

沮丧资产剥离的特征及其短期绩效

——基于亿城投资的案例分析

吕静宜, 苏志鹏

(广州大学华软软件学院, 广州 510990; 广东工程职业技术学院外语经贸学院, 广州 510520)

【摘要】 本文通过对上市公司亿城投资股份有限公司的历次剥离事件研究,总结了来自市场或是企业内部压力所致的沮丧资产剥离的特征,并运用事件研究法和财务指标法对剥离短期绩效进行分析,发现亿城投资的资产剥离行为在短期内没有明显地改善公司业绩。因此,企业面对内部资金压力时应充分考虑企业整体战略目标而作出资产剥离决策。

【关键词】 沮丧; 资产剥离; 绩效; 战略目标

一、引言

面对企业规模日益扩大所造成的产品结构不合理、债务负担沉重、主业竞争力下降、整体经营业绩下滑等一系列现实问题,我国大部分企业开始关注资产剥离,并将其作为企业的战略方案实施。作为收缩性资本运营方式之一,资产剥离逐渐成为上市公司日常经营的组成部分。以战略理论、公司财务理论、组织行为理论、交易成本理论等为理论基础的剥离被证明对企业确实具有一定的战略意义。

但剥离能否给企业带来积极的剥离绩效尚无定论,国内外学者对剥离绩效评价的实证研究得出的结论存在诸多差异,认为剥离可能给剥离公司带来积极的或者消极的绩效。严复海(2014)统计所有关于剥离绩效的研究文献,发现62%的研究结论认为资产剥离绩效明显,其中多数(38%)证明资产剥离能够在短期内提升企业价值,对长期绩效的认同则相对较低(24%)。Boudreaux(1975)首次运用事件研究法,以1965~1970年自愿和非自愿剥离的公司为样本,研究了剥离公告对股份的影响,发现自愿剥离产生积极影响,非自愿剥离产生消极影响;Mulherin & Boone(2000)以1990~1995年59个行业的1305家公司为样本,运用事件研究法,采用累积异常回报指标,得出剥离宣布产生积极的财富效应,而且财富效应与剥离的规模和产生的协同效应正相关的结论;Hanson & Song(2003)对1980~1991年225个剥离样本进行了OSL回归分析,认为剥离对剥离公司的净现值增加具有积极作用,剥离宣布往往会产生良好的市场反应;John和Ofek、Haynest等都得到了资产剥离能够改善企业经营业绩的结论。李善民,王彩萍(2005)以万科股份有限公司为例,研究发现历次资产剥离给万科股份有限公司的股东带来了

正的累计调整回报,公司业绩不断提升,剥离给企业创造了价值;卫建国等(2009)研究发现,资产剥离存在非关联交易的情况下,长期绩效业绩显著提高,且长期资产负债率低的公司资产剥离的长期绩效显著改善,资产剥离规模相对较大的公司长期绩效改善更加显著。而Alexander、Benson & Kampmeyer(1984)等认为,剥离行为并没有改善剥离公司的财务状况,累计异常报酬率也为负,显然并不显著。王俊(2006)、胡洁(2005)都认为,资产剥离并没有给上市公司带来持续性的业绩改善,样本在事件窗口内的累积平均超额收益出现负值。阎晓春、嵇菊莉(2013)采用因子分析法对2009年发生资产剥离的上市公司前后共四年的绩效综合得分进行检验得出,公司资产剥离只能够在短期内改善其绩效,但从长期来看并没有带来持久的绩效提高。

针对上述结论不同的研究,也有学者分析了其原因,认为是由于在评价剥离绩效时没有考虑公司内外部因素的影响所致(严复海、李焕生)。徐虹(2012)研究发现,市场化程度越高,地方政府干预越少,公司剥离后的业绩就越好。冀宏研究认为,剥离绩效产生的差异是因为剥离决策动因不同。不同的剥离动因确实会引起市场的不同反应。因此,对剥离绩效的评价首先应区分不同性质的剥离。Montgomery & Thomas(1998)将剥离决策分为三种类型:战略性的(strategic),从长期利益出发进行的剥离;战术性的(tactical),目的在于改善短期绩效的剥离;沮丧的(distress),迫于市场压力的剥离。战略(strategic)和战术(tactical)剥离者因为基于企业长期发展的视角看待企业所处的困境,通过战略重新调整,以适应变革的环境,实现企业的可持续发展(Montgomery & Thomas, 1997),因此,通常能够提升公司价值。而沮丧的剥离被认为是来自政

