



## 资本运作与 百年 GE 的没落

产融协同效应的发挥，需要以服务实业为核心，没有实业支持，金融业务就无法长久发展，尤其是主业并非金融业务的企业更是如此；同时，产融结合是一把“双刃剑”，在扩大业务规模、改善资产负债表并增加利润的同时，也会带来风险，必须严格防控。

文 | 邵旭方 赖海联

2019年2月5日，法国政府对美国工业巨头通用电气（以下简称GE）处以5000万欧元的处罚，原因是GE没有实现收购阿尔斯通时做出的新增工作岗位的承诺。作为法国同意GE收购阿尔斯通的条件之一，GE需要净增加1000个工作岗位，每少增加一个岗位将面临50000欧元的罚款。实际上，GE只新增加了25个岗位，不到承诺的3%。这从一个侧面说明GE收购阿尔斯通没有达成目标，并非一次成功的并购。

在此之前，债券和股票市场上也频现GE的坏消息。

2018年10月31日，穆迪再次调低GE主体评级至Baa1级。虽然GE仍处于投资级信用评级，但较垃圾级仅高三档，而此前其债券在市场上的表现很接近于“垃圾”级。评级下降迫使公司放弃商业票据融资，转而采用更昂贵的银行贷款融资。而穆迪公司表示，如果通用电气的杠杆率不能稳步下降保持投资级公司的

水平，仍可能下调该公司评级。

GE 股票在市场上的表现也令投资者失望。2017 年全年，道琼斯工业指数屡创新高，全年涨幅约 25%（19762 点涨至 24719 点），GE 却逆势下跌约 45%（31.6 美元跌至 17.5 美元）。2018 年 6 月 19 日，标准普尔道琼斯指数宣布 6 月 26 日将 GE 移出道琼斯工业指数。至 2018 年圣诞节前夕，GE 股价下跌至 7 美元左右，接近 2008 年金融危机时的最低点，这家曾经市值全球最高的公司由最高点 5939 亿美元跌至约 700 亿美元，跌幅 88%。

对于美国乃至全世界来说，GE 曾是创新的象征，也是电气时代的象征。从白炽灯泡到电视机、洗衣机，从电力机车到早期 X 光机、激光技术和医学成像等，从真空技术、微波和雷达系统到最受欢迎的喷气发动机 J-47。100 多年中技术不断创新，不仅造就了 GE 这一美国最成功的企业之一，快速改变了美国人的日常生活，也推动了美国工业乃至世界工业的发展。

那么，创立于 1892 年的百年老店 GE 到底发生了什么？

## 产业并购失策

《经济学人》杂志曾将企业的领导人分为两类。一类是“打磨者”，他们把自己的精力投入到产品、改进设计和生产中，例如执迷于产品每一个细节的苹果公司史蒂夫·乔布斯。另一类是“采摘者”，他们决定如何分配资源、配置资本，而不是着眼于产品。GE 前任 CEO 杰夫·伊梅尔特则属于后者，其执掌 GE 这一全球最大的工业企业期间，实施了多项资产收购与出售。然而伊梅尔特时期 GE 的经历证明，资本配置并不是一件容易的事情，资本配置的失误会给企业带来不可挽回的损失。

在执掌 GE 期间，伊梅尔特热衷于并购，完成上百笔交易，累计交易金额超过 1000 亿美

## GE 股票价格走势（前复权）

> 数据来源：Wind



## GE 市场价值走势图

> 数据来源：Bloomberg



元，位列所有美国公司之首，其中部分交易相当成功，但总体效果并不理想。

金融危机之前，伊梅尔特以 116 亿美元将 GE 塑料业务出售给沙特基础工业公司。尽管当时 GE 塑料业务获利颇丰，技术水平较高，并且具有较高的品牌溢价，但由于 GE 不掌握石油定价权，该业务受石油价格波动影响较大，因此作为 GE 最大的一次产业资产剥离，交易价格也超出市场预期，出售塑料业务被认为是伊梅尔特最成功的交易。

与之相反，2015 年 GE 以 106 亿美元收购阿尔斯通发电和电网业务，结果证明却是一次失败的交易。GE 此举意在消除阿尔斯通发电业务这一最大竞争者，增强自身电力业务技术优势，提高在发电行业的市场占有率。收购前，GE 的燃气—蒸汽联合循环燃机订单占据全球订单总量的 51%，阿尔斯通占 7%，收购之后 GE

有专家测算，GE 买入资产的价格约是这些资产营业利润的 13 倍，而其卖出资产的价格约是其营业利润的 9 倍，这意味着伊梅尔特做了亏本买卖。

## 穆迪对 GE 的发行人评级变化

○ 评级



宣称将拿下全球 70% 的份额。但收购完成后 GE 电力业务没有实现当初的业绩目标，由于宏观经济环境不景气，以及技术进步使可再生能源发电成本相对于化石燃料更具竞争力，化石能源发电设备全球需求大幅减少，导致该项收购没有实现盈利。截至 2018 年三季度公布的数据，GE 电力业务年度订单减少 18%、收入降低 33%、利润也下降 16%，反而成为公司的巨大拖累。

### 金融业务衰落

收购阿尔斯通发电业务远不是伊梅尔特最大的资本配置失误，早在金融危机之前几年，伊梅尔特逐步扩张 GE 金融（GE Capital）时，这个最大的失误就已经开始了。

GE 业务范围不断扩大，同时带来巨大的金融服务需求，杰克·韦尔奇出任 CEO 时，GE 开展了金融业务。相比传统的制造业，金融业务短期发展速度快，给 GE 带来了很高的回报，成为韦尔奇时代 GE 的重点战略，并成为 GE 重要的增长来源。

