

中国并购评论

(2005年 第三册)

东方高圣投资顾问公司
中国收购兼并研究中心 编著

清华大学出版社
北京

内 容 简 介

《中国并购评论》系列丛书应中国并购市场发展大势而生,以呼唤、倡导战略性并购在中国的大发展为主旋律。本书的内容主要是:国内外先进的并购理论、并购技术及其在实践中的具体应用;国内并购市场盘点、发展前景展望、并购效应排序等整体态势综述;并购政策法规、并购市场热点、并购案例、并购心得等并购实战指导。目前,并购监管日益完善,上市公司和几大行业内部战略并购的发展如火如荼,外资并购开始全面兴起——并购重组投资银行已成为中国资本市场发展的重要领域,其广阔的发展空间及其巨大的效益与风险正成为市场的关注重点。《中国并购评论》以写照并购在中国的发展历程、把握并购在中国的发展脉络、推进并购在中国的高效发展为历史使命,是国内外并购领域有识之士共论中国并购大业、推进中国并购市场的重要舞台。

版权所有,翻印必究。举报电话:010-62782989 13501256678 13801310933

本书封面贴有清华大学出版社防伪标签,无标签者不得销售。

本书防伪标签采用特殊防伪技术,用户可通过在图案表面涂抹清水,图案消失,水干后图案复现;或将表面膜揭下,放在白纸上用彩笔涂抹,图案在白纸上再现的方法识别真伪。

图书在版编目(CIP)数据

中国并购评论. 2005年第三册/东方高圣投资顾问公司,中国收购兼并研究中心编著. —北京:清华大学出版社,2006.5

ISBN 7-302-12974-6

I. 中… II. ①东… ②中… III. 企业合并—研究—中国 IV. F279.21

中国版本图书馆CIP数据核字(2006)第043847号

出 版 者: 清华大学出版社

<http://www.tup.com.cn>

社总机: 010-62770175

地 址: 北京清华大学学研大厦

邮 编: 100084

客户服务: 010-62776969

责任编辑: 徐学军

印 装 者: 清华大学印刷厂

发 行 者: 新华书店总店北京发行所

开 本: 185×230 印张: 7 插页: 1 字数: 136千字

版 次: 2006年5月第1版 2006年5月第1次印刷

书 号: ISBN 7-302-12974-6/F·1531

印 数: 1~4000

定 价: 30.00元

《中国并购评论》丛书 特约顾问与 编委会成员

总顾问：茅于軾

顾 问(按姓氏笔画排序)：

巴曙松 宋逢明 陈小悦 陈学荣
钟 伟

编委会：

主 任：陈明键

副主任：张红雨 朱宝宪

委 员(按姓氏笔画排序)：

田荣红 任宇光 朱宝宪
张红雨 陈 军 陈明键
林仁兴 高 磊 陶旭城
温 锋

主 编：朱宝宪

副主编：张红雨 冀书鹏

卷首语

并购三学位：物理、化学、生物 · 1

明键视点

福特的“扁担” · 3

人民币升值：开启三项出口新时代 · 6

雅虎为什么 · 8

民营企业的多元化困境 · 10

产业与金融

德隆一周年祭 · 13

重组的三个时态 · 28

家电路线对决：鲁系 VS 粤系 · 31

美的玄机 · 38

追思产业演进的路径——寻求产业先见的智慧 · 46

并购理论与实践

KKR与杠杆收购——美国金融史的一个精彩篇章 · 58

贴现价值的前世与今生 · 70

致命的拐点 · 77

摩根斯坦利添惠如何评估企业和行业 · 81

投行业务

