

公司财务政策与 控制权转移研究

——以百大集团为例

戴娟萍 史习民 著



浙江工商大学出版社
ZHEJIANG GONGSHANG UNIVERSITY PRESS

公司财务政策与 控制权转移研究

——以百大集团为例

戴娟萍 史习民 著



浙江工商大学出版社
ZHEJIANG GONGSHANG UNIVERSITY PRESS

图书在版编目(CIP)数据

公司财务政策与控制权转移研究：以百大集团为例
/ 戴娟萍，史习民著. —杭州：浙江工商大学出版社，
2013.12

ISBN 978-7-5178-0067-5

I. ①公… II. ①戴… ②史… III. ①公司—财务管理—研究—中国 IV. ①F279.246

中国版本图书馆CIP数据核字(2013)第267136号



公司财务政策与控制权转移研究

——以百大集团为例

戴娟萍 史习民 著

责任编辑 张婷婷 王黎明

责任校对 何小玲

责任印制 包建辉

出版发行 浙江工商大学出版社

(杭州市教工路198号 邮政编码310012)

(E-mail: zjgsupress@163.com)

(网址: <http://www.zjgsupress.com>)

电话: 0571-88904980, 88831806(传真)

排版 杭州朝曦图文设计有限公司

印刷 杭州恒力通印务有限公司

开本 880mm×1230mm 1/32

印张 6.125

字数 200千

版印次 2013年12月第1版 2013年12月第1次印刷

书号 ISBN 978-7-5178-0067-5

定价 26.00元

版权所有 翻印必究 印装差错 负责调换

浙江工商大学出版社营销部邮购电话 0571-88804228

前 言

缘于过往的职业经历,与其他行业相比,对商贸行业的上市公司有着特别的感悟与关注。2005年12月3日,在上海证券交易所网站看到了一则百大集团发布的股权转让与股份变动公告:中国银泰投资有限公司通过浙江银泰百货有限公司和杭州银泰奥特莱斯有限公司共计持有百大集团股份17,160,135股,占百大集团全部股份的6.36%。直觉告诉我们,一场精彩的控制权转移或控股权争夺大战即将启幕。随即,开始收集相关数据与资料,对百大集团的历史沿革、财务目标、财务政策等进行了全面的梳理与解读,并对随后展开的控股权争夺、控制权转移及其战略转型与财务政策进行追踪观察与分析。多年跟踪研究发现:百大集团2002—2012年期间的财务政策选择与公司控制权争夺,为我们提供了一个研究财务政策与控制权转移关联关系的经典案例。在全面梳理财务政策和控制权转移相关研究文献,并对财务政策与控制权溢价、控制权溢价与控制权争夺、控制权转移与财务政策变迁等关系进行理论分析的基础上,我们对百大集团这一经典案例进行了全面解剖、分析与例证。

本书的研究,无论是研究的深度,还是研究的广度,与当今财务研究前沿尚存较大差距。在崇尚大样本数据实证研究的当下,这样的案例研究或许会被视为没有“学术性”。只是我们对案例研究的“鲜活生命感”和“现场真实感”有着特别的偏好,常常被案例公司生动的操作过程和精湛或另类的操作手法所深深吸引,也在案例研究成果为公司实务运作提供的经验借鉴中感受到学术研究的成就感和

价值感。这就是为什么会在这一研究成果尚存诸多不足的情况下，仍然将其写作成书公开出版的主要原因。

需要特别强调的是，百大集团创业者们在武林广场白手起家，苦心经营，成功地打造出一家在全国百货零售行业具有一定地位的上市公司，在实现国有资产保值增值的基础上，也给予了广大投资者一定的回报。案例研究无意否认百大集团创业者们曾经的付出与成功，只是基于特定的时代背景下公司某一时期的特殊历史轨迹，从学术层面对公司的财务政策与控制权转移及其相互关系进行探索与研究。

