

折现。由此计算的项目净现值为12 759.09万元,大于零。这说明项目的投资与经营可以为公司创造价值、实现财富增值。那么,项目的出售必然导致价值的减损。

四、启示

1.严重的融资约束会损害公司价值。财务基本原理告诉我们:如果资本市场有效,出售或购买金融工具的净现值为零,企业价值的增量主要来源于公司的投资活动。早期的MM理论假设公司的融资政策与投资政策相互独立。随着委托代理理论、契约理论、信号传递理论等的形成与发展,企业的投融资之间是相互关联的已成为共识。实证研究表明,受融资约束企业会显著削减固定资产投资(Almeida、Campello, 2004)或表现为投资不足(童盼、陆正飞, 2005;连玉君、程建, 2007等)。本文研究也证实:融资约束是资产剥离的重要决策动因之一。正是因为严重的融资约束,百大集团作出了出售杭州百大置业控股权的决策。由于剥离的是能够创造价值的主业核心资产,所以给公司价值造成不利影响,并导致股东财富的毁损。

2.睿智融资决策有助于缓解成长型公司的融资约束。公司的成长需要大量增量资金的支撑。如果资金的筹措严重偏离财务原理,公司极易陷于严重的融资约束之中。在由稳定型百货零售业公司向成长型商业地产公司转型的过程中,百大集团股权再融资的启动和融资方式的选择有值得商榷的地方。对于百大集团来说,要开发建设预期总投资高达50多亿元的项目,股权融资安排应先行。然而,百大集团没有在酝酿和启动战略转型的2008年和2009年启动股权再融资,使公司失去了我国房地产调控政策由“控制”转向“救市”的好时机。公司开发西子国际项目的资金主要来源于银行借款。2010年银行借款已达到22.8亿元,2011年和2012年继续上升到23.24亿元和24.79亿元,且以短期借款为主。这样的融资方式不仅造成公司债务与权益结构的失衡,还导致资金期限结构的错配,最终使公司陷于严重的融资约束之中。

3.融资约束状态下的资产剥离决策应立足于战略视角的价值创造。融资约束状态下的资产剥离决策不能只是着眼于摆脱当前融资约束困境,而应当有长远的眼光并服从于公司价值创造的战略目标。首先,应基于未来价值创造,审慎考虑是否做出资产剥离决策。如果有缓解融资约束状态的因素或其他方式,且对公司价值创造更为有利,资产剥离就不是最佳的选择。在百大集团出售项目公司控股权3个月,西子国际就获得了杭州市房管局颁发的《商品房预售证》,项目销售后能为公司回笼10多亿元资金。其次,即使只能通过剥离资产来应对融资约束,也应首先考虑剥离非主业资产或主业非核心资产,而不是主业核心资产。百大集团在杭州市中心有一些出租的商业物业,虽然公司投资性房地产的账面价值仅为6 496.9万元,但市场价值不菲。2012年9月,仅丁桥镇仓库拆迁公司就获得了1.12亿元的补偿资金流入。出售这些非主业资产比出售西子国际项目公司的控股权更为明智。

(《财务与会计》理财版2014.05)

和记电讯扩张型和收缩型资本运营 战略的价值创造

如何有效地实现价值创造和增值是企业运营的不变追求和本质目标。近年来,越来越多的电信企业通过资本运营方式扩张规模和拓展业务范围,并最终实现企业价值增值,尤以英国沃达丰、西班牙电信、日本KDDI、和记电讯表现突出。和记电讯是“和黄”下属的五大旗舰企业之一,其扩张型和收缩型资本运营战略的综合灵活运用,为其自身、母公司以及企业集团创造和实现了巨大的价值。本文拟基于扩张型和收缩型资本运营战略,对和记电讯的资本运营经验进行全面剖析,以期为其他企业提供借鉴。

