

三友会计论丛第8辑

上市公司重组绩效 理论与实证研究

崔学刚 著

The Restructuring
Performance of
Listed Companies
Theoretical and Empirical Research

FE 东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press

SUNYO ACADEMIC SERIES IN ACCOUNTING

三友会计论丛第8辑

上市公司重组绩效 理论与实证研究

崔学刚 著

The Restructuring Performance of Listed Companies Theoretical and Empirical Research

SUNYO ACADEMIC SERIES IN ACCOUNTING

FE 东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press

大连

© 崔学刚 2007

图书在版编目 (CIP) 数据

上市公司重组绩效: 理论与实证研究 / 崔学刚著. — 大连:
东北财经大学出版社, 2007.7

(三友会计论丛·第8辑)

ISBN 978-7-81084-992-0

I. 上… II. 崔… III. 上市公司-资产重组-研究-中国 IV. F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2007) 第 085429 号

东北财经大学出版社出版

(大连市黑石礁尖山街 217 号 邮政编码 116025)

总编室: (0411) 84710523

营销部: (0411) 84710711

网址: <http://www.dufep.cn>

读者信箱: dufep@dufe.edu.cn

大连北方博信印刷包装有限公司印刷 东北财经大学出版社发行

幅面尺寸: 148mm×210mm

字数: 208 千字

印张: 10

印数: 1—2 000 册

2007 年 7 月第 1 版

2007 年 7 月第 1 次印刷

责任编辑: 刘东威

责任校对: 孙 萍

封面设计: 冀贵收

版式设计: 刘瑞东

ISBN 978-7-81084-992-0

定价: 26.00 元

作者简介

崔学刚，男，1973年2月出生，山东临沂人，管理学（会计学）博士，现为北京工商大学会计学院副教授、北京工商大学信息披露研究中心主任、北京大学光华管理学院应用经济学博士后、中国会计学会财务成本分会理事。主要研究领域为信息披露（会计）透明度及其经济后果、公司重组绩效及其计量、资本市场与公司风险价值管理等。近年来，在《会计研究》、《审计研究》、*Journal of Finance and Economics* 等国内外学术期刊发表论文二十余篇，出版专著两部，主持国家博士后基金项目一项，北京市教委课题一项，参加国家社科基金项目、北京市社科重点项目各一项。博士论文《上市公司重组绩效：理论与实证研究》获得中国人民大学优秀博士学位论文。研究成果多次获奖。2005年获得北京市委组织部优秀人才资助项目，2005年被评为北京市中青年骨干教师，2006年被选拔为全国会计学术带头人后备人才，2006年获国家留学基金委资助出国访问项目，主编的教材《国际财务管理》纳入“普通高等教育”“十一五”国家级规划教材。在教学方面，先后获北京工商大学教学优秀成果奖、本科教学优秀教师称号。

出版者的话

随着我国以社会主义市场经济体制为取向的会计改革与发展的不断深入,会计基础理论研究的薄弱和滞后,已经产生了越来越明显的“瓶颈”效应。这对于广大会计研究人员而言,既是严峻的挑战,又是难得的机遇。说它是“挑战”,主要是强调相关理论研究的紧迫性和艰巨性,因为许多实践问题急需相应的理论指导,而这些实践和理论在我国又都是新生的,没有现成的经验和理论可资借鉴;说它是“机遇”,主要是强调在经济体制转轨的特定时期,往往最有可能出现“百花齐放,百家争鸣”的昌明景象,步入“名家辈出,名作纷呈”的理论研究繁荣期和活跃期。

迎接“挑战”,抓住“机遇”,是每一个中国会计改革与发展的参与者和支持者义不容辞的责任。为此,我们与中国中青年财务成本研究会、东北财经大学会计学院联合创办了一个非营利的学术研究机构——三友会计研究所,力求实现学术团体、教学单位、出版机构三方的优势互补,密切联系老、中、青三代会计工作者,发挥理论界、实务界、教育界三方面的积极性,致力于会计、财务、审计三个领域的科学研究和专业服务,以期为我国的会计改革与发展做出应有的贡献。

三友会计研究所的重大行动之一就是设立了“三友会计著作基金”,用于资助出版“三友会计论丛”。它旨在荟

萃名人力作及新人佳作，传播会计、财务、审计研究与实践的最新成果与动态。自 1997 年起，本论丛定期遴选并分辑推出。

采取这种多方联合、协同运作的方法，如此大规模地遴选、出版会计著作，在国内尚属首次，其艰难程度不言而喻。为此，我们殷切地希望广大会计界同仁给予热情支持和扶助，无论作为作者、读者，还是作为评论者、建议者，您的付出都将激励我们把“三友会计论丛”的出版工作坚持下去，越做越好！

