513起并购重组实证:协议收购提振业绩 高溢价致重组失败

中国上市公司研究院

并购重组是资本市场永恒不变的主题，在牛市中尤为火爆。据统计，2015 年牛市中 A 股上市公司完成的并购规模达到历史峰值（按首次披露日进行统计），约 1.11 万亿元，比 2014 年增长 95.04%。

部分上市公司因自身成长或转型的需要，通过外延式并购重组来完善产业链，进而达到增厚公司业绩目的，这是正常的市场行为；但也有部分上市公司出于扭转亏损、粉饰业绩等目的进行重组，寻求业绩的短暂提升，因此上市公司并购重组的效果也各不相同。上市公司发生并购重组行为后短期市场价值表现如何？长期经营业绩（又称重组绩效）会发生怎样的变化？这些问题有必要进行深入研究。

本文以沪深两市首次披露日为 2014 年、2015 年且年内完成重大资产重组的上市公司为研究对象，在对重组事件首次披露日前后的超额收益率特征进行统计分析的基础上，从上市公司的盈利能力、成长能力、偿债能力、运营能力四个维度选取多个财务指标对其重组绩效进行研究，为投资者提供参考。

一、超额收益率分析

（一）总体超额收益率分析

据 Wind 资讯数据统计，2014 年、2015年 A 股上市公司分别完成 194 次（涉及 192 家企业）、319 次（涉及 303 家企业）重大资产重组事件。2015 年牛市期间完成重大资产重组事件的次数明显增多。

考虑到市场在首次披露日就开始对重组事件做出反应，故以首次披露重大资产重组的日期为事件日。以上述 513 次重大资产重组事件为样本，以个股收益率减去沪深 300 指数收益率作为超额收益率，分别统计事件日前后 30 日内（均为交易日，下同）的平均超额收益率，如图 1 所示。

从图 1 可以看出，重大资产重组事件日前 30 天内的平均超额收益率呈现小幅上升趋势，这可能是由于市场对样本公司资产重组的心理预期或者一些重组传闻所致。在首次披露日之后，平均超额收益率明显快速增长，事件日后 5 天内平均超额收益率增速最快，第 20 天平均超额收益达到高点，此后进入一个稳定期。这表明重大资产重组事件首次披露以后，市场对此有较强烈的反应，认为这是一个好消息。

与此同时，对事件日前后 30 日内的平均超额收益率做单样本 T 检验，发现其均值为 16.49%，显著大于 0。这表明，总体来说，重大资产重组事件能够短期提高上市公司的市场价值，股东能获得一定的收益。

（二）不同维度下的超额收益率特征分析

从上市公司的首次披露日市值（简称市值）、企业性质、重组形式、重组目的四个方面来看，超额收益率呈现以下几个特征：

1、从市值因子来，重大资产重组事件后第 20 天表现最好的为小市值组。10 亿–50 亿元市值组的平均超额收益最高，为 58.3%；其次是 50 亿–100 亿元市值组，为 27.74%，如图 2 所示。值得注意的是，800 亿元以上市值组的表现并不是最差。一般来说，高市值上市公司较少出现无量涨停情况，重组首次披露日后温和上涨的情况比较多，故而实际上也是值得投资的。

2、从企业性质来看，在事件日后 4 天内国有企业较非国有企业有较好的表现，4 天之后非国有企业的表现更好，如图 3 所示。对国有企业和非国有企业 30 日内的平均超额收益率做配对样本 T 检验，发现两者的均值存在显著性差异，这说明企业性质对重大资产重组事件短期超额收益率的影响显著不同。

3、从重组形式来看，发行股份购买资产和协议收购是重大资产重组中最常见的方式（研究样本中，有 388 次发现股份购买资产事件，95 次协议收购事件），不同行为可能会产生不同的超额收益率，对此本文进行了检验。如图 4 所示，事件日后 30 天内，发行股份购买资产的重组方式产生的平均超额收益率要高于协议收购。

