

编前：并不是产业控股(或参股)了金融,就叫产融结合,产融结合的起点是产业向相关金融业务的自然延伸,并通过发挥经营协同效应创造价值。而国内的许多企业大量进入了非相关金融领域,这不仅不能创造协同价值,还蕴含着潜在的风险。

稿件采写 杜丽虹

产融结合是产业部门和金融部门通过股权关系相互渗透,实现产业资本和金融资本的相互转化和直接融合。目前,产融结合多被解释为产业集团从事金融业务的多元化战略。通用电气(GE)的产融结合模式成为许多企业的榜样。我国也有不少企业进入金融领域:招商局旗下除航运、地产业务外还控股招商银行、招商证券;中航集团旗下除航空、机械等业务外还控股江南证券、航空证券、江南信托、江南期货;海尔集团控股了青岛商业银行、长江证券,并合资成立了海尔纽约人寿;华润集团则收购了深国投。

今天,许多中国企业都在走产融结合的道路,但由于不了解产融结合的内在原理,很多企业在选择金融业务时通常是机会导向型的。并不是所有企业都适合产融结合战略。究竟哪些企业能够从产融结合中获益?本文通过对卡特彼勒、UPS、沃尔玛、通用电气的案例进行分析,研究更广义的产融结合下价值创造的原理,并回答哪些企业适合产融结合战略、适合哪类产融结合业务等问题,以期为国内企业的产融结合战略提供现实指导。

1 卡特彼勒：“设备制造+设备金融”模式

卡特彼勒是全球最大的工程设备制造商,1981年它成立了全资子公司卡特彼勒金融公司,1983年开始正式提供金融服务,包括为购买卡特彼勒产品的客户提供设备融资服务(零售金融服务)和为卡特彼勒产品的经销商提供应收款或存货融资服务(批发金融服务)。

与传统银行的设备金融公司或独立的设备金融公司相比,背靠产业集团的设备金融公司最大的优势在于资产余值的管理。卡特彼勒有一支专业的“再分销服务团队”(CR-SI),它负责处理卡特彼勒品牌的二手设备。

在此基础上,CRSI通过卡特彼勒分布于全球各地的代理商开拓二手设备市场,如集团位于荷兰的专业二手设备代理商 Pon E-quipment,专门负责回购和出售卡特彼勒品牌的建筑施工二手设备,而代理商 IIASD 则在拉美地区提供二手设备,产品一经推出就获得了当地市场的广泛欢迎——全球每年有1000亿美元的二手设备交易,借助这一市场,卡特彼勒不仅能够充分挖掘设备价值,还能够通过资产余值的管理来降低违约事件中的信用损失。

余值管理能力的增强使卡特彼勒等厂商系设备金融公司敢于接受更高风险的融资申请。美国设备金融与租赁协会的数据显示,2006年至2007年,厂家的设备金融公司接受融资申请的比例约为85%,而银行提供的金融公司和独立设备金融公司接受申请的比例为65%,高出的20个百分点就是产融模式下设备金融公司风险边界的拓展,提高了贷款收益率。

在产融战略的第二个层次上,金融协同是核心,它的增值收益主要来自于产业组合稳定现金流支持下的资金成本节约,与产业集团共用的客户渠道降低了金融部门获取客户的成本,提高了人均利润率。最终结果是,厂家的设备金融公司在回报率上更具优势。

在产业部门支持下,金融部门得到了快速增长,并反过来服务于产业部门。2008年卡特彼勒金融业务为集团贡献了5.8亿美元的营业利润,相当于集团总营业利润的13%。更为重要的是,金融服务改变了产业部



“产融”结合创造价值

门的盈利模式,将传统制造部门的产品销售模式改为销售+服务模式,延长了服务期,在获取增值收益的同时,提高了业绩稳定性。

2 UPS：“物流+供应链金融”模式

UPS是全球最大的物流快递企业,上世纪90年代末进入金融服务领域。1998年UPS成立了子公司UPS资本(UPS Capital,简称UPSC),2001年5月,UPS并购了美国第一国际银行,将其与美国的金融牌照整合在一起,从而获得了美国本土的金融业务牌照,UPSC开始为客户提供各种供应链金融服务,包括存货融资、应收款融资等,近年来还提供信用保险、货物保险、中小企业贷款等金融服务。

由于银行对跨境业务风险难以控制,传统银行对国际贸易的存货融资要求较高,很多中小企业难以申请到存货融资或信用证融资。与传统银行相比,UPS的优势在于:

1.整合了物流、信息流和资金流,降低了信用风险控制的成本。作为一个物流企业,在整个融资过程中,抵押物(存货)始终掌控在UPS手中,从而有效控制了违约时的风险底线。

