

连锁扩张中的金融控制权

摘要

今天的我们生活在一个连锁的世界里，但连锁企业管理质量与扩张速度之间的悖论却始终困扰着中国企业，从荣华鸡开始我们就在研究麦当劳和肯德基模式了，到今天连锁经营的管理学在中国也有了相当的发展，但荣华鸡还是败给了肯德基、好伦哥还是做不过必胜客，原因就在于即使我们能学到管理，我们却学不到控制力；我们可以要求我们的加盟者象麦当劳那样去做，但我们却无法强制他们那么做——因为在中国，加盟者不是品牌的经理人，而是品牌的合伙人，是合伙人就有对所有者说“不”的权利，“我无法在 50 秒内完成一份套餐”成为理所当然和无可辩驳的理由；但，这在麦当劳几乎是不可能的，在麦当劳对分店经理的最大奖励就是赋予他们更多的分店经营权。

不过，品牌所有者对加盟者的控制力究竟源于哪里？加盟者从经理人到合伙人，角色定位的差异是如何形成的？对于上述问题的回答，以往的研究只聚焦于管理，聚焦于品牌自身的影响力，但现实中还有另一个重要的、有时甚至是决定性的因素，那就是谁掌控了金融资源？

“品牌”作为一种无形资产，虽然有创造巨额价值的潜力，但却是不能够单独产生价值的，它必然要附着于一定的有形资产上，借助金融资源这一载体，为品牌价值的扩张铺路。因此，品牌+金融才形成了完整的控制力，出让了任何一项都意味着品牌控制力的缺失及品牌管理的瓶颈。

对于连锁初期的企业，由于品牌的影响力较弱，因此金融起源的控制力就更强，而这种金融资源的获取，或者更确切地说金融资源的“借取”，就来自于资产负债表的设计：麦当劳模式下，以资产输出推动的品牌扩张，在提高了利润率的同时以资产回报率为代价换取控制力；星巴克模式下，以股权交换获取金融资源，在保持资产回报率的的同时以资本回报率为代价换取控制力；除此以外，融资租赁、资产证券化等金融手段也为连锁企业低成本借取金融资源提供了有力的通道。

总之，成功的连锁战略，需要成功的金融战略支持。

连锁扩张中的金融控制权

一、 质量与速度的悖论

站在十字路口，环顾四周，路口的东北角是麦当劳和好伦哥，不远处还有肯德基，西北角是小肥羊火锅连锁，东南角是世纪联华超市和国美电器，西南角是手机连锁店迪信通和宝岛眼镜——今天的我们生活在一个连锁的时代，每天在不知不觉中被众多的连锁品牌所包围着，但遗憾的是今天的中国还没有诞生一个世界级的连锁品牌，相反面对国际品牌的入侵，我们的连锁品牌正经受着前所未有的考验。

从餐馆、超市，到酒店、医院，连锁企业已经渗透到了几乎所有服务性行业中，但其实有着千张“面孔”的连锁经营，归根结底只有两种模式：直营模式和加盟模式。一般来说，标准化程度越高、市场竞争越激烈的行业越偏好使用加盟模式；而差异化程度较大，竞争相对缓和的行业则倾向于直营模式。这也就是为什么在餐饮企业中，东来顺选择了加盟扩张模式，而俏江南则选择了直营模式。在我国的餐饮百强企业中，有 15 家火锅企业，从小肥羊、小尾羊、小牧羊，到福成、谭鱼头等，火锅行业竞争日益激烈：2001 年开始特许加盟的小肥羊，在 2004 年底就把店铺开到了 700 多家，销售收入 43 亿，2005 年更是进一步上升到 52.5 亿，仅次于经营肯德基和必胜客的百胜集团；面对小肥羊等的高歌猛进，东来顺只有加快特许步伐，在 6 家直营店的基础上引入了 120 家加盟店——总之，火锅行业“时间就是价值，谁的扩张速度快谁就能抢占更多的市场份额”。与之相对，以高档川菜为概念的俏江南，相对来说产品的差异化程度较高，市场在一段时间内竞争还不十分激烈，因此，企业有相对宽裕的时间在自己经营、积累利润的基础上，借助自主开店的模式实现逐步扩张，目前在北京、上海、成都、香港等地最高档的写字楼地段建立了 20 家直营店。

但无论是直营模式，还是加盟模式，中国的连锁企业都未能打造一个世界级的品牌。前者面临着资金实力有限、扩张速度较慢的问题；而后者虽然扩张速度很快，但却面临着品牌价值被滥用、毁损，甚至沦陷的危机——东来顺快速扩张的代价是人们对加盟店真实性的置疑，东来顺以精、细、全著称的老字号文化是否已“变味”了呢？而小肥羊更是被迫收回了哈尔滨的九家加盟店经营权。中国的连锁企业陷入了管理质量与扩张速度的艰难权衡之中，到底路在何方？

