

企业发展战略与治理结构、融资行为的动态协调

——以“三九蜕变”为例

■ 吴树畅 郭云

企业所处生命周期不同,其发展战略、治理结构与资本结构也不同,为了保持企业可持续发展,企业的治理结构、融资行为与不同生命周期阶段的发展战略应保持动态协调,否则,就可能陷入财务与经营困境,甚至破产倒闭。本文以三九企业集团(简称三九集团)的蜕变为例,对其不同发展战略阶段进行了剖析,意在汲取经验教训、探索企业可持续发展路径,引导更多企业健康发展。

一、三九集团发展战略阶段介绍

(一) 专业化快速发展阶段(1985 ~ 1992)

三九集团是在南方制药厂的基础上发展起来的。1985年,三九创始人赵新先和5名年轻人凭借“三九胃泰”专利技术和从广州第一军医大学取得的500万元贷款创建了南方制药厂。建厂第一年,凭借产品独特的疗效和营销策略,三九胃泰药品被迅速推向市场,当年实现销售收入1100万元。之后,该厂继续保持快速发展的势头,1988年实现销售收入1亿元,1991年实现销售收入6.39亿元,并还清了创业初期的500万元贷款。由此南方制药厂与广州第一军医大学解除了挂靠关系,被划归解放军总后勤部管辖,并与解放军总后勤部下属深圳新兴企业集团合并成立了三九实业总公司,后来三九实业总公司被改组为

三九企业集团。

(二) 多元化超速发展阶段(1992 ~ 2004)

1992年后,三九集团进入了以医药为主、多元化经营的规模扩张阶段。1998年7月,三九集团以1亿元受让宜春工程(股票代码:000403)4828.8万股国有股,占其总股本的38.11%,成为控股股东,宜春工程更名为“三九生化”。2000年,三九集团投资16746.37万元收购创立雅安三九药业有限公司,拥有80%的股权;投资2505万元收购创立三九黄石制药厂,拥有100%的股权;投资12235.659万元创建宁波药材股份公司,拥有62.587%股权;投资6570.35万元收购创立长沙三九医药有限公司,拥有50.5%的股权;投资2861.42万元收购衢州医药有限公司,拥有51%的股权;拟分期投资54000万元建设三九医院;收购胶带股份(股票代码:600614)29.5%的股份,成为其控股股东,胶带股份更名为“三九发展”。在实施大规模纵向收购,做大做强医药产业的同时,三九集团还进入非医药领域,如涉足四川北丈湖风景名胜区开发项目及三九健康城开发项目等。截至2003年年底,三九集团已拥有子公司400多家,其中上市公司3家,产业布局横跨医药、农业、房地产、食品、汽车、旅游等八大行业,资产总额达200亿元以上,位列中国国企50强。

然而,在三九集团迅速扩大资产

规模的同时,其资产盈利水平并没有因此而提高。2002年年底,其经营利润仅为4000万元左右,总资产收益率仅为0.19%。另外其2000年投资5亿元收购的深圳坪山镇高尔夫球场项目(即“三九健康城”),随后又追加投资6亿元,但因2004年宏观政策趋于紧缩,且该项目证件不齐,最后被责令停建,导致三九集团亏空资金11亿多元。由于三九集团非医药产业项目投入大、回报率低,甚至出现巨额亏损,投入资本难以收回,最终拖累了其医药产业的发展。2001~2004年度,最能反映其核心竞争力的三九医药(股票代码:000999)的总资产净利率分别为1.88%、2.24%、2.69%、-10.01%。2003年,由于总资产盈利能力低,现金流入不敷出,偿债能力急剧下降,三九集团最终因不能如期履行部分银行债务、担保事项而遭到21家债权银行的逼债和法律诉讼。自此,三九集团陷入财务困境而不能自拔。

(三) 战略调整与重新定位阶段(2004年至今)

2004年,在债权人达成的债务重组框架基础上,出资人国资委选择华润集团作为战略投资者重组三九集团。华润集团随后注册成立了新三九控股公司(重组完成后更名为“华润医药控股有限公司”),作为重组三九集团的管理平台。另外,作为重组条件,三九集团和三九正大药业有限公司(简称三九药业)将其合

计持有的三九医药71.35%的股份无偿转让给新三九控股公司,三九医药最终更名为“华润三九”。

华润集团的入主,不仅解决了三九集团及其控股公司三九医药的银行债务问题,而且解决了大股东对上市公司的占款问题,消除了三九医药的财务负担,使其恢复了正常生产与运营。同时,对三九医药的资产实施了非主业剥离。2009年,华润三九相继出售了深圳市三九医药连锁股份有限公司、汉源三九黎红食品有限公司等与公司战略不一致的资产。同时,收购了安徽金蟾生化股份有限公司、三九黄石制药厂以及上海百安(南昌)制药有限公司,补充了抗肿瘤品种华蟾素注射液、华蟾素片以及15个皮肤类品种。2009年华润三九实现营业收入48.52亿元,归属于母公司所有者的净利润为7.09亿元,经营性现金流为8.55亿元,其中制药业务收入占比提升了9个百分点,公司主业集中度进一步提高。

