。这对私人企业来说显然不适用，即使小的上市企业也不能让人接受。但这种可能性还确实存在。比如说，某个快速成长的私营企业急需现金资金周转，但有限的现金流不足以让其发行各种融资票据，再假定这家企业的一位投资者具有免税的利率协议（IRA）或是其他的退休账户，能够为企业提供融资。如果这位投资者愿意，他可以通过购买零息率票据的方式进行投资，对于发行企业来说，有三个好处：

第一，不用付息；

第二,如果企业以现金付息可获得减税的优惠;

第三,企业不需要提供沉没资金,沉没资金是不免税的,对企业的现金流会造成很大损害。

企业得到的好处都体现在税收方面,与此同时,却有人需要承担额外的税收。因为,即使债券购买者根本没有得到利息,却要为其收入支付利息税,因此,我们建议股东用免税的利率协议(IRA)或其他的退休金去做这种投资就能避免这种损失。

将零息率债券或票据转换为普通股票,可能会出现一些有趣的结果:发行企业在证券到期时甚至不需要支付现金,只需要发行更多的股票。当然,这种情况对于发展型企业或是私人企业来说,并非特别具有吸引力。1985年,美林证券发明的一种零折扣转换债券,即“流动收息权利票据”(Liquid Yield Option Note),并在20世纪90年代早期风靡一时。以前,利率相对较高,但到1993年以后,利率开始走低,许多大的发行商发现他们可以以较低的利率发行债券,于是他们实施赎回期权。大量买家发现,即使他们是以折扣价购买的债券,其赎回时的价格还是比当初所支付的债券价格低。对于大企业来说,首次发行的股票数量多些或者少些都不重要,但对处于成长过程中的企业来说意义就非常重大了^①。

弥补性收入条款

当可转换优先股变得越来越常见的时候(后面还会讨论这个概念),有时也会出现一种可转换票据,这种可转换票据通常不是上市公开交易的债券,而是一种条款,上面写明:如果企业实现了预测的方案,贷款人应把股票转换成票据;这样的话,如果企业感到对投资者不太满意,它可以通过减少股票数量来让企业的实际运作情况与预测相符。听起来简单,从贷款人的角度来进行推理也确实简单。如果企业实现其预期,股票价值当然会上升,上升幅度可能还会很大,贷款者由此可以获得其预期回报。如果企业的预测过于乐观,贷款人可通过获得更多的股票来保护自己的利益。

影子认股权证

大家都还记得在20世纪60年代末70年代初信用紧缩时期,银行和金融机构几乎被要求融资的各种项目给包围起来了。这些金融机构感觉自己处于一种较强势的位置,于是,发明出一种称作“影子认股权证”的金融产品。正如我的一个学生所说,这种影子认股权其实是“使人信以为真”的认股权证。贷款人提供一笔贷款给这家企业用于购并,但他们不仅想获得贷款利息,甚至希望获得更高的回报。如果借款人是上市企业,贷款人就会要求得到该企业的股票认股权证,这样,贷款人就能够从贷款企业的经营利润中分得一杯羹。但如果借款者只是私营小企业,贷款机构购买其股票获利不大。为了得到类似于在上市企业那里所获得的利润,贷款者会同意以影子认股权证的方式领取他们的报酬,下面就介绍他们的具体做法:

首先,需要确定私人企业股票的价格/收益率,不用担心这个指标比率与上市企业相同,通常对这类企业会假定一个相当低的乘数,比如5/1。假定的乘数越高,影子认股权证的数量必然减少(通常这个乘数是一个税前的乘数)。因为所借贷款是用于收购其他企业等交易,需要

^① 参看《华尔街日报》,“LYONs 是否正在变成一种无用的工具?”,1993年3月8日第C1版。

预测收购后企业未来五年的收入,用假定的乘数乘以当前每股收益就得到当前的每股价格,同样,用假定不变的乘数乘以未来的每股收益就得到一个未来的股票价格。将现在的股票价格与未来的股票价格做一个比较,就可以算出每一认股权证的利润,见表 9.1 所示。

表 9.1 每个认股权证预期利润的计算

目前收益	\$1 000 000	第五年的收益	\$3 000 000
目前股数	1 000 000	股数	1 000 000
每股收益	\$1.00	每股收益	\$3.00
假定乘数	5/1	假定乘数	5/1
假定股价	\$5.00	假定股价	\$15.00
每个认股权证的利润 = \$15.00 - \$5.00 = \$10.00			

在表中,在第五年末,这家企业的影子认股权证假定为 10 美元,实际上,企业每股收益是 3 美元,如果企业收益高于每股 3 美元,则认股权证的价值更大,收益也更大。相反,如果企业的每股收益低于预期,则接受了影子认股权证的贷款人获利会较少。

认股权证的数量计算

上面的例子看起来非常简单,但企业究竟应该分配多少认股权证给贷款人却是一个难题。想要理性地回答这个问题,就必须了解贷款人想得到的回报率是多少。对于大多数贷款人(特别是金融企业)来说,如果企业或个人想通过融资并购企业,而且所需资金量不大,比如,在 500 万美元以下,常见的回报要求是每年 25%—30%。大多数企业存在现金流的约束,他们负担不起 25%—35% 的利息。为了解决这个问题,双方可以进行协商,达成一个双方都能够接受的利息率,比如 10%,其余部分通过影子认股权证的利润来实现。要算出附加在贷款上的影子认股权证数量,就有必要算出预测期末的红利总量,以满足贷款人的回报要求。几次简单的反复计算,就能得出想要的结果。表 9.2 显示了这个计算过程。表 9.2 中的公式计算出的红利数额可能很大,企业可能不愿意支付大量的红利。其实,企业可用贷款人的资金来支付红利,但这种做法是在假定企业能够严格控制信用风险,已经将其债务减少到了一个能够接受的水平情况下作出的。而且,这时的企业贷款不是投机性质的杠杆收购,企业就能够以最优的利率获得借款。

表 9.2 发行的影子认股权证数量

$$X = \frac{\text{达到预期收益回报的红利数量}}{\text{每个认股权证的估计利润}}$$

要得到红利 X ,需要假定期末的利息数,并将这个数加入最后需要支付的利息中。接下来,对所有利息作 0 期贴现,再加上达到预期收益回报的红利数。(假定预期收益回报确定之前的 X 值是不同的。)只要红利确定,将其除以每个认股权证的估计利润就得到了认股权证的数量。

表 9.2 中的“ X ”具有与较大的有附加条件的贷款合约相同的数量级,这些合约显示企业将会上市或出售具有优先权的部分,它可能是企业市值的一定百分比,并在某一时间期限内产生一定的回报率。

1991 年信用危机发生时,对银行贷款组合的分析提出更高要求,并且认为,给那些债务较重的企业提供贷款属于“高杠杆交易”^①。结果,商业银行停止对企业杠杆收购交易或类似交易的贷款。随着商业银行的退出,美国的各种金融企业有机会占据这块市场。实际上,只要发现交易有漏洞^②,这些金融企业就会要求终止贷款。而且,由于这些金融企业处于一种强势的竞争地位,他们没有必要使用影子认股权证这类手段:在这种情况下,红利的实现依赖于企业真正实现利润,因而从某种程度上来说是不确定的。于是,他们会对他们想得到的预期红利命名,其中有一种名叫“退出红利”,即当企业付清贷款,并通过外部渠道再次融资时支付给金融企业的一种红利。总之,如果金融企业想要获得一定的贷款回报率,它会在发放贷款的同时规定红利数量。

对甜蜜证券和其他工具的概括

今天,在发展型企业需要通过债务融资时,他们可能会面临投资者提出的一些优惠要求,这些优惠条件要么是可转换债券,要么是认股权证,也可以是同上市企业的协商,或者与私人企业谈判使用影子认股权证。本章的这部分内容,主要是想让读者熟悉一些甜蜜证券的各种术语,可以让管理层在进行贷款谈判或发行债券的时候有所准备。如果管理层能够理性地了解各种甜蜜证券,就不会被投资银行家的一面之词迷惑,上面的这些内容恰恰是投资银行家通常不愿意告诉你的。

证券创新

我们在前面讨论了可转换证券和带认股权证的债券、票据。无疑,发展型企业可以选择这样一些融资方式。对于不同规模和声誉的企业来说,还是有许多证券类型可供选择,我们接下来进一步讨论这些融资工具。首先,从各种类型的股票讲起。

普通股的历史回顾

我们关注的焦点并非传统意义上的普通股,而是那些对发展型企业最为有用的证券,但我们还是应该首先了解衍生产品的产生基础。

最早的股票可能发行于英国。在 16 世纪,运输企业成为股票的主要发行者。那时候,也许是因为融资信息和财务信息非常匮乏,当时的普通股更像合伙人持有的股票而非今天以匿名形式存在的股票。“外部投资者”是指那些与企业的运营没有利害关系的非内部成员,这些人的资金专门用于寻求债券和优先股投资机会。

① 宣布某项贷款为高杠杆交易并不违法,但贷款银行必须提供足够准备金,但很少有银行愿意这样做。

② 在美国的财会界,这种情况叫做有“一撮毛”或“一块瘤”,必定要被清除,因为后面还有很多“干净”的项目在排队等候。

今天,普通股已经发展成为与其他证券资产作比较的一个标准。用最简单的话来理解,每只普通股具有一次投票权,而且,每只股票的分红权相同。美国有些州的企业能够“累计投票”,在这种情况下,股票持有人的每只股票都有相同的机会去选择进入董事会的人选,因此,可能只要少数股东就能代表董事会,即使这些股东的投票数加上拥有的股票数不超过 50%。显然,这样一种安排代表了董事会少数人的利益。如果不采取选民所领票数与候选人数相同这种制度,少数股东选举每个董事的投票就能够超过 50%,也就由此产生了所有的董事会成员。

在美国的许多州,普通股也有所谓的“优先权”,股票持有人能够按照持股比例行使企业发行新股的表决权,这种权利使股东能够维持其在企业中平等的所有权。这种反冲销的做法也适用于所有可转换为普通股的证券。比如,将债券转换为 50 股普通股,可转换证券具有的反冲销的功能使企业采取这样的做法:在新股发行前,将股票先按一定比例加以拆分,使得原有的股东能够在新股发行后保有和原来相同比例的股票。如果证券没有这种反冲销的功能,管理层发行更多的股票时,就会严重伤害到企业内部个人的所有权利益。

“面值”也是普通股的一个独有特征。很久以前,股票上的面值让那些经验不足的投资者误以为他们清楚地知道自己所拥有的资产。实际上,美国至少在一战以前,股东的所有者权益并不完全相同。对于居住在美国东海岸金融区以外的大多数人来说,购买的第一只证券是在一战时发行的胜利债券。(勘萨斯的一个农夫付了钱,然后得到一些纸,纸面注明政府将会在将来的某一天向债券的持有者支付的金额数。)但对于股票,政府看到征收财富税的机会,规定按照股票的面值来征税,而完全不考虑股票的市价。许多企业对这一政策所作出的反应是不再使用“面值”,取而代之的是用一个“陈述值”来记账。各州政府也马上对此再出政策,规定即便股票没有面值,政府也会给它设定一个“100 美元”的面值,然后以此来征税。后来,许多企业就开始设定一个“低面值”股票,比如每股 1 分钱。

普通股的修正

对普通股分类有三种方式:(1)根据投票权;(2)根据分红优先权;(3)根据流动性。我在几年前接触的一桩房地产生意让我意识到,普通股分类所涉及的技术可以为发展型企业提供一种新的融资方式。一个有丰富房地产从业经验的人遇到一家信托企业,这家信托公司想出售手中持有的大量房地产存量,这些房地产包括可以分成小块的 3 600 亩土地(出售给家庭)和城市里的停车场。这个企业家意识到,如果把这些地全买下来,策划使其达到最佳的利用效果,投资者和自己都能赚大钱!为了促成这桩生意,他去找投资银行家寻求合作。他向投资银行家描述了如何将地块分成小块出售的计划,并且介绍了自己的从业经历(他曾经完美地策划并且促成加州某个新镇的成功建设),于是,投资银行家答应了他的融资要求。

因为是一桩房地产交易,其债务/资产净值比对企业融资非常不利,因此他们决定将整个融资计划分成三步执行。第一步,也是最大的一笔融资是这样安排的:90%的认购资金由那些表示想做房地产投资的加州大企业的养老金来支付;为了得到必需的资金,投资银行另外找

到两家客户，一个是一家大的宗教组织的投资“部门”，另一个是美国一家大集团的房地产部门。宗教组织的投资“部门”同意支付剩余资产的一半。

离题小述：连带融资(Piggy Back Financing)

美国那家大集团的房地产部门虽然表示愿意拿下剩余的另一半资产，但手头上没有现成的资金。他们请投资银行咨询是否通过银行获得贷款，尽管当时整个银行体系正经历严厉的信贷紧缩，但得知是一家大集团的房地产部门要求贷款，还是答应了他们的要求，只是提出要求投资银行去找到所需的资金数量。也就是说，如果某人愿意贷款给银行，并将这笔贷款作为抵押物，银行就愿意贷款给这家房地产部门。这事乍听起来显得很疯狂，但其实不然。这家大集团的货币市场部有一个很大的理财部，货币市场部门在银行有一笔大额存款，可将这笔大额存款作为银行贷款的抵押物。这样，银行有了所需的贷款资金，而且对于银行来说，这样做的风险很小，银行向借款企业的收费只比存款利率高几个基点^①。我们这时会想，大集团为什么不在企业内部完成资金调拨的过程呢？这样的想法很正常，但答案也很简单。对于大集团的理财部门来说，大额存款可以作为其资产投资组合的一个货币市场工具，而贷款给房地产部则有投机之嫌，因为，向公司内部的其他部门提供贷款不是一种货币市场工具，这样的做法能使双方各得其所。现在这种操作方式已经相当盛行，称之为“连带融资”(piggy back)。这种融资手段的贷款利率通常比大额存款利率高出 35 个基点。我以前的一个学生最近告诉我，他在并购一家企业时使用了这项技术。他买下目标企业，同时将票据卖给股东，并以大额存款为抵押在同一家银行得到贷款，这些大额存款是一个亲戚借给他的，企业并购完成后，他在第一年就很快扩大了市场销售，出售了公司的部分股权以偿还银行贷款。这样，他不花一分钱就得到了企业的大多数股份。

优先股

普通股的第一次创新产生了优先股。不用说，这次同样是由需求导致的。在 19 世纪 50 年代中期的英国，大建铁路的浪潮席卷全国，英国政府突然颁布法令，宣布对企业发行的债券规模进行限制。于是，铁路公司转而发行优先股来替代有固定回报率的债券。美国最早发行优先股是在 19 世纪初的大危机时期。伦敦经济学院的乔治·伊万斯(George Evans)指出，以优先股支付债券利息的方式延迟了铁路公司的破产时间。当金融危机结束后，优先股转化为普通股。19 世纪 70 年代以前，铁路公司一直是优先股唯一的发行商，但那之后，其他企业也开始使用这种方式^②。发行优先股的明显破绽在于其红利和利息都要收税。但在 1913 年以

① 一个“基点”相当于百分之一的百分之一，即 0.01%。

② 乔治·H·伊万斯发表于《美国经济评论》1929 年 3 月第 19 卷第 43—58 页的文章“美国的优先股”。乔治·H·伊万斯发表于《美国经济评论》1931 年 3 月第 30 卷第 43—58 页的文章“美国的优先股：1850—1878”。引自布赖恩·格兰德和当·W·库柏的文章“金融史的应用”，载于《金融金融实践与教育》，1995 年春/夏，No. 1，第 96—103 页。

前,美国并没有征收企业税一说,而且在1930年以前的企业税也很低,所以,企业不管是发行债券还是优先股都一样。当然,两者也存在技术上的差别,但基本情况相同:两者都是固定支付,只是优先股支付红利,而债券支付利息。债券的流动性比优先股强,但优先股的流动性比普通股强。随着20世纪80年代,特别是90年代高科技企业的勃勃兴起,优先股成为风险投资者所偏爱的一种选择。这些优先股可以按投票权,红利优先权和流动性的强弱顺序进行分类,也可以具有可转换特征。

一般优先股并没有投票权,但这种情况也可以改变。优先股与债务的不同之处在于,董事会必须宣布每一次分红以及每一笔分红。而借债的首次表决必须通过董事会,但以后的利息支付就由首席财务官自行处理,不需要同董事会商量。

优先股的二分法

优先股可以按不同的方式进行两分:比如,分为累积优先股与非累积优先股。如果股票是“累积性的”,董事会应该在公告的时候没有发布公告,红利作为“欠款”累积,如果股票是非累积性的,董事会到期没有发放红利,股东的红利就损失掉了。为了确保企业的诚实,几乎所有优先股在发行时都会规定:如果太多红利没有发放(对于非累积股而言),或者拖延发放的红利数额累计到一定程度(对于累积股而言),优先股东就可以获得足够的投票权重新选举董事会的大部分成员。如果这种规定确实可行,就能让优先股的股东有机会控制企业,并获得应有的红利。

优先股的另一种两分法是将优先股分为随时可兑与非随时可兑。企业所有的优先股都应该是随时可兑的。否则企业股价将会走势疲软,引致所有股东的反对,最终,企业不得不出面支撑逐渐疲软的股价。

优先股可转换成普通股,因此优先股还可分为可转换股票和不可转换股票。作为缺少决策投票权的补偿,优先股东可以在董事会占有一定的席位,相当于有了投票权,但在技术处理上与其他董事有所不同。

货币市场的优先权

近年来,企业喜欢用优先股替代商业票据或其他短期借款。企业这样做是因为优先股会产生“税收结转亏损”(tax loss carry forward)。只要企业出现“税收结转亏损”(目前最长时间为五年),就不需要付税,并且不需要用利息来做避税工具。就是说,企业的红利收入只需支付7%的税,利息收入必须支付34%的税,因此,企业可以得到大笔的红利收入,利息收入则较少。优先股与商业票据相比所付出的代价更小,对于企业来说也就更为有利。这意味着企业发行优先股票的资金成本更低。

为了使优先股更像商业票据,货币市场上这种优先股的利率会随着一些指数发生变化,比如随着伦敦同业银行拆借利率(LIBOR)或其他一些指数变化。对于股东来说,这种优先股是可以“放得下的”(puttable),意思就是说,优先股股东可将股票卖给企业以收回本金。初看起来这项创新工具似乎不适用于发展型企业,实际上发展型企业也会出现税收结转亏损,所以也是适用的。

虽然优先股是股票市场上的第一次工具创新,但绝不是最后一次。

股票的等级创造

让我们再次回到刚讲过的那个收购房地产的故事里,看看交易中各个参与者的要求:养老金投资要求最高等级的债券信用保证;宗教组织和大集团的房地产部想要得到能够从房地产交易中获利的证券;经营商和投资银行希望在前几个参与者投资回报得到满足之后分到自己的应得利润。整桩生意的过程就是:购买土地,使土地最大限度地升值,并加以最好的利用,然后卖出土地,退出交易。因此,流动性成为划分股票等级时考虑的首要因素。

三个不同等级的股票也由此产生。其中,A级股票用于满足养老金提出的要求,他们支付了整个房地产90%的交易价格;B级股票提供给资产投资者,包括负责说服养老金投资的投资银行家、教堂和大集团,这类股票具有的流动性优先权用于回报这三家投资者对完成交易作出的相应贡献;C级股票分配给最早想出这个主意的企业家和促成交易的投资银行家。C级股票没有流动性,但在前面两个等级的股票将其投资收回之后,C级股票的持有者将按持有A等股票的20%、50%的B等股票和30%的C等股票的比例获得一定的流动性股票。因为那位经验丰富的企业家将具体负责整个项目的营运,投票权实际不再是一种特权,所以A级股票持有者没有投票权,B级股票的持有者有权选择三个董事会成员中的两个,C级股票持有者有一个董事会成员的选择权,那就是企业家自己。因为流动性和分红权是一致的,就没有采用第三种分类方法。总之,简单地对股票进行分类,就能让参与投资项目的各方满意。

分类股票的其他用法

创业企业非常适于使用分类股票。作为企业总是希望找到一个投资者,就能满足其足够的资金需求,而投资者却因为害怕企业破产而不愿意承担这样的风险。而且,企业家总希望按自己的想法行事,因此企业决策权对于他来说显得至关重要。要解决这个两难问题,可以使用分类股票。让“硬钱”(hard money)投资者获得流动性较强的股票,但对每股的投票权加以限制,对于“硬钱”这个说法的解释,有个教授指出,因为这笔钱“太难以得到了”,或者,说得简单一些,这是一笔“真金白银”。

而企业家所持有的股票,每股投票权可以放大,使其能够获得董事会的多数投资权。但通过这种方式并不能够真正控制企业,特别是对没有经验的企业家来说,他们可能不清楚,在企业陷入麻烦时,投资者不会对他们的资金流失坐视不管。如果企业因为资金需求增加而出现流动资金不足,就会引进更多的投资者,当然,他们会考虑新引进的投资者与原始投资者的权益会有所不同。但投资者往往会要求对董事会进行重组,或者发行与原有投资者不成比例的分类股票。而且,缺乏经验的企业家通常意识不到小企业的管理权取决于董事会大多数人的意见,而非投票权。

在发行两种或两种以上等级的股票时,使不同等级股票权益与某类股票(如普通股)的权益对等是很重要的。(这意味着每个等级的股票转换为普通股后权益相等。)如果企业被第三方收购,保证所有股票权益相等尤为重要。如果企业经营管理不利,分类股票也可能带来尴尬后果。某个工程师也是一个企业家,他的企业发行了分类股票,但却从没有得到过现金分红,

企业股票价值也因此受到影响,股票不值钱,股票投票权也就没什么用了。

企业创业时期可以对那些以现金方式出资的股东发行一些高等级股票再对应地加上普通股票。负责企业经营的管理层只能得到普通股票。如果企业在发展过程中需要不断投入资金,那些高级股票的数量比例就会发生变化。持续的外部资金投入将会使那些有特殊优惠的投资者的地位下降。比如,某个进行杠杆收购交易的企业家有 20% 的原始股(作为高科技企业,其原始股票的股票数量通常更高),外部融资使在企业中的股份下降为 5%,当然,如果交易进展顺利,企业家和投资者都能得到他们的预期收益。因此,在发行股票时,如果设计了分类股票,应该明文规定高级股票能够转换为普通股,至少要标明这种权益。如果企业售出,股东能够知道自己的权益大小。

正如约翰·莫润斯(John Morris)所言,交易活动中一旦引入了职业投资资金,企业的股票至少应该有两类:优先股和普通股。普通股“进入”之时也就是优先股“退出”之日。

谨用术语

介绍其他证券类型之前,我们认为大家在使用分类股票时也要有所警觉。在 20 世纪 20 年代,相关法律还没有出台,监管也不严格,某些骗子借机向那些对证券完全无知的人出售股票。这些骗子最常用的骗术就是使用分类证券。他们将 A 级股票卖给公众,B 级股票留在管理层,一般说来,A 级股票看起来比 B 级股票好,那些买了股票的人以为他们获得了更优越的权利,他们有所不知,其实 B 级股票的投票权比 A 级股票高。有些 B 级股票每股就有 50 次投票权,而 A 级股票每股只有一个投票权。这种针对投票权的分类也许还不至于最让人误解,而其他分类股票可能会给人们带来更大损失。比如,有些 B 级股票股东有分红优先权。因为分类股票被如此严重地滥用,因此,制定证券销售规则的各州公司委员会往往把分类股票和欺诈行为联系为一体。因此,我们今天即使是在小范围内发行股票,最好也不要使用“A 级”、“B 级”这类术语,各州公司委员会反而对使用“高级优先”、“优先”或是“普通”这样的词汇不反感。

债券创新

如同股票的创新,债券创新同样层出不穷。我们在这主要介绍一些对新兴企业较为有用的债券创新工具。从概念上说,票据和债券的区别很容易,但从技术手段来区分,其实两者根本就是一回事。只不过,债券卖给公众,票据卖给私人,换句话说,卖给公众的称之为债券,卖给私人的称之为票据,所以,债券的所有创新特征,都可以在票据上出现。

“以某种形式支付”的债券

19 世纪 80 年代中期,并购狂潮在全球盛行,有些债券(尤其是从属债券)以现金支付利息或本金,并向债券持有人派发额外债券,这被称作是“实物支付债券”(PIK, Pay in Kind)。本书不讨论那些大企业使用的债券工具,而是来看看发展型企业如何利用 PIK 这类债券工具。

企业总是希望在面临债务利息或本金支付风险时能够受到保护,即使发行的债券只在内

部人的小范围内流通。PIK 证券就可以为不确定的未来提供了一个有效的保护屏障。当然,企业创造的这种从属债券就是前面第三章提到过的“实际资本”。这样做,可以使发行企业和管理层以及投资者在开始的时候用普通股来支付债务,并且在债券到期之前获得减税的优惠政策。与此有所差别的一种做法是,企业一旦开始发行优先股,并产生税收亏损结转,在税收亏损结转期限届满时,企业需要重新借助于减税政策,企业就会宣布将优先股转换为债券。

债券的其他创新工具

在 20 世纪 80 年代出现一种创新工具,可以调节票据利息。利率的变动依据货币市场的各种利率,包括银行基本利率、伦敦同业银行拆借利率(LIBOR),以及某些长期利率,如长期国库券利率。这种利息能够调节的票据虽然对大企业更加有用,但发展型企业在进行杠杆收购(LBO)时,如果提供附加票据作为购买企业的价格补偿,就需要在附加票据上显示利率大小。浮动利率票据是其中的一种创新工具。浮动利率票据的利率每周或每月都会随着上面提到的指标利率发生变动。

在过去的 15 年到 20 年间,涌现出大量的债券创新工具,比如“应收货款抵押债券”(Receivables Backed Bonds)或“房产抵押贷款债券”(Collateralized Mortgage Obligation, CMOs),这些工具对发展型企业不太适用,但我曾听到过“应收货款抵押债券”工具在发展型企业应用的一个案例。硅谷的一家高科技企业有高达 6 亿美元的销售额,这家企业成立了一个专门部门销售企业的应收货款。因为有清洁信用证和综合险保单作抵押,这个部门发行商业票据支付综合险保费,发行利息比以综合险保单作抵押向银行贷款的利息要低。

本章小结

新兴企业的启动或企业并购需要进行外部融资,就会用到本章所讲述的各种证券工具。本章的第一部分主要介绍那些所谓的“甜蜜”证券,实际上,这是一些有附加好处的证券,包括可转换债券和带认股权证的债券,企业管理者如果能够掌握这些知识,会对与投资银行家的谈判很有帮助。

本章的第二部分介绍近年来出现的一些证券创新工具。如果企业想要收购企业或做其他交易,就需要熟悉这些工具。如果企业家不了解这些工具,自然不会去运用它们。不同的目的使不同的工具应运而生,企业家总会用得上其中的一种。



问题讨论

(1) 作为新兴企业的 CEO 或 CFO,你正要去商务中心区讨论有关债券发行的问题,你可以想象得到承销商会提出某些发行的优惠要求,你愿意提供具有可转换性质的债券还是带认

股权证的债券？为什么？

(2) 如果你想实现融资收购,但目前的经济环境不是银行融资的恰当时机,于是,你想通过金融企业获得融资。这些金融企业要求得到每年 25%—35% 的利润回报。并要求你提供影子认股权证,你会提供多少影子认股权证?如果影子认股权证到期赎回时,企业没有足够的现金你怎样融资?

(3) 一个雄心勃勃的企业家想创立或收购一家企业,这需要一定的资金。如果投资额较大而自己无力提供,通过哪些方式可以得到你需要的资金?如果需要通过发行证券的手段来实现,请介绍三到四种可利用的融资证券。

(4) 如何通过“连带”融资方式去募集资金用于企业并购或企业启动?

需要动脑筋的作业

本章布置的作业是分析曾经是美国最大的两个在线信息服务机构: CompuServe 和 Prodigy 公司,现在先介绍两个企业的背景。

1980 年,纳税大户 H&R Block 公司以超过 5 亿美元的价格收购了 CompuServe 公司,并将其作为企业服务商让其独立运作。另一方面,IBM 和 Sears 公司以 5 亿美元的种子投资基金对 Prodigy 公司进行孵化,同时另外划拨了 5 亿美元备其所需。Prodigy 公司定位为在线销售店,主要销售录音带、衣服和机票。“我们相信所有的商品都将以电子化方式出售,为什么我们不在这个市场上建立起垄断地位?” Prodigy 公司的 Ross Glatzer 这样表述。

问题 1: 优越的市场条件,完整的发展战略以及充足的资金支持,却没有让这两家企业最终成为电子商务的巨头,想想看,为什么?

线索 1: 比较 CompuServe 和 AOL 公司的市场环境和发展战略是否有所不同,同时观察两个企业所提供的电子信息服务内容。

线索 2: 对照比较 1990 年的 Prodigy 公司和 1994 年的 Amazon 公司。

问题 2: Prodigy、CompuServe、AOL 和 Amazon 这几个企业都采用了风险投资模式融通资金,这几个企业的融资模式谁成谁败?

经营策略

企业评估

几年前,罗伯特·伯林顿(Robert Bullington)^①发表了一篇标准普尔企业如何对企业债券定级的小论文。这在当时绝对是个新闻,因为公众完全不了解这家有名的信用评级企业是如何确定债券等级的。这篇文章将标准普尔企业进行信用评级的原则总结为五点,为读者提供了非常有用的信息。我们很难再超越他在这篇文章里所做的总结,特别是前面的四项原则已经成为衡量企业经营好坏的主观与客观标准。

^① 罗伯特·伯林顿:“企业债券的评级”,《金融管理者》,1974 年 9 月,第 28—33 页。

五项原则

(1) **管理原则**。思考的内容包括企业目标、经营策略、财务政策、业务政策、对不可预见因素的应对机制、对企业管理层的总体评估。

(2) **收益水平和收益的稳定**。收益水平通常与同行业企业比较。企业的收益水平是否高于竞争对手是需要思考的一个重要问题。收益的“稳定性”是指企业是否由于债务支付而变动。虽然企业可以保持一定的偿付率,但大量债务对企业非常不利。评级企业希望看到企业持续正常的收益以及现金流,银行的态度也一样。

(3) **融资渠道**。需要检验企业的资产流动性和获得外部融资的能力。流动比率、流动资金充足性、存货流转、应收货款周转等指标以及资产负债表都会影响贷款者的意向。每个企业都会存在现金短缺的状况,但借钱能力的差别就体现于此。

(4) **资产保护**。信用评级企业会查看一些具体指标,如长期总负债/净资产、有形净资产/长期总负债,你可能对这些数字不以为然,但只要有人认为重要,这些指标就真的很重要。虽然这些指标死板机械,但评估者们试图通过这些指标看到数字背后的实际资产。我们在第七章讨论资本结构的时候提到的负债/资产净值率是其中最为重要的一个指标,如果企业负债过多,就会有麻烦!

(5) **契约条款**。这是一个技术性原则,只适用于债券发行方式的借债。如果企业的债券发行规模超过 100 万美元,必须制定一个契约(即一份企业和债券持有人签订的合同)。如果这份契约有失公正,过于保护企业利益,会对企业的声誉产生很大损害。评级企业更希望看到的是一份企业和债主之间的公平合约。

文章的启示

值得记住这篇文章的原因在于,伯林顿所提到的前四项原则基本可以成为所有企业财务管理的指南。你们可能也注意到,这四项原则都与企业的财务管理相关。没有一项原则能够轻易落实。要求财务管理者一直保持和遵守最好的原则。如果忽略了其中的任何一项(比如说资产负债表),会给企业造成非常大的损害。企业的财务管理是多元化的,需要同时控制在空中飞舞的几个小球,而不是任其所为。本书就是想要提供这样的方法,帮助企业实现管理目标。

第十章

中期融资：定期贷款和私募资金

上一章介绍了长期融资和从公开市场进行外部融资，本章将介绍私募资金和中期的债务融资，即三年以上，十年或十五年以下的贷款，这种贷款的期限更短，并且必须在借款期内分期偿还，比如每月或者每季偿还。其实前面的章节提到过，定期贷款实际上来源于二战期间民间的借贷，但是在那之后，银行和其他金融机构将这种贷款大量地运用于我们书中讨论的新兴企业的发展过程中。鉴于公开募集市场最近的低迷状态，私募资金应该获得更多的关注，另外还包括中期融资。机构投资者通常更有远见，他们的选择不会像市场那样难以预料。

银行定期贷款和私募资金之间存在非常明显的区别，但两者都属于中期贷款，私募市场上的债务工具——中期贷款工具通常是证券而非贷款，期限通常比银行贷款长。银行以 LIBOR 为基准的利率一般是固定的而不是浮动的，通常适用于短期贷款而不是定期贷款，所以，银行是短期贷款和定期贷款发放者。而机构，特别是保险企业，以及专门从事投资等级以下投资的垃圾证券基金和其他类似机构，是私募市场上定期贷款的主要来源。

企业规模因素

斯蒂芬·布鲁斯(Stephen Prowse) 把企业分成三类，并且根据企业的“信息集中度”来加以区分。小企业可能比那些公开上市的大型企业会信息“更不透明”。也有一些企业在信息度上介于两者之间。银行一般都能应付这些更小、信息更集中的企业。在借贷市场上通常可以协商的是贷款条件，贷方会评估借方的信用风险并且加以监督。(下面将用很大篇幅介绍可控制此类风险的合同。)而且小规模借款者缺乏在公开市场上融资的渠道。

如果企业规模非常小，一般会通过银行或者财务企业来获得定期贷款，但随着企业的发展，则会转向人寿保险企业或者其他垃圾债券基金私募中期贷款，或者更长期贷款。1990 年以前，美国的寿险企业有大约两成的贷款资产组合投向了投资等级以下的企业。1991 年开始的信用危机使银行不得不公布高杠杆交易(HLTs)——保险企业也声明将“投资转向低风险行业”，并且从那时开始它们采取了保守的投资方式。如今，不能进行杠杆收购的企业都采取私募资金的形式。保险企业转向低风险资产后私募资金市场开始趋向分散化，并且出现多种私募资金来源，而不像 1991 年以前那样——私募资金市场全被保险企业所占据。

信用市场特点

表 10.1 中描述了银行贷款(主要指短期贷款)、私募资金和公开发行债券的特点。现在我们分别来看看它们各自有什么不同。

表 10.1 信贷市场特点

特 征	银 行 贷 款	私 募 贷 款	公 开 发 行
合同条款			
平均贷款规模	小	中	大
平均贷款期限	短	长	最长
利率	浮动	固定	固定
合约约束	多,严格	较少,较宽松	最少,较宽松
合约重议	经常	不经常	少
抵押物	经常	不经常	少
流动性	低	低	高
借方			
借方规模	小型	大中型	大型
信息障碍	高	中等	低
贷方			
贷方主体	中介	中介	多种
主要贷方	银行	寿险	多种
贷方监管力度	集中	较大	最小

来源: Stephen Prowse, “The Economics of Private Placement”, *Economic Review*.

根据表 10.1,有 80% 的银行贷款额度在 1 万美元和 100 万美元之间,80% 的私募资金额度在 1 000 万美元到 1 亿美元之间,80% 的公开发行债券额度在 1 亿美元到 5 亿美元之间。

Mark Carey 的书中提到:私募贷款的期限通常比银行贷款长,比公开发行债券短,银行贷款,或者说营运资金贷款,有 80% 期限都在一年以内,而私募贷款有一半期限在 7—15 年,而七成左右的公开发行债券(1989 年发行)则一般在 10 年以上。

相对于长期贷款,银行更偏好于短期贷款,原因主要是银行的资产和负债性质,银行往往会采取一贯的做法,即短期资产配以短期负债(需要存款)。银行当然也可以长期贷款然后通过“互换协议”将其资产转化为短期,但现在大多银行不愿意这么做。此外,不愿意这么做的原因还在于互换协议的成本,尽管成本相对较低。如果银行做了一笔固定利率的贷款,可以通过“互换”协议将它转为浮动利率贷款。持有固定利率贷款的一方可以和希望获得固定利率的一方换取浮动利率贷款,整个互换过程已经非常标准化,所以交易的费用实际上非常小。相反,寿险企业持有长期负债所以更偏向长期资产。垃圾证券基金主要拥有的资金是长期的,所以也更倾向长期的贷款,尽管他们也做非常短期的贷款。

讨论过利率之后,下一个问题是合约的内容,合约在发行定期贷款和私募贷款过程中非常

重要,本章后面部分将会用较大篇幅来进行介绍。现在我们来看抵押物。

对于小企业,特别是那些信息不太透明的企业,一般都要求进行抵押。但随着贷款额度的增加,信息障碍会减小,抵押要求也会减少。抵押不多的贷款被称为“现金流”贷款,意味着借方主要依靠的企业的现金流来偿还贷款,不管是贷方是谁。贷款的小企业通常要以设备进行担保。机构投资者的私募贷款可能不需要任何抵押,尤其在借方企业没有太大信息障碍的时候。公开发行的债券实际上都没有特定的抵押物作为担保。在美国,这些通常被称为“信用债券”。尽管抵押保证债券(Collateralized Mortgage Obligations)类的抵押债券有一定的增长,但是未担保债券的发行次数还是要多于抵押债券。

流动性一栏表示贷款持有者卖出或者以其他方式处置贷款的能力,银行贷款可能是银团贷款时,小额贷款在到期前通常由银行持有。机构的私募基金贷款通常是由保险企业作为托收行,并先行向机构议付贷款。而公开发行的债券则可以自由买卖。

所有企业(包括小型或者成长中的企业在内)都有从银行借款的渠道,银行的大多数贷款给了小企业的原因仅仅是因为小企业数量远多于大企业,而私募贷款要求中等规模以上企业,公开发行债券则要求是大型企业。对于大量小企业而言,更希望进行私募融资而不是S-18(见第八章)公开发行,因为这样可以在更短时间内筹集大量的资金。另外的原因就是融资的上限。如果能私募到1 000万美元到1 500万美元,为什么还要通过门槛更高的公开发行方式,并且这种方式只能筹集到最多750万美元呢?第八章已经介绍过私募的另一个优势。

PROWSE的文章中大篇幅地讨论了信息问题,表中的信息障碍一行说明了这个问题。银行在各种期限的贷款中秉承着谨慎责任,所以在定期贷款业务中采取适当谨慎责任不足为怪。公开发行的债券信息获取的障碍更低,如果承销债券的投资银行尽职尽责,那么债券的买方确实不需要自己进行深入的投资。但是,往往事实并非如此。如果一家机构买家持有某企业大量股票,那么他不得不对该企业经营管理做详尽的调查,如果他持有的是大量的债券,道理也是一样。这需要其在购买债券前进行大量的调查,在购买后进行持续的监督。如果不是持有大量的债券,机构通常只会对发行企业进行大概了解。另外,如果有债券评级机构给该债券评级,那么评级机构会对该企业进行监督,并在企业业绩恶化的时候发布警告。

信用市场的变革

寿险企业地位的改变

现在我们来详细介绍一下上面提到的寿险企业是如何转移到低风险行业投资的。约从1991年开始,寿险企业投资在私募市场上的资本,也就是低于投资等级的证券的相对投资数额下降得很多。如表10.2所示,私募市场上来自非金融机构的,主要是寿险企业的总发行量从81亿美元急剧地下降到10亿美元。按百分比算,寿险企业的投资比率从12.1%下降到了2.4%,巨大的落差导致了90年代早期的信贷危机。

表 10.2 单位：十亿

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
总保险额	\$54.70	\$49.90	\$42.10	\$29.50	\$52.00	\$31.00	\$41.00
投资等级以下 (BIG)	\$6.60	\$8.10	\$3.80	\$3.20	\$3.00	\$2.00	\$1.00
BIG 所占比例	12.1	16.2	8.9	10.8	5.8	6.4	2.4

PROWSE 将信贷危机定义为,在给定信贷价格时,贷方对风险提高的那些企业提供的信贷额度大幅下降。而且,借贷额的下降并不是因为疲软的经济环境,因为经济衰退从 1991 年才开始。寿险企业会因为多方面的压力决定减少在私募市场上的信贷额度(五家寿险企业受到了限制,两家减少了持有的债券和房地产投资的账面价值)。

寿险企业从私募市场上撤离之后,银行在贷款时也开始变得十分审慎。2001 年左右,当有企业试图对一另家企业进行收购时,银行审慎贷款的原则就体现得更明显,表明银行方面更加重视贷款风险,直接导致其减少了所提供的定期贷款。

鉴于储蓄和贷款的相关性,美联储及其他相关调控机构决定限制银行贷出问题贷款。美联储于 1990 年出台的政策规定银行必须区别对待高杠杆交易并且要求为这些贷款准备相应的储备金。银行的资金有限当然不愿意这样做,所以导致这类贷款业务突然停滞。

这样一来,高杠杆业务停止,也就是低于投资等级的贷款停止,使得很多交易无法展开。作为借款者的另一个选择,金融企业由此得到了大量融资业务,其中也包括了定期贷款。寿险企业撤出,银行受到调控,所以 90 年代初贷款变得异常困难,特别是并购业务时申请的贷款。

私募的其他来源

美国从 90 年代的衰退中恢复过来后,一些大的投资银行开始行动。他们有时将私募市场介绍给机构投资者,也可能让这些机构投资者控制市场,但他们更重要的作用是辅助这些投资评估低企业能够在公开市场上发行股票或债券,这种情况在 90 年代初是根本不可能的。这就意味着在 90 年代后半期,传统的私募贷款模式有了突破,使更多的小企业有私募融资的机会。私募资金市场出现许多新的资金渠道,保险企业不再统治这个市场,而是退出并进入到更加安全的市场中去了,取而代之的是其他投资机构。

贷款条款

任何定期贷款或私募资金都会附上条款用于限制借方。实际上这些条款或者限制可以分为两种：通用条款和特别条款。

通用条款

通用条款在合同中一般都是必须有的,包括一些承诺,如企业将继续经营原有业务,企业

保证由专门的负责人定期报告财务情况,有时可能需要提供证明,以及每期的经营状况以表明企业遵守了贷款合同的各项条款。还有一些通用条款会对保险覆盖率等作出要求。一般说来,贷方要求借方对其主要管理人员的人身安全投保并且将收益人明确为借方并不奇怪。如果贷方认为企业的首席执行官对于企业的成功运营非常关键,或者说这个人与能否收回贷款关系密切,那么就会作出这样的要求。还有一些必要条款涉及企业的存在必须得到保证,企业的资产必须得到保障,必须缴纳税款等。有时候通用条款中也会要求高管层在贷款期间不得变更。有个案例的贷款条款对企业首席执行官的任用做了规定,结果董事会解雇 CEO 的决定导致贷款被立刻召回,同时也使该企业陷入窘境。

保障条款

保障条款包括的内容如企业必须是依法建立,企业董事会同意贷款等。一旦董事会通过了这一决定,贷款就必须由专门负责人操作。还有些条款会要求企业无不良资产,税收记录良好等等。

特别条款

通用条款及保障条款当然重要,但是特别条款也十分重要。就具体的定期贷款和私募资金而言,涉及管理方面的主要条款都是特别条款。这类条款会被分为数量条款或者专门条款加以单独讨论,而且一般会分为两种类型的条款:数量标准和特定行为。

比如,企业保持营运资本的下限要求就是一种数量条款,比如 550 万美元的下限。在企业经营中,这个数额可能会被打破,如果企业的营运资本降到 500 万美元以下(在审计时可能会发现这个情况),那么审计单位就会告知企业,而企业的首席财务官会告知贷方并要求给予一定的放松时间。尽管可能会导致违约,但如有需要,贷方可能会冒这个险。

但是如果违反第二类条款,比如分红条款,性质就可能完全不一样,并会对贷方产生更大的影响。在上面的脚注中提到,寿险企业甚至不给企业机会解释为什么解雇高管,而仅仅是收回贷款——这是一根一触即发的高压线。如果在协议不允许的情况下仍然增加新的库存,那么也会被视为违反条款。这种行为构成了故意违反协议,有时会惹恼贷方。破坏这种“是或非”条款的经理需要承担由此引发的全部责任。

Arnold 把特别条款分为以下五类。

现金流控制

如果预计企业的资产负债情况表现良好的话,贷方不会使用控制现金流的条款,如果企业可以利用贷款轻松地再融资的话,贷方也不会过于在意这类限制。第三章多次强调了资产负债表的重要性,但是现在才是真正体现其重要性的时候。因为这对于贷方非常重要,所以聪明的管理方法是时刻注意是否违反了特别条款。

现金流管理直接指向企业的 NOCF(净营运资金),特别是 NOCF' 和 NOCF"。这衡量了其还贷能力。例如这类条款可能包括了对企业资本支出的限制,可能会以具体数额或者以比例形式来加以限制,也有可能对企业分红或者奖金提出限制,具体个人的薪水限制等。贷方对借方越放心,就会对现金流和其他方面提出越少的限制。从限制的严格程度也可以估计出

潜在贷款者对于某个企业的看法。简言之,现金流条款会对 NOCF 中多少用于再投资和流出作出限制。这么做就是为了防止企业 NOCF 的减少,因为如果本金是分期偿还的话就需要靠这部分资金来偿还。

战略控制

通常发展型企业的经理会给贷款者展示许多扩展企业业务的计划,可能有些企业不需要额外的营运资金(比如额外的应收账款或者存货)就能扩张,但大部分制造企业做不到这点。一个典型的例子就是 *Auto-by-Tel* 公司如同火箭升空般的扩张,这家主要基于网络的自动拨号业务的企业的销售额在 1996 年从几乎为零跃升到 18 亿美元,而在 1998 年一度达到过 60 亿美元。亚马逊企业则在 1997 年达到了 1.48 亿美元,比前一年增长了 825%。但是在这两个例子中,都不涉及存货,亚马逊企业可能宣称有 250 万美元的存货,实际上,没有这么多的存货。只有它的供货商需要保持这么多存货,其他商品也是这样。*Auto-by-Tel* 公司也是这样,这家快速增长的企业只需要把潜在买家的号码提供给它附近的卖家,然后由卖家联系买家就完成了他的业务。对一些汽车旅馆而言,应收账款和存货的增加往往就伴随着销售的增加。正如我们在第四章所学,存货和应收账款的增加意味着现金的减少,两者一一对应!而对于潜在贷方来说这种情况是非常可怕的,这也是贷方对可能影响到企业现金流的战略作出限制的原因。设置战略限制的时候,贷方可能会对特定战略作出限制,也有可能迂回的限制。可以通过限制企业的资本支出或者是购并,也有可能是限制企业的债务权益比率或者营运资金。

资产负债表保障措施

第三章提到了资产负债表对银行家的重要性,所以企业也应该对自己的资产负债表重视起来,因为这可能是提供给贷款者最重要的报表。同样,如果企业资金短缺,可以明确企业需要的增加资金量,反之则表明此时企业多余的现金量。Arnold 同样也强调了依靠短期贷款满足长期融资需求是不明智的。正如前面提到的,提出苛刻要求的贷方很可能对营运资金以限制。使贷方可以获得全部的流动资产而不留给其他债务人。不管怎样,贷方都会尽一切办法阻止企业再举新债。

