

我国上市公司资产重组扭亏效果研究

——来自亏损上市公司的经验证据

胡志颖, 刘亚莉

(北京科技大学经济管理学院, 北京, 100083)

摘要: 为了明确亏损上市公司资产重组的动机, 采用财务扭亏效果指标对资产重组给亏损公司带来的影响进行衡量。检验了 2002~2004 年亏损上市公司在亏损次年的资产重组的扭亏业绩, 发现资产重组对亏损公司重组当年以是否扭亏来衡量的业绩有重大影响。区分各种资产重组方式, 资产剥离、资产置换和其他方式都对扭亏有显著效果, 且资产置换表现最好, 但购并表现出不明显的扭亏效果。

关键词: 亏损公司; 资产重组; 扭亏

1 引言

每到年末, 某某亏损公司通过各种资产重组^①手段试图扭亏的报导多见于各种媒体。事实上, 保牌和保配是我国证券市场上资产重组的最重要的两大动因。由于我国独特的制度背景, 企业能够在资本市场上上市的“壳”成为一种稀缺的资源。而公司亏损则意味着公司的品质不佳, 为了保证证券市场资源配置的作用能够正常地发挥, 随着亏损公司的不断增加, 从 1998 年开始, 上市公司的退市制度被提上日程, 并日渐完善。

上市资格的来之不易, 退市制度的步步紧逼, 为了保住弥足珍贵的“壳”资源, 亏损上市公司必然会想尽一切办法扭亏, 资产重组是其中的一种方法。本文通过分析 2002~2004 年亏损上市公司的在亏损次年的资产重组行为对重组当年扭亏业绩的影响, 以期找到资产重组能否真正对亏损上市公司的扭亏有帮助的有关证据。

2 文献回顾和研究假设

拥有发达资本市场(主要以美国为代表)的国家一般通过衡量资产重组的市场财富效应研究资

产重组的绩效。但我国的资本市场的历史只有十几年, 规模小, 管制缺乏足够的严密性, 价格反应的真实性受到了扭曲。同时目前绝大多数上市公司都存在着相当大一部分的非流通股^②, 使得上市公司股价波动衡量的仅仅是流通股价值的变化, 从而公司价值的变化很难从财富效应的事件研究中得到整体性的反映。因此本文主要衡量资产重组的财务业绩。

本文研究的是亏损上市公司的资产重组, 而亏损实际上是较为严重的财务业绩下滑, 因此文献回顾的重点集中于业绩下滑情况下资产重组的业绩表现。Kang 和 Shivdasani(1997)^[1]对日本 92 家业绩下滑公司的重组活动进行了研究, 他们发现, 有很大一部分的业绩下滑公司采取了收缩型、扩张型和重整内部业务的重组, 而缩减规模的重组方式能够增加业绩下降公司的经营业绩。Denis 和 Kruse(2000)^[2]研究了 1984~1992 年间经历了行业调整的经营业绩下滑的总资产规模大于 1 亿美元的美国公司的资产重组(包括资产剥离、公司分立、分部停业和清算)、解聘员工和削减成本的重组活动, 发现从业绩下滑当年开始, 有很大一部分公司采取了上述重组活动, 资产重组提升了美国业绩下降公司的业绩。我国对资产重组的财务绩效的文献已有很多, 却未有专门的研究针对亏损公司的资产重组。王震(2002)^[3]研究了中国 ST 公司的重组绩效。作者不仅采用了净利润、总资产收

①本文并不对资产重组作界定, 而是采用市场上约定俗成的标准, 认为资产重组由资产剥离、购并、资产置换、和其他方式组成。

②尽管我国正在进行股权分置改革, 但实现股市的全流通仍需要一段时间。

③具体参考 William H.Green.Econometric Analysis (Fourth Editon) [M]. 清华大学出版社, 2001

益率和净资产收益率对重组整体的绩效进行衡量,还引进了经营现金流收益率指标。研究发现,净利润、总资产收益率和净资产收益率都有较大改善,但经营现金流指标的改善却较小。

王震(2002)虽然较为全面地对ST公司的资产重组绩效进行了研究,但其样本只限于ST公司,如果将样本扩大到更多有扭亏动机的公司,则能更好地研究资产重组对于扭亏的作用。另外,对于亏损公司来说,扭亏是其目前首要达到的目标。而只要能使净利润大于0,扭亏目的也就达到了。因此从理论上说,亏损上市公司重组后净利润的概率分布实际上是一个被截断(censored)^⑧的分布,净利润只要能高于0这个临界值就可,而之后的值没有其更多的信息含量,可以将它们看成是一个常量。所以我们认为,包括盈利指标、流动性指标、偿债指标、营运指标和现金流指标等各种财务指标体系并不是评价资产重组财务业绩的最好标准,因为以资产重组收益在帮助上市公司扭亏之前是服从连续分布的,但帮助公司扭亏以后其为扭亏公司带来的收益却并不会会有更多的信息含量。反之,用扭亏效果为衡量标准可更准确地凸现出在强烈的扭亏动机下,资产重组亏损公司带来的影响。

