

以管窥豹

——由资金链断裂看尚德破产重组

王玉红 郎文颖

资金链是维系企业生产经营的链条，现金（本文所指现金为广义上的现金，包括现金、现金等价物及其他可迅速变现的流动资产）是资金链的基本构成要素。现金流动顺畅则资金链宽松，反之则资金链收紧，企业将面临较大的偿债压力甚至破产风险。一条完整的资金链可以体现为从筹资获得资金到购买原材料、生产经营产出商品、销售商品获得现金回款、偿还债务以及分配股利的过程。其中任何一个环节出现现金循环不畅都会带来整个资金链条的断裂。2013年3月20日，昔日的“光伏巨人”——无锡尚德太阳能电力发展股份有限公司（简称尚德）被依法裁定破产重组。导致其破产重组的原因有很多，其中资金链断裂是最直接也是最根本的原因。如何从类似案例中汲取经验、规避风险已经成为实务界亟待解决的问题。本文从资金链入手，探究尚德破产重组的原因并得出几点启示。

一、跌宕起伏，十年如梦

尚德成立于2001年1月，最初是由国联信托、江苏小天鹅集团等公司共同出资成立的中外合资企业，主要从事晶体硅太阳能电池、组件、光伏应用产品的研究。经过多年

晋升”的激励制度来引导与刺激才能完成。

另外，从业务经营上来说，企业每个阶段有不同的业务重点，如苏宁电器谋求“平台共享+垂直协同”的经营组合，支撑线上电子商务、线下实体连锁融合发展和全品类拓展。不同的业务单元也有较大差异，如阿里巴巴把“原先按照对外品牌业务来划分的7个事业群改组为按照商业生态系统中的关键环节来划分的25个事业群”。这些业务模式的调整是战略与组织变革的安排，在内部业绩评价与激励制度方面就必须体现这些变革方针。比如苏宁电器对各业务单元的考核就加大了“大幅扩充大区和城市终端数量，增强区域化运营和本地化服务能力”的考评力度；而阿里巴巴则针对细化了的事业部深度量化“各关键环节”中的重点因素，

超常规、跨越式的发展，尚德的产品技术和质量水平均达到国际光伏行业的先进水平。2005年至2007年，其销售额从2亿美元增加到13.48亿美元，利润从3000多万美元增加到1.7亿美元，2011年总收入更是增长到31.46亿美元，然而不容忽视的是当年的净亏损也达到10.06亿美元，尚德的财务状况变得岌岌可危。2012年9月，无锡市成立了拯救尚德的领导小组和工作服务小组，最终尚德获得2亿元人民币的银行贷款，暂时规避了破产风险。截至2013年2月底，包括工行、农行、中行等在内的9家债权银行对尚德的本外币授信余额折合人民币已达到71亿元。2013年3月，尚德电力（尚德100%控股公司）发布公告称于15日到期的可转债仍有5.41亿美元的未支付金额，已经违约并被要求尽快付款；20日无锡市中级人民法院依据《破产法》的相关规定做出裁定并发布公告，因尚德无法归还到期债务，依法裁定破产重组；当日尚德电力股价跌至0.35美元，同2008年每股86美元的峰值相比，尚德电力市值蒸发了99%。至此，尚德不得不面临破产重组的困境。

二、冰冻三尺非一日之寒

设立了个性化的业务经营类考评指标。

4. 构建与“自组织”模式相匹配的风险管理控制系统。笔者认为，与“自组织”模式相匹配的风险管理控制系统必须呈现出以下特征：一是信息化的而不是人工手段的；二是事前的而不是事后的；三是全面渗透在业务模式和经营过程当中；四是立体的和多层次的，即在企业文化、企业治理、管理系统、决策流程、业务模式、财务结构等诸多方面与每个环节实施风险管理和控制；五是具有权威性，即企业内部拥有独立的、有权“紧急叫停”的风险管理职能部门与机制。■

（作者单位：对外经贸大学国际商学院）

责任编辑 刘黎静

表 1

尚德负债水平及偿债能力

单位：百万美元

项目	2012年1季度	2011年4季度	2011年3季度	2011年2季度	2011年1季度
负债总额	3 575.40	3 584.90	3 810.40	3 773.50	3 581.34
资产负债率(%)	81.66	78.80	70.20	69.42	65.34
流动比率	0.64	0.81	0.88	0.92	0.99

(注：数据来源于Wind数据库尚德电力的季度报告)

资金链断裂与否取决于资金供给和资金需求之间的匹配程度。当资金供给小于资金需求时，企业会出现资金缺口，此时若没有及时补给资金就会出现资金链断裂。资金需求可概括为三方面：一是形成长期性资产和偿还长期性负债的资金需求；二是形成经营性资金占用的资金需求和偿还经营性资金来源的资金需求；三是满足日常现金支付的资金需求。与资金需求相对应的资金来源有三种：长期资本、生产经营和短期借款。尚德出现资金链问题体现在资金供给不足和需求过度上，具体体现在以下方面：

