

宝钢股份资产剥离：支撑抑或掏空？

史习民(教授) 戴娟萍(教授)

(浙江财经大学会计学院 杭州 310012)

【摘要】处于行业下行周期的宝钢股份,以**451.93**亿元的价格将旗下的不锈钢和特种钢资产出售给公司的控股股东宝钢集团。资本市场对这一交易有着诸多评论与争议。本文研究发现:宝钢股份的资产剥离不仅显著地改善了公司的财务业绩,还为流通股股东提供了短线交易机会,公司股票的长期投资价值得以提升。这说明资产剥离提升了公司价值,为股东创造了财富。

【关键词】资产剥离 财务绩效 股东财富 “支撑”行为

一、引言

2011年12月12日,宝钢股份发布了拟向宝钢集团及其关联公司出售不锈钢和特钢相关资产的公告。宝钢股份的不锈钢和特钢资产,是公司于2005年用增发募集资金从宝钢集团收购而来的。在这6年多时间里,宝钢股份通过协同管理、调整产品结构、同业对标找差距等,努力提升不锈钢和特钢资产的盈利能力,但成效不大,仍然徘徊于盈亏平衡的边缘。不锈钢和特钢资产自进入上市公司以来的收入、成本及毛利率数据见表1(单位:亿元)。

表1 宝钢股份不锈钢和特钢毛利率数据表

项目	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年
不锈钢	营业收入	90.51	188.62	205.82	149.76	141.06	176.87
	营业成本	99.74	165.57	217.71	163.82	135.16	175.35
	毛利率	-10.2%	12.22%	-5.78%	-9.39%	4.18%	0.86%
特钢	营业收入	44.76	79.78	105.61	96.50	64.95	98.01
	营业成本	42.46	73.57	107.56	99.26	73.45	101.00
	毛利率	5.13%	7.78%	-1.85%	-2.86%	-13.08%	-3.05%

质或数量关系,由审计人员通过设定计算、判断或限制条件建立的,用于验证审计事项实际的性质或数量关系,从而对被审计单位经济活动的真实性、合法性做出正确的判断。

在一个具体的审计项目中,我们应该按照“整体分析模型——类别分析模型——重点分析模型”的流程来建立分析模式,开展数据分析工作,从总体到细节,逐步深入。

整体分析的主要目的是从整体上分析、把握被审计单位的财务状况、经营成果,对其生成的XBRL实例文档形成一个总体概念和认识,初步确定审计的重点范围。XBRL文档审计整体分析层面主要包括的内容有:对XBRL文档中列报的资产、负债、损益、现金流等进行总体分析;计算有关财务指标和业务指标。

类别分析的主要目的是从业务类别上对被审计单位的主要业务入手进行较为深入的分析,查找其经营管理中存在的薄弱环节,锁定审计重点。XBRL文档审计业务类别分析层面主要包括的内容有:对XBRL实例文档生成器从数据库提取的底层数据进行分析,结合被审计单

位的具体业务,从多个分析角度确定审计重点。可以通过建立结构分析模型、毛利率趋势分析图、销售/业务趋势分析模型等来实现发现问题、锁定审计重点的目的。

在确定了审计的重点范围之后,就可以开始进行个体审计,针对重点问题构建个体分析模型,审查数据之间的勾稽关系、数据处理逻辑,最终得出结论。

主要参考文献

1. 潘定,潘云嫻.XBRL财务报告的语义形式化研究.第十届全国会计信息化年会论文集,2011
2. 汪元华.XBRL对注册会计师行业信息化的影响分析.第十届全国会计信息化年会论文集,2011
3. 孙凡.XBRL鉴证服务探讨.第十届全国会计信息化年会论文集,2011
4. 刘方中.中国XBRL分类账分类标准中数据元素设置浅析.中国管理信息化,2010;4
5. 郑延,牛艳芳.XARL——可提供验证信息的会计报告语言相关问题探讨.中国管理信息化,2008;17
6. 张天西,高锦萍.XBRL对审计的影响研究.当代财经,2007;6

