

价值与绩效 :我国上市公司 被动式资产重组实证研究

益摇智摇著

上海财经大学出版社

摇价值与绩效:我国上市公司被动式资产重组实证研究 轶智著 鄢原上
海:上海财经大学出版社 2009.12

摇Ⅰ 撮介...摇Ⅱ 撮益...摇Ⅲ 撮土上市公司资产重组研究-中国
Ⅳ 撮撮撮撮撮

□ 特约编辑摇周摇河
□ 责任编辑摇王永长
□ 封面设计摇周卫民

益摇智摇著

上海财经大学出版社出版发行
(上海市武东路 321 号乙 2 楼 邮编 200433)

网摇摇头: 漂表: 辅增增经李萌援麒
电子邮箱: 憎建建莽礲岳 泽李萌援麒

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

圆原年 员月第 员版摇圆原年 员月第 员次印刷

廖皇伊宗源身摇员籍瑶瑶印张摇员廖千字

印数 1000册 原书定价 5.50元

前摇言

摇摇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。

摇摇经过 员园余年股票市场的发展 ,我国的上市公司已从 圆园世纪怨园年代初期的十几家增加到 圆园园园年底的员园园园多家 ,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。

摇摇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 圆园园园年末我国股票市场的重组金额在猿园园园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 猿园园家样本公司实施了

缘圆次被动式资产重组,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:(员)总样本;(圆)重组时大股东不变的和大股东发生改变的;(猿)重组时亏损的上市公司和重组时不亏损的;(源)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;(缘)分别在四个季度内发生重组的;(远)资产重组实际完成与否的。共有 员猿个样本组,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。

摇摇根据实证研究,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。

摇摇全书共分为八个部分,内容如下:

摇摇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(稊稊稊稊稊稊)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。

摇摇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。

摇摇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。

摇摇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。

摇摇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 苑个角度对 猿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,即使在猿豫水平上两者的相关性亦很小,仅为 园.园苑,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(缘豫水平)。

摇摇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 猿个绩效指标在各类资产重组前后各 猿年(若存在)的走势。同样分了 猿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 蕴藏戴回归模型,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贼险验都达到 猿豫的水平,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缘豫的较高水平。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。

摇摇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 缘家公司 猿次典型的

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

摇摇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。

目 录

前 言	(员)
引 言	(员)
摇第一节摇研究目的	(员)
摇第二节摇研究范围与方法	(苑)
第一章摇上市公司被动式资产重组的界定	(员)
摇第一节摇对资产重组概念的探讨	(员)
摇第二节摇被动式资产重组的定义	(员)
第二章摇文献与研究综述	(圆)
摇第一节摇资产重组理论回顾	(圆)
摇第二节摇资产重组效应的经验检验	(猿)
第三章摇我国上市公司被动式资产重组总体特征及动因分析	(缘)
摇第一节摇数据来源与样本数据筛选	(缘)
摇第二节摇样本的总体特征	(缘)
摇第三节摇我国上市公司被动式资产重组的动因分析	(远)

第四章摇被动式资产重组的价值效应	(远园)
摇第一节摇上市公司被动式资产重组的总体价值效应	(苑园)
摇第二节摇被动式资产重组分类样本的价值效应	(苑源)
摇第三节摇价值效应的影响因素分析	(愿园)
第五章摇被动式资产重组的绩效分析	(愿源)
摇第一节摇总样本的绩效分析	(愿缘)
摇第二节摇被动式资产重组分类样本的公司绩效	(愿愿)
摇第三节摇资产重组与公司绩效之间的相互关系分析	(愿猿)
第六章摇被动式资产重组典型案例分析	(怨园)
摇第一节摇第一例被动式资产重组——恒通借壳棱光	(怨园)
摇第二节摇资产重组次数较多——火箭股份	(员怨园)
摇第三节摇大股东主导重组的杰作——上菱电器	(员圆园)
摇第四节摇国有银行资产管理公司主导的债务重组 ——渝钛白	(员圆怨)
摇第五节摇壮志未酬的重组——北大高科	(员猿源)
第七章摇对我国上市公司被动式资产重组的评论	(员圆园)
摇第一节摇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	(员圆园)
摇第二节摇实证结果与理论模型的启示	(员猿园)
摇第三节摇未来研究方向	(员猿源)
附录 员发生被动式资产重组的上市公司名称及公告日期	(员猿圆)
附录 圆各样本组的价值效应 悦粤砸值	(员猿怨)

附录 猿子样本的公司绩效状况	(猿)
参考资料	(猿)
后 记	(猿)

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：

(一)什么是上市公司的被动式资产重组？

(二)在成立股票市场的 100 余年间，我国上市公司的被动式资产重组有哪些特征？

(三)我国上市公司被动式资产重组的动因和形成机制是什么？

(四)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？

(五)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，已经经历了数次以收购兼并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 80 年代）刚刚结束。据统计，1990 年全球

范围内公司并购重组市场交易额高达 1 万亿美元, 1995 年公司并购重组市场规模虽有所回潮, 但交易额也有近 2000 亿美元 (资料来源: 联合国贸发会 1996)。

