

分类号 _____
U D C _____

密级 _____
编号 10741

兰州财经大学

LANZHOU UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

硕士学位论文

(专业学位)

论文题目 归核化战略下云南白药内部资本市场运作的效果研究

研究生姓名: 刘灵芝

指导教师姓名、职称: 沈萍 教授 巨强 注册会计师

学科、专业名称: 会计硕士

研究方向: 企业理财与税务筹划

提交日期: 2021年5月30日

独创性声明

本人声明所呈交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名： 刘灵芝 签字日期： 2021.6.1

导师签名： 沈序 签字日期： 2021.6.8

导师(校外)签名： 巨峰 签字日期： 2021.6.12

关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定，同意（选择“同意”/“不同意”）以下事项：

1.学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；

2.学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊（光盘版）电子杂志社”用于出版和编入CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分内容。

学位论文作者签名： 刘灵芝 签字日期： 2021.6.1

导师签名： 沈序 签字日期： 2021.6.8

导师(校外)签名： 巨峰 签字日期： 2021.6.12

**The research on the effect of Yunnan Baiyao
Internal Capital Market Operation
under the denuclearization Strategy**

Candidate :Liu Lingzhi

Supervisor:Shen Ping

摘要

随着我国市场经济的转型升级，一方面国民对自身的健康问题愈加的重视；另一方面外来医药巨头在华扩张下不断冲击着我国医药产业，这无疑对竞争力不足的我国医药企业是雪上加霜。医药行业自“十二五”规划后被列为重点行业进行发展，同时受到国民的热切关注，在未来的医药产业中如何进行战略升级将影响其深远发展。

在国家政策的支持下，我国医药企业通过多元化经营战略不断扩张其规模，外部资本市场越来越不能满足企业日益增长的融资需求，此时企业通常依靠内部资本市场的力量，通过内部借贷等运作方式缓解融资约束。但是很多多元化企业由于跨行业经营过程中的判断失误从而使得企业的资本运作受到阻碍乃至资金链断裂，整体走向下坡路，这些失败的案例警示着企业家关注企业所面临的内外部环境，由此越来越多的企业回归核心业务，集中资源经营形成自己的竞争优势。百年企业云南白药在首次跨入日化产业获得成功后，后期日化及房地产的业务拓展都不够乐观。因此，在归核化战略下，集团的内部资本市场能否有效运行，能否为集团带来好的经济效益都是值得研究的问题。

本文在回顾国内外相关文献的基础上，首先从理论层面总结归纳了战略导向性内部资本市场运作机制，该机制以企业内部资本市场所面临的环境为起点，阐明环境决定战略，战略决定内部资本市场功能及方式，进而得到运作的经济效果。本文将云南白药作为研究案例，在介绍了战略变革后，结合战略导向性内部资本市场运作机制理论，分析企业内部资本市场面临的环境，明确企业运作主体，而后探讨其归核化期间，集团内部资本市场功能定位及运作方式所发生的变化，总结归核化战略下内部资本市场运作的特点，并从内部资本市场运作效率和财务指标两个角度对内部资本市场在实践中的运作效果进行了计算和评价，得出正确战略引导下内部资本市场的合理运作不仅与经济效果具有一致性，而且有利于企业的长久发展。

关键词：归核化战略 内部资本市场 云南白药

Abstract

With the transformation and upgrading of China's market economy, on the one hand, people pay more and more attention to their own health problems; On the other hand, foreign pharmaceutical giants continue to impact China's pharmaceutical industry under the expansion of China, which is no doubt to the lack of competitiveness of China's pharmaceutical enterprises is worse. Since the 12th Five-year Plan, the pharmaceutical industry has been listed as a key industry for development, and it has attracted the keen attention of the people. How to carry out strategic upgrading in the future of the pharmaceutical industry will affect its far-reaching development.

With the support of national policies, pharmaceutical enterprises in China continue to expand their scale through diversified operation strategy, and the external capital market is increasingly unable to meet the growing financing needs of enterprises. At this time, enterprises usually rely on the strength of the internal capital market to ease financing constraints through internal borrowing and other operation methods. But many diversified enterprise because the cross-industry business judgment in the process of making enterprise capital chain rupture, is the capital operation impeded of the overall decline, these failures warning the enterprise internal and external environment faced by entrepreneurs attention, thus more and more companies to return to the core business, centralized resource management form their own competitive advantage. After Yunnan Baiyao, a century-old enterprise, successfully entered the daily chemical industry for the first time, the business development of daily chemical and real estate in the later period was not optimistic enough. Therefore, under the refocusing strategy, it is worth studying whether the internal capital market of the Group can operate effectively and whether it can bring good economic benefits to the Group.

In this paper, on the basis of the review of related literature at home and abroad, first of all, from the theoretical level of strategic orientation internal capital market operation mechanism were summarized, the mechanism for internal capital market

environment as a starting point, facing to clarify environmental decision strategy, strategic decision function and internal capital markets, the operation of the economic effect is obtained. To yunnan baiyao as case study, this article, after introduced the strategic change, combined with the strategic orientation theory of internal capital market operational mechanism, analysis of enterprise internal capital market environment, clear enterprise operation main body, and then discuss the refocusing strategy, internal capital markets function and of the change works, summarizes the characteristics of internal capital markets under the refocusing strategy, and from the internal capital market operational efficiency and financial index two angles of internal capital market in the practice operation effect was calculated and evaluated, It is concluded that the rational operation of internal capital market under the guidance of correct strategy is not only consistent with the economic effect, but also conducive to the long-term development of enterprises.

Keywords: Refocusing strategy; Internal capital market; Yunnan baiyao

目 录

1. 绪 论	1
1.1 研究背景及意义.....	1
1.1.1 研究背景.....	1
1.1.2 研究意义.....	2
1.2 文献综述.....	3
1.2.1 归核化战略相关研究.....	3
1.2.2 内部资本市场相关研究.....	5
1.2.3 文献述评.....	9
1.3 研究内容与方法.....	9
1.3.1 研究内容.....	9
1.3.2 研究方法.....	12
2. 概念界定及理论基础	12
2.1 归核化战略相关理论.....	13
2.1.1 归核化概念界定.....	13
2.1.2 归核化战略理论基础.....	13
2.2 内部资本市场相关理论.....	13
2.2.1 内部资本市场概念界定.....	14
2.2.2 内部资本市场理论基础.....	15
2.3 战略导向性内部资本市场运作机制理论.....	16
3. 云南白药案例分析	20
3.1 案例介绍.....	20
3.1.1 案例简介.....	20
3.1.2 云南白药战略变革历程.....	21
3.2 归核化战略下云南白药内部资本市场环境分析.....	22
3.2.1 外部经济制度环境分析.....	22
3.2.2 内部产业环境分析.....	23
3.3 归核化战略下云南白药内部资本市场运作分析.....	24

3.3.1 云南白药内部资本市场主体	24
3.3.2 云南白药内部资本市场功能定位	26
3.3.3 云南白药内部资本市场运作方式	27
3.3.4 归核化战略下云南白药内部资本市场运作特点	31
4. 归核化战略下云南白药内部资本市场运作效果评价.....	33
4.1 内部资本市场运作效率评价	33
4.1.1 调整的利润敏感度法	33
4.1.2 托宾 Q 值敏感法	35
4.2 内部资本市场运作财务评价	36
4.2.1 盈利能力	36
4.2.2 偿债能力	38
4.2.3 营运能力	39
4.2.4 发展能力	40
4.3 案例小结	41
5. 结论及建议	42
5.1 研究结论及不足	42
5.1.1 研究结论.....	42
5.1.2 研究不足	43
5.2 研究建议	43
参考文献.....	46
后记.....	50

1 绪 论

1.1 研究背景及意义

1.1.1 研究背景

自从多元化战略 20 世纪 50 年代在美国出现后,随之便在全世界范围内被广泛引用。我国直到 20 世纪九十年代才迎来多元化战略的鼎盛时期,企业并购大规模发生,并将触角伸向多个不相关行业,一大批组织结构复杂、涉足多个行业的大企业如雨后春笋般出现,但随着后续的发展,许多多元化企业由于跨行业经营过程中的判断失误从而使得企业的资本运作受到阻碍乃致于资金链断裂,整体走向下坡路,就比如我国的巨人集团、澳柯玛等。这些失败的案例都警醒着多元化企业的管理者关注企业的内外部环境、企业战略的实施和调整,谨慎运作内部资本市场。云南白药在多元化经营不理想的状态下,及时回归核心产业,并利用内部资本市场支持核心产业重点发展。核心竞争力对一个企业当前乃至未来的发展都至关重要,同多元化战略相比归核化战略更能集中力量办大事,将更多的资源集中到核心业务上,提高内部资本市场的运作效率,最终加强企业的核心竞争力。

我国的金融体制自改革开放后一直在不断改革中,虽小有成果,但以间接融资为主的银行主导融资体系依旧占主导地位。目前中国经济正处于转型升级阶段,外部资本市场受制于国家层面的严格管控和经济发展程度的限制,跟不上企业发展的脚步,至今也不够完善。然而内部资本市场具有外部资本不可比拟的优势,不仅在监督、信息、激励方面可以发挥效用,而且还可以缓解融资约束,提高资本配置效率、降低交易成本。虽然企业外部资本市场的地位不能被撼动,但在融资渠道缺乏的当下,内部资本市场的建立对于提升企业价值、促进企业长远发展都是非常有利的,可以作为外部资本的有效补充。况且我国内部资本市场相比于国外成熟的内部资本市场具有其特殊之处,我国的上市公司很多都是企业集团控制下的一个或几个下属公司,他们作为集团的融资平台为集团内部其他非上市公司提供资金支持,而集团内的非上市公司通过各种方式来间接获取集团内上

市公司的资金，这就更需要合理运作内部资本市场助力企业高质量发展。

党的十八届五中全会以后，健康中国的发展被政府提上日程，党的十九大后更是提出了全方位全周期健康服务的发展战略，我国国民健康的改善将水到渠成。这几年新医改政策陆续落地，国内重点医药企业需要响应国家号召扩大发展规模、优化企业结构，提高竞争力水平，能够与国外领先医药企业相抗衡。国家为落实健康中国的发展目标，提供优惠政策，鼓励医药企业借鉴国外优秀投融资经验，将内部资本市场运作方式运用到企业经营中，依靠自身产业积蓄力量，实现与互联网、大数据深度融合发展，最终能够促进医药健康产业在政策红利下的快速发展。云南白药作为我国的医药领军企业，理应响应国家号召，推进核心医药新的发展，焕发中华老字号品牌新的活力。

1.1.2 研究意义

本文基于归核化战略的角度，研究案例企业内部资本市场的运作过程和效果。首先介绍了环境决定战略、战略作用于内部资本市场主体，决定其功能，企业根据其功能选择合适运作方式的内部资本市场运作机制理论。结合案例企业分析其所面临的内外部环境以及进行产业整合的必要性和合理性，验证案例企业的实践效果，有现实、理论的双重意义。

从理论意义层面来说：首先，关于内部资本市场的理论文献主要聚焦于其运作方式及在此基础上的运作效率的计算和评价，缺乏整体运作机制的研究。其次，关于主体的研究大多聚焦于多元化战略的集团企业，选择归核化战略企业则少之又少。将企业战略引入到内部资本市场的研究中，将企业战略的选择与内部资本市场的功能定位及运作方式紧密结合在一起，完整了战略导向性内部资本市场运作机制的理论，进而提出了内部资本市场除了常规缓解融资约束、提高资本配置效率等作用，而且还可以帮助企业实现企业战略。内部资本市场的运作不仅是当下运作效率的提高，经济效益的提升，更有助于企业战略的实现以及企业长期可持续发展，在一定程度上可能拓宽了内部资本市场运作及效果研究的范畴。

从现实意义层面来说：由于多元化企业跨行业经营或决策失误导致企业内部资本市场功能异化而经营失败的例子不胜枚举，但通过内部资本市场的运作进行资源整合，集中力量在核心产业上，提升企业核心竞争力的归核化企业却寥寥无

几，内部资本市场并无好坏对错，关键在于企业管理者是否在正确的企业战略指导下，合理有效的运作内部资本市场，从而实现内部资本市场的最大价值。云南白药集团在归核化的过程中，处置了边缘或低值产业，回归资源于核心产业、资源配置效率得到提升，企业的核心竞争力也得到加强，本文的结论及归核化过程中对内部资本市场环境、主体以及运作方式的选择都对同类型企业具有一定的借鉴作用。

1.2 文献综述

1.2.1 归核化战略相关研究

（一）归核化概念的相关研究

在 1990 年马凯次 (Markides) 首次提出归核化，是用来形容美国企业进行战略调整，由多元化回归核心产业的浪潮。马凯次 (Markides, 1990) 认为归核化是过度多元化的企业集中资源回归核心产业达到最佳多元化的程度，从而提高公司效率。美国学者 Prahalad 和 Hamel (1990) 提出了核心竞争力理论，确定了归核化战略内涵，并提供了一定的理论基础。卡普兰 (Kaplan) 和威斯巴琪 (Weisbach) 在 1992 年，约翰 (John) 和欧菲克 (Ofek) 于 1995 年共同研究发现产业剥离产生最主要的动机就是归核化。康美特 (Comment) 和嘉瑞 (Jarrell) 于 1995 年定义归核化为多元化程度的降低。

自从多元化战略传入我国，直到 20 世纪 90 年代才达到鼎盛时期，相关的研究更是来自于西方国家，关于归核化的相关理论也是直到 21 世纪才慢慢进入我国。祁顺生 (2002) 是我国早期关注研究归核化的人，他定义归核化为实现企业价值创造的经营战略，并且他认为归核化战略的选择应当以过度多元化企业为基础，并且根据企业自身的情况实施收缩性和扩张性的资产重组。罗良忠 (2004) 重新诠释了归核化一词，他认为把归核化作为动词时，归核化战略的实施是多元化水平动态变化的过程，当把归核化作为名词时，归核化仅仅只是企业选择的一种经营战略。王海莉 (2005) 归纳总结了归核化战略在企业经营过程中的具有的特征，这为后期深入研究归核化战略内涵奠定了一定的基础。罗良忠 (2014) 提出收缩性资产重组是实施归核化战略的主要方式之一，其内涵丰富，包括剥离、分立

