

“金融控股集团”的风险与防范

——“德隆系”事件引发的思考

引言

每个时代都会有企业“做大”、“做强”的神话，新疆德隆从一家名不见经传的地方企业，通过产业资本控股金融机构，迅速膨胀为多家国内外企业、上市公司和金融机构，涉足数十个不同的行业。德隆的发展壮大历程犹如神话，但随着资金链的断裂，“德隆系”轰然倒下。德隆神话的破灭，让我们不得不对此进行更加理性的思考。

我们可将以德隆为代表的既投资实业、又控股金融机构的企业称为“金融控股集团”。我国现有的这类集团公司是在中国加入 WTO、应对跨国公司实业与金融资本领域的挑战、打造世界级的民族产业巨头等背景下出现的。金融控股集团是一种金融组织创新，以资本为纽带形成的母子公司控股结构的金融集团，母公司的资本（实业资本）通过投资控股对子公司（金融机构）形成支配权。它便于运用规模经济优势，通过对内部资源的分类、整合、策划和调配，节约成本，实现资源利用的优化配置。

但是当前中国金融控股集团最重要的问题就是它可能带来的各种风险。德隆资本大厦之所以在短期内倒塌，从表面上看，似乎很大程度上源于国家紧缩信贷的宏观调控政策的影响，但究其本质原因，“德隆系”的崩溃折射出的是金融控股集团这种企业组织形式在多元化经营过程中面临的巨大压力和特殊风险。

一、德隆事件中暴露的各种风险

(一) 庄家控盘为主，经营业绩为辅

在德隆系的 7 个上市公司中，最具代表性的仍是新疆屯河、湘火炬和合金股份等老三股。从 1996 年、1997 年到 2000 年，合金投资、湘火炬和新疆屯河的股价均有 20 倍左右的涨幅。无论从持续上涨的时间还是从涨幅来看，以上三只德隆系股票都创出了中国股市的吉尼斯记录，其走势完全独立于大盘，基本没有受到系统性风险的影响。

那么，德隆的经营业绩是否支撑高股价？从财务数据来看，以上三只德隆系股票也的确业绩不俗。

表 1 德隆“老三股”经营业绩

	主营业务收入(亿元)			总资产(亿元)		
	1996 年	2002 年	涨幅	1996 年	2002 年	涨幅
新疆屯河	1.4	19.43	1388%	5.19	63.2	1218%
湘火炬	1.24	39	3145%	3.67	54	1471%
合金投资	0.8	9.5	1187%	1.9	17.96	945%

数据来源：新浪财经网（<http://www.finance.sina.com.cn>）

统计资料显示，从 1996 年到 2002 年的 6 年左右时间里，这三只股票的盈利有较好的表现。以湘火炬为例：其净利润从 1996 年末的 164.5 万元人民币增长到 2002 年末的 12084 万元人民币，增长了 73.5 倍。

一般根据股价对公司所有相关信息的反映程度可以判断市场的有效性，具体可把股市分为弱有效、次强有效和强有效市场。近年来不少实证研究表明，中国股市处于从非有效市场向弱有效市场过渡的状态。在这样的市场里，股票价格对业绩的反应是迟缓的，或者说经营业绩对股价的影响是很小的。无效或弱有效的中国股市没有理由在德隆系上表现出强有效

的特性。所以说，即使德隆系有与其高股价相应的公司价值，也必须通过庄家的操纵达到高股价。

（二）错综复杂的金字塔型股权结构

德隆的金字塔形股权结构内部各层级之间相互参股，关系错综复杂。在这样的结构中，上层的控股公司对下层上市公司有很强的控制权，却只有小比例的权益和风险。而由于中国资本市场监管机制尚不健全，上层控股公司很容易通过各种手段为自己赢得好处，比如：关联交易、担保等。此时对于公司的实际控制人来说，其收益和承担的风险是严重不对称的，也就是说金字塔顶层的自然人控股公司完全可以获取利益而不必承担相应的风险或只承担很小的风险。加上德隆模式中，控制上市公司以收购法人股、国家股为主，相对较低的收购价格，更使取得控制权的成本大幅度降低，从而进一步加大了收益和风险的不对称性。德隆回避的风险并没有消失，而是转嫁到了其他投资者身上。所以身处如此复杂的股权体系中，德隆系上市公司投资者的风险毫无疑问是加大了。随着德隆股权体系进一步的复杂化，这样的操作可以越来越隐蔽和方便，监管难度也越来越大，风险随之不断扩大。