2.UPS多年发展起来的货物全球跟踪系统使贷款方可以随时掌握货物的动向,从工厂、海关到仓库,一切尽在掌握,即使借款人出现了问题,UPS的处理速度也要比会计师甚至海关机构快得多。

3.凭借多年建立的针对外贸企业的客户信息系统,UPS可以真正了解那些规模不大、但资信状况良好的中小企业的信息。显然,UPS做存货融资,风险要比传统银行低得多。

不过,UPSC的目的并不在于赚取金融服务的利差收益,它将节约的风险控制成本让渡给客户,以低成本金融服务来吸引更多客户享受它的全程物流服务,赚取更高的物流服务收益。2003年,UPS利用金融物流集成方案吸引了大批东南亚中小企业,解决了沃尔玛与供货商之间由来已久的资金周转矛盾。

作为强势的买方,沃尔玛通常会要求出口商垫付全额资金,货物到岸后才结清货款,这个过程的长达30天-90天,这对于很多中小制造商来说是一笔不小的资金负担,有些供应商甚至因此不敢与沃尔玛签订大单合约。为了解决这一矛盾,UPSC提出了一个系统性方案,由UPS代替沃尔玛与东南亚地区数以万计的出口商进行支付结算,只要他们的货一交到UPS手中,UPS保证在两周内把货款先打给这些出口商,以保证他们的流动资金周转。作为交换条件,这些出口企业必须把资金转出,全程货运业务交给UPS,并支付一笔可观的手续费,拿到货物的UPS再来和沃尔玛一对一结算。在这一过程中,出口商加速了资金周转,沃尔玛避免了和大量出口商的结算麻烦,而UPS则扩大了物流市场份额,赚取了丰厚的物流收益。

UPS产融战略的核心在于:物流业务降低了供应链金融业务中的风险控制成本,在奠定供应链金融业务优势的同时,UPS将节约的风险成本部分让渡给客户,以拓展物流市场份额和物流的衍生增值服务。

3 沃尔玛：“零售+消费信贷”模式

国际零售巨头沃尔玛也一直在努力推动零售与消费信贷的结合。根据沃尔玛自己的

测算,如果能够开设自己的零售银行,通过与零售业务共用推广渠道、客户信息和支付系统,沃尔玛零售银行可以大大节约推广信用卡的营销成本,降低客户信息管理成本和支付系统的运营成本,从而将信用卡的费率成本从2%降低到1%。沃尔玛的方案是将这1%的成本节约回馈给消费者:2005年沃尔玛发行了具有积分折扣功能的类信用卡“发现卡”,发现卡不收年费,可以在沃尔玛和其他加盟零售店铺使用,并可享受最多1%的购物折扣。1%的积分回馈将进一步巩固和扩大沃尔玛的客户群,并推动消费信贷业务的同步扩张。

在沃尔玛“零售+消费信贷”模式下,1%的成本优势在金融界引起了恐慌。目前沃尔玛还只能通过与其他银行的合作来拓展金融业务,沃尔玛庞大的消费群使银行对它既恨又爱,在坚决抵制其独立开设银行的同时,又趋之若鹜地想与它合作,这种谈判优势使沃尔玛在与银行的合作中通常占据了利益的大头,也变相分享了金融业务的收益。

沃尔玛产融战略的核心是:零售业务降低了消费信贷业务的营销和管理成本,公司通过将这种成本的节约让渡给消费者,进一步拓展零售业务的客户平台。

4 通用电气：“产业组合+综合银行”模式

卡特彼勒、UPS、沃尔玛等公司的产融战略是产业向相关金融业务的自然延伸,借

务特性,2008年以前GE金融每年融资前的现金缺口(净经营现金流-净投资现金支出)达到数十亿美元,2006年缺口达到290亿美元,2007年更进一步上升到400亿美元,2004年-2007年的年均资金缺口为200亿美元。

为了弥补资金缺口,债务融资成为GE金融最主要的资金来源。为了增强债务融资能力,GE集团为GE金融先后注入了500多亿美元的资本金,并开放自己的信用融资渠道供GE金融使用。此外,GE集团还将富余的经营现金用于购买GE金融的短期商业票据,这是GE金融短期融资的最主要工具。

作为一个金融企业,GE金融从GE集团内部得到了更特殊的支持——GE产业将其3A的信用评级移植到GE金融身上,使其能够获得比花旗、汇丰更低的资金成本,并由此打造了GE金融的核心竞争力。

对于实业企业,AAA级或者AA级的信用评级对企业的影响并不是很大。但对于GE金融则不同了,作为金融机构,赚的就是几个点的利差收益,谁能拿到更低成本的资金,谁就具有了这个行业的核心竞争力。GE金融在这方面具有得天独厚的优势。

