

私募股权并购的经济效应分析

——以“深创投”并购“开元控股”为例

徐子尧^{1,2}(博士) 赵苗苗²

(1.中国社科院数量经济与技术经济研究所 北京 100732 2.四川大学经济学院 成都 610065)

【摘要】本文以“深创投”私募股权基金并购“开元控股”为例,通过财务指标和经营战略分析该并购案例的经济效应。研究发现,“深创投”并购后,“开元控股”的产业布局和经营模式发生较大变化,盈利能力、现金获取能力、发展能力以及短期偿债能力都有明显提升,但长期偿债风险有所增大。“深创投”退出后,“开元控股”各项指标依然延续了退出前的增长趋势,偿债能力、营运能力也有所改善。同时,“深创投”在此次投资中也获取了高额回报。

【关键词】私募股权基金 并购 经济效应 财务指标

一、引言

进入21世纪以来,私募股权投资基金中的并购基金得到快速发展,其投融资规模和影响力已大幅超过风险投资基金。私募股权并购基金不同于风险投资基金,其投资对象主要是有增值潜力的成熟公司,基金管理人在投资后会以积极投资者的身份深度参与公司内部管理,其目标在于重新优化配置所投资公司的产业结构与治理结构,在短期内(通常为5~8年)挖掘其增值潜力,快速提升公司价值。在公司运营状况改善、效益得到提高后,私募股权并购基金会寻求良好时机退出,获取收益。对被投资公司而言,私募股权是一种融资方式,这种外部市场融资方式会给公司带来崭新的治理模式和发展理念;对私募股权投资机构而言,通过股权投资可获取高额收益。

要全面考察私募基金对所投资公司的影响,不仅应分析私募基金并购后公司价值的变化,也应对私募基金退出后公司的经营状况进行分析。在本文中,我们将视角对准了“深创投”投资“开元控股”的案例,分并购前、并购后、退出后三个阶段进行分析,以期能够得出更有说服力的结论。

二、“深创投”收购“开元控股”

“深创投”即深圳市创新投资集团有限公司,由深圳市政府于1999年发起设立,主要从事创业投资、股权投资与增值、基金管理等业务,是国内较有影响力的本土创业投资公司,截至2013年3月,“深创投”累计投资项目已达463个,累计投资金额约125亿元人民币,其中87家投资企业分别在国内17个资本市场实现上市融资。

“开元控股”即西安开元控股集团股份有限公司,是全国首批向社会公开发行股票的企业之一,于1993

年8月9日在深圳证券交易所挂牌上市。“开元控股”的主营业务是百货零售,公司上市以后,经营业绩稳步提升,一度成为当时西安市乃至西北地区最大的零售业企业。随着市场经济改革的不断深化,百货零售行业竞争日趋激烈,人们的消费需求呈现多元化、个性化的特征,“开元控股”由于历史原因,其固有的经营理念以及单一的经营方式很难适应零售业市场的新变化,“开元控股”的市场份额不断受到压缩,利润也出现一定程度的缩水。

2004年,西安市财政局为了扶持传统产业进行转型升级,决定为“开元控股”引入战略投资者,当时“开元控股”的第一大股东西安高新医院有限公司的持股比例为23.11%,第二大股东西安市财政局持有21.51%的股权。经多方对比竞价,西安市财政局最终与“深创投”签订《股权转让协议》,西安市财政局将持有的“开元控股”国家股2804.6293万股拟转让给“深创投”,每股转让价格为3.7835元,双方于2004年12月29日正式办理了股权过户手续。“深创投”投资持股“开元控股”约5年的时间,于2009年陆续退出其股权。

三、“深创投”对“开元控股”并购后的整合

1. 战略整合。并购实施完成后,“深创投”在对“开元控股”内外部市场环境进行深入调研分析的基础上,设计了全方位的战略调整方案,将公司定位于以百货零售业为主、涉及多领域经营的投资管理企业集团。具体而言,零售业的经营模式从单体经营向百货连锁发展,经营投资范围在以零售业为主的基础上有选择地向煤炭、金融、房地产等其他领域进军。在确定了公司的战略发展思路后,“深创投”作为大股东积极推动“开元控股”的资产重组,调整投资结构,力求寻找新的利润增长点。