限于学术研究水平和研究资料，本书尚存诸多的不足，乃至错误，敬请读者批评指正。

戴娟萍 史习民

2013 年秋于杭州

摘 要

公司存在的根本目的是创造价值,投资决策、融资决策、收益分配决策和资金营运策略的选择,在很大程度上影响企业的价值创造。公司财务政策的选择如果偏离价值创造的轨道,则显示公司的资源未能得到充分的利用。如果能够获得公司控制权,就可以通过改变财务政策来提升公司价值,谋取控制权溢价。存在巨大控制权溢价的公司是并购的理想目标,而公司的并购重组会导致控制权的争夺与转移。在这种状况下所发生的控制权转移,通常会在公司重组后发生战略转型及财务政策嬗变。

从以往的研究看,许多财务学者从理论分析和实证研究两个方面,对公司财务政策的选择及其决策动因、公司控制权争夺与转移进行了广泛而深入的研究,取得了极为丰硕的成果。也有诸如效率理论、价值低估理论、代理理论等公司并购理论,从控制权转移动因对公司控制权溢价进行了深入的理论分析。但以一家公司为案例,对公司财务政策与控制权转移及其相互关系进行综合性追踪分析与研究的文献则极为少见。本书在对百大集团 2002—2012 年期间财务政策与控制权转移及其相互关系进行分析与解剖的基础上,归纳总结公司财务政策选择、激励约束机制的构建、控制权争夺与转移,以及公司战略转型期间融资策略选择的启示意义或可借鉴的经验。

追踪历史资料与数据,我们发现:2002—2006 年,由于激励约束机制的缺失,百大集团的财务活动并未行走在股东财富最大化的轨

道上。公司在百货零售业和酒店服务业守业经营,投入经营的资金全部来自股东,没有金融负债,利润的大部分以现金股利形式发放给股东。这样的财务政策导致公司的投资回报率低于资本成本,预期的增长率低于正常的可持续增长率,在财务战略矩阵中居于价值减损型现金剩余象限。因此,当原大股东拟为公司引入新的控股股东时,迎来了西子联合和银泰投资的激烈争夺。2006年,百大集团的原控股股东——杭州市投资有限公司分两次将其所持有的8,073万股国有股全部转让给西子联合控股有限公司,中国银泰投资有限公司则通过二级市场“举牌”和法人股协议转让不断增持股份,直逼百大集团的控股权。由于控股大股东变更和公司控制权转移,公司随之进行重组,并于2009年踏上了向商业地产转型之路。战略转型过程中巨额的投资资金需求,使公司陷于严重的融资约束状态。融资约束以及融资政策的决策偏差,使西子国际项目公司痛失杭州百大的控股权和控制权,战略转型之路遭遇重大挫折。

这一案例证实:经营者和股东的代理问题,导致公司财务目标偏离股东财富最大化的轨道。在经营者效用最大化的目标导向下,财务政策极度保守,处于非效率投资状态。这样的财务运作,使公司的投资回报率低于资本成本,经济增加值为负,企业的价值处于毁损状态;公司股票的投资收益率低于市场水平,超额收益率为负,造成股东财富的毁损。公司资源利用效率不高,隐含着巨大的控制权收益(溢价)。正是这种控制权收益最终诱发了公司控制权的争夺和公司控股权的转移。公司控制权一旦发生转移,新的控制者必然会对企业进行重组、改进财务政策以获得控制权收益,实现财富创造。

目 录

第一章 概述	001
第一节 研究背景	002
第二节 研究思路与内容	010
第二章 理论分析	014
第一节 财务目标	014
第二节 财务政策	023
第三节 控制权溢价	037
第四节 控制权转移	039
第三章 创业发展与财务政策	045
第一节 历史沿革	046
第二节 财务政策	051
第四章 守业经营期的财务政策	066
第一节 财务政策	066
第二节 动因与绩效	074
第五章 控制权争夺与转移	094
第一节 事件回顾	094
第二节 途径与方式	0100

第三节 背景与动因	107
第六章 控制权转移后的财务政策	117
第一节 重组与转型	117
第二节 财务政策	141
第三节 反思	161
第七章 结论与启示	166
第一节 结论	167
第二节 启示	170
参考文献	184

