

德隆资金链的断裂¹

近年来，许多民营企业为了应对激烈的市场竞争，壮大自身的实力，通过联合、兼并、控股参股等经营手段形成了跨行业跨部门跨经营的具有庞大经济规模的大型集团企业。这对调整产业结构、优化资源配置、提高企业的整体运营效益具有深远的意义。但企业并购给企业集团如何进行更优化的资金链管理提出了很高的要求。资金链问题已经成为许多集团企业发展中共同面临的问题。

本章选取德隆作为案例。德隆的规模极其庞大，横跨实业和金融两个领域，旗下拥有至少 177 家子公司以及 6 家上市公司，是一个复杂的集团公司。德隆的资金链状况比起一般的集团公司，更加错综复杂，其资金链的风险也更加隐蔽和难以控制。对于德隆存在的问题，许多人从不同角度进行了分析。本章的分析与他人不同之处在于，通过对德隆系上市公司这个窗口来观察其当时整个集团面临的资金链危机。

1 德隆帝国的崩塌

1. 德隆概貌

“德隆”这两个字的庞大，远远超过人们的想象。“德隆”不仅是指“德隆母公司”产生发展过程中的阶段性公司即新疆德隆国际实业总公司、新疆德隆（集团）有限责任公司、德隆国际控股有限公司、德隆国际战略投资有限公司等公司，还包括德隆旗下绝对控股的新疆屯河、沈阳合金、湘火炬等作为老三股的三家国有上市公司以及后来的天山水泥、中燕、重庆实业等被称为新三股的上市公司，以及以老三股为核心，控股、参股的一百七十多家涉及数十个产业的子公司、孙公司，二十余家信托、证券、租赁公司以及商业银行等金融机构。^[7]除此之外，“德隆”还包括由德隆国际的合伙人或者高层管理人员以自然人身份注册的、完全受德隆控制和摆布的、在最多的时候曾经达到 130 多家的“影子”公司或者说“壳公司”。

2004 年之前的德隆，作为一个民营企业，同时又作为一个插手金融和实业两个领域的巨头，梦想着创建像 GE 那样产融结合的庞大的“金融控股公司”。至少在表面上，德隆当时已经将摊子铺得很大，做出了金融实业帝国的雏形。无论从实业领域、金融领域、还是股票市场上，德隆可以说都已经显露了“德隆帝国”的模样。

在实业领域，德隆在 1997 年—2004 年不到七年的时间里，通过并购，打造了漫长无比的产业链。据不完全统计，德隆旗下直接控股或由老三股控股参股的公司至少有 177 家，其涉及的产业包括番茄酱、汽车零部件、水泥、电动工具、精细化工、畜牧业、旅游、农业、文化娱乐等各个产业，“产业帝国”极其庞大。德隆一致宣称试图通过高速的并购来整合产业链——引用德隆国际董事局主席唐万里的话来说，德隆的并购是以“创造中国传统产业新价值为己任，谋求成为中国传统产业新价值的发现者和创造者。致力于通过产业整合的手段改善产业结构，增强产业竞争力以获取长期的利益回报和企业的可持续发展。”

在金融领域，德隆通过老三股（新疆屯河、沈阳合金、湘火炬）直接或间接控股的方式，将新疆金融租赁、金新信托、德恒证券、伊斯兰信托、恒信证券、中富证券、大江信托等多家金融公司也纳入麾下，其中金新信托、德恒证券先后成为德隆融资和炒作老三股的中心平台。而 2001 年后，由原重庆证券、金新信托注资成立的上海友联经济战略管理研究中心有限公司（简称“友联中心”）在上海成立之后，友联便成为德隆管理控制其参股或控股的各金融机构的中心公司。截至 2004 年，德隆共控制了包括证券、租赁、信托等在内的二十余家非银行金融机构，并在 2001 年后，开始进入商业银行体系，并分别参股控股了昆明市商业银行、株洲市商业银行和南昌市商业银行等多家商业银行机构。

¹ 本案例完成于 2007 年 6 月。

全国Mini-MBA职业经理双证班



精品课程 权威双证 全国招生 请速充电

你可能准备跳槽或者求职, 却为缺少行业经验和专业证书而被用人单位百般挑惕!

你可能目前衣食无忧, 但随着年龄的增长和社会竞争压力的增大, 因为得不到专业的全新培训而失去竞争的机会和面临被淘汰的危机。

美华教育携手中国经济管理大学面向全国举办迷你 MBA 职业经理双证书班, 毕业颁发双证书。

招生专业及其颁发证书

认证项目	颁发双证	学费
全国《职业经理》MBA 高等教育双证书班	高级职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修结业证书	1280 元
全国《人力资源总监》MBA 双证书班	高级人力资源总监职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修证书	1280 元
全国《生产经理》MBA 高等教育双证班	高级生产管理职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修结业证书	1280 元
全国《品质经理》MBA 高等教育双证班	高级品质管理职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修结业证书	1280 元
全国《营销经理》MBA 高等教育双证班	高级营销经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修结业证书	1280 元
全国《物流经理》MBA 高等教育双证班	高级物流管理职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育结业证书	1280 元
全国《项目经理》MBA 高等教育双证班	高级项目管理职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修结业证书	1280 元
全国《市场总监》MBA 高等教育双证书班	高级市场总监职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修结业证书	1280 元
全国《酒店经理》MBA 高等教育双证班	高级酒店管理职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修结业证书	1280 元
全国《企业培训师》MBA 高等教育双证班	企业培训师高级资格认证毕业证书+2 年制 MBA 高等教育研修证书	1280 元
全国《财务总监》MBA 高等教育双证班	高级财务总监职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修结业证书	1280 元
全国《营销策划师》MBA 双证书班	高级营销策划师高级资格认证证书+2 年制 MBA 高等教育研修证书	1280 元
全国《企业总经理》MBA 高等教育双证班	全国企业总经理高级资格证书+2 年制 MBA 高等教育研修结业证书	1280 元
全国《行政总监》MBA 高等教育双证班	高级行政总监职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育结业证书	1280 元
全国《采购经理》MBA 高等教育双证班	高级采购管理职业经理资格证书+2 年制 MBA 高等教育结业证书	1280 元
全国《IE 工业工程管理》MBA 双证班	高级 IE 工业工程师职业资格证书+2 年制 MBA 高等教育结业证书	1280 元
全国《企业管理咨询师》MBA 双证班	高级企业管理咨询师资格证书+2 年制 MBA 高等教育结业证书	1280 元



【授课方式】 全国招生、函授学习、权威双证

我校采用国际通用3结合的先进教育方式授课：远程函授+视频光盘+网络学院在线辅导（集中面授）



【颁发证书】 学员毕业后可以获取权威双证书与全套学员学籍档案

- 1、毕业后可以获取相应专业钢印《高级职业经理资格证书》；
- 2、毕业后可以获取2年制的《MBA研究生课程高等教育研修结业证书》；



【证书说明】

- 1、证书加盖中国经济管理大学钢印和公章（学校官方网站电子注册查询、随证书带整套学籍档案）；
- 2、毕业获取的证书与面授学员完全一致，无“函授”字样，与面授学员享有同等待遇，证书是学员求职、提干、晋级的有效证明。