二、 金融资源， 品牌扩张的载体

谈到连锁企业的发展，必然会联想到全球连锁业的典范——麦当劳。麦当劳成功的秘诀是什么？严格而精细化的管理？10天的汉堡包大学培训，直径95.65毫米、厚5.65毫米、重47.32克的肉饼，50秒内完成的牛肉、薯条、饮料套餐，出炉7分钟后扔掉的薯条……，这些已经被无数的管理评论所反复探讨了，这里不想再赘述。我想说的是，有了这些就够了吗？即使我们能够把麦当劳的所有的规程都学到了，并仿制了一套同样精细和全面的“东来顺”规程、“小肥羊”规程，即使我们也建立了“火锅”大学，中国的连锁企业就真的可以复制麦当劳的辉煌吗？

答案显然是否定的。从荣华鸡开始我们就在研究麦当劳和肯德基模式了，到今天连锁经营的管理学在中国也有了相当的发展，但荣华鸡还是败给了肯德基、好伦哥还是做不过必胜客，原因就在于即使我们能学到管理，我们却学不到控制力；我们可以要求我们的加盟者象麦当劳那样去做，但我们却无法强制他们那么做——因为在中国，加盟者不是品牌的经理人，而是品牌的合伙人，是合伙人就有对所有者说“不”的权利，“我无法在50秒内完成一份套餐”成为理所当然和无可辩驳的理由；但，这在麦当劳几乎是不可能的，在麦当劳对分店经理的最大奖励就是赋予他们更多的分店经营权。

不过，品牌所有者对加盟者的控制力究竟源于哪里？加盟者从经理人到合伙人，角色定位的差异是如何形成的？对于上述问题的回答，以往的研究只聚焦于管理，聚焦于品牌自身的影响力，但现实中还有另一个重要的、有时甚至是决定性的因素，那就是谁掌控了金融资源？

“品牌”作为一种无形资产，虽然有创造巨额价值的潜力，但却是不能够单独产生价值的，它必然要附着于一定的有形资产上，借助金融资源这一载体，为品牌价值的扩张铺路。因此，品牌+金融才形成了完整的控制力，出让了任何一项都意味着品牌控制力的缺失及品牌管理的瓶颈。

2.1 麦当劳 PK 东来顺

上世纪七十年代，麦当劳开始崛起，经过三十多年的连锁扩张，目前在全球126个国家已经拥有3万多家餐馆。但有趣的是，华尔街的金融分析师们更愿意

把麦当劳看作是一家房地产公司，而不是餐饮企业，因为其收入的 60%以上是来自房地产业务的。

与国内连锁企业一般要求加盟方自备地产的经营政策不同，麦当劳在开每一家分店时都是由总部指定地点，然后由麦当劳集团出面购置或租用地产（目前麦当劳在全球的连锁店中，有 60%的店面属于自有房产，40%是租用的），再转租给加盟店经理使用。因此，加盟方除了每年要上缴约占销售收入 4%的特许经营费外，还要交纳 10%左右的租金，而且租金会随着物价的上涨而上涨，这就使得麦当劳集团不仅能够获取经营收益，还能获取租金收益。实际上，很多中心区的店面，以个体经营者的实力是很难单独购置的，有些甚至连银行贷款都申请不到，但由麦当劳集团出面，以集团信誉担保，不仅能够顺利地获得贷款，还能享受优惠的利息折扣，从而在转租给分店经理时获取可观的利息差收益——麦当劳每年有四分之一的收益来自直营店，四分之三来自加盟店，而其中 90%的收益来自房地产，以至于目前美国最大的房地产信托公司之一的沃那公司动用 5 亿美元，收购了麦当劳 1.2%的股权，而一些持有麦当劳股票的对冲基金经理们甚至想把麦当劳的餐饮业务剥离分拆出去，只保留房地产业务。

不过显然麦当劳的房地产业务和它的餐饮连锁业务是紧密联系的，没有了麦当劳房地产公司以或买或租的方式为公司的品牌扩张铺路，麦当劳餐饮集团损失的将不仅是租金和利差收益，还有对加盟店的控制力，而这是麦当劳一切精细化管理的物质基础——作为麦当劳的加盟店经理，一旦由于违规而被取消了经营权，失去的除了三四百万的加盟费外，还将被从“自家店”里彻底的扫地出门——店面是人家的、招牌也是人家的，作为加盟方的经营者说白了只是一个职业经理人，既然是经理人就要按照股东的要求去做。这就是麦当劳控制力的真实源泉！

反观东来顺，首次加盟费仅需十到十五万元，显著低于麦当劳、肯德基数百万元的加盟费；入门的成本低了，但要求加盟者自身提供的资源多了——要具备独立法人资格，注册资本 50 万元以上，要在大中城市的商业区具备 500 平方米以上的营业店面——而东来顺提供的只是牌匾、标识等 CI 设计，以及为期 15 天的基础培训和一个月的技术支持。

连锁加盟店开发项目

加盟条件

- 1、加盟公司具有独立法人资格，注册资金 50 万元以上，良好的企业信誉。
- 2、城市人口在 50 万人以上。
- 3、营业面积在 500 m²以上，布局合理，适于餐饮经营。

