

企业投资决策与价值创造

——以两面针为例

田西杰

价值管理被认为是使公司的管理人员集中于公司战略的制定、提高公司员工的凝聚力以获取更高价值的一条途径。它通过有效组合公司的资本和其他资源来实现资金在商业活动中的流转。由于价值管理是一个不断进行投资和制定价值创造决策的连续过程,因此将价值链延伸至投资决策环节就成为一个必需的选择。莫迪格莱尼和米勒经典的MM理论也早已证实,公司价值和股票价格的主要驱动力就是投资决策。本文拟以两面针为例,对投资决策的价值创造作一分析。

一、投资决策价值创造的两种途径

价值本身是一个主观概念,受投资者所拥有的信息质量、风险承受能力及投资期限长短、不确定性大小等影响。也就是说,它与企业的财务决策密切相关,体现了企业资金的时间价值、风险以及持续发展能力。从这个意义上来说,投资决策价值创造存在以下两种途径:财务导向的价值创造和战略导向的价值创造。

1. 财务导向的价值创造。财务导向的价值创造是指企业通过财务重组、财务结构重建及其他类似方式来创造价值。从财务的角度看,企业不再

是通过产品生产和服务创造价值的实体,而被视为“一组能够产生更大范围利润的流动资产集合”,其结果是企业资产的频繁换手(重组)。财务导向的价值创造的成功主要依赖于企业经营者的“财务技能”,即对资产价格——价值关系判断的准确性,而影响经营者做出投资决策的主要指标就是利润,这导致该导向的投资决策具有“短期化”倾向,单纯财务导向的价值创造其可持续性显然值得怀疑。

2. 战略导向的价值创造。战略导向的价值创造是指企业通过制定合理的投资决策来改善经营业绩,从而使公司更具竞争力。长期来看,企业要保持价值创造上的成功,主要应基于企业的核心竞争力——它是企业保持长期竞争优势的基础,而培养和维持核心竞争力显然需要企业有目的地进行长期投资,即企业的投资决策应与经营战略相结合。因此,价值管理是不断进行投资和制定出包含价值创造在内的决策的连续过程。每一次投资或决策执行都有机会创造价值,而明智的投资和商业经营活动会产生现金流。

二、两面针案例分析

(一) 公司概况

柳州两面针股份有限公司(以下

简称两面针)的前身为柳州市牙膏厂,1993年由柳州市牙膏厂独家发起,采取定向募集方式设立为股份有限公司。2003年11月,经中国证券监督管理委员会核准,公司向社会公开发行6000万股普通股股票,并于2004年1月30日在上海证券交易所上市。目前,柳州市国资委持有公司有限售流通股55573768股,占公司总股本的18.52%,为第一大股东。公司现已成为以生产口腔卫生用品、洗涤用品以及妇女卫生用品为主的大型日用化工企业。

(二) 上市以来的投资价值创造

1. 公司投资情况。自2004年上市以来,两面针除了按部就班地进行募资项目(包括新型抗菌剂的开发及应用、引进牙膏生产灌包装设备技术改造、高级洗涤用品技术改造、超临界CO₂流体萃取技术开发应用、市场营销系统技改、科研开发投入等)的投资外,一直在寻求各种机会进行非募项目的投资和资本运作,并且近年来的投资金额呈上升趋势。

2004年两面针出资2945.2万元投资扬州旅游用品有限责任公司。2005年分别投资了广西两面针九洲房地产开发有限公司、合肥白雪洗涤剂有限公司、柳州恒达巴士股份有限公司等项目,投资金额合计达1660万元。2007年公司又分别投资了盐城捷

康三氯蔗糖制造有限责任公司、安徽两面针芳草日化有限公司、两面针(扬州)酒店用品有限公司和两面针房地产开发有限公司,投资总额达41 669万元。显然,这些投资都是为了加强主业和贯彻多元化战略。

