

产融战略

（一）从经营协同走向金融协同

一、“产融结合”热潮

所谓产融结合就是产业资本与金融资本的结合，在现代多被解释为产业集团从事金融业务的多元化战略，如中石油在经营石油业务的同时发起设立了中意人寿，并拟收购珠海商业银行，而家电巨头海尔则发起设立了海尔纽约人寿，并控股了青岛市商业银行、长江证券等。实际上，自2006年的大牛市以来，证券公司、银行、保险公司的股权都成为众实业企业趋之若鹜的美食——随着资本市场的发展，产融战略已成为今天资本市场上最时尚的词，而GE的产融模式更成为企业家们最津津乐道的话题。

表（）是我们列出的部分实业企业在金融领域的布局，由表可见，几乎所有大型多元化集团都涉足了金融领域：如招商局在物流和地产业务外控股了招商证券、招商银行、招商局保险、招商中国基金（香港上市）；中信集团则在地产、能源、基础设施等产业外，打造了一个由中信实业银行、中信嘉华银行、中信证券、中信信托、中信基金、中信期货、信诚人寿等组成的金融平台；中粮集团也不甘示弱，在食品、酒、地产等业务外又与外方合资成立了中英人寿、中怡保险；就连一向不屑产融战略的华润也投资控股了深国投……

与大型国企集团相比，民营多元化集团的产融结合步伐也毫不逊色，德隆“大厦”在倒塌之前涉足了几乎所有金融领域，从证券、信托、租赁到银行、保险，都与它有着扯不断的关系；而新近在香港整体上市的复星集团也在医药、钢铁、地产主业外控股了德邦证券、并拟收购一家银行……

除了上述多业务集团外，一些垄断行业的龙头企业也竞相进入了金融领域，尤其是在保险领域，几乎聚集了所有的石油、电力巨头：中海油合资成立了海康人寿、中石油合资成立了中意人寿、中石化发起设立了阳光财险、安邦财险；国家电网发起成立了英大泰和保险、南方电网发起成立了鼎和财险、华能集团发起成立了永诚财险、大唐发电发起成立了大地保险；此外，首都机场合资成立了中美大都会人寿；五矿集团控股了五矿证券，合资成立了金盛人寿……

其实，即使是那些竞争性产业的龙头企业，也纷纷效仿GE，圈地金融：海尔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；上海汽车成为安邦保险第一大股东；联想集团参与国民人寿发起；首钢成为生命人寿发起股东；万向集团成为民生寿险第一大股东；就连产品处于高投入期的上广电也与外方合资成立了广电日生人寿……

产融结合的热潮席卷了整个中国市场，尤其是保险投资的放开更让企业家们摩拳擦掌。当然，在狂热的投资背后，有不少企业是抱着Pre-IP0理念，准备赚一把“原始股”收益就走的；但仍有很多企业是实实在在地涉入了这一领域，其中有些赚到了钱，有些则吃了亏——2007年7月陕电力挂牌转让了旗下永安财险的股权，原因是永安财险已连续两年亏损，累计亏损额达到9亿元，而就在陕电力出售永安财险股权的前几天，上海大众公用事业刚刚被迫向旗下大众保险增资3200万元，已解决其亏损问题——统计结果显示在25家中资财险公司中有半数亏损，很多保险公司更是几易其主；在寿险方面，产融结合的结果也并不是那么理想，首都机场在与美国大都会合资三年后，最终选择全面撤资，原因是怕由于中美大都会人寿经营业绩不佳而影响其A股上市计划；在证券公司方面，除了德隆集团外，在2004年券商的集体崩盘中遭遇巨额亏损的实业企业更是不在少数；只有银行股权，上市预期似乎赋予了它无限的想象空间。但客观说，从长期看，中资金融机构在开放与创新的道路上

风险还远没有释放，一旦发生行业整体性的冲击事件，股东亏损的可能不止是本金——在金融杠杆的放大效应下，真实的损失常常超出人们的想象。

另一方面，对于那些实业主业正处于高投入期的企业，控股金融机构究竟意味着什么？是带来更多的现金流入，还是导致更多的现金流出呢？在市场化竞争日益激烈的今天，认为控股了银行、保险就意味着控制了一个“钱袋子”的简单想法显然是不切实际的——即使是保险公司帐面上有成百上千亿的资金，对股东来说可能只意味着更多的资本金支出。

表（）部分企业集团的产融布局

产业性质	公司名称	实业产业	银行	证券	保险	信托	融资租赁	基金	期货
综合	中信集团	房地产	中信实业银行 (100%)	中信证券 (37.85%)	信诚人寿 (50%)	中信兴业 信托	国际友联 租赁	中信基金	中信期货
		资源能源							
		信息产业	中信嘉华银行						
		基础设施							
	中粮集团	食品			中英人寿 (30%)				中粮期货
		饮料							
		零售							
		旅游			中怡保险 (50%)				
		房地产							
	生化								
	华润集团	食品				深国投			
		饮料							
		零售							
		医药							
		纺织							
	地产								
	招商局	物流	招商银行	招商证券	招商局保险			招商局中 国基金	
		地产			英国保险				
					海达保险				
	首创集团	基础设施		首创证券	首创安泰保 险(50%)			(银华基 金)	首创期货
房地产			南方证券 佛山证券				中邮基金		
泛海集团	房地产		民族证券						
	基础设施								
天津泰达	综合			恒安标准人 寿					
复星集团	医药	参股上海银 行,拟控股银 行	德邦证券 (54%)						
	房地产								
	钢铁								
德隆集团	汽车零部件	欲控股昆明商 业银行	德恒证券	拟控股保险 公司	金新信托	新世纪租 赁			
	食品		恒信证券 中富证券			新疆金融 租赁			
东方集团	房地产	民生银行	民族证券 (15%)	新华人寿 (10%)					
	零售								

		物流							
	新希望	饲料	民生银行		民生寿险				
垄断产业	五矿集团	五金贸易		五矿证券	金盛人寿 (49%)			6家期货公司	
		有色矿							
	中海油	石油开采			海康人寿 (50%)	中海信托			
	中石油	石油开采	珠海银行		中意人寿				
	中石化	石油开采	参股多家	参股多家	阳光财险				
					安邦财险				
	国家电网	电力			英大泰和				
	山东电力	电力	华夏银行	湘财证券	鲁能保险	鲁能英大		合丰基金	鲁能金穗
				蔚湘证券		国际信托		期货	
	南方电网	电力			鼎和财险				
	华能集团	电力		长城证券 (66%)	永诚财险				
申能集团	电力		东方证券	参股太平洋 保险(14%)					
大唐发电	电力			大地财险					
首都机场	机场			中美大都会 人寿(50%)					
现金牛	红塔集团	烟草		红塔证券					
				国信证券 (20%)					
	泸州老窖	酒		华西证券					
竞争	上海汽车	汽车			安邦财险				
	海尔集团	家电	青岛商业银行 (60%)	长江证券	海尔纽约人 寿(50%)	鞍山信托 (20%)			
	联想集团	计算机			国民人寿				
	首钢	钢铁			生命人寿				
	亚泰集团	水泥		东北证券					
	万向集团	汽车零部件			民生保险 (13.75%)				万向期货
	上广电	电子			广电日生人 寿(50%)				
	彩虹集团	电子			永安财险				

综上，产融结合的热潮席卷了中国，但被卷入这一热潮中的企业确实需要深思一下：产融结合究竟是对还是错？它与一般的多元化到底有什么不同？它带给企业的到底是福音还是灾难？又或者，哪些企业能够执行产融战略？哪些企业不能？

带着上述疑问，本文研究了UPS、沃尔玛、马里奥特（万豪酒店）、福特、GE以及巴菲特（Berkshire）公司的产融战略，研究表明，产融结合除了一般多元化战略中的交叉销售、周期平滑作用外，更主要的意义在于：它利用了金融杠杆的放大效应，将实业经营上的资信或流动性优势放大了十几倍，因此，产融战略的核心在于产业，产业基础决定了产融战略的宽度——如果我们把产融战略分为三个层次，那么，对应每个层次都要求相应的产业基础与之匹敌，过于宽广的产融战略和超越产业基础的业务拓展，必将导致企业陷入产融经营的陷阱！

二、产融结合的来源：JP摩根

产融结合一词起源于JP摩根时代，它的最初含义并不是指实业企业进入金融领域的多元化战略，而是指金融资本对产业资本的渗透与控制。

在19世纪末20世纪初，JP摩根成了华尔街的金融霸主，但他并不满足于金融帝国成就而开始向产业领域延伸，1879年他从范德比尔特手中购买了美国中央铁路75%的股权，并在1900年成为名副其实的“铁路大王”，之后，摩根又盯上了钢铁业，把美国分散的钢铁公司合并重组为美国第二大钢铁企业——联合钢铁公司，并在1901年以4.8亿美元的价格购买了卡耐基的美国钢铁公司，组成当时全球最大的钢铁企业，到1930年摩根财团所控制企业的资产总额已占到当时美国八大财团资产总额的50%以上。

凭借金融资本的雄厚力量，摩根控制了庞大的实业资产，而摩根财团则成为垄断的代名词；不过随着反垄断法的颁布，摩根的力量开始削弱，但是真正让摩根时代一去不复返的不是反垄断法，而是金融市场的发展。今天，即使是那些成立不久的公司，只要它能够向资本市场讲述一个“故事”，它也可以通过发行股票等方式从公众投资人那里获取充足的资金——在美国，直接融资已经取代间接融资成为市场的主导，相应地，金融机构也从市场的“买方”转变为“中介”，以金融资本为主导的产融结合时代消逝了，随之而来的是一个以产业为主导的产融结合时代，在这个时代，即使是那些手里攥着大把钞票的私人股权投资基金也开始四处追逐优质的企业。

新的产融时代，开始于产业向金融的自然延伸和由此产生的经营协同效应，然后发展为基于产业稳定性的金融协同效应，最后是产融价值链上的零成本资金和流动性后盾，但无论是哪个阶段，产业经营都始终是产融战略的核心——从UPS的存货融资业务、到沃尔玛的信用卡业务、到马里奥特的资产证券化业务，再到福特的汽车金融业务，如果没有了实业经营的规模与稳健，金融业务将注定难以成功；进一步，当金融业务脱离了从属地位而发展为一个独立并重的盈利部门时，对企业集团产业实力的要求就更高了，当沃尔玛用其他银行的钱来发展它的信用卡业务时，一切似乎都很顺利，但如果有一天沃尔玛真的成立了自己的银行，它还能承受实业的波动吗？当零售业务陷入低谷而失去它的AAA评级时，沃尔玛是否会象福特的汽车金融业务一样陷入困境呢？

与UPS、沃尔玛的单一业务相比，通用电器（GE）高技术门槛的多元化业务组合确实为其金融部门的发展提供了一个更稳定的基础，使其金融业务从一开始就站在了巨人的肩膀上，享受了比花旗等大型金融集团更低的资金成本。但对于保险+实业的产融模式，GE似乎也有些力不从心了，或许只有象巴非特这样的投资高手才能够在这个“超级组合”中获利。

