

整体上市与股东财富、 经营业绩关系的实证研究

王永海 章涛*

摘要: 股权分置改革之后,我国证券市场出现了许多“分拆”上市的上市公司通过定向增发新股实现集团公司整体上市的现象。整体上市不仅可以延长上市公司的产业链,减少上市公司与集团公司之间的关联交易,降低交易费用,产生规模效应,还可以减少集团公司内部同业竞争,带来管理协同效应和财务协同效应,从而提高上市公司的经营业绩和增加股东财富。本文采用沪深证券交易所2006年7月1日至2008年6月30日期间已实施整体上市的上市公司样本数据,检验了整体上市对公司经营业绩及股东财富的影响,实证结果表明整体上市可以提高上市公司的经营业绩和增加股东的财富。

关键词: 集团公司 整体上市 股东财富 经营业绩

一、引言

股权分置改革之后,在管理层的大力推动下,许多“分拆”上市的上市公司纷纷通过定向增发新股等形式实现集团公司的整体上市,集团公司整体上市成为实务界和学术界关注的热点问题。在我国证券市场的发展初期,证券市场的规模较小,证券监管部门对股票发行实行额度管理制度,导致许多大型企业由于受股票发行额度的限制不能将全部资产或产业都上市,只能将企业部分资产剥离出来,通过重组改制到资本市场上市,即“分拆”上市。随着我国证券市场的发展,“分拆”上市的弊端逐渐显现出来,如上市公司成为集团公司“圈钱”的工具,上市公司与集团公司之间的不正当关联交易、关联担保以及大股东占用上市公司资金等问题严重损害了中小股东的利益,最终给上市公司带来重大的损失(黄清,2004;刘世文,2008)。为此,2005年8月23日中国证监会、国资委、财政部、中国人民银行、商务部等联合发布了《关于上市公司股权分置改革的指导意见》(以下简称《意见》),该《意见》强调“在解决股权分置问题后,支持绩优大型国有企业通过其控股上市公司定向发行股份实现整体上市。”该《意见》的出台为上市公司实施整体上市提供了政策支持。

整体上市是相对分拆上市而言的,是指上市公司购买其集团公司未上市资产的一种关联收购行为。《意见》出台之后,许多分拆上市的公司纷纷谋求整体上市,并且宣告整体上市的公司二级市场的股票受到证券市场投资者的“追捧”(章卫东,2007)。那么,是否意味着集团公司整体上市可以提高公司的经营业绩呢?整体上市公司的长期股东财富是否会增加?国内学者对整体上市与上市公司业绩及股东财富的关系进行了研究,于左(2008)用企业边界理论分析了整体上市对公司业绩的影响,认为整体上市可以延长上市公司的产业链,扩大上市公司的规模,从而带来边际效应。胡敏(2010)也认为,集团公司整体上市可以减少上市公司与集团公司及其子公司之间的关联方交易、避免集团内部同业竞争,有利于巩固控股股东的控制权,从而降低上市公司的交易费用与交易成本,最终有利于提高上市公司的绩效。但他们仅仅从理论上分析了整体上市对上市公司业绩的影响,缺乏实证研究的证据。章卫东(2007)、贾钢和李婉丽(2009)、邓康林和

* 王永海,武汉大学经济与管理学院,邮政编码:430072,电子信箱:yhwang@whu.edu.cn;章涛,武汉大学经济与管理学院,邮政编码:430072,电子信箱:jiangxizi@yahoo.com.cn。

本文获得教育部哲学社会科学重大课题攻关项目“国家经济安全与我国金融审计制度创新研究”(项目编号:10JZD0019)的资助。感谢匿名审稿人的宝贵意见。文责自负。

高扬(2010)等学者通过实证研究发现,上市公司宣告集团公司整体上市有正的宣告效应,但他们没有研究整体上市对公司经营业绩及长期股东财富效应的影响。为了揭示整体上市对上市公司经营业绩及股东财富效应的影响,为证券监管部门更好地制定整体上市的相关政策、为拟进行整体上市的上市公司的规范运作提供理论依据,本文从理论和实证上研究了整体上市对上市公司经营业绩及长期股东财富的影响。

