

□ 王跃堂

我国证券市场资产重组绩效之比较分析

一、引言

1997年可谓中国证券市场名副其实的资产重组年,重组公司所占的比例将近1/3。1998年资产重组更是如火如荼,在继续扩展,重组比例大约上升至1/2。上市公司热衷于资产重组的动机何在,重组的效果如何,重组中存在什么问题,怎样更好地加以规范,直接关系到我国证券市场优化资源配置的功能,业已成为证券市场亟待研究的问题。不少文章对资产重组的有关问题进行了研究,得出了许多有益的结论,但研究中存在的问题也不少,主要表现在:1. 资产重组案例分析居多。其好处是能通过个案分析直观地揭示上市公司资产重组中的问题,但弊端是由个别现象推断总体,难免以偏概全,不能反映资产重组的总体特征,更不可能揭示资产重组的内在规律。2. 对资产重组动机的研究大多停留于一般性的论述,涉足运用资产重组操纵年报业绩之动机的甚少,运用统计方法加以揭示的更是缺乏。3. 对资产重组绩效的研究局限于描述性统计方法,且统计数据时大多未剔除各种重组方式之间的交叉影响,下的结论不仅不一定能反映真实情况,而且很可能因统计方法本身存在问题而导致错误。4. 对资产重组绩效的研究大多围绕重组公司与未重组公司业绩的比较,或各种重组方式的绩效比较展开,对关联方资产重组与非关联方资产重组的比较研究甚少。但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,与非关联方资产重组相比存在诸多非市场行为,因此通过对关联方与非关联方资产重组的对比分析,不仅能发现关联方资产重组本身存在的问题,而且有利于更深入地归纳总结资产重组的经验教训。

针对资产重组及其相关研究中存在的问题,本文从关联方关系的角度出发,对资产重组进行分类^①,运用实证研究的方法对资产重组的有关问题进行比较分析,以期从比较分析的过程中对资产重组的动机有新的认识,对资产重组的效果能作出客观的评价,并从中发现问题,找出规律,探索资产重组成功的模式,为证券市场管理机构更好地规范资产重组的行为提供建议,促进资产重组工作的深化,真正使资产重组成为资源优化配置的重要渠道。

二、研究设计

1. 研究假设:关联方资产重组是上市公司与其关联方之间发生的重组行为,通常是在集团内部或在同一行政主管部门所辖范围内进行的,就其实质而言是一种关联交易,无论是资产定价还是股权定价,往往不是通过市场供需双方的竞价来取得均衡的,定价及资产转让带有明

显倾向性,存在不公平交易的状况,有时甚至纯粹是一种利润转移行为。因此,关联方资产重组往往带有诸多非市场行为,而非关联方资产重组则多是市场行为,其重组要按市场法则进行。由此对上市公司资产重组可以提出以下几点假设:

(1)就资产重组的动机而言,尽管关联方资产重组与非关联方资产重组有共性,如为取得规模经济而重组、为调整产业结构或资产结构而重组等等,但由于这两类资产重组在市场化行为方面存在区别,其重组动机也可能存在区别,尤其表现在资产重组与年报业绩之关系上。非关联方资产重组由于完全是一种市场行为,其重组行为更多的是立足于经营,而关联方资产重组由于存在非市场行为,其重组行为不一定是立足于经营,而可能是借重组操纵年报业绩。

(2)这两类资产重组对重组方式的选用可能有别。如关联方资产重组由于是在集团内部或同一主管部门所辖范围内进行,带有浓厚的行政色彩,会更多地采用“注优剥劣”的资产置换方式,而非关联方资产重组因不具备这些条件,故难以使用这一方式。

(3)资产重组方兴未艾,使人有理由认为重组效果应该明显,即重组公司就总体而言,其业绩变动应好于未重组公司。

(4)由于关联交易的价格易被操纵,利润可以转移,因此关联方资产重组的绩效通常被认为会好于非关联方资产重组。

(5)就各种资产重组方式的绩效而言,人们相信资产置换方式的重组绩效最好,因为通过这种方式能向上市公司注入优质资产,剥离其不良资产,双管齐下提高上市公司的重组效益。对于剥离资产这种重组方式,由于通常是剥离上市公司的不良资产,由此能大幅度提高重组业绩,因此也被视为提升上市公司业绩的捷径。