资产保障

如果企业经营情况更糟的话贷方会以企业资产来偿付贷款,所以贷方会要求企业保全其资产或者抵制其他债权人对这些资产的主张。为此,贷方会限制对资产的处置除非资产的出售是为了偿还贷款。当然,贷方也会要求该资产是以公允价格出售的。设定这种限制的目的在于防止该资产以非合理的低价出售给关联方而使该资产脱离贷方的控制。贷方也可以规定企业在出售资产的同时必须购买替代资产,同样,卖出价格也可能被限制。

作为最早的限制条款,消极保证条款也是这些分类的一种。简单说,它是用来阻止借方再向第三方借贷,破坏第一借方所了解的资产负债表所反映的状况——借方将阻止贷方将资产为抵押向第三方贷款,所以这属于资产保障条款的一部分。可以通过多种方法来实现这个目的。即使只是部分财产作抵押贷款,但只要借方采用某种保全方式就可以保全企业的全部财产。比如,处于保全地位的借方,虽然只是凭借应收账款作抵押借款,但是贷方可以同时用应收账款和存货作为担保物。对于定期贷款,贷方获得的担保物比实际凭借的

担保物要多。同样,私募贷款按道理说也是如此。但是,正如前面所说,私募贷款通常是没有抵押物的。

贷方最希望看到的条款是完全限制借方从第三方贷款,从而使其既得利益得到保障。不幸的是,根据美国 1936 年的 Robinson Patman 法案,或者 Sherman 反托拉斯法,这样做会导致贸易限制,因此在美国这种限制是违法的。大多数银行给企业贷款都不会加上这么一条。但是某些小银行,还有一些机构,在某些情况下会希望附加上这类消极条款。

在借款者心底其实倒希望加上消极保证条款,因为许多聪明的财务经理会利用这个条款。如果借方准备严格遵守贷款协议中的条款,为什么不在贷方提出之前先给出消极保障条款呢?借方察觉到贷方出于某种原因没有要求此类条款,但主动提出来会让贷方更舒服。这样做至少可以向贷方表明贷款者希望成为良好的客户。但是不要把这种心理战术和下面的策略相混淆,因为接下来我们将要告诉你如何避免由贷方所附加的不利条款。

启动召回条款

当借方拒付利息或者本金或者其他破坏贷款协议的行为,贷方可以召回这笔贷款。财务术语称之为“扣动扳机”。贷方很少会这么做,因为这是个下下策。当贷方第一次提出召回时,往往并不意味着他真的要这么做,其实是想提醒借方修改贷款协议从而降低信用风险。通常“修改”都是提高利率,当然也可能会要求更多的抵押物或者修改其他条款。

当贷方第二次提出召回时就不一样了。往往会要求借款人将当期末偿付的余额清偿。当这种情况发生时,不论是银行或者金融机构,私募投资的垃圾债券基金、寿险企业或者其他机构,都会使借款企业处于十分不利的位置。笔者的某个客户就曾处于这样一种尴尬的境地!这时必须找到第二贷款者,但这很难,因为你很难解释原贷款方为什么要求清偿。

有时也会出现一个有趣的现象,那就是有时候贷款数额“太大”以至于不好召回。20 世纪 90 年代早期,日本资产大幅贬值的时候,就出现过这种情况。如果银行要求召回的话,它们获得的抵押资产价值远小于贷款的价值,这样一来,考虑到市场价格,银行通常不会启动召回条款。

在查看含有触发条款的合同时,借款人应清楚那些触发条件是否非常敏感。其实,如果企业的负债表情况很好,贷方一般都会放松触发条件。用一个形容词来比喻,一触即发,这会使借贷双方都处于进退维谷的状态,贷方也不愿意扣动扳机,至少要等到第二次——因为这时的企业通常濒临破产,就算好一点的话也处于经营状况下降的境地——使贷方别无选择。出于保护抵押物的目的,贷方这样做似乎是必须的,但那些触发条款的规定会给企业的现金流带来了极大的不确定性——因为当销售扩张时,企业很有可能出现不良的资产负债情况而引致触发条款启动。

谈判战略

一旦借方发觉贷方准备加强条款,理所当然会采取措施来应对。更准确地说,明智之举就是在与贷方会面前就准备妥当,为此,借方必须做好两件事:一是换位思考,二是清楚地分析

自己的优势和劣势。

换位思考

所谓换位思考就是站在贷款方的立场看那些潜在的贷款。贷方会怎么看某家企业呢？如果你是借款人，你愿意发放这笔贷款还是比较勉强？贷方关心的问题处理得怎么样？企业的弱点在哪？有没有对现金流特别的关注？做到了这些，借方接下来就应该评估企业的优势和劣势，这需要训练，但这是必须的。

针对贷方制定策略

如果得知贷方喜欢提出的条款种类，那么借方就可以制定对策化解其中最苛刻的那些条款。如果你知道贷方非常关心如何保持资产负债的状况，因此必然提出限制企业现金流的条款，而这将会影响到企业战略，面对这种情况，企业应该如何应对呢？为此，企业必须认真地分析自身的优势和劣势所在。企业优势是在于资产负债表还是现金流，如果两个都不错当然好，但是哪个更好呢？

如果企业的优势在于现金流，那么它就可以利用限制现金流的条款，如果资产负债表的指标都不错，比如流动比率和负债率都没有什么问题，那么就采用与资产负债相适应的条款。

一旦借方了解自己的优势和劣势，那么就能够明白哪些条款对自己不利，哪些条款需要力争到底。在进行谈判时，其实没有可能——甚至不希望——在方方面面都占到便宜，认识到这一点很重要。重要的是要赢得那些可能对企业经营造成伤害的关键点。在每方面都不让步会使贷方退出谈判——因为他没有赢得任何有利条件。还有一点就是尽量消除重复性的限制。

此外，可以肯定的是，借方需要不断向贷方强调灵活性的重要性，让其明白，如果过于限制借方，使得经营效率低下，对双方也是不利的。

在谈判中忽略贷方提供的契约类型对于借方来说是非常不利的。贷方一定知道贷款的必经程序，如果借方对贷款程序和合同条款都完全忽视的话，我们可以猜到在谈判结束时谁会笑到最后。

本章小结

本章的第一部分讨论了债务的不同种类，说明存在“信息获取障碍”的企业只能向银行或机构投资者贷到款。只有在企业信息高度透明的情况下才可能上市到公开债券市场。

第二部分讨论了新兴企业希望采用的几种合约以及就定期贷款谈判时可以采取的策略。后面部分讲到了企业管理层了解自己企业优势和劣势并采取相应策略的重要性。在薄弱环节力争，在有把握处作出让步。任何方面都获胜是不现实的。聪明的借款者会让贷方也能“得益”。

聚焦企业管理之道

全力以赴赢得胜利——AOL 的生存和发展战略

直到最近,AOL,也就是现在的 AOL 时代华纳,才在业界人士中获得认可。按照商业的常理,许多人都已经放弃了这家企业,也放弃了他的认股权。有些人甚至说 AOL 比 Elvis 还能起死回生! AOL 并购 CompuServe? 开玩笑的吧! AOL 收购网景(Netscape)? 不可思议! 现在 AOL 要买下时代华纳了? 要再早几年,谁能想得到?

但事实就是这样,AOL 再次起死回生了! 这要归功于史蒂夫的独到视角和执着的精神;即使在别人都放弃 AOL 的时候他也没有放弃自己的梦想。下面我们要看看 AOL 生存和高速发展的关键因素是什么。正是下面的这些战略要素使得 AOL 从与对手们——资金充足的 Prodigy 和被看好的 CompuServe 的竞争中脱颖而出,并且成就了今天的辉煌。

1. 发展基点和商业模式——细分的利基市场

网页中的“卸货机”Land grab——主要目的是为大众提供交流的平台(主要通过电邮和聊天),当然也保证了订购费。

2. 执行战略——增长的载体

碟片营销——大量邮寄包含 AOL 软件的软盘,同时借助 WINDOWS 系统的广泛应用。

3. 发展的秘诀

保持简单!

上面这些战略使 AOL 获得了以下的表现:

年 份	1993	1994	1996	1998	2000
预订量	300 K	1 000 K	6 000 K	11 000 K	18 000 K

这么巨大的预订量才是时代华纳愿意被 AOL 收购的主要原因。



问题讨论

(1) 作为企业的 CFO,你将要和可能给你提供 2 000 万美元私募资金的潜在借款者开会。你将如何准备这个会议?在你们见面前,你需要注意哪些问题?

(2) 你所在的商业银行是一家相当小的地区性银行。你打算和他们协商增加贷款。在准备会上你被告知:该银行希望你能够履行一项消极保证条款。在知道这一项要求是违法的,也是非强制性的时候,作为 CFO 应该如何面对银行的这项要求?

第十一章

短期融资：包括设备融资

发展型企业最为重要的债务融资方式是以应收货款或存款作为抵押。这一章讨论的主要内容包括向银行和金融企业的借款。由于银行与金融企业也对设备进行有条件的抵押贷款，因此也被列为我们这一章讨论的内容。在讨论应收货款和存货融资之前，我们先介绍一下美国国内对于作为抵押物的私人财产名称的法律界定。个人财产或其他技术性的资产称之为动产，包括现金、货币市场证券、应收货款、存货和设备，其他所有的非动产称之为不动产。

标准商业编码

20 世纪 60 年代中期，在银行和金融企业的迫切要求下，美国大多数州通过了标准商业编码。在此之前，即使是抵押物条款中一个细微的失误都可能让法庭作出不利于银行或金融企业的判决，将它们列为一般债权人而不理会其索赔要求。随着标准商业编码的通过，贷款方对于特定抵押物的索赔要求能够在法庭上得以承认并受到保护。这对于贷款者来说这是非常重要的，但对于借款者来说同样重要。因为，在这一条例通过以前，即使持有有效的保证索赔文件，大多数贷款人还是感觉自己不过是一般债权人，如果企业不按期履行贷款合约，他们很难要回自己的本金。这就使银行或金融企业只愿贷款给最有信用的企业，而不会理睬发展型企业。而发展型企业并不在意银行或金融企业是“可靠债权人”还是“一般债权人”，他们只在意自己能否获得贷款。贷款者不愿贷款给发展型企业时，真正损失的是需要贷款的企业，这种情况随着标准商业编码的出台终于得到改变^①。

标准商业编码的形式

第一种叫做 UCC1，即融资陈述。除了与飞机相关的贷款申请在奥克拉荷马城以外，这种表格在借贷企业所在各州秘书处填写。这种表格证明贷款者对借款者的具体财产如应收账款、存货和设备等具有受保护的索赔权，现在这些索赔权被分为不同的等级如第一索赔权、第二索赔权等。

^① 中国目前是“发展型企业之母”，肯定能够使用统一的商品编码。如果确定了这样一个编码，商业金融企业将乐于到中国提供最需要的资本。

第二种形式的 UCC2 称之为证券协议。这是指将企业使用的各种抵押物如存货、交通工具或应收货款等物件写入一些预先印好的表格。在一些借款协议中,贷款人如果要借额外的资金,每次都必须详细指明所使用的抵押物,然后将表格发送给贷款者而不是州秘书处。这种表格在下面的讨论中还会提到。

第三种表格叫做 UCC3,即调查表。当有人想要了解是否某人已对企业的特定资产具有索赔权时使用这种表格。当某人想要收购一个企业的时候,他必须依法填写 UCC3 表格以确定是否有人对企业资产具有索赔权。但经常是 UCC1 表中还存在的资产,比如设备,其实其贷款早已还掉了,只是人们忘记将 UCC1 表撤销。这个 UCC3 表与所需支付的费用一道送到州秘书处,由州秘书处负责将所有 UCC1 表中申报的资产内容列出一个清单^①。

银行贷款

介绍完这些表格之后,我们将讨论银行或金融企业对商业企业的各种贷款形式。

成为银行客户所需具备的心理素质

在商业运作中具有讽刺意味的一件事是:许多企业的管理层从来不去考虑与企业有着业务联系的银行以及企业与银行之间的关系,尤其是银行在企业融资业务中的重要性。(假定企业与银行之间不存在任何麻烦)当问及企业为何会选择某个银行时,企业管理层通常会说:“只因为银行就在街对面!”对于某些管理者来说企业从来不存在“选错了”银行的问题。

有三种方法来检验银行之间的关系:(1)选对了银行,这意味着选择了一个恰当的银行;(2)银行家的选择;(3)与银行家之间建立和谐关系。

零售银行

银行之间的差别其实是很模糊的。一般来说,客户会将银行按照服务类型分为三类:第一,零售银行,这种银行为个人服务。这些银行可以接受你的支票和储蓄账户,为你购买居家用品或任何个人用品提供贷款,有些银行专注于为某些高端客户提供各种类型的投资服务。这类银行并非为成长型企业所需。这些银行能够了解到零售银行所有的有关现金账户和其他的问题,但与企业融资的复杂与老练没有任何关系。这类银行甚至看不懂一个小企业的财务报表,他们向企业贷款的唯一可能性是向企业主的个人账户提供贷款。在这种情况下,成长企业的借款上限就是企业主个人的信用程度,一旦此人的信用出现问题,银行就会拒绝向企业贷款。无知会带来负面反应,如果银行不能全面理解企业想做什么或面临怎样问题,那么银行官员出于保护银行声誉的本能就会采取一种敌视的态度。你从银行的名字就可以知道这一点,帕萨底那人民银行或市民银行以及他们的广告也会提醒你这一

^① 最常用的方法是:根据资本的大小向一家法律服务机构交付一定费用之后,由他们将 UCC3 交给州秘书处,以加速报表的进程。

点。如果广告面是一个浪漫的度假胜地或是一艘帆船，你一定知道这是一家零售银行，那么你最好不要去碰它。

批发银行

从严格意义上来讲，今天的世界并没有几个批发银行（专门用于满足企业需求的银行）存在。但是，在一些大都市这样的银行确实存在。虽然这些银行也开办个人业务但更关注的还是企业业务。这些批发银行在他们的圈子里有自己的经营诀窍。例如，在洛杉矶地区有一家银行名叫“成衣制造商银行”（制造商银行），还有一家以为机器商品提供融资而闻名的银行（商业银行^①），另一家是专门从事汽车批发融资的银行等等（Sanwa Bank）。与这类银行打交道意味着你在与专业的银行官员打交道，他们能够很好地理解你企业所出现的问题，随时了解你所处行业的状况。如果企业的问题是所处行业的问题，这类银行将会比那些对行业情况一无所知的银行更有耐心。同时，这类银行知道如何熟练地应用类似信用证的各种金融工具。如果没有这些金融官员，企业管理层就不得不去解释那些最简单的问题，正如上面提到的，无知通常会导致银行官员的消极反应。

商业企业应该去找对本行业很了解的批发银行，虽然它们并不像零售银行那样分布广泛，但如果这些银行能够提供企业所需的服务那么驱车跑一趟也是很值得的。

联合银行

联合银行能够提供批发和零售业务。随着美国的大商业银行的合并，这些联合银行变得越来越大，也越来越少。花旗银行和曼哈顿银行是美国最大的联合银行，重组后的美国银行紧随其后。因为这些银行的规模很大，并且有众多的分支网点，因此为大众所熟悉。对于多数企业来说办公室对面就可能是这些大银行，例如富国银行或花旗银行的一个网点。但这些银行的分支机构并非全都一样。这些联合银行通常都会设立零售部门、批发部门和国际业务部，用于为不同种类的客户（个人和企业）需求提供服务。企业管理者由于不知道这一点而有可能犯下各式各样的错误。比如，美洲银行不会在其办公室门口挂个牌子，上面写着“只做零售业务，企业免进！”如果企业管理者走进一家零售银行并要求开立一个账户，银行会马上开出一个账户。如果是向一个发展型企业提供贷款，银行可能是基于企业主的个人财务状况而发放的，但银行并不会向企业主讲明这个情况。这会给企业带来各种各样的问题，甚至使得企业将愤怒最终向银行发泄。问题并不在于银行而在于企业走错了银行的办公室。大多数的联合银行都有地区性的批发银行中心以满足企业的需要，并且通常还有专门的银行官员去处理企业的具体问题，比如银行娱乐行业、汽车交易行业等。与这种联合银行打交道的关键是为你的企业找到正确的办公室。

银行家的选择

关于这一话题，我在前面的文章里提到了如何选择正确的银行家的问题。有人及时地提

^① 这个名字与银行最初对自己的定位相矛盾。一段时间后，这家银行成长为他们所处市场中的专家。

醒我说银行家的流动性太大,如果只有一个银行家处理你的企业事务,那么当此人离开银行,你建立好的所有和谐关系都将坍塌。所以,最好能与至少两个银行官员保持紧密联系,这样即使一个离开,还有其他的银行官员会对你的企业状况很了解。选对贷款官员取决于当时的状况,但逻辑上来说最好能够选择一个与企业的 CEO 或财务总监有着某些共同点的银行官员。有些银行会例行公事地向新客户任命两个银行官员。如果不是这样的话,最好将支行行长作为第二贷款官员。

银行一般有两种类型:有些银行有专门的贷款委员会负责审核贷款申请;有些会给某个贷款官员这样的权限(这种情况比较少见),贷款专员通常是接受贷款申请的人。如果贷款官员在委员会里资历很浅,企业将会面对着双重的挑战:一是对贷款申请可行性的认可,二是贷款委员会中其他资历较高的会员会不信任资历较浅的官员。因此,如果企业能够将贷款申请呈现银行贷款委员会中一个资格较老的成员,委员会出于对这个老字辈的尊重也就不会对贷款申请做过于苛刻的研究。

与银行家的和谐共处

一旦选对了银行和合适的银行家,最好是两个银行家,接下来的任务就是和他们搞好关系。然而,许多企业家通常对银行和银行家有一种仇视的态度。我们大多数人往往不愿意向别人提交甚为私密的财务数据,但由于必须向这些银行家提交而对他们产生厌恶。但是,正如美国前国防部副部长在被问及与中国的关系时所解释的那样:“如果你把对方当成敌人,他们就会成为敌人。”——你与你的银行家间的关系也是这样。如果你把对方看成敌人,对方在你需要银行帮助的时候将不会有热情,理想的状态是银行官员对你的企业和管理层有着很深的钦佩和敬意。在这个世界上最有感染力的东西就是热情。如果这个贷款官员对你和你的企业充满热情,那么他能够持续地说服别人对企业投入,并使其相信任何投入都是非常值得的。但怎样才能建立起与贷款官员的此种亲密关系呢?

建立与银行官员亲密关系的最佳途径在于了解银行家的“热键”(hot button):那些能让银行官员激动的事情。想办法知道什么让他高兴什么会让他恼怒。最让银行官员恼怒的事情莫过于拿到企业的财务文件后发现最新的财务报告不在其中。“为什么会没有财务报表?企业有足够的时间去做财务报表,但居然不在,企业一定出了什么问题。”在银行的眼里,企业就是一堆财务数据,如果不能准时地向银行提交,各种不利的负面想法就会出现在银行家的脑海里。当即产生的怀疑就是企业出了问题或企业管理层想要掩盖什么。其实可能根本不是这么回事,可能只是因为企业的外请会计太忙,或者正好是报税时间,或者会计正在度假所以报表交迟了。对于发展型企业的管理来说,要求会计及时做好财务报表并呈交银行并非企业的优先工作,但遗憾的是对于银行家来说财务报表真的很重要。及时小心地将财务报表呈交银行确实能够赢得银行家的赞许,千万不要让银行官员有机会对你和你的企业产生任何的负面想法。

申请贷款最不适当的时期就是你需要贷款的时候,这就提到了向银行官员定期呈交简报的问题。一个季度或至少半年应该向银行官员提交一个正式的报告,报告回顾过去的一个季度或半年来企业经营情况,并对未来的企业状况作出预测,这样的做法会使企业在需要贷款时

得到机会。如果企业管理层能在事前对企业的现金流可能出现的问题作出预测,这将会给银行官员留下极为深刻的印象——这是最佳的方法。但企业最常见的做法是在遇到“紧急情况时”再给银行打电话,这样做只会极端地降低了你在银行家心目中的地位。

如果有诸如一个重要合同的取消等厄运降临企业,向银行家隐瞒这个事实的做法只会导致失败。你应该向银行家做一个尽可能详尽的说明,同时还呈上定期报告,这样的做法才能够为你的管理赢得名望。你的企业可能是唯一做这类有意义事情的企业,必将会赢得银行官员的尊重。

另一种表达尊敬的方式是请你的银行官员吃饭,而不是让对方买单。也许其间的感受微妙,但会让人印象深刻。

在处理与银行官员的关系时,还有最后一点忠告:不要对银行官员做一些可能有你损名声的事。如果你碰到的是一个正直、诚实、努力工作的银行家(这种人总是会将你和你的企业置于显微镜下),任何品行不良的记录都会产生对企业极其不利的负面影响。一次,我的一个客户对他的银行官员得意地吹嘘他在处理退税问题时耍手段占便宜,给他的银行官员的印象是,如果这个企业主能在退税问题上玩花样,也极有可能会在呈交给银行的财务报表上做手脚。因此,你永远需要记住的是不要有半点可能让银行官员对你和你的企业产生负面的看法。

银行贷款

贷款的签订

评估企业与银行间关系的试金石是看其获得的银行贷款。就所有贷款程序而言,所要做的第一步工作是企业董事会一致同意授权企业向银行贷款。若银行已经口头同意或通过其他方式告知企业管理层他们将接受企业的贷款要求,接着,某个授权执行官(如 CFO 或是总会计师或总经理)与银行签订合同,要求在一定期间(一个相对较短的时间通常为 30 天到 120 天)获得一定数量的贷款。只有当贷款企业有非常高的信誉度时,银行才会与企业签订非抵押贷款——这就是为什么我们说这种形式的贷款是企业与银行关系的试金石。但我们不能只想着这就是一种最好的贷款方式,而需要记住签约贷款每年必须归还一次。它并不是“常青”贷款。“常青”贷款是一种在很长期间内滚动的贷款形式,可能持续若干年,比如我们下面将要讨论的应收货款抵押。

应收货款抵押

对于大多数的发展型企业而言,最可行的一种短期融资渠道叫做“应收账款抵押贷款”,指的是企业只是将其应收账款作为抵押物抵押给银行以获取贷款,而企业保持对应收账款的所有权。企业需要填写 UCC 表,这是贷款者较为喜欢的一种融资陈述。之后,根据与银行的协

议向银行借款。这种银行借款的融资协议很多,但可以归纳总结出一些特征。

符合条件的应收货款

首先,所有银行都会对“符合条件的应收货款”提供贷款。关于“符合条件”一词我们下面就会谈到。基于应收账款所提供的贷款数额从 30% 到 95% 不等,有时还会更高。一般来说在 75% 到 90% 之间。如果企业与银行贷款员的关系好,也可能获得为期几天的高达 100% 的短期贷款。这其中最为重要的决定因素是企业的资产负债表和企业客户回款和折让的经营记录。对于银行来说,他不希望企业客户不能付款而最终只能选择退货。这样的话,银行持有的应收账款抵押单据就成了一堆废纸。所以只要银行看到企业有过高的退货记录,即便同意企业以应收账款作抵押贷款,也会降低贷款比例。我曾经卷入过某家私人企业的一次交易活动,这家企业对由于质量原因要求退货的那家客户没有开具贷方凭证,而是希望这个客户接受更换货物和原来已发货物的提案。所有这些当然都是私下操作的,这样做的账面上看起来回款数量会比实际回款数额大,目的是为了获得更多的以应收货款为抵押的贷款。为此,我们自然得向银行大费一番口舌。

符合条件有两重含义,一是指“逾期不能超过 90 天”,还有一层意思是说“在 90 天以内”。后一条件显然更加苛刻。如果银行说的是“逾期不能超过 90 天”,表示从发票开出后 120 天内还款即可。所以我们有必要搞清楚需要符合的究竟是什么样的条件。

找到合适的银行

找到一家适当的银行与找到恰当银行里恰当的办公室是同样重要的。(这一点将在本章附录中讨论。)当你向银行申请以应收货款作抵押贷款时,如果银行职员告诉你他们在商务区有一个专门的部门处理应收账款融资问题,你就应该明白你没有找对银行。每一个资金短缺的发展型企业时常会需要银行给他们一些宽限,如果找对了银行并与银行信贷员有很好的关系,他们一般会同意这样的请求,但银行商业区的专门处理应收账款部门绝对不会同意这样的请求。当然,他们这样做的目的也是为了保护银行的利益,这是他们的本职工作。但也会有例外,我们说的是一般情况。

服务型企业

许多银行可能会认为服务型企业的应收账款是“不符合条件”的,比如工程咨询企业、建筑企业、电台或电视台,甚至计算机软件企业。这一类融资基本是“以资产为基础”的贷款,如果银行认为服务型企业没有什么实有资产可以收回,就会认为应收账款是“不符合条件的”。我个人认为这种理由是站不住脚的。如果存在应收账款,服务企业必定和其客户签有合同,上面会表明客户欠供应商即服务企业的资金数额。如果银行拥有应收货款,必定同样拥有出售企业资产的权利。只要拥有这些实物就可以把它拿回来重新出售。假定实物是钢板,用钢板做成了一些产品,那么银行是否需要把钢制品拿回后重新融成钢板呢?这听起来和说服务企业并不出售任何实物一样荒唐。当然有些银行会对服务企业的应收账款提供融资,这表明企业选对了银行。我们需要记住的是在做一项杠杆收购的评估时,如果不能确定,最好向银行落实某个特殊条目的应收货款是否合法。

政府应收货款

当政府成为企业客户时，不论是州政府、当地政府还是联邦政府，银行都不太愿以应收账款作为抵押提供贷款——原因在于很难去强制性地要求政府付款。如果企业的主要客户是政府部门，如果企业只是有一部分政府的应收货款，而且订货量有一定的规模，银行可能会提供贷款。它会要求政府负责该项目的执行官员填写所谓的“程序布置”表格，授权政府直接向借款者付款。但这种程序只有对大单子才有用。合约签订的时间和大量文字工作也是这种程序受制约的重要原因，单是要政府官员无偿地花许多时间去做这些事就已经让他们极不情愿了。

集中度

企业的应收账款是否合法的另一个因素涉及“集中度”。如果企业的大部分订单集中在一个客户头上，银行一般会认为企业的应收账款不合法。我碰到过这样的一个例子。有一家企业应收账款的85%集中在一个客户（福特汽车企业）。即便这个客户的财务状况良好，却没有一家银行同意贷款，原因就在于如此高的集中度。最后，这个有大量应收货款的企业总算找到了一家金融企业愿意提供贷款（这家金融企业与企业主有着很好的交情）。一年以后，一场危机席卷了市场，福特企业停止向这家企业的几种零部件订货。这种情况持续了几个月，几乎使企业濒于破产。如果不是因为企业的集中度过高，这场危机也不至于让企业受到如此大的影响。与一家飞机制造企业的合作企业是另一个例子，如果质量控制检查员认为产品质量有问题，在问题弄清楚之前飞机制造企业可能会终止所有的订单，这会使企业受到很大影响，而银行也会不愿给这样的企业提供应收账款抵押贷款。

分散度

另一种相反的情况称之为“分散度”，它源于我经手的一家收购助听器产品企业的案例。这家企业的“坏账费用”极低，但银行后来发现虽然企业的客户信用良好，但这些客户分散在全国的17个州，而且发票只有两种：一种是金额为650美元的新元件，一种是金额为200美元的修理费用。银行要想收回分布如此之广的应收账款是不切实际的，这意味着把应收账款作为抵押物是不值得的。当然，并不是说有大量的应收货款就说明企业有分散因素，比如，一家复印企业可能有很多金额不大的应收货款，但其客户通常都分布在方圆五英里的范围内，虽然每个客户都会有许多的应付账款，要将这些应收账款收回并不是一件很难的事情，所以这种应收账款是可以用于作抵押物的。

应收账款计划

正如前面所说，每个银行对于应收账款的融资安排存在相当大的差别。银行都希望企业提供的UCC1表中的相关业务执行都要按规范行事。在这样的情况下，银行认识到需对企业的最高贷款额度有所限制，例如500万美元。只要企业的贷款额度没有超过这一限制，而且应收账款的额度也没有低于一定的量，如600万美元，银行就会认为企业的经营状况良好。这样的话，银行会说“我们会一年来一到两次审计应收账款”。这意味着银行不需要使用UCC2即安全协议来考察企业的每一条应收账款记录。这类企业的资产负债表通常都显示出企业良好的经营业绩和收入表状况。企业应该是增长迅速，银行乐于以应收账款作抵押来提供流动资本。

与此相反的情况是银行要求企业每次借钱的时候都要求提供 UCC2 表。认真地检查企业的每一张发票,在审核结束后所提供的贷款量也远远比不上应收货款的金额。这表示借钱的企业在银行心目中并不可靠,企业的财务状况可能很糟或者银行对企业的管理存在疑虑。银行的猜疑还可能表现在对借款者的突然造访并宣布将在第二天对企业的应收账款进行审计。表明银行可能怀疑企业的应收账款订单有虚报,主要是通过找够应收账款单据以借取所需的资金。如果为了在周五有钱发工资,企业的管理层可能会提前几天“预计”到一个装货单!如果审计查出此类问题将会把企业归入经营不稳定的队列。金融企业对此情况如何处理我们会在后面讨论。

存货融资

当亚当·斯密在写《国富论》(1776 年出版)的时候,他特别强调了银行应对商业企业提供恰当的贷款。他认为唯一恰当的贷款形式是以存货作抵押的贷款,其理由在于当存货转入交易的时候,企业就可以有钱用于归还贷款了。从 1776 年到 1960 年的很长一段时间,以存货为抵押物发放贷款对于银行家来说成为了金科玉律。今天这种情况发生了转变,亚当·斯密的完美逻辑突然不再合理了——银行根本不愿意以存货为抵押来贷款,即使他们这样做,多半也是想为贷款找个理由或是阻止企业向其他人借钱。对于存货,客户并没有义务买下来。但如果企业有应收货款,表明客户欠企业的钱,企业需要做的只是把钱收回来,因此对于企业来说有欠账好比手头有一些东西要去卖!

然而,银行会基于一些一般性的准则以存货做抵押向企业贷款。三种存货:原材料、半成品和成品中,原料和成品是可以用于作抵押物的。当银行真的想要贷款给客户,他可能也会接受用半成品做抵押物^①。

借款原则

银行将企业存货作为抵押向企业贷款的额度通常不会超过存货价值的 50%,其原因在于当存货遭遇强行拍卖时其价值总是会缩水,而且清算人在一开始给存货折价的时候就会砍下很大部分的价格,这样存货的剩余价值就所剩无几了。因此,真正决定存货抵押价值的是其重售价值。如果可以很顺利地发一辆车到借款方然后将存货拉走并卖掉,那么在(这样的原则下)类似镀锌钢卷板这样的原材料就非常符合标准。如果生产商或经销商明确表示愿意拿回退回的原材料,这样的原材料也是很合格的。借款方存货中的原材料供应商可能要收取一定比例(比如 15%)“重新进货费”。如果存货是一些纺织品类产品的边角料,则多数贷款人不会为此提供贷款。这是因为纺织品通常是一些“时尚”产品,一旦过季了就可能极不值钱了,等到整个诉讼程序结束银行有权出售这些存货的时候,时尚潮流已经改变,这些原材料变得一钱不值了。

^① 在 20 世纪 70 年代,当银行试图占据“中型市场”业务的份额并开始推行杠杆收购贷款业务时,基于 W-I-P 的贷款是很常见的,现在这种业务已不太常见了。

得到制造商保证的最终产品也可能不能作为抵押物。这是因为一旦企业破产，银行唯一能做的事情是去卖货，这样的话，保证又有何用？我们并非是说所有的最终产品都会有所保证，这是一种相对而言的情况。如果你看到的就是你得到的，存货用为抵押物应当是可以接受的。但即便如此，大多数银行也只会提供存货价值 50% 的贷款。

我们现在关注的焦点是如何对存货估值，是用先进先出方式还是用后进先出方式。如果是后者，存货在企业账本里表现出来的价值会比用另一种方式表现出来的小得多。如果两者差异极大，银行可能会作出一些让步。

存货融资的其他途径

除了将存货作为抵押物外，还有利用存货来确保融资的另一种方法——对仓库贮存的使用。这种方法以前一直在广泛地应用，但美国联邦商业代码法案的通过使这种方法的使用极大地减少了。如果企业觉得贷款抵押物只能得到 50% 的抵押贷款的限制太严格，企业可考虑用公共的仓库或郊外的仓库来做抵押物。公共仓库在所有的大城市都有，特别是在港口城市。这样借款者可将存货放到公共仓库里并将仓库给出的收据提交给贷款机构，如银行或金融企业。有了这份收据，银行会提供超过存货价值 50% 的贷款。当借方想要使用存货的时候，他只需向贷方支付借款金额就可以收回存储收据，并提回所需存货。有时进出口企业就会使用上述方式来融通资金。在这种情况下，仓库可以说是一种特殊的“免税”地带或仓库。这种做法通常在货物的转运过程中出现。

另一种可以利用的仓库叫做“郊外仓库”。一个公共仓库有权监管郊外仓库。通常的做法是，在仓储协定中借款企业的一个雇员会担任仓储企业经纪人的角色。例如，如果存货是黄金，仓库企业愿意为企业提供存贮场地，仓库企业会命其一雇员作为担保人——保证黄金或其他贵重物品存放在一个安全的地方。当企业想要提取部分黄金时，它需向银行或其他贷款人还款并授权仓库人员发放一定数量的黄金。有时仓库只需在需要存贮的存货周围临时性的围一圈篱笆就可以了，例如当存货是钢材的时候便可这样做。但在当今 UCC 的标准下，贷款人普遍感觉很安全，这种临时性的仓库也是没有必要的。

设备融资

几乎每个发展型企业都会涉及运用制造品设备融资。设备可能是制造商自己的或是其相关成员的设备，在三年之内借款方可以贷到设备购买价格三分之二或四分之三的资金。用过的设备是否也可用于融资呢？

银行或金融企业对于设备的贷款是基于对设备能否“迅速售出”或“流动性价值”的大小的鉴定，但不同的鉴定者会得出不同的结论。

鉴定者类型

有三种评估者可选择。首先是美国评估企业，马歇尔以及斯蒂芬等类似的评估企业。这

些企业主要是为商业企业提供商业评估,所有的评估都是对各种类型的资产进行评估。从我们的角度来说,是希望评估企业提供一般的市场价格评估,但你可要求评估企业来评估企业中的哪些资产可以快速变现。你可以选择能够通过拍卖方式快速出售变现或你可以指定一个“顺次再售”的价值评估,我一直认为这种方式是一种最为快速的变现方式,但也不是没有看到相反的例子。

其次,还有一种类型称为“清算人”,也可以叫做“拍卖人”。实际上他们所说的通过设备拍卖快速变现是指这类企业认为这类设备可以在下周安排拍卖,因此,对于一个拍卖企业,你只能拍卖一种能够快速变现的设备,其重要性我们会在下面讨论。

第三种类型的评估人就是二手设备交易商。如果选择恰当,那么交易商实际从事相关设备的经营活动,这一类型交易商看似非常可靠的。但我的经验告诉我情况未必如此,这类评估者往往不被借款人所接受。有些设备交易会为一件评估商品提供一段时间的抵押担保,并收取一定数额的担保费。

影响评估的因素

利用设备进行融资,是为了拥有设备的企业还是为了一个可能的杠杆收购者呢?价值的快速变现是非常重要的。但市场价值和快速变现价值如何确定呢?显然,设备的使用时间和状况是非常重要的决定因素。一个保养良好的设备肯定要比一个来自脏乱的二手店铺或需要不停维修的设备的评估值要高。通过杠杆收购方式或现金方式收购一个企业时,一个危险就是设备没有得到很好地维护。这里的问题不是有如此多的修理工作要做,而是有多少修理工作要做?有时可能已经花掉许多钱,但机器还不能很好地工作,因此,如果购买的制造企业有大量的设备,买方需要注意设备商店的清洁程度,这是衡量维护工作是否得以很好执行的标记之一。如果店铺很脏乱,一定会有大量没有得到很好维护的设备,古话说得好:“爱清洁的人是上帝的邻居!”对于设备商店来说情况确实如此。

决定设备市场价值以及快速折现价值的另一个因素是经济状况,尤其是设备产品的需求状况。如果机器是用于生产飞机部件,而飞行器产业又处于一种市场严重下滑状况,那么对该类机器设备的市场价值评估就会特别低。关于这一点还有一个很好的例子。1968年一台全新的辛辛那提 Milicron CNC Hydrotel (一台电脑控制机器)想以三万五千美元的价格卖出,但在那个时期航空业严重衰退,人们都认为只有疯子才会花很多的钱去买那个设备,于是直到1971年这台机器才以四千美元的价格拍卖出去。但三十年后,如果设备得到了很好的保养,可以卖到225万美元的高价,这是由于今天的航空业非常景气。我真的希望读者能够从这个故事里得到一些启示。当收购某个企业时,你用设备做抵押贷款最好的时机就是市场情况很好的时候。市场价格不仅会比萧条时高,而且快速变现价格也绝对会高于市场价格。(后面我们还会告诉你在市场情况良好的条件下收购企业比糟糕的条件下要好的其他理由。)

设备的借款比例

银行和金融企业放款比例通常是快速变现值的85%—100%。这就是说,市场价值实际上是次要的,他们真正看重的是快速变现值。因此,为了得到更多的贷款,企业更应该选择由

评估企业提供的“顺次再售”快速折现价值而不是拍卖价值（前提是银行和金融企业赞成你所选择的评估方）。有些银行或金融企业有它们自己内部的评估师，这些评估师主要是用来对外部评估师的工作准确性进行检查。评估师的意见可能会导致贷款比例或评估价值的改变。

设备评估的成本

由于设备评估涉及许多因素，而且不同地区的价格也存在很大差异，因此很难对一项评估的成本加以归纳。国家评估师协会成员按照“评估所需的时间”来收评估费，他们被禁止按照设备的价值来收费，即评估的成本是由设备的数量多少以及得出某些特殊设备价格的难度来决定的。一个市场价值为 300 万美元到 1 000 万美元的设备其评估成本大概在 5 000 美元到 1 万美元之间，但这样的估价是在设备的具体状况和数量以及评估师所花费的时间都已明确的情况下作出的。如果实行杠杆收购，贷方可能不接受评估企业的评估报告，因此在向评估企业付款之前有必要听听贷方的意见。

向金融企业借款

前面的讨论主要集中在向银行借款，这一部分我们谈谈向金融企业借款与向银行借款之间的差别。

美国的金融企业规模大小不均，通用电器投资企业就属于巨无霸型的。交易规模通常是金融企业考虑的重点。在后面的讨论中我们会将金融企业与银行做个对照来了解他们各自的偏好。但在此之前，我们需要了解金融企业可能提供的贷款类型。

应收货款抵押

金融企业和银行一样都会以应收货款作为抵押向企业放款，所采用的方法也与银行类似，不同之处在于，这些企业对账目的检查比银行更细致。他们通常会安排专人负责监督应收货款。如果账目出了问题就是这个人的责任，所以这些负责人可能会对那些付款比较慢的客户提出质疑，甚至有些客户实际并没有打算滞后付款都有可能受到质疑，这自然可能会激怒企业的客户，削弱销售员与客户之间的关系。就这一类型的融资来说金融企业往往比银行更多疑。比如，许多金融企业要求贷款企业在提供 UCC2 的同时还要求附上货运单。货运单证明发票上注明的货物已经实际装运了，这是货物实际发出的证明。当然，这种做法并非是所有金融企业的要求，也并非是对所有借款企业的要求，只不过相比银行而言，这样的做法在金融企业更为普遍一些。但金融企业不接受为了使贷款合法而将单据提前开出的做法，而坚持认为在对企业贷款之前有必要得到货物确实装运的确凿证据。

如果金融企业了解借款方的财务状况，并感到自己有机会与企业合作，同时企业在某些方面的优势是银行没有察觉到的，那么此时金融企业会比银行更好说话^①。金融企业对这种增

^① 关于这一点，我的意思是对于金融企业来说，他们要求借款企业自身必须具有很好的财务状况，贷款资金只是用来解决某个“关键”问题。

加的风险会要求更多的收费,而银行通常不会这么做。金融企业对应收货款为抵押发放的贷款额度通常和银行相当,介于30%—90%之间,通常在70%到85%之间,且借方的回款条件和期限也会对借款比率产生很大的影响。

银行通常认为不超过付款期90天以内的应收货款是可以作为抵押物的,但金融企业认为只有不超过90天的应收货款才可以做抵押物。如果在借款企业默许的情况下客户的付款时间晚于此期限怎么办呢?这确实是一个值得讨论的问题。对于借款企业来说在其应收货款部门应培训专门人员对应收货款的到期日加以关注,确保不要无意间删除了某些应收货款,而导致贷款人的要求不能满足。

应收货款保理

我们将应收货款作为抵押融资的另一种方式称为“保理”(factoring),这种做法始于美国殖民地时期,当时它被用作信用证的替代物。当时,新英格兰的一些制衣厂发现他们的客户遍及整个东海岸和新奥尔良地区,比货物的装运问题更严重的是如何收款。今天我们将处理这种进退两难境况中的产业称为“保理产业”,有专门的保理人告诉制造企业说:“我将你的应收货款买下,因为我在那些边远的城市都有人在收款。”这便是“保理产业”的由来。

保理不同于抵押。保理买下了应收货款并实际拥有了应收货款,而抵押中的贷方只是对应收货款有留置权,销售企业则依然拥有应收货款所有权。如果保理想要买下应收货款,它便需要提供客户信用等级证明。这就需要它代替销售企业对每一个可能的环节都进行筛选,于是销售企业无需再专门设立信用部门来对每个客户的信用进行审核。当然,制造企业依然可以出售产品给他们的客户,但如果保理拒绝购买存货,制造企业的应收货款将得不到任何融资。

保理几乎成为成衣产业的专用做法

保理在成衣贸易中变得越来越普遍,但在其他行业并没有盛行起来。这是因为保理商只有在客户准时存款的时候才能得到他们自身的利润回报。如果客户延期付款,保理就会开始催促客户还款,这会导致所谓的“负面需求”效应,即企业会失去那些不愿意被催着准时付款的客户。因此,如果某个不熟悉保理行业的制造商想要用保理时有可能面临来自客户的潜在的风险。联系前面的内容,如果制造商选择的客户是制造商不了解的,甚至是保理拒绝接受的,我们就会想要知道这是为什么。

保理拒绝接受某个客户意味着保理知道该客户的信用状况不好,这种情况下企业为什么还要销售货物给它呢?虽然美国成衣行业买家遍及全国各地,保理商却清楚每一个客户并可以便利地对这些客户的信用等级进行评定,这就为制造商节约了大量的金钱和时间。

保理业务的其他特性

制造商可以选择将应收货款卖给“有追索权”的保理商,也可以卖给“没有追索权”的保理商。这涉及在客户没有付款的情况下由谁来付款的问题。“有追索权”意味着制造商或卖家将承担坏账,而“没有追索权”意味着由保理商来承担坏账。但欢喜也是有代价的,如果保理商承受的责任更大,所收取的费用自然也会更多。

保理计划可以分为“告知”和“非告知”。前一种情况表明保理计划是公开的,应收账款和

单据清楚地表明需要向某保理企业支付多少金额的货款。而后一种情况下保理企业的身份可以不暴露。

当收到发票等相关票据，保理商会将余款减去费用支付给销售商。预付款比例取决于这笔生意的多少，但这对于企业的资产负债表来说是一个很重要的数据，当然回款和期限也同样重要。不同的商店在采购服装时有不同的偏好和行为模式，这也是保理业务在制衣行业盛行的一个理由。除了金钱，保理对潜在客户信用程度的了解对制造商来说更有价值。

许多人轻易地认为保理费用很昂贵，但这是不尽正确的。保理费约为 30 天应收货款的 5%，推及全年的话，费用就会达到 60%。但使用保理的企业不需要再设立一个专门的信用部门，这本身也是一种节约。这种责任的释放也可以使企业在交易中避免大量潜在坏账。同时，许多使用保理的制造企业感到对于有一定价格弹性的商品可以通过保理商收费的方式将价格的变动转嫁给消费者。

保理业务除了在成衣制造商中大量使用，在其他一些商业或专业行业领域也在应用。我认为，用这种方法融资应用在成衣贸易中是最好的，但对其他行业未必如此。因为这种做法所产生的负面需求效应也是一种成本。保理业务只能作为一种补充手段，而非首选的、最理想的手段。

存货抵押

一般说来，因为金融企业以资产为抵押贷款给企业的时间期限比银行要长，金融企业对存货融资的了解要比银行深刻。尽管银行是以资产为基础的贷方，但他们不愿意兑付存货之类的抵押物，从而不愿发放类似的贷款。另一方面，金融企业在银行发现这个中间市场以前就已经运作这类业务许多年了。金融企业在开始他们的贷款业务初期，工厂甚至是以电冰箱、小汽车或者存货设备等作为抵押获得贷款，而银行不会这么做。当金融企业以存货为抵押发放贷款是基于存货可以流转的认识，而银行不了解这一点。于是金融企业会去做有关企业存货流转的测试，而银行根本没想过做这样的测试。这也是金融企业先于银行很久进入中等规模企业贷款市场的部分原因。金融企业意识到在存货取回后能够很快卖出，而银行对此却并不了解。

有趣的是，金融企业针对存货的放贷比例最高可超过存货价值的 50%，而这个比例是银行的最高值。区别在于金融企业会针对某些存货发放贷款而银行不会。金融企业和银行一致之处在于，都对企业的存货提供贷款。这样做的原因是为了防止其他贷款方用存货作抵押已经发放了贷款。

金融企业与银行在优先权上的不同

对银行与金融企业在优先权与方法上的比较也是很有用的。对于银行来说最重要的事情就是企业的资产负债表、收入表和现金流量表，然后是间接资产。最后，企业才会向银行出示抵押物。

金融企业则对抵押物和企业的现金流最为信任。他们查看企业的资产负债表和收入表。对于金融企业来说,很看重个人担保,虽然银行也坚持要求担保,但对个人担保的重视程度没有那么高。

对于两种类型的贷款方来说,银行和金融企业都想确定借方会专注于其业务,并努力工作以偿还债务。贷方不想要借方一遇到困难就逃避而不敢面对。

银行在看待与企业的关系这个方面的视角会与金融企业有所不同。因为贷款业务只是银行与企业关系的一部分。它们之间还有存款关系(企业的支票账户和工资账户都在银行)。同时,银行还向企业提供信托业务和开立信用证,并且还可以帮助企业主和高层管理人员进行个人理财业务。而金融企业没有这些服务,他们与企业的唯一联系就在于提供企业贷款,这是金融企业唯一的赚钱之道。这也是金融企业在对企业贷款方面手段更为激进的原因所在。

金融企业与 78 规则

当企业考虑应该向金融企业还是银行申请贷款时,金融企业通常会提醒潜在的借款人说:“一旦你有了麻烦,我们会帮助你。”当然,企业倾向于与他们的贷方一起来解决难题,但这可能会有一个“陷阱”。金融企业典型的做法是使用一种称之为“78 规则”的规则来计算贷款利息,并以此计算每月的本金和利息比例,每月定期收取。所谓的“78 规则”中的 78 是指从 1 到 12 的加总等于 78。如果贷款期限一年,在第一个月金融企业将收取这一年全部的利息,以及本金的 $12/78$,第二个月收取 $11/78$,直到第十二月的时候收 $1/78$,如果贷款时间超过一年,则还款比例也相应增加。

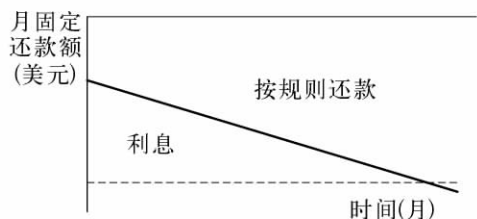


图 11.1 在 78 规则中每月要支付的利息和本金

如果借方向金融企业抱怨说他们由于没有足够的现金流不能支付每个月的利息,则贷款方会销毁贷款合同再重新拟一份低利息的贷款合同。但如果旧的贷款合同取消了,而新的贷款合同是在贷款执行期限的早期,金融企业依然要求企业支付所有的贷款利息,而且利息与贷款金额的比例更高。但对于“缺乏资金”的企业来说,只要不再每月支付利息,他们就不在意金融企业所要求的一个过高的利息回报。这种情况如图 11.1 所示。

短期融资的政府渠道

在美国有许多政府机构提供融资服务并对发展型企业提供帮助,这一点我们已经在本书中多次提到。在这里,有两个覆盖全国的融资组织特别值得一提。

小企业主利益保护局融资

成立于 1960 年的小企业主利益保护局为用于设备购买和其他固定资产的营运资金和条件贷款提供担保贷款。如果涉及建筑物,则贷款期限可以长达 8 年。这中间有一系列的原则需要

遵循,其中的一点是要求企业必须是一个盈利企业,不管收益多大,非盈利企业不可获得贷款。企业也不能从事报纸、广播、电话、电影行业业务,否则将被视为政府对“自由话语权”的干预。此外,贷款不能用于投机,比如倒卖土地。企业还必须有过“正当贷款”被贷款协会拒绝的经历^①。

同时,银行不能因为想要摆脱贷款问题而要求小企业主利益保护局的担保贷款。但如果想要买下一个企业可能得到由小企业主利益保护局提供担保的所需贷款。举个例子,如果贷款方本来只愿意提供部分的贷款融资,由于小企业主利益保护局对其他剩余物品如存货提供担保而愿意提供更多的贷款。由小企业主利益保护局提供的最大贷款担保额度取决于贷款额度或对此类贷款的地区要求,以及美国政府部门对融资条件的相应规定。

小企业主利益保护局在最初创立时只是人权问题的一种手段,当时的观念是只要你不是少数族裔你就有资格贷款^②(如何定义少数族裔是当时的问题),但在今天,这种情况已经不再。

农业企业合作服务^③

农业企业合作服务部是美国农业部的一个部门。因为这个部门的业务只在农村开展,只在少于5万人口的小镇和区域开展业务,在美国城市鲜为人知。

与小企业主利益保护局类似,农业企业合作服务社运作的项目旨在“提高美国农村人口的生活质量,在全球市场中引领繁荣”^④。如同小企业主利益保护局一样,这些项目包括为商业贷款人提供高达80%的贷款担保,最大的差异在于目前最高的贷款担保额为2500万美元。当私人团体无法获得融资的时候,农业企业合作服务社也提供直接的贷款计划,最高额度也是2500万美元。

对于想要在农村地区从事制造业或其他商业活动的人来说,这也许是一个极佳的且不容忽视的融资渠道,特别是如果你能证明获得这项贷款之后你能够保有原来的工作岗位甚至创造新的工作岗位(这种说法确实属实)。

进出口银行

对于想要出口的企业来说,进出口银行能够提供其他融资渠道不能提供的资金(企业仍需要向银行提供融资担保),这种融资方式也可以满足对初期融资的资金需求,这样企业就可以获得生产出口产品的原材料。

本章小结

对于新兴企业和中等规模的企业来说,获得短期融资最常用的方法就是以应收货款为抵

① 这种要求是很容易满足的。我已经不止一次的打电话给我的一个银行家朋友想得到一封“拒绝”信,不久之后就得到了。

② 例如妇女曾被看作是一个少数族裔,但今天妇女被看作是少数族裔必须表明特别的需要。

③ 正式的名称是“农户家庭贷款管理部门”。

④ 引自一份由农业企业发展服务部门出版的促销广告。

押向银行贷款。这一章里我们谈到了银行在发放这类贷款时所遵循的一些原则。企业管理层学会用应收货款来获得贷款是相对容易的,但如果是想要收购其他企业,特别是以杠杆收购的方式收购其他企业时就有必要了解那些原则了。

向金融企业借款是本章第二部分讨论的内容。对于管理层来说重要的一点是了解银行融资与金融企业融资的区别——很重要的差别是金融企业提出的一种所谓“78 规则”,这样才能作出正确的选择。

理解“78 规则”有助于解释为什么金融企业对潜在的借款人说“如果你有了麻烦,我们能帮你!”将旧的贷款合同撕毁转而订立一个低月息的新的贷款合同确实能够解决大问题,但金融企业由此收取的费用也会远高于双方原来确定的利息率水平。由于大多数企业家最看重是现金流,所以金融企业要求企业在开始还款时所支付的利息甚至会高于本金。

对许多中等规模的企业来说,另一种共同的融资方式是设备融资。贷方发放这种类型的贷款时会考虑到评估师的意见,因此涉及对评估方式的讨论以及对三种不同类型的评估企业的讨论。

聚焦企业管理之道

做与不做：从“HARD KNOCKS 学院”学到的功课

- ◆ 坚持并聚焦于你的核心业务：假定你已经知道你的核心业务是客户所需求的。
- ◆ 让你的事业尽可能的简单：不到万不得已,没有必要去尝试别的领域。
- ◆ 不要在快乐生活与有趣工作中加以选择,它们本就是一回事。
- ◆ 不要跳进“大项目”的陷阱,因为你必须与太多的人去周旋,最终你会发现这不是做与不做的的问题,而是执行力的问题。
- ◆ 现在你该为企业计划行动了!



