

价值与绩效

我国上市公司被动式资产重组实证研究

益智 著

上海财经大学出版社

价值与绩效：我国上市公司 被动式资产重组实证研究

益 智 著

 上海财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

价值与绩效:我国上市公司被动式资产重组实证研究/益智著. —上海:上海财经大学出版社, 2004. 12

ISBN 7-81098-244-3/F · 215

I. 价… II. 益… 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(2004)第 102542 号

☐ 特约编辑 周 河

☐ 责任编辑 王永长

☐ 封面设计 周卫民

价值与绩效:我国上市公司被动式 资产重组实证研究

益 智 著

上海财经大学出版社出版发行
(上海市武东路 321 号乙 邮编 200434)

网 址: <http://www.sufep.com>

电子邮箱: webmaster@sufep.com

全国新华书店经销

上海财经大学印刷厂印刷

上海北联装订厂装订

2004 年 12 月第 1 版 2004 年 12 月第 1 次印刷

850mm×1168mm 1/32 6.5 印张 168 千字

印数: 0 001—1 700 定价: 15.00 元

前 言

上市公司资产重组是证券市场的永恒话题,而有关资产重组的价值效应和绩效分析更是现代金融经济学研究的重要内容之一。因为从宏观角度看,正确认识这一课题至关重要,它是政策制定者、立法和监管者进行资产重组工作的出发点和指导思想;从微观角度看,它是企业实施资产重组决策的前提,也是投资者正确把握证券市场重组行为的准绳。国外许多学者基于上市公司资产重组丰富的实践就这一课题发表了大量论文,笔者对于其中具有代表性的研究成果作了综述。

经过 10 余年股票市场的发展,我国的上市公司已从 20 世纪 90 年代初期的十几家增加到 2002 年底的 1 200 多家,上市公司的重组行为也日渐频繁,我国的经济研究人员亦开始关注该领域。笔者在充分了解我国有关上市公司资产重组研究现状的基础上,借鉴国外金融经济学的计量统计方法,从一个独特而严谨的视角研究了我国上市公司资产重组的价值效应和绩效变化。

由于资产重组这一概念内涵与外延的复杂性,学术界并没有对其统一的界定。笔者在参考了国内外对资产重组的不同认识的基础上,提出了上市公司被动式资产重组这一创新的概念,即资产重组的对象是上市公司,实施资产重组的是存在于上市公司以外的外力,并对此概念作了严格的财务界定;在此基础上,笔者对截至 2002 年末我国股票市场的重组金额在 3 000 万元人民币规模以上的该类资产重组进行了统计,发现共有 390 家样本公司实施了

552次被动式资产重组,这些重组都是由持有相对控股权的非流通股股东发起实施的。对这些样本,本书从以下一些角度对不同类型的被动式资产重组的价值效应和绩效变化进行了分析,即:(1)总样本;(2)重组时大股东不变的和大股东发生改变的;(3)重组时亏损的上市公司和重组时不亏损的;(4)重组后有配股增发等再融资行为的与重组后无再融资行为的;(5)分别在四个季度内发生重组的;(6)资产重组实际完成与否的。共有13个样本组,为我国上市公司的被动式资产重组提供了大量翔实的经验数据。

根据实证研究,笔者发现重组的价值效应被流通股股东获取,而主导重组的又是持有控股比例的非流通股股东,重组的巨大成本由表面上并不持有流通股的大股东承担,而流通股股东却通过显著的价值效应搭了重组的便车。在此表象的悖论下,笔者提出了我国被动式资产重组形成机制的理论模型,并向有关各方提供了一些粗浅的建议。

全书共分为八个部分,内容如下:

引言部分对本书的研究目的和研究范围、方法作了概述。鉴于本书的实证性,笔者采用了国际金融学研究通用的以事件研究法(Event Study)与会计研究法相结合的方式进行研究。为了更直观,还对部分典型的被动式资产重组进行案例分析。

第一章对我国上市公司被动式资产重组的定义,界定原则,考察的时间区间、金额规模和重组的连续性划分等作了基础性论述,并就国内外有关资产重组的概念进行了探讨。

第二章是有关资产重组的国内外的文献和研究综述,其中分两个部分:首先是各种流派的理论综述;其次是契合本文特点的关于各种资产重组或购并的价值效应和公司绩效的实证结果的比较,旨在使本书的研究在一个规范的、可比的框架内进行。