东北财经大学出版社

三友会计论丛编审委员会

顾问:

谷 祺 欧阳清 冯淑萍 李志文

委员(以姓氏笔画为序):

马君梅	王立彦	王光远	王化成
方红星	刘永泽	刘志远	刘明辉
刘 峰	孙 铮	宋献中	李 爽
张为国	张龙平	张先治	张俊瑞
何顺文	杨雄胜	陆正飞	陈毓圭
陈国辉	陈建明	陈信元	陈 敏
周守华	罗 飞	孟 焰	郑振兴
赵德武	夏冬林	秦荣生	徐林倩丽
黄世忠	谢志华	蔡 春	薛云奎
魏明海	戴德明		

序 言

世界范围的公司重组日益受到国内外理论工作者与实际工作者的广泛青睐，究其原因，首先或许是公司重组的实践对社会经济发展所产生的巨大效应，包括公司重组所产生的惊人的财富效应，使公司重组已经成为规划公司战略与公共政策不可忽视的课题；其次，公司重组不断深化对社会经济的认识、创新公司决策和监管理念，包括公司重组已使传统的主题扩展到公司战略、公司控制、公司治理以及控制权结构等议题，从而突破古典经济学对公司经营管理的认识；再次，公司重组使得人们不再简单地把公司作为由厂房、设备、员工组成的一个生产单位，而是把公司作为一个有机生命体来看待，通过人与物建立的人与人的组织经验，而具有组织资本；最后，价值创造决策标准不断颠覆利润最大化决策理念，更多的宏观与微观因素成为价值决策的重要参数。

公司重组究竟能否创造公司价值呢？这一基本而关键的问题成为多年来公司重组研究的核心主题之一。公司重组能否创造价值？具体地说，公司重组的绩效来源及作用规律如何？这不仅是研究重组动机、重组决策与重组评价的关键，而且将决定公司重组监管与资本市场等公共政策制定的价值取向。我国资本市场勃然兴起的上市公司重组，使得公司重组绩效规律研究成为必须予以解决的重大课题。崔学刚博士在其博士学位论文的基础上，经过后续潜心研究，最终形成的专著《上市公司重组绩效：理论与实证研究》，就是在这种理论与我国实践双重需求下，立足我国资本市场和上市公司特

征，对我国上市公司重组绩效进行充分的分析论证，在大量实证证据的基础上，借鉴国内外有关理论成果，形成揭示上市公司重组规律、引导重组绩效挖掘的理论依据和政策建议。

这部论著紧紧围绕上市公司重组绩效这一研究主题，通过公司重组类型、绩效衡量标准和绩效影响因子等三维度的有序组合，构建由公司重组市场反应、公司重组长期绩效、控制权转移绩效及其影响因子、控制权转移的可预测性等议题组成的研究模块，分别展开探索。著者的研究以及提供的证据显示，我国上市重组中资源协同效应普遍存在，主要表现为总资产周转率的提升；公司重组改善公司治理机制，是通过更换高级管理人员来实现的；尽管公司重组后存在“新管上任三把火”效应，但这足以说明公司重组对公司治理机制完善的压力和推动作用。这些发现及证据有力地证明我国上市公司重组能够创造价值，并初步揭示价值创造的来源与路径。

难能可贵的是，崔学刚博士在归纳并分析上述实证证据的基础上，提出更能解释我国上市公司重组实务并能更好地预测未来实务发展的新的理论假说——“体制诱因下的价值创造假说”，对于深化我国上市公司重组绩效规律的认识，预测未来实务发展，监管部门加强监管，投资者改善决策提供了较为系统的分析框架。

综观全书，这部论著研究目标明确，研究主题集中，研究脉络清晰，文笔表达明快；理论研究与实证研究并重，理论分析透彻，实证方法科学，观点明确，论证有据，结论可信，具有较高的学术价值和实践价值。论著体现出作者探索意识强烈、理论功底深厚、研究素质强劲、治学风格严谨。著者对公司重组的国际研究前沿成果的把握全面，对国内外研究动态了如指掌，文献解说精辟，评述