问题讨论

(1) 你与银行初次打交道。你想用企业的应收货款作为抵押向银行借钱,当你和银行提起这事时,银行家让你去他们在商业区设立的专门处理此业务的机构申请贷款,你对此做何反应?

(2) 你需要设备融资,一家金融企业打算接手你的业务。他们要求你如果接受他们的贷款,就提出一个费用报价。这是什么意思?如果他们的利率与银行利率相近,你选择哪方提供的融资,为什么?

(3) 你认为与金融企业还是银行合作能够使企业经营状况更加良好?当他们对你的企业

进行评估的时候会考虑哪些因素？

（4）你正在考虑把一个企业作为潜在的贷款候选人。你如何来评估这个目标企业用作抵押的应收货款？他们的存货可以典当吗？

第十二章

信用证

为什么我们要将信用证单列一章呢？前些年，即使在美国跨国交易也很少。但是，世界现在对于所有的交易而言已经变小了，那些没有国际化观念的管理者已经落伍了，而信用证在跨国交易中被广泛地使用。今天，跨国交易是众多企业（尤其是分销商和制造商）的生存之道，对于万人瞩目处于改革开放的中国更是如此。

对于大多数商人来说，信用证展示了交易中令人最不寒而栗的问题。信用证由专业技术人员和律师编写来解释这些问题并防止银行家犯错。信用证的细节沉闷乏味，但商业人士在使用它时并不需要了解所有细节。正因为如此，本章旨在揭开信用证的神秘面纱，使其对企业经理人更通俗易懂。企业是本书的研究兴趣及关注点，因此信用证中有关银行家必需的细节被刻意忽略了。

在这一部分，我们研究劳动资本管理。我们之所以要在讨论现金与应收账款管理之前讨论信用证，并不是为了让读者成为信用证的专家，而是为了向大家展示信用证有用的用途。很特别的，美国的经理人并不重视信用证，但是信用证的使用在近些年蓬勃发展。事实上，信用证不仅在国际贸易中被广泛使用，并且在一般交易中也占有一席之地。

什么是信用证？

简单地说，信用证是一家银行开具的通常是要求另一家银行满足一定条件下（例如货物已装运）对第三方付款的单证。信用证的使用始于中世纪晚期的海上贸易（特别是英国和荷兰正在进行世界探险）。由于商人必须以某种方式对采购的货物进行支付，并且银行间都保管了彼此的存款以用于头寸冲抵，这使信用证得以广泛应用。在美国的殖民时代，信用证的使用受到了限制，但是金融企业通过收购应收账款开始扮演起支付者的角色。如果美国一直有使用信用证的传统，也许信用证现在会更易于接受。人们在伦敦、鹿特丹、新加坡和香港都会用到信用证。

许多美国银行把签发信用证看作是发放贷款，虽然很多时候不需要银行把钱交付给另外一家银行 2 或 3 个月，但银行仍然会在企业账户上扣除信用证的金额。由此可见，在美国“买卖”信用证是不同的：获取信用证将处于有利地位，而签发信用证则不利。这一点需要读者有清楚的认识。

信用证还有一个突出的特点就是银行并不一定要开具信用证，银行可以建议客户使用信

用证并甚至会向客户收取咨询费用。客户并不能以自己的名义要求银行开据信用证。

信用证的种类

信用证有很多种类,包括商业信用证、循环信用证、保兑信用证,performance 等等。这些信用证都可归于两大类:国际信用证和国内信用证。国际信用证在国际贸易中使用并受国际惯例规制。但是十年前信用证可能是最不常用的金融工具之一。随着国际贸易的增加,使用信用证的人也在增加,尤其是注册会计师们学会使用国内信用证后,信用证的使用在美国有了一个爆发式的增长。本章我们将先后分别介绍国际和国内信用证,在此之前,还有其他的一些分类需要介绍一下。

使用国际信用证的一个案例

假设你是美国的生产厂家,并想从香港购进一批货物,如何来支付呢?你可以用支票支付,也可以用“电传”。但是你并不知道卖方是否已把货物装船,以及货物是否符合你的要求。在卖方装船后给你寄出支票时,他必须相信你会履约。实际操作中最常用的解决办法是由买方给卖方开具信用证,而且在前期的谈判中就会提到何时支付的问题。

在美国的银行一旦开具了信用证,如果买方所在地银行要扣除买方开具的信用证中注入的金额时,买方并不在乎卖方是即时获得支付还是延迟获得支付;但是在其他的银行,特别是在一些其他国家的银行,支付日期可能会极其重要。例如,如果买方银行在对支付行支付之前不扣除信用证注明的金额时,那么 60 天或者 90 天的延迟支付便给买方足够的时间接受货物,甚至可能及时销售货物从而筹集支付款。不幸的是,大多数美国银行都在开具信用证时扣除信用证额度,所以买方没有获得延长支付期。

如果指定在将来某时间支付,那么卖方可以凭出货证明到通知行以信用证开具汇票,并且按信用证金额折现支取,银行可以采用所在地市场承兑利率折现。在本例中,通知行就在香港,假定我们的年利率是 6%,60 天后给付,那么只要折去信用证面额的 1% (6% 的六分之一)。可以提前 69 天拿到货款而只花费 1%,任何商人都不会错过这样的机会!如果卖方在美国国内销货,若能在收到汇票的前十天内得到支付,那么让三个点卖方也是愿意的,但那就相当于 54% 的年利率——如果在 30 天后支付的话!由此我们能清楚地看到信用证的优势。

我们还可以从另一个有趣的角度来看凭信用证开具汇票的折现方式——不一定要在卖方所在国折现。例如,假设美国企业从香港购买货物,而香港企业在东京设有分支机构,假设日本当地的此时的折现率比香港要低,那么可以安排在东京进行折现。不过一般要大面额的信用证才能这样操作。

可撤销和不可撤销信用证

任何开具信用证的一方都可以规定信用证是可撤销的或不可撤销的。如果是可以撤销的,那么在卖方获得支付前任何时刻,开证一方都可以撤销信用证。显然,可撤销信用证给卖方带来

的风险就很大了。如果卖方的某种行为不符合那些严格细则的规定,而且在装船之前买方撤销了信用证,那么卖方就只能怪自己倒霉了。正因为如此,可撤销信用证在贸易中极少用到。

不可撤销信用证是不能被撤销的信用证。不论何种情形,一旦开出信用证,都不能够给予撤销。只有当信用证中规定的事项没有被履行或者信用证过期时,买方才可以不支付。现实中使用的信用证绝大多数都是不可撤销的。

银行的给付需要提供信用证要求的相应单据,这一点需要充分的理解。一旦提供了信用证所要求的单据,那么支付行必须给予支付。支付行在这一点上是没有自主权的。不论买方对货物是否满意,只要卖方向支付行出具了相关的票据证明,就能够得到支付。在非洲的某人订购一车厢水泥,但是忘记在细则上说明该装有水泥的车厢应被覆盖。结果装有水泥的车厢是露天的且途中阴雨连绵。支付行收到信用证规定的单据支付了卖方,而该买方却遭受了损失。

如果货物出现质量问题时,应向支付行出具相关书面说明。例如,书面说明中应附有相关人员签字的检验证明。如果此人没有签字,那么银行将不会向卖方支付。如果是从国外进口并且买方没有人员在出口国或出口地,那么可由出口地专业的检验机构出具检验证明。检验员有时也会带来麻烦。在货物被装好以待运输的情况下,检验员应在装运日规定的时间内进行检验工作。有时,检验员不能在装运日之前及时赶到现场,这可能意味着可怕的事情将会发生——延迟装运时间。

不论对于买方是否便利,都是由买方而不是支付行负责使用信用证并且提供检验证明,支付行给付之后交易就结束了。当然如果买方和卖方签订的是连续性合约,买方应该具有追索权,但对于某些国家来说(比如美国),如果签订的是国际贸易合约,就没有追索权。

跟单信用证和光票信用证

跟单信用证是指涉及货物要求的信用证,如果没有涉及货物,那么就叫做光票信用证。后面将对此做进一步介绍。

信用证和备用信用证

信用证是指将由银行支付的保证付款文件,而备用信用证是指当且仅当信用证开证人没有支付的情况下,才由银行支付,银行并没有第一支付责任。

保兑信用证和不保兑信用证

保兑是指当卖方提供符合条件的单据时支付行会给予支付,而不需要把单据送至开证行才能获得批准给付。通常发达国家之间的信用证都是保付的,但是在和中国、伊朗等一些国家贸易的时候,通常采用不保付信用证。假如一个美国卖家向中国一家企业出售货物,那么收到的信用证很有可能是保付的。因此,当美国卖家在码头或者机场把货物交付给承运人,并且收到收回货款必需的货运单据时可能会感到非常奇怪。卖家必须把这些单据送到中国以获得给付而不能立即从保付行得到给付,甚至也不能凭信用证取得贴现汇票(这个我们下面会提到)。卖家会被告之必须把票据送到中国才能获得给付,并且票据必须先被送到纽约(或者洛杉矶或者其他什么地方),然后才送到中国进行批复。整个批复过程可能至少需要两周甚至一

个月以上的时间。在信用证确认之前的这段时间里,美国的出口者得不到支付。时间就是金钱,对于卖家来说成本增加了。出口给中国国有企业的美国卖家要求开立保兑信用证几乎是不可能的(除非急需)。

仅仅看信用证无法辨别出是否保兑,这是因为信用证本身并没有注明这个问题。但如果是来自中国的信用证,应该视为不保兑的。如果信用证上写明“在任何一家银行都可以得到支付,”这明显地表明该信用证是保兑的。

申请信用证表格的一般特点

在信用证签发之前,申请信用证的企业应填写申请表。该表格包含了所有的细则:比如谁向谁买,买什么,等等。买方必须在表中详细填注信用证所需的一切细节。图 12.1 是一个申请表的样表。依靠表中的信息开证行就可以开立信用证了。

表中的第一部分是开证行的名字,第二部分是开立信用证的一方(买方),即旧金山 ABC 玩具进口企业。第三部分是信用证的受益方(卖方)即香港九龙 XYZ 玩具出口企业。第五部分是指定的支付行,由该行对受益人支付。有时受益人会指定通知行(支付行),在本例中指定的是美洲银行香港分行。没有指定的情况下支付行填为“任何银行”。

第六部分规定了交易的金额,买方或卖方可以指定以哪种货币支付。对于美国的企业来说,幸运的是美元在国际贸易中被广泛的运用,甚至交易双方都不是美国的情况下也是如此。例如中国的出口方和英国的进口方进行交易,也可能以美元定价。

第七部分是信用证的有效期,这个日期非常重要。如果受益人在有效期后提交票据,即使是符合信用证要求的,支付行都不会给付。买家必须申请修改日期才能授权支付行支付。当下单日和装运日之间间隔很短时,信用证上任何小的错误都会导致需要修改信用证以延期。样表表明买方需要对开证行支付修订费用,这不仅烦琐而且昂贵(虽然这么高的价格是合理的)。以笔者的经验,当交易涉及多种语言时这样的错误经常发生。例如,南美的买家和中国的出口企业用英语开立信用证时,如果出口企业的名称和地址没有正确的注明,那么必须修正信用证。

信用证超过有效期的另一个原因是经办信用证的职员没有及时有效地为卖家办理。他们没有及时向支付行提交有效单据。在这种情形下,买方被告之并且被要求对信用证修正。显然,这对买家来说很不方便,特别是在多次发生的时候可能会导致买卖双方的摩擦。如果货物已经装运而是卖方导致信用证过期,那么买家可以收货并且不予支付。显然这种情况不会持久,如果买方还想向卖方下单,就得修改信用证。

第八部分标明了 L/C 中涉及的购价百分比。有时,这是一种延期支付形式,L/C 只涉及剩余价款。或者,买方会指明 L/C 只涉及购价的一部分,剩余部分依据收据。这种做法会导致买方按信用证支付 75% 的价款,而当买方收到原材料时,会说质量规格与订单不符而提出折扣要求。(但这种做法会产生一种混乱的情况:如果买方收到的货物是符合标准的,卖方会以为对方欺诈。)

第九部分规定了如何支付。如果是“即期”则是在收到符合信用证规定的单据时支付,这

 Bank of America		1
4	Application and Agreement for Commercial Letter of Credit	
TO: Bank of America National Trust and Savings Association ("Bank")		
A. Application. ABC TOYS IMPORT, INC. ("Customer") requests Bank to issue an irrevocable commercial letter of credit ("Letter of Credit") as follows:		
☐ Full text telettransmission ☐ Airmail with brief preliminary telettransmission advice ☒ Airmail ☐ Courier		
1. Advising bank and address (if left blank, Bank will select advising bank) BANK OF AMERICA HONG KONG, HONG KONG	4. For account of (Customer Name and Address) ABC TOYS IMPORT, INC. 300 MAIN STREET SAN FRANCISCO, CALIFORNIA 94000	
FOR BANK USE ONLY		
2. L/C No. _____	5. In favor of (Beneficiary Name and Address) XYZ TOYS EXPORT LTD. 8TH FLOOR, STONE BLDG., 45 KOHAN ROAD KOWLOON, HONG KONG	
3. Expiration Date: Drafts to be drawn and presented to the negotiating or paying bank on or before: AUGUST 15, 19 XX	6. Amount: \$85,350.00 (EIGHTY FIVE THOUSAND THREE HUNDRED FIFTY U.S. DOLLARS) Currency: U.S. DOLLARS	
7. Covering 100 % of invoice value. (Full invoice value unless otherwise specified.)		
8. Available by drafts at (Tenor) SIGHT on Bank, Bank's branch or Bank's correspondent, at Bank's option, or Bank may waive draft requirement.		
9. Partial Shipment: ☒ Allowed ☐ Not Allowed	10. Transshipment (Not applicable to Air Shipments or Combined Transport Shipments.) ☐ Allowed ☒ Not Allowed	
11. Shipment/Dispatch/Taking in Charge from/At HONG KONG	Latest AUGUST 10, XXXX	For Transportation To SAN FRANCISCO/BAY AREA
12. Merchandise to be described in invoice as (omit unnecessary details and specify price basis in box 13). INFLATABLE TOYS P.O. NO. 1234 25000 PCS. @ US\$3.00 EACH P.O. NO. 6789 10000 PCS. @ US\$1.035 EACH		
13. Price basis (Check one): ☐ FOB ☐ CFR ☒ CIF ☐ Other:		
14. Documents required (Check applicable boxes below): ☒ Signed commercial invoice in duplicate. ☒ Insurance policy or certificate for 110% of invoice value in duplicate: ☒ Marine & War ☐ Air & War ☐ Additional Insurance: Insurance to be arranged by: ☐ Buyer ☐ Other Party ☐ Original clean ☐ Air ☐ Truck ☐ Rail ☐ Courier transport document. Consigned to: Notify (if different from consignee): ☒ Full set of original clean on board vessel marine bill of lading, to order of shipper, blank endorsed, marked: "Notify CLEARING AGENT, 100 MAIN STREET, SAN FRANCISCO, CA. 94000, MARKED "FREIGHT PREPAID" ☐ Full set of original clean ☐ on board vessel ☐ on board inland carrier combined transport bill of lading, to order of shipper, blank endorsed, marked: "Notify" Bill of lading marked (select one): ☐ freight prepaid ☐ freight collect. ☒ Other documents: CERTIFICATE OF ORIGIN FORM A WHERE APPLICABLE OR BENEFICIARY'S SIGNED CERTIFICATE THAT NONE IS REQUIRED. PACKING LIST.		
15. Special Instructions to be included in the Letter of Credit: _____ _____ _____ Special Instructions for Bank:		
Documents must be presented to the negotiating or paying bank no later than 5 days after date of transport document (on board validation applicable for ocean shipment) but within the validity of the Letter of Credit. All documents to be forwarded in one cover, by airmail, unless otherwise stated under Special Instructions.		
Customer understands that the final form of the Letter of Credit may be subject to such revisions and changes as are deemed necessary or appropriate by Bank's letter of credit issuing unit and Customer hereby consents to such revisions and changes.		

图 12.1 信用证申请表样表

是严格遵守买卖双方协议的。尽管信用证规定了将来应付的金额,例如 60 天或者 90 天,但实际上卖方可以通过贴现汇票获得全部货款。后面将对这部分作更详细地介绍。

第十部分对能否分批装运作出了规定,这是买卖双方达成的协议。第十部分也对能否转运作出了规定,通常这指的是能否将货物运至一地之后再次装运至目的地。但是这不意味着集装箱不能途经中国香港从中国运至美国——这是最通常的路线。同时也意味着货物可以被卸下重新打包装运(这主要和运输企业有关)。

表中没有标记数字的“最后装运日期”也必须作出规定。它和过期日一样也是个非常重要的日期,在设置日期的时候需要非常注意。如果发生了延迟,那么就on必须更改信用证。第十一部分包括了对交易货物的简单描述,购买协议或者购买合同中对货物有详尽的描述。

第十二部分规定了货物装运方式的条款。例如 FOB 表示船上交货,这就表示安排货物运输(通常是集装箱)是买方的责任。如果是美国和欧洲港口之间的船运,可能不成问题。但是如果卖方是中国、东南亚或者日本,而买方是美国或者欧洲,那么这样的要求就比较可怕了(运费问题)。在这种情况下,通常采取的都是“CIF”,即成本,保险和运费在 CIF 条款下,卖方负责货物(集装箱)完好地送达买方。

CF 表示成本和运费,不包括保险。有些国家,比如厄瓜多尔,要求进口货物必须在厄瓜多尔本国保险企业投保,这样承运方将不负责投保。

第十三部分包括了必须提交的单据或文件。回忆前面我们提过的银行按提供的单据给付,这部分就是买方对提交的单据或文件作出规定的地方。方框中包括了一般所需的文件。在第十四部分买方可以详细填写运输企业发给送达通知方的名称和地址——可以是买方本身、买方的代表处或者是海关经纪人。十四部分中的“其他文件”包括“原产地”要求及健康证明等。在这部分买方也可以加上检验要求,实际上是买方而非支付行有责任检验货物质量是否合格。买方是否履行检验职责要视情况而定,如果买方是初次和卖方接触,那么买方可能会坚持由自己的代表或者是雇佣一个专业的检验员来检验。在交易双方建立良好的信誉之后,买方可能会放弃这一要求。尽管有多家世界范围的专业检验企业在运营,但是雇佣专业检验员来检验仍然比较麻烦。如果是在货物完工后装运前,那么就要求检验员及时到卖方工厂进行检验并且不能错过装运日。由于目的地不同,可能该线路上可以选择的承运方也不多,所以如果检验员迟到了,那么很有可能错过装运时间。

第十六部分指对银行(样表中是美洲银行)的特殊说明。第十七部分规定了向通知行(支付行)提交单据的时间(这是非常重要的信息),如果这一栏没有填写的话,则必须在装运后 21 天内提交单据。

信用证的一般特征

申请方填完了这些表格之后,信用证的开具就简单了,信用证的多数特征和申请表是一样的。图 12.2 是信用证的样表。第一部分是开证行的名称和信用证的编号,信用证的性质也在

 Bank of America	
TRADE OPERATIONS CENTER #5655 333 SOUTH BEAUDRY AVE., 19TH FLOOR Place: LOS ANGELES, CA 90017	
Cable Address: BankAmerica	
☐ This refers to our preliminary teletransmission advice of this credit.	
IRREVOCABLE DOCUMENTARY LETTER OF CREDIT NO. 000000	
DATE OF ISSUE: JANUARY 6, XXXX	
ADVISING BANK BANK OF AMERICA G. P. O. BOX 472 HONG KONG, HONG KONG	APPLICANT ABC TOYS IMPORT, INC. 300 MAIN STREET SAN FRANCISCO, CALIFORNIA 94000
REFERENCE NO.: BANK OF AMERICA G. P. O. BOX 472 HONG KONG, HONG KONG	BENEFICIARY XYZ TOYS EXPORT LTD. 8TH FLOOR, STONE BLDG. 45 KOHAN ROAD KOWLOON, HONG KONG
DATE AND PLACE OF EXPIRY AUGUST 15, XXXX HONG KONG	AMOUNT US\$85,350.00 (U.S. DOLLARS EIGHTY FIVE THOUSAND THREE HUNDRED FIFTY AND 00/100)
Covering: 100 % invoice value	
Credit available with ANY BANK by ☐ sight payment ☐ deferred payment ☐ acceptance ☒ negotiation against presentation of the documents detailed below and your draft(s) at SIGHT drawn on BANK OF AMERICA, LOS ANGELES	
Partial shipments: ☒ allowed ☐ not allowed Transshipments: ☐ allowed ☒ not allowed	
Shipments/dispatch/taking in charge from/at HONG KONG PORT SHIPMENT LATEST: 08/10/XX for transportation to SAN FRANCISCO/BAY AREA, CALIFORNIA, USA	
MERCHANDISE DESCRIPTION: INFLATABLE TOYS P.O. NO. 1234 25000 PCS @ US\$3.00 EACH P.O. NO. 6789 10000 PCS @ US\$1.035 EACH CIF SAN FRANCISCO/BAY AREA, CALIFORNIA, USA. DOCUMENTS REQUIRED: 1. SIGNED COMMERCIAL INVOICE IN TRIPLICATE. 2. MARINE AND WAR INSURANCE POLICY OR CERTIFICATE FOR 110 PERCENT OF INVOICE VALUE IN DUPLICATE. 3. CERTIFICATE OF ORIGIN FORM 'A' WHERE APPLICABLE, OR BENEFICIARY'S SIGNED CERTIFICATE THAT NONE IS REQUIRED. 4. PACKING LIST. 5. FULL SET ORIGINAL CLEAN ON BOARD VESSEL MARINE BILLS OF LADING, TO ORDER OF SHIPPER, BLANK ENDORSED, MARKED FREIGHT PREPAID AND NOTIFY CLEARING AGENT, 100 MAIN STREET, SAN FRANCISCO, CALIFORNIA 94000. SPECIAL INSTRUCTIONS: 1. WE WILL DEDUCT US\$XXX FROM PROCEEDS ON EACH SET OF DOCUMENTS CONTAINING DISCREPANCIES. 2. ALL BANKING CHARGES OTHER THAN OURS ARE FOR BENEFICIARY'S ACCOUNT. 3. ALL DOCUMENTS MUST BEAR OUR LETTER OF CREDIT NUMBER.	
Documents to be presented within 5 days after the date of issuance of the shipping document(s) but within the validity of the credit.	
We hereby issue this Documentary Credit in your favour. It is subject to the Uniform Customs and Practice for Documentary Credits, 1993 revision, ICC Publication No. 500, and engages us in accordance with the terms thereof. The number and the date of the credit and the name of our bank must be quoted on all drafts required. If the credit is available by negotiation, each presentation must be noted on the reverse of this advice by the bank where the credit is available. All documents to be forwarded in one cover, by airmail, unless otherwise stated above. Negotiating bank charges, if any, are for account of beneficiary. The advising bank is requested to notify the credit to the beneficiary without adding their confirmation.	
This document consists of 1 signed page(s)	Mary Smith AUTHORIZED COUNTERSIGNATURE John Doe AUTHORIZED SIGNATURE
Please examine this instrument carefully. If you are unable to comply with the terms or conditions, please communicate with your buyer to arrange for an amendment. This procedure will facilitate prompt handling when documents are presented.	

图 12.2 信用证样表

这部分得到说明：在本例中是“不可撤销跟单信用证，编号 000000”。我们已经讨论过“不可撤销”的含义了。“跟单”是指信用证涉及货物。

第二部分是受益人(卖方)，第三部分是通知行的名称。由通知行通知受益人并将信用证以信件、航空信或者传真的形式交付给受益人。第四部分指定了受益人，即卖方。

第五部分指定了受益人获得支付的方式。“可由任何银行授信”表示受益人可在任何银行获得支付(这也意味着是保兑信用证)。以下特别说明四种支付方式：“即期支付”表示如果是保兑信用证，那么一旦受益人提交了单据就可以得到支付；“递延支付”是指将在未来某个特定的时点进行支付，比如 60 天或者 90 天后。我们前面提到过，这是买卖双方的约定，和银行没有关系。如果是递延支付，卖方仍可以在装运时获得支付，这点我们后面还会讲到；“承兑信用证”是指经买方存款银行承兑的信用证。如果注明是“可议付的”那么卖方可以从任何可议付的银行取得支付(最后的两个概念过于专业，所以在这里就不做详细地介绍了)。

第六部分规定了是否可分批运输(该概念已在前面讨论过)。第七部分前面也提到过，但是需要再说一下：第一，是关于货物的详细描述；第二，是所提供的单据。这部分非常重要，在这里买方详细描述了他所需要的货物以及是否需要检验货物。第三，“特别说明”是指除上述情况以外买方还需要说明的部分，例如关于支付的修正。

第八部分是信用证的通用说明。第九部分说明了修订信用证时银行所需收取的费用。这部分非常有趣，也常常被忽略。因为这部分要求卖方最好检查下信用证以确保是否符合支付条件，如果不能就必须对信用证作出修正，这将费钱又费时。

信用证的成本

很难准确地说信用证的成本有多大，一般来说有两种费用：一种是开立信用证的费用，另一种是根据信用证涉及的金额收取的费用。第一种从 25 美元到 100 美元不等，第二种介于涉及金额的 1.5% 到 3/8，如果要更改信用证，那么银行还要收取额外的费用，从 25 到 50 美元甚至更多。

国内信用证

(美国)国内信用证在 1913 年联邦储备法案中通过批准，但直到最近才广为使用。国内信用证和国际信用证的使用方法大致一样，用来保证对采购的货物付款，或者是其他形式的保证，我们在后面将要说到。

国际信用证和国内信用证在技术上有些小的区别，这些区别对卖方没有影响。例如，联邦条例规定开证行必须是货物的接受人，但这并不影响信用证的使用。当以信用证开出贴现汇票时，国际信用证的贴现率会高一些，但实际上这对制造商而言影响并不大。

使用国内信用证的一些例子

在美国,我们对国内的客户开立账户信贷,但有时这既不必要也不可能。比如,加州的电子制造商有希望获得东海岸“宝贝铃”的大笔订单。如果接下这笔订单,那么对加州的制造商将有不小的影响。这就意味着该厂所在银行不仅不会对这单生意的应收账款贷款——实际上是一段时期内的应收账款,也不会对该厂的任何应收账款贷款,这是因为这单生意带来了风险。解决这种困境的方法就是让“宝贝铃”企业为加州企业开立“循环信用证”。这样一来,一旦货物装运,制造商就可以立刻到银行以信用证开立汇票,也就没有必要用应收账款融资了。

另一个例子涉及信用证的延迟支付。假设一家制造商应邀对一家大型中西部地区的发动机制造商的备用部件供应合同投标,这可能说明一个关键问题——难以凭借应收账款进行融资。这个问题同样可以通过开立循环信用证来解决。如果中西部这家企业开立循环信用证,那么就不需要从自己账户中划拨资金了。对于投标企业而言优势就在于,和他们签合同,实际上是对备件存货进行了融资。如果发动机制造商一年周转四次存货,而信用证需在 90 天内偿付,那么实际上买方就获得了对备件存货的融资。如果买方对银行方面费用有疑虑的话,那么卖方可以提供数量折扣价来补足。这样一来就可以通过信用证实质上的融资功能促进销售。

备用信用证

前面讨论的都是跟单信用证,还有一种会用到的信用证:备用信用证。在国际货物贸易中不常用备用信用证,但是在国内贸易中倒是经常能够用到。

下面我们将看看备用信用证是如何被使用的。比如弗吉尼亚的软件企业想从西部采购电脑,在电脑厂家的信用部对软件企业的信用水平做了分析之后,认为对于该企业的资产负债表的情况和规模而言贷款规模过大了。软件企业解释说“但是软件企业不会有太大的资产负债规模”。但是,这样的解释没有用。电脑制造商说“不好意思,就得按规矩办”。软件企业向他的开户行解释其购买电脑的原因:企业将在购得的电脑上安装软件,并将其作为一台独立的计算机系统卖给终端客户。在这种情况下,银行会为企业开立备用信用证。银行这样做便等同于向卖方说明“如果软件企业不能付款给你们,那么我们银行会出这笔钱。”毫无疑问,见到备用信用证时,电脑企业会立刻发货。

备用信用证的作用就在于改变了风险,卖方就会考察开证银行而不是买家的资产负债情况了。

备用信用证中有一点需要注意:银行并不希望成为实际支付方,否则会对开证方非常不满。银行是否开立备用信用证——等同于作出信用担保的决定,取决于具体的客户和银行政策。

三种表外业务

使用信用证的一个好处就在于不影响资产负债表,具体来说有三种方法。

背对背信用证

背对背信用证一度是通行的表外业务方法。假设我们向澳大利亚的企业卖一批电脑然后收到了附有信用证的订单。我们所要做的就是找到生产厂家后下单,然后转发直运销售给澳大利亚的买家,那么电脑生产商就会要求提交财务报表。不幸的是,我们的资本不多。但我们拥有关系很好的银行,他们了解我们以及我们的业务。我们要做的就是到开户银行要求开立一份背对背信用证给电脑生产厂以使他们接单。如果银行觉得没有问题,就会开信用证,银行也会确保两份信用证的内容是一致的,特别是日期。

这样,一方面把风险转移到了生产厂,看是否能够及时装船;另一方面用银行的资本规模作为自己支付能力的保证,这听起来不错,特别是自身资本有限的时候。但是今天想这么做却不那么容易了。为什么呢,因为银行这么做实际上是向开证人提供了贷款。如果你在该银行有相应额度的存款,银行就可以开信用证,现在美国的银行一般都这么做。但如果你没有那么多存款,不要紧,你还有出路。

可转让信用证

如果银行不愿开立背对背信用证,那么可以要求开立可转让信用证。前面讲过,如果是可转让信用证,那么你找到银行的话他们会十分愿意把信用证转让给供应商,一般信用证上时间和金额需要更改,这样可以方便销售上的资金周转,客户也不会知道你花了多少钱进货。如果你收货和再装运的缘故需要对到期日或者装运日作更改的话也没有问题。因为银行不会觉得这是在向你贷款,所以今天的银行多愿意开立可转让信用证。但是如果信用证是不可转让的,又该怎么办呢?

款项让渡

如果你是在和高度发达国家的企业做生意,比如英国和德国,接到的是一份不可转让信用证,那么可以找到你的供货商,问他是否可以接受相应额度的款项让渡。这意味着你所在的银行会在信用证“兑现时”给予生产厂商一个承诺,即在你提交了符合信用证所需要的单据后,银行会扣留你需要支付给生产厂商的额度,这样实际上就保证了对供货商的支付而不会对他们的财务造成压力。

但不幸的是,款项让渡只能在和发达国家供货商交易时才能采用。比如在和中国的供货商打交道时他们就十分不愿意接受这样一种支付方式。当然,随着时间的推移,这些国家也会逐渐接受这样的支付方式。

循环信用证信贷的使用

采用信用证和循环信贷结合的方法是可行而且常用的。例如轿车进口商从国外厂商进

口,那么信用证的金额可能会有上限,例如 500 万美元。这样出口商(厂家)一旦装运的货物价值达到这个上限,就必须付款,然后再开具后续的信用证。这种付款安排很便捷,但是必须慎重使用,即保证排除不当货物装运,或者装运和卸货时间不对的情况发生。在给予卖家装运时间上的自由的同时也可能会导致装运了一些不当的货物,所以当卖方建议采用循环信用证时要谨慎考虑!

光票信用证

前面我们讨论的都是关于货物贸易开立的信用证,但除此之外还有大量非货物贸易的信用证业务,也就是光票信用证。光票信用证可以是银行支付也可以是备用信用证的形式。银行支付的光票信用证可用来对国外提供的服务进行支付,比如国外员工的薪水。所有员工只需要在指定的时间到指定的银行提供相关的证明就可以拿到薪水。

备用的光票信用证可能更有意思,有很多例子可以加以说明。例如政府债券的担保。如果 Idaho 的一家拥有政府债券的小型水厂想发行企业债券,很难想象会得到什么样的信用评级。但是如果是花旗银行发行的以该水厂作为支付担保的光票信用证,十有八九都能获得高等级评价。所以,尽管政府为银行担保要支付一定的费用,但是能够节省发行费用。实际上,美国的银行作出的此类担保额度已经相当或者超过他们的总资产了,银行同样也为企业发行商业票据开立光票信用证担保。光票信用证更通常的用法是为负债做担保。现在这种方法被纳入到了 CPA 的课程中,与十多年前的情况相比已经非常普及了。例如,在企业收购中若采用了中长期债券,那么卖方可能在其注册会计师的建议下要求以光票信用证对该债券进行担保。

光票信用证最为广泛的用途是 20 世纪 70 年代在中东和非洲的项目融资中发展起来的。这项业务涉及很多在当地的大型建设项目。按惯例,招标方会要求建筑企业提交债券或者合同金额 10% 的现金作为完成工程的保证金。但是伦敦的花旗、美洲银行等等和这些建筑商有银行业务的银行和承包商(建筑企业)说:“为什么要用债券来做担保呢?我们能以更优惠的价格提供担保。”

银行之所以能这么做是因为他们了解这些建筑企业,而且和他们有着“全方位”的联系:向他们提供贷款、揽存、外汇兑换,等等。而债券企业只有通过收取服务费用来补偿风险。一些大银行一度有价值几十亿美元的光票信用证用来对这些建筑项目做担保。而美国在这时才开始采用光票信用证对建筑项目做担保。

下面介绍光票信用证的另一种用途。笔者的一位咨询客户曾经被一家大型航空制造商找到,要求安装几台昂贵的五轴数控(CNC)切割机。以前这家二级航空企业被要求根据客户的口头承诺一次投入这些昂贵的设备。“不用担心,我们保证让这些机器运转起来”。但是一旦航空业不景气,订单减少的话,下单的大企业们只会说抱歉。一句对不起并不能解决问题。当再有新的订单的时候,那么就应该这样回答:只要能开出光票信用证来保证货款,投入机器当然没有问题。

银行附加业务

除了信用证以外,银行还为国际贸易提供其他服务支持。

付款交单

“付款交单”的流程是这样的:假设你在意大利的买家不愿意开具信用证,可能是意大利银行会在他们的账户里抽取与信用证相应的金额,这和美国非常像。而你作为卖家有理由相信买家能够在交货时付款。这样的话,可以把货物装运给威尼斯的买家。在收款过程中,你可以要求你所在银行在威尼斯的分行作为代理,在货物运达的时候,通知买家到你开户所在银行在当地的支行或者指定的银行,在买家付款后将相应的提货单据给他到埠提货。假如出于某种原因买家没有支付,那么回运的成本由买家承担。

付款交单有以下几点优势:首先,在生产和装运期间买家资金不会因此被占用——装运可能需要好几个月时间,如果是从亚洲来的可能需要更多。对于买家来说这很有利,便于建立良好的客户关系,其次,对卖家来说,这样要比“赊销”要好。因为如果买家不愿支付的话很难收回货款,并且,卖方可以明确得到支付所需的单证,例如,当出现质量问题时应出示检验报告——这也是通常的做法。这种付款安排避免了由“开发票提货”所带来的问题。该付款方式可用术语——“见单付款”或“货到付款”来表示——意思是说,只有当买方真正的接收到货物时,银行才会向卖方支付货款。

验货交单

这种付款安排在装运的时候有些特别,即买家有权在向银行给付货款并获取提货单据前,在收货时对货物进行检验。这有点像赊销,但是,你还是可以放宽心——因为你知道你的银行会在买方拥有货物所有权之前为你收取货款。

本章小结

随着经济全球化的加深,世界越来越小。今天的商人们必须有国际化的头脑——这意味着必须重视信用证。这一章里我们尝试着把关于信用证的内容化繁为简,可能这对初学者来说足够了,但是信用证的内容远远不止这些。聪明的商人应该注意到如何灵活地使用,运用了信用证,生意将从此不同。比如“光票信用证”可以在世界范围内获得广泛运用。

一方面,本章介绍了信用证是多么有用,另一方面我们也介绍了保兑和不保兑信用证的区别(因为美国和中国的贸易频繁,所以这一点美国企业应该注意)。不保兑的信用证意味着单据需要送回出口国,等核准并且再送回卖方银行后卖家才得到支付。

信用证最大的妙处是下订单同时收到,而不是下订单时同时开出。收到信用证可以极大

地减少卖方的应收账款,或者说可以占用更少的资本完成更多的买卖。正如前面总结的,即使没有自有资产也能做生意,至少在自有资产较少的情况下也是可以的。



问题讨论

- (1) 假定你和海外的企业做生意。如果他们买过你的产品,你期望怎样获得支付呢?
- (2) 假定你所在的企业向国内的企业出售移动电话部件。如果拿到了订单,这会是企业目前最大的一笔订单同时也意味着必须融资经营了。那么你会建议企业的 CFO 采取怎样的策略呢?
- (3) 你的客户在意大利威尼斯,他不想给你开信用证,你认为他能够在货物运抵威尼斯的时候付款,这笔交易怎么做呢?
- (4) 作为企业的 CFO,你在就向另一家企业出售部分企业业务谈判,对方希望首付四分之一,余款在五年内付清,如何确保买家能够按时付清呢?
- (5) 假如你是软件企业,接到一位主要客户的一项“交钥匙”安装工程的订单,当你准备从厂商购买电脑时,你发现资产负债表已经不能再支持贷款了,如何处理这种情况呢?
- (6) 你刚从学校毕业,喜欢旅行,对电脑也略有所知,你和一家电脑制造商谈如何把他们的产品卖到国外去,但不幸的是,你的资产不足以支持赊购,怎样才能成功地出售这些电脑,并且让厂商装运而不向你要求达到赊购标准呢?