府或市场甚至内部的压力所致,站在公司角度是一种无奈之举,对公司价值和股东财富的影响具有很大的不确定性(戴娟萍、史习民,2014)。

因此,本文将结合相关理论对亿城投资(股票代码:000616)近年发生的资产剥离行为进行分析,探讨因企业内部压力所致的沮丧型资产剥离对企业绩效产生的影响,为企业在内部资金压力所致的情况下选择剥离行为提供参考。

二、案例介绍

(一)案例公司基本情况

亿城投资股份有限公司前身为亿城股份,由大连渤海饭店集团公司等三家机构于1993年共同发起设立,1996年经中国证监会批准向社会公开发行股票,公司由定向募集公司转变为社会公众公司。公司以房地产项目开发、销售商品房、自有房屋物业管理等为主营业务。2013年8月7日,海航资本以16.1亿元高溢价收购亿城股份大股东乾通实业持有的2.86亿股,占总股本的19.98%,成为亿城股份新的控股股东。海航资本成为亿城股份新的控股股东之后,确定了将公司打造成为金融投资平台的战略发展方向。2014年4月10日,亿城集团股份有限公司发布公告称,公司证券全称由原“亿城集团股份有限公司”变更为“亿城投资集团股份有限公司”。

结合本文研究的需要以及亿城投资转型前后年度报告、重要事项公告等公开资料,罗列出亿城投资战略转型后的资产剥离事项如表1所示:

剥离公告日	剥离公告内容
2013年2月5日	(1)亿城股份以2.21亿元的价格向北京国泰创业投资有限公司、霍尔果斯嘉译股权投资投资有限公司转让本公司持有的北京亿城山水房地产开发有限公司100%股权,交易对方接受北京亿城山水全部现有债务8.59亿元。 (2)北京亿城以1.5亿元向交易对方出售颐园(即《资产评估报告》所称“星标家园”,颐园为星标家园项目推广常用名)会所和配套房产。 (3)北京亿城山水将其对公司全资子公司北京西海龙湖置业有限公司持有的1.5亿元债权转让给北京亿城。
2013年6月26日	本公司以1.11亿元的价格向辉南县鼎丰荣鑫投资咨询有限公司、北京瑞佳雅轩装饰有限公司、兴天泰雅鑫投资咨询有限公司、宁都翔益顺达投资咨询有限公司转让公司持有的秦皇岛天行九州旅游置业开发有限公司30%股权。
2014年2月25日	公司在北京产权交易所以8.19亿元公开挂牌转让子公司北京西海龙湖置业有限公司65%股权。2014年6月4日,公司与大德盛世签订了《非国有产权交易合同》,以8.19亿元向大德盛世转让西海龙湖65%股权。
备注	以上历次交易均不构成关联交易,不构成《上市公司重大资产重组管理办法》规定的重大资产重组。

资料来源:和讯网

(二)亿城投资剥离行为的特征分析

1. 持续高涨的资产负债率。权衡理论认为,企业适当保持一定的负债水平,可以发挥财务杠杆效用。但负债水平过高,财务风险就相应增大,而采用资产剥离方式则可以减轻公司负债水平。企业融资理论假说认为,资产剥离可以提供企业经营所需要的现金。因此,企业通过资产剥离的方式获取现金,可以以此来降低企业的负债水平。尤其对于陷入财务困境的公司而言,通过剥离得到的收入缓解债务压力,是避免破产的一种很好的途径。陈玉罡等(2007)通过财务指标研究得出,偿债能力低的公司往往需要通过剥离一部分资产来提高公司偿债能力。剥离资产获得的资金不但能减轻偿债压力,还能够带来更便宜的资金。杜宁(2004)认为,债务水平高是制约企业资产剥离的重要因素。因此,企业发生沮丧资产剥离往往伴随着持续高涨的资产负债率。