总之，产融战略的核心在于产业经营的规模与稳定，有什么样的产业基础才能够支持相应层次的产融战略。

三、产业触角的自然延伸

2.1 UPS：存货融资

UPS，一家有着百年历史的、全球最大的物流快递企业，在新世纪到来时，进入了一个全新的领域——金融服务。2001年5月，UPS并购了美国第一国际银行，将其改造成UPS金融部门——UPS Capital，以此为基础，UPS开始为客户提供所谓的“IRS”服务，即，包括以存货为抵押的贸易融资和以国际应收帐款为抵押的贸易融资等业务。

尽管金融服务对于UPS来说是一个全新的领域，但它却很快获得了成功——与一般银行相比，UPS做存货融资有无可比拟的优势，用UPS自己的话说，传统银行的存货融资就是一个文案处理的工作，由进出口部的银行员审查信用证，符合单据的就可以押汇拨款，除非

是发现客户有问题了才会去海关查询，但那时可能一切都已经晚了——正是由于银行对这种跨境业务的风险难以控制，所以传统银行在存货融资方面的要求一般比较高，很多中小企业根本难以申请到存货融资。

但UPS不同，它将物流、信息流和资金流合而为一了。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；另一方面，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；最后，凭借UPS多年建立的针对外贸企业的客户信息系统，它可以真正了解那些规模不是很大，但却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。

但是，UPS毕竟不是银行，它提供融资的资金从哪里来呢？答案是，UPS做贸易融资的钱就是从银行那里借来的，由于UPS集团是穆迪和标准普尔同时评定的3A企业，因此其融资成本较低，从银行那里贷到钱后，UPS再以较高的利率成本向那些急需资金但又难以获得银行贷款的中小企业提供存货融资，从中赚取利差收益。表面看，UPS好象是个资金的“二道贩子”，把银行的钱过一遍手后再转贷给企业，但实际中，UPS的物流业务降低了整个贸易过程中的资金风险和摩擦成本，确实买卖双方为提供了运输仓储以外的增值服务。2003年时，UPS的金融物流集成方案就成功地解决了沃尔玛和东南亚供应商之间的资金周转时间太久问题——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运转，作为交换条件，这些出口企业必须把出口清关、货运等业务都交给UPS，并支付一笔可观的手续费，拿到货物的UPS再回过头来和沃尔玛一对一的结算。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不仅赚到了存货融资的收益，还扩大了自己在物流方面的市场份额。

UPS的成功已经引起了DHL等其他物流企业的关注并开始效仿，今天，无论是世界最大的船运公司马士基，还是世界最大的快递物流公司UPS，它们的第一位利润来源都已经转向物流金融服务。物流与存货融资的结合，产业向金融的自然延伸确实创造了新的价值。

2.2 沃尔玛：信用卡

提到产融结合，国际零售巨头沃尔玛也不甘寂寞，在2005年发行了具有积分折扣功能的信用卡“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。

在中国，2006年9月沃尔玛与交通银行、汇丰银行合作发行了联名卡，10月又与深发展、GE Money合作发行了联名卡，持卡人无论在店内还是店外刷卡消费都可以获得1%的回馈积分，并可用积分金额来换取店内任何等值产品。

通过产业与金融的结合，沃尔玛的零售业获得了一个稳定的消费群，同时也分享了金融业的收益。实际上，沃尔玛在金融方面的巨大潜力使它成为所有银行最大的敌人和最大的合作伙伴，根据沃尔玛自己的计算，如果它能够开设自己的零售银行的话，通过与零售业务共用推广渠道、客户信息和支付系统，它可以将信用卡的费率成本从2%降低到1%，并将节约出来的1%回馈给消费者——这种成本优势引起了整个银行界的恐慌，于是，在沃尔玛第一次向美国联邦储备银行递交开立零售银行的申请后，联邦储备银行就收到了上千封来自银行和消费者的信（通常这种申请只会引起五六个人的关注），就象克罗拉多州的一位银行主管说的，“允许沃尔玛开银行，将给整个银行业带来难以承受的灾难”——在整个银行界的反对声音中，沃尔玛设立零售银行的计划屡遭美国金融监管部门的否决。

目前沃尔玛还只能通过与其他银行的合作来拓展它的金融业务，在美国它主要与GE Money合作，但不排斥与其他银行合作——沃尔玛庞大的消费终端使众银行对他既恨又爱，

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。

未来，沃尔玛仍在为它的产融战略梦努力游说着，传统的混业防火墙能否挡住这个零售巨头？无论法律如何，现实情况是越来越多的拥有各种客户平台的产业经营者开始提供形形色色的“卡”，而其中很多所谓的“打折卡”已经模糊了金融与产业的界限，就象美国运通，早已从一家旅游经纪公司变身为一家信用卡公司了。

2.3 马里奥特：证券化

如果说UPS、沃尔玛由产业进入金融领域是一个主动的行为，那么，马里奥特从产业向金融的延伸则是被动的。作为一家大型连锁酒店经营者，在上世纪七十年代以前，马里奥特通过债务融资的方式建造了许多酒店，但在石油危机期间，高负债率的隐忧开始显现，银行贷款利率暴涨，企业资金链异常紧张，公司迫切需要将固定资产所束缚的现金流释放出来。

为此，马里奥特对其业务结构进行了重大重组，将原有业务分拆为两部分，一部分是专营酒店管理的马里奥特酒店管理公司，它几乎不直接拥有任何酒店，而是以委托管理的方式赚取管理费收益；另一部分则是专营酒店资产证券化的房地产投资基金（REITS）——马里奥特将所有酒店资产都剥离给这家公司，由该公司进行资产证券化的包装以释放、回笼现金流。

投资基金的成立不仅缓解了当时马里奥特的财务危机，还在无意中创建了一种新的产融经营模式——在此后的扩张中，房地产投资基金根据管理公司的扩张需求为其新建、改建或收购酒店资产，并与管理公司签定长期委托经营合同，每年支付给管理公司一笔合理的管理费用，然后将酒店经营的剩余收益分拆为成千上万份，以一种特殊股票的形式发售给公众投资人——有了房地产投资基金的金融资源支持，管理公司可以进行更快速的扩张，并在直营的同时开发了特许业务，今天马里奥特酒店管理集团已在世界各地直接经营着1000多家酒店、特许经营着1700多家酒店，成为全球最大的酒店连锁集团——而如果不是这一新的产融扩张模式，马里奥特要想达到今天的规模，资产负债率至少要在90%以上！

在管理公司扩张的同时，马里奥特房地产投资基金也快速成长起来——马里奥特的品牌效应保证了投资基金旗下资产的良好收益；在积累了足够经验后，投资基金也将业务范围拓展到了马里奥特以外，开始为喜来登等其他酒店品牌处理固定资产。

最后，对资产和业务结构做了上述“手术”后，马里奥特的资本回报率大幅提升了：尽管酒店行业平均的利润率较低，经营利润率仅为5%左右，但由于马里奥特的固定资产仅占总资产的27.4%，固定资产周转率达到5倍，因此，企业的资产回报率显著高于同行，息税前利润与投入资本之比高达16.5%，净资产收益率达到20%以上。

2.4 福特：汽车金融

成立于1903年的福特公司作为汽车行业的鼻祖，在1923年率先成立了从事汽车贷款业务的福特汽车信贷公司Ford Motor Credit，随着汽车的普及，在上世纪60年代以后福特的汽车金融业务得到了飞速的发展——共用销售渠道所节约的营销成本，使福特金融迅速取代了传统商业银行成为全球最大的汽车金融公司。目前福特汽车信贷已经为遍布全球36个国家的1100万汽车消费者、12500家汽车经销商提供汽车金融服务，而旗下另一家汽车金融公司——赫茨公司则是全球最大的汽车租赁公司。今天汽车金融的收入已占到福特总收入的40%以上，汽车金融业务的总资产超过1600亿美元。

不过，由于近几年美国汽车厂商的领导地位受到日本厂商挑战，面临销量下降和利润摊薄的威胁，福特及其主要竞争对手通用汽车的信用评级均已被降至“垃圾级”，结果导致公司的金融业务资金成本大幅上升，2006年汽车金融业务的净利润较2005年下降了三分之一至13亿美元，而2007年二季度净利润仅为6200万美元，较上年同期下降了80%。受此影

目前，在GE的六大业务部门中GE金融占了两个，商业金融和消费金融（GE Money），其业务范围也已涵盖了从企业贷款、融资租赁到信用卡、消费信贷、抵押贷款、房地产投资等多个领域，截止2006年底，在GE金融的金融应收款中仅有60亿美元是GE内部的，不到GE金融总应收款的2%——GE金融已经不再是昔日那个服务于GE实业的“小跟班”了。

表（） GE金融的收入结构

GECS Revenues from Services

In millions	2006	2005	2004
Interest on loans	\$22,568	\$20,096	\$17,314
Equipment leased to others	12,940	11,582	10,744
Financing leases	4,298	3,990	4,160
Fees	4,229	4,180	3,254
Real estate investments	3,138	1,919	1,637
Investment income	2,614	2,839	2,428
Premiums earned by insurance activities	2,084	2,333	2,195
Associated companies	2,079	1,320	708
Gross securitization gains	1,199	939	1,195
Other items	5,872	5,285	5,711
Total	\$61,021	\$54,483	\$49,346

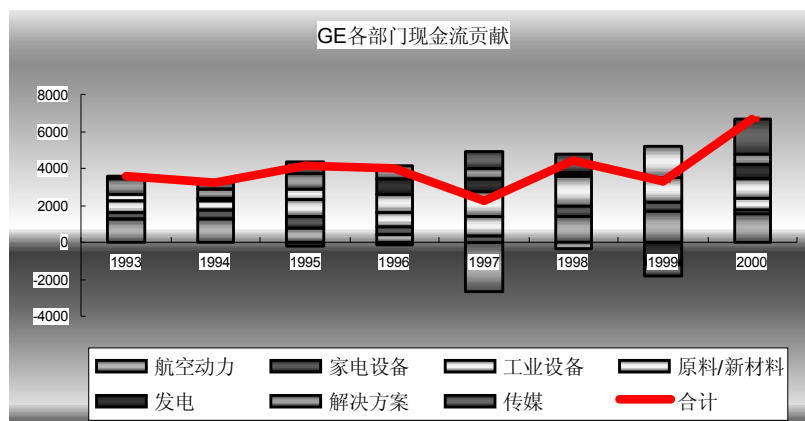
今天，GE金融的资产规模达到7000亿美元，如果单独剥离出来，它可以位列全美前十大商业银行，堪比JP Morgan等老牌银行。那么，在过去十几年中，推动GE金融成功的源泉到底在哪里呢？是并购扩张吗？

诚然，在GE金融的发展里程中，GE确实帮助其进行了许多次大规模的并购扩张，但如果并购不能产生协同效应的话，那么，再多的并购也只是一堆公司的简单加总；实际上，GE金融的协同效应就来自于GE实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（一个点是万分之一）的资金成本就被放大了十几倍、甚至几十倍，从而成为GE金融的核心竞争力。

