

多元化战略与内部资本市场效率

——以上海复星集团为例

吴璇

(江西师范大学财政金融学院 南昌 330022)

【摘要】本文站在多元化集团发展战略的视角,首先分析了复星集团内部资本市场资本运作;其次利用现金流敏感性法、托宾Q值评价内部资本市场资本配置效率;最后提出提高内部资本市场资本配置效率的建议。

【关键词】多元化战略 内部资本运作 内部资本市场资本配置效率

一、引言

多元化经营战略下的内部资本市场一方面可以分散风险,同时减少市场信息不对称,增加激励和有效监督,获得“多币效应”和“优币效应”,缓解“投融资不足”;另一方面多元化公司盲目扩大资本预算过度投资,甚至“滥用自由现金流”投资于净现值为负的项目,出现部门经理的寻租行为、权力斗争和代理问题,造成内部资本市场资本配置的扭曲。由于我国法律监管和公司治理不健全,学者们一般认为多元化经营对集团内部资本市场效率存在负面的影响。

针对复星集团内部资本市场的研究主要有:李焰等(2007)认为复星利用内部资本市场缓解了融资约束问题,但财务风险加大;马金城等(2009)认为复星存在不对称的大股东“掏空”和“支持”行为。本文希望站在多元化集团发展战略的视角上,研究复星集团内部资本市场资本配置效率,对已有的研究做补充。

二、复星集团介绍

上海复星高科技(集团)有限公司创建于1992年11月,法定代表人郭广昌。在成立初期,复星主要从事医药及房地产咨询等实业经营。通过1998年旗舰企业“复星实业”(复星医药)成功A股上市后,复星迈出了实质性的集团化发展步伐。

2001年复星集团进入钢铁行业,同年通过股权托管持股豫园商城。2003年复星高科技集团与复星产业投资公司、广信科技和南京集团联合成立南京钢铁联合有限公司。2004年上海复地集团在香港主板上市。复星在传统医药领域连续参股天津药业集团、羚锐股份、海翔药业、国药控股等,始终保持着在医药领域的地位。2012年复星实业在香港上市,成为A+H股资本结构。2007年母公司复星国际实现复星系的整体香港上市,成为复星系发展

历史上的一个里程碑。另外,复星系投资金融领域、矿业领域,还在二级市场购买分众传媒的股权。

可以说复星系自成型以来通过一连串的资本运作获得了巨大的发展。如今,复星集团旗下涉及矿业、钢铁、医药、地产四大产业运营板块,在投资板块中涉及商贸流通、金融服务及战略投资等领域。

三、复星集团内部资本市场运作

复星集团在多元化发展战略的引导下,不断加大对医药产品的研发和房地产的开发支出力度;增加钢铁板块的投资,提高产能、优化产品结构;加大对矿业板块的投资,争取顺利完成海南矿业的上市,巩固公司在矿业板块的地位;扩大投资渠道,提升集团整体融资能力。

2011年复星集团财务公司成立后,利用这个平台为成员单位提供财务和融资顾问、信用鉴证及相关的咨询、代理业务,协助成员单位实现交易款项的收付,为成员单位提供担保,吸收成员单位的存款等,协助内部资本市场资本配置。

1. 股权购买、转让、变现。2008年集团斥资193.1百万元购买分众传媒16.9%的股权。同年,将其持有的上海友谊复星(控股)有限公司23%的股权转让给豫园商城,减持豫园商城部分股权收益180.1百万元。当年海南矿业60%股权变现收益超过业务合并成本的差额为141.2百万元。

2. 直接投资其他领域。2010年以来,集团不断扩大对海外的投资,2010年成功投资地中海俱乐部,2011年抓住欧债危机股价下跌的机会,通过参与增发及公开市场投资成功入股希腊Folli Follie 13.8%的股权。2010年,集团开始开展规模化的资产管理业务,完成24项私募投资项目,累计人民币2 278.6百万元,2012年资产管理项目投资达到4 435.2百万元。顺应国家的投资政策趋势,2010年集团累计投资58个项目,投资金额达17 303.2百万元,其中