第三章总览分析了我国上市公司被动式资产重组,对样本的总貌与分类特征进行了描述统计分析,后面的计量统计就是在本

章的基础上展开的。

第四章运用事件研究法考察了我国上市公司发生被动式资产重组前后样本公司的二级市场股价走势,研究资产重组是否为股东带来了超额收益。如果资产重组导致股价上涨幅度超过正常幅度,重组就创造了价值;反之就摧毁了价值,即所谓价值效应,也有人称之为财富效应。根据前一章对我国上市公司被动式资产重组现状的描述,本章从7个角度对13个样本组的资产重组的价值效应进行了分析,并在此基础上对各重组公司的价值效应与重组前后的绩效变化、总市值和流通市值等因素进行了计量回归分析,发现公司绩效与价值效应的回归系数在统计上并不显著,即使在32%水平上两者的相关性亦很小,仅为0.1123,而公司的流通市值和总市值却与超额累计收益存在着显著负相关(5%水平)。

第五章以会计研究法考察上市公司的净收益、每股收益和净资产收益率等3个绩效指标在各类资产重组前后各3年(若存在)的走势。同样分了13个样本组对我国上市公司被动式资产重组的绩效变化进行了统计分析,并且使用LOGIT回归模型,结合各种可能对资产重组的发生产生影响的因素,加入控制变量,进一步深入分析了资产重组与公司绩效之间的关系。从回归结果来看,大股东的变化与资产重组呈显著正相关,在两个回归模型中的t检验都达到1%的水平,说明大股东的变化是导致资产重组的重要原因之一;此外,重组前的绩效水平与资产重组的概率呈负相关,即绩效越好的公司重组的概率越低,两者的相关显著性达到了5%的较高水平。这说明资产重组作为一个提高上市公司绩效的方法得到了广泛的运用。

第六章在对我国上市公司被动式资产重组的总样本和各种分类样本的价值效应和公司绩效作了计量统计的基础上,为了更具体地理解被动式资产重组的过程与效果,对5家公司13次典型的重组案例作了详细研究,以把握我国上市公司被动式资产重组的

全貌。这5家公司是:第一起上市公司被动式资产重组——恒通借壳棱光(600629)(前后3次重组);开创资产置换、增发新股、收购兼并模式的上菱电器(600835)(前后3次重组);重组次数最多的火箭股份(600879)(前后5次重组,并有更名);经历了退市复市的渝钛白(000515),以及高科技公司买壳上市的北大高科(000004)。

第七章是对我国上市公司被动式资产重组的总结性评论。总体而言,我国上市公司被动式资产重组的活动呈现时间上的波动性和聚集性,被动式资产重组为上市公司创造了价值。在各种类型的子样本中,笔者发现某些类型的被动式资产重组具有优势,即在价值效应上,重组时大股东发生改变的,重组时亏损的,重组后有配股增发等再融资行为的,在第二、第三季度发生重组的,第三产业中发生资产重组的,上海地区发生资产重组的以及资产重组实际完成的公司价值效应比较高。在公司的绩效方面,重组时大股东不变的总体绩效较好,而大股东发生改变的提升效果较明显;重组时亏损的上市公司绩效改善显著;重组后有配股增发等再融资行为的,在第二、第三季度发生重组的,第二产业中发生资产重组的,上海地区发生资产重组的以及资产重组实际完成的上市公司的公司绩效表现比较理想,这些具有相对优势的重组值得我们在不同环境下予以重视。同时指出,我国上市公司被动式资产重组过程中内幕交易比较严重。在此基础上,笔者提出了我国上市公司被动式资产重组形成机制的理论模型,并对证券市场的立法监管者、上市公司的拥有者和经营者、资产重组的实施者、证券市场的投资者以及各种利益相关者提供了一些建议。最后,提出了未来的研究方向。

益智 1971年7月出生。

1988年考入浙江大学经济系，1992年获经济学学士学位，同年考入上海财经大学世界经济系国际金融专业，1995年获经济学硕士学位，毕业后在上海证券报从事记者、编辑及相关管理工作。2000年考入上海财经大学经济学院西方经济学专业，2004年获经济学博士学位。现在浙江工商大学金融学院从事教学科研工作，并在中国社会科学院财贸经济研究所从事博士后研究，方向为金融经济学。策划主编了研究我国资本市场的多本书籍，并在《管理世界》、《中国农村经济》、《财经研究》等国家及财经核心杂志上发表了多篇论文。