本文对以上五点假设将予以检验。

2. 样本选取:本文以《上海证券报》1998年5月4日的数据库《沪深证券交易所上市公司资产重组一览》为依据,总计有211家上市公司进行了资产重组,其中有不少公司还在一年中进行了多次重组。在对资产重组的总体效果进行评价以及对关联方与非关联方资产重组的动机和重组方式的选择进行比较时,应取这211家公司为研究样本(以下简称全样本)。但在对各种资产重组类型的绩效之间以及各种重组方式的绩效之间进行比较时,必须从全样本中剔除一年中多次进行资产重组的上市公司,消除各种资产重组类型之间的交叉影响以及各种重组方式之间的交叉影响,只有这样,绩效比较的结果才有意义,才能反映出各种重组类型和重组方式的真实效果。剔除多次重组公司后的样本数为172家(以下简称净样本)。

3. 研究方法:首先用描述性统计方法对关联方资产重组与非关联方资产重组进行比较分析,对有关问题初步地加以揭示;然后进一步对初步揭示的现象加以统计检验,予以甄别。具体数据处理采用SAS软件进行。

三、统计分析

资产重组的动机在一定程度上决定着资产重组的类型,并由此对重组方式的选择和重组绩效产生影响。上市公司资产重组的动机多种多样,有为取得规模经济而重组,有为调整产业或资产结构而重组,还有为取得上市公司这一壳资源而重组,更有单纯为改善年报业绩而重组;这些动机往往通过运用不同的资产重组类型反映出来。为比较关联方资产重组与非关联方资产重组的动机,可以以资产重组公布日期为考察指标,对两者的重组动机进行比较。为此对211家重组公司所有的公布日期(如果一家上市公司一年内发生多次重组行为,则每次公布日

期均予以统计)进行统计,统计结果如图1所示:

