



热门文章

用多元线性

国外汇储备

何加强会计

国衍生金融

间借贷利率

章

章

品市场竞争

业银行走混

国存款保险

国创业板市

华夏并购案

[2006年12月]从“德隆系”垮台看我国企业资本运作

【字体: 大 中 小】

作者: [徐伟 刘磊] 来源: [本站] 浏览:

在我国经济近二十年的高速发展中,民营经济在促进整个国民经济的快速发展具有不可替代性... 在我国民营企业快速的成长中也出现了不少的问题。由于我国经济发展处于一个特殊的转型非市场经济体制向市场经济转变,无论是从经济体制的变革,还是经济法规和经济环境处于变化的时期。我国的产业发展也从农业为主向现代工业化转变。许多非国有企业在改革的进步发展和壮大,出现了一些大的企业和企业集团。但我国的市场体系和法制不完善,一部分大团在快速发展中由于外部的环境和内部的管理决策失误,导致了企业的发展停滞,甚至垮台隆系”和“格林科尔”的兴衰为我国民营企业的发展提供了有益的启示。

一、民营企业的融资环境缺陷

企业的快速扩张必须有大量的资金支持,融资环境是企业发展的外部因素。企业发展成长于我国直接融资渠道不畅、民营企业可以得到的融资支持力度较小的具体背景下,这为来了客观的局限和制约。在间接融资渠道上,出于特定的体制原因和转型期的特征,民营企业行信贷支持相对国有企业来说难度较大,如1994年调查结果(中国社科院中小企业研究中心)设、固定资产投资和流动资金三项资金来源中,“企业自身积累”的比例为71.1%、80.7%和“银行信用贷款”则只占到15.6%、9.8%和31.7%,剩余部分为民间借贷和亲友筹集。在1999中,有59.3%的企业因担保条件难以满足而得不到贷款,主要是很少能找到其他企业或实力企业来做借款担保人,不到一半的企业有能力按规定的利率向银行借款。从整体上看,20世以来我国金融机构对民营企业的贷款比例呈上升之势,如所有金融机构对民营企业的贷款份年的8.3%上升到2000年的18.0%,国有商业银行对民营企业的贷款份额从1991年的7.2%上升12.6%,但相对民营经济对我国的贡献看,无论是国有商业银行还是整个金融机构对民营款份额都明显偏低。而且对于快速扩张的民营经济发展,企业的资金问题成为制约民营企业重要的因素。

在直接融资方面,资本市场主要向国有大中型企业政策倾斜,在2004年才设立中小企业的板不断完善之中,基本上不存在场外市场,所有这些限制因素都决定我国中小企业存在比国外的“麦克米伦缺口”。而据世界银行附属国际金融公司的另一项研究成果表明,中国私营企资金,绝大部分来自业主资本和内部留存收益。1995年和1998年,业主资本分别占21.9%和3部留存收益分别占30.2%和26.2%。而包括信用社在内的金融机构贷款只占1/5左右,公司债券权融资不到1%。这突出地反映了我国中小企业外部融资存在的瓶颈,与成熟市场在外部股权融资方面的反差是很大的。据统计,20世纪90年代,美国中小企业的资本结构中,业主资1.1%,包括风险资本在内的中小企业股权融资为18.3%,金融机构各项借款为42.5%。在日本财政年度,中小企业资本结构中,业主资本为25.2%,外部股权融资占到13.3%,公司债券和占6.5%。长短期借款占到41.1%,商业信用占14.1%。

显然,融资途径的限制极大制约了包括系族企业的融资能力,而迫使其寻求其他的融资方式如此受到严格制约的融资环境下还希望获得激进和快速的扩张,资金的制约显然就成为第一因素。“德隆系”以高度控制复杂金融机构的方式,“格林科尔系”以“资本市场”、“银和“收购目标”共同构成的“收购三角”的方式都是对当前制约其发展的金融市场中体系的应体现。在整个金融体系中,长期融资渠道的缺乏,也是导致系族企业在扩张过程中显著依赖来“借短用长”的重要原因,特别是在经济转型和产业结构调整的市场环境下,这种高风险构实际上承受市场波动和产业政策变动的能力很低。也是导致系族企业在快速扩张时期容易链条断裂的关键原因之一。