目 录

前 言	(1)
引 言	(1)
第一节 研究目的	(1)
第二节 研究范围与方法	(7)
第一章 上市公司被动式资产重组的界定	(10)
第一节 对资产重组概念的探讨	(10)
第二节 被动式资产重组的定义	(15)
第二章 文献与研究综述	(20)
第一节 资产重组理论回顾	(20)
第二节 资产重组效应的经验检验	(39)
第三章 我国上市公司被动式资产重组总体特征及动因分析	(50)
第一节 数据来源与样本数据筛选	(50)
第二节 样本的总体特征	(52)
第三节 我国上市公司被动式资产重组的动因分析	(62)

第四章 被动式资产重组的价值效应	(69)
第一节 上市公司被动式资产重组的总体价值效应	(71)
第二节 被动式资产重组分类样本的价值效应	(74)
第三节 价值效应的影响因素分析	(81)
第五章 被动式资产重组的绩效分析	(84)
第一节 总样本的绩效分析	(85)
第二节 被动式资产重组分类样本的公司绩效	(88)
第三节 资产重组与公司绩效之间的相互关系分析	(93)
第六章 被动式资产重组典型案例分析	(97)
第一节 第一例被动式资产重组——恒通借壳棱光	(97)
第二节 资产重组次数较多——火箭股份	(109)
第三节 大股东主导重组的杰作——上菱电器	(121)
第四节 国有银行资产管理公司主导的债务重组 ——渝钛白	(129)
第五节 壮志未酬的重组——北大高科	(134)
第七章 对我国上市公司被动式资产重组的评论	(140)
第一节 对我国上市公司被动式资产重组的评论及相关 理论模型的构建	(140)
第二节 实证结果与理论模型的启示	(150)
第三节 未来研究方向	(154)
附录 1: 发生被动式资产重组的上市公司名称及公告日期 	(156)
附录 2: 各样本组的价值效应 CAR 值	(169)

附录 3:子样本的公司绩效状况	(181)
参考资料.....	(184)
后 记.....	(193)

引 言

第一节 研究目的

对上市公司被动式资产重组进行研究是为了试图回答以下几个基本问题:

- (1)什么是上市公司的被动式资产重组?
- (2)在成立股票市场的 10 余年间,我国上市公司的被动式资产重组有哪些特征?
- (3)我国上市公司被动式资产重组的动因和形成机制是什么?
- (4)被动式资产重组价值效应和绩效状况如何? 它们与哪些因素有关?
- (5)基于价值效应和绩效状况等统计结果,如何评价我国上市公司被动式资产重组?

一、为什么关注上市公司资产重组

资产重组是资本市场一个永恒的主题,在西方发达市场上,已经经历了 5 次以收购兼并作为特征的资产重组浪潮,其中历史上最大的并购浪潮(20 世纪 90 年代)刚刚结束。据统计,2000 年全球范围内公司并购重组市场交易额高达 1.24 万亿美元;2001 年公

司并购重组市场规模虽有所回潮,但交易额也有6 010亿美元(UNCTAD,联合国贸发会 2002)。

自1990年沪、深证券交易所成立后,上市公司已由初期的十几家增加到2002年的1 200余家,它们在资本市场上的实践也越来越生动丰富。信息公开披露制度也使客观深入地了解上市公司行为轨迹以及相关的效应成为可能,资本市场经过了12年的蓬勃发展,资产重组也经历了从无到有、从萌芽到较大规模发展的过程,至今方兴未艾。在此背景下,笔者开始关注上市公司的资产重组,并选择中国上市公司为样本对象来研究企业的资产重组,一方面通过对2002年12月30日为止浩如烟海、纷繁复杂的上市公司重组作实证统计分析,以期把握其运行规律,为今后同类研究提供较为严谨的基础框架;另一方面则试图利用实证研究得出的结果,对上市公司资产重组的实践提出一些理论建议——力图用数据和事实说话。