3A评级给GE金融带来了很多好处,其中之一就是它能够获得高信用评级。GE金融在危机期间还能够重组债务,很大程度上应归功于它的高信用等级。GE金融之所以能够获得高信用评级,是由于GE金融的评级是由GE集团担保的。正是这些承诺在无

形中将GE与GE金融的信用评级绑在了一起,使GE金融分享了GE产业的高信用评级,并利用金融杠杆将这一好处放大了十几倍。

综上所述,GE金融的成长来自于GE产业护航下的高信用评级和低成本资金,它使GE金融从一开始就站在了巨人的肩膀上,享受了比花旗、汇丰这些有着百年历史的银行巨头们更低的资金成本,而在银行业务的金融杠杆作用下,几个点的资金成本优势被放大了十几倍、甚至几十倍,从而成为GE金融的核心竞争力。

在GE集团的呵护下,GE金融快速成长,每年20%以上的增长率显著超越了集团整体年均8%的增长速度,目前,GE金融已贡献了集团营业利润总额的40%-50%。但是,随着GE金融规模的扩张,新的问题开始显现,GE金融的风险资产规模已经超出了GE产业所能支撑的信用范围。一旦GE金融部门的风险失控,GE集团不仅无力援助,还可能被GE金融部门拖累而陷入财务危机。

5 启示：产业基础决定产融模式

从上述四个案例的分析中,我们看到产融战略是分层次的,在产业向金融自然延伸的第一个层次上,经营协同是核心,它的增值收益主要来自于产业支持下金融业务的经营成本节约,如卡特彼勒的“设备制造+设备金融”模式降低了违约成本,UPS的“物流+供应链金融”模式降低了信用风险控制成本,沃尔玛的“零售+消费信贷”模式节约了营销与管理成本。

在基于经营协同的产融结合中,企业向相关领域的金融业务拓展的前提是,产业本身必须是行业内的领导者。产业本身的领先优势决定了产融模式能否成功。

卡特彼勒是全球最大的工程设备制造商,这赋予了它建立标准化二手设备市场和

确立二手设备认证体系的能力,通过提高二手设备的流动性和余值来降低设备金融业务的风险。不过,一旦卡特彼勒的工程设备市场萎缩,二手设备的流动性和认证体系的权威性都将受到冲击,产融结合的价值创造机制也将同时消失。

UPS如果没有遍布全球的物流网和信息网,就很难发挥物流、信息流和资金流三合一的困难成本控制优势。如果沃尔玛不是凭借它广阔的零售客户平台,也很难获得银行青睐。坚实而广阔产业平台是嫁接金融业务、发挥产融优势的基础。

在产融战略的第二个层次上,金融协同是核心,它的增值收益主要来自于产业组合稳定现金流支持下的资金成本节约,如GE集团对GE金融的担保。但这一模式首先要求产业组合本身必须具有3A的信用等级,能够在经济低谷中仍保持充沛的现金流;其次,金融业务本身不能有太大的波动性,财险和再保险等高风险业务不适合产融模式;第三,金融业务的规模必须控制在一定范围内,不能超越产业部门的信用能力范围。

在我国,随着经济的发展,已经开始出现一批具有国际竞争优势的产业企业,如在家电领域、船舶制造领域、机械设备制造领域,包括新近崛起的高速列车制造领域,中国产品的国际竞争力正在增强,这在客观上为相关领域的产融结合奠定了平台基础。另一方面,中国制造的成本优势是无庸置疑的,但金融手段上的匮乏使得我们的企业在同欧美企业竞争时处于劣势。尽管有很多企业已经或正在涉足金融领域,但却不是基于产业与金融的融合。

海尔在做金融,但无论是它发起设立的海尔纽约人寿,还是控股的青岛商业银行、长江证券,都还没有实现与家电业务的完全融合。类似的企业还有很多,首钢成为生命人寿发起股东,万向集团(受石油价格影响)等钢铁,相比之下,国内企业需要谨慎对待地产、钢铁、有色金属等行业。

除了产业组合本身的现金流稳定性和高信用评级,金融业务的选择和规模控制也是很重要的。GE摒弃了保险,尤其是再保险等高风险金融业务,同时力争将金融业务的利润贡献控制在30%水平。可见,产融结合中的金融业务,应该是那些相对成熟的、风险可测的金融业务,并将其资产规模控制在“即使发生危机、需要补充资金时,产业自身的自由现金也足以支撑”的范围内。

总之,基于金融协同的产融结合对企业提出了更高的要求,除了企业自身的实力,股权结构的设计、金融业务的选择与资产规模的控制,都决定着模式的成败,只有在严格风险控制的基础上,产融结合才能够创造价值,而不至于损毁价值,甚至引发危机。