一、和记电讯的扩张型和收缩型资本运营

和记电讯成立于1984年,由香港和黄有限公司(简称和黄)下属的一系列经营电讯业务的公司组成。2009年5月8日,和记电讯国际有限公司(和黄旗下上市公司,简称和记电讯国际)将旗下香港及澳门业务进行分拆,以“和记电讯”作为企业名称在香港联合交易所主板上市。2012年,和记电讯的营业收入达到155.36亿港元,综合EBITDA达到30.20亿港元,每股盈利为0.2546港元,自由现金流占收入比高达9.11%。和记电讯在完善自身业务经营的同时,依托对扩张型和收缩型资本运营模式的高效灵活运用,以技高一筹的价值经营为其他企业树立了典范。下面笔者对和记电讯自2000年以来在收购、合资、控股、自由化、上市、出售等扩张型和收缩型资本运营的成功经验进行全方位、多角度的剖析和总结。

1.收购:扩大规模。收购是扩张型资本运营的重要方式之一,也是企业实现规模扩张的主要途径。依托于和黄集团雄厚的资金实力及自身的资金积累,和记电讯凭借高超的资本运营能力和财务管理能力在短时间内实施了一系列收购活动,如表1所示。从表1可见,和记电讯的收购活动遍及美洲、亚洲、欧洲的多个国家,多通过股权收购完成。这种以价值为导向的收购行为不仅可以使和记电讯获得优秀的技术、管理经验、人力资源等,更可以令其更快速、以更低成本进入新市场,使其可以在全球市场上进行资源的有效配置,协同不同地区的业务经营能力和盈利能力,取得规模经济、范围经济等效应,最终实现对企业价值的良好经营。

2.上市:多地上市。上市是企业募集资金和扩大知名度的最佳途径之一,可以有效地分散风险,同时也为股权转让和适时退出提供了便利条件。和记电讯作为和黄集团的旗舰企业,其主营的电信业务发展需要投入大量资金,这要求其拥有强大的资金筹措能力,以便进行技术研发并开拓市场。上市融资是和记电讯常用的资本运作手段。为取得上市后更好的企业绩效、创造更多价值,和记电讯子公司大都采用多地交叉上市。从表2可知,和记电讯子公司大多选择在美国、英国或香港交叉上市,不仅可以筹集到企业发展所需的资金,而且可以在一定程度上减少国际资本流动的各种障碍,

表1 和记电讯2000~2013年部分收购活动及动因

时间	收购活动	主要动因
2000	收购持有泰国 Tanwan Mobile Telecom Co65% 股权的 I-Mobile Holding, 约 49% 股权。	进入泰国市场
2002	收购印度加尔各答 Usha Martin Telekom Ltd 约 49% 股权和印度古吉拉特邦最大的移动通信公司 Fascel Ltd 约 14.7% 股权。	巩固印度市场业务
2005	斥资 1.2 亿美元收购正大旗下刚刚取得当地执照的 Cyber Access (CA) 公司六成股权, 和记电讯取得公司的管理权。	进入印尼手机市场
2008	收购 NEC Corporation 于香港及澳门 2G 及 3G 业务的 5% 权益, 股权由 70.9% 增至 75.9%。	增强香港、澳门业务的参与能力
2012	向 Suny 和 Scailex 分别买入 50% 和 25% 股权, Scailex 持有以色列主要电讯服务商 Partner Communications Company Ltd 44.5% 股权。	重组欧洲电讯业务
2013	以 8.5 亿欧元收购西班牙电信爱尔兰移动部门。	整合爱尔兰未具规模效益的市场资源

