

多元化： 失败的公式VS成功的原则

尽管在1997年和2008年金融危机期间，东亚与中国多元化企业的绩效普遍较专业化经营的企业差，但西方企业曾经盛行的对本业热情冷却、为剩余资金寻找出路的多元化，仍在中国不断上演，中国企业多元化的失败公式与西方也有相同之处。那么，保持企业基业长青的多元化原则有哪些呢？



范博宏



黄俊

年前与一位企业家谈及企业转型的话题。他说在矿业赚了很多钱，但觉得太辛苦，不忍心一帮创业的兄弟再如此下去，所以决定将资金分散投资到其他五六个项目上去。这些项目颇为多元，从高科技、造纸到办学校都有。显然，这位企业家有充裕的资源，也不乏为其资源找出路的策士，但是他面临的问题是缺乏管理这些不熟悉事业的人才。笔者本想与其聊聊中外多元化的经验，可惜缘慳一面，就以此文与大家分享吧。

西方商业史上的 多元化失败公式

在西方商业史上，企业多元化的例子比比皆是，失败者多，且少数成功者有非常特定的条件。美国企业近期多元化的热潮，发生在1973年首次全球能源危机后的15年间。突如其来的能源危机，令石油价格在1973-1981年间史无前例地暴涨了10倍，让许多依赖石油与天然气

范博宏为香港中文大学财务学系教授、经济金融研究所所长，黄俊为上海财经大学会计学院讲师。

的下游产业惊恐不已，担心将长期萧条，成为夕阳产业。有些企业因此大胆利用兼并收购的方式进入新领域。这些投资，有些是往本业上游或下游发展。例如，1981年美国杜邦公司(DuPont)以当时史无前例的天价70亿美元收购CONOCO石油公司。

杜邦与其投资银行的盘算是，石油价格经历过1973年与1979年两次石油危机后已连涨了8年，至1981年每桶已近34美元，以此预测，油价将在短期内涨到100美元/桶，那么，CONOCO油田储量的估价将远超杜邦的收购价。未来若油价上涨造成杜邦的石化纤维行业利润减少，可被上游石油产业利润的增加弥补；并且，杜邦进入石油业后，通过垂直一体化内部交易，可控制本业的原料价格，增加产品的竞争力。

众多企业的多元化策略，大都以失败退出告终。它们所犯的共同错误是，认为家花没有野花香，邻家的土地比自家的肥。

但是市场并不这么想，在宣布这桩并购案后，杜邦股价狂泻，股票纷纷被投资人抛售。市场分析认为，杜邦对油价的估算太过乐观，事实上，在20世纪80年代，油价从来没有超过每桶35美元。另外，杜邦也高估了

垂直并购带来的效益。第一，杜邦本业是化工，并不熟悉石油产业。第二，杜邦认为石油与化工部门间可以互相补贴、经营风险降低的想法也被质疑。试想，若石油部门在油价每桶100

美元时必须以35美元的价格卖给自己的关联企业，在此预期下，管理者和员工哪有心思努力工作？两部门间的勾心斗角及缺乏市场竞争的鞭策与激励，将为杜邦公司带来额外的管理成本。就算是杜邦的盈利波动因并购而降低，投资人也未必追捧杜邦的股票，因为他们若担心杜邦的盈利波动，大可自己去买CONOCO的



股票来对冲风险,不需要杜邦去收购 CONOCO,更何况还要经营一个不太熟悉的新行业。

说到底,杜邦在这项并购案中真正能兑现的效益,是保障了其本业化纤产品生产原料在市场剧烈变动下的稳定供应,避免原料供应中断的各种损失,如厂房及设备停机的成本、下游客户的流失等。但是,杜邦并未在收购公告中提及此效益,可能是这一效益远不足以大到支持其收购的天价。杜邦最后在1999年卖出了 CONOCO 公司。

