

学校编码: 10384

学号: X2008155087



分类号 \_\_\_\_\_ 密级 \_\_\_\_\_  
UDC \_\_\_\_\_

# 廈門大學

## 硕士学位论文

### 早衰的“中国龙”

#### ——东南融通的财务困境

#### Capital predicament of Longtop Group

张继成

指导教师姓名: 李常青 教授

专业名称: 工商管理(MBA)

论文提交日期: 2013 年 04 月

论文答辩时间: 年 月

学位授予日期: 年 月

答辩委员会主席

评阅人

2013 年 04 月

# 厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为( )课题(组)的研究成果,获得( )课题(组)经费或实验室的资助,在( )实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

# 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1.经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2.不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

## 摘要

我国股市形成于 20 世纪 90 年代，随着改革开放不断深入，国内 IPO 开启了一个全新的时代；至 2012 年末，沪深股市上市公司数量已达 2,494 家，总市值 23.04 万亿元<sup>①</sup>。

与此同时，在跨国经济交流的带动下，走出国门远赴海外上市的国内企业也呈现前所未有的繁荣。据统计，截止 2010 年 12 月 19 日，中国企业在海外 IPO 有 52 家。其中：美国上市 40 家，新加坡上市 7 家，韩国 3 家，德国 1 家，英国 1 家。仅在当年，国内企业在美 IPO 融资就达 35 亿美元，数量已超 2007 年在美上市 37 家中国公司的历史总和，环比增长 200%<sup>②</sup>。

依托便利的融资环境和完善的资源配置机制，海内外资本市场的开放无疑为国内企业提供了更大的发展空间。然而，跃过上市的龙门，对任何一个企业而言并不意味着绝对的长治久安。

机遇和挑战并存，上市企业如何顺势做出合理的发展定位，从而为自身营造一个既不由于过度保守而致资源浪费，又不因为发展过快而致财务风险居高的生态环境，已然成为他们时刻都需尽力追逐的平衡。

现金之于企业，如同血液之于人体。如果缺乏足量的营运资金，正常的业务运转很可能就会面临偿债危机，甚至走向倒闭。据统计：80%的破产企业倒台主因均是源于自身资金问题解决不力，其中不乏一些尚在全盛时期的明星企业，诸如香港百富勤公司、珠海巨人、亚细亚等，无一不是受于资金问题拖累而致倒地不起。

换言之，一个企业如要守住长青基业，能否持续拥有健康的资金流才是经营的关键。鉴于此，本文将以前曾经凭借“中国第一家赴美上市软件服务公司”名号而享誉海内外的东南融通为背景，通过回顾近期其正面临的资金困境，从中探究成败事因，借此提供思考和借鉴。

**关键词：**东南融通 中概股 退市 资金流动性不足 破产

<sup>①</sup> 数据来源：《wind 数据库》

<sup>②</sup> 数据来源：2010 年 12 月 22 日《证券日报》

## Abstract

China's stock market was formed in 1990s ,with the deepening of reform and opening to the outside world,domestic IPO has entered a new era. By the end of 2012, the number of listing Corporation in Shanghai and Shenzhen Stock Market reached 2,494,and the total market value was 23.04 trillion.

At the same time, under the drive of international economic exchanges, more and more domestic companies listed overseas. According to statistics, there were 52 companies listed overseas by the end of December 19, 2010, including America 40, Singapore 7, Korea 3, Germany 1, England 1. In 2012, domestic companies financed 3.5 billion at American capital market, which exceed the amount of 37 companies that financed at United States in 2007, rising 200 percent. Convenient financing environment and open capital market provide larger development space. However, being a Listed company does not mean everything.

Challenge and opportunity coexist. Listed companies should keep the balance between high financial risk and wasting resource.

Cash for the business is as important as blood for the human body, the cash flow determines the survival and development of enterprises. According to statistics, 80% of bankrupt companies lacked enough money to pay their debt, including some Well-known enterprises, such as Hongkong Peregrine company, Zhuhai giants, and Asia Ltd.

In other words, healthy cash flow is the key to survive in long term for an enterprise. For this reason, this article will research Long top, which is the first software service company listed at USA, to find the reason for the failure, and benefit from experience.