美国投资银行如何在亚洲和中国直接投资——

高盛的例子 · 85

美国产业和创业投资基金的发展与我国的

现实选择 · 89

统计数据

2005 年二季度上市公司控制权转让档案 · 插页

并购三学位：物理、化学、生物

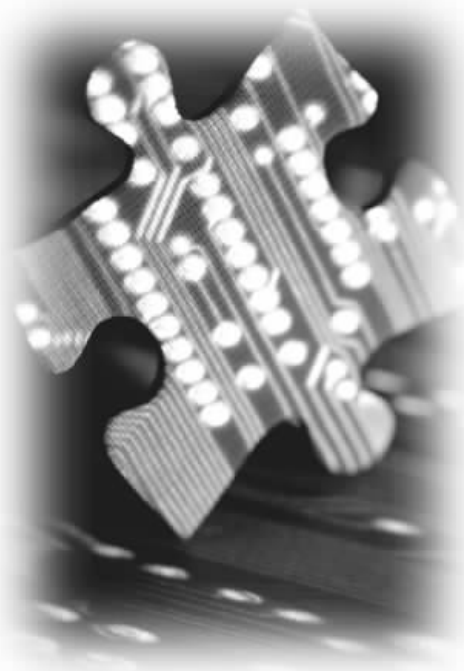
陈明敏

如果给雄心勃勃的企业家们开一所并购大学，那么最佳的课程设置应当是：本科主修物理，硕士研究生学好化学，博士生专攻生物。

并购的基本功是物理整合，基本公式是 $1+1=2$ 。物理整合是业务上的合并同类项，资产加资产，负债加负债，权益加权益。好比是每个人扛 100 斤，两人合起来就可以抬 100 公斤。阿拉伯数字的物理叠加，是许多公司成为世界 500 强、中国 500 强简单、公开的秘密。物理整合往往没有太多协同价值可言，但却是创造协同价值的物质基础。试想，如果连业务上的同步走都无法实现，何来研发、采购以及分销方面的成本节约和流程整合？

并购的深化是化学整合，基本公式是 $1+1>2$ 。完成业务上的合并同类项后，下一步要从一个统一实体的角度，重新安排业务和组织流程，这是一个化学反应过程。就像石墨与金刚石的分子相同，但分子的排序方式一经改变，软弱的石墨就变成了坚硬的金金刚石。化学整合要的就是这种效果。一条生产线在 A 企业原来的经营体系中可能一钱不值，但在 A 与 B 的联合体中，可能就会爆发出令人惊异的生产力。这就像武功中的无敌鸳鸯剑，分则两弱，合则无敌于天下。

并购的最高境界是生物整合，创造新生命，基本公式是 $1+1\approx\infty$ 。化学整合还是局限在一次并购行为中；生物整合则把某次化学整合的



成功经验升华为企业的战略：以并购为武器，大量复制化学整合的成功经验，实现超常规发展。这方面的例子，国内有海尔，国外有思科；前者以“激活休克鱼”理论闻名于世，后者则通过不断收购新兴的网络技术公司，把整个硅谷都当成了自己的研发基地。

并购大学实行宽进严出。根据经验，有的企业家连本科学位都拿不到，大约一半同学只能够本科肄业，能拿到硕士学位的不到 1/3，博士毕业生则属凤毛麟角。

福特的“扁担”

东方高圣投资顾问公司 陈明键

内地汽车巨子的竞争背后，是国际巨头之间的角力。

福特大叔的扁担，一头在山城重庆挑起长安，一头在英雄城挑起江铃。

2005年7月7日，长安汽车旗下的江西江铃控股公司（简称江铃控股）实现持有江铃汽车41.03%的股票，从而成为江铃汽车实际控制人。长安与江铃实现强强联手，同时作为二者的合伙人——福特汽车公司也正式走向前台。这一重组事件可能并未引起当前市场的太多关注。毕竟，联想收购IBM PC、海尔收购美泰以及中海油收购优尼科吸引了太多的注意。但是，不要说汽车工业远比家电、PC的产业辐射力和渗透力要大得多，仅此次收购交易背后的巨头的长扁担，就足以对未来中国内地汽车工业乃至区域经济以及整个汽车产业的格局产生深远影响。



自从大众在上海建立了中国第一家汽车合资企业以来，世界上六大汽车制造集团都已进入中国，并实现了本地化生产。相比大众和通用汽车公司在中国的整合动作，福特的扩张节奏显得慢热而谨慎，参与内地汽车工业重组的方式要更低调一些。大众和通用以高举高打的方式分别与一汽和上汽联姻，它们的合资品牌汽车已经占有内地轿车市场17%左右的份额。而福特虽然进入内地汽车工业的时间较早，但始终笼罩在技术和制造能力的面纱下，前后选取的几家内地合作伙伴在规模上也远较一汽和上汽小得多。