4、从重组目的来看，研究样本中，以垂直整合、多元化战略、横向整合、买壳上市为重组目的样本个数相对较多，分别为 89 个、268 个、34 个和 63 个。从图 5 可以看出，事件日后 30 天内的平均超额率有以下两个特征：一是买壳上市的重组事件平均超额收益率最高；二是多元化战略与垂直整合的平均超额收益率高于横向整合。横向收购是同行业间的兼并收购获取规模效应，垂直整合是上下游产业链的整合，多元化是指进入主业外的新领域。当前我国正处于产业升级和转型时期，市场更认可转型式的重组，而对同领域内大规模式的重组（横向收购）认可程度一般。

此外，在重组行为中，通常会发生一定比例的溢价。研究样本中，有 490 次重组事件评估溢价率（注入资产净资产评估值除以注入资产净资产账面值）大于 0，占比高达 95.52%。将上述 490 个样本按评估溢价率的高低分成四组，分别为 700% 以上、300%~700%、100%~300%、0~100%评估溢价率组，在事件日后第 20 天，上述四个评估溢价率组的平均超额收益率依次为 52.68%、43.75%、38.27%、23.37%。可以看出，高评估溢价率组的平均超额收益率相对较高。这可能与大股东通过高溢价重组注入资产进而达到拉升出货的目的有关。

二、重组绩效分析

（一）指标及样本的选择

本文主要从上市公司的盈利能力、成长能力、偿债能力、运营能力四个维度选取多个财务指标对重组绩效进行研究。

具体指标包括净资产收益率、主营业务利润率、净资产同比增长率、营业收入同比增长率、扣非净利润同比增长率、流动比率、资产负债率、总资产周转率、流动资产周转率。其中，流动比率、资产负债率是适度指标，即两者均有一个适度值，指标值越接近适度值越好，这样能兼顾偿债能力和资产成本占用问题，其他指标均为正指标。

由于上述指标个数较多且存在相关性，指标数据所反映的信息有所重叠，因此本文先采用因子分析法，利用降维的思想，将多个影响因素转化为几个综合变量，找出能够反映原来众多变量主要信息的几个公共因子，进而评估上市公司重组后的业绩。

为了研究的可操作性和有效性，以 2014 年–2015 年已完成的 513 次重大资产重组事件为初始样本的基础上，作了以下处理：一是去掉财务数据不齐全的样本；二是如果一家上市公司在 2014 年、2015 两年内完成两次或两次以上的重组事件，则只记一次，以首次披露日所在的年度为准。按照上述标准，最终选取 411 次（2014 年 176 次、2015 年 235 次）重组事件进行研究。

（二）总体业绩变化分析

采用 SPSS 软件，分别对重组前一年、重组当年、重组后一年、重组后二年(重组前一年到重组后一年的样本数均为 411 个，受重组日期的限制，重后后二年的样本数为 176 个)的样本数据做因子分析，对 9 个变量均提取 4 个公因子（盈利能力因子、成长能力因子、偿债能力因子、运营能力因子），以每个因子的方差贡献率作为权数与该因子的得分乘积之和可以计算出每个样本上市公司重组前后相应年份业绩的综合得分，然后将重组前一年、当年、后一年、后二年所有样本综合得分的平均值计算出来并做成折线图如图 6 所示。

从总体样本各因子与综合得分平均值历年变化可以看出：

1、上市公司重组当年盈利能力有所提高，在重组后一年下滑破前低后，在重组后二年又明显上升达到新的高点。重组当年盈利能力的提升可能是由于合并报表所带来的会计数据改善。重组后一年盈利能力下滑可能有两方面的原因：一是近几年整体经济下行压力较大；二是上市公司在整合过程中会遇到的多种问题，很难实现预期的各种协同作用。在重组后二年，上市公司在对所重组目标公司的整合利用才初见成效，盈利能力开始提升。