二、 GE的AAA价值法则

几乎每个人都知道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有人知，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屏弃了煤炭、网络等高波动、业绩不可预测的产业，GE要求自己除了金融以外的各个业务在长期中都必须产生正的现金流，并实现五年内15%的现金回报目标，正如GE自己所说的，它的战略目标是使整个组织沿一条可靠且可预测的路径增长——2004年，GE在自己历史年均5%收入增长率的基础上，又提出了8%的收入增长新目标，尽管这一目标并不高，但却强调每年都要达到——增长不必很快，但要很稳。



GE各子业务的现金流贡献

由图（）可见，尽管各子业务存在周期性波动，航空动力、发电设备等业务在某些年份甚至出现了负现金流，但从集团整体来看，这种波动已经被大大平滑了——在过去五年，GE的净利润年均增长10%，过去十年年均增长11%，过去十五年年均增长12%，过去二十年年均增长11%——GE集团的稳定业绩为他赢得了投资人的信任和评级公司长达十多年的AAA评级，而这一评级优势在GE金融上被“发扬光大”了。

三、 GE金融：站在巨人的肩膀上

GE金融是GE集团内的另类，如果说GE旗下各工业部门都是低杠杆且能够产生丰厚现金流的业务，那么GE金融则完全不同。GE金融是GE集团里面的债务融资“大户”，在短期借款方面，2006年GE金融的短期借款达到1700亿美元，剔除内部项后，占集团短期借款总额的98.7%，在长期借款方面，2006年末GE金融的长期借款达到2500亿美元，占集团总长期借款的96.5%——融资成为GE金融发展过程中最重要的环节。

为了获取更好的流动性，GE金融先是与GE实业共用融资通道——在GE金融的600亿美元贷款额度中，有95亿美元是属于GE集团的，GE金融只是借用。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，而这是GE金融短期融资的最主要工具。

由表（）可见，最近几年，GE的实业经营每年可产生150~200亿美元的净经营现金流，在剔除投资并购支出后，仍有百亿美元的自由现金流，2006年自由现金流甚至高达200亿美元，这些现金在分红和回购后，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务特性，GE金融每年的经营现金与投资现金的缺口都达到数十亿美元，2006年缺口甚至接近300亿美元，除了债务融资外，GE集团的股权投资成为支持GE金融并购扩张的主要资金来源——截止2006年底，GE在GE金融的股权投资已经达到540亿美元——这些资金帮助其在行业低谷期快速扩张，并在亚洲金融危机中，以低价收购了泰国、韩国等新兴市场的优质资产……

表（） GE实业与GE金融的借款规模

	2002	2003	2004	2005	2006
GE					
短期借款	8,786	2,555	3,409	1,127	2,212
长期借款	970	8,388	7,625	9,081	9,085
小计	9,756	10,943	11,034	10,208	11,297

GEC					
短期借款				157,672	173,316
长期借款				204,397	252,963
小计	267,014	316,593	355,501	362,069	426,279
集团					
短期借款				158,156	172,153
长期借款				212,281	260,804

表（）GE实业与GE金融的现金流

	2004	2005	2006
GE			
经营现金流	15204	21609	24627
投资现金流	-6610	-6441	-4517
融资现金流	-7109	-16308	-17645
经营+投资	8594	15168	20110
GEC			
经营现金流	20515	19787	21911
投资现金流	-25929	-24114	-50877
融资现金流	6229	2357	34465
经营+投资	-5414	-4327	-28966
合并			
经营现金流	30872	32664	33019
投资现金流	-30772	-29366	-51019
融资现金流	2285	-6534	23450
经营+投资	100	3298	-18000
终止业务（保险）			
经营现金流	5621	5027	-2373
投资现金流	-7651	-5733	-383
融资现金流	2309	415	-220
经营+投资	-2030	-706	-2756

不过，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实业将其AAA的信用评级移植到GE金融身上，使其能够获得比花旗、汇丰还低的资金成本，并由此打造了GE金融的核心竞争力。

在上节中我们提到，GE一直坚持它的“3A价值法则”，但客观说，对于实业企业AAA和AA的信用评级对企业的影响并不是很大，尤其是对于那些盈利状况良好、债务融资需求小的企业，几个点的资金成本对企业利润几乎不构成实质性影响——GE实业部门利息费用仅占EBIT的7%，即使由于评级下降导致利息费用上升50个点，对业绩的影响也不到1%。但对于GE金融则不同了，作为金融机构，赚的就是那几个点的利差收益，谁能拿到更低成本的资金，谁就具有了这个行业内的核心竞争力，而GE金融在这方面具有得天独厚的优势。

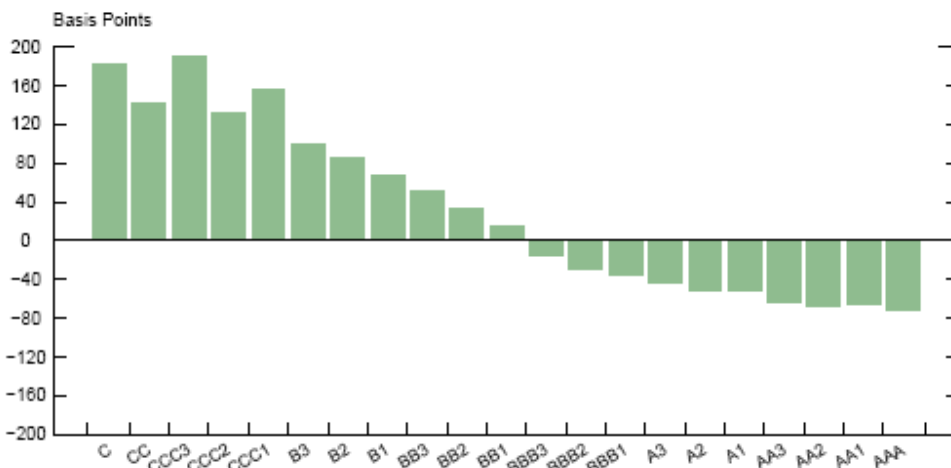
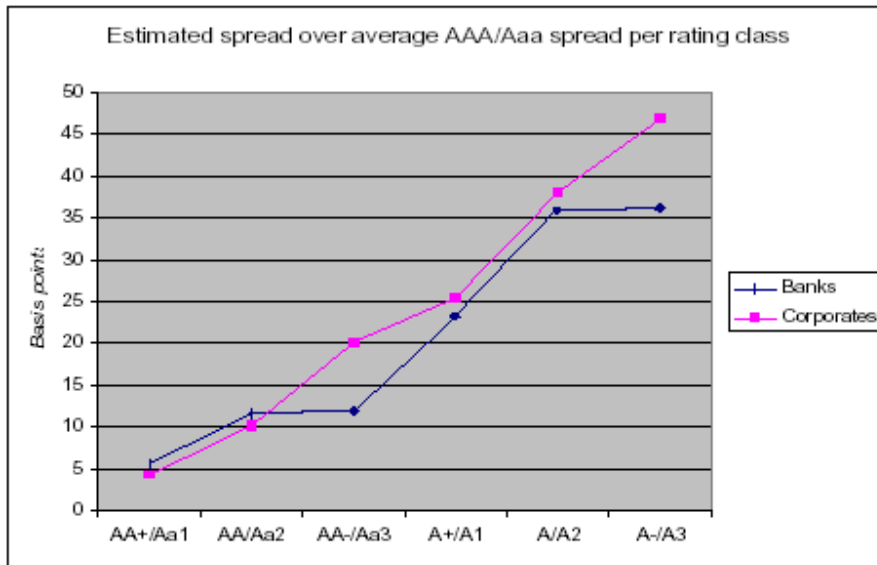
由表（）可见，在穆迪对国际金融机构的评级中，除UBS等少数几家银行具有AAA信用评级外，包括花旗、汇丰、巴克莱、德意志等银行巨头的信用评级最高也只有Aa1，摩根大通、ABN ARMO等银行的信用评级为Aa2，美国运通是Aa3，摩根士丹利、高盛等叱咤全球的投资银行巨头也只得到了Aa3的评级，位于英国本部的渣打银行更低为A2，而中国的四大国有银行依靠国家信用才获得了A1的评级——与它们相比，GE金融就显得“幸运”多了，因为它长期占据了AAA的信用评级——但是正如穆迪高级分析师所说的“如果不是得到了GE实

业的支持，GE金融是不可能获得AAA评级的，因为金融机构很少获得高评级”。

表（）部分银行巨头的信用评级

	Moody 长期债评级 (2007-10-22)
UBS	Aaa
加拿大皇家银行	Aaa
苏格兰皇家银行	Aaa
花旗集团	Aa1
美洲银行	Aa1
Wells Fargo	Aa1
瑞士信贷	Aa1
汇丰银行	Aa1
巴克莱银行	Aa1
德意志银行	Aa1
百富勤	Aa1
ING	Aa1
JP 摩根大通	Aa2
ABN Armo	Aa2
恒生银行	Aa2
美国运通	Aa3
摩根士丹利	Aa3
高盛	Aa3
美林	Aa3
雷曼兄弟	A1
中国银行	A1
建设银行	A1
工商银行	A1
农业银行	A1
渣打银行（英国）	A2
上海银行	A2

AAA评级给GE金融带来了许多好处。2006年末，GE金融的总借款额高达4200亿美元，仅财务费用一项就高达181亿美元，占EBIT的60%。以2006年4.7%利率成本计算，如果公司被降级至Aa2，则利率成本将上升10个基点，财务费用上升近4亿美元，税前利润下降3.2%，如果被降级至A2，则利率成本将上升35个基点至5.05%，财务费用上升13.5亿美元，税前利润下降11.4%，如果被降级至投资级以下，那么GE金融的利率成本将上升100个基点左右，财务费用增加38.5亿美元，税前利润由此下降32%！如果说10~30%的利润下降还不算什么的话，那么在金融危机时期扩大的利差成本就更加突现了高信用等级的优势——由于次贷危机，美国债券市场的利差在扩大，证券化后的次贷产品以仅相当于面值25%的价格在交易，而高收益债券（垃圾债券）则面临着根本发不出去的威胁——高信用等级是银行在危机时刻的最后一根救命稻草。



图（）相对于基准利率，不同信用评级公司债券的折扣或溢价

不过，值得注意的是，现实中GE和GE金融是分开评级的，鉴于GE实业与GE金融的业务差异较大，分析师并没有把这两部分业务等同起来，在这种情况下，GE实业是如何支持GE金融发展的呢？

首先，尽管GE与GE金融是分开评级的，但GE金融的评级是由GE担保的：根据双方在1991年签定的一份协议，如果GE金融的利润与固定支出比低于1.1:1（在2006年时是1.64:1）则，GE承诺将向GE金融追加资本（该项承诺只有在书面通知后的第三年才可以终止），而如果GE金融发行在外的优先股被投资人要求赎回、并由此导致负债权益比大于8时，GE集团也要追加资本金。此外，GE也为GE金融的某些次级借款提供直接的担保，在2005年时由GE担保的债务总额为10亿美元，2006年时降为8亿美元。最后，由GE金融发行的部分证券化产品，其融资成本是与GE集团的信用评级挂钩的，即，如果GE的长期信用评级被降至AA-/Aa3以下，或短期信用评级被降至A-1+/P-1以下，则GE金融将被要求再提供几十到几百亿美元的保证金或被要求全额回购这些证券化贷款——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高信用评级的好处，并利用金融杠杆将这一好处放大了十几倍。

