



# 运用财务战略矩阵分析贝尔斯登被并购

李卫宁 陈康娣 杨晓梅

(华南理工大学工商管理学院 广州 510640)

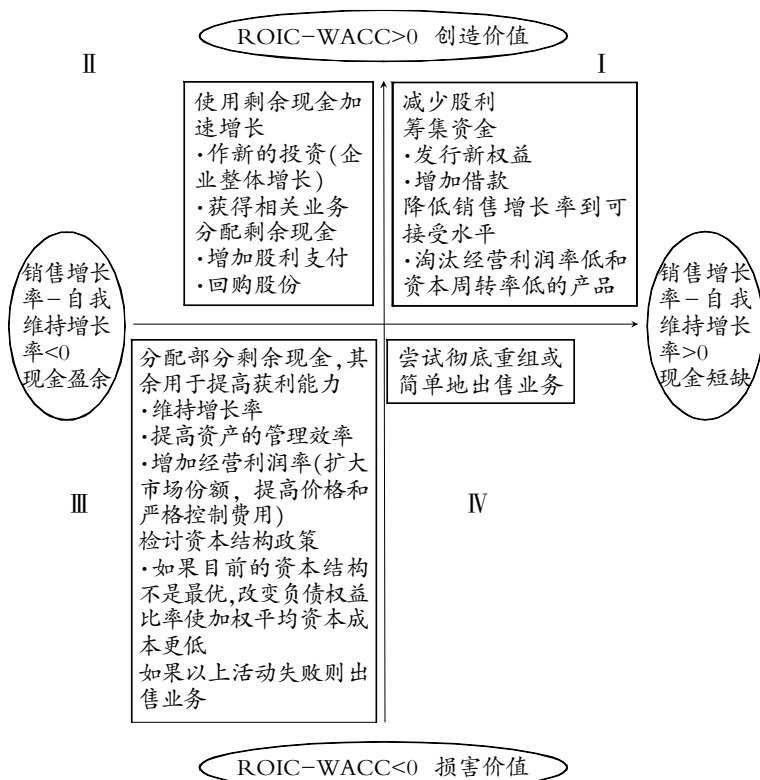
**【摘要】** 本文以次贷危机为背景,运用财务战略矩阵来剖析贝尔斯登摆脱不了被摩根大通并购的深层次原因。最后以此为鉴,提出此次危机对我国金融行业的警示。

**【关键词】** 次贷危机 财务战略矩阵 贝尔斯登 银行投资

2008年3月16日,美国摩根大通公司以每股2美元、总价约2.36亿美元收购了拥有85年辉煌历史的美国第五大投资银行——贝尔斯登公司(以下简称“贝尔斯登”)。至此,贝尔斯登成为第一家葬送于次贷危机的著名投资银行。究竟是什么原因让贝尔斯登摆脱不了被贱价收购的命运?

## 一、财务战略矩阵模型的运用机理

本文运用财务战略矩阵进行财务分析,财务战略矩阵模型如下图所示。财务战略矩阵模型的横坐标代表的是现金流短缺与否,纵坐标代表的是公司的业务是否在为公司创造价值,这正是次贷危机对贝尔斯登产生影响的两个重要方面。



$ROIC$  (投资回报率) =  $EBIT \times (1 - \text{所得税税率}) \div \text{投入资本}$ 。

$WACC$  (加权平均资本成本) =  $\text{负债} \times RD \times (1 - \text{所得税税$

率)  $\div$  总资产 + 普通股  $\times RE \div$  总资产 + 优先股  $\times RP \div$  总资产 (其中:  $RD$  是税前负债成本;  $RE$  是普通股成本;  $RP$  是优先股成本)。

$SGR$  (自我维持增长率) =  $(1 - \text{红利支付率}) \times ROE$  (权益资本报酬率)。

销售增长率 =  $\text{企业本年销售增长额} \div \text{上年销售额}$ 。

$ROIC - WACC > 0$  表示公司的业务正在为公司创造价值;  $ROIC - WACC < 0$  表示公司的业务正在损害公司的价值。

销售增长率 - 自我维持增长率  $> 0$  表示公司的现金是短缺的; 销售增长率 - 自我维持增长率  $< 0$  表示公司的现金为盈余。

(1) 当  $ROIC - WACC > 0$  且 销售增长率 - 自我维持增长率  $> 0$  时, 公司处于 I 象限, 表示公司业务在创造价值但这时公司的现金是短缺的。

(2) 当  $ROIC - WACC > 0$  且 销售增长率 - 自我维持增长率  $< 0$  时, 公司处于 II 象限, 表示公司业务在创造价值同时公司的现金是盈余的, 这是最佳状态。

(3) 当  $ROIC - WACC < 0$  且 销售增长率 - 自我维持增长率  $< 0$  时, 公司处于 III 象限, 表示公司业务在损害公司的价值但幸好公司的现金还算盈余, 周转得过来。

(4) 当  $ROIC - WACC < 0$  且 销售增长率 - 自我维持增长率  $> 0$  时, 公司处于 IV 象限, 表示公司的业务在损害公司的价值并且公司已经没有现金周转, 这种情况最危险。

## 二、贝尔斯登的财务分析

表1列示了2006年、2007年贝尔斯登的关键财务指标数据, 通过对比可以发现, 2006年该公司经营状况位于 I 象限(继续经营会给公司创造价值, 但是现金存在短缺)。

