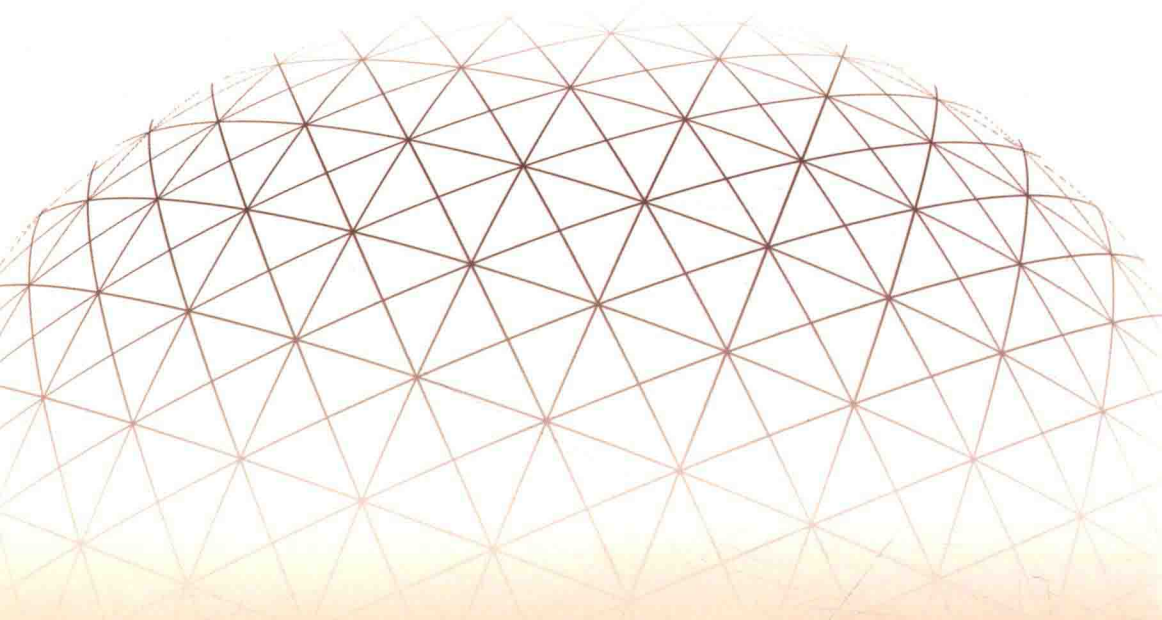


国家自然科学基金面上项目71372015、71672007阶段性成果
北京理工大学“双一流”引导专项经费资助出版

反向收购整体上市的 路径与经济后果研究

◎ 佟岩 等 著



 **北京理工大学出版社**
BEIJING INSTITUTE OF TECHNOLOGY PRESS

国家自然科学基金面上项目“反向收购整体上市的动机、路径与经济后果研究(71372015)”和“创新驱动型并购的影响因素与经济后果研究(71672007)”阶段性成果

北京理工大学“双一流”引导专项经费资助出版

反向收购整体上市的路径与经济后果研究

佟岩 等 著



北京理工大学出版社

BEIJING INSTITUTE OF TECHNOLOGY PRESS

版权专有 侵权必究

图书在版编目 (CIP) 数据

反向收购整体上市的路径与经济后果研究/佟岩等著. —北京:
北京理工大学出版社, 2017. 5

ISBN 978 - 7 - 5682 - 4022 - 2

I. ①反… II. ①佟… III. ①上市公司 - 企业兼并 - 研究 -
中国 IV. ①F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 099978 号

出版发行 / 北京理工大学出版社有限责任公司

社 址 / 北京市海淀区中关村南大街 5 号

邮 编 / 100081

电 话 / (010) 68914775 (总编室)

82562903 (教材售后服务热线)

68948351 (其他图书服务热线)