四、 GE金融的两难困境

看到金融业务对实业集团信用评级优势的放大作用后，GE一直小心维系着它与GE金融的关联性，GE集团坚持对GE金融的全资控股，只对外发行了少量优先股，而GE集团的老总伊梅尔特则直接出任GE金融的CEO，并且将集团内部资本配置的决策权交给了GE金融。

但是，GE金融还是长大了，而它的成长使GE集团陷入了进退两难的尴尬境地。GE金融已经太大了，它已经占到集团总收入的一半了，一些评级机构甚至开始宣称，如果GE集团的金融部门在整个集团中的比例继续上升，他们很可能把GE看成是一个金融机构而非实业集团，那时，作为一个金融机构，GE整体的评级将被下调——如果真是这样，GE实业不仅无法支持GE金融的发展，还将破坏GE一直坚持的3A价值法则。

也正是出于这种顾虑，GE努力将其金融业务的利润贡献维持在集团总体的30~40%水平。但鉴于集团其他业务的年均增长率仅在8%左右，而GE金融的增长率却在20%左右，要维持这一比例必然意味着集团金融业务将被工业部门的低速增长所压抑。为此，很多分析师都建议GE应该分拆其金融业务独立上市，但问题是，分拆后的GE金融将无法再享受GE集团所提供的低成本资金优势了，那时的GE金融还能够一往无前吗？

五、 GE保险：滑铁卢之败

GE集团多元化实业产业的稳定业绩成为其产融战略的有力支撑，在AAA信用等级的支持下，GE金融的银行、融资租赁等业务凭借低成本资金优势享受了高速的成长和丰厚的盈利。

但GE金融也有它的败笔，那就是GE保险：在2001年遭受911打击后，GE开始逐步清理它的保险业务，先是在2002年出售了财务担保公司、日本的寿险公司和汽车保险业务，回笼了45亿美元的资金，然后又在此后两年中不断增发新股以稀释集团在保险业务中的股权比例，2005年以85亿美元的价格出售了再保险业务给瑞士再保险公司，2006年将欧洲的保险业务卖给瑞士再保险公司，至此，集团正式退出保险业务。

GE为什么做不好保险？实业+保险的产融模式又该如何运做？

实际上，GE在银行上的成功与其在保险上的失败都说明了一个道理，那就是，不是所有企业都能够成功运做产融战略的：在基于经营协同的产融战略中，产业是根本，是金融业务的扩展平台；在基于金融协同的产融战略中，产业依然是根本，没有GE实业的稳健经营就没有GE金融的AAA评级，也就不可能有GE金融的高速发展——在这方面，GE具有高技术壁垒的多元化实业组合确实为金融业务的发展奠定了一个坚实的基础。

但同样的实业基础，在保险领域则不够用了：保险与银行不同，银行是耗用资金的，资金成本对其发展有着重要意义；保险公司是产生资金的，它也有资金成本，但这个资金成本是由保单定价决定的；保险公司也看重信用评级，因为那是公司在高定价下保持市场份额的法宝；但由于保险业务（尤其是再保险业务）的巨大波动性，实业部门要想保护保险部门的信用评级，它需要有更强大的实力，在这方面，GE工业部门的实力尚不足以支持——2001年911事件后，GE保险当年的净利润下降了41%，次年又进一步确认了23亿美元的税后损失，导致保险部门亏损5.1亿美元，2002年GE的保险旗舰GE Global Insurance Holdings及其子公司被降级，此后GE开始清理它的保险业务！

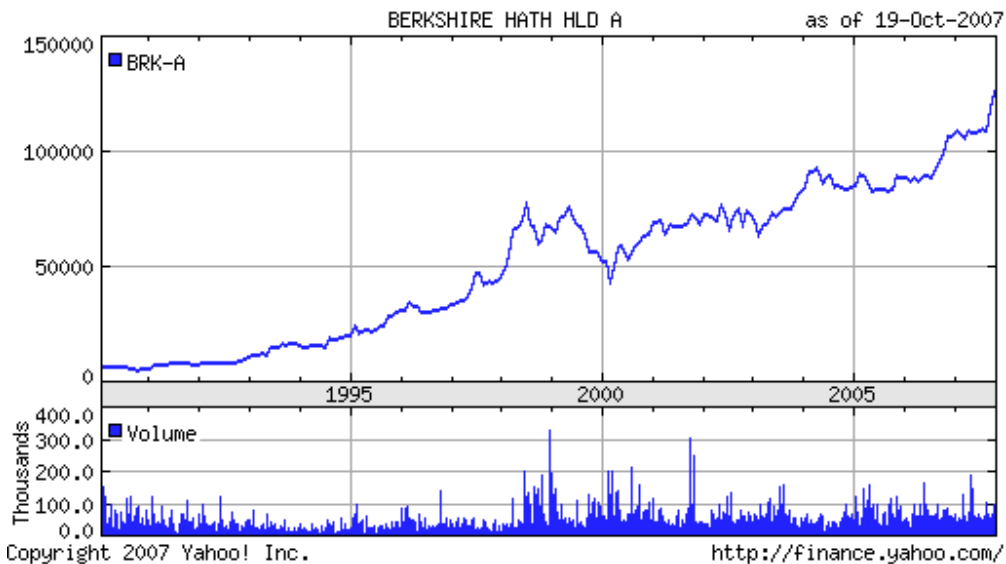
以GE庞大的产业实力尚不足以支持其保险业务的安全发展，那么还有谁能够完成“产业+保险”的产融战略呢？我们把目光投向了巴非特的Berkshire公司——在911中，巴非特旗下的再保险旗舰GEN RE也遭受了巨大的损失，其损失额远远超过GE保险，但Gen Re却保

住了它的AAA评级，实际上，它是全美四大再保险公司中唯一一家在911后仍保有AAA评级的公司。巴菲特是如何做到的？我们将在第三部分分析巴菲特以保险为核心的产融价值链，这一产融价值链要比GE“产业+银行”的产融模式更加复杂，对多元化集团实业经营的要求也更高。

（三）巴菲特，以保险为核心的产融价值链

一、巴菲特：保险⇒股票⇒实业的产融价值链

世界上最牛的股票是哪只？你可能会想到很多伟大的名字，但其中最耀眼的无疑是巴菲特的Berkshire Hathaway。从1964~2006年的42年间，Berkshire Hathaway的每股资产净值从19美元涨到70281美元，增加了3600倍，年均增长21.4%，较标普500年均10.4%的收益率高出11%，其股价更是几美元一路上涨到12700美元！



图（）Berkshire公司的股价图

巴菲特的投资神话使他获得了“股神”的美誉，但其实推动 Berkshire 公司增长的不仅是股票，巴菲特在股票投资上的辉煌业绩掩盖了 Berkshire Hathaway 公司的其他业务，以至于很少有人注意到巴菲特已经从一个“股票投资人”悄然转变为一个“股权投资人”了——进入上世纪 90 年代以来，随着股票市场的繁荣，巴菲特理想中的低估股票已经越来越少了，而 Berkshire 公司自身越来越庞大的现金流要求他寻找新的、能容纳下更大规模资金的投资领域，于是，巴菲特进入了实业投资领域，到今天他旗下绝对控股的公司已达 40 多家（其中不少公司 Berkshire 100% 控股的），涵盖了保险、能源与公用事业、金融、制造、服务、零售等多个领域——2006 年巴菲特完成了对媒体公司 Business Wire、养老保险公司 Applied（85% 股权）、运动产品生产商 Russell 的收购，并斥资 51 亿美元收购了电力公司 PacifiCorp，此外，公司还创记录的以 50 亿美元收购了一家生产小型刀具的以色列公司 ISCAR 的 80% 股权，从而开启了 Berkshire 的国际收购之路，2006 年规划中的收购还有 TTI（一家电子元件分销商）80% 的股权……就象巴菲特说的，在他一个人的“薪酬委员会”里，他每年要决定 40 位 CEO 的薪酬。

“最近几年，我们发现越来越难以找到被低估的股票了，而我们庞大的资金规模进一步缩小了我们选择的空间。今天，我们可以大规模购买并持有的股票远少于十年前；但这并没有让我们担忧，因为我们可以购买那些被低估的公司，那些拥有持续竞争力和精干且忠诚管理团队的公司。”

——巴非特

由表（）可见，早期巴非特把更多的钱投到了证券市场上，在1965~1995的三十年间，公司每股投资的价值年均增长33%，而每股经营收益的年均增长仅为13.4%；但过去十年间，公司已经把更多资产投资在收购上了，结果每股投资价值的增长减缓——1995~2006年的投资价值年均增长率降为12.6%，与之相对，税后收益增长加速了，在1995~2006年间实现了年均31.7%的增长。在2006年，公司的股票投资净现金流出为54亿美元，而收购业务的净现金流出额已高达101亿美元，此外旗下子公司还花费46亿美元用于固定资产购买——实业投资已成为公司目前主要的扩张方向。

表（1）Berkshire公司每股投资和每股收益的增长

<u>Year</u>	<u>Per-Share Investments*</u>
1965	\$ 4
1975	159
1985	2,407
1995	21,817
2006	<u>\$80,636</u>
Compound Growth Rate 1965-2006	27.5%
Compound Growth Rate 1995-2006	12.6%

*Net of minority interests

<u>Year</u>	<u>Pre-Tax Earnings Per Share*</u>
1965	\$ 4
1975	4
1985	52
1995	175
2006	<u>\$3,625</u>
Compound Growth Rate 1965-2006	17.9%
Compound Growth Rate 1995-2006	31.7%

*Excluding purchase-accounting adjustments and net of minority interests

巴非特收购公司的六个标准：

- 1) 标的公司规模够大，每年至少要有 7500 万美元的税前利润（除非我们的某个子公司对它感兴趣）；
- 2) 被证明拥有持续的盈利能力（我们对未来的盈利预测不感兴趣，更不相信业绩突然转好的神话）；
- 3) 在负债率较低的情况下能够产生良好的净资产回报率；
- 4) 有适合的管理团队（这个我们无法提供）；
- 5) 业务简单（如果涉及很多高新技术，抱歉我们看不明白）；
- 6) 合理的价格（我们不想在明确价格前浪费时间和卖方闲聊）。

其实，早在上世纪60年代巴非特并购Berkshire时起他就已经进入了实业投资领域，而其中最成功的业务就是保险。1967年巴非特以860万美元收购了NICO保险公司，当时该公

司帐面的浮存金 (Float, 由收到保费与支付赔偿额之间的时间差所形成的准备金) 仅为1700万美元; 四十年过去了, 2006年Berkshire保险集团的浮存金高达509亿美元, 旗下全资子公司GEICO是全美第四大汽车保险公司, 而General Re和Berkshire Hathaway再保险集团则是全球最大的再保险公司之一——实际上, 巴非特那些著名的股票投资大多是放在保险集团旗下的, 是保险集团的浮存额支撑着这些投资, 而整个保险集团及其持有的证券资产占到Berkshire集团总资产的60%, 贡献了总利润的60~70%。