为了降低二手交易中信息不透明的风险,CRSI在成立之初就大力推广卡特彼勒二手设备认证(CCU),通过分级评定为买卖双方树立一个可信的价值标杆,而卡特彼勒则为所有经CCU认证的二手设备提供相应水平的保修和零配件更换服务。CRSI的认证使卡特彼勒的二手设备成为全球最保值的二手设备。

在此基础上,CRSI通过卡特彼勒分布于全球各地的代理商开拓二手设备市场,如集团位于荷兰的专业二手设备代理商 Pon E-quipment,专门负责回购和出售卡特彼勒品牌的建筑施工二手设备,而代理商 IIASD 则在拉美地区提供二手设备,产品一经推出就获得了当地市场的广泛欢迎——全球每年有1000亿美元的二手设备交易,借助这一市场,卡特彼勒不仅能够充分挖掘设备价值,还能够通过资产余值的管理来降低违约事件中的信用损失。

余值管理能力的增强使卡特彼勒等厂商系设备金融公司敢于接受更高风险的融资申请。美国设备金融与租赁协会的数据显示,2006年至2007年,厂家的设备金融公司接受融资申请的比例约为85%,而银行提供的金融公司和独立设备金融公司接受申请的比例为65%,高出的20个百分点就是产融模式下设备金融公司风险边界的拓展,提高了贷款收益率。

在产融战略的第二个层次上,金融协同是核心,它的增值收益主要来自于产业组合稳定现金流支持下的资金成本节约,与产业集团共用的客户渠道降低了金融部门获取客户的成本,提高了人均利润率。最终结果是,厂家的设备金融公司在回报率上更具优势。

在产业部门支持下,金融部门得到了快速增长,并反过来服务于产业部门。2008年卡特彼勒金融业务为集团贡献了5.8亿美元的营业利润,相当于集团总营业利润的13%。更为重要的是,金融服务改变了产业部

助经营上的协同效应来降低金融业务成本,实现双赢。与上述三家公司不同,通用电气(GE)的产融模式更加复杂。GE金融最初只是GE集团内部的一个副产品,是为制造部门提供金融服务的内部企业,经过十多年发展,今天GE金融的销售收入在GE集团中的占比从最初的3.6%上升到40%,贡献了营业利润的40%-50%,其中仅有2%的收入来自于内部服务,其余98%的收入都来自于外部服务——今天,GE金融的资产规模达到5730亿美元,占GE集团总资产的70%以上,如果单独剥离出来,它可以位列全美十大商业银行,堪比JP摩根等老牌银行。

很多人都知道GE的“六西格玛原则”和“数一数二原则”,但在GE内部,与这些原则同样重要、甚至更为重要的一个原则却鲜为人知,它就是GE的“3A价值法则”——根据这一法则,GE集团整体的信用评级必须保持在最高级别3A级,任何会危害这一评级的业务都必须抛弃。

为了实践这一原则,GE放弃了煤炭、网络等高风险、业绩不可预测的产业。2006年到2007年GE剥离了新材料和塑料业务,因为这两项业务的成本和与石油价格高度相关,而石油价格是当今世界上最难预测的价格之一。GE集团产业组合的稳定业绩为它赢得了投资者的信任和评级公司长达十多年的3A评级,而产业部门业务组合的高信用等级优势成为GE产融战略的核心。

GE旗下各工业部门都是能够产生丰厚现金流的业务,那么GE金融则完全不同,它是GE集团里的负债“大户”。最近几年,GE产业部门每年可产生约200亿美元的净经营现金流,在剔除投资并购支出后,年均保持140亿美元的自由现金流,这些现金在分红和股票回购后,大多进入了GE金融的现金池。

与GE的产业经营不同,金融业务以资产推动增长的特征决定了其高耗现金流的财

形中将GE与GE金融的信用评级绑在了一起,使GE金融分享了GE产业的高信用评级,并利用金融杠杆将这一好处放大了十几倍。

综上所述,GE金融的成长来自于GE产业护航下的高信用评级和低成本资金,它使GE金融在危机期间还能够重组债务,很大程度上应归功于它的高信用等级。GE金融之所以能够获得高信用评级,是由于GE金融的评级是由GE集团担保的。正是这些承诺在无

形中将GE与GE金融的信用评级绑在了一起,使GE金融分享了GE产业的高信用评级,并利用金融杠杆将这一好处放大了十几倍。

综上所述,GE金融的成长来自于GE产业护航下的高信用评级和低成本资金,它使GE金融在危机期间还能够重组债务,很大程度上应归功于它的高信用等级。GE金融之所以能够获得高信用评级,是由于GE金融的评级是由GE集团担保的。正是这些承诺在无



通用电气

沃尔玛