在资产重组方面,“开元控股”在2006年、2007年两年内实施了一系列剥离资产和收购股权的行为,将非核心资产进行出售或者剥离,以增强公司的核心竞争力,并为公司的收购提供资金,有效提高了公司潜在的盈利能力。相关资本运作事件如下:

2006年:①以17 767.50万元收购西安天峻能源投资管理有限公司75%的股权;②以3 830万元收购陕西省紫阳县苗河板岩矿采矿权;③以8 580万元出售“北辰星座”房地产一期项目,实现收益780万元。

2007年:①以2 900万元收购陕西三秦能源董东煤业有限公司45%的股权;②以19 600万元出售西安天峻能源投资管理有限公司75%的股权,实现收益1 832.50万元;③以8 720万元出售横山县天云煤矿有限公司83.24%的股权,实现收益1 220万元;④以4 150万元出售陕西省紫阳县苗河板岩矿采矿权,实现收益320万元。

“深创投”投资“开元控股”后,“开元控股”实施了由单体经营向连锁经营转变的战略步伐,公司的市场网络开始走出西安,向陕西省二级地市扩展,短短五年就构造出“四城五店”的经营格局,体现出公司对市场区域范围的重新定位。此外,公司在以经营零售业为主的基础上,有选择地向煤炭、金融、房地产等其他领域进军,初步形成了多业态发展的战略布局。

2. 公司治理。2005年公司第六届董事会会议审议通过《有关修改股东大会议事规则的议案》、《关于修改公司章程的议案》和重新修订过的《董事会议事规则》,对公司现存的相关制度进行了一定的修改和补充。公司还新设成立公司执行委员会,并赋予执行委员会对公司各项决议和政策的贯彻实施、对投资事项由于现实条件变化而进行相应调整的直接决定权等职能,这实质上加强了对项目实施的后跟踪和管理,提高了项目实施过程中的风险敏感度。

四、“开元控股”的财务信息分析

本部分将通过2003~2004年(私募加入前)、2005~2009年(私募加入后)和2010~2012年(私募退出后)三个阶段“开元控股”的财务指标值进行对比分析,以探究“深创投”加入前后及退出前后,“开元控股”整体经营水平的变化情况,进而对此次私募基金并购的效果进行评估。财务指标数据均通过上市公司年报基本数据整理而得。

1. 盈利能力分析。从表1可以看出,“深创投”投资后,“开元控股”的盈利能力逐步提升。2007年和2010年的盈利能力明显高于其他年份,这主要是因为这两年有大额出售相关资产的投资收益以及在2007年资产扩张速度迅速回落。在扣除这些非正常收益后,发现各项资产类的收益率指标呈明显上升趋势,体现了企业自有资本利用效率的提高;同时营业利润类指标也有较好的增长,说明

“开元控股”主营业务经营基础更加稳健,经营效益逐步提高。“深创投”退出后,“开元控股”的盈利能力依然保持了这种趋势。但在盈利能力增长的同时,各项费用率指标也出现明显上涨,体现出“开元控股”在成本控制方面并未有效改善。

表1 “开元控股”盈利能力指标

	营业净利率	营业毛利率	营业利润率	总资产收益率	营业费用率	管理费用率	财务费用率
2003	0.036	0.12	0.054	0.05	0.02	0.05	0.007
2004	0.020	0.12	0.046	0.034	0.023	0.053	0.007
2005	0.024	0.12	0.048	0.037	0.024	0.058	0.009
2006	0.027	0.16	0.052	0.035	0.028	0.059	0.013
2007	0.050	0.17	0.072	0.056	0.039	0.055	0.013
2008	0.035	0.16	0.047	0.037	0.033	0.059	0.012
2009	0.034	0.16	0.050	0.037	0.028	0.055	0.011
2010	0.060	0.18	0.085	0.059	0.035	0.072	0.01
2011	0.038	0.18	0.055	0.043	0.031	0.066	0.009
2012	0.033	0.190	0.05	0.033	0.035	0.080	0.019