恰当。崔学刚博士学位论文《上市公司重组绩效：理论与实证研究》被评为 2004 年度中国人民大学优秀博士论文，同时有阶段性成果的公开发表，体现了该论著的研究质量与学术界的认可程度。诚然，上市公司重组绩效是一个重大而复杂的财务金融课题，其广度与深度还有待发掘，期望著者密切跟踪该领域的研究动向，继续展开研究，形成更为丰富的系列成果。

荆 新

2007 年 4 月 20 日

前 言

上市公司重组问题一直是各国资本市场理论与实践的热点。在市场经济条件下，如何通过资本积聚和资本集中获取竞争优势，以谋求可持续发展，成为众多公司的首要战略目标。为此，公司在通过技术创新、管理创新、转变经营机制等方式强化产品经营的同时，纷纷借助产权交易进行战略性调整，从单纯的产品经营逐渐向产品经营与资本经营的有机融合过渡。我国经济的持续、健康、快速发展与资本市场的蓬勃兴起，加大了公司重组的深度与广度。尤其是近年来，我国国有经济布局的战略调整、各种有关政策法规的出台、我国正式加入 WTO 以及在我国蓬然兴起的外资并购浪潮，使得上市公司重组活动层出不穷，规模不断扩大，数量年年创历史新高，公司重组也因此受到空前广泛的关注。然而现实的上市公司重组“一半是海水，一半是火焰”，重组给人们带来的困惑和问题大大超出了当初的预期，从而使人们对公司重组的功能和绩效产生了怀疑。在这种背景下，研究我国上市公司重组绩效不仅关系到正确认识公司重组规律，以利于相关利益各方做出科学决策，而且是确定立法与监管的基本价值取向的基础。本书将立足我国资本市场和上市公司的特征，通过多角度、多种方法、多种影响因素的理论与实证研究，对我国上市公司重组绩效进行全面深入的分析，试图在大量实证证据的基础上，充分借鉴国内外有关理论成果，提出一套反映我国上市公司重组规律、指导重组绩效挖掘的理论体系和政策建议。本书的研究目的有三个：一是为政府监管部门提供政策性意见，二

是为投资者进行重组行为决策提供分析框架和经验支持，三是为相关学术研究做出理论贡献。

在书中，笔者对上市公司重组及其分类做出界定。公司重组是指上市公司扩张、收缩、公司所有权结构变更和公司内部业务重整等行为与活动。公司重组的交易对象往往是股权（包括公司整体资产转让，即整体出售）和部分公司资产两类。在股权交易中，将涉及交易三方，分别是收购方、被收购方及被收购方股东；在资产交易中（不包括公司整体资产转让），往往涉及收购方与资产出售方。上市公司重组是指以上涉及各方有且只有一方是上市公司的重组。根据上市公司在重组交易中的地位以及交易的性质，上市公司重组可以分为扩张式重组、收缩式重组、控制权转移和内部业务重整。在公司重组中，如果收购方是上市公司，那么就是扩张式重组；如果被收购方股东或资产出售方是上市公司，那么就是收缩式重组；如果被收购方（主要是指股权收购）是上市公司，那么就是控制权转移；对于资产置换类型，如果资产置换双方有且只有一方是上市公司的，我们将其归入内部业务重整。除以上四种类型以外的重组不在本书的研究范围之内。本书所讨论的上市公司重组绩效仅指微观经济绩效，即仅仅考察公司重组是否改善了公司经营业绩和股东收益，而不研究公司重组的宏观经济效应和社会文化效应。考察上市公司重组绩效可以从两个角度进行：一是投资者是否通过重组交易得到了正常或超额收益率；二是重组活动是否改善了反映公司经营业绩的会计指标。由此对应两种绩效衡量标准：超额收益率和会计指标。研究上市公司重组绩效不仅需要研究重组前后公司绩效变化情况，更重要的是研究影响绩效变化的因素及其对绩效影响的稳

定程度（公司重组的可预测性）。这样由上市公司重组类型、绩效衡量标准和绩效影响因素构成了本书研究的三个维度（见图 0—1），三个维度的不同组合构成了本书实证研究的框架：（1）四种重组类型的市场反应及其影响因素（重点考察了关联交易）；（2）四种重组类型的长期绩效；（3）控制权转移绩效及其影响因素；（4）控制权转移的预测研究。