2、上市公司重组前后各年的成长能力和运营能力变化大体一致。重组当年成长能力、运营能力均有所下降；重组后一年两者开始大幅提升；重组后二年又小幅下降，但还是高于重组前，这说明重组对上市公司的成长能力和运营能力起到一定的积极作用。

3、上市公司重组当年、后一年偿债能力呈下降趋势，重组后二年偿债能力明显回升。这可能是由于在重组当年、后一年，上市公司重组时所筹集的资金偿还期限将至，面临一定的偿债压力，因此偿债能力不断下降，直至重组后二年偿债压力才开始减轻，偿债能力明显提升。

4、上市公司重组当年的总体平均业绩有所下滑，这与上市公司的成长能力、偿债能力、运营能力下降有关。上市公司重组当年还处于整合优化阶段，整体业绩上会受到一定的影响。

5、上市公司重组后一年的总体平均业绩得到回升，超过了重组前一年的平均业绩，这与上市公司的成长能力、运营能力显著上升有关。重组后二年的业绩更是加速上升，这与盈利能力和偿债能力的大幅回升有关。样本上市公司通过整合重组资产，促进资源的优化配置和产业结构的调整，整体业绩得到改善。总的来说，2014 年–2015 年我国上市公司完成的重大资产重组事件是较为成功的，这可能与近年来重大资产重组监管“宽进严出”有关。

考察上述完成重大资产重组上市公司在事件日至 2016 年 12 月 31 的相对于沪深 300 指数的股价涨跌幅，411 家企业中涨幅大于 0 的公司数量有 361 家（占比 87.83%），处于较高水平。通过对 411 家企业的股价涨跌幅做单样本 T 检验，发现涨跌幅均值显著大于 0。这说明上市公司在完成重大资产重组后两年内，由于整体业绩有所改善，对股价产生了正面的影响。表 1 列出了重组当年、后一年、后二年综合得分不断提高且 2016 年综合得分较高的 6 家上市公司。

（三）不同溢价水平下的业绩变化分析

上述 411 个样本中，有 406 次重组事件评估溢价率大于 0，将其分为评估溢价率 300%以上（组 1）、0~300%（组 2）两组，然后将两组样本重组前一年、当年、后一年综合得分的平均值绘制成折线图如图 7 所示，可以看出：一是评估溢价率在 300%以上的样本重组当年业绩下降明显，之后虽然有所回升，但是业绩比重组前要差；二是评估溢价率介于 0 至 300%之间的样本重组后的业绩好于重组前。高溢价率重组意味着目标公司有较高的业绩承诺，然而所购资产前景并不明朗，往往无法兑现业绩承诺，进而影响上市公司的整体业绩。

（四）不同重组形式的业绩变化分析

将发行股份购买资产和协议收购两大类样本重组前后综合得分的平均值绘制成折线图如图 8 所示，可以看出：

1、发行股份购买资产类上市公司在购买资产后的业绩不如购买前。重组当年该类上市公司总体业绩出现了下滑，重组后一年小幅回升后又继续下降。这可能有以下原因：一是上市公司在发行股份购买资产时往往并未充分考虑重组动机、样本企业和目标资产的整合优化、如何持续经营管理等各方面问题，从而导致所购买的资产并未发挥应有的作用，反而影响了上市公司整体业绩；二是上市公司在发行股份购买资产时对目标资产的评估溢价率较高，该类样本的平均评估溢价率高达 817.92%，对上市公司重组后的整体业绩影响负面。

2、协议收购类上市公司在重组当年、后一年内总体业绩存在上下波动，重组后二年业绩增长明显，业绩变化呈典型的“N”型路径。与发行股票购买资产重组相比，协议收购重组类样本的平均评估溢价率下降明显，为 301.94%，这对重组后上市公司整体业绩有着积极的影响。

