

上市公司资产重组绩效的实证研究

姚禄仕 李胜南

(合肥工业大学管理学院 合肥 230009)

【摘要】 本文以 522 家 2003 年完成重组的上市公司为样本,对我国上市公司资产重组绩效进行了研究,并对不同类型资产的重组绩效、关联交易与非关联交易的重组绩效进行了比较。

【关键词】 上市公司 资产重组 关联交易 重组绩效

近年来,我国进行资产重组的公司数量剧增,重组被众多上市公司视为改善经营、扭转亏损局面的法宝。但是,在我国这样一个不成熟的证券市场上,大量频繁发生的重组活动是否真的提高了上市公司的经营业绩、促进了社会资源的优化配置则存在争议,对此进行深入细致的研究具有十分重要的理论和现实意义。

一、实证方法设计

由于我国证券市场还不成熟,上市公司股价波动难以衡量股东的收益变化,也无法精确衡量上市公司业绩的变化,因而,本文拟采取财务指标法来衡量上市公司的重组绩效。本文采用因子分析法对财务数据进行分析,将财务指标按资产重组前一年、重组当年、重组后一年、重组后第二年分别作因子分析构造出一个综合得分函数,通过对比重组前后各年份综合得分的变化来判断上市公司重组的绩效,具体数据处理用 SPSS 软件进行。

1. 样本的选择。 本文从所有发行 A 股的上市公司中选取 2003 年完成重组的公司为研究对象。如果一家公司在此年度内发生两起或两起以上的重组事件,只计取一次。另外,在利用超额收益法对重组事件进行研究时,对重组事件的定义一般以宣布期即最初公告日为准,不少学者在采用财务指标法衡量重组绩效时也沿用了这种做法。

然而各上市公司的重组在进度上存在较大差异,对业绩的影响也随之不同,而重组对企业业绩的影响一般发生在重组完成之后,所以本文在选择样本时对重组日期的确定一概以重组完成期为基准,参照上市公司对重组事件的最后一次公告时间来确定。

2. 财务指标的选择。 本文选取反映公司盈利能力、潜在偿债能力、资产管理能力、成长能力四方面的指标来评价上市公司的重组绩效。

资产重组绩效评价指标体系如下:①盈利能力:选取每股收益、主营业务利润率、净资产收益率(正指标);②偿债能力:选取流动比率、速动比率、资产负债率(适度指标);③资产管理能力:选取总资产周转率、存货周转率(正指标);④成长能力:选取总资产增长率、净利润增长率(正指标)。

3. 财务数据的预处理。 上市公司综合评价数据不能直接用于综合评价,必须对数据进行处理,剔除异变值,对原始数据进行标准化处理,变适度指标为正指标,消除极端值和不同数量级的影响,才能使综合评价结果趋于合理。首先将正向指标标准化: $Z_{ij}=(X_{ij}-\bar{X}_j)/\delta$ 。

其中: X_{ij} 为原始指标; \bar{X}_j 为原始值的均值; δ 为原始值的 δ 标准差。

在实际转换过程中,对适度指标的正向化和标准化处理使用一个转换公式: $X'_{ij}=-\left|\frac{X_{ij}-\bar{X}_j}{\delta}\right|$ 。其中, X'_{ij} 为正向化处理后指标。

二、实证分析

1. 全部重组样本的综合检验。 我们整理出的信息显示有 694 家上市公司 2003 年完成重组,对数据不全以及指标异常的上市公司进行剔除后,最后得到 522 个样本。运用 SPSS12.0 软件对资产重组前一年、重组当年、重组后第一年、重组后第二年的财务指标分别进行了因子分析,当提取 6 个主成分时,四年的累计方差贡献率都在 80%以上,即这 6 个主成分包含了原有 10 个指标 80%以上信息含量,故选取 6 个公共因子进行分析。

根据资产重组前后相应年份得分差值对全部样本进行检验,检验结果见表 1。由于所有原始数据在因子分析前均经过标准化处理,全样本所有年份的绩效均值与 0 无显著差异,各上市公司的绩效得分是一种相对整体样本的评估值,其绝对值表示相对市场平均水平的偏离程度,正负表示是高于样本总体水平还是低于样本总体水平。