如果说一汽和上汽是内地汽车工业的中央军，那么，长安汽车和江铃汽车则是地道的地方部队。长安汽车在国内汽车市场的占有率为8.96%，处于汽车行业第四、微型车行业第一，主营微型客货车、小型商务车和轿车的开发、制造和销售，同时也制造和销售各种型号的江铃牌发动机。江铃汽车在国内汽车市场的占有率约为1.3%，排名汽车行业第14位，是国内中高档轻卡及轻客生产的龙头企业，主营轻型汽车以及相关的零部件的生产和销售。

但是，此番长安汽车收购江铃汽车后一举拿下内地汽车产能三甲的行动，使人们不得不

对福特参与内地汽车工业重组的毅力和手腕刮目相看。与大众和通用的上层公关方式不同，福特采用了市场化手段切入内地市场。自1995年以成立福特汽车的形式进入中国以来，福特就一直在织网布局。在此次收购行动之前，福特与长安、江铃汽车的技术合作已有时日。早在2001年，福特与长安合资成立了长安福特公司，双方各占50%的股份，生产嘉年华和蒙迪欧系列轿车。后来又持股江西江铃汽车29.96%的股份。2004年11月，长安汽车与江铃集团各出资5000万元共同组建了江铃控股公司。随后，在12月提出的收购报告书中，计划长安汽车以现金4.5亿元，江铃集团以其全部持有的41.03%的江铃汽车股份及部分债券作价合计净值4.5亿元入股江铃控股，对江铃控股进行增资，控股比例各占50%。收购完成后，江铃集团不再持有江铃汽车股份，而江铃控股拥有江铃汽车41.03%的股权，摇身一变成为江铃汽车的第一大股东。这表明，长安汽车通过实际控制的江铃控股，曲线成为了江铃汽车的最大股东。



而福特汽车公司作为长安与江铃的共同合资伙伴，拥有江铃汽车29.96%的股份。同时，它能够在3年内及以后任何时间，拥有从江铃控股手中购买江铃汽车7%股权的选择权。这样最终福特与江铃控股将各持江铃汽车约37%的股份。这种风格显然延续了老福特技术和工艺路线的传统，反映在资本运作上，其手法之细腻堪称经典。

从产业方面来看，长安和江铃具有很强的互补性，并且在收购之初就做出了“收购人及其关联方避免潜在同业竞争的承诺”，同时基于福特与长安和江铃合作的共同背景，通过此次长安与江铃控股重组在业内缔造了有资本纽带的“长安/江铃/福特战略联盟共同体”，福特将进一步巩固在中国的战略布局。

根据北大路风教授所做的关于长安汽车的调查，伊家绪

领导下的长安汽车在工业组织能力上已经领先于国内同行。长安汽车已经具备了挑战一汽和上汽的生产能力。更重要的是，福特经过十多年的潜行密作，已经基本完成了与长安和江铃两大合作伙伴在技术和生产组织上的磨合，而收购可能只是对大众和通用的宣战书而已。据此判断，内地汽车工业将很快迎来“三国鼎立”的竞争格局。以技术和组织能力后劲论，我们更看好长安、江铃和福特的战略联盟军。

人民币升值：开启三项出口新时代

东方高圣投资顾问公司 陈明键

经济大国的成长路线是先出口商品，再出口资本，最后出口货币。货币能够出口的原因，先是世界喜欢大国的产品，随后需要大国的投资，最后需要收藏大国的硬通货。沿着这三项出口的路线，英国走过来了，美国走过来了，日本走过来了，现在，中国也正沿着这条路线走过来。

2005年7月21日，人民币升值的传闻终于落槌，人民币对美元升值2%。人民币的升值将在一定程度上改变我国的经济结构，影响国内各行业的发展，加速我国企业的跨国资本出口。因此，2%看似迈出了一小步，却是人民币出口的一大步。