由国务院发展研究中心企业研究所、清华大学房地产研究所和中国指数研究院发布的中国房地产百强企业研究报告指出,2012年房地产行业平均流动比率为1.2倍,而亿城投资2012年流动比率高达2.53倍。亿城投资公开资料显示,截至2011年12月31日,西海龙湖总资产24.85亿元,净资产1.79亿元,资产负债率93%,负债金额达23.11亿元之多;同时,其子公司江苏亿城资产负债率79.58%,天津亿城山水资产负债率78.24%,负债总额14.2亿元。2011年亿城投资新增银行贷款7.3亿元,信托融资2.2亿元,集团负债增至61.23亿元,年底货币资金余额也由约18.76亿元下降为8.6亿元。可推测,从2011年开始,资金压力已弥漫至亿城投资集团。

亿城投资于2012年4月25日发布公告称,为其全资子公司北京西海龙湖置业有限公司(以下简称“西海龙湖”)担保借贷7000万元,以万柳亿城中心作抵押,贷款期限6个月,年利率12%。2012年11月19日,亿城投资再次发布公告称,西海龙湖向中诚信托有限责任公司申请总额不超过4.2亿元不低于4亿元的借款,期限为18个月,年利率为14%(而在当时,银行贷款年利率平均仅在6%~7%)。据公开资料初步统计,亿城投资2012年全年新增贷款约9亿元。

但上述如此高息融资似乎并没有解决亿城投资沉重的财务负担,2013年9月,亿城投资初步拟向易联弘元以41000万元的价格转让全资子公司北京西海龙湖置业有限公司100%股权。西海龙湖置业是亿城投资于2009年9月以8.82亿元通过收购其100%股权及债权而获取。时隔4年,亿城投资在完成约28亿元投资的情况下却以4.1亿元的价格选择将其挂牌出售,虽未成交(其后以将近14亿元成功出售),但可以推测,有限的融资渠道、高企的资产负债率已经迫使亿城投资不得不依靠出售资产解除企业的资金困境。

2. 非收缩性资本运营方式。起源于20世纪80年代后期的企业“归核化”战略核心思想认为,业务向企业的核心能力靠拢,资源向核心业务集中,不仅能提高营运集中度,还有助于公司改进经营剩余资产的效率,从而明显改善企业竞争优势,提升公司价值。Dittmar&Shivdasani(2003)研究发现,剥离非核心业务不仅能够缩减公司多元化程度,显著降低多元化公司的折价现象,还能大大提高管理效率,提升公司价值。以此判断,若企业剥离公司核心业务,其动机只可能是改善短期绩效,或改善企业现金流甚至是出于对财务报表的盈余管理需要(卫建国,2009)。

亿城投资的主导项目多属高端项目,包括一些“投资型”别墅,其在北京、天津等多个黄金地段拥有地块储备。其捆绑出售西山华府综合楼以及西山华府会所、万城华府会所、颐园会所和配套房产公司的资料显示,西山华府综合楼占地面积9 977.61平方米,规划地上建筑面积33 800平方米,土地用途为综合、地下商业。北京亿城山水的其他主要资产为持有的北京万城置地房地产开发有限公司100%股权,万城置地目前主要资产为万城华府海园会所(地上地下建筑面积合计4 579.64平方米)和玺园会所(地上地下建筑面积合计1 737.33平方米)。另外,颐园会所和配套房产是北京亿城开发项目碧水云天·颐园(即星标家园)的一部分,用途是会所和配套。财经时报评论,“这块土地之后,亿城没有在北京再增加土地储备。这个六环外的豪宅让亿城和北京的好地块越来越远。”实际上,亿城投资除了燕西华府,没有一个在一线城市,“但太多上市公司的现状已经显示出一线城市的土地对于一家地产公司的重要性。”而且,亿城投资在出售这一系列核心业务之后,继续“变卖”资产,转让子公司秦皇岛天行九州股权(其相关资产主要为秦皇岛昌黎县黄金海岸高端别墅项目)。

对一个老牌地产商来讲,出售这一类持有型物业和商业,若不是资金压力所致是不可能作出这一决策的。据此可判断,亿城投资上述的资产剥离行为显然不是基于公司长期利益考虑的战略性的、收缩性资本运营方式的选择,而是企业内部资金压力所致。

3. 非利润平滑方式。Bartovc(1993)提出的“利润平滑假设”认为,经理可以通过选择剥离时间(提前或推迟资产剥离收入的确认时间)和规模达到企业盈余管理的目的。因此,资产剥离是企业进行盈余管理的一种有效方法。