2. 现金获取能力分析。从表2可以看出,“深创投”入股后,营业收入现金比率、利润现金比率以及盈余现金保障倍数指标上涨非常明显,表明公司获取现金能力的不断增强,这对于公司日常经营和发展具有重要意义。“开元控股”在“深创投”退出后获取现金能力依然保持强劲增长势头,由于公司在2009年和2010年采取了10股送5股的股利政策,使得每股经营活动现金净流量有所下降。

表2 “开元控股”现金获取能力指标

	营业收入现金比率	利润现金比率	盈余现金保障倍数	每股经营活动现金流量
2003	0.06	1.01	1.86	0.59
2004	0.05	1.05	2.34	0.54
2005	0.06	1.24	2.45	0.72
2006	0.08	1.53	2.92	0.88
2007	0.13	1.80	2.89	1.54
2008	0.12	2.44	3.96	1.58
2009	0.12	2.51	3.66	0.75
2010	0.11	1.39	1.88	0.40
2011	0.14	2.54	3.68	0.66
2012	0.14	3.03	4.38	0.68

另外,从“开元控股”现金流量指标可以看出,“开元控股”经营活动产生的现金净流量为正且不断增加,投资活动产生的现金流量净额大多为负,可以判断出“开元控股”处于高速发展期,同时为了扩大市场份额,公司进行了大量的追加投资。筹资活动现金流量净额在“深创投”进入后逐年增加,“深创投”刚刚退出的2010年、2011年,筹资活动现金流量急剧下跌,2012年才有所增长,由此看

出,“深创投”确实发挥了自身融资能力的优势,为公司的发展提供了一定的输血功能。

3. 发展能力分析。由表3数据得知,“深创投”并购后,“开元控股”的资产规模迅速扩张,2005年和2006年资产增长率分别达到31.35%、18.1%,成长能力显著提高;在2009年“深创投”完全退出后,“开元控股”继续进行了大规模的资产扩张,2010年扩张速度有所回落,以后各年都维持在比较高的水平,公司的总体实力不断增强。

另外,从总利润增长率、净利润增长率、营业利润增长率、营业收入增长率指标来看,在消除2003、2007和2010年由于资产剥离带来的高额投资收益因素,并进行趋势分析后,发现四个指标均具有向上的发展趋势。因此,私募股权的加入对“开元控股”的发展能力产生了正效应,其成长能力得以提高。

表3 “开元控股”发展能力指标

	总资产增长率	资本积累率	总利润增长率
2003	0.070	0.114	0.234
2004	0.019	0.005	-0.131
2005	0.313	0.046	0.137
2006	0.181	0.062	0.122
2007	0.056	0.181	0.492
2008	0.209	0.110	-0.242
2009	0.386	0.573	0.164
2010	0.114	0.138	0.840
2011	0.162	0.046	-0.107
2012	0.155	0.067	-0.132

4. 风险控制能力。由表4可以看出,“开元控股”的短期偿债能力指标在“深创投”加入后表现为时升时降,但平均水平有所提升,尤其与2004年相比,短期偿债能力提升明显。“深创投”退出后,现金比率未出现明显变化,流动比率和速动比率在2010年骤然上升,随后又迅速回落,指标值较不稳定,虽平均水平较私募退出前有小幅下降,但总体变化不大,依然保持了较高的短期抗风险能力。

表4 “开元控股”短期偿债能力指标

	流动比率	速动比率	现金比率
2003	0.72	0.67	0.52
2004	0.50	0.47	0.29
2005	0.69	0.66	0.38
2006	0.57	0.53	0.17
2007	1.01	0.98	0.56
2008	0.90	0.86	0.47
2009	0.66	0.56	0.53
2010	0.92	0.80	0.74
2011	0.48	0.46	0.41
2012	0.59	0.57	0.55