总体来说，人民币升值的影响，因行业的不同而各异。内地企业的低成本制造优势有所抵消，而在国际采购和资本品输出环节受益。

以内地国际化程度相对较高的消费类电子行业为例。消费类电子是最早走出国门的内地行业之一。但随着业界产能过剩形势以及产品同质化现象日益严峻，双低策略严重阻碍了内地企业产业升级的步伐。内地企业不得不认真对待海外中、高端市场。中、高端市场是国际厂商的核心领地。内地企业向海外中、高端市场的进军，意味着国际合作真正转向国际竞争的开始。

一般来讲，内地产业国际化要经历四个步骤：产品输入；资本输入；产品输出；资本输出。内地消费类电子企业走出国门的第一步往往选择产品输出，市场定位在中、低端上，这是国际制造能力转移和内地低成本制造优势共同作用的结果。但是，无论是海外建厂，还是自有品牌产品输出，内地企业在进入发达国家市场主渠道的过程中，都面临着重重磨难。海尔打拼十余年，尚未能进入北美家电中、高端市场；而格兰仕挟世界微波炉产能40%，仍然不得不在欧洲为家乐福打工。

内地企业在海外中、高端市场屡屡碰壁，恐怕不仅仅是品牌和认知度的问题。更深层次的原因在于，国际厂商在向包括中国内地在内的低成本制造



区转移生产网络的时候，反而在不断加强对行业核心研发、工艺设计以及核心零部件的控制，并以此确保自己在高附加值的中、高档产品上的行业话语权。因此，内地企业想要进入海外中、高端市场，必须先过产业链控制这一关。

单靠产品输出，显然无法自动取得国际产业话语权。更有甚者，从低成本制造，到产能扩张，再到规模经济带来的低成本优势，这个循环有可能使内地企业在国际分工中的地位越来越低。由此，资本输出是内地消费类电子企业国际化阶段的必然选择。联想、海尔等不惜血本叩关，原因正在于此。

对内地消费类电子企业而言，与其说此次汇率变化是一场灾难，不如说是一次难得的机遇。确实，人民币升值对低成本制造模式的打击相当沉重，但要想在国际竞争中占得一席之地，内地企业必须完成由产品输出到资本输出的嬗变。因此，即便没有汇率的不利变动，内地企业国际化同样面临巨大的转型压力。反过来看，对海尔和联想们而言，人民币升值不但是产品输出向资本输出的催化剂，更重要的是，汇率变动将大大降低内地企业资本输出的成本。如果真如市场预期，人民币对美元升值 20%，显而易见的是，联想在收购 IBM PC 一案中，至少可以节省 3.4 亿美元。如果考虑到并购后整合成本的节约，如留用员工费用以新的对价计算，那么，这一数字会比交易成本的节约还要显著。

人民币的升值与国际化对企业的跨国并购带来机遇与挑战同在。我们相信，从此，我国的跨国并购将走得更快、更远。

雅虎为什么

冀书鹏

生意人讲究无利不起早，如果有人无利还早起，那么一定是因为早起可以伤害对手。

近日，阿里巴巴与雅虎之间的绯闻终于以媒订落幕。雅虎开出了高达 10 亿美元的聘礼。从交易结构上看，此次婚配与年初联想收购 IBM PC 非常相近。但与 IBM 退出 PC 行业不同，雅虎的动机要复杂得多。

收购完成后，阿里巴巴的股权和组织结构如图 1 所示。

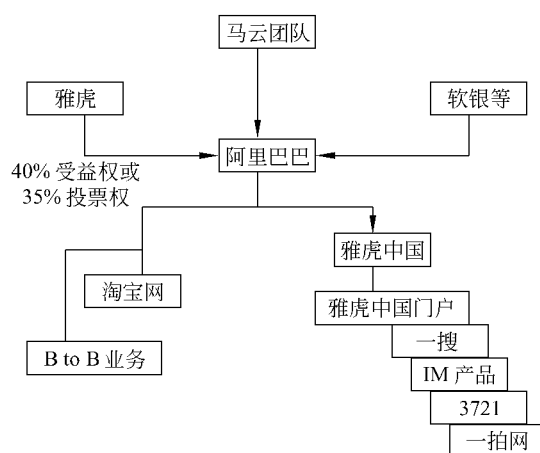


图 1 阿里巴巴的股权和组织结构图

虽然还无法确知收购完成后马云团队在阿里巴巴中的股权，但根据软银先后对阿里巴巴的注资额以及新董事会成员的构成，显然，马云仍将握有阿里巴巴的实际控制权。那么，雅虎以不菲的代价换得的是什么呢？这要从近两年来网络信息服务行业的竞争大势谈起。