(一) 高负债水平和弱偿债能力是资金链断裂的导火线

尚德的高负债水平和弱偿债能力可以从其历年财务数据中反应出来，具体见表1。

从表1中可以看出，从2011年第一季度开始，尚德的负债水平均保持在接近36亿美元的高位，而同期的资产总额则徘徊在40亿至50亿美元之间。表明其偿债能力水平的资产负债率指标一直呈递增趋势，在2012年一季度更是达到81.66%的水平，说明尚德的债务偿付能力相当弱。流动比率指标则呈下降趋势，且均小于1，表明尚德的流动资产用来偿还到期债务都不够，更不用说用于正常生产经营。可以说尚德面临的到期债务偿还压力已超过其能承担的水平，资金链断裂不可避免。

从尚德自身的业绩表现看，如此高的负债水平和弱偿债能力早就应该引起债权人和投资者的注意，并及时采取适当的措施来避免自身的损失。但是，由于尚德对地方经济以及光伏产业的标杆作用，使得地方政府一直不愿放手任其自由发展，甚至一再为尚德提供高额贷款，导致其债台不断高筑，最终面临资不抵债的困境。对此企业应引以为诫的是：自身的“造血”功能才是企业长久发展的不竭动力，外界的“输血”功能仅是经营良好基础之上的锦上添花之物。企业本身经营业绩增长乏力，那么负债的杠杆作用只会成为压倒企业的最后一根“稻草”。

(二) 战略失误是资金链断裂的催化剂

中国太阳能电池产能的剧增使得原材料之一的多晶硅价格从2003年起急剧攀升，从最初的大约每公斤30美元一路冲顶至2008年的每公斤500美元。这给电池制造商带来了巨大压力，市场上一度信奉“拥硅为王”。为此，2006

年尚德电力与美国多晶硅巨头MEMC签订了为期10年的硅片采购合同，合同价大概为当时市场价的一半左右。此举旨在提前敲定原料价格，避免因原材料价格上涨过快带给企业的成本压力。然而让尚德始料未及的是，多晶硅的巨大市场需求导致了大量生产商的涌入，并最终导致多晶硅价格不断下跌。截至2011年年底，尚德不得不单方面取消与MEMC签订的购货合约，并为此赔付2.12亿美元。

2007年尚德投入3亿美元在上海投资建立了薄膜电池工厂，薄膜电池成本高昂，但一方面考虑到这是未来的新技术方向，尚德不愿丧失新的市场领域，另一方面多晶硅价格持续上涨，这让尚德觉得投资薄膜电池有利可图。然而该项目在实际研发生产中却因无法提高薄膜电池的转化率而最终改建为晶硅电池工厂，前期的数亿美元投资几乎全部泡汤。

2012年7月，尚德陷入反担保骗局丑闻：环球太阳能基金管理公司(GSF)管理者向尚德提供的5.6亿欧元等值的德国政府债券存在瑕疵。这笔反担保源于2010年GSF在意大利南部投资的一个光伏项目。为给该项目融资，尚德出面担保获得国家开发银行5.54亿欧元的贷款。为了避免项目失败可能带给尚德的风险，GSF提供了反担保。丑闻爆发后，尚德出售基金补充现金流的计划流产。

回望尚德的几次重大战略决策，或者是对未来原材料价格走势判断失误，或者是对合作伙伴缺乏足够了解，结果都是带来了金额较大的无意义的资金流出，增大了尚德的资金缺口，加速了资金链断裂的进程。

(三) 经营不善是资金链断裂的根源

1. 盲目扩大产能。尚德用了不到10年的时间，从一个地方性的小厂一跃成为光伏行业的巨人，扩张速度令人咋舌。然而，尚德产能上的种种突破却并没有为其带来光鲜的财务业绩表现。相反，库存数量较大、经营亏损、偿债能力弱等问题逐渐凸显出来。另外，企业扩张的同时也对其内部管理、经营周转等能力提出了较高要求。但是在内部管理上，尚德面临组织结构混乱、人力资源计划摇摆不定、组织设计流程不清晰等问题。此外，尚德的流动资产和固定资产周转率都远远低于行业平均值和中值，处于较落后的地位。这一方面说明尚德的资金占用金额较大，另一方面说明资