同时,由于2006年证券投资给两面针带来了巨大的投资收益,因此两面针此后在资本运作方面的投资金额愈加惊人。除了原来作为发起人持有可观的中信证券法人股外,2007年两面针一方面投资1.5亿元用于申购新股和投资证券投资基金以及投资2.62亿元参与中信证券的配股(获新增股份350万股),另一方面还投资2亿元参股了南宁市商业银行。公司在证券以及股权投资方面的投资金额合计达6亿元以上,几乎与2004年IPO募集资金总额相当。这些投资明显是出于财务方面的考虑。

2. 上市以来各年度的价值创造水平。尽管对于价值创造存在不同的衡量标准,但笔者还是认同奈特(2005)的观点:“价值创造是指通过股票价格上涨或股利分红为公司股东所带来的财富”。因为相对于其他衡量标准来说,这一标准更为客观和好用,也更容易被人们所接受,尤其是对于上市公司而言。根据远东证券大智慧交易系统的相关数据,两面针上市以来的分红情况和股价变动情况如表1、表2所示。

从表1和表2可以看出,2007年度两面针的股价和分红水平都处于上市以来的最高水平。由于在2007年中期和末期推出了较高水平的送配方案,若考虑复权因素,则两面针在2007年下半年的股价表现就更为可观(由于年报披露的时间问题,2008年第1季度公司股价仍然保持在较高水平)。此外,考虑到两面针自上市以来从没有过增发计划,分红政策并没有受证监会关于再融资要求的影响,故其2007年度明显异于常年的高额分红计划应该

表1 两面针2004~2008年的分红表

	中期	末期
2004年度	不分配、不转增	每10股分红1.8元
2005年度	不分配、不转增	每10股分红0.5元
2006年度	不分配、不转增	不分配、不转增
2007年度	每10股转增10股	每10股送5股分红1.8元
2008年度	不分配、不转增	不分配、不转增

表2 两面针2004~2008年的股价变动表

日期	2004 1.30	2004 7.1	2004 12.31	2005 7.1	2005 12.30	2006 6.30	2006 12.29	2007 7.2	2007 12.28	2008 7.2	2008 12.31
股价	13.325	9.90	7.555	6.38	5.85	12.88	9.7	34.055	69.06	12.35	4.83

注:表中股价为当日开盘价和收盘价的平均值,单位为“元”;公司股票的发行价为11.38元;公司2006年5月10日实行了10送3.3股的股改对价。

主要是基于公司当年良好的盈利水平。表3中各年度收入、资产和收益的变化为公司的股价及分红变动提供了更为清晰的数据支撑,也为公司2007年度的高股价和高分红提供了合理的解释。

由表3可以看出,除2006、2007年度外,公司的有关资产和收益指标都呈恶化趋势。2006、2007年度资产和收益指标的明显改善主要依赖于资本运作,其中主要是持有的中信证券法人股可流通后的价值增值,而对合营和联营企业的投资收益均为负值。同样2008年度财务指标的大幅恶化主要也是来自于投资收益的降低,尽管2008

年度公司的营业收入有了大幅增加(增长31.69%),但由于营业成本的增幅更大,导致缺乏投资收益支撑的净利润出现99.2%的下滑。由此可见,公司在2006、2007年度的价值创造主要是依赖于资本运作,而不是公司经营。

3. 两种途径的价值创造。“无产品经营不稳,无资本运作不富”,这是两面针董事会在2007年年报“管理层讨论与分析”部分中的一句话,也是多年来两面针经营发展的写照。在笔者看来,这两句话其实就代表了企业要利用财务导向(资本运作)和战略导向(产品经营)这两条途径去创造价值。但公司

表3 两面针2004~2008年的收入、资产及收益表

	2004年度	2005年度	2006年度	2007年度	2008年度
营业收入(万元)	56 892.47	53 692.74	42 789.08	42 969.78	56 588.74
营业利润(万元)	5 161.90	1 031.55	18 903.84	73 903.38	-3 866.50
投资收益(万元)	3 640.50	529.08	15 127.76*	88 699.60*	6 772.56*
公允价值变动净收益(万元)	---	---	15 113.25	908.42	-1 724.91
净利润(万元)	4 059.47	1 063.48	14 887.68	62 507.78	526.15
总资产(万元)	148 913.26	135 211.21	229 254.93	474 628.33	289 087.09
股东权益(万元)	102 149.07	100 476.46	175 150.80	377 832.50	222 240.21
每股收益(元)	0.27	0.07	0.5037	2.0973	0.027
净资产收益率(%)	3.97	1.06	8.6	16.65	0.56