雅虎是当之无愧的网络经济鼻祖之一，但目前在众多网络新贵面前却显得黯然失色。这一方面是资本市场热点轮换所致，而更深刻的原因在于：雅虎的多元化战略削弱了其在各个细分市场上的竞争力和新商业模式、新业务机会的发现能力。这样一来，Google 在搜索引擎市场上、Amazon 在电子商务市场上以及新浪在门户平台上，威胁雅虎的龙头地位乃至取而代之就不足为奇了。

在这种形势下，雅虎不得不重新定位其在网络经济中的细分优势。从近段时间雅虎的业务整合方向上看，门户依然是其未来的台柱子业务，而专业引擎、网上商城以及其他网络信

息服务则退居次席。雅虎在重新明确门户主业地位的同时，不得不考虑如何实现其他业务的价值最大化。

阿里巴巴是土生土长的电子商务先驱，在 2003 年先后推出了淘宝网和网络电子支付平台——支付宝。这两项举措不仅标志着阿里巴巴盈利模式的成熟，更重要的是，其注册会员基本上都是兼具支付能力和支付意愿的用户，而支付能力和支付意愿是消遣型商业模式区别于消费型商业模式的重要标志。雅虎中国虽然进入内地市场非常早，并且在搜索引擎技术上拥有绝对优势，但是其多元化布局导致其在发现以及确立有效商业模式上，落在了包括百度和阿里巴巴在内的本土专业化网络企业的后面。

雅虎与阿里巴巴的此番合作，正是雅虎在处置雅虎中国业务上的一招“手筋”。从并购后的阿里巴巴的股权和业务结构图上可以清楚地看到，雅虎付出 10 亿美元换来的成果体现在两个方面：一方面，雅虎凭借 40% 的收益权可以分享阿里巴巴的高速成长；另一方面，通过将雅虎中国植入阿里巴巴，雅虎为包括 eBay、Amazon 等在内竞争对手培养一个潜在的大敌，使之无暇分身侵入雅虎在北美的传统领地。

我们看到，雅虎在此次交易中，把军事战略中的“远交近攻”之道引入了商业竞争中，把多元化调整的减法做成了合纵连横的乘法：在内地市场上消灭了一个潜在的对手，在全球市场上扶持起一个盟友。雅虎的并购之道，是内地企业在参与国际化竞争时应该好好揣摩的例子。

民营企业的多元化困境

冀书鹏

德隆崩盘已过去一年，近来对德隆的反思却有愈演愈烈之势。当前的主流观点认为：曾经纵横四海的德隆之所以突然崩盘，根本原因在于其短融长投的投资风格，即以短期融资来支撑长期投资。但事实上，短融长投只是一种表象，德隆崩盘的真正原因是其自身拥有的资源，与其要从事的事业严重不匹配，而为了使资源与事业相匹配，德隆才迫不得已采用了所谓短融长投的财务策略。

一个不争的事实是：资源不足一直是民营企业的最大软肋。据说，唐万新之所以高举产业整合大旗，最初的启发来自于国企华润。近年来，华润在啤酒、医药、地产等产业所向披靡，成功地对上述产业完成了初步整合；但德隆之所以未能成就华润那样的宏图伟业，原因正在于德隆的资源短板。不论是政府资源，还是金融资源，民企德隆显然不能与国企华润同日而语。当唐万新试图将华润的产业整合梦想移植到其如流沙般的资源之上时，短融长投必然成为不得已的选择，而其悲剧英雄的结局，则从一开始就已注定。

