

未雨绸缪备战金融危机

作者: Dominic Barton, Roberto Newell, Gregory Wilson

来源: 《麦肯锡高层管理论丛》 2002. 3

企业要避免成为金融危机的牺牲品,可采取的措施有很多。尽管金融危机的爆发愈演愈烈,但许多公司仍然没有做好准备。

将封闭的由政府控制的金融体系转变为对国外投资者敞开大门的自由市场,这是全球化波及范围最广的一个影响。20年来,滚滚的资本洪流降低了企业融资的成本,使投资者能够收取随风险而定的更高回报。然而,这种自由放任的资本市场也有其不利一面:那就是出现了越来越频繁的经济动荡,特别是在新兴市场。过去10年中爆发的严重金融危机达65起以上——几乎是20世纪80年代的1.5倍。

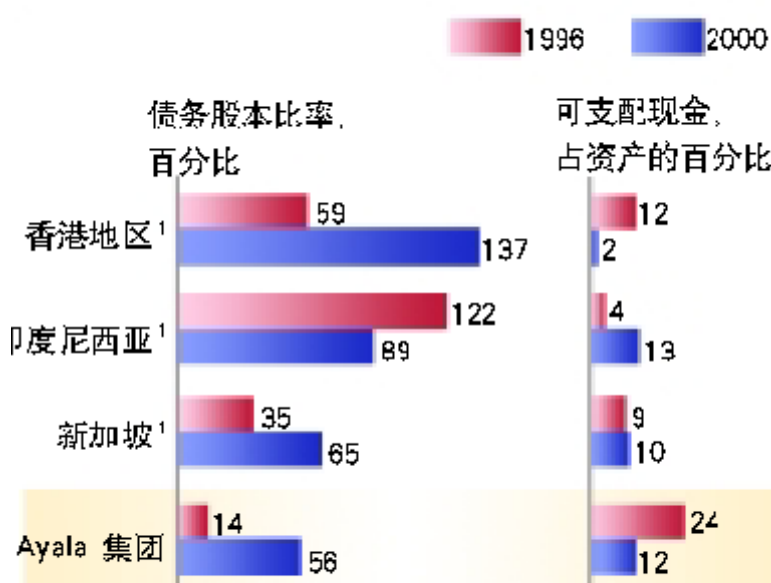
去年,阿根廷因拖欠政府债务而出现银行倒闭风潮,货币也大幅贬值。在土耳其,随着该国最大一家银行破产,市场信心遭受重挫,一场酝酿已久的危机就此爆发。工业化国家也同样不堪一击,正如瑞典在1992年经历的那样,随着房地产泡沫的破灭,银行入不敷出,导致克郎币值急转直下。

然而,无论爆发金融危机的威胁多么真切,无论其后果多么可怕,许多公司似乎仍不愿意谋求自保。尽管根据我们15年来在几十起此类事件中的经验表明,公司管理人士其实能够采取许多防范措施。显而易见的措施包括监测潜在的预警指标,尽量增加现金,重组债务。要想做得更彻底,公司还可以尽量排除关键经营风险,进行危机情景分析,设计明确的风险控制计划。

公司准备得越充分,就越有可能在危机中生存下来,甚至还能摆脱混乱走向繁荣奠定有利地位。以菲律宾一家历史最为悠久的大公司Ayala集团为例,Ayala在财务上历来比同类公司谨慎,就一般同行认为已经充分的标准相比,Ayala保持在手头的现金更多,债务更少(图表)。然而,正是依靠这份谨慎,使该公司在165年中经受住了无数艰难险阻。当1997年金融危机横扫亚洲之时,竞争对手纷纷压缩资本支出,而Ayala却继续按照全球移动通信系统标准(GSM)积极兴建该国第一个数字无线网。Ayala的子公司“全球电信”(Global Telecom)目前已位居菲律宾无线通讯业之首。在银行业内,Ayala收购了一家正身陷困境的竞争对手,使其旗下的菲律宾群岛银行在资产方面一举从该国第五大银行跃居第二。

图表

现金是宝



¹ 匿名举例：各国的大公司。

资料来源：彭博 (Bloomberg)

做到准备就绪并非轻而易举：管理层不仅需要经常备战，而且还应该缓解原本对季度财务收益的过分强调。在经济强劲之时，分析师对 Ayala 集团资产负债表之保守可谓恶评如潮。然而在大多数情况下，周密审慎的计划会极大地提高金融危机中的生存几率。不过，如果碰上最严重的危机，诸如 1998 年的印尼和 2001-2002 年阿根廷经历的会引发政治动荡的危机，即使那些做好充分准备的公司也无法幸免于难。

观察预警信号

在无国界的资本市场中，信息与资金流动瞬息万变，公司领导人只能依靠自己去发现潜藏着的危机。国际货币基金组织前第一副理事长斯坦利·费舍尔 (Stanley Fischer) 曾经挖苦地评论说：“对最近 6 次危机，国际货币基金组织（私下里）预测到 15 次。如果我们真要走出来（公开）预测，我们会引发更多的危机。”确实，所有的公共监视机构都担心自己不幸一言成谶，所以企业人士不要指望国际货币基金组织或评级机构来发出警报。