第一章 概述

公司存在的根本目的是创造价值。从管理当局可控的因素看,公司价值的高低取决于报酬率和风险。而公司的报酬率和风险是由投资项目、资本结构、资金营运和收益分配政策决定的。因此,投资决策、融资决策、收益分配决策和资金营运策略的选择,在很大程度上影响着企业的价值创造。

公司财务政策的选择受内外部诸多因素的影响。在所有权和经营权分离的公司,由于股东与经营者的目标不一致导致的道德风险和逆向选择,需要构建相应的激励约束机制来协调。激励约束机制缺失或不完美,就可能导致公司财务目标异化,财务政策的选择偏离价值创造的轨道。如果公司的经营长久不能创造财富,甚至是毁损财富,股东不是解聘经营者重组管理团队,就是出售公司。这意味着现有的公司管理者未能充分利用既有的资源以达到应有的绩效,外部管理者的介入可能使公司的管理更有效率,这种潜在的控制权溢价往往会使公司成为收购目标,尤其是有较高的现金流和充沛的货币资金的公司更是如此。不恰当的财务政策可能会引起公司控制权转移,而公司控制权转移往往又会导致公司财务目标与政策的变更。



第一节 研究背景

一、理论背景

公司财务是指公司的财务活动及其所体现的经济利益关系。公司的生产经营过程,一方面表现为实物商品或服务的运动过程,另一方面表现为资金的运动过程。资金运动伴随生产经营过程不断地进行,表现为周而复始的周转过程。资金运动是以价值形式综合地反映公司的生产经营过程,构成生产经营的一个独立方面,具有自身的运动规律,这就是公司的财务活动。

(一)财务政策

公司财务政策是指具有公司法人地位的财务主体,以财务理论为依据,以财务目标为导向,在综合研究公司内部资源与能力和外部环境的基础上,规划与选择财务运作的方针与策略。财务政策是调节和控制公司财务行为的重要工具,对企业经营和财务目标的实现具有极为重要的意义。公司的财务活动有投资活动、融资活动、资金营运活动和收益分配活动之分,与此相对应,公司的财务政策有投资政策、筹资政策、资金营运政策和收益分配政策等。

许许多多的财务学者,例如 Millert 和 Modigliani(1967、1977、1982)、Ross(1958、1977)、Weiss(1990)、Myers(1984)、Jensent 和 Meckling(1976)等等,运用规范研究方法对公司财务政策进行了深入研究,并诞生了诸多对公司理财具有重大影响的财务理论与学说。迪安的净现值(1951)、马科维茨的投资组合理论(1952)、莫迪格莱尼和米勒的资本结构理论(1958)、夏普的资本资产定价模型(1964)、珉玛的有效市场假说(1965)、布莱克—斯科尔斯的期权定价模型

(1973)、詹森和麦克林的委托代理理论(1976)等经典的理论与学说,成为公司财务政策抉择的核心理论。关于公司财务管理的核心原理,大量的财务管理或财务理论著作已有详细的介绍与评述,在此不再一一复述。

另一方面,众多的财务理论学者和实务工作者,例如 Baker 和 Wrugler(2002)、Farrar(1967)、Kalay 和 Ramaswamy(2000)、Hovakimian(2006)、Richardson(2006)、陆正飞(2005、2009)、王竹泉(2009、2010、2011、2012)、申慧慧(2012)、孙铮(2010)、张新民(2012)、王化成(2007、2008)、朱武祥(2012)等,运用分析推理或归纳分析等研究方法,对公司投资、筹资、资金营运和收益分配政策或策略及其决策动因与绩效进行了广泛而深入的理论分析和实证检验,取得了极为丰硕的研究成果。公司财务政策实证研究的主流范式是理论分析—提出假说—数据检验—得出结论。考虑到本书的案例研究性质,对财务政策的实证研究文献不再进行回顾。