**Keywords:** Longtop China concept stocks Delist Lack of liquidity Bankrupt

## 目录

<b>第一章</b>	<b>绪论</b> .....	<b>1</b>
第一节	研究背景.....	1
第二节	研究目的及意义.....	1
第三节	研究内容及方法.....	2
第四节	论文结构.....	3
<b>第二章</b>	<b>营运资金管理</b> 与 <b>财务危机</b> .....	<b>4</b>
第一节	营运资金管理概述.....	4
第二节	营运资金管理思想.....	6
第三节	营运资金管理现实意义.....	9
第四节	IT 行业营运资金管理现状.....	10
<b>第三章</b>	<b>东南融通的财务困境</b> .....	<b>12</b>
第一节	公司简介.....	13
第二节	事件起因.....	15
第三节	事发背景.....	18
第四节	演进路径.....	22
<b>第四章</b>	<b>东南融通财务困境解析</b> .....	<b>31</b>
第一节	营运资金管理概况.....	31
第二节	营运资金管理短板.....	39
第三节	财务困境突围阻力.....	43
<b>第五章</b>	<b>论文结论及不足</b> .....	<b>46</b>
第一节	论文结论.....	46
第二节	论文不足.....	47
<b>附件</b> .....		<b>48</b>
<b>参考资料</b> .....		<b>65</b>
<b>后记</b> .....		<b>66</b>

## Contents

<b>Chapter 1 Introduction .....</b>	<b>1</b>
Section 1 Research Background .....	1
Section 2 Research Purpose and Significance .....	1
Section 3 Research Contents and Methods .....	2
Section 4 Thesis Structure.....	3
<b>Chapter 2 Working Capital Management &amp; Financial Crisis.....</b>	<b>4</b>
Section 1 Overview of Working Capital Management.....	4
Section 2 Thinking of Working Capital Management .....	6
Section 3 The Practical Significance of working capital management .....	9
Section 4 Overview of Working Capital Management in IT industry .....	10
<b>Chapter 3 The Financial Difficulties in Longtop.....</b>	<b>12</b>
Section 1 Longtop's Profile .....	13
Section 2 The Cause of the Event .....	15
Section 3 The Incident Background .....	18
Section 4 Evolution Path.....	22
<b>Chapter 4 Analysis for The Longtop Financial Distress</b>	<b>31</b>
Section 1 Longtop's Working Capital Management Overview .....	31
Section 2 Longtop's Working Capital Management Short Boards .....	39
Section 3 Resistances for Break Through Financial Difficulties .....	43
<b>Chapter 5 The Conclusions and Defects of the Thesis.....</b>	<b>46</b>
Section 1 The Conclusions .....	46
Section 2 The Defects .....	47
<b>Appendix.....</b>	<b>48</b>
<b>References.....</b>	<b>65</b>
<b>Postscript.....</b>	<b>66</b>

## 第一章 绪论

### 第一节 研究背景

为抑制通胀压力，近些年央行在货币政策应用上动作频频。历经连续 12 次的上调，截止 2013 年 3 月其在大中型商业银行上存款准备金率由 21.5% 调减至 21%，虽然其目的满足一季度的货币需求，但并不意味着货币政策转向宽松，因而国内企业仍将面临着前所未有的融资压力。为此，对他们而言，如何管好手中有限的营运资金以顺利度过这段危机已是他们眼下无法回避的难题。

在商业竞争中，有人说内容为王，有的说技术为王，有的说是市场为王，甚至有人说管理为王。然而从一个企业赖以生存的本质上看，最终能够落到实处的却是货币资金。

而今，虽然国内货币政策实施逐渐趋向温和，但潜在的通胀压力依然较大，短时间内我国政府在信贷调控上仍难有较大的放松。如此一来，尚未完全从 2008 年金融危机中走出的国内企业，近期仍需打足精神强化自身的营运资金管理。

2009 年~2011 年间，本人刚好曾在一家海外上市公司担任财务经理一职，有幸亲历了这家企业从鼎盛到消亡的整个过程。虽然从外界来看，这家本可继续前行的明星企业的命运转折源于一次资本市场危机应对失利，但在我们的眼中却是由于长久怠于营运资金管理而导致的财务危机。