（助理研究员 匡继雄）

图1 重大资产重组事件日前后30日的平均超额收益率（%）

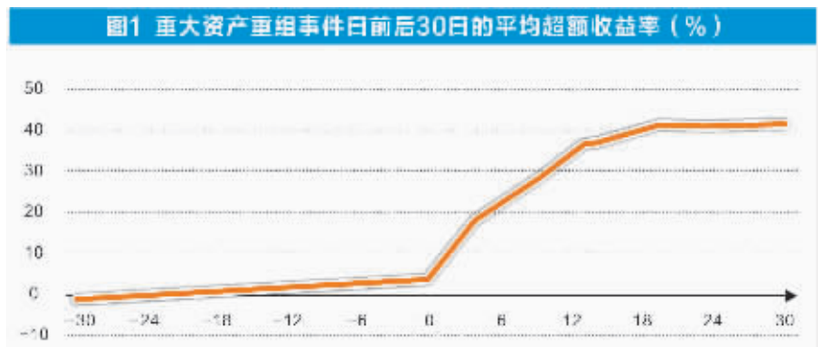


图2 不同市值组事件日后第20日平均超额收益率（%）

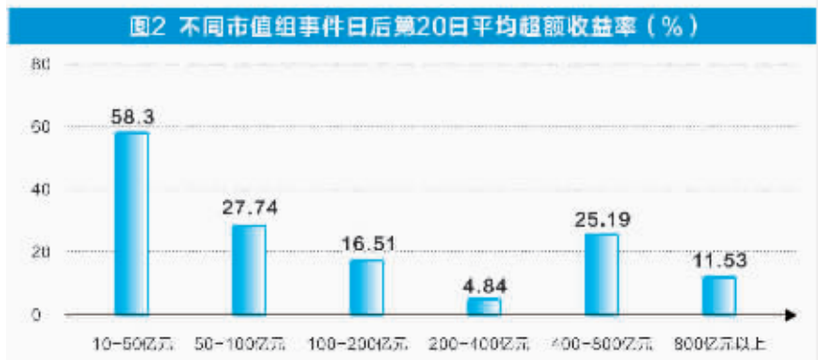


图3 不同性质企业事件日后30日内平均超额收益率（%）

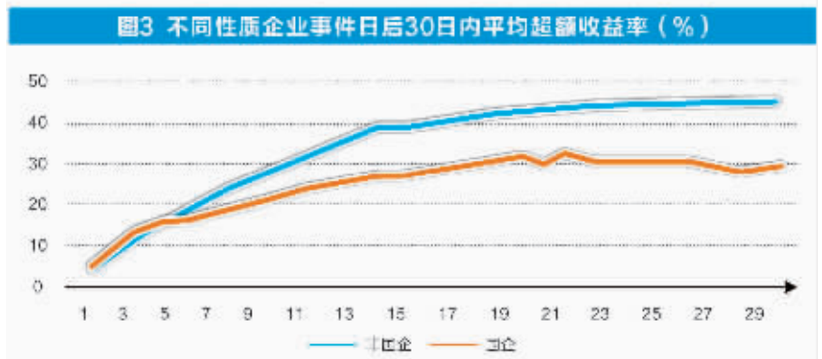


图4 不同重组形式事件日后30日内平均超额收益率（%）

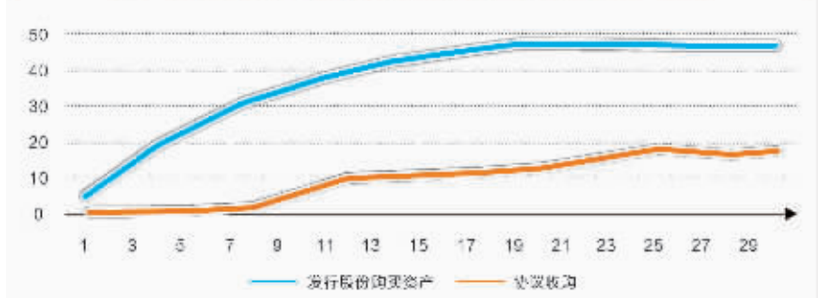


图5 不同重组目的事件日后30日内平均超额收益率（%）

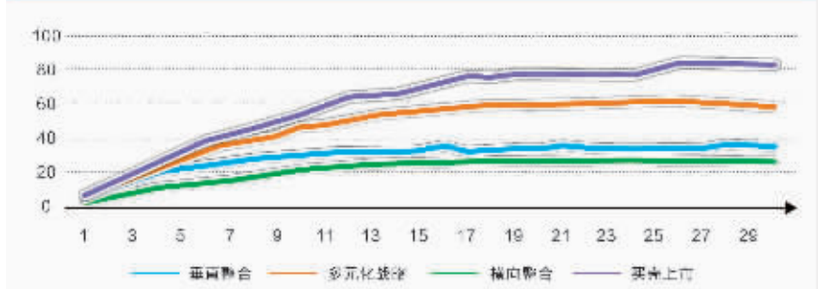
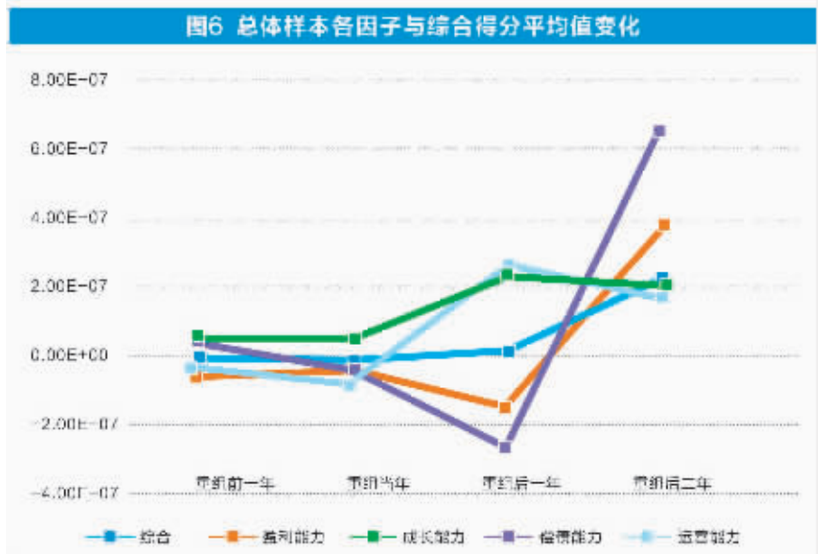


图6 总体样本各因子与综合得分平均值变化



匡继雄/本版制表 彭春霞/本版制图

实证研究总结

本文通过对 2014 年 –2015 年沪深两市上市公司完成重大资产重组事件的研究，得到以下结论：