二、为什么以上市公司被动式资产重组为研究对象

我国目前触及上市公司资产重组研究的论文书籍不少,但质量较高的大多是就某一专题论述,或者是一些案例分析,很少有对上市公司重组通过翔实的数据分析进行时空全景式的阐述。因而,许多人有关上市公司资产重组的印象都是明争暗斗、概念纷呈,令人眼花缭乱,今天一个公告,明天一个提示,让人知其然而不知其所以然。笔者从事资本市场的研究与实践多年,对此深有感受。

1. 当前我国关于资产重组研究的泛概念化问题

以企业并购(Mergers and Acquisitions)为主要内容的资产重组(Restructuring)在西方市场经济国家由来已久。就我国目前的情况而言,市场上所用的“资产重组”的概念已被市场约定俗成为一个边界模糊、表述一切与上市公司重大非经营性或非正常性变

化相关行为的总称,即资产重组概念的泛化。这使得我们难以准确地描述资产重组现象,难以精确地统计资产重组事件,从而难以正确地评估资产重组行为。

2. 泛概念化的后果

资产重组的泛概念化使我们所研究的领域存在相当大的随意性。例如,许多研究将公司购并直接等同于资产重组,而事实上发生购并等股权变动行为的公司并不一定同时发生了公司资产的重组行为,而发生资产重组的企业股权也不一定有所变动,购并与资产重组虽然在大多数情况下是一个有机的整体,但在我国的资本市场环境下却并非完全等同。所以,许多冠以购并重组研究的论文在初始样本选择上便埋下了隐患。

正是因为关于资产重组概念界定的模糊,首先使得我国在相关领域内的研究缺乏系统性、关联性和连续性。表现的具体形式就是个别的案例研究较多而总体的统计计量分析十分匮乏,无法使人把握我国资产重组的总貌;其次是研究中的拈轻怕重现象较为突出。由于资产重组行为的复杂性以及我国相应专业数据库的缺失,该领域的研究者面临的最大困难便是界定和整理数据,更不要说对重要的参数进行计量分析了。所以,许多研究都不免流于浮浅,在求大求全的同时反而迷失了研究方向。

3. 我国上市公司股权结构及性质的特殊性

由于历史原因,我国上市公司的股权结构十分特殊,存在着非流通股与流通股并存的二元结构。从图 1 可以看出,我国上市公司第一大股东中有近 80% 属于国有性质,而据证监会网站统计的 1995~2001 年间上市公司的持股比例, IPO 公司的第一大股东平均持股比例达到 53.8%,非 IPO 存续的上市公司第一大股东的平均持股比例亦达到 50% 以上。施东晖(2001)对 1999 年上海证券交易所上市的 484 家公司的股权结构进行统计,发现国有股比例高达 41.8%,这些股份都是不能流通的。由此可以推断我国上市

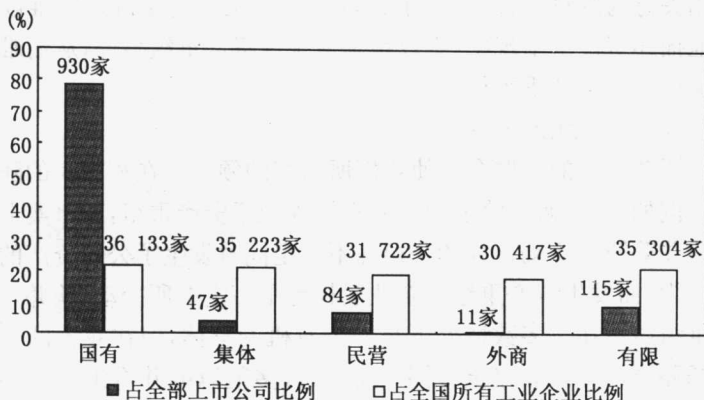


图1 上市公司与全国所有工业企业所有制结构的比较

注:上市公司的性质根据第一大股东确定,股份有限(有限责任)指上市公司实际控股股东为股权相对分散的股份有限企业。

数据来源:全国工业企业数据来自中国统计局,仅包括资产总值在500万元以上的企业。上市公司数据来自于2001年上市公司年报和最新披露信息。转引自张新,2003。

公司的持股非常集中且国有色彩非常浓厚。而全国工业企业的性质在5种类型间分布得比较均匀,都在20%左右。这种格局会导致我国上市公司重组过程中两个明显的特征:一是在国退民进的战略重组的背景下,上市公司的资产重组活动会越来越频繁;二是持有非流通股的大股东主导的上市公司资产重组也就是以上市公司为目标公司的重组活动会越来越多。因而展开对上市公司被动式资产重组研究具有较现实的典型意义。