首次加盟费：10~15 万（有效期 3 年）

年商标使用费：

商标 使用费 地域 营业面积	大型城市	中型城市	小型城市	港澳台	海外
500-800M ²	RMB15 万元	RMB12 万元	RMB10 万元	\$4 万元	\$6 万元
800-1000M ²	RMB18 万元	RMB15 万元	RMB12 万元	\$5 万元	\$8 万元
1000M ² 以上	RMB20 万元	RMB18 万元	RMB15 万元	\$6 万元	\$10 万元

保证金收取标准与一年商标使用费相同。

项目支持与服务

1	<ul style="list-style-type: none">• “东来顺饭庄”牌匾• “京朵”铜牌• “中华老字号”铜牌• 提供东来顺标志性灯箱
2	<ul style="list-style-type: none">• 开业前连锁店技术人员培训 为期 15 天，岗位：调料、切肉、面点、热菜、管理。• 派技术人员对连锁店进行技术支持 外派人员 3 名，服务 1 人，技术 2 人，为期一个月• 提供餐厅服务员服装、工卡 按 80 套 / 店
3	<ul style="list-style-type: none">• CI 设计• 企业文化资料 刊物、图片、光盘
4	<ul style="list-style-type: none">• 提供相关资料： 《东来顺统一对外宣传内容提要》• 东来顺菜单样本
5	<ul style="list-style-type: none">• 参加连锁店开业仪式，现场指导。
注：	<ul style="list-style-type: none">• 服装、工卡超额，费用另缴• 技术培训超过 10 人次，费用另缴• 人员外派期间往返车费、出入境手续费、当地食宿由连锁店负责。• 外派技术人员超过 3 人，费用另缴• 参加连锁店开业仪式，由连锁发展部和销售事业部各派 1 人

- 培训费中用只包含学员学费、原料损耗费、饭费，不包含住宿。
- 有关点菜系统、计算机设备将根据集团办公室测算后确定写入连锁合同中单独收费。

上述加盟合约安排虽然减轻了作为品牌所有者的东来顺自身的资金压力，但提供的资源少了，相应地获取的控制力也就减低了，在品牌所有者将金融资源的控制权让渡给加盟方的同时，也就出让了大部分的控制权。

此外，低进入门槛也就意味着低退出门槛，经营者即使由于违反合约而被东来顺解约了，损失的也不过是十几万的加盟费，店面还是自己的，不挂东来顺的牌子了，可以改挂小肥羊、小尾羊……，实在不行了，挂上自家牌子，只要地段好，混个温饱也是不成问题的。

表（1）国内外餐饮连锁企业的连锁模式比较

	麦当劳	肯德基	东来顺	小肥羊
经营者	个人，“爱穿围裙的人”	个人，有企业管理经验	50 万以上注册资本独立法人	无明确限制
合同期限	15 年	10 年	3 年	5 年
加盟费	250 万~320 万元	800 万元	10~15 万元	10~20 万元(另有 5~15 万前期广告费)
特许权使用费	年营业额的 4% 左右	年营业额的 6%	10~20 万固定费用	10~50 万固定费用
店面	麦当劳公司负责提供，平均每处公司需投资 400~500 万元	由百胜集团根据自身的发展需求，提供一些店面供加盟者挑选	自行提供大中城市商业区 500 平米以上店面	自行提供大中城市商业区 500 平米以上店面
设备	含在 250 元投资内	含在 800 万元加盟费内	不含在加盟费内	不含在加盟费内
其他	可回购亏损店面，对现金不足的个人正酝酿贷款政策			

2. 2 哥伦比亚医院管理集团 PK 同仁医疗管理集团

美国最大的医疗管理集团——哥伦比亚医院管理集团是一家拥有 220 家直营医院和 160 家托管医院的医院连锁企业。从十年前 25 万美元的初始投资，到

今天全美第七大雇主，哥伦比亚医院管理集团创造了一个奇迹，但这个奇迹的诞生除了与集团先进的管理系统和专家库的建立相关外，还与现代医院对高技术设备的依赖度与日俱增有着密切的联系——从某种意义上讲，现代医学的发展使得最优秀的医生离开了高科技的设备就不会看病了。而这种对设备的依赖给了医疗管理集团一个利用规模优势增强连锁控制力，并赚取额外商业利润的机会。

实际上，美国的医疗集团在托管一家经营不善的医院或接受一家新医院的加盟申请后，除了要升级该医院的管理系统并建立专家的寻访或远程诊断体系外，更重要的是将高科技的设备随着管理集团的品牌一起输入到新的加盟医院中去。而这些设备大多是以管理集团的名义购买或以融资租赁方式获取的，然后再转租给托管或加盟医院。这种有形资产的联系，不仅以最小的成本升级了医院的现代化水平，还增强了管理集团对托管医院的控制力；并且，凭借规模化的采购，医院管理集团本身在赚取经营收益外，还可获取设备出租的利差收益（融资租赁公司在大规模采购医疗设备时通常可以获得 6~10%的价格折扣，这也是租赁公司的重要收益源）；最后，即使双方合作失败，医疗设备良好的通用性及管理集团的庞大规模都大大降低了设备损失的可能性。

