企业融资：以苏宁电器为例

一、概念

（一）企业融资的概念

- **企业融资**是指企业从自身生产经营现状及资金运用情况出发，根据企业未来经营与发展策略的需要，通过一定的渠道和方式，利用内部积累或向企业的投资者及债权人筹集生产经营所需资金的一种经济活动。

（二）分类

- 企业融资按照有无金融中介划分：**直接融资**和**间接融资**。这种分类方法形成企业融资的关系结构，将揭示企业资产的产权归属和债务保障程度。
- 企业融资按照资金来源的途径划分：**内源融资和外源融资**。这种分类方法形成企业融资的来源结构。
- 企业融资按照资金存续的时间划分：**短期融资和长期融资**。这种分类方法形成了企业融资的期限结构。

（三）中小企业融资主要类型

- 公司上市
- 出售企业
- 债务融资
- 向海外投资者出售企业的部分股权
- 私募股权交易

二、苏宁电器的融资介绍

（一）苏宁电器基本情况

- 苏宁电器1990年创立于江苏南京，是中国3C（家电、电脑、通讯）家电连锁零售企业的领先者，是国家商务部重点培育的“全国15家大型商业企业集团”之一。经过20年的发展，现已成为中国最大的商业企业集团，品牌价值508.31亿元。截至2010年，苏宁电器连锁网络覆盖中国大陆300多个城市，并进入中国香港和日本地区，拥有近1500家连锁店，员工15万人，2010年销售收入近1500亿元，名列中国上市规模民营企业前三强，中国企业500强第50位，入选《福布斯》亚洲企业50强、《福布斯》全球2000大企业中国零售企业第一。2004年7月21日，苏宁电器（002024）在深圳证券交易所上市。苏宁电器上市以来，连锁网络规模不断扩大，除了依靠股权融资的资金支持以外，债务融资是其主要的发展动力来源。苏宁电器负债增长主要依靠应付票据的增加，从而其短期负债占据其全部负债的比重超过了99%。这是因为苏宁电器较多的采用银行承兑汇票的方式与供应商结算货款，以支持其连锁店规模的 扩大。

二、苏宁电器的融资介绍

财务基本情况

- 公司2010年的资产总额为4,390,738万元，负债总额2,506,199万元，股东权益总额为1,884,539万元，资产负债率为57.09%，其中流动负债2,453,435万元，长期负债52,764万元，分别占总资产的55.88%和1.2%。
- **负债结构**

公司2010年的负债总额2,506,199万元，其中短期借款31,778万元，占负债总额的1.27%;长期借款为0;应付票据1,427,732万元，占负债总额的56.97%;应付账款683,902万元，占负债总额的27.29%，预收账款39,382万元,占负债总额的1.57%。

二、苏宁电器的融资介绍

财务基本情况

股权结构

2010年股权结构及变动情况

单位：万元

项目	期初数	本期变化	期末数	结构百分比
股本	466,414	233,207	699,621	37.12%
资本公积	297,565	-232,037	65,528	3.48%
盈余公积	51,746	22,906	74,652	3.96%
未分配利润	638,331	354,955	993,286	52.71%
外币报表折算差额	-23	752	729	0.04%
少数股东权益	38,463	12,257	50,720	2.69%
股东权益合计	1,492,498	392,041	1,884,539	100.00%

二、苏宁电器的融资介绍

（二）苏宁电器融资结构影响因素分析

公司融资策略与融资结构的形成是与其所处的客观经营环境和公司的发展战略息息相关。影响苏宁电器融资结构的因素既有来自外部宏观环境的，又有来自公司内部经营管理的微观环境。

1、外部影响因素分析

<a>、金融市场环境

我国证券市场尚不健全。上市公司股权结构不合理，上市公司往往受大股东控制，上市公司过分追求资本控制权，不注重企业投资回报，从而上市公司融资成本较低；债券市场不发达，企业发行债券受到严格限制，并且企业债券很难上市流通。