第十三章

现金管理和货币市场有价证券

虽然现金和货币市场有价证券不同,但人们通常将它们两个融为一体来谈论。即使在资产负债表上,它们也被绑在一起——两者可以很好地相互替代。本章,我们先谈谈现金,然后再谈谈什么是货币市场有价证券。

现金管理

如果一个企业拥有的现金太少,银行很快就会通知他。但是如果拥有太多的现金,会有什么问题呢?除了心理上的原因——使阅读企业财务报表的人对本企业的财务状况印象深刻。现金可能是一个企业拥有的最不具营利性的资产。企业应当以更有成效的方式去利用过剩现金,而不是令其闲置或只是赚取货币市场利率。企业应该通过别的途径利用现金以获取更高的回报率。总之,现金账户里的现金意味着我们承受了机会成本——将这些现金用于其他用途所获取的收益。

在多年前,如何优化现金数量与现在相比是一个更为复杂的过程。目前,银行通过众所周知的“余额转存复式账户”或“零结存账户”等一些类似服务,大大缓解了企业的这种忧虑。在这种安排下,银行通过自己的电脑,每晚定时查阅一家企业的现金账户,如果该企业的账户有多余的现金,就把它转存到企业的货币市场账户上,以赚取利息;如果该企业账户没有任何现金,也就是如果透支,银行电脑就会从该企业的货币市场账户上把部分金额返还到企业的现金账户。但并非所有的企业都有银行提供这种服务。那么一个企业如何知道近似现金的货币市场账户中有过多的现金呢?而现金又如何提供给企业的其他部门以赚取更多的利益呢?简言之,如果企业有太多的现金,如何进行管理呢?但在找到这些问题的解决方法之前,我们要强调一个基础性问题——企业的透支意愿。

决定管理层透支意愿的因素

是什么原因使管理者们愿意透支呢?一般有两大大因素。

首先,企业的管理层与银行有着千丝万缕的联系。这与 20 多年前的情况不同,现在的美国银行越来越向英制的透支体系靠近。在这个系统中如果企业账户透支,它将支付银行透支款额的利息;如果账户盈余,银行将支付利息。但当前美国并不是使用这种体系。技术上来

说,美国大多数银行仍然在旧的体制下运营,即不会给企业有余额的账户支付利息。毫无疑问旧体系是一个让银行乐翻天的体系。

但时代变了,从1950年开始,银行意识到他们需要支付利息给这些账户,否则就会丢掉这些客户。如果让这些资金流入货币市场,从理论上讲就不会支付利息,但效果对企业而言是大致相同的。所以如果银行真想留住客户的话,有时就会对透支账户睁只眼闭只眼。从另一方面讲,“最好不要透支一分钱,我可是会每天检查的”这样同银行的关系可能会不好。在后一种情况下利用统计模型来寻找现金余额的最优化管理显然是行不通的。

管理层对透支的厌恶情绪也是决定是否透支的因素。有些管理层人员对透支持偏执的态度,虽然这种想法主观上可以理解,但却是不现实的。从统计数字角度上讲,这意味着决策者出现偏离正常情况下的五六个标准差。拥有现金意味着机会,因此这是一种耗资巨大的做法。综上所述,有空闲的现金是指企业的管理者抛弃了他们可能带来的利润。会计师或决策者可能因为不想受到指责而会遵循“不会有任何的透支机会”的规则。

最优化现金量的决定

如果企业没有接到银行通知透支的电话,就有可能存在多余现金的状况,这可以通过简单的统计数据来检查企业的现金账户得到确认。为了得到模型所需要的输入数据,企业必须把支票账户上记载的支票分成两组:一组随机,另一组可控。

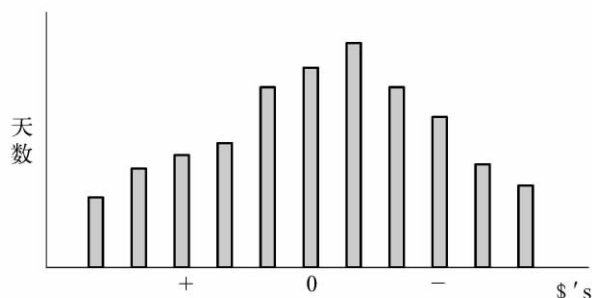


图 13.1 显示现金账户每天变化的柱状图,为随机变量

随机变量

在随机组里对应着应付账款、应收账款和现金买卖的支票。利用这些随机项目就可以构造一个柱状图,即“现金账户的每日变化,只考虑随机变量”(如图13.1)。这种模型的关键在于“变化”。不管现金余额的水平如何,只关注现金余额的改变。如果进行更加深入的讨论,

那么我们需要回答以下问题:“在什么情况下你会透支?”如果你的答案是“在任何时候都不愿意透支”,那么这无疑是毫无统计学意义的术语。即使这个机会微乎其微,也总有机会透支。比如,当与平均值相差为五个或以上的标准偏差时。因此这个问题就变成了该企业的管理层应该选择怎样的透支,也即在柱状图上如何选择相应的现金余额变化量,注意只考虑随机变量。

这种统计模型暗示着该企业现金账户下潜在的过程是随机性的。但如认为在所有情况下这种变化过程都是随机的想法是很幼稚的。当你看到该企业首席执行官案头的支票簿时,你有理由相信:管理者并不会使用一些统计模型来决定是否开一张支票,或者获知什么时候它在银行的账户会收到一张支票。管理人员当然不会依靠一些随机的过程,但随着企业规模的扩大,每天收到的支票金额确实会呈现随机的特性。例如,如果你回顾应收账款部分每天收到的支票,并把金额用柱状图表示,便会看到一个随机的过程——每天收到的金额数量都不一样。

假如企业管理层有2%的机会在现金账户上透支,如何使这两个百分点的透支成为有利

机会？看柱状图的每日现金余额的变动(图 13.1)，并找到负数区域的尾部，在 25 附近观察，你会发现日常交易的现金数额，叫 d_m 这是什么意思呢？简单地说，如果该企业日常情况下能达到这个数额的现金交易，那么它将必定获得这 2% 的透支机会。如果变化这样频繁，这些参数也应作出及时的修正。图 13.2 显示了这种分布。

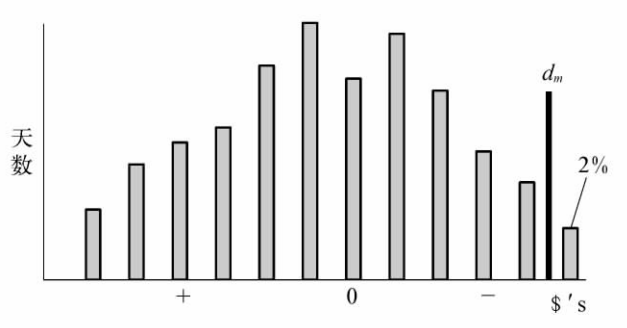


图 13.2 现金余额的日常随机改变, d_m 是利益的最优化值

包含可控变量

如果该企业的管理层作出了“每日现金余额变动”的柱状图，但依然保留如工薪检查、税务检查这样的可控项目会怎么样呢？因为这些可控性项目都会减少账户现金，所以如果离开了这些可控性项目的作用，将会导致柱状图的负数部分偏离体现 d_m 价值的地方。图 13.3 显示正是这种情况。

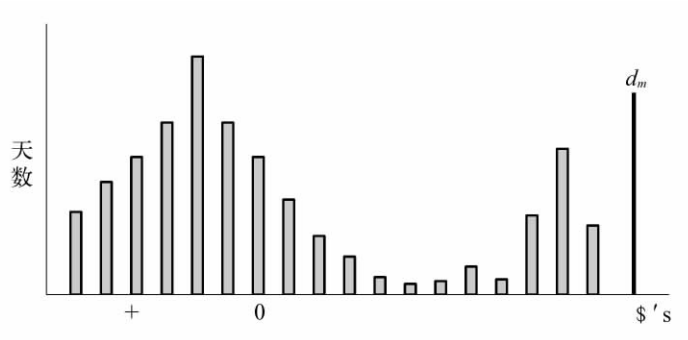


图 13.3 未清除可控变量的柱状图

柱状图负数末尾部分异常是由于每两个星期薪金账户的检查(或转账)或缴纳工薪税造成的。这是企业核查账户中可能作出的最简单的一种柱状图。但如果企业的“现金交易余额”、 d_m 平均仍高于柱状图负数的部分呢？在这种情况下，该模型清楚地表明现金账户拥有太多空余现金。毫无疑问，这是管理层应该清楚知道的！

失调的情形

柱状图描述一个企业的异步核查现金账户。如果该企业尽可能多地核查其账户，图像会靠顶，负数部分也没那么多的空白，那么它的 DM 值将接近于零，或者就是一个较小的数字。这是一个理想的情况，企业的管理层如何减少这种异步核查现金账户呢？图 13.3 描述的是某个企业几个月来的每日现金交易数额。

当现金流入大于现金流出时，现金余额将增加，即把更多的数据集中到激烈变化的一侧，

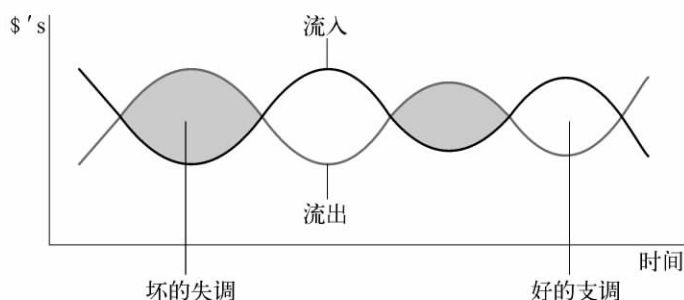


图 13.4 显示现金流入流出的失调图

但是我们不必关心柱状图的这方面。我们更关心的是负数部分的柱状图，因为这里就是 d_m 被发现的地方。怎样才能使 d_m 接近于零线呢？减少交易金额，我们就能使 d_m 接近于零线。怎样才能做到这一点呢？通过将注意力集中在企业正式交易时，当收到的应核查的账款时，就可以有效地减少这种账户的异步核查。如果企业的会计部延迟寄出发票，那么就有理由相信，这些交易将推迟。一些生产经理认为货运的重要性远远超过发送这些货物的发票。这可能使许多正在试图填补客户订单的生产经理有所感触。但这肯定是打乱了企业的现金流动及账户核查。如果指令执行时发票能及时发出，且企业坚定奉行交易发票的收发有序和有计划，它将汇集流入和流出资金。这意味着该企业可以一直保持较低的现金余额，因此有更多的现金投资于其他获益更多的方式上。

减少不必要失调的其他方式

利用(银行的)锁箱

另一种改善现金管理的方法是利用锁箱。锁箱是一个在另一个城市的邮政信箱，利用它来接收邮寄给该企业的支票。如果利用得当，锁箱将缩短从客户财务部寄出支票到企业接收支票并兑现的时间，从而使企业更早地利用资金，而且这样做减少了主要现金账户在负数部分不良的异步核查。这种安排的理念前提是：企业指定一人每天去锁箱查收支票（也许一天多次查看），并将支票在当地银行兑现，（锁箱所在地离企业较远）之后电汇现金到企业的主要活期存款账户。这种系统假定该企业离客户的位置有相当远的距离，或者至少离该企业的主要银行有一段相当长的距离。继续假设，支票需要几天的时间到达该企业。在过去的时代这是事实，但现在美国邮政局已经大大提高他们的电子邮件服务，从东海岸到西海岸，或位于两者之间。现在，因为所有第一类邮件都是航空邮件^①，穿越整个国家的邮寄信件大概只要一个晚上，这等同于支票从客户所在地邮寄到企业时间。

现实情况的改变使越来越少的企业使用锁箱。现在那些支票最多可延误两天，美国联邦

^① 大的信用卡企业的做法却恰恰相反。这些企业坐落于偏远的地区，例如，南达科他州、内华达州的小城镇或者伊利诺伊州的偏远小城。这样做的目的是延长客户支票到账的时间。如果支票在某一具体日期前没有贷记到客户的账户上，那么企业会收取信用卡的逾期（还款）费用。一些大型的石油（汽油零售）企业会采取与信用卡企业相反的做法。他们撤销地区办事处，转而让“中央”办事处收取其客户的支票。显然，逾期付款对一般的信用卡企业来说是更紧要的一件事。

储备系统会对其兑现,而过去的延误期限是四天。但这并没有使顾客对银行更加满意。这是因为顾客更关注的是尽可能快地使用他们存入的资金,而不是美国联邦储备保证的最多两天的交易延误。此外,操作这样一个锁箱是有成本的——雇人在一个遥远的城市查收锁箱中的支票并将支票拿到当地银行兑换现金,然后将资金电汇到企业的主要账户。

用联邦储蓄的公开流通股票支付

联邦政府承诺会在两天甚至更短的时间内兑现支票,一些积极进取的现金管理经理人便利用这一点来减少企业不良的异步核查——这些经理人会想办法延长从支票到达供应商到支票返回企业活期存款账户的时间。他们的做法是在偏远地区银行开立活期存款账户,如沃拉沃拉,华盛顿;拉斯克鲁塞斯,新墨西哥州;奥卡拉,佛罗里达;波特兰,缅因州等类似的地区。当企业支付账单时,计算机程序会依据邮政编码选择距供应商所在地最远的该企业的账户行。这样一来,供应商会在两天内得到支付,而支票需要更长时间(可能3或4天,若遇到恶劣天气则需更长时间)才会到达签发支票的银行。这种时间上的延迟(即支票数额从企业账户上划走)对企业来讲是很有意义的。

这是否道德还颇具争议,美国联邦储备委员会对此知根知底,但是除了这不利于美联储浮动金额的浮动增长(平均约7亿美元至8亿美元),这还是可以容忍的。虽然现在这好像是一个精明的管理现金的策略,但显然不是一件小事。发展中的企业可能有这样的权利,但有时他们也会尝试某些近似的做法,即在某个偏远的城市开立一个不太大的银行账户,而不是设立四个偏远地区的银行账户。这样做有可能是在为企业的账户反馈核查拖延时间。任何拖延会使对企业不利的异步核查减少,如果发生这种情况,企业的DM值将近似于零,每天所需的开放式现金节余也会减少。

汇票付款

汇票是可以要求在银行没有账户时,支票可以由一家银行开给另一家银行,而不管开单行是否能立即支付(除了这一点汇票同支票是类似的)。一个人可以向另一个人的账户开汇票并提交给银行要求其支付。该银行在支付之前,必须经账户的所有人授权。最常见的汇票用法是由保险企业使用的,由其代理支付保险索赔,与普通索赔的差别在于这些款项都是汇票。保险企业可以具体指出如何处理这种文件,所以通常领取补偿金是十分方便的。

但当企业在特殊情况下使用汇票时,存在一个伦理和道德问题。例如,如果一个企业用汇票支付其雇员,会给雇员和银行带来相当的不便。银行当然非常不愿意支付这种看起来像未经批准的支票,这种情况下会让大多数的贫困妇女或男子感到惊讶。因为银行需要联络事务所,并从那里得到许可,才可以支付该支票,所以这可能需要一段相当长的时间。可以说,如果以汇票付款方式付款给供应商,也被认为是相当不礼貌的。

后备现金账户

前面模型确定的“最优化现金数额”——DM。假设该企业拥有一批货币市场证券作为后备现金账户。这个账户的数额将被称为 m_0 。其基金数额作为一种可控的项目,例如薪金、资

本支出、股息等,被称为 m_c 。企业拥有的所有货币市场的证券的数额将称为 M ,则有

$$M = m_o + m_c$$

如果 M 不等于 $(m_o + m_c)$ 的,而是大于 $(m_o + m_c)$

$$M > m_o + m_c,$$

然后

$$M_f = M - (m_o + m_c)$$

M_f 指“货币市场空闲的证券”。这些证券并没有必要作为经营现金或成为“可控”项目。因为 m_c 是具体的项目,如薪金,而且它们的金额是已知的,也可能有多个集体账户被归于 m_c ,而这笔资金投入 m_o 则是另一回事。若该账户有足够多的金额,当“每日现金余额”没有达到既定标准时,这些钱就可以转入该企业的主要账户。

有很多种模型用于描述如何计算 m_o 的数额,但下述模型提供了最优的设计方法。该模型是:

$$m_o = d_m + [d_m / (1 - P)]$$

其中 P 代表柱状图中任何决定“每日现金账户变化”的随机变量的概率。如果企业的现金账户余额是负的,就得到了较大的 d_m 值。然后 m_o 将会因两部分的变化而变大:因为分布是偏向负数部分的,再除以 $(1 - P)$,其值将更大。如此类推,这个 m_o 对该企业的主要现金账户的作用相当于汽车的减振器。如果车行驶在平坦的大道,就像一个企业,其柱状图里现金账户余额是正数,那么 m_o 值将很小。如果车辆行驶在地形崎岖的地方,就像其现金账户余额越来越趋向负数部分变化的企业,这样一来 m_o 会比较大,就像一个大的减振器。

值得提醒读者注意的是, m_o 只是市场证券表面上的金额总和,如果企业没有足够的资金提供给这个共用基金,就需要把这笔资金作为银行后备现金的信用额度。

适合 M 、 m_o 账户的证券

因为已知在此期间证券归于 m_c 中。(比如,你知道什么时候发薪,什么时候上税)适合这个账户的证券市场与 m_c 不同。只有两类证券是合适的,财务票据与货币市场基金,两者都提供“当日交付金额”。因为我们并不需要此类型的流动资金,如果企业选择直接投资这些证券,而不是货币市场基金,就会有大量的货币市场证券可供选择。以下是关于这些相关证券的简单解释。

商业票据

使用最多的证券之一就是商业票据。事实上,目前商业票据的使用频率已经超过了财政票据。现在我们要区分工业票据和金融票据。发行金融票据一般直接卖给投资者,但发行的商业票据一般让经销商转售。基本上,商业票据是企业的借据。但近年来,银行、市政当局、外国团体甚至最高的统治者都发行商业票据。对银行来说,这是作为发行票据的必要支出,常

规的商业票据看似简单,看起来犹如一个超大的支票,它表明了受益人的名字。受益人在贷款期间(商业票据到期时),以企业的名义借款票据,代表这家企业签字。商业票据是以一定的折扣出售的;这意味着企业花巨资购买了商业票据,到期时,大量票据的数额就表明在此期间商业票据的利率。商业票据最长的有效期是 270 天。事实上,据报道,几乎所有的商业票据的有效期都是 30 天或者更少。传统意义上的金融票据具有比工业票据更低的利率。

商业票据原本是用于工业企业(如一般的加工厂),具有季节性的资金需求。在收获季节,这些谷物厂商都急需现金用来支付他们卖出的粮食,因此他们要把这种收到的粮食谷物转化为现金以偿还因资金需要而发行的商业票据。第一次世界大战时,财务企业应运而生。他们发现他们可以进入商业票据市场得到低于银行贷款利息的资金。这是因为货币市场里所有的这些证券的利率都是低于银行的“优惠贷款利率”。在过去,银行的“优惠贷款利率”的含义不同于今天。在一开始,银行的优惠贷款利率指的是银行给其最值得信赖的客户最低的利率。20 世纪 70 年代,当银行遇到困难时,他们发现他们可以通过提高优惠贷款利率来赚取足够多的金钱来摆脱困境,他们对中等的业务市场、客户和个人等超过最优惠利率的客户收取一定的费用。除此之外,贷款者还有什么可选择的呢?此外,70 年代初的第一次真正的信贷紧缩时,一些工商企业(多为大企业)转向他们的投资银行家,并询问他们是否能够进入商业票据市场筹集资金。这不是在提高利率,而是低于最优惠利率(参见图 13.5)。

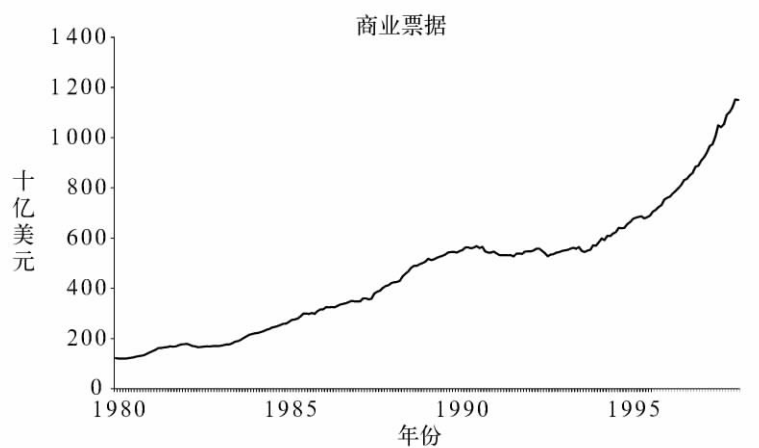


图 13.5

资料来源: 美国联邦储备银行

较高的利率使商业票据更具吸引力,他们使各地的资金流向银行。他们让银行发表公开的信用证明,以支持其商业票据。银行之所以心甘情愿这样做,是因为他们现在都通过其他方式的商业贷款赚钱。而如果企业到货币市场筹集资金而不是到银行的话,银行就会陷入有总比没有好的困境。此外,几乎所有发行的商业票据都支持银行信贷额度,因此必须支付银行费用。

在 70 年代初,商业票据由一个约 400 家紧密联合的企业联合发行。该体系崩溃后才出现了数以千计的商业票据发行者。现在商业票据评级是由穆迪、标准普尔等机构完成的。

今天几乎所有的商业票据的出售节目都具有最高的收视率,如穆迪的 P1 或 P2,或标准普

尔的 A1+ 或 A1。任何购买商业票据的人绝不会愚蠢到购买最低的利率。不幸的是利率反过来会牵制你,但这种状况将导致发行人违约。

如今,连厂商在交易额仅只有 1 000 美元时都使用商业票据,幸好银行清楚地了解 L/Cs。因此,银行的声誉影响到一部分人是否购买商业票据,购买者并不仅仅只关注商业票据发行者的声誉。

一个发展中企业的例子

近来一个快速增长的电脑产品企业积累了大量账款。他们得到银行的最优利率或更低利率的保证。但请记住现在的最优利率是弄虚作假、故意夸大的。他们所做的是为把客户介绍到一个专属的财务企业。其实质是他们建立了自己的声誉,然后在这个财务企业出售(发出)商业票据,这些商业票据的利率大大低于此夸大的最低利率(甚至低于超级优惠的利率)。通过银行的 L/Cs,应收账款的融资成本高达数亿美元,这还不如通过银行融资。有趣的是,商业票据发行企业不必太大,(从传统意义上讲)甚至可以是国有企业。

商业票据可以直接购买(通常是通过财务企业)或从经销商(工业票据)处购买,它很容易发行。你可以联系发行人,并且商议出你打算在某一特定日期偿还一定数额的商业票据,然后你让银行电汇金额给你的卖主。当商业票据到期时,票据数额将被自动精确地转到您的存款账户。商业票据的优点在于:它可以是买方希望的任何金额(例如,约 5 000 元,虽然最低为 25 000 元),期限最高可达 270 天。其缺点是没有一个明确的缓冲市场来出售商业票据,如果遇上物价上涨的话那么它在到期前可能会相当昂贵的,这意味着如果提前出售的话买方的利益可能会严重受损。如果买方是一个普通的顾客,而买方需要把前几天到期的票据兑现,有时发行人得为买方赎回这些商业票据。总的来说,在到期前企图出售商业票据不是一个好主意。

存款证明与银行存款记录

以前的信息发行必须通过 1913 年的联邦储备法的认可。直至 20 世纪 60 年代初,可议时间的存款证明(CDs)几乎从未使用过,之所以出现这一结果是因为它每半年的最高利率为 0.5%。二战期间,利率非常低。直到 20 世纪 40 年代末,财政支票的利率稳定在 0.375%,到 1950 年,利率才开始上升。这时,银行发现客户的银行账户余额有明显下降(因为企业财务总是寻找机会赚一点不那么紧要的小额的备用现金)。银行意识到他们应该向这些空闲资金支付利息,银行呼吁美国联邦储备委员提高 CDs 的利率,当利率上限调高至 5%,其 CDs 急剧上升,几乎达到了与商业票据等等的规模。CDs 继续跟着商业票据增长到 80 年代末。当它们显著下跌时,Marcia Stigums 这个货币市场的权威把下降的原因归于多种因素,包括一个银行信贷弱点,市场交易利率的上升,银行的利率支付的托管,并设立了强制的存款记录。事实上,目前美国国内 CDs 交易量这么低,以致美联储没有追踪它的痕迹。随着 CDs 的下降,是商业票据已扶摇直上。

从 CDs 衍生出一种叫做存款记录的衍生工具。它们看起来很像企业债券,并且是真实存在的银行存款。通常经营期限为 18 个月至 5 年。银行储备要求把期限降至 18 个月以内。存款票据支付固定利率,但这不是银行希望的。他们希望有一个浮动的利率。因此,当他们发行存款票据以实现交易利率从固定到浮动的转换。这些存款票据对发展中的企业不太实用,这

是由于通常涉及金额不够大,因此这些企业会考虑到其他更方便的货币市场证券或货币市场基金。

银行承兑

当银行在收到汇票后,它可能为汇票付款。但如果是银行认可的汇票,是不能在未来某个日期后作为支付的款项,例如 30 天、60 天或 90 天后。如果银行认为在低利率的货币市场上可能比汇票到期更好地利用这些货币,它可以压制汇票认证,然后在货币市场出售这种折扣汇票,进而变成了“银行认证”或 BA。是否接受这些银行认证通常取决于银行的声誉,这意味着银行本身允诺支付到期的汇票,而不只是负责支付 L/C 到期汇票的发行。把这种情况与商业票据的情况对比,该企业发行的商业票据是唯一负责支付金额的,当然,除非该票据是由保证银行的 L/C 保证的。因此 BAs 可以比商业票据低很多的收益出售。

有关应用于该企业的 *mc* 账目的银行认证的问题是:他们已经给予了他一定的金额和期限,这就很有可能合乎发展型企业流动资金的需要。但如果发展型企业从银行购买货币市场证券,并且如果他们正试图同银行建立融洽的合作关系的话,发展中企业将很难对银行说不,企业涉及拥有在日期上没有明确期限的证券。或许数额非常接近,但并不准确。企业没有真正建立良好的为小数额的认证的缓冲市场。而且 BA 金额可以相当小。所以,我再次重申,BAs 并不是理想的 *mc* 投资账户,虽然它可能适合银行或其他大型货币市场投资机构。

回购协议

这实际上是一个不算证券的货币市场证券,其实就像前面提到的证券。它是一种在某个日期进行证券回购的合同。回购协议兴起于 1920 年,那时候银行可以为政府联合商会提供财产清单。商人们(主要是在纽约)发现他们可以通过把资金贷给股票经纪企业赚取更多的利息,而不是贷给国家政府商会。寻求替代资金的商人们还发现他们能找到掩盖利润差额的投资者。当时的情况下,政府联合商会,需要将资金的一部分给购买国债的客户;他们将以高于债券交易商的价格回购债券。每日政府都要支付经销商各种各样的利率,这取决于银行是否特别需要现金。多年来,银行一般都希望在相对短的时间内购买国债(如夜间或周末),并将交易扩展到纽约市之外。最终,银行改变做法,不再使用政府债券,银行将把任何高等级证券作为抵押品进行交易。现在,即使是小银行都愿意与数额少于 25 000 美元的客户签订回购协议。资金的流动性是回购时考虑的一个因素,它是指一个好的为到期前的证券或价格风险提供的缓冲市场。此外,信用危机也被认为是一个回购的因素。这种安排可以超过一天或一周,但很少延长到一个较长的时间。因此,如果是现金,你所要做的是根据安排行事,通常第二天你就可以有足够的资金^①。

短期市政债券

尽管大多数人熟悉由市政当局、州或其他免税集团发行的免税债券,但也有相当一部分人

^① repo(回购协议)的相反操作被称作 reverse。它是交易者从机构购买有价证券并承诺在未来某一时期(如 30 天)卖给该机构的一种协议。

不知道诸多债券也免税(如短期债)。市政债券偿还期为一个月至一年。它们往往由一般责任团体发行,相对于“税收债券”,“一般责任”是指他们进行了充分的准备,并花费很大的力气去发行。这些债券可以只在相对较小的范围,如 5 000 美元,但他们在以后的市场采购和销售时,麻烦可能会更多。实际上他们提供联邦免税(或部分免税)利息以及在他们所发行州或国家免税,但由于数量低于应纳税证券,大部分利益已被转移。大企业拥有大笔现金,他们的证券可以颇为恰当地发行,但对于规模较小的发展型企业来说可能并非如此。免税债券可由全国范围内每晚专为交易经纪人公布的标准普尔的免税表查到。该表中大部分是免税债券,但前几页的资料包含这些债券的信息,或者更简单的做法是直接联系经销商。

货币市场优势股

第九章提到的所谓货币市场优势股(尤其是大企业)出现在 20 世纪 80 年代。这些优势股都有一个共通点:他们利用企业的股息收入而不是收入的 34% 来抵销税收,红利大约抵消了该企业收入的 7.5%。两者之间有着明显的差别:优势股票的结构本质是给予其股票持有人自由选择的权利,这就需要现金的持有人可以把优势返还给股票发行商或在公开市场上卖出股票。

企业的股利收入可能是最有可能减税的,但不是免税。只有那些发行这种优势股票的企业才会拥有的税务减免。只要这样的情况持续出现,他们就可以不纳税,这些企业便得到低利率短期借款的好处。由于收益税收的减免,它只能提供小额票据,但与金额税收相比仍然具有竞争力,如财政的商业票据。明知这些货币市场优先股是利用税法的漏洞,国会及库务局正密切注视这些证券,但除非它们变得更受欢迎,否则就不会加以干预。

货币市场基金

如前所述,货币市场基金的出现已大幅改变货币市场证券的交易环境。现在可以直接获得投资如商业票据的收益,而不会像以前那么麻烦。你当日收到的大部分来自货币市场的资金,这更为发展型企业的财务经理赢得时间提供了便利。当然,这些资金不得用于回购协议,于是你需要直接联系银行。另外,货币市场基金没有货币市场优势股或免税债券(虽然有免税基金)。所以,我再次重申,购买证券都必须通过由证券经纪人或直接从该企业购买。

出于实用目的,货币市场基金是发展中企业货币市场的证券的唯一真正来源。

如何购买货币市场证券

基本上有两种购买货币市场证券的做法。你可以联系实际发行证券的商人或者利用这些银行的货币市场证券的差异。主要城市的银行拥有庞大的部门,他们经常以自己的名义或其信托账户购买货币市场证券,累计达十亿美元。虽然银行经常为客户免费购买和出售证券,但他们现在要收取少量费用。但这是值得的,因为这可能会给持有货币市场证券的发展型企业

补充一定的流动资金。尤其是像商业票据,如果企业需要兑现支票,银行可能会很愿意购买这些支票,从企业的角度来看,他们几乎经常购买同一类型的抵押品。这就是我所说的以较容易的方式来购买这些证券。如果你的银行没有这样的货币市场部门,那么你将被迫直接联系发行者,或者你可能需要求助于投资银行。

本章小结

本章探讨的主要问题是企业是否有过多的现金。如果账户中现金太少,银行很快就会让他们知道。但相反的情况呢?判定企业是否存有过多现金的秘诀在于它们现金账户余额的日常变化,这体现在每日现金余额优化值 d_m 中。企业若拥有现金超过 d_m ,那就太多了。但是,最理想的 d_m 是多少?最好 d_m 值为零。问题就在于所谓异步核查的现金账户。通过更加注意及时发出的票据,企业可以减少这种不良的异步核查。新使用的“零结存账户”和类似账户正试图帮助一家企业的财务经理管理现金。在这种情况下,唯一剩下的问题是企业应在其货币市场存款账户保持多少资金来为其现金账户提供服务?

接下来讨论一个最基本的可操作的货币市场证券——商业票据。目前商业票据规模超过1.3万亿美元,而且出现了新兴的中等规模企业的市场。这些企业也获得了银行支持,并且也发行商业票据。即使是小企业或民营企业,可能也会使用商业票据。其他在商业票据使用方面的改变需要进一步的研究。

第十四章

应收账款的管理

财务管理中最难处理的部分就是应收账款的管理,这是由于其本身的不确定性和主观性决定的。本章我们来看看此处涉及的几个问题,最后再给出一个如何决定赊销额度的模型。先来看看几个和“变量”相关的参数。这些参数是:

- 现金折扣(折现)
- 现金折扣期
- 信用期间(赊账期间)
- 收款成本

和参数对应的变量是:

- 销售额
- 净收入
- 销售收益率和资产收益率
- 应收账款额
- 营业现金净流量
- 坏账

现金折扣分析

现金折扣就是在提前付款的情况下客户可以少支付的那部分金额。为什么要给现金折扣呢?通常有两个原因:一个好的理由和一个真实理由。好的理由就是能够使客户在信用期限内尽快付款,一般的信用期是 30 天而现金折扣期则是 10 天。

所以如果卖主能够说服买家在 10 天之内付款的话,那么与其他情形相比收到货款就至少提前了 20 天。用这些钱买方可能赚到的多过现金折扣所隐含的折现率。比如,如果客户接受在 10 天内而不是 30 天内就付款的折扣率是 2%,那么他相当于赚到了 36% 的利息率,简单的算法就是 20 天 2%,30 天 3%,12 个月就是 36%。如果客户接受在 10 天内而不是 30 天就付款的折扣率是 3%,那么他相当于赚到了 54% 的利息率。同理,1% 的折扣就是 18%,0.5% 的折扣就是 9% 的利息率。

过去客户常常忽视现金折扣,但是近年来,应收账款管理者开始对隐含的利率(折扣率)更

加敏感,而且开始比较“资金的机会成本”和不同的现金折扣率(其隐含的折扣率),从而作出最优的选择。比如卖家如果开出 1% 的折扣率的话,买家就会觉得这太少了并拒绝接受现金折扣,而选择在 30 天后付款。

接受现金折扣的“真实”的理由——可能是客户出现财务困难的早期征兆。这一点我们在后面再讨论。

首先,在我们称为“变量”的背景下讨论现金折扣。现金折扣是怎样影响一个企业的销售额呢?是什么决定了对现金折扣的需求弹性呢?这种弹性可用图 14.1 表示。

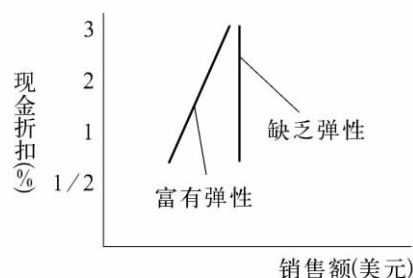


图 14.1 依据销售额的现金折扣弹性

弹性的决定要素

在处理大金额采购合同的时候,比如购买新闻纸或者钢铁原材料,包括关于现金折扣在内的每个细节都需要加以谨慎的推敲商定。不同的现金折扣会对订单的总价形成实质性的影响。这种情况下如果能通过改变现金折扣来争取到客户那当然是理想的,这时候就是有弹性的或者是非常有弹性的需求。如果不是这样的话结果就相反了。

当是小额定单或者是诸如文具之类的小件商品交易时,按照经验,现金折扣不会对订单有太大的影响。对一些小买卖,买家通常急于下单,好把精力专注于大宗商品的交易,所以并不太注意卖家提出的现金折扣。甚至在这些交易中卖主根本不会提到现金折扣,这些都会体现在销售订单的打印表格中:没有相对应的现金折扣项。这时候总价对现金折扣是没有弹性的。但是怎么知道某家企业的销售有没有弹性呢?这并不难判断,多数销售人员知道客户为什么向他们购买。几个例子可以说明这一点:比如那些由单页打印机打印的定制印刷品,像日历或者文具类,为什么买家选择这家印刷厂而不是那家呢?依据的是质量?服务?配送?销售人员的个人偏好?价格?但肯定不是现金折扣。那么为什么卖方还要给予现金折扣呢?他们可以把赊销期(信用期间)压缩在 10 天以内以获得立即支付。另外,行业惯例的影响可能会很大,比如在洛杉矶给予现金折扣是通常做法,而在芝加哥就不会这样做。当然,行业惯例也不意味着没有企业会采取更加灵活的方法。

还有一个例子是关于油漆厂经理的。他对客户进行分析之后把他们分成三类。第一类是零售类的客户,对这些客户他就尽量压缩他们的空间。还有一些客户,如机场管理局、高速公路巡逻队、城乡政府等等,他认为这些客户和别的客户完全不同,所以不会提供优惠。但是大约 35% 的销售对象是制造商,他怎么解释他能得到他们的订单呢?原因有很多,但肯定不是现金折扣的缘故。如果买家因为(没有)现金折扣的原因而提出更换掉长期合作的供应商的话,那简直是难以理解的!所以即使主管重新拟份合同,取消现金折扣,给予 10 天的信用期限,那么销售会有什么变化吗?什么变化都没有,实际上这类消费者对现金折扣是无弹性的,我们在后面还会回到这个例子上来。

另一个方面就是现金折扣是否确实激励了顾客积极还款。不同程度的现金折扣实际上已经回答了这个问题。但我们还是再看一个可以充分说明问题的例子。一家航空分包商

只向少数几家大型的主要承包商出售商品。当出现严重的衰退的时候,其他的分包商就会承受很大的降价压力。同类型的竞争者会竞相降价从而使得利润空间不断降低。更糟的是,为了尽快收回货款,在特定的情况下他们会把现金折扣率增加到5%。一个有心的分包商在访谈客户的时候,问应付账款管理部门的职员是按照什么标准来支付合同款项的。该职员是这样回答的,如果有现金折扣的话,我们就在10天之内付款。于是这个分包商就在合同上注明:10日内付款享受2%的现金折扣,30天内需全额付款。结果很快就收到了货款。

现金折扣的弹性和税前收入

如果一家企业的销售额缺乏弹性,那么就会出现这样一种关于税前收入的有趣的现象。如果现金折扣减少了,税前收入会怎样变化?

如果销售额对现金折扣缺乏弹性,那么就会产生如图14.2所示的明显差别。税前收入会随折扣的提高有明显的增长。特别是在该企业的销售收益率特别低的时候。假设该企业的税前收益率是7%,税后是5%,那么当该企业把现金折扣从3%降低到1%的时候,这就意味着销售额下降2%的同时就能带来税前收益率28.6%的惊人增长。而税后收益率则能增长24%。所以,虽然这个结果看上去有些不可思议,但并非没有意义。如果一家企业对现金折扣是无弹性的并且只获得7%的税前收益,那么经营者会考虑该企业的价格是不是对需求是有弹性的,然后提高价格以增加税前收益率。如此一来,这个方法不知不觉中就会增加利润,而大多数人却只注意到了价格的增加。

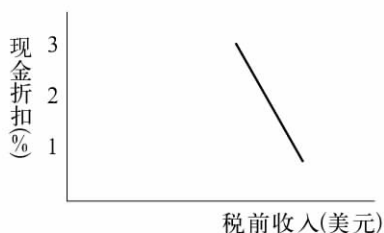


图 14.2 该图表明:在销售额对于现金折扣缺乏弹性的情况下,现金折扣的减少对于税前收入的影响

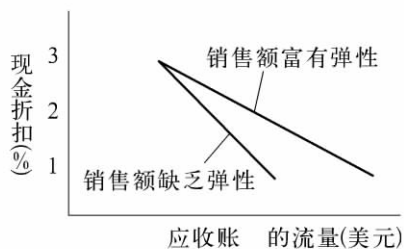


图 14.3 现金折现弹性 vs 应收账款流量

现金折扣的弹性和应收账款额

提供现金折扣期间的原因之一就是使客户尽早支付,但是降低现金折扣又会对企业的应收账款额有什么影响呢?如果企业的销售对于现金折扣是缺乏弹性的,那么即使现金折扣减少,销售也不会下降,但同时这也降低了企业对及时支付行为的激励,至少在折扣期间里是这样。图14.2说明的就是这种情况。也就是说,一些企业会因此不要现金折扣也不及时还款。这时候,应收账款就会增加。另一种情况是,如果企业的销售额对于现金折扣是有弹性的话,可能发生两件事情,一个是因为现金折扣减少导致销售额减少,从而应收账款降低。另一个则有相反的效果,就是余下的那些客户(没有接受现金折扣的客户)的还款时间会变长,这就导致应收账款增加。两种效应的总合通常是使企业的应收账款余额略有增加。

NOCF 的弹性和现金折扣

如果企业减少现金折扣,不论销售额增加或者减少,都会增加应收账款额。这就导致 NOCF 的减少,直到达到新的应收账款水平,也就是比以前更高的水平——因为 2% 或者更多的销售额可以留到 NOCF 中。见图 14.4。

减少现金折扣和坏账

一旦放宽客户还款的时间就等于增加了企业坏账的压力,是否真的会导致坏账的增加取决于企业的具体情况。比如有的企业的短期还款期限是 10 天而长期还款期限是 60 天,因此该企业实际上没有坏账。

减少或者取消现金折扣有一个不好的结果:这表明了一种态度——这在前面也提到过。可能这才是为什么要提供现金折扣的真正原因所在。提供现金折扣会产生一个有用的副产品,就是当一直接受现金折扣的客户突然停止采用现金折扣时能够给管理层一个警告信号。这时候,企业就该考虑现金折扣所提供的隐含利率低于机会成本,或者更重要的,对方资产的流动性出了问题,这是卖方最为关心的问题。这也是前面我们一直在讨论减少现金成本而不是取消它。1% 的折扣率可能就已经足够赢得愿意接受现金折扣的客户,同时也区别了那些不管是 1% 还是 3% 都不会接受现金折扣的客户。这样的“预警系统”非常之有效而且划算。

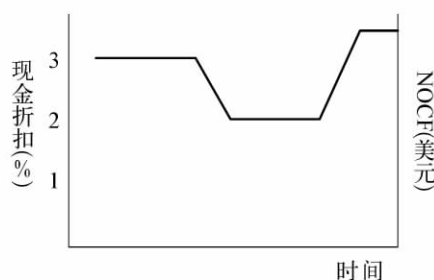


图 14.4 减少现金折扣对 NOCF 各期的影响

现金折扣期间

现金折扣期间就是客户能够获得现金折扣的付款期限。按惯例这个期限是 10 天。实际上,这个时间是一家略有规模的企业在货物接受检验并获取相关文件一并提交至财务上付款所需的最短时间。所以没有必要去修改这个时间。除了下面要谈到的“日期”以外,10 天也是不错的适合计算折旧的时间单位。但是“现金折扣期应该从什么时候开始计算呢?”每个人都会有不同的答案。是从签订协议开始吗?还是收货日?装运日?实际上并没有一个统一的标准,而且从到货日起算也不是最通常的做法。

电脑的作用

现在我们处在电脑时代,特别是发展型企业(除了特别小的那些)都由电脑完成票据的填写。那么在这里为什么不再把电脑应用到客户名单和装运信息以外呢,比如直接用电脑准确地计算折扣的价值?比如不再采用老式的“3/10, 30 天内全额”的标注方式,而代之以电脑准确的算出折扣的金额?甚至,可以规定如果邮戳标明的起运日是具体某个日期的话又能够享受多少的现金折扣?