1、重大资产重组事件首次披露日前 30 天内的平均超额收益率呈现小幅上升趋势。这也反映出在事件日之前，可能有部分投资者已经知晓重组事件的内容，样本整体存在信息公告上的不规范以及内幕交易的可能性。监管部门应在信息披露上制定更多的的监管措施，以打击上市公司可能存在的内幕交易活动。

2、重大资产重组事件能够短期提高上市公司的市场价值，股东能获得一定的收益。从市值因子来看，重大资产重组事件后第 20 天表现最好的为小市值组，大市值组上市公司表现也不是最差，在重大资产重组首次披露日后温和上涨的情况比较多，也是值得投资的。从重组目的来看，事件日后 30 天内，多元化战略与垂直整合重组事件的平均超额收益率高于横向整合。此外，企业性质对重大资产重组事件短期超额收益率的影响显著不同。

3、从总体来看，上市公司重组当年的平均业绩有所下滑，这与上市公司的成长能力、偿债能力、运营能力下降有关；重组后一年的平均业绩得到回升，超过了重组前一年的平均业绩，这与上市公司的成长能力、运营能力显著上升有关。重组后二年的业绩更是加速上升，这与盈利能力和偿债能力的大幅回升有关。总的来说，2014 年 –2015 年我国上市公司完成的重大资产重组事件是较为成功的。

