

上市公司控制权转移 与大股东融资

对复星集团融资方式的评析

■ 姚 燕 张 宁

我国经济发展和转型过程中,企业普遍面临着融资成本高、缺乏融资渠道等问题,尤其是民营企业问题更为严重,往往通过获取上市公司“壳资源”来解决其所面临的融资约束问题。本文以民营企业集团——上海复星高科技(集团)有限公司(以下简称复星集团)为例,剖析其是如何通过取得上市公司控制权转移进而侵占上市公司的利益来解决融资需求的。

一、案例背景

复星集团创立于1992年,是上海第一家民营高科技企业集团,法定代表人为郭广昌。2004年总资产达到331.3亿元,在民营企业中仅次于联想集团,2005年位列我国企业500强第40位、销售收入第83位。

复星集团的历史要从1992年说起。1992年11月,郭广昌与梁信军投入自有资金3.8万元创办了上海广信科技发展有限公司,1993年6月,郭广昌选择房地产和生物制药为主营行业,将“广信”更名为复星,复星集团最终控制人中的汪群斌、谈剑、范伟陆续加入。1994年8月,复星集团开始从事房地产开发业务,同年12月,设立复星实业公司从事医药诊断试剂的开发业务。1995年,PCR乙型肝炎诊断试剂为复星赚到了1亿元,到1997年年底,复星集团已初具规模,在很多城市设立分公司,业务涉及生物医药、房地产开发等。

二、复星系融资链条的构建

1、构建医药、房地产主业体系

1998年6月,复星集团旗舰企业——复星实业公司成功上市,募集资金3.5亿元,成为上海第一家上市民营企业,

之后的5年间,复星集团以复星实业公司为平台,通过资本运作对生物医药企业进行了大量的兼并收购,构建起自身的医药主业生产经营体系:2000年复星集团收购羚锐股份,参股天津制药;2001年通过羚锐股份收购武汉健民;2002年分别收购重庆医药研究院、重庆药友制药和广西花红药业,参股武汉中百;2003年参股国药集团,初步完成了复星集团医药产业布局。

2000年,复星集团开始推动所属的复地公司在香港上市。为了达到上市要求,其通过兼并收购为复地公司注入了优质房地产资产,2004年实现香港上市,2005年实现再融资。

2、建立以商业、钢铁业、金融业为主的产业体系

2000年10月,复星集团通过控股的上海友谊复星有限公司直接控股友谊股份,间接控股上海联华超市;2002年控股豫园商城。

2001年7月,复星集团进入钢铁行业,投资收购唐山建龙钢铁股份公司;2003年3月,通过控股的南京钢铁联合有限公司控股南钢股份公司。

1998年起复星集团相继参股兴业证券、兴业银行、上海银行等金融机构;2002年4月,集团控制结构参股招商银行;2002年5月,复星产业投资公司及其控股子公司合资发起成立了德邦证券。

3、股权控制链条的形成

复星集团通过上述一系列兼并收购等资本运作方式发展了主营医药产业和房地产业,同时投资控股了具有较强融资能力的钢铁、商业零售及金融产业,其中直接和间接控股参股的公司超过了100家。

为了实现医药行业的相关多元化扩张战略,建立起完善的医药行业产业链条,实现医药产业的规模效益,复星实业公司通过频频收购医药产业上下游上市公司,在不到5年的时间内



有限的融资渠道已远远不能满足集团发展的需求。以下就是其突破融资约束压制所采用的融资方式:

1、利用集团控制下的上市公司进行融资。包括(1)利用已经控制的公司进行收购,如通过羚锐股份出资5 272万元收购武汉健民药业22%的股权;通过豫园商城以现金出资3.24亿元设立德邦证券。(2)股权转让套现,将持有的股权转让给新并购的公司,通过股权套现融资,如复星集团向新近收购的河南信阳信生制药有限公司转让复地(集团)18.05%股份,套取现金3 817万元。(3)股权托管或资产抵押融资,通过在集团内部子公司之间股权与资金的转移,实现融资收购,如复星产业投资公司先将其49%国药控股股权托管给复星实业公司,取得了约5亿元的托管保证金用于收购南钢股份,之后再将其持有的国药控股49%的股权分别转让给复星实业公司和复星大药房套现5.3亿元。