二、我国经济转型时期,产业整合的风险很大

我国系族企业出现在经济高速发展、微观经济个体差异化拉大、产业结构调整迅速的背景下0世纪90年代中期,企业兼并在规模和形式上都有较大突破,上海、武汉、成都等16个城市7业被兼并和出售;同时,由于证券市场的建立和快速发展,通过证券市场和场外交易的各种购活动逐渐增加。民营企业参与国内资产重组、对国有企业进行并购、借壳上市的现象在19渐增多,到了1998年进行资产重组的上市公司陡然增加,有将近8%的上市公司进行各种类型产重组,1999年和2000年更是到了高峰,约有42家上市公司被民营企业借壳。在这样的背景企业很容易转向追求规模优势,导致金融链条需求高度放大。在德隆的规划中,十几个行业际领先就是在国内领先,如番茄酱产业做到世界第一,番茄酱是世界第二,也将做到世界第一,电动工具、园林工具也要做到世界第一;而格林科尔集团的发展模式也是一样。长远的战略规划是一个企业成功的必备因素,但是单纯追求规模扩张,并且要追求在多个领域国际领先,特别是在目前我国金融市场不够完善的基本前提下,显然给金融链条支持带来的压力和风险。

根据“德隆系”的产业整合的战略,不同程度看出其经营战略问题。“德隆”在战略业务上的一个突出特点是没有主业,通过频繁的收购行为聚集了大量的公司,早期的多元化规模小、步伐慢,因为对企业未产生明显的负面效应,但是德隆在进入老三股之后,开始了大规模的高速并购,不仅难度加大,而且客观上绷紧了系族企业的金融链条,通过不断的融资来维持这些并购地进行和企业的生存。德隆过于庞杂的产业链是对金融链条需求的最大压力。

企业发展过程容易遭遇“多元化冲动”,即企业达到一定规模后会产生“规模不经济”。企业在原有的基础上继续加大投资来增加规模,却无法产生相应的效益,甚至出现规模效益递减的现象,使得企业家会产生投资其它非相关领域的冲动,但是这也很有可能发展成为“多元化陷阱”。管理理论家德鲁克认为,一个企业的多元化经营程度越高,协调活动和可能造成的决策延误就越多。无关联多元化使企业所有者与高层经理进入全新的领域,往往难以作出明智的决策,同时这种购并还使得企业分支机构迅速增多,极大增加了企业的管理成本。另外,多元化投资还将迫使企业从主业中撤出相当部分资金投向外围业务,这对长期培养起来的主业发展显然是一个重大的制约。长期来看,这不仅可能造成资金低效耗散,还会加剧主业长期循环下跌幅度,破坏核心竞争力,酿成主业“空洞化”的格局。为了维持系族企业的生存,不得不成倍放大金融链条的需求,从而带来资金融通的高风险。同时也是系族企业的经营风险不断加大,破产的风险加剧。

三、资本营运是产业发展到一定阶段的产物

120+ renowned advisors reveal what to buy and what to sell. Meet face-to-face with top investment experts. Acquire a global market perspective. Discover profitable investment insights... The WORLD MONEY SHOW. WOMEN'S SHOW. 13th MONTH.

120+ renowned advisors reveal what to buy and what to sell. Meet face-to-face with top investment experts. Acquire a global market perspective. Discover profitable investment insights... The WORLD MONEY SHOW. WOMEN'S SHOW. 13th MONTH.

按照国际企业的经验,企业的资本营运必须辅之于合适的金融市场和融资渠道支持。例如从并购理念上讲,在第四次并购浪潮中所形成并购都取决于其高度发展的金融市场体系。从并购方式上,目前国外所采用的收购方式都是依托高度发达的金融市场下的成熟模式;从并购资金来源上,除了内源性融资外,还包括并购基金、私募基金、风险投资基金及投资银行的资金等注重长期性回报资金,这些资金来源稳定、风险分散、期限较长,适合支持产业融资。所有这些融资渠道在当前国内的产业结构调整中都是明显不足的。目前我国并购领域中,在支付方式上主要的支付方式还是现金,和企业的股权交换等少数的几种资金方式,而且产权交易市场不活跃;资金来源除了企业自有的资金外,只能从金融机构(主要是银行)获得资金支持。即使系族民营企业有很好的并购机会和发展前景,也通常面临大量的融资压力。民营企业在这一大背景下进行多元化的扩张,只能寻求非规范的融资渠道,为了维护这一融资平台而不得不付出高昂的成本。