【学习期限】 3个月（允许有工作经验学员提前毕业，毕业获取证书后学校仍持续辅导2年）



【收费标准】 全部费用1280元（含教材光盘、认证辅导、注册证书、学籍注册等全部费用）

函授学习为你节省了大量的宝贵的学习时间以及昂贵的MBA导师的面授费用，是经理人首选的学习方式。



【招生对象】

- 1、对管理知识感兴趣，具有简单电脑操作能力（有2年以上相应工作经验者可以申请提前毕业）。
- 2、年龄在20—55岁之间的各界管理知识需求者均可报名学习。



【教程特点】

- 1、完全实战教材，注重企业实战管理方法与中国管理背景完美融合，关注学员实际执行能力的培养；
- 2、对学员采用1对1顾问式教学指导，确保学员顺利完成学业、胸有成竹的走向领导岗位；
- 3、互动学习：专家、顾问24小时接受在线教学辅导+每年度集中面授辅导



【考试说明】

1. 卷面考核：毕业试卷是一套完整的情景模拟试卷（与工作相关联的基础问卷）
2. 论文考核：毕业需要提交2000字的论文（学员不需要参加毕业论文答辩但论文中必修体现出5点独特的企业管理心得）
3. 综合心理测评等问卷。



【颁证单位】

中国经济管理大学经中华人民共和国香港特别行政区批准注册成立。目前中国经济管理大学课程涉及国际学位教育、国际职业教育等。学院教学方式灵活多样，注重人才的实际技能的培养，向学员传授先进的管理思想和实际工作技能，学院会永远遵循“科技兴国、严谨办学”的原则不断的向社会提供优秀的管理人才。



【承办单位】

美华管理人才学校是中国最早由教委批准成立的“工商管理MBA实战教育机构”之一，由资深MBA教育培训专家、教育协会常务理事徐传有教授担任学校理事长。迄今为止，已为社会培养各类“能力型”管理人才近10万余人，并为多家企业提供了整合策划和企业内训，连续13年被教委评选为《优秀成人教育学校》《甲级先进办学单位》。办学多年来，美华人独特的教学方法，先进的教学理念赢得了社会各界的高度赞誉和认可。



【咨询电话】13684609885 0451--88342620

【咨询教师】王海涛 郑毅

【学校网站】<http://www.mh.jy.net>

【咨询邮箱】xchy007@163.com



【报名须知】

- 1、报名登记表格下载后详细填写并发送邮件至 xchy007@163.com (入学时不需要提交相片，毕业提交试卷同时邮寄4张2寸相片和一张身份证复印件即可)
- 2、交费后请及时电话通知招生办确认，以便于收费当日学校为你办理教材邮寄等入学手续。



【证书样本】(全国招生 函授学习 权威双证 请速充电)

(高级职业经理资格证书样本)

(两年制研究生课程高等教育结业证书样本)



【学费缴纳方式】(请携带本人身份证到银行办理交费手续，部分银行需要查验办理者身份证)

方式一	学校地址	<p>邮寄地址：哈尔滨市道外区南马路 120 号职工大学 109 室</p> <p>邮政编码：150020 收件人：王海涛</p>
方式二	学校帐号 (企业账户)	<p>学校帐号：184080723702015 账号户名：哈尔滨市道外区美华管理人才学校</p> <p>开户银行：哈尔滨银行中大支行 支付系统行号：313261018018</p>
方式三	交通银行 (太平洋卡)	<p>帐号：40551220360141505 户名：王海涛</p> <p>开户行：交通银行哈尔滨分行信用卡中心</p>
方式四	邮政储蓄 (存折)	<p>帐号：602610301201201234 户名：王海涛</p> <p>开户行：哈尔滨道外储蓄中心</p>
方式五	中国工商银行 (存折)	<p>帐号：3500016701101298023 户名：王海涛</p> <p>开户行：哈尔滨市道外区靖宇支行</p>
方式六	建设银行帐户 (存折)	<p>中国人民建设银行帐户(存折)： 1141449980130106399</p> <p>用户名：王海涛</p>
方式七	农业银行帐户 (卡号)	<p>农业银行帐户(卡号)： 6228480170232416918 用户名：王海涛</p> <p>农行卡开户银行：中国农业银行黑龙江分行营业部道外支行景阳支行</p>
方式八	招商银行 (卡号)	<p>招商银行帐户(卡号)： 6225884517313071 用户名：王海涛</p> <p>招商银行卡开户银行：招商银行哈尔滨分行马迭尔支行</p>

可以选择任意一种方式缴纳学费，收到学费当天，学校就会用邮政特快的方式为你邮寄教材、考试问卷以及收费票据。

在股票市场上，德隆的表现同样十分惊人。作为德隆三驾马车的“老三股”新疆屯河、湘火炬和沈阳合金的股价涨幅惊人。1997年至2003年以来，沈阳合金6年的累计涨幅达2597%，而湘火炬、新疆屯河的累计涨幅接近1000%。即使在2002年大盘狂跌的过程中，德隆系的这三只“老三股”仍然保持强劲的市场表现。股价持续上升时间之长，年度涨幅之大，使无数曾创造神话的牛股诸如银广夏、东方电子乃至后来的世纪中天、正虹科技等都难以望其项背。

2. 崩塌过程简介

早在2001年，中科创业的庄家吕梁操纵股价引起监管部门注意，而吕梁恰好也是德隆系两只股票的设计者，这引发了相关监管部门对德隆的一次摸底调查，一是看德隆并购那么多国企，有没有造成国有资产流失，二是看德隆资金的来源，三是查一下德隆有无明显的违法操作。结果不得而知，但无疑银行部门此后对德隆合作项目开始变得谨慎。当年，郎咸平对于德隆发展模式的疑问，也引发了市场对德隆信用的怀疑。德隆持股的金新信托在当年遭遇了客户挤兑风波，造成的资金缺口高达20多亿。德隆为了弥补这个缺口，开始大量挪用旗下上市公司的资金。这为后来的德隆资金链危机埋下伏笔。