表2 和记电讯上市活动一览表

时间	上市活动	具体内容
1996	和记电讯在英国的子公司 Orange 在伦敦证券交易所和美国 NASDAQ 上市	公开发售约 30% 的股份, 募集资金 25 亿英镑, 用于改善英国移动通信网络的覆盖
1996	和记电讯子公司亚洲卫星通讯在香港和纽交所上市	获得超额认购
1999.8	在澳大利亚的子公司于澳大利亚证券交易市场上市	募集资金 2.35 亿澳元
1999.11	在以色列的子公司于美国 NASDAQ 和伦敦证券交易所上市	募集资金 5 亿美元
2004.9	和记电讯将其大部分非 3G 业务打包成和记电讯国际有限公司, 在香港交易所及纽约证券交易所上市	获得超额认购
2009.4	和记电讯香港以实物分派的方式分拆股份, 并以介绍形式在香港联合交易所主板独立上市	让投资者就和记电讯香港作为独立实体评估其潜力和表现

包括交易成本、信息成本和法律限制等, 减少国家间资本市场分割的负面效应, 降低投资者要求的风险溢价, 从而降低公司融资成本。此外, 和记电讯各子公司的交叉上市使其股票可以在多个市场进行交易, 尤其在更有效和更具流动性的市场上市, 市场可以更低的买卖差价交易, 导致股票的流动性提高。相应地, 股票流动性的增加可以吸引更多的投资者, 公司融资成本相应降低, 从而增加了企业价值。

3. 合资: 海外扩张。作为大型跨国电信运营企业, 和记电讯除采用收购方式外, 与行业内知名企业或者与当地企业建立合资公司亦是其进入新行业和新市场采用的常用方法。在移动电话市场上, 和记电讯通过与外资电信企业合作, 成功开拓了澳大利亚、印度、比利时等市场, 节省了大量人力、物力和财力。另外, 在当今炙手可热的 3G 时代, 建设技术先进、稳定可靠的互联网络成为和记电讯海外拓展的首要任务。而和记电讯全球业务范围太广, 通过与当地合资企业共同开发、共同承担, 有效分担了企业资金需求、分散了经营风险, 同时还获得了合资企业的管理技能优势、技术资源优势、初始客户资源等, 减少了进入陌生行业和市场的困难, 可以更快适应当地市场环境。

4. 私有化: 增值为本。公司上市、收购其他公司以及供股集资, 都是“进取”, 而将公司私有化, 取消其挂牌的上市地位, 即是“淡出”。私有化本身不是目的, 业务重组、二次包装上市或是其他更高层次的价值增值战略才是最终目标。作为和记电讯发展香港固网、跨国客户数据通讯需要的支

柱企业, 和记环球国际私有化极具代表性。2004 年 1 月, 和记黄埔的联营公司中联系统(港交所: 0757)以 71 亿港元收购和记环球电讯全部股份, 和记环球电讯借壳上市。但是, 2005 年 6 月和记环球电讯的少数股东批准了和记电讯国际 24 亿港元的收购请求, 标志着和记环球电讯仅上市 14 个月就又变成了一家私营公司。2009 年, 和记电讯国际分拆香港及澳门电讯业务重新上市, 新公司名为“和记电讯香港控股”, 和记环球电讯的拥有权亦由和记电讯国际转移至和记电讯香港控股。可见, 和记环球电讯的私有化是以退为进的战略选择, 通过此种方式更有助于实现资源的有效配置, 为企业进一步的扩张计划奠定基础。

5. 出售: 现金为王。当企业组织结构过于庞大或企业资产与当前发展战略不协调时, 资产剥离、出售是盘活存量资产、消除负协同效应、创造价值的有效途径。对于和记电讯而言, “逢低吸入、逢高抛出”是其投资进入和退出的战略考量依据。如 2001 年, 美国 VoiceStream Wireless Corp 被德国电信收购, 和记电讯将持有的股份全部出售给德国电信, 溢价利润 300 亿港元; 2007 年, 出售旗下 Hutchison Essar Ltd. 67% 股权给英国沃达丰空中通讯公司, 出售收益 358.2 亿港元; 2012 年, 印度电讯公司 Tech Mahindra 收购和黄于印度的 Hutchison Global Services Private 100% 权益, 交易作价 8 170 万美元。和记电讯通过多次出售活动, 不仅精简了企业组织架构, 消除不良资产的负协同效应, 更重要的是通过对良好时机的把握, 回笼了大量资金, 有效地发挥了资本

