

TN2016009

高杠杆下的宋卫平失去绿城中国控制权¹

案例使用说明：

一、教学目的与用途

1. 本案例主要适用于公司金融、企业并购与公司控制等课程，教学对象包括金融专业研究生、管理类研究生和工商管理硕士（MBA）。

2. 本案例的教学目的：

负债可以增加企业的价值，但也会引致破产的风险。如何把握最优资本结构，在有效防范财务困境的前提下，通过负债扩大企业经营规模，获取更多的利润，是公司管理层必须面对的问题。本案例围绕我国知名房地产开发企业绿城中国的发展历程展开，揭示公司如何一步步陷入财务困境的过程，以及财务困境对公司控制权的影响。

因此，本案例的教学目的主要有：

1. 学习和掌握基于现金流不足引起的财务困境理论，使学生充分理解企业财务困境的产生原因及传导机制，理解并掌握企业资本结构和营运资本管理理论，以及这些理论的理解与运用在公司运营、管理中的重要性。

2. 从宋卫平对绿城中国的控制权一步步丧失过程中，了解企业股权与控制权的关系，进一步理解债务融资比例大小对企业经营所带来的利弊，学会合理控制财务杠杆大小，掌握财务杠杆的分析方法。

3. 通过讨论绿城中国从激进扩张到稳健经营的变化过程，理解基于防范财务

1. 本案例由浙江工商大学金融学院的程大涛撰写，作者拥有著作权中的署名权、修改权、改编权。

2. 本案例授权中国管理案例共享中心使用，中国管理案例共享中心享有复制权、修改权、发表权、发行权、信息网络传播权、改编权、汇编权和翻译权。

3. 由于企业保密的要求，在本案例中对有关名称、数据等做了必要的掩饰性处理。

4. 本案例只供课堂讨论之用，并无意暗示或说明某种管理行为是否有效。

困境的企业战略调整的重要性。

4. 熟悉房地产企业融资模式、方法与渠道，结合房地产行业周期、企业经营状况控制融投资风险，了解我国房地产企业的商业模式与盈利模式。

二、启发思考题

本案例的启发思考题主要针对案例的教学目的而展开，教师可以在学生阅读案例前布置，让学生带着问题去理解案例。另外，可带领学生先回顾基本的经济学知识，比如公司金融的内容、财务管理、公司治理、企业战略管理等相关知识。