表(2) 2006年的资产及盈利结构(百万美元)

	有形资产	商誉	总资产	占比	税前利润	税后利润	占比	总资产回报率
保费收益					3838	2485	23%	
投资收益	135630	15367	150997	61%	4316	3120	28%	4.8%
衍生品					2635	1709	16%	
金融产品					1157	732	7%	
公用事业	30942	5548	36490	15%	1476	885	8%	2.4%
杂货批发	2986	158	3144	1%	229	2131	19%	6.3%
地毯生产	2776	2228	5004	2%	594			
其他产业	17571	7925	25496	10%	2703			
合计	213504	32238	245742	100%	16948	11062	100%	4.5%
调整			2695		-170	-47		
综合			248437		16778	11015		

巴非特常说保险业务是他绝对不会出售的业务, 因为这一业务为他提供了十多年的零成本资金, 其实这还不是故事的全部——无论从哪个角度看, 保险集团都是整个Berkshire Hathaway架构的核心, 它为证券投资提供了低成本的资金, 而证券投资赚到的钱又成为巴非特实业投资(公司收购)的资本金, 最后实业投资的利润为保险业务扩张提供了坚实的后盾, 在这个后盾的推动下保费收入与浮存额进一步扩张, 证券投资业务有了更充足的资金, 然后是更大规模的实业投资……在这个产融价值链的循环中, Berkshire公司的资产和收益都在快速增长着。

二、保险：零成本资金？

要理解巴非特的产融链条, 必须先理解这一链条的核心——保险业务。巴非特常说他的保险业务为他提供了十多年的零成本资金, 真是这样吗? 研究表明, 尽管保险业务通常可以产生庞大的现金流, 但对于多数公司而言, 这个资金并非是无成本的, 实际上, 随着保险行业竞争的加剧, 保险资金的使用成本在上升, 在某些时候甚至高于市场平均的资金成本(在美国, 财险行业平均的资金成本为6%)。既然保险资金并不便宜, 为什么巴非特还如此偏爱他的保险业务? 他又是如何获得“零成本”资金的?

巴非特主要经营的是财险业务, 包括汽车保险、家财险和再保险, 通常投保人有一个错觉, 即, 保险公司的保费收入从总体上要高于其实际的赔付额, 但真实情况并非如此。由于保单是一种相对标准化的产品, 因此, 如果剔除牌照因素, 保险, 尤其是财险是一个高度竞争的行业, 美国保险行业经过近百年的发展, 到今天市场集中度依然不高, 价格战仍是主要的竞争手段。在这种情况下, 保险费率被不断压低, 并最终使保费收入低于赔偿额, 从而形成了保险资金的使用成本: 实际赔付额+保险公司的运营成本(主要是销售成本)-保费收入=保险资金的使用成本。在美国, 长期看财险公司平均的资金使用成本为6%, 即, 其实际赔偿额与运营成本之和要比保费收入高出6%。在中国, 尽管有保监会的牌照控制, 但截止2007年上半年, 25家财险公司有13家亏损, 车险市场更是陷入了全面亏损的窘境。

不过，赔付额高于保费收入并不意味着保险公司的真实亏损，因为平均来看，从投保人开始缴费到真实的赔付发生通常需要几年（甚至几十年）的时间，而在此期间，保险公司可以无偿使用这笔保费资金（巴非特称之为浮存额），随着保费规模的扩张，累积的浮存额也在扩张，而只要保险公司使用这些浮存额的投资收益能够超过保险成本，保险公司就是盈利的。

财险行业整体总是在“损失”状态下运营，即，保费收入不足以覆盖实际赔付额与运营成本，两者的差就是保险资金的使用成本，只要这个成本低于市场平均的资金成本，保险公司就是盈利的。但在低息时代和价格战中，很多保险公司陷入了持续的亏损中，只是由于新保单的进入，使公司的亏损在短期内不会转变为流动性危机。

注意，在上文里我们比较的是保险成本与市场平均的资金成本，为什么不是每家保险公司自己的投资收益？换句话说，巴非特的保险公司拥有更高的投资收益（在过去四十年中，其税后年均价值增长比标普500高出10%），这是否意味着他可以忍受更高的保险成本？如果真是那样的话，巴非特的保险公司是否应该主动展开更加激烈的价格战以攫取更多的保费收入，获得更高的投资收益？——毕竟，相对于Bershire公司年均20%多的净值增长，只要保险资金的使用成本低于20%，就意味着上述策略是有利可图的。

但是，对Berkshire保险业务的深入研究让我们惊奇的发现，实际情况并非如此，巴非特的保险业务非但不是更加激进的，反而是更加保守的，实际上，由于不愿卷入价格战，巴非特旗下专注于一级零售市场（相对于再保险市场，发放保险的市场被称为一级市场）的保险公司NICO自1986年以来经历了长达14年的市场份额下降！正象巴非特自己说的：“你能想象一个公开上市的公司坚持持有一个连续14年市场份额下滑的业务吗？而且，更重要的是，这种下滑并不是由于无法拓展业务而造成的，只要我们愿意降价，数十亿美元的保费收入在那儿等着我们，但我们却坚持把我们的价格定在一个能够保证盈利的水平上，而不去效仿我们那些过于乐观的同行。”

“保费收入是好东西，只要它不太贵。”

表（3）NICO公司的历史业绩

<u>Year</u>	<u>Written Premium (In \$ millions)</u>	<u>No. of Employees at Year-End</u>	<u>Ratio of Operating Expenses to Written Premium</u>	<u>Underwriting P (Loss) as a Pe centage of Prem (Calculated as year end 2004</u>
1980	\$79.6	372	32.3%	8.2%
1981	59.9	353	36.1%	(.8%)
1982	52.5	323	36.7%	(15.3%)
1983	58.2	308	35.6%	(18.7%)
1984	62.2	342	35.5%	(17.0%)
1985	160.7	380	28.0%	1.9%
1986	366.2	403	25.9%	30.7%
1987	232.3	368	29.5%	27.3%
1988	139.9	347	31.7%	24.8%
1989	98.4	320	35.9%	14.8%
1990	87.8	289	37.4%	7.0%
1991	88.3	284	35.7%	13.0%
1992	82.7	277	37.9%	5.2%
1993	86.8	279	36.1%	11.3%
1994	85.9	263	34.6%	4.6%
1995	78.0	258	36.6%	9.2%
1996	74.0	243	36.5%	6.8%
1997	65.3	240	40.4%	6.2%
1998	56.8	231	40.4%	9.4%
1999	54.5	222	41.2%	4.5%
2000	68.1	230	38.4%	2.9%
2001	161.3	254	28.8%	(11.6%)
2002	343.5	313	24.0%	16.8%
2003	594.5	337	22.2%	18.1%
2004	605.6	340	22.5%	5.1%

这就是巴非特的理念，他坚持把他的保单价格定在盈利、或至少盈亏平衡的水平上，即使这种坚持将以市场份额的牺牲为代价。实际上，为了更好的贯彻这一理念，在NICO公司中甚至有一条规定，就是没有人会因为市场份额的下降而被开除，只要他认真的对待每份合约。

巴非特不仅在一级市场上坚持这一原则，在再保险市场上更加谨慎，2001年的911事件让巴非特旗下新收购的再保险公司Gen Re遭受了巨额亏损，此前该公司低估了恐怖袭击等人为风险。事件发生后，巴非特做的第一件事就是对这家公司进行自上而下的洗脑，以贯彻其“不能以亏损为代价来扩张市场份额”的原则，并要求对此前签下的、低估了恐怖威胁的保单进行全面清理——尽管这些保单中涉及的某些风险（如核袭击等）还没有爆发，而且也没有迹象显示将要爆发，但巴非特认为这些风险根本无法度量，因此也无从确定合理价格。2006年，美国保险行业经历了一个没有被特大飓风光顾的好年景，再保险市场开始从卡特里娜飓风的阴影中走出来，大量资本重新涌入这一市场，飓风保单价格开始下降，但就在行业开始繁荣的时候，巴非特却决定减少他在飓风上的风险承担——“无论别人做什么，我们不会在一个错误的定价下签定任何保单。”

有人说巴非特“胆小”了，但他的回答是“我们做好了为单一一项灾害事件就损失60亿美元的准备，但前提是必须有人给我们合理的价格来承担这项风险，在价格没有反映我们可能承担的损失情况下，我们不会承担任何风险，哪怕是很小的风险——合理的定价并不能够保证每年都盈利，但是不合理的定价却一定会导致最终的亏损。”

正是由于对上述原则的坚持，在四十年的保险生涯中，巴非特的保险业务有一半年份是零成本的，即，保费收入大于赔偿额和运营成本，这一保险资金成本显著低于行业平均水平，用巴非特自己的话说，他不但没有因为使用别人的资金而支付成本，反而收到了别人给他的钱。

表（4）巴非特保险业务的资金成本与长期国债比较

	承保损失 (百万美元)	平均浮存额 (百万美元)	保险资金成本	长期国债收益率
1967	profit	17.3	less than zero	5.50%
1968	profit	19.9	less than zero	5.90%
1969	profit	23.4	less than zero	6.79%
1970	0.37	32.4	1.14%	6.25%
1971	profit	52.5	less than zero	5.81%
1972	profit	69.5	less than zero	5.82%
1973	profit	73.3	less than zero	7.27%
1974	7.36	79.1	9.30%	8.13%
1975	11.35	87.6	12.96%	8.03%
1976	profit	102.6	less than zero	7.30%
1977	profit	139.0	less than zero	7.97%
1978	profit	190.4	less than zero	8.93%
1979	profit	227.3	less than zero	10.08%
1980	profit	237.0	less than zero	11.94%
1981	profit	228.4	less than zero	13.61%
1982	21.56	220.6	9.77%	10.64%
1983	33.87	231.3	14.64%	11.84%
1984	48.06	253.2	18.98%	11.58%
1985	44.23	390.2	11.34%	9.34%
1986	55.84	797.5	7.00%	7.60%
1987	55.43	1,266.7	4.38%	8.95%
1988	11.08	1,497.7	0.74%	9.00%
1989	24.40	1,541.3	1.58%	7.97%
1990	26.65	1,637.3	1.63%	8.24%
1991	119.59	1,895.0	6.31%	7.40%
1992	108.96	2,290.4	4.76%	7.39%
1993	profit	2,624.7	less than zero	6.35%
1994	profit	3,056.6	less than zero	7.88%
1995	profit	3,607.2	less than zero	5.95%
1996	profit	6,702.0	less than zero	6.64%
1997	profit	7,093.1	less than zero	5.92%

为什么巴非特要坚持保险资金的零成本？既然他的投资收益高达20%以上，而只需支付6%或10%的资金成本就可以得到源源不断的保费资金，为什么不降低保单价格来获取更多的资金呢？