因此，借此次撰写论文的机会，在对自己以前财务管理工作进行总结的同时，本人也想应用在校所学的 MBA 管理知识剖析企业营运资金管理中的实际问题。从曾经拥有多年老店名声的雷曼兄弟到温州老板的落跑，两个看似差异甚大的事件都在验证同一个问题，无论你是怎样的企业，或有多大的经营规模，拥有充足的营运资金才是力保百年基业的实力。

### 第二节 研究目的及意义

本次论文撰写中，我们将以东南融通为蓝本，通过系统回顾其从资本市场退市后



艰难求生的经历，借以剖析这个中概股的明星企业的营运资金管理，从而探究其在整个事件恶化中，到底存在哪些阻力。时值今日，东南融通已为此付出了惨重的代价，虽然对其而言这种思考来得尚晚，但对正在寻求发展的同类企业而言也许仍将具有积极的借鉴意义。

近一年内，随着 A 股市场逐步步入熊市，除部分已上市企业尚有少量增资扩股以外，到目前为止，国内 A 市场上新股发行实际一直处于暂停状态，将近有 800 多家拟上市企业在国内证券市场的融资计划遭受狙击。而今，证券市场“空窗期”仍在延长。对于他们而言，其需慢慢消化国内货币政策收紧带来的制约之外，还将因为国内证券市场宏观政策的影响而致使出师不利。为此，国内企业短期内仍将重依内部良好的营运资金管理缓解自身财务压力。

有人说创业艰难，但要长久管好一个企业其实更难。虽然发展过慢可让一个企业渐渐丧失竞争实力，但过快发展对其而言也不是绝对的利好，一旦彻底崩断营运资金这条生命线，再好的发展机遇也将无从谈起。基于此，本文的主要研究目的在于什么是企业的营运资金以及营运资金管理，他们在企业的经营活动中到底有着怎样的意义。

### 第三节 研究内容及方法

本文将采用日渐在 MBA 中流行的案例分析模式，通过聚焦东南融通 2011 年退市后的业务变化，借助汇编多个渠道收集的资料信息，希望能够呈现一篇相对完整的商业案例。

本文中，我们将从营运资金管理理论框架入手，分析东南融通在事发前后的资金运营策略有着怎样的问题。针对这个事件，我们将系统性地探究这到底是海外做空机构的偶然误伤，还是一场只是稍稍早些来到的历史必然。