就长期偿债能力指标而言,如表5所示,“深创投”加入后资产负债率、债务权益率和权益乘数呈明显上升趋势,而利息保障倍数指标平均值却急剧下降至原来的一半,这主要是由于“深创投”的加入提升了公司的融资能力,以负债的方式进行了大规模的资产扩张,使得财务杠杆增大,利息支出增多,长期偿债能力减弱。“深创投”退出后,除2012年财务杠杆明显增加外,资本结构并未发生重大变化,由于获取现金能力的增强,利息保障倍数有所提高。

表5 “开元控股”长期偿债能力指标

	资产负债率	债务权益率	权益乘数	利息保障倍数
2003	0.46	0.97	2.13	13.18
2004	0.46	1.00	2.16	11.16
2005	0.57	1.54	2.71	6.63
2006	0.58	1.74	3.02	4.66
2007	0.57	1.53	2.70	5.73
2008	0.60	1.76	2.94	4.62
2009	0.61	1.58	2.59	5.38
2010	0.61	1.53	2.53	7.76
2011	0.64	1.81	2.81	6.64
2012	0.67	2.04	3.04	3.66

5. 营运能力分析。从表6可以看出,“深创投”加入后,“开元控股”的总资产周转率下滑显著,应收账款周转率和存货周转率都出现下降趋势。主要原因在于,资产规模的迅速扩张一定程度拉低了总资产的利用效率,同时,由于“开元控股”的业务扩张至零售业以外的其他行业,而这些行业资产的周转率会明显低于零售行业,运营能力的降低在一定程度上反映了“深创投”并购后存在短期内扩张速度过快的问题。“深创投”退出后,“开元控股”采取了放松销售赊销条件以减少存货并提高存货周转率的销售策略,2011年该策略取得了良好收益,2012年公司的营运能力进一步提升。

表6 “开元控股”营运能力指标

	应收账款 周转率	固定资产 周转率	总资产 周转率	存货 周转率	股东权益 周转率
2003	1 834	3.27	1.60	83.02	3.48
2004	3 148	3.61	1.72	122.63	3.69
2005	229.84	4.06	1.59	123.81	3.88
2006	79.28	3.66	1.36	87.41	3.90
2007	83.39	3.64	1.26	81.26	3.57
2008	128.31	5.00	1.27	79.94	3.59
2009	242.73	3.15	1.11	28.74	3.01
2010	441.49	2.45	0.98	17.39	2.52
2011	333.38	2.50	1.15	32.51	3.09
2012	151.69	2.02	1.00	60.15	2.00

五、“深创投”的投资回报分析

“深创投”此次投资支出及回报分析涉及以下事件：

1. 受让股权。2004年2月6日与西安市财政局签订《股权转让协议》，作为受让方受让出让方持有的2 804.629 3万股国家股，并以现金一次性支付全部款项。

2. 股权分置改革。“开元控股”在2006年3月30日实施了股权分置改革，公司以资本公积金方式向当时的相关流通股全体股东每十股转增4.091股，相当于非流通股股东以流通股股东每十股获得2.4股的对价获得了上市流通权，公司股本总数由原来的130 378 296股变为148 155 522股，股改后“深创投”的持股比例由原来的21.51%变为18.93%，仍为公司的第二大股东。

本次股改后，“深创投”所持股份于2007年3月31日解除限售7 407 776股(占总股本5%)，2008年3月31日解除限售7 407 776股(占总股本5%)，2009年3月31日后解除限售股13 230 741股(占总股本8.93%)，至此，“深创投”股份全部解禁。

3. 现金分红。在“深创投”持股期间，获得三次分红，分红方案见表7。因此，减持前“深创投”每股分红合计0.432元，共获现金分红12 115 998.58元。

表7

公告日期	分红年度	分红方案(每十股)		
		送股	转增	派息
2007-08-18	2006	0	0	1.50
2006-07-18	2005	0	0	1.32
2005-07-29	2004	0	0	1.50