摇摇自 1980 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 1995 年的 1000 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 15 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, 一方面通过对到 1995 年 10 月 31 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

摇摇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。

摇摇当前我国关于资产重组研究的泛概念化问题

摇摇以企业并购 (收购兼并) 为主要内容的资产重组 (收购兼并) 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。

摇摇圆 泛概念化的后果

摇摇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。

摇摇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。

摇摇猿 我国上市公司股权结构及性质的特殊性

摇摇由于历史原因,我国上市公司的股权结构十分特殊,存在着流通股与流通股并存的二元结构。从图 员可以看出,我国上市公司第一大股东中有近 愿豫属于国有性质,而据证监会网站统计的员怨怨缘~ 圆园园源年间上市公司的持股比例,缘豫公司的第一大股东平均持股比例达到缘豫,非缘豫存续的上市公司第一大股东的平均持股比例亦达到缘豫以上。施东晖(圆园园员)对员怨怨缘年上海证券交易所上市的源源家公司的股权结构进行统计,发现国有股比例

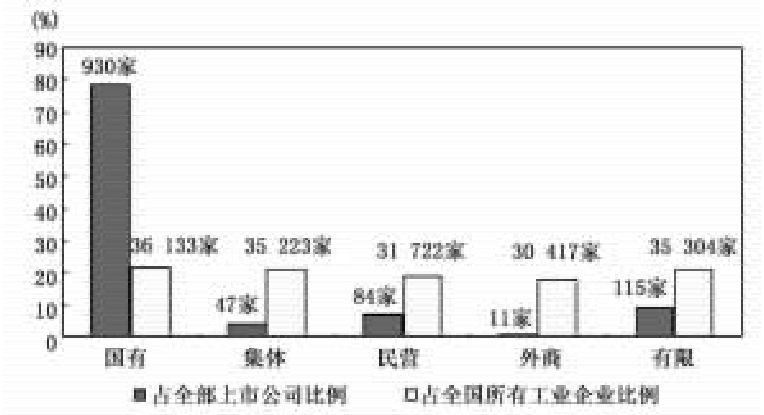


图 员瑶上市公司与全国所有工业企业所有制结构的比较

摇摇注 :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制企业。

摇摇数据来源 :全国工业企业数据来自中国统计局 ,仅包括资产总值在缘园万元以上的企业。上市公司数据来自于 圆园园年上市公司年报和最新披露信息。转引自张新 圆园园

高达 源缘豫 ,这些股份都是不能流通的。由此可以推断我国上市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 缘种类型间分布得比较均匀 ,都在 圆豫左右。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。

摇摇灞我国上市公司被动式资产重组是股票市场的重要现象
摇摇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 1985 年开始,我国的上市公司被动式资产重组逐步活跃,到 1994 年底,已经达到了一个较高的水平。据莫和幸等人的研究表明,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 1-1 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 1985 年起被动式资产重组金额占股市总市值即达 10% 以上,特别是该数值在 1988 年至 1994 年连续达 10%,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。

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。

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。

摇摇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ST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(2004)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类公司等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。

摇摇笔者认为,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。

摇摇超額平均收益率分析法(事件研究法)(粵釋譯, 閱禁置)

员愿愿)

摇摇事件研究法一般考察资产交易公告前后这段时期内股东的超额收益率。超额收益率是指超过“正常”(预期)收益率的收益率,比如,某日的超额收益率指某日的收益率减去投资者在该日要求的正常收益率。“正常”收益率是指如果事件不发生的话预计可以得到的收益率。对于事件研究法,悦增泽(员愿愿)认为:“事件研究法是个真正的创新——理论基础严谨而完善,操作成本低并且能够避免由于假设那些干扰并购影响的事后研究的其他因素保持不变而导致的问题。这是个既好又便宜的技术,自然应该在学界占据主导地位。”

摇摇衡量正常收益率的方法主要有猿种:市场调整法、均值调整法和市场模型法。在大多数情况下,这猿种方法计算的结果近似,不会对判断带来本质的影响。其中,市场调整法最简单,它假设市场指数的收益率就是每只股票在事件期内当天的正常收益率。在均值调整法中,首先需要选择一个“清洁期”(不受事件影响的时期),清洁期可以在事件期之前、之后或者两者都包括,但不能包括事件期,然后估算在此期间内股票的日平均收益率,并把它作为正常收益率。市场模型法则根据证券资产定价的理论模型(例如悦增泽)来计算正常收益率。

摇摇用大盘指数的收益率作为正常收益率最简单、直观,因而本书将使用市场调整法,因为理论上这种方法更完整,同时目前各国的学术研究也多是采用此法,沿用此法也便于进行国际对比。具体的计量公式及运用见本书第四章。

摇摇在我国,由于上市公司股权结构的二元性,非流通股和流通股并存,所以实际上价值效应仅仅对流通股股东有意义,对非流通股股东而言,只是名义上的一个符号。

摇摇圆 会计研究法(财务绩效分析法)

摇摇仅使用超额收益率分析也是不够的,因为在对我国上市公司