网 址 / <http://www.bitpress.com.cn>

经 销 / 全国各地新华书店

印 刷 / 保定市中华美凯印刷有限公司

开 本 / 710 毫米 × 1000 毫米 1/16

印 张 / 12.75

字 数 / 200 千字

版 次 / 2017 年 5 月第 1 版

2017 年 5 月第 1 次印刷

定 价 / 49.00 元

责任编辑 / 张慧峰

文案编辑 / 张慧峰

责任校对 / 周瑞红

责任印制 / 王美丽

图书出现印装质量问题, 请拨打售后服务热线, 本社负责调换

序

本书思路最初形成于 2012 年冬天，资本市场中的反向收购整体上市现象引人注目，但缺少系统分析。此后，在国家自然科学基金面上项目（71372015）资助下，我和项目团队持续关注和追踪反向收购整体上市，并在 2016 年春天将这一并购中的特殊现象与国家创新战略相结合，开展了相关研究，依托面上项目（71672007）进一步剖析创新驱动型并购。

本书首先系统梳理了反向收购整体上市的制度背景与历史发展，然后通过中信股份整体上市和济钢吸收合并莱钢的典型案例还原了反向收购整体上市的基本路径。在此基础上，本书分析检验了反向收购整体上市的长期和短期市场反应，从权益融资成本、非效率投资、关联交易、现金股利等方面论证了反向收购整体上市给公司理财活动带来的影响。最后，本书还关注了反向收购整体上市在盈余管理、分析师预测等方面产生的作用。

总的来看,本书发现反向收购整体上市能够被投资者认可,产生了显著正向的市场反应,能够降低权益融资成本,减少非效率投资,减少不公平的关联交易,没有发现整体上市公司通过发放大额现金股利进行套现。同时,反向收购整体上市在一定程度上可以遏制盈余管理,提高分析师关注程度。在这些基本结论的基础上,本书还从机构投资者参与、反向收购整体上市的实现方式、整体上市程度、并购双方业务整合的角度等方面进行了论证。

本书第一章由佟岩执笔,第二章由佟岩、刘沛杰、李梦菲执笔,第三章由佟岩、宋吉文、隋天舒执笔,第四章由佟岩、刘第文、何凡、张颖、奥西特执笔,第五章由佟岩、刘勋、杨博文执笔。本书部分内容已经在《中国软科学》《会计研究》等刊物发表,感谢审稿人和期刊编辑的中肯建议及辛勤工作。

作 者

目 录

第一章 反向收购整体上市的制度背景与历史发展	1
第一节 分拆上市与整体上市	1
第二节 反向收购	6
第三节 反向收购整体上市的界定与利益方关系	7
第二章 反向收购整体上市的典型路径	11
第一节 资产注入型反向收购整体上市	11
第二节 吸收合并型反向收购整体上市	20
第三章 反向收购整体上市的市场反应	29
第一节 关联并购的长期与短期市场反应	29
第二节 机构投资者对反向收购整体上市市场反应的影响	46
第四章 反向收购整体上市与公司理财活动	71
第一节 反向收购整体上市与权益融资成本	71

第二节 反向收购整体上市与非效率投资	87
第三节 反向收购整体上市与关联交易	107
第四节 反向收购整体上市与现金股利	124
第五章 反向收购整体上市与盈余管理、分析师预测	145
第一节 关联并购与盈余管理	145
第二节 反向收购整体上市与分析师预测	157
参考文献	175

第一章

反向收购整体上市的制度背景与历史发展

第一节 分拆上市与整体上市

一、制度与环境背景

20 世纪 80 年代起，随着改革开放带来的经济和社会环境变化，我国的股份制企业和证券市场逐步形成和发展起来。

（一）股份制与企业集团

在计划经济体制下，企业实际上是单一的生产工厂的组织形式，生

产和经营处于计划统筹下,企业自主经营无从谈起。改革开放之后,我国企业组织领域发生了深刻变革,出现大量全民企业(国有企业)、集体企业、合资企业、乡镇企业、民营企业等。北京、上海、广东等地的部分集体和国有中小企业纷纷开始股份制试点,设立股份有限公司,如北京天桥百货公司、上海飞乐音响股份有限公司等,其中北京天桥百货等公司还公开发行了股票。

1986年12月,国务院发布了《关于深化企业改革增强企业活力的若干规定》,第二条提出,“各地可以选择少数有条件的全民所有制大中型企业,进行股份制试点”,第八条提出,“在发展横向经济联合的基础上,以大型骨干企业或名牌产品生产企业为主体,根据自愿互利的原则,由企业自主组建企业集团,……有条件的企业集团可实行股份制”。1993年,十四届三中全会通过了《中共中央关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》,提出“发展一批以公有制为主体,以产权联结为主要纽带的跨地区、跨行业的大型企业集团”。我国企业的股份制建设和集团化发展逐步进入规范化轨道。