二、苏宁电器的融资介绍

（二）苏宁电器融资结构影响因素分析

<b>、零售行业特征

传统百货业为主渠道的家电销售网络被家电专业零售巨头们分食，拥有畅通、可靠的销售渠道已成为决胜市场的关键。对于家电零售企业来说，快速扩张，拥有更多的门店资源已成为其应对激烈竞争关键。

<c>、竞争环境影响

中国家电零售业已经形成了本土家电连锁企业、跨国家电连锁巨头和其他家电市场业态三足鼎立的局面。快速抢占市场份额是家电渠道商争夺的重点。增加店面则是产生规模效应、保持竞争优势，从而得以夺取市场份额的最直接手段。

二、苏宁电器的融资介绍

（二）苏宁电器融资结构影响因素分析

2 、内部影响因素分析

<a>、公司增长速度

只依靠留存收益不能满足企业在投资的需求，苏宁电器作为一家高速发展的企业，其发展过程中体现对于外源融资的依赖。

<b>、公司发展战略

实施扩张型发展战略的企业要在短时间内占领市场，其对销售渠道的投入必将加大，需要有充足的资金做保障。苏宁电器是典型的扩张型发展的公司，其利用所掌握的渠道资源，凭借商业信用从供应商处融入大量低成本资金。

二、苏宁电器的融资介绍

（二）苏宁电器融资结构影响因素分析

<c>、公司风险因素

负债的增加将增大企业的财务风险，因此，在决定企业资本结构时必须考虑企业的风险状况、风险承受能力以及未来现金流的稳定性。苏宁电器在快速扩展过程形成了相当大的经营规模，目前其现金流量较为稳定，经营风险较低，盈利能力存在进一步提升的空间，从其承担风险能力也将得以增强。

二、苏宁电器的融资介绍

- （三）权益资本融资情况

1、总体特征

- 苏宁电器于2004年7月21日以16.33元的发行价上市，此后便拉开了用资本公积转增成倍扩大股本的大幕。苏宁电器不断地用资本公积转增的方式增加股本，转增后再利用“填权效应”复原股价，股本增加了，发行同样数量的新增股份所占股本总额的比例减小了，对控股股东和实际控制人股权的稀释作用就减弱了。上述循环可以概括为：**“大比例转赠股本—再融资—大比例转赠股本—再融资”**。

2、具体权益融资过程

见下表

二、苏宁电器的融资介绍

苏宁电器历次股权变动表

时间	权益融资方式	融资额度	普通股数量	股票增加	股票增加幅度
2004年	IPO	4亿	9316万	2500万	26.84%
2005年5月	10股转增10股	0	18632万	9316万	50.00%
2005年8月	股权分置	0	18632万	0	0.00%
2005年9月	10股转增8股	0	33537万	14905万	44.44%
2006年6月	定向增发	12亿	36037万	2500万	6.94%
2006年9月	10股转增10股	0	72075万	36037万	50.00%
2007年3月	10股转增10股	0	144150万	72075万	50.00%
2008年5月	定向增发	24.3亿	149550万	5400万	3.61%
2008年9月	10股转增10股	0	299100万	149550万	50.00%
2009年3月	每10股送2股红股转增3股	0	448651万	149551万	33.33%
2009年6月	定向增发	34.4亿	468651万	20000万	4.27%
2010年4月	10股转增5股	0	699621万	230970万	33.01%

二、苏宁电器的融资介绍

（三）权益资本融资情况

3、小结

- 加上IPO，苏宁电器四次发行募集资金总额分别为4亿元、12亿元、24亿元、31亿元，合计超过60亿元，每次募集资金都大幅增加。而对应出让的股权份额却是逐次降低，“大比例转赠股本—再融资—大比例转赠股本—再融资……”的效果出奇的好。
- 苏宁电器如此良性循环的原因，根基在于公司良好的经验业绩，但其对资本市场的利用技巧同样值得称道。资本公积转增股本，不需要任何的外部审批程序就能迅速扩大公司股本，在做大公司的股本之后利用填权效应复原股价，然后再到资本市场进行再融资，这时原股东在让渡较小股份的情况下即可募集到大量的资金。