连锁外科中心

NUETERRA 是一家经营连锁外科中心的美国医疗管理集团，成立于 1997 年，至今在美国 13 个州开发了 26 个移动手术中心和外科医院，另有 15 个外科手术中心尚在开发中，2002 年，NUETERRA 医疗中心的平均净利润率达到 29.2%，同年 NUETERRA 医疗中心患者满意率调查有 40%的回复率，满意度超过 98%。

在过去八年的扩张中，NUETERRA 始终坚持由集团公司投资设备和场地，然后邀请地区医生入股，组成合资医院的连锁扩张模式。在合资医院中，由当地医生负责日常经营管理，而集团公司则专注于设施投资和服务推广，包括新外科中心的可行性分析、场地营造、不动产经营、供应商渠道管理、主设备的集中采购和辅助医疗设施的添置等；并与当地医院协作，实施患者教育及市场推广计划。

此外，为了协助各外科中心的管理，NUETERRA 还为每个连锁机构配备了信息化的管理程序，设立了秘书和财务官职位，成立了医生委员会，并在全国范围内成立了一个 30 人的顾问委员会，为下属机构提供决策建议。

仿效美国的医疗管理集团，近年来在中国的医疗市场上也兴起了连锁托管医院的管理集团，其中最为著名的就是同仁医院旗下的同仁医疗管理集团，它是一家由同仁医院控股，由华立集团等多家公司参股的医疗产业经营集团。其借助同仁品牌、托管地方性医院、实现连锁扩张的“同仁模式”一度倍受业界推崇，两年中先后把同仁品牌拓展到了南京、昆明、广州、武汉、大连等地。但在公司重组海南三家医院时受阻，此后厦门、青岛项目也搁置，已托管医院的经营效益也并不好，2004、2005 两年连续亏损。在这一背景下，同仁医院决定撤出医疗管理领域，将其持有的管理集团 86.25%的股权按净资产值转让给印尼力宝集团旗下的香港上市公司香港华人（0655 HK）。根据协议，力宝集团将以 1.45 亿元向北京同仁医院收购同仁医疗 72.5%股份，然后再进一步向同仁医疗增资 2 亿元，使同仁医疗的注册资本由 2 亿元增至 4 亿元。而上述股份转让及增资完成后，合营公司则占同仁医疗 86.25%的股份，北京同仁医院则保留 13.75%。收购完成后同仁下一步还将继续推进海南三家医院重组，并在海南投资打造一个完整的医药健康产业链。同仁的失败究竟说明了什么？是同仁自身的医疗管理能力差吗？

与托管连锁模式的受挫不同，同仁直营模式扩张顺利：2004 年耗资近 4 亿（3 亿收购酒店，9000 万用于装修）收购酒店、改建医院的项目很成功。定位在非医保项目和酒店式管理的同仁东区，自 2005 年 2 月正式开张以来，日均流水收入在 90 万元左右，高峰时可达 120 万元；按照日流水 90 万元计算，东区一年的收入总额就可达 3.28 亿元，除去医护人员工资、物业管理费用以及水电热等固定开支，医院一年净利润额可达到 1.1~1.2 亿之间，预计 3 年即可将收回成本。

同仁的例子向我们展示了医院品牌自身的潜在价值以及这种价值在连锁扩张中是如何遭遇挫败的。同仁的失败，不是败在品牌管理上，而是失误于品牌的拓展方式：仅靠一块牌子和几位专家的巡回坐诊是不能实现品牌的真实扩张的，品牌的拓展需要金融载体的支持。

正如我们前面所述的，美国的医疗管理公司每到一处是将最高档、最先进的设备随着品牌一起入驻的——相比于专家顾问，这些设备作为一支常驻力量将从根本上改变医院的日常经营水平，从而为受托方带来质的升级，也因此管理集团的连锁管理更容易被受托医院所接受和认可。但中国的医疗管理集团大多只是将

牌子挂了过去，有几个专家每年轮走几次，并不能给医院带来质的飞跃，也不能解决当地百姓的日常看病问题。托管遭遇反弹也就不难理解了。

综上，金融资源是品牌资源扩展的载体，没有了金融资源的前站铺垫，品牌所有者对经营者的控制力就是不完整的，而在此基础上品牌资源的强行推广不但不能创造价值，还可能对原有价值造成严重打击！

三、 设计你的资产负债表

金融资源是品牌资源扩展的载体，但连锁企业在品牌战略的扩展过程中该如何掌控金融资源呢？这不仅是加盟连锁企业面临的难题，也同样是阻碍直营连锁企业快速扩张的最大瓶颈：以自身利润的累积进行扩张，在资本市场高度发达的今天显然是处于竞争劣势的——产品战略与金融战略是企业发展的两条腿，不能充分利用好任何一方的资源都会延缓企业的发展，而对于连锁企业来说“时间是有价值的”。品牌战略与金融战略的融合是连锁企业健康、快速成长的唯一路径！