4. 我国上市公司被动式资产重组是股票市场的重要现象

虽然被动式资产重组并不能涵盖所有类型的资产重组,但从各年度资产重组金额占股市总市值及流通市值的百分比来看,我们也可以得出结论,自1997年开始,我国的上市公司被动式资产

重组逐步活跃,到 2002 年底,已经达到了一个较高的水平。Golbe 和 White(1988)的研究表明,收购接管的金额占股市总市值的比例在 10%左右即为超常,如表 3—5 所示,美国上世纪 80 年代和 90 年代的收购接管即可以称之为“热潮”;而我国自 1997 年起被动式资产重组金额占股市总市值即达 30%以上,特别是该数值在 1998 年至 2000 年 3 年连续达 80%,被动式资产重组金额占股市的流通市值更以倍数计。与美国的同类数据比较可以说明,被动式资产重组在我国资本市场的地位相当于公司购并(M&A)在美国资本市场的地位。详见本文第三章。

5. 研究针对我国较为流行的上市公司资产重组现象

鉴于上述状况,笔者认为本书的创新在于将研究范围有限度地缩小并锁定在我国资本市场中比较流行而又典型的上市公司被动式资产重组上,通过实证研究发现这类重组都是由大股东主导;同时,在计量方法的选择上既借鉴国外的先进技术,又遵循可靠实用的原则,为我国上市公司资产重组的重要类型——被动式资产重组——的研究构建一个规范性的框架,并试图得出有客观依据的结论,窥一斑而知全豹,从而对相关领域的理论研究和实践有所裨益。

三、为什么研究被动式资产重组的价值效应和绩效

在资产重组的研究中,最基本的课题莫过于“资产重组是否创造价值”。笔者在研究我国上市公司被动式资产重组时,亦以此为探讨问题的出发点,同时针对大股东主导的这类重组,探索其形成机制。

1. 实际工作的需要

正确认识这一课题至关重要,它是学者、企业家、立法和监管者研究和实践重组工作的基础。对学者而言,更有价值的是能够清晰完整地回答所面临的实际问题;对企业家而言,应该理解重组

行为的实际效果；同样，立法和监管者所面临的首要问题是价值取向问题，即对被动式资产重组应该采取鼓励、限制抑或是中立的态度？而准确地回答“资产重组能否创造价值”这一问题，有助于对重组做出基本的价值判断，进而为立法和监管政策的价值取向提供决策依据。

2. 目前对此问题认识模糊，在学术界和企业界都缺乏共识

在我国，上市公司被动式资产重组的类型很多，如原有大股东主导的保壳、保配型资产重组、对于以 T 类等绩差上市公司重组为代表的借壳上市型重组等的价值效应的认识还不一致。例如，对于后者，部分业内人士的看法是，重组可实现社会中小股东、收购方和重组方、债权银行、地方政府和监管机构之间的多赢局面。对于中小股东，重组能够避免公司退市带来的血本无归；对收购和重组方，实现买壳上市，得到向社会公众融资的通道；对于债权银行，公司破产会导致银行账面上的不良贷款直接转化为亏损，而重组可以避免破产；对于地方政府，重组可避免因上市公司退市导致的社会不稳定因素；对于监管机构，重组可以活跃市场，提高上市公司的质量。与此同时，也有观点认为上述认知具有片面性和短期性。余终隐(2003)认为从宏观经济全局以及资本市场长期发展的角度看，以 ST、PT 公司为代表的绩差公司资产重组不仅不能实现所谓的“多赢”局面，而且具有多方面的显著破坏力，例如：导致社会资源向低效企业的逆向配置，破坏市场规则，增加证券市场的系统性风险，并且不能从根本上保护投资者的利益。

笔者认为，本书的价值正在于通过实证研究，在我国纷繁复杂的上市公司资产重组行为中较为准确地界定出其中十分重要的一类群体——上市公司被动式资产重组，揭示其总体特征，并检验其是否创造价值以及改善公司绩效，探索这类重组的形成机制，从而有助于对相关领域的深化认识和进一步研究。