

内部资本市场运作 缓解多元化过程中的融资约束

——基于雅戈尔集团的案例分析

王珊珊 王化成

1994年的雅戈尔，服装界的“新秀”，首次跨入中国服装行业八强，继而通过十几年辛勤耕耘一跃成为服装界巨鳄。2007年的雅戈尔，资本市场上耀眼的“明星”，挥舞着丰满的两翼（房地产和股权投资），收获着多元化投资的硕果。2008年的雅戈尔，因股权投资的重大失误备受指责，成为“偏离主业、不务正业”的代名词。

从单一的服装代工企业，到业务涉及品牌服装、地产开发和股权投资的多元发展的跨国企业集团，雅戈尔用十五年的时间构建了传奇帝国；从三驾马车并驾齐驱，到淡出股权投资、重塑主业，雅戈尔仅用了两年时间。虽然雅戈尔的多元化备受质疑，但是与当初“巨人”、“德隆”等的盲目多元化、丧失主业核心竞争力相比，雅戈尔能将服装业做到连续多年稳居行业首位，能抓住房地产和资本市场发展的机遇收割财富，并能在两翼受挫之时迅速控制风险、调整业务重点、保护集团发展的支柱产业，不仅体现了服装巨鳄的自信、果断与坚强，也体现了其在资本配置上的胜人一筹。雅戈尔正是通过集团的内部资本市场运作，根据各子公司的投资收益率及各业务板块的生命周期来适当调配资源，促进资本向高效率的部门或业务配置，从而有效地提升集团整体的资本配置效

率、增强集团的盈利能力；在外部环境出现不利因素时，则利用内部资本市场缓冲不利因素对集团内部单一业务的冲击，保证企业集团整体的稳健发展。

家电力生产销售公司。

二、雅戈尔的“专业化发展、多元并进”之路

一、雅戈尔基本情况介绍

雅戈尔集团股份有限公司（简称雅戈尔）组建于1993年，是由宁波青春服装厂、宁波盛达发展公司和鄞县石碶镇工业总公司共同发起，以定向募集方式设立的股份有限公司，1998年10月在上海证券交易所上市，股票代码SH600177。第一大股东为宁波青春投资控股有限公司（持股比例为44.68%），宁波盛达发展公司为间接持股人。

至2008年年末，雅戈尔纳入合并报表的公司共68家，其中通过同一控制下的企业合并取得的子公司有4家，通过非同一控制下的企业合并取得的子公司有7家，通过非企业合并方式取得的子公司有56家。这些公司中有37家涉及服装制造、纺织品制造、针织品制造及服装辅料、棉花种植、加工设计等服装主业相关业务；15家从事房地产开发、物业管理及装潢业务；7家涉及服装销售、服装进出口贸易等业务；6家涉及投资、咨询代理业务；另有1家旅游公司、1家软件开发公司和1

（一）品牌服装：专业化发展

品牌服装是雅戈尔的基础产业。1998年公司上市时，主营业务收入的94%以上来自公司的两大主导产品“雅戈尔”衬衫和西服的销售。公司拥有三家主要的子公司，其中宁波雅戈尔西服厂是其全资子公司，为西服生产基地；控股子公司宁波雅戈尔制衣有限公司专事衬衫设计和加工，为衬衫生产基地；控股子公司宁波雅戈尔服饰有限公司是公司的销售中心，从事服饰产品的生产和销售。此后，雅戈尔为了提高服装业务的核心竞争力，着重从以下几个方面进行了投资：完善营销网络体系、拓宽产品领域、加强技术创新、构建垂直产业链和开拓国际市场。为此，雅戈尔通过与子公司共同出资组建、与外合资组建以及股权收购等方式将30多家子公司纳入集团旗下：通过专门组建宁波雅戈尔领带有限公司等来主营细分产品业务，通过收购宁波雅戈尔时装有限公司等一系列相关企业股权，将产品领域扩展至领带、休闲服、制服、时装、运动服、公务服等多品种多档次服装；

同时通过组建纺织城、与国际知名跨国公司日本(株)晃立等合作,进军色织和针织服装面料领域,向上游产业链延伸;与此同时通过与子公司合资收购宁波雅戈尔进出口有限公司等来发展进出口业务、开拓国际市场。2008年收购美国KELLWOOD公司旗下核心男装业务——新马服装集团(香港)有限公司和新马服装国际(香港)有限公司100%的股权,获得强大的设计开发能力、国际经营管理能力以及遍布美国的分销网络,自此,一个规模庞大、专业化运作的纺织服装产业链基本形成。