连锁企业如何利用金融战略、借取资本资源、助力企业发展？上市融资固然是最简单、最直接的方式，但也是成本最高、门槛最高的一条路径，对于连锁企业更好的选择是将金融模式融入到日常的经营中去，从而为企业发展提供稳定的现金流，甚至成为企业的重要收益源；另一方面，借助债务杠杆的融资方式又被国内许多连锁企业视为“洪水猛兽”，俏江南的董事长张蓝在接受媒体采访时就曾自豪的说“我们没有一分钱外债和贷款，完全是依靠自身的力量壮大起来的”。但财务杠杆真的那么可怕吗？如何用资产负债表左侧的资产来实现品牌控制，又如何安排资产负债表右侧的结构以获取金融资源，支撑左侧的核心资产扩张呢？

管理着全球 2700 多家酒店的世界最大酒店管理集团——马里奥特，其资产中固定资产的比例仅为 27.4%，无形资产占 16.3%；但有史以来最成功的连锁企业之一麦当劳，总资产中固定资产却占到了 66.4%，无形资产仅占 6.5%——该如何理解这两种截然不同的资产安排？另一方面，近年来成长最快的连锁企业星巴克的有息负债与资本的比值仅为 4%；但与之相对，拥有肯德基、必胜客等最著名餐饮品牌的百胜餐饮集团其有息负债与资本比却高达 130%，该如何理解这两种不同截然不同的融资安排？

表（2） 国际连锁巨头的资产负债表比较（单位：百万美元）

马里奥特				麦当劳				
资产		负债及权益		资产		负债及权益		
流动资产	2,010	24%	负债		流动资产	5,850	20%	
长期投资	1,550	18%	无息负债	3,541	42%	长期投资	1,035	3%
固定资产	2,341	27%	有息负债	1,737	20%	固定资产	19,908	66%
无形资产	1,390	16%	股东权益	3,252	38%	无形资产	1,951	7%
其他资产	1,239	15%	负债权益	8,530		其他资产	1,245	4%
资产总计	8,530					资产总计	29,989	

星巴克				百胜				
资产		负债及权益		资产		负债及权益		
流动资产	1,267	33%	负债		流动资产	837	15%	
长期投资	252	7%	无息负债	1,302	34%	长期投资	173	3%
固定资产	1,964	51%	有息负债	98	3%	固定资产	3,356	59%
无形资产	209	5%	股东权益	2,418	63%	无形资产	868	15%
其他资产	125	3%	负债权益	3,818		其他资产	464	8%
资产总计	3,818					资产总计	5,698	

实际上，连锁企业借取金融资源扩张，尽管模式千变万化，但归根结底无外乎是在资产负债表左右两侧加加减减：在资产负债表的左侧只保留那些能够直接或间接为企业带来超额收益的资产（不能为企业带来“超额”收益的资产并不是真正意义上的“资产”），然后根据左侧的资产情况，在可承受的风险范围内、由市场融资成本确定右侧的金融战略。

总之，资产负债表的设计是决定连锁企业成败的关键！

3. 1 国际连锁巨头财技比拼

3. 1. 1 马里奥特的“轻资产”战略

在全球直接经营着 1000 多酒店、特许经营着 1700 多家酒店的马里奥特，在人们的通常想象中应该是一个拥有庞大固定资产的“重资产”企业，但实际上，由表（1）可见，公司的固定资产只有 23 亿，不到麦当劳的八分之一，每一美元的固定资产可以产生 5 美元的收入；与之相对，经营快餐业的麦当劳却更像一个房地产开发商，购置了 60% 的店面后其固定资产额高达二百亿，每一美元固定资产只对应一美元收入。

不过，在上世纪七十年代，马里奥特的资产负债表确实很“重”，但在石油危机期间，银行贷款利率暴涨，企业的资金链非常紧张，为了获取扩张所必须的金融资源，公司迫切需要将固定资产所束缚的现金流释放出来——这些固定资产尽管也能够为企业带来一定的地产收益，但它并不能为马里奥特创造超额收益，因为马里奥特并不是一个地产商，它的超额收益仅来源于品牌化管理，而这种核心竞争能力的强化需要有大量的金融资源支持。另一方面，马里奥特的酒店管理业务本身能够产生相对稳定的现金流，但地产资产却是高风险的周期性行业，为了将这两部分风险特征完全不同的收益隔离开来，企业需要将资产表上的无形资产与固定资产分隔。

在石油危机的冲击下，马里奥特对其业务结构进行了重大重组，成立了专营地产业务的分公司，将马里奥特的所有酒店资产剥离给这家公司，由该公司进行资产证券化的包装以释放、回笼现金流。而马里奥特酒店管理公司则几乎不直接拥有任何酒店，而是以委托管理的方式赚取管理费收益。目前两家公司各自经营良好，管理公司在直营的同时开发了特许业务；而地产公司则不仅证券化马里奥特品牌下的资产，还开始为喜来登等其他酒店品牌处理固定资产，“轻”化企业负担。同时，两家公司之间又进行紧密的合作，根据管理公司扩张需求，地产公司为其融资新建或改建酒店，然后与管理公司签定长期委托经营合同。而马里奥特的品牌效应则保证了地产公司的证券化收益。

