

上市公司重组扭亏效应分析

——以东航、上航的吸收合并为例

杜勇(博士)

(重庆大学工商管理方向博士后流动站 重庆 400030)

【摘要】 重组被许多亏损上市公司所追捧,成为许多上市公司扭亏手段的首选。本文以东航、上航的吸收合并重组为例,对上市公司重组过程中存在的问题及原因进行了分析,并提出了若干确保重组发挥扭亏效应的措施。

【关键词】 吸收合并 扭亏效应 重组 协同效应

一、东航、上航吸收合并的背景

2008年,我国接连出现了重大自然灾害,同时全球金融危机对我国经济的冲击不断加大,导致我国航空运输市场需求出现迅速下滑,东航和上航两家航空公司的业绩因此受到较大影响。东航2008年年报显示,2008年其全年营业收入为418.42亿元,营业成本为430.76亿元,净亏损额为140.46亿元,其中归属于母公司所有者的净亏损额为139.28亿元,而2007年同期公司归属于母公司所有者的净利润为6.04亿元,同比下滑2406.08%;基本每股收益为-2.86元/股,同比下滑2483.33%。上航2008年年报显示,2008年其全年营业收入为133.73亿元,与2007年同期相比增加8.63%,但经济效益下降,营业亏损额为14.44亿元,净亏损额为13.62亿元。报告期内,公司控股子公司上航全年亏损2.63亿元,对公司合并净利润造成约1.45亿元的影响。

在此情形下,东航于2009年8月10日发布《中国东方航空股份有限公司换股吸收合并上海航空股份有限公司报告书(草案)》,宣布以换股方式吸收合并上航,这标志着“东上换股”的正式启动。本次换股吸收合并完成后,上航将终止上市进程并注销法人资格,东航作为合并完成后的存续公司,将依照《换股吸收合并协议》接收上航所有资产、负债、业务、人员及其他一切权利与义务。

二、东航、上航合并重组中存在的问题

1. 高额的负债可能导致合并后雪上加霜。高额的负债可能会导致吸收合并后的新东航仍然面临巨大的财务危机。尽管2009年5月14日ST东航和*ST上航获准通过定向增发方案分别获得70亿元和10亿元的“紧急输血”,但70亿元注资对解决东航高额的负债仍是“杯水车薪”。根据2009年一季度季报显示:ST东航的每股净资产为-2.37元,总负债为872亿元,即使减去70亿元新增资产,负债仍高达802亿元,负债率达109%;上航获得10亿元资产后,负债率也只是从98%降低到90%,仍处在高负债的危险区域。两家负债极高、财务脆弱的公司进行合并重组,很可能在合并后雪上加霜,使合并后的公司背上更加沉重的债务包袱。

2. “一市两场”可能导致合并后成本攀高。采取吸收合并的股权重组并不能从根本上解决两家公司亏损的现状。合并前,东航和上航分别位于上海虹桥、浦东两个不同的机场,而且两家公司分别在上海虹桥、浦东两个机场独立运营,后勤支持、票务系统、地勤系统都各有一套,在业务层面的合作也极少。两家公司之间无论是在业务管理上还是在技术管理中,都缺乏沟通和交流,即使通过吸收合并的方式重组,这种两场分割的局面短期内仍然是难以改变的。另外,独立运营的方式会增加资源整合的难度,合并后的协同效应往往难以发挥出来,最终导致合并后的新东航运营成本攀高,而且对市场的控制能力也将减弱。

3. 队伍和运行体系的整合问题。由于没有成熟的劳动力市场和社会保障体系,富余人员需要企业自行消化,这可能会给工作人员和运行体系的整合增加难度。2009年,东航启动干部人事制度改革,183名中高层管理人员退出后的空缺岗位实行公开竞聘,但人事改革过程中遇到了来自市场和政府的诸多阻碍。另外,东航和上航以往的业务合作基础薄弱,从业务角度来看,东航和上航都主要运营以东南亚为主的中短途国际航线,国内网络都是以上海为基点做一个扇形的延伸,彼此的网络重合较多,这就需要合并后的新东航积极地调整航线、优化资源配置。由于合并之前两家公司都通过扩大机队规模和到处设点来追求市场份额,不仅增加了运营成本,而且使公司在核心市场、重点市场不能占据主导地位,无法形成合力,因此调整当前的运行体系、合理整合现有的航空资源也是新东航亟须解决的问题。

4. 企业文化差异带来的阻碍。两家文化背景不同的航空公司很可能因企业文化无法融合而出现更多问题。上航是国内第一家由多元投资组建的地方航空公司。成立之初,上航的空中服务相当简单,后来引入了优质空服理念,即为旅客提供免费饮料、餐食及餐前热毛巾,这些创新的服务项目让旅客眼前一亮,坐上航飞机由此成为品质服务的象征。这种精致化的服务品质正是上航所追求的企业文化,这种先进的企业文化使得上航从1995~2006年的11年间连续盈利。与之相比,从

大民航转制而来的东航则多少显得沉疴缠身。其在 2002 年对多家地方航空公司实施了合并,成立集团后,由于内部磨合问题始终没有彻底解决,在连续出现巨额亏损的同时,又爆出“返航门”之类的负面新闻,让业界对其前景一度非常担忧。东航和上航之间巨大的企业文化差异可能引发合并过程中的各种冲突,从而给重组的成功实施带来阻碍。