2、通过上市公司直接融资。1998~2002年5年间复星实业公司在收购方面共动用了近20亿元资金,并购过程中的资金来源主要有IPO、配股、集团担保借款等。

3、直接占用集团控制下的上市公司资金。据复星实业公司财务附注披露,1998年复星实业公司与复星集团签订协议书,公司与复星集团间的资金往来按三个月银行同期存款利率3.33%计息,而且1998年公司已向复星集团收取资金占用费3 383 863.53元。由此可以计算出复星集团占用了上市公司10 161.75万元资金。类似情况还发生在1999年复星集团占用复星实业公司资金5 535万元,2000年占用5 282.42万元。

四、结论

复星集团通过资本市场兼并收购实现了迅速扩张,快速构建起医药和房地产经营体系。但资金不足成为集团发展的瓶颈,于是复星集团通过收购取得上市公司控制权,投资控股具有充足现金流和融资能力的钢铁、商业流通业上市公司,一方面构建起庞杂的层级控制链条,通过内部资本市场中公司间的资金借贷、担保贷款、资产抵押贷款、股权转让等方式进行融资,另一方面通过其控制的上市公司进行直接的再融资或者资金占用来解决融资问题。因此,笔者认为,在集团经营的组织框架中,通过兼并收购上市公司构建集团内部资本市场,复星集团有效地缓解了企业发展面临的资金压力,减轻了其所面临的融资约束问题。但这种控制权转移对上市公司而言,却并不是外部治理的有效机制,而是民营企业集团侵占上市公司利益、解决融资瓶颈的手段。

(作者单位:中国人民大学商学院)

责任编辑 林 燕

构建出涵盖诊断试剂、医药流通、中药制造、西药制造、原料药和医疗器械等领域的医药产业经营体系。在进行医药主业的收购整合过程中,为弥补资金不足,复星集团需要通过控制有融资潜力的子公司进行融资,这些公司一般应具有优质的资产、良好的现金流及盈利能力,而上市公司显然是合适之选。

商业流通企业一个显著的特点就是现金流非常充沛而且比较连续,当复星实业公司的融资能力不能满足集团的发展需要时,集团转而收购现金流充沛的商业流通企业上市公司,如复星集团收购的豫园商城。此外,钢铁企业具有资产规模大、盈利能力强的特点,具有很强的产生现金流的能力和融资能力,其也成为复星集团收购的行业对象,复星集团控股南钢股份就是出于这样的考虑。

4、复星集团构建融资链条的方式

复星集团取得上市公司控制权的方式主要有三种:一是通过设立投资壳公司来收购上市公司控制权,如设立复兴产业投资公司收购豫园商城。二是通过参股母公司实现对其上市子公司的间接控制,如复兴实业控股复兴医药、复兴医药收购羚锐股份、羚锐股份收购武汉健民等,从而构成多层次股权控制结构,避免了一次性支付大量现金。三是通过间接控股控制资金,为以后的资本运作提供资金支持,减轻筹资压力。通过收购母公司股权间接控制上市公司无需财政部审批,可以减少收购的障碍和成本。如通过增资改制控制广西花红药业等上市公司。

三、复星集团融资方式分析

复星系的成长史是由一系列兼并收购组成的,而且其绝大部分并购都是以现金方式出资。对上市公司进行的大手笔收购,在2000年有3次,耗资63 042万元;2001年有3次,出资42 600万元;2002年多达6次,耗资65 220.77万元;2003年也有2次,斥资131 470万元;合计超过30亿元。复星集团如此高频率、大手笔地进行并购扩张,对资金的需求量必然迅速增长,因此,单纯依靠自身经营的积累和