

融资约束状态下沮丧资产剥离及其绩效研究

——基于百大集团的案例分析

■ 戴娟萍 史习民

公司财务理论、交易成本理论、委托代理理论、组织边界理论等都已在理论上阐释了资产剥离行为存在的合理性,但对资产剥离是否能为股东带来财富、为公司创造价值尚无定论。Montgomery & Thomas(1988)将资产剥离决策分为改善短期绩效的战术性剥离、从长期利益出发进行的战略性剥离和迫于压力的沮丧剥离三种类型。无论是战略性,还是战术性的资产剥离,都是基于公司或股东自身利益出发的一种投资行为,在不存在利益输送的非关联交易状态下,通常能够提升公司价值,为股东创造财富。沮丧的资产剥离或因公司外部的压力,或因公司自身的状态。外部压力主要来自于法律法规的限制,在这种状态下政府部门会依法强迫公司剥离其部分资产或业务。站在公司的角度,这是一种利他行为,其价值效应通常为负。迫于公司内部状态进行的资产剥离,站在公司角度是一种自利行为,是无奈之举,对公司价值和股东财富的影响具有不确定性。

2012年6月,百大集团将名下核心主业资产——杭州百大置业的40%股权(控股权)转让给杭州大厦;2013年5月,又因绿城房地产集团收回其持有杭州百大置业30%股份的投票权而失去对杭州百大置业的控制权。本文拟通过分析这一资产剥离交易的类型及其决策动因,探索融资约束状态下沮丧资产剥离的价值效应。

一、案例基本情况

百大集团的前身为杭州百货大楼。于1994年6月首次公开发行股票并在上交所挂牌上市。2006年,公司大股东杭州市投资控股有限公司将其持有的百大集团国有股全部转让给了西子联合控股有限公司(简称西子联合)。在公司控股权转让和控制权转移过程中,银泰投资有限公司通过二级市场的“举牌”和法人股的协议转让持续地增持公司股份,与西子联合争夺公司控制权。2008年1月,西子联合以百大集团百货资产20年经营租赁权,换取银泰投资的股权分置改革同意票,结束了控制权争夺。

百货资产被托管经营后,百大集团成为了一家只有货币资金、商业地产和股权投资,几乎没有实业的“空壳”公司。为谋求发展与财富增值,基于商业地产良好的发展前景和公司在百货零售领域积累的城市零售商业地产营运体验、丰富的客户资源和经营管理经验等优势,百大集团确立了“以商业地产板块为核心业务,以商贸运营和酒店连锁板块为周边业务,以金融投资板块为支持业务”的发展战略。2009年9月,公司注册成立了浙江百大置业有限公司(简称浙江百大置业)。同年10月,浙江百大置业和绿城房地产集团以26.5亿元的价格,联合竞拍获得庆春广场西侧27 908平方米的商业地块(西子国际项目),并设立项目公司——杭州百

大置业有限公司(简称杭州百大置业,其中浙江百大置业占70%、绿城房地产集团占30%)进行后续开发,踏上了向商业地产转型之路。项目于2011年5月动工兴建,预计2014年12月竣工,估算总投资57.61亿元。

2012年6月13日,百大集团发布公告:公司全资子公司浙江百大置业、控股孙公司杭州百大置业与杭州大厦签署《合作意向书》,拟以注册资本额加上按同期银行贷款利率计算的利息,即24 125万元的价格将其所持有的杭州百大置业40%的股权转让给杭州大厦,自股权转让完成之日起至杭州百大置业名下的西子国际商业物业开业届满两年之日期间,杭州大厦还有权向浙江百大置业额外收购其所持杭州百大置业不低于11%但不高于20%的股权。

2012年7月,股权转让完成,杭州大厦成为杭州百大置业的控股股东,浙江百大置业和绿城房地产集团各持30%。但根据此前签订的股权托管协议,在杭州百大置业的商业物业运营前,绿城房地产集团30%股权的表决权由浙江百大置业代为行使,且在杭州百大置业董事会的7个席位中,浙江百大置业拥有4席。因此,百大集团仍然是杭州百大置业的实际控制人。