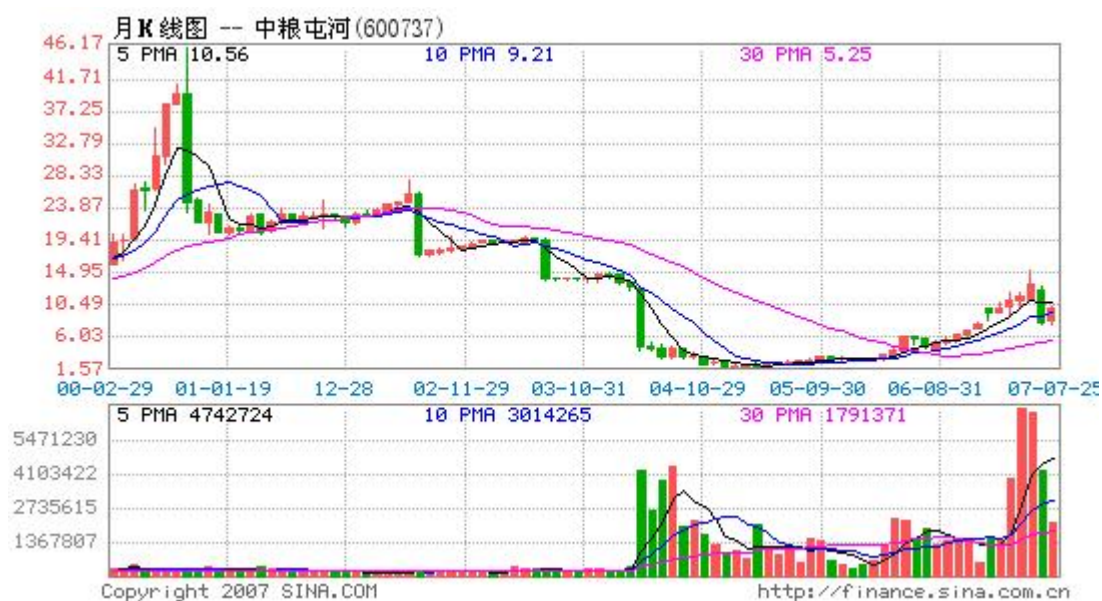
2003年，中国股市已经持续低迷两年多了，上证指数在当年11月13日降至1307点，创出1999年来的股指最低点位。在当年，许多庄股不断“跳水”成了股市里的一道风景线。率先拉开序幕的是世纪中天，该股于2003年4月中旬开始连续拉出12个跌停板，随后紧跟而上的有正虹科技、徐工科技、昌九生化、宏智科技、科大创新等庄股，这些庄股少则拉出4、5个跌停板，多则8、9个跌停不等。而到了11月份新疆啤酒花的跳水又再次向世纪中天的12个跌停板发起挑战。庄股的这种大面积高台跳水对于当时的中国股市无疑是雪上加霜。而到了2004年4月，德隆老三股的噩梦也开始了。

其实，早在2003年11月啤酒花事件之后，新疆的金融环境就开始非常紧张。啤酒花事件之后，银行不允许企业之间进行互相担保企业，而且原来的贷款也要重新变更贷款方式，必须用资产进行担保。德隆开始应银行的要求，频繁质押其在几家上市公司的股权，对原来的贷款进行质押保证。这引发了市场的不信任。2004年3月，在国内一家地方杂志《商务周刊》发布了德隆资金链断裂的消息之后，市场上对德隆的质疑开始越来越强烈，德隆开始出现了信贷危机，一些银行开始拒绝向德隆发放贷款，之后，关于德隆资金链断裂的传言愈演愈烈。而德隆实际的资金环境也越来越紧张，各家银行的总行已经多各分支机构发出不成文的指示，不再给德隆发放新的贷款，而且还在逐步收回已经发放给德隆的贷款，要求在年底之前全部压回。也就是说，德隆将成为没有银行贷款的企业。缺少银行贷款，这对于一个大型企业来说是致命的。2004年4月，由于资金链危机，德隆决定卖出手中持有的老三股股票。然而在4月13日，健侨证券刚一抛出沈阳合金的股票，当天合金股票就跌停，4月14日，新疆屯河和湘火炬跌停，而沈阳合金于同一天再次跌停。自4月12日至4月21日，新疆屯河、湘火炬、沈阳合金的跌幅分别为46%、42%、42%，流通市值共缩水61亿元。德隆系的老三股自此全线崩盘。图1—3是这三只股票的价格走势图。



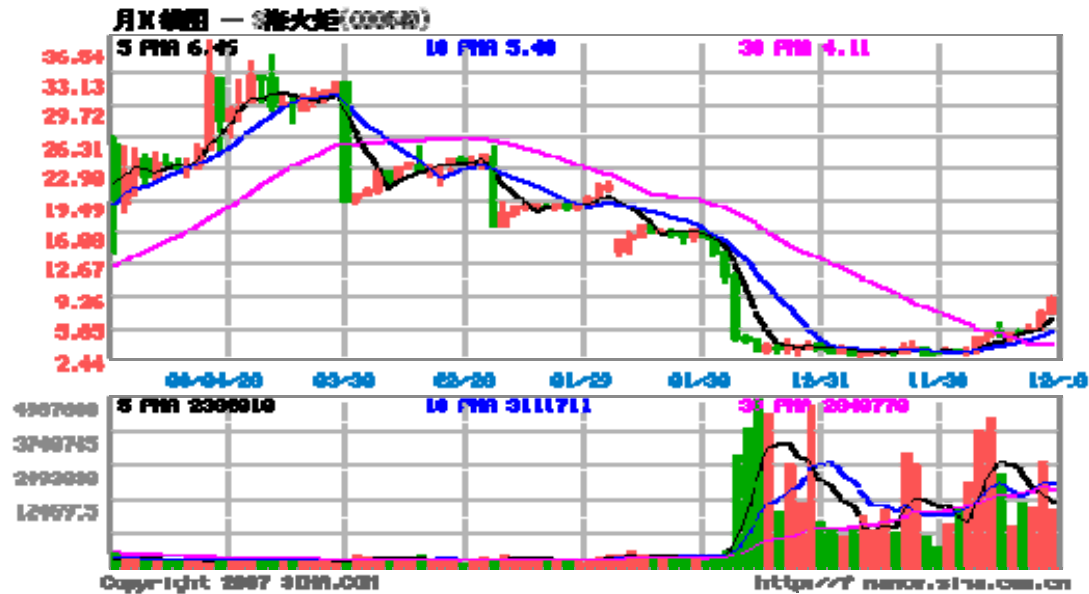
资料来源：新浪财经股票频道

图1 沈阳合金月k线图



资料来源：新浪财经股票频道

图2 新疆屯河（2005年改名中粮屯河）月k线图



资料来源：新浪财经股票频道

图3 湘火炬月k线图

自从老三股崩盘之后，德隆一系列优质资产被迫出卖。2004年5月，新疆建设兵团国资局控制的上市公司冠农股份（600251）以8700万元价格收购罗布泊钾盐51.2%股权；6月，中国非金属材料总公司以2.6亿元购买德隆旗下全国第三大水泥生产企业天山股份（000877）5100万股股权；8月，上汽集团洽购德隆旗下重庆红岩汽车股权。2004年5月30日，德隆国际首度公开承认“德隆全系统处于危机最深重、困难最严重的时期”。此后，德隆危机进一步升级。2004年6月，上海市第一中级人民法院同时开庭审理了两起有关德隆的案件，各地债权人纷纷通过法律途径向德隆索债，德隆在各地的资产大部分被冻结。

2004年8月26日，新疆德隆（集团）有限责任公司、德隆国际战略投资有限公司、新疆屯河集团与华融公司签订了《资产托管协议》，协议中称三家公司将其拥有的全部资产不可撤回地全权托管给了华融公司，由华融公司行使全部资产的管理和处置权利。2004年9月4日，华融接受中国证监会委托对德隆旗下的三家证券机构德恒证券、恒信证券、中富证券进行托管经营。华融接管德隆之后，对大多数资产采取了被动性处置资产的方法，德隆的许多已经整合或者正在整合的产业被拆开来，重新进入其他公司。华融先是向德隆系屯河股份和天一实业发放了总额为2.3亿元的过桥贷款，之后一系列重组德隆资产的活动开始展开。在2005年8月，湘火炬被重庆重汽收购；之后，世界五百强之一的中粮集团控股了新疆屯河，并将之改名为“中粮屯河”；2005年9月，辽宁省机械集团成为沈阳合金投资的第一大股东。许多国字头、中字头企业以及其他大型企业纷纷入主原德隆系公司。