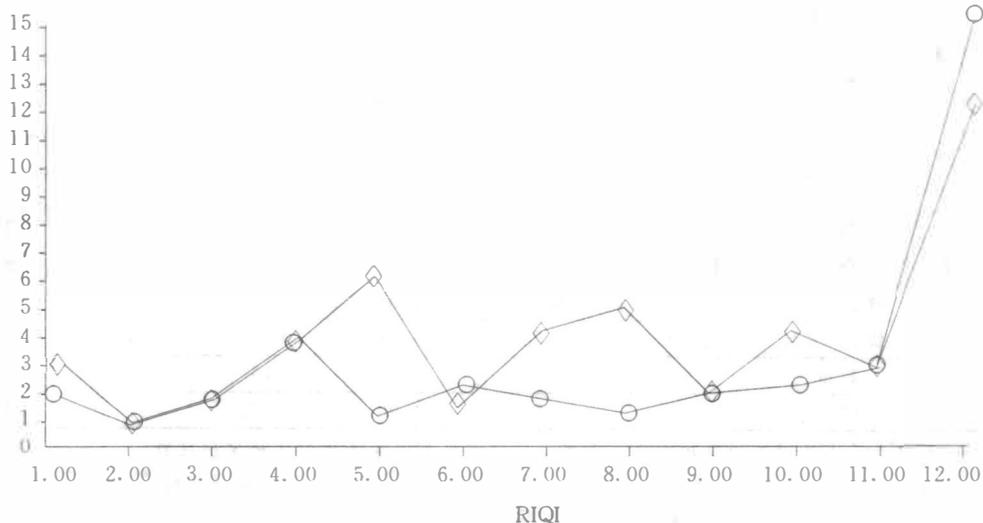


图1

注:1. 公布日期以月为单位。

2. 横轴为公布日期,纵轴为对应月份的重组公司所占的比重。

3. ○号折线为关联方资产重组,◇号折线为非关联方资产重组。

从图1可以看出以下特征:1. 无论是关联方资产重组折线还是非关联方资产重组折线,均在12月份形成资产重组的最高潮,这说明两者都想在年末借重组题材影响股市。2. 关联方资产重组折线在1至11月份的重组比例基本上是平稳地维持在低水平上运行(非关联方资产重组比例的波动要大得多,并未显示出规律),且明显低于非关联方资产重组的比例,但在11月份以后,却迅速爬高,并显著地超过非关联方资产重组的水平。这说明关联方资产重组有人为操纵的倾向,其重组动机与年报财务业绩的关系更为突出,由此印证了第1个假设,同时也从一个侧面反映出关联方资产重组的会计处理还存在不少问题。

为考察关联方资产重组和非关联方资产重组的特点,发现问题,找出规律,有必要对两类资产重组所选择的重组方式进行比较分析。重组方式可以归纳为股东变更(这里是指大股东变更)、收购兼并、剥离资产、资产置换以及参股投资等五种方式,表1列示了根据全部资产重组样本统计的数据:

从表1可以看出以下特征:(1)就整个资产重组市场而言,非关联方资产重组的比重较关联方资产重组高出16个百分点,由此说明在资产重组市场中,市场行为占主导地位;(2)收购兼并、股东变更是资产重组的主要方式(两者比例合计高达61.32%),参股投资和剥离资产次之,而资产置换最少,这是因为资产置换通常只有在关联方之间才能进行;(3)比较关联方与非关联方资产重组对重组方式的运用,可以发现资产置换主要用于关联方资产重组;而关联方资产重组对收购兼并、参股投资的运用远比非关联方资产重组运用得少,后者几乎是前者的2至3倍;股东变更、剥离资产在这两类资产重组中运用的比例区别不大。由关联方与非关联方资产重组的特性不难看出,收购兼并、参股投资的市场行为程度高,而资产置换非市场行为倾向大,这与第2个假设是一致的。

表 1:

重组方式 重组类型		股东变更	收购兼并	剥离资产	资产置换	参股投资	合计
		数量	比例(%)	横比(%)	纵比(%)	数量	比例(%)
关联方 资产重组	数量	31	37	21	15	11	115
	比例(%)	11.31	13.50	7.66	5.47	4.01	41.97
	横比(%)	26.96	32.17	18.26	13.04	9.57	
	纵比(%)	44.29	37.76	51.22	93.75	22.45	
非关联方 资产重组	数量	39	61	20	1	38	159
	比例(%)	14.23	22.26	7.3	0.36	13.87	58.03
	横比(%)	24.53	38.36	12.58	0.63	23.90	
	纵比(%)	55.71	62.24	48.78	6.25	77.55	
合计	数量	70	98	41	16	49	274
	比例(%)	25.55	35.77	14.96	5.84	17.88	100

注:1. 此处 274 次资产重组是指对 211 家重组公司中的每一次重组行为均予以计算。

2. 比例:指各种资产重组类型与重组方式的组合在整个资产重组中所占的比例。

3. 横比:指在一种资产重组类型中,各种资产重组方式所占的比例。

4. 纵比:指在一种重组方式下,两种资产重组类型所占的比例。

为考察关联方与非关联方资产重组的绩效以及各种重组方式的绩效,宜以上市公司净资产收益率(以下简称 roe)的变动作为衡量重组绩效的依据^②。根据净样本及其修正样本^③分别计算的两种重组类型以及各种重组方式的重组绩效如表 2 所示:

表 2:

重组分类 样本分类	资产重组类型		资产重组方式				
	关联方 重组	非关联方 重组	股东 变更	收购 兼并	剥离 资产	资产 置换	参股 投资
净样本 roe 的变动(%)	-0.84	0.08	0.06	-1.41	1.99	-3.58	-0.89
修正样本 roe 的变动(%)	-0.74	-0.43	0.06	-1.41	1.99	-2.1	-2.91