在案例研究方面,财务政策的研究文献也同样极为丰富。经典的文献,如《长期“双高”现象之谜:债务融资、制度环境与大股东特征的影响——基于上海科技与东盛科技的案例分析》(戴璐、汤谷良,2007)、《归核化还是多元化:民企投资战略绕不开的结》(汤谷良,2008)、《从五粮液的财务保守行为看企业资本结构的选择》(袁琳、朱圣菊,2008)、《特变电工资本结构与资本效率研究》(沈剑飞、张敏、马骞,2011)、《运用供应商融资及其风险控制策略:基于格力、美的电器的案例分析》(程诺、汤谷良,2008)、《用友软件基于财务保守的理性扩张战略》(孔宇宁,2010)、《善用金融衍生品,提升驾驭不确定性风险的能力:从上海电气外汇收付套期保值方案说起》(汤谷良、夏怡斐,2009)、《海尔与零营运资本管理》(胡艳兵,2006)、《交互预算:应对战略不确定性、契合管理控制的新机制——基于天津一汽丰田公司的案例研究》(高晨、汤谷良,2010)、《股东价值取向差异与股东利益最大化实践问题:佛山照明案例分析》(朱武祥、杜丽虹,2004),等等。

这些文献或从投资政策,或从筹资政策,或从资金营运,或从收益分配政策视角,对中国公司的财务政策展开了深入和广泛的研究。公司的投资、融资、资金营运和收益分配活动相互关联,从现有可见的文献看,财务政策综合观察与分析的案例不多,汤谷良(2007)在《万科十年财务战略轨迹》一文中,从财务战略的视角对万科企业上市后10年财务政策进行了综合分析。在百大集团财务政策研究方面,除戴娟萍(2008)基于接管防御视角对该集团2002—2006年财务政策进行的分析外,尚未见到其他研究成果。

以往对财务政策的案例研究大多是从单一视角,或从投资,或从筹资,或从资金营运,或从收益分配展开,鲜有对公司财务政策进行全方位透视或剖析的案例研究成果。本书拟从投资、融资、资金营运和收益分配四个方面,对百大集团的财务政策进行全面的分析与解剖。

(二)控制权转移

对于公司控制权的含义,学术界历来存在着不同的理解。周其仁(1996)认为企业控制权就是排他性利用企业资产,特别是利用企业资产从事投资和营运的决策权。周军、卢山(2011)把公司控制权定义为公司资源的配置权,即配置公司内资源、协调公司经济运行的权力。通俗地说,公司控制权是指通过投票权实现对企业主要管理人员的任免权、对重要经营管理活动的决策权和监督权。控制权的持有者可以凭借这种权力,使公司按照符合自己利益的方式经营与管理,并从中获益。正是这种控制权收益的无穷魅力,才引起了资本市场上一场场的控制权争夺战。

控制权转移通过企业并购方式实现,控制权转移的过程往往是不同的利益相关者通过相互竞争争夺公司资源管理权的过程。公司并购在发达国家已有100多年的历史,其理论研究比较成熟,已经形成较为系统的理论框架。从20世纪60年代开始,西方学者沿着并购动因和并购绩效两条主线对公司的并购行为进行了大量的理论研

究与实证分析。新古典经济学从利润最大化的传统假设出发,将公司并购看作是追求利润最大化的行为,据此提出了效率理论(Efficiency Theory)和协同效应假说(Synergetic Effects Hypothesis,韦斯顿等,1998)来解释并购的动因。而对于并购绩效的研究主要集中在并购交易后的效应上,主要是从公司财务的角度分析并购前后公司财务绩效是否提高和从资本市场角度分析股东收益是否增加两种路径展开,但是至今也没有得到一致的结论。新古典经济理论认为并购会因为效率的提升及协同效应给目标公司带来绩效的提升,但大量研究文献发现并购后使目标公司经营陷入困境,公司业绩有所下降(阿格拉瓦尔、谢斐和曼德尔康,1992;马金汉姆和穆勒,1988)。因此,以代理成本理论(詹森和麦克,1976)为基础的委托代理理论的企业并购动因解释应运而生,包括詹森的自由现金流量假说、罗尔(1986)的自大假说、施莱佛和维什尼(2003)的套利假说等。虽然效率理论和价值低估学说在对公司控制权转移动因的分析与解释中涉及公司财务政策,但基于可持续发展理论从财务政策视角剖析公司控制权溢价的研究文献不多。