约人民币5 128.6百万元投资于金融、服务、消费品等行业,以提高集团在这些高收益与中国内需发展行业的资源配置,2011年投资达到56亿元(含对现有项目的增资)。

3. 为南钢、复星实业提供贷款担保。南钢积极对产业结构进行调整,总投入从2009年不到50亿元增加到之后三年平均150多亿元,并接受集团担保金额从2009年的57 234.72万元上涨到2012年的约合人民币400多亿元。2012年复星实业通过复星财务公司获得贷款总计约100亿元用于补充营运资本,其中3 000万元是通过小股东股权质押取得,其余部分贷款的取得既没有通过质押也没有担保。2012年复星实业接受集团担保金额3 200万元,2011年接受集团担保金额77 430万元。

4. 构建集团内部“资金池”。2009年,南钢联合企业债、复地公司债、豫园商城公司债的顺利发行,募集资金总额达4 900百万元,此举优化了集团的债务结构,中长期债务比重上升到41.7%。2010年集团通过资产管理业务,完成了包括凯雷复星、复星—保德信中国机会基金、上海复星创富股权投资基金合作企业、星浩资本等在内的数个基金的管理工作,到2012年总共募集16 658.1百万元。随着我国资本市场的快速发展和体制的完善,2010年集团投资的六家企业顺势登陆创业板,六家企业对集团的权益市值已达到2 867百万元,是当初投资总额的4.7倍,显著提升了集团股东的价值。

2010年处置已上市的私募股权投资项目获得现金183.3百万元,比初始增值8.9倍。2011年,集团在分众传媒股价较高时处置所持股份,集团不但收回了成本而且实现了部分的利润。2012年复星实业在香港上市,募集资金达港币3 965.6百万元,为集团扩大了资本融资渠道。

2012年,豫园商城和南钢股份分别与关联方复星财务公司签订《金融服务协议》,由复星财务公司为其(包括合并财务报表范围内的子公司)提供存款服务、授信服务、结算服务以及其他金融服务。

四、复星系内部资本市场配置效率评价与分析

由于投资、资本管理、保险板块仅仅从2011年才在复星的集团财务报表中明确作出区分,本文选择产业营运板块的三家主要上市公司复地集团、复星医药、南钢股份,模型分析复星集团对它们的资本支出与它们产生的现金流是否匹配来衡量集团整体的资本配置效率。

1. 集团整体内部资本配置效率评价。国外关于内部资本市场效率的度量一般有两种方法:一是Peyer和Shivdasani(2001)提出的托宾Q敏感性法;另外一种则是Maksimovic和Phillips(2000)提出的现金流敏感性法。但是杨棉之等(2010)的研究表明,托宾Q不适用于我国资本市场。因此,本文采用现金流敏感性法。

公式如下:

$$CSI = \sum_{j=1}^n \frac{SS_j}{FS} \times \left(\frac{CF_j}{SS_j} - \frac{\overline{CF}}{FS} \right) \times \left[\left(\frac{CE}{SS} \right)_j - \left(\frac{FE}{FS} \right) \right]$$

其中,CF_j表示成员企业的现金流;CF是系族企业内部各成员企业的加权平均现金流(将各成员企业销售收入作为权重);SS_j是第j成员企业的销售收入;FS是系族企业的总销售收入;CE是成员企业的资本支出;FE是系族企业的全部资本支出。如果系族整体的现金流敏感系数CSI为正值,则表明系族企业内部资本市场配置是有效率的,反之,系族企业内部资本市场配置缺失效率。