故本案例设计以下几个思考题：

1. 绿城中国的企业文化和经营战略是什么？结合企业战略管理理论，分析绿城中国高杠杆背后的原因。

2. 从绿城中国各时期资产负债率的变化过程中，请分析企业高杠杆经营的利弊。

3. 宋卫平遇到财务困境的直接原因是什么？根本原因又是什么？

4. 绿城中国为什么要向九龙仓配股？他有没有其他方法来避免自己股权的稀释呢？

5. 宋卫平把股权转让给中国交建后，他的哪些权力受到限制？这是否是股权转让的必然结果？

6. 从宋卫平控制权的一步步丧失中，你得到什么启示？

三、分析思路

1. 分析绿城中国的企业文化和经营策略，利用企业战略管理知识来剖析高杠杆率的根本原因。

2. 最优资本结构选择的理论依据是什么？高杠杆会给企业带来什么样的收益和风险？

3. 分析宋卫平股权变化的原因，并深入剖析其控制权的变化过程。通过绿城中国经营战略的调整变化过程，分析企业战略调整的理论依据和必要性。

4. 分析企业该如何化解财务困境，从绿城中国应对财务困境的办法中，分析宋卫平如何一步步失去控制权。

5.分析企业所有者股权比例和控制权的关系，宋卫平把股权转让给中国交建后是否必然会丧失对绿城中国的控制权？有没有更好的解决办法？

6.宋卫平的控制权一步步丧失，对企业所有者有什么启示与借鉴。

四、理论依据与分析

（一）理论依据

公司金融中有关资本成本与资本结构的相关理论

企业战略的相关理论

（二）具体分析

1. 绿城中国的企业文化和经营战略是什么？结合企业战略管理理论，分析绿城中国高杠杆背后的原因。

表 1 绿城中国的总体经营战略

	绿城中国 (03900.HK)
创始人	宋卫平
经营范围	别墅、平层官邸、多层公寓、高层公寓、城市综合体、大型社区、商用物业等高品质产品系列
企业规模	共拥有 100 多家成员企业，5000 多名员工，开发足迹遍及国内 50 多个城市。以浙江省为主要基地，项目遍布浙江省内城市以及省内的全国经济百强县市，业务规模庞大，并拥有广泛的知名度。
经营战略	<ul style="list-style-type: none"> ● 定位“以商业模式运营的社会公益企业”； ● 信奉“讲正义，走正道，得正果”的企业宗旨； ● 秉承“真诚、善意、精致、完美”的核心价值观； ● 以“为员工创造平台，为客户创造价值，为城市创造美丽，为社会创造财富”为企业使命，全面构建人文、历史、员工、工作、品质、服务、社会等价值体系，努力打造“中国最具完整价值的房地产公司”； ● 致力于为社会创造文明、和谐、温馨、优雅的居住文化及人文环境，为城市和历史留下优秀的建筑作品。

企业战略一般是指企业为谋求长期生存和发展，在对外部环境和内部资源条件分析研究的基础上，对企业的目标、经营方向、重大经营方针、实施步骤作出总体性的谋划。企业战略是用管理手段对管理进行界定，其对象为企业整体以及和企业有关的全部活动，应具有对整体市场的综观全局的能力，其中包含了对所有企业运作的商业元素与关系的透视性、相关性、前瞻性、客观性的思维。

企业战略与资本结构存在相互关联。Titman (1984) 指出企业采用的战略会影响其财务杠杆，而 Balarkrishnan (1993) 进一步研究表明，同一行业内部的

不同企业之间的资本结构存在差异最好解释应该归结为企业所选择的不同战略类型。国内学者王仁飞（2004）、孔宁宁（2010）从创新型战略企业的视角，得出创新型企业与高新技术企业需要保持较高的财务松弛空间（低杠杆率），但我国研究者对房地产这类资本密集型企业的研究甚少。我们结合现实情况可以推断，房地产开发企业由于需要大量的资金进行土地储备、存货周转率低等特点，企业必须保持充足的现金流量以备不时之需，又因为地产资金需求量大，房地产行业普遍存在高杠杆率。

2007-2008 年、2011-2012 年是中国房地产行业宏观调控政策最为严厉的时期。绿城中国采取的激进的经营战略，大举高价储备土地，重资产运营模式让绿城中国的净现金流一直处于低位，甚至为负。正是绿城中国的经营战略使其陷入高杠杆僵局，引发财务困境。此后，宋卫平深刻认识到重资产的弊端，重新定义公司发展战略，将 2010 年定义为绿城中国的转型元年，发展轻资产模式，将 2011 年定义为成本控制年，以降杠杆率为战略目标。

2. 最优资本结构选择的理论依据是什么？高负债比率给企业带来什么样的收益和风险？

现代资本结构理论认为，在筹资过程中，由于代理成本（如监督成本引起的负债利率上升等）和财务危机成本的存在，随着负债比率的提高，公司陷入财务困境甚至破产的可能性也就越大，债务利息带来的财务利益（如节税收益）将逐渐被代理成本和财务危机成本所抵消。因此，总是可以找到一个最佳资本结构点，这一点便是负债比率提高带来的财务利益与带来的代理成本和财务危机成本之间的平衡点。在这一点上，企业的加权平均资本成本最低、企业价值最大。

关于最佳资本结构决定的理论主要有三种观点：权衡理论、代理成本理论、控制权理论。权衡理论认为，负债可以为企业带来节税收益，但各种负债成本随负债比率增大而上升，当负债比率达到某一程度时，息税前盈余（EBIT）会下降，同时企业负担代理成本与财务拮据成本的概率会增加，从而降低企业的市场价值。假设 V_L 为有负债的公司价值， V_U 为无负债的公司价值， TB 为负债的节税利益， FPV 为预期财务拮据成本的现值， TPV 为代理成本的现值，则可以表示为： $V_L = V_U + TB - FPV - TPV$ 。因此，企业融资应当是在负债价值最大和债务上升带来的财务拮据成本与代理成本之间选择最佳点，从而使企业价值最大化。