注:roe 的变动是指 1997 年和 1996 年 roe 的加权平均数之差,权数各自以 1997 年和 1996 年的股东权益计算。

从表 2 可以看出,就两种资产重组类型而言,非关联方资产重组的绩效无论样本是否修正均稍好于关联方资产重组。但修正样本后,非关联方资产重组的绩效由上升转为下滑,关联方资产重组的绩效仍为下滑,只是下滑幅度有所缩小。就资产重组方式而言,有以下几个特征:(1)无论样本是否修正,剥离资产、股东变更这两种重组方式的重组业绩均为上升,而收购兼并、资产置换、参股投资的重组业绩均为下滑,这说明从总体上看,前两种重组方式的效果好于后三种重组方式;(2)剥离资产的重组效果最好(重组后净资产收益率平均提升 1.99%),而重组效果最差的为资产置换(指净样本未加修正,其净资产收益率平均下滑达 3.58%)或参股投资(指净样本加以修正,其净资产收益率平均下滑达 2.91%)。由表 2 描述性统计不难看出,关联方资产重组的效果并不比非关联方资产重组好,资产置换的重组效果几乎是所有重组方式中最差的,这与关联方资产重组中的非市场行为相抵触,似乎与第 4、5 个假设相矛盾。

为甄别上述描述性统计所作的结论,弥补描述性统计的不足,必须进一步对上述重组绩效的假设和推论进行统计检验。

首先,对资产重组的总体效果进行检验。为此需要对资产重组样本与未资产重组样本的业绩变动进行均值检验,T 检验的结果如表 3 所示:

表 3:

样本分类	样本数	roe 变动 平均值(%)	标准差	roe 变动 最小值(%)	roe 变动 最大值(%)	T 值	P 值
资产重组 样本	211 ^a (209)	-6.17 (-1.86)	101.80 (18.07)	-1377.99 (-101.41)	465.62 (82.68)	-0.17 (-4.02)	0.86 (0.0001 ^{**})
未资产 重组样本	562	-7.39	16.55	-141.44	38.18		

注:1.()中的数字是对样本进行修正,剔除农垦商社和黄河科技这两个极端值以后的计算结果。

2.**表示在5%的显著性水平下通过T检验。

从表3可以看出,资产重组样本与未资产重组样本业绩变动并无差异,但若对资产重组公司的样本进行修正,剔除重组公司中两个异常样本(农垦商社和黄河科技)的影响,就会发现重组与未重组的结果大不一样,尽管两者业绩均为下滑,但资产重组公司的平均下滑幅度远小于未资产重组的公司。因此,就剔除两个异常样本后的总体而言,资产重组对提升公司业绩是有效的,这正是公司热衷于资产重组的根源之一,由此说明第3个假设是成立的。

其次,对两类资产重组的绩效进行比较。为此,需对关联方重组样本与非关联方重组样本的业绩变动进行均值检验,T检验的结果如表4所示:

表 4:

资产重组 类型	样本数	roe 变动的 均值(%)	标准差	roe 变动的 最小值(%)	roe 变动的 最大值(%)	T 值	P 值
关联方 重组	67 (66)	-22.23 (-1.69)	168.65 (13.24)	-1377.99 (-51.59)	65.3 (65.3)	-1.15 (0.25)	0.25 (0.80)
非关联方 重组	105 (104)	2.13 (-2.33)	50.06 (20.60)	-101.41 (-101.41)	465.62 (82.68)		

注:1.()中的数字的含义与表3相同。

从表4可以看出无论是否对资产重组的净样本进行修正,关联方重组样本与非关联方重组样本业绩变动的平均值在5%的显著性水平下均无实质差异,由此进一步证实关联方资产重组的绩效并不比非关联方资产重组好,这就推翻了第四个假设。这一结论似乎与关联方资产重组具有非市场行为的特性不符,其实不然。因为尽管关联方资产重组是在集团内部或同一主管部门所辖范围内进行,易通过关联交易操纵交易价格,进行利润转移,有操纵重组业绩的便利,但也应注意以下几个因素:

(1)关联方重组公司的经营状况普遍差于非关联方重组公司,这可以从重组前(1996年)的平均经营业绩得到印证。在重组前的1996年,关联方重组样本的加权平均净资产收益率为7.85%,而非关联方重组样本的加权平均净资产收益率为9.77%,就总体而言,前者几乎较后者差二个百分点。由此可以看出,关联方重组公司就总体而言可谓先天不足。

