华南农业大学学报(社会科学版)
2003年第2期 (第2卷) JOURNAL OF SOUTH CHINA AGRICULTURAL UNIVERSITY (SOCIAL SCIENCE EDITION) No.2 2003 (Vol.2)

珠江三角洲地区上市公司重组分析

程 昆[1], 李 惠[2]

(1.华南农业大学 经济贸易学院,广东 广州 510642;2.中国证监会 广州证管办,广东 广州 510120)

摘 要: 我国上市公司重组有着独特的制度背景和复杂的环境,上市公司重组具有显著特征:一方面大量经营不善陷入困境的公司和ST公司呈现出被动重组的局面,另一方面珠江三角洲上市公司重组中出现了一大批民营企业和外资并购的热潮。通过分析珠江三角洲地区上市公司在重组过程中面临的困境和存在的问题,提出促进上市公司重组的政策建议。

关键词: 珠江三角洲;上市公司;资产重组
中图分类号: F127 文献标识码: A 文章编号:1672-0202(2003)02-0035-06

关于资产重组的概念有不同解释。有人认为资产重组仅指对公司资产进行重组,而不涉及公司的股权和债务[1]。也有人认为"资产重组"是指兼并、收购、托管、资产置换、借壳、买壳等行为的总称,上市公司资产重组的概念超越了资产的范畴,如国有股无偿划拨,无资产注入的公司控制权变化以及债务重组等[2]。可见我国证券市场资产重组的内涵和外延不是一个边界分明的概念,而是指一切有关上市公司重大非经营性或非正常性变化的总称。本文所述的资产重组视同于公司重组概念,并按照深沪交易所对重组公告的分类方法将上市公司的重组分为四大类:股权转让、收购兼并、资产置换、资产剥离或所拥有的股权出售等。

珠江三角洲地区包括广东14个市、县(区):广州、深圳、珠海、佛山、江门、东莞、中山、惠州市区、惠阳县、博罗县、肇庆市区、高要市、四会市。该地区经济发展迅速,2001年国内生产总值达8300亿元,经济发展具有民营型、外向型、高科技和信息化发达等特点。珠江三角洲地区共有上市公司122家,分布领域广泛,对该地区经济发展起到一定作用。本文根据深沪交易所公开披露的资产重组的有关信息,及对部分2001年进行资产重组的上市公司调研所收集的资料,旨在分析珠江三角洲地区上市公司重组现象、特征以及存在的问题,提出推动珠江三角洲地区上市公司资产重组的若干政策建议。

一、珠江三角洲地区上市公司资产重组现状分析

(一)上市公司资产重组的基本情况与分类

2001年全年有66家上市公司进行过资产重组,占珠江三角洲地区上市公司总数的54.1%,略少于全国的58.6%。上市公司披露的重组事件共有129次,平均每家发生1.95次,这表明该地区实施资产重组的上市公司家数和发生重组事件的频繁程度与全国上市公司情况相当(见表1)。

根据交易所对上市公司重组公告的分类,本文将上市公司的资产重组主要分为四类,在129起资产重组公告中:(1)股权转让50起,占所有资产重组的比重高达38.75%,高于全国11.5个百分点;(2)收购兼并31起,为24.03%,低于全国平均水平约10个百分点;(3)资产剥离或所拥有股权出售类为37起;(4)资产置换与债务重组,其中债务重组涉及6个公司,发生次数为8起,3起为

收稿日期:2003-08-30

作者简介:程 昆(1965-),男,华南农业大学经济贸易学院副教授,主要研究方向为金融、证券.

