

大宇资本结构的神话

【案例背景】

韩国第二大企业集团大宇集团 1999 年 11 月 1 日向新闻界正式宣布,该集团董事长金宇中以及 14 名下属公司的总经理决定辞职,以表示“对大宇的债务危机负责,并为推行结构调整创造条件”。韩国媒体认为,这意味着“大宇集团解体进程已经完成”,“大宇集团已经消失”。大宇集团于 1967 年开始奠基立厂,其创办人金宇中当时是一名纺织品推销员。经过 30 年的发展,通过政府的政策支持、银行的信贷支持和在海内外的大力购并,大宇成为直逼韩国最大企业——现代集团的庞大商业帝国:1998 年底,总资产高达 640 亿美元,营业额占韩国 GDP 的 5%;业务涉及贸易、汽车、电子、通用设备、重型机械、化纤、造船等众多行业;国内所属企业曾多达 41 家,海外公司数量创下过 600 家的记录,鼎盛时期,海外雇员多达几十万,大宇成为国际知名品牌。大宇是“章鱼足式”扩张模式的积极推行者,认为企业规模越大,就越能立于不败之地,即所谓的“大马不死”。据报道,1993 年金宇中提出“全球化经营”战略时,大宇在海外的企业只有 15 家,而到 1998 年底已增至 600 多家,“等于每 3 天增加一个企业”。还有更让韩国人为大宇着迷的是:在韩国陷入金融危机的 1997 年,大宇不仅没有被危机困倒,反而在国内的集团排名中由第 4 位上升到第 2 位,金宇中本人也被美国《幸福》杂志评为亚洲风云人物。

1997 年底韩国发生金融危机后,其他企业集团都开始收缩,但大宇仍然我行我素,结果债务越背越重。尤其是 1998 年初,韩国政府提出“五大企业集团进行自律结构调整”方针后,其他集团把结构调整的重点放在改善财务结构方面,努力减轻债务负担。大宇却认为,只要提高开工率,增加销售额和出口就能躲过这场危机。因此,它继续大量发行债券,进行“借贷式经营”。1998 年大宇发行的公司债券达 7 万亿韩元(约 58.33 亿美元)。1998 年第 4 季度,大宇的债务危机已初露端倪,在各方援助下才避过债务灾难。此后,在严峻的债务压力下,大梦方醒的大宇虽作出了种种努力,但为时已晚。1999 年 7 月中旬,大宇向韩国政府发出求救信号;7 月 27 日,大宇因“延迟重组”,被韩国 4 家债权银行接管;8 月 11 日,大宇在压力下屈服,割价出售两家财务出现问题的公司;8 月 16 日,大宇与债权人达成协议,在 1999 年底前,将出售盈利最佳的大宇证券公司,以及大宇电器、大宇造船、大宇建筑公司等,大宇的汽车项目资产免遭处理。“8 月 16 日协议”的达成,表明大宇已处于破产清算前夕,遭遇“存”或“亡”的险境。由于在此后的几个月中,经营依然不善,资产负债率仍然居高,大宇最终不得不走向本文开头所述的那一幕。大宇集团为什么会倒下?在其轰然坍塌的背后,存在的问题固然是多方面的,但不可否认有财务杠杆的消极作用在作

怪。大宇集团在政府政策和银行信贷的支持下，走上了一条“举债经营”之路。试图通过大规模举债，达到大规模扩张的目的，最后实现“市场占有率至上”的目标。1997年亚洲金融危机爆发后，大宇集团已经显现出经营上的困难，其销售额和利润均不能达到预期目的，而与此同时，债权金融机构又开始收回短期贷款，政府也无力再给它更多支持。1998年初韩国政府提出“五大企业集团进行自律结构调整”方针后，其他集团把结构调整的重点放在改善财务结构方面，努力减轻债务负担。但大宇却认为，只要提高开工率，增加销售额和出口就能躲过这场危机。因此，它继续大量发行债券，进行“借贷式经营”。正由于经营上的不善，加上资金周转上的困难，韩国政府于7月26日下令债权银行接手对大宇集团进行结构调整，以加快这个负债累累的集团的解散速度。由此可见，大宇集团的举债经营所产生的财务杠杆效应是消极的，不仅难于提高企业的盈利能力，反而因巨大的偿付压力使企业陷于难于自拔的财务困境。从根本上说，大宇集团的解散，是其财务杠杆消极作用影响的结果。

要求：

- 1.试对财务杠杆进行界定，并对“财务杠杆效应是一把‘双刃剑’”这句话进行评述。
- 2.取得财务杠杆利益的前提条件是什么？
- 3.何为最优资本结构？其衡量的标准是什么？
- 4.我国资本市场上大批ST、PT上市公司以及大批靠国家政策和信贷支持发展起来而又债务累累的企业，从“大宇神话”中应吸取哪些教训？