至此，规模巨大的德隆帝国已经无法掌握自己的命运，彻底瓦解。

此后，关于德隆的一系列问题在学术界开始引起争议。有人质疑德隆的这种大规模产业整合的盈利模式，也有人称德隆为产业整合的理想而艰苦奋斗的勇士。但2006年1月份，武汉市中级人民法院终于对德隆的一系列融资方式、资本运作行为等作出了法律上的定论。起诉书称，德隆系公司变相吸收公众存款450亿元，其中未兑付金额172亿元，涉嫌非法吸收公众存款罪；自1997年3月至2004年4月，德隆系公司使用24705个股东账号操纵新疆屯河、合金投资、湘火炬三只股票（以下简称“老三股”），累计盈利98.61亿，涉嫌操纵证券交易价格罪。

2 德隆的产业并购战略及实施

现在，我们回过头来看看德隆的战略。德隆在整个金融和实业领域的口号是，建立一个金融控股帝国。而在实业上的战略，德隆首先提出了“以‘创造中国传统产业新价值’为己任，谋求成为中国传统产业新价值的发现者和创造者。致力于通过产业整合的手段改善产业结构，增强产业竞争力以获取长期的利益回报和企业的可持续发展”的总体战略定位。德隆认为实现这个战略的方法是：通过行业研究确定目标，制定行业战略；选择目标企业并长期跟踪，伺机收购；通过兼并、收购，形成产业经营平台，取得行业领先地位；最后进行产业整合，发挥协同效应，拓展业务规模和范围，强化核心竞争能力。

一言以蔽之，德隆希图通过高速并购来实现对产业链的整合。德隆的愿景是，在战略投资行业成为龙头，3 至 5 年内成为全球五百强企业之一，建立一个世界级的“企业精英俱乐部”，汇集最多领袖级经营人才，成为连接中国与世界经济主流的桥梁。

正是在这样的产业整合思路下，德隆先后在 1997 年收购了新疆屯河，顺利完成了对新疆地区水泥产业的整合，并在 1999 年，又完成了新疆屯河从水泥产业向番茄产业的主业转换。1998 年，德隆收购了沈阳合金、湘火炬两家上市公司，以这两家公司为平台完成了对机电制造、重汽车行业的进军。这两家上市公司和新疆屯河一起，并称德隆的“老三股”。

德隆的老三股对整个德隆帝国的构筑起着地基式的作用。德隆以老三股为平台，不但先后控股、持股多家信托、证券机构，构建起德隆系的金融帝国，更重要的是以一系列高速度、大规模的企业并购为手段进行产业整合，打造了一条条产业链，以达到德隆整合产业实现产业规模效益的战略。

德隆自从 1998 年开始，便开始了高速并购的行程，并且一发不可收拾。德隆充分利用资金，通过收购、兼并手段，以自己控制的六家上市公司为平台，至少形成了以下四条略具规模的产业链：以新疆屯河为平台的杏酱、番茄酱加工产业链，从种植一直到加工、销售；以湘火炬为平台的汽车行业的产业链；以沈阳合金为平台的机电制造产业链；以天山股份为平台的水泥建材制造产业链；其他的还有以深圳明斯克航母主题公园—大西部旅游—北京迪厅—喜洋洋文化为核心的文化旅游产业链；以罗布泊钾盐为代表的矿业等等。^[1]但德隆似乎对新三股的产业整合战略一直含糊其辞，同时由于后期资金一直紧张，新三股始终未能形成明确的主业和相应的产业链。

德隆在实施产业整合战略的过程中，一直在进行着规模巨大的企业并购活动。例如 2000 年沈阳合金，以 1.12 亿元收购“嘉利电子科技（苏州）有限公司 51% 股权，同时以自有资金 3000 万元参股厦门联合信托投资有限责任公司。合计需要 1.5 亿元资金。2000 年湘火炬以 3606.8 万元控股江苏兴达钢帘线股份有限公司、7000 万元受让湖南证券股份，合计需要资金 1.3606 亿元。如此大规模的并购活动，毫无疑问的需要大量的资金支持。

3 德隆系上市公司：五次配股融资

有资料显示，德隆至少控制了 10 多家上市公司，但其中规模比较大的有 6 家，即“老三股”和“新三股”。新疆屯河（全称新疆屯河投资股份有限公司）、湘火炬（全称湘火炬汽车集团有限责任公司）、沈阳合金（全称沈阳合金投资有限责任公司）构成德隆“老三股”，而“新三股”则有 1999 年后陆续控制的北京中燕、天山股份、重庆实业。

我们对德隆资金链危机的观察，主要从这六家上市公司入手。通过观察这六家上市公司的公开财务数据，来分析德隆的资金危象。

1. 新疆屯河等四家配股资金大半用于企业并购

一般说来，大股东通过上市公司再融资，配股、发行新股等都是正常的融资手段。根据公开资料显示，德隆通过其控制的上市公司进行再融资的记录有五次，即 1998 年 4 月沈阳

合金以 10 配 3 募得资金 7489 万元；1999 年，新疆屯河 10 配 3 募集资金 2.39 亿元；2000 年湘火炬 10 配 3 募集资金 5.6 亿元；2000 年，天山股份 10 配 3 募集资金净额 1.765 亿元；2000 年 11 月，重庆实业 10 配 3 募集资金净额 8727 万元。前四次配股融资的总金额为 10.5039 亿元。

我们来看一下前四家上市公司配股资金的用途。1998 年，沈阳合金配股资金 7489 万元，其中真正用于宣称的投资“太空梭”动感电影设备的有 3200 万元，计划用于搬迁技术改造的有 4900 万元，实际投入 2748 万元，有 2000 多万元用处不详；2000 年，新疆屯河配股融资 2.39 亿元，其中科林番茄制品分公司技术改造的有 7183 万元，另外 1.67 亿元改用于并购、投资活动，包括 5435 万元收购屯和硫磺沟水泥厂，3398 万元兴建番茄汁制品公司，7800 万元用于增资控股畅通番茄制品有限公司；湘火炬 2000 年配股资金 5.6 亿元，其中用于宣称的上市公司各个技术改造、扩大生产等的资金为 2.14 亿元，另外 3.4 亿元的资金用于或改用于其他企业的并购和投资。而天山股份配股所取得的资金，完全用于并购新疆屯河的水泥产业，以帮助完成新疆屯河由水泥向番茄酱的“产业转换”大业。