本文其余章节安排如下:第二部分是相关研究的文献回顾与理论假说的提出,第三部分是研究样本的选择与本文的研究设计,第四部分对理论提出的假设进行实证检验,最后对全文进行总结并提出政策建议。

二、文献回顾与理论假说

集团公司通过定向增发新股等形式将集团未上市的资产注入已上市的公司是集团公司整体上市的主要形式。集团公司整体上市不仅可以解决分拆上市带来的集团公司与上市公司的关联交易、集团内部同业竞争以及大股东恶意占用上市公司资产、违规担保等问题(黄清,2004;于左,2008),而且可以带来规模效应、协同效应等。

集团公司整体上市扩大了上市公司的规模,上市公司规模的扩大能带来规模效应。根据企业边界理论的基本原理,企业边界存在一个最优点,在这一点上企业的效率最大(Coase,1937)。Coase还认为企业的最优边界处于市场交易成本与企业组织运作成本的均衡点上。分拆上市导致上市公司的规模普遍偏小,将集团公司与上市公司的产业链人为割裂,限制了上市公司的规模经济边界与范围经济边界,而通过对集团公司内部资产的剥离、整合、重组之后再注入上市公司实现整体上市,使上市公司的产业链得到延伸,完整的产业链能使集团公司的资源得到最优配置,并可以发挥规模扩大带来的固定成本分摊和专业化生产的优势,如整体上市之后,集团公司可以统一采购、集中资金研究开发新产品,还可以采取资金集中管理来降低资金成本等等。因此,集团公司整体上市可以带来规模经济与范围经济对公司价值的提升作用。

集团公司的整体上市可以减少关联交易,降低交易费用。“分拆”上市将集团公司的产业链人为分割,导致在子公司上市之后仍然与其集团公司之间存在着藕断丝连的关系,上市公司与其集团公司之间的关联交易、关联担保以及大股东占用上市公司资金等问题无法避免(黄清,2004;刘世文,2008)。赵海林和郑垂勇(2005)也认为,这种人为剥离使上市公司与生俱来地和母公司以及关联方存在着千丝万缕的关联关系,母公司及关联方利用关联交易占有上市公司资金是中国上市公司的普遍现象。Claessens等(1999)、Khanna(2000)发现,当控股股东与上市公司存在关联交易时,更容易导致大股东对上市公司的侵占行为的发生。国内学者的研究也提供了关联交易是上市公司向其集团公司利益输送的重要途径的证据,利益输送的结果将导致上市公司的业绩下降(李增泉等,2004;余明桂、夏新平,2004;贺建刚、刘峰,2005),最终损害了中小股东的利益。而在集团公司整体上市之后,集团公司中与上市公司相关联的资产均进入上市公司,增强了上市公司的独立性,有利于减少上市公司与集团公司的关联交易、大股东资金占用、违规担保等行为的发生(王志彬、周子剑,2008)。集团公司整体上市后,集团公司通过集中采购与销售,还可以增强公司对供应商和客户的议价能力,从而减少采购与销售成本。集团公司还可以采取集中研发,从而减少研发费用。因此,集团公司整体上市增强了上市公司资产的完整性、业务的独立性,使原来集团公司与上市公司之间的关联交易绝大部分都转化为上市公司内部的交易关系或资源配置关系,从而降低整体上市的公司交易费用,提高资源配置效率,这有利于增加上市公司的经营业绩和提升上市公司的企业价值。

集团公司的整体上市还将减少同业竞争,产生管理协同效应和财务协同效应。“分拆”上市可能导致集团公司内部的内业竞争现象,集团公司内部的内业竞争可能导致集团内部资源的配置错位,资源配置效率降低,从而影响集团公司整体的竞争力,最终导致集团公司和上市公司的经营业绩下降。如百联集团整体上市前存在第一百货与华联商厦同业竞争,导致集团公司整体利益受损。集团公司整体上市之后,集团公司注入的资产与上市公司原有的资产同属一个或者相关度很高的行业,经过集团公司内部的产业、资产、组织结构等方面的整合与重组,可以避免集团公司内部的内业竞争现象,而且集团公司的内部竞争关系变成了相互协作关系,由此产生了规模效应和协同效应,带来上市公司业绩的增长(王志彬、周子剑,2008)。集团公司整体上市之后,通过集团公司内部的整合与重组,还将会产生管理能力的转移,即原上市公司的管理水平和公司治理结构的优势可以输送到新的上市公司,从而带来管理协同效应。