市场的溢价功能,为日后的发展提供了强大的资本实力,为可持续的价值创造提供了可能。

二、基于扩张型和收缩型资本运营的价值创造

作为企业资本配置和优化的重要方式,资本运营以并购、重组等扩张型方式为企业在扩大经营规模、提高资本实力等方面创造了全新的发展机会,而以剥离、分立等收缩型方式实现了资源的集中和整合,从而最终实现了对企业存量资产的盘活。和记电讯扩张型和收缩型资本运营战略的实施使得其在优化资源配置的过程中实现了资本结构、经营范围的改善,在资本经营和产品经营的联动过程中提升了企业价值。

1. 日益完善的公司治理结构。随着和记电讯多元化的资本运营操作,其组织结构以及董事会和经理层的职能权限不断发生变化,如何形成高效、稳定的分工合作体系是和记电讯需要重点关注的问题。和记电讯采纳并应用了一套周全的企业治理原则,建立了高效稳定的组织架构,重点强调优秀的董事会、有效的内部监控、严格的披露常规,以及高透明度及问责制的重要性。同时,和记电讯不断优化公司治理相关常规,在整个企业范围内培养高度操守的企业文化。在具体人员设置方面,和记电讯针对移动通讯和固网通讯的不同,分别设立董事总经理、业务总监、市场总监以及技术总监,而对于集团的财务、人力资源、法律等支撑业务则由统一设立的总监负责。这种组织架构既具有分工合作的灵活性,又具备集权管理的统一性和标准化特点,使得所有人各司其职、相互合作,不断提高企业的管理效率,形成独特的核心竞争力。

2. 不断强化的投资者关系管理。投资者关系管理的核心是高质量的信息披露。高质量的信息披露可以减少企业与投资者之间的信息不对称,进而降低公司的融资成本,从而实现企业价值的增加。近年来,扩张型和收缩型资本运营战略的实施使得和记电讯的利益相关者频繁更迭,为此,和记电讯不断改善自身的利益相关者关系管理工作,以及及时、正确、完整的信息披露让投资者及其他利益相关者随时掌握企业的发展现状、经营风险、发展前景等,以便做出正确、合理的投资决策。就中期、年度财务业绩报告而言,和记电讯全年负责随时向投资者提供信息咨询、问题解答等服务,不断强化管理层与投资者的沟通交流。行政总裁、董事经理及财务总监以及投资者关系部人员通过定期简报会、电话会议及简报回应投资者的要求。作为企业战略管理活动的重要方面之一,和记电讯的投资者关系管理日益加强,并不断调整以适应企业扩张型和收缩型资本运营战略的实施,从而改善投资者和公司管理层之间的信息不对称,实现企业内在价值在资本市场的有效体现。

3. 财务协同效应。张弛有度的多元化资本运营使得和记电讯可以充分利用互补性资源,通过财务协同实现资本结构的改善及资金实力的提升,从而最终实现资源的优化配置和价值协同。首先,和记电讯始终将“高现金、低负债”作为资本运营和企业经营的底线。尽管西方电信企业普遍认为,合理的资产负债率应介于45%~50%之间,但近年来,连续

多年入选世界500强的20家电信运营企业平均资产负债率高达60%以上,以美国和欧洲的企业表现突出。而和记电讯多年来资本结构始终处于稳定状态,资产负债率维持在47%上下。稳健的资本结构和财务实力使得企业具备了在合适时机进行扩张型和收缩型资本运营的实力。其次,和记电讯依托扩张型和收缩型资本运营不断提升资金实力。截至2012年末,和黄集团的速动资产总额高达13 144 700万港元,较2011年上升51%,其中现金及现金等价物占比高达82%,11%以国债形式持有,其余7%为上市公司股权类证券。