沈阳合金、新疆屯河、湘火炬和天山股份的配股资金大部分用于并购新企业，基本与配股说明说中的资金流向相同。这说明在初期，德隆通过进行配股从股市融资是进行产业整合的一个重要的融资来源之一。然而值得注意的是，湘火炬 2000 年的配股资金出现了改变，不是按配股说明书中的用途来使用，而是用于企业并购。其中“汽车制动片扩产项目”计划投入 4010 万元，实际投入 1003 万元，剩余资金改用作并购山西重汽资金；钢连线设备制造项目，计划投入 2910 万元，实际投入 389 万元，剩余资金也改用作并购山西重汽资金。从以上数据中可以看出，10.5039 亿元的配股资金，大部分被德隆用为或改用为对其他新企业的并购和投资，配股资金在企业并购上的比例高达 68%，达到 7.155 亿元。真正用于企业产品结构调整和技术改造的，只有约 3.3489 亿。3.3486 亿元，对这四个如此规模巨大的上市公司来说，3.3489 亿元的资金用于技术改造、扩大再生产，是远远不够的。德隆只是一味的并购，却不肯投入资源对原购进的企业进行整合和提高，好比不断买进工具、材料，却不愿花时间和精力进行整合生产，这样下去，是无法获得自己预期的产业整合效益的。而对德隆上市公司的财务数据进行分析，也证实了德隆产业整合效益不高这一点。

表 1 德隆系上市公司历年配股资金流向表 (单位：亿元)

上市公司名称	配股时间	配股资金总额	用于新企业并购	用于原有产业技改、扩产等	并购资金所占比例
沈阳合金	1998 年	0.748	0.32 亿	0.2748	28.74%
新疆屯河	2000 年	2.39	1.67	0.72	69.87%
湘火炬	2000 年	5.6	3.4	2.14	60.71%
天山股份	2000 年	1.765	1.765	0	100%
合计		10.5039	7.155	3.3489	68%

2. 重庆实业配股资金流向改变，改投德隆系关联公司

现在，我们再看一下 2000 年 11 月份重庆实业的配股资金流向。2000 年，重庆实业 10 配 3 配售新股人民币普通股 600 万股，配售价格为每股 15 元，扣除发行费用及中介机构费用后，实际募集资金 85,812,430.35 元。

在原配股说明说中，重庆实业是这样描述其资金流向的：计划募集货币资金 9000 万，扣除各种发行费用 273 万元后，配股资金原定用作以下用途：投资 4,000 万元建设年产电力微机故障录波测距仪 600 套项目；投资 7,000 万元建设年产电力配电自动化系统 50 套项目；投资 2,500 万元对重庆泰格电气有限公司进行增资扩股；配股资金将全部用作这三个项目的投资，不足部分以银行存款支付。

但在配股回访书中，却发现资金流向已经有了改变：原定三个项目都未上马，配股资金先是用作几笔投向德隆关联企业委托理财资金，后改用作并购北京明斯康达和扬州东方易特公司的资金。

第一次配股资金流向改变，在 2001 年度配股回访报告中有这样的说明：2001 年将自有资金 1700 万元委托重庆联动科技有限公司进行国债投资，委托期限为 2001 年 1 月 10 日至 2001 年 6 月 30 日，投资收益为 121.125 万元，本金与收益已按时收回；将自有资金 2000 万元委托重庆明慧科技资讯有限公司进行国债投资，委托期限为 2001 年 1 月 10 日至 2001 年 6 月 30 日，投资收益为 142.5 万元，本金与收益已按时收回；将自有资金 2000 万元委托中国科技国际信托投资有限责任公司进行国债投资，委托期限为 2001 年 3 月 7 日至 2002 年 3 月 7 日，双方约定年利率为 11.02%，超额部分作为中国科技国际信托投资有限责任公司的管理费。到 2001 年底，此次配股资金合计有 2000 万元作为理财资金投资在外，6000 万资金没有说明用途。但重庆实业 2001 年年报显示：2001 年期末，公司短期投资为 226.3 万元，长期投资为 0，产生的现金流量净额为 -5372 万元。这与配股回访报告的不同不仅让人生疑，是不是被德隆挪作他用，已经不得而知。

第二次配股资金流向改变，重庆实业改用作并购北京明斯康达和扬州东方易特公司的资金。在公司 2002 年报中可以看出，这两家并购公司的法人代表都是罗敏，而罗敏同时既是重庆实业的总经理，又一度曾是德隆国际核心决策组织——执行委员会的成员。这两家公司，很明显是德隆系关联公司。继续看重庆实业在控制了这两家公司之后的事项。在第二年，即 2002 年，重庆实业就与中国农业银行扬州市分行签订了保证合同，为控股子公司扬州东方易事特向该行贷款提供 3000 万元担保；又为北京瑞斯康达向中国建设银行北京长安支行申请授信额度 4000 万元。2003 年 6 月，重庆实业再次为控股子公司北京瑞斯康达向华夏银行北京万柳支行申请授信额度 4500 万元提供担保。

重庆实业募集资金流向的改变，从对原企业生产项目的投资改为对关联企业的委托理财，再改为对关联公司的并购投资，这说明德隆至少在重庆实业上放弃了对旗下上市公司的主业的巩固和发展，转而继续自己的大规模并购方法来做大自己。而在并购成功之后，德隆又立刻开始利用控股子公司从银行贷款，后面我们还将看到，这些银行贷款后来以关联交易、委托理财的方式被德隆大量占用。这不得不让人怀疑德隆并购新企业的目的是为了产业整合而并购，还是为融资而并购？

而 2001 年，随着德隆系的日益扩大和从监管机构对公司从股市融资的条件日益严苛，德隆的融资渠道变得狭窄，进行产业并购所需的大量资金来源减少了。^[14]德隆选择了并购一家公司之后，再由母公司为被并购公司提供担保的方式从银行获得资金，然后继续投入去并购新的公司，然后再进入新的融资循环。通过这样一种方式，使银行成为“血库”，支持德隆的资金连不致断裂。

重庆实业配股资金流向的改变，既可以看作是重庆实业沦为德隆提款机的开始，也说明德隆已经开始被资金所拖累，德隆维持高速并购的资金链已经开始变得紧张。

4 德隆系上市公司：获取银行信贷资金

2001 年之后，由于当时宏观政策的影响，并且随着德隆系产业的扩大，上市公司再融资要受到多种条件限制。德隆从 2001 年起再也未能从股市上融资，利用上市公司从股票市场上再融资的道路被切断。从 2001 年到 2003 年，银行开始成为德隆系融资的“血库”。

德隆作为一个民营企业，能从银行获得大量贷款，这似乎比较奇怪。在我国，银行信贷历来以国有企业为主要对象。《2006 年中国第七次私营企业抽样调查数据分析报告》中称：“私营企业向银行借贷是一个老大难问题。85.5% 的业主感到贷款存在这样那样的困难，14.5% 的人没有回答这个问题。贷款难的原因分布确实发生了一定程度的变化，

手续繁杂问题的影响面缩小了，但是抵押、担保条件太苛刻等问题更加突出了，贷款成本高，其影响面扩大了 37.8%。”但德隆却充分利用了这个体制缺陷，通过进入国有上市公司的方式，利用自己控制的数家国有上市公司的信誉获得了大量银行信贷资金。德隆高层曾说过，与德隆有过合作关系和股权关系的上市公司已超过 120 家，德隆可以动用的资产超过 1200 亿。唐万里也说过，德隆所获授信额度是民营企业中最高的。^[16]对金融体制缺陷的巧妙运用，银行信贷在 2001 年到 2003 年，成为德隆通过上市公司融资的重要渠道之一。

