

中国上市公司

资产重组问题研究

陈慧琴 著



上海财经大学出版社

本著作由上海汽车工业教育基金会资助

中国上市公司资产重组问题研究

陈慧琴 著

 上海财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

中国上市公司资产重组问题研究/陈慧琴著. —上海:上海财经大学出版社, 2005. 5

ISBN 7-81098-353-9/F·315

I. 中… II. 陈… 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(2005)第 024200 号

☐ 责任编辑 张 健

☐ 封面设计 未 名

ZHONGGUO SHANGSHI GONGSI ZICHAN CHONGZU WENTI YANJIU

中国上市公司资产重组问题研究

陈慧琴 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

江苏省句容排印厂印刷装订

2005 年 5 月第 1 版 2005 年 5 月第 1 次印刷

850mm×1168mm 1/32 8.625 印张 216 千字

印数: 0 001—1 500 定价: 25.00 元

前 言

资产重组,在20世纪80年代之前的中国还非常陌生,但如今则已是耳熟能详。自1984年7月,在保定市拉开并购的帷幕,到1993年的“宝延之战”、1994年的“恒梭事件”,再到1997年之后资产重组的风起云涌,重组热潮一浪高过一浪,大有愈演愈烈之势;再加上媒体的报道炒作,资产重组不仅成为公司老总们关注的焦点,而且成为普通百姓尤其是股民们茶余饭后谈论的话题。综观国外100多年的重组历史和国内近20年的重组历程,不难发现,重组已成为现代经济生活中不可或缺的重要内容。

从理论上讲,重组的好处是不言而喻的。然而,重组是否都成功了呢?换言之,重组是否都已取得真正意义上的良好的绩效呢?实际状况并不常常尽如人意。国内和国外都有不少重组失败的事例。重组决策是否正确,重组策略是否恰当,如何协调重组后在整合过程中遇到的种种难题,国家行政管理部门是否具备足够的管理能力等等,乃是重组能否成功的关键。带着这些问题,作者对中国上市公司资产重组现象作了连续4年的观察和分析,得出了一些颇有意义的结论。

要对资产重组作实证分析,需要大量的原始数据。显然,可以现成享用的资料很少。这需要作者对每个股票的资料进行收集,尤其是对重组事件的收集非常困难,需要逐个观察重组公告,判断其类型,进行分组整理。在资料的时间跨度上,从分析资产重组绩效的角度看,实质性的重组,由于重组后的整合需要时间,重组绩

效未必会马上体现出来,可能在一二年后才能显现;而非实质性重组,在重组当年的指标可能比较好,重组后第一年可因惯性仍然亦还可以,但此后往往会“原形毕露”。所以,要反映真实的重组绩效,至少需要4年的资料,即重组前一年、重组当年、重组后第一年和重组后第二年的资料。这样才能消除偶然因素的影响,才能更有力、更令人信服地说明问题。本文实证分析部分的所有表格及其数据都系作者收集、整理、统计而成。

本书内容共分七章。

第一章:绪论。首先介绍了资产重组的广义定义和狭义定义,然后论述了资产重组的动因并回顾了西方并购的五次浪潮及其特征,本章着重阐述了资产重组的主要动机和目的在于经济全球化的需要、追求规模经济和范围经济、节约交易费用、谋求市场势力、追求经理效用最大化、政府调控以及逃避税赋等主要动因。

第二章:资产重组的类型及经济意义。从行业角度,重组可分为横向重组、纵向重组和混合重组。从资产重组的运作模式的不同,可有并购式、资产置换式、资产剥离式、股权转让式、公司股权托管和公司托管以及股份回购等类型。

第三章:反兼并措施。有兼并就有反兼并,尤其对于恶意收购者,防御和反击是必要的。本章具体阐述了各种反兼并方法的基本原理及其优缺点。

第四章:我国资产重组概述。论述了我国资产重组的主要动因、历史的发展演化及重组的具体类型和模式。推动我国资产重组的原因主要在于国家宏观经济的调控、产业结构的调整、优化国有企业的股权结构等经济发展战略的需要;同时,随着市场经济的推进,企业也面临着业务规模过小、产品老化的困境,要改变这种状况需要资金,而资金短缺又恰巧是企业的“软肋”,这就为资产重组提供了可能;此外,中国上市公司“壳资源”的稀缺更是非上市公司并购上市公司的直接动因。我国资产重组的类型通常可分为并