通过编程来识别客户装运地址的邮政编码,然后计算出货物运抵该地的合理时间从而计算这个具体的日期并不是件难事。可能在这个基础上,还需要加上一个标准期间,比如 10 天,

来处理票据和邮寄支票。举例说,月初一号,一批货物从菲尼克斯起运到丹佛,大家都知道卡车要两天时间,那么就可以开具这样的票据:“如果在本月 12 号之前”支付该票据的货款,那么可以获得 317.17 美元的现金折扣,或者“在 30 号前全额支付 10 251.93 美元”。那么这样就不需要去费心推算现金折扣期间的起始了。

接受现金折扣但逾期付款

在很多行业或者交易中都不难发现大家都接受现金折扣但却在他们方便的时候付款,在 30 天后或者更久一些。在一些竞争激烈的行业中,接受现金折扣是适者生存的需要。但对于一些企业来说,这种做法和企业政策是抵触的。这可能会被悲观地认为是“经济强权主义”。所以当知道卖家会以牙还牙的时候,买家企业是不会这么做的。这是因为这样看起来是在欺负经济上较为弱势的卖家。如果实际上卖家需要这个强势的客户的话,那么也会耐着性子忍受这样的买家。但是这类强权的企业总能及时得到报应。在某些行业里,比如罐装食品,“逾期付款并接受现金折扣”。这种情况下,经济现实需要我们“照规矩办事”。

接受现金折扣但逾期付款的情况只有在客户在票据上注明“如果该票据未在 30 日内付清,在需要支付每月 1.5% 的滞纳金”时才会发生。这取决于谁是卖家。如果卖家是当地的文具商店,那么即使支付这些不合逻辑的小额的额外费用也没有什么关系,但如果卖家是该企业原材料的主要供应商,那么就该谨慎考虑了。如果买方企业在相当长一段时间内都是及时付款的,但是由于经济衰退,决定延后付款,那么可以考虑不收取额外的费用。“我之所以延后付款是因为我的客户延后付款了”。

一个道路建设设备的制造商采取这样一种措施,即对于 10 天内付款的给予折扣,30 天内需要全额支付,超过 30 天的需要支付相当于 18% 年利率的财务费用。这个行业的客户通常一直处于资金状态比较差的情况下,因此会欢迎这种安排并且有不少会采用这一点。实际上,制造商有个大约规模为 250 000 美元的专门财务企业来打理这个账户。这不仅能获得不错的利息收入,也能获得客户的好评。但是这样做的时候要注意是否与当地法律相符。

赊销期间(信用期间)

赊销期间(信用期间)对于应收账款来说会造成很大的影响。当赊销期间改变时(当然小的调整不算),根据所处的不同行业,客户就会注意到这种改变。当然,除非卖家卖的是一些不合常规的商品。比如,若一家小的文具商店把赊销期间从 30 天改成 60 天,那么行业中的企业会不会注意到这一点从而增加从这家点的购货量呢?几乎不会。如果该企业把所有的采购量都交给这家商店,只会是因为服务,配送或者是便利的缘故。

从这个例子可以看出,如果增加赊销期间会带来什么样的后果呢?如果一个客户是家零售企业,那么这种增加无疑会引起关注。零售业把这种做法叫做周转期和赊销期间多样化。

若一家零售商或批发商能够从供应商那里获得更长的赊销期间,那么就有可能尽早销货,收到货款,然后再向供应商付清货款。图 14.5 表明了赊销期和销售的弹性关系。

如图 14.5 所描述的,一家企业的客户因获得了更长的赊销期而增加了销售额,这会对企业的净收入、销售收益率,以及资产收益率有什么影响呢?首先来看净收入,如图 14.6 所示。

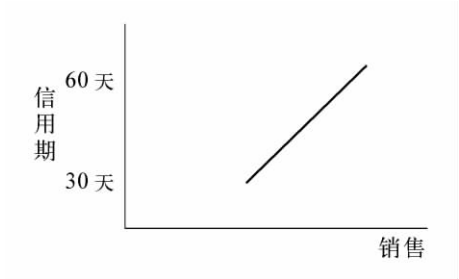


图 14.5 信用期的弹性 vs 销售额

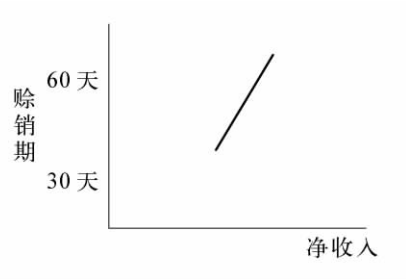


图 14.6 不考虑收益率的情况下,赊销期与净收入的弹性关系

赊销期的增加导致了净收入的增加,但是这个企业的竞争对手会采取相同的策略来抵消这样的优势,这非常简单。有人把这种行为叫做偷取生意。如果该企业的竞争对手十分活跃,并且通过增加赊销期间作为反击的话,那么销售和净收入的增加将会是一个短时间的现象。但是在其他方面的影响将会继续。既然销售收益率的变化不大,我们还是看看资产收益率会有什么样的变化吧。

如图 14.7 所示,如果竞争对手以相同的方式作为反击而使销售降回赊销期间改变前原有的水平时,资产收益率将会减少。因为这家企业给了客户更多的时间来付清货款,同时会造成在相同的销售额时需要面对更多的应收账款(增加了日销售额)。当企业的应收账款增加时,我们知道 NOCF 将怎样变动。随着企业的现金折扣和随之而来的应收账款的增加,NOCF 将会下降,直到新的应收账款的水平。现金余额将不断减少,直到销售额发生改变从而影响到应收账款的水平。

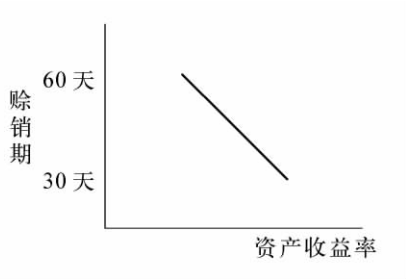


图 14.7 资产收益率与赊销期增加的弹性关系

对于应收账款额的影响

应该注意到随着赊销期的增加,应收账款会上升,但实际上,其变化量大于我们之前所预想的。图 14.8 说明了这一点。

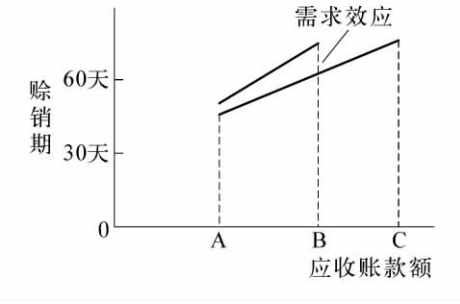


图 14.8 应收账款额的“需求效应”

想的。图 14.8 说明了这一点。

如图 14.8 所示,应收账款并不是从 A 到 B 的变化,而是从 A 到 C 的变化,因为还存在需求效应。需求效应是由于赊销期间的增加而导致的,当然要假设竞争没有起反作用——抵销销售收入。

赊销期间与坏账

如同我们在讨论现金折扣时提到的那样,无论什

么时候,给客户更多的时间来支付,就会给企业的坏账带来更大的压力。所以,如果把企业的赊销期间延长一倍的话就会恶化企业的坏账情况。会增加多少坏账则取决于企业和客户之间的关系了。比如,如前面所提到的,如果企业根本就没有坏账,那么赊销期间的改变也不会有什么影响,即使有也很小。而如果企业所处的行业总是有一大堆问题账目,增加赊销期间就将是灾难性的。原因就是,这会导致一种现象,即在很长一段时间之后才发现客户没有支付能力,这时候要获得任何的补偿都为时已晚了。给予一个更长的信用期间可能会促使客户过多的赊购,从而给企业带来一些负面的结果。当客户总能获得想要的赊购额度并且总是在赊销期间快结束的时候才付款的话就会导致这种情况产生。(相反,应该给客户设定一个赊购限额。)

收回贷款的支出(collection effort)

因为我们讨论的是成长发展中的企业,所以这部分叫做收回贷款的支出(collection effort)而不是收回贷款的费用支出(collection expense)。对大企业而言,将支出和努力联系起来并非是不现实的。但是我们讨论的企业并非这种大企业,所以可以用努力来描述对于潜在客户的审查和对客户付款情况的后续监督。对于发展中的企业而言,所有的收回贷款的支出(collection effort)可以交付给一个人完成,兼职或者全职都行。所以收回贷款的支出(collection effort)不仅包括了被负责人所采用的系统,也包括了他回收应收款项过程的努力程度。

变量

收回贷款的支出和销售额

在加强回收款项努力的同时销售额的上升也是有可能的。有些企业可能具有最简单甚至幼稚的筛选标准,如果企业出台一套可能更为复杂的筛选体系,也有可能让那些在简单体系下被拒绝的企业通过审查。但是,随着筛选体系越来越严格,不断被优化,可能部分企业会被拒绝给予赊销,有些企业会被拒绝增加赊销限度。这在图 14.9 中可以看到。

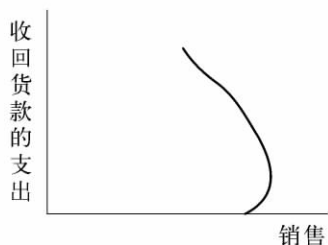


图 14.9 收回贷款的支出与销售的关系

这个筛选的过程可能也会考虑到销售的毛利润。这我们在本章的后面讨论。

在企业之间的交易中向客户催要账款绝对不会是一件让客户高兴或者是能引致新客户的事情,所以如果回笼贷款的行为太过激进,无疑会丧失一些客户。所以增强贷款的回笼会导致销售额更多的下降。

但是对于那些“拖拉的付款者”将是最麻烦的经历。而如果有客户先是信誓旦旦地保证企业财务良好随后又宣告破产,那真是要令人抓狂。人们这时候通常会比较情绪化——“我再也

不会这么好说话了！”此刻，负责回款的责任人或者总经理很有可能对现有和潜在的客户作出一些不理智的决定，即因为某一客户导致了坏账而对其他客户紧缩信用限度（赊销额或者期间）是一种不负责任的行为。没错，这是人之常情，但却不符合企业的利益。下一小节将解释如何建立赊销的标准从而作出合理的决定。

收回货款的支出和净收入

如果拒绝给那些本应获得赊销的企业赊销，那么不仅销售会受影响，净收入也同样会受到影响。尽管这样的预防措施会减少坏账，但总销售额可能会减少从而减少净收入。那么应该如何抉择呢？是要更多的净收入还是更少的坏账呢？

收回货款的支出和资产净收益率(ROA)及销售收益率

当我们开始考虑资产收益率的时候，必须考虑当前收款支出状态下的应收账款额。显然，如果企业能够减少应收账款的话，即使销售稳定，资产收益率也是会上升的。但对于许多发展中国家的经理来说，应收账款的多少并不是他们最关心的问题。如何把产品卖出去往往是排在之前要考虑的问题。他可能会说：“不管怎样，我们应该都能拿到钱，他们会及时还款的。”容忍应收账款无节制的增加肯定会恶化企业现金流（记住，1美元也是钱，要管好钱袋子）。所以对于一些企业，如果有的话，也仅是下了不多的工夫来收回应收账款。但是即使是简单的应收账款管理也将明显地减少应收账款的水平。这些简单的努力可以包括给没有按时还款的客户打个电话，客气地提醒对方是否注意到账目已经逾期了，并且问问对方打算什么时候去支付这笔款项。随后还可以打个电话确认一下对方有没有去还款。有时候第一次电话是看看客户是不是拿到了或者丢失了票据，如果是这样，对方应该会很快地付款。如果要讨论所有导致客户没有及时付款的原因的话就超出了本书的范围，而且，对于这个问题的讨论可能需要一整章——甚至是整本书了。

收回货款的支出和坏账

如果某人被任命为信贷经理，而一年之后他注意到坏账增加了，会作何感想呢？他会认为自己很好地完成了工作吗？这取决于如何判断“很好地完成工作”。信贷经理的任务是不是最小化坏账呢？也许某种程度上我们可以这么说，但是我敢肯定这么说是非常不理智的。甚至可以说赊销经理的工作是使坏账额最大化。这样说的意思其实是，尽管坏账增加的幅度较大，但他应该采取行动尽量增加净收入。比如，因为一个客户所表现的财务状况不是那么理想而拒绝向该潜在的客户提供赊销就是“最小化”策略的一个例子，而不是“最大化”。当账户情况变糟糕的时候，即使没有伤害一个信贷经理的个人感情，也会令其非常的难堪。（在坏账现象比较突出的发展中的企业尤其如此。）所有这些最后都归结为一个问题：作为一个理性的企业应如何正确地作出给予赊销的决定？

如何决定赊销与否

在最简单的情形即采用边际经济的情形下,销售的“期望收益”应该大于“期望损失”。这种情况下,期望收益就是销售所获得的收入,它与可能的客户没有付款所造成的损失相对。所以有

给予贷款: 期望收益 > 期望损失

这里的期望收益等于成功收回贷款的概率乘以企业在这笔销售上的纯利润。

这里的 P 就是成功收回贷款的概率, G 则是企业这项销售的毛利润。

那么期望损失就是不能成功收回贷款的概率,

所以, 预计损失 = $(1 - P)C$

和前面一致的 $(1 - P)$ 表示不能成功收回贷款的概率, G 表示这一单生意的毛利润。所以有

$$P(G) \geq (1 - P)C$$

若客户没有按时支付,但是最后终归还是会付清的,就称之为“逾期付款”。那么企业实现的实际收入会小于毛利润。我们就要减去“逾期付款”项 $i(t)S$, 这是关于时间的函数,用逾期的金额乘以销售额。加入了“逾期付款”之后就产生了下面的式子

$$P(G - i(t)S) \geq (1 - P)(C + i(t)S)$$

注意到“逾期付款”项减少了获得的净利润,如果不包括其他因素,还应该考虑逾期付款中隐含的利率以及对应收账款融资需要支付的(非隐含)利率。同样的道理,逾期付款项在客户没有付款的情况下增加了损失。如果企业在对应收账款融资的过程中还支付了利息,那么还会加剧损失。当然,“逾期付款项”在毛利润和销货成本上应该对应,我们可不希望在式子两边出现两倍的逾期支付项。

一个例子

假设某企业一笔销售的金额为 1 000 美元,销货成本为 700 美元,毛利润为 300 美元。假设客户能够在 90 天内付款,也就是逾期 60 天之后付款。把数字代入上式,假设企业的融资机会成本是年利率 24%,成功收回贷款的概率是 0.9 那么就有

$$0.9(300 - (0.04(1\,000))) \geq (1 - 0.9)(700 + (0.04(1\,000)))$$

$$\$324 \geq \$74$$

显然期望收入为 324 美元大于期望损失 74 美元,所以结论是应该赊销。

判断方法的简化

在前面的例子中,可以发现收回贷款的努力 P 对整个模型都非常重要,但是如何决定这

个概率的值并不是件容易的事。如果我们能找出一个概率的分割点,比如能说对某个客户收回货款的概率在 70% 以上的话,那么就可以给予赊销。还好,我们可以通过计算来找出这个概率点。见下面的式子:

$$\bar{P} = C/S \text{ or } (S - G)/S,$$

其中 $\bar{P}$ 就是使得等式左右两边相等的概率分界点,同样 $\bar{P}$ 也是获取赊销资格所需的最小的收回货款的概率。如果再加入“逾期付款”项的话,上式就变为

$$\bar{P} = (C + i(t)S)/S \text{ or } (S - (G - i(t)S))/S$$

可以沿用前面例子中的数据,代入到此式中:

$$\bar{P} = (1\,000 - (300 - 40))/1\,000$$

$$\bar{P} = 74$$

最后得 $\bar{P} = 74$, 即所需收回货款的概率为 74%。

如果客户付款的概率至少有 74% 的话,那么企业应该决定向其出售。

模型的意义

通常情况下收回货款的概率都在 90% 以上,而其概率似乎是有偏分布的,大多数客户在分布的高段而少部分客户在低段——即不能收回货款。

但是注意到企业的毛利润(按照销售额的百分比算)也占到了越来越重要的地位。如果对于某笔业务,其毛利润率较低的话,即使没有考虑到“逾期付款”因素,这笔销售对应的 $\bar{P}$ 也会提高,而且可能幅度还不小。在这种情况下企业应该确保对方能够付款。除了可以要求提前支付外,卖方也可以通过要求对方开立信用证从而保证客户能够 100% 的付款。如果客户存在“逾期”的可能性,那么就加入“逾期支付”项,从而提高 $\bar{P}$, 也就是收回货款概率的门槛。

如果卖方企业的毛利润率非常高的话,比如达到了 60% 或者更多,那就没有必要采取太严格的措施来减少赊销资格的发放,至少不需要对赊销那么斤斤计较。举例说,如果企业在卖一批整套的软件,成本大概 400 美元,佣金大概是 500 美元,卖价上是 4 500 美元,那么只要是订单经过证实是来自那些诚实经营的企业,大可揽下每一笔交易,只要这些交易都是合法的就行。如果有这样高的利润率(在本例中高达 80%),那么企业就不应该错过任何一个接单机会。

本章小结

本章先采用一些所谓的参数和变量的需求弹性来解释应收账款的管理。作为一个管理者,应该清楚诸如现金折扣对销售的弹性。如果销售对于某个变量是无弹性的,那么可能导致某个参数的变化。比如,减少现金折扣会导致税前收入的增加。乍一看可能比较复杂,但是如果一家企业的税前收益比较低的话,就说明通过管理提高利润的空间可能就很大。

本章的第二部分讲述了如何决定是否给予赊销。我们发现影响决定的关键因素就是销货成本和收回货款的可能性,如果一家企业在销售上能够获得丰厚的总利润,那么其赊销政策会相对宽松一些。反过来,如果一家企业的毛利润率较低的话,在选择赊销对象时就会更加挑剔,在加入“逾期付款”项之后会更加明显。但是如果有必要的话,销售企业会通过要求开具信用证来增加收回货款的可能性。

采用这种分析方法的时候,关键一点要记住这是边际分析法:下一单销售。还有就是可能会因为给一家客户过多的赊销额度而“杀死”该客户。如果一个客户开始的时候能够正常付款,但是在采购量过大的时候,突然发现自己没有支付能力,那么 P 值就会大打折扣以至于小于 $\bar{P}$ 。



问题讨论

(1) 你所在企业准备以平时的折扣价向一个客户出售产品,但是这一次这个客户说:如果你想获得这笔订单,就必须降价,这样只能卖到比成本价高 12% 的价格。而你企业的经常管理费用大概占到销售额的 15%,那么是否接下这笔订单呢?

(2) 一个潜在的客户表示他有兴趣购买,但是他得晚两个月付款。这个信息会如何影响你最后的决定呢?能接下这笔生意吗?做决定的时候需要考虑到哪些因素呢?

(3) 如何确定客户按时足额支付的可能性?

(4) 什么时候应该提供现金折扣?什么时候应该取消已有的现金折扣?

(5) 在提供长期的赊销时,你会承担哪种风险?你需要考虑哪些因素?

(6) 是否应该向少数客户提供长期赊销而不隐瞒这样一个事实呢?又如何“隐瞒”这个事实呢?

(7) 如果你是企业的赊销经理,在企业的坏账增加的时候,你觉得是否干得不错呢?请分绝对情况和相对情况讨论,并且作出解释。

第十五章

对外扩张——收购企业

第五章,我们讨论了“企业的成长”,即试图增加企业的收入。我们注意到,有两个增加收入的基本途径:内部和外部。在这一章中我们将讨论通过收购其他的企业,达到规模扩展的过程,通常称之为:“兼并和收购”。

但是,这章内容不会简单局限在你已经拥有了一个(或多个)企业的情况下,去并购另外一家企业的过程;还会涉及从无到有地获得一家企业的过程,即初次购置。如果能够作为一家企业的总裁,在这个职位上去收购另一家企业,比不处在这个位置上而进行的收购行为要容易得多,但对于许多企业家和梦想成功的企业家来说,这就是他们的处境,这种情况也将得到解决。

此外,我们的讨论还将包括杠杆式交易。我们假设这种交易被称为杠杆收购或 LBO。在我们讨论 LBO 前,我们将首先讨论如何通过快速的资金融合建立大型集团的过程。

在此章节的第二部分,我们会关注 LBO 的相关规则,在本章第三部分,将讲述如何寻找到一个收购的目标企业。最后,我们将讨论如何去引荐潜在的卖方。

如何创建一个集团企业

杠杆收购的规则是 LBO 的一个引申,又称为杠杆培育(LBU)。在讨论 LBU 之前,对如何兴建财团进行说明可以提供相应的信息,尽管现在讨论的是如何从外部获得企业的发展。

假设 A 企业的总裁会见 B 企业的总裁,并询问 B 企业是否有兴趣合并。如果 B 企业的答复是肯定的,这时就决定于 A 企业 CEO 的报价。假定 A 企业说:“我以你的税后收入 10 倍的价格收购贵企业的股票。”这时,B 企业可能会回复:“我会跟我的顾问讨论你的建议。”此时,企业的顾问将对交易能否达成起着十分重要的作用,尤其是如果这项交易是一个 LBO。如果老板在注册会计师处寻求顾问的意见,而不是咨询该企业的外部律师,他可能会得到完全不同的答复。就前者而言即外部会计师,将最有可能作出正确的决定。如果他协助收购这个企业,它就不再是一个委托人,A 企业将会解雇这个会计师。如果该企业外部律师被询问 B 企业是否应该并入 A 企业,因为企业的财务状况可能大不相同。外面的律师可能只关注到企业支付给他的费用。我们将回顾这个决策过程,但首先让我们回过头来从 A 企业的角度来看该过程。

并购增益的魅力

假设 A 企业有 100 万元的收益并已发行 100 万股,这意味着企业股票为 1 元每股;如果售出 2 000 份会有一个价格/收入比(P/E)为 20/1。现在 B 企业已盈利 50 万元,简单地说,有 500 000 的股票。因为 A 企业收购的是 B 企业所有的股票,B 企业有多少股份发行呢?它可以作为一股或多达数百万股的资金。这种情况见表 15.1 的数据。

表 15.1 A 企业收购 B 企业的前后对比

	A 企业	B 企业	企业 A _B
收益	\$1,000,000	\$500,000	\$1,500,000
股票发行量	1,000,000	500,000	1,250,000
股票实际收益	\$1.00	\$1.00	\$1.20
Stock Price	\$20.00	—	\$24.00
市盈率	20/1	10/1	20/1

收购后合并的企业,称为 A_B 企业,将有 150 万美元资金并发行 125 万股的股票。这是因为 A 企业支付了 10 倍 B 企业 50 万美元的股票的收入,或总数 250 000 的股票(50 万元/20 元)。现在让我们看看 AB 企业的每股收益。几乎像魔术一样,收益也攀升至 1.20 元!如何?是否是收购行动使企业有了突然增长的生产率?产生了什么样的影响?似乎这种收购有一种增效作用。是什么原因使得 A 企业的收入(也就是 A_B 企业)提高了 20%?它是如何得到这个合并增益的?

简单地说,A 企业付出 B 企业股票收入的 10 倍,而实际上它却是以 20 倍卖出。这是简单的事实,收购 P/E 较低的企业使得 A_B 企业的收入增长了 20%。当然,如果 A 企业以现金代替股票收购了 B 企业,其增益可以更大——50%,而不是 20%左右。但在 1950 年和 1960 年这样的太平盛世的日子,这种并购被发挥到极致,少数考虑周全的大中型企业将采取现金支付代替股票,除非他们认为提供的股票是被高估价值的。这些过程有时以同样的方式在高科技及网络横行的 20 世纪 90 年代重演,企业在并购狂潮中把其被过分高估的股票作为货币使用。

为什么一些业主采取现金交易?如果 B 企业采取现金支付,在交易后,他税前只能拥有 500 万元,但通过巧妙的手段,并要求以股票进行交易,B 企业现在将拥有价值 600 万美元的股票。如果 A 企业继续进行这个收购游戏,它的股票和收益在相当长的一段时间里可能有一个稳定的增长。

收购的关键

收购的秘诀是假定 A 企业(或 A_B)的 P/E 比率仍将保持相同或随每次的并购而增长。是什么在 1970 年阻止联合大企业的并购?事实上,他们不能够不断保持收入的增加,且其 P/E 比率下滑。这就是企业集团的死亡之吻。如果股市不看好不必要的收购,它可以由下降

的 P/E 率说明对收购企业的不悦。在这种情况下,都将是徒劳的^①。

信用股票是收购企业的典型方式。这些股票被收购企业授权,在法律上允许发行,但尚未在 SEC 处注册。起初,他们发布股票证书时声明,股票不能出售,除非根据法规第 144 条股票被注册。法律规定,收购企业的股票必须在两年内完成注册。如果该企业在两年内注册,注册将包括被收购企业原来所有的未注册的股票;否则,就要在商定的日期前完成注册。收购企业需要一段时间购买被收购企业的股票,因为他们认为快速的资金交易会扰乱市场。

1971 年前,收购一个小企业的典型形式是通过被称为“共享利益”的交易形式。这是交易的形式俗称“兼并”,也就是免税交换股份或是可以兑换成股票的东西,这将在下一章讨论。被收购企业和收购的股东可以不纳税,除非他们出售交换得来的收购企业的股票。这将导致滥用这种“免税交换”,而今天迥然不同的企业免税政策使兼并变得很困难,但并不是不可能的事。目前,决定市场政策的领导人考虑要去除一切的“兼并”,并把所有交易作为“购买交易”,这将在下一章进行明确的讨论。

衡量 LBO 的准则

开始研究 LBO 之前,务必充分考虑是什么使其成为一个良好的 LBO 目标。衡量 LBO 的标准是什么呢?

“可抵押资产”

因为整个 LBO 想法是能够借助目标资产的力量,目标资产中最重要的这一点是它必须拥有买方可以引入的足够多的资产,对这种有利于借贷的特性就是我所说的“可抵押资产”。举例来说,当借款人从某典当行借贷某企业的资产,我们就说这是可抵押资产。那么,这真的是有利可图的可抵押资产?首先要有应收账款。目标企业的应收账款有什么样的利益呢?如果真的有有利可图,贷款人将贷取他们目前 70%—80% 数额的汇票。通常,当交易借贷 LBO,如果原持有者没有利用 LBO 的机制,银行及金融企业的贷款可能会有点不足。

第二个最重要的资产通常是目标企业的设备。正如第十一章提到的贷款人通常会带走一家企业快速销售配额 85%—100% 价值。切记,“快速销售”的价值有两种类型:一段时间(如 6 个月)内的有序转售和所谓的清算价值。笔者认为,前者通常会导致更高的快速销售价值。这是保留一份企业评估所要求的,但这些评估企业必须得到准备贷款人的批准。如果贷款者坚持在实际是拍卖行的鉴定所里做财产评估,那么快速出售价值将很可能是一种清算的快速出售价值^②。

虽然中等规模的企业评估费用通常约 5 000 美元至 10 000 美元,但没有一个实际的评估

^① 研究显示,当企业宣布收购或兼并大企业时,收购企业的市场价格会有一些下降,而目标企业的市场价格会上涨。但事实上,有时双方的股票都会上涨,不过这种情况很少发生。出现这种少见的情况是因为企业的收益需要一段时间才会公布,而在这之前收购企业的股票价格会由于各种各样的原因波动。

^② 请记住,在借贷资产价值进程中,资产的“市场价值”真的是多余的。

是很难估计快速销售的价值。我们知道,真正公平的决策机构的评价都是极有把握的,所以当审查车间有很多设备用处不大时,就会变得非常敏感,但大多数情况下,如果他想知道可以从目标企业借来多少资金的话,准买主将冒着价格评估的风险^①。

房地产是一个比较好的可供借贷的资产,如果你对某个地区的房地产市场有一种直觉,这种来源于当地房地产的免费信息通常是现成的。在这里,市场价值是基础的评估。一种无形的资产是:经检查大楼已经妥善保养。另一种无形的资产是固定财产是否存在瑕疵。后一种因素是以下将要提到的标准之一。

资产中最不具有“可抵押性”的是目标企业的库存清单。通常,银行最有可能会贷给存货,其中有 50% 的原料和 50% 的库存成品。他们不会贷给在建项目。当谈到存货总值时,财务企业通常更能保证贷出。但是,这并不意味着他们将贷出超过其银行贷款的数额。如果贷款人对 LBO 交易感到满意,即看中它的价格和日期,它就更倾向于存货贷款;如果它认为该交易资产拮据,也就是说价格太高或支付债务的款项延长了该企业偿还债务的能力。但一般来说,如果目标企业有很多的库存,这将会使交易的进行相当困难,在通常的情况下也不是不可能的。这意味着从进行 LBO 交易的角度看来,这是很难的目标。因为经销类型的企业的库存是相当重要的。当然,几乎没有库存的服务企业真的很难成为目标企业。

如果目标企业拥有大量的无形资产,如良好的经营方式,这将使借贷策略变得非常复杂。实际上无形资产的价值可能非常可观,但贷款人反对这种很难衡量的无形资产。除非它有比较明确的价值,典型的中等市场的 LBO 贷款人是不考虑这个无形价值有多少。在更大的交易中,无形资产的价值可能扮演完全不同的角色。但是评估一家石油企业的资产时,可能要考虑到他们已探明的石油储量。

所以,总而言之,资产是 LBO 最重要的一个环节。没有良好的可抵押资产,具有代表性的 LBO 收购交易是不可能实现的^②。

规则的例外:流动资金

在较小的交易中,资产具有特别重要的意义。但随着交易金额的变大,如 2 000 万美元的交易额,流动资产就变得越来越不重要,而流动资金变得更加重要。事实上,在更大的交易中,流动资金可能处于主导地位。而资产的可抵押性甚至没有被注意到。这些交易也就被称为“流动资金交易”。

目标企业很少或没有长期债务是十分必要的

这是因为这部分债务最可能明显影响企业的资产。在充当更多债务的抵押品之前,这些

^① 虽然我不想提及此事,因为它不能被验证,有时候,企业设备的“快速销售”的价值是折旧设备的价值。

^② 然而,人们不断地尝试进行 LBO 交易,像服务企业及经销企业,即使没有足够的资产。在财政对话中,他们正试图打破他们的选择权。

资产必须偿还。这意味着贷给卖方少得多的资金对交易的进行非常重要^①。

老企业的地位

通常目标企业是一个比较古老的企业,即至少在 20 年以上。这主要是因为很多中等规模企业的业主将要退休。这些业主在经营企业 20 年以后大概都 60 岁了,这是很多人都思考退休的年龄。这样的所有者拥有的可能是 30 年甚至 40 年的企业。我曾为一家建于 1983 年的大型印刷厂谈生意。这家企业的老板当时已经 82 岁了,且视力突然变坏。他有两个孩子,却都不能继承这个企业。他一直拥有这家企业到出售为止。

同时,这样的老企业往往没有需要偿还的债务。如果他们有的话,那么这将涉及上述第二条标准。企业存在着长期的(有时是短期)的债务可能预示着企业利润并不很高。另外,未偿还债务可能表明所有者通过工资或红利消耗了太多的资金(或两者兼而有之)。如果这能被证实,它就可能被准新主人接受。这会显示出维持这个企业的价值,将在下一章主要讨论。

另一比较有趣的是较旧的企业往往有“隐性资产”。意思是说他们对企业的账册失去兴趣,因为他们是完全贬值的,或从未出现在账册里。土地是记录在企业的账册里最有可能大幅增值的,事实上,可能逃跑(收盘)的所有者,如果目标恰好是一家大型企业的附属小企业,那就可以在地域上被拆除。

良好可靠的流动资金

有必要有一个明确的现金流应该是显而易见的。其主要特点是要求现金流不仅充足,还要靠得住。这是给 LBO 交易贷款者极大的安慰。而事实上,它极大保证了个人 LBO 交易。但是,往往有人忘记了这些是显而易见的,他们试图通过不足或不平衡的流动资金进行 LBO 交易。不足的流动资金应在计算价格时及时调整更正,因为这样会导致非常低的“价格上限”。但总有个别人认为有“讨价还价”的筹码,从而不能抗拒试图从某企业的高价中获利,这样做是错误的。因为他们并没有意识到:如果无法完成交易,准目标是否低价是毫无关系的。最好是找一个高价的目标企业,不管它意味着什么,而不是去收购一个没有足够的流动资金的企业。如果贷款人不能贷到足以使交易进行的资金,那就没有讨价还价的筹码。如果一个人支付了所有现金(非借贷的),对于企业来说,有一些理由是可以作为“讨价还价”的筹码的。但人们必须记住,通过 LBO 交易收购目标企业时,贷款人必须作好准备,并愿意为此交易的进行作出必要的贷款,以提供足够的资金使交易发生。周转时间不能作为好的 LBO 目标。当然,周转时间定价“便宜”,但购买它并不是一个明智的决定。另外,假设周转时间并没有进行,做一个中等市场的 LBO 交易都会要求一个人担保贷款足够以确保交易进行。如果流动资金不足以偿还贷款,破产或其他一些严重的情况就会接踵而来,担保人也将会损失巨大,也许是失去他

^① 作者曾在 1983 年通过谈判达成协议,一个创立于 1921 年的相当大的印刷企业其所有者是一个从一开始就拥有它的男人,他有两个孩子,但都不能够接替他在企业的所有权力,在他 82 岁出售企业时候,他的眼神突然失去了光彩。

的一切。但为什么经过深思熟虑的人还要冒着一切风险呢？是因为目标企业是一个便宜货而不能被其诱惑抵制？有时当企业通过的 LBO 收购时有意外和灾难发生，这是相当糟糕的。但试图通过 LBO 收购一家众所周知流动资金不够的企业，这种错误是不可原谅的。

企业规模

目标企业规模多大？在通常情况下，意味着销售量的规模。目标企业是否有合适的规模要考虑准备做这个交易的个体的经历记录。

有关规模的问题体现在以下几个方面。贷款人和销售业主对正在试图进行的 LBO 感到满意，这是其中一个原因。一旦一个人收购并成功地运营一个企业，他就很容易收购另一家企业。但对于首次收购，企业的规模总是在扩大。如果一个正在试图进行 LBO 人，只有一般的管理水平，这个问题就转化为这个人是否有足够的经验管理这个企业，他有没有管理这样一个企业的经验？第一部分的讨论就这样开始了。追踪纪录以便确定他以往是否有过收益管理和现金处理的经验。如果答案是“否”，那么在试图做这样的 LBO 时或许应该与有这样工作经验的人联合，也许这个人已经在管理目标企业。在这种情况下，策划这项交易的人很可能成为目标企业主席。另一个规模问题是有关企业资本运转的管理。例如，如果目标企业急需有营销专长的人才，而准业主可以弥补这一弱点吗？或者是制造方面的业务？收购后经营的职位能否正常运作呢？中等规模企业的财务与会计的运转是容易合理聘请一位能干的人来填补空白的，但通常这需要有足够的时间来寻求合适的人选。这并不意味着新的业主在目标企业的各方面都是专家。如果是的话，这样的情况也很少，企业就会被以 LBO 或其他方式收购。准业主必须认为一旦新的所有者接管企业，不论他或别人都能够使企业各方面的业务正常运行。

相反的情况也可能出现。对个人的 LBO 收购目标企业是否足够大？如果不是，目标企业太小以至于业主/拥有者几乎管理了所有的重要项目。当然，如果企业家坚持运营新的企业，他可能会成长到相当大的规模，这是值得做的。但令人不安的是现金流量可能非常小，以至于偿还债务后，只有很小的部分可供业主分发薪水。如果新业主是要保证一切都是通过他的担保，那么利益也与风险相当。如果目标企业“太小”，仿佛是无紧要，可以想象的目标可以这么小，以至于业主不用花太多的精力在上面。诚然，在这种情况下，企业家可以对他的老板吹嘘，但在其他人看来，在这样的情况下，对于机会成本来说这是一种巨大的浪费。

企业的类型

准业主应该考虑到：如果这个目标企业真是他想拥有的目标企业的类型，那么企业将以什么样的方式运行？目标企业的所有权里是否包含令业主厌恶的规定？这些和其他相关的问题在收购目标企业之前必须仔细考虑。即使目标企业似乎显示出一个美妙的商业机会，理智的企业家也应该从这种并不愉快也没有利益的情况下退出。不幸的是，对于一个雄心勃勃的企业家来说，这将是“唯一”的机会。这种成功机会可能在收购一家目标企业时根本不可行，但幻想成功的企业家仍会继续努力让人们联想到出售的目标企业。例如，向准贷款人提供他们

已经厌倦的相关的消息。如果一笔交易开始看起来不太可行,无论是因为价格太高,还是因为资产不足以维持必要的借贷,那么明智的业主应该退出,并放弃这类目标企业。在这里纠缠可能只会浪费时间和招致敌意。

令人信服的出售理由

令人信服的出售理由很多,但有一个是非常重要且区别于其他的。卖方有一个令人信服的出售理由对买方是非常必要的,否则,你想进行 LBO 收购时,卖方将不会作出必要的让步。需要通过 LBO 收购的机会弄清楚。如果你问任何一位业主是否他想出售企业,答案很可能是:“当然,如果价格合适的话。”但是,当试图去做 LBO 时,不仅仅要价格“合理”,而且条件也必须使梦想成功的业主满意。举例来说,当需要强制性卖方或变相地使卖方接受部分的收购价格的从属说明时,如果卖方没有一个令人信服的出售理由,他将只有可能去接受任何完全倾向于卖方利益的交易。此外,卖方肯定不会接受“软美元”这种作为部分收购价格的合同(包括提供咨询等),从而断绝了买方下压部分收购价格的机会。是什么使得卖方会接受对买方来说最合适的条件?前面曾提到的出售一个大印刷企业的老板,他拥有这个企业长达 61 年。毫无疑问,业主在这段时间内尤其是近十多年来有很多机会出售企业,但是这位老人视力突然出了严重的问题,在律师的建议下,他不得不卖掉企业。在谈判中,律师们非常精明,知道收购计划的所有环节,如担保的次要声明。但即使是律师也觉得该企业有令人信服的出售理由,最终接受了最后报价。

这种特定的迫不得已的出售原因是比较容易确定的,但有时却并不容易察觉。准买家必须善于观察,找出业主愿意出售的真正原因。例如回答是“哦,我只是想去旅行。”就留下了很多想象的空间。企业的所有者是否会将企业转让给毫无疑问的企业家?难道业主真的想让你参与到该企业的业务中吗?如果你作为一个准买方有一个战略性的收购该企业的计划,然后努力去取得成功,那您不必担心是否存在一个令人信服的出售理由。但作为一个准 LBO 买方,你没有这种奢侈资格。你必须从卖方那里找到一个有根据的和令人信服的出售所有权的理由。否则你就极有可能找不到交易的机会。

没有不可克服的污染问题

在过去的二十多年里,环境污染的问题日益突出。需要面对这些问题的大多是制造业企业。可惜的是,这样的企业,往往是良好的 LBO 目标企业。因此,在追求好的目标时,找到一个有污染问题的企业早已司空见惯。对于企业本身来说,污染问题不是一个抛弃目标的理由,应该做的是设法确定这个问题是否可以解决。可是对快速成长的企业来说,这个问题实在太重要了,因此该问题的解决就可能成为整个收购的企业计划的一部分。请记住,通常贷款人不能也不会向麻烦的资产借贷。笔者曾参与其中一种情况,即一个制造企业所在的部分土地在多年前都有过大量有毒物质的泄漏,而且成为一个重大的“超级基金”采取补救行动的一部分。是什么使这个问题不同呢?当局正在寻找一个有利的突破口来改善这种情况。尽管新的企业与初始的污染无关。事实上,目标企业与有毒物质的泄漏也没有关系。但它刚好位于属于“超级基金”管辖权内的土地上。作为 LBO 的一类,我们没有资格去解决污染问题,但财力雄厚的

企业将有这个资格。在这种情况下,这一指标竞争将大大降低^①。

污染物的责任不能被出售或转让是较为普遍的污染类型的问题。例如石棉:一个企业可以有其批准的储存地点,但拥有石棉的企业却永远不能有效摆脱这一有毒废物的责任。这是不是一个“不可逾越的”问题取决于这个污染范围。任何买家都会在这个问题上犹豫,即使他不想放弃收购。

其中最常见的污染问题是石油或其他一些毒物在制造工厂土地上的泄漏。污染范围或者很大,或者相对较小。就后者而言,可能是过去有人洒落一些汽油在土地上,而这又在地产评估时被检查到,那么购买这样的土地需要一些修复。在这些案例中,修复是相对容易的事;如果发现污染是在楼层的下面。这就意味着一个重大问题,其中可能是难以克服的。这可能比花费更加恼人。

长远前景

我们生活的这个世界,确实正在变成“同一个世界”。制造业可以在许多情况下运作,如在成本较低的中国或墨西哥。“你不必生产你要销出的商品”这种方式似乎正在变得越来越重要。那么为什么会有一些梦想成功的企业家想收购一家转向国外发展的制造企业。原因只有一个:它是可行的!但即使有制造厂商搬迁到国外的地点,还是有可以供当地制造企业销售的行情或市场。如果没有其他情况,只要你控制了目标企业,你可以转移部分或全部的生产资料,其前提是获得贷款人的同意。

秘密的交易

在试图通过 LBO 收购一家企业时,对你来说理想的是作为唯一的准买主。因为与其他准买家的竞争,不仅是提高价格那么简单,更重要的是增加收购时间。而这一类的时间增加,将导致预期的首付金额上升。做 LBO 重要的是从卖方获得必要的时间。当与其他买主竞争时,某个或更多的准买家,可能不仅是提供了更高的价格,还保留了更多的预备资金。这种竞争使雄心勃勃的买主脱颖而出。

虽然看起来,有利的是卖方可以有更多的选择。但对企业的未来说,这正是卖家最不想做的事。经验告诉我们,大多数的卖方希望自己的整个谈判在最严密的情况下进行。但如果多个投标的企业将更加难以保密。此外,他们不想让客户知道企业被收购。他们也不想让竞争对手知道,这对企业来说是非常可怕的事件!他们更不想让员工知道企业被出售。有很多原因使买方这样忧虑,但只要买方关注目标企业,它就足以使卖方有这些感受。如果卖方真想秘密交易,只能由 LBO 的准买主扮演这个角色。这就是为什么对于准买家要不惜一切代价确保机密,因为这是很重要的。你作为一个潜在的买方与卖方打交道,必须确保企业的机密安全。但你也有必要确定别人没有参与到有关的行动或提出另一个收购的提议。卖方也可提前

^① 这在某种程度上是个类似的问题,该问题为买方提供了一个机会。一家有重大产品法律责任的美国企业是找不到一个实体企业买家的。如果一个人不是公有企业的法人代表,那么它可以以自己的名义买下那个有问题的企业。这个人可以在巴哈马成立一个保险企业来解决保险方面的问题。这样,被看好的公有企业却解决不了这个问题,反而为企业家提供了一个机会。

极其隐秘地预测他的目的,以至于取得的最好的收购价格。记住,大多数中等规模企业业主从未在了解之前出售业务。此外,他们不太了解中等规模企业的价位。诚然,这些卖家从他们的CPA或律师团的那里得到一些意见(或者两者都有),但这并不是说,这些“顾问”对目前市场上正在审议中的企业有充分了解。可以说,这是第一次无论是会计师或律师都亲自参与的收购交易。

关于后一点,这就是为什么对于准买主来说怎样去赢得卖方的青睐是非常重要的。如果卖方真正中意准买主,那么收购将变得异常容易。对许多退休的业主来说,令人略感安慰的是,充满朝气的青年人继续运行企业。如果这种情义存在,这就需要买方尽他所能来经营企业,并使得这项交易的过程非常符合这种保密的倾向。

还有其他标准吗

上述的十条标准将担负大多数LBO收购的进行,但没有人会愚蠢到说这是唯一的选择目标企业进行LBO收购的标准。不言而喻,精明的潜在买方会以这些标准为基础为他追求理想的起点。记住所有的这些准则是很重要的,因为如果忽略了一个甚至更多的标准,所有努力可能付诸东流。显然,可抵押资产是一个必要因素。有很多人向顾问寻求对LBO交易计划的建议,结果发现资产没有足够的借贷能力。除了现金短缺外看起来一切都很棒。又或者是出售企业的人只有38岁,无论如何没有进行这种交易的合理理由,等等!

寻找LBO收购的目标

以上寻找LBO目标企业的标准都是经过仔细斟酌的,找到一个目标可能要比想象的容易。

个人的知识

如果某人在一个由众多企业的行业工作,一般而言,符合LBO的标准,如优良可抵押资产,然后通过简短的观察发现一个准目标企业。例如,某企业的业主可能已达到退休年龄。这家企业并不需要在本行业里物色一个准买主,准买主可以在另一个行业。事实上,收购陌生行业的目标企业对于准买主来说是一种挑战,但它不应妨碍梦想成功的企业家,至少不应该妨碍调查准目标企业,以便看看是否对业务都很感兴趣。许多新兴行业的老板都是以此来了解一个新行业的。只要做足功课,就会加快企业家成功的步伐。

可以通过“私人关系”来寻求准买主,如一些企业业主表明退休的意向或生了大病。第二种情况充分满足令人信服的出售理由的标准。如果业主是病患严重或有其他绝症等,那时他可能意识到,如果他也死了,他没有任何经商经验的妻子会留下来负责经营或处理商业活动。但事实上,他的妻子可能会比他更会管理企业——当然这将是例外。所以,合乎逻辑的推断是,企业出售的一个最重要的标准将得到满足。把企业转让给一个亲戚家,也属于这一类。一旦准老板知道如何进行杠杆收购和其他一些贸易的窍门,从亲戚那里收购企业会很有把握。

即便此时明知在他存款账户上没有足够的资金收购该企业,这对许多准老板来说是一个启示。

《华尔街日报》和其他城市报纸的广告

当一个企业准备出售,有些业主做他们可能做的一切,比如他们希望把车卖掉。他们于是在报纸上刊登广告。如果报纸恰好是《华尔街日报》,不管是在全国版或一个地区版,其秘密交易的可能性都很渺茫。不过,它已经发生了。也许你是唯一回复的准买主,或至少准卖方选择这样的方式来回复你的来信。

在大型都市报纸刊登广告也存在着相同的令人担忧的竞争问题。但在许多情况下,企业的老板必须出售企业,但却不知道有什么更好的办法,于是就在本地市的报纸上刊登广告。这种情况可能包括拆散了的伙伴关系,或者是离婚的,或者干脆就是有人有意隐退。找到一个合适目标企业可能是令人讨厌的工作,但这可能是在发现合适的目标企业之前你一定要回复的广告。它也可帮助你了解许多独立的上市企业,以找到合适的目标。例如,出售合适的制造企业。之所以这样做是因为报纸不一定以普通类制造商的名字列于名单上,反而列于其他一些标题下,如机器工厂或铸造企业。

商业经纪人

商业经纪人一般有两种类型:“商机经纪人”和“兼并与收购经纪人”。

第一类,商机经纪人。这类是由真正的专家组成并主要经营机会型的业务,包括零售商店。这些经纪人(往往也是房地产经纪人)拥有许多表单。企业正试图以自己的名义通过在城市报纸上刊登的企业广告来出售企业。对于那些从来都没有研究过企业出售的人,从这些经纪人那里寻求帮助可能是取得一些经验的最好办法。但从这些经纪人的名单中找到一个好的中等规模的 LBO 目标企业是不太容易的。这些经纪人拥有的一系列的企业并不是真正的愿意出售,其价格并不现实或卖方没有出售的动机。反之,他们拥有待售的制造业企业,因为这些经纪人会征求企业业主意见,并在信上说:“难道你不想卖掉你的企业吗?”不少业主会这样回答:“我不知道我的企业值多少钱?”这好像是在消磨好奇心。然而有些业主喜欢被准买家夸大企业价值,虽然他们并不真正打算出售企业。

和这些“商机经纪人”打交道的另一些问题是:他们可能会试图将在谈判中帮助卖方。因此,他们的建议可能是提供给一个准的 LBO 买主的。总之,这些都有助于小型企业业主通过现金或分期付款支付待售的企业。

LBO 买方的手段往往是使这些大部分房地产经纪人成为商机经纪人。他们可能会无知或天真地想要查看你的个人资产负债表。在这种情况下,最好能够说:“如果我给你检查的资格,你就不能知道这些资金的来源。”答应这项请求将成为你天真的一部分。然而,拒绝出示你的个人资产负债表对你没有任何损失。如果你公开它,你将永远也不会找到你想要的企业。为什么要公开你的个人资产负债表呢?作为交易,是为了获得收益,这都是不言而喻的。但重要的是要让准买方认识到,他必须了解应该知道的部分。你是否有足够的信誉度使与你关系重大的两方对你印象深刻——卖方和为你筹集资金的银行,是他们决定了交易的成败。如果你有足够的经验,不计手段地去经营或收购目标企业,这才是最要紧的。它可能使你有能力拥

有的一家企业。但是,你需要一个有经验的经理人来经营管理。拥有一家自己的企业能力的意思是你有足够的资金去收购一家企业,或者,至少知道如何去筹集足够的资金,而其他所有的手段都需要通过 LBO 交易收购企业。

并购经纪人例如一家中型市场企业。

第二种类型的“经纪人”,是专业的并购经纪人。这些专门的经纪人将不会处理小额交易或上述“商机经纪人”会处理的服务型企业业务。相反,这些经纪人会接手出售企业的生意,通常,这些经纪人早已知道其他企业购买的胃口,并通常知道到哪里寻找买主。但有各种级别的并购经纪人,有些可能会愿意让一个准 LBO 买方看到出售的前景。另一方面,其中有些经纪人可能不希望暴露他们的待售企业。任何有经验的经纪人都知道,如果准买家是无融资困扰的 LBO 收购,是很难做的 LBO 交易。总之,出售给经纪人的已知客户(也许之前在他那里收购过企业),比与可能是第一次进行 LBO 的买方交易容易得多。(这就是为什么一旦你拥有一家企业就能很容易收购另一家企业的原因。)

再做一个更大的假设,专业并购经纪人认为你是一个真正的买方,这可能是一个很好寻找目标企业的来源。

经纪人的费用可能落在卖方,但是买方可以肯定地说,实际上是他付费。事实上,它可能会以良好的心理状态在公开的会议中支付经纪人的费用。至少这可以减轻经纪人是否能得到酬劳的怀疑。

一些并购经纪人专门从事某一行业——如食品业。如果你想留在某一行业,可能光顾其中的专业经纪人会非常有利。

企业财务与并购,银行和大型会计师事务所部门

某些银行和大型会计企业维护部门为客户和其他人提供经纪服务,但这并不是像以前那么流行。这些部门的职能不像任何其他专业的并购经纪人。首先可以想到,与其他专业经纪人相比,这些部门应该有一个巨大的优势。因为他们知道客户欲变卖企业,或者反过来说,想收购另一家企业。不幸的是,负责处理企业账户的银行人员或会计师,并不总是将这一信息转达给自己的经纪部门。没有这种信息的经纪部门是很痛苦的。如果这个经纪部门是银行,那么就会有一个优势,即这家银行极有可能为交易提供资金,原因只可能是为了留住这个账户。这种类型的经纪人的问题同专业并购经纪人一样,即他们可能避开个人 LBO 的买家。除非他们有特别的吸引人的出售条件,他们在心中才可能有一个最适合的买方。此外,更可能的情形是,交易可能并不是一个保密的交易,这是 LBO 买方希望的。

信托企业

如果企业所有者去世,把他的股票“托管”给某人。他可能会任命一位信托企业管理这份遗嘱。如果是这样的话,几乎可以肯定该企业将出售。这是因为,信托企业对于该企业可以做两件事:它可以有效地管理它,这会有可能因管理不善而受到起诉;或者可以卖出股票,将所获资金投资在一个的“公共”的投资账户里。众所周知,后者几乎没有机会被起诉管理不善。由此不难猜测信托企业的选择。

我曾经以为这会是一个很好的寻找 LBO 目标的来源。但今非昔比,有两个原因。首先,如果卖方是信托企业,他们尽所有的可能,不要留下一张次要信息记录,或者其他做 LBO 交易所必需的信息。这是因为,正如一位信托主任曾告诉笔者的,“如果我们做信息记录,我们就没有可以完成的交易”。如果交易不可能达成,那么“令人信服的出售理由”也就无意义了。所以才有必要找第三方来记录信息,这对做好 LBO 交易时必需的。如果卖方把这些花费作为整个“购价”的一部分的话,收购价格很有可能会偏高。例如,您可能需要为一个富有的或财务企业提供一笔他们所要求的交易费用。如 400 万美元收购中的 200 万美元作为第三方信息记录的费用。没有这样的记录就无法完成交易。因此,参与者将在任何谈判上处于主导地位并从事信息的记录。

如果准买方获悉信托企业股票的受益人,他也许可能会同这些人交易。在这种情况下,信托企业可能赞同并批准受益者的交易。笔者知道这样一个案例,有相当多的准买家想收购这项业务。两位有志向的企业家在其中一人父亲的帮助下,直接联系受益人,并与他们完成了一笔交易。因此,抢占先机就很可能成为新的业主。神通广大的父亲的帮助取代了卖方业主,为购买合伙人提供了事实上的权益。

这个准目标企业并不十分具有吸引力的第二个原因是:同任何一个信托企业建立联系需要很多的时间。就你而言,花时间来建立这样的关系可能是太奢侈了,却还充满了挫败感。但是,它也许是在特定情况下你需要的一个来源。

LBO 收购目标的另一个信息来源将可能是律师和地产策划顾问。如果这些人知道,你在收购某家类似的企业,而他有一个想引退的客户正好拥有这样的企业,这可能是一个很好的机会。

生产厂商指南

在很多工业领域,但并不是所有的工业领域,都拥有硬拷贝出版形式或电子目录的制造商的区域分布。通常,这些上市的生产企业按三种方式编排:通过 SIC 编码、地域和字母。SIC 编码在寻找某一领域的企业时颇为方便。但事实上,这些目录不能保证包含该行业的每一家企业,通过同某些上市企业的业主交谈后,也许你会觉得业主是在减价出售。将收购目标锁定在适合 LBO 收购的特定行业的企业(例如行业中有很多拥有可抵押资产的企业)可以节省找到一个好的目标企业的时间。

按地域编排不需要特别说明

按字母编排是按包含需要的信息进行搜寻。当然,也不会有出售的标志显示在名录上,但只需要一点点的行动和丰富的想象力就一定可以找到一家待售企业。退休或引退将成为企业的令人信服的出售理由。推断老板是否想退休,可以肯定地成为发现一家 LBO 目标企业的办法。让我们看看怎样从名录中推断。第一,评定企业的名声和历史。它是怎样被创立的?有多大的企业规模?大多数名录上的企业都会给出一定的规模范围。它是不是接近于你想要寻找的企业的大小?企业是否是以个人的名字命名如“Taylor 公司”一样?如果是在 20 年前成立的,业主现在就很有可能要退休。(当然,这并不是一定的,但这在其中占了一定的比例,可

以值得去推想的。)不要忘记,最好的收购企业的时机,是当他第一次决定出售时!当张贴出“出售”的标志时,可能就太晚了。如果某一天他说:“我想我会出售企业业务”,你能有一封有意向的信在此人的案头,你会得到卖家的格外垂青,也减轻他试图寻找买主的重担!