1. 长、短期借款激增，出现短贷长投现象

首先，让我们先来看一下德隆的老三股即新疆屯河、湘火炬、沈阳合金 1998 年—2003 年 6 年间三家上市公司的银行长短期借款数据。

表 2 老三股历年银行贷款明细数目表（单位：亿元）

公司	新疆屯河		沈阳合金		湘火炬	
	短期借款	长期借款	短期借款	长期借款	短期借款	长期借款
1998	1.24	0.591	2.7	0.6	1.29	0.1007
1999	1.86	1.01	3.1	2.6	3.85	0.4068
2000	4.2	2.9	3.88	0.7252	6.4	1.45
2001	15.6	0.67	6	0.17	12.5	0.16
2002	30.34	4.2	8.2	0.118	17.5	1.4
2003	14.2	4.85	7.8	0.3	29.99	2.77

由表 2 中可以看出，1998 年—2003 年的 6 年间，“老三股”短期借款、长期借款均呈上升趋势，其中短期借款数目增长速度更快。到 2001 年，三家公司的短期借款增长率都超过 100%。2002 年，短期借款增长和数量更是达到顶峰。如此快速增长的长期、短期借款，它们的流向究竟是哪里呢？

我们再来详细看一下新疆屯河、沈阳合金以及湘火炬 2000 年到 2003 年有关银行贷款用于长期投资的数据，见表 3—表 5。

表 3 新疆屯河银行信贷用途表（单位：亿元）

年份	银行借款		用于长期投资的资金			
	短期借款	长期借款	并购或新建企业	参股金融机构	其它长期投资	合计
2000	4.2	2.9	1.32	0.8139	2.0876	4.2215
2001	15.6	0.67	5.51783	0.6	2.2829	8.40073
2002	30.34	4.2	4.5593	0	2.07	6.6293
2003	14.2	4.85	3.08	0	3.1865	6.2665

表 4 沈阳合金银行信贷用途表（单位：亿元）

年份	银行借款		用于长期投资的资金			
	短期借款	长期借款	并购或新建企业	参股金融机构	其它长期投资	合计
2000	3.88	0.7252	0	0.3	0	0.3
2001	6	0.17	2.1734	1	0	3.1734
2002	8.2	0.118	3.2548	0.5	0	3.7548
2003	7.8	0.3	1.5097	2	0	3.5097

表 5 湘火炬银行信贷用途表（单位：亿元）

年份	银行借款		用于长期投资的资金			
	短期借款	长期借款	并购或新建企业	参股金融机构	其它长期投资	合计
2000	6.4	1.45	1.0152	0.36	5.68	7.0552
2001	12.5	0.16	2.2316	0.25	0.9	3.3816
2002	17.5	1.4	4.3078	0	0	4.3078
2003	29.99	2.77	7.1449	0	0	7.1449

从上表中可以看到，2000 年到 2003 年，老三股用于长期投资的资金数额均高于长期借款总额，两者之间出现了不匹配。这说明老三股已经出现了“短贷长投”现象。“短贷长投”是我国民营企业的常见问题，往往导致企业投入到固定资产上的资金，几乎不可能在短期内收回。当一年期的贷款到期后，企业将面临着巨大的还贷压力，甚至根本无法还贷。^[17]更糟糕的是，德隆的“短贷长投”并不仅仅是购进固定资产、投入到原有企业的技改、生产项目，德隆资金的投资，大部分集中在新企业的并购、金融机构参股，与前者相比其回收期更长，产生净现金流回报所需要的时间更长。德隆将一年内到期的短期借款用作长期投资，在短期内可以通过自身强大的融资能力（通过上市公司间的互相担保借款、通过股权质押、存货质押从银行贷款）侥幸过关，维持资金链不断裂。但是一旦宏观政策有变化，银行收紧银根，或发生周转失灵，银行贷款的支持将成问题，资金链很快变得紧张直至断裂。

2. 上市公司之间违规担保严重，循环担保风险更高

2003 年，因啤酒花事件，新疆担保圈被揭露了出来。新疆担保圈共爆出 18 亿元的对外担保，其担保圈涉及到天山股份、汇通水利、友好集团、新疆众和等 4 家新疆上市公司，而这 4 家上市公司的对外担保又牵扯出新中基、德隆国际实业、新疆屯河、天山纺织等其他众多上市公司。这其中涉及多家德隆系公司，“德隆担保圈”的问题开始暴露出来。^[18]

2003 年，证监会发布了《关于规范上市公司与关联方资金往来及上市公司对外担保若干问题的通知》，要求上市公司对外担保总额不得超过公司净资产 50%，试图以此来控制上市公司的担保风险。许多上市公司配合证监会以及证券交易所进行检查和自查，德隆利用旗下上市互相担保从银行获取资金，并进行大量违规担保事件的情况进一步表现出来。下面，我们来看一下截止到 2004 年 7 月份，德隆五家上市公司的违规担保情况（见表 6）。

表 6 上市公司违规担保情况表（单位：亿元）

上市公司名称	对外担保总数	是否超过公司净资产的 50%	担保数额占公司净资产（2003 年）比率	逾期担保数额	逾期担保占公司净资产（2003 年）比例
新疆屯河	8.6323 亿	是	121%	无	——
沈阳合金	7.1892 亿	是	136.68%	无	——
湘火炬	22.0376 亿	是	168.94%	22 亿	16.87%
重庆实业	5.11 亿	是	183.80%	1.08 亿	38.80%
天山股份	2.282 亿	否	26.80%	1.14 亿	12.24%

概而言之，德隆的上市公司的循环担保方式正如图 4 所示。违规担保规模巨大，已经使德隆上市公司集体财务风险加剧。这种错综复杂难以识别的债务链关系更进一步加大了德隆的财务风险，其弊端相当大。德隆的这种银行借贷不仅导致财务成本很高，而且这种复杂的担保关系，放大了财务风险，只要在某个环节出现问题，就会影响整个资金链，殃及整个德隆集团的资金运作。

5 德隆系上市公司：经营性现金流短缺

德隆为了自己的产业整合战略，至少将四家上市公司配股资金的 68%即 7.155 亿元用作了新企业的兼并、购买，同时德隆系公司也从银行取得大量资金投入企业并购中去。德隆为了产业整合战略，已经投入了不少的资金。那么德隆的产业整合效益究竟如何呢？这些产业能不能回报给德隆充足健康的经营性现金流呢？

我们先以德隆的大本营——新疆屯河的有关财务数据为例。

新疆屯河，全称新疆屯河股份有限公司，1996 年以“新疆屯河”的名义在上海证券交易所挂牌上市。1996 年 10 月，新疆德隆从原股东手里买下 10.19%的股份，成为新疆屯河的第三大股东。1997 年，新疆德隆收购了新疆屯河工贸（集团）有限公司下属的三家小型国有工厂；同年，新疆屯河、屯河工贸和新疆屯河农牧业有限责任公司联合成立了新疆屯河集团有限责任公司。新疆屯河取得了屯河集团 51%的股份，屯河集团又占有新疆屯河 15%的股份，加上德隆其它关联公司对新疆屯河的持股，新疆德隆直接和间接持有新疆屯河 40%的股份，成为新疆屯河事实上的大股东。

从新疆屯河的历年年报中，我们可以选取主营业务收入和净利润两个数据，并由此推出了净利润率（净利润与主营业务收入相比）；同时选取了历年的存货和应收账款，并计算出每年存货和应收账款的增长率。有关数据见表 7。