购、股权转让、资产剥离、资产置换等形式；而交易方式则有承担债务式、现金购买式、资产换股式等。

第五章：中国上市公司资产重组分布特征的实证分析。描述了中国上市公司资产重组的分布特征。(1)从总体上看，2001年的重组力度最大，2000年的重组力度最小。(2)从行业角度看，4年来，旅游业平均比重最大，其后分别是公用事业、传播娱乐、建筑、日用轻工产品和综合行业。(3)从产业情况看，第三产业的重组力度最大，其次是第一产业，第二产业排在末位。(4)从地区情况看，直辖市的重组力度最大，其次是西部地区，再次是东部地区，中部地区重组力度最小。(5)重组类型的分布情况：从企业角度看，1999年和2002年并购最多，置换型在2000年的比重最大，2001年则数交叉型最高；从交易行为看，1999年和2002年依然以并购行为居多，2000年以置换比重为大，而2001年则数股权转让为高，但与并购的差数很小，到2002年，股权转让却大幅下跌至最末位。(6)从并购类型看，横向并购的比重最大，其次是混合，纵向并购的比重最小。(7)从重组次数看，重组企业中每年约有70%~80%的企业进行了一次重组，重组过两次的企业约占20%左右，个别企业一年内重组了四五次，甚至还有企业重组了6次。(8)从重组时间看，重组行为偏好于11月和5月，季度上则偏好于第2、第4季度。

第六章：资产重组绩效的静态比较分析。着重对重组企业与非重组企业的差异进行了横向静态对比分析。首先建立了评价指标体系，具体由反映盈利能力的主营业务利润率、净资产收益率、每股收益、总资产利润率和反映成长能力的主营业务收入增长率、净利润增长率、总资产扩张率和每股收益增长率等8项指标构成。通过分析，发现：(1)从总体上看，在显著性水平 $\alpha=0.05$ 的条件下，4年中，重组企业与非重组企业无一年有显著差异。(2)从行业情况看，通常有2~5个行业重组企业的绩效明显好于非重组企

业;而重组企业明显差于非重组企业的行业通常只有1~2个。(3)从产业情况看,第三产业在1999年和2000年两年里,重组企业的绩效明显优于非重组企业,但在2001年和2002年则无显著差异,第一产业和第二产业在4年中均无显著差异。(4)从地区情况看,除1999年中部地区重组企业明显好于非重组企业外,其他地区及其他年份均无显著差异。

第七章:资产重组绩效的动态分析。着重对重组绩效作纵向动态对比分析,藉以观察重组是否真正使企业效益得到了提升。为纯粹反映2000年重组所产生的效果,故将在以后年份(即2001年和2002年)再次重组的企业从蓝本中剔除,最后只剩下100家企业。作者选择用成对双样本均值t检验方法对这100家企业相关指标进行了假设检验。其结论:(1)从总体看,重组当年无一指标比重组前一年有明显差异,而重组后第一年和第二年除主营业务利润率和主营业务收入增长率无明显差异外,其他6项指标和平均标准分均有较明显的差异。但该差异并不是好的现象。从图形中可知,除总资产扩张率、每股收益增长率和平均标准分在重组后第一年(即2001年)有提高外,其他4项指标在重组后第一年都是下跌,而到了重组后第二年,所有指标全部下跌,有些指标甚至跌至4年的最低点,这说明我国上市公司资产重组的绩效不是好而是差,同时也说明我国上市公司目前的资产重组总体上尚不属于实质性重组。(2)从产业总的情况看,根据平均标准分的数值大小,2002年数第一产业较好,其他年份则是第三产业较好,但第三产业却呈现下降的态势。(3)从地区情况看,东部地区呈一路下跌趋势,绩效较差;中部地区在重组当年绩效最高,此后则逐年下降,但下降的幅度不是很大,而且尚未跌破最低点;西部地区和直辖市则在重组后第一年为最高,但在重组后第二年都下跌至4年的最低点。总体上看,各地区基本呈下跌态势,中部地区的绩效相对较好。(4)从重组类型看,经方差分析,总的来讲,各种重组类型

的绩效有明显差异。在各种重组类型的绩效总体上呈下降的趋势下,相对而言,交叉的绩效比较好,其次分别为剥离、置换、并购、其他、股权转让。(5)从并购类型看,经方差分析,不同并购类型的绩效在4年里都具有显著差异,横向和纵向的绩效比较好,而混合重组的绩效比较差。由于我国纵向重组的案例太少,尚不足以说明问题,但我国目前横向重组好于混合重组则是可以肯定的。