二、苏宁电器的融资介绍

（三）权益资本融资情况

4、优劣分析

- a. 优势分析
- 1)融资成本低
- 2)降低企业的财务风险
- 3)提高企业长期投资的能力
- b. 劣势分析
- 1)降低投资者的投资意愿
- 2)资金使用效率下滑
- 3)公司治理效率低

二、苏宁电器的融资介绍

（四）应付账款融资

- 使得国美、苏宁既获得规模快速扩张，又保持强劲盈利能力的根本原因在于，其商业模式实质上是一种“类金融”模式：国美、苏宁在与消费者之间进行现金交易的同时，延期3-4个月支付上游供应商货款，这就使得其账面上长期存有大量浮存现金，并形成“规模扩张—销售规模提升带来账面浮存现金—占用供应商资金用于规模扩张或转做他用—进一步规模扩张提升零售渠道价值带来更多账面浮存现金”这样一个资金体内循环体系。即是说，国美、苏宁像银行吸储一样，吸纳众多供应商的资金并通过滚动的方式供自己长期使用。

（四）应付账款融资

苏宁电器2008年-2010年融资结构分析表

单位：万元

	2010年	2009年	2008年
流动负债合计	2,453,435	2,071,884	1,247,857
短期借款	31,779	0	15,600
应付票据	1,427,732	1,399,919	709,654
应付账款	683,902	500,312	363,333
预收款项	39,382	27,679	18,482
其他应付款	153,902	66,639	60,805
负债合计	2,506,199	2,091,485	1,250,621
股东权益合计	1,884,539	1,492,498	911,232
负债及股东权益总计	4,390,738	3,583,983	2,161,853
短期借款/总负债	1.27%	0.00%	1.25%
（应付票据+账款）/总负债	84.26%	90.86%	85.80%
（应付票据+账款）/总资产	48.09%	53.02%	49.63%
资产负债率	57.08%	58.36%	57.85%

二、苏宁电器的融资介绍

- （四）应付账款融资
  - 查看苏宁电器2008至2010年资产负债相关财务数据，近3年资产（即负债及股东权益总计）增长很快，负债也同比例增长，08至10年近3年的资产负债率均维持在57%-58%之间。但仔细分析负债结构发现，负债中85%以上都是应付票据和账款，应付票据和应付账款的总额占总资产的48%-49%。

