

# 中国远洋战术性资产剥离及其价值效应

魏妍忻 戴娟萍(教授)

(浙江财经大学会计学院 杭州 310018)

**【摘要】** 资产剥离特别是改善短期绩效的战术性资产剥离,对公司价值效应的影响尚无定论。面对强大退市风险的中国远洋,在**2013**年剥离三项资产,通过战术性资产剥离扭亏为盈,保住上市资格。研究发现:战术性资产剥离的总体价值效应并不确定;剥离的资产属性对股东价值产生不同的影响,剥离混合资产为股东创造价值,剥离纵向资产会毁损股东价值。本文的结论对研究战术性资产剥离如何为股东创造价值具有启示意义。

**【关键词】** 资产剥离 剥离类型 资产属性 价值效应

## 一、引言

伴随着战略变革的盛行,资产剥离作为收缩战略的重要内容日益频繁。在关于资产剥离的价值效应研究上,国内学者并未得到一致的结论。剥离交易会致公司股价和财务指标产生不同程度的波动和变化,国内学者通常借助事件研究法和财务指标法来检验资产剥离的绩效。徐虹等(2013)、陈庆勇等(2007)、罗良忠等(2006)、金桩等(2006)在检验短期窗口的累计调整收益率时的结论并不统一;阎晓春等(2013)、王天(2011)、安灵等(2007)在以财务绩效为评价标准的研究中发现,虽然公司在资产剥离完成后的当年绩效有明显的提升,但是其长期绩效表现却并不一致。上述研究结论的差异,与大样本实证检验方法中选取的样本数据、窗口期和财务指标有很大的关联,而案例研究通过对单个案例的深入剖析,可以为“资产剥离如何创造价值”这一命题提供更为具体的证据,更具有实践意义。

剥离类型按照剥离后公司战略是否重新定位为战略性资产剥离和战术性资产剥离。然而,与实证检验相比,现有文献中对资产剥离案例的研究明显不足,且主要集中在战略性资产剥离上。李丽娜等(2013)认为宝钢股份的资产剥离是公司适应环境变化及内部情况转变而进行的战略调整,通过剥离不锈钢、特钢事业部资产使得公司回归主业,巩固并强化公司在优质碳钢扁平材领域的领先地位;李善民等(2005)认为深圳万科为集中主业,针对非核心业务进行的“瘦身”运动为公司创造了价值,给股东带来了正的累计调整回报率。

诚然,战略性资产剥离通过对公司业务组合的重新定位和经济资源的重新配置,提高了企业的经营效率或效益,但是不可否认,当公司由于经济周期等原因处于

营困难时,基于改善短期绩效的战术性资产剥离则显得十分必要,它充分考虑了资本市场对公司净利润的预期。综上所述,对战术性资产剥离的案例研究十分必要,但鉴于我国制度背景的该方面研究尚存在较大的缺口。

中国远洋**2011**、**2012**年连续亏损,在依靠主营扭亏困难的情况下,**2013**年公司分别剥离出了旗下的三项资产,包括处于航运产业链上的纵向资产——中国远洋物流有限公司**100%**股权、中远集装箱工业有限公司**100%**股权,以及与主营业务无关的混合资产——青岛远洋资产管理有限公司**81%**股权和上海天宏力资产管理有限公司**81%**股权。巨额的剥离收益确保了公司扭亏为盈,避免直接退市的风险。本文将首先对中国远洋资产剥离类型进行分析,探索战术性资产剥离的总体价值效应,以及不同属性剥离资产的选择对剥离绩效的影响。

## 二、案例概况

中国远洋(601919),即中国远洋控股股份有限公司,于**2007**年在上海证券交易所上市,公司控股股东为中国远洋运输(集团)总公司,是全球第二大综合性航运企业,实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。中国远洋自上市以来始终奉行增长型战略,在发展过程中对航运价值链不断整合,航运、物流、码头、货代、租箱等公司之间密切的业务往来,形成打造完整主业产业链的关键环节。

由于行业周期、企业战略决策失误等各方面原因,中国远洋在**2011**年、**2012**年分别亏损**104.5**亿元、**95**亿元。根据证监会的相关规定,因为公司连续两年亏损,**2013**年**3**月起实行“退市风险警示”特别处理,股票简称变为“\*ST远洋”。本文根据上交所网站中公司披露的公告整理出\*ST远洋资产剥离事件概况,详见表**1**。

表1 中国远洋资产剥离事件概览

首次公告日	资产剥离事件
2013年3月28日	拟将控股子公司中国远洋物流有限公司100%股权以67.39亿元的价格转让给母公司中远集团
2013年5月21日	拟将中国远洋控股子公司中远太平洋下属子公司中远集装箱工业有限公司所持有的中集集团4.3亿股A股以及1.48亿股H股作价75.4亿元转让给关联方Long Honor Investments Limited
2013年8月30日	拟将青岛远洋资产管理有限公司81%股权以20.58亿元价格转让给关联方裕航投资有限公司;同时将上海天宏力资产管理有限公司81%股权作价16.8亿元转让给关联方领惠投资有限公司