(二) 证券市场^①

1984年,当时中国人民银行研究生部20多名研究生发表了轰动一时的《中国金融改革战略探讨》,第一次谈到了在中国建立证券市场的构想。1987年召开的党的“十三大”对前期股份制试点的成绩作出肯定,允许继续试点并提出了规范性意见。从此政府逐渐加大对股份公司的规范化管理,股份公司开始按照国际惯例设立和运作,股票发行更加规范,真正意义上的股票发行数量也越来越多。上海、深圳出现了股票的公开柜台交易,沈阳、武汉、成都等地也出现了股票的公开交易或场外交易。一批专门从事股票发行、转让或交易相关业务的证券公司相继

^① 相关内容参考自:赵涛、彭龙著,金融史其实很有趣,立信会计出版社,2010年版。

成立,从而为股票市场的发展奠定了市场基础。1987年1月,上海真空电子器件公司向社会公开发行股票,成为我国第一家实行股份制的大中型国营企业。该公司股票的发行,拉开了国营大中型企业股份制试点的序幕。1990年11月,上海证券交易所成立,12月深圳证券交易所成立,1992年10月证监会正式成立。

在证券市场发展的起步阶段,出现过整个企业改组上市的现象。但由于当时的各方面环境和企业本身的质量问题,出现了上市公司资产质量欠佳、主业不突出等问题。1994年7月1日施行的《公司法》规定,设立股份公司只限于发起设立,或发起人认购部分股份后,其余部分向社会公开募集设立。受市场容量和市场成熟度影响,监管部门在各个省市实行上市额度制,各省每年仅有几个上市的指标,且有融资额度限制,所以许多企业为了达到上市目标,纷纷剥离出部分资产组成股份公司上市。

二、分拆上市

在我国资本市场原有的上市指标、融资额度等制度限制下,分拆部分资产上市在一定历史阶段推动了资本市场的发展,但是,大部分上市公司因此成为集团公司金字塔结构中的一环。由于除了上市公司之外还拥有大量非上市资产,控股股东更偏好控制权私利,倾向于通过不公平的关联交易侵占上市公司中小股东的利益(LLSV, 2002; Fan and Wong, 2002; 王蓓, 郑建明, 2010),并在这一过程中通过盈余管理进行粉饰(Leuz, *et al.*, 2003; Gopalan and Jayaraman, 2012),恶化了上市公司的经营状况和盈余质量(Fan and Wong, 2002; 刘峰等, 2004; Kim and Yi, 2006; 佟岩, 程小可, 2007),严重损害了中小投资者和债权人的利益(Johnson, *et al.*, 2000; 李增泉等, 2004; 武立东等, 2007; 陈炜, 2009)。

三、整体上市

证监会、国资委等有关部门于 2003 年开始制定相关政策探索大型国有企业整体上市的途径，此后陆续出台了《关于推进国有资本调整和国有企业重组的指导意见》等规范性文件，支持具备条件的优质大型企业集团实现整体上市，鼓励不具备条件的企业集团把优质主营业务资产逐步注入到上市公司。这一政策导向在各省市区逐步得到推进。以上海为例，2011 年的国资国企工作会议提出，“十二五”期间上海国资系统 90% 的产业集团要实现整体上市或核心资产上市。与此同时，随着股权分置改革的完成，大股东更有动力关注股票价格、做强上市公司（杨善林等，2006；廖理等，2008；刘维奇等，2010）。虽然在 2004 年 TCL 集团成为 A 股市场第一家整体上市的公司，但股权分置改革基本完成（2006 年）之后整体上市才开始相对集中出现。

（一）整体上市的实现方式

虽然由于特殊的历史背景，我国的上市公司多由集团公司分拆而来，但是整体上市的优越性较早就已经引起了关注（黄清，2004）。近年来整体上市的案例不断增加，过程各不相同，具体方式通常由上市公司及其母公司的实际情况决定（陈家琰，王培志，2008）。目前整体上市的实现方式主要包括上市公司以现金或股权置入集团公司资产、上市公司吸收合并集团公司、集团公司所属的上市公司之间吸收合并、集团公司直接整体上市、集团公司吸收合并上市公司并 IPO 等（凌文，2012）。前三种均属于本书界定的反向收购整体上市，其中上市公司定向增发新股置入大股东资产的案例最多。