等方法。

（二）归核化战略绩效的相关研究

目前关于归核化战略与企业绩效的理论研究成果颇丰,但存在两种南辕北辙的观点。有些学者认为归核化战略的有效开展有助于企业绩效水平的提升。Markides(1995)研究发现企业实施归核化战略,投资回报率和资产回报率会有显著的提高。Michelle Haynes、Steve Thompson、Mike Wright(2002)认为尤其是多元化水平高、企业层级多但监管薄弱的大规模企业。但我国学者侯莉颖(2012)研究发现只有在组织结构与归核化战略相匹配的情况下,归核化战略才能有效提升企业绩效水平。除了组织结构的因素,唐清泉、李萍(2016)研究发现治理水平、股权结构、董事会规模都会影响企业的归核化后的绩效水平。祁顺生(2002)较早研究发现归核化战略的实施不仅是指形式上的回归主业,还包括实质上的主业重构,他以万科为例研究发现万科归核化战略实施之后企业绩效得到了改善。王辉和孔爱国(2013)对于回归主业进一步研究发现,企业在实施归核化战略前企业的价值被市场明显的高估,企业迫于资金压力或者经营业绩不行剥离非核心产业,集中资源于核心产业,归核化后企业的利润得到明显增长,企业价值也得到了提升。席思国(2002)、王发清(2006)、宋旭琴(2007)等共同研究认为,归核化战略的实施应当剥离非核心产业,集中资源于核心产业,形成竞争优势,企业价值也在无形中被创造出来。石长波和李东(2006)以我国中小型饭店作为研究对象,研究发现由于我国中小型饭店具有资源有限,靠集中的经营和规划才能发挥出中小饭店最优的产品和服务的特点,所以中小型饭店实施归核化战略可以凸显中小型饭店的优势,发挥资本的最大优势。李准锡(2007)将大型国有企业作为研究对象发现归核化战略在大型国有企业的依旧可以发挥效用,大型国企运用归核化战略来替代原先的管理战略,加强资源与业务的异质匹配性使其符合市场的需求,从而能够明显提升大型国有企业的绩效。崔世娟、孙利和蓝海林(2009)主要从企业绩效的角度探讨了实施归核化战略所带来的正向作用。

还有学者认为不适宜的归核化战略不利于企业绩效的提升。Allen JW、Lummer SL(1995)研究得出企业绩效的提升有可能是过度多元化修正后所带来的价值,并非企业实施归核化战略的结构。关于归核化战略与企业绩效的研究,国内学者周茜(2012)运用实证研究方法将企业组织结构、归核化水平及绩效作

为研究变量时，忽略组织结构因素，企业绩效与归核化水平呈负相关的关系。不同的组织结构被实施归核化战略后的绩效水平也是不同的，垂直型的企业并不会互补，因此归核化战略的实施只能带来企业绩效的相反方向的变动。肖海莲、巫岑(2016)研究发现与技术创新匹配的归核化战略是企业内生性增长的方式之一。孙戈兵(2013)认为归核化过程中企业核心竞争力可能会对企业绩效产生负面的作用。程勇、黄建华(2009)进一步认为即使企业存在核心资源，企业战略方向与核心资源并不匹配，那么归核化实施的价值也就不存在了。王辉、孔爱国(2013)认为多元化和归核化作为不同的战略，企业需要根据自身的情况进行战略选择。

1.2.2 内部资本市场相关研究

(一) 内部资本市场概念相关研究

20世纪80年代末的中国都被并购的浪潮所席卷，众多企业纷纷通过并购来实现企业多元化，那么为什么企业一片倒向多元化？阿尔钦(Alchian)于1969年最早在理论界提出了内部资本市场的概念，认为存在于通用电气内部企业间的微型资本市场，类似于外部资本市场的激烈竞争，助力通用电气实现良好运转。威廉姆森(Williamson, 1975)，在原有的基础上进一步提出，类似通用电气M型的联合大企业首先通过外部金融机构实现资本配置，基于信息不对称理论，外部资本市场的信息透明度低导致配置效率整体偏低，而内部资本市场具有准确、高效且透明度高的信息传递机制，可以迅速适应市场环境、提高资源配置的效率，集中企业资源于核心业务上，除此之外，内部资本市场还可以帮助企业合法合规的实现合理避税。从此，内部资本市场配置效率的相关理论就逐渐进入学术圈的视野范围，并引起了热烈而广泛的讨论。Peyer和Shivdasani(2001)，重新定义了内部资本市场，将企业价值作为基点，他们认为集团总部有限的资源会被集团各个部分所争抢，但集团总部会站在整体利益最大化的角度，将资源最大化的配置给高收益的项目，从而实现价值创造。

由于我国政策的大力支持，企业并购大规模发生，一大批组织结构复杂、跨行业经营的多元化企业纷纷出现，发展到20世纪90年代时达到企业多元化的鼎盛时期，相关学术研究也产生了一大批，关于内部资本市场内涵的相关研究还是国外学者的成果较多，国内学者研究较少。陆军荣(2005)研究指出内部资本市

场是企业存在的一种资本配置机制，它主要存在于多元化经营的集团企业中。李艳荣(2007)认为内部资本市场是集团内部各成员单位对于资源与利益的角逐和占有，内部资本市场是集团内部各成员单位的所有交易之和。而冯丽霞(2006)、王峰娟和谢志华(2010)等研究认为内部资本市场并不是多元化企业所特有的，专业化企业同样也存在着内部资本市场。之前的研究基本都是在理论上探讨内部资本市场的存在性，杨棉之等(2010)和陈金龙、谢建国(2010)等以我国多家上市集团公司作为实证研究的企业数据，验证我国集团企业是否存在内部资本市场，研究发现我国集团企业内部存在活跃的内部资本市场，这将对我国集团企业未来的发展具有不可估量的作用。周业安、韩梅(2003)研究发现由于外部资本市场发展不够完善才导致了内部资本市场的产生，内部资本市场的存在在一定程度上是企业管理层为了提高企业资本配置效率将内部资本市场作为外部资本市场的补充而构建起来的。袁奋强和张涛(2017)研究得出国有企业的内部资本市场价值创造的敏感度不如民营企业，集团企业内部的投资不足问题会严重影响企业的价值创造能力的发挥。

(二) 内部资本市场效率相关研究

阿尔钦(Alchian)、威廉姆森(Williamson)关于内部资本市场的研究引起了学术界广泛的关注和讨论，在阿尔钦(Alchian)、威廉姆森(Williamson)研究的基础上众多的西方学者从多个角度对内部资本市场进行了扩展研究，其中研究最多的就是关于内部资本市场效率的问题。关于企业内部资本市场运作效率的研究存在有效论和无效论的矛盾观点，早期相关领域的研究主要集中在内部资本市场的有效性，有效性的相关理论又分为“多钱效应”和“活钱效应”。

(1) 有效论

“多钱效应”是指内部资本市场可以吸引外部资本支持，缓解内部融资约束。20世纪时，内部资本市场的研究处于起步阶段，内部资本市场的“多钱效应”就已经受到了研究者的广泛关注。Stulz(1990)研究发现企业内部资本市场的资金流可以缓解企业的融资困难，当市场存在波动风险时，内部资本市场的资金存量也可以降低风险、增加绩效，推动企业前行。邵军和刘志远(2008)研究发现企业资本的二次分配，这将有效缓解融资困难局面。万良勇、魏明海(2009)的研究表明，内部资本市场的功能类似于外部金融机构，在一定程度上可以帮助解决子

公司。胡旭阳和王丽萍（2009）研究发现中国银行的内部资本市场有效且配置效率也被提高了。黄俊、张天舒（2010）研究表明内部资本弥补外部资本的不完善，降低交易费用，缓解融资约束，内部资本市场“多钱效应”被有效发挥。苏冬蔚（2014）间接证明了我国多元化企业的内部资本市场是有效的，企业多元化经营的概率与从外部资本市场获得的资金成反向变动关系，若企业想保持多元化经营，则需要从集团内部获得多元化经营的资本支持。

“活钱效应”是指基于内部资本市场的信息传递和监督激励的功能，将有限的内部资本存量最大程度的集中到收益高的产业上，从而增加资本的灵活度以提高内部资本市场的配置效率。Hodlock、Ryngaert 和 Thomas（2001）研究发现内部资本市场具有信息传递的功能，其存在可以促进集团内部各部分的信息流通，使得管理层可以更全面的获取信息，做出更加合理的资本决策。Stein（2001）研究发现管理层追求自身利益可以被内部资本市场的监督管理功能所制衡，内部资本市场可以更好地发挥作用，从而提高资本配置效率。Stein（2002）研究认为企业决策者不能只顾追求眼前的利益而忽略企业的长远发展，但内部资本市场的建立可以一定程度上消除这些消极因素，推动企业的发展并且提高资源的配置效率。赵弘颖等（2016）通过分析得出我国企业从内部资本市场获得的消息相比于外部资本市场更加真实、质量更高，内部资本市场可以加强各部分投融资的效果，并且可以加强对内部资本运作效率的监督。

（2）无效论

近些年学者对内部资本市场无效性的认定有了广泛的研究和讨论。大部分对于内部资本市场无效论的认定都是基于上市公司的掏空行为导致的内部资本市场非正常运行。Morck, Wolfencon 和 Yeung（2005）研究发现由于新兴市场国家的法律法规不完善，使得公司的控股股东攫取个人利益变得有机可乘，内部资本市场也在控股股东个人利益的导向下运作偏离了方向，不仅毫无效率可言，而且也变成了企业价值摧毁的工具。由于我国内部资本市场的外部经济制度环境和内部治理环境的双重不完善，导致我国内部资本市场功能异化的案例不胜枚举。更何况我国内部资本市场具有其特殊性，我国集团企业大部分并不是整体上市，而是集团下一个或几个子公司上市，这种集团控股下上市公司与非上市公司的组织框架将上市公司作为融资平台，为其他子公司及母公司进行融资，但难免会有非

企业整体利益的融资转移占有。杨棉之、孙健及卢闯(2010)研究发现 2006-2007 年上海及深圳的上市企业的内部资本整体运作效率不高,而且民营企业的控股股东掏空企业集团造成内部资本市场无效率的更是普遍。张会丽与吴有红(2010)将内部资本市场的研究分为两个层次,第一层次是基于代理成本的集团企业的控股股东的掏空行为对内部资本市场产生的影响;第二层次是集团内部非上市企业对上市企业的利益转移而产生的影响。两个层次的行为虽然出发点和根源都不同,但是都阻碍了正常运作,使得了优势不能凸显,降低了内部资本市场的运作效率。周波(2015)研究认为多元化企业的管理者想要通过内部资本市场的“多钱效应”不断扩大企业的资本存量,但是管理者在利益驱动下的过度投资都导致了内部资本市场最终走向无效发展的方向。林旭东等(2017)研究发现企业的内部资本市场失效也可能是企业管理者的寻租行为导致得。

(三) 企业战略与内部资本市场运作相关研究

关于企业经营战略对内部资本市场的作用机制大多集中在多元化战略对企业的内部资本市场的作用机制上,国外相关研究较早开始。Weston(1970)研究指出多元化企业与专业化运营的企业不同,专业化运营的企业主要靠内部资本市场,多元化企业可以进行资本的再配置,并且依靠自身的力量将资本集中在高收益的经营单元,最终实现企业价值的创造。Stein(1997)研究认为业务单元关系的紧密度可以更敏锐的抓住投资机会,提高配置的效率,继而促进企业战略的实现。

我国目前关于企业战略与内部资本市场运作的相关研究也是成果颇丰。王珊珊(2009)整体上市的雅戈尔的资本配置功能起作用,发挥了内部资本市场的功能优势。王化成(2012)以三峡集团为研究对象,独树一帜的打破了原先的多元化战略下内部资本市场相关研究的局限,重点研究专业化战略下内部资本市场的运作机制,研究发现专业化企业以战略管理为导向的内部资本市场资金流具有降低成本和财务风险的特点。部分学者是不置可否的态度,他们认为内部资本市场是否有效与企业所选择的战略是没有关系的。王峰娟和邹存良(2009)研究发现华润集团无论什么时期的内部资本运作都是有效的且有利于企业发展的。还有一部分学者考虑到企业管理层实施战略的程度,资本运作的的环境是否良好。王蕾(2006)研究发现初步实行多元化时由于信息的不对称导致运作效率提高,当企业的多元

化战略实施到后期时,信息的透明度被企业的股权结构代理链条所降低,从而降低了内部资本市场运作效率。王峰娟和谢志华(2010)在前人的理论上,研究认为适度水平是保持多元化运作效率。

1.2.3 文献述评

通过对已有文献的总结归纳:近几十年来,国内外学者从不同视角对归核化战略、内部资本市场展开了多方面的深入研究,形成了极为丰富的研究成果。接下来将归核化战略与内部资本市场相关文献分别进行归纳阐述。

综合相关文献得出,归核化战略以多元化经营为前提条件,是对过度多元化经营状态进行的调整,归核化战略实施的核心在于最大化利用企业资源,剥离或者低值化处理非核心业务,集中资源提高企业核心竞争力。关于归核化战略对企业绩效的影响众多学者从不同的切入点进行研究,目前存在着截然不同的两种观点,企业绩效的提高取决于归核化战略开展恰当与否。通过对内部资本市场相关文献的梳理,最开始研究发现内部资本市场存在于多元化经营的企业中,并且内部资本市场的运作提高了企业绩效。由于我国外部资本市场所具有的独特性及发展的不够完善,内部资本市场还发挥部分补充作用。相关企业战略下内部资本市场的研究也大多集中在多元化战略下内部资本市场的运作,近些年也会研究不同战略下内部资本市场的运作,肯定企业战略与内部资本市场之间的紧密联动性,另外一些学者认为企业战略的选择与内部资本市场运作是否有效是毫无关联性。内部资本市场效率的研究从开始的有效论的研究慢慢发展为近些年无效论的研究,而有效论的研究又分为“多钱效应”与“活钱效应”的研究。目前国内的相关研究起步晚,大多依托西方的研究结论,并且相关研究主要进行实证与理论结合分析,对具体案例的研究比较少,本文选取医药企业为案例,基于归核化战略视角对案例企业的内部资本市场运作的效果研究具有双重意义。