债务重组,均与全国该指标相当(见表2)。

表1 2001年全国和珠江三角洲地区上市公司重组统计表

	上市公司数	重组次数	重组家数	重组次数与重组家数的比重%	重组家数占上市公司数的比重%
全国	1161	1457	680	2.14	58.6
珠江三角洲地区	122	129	66	1.95	54.1

资料来源:《中国证券报》2001年5月-12月上市公司重组事项总览1~15[3]。

表2 2001年全国及珠江三角洲地区上市公司资产重组分类统计表

	股权转让		收购兼并		资产剥离或所拥有的股权转让		资产置换		其它	
	次数	比重%	次数	比重%	次数	比重%	次数	比重%	次数	比重%
全国	396	27.2	483	33.1	395	27.1	112	7.6	71	5.0
珠江三角洲地区	50	38.8	31	24.0	37	28.7	8	6.2	3	2.3

资料来源:《中国证券报》2001年5月-12月上市公司重组事项总览1~15[3]。

(二)股权转让情况的分析①

上市公司股权转让有两种情况,一种情况是在股权转让过程中发生了上市公司控制权转移,意味着上市公司大股东变更;另一种情况是上市公司的股东因各种原因发生的股权转让,并没有发生控制权转移,不会发生上市公司大股东的变更。在股权转让发生后,对上市公司资产是否有实质性的影响分为两种情况:一是大股东虽然更换了,但上市公司资产没有实质性的变化;二是属于买壳上市,新股东取得上市公司的控制权是为了取得上市公司的壳资源,新股东进入后将伴随一系列资产剥离、资产置换、收购兼并的活动,使上市公司产生实质性的改变。

2001年珠三角上市公司发生股权转让的公司有31家,股权转让发生50次。从股权转移价格来看,不论在何种方式下,多数是围绕净资产值而波动的。同期发生控制权转移的上市公司有金泰发展、ST金马,ST白云山、科龙电器、万家乐、丽珠集团等公司,约占发生股权转让上市公司的三分之二,因此可以说广东上市公司的股权转让是以控制权转移为主。

2001年珠三角上市公司发生的控制权转移的方式有如下几种情况:(1)协议转让方式是主流。由于上市公司股权结构具有一股独大和不完全在二级市场流通的特性,协议转让控股权成为股权转让最常见的方式。(2)司法裁定成为近年来上市公司控制权转移的重要模式。常规的做法是当上市公司原大股东无法偿还债权人债务时,债权人申请法院对大股东所持有的国有股资产进行冻结拍卖抵债,或者由法院直接裁定股权给债权人作为抵偿,债权人再进行拍卖。由于企业股权的复杂性,也有同一企业的股权转移采取多种形式。(3)无偿划转。指地方政府或主管部门作为国有股的持股单位,直接将国有股在国有投资主体之间进行划拨的行为,这种控股权转让方式简便、快速,但带有很强的行政色彩。

(三)收购兼并的情况分析

收购兼并是指上市公司收购目标企业的经营性资产和进行控制性股权投资实现对外扩张。这种扩张性重组包括三种类型:上市公司横向兼并、纵向兼并和混合兼并。上市公司通过收购兼并不仅可以迅速扩大主营业务的规模,也可以扩展营业范围甚至改变主营方向,是企业进行结构性调整,获得新发展动力的重要手段。

① 该节及以下涉及上市公司重组情况的基础数据均来源于上市公司公开披露的年报。

2001 年珠三角有 27 家上市公司发生收购兼并,其次数为 31 次。从广东上市公司收购兼并的特点来看,主要有以下情况:(1)一些绩优公司为了扩张主业,横向收购兼并其同类企业的经营性资产和股权,进一步提高企业的市场份额和行业竞争力;(2)上市公司收购控股集团公司相同业务的资产,以避免出现同业竞争的现象;(3)上市公司根据自身业务发展的需要,收购兼并相关产业链的企业资产,以减少关联交易,为公司长远发展打下良好的基础;(4)上市公司为了解决债务问题,与大股东发生的关联交易。

(四)资产剥离或所拥有的股权出售、资产置换情况分析

资产剥离或所拥有的股权出售是指上市公司出售自有资产或所持有的其他企业的股权,这种收缩式的重组主要包括:(1)部分经营性或非经营性资产剥离,其中非经营性资产剥离同中国过去的企业办社会的组织结构有关;(2)子公司的资产和股权的剥离;(3)公司股份回购缩股。2001 年珠三角上市公司的资产剥离或所拥有的股权出售共发生 37 起,涉及 28 家上市公司。主要原因有:(1)由于资产质量极差,以零价格或很低价格将不良资产剥离出去,基本上都是转移给关联公司;(2)通过资产剥离实现企业转型,变更主业,对生产经营活动进行结构性的调整,从而提高企业资产的盈利能力;(3)企业为集中精力发展主业,而将持有其他不相关行业的企业股权转让出去。