在美国这一时期多元化的热潮中,也有许多企业利用并购进入了与本业几乎不相关的领域。例如,因会计造假丑闻而清盘的安然公司(Enron)收购了电缆事业。其理由很有趣,说是可以将电缆埋设在自家的天然气管道旁,节约土地成本。后来也被会计造假丑闻困扰的美国知名影印机巨头施乐(Xerox),在上世纪80年代进入了金融保险业。老牌相机相纸企业柯达(Kodak)以并购进入了医药业。另一家老牌企业固特异轮胎(Goodyear)在1983年并购一家石油天然气公司后,斥资7.5亿美元建了一条从加州到德州的当时美国最长的输油管(All American Pipeline)。竣工营运后不久,因天气寒冷,石油凝固堵塞了这条输油管。美国主流媒体也不禁评论,固特异是花了股东一大笔钱制作了一管长达1200英里的牙膏。

众多企业的多元化策略,大都以失败退出告终。它们所犯的共同错误是,认为家花没有野花香,邻家的土地比自家的肥。当然,这种想法最后变成被公司执行的策略是有原因的。第一是来自对本业萧条的担心,认为未来再怎么努力经营也不容易有钱赚,看到别的行业好像很好赚钱,就投了进去。第二是已在本业稳居领先地位,

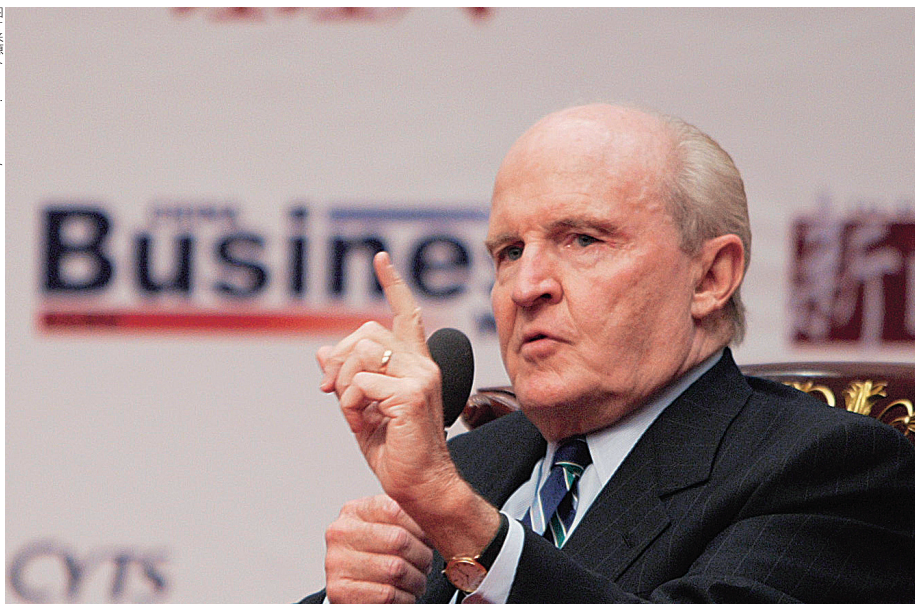
手中现金充裕,在有钱、有信心的鼓舞下,挥师进入新领域。第三是委托代理机制下的利益冲突,钱不是自己的,赌一把,赢了是我的功劳,输了是股东(在中国还有国有银行)的损失。总结这些西方企业的教训,我们可以得出一个多元化失败的公式:对本业丧失热情,现金过剩,利益冲突。

通用电气多元化神话的破灭

可能有人会说,大名鼎鼎的通

引擎、照明电器、发电设备、医疗器械、高新材料、数字传媒、金融服务等领域。对于这种多元经营格局,通用电气原总裁杰克·韦尔奇称许道:“通过各业务分部的共同运营,使得整个通用电气的力量远远大于各业务部门的简单叠加。”举例来说,通用电气的商务融资部为企业提供了从贷款、投资、租赁到项目融资的各种服务,这些金融服务解决了潜在客户融资困难,促成了通用电气其他业务部

图片来源:www.cipress.com



杰克·韦尔奇带领通用电气实现多元化的经验显示,多元化经营的重要优势之一,是以企业内部交易市场取代成本高昂的外部市场。

用电气(GE)的多元化不是很成功吗,这又是怎么回事呢?作为一个大型跨国集团,通用电气始创于发明家爱迪生设立的电灯公司,后于1892年与汤姆森·休斯顿电气公司合并,其至今已有133年的历史,在世界110多个国家开展业务,全球拥有近30万员工,是道·琼斯工业指数1896年设立至今唯一仍在指数榜上的企业。