二、苏宁电器的融资介绍

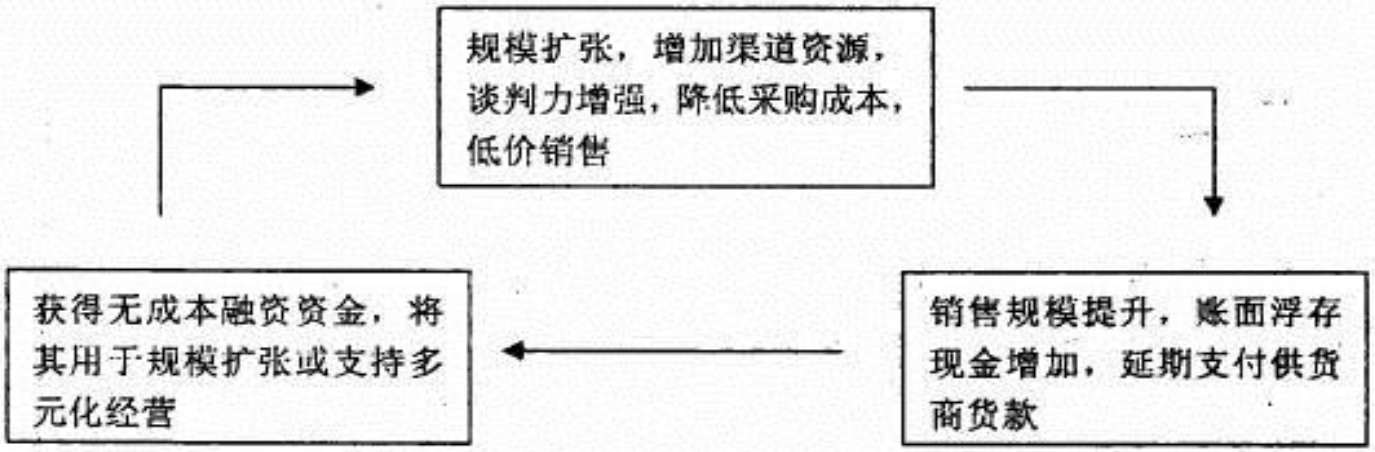
（四）应付账款融资

- 以2010年年报为例，截至2010年12月31日，苏宁电器应付票据143亿元，应付账款68亿元，不将短期借款和预收账款计算在内，苏宁电器占用供货商的资金在210亿元以上，2009年应付票据139亿元，应付账款50亿元，合计189亿。而截至2010年12月31日，苏宁电器货币资金余额为194亿元、所有者权益金额为188亿元。由此可见，苏宁电器融资的主要渠道来自于对供货商的资金占款，这种融资方式的成本是所有融资方式中最低的，几乎是零成本。
- 这一融资模式的核心支撑点是苏宁带有垄断特性的渠道资源。正是由于拥有庞大的渠道，苏宁才可以在“吃供应商”的盈利模式基础上，不断巩固和强化渠道资源，获取更多的“垄断利润”。
- 而这一方式的根源在于通过扩大网点规模和维持对消费者的低价优惠市场策略，不断提高其渠道终端的市场影响力，在此基础上，通过提高其销售规模，以提高产品绝对销量和采购量来要挟供应商加大返利力度和交纳更多的通道费。

二、苏宁电器的融资介绍

（四）应付账款融资

- 苏宁电器凭借所拥有的全国性销售渠道网塔，形成寡头垄断，在与消费者之间进行现金交易的同时，通过延期支付上游供应商货款，使其账面上长期存有大量的浮存现金，形成“规模扩张——销售规模提升，带来账面浮存现金——占用供应商资金用于规模扩张——进一步提升零售渠道价值，带来更多账面浮存现金”的资金循环体系。如下图所示



“类金融”模式资金循环体系

二、苏宁电器的融资介绍

（四）应付账款融资

- a.类金融融资模式的优势分析
- 1)融资成本低
- 2)融入资金量大
- 3)融资规模稳定
- b.类金融融资模式的劣势分析
- 1)与供应商关系恶化
- 2)公司增长方式单一，制约长期发展
- 3)公司债务结构不合理，增加经营风险

二、苏宁电器的融资介绍

（五）经典理论对苏宁电器融资结构的评价

国外经典理论对苏宁融资结构的评价				
	MM理论	米勒均衡模型	权衡理论	优序融资理论
对苏宁电器融资结构的评价	合理	合理	合理	合理

我国资本结构相关研究的评价

我国学者在上市公司资本结构方面的实证研究表明，我国上市公司外部资金的主要来源是股权融资，其次才是负债融资，这和西方现代融资理论的融资顺序截然不同。苏宁电器的资本结构较同行业资本结构相比偏高，表现出一定程度的债权融资偏好，这与我国学者对大多数上市公司融资结构进行研究所得出的结论是不一致的。出现这种现象的原因在于，苏宁电器凭借其渠道优势，能够以更低的成本进行短期债务融资，因此更倾向于选择债权融资来筹集资金，企业的流动负债水平与同行业相比也处于偏高的水平。

三、苏宁电器财务分析

- 短期偿债能力分析

苏宁电器近三年的流动、速动比率

	2008年	2009年	2010年
流动比率	1.38	1.46	1.41
速动比率	0.98	1.15	1.02

总的来说，由于苏宁电器所处的零售行业本身资金流动性比较强，公司近三年的流动、速动指标比较稳定，短期偿债能力较强。

三、苏宁电器财务分析

- 长期偿债能力分析

苏宁电器近三年长期偿债能力指标

	2008年	2009年	2010年
资产负债率	57.84%	58.35%	57.07%
产权比率	142.50%	143.84%	136.66%
有形净值债务率	152.33%	151.82%	147.17%