整体上市后企业的资产规模增加,偿债能力也相应增加,使得整体上市后企业的负债能力要大于并购前

的两企业的负债能力之和,不仅有利于财务杠杆效应的发挥,而且能给企业带来负债的税盾效应。整体上市后可以利用集团公司形成的内部资本市场,提高资金使用效率,增强企业的融资能力,降低企业的融资成本。因此,整体上市能给公司带来财务协同效应。

集团公司的整体上市使集团公司未上市的资产证券化,有利于完善公司治理结构和带来集团公司资产证券化后的资本溢价效应。集团公司整体上市后,公司的决策层全部进入了上市公司,有利于管理体制的完善,证券市场的监管机制将促进公司治理结构的不断完善,公司还可以利用管理层持股、股票期权等制度来激励经理人,这将有利于降低经理人代理成本。另外,集团公司未上市的资产证券化之后,大股东持有的股票在36个月之后可以上市流通^①,一方面,大股东期望所持有的股票在解锁后可以带来股票溢价的收益;另一方面,由于大股东所持有的股票要锁定36个月,增加了大股东持有股票的风险,迫使大股东不得不从长远目标出发来做强做优上市公司,以便在大股东所持有的股票解锁后能获得更大的收益。因此,整体上市使集团公司未上市的资产证券化,能提高公司的业绩并给股东带来正的财富效应。

根据以上理论分析,本文提出如下假设:

假设1:集团公司的整体上市能给股东带来正的财富效应,整体上市公司股东长期的相对买进持有收益率为正。

假设2:集团公司的整体上市有利于提高上市公司的经营业绩。

三、研究设计

(一) 样本选取及数据来源

在整体上市过程中,集团公司注入上市公司的资产对公司业绩的贡献要从长期来进行考察,才能判断整体上市是否有利于提高公司的业绩。而上市公司的集团公司和关联股东认购整体上市时发行的股票要锁定36个月才能上市流通,因此,考察整体上市对上市公司长期股东财富的影响,要分析整体上市36个月后的公司股东持有期收益率的情况。因此,本文选取沪、深两市2006年7月1日至2008年6月30日期间已实施整体上市的A股公司为研究样本。

本文实证分析中需要的数据均来自于Wind数据库、上海证券交易所^②和深圳证券交易所^③。根据研究的需要,依据以下标准对样本进行了筛选:(1)剔除金融类整体上市的样本;(2)剔除整体上市后发生重大事件^④发生的样本公司;(3)所需的财务数据和股票交易数据均可以获得。按照以上三条原则,经筛选后总共得到32个研究样本。

(二) 变量定义和模型构建

本文实证研究的变量定义及描述如表1所示。

表1 变量定义及描述

变量类型	变量名	变量符号	变量定义
因变量	相对买进持有收益率	BHAR	经市场调整后的整体上市公司36个月买进持有收益率
	行业调整净资产收益率增加值	RROE	(整体上市三年后个股净资产收益率 - 个股对应时期的行业平均净资产收益率) - (整体上市前个股净资产收益率 - 个股对应时期的行业平均净资产收益率)
自变量	资产负债率	Debratio	整体上市三年后负债总额 / 资产总额
	第一大股东持股比例	SH1	整体上市三年后第一大股东持股比例
	公司规模	ln(Size)	整体上市三年后总资产的自然对数
	总资产增长率	Growth	(整体上市三年后总资产 - 整体上市前总资产) / 整体上市前总资产

本文构建以下回归模型:

$$\text{模型 1: } BHAR = \beta_0 + \beta_1 Debratio + \beta_2 SH1 + \beta_3 \ln(size) + \beta_4 Growth + \xi \quad (1)$$