曾几何时,通用电气成了公司多元化的代名词,其业务范围涵盖飞机

门的销售增长。事实也证明,通用电气的多元化取得了不错的业绩,公司收入、利润各项指标长期保持两位数增长,成为人们津津乐道的多元化经营典范。

然而,通用电气成功的模式难以复制,我们再少见到这样的例子。并且,2008年金融危机爆发后,通用电气的金融部门GE资本遭受重创,陷入投资亏损、资本不足和信用评级下降的境地。受其拖累,通用电气出现自2003年以来的首次盈利下滑,

公司股价从2008年初的37美元下跌到2009年2月的不足10美元,跌幅近80%,一直到2010年末也仍在每股20美元以下(图1)。

通用电气的经验告诉我们,多元化经营的重要优势之一,是以企业内部部门间有效率的内部交易市场取代成本高昂的外部市场。然而,内部市场取代外部市场的前提是,必须有一套高效率的内部管理制度与高质量的管理团队。本文开篇那位筹谋多元化经营的企业家,缺的正是人才与管理制度。即便有制度,有人才,通用电气近年的衰退不振,也说明没有永不破灭的多元化神话。事实上,多元化不但不能降低经营风险,相反可能如通用电气般,因一个部门不尽如人意的表现而拖垮其他部门乃至整个企业。

笔者于1999年发表的一篇研究发现,在1997年亚洲金融危机期间,东亚地区多元化经营企业的绩效表现普遍较专业化经营的企业差。另外,我们也考察了2008年全球金融危机期间中国上市公司多元化和专业化经营的绩效(图2)。我们首先比较了两类公司市场价值与账面价值的比率,结果发现,金融危机下,多元化经营企业的市场价值显著低于专业化经营的公司。由于股价反映的是市场长期预期,为进一步了解企业短期绩效,我们又对比了两类公司的会计业绩指标,如总资产收益率(ROA)、销售利润率(ROS)和净资产收益率(ROE),结果显示,多元化企业的短期会计业绩也没有专业化经营的企业好(图2)。中国企业多元化经营的成效,与东亚其他地区及西方国家类似,并没有对危机下的公司业绩产生积极影响,相反,金融危机下业务多元企业的绩效更差。

中国企业多元化经营的误区

在产品、要素与劳动力市场尚未

图1:通用电气近年的股价走势



图2:金融危机下,中国上市公司的多元化和专业化经营绩效比较

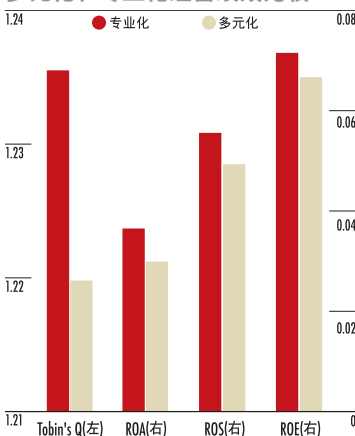


表1:金健米业上市以来的经营绩效

年度	ROA	ROS	ROE
1999	0.0792	0.1087	0.1109
2000	0.0616	0.0858	0.1081
2001	0.0074	0.0370	0.0118
2002	-0.0580	-0.2524	-0.1110
2003	0.0054	0.0202	0.0096
2004	-0.1284	-0.3921	-0.2736
2005	0.0027	0.0073	0.0061
2006	0.0048	0.0091	0.0098
2007	0.0081	0.0132	0.0171
2008	-0.1373	-0.1697	-0.3507
2009	0.0034	0.0044	0.0094

健全、外部融资困难及地方政府的政策推动下,中国企业多走向集团化的发展模式,实施多元化经营。在此背景下,我们观察到了不少与企业多元化经营相伴随的决策与效率问题。

——没有核心能力,追逐近利的多元化。这一多元化经营的特点是,公司以短期利润为目标,看哪个行业赚钱,就经营哪个行业,不重视核心技术的培养,长此以往,必然缺乏市场竞争力。