目 录

前言	(1)
第一章 绪论	(1)
第一节 资产重组的定义	(1)
第二节 资产重组的动因	(2)
第三节 西方并购历史的简要回顾	(6)
第二章 资产重组的类型及经济意义	(13)
第一节 行业重组类型	(13)
第二节 资产重组运作模式分类	(27)
第三章 反兼并措施	(32)
第一节 反兼并策略	(32)
第二节 防御兼并的方法	(37)
第四章 我国资产重组概述	(45)
第一节 我国资产重组的动因	(45)
第二节 我国资产重组的进程	(48)
第三节 我国资产重组的类型和模式	(52)

第五章 中国上市公司资产重组分布特征的实证分析	(57)
第一节 总体分布概况	(57)
第二节 重组企业的行业分布	(59)
第三节 重组企业的产业分布	(72)
第四节 重组企业的省份分布	(78)
第五节 重组企业的地域分布	(87)
第六节 重组类型分布	(92)
第七节 重组次数分布	(97)
第八节 重组时间分布	(99)
第六章 资产重组绩效的静态比较分析.....	(106)
第一节 指标体系的建立	(106)
第二节 1999 年重组绩效的静态比较分析	(110)
第三节 2000 年企业重组绩效的静态比较分析	(137)
第四节 2001 年资产重组绩效的静态比较分析	(164)
第五节 2002 年资产重组绩效的静态比较分析	(192)
第七章 资产重组绩效的动态分析.....	(220)
第一节 重组企业总体发展态势分析.....	(221)
第二节 不同产业重组绩效的变化分析.....	(240)
第三节 不同地域重组绩效的变化分析.....	(246)
第四节 不同重组类型绩效的变化分析.....	(253)
第五节 不同并购类型绩效的变化分析.....	(259)
参考文献.....	(264)

第一章 绪 论

随着市场经济的深入开展,我国经济结构和产业结构的调整力度进一步加大。对企业而言,这样的变化既是机遇,也是挑战。如何顺应这种变化,利用这次调整的机会,寻找新的增长点,直接影响到企业的生死存亡。因此,不少企业纷纷通过资产重组,尤其是采用企业兼并的方式来扩大企业规模,提高市场占有率,实现资产增值。近几年,资产重组呈现出快速增长的趋势,已成为国民经济发展中的一道亮丽夺目的风景线。

第一节 资产重组的定义

什么是资产重组?西方国家没有这一词,它是我国特有的一个专用名词,有关它的定义众说纷纭,尚无统一的说法。笔者认为,资产重组的定义可以有广义和狭义之分。

一、资产重组的广义定义

所谓资产,是指企业拥有或控制的能以货币计量的经济资源;而资产重组,则是以实现资产最大增值为目的的不同企业之间或同一企业内部经济资源的重新配置和组合。企业通过产权的流动和整合,实现各种生产要素的优化配置,藉以改善企业经营状况,提高资产效益。

从广义上讲,资产重组既包括封闭式重组,也包括开放式重

组。所谓封闭式重组是指企业内部的资产重组,而开放式重组则是指企业内部资产与外部资产的重组。

二、资产重组的狭义定义

狭义的资产重组,仅指开放式重组,即指不同企业间的经济资源的重新配置和组合。

西方国家没有明确的资产重组的概念,这些国家的资产重组主要是指兼并收购的经济现象。在我国的证券市场上,资产重组也是一个与兼并收购相关联的概念,是有关兼并、收购、托管、资产置换、借壳、买壳等一系列行为的总称。本文的资产重组主要指开放式重组,即狭义的资产重组,且主要针对并购而言。

第二节 资产重组的动因

一、经济全球化的需要

经济全球化是一种新的国际关系体制。在这种体制下,各国经济日益相互关联、相互渗透、相互依存,越来越多的跨国企业在全世界范围内组织生产和流通。据报道,跨国公司控制着全世界1/3的生产,掌握70%的对外直接投资,2/3的世界贸易,70%的专利和其他技术转让。经济全球化要求产业结构在全球范围内进行调整,要求企业通过相应交叉投资、兼并,在更大的经济规模基础上配置资源,开拓市场,更新技术,从而实现发达国家间的技术和资金密集型产业的升级。这就为公司更大规模的重组提供了动力。仅在1999年上半年,在发达国家和发展中国家新的跨国兼并和收购总值就超过5 000亿美元。从目前的实际情况看,许多市场已真正实现全球化,企业必须力求通过尽可能多的国家最大限度地扩大自己的生存空间。