隆德的际遇，正是中国民企群体的一个缩影。即便从1984年城市经济改革算起，内地民营企业的成长历史也不过20年。20年对一个人来讲，可能意味着从壮年到老年，而对一家企业来讲，其实只是弹指一挥间。因此，从年龄上看，内地民营企业大多刚过弱冠，正应该是意气风发、锐意进取的时候。但德隆事件不啻一声惊雷，让外界看到一个弱冠青年，因诸多老年病缠身而猝死的例子。

然而，以1000万元撬动100亿元，用小资源搏取大产业，如此操作的并非德隆一家。最突出的事例就是近两年此起彼伏的民企重型化浪潮，民营资本纷纷杀进钢铁、有色金属、汽车、建材以及房地产等领域，而这些领域的规模经济效应非常显著，民营企业在资本密集度上能否立脚，已成为高悬于民企头上的一把利刃。



与民企重型化相关联的一个概念是民企的非相关多元化。事实上，民营企业通过进入重化工业实现多元化，正是当前民企多元化的主流形式。那么，为什么这么多的民企会选择显然



与其资源特征相悖的发展模式呢？我们知道，民营企业因资本规模弱小，起家时只能选择短、平、快的轻工业和服务业。经过一段时间后，它们完成了原始积累。而与此同时，内地轻工业和传统服务业竞争越来越激烈，行业利润率迅速下滑。这时候，民营企业发现，自身所在的行业在社会经济中的辐射力和渗透力比较低，通过提高经营杠杆和财务杠杆获得更大规模资源的潜力也就有限。在行业利润转薄和资源积累能力不足的双重压力下，许多民企开始把眼光投向重化工行业。

但是，当众多民企兴趣盎然地开始非相关多元化的征程时，他们走过的可能正是由盛而衰的一个转折点。根本原因在于，这种多元化的战略意图并非为了更有效地利用富余的经济资源，如研发能力、生产能力、分配能力以及管理和财务能力；相反，相当多的民企进行非相关多元化的目的，正是为了获得上述资源。不料如此一来，本就捉襟见肘的资源被分摊到了更大规模和范围的事业上去了。当年德隆高举产业整合大旗时，一不小心踏进去的，正是这个陷阱。

另一个值得好好深思的例子是刘氏兄弟的希望集团。同样是非相关多元化的尝试，刘氏兄弟却与唐氏兄弟的命运截然不同。当年刘永行带领东方希望集团由饲料转向有色金属行业，但听起来完美无瑕的投资理念，实践中却在竞争对手及国家政策面前一再碰壁，最终刘永行不得不将苦心筹划数年的有色金属产业转让给竞争对手。如果刘永行非要以有限的资源与竞争对手中铝相抗衡，其结果似也不言自明。



唐氏兄弟命运未卜，刘氏兄弟全身而退，而放眼中国民企，实力强过德隆与希望的能有几家？那些正在赶潮般涌向建材、钢铁等领域的民营企业们，那些志在打造百年基业的民营企业家们，还是先行检讨自身的投资策略吧！



德隆一周年祭

冀书鹏、邓亮、周少跃

德隆事件过去一周年了，但对德隆及其首脑人物的盖棺定论尚需历史来淬炼。可以肯定的是，德隆不是中科创业，唐万新也不是吕梁。前者堪称中国企业发展历程上的一块界碑，即使用“有史有斯人”铭之也不为过；后者则至多是中国资本市场规范化历程中的一个反面课件。

界碑式事件总有其可圈点之处。或者像一座功德塔，镌刻着先贤们的成功足迹；或者是一行血字，警示后来者此路不通。界碑的碑文要对先驱或先烈事迹进行高度概括，寥寥数语，浓缩出先行者的成败根源，虽经岁月侵蚀，久而弥深。德隆案甫发之时，被媒体置于无影灯下，可谓纤毫毕现。到了今天，人们只能隐约记得德隆旗下曾有哪些叱咤风云的旗舰企业了。再过两年，间或还会出现几条唐万新狱中生活的花边新闻，仅此而已。