2008年爆发的金融危机,对已进入行业下行周期的钢铁类公司的冲击极为巨大;我国经济转型以及房地产调控,对钢铁行业公司更是雪上加霜。金融危机后,由于下游需求低迷,上游铁矿石价格却依然坚挺,加之劳动力成本的持续上升,钢铁行业公司步入了极为艰难的时期。在此背景下,宝钢集团接手微利或亏损的不锈钢和特钢资产,或可解读为大股东对上市公司的“支撑”。然而,资本市场上部分投资者并不认同这一资产剥离交易,认为经过几年的培育与发展,不锈钢和特钢资产的经营已有一定的起色,且还有不菲的土地价值,在行业不景气的背景下被当作不良资产剥离,公司的利益受到了损害。

通过观察剥离交易对股东财富和企业价值的影响,可以寻找或发现上市公司与大股东之间利益输送的痕迹。在剥离交易中如果存在大股东的“掏空”行为,必然会导致上市公司价值减损和中小股东财富毁损;如为“支撑”行为,则有助于公司价值的提升,为中小股东创造财富。参与资本市场上日常交易的是少数股权。在不存在控股权争夺的情况下,公司股票价格的变动反映的是中小股东的财富增减。本文通过测算公司股票超额收益率和财务指标的变化来观察资产剥离交易对中小股东财富和企业价值的影响,以探寻剥离的动因以及其中可能存在的利益输送问题。

二、案例基本情况

宝山钢铁股份有限公司是由宝钢集团有限公司独家发起设立,于2000年2月在上海注册成立,主要从事钢铁产品的制造和销售。2000年11月,公司以每股4.18元发行价向社会公开发行人民币普通股(A股)18.77亿股,并在上海证券交易所上市交易。大股东宝钢集团持有76.97%的公司股票,处于绝对控股地位。

宝钢股份经营业务聚集于钢铁业,主要产品包括碳钢、不锈钢和特钢三大类,其中碳钢业务是公司收入和利润的主要来源。2011年末公司的总资产为2 311亿元,2011年度营业收入和净利润分别为2 228.57亿元和77.36亿元,为中国最大钢铁制造企业。受资产剥离交易的影响,2012年公司总资产和营业收入略有下降,净利润有较大幅度的上升,分别为2 143.57亿元、1 915.12亿元和104.33亿元。

(一)资产剥离事件

因筹划部分资产调整事宜,宝钢股份股票于2011年12月6日起停牌。12月12日,公司发布复牌公告,表示为

优化资产配置,巩固并强化公司在优质碳钢扁平材领域的领先地位,拟向控股股东上海宝钢集团及其关联公司出售不锈钢、特钢事业部的相关资产。

2012年2月28日,宝钢股份公告了资产剥离方案:向宝钢集团出售宁波宝新不锈钢有限公司54%股权、上海实达精密不锈钢有限公司40%股权、日鸿不锈钢(上海)有限公司20%股权;向上海宝钢不锈钢公司出售不锈钢事业部全部资产及少量经营性负债;向宝钢特钢公司出售特钢事业部全部资产及少量经营性负债、上海宝钢特殊金属材料有限公司100%股权、宝银特种钢管有限公司58.50%股权、上海五钢气体有限责任公司94.50%股权、中航特材工业(西安)有限公司9.71%股权。剥离资产及剥离交易的基本情况见表2(单位:亿元)。

表2 剥离资产及剥离交易的基本情况表

项 目	账面价值	评估值	交易方	基准价	交割时间	交易金额	转让收益
不锈钢事业部资产	200.89	265.29	上海宝钢 不锈钢公司	256.30	2012年 4月1日	413.1	90.9
特钢事业部资产	148.39	174.91	宝钢 特钢公司	169.72	2012年 4月1日		
宝特金属100%股权	0.63	0.72					
宝银钢管58.5%股权	1.05	0.93					
五钢气体94.5%股权	1.11	1.09					
中航特材9.71%股权	0.40	0.40					
宁波宝新54%股权	15.78	19.57	宝钢集团	25.91	2012年 9月1日	26.6	4.9
实达精密40%股权	5.11	6.16					
日鸿不锈钢20%股权	0.11	0.18					
合 计	373.47	469.26		451.93		439.7	95.8

(二)剥离交易的类型解读

资产剥离可以根据不同的依据进行类型划分,本案例的交易性质与类型可以认定为:

1. 自愿性资产剥离。按是否符合公司的意愿,资产剥离可分为自愿性资产剥离和非自愿(或强制性)资产剥离。后者是政府相关部门或司法机关依据反垄断法等法律法规,迫使公司剥离其部分资产或业务的行为。虽然宝钢股份为中国最大钢铁企业,但其经营优势主要是在碳钢领域。2011年公司不锈钢产品销售量为135.3万吨,特钢产品销售量为96.2万吨,国内市场占有率不到15%,不存在市场垄断问题。因此,剥离不锈钢和特钢资产是基于公司的自主意愿,为自愿性资产剥离。

2. 关联交易资产剥离。按交易双方是否存在关联关系,资产剥离可分为关联交易资产剥离和非关联交易资产剥离。宝钢集团是宝钢股份的控股大股东,持有公司74.87%的股份;上海宝钢不锈钢公司和宝钢特钢公司是宝钢集团的全资子公司,交易双方存在关联关系。因此,这一资产剥离交易为关联交易。

3. 战略性资产剥离。按剥离后公司战略是否重新定

位,资产剥离可分为战略性资产剥离和战术性资产剥离。前者从长远利益出发,后者则着眼于公司短期绩效的改善。随着不锈钢和特钢资产的剥离,宝钢股份战略目标由“成为全球最具竞争力的钢铁企业”,修正为“成为全球最具竞争力的碳钢板材供应商”,资产剥离所获得资金的很大一部分被用于湛江钢铁(碳钢)基地项目建设。因此,这一资产剥离解读为战略性剥离更为合理。

4. 横向资产剥离。按剥离资产与留存资产的产业关联,资产剥离可分为横向资产剥离、纵向资产剥离和混合资产剥离。不锈钢和特钢资产剥离后,宝钢股份将专注于碳钢业务。宝钢股份原本就是一个专业化的钢铁公司,资产剥离虽然减少了公司业务和产品种类,但不锈钢、特钢与碳钢只是钢铁产品中的不同品类。因此,将其解读为横向剥离比混合剥离更为适宜。

三、资产剥离的短期绩效分析

资产剥离的短期绩效包括市场绩效和财务绩效两个方面。

(一)市场绩效:市场反应积极,给中小股东提供了短线交易机会

事件研究法是通过观察研究事件发生时公司股票价格是否异常波动以及是否产生“超额收益率”,用于反映上市公司资产剥离的短期市场绩效。本文以资产剥离首次公告日2011年12月12日为事件基准日($t=0$),采用市场指数调整模型(以市场指数收益率为正常收益率)计算超额收益率(AR_{it}):

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt}$$

式中: R_{it} 为宝钢股份在 t 交易日的实际收益率; R_{mt} 为 t 交易日的市场收益率。考虑到钢铁工业的强周期性,正常收益率除选择上证综指,还选择了上证原材料行业指数。

Kothari和Warner(2006)研究表明:剥离消息通常会在事前泄露给投资者,如果事件窗口过小,就会错过事件早期的市场反应,过大则会鱼目混珠,无法得到与事件相关性很强的效应。本文选择 $[-5, 5]$ 、 $[-10, 10]$ 、 $[-20, 20]$ 、 $[-30, 30]$ 四个时间窗,观察事件的累计超额收益率(CAR)。股价在 $[t_1, t_2]$ 期间的累计超额收益率的计算公式为:

$$CAR_{it} = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{it}$$

宝钢股份资产剥离交易在 $[-5, 5]$ 、 $[-10, 10]$ 、 $[-20, 20]$ 、 $[-30, 30]$ 期间的累计超额收益率见表3。

表3 宝钢股份资产剥离交易累计超额收益率

项目	时间窗			
	$[-5, 5]$	$[-10, 10]$	$[-20, 20]$	$[-30, 30]$
对上证综指的CAR	1.53%	7.17%	3.93%	0.75%
对上证原材料行业指数的CAR	17.22%	26.73%	22.76%	8.95%