1.3 研究内容与方法

1.3.1 研究内容

本文的内容主要分为五个部分,研究的核心内容是云南白药集团在实施归核

化战略后内部资本市场运作的变化及产生的效果。

第一章：绪论。首先对研究背景及意义进行介绍，之后是归核化战略及内部资本市场的国内外相关文献研究，最后就本文研究的主要内容及文中所采用的研究方法进行简单陈述。

第二章：概念界定及理论基础。本章首先对归核化战略、内部资本市场的概念及所涉及的理论依据进行整理归纳，其次介绍了战略导向性内部资本市场运作机制理论的内容。

第三章：云南白药案例分析。首先运用战略导向性内部资本市场运作机制理论，对云南白药所面临的内外部环境进行分析，研究云南白药环境决定战略，战略作用于内部资本市场主体进而决定其功能、功能选择合适的内部资本运作方式的传导机制，其次对归核化战略下云南白药内部资本市场运行特点进行总结归纳。

第四章：归核化战略下云南白药内部资本市场运作效果评价。本章首先从内部资本市场运作的效率维度采用调整的利润敏感度法、托宾 Q 值敏感法对云南白药的内部资本市场运作效率进行评价，其次运用财务指标的盈利能力、偿债能力、营运能力、发展能力对归核化战略期间云南白药内部资本市场运作的效果进行验证评价。

第五章：结论与建议。首先在理论与案例分析的双重基础上进行总结归纳，提出本文的研究结论及研究不足，并在此基础上提出一些建议。

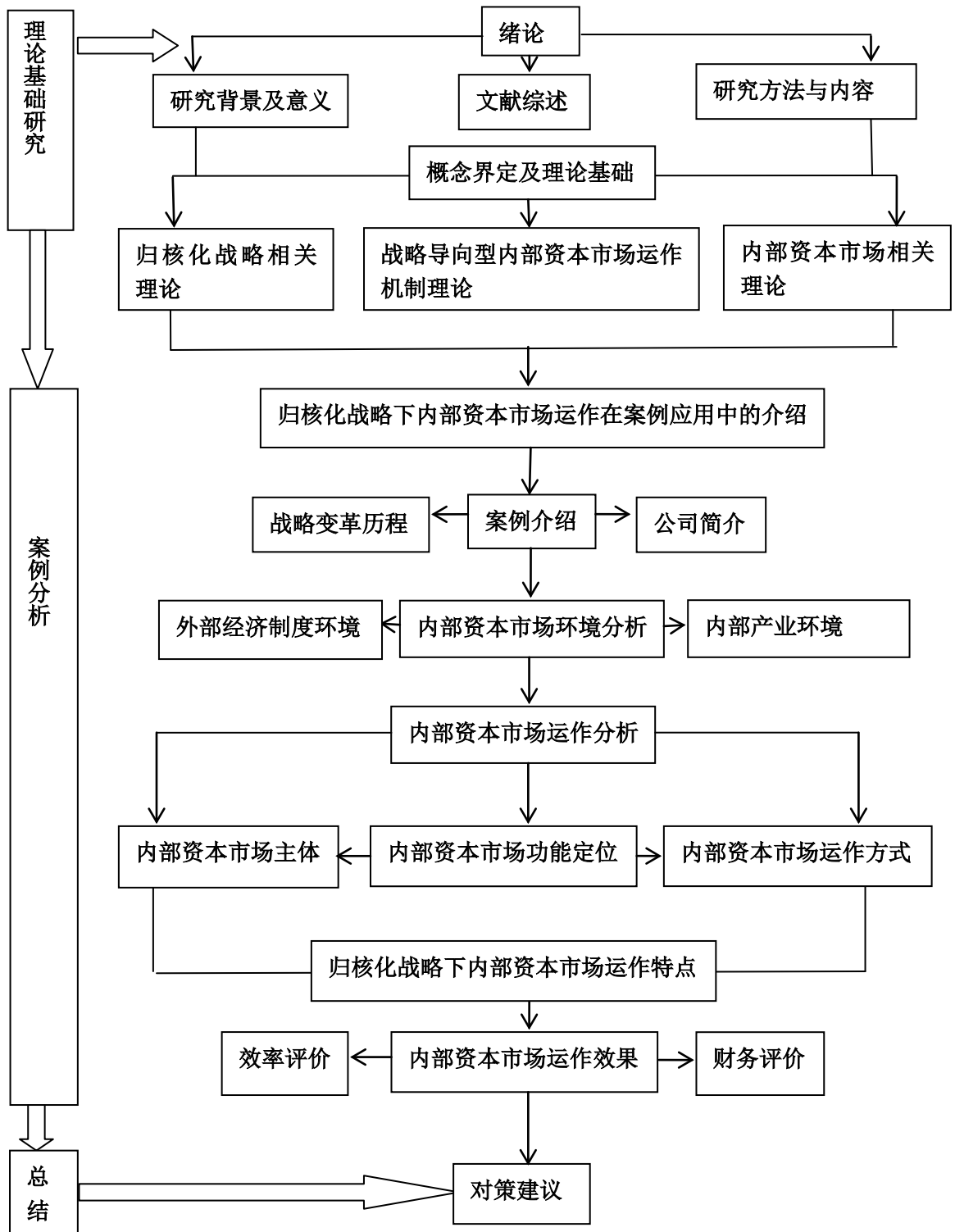


图 1.1 论文框架结构图

1.3.2 研究方法

本文运用案例研究法，在理论归纳的基础上对选用案例进行了分析。查找阅读国内外文献，并对相关文献资料进行整理，用来指导本文研究。采用个案分析对比的方法，比较云南白药在归核化战略后的内部资本运作的变化，随后进行效果评价，最后以研究过程为基础提出相关的建议。本文主要采用传统文献检索方法，再以网络数据库为辅助方法，开展数据资料的收集整理等工作，因此本文具有研究的可行性。

2. 概念界定及理论基础

2.1 归核化战略相关理论

2.1.1 归核化概念界定

归核化原本的涵义是重新聚焦或者再次聚焦,但后来作为一种战略运用到企业发展中。马凯次在反多元化浪潮中首次提出企业要聚焦核心业务。归核化战略有四大特点:第一,专业化企业不存在实施归核化战略之说,它只存在多元化经营的企业中;第二,其方式并不是简单粗暴的进行剥离或边缘化,结果依旧是多元化经营的企业,虽然多元化的程度较之前相比有所降低,但依旧是相关多多元化或者非相关多元化企业;第三,归核化战略并不是一味的进行业务的收缩,还包括企业同时段的反向扩张行为;第四,实施归核化战略通过向一个或几个核心业务集中资源,最终实现提高企业核心竞争力的目的。

企业针对过度多元化状态在综合分析市场环境的基础上,根据客户的需求进一步整合各类资源,根据自身的能力水平转变原有的经营方式以满足市场发展的需要,通过资产剥离、低值处理边缘化业务等多种手段,重新确定内部规模和业务经营范围的一种经营战略。

2.1.2 归核化战略理论基础

(1) 资源能力理论

该理论在归核化战略的应用最为广泛,该理论指企业具有独一无二的能力和资源。其本身的独特性和排斥性才区分了各个企业,使他们具有了各自的特点,然后企业会根据自身的情况选择适宜的战略,达成发展的目标,国外学者认为企业发展的重要指标企业核心能力。一个企业的存续及未来的长久发展必定取决于这个企业在市场上是否具有不可替代性,它所拥有的资源和能力是否是其他的竞争者所不具备的。从需求角度来说,企业的核心资源会促使市场一直处于需求状态,并且企业的这种核心能力会打败同行业的其他竞争者,获得超额的利润。Bamey、Grant (1991)异质性资源是企业长久发展的活力源泉。我国学者引入国

外的资源能力理论来研究归核化战略实施原因。王兴琼(2005)以饭店作为研究对象,研究发现资源和能力本身所具有的约束性,该理论在归核化时期的应用,说明的企业战略的选择会依靠自身的资源和能力,实施归核化战略后,企业集中了资源,更加明确目标,资源集中与能力的集中都促使企业提高了核心竞争力,这样有利于企业的长久的利润流入和稳定的发展。

(2) 竞争优势理论

哈佛商学院管理学家 Michael E. Porter 提出了以战略理论为基础的竞争优势理论,其核心是钻石五力分析模型。他认为企业需要组织结构助力企业目标的实现,资源不能匹配单向的目标,因此企业需要集中资源提高企业的核心竞争力,这样企业在全力实施战略时,可能会超越同行业的其他企业,获得丰厚的回报。因此企业需要随着环境的变化矫正过度多元化进行发展。Oliver (1991)认为环境瞬息万变,企业应该主动在环境中调整战略寻求生存。王兴琼(2005)研究发现饭店归核化的过程中发现,饭店的外部环境已经由供小于求的卖方市场转变为了供大于求的买方市场,饭店需要积极采取战略调整的措施,适应环境的变化并在新的市场中求得一席之地。刘鑫(2004)提出由于处于成长期的企业所面临的环境瞬息万变,集中资源可以是管理层更好地把控企业的发展方向,不至于产业间的关联而使局面无法控制,因此处于成长期的企业更需要进行归核化。周勇和刘琦(2009)提出外部环境不好时,归核化可以降低经营风险,而多元化则会增加企业风险,也会拉低资产收益率。

2.2 内部资本市场相关理论

2.2.1 内部资本市场概念界定

内部资本市场是企业内部形成的资金流,具有减轻融资压力、交易费用和提高效率的功能,合理运作内部资本市场还可以助力企业战略的实现。

企业通过外部资本市场来获取企业发展所需要的资金,但当企业的外部资本市场无法供给企业所需要的资金时,或者企业不选择外部资本市场进行融资,企业也无法通过股权这样的直接融资方式获取资金时,企业从哪里来获得支撑企业发展的资金呢?这是企业整个发展过程中一直存在的问题,当企业处于初期小规

模状态时，外部资本市场环境不好或者企业无法从外部获得所需时，企业会依靠自身的存储持续经营；企业慢慢发展壮大成为企业集团或企业联合体时，内部就会存在像初期规模小而简单的企业，这些企业就会成为总部下各具特色的单元，企业集团为了实现市场化运作管理及未来长远的发展，建立总部，根据企业内部成员的供需，不断寻求平衡点，站在企业的整体利益最大化角度来分配企业资源。总部机制随着慢慢发展，效率不断提高，逐渐形成了企业微型内部资本市场，也就是目前内部资本市场的界定了。

内部资本市场的边界。企业内部的资金流存在着诸多的好处，但当监管的层面存在缺陷时，企业大股东的自利倾向的内部资本交易行为使得内部资本市场成为利益输送的管道和权益被剥夺的手段，因此界限就更需要弄清楚，而不能模模糊糊任由黑手的擦边球。内部资本市场的边界并不同于其他领域的界定，其本身是依照实质性原则进行界定的。Hill 提出外部资本市场以契约意识为主，而内部资本市场依靠权威意识，内部资本市场的边界是不同于企业法律边界，不同企业法人间依旧存在内部资本市场，内部资本市场依靠权威可以对不同的公司进行资源配置，这样就构成了内部资本市场。

2.2.2 内部资本市场理论基础

(1) 信息不对称理论

信息不对称理论由经济学家 Joseph Stiglitz、George Akerlof 和 Michael Spence (1970) 基于不同的角度共同提出的。信息不对称理论是指信息分布在不同人的手上，每个人手上的信息掌握程度不同，得到信息多的人则可以获得更多的机会。信息不对称理论强调信息透明所带来的公平的交易环境，当市场上存在信息不对称时，那么市场机制就会存在失效的情况，也会影响市场经济的发展。美国学者 Ross 研究发现企业内外部的信息使用者由于信息掌握的程度不同，内部经营者掌握更多的企业财务经营信息，因此基于自利倾向做出损害公司利益的选择。Williamson (1975)、Myers 和 Majluf (1984) 研究发现企业内外部资本市场由于信息的不平等导致失去在企业经营中原有的比例，企业更多地在内部资本市场对内部单元进行管理，并且可以掌握全方位的企业财务与管理信息，协调部门企业间的资源配置，大大提高企业内部资本市场的运作效率。

（2）委托代理理论

经济学家 Jensen、Mecking（1976）提出以诚信守约为核心理论，随着市场的发展壮大，企业的经营权限与管理权限背道而驰，因此需要委托代理来解决问题。分析委托代理理论可以发现，委托人作为资源的占有者由于信息不对称只能进行投资、获取收益，而委托人作为资源的使用者，可以实际控制资本的运作，基于自利倾向代理人更看重自己的利益，不考虑所有人的意愿而损坏委托人的利益。总之，委托代理成本是基于契约理论而产生的不可避免的代理成本总和，第一层面的成本是委托方为了监督防止代理人以权谋私的成本；第二层面的成本是代理人对契约的忠诚履行的守约成本；第三层次是委托方与代理人的利益发生冲突产生的损失成本。很多研究表明企业内部资本市场的委托代理理论，涉及代理成本，这就会降低资本运作效率，为了解决这个问题，企业运用激励和监督机制进行公司有效治理，协调代理成本与内部资本市场合理运作。