（三）盈利模式中资金链风险

德隆一直声称以做实业为主，那么实业收入是否构成德隆的主要收益呢？我们先看看德隆做实业的主体——上市公司。2002年湘火炬的净利润是1.2亿元，合金投资的净利润是0.39亿元，新疆屯河的净利润是1.1亿元。而根据郎咸平教授的研究，近几年德隆通过一系列的运作获利高达50

亿元。而即使将 7 家德隆系上市公司在德隆入主或参股后的收益全部汇总，与 50 亿元的数目相比仍有数倍的差额。可见，上市公司的收益（实业收入）只是德隆整体收益中的一小部分，资本市场的收益（资本运作收入）才是构成德隆收益的主体。

德隆为维持股价恒定在一个高位，每年在二级市场上需要付出巨大的运作成本，除了“三驾马车”，德隆每年还要为体系内的其他上市公司付出一定的“股市成本”等。德隆在这条资金链上每年要付出的代价应在几亿元。一旦碰到全国性的宏观调控，德隆将立刻发生资金链断裂的危机，产业发展获得的收益无法弥补二级市场的运作成本，累积的风险迅速爆发，战线如此之长的德隆系怎么能够渡过难关呢？随着资金链的断裂，如神话般崛起的“德隆系”也就轰然倒下。

（四）资本结构不合理，投融资期限不匹配

1. 筹资环节

随着“德隆系”产业的扩大，德隆集团必须依赖大量银行贷款才能维持资金链条，支持其发展战略。因此，德隆集团通过将持有的法人股抵押贷款，或者通过所属公司互相担保贷款来解决资金问题。

银行业监管部门自 2002 年末以来长期的调查结果表明：德隆集团通过关联公司互保，股票抵押等方式，在整个银行体系的贷款额高达 200 亿至 300 亿元；如果再加上银行资金通过委托理财、证券公司三方委托贷款等渠道为德隆多用的部分（高峰期有近 300 亿元，低潮期也有 100 亿元），德隆占压的银行资金总额高达四五百亿元。德隆国际控股公司截止 2003 年 6 月

30日的资产负债表：德隆国际的总资产额 204.96 亿元，所有者权益为 18.79 亿元。按照这一数据，德隆国际的资本负债结构堪与商业银行“媲美”：仅仅有 8%的“资本充足率”，整个集团的筹资风险巨大。

2. 投资环节

德隆集团的投资结构上，也存在着致命的问题。德隆虽然注重了横向的、内容方面的互补性投资，如金融和产业、产业链之间的互补，但却忽略了在投资结构方面的安排，即长、中、短期投资的比例结合不尽合理，具体表现为：长期投资的比重过大，影响了资产的流动性；更多地看到富有诱惑力的投资机会和产业的整合机遇，却忽视了公司高速增长带来的潜在风险。

德隆在投入巨大的资金之后，产业整合并没有产生所希望的那种点石成金的效果。德隆旗下上市公司的业绩没有达到给股票投资者预期的回报，导致筹码高度集中，失去了股票的流动性。德隆集团按照“产业链”纵向整合的思路本身难言对错，但德隆的粗糙收购加上不及成本的盲目扩张，决定了其最后整合的结果是难以产生真正的现金流，反而长期陷于资金饥渴症。

二、“金融控股集团”风险的防范与监管

“德隆系”失败的教训是惨痛的。但在我国还存在许多像德隆集团一样的“金融控股集团”。同样也潜藏着很大的风险。如何加强对这种模式架构下的风险管理和防范已是急需解决的问题。