有鉴于此,本文认为,资产重组可以帮助亏损上市公司扭亏。提出假设:

H₁:资产重组能够对亏损上市公司带来显著的扭亏业绩。

3 变量选取和研究设计

3.1 样本选取

以2002~2004年发生亏损的上市公司为样本,数据来源于CCER的资产交易数据库。表1给出了所有满足条件的亏损公司的数量分布,其中,2002年共有166家,2003年共有148家,2004年

表1 亏损样本选取

年份	A股公司总数	亏损家数	亏损公司百分比
2002	1199	166	13.85%
2003	1253	148	11.81%
2004	1341	177	13.2%

共有177家。但是因为在这3年中,都有公司退市,因此,把退市公司扣除在外,样本最终有468个,其中包括2002年163家,2003年140家,2004年165家。

3.2 研究设计

3.2.1 变量定义

因为亏损公司只要其净利润大于0,就达到了扭亏的目的,而大于0之后的净利润并不是亏损公司扭亏关注的重点,因此并不假设亏损公司的净利润呈连续正态分布,用是否扭亏这一哑元变量来衡量资产重组的扭亏效果。同时也用哑元变量衡量是否发生资产重组。变量定义见表2。

3.2.2 研究设计

因为被解释变量是一个哑变量,所以本文采用Logit回归。最终建立的回归模型可表达如下:

$$\text{Logit}(NK) = \beta_0 + \beta_1 \times \text{CHZ} + \beta_2 \times \text{Roa} + \beta_3 \times \text{QL} + \beta_4 \times \text{DR} + \beta_5 \times \text{Size} \quad (1)$$

其中,Roa、资产负债率、资产质量和规模是控制变量,根据王震(2002)^⑨的研究,这些因素很重要,所以将这些因素作为控制变量纳入回归分析。Roa和资产负债率对提升ST公司的业绩有显著的作用;根据戴翠玉(2004)^⑩,资产质量对于亏损公司的扭亏有显著的影响;公司规模对于以公司为基点进行的各项经验行为研究中都很重要。

表3是对解释变量的描述。从表中可以看出,52.56%的亏损公司在亏损的次年进行了重组。亏损年度,样本公司的平均总资产收益率为-24.52%。公司的资产中平均有1/4的资产为应收债权,资产的质量并不令人满意。另外,样本公司的平均资产负债率为82.97%,杠杆程度较高。

表2 变量定义

变量	定义
NK	哑变量,样本公司在重组当年扭亏则为1,否则为0。
CHZ	哑变量,当在亏损次年样本公司发生任何一种方式的重组为1,否则为0。
Roa	样本公司亏损当年的总资产收益率
DR	样本公司亏损当年的资产负债率
QL	样本公司亏损当年的资产质量,以亏损当年应收账款和其他应收款占总资产的比例计算
Size	样本公司亏损当年的公司规模,即亏损当年总资产的自然对数

表3 解释变量描述

变量类型	具体变量	最小值	最大值	均值	标准偏差
解释变量	资产重组	0	1	0.5256	0.4999
控制变量	<i>Roa</i>	-9.98	-0.004	-0.2452	0.6903
	资产质量	0.0045	0.8504	0.251	0.1595
	资产负债率	0.0249	16.3291	0.8297	1.142
	企业规模	17.412	24.3257	20.6041	0.9448

表4 资产重组对重组当年扭亏效果的回归分析结果

被解释变量	资产重组	<i>Roa</i>	资产质量	资产负债率	企业规模	Cons-tant	-2 LL	R ²
扭亏	0.823 (17.15) ****	-0.27 (1.425) ****	-2.82 (1902) ****	-0.281 (2.72) *	-0.039 (0.109)	1.55 (0393)	595.61	0.119

注:****,***,**,*,* 分别表示在 0.000,0.01,0.05,0.1 的水平上显著。-2 LL 指 -2 Log Likelihood,R² 指 Nagelkerke R², 括号中为 wald 值。

表5 资产重组方式对重组当年扭亏效果的回归分析

被解释变量	购并	资产剥离	资产置换	其他	<i>Roa</i>	资产质量	资产负债率	企业规模	Constant	-2 LL	R ²
扭亏	-0.354 (1.29)	0.52 (5.3) **	1.02 (9.88) ***	0.64 (3.85) **	-0.285 (1.482)	-2.91 (19.88) ****	-0.31 (3.06) *	1.43 (0.05)	-4.06 (0.34)	592	0.128