代理成本理论则认为，在确定企业最佳资本结构时，企业必须在综合考虑股东和经理之间、债权人和股东之间两种代理成本的基础上做出权衡取舍，在给定内部资金水平下，能够使总代理成本最小的权益和负债比例，就是最佳的资本结构。Jensen and Meckling(1976)认为最佳资本结构选择在使得股权融资和债务融资的代理成本达到最小的点上，即当债权融资所导致的股权代理成本降低恰好与债权代理成本相等时，企业达到最佳资本结构。

控制权理论则认为，最佳资本结构存在于控制权收益与控制权损失恰好相等的那一时点。如 Harris and Raviv(1991)认为在职经理通过权衡其持股收益与控股损失确定其最佳资本结构；Israel(1991)认为企业最佳资本结构是权衡接管中因负债增加而导致的目標企业收益增加效应与接管可能性减少效应的结果。

表 2 最佳资本结构理论的主要结论

最佳资本结构理论	主要结论
权衡理论	<p>有负债的公司价值等于无负债公司价值加上税赋节约，减去预期财务拮据成本的现值和代理成本的现值：</p> $V_L = V_U + TB - FPV - TPV$ <p>最优资本结构存在于赋税节约与财务拮据成本和代理成本相互平稳的点上。</p>
代理成本理论	当债权融资所导致的股权代理成本降低恰好与债权代理成本相等时，企业达到最佳资本结构。
控制权理论	最佳资本结构存在于控制权收益与控制权损失恰好相等的那一时点。

不同行业的企业由于受企业特性的影响，最佳资本结构表现不同。对于房地产行业，需要大力投资于土地储备等有形资产，其负债比率相对较高，研究表明房地产业最佳资本结构为负债比例处于 0.5-0.6 的区间（兰峰、雷鹏，2008）。而近几年行业平均资产负债率均在 60%以上，相比之下，绿城中国的资产负债率明显高出同行业平均水平，在 2010 年更是达到将近 90%！如图 1 所示。

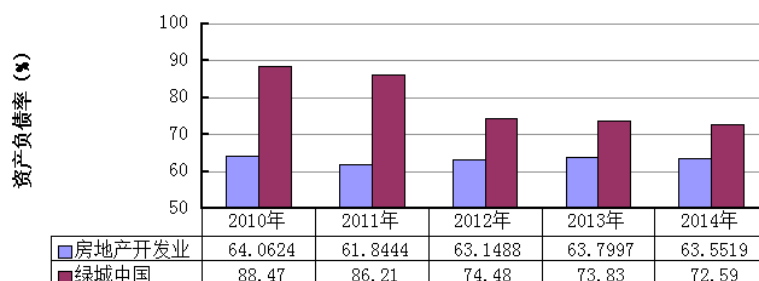


图 1 绿城中国与行业平均资产负债率的对比

数据来源：同花顺IFind

高负债比率能给企业带来一定的财务杠杆利益，同时也伴随一定的财务风险。财务杠杆利益是指利用债务筹资这个杠杆而给企业带来的额外收益，债务比例越高，当企业息税前利润增加时，每一元息税前利润所担负的债务利息就会相应地降低，扣除所得税后可分配给企业所有者的利润就会增加，从而给企业带来额外的收益。但当企业息税前利润下降时，税后利润下降地更快，从而给企业带来财务风险。资本结构的变化对财务风险的影响最为直接，企业负债比例越高，财务风险就越高；反之，负债比例越低，财务风险就越小。财务杠杆系数（DFL）可以反映财务杠杆的作用程度，财务杠杆系数越大，财务风险就越高，反之亦然。