表 1 中, F^{-1} 、 F^0 、 F^1 、 F^2 分别表示资产重组前一年、重组当年、重组后第一年、重组后第二年样本公司的综合得分。正值比率是综合得分差值为正的样本公司个数占全部样本的比率(下同)。

从表 1 可以看出,上市公司重组当年绩效得到提升,重组后第一年绩效出现下降,重组后第二年绩效又有所回升,但仍低于公司资产重组前一年的绩效值。重组样本绩效在重组当年有所提升,因为我们选取的均为在 2003 年完成了重组而非

表1 全部样本的均值检验及比率检验结果

F 差值	均值	正值比率
F ⁰ -F ⁻¹	0.000 000 057	0.462
F ¹ -F ⁰	-0.000 000 249	0.477
F ² -F ¹	0.000 000 134	0.556
F ¹ -F ⁻¹	-0.000 000 192	0.469
F ² -F ⁻¹	-0.000 000 057	0.531
F ² -F ⁰	-0.000 000 115	0.559

刚公告重组的上市公司,因此重组的绩效提升在当年便体现出来;重组后第一年绩效出现下降,这说明一部分上市公司重组的目的在于改善短期业绩,以达到配股等目的。重组后第二年样本整体绩效又有所回升,这是因为第二年是企业的整合协调阶段,重组公司通过进一步的整合改善了业绩。重组后第二年的绩效低于资产重组前一年的绩效值,说明重组的上市公司绩效只在短期内有所改善,资产重组并不能明显改善我国上市公司的长期绩效。

2. 不同类型的资产重组绩效比较。本文对股权转让、兼并收购、资产置换、资产剥离四种类型的资产重组进行了检验,以确认不同类型资产重组对公司绩效的影响。在2003年重组样本中选取发生单一形式重组的公司。经整理,得到有效样本为366个,其中进行股权转让类资产重组的有74家,进行兼并收购类资产重组的有167家,进行资产置换类资产重组的有21家,进行资产剥离类资产重组的有104家。各种类型资产重组样本的均值检验和比率检验结果见表2,各种类型资产重组绩效变化情况见图1。

表2 各种类型资产重组样本的均值检验和比率检验结果

F 差值	F ⁰ -F ⁻¹	F ¹ -F ⁰	F ² -F ¹	F ¹ -F ⁻¹	F ² -F ⁻¹	F ² -F ⁰
股权转让	均值 (-1.276)	0.049 4 (0.946)	0.037 6 (0.754)	-0.006 5 (-0.123)	0.031 (0.503)	0.086 9 (1.526)
	正值比率	0.365	0.541	0.622	0.527	0.527
兼并收购	均值 (0.58)	0.015 4 (0.558)	-0.047 5 (-1.787) ^c	0.033 5 (1.006)	-0.014 (-0.35)	-0.032 1 (-0.881)
	正值比率	0.491	0.473	0.503	0.437	0.497
资产置换	均值 (-0.164)	0.139 2 (1.724)	-0.062 7 (-0.974)	0.125 6 (1.849) ^b	0.062 9 (0.683)	0.076 4 (0.764)
	正值比率	0.524	0.619	0.476	0.619	0.667
资产剥离	均值 (-2.461) ^b	0.009 3 (0.179)	0.056 (1.199)	-0.099 7 (-1.819) ^a	-0.043 6 (-1.071)	0.065 3 (1.324)
	正值比率	0.356	0.481	0.654	0.413	0.567

注: 均值行括号里的数是 T 检验值。a、b、c 分别表示双尾检验在 10%、5%、1%的水平下显著。

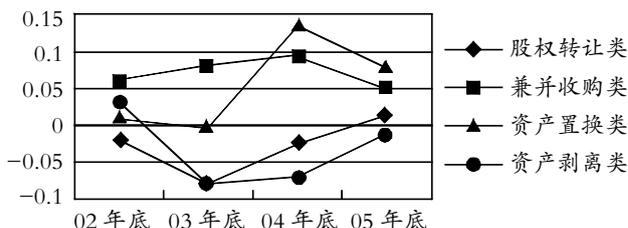


图1 各种类型的资产重组绩效变化

从表2和图1中我们可以看出:

(1)股权转让类重组上市公司在重组当年业绩出现了下滑,而重组后第一年和第二年业绩皆有所提升,正值比率也持续提高,且重组后第二年的绩效高于重组前一年的绩效值。可以认为这是一种较为理想的资产重组方式,其对上市公司业绩的改善能起到较深远的影响。

(2)兼并收购类重组上市公司在重组当年和重组后第一年业绩都得到了提升,但增速有所减缓,重组后第二年业绩出现了明显滑坡,重组后第二年的绩效低于重组前一年的绩效。这说明兼并收购类重组中,仍存在一些业绩较差的公司通过收购一些业绩好的公司来改善自己的财务报表,而公司绩效未有实质的提升和改善,造成兼并收购类总的重组效果不佳。

(3)资产置换类重组上市公司在重组当年业绩下滑,而重组后第一年业绩得到较大提升,重组后第二年业绩又下降。这主要是因为资产置换多数是通过关联交易实现的,往往是控股公司将集团内部的其他优质资产与上市公司的不良资产进行置换,从而使上市公司的经营绩效在短时间得到较大改善。而上市公司没有关注资产置换后的整合,对企业业绩的改善不具有持续性。

(4)资产剥离类重组上市公司在重组当年业绩出现了较大下滑,而资产剥离后第一年和第二年业绩皆有所提升,但重组后第二年的绩效仍低于重组前一年的绩效值。这说明进行资产剥离的上市公司通过剥离不良资产在短期内的确可获得一笔收入,从而可以加大对主营业务的投入,实现对企业本身资产结构的调整 and 资源的优化配置,使公司业绩有所提高。

从以上四种类型的重组分析中可以看出,只有股权转让类样本在重组后业绩是持续上升的,且重组后第二年的绩效比重组前一年的绩效有所提高。其余类型样本或者是业绩出现反复,或者是重组后第二年的绩效低于重组前的绩效,绩效改善效果不佳。

3. 关联重组与非关联重组绩效比较。关联重组是指公司或者附属公司与在本公司直接或者间接占有利益、存在利害关系的关联方之间进行的重组活动。由于关联方资产重组是上市公司与其关联方之间的重组行为,因而其与非关联方资产重组相比存在诸多非市场行为,对证券市场影响较大。对资产重组中存在的关联交易问题进行正确的分析,对其绩效进行评价,将有助于推动我国证券市场的规范化发展。

在2003年完成重组的公司中,不考虑股权转让类关联重组,得到关联重组有效样本293个,非关联重组有效样本152个。

表3 关联重组与非关联重组的均值检验和比率检验结果

F 差值		F ⁰ -F ⁻¹	F ¹ -F ⁰	F ² -F ¹	F ¹ -F ⁻¹	F ² -F ⁻¹	F ² -F ⁰
关联组	均值	0.005 3 (0.211)	-0.009 2 (-0.371)	-0.0148 (-0.622)	-0.003 9 (-0.124)	-0.018 6 (-0.582)	-0.024 (-0.822)
	正值比率	0.505	0.457	0.522	0.457	0.512	0.529
非关联组	均值	0.016 2 (0.453)	-0.0117 (-0.294)	0.006 2 (0.163)	0.004 4 (0.115)	0.010 6 (0.267)	-0.005 6 (-0.13)
	正值比率	0.428	0.480	0.579	0.461	0.566	0.572

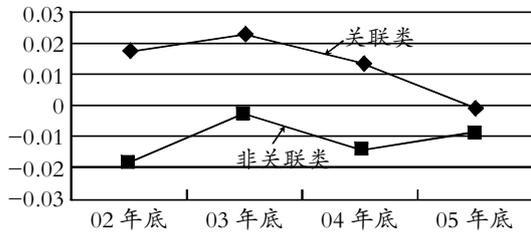


图2 关联重组与非关联重组绩效变化

从表3可以看出,关联类重组上市公司只在重组当年业绩有所提升,重组后两年业绩持续下滑,重组后第二年的绩效低于重组前一年和重组当年的绩效值。这是因为,资产重组中的关联交易有效地降低了交易成本,且关联方资产重组是在关联方之间进行,有操纵重组业绩的便利,所以能使上市公司的业绩短期内便得到提升。但是,这种重组方式并不能给上市公司带来长期的绩效改善。