二、追求规模经济

经济学理论认为,随着生产规模的扩大,生产成本就会下降。此种专业化规模不仅存在于生产领域,也可存在于管理和市场营销中。从理论上说,只要生产规模小于最优生产规模,就存在着资产规模扩大的经济合理性。随着科技发展对专业化生产有效规模边界的不断拓展,横向资产重组能不断获得新的空间。

三、获取范围经济(Economy of Scope)利益

企业对范围经济利益的追求表现为多样化经济。范围经济利益主要存在于以下几种情况:(1)产业转移过渡。由于市场需求的变化、技术的革新,任何产品、产业都有寿命周期。当企业所在产业处于成熟期乃至衰退期时,其主导产品将面临市场需求停滞、下降的趋势,企业就要考虑进入新领域实行多种经营。(2)获取对所在产业的比较增长率。在集中度高的产业中,某企业想要达到比产业增长率还高的增长率,若是通过产业内部蚕食竞争的方法,既会增加费用,又有风险,而进入本企业以外的新市场,将会出现有利的局面。(3)降低和分散风险,稳定收入来源。依据企业所经营项目之间的关联度和比率等指标,企业可划分为单项业务企业、主导产品企业、相关联多元化企业、无关联多元化企业。若企业只从事一种产品的生产,则会由于其需求变化的不确定性而导致风险太大。多元化生产则可降低和分散从事单一产品生产所面临的需求动向不确定性的风险,从而使企业的收入来源得以稳定。(4)内部资源增效。佩罗滋(E. T. Penrose)在《公司成长的理论》中论述,企业通过日常经营活动不断积累未利用的内部资源,这种不断发生的未利用资源正是企业发展的源泉,但这些富余的经营资源往往有其整体性、专用性而无法进行合理的释放。多样化经营则使这部分超额资源得以发挥。因此超额资源是打入新市场的动力之一。当然,多样

化经营也要适度,其边界的确定主要取决于技术上的互补性、相似性和管理知识技能的普遍适用性。如果判断失误,超出能力范围,则会导致多样化经营的失败。美国 20 世纪 50~70 年代通过混合合并开展多样化经营的大企业所出现的经营困境就是实证。

四、节约交易费用

现代企业交易成本理论认为,企业与市场是两种可以互相替代的资源配置手段,企业的意义就在于运用内部的行政组织协调机制配置资源较之运用市场机制进行交易的费用为低。市场交易费用和企业内部组织成本间的平衡关系决定了企业和市场的边界。只要企业规模的扩大所发生的内部组织总成本低于市场交易费用,企业就有向外部纵向扩张以增加收益的动机。当然,市场条件和企业内部管理水平是动态变化的,市场的发展和完善会抑制、弱化机会主义倾向,并能不断降低市场交易费用,从而推动企业将原先内部化的部分业务交由市场来完成。

五、谋求市场势力,提高市场占有率

市场势力论认为,企业间通过资产重组进行合并或联合,一方面可以增强其市场地位,主要体现在投入、产出品定价的谈判能力,抑制市场上企业机会主义行为的能力和获取信息的能力;另一方面则可以达到减少市场竞争对手、增强对企业经营环境控制的目的,提高市场占有率,并增加长期获利的机会。此种重组行为最初主要表现为中小企业为对抗来自大企业的压制和兼并的威胁。而更为高级的动机则是追求规模经济,降低交易费用。

六、追求经理效用最大化

一般说来,资产重组的动机是追求利润最大化,但这并不是惟一的动机。20 世纪 50 年代以后,西方国家推行两权分离,经理控

制型企业形式已成为西方主要国家工商企业的标准形式。这导致了权力由资本向经营才能转移和所有权约束的弱化,专业经理取代公司所有者成为决策者,经理的意志对企业的决策行为产生举足轻重的影响。经理们作为经济人所追求的目标是个人效用最大化。经理的效用函数包括报酬、安全、权力、地位、威望等多元变量,而股东的利益则在本质上只体现为股利(利润)这一元变量,尽管两者都与企业规模这一变量高度相关,但也存在着矛盾的一面。因为企业规模本身体现在利润、资产规模、产量规模、销售额等许多指标上,而这些指标之间并不总是呈同一变动趋势。尽管经理的决策行为会受到由委托—代理关系所约定的条件的约束,要考虑到公司的最低利润限度和股东的长期利益,但如果拥有自行决断权的经理认为提高资产重组扩大企业规模可以更为迅速、有效地满足个人效用最大化目标时,就会凭借其影响力极力促成公司的购并活动发生。这就是尽管按“利润最大化”这一传统理论标准衡量而被判为失败的购并活动却仍乐此不疲的理由之一。管理层的兼并动因主要有:(1)当公司发展得更大时,公司管理层尤其是总经理的威望随之提高。这点不容置疑。(2)随着公司规模的扩大,经理人员的报酬也得以增加。(3)希望通过兼并扩大企业规模,提高公司在市场上的统治地位或保持已有的市场地位,使公司能在市场中立于不败之地或抵御其他公司的兼并。从某种程度讲,兼并别的企业能带来安全。不能否认经理的非货币型个人效用追求动机对资产重组的作用。Fuss 在 1980 年发现并购公司经理平均收入增加 33%,未并购公司的经理平均收入只增加 20%。这更为经理热衷于并购起了推进作用。