伊梅尔特接任 CEO 时，GE 已经从一家营业额 250 亿美元的工业制造公司转变为一家营业额 1250 亿美元的综合公司，其中金融业务的利润约占总利润的 40%。伊梅尔特更进一步，通过大量举债扩张金融业务，一度负债高

达 2500 亿美元，同时 GE 金融开始从事更高风险的业务，包括直接的股票投资和商业地产投资。直到 2007 年金融危机爆发之前，GE 金融业务利润占公司总利润高达 55%。

巴菲特曾说“退潮后才知道谁在裸泳”。当危机到来，经济繁荣时期有效的手段不再发挥作用，高负债高风险经营的问题就会暴露出来。GE 的商业地产交易以及直接参与股票交易并不只是金融运作，背后更深层次的原因是大量的房地产股权交易可以为 GE 的业绩报告增添一些缓冲。然而，短期高额的风险交易，可以让每个季度的报表变得更好看，也让 GE 金融在 2008 年金融危机中损失了绝大部分利润。

金融危机后，一方面金融监管升级约束了 GE 金融业务发展，GE 金融业务总资产约 5000 亿美元，被列为“非银行系统重要性金融机构”，受到更严格的资本充足率和其他审慎性指标监管；另一方面，GE 信用评级降低导致融资成本抬升，高成本的资金无法继续支持金融业务扩张，原有的现金资产持续减少，并长期亏损，直至 2013 年一季度结束时，GE 金融才停止亏损。

GE 金融业务曾经是产融协同的典范，依靠母公司 GE 高信用评级获取低成本资金，通过“捆绑销售”模式，为 GE 能源、航空等板块的销售业务提供融资服务，极大地拓宽了能源和航空业务的发展空间。但 GE 金融的不可持续，

导致了最终被剥离。

可见，一方面产融协同效应的发挥，需要以服务实业为核心，没有实业支持，金融业务就无法长久发展，尤其是对于主业并非金融业务的企业而言更是如此；另一方面，产融结合是一把“双刃剑”，在扩大业务规模、改善资产负债表并增加利润的同时，也会带来风险，必须严格防控。

### 资本配置并非易事

从2001年开始，GE交易的资产总额约1260亿美元，包括出售成熟的、存在发展压力或者不具有优势的产业，例如塑料、厨房电器和媒体等产业，也买入了具有较好发展前景的产业，包括航空、电力系统和医疗器械产业，但最终总体结果并不理想。

事实证明，伊梅尔特并不擅长资本配置。有专家测算，GE买入资产的价格约是这些资产营业利润的13倍，而其卖出资产的价格约是其营业利润的9倍，这意味着伊梅尔特做了亏本买卖。

导致资本配置失误的另一个重要原因是顺周期性。顺周期性会放大大多数行业面临的波动，一个行业或者企业的利润表现良好，往往是因为它处于周期的高点，此时企业的估值会较高。例如，2010~2014年能源价格高企时，GE自油气行业投入大量资本，而2015年能源价格回落时削减资本支出。因此，大量并购重组并未产生预期的结果，反而给GE金融造成资金缺口，让GE陷入更为严重的财务困境。

随着GE被移出道琼斯工业指数，道琼斯指数创立时的全部12只创始成分股全部被移除，这不仅代表GE辉煌时期的结束，也代表了美国经济的发展推动力量的转变。2018年6月19日，标准普尔指数委员会主席David Blitzer表示，“银行、医疗、科技和消费公司

在美国经济中的作用更大了，而GE这类工业企业的地位没那么显著了，道指今天的变化（沃博联取代GE的成分股地位），使之更能代表美国经济和股票市场的现状。”

由此可知，表面上看资本配置失误是GE陷入困境的重要原因，更深层次原因在于在美国经济发展动力转换过程中，GE未能充分抓住机会将资本等重要资源充分配置于推动经济、科技发展的产业上。GE收购阿尔斯通即是对能源发展趋势判断错误而增加在传统能源的投入，最终导致并购失败的案例。摩根大通分析师Stephen Tusa认为：“通用电气的管理层几乎从未先于市场变化而行动，甚至特别容易在市场中迟到。当前在几个火热的科技趋势行业，如电子商务、人工智能、自动化设备等议题上，通用电气并没有显著的发展。在科技竞争之中失去了先机，是通用电气陷入困境的重要原因之一。”

GE已经开始重回工业主业，包括剥离GE金融、GE水处理和GE家电等业务，重新聚焦于电力、航空和医疗三大业务，并尝试利用工业领域的能力和优势，转型工业数字化并塑造“工业互联网”这一行业发展愿景。

面临困境时尝试转型，对任何企业都不是顺利的事情，尤其是希望引导整个行业的发展实现转变，GE面临巨大的外部竞争和内部挑战。GE的优势在于依然占据全球航空发动机市场超过60%的份额、生产全世界超过三分之一的发电设备、医疗设备业务表现稳定。持续提高并保持主业优势，同时关注新技术、新商业模式，适时调整发展方向以顺应乃至引领行业发展方向，才是GE今后努力的方向，也是它带给我们的启示。E

（作者分别供职于国网能源研究院财会与审计研究所、国家电网有限公司财务资产部，本文感谢国家电网有限公司科技项目《公司跨境资金管控技术研究》的资助）

持续提高并保持主业优势，同时关注新技术、新商业模式，适时调整发展方向以顺应乃至引领行业发展方向，才是GE今后努力的方向，也是它带给我们的启示。