在对资产负债表做了上述“手术”后，左侧资产大为减轻，固定资产仅占总资产的 27%，而无形资产则占到 16%。公司的核心竞争能力一目了然。资产表的变革改变了企业的盈利模式，也带来了业绩的改变：轻资产战略下，马里奥特的资本回报率大幅提升了：尽管酒店行业的利润率较低，经营利润率和净利润率都仅为 5%左右（快餐连锁企业的经营利润率一般在 11~12%水平，净利润率在 8%左右，麦当劳的净利润率更是高达 12%）但由于马里奥特的资产表很“轻”——固定资产仅占总资产的 27.4%，固定资产周转率达到 5 倍，因此，企业的资产回报率显著高于利润率，息税前利润与投入资本之比高达 16.5%，净资产收益率达到 20.6%——与净利润率 2.25 倍于自己的麦当劳基本持平。马里奥特的这种高资产效率也得到了资本市场的认同，其市净率在 5 倍左右（麦当劳不到 3 倍）。

表（3） 马里奥特与麦当劳的财务数据对比

	股票代码	固定资产占总资产比例	无形资产占总资产比例	经营利润率	净利润率	ROIC	ROE	PB
马里奥特	MAR	27.44%	16.30%	5.80%	5.35%	16.50%	20.57%	5.02
麦当劳	MCD	66.38%	6.50%	20.37%	12.04%	16.40%	17.18%	2.88

（注：这里的 ROIC 是息税前利润与投入资本（股权资本+有息负债）之比，用以衡量剔除资本结构和税率因素后的总资产盈利能力）

最后，金融战略运用为企业推广品牌的管理战略奠定了基础。压缩的左侧资产大大减轻了右侧表的负担，在同样的金融资源支持下，企业可以进行更快速的扩张，并迅速成为全球最大的酒店管理集团：目前马里奥特仅自己拥有 17 家酒店，这 17 家酒店的土地资产总值 2.59 亿美元，即使不考虑建筑成本和内部家具设备，每家酒店仅土地一项的固定资产值就在 1500 万美元，如果马里奥特目前直营的 1034 家酒店全部自有，那么仅土地一项就要多支出 150 亿美元，把这 150 亿美元放入资产负债表左侧，将使总固定资产达到 170 多亿，占总资产的 74%，而资产负债表右侧也会相应增加 150 亿美元负债，从而使有息负债率达到 71%，总负债率达到 86%。企业经营风险大幅增加。

表（4） 资产证券化对马里奥特资产负债表的影响

马里奥特					
资产			负债及权益		
流动资产	2,010	9%	负债		
长期投资	1,550	7%	无息负债	3,541	15%
固定资产（证券化后）	2,341		有息负债	16,737	71%
证券化资产	15,000				
固定资产（证券化前）	17,341	74%			
无形资产	1,390	6%			
其他资产	1,239	5%	股东权益	3,252	14%
资产总计	23,530		负债权益	23,530	

3. 1. 2 快餐连锁巨头的财技较量

如果说马里奥特与麦当劳分属不同行业，可比性较弱，那么同为快餐连锁集团的麦当劳、百胜（肯德基、必胜客的母公司）和星巴克，在经营模式则有着更多的相似之处，但不同的金融战略却产生了截然不同的财务业绩表现！

在资产负债表左侧，星巴克与百胜更为相似，固定资产中绝大部分为租赁改造（门店装修、桌椅设备等），自有地产的比例很小——星巴克的全部连锁店面都是租赁的（只有部分咖啡加工厂和仓库是自有的），而百胜集团仅有 25% 的经营场所是自有的；与之相对，麦当劳 60% 的店面都是自有的，从而使麦当劳的固定资产比例和数额都是最高的，二百亿的固定资产是百胜的 6 倍，是星巴克的 11 倍，即使考虑到规模因素，麦当劳的固定资产周转率也显著低于其他两家，1 美元固定资产仅对应 1 美元收入，而百胜集团 1 美元固定资产对应 2.8 美元收入，星巴克为 3.5 美元收入。

但麦当劳之所以持有大量固定资产并不是没有道理的，实际上麦当劳地产公司在选址方面的独到眼光以及麦当劳品牌对周边地区的带动力，已经成为公司的核心竞争能力之一，并为集团带来了可观的租金收益——特许加盟店中，地租收益已经占到总收益的一半以上——从而使麦当劳的经营利润率和净利润率都显著高于同行。

不过更高的经营利润却并不一定意味着更高的投资回报，由于资产额较大，麦当劳的资产报酬率（息税前利润/ 资本投入）为 16.4%，仅为百胜、星巴克的一半（百胜为 34.8%，星巴克为 33.6%）——麦当劳 1 美元固定资产仅能产生 0.13 美元利润，而百胜为 0.23 美元，星巴克为 0.27 美元。之所以有这种回报上的差异，主要是由于麦当劳地产部分的收益率约为 13%，低于租赁情况下特许经营的回报率。而这种资产盈利能力的差异也最终体现在资本市场上，麦当劳的市净率不到 3 倍，而百胜和星巴克都在 10 倍以上。