除了财务杠杆外，企业还要承受经营杠杆，即企业对经营成本中的固定成本的利用。运用经营杠杆，企业可以获得一定的经营杠杆收益，同时也承受相应的经营风险，经营杠杆系数（DOL）可以反映经营杠杆的作用程度，经营杠杆系数的值越大，经营风险就越大；反之，经营杠杆系数的值越小，经营风险就越小。对于财务杠杆和经营杠杆的综合作用，可以用总杠杆系数（DTL）表示，它是经营杠杆系数与财务杠杆系数的乘积，见图2所示。

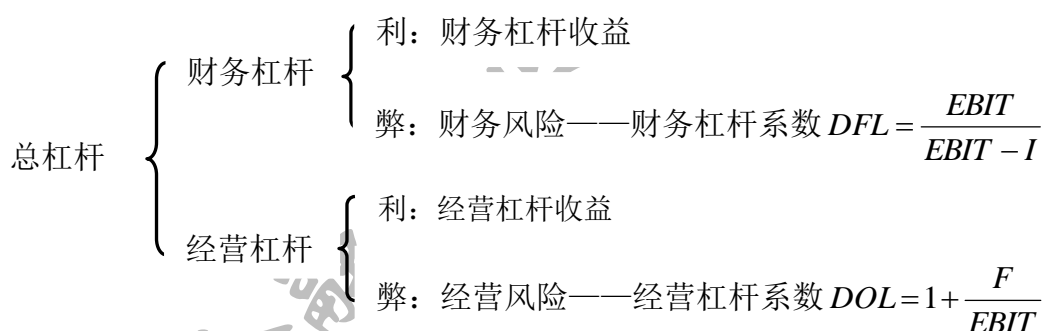


图2 杠杆的利弊

在实际工作中，总杠杆系数的意义在于：

①能够估计出销售量变动对每股收益的影响程度；

②表明经营杠杆系数与财务杠杆系数的相互作用，经营风险高的企业，可选用较低的财务杠杆；经营风险低的企业，可选用较高的财务风险。

根据绿城中国的财务报表（建议去绿城中国官方网站下载），请同学们计算并填写表3数据，从中得出结论。

表 3 绿城中国各年度的杠杆系数

年 份	2009	2010	2011	2012	2013	2014
$DFL = \frac{EBIT}{EBIT - I}$						
$DOL = 1 + \frac{F}{EBIT}$						
$DTL = DFL * DOL$						

一个企业有高的财务杠杆和高负债率，并不一定意味着存在高风险，只要有低的经营杠杆就会安全，也就是说只要有更高的资产周转率和现金回流能力，企业同样安全。绿城中国显著高于同行业的财务杠杆已是事实，但更糟糕的是，它的资产周转率在同行业中明显偏低，去库存能力并不突出，可谓内外交困，如何柳暗花明？在宋卫平的方案中，出售项目资产和变卖股权是最佳选择。

3. 宋卫平遇到各种困境的直接原因是什么？根本原因又是什么？

宋卫平遇到各种困境的直接原因是现金流断裂，从而引发财务危机。绿城中国有着“双低”——低运营效率与低盈利能力，和“双高”——高财务杠杆与高经营杠杆特性，这两个特性导致绿城中国的现金流一直处于借新还旧的状态，严重影响了公司正常发展，一旦某一环节出现问题，公司的现金压力将导致公司经营状况岌岌可危。绿城中国正是走在这样一条钢丝绳上，才引发了种种困境。归根到底，绿城中国的经营战略和财务管理不恰当。

4. 绿城中国为什么要向九龙仓配股？他有没有其他方法来避免自己股权的稀释呢？

自 1995 年“绿城”品牌诞生以来，宋卫平兢兢业业经营绿城中国，早期由于对市场的过于乐观，激进拿地频频创地王，重资产经营方式下负债率逐步上升，几度面临资金链短缺，陷入财务困境，甚至险遭破产危机。

所谓财务困境，就是指一个企业处于经营性现金流量不足以抵偿现有到期债务本息支出。企业可以通过以下若干方法处理财务困境：（1）出售主要资产；（2）与其他公司合并；（3）减少资本支出及研究与开发费用；（4）发售新股；（5）与银行和其他债权人谈判；（6）以债权置换股权；（7）申请破产。