①按照我国《上市公司证券发行管理办法》、《上市公司收购管理办法》等有关法律、法规的规定,在并购中大股东认购的股份需要锁定36个月之后才能在二级市场流通。

②上海证券交易所(<http://www.sse.com.cn>)。

③深圳证券交易所(<http://www.szse.cn>)。

④指在此期间发生重大资产重组、并购、退市等事件。

其中: β_0 为截距 β_1 、 β_2 、 β_3 、 β_4 为系数 ξ 为随机干扰项,各变量的含义如表 1 所示。

本文采用市场调整法来计算股票的相对买进持有收益率。对于在沪深两市上市的股票,我们分别选用上证综合指数和深圳成份指数作为可比基准。对于第 i 只个股,其买进持有超额收益率为:

$$BHAR = \prod_{t=1}^T (1 + R_{it}) - \prod_{t=1}^T (1 + R_{mt})$$

上述计算公式中 R_{it} 为第 i 只股票样本第 t 月市场收益率 R_{mt} 为相对应时期的市场收益率。

$$\text{模型 2: } RROE = \beta_0 + \beta_1 Debratio + \beta_2 SH1 + \beta_3 \ln(\text{size}) + \beta_4 Growth + \xi \quad (2)$$

其中: β_0 为截距 β_1 、 β_2 、 β_3 、 β_4 为系数 ξ 为随机干扰项,各变量的含义如表 1 所示。

本研究采用市场调整法来计算股票的净资产收益率。对于 32 个样本,我们选用了个股所对应行业净资产收益率。对于第 i 只个股,其行业调整净资产收益率增加值为:

$$RROE_i = (ROE_{i3} - ROE_{m3}) - (ROE_{i0} - ROE_{m0})$$

上述计算公式中 ROE_{i3} 为第 i 只股票样本整体上市 3 年后净资产收益率 ROE_{m3} 为相对应时期的市场净资产收益率 ROE_{i0} 为第 i 只股票样本整体上市前净资产收益率 ROE_{m0} 为相对应时期的市场净资产收益率。

四、实证分析

(一) 集团公司整体上市对股东财富及经营业绩影响的单因素分析

表 2 报告了变量的描述性统计结果。从中可以看到,整体上市公司经市场调整后的 36 个月相对买进持有收益率($BHAR$)的均值(t 值)为 0.320(3.015),经行业调整的净资产收益率增加值($RROE$)的均值(t 值)为 3.933(1.860),分别在 1% 和 10% 的水平上显著大于 0。这表明,无论是 $BHAR$ 还是 $RROE$,公司整体上市 3 年后,整体上市公司股东将会获得高于市场平均收益水平的超额收益,集团公司整体上市对股东具有正的财富效应,增加了股东的财富。

表 2 变量的描述性统计

变量	样本数	均值	中位数	最小值	最大值	标准差
$BHAR$	32	0.320*** (3.015)	0.145	-0.556	1.888	0.600
$RROE$	32	3.933* (1.860)	1.844	-33.196	43.800	15.724
$Debratio$	32	59.323	65.189	16.533	85.673	16.778
$SH1$	32	48.916	49.050	17.620	78.940	16.420
$\ln(\text{size})$	32	23.432	23.622	21.367	25.652	1.202
$Growth$	32	2.668	1.629	0.336	17.235	3.291

注: $BHAR$ 和 $RROE$ 的括号内为零均值检验统计 t 值,*** 和 * 分别表示在 1% 和 10% 的水平上显著。

(二) 集团公司整体上市对股东财富及经营业绩影响的多变量因素分析

表 2 显著大于 0 的 $BHAR$ 和 $RROE$ 均值 t 检验结果表明,相对于市场和行业而言,集团公司整体上市对股东具有显著为正的财富效应。为了进一步研究影响集团公司长期经营业绩的因素,本文引入了资产负债率、第一大股东持股比例、公司规模、总资产增长率变量进行多元回归分析。

表 3 多元回归分析结果

解释变量	模型 1(被解释变量 $BHAR$)	模型 2(被解释变量 $RROE$)
$Constant$	4.206* (1.950)	41.149 (0.709)
$Debratio$	0.008 (1.295)	0.020 (0.115)
$SH1$	-0.004 (-0.579)	-0.336 (-1.611)
$\ln(\text{size})$	-0.182* (-1.861)	-1.138 (-0.431)
$Growth$	0.046 (1.271)	1.177* (1.815)
Adj - R^2	0.076	0.024
F - Value	2.848**	2.637**