但是，“德隆式”悲剧还在上演。从这个意义上讲，德隆的“精神遗产”无人领受，德隆也就是枉死了。这篇祭文的目的正是，在德隆事件蜕变为一堆花边新闻的时刻，重塑德隆悲剧的逻辑，以戒来者。

“德隆悲剧”的财务根源

公司财务管理有两个基本原则：

一是配比原则。用长期资本支持长期事业，体现在财务数据上就是

$$\text{长期资本} \geq \text{长期资产} \Leftrightarrow \text{长期资本} - \text{长期资产} \geq 0$$

我们用长期资本净值来表示长期资本与长期资产的差，就得到了配比原则的度量方式：

$$\text{长期资本净值} \geq 0 \quad \text{公式 1}$$

长期资本净值如果为负，就说明企业的长期资产中有一部分来自于短期融资。我们知道，短期融资意味着一年之内需要偿还，而长期资产的回收期则超过一年。这样一来，企业就随时面临变现长期资产用以偿债的压力，或者需要借新债还旧债，也就是我们常说的“短融长投”。

二是成长的可持续原则。企业成长最终会反映在销售收入的增长上。销售收入的增长必然引发两种类型资本需求的增长：首先是营运资本。此类资本构成了当年销售产品的可成本项，如应收账款、存货以及预付款项，其实质是产品所消耗的材料费、人工费以及相关的

管理和营销费用等。其次是长期资本，其本质是生产和分配能力。长期看，企业销售收入的持续增长必然导致现有产能不敷所需，这就要求增加长期资本投资。因此，企业的可持续成长与所需资本一般会呈现大致同比例变化的趋势。

那么，支持企业可持续成长的资本从哪里来呢？一是新增对外融资，二是靠上年度经营利润做扩大再生产。后一种成长方式就是所谓“自我维持增长”或“自然增长”，经营利润对自有资本的比值（净资产收益率）就是自然增长率。简言之，自然增长率是企业通过扩大再生产方式成长的极限速度，超过了这个速度，企业的成长必然会对外部融资形成依赖。这样我们就得到了衡量企业可持续成长能力的度量方法：

$$\text{对外融资依赖度} = \text{上年净资产收益率} - \text{本年销售收入增长率} \quad \text{公式 2}$$

实际上，绝大部分处于成长期的企业都会对外部融资有或多或少的依赖性。依赖外部融资本身无可厚非。但是，一家企业的对外融资依存度如果越来越大，则意味着企业的资本提供者永远看不到收回投资的希望。因此，一家可持续成长的企业对外融资依存度应该是收敛的（越来越小），而不应是发散的。

配比原则与可持续成长原则相结合，就构建起了一个简单实用的公司财务评价体系。其中，长期资本净值是静态指标，反映企业资本来源与资本投入之间的存量关系；对外融资依存度是动态指标，反映资本来源与资本投入之间的增量关系。

公司财务一般表现为六种类型，如图 1 所示。

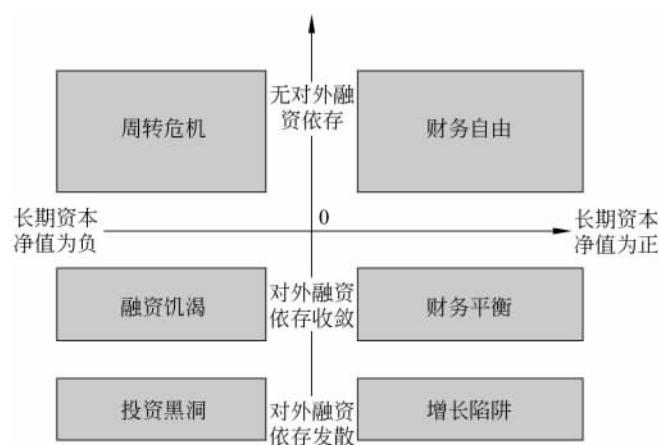


图 1 公司财务的六种类型

图 1 中，横轴为长期资本净值，正向表示值为正，即长期资本大于长期资产，企业不存在短融长投现象。纵轴为对外融资依存度，正向表示企业主营业务的增长无须对外融资支