*2006、2007和2008年度对联营和合资企业的投资收益分别是-256.24万元、-177.83万元和-88.14万元。

内部控制与财务价值链

■ 张学平

美国忠诚与保证公司曾有一个调查结论：在20世纪70年代，70%的公司破产是由于内部控制不力所导致的。时至今日，因内控原因而使企业陷入困境的例子也并未减少。当企业面对的经营或市场环境愈加复杂、不确定性愈加增加，尤其是在金融工具、金融衍生品、货币汇兑的发生量越来越大的新情况下，内控不利意味着什么？意味着企业经营风险和财务风险加

大；意味着失去再融资资格；意味着融资成本提高；意味着投资失败，短期巨亏；意味着在主业发展良好情况下的巨亏；意味着投资者的远离、股价暴跌、企业品牌和长期价值受损。下面的四个案例，可以佐证笔者的推断。

一、案例概况

案例1：深交所2007年4月26日

发布公告，对霞客环保及相关当事人给予公开谴责。公告称，经查明，霞客环保存在以下违规行为：公司与江阴市新南洋纺织科技有限公司2004～2006年发生原材料采购和委托加工的关联交易，金额分别达7 247万元、12 258万元和4 562万元，分别占上一年年末经审计净资产的82%、52%和18%，公司并未及时履行必要的决策程序和信息披露义务。而且公司

对这两条途径的利用效果却大不相同。

首先，公司2006、2007年度依靠持有和出售中信证券获得巨大的投资收益，实现了较好的价值创造。但这种纯粹基于财务管理角度的价值创造显然缺乏可持续性——通过表3中投资收益和公允价值变动净收益两个指标的变动及其对净利润的影响可以看出。同时，公司2008年净利润的大幅降低主要是由于投资收益的明显下降(同比下降92.36%)，而投资收益的大幅降低则主要是由于中信证券股价的跳水式下滑导致公司未能按原定计划出售该股票。此外，公司曾于2007年参与配股中信证券，配股价为每股74.91元，而截至2009年4月27日，中信证券复权后的收盘价是每股67.52元，所以两面针此次配股依然有2 000多万元的浮亏。公司股价、分红及利润水平

的大起大落，证明了源于财务导向的投资决策具有短暂性和不可持续性。

其次，战略导向的价值创造不尽如人意。剔除来自中信证券的股权投资收益，公司主业已经是连续2年亏损，而与此相伴的是公司主营业务——牙膏市场占有率的逐年下滑(已经从三年前的10%以上下降到目前的1.7%)。造成这种情况的重要原因正是企业的投资战略：无论是多元化战略，还是将大部分资金投资于证券市场，都意味着公司对主业投资的减少。在主业本身并未居于行业领先地位的情况下，这样的投资战略显然不足以支撑企业的长期发展，并极易使公司陷入“无产品经营不稳”的起伏状况。

“中国日化市场整体相对增长活跃，过去5年相对全球主要国家增长最快，年均复合增长率为11.1%，远远

高于全球平均水平，预计未来5年将继续保持较快增长趋势。”这是两面针2008年年报中的一段话。应该说，相对于宝洁、联合利华等国际日化巨头而言，起步晚、规模小、缺乏良好的品牌声誉确实使国内企业在竞争中处于劣势，但纳爱斯等国内企业的崛起也证明了国产品牌还存在巨大的发展空间，而两面针在中药牙膏这一细分市场上也还是具有一定优势的(毛利率一直在20%以上)。因此，公司应继续贯彻其在2004年年报中披露的强化市场营销体系建设、加大研发投入、加快新产品开发等应对措施(体现在募集资金投资项目的选择与落实)，只有真正地将投资决策与公司经营战略结合起来，才能为公司创造持续的价值。■

(作者单位：河南财经学院会计学院)

责任编辑 陈利花