2.3 战略导向性内部资本市场运作机制理论

战略导向性内部资本市场运作机制理论将起点定位内部资本市场所面临的内外部环境，紧接着由环境确定了公司的战略，进而企业也就选择了适合的功能与方式。内部资本市场所处的三个层面的环境主要是宏观政治经济环境、产业环境以及公司层面的环境。各个层次的环境作用于内部资本市场主体，决定了企业动因及利益趋向，影响内部资本市场功能的实现。由于我国是新兴市场国家，宏观政治经济制度环境国外相差甚远，我国的外部资本市场发展不够完善，因此立足于我国的国情环境提出内部资本市场的研究框架弥足珍贵。国家宏观政策决定着我国企业发展的方向，因此企业需要根据国家政策来安排核心产业的发展；中观产业环境主要是指包括供应商、客户、竞争者等在内的市场竞争环境，企业需要进行判断，平衡各个方面的利益，使企业能够在市场中没有阻碍的前行，微观因素主要是企业目标、组织结构等，其中的组织结构为内部资本市场提供了依托和平台，企业目标则为其运行指明了方向，这些都在一定程度上影响着运作效果。

内部资本市场主体与功能。内部资本市场的主体分为整体上市和非整体上市企业，我国企业大部分是后者，企业内部其他成员将上市企业作为融资的平台和窗口，而且内部资本市场具有减弱风险、降低成本、提高效率、平衡协调的作用，

这是由于内部资本市场本身的特质所以可以提供更丰富的信息,更方便实施各种指令,协调内部关系,因此企业需要对内部资本市场主体进行有序的监督管理,不仅对于市场的运行是有益无害的,而且可以实现企业的价值最大化。

内部资本市场运作方式。内部资本市场的运作方式主要包括内部交易、内部借贷、内部租赁、内部担保、内部委托五种运作方式。其中,内部交易是指集团企业与集团内部各成员间为了促进资本的流动效率而进行的相关采购与销售等活动;内部担保是指集团企业内部的各成员之间彼此担保进行资金融通,解决彼此资金困难的问题,加速资金流通;内部借贷作为最常用的运作方式,主要是指集团内部企业之间由于存在不同的业务活动,企业内部的资金可以平衡这种业务活动的不同;内部租赁是指集团内部企业间形成的租赁关系,促进资源的流动;内部委托是指集团内部成员寻找其他成员作为代理人进行投资最终实现收益的增长,另外还有合作投资、内部代垫款项等运作方式。

本文对集团企业的战略导向性内部资本市场运作机制理论进行理论层面上总结归纳。

第一,企业内部资本市场所面临的内外部环境作为战略导向性内部资本市场运作理论的起点,可以分为宏观环境、产业环境、微观环境。由于我国内部资本市场的独特性决定了我国内部资本市场最重要的环境是产业环境,国家对该行业的扶持、该行业的生命周期以及该企业在行业中所处的位置等;第二,企业的战略决策是在企业当时所处的环境中做出的,主要是为了在新的环境中依旧更顺畅的发展。企业集团管理者在多元化经营时应当清晰了解企业内部各个产业的具体情况,具有创造价值能力的产业应作为核心产业大力发展,将不具备创造价值能力的非核心产业尽早剥离或者边缘化,集中有限的资源用于发展核心产业,提高企业的整体竞争力;第三,企业的战略决策对内部资本市场主体起作用,成为企业内部资本运作的指路人,当内部资本市场被要求进行改变时也会做出相应的变动,从自身的主体进行变动,紧接着会对其自身的功能进行重新定位。根据战略决策内部资本市场主体对自身从内而外的做出深刻的改变,但有时候战略的方向性并不够明确,那么企业就会选择实现基础性的功能,当战略决策目标清晰时,企业内部资本市场功能会反向助力于企业的战略决策;第四,内部资本市场的运作方式也会根据其功能的定位进行合理的自我筛选,虽然有多种运作方式,

但主要有内部租赁、内部委托等，这些内部资本市场运作方式的实施一方面促进了内本资本市场功能的实现，另一方面也促进了企业内部资本市场目标的实现；第五，内部资本市场的运作方式的不同直接导致企业内部资本市场的运作效率的不同，最后导致内部资本市场产生的经济效果的差距。企业可以通过内部资本市场配置效率的测算进而得出内部资本市场运作是否有效，当然也可以通过财务指标对内部资本市场的运作效果进行评价，最终得出对企业价值产生的影响。

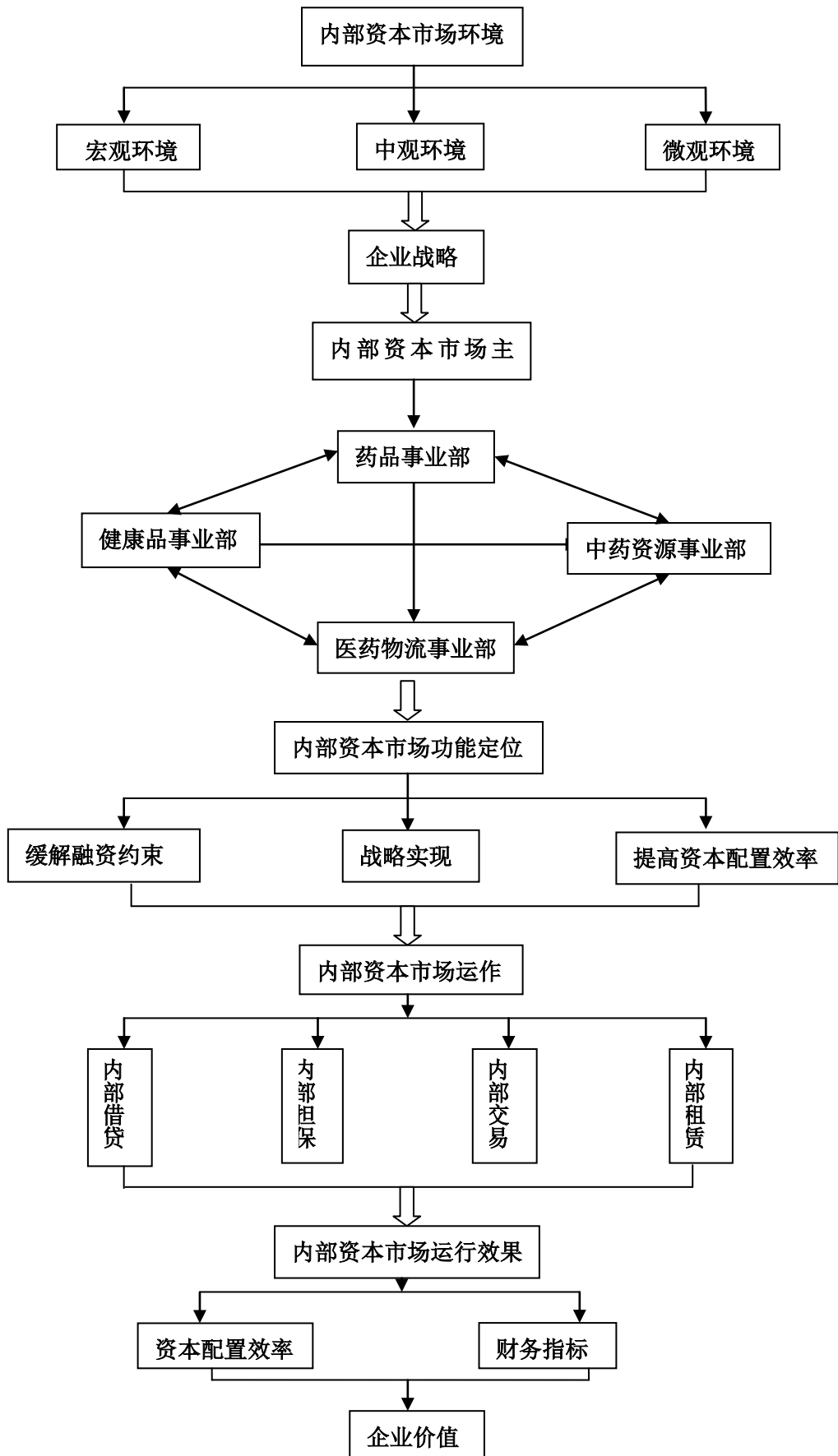


图 2.1 内部资本市场运作机制理论框架

3 云南白药案例分析

3.1 案例介绍

3.1.1 案例简介

云南白药集团股份有限公司（简称“云南白药”）。早先是 1971 建立的云南白药厂，云南白药在 1993 年完成现代企业制度改革，在深交所挂牌上市，股票代码 000538。云南白药是一家多元化发展的大型医药企业集团，是云南省乃至国内综合实力强劲、涉猎行业相对较广的领先医药企业。云南白药较早实施多元化战略，其经营范围包括中成药及西药生产销售、日化产品、房地产、茶叶的生产销售及金融服务，以事业部的形式，按照产品系列及服务划分四大业务板块，2019 年四大板块的业务占比如图 3.1 所示。

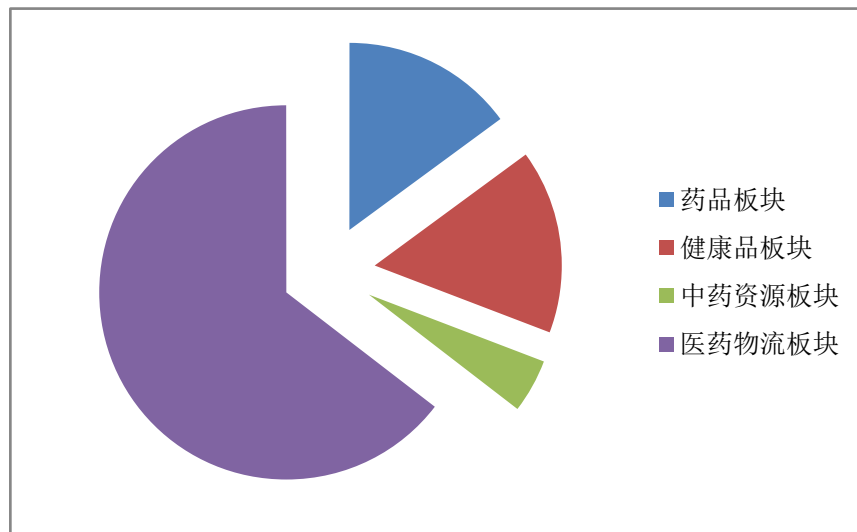


图 3.1 2019 年云南白药四大业务板块占比情况

公司产品以云南白药系列和田七系列为主，拥有云南白药散剂和云南白药胶囊两个国家一级中药保护品种，并通过不断的整合，建立了完整的健康产业链。其产品远销东南亚、日本以及欧美地区，但海外市场并未完全打开，目前借助互联网和大数据实现了更快速的流通发展。

云南白药作为国家特设的创新型企业，2006 年起位居同行业前列，2017 年

的市值更是达到千亿以上。在胡润等外国发布的排名中，持续处于中国行业前列的位置。2016-2019年云南白药完成混合所有制改革，并且成为了为数不多的整体型上市企业，未来将在大健康领域不断创新提供一流的产品和服务，变成具备国际竞争力的医药企业。

3.1.2 云南白药战略变革历程

云南白药为了在国内不断变化的政治经济环境中寻求自身的长远发展，在过去的几十年的发展过程中不断寻求战略的变革。梳理云南白药几十年的战略变革历程，可以发现云南白药经历了最初的单一药品经营发展到跨足多个行业经营的“多元化战略时期”及由跨足多个行业经营发展到回归核心产业发展的“归核化战略时期”。

多元化战略时期。云南白药为突破环境局限，开始实行“稳中央，突两翼”的战略，从单一的药品延伸至日化产品、房地产、茶品等领域。云南白药多元化成功跨出的第一步是云南白药将保密配方独有的止血杀菌与现代材料科学结合，抓住创可贴主导的邦迪没有止血杀菌功能的缺点，利用已有的声誉迅速打开市场，颠覆了原来邦迪创可贴的市场，2004年云南白药突破药品行业首次跨入日化行业，创新牙膏产品进军日化行业，不仅成功跨入日化行业，而且也成功跨出了多元化经营的第一步，云南白药推出至今，它所占的市场份额及所带来的营业收入一直保持高质量增长，白药系列牙膏作为健康事业部的明星产品，高营业以及高占比都为企业带来了源源不断的资金流。这使其信心倍增，继续扩大日化板块。在2006年成立了云南白药置业有限公司，2010年设立云南白药天颐茶品有限公司，分别跨入了房地产和茶品行业。云南白药前期的多元化之路走得比较顺畅，但后期的道路则困难重重。2009年推出的千草堂沐浴露因为价格高昂等因素仅仅在推出上市的两年时间内就不存在了，后期推出的养元青洗发水也没有被消费者所接纳；从2006年成立云南白药置业有限公司以来，企业营业额连年亏损，不得已于2013年剥离房地产行业，云南白药跨行业的多元化经营也就止步于此。

归核化战略时期。云南白药2011年提出了“新白药，大健康”的发展战略，并开始着手剥离房地产业务。2013年4月将旗下的全资子公司云南白药置业有

限公司通过公开挂牌方式转让了所有股权，云南白药置业股份有限公司是云南白药投资 1000 万设立并持有 100%的股权，转让时获得股权价格为 6.47 亿元，获得了 6.37 亿元的收益。其次是核心业务的扩张。云南白药 2013 年将七甸分厂、中药饮片分公司、武定种源公司、丽江公司和文山公司整合成为一条完整的中药资源产业链，并且成立中药资源事业部。云南白药 2013 年为进一步提高产品质量的把控水平，云南白药与旗下云南省药物研究设立云南天正检测技术有限公司，耗资两千万元。云南白药为在原来的基础上拔高自身的基础研究水平成立了云南白药创新研发中心，不仅收购了云南省药物研究所全部的股权，而且整合了一部分科技资源，比如无锡技术中心、药物研究所、白药研究院等。2013 年底，云南清逸堂实业有限公司已经同意收购其 40%的股权，列入健康产品事业部推动其前进。