由表1看出,中国远洋在2013年与其关联方之间总共进行了三次资产剥离交易,前后两次剥离发生的时间间隔很短。剥离出的资产包括纵向资产和混合资产,其中3月28日和5月21日剥离的中远物流和中集集团股权是公司航运价值链上的重要环节,属于与主营业务相关的纵向资产;8月30日剥离出的青岛远洋和上海天宏力公司的主要收益源自对地产项目的管理,主要资产是分别位于青岛CBD的远洋大厦和上海市虹口区东大名路378号上海远洋大厦的房地产,因此属于与主营业务无关的混合资产。

### 三、中国远洋资产剥离类型:战术性资产剥离

按照剥离是否改变公司的战略定位,资产剥离可以分为战略性资产剥离和战术性资产剥离。战略性资产剥离中剥离者更加注重公司的长期绩效,是为了增强企业的竞争能力而做出的战略调整;而战术性资产剥离更多的通过与关联方之间的交易转移利润、获取可观的剥离收益,主要是以改善公司短期绩效为目标。

基于公司长期绩效的战略性资产剥离,通常是已不再适合自己的资产或业务剥离出去,是为增强企业的竞争能力而做出的战略调整。协同效应是中国远洋核心价值的体现,完整航运产业链使得公司在各板块经营上既能够优势互补、提高经营效率,又能有效分散营运风险、对抗航运业周期。在资产剥离前,中国远洋打造的完整航运产业链能够有效促进各个板块间的紧密协作,减少信息不对称引发的管理成本,降低交易费用,优化内部资源配置整合,从而更好地控制全程运输链。然而,中国远洋却将贡献利润的“现金牛”——中远物流和中集集团股份剥离出去,将使板块间的经营效率降低,对抗风险能力不足,供应链上各环节的协同作用减弱,更加不利于推进“由全球承运人向全球物流经营人转变”战略目标。将这样优质的资产剥离出去,显然不是出于公司长远利益考虑的战略资产剥离。

根据沪深交易所2012年新修订的退市规则规定,上市公司如果连续亏损两年,其股票将被实施退市风险警

示(\*ST)特别处理;如果连续三年亏损,其股票交易将被暂停上市。中国远洋因为连续亏损两年而在2013年3月被特别处理,为了避免被暂停上市,在2013年公司就会存在竭力调高利润的动机,从最大程度上避免公司继续亏损,使企业扭亏为盈。特别是在我国特殊的制度背景下,退市成本十分昂贵,一旦退市,对股东或者上市公司都是莫大的损失。因此,当中国远洋被特别处理而航运业整体复苏情况并不明朗的时候,在依靠主业扭亏困难的情况下,实施战术性资产剥离是保住其上市资格,实现自我救赎的必然选择。

2013年年报显示,中国远洋2013年实现了2.35亿元的微利,其中包含约84.75亿元的剥离收益。可见,如果公司没有这几项资产剥离交易,那么其利润仍处于亏损状态。资产剥离收益通过“投资收益”科目直接计入利润表中,中国远洋通过处置中国远洋物流有限公司100%股权、中远集装箱工业有限公司100%股权、青岛远洋资产管理有限公司81%股权和上海天宏力资产管理有限公司81%股权分别获得18.46亿元、29.39亿元、36.9亿元的投资收益,共计高达84.75亿元的剥离收益。然而假设中国远洋未出售这几项资产,按2012年贡献利润测算剥离资产在2013年实现的收入,2013年这三项资产将为公司带来总计约22.91亿元(18.95+3.91+0.05)的净利润。如果剔除资产剥离带来的投资收益的影响,假设中国远洋未剥离这几项资产,截至出售日已计入利润表的3.46亿元(2.35+1.3-0.19),那么2013年实现的净利润应为-62.95(2.35-84.75+22.91-3.46),距离公司实现盈利的目标相差甚远。

由此可见,中国远洋的资产剥离并不是基于长远价值创造的战略性资产剥离,而是基于改善短期绩效的战术性资产剥离。一方面,资产剥离避免了公司由于特别处理而退市的风险,保护和巩固了在资本市场融资这一渠道。另一方面,剥离收益确保了公司在2013年扭亏为盈,大大改善了公司的财务绩效。

### 四、资产剥离价值效应:剥离混合资产创造股东财富,剥离纵向资产毁损股东财富

资产剥离的价值效应主要体现在股东财富和公司价值两个方面,包括短期内股东通过资产剥离交易获得正常或超额的股票收益率,以及从长远来讲资产剥离是否影响了公司的长期财务绩效。由于中国远洋在2013年发生的资产剥离,无法根据现有数据分析长期财务业绩,因此本文仅采用事件研究法检验事件的短期市场绩效和对股东财富的影响。

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,窗口过大则会鱼目混珠,无法得到与剥离事件相关性很强的效应。因此,本文分别选择[-2,+2]、[-5,+5]、[-10,+10]作

为事件公告的时间窗,考虑在这些窗口期间累计回报率的变化,并把它与市场指数累计回报率进行比较和调整,即累计调整回报率(CAR)等于个股累计实际回报率减去市场指数累计实际回报率。本文采用的数据来源于同花顺iFinD,个股的实际回报率采用每日的收盘价格,市场指数的实际回报率采用上证指数的收盘指数,实证结果详见表2。