答案就在于巴非特并不“缺钱”——在美国发达的资本市场上，他可以以市场平均的资金成本从其他保险公司、养老基金那里获得足够多的资金——巴非特缺的是“低成本”的“长期”资金，而这两点都有赖于自有保险公司相对保守的定价策略。

很多人误以为保险公司的资金总是很“长期”的，因为实际赔付的发生可能在十几年、甚至几十年以后，但问题是一旦定价错误，低估了发生概率，事件很可能会“提前”发生，而保险公司也将由此陷入拨备不足支付危机之中——看上去很长期的资金，可能在任何一天被要求全额支付，如果准备不足公司就将被迫以低价出售那些很赚钱的股票，而这是巴非特最不愿意看到的——正确的估价风险是保证资金长期的前提。

另一方面，既然巴非特可以在市场上以平均的资金成本获得充足的资金，那么，自有

保险资金的意义就在于它的低成本了，从这个意义上说，控制保险成本不仅是保险业务稳健运营的需要，更是巴非特产融战略的要求。

“一个公司的盈利能力取决于三点：（1）资产的盈利能力；（2）债务融资的成本；（3）财务杠杆的使用（负债水平）。众所周知，我们在第一点上做得很好，资产盈利能力很强，但却很少有人知道，低债务成本也使我们受益非浅，而低成本资金的一个重要来源就是合理定价的保险收入。但是同样的原则并不适用于其他财险公司，他们可能拥有巨额的保险浮存金，但为获取这些资金所支付的成本却已超过了它们的实际价值，在那种情况下，巨额保费所撬动的高杠杆就不是什么好事了。”

——巴非特

综上，零成本的保险资金为巴非特的股票投资提供了有力的支持，而关注保险资金成本也是巴非特与那些一心只想从保险业务上拿走更多现金流的经营者的不同之处。

在零成本保险资金的支持下，巴非特演绎了他的股票神话，从可口可乐到吉列刀片，再到今天的中石油，“股神”的故事广为传诵，而巴非特也从中赚取了丰厚的收益。但随着资产规模的扩大，巴非特已经很难从证券市场上找到能长期大量持有的股票了，于是他的钱开始大量涌入实业领域，就象他在每年致股东信中所说的：“如果你有或者你知道哪里有符合我六个要求的公司，请Call我，二十四小时随时恭候。”

表（5）截止2006年12月31日巴非特投资的主要股票（除两只正在增仓的股票）

<i>Shares</i>	<i>Company</i>	<i>12/31/06</i>		
		<i>Percentage of Company Owned</i>	<i>Cost*</i> <i>(in millions)</i>	<i>Market</i>
151,610,700	American Express Company	12.6	\$ 1,287	\$ 9,198
36,417,400	Anheuser-Busch Cos., Inc.	4.7	1,761	1,792
200,000,000	The Coca-Cola Company	8.6	1,299	9,650
17,938,100	Conoco Phillips	1.1	1,066	1,291
21,334,900	Johnson & Johnson	0.7	1,250	1,409
6,708,760	M&T Bank Corporation	6.1	103	820
48,000,000	Moody's Corporation	17.2	499	3,315
2,338,961,000	PetroChina "H" shares (or equivalents)...	1.3	488	3,313
3,486,006	POSCO	4.0	572	1,158
100,000,000	The Procter & Gamble Company	3.2	940	6,427
229,707,000	Tesco	2.9	1,340	1,820
31,033,800	US Bancorp	1.8	969	1,123
17,072,192	USG Corp	19.0	536	936
19,944,300	Wal-Mart Stores, Inc.	0.5	942	921
1,727,765	The Washington Post Company	18.0	11	1,288
218,169,300	Wells Fargo & Company	6.5	3,697	7,758
1,724,200	White Mountains Insurance	16.0	369	999
	Others		<u>5,866</u>	<u>8,315</u>
	Total Common Stocks		<u>\$22,995</u>	<u>\$61,533</u>

三、巴非特，原来是GE

实业投资成为巴非特的新宠，在这个领域巴非特延续了他股票投资的风格，把经营决策交给子公司的管理团队来决策，而他自己只做那些他最擅长的事，即，资本配置、投资决策和CEO的选择与激励——巴非特在他的王国里给予了他的CEO们丰厚的报酬和充分的信任，以至于在过去42年间从来没有一位CEO离开Berkshire去另谋高就。

如果说巴非特擅长用人的话，那么他更擅长用钱，他曾坦承他能够给予子公司最大支

持就是资金上的支持——巴非特曾帮助旗下一间生产屋顶连接装置的公司Mitek在五年里进行了14次并购，使销售额翻了两倍，每股价值也从\$10,000上涨到\$71,699，而这并购所花费的2.9亿美元主要来自于母公司的支持——2001年巴非特以4.2亿美元收购了Mitek，然后以9%的利率向其贷款2亿美元，并注资1.98亿美元（55名雇员也注资了2200万美元），正是用这些钱公司完成了14次并购扩张，目前已还清了Berkshire的债。除了Mitek，2006年Berkshire还帮助旗下子公司Fruit、CTB、Shaw、Clayton、MidAmerican等进行了一系列扩张性收购，并承诺在未来五年内向MidAmerican再注资35亿美元。

在直接投资的基础上，巴非特也凭借自身庞大的资产规模和良好的资信评级为子公司提供外部融资支持。由表（6）可见，在Berkshire，保险和生产服务部门四分之一的债务是由母公司出面融资的，43%的债务是由母公司担保的，仅有三分之一的债务是独立融资的；而在金融产品部门，四分之三的债都是由全资子公司BH金融公司发行并由母公司担保的；只有公用事业部门，凭借良好的资产抵押性独立承担了全部债务。

上述资金支持对于周期性行业的企业有着更加重要的意义，2006年MidAmerican旗下的房地产经纪业务遭遇了行业低谷，不过巴非特认为这只是周期性的波动，所以仍助其完成了两笔收购，并在策划进一步的收购行动。同样遭遇低谷的还有房地产开发和抵押贷款公司Clayton，在2006年经历了其1962年以来的最低销售额，为了帮助其缓解资金压力，Berkshire收购了其100亿美元的分期房贷。

表（6）Berkshire各部门的债务情况

	December 31, 2006	December 31, 2005
Insurance and other:		
Issued by parent company due 2007-2033	\$ 894	\$ 992
Issued by subsidiaries and guaranteed by Berkshire:		
Commercial paper and other short-term borrowings	1,355	1,381
Other debt due 2009-2035	240	315
Issued by subsidiaries and not guaranteed by Berkshire due 2007-2041	<u>1,209</u>	<u>895</u>
	<u>\$ 3,698</u>	<u>\$ 3,583</u>
Utilities and energy *:		
Issued by MidAmerican and its subsidiaries and not guaranteed by Berkshire:		
MidAmerican senior unsecured debt due 2007-2036	\$ 4,479	\$ 2,776
Operating subsidiary and project debt due 2007-2036	12,014	7,169
Other	<u>453</u>	<u>351</u>
	<u>\$16,946</u>	<u>\$10,296</u>
Finance and financial products:		
Issued by Berkshire Hathaway Finance Corporation and guaranteed by Berkshire:		
Notes due 2007	\$ 700	\$ 700
Notes due 2008	3,098	3,095
Notes due 2010	1,994	1,992
Notes due 2012-2015	3,039	3,038
Issued by other subsidiaries and guaranteed by Berkshire due 2007-2027	398	417
Issued by other subsidiaries and not guaranteed by Berkshire due 2007-2030	<u>2,732</u>	<u>1,626</u>
	<u>\$11,961</u>	<u>\$10,868</u>

集团层面统一融资和统一配置金融资源的模式使Berkshire看起来更象是GE，而不是股票投资人，也不是一般意义上的PE（私人股权投资基金）。实际上，巴非特从来都不承认自己是一家PE，因为他从来不考虑如何退出他的实业投资：

“有一点我必须提醒你们注意，那就是：无论价格如何，我和查理（Berkshire公司的副主席）都没有兴趣出售Berkshire旗下的任何公司……我们既不会因为昂贵的价格而出售好的业务，也不会象倒垃圾一样出售表现不佳的业务——只要这些业务还能够产生一点现金，只要它们的管理团队还不错——在每个转折点丢弃掉最差业务，这并不是我们的风格——当然，我们的这种态度可能会损害公司的财务表现。”

——巴非特

从某种意义上讲，巴非特比通用电器的杰克·韦尔奇更加执著于他所经营的产业，他的报纸业务面临网络等新媒体的冲击，陷入亏损之中，私人飞机租赁业务在2006年6月以前都是亏损的，在这些业务上他仍在坚持着，有些改善了（如私人飞机租赁），有些还没有。但幸运的是，巴非特比任何人都更清楚流动性的重要性，所以，即使是在“不轻易抛弃任何业务”的原则下，他仍然谨慎的使投资不至于失控。由表（7）可见，巴非特各子业务在长期中都保持着正的自由现金流，而实业投资的利润贡献更成为保险资金之外最重要的资金来源——2006年，Berkshire的净经营活动现金流入为102亿美元，而出售股票收到的现金仅为37亿美元。

“为了避免重复错配我们的资金，我们总是很谨慎的对待那些‘只要在追加投资就可以使不好的业务恢复盈利能力’的建议（在一个糟糕行业里追加投资，结果很可能是落入流沙的陷阱）。”

——巴非特

表（7）各业务的现金流贡献

	税前利润			资本支出			有形资产折旧			扣税前自由现金		
	2006	2005	2004	2006	2005	2004	2006	2005	2004	2006	2005	2004
保费收益	3838	53	1551	65	60	52	64	62	52	3837	55	1551
投资收益	4316	3480	2824	0	0	0				4316	3480	2824
衍生品	2635	5494	3489	0	0	0				2635	5494	3489
金融产品	1157	822	584	334	354	373	230	221	213	1053	689	424
公用事业	1476	523	237	2423			949			2	523	237
杂货批发	229	217	228	193	125	136	94	96	107	130	188	199
地毯生产	594	485	466	189	209	125	134	113	99	539	389	440
其他产业	2703	1921	1787	1367	1447	592	595	490	470	1931	964	1665

实际上，巴非特的整个实业投资都是以现金流为核心进行组织的。在巴非特控股公司的名录中除了多家保险公司、金融企业外，还包含了形形色色的企业，如以MidAmerican Energy Holding Company为主体（Berkshire拥有其86.6%的股权）的多家发电、输配电、天然气公司，一家地毯公司Shaw Industries、一家杂货批发商Mclane Company、一家建筑涂料生产商Benjamin Moore、一家绝缘材料生产商Johns Manville、一家水泥和墙砖生产商Acme Building Brands、一家屋顶连接装置生产商Mitek、一家服装生产商Fruit、一家提供飞行员和海员训练的企业FlightSafety、几家家具零售商和几家珠宝零售商，一家报社Buffalo News、一家罐装巧克力生产商See's Candies、一家高级画框生产商Albecca、一家农用设备生产商CTB International、一家乳品生产商International Dairy Queen、一家厨房用具生产商The Pampered Chief、一家休闲车船生产商Forest River、一家财经媒体Business Wire……尽管行业迥异，但这些企业大都有一个共同特点，就是它们都是竞争不太激烈的传统行业，这些行业没有暴利的收益，也没有惊人的成长（这一点和他股票投资的企业不同），但却能够产生相对稳定的正现金流——而这也正是巴非特并购企业的核心标准之一。