举例来说,被称为“中国粮食第一股”的金健米业(600127),原先主营粮油食品的产销。然而,随着时间的推移,金健米业逐渐忘却了自己打造“中国大米第一品牌”的使命,在多元化的道路上越走越远。1999年,其设立湖南金健药业有限公司,涉足生物药品的开发;2001年进军房地产业,成立湖南金健置业有限公司;之后,金健米业的业务版图不断扩大,相继进入电力、污水处理等行业。我们无法肯定金健米业在这些新领域有着经营管理上的优势,就业务相关性而言,医药、房地产、电力和污水处理等与粮油加工没有什么关联,也就无法达到技术、资源和人才共享的综效。这些新事业唯一的共同点是,都是管制准入行业,看来金健米业发挥的是地方政府行业准入管制的优势。若是如此,这种受政策保护的多元化是难以长久的,一旦市场放开或政策改变,企业将面临危机。实践证明,上市以来,金健米业业绩平平,并数年度出现业绩亏损(表1)。

——伴随庞杂资本运作的高风险多元化。其表现是,公司通过复杂的资本运营进行业务扩张,在实现快速增长的同时也伴随着高风险。

1994年,鸿仪集团的掌门人鄢彩宏在湖南长沙创办了振升铝材有限公司,主营铝合金型材产销。如果就此发展下去,鸿仪可能会成为湘南地

区重要的建材生产商,但鄢彩宏觉得这种速度太慢了。2000年3月,以上海鸿仪投资发展有限公司的成立为起点,鸿仪开始全面扩张。2001年9月,上海鸿仪通过控股张家界旅游经济开发总公司,成为张家界(000430)的实际控制人;2002年9月,上海鸿仪出资10152万元受让国光瓷业(600286)28.42%的股份,成为其第一大股东;2003年12月,湘酒鬼(000799)大股东将21.96%的股权出售给上海鸿仪;与此同时,鸿仪还通过关联方持股成为嘉瑞新材(000156)的实际控制人,并拥有亚华种业(000918)25.36%的股权。在拥有多家上市公司的同时,鸿仪亦进军金融行业。2002年鸿仪控股的大期货有限公司成立。2003年,鸿仪掌门人鄢彩宏出任秦阳证券董事长。

借助令人眼花缭乱的资本运作,鸿仪实现了跨越式发展,截至2004年6月,集团整体资产达到80亿元。然而,不容忽视的是,这些并购需要大量的资金,在鸿仪自身实力有限的状况下,资金黑洞越来越大。2004年6月,鸿仪下属企业遭遇银行逼债。其中,国光瓷业面临26笔与贷款有关的涉诉事项,金额高达6亿元;嘉瑞新材的涉诉事项达到27起,大部分祸起鸿仪系企业间的关联担保;2004年8月,因银行借款纠纷,株洲中院冻结上海鸿仪所持湘酒鬼3000万股法人股。至此,鸿仪系的资金问题全面暴露,企业经营岌岌可危。

从鸿仪的故事中,我们看见的不是通用电气那种发挥内部资本市场优势的多元化,而是被利益冲突影响,滥用银行与投资资金豪赌,注定要失败崩解的多元化。

——管理跟不上,急就章的多元化。这一多元化经营失败的原因在于,随着企业规模的扩大,对经营管理提出更高要求,在管理水平跟不上

的情况下,企业经营渐入困境。

以开发M-6401桌面排版印刷系统起家的史玉柱,于1991年4月成立的珠海巨人新技术公司,次年便实现产值1.6亿元,纯利3500万元,成为当时中国极具实力的计算机企业。1993年,巨人集团进军生物制品行业,生产保健品——脑黄金,同时涉足房地产业。至此,巨人集团的子公司数目一跃达到228个,企业员工也有近2000人。伴随着企业规模的扩张,管理问题开始暴露,各种违规违纪、挪用贪污事件层出不穷。举例来说,其下属康元公司由于财务管理混乱,累计债务达1亿元,其中有相当一部分是由内部人员侵吞造成的,严重拖累了整个集团的经营。1996年,因巨人科技大厦一期工程未能如期完工,遭遇客户的退单和索赔,巨人集团因财务危机陷入破产境地。