二、三九集团不同发展阶段的法人治理结构与融资行为特征

(一) 三九集团不同发展阶段的法人治理结构特征

1. 专业化快速发展到多元化超速发展阶段。此阶段三九集团的法人治理结构特征主要表现为:内部人控制和集权治理。南方制药厂成立时,最大的缺陷是产权不清晰,广州第一军医大学投入的500万元属于负债,最终得以偿还;赵新先等人发明的三九胃泰药品专利以无形资产形式投入,既具有私人资本性质,又具有国有资本性质。因此,南方制药厂本质上属于国有民营企业,国有资本的代表明显缺位,作为该厂创始人,赵新先既是厂长、党委书记,又是总工程师,完全拥有公司的经营决策权。在上世纪80年代的深圳,这种企业法人治理模式虽然不够完善和科学,但却具有决策快、机制灵活的特点。正因如此,南方制药厂仅仅用了六年的时间就完成了

单个企业向集团公司的转变,完成了初创期向成长期的转变。三九集团成立之后,国有资本的代表落到了实处,但集团公司的治理结构仍然沿用南方制药厂的治理模式,没有形成真正意义上的现代企业治理结构。赵新先身兼集团的党委书记、董事长、总裁和首席执行官四职,是典型的“一人机制”,股东大会、董事会、监事会和经理层之间没有形成相互约束、相互制衡的治理机制。而此时,三九集团已经进入多元化超速发展阶段,仅靠一人来决定集团未来的发展战略与方向,显然容易导致决策失误。特别是当三九集团控股三家上市公司、控股子公司达400多家时,这种治理模式的缺陷更加暴露无遗。

2. 战略性重组阶段。作为三九医药的控股股东,华润集团将现代企业治理模式和管理模式引入了华润医药控股公司和华润三九,进一步完善了股东大会、董事会和监事会的治理结构,并规范了各自的权责范围和议事规则。如华润三九拥有了独立的业务和自主经营能力,与控股股东在人员、资产、财务、机构、业务上实行“五分开”;公司的重大决策由股东大会依法做出,控股股东依法行使股东权利。同时,华润三九实施了基于绩效和股价的延期支付现金奖励计划,即根据年度绩效和股价表现决定的个人长期激励价值,分三年予以兑现。激励范围包括公司高级管理人员、核心技术(业务)人才和管理骨干以及其他关键岗位员工,形成了较为科学的经理人员激励机制。

(二) 三九集团不同发展阶段的融资行为特征

1. 专业化快速发展阶段。南方制药厂是在500万元负债和三九胃泰专利技术资本的基础上发展起来的,随后,其产品逐渐得到市场认可,并迅速占领市场,不仅使该厂很快完成了原始资本的积累,而且为企业快速发展提供了资金支持。这一阶段企业的融资行为表现

为:以内源融资为主、外源融资为辅,资本结构政策较为稳健;企业经营环境、发展战略与融资行为动态协调一致。

2. 多元化超速发展阶段。从南方制药厂发展到三九集团,其发展战略也随之转变到多元化超速发展阶段。三九集团一方面继续做大做强医药产业,另一方面不断进入其他行业,实施多元化规模扩张战略。但是,由于对外投资、兼并收购的速度太快,所需资金太多,此时企业的融资行为表现为:以外源融资为主、内源融资为辅。如三九集团一方面以抵押、担保等方式不断融入银行贷款(截至2003年年底,三九集团的银行借款约为98亿元),另一方面通过合营、发行股票等方式筹集资金。1992年8月,三九集团以南方制药厂部分资产与泰国正大集团合资成立了三九药业,该公司注册资本5976万美元,三九集团以原有资产折资入股,持股51%;泰国正大集团投资2928万美元,持股49%;1994年,三九药业又引入美国、香港等地六家股东,新增资金8000万美元,注册资本增至14.625亿元人民币,三九集团持股比例被摊薄至39.1%;1995年三九药业开始筹措海外上市,但由于其军队企业背景,遭到美国证监会拒绝;1998年,公司转道香港上市,但由于亚洲金融危机爆发,上市计划再次搁浅;2000年3月,三九医药在深圳证券交易所挂牌上市,募集资金总额16.7亿元。另外,三九集团还利用其控股地位占用上市公司三九医药的资金42亿多元。2001年8月,赵新先与三九集团因违规占用三九医药资金超过25亿元(占当时三九医药净资产的96%),受到了中国证监会的严厉谴责。2002年,三九医药董事会成员赵新先等人因三九医药没有披露部分重大的关联交易事项再次遭到中国证监会处罚。