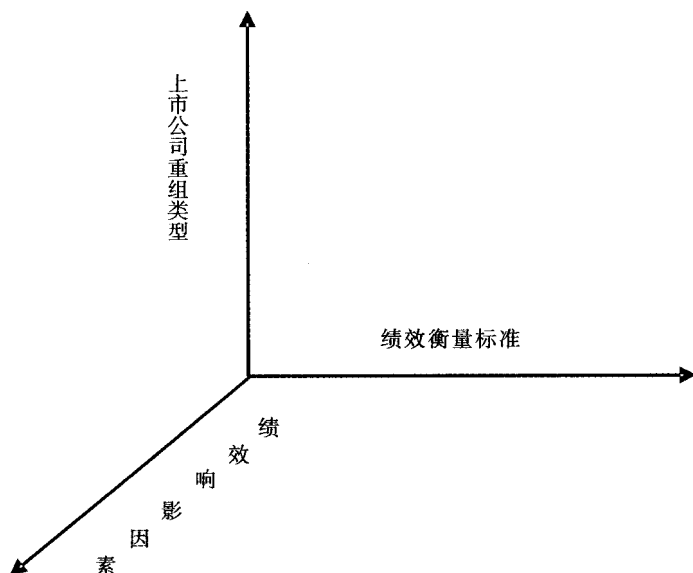


图 0—1 上市公司重组绩效研究维度

根据上述对实证研究对象的界定与内容划分，连同规范研究部分，本书研究可以归结为五个特点：一个主题、两项标准、三个维度、四大模块、五类方法。一个主题是指本书研究主题是上市公司

重组绩效问题；两项标准是指超额收益率与会计指标两项绩效衡量标准；三个维度是重组类型、绩效衡量标准和绩效影响因素三个研究维度；四大模块是指市场反应、重组长期绩效、控制权转移绩效及影响因素、控制权转移的预测四个实证研究模块；五类方法是指实证（empirical）、归纳、演绎、比较、历史研究方法。

本书的内容结构安排如图 0—2 所示，各章内容以及相关结论如下。

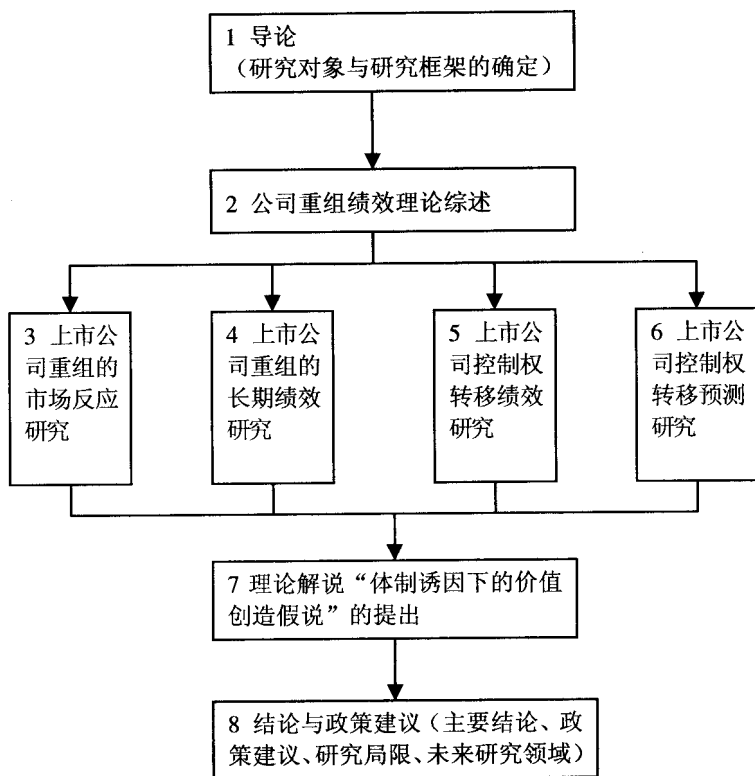


图 0—2 本书研究结构

第 1 章介绍了本书的研究动机和研究意义,研究对象的界定、研究背景,最后给出本书的内容安排以及主要结论。其中研究背景部分提出了我国上市公司重组历史的四阶段划分观点。

第 2 章对西方经典的公司重组绩效理论假说进行了回顾与简要评价,确定研究重点。

第 3 章基于累计超常收益率 (CAR) 对如下问题进行了深入的实证分析: (1) 扩张式重组、收缩式重组、控制权转移和内部业务重整的市场反应; (2) 重组中是否存在关联方对四种重组类型市场反应的影响。检验结果表明: (1) 重组类型对市场反应有重要影响,研究窗口内,控制权转移事件的累计超常报酬率最高,且显著;扩张式重组与收缩式重组尽管也都获得了正的 CAR,但是都不显著;内部业务重整获得负的 CAR,但不显著。(2) 关联交易对扩张式重组和内部业务重整的市场反应无显著影响,即市场不区分这两类重组中是否存在关联方。关联交易对收缩式重组的市场反应具有正面效应,而对控制权转移的市场反应具有负面影响,这反映了市场对不同公司重组类型规律的一种预期。