关于公司并购的实证研究文献,以并购效应研究为多。由于选择的样本、采用的研究方法和分析思路的差异,研究结论不尽相同。Jensen 和 Rubuck(1986)在总结 13 篇文献研究的基础上得出结论是:成功的收购分别给目标公司股东带来 20%—30% 的超额收益,而收购公司股东在兼并中无法享受显著的超额收益,仅为 4%。Agrawal Aunp 和 Jaffe Jeffrey(2001)在研究了美国 947 起兼并交易和 227 起要约收购后,发现收购公司股东在兼并完成后 5 年内损失了 10% 的财富。Bruner(2002)对 1971—2001 年间 130 篇经典研究文献作了全面汇总分析,发现目标公司股东收益要远高于收购公司的股东收益,目标公司股价显著上涨,一般有 10%—30% 的股票超额收益率,而收购公司股票超额收益率不确定,具有负的趋势。K. Deans 等从超过 25,000 家国际性大公司的数据库中搜索出 945 个收购公司进行的 1,345 个收购案例进行深入研究,得出的结论是:降低价值

的收购数量超过创造价值的收购数量,有 50%—70% 的收购被认为是不成功的。随着中国资本市场收购案的不断发生,近年来一些中国学者对公司收购进行了不少的实证研究。同样,研究的内容也主要集中在收购效应方面。孙峥和王跃堂(1999)研究了 1997 年所有收购重组公司,发现重组后公司业绩显著提高,业绩的变化与参与者是否存在关联交易关系无关。陈信元、张田余(1999)研究了 1997 年沪市 95 家公司的资产重组后,发现市场对资产重组有一定反应,但不同类型的重组市场反应不同,股权转让、资产剥离、资产置换类公司的股价在公告前后都经历了先升后降的过程,而兼并收购类公司的股价没有出现明显波动。冯根福(2001)以 1995—1998 年发生的收购事件为样本分析,其结果显示:上市公司收购绩效从整体上有一个先升后降的过程。李善民、陈玉罡(2002)对 1999—2000 年深沪两市共 349 起收购事件进行了研究,得出结论是:收购能给收购公司股东带来显著财富效应,而对目标公司财富的影响不显著。张新(2003)同时采用事件研究法和会计研究法,对 1993—2002 年中国上市公司的 1,216 个收购重组事件是否创造价值进行了实证研究,结论是:收购重组为目标公司创造了价值,目标公司股东溢价达 29.05%,超过 20% 的国际平均水平,对收购公司股东却产生了负面影响,收购公司股票溢价为 -16.7%,对目标公司和收购公司的综合影响即社会净效应不明朗。骆祚炎(2005)在对 2000 年 103 家上市公司控制权转移案例进行研究,发现控制权转移没有改善公司绩效。

能够检索到的关于公司收购过程和交易特征的专业研究文献不多。赵勇、朱武祥(2000)与黄德华(2001)从收购动机的角度对中国上市公司控制权转移方式作了研究。吴联生、白云霞(2004)对中国上市公司控制权转移方式进行研究,发现收购资产所产生的收益显著地提高公司价值,并且有偿转让公司所收购资产对价值的贡献较无偿转让公司高。陈晋平(2005)以 1993—2002 年中国证券市场发生的成功控制权转移的 310 家 411 例公司为样本,对控制权转移公司的基本情况和交易特征进行了描述,发现国有收购方的受让比例