4、高评估溢价率组重组事件日后 30 天内的平均超额收益率相对较高，这可能与大股东通过高溢价重组注入资产进而达到拉升出货的目的有关。但中长期来看，评估溢价率在 300%以上的样本重组当年业绩下降明显，之后虽然有所回升，但是业绩比重组前要差，重组较为失败；评估溢价率介于 0 至 300%之间的样本重组后的业绩好于重组前。从总体来看，支付过高溢价是重组事件失败的重要原因。因此，重组过程中要充分重视企业价值的评估。

5、发行股份购买资产重组类样本事件日后 30 天内产生的平均超额收益率要高于协议收购。但中长期来看，发行股份购买资产类上市公司在购买资产后的业绩不如购买前；协议收购类上市公司在重组当年、后一年内总体业绩存在上下波动，重组后二年业绩增长明显，业绩变化呈典型的“N”型路径。发行股份购买资产时对目标资产的评估溢价率较高是其重组总体较为失败的重要原因之一。

e公司 egongsi.com 上市公司关注第一平台

表1 6家业绩持续改善上市公司相关指标列表

股票代码	股票名称	重组事件首次披露日期	综合得分 重组前一年	重组当年	重组后一年	重组后二年
002600.SZ	江粉磁材	2014/12/30	-0.1608	-0.0837	0.022	0.421
002640.SZ	跨境通	2014/7/17	-0.2459	0.0222	0.1388	0.3799
600346.SH	恒力股份	2015/9/1	-0.6754	-0.0021	0.5124	——
002680.SZ	长生生物	2015/7/1	-0.0563	0.0999	0.3877	——
002043.SZ	兔宝宝	2015/9/29	0.184	0.2182	0.3667	——
000892.SZ	欢瑞世纪	2015/9/2	0.1424	0.2724	0.3285	——

注释：“——”表示数字缺失，因为2015年完成的重大资产重组事件只能计算到其重组后一年（2016年）的得分

图7 不同评估溢价率组样本综合得分平均值变化

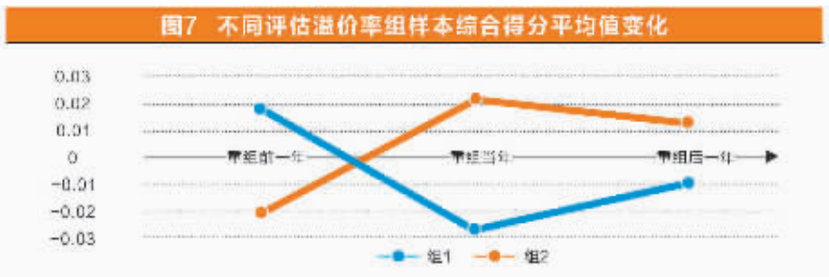
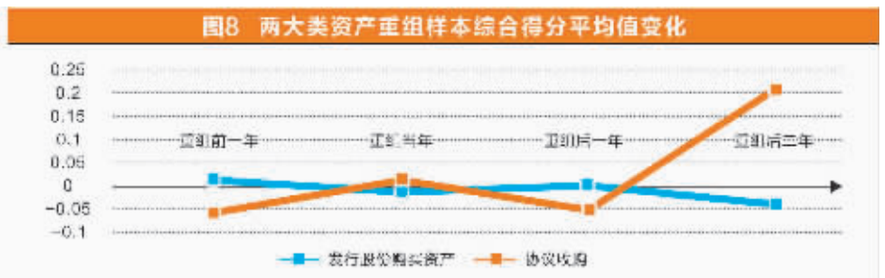


图8 两大类资产重组样本综合得分平均值变化



零售价:RMB 2元 HKD 5元 北京 上海 武汉 海口 西安 成都 沈阳 杭州 济南 福州 重庆 南宁 长沙 郑州 长春 合肥 昆明 哈尔滨 石家庄 南昌 太原 乌鲁木齐 西宁 无锡 深圳同时印刷 本报地址:深圳市福田区彩田路 5015 号中银大厦首层 邮编:518026