注: ** 和 * 分别表示在 5% 和 10% 的水平上显著。

表3的回归结果表明,模型1和模型2中整体上市公司的资产负债率 *Debt ratio* 的系数为正,表明整体上市公司较高的资产负债率有利于财务杠杆效应的发挥,但财务杠杆效应对长期绩效的影响不显著。第一大股东持股比例与长期绩效负相关,但不显著。模型2中,总资产增长率变量 *Growth* 在10%的水平上与 *RROE* 显著正相关,表明整体上市后总资产的增加比率越高,整体上市公司的 *RROE* 提升的空间越大。

五、研究结论及政策建议

通过从理论上分析整体上市对上市公司经营业绩及长期股东财富的影响,并采用沪、深证券交易所2006年7月1日至2008年6月30日间已实施整体上市的上市公司经验数据对本文理论分析所提出的假设进行检验,本文得出如下研究结论:(1)集团公司整体上市将扩大上市公司的规模,减少集团公司与上市公司之间的关联交易,同时减少集团公司内部同业竞争,从而降低交易费用,并带来管理协同效应和财务协同效应。整体上市还可以通过集团公司未上市资产的证券化,促进公司治理结构的完善和带来集团公司资产证券化后的资本溢价效应。(2)集团公司的整体上市能提高上市公司的经营业绩(*RROE*)。本文采用已经实施整体上市的上市公司经行业调整后的 *ROE* 进行了实证分析,发现集团公司整体上市三年后的 *RROE* 显著高于整体上市前一年的 *RROE*。(3)集团公司整体上市后股东能获得正的股东财富效应。本文采用已经实施整体上市的上市公司的数据,检验了整体上市后股东的长期相对买进持有收益率的情况,发现股东36个月的相对买进持有收益率显著为正。

由此得到以下政策建议:(1)由于集团公司的整体上市能提高上市公司的经营业绩,增加股东财富,说明集团公司整体上市是一项有利于企业长期发展并受广大投资者欢迎的并购行为(朱国泓、张祖士,2010),因此,有关部门应积极推进符合条件的集团公司实施整体上市。(2)对于从集团公司分拆上市的上市公司,应当积极创造条件实施集团公司的整体上市,从而解决分拆上市带来的关联交易、同业竞争等诸多问题,做优做强上市公司。(3)由于集团公司向上市公司注入资产实施整体上市的过程,涉及到控股股东与上市公司之间的一次规模较大的关联交易,在信息不对称的情况下,很容易导致控股股东利用这一资产的买与卖之间的关联交易向大股东进行利益输送。因此,有关部门应当加强对集团公司整体上市的监管,特别是要对注入的资产质量进行严格的审核。

本文的不足之处在于:由于集团公司整体上市是股权分置改革开始后产生的新生事物,本文可取得的样本偏少,也缺乏对个案的研究来佐证研究结论,在一定程度上可能造成研究结论的偏差。

参考文献:

1. 邓康林、高扬 2010 《企业集团整体上市的市场反应》,《财经科学》第11期。
2. 贺建刚、刘峰 2005 《大股东控制、利益输送与投资者保护——基于上市公司资产收购关联交易实证研究》,《中国会计与财务研究》第3期。
3. 黄清 2004 《国有企业整体上市研究——国有企业分拆上市和整体上市模式的案例分析》,《管理世界》第2期。
4. 胡敏 2010 《整体上市与公司绩效关系分析》,《企业经济》第6期。
5. 贾钢、李婉丽 2009 《控股股东整体上市与定向增发的短期财富效应》,《山西财经大学学报》第3期。
6. 刘世文 2008 《集团公司整体上市模式研究》,《生产力研究》第22期。
7. 李增泉、孙铮、王志伟 2004 《“掏空”与所有权安排——来自我国上市公司大股东资金占用的经验证据》,《会计研究》第12期。
8. 王志彬、周子剑 2008 《定向增发新股整体上市与上市公司短期股票价格的实证研究——来自中国证券市场集团公司整体上市数据的经验证明》,《管理世界》第12期。
9. 余明桂、夏新平 2004 《控股股东、代理问题与关联交易:对中国上市公司的实证研究》,《南开管理评论》第6期。
10. 于左 2008 《从企业集团的边界看中央企业集团整体上市》,《经济管理》第3期。
11. 赵海林、郑垂勇 2005 《上市公司利益转移研究——基于冀东水泥的案例研究》,《当代财经》第11期。
12. 章卫东 2007 《定向增发新股、整体上市与股票价格短期市场表现的实证研究》,《会计研究》第12期。
13. 朱国泓、张祖士 2010 《定向增发、资产注入与股市波动——股权分置改革后的股市脆弱性模型推导及其政策含义》,《江西财经大学学报》第2期。
14. Claessens Stijn, Simeon Djankov, Joseph P. H. Fan, and L. H. P. Lang. 1999. “Expropriation of Minority Shareholders: Evidence from East Asia.” World Bank Policy Research Working Paper 2088.
15. Coase R. H. 1937. “The Nature of the Firm.” *Economica* 4(16): 386 - 405.