(二) 房地产与股权投资:抓住机遇,多元化并进

2002年,雅戈尔出资7 798.23万元收购具有多年房地产经营经验和拥有一定专业人才、土地储备的宁波雅戈尔置业有限公司92.78%的股权,其全资子公司宁波雅戈尔进出口有限公司出资606.85万元收购了其余7.22%的股权,自此,雅戈尔正式介入房地产行业,并使之成为公司新的利润增长点。继而,雅戈尔通过与控股子公司宁波雅戈尔置业有限公司共同出资组建宁波雅戈尔钱湖置地有限公司、共同出资收购宁波雅戈尔钱湖投资开发有限公司的股权等一系列运作,在宁波房地产市场上占据优势地位。随后,借机房地产发展的有利势头,雅戈尔通过股权收购、合资组建等形式逐渐将房地产业务拓展至苏州、杭州、绍兴等地,同时在酒店经营、旅游开发等方面也取得了不俗的业绩。

在股权投资领域,雅戈尔于1999年以自筹资金3.2亿元投资发起成立中信证券股份有限公司,该公司注册资本20.50亿元,公司持股9.61%为第二大股东(2005年中信证券进行股改,因支付对价,雅戈尔持股比例下降为7.4%);2001年出资1.5亿元参股天一证券有限责任公司,占天一证券注册资本的14.96%;2004年雅戈尔出资635.90万元收购宁波市商业银行股份有

限公司635.90万股股份(随后公司又出资15 564.10万元参与增资,增资后公司持股9%)。2007年年初,雅戈尔成立了宁波雅戈尔创业和上海雅戈尔投资两家全资子公司,专门负责创业投资、股权投资等业务。同年10月27日,雅戈尔控股子公司雅戈尔投资有限公司以每股7元的价格认购4 300万股金马股份(000980.SZ)的非公开发行股票;11月,动用35.88亿元认购了1亿股海通证券定向增发股份。截止到2008年年底,公司持有上市公司股份比例分别为:金马股份13.56%、海通证券1.77%、交通银行0.001%、中信证券2.58%、宁波银行7.16%、宜科科技12.84%、广博股份14.95%。另外,公司还持有百联股份和上海九百的股票。

三、内部资本市场与多元化运作

与一般企业集团仅将子公司上市而集团母公司非上市不同,雅戈尔采取的是集团公司整体上市,母公司利用自身的上市公司平台,通过各种直接和间接融资,大举投资各类控股、参股公司,借助内部资本市场将现金流在集团内部进行统一调配,不断提高资本的使用效率。正是由于内部资本市场在资源配置方面的积极作用,雅戈尔从原来单纯从事服装生产加工的单一型企业迅速演变为以品牌服装、地产开发和股权投资三大产业为主体,专业化发展、多元并进的大型民营企业集团。

(一) 内部资本市场为多元化运作提供融资平台

1. 母公司在资本市场上直接融资为子公司提供资金支持。1998年,雅戈尔通过首次公开发行共募集资金58 305万元;2000年公司通过向全体股东按10:3的比例配股共募集资金39 408万元。2003年公司获准公开发行可转换公司债券,募集资金116 365万元。雅戈尔积极利用在资本市场上募集的资金加

大对下属公司服装生产线的技术改造,并通过投资设立子公司、收购产业链上下游公司股权及建立广泛的营销网络体系等多种方式,增强集团公司在国内服装产业的龙头地位。

2. 通过集团内部母子公司及关联企业之间的担保来缓解融资约束。除了集团公司对下属公司直接投资外,雅戈尔还充分利用集团控股股东的优势对其控股子公司提供担保、为子公司延期付款提供便利,间接为下属公司提供资金辅助,支持集团的多元化发展。从2002年至2008年,雅戈尔为其旗下控股子公司提供的各类担保合计18.79亿元。与此同时,雅戈尔及其旗下控股子公司从雅戈尔的控股股东宁波盛达发展有限公司、宁波青春投资控股有限公司及关联企业郑州新华投资有限公司获得的各类担保共计人民币150.5亿元。

3. 通过子公司与母公司之间资金的互相占用来缓解资金压力。根据年报信息,雅戈尔的年末其他应收款余额中金额较大的大多为子公司与雅戈尔之间的往来款。其中,宁波雅戈尔服饰有限公司、宁波雅戈尔置业有限公司及宁波雅戈尔钱湖投资有限公司从2003年至2007年每年年末均存在金额较大的往来款(见表1)。

(二) 内部资本市场为集团优化资本配置提供运作平台

雅戈尔通过构建内部资本市场,在各业务板块之间实现资源优化配置,提高了集团整体的资本配置效率和盈利能力。在服装主业的利润增长空间受到限制、急需资金进行产品领域拓展、销售网络构建时,将服装主业带来的丰裕稳定的现金流投向未来具有良好利润增长空间的房地产业务,一方面利用雅戈尔在宁波的地域优势和房地产的发展时机拓展房地产业务,另一方面加强了对服装上下游产业链的投资,拓展服装板块的发展空间。

图1是2002年雅戈尔进军房地产

表1 子公司占用雅戈尔资金情况一览表

欠款单位	欠款金额 (万元)					
	2003	2004	2005	2006	2007	2008
宁波雅戈尔服饰有限公司	57 618.07	91 518.07	7 900.00	未披露	96 506.93	89 150.00
宁波雅戈尔置业有限公司	40 188.67	62 006.14	85 210.21	123 993.16	41 956.79	25 307.31
宁波雅戈尔钱湖投资有限公司	33 574.73	32 130.00	45 600.00	48 197.38	31 508.66	未披露