公司的股价在事件日 $[-5, 5]$ 、 $[-10, 10]$ 、 $[-20, 20]$ 、 $[-30, 30]$ 各个时间窗口,CAR全部为正,表明宝钢股份资产剥离具有极为显著的正效应,给公司中小股东提供了短期投机交易机会。在行业下行周期中,资产剥离事件相对于行业指数的累计超额收益率值很大,其中在 $[-10, 10]$ 时间窗内达到了26.73%,说明市场对剥离交易的反应是积极的。

(二)财务绩效:经营资产收益率和当期利润上升,财务状况改善

全行业的“冬天”让作为中国钢铁业龙头企业的宝钢股份无法独善其身。在此背景下剥离盈利能力较差的不锈钢和特钢资产,不仅可以有效提升经营资产盈利能力,还能获得不菲的资产评估增值收益,并在一定程度上改善公司的财务状况,短期财务绩效显著。

资产剥离交易不仅提高了公司的经营资产收益率,还降低了财务费用,对公司价值创造极为有利。宝钢股份不锈钢和特钢资产的成本竞争力较弱,一直徘徊于盈亏平衡的边缘。2011年不锈钢和特钢事业部合计利润为-15.4亿元。出售盈利能力差的资产,可以在一定程度上降低经营压力和风险,提升公司总体盈利水平。因此,不理想的运营业绩是其进行资产剥离的动因之一。此外,在此资产剥离交易中,宝钢股份一次性获得现金226.92亿元,并在未来5年内每年能获得45亿元资金及利息流入。从公司的融资成本、资金运作效率及分期付款利息水平等因素测算,资产剥离使公司当年财务费用降低约14亿元。

资产剥离交易对公司营业收入的影响有限,却大幅提升了当期的利润总额和净利润。不锈钢、特钢资产的剥离,虽然导致公司的钢产量下降400万吨左右,但由于不锈钢事业部和特钢事业部以及宁波宝新的绝大部分产品仍将通过宝钢股份子公司上海宝钢国际经济贸易有限公司、海外公司等平台销售,因此,对公司营业收入的影响较小,预计下降31.27亿元(占2011年营业收入的1.40%)。剥离资产的评估增值率为25.65%,评估价值较账面价值增加95.80亿元,剥离交易价格按评估值确定,因此,宝钢股份因剥离交易获得95.8亿元的税前收益。2012年,宝钢股份在营业利润同比下降-59.30%的情况下,利润总额同比增长41.90%,归属于上市公司股东的净利润同比增长41.08%,主要是资产剥离带来的非经常性收益所致。

剥离交易缩小了公司的经营范围,但对总资产规模影响不大,而公司的财务状况却得到了较大的改善。随着账面价值373.47亿元的不锈钢和特钢资产剥离,宝钢股份从这两个领域退出来,经营范围缩小了。然而,资产剥离只是资产的一进一出,资产总额不仅不会因此减少,还可能由于资产的评估增值而增加。资产剥离完成后,宝钢股份的经营资产减少了373.47亿元,经营资产规模下降

约16%,但货币资金和长期应收款合计却增加了452亿元,公司的总资产不仅没有减少,还增加了27.64亿元。由于与剥离资产相关的负债剥离以及剥离资产评估增值,公司的总负债减少了53.91亿元、所有者权益增加了81.55亿元,加之作为交易对价的226.92亿元货币资金的流入,公司的财务状况得以改善。

四、资产剥离的长期绩效分析

良好的短期财务绩效和积极的市场反应,并不意味着长期资本价值的创造。本文通过测算公司股票购买持有超额收益率以及剥离资产获得的资金投资效益或运用效果分析来观察资产剥离长期绩效。

(一)市场绩效:购买持有超额收益率为正,公司股票的投资价值提升

用事件研究法来衡量财务交易是否能为股东创造价值,具有短时间性且假设资本市场有效。然而,理论模型及实证研究表明,中国资本市场具有很强的投机性,价格不仅反映公司内在价值,还反映短期投机因素。因此,短期累计超额收益率的正负,有时并不能切实反映财务交易是否为股东创造了价值(朱武祥、杜丽虹,2004)。

宝钢股份剥离不锈钢和特钢资产迄今已两年有余。笔者分别以上证综指和上证原材料行业指数为基准,测算了宝钢股份资产剥离购买持有超额收益率,结果均为正,表明长期市场绩效良好。宝钢股份剥离不锈钢和特钢资产的购买持有超额收益率数据见表4。