亿城投资于2013年2月5日出售亿城山水100%股权及颐园会所等资产的公告预称,估计增加2013年净利润7 900万元。笔者查阅了亿城投资上述房产销售资料,亿城山水所持有的颐园会所和配套物业及西山华府综合楼项目,2009年曾获北京销售月冠军,其后,该项目销售价格

从一期开盘价的1.8万元/平方米升至三期的均价3.5万元/平方米;至2013年,该区域二手房的平均价格为5万元/平方米以上,西山华府综合楼项目建筑面积4.5万平方米,若按市场均价5万元/平方米计算,将近有22亿元的销售收入,扣除公司披露的西山华府的楼面地价以及大概的建筑成本,净利润至少8亿元以上。亿城投资若为7 900万元的当期利润而出售本该可带来上亿元的资产,从盈余管理的角度上分析,似乎很难解释,由此可知,亿城投资的举措显然不是基于当期盈余管理需要所作的利润平滑,而应该是迫于资金压力的沮丧资产剥离行为。

三、资产剥离的业绩效应

关于资产剥离的绩效检验方法,目前国内外通用的研究方法有两种:一是事件研究法,它以资产剥离公告日为中心确定一个窗口期,研究上市公司在资产剥离事件发生前后股票价格的异常波动,用于反映资产剥离的市场绩效。二是财务指标分析法,它通过对比剥离前后的各项财务指标变化来检验剥离绩效。本文通过这两种方法分别考察亿城投资的历次剥离产生的绩效。

1. 市场反应。亿城投资在2013年1月~2014年9月期间共有5次资产剥离公告,但剥离成功的则是其中的3次。本文根据亿城投资三次资产剥离的公告日作为基准,采取事件研究法,分别选择[-10,10]、[-15,15]、[-20,20]作为事件窗口,用市场指数调整模型计算超额收益率(CAR),基准指数选择为上证指数。计算公式如下:

$R_{it} = \ln(P_{it}) - \ln(P_{it-1})$,其中 R_{it} 为亿城投资的收益率, P_{it} 是股票当天收盘价, P_{it-1} 是股票前一天收盘价;其中, $R_{mt} = \ln(P_{mt}) - \ln(P_{mt-1})$,其中 R_{mt} 是指数的收益率。 $AR_{it} = R_{it} - R_{mt}$ 为超额收益率, $CAR = \sum_{t=10,15,20}^{10,15,20} AR_{it}$ 为累计超额收益率。

表2 亿城股份剥离交易的超额收益率表

剥离公告日	[-10,+10] CAR(%)	[-15,15] CAR(%)	[-20,+20] CAR(%)
2013年2月5日	-3.02	-8.94	-9.38
2013年6月26日	-0.76	-3.74	-22.39
2014年2月25日	1.23	6.71	16.45

数据来源:同花顺股票软件和新飞狐软件。

从表2的计算结果可以看出,对于第一次和第二次资产剥离,事件日的累计回报率均为负值,而且存在着随窗口期长度加长,累计收益率的绝对值不断增大的规律。说明市场反应普遍比较消极悲观,投资者对企业的剥离行为预期并不看好。而对于第三次剥离,市场给予了正面积极评价。笔者分析其原因在于,本次剥离公告早在2013年9月12日曾发布,拟向北京易联弘元投资管理中心转让全

资子公司北京西海龙湖置业有限公司100%股权,转让价格为4.1亿元。因被质疑“贱卖资产”遭遇股东反对,2013年9月27日股东大会《关于出售子公司西海龙湖股权的议案》显示,最终同意数占出席会议有表决权股份的才35.52%,且该议案反对比例达到51.12%,13.36%弃权,表决结果显示不通过。市场应该在这一段时间消化了这一利空的消息。这一剥离行为最后延迟到2014年2月26日,公司再次公告以8.19亿元转让西海龙湖置业有限公司65%股权,加上西海龙湖偿还的股东借款6.16亿元,预计回收资金14亿元。市场表现出积极回应,体现出良好的预期也属正常行为。