表（5） 快餐连锁企业的数据比较

	股票代码	资产安排	固定资产占总资产比例	固定资产周转率	经营利润率	净利润率	ROIC	ROE	净利润/固定资产	PB
麦当劳	MCD	60%自有	66.38%	1.0	20.37%	12.04%	16.40%	17.18%	0.13	2.88
百胜	YUM	25%自有	58.90%	2.8	12.41%	8.31%	34.84%	52.59%	0.23	10.08
星巴克	SBUX	全部租赁	52.42%	3.5	11.17%	7.78%	33.59%	23.65%	0.27	10.77

资产负债表左侧的收益模式决定了资产负债表右侧的金融模式。为了扳回资产回报上的弱势、并支撑 300 亿的总资产（其中 200 亿为固定资产），麦当劳只能采用相对高杠杆的融资战略，在股权融资 150 亿的基础上，又使用了 100 亿的有息负债和 50 亿的无息负债，从而使有息负债率达到 32%，有息负债与资本之

比达到 63.4%，以此将净资产回报率维持在 17%左右。与之相对，星巴克 38 亿资产，24 亿来自于公众投资人、员工和战略合作者的股权性投资，13 亿来自于无息负债，仅有不到 1 亿的有息负债，有息负债率 3%——对权益资本的大量使用导致星巴克的净资产回报率较总资本回报率下降了 10 个百分点，为 23.6%——资产负债表右侧的融资安排缩小了麦当劳与星巴克在投资回报率上的差异。

不过，尽管在与星巴克的投资回报较量中，麦当劳通过资产负债表右侧的资本结构扳回了一程，但在与百胜的较量中，麦当劳“重”资产的劣势却再次显现。由于固定资产额较大，因此麦当劳的融资需求要显著高于百胜——麦当劳的收入是百胜的 2.2 倍，但固定资产却是百胜的 6 倍，长期资本需求是百胜的 7.5 倍。上述资产结构和资本需求决定了麦当劳在财务杠杆的使用上受到限制，其有息负债与资本之比，尽管已很高（63.6%），但仍只是百胜的一半（128.4%），从而导致两者在净资产收益率上的差异进一步拉大，麦当劳为 17.2%，而百胜则将 34.8% 的资产回报率放大到 52.6% 的净资产收益率，是麦当劳的三倍。

由表（5）可见，不同的资产战略和融资战略，使三家经营模式高度相似的快餐连锁巨头呈现了截然不同的经营利润表现和资产回报率：麦当劳因为将大量地产资产引入资产表，从而获得了租金超额收益，并享受了更高的经营利润率；但星巴克和百胜却因其轻资产战略享受了高资产回报率的好处，ROIC 高达 33~34%；百胜更是因其高财务杠杆而使其股东享受了 50% 以上的净资产回报率。究竟谁的财技更高？麦当劳的重资产战略就一定不好吗？它真的毁损了投资人的价值吗？

评价一个公司的金融战略并不在于它的资本回报率有多高，而在于公司的每一笔投资是否能够达到、甚至超过投资人要求的回报率，也就是我们通常所说的资本成本。只要投资回报率高于资本成本，投资就是在增加公司价值的，从这个意义上讲，公司应该持续投资，直到投资回报率等于资本成本为止。麦当劳每一美元固定资产能够产生 0.13 美元的净利润，也就是说公司在固定资产上的回报率在 13% 左右，而公司在未来五年 8.6% 增长预期和 17 倍市盈率下的资本成本约为 9~11%，低于投资回报率，公司的重资产战略尽管降低了资本回报率，但仍然是为股东创造价值的。

3. 2 选择最适合你的那款金融战略

在 3.1 中我们分析了几种不同的资产负债表安排及其财务影响，每种金融战略都有它的优劣势，看上去好象是可以随意选择的，但真是这样吗？百胜的资产负债安排创造了最高的股东回报率，国内的连锁企业都可以效仿吗？

实际上，百胜集团轻资产、高杠杆的金融战略对企业的品牌控制力提出了很高的要求——在连锁企业仅能为加盟方提供品牌和管理、而没有金融资源输出时，除非企业品牌自身有很强的吸引力，否则难以实现加盟控制；而对于国内多数连锁品牌都还不具备这样的品牌控制力——即使是星巴克，在目前的全球扩张中，也仍然是以直营模式为主（直营店占到连锁店总数的 60%），只在一些新开拓的市场采用授权模式“试水”，一旦发现市场长势良好总公司就将增持合作企业股权，至 50%以上——可见，对于成长期的连锁企业，贸然采用轻资产、高杠杆的金融战略是在以品牌自身做赌注，从而可能影响企业长远发展。那么成长期的连锁企业该如何实现控制力呢？

表（6） 国际快餐连锁巨头的直营、特许模式比较

	直营店比例	特许店比例
星巴克	60%	40%
麦当劳	27%	73%
百胜	22%	78%

连锁企业可以效仿麦当劳模式，通过资产负债表左侧的金融资产（房地产等）输出来实现对加盟者的控制力——麦当劳的目标门店经理，爱戴围裙的个人，大多无力依靠自身力量购置中心商业区的房产，甚至连贷款资格都没有，他们只有依附于麦当劳提供的店面才能实现持续经营。当然，对金融资产的控制会降低企业整体的资产回报率，进而资本回报率，但这是品牌控制的代价。