各项长期长期偿债能力指标比较稳定，长期的财务安全和稳定性较好，长期偿债能力很强。

三、苏宁电器财务分析

- 营运能力分析

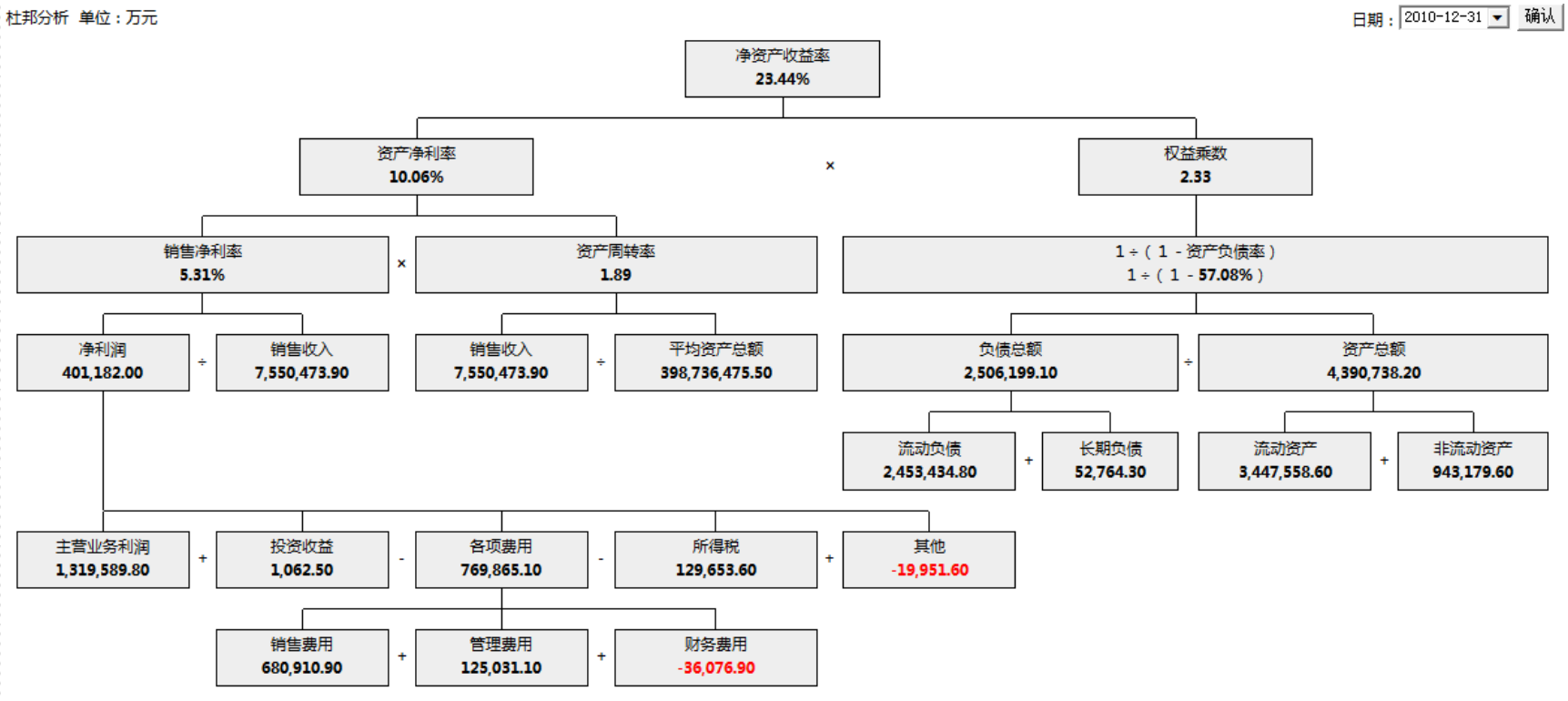
  - 苏宁电器近三年营运能力指标

	2008年	2009年	2010年
营业周期	41.94天	43.34天	49.28天
存货周转率	8.74次	8.58次	7.85次
应收账款周转率	457.83次	255.06次	104.03次
流动资产周转率	3.24次	2.46次	2.34次
总资产周转率	2.64次	2.03次	1.89次