控股股东在定向增发中认购股份的动机之一就是原未上市的其他资产上市，从而原来资产的账面价值获得了市场估价，控股股东获得了

资产价值(市值)剧增的利益(杨靖等, 2011)。而且, 控股股东可以进一步增加持股, 稳固控制权(张华, 2010)。关于具体过程, 有关研究更多观察了一般性的定向增发, 即不考虑是否以整体上市为目的。学者们发现, 由于流动性补偿(Silber, 1991)、监督成本(Wruck, 1989)等因素的存在, 不同期间和样本的定向增发均存在不同程度的折价(Barclay, *et al.*, 2007), 并且折扣率水平与增发对象的身份密切相关(郑琦, 2008; 章卫东, 李德忠, 2008)。学者们建议在定向增发中更多引入机构等外部投资者(王秀丽, 马文颖, 2011; 陈耿, 杜烽, 2012)。

(二) 整体上市的经济后果

整体上市可以减少上市公司与集团公司之间的关联交易(王志斌, 周子剑, 2008), 提高上市公司的经营业绩、增加股东财富(黄清, 2004; 邓康林, 高扬, 2010; 王永海, 章涛, 2012), 减少盈余管理行为(Leuz, *et al.*, 2003), 且央企整体上市比地方国企整体上市的绩效提升更为明显(欧阳世泉, 唐宗明, 2010)。

进一步从不同的整体上市方式来看, 在整体上市的国有企业中, 反向收购母公司模式对企业绩效有显著的直接促进作用, 换股 IPO 模式对企业绩效的作用在经济上和统计上均不显著(魏成龙等, 2011)。宣告定向增发新股实现整体上市有正的财富效应(贾钢, 李婉丽, 2009; 贺云龙等, 2011), 并且当增发对象是控股股东或关联企业时, 宣告效应更好(章卫东, 2007)。而且整体上市也有助于提高资本市场资源的配置效率(陈家琰, 王培志, 2008; 邓旭, 陈燕, 2010)。

与此同时, 也有一些不同的声音。基于个体案例或股权分置改革前大样本数据的研究发现, 整体上市无法解决上市公司“一股独大”、内部人控制等问题(朱红军等, 2007), 在中小投资者保护的某些方面甚至比非整体上市公司更差(姜付秀等, 2007), TCL 集团的整体上市就

曾直接使公众股东的利益受到损害（朱红军等，2007）。此外，我国现行制度对整体上市募集资金数额没有明确限制，客观上助长了集团公司做大上市公司的冲动。而大企业集团内部资本市场的存在会消耗一些不必要的资源，从而制约新的独立企业的成长（Almeida and Wolfenzon, 2006）。

第二节 反向收购

对上市公司而言，一般意义上的收购主要是公司为了扩展业务领域等目的主动出击收购其他企业，反向收购（Reverse Merger, Reverse Takeover）则刚好与之相反，表面看起来是上市公司收购了某项资产，但结果既有可能是非上市公司通过收购掌握了上市公司的控制权，绕过 IPO 而成为上市公司，也有可能是上市公司的股东向上市公司注入新的资产。因此它还有另外一个形象的名字——“借壳上市”。

反向收购可以追溯到 20 世纪 50 年代（Adjei, *et al.*, 2008），在美国资本市场上主要通过换股合并实现（Aydogdu, *et al.*, 2007）。当非上市公司在中介机构的帮助下寻找到合适的壳资源后，即由上市公司吸收合并非上市公司。虽然上市公司是存续公司，但原非上市公司的股东在换股中得到了上市公司的大部分股票，所以享有控制权，实现了“借壳上市”。然而反向收购完成后，公司的表现往往不佳，甚至很快退市或破产（Gleason, *et al.*, 2005；Aydogdu, *et al.*, 2007；Ioannis and Travis, 2011），严重造假的世通公司（Worldcom）就是通过反向收购上市的（Gleason, *et al.*, 2005）。2010 年以来，大量以反向收购方式在美上市的中国概念股因会计问题遭受质疑而被停牌或退市，使美国资本市场上的反向收购引起了新一轮的关注乃至质疑（杨敏等，2012）。