3.2 归核化战略下云南白药内部资本市场环境分析

影响云南白药战略决策的环境因素主要是两个层面，一个层面是宏观的医药经济制度环境，另一个层面是云南白药所处的产业环境。外部环境总体来说是非常有利的，人们对于医药产品的观念已经由原先的生病必需品转变为亚健康及生活保健品，另外政策上长期对民族产业帮扶，这奠定了云南白药后期的走势。云南白药已经完成了纵向一体化的产业链，增强企业价值，但企业过度的多元化增加了企业风险，所以归核化对企业来说就非常有必要了。

3.2.1 外部经济制度环境分析

国家为实现保增长、保民生、保稳定的目标，将医药产业作为国民经济重点产业大力支持，相关医药扶持政策也随之出台，2011 年国家出台 GMP 认证，要求医药制造企业必须通过 GMP 认证才可以从事医药制造生产，这一准入规则的出台不仅提高了医药企业的准入门槛，也规范了医药市场的秩序。2012 年国家宣布了仿制药一致性评价政策，提高了进入该行业的门槛，对已存在于行业的企业无疑是又好处的。由此可见，在这样的经济制度背景下，云南白药坚持云南白药系列和田七系列的作为核心业务进行发展是非常明智的。首先，国家对我国医药企业的规模程度、组织结构及竞争力都详细的进行规划指导，未来在国际知名医

药企业中占有一席之地。云南白药作为我国医药行业的领头企业，需要响应国家号召扩大发展规模、优化企业结构，提高竞争力水平，能够与国外领先医药企业相抗衡。国家为落实健康中国的发展目标，提供优惠政策，鼓励医药企业借鉴国外优秀投融资经验，将内部资本市场运作方式运用到企业经营中，依靠自身产业积蓄力量实现快速发展。根据外部经济制度环境的分析，云南白药在国家利好政策的笼罩下，集中资源回归核心产业，为企业的价值进行增值。

3.2.2 内部产业环境分析

2011年云南白药的基地建成后项目也实现了整体的搬迁，2013年云南白药出售了旗下全资子公司云南白药置业有限公司的全部股权，从此多元化的脚步就此止步；云南白药2014年发行债券进行融资后直接投资于企业内两大主营板块，2019年云南白药主要有核心产业医药产业，经营日化用品，为企业资产安全性提供保障的金融业等。

医药产业值得大力发展。医药产业一直是云南白药的核心产业，并且云南白药也是靠医药产业起步发展，后期依赖医药产业成功上市，医药产业作为云南白药的主打产业一直保持着良好的业绩及强大的竞争力。医药产业本身的特点决定了它会受到上游中药材产地、培育地等的影响，并且也会受到下游的严重影响，目前的医药生产制造就存在培育地有限等问题；除此之外，环境恶劣也成为导致原材料价格上升的重要原因，因此医药企业非常需要整合上下游产业链进行长久且安全的运营。企业的归核化战略强调资源回归核心产业，企业战略应根据核心产业整合形成产业链的诉求将企业内部有限的资本存量运用在核心产业的支持上，目前云南白药已经实现了完整大健康产业链。

房地产与主营业务协同性不足。云南白药自设立房地产企业便连年亏损，发展趋势不佳，企业由于所处完全不同的行业，企业内部的特质完全风马牛不相及，同步调进行管理比较困难，还会增加管理的成本，降低管理效率。房地产行业由于本身具有经营周期长、回笼资金慢的特点，但是主营业务整合资金的速度比较快，因此房地产与企业的主营业务步调无法趋同。

金融业保障资产安全。云南白药旗下的金融产业对于云南白药的发展十分重要，由于金融产业本身资金的运营速度快、周期短、市场变现能力强导致其对于

企业其他产业的运营可以有效进行资金融通,并且对其他产业的资金安全可以保驾护航。

根据以上对云南白药集团在归核化战略过程中所面对的内外部环境分析,可以看出云南白药的多元化经营与其内外部环境的匹配度不高。云南白药管理层进行并购重组将企业的多元化经营转变向归核化经营的战略决策,不仅使得企业的核心产业在新的环境中如鱼得水,更是让边缘化的产业剥离寻求新的生存机会。云南白药的上市企业作为企业进行融资的平台和窗口,其市值的增加当然也可以促进云南白药整体价值的增加。因此,云南白药进行归核化的战略选择实属必要。

3.3 归核化战略下云南白药内部资本市场运作分析

3.3.1 云南白药内部资本市场主体

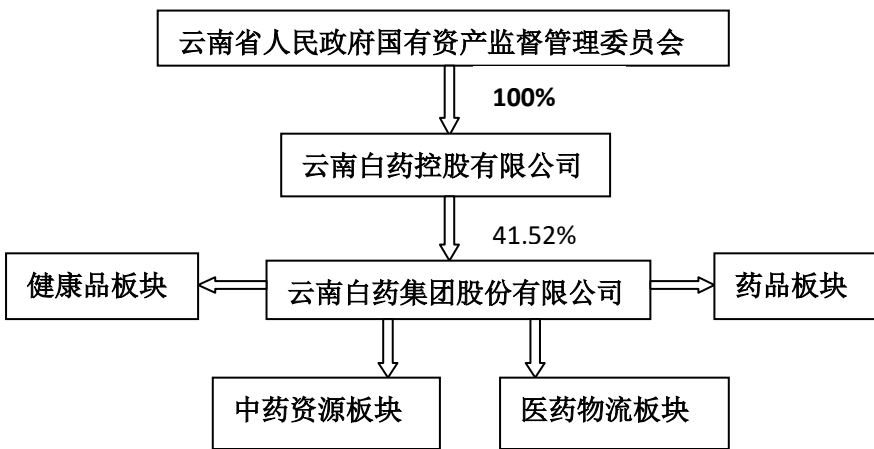


图 3.2 云南白药内部资本市场主体关系示意图

云南白药在多元化战略时期涉足于多个行业,2012年云南白药内部资本市场主体由10个子公司和2个参股公司,主要的子公司及参股公司的情况都如表3.1所示。自从确立了“新白药,大健康”的发展战略,云南白药2013年4月剥离了云南白药置业有限公司,并且公开转让了100%的股权,还进行了其他产业的重组整合。企业归核化的持续实行,2014年时云南白药拥有十多个的主要

子公司，增加的云南白药清逸堂实业有限公司、云南天正检测技术有限公司、云南省药物研究所等全部都是医药和日化板块。

表 3.1 云南白药 2012 年主要内部资本市场主体

企业名称	类型	所属行业
云南白药集团天紫红药业有限公司	子公司	药业
云南白药集团无锡药业有限公司	子公司	药业
云南白药集团丽江药业有限公司	子公司	药业
云南白药置业有限公司	子公司	房地产
云南省医药有限公司	子公司	医药批发、零售
云南白药集团大理药业有限责任公司	子公司	药业
云南白药集团中药资源有限责任公司	子公司	药业
云南白药集团文山七花有限责任公司	子公司	药业
云南白药集团医药电子商务有限公司	子公司	医药信息产业
云南白药集团健康产品有限公司	子公司	日化行业
红塔证券股份有限公司	参股公司	证券
红塔创新投资股份有限公司	参股公司	创业投资

资料来源：云南白药年度报告整理

表 3.2 云南白药 2014 年主要内部资本市场主体

企业名称	类型	所属行业
云南白药集团健康产品有限公司	子公司	药业
云南白药集团医药电子商务有限公司	子公司	医药信息产业
云南白药清逸堂实业有限公司	子公司	日化行业
云南天正检测技术有限公司	子公司	药业
云南白药集团大理药业有限责任公司	子公司	药业
云南白药集团中药资源有限责任公司	子公司	药业
云南省医药有限公司	子公司	医药批发、零售
云南白药集团无锡药业有限公司	子公司	药业
红塔证券股份有限公司	参股公司	证券
红塔创新投资股份有限公司	参股公司	创业投资

资料来源：云南白药年度报告整理

3.3.2 云南白药内部资本市场功能定位

多元化战略时期。云南白药通过其上市公司在外部资本市场募集了大量的资金，公司将这些资金主要运用于主营产业的运作和维持企业的多元化经营。云南白药多元化经营的范围涉及医药、日化、房地产及茶品等行业。云南白药为主营产业的运作投入了大量资金，例如，2011 年云南白药实现整体搬迁，花费了 4031 万元的资金搬迁至呈贡新城，其中投资 3028.31 万元用于云南白药生产设备的购置，除此之外云南白药也花费了巨额的资金用于多元化战略的继续实施，主要通过内部资本运作将资金用于云南白药房地产及日化行业的经营运作，2012 年集团内部投资约 1003 万元支持云南白药置业有限公司的发展。从另一方面来说，云南白药由于多元化经营多方产业都需要资金的投入，也需要管理层进行多方产业维护和管理，不可避免云南白药的医药产品质量出现了问题，导致云南白药多次被云南省药监局进行警告和处罚，除此之外，云南白药还需要随着不断变化的市场环境进行调整，环境的瞬息万变导致云南白药的管理层来决策资金的配置，云南白药一方面要投资多方产业的运作，另一方面也需要不断提高资金的配置效率、将视情况变化而不断调节投入量。

归核化战略时期。云南白药 2011 年提出“新白药，大健康”的发展战略，这也标志着云南白药的多元化经营已经慢慢向归核化经营方向进行转变，战略作用于内部资本市场主体，相应的内部资本市场功能也发生了相应的改变，这一时期云南白药管理层的目标异常清晰，进行产业整合，剥离或边缘化非核心产业，进行资本重组并将其集中于大健康领域。首先是云南白药 2013 年剥离房地产行业，全权出售云南白药置业有限公司，这样更好的集中资源于核心的主营业务板块，促进核心产业更好地发展；其次是云南白药 2013 年收购了云南省药物研究所并且设立了云南天正检测技术有限公司，这样进一步提高了云南白药的药物研究创新水平和监督管理水平，也会提高云南白药在市场上的综合竞争力；最后是云南白药于 2013 年底协议成功并于次年年初成功整合云南白药清逸堂实业有限公司，其日化行业的生产水平得到了提升。

通过对上文云南白药多元化经营时期与归核化时期进行对比分析发现，云南白药在多元化经营时期主要侧重于支持企业战略能够顺利实施，而云南白药在归核化战略时期主要侧重于保障战略的顺利实施，虽然只有两字之差，云南白药的内部资本市场功能的特点却差距甚远，可以明显的看出云南白药归核化战略时期功能定位更加明晰，而且也更加依赖内部资本市场的运作，战略的实现与内部资本市场的功能相辅相成，云南白药的内部资本市场的运作推动着归核化战略的顺利实施，归核化战略的实施也促进内部资本市场功能的实现，因此云南白药在归核化战略的引导下更好的运作内部资本市场，灵活的运作且进行大数据参与的监管，保证其功能优势的正常效用。

3.3.3 云南白药内部资本市场运作方式

（1）多元化战略时期

内部担保。云南白药作为国有企业比民营企业的外部资本市场的融资渠道更多、融资更加便利。另外云南白药还可以通过上市企业平台获得资金的支持，云南白药在多元化战略时期主要通过内部资本市场的内部担保方式获得资金的支持，例如云南白药的子公司文山七花将集团内部另外的子公司文山州造纸厂作为担保人向文山州财政局获得资金的支持 1000 万元。

内部租赁。云南白药在多元化经营时期通过内部资本市场的内部担保将许多

闲置的资源合理运用了起来,不仅支持了云南白药的医药核心业务,也支持了云南白药的非核心产业,通过云南白药 2011 年的年报可以看到当年云南白药的昆明市的仓库用地及铺面、云南白药大厦的第一层被云南白药旗下的子公司云南省医药有限公司和云南白药置业有限公司等进行了租赁,租赁的资金数额达到了 2750 万元。

内部借贷。云南白药在多元化经营时期的内部资本市场运作方式中的内部借贷运用的较为频繁,其中所涉及的资金量也是非常大,通过表 3.3 可以看出 2011 年云南白药内部借贷的资金支持情况,其中就云南省医药有限公司通过内部借贷获得了 9813.19 的万元的资金支持。云南白药在多元化时期的内部借贷的资金支持主要集中于其药品及健康领域,从表 3.3 可以看到 2011 年的主要资本支持是云南白药旗下的 6 个医药健康领域的子公司,只有云南白药置业有限公司作为房地产获得资金的支持,但是获得的资金数额高达 2.8 亿,这说明云南白药在多元化经营时期为非核心产业提供了大量的资金支持,推进了多元化战略,但是也拉低了内部资本市场的效率,为后期的多元化经营埋下了隐患。

表 3.3 云南白药 2011 年内部借贷

企业名称	类型	借贷金额(万元)
云南白药置业有限公司	子公司	28478.20
云南白药集团健康产品有限公司	子公司	2891.33
云南省医药有限公司	子公司	9813.19
云南白药集团(澳大利亚)有限公司	子公司	732.39
云南白药集团楚雄健康产品有限公司	子公司	5591.37
云南白药集团天紫红药业有限公司	子公司	19493.83

资料来源:云南白药年度报告整理

(2) 归核化时期

云南白药在 2011 年提出了“新白药,大健康”的发展战略,而后在 2013 年集中力量进行企业归核化,企业管理层的归核化战略决策主要从两个方面来进行,一个方面是剥离或边缘化核心产业,集中资源发展企业主营业务,企业 2013

年 4 月转让了云南白药置业有限公司 100%的股权，并且将茶品行业的比例也保持在一个较小的比例；另一方面整合资源扩张核心产业，云南白药整合了多家子公司形成了完整的大健康产业、成立了中药资源事业部，收购了云南天正检测技术有限公司和云南白药清逸堂有限公司 40%的股权，上述管理层的一系列决策也影响着运作方式的改变：