  - 各项长期指标呈逐步降低趋势，总得看来，苏宁电器的资产营运能力在行业中属于较好水平。

三、苏宁电器财务分析

杜邦分析



四、苏宁电器融资结构的优化建议

- **1．调整优化公司现有的负债结构，降低短期偿债风险**
- 苏宁电器现有的负债结构以流动负债为主，主要融资渠道是通过应付款项占用供应商的资金，这种不合理的负债结构将对公司发展形成制约，可以考虑通过以下途径来对负债结构加以改善。
- 适度增加长期负债比率
- 进一步强化资金计划调度管理，提高资金使用效率
- 加强存货管理，降低库存商品占用，加快库存商品的周转速度促进销售额和净利润的增长。
- 进一步强化内部的财务管理制度，加强对直营店采购和财务的控制。

四、苏宁电器融资结构的优化建议

- **2.充分利用商业信用短期融资，与供应商实现共赢**
- 在一个成熟的市场，分销商承担产品的经销活动是必然的，生产厂商不可能完全依靠自建营销渠道来进行销售。家电生产商与零售主体是合作伙伴的关系，它们之间的利益一致性远远大于彼此之间的冲突。与供应商建立战略合作伙伴关系，有利于综合生产厂家与零售商所获取的市场信息和市场判断，整合生产厂家和零售商的各种资源，从而减少浪费，降低成本，使双方的资金利用率都得以提高。

四、苏宁电器融资结构的优化建议

- **3.深入挖掘渠道潜力，辅助融资结构优化**
- 融资结构的优化不仅体现在企业的融资决策过程中，而且体现在企业经营管理等多个方面。如何进一步提高企业的利润率、挖掘新的利润增长点为企业下一步的发展提出了新的挑战。结合苏宁电器目前的经营现状，可以从以下两个方面对公司经营加以改善和提高。
- 优化商品种类
- 延伸销售渠道

热点问题解答

一、苏宁电器商业模式是否具有可复制性？

A、苏宁电器快速扩张的商业模式使得其在区域家电零售竞争中具有先入为主的优势，而其整体规模优势所建立起的品牌效应也将强化区域竞争优势。后进企业将不能享受到先入为主的市场集中效应。

B、苏宁电器强大的渠道优势加深了供应商对其的依赖，有利于其获得应收票据等类金融融资便利。后进企业不具有规模优势和渠道优势，因此，其占用供应商销售款的难度很大。

C、苏宁电器的类金融融资模式的可持续性本身就存在较大问题。因此，后进企业复制其商业模式将面临更大的初创期风险，供应商和家零售商之间矛盾将更快暴露。

从而，我们认为苏宁电器商业模式在逐步饱和的家电零售业市场中不具备可复制性。

热点问题解答

二、家电零售业电子商务的发展对苏宁电器经营的冲击如何？

A、苏宁电器的门店销售模式相对电子商务模式还是具有一定的相对优势。首先，家电产品更新换代速度较快，因此，现场营销服务模式能使得客户获得对家电新产品更多的直观感受。其次，门店销售渠道能为客户提供更好的产品质量保障和售后服务，进而增加客户对其销售渠道的信任度。

B、家电销售电子商务模式处于发展初期，其行业的不规范抑制其潜在客户群的增长。

热点问题解答

二、家电零售业电子商务的发展对苏宁电器经营的冲击如何？

C、苏宁电器已经积极推进其家电销售电子商务的发展。2010年2月，苏宁电器B2C电子商务“苏宁易购”正式上线，2010年营业额为20亿元。2011 年确保实现销售规模50 亿元，力争突破80 亿元。目标是通过努力，网购占市场份额10%。相比其他电子商务公司，苏宁电器的优势是：与实体门店共享采购、共享供应链、共享物流、共享服务。其劣势是：电子商务起步晚，对电子商务和网购消费者的理解和把握较差，平台和技术距先进的电子商务商有差距，经营观念也会受到实体店经营的限制。

总体来看，家电零售业电子商务正在对苏宁电器传统业务形成冲击，但家电传统销售模式仍具有相对优势，而苏宁电器的积极转型有利于其化解电子商务领域的负面影响。