(2)关联方资产重组行政色彩较浓厚,常出现集团包办或主管部门强制重组的情况,重组中掺杂了许多行政因素,重组行为常常不是基于经济利益,而是考虑政治利益,其中不乏地方政府为本地利益而强制上市公司实施的、违反上市公司意愿、损害上市公司经济利益的资产重组,这些非经济因素严重影响了关联方重组的效果。

(3)有不少关联方重组的动机不是立足于改善经营,增强市场竞争力,而纯粹是为了改善年报或中报的数据,因此重组绩效经不起时间考验,时间不长就又跌入困境,一年中发生多次重组行为大多与这种重组动机有关。

考虑这些因素的影响,关联方资产重组的绩效不及非关联方资产重组也就不足为怪了,由此也说明关联方资产重组并非万能良药。

最后,对各种重组方式的绩效进行均值检验。由于符合条件的资产置换样本只有 10 家公司,样本过小,不宜进行 T 检验,因此只对其余四种重组方式展开。表 5 列示了重组绩效具有显著性差异的检验结果,无显著性差异的检验结果考虑篇幅未予列示:

表 5:

T 检验分类		样本数	roe 变动的 均值(%)	标准差	roe 变动的 最小值(%)	roe 变动的 最大值(%)	T 值	P 值
收购兼并与 剥离资产	收购兼并	69	-2.48	8.27	-35.3	17.85	-1.91	0.0681*
	剥离资产	24	6.86	23.49	-6.1	82.68		
收购兼并与 参股投资	收购兼并	69	-2.48	8.27	-35.3	17.85	(1.97)	(0.0523*)
	参股投资	(27)	(-6.34)	(9.58)	(-29.25)	(7.91)		
剥离资产 与参股投资	剥离资产	24	6.86	23.49	-6.1	82.68	(2.57)	(0.0155**)
	参股投资	(27)	(-6.34)	(9.58)	(-29.25)	(7.91)		

注:1.*表示在 10% 的显著性水平下通过 T 检验,**表示在 5% 的显著性水平下通过 T 检验。

2.()中数字的含义与表 3 相同。

从表 5 可以看出,除资产置换因样本过小未参与检验外,就其他四种重组方式的绩效而言,有以下几点结论:(1)收购兼并、剥离资产、参股投资这三种重组方式的绩效在 10% 的显著性水平下均通过 T 检验,表示它们相互之间的重组绩效有着显著性差异,尤其是剥离资产与参股投资的重组绩效差异更为明显,两者的 T 检验显示在 5% 的水平下呈现显著性差异,而股东变更与这三种重组方式的绩效比较均未通过检验,表示股东变更与它们相比,其重组绩效并未显示实质差异。(2)在收购兼并、剥离资产、参股投资这三种重组方式中,就重组效果而言,剥离资产最好(roe 变动的算术平均值为 6.86%),其次为收购兼并(roe 变动的算术平均值为 -2.48%),最差者为参股投资(roe 变动的算术平均值为 -6.34%)。这一结果与表 2 描述性统计揭示的现象是一致的。原因是剥离资产无论是出售不良资产,还是出售优质资产,都能通过减少亏损或增加收益提高业绩,因此其重组效果最好,而收购兼并与参股投资却不一定能保证成功,重组效果自然要差。但就收购兼并与参股投资而言,采取收购兼并方式的上市公司往往实力较强,经营状况较好,因此重组效果相对而言要好于参股投资。就资产置换的绩效而言,尽管未对其加以检验,但从表 2 可以看出其重组绩效与剥离资产的绩效相比,悬殊甚大,重组效果几乎是所有方式中最差的,这一结果出人意料。究其原因,主要是资产置换基本为关联方资产重组所用,而进行关联方资产重组的上市公司如前所述,重组前的基础普遍较差,具有先天不足的缺陷,进行资产置换的公司更是如此,这或许是其重组难以奏效的根源。