在我国的实际操作中,反向收购主要有两种实现方式。一种与西方的换股吸收合并相同(朱红军等,2007)。另一种则存在两条路径:一是首先由非上市公司通过股权收购获得上市公司控制权,随后由上市公司以股票或现金等形式买入其资产,使其实现上市;另一个是大股东以现金、股权等为对价向上市公司注入部分资产。我国资本市场上的反向收购宣告可以给原上市公司股东带来正的超额回报,但其中存在很多公司治理方面的问题(孙烨,罗党论,2011)。此外,反向收购后的表现也与企业属性等公司治理因素有关。王克敏等(2009)发现,国有IPO公司盈余质量最高,国有买壳上市公司及民营IPO公司盈余质量次之,民营买壳上市公司盈余质量最差。

第三节 反向收购整体上市的界定与利益方关系

一、反向收购整体上市的界定

目前来看,实现整体上市的公司,“整体”程度各有差异。全部资产上市的公司数量极少,大部分为某项业务或某几项业务实现了上市。因此,本书将整体上市界定为上市公司与大股东之间不存在同业竞争,即某(几)项业务整体上市,将反向收购整体上市界定为以反向收购方式实现的整体上市(概念关系见图1-1),其最大特点是收购双方原来就有控制关系。

一般情况下,反向收购是公司规避直接IPO的各种限制以较低成本获取上市资格的常用手段(戴志敏,1997;赵贺,颜克益,1998;单福春,2002;张俊瑞等,2002)。相比直接IPO的公司,采用反向收购方式上市的企业规模更小、成立时间更短、前期业绩也相对较弱(Adjei,

et al., 2008)。而在反向收购整体上市中,由于主导者正是上市公司的大股东,显然与传统反向收购中的公司特征不同,而且由于参与各方有着千丝万缕的联系,使得收购的动机和利益配置也与传统反向收购大相径庭。

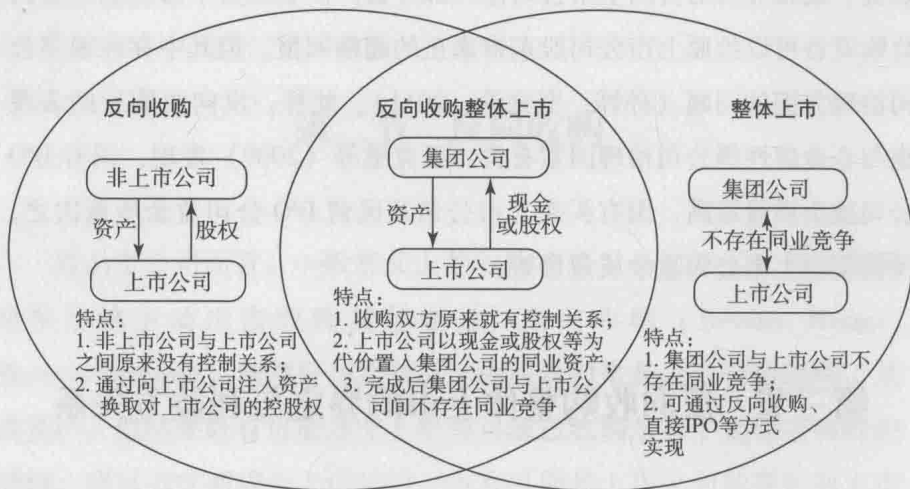


图 1-1 反向收购整体上市的概念关系

尽管经济、制度环境都为整体上市提供了各项有利条件,但截至 2013 年年底,声明实现了业务板块或核心资产整体上市的 A 股公司在整个市场中占比仍不足 10%,共有 232 家。其中最终控制人为国有属性的公司有 187 家,占比 81%,非国有属性的公司有 45 家,占比 19%。目前来看,已完成整体上市的公司采取的主要途径有:反向收购(如华侨城 2009 年向集团公司定向增发收购 12 家公司股权)、直接整体 IPO(如中国北车 2008 年组建,2009 年 IPO)、集团公司吸收上市公司后 IPO(如 TCL 集团吸收合并上市公司 TCL 通讯并于 2004 年 IPO)、央企 A+H(如中冶集团 2008 年整体在 A 股和 H 股同步上市)等。其中反向收购所占比例达到 76%,这也使本书专注于此类整体上市。