注:****,***,**,*,* 分别表示在 0.000,0.01,0.05,0.1 的水平上显著。-2 LL 指 -2 Log Likelihood,R² 指 Nagelkerke R², 括号中为 wald 值。

4 实证结果

4.1 回归结果

表4为综合考虑各种资产重组方式对重组当年扭亏影响的回归分析。在重组当年,从整体上看与预测相同,资产重组确实为亏损公司带来显著的扭亏业绩。另外资产质量越好,资产负债率越低的公司越容易扭亏,这与证券市场上的实际情况是相符合的。因此假设得到了验证。

4.2 稳健性检验

为了更好地验证资产重组对亏损公司的扭亏作用,将样本公司在亏损次年的资产重组分为购并、资产剥离、资产置换和其他重组方式。分别用CHZ₁、CHZ₂、CHZ₃、CHZ₄表示,并建立如下Logit回归方程。回归结果见表5。

$$Logit(NK) = \beta_0 + \beta_1 \times CHZ_1 + \beta_2 \times CHZ_2 + \beta_3 \times CHZ_3 + \beta_4 \times CHZ_4 + \beta_5 \times Roa + \beta_6 \times QL + \beta_7 \times DR + \beta_8 \times Size \quad (2)$$

从具体的资产重组方式看,购并没有为亏损公司增加扭亏的财务业绩,而其他的资产重组方式组皆表现出对财务扭亏绩效的显著效果,其中资产置换表现最好。另外表5还显示资产质量和资产负债率对重组当年的扭亏效果有显著的负向影响,这与资产重组整体作为变量的检验结果相同。

5 结论和建议

为了更全面并准确地理解亏损上市公司资产重组的动机和对资产重组为亏损上市公司带来的业绩进行衡量,本文抛开盈利指标、流动性指标、偿债指标、营运指标和现金流指标等各种财务指标的传统指标体系,而选择财务扭亏这个虚变量指标作为衡量标准。通过对2002~2004年的亏损上市公司在亏损次年的资产重组进行研究,发现资产重组确实对亏损公司重组当年的以是否扭亏来衡量的业绩有重大影响,也就是说资产重组对亏损上市公司扭亏效果显著。进一步区分各种资产重组方式,资产剥离、资产置换、其他方式都对亏损公司的扭亏业绩有显著效果,其中资产置换表现最好。故此,本文的假设得到了验证。

虽然资产重组对扭亏起到了正面的作用,但应引起注意的是,亏损公司的扭亏可以分为实质性扭亏和账面性扭亏。实质性扭亏确实对亏损公司有着重大意义,因为其或者为亏损公司丢去包袱,或者为亏损公司注入新的血液,或者二者兼有,其能够使亏损公司重新步入健康公司的行列,这种扭亏确实是我们所希望看到的,而资产重组恰恰能够对亏损公司起到上述作用。反之,账面性

扭亏只是亏损公司为了达到规避证监会的监管的目的而进行的利润操纵，并不能真正改善亏损公司的质量，其后果则有可能是今年扭亏而明年再亏。2006年2月财政部新颁布的有关非货币性交易的会计准则重新明确了非货币性交易收益将不再计入资本公积，而将被重新确认和计量。这就增加了亏损公司利用资产重组来增加账面利润的可能性，而这并不是我们希望看到的。所以认为还应当慎重看待亏损上市公司进行的资产重组为上市公司带来的效应，不能一概而论之。

参考文献

- [1] David J. Denis, Timothy A. Kruse, Managerial Discipline and Corporate Restructuring Following Performance Declines [J], Journal of Financial Economics. 2000 (55): 391-424.
- [2] Kang Jun_koo, Shivdasani Anil, Corporate Restructuring During Performance Decline in Japan [J], Journal of Financial Economics, 1997 (46): 29-65.
- [3] 王震. 中国 ST 公司股价行为、经营绩效与重组研究 [D], 北京: 北京大学博士论文, 2002.
- [4] 戴翠玉. 亏损上市公司扭亏手段分析 [D]. 北京: 清华大学硕士论文, 2004.

The Empirical Study of Effect of Assets Restructuring of Chinese Loss Listed Firms on Turning Negative Earnings to Positive

Hu Zhiying, Liu Yali

(University of Science and Technology of Beijing, Beijing, 100083)

Abstract: In order to capture the motivation of loss firms' assets restructuring, we use the result of tuning negative earnings to positive as standard instead of traditional financial indexes to measure the effect of assets restructuring on loss firms. And also, we empirically test this effect by using the assets restructuring of Chinese loss listed firms during 2002 to 2004. We find that assets restructuring play a significant role in loss firms shifting from loss to earning as predicted. In the robust test, we also find that transferring of assets, exchange of assets, other method have significant effect. However, merger and acquisition do not display significantly.

Key Words: loss listed firms; assets Restructuring; tuning negative earnings to positive