三、确保重组发挥扭亏效应的措施

1. 选择有利的重组时机。重组时机的选择是公司重组的第一步,也是关键的一步。把握良好的重组时机,不仅可以减少重组过程中可能存在的成本、制度等方面的阻碍,还可以最大限度地发挥重组的扭亏增值效应。由于并购之前东航和上航均属于 ST 公司,因此两家航空公司的重组被市场评为“弱弱联合”。两家公司在选择重组时机时,首先考虑的是上海于 2010 年举办世博会的信息。在 2008 年董事会报告中,世博会的举办是东航唯一确认的“利好”消息。世博会期间,仅浦东机场的吞吐量就将达到 6 000 万人次,上航将大有作为,同时世博会的举办也将为公司未来经营的提升提供有力保障。因此,东航与上航选择此时作为合并的最佳时机,其目的是要抓住上海举办世博会这一发展契机。其次,两家公司考虑了政府的支持政策。两家公司的合并自始至终都得到上海市政府在政策和经济上的鼎力相助。为创建一家盈利性更强的航空公司,并加强上海作为国际航空枢纽的地位,上海市政府力推东航与上航合并。上航是我国第一家非民航总局直属航空公司,也是我国国内唯一一家真正意义上的完成整体上市的航空企业,一直被上海市政府列为重点扶持的 54 家大型企业集团之一。两家公司选择此种政策环境下合并也是为了充分享受当地政府的优惠政策和补贴,力争借助行政之手尽量减少重组过程中可能发生各种阻碍,从而降低合并成本。

2. 减轻合并双方自身的负担。轻装上阵是确保扭亏效应充分发挥的前提条件。并购前,东航和上航都有不少亏损资产和巨额的债务负担,这些都可能成为阻碍合并成功实施的因素。因此,两家公司合并前应先清理这些亏损资产和辅业资产。对于一些功能相同的部门,比如两家公司的货运部,可能会采取整合的形式合二为一。但整合之前,也要先算清账目、明确各项资产的产权关系。为了配合吸收合并工作,东航已经多次召开管理人员会议,管理层马不停蹄地走访调研了东航各大单位,不到一个月就推出了 256 项“止血减亏”措施,在“遏制经营亏损、增强创收能力、严控成本支出、强化风险控制、争取政策支持”等多方面开展行动,并且取得了显著效果,这为发挥重组的扭亏效应提供了保障。

3. 选择合理的重组方式。合理的重组方式是确保发挥重组扭亏效应的重要基础。东航与上航面临两种重组方式,即类似云南航空公司的双方合作模式和东航完全拥有上航的品牌模式。如果选择前一种重组方式,市场格局的变化不会太大,只是局部的细小调整,即使是在上海市场,也可能仅仅表现为东航与上航运营管理成本的降低和资源的整合。但如果选择第二种整合方式,即东航完全拥有上航,上航的品牌不会再存在,这种整合方式就会引起较大范围的变化,市场格局上会是

一种重新洗牌。由于这种整合方式下东航可以完全自主地调配包括上航的运营资源,因此合并后行业的集中度将会明显提高,东航在总周转量方面与国航、南航的差距也会逐渐缩小,这无疑将减少航空业非理性的价格恶战,增强各家航空公司的生存能力,推动该行业健康发展。上海市政府计划让东航和上航互换股票,为两家陷入困境的国有航空公司之间的最终合并铺平了道路。

4. 加强重组后各方面的整合。企业重组后的整合是企业重组中使用的一种内部管理策略,是指通过内部各种资源和外部各种关系的整合,包括战略的调整、产业的重新定位、控制成本、提高生产效率、开发新产品、开拓新市场、调整内部组织结构、提高管理能力等,以维护企业核心能力,进一步增强企业的竞争能力。东航和上航都将上海作为基地航空港,东航在上海市场的占有率约为 38%,上航约为 18%,如果两家合并,则新东航在上海市场的占有率将达到 50%。从东航对上航资源的整合来看,实行的是对上航航空资源的整体整合,由东航根据企业运营状况进行统一调配。这种整合方式有效规避了东航以往出现的区域利益与集团利益冲突导致的资源内耗问题,也更有利于将上海打造成国际航空枢纽。

5. 发挥并购后的协同效应。由于合并后东航与上航的业务合作已广泛展开,其在经营、财务上的协同效应已逐渐显现。通过整合航线及服务资源,东航与上航推出了 26 条快线和准快线,覆盖了全国多个中心城市。重组完成后,新东航机队规模将超过 300 架,在国内市场的运输规模将仅次于南航,通航城市超过 150 个点,运营全世界所有的洲际航线。东航与上航合并后,由于可以进行统一调配,因此在航材配件等方面可以大大减少成本,包括采购存储以及采购资金等,而人员方面也可以提升工作效率,乐观估计可降低总成本的 5% 左右。一般来说,国外航空公司重组兼并后,可带来该部分营业收入 10% 的提升,依此可估计东航和上航的合并能给公司带来总收入 4%~5% 的提升。

【注】本文系国家社会科学基金项目(项目编号:09CJY-085)、中国博士后科学基金面上资助项目(项目编号:201004-70109)、中央高校基本科研业务费专项资金资助项目(项目编号:SWU0909603)、重庆市教育科学“十一五”规划 2010 年高校重点课题(项目编号:10-GJ-0214)、西南大学博士基金项目(项目编号:SWU-0909306)的阶段性研究成果。

主要参考文献

1. 陈信元,张田余.资本市场的市场反应——1997 年沪市资产重组实证研究.经济研究,1999;9
2. 冯益湘.上市公司资产重组绩效的实证研究.湖南商学院学报,2001;5
3. 原红旗.上市公司资产重组实证分析.经济管理,1998;3
4. 董梁,王佚.温故知新——上海本地上市公司历年重组回顾.综合研究月报,2003;7
5. 刘春宏.美国跨国公司并购行为的变迁及对中国的启示.经济与管理,2006;9