表2 雅戈尔财务指标与同行业平均水平比较

财务指标	2004	2005	2006	2007
雅戈尔主营业务利润率	35.83%	37.41%	36.54%	35.46%
同行业平均主营业务利润率	14.06%	18.91%	18.49%	19.63%
雅戈尔主营业务收入增长率	53.72%	11.38%	29.12%	17.71%
同行业平均主营业务收入增长率	13.81%	-5.03%	0.23%	12.60%

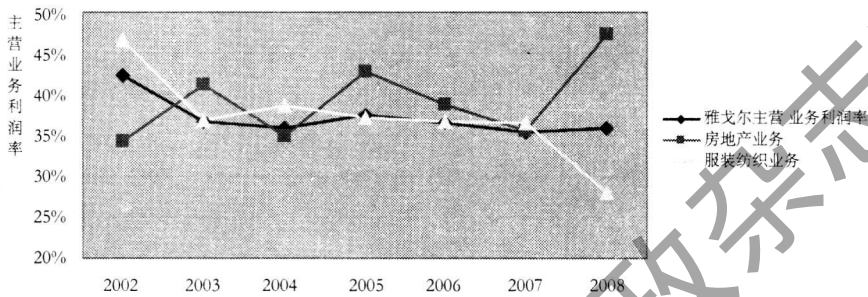


图1 雅戈尔主营业务利润率及细分业务利润率

市场以来公司的主营业务利润率及细分业务（房地产业务、服装纺织业务）利润率的变化图。可以看出，雅戈尔在房地产与服装纺织两大板块之间合理配置资源，使两大板块相辅相成、互补余缺，促进了集团整体利润的稳步增长。即使在2008年经济形势出现不利变化，服装行业面临内外部需求不足、行业利润率整体下滑，房地产行业面临多方压力、行业整体销售毛利率下降的情况下，雅戈尔仍能保持利润的稳定，不能不说是得益于内部资本市场整体的资本合理配置。

（三）内部资本市场为集团增强抵御风险能力提供了可能

雅戈尔在服装和房地产板块的投资大多采取集团公司与控股子公司合资组建子公司或共同出资收购子公司股权的形式，子公司之间存在连环交叉持股，各子公司之间以及母子公司之

间的交叉持股强化了集团内部的利益关系，使得控股公司和实际控制人可以用较少的资金控制整个企业集团。雅戈尔在服装产业上的交叉持股还可以在企业集团之间形成技术、资金、供货、销售、创新方面的策略联盟，充分发挥集团企业之间的规模优势和管理协调效应，提升单位资本的使用效率，增强企业集团整体的核心竞争力。

由表2可见，无论是主营业务利润率，还是主营业务收入增长率，雅戈尔均远远超出同行业的平均水平。虽然当前的国际金融危机使中国服装产业面临空前压力，但雅戈尔公布的年报显示，2008年雅戈尔纺织服装业务实现营业收入71.51亿元，同比增长53.29%。由此可见，正是通过交叉持股构建了以品牌服装经营为龙头的纺织服装垂直产业链，在相关公司之间形成了一种风险共担机制，才使得雅戈尔

在面对金融危机的负面影响时仍然能使其服装产业保持较快的发展速度。而对于房地产业，除了采取集团公司直接投资外，雅戈尔更多的是选择与下属公司联合投资或直接由子公司与集团外公司组建房地产项目公司，通过集团内公司之间的交叉持股较好地解决了地产项目资金需求庞大的问题。

四、启示

内部资本市场在优化资源配置、缓解信息不对称造成的融资约束、提高企业集团整体价值方面发挥的作用已被国外众多学者所证实。而我国学者对内部资本市场的研究则更多地聚焦于其功能的异化上，即认为在监管不到位的情况下，内部资本市场异化为控股股东利用金字塔股权结构进行利益输送、侵占中小股东利益的工具。究其原因，则是因为我国大多数的企业集团并非整体上市，只是将集团的部分业务拆分出来单独上市，从而造成上市公司与集团母公司之间天然地存在复杂的利益关系，极易诱发关联交易和同业竞争，而上市公司的大股东则有强烈的动机利用金字塔底层的上市公司来满足金字塔顶端企业的利益需求，从而造成内部资本市场功能的异化。随着我国股权分置改革的完成，企业集团整体上市已成为大势所趋。因此，以企业集团整体上市为背景研究内部资本市场在企业集团多元化运作过程中所起的关键作用，对于企业集团如何有效利用内部资本市场实施多元化战略、提高企业集团整体价值具有重要的借鉴意义。雅戈尔的案例充分说明了在集团整体上市的情况下，内部资本市场缓解融资约束、优化资本配置及增强抵御风险能力的作用能够得到有效发挥，有助于提高企业集团整体的价值。

（作者单位：中国人民大学商学院）

责任编辑 刘莹