我们一再看到企业在某一行业取得初步成功后进入所谓高利润、高风险但不熟悉的领域,如房地产、医药保健等。西方对本业热情冷却、为剩余资金寻找出路的多元化,在中国正不断上演。

——追求主观价值,满足个人意愿的多元化。这种多元化战略的实施,主要是公司管理者为构建企业帝国而进行业务扩张。然而,由于企业在新进入的行业并不具经营优势,而且,资金的分流对原有主业也造成了影响,最后往往失败收场。春兰集团的多元化就是一例。

由产值仅为1000万元的泰州冷气设备厂发展而来的春兰集团,于1994年已跻身世界空调七强,占领了国内空调的大半江山,高端柜式空调的市场占有率一度达到70%。然而此时,一贯以通用电气为标杆的春兰掌门人陶建幸实施了多元化的战略。1994年,春兰进入摩托车制造业,投资20多亿元兴建年产100万辆摩托

车和100万台摩托车发动机的生产线;1997年,春兰以7.2亿元收购南京东风汽车制造厂,涉足5-15吨载重卡车的生产;与此同时,春兰进军新能源领域,研发、制造高动力镍氢电池;2009年,春兰投身地产业,着手开发泰州最大的商住社区星威园。然而,其多元化的结果并不如人愿,春兰股份(600854)于2005-2007年连续亏损,2008年5月被上交所停牌。春兰空调的产业优势逐渐丧失,退出了主流品牌的阵营。

——呼朋引伴,友情相助型的多元化。这种多元化经营并不是出自公司自身的战略考虑,更多的是因人推荐或施以援手而形成业务多元化格局,典型案例来自三九集团。

1985年,军人出身的赵新先靠着500万元贷款和“三九胃泰”配方开始了创业历程,设立了南方制药厂。1987年,南方制药厂投产当年完成产值18亿元。1991年,解放军总后勤部收购了南方制药厂,成立了三九集团。作为效益最好的军队企业,三九集团以承债的方式先后接管了军队的贸易、宾馆、房地产、服装等企业,由此走上了多元化的道路。这些兼并收购,看似三九没有承担太多的成本,有的甚至是零作价的整体转让,然而,实际上三九承担了大量的债务黑洞,这些不良资产成为三九日后的沉重包袱。2001年8月,因违规占用三九医药(000999)25亿元资金,三九集团受证监会谴责;2002年7月,因未对相关关联事项进行披露,三九医药和赵新先分别被证监会处以50万和10万元的罚款;截至2003年底,三九集团累计拖欠银行借款达到98亿元,债务危机全面爆发。

——滥用品牌,业务相抵触的多元化。其特点是,公司利用已有品牌优势涉足不同行业的经营,以图获取快速成功。然而,因共用品牌新行



公司治理 Corporate Governance

业的经营影响了企业整体,若经营不善,可能降低品牌与整体企业的价值。

2003年11月4日,格力电器(000651)公告称,部分公司在媒体刊登的专题报道中借用“格力电器”和“格力空调”的品牌来宣传,严重误导了投资者和消费者,是一种对格力电器品牌的侵权行为。针对这一公告,珠海格力小家电有限公司发出一份署名格力集团的《“格力”商标授权使用说明》,指出“格力电器以及格力小家电均为格力集团授权经营的家电产品专业子公司,授权合法使用‘格力’字号和商标”。至此,格力电器和格力集团的品牌内讷全面暴露于公众视线。格力电器是目前全球最大的专业化空调上市公司,格力空调连续15年市场占有率居行业第一,基于此,其母公司格力集团希望充分利用格力的品牌价值,实施跨行业经营,先后进入了手表、电脑耗材、小家电、工业配套产品、商贸、房地产等行业。由于担心“格力”商标被过度使用,格力电器一直对集团的多元化战略持反对态度,并最终演变成“格力”的品牌之争。

基业长青的多元化模式

由以上的各类型案例,我们不难看出中国企业多元化的失败与西方有相同之处:企业控制人不满足于本业,资金过剩,利益冲突。但中国企业多元化的失败与低效率也有特别的原因,就是基于各级政府做大、做强的动机,企业积极寻求政府扶持以实现业务扩张,而不重视效率管理与资本成本;还有,在中国经济长期增长的大背景下,企业控制人扩张的信心与野心远大于其管理能力。但我们相信,仍有许多企业家眼光长远,未雨绸缪,希望企业能够长期、永续经营。那么,基业长青的多元化模式是什么呢?