(下转第155页)

950 – 970.

16. Lall , S. 2000. “The Technological Structure and Performance of Developing Country Manufactured Exports , 1985 – 1998” QEH Working Paper Series , No. 44.
17. Lardy , N. 1994. *China in the World Economy*. Washington D. C. : Institute for International Studies.
18. Lardy , N. 2002. *Integrating China into the Global Economy*. Washington D. C. : Institute for International Studies.
19. McKinnon ,R. 2001. “The International Dollar Standard and the Sustainability of the U. S. Current Account Deficit. ” *Brookings Papers on Economic Activity* 32(1) : 227 – 241.
20. Tong S. and Y. Zheng. 2008. “China’ s Trade Acceleration and the Deepening of an Ease Asian Regional Production Network. ” *China & World Economy* 16(1) : 66 – 81.

East – Asian Transferring Effect in Sino – US Trade Imbalance

Li Qiang¹ and Wang Xiaosong²

(1. State Information Centre; 2. Renmin University of China)

Abstract: The paper builds a theoretical framework to study the East – Asian transferring factor of the Sino – US trade imbalance and its different behaviors on different technology category. We select openness of investment and weighted real exchange rate as measurement variables for East – Asian transferring factor. Empirical analysis reaches several conclusions. East – Asian transferring effect is the most important factor for Sino – US trade imbalance and it significantly exists on the high and middle tech category ,while there is no evidence of such effect on the primary product and low tech category. Furthermore ,such effect on high tech is bigger than that on middle tech. In addition ,we also find the depreciation of china’ s real exchange rate to the US dollar has no effect on trade surplus of high tech product. Finally ,we propose some advice for the adjustment of Sino – US trade imbalance. In order to alleviate imbalance of Sino – US trade , China should be cautious for reform of exchange system , encourage enterprises to invest overseas , upgrade industrial structure and expand export markets.

Key Words: Sino – US Trade Imbalance; East – Asian Transfer; Technology Classification; Real Exchange Rate

JEL Classification: F10

(责任编辑: 陈永清)

(上接第 134 页)

16. Khanna ,T. 2000. “Business Groups and Social Welfare in Emerging Markets: Existing Evidence and Unanswered Questions. ” *European Economic Review* 44(4) : 748 – 761.

The Holistic Listing Shareholders’ Wealth and Business Performance Effect

Wang Yonghai and Zhang Tao

(School of Economics and Management ,Wuhan University)

Abstract: After the reform of non – tradable shares ,many spin – off listed companies have achieved the group companies’ holistic listing through the private placement of new shares in China’ s securities market. Holistic listing can not only extend the industrial chain of listed companies ,reduce the associated business between listed companies and group companies ,lower transaction costs and generate economies of scale ,but also reduce the intra – industry competition within the group and bring the management synergies and the financial synergies. Thus ,it could improve the listed companies’ business performance and increase shareholder wealth. In this paper ,we use the sample data of listed companies in Shenzhen and Shanghai Stock Exchange which had been implemented for holistic listing during July 1 2006 to 30 June 2008 to test the impact of holistic listing on the company’ s business performance and shareholder’ s wealth. The empirical results show that holistic listing can improve the business performance and increase shareholder wealth of the listed companies.

Key Words: Group Company; Holistic listing; Shareholders’ Wealth; Business Performance

JEL Classification: M41

(责任编辑: 孙永平、陈永清)