本文的研究方法是通过正面剖析这个案例各个阶段所面临的资金困境，借助营运资金管理战略以及营运资金管理策略等理论工具，提炼东南融通上市后的资金管

理设置以及运用上存在的关键问题，最终引发对一个企业应该拥有怎样的营资金管理

管理的思考。

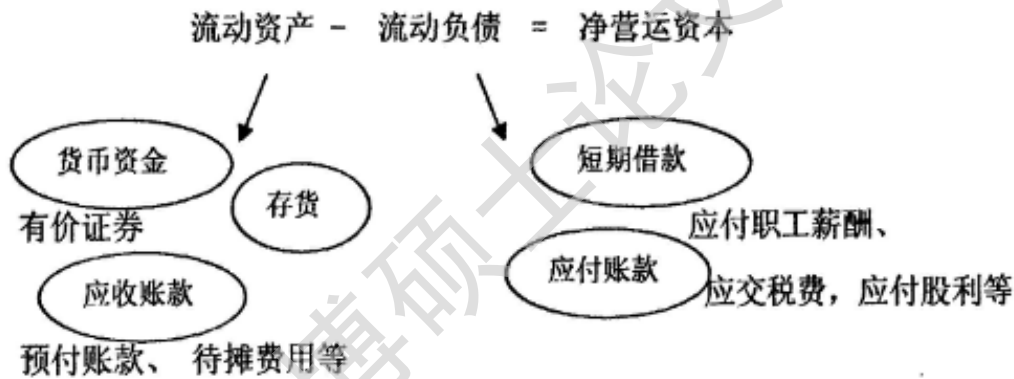
#### 第四节 论文结构

本文结构分为五章，第一章重点介绍本次论文研究的背景、目的以及意义；第二章将从理论着手，通过对 IT 行业的研究，探讨营运资金管理与财务危机之间的联系；第三章我们将系统还原东南融通走向资金困境的前世今生，从中选取本文需要着重关注的业务要点进行聚焦；第四章将从前文案例着手，重点选取几个角度阐述东南融通近些年在营运资金安排上的优劣，具体分析最终导致其走向覆灭的原因所在。第五章将重点阐述本篇论文的研究结论和对其他企业带来的营运资金管理上的启示，通过引用戴尔先生的一段旧话，呼吁国内企业重视自身资金管理的必要性。

## 第二章 营运资金管理 with 财务困境

营运资金，从会计的角度看，是指流动资产与流动负债之间的差额。其并不独立强调流动资产与流动负债的关系，而只是用它们的差额来反映一个企业的偿债能力。随着企业自身营运资金管理意识的日渐提高，公司财务经理在此领域投放将近60%以上的精力。而今，营运资金管理已是众多企业财务管理中最为重要的工作之一。

图 1：营运资金结构图



然而，面对复杂多变的经营环境，并非每个企业都有着科学的营运资金管理体系。一旦营运资金需求出现缺口且不能及时得到封堵，很大程度上将会诱发企业的财务困境，甚至导致破产。

### 第一节 营运资金管理概述

营运资金管理是持续维持一个企业生存发展的基础，其出发点在于加快现金、存货和应收账款的周转速度，减少资金占用从而降低资金占用成本；通常情况下，还可利用商业信用，解决资金短期周转困难，同时在适当的时候向银行借款，利用财务杠杆，提高权益资本报酬率。

从外界看来，各个企业营运资金管理上却有着相同的理论框架，大方向上可分为营运资金投资以及营运资金筹资。具体内容包括流动资产项下货币资金、短期投

资、应收票据、应收账款和存货以及流动负债项下短期借款、应付票据、应付账款、应付工资、应付税金及未交利润等多项业务活动。

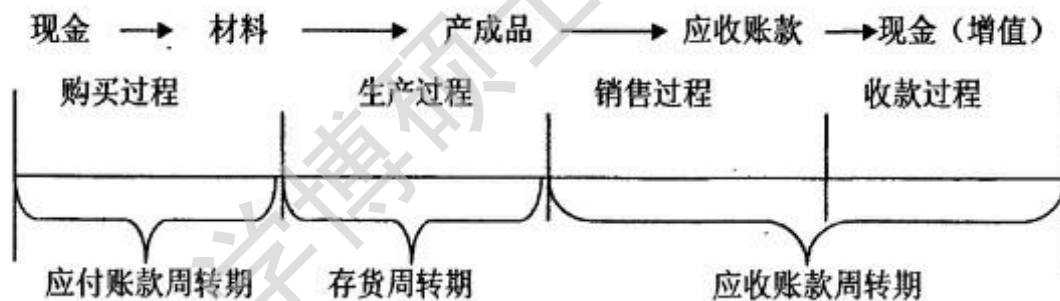
然而，因为各自所处阶段及行业环境不同，每个企业的营运资金管理仍然有着相对独立的个性化呈现。虽然暂时我们未有完全精确的评价体系判断一个企业营运资金管理中的优劣，但在实际操作中我们依然可以凭借一些量化指标来修正对此的判断。

### 一、现金周转期

现金周转期是企业从付出现金到收到现金所需的平均时间。一般来说，现金周转期越短，表明企业在营运资金管理中 OPM 的战略越成功，其将不仅有助于增强企业的财务弹性，还可增加企业经营活动中的现金流量。

现金周转期=存货周转天数+应收账款周转天数-应付账款周转天数

图 2：现金周期分解图



### 二、营运资金占总资产比率

这个比率在一定程度上有助于解释当前企业营运资金紧张根源。企业只有真正产生营业盈余，营运资金才会有稳定来源，才能具备正常的支付能力。如果企业不具备相应的“造血”机能，必然要靠借贷支撑，进而导致财务风险上升。一旦出现负值，一般情况下就会说明企业已在利用短期融资填补长期资产投资的资金需要，财务风险随之走高。