(1) 围绕核心技术

企业实施多元化战略,首先要依托自己的核心优势,将经营范围延伸至原有专长能充分发挥的领域。这种优势可能是一种特殊技术。以染料化工为主业的家族企业浙江龙盛集团(600352),从1970年创立至今40年间长期占据行业龙头地位,与其领先市场的技术转型策略有着密切的关系。现任董事长阮伟祥(复旦大学高分子材料硕士,创始人阮水龙的二儿子)进入公司以来,领导浙江龙盛完成了“助剂—染料—中间体—精细化工”的技术转型三部曲,从低成长、成熟的传统染料市场,透过技术与研发优势纵向进入下游的精细化工领域。技术行家出身的阮伟祥敏锐的战略转型意识和强大的技术创新能力,再造了浙江龙盛的生命曲线,可谓中国企业高度相关纵向多元化转型的好案例。

另外一种较可能成功的多元化是“横向关联化”。这种途径要求企业以“技术相关”为行业拓展路线,通过进行主业横向相关的业务扩充,提升竞争力。台湾《商业周刊》曾报道中碳化学的横向关联多元化经验。中碳是台湾中钢集团的子公司,原本业务是处理母公司在将煤炭变成焦炭的提炼过程中所产生的煤焦油、粗轻油和细焦碳等副产品及废料。这些煤炭流出的浓稠物,被称为软沥青,是中碳的主导产品,可用于铺马路或当防锈防锈材料。在市场中,中碳的软沥青具有垄断地位,获利丰厚,但其产能严重依赖母公司的焦炭产量。为突破这一瓶颈,中碳自主创新,对软沥青进行了两次以上的再加工,升级成介相沥青,可当作锂离子电池的负极材料。2010年,中碳又进一步将此生产过程中产生的涂料加工成精制黏结沥青,这是一种碳纤维材料,可以加工成为运动器材,如脚踏车、高尔夫球杆甚至

是飞机的复合材料。横向关联化使得中碳由传统产业迈进到高科技领域,产品的附加值和获利能力得到极大提升。

(2) 重视资本成本与回报

企业的多元化经营应避免过度追求规模的扩张而忽视资本的回报。国人常有“大而全”的思想,构建企业帝国的雄心不断膨胀,一味追求企业规模的扩大,不断进入新的领域。然而问题是,不同行业有着不同的经营特征,其资本回报率存在差异,而且,为支持业务扩张,企业常常需要进行再融资,而资金的供应者一般对新兴事业的资本回报要求较高。因此,在多元化之前,企业应权衡融资成本和投资收益,这项工作将随着中国资本市场与银行体系渐趋完善而益发重要。

(3) 完善公司治理,强化各事业间的协调与综效

多元化带来的企业规模扩大,对内部的组织和治理提出了新的挑战。管理者应考虑是否对企业组织进行再造,依据新行业的特点采用不同的管理体制,如事业部制或地区制等;同时,对业务流程进行标准化,探索制度化管理的新模式。另一方面,多元化企业应着手公司治理的完善,随着业务的增多,企业经营变得复杂,需要强化公司的信息披露,使企业经营变得更加规范、透明。

东方文化对团队协作较不重视,就是俗语说的“一个和尚有水喝,三个和尚没水喝”。对于多元化企业,由于涉足不同行业的经营,这一问题更加突出,事业部间可能为了各自利益而互相排斥。为此,多元化经营的企业应注意协调各分部间的关系,引导其朝着对企业整体最有利的目标前进,努力开创上下齐心、共同发展的局面。

对于本文内容若有任何评论或补充,请发邮件至 xincaifu@p5w.net。