考虑到我国二级市场的股价操纵和题材对股价的影响,本文同时选用会计研究法,考察多个财务指标剥离前后的变化来分析剥离行为的绩效。

2. 财务指标分析。基于文章前面对亿城投资剥离特征分析,可知亿城投资的资产剥离行为纯属内部资金压力所致,因此,可通过考察其资产剥离前后的偿债能力分析剥离行为对改善资金压力的影响,通过考察其盈利能力、发展能力分析剥离行为对企业短期绩效的影响。本文借鉴国内外学者研究采用的财务指标(Pashley&Philiopatos,1990;李善民、李衔,2003),选取具有代表性的指标,如速动比率、资产负债率、净资产收益率、总资产报酬率、每股收益、总资产增长率、营业收入增长率、净利润增长率、每股经营性现金流量等。

表3 亿城投资剥离前后的财务指标(2012-2014年)

	财务指标	2012.12.31	2013.12.31	2014.9.30
		(剥离前)	(剥离后)	(剥离后)
偿债能力	速动比率	0.59	0.78	0.89
	资产负债率	0.66	0.62	0.57
盈利能力	净资产收益率	0.08	0.05	0.04
	总资产报酬率	2.99	1.83	1.75
	每股收益	0.27	0.15	0.13
发展能力	总资产增长率	0.18	0.01	-0.09
	营业收入增长率	0.19	0.01	-0.47
	净利润增长率	-0.11	-0.34	-0.02
现金流量能力	每股现金流量	1.02	-1.3	-0.06

数据来源:和讯网。

从表3数据可知,亿城投资剥离出售资产后,速动比率上升,资产负债率下降,说明出售资产套取一部分现金在一定程度上减少了企业的负债,导致资产负债率有所降低。但盈利能力、发展能力、现金能力各指标都呈下降趋势,资产剥离在短期内并没有为企业带来超常发展,这与前面的市场反应研究结果基本保持一致。

四、启示与结论

综合以上市场对亿城投资剥离事件的反应和财务指

标的分析可知,亿城投资因企业内部资金压力而不得不作出的剥离决策在短期内给股东带来了负的累计调整回报率,公司的财务业绩没有得到相应提升。Boudneaux(1975)认为,自愿剥离会给公司带来积极的股份反应,而非自愿剥离会给公司带来消极的股价反应。因此,来自企业内部的资金压力或来自市场的压力往往导致企业进行不得已的非自愿剥离行为,不能提高企业的绩效。为减轻债务负担、摆脱当前的财务困境,企业选择剥离资产这种方式对企业的长期发展来讲并不是上乘之策。企业应基于基本的财务原理,选择适当的融资方式,构建合理的债务与权益的结构。

主要参考文献

严复海,吴晓静.上市公司资产剥离短期价值效应的实证研究[J].财会通讯,2010(9).

Boudneaux K. Divestiture and share price [J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 1975 (10).

Mulherin J. H., Boone A. L. Comparing acquisition and divestitures [J]. Journal of Corporate Finance, 2000 (6).

John k, Ofek E. Asset sales and increase in focus [J]. Journal of Financial Economics, 1995 (1).

Haynes M, Thompson S, Wright M. The impact of divestment on firm performance: Evidence from a panel of UK companies [J]. Journal of Industrial Economics, 2002 (50).

李善民,王彩萍.基于价值创造的资产剥离——深圳万科股份有限公司案例研究[J].广州市财贸管理干部管理学院学报,2005(4).

卫建国,薛珊,黄怡锋.资产剥离对上市公司长期绩效的影响[J].华南理工大学学报(社会科学版),2009(6).

Alexander G. J., Benson P. G., Kampmeyer J. M. Investigating the Valuation Effects of Announcements Voluntary Corporate Seli- offs [J]. Journal of Finance, 1984 (9).

孙春晓.公司治理、剥离决策与剥离绩效关系研究[M].北京:经济科学出版社,2013.

陈玉罡,王苏生.我国上市公司中资产剥离公司的特征研究[J].财经论坛,2007(8).

魏妍妍,戴娟萍.中国远洋战术性资产剥离及其价值效应[J].财会月刊,2014(19).

阎晓春,嵇莉莉.我国上市公司剥离绩效的实证研究[J].金融与经济,2013(5).

赖斌慧.中国上市公司资产剥离绩效研究[J].漳州师范学院学报(哲学社会科学版),2012(2).

徐清.改制剥离资产不能成为国有资产流失的“黑洞”[J].审计月刊,2013(9).

史习民,戴娟萍.宝钢股份资产剥离:支撑抑或掏空?[J].财会月刊,2014(17).