连锁企业也可以选择星巴克模式，保持轻资产以提高资产回报率；但为了实现品牌控制，就只有运用资产负债表右侧的股权资本了。星巴克在每进入一个新市场时都是非常谨慎的，他并不想随便的把品牌授予每个想加盟的个人或企业，而是在当地寻找有实力的合作伙伴，共同组建合资公司，借助战略投资人实现品牌管理和金融支持：以中国市场为例，在上海星巴克选择了统一集团，在北京则与汉鼎风险投资和北京三元组建了北京美大公司，在广东与香港美心集团合资，

其持股比例也从最初的 5%逐步增持到 50%——星巴克以股权换取品牌的控制力和品牌扩张中的金融支持。此外，公司还实行了全员持股计划，每个在星巴克工作五年以上的员工都将获得一份期权奖励，以股权换取激励是星巴克保持品牌魅力的另一个法宝。综上，与麦当劳借助资产负债表左侧的金融资产输出来实现品牌控制不同，星巴克输出的是资产负债表右侧的股权资本，虽然保持了高资产回报率，但低财务杠杆却降低了资本回报率。

由以上分析可见，无论是以资产负债表左侧的资产输出来获取控制力，还是以资产负债表右侧的股权交换来强化品牌控制，成长期的连锁企业要想实现品牌的健康扩张，就必然要以一定的资产回报率或资本回报率为代价，两种模式下最终的投资回报率是相近的。

当然，具体选用哪种模式，还与企业的融资成本相关，星巴克近 50 倍的市盈率大大降低了公司的股权融资成本，即使考虑到未来的成长性因素，星巴克的前向市盈率也接近 40 倍，在未来五年年均增长 22%的预期下 PEG 仍接近 2 倍，以股权吸引战略投资人、激励员工无疑更有吸引力。不同于星巴克，麦当劳和百胜都已经过了受到资本市场追捧的高速成长期，估值水平大幅下降，市盈率仅为 17 倍，前向市盈率 14 倍，在未来五年 8.6%和 11.8%的的年均增长预期下，麦当劳和百胜集团的 PEG 值分别为 1.81 倍和 1.42 倍，股权融资的成本显然过高；但多年经营所形成的银行信誉以及投资级的债权评级为公司提供了良好的金融通道，使其可能通过重资产战略实现品牌控制。

表（7） 快餐连锁巨头的金融比较

	股票代码	PE（后向）	PE（前向）	PEG	Moody评级	S&P评级	债务成本	D/E
麦当劳	MCD	17.61	14.39	1.81	A2	A	4.10%	63.36%
百胜	YUM	17.33	14.60	1.42	Baa3	BBB	Libor+0.2% ~1.6%	128.36%
星巴克	SBUX	48.42	37.97	1.97				4.06%

不过，金融战略的运用并不是一成不变的，随着连锁企业品牌影响力的扩大，金融资源作为品牌载体的作用越来越弱，星巴克将更多地采用特许模式、并逐渐从战略投资人手中回购股权（星巴克已经从统一集团手中回购了上海星巴克 45%的股权，下一个目标是北京星巴克，而上述回购行为已经写入了最初的合作协议

中)，最终，星巴克将逐渐走向百胜的产融模式。另一方面，现在也开始有越来越多的呼声要求麦当劳象马里奥特一样将其地产部门分离出来，从而提高资本回报率——不同的产融战略起点可能走向同一个终点。

总之，不存在一个万能的产融战略适应所有连锁企业的需要，不同的企业需要针对自身的核心竞争能力和产业风险状况来设计安排自己的资产负债表，而一定的资产负债表对应着一定的盈利模式，并决定着利润的构成。但无论如何，连锁初期的企业由于品牌影响力的不足，更需要加强对金融资源的掌控——或是以资产负债表左侧的金融资产为载体，以降低资产回报率为代价提高控制力，或是以资产负债表右侧的股权资本为交换，以降低资本回报率为代价提高控制力。不过，随着企业发展、品牌影响力的增强，对金融资源的依赖度逐渐降低，并可通过对金融资产的释放来提高回报率和企业价值。

四、 结论

今天的我们生活在一个连锁的世界里，但连锁企业管理质量与扩张速度之间的悖论却始终困扰着中国企业，对于麦当劳、星巴克的管理模式已经被大量的媒体、书刊文章所覆盖，但却很少有人研究管理背后的金融支持。实际上，对于连锁初期的企业，品牌自身的影响力较弱，品牌的扩张需要以金融资源为载体，而这种金融资源的获取，或者更确切地说金融资源的“借取”，就来自于资产负债表的设计：麦当劳模式下，以资产输出推动的品牌扩张，在提高了利润率的同时以资产回报率为代价换取控制力；星巴克模式下，以股权交换获取金融资源，在保持资产回报率的同时以资本回报率为代价换取控制力；除此以外，融资租赁、资产证券化等金融手段也为连锁企业低成本借取金融资源提供了有力的通道。

总之，成功的连锁战略，需要成功的金融战略支持。

李凌：capoo@126.com or liling@p5w.net