内部租赁与内部担保。云南白药在归核化战略时期的内部担保相较于多元化经营时期有所减少，2014 年云南白药旗下子公司云南白药丽江药业有限公司为丽江云全生物开发有限公司提供了三年的担保借款 1000 万元，为了保证资金的安全性丽江云全生物开发有限公司进行了反向保证。从云南白药 2013 年的年报数据来看，云南白药旗下的子公司云南白药大药房有限公司租赁企业内部北京路、新闻路等多处的铺面，租赁金额高达 106 万元，云南白药通过将闲置资源的租赁，不仅合理运用的资源，而且也为企业的核心产业提供了资金的支持。

内部借贷。云南白药在归核化战略时期的内部借贷比多元化经营时期频次减少了许多，通过表 3.4 可以看到云南白药 2013 年具体的内部借贷的情况，2013 年云南白药对子公司云南省医药有限公司的内部借贷的数额达到 28693.75 万元，比 2011 年的内部借贷的资金数额多 1.89 亿元，而且云南白药对云南白药集团楚雄健康产品有限公司、云南白药集团（澳大利亚）有限公司、云南白药集团健康产品有限公司的投资比例都有了一定程度的增加，自从剥离了房地产行业，对于云南白药置业有限公司的内部借贷资金也就不存在了，但云南白药对于子公司云南白药集团中药资源有限公司的内部借贷的资金数额高达 25389.2 万元，可见云南白药剥离和边缘化非核心产业后，集中资源发展核心业务，运用内部资本市场给予云南白药的核心产业最大的资本支持。

表 3.4 云南白药 2013 年内部借贷

企业名称	类型	借贷金额（万元）
云南省医药有限公司	子公司	28693.75
云南白药集团中药资源有限公司	子公司	25389.20
云南白药集团楚雄健康产品有限公司	子公司	1953.91
云南白药集团健康产品有限公司	子公司	14192.6
云南白药集团上海透皮有限公司	子公司	25.0
云南白药集团（澳大利亚）有限公司	子公司	1159.62

资料来源：云南白药年度报告整理

内部交易。根据云南白药的年报内部交易数据了解到云南白药的内部交易主要分为两种，一种是内部采购，另一种是内部交易。云南省凤庆茶厂有限公司早在 2010 年划拨给云南白药进行经营管理，其作为云南白药的子公司在 2013 年进行内部采购的数额达到 70.68 万元，此外如 3.5 表所示，云南白药天颐茶品有限公司、云南白药清逸堂实业有限公司、昆明清逸堂现代商务有限公司也进行了内部交易的活动，内部交易的数额普遍较高。早在 2013 年底，云南白药清逸堂实业有限公司管理层就同意了收购计划，但正式收购云南白药清逸堂实业有限公司 40% 的股权则到了 2014 年初。云南白药内部资本市场的交易中，其中内部采购主要以茶叶和日用品为主，内部销售则主要以原材料为主。

表 3.5 云南白药 2013 年内部交易

分类	交易方	交易内容	金额（万元）
	云南省凤庆茶厂有限公司	采购茶叶	70.68
	云南白药天颐茶品有限公司	采购茶叶	1408.7
内部采购	昆明清逸堂现代商务有限公司	采购日用品	56.21
	云南白药清逸堂实业有限公司	采购日用品	417.8
内部销售	云南白药天颐茶品有限公司	原材料	24.91
	云南省凤庆茶厂有限公司	原材料	8.74

资料来源：云南白药年度报告整理

3.3.4 归核化战略下云南白药内部资本市场运作特点

由于云南白药不同时期的战略决策发生了改变,导致战略决策作用于内部资本市场主体时,内部资本市场的功能及运作方式也发生了一些改变,表 3.6 是对不同战略下云南白药内部资本市场运作特点的总结。

表 3.6 不同战略时期云南白药内部资本市场运作特点

战略时期	功能定位	资本运作方式
多元化战略时期	“多钱效应”	内部担保
	“活钱效应”	内部租赁
		内部借贷
归核化战略时期	扩张核心产业	内部交易
	剥离非核心业务	内部借贷
		内部担保与内部租赁

资料来源:云南白药年度报告整理

从上表可以看出,与多元化时期的内部资本市场相比,归核化时期的内部资本市场具有以下几个特点:

更依赖内部资本市场主体。归核化时期相比于企业多元化经营时期最大的不同是归核化时期企业需要的不仅仅是资本的支持,企业更需要在战略环境下能够运作内部资本市场获得资本合理而长久的配置,因此归核化时期的内部资本市场更依赖其主体的存在。对于企业的战略目标的实现,多元化时期的内部资本市场更多是充当了一个载体和被动受众的角色,但归核化时期的内部资本市场对于企业战略的实现更多是推波助澜的作用,所以对于企业内部资本市场的运作,多元化时期即使没有还是可以维系的,但是归核化时期就没有办法继续下去了。

更明确的功能定位。从一开始内部资本市场与多元化经营似乎就是休戚与共的关系,内部资本市场是伴随着企业多元化的经营而诞生,相关的研究更是聚焦于多元化战略下的内部资本市场,虽然现在也有研究发现专业化企业也存在,但相关研究一直是在企业多元化经营过程中存在,内部资本市场在多元化战略的不断发展走向成熟的过程中发挥效用,实现其基础功能。但是当企业转向归核化经

营时，早已不同于多元化的静态经营过程，企业归核化更多是一种目标非常明确的有力的动态变革过程，因此企业的内部资本市场不仅仅需要配合，更需要做出相应的改变。

更丰富的运作方式。企业在多元化经营中内部资本市场的运作更多是在资本运作的过程中作为外部资本市场的补充，缓解企业的融资约束，解决部分企业的融资困难，主要也是以内部担保、内部借贷的内部资本运作方式，还有少数内部租赁的方式。归核化战略本身就具有极强的指向性，不仅要为企业的运作提供资本的支持，更是要推动企业战略的顺利实施，当涉及产业转移时，内部资本市场的运作方式更是多样，当然在整个内部资本的运作过程中企业的管理层也需要更加严格的引导和监督。

加剧化的效应。企业归核化时内部资本市场内各个主体间进行的大规模的产业整合及资金的重组对企业的产业及产品结构都产生了深刻的改变，并且在很长一段时期内更是对企业未来的运营模式产生影响。由于企业归核化战略作用于内部资本市场主体，战略的实现也是基于内部资本市场的运作，所以当企业内部资本重组结束后，内部资本市场的成熟程度也随之拔高。

4 归核化战略下云南白药内部资本市场运作效果评价

4.1 内部资本市场运作效率评价

本文在分析云南白药内部资本市场运作过程的基础上进一步测算云南白药内部资本运作效率，选用云南白药上市的子公司云南白药集团健康产品有限公司、云南省医药有限公司进行云南白药整体内部资本市场效率的测算。根据云南白药的年报及相关网站的数据信息，运用调整的利润敏感度法和托宾 Q 值敏感法进行效率测算，结果只要大于 0，内部资本市场的运作都是有效的。

4.1.1 调整的利润敏感度法

我国理论研究者王峰娟在 2012 年针对我国上市公司在股市中披露的消息不完整，企业资本运作效率的测算无法实行的问题，随即提出了“调整利润敏感性法(APS)”来解决企业上市公司信息披露不充分的状况，王峰娟在该公式中指出，资产变化额代替资本支出，利润代替现金流，通过众多的实证研究目前已经证明其合理性，具体的公式如下所示：

$$APS = \sum_{j=1}^n \left\{ \left[\frac{P_{j(t-1)}}{BA_{j(t-1)}} - \frac{P_{(t-1)}}{BA_{(t-1)}} \right] \times \left[\frac{BA_{jt} - BA_{j(t-1)}}{BA_{jt}} - \frac{BA_t - BA_{(t-1)}}{BA_t} \right] \times \frac{BA_{jt}}{BA_t} \right\} \quad \text{公式 4.1}$$

表 4.1 调整的利润敏感性公式各部分含义

公式符号	表示含义
$\frac{P_{j(t-1)}}{BA_{j(t-1)}}$	表示分部 j 的 (t-1) 期利润与账面资产的比例, 反映分部资产 j 的回报能力
$\frac{P_{(t-1)}}{BA_{(t-1)}}$	表示全部分部的 (t-1) 期利润和账面资产的比例, 反映全部资产的平均回报能力
$\frac{BA_{jt} - BA_{j(t-1)}}{BA_{jt}}$	表示分部 j 的 (t-1) 期资产变化额与账面资产的比例, 反映总部对分部 j 的资本配置力度
$\frac{BA_t - BA_{(t-1)}}{BA_t}$	表示全部分部 t 期获得的平均资产变化额
$\frac{BA_{jt}}{BA_t}$	表示计算调整利润敏感系数的比重
$\frac{P_{j(t-1)}}{BA_{j(t-1)}}$	表示分部 j 的 (t-1) 期利润与账面资产的比例, 反映分部资产 j 的回报能力
$\frac{P_{(t-1)}}{BA_{(t-1)}}$	表示全部分部的 (t-1) 期利润和账面资产的比例, 反映全部资产的平均回报能力
$\frac{BA_{jt} - BA_{j(t-1)}}{BA_{jt}}$	表示分部 j 的 (t-1) 期资产变化额与账面资产的比例, 反映总部对分部 j 的资本配置力度
$\frac{BA_t - BA_{(t-1)}}{BA_t}$	表示全部分部 t 期获得的平均资产变化额
$\frac{BA_{jt}}{BA_t}$	表示计算调整利润敏感系数的比重

在该公式中, $\frac{P_{j(t-1)}}{BA_{j(t-1)}} - \frac{P_{(t-1)}}{BA_{(t-1)}}$ 表示各部分相对回报能力的高低; $\frac{BA_{jt} - BA_{j(t-1)}}{BA_{jt}} - \frac{BA_t - BA_{(t-1)}}{BA_t}$ 反映资本流的方向, 资金流一般都会流向回报率较高的部分。当 APS 大于 0 时则证明企业内部资本市场运作是有效的, 相反 APS 小于 0 时, 企业内部资本市场运作是无效的。由于云南白药并非整体上市, 只能选择上市企业的数据和资料, 所以选择该方法进行效率测算。

表 4.2 调整的利润敏感度法相关数据 (单位:万元)

	项目	云南省医药有限公司	健康产品有限公司	云南白药	APS
2012 年	净利润	21,357.98	18,729.79	158,284.57	-
	总资产	318,158.61	48,791.94	1,080,417.28	
2013 年	净利润	24,658.36,	34,305.37	232,145.38	0.0056068
	总资产	397,570.49	100,549.42	1,288,091.57	
2014 年	净利润	27,495.06	52,546.55	250,607.65	0.0017588
	总资产	453,587.42	164,099.72	1,634,134.02	
2015 年	净利润	30,877.83	74,815.75	277,084.14	0.0023361
	总资产	540,657.57	222,714.12	1,929,094.04	

资料来源：根据云南白药年度报告整理

根据公式可知， $P_{j(t-1)}$ 表示上一年上市子公司的净利润， BA_t 则代表当年云南白药的总资产。最终计算的结果都是 APS 大于 0，由此说明云南白药集团内部资本运作是有效的。

4.1.2 托宾 Q 值敏感法

托宾 Q 值是托宾在 1969 年提出判断一只股票是否存在投资价值的特殊比较方法，原意是指企业市场价值与其资本重置率的比率，是企业价值的两种不同的估值方法。托宾 Q 值具有反应企业经营状况与成长性的双重作用，既反映了企业在同行业的经营情况，也能反映出企业的成长状况。Peyer、Shivdasani (2001) 提出了“托宾 Q 值敏感法 (QS)”认为企业内部资本市场的运作效率可以运用部分投资的托宾 Q 值敏感性来获取。具体的计算公式如下：

$$QS = \frac{\sum_{j=1}^n \text{sale}_j \times (Q_j - \bar{Q}) \times \left\{ \left[\frac{\text{capex}}{\text{sale}} \right]_j - \left[\frac{\text{totalcapex}}{\text{totalsale}} \right] \right\}}{\text{totalsale}} \quad \text{公式 4.2}$$

在该公式中，sale 表示企业的营业收入，capex 表示企业的投资支出，j 代表子公司，total 代表整个公司，Q 代表托宾。根据云南白药年报可得相关数据：云南省医药有限公司 2012-2015 年的营业收入从 83.5609 亿元不断增长；云南白药集团健康产品有限公司的营业收入从 2012 年的 7.355 亿元也是增长到

2015 年的 17.0558 亿元，具体测算结果如下：

表 4.3 Q 值敏感性测试结果

项目	云南省医药有限公司	健康产品有限公司	云南白药
2012 营业收入	83.5609 亿元	7.355 亿元	-
Q 值敏感性	1.04	2.83	3.87
2013 营业收入	95.7251 亿元	10.3514 亿元	-
Q 值敏感性	1.26	3.45	4.71
2014 营业收入	112.3136 亿元	13.6266 亿元	-
Q 值敏感性	0.94	2.58	3.52
2015 营业收入	122.6951 亿元	17.0558 亿元	-
Q 值敏感性	0.92	2.51	3.43

资料来源：国泰安数据库、云南白药年度报告整理

根据表 4.3 来看计算的结果，2013 年云南省医药有限公司的 Q 值敏感性为 1.26，云南白药集团健康产品有限公司的 Q 值敏感性为 3.45，以此计算出云南白药的托宾 Q 值得敏感性是 4.71 都达到了最高，这是由于 2013 年云南白药集中进行内部产业整合，剥离云南白药置业有限公司。无论是子公司或者云南白药的 Q 值敏感性都是大于 0 的，因此云南白药在归核化期间的内部资本市场运作是有效的。

4.2 内部资本市场运作财务评价

财务评价的测算运用会计指标，由于云南白药从 2016-2019 进行混合所有制改革，因此选取了 2010-2015 年的年报数据和信息，从企业的盈利能力、偿债能力、营运能力、发展能力四个方面衡量云南白药在归核化战略下内部资本市场运作对企业财务状况和经营能力产生的影响。