2013年5月27日,百大集团发布绿城房地产集团拟与浙江百大解除委托持股关系、收回相关股权的表决权的提示

性公告。2013年6月6日,杭州百大置业、浙江百大置业、杭州大厦及绿城房地产集团签订《关于杭州百大置业之投资合作暨股东协议之补充协议》,同意绿城房地产集团解除与浙江百大置业之间的委托持股关系并收回相关股权的表决权,同时调整杭州百大置业董事人选的产生机制,7名董事会成员中浙江百大置业委派2名、杭州大厦推荐3名、绿城房地产集团推荐2名。

根据杭州百大置业2012年审计后的财务数据,其2012年12月31日的资产总额为392 498.87万元,占百大集团同期资产总额(484 667.01万元)的80.98%。按照《重大资产重组管理办法》的相关规定,出售杭州百大置业40%股权构成重大资产重组。在2013年6月24日召开的百大集团临时股东大会上,审议通过了资产重组方案。2013年8月30日,浙江百大置业代绿城房地产集团持有的30%的股权完成工商变更登记手续。2013年9月,中国证监会核准了这一重大资产重组。

二、剥离交易决策及其动因

1. 剥离交易决策: 沮丧的资产剥离

首先,百大集团出售杭州百大置业的控股权属于自愿性、非关联交易资产剥离。杭州百大置业的主要资产是西子国际项目,截至2012年3月31日,西子国际项目的存货(开发成本)余额为395 278.53万元,占杭州百大置业总资产(405 153.70万元)的98%。显然,将杭州百大置业出售给杭州大厦是企业的自主决策,不是因法律法规的制约而被进行的非自愿行为。而且杭州大厦是杭州市国有独资企业杭州市商贸旅游集团的控股子公司,与百大集团及其大股东西子联合不存在关联关系。因此,这一交易为非关联交易。

其次,此次资产剥离不是战略性资产剥离。基于公司长远利益的战略性剥离,通常是将不再适合自己的资产或与公司未来发展战略不相关的非核心业务剥离出去,以减轻自身的负担或提高投资



回报率,为公司创造价值、为股东创造财富。截止目前为止,除西子国际项目外,百大集团没有其他的商业地产项目储备,酒店连锁板块仍停留在注册子公司阶段。出售旗下唯一的商业综合体项目,无论是对于公司战略中的核心业务商业地产,还是对于商贸运营和酒店连锁等周边业务的发展,都是极为不利的。百大集团在资产重组公告中也提到:西子国际项目建成之后,物业出售会给公司带来较大利润回报,持有物业的商业运营会增强公司长期的业务盈利能力和核心竞争力。将这样优质的资产剥离,显然不是基于公司长期利益考虑的战略性资产剥离。

最后,此次资产剥离也非战术性资产剥离。资产剥离对百大集团的资产负债表产生了重大影响,但交易获得的投资收益远小于被剥离资产未来可实现的盈利。重大资产重组前,百大集团通过浙江百大置业对杭州百大置业拥有控制权,其长期股权投资按照成本法核算,同时将杭州百大置业纳入合并财务报表范围。交易完成后,浙江百大置业对杭州百大置业由控制变为重大影响,剩余的长期股权投资将由成本法转为权益法核算,杭州百大置业将不再纳入百大集团的合并财务报表范围,合并财务报表的资产、负债及所有者权益将大幅度下降,通过统借统贷以及委托贷款的形式向杭州百大

提供的资金形成关联债权,另因长期股权投资核算方法变更、剩余30%股权以公允价值重估以及出借资金的利息收益,百大集团合计可获得9 492.62万元的投资收益。但根据评估机构给出的西子国际项目的资产经济指标明细,假设项目房产全部出售,按目前市价估算,销售总额可达93.4亿元,参照房地产上市公司同类交易税费的计算方法,可实现净利润14.8亿元。百大集团没理由为获得9 000多万元的当期利润而将未来能够带来十几亿利润的项目控股权出售。