宋卫平经营的绿城中国资产负债率一直居高不下，在房地产市场频频宏观调控的背景下，财务困境时常发生。为了解决财务困境，宋卫平采取了（1）全员

营销，加快房产销售；（2）出售项目公司，减少公司土地资产，削减负债；（3）联合融创中国成立合资子公司，减少后续项目开发的资金支出。但是这些措施不能从根本上改善绿城中国的经营状况，最终引入九龙仓成为战略投资者，九龙仓共计为绿城中国注资 50.98 亿港元，以削减绿城中国债务。

九龙仓注资分为两部分：第一部分是由绿城直接向九龙仓配售约 3.28 亿股新股，相当于当时公司发行股数的 20%，配售价为 5.2 港元，较该消息公布前的价格折让 2.8%，涉及资金 17.05 亿港元。第二部分是在第一部分完成后，绿城再向九龙仓配售 1.62 亿股新股，认购价同样为 5.2 港元，涉及资金为 8.43 亿港元。

上述交易完成后，九龙仓的持股份额将增至 24.6%，仅次于最大股东宋卫平被摊薄后的 25.4%。

另外，绿城还向九龙仓发行价值为 25.5 亿港元的可赎回可换票据。这些票据在发行届满 3 年后便可兑换，换股价为 7.4 港元，最多可兑换 3.45 亿股。发行前五年，票据年息率为 9%，第 5 至第 10 年为 9%+2%，以此类推。绿城中国可以在任何时间赎回部分或全部票据。

如果绿城中国在 3 年内不能赎回票据，九龙仓可将票据换成普通股，成为绿城中国的第一大股东，宋卫平将彻底失去对绿城中国的控制权。

5. 宋卫平把股权转让给中交集团后，他的哪些权力受到限制？这是否是股权转让的必然结果？

公司控制权是股东影响企业决策的能力，主要有经理的经营控制权和董事会的剩余控制权。经济学对控制权的定义是投票权，谁拥有投票权，谁就拥有了契约中未说明事件的决策权。

宋卫平在绿城中国中的持股比例在九龙仓注资后就被稀释，在其将持有的大部分股权绿转让给融创中国（后收回再转让给中交集团）后已失去第一大股东地位，致使其投票权大幅度下降，在股东会、董事会的投票权也随之下降，失去了对公司的经营决策权。

在同股同权的制度下，失去控制权是股权失去后的必然结果。但是在同股不同权的制度下失去部分所有权并不一定丧失控制权。京东董事长刘强东 7 年融资 20 亿美元，却能牢牢把握控制权，其采用的方法主要有三招：①发行“可转可

赎回优先股”，前提条件是投资者相中刘强东的控制管理能力；②股权融资的同时要求投资者进行排他性投票权委托；③采用双层股权结构，即刘强东的股票转为 B 类股票，一股拥有多份投票权，其他投资者只能一股一票。绿城中国没有实行双层股权结构，相当于宋卫平卖出去的股权都是 A 类股票，即一股只有一票投票权，因而，宋卫平的剩余控制权随着股权的稀释不断下降，但其经营决策还有望保留，前提是董事会同意宋作为经理人管理公司。