4. 出让股权。“深创投”在股权解禁后先后多次减持，减持过程见表8。截至2009年4月3日，“深创投”共获得股权减持收入232 026 283.1元，加上红利收入，共收入244 142 281.4元，“深创投”投资期间综合回报率为130.07%。

表8

交易时间	减持数量(股)	卖出均价(元/股)	减持方式
2008年9月4日	7 363 300	6.73	大宗交易
2009年1月12日	44 476	7.26	集中竞价
2009年1月21日	1 360 000	7.02	集中竞价
2009年2月23日	121 555	8.01	集中竞价
2009年2月26日	1 285 922	7.56	集中竞价
2009年3月16日	4 640 299	7.21	大宗交易
2009年4月3日	148 176	8.99	集中竞价
2009年4月3日	7 259 600	9.04	大宗交易
2009年4月16日	5 822 965	10.56	大宗交易

六、结论

第一，从发展战略来看，“深创投”不仅为“开元控股”带来了先进的管理、投资经验，还在对公司现有资产进行

有效盘活、剥离重组的基础上，对公司未来的发展战略进行了科学的规划。在原有的百货经营方面，“开元控股”在经营模式、发展业态、市场开拓等方面进行了一系列适应市场变化的革新，成功实现了由单体经营到“四城五店”连锁百货经营模式的转变。在做强零售业的前提下，“开元控股”进一步有选择地进入了金融、能源、高科技、医药等行业，拓宽了公司经营领域。

第二，从财务数据来看，“深创投”并购后，“开元控股”的盈利能力、现金获取能力、发展能力以及短期偿债能力都出现明显提升，公司经营效益提高。但同时，公司的长期偿债风险加大，这主要是由于大规模的资产扩张加大了“开元控股”的融资需求，而资产规模的迅速扩张也在一定程度上降低了企业的营运能力。

第三，“深创投”退出后，“开元控股”盈利能力、现金获取能力和发展能力依然延续了退出前的增长趋势，而偿债能力、营运能力有所改善，公司的经营状况不断向好的方向发展，这与前期“深创投”对“开元控股”经营战略的布局调整是密不可分的。

第四，“深创投”在此次投资中获取了高达130.07%的投资回报，收益主要来源于股权买卖价差。西安市财政局以每股3.783 5元的价格将“开元控股”21.51%的股权转让给了“深创投”，远低于股权签订当月的平均收盘价6.07元，“深创投”在2008、2009年数次减持开元股权的整个过程中，减持价格最低为每股6.03元，高者则达10.56元。此外，“深创投”还通过三次分红获取了每股0.432元的现金收益，分红的次数与金额与“开元控股”的实际经营效益相符，不存在通过过度分红来瓜分公司利益的行为，在“深创投”并购前，“开元控股”曾在2001~2004年度分别进行了每十股派息1.8、1.6、2、2.2元四次分红派息，其分红派息的力度和频率远高于“深创投”入股后。

【注】本文系国家自然科学基金“私募股权并购投资对我国上市公司治理机制的影响研究”(编号:71350009)、中国博士后基金第53批“中国私募股权并购投资:制度约束、治理机制与治理效应”(编号:2013M530813)、中央高校学科前沿与交叉创新研究项目“基于私募股权投资基金的公司治理机制:理论模型与经验研究”(编号:skqy201329)、四川省软科学项目“四川省科技金融结合的创新机制研究”(编号:2013ZR0009)、教育部人文社科青年基金“人口老龄化对资产价格的影响研究:基于中国市场的实证”(编号:13XJC790007)的研究成果。

主要参考文献

1. 黄嵩,魏恩道.私募股权基金的价值创造研究.农村金融研究,2011;4
2. 杨丹辉,渠慎宁.私募基金参与跨国并购:核心动机、特定优势及其影响.中国工业经济,2009;3