非关联重组上市公司在重组当年绩效提升,重组后第一年绩效出现下降,在重组后第二年绩效又有所回升。这与资产重组整体样本的检验结果走势一致,可以看出进一步的重组整合对重组公司业绩改善的效果。

4. ST公司重组绩效分析。我们的目的在于考察ST公司在被ST期间进行重组活动的绩效,判断ST公司是否会单纯为摘掉ST的帽子而盲目重组,因此我们选择2003年的ST公司而非当前的ST公司为样本进行检验,共得到有效样本29个。

表4 ST公司的均值检验及比率检验结果

F 差值	F ⁰ -F ⁻¹	F ¹ -F ⁰	F ² -F ¹	F ¹ -F ⁻¹	F ² -F ⁻¹	F ² -F ⁰
均值	0.388 9 (3.792) ^c	0.082 5 (0.659)	-0.053 6 (-0.734)	0.471 4 (3.966) ^c	0.417 8 (3.321) ^c	0.028 9 (0.22)
正值比率	0.724	0.586	0.448	0.862	0.759	0.655

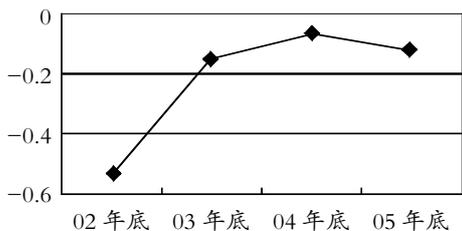


图3 ST公司资产重组绩效变化

由表4可以看出,ST公司在重组当年业绩有了显著提升,重组后第一年业绩仍在提升,重组后第二年业绩呈现下滑态势。因此,ST板块中频繁发生的重组能在短期内迅速改善公司财务状况,但这种绩效的改善不具有持续性。从图3可以看出,ST公司的绩效长期为负,低于重

组样本平均水平。

三、结论

检验结果显示,整体重组样本在资产重组当年绩效提升,重组后第一年绩效下降,重组后第二年绩效有所回升,但重组后第二年的绩效低于公司资产重组前一年的绩效值,说明上市公司绩效只能在短期内有所改善,并不具有持续性。

从不同类型的重组方式来看,只有占单一形式重组样本总数20.2%的股权转让类样本在重组后业绩是持续上升的,且重组后第二年的绩效比重组前一年的绩效有所提高,其余类型样本皆没有表现出明显的绩效改善效果。

从关联重组与非关联重组的对比组来看,两组样本均未表现出持续的绩效改善。且占分组样本总数65.8%的关联重组只在重组当年业绩有所提升,重组后第二年业绩持续下滑。重组仅作为上市公司粉饰业绩的一种手段,使上市公司业绩短期内迅速提升,并未给上市公司带来长期的绩效改善。

而对ST公司的重组绩效检验更是可以看出,重组当年和重组后第一年ST公司业绩显著提升,随后业绩又出现滑坡,ST公司为“摘帽”而进行财务重组的倾向非常明显。

可以看出,短期的财务报表式的重组仍在我国证券市场上占有较大比率,在重组中关联交易突出,重组成了一部分上市公司操纵业绩的手段,资产重组对我国上市公司的长期绩效改善没有明显促进作用。因此,要切实改善上市公司的重组绩效,首先,应该具备理性的资产重组动机,在充分考虑自身主营业务、发展方向以及经营管理能力的前提下实施实质性的资产重组,这样才能真正获得公司长期发展的条件和持续经营的能力。其次,从实证结果中可以看出,重组后整合协调工作对企业业绩改善起着至关重要的作用,应该从公司实际出发,切实加强资产重组后的人事、管理、企业文化等方面的整合,这样才能真正提高公司的经营业绩。

【注】本文为中国证券业协会2005年课题“上市公司持续发展问题研究”(项目编号:051125D2)的阶段性研究成果。

主要参考文献

1. 陈信元,陈冬华.换股合并增加股东财富了吗?中国会计与财务研究,2000;9
2. 冯根福,吴林江.我国上市公司并购绩效的实证研究.经济研究,2001;1
3. 张俊瑞,李婉丽,周谨.中国证券市场并购行为绩效的实证分析.南开管理评论,2002;6
4. Agrawal, Jaffe, Mandelker. The post-merger performance of acquiring firms: Are-examination of an anomaly. Journal of Finance, 1992;9