以下是贝尔斯登解决现金短缺的可行途径:

1. 减少股利发放。2007年财务报表的数据显示贝尔斯登并没有采取这一措施, 表现为现金红利从2006年的155 000 000美元增至2007年的172 000 000美元。

表1 2006年与2007年关键财务指标对比

	2006年	2007年
ROIC	2.68%	2.64%
WACC	1.40%	3.22%
ROIC-WACC	1.28%	-0.58%
销售增长率	34.62%	3.86%
自我维持增长率	15.66%	0.52%
销售增长率-自我维持增长率	18.96%	3.34%

## 2. 筹集资金。

(1)发行新权益。2007年的财务报表显示优先股和普通股股本基本保持不变,所以也没有采取这一措施。

(2)增加借款。2007年的财务报表显示公司是通过增加借款来筹集资金的,这就为次贷的影响埋下了祸根。

由于受次贷的影响,各信用机构都降低了对贝尔斯登债权的评级,加上一些负面报道,使得贝尔斯登追加借款的成本增加,WACC由1.40%增至3.22%,这样的结果直接导致ROIC-WACC由正变负,由为公司创造价值变为损害公司价值。同时资产负债比由96.54%增至97.02%,这种过高的资产负债比会让公司面临很高的财务风险。贝尔斯登由于大量举债导致过高的财务杠杆,产生过高的财务风险,使营业利润降低,从而导致股价的暴跌。

3. 降低销售增长率到可接受水平。销售增长率水平降低的原因主要来自以下几个方面:

(1)次贷损害公司的对外形象,进而间接影响到公司的财务状况。贝尔斯登在实质性倒闭之前,市场一度盛传该公司面临财务困境。这使得其他华尔街机构在与该公司进行对手交易时已经加倍小心。据一些对冲基金经理和退休基金经理及富人的理财顾问透露,过去曾以贝尔斯登作为主要经纪商的一些对冲基金,都纷纷将部分业务交给其他公司打理。这样的情况无疑进一步加重了贝尔斯登的融资难度,令业务状况持续恶化。

(2)贝尔斯登大量涉足抵押担保证券市场,受次贷影响严重。在2007年次贷危机爆发之初,贝尔斯登旗下有三只基金成为了华尔街金融机构中首批遭到冲击而被迫清盘的基金。这大大降低了它的销售增长率。

表2 2006年与2007年关键经营指标对比

	2006年	2007年
销售增长率	34.62%	3.86%
自我维持增长率	15.66%	0.52%

表2列示了2006年、2007年贝尔斯登的关键经营指标数据,通过对比可以发现,2007年该公司经营状况位于IV象限

(继续经营会给公司带来价值的损害,现金也存在短缺),同2006年相比,自我维持增长率和销售增长率都显著下降。

2007年,贝尔斯登现金短缺的问题仍然没有解决,甚至更加严重,体现在以下三个方面:①销售增长率大于自我维持增长率,使得现金短缺成为一个既定的事实;②2008年3月,债权人对源自贝尔斯登的间接延期贷款提前召回;③贝尔斯登的资产价值亦随之大幅缩水。此外,贝尔斯登作为一个同时为大批中小型券商提供担保和清算服务的中介机构,根据美国证券交易委员会的规定,必须拥有足够的现金作为保证金,而贝尔斯登的问题恰恰表现为现金无法满足需要。

## 三、借鉴意义

综观美国的次贷危机,受影响的首先是金融机构,贝尔斯登是其中之一。这次危机也为我国的金融业敲响了警钟。

首先,应强化商业银行等金融机构审慎经营和规避风险的意识。我国各金融机构逐利性竞争导致借贷标准降低、潜在风险增大,忽视了借款人的偿付能力。

其次,与美国相似,在我国市场上住房信贷一直被认为是优质资产,有的银行因此而放松了放贷审核。但高房价往往掩盖了借款人潜在的信用风险和投机因素,因此商业银行面临的风险可能更大。商业银行应随时跟踪房地产市场走势,我国也应将抑制房价过快增长纳入宏观调控目标。

再次,资产证券化产品是具有衍生特征的金融产品,其价值依赖于原生资产价值的变化。但是金融创新令许多衍生品价值与真实资产价值的联动关系被削弱。我国在推进资产证券化过程中有必要对衍生与原生产品的联动关系加以研究,防止“假设”因市场环境变化而累积市场风险。

最后,要突出金融监管的重要性,审慎推进QFII。次贷危机也可以说是市场失灵的表现,暴露了美国金融监管的缺失。我国金融监管机构应引以为戒,对相似情形应有预警能力。

概而言之,由于传统原因,我国的金融机构往往是政策保护乃至溺爱的对象。但是,在众多先进的同行都遭遇滑铁卢的时候,我国金融业的管治问题必须提上日程,监管部门要收紧尺度,风险防范机制要及时建立和补充,这才是对整个社会负责的做法。

【注】本文系广东省重点项目“华南橡胶轮胎有限公司战略研究”(项目编号:N6060900)阶段性研究成果。

## 主要参考文献

1. 方宏. 贝尔斯登流动性危机的原因分析. 今日南国, 2008; 5
2. 陆文莹. 金融风险管理. 上海: 复旦大学出版社, 2006
3. 刘晓曼. 透视次级债危机中的金融风险. 金融经济(理论版), 2008; 5
4. 姚文韵. 财务战略矩阵应用研究. 财会月刊(理论), 2006; 12