表 7 新疆屯河主营业务收入、净利润、存货及应收帐款财务数据

年份	主营业务收入 (万元)	主营业务收入 增长率	净利润 (万元)	净利润率
1995	10583		1975	18.66%
1996	13363.7302	26.28%	2694.6040	20.16%
1997	14542.9437	8.82%	4019.6577	27.64%
1998	21062.7771	44.83%	8080.2164	38.36%
1999	31176.5951	48.02%	8875.0215	28.47%
2000	45407.5534	45.65%	9185.7924	20.23%
2001	76726.1504	68.97%	5066.5784	6.60%
2002	194351.7384	153.31%	11262.9851	5.80%
2003	217379.9679	11.85%	11926.1048	5.49%
年份	存货 (万元)	存货 增长率	应收帐款 (万元)	应收帐款 增长率
1995	1670		3360	
1996	2394.038	43.36%	3137.187	-6.63%
1997	4176.87	74.47%	4873.895	55.36%
1998	3678.734	-11.93%	7736.834	58.74%
1999	9497.93	158.18%	13408.75	73.31%
2000	32313.82	240.22%	12663.1	-5.56%
2001	56805.89	75.79%	25341.26	100.12%
2002	75172.85	32.33%	39812.24	57.10%
2003	50925.26	-32.26%	26840.44	-32.58%

在 1997 年、1998 年德隆入主初期，德隆围绕新疆屯河原有的主业——水泥陆续进行了并购，收购了周边的中小水泥厂，新疆屯河很快发展成为年生产能力过百万吨的大型水泥生产企业。从表 7 中我们可以看出，1996 年、1997 年、1998 年三年的时间，新疆屯河的主营业务收入和净利润率都呈上升趋势，净利润率更是从 20.16% 上升到 38.36%，经营状况比较好。

1999 年，新疆屯河的战略开始从“灰色产业”水泥转成“红色产业”番茄酱，先受托经营了新疆凯泽番茄制品有限公司，而后以低成本收购了几十家番茄厂。同年还收购了具有 20 多年生产经营历史的美国 and 意大利番茄酱制造商。这次的主业转移，从财务数据来看，无疑并不成功。表 7 中可以看出，从 1998 年开始到 2003 年，新疆屯河的主营业务收入一路飙升，五年时间增长了约 10.32 倍，净利润率却从 38.36% 下降到 5.48%。新疆屯河的主营业务收入因为并购这个工具在合并后的财务报表中一年比一年膨胀，但净利润率作为一个公司盈利能力的重要指标却一直在下降，这与主营业务收入的膨胀不成比例，反映出整合的效益并未得到完全表现。

而从表 7 中还可以看出，在 2002 年之前，新疆屯河的存货和应收帐款数据一直呈上升趋势，这也同时说明并购企业的资产和经营情况并不良好，现金流状况很成问题。

现在让我们进一步观察新疆屯河的现金流量状况，见表 8。德隆入主以后，新疆屯河在 1997—2003 年的时间里共创造了 5.84 亿元的净利润，但这些净利润质量却极为低下。根据新疆屯河的现金流量表，1998 年新疆屯河经营活动所产生的现金流量净额占当年净利润的比率即现金利润率为 80.57%；1999 年为 48.67%，2000 年为 51.54%。2001 年的净利润为 5066.578 万元，但经营活动所产生的现金流量净额却为 -1.96 亿元，直到 2002 年，现金利润率才达到 433.68%。而就在 2003 年，现金利润率降为 232.48%，同时现金及等价物净增加额更是锐减，为 -35,935.76 万元。这也就是说，2002 年之前，新疆屯河自身经营活动的现金能够满足生产经营的需求，但若是用于投资活动，新疆屯河本身并无多少现金可以使用。从图 5 中可以看出，新疆屯河的现金流，大部分是依靠融资活动现金流在支撑，其投资活动、经营活动产生的现金流在 2002 年之前一直是负值。

表 8 新疆屯河现金数据表（单位：万元）

年份	1998	1999	2000	2001	2002	2003
净利润	8080.216	8875.022	9185.792	5066.578	11262.99	11926.1
经营活动产生净现金流量	6510.19	4319.45	4734.52	-19,618.78	48,844.94	27,726.12
现金及等价物净增加额	-677.24	2169.46	3663.83	9,103.55	66,559.84	-35,935.76
现金利润率	80.57%	48.67%	51.54%	-387.22%	433.68%	232.48%

沈阳合金、湘火炬的情况与新疆屯河类似。

沈阳合金的主营业务收入在 6 年的时间里扩大到原来的 22.15 倍，净利润率却由 1997 年的 23.18% 下降到 2003 年的 6.29%；湘火炬的主营业务收入 6 年来累计增长 140.99 倍，几乎每个月增加两倍，而净利润却从 1997 年的 18.62% 下降到 2003 年的 2.15%。观察这两家的现金流量表，沈阳合金和湘火炬的产业整合效益也不高，自我积累产生的现金流同样很少。

从 1997 年开始，德隆以这三家国有上市公司为核心，进行了一系列大规模的并购（参见附录二）。例如，从 2001 年开始，新疆屯河先后在 2001 年出资 1.8 亿元控股屯河水泥、2003 年出资 2.77 亿元控股天山水泥、2004 年出资 1 亿多元控股天山畜牧等等，其间伴随数额巨大的金融机构股权投资，包括对新疆金融租赁、上海新世纪租赁、金新信托等金融机构的股权投资，大部分并购都要求用现金收购。在自有经营性现金流短缺的情况下，德隆要维持如此高速度、大规模的产业并购整合，单单靠外部融资，在财务上的难度和风险可想而知。

6 德隆系上市公司：维系高股价 / 大量资金被占用

从前文的分析可以看出，实际上德隆上市公司资金链的维系，早在2001年底之后，便已经是依靠银行信贷的短贷长投来维系了。德隆之所以能够如此，完全是因为德隆三只股票多年以来的高股价建立起来的信心。德隆的高股价使得银行对德隆系公司有信心，德隆可以将股权抵押去融资。这样一来，德隆便只能继续维持高股价。因为只有股价维持高位，市值才坚挺，抵押规模才会大，信用才会有保证，德隆才可以获得更大的融资规模、维持十足的信用，一旦下跌，上述优势便不复存在。

但很明显，德隆的老三股的实际价值却并没有股价显示出来的那么好。德隆的实业公司，至少从财务上看，并未取得理想中的产业整合效益成为行业龙头老大，反而资金链已经是处处紧张了。

为了维持高股价，德隆被迫在自己的金融机构内，通过德隆内部的几家证券公司自炒自卖、连续买卖老三股。而维持老三股的高股价，也带来了高昂的护盘成本。德隆先后曾经以金新信托、德恒证券两家公司作为炒作老三股的平台。到后期，由于德隆很难再从银行获得贷款，护盘的成本更多的便开始依赖金融机构承诺固定收益率的委托理财（见附录一）。这种融资成本更加高昂。此时，上市公司的资金，也大多以委托国债理财、关联交易往来等方式被德隆金新信托、德恒证券这两家金融机构占用，以维持老三股的高股价，这进一步拉紧了德隆上市公司内部的资金链。