### 三、流动比率

流动比率是流动资产对流动负债的比率，用以衡量企业在短期债务到期以前，到底拥有多少流动资产可以变现偿还负债的能力，侧面反映了企业营运资金的多少。

一般情况下，这个指标数值越高，企业资产的变现能力越强，反之则弱。

## 第二节 营运资金管理思想

传统意义上讲，营运资金管理战略包括企业流动资产和流动负债的管理，它要求企业在资金来源上与资金占用上相互匹配，以保证企业拥有合理的短期偿债能力。

而今，随着企业管理水平的提高，营运资金管理思想也在发生着变化，其不再过分强调资金来源和适用是否匹配，而是要求企业尽可能占用他方的资金来满足自己日常的营运资金需要。

### 一、传统营运资金管理思想

传统营运资金管理实际上就是对于一个企业流动资产与流动负债的管理，主要依托 WRC 的量化指标研究企业的长短期资产形成与其资金来源是否匹配。因此，按照这种思想，其可分为以下几种类型：

$$WRC = \text{流动资产} - \text{流动负债}$$

#### 1、居中型

即是流动资产等于流动负债，其表明一个企业的流动资产恰好可以偿还流动负债，短期偿债能力正常。这种模式下，也就意味下企业用短期资金来源来满足短期资金需求，与此同时长期资金来源承负长期项目的资金开支，保持了相对理想结构的营运资金平衡，财务风险适中。

#### 2、保守型

即流动资产大于流动负债，其代表一个企业的流动资产足以偿还流动负债，并还有有一定的富裕资金，短期偿债能力较强。这种模式下，企业将可用一部分长期资金来源来满足企业短期的资金需求，财务风险偏低，但却因为长期资本融资相对较高而导致企业在资金成本上的浪费。

#### 3、激进型

这种模式下，流动资产小于流动负债，WRC 为负。其表明企业的流动资产不足以肩负全部流动负债的偿还压力，短期偿债能力稍弱。外在表现为企业将用一部分短期资金来源去应付长期资产项目开支，虽然这种模式可以让企业利用“借新债还旧债”或是日常经营活动中产生的资金保持整个公司的资金供应，但是如果一旦出现资金周转问题，这类企业往往就会陷入不能及时偿还债务的财务困境，整体风险较高。

## 二、 现代营运资金管理思想

近些年，随着我们对营运资金管理意识上逐渐加深，我们在研究一个企业营运资金管理的好坏时，不再单纯讲究长短期资金的匹配，而是日益侧重公司对无收益流动资产以及无成本流动负债的管理。也即是最近比较流行的 OPM 战略管理，所谓的 OPM 就是“Other People’s Money”的简称，即“无本经营战略”。实际上其是基于我们以往营运资本管理战略（Working Capital Management Strategy）理论演化而来的商业经营模式。那么，究竟什么样的表现才是成功的营运资金管理，为了研究上的方便，我们常常利用“营运资本需求量”（Working Capital Requirement），简称“WRC”的指标加以量化。

$$\text{WRC} = \text{应收账款} + \text{存货} - \text{应付账款}$$

从上述指标计算方式上看，WRC 主要受应收账款、存货和应付账款的影响，当一个公司的应收账款和存货增加而应付账款减少时，公司的 WRC 就随之增加，其就表示公司的资金被购货商所占用，自身却很少甚至无法获得供货商的资金；反之，公司就能占用业务后端供货商的资金。

因此，为了自身发展，公司可以通过平衡三者之间的关系而实施有效的 OPM 战略，不仅可以减少资金被购货商的占用，而且还可有效地占用供货商的资金。因而，拥有富裕营运资金的公司除了能够借此合理地安排日常生产经营活动所需之外，还有富余的资金用于投资或扩大生产经营规模等领域，从而提高自身的经营绩效。

而今，依照风险偏好、所处行业以及对市场控制力的不同，企业在营运资金管理上也呈现风格迥异的形态，用 WRC 量化指标表示，如假定存货因素影响恒定，我们汇总发现大致有以下展现类型：

