

“五粮液”财务政策搭配评析



四川大学工商管理学院 干胜道(博士生导师)

财务政策是在财务战略的指引下,用来规范、引导、激励、约束财务行为和财务活动,合理处理财务关系的指南及规则。财务政策概念是由西方发达资本主义国家提出的。近年来,随着我国社会主义市场经济的不断推进、企业理财自主权的不断扩大,不少企业(特别是上市公司)开始使用财务政策这一术语,并在财务管理过程中根据外部财务环境、公司所处发展阶段等因素科学搭配、合理安排财务政策。本文以宜宾五粮液股份有限公司(以下简称“五粮液”)为例,对其财务政策搭配中的不合理状况进行了分析。

一、财务政策搭配的基本原理

财务政策搭配的影响因素众多,包括所有者及管理层对于风险的态度、企业的发展战略、企业所处生命周期阶段等。由于五粮液只从事单一产品(白酒)的生产,因此本文主要介绍企业所处生命周期阶段与财务政策搭配的关系。

根据Ruth Bender和Keith Ward所著《公司财务战略》中的观点,企业在引入期、成长期、成熟期和衰退期产品生命周期不同阶段的主要财务政策搭配的基本原理如下:

产品生命周期阶段	资本支出政策	融资政策	股利政策
引入期	适量支出	权益融资(风险资本)	不分红
成长期	大量支出	权益融资	少分红
成熟期	少量支出	债务融资与留存收益	多分红
衰退期	不支出	债务融资	全部分红

二、五粮液财务政策基本情况

五粮液是一个已在深圳证券交易所上市的公司,其主要产品是白酒。由于其在白酒行业处于龙头地位,业绩一直比较好,因此被称为“蓝筹股”,不少基金和机构投资者都重仓持有五粮液的股份。五粮液财务政策分项目情况如下:

1. 资本支出政策。2001~2003年,五粮液在白酒这一行业实际投入45.16亿元,形成了大量的固定资产,增加的产能在10万吨以上,总产能已经达30万吨。然而,公司在2000~2003年白酒的销售量分别为15.03万吨、13.86万吨、14.82万吨和16.89万吨。由此可见,增加的产能几乎没有发挥作用。

2. 融资与资本结构政策。五粮液已经几年没有向银行借款了,只有部分商业信用负债。2003年年末,公司的资产负债率仅有27.07%。另外,公司在2001年配股2400万股,每股25元,共募集股本6亿元。公司净资产不断增加,2000~2004年的净资产分别为318861万元、469375万元、530706万元、602003万元和656689万元。

3. 股利政策。五粮液自2000年以来,只派发过少量现金股

利,而公司各年的净利润分别为76811万元、81141万元、61323万元、70297万元和82800万元。公司采取的主要股利政策分别为:2000年不派现不转增,2001年中期每10股送4股转3股派现金1元,2001年年末每10股送1股转2股派现金0.25元,2002年每10股转2股,2003年每10股送8股转2股派现金2元,2004年不分配不转增。

三、五粮液财务政策评析

1. 关于财务政策搭配。五粮液处于产品生命周期的什么阶段呢?从整个行业来看,随着国民健康意识的提高,加上国家政策的影响,我国白酒产量持续下滑,1996年高峰时期为801万吨,2002年仅为400万吨。据专家估计,未来十年白酒的市场容量在200万~300万吨之间。很明显,白酒行业已经在逐渐进入衰退期。从五粮液自身来看,虽然白酒销售量一直在13万~17万吨之间,但由于白酒市场地方保护主义严重,市场集中度难以进一步提高,因此衰退已成为必然。

根据财务政策搭配的基本原理,五粮液应该收缩战线,不宜大幅追加固定资产投资以扩大产量,应对固定资产进行维护并适度增加无形资产。然而,五粮液却反其道而行之,其结果是使资产闲置,折旧费用大幅增加,资产周转速度缓慢,企业效益不断下滑。2000年以来,股东通过配股和留存利润追加投资形成的净资产,几乎没有对企业净利润的增加发挥作用,而股东投入资本的机会成本谁又真正关心?这种违背财务规律运作的结果,只能是使财务状况恶化,并使股东利益受到损害。

五粮液近年来主要财务指标

财务指标	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年
总资产(万元)	40092	668787	726173	826278	881053
净资产(万元)	318861	469375	530706	601003	656689
销售量(万吨)	15.03	13.86	14.82	16.89	12.75
主营业务收入(万元)	395364	474210	570652	633309	629758
净利润(万元)	76811	81141	61323	70297	82800
净利润率	19.43%	17.11%	10.75%	11.10%	13.15%
总资产报酬率	16.69%	12.13%	8.44%	8.51%	9.40%
净资产收益率	24.09%	17.29%	11.55%	11.70%	12.61%
总资产周转率	0.86	0.71	0.79	0.77	0.74
资产负债率	0.31	0.3	0.27	0.27	0.25

2. 关于财务目标。近年来,我国学者对财务目标进行了深入的研究,取得了一些成果,然而,在现实经济活动中有的企业并未从全体股东的利益出发,选择正确的财务政策,它们可