七、政府调控

政府作为社会经济的管理者和公共政策的制定者,出于对社会经济秩序的维护和国家特定的发展目标考虑,常常会以间接或

直接的手段影响和干预企业重组。一般情况下,国家主要通过间接型政策调控手段来影响企业市场环境的参数,保护和鼓励对社会有利的资产重组形式,限制和禁止有损于社会整体利益的资产重组方式。如美国 20 世纪 60 年代兴起的混合兼并浪潮,就是在政府为保证国内企业间竞争的有效性、进一步完善反垄断法、限制横向及纵向兼并行为的背景下,大企业寻求扩张所采用的资产重组方式。而 20 世纪 90 年代以波音、麦道合并为先导,造成国内行业垄断局面的新一轮大企业间横向资产重组浪潮的出现,则是在美国政府迫于欧洲的威胁、为提高本国大企业国际竞争力的动机下所给予的法律上的纵容。除间接方式外,政府有时也会采取直接方式促成资产重组,如将私有企业国有化,将国营企业廉价出售、承包及出租给私有企业等等。因此,作为企业应充分考虑到政府的因素,提高在新的体制环境下开展公司重组的战略决策水平。

八、逃避税赋

在许多国家,不同产业及企业间有不同的纳税义务和税率。某一兴旺产业的厚利企业与衰退产业中的亏损企业合并,其利润就可在两个企业间分享,从而大量减少纳税额。

第三节 西方并购历史的简要回顾

企业并购是生产力发展到一定程度的必然产物。资本主义经济经历了从原始积累阶段到自由竞争阶段再到垄断阶段的过程。由于社会化大生产的发展,资本相对集中的需求,企业重组应运而生,自 19 世纪至今,企业并购活动已经历了五次浪潮。

一、第一次并购浪潮

第一次并购浪潮发生于 19 世纪末 20 世纪初,其波及范围非

常广泛,以美国和德国的企业并购最为显著。此次并购造就了企业垄断,形成了西方国家的现代工业结构,完成了工业集中化过程。以美国为例,1893年美国爆发了一场严重的经济危机,当年有642家银行倒闭,38 000多家企业破产;从1897~1903年,共发生2 864起兼并,涉及总资产63亿美元,其中:仅1889年因并购而消失的企业就达1 028家。兼并造就了美国钢铁公司、糖业公司、橡胶公司等现代大型股份公司。100家最大公司的规模增长了4倍,并控制了全美40%的工业资本。

第一次并购浪潮的特点:(1)以横向并购为主。通过行业内部相同类型企业的并购,扩大生产规模,形成垄断组织,以降低市场竞争程度,达到对市场的控制力,获取垄断利润。(2)并购主要发生在中、小型企业之间,通过并购而成为大型公司,控制着某一部门的生产和市场份额。(3)并购主要集中于铁路、通讯、公用事业等基础设施行业及重型制造业,这与这些行业的自然垄断特征又紧密相联。(4)并购活动主要通过股票市场实现。在该时期,60%的兼并事件是在股票市场进行的。

二、第二次兼并浪潮

第二次兼并浪潮发生于20世纪20年代,此次并购浪潮因许多西方国家受第一次世界大战的影响而主要集中在美国。高涨的股市和强劲的工业发展共同引发了第二次兼并浪潮,有近12 000家公司被兼并,仅工业就发生了5 282次并购案,公用事业2 750次,银行1 060家,零售业10 519家,在狂热的1926~1930年间,每年有500~1 000家公司在兼并中消失。随着企业规模的不断扩大,工业行业的结构由准垄断转向寡头垄断。到20年代末,200家最大的公司控制了全国近一半的财富,喷薄汹涌的第二次兼并浪潮开创了美国工业的新局面,许多目前运转良好的大公司就产生于这个时期,例如在该时期,美国制造业产值在100万美元以上