## 1、 正营运资本

如果应收账款大于应付账款，那么企业的营运资本需求量为正。其说明购货商对企业的资金占用大于企业对业务后端供货商的资金占用，即企业自家的部分资金将无偿归别家公司收为己用。在整个业务链上的市场位置上，这个公司相对弱势；

## 2、 负营运资本

如果应收账款小于应付账款，那么企业的营运资金需求量为负。其代表企业对供货商的资金占用超过了购货商对企业的资金占用，换句话说即是企业正在免费利用别家企业的资金来支撑自己的经营活动。一般来讲，这家公司可能就是一家相对强势的公司。

然而，当我们再把存货指标纳入 WRC 的考察范围，研究发现又可作出如下区分：

1、 当一个企业的营运资本需求量呈现上升趋势，那么这个企业的存货和应收账款增长就大于应付帐款增长，即企业自身以存货的形式或别家企业以应收账款的形式占用其资金，在其背后也就说明这个公司对营运资金上的掌控能力正在“由强转弱”，需要增加营运资金补给；s

2、 而当企业的营运资金需求量出现下降，说明这家公司的存货和应收账款的增长小于应付账款的增长，对于处于事业上升期的企业来说这是好事。其代表这家公司正在通过应付账款的形式占用别人的资金，从而释放由于内部存货增长或外部应收账款增长带来的营运资金压力，这也说明这家公司正在“由弱转强”

由此可见，一个企业营运资金需求的增加在实际经营活动中无非表明三种情况，一是采购时无法获得足够的商业信用而支付过多资金；二是由于产品积压导致库存占用资金增加；三是赊销政策设置不够合理，从而导致应收账款上的资金回笼不能为公司运营带来正向的资金补给。无论企业营运资金需求如何变化，都将取决于企业与供应商以及购货商三者之间的博弈。其与企业本身的现实情况和外在环境息息相关，而非一成不变。

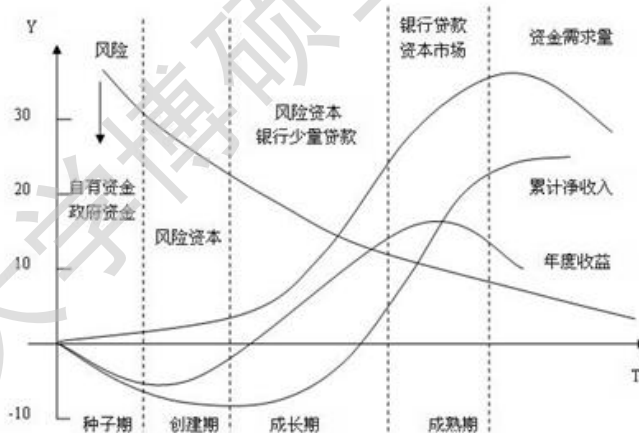
### 第三节 营运资金管理现实意义

营运资金是企业最具有活力的资产，从根本上是维系一个企业的生存和发展。其是纵贯企业所有经营活动的必需资源，经过投资、采购、生产、销售以及汇款等多个业务环节消耗、转化，最终带着增殖后的货币资产重新进入企业的资金池。

在整个营运资金流转过程中，其起点和终点都是货币资产，因为企业拥有持续经营的前提，上一轮的终点刚好也是开启企业下一轮营运资金循环的起点。因此，一个企业如果没有足够的营运资金傍身，可能就会面对无法偿还外债的财务压力，甚至引发破产。

我们看到，在绝大多数破产企业中，虽然在最后一刻被归责的都是不能化解的财务困境，但真正隐藏背后仍是与企业各个发展阶段并不对应的营运资金管理，两者之间存在着天然的联系。

图 3：各个发展阶段下企业资本需求、收益及风险特征



#### 一、种子期、创建期

虽然企业的种子期、创建期隶属两个不同的发展阶段，但因实际操作中很难加以区分，因此一般研究中我们会对其进行合并处理。这一阶段下，企业首要的任务就是如何尽快解决扎根生存的问题。

因这个阶段的企业经营风险较高，营运资金自生能力尚弱，且资金需求数量大，投入密度强。虽然期间或许也能引入少量的风险资本予以补充，但他们仍需花费较多精力面对营运资金筹资的难题。



Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士学位论文摘要库