不过，一些投资人对于巴非特的实业战略产生了置疑。由表（8）可见，在巴非特的几大业务板块中，尽管制造业的总资产回报率是最高的（6%左右），但由于巴非特坚持其制造服务部门必须采取低负债率（35%）的保守运营策略，结果，在净资产回报率方面金融产品部门最高，其次是保险及其投资收益，而制造服务部门和公用事业部门最低，制造服务部门的ROE只有10%，公用事业更低，为7%。

表（8）Berkshire各业务部门的回报率（2006年）

	有形资产	商誉	总资产	占比	税前利润	税后利润	占比	总资产回报率
--	------	----	-----	----	------	------	----	--------

保费收益					3838	2485	23%	
投资收益	135630	15367	150997	61%	4316	3120	28%	4.8%
衍生品					2635	1709	16%	
金融产品	23599	1012	24611	10%	1157	732	7%	3.0%
公用事业	30942	5548	36490	15%	1476	885	8%	2.4%
杂货批发	2986	158	3144	1%	229			
地毯生产	2776	2228	5004	2%	594	2131	19%	6.3%
其他产业	17571	7925	25496	10%	2703			
合计	213504	32238	245742	100%	16948	11062	100%	4.5%
调整			2695		-170	-47		
综合			248437		16778	11015		

	保险集团	金融产品	公用事业	其他产业	集团总体
总资产回报率	4.8%	3.0%	2.4%	6.3%	4.5%
负债率	55%	79%	65%	35%	56%
净资产回报率	11%	14%	7%	10%	10%

表（9）Berkshire制造服务部门的资产负债表

Balance Sheet 12/31/06 (in millions)

<u>Assets</u>		<u>Liabilities and Equity</u>	
Cash and equivalents	\$ 1,543	Notes payable	\$ 1,468
Accounts and notes receivable	3,793	Other current liabilities	6,635
Inventory	5,257	Total current liabilities	8,103
Other current assets	363		
Total current assets	10,956		
Goodwill and other intangibles	13,314	Deferred taxes	540
Fixed assets	8,934	Term debt and other liabilities	3,014
Other assets	1,168	Equity	22,715
	<u>\$34,372</u>		<u>\$34,372</u>

既然实业投资的回报率并不高，甚至低于保险+证券的投资模式，为什么巴非特还要进入这些产业？为什么他不提高其制造部门的负债率水平，以更好利用财务杠杆？

答案就在于：巴非特需要制造服务部门和公用事业的稳定现金流来支持保险业务的扩张和整个产融链条的完整。

四、产业之于保险：规模扩张的后盾

从保险到股票，再从股票到股权，一切似乎都进行得很顺利，但实际并非如此，巴非特也有他的困境，实际上，如果不是规模足够庞大的实业投资，巴非特的战略链条可能早就断了。

零成本战略的困境

巴非特对零成本保险资金的执著为其投资业务提供了低成本资金，但对零成本战略的坚持却也给巴非特的保险业务带来了困境，就象我们前面说的，在一级保险市场上，巴非特曾经历了长达14年的市场份额萎缩。为了扭转局面，旗下保险集团开始了大规模的广告投入，试图通过打造保险品牌来改变这个行业无差异价格战的游戏规则——1995年巴非特

收购旗下最大汽车保险公司GEICO时，它每年的广告支出仅为3100万美元，但完成并购后的第二年，1997年GEICO的广告支出就上升到1.43亿美元，2003年进一步上升到2.38亿美元，2006年上升到6.31亿美元，远高于其他所有大型保险集团——让人们象点名要喝可口可乐、要用吉列刀片一样点名要买NICO或GEICO的保险，这一直是巴非特的梦想。而广告战略确实给公司带来了好处，电话营销的成功率提高了，市场份额也从收购时的不到3%上升到6.1%，增加的保单则摊销了广告支出的成本，使公司整体业绩向好。

但问题是，如果广告战略真的有效的話，那么GEICO的做法很可能把整个财险行业由价格战引向广告战——从这个行业过去几十年的发展历史看，它在不断进行营销模式的创新，尽管每次创新都会给领头的企业带来丰厚的回报，但这种超额收益很快就会由于其他企业的效仿而消失。

财险行业：营销模式的创新与利润的平均化

一个世纪以前，当汽车刚刚被推广时，财险行业是一个卡特尔竞争的格局，被一些大型企业所垄断，人们通过一些特殊的官僚机构来买保险。1922年Stat Farm打破了这种竞争格局，创建了上门推销的销售模式，使保险产品由“贵族”转向“平民”，这一举措大大降低了保险产品的销售成本，也由此掀开了行业内价格战的序幕；而Stat Farm则迅速超过了同行，市场份额达到25%。但后来这一模式被广泛效仿，保险行业陷入了恶价格战之中。

1936年成立的GEICO则推动了另一次保险营销模式的创新，他屏弃了所有上门推销的保险代理，而是通过汽车经销商直接销售保险，从而进一步降低了销售成本和销售价格，1936~1975年GEICO从默默无闻的小保险公司上升到市场份额4%的全美第四大汽车保险商。

此后，保险行业又进行了电话营销和网络销售的渠道创新，每次创新都使销售成本和销售价格进一步降低。而巴非特的广告战也许能为这个行业带来又一次营销模式的改变，但这次创新能否构建真正的行业壁垒、提高行业集中度呢？

除了广告投入外，为了抵御市场份额下降的威胁，巴非特在保险行业进行了一系列大规模的并购：继1967年以860万美元买下NICO公司后，在1976~1980年间，巴非特不断增持了GEICO的股票，使其持股比例达到33%，此后由于GEICO的回购行为使巴非特的持股比例进一步上升到50%，1995年巴非特最终与GEICO达成协议，以23亿美元全面收购了GEICO公司，使保费收入从此前的34亿美元增加到64亿美元，翻了一倍；此后1998年公司又溢价收购了全美最大的再保险公司Gen Re，它贡献了公司当年保费收入的三分之二。其他被收购的保险公司还包括Medical Protective Company, Applied Underwriters, U.S. Liability Insurance Company, Central States Indemnity Company, Kansas Bankers Surety, Cypress Insurance Company 以及几家被并入Homestate Companies的保险公司。这些并购行为在很大程度上推动了公司保费收入的快速增长。

并购成长似乎成为巴非特保险业务增长的一条捷径，但问题是，由于巴非特并不相信“青蛙变王子”的故事（巴非特曾经把好公司并购坏公司比喻为“公主亲吻了青蛙”，但他并不相信“青蛙”（坏公司）会从此变为“王子”（好公司）），因此，他购买的公司都是价格不菲的优势企业，并为此支付了高昂的溢价——在巴非特的保险集团中并购溢价所形成的商誉累计达到154亿美元，占保险集团总资产的10%——所以，并购能否成功取决于巴非特能否使被并购公司增值。关于这点，巴非特想得很清楚，他能够提供给被并购公司的只有“钱”，而这种充沛的流动性后盾对于财险业务有着重要的意义。

鏖战再保险

为了更好的利用自身的流动性优势，在上世纪九十年代后期，巴非特的保险集团开始大举进军再保险领域。再保险，就是保险公司将手中的一些保单风险全部或部分转卖给其他保险公司的行为，借助再保险市场，保险公司可以有效降低或控制其风险头寸。

不同于一级市场，在再保险市场上，保单并不是标准化的，由于保额巨大，通常是逐笔讨论定价的；而且，与一般投保人并不十分担心保险公司的破产风险不同，在再保险市场上，承保人的资金实力是投保公司重点考虑的因素，因为在重大灾害发生时，如果再保险人违约的话，一级保险公司将由于无法支付客户赔偿额而面临破产危机。因此，在这个市场上，尽管价格仍是交易达成的重要因素，但不是，或者不应该是最重要的因素——便宜的再保险保单是一个愚蠢的保单，因为一旦灾害真的发生，错误估价风险的再保险人将由于储备不足而注定违约，从而使保险合约变得没有任何意义，并拖累试图转嫁风险的一级保险公司。

实际上，在再保险领域，资本实力和流动性是评价再保险公司的最重要因素，而在这方面，巴非特的实业投资无疑为其再保险业务提供了坚实的流动性后盾。深谙资本市场的巴非特在评价他的实业投资与保险业务协同效应时，曾明确指出：“高波动会损伤一个公司的债券信用评级和股票市盈率水平，即使这个公司从长期看是很盈利的（这也是财险公司的市盈率水平通常低于寿险公司的原因），这就迫使许多再保险公司为了熨平波动而转让部分风险业务或拒绝一些好的业务。但Berkshire不同，我们乐于接受任何被合理定价的波动……我们有雄厚的资本实力和充足的流动资金来对抗短期的业绩波动和评价降低。”实际上，在911事件后，尽管巴非特旗下Gen Re公司也遭遇了惨重损失，但它却是四大再保险公司中唯一一家没被降级的公司（此前四家公司的信用评级都是AAA，但911后只有Gen Re一家仍保持AAA评级），并在911后成为最抢手的再保险公司——恐怖袭击的威胁使全球再保险需求大幅上升，但刚刚经受911打击的许多再保险公司都还没有从厄运中恢复过来，无力或者不愿在短期内继续扩大其风险头寸，只有巴非特的再保险公司在忙碌的接单。

正如巴非特说的“别人恐惧我贪婪，别人贪婪我恐惧”。

背靠产业资本殷实的盈利能力后盾，巴非特在过去二十年中在再保险领域里攫取了大量的保费收入，由表（10）可见，通过并购Gen Re和开展其他再保险业务（B-H Reinsurance），公司再保险业务的浮存金已从7亿美元上升到近400亿美元，成为全球顶级的再保险集团。目前，再保险浮存金已占到公司总浮存金的80%！

表（10）Berkshire Hathaway保险集团中各公司的贡献

<u>Year</u>	<u>Yearend Float (in \$ millions)</u>				<u>Total</u>
	<u>GEICO</u>	<u>General Re</u>	<u>Other Reinsurance</u>	<u>Other Primary</u>	
1967				20	20
1977			40	131	171
1987			701	807	1,508
1997	2,917		4,014	455	7,386
1998	3,125	14,909	4,305	415	22,754
1999	3,444	15,166	6,285	403	25,298
2000	3,943	15,525	7,805	598	27,871
2001	4,251	19,310	11,262	685	35,508
2002	4,678	22,207	13,396	943	41,224
2003	5,287	23,654	13,948	1,331	44,220

<i>Insurance Operations</i>	<i>(in \$ millions)</i>		<i>Yearend Float</i>	
	<i>2006</i>	<i>2005</i>	<i>2006</i>	<i>2005</i>
General Re	\$ 526	\$(334)	\$22,827	\$22,920
B-H Reinsurance	1,658	(1,069)	16,860	16,233
GEICO	1,314	1,221	7,171	6,692
Other Primary	340**	235*	4,029	3,442
Total	<u>\$3,838</u>	<u>\$ 53</u>	<u>\$50,887</u>	<u>\$49,287</u>

* Includes MedPro from June 30, 2005.