4.2.1 盈利能力

表 4.4 云南白药归核化战略下盈利能力

年度	2010	2011	2012	2013	2014	2015
营业收入（亿元）	100.7544	113.1232	136.8682	158.1479	188.1437	207.3813
净利润（亿元）	9.2634	12.1091	15.8252	23.2145	24.9733	27.5558
销售净利率（%）	9.19	10.70	11.56	16.69	13.27	13.29
净资产收益率（%）	20.98	24.29	25.16	28.94	24.86	22.43
每股收益（元）	1.33	1.74	2.28	3.34	2.41	2.66

资料来源：云南白药年度报表

2010 年，云南白药营业收入和净利润都处于一个基点水平。从 2011 年起，云南白药开始进行产业整合，集中力量进行归核化。2011-2015 云南白药归核化的过程中，企业的营业收入和净利润如图 4.1 所示，每年都是呈现递增的趋势。根据上表的数据可以得出，云南白药集团的营业收入增长了 1.06 倍，净利润增长了 1.97 倍，如此巨大的变化得益于内部资本运作的成功。

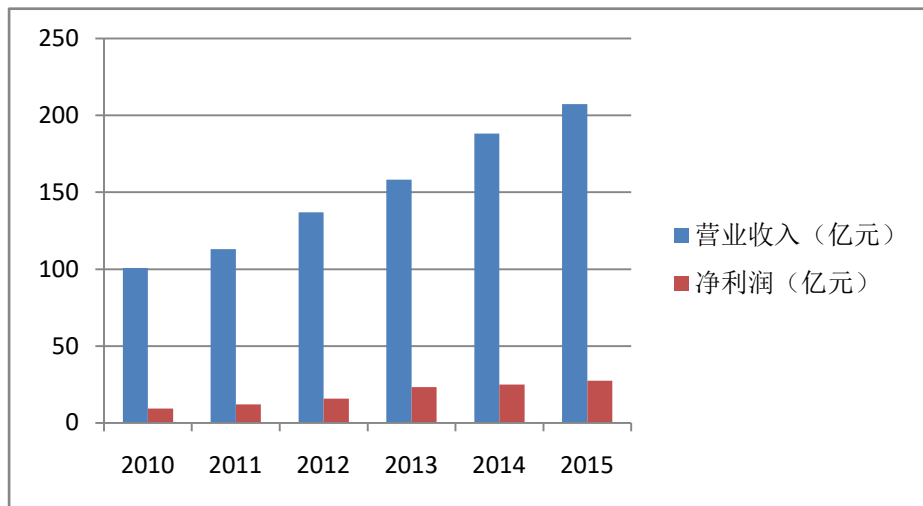


图 4.1 云南白药 2010-2015 营业收入及净利润

2010-2015 云南白药的销售净利率整体是上升的趋势，这说明公司的产品在市场上受到了消费者的青睐，保证了一定的客户基础及收入。单单药品事业部的净利润从 2010 年约 56000 万增长至 2015 年的约 116000 万元，达到历史最高，健康产品部的净利润在 2010 年约 2.9 亿的基础上继续增长，提出“新白药，大

健康”战略的次年，其净利润提升将近七成，并于后期实现上升趋势更陡。从波动情况来看，它的销售净利率波动幅度比较小，在 2013 年突然拔高，后续又变得波动小，主要原因为 2013 年企业处置了云南白药置业有限公司的全部股权，企业增加的投资收益约 6.8 亿。销售净利率与净资产收益率整体趋势都是往上走的，这表示云南白药的盈利的绝对额数量不仅有了增加，而且盈利的质量也得到了改善。每股收益由 1.33 元上升到了 3.34 元，虽然在之后有所回落，但企业盈利能力整体向好的方向趋势明显。

4.2.2 偿债能力

表 4.5 归核化战略下云南白药偿债能力

年度	2010	2011	2012	2013	2014	2015
资产负债率 (%)	42.17	38.89	34.10	29.91	30.88	29.87
流动比率 (%)	2.10	2.21	2.55	2.98	3.57	3.61
现金比率 (%)	65.83	34.21	50.02	56.92	51.36	57.00
现金流负债比率 (%)	14.26	-13.40	22.89	9.34	40.27	47.01

资料来源：云南白药年度报表

总体而言，企业偿债能力的变化幅度不如盈利能力那么明显，但是还是可以看到，2010-2015 云南白药的资产负债率整体是向下的趋势，表明企业有更多的钱可以用来还债，那么企业的长期偿债能力会变得更强大。由上表可以得出，2010 年起，云南白药资产负债率是逐渐降低的，主要是应付票据、预收账款、应付账款形成的负债，说明云南白药运用收入倍增术，增强与供应商的议价能力，2010-2015 云南白药的资产负债率变化幅度很小，风险也是控制在一定的范围内，对于投资者来说，公司存在较高的安全边际。另外，公司的长期负债比率在不断降低，企业几乎没有偿债压力。

流动比率有一定程度的上升，从 2010 年 2015 年，云南白药的流动比例从 2.10 逐年上升到 3.61，五年间均保持在 2:1 以上。通常来说，这样的比例说明企业拥有两倍的流动资金来负担流动负债，流动负债的偿还完全不成问题。云南白药的流动资产中占比最高的是货币资金、应收账款及存货，企业在 2010-2015

年的归核化期间，企业的销售收入只增不减但是相对于的对外投资却减少许多，因此在此期间云南白药的流动比率整体是上升趋势，当然也要注意应收账款的坏账问题及闲置资金的利用效率问题。现金流动负债比率表明企业实际偿债能力变化状况，其波动上升的尤其明显，但 2011 年有异常，现金流出反而大于现金流入，主要是票据未贴现和存货数量收缩形成的。但企业的负债能够被资金所负担，云南白药在归核化战略下的资本运作后，企业的偿债能力是得到了提升。云南白药 2010-2015 现金比率在 50%至 66%中间徘徊，2011 年的例外是由于票据未贴现和存货的减少。总体来说，云南白药的资产可以负担负债，负债的偿还没有问题，但从另一方面云南白药的闲置资金过多，提高资金的利用效率可以为云南白药大有裨益。

4.2.3 营运能力

表 4.6 归核化战略下云南白药营运能力

年度	2010	2011	2012	2013	2014	2015
应收账款周转率 (%)	28.94	25.88	31.30	31.76	34.48	25.72
存货周转率 (%)	3.20	2.53	2.43	2.44	2.70	2.72
固定资产周转率 (%)	30.32	15.86	11.34	12.00	12.88	12.60
总资产周转率 (%)	1.48	1.35	1.39	1.34	1.29	1.16

资料来源：云南白药年度报表

由于医药企业的创新周期长、投入高、回款慢的特点，所以企业资产营运与盈利周期大概率会同向变动，很多客户会选择赊销的方式，这不仅拉低企业的应收账款周转率，而且还会降低企业的运营水平。企业为了保持良好的应收账款周转率及营运能力，降低坏账的损失，会采取稳健的信用政策来保持资金的高质量。企业的应收账款周转率出现了波动上升的趋势，从 2010 年的 28.94%到 2014 年达到 34.48%主要为扩大销售规模，当企业的信用政策放宽后，应收账款数额也会变多，2014 年出现的上升则是应收票据承担了一部分，2015 年的下降则是通过放松赊销政策向供货商压货从而减少库存所产生的现象。云南白药的存货周转率从 2010 年的 3.20%开始明显下降，到 2015 年达到 2.72%，这主要是因为原料

价格上升导致大量储存,进而存货堆积在库房导致的。云南白药集团的总资产周转率 2010-2015 年维持在 1 左右,主要是存货周转率和固定资产周转率的降低导致总资产周转率波动下降。随着企业不断的进行整合,云南白药大健康产业链的建立吸引了大量资金,这对于企业来说占用了一部分资金。另外,应收票据及其他应收款的增速超过营业收入的速度,因此总资产周转率总体下降。

4.2.4 发展能力

表 4.7 归核化战略下云南白药发展能力

年度	2010	2011	2012	2013	2014	2015
主营业务收入增长率 (%)	40.49	12.28	20.99	15.55	18.97	10.23
净利润增长率 (%)	52.06	30.72	30.69	46.69	7.58	10.33
净资产增长率 (%)	21.62	25.87	26.50	28.48	23.88	20.10
总资产增长率 (%)	27.10	19.10	17.30	20.79	26.86	18.05

资料来源:云南白药年度报表

从年度数据分析,2010-2013 年,云南白药的净利润增长率处于 30%以上是企业对销售收入及费用的良好把控。2013 年之后,云南白药的净利润增长率骤然下降,是投资收益突然的减少,当主营业务收入增长 18.97%时,净利润增长速度减慢。但是,在消除非经常性损益的投资收益后,云南白药 2010-2015 年净利润增长率是在下降的,说明虽有所增长但速度却减慢了。日常费用没有减少,因此只能是主营业务收入的增长率向下导致的结果。

净资产增长率与总资产增长率都是反应企业资产规模与成长性的指标。2010-2015 年,云南白药净资产增长率和总资产增长率整体是波动的趋势。云南白药净资产增长率整体呈现上升趋势,仅仅在 2014 及 2015 年有所下降,云南白药总资产增长率总体呈现下降趋势,2014 年时有所上升,这是由于云南白药内部闲置的销售资金过多,但是主营业务的增长率是向下的趋势。近年来公司的总资产增长率虽然有所下降,但基本保持在一个平稳的水平。

4.3 案例小结

本文分析了云南白药在实施归核化战略期间内部资本市场的运作过程、特点及运作效果。基于云南白药内外部环境，阐述了企业管理层做出归核化战略决策是必要且合理的，分析了归核化战略作用于主体，使其功能发生转变，相对应内部资本市场的运作方式也发生了改变。本文着重分析了企业在归核化战略下的内部资本运作过程，并且就其运作效果进行测算和评价。

通过本章节的分析，我们可以看出，云南白药的战略导向性内部资本市场运作机制完整且有效，其本身存在一个灵活的内部资本市场，云南白药管理层合理运作内部资本市场推动归核化战略的实现。企业战略与内部资本市场本就是互利共生的关系，内部资本运作会助力于企业归核化战略实现，归核化的推进也完善内部资本市场，在跨行业经营期间形成内部资本市场并进行其运作，早期的资本运作不仅为后期的战略推进打下基础，更是减少了重重阻碍，也为云南白药归核化战略时期的价值创造发挥了作用。

不同的战略导向下，内部资本市场对功能的定位及运作方式的选择都是不尽相同的，企业在多元化经营时期更加注重自身的稳定和发展，对于内部资本市场的功能的功能定位也是基础性功能的实现，当企业处于归核化战略时期时，企业内部资本市场的功能定位则是推动企业战略的实现，并且对内部资本市场的依赖性更强，也对内部资本市场的资金调配更加容易、力度大，相对应内部资本市场的运作方式也会更加丰富。云南白药内部资本市场主要有内部交易、内部担保、内部租赁、内部借贷等运作方式，这些方式为作外部资本市场的有效为云南白药的资源整合、满足资金需求提供了保障，发挥了优势。云南白药在归核化时期由于指向明确清晰，主体更加丰富，运作方式更加多样。

根据其效率的测算，云南白药在归核化战略下的内部资本市场运作是有效的，在内部资本市场运作机制中分析云南白药发现，其内部资本市场运作完全跟随战略的引导，而且整体的运作效果是有利于企业的。由于云南白药管理层敏感捕捉到企业内外部环境的变化，抓住机会进行恰当的战略决策，使其作用于内部资本市场主体，发挥出内部资本市场机制的效用，也使得内部资本市场推动战略实现和企业价值的创造，保障企业能够长久的发展。

5. 结论及建议

5.1 研究结论及不足

5.1.1 研究结论

本文运用了案例研究法，选取云南白药为样本，首先分析了云南白药内部资本市场的功能定位、运作方式及特点，然后根据云南白药上市子公司的年报及数据，运用改进的利润敏感法和托宾 Q 值敏感法对企业内部资本运作效率进行测算，得出研究所需的内部资本市场配置效率。同时，对云南白药的进行财务分析。通过对云南白药归核化战略变化和内部资本市场运作效果相结合加以分析，综上所述，可以得出以下结论：

首先，企业选择多元化经营在一定的时间里扩大了企业规模对于企业是非常有利的，但企业的内外部环境瞬息万变，随着环境的发展企业的多元化战略可能越来越不适应其发展，另外当企业的跨行业经营的广度过宽时，企业的运作效率很有可能会反其道而行。当企业的多元化水平不断提高时，其优势也会消失，规模加大会导致代理成本的提高，渐渐与外部成本费用趋于一致，因此过于繁杂也会拉低效率的水平，另外企业的过度多元化经营也会使得企业分散注意力，导致主营业务的盈利能力发生问题，进而阻碍企业的长久发展。因此企业务必要根据自身的实际情况和环境的不断变化对企业战略随时调整，切勿照搬照抄其他企业的发展经验。

其次，企业在多元化战略时期因为要扩大规模进行发展所以需要大量的资金，企业内部资本市场在这一时期的主要功能就是发挥“多钱效应”，进行大量融资；但当企业处于归核化时期时，其功能也需要重新进行定位，不仅要支持主业的发展，也要为剥离及边缘化产业提供恰当的条件。因此企业内部资本市场的功能定位随着战略决策的改变而改变。

再次，企业在多元化经营时期由于要扩大规模，因此企业内部资本市场的运作方式主要是内部担保的运作方式，这样可以扩大融通资金量，为企业内部成员的发展提供资金支持，当企业进入归核化战略时期时，企业内部资本市场的运作方式主要是内部交易和内部借贷，这样企业内部就可以互利共赢，提高资本的配

置效率。内部资本市场的运作不总是对企业起正向作用，只有合理的内部资本运作才可以助力于企业的发展。

5.1.2 研究不足

由于云南白药归核化时期并未整体上市，所有的数据都来自于云南白药上市子公司的年报及其他信息，信息不够完善而且信息的真实性也无法实地确定，另外本人的研究水平有限，研究的视野存在一定的狭隘性，因此本文的研究存在一定的局限性。