表4 宝钢股份资产剥离交易购买持有超额收益率

	持有1年	持有2年
对上证综指的BHAR	11.17%	11.76%
对上证原材料行业指数的BHAR		17.57%

表4数据显示,资产剥离交易公告后2年内公司股票价格表现出强势特征。以上证原材料行业指数为基准的2年购买持有超额收益率为17.57%,以上证综指为基准的2年购买持有超额收益率为-0.29%。如果某一投资者于剥离公告日购入宝钢股份股票,持有2年的收益率虽然为-4.16%,但远远超过上证原材料行业指数的收益率,与上证综指的收益率基本持平。相对于综合指数的购买持有超额收益率之所以为微负,是因为行业的不景气。如果没有资产剥离,公司股票的购买持有收益率会较上证综指收益率低很多。这说明资产剥离提升了公司股票投资价值。

(二)财务绩效:预期盈利能力增加,每股净资产和每股收益上升

资产剥离是否提升公司价值,在很大程度上取决于是单纯的公司收缩还是以退为进的发展战略,以及新的投资项目预期收益是否高于剥离资产。单纯的公司收缩

无助于长期资本价值创造,只有当剥离资产对价的投资收益率高于被剥离资产,才能提升公司价值。宝钢股份资产剥离所获得的资金,主要用于湛江钢铁项目的建设和回购公司股份,因此,资产剥离的长期财务绩效主要受制于湛江项目投资效益以及股份回购效果的。

完成资产剥离后,宝钢股份于2012年10月31日出资49.8亿元收购广州市国资委持有的湛江钢铁71.80%股权。股权收购完成后,又通过向湛江钢铁进行增资方式(由70.93亿元增加到80亿元)向湛江钢铁投入建设资金,使持股比例上升到75%。2013年8月23日再次单方面增资120亿元,持股比例进一步上升至90%。在碳钢业务上,宝钢股份具有很强的差异化竞争优势和核心竞争力。湛江钢铁基地项目的建设,可使宝钢既有的管理能力和沉淀的技术资源转化为现实竞争力,实现优化产品结构、拓展市场份额和跨地域经营,并能降低生产成本、减少物流费用、改善客户服务,有利于公司长期业绩的改善。湛江钢铁项目静态总投资415亿元,已于2013年5月开工,预计2016年9月全面建成投产。一期建成后,宝钢股份将新增粗钢能力871万吨、钢材生产能力637万吨,预计收益接近宝钢股份上海总部的水平,内部收益率约为9%。不锈钢和特钢业务,虽然未来的发展前景不错,但宝钢股份的竞争优势不明显,成本劣势却难以得到根本性的解决,未来的业绩预期不如湛江钢铁。

与此同时,宝钢股份于2012年9月21日至2013年5月21日,耗资50亿元回购股票1 040 323 164股,占原总股本的5.90%,占扣除宝钢集团持股后的原股本23.7%。回购价最高5.00元/股、最低4.51元/股,均低于股份回购前宝钢股份每股净资产6.80元,公司的每股净资产和每股收益因此上升,回购绩效良好。不过,由于回购股票的注销,导致公司发行在外的流通股减少,控股股东宝钢集团的持股比例也由回购前的74.97%增加到79.71%。

五、结语

综上所述,宝钢股份向宝钢集团剥离不锈钢和特钢资产,公司股票的市场反应是积极的,购买持有超额收益率为正,市场绩效良好;资产剥离增加了公司的盈利,改善了财务状况,并对公司长期财务业绩的提升产生积极的影响。这充分说明此资产剥离提升了公司价值,为股东创造了财富,是基于价值创造的财务交易。如果说在这一资产剥离交易中上市公司与大股东有利益输送的话,那也表现为大股东对上市公司的“支撑”,而非“掏空”。

主要参考文献

1. 陈玉罡,李善民.资产剥离如何不毁损价值?基于价值驱动指标的实证研究.管理评论,2010;1
2. 贺建钢,魏明海,刘峰.利益输送、媒体监督与公司治理:五粮液案例研究.管理世界,2008;10