我们获得了自2008~2012年复星集团控股的3家上市公司的年度财务报告,计算得到复星集团内部资本配置的现金流敏感系数(见表1)。

表1 2008~2012年复星集团现金流敏感系数

| | 2008年 | 2009年 | 2010年 | 2011年 | 2012年 |
|------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 复地集团 | 3.80E-04 | -7.58E-04 | -3.12E-04 | 5.85E-04 | -1.34E-03 |
| 复星实业 | 1.04E-05 | 1.36E-05 | -1.21E-05 | -1.35E-04 | -5.69E-04 |
| 南钢股份 | 8.70E-04 | 6.10E-04 | 1.77E-04 | 8.62E-04 | 5.77E-04 |
| 合计 | 1.26E-03 | -1.34E-04 | -1.47E-04 | 1.31E-03 | -1.33E-03 |

2012、2010、2009年三个年度CSI为负,集团营运板块医药和房地产领域现金流为正但配置的内部资本却低于系族平均水平。通过分析集团年报发现,产业运营板块的利润贡献较为平稳且贡献最大,投资板块对集团利润贡献波动性较大,资本管理对集团整体的利润贡献相对较小。自2010年以来产业运营板块中主要成员企业股东利润贡献复地集团最大,复星医药在2012年超过了海南矿业。南钢的利润贡献最小,2012年甚至为负,2012年南钢的销售增长率与资产报酬率均为负(分别为-16.94%、-1.64%),但是集团对南钢的资本支出占比较大(见表2)。

表2 2008~2012年集团各主要领域资本支出占比

| | 2008年 | 2009年 | 2010年 | 2011年 | 2012年 |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 复星实业 | 8.35% | 8.31% | 8.99% | 33.35% | 22.93% |
| 复地集团 | 1.24% | 2.75% | 2.60% | 1.11% | 0.77% |
| 南钢股份 | 65.57% | 78.98% | 80.84% | 51.16% | 58.98% |
| 矿业 | 24.14% | 9.69% | 6.73% | 13.56% | 15.20% |
| 其他支出 | 0.69% | 0.26% | 0.84% | 0.82% | 2.12% |

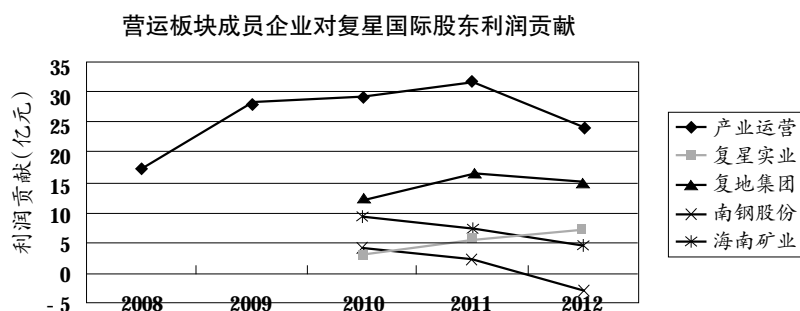
我们再从企业价值的角度,利用托宾Q值(公司市场价值/重置成本)评价企业内部资本配置效率。如果托宾Q值大于1,则说明公司创造的价值大于投入的成本,表明为社会创造了价值是“财富创造者”,值得投资;反之则表明浪费了社会的资源,是“财富缩水者”,不值得投资。

如表3,比较三家公司的投资价值,复星实业最大,五年中前三年的托宾Q值都大于1,虽然2011、2012年托宾

Q值小于1,但都接近1;南钢股份比较具有投资价值,而复地集团最没有投资价值。结合前文中内部资本运作的分析,集团对南钢、复星实业的支持运作是可行的,相比却给予复星实业较少的“支持”,损害了内部资本市场的价值创造效应。

表3 2008~2012年营运板块成员企业托宾Q值

| | 2008年 | 2009年 | 2010年 | 2011年 | 2012年 |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 复地集团 | 0.58 | 0.61 | 0.42 | - | - |
| 复星实业 | 1.02 | 1.20 | 1.27 | 0.84 | 0.93 |
| 南钢股份 | 0.72 | 1.50 | 1.11 | 0.80 | 0.74 |