第一，由于云南白药集团在多元化战略向归核化战略转变过程中并未整体上市，不能得到详细而完整的数据。将为数不多的上市企业进行研究，可能存在以偏概全的问题，而且企业的研究时间段不长，归核化及内部资本市场效率的延伸效果都没有办法完全分析出来，结论的可靠性有待商榷。

第二，本文在分析了云南白药的内部资本市场运作过程基础上运用王峰娟2012年提出的调整的利润敏感法和托宾Q值敏感法进行内部资本运作效率的测算，没有运用其他的效率测算方法，这在一定程度上对结论准确性产生影响。

第三，除了归核化战略以外，还有其他的影响因素。另外不同的企业本身情况是不同的，结论是否适用有待研究，因此可能存在一定的误差。

5.2 研究建议

（一）加强内部资本市场各主体管理

云南白药具有众多的子公司，作为内部资本市场的主体它们的利益关系错综复杂，直接影响内部资本市场的运作效果，因为内部资本配置效率不仅受企业总部的资源配置，而且还受企业内部利益的竞争，恶性竞争肯定会拉低资本配置效率，企业不仅要加强对企业总部的监督管理，也要加强对企业内部各主体的管理，具体可以从以下方面管理：

首先，加强企业内部各成员的内部控制。云南白药对企业内部各成员实行分级管理控制，战略管理对四大业务板块，而四大业务板块控制管理各自的子公司。根据委托代理理论，企业内部的各主体可能与企业的利益关系发生相左，本来企业子公司众多，为企业发展还需要收购和兼并，这样庞大的体系对于企业管理层

的管理水平提出了较高的要求,为了防止企业内部出现恶性竞争,企业管理层需要加强对各成员的管理,例如建立合理的企业内部控制体系、完善人才招聘程序、监督财务等,另外繁杂的体系也会加大管理层的管理成本,占用企业内部的资金,需要把控资金的占用额度。

其次,建立完善信息传递机制。根据信息不对称理论,企业内部各成员按照企业的要求进行资本运作必须依靠畅通的信息传递,良好的信息传递机制是企业内部资本有效运作的保证,因此企业需要建立和完善信息传递机制,保证信息的畅通,防止企业各成员间的信息胡乱传递和信息传递机制功能的正常运行,对于企业内部资本市场的运作也有重要作用。云南白药需重点把握系统数据的完整性、准确性与及时性,以及各个板块的信息传递情况,防止由于信息的传递而产生利益的纠葛。

(二) 重视内部资本市场面临的环境

环境是内部资本市场运作的起点。环境决定着企业战略的选择,战略继而的内部资本市场的功能及方式都产生决定性的影响。市场瞬息万变,企业面临突如其来的变动必定会遭遇重重阻碍,有可能挫败企业的盈利及偿债能力、降低内部资本市场的运行效率。对于云南白药而言,需要从以下方面进行完善:

首先加强公司治理。企业内部治理结构和治理水平容易受到外界环境变化的影响,因此企业需要提高整体的治理水平,另外企业也需要明确各层级的职责,加强管理层与控股股东的联动,保持企业能够长期稳定运转,因此需要重视环境对内部资本市场运行产生的影响。

其次,增强战略导向型内部资本市场管理意识。企业战略作用于内部资本市场主体,决定内部资本市场的功能及方式,最终影响内部资本市场的运作效果,战略导向性的资本管理是指企业战略与内部资本市场共同促进、辅助发展,战略推动内部资本的流通,内部资本助力企业战略的实现。基于战略的指导展开各项经济活动,且内部资本市场运作是在战略的指导下进行的,这样不仅有助于实现企业的战略,并且会促进企业的发展。当然也需要根据企业发展的情况随时做出调整,例如云南白药在多元化时期的资本管理主要以扩大融资,归核化时期的资本管理则为主营业务提供资金支持。

(三) 合理运作企业内部资本市场

大多数的公司通过内部资本市场都是为了缓解外部的融资约束并减少融资成本，云南白药也不例外，归核化后内部资本运作是有效的，企业的经济效果也是良好的，随着企业内部资本运作的规模的扩大，运作效率与经济效果存在同向关系。企业内部资本市场的合理运作可以降低交易成本、提高资本配置效率、助力实现企业战略。另外，企业需要加强对人才的重视，提高人才的综合素质，进行相关的培训及学习，促使内部资本市场更好地运作。

参考文献

- [1]Boutin,Xavier,etal.The Deep-Pocket Effect Of Internal Capital Markets[J].Journal Of Financial Economics,2013,122-145
- [2]Duchin,R.Sosyura,D.Divisional Managers and Internal Capital Markets[J].Journal of Finance,2013,387-429
- [3]Kim.D,Sung.T.Efficiency of Internal Capital Market:under a Controlling-Minority Shareholder Structure[J].Applied Economics Letters,2012,1889-1892
- [4]Peyer.U.C.andA,Shivdasani.Leverage and Internal Capital Markets: Evidence from Leveraged Recapitalizations[J].Journal of Financial Economics,2001, 477-515
- [5]Rajan,RH.Servaes and L.Zingales.The Cost of Diversity: The Diversification Discount and Inefficient Investment[J].Journal of Finance,2000,35~ 60
- [6]陈金龙, 谢建国. 系族企业内部资本市场存在性及效率研究. [J]. 宏观经济研究, 2010(11): 52-58
- [7]崔世娟, 孙利, 蓝海林. 中国企业归核化绩效研究[J]. 科学学与科学技术管理, 2009. 30(07): 164-172
- [8]程勇, 黄建华. 多元化还是归核化? ——基于企业核心资源视角的研究[J]. 科学学与科学技术管理, 2009, 05: 124-129
- [9]代英昌, 王峰娟. 企业集团内部资本市场效率及其关键影响因素分析——以中石化为例[J]. 财务与会计, 2012(12): 43-45
- [10]冯丽霞. 内部资本市场: 组织载体、交易与租金[J]. 会计研究, 2006(08): 37-43+96
- [11]傅继波, 杨朝军. 上市公司多元化经营与公司价值研究[J]. 中国地质大学学报, 2005(04): 36-40
- [12]付彦. 企业归核化战略的三维研究——基于资源、制度和组织经济学的视角[J]. 经济与管理研究, 2009(07): 86-91
- [13]付彦, 徐二明, 彭诚. 企业归核化战略的市场价值效应与管理研究[J]. 经济与管理研究, 2015(06): 121-128
- [14]顾乃康, 宁宇. 国外多元化折价研究的文献述评——基于内生性问题角度[J]. 现代管理科学, 2009(05): 25-26

- [15] 候莉颖, 张崩, 陈彪云. 归核化经营与绩效关系研究——基于上市地产公司的实证分析[J]. 管理现代化, 2012 (04): 94-95
- [16] 胡旭阳, 王丽萍. 我国银行内部资本市场效率研究——基于上市银行地区分部数据的实证分析. [J]. 财经论丛, 2009 (04): 36-42
- [17] 黄俊, 张天舒. 制度环境、企业集团与经济增长[J]. 金融研究, 2010 (06): 91-102
- [18] 陆军荣. 国外关于企业内部资本市场研究观点综述[J]. 经济纵横, 2005 (04): 73-76
- [19] 罗良忠. 基于归核化战略的企业收缩性资产重组初探[J]. 财贸研究, 2004 (05): 55-59
- [20] 李准锡. 国有大型企业“归核化”战略[J]. 大连民族学院学报, 2007 (06): 34-36
- [21] 李雨凡. 大健康布局下医药企业多元化战略探析——以云南白药为例[J]. 管理观察, 2019 (28): 12-14
- [22] 揭筱纹, 宋宝莉. 基于核心能力的适度多元化: 企业成长与发展的方向[J]. 经济学家, 2007 (01): 89-95
- [23] 康永红, 王丹. 全产业链模式下内部资本市场效率研究——基于中粮集团的案例分析[J]. 北方经济, 2013 (15): 85-86
- [24] 马逢田, 蒋智毅. 浅析企业多元化战略和归核化战略[J]. 商场现代化, 2010 (05): 42
- [25] 祁顺生. 归核化战略[M]. 上海: 复旦大学出版社, 2002
- [26] 邵军. 企业集团内部资本市场的功能与经济后果研究[M]. 上海: 立信会计出版社, 2007
- [27] 唐清泉, 李萍. 资产剥离业务重组的有效性研究[J]. 当代经济管理, 2016. 38 (07): 14-24
- [28] 石长波, 李东. 对我国中小型饭店归核化经营的研究[J]. 商业研究, 2006 (11): 79-81
- [29] 宋旭琴, 蓝海林, 向鑫. 相关多元化与归核化的研究综述[J]. 科学学与科学技术管理, 2007, 28 (04): 9-13
- [30] 孙戈兵. 多元化与归核化战略转换机制与表现形式: 动态一致性观点[J]. 改

革与战略, 2014(1):40-44

[31]王发清. 企业分拆与效率改进的相关性研究[J]. 管理世界, 2006(07):147-148

[32]王海莉. 基于价值评价的企业归核化经营决策分析[J]. 企业经济. 2005(12):61-63

[33]王峰娟, 谢志华. 内部资本市场与多元化的关系研究[J]. 北京工商大学学报(社会科学版), 2010(01):47-48

[34]王珊珊. 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[J]. 财务与会计, 2009(11):29-31

[35]王峰娟, 邹存良. 多元化程度与内部资本市场效率——基于分部数据的多案例研究[J]. 管理世界, 2009, (4):153-161

[36]王化成, 曾雪云. 专业化企业集团的内部资本市场与价值创造效应——基于中国三峡集团的案例研究[J]. 管理世界, 2012(12):155-168

[37]王蕾. 内部资本市场与多元化的关系[J]. 时代经贸, 2006(05):69-70

[38]王峰娟, 谢志华. 内部资本市场与多元化的关系研究[J]. 北京工商大学学报(社会科学版), 2010(01):43-48

[39]王海汀, 齐捧虎. 归核化战略:企业获得持续成长力的路径选择[J]. 大连理工大学学报(社会科学版), 2005(02):40-43

[40]王化成, 蒋艳霞, 珊珊, 张伟华, 邓路. 基于中国背景的内部资本市场研究:理论框架与研究建议[J]. 会计研究, 2011(07):28-37

[41]王辉, 孔爱国. 多元化与归核化的自选择特征及对公司价值的影响[J]. 复旦学报, 2013. (1). 18-28

[42]韦建成, 潘嘉仪. 企业内部资本市场效率研究——基于海航集团的案例研究[J]. 商业会计, 2016(13):67-68+89

[43]万良勇, 魏明海. 我国企业集团内部资本市场的困境与功能实现问题——以三九集团和三九医药为例. 当代财经, 2006(02):78-81

[44]席思国. 企业归核化战略及其对我国企业的启示[J]. 南开管理评论, 2002(12):35-38

[45]肖海莲, 巫岑. 归核化、R&D投资与企业绩效[J]. 管理现代化, 2016(04):70-

74

- [46]谢华,朱丽萍.基于企业集团多元化战略下的内部资本市场研究——以云天化集团为例[J].会计师,2008(06):17-21
- [47]姚俊,吕源,蓝海林.我国上市公司多元化与经济绩效关系的实证研究[J].管理世界,2004(11):111-117
- [48]袁奋强,焦跃华.内部资本市场研究述评——基于中国国内研究文献的分析[J].首都经济贸易大学学报,2013(03):106-115
- [49]袁奋强,张涛.资本配置功能实现与成员企业价值创造——基于内部资本市场的视角.会计与经济研究,2016(04):81-96
- [50]余琴.我国企业集团内部资本市场效率及影响因素研究[J].现代商业,2017(25):36-37
- [51]杨棉之,孙健,卢闯.企业集团内部资本市场的存在性与效率性.[J].会计研究,2010(04):50-56+96
- [52]张文龙,张改燕,冯鸿玑,张弦.内部资本市场与绩效传染——基于我国家族企业集团面板数据的证据[J].宏观经济研究,2016(03):85-97
- [53]赵勋,傅贤治.多元化、归核化对企业绩效的影响[J].合作经济与科技,2016(08):92-94
- [54]张画眉.归核化战略下企业内部资本市场运作——以云南白药为例 [J].财会通讯,2019(26):8-11
- [55]周勇,刘琦.试论企业多元化战略与归核化战略的相机抉择[J].商场现代化,2009(04):66
- [56]周业安,韩梅.上市公司内部资本市场研究——以华联超市借壳上市为例分析[J].管理世界,2003(11):118-125+143
- [57]周茜,胡玉明,陈晓敏.归核化能否提升企业绩效:基于中国资本市场的经验研究[J].财会通讯,2012(3).111-115
- [58]张会丽,陆正飞.集团化运营与管理的经济后果:研究评述与展望[J].经济与管理研究,2014(05):111-117

后记

论文的完成，从头到尾，都离不开沈老师的细心指导和传授的宝贵及经验。一日为师，终生为师。能遇见我的良师老师，是我人生的一大幸事。在导师身上我学到了对学业的“敬畏”和“精细”，教会我术业有专攻的精神和品质。沈老师做人的品格也震撼和感染了我，让我立志要成为和老师一样坦诚、正直和有格局的人。今后，我将践行老师对待学业的“精”和待人“真”的品质，不负老师这三年的教导。

其次我要感谢兰州财经大学会计学院的各位老师。感谢他们在研究生阶段对我的教导。谈及益友，非我三个舍友不可。踏进寝室的首个眼神交流，断定她们会是我一生的挚友，三年的共同生活很好的诠释我们的友情和深情。她们都是在我学习上有疑问、生活上有困难、情感上有疑惑给我解答、帮助和开导的人

最后要感谢我的父母，他们的关心和支持是我不断前进的动力。三年前，踏进校园，心里更多的是忐忑、慌张，还有压力。三年时间里，我感受到了青春的活力、蓬勃的朝气、成功的喜悦和暖心的呵护，收获了良师益友、渊博知识和志向使命。最后感谢百忙中评审本篇论文的老师，你们的指导让我受益匪浅。