由此可见,百大集团剥离杭州百大置业,既不是基于价值创造的战略性资产剥离,也不是为了报表重组的战术性资产剥离,而应该是迫于压力的沮丧资产剥离,是无奈之举。

2. 剥离决策动因: 来自公司层面的融资约束

孙春晓(2013)综合国内外学者的研究,将剥离决策的影响因素归纳为产业层面、公司层面和业务层面。就本案例来说,从产业层面看,杭州百大置业的西子国际项目为商业地产项目。国际经验表明:人均GDP在3 000~8 000美元是商业地产起步期,大于8 000美元进入加速发展期。2012年我国人均GDP超过6 000美元,商业地产正处于起步期,一线城市已进入加速发展期。可见,剥离杭

州百大置业显然不是为了适应环境。从业务层面看,西子国际项目在地理位置、模块组合和项目设计等方面具有良好的竞争优势和一定的核心竞争力。如果不出售,项目交付使用后房产预售收入的确认可以大幅增厚公司每股收益,五星级酒店和国际名品广场的运营不仅能持续为公司带来不菲的营业收入和利润,而且还将大大增强公司长期的业务盈利能力和核心竞争力。百大集团没有将杭州百大置业的股权全部出售这一行为本身也传递了项目投资效益不错的信号。那么,公司是由于什么原因将这样的优质资产出售?

笔者认为,百大集团之所以将投资效益良好的核心主业资产杭州百大置业的控股权和控制权转让给杭州大厦,根本动因是公司业已恶化的资本结构和严重的融资约束。从表面上看,此次资产剥离的交易时点是失去项目公司控制权的2013年,实际上是控股权出售的2012年。正是当时的这一交易注定了在未来的某一时点,杭州大厦或按协议期权进一步增持股份,或绿城房地产集团收回持有股份的投票权,杭州百大置业的控制权终将失去。由于西子国际项目的建设资金主要来源于银行借款,截至2011年12月31日,百大集团的负债总额已达27.45亿元,资产负债率为62.09%。虽然对房地产公司来说,这样的资产负债率水平还不算太高,但问题是百大集团的负债中没有来自房产预售的款项,经营性负债仅为4.18亿元,金融债务却高达23.27亿元。另一方面,因房地产调控,涉及房地产业务的上市公司的再融资闸门基本关闭。2011年年底百大集团的货币资金只有5.10亿元,2012年又有5.66亿元的股权信托资金及报酬需要支付,短期借款和一年内到期长期借款合计高达9.34亿元,西子国际项目的房产预售还是个未知数。可见,如何完成融资“接力”并筹措到新的建设资金是摆在百大集团面前急需解决的难题。在没能为项目公司寻找到财务投资者,或愿意成为少数股东的战略

表1 百大集团剥离交易累计超额收益率数据表

比对指数	[-5, 5]	[-10, 10]	[-20, 20]
上证综指	1.77%	-4.70%	-6.03%
房地产指数	0.89%	-6.86%	-12.86%
商业指数	-0.34%	-6.44%	-4.19%

投资者的情况下,百大集团只能将项目公司控股权和控制权转让给愿意接盘的杭州大厦,以免陷于资金链断裂的财务危机之中。

三、资产剥离的价值效应

资产剥离的价值效应主要体现在股东财富和企业价值两个方面。本文利用事件研究法来观察资产剥离的短期市场反应以及对股东财富的影响;运用净现值来考察交易对公司价值创造的影响。