4. 经营协同效应。和记电讯依托扩张型或收缩型资本运营实现了对自由现金流和资本结构良好控制的同时,也使得旗下多元化的业务在经营周期、资金流、风险分散等方面产生了巨大的经营协同效应。学者将李嘉诚旗下业务的EBIT增长曲线置于同一个坐标系研究发现,每一根线的波峰,都有另一根线的波谷相对应,也就是说,旗下所有的行业和业务形成了严密的“互动、互补、互助”关系。和记电讯旗下产业的“互动、互补、互助”并非盲目选择,而是具有以下三个特点:一是收购或从事低回报相关业务以分散风险,旗下所有业务的产业领域和分布地域都十分广阔。二是收购或从事具有不同回报期的业务以降低风险。回报期短的业务在经济景气时获利丰厚,但风险高,而回报期长的业务通常收入稳定,但资金回流慢。长短期业务互补使得和记电讯在每段时间都有足够的资金回流。三是收购或从事具有稳定回报的业务来平衡盈利(柳朔言,2010)。

三、启示

1. 树立资本运营意识并强化价值投资理念。对于企业而言,生产经营等是在做加法,资本运营却是在做乘法。要想企业快速发展,必须善于资本运营,如果加法和乘法一同做,企业自然会像滚雪球般做大做强。以和记电讯为例可知,资本运营意识的树立要求电信企业在以下几个领域实现转变:一是从只注重电信网络的建设、电信业务的经营和电信收入的循环,向电信资本的输入、输出的循环转变;从电信运营企业以往只注重利润的积累,向加快资本积累转变;从经营、决策主要围绕电信建设和经营,向围绕资本的使用效益和资金的循环增值转变;从经营手段只注重电信建设和经营,向产权市场和资本市场的各种操作形式转变。价值投资并不是一味盲目追求规模和股权的扩张,而是更加注重资产价值的及时变现,尤其是强调通过快速的资产周转来不断优化资产和精干主业,从而提升企业资产的质量和效益,把价值最大化作为企业的战略目标,创造价值并实现价值增值。

2. 奉行“现金流为王”的经营原则。价值管理的观点强调,公司价值的概念不是基于已经获得的市场份额和利润数据,而是基于与适度风险相匹配的已经获得和可能获得的自由现金流量(FCF)。和记电讯一直奉行“现金为王”的财务政策,在业务开拓时,始终保持现金储备多于负债、收入与支出相平衡的状态。充裕的现金流成为其多次扩张型和收缩型资本运营成功实施的重要基础,而适时的出售、上市也为其创造了巨大的现金流。和记电讯的资本运营行为与

表1 上海石化股改进程表

股改阶段	股改时间	股改对价方案
第一次启动	2006.10	10送3.2股
第二次启动	2007.12	10送3.2股；承诺中国石化72个月不减持
空档期	2008.1-2013.5	
第三次启动	2013.6	10送5股；承诺非流通股上市6个月内，董事会审议的以资本公积金每10股转增不少于3股；承诺股改完成后继续支持其后续发展，并将其打造为今后相关业务的发展平台。

“现金流为王”的经营原则是相辅相成的，缺一不可。始终保持自由现金流为正，是和记电讯决策投融资规模的根本出发点。电信企业在产品经营和资本运营的联动过程中，应该奉行“现金流为王”的基本原则，保证现金流的稳定，提高资金的管理和使用效率，从而最终实现企业的可持续发展。