表 9 上市公司资金占用表（单位：亿元）

上市公司	关联交易、往来款占用资金	委托理财占用资金	合计
湘火炬	3.04亿	1亿	4.04亿
沈阳合金	1.805亿	2.14亿	3.945亿
天山股份	--	3.25亿	3.25亿
重庆实业	2.35亿	--	2.35亿

7 小结

从前文的分析可以看出，德隆构建上述庞大产业链的融资渠道之一便是通过上市公司融资。德隆利用这六家上市公司进行融资，其中经历过两个不同的阶段：第一个阶段是在 1998 年到 2000 年，在这三年时间里，德隆利用上市公司融资的方式主要是，首先控制上市公司，接着通过配股的方式筹集资金，然后将筹集的资金用于并购企业等，提升公司业绩，再投入下一个融资循环。然而在 2001 年初，由于庄家吕梁操纵中科创业的事件而引起监管部门的注意，从而引发了 2001 年的严查风潮。德隆不但因此受到牵连，引发金新信托遭受客户挤兑风潮，更加严重的是从此股市融资的大门向德隆关闭了。2000 年之后，德隆系的这六家上市公司再也没能从股市上获得资金。2003 年湘火炬曾试图进行第二次配股融资，但是并没有获得通过。

第二个阶段是从 2000 年到 2003 年底，德隆主要是利用上市公司的资产抵押、股权质押、关联公司之间相互担保等方式，从银行获取信贷资金，不断地借新债还旧债，以此来维持德隆高速的产业并购。德隆的老三股在 2001 年、2002 年长短期借款激增，为其他企业担保数额在 2003 年均超过公司当年净资产的 90%。2003 年，啤酒花事件爆发，新疆担保圈的问题开始暴露出来。国家监管机构开始对德隆信贷严查，德隆被迫进行了一系列的股权补充质押。并且在 2003 年 12 月之后直到老三股崩盘，德隆未能再从银行获得一分钱的贷款。这对德隆这么大的企业来说是致命的。

而显然，德隆高速产业并购战略为其自身带来了巨大的风险。德隆一直在不停的进行企业兼并、购买，虽然其中不乏优质资产，如重庆实业旗下的北京明斯达克，新疆屯河旗下的

汇源果汁，深圳明斯克航母等，然而再优质的资产要立刻提供现金流，也需要一个两到三年较长的时期。对资金的需求和投资回报之间不能配比，显然，要维持自己的高速并购模式，从自身内部融资已经不够。

在中后期，德隆并购的融资模式总结起来是这样的：上市公司投入资金——子公司并购成功——利用被并购公司担保融资——投入下个并购，如此往复循环。德隆一味进行并购，投入大量资金进行新企业的并购，而在对原有企业的技改、项目改进方面却投入不多。因为并购成功之后，还可以利用被并购企业进行下一步的银行信贷融资，而单单投入到原有企业的技改、项目改进方面，却只能等待经营现金流的补充。德隆的资金链已经不能等待过长的资金回收周期，只能选择并购这样一种能够进入下个融资循环的方式，这样一来，融资不是为并购服务，并购反而成了融资的目的。到最后，德隆实业部分的资金链已经由于高速的并购而吃紧，再加上德隆金融发展不顺畅，不能从上市公司拿到钱，这进一步加剧了德隆的资金链紧张状况。

纵观德隆的案例，我们在看到德隆高超的金融运作技巧的同时，也看到了德隆产业整合的相对失败。虽然有部分优质资产，但一个无法否定事实是，德隆的资金终究是短贷长投、短融长投，德隆过多地将短期融到的资金投向了股权收购的产业整合领域，而这个领域的投资产生回报的周期实在太长，除非进行出售，或者是抵押，否则无法凭借产业自身的现金流来应付将要在短期内必须兑付的债务。德隆可以凭借自己高超的融资技巧来维持资金链不致断裂，甚至创新了20余种融资方法来竭力从外部圈钱。^[21]但任何宏观环境的变化，都可以导致这个高速运转资金链断裂，而接下来的便是一系列的整体的破产危机（见图6）。2003年，媒体对于德隆资金链断裂的公开报道只是一个导火索，它触动了德隆脆弱的底线，很快德隆便分崩离析了。

现在来看，德隆的战略以及整个产业整合的过程，似乎德隆的目标便是为了做大而做大，并没有充分考虑到自身的管理能力，也对自己的融资能力过于自信。德隆一直在宣称，德隆的目标是“建立一个金融控股公司”，“致力于通过产业整合的手段改善产业结构，增强产业竞争力以获取长期的利益回报和企业的可持续发展，进行产融结合”，而观察德隆的一系列并购、控股行为，德隆也的确在为这个战略目标而努力。

但是德隆在大规模扩张的同时，犯了一个严重的错误：那就是无主业，战略先行。即德隆尚未形成成熟清晰的主业，未形成可以获取稳定的现金流来源就开始进行扩张。当前有许多大型企业在选择或试图选择多元化的战略，例如蒙牛和联想，但二者都是在成为自身行业的老大之后，有了充足稳定的现金流来源才开始进行多元化战略的。反观德隆，不管是在水泥业还是后来的蕃茄酱业、汽车业等等所涉及的几十个行业，旗下没有一家公司做到了行业第一的位子。同时德隆也忽视了需要面对高昂的融资成本、快速增长的管理成本，而产业整合的效益又必须在很长的一段时期后才得以显现的现实^[22]。一旦融资渠道不通畅，企业越大越难以转动，越大的企业越不能发生资金链紧张问题。

可以说，是德隆的产业整合战略将德隆拖入了资金困境，因此，如何处理好企业并购中的资金问题，做大的过程中增强企业的竞争力，这也许是当前许多中国大型集团企业需要静下心来思考的问题。

参考文献

[1] 唐立久，张旭. 解构德隆[M]. 浙江人民出版社(蓝狮子财经丛书),2004

[2] 张信东,周宏波,覃海波. 德隆系：类家族企业的中国模式[J].《新财富》:2004,4(1)

- [3] 西南政法大学新闻中心 .[案例]德隆神话的破灭——内部治理与外部监管的多重缺失[EB/OL].
<http://bbs.cqnews.net/dispbbs.asp?boardid=170&ID=38433>
- [4] 姚毅.填平德隆黑洞[N]. 中国证券报:2007-07-26
- [5] 李德林.德隆内幕[M]. 当代中国出版社,2003
- [6] 楚天报社.“德隆”主案特别报道，德隆阴影渐渐淡去[EB/OL]
<http://www.cnhubei.com/200601/ca983085.htm>
- [7] 冉梦顺，和讯网.唐万新真相：动用 2.5 万账户操纵股价盈利百亿[EB/OL]
<http://news.hexun.com/detail.aspx?sl=1896&id=1506954>
- [8] 新华网. 德隆：草根 400 元的发家梦.
<http://news.xinhuanet.com/200501/ca33021.Htm>
- [9] 吴乐普.抵押贷款悖论：短贷长投加速民企夭殇[N]. 第一财经日报：2006-12-06
- [10]史高飞,张鹏,刘占雄,彭鹏,罗玮. 德隆金融运作的案例分析[J]. 金融学苑:2004(2)