二、反向收购整体上市的利益方

上市公司是多方利益关系的载体。在反向收购整体上市的整个过程中,以大股东为代表的内部人集团占据主导地位,拥有更多的内部信息,因此占据优势地位。机构投资者与社会流通股股东虽然都属于外部股东,但机构投资者凭借资金、专业知识等相对优势,在某些情况下可能与内部人集团达成默契,甚至出现合谋。中介机构和监管机构在反向收购整体上市中都属于第三方,但中介机构可能直接参与操作过程获得佣金等直接经济利益,也与内部人集团的利益存在交叉(见图1-2)。

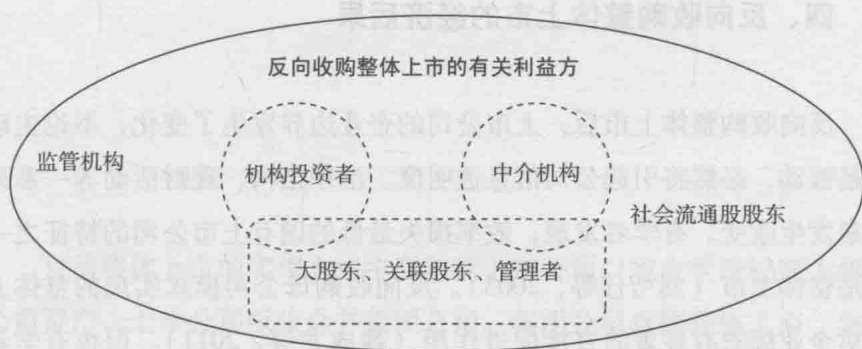


图1-2 反向收购整体上市有关利益方分析

由此可见,反向收购整体上市中的利益关系交错复杂,将会对整体上市公司的路径选择和整体上市后的效率变动产生重要影响。

三、反向收购整体上市的路径选择

选择通过反向收购实现整体上市的公司其具体操作方式也各有不同。从参与反向收购的利益方来看,有的公司引入机构投资者作为新股东,有的公司则选择关联方,有的公司干脆大股东完全包办;从上市公司为了获得大股东资产而支付的对价来看,有的公司完全现金支付,有

的则向大股东定向增发新股；从整体上市的程度来看，有的公司专注于某一项业务整体上市，有的公司将核心资产（可能包括价值链上的多项业务）整体上市，还有少部分公司实现了全部资产上市；其他种种，不一而足。这些不同角度的差异在相同的制度背景、市场环境，相似的治理结构、业务领域中共生并存，那么，反向收购整体上市的实现路径中有哪些值得关注的典型特征？“武钢模式”（邓晓卓，2004）、“东电模式”等路径中的关键节点和特征是否对大量相似公司具有参考价值？市场对这些特征的识别又存在什么样的差异？本书第二章将结合案例进行剖析，并在第三章中使用大样本数据检验整体上市的市场反应。

四、反向收购整体上市的经济后果

反向收购整体上市后，上市公司的企业边界发生了变化，不论主动还是被动，必然将引起公司信息透明度、治理结构、理财活动等一系列因素发生改变。有学者发现，效率损失最低的国有上市公司的特征之一就是整体上市（刘芍佳等，2003）。反向收购母公司模式实现的整体上市对企业绩效有显著的直接促进作用（魏成龙等，2011）。但也有学者认为从总体上看，整体上市无法解决上市公司“一股独大”、内部人控制等问题（朱红军等，2007），整体上市公司在中小投资者保护的某些方面甚至比非整体上市公司更差（姜付秀等，2007）。这些矛盾性的发现需要我们论证：反向收购整体上市会对企业的长期效率产生何种影响？如果大量个案出现较为一致的结论，这些效率改变与反向收购的路径特征之间是否存在内在联系？第四、五章将关注整体上市对上市公司理财行为、分析师预测、盈余管理等方面的深层次影响。