这一阶段,三九集团的发展战略与融资行为基本上是匹配的,但由于持续超速发展,企业过分依赖银行借款,在

资产盈利能力低下的情况下,财务杠杆的负效应使三九集团亏损更加严重,资金周转不灵,陷入财务困境。

3. 战略调整与重新定位阶段。

(1) 债务重整。2004年11月,在国资委和银监会联合牵头下,23家债权银行组成三九债权人委员会,参与三九集团清产核资与重组谈判。2006年10月,债委会提出原则性集团重组构架:三九集团的总体偿债比例为60%;对三九医药36亿元的债务有条件地减债,最高削债比例不超过20%;解除三九医药对相关重组债务的担保责任;解除所有与三九医药层面重组债务相关的抵押、质押及查封、冻结。2007年9月26日,三九医药发布公告称,三九医药作为三九集团下属核心企业,将签署《三九集团债务重组协议》。最后,华润集团、新三九控股有限公司、三九集团及其下属企业自债务重组协议生效日起1个月内向债权人一次性全额支付44.57亿元,用以清偿全部集团层面和三九医药层面重组债务本金、三九医药层面欠息以及诉讼费,化解了三九集团和三九医药的财务危机。

(2) 资产变现。华润集团重组三九集团后,为强化医药主业,变现了非主业资产,包括出售三九生化和三九发展的控股权,出售三九医药连锁零售资产等,以提高资产的流动性和企业的偿债能力。

这一阶段,三九集团的融资行为主要表现为对上一阶段过激融资行为的矫正,即通过股权结构调整,注入现金流,偿还银行贷款,降低负债比率,优化资本结构。

三、“三九蜕变”的启示

1. 企业生命周期、发展战略与法人治理结构应动态协调

从企业生命周期角度看,初创期,企业业务单一,人员较少,实施集权治理模式更有利于提高决策效率,以便企业迅速占领市场;成长期,企业的规模

日渐扩大,决策信息越趋不充分和不对称,此时集权式治理模式容易导致决策失误,不利于企业可持续增长,此时企业应逐步建立健全现代企业治理结构的约束与制衡机制,规范企业的决策行为;成长期的中后期,企业的增长速度会逐渐放缓,问题也会逐渐暴露出来,此时企业应在完善公司治理结构的基础上,建立健全内部控制制度,防范各种风险的发生;成熟期,企业应合理规划集团公司与控股子公司的财权边界,在合理的边界内分而治之;衰退期,企业应适度加大分权范围,充分调动分公司和子公司的积极性,以寻求企业增长的新动力。

从企业的发展战略角度看,专业化发展战略下,企业的决策信息相对充分和对称,此时企业可以选择集权式法人治理模式,而在多元化发展战略下,企业的决策信息相对不充分和不对称,为避免决策失误,企业应选择集权与分权相结合的法人治理模式。无论选择哪种发展战略,企业都应建立现代企业法人治理结构,建立健全内部控制制度,规范企业的决策行为和财务行为。

2. 企业生命周期、增长模式与融资行为应动态协调

从企业生命周期看,初创期,由于

企业的自有资本较少,负债是其主要的融资方式,因此资本结构中,负债的比率偏高,财务风险较大;成长期,企业的盈利能力不断增强,留存收益不断增多,资本结构趋向平衡,财务风险适度可控;成长期的中后期,企业的盈利能力将减弱,企业的资本结构政策应趋于稳健,应适度降低负债的比例;成熟期,企业应保持充足的现金流,资本结构政策应偏向保守;衰退期,企业业务、资产规模将缩小,盈利能力明显下降,企业应加大资产的流动性,尽量提高偿债能力,适宜奉行保守的资本结构政策。

从企业的增长模式看,内含增长对资金的需求主要来源于留存收益;平衡增长的资金需求是在不发行新股、保持目标资本结构的条件下,按照既定的比例以负债和留存收益的方式融入资金;超速增长则会扰乱企业的目标资本结构,在发行股票受限的条件下,主要依赖负债的方式融入资金;如果企业要保持超速增长,应通过吸收直接投资或发行股票的方式筹集权益资金,使资本结构恢复到目标资本结构状态。否则企业应降低增长速度,使超速增长恢复到平衡增长或内含增长。■

(作者单位:山东工商学院)

责任编辑 陈利花

● 简讯

金蝶助推金科集团创新管理模式

近期,在房地产市场调控的背景下,重庆房地产龙头企业——金科集团再度携手金蝶持续深化信息化应用,全面升级金蝶财务管理系统。此次升级应用实现了对集团财务的全面管理,在大幅提高财务核算效率与质量的基础上,提供了财务会计与管理会计的完整应用,实现了从事后核算到事前预测与事中监控、从粗放管理向精细管理的职能转变。财务部门可利用该系统透视企业全局,协助业务部门的运作和管理层的决策,持续改进业绩,实现企业价值最大化。金科集团该项目负责人表示,金蝶实力雄厚的专业团队和更加丰富完善的房地产行业一体化解决方案,完全可以帮助金科创新管理模式,提升管理水平,实现新时期的再次腾飞。