6. 从宋卫平控制权的一步步丧失中，你得到什么启示？

开放性题目，学生可自由发挥。

7. 参考文献

- [1] Titman S. The effect of capital structure on a firm's liquidation decision[J]. Journal of Financial Economics, 1984, 13(1):137 - 151.
- [2] Balakrishnan S, Fox I. Asset specificity, firm heterogeneity and capital structure[J]. Strategic Management Journal, 1993, 14(1):págs. 3-16.
- [3] 傅硕, 孙红. 绿城中国的杠杆化生存宋卫平融资史[J]. 新财富, 2012, (1):70-81.
- [4] 沈伟民, 赵婷等. 绿城罗生门——中国房地产金融杠杆 20 年[J]. 经理人, 2015(247):36-53.
- [5] 王任飞. 创新型战略企业的资本结构选择[J]. 管理学报, 2004, 1(3):281-284. DOI:10.3969/j.issn.1672-884X.2004.03.007.
- [6] 孔宁宁, 张新民, 唐杰. 我国高新技术企业战略、资本结构与绩效关系研究[J]. 中国工业经济, 2010, (9):112-120.
- [7] 兰峰, 雷鹏. 房地产行业最优资本结构影响因素实证研究[J]. 财会月刊, 2008, (14):56-59. DOI:10.3969/j.issn.1004-0994-B.2008.05.023.
- [8] 赵昌文, 庄道军. 中国上市公司的有效控制权及实证研究[J]. 管理世界, 2004, (11):126-135.
- [9] 竺素娥. 财务管理[M]. 北京: 科学出版社, 2011.

五、关键点

本案例分析关键在于把握最优资本结构、所有权与控制权与公司经营状况、

经营战略之间的关系及传导机制，理清绿城中国经营发展过程中宋卫平的所有权和对公司控制权的变化过程。教学中的关键点包括：

1. 最佳资本结构决定理论，以及财务杠杆、经营杠杆的含义和度量风险的计算；
2. 所有权和控制权的含义及相关关系；
3. 企业战略选择的依据和理论基础。

六、案例的后续进展

宋卫平将股权交割给中国交建后，绿城中国的董事会出现明显的“去宋卫平化”，更糟糕的是，宋卫平在上海融绿平台公司的控制权也一步步丧失。

上海融绿在就像一匹“黑马”，自成立短短两年以来，上海融绿仅在上海就拿下 10 个项目和地块，2013 年以网签 155 亿元的销售业绩挺进中国房企 50 强，以网签 112 亿元跻身上海商品住宅销售金额前三甲，2014 年势头更猛，上海融绿以 174.8 亿元的销售额成为上海住宅销售冠军。

对于上海融绿这块“馅饼”，宋卫平当然不愿放手，但孙宏斌也有同样的想法。双方“野合”结束之后，再起烽火，将争夺的焦点聚集在上海融绿上。2014 年的最后一天，融创中国公告以 155 亿元全面收购上海融绿；但 5 天后，绿城中国公告称董事会并未批准其出售；隔天，融创中国公告称收购协议有效，无需绿城中国董事会的批准；其后，绿城中国回应称正在寻求有关法律意见，最大程度保留权利……

不幸的是，宋卫平终究战败。2015 年 5 月 5 日，绿城中国与融创中国终于就上海融绿的归属达成一致协议。双方公告称，绿城中国将向上海融绿收购上海华浙外滩 51% 股权对应的投资权益，向融创建投收购北京兴业万发 45% 股权及其股东贷款，向上海森林高尔夫收购浙江金盈 50% 的股权及向融创置地收购浙江金盈的股东贷款，向融创置地出售上海森林高尔夫 50% 的股权，同时，绿城中国将向上海融创房地产出售上海融创绿城 50% 的股权。简而言之，交易完成后，融创中国以 10 亿人民币的代价获得上海融绿，绿城中国只得到黄浦湾地块，失去上海的半壁江山。宋卫平再失控制权！

七、建议课堂计划

本案例可以作为专门的案例讨论课来进行，如下是按照时间进度提供的课堂计划建议，仅供参考：

整个案例课的课堂时间控制在两节课内，即 90 分钟左右。

课前计划：提出启发思考题，请学生在课前完成阅读和初步思考。

课中计划：

课堂前言（5 分钟左右）简明扼要、明确主题

分组讨论（30 分钟）发言要求：准备发言提纲

小组发言（每组 5 分钟）幻灯片辅助，控制在 30 分钟之内

引导全班进一步讨论，并进行归纳总结（20 分钟左右）

课后计划：请学生上网搜索绿城中国的相关信息资料，并了解最新发展情况，结合自身学习体会写一篇案例心得（1500 字左右）。如果对该案例感兴趣，还可以组织进行案例模拟大赛，对获胜者给予表扬。

（案例使用说明字数：7211）