1. 市场反应:股票的超额收益率为负,剥离交易毁损了股东财富

本文以控股权出售的首次公告日2012年6月13日为事件基准日($t=0$),分别选择[-5, +5]、[-10, +10]和[-20, +20]作为事件公告的时间窗,用市场指数调整模型计算累计超额收益率(CAR),计算公式为: $CAR_{it} = \sum_{t=-5}^{t=+5} AR_{it}$ 。式中: $AR_{it} = R_{it} - R_{mt}$; R_{it} 为百大集团股票在交易日 t 的实际收益率; R_{mt} 为交易日 t 的市场指数收益率。

百大集团是一家正由百货零售业向商业地产公司转型、在上交所上市的小市值公司。考虑行业因素,本文在测算超额收益率时分别选择了上证综指、房地产指数和商业指数等作为市场指数。百大集团资产剥离交易的累计超额收益率数据见表1。

由表1可见,百大集团股票收益率在三个时间窗口内,除[-5, +5]的两个数据为微正外,其余全部为负,并且随着时间窗口期延长, CAR负数值呈增大趋势。可见,剥离消息的宣告毁损了公司股东的财富,投资者担忧公司未来的发展以及价值创造。

2. 财务绩效:项目净现值大于零,剥离交易造成公司价值减损

虽然资产出售协议签订于2012年,但因与绿城房地产集团有股权代持协议,剥离资产控制权转移发生于2013年,剥离交易的财务绩效体现在2013年度及其以后年度的财务报表中。因此,目前还不能使用基于会计报表数据的财务分析方法考察交易的长期财务绩效。由于杭州百大置业名下只有西子国际一个项目,控股权的转让价是对应的注册资本额加上按同期银行贷款利率计算的利息。因此,本文通过测算西子国际项目的净现值来分析剥离交易对公司价值的影响。如果项目的净现值大于零,说明这样的剥离交易将导致公司价值的减损。

在百大集团发布的公告中,没有查询到关于西子国际项目财务可行性的定量分析资料,只有一些零散的定性描述。本文依据公司2009~2012年度报告、2012年股权转让公告和2013年重大资产重组报告中所披露的相关数据与资料,假设2012年10月取得预售许可证的建筑面积共计108 814.17平方米(其中写字楼104 567.05平方米、商贸4 247.12平方米)按市价出售、剩余物业(包括42 182.95平方米写字楼、酒店式公寓和56 646.88平方米商业物业)按市价用于招租经营,1 137个车位按现行市价全部出售并于2015年回笼资金,房地产开发建设阶段和商业综合体营运阶段的项目现金流量如表2、表3所示。

考虑到经营风险和财务风险的差异,房地产开发阶段和商贸运营阶段现金流量分别按7.57%和6.538%的折现率折现。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。

表2

房地产开发阶段年现金流量数据表(2009~2015年)

单位:万元

项目	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
房产销售净流入				36 036.00	138 600.00	137 587.63	137 587.63
车库出售收入							22 740.00
建设投资	-50 000	- 219 726.70	-31 878.46	-37 767.13	- 85 969.90	-85 969.89	
营业税金及附加							-25 189.43
销售管理费用			- 540.91	- 1 087.86	- 2 704.12	- 2 347.44	- 1 485.29
所得税额							-41 859
净现金流量	-50 000	-219 726.70	- 32 419.37	- 2 818.99	49 925.98	49 270.30	91 793.91

表3

商贸营运阶段现金流量数据表(2016~2050年)

单位:万元

项目	2016~2050	2050	备注
年租金收入	25 009.12		
营业税金及附加	-1 400.51		
销售管理费用	- 1 250.46		
所得税额	-3 664.75		
残值净流入		57 610.00	投资总额10%
净现金流量	18 693.40	57 610.00	

四、启示

百大集团的资产剥离决策及其价值效应留给我们许多思索,对公司的财务运作极具启示。

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个月后,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。笔者认为,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。

(作者单位:浙江财经大学会计学院)

责任编辑 陈利花

参考文献:

1. 孙春晓. 2013. 公司治理、剥离决策与剥离绩效关系研究. 北京: 经济科学出版社
2. Montgomery & Thomas. 1988. Divestment: Motives and Gains. Strategic Management Journal, 9