** Includes Applied Underwriters from May 19, 2006.

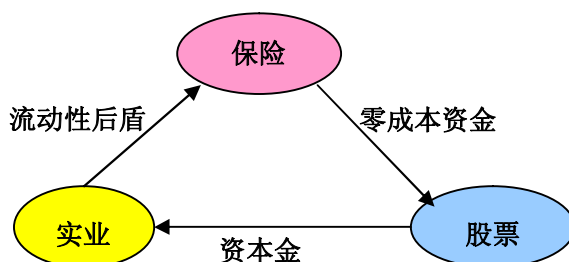
备注：Gen Re和B-H Reinsurance都是以再保险业务为主的保险公司。

对于未来，巴菲特认为他的保险业务已经做好了迎接1000亿规模的行业性巨灾的准备——尽管这一数量级的损失额是许多保险公司想都没想过的。如果巨灾真的发生了，Berkshire将承担其中3~5%的份额，即30~50亿美元，而公司在投资和其他产业上赚的钱完全可以覆盖这一成本（2006年公司的净利润是110亿美元，其中约37.5亿来自保险以外的产业，48.3亿来自证券投资收益，而帐面现金达到400多亿美元）。

综上，庞大的实业投资推动了Berkshire在更具规模效应的再保险领域拼抢市场，而合理定价的再保险保单又为股票投资的发展提供了低成本的资金，扩大了其投资收益的成果，然后是实业投资的规模扩张和整个集团更好的流动性。

这也许就是巴非特的产融协同吧。

五、产业+保险：长在悬崖上的花



图（）巴非特产融价值链

保险业务的浮存金为股票投资提供了零成本资金，而股票投资的收益又转化为实业投资的资本金，实业投资的利润成为保险业务扩张的流动性后盾……巴菲特以保险为主的产融价值链看上去近乎完美，而且这一链条到目前为止都很成功。

但客观地说，这一战略背后仍然隐藏着巨大的风险，它要求产融链条上的每个环节都不能“掉链子”：保险业务必须要严格控制风险，以保证股票投资的零成本资金运做；股票投资在长期中必须要保持正收益；而实业投资则必须要保持正现金流贡献，以巩固保险业务的流动性后盾——一旦中间任何一个环节发生问题，整个价值链将由此崩溃。

实际上，尽管巴非特的保险团队已经非常谨慎的估价每项风险，力图做到使保费收入能够覆盖所有赔偿额和运营成本，但，就象巴菲特自己也不得不承认的，在财险领域，尤其是再保险领域，再有经验的专家也很难确切地估价每笔交易的风险，尤其是那些期限长、风险具有隐秘性的保单，从签定第一张保单到隐藏的风险被揭示可能需要很长时间（有时甚至长达五十年），而在此期间依据错误估价签定的大量新保单才是公司的真实隐患——巴非特的保险旗舰GEICO公司就曾因其在上世纪70年代初的错误估价而导致1976年的巨额亏损，一度面临破产危机，市场份额从4%一度下降到1.8%，而Gen Re在2001年暴露的危机

也让公司花了五年时间来处理——由此可见，保险业务的估价错误，其后果绝不仅仅是资金成本的上升，它有可能迫使投资部门为了满足保险部门的流动性需求而在不利价格下出售那些准备长期持有的股票。另一方面，实业部门的业绩不佳或持续的负现金流也将削弱整个集团的流动性，进而削弱保险业务的抗风险能力。

总之，巴非特的产融价值链“看上去很美”，但运做中要求每个环节都不能“掉链子”——保险业务上正确的风险定价、实业投资领域严格的行业选择和审慎的追加投资决策，这些都是巴非特产融战略成功的基本要素，只有那些真正的“高手”在最谨慎的行动下，才能够碰触到这朵“长在悬崖上的花”；而对于那些资本实力不够雄厚、流动性不够充足、风险控制不够严格的企业来说，同时经营保险和其他产业，不仅不能给他带来意想中的低成本资金，还可能使整个集团遭受灭顶之灾。

施乐的危机

施乐作为复印机的发明者，在上世纪七十年代成为全球最大的办公设备生产商，不过随着佳能等日本企业的崛起，施乐的利润空间被压缩，于是在上世纪八十年代中期施乐选择多元化进入了金融服务领域，收购了一家投资银行、一家基金公司和一家保险公司，此后金融业务一度占到施乐利润的半壁江山。

但金融业务非但没有给施乐带来更多的金融资源，反而使其资金负担更加沉重，负债率直线上升。面对日本人的奋起直追和价格联盟，施乐为了腾出更多的资金来做主业，于九十年代初重新评估了其多元化战略，决定退出金融领域。它先是以3.6亿美元出售了基金业务，然后和投资银行业务的管理层协商后同意了他们的管理层收购议案，不过，施乐旗下最大的金融业务——保险业务的脱手却并不那么容易了，尽管该业务每年可产生约30亿美元的浮存金，但由于它涉足了较多有关环境保护的再保险业务，因此，鲜有保险公司或投资人敢于全面接手，除非以显著低于净资产的价值转让。鉴于此，施乐公司被迫先向其保险业务追加了4.7亿美元的投资，以改善其资产负债表状况，然后又注册成立了一家再保险公司Ridge来为旗下拟转让出去的保险业务进行担保，最后才通过分拆方式逐步转让了七块保险业务，整个过程耗时数年——直到2006年施乐才彻底将再保险公司Ridge清算关闭，而在此期间，施乐仍需不断为Ridge公司提供信用担保和融资来使其从再保险责任中解脱出来。

当施乐终于可以从多元化、产融战略的陷阱中走出来时，一切似乎已经有点晚了，由于长期在新技术上投入不足，施乐的市场份额直线下滑，股价从80美元跌到8美元，市值仅80亿美元，但负债却高达180亿美元，到1999年进一步跌至3.85美元，资信评级被降至“垃圾级”，2002年又卷入了虚报利润的丑闻之中。在破产压力下，施乐进行了一系列大规模的资产出售和债务重组，施乐的业绩开始缓慢复苏，但未来的重组之路仍很漫长，能否重现当年的辉煌还有待考验。

（四）产融战略的核心

产融战略，无论是基于经营协同的产业模式延伸，还是基于金融协同的高信用等级移植或流动性后盾支持，其核心都在于产业经营——UPS之所以能够从事存贷融资业务，除了物流环节中的风险控制外，集团层面的AAA评级是金融业务盈利的根本，而福特金融之所以盈利下降，福特汽车主体的垃圾级评级是罪魁；进一步，当金融业务脱离了从属地位而发展为一个独立并重的盈利部门时，对企业集团的产业经营的要求就更高了，沃尔玛目前还只是用其他银行的钱来开展它的金融业务，如果有一天沃尔玛真的成立了自己的银行，一

切还会不会这样顺利呢？毕竟，沃尔玛的零售业务本身也是个波动性产业，当零售业务陷入低谷而失去它的AAA评级时，沃尔玛是否会陷入福特一样的困境呢？

与上述企业的单一业务相比，GE高技术门槛的多元化业务组合确实为其金融部门发展提供了一个更稳定的基础，使其金融业务从一开始就站在了巨人的肩膀上，享受了比花旗等大型金融集团更低的资金成本。但对于保险+实业的产融模式，GE也有些力不从心了，或许只有象巴非特这样的投资高手才能够在这个“超级组合”中获利。

总之，产融战略的核心在于产业经营的规模与稳定，有什么样的产业基础才能够支持相应波动风险的金融业务。

（五）对中国企业的启示

产融结合有三个层次：基于渠道共享的经营协同、基于产业稳定性的金融协同和基于零成本资金与产业回报的互动模式。中国企业的产融结合发生在哪个层次上呢？

海尔做保险，初衷是实现经营协同，打的是交叉销售的牌——张瑞敏很清楚金融并不能带给产业更多的现金，反而是产业每年要向金融输血13个亿。但他之所以还要风风火火的做金融，是希望把海尔的品牌和客户群推广移植到金融领域。海尔的产融战略能否成功？撇开家电与保险是否存在经营协同不说，从UPS、沃尔玛、福特的案例中不难看出，基于经营协同的产融结合一定是发生在那些稳定上升的产业中，一旦产业基础遭遇增长瓶颈，金融业务的规模化平台和低成本资金也将化为泡影——福特的汽车产业开始萎缩了，它被迫考虑出售它的金融业务；如果有一天沃尔玛的零售业务也停止增长了，它的信用卡业务也将面临同样的困境。从这个角度看，低利润率、高波动的家电产业也许并不适合做产融战略；反倒是我们那些处于上升期的工程机械、船舶制造厂商，在融资租赁领域或许会有更广阔的空间。

不过，在国内，真正基于经营协同考虑的产融战略并不多，更多的企业只是因为主业相对稳定，手里有了富余的现金，于是就选择进入了高成长的金融领域，我们可以把它归为第二个层次，基于产业稳定性的金融协同——尽管多数企业并没有考虑到金融杠杆对产业评级的放大作用，但他们确实希望用金融杠杆来撬动和放大产业现金流。沿着这一思路，不仅许多多元化的企业集团进入了金融领域，就连一些垄断性产业的龙头企业也纷纷挤入了这一领域，石油、电力、有色矿等企业都齐聚银行、保险市场。但问题是，石油、电力、有色这些行业都是高周期性产业，尽管这几年由于全球的流动性过剩而处于产业的高峰，但过去百年的历史反复证明了上述产业的高波动性，一旦进入了产业低谷，金融业务赖以扩张的低成本资金和流动性支持从哪里来呢？从这个角度看，那些大型多元化集团在分拆了它们的地产、医药等高耗现金流业务后，确实比一般的单一业务企业更具产融优势。

当然，还有些更雄心勃勃的企业，如某石油巨头在涉足保险领域时曾明确表示，进入保险业务，看重的不仅是它自身的盈利能力，更是它的投资平台作用——这个思路似乎跟巴非特很象，但问题是，该如何控制保险资金的成本，又如何保证投资的高现金回报？

产融结合的热潮中，很多企业在学会“走”之前就已经在“跑”了，在产业基础还不够坚实的情况下，就已经把金融的摊子铺得很大、做得很“宽”了，结果不是产融的互动，而是产融的相互拖累。正视你的产业基础、确定你的产融层次，这是产融战略成功的前提。

最后，不得不提一句的是，象上广电这类由于主业投入不足，希望借助保险业的保费收入来解决产业融资问题的企业，更是在饮鸩止渴——因为保险资金是有成本的，这个成本可能很高，甚至高于银行的贷款利率；尽管这个成本在短期内不会显现，但它一旦开始暴露就会延续很久——今天为了争取更多市场份额而签定的低价保单，将让企业在未来五年、十年、甚至二十年内都支付高昂的成本，要知道施乐是用了整整十五年时间才真正从它的保险业务中解脱出来。