四、结论与启示

由上述统计分析可以归纳出以下几点结论:

首先,资产重组效果就总体(剔除重组公司中的两个极端值)而言是明显的,重组公司业绩下滑的平均幅度明显小于未重组公司,这是资产重组方兴未艾的重要原因。

其次,就重组动机而言,关联方资产重组较非关联方资产重组有更为明显的操纵财务报告业绩的倾向,这从其重组公布日期的分布状况可以印证。

再次,就重组方式的运用而言,关联方资产重组采用资产置换的比例远高于非关联方资产

重组,而收购兼并、参股投资运用的比例却又远小于非关联方资产重组。重组方式运用上的差别实质上反映了关联方资产重组与非关联方资产重组在重组行为市场化方面的区别。

最后,就重组绩效而言,关联方资产重组并未因其具有非市场化的特性就使得重组绩效好于非关联方资产重组,这表明关联方资产重组有操纵重组业绩的“优势”,但也有其经营基础及管理上的问题。在各种重组方式中,剥离资产的效果最好,而资产置换并未像人们所想象的那样,表现出最好的重组业绩。

从资产重组绩效比较分析中可以获得以下启示:

第一,资产重组应以经营为立足点,而不能单纯以改变年报“业绩”为出发点,否则不仅会陷入亏损——重组——再亏损的恶性循环,而且纵使运用关联方资产重组也不一定能保证每次重组都能成功。关联方资产重组的绩效并不好于非关联方资产重组的结论应该给热衷于通过重组改善年报业绩的公司以清醒。

第二,对关联方资产重组应从监管政策上严加规范。这不仅是为了约束关联方资产重组中的违规现象,抑制重组中的非市场行为,而且是为了减少关联方资产重组中行政包办的机会,消除关联方资产重组中的政治色彩。

第三,会计准则对资产重组业务的处理、披露应加以完善。尤其是关联方资产重组中的会计问题,必须堵塞其会计处理中的漏洞,从源头减少年底突击重组的现象,削弱借关联方资产重组操纵年报业绩的动机。

第四,从重组公司本身而言,应意识到利用关联方资产重组操纵年报业绩并非万能,随着监管政策的完善,其操纵空间会越来越小,资产重组的效果最终还是取决于公司的经营能力。重组要注意当前的经济效益,但更应立足于长远发展。要对重组对象的经营机制实施重组,练好内功,才能获得坚实的发展基础,否则,重组取得的优质资产不久就会变为不良资产。

注:

1. 是否属于关联方资产重组,本文依据会计准则对关联方关系的定义以及上市公司年报摘要中披露的关联方企业加以判断。

2. 净资产收益率不仅反映了公司的盈利能力,而且是证券监管部门制定和执行监管政策的主要依据,业已成为评价公司经营业绩最重要的财务指标,为此本文取其变动值为重组绩效的评价指标。

3. 修正样本指在净样本中再剔除两个极端值后的样本,其中一个为农垦商社(为关联方资产重组,重组后 roe 下滑 1377.99%),另一个为黄河科技(为非关联方资产重组,重组后 roe 上升 465.62%)。因为这两家重组公司的重组结果极其异常,对重组绩效的评价干扰太大,有必要清除其影响再加以评价。

4. 此处资产重组样本取全部重组公司(211家),是因为这里是对重组公司与未重组公司的业绩变动进行比较,必须包括所有的重组公司才具有说服力。

参考文献:

1. 陈信元、原红旗:《上市公司资产重组财务会计问题研究》,《会计研究》1998年第10期。
2. 《资产重组绩效分析》课题组:《资产重组总体绩效调查分析》,《上市公司》1998年10月。
3. 湖南证券投资咨询公司:《资产重组绩效明显 一个中问题有待规范》,《上海证券报》1998年5月13日第8版。
4. 孙铮:《论证券市场管理中的会计规范》,上海财经大学出版社1996年版。
5. Watts, R. and J. Zimmerman. 1986. *Positive Accounting Theory*. Prentice Hall, Inc..

(作者系上海财经大学会计学院博士生,单位邮编为200083)