第 4 章在采用投资者和监管部门普遍关注的五个财务指标的基础上,专门设计了现金收益率 RCF 指标作为衡量上市公司重组绩效的标准,研究了扩张式重组、收缩式重组、控制权转移和内部业务重整的长期绩效,发现扩张式重组、收缩式重组、控制权转移、内部重整式重组对公司绩效影响的程度和时间持续性具有较大差别。对于上述四种重组类型,最能提高公司绩效的是控制权转移类型,其次是内部重整式,扩张式重组不但不能改善公司绩效,反而造成绩效的更大幅度下滑。为了研究重组绩效的来源,本书把 RCF 指标

进一步分解为主营业务现金利润率（SCF）和资产周转率（SA），发现公司重组能够普遍改善公司资产周转率，其中收缩式重组、控制权转移和内部重整式重组比扩张式重组在更大程度上提高公司SA。而重组的RCF业绩不明显主要源于SCF不断下滑。在这种情况下，只能用管理效率和成本效率未见提高来解释，这种现象在扩张式重组中较为常见。在理论上，公司扩张的边界取决于公司管理能力是否“过剩”，公司只能在其管理能力边际上决定扩张的边界。

第5章，控制权转移是我国上市公司重组中最具特点的重组类型，然而目前研究也最为薄弱。为此，本章与第6章专门研究了控制权转移的长期绩效及可预测性。本章基于中国的控制权市场环境研究了控制权转移的长期绩效及其影响因素。笔者首先介绍了我国控制权市场特点，然后通过财务指标考察了控制权转移后五年的绩效变化情况，然后基于现金收益率指标考察了控制权转移的绩效及其来源，进而研究了影响长期绩效的因素（主要是公司治理因素）。本章得到如下发现：（1）我国上市公司的控制权转移导致公司以现金收益率代表的经营业绩得到了显著改善，且这种业绩的改善主要来源于控制权转移后公司资产运用效率的提高，而非主营业务现金利润率的提高。（2）对控制权转移绩效影响因素的研究发现，控制权转移前国有股比例、控制权转移前收购方是否是民营公司、控制权转移后半年内董事长变更、控制权转移前公司规模、控制权转移前目标公司资产负债率、控制权转移前十大股东持股比例，是影响控制权转移后公司绩效的主要因素，但是这些因素只与控制权转移后第一年和第二年的目标公司业绩提升程度有关，而与其他年度公司业绩提升程度关系不显著。其中，控制权转移前国有股比例、收

购方是否是民营公司，控制权转移后半年内董事长变更以及控制权转移前十大股东持股比例，均为公司治理变量，根据以上变量的回归结果，可以发现，控制权转移对改善目标公司治理机制，增强目标公司管理层压力是有积极意义的。这为公司重组创造价值提供了实证证据。

第6章在第5章研究的基础上，对控制权转移中目标公司的特征进行识别，并建立了预测力较强的预测模型，并进行了预测检验，在此基础上进一步考察了控制权转移的绩效特征，发现：（1）控制权转移中目标公司具有可辨识的特征，这些特征包括管理效率较低下、财务资源有限、股权较分散、股权流动性较好、具有较低的买壳成本。目标公司市盈率与市净率与非目标公司没有显著差异，说明获取公司控制权的主要意图在于青睞壳资源价值，而不在于资本市场的超额回报。（2）建立控制权转移预测模型，预测模型包含了每股净资产、总资产对数、第一大股东持股比例、主营业务利润率、现金比率五个变量，表明公司盈利能力、偿债能力、公司规模、股权分散程度和买壳成本对公司成为控制权转移的对象具有很强的解释能力，并且发现公司业绩越差、资金实力越弱、规模越小、股权越分散、每股净资产越低的公司，其控制权被转移的概率越大。这些变量实质上都与收购成本有关，说明控制权转移交易符合接管者买壳上市的实际。通过预测模型得到解释的目标公司特征与单变量的分析结果基本一致。（3）运用预测模型对1999年至2001年A股上市公司的全样本进行回代检验，有64.5%的总正确率，拟合效果较好。对未来数据（2002、2003）的预测研究表明，2002年预测总正确率为75.7%，2003年的预测总正确率为64.4%，未来数据（2002、