我国金融市场改革滞后,特别是对于民营企业金融支持力度相对较小。系族企业的发展壮大,有一些是由于正规融资渠道限制而诱发的非正规融资途径,例如通过直接或间接控制上市公司、金融机构来获得融资平台。“德隆系”能扩张到如此之大的规模,与其庞大的金融控制密不可分。事实上,德隆系通过两条路来实现自己的产业规模发展的梦想:一是通过纵向的产业整合和横向的产业联合来形成实业的支持,但是由于快速的扩张的资本并未带来足够的盈利和资金回流,相反部分被收购的企业还需要集团提供资金来维持。二是通过形成自己集团控制的金融机构和金融产品。即在现有的金融体系下,通过复杂的股权关系和金融机构控制,形成了民营企业特别的融资渠道,这种渠道在金融链条的供应中起到巨大作用,但事实是一旦一个融资节点发生问题,都可能迅速扩张为全面的资金链条的紧张。

资本运作中,并购成功与否不是仅依靠被收购企业创造价值的价值,而在更大程度上依靠并购后的整合等。系族企业在收购后的价值增值管理方面非常薄弱,在快速扩张的同时没有有效整合,这种牵涉面过于广泛的快速扩张方式,一方面在产业链上不能提高经营效率,而在金融链条上也同样缺乏有效的资金产出支持后续的并购业务,因而金融链条供给上的一个薄弱环节。德隆给投资者描绘出“并购交易完成——规模扩大——利润增加——股价上涨——价值提升——被并购交易完成”的美好图景,但是忽略了最重要的“价值创造”环节。这种做法的直接后果是降低了金融链条的支持能力,更加紧绷了金融链条。德隆在具体的操作中,通过被收购企业和现有企业的关联交易,扩大拥有企业的经营规模。使德隆的资金需求日益扩大,资金链条日益绷紧,所并购的企业也承担了行业中的更多的风险。

目前,一些系族企业的经营失败,及其产生的巨大负面影响,显示出系族企业经营管理和发展战略中可能存在的重大缺陷。从已经出现问题的系族企业看,作为支持产业运作的核心,系族企业的金融链条在其生存和发展中起到了极为关键的作用,系族企业的崩溃也往往是金融链条绷紧以至断裂而造成的。我国的系族企业产生于产业结构调整迅速但融资渠道不完善、金融改革滞后的背景之下,企业融资渠道不稳定,发展模式过于激进也是非常重要的原因。

因此,只要把握好产业扩张和金融支持之间的有效平衡,民营系族企业在当前中国的经济产业结构调整和产业结构调整中有其存在的合理性和巨大的发展机遇,从已经出现问题的系族企业中寻求金融政策和金融法规支持,发现企业经营管理中的隐忧和金融体制上的缺陷,有助于我国民营系族企业更好地促进产业发展,进行成功的资本营运,形成有效的产融结合,实现企业的快速扩张和发展。

参考文献:

- [1] 李德林 德隆内幕 [M] 出版地 当代中国出版社 2004
 - [2] 王烁 凌华薇 德隆残局 [J] 财经 2004 12
 - [3] 曹红宁 链断德隆 中国投资[J] 2004 5月
 - [4] 21世纪经济报道[J] 2004 12月
 - [5] 凌华薇 曹海丽 泉雄唐万新[J] 财经 200 (1)
- (作者单位:中国地质大学(武汉)管理学院)

【评论】【推荐】

评一评

正在读取...



笔名:



评论:

发表评论

重写评论

[评论将在5分钟内被审核,请耐心等待]

【注】发表评论必需遵守以下条例:

- 尊重网上道德,遵守中华人民共和国的各项有关法律法规
- 承担一切因您的行为而直接或间接导致的民事或刑事法律责任
- 本站管理人员有权保留或删除其管辖留言中的任意内容
- 本站有权在网站内转载或引用您的评论
- 参与本评论即表明您已经阅读并接受上述条款

Copyright ©2007-2008 时代金融

XML RSS 2.0

POWERED BY
54NB

EliteArticle System Version 3.00 Beta2

当前风格: 经典风格

云南省昆明市正义路69号金融大厦