（一）从监管的角度，证监会和银监会应加大对风险的重视和监管

“金融控股集团”的资金主要来源于：从股票市场上直接融资，从银

行贷款间接融资。其复杂的形式会在控股公司层面存在金融监管的盲点区。按照这一思路，在监管层面，证监会和银监会应各司其职，监控并公布预计产生巨大风险的资金源头，集团内部的资金往来主要是通过内部交易。因此，应以内部交易为线索、以资金流为对象进行监管。具体分以下方面：

1. 证监会

证监会从公司治理和内部控制的角度，要求集团披露自己的组织结构和内部交易，特别是那些可能将对集团财务带来不利影响的内部交易，并监控这些内部交易的规模和水平。在此基础上，监控集团的资本实力和偿付能力。另外，直接禁止某些业务中某种形式的内部交易。如对上市公司对外担保事项的诸多禁止性规定。

2. 银监会

银监会一方面应对“金融控股集团”进入金融行业做出严格控制，让集团安心做好实业。如德隆于2003年间以湘火炬的名义设立汽车金融公司的申请未获银监会批准；德隆对南京某信托公司的控股计划亦未得到银监会批准，从而降低金融风险。

另一方面，提请各商业银行高度重视关联企业贷款。在各家银行逐渐形成全国联网的电子系统和数据基础上，各家总行应对跨省的关联企业集团的贷款权上收，对企业集团统一授信。

此外，还应防止商业银行成为“金融控股集团”的提款机。在城市商业银行的增资扩股浪潮中，有些企业通过各种关联及潜在关联公司商业银行，从银行处取得大量资金。因此，银监会对商业银行增资扩股引入股东应明确要求，商业银行应重新要求股东自动申报关联企业入股银行的情况，

申报从银行获得各种形式贷款，不符合规定的自行清理。

3. 强化董事、管理人员和控股股东的法律责任

为促进集团公司按照企业价值最大化的理念运作，保障中小股东和债权人的利益不受侵犯，必须加大董事、管理人员和控股股东的法律责任。具体可引入股东集体诉讼和代表诉讼制度及债权人的“公司人格否认理论”，使股东可以代表公司来起诉公司的董事和高层人员就其损失进行赔偿，使债权人免于承担因公司不正当行为而造成的损害。同时，要相应建立个人信用制度和个人破产制度，这些制度可以提高证券市场中违法违规当事人对其行为支付的成本，也有助于个人承担民事赔偿责任时财产能够到位。

（二）企业集团自身应转变经营理念，提高风险意识

“德隆系”问题的根本原因在于德隆集团通过“金融控股集团”结合产业与金融资本的发展模式和多元化经营策略的失误，资金链条的紧张是其发展模式和经营策略的必然结果，外部金融环境的变化只是德隆问题付出的催化剂而已。因此，为防止类似德隆事件的重现，准金融控股公司应转变经营理念，提高风险意识。

首先，企业应以实业经营为主，将经营理念从“实物”转向“价值”。企业在现实经营过程中，为了提高资本增值水平，应根据具体情况，调整资本投向、资产结构、经营对象等，而不应该将收购合并、股权置换等置于企业正常的经营活动之上。对于任何一个企业来讲，主营业务只能是生产、销售商品和提供服务，以企业并购、资产重组为特征的资本运营只能是在相关条件成熟时发生的个例，不可能成为经常性业务。

其次，企业应将经营理念从“规模”转向“效率”，把资产数量、结构等放置在资本增值服务的基础上。长期以来，许多企业重视资产规模、轻资产效率提高，结果利息负担沉重，资金链紧张，企业的财务结构缺乏弹性。一旦外部融资环境稍有变化，集团企业便“拆了东墙补西墙”，表现为资金从一个公司转到另一个公司，导致财务风险在集团内部蔓延，发生了“多米诺骨牌”效应，集团公司整体陷入困境，甚至走向毁灭的境地。

德隆同许多其他民营企业一样，想要做大作强进入世界 500 强。但是随着集团产业扩大，单单通过直接融资为主的方式是远远不能达到其战略目标的。德隆有限的资源跟不上快速扩张的产业投资，只能依赖大量银行贷款才能维持资金链条，支持其发展战略，这种情况下很容易使风险和危机失去控制。