2. 内部资本配置效率分析。首先,受宏观经济的影响,内部资本配置效率下降。钢铁业销售价格与销售量下降,但上游原材料成本跌幅较小,导致南钢毛利润下降至亏损。由于铁矿石及铁精粉平均销售价格的下降,海南矿业利润下降。房地产行业虽然销售面积较上年有所增加,但由于竣工入账成本增加,毛利率下降,归属母公司股东利润下降。为了支持营运板块的发展,2008~2012年集团对钢铁和矿业领域的“逆势”资本配置占比一直较大。2009年集团抓住金融危机后海外二级市场投资价值凸显,加大了海外上市企业投资,2010年后,集团参与了“中国动力嫁接全球资源项目”,内部资本开始流向投资板块。

其次,投资者保护程度不高,内部资本市场信息不对称。虽然复星集团整体、复星实业、复地集团都在香港上市,整体提高了集团信息披露质量,但是仍然存在最终控制人出于自身利益最大化的动机操控内部资本、损害内部资本市场价值创造效应、给予托宾Q值较小的南钢股份比托宾Q值较大的复星实业更多的资本支出的情况。而且由于集团多元化经营,涉及不同领域的关联企业,外部投资者不能有效地、充分地获得集团内关联企业信息,造成信息不对称。

最后,虽然复星集团内部资本配置存在无效的情况,但是多元化的发展确实为其提供了经营活力。复星集团内部收益资金分流到金融、服务、消费品等行业,拓展海外投资市场,通过投资领域的良好回报,抵消了宏观环境负影响成员企业的低迷,保护了股东财富;同时集团总部为企业提供贷款担保,扶持成员企业发展,随成员企业利

润的增多和筹资渠道的扩大又积累了集团内部的“资金池”,总部可以扩大资本运作范围,解决弱势企业融资难问题,形成了良好的内部资本运作循环链。

五、相关结论与建议

多元化的发展战略缓解了集团的融资约束,维持了集团整体的经营活力,但是也带来了总部经理人与股东的代理问题及分部经理人与总部的代理问题,导致内部资本市场的资本配置不遵循价值最大化原则,同时最终控制人为了自身利益操控内部资本,增加财富转移效应。集团非相关多元化投资增加,但对投资项目风险、收益的信息披露不全面,内部资本市场存在信息不对称。

基于以上问题,提出如下建议:①制定可持续的多元化集团发展战略。集团顺应国家政策,努力优化传统营运板块的产业结构,同时拓展新型投资领域,但要做好对投资项目的可行性评估。投资板块较好的投资收益往往具有短期性,可持续性较弱,但是转型升级之后的营运板块是集团未来长足发展的动力源泉。②完善复星财务公司的内部资本运作职能。成立复星财务公司具有战略意义,它的建立可以合理配置内部资源,更好发挥内部资本市场的信息和监管优势,如果复星财务公司的独立性较强,可以减少代理成本的影响。但是财务公司的具体操作就像一个没被公开的“黑匣子”,如果忽视了对它的监管和信息披露,可能会变成实际控制人的“工具”,损害广大股东的利益。因此要加强对财务公司的监督管理,完善内部控制制度,完善集团内部资本关联方交易的信息披露,减少信息不对称。③加强集团经营风险和财务风险监控。投资板块的市场风险较大,一旦出现某个关键项目上的投资失误,集团整体的内部资金链可能断裂,集团整体受到的影响是不可估量的,完善公司治理和财务制度的建立,保证集团内部关联方交易公平、公正。

主要参考文献

1. 王峰娟,粟立钟.中国上市公司内部资本市场有效吗?——来自H股多分布上市的证据.会计研究,2013;1
2. 万良勇,魏明海.我国企业集团内部资本市场的困境与功能实现问题——以三九集团和三九医药为例.当代财经,2006;2
3. 李焰,陈才东,黄磊.集团化运作、融资约束与财务风险——基于上海复星集团案例研究.管理世界,2007;12
4. 马金城,王磊.系族控制人掏空与支持上市公司的博弈——基于复星系的案例研究.管理世界,2009;12
5. 杨棉之,孙健,卢闯.企业集团内部资本市场的存在性与效率性.会计研究,2010;4