表2 中国远洋资产剥离首次公告日的累计调整回报率

资产剥离公告日	[- 2, +2]	[- 5, +5]	[- 10, +10]
2013年3月28日	- 6.30%	- 7.55%	- 8.47%
2013年5月21日	- 3.58%	- 7.49%	- 0.39%
2013年8月30日	4.79%	11.72%	11.78%

表2的实证结果表明,中国远洋战术性资产剥离总体的价值效应并不明确,但是剥离不同属性资产对股东价值创造的影响方向显著不同。在[- 2, +2]、[- 5, +5]、[- 10, +10]的时间窗口期,三次剥离的CAR平均值分别为- 1.69%、- 1.11%、0.97%,说明市场对中国远洋资产剥离的总体反应并不确定。然而当公司3月28日或5月21日剥离出产业链上的纵向资产时,研究的三个窗口期的CAR均为一致的负值;而当公司8月30日剥离出混合资产时,三个窗口期的CAR值又呈现显著的正值,且随着时间窗口期的延长,CAR正值呈逐渐增大趋势。因此,在战术性资产剥离下,剥离不同属性资产对股东价值创造存在差异。

之所以市场对剥离混合资产有良好的预期,首先因为混合剥离是对原先过度多元化中片面追求“量的增长”的修正。公司实施非相关多元化时既需有内部的需要,更需公司有内在的能力。在地产业不景气的时候,中国远洋剥离出该业务一方面能降低公司非相关多元化的程度,消除因不具备从事地产业务而相配套的人力资源、基础设施、市场渠道等因素而导致的负协同效应;另一方面有助于公司收缩到最具竞争力的行业和核心业务上,集中资源做好优势业务,使异质性强的资源与相关业务的高异质性资源进行匹配,减少代理成本,提高剩余资产的盈利。

资产剥离创造公司价值的关键在于对各类资源的有效组合及利用,剥离的目的是对关键资源加以控制或减少对其的依赖。而中国远洋剥离出的纵向资产因为处于产业链上的重要环节,与公司剩余业务单位有较高的战略上的契合,尤其是当外部环境不确定时,剥离活动缩短了公司航运价值链的长度,增加了公司的交易费用,难以起到优化资源配置、进行产业整合的目的,即使航运业整体回暖,可能也难以满足中国远洋进一步发展的需要,所以其剥离绩效并不乐观。

## 五、结论

本文以中国远洋资产剥离事件为例,研究公司的剥离类型及其价值效应,发现剥离资产属性与股东价值之间存在关系。研究表明:中国远洋的资产剥离主要是基于改善短期绩效的战术性资产剥离,战术性资产剥离总体价值效应并不确定;剥离资产属性对股东价值的影响方向不同,剥离混合资产能够为股东创造财富,但是剥离纵向资产却会毁损股东财富。

战术性资产剥离是公司改善短期绩效的有效手段之一。在我国特殊的制度背景下,当公司因外部经营环境不佳而面临强大的退市风险时,战术性资产剥离产生的剥离收益有助于公司迅速扭亏为盈,因此通常被认为是与绩效相关的剥离。考虑到资本市场对公司净利润的预期,战术性资产剥离使得公司的股价不至于一落千丈,甚至于丧失上市资格。正所谓“皮之不存,毛将焉附”,公司的短期利益如果都无法兼顾,那么谈及长期利益只能是空中楼阁。

由于不同性质剥离资产的选择会对公司的价值创造产生不同的影响,所以公司在进行战术性资产剥离时可以优先考虑剥离混合资产。剥离混合资产通过消除与公司核心业务无关的部分,重新集聚,使公司能够致力于那些具有专业知识、专业技能和长期承诺的主营业务,重新获得竞争优势,实现了公司“曲线救国”的目标,也不会对公司的可持续发展能力产生阻碍。

## 主要参考文献

1. 徐虹. 产权配置、地方政府干预与上市公司资产剥离——基于同属管辖交易视角的研究. 会计与经济研究, 2013; 1
2. 阎晓春, 嵇莉莉. 我国上市公司资产剥离绩效的实证研究. 金融与经济, 2013; 5
3. 李丽娜, 吴春峰, 张昊. 国企改革的发展: 宝钢资产剥离分析. 西安石油大学学报(社会科学版), 2013; 22
4. 王天. 资产重组对ST公司改善盈利能力的分析. 管理现代化, 2011; 2
5. 陈庆勇, 韩立岩, 孙春明. 资产剥离是实际控制人掏空上市公司的手段吗——来自我国上市公司的诊断性检验. 生产力研究, 2007; 12
6. 安灵, 刘星. 资产出售的财富效应存在吗?——基于上市公司资产出售动机的经验证据. 证券市场导报, 2007; 6
7. 金桩, 蒋序怀, 郭彩霞. 中国上市公司资产重组绩效的分类事件收益研究. 华东师范大学学报(哲学社会科学版), 2006; 38
8. 罗良忠, 史占中. 我国上市公司资产剥离宣告效应实证分析. 电子科技大学学报, 2006; 4