第二,你找企业相关人员的姓名。如果总裁是 Tom Taylor,而 Tom Taylor Jr. 是副总裁,我觉得这是一个安全的赌注。你可以进入下一个目标企业的搜寻。这个企业可能不会出售。或者如果副总裁是 Tania Taylor,这可能是老板的女儿,正准备接替她的父亲的生意。在这里,你最好跳过这些,寻找下一个可能的企业。如果总裁之后,列有 Chris Taylor,这大概是业主的妻子,作为企业的秘书。这就不同于一个儿子或女儿所代表的问题。

接下来你看看报道中怎么评价这些业务。这就是你加入的业务吗?通过查阅这些目录,你会碰到各种各样的企业。是你从来没有想过的企业!然后,企业想拥有什么样的资产呢?有可能是一个多部分的可抵押资产?像工具制造或铸造?或者说,你要收购的企业已经很少了,如果有的话,生产机器是否可以用来作为抵押?举例来说,笔者曾经注意过一家电镀企业。这家企业有完美的现金流,在过去的 30 多年的历史中从来没有亏损。此外,它有所有必要的环境部门的许可证。但它有什么样的固定资产呢?该企业用来电镀的原料无非是一些废弃的镀锌坦克,几乎没有什么商业价值,几乎没有什么可抵押的资产。尽管这家企业有很多优点,但它缺少最必需的一点:可抵押的固定资产。人们怎么知道企业有什么样的设备呢?从名册上查阅是一个很好的提议,但是一些历练和行动可以很快填补知识的缺乏。例如,如果该企业是从事镀金工作,他就可能不会有很多可抵押的设备。我们真正需要的是一些努力和机会,并不是一定需要昂贵设备,也无需具备太大的负债能力。

诚然,这种做法是理论的逻辑推演,但这很有用!而如前所述,如果你能找到一个业主,当他已经到了决定退休年龄(或不管有什么理由出售企业),你将有一个极好的机会成为唯一的准买方,这确实是一场静悄悄的交易!

联系信函

写信的方法

一旦发现准目标企业,就有必要联系业主。这样做的最佳方式是写一封信,随后进行电话联系。应精心在信中去获得准卖方的“好感”,否则你可能永远无法获得第二次与卖方沟通的机会。一般来说,在信中有三个要强调的重点。

首先,要提到:“在这项交易中,我们将提供所有现金或大量现金。”这是在告诉准卖方,你是不向他提供股票的(有些企业主不习惯现金交易,这有可能使卖方赞助者损失惨重),但你知道提供“所有现金”是不大可能的。该企业代表着一个不寻常的机会,你需要寻找可提供所有现金的合作者。但是这句话的第二部分提到你会提供大量现金。何谓“大量”呢?这就取决于企业的形势。大多数人看来 50% 或者 60%, 或更多,肯定是大量了。你并没有说任何故意误导性的言语,但却很抓人眼球!

第二点强调的是任何一个企业都最有可能拥有的敏感问题,如避税。由此趁机利用准卖方的出售意向。可以采用如下提法:“我们将设法使交易税收有利于你”,来处理这个敏感话题。再次,如果你的框架协议是一种所谓的“买/卖”股票,那我们将在下一章讨论你应该在信中写什么?切不能迷失了自我。可以肯定的是,你必须要做的事就是接近和打动每个企业家的切身利益:税收。

第三点我想强调的是信的保密。如前所述,大部分经营业主几乎偏执保护他们出售企业的机密,所以如果你在第一封信中强调这一事实,你就会获得业主的好感。例如,“当然,我们的交谈将严格保密”,就是在这方面的技巧。如果你以后同业主交谈,你必须继续保持对这件事保密。有时业主不愿交出自己的财务报表给一个准买方,除非买方遵守“保密协定”。这比较容易做到,且不需律师的准备,只要一封信就够了。

电话跟进

信件投递约一个星期后,您可以拨打该企业的总裁的电话并询问他是否收到你的来信。如果答案是肯定的,就表明业主可能愿意出售,你应在此时询问该企业是否有盈利的。如果没有什么盈利。该企业就最有可能出售!但如果老板能解释为什么没有呈现出利润,你就可以继续进行。如果一个企业没有盈利,为何要浪费时间,去做一个必然“徒劳无功”的业务?同样在这次谈话里,如果你不知道的话,你可以询问企业的设备数量。如果这次谈话能够顺利进行,你可以安排与卖方在他所选择的地方会面。

应尽努力的过程

假设你已经找到一家显然一切符合标准的待售企业。之后,你同业主会面,并初步审查了企业的财务报表,你现在经历的艰难过程被称为所谓的“应尽的努力”。应尽的努力被描述为几乎是很难做到的。但整个过程可概括为:为什么你关心这个企业?是什么原因使你认为这家企业将是一个很好的目标企业?去做应尽的努力,你现在对这些新出现问题的调查过程,将会帮助你得到问题的答案。也不能简单地说:“我想知道这家企业的一切”,你也许没有时间做一次广泛的调查。但记住:时间将会使任何的机会流产!

通常,你从销售开始经营。你以什么基础预测自己的销售额?你能否证实你的这些假设数据是否合理?(谈何容易!)

核实财务报表

这件事通常需要聘请一家会计事务所去完成,即所谓的“会计师的审查”。这意味着会计师事务所将要进入你的企业,并审查企业的账簿,评判目标企业的财务报表。这个过程确实是个麻烦事,因为会计可使许多“中等规模”的企业凸显出很多值得商榷的账目。在这个过程中技巧——是否需要实质性的变化以使声明更实际。笔者的一位朋友在收购企业的“应尽的努力”中经历过这个过程。由于是邮购业务,其中企业大部分的销售是发生在圣诞节期间。在

谈判过程中,准买家怀疑该业主试图隐瞒他们为了改善企业的收入报表而故意周旋的事实。这就是问题所在,买方给卖方提出的“要么接受,要么放弃”的提议使得财产名录大幅减少。业主同意交易,并在交易完成后没有进行会计复核。买主说,他并不关心这个,因为他知道卖家是谎报财产名录。交易完成后,买方派出一个大型会计事务所做复核。一段时间后,审计人员呈给买方的报告说,他们已经找到了一些差距。“不用担心”,新的买主说,“我知道他们对财产名录动过手脚”。审计人员回答:“你知道他们谎报了多少金额吗?”当业主听到谎报的数额,感到必须向他所借贷的银行报告。当银行收到谎报的金额时,他们马上打电话给贷款者。而新买方没有救援,只能宣布破产!这是一个惨痛的教训!

另一个会计复核时发生的问题,当大企业出售旗下子企业时,买方要求其提供证实其财务报表的声明。待售企业同意了,花费一点钱从大会计事务所获得“认证”的声明。可惜的是,当另一个会计师来核实这些获得“认证”的声明,账目中的疑点就一一浮现!试问这些记录何以变得如此低劣?大型会计事务所怎样认证这些声明的?答案很简单:该公司相对其母公司太小了,以至于对母公司而言它们都是无关紧要的!所以大家不要以为只要卖方列出“给过审计”的声明,就没有必要做会计审计。

典型的“中等市场”企业的会计审计成本可能只需 5 000 美元到 10 000 美元。但会计师事务所可以选择同你交易。如果这项交易可以完成,会计事务所将受聘为企业的会计师,以此作为报酬。在这种情况下,审查费用将加到第一年的定金里。但如果这项交易没有完成,就不会收取审计费用。大部分中等规模或小型的会计师事务所将很乐意提供这种新业务,而大型会计企业是不会这样做的。

资产核查和评价

如果流动资产是销售企业资产的一个重要组成部分,它通常需要聘请评估事务所来证实资产的价值。这个选聘评估事务所的过程已在第十一章进行了讨论,这里不再重复。不过,在正式核查之外,这是很有益的,可以确定设备的状况或建筑物的条件。如果设备已很陈旧,大量的支出将用于机器的更新,以维持正常运行秩序。实际上评估可能注意了这个问题,即给机器较低的价值,但这并不一定意味着买方能意识到一旦企业购买后,将必须为维护生产设备作出的支出。这样看来,只要普通的观察力和常识就可以认识这些。卖方的维修政策是什么?他是否有自我的修复能力?若有,企业的机械工人又有多优秀呢?工厂设施老旧吗?如果是一尘不染,这就是一个很好的迹象,表明机器都保养得很好。如果车间较脏,这说明保养一直被忽视,尤其是如果你知道卖方很久前就已计划把企业卖掉。

顾客满意度

在进行收购业务时,了解顾客满意度是很有益的。可以向客户咨询理想的目标。但要做到这一点,往往是相当困难或是不可能的。之所以如此,是因为一般的卖方市场都希望在出售时严格保密。那么,你邀请了客户,并问他理想的目标企业是什么?而你却没有透露是想收购该企业?一般来说,你所能做的迂回路线,大约只有这样了。或许你可以找一些在业界的朋友给你提供你需要的印象。或者,如果你已经了解了这个行业,这样问题就解决了。

对于客户满意度,另外一个必须考虑的问题是顾客在收购成功后流失。要防止这种情况,客户集中度可能是一条线索。这个问题不仅仅是“失去顾客”,但它也影响了支付目标企业的相应的款项,这在第十一章讨论过。买方收购了某企业,发现在收购企业以后,企业的几位顾客就流失了。这几乎导致了买方破产。很难说应如何避免这种情况,但要永远警惕这种不测事件。正如下一部分将讨论的 Able 案例,在本书第十七章,获得卖方的“非竞争协议”,对于处理此类问题很有用处。但如果卖方是一个大企业创建的子企业,问题可能会复杂化。但只要有可能,无论怎样都要对这种情况提出一个合理的解决方法。

尽职的“账目记录”

有很多文章,特意告诉买家一切他们想知道的关于“尽职”的一切,一些浩繁的来源,并涵盖一切可以想到的问题。但买方应该认识到:没有一个企业是“完美”的。如果您尝试分析了目标苦涩的结局。事实上,会丢失卖方一部分的目标。看来,关键要考虑的不是要检查一切,但要核对关键点。明知一切有关目标的在那个时候都看似一个好主意,但如果不适当的延搁尽职调查,对抗就可能出现,目的是什么呢?做交易,或者是“绝对肯定”你不会容忍忽视任何东西吗?对我来说,这种过度的尽职仅仅反映了部分买方缺乏信心。

这种“缺乏信心”,并不像说:“我不打算收购任何企业,除非我已经物色至少两年”的买家。如果你知道你在寻找什么?就会在第一次尝试中找到。只是两年的寻找,它本身并不能保证你能找到“完美”的目标。这正是方便账目清单的标准。它并非十全十美,但他能关注最重要的几点。

努力过程总结

除了显而易见的,做一次目标企业的设备建筑检测和审计评估。你如何做尽职调查必须取决于具体的对象。没有足够的“尽职”调查是不可原谅的;做得过头了可能会导致业主非常满意,而且你现在也清楚目标企业的一切,不过这可能是一个得不偿失的胜利。如果企业的确是一个很好的目标,但卖方失去等待你调查的耐心,那么你也不能获得满意的结果——你失去了它。

本章小结

许多追逐成功的企业家想创办企业却没有一个令人振奋的理念,收购现有的企业可能是最好和最快的成功之路。本章前面有三个处理的过程。而对于许多企业来说,扩张之路在于通过收购其他企业。这可能是最好的方式来弥补收入差距。

经过简短提及如何构建一个大企业——通过“共享收入”收购 P/E 较低的企业,10 条 LBO 的收购标准建立了。什么时候是必须做的 LBO 交易,意味着你收购的企业大部分是利用别人的资金。这里提到的可抵押资产的标准,当然如现金流量。虽然不能包容一切,但这十大标准涵盖需要做的 LBO 交易的大部分的要求。

一旦这些标准是得到理解的,找到一个可能的目标是很容易的。有时企业家可能已经知道,有一个合适通过 LBO 进行收购的企业。也许亲戚才有资格参加这样的业务。你从未想过收购企业是因为你以为你没有足够多的资金。但知道 LBO 的秘密——尤其利用次要的资金,会使收购可行。其他寻找目标企业的来源也提到了,可能寻找一个目标的最好方法是通过使用商业典籍演绎推理合理的出售原因。成为准卖方的最好时机是当他最后说:“我猜,现在是时候出手了”的时候。如果你有一封信在那人的案头上,并以适当的方式同他谈论企业的出售问题,那么你将可能有一个良好的目标企业,并完成一项秘密的交易。当然,一个人不可能肯定地知道有人要出售自己的企业,但从正确因素判断(例如,当时该企业已存在)一定的好运可能将上升。接下来是介绍信,一旦与业主建立会晤关系和一些基本的规则,就到了应该努力的时间了。有人说,这个过程需要一个坚定的信仰,因为它很可能无法实现或不合心意、竭尽全力去达到最终的目的。

第十六章

外部扩张：并购企业的技术问题

对股权集中的企业的估价

上一章,我们讲到了进行杠杆收购目标企业应符合的标准,以及如何寻找一个适合的目标企业。一旦目标确定下来,第一件事就是对目标进行估价以确保该交易确实可行。这里我要介绍的方法是设立一个“最高价”和“最低价”,然后在两者之间讨价还价。对于收购方而言,算出一个最高价是再合理不过的事了,但是为什么还要给自己设立一个最低价呢?难道不是越低越好么?

计算最低价有两个原因。首先,了解卖方能接受的最低价格。如果想在这个价格以下谈判成功的话,那么谈判本身也没有什么意义了。这对于卖方来说是种贬低,而你可能被立刻请出去。贬低你的谈判对手绝对不是个好的开始。第二个原因是通过计算最低价可以向对方传递这样的信息:你是多么了解他们的底线。(当然,成交价要比最高价低不少的情况也有可能出现。)"看看我们做了笔多棒的生意!"如果潜在的贷款方认为你拿到的是一个很好的价格,那么你获取必要的融资就会方便许多。如果贷款方觉得你给目标企业开出的价格太高了,那么获得资金将很困难甚至不可能得到。

如何计算最低价

计算最低价时需要考虑许多因素,有些是有根据的,有些则没有什么根据——但是不管怎样他们确实有影响。

账面价值法

账面价值是最常被引用作为最低限价的了,企业的个人出资者可能会觉得这个数值多少有些意义“不然会计计算它干吗”。但什么是企业的账面价值?我们如何得出这个数值?简单地说,企业的账面价值是由会计准则得出的一个定义。账面价值代表经济价值么?也许是,但大多数情况下不是。资产是以历史采购价格登录的,甚至有些还低于这个价格,当一项资产完全被折掉的时候,就会在企业账目上注销掉,即使实际上还有价值。当然也有的资产会升值幅

度较大,比如,在 1950 年时花 50 000 美元购得的一块地产(不会折旧)现在可能值百万美元,你也很容易举出其他的例子。账面价值并不是对企业“价值”的一个好的估计方法,但这也不意味着账面价值一点作用都没有。

这儿有个例子恰恰能说明账面价值非常重要,它是关于并购一家大企业的子企业的案例。如果该企业以低于账面价值的价格出售子企业的话,那么母公司的损益表就会因此恶化。这是任何一家上市企业都不愿意做的,尽管他们也知道这家子公司并不值什么价。这确实是个难解的谜题。

市场价格(市值)法

当把市场价值引入最低限价的讨论中时,一些事实就不好改动了。如果企业某些资产,比如土地或者建筑的价值已知,那么其价值就毋庸置疑了。但是在收购中型市场企业时,企业部分或者全部资产的价值是不知道的。一个个人出资者也可能知道或者不知道企业所有资产的市场价值。一个实例是:作者的两个朋友试图收购一家制造企业,包括厂区所在的洛杉矶郊外不断增值的十英亩土地。如果不考虑土地的话,成交价格对于这桩买卖本身而言是很公平的。这两个合伙人把制造业部分以收购来的价格单独卖掉,那么还剩下土地。他们现在拥有十英亩很棒的土地,而花费的成本只是零。无疑,如果东海岸母公司知道这十英亩土地的价值的话,成交价应该会高出很多的。

重置成本法

卖方最喜欢提的一个估价就是重置成本。在所有可能被提及的估价中重置成本可能是最不相关的。但是由于它通常比账面价值或者市场价值要高,卖家提出这个估价的原因在于想提高企业的报价。“这个机器为什么不能花 100 000 美元替代?”就算这样,那又如何?有谁会想要一个一模一样的来替代原来的呢?“现在,我们的整个操作过程可能会完全不同,比如……所以,即使重置成本比其他几种价值要高,但依然没有说服力。”

流动性价值

重置成本没有太大的价值,但是流动性价值却对于相关方至关重要。这就是为什么你作为买方不希望卖方知道设备的估值的真实原因。很自然,作为买家我希望知道这个设备的“市场价”和“速销价”是多少,但我也更希望卖家不知道。如果卖家知道这个价格,特别是“速销价”,那么包括其他低价值的资产,实际上就要变成最低限价了。

但是“流动性价值”比设备的“市场价值”或者“速销价值”含义要广得多,它还可以包括其他所有的资产项目,包括应收账款和存货。其中有问题的报废品或存货应予以剔除。潜在的买家可能比真正的所有者更能认识到这些资产,特别是“废弃(过时)存货”。记住,希望孕育着永恒!有些业主可能觉得即使有些存货已经多年没有周转了,但是仍然价值不菲。要想对这些废弃(过时)存货作出准确的估价,实在是说起来容易做起来难。笔者曾经历过这样的一件事情:笔者的一位客户雇了一名会计师去审计所要购买的航空机械设备商店的半成品,卖方决定跟着会计师一起去看看,结果却让卖家大吃一惊。“怎么回事,我不知道我们还有这么多

的半成品”他说,结果会计师好意的工作结果就是让采购价格上升了 285 000 美元。流动性价值同样也适用于负债项。有没有需要抵消或者加上的项目呢?有没有什么紧急项目需要在报表中注明的呢?这有可能是在你处理的一大堆报表中被忽略却应该在标准表格中添加的项目。

调整后的账面价值——推荐的方法

在用“经调整的账面价值”来估计目标企业的资产负债时,方法就是尽量增加企业资产和负债的合理的经济价值。可以先从现金开始。这是个合理的数字吗?还是种习惯的做法,或者是某些时间上产生的错误?可能并没有这么严重。

接下来看企业的应收账款。一般应该减去 90 天以上的应收账款。

存货与设备

然后你还需要考虑存货,有多少存货是要废弃的?如果你是买家,能让卖方承认有多少存货是废弃的,就可以说多少存货是要从总存货中减去的。有时候有必要算一算存货的周转率。如果较好的那部分存货都周转得比较慢的话,那么其他“一般”的存货就可想而知了,因此所有存货的总价值就会减小。还有一个更常见的问题:要对 FIFO 或 LIFO 下不同的企业账面价值作出调整。如果是 LIFO,那么存货的价值可能是按比较早的价格记入的,所以不太真实。

这就需要根据时价对存货进行调整。如果与你合作的卖家给你提供的是“整理过的”报表,注意大多数中型企业只有整理报表,检查一下以确保里面没有捏造的存货数据是非常明智的做法。捏造的方法有很多,可以是取市场价格的上限,这样做有利于提高企业的整体价格,但总会遭到强烈的抵制。尽管“整理过的”报表并没有违背 GAAP 的规制,但是显而易见,这样的表述是在撒谎^①。还有一种欺骗手法就是表面上采用 FIFO,但在报表中的存货项却采用 NIFO 即次进先出法,称之为欺诈可能更贴切一些。但是有些卖家是如此贪婪以至于在卖企业的时候会竭尽欺骗之能。

其实,多数企业在卖出的时候并没有这么复杂。这些卖家可能更重视如何良好的经营业务,而他们以前从没有卖过企业所以压根不知道该如何卖,更别说那些卖企业的小“伎俩”了。此外,这些独立企业家或者所有人不愿意屈尊来研究卖出企业的这些方法和技术,甚至连建议也不需要。这使得熟悉业务的买家在整个购买过程中拥有极大的优势。

对企业资产最重要的调整或许是对企业设备的调整,尤其对一家制造类企业来说更是这样。有时候“账面价值”可能会产生误导,因为多项资产在还能有效使用的时候已经从企业的账目上勾销了。在作出估价后,买家可以选择按照“市场价值”还是“速销价值”来开列清单。如果买家觉得他比卖家相对要强势的话,那么按照“速销价值”来开价是很正常的。但是如果卖家觉得没有得到这种强势的话,那么按照市场价格来报价可能是一个更为明智的选择。这就会提高“最低限价”,但是在与潜在的资金提供者讨论收购该企业的最低限价时又会比较有利。有了一个比较高的最低限价也能够显得买家能够以更接近限价的价格谈下来,有些类似

^① 作者回忆了曾在第三章(利润管理和财务报告)中提到的经历。

王婆卖瓜的意思。

以笔者的经验来看,有时候也会以企业设备的折旧后账面价值来大略的估计“速销价值”,可能你对这不太在意,但是这种大致的估值方法在许多案例中都会采用。

调整负债

通常应该对两种负债进行调整,即“来自股东的贷款”和“联邦递延税准备金”。后者可能是资产也可能是负债,但从技术角度讲,它只是一个准备金,既不是资产,也不是负债。这个准备金在目标企业被收购之后就不会存在了,所以不应该理解成为通常意义上的资产或者负债。因此,在移除这一项后,如果原来准备金在资产项,那么“调整后的账面价值”实际上就下降了,如果原来准备金在负债项,那么“调整后的账面价值”实际上就上升了。

常见的“来自股东的贷款”也是需要注意的,我更愿意把这一项纳入实际权益,而且也应该按照处理资产负债表中的普通股账户那样来对待。实际上股东选择以贷款而非股票形式把额外的资金投入企业只是个形式上的差别,实质上没有什么区别。不论是购买企业的资产还是股票,都不是在购买这个企业,而都等价于在买这家企业的股票。这样就会产生重复计算的问题。不幸的是,有些所有人并没有看到这一点,他们认为既然向企业给了贷款,就应该像其他贷款人一样有权的偿还。

决定最高限价

有两种方法来决定最高限价是多少。首先,用我们熟悉的现金流折现法(在最基础的企业财务课程上就能够学到)来生成价格,这个方法不太重要。Rappaport's Alcar 模型就是这种方法的一个例子,并且将在本章的附录中做简要介绍。其实这种方法在估价时(比在高额交易中)更为常用,在中小企业交易的实际操作中从来没有采用过。

最通常的中小企业估价方法是用“调整后 EBIDA”乘以一个因子,这个因子大小通常在 2 到 9 之间,对大多数杠杆收购来说,最常用的是在 5 和 6 之间。有趣的是,除了高科技类和电脑相关的交易,当然还有互联网交易,大拇指法则与目标企业所在行业没有什么关联度。但是对于传统交易而言(以金属切割和塑料成型设备为例),因子大概能影响 75%—80% 的交易,但这只是个估计。有两个原因导致我们无法精确的知道因子的值到底是多少:第一个原因就是,外部人员是无法知道 EBIT 的调整幅度到底有多大,第二个原因就是这样的私下交易多数是不会像公众交易那样向机构报告的。以笔者的经验,如果成交价是由调整后的 EBITA 乘以一个大于 5 的数的话,那么将降低 NOCF,导致没有足够的现金流来支付贷款。

用调整后的 EBITA 估出的价格有时候确实会比最低限价要低。这通常发生在那些盈利能力比较差的企业身上,尽管他们还在“盈利”。这种特殊情况下,也许这笔交易是可行的,但是总让人感觉哪里是不是出错了。但即使是这样,也没什么大不了的。如果这样的交易可行的话,你应该感到高兴。

调整 EBITDA 应该从税前利润开始。在这一项上加上超出项我们称之为“必要任意支出”和资本支出以上的折旧。在许多对中小企业的杠杆收购中,这一项数值可能很低甚至是零。之所以出现这样的情况是因为多数杠杆收购的目标是些老牌企业。这些老牌企业拥有他

们需要的设备,坐落在无须修缮或替换的厂房里。这都增加了目标企业的摊销费用,而这些在中小企业中是比较少见的。这些摊销可以是对其他企业兼并时的商誉摊销。在过去,会计把这部分委婉的叫做“采购费用中高于资产价值的那部分”但是注册会计师们一直努力把他们的明确界定出来,现在称之为“商誉”。

对中小型私人经营的企业,对 EBIT 真正的调整来源于消除了原有所有权下的“个人”支出,并随着新的所有权再也不会发生了。典型的情况是这些将离职的所有者将主动揭露这些“猫腻”都是什么,因为这样做他很快就会发现提高了税前收入——企业的价值所在。实际上你会惊讶有那么多年纪大并希望能够卖掉手中的产业然后退休的业主在接触潜在购买者时会愿意提供电话权限。这可能很容易使他们陷入麻烦,因为很可能发现那些潜在的买家其实是国内的税收大户 (Internal Revenue Agent)。过多的汽车和飞机(出行费用),过多的支出费用,对个人家居条件的改善,最常见的是给那些并不真正工作的亲戚支付薪水就是这些所谓的“额外”支出的简单例子,而这些支出在新的所有权关系下都将不复存在。不应该乐观地认为这样的“猫腻”没那么多,在很多情况下,在去除了这些有问题的项目之后税前利润可以翻倍甚至更多,报告的亏损可能实际上是盈利的。

在讨论对 EBIT 的调整过程时,有一个项目特别值得注意,即关于实际现金销售额的报表。在这些案例中,如果没有明说的话,卖方可能会“建议”说他们从这个过程中抽出部分现金并且不报税。如果你有质疑的话,他们就会反问“你没有拿到的是什么?”直到这时候你才知道你没有办法实现他们“建议”拿掉的那部分金额。但这时候你,买方,又能做什么呢?也不会有什么“额外”金额的记录,你怎么找卖家争论呢?除非卖家是傻瓜,把那些明显违法的隐瞒的现金收入记录下来,否则就不可能有书面的记录。绝对不能这么做,当卖家“建议”说这可以赚些“免税”的钱的话,买家最好不要理会这些。“建议的金额”和“猫腻”之间的区别在于所谓的“猫腻”都是有会计账目可查的。没有记录,一切都是空的。

在最低限价和最高限价之间讨价还价

一旦买方确定了最高限价和最低限价,那么他要做的就是和卖方谈定一个价格。注意最低限价是明知之举,因为如果报价太低会侮辱你的谈判对象,那样是不明智的。如果能够让卖方先开出一个价格而不是自己出第一个报价,情况就会好得多,不论卖家报价多少,那个价格就成为最高限价,接下来要做的就是从那个价格往下砍。如果卖家报出的这个价格等于或者小于买方计算的最高限价,那么潜在的买家是有理由继续谈判的。

但是如果卖家报出的价格要高出最高限价许多,那么买方大可不必再在谈判上浪费时间了。卖家可能会自己降些价,但是他会希望获得相当高的一次性现金支付,这会使得买方想通过杠杆收购变成不可能。理想的情况是目标企业开出的价格恰好在最高限价和最低限价之间。这样买家可以说,这个价格差距不大,你能再做些让步吗?

记住,杠杆收购这个游戏的名字叫做“条件”而不一定是“最低价”。如果你开出全现金交易的条件,那么绝对有理由尽力把价格压到最低而仍然获得这笔交易。但是如果是通过杠杆收购的话,那么有必要使卖家做些让步,比如接受一些“软币”——在合同中规定咨询之类的服务可以冲抵部分款项从而也减免部分税,其面值也可以记为价格的一部分。

想把卖方的价格从一个较为合理的价格再往下压有时候是相当没有成效的。如果交易是不可行的,再把价格往下压也是没有用的!如果卖家觉得差不多到了心理价位的时候,他更愿意谈的是付款方式——这使得杠杆收购成为可行。想要成功的做一次杠杆收购,不得不反复强调一点,即谈判双方一定要有“双赢”的意识。“我赢了,你输了”这样的情形是绝对不会发生的,至少我听都没有听过。如果卖家觉得买家在交易中占了太多便宜的话,那么将打击卖方的积极性,最后根本就不能成交。成功的杠杆收购谈判总是不出例外的双赢局面。

交易的形式

一旦最高和最低限价都已经确定了,那就是时候考虑收购应该采取什么样的交易形式了。交易形式指的是这笔交易到底是针对什么的收购。有两种形式可以选择:资产收购/卖出和股票收购/卖出。两种形式都有各自的特点和优缺点。为了能够在收购领域很好地完成工作,有必要对两种方法的优缺点都做了解。

资产收购/ 卖出

在资产收购/卖出交易中,买方对部分或者全部资产以及部分负债或者不对负债进行收购,资产的卖出方是拥有资产的企业法人,而不是个人出资者。卖出资产的决议必须由董事会通过。在美国,多数企业的章程规定董事会有权卖出企业的资产而不需要企业股东的同意批准,可能这会让部分人感到惊讶。对于主要是私营的中小企业来说,因为企业的所有者/经营者/董事会其实都是一样的,或者实际上是一样的,所以根本就不会出现前面说到的情况。

在出售资产的交易中,企业先是出售资产,在交易之后企业必须对可折旧资产中的回抵部分支付“折旧回抵”税。该企业只有在这部分税款上交之后才能够发放该部分资产(无负债)的清算分红然后停业。这时候股东需要对企业“基础”以上部分支付资产增值税(或者在少数情况下缴纳普通的所得税)。这个基础是一个税收的术语,是指企业为获取这部分资产或者股权作出的支付。在继续讨论资产的收购与出售前,我们最好还是先回顾一下折旧回抵的运作机制。

折旧回抵

在税法中有两条涉及了“折旧回抵”。第 1245 条涉及的是折旧回抵和“动产”折旧,即通常是指设备和运输车辆等资产,也就是除房地产以外的资产。根据第 1245 条,如果可折旧资产是以高于账面价值的价格售出的话,那么高出的那部分就属于普通的企业所得税的征税标的了。来看下面的例子。

每个机器的原购价:	\$100 000
销售时的折旧额:	\$70 000
机器的折旧或账面价值:	\$30 000
机器的售价:	\$80 000
折旧回购的金额:	\$50 000
34%税率后的征税额:	\$17 000

第 1250 条中关于房地产包括附属的土地和建筑物的折旧回抵的措施,只针对高于直线折旧以上部分的折旧额。这就意味着有可能完全没有折旧回抵税。在出售资产的时候,卖家很快就会发现,如何按照采购价把所有的资产分类会造成很大的不同。如果能把更多的采购价分配给无须折旧回抵部分的资产,那么卖方企业及其股东将获得更好的收益。

资产收购的优势和劣势

我们前面看到了,出售资产绝对是卖方想要避免的一种情况。如果可以出售股票的话,就不会出现支付折旧税这种糟糕的情况,且大量的销售税也可以避免。

因此,从卖方的角度看的话,是没有什么动机来推荐“资产收购/出售”交易的。

税收

从买方的角度来看的话,会更倾向于采取“购买资产”形式的交易。首先,这样具有税收上的优势。卖方可以按照市场上较低的价格标注资产的价格。这就意味着可折旧资产如机器设备可以按照市场价格标注(如果实际出价比这个价格还要低的话还可以更少),然后再从这个价格开始折旧。这对投资回报率会有非常积极的影响。

或有负债

如果觉得这样还不够的话,资产的购买方还有其他两项非常明显的优势。首先是可以逃避或有负债。或有负债的形成可能是多种原因的。比如,产品负债就是原因之一。你购买的企业是家老牌的商用机器制造商。在 1940 年,企业生产过一型产品,上面附加有保护滑轮。很多年以后,有人把保护滑轮从机器上拆了下来。最近则有人在操作机器的时候受伤了,伤者起诉了这家企业。如果是以“出售股票”的形式交易的话,那么这家企业仍然对这笔债务负有责任,作为新东家你一定不会太开心。幸运的是,这家企业可能对产品责任投了保,这样就足以应付这样的官司。

还有其他类似的情形可能会在“出售股票”的交易中对“或有负债”进行保险。比如,医疗索赔。在出售股票的交易之后,可能会有人突然在企业出现并且宣称他曾经因为在这个岗位上工作而受伤。因为这是工伤,所以企业应该负责任。企业的医疗保险可能会满足部分索赔,但是如果索赔金额高于企业能够支付的金额的话该怎么办呢?笔者曾经经历过这样的事情,一个员工因为背伤提出索赔,而最后的索赔金额比企业的保险额要高出了 290 000 美元。谁都不愿意看到这样的“惊喜”。但是这样的情况毕竟还是少数。大多数的索赔要求都在企业保险范围之内。

在“出售股票型”交易中最常出现的“或有负债”还是税收方面的问题。Internal Revenue Service 会对企业的账目进行审计,而找你的时候可能是三年以后了^①。这就是问题所在:任何私营企业都有可能存在 Internal Revenue Service 所不允许的费用项目存在,而事实上这些费用在新东家接手之前就已经发生了。如果企业中“猫腻”过多的话,而 IRS 又认为这些项目

^① 如果有欺诈行为的话,时间可能是 7 年。

是不合法的话,再加上这些费用的利息,罚款的金额可能是相当惊人的。采用“收购资产”方式的买家可以有效地避免这种“或有负债”从而保护自己^①。如果买家购买的是股票,还是有方法避免被这些或有负债困扰,包括税务方面的麻烦。

抵销条款

如果买方通过支票向卖方支付部分收购金额(这在杠杆收购中非常常见),那么买方就可以在支票中加上一项“抵销条款”。该条款规定,如果买家需要为“购买股票”形式接手之前发生的索偿如税收之类付款的话,那么买家有权在给予卖家的金额中减去相应的金额。下面将详细介绍。

欺诈转让

“收购资产”的第三种好处就是在这种交易方式下,买家的贷款者可以避免在有些州里的“欺诈转让”条款。比如在加州,州立法中就有这么一条规定,如果某企业是通过“收购”股票的方式收购的,而该企业又因为在收购期间导致的过量债务使其在被收购后不到一年的时间内破产了,那么拥有抵押物保障的收购者的贷款方会因为被评定为比先前的债权人拥有更低的偿付优先权而受到利益上的损害。简而言之,法院会裁定新的经过抵押保障的贷款者在原有的债权人之后受偿,尽管他们只是一般债权人。如果通过“收购资产”的方式进行的话,就不会存在这样的问题。这就是为什么绝大多数的财务杠杆收购者不会采用“股票收购/出售”交易。

有趣的是,如果由银行提供杠杆收购的融资的话,买方还需要为银行雇一名律师来为银行的该笔贷款向贷款部门主管提供咨询。有一条是不变的,即这位由潜在买家所雇的律师向银行建议为收购提供的杠杆金额会和欺诈转移法所适用的金额相等。银行的贷款部门主管会作出该企业不会在新东家经营的第一年就破产的“商业决定”,那么他们将忽视律师的建议(如果他们认为是会破产的话,就压根不会贷款了)。虽然买方不会承认,但不幸的是,这确实是一笔不必要的商业费用。

收购/出售股票

在“收购/出售股票”的交易中,买方从卖方股东那里购买该企业部分或者全部的股票。实际上,这个交易的过程是这样的:先由买方建立一个新企业,通常是叫做 XYZ 收购企业。然后由这个新企业来购买卖方股东手中的股票。这时候,就开始进行事先安排好的新企业兼并旧企业的过程,且在此期间是免税的。然后旧企业就不再使用原有的名字而新企业则沿用旧企业的名字并把“收购”两字去掉。

但是注意在买家买下目标企业股票的同时,也就购买了所有的资产和负债,当然也包括或

^① 在极少的情况下,尤其是存在欺诈行为时,IRS 会追踪到资产的买方使其将资产变现归还 IRS 欠款。但是,这种情况很少发生。

有负债。而原企业是不受影响的,整个过程是在企业外部进行的,且只和卖方股东有关。

这种交易方式主要(或者唯一)的好处是对卖方股东而言的。因为股东在交易中实现了资本增值。如果企业三十年前成立时资本量还比较小的话,比如是 5 万美元,而卖价是 500 万美元(不包括软币合同等附属条款)的话,那么股东们就从中获利了 495 万美元!这些收入与现在 20%资本所得税和 39.7%的普通收入所得税相比,这点优势并不算什么。

除上述优点之外,卖方也不需要担心卖出后会有任何的或有负债问题。这些现在都是买方或者更准确地说是在买方企业需要操心的了。对许多卖家来说这比其他方面(甚至是税收方面的)的优势还要重要。当然,这当中也包括了卖方股东的欺诈行为。

当卖家占据所有这些重要的优势的时候,买方获得了什么呢?表面上看,什么也没有。在收购/销售资产方式下,买方可以从标注的更高的价格开始折旧,从而获得税收上的巨大优势。在收购/销售股票方式下就不能够这样做了,除非他想支付折旧回抵税,然后从谁也不希望看到的价格上开始折旧。在收购/销售资产方式下,买方可以实质性的避免所有的或有负债,而在收购/销售股票方式下,买方要承担所有的或有负债。

那么为什么买方会同意以收购/销售股票方式进行收购呢?

如果买方把这么有价值的优势都拱手让给了卖方,那么买方一定会认为卖方应该做一定程度的让步。比如买方会接受“软币合同”作为买价的一部分以抵销部分价款,或者卖方会很自然的接受带有“抵销权条款”的附加条款支票来支付收购款项。

简而言之,因为买家向卖家让渡了巨大的优势,所以同时就会要求卖家做一定程度的让步使得整个交易可行。

买家应该明白这个游戏里最关键的就是“成交条件”。对于买家来说如果现在的折旧率已经足够吸引人而不能够获得更高的折旧率时会有什么不同吗?如果卖家在税收或者在股票销售上赚足了便宜,对买家来说有什么不同吗?没有,只要买家得到了他想要的就行,这才是成交的条件。记住,交易只有在双赢的情况下才有可能成功。“我赢,你输”的情况永远不会。也许卖家能做的最重要的让步就是接受有附加条款的支票。

特意告诉卖方支票具有附加条件绝对不是一个明智的选择。你可以这样表述:“显然用这份票据向任何银行贷款时都必须附加一些条件。”如果对方要求进一步的解释,你可以说:“这其实是标准做法。如果你和我合谋,就会把银行拖下水,他们自然要防止这种情况发生。”如果对方盯得紧,你只需耸耸肩膀说:“我很抱歉,这是一个商业屏障,我对此无能为力。”事已至此,通常卖方都只会点头同意。很少有卖方会意识到其实他们无意中提高了买方信用。即便意识到,也并不太在意。

软币

不管是以购买股票还是购买资产的形式,都可以把一部分收购价格的支付形式写进买卖双方签订的合同里。因为这些合同可以抵消兼并企业所需要支付的金额,所以称之为“软币合同”,或者简称为“软币”。其余的收购价格是不能由支出费用抵消的,就是说,必须在税后结清。因为“现金付款”部分和附加条款支票在兼并方企业是不能作为支出项的,所以使一部分

收购价款变成“可支出的”会增加这笔交易对买方的吸引力,特别是对于采用收购/销售股票形式交易的买家尤其如此。在收购/销售股票形式下,买家放弃了提高折旧起点从而获得更高的折旧费用来降低税收的选择。但是由于在合同中增加了“软币合同”,买家弥补了部分采用收购/销售股票形式所导致的税收方面的损失。

最典型的软币合同是限制来自股票或者资产出售方的竞争。这种合约叫做“非竞争性协议”,用以保证股份的出售者在一段特定的时间内不会进入同一地区的同一行业,但是该协议的目的仅在于保护买方企业的利益,而没有提出相应的法律条文。通常来说,法律保证了每个人都不应被剥夺“谋生”的权利。这就是说,非竞争性协议是宽松的,并不排斥卖方参与不明智的行业。举例来说,如果收购方企业的经营区域在四个市县,那么是有理由在这四个市县禁止卖方企业进行同行业的经营,但是在这个区域以外就不是这么一回事了。如果收购方企业在全国范围内经营的话,那么签订一份非竞争性协议就显得更有意义而且也需要有资质的律师来起草一份合约以保证该协议不被破坏。不管有多难,买方都应该签署这么一份协议以保证卖方不会利用其原有的客户另立门户从而在同行业和买方成立的新企业形成直接的竞争。不管是用哪种形式的收购方式,这一点都是不变的。

而且,就算买方都是用现金支付的,也应该规定有部分收购价格是由非竞争性协议构成的。这个合约对企业来说是“可支付的”,你可能会认为买方会把大量收购金额划入该合约范围,但这么想就太天真了。这是因为这些费用应经 IRS 认定是“合理的”。这也是要求助于有经验的律师和会计师的原因之一,这样可以根据以往的经验知道 IRS 会认定多少费用支出——买方应支付的金额。

也许第二常见的“软币合同”就是“咨询服务”了。这也是一个即使全部用现金付款也应该构成部分收购价款的合同。这个合同会规定卖方将在“一段时期内”向买方提供咨询服务。典型的合同一般会规定卖方每月必须通几次电话,也就是说卖方必须随时能够提供电话咨询,而在这段特定的时间内一般不需要卖方本人亲自来指导业务。

除了能够抵消收购价格的部分税款之外,这个“软币合同”在发生问题而只有原有经营者知道如何解决的情况下,(通常来说)对新东家都是非常有利的。但是买方在把部分收购价格归入这类合同时必须持审慎的态度。同样,这牵涉到金额的合理性。原有经营者的薪资水平越高,那么软币合同的金额也就可以越高,那么这个合同看上去也就越“合理”。

还有一种必须用到的“软币合同”就是专利所有权。只要经营者个人拥有专利权,而他所经营的企业向他支付“专利费”,那么对于企业这就是“一般费用”,而对专利所有者则是“一般收入”。但是如果在所有者出售业务时把专利权看成是一种资本资产,那么这笔“专利费”对于持有者就变成了“资本所得”。这是一项非常有意思的“软币”项目,因为它对买卖双方都有利。

本章小结

在谈判最开始或者是随后的会谈中,按照惯例都要向潜在的买家提供该企业的财务报表。这时候准买家会询问卖家的报价。在看到报表之后,买家对报价的合理性就会有一个大致的

估计。但是准买家应该让卖家先开价(这就是最高限价)。在决定私营企业的价格的时候往往要先确定最高价和最低价。可能有人要问为什么还要设立最低价呢,难道不是越低越好么?设立最低价的原因在于不至于让卖家觉得受到侮辱了。最重要的是,时刻要记住,只有在双赢的情况下买卖才有可能成交。买家打败卖家的思维只会把生意搞砸。在知道价格的上下范围之后,最重要的事情就是“交易的条件”。认识到“购买/出售股票”和“购买/出售资产”分别有什么样的优势对于企业收购绝对是非常重要的。

本章的最后谈到了“软币”。这是由收购方的新企业和卖方达成的构成部分收购价格的合同。它可以减少收购价格的税收,有时候这相当的重要。



问题讨论

(1) 你在和卖方讨论企业的出售和收购时卖方希望采用“收购/销售股票”形式的交易。你怎么看这个要求?你将如何回答呢?你的融资方式会影响你最后的决定吗?解释你选择交易方式的原因。

(2) 你开始和一个企业的卖家接触,你想做一次杠杆收购。他希望先和他的 A) 会计师, B) 律师聊一聊。他是否和会计师和律师接触对你来说会有什么区别吗?说明你的理由。

(3) 写信给一家杠杆收购的目标企业介绍你自己。你将在信中重点强调哪几点?

(4) 你想通过资产收购方式对一家股权集中的企业进行杠杆收购,你将如何估价?你会不会先算出最低限价和最高限价,为什么?