所幸的是，如果企业管理层抽时间进行观察，完全可以提前发现报警信号。大多数观察者都把焦点放在汇率和财政赤字等宏观经济变量上。宏观经济状况固然重要，精明的管理者会定期阅读银行分析师撰写的国别报告和消息灵通的新闻记者发表报道，然而这些信号通常要到危机前最后关头才会亮起红灯。危机根源肇始于现实经济和银行体系中，从中可以窥见问题出现的最初征兆。

事实上，警报随处可见：例如公司未能赚回自己的资本成本，或无法保有支付利息所需的现金流。而商业银行疯狂放贷，经常把资金发放给日趋动荡的公司（见其它选项“危机的征兆”）。

最终，这些问题在银行的盈利性和不良信贷组合中显示出来。国外放贷人还会用短期外汇贷款推波助澜。资产价格泡沫经常出现在房地产或股票市场中，它导致抵押物价值膨胀，使银行陷入危险境地。如果这些指标当中好几个都一下子指向错误的方向，那灾难肯定就已经在酝酿之中了。

例如，阿根廷危机的征兆早在 2001 年 12 月危机爆发之前很久就显而易见了。此前 4 年，阿根廷经济一直呈萎缩之势，公司投资资本收益有一段时间竟低于资本成本。有一年多时间，存款人纷纷将资金转向国外，到了危机爆发前 6 个月资金转移速度更是大大加快。与此同时，阿根廷的财政赤字急剧膨胀，迫使该国疲于应付大举借债。状况之危急已经不言自明。

保有现金，重组债务

危机袭来之时，收入和信贷会迅速枯竭，而利率则扶摇直上。1998 年，巴西货币大幅贬值，利率飙升至 65%，并在此水平上保持了三个多月时间。2001 年 11 月，就在阿根廷政府冻结存款、银行彻底停止放贷之前，国内利率猛升至 74%。在这种情况下，现金流不足或债台高筑的公司很快就出现流动性问题，并且经常迅速陷入资不抵债的绝境。

为了抵御这样的震荡，公司必须尽早使资产负债表和损益表处于良好状态，以免到最后无法找到债权人弥补现金流。衡量公司经受危机的能力有两个重要指标，一是它所创造的自由现金流的数额，二是已获利息保障倍数，即 ICR（一段时间内现金流对所应清偿利息的比率）。我们与新兴市场中的公司合作的经验表明，许多公司并不完全了解现金流，容易犯下一个根本性的错误，以为盈利等于现金流。许多公司的 ICR 都低于 1，这意味着它们不得不借新债抵旧账。1999 年亚洲金融危机方才平息，韩国 40% 的上市公司仍处在风雨飘摇的状态中，还有 20% 的公司处在风险边缘。幸运的是，这种状况在过去 3 年中已有显著改善。

公司的管理层若能高瞻远瞩，则会通过剥离消耗现金的业务单元、优化流动资本来实现现金流最大化。在 1982 年墨西哥经济危机之后，该国超市连锁 Aurrera 认真磨练自己的现金管理技能。它与供应商谈判达成特殊条款，获得 60-90 天的应付账款期限，同时缩短了应收账款期限，从而带来了负流动资本头寸。这个差额使 Aurrera 在 20 世纪 80 年代后期和 90 年代都有成长所需的资金，而此时整个墨西哥经济还处于停滞状态。1996 年，沃尔玛收购了该家连锁，这桩交易带给 Aurrera 的私人业主的收益不言而喻。

三星集团下属的三星公司也在困境中学到了有关负债的宝贵经验。在 1997 年韩国经济急转直下之前，该公司 21 亿美元的债务有将近三分之二将在不到一年的时间里到期，而且近 20% 是以外币结算。当公司债券利率从 1997 年 11 月的 12.6% 的水平跃升至年底超过 30% 的水平后，三星公司的还债计划也开始启动。该公司最终度过了难关，并在两年内将短期债务占总债务的比例降至 20% 以下。

当然，降低负债水平（例如，降至股本的 50% 以下）、延长贷款还贷期限都会提高借贷成本。但这笔溢价可被视作困难时期保证资金稳定的保险费。公司还应针对外币贷款的货币风险进行套期保值，即使本国实行的是固定汇率。因为在过去 10 年中，每次危机一来，固定或管理汇率制都会土崩瓦解。不过，在缺少货币期货和衍生工具市场的情况下，进行货币风险套期保值可能非常昂贵（如果不是不可能的话）。在这种情况下，公司可以建立一个自然的货币

套头交易，或设法赚取美元收入以抵消美元利息支出。公司如果缺乏自然套头交易或无法取得外汇期货，就不应借入外币，不管这样做有多么诱人，甚至是抱着预付外币债务的良好愿望。在一场危机的前两个季度，货币贬值可能平均达到 100% 以上。

最后，财务总监可以开拓多样化的资金来源，并且强化资金来源。在太平盛世的时候，必须建立起后备贷款额度。有了后备贷款额度，即便是有着 100 个不同借贷渠道的大公司也应持续监视每个放贷者的健康状况。韩国历史最悠久的一家大公司 Doosan 为了保持坚实的资金基础，通过检查放贷者的季报，对每个放贷者的财务状况进行评级。通过这种手段可以尽早捕捉任何放贷者出现的疲弱迹象，并以更为强劲的银行取而代之。