（三）构建不同期限、不同行业互补的投资结构

德隆发展模式出现的资金链断裂问题并不是不能避免的。但是通过巧妙的投资结构安排可以减小多元化经营的风险。

1. 投资期间安排

以通用电器公司为例：美国通用电气前 CEO 韦尔奇先生通过长短期业务的巧妙安排，旗下各个行业能够互相补充，熨平行业周期和经济波动带来的不确定性。通用电器长周期性业务为航空引擎、能源系统、技术服务等；而其短周期性业务为电器用品、工业系统、物料塑料业务和 NBC 电视网等。在 1994—1995 年期间，长周期性业务呈现负增长，短周期性业务则正增长；但到 2000—2001 年，短周期性业务负增长时，长周期性业务却带来了正增长，由于长短期业务的互补作用，使得加总后业务的息税前

利润有着稳定的增长。通用电气的案例说明了各投资期限配合的重要性。

而对于德隆集团，其投资结构和投资节奏的把握都不尽合理，导致风险失控，资金链断裂，其他金融控股集团应以此为鉴，敲响警钟。

2. 投资行业互补

以和记黄埔为例：和黄通过“横向以及内容的互补”有效地减低了企业经营的风险。和黄有七大行业，各行业的最低成长率是负 50%（零售业），而最高成长率是正 200%（能源业）。但若将这七大行业当成一个资产组合而取一个加权平均成长率，那么最低的成长率是负 5%。而最高的成长率是正 20%，波幅足足小了近 10 倍。我们发现在和黄的七大行业中，零售的成长率不但是最差的而且波幅最大。1998 年的成长率是负 30%，1999 年又跳到七大行业中最好的正 50%，2000 年狂跌为最差的负 50%，而 2001 年仍维持在负 20%，因此如果和黄零售业本身是一家独立的公司，那么他能否生存可能都是问题，但是整合后的资产组合却抵消了零售业的风险。

德隆集团本来可以通过精巧的长短期投资安排使德隆系从容不迫地获取资金，前瞻性地进行不同行业的“互补”，但并没有这么做。德隆采用股权抵押，担保贷款等短期融资去投资长期相关产业，而且其收购的公司的做法简单而粗糙，不分大小好坏地通吃。缓解这种风险的唯一办法就是放慢扩张速度，但德隆做大做强特性决定了他们不会这么做。

2004 年初，由于政府担心投资过度，国家在金融政策上采取了收缩银根的政策，直接减少了对企业的贷款。国家对过热行业加以限制，包括钢铁、水泥、电解铝、汽车、房地产和煤炭等。德隆所涉的几个主要行业恰恰名列其中。针对国家一系列政策的出台，德隆在短期内迅速扩张的资产

规模像泡沫一样在更短的时间内蒸发、缩水、其产业整合的战略也只能土崩瓦解了。

结束语

从整个金融板块而言，庞大的收益驱动着实业资本向金融资本流动，但我们也应当认识到，实业资本控股金融机构是一柄“双刃剑”。如果长袖善舞，则实业资本与金融资本可相得益彰，协同发展，实现企业“做大”、“做强”的目的；如果东施效颦，忽视甚至无视准金融控股公司的模式带来的“特殊风险”，一时的辉煌终将难掩资金链条断裂之日的惨淡，反倒自食其果。

近日，中国人民银行总行加速了对《金融控股公司法人治理与会计制度》的调研、修订工作。业内人士认为，在中国《金融控股法》缺位的情况下，《制度》的出台将为国内金融控股公司身份合法化提供一定的法律基础。然而，在监管当局对发展金融控股态度日益明朗的大背景下，一度表现积极的产业经营控股集团却在国内金融控股公司身份合法化前夕突然收手，“实业系”诸强的态度骤变，是政策指引的结果，还是对实业涉足金融控股进行风险重估后的理性回归？对于热衷于“做大”、“做强”的企业来说，如何兴金融控股之利、避控股金融之弊，已是“后德隆时期”迫在眉睫的问题。