附录

RAPPAPORT'S ALCAR 模型介绍

在对大企业估值时最常采用的一个模型最早是由 Alfred Rappaport 在 1979 年出版的 Alcar model 一书中提出的。他把兼并分析划为三个阶段:计划、调查和筛选、财务评估。在该书的序言中他急切希望企业能够先做自我评估,并且能够提出这样一些问题:我的企业值多少?假设兼并出现时价值会改变多少?该模型要求读者能按五个步骤来做。

五步法

假设收购用现金完成,第一步就是计算目标企业的现金流。需要用到下面的公式:

$$CF_t = S_{t-1}(1 + g_t)(p_t)(1 - T_t) - (S_t - S_{t-1})(f_t + w_t),$$

其中

CF = 现金流,

S = 销售额,

g = 销售额的年增长率,

p = EBIT 销售额的百分比,

T = 所得税率,

f = 每单位销售额增加所需投资的资金(如: 除去替代已有折旧量后的净资本投资额),

w = 销售额增加所需投入到在用资本中的现金。

第二步, 估计出能接受的最小收益率。Rappaport 用著名的 CAPM 来计算权益资本的成本, 如第五章附录中讨论过的 Weston 资本预算模型一样, 并且他采用的是包括“债务成本”在内的加权平均资本成本。

第三步, 计算可接受的最大现金价格。他构造了一个矩阵, 该矩阵的行向量是三种可能的情况(最有可能发生的, 保守的估计和乐观的估计), 标题是“资本的成本”, 在其两边分列的是较低和较高的两个比率, 核心价值是贴现后的现金流价值。可以按每股价值或者市场总额来计算。

第四步, 计算不同价格和情况下的收益率。实际上是对第三步中矩阵做转置。

第五步, 分析现金收购的可行性。这时候应该注意企业资产的流动性及其目标的负债权益比。它有没有足够的现金或者能够筹集到必要的现金。如果现金的筹集过程涉及借款, 那么借款会对企业的负债权益比产生什么样的影响。如果结论是没有办法筹到这么多现金的话, 要么放弃, 要么用股票重新计算一遍。

最后, 需要估计兼并对企业的每股收益和资本结构的影响。[记住, 在所有现金交易中, 对每股收益的影响都是正的, 但是如果交易的媒介是股票的话, 可能会产生股权稀释, 具体要看支付股票的市盈率和企业的市盈率谁大谁小了。]

Rappaport 模型中其实没有什么独创性的东西, 但是他的功劳在于第一次形成了系统性的模型和方法。后来他成立了一家企业并且成功地出售了这个模型的商业版本(他成功的把这个模型运用到了真实的商业运作中去了)。在估计“大企业”的价值范围的时候, 可能你会遇到 Rappaport 模型和其他几种变形。一般现金流贴现法在大企业的收购中用得比较多而在中小企业的收购中几乎都用的是 EBITDA 法。

第十七章

ABEL 案例：进行杠杆收购

本章将介绍一个 ABEL 的案例,它涉及杠杆收购。我们先介绍案例的基本情况,然后通过注解来帮助读者理解这个案例,旨在告诉读者如何进行杠杆收购并至少了解一种杠杆收购的方法。当然这只是实施杠杆收购的一种方式,杠杆收购还有很多其他的方法,先来看下面这个例子。

ABEL 公司背景资料

ABEL 公司成立于 1969 年,生产一系列自有专利所有权的药品行业的塑料模具,约有 23 种不同的产品。公司拥有 70 000 平方英尺的大楼、一个 1975 年获得的宽松的停车场等良好的各类设施。公司所有者也是其创始人现年 68 岁,拥有公司产品的专利权。这些专利权还有 5—12 年才到期。

公司的设备先进且保养良好,保留了比目前产量至少还多三分之一的生产能力。这些设备最新的市场估价大约为 610 万美元,速销价是 300 万美元。应收账款大约分散于 40 位客户,而且其中只有 20 万美元超过了 90 天的期限(坏账已经计算在内了)。大约三分之二的存货为公司批量采购的原材料。工厂的市场估值为 600 万美元。2000 年该公司所有者的工资和奖金是 85 万美元。

ABLE 公司
资产负债表
(以千元为单位)

资产	1998	1999	2000
现金	\$500	\$480	\$1 860
应收账款	3 000	3 100	3 200
存货——后进先出法	4 000	4 200	4 500
设备(成本)	4 000	4 200	6 500
折旧减值	2 000	2 200	3 000
设备净值	2 000	2 000	3 500
厂房(成本)	750	750	750

(续表)

资产	1998	1999	2000
折旧减值	680	690	700
厂房净值	<u>70</u>	<u>60</u>	<u>50</u>
总资产	<u>\$9 570</u>	<u>\$9 840</u>	<u>\$13 110</u>
负债和权益			
应付账款	\$1 000	\$1 050	\$1 200
累进税	700	50	20
联邦递延收入所得税	1 000	1 100	1 200
应付股东票据	500	1 000	1 000
长期负债			
设备融资	300	250	200
权益			
普通股	50	50	50
留存收益	<u>6 020</u>	<u>7 340</u>	<u>9 440</u>
总负债和权益	<u>\$9 570</u>	<u>\$9 840</u>	<u>\$13 110</u>

损 益 表
(以千元为单位)

	1998	1999	2000
销售	\$24 000	\$22 000	\$26 000
销货成本*	<u>16 800</u>	<u>16 060</u>	<u>18 200</u>
毛利润	7 200	5 940	7 800
日常管理费用	2 400	2 200	2 600
销售支出	<u>1 200</u>	<u>1 100</u>	<u>1 300</u>
税前利润	3 600	2 640	3 900
税	<u>1 800</u>	<u>1 320</u>	<u>1 800</u>
净收入	<u>\$1 800</u>	<u>\$1 320</u>	<u>\$2 100</u>

* 包括折旧,分别为 \$500 000 (1998), \$550 000 (1999) and \$600 000 (2000)

假设：你想通过杠杆收购这家公司,但是你只有 500 万美元可以用于此项交易。

关于 ABEL 公司的一些问题：

- (1) 如果企业所有人开价 2 300 万美元再加上公司所有现金。这个价格合理吗？请加以讨论。
- (2) 你认为凭公司的资产可以借到多少钱？请说明理由。
- (3) 你建议采用什么方式收购公司？请解释原因。
- (4) 银行说他们不希望负债和权益之比超过四比一,而利息在 0.5 到 1 之间。你能设法

满足这些条件完成收购吗？若你无法做到这一点你会怎么做呢？（在回答的时候要注明理由以及为什么卖方会同意你的提议，并且讨论案例中涉及的税收和会计方面的问题，你的讨论中还要包括你准备如何满足卖方（或者卖方的代理人）的要求去抵押一些票据。简单地说，你要做的就是设计一个满足你的利益且卖方又无法拒绝的提案。）

关于 ABEL 案例的解释

在这一节里，我们来看看前面在“背景资料”部分提到的信息，并解释这些信息对潜在买家有什么意义。

“ABEL 公司成立于 1969 年，生产一系列具有所有权的塑料仿制药品，大约 23 种不同的产品。”这几句话说明了什么呢？因该公司成立于 1969 年，显然它有相当的历史并且运行良好，这是公司的优势而且说明公司差不多是时候“出售”了，尤其是它现在的所有人还是下面提到的它的创始人。该公司是生产性企业，是进行杠杆收购的最佳目标。该公司能够生产 23 种不同的产品说明其产品分布广，并不依赖一两种产品，这也是另一个加分点。

这句话的关键词是“所有权”。在其他条件相同的情况下，生产具有所有权产品的企业比“加工车间”型企业更有价值。“所有权”意味着产品由生产企业所有并以自己的商标进行销售。而“加工车间”意味着生产企业是替其他品牌所有者代工，产品的所属权和商标名称都归于另外一家企业。通常，拥有所有权的厂家所生产的产品比“代工”厂商所生产的产品售价要高一些（这是因为这些为（目标）企业代工的企业也必须获得周转资金和相应的利润）。在做杠杆收购的时候不要考虑那些代工厂商，因为通常总会有足够的资金对它们进行杠杆收购，而且收购价格会比那些拥有所有权的企业要低，并且实际上存在着大量的“代工”企业。

“塑料模具”说明了企业采用的是注入式模具机械，如果维护得好，可以良好地运转很多年。一般看来，这是进行借贷最好的一种机器。尽管医药行业的专家们纷纷攘攘，但是作者认为企业从属于医药行业是其又一个优势。至少在未来的五年时间里，企业的产品仍然有市场。长远看，企业可能通过内部或者外部扩张发展到目前规模的两到三倍，然后可以首次发行上市。除非医药界发生一些非常不利的事情，否则可以预测企业在未来的首次发行中将有理由获得一个不错的市盈率。（但这并不是通过杠杆收购方式购买企业的主要原因，而是比如在五年之内偿还掉所有债务后，以不低于买价把企业再出售。）

公司拥有修缮良好的 70 000 平方英尺的大楼，还带有一个 1975 年收购的宽松的停车场。这句话最重要的推论是涉及所需要的“预支”的资金和 NOCF¹，以及在交易中必须考虑到的偿付债务所需要的资金。如果由于公司的大楼太拥挤或者别的原因致使公司必须改建大楼，那么将为你这个意愿买家带来一个很棘手的问题。这个问题意味着所需资金里，你还要考虑“应急”的部分，而且是不易融资到的资金。公司必须搬迁可能就是公司出售的原因，但是这并没有减轻潜在买家所面临的问题。

这句话隐含的第二层意思也非常的重要，任何“新”公司 NOCF² 的增加都会造成用于支付并购所涉及债务的减少。所以，空间足够且维护良好的大楼和附带的停车场确实是一项很大

的优势。

“公司的所有者是其 68 岁的创始人”的意义和背景资料里其他的信息同样重要，因为这说明有充分的理由可以相信该公司“亟待出售”，这是寻找杠杆收购目标的一个极其重要的标准。“亟待出售”的重要性在接下来介绍杠杆收购的过程中将更加清楚。

“公司创立人拥有的公司产品专利权且还有 5—12 年才到期”，这种非常幸运的境况在杠杆收购目标中并不多见。这种情况以及会给潜在买家带来的优势将在下面关于“软币”的章节中进行讨论。

“公司的设备先进且保养良好，并且保留了比目前产量至少还多三分之一的生产能力”，这句话意味着并购后的公司在近期内不需要购买和更换设备，对于杠杆收购者来说近期一般指的是五年以内。同样，这也意味着新公司的 NOCF¹ 可以省下一笔了，虽然是以不同的形式。由于不需要采购额外的设备，NOCF¹ 中的“必要的任意支出”部分减少了。实际上在这个案例中可以减至零。杠杆收购目标通常不会有这样的情况，原因是大多数好的收购目标都是有一定历史的。同时，由于这家公司的增长并不快，这又是杠杆收购的决定性因素所在——公司现有的设备不仅能够满足现有的需要而且能够满足一定的扩张需要。从理论上说，杠杆收购者在收购时只需考虑偿还在杠杆收购中发生的债务，而再出售公司时才可能考虑公司的扩张问题。如果不能够偿还掉债务，整个杠杆收购将会崩塌成一堆麻烦，反而给收购者带来损失！

记住销售的增长通常是现金流的敌人，而现金流是整个杠杆收购的关键。原因在于（如果没有其他理由的话）增长会消耗用于营运资本融资的现金，这也是为什么通过杠杆收购企业的个人投资者不应该着眼于销售的积极增长。这可能与那些市场导向的个人倾向有抵触，他们会说：“我确实可以把企业发展得更大。”除非有足够的外部资金支持，否则杠杆收购一般没有多余的 NOCF¹ 可以投入到激进的扩张中来。

这些设备最近的市场估价大约是 610 万美元，速销价格是 300 万美元。对设备进行估价的目的在于以此对设备融资的能力作出评估。

“应收账款大约分散于 40 位客户，而且其中只有 20 万美元超过了 90 天的期限”（坏账已经计算在内了）是整个案例中一个非常关键的部分。应收账款是杠杆收购中抵押借款的两个最重要来源之一。实际上 40 个客户意味着这里不存在“集中度”的因素，这同样也说明没有“扩散”的因素。较低的坏账同样能给这个目标企业加分。简言之，这些应收账款在银行看来可能是“完美”的抵押物，这对企业也是非常正面的因素。

“大约三分之二的存货由企业批量购买的原材料构成”这部分信息理解起来并不难。如果企业购买了这些存货，假设是生产模型机器的树脂原料，我们最佳的期望是可以拿来“典当”换取资金。但是贷方会凭这部分存货准予借款吗？如果可以从厂房中搬运出来并且容易再出售的话，那么也是不错的抵押物；但是如果不能回收或者再出售，就不容易作为抵押品。在后面的案例讨论中我们也可以看到，这类存货属于模棱两可的物品。左右贷款方的是其是否对此收购计划感兴趣。如果是的话，对方就有可能给予贷款，使得整个收购可行。通常贷款方不会凭这些存货给予贷款，但是出于对收购本身的兴趣，他可能会用“存货具有借贷能力”来使借款

决定合理化。

“厂房的市场估值是 600 万美元”这个信息可以用来估计用房地产能够借到多少钱款。这些问题将在后面的章节予以讨论。

“2000 年该企业所有者的工资和奖金是 85 万美元”这条信息的价值在于两方面。首先它告诉我们需要在多大程度上调整 EBITDA。显然在价值 2 000 万美元的企业里,我们不可能给一个合格的经理开出 85 万美元的年薪,正常的薪资水平也许是 15 万美元或者 20 万美元,甚至是 25 万美元,但绝对不是 85 万美元。这条信息重要的另一个原因在于它揭示了这家企业的利润确实不错。有时候企业表面上利润丰厚但是所有者其实赚不了什么钱,而这个案例却完全不是这种情况。我们不应该忽略能够反映企业是否真正盈利的任何线索。

回答案例中提出的问题

第一个要回答的问题就是开价的“合理性”。卖家说他希望获得“2 300 万美元加上企业的所有现金”。回答这个问题我们需要做两件事,首先就是要问问自己“卖家实际上真正想要的是什么?”他说的 2 300 万美元加上大约 130 万美元的现金,这个数额是否没有一丝一毫的还价余地?当然不是,只要他是个理性的人——卖家有时候会漫天要价——他的意思就可能是“大约 2 300 万美元”。所以仔细分析他的要求。即使我们的推测错了,后面也可以对价格进行更改。

其次,需要计算我们的最高和最低价格,然后看看卖家的报价是不是在这个范围之内。如果卖家的开价不但是在此范围之内而且还接近最低限价,那我们就太幸运了。

决定最低限价

为了决定最低限价,我们需要查阅资产负债表然后作出恰当的调整。现金项目没有什么问题,也许到接手的时候可能会与表上数目不一样,但是我们现在可以据此算出现金为 180 万美元。320 万美元的应收账款需要减去对应的 20 万美元坏账。450 万美元的存货可能存在的问题,因为它是以 LIFO 的方式计算的。如果报表更为完整的话,应该能提供 LIFO 还原因子是多少。没有这项信息的话我们就只能猜了。保守地估计,存货的 FIFO 价值应该是 500 万美元。

设备的账面价值只有 350 万美元,但是我们的估值表明这些设备的市场价值应该有 610 万美元,速销价格为 300 万美元。我们应该用哪一个来计算我们的最低限价呢?从直觉来判断应该用速销价格,因为它是两个价值中较低的。如果我们觉得在谈判中相对卖家处于一个优势地位,这么做是没有错的。但是,如前面的分析,我们应该看到,这是一个近乎理想的杠杆收购目标企业,并且如果我们希望给银行留下“这是笔好交易”的印象,那么我们应该采用两者中更高数值的那个。这在外行人看来可能很合理,但是如果所有者想要出售这家企业,那他就不会像那些并不着急出售的卖家那样把流动性作为一种价值。所以,在这个案例中,我们将使用所有者用来计算自己最低价的那个估值。

房地产的估值在 600 万美元,那么我们就用这个数值。注意在企业的账面上房地产的价值只有 5 万美元,这可能是很多年以前购买这块地的时候的价格。如果被收购企业年头够久

的话，这也是很寻常的。

在负债方面我们的应付账款是 120 万美元，因为这个数值不大，我们可以先不管。累进税已经支付过了，也可以先不去理睬。下一个项目就非常有意思了。“递延的联邦所得税”这个列于“负债”部分的项目不是我们通常认为的那种负债^①。回补的概念在 1954 年加速折旧的概念被提出的时候就出现了。如果企业前期折旧比较多，那么在后期折旧减少的时候就要支付更多的所得税。考虑到通货膨胀和技术进步，大多数企业发现他们总的折旧从来没有减少过。当企业的税率在 1986 年极大的下降之后，会计师面临了一种进退维谷的情况。在任何情况下，既然我们要兼并这家企业，那么这总是我们确定可以删除并不需要担心的一项。（这一项是为了计算调整后的账面价值出现的，而且实际上如果我们采用的是股票收购/出售的方式，这一项将仍然保留在企业的账目上。）

“应付股东票据”也是值得注意的一项。不少企业的所有者借钱给自己企业然后开立借条。他们本可以买股票来获取股票的收益，但是他们选择了“贷款”给企业。我认为这种贷款实际上就是权益，并应该被取消。我们买下企业后不会向拥有股票的股东付款，所以为什么买下企业之后需要付款给这些“贷款”给企业的股东？仅仅因为他们采取了“贷款”而不是“投资”的方式吗？但是，注意这个但是，有时候所有者会觉得他有权拥有这部分“贷给”企业的钱。如果所有者对此绝不妥协，那么就确实会大大增加成本，成为交易达成的障碍。希望如我们所愿，所有者不会采取这么强硬的姿态而只要求在原有的价格上增加 100 万美元。

还有 20 万美元设备融资的成本。

总结起来，如下：

资产：		
现金	\$ 1 800 000	
应收账款	3 000 000	
存货	5 000 000	at FIFO (“估计值”)
设备	6 100 000	
厂房	6 000 000	
总资产	<u>\$21 900 000</u>	
减去负债：		
应付账款	1 200 000	
设备融资费用	200 000	
总负债：	<u>\$ 1 400 000</u>	
等于：调整后账面价值	\$20 500 000	

计算最高价值

如前所述，计算最高价值有两种方法：（1）对“现金流折现”；（2）使用调整后的 EBITDA

^① 事实上，这个项目也可能出现在资产项下。

乘数法。对于像 ABEL 这样的中小企业来说,最通常使用的方法是采用调整后的 EBITDA 乘数法。这里,我们也采用后者,问题就转换成了如何计算调整后的 EBITDA 并决定乘数大小。

我们先从 ABEL 公司的税前利润开始。1998 年是 390 万美元,我们在这上面加上 1998 年的折旧,但是考虑到与 NOCF^①公式中的“必要的任意支出项”一致,我们要考虑“必要任意支出项”是多少,而不是单纯的减去所有 60 万美元的折旧。从给定的条件看,我们近期不需要再购买任何设备,同样地也不需要在大楼做任何改动。所以看来“必要的任意支出项”在这里应该是零^①。假设设备需要进行购买或者需要对建筑物进行一些维修,那么将使用现金流,或者选择低首期贷款融资。在这个案例中,我们要把全部的 60 万美元折旧加上。

下一项我们要调整的是所有者的工资和奖金。案例提供的数据是所有者在 1998 年给自己支付了一共 85 万美元的薪水和奖金。我们雇佣一个非常合格的总裁也不可能花费这么多钱。对于此等规模的企业,雇佣一个管理者大概要花费 20 万美元到 25 万美元,就算取其最大值我们也能够省下 60 万美元。所以要把这部分考虑进来。这部分前所有者从企业里拿出来的“其他”津贴在收购后我们可以保留下来。毫无疑问,几乎所有的中等市场企业的所有者都会取走大量的“津贴”,有些是符合 IRS 规定的而有些则不是。实际上,即使是不符合 IRS 规定的,向预期的收购者承认从企业拿走“津贴”的所有者仍然不在少数。但是在这个案例中,我们不知道这样的“津贴”有多少,所以我们不考虑这个问题。如果“调整后的 EBITDA”太少的话,我们就必须要回过头来审核究竟存在多少“津贴”,但是在这个案例中既然我们已经知道了这么多数量的津贴也就无此必要了。

小结一下

调整后的 EBITDA:

税前净收益	\$3 900 000
加上: 折旧	600 000
加上: 对所有主薪水的调整	600 000
调整后的总额:	\$5 100 000

调整 EBITADA 后,我们得到其数值为 \$5 100 000。

现在我们来决定调整后 EBITDA 的乘数的值。经验表明,杠杆收购中调整后的 EBITDA 乘数一般很难超过 5 或 5.5,这是因为收购交易中必然承担沉重的债务压力。通常,乘数值是 4、4.5 或者 5 就足够达到最高限价了。但这家公司的情況远好于“一般情况”,我们先来看看不同的乘数下计算出来的最高限价各是多少:

$$\begin{aligned}
 \$5\,100\,000 &\times 4.5 = \$22\,950\,000 \\
 \$5\,100\,000 &\times 5.0 = 25\,500\,000 \\
 \$5\,100\,000 &\times 5.5 = 28\,050\,000
 \end{aligned}$$

从这些式子可以看出,最高限价应该在 2 300 万到 2 800 万之间。如果卖家的开价是

^① 有人会建议,在每个案例中都可以为必要的任意项留置一部分资金。简言之,不要使用全部的折旧。

“2 300 万加上企业的所有现金资产”，那么就比我们用乘数值 5 得出的最高限价值要小，也必然小于乘数 5.5 得出的值。所以，在没有说明任何其他条件的情况下，2 300 万美元的报价看上去也非常可行。如果卖家接受这个报价（谨记 LBO 中交易条件是十分重要的），我们就能做成一桩不错的买卖。如果银行看到报价采用的是较低的乘数的话，毫无疑问他会希望促成这笔交易。实际上，在当今的经济情况下，像这样一家条件相当不错的企业开这样的价格，往往能激发银行方的热情。

凭借企业资产融资

下一个问题是：“用企业的资产能够借到多少钱？”为了回答这个问题，我们再来看看资产负债表。首先是企业的现金项，先不管所有者的“加上企业任何的现金资产”这样的条件，至少我们能够用企业的大部分现金解决预付定金的问题^①。但是靠资产负债表里企业 1998 年财政年度末的 186 万美元现金，多少可以用于预付定金呢？如果我们取走得太多，剩下的现金可能就不足以维持企业的经营。如果收购完成后，由于我们“清光现金账户”的行为使得企业陷入了现金紧缺的状况，这毫无疑问会被员工们知道并会导致军心涣散。但是，只要我们留下 20 万美元到 30 万美元在企业的现金账户上，在其他都不变的情况下，已经足够应付企业的开支。这就意味着我们在期末可以从企业的现金中拿出 155 万美元（我们可以在买卖合同中规定，交割时余留现金的最小额度）。

接下来是应收账款部分。由于我们已经知道只有 20 万美元的应收账款超期，如果减去这个数额，我们还有 300 万美元状况良好的应收账款。我们在讨论案例情况的时候说到过，该企业的应收账款是非常理想的抵押物。应收账款不存在“集中度因素”，因为它们很好地分散在 40 个鲜有客户中，也不存在“分散因素”的压力。如果所有者向银行要求以应收账款做抵押借款，他毫无疑问可以获得大约为“合格应收”80%—85%的贷款金额。如果再争取下的话甚至可以拿到 90%。但是在杠杆收购的情况下，贷方可能会更加的保守一些，所以我们可以期望能拿到合格应收的 70%—75%。那么 300 万美元的 70%就是 210 万美元。

接下来是存货。通常来说银行是不会对存货进行贷款的。但是存货确实可以作为抵押物，问题只是我们用它能够获得多少的贷款。我们知道企业存货中大概有三分之二的是企业批量进货的“原材料存货”（推测是塑料原材料）。这些原材料有“可交易性”吗？如果有的话，我们可能可以获得这些原材料价值 50%的贷款。如果按照 FIFO 方式计算的话，存货价值是 500 万美元，它的三分之二就是 335 万美元。这个数额的一半就是 165 万美元。半成品是没有借贷能力的^②。成品存货是具有借贷能力的，我们也假设贷款率是 50%，那么 500 万美元存货总额中假设有 100 万美元是成品，那么 50%就是 50 万美元。因此我们能够用存货总共贷到 215 万美元。当然，前提是 LIFO 还原因子不大于假设值。

之所以要考虑用企业的存货借款是因为这样我们可以筹集到足够的现金向卖方预付定

^① 所有者不会自己“支付”这些现金，因为这些项目会被收取最高的普通收入所得税率。

^② 在 60 年代和 70 年代初，银行对 LBO 交易贷款正兴起的时候，甚至会对半成品给予贷款。但是这种情况已经一去不复返了。

金,银行了解这一点。如果如我们所料,银行也非常乐于促成交易。所以,除了贷款合理性的理由外,银行都会让此交易可行,并且银行“看上去”也是愿意给存货提供“最大限额”的贷款的。简言之,虽然银行通常不愿意给存货贷款,但是在此项杠杆收购中,银行也乐意为“促成交易”而给企业的存货贷款。

企业的设备是另一项可以用来借款的资产。从前面的信息中我们知道设备的公允价格是 610 万美元,但是对借款来说这个数字一点价值都没有。真正相关的是设备的“速销”价格,在本例中是 400 万美元。我们能够凭此贷到 85%—100% 的款项。基于在银行看来这应该是笔不错的交易,不妨乐观的估计能够贷到 100% 的金额,那么我们就可以用设备获得 400 万美元的借款。

下一个能够用于借款的就是企业的房地产,包括企业拥有的土地和建筑物。当然,我们不一定非要用房地产来贷款,我们也可以从交易中删除此项,或者可以先买下他们然后在交割的时候出售给第三方。但是,我认为一开始就把房地产排除在交易之外的做法是不对的,能够把房地产打包在收购交易里会更好^①。我们知道这房地产的“市场估价”是 600 万美元,贷款比例是当地的房地产市场和经济环境的函数。在 90 年代早期的衰退中,借款比例下降了,在一些交易中大概只有今天水平的一半。但是对这家企业房地产的情况来说,有完美的财务状况也能够卖出很高的价格——借到 70% 应该是不成问题。如果我们签的是 15 年的合同的话,这就更不成问题了。因此 600 万美元的 70% 就表明我们可以用房地产借款 420 万美元。

看来我们需要支付的只有 20 万美元的“设备融资成本”,而 120 万美元的应付账款在交割时并不需要支付——特别是在“股票收购”形式的交易中。这是因为,我们会及时通知债权人关于所有权关系的变化,并询问其是否需要马上偿付。但是应付账款的债权人(商业运营中的债权人)没有要求在交割时偿付的理由,因为这样做就意味着债权人会丧失一位客户。

所以总结起来,我们能够以企业资产筹集的金额如下,而权益的净值是我们在交割时必须支付的。

能够以企业的资产筹集的资金	
现金	\$1 550 000
应收账款	2 000 000
存货	2 150 000
设备	4 000 000
房地产	4 200 000
	减去:
支付设备的融资成本	200 000
等于	<u>\$13 700 000</u>

这个数再加上我们预计投入的资金 50 万美元总共就是 1 420 万美元。四舍五入之后,我

^① 根据作者的经验,房地产可能是整个交易中最能带来利润的部分。随着时间推移,房地产能够有所升值。

们可以预付定金大约 1 400 万美元。对于 2 300 万美元的价格来说,这个定金额合理吗?预付达到 60%当然是一个令人满意的。

如果还有什么其他理由认为需要支付更高一些的定金的话^①,像本案例中的交易,也可以采用一些夹层融资,也许银行也会乐意给予一定的短期贷款来帮助筹集必要的定金。如果我们采用一些夹层融资,可以通过银行,但更多的是通过金融企业或者养老基金这样的金融机构获得。这不属于真正的债务,因为他们都是有担保的,但同样也不是真正的权益,所以定义为夹层融资。因为这些融资都是有附加条款的,所以实际上可以看成是权益。实际上当时有很多机构贷款人都能够提供这样的附属融资,但是现在这种融资的价格大约是每年 20%—25% 的利息率。这类贷款的最小值是 500 万美元(第十章讨论了这类贷款)。

这也再次说明了目标企业是否吸引人是多么的重要。当然,每件事都不会那么尽善尽美。那些后起之秀的企业所有者必须认识到,如果“交易”看来非常难以获得融资,就这一点就应该决定最好的选择还是换一个更好的目标进行收购。执著于“不可行”的收购只会惹怒你期望中的贷款者以及收购利益相关者。这对于想收购企业的企业人来说,是一个非常重要的课程。生意场中有句话就是“不要因为一个不良交易毁坏全局”。

权益辛迪加

这个案例中我们假设只能投入“50 万”美元。但是如果我们连 50 万美元都没有怎么办呢?我们能够拥有的最小金额是多少?

要回答这个问题,需要先审视一下自己的信用度。人们会相信你有管理一个这样规模的企业经验吗?而实际上你也只需要卖家和银行相信这一点就可以了。他们是否认为你是个真诚的买家?如果回答是肯定的,那么你有了成功的前提,可以投入一些资金用于收购时购买权益。但是应该投入多少呢,是 50 万美元还是更多或者更少?同样,企业“必要的”股权参与是由经济环境决定的。

杠杆收购最早开始于 60 年代,当时只要出资大约 5 000—10 000 美元的权益就能漂亮地完成这样规模的收购!30 年后,“必要”的权益出资按交易的百分比算,已经从 5% 增加到了 20%—30%,甚至更多。这是由于经济形势的变化导致的,从 70 年代早期的良好经济形势到 1991 年的极端糟糕,当然也要看你在和什么样的机构谈交易。同样,交易对于金融机构来说是否有吸引力也是主要的决定因素。

既然 500 000 美元是个合理的价格但是你又没有这么多的现金来完成交易,那么怎样才能筹集到剩余的资金呢?也许没有那么难,尤其是对于那些具有吸引力的目标企业而言,比如 ABEL 这样的对象。筹集足够权益资本的方法是“辛迪加”。辛迪加的意思就是寻求其他投资者加入到这项收购中来。可能你需要 1, 2, 3 甚至更多的合伙人加入来筹集所需要的权益资本。两至三个合伙人比一个要好,可以让你保持控制力。但是作为“发起人”,你被赋予的权益份额应该会大于按照你投入的资金额所决定的权益比例。这有时候虽然有些困难,但是通常情况下,参与交易的投资者会期望你作为交易的牵头者,得到一定比例的“发起人”股份,比如

^① 或者,即使我们不得不提高价格和定金。

20%的比例。

参与这类交易的投资者通常会要求采用两种形式的股票,一部分是包括“发起人”股份在内的以及其他的“硬通货”,比如真实的现金。所以你就要为“硬通货”提供优先股,而为其他种类提供普通股,包括推广股。在分配上,每个参与者每投入一元钱,会获得一份优先股,一份普通股。发起人和一些管理层的人员可以获得额外的普通股,数量经过协商决定。这两类股票在流动性上有所区别,在投票权上也有可能不同。优先股比普通股或者在分红上会有一些优惠。但是通常在这样做的时候,需要给优先股和普通股定义一定的转化比例。也许有只需要采用一种股票的时候,在企业被出售的时候就会出现这样的情况。如果有人出资收购整个企业的话,优先股和普通股股东之间应该如何分配呢?这个问题就要参考转化比例来决定了。

交易结构化

前面我们清楚了利用企业资产可以融资多少和筹集权益资本的问题,现在开始考虑如何把交易“结构化”。如果我们决定预付定金 1 400 万美元的话,余款将如何凑齐呢?同样现在还需要决定采用什么样的“交易形式”,确切地说,我们是提议“资产出售/收购”呢,还是提议“股票出售/收购”。我们在第六章提到过,购买资产有利于买方,而对于卖方来说出售股票更有利。了解到这一点,买家就应该决定到底采用哪种形式的收购方式。在做决定的时候,买家应该记住这么一点,整个交易包括价格和交易条件两个方面。如果是采用购买资产的方式,实际上就给卖方带来了不便。事实上,这种交易方式使得卖方(不管是企业还是个人)上缴了更多的税款从而蒙受了损失(因为折旧回抵)。

向银行还是金融企业申请贷款会影响到采用哪种交易形式产生。如果在银行看来,交易不足够好,那么你就不得不找金融企业融资。要让金融企业接受“股票收购/销售”方式会比较困难,因为存在“欺诈性的财产转让”的可能性。但是如果收购的目标足够好的话,寻求银行的帮助就比较现实了。如果整个交易以及目标企业看上去不错,银行是非常可能接受“股票收购/销售”的方式的。

从卖方的角度看,以股票的形式交易无疑是更有利的方式。所以如果我们提供的如此有利的交易方式,对我们有什么作用呢?这样的交易方式会导致我们上缴更多的税款,因为我们的折旧提成会降低,但是这对我们谈判地位上有所助益。这样做对于卖家会是不错的交易,作为回报我们能得到什么呢?这才是真正的关键。需要牢记的是,杠杆收购的要诀在于“条件”,所以我们从卖家身上能够得到的额外好处就是“条件”。而我们要求获得“条件”的理由正是:我们提供给卖家的是“一笔相当不错的买卖”。所以我们提供了“股票收购/出售”交易方式之后,就有理由要求交易条件。现在我们就要想想如何交付 1 400 万美元与 2 300 万美元之间的余款,这就是“条件”。

软币

我们应该第一考虑的就是“软币支付”。它是收购价款的构成部分,而且重要的是,这部分

是免税的。所以“软”的意义在于它们是“除税的”。不幸的是，这些对于买家可免税的软币合同对于卖家来说是正常收入项。因此，当我们和卖家商议软币合同的时候，我们应该提醒他，我们放弃了在“资产收购/出售”条件下可以获得的额外折旧，而折旧费可以扣减税款。

这类软币合同我们在第 16 章中讨论过，所以这里只把结论再简述一遍。

也许软币合同中最普遍的一种就是“非竞争性合同”，这是买家和卖家之间最重要的合同。所以如前面说的那样，即使全部用现金付款购买企业，一个聪明的律师都会建议你在收购价中提供一份这样的“非竞争”合同。

第二重要的一项合同是“咨询服务”。在此合同中，买家同意卖家在一定时期内向买家收购后的新企业提供“咨询服务”。在这段特定的时间里，合同会明确规定卖家必须每月“在线”几个小时。这并不是说卖家必须每个月亲身到新企业这么多个小时——这对买卖双方反而都是不合适的。实际上，这指的是新企业的管理者可以打电话给原来的所有者，向其咨询经营上的一些问题。咨询服务合同所涉及的金额与其他所有的“软币合同”的金额都应该合理。对于不同的交易这有着不同的含义，但是在买卖前支付所有者的金额会对此项支付的数额产生很大的影响。如果所支付的数额大大超过前所有者曾经的收入，那么 IRS 会严格的审查其原因。

还有一种可能的“软币”合同是对原所有者所拥有的专利支付的“专利费”。如果企业拥有专利权的话，这个合同也就不存在了，只有个人拥有这些专利的时候才有这样的问题。同样，专利也必须被看作是资本资产。但是，通常来说，如果业主所拥有的专利有经济价值的话，那么收购价格中应该包括了这些专利的使用费用部分在内。在前一章我们也讲到了，使这些专利费用更具有吸引力的事实是：对支付此类费用的企业，存在税收减免。而对于收取这些费用的个人而言，这些又是资本利得。这当然是个典型的一方是普通支出，另一方为资本利得的例子。

其他支出

当不是严格的软币支出时，部分收购价款用于已收购业务的某个特定方面也不是什么不寻常的事情，比如企业客户的名单，或者是已收购企业的某些特殊工艺。还有一个典型的例子就是商品的名称。虽然具体情况各有不同，但这么做的主要原因是减少收购产生的“商誉”部分的价值。商誉的必要摊销是没有税收减免的，所以应该尽量减少商誉的比重。这是需要机智有经验的注册会计师来协助完成并购的又一个理由^①。

同样的，这就是为什么在许多对计算机类的高科技企业的收购中，收购方会极力部分抵销“收购价格超过资产价值的部分”甚至全部。他们称之为抵减“研发费用”，并以此作为把有时候相当巨大的这部分金额转为费用的理由。这么做的原因当然是为了减少将来针对损益表上项目的年度税收（征收的费用）。通过“两项”同时抵减，他们消除了沉重的费用，否则会压低将来的收入。要说明的是，因为担心企业滥用这种方法，证券交易委员会对财会标准委员会施加

^① 如前所述，在很小的资产出售/收购交易中，通常会努力达成对库存定义较高的价值，对设备定义较低价值的协议，这主要是因为税收的原因。

压力让其禁止这种操作。FASB 最终执行的是提议计算永久性商誉。商誉没有必要在每年进行摊销。

给软币合同定值

在这个案例中,我们现在要决定的是在提供给卖方作为购买价格的一部分的软币合同里投入多少金额。在定值的时候,我们要知道这些金额只是“初次尝试”,因为我们还要决定了给卖家的次级债券的金额。注意,在这个案例中收购价由以下各部分组成:预付现金、软币合同、次级债券(在大型交易中通常的顺序是:现金预付款、优先债务、次级债务(夹层债务),以及权益资本。不同类型所占的比例也不同)。

(1) “非竞争”契约。我们必须记住的是,对于所有的这些合同,不论它意味着什么都应该被视为是“合理的”。我觉得在这个案例里面,如果给这个条款开价 100 万美元也不会不合理。那么我们可以把这部分价款分五年支付,每年 20 万美元(稍后我们再来看可以利用的现金流能否承受得住这些付款和各项利息以及本金的支付)。需要注意的是,这里的票据以及没有提到都是由这些支付的现值构成。把每年的支付金额增加一点,我们就可以忽略现值的要求。现值实际上要少于 10 万美元,因此除非是卖家或者他的顾问提出来,否则我是不会提及现值的,从而在面对支付这样一大笔钱时心理上也会好过一点。记住,使用现值实际上降低了给卖家的报价,而有时候卖家根本不会注意到这一点。

(2) 咨询合同。我们应该注意过去卖家给自己支付的薪水。“咨询费”应该高于按期计算的基本工资,所以如果五年内每年支付 20 万美元,则总共 100 万美元的价格是合理的。

(3) 专利的特许使用金的支付。卖家是以个人名义注册了专利的所有权,这使得我们对支付使用金成为可能,对他来说这是资本利得,而对我们新企业来说这是一般费用。专利的使用费与其经济价值有直接的关系,所以专利涉及的是什么产品以及使用的期限十分重要。假设我们为此支付 200 万,分为五年付清。既然对于卖家来说,这是一个很有价值的“发明”,那么有人会问为什么不在这一项上多付一些金额呢?我想,唯一的理由就是如果专利费被 IRS 抨击,那么我们没有办法为这些专利费的经济价值进行辩护,或者 IRS 也会通过其他途径打击这一项,那么我们的损失就更大了。所以为了安全起见,我们最好不要把买价安排太多的金额在这一项上。

总结起来,我们有如下的“软币”支付:

“非竞争条款”	\$1 000 000
咨询协议	\$1 000 000
专利费	\$2 000 000
总计	\$4 000 000

次级债券

如果我们预付 1 400 万美元并用 400 万美元的支付软币合同,那么就还剩下 500 万美元没有结清。我们可以支付卖家 500 万美元的次级债券来补足 2 300 万的报价。我的建议是开

具 5 年期支票,前三年支付利息,第四、第五年每年支付 20% 的本金并可以和本金按季度支付,在第五年末期支付剩下的 60% 的本金。只在前三年付利息是因为我们采用的是“股票收购/出售”的形式来进行交易。通过购买卖家的股票,我们就买下了所有的资产和负债以及或有负债(如果有的话,通常最主要的或有负债是税收)。既然所有者通常出于税收的原因,会开列许多可能有疑问的支出,那么 IRS 可能会对一些不允许的费用进行审计。而企业在出售时可能会触发这样的审计,既然 IRS 需要 3 年时间来审计,那我们就很有理由要求至少三年只支付利息,作为抵销的权利。抵销权是指如果不得不对卖方的正当责任进行支付,那么有权要求抵销相应数额的票据。所以,既然这个数额不是很确定,那么我们就可以要求“只支付利息”条款,来保护自己不会受偶发事件的影响。作为买方应该作出有根据的推测,判断这种“偶发的”支付存在的可能性是多大,因为这同样也对次级债券的规模有所影响,至少它给我们设定票据金额提供了一个很好的理由,尽管真正的理由不在于此。而真正的理由是,我们需要一定的资金来填补支付“软币合同”之后的差额,并且更重要的是我们需要一定金额的次级债券来使得债务/权益比率值达到一定的目标值,这个比率通常是 4 比 1。读者应该记住,使之成为次级债券的原因就在于使其成为一项实际的权益。即使不知道这一点,交易中卖方也实际上使用了大部分我们的权益,至少债务/权利的比率会受到影响。但是还不止这些!

没有次级债券,整个交易都不可能进行。有次级债券存在的交易,在银行家看来就是一笔好生意。

关于融资资金的总结

现在我们所有的融资项目都已经介绍完了^①。首先是可观的 1 400 万美元的预付款,然后是 400 万美元的软币合同以及 500 万美元的次级债券,总共 2 300 万美元。到此为止,我们可以说已经付给了卖家所要求的一切。尽管这可能未必完全真实,但也离真实的情况很近了,至少可以给卖家一个交代了。如果卖家对这个价格还有异议的话,我们应该提醒他,我们已经尽力满足他的要求了(实际上我们是在暗示他不要再想开价中的附加部分了,即所有的现金资产)。我认为卖家在最开始的报价基础上有所退让也是合理的,在我们的报价中也确实满足了他的要求,而且还有许多现金。在进入谈判的其他议程前,这样提醒卖家是非常重要的。我的意思是,如果卖家的开价我们已经尽量满足,应该可以要求在“付款条件”上卖家能作出一定的让步,这才是我们想要的。

如果卖家反对“软币合同”涉及的金额,我们可以再调整一下各个项目中的金额数量。比如,如果顾问觉得“合理”的话,就可以在专利费上增加一些,或者改变支付的金额。记住,只有前两种合同对于卖家来说才是一般收入,而专利费则不是。

^① 这当然是在我们向银行申请融资前完成的,因为在银行之前你必须先得到卖家的许可,这是一个真实的难题。银行不会在卖家赞同你的交易之前就与你商议,至少也要得到卖家的口头承诺。所以如何操作是很重要的。处理此难题最好的方法是预先跟银行协商一个“形式交易”并得到口头的支持。这就意味着你可以着手我们这里所进行的交易了。

至于次级债券,可能会有三种反对的理由:(1)为什么是“次级”的?(2)是没有抵押的;(3)支付的周期有五年。对于第一种反对理由,你只需回答:“这是银行的要求,他们这么做的目的是避免被敲诈。如果买卖双方联合起来的话,确实是可以欺骗银行的。还有,这只是程序问题。”通常的,这就可以平息卖方的担忧。另外,我只会在合约里对“次级”作出说明^①,而不会直接跟卖家谈及此事。在合约里,我会如此陈述“自然地,我向银行的任何借款优先于此票据。”如果卖家和他的顾问拒绝接受此条款,你只需说:“对不起,这是必要条件,我对此毫无办法。”卖家足够“灵活”的话是会接受的。

可能遭到的第二个反对的理由是,合约要求卖方对设备和建筑物拥有第二位的权利义务。往往我并不喜欢提出“用票据抵押”这个话题,我更愿意等到这个话题被别人提及,但通常不能如愿。建议卖方为设备或房地产等抵押物的第二位权利人,就意味着你承认了你正在做“LBO”。但这却是你永远都不想向卖方承认的问题。这里有几个原因,一个是一些年长的所有者对此感到反感——某个人收购他们经营多年的企业——却很少用自己的钱。“这不公平”我多次听过这样的抱怨。所以不提出这样的话题是避免卖方有人对此产生抵触情绪的最好方法。另外一个原因是如果卖方的会计师发现你最大可能地使用杠杆收购,他也会提高“欺诈性转移”的可能性。这样会计师也许会用此理由说服卖主不予出售,从而保留他们自己的客户。

第三项反对的理由就是支票的期限。但你可以回应说你在做“股票收购/销售”,你购买了所有的资产、权益和或有负债。你可以义正词严地说,你需要一段时间等待或有债务判定。确实,或有债务的税金一般只持续三年^②,但是也可能要更长时间,例如产品责任。当然,产品责任可以被保险,所以在这里不存在偶发的责任,但是你可以争辩:如果索偿额大于保险金怎么办?我并没有遇到多少人对五年期支票持有异议,多数卖家乐意接受支票,并且可能希望年限比五年更长一些。

要约

现在我们可以给卖方发出要约了。接下来一页是要约的一个样本。我们将一起来看看这封信并且讨论每一个环节。你应该注意到,我没有找律师来起草这封信。如果我这么做了,卖方也一定会找个律师来看这封信,而在你明白怎么回事前,律师已经用律师的方法开始做事,这会导致不必要的花费。如果卖家同意了基本的交易条件之后我们有足够的时间让律师来讨论合同的细节。考虑到声明的合法性和会计应有的审核,需要注意多个方面的问题。首先,有必要递交 UCC3 表格,即向你所在州的州务卿询问在你准备收购的企业名下是否有 UCC1 存档。只要这是一家有很多设备的制造企业,那么一般都是有的。许多 UCC1 表格里的设备在很久以前已经被买下或者偿清了,只是人们忘记从财务报表里取出来。这些事情你的律师事务所都会替你办好。

① 通常卖家不会真正认识到次级的含义,事实上,卖家的会计师或者律师也没有了解次级的真正含义。

② 欺诈,法定时效为七年,甚至更长。

乔治·威廉姆斯总裁先生 ABLE 公司 地址,美国	你的名字和地址
亲爱的威廉姆斯先生:	
非常荣幸能够向您的 ABLE 公司发出此要约。	
我建议交易采用“收购/出售股权”形式进行。价格是 2 300 万美元,按以下方式支付: 1 400 万美元在交割时支付,加上 400 万美元的支票以及总价值 500 万美元的“咨询服务”合同,分别为“非竞争”合同和专利使用协议。预付款按您的要求用银行支票交付。支票的期限为五年,未清偿部分按年利率 10% 计算,本金按以下方式结清: 第四年,第五年支付 20%,按季度支付,剩下 60% 在第五年末期一次性支付。这个支票附有“抵偿权”条款,此条款规定,如果收购你公司股份后的新公司,必须支付任何由收购前行为导致的或有债务的话,可以把该债务的金额从支票中抵减掉。超过支票金额部分的责任由你方承担。自然的,作为卖方的股权人,我向银行的任何借款优先于此 400 万美元的票据。	
这份要约的有效性取决于最终“买卖协议”的签署,它同样取决于您公司的财务状况是否与最近一次公布的财务报表相一致,即除了正常的商业过程,资产和权益都完全没有改变,没有未决的法律诉讼。	
如果您接受这份要约,请您在本信的复印件上签名并寄还给我。收到回复后我将马上开始法律、会计和其他的审核监察工作,以完成这项交易。希望我们能够在近期完成这项交易。	
真诚的 罗伊斯·迈克内尔 同意该协议 签名 _____	
日期 _____	

图 17.1 要约信的示例

会计上的“必要审核”包括审查目标企业的会计记录。这可能比你想象的要烦琐。通常的会计书都没有谈及中等市场企业会计审核的问题。但是此类型企业的情况是很严重的。你的会计师是不是觉得除了记录上的毛病之外,还存在使用的会计系统的不兼容或者会计系统的管理不善?不管情况如何,最后都要由你和你的注册会计师事务所根据“这些所谓充足”的会计记录联合出具一份评估。简言之,你所见就是你所能得到的吗——账目清楚吗?