3. 积极培育学习型的价值文化。企业要想保持稳定快速的成长，须从根本上建立适应企业快速发展的企业文化，从根本上支撑起企业的价值创造、价值实现与价值经营。和记电讯在成长和发展过程中，非常注重以价值为核心的学习型企业文化的培养，高度关注资本市场和投资者。因为上市传递着企业价值最大化的管理理念，资本市场会一直向企业传递价值理念，同时更加透明的信息披露，也能够促使企业不断增加价值，并逐步从收入、利润导向向以现金流、企业价值导向转变。故我国企业尤其是作为大型上市公司的电信企业，应时刻以价值为导向，密切关注资本市场的市场效应、财务效应以及信号传递效应，为相关利益者提供更加透明的信息，助力企业实现可持续的价值创造。

(《财务与会计》理财版2014.05)

中小股东在股改收官阶段的角色转变及启示

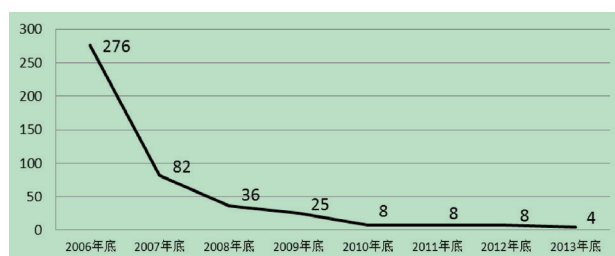
——以上海石化为例

国务院近期密集发布了一些有关投资者保护的政策文件，如2013年12月27日发布了《关于进一步加强资本市场中小投资者合法权益保护工作的意见》，正视中小投资者信息弱势、自我保护能力较差、合法利益容易受到侵占的现实；2014年5月9日又发布了《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》(又称“新国九条”)，其中第一条就是要求资本市场改革应当处理好风险自担与强化投资者保护的关系。可见政策层面已经意识到保护中小投资者利益的重要性。然而，除了政策上的关注之外，中小投资者自身的维权意识同样重要，它是检验政策执行力的标杆，是推动资本市场良性发展的源动力。本文拟以上海石化股改为例，分析中小股东维护自身利益的做法，为激发中小股东的自我保护意识提供参考。

一、股改收官阶段的划定

股改的阶段划分一般按照证监会2006年10月开始实施的“新老划断”政策划分。这一政策要求对未股改上市公司执行涨跌停限制5%的规定，标志着后股改时期的到来。笔者认为，虽然证监会对于股改并没有制定时间表，但是整个股权分置改革在2006年还没有到达收官标准。所谓“收官”，是指经布局和中盘博弈，双方阵地大致稳定，对胜负已经无甚影响。股改的胜负在于是否保护了中小股东的利益，然而从现有的研究结果来看，股改仍然没有摆脱中小股东利益被侵占的状况：针对后股改时期的研究表明，身为中小股东代言人的机构投资者与上市公司之间可能存在“合谋”行为，表现为机构投资者持股比例越高，对价反而越低。依赖机构投资者是中小股东在信息不对称情况下的无奈选择，但后股改时期不断曝出的利益侵占问题，倒逼中小股东不得不做出改变，因为任何继续搭机构投资者便车的行为只会让自己进一步丧失权利。中小股东主动维护自身权益，意味着博弈双方的正面交锋，这才是股改进入收官的重要标志。由于中小股东的弱势地位已经固化，其对抗大股东和机构投资者的过程可能会漫长，也可能导致股改“钉子户”的出现。因此，本文根据未股改上市公司的数量变动判断收官时间点，以便了解处在收官阶段上市公司与中小股东的博弈历程。

由图1可见，2010年之前，未股改上市公司数递减幅度较大；从2011年开始，未股改上市公司稳定在8家，2013年年底减少到4家。可见，从2011年开始才进入股改收官阶段。显然，不管是中小股东还是大股东都经不起这场消耗战，收官是必然的。处在收官阶段、历经三次股改方案才得以通过的上海石化可以作为代表企业，其中小股东的博弈历程，可以为资本市场中小股东投资者保护研究提供启示。



注：数据来源于网络整理

图1 未股改上市公司数量

二、上海石化股改路径分析

上海石化(600688)是中国石油化工股份有限公司的控