和实际持股比例均高于非国有收购方,国有控制权的转移价格较高。多数学术研究文献主要关注的是控制权转移,涉及控制权争夺的文献并不多,王飞、熊鹏(2004)以资本结构(股权结构)对上市公司控制权的影响进行分析与解剖;苏月中(2007)研究发现在外部股东争夺控制权或抛售股票的威胁下,控股股东为长久保持其控制地位,会自动限制其控制权收益,向外部股东支付一定的现金股利。

在专业研究文献中,也有为数不少的公司收购案例文献。王化成、李春玲、陈晋平(2005)从控制权的内在价值、争夺控制权和抵御争夺的常用手段、争夺带来的各相关方利益得失和控制权争夺的未来趋势等方面,对截至2002年7月中国证券市场发生的325家464例上市公司控制权争夺事件进行了研究和描述;任健(2004)对浏阳花炮控制权争夺战过程进行了分析;刘海云、王莉华(2005)和刘永强(2005)对第一百货吸收华联商厦案进行了研究分析。由于中国资本市场股权一直处于分置状态,上市公司控制权转移方式主要是国有股或法人股协议、借壳或买壳上市,二级市场公开收购的不多。因此,对二级市场“举牌”案例的研究文献很少,且大多是从股票投资价值视角进行考察。孙磊(2005)从资产的价值窥视了雨润集团“举牌”南京中商案,吴红光(2005)分析了南京中商战略收购价值。在我国,多个收购公司共同收购一个目标公司的案例很少,研究文献更少。屠巧平(2005)研究了丽珠集团股权之争案对控制权转移收益的影响,发现控制权争夺给目标公司股东带来了23.81%的超额收益,收购公司股东收益为负值。陈德刚、陈静修(2012)对武商联和银泰投资争夺鄂武商动机、背景进行分析。马寿宝(2012)、高闯、郭斌(2012)、陶昇(2012)、杨洁(2011)、马寿宝(2012)、马磊(2010)等财务学者从股权结构、公司治理、创始股东的控制权威、职业经理人操守、社会责任等多个视角对国美电器控制权争夺案例展开深入研究,而国美控制权争夺是大股东与经营者控制权争夺。朱红军(2005、2007)、李青原(2011)、陈德刚(2012)、杨洁(2011)等运用分析性研究方法和经验性研究方法对公司控制权转移的经典案例进行了深入的

分析与解剖。直接从财务政策视角剖析公司控制权争夺与转移的案例研究文献极少。

关于百大集团控制权转移研究,作者(2007)曾从背景、动因与方式等视角,对百大集团控制权争夺案例进行了研究。此外,只检索到裘益政(2009)的一篇文献。该文献从控制权配置均衡和实现路径视角对百大集团2006—2007年控制权博弈进行了分析,与本书的研究没有直接关联。本书拟以百大集团为案例,从双向关联的视角,对公司财务政策和公司控制权转移及其因果关系展开研究。

二、实务背景

兼并与收购作为企业产权变动的一种形式由来已久,美国著名经济学家施蒂格勒曾经说过:“几乎没有一家美国的大公司,不是通过某种方式、某种程度的并购成长起来的。”并购作为企业成长的一种方式 and 手段,越来越多地为许多公司所采用。美国通过五次并购浪潮造就了一大批巨型的跨国公司,其他发达国家也通过并购组建了许多有竞争力的大型企业。中国作为发展中国家的代表,证券市场的发展起步虽晚,但上市公司并购事件不断涌现,控制权转移的事件频出不穷。

百大集团股份有限公司的前身为大型零售企业杭州百货大楼。1992年以定向募集方式改制为股份有限公司,1993年组建集团公司,1994年公司股票在上海证券交易所挂牌上市。2002年7月,百大集团将其持有的杭州灵隐旅游发展有限公司95%的股权以每股1元价格协议转让给杭州市园林文物局灵隐管理处后,一直在百货零售和酒店服务领域守业经营,权益资金和经营性负债成为资金的来源,盈利大多以现金股利的形式发放给股东。这样保守的财务政策选择是很难满足股东财富创造愿望的,长期守业经营也让大股东看不到未来财富增值的空间,低于6%的净资产收益率使公司无法通过