产的获利能力较差。这些都成为尚德资金链断裂的根源。

2. 缺乏有效的内部控制机制，危机应对能力较弱。内部控制是企业在生产经营过程中的一种自我约束和控制机制，是对企业运行效率和效果的评价，也可以起到对风险进行预先防范。尚德内部控制的缺失体现在资金链管理上，主要有三点：一是企业“造血”功能较弱，也即在经营过程中产生现金流的能力较差。尚德从2011年2季度开始接连亏损，经营活动产生的现金流量更是从2010年开始为负，通过正常的生产经营获得现金并将之用于下一个生产周期或偿付到期债务已是不可能。二是预算机制的失灵。管理良好的企业可以及早发现现金支付缺口，并通过编制完善的财务预算来合理配置资金流向。企业应成立专门应对大额到期债务的储备金，以避免大额支付带来的风险。很明显，尚德并未做到这些才导致到期的5.41亿美元可转债因无法偿付而出现破产重组的情形。三是财务预警机制的缺乏。一种良好的预警机制可以及早识别风险端倪，并督促企业尽早采取措施。可以说，正因为尚德缺乏财务预警机制，使之在一次的决策失误中增大了公司面临的现金偿付压力，并在危机最终来临时毫无应对能力。

三、前事不忘，后事之师

（一）科学确定企业扩张的速度

企业在做出扩张决策之前，应做好以下两方面的考虑：

1. 衡量已有资源能否支撑企业扩张。企业扩张需要一系列资源予以支撑，包括人力、资金、原材料供应等，应在各部门汇总报告相关资源可行后才能考虑是否实施扩张战略。具体来讲，企业人力资源部门应评估扩张带来的专业技术人员、优秀管理人才缺口，考虑能否通过对现有人员的培训、晋升或者招聘外部人才来加以解决，并同时计算增加的人力成本。财务部门则需做出详细的财务计划，包括扩张所需资金总额、目标资本结构以及融资计划，操作时应重点考虑采用何种融资渠道，该渠道能获得多少资金以及资金成本有多高。另外，采购部门应对供应商状况做出调查，包括市场中现有供应商数量、供应商产能以及增加的材料需求是否带来原材料价格上涨等。

2. 评估市场对企业产能的消化空间。所有的产品生产都是为了到市场上出售，因此，企业在推行扩张战略前要考虑市场对新增产能的消化能力，避免出现产能过剩。对市场的调研应涵盖市场分布状况、预期市场增长、现有市场份额以及现有市场供需状况等范围。以2011年光伏产业为例：全球光伏市场分布为意大利占28%、德国占25%、美国占10%，中国仅占8%。因此尚德实际面临的市场相当狭小，在此情况下，保持原有产能或适当采用收缩战略才是明智的。

（二）适当负债经营，优化资本结构

债务是一个成长中的企业无法回避的问题，其带来的杠杆作用可以在一定程度内放大企业的收益，并且相对权益资金来说，程序简单且资金成本较低，是一种重要的融资渠道。然而其带来的财务风险同样不容忽视，因此，企业应充分考虑自身的发展战略、现有的债务水平及盈利能力之后再确定融资策略。若现有杠杆水平较高或预期盈利水平不足以偿付债务，那么企业应放弃继续借债，以求稳健经营。

（三）完善内部控制，抓好现金管理

为规避资不抵债的破产风险，企业应完善内部控制、抓好现金管理：一是增强现金的产出能力和水平，开发适销对路的产品、加快经营周转速度、提高盈利水平。二是建立有效的预算机制和财务预警机制，立足于企业未来现金流量状况，通过预算管理对企业投资总量、资产状况、负债水平、偿债能力有一个宏观上的把握，并对未来重大投资和大量债务偿付做出合理安排。增加风险防范意识，增强危机识别和预防能力。三是完善企业内部控制系统，通过制度化的内部控制框架以及人员的管理实现企业部门间的密切合作、相互监督，更好地应对财务风险，提高危机处理能力。

（四）完善企业产业链

光伏产业链的上游包括晶体硅原料、硅锭、硅片、硅棒等，中游包括光伏电池、光伏组件，下游包括光伏系统应用产品。尚德处在产业链的中游，原料依靠进口，产品以出口为主。向上面临原材料上涨的风险，向下则面临销售市场缩紧的可能。在前后两端共同争夺利润的情况下，光伏产业中游的利润率不断下降。另外，原材料价格上涨也是导致尚德出现两次重大投资失误的主要缘由。因此，应完善产业链条，规避上述风险，当然全产业链带来的投入高、见效慢、风险大等问题也应该引起企业的重视。

（五）优化战略制定过程

企业战略的制定过程包括战略分析、战略选择、战略实施和评价。战略可分为公司层战略、经营层战略、业务层战略。战略的任何一个环节和每个单独的层次都应该引起企业足够的重视。对于事关企业长远利益的重大战略决策，企业应该在董事会提出、经由股东大会共同批准通过之后才予以做出。另外，在做出重大决策时还要充分考虑环境因素和企业发展战略，确保现金流向与环境变化相一致。避免预算或计划制定得过于乐观和激进，盲目重视规模而忽略资金的安全。■

（作者单位：东北财经大学会计学院/中国内部控制研究中心 东北财经大学研究生部）

责任编辑 刘黎静