产品生命周期成本与价值链关系初探

江西九江 柳延峰(教授) 胡克琼

产品生命周期成本理论于1966年由美国哈佛大学费农教授提出,价值链理论则在1985年由迈克尔·波特教授提出,这两个理论为经济管理的发展指明了方向。随着世界经济的迅猛发展,人们发现这两个理论其实是在同一领域描述和揭示同一事物的理论。当产品生命周期理论出现后,人们便以提高企业经营效益和确保顾客利益为目标进行成本管理;价值链理论出现后,人们又开始进行企业业务流程再造的管理。

当今,企业的市场竞争已经演变为竞争者之间优化价值链的竞争。信息时代要求企业按照产品生命周期成本理论来组织和协调产品的开发与生产,即以最低的成本、最高的效率、最好的产品和服务来满足瞬息万变的客户需求。在这样的背景下研究产品生命周期成本与价值链的关系,能为我国企业降低成本、提高效率开创新的思路。

一、产品生命周期成本与价值链

费农教授认为,产品寿命是指产品在市场上的营销生命,包括从产品开发设计到顾客使用直至消亡的整个过程。

能忽视了两个问题:

(1)所有者与经营者的财务目标不一致。所有者的财务目标是追求股东利益最大化,而经营者的财务目标是追求自身利益最大化。要顺利实现股东利益最大化,必须加强对所有者的财务监督,加大对经营者的激励与约束,通过各种激励方式(如股票期权)使经营者财务目标与所有者财务目标趋于一致。而五粮液对老总的激励却非常缺乏,年收入只有几万元,而亏损累累的科龙电器老总却有近千万年薪。在激励不足的情况下,经营者完全可能站在自身角度思考问题,而使股东利益受到损害。举例来讲,五粮液2003年有息负债为0,而财务费用为-2 836万元,可以推算出公司有数十亿的存量现金(即自由现金流量)处于闲置状态。

(2)股东内部可能出现矛盾。投资型股东与投机型股东、富裕股东与依赖分红的股东、控股股东与小股东的财务目标不完全一致。在我国股权分置的现状下,控股的国有集团公司,其股票不能流通,不能追求资本利得,而分红却大家有份。在制度不完善的情况下,控股股东会通过明显有失公允的关联交易等各种“掏空”方式将上市公司当成“提款机”,追求个人利益而损害其他股东利益。

3.关于杠杆搭配与财务松懈。根据财务管理原理,经营杠杆和财务杠杆是反向搭配的。进入成熟期后,企业的经营风险降低,因此应该充分利用财务杠杆,多利用资本成本较低

和人的生命一样,产品寿命也要经历一个形成、成长、成熟直至衰退的周期。在市场经济中,产品寿命周期是指一项产品从研究开发、设计、制造到顾客使用直至被市场淘汰所经历的时间,这个时间内所发生的成本称为产品寿命周期成本。具体而言,其有狭义和广义之分。狭义的产品寿命周期成本是指产品策划、开发、设计、制造、营销、物流等过程中由生产者负担的成本,因而又称之为生产者成本;广义的产品寿命周期成本不仅包括上述狭义成本,而且还包括顾客成本,即顾客购入产品后发生的使用成本、废弃处置成本等,因而又称全寿命周期成本。通常所说的产品寿命周期成本一般是指广义的产品寿命周期成本。由此可见,产品寿命周期成本是一种决策分析管理成本。

由于科学技术的发展日新月异,产品的寿命周期日趋缩短,而生产领域以外的产品寿命周期成本日益增加。在现代经济社会中,仅关心产品加工成本显然是不够的,应当从战略角度对产品寿命周期内发生的成本进行统一核算,在保证产品质量的前提下,使产品寿命周期成本降到最低。企业的经营管

的负债融资方式,也可适度利用留存收益进行融资,但忌用增发、配股等方式进行股权再融资。

从五粮液的实际情况看,公司在进入成熟期后基本背离了这一理财原理,不但不采用银行贷款这种融资方式,反而在2001年配股融资6亿元,同时滥用留存收益(完全不考虑股东的机会成本),以致公司的净资产在接近翻倍的前提下实现的净利润反而减少。

公司过度使用权益资金进行运作会引发“财务松懈”现象。从五粮液的情况看,管理层比较崇尚外延式增长模式,不断扩大规模,增加人员(2001年年末公司员工有14 580人,2003年年末则达到21 112人,增长了44.80%),增加固定资产(2001年年末固定资产原值37.55亿元,2003年年末达到61亿元,增长了62.45%)。而公司的效益却未见提升,人均利润从2001年的5.56万元下降到2003年的3.33万元,劳动生产率下降,资源在企业内被消耗。这种情况应该引起所有者的关注,督促经营者寻求内涵式发展道路,在资金、人员不变的前提下实现可持续发展。

笔者认为,五粮液应在对经营者完善财务激励和加强约束的前提下,改善公司的财务政策:多用债务融资增加财务压力,多分红以回报股东,减少公司的自由现金流量,在资本支出方面要摆脱外延式增长思维,对无形资产做适度投资,对固定资产投资采取收缩策略。□