会计上的“必要审核”过程的一些方面已经有所提及,更详细的讨论就省略了。但这并不是说对整个企业的“适当的”审查不重要,事实上进行审查评鉴是可以用一章、甚至一本书来说明的。我能给予读者最好的建议是:做好彻底的审查,以避免犯下大错,但是不要过度以妨碍整个交易过程。有些买家太过强调这部分以至于耗尽了卖方的耐性,而最后导致交易的失败。不管买方愿不愿意,总有一些事情是在收购之后才能真正了解到的。只要尽量避免不要出现太大的意外就可以了。

你应该注意到,这份要约的有效性取决于“最终买卖协议”的签署。我用这句话代替了更经常使用的“取决于我获得相应的融资”,我认为后一个说法相当于明确地提醒了卖家,我准备借款来进行这项交易。记得我们前面已经说过,永远不要暴露出你准备进行杠杆收购。而“最

终买卖协议”其实与“获得相应融资”达到的是一样的结果,却不会把人们的注意力吸引到融资过程。如果你没有获得相应的融资,你也就不能完成一份买卖协议。

关于票据附有“抵偿权”的是非常重要的条款。如要约中所说,如果你不得不支付任何的或有负债,相应的金额将从应付票据中减去。这个条款本身就是非常有用的,并且还提供了依据,让你可以要求票据为五年期,且头三年只支付利息。你的理由就是也许存在其他的支付,因此你需要足够的缓冲期。而你这样做的真正的理由却是,你希望这项交易所涉及的票据支付尽可能地不要影响你的现金流。通过早期只支付利息的做法,你可以缓解收购后的新企业在本金偿还上的沉重负担。只要支付不使现金流紧张,你可以在后期存钱来偿还。

关于票据“次级”的问题前面已经详细讨论过了,此处就不再赘述。如果卖家询问于此,我通常回复“哦,那就是银行的样本文件。”如果我这样说,卖家仍然坚持,我只能答复“很抱歉,但是我对此无能为力。这就是银行的惯例。如果你反对,交易就无法进行了。”通常卖家都会接受这样的说法。但是如果卖家仍旧坚持反对此条款,你只能告诉他交易取消。如果这样,对你来说已经不能再进行交易了。毕竟,没有次级债券,就没有交易,事情就是这么简单。

当然,你总是可以找到一个第三方来代替卖家承担次级债券,但是通常只要有可能你都不会愿意这样做。机构借款人现在更乐意进行此交易,你可以有所选择。但是机构借款人收取的利息至少要比卖家承担此交易的情况下多两倍!(现今,机构借款人收取的利息一般为20%—25%)如果你的次级债券涉及的金额太小,比如少于500万,机构借款人不会介入此种交易,你只能找个人。

最后,我们说一下信笺的问题,这里我们标明的是要约信,它应该跟你的询价信一样,值得注意。你的信是否阐明了你的意图?它是否看起来不够正式?它能否让卖家觉得你有经济实力雄厚,且具备一个合法买家所应有的各种条件?理论上,这封信应该有买方总裁或者主席的签名,但是如果个人买家希望卖家重视自己的话,就必须对要约信的内容投入更大的精力,并附上介绍信。

核对银行的条件

既然你已经有了意向,在你向卖家发出邀约信前,你必须从银行家的角度来审视一下此笔交易。如果交易达成,你企业的债务/权益比率是多少?银行的标准是不超过4/1。现在你可以明白次级债券的重要性了吧!我们先看一下新企业的债务组成,总结如下:

应付账款	\$1 200 000
银行的循环票据(应收 & 库存)	4 150 000
设备贷款	4 000 000
房地产贷款	<u>4 200 000</u>
债务总额	\$13 350 000

(债务不算在\$2 300万款项内的原因是软币合同属于资产负债表外的融资,并且还有次

级债券也都没有计算进债务里。)

我们所有的权益金额仅为 50 万美元,但是我们可以把次级债券的 500 万美元算入权益里面。能够这样做的原因是次级债券是特定从属于银行的,对于银行它事实上就是权益。现在我们可以计算债务/权益比率为 $\$13\,350\,000 / \$5\,500\,000 = 2.45/1$ 。可见,我们通过把次级债券算入权益,使得原先的债务/权益比率从 $36.7/1$ ($=18\,350\,000/500\,000$) 变成了 $2.45/1$ 。所以归功于卖家愿意接受次级债券,我们把不可行的交易变为了可行。你现在可以看到次级债券的重要性了,事实上是卖家提供了我们交易所需的权益的绝大部分。就债务/权益比率而言,银行将会很乐意进行此交易和收购这样的客户企业。

如果卖家的心理价位超过 2 300 万美元又如何呢?在这种情况下,你可以提高支票的金额和(或)增加软币合同的金额。但是我确实认为,一个理性的卖家是会接受我们给予的 2 300 万美元的报价的。如果没有别的什么情况,他会支付 1 400 万美元预付款的资本收益税^①,然后把税后的收益进行投资,那么他的收入要远远高于从企业领取的薪水。此外,在接下来的五年,你的新企业支付给他的软币合同的金额和次级债券的本金和利息也会超过他过去能获得的薪水。如果卖家对你的要约反应迟缓,你应该提醒他这些重要的事实。

下面我们要谈及“收入利息比”准则。我们知道,交易真正的考验在于我们企业的现金流是否能够负担起相应的债务,我们可以使用银行家们用的“收入利息比”来对此进行检验。

下列是我们估计要承担的利息支付项:

应收和库存项所产生的利息	\$456 500
设备定期贷款产生的利息	400 000
不动产的利息	378 000
次级债券的利息	500 000
总计	\$1 734 500

我们使用 Abel 企业未调整过的 390 万美元为分子,因此收入利息比率为: $3\,900\,000 / 1\,734\,500 = 2.25$ 。如果银行采用的是调整后的值,这个比率是 $5\,900\,000 / 1\,734\,000 = 3.4$ 。与其他 LBO 交易相比较,这个利息偿付率是惊人的。如果银行开始对此交易还不太感兴趣,在看到这个比值也会兴奋的。

承担义务的能力

银行对此交易感兴趣是一方面,但是我们作为借款方必须确定的是一旦交易达成后新企业有能力偿还贷款和承担软币合同的支付(当然,银行也会对这方面予以关注)。

审查现金流“充足”的方法是把所有数值都填入现金流预测程序,首先看现金流是否能够承担这些承诺和义务。我们已经知道,在“稳定销售期”情况下,去除所含税后 EBIT 值近似

① 如果现行法律坚持,他将以全部的购买价来支付税收。即便如此,对卖家也不会产生足够的困扰。

于 NOCF”。这样,通过把这个数值跟所有项目所需的总金额进行比较就可以很快弄清楚我们是否能够负担这些贷款和软币义务。我们把需要考到的支付项列表:

应收 & 库存项的利息 ^①	\$456 500
设备定期贷款利息	400 000
设备定期贷款本金	571 428
不动产贷款利息	378 000
不动产贷款本金	280 000
非竞争合同	200 000
咨询合同	200 000
特许使用金支付	400 000
次级债券利息 ^②	500 000
合 计	<u>\$3 385 928</u>

可以清楚地看到,调整后的 EBITDA 值(用来替代 NOCF”)是 590 万美元,如果所有的情况大致保持不变的话,新企业在偿还债务和支付契约的固定收费方面不存在问题。如果有理由表明销售并不稳定,那么必须在标准的现金流预测中考虑进这种状况。

考虑的细节问题

一旦买家大体上接受了要约,且审查鉴定也完成,接下来的步骤就是向银行申请必要的融资。选择恰当的时机是相当重要的,因为银行希望在此之前,你能够先支付他们相应的法定费用和贷款协议涉及的费用。对于此规模的交易,收费金额大概为 4 万—6 万美元,此款项不退还。如果你可以等到正式的“买卖协议”签署后再融资,你就不会冒交易可能失败的风险,因此你也不会存在白白支付给银行此项不能返回的费用的情况。这样如果卖家没有签署买卖协议,也没有什么关系。有时候,这跟交易的情况没有关系。如果卖家不签署买卖协议,你还是要支付另一张数额巨大的支票,那是给你的律师的费用。这种支付没有办法避免,但是对银行的支付是可以避免的。所以有可能的话,等待协议签署后再向银行支付是最佳时机。而这样做的不利之处在于你在承诺对卖家支付后,如果银行不给你贷款,你怎么办呢?

接下来,“买卖协议”将由律师起草。我认为由买家自己的律师来起草此协议更为可取,即使这样花费的律师费用比由卖家律师起草协议而你的律师只负责检查的情况要多很多。我这么建议的原因是如果你自己的律师来起草协议,那么在微妙处就会倾向于你的利益,反之,由卖家的律师来起草他就会照顾卖家的利益。如果交易方式是购买/销售股票,那么比购买/销售资产方式下会产生更多的保证条款,这是买家必须要自己的律师来起草协议的另外一个原因。

① 既然此项是贷款的长期项目,所以不用再列出本金。

② 忽略此项的本金是因为从第四年才开始支付。

在起草买卖协议其间,你的律师可以递交 UUC3 表(前面已经提到过),并且将建立一个新企业用来收购目标企业的股票。一般地,新企业的名字可以取为“ABEL 并购公司”。一旦并购结束,老的 ABEL 公司将作为联邦税务局代码的一个免税部分被列入新公司名下。老公司的名字将返还联邦注册局,而新公司将更改为此名字: ABEL 公司。至此,并购结束。

融资的另外一个途径

在本案例中,我们进行的是立足于资产的并购。对于此种规模和效益的企业,我们很容易得到一笔定期贷款,这笔贷款至少足够支付用资产借来的款项。但是,这也取决于经济环境。此外,这家企业是可以用定期贷款来购买,但是其他的交易就未必如此幸运了。所以要阐述更完整的交易程序,必须利用立足于资产的并购途径。必须明确的是,交易规模越小,资产就越重要;交易的规模越大,资产的重要性越小,而现金流的重要性越大——它们的交叉点在于经济时期。目前,大约收购价为 2 500 万美元的交易属于比较大的规模(因此本案例大致可以被视为一个“现金流”性质的交易)。

第十八章

提升企业形象和价值

本书中除最后三章以外,直接讨论了如何管理一家增长中的企业的财务以及如何提高收入(或者说是现金流)。但是当要把企业出售出去的时候,企业的整体价值实际上是两个要素的结合:收入以及收入的乘数。本章中,我们将讨论企业的乘数问题。为什么有的企业的出售价格是 EBITDA 的四倍而另一家企业则是六倍呢?如果你觉得一家企业的售价或者是市盈率是由上帝说了算的话,而个人是没有办法做多大改变的话,那么对你而言这一章就是多余的。但是,我个人非常相信管理者可以通过一些积极的行动来提高他们的售价,对于中小企业则更是如此。因为,这能让你的企业看起来更加吸引潜在的收购者。

有许多可以使得企业看起来更加“吸引人”的因素是可以加以“管理”的。本章中有些“常识性的”建议有助于使你做到这一点,但是有时候管理层还是会把最明显的问题都忽略掉。让我们看看如何通过这些要素来提高企业的乘数。

企业所在的行业

行业可能是决定一家企业乘数的最主要的决定因素了,至少它会决定大概的范围。回想一下 90 年代网络概念股的疯狂表现,以及在泡沫破裂之后名字里带“.COM”的糟糕表现——就像 70 年代的“聚合物”是表现不佳的代名词一样。但是有时候,重要的并不是最好的行业是什么,而是企业所在的行业是什么。

比如,曾经有家上市企业生产普通的金属零件——这不会令任何财务分析人员惊奇。但是这家企业自主研发了一种牙科治疗设备包括椅子和灯光。新的产品线销售表现非常之好,以至于这种“吸引人”的牙科设备很快就超越了没有区分度的金属零件的销售。但是市场仍然把该企业定位为生产普通零件的制造商,这样的划分使得企业没有获得一个更好的市盈率范围,或者说企业没有被正确地进行行业划分。在这种情况下,母公司应该把这项牙科设备业务同其他金属零件生产企业剥离开,这样两部分业务总的市场价值都会增加。

还有一个例子是关于笔者参观过的企业的出售的,收购方是来自另一行业的大型多元化企业,该企业最近的发展势头很猛而且已经完成了多项并购。笔者参观的这家企业生产大约 3 到 4 种电器设备,包括变压器。这种设备的生产商很难让人觉得在市场定价上会有什么不同的。但是这个细心的业主突然一天有了灵感,这家企业可以叫做“测试仪器生产商”,显然这

个行业将比普通电子设备生产行业的乘数要高得多。当然,这意味着该企业的市场营销需要做一些调整,但是这只是小问题。所以叫什么名字,至关重要。

对于多数企业家或者是业主来说,他们并不是处于某个“特定的”行业。如果只是在一个普通的行业,那么做什么也没有办法增加企业的价值或者所有者的财富了。在例子中,最好的方法就是用一家毫无特色可言的企业去收购一家处于更高的市盈率行业的企业。我的意思是说,一个明智的企业家可能会在出售或者是要上市之前兼并一家市场价值更高的企业。作为一名企业家,如果你在多年苦心经营之后只能把自己的企业按照很低的乘数出售的话,为什么不考虑“换匹马”,然后找一家能够以 EBITDA 六到八倍价格出售的企业呢?这听上去似乎过于理想化了,但这是可行的。

收入模式

如果说企业所在的行业为 EBITDA 乘数定下了一个基本的范围的话,那么企业的历史数据和预测值就定下了基调。在网络泡沫时代,许多网络概念股的交易飞速增长而完全忽视了其是否有盈利能力,但是这样的时代已经过去了。在我们讨论企业的盈利的时候,需要了解几种盈利模式。

“方向不明型”

如图 18.1 中的这种模式,会让分析者摸不着头脑“到底企业的盈利将如何变化?”

这种模式下,只看五年的历史收入仍然无法判断出企业的盈利是要变正还是变负。记住,那些查看了你企业过去盈利模式的人也不是预言家。他们看了你给的历史数据之后也是无法判断出最有可能出现的情况是什么。相反,他们的结论会是你

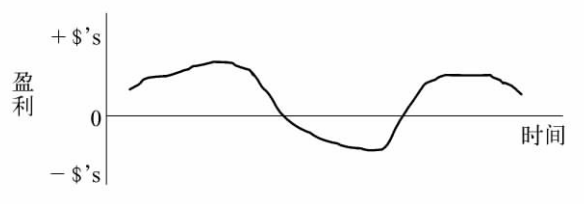


图 18.1 “方向不明型”盈利模式

企业的表现并没有你预想的那么好。那么你的企业是如何陷入这样一种盈利模式的呢?这就是第三章“盈利管理”中我们想要说明的。企业的管理层和对企业的其他限制一起决定盈利模式,而且一旦模式已经决定,就难以改变了。



图 18.2 “无须缴税综合征”型盈利模式

“无须缴税综合征”

当然我们不喜欢支付税收,但是在出售企业的时候就有必要解释一下企业为什么盈利水平这么低。如图 18.2 所示,该企业的收入即使有也不是很多。

当然,这足以让每个人相信这家企业不需要交税。但是怎么让别人知道是隐藏了收入呢?如果这是一家私有企业并且正打算出售,那么业主还有机会来“调整” EBITDA,但是如果这

是一家上市企业,那么就没有什么机会作解释(调整)了。即使该企业是私有的,那么其作出的“解释”可能向潜在的买家说明起来也很“尴尬”。所谓的“尴尬”是指 IRS 可能会发现发生的一切(隐瞒收入)的危险性。

通过隐瞒收入避税导致的另一个问题就是增加了该企业向银行申请贷款的难度。如果没有充足的收入或者现金流,怎么向银行展示足够的偿债能力呢?在被问及盈利问题时仅仅用“暗示”来说明问题,还是揭露事实的真相?不管怎么做都不是太好的选择。

潜在的买家还应该避免一个错误就是当卖家解释因为避税所以没有盈利的时候说“别担心,我们每周抽出 5 000 美元,没有人知道。”如果你把这些“抽出”的金额加回到收益率的计算中去的话,这家企业可能看起来还不错,但是如果你得不到这每周 5 000 美元的话又该怎么办呢?到时候如何是好?再找卖家争论时,卖家可能这样回答:“我们可是每周都能拿到 5 000 美元,你怎么会没有呢?”这时又该怎么办呢?

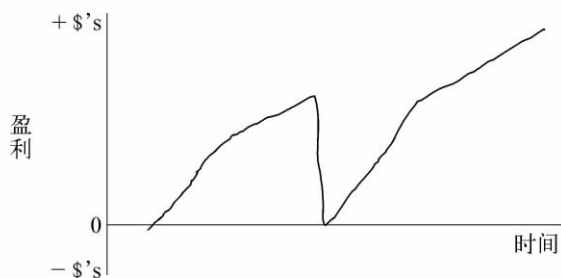


图 18.3 “冲凉式”盈利模式

“冲凉式”盈利模式

在图 18.3 中说明了企业在一两年前有过一次不同寻常的亏损。

假设企业的管理层能够解释收入上的迅猛下降,可能是某些突发事件,那么“冲凉式”模式就不应该对企业的估值有太大的影响。如果这是一家上市企业,那么这种“非经营性的,偶发的”损失是很寻常的。

特别在 2000—2001 年的熊市期间。这种“非经营性”的损失可能是企业“重组”或者是抵消兼并中的“商誉”,也可能是养老金支出的调整造成的。还有许多其他原因可能会造成盈利的一次性剧烈下降。我必须再次说明,“冲凉式”不会对企业的价值有太大损害。我们在第三章提到过,许多家高科技企业就在 2001 年出现过业绩的下滑,同时在 2002 年又展现出强劲的盈利能力,比他们没有出现下滑的情况下还要强。

“曲棍球棒”式

在讨论盈利模式的时候,对你要购买的企业的盈利模式做一些评论总是非常有益的。图 18.4 中的可以称之为“曲棍球棒”式。

通常,如果一家企业的销售增加了,特别是由于经纪人的原因,就会希望盈利也能够增加。所以在销售增加前的一或两年,企业会把存货从账面冲销掉或是一点一点地去除。当这种情况发生的时候,收

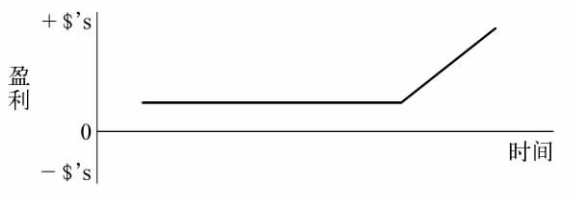


图 18.4 “曲棍球棒”式盈利模式

益会有个突然的增加,而结果就是“曲棍球棒”式的增长。要确认是不是发生了这种情况只需要找到资产负债表看看企业的存货发生了什么变化就可以了。如果存货和收益同时上升了的话,很快就会发现这是个虚假现象。

有些经纪人在出售企业时会采用另外一种“伎俩”以形成“曲棍球棒”式的盈利模式。一家经纪企业因为擅长替客户作出这种模式而闻名。当你在经营企业的时候,他们会对企业的盈利作出一些激进的假设。

理想的模式

不管理想的模式是怎样的,任何一个具有一般智慧的人都能够推断出在这个模式下的盈利对企业应该是一种补充,图 18.5 中就是这样一种模式。

有人可能会说这样一种模式太过“理想化”,有人会怀疑这种模式是人为捏造出来的。但是如果这种模式能够被理性的解释出来的话,那么每个人都能够轻易地推断出这种模式会有一个美妙的预期。如果是私营企业的话,你可以期望这家企业的乘数能够较高。如果参照以往的经验的话,确实会更高,但是往往并非这样。难道 6 倍的

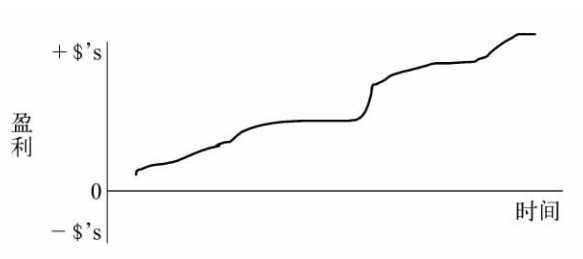


图 18.5 理想的盈利模式

EBITDA 不是比 4 倍的 EBITDA 要高 50% 吗?当然,收益曲线的斜率越高乘数也就越高,前提是企业的账目没有被动过手脚。在潜在收购者是战略收购者而不是杠杆收购者的情况下更是如此。

每股收益绝对值

每股收益绝对值对私营企业没有什么意义,但是对于上市企业而言有时候会影响到企业的市盈率。因为大多数股票理想的价格范围在 25—75 美元之间。虽然现在不如以前那么重要,但是在这个范围里,一手股票就价值 2 500—7 500 美元,这通常是个人投资者能够承担得起的。(当然,通常大量买进股票(1000 股以上)的那些机构投资者就不太受这样的束缚。)但是在这种思维的背后,当股票价格升高的时候企业就会想办法使其降下来。不管是通过“分股”还是发放“股息”,实际上都会增加企业的总价值。因为“分股”和发放“股息”都被看做是利好消息,而利好消息总是能推动股价的上涨。

不管怎么说,处理那些增发股票企业的股票并不是件容易的事情。如果一家企业正在增发股票,那么其市盈率就与发行更少的股票而股价更高的情形相比会更高。

流通的股票数量过多还会导致一个严重的问题就是被纳斯达克退市。下面会详细介绍,在纳斯达克上市的企业必须遵守一定的规则,其中一项就是股价必须在一段时期内至少在 1 美元以上。如果股价降到这个价格以下,那么企业就要被迫退市。而企业就会成为“挂牌”企业(PINK SLIP)或者在公告牌上公示。这样某种程度上股票就不能交易了。所以企业应该保持股票一定的流通量来防止这种情况的出现。当然,低价也可能是由于经营失误或者是企业的其他负面消息所导致的。在这个例子中仅仅改变股票的数量不会对企业价值有太大的影响。

管理

从企业外部人的角度看你的企业管理得怎么样？你的企业是否看上去管理有效？是不是大小事务都处于控制之中？企业的管理专业么？企业是股权集中的还是公众持股的？来自外部的评价对于企业整体的估值是十分重要的。这不光和管理层高层有关，还涉及中低层管理者。如果企业陷入困境，那么管理层是企业的优势还是弱点？记住，有时候是感觉而不一定是事实导致了不同的结果。在商场上，起作用的是别人怎么看你，而不是真正的你是什么样的。

在这个方面，笔者知道一个关于一个住宅建造企业是如何“上市”的例子。发行股票前在投资银行的咨询会上，主要承销商向主要的销售辛迪加集团介绍这家企业的时候，该企业的创始人及 CEO 做了报告。尽管他具有良好的管理能力，但是并不善于表达，最后给人的印象是“不善于管理”，而整家企业就给人留下了管理不善的印象。而该企业的执行副总经理是训练有素的律师而且表达良好。可能总裁过于自负所以自己做了演讲。但不管原因如何，当分析家们听着总裁结结巴巴地介绍自己的企业时，给人的印象是领导这个企业的人没有什么才能。他可能是一个好的管理者，但实际上“你是怎样并不重要，关键是人们怎么看你”。

股票市场行情

对于上市企业来说，管理层必须时时关注股市的动向。如果管理层觉得企业的股票价格过高，那么应该采取什么措施呢？对于真正希望有所发展的企业，这种状况提供了一个有所作为的大好时机。“高价股”其实是用来开展收购的工具或者还可以借此增发新股筹集资金。怎么用高价股来收购企业呢？例如，该企业有较高的市盈率，那么企业就可以进行回购；没有可能进行收购的时候，也可以在二级市场增发股票然后在其他好的项目上进行投资，这样也能够获得不错的回报。

笔者知道这么一个案例，一位个人投资者接手了一家企业，而这家企业的股票迅猛地上涨，曾经有人建议他采取一些措施使得企业的经营状况和股价更加相配，比如对高估的股价加以控制，而他却说不想“意气用事”。他说企业的股票像“直布罗陀海峡一样稳固”。但是随后企业的经营业绩却差强人意，企业的股票在周五从 35 美元跌到了 19 美元。周一股票还是一路下挫到 9 美元才见底。还真是稳固！听上去就像是网络或者电脑企业才会发生的事情。

总的来说，企业的管理者应该时刻关注股票市场的动向和自己企业股票的价格。如果企

业的市盈率突然增加了,那么最好采取一些措施而不仅仅是看着股票上涨坐着乐。

纽约证交所和纳斯达克

和以前相比,今天一家企业在纽约证交所还是纳斯达克上市都不是那么重要了。纳斯达克有了微软等一批有实力的高科技企业,这提高了曾经的“穷表亲们”的地位。

如果一家企业希望在证交所上市的话,比如在纽约证券交易所,可能需要面对三方面专业人员的审查。这些专业人士的工作就是要维护证券市场的秩序,当供大于求的时候就买进,供小于求的时候就卖出,简单地说,就是使买卖平衡。但是 1987 年市场的崩溃暴露了这种体制的弱点,因为有的专业人士资金不足无法支撑股价。

今天的专业人士体系已经做了多项改进以免再次出现这样的状况。如果想知道关于上市的详细情况可以到他们的网站 <http://nyse.com>。纽约证交所是“订单驱动型(order-driven)”市场,也就是说专业人士会尽量使客户的买卖订单出清。

纳斯达克实际上是报价驱动型(quote-driven)的市场,就是说用户间是有电脑网络互相连接起来的。纳斯达克最基本的上市要求就是需要三个“做市商”。这些做市商使买单卖单平衡或者自己买卖使市场出清。有些热门股票会有许多个做市商。显然,如果做市商越多的话,股票的流动性也就越强。那么更多的潜在的投资银行也就作出“买入”的评价。所以企业应该努力增加自己企业股票的做市商。

在纽约证交所上市的要求会根据是否是国内企业而异,具体的要求可以在网站 <http://www.nyse.com/public/listed/3b/3bix.htm> 上找到。通常来说,企业应该使得公众能够及时了解关于企业的一些关键信息,尤其是:

- (1) 企业代表国家利益的程度;
- (2) 在行业中的地位及其经营状况的稳定性;
- (3) 是否处在迅速发展的行业,能否保持现在的行业地位。

在纳斯达克发行股票有一定的条件,而保持这样的上市资格也有一定的条件。具体的要求太过于烦琐了,而且也经常变动,就不在此一一列出,都可以在他们的网站上查到。但是,通常来说,上市的要求都会包括对于最小资产额,流通的股票数量,所有股票市值等方面的要求。关于继续交易的一项重要要求就是在连续一段交易日内股票的价格不能低于 1 美元。显然,有些企业因为没有能在规定的期限内做到这一点而不得不退市。当然,这个期限是有一定的弹性的。比如规定的是 10 个交易日,但是实际上不能达到最小价格的期限可以是 30 天,而且有 90 天的警告期。

管理者应该重视这些要求,如果没有达到这些要求的话,企业会被退市并且在公告牌上被公示。这样一来公众就没有办法交易股票,股票价格也会受到影响。

分红

如果企业采用的是现金分红的方法,那么意味着企业缺少投资机会。如果真是这样,

那么市场对于这样的消息会比较消极。投资者更看中的是一家企业的资本增值前景而不是分红收益。这也是对长期持有那些合理的高市盈率股票的做法受到质疑的原因之一。机构投资者并不需要靠“当期收入”来完成投资目标,如果他们需要的话,可以通过出售部分股票满足任何“当期收入”的需要。所以通常他们寻求的是增值的投资机会。企业发放小额分红的另一个真实原因是有些基金是不允许对那些不分红的股票进行投资的。所以,就算这些发展中的企业每股只分几分钱的分红,实际上是为了满足基金企业规定的需要,增加自己股票的市场份额。

对于那些“新兴的”或者“发展中的”企业,希望和股东分享收益的好意实际上是容易被误解的。相反,市场希望听到的是其他的“好消息”。最典型的好消息就是宣布分股或者送股,因为这等于向市场传递了一个信息:股东们可以预期持续的收入增长或者如市场份额的增加或者销售额的增加之类的好消息。通过宣布分股或者送股,股票会变得更受欢迎,如前面所说,企业也可以期望获得更高的市盈率。

负债/权益比

在前面的章节中,我们讨论过负债权益比,当时我们强调的是单独一个指标不能说明太大的问题,管理层没有必要太过关注。但是在决定企业的价值的时候这个指标重不重要呢?当然,不仅是重要,而且是非常的重要。企业的负债权益比在决定企业市场价值的时候是一个至关重要的因素。但是除了这一点以外似乎就很有问题了。上一次你因为一家企业的负债权益比而买他的股票是什么时候?或者你根本不知道那是什么,或者也不关心。在公开上市交易的时候,一家企业的负债权益比是40%还是60%根本没有太大的区别。如果一家上市企业的资产负债表是完全“清白”的,没有任何长期负债,而所在的行业是较不稳定的行业,比如是生产休闲设备,那么市场会给予一个较高的市盈率。没有负债的另一个原因是,快速的成长使企业没有足够的现金流来支持负债成本。我们在第七章杠杆的讨论中说明了这一点。

对于私营企业来说,不同的负债权益比就不一样了。大概四比一就是一家私营企业负债权益比的上限了。而对许多上市企业来说,这样的比率简直就是不可思议。私营企业主的一个错误的观念就是在评估企业价值的时候负债“无关紧要”。事实远不是这样。企业的价值 V 应该是企业的负债 D 和企业的权益 S 之和。

如果管理层无视企业负债累累而开出一个高价简直是痴心妄想。这种情况在金融术语中叫做“你已经把企业给卖了”。一家负债累累的企业主想通过出卖企业的手段脱身的话是非常不负责任的,可以想象得出企业在支付各种税之后将会一钱不值。所以,企业主想退休不干时,应该在制订企业销售计划之前先把债务清理掉。在美国,普通收入和资本利得之间的税率差别在于:红利将被征收双重税,支付的税额甚至可能会高过所得到的资本利得,因此企业主想要卖掉企业的最好办法还是尽量将债务处理干净。

企业的名称是什么？

名称包括什么？可以说很多，也可以说没有什么。一家企业叫什么重要吗？有时候是，有时候无所谓。但这不能成为轻视企业名字的借口。企业的名字有什么隐含的意义么？如果你的是一家食品企业，能从名字里看出这一点吗？如果是家高科技企业，能从名字里看出来吗？你还在给一家新兴业务企业用老派的名字吗？有段时间，所有名字里带.com的企业都一片兴旺，接着就是泡沫的破灭。同样的事情发生在70年代，所有多元的企业的市盈率都严重的下挫了。

前些年，美国的企业名字里都喜欢加个“国际”或者“工业”。“工业”表明了多元化的经营，随后转变成了“集团”。但是随着70年代集团化股票的走低，集团化成为一个贬义词，没有什么比用集团化更贬低一个企业的了。随后又出现了以动物名或者是带有拟声词名字的企业在业界急剧增加——“高质量、纯天然食品”，还有最有名的一家用拟声词的企业，雅虎！“万事达(MASTER)”也曾经风靡过。“专家”也曾被用到企业的命名中，如“火焰专家”或者是“洗牌专家”。“专家”的名号代表在某一领域的专业性，而且这种命名确实起到了一定的宣传作用。在80年代“什么什么第一”开始变的流行起来。比如有“第一管道工程”、“第一银行”等。有段时间企业喜欢在名字中加上X、Y、Z，臭名昭著的“最佳四Z”企业就是例子。当然也有好的例子比如“埃克森”石油。

对于作者来说，命名一家新企业一个重要的方面就是要好记又上口，打印出来效果如何，人们觉得这个名字和企业是否相符，和企业的业务是否相称。如果是家高科技企业，名字听起来是不是也这样？如果是家生物技术企业，名字中能不能体现出这一点？这就是我说的是否合适。当然，名字不能看起来似曾相识。最重要的一点就是要有区分度，至少不应和其他名字混淆。命名一家企业还有一个主要的问题就是要能够获准在所在的州注册，如果出现有其他小企业用过同样的名字，那么就有些复杂了。如果是大企业，就必须得支付一笔不小的费用来购买这个名字。

图形形象

图形形象代表了所有的可见的代表企业的要素，这包括了所有构成企业名字的标识和表象的设计。对大多数企业而言，这种外在的形象就是企业的名字。但是奇怪的是很多发展中的企业甚至在办公楼外都没有树立起自己的名字。显然，没有把企业的名字很好地展现出来，其实错过了一个提高企业声誉和职员荣誉感的机会。如果一家中小企业没有自己的外在标识的话会给人一种廉价的形象。

如果企业有自己的运输车或者卡车的话，为什么不把企业的名字喷在车身上呢？笔者知道一家颇具规模的服装零售商拥有不少送货卡车，但是由于业主害怕这些卡车会被偷所以这

些卡车完全没有用标记来做标示。卡车可以投保自不用说,而更重要的是他完全可以通过车身标记达到不错的广告效果。让固定员工统一着装也是提高企业形象的不错的办法。虽然在一些城市对建筑企业用车上喷涂的标识征税,但是这只是个例,其他情况下还是应该好好利用这一点。

企业的标识

也许“标识”在这里并不准确,用企业的标志可能更好。但是对大多数人来说,企业的标识就代表了企业的名字。标识能给人深刻的印象,当问及企业的标识时很多业主并不避讳,承认是由他们自己设计的,但是不幸的是,很多自己设计的标识看上去就知道是自己设计的,非常“业余”。有很多的艺术师知道如何设计一个好的企业标识,比如苹果企业的标识,它的颜色很容易被识别出来,而这个颜色也成了当今的流行色之一。而且要注意的是标识一定不能和别的企业混淆。可能在设计标识上投入 5 000 到 10 000 的费用对中小企业来说是一种不错的长期投资。(对于大型或者上市企业来说这个费用可能不止上述费用的十倍或者百倍。)

最重要的是标识一定要适合企业:怎样才能够把企业希望传达的形象表达出来呢?如果企业是一家“高科技”企业,应该用什么样的标识,不能太刻板,不能太老套,还是不能太现代?如果企业想树立一种传统的形象,他能用那些看上去没有更新过的(古旧的)标识吗?

企业的信笺

对于作者来说,没有什么比企业的信纸更能够代表企业的形象了。这不仅是可以从企业获得的第一个印象,而且是唯一的一个。今天,由于电脑和一些软件的使用,几乎任何人都可以方便的设计出企业的信笺,但是不是谁设计都可以呢?电脑唯一不能做的事情就是把企业的风格和特征融入信笺中去,这部分得由人来做。如果有人品位不错也知道怎样把风格与信纸融合,完全可以由他来设计企业的信笺,但是如果没有人,这样重要的工作还是应该交给专业人员去做。不幸的是,有些人总是觉得什么都能做。

但是信笺不仅包括企业的信头,所有印刷物都应该仔细的设计。发票、销售订单、员工申请表等等所有能印刷的东西都应该考虑一下怎么设计。能在企业以外被看见的物品是很重要的,谁知道这件物品上的印刷部分会不会影响到某个潜在的客户呢?

年报

对于上市企业而言,年报是一种和企业股东及其他利益相关人员进行沟通的重要方式,而不要把它看作一件麻烦事。企业花在年报上的钱并不是越多越好的。年报不需要过分铺张。实际上铺张的年报说明企业在管理上缺乏判断能力。企业的年报应该恰到好处。如果你是一家发展中的小企业,那么企业在年报上的花费不应该和大企业那样。做得好不一定费用高。

和在企业 10-Q 的报告上加一个封面相比在报告的最后以企业 CEO 对过去一年的回顾总结来结尾并不需要多花多少力气(可能只需要在 10-K 前加上几页纸就行了)。

在这份总结里企业可以说说对于过去一年他们是怎么看的,而不是简单作出结论然后把财务报表交给股东。如果在过去的一年里企业财务状况良好,完全给予肯定;如果表现没有达到预期,那么 CEO 可以借此解释一下原因。对于大型的上市企业来说,一份年报可能没有什么新鲜的,而对许多小的上市企业可能需要斟酌之后才出炉。事情本来不应该是这样的。

私营企业又怎么样呢?为什么管理者需要花时间来写年报。理由有很多,首先,银行会关注这一点。银行的私营企业客户中有多少会花力气来做“年报”呢?如果其中有谁做到了这一点,那么他的管理水平一定會在众多客户中脱颖而出。如果该企业需要上市或者募集资金的话,对年报做一个简要的演讲也一定会使投资银行对企业专业的管理留下深刻的印象。同样,其实没有多少企业能够做到这一点。第三个原因就是企业要被出售。对于潜在买家来说,除了财务报表以外还能够对企业过去一年中的情况有所了解绝对是一个额外的惊喜。那些说:“这样做不是太笨了吗,我们当然记得一年里发生了什么”的管理者忽略了时间的流逝。四五年后还可能像现在这样记得那么清楚吗?值得怀疑。所以,我们现在就应该把过去一年所发生的事情在所有细节还清楚的时候记录下来。

财务分析会议

每家上市企业都有机会参加财务分析会议或者是有全国范围内大型机构投资者参加的会议。除了要准备年报外,这些会议往往非常的麻烦而且要做大量的准备工作,所以管理者并不喜欢这样的会议。但是这些会议正是你向外界介绍企业并且把企业股票维持在一个较高水平的机会,而且不容错过。在会议上你的表现如何会带来完全不同的效果。在挑剔的分析家面前,管理者所需要做的就是表现出完全的专业性。演讲中任何一点小的纰漏都会被看成是管理水平低下的表现,而这正是决定企业市盈率的一个重要因素。

超越分析家的预期

每家上市企业都应该有幸获得一些财务分析家的跟踪调查并且在下一期的报告中对企业的收益作出估计(这也是选择投资银行的一个标准之一)。这说明他们对分析家来说极具吸引力以及做市商都在为谁工作。近年来这些分析家的预测往往成为企业目标的一个标尺。如果达到了分析家的预期的话,企业股价就会上涨,反过来如果没有达到这个预期的话,股价则很有可能要下跌。特别是当你的企业属于高科技或者是网络题材的时候更加如此。公众通常是认为你能够超过分析家的预期才会给予投资。所以,这就像猫和老鼠的游戏。华尔街日报引用财务主管的话说:如果市场预期增长 10 个点而你预期的只有 9 个点,你就是个蠢蛋。如果市场预期的是 10 个点,而你相信有 11 个点,你就是个英雄^①。

分析家并不在意企业调低他们的预期,只要他们的年报足够好而且股价能够上涨。他们

^① “虚低报价:企业高价派发股票的手段”,自《华尔街日报》1997 年 5 月 6 日 C1 版。

不喜欢的是连下限都没有碰到的预期。如果过高的错误预期会受到证交所的调查。当然,这种调查对“低球”预期是不利的。所以只有那些有分析家关注的上市企业才能继续这个游戏。这些为之服务的财务公共关系企业要负责任吗?从历史情况来看,多数都宣称对那些低的预测没有责任。

财务的公共关系

实际上每家上市企业都需要向公众投资者讲“他们的故事”,所以通常在每个大城市都会有许多这样的财务公共关系企业来满足这种需求。这些企业的人员通常是主要报刊以及商业杂志的前撰稿人、编辑。这些专业人员能够通过印刷品把你的“故事”介绍给大众。而且重要的是,他们不光有文笔上的功力,而且和主要报刊和商业杂志有着良好的私人关系,其中一些就是他们的老雇主。实际上,他们的声誉以及价格尺度很大程度上决定于他们的老雇主是谁。老雇主越是有声望,他们开价就能越高。这是因为雇用财务公共关系企业就是认定公众能够被这些报刊和商业杂志中的故事所影响。但真是这样么?谁也不知道。

说“好好工作,人们就会注意到你”这样话的人是很天真的,证券市场里有上千家小的发展中的企业,是否做得好,价格是否比别人更有优势,常常是投资企业关注的事情。可能你能生产出同行业中质量最好的产品,但未必能得到相应的市盈率,其原因在于你并未吸引到投资者。为了吸引眼球,必须通过媒体宣传自己。这种公共关系也不需要花费太大,即使是一家小型的企业也可以承担得起。每月大概 5 000 美元的花费就能拿到足够的版面来做宣传。

在讨论财务公共关系的时候,企业不要忘记一般公众关系,否则可能会造成一些不利的局面。比如,在医疗行业,完全有可能由于几个病人的问题造成新闻舆论上的糟糕状况。这时候需要能作出迅速的反应,如果没有人能够胜任并且快速作出对策的话,结果对企业将十分不利。所以在这方面的投入不要吝啬,否则会因小失大。

企业的特质

你企业的特质是什么?当一家发展中的企业的 CEO 被问及他的企业和别的有什么不同的时候,会回答“我们的产品更好”。实话如此,但又有谁不是呢?实际上,这并不是真正使你的企业与其他企业不同的地方,那究竟是什么能够把你从众多企业中区分开来呢?有什么事情你做到了而你的竞争对手没有做?你的某些质量能够明显地脱颖而出成为同业中的佼佼者么?你的产品是不是拥有别人没有的品质?你有没有上过商业杂志?对于这样的问题,你准备好了么?

如果你真的想回答这个问题,那就要让他们信服得无话可说。为什么,难道你不比其他任

何人更了解自己的企业吗？对于有些业主来说，这种问题提得让他们摸不着头脑，但是一旦提前想到了，就应该及时准备好。

本章小结

对有些人来说，一辈子可能只会有一次出售企业的经历。所以长久以来业主们对此知之甚少也就毫不奇怪了。稍微想想就知道卖家可能会被问到上面任何一个问题。如果当问到企业有什么与众不同的地方时，听到“我认为，也没有什么不同”这样的回答后会让人非常惊讶的。如果作为企业所有者连这样的问题都回答不上来，怎么能够期望获得更高的乘数呢？并不是这个问题的答案本身造成了乘数究竟是5倍、6倍、还是7倍于你的EBITDA，而是你给潜在买家展现的整个盈利模式造成了巨大差异。甚至你在哪个行业也会有所不同。如果你所在的行业恰好是低乘数的，那么在出售前用企业的现金流和收益（可能这些指标并不怎么样）来收购一家能够有更高市盈率的企业。别人都这么干，你为什么不能？

潜在的客户还能观察到什么？企业的图案形象是什么？看上去是不是像某人在业余时间设计出来的那么业余？或者确实能够让人注意到你的企业？在外部人看来，你的企业管理得如何？他们看上去知道自己在谈论什么吗？对于自己的所作所为他们真的是专业的吗？如果你的企业是私营的，而且是用你的名字命名的话，那么使管理层更为专业对你而言就更为关键了，因为这样你的企业看起来就不会像是家长式企业那样——企业对创办者高度依赖。曾经有位业主和笔者联系我，并希望我帮助他出售他名下的产业——一家发动机咨询企业，而这家企业就是以他的全名命名的。

当我说这家企业看上去是家长式企业的时候，业主会作申辩。为了让管理层看起来更加的专业，他给我看了工作手册。结果几乎每一页上面都有业主的照片。他可能认为他有效的管理着企业，但是实际上看过手册的人会留下这样的印象，业主对于这家企业来说极其的重要。家长式企业有什么不好吗？是的，它们很难被卖掉，即使卖也卖不到好价钱。

如果你的企业是上市企业，你会做些什么来提高企业的市盈率？什么也不做？许多小型的上市企业几乎不会采取什么措施来使市场注意到他们，他们小气到不雇好的财务公共关系企业帮助他们向公众投资者介绍自己。他们会经常参加财务分析会议吗？或者他们有人问津吗？他们的演讲做得怎么样？业余的，还是没那么专业？管理层有能力使任何一个分析家认为企业经营状况良好，而糟糕的管理会让分析家觉得企业没有事实上的那么好，因为缺乏自信的管理不会使这家企业有好的前景。记住，重要的不是管理得如何，而是别人觉得管理得如何。区别在于表象和实际的不同，这就是本章的关键。你需要影响别人对你的企业的看法，如果人们觉得你的企业值更多钱，他们就愿意付更多，如果他们认为这只是一家普通企业，那么就只会出平均的价格，而不管是私营的还是上市的企业。



问题讨论

- (1) 假设你购买了一家普通行业的企业,你如何改变这样的现状?如何才能进入市盈率更高的产业?
- (2) 讨论什么是在中小企业进行“盈利管理”?目的是什么?如何做到这一点?
- (3) 如果你是一家私营企业的 CEO,对你来说每年的年报难吗?为什么?
- (4) 如果你的企业是一家新兴的上市企业,你会考虑分红吗?如果是的话,分红多少呢?说明理由。
- (5) 管理企业“形象”是什么意思?如何做到这一点,给出几点具体的措施。
- (6) 如果你正打算出售你的企业,潜在的买家问到你企业的“不同之处”在哪,你如何回答?
- (7) 如果你正考虑开办一家企业,你会怎么命名呢?你的理由是什么?这会有什么影响吗?

后 记

如果这个后记写在 2000 年的早春,真不知该说些什么?当时的情况似乎颠覆了本书的所有原理——难道说因为创业是每个人的权利,所有网络企业就都应该得到融资?难道说“利润”肮脏所以应该被企业唾弃?难道说我们所有人都应该理所当然地分享这个巨大肥硕的市场?在当今风平浪静的日子里,即便只是放放马后炮也罢,还是回过头来看看我们为何会犯下如此离谱的错误。

用于解释股票市场的“动力”一词也可以用来解释我们的行为。我们总以为找到了新方法,实际上并不存在新方法。正如我在第一章所说,如果想要开创一项事业,最简便的方法还是买一家现成的企业,哪怕这是一家传统制造型企业。简便意味着不论从感观上、物质上还是财务上都要简便,而开创一家新企业显然不具备这个特点。因此,只有当你真的买不到你想要的企业时才要做此打算。要注意的是:购买软件类的企业更多的是买下这些企业的美好愿望,能否实现还很难说,而类似 Paul Mitchell Systems 这样启动资金只有 700 美元的企业是不可能买得到的。

我没有嘲讽“新经济”企业的想法,恰恰相反,我坚信即便网络经济泡沫破裂,即便有一天网络离开人们的生活,新经济也不会走远。只要人的创造力没有消失,就会产生出具有投资价值的创意。不过,新的创意最好是必不可少的“止痛药”而不是可有可无的“维生素”。

如果你正在寻找外部融资,你就会发现这确实是条真理。天使投资者的职业培训让他们知道所要投资的项目并非只是一个新的盈利项目,而必须是一个暴利项目。作为创业企业家,你必须有超乎寻常的创意和相应的从业经历来帮助你实现你的想法。

如今,天使投资者和风险投资者都不会再轻易给那些由“计算机天才”管理的企业投资。虽然他们对网络技术游刃有余,能够设计出任何要求的程序,但对于新兴企业的管理之道却知之甚少。一个书评家说过,如果多一些企业家读这本书,在市场上就会少一些死去的网络企业。

收获

“收获”是一个深具魔力的词汇,在网络经济时代撩起百万富翁们更大的野心。企业的成长过程变得如此短暂:在成立几个月后,上市—成熟—收获—成为巨富。某人在 4 月份投资 10 万美元,到十月份出让股份得到了 1 000 万美元;一家企业的原始投资只有 10 万美元,到 11 月份上市获利达到 70 倍之多……这些神话故事点燃了一个个企业家心中的雄雄激情。正

因为如此,企业的现实盈利如何实现已经不再为人们所关心。

有人评论本书对“收获期”的关注度不够。我想提醒大家的是,在市场不景气的情况下,市场上的首发股票数量很少,能够有所“收获”的企业更是少之又少。即使企业上市时机恰当而有幸获得很高的市盈率,难道投资者们就会忘记网络泡沫破灭带给他们的沉痛教训吗?资金还是会出现过剩,可能只有机器人才会忘记这种切肤之痛,但机器人统治地球的这一天还为时尚远。

“价值评估”

许多新经济企业的价值曾是以价格/梦想系数来决定的,也就是说,对企业的价值评估是建立在对市场大小的预期和企业占据市场多大比例份额的假定基础之上的。对于采取这类方法的人来说,本书介绍的各种评估方法变成了古老的历史,不能得到人们的赞同。但赞成与否并不重要,重要的是愚蠢的做法总会被历史淘汰。从“想象中的市场上”得出的“想象利润”,再按现值计算出现金流的结果已经不再对投资者具有刺激作用,现在需要的是真实的利润实现。在第二章,我们也谈到天使投资者和风险投资者更愿意应用经验法则(rule of thumb)来判断企业的价值,这种做法在梦想家看来不切实际,但正在实践中得以有效地运行。

20世纪90年代的投资者得到了两个惨痛的教训:(1)对市场规模的错误估计;(2)对竞争者市场进入速度的错误判断。对于前者,他们只是简单地想象着一个巨大的市场,却从未意识到他们所希望的市场究竟是怎样的。过于精明的投资者们总是希望企业和产品的市场巨大,否则他们就不愿意投资,有了这次教训之后,他们对市场规模的估计变得保守很多。对于后者,他们学会了不再相信企业家自吹“没有竞争者”的说法。今天也许没有,可是当企业进入市场之后,可怕的竞争也同时跟随而至。

James McNeill Stancill

2004 年