资产置换指的是上市公司与另一公司互相交换资产。通常是上市公司的第一大股东或其它关联企业将优质资产换出上市公司的不良资产。珠三角 2001 年上市公司公告的资产置换共发生 8 起,仅涉及 6 家公司。总体来看,主要是困境公司将劣质资产与其控股股东的优质资产相交换。

二、珠江三角洲地区上市公司资产重组的特点

从珠三角上市公司重组状况以及调研情况来看,由于股份制经济发育较早,市场经济意识较强,同时政府对上市公司重组关注相对淡薄,上市公司重组具有一定的市场化倾向。另外,该地区民营企业发展较快,民营企业进入上市公司控股现象比较普遍,而一些上市公司由于绩差被迫进行重组。

(一)上市公司重组具有市场化倾向,但成功的重组都有政府的支持

我们可将政府在重组中所起的不同作用分为三种类型:第一,政府主导型,政府运用行政命令和行政手段等行政力量直接推动企业资产重组,如通过国有资产授权经营,行政划拨等方式实现控股权转移,同时将优质资产注入上市公司,转换产业结构提高上市公司的市场竞争力;第二,市场推动型,企业出于自身利益的驱动进行资产重组,政府没有任何的干预;第三,政府和市场混合型,企业有进行资产重组兼并的内在要求,政府积极出台有关政策、措施,鼓励并帮助协调上市公司进行资产重组,资产重组是在市场力量和政府行政力量共同推动下进行的[4]。虽然珠江三角洲地区上市公司资产重组具有市场化倾向,但一些个案公司在重组中获得当地政府的重视和有效支持,取得了成功,从目前重组的现状来看,属于政府和市场混合型。如南海发展、粤富华等公司通过政府注入优质的市政资产,进行资产和业务结构调整,步入了快速发展的轨道;白云山、粤华电等公司通过实施重大资产重组,资产质量有了明显提高,2001 年度实现了扭亏增盈或资产增值。这些成功的个案都是政府支持下实现的。

(二)上市公司主动性的资产重组偏少,多为被迫重组

2001 年广东上市公司进行资产重组案例中,除一些绩优公司出于自身业务发展的需要收购同业资产,主动进行资产重组外,多数是绩差公司被迫进行的资产重组。2001 年 2 月 22 日中国证监会发布《亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法》的通知,要求上市公司出现连续三年亏损的情况,自其公布第三年年度报告之日起,证券交易所应对其股票实施停牌,暂停上市的公司在宽限期内第一个会计年度继续亏损的,或其财务报告被注册会计师出具否定意见或拒绝表示意见的审

计报告,由中国证监会做出其股票终止上市的决定。证券交易所自该公司公布年度报告之日起,暂停股票转让服务。至2001年底年报结束后,珠江三角洲地区共有17家ST上市公司,这些上市公司都面临退市的危险,不得不进行资产重组。据统计,进行资产重组的公司在重组当年平均每股收益低于上市公司平均值,有些重组的公司出现严重的资不抵债,无法持续经营,多数上市公司在面临退市危险的情况下被迫进行资产重组。

(三)民营企业收购上市公司控制权成为热点

2001年珠三角地区重组案例中,收购方成为上市公司控股股东的多数是民营企业,在广东省(除深圳)7家发生控制权转移的公司中有6家是民营企业或机构投资者。民营企业入主上市公司具有重要意义:一是有利于政府改革企业产权制度,民营企业入主上市公司使国家能够顺利地从一些竞争性行业中逐步退出,如顺德市是国内较早探索全面建立社会主义市场经济体制及与之相适应的行政管理架构的城市,从1993年开始进行的企业产权制度改革,其中一大核心内容就是让公有资产从一般性的竞争领域中逐步退出。因此近年来,顺德市政府基本上完成了国有资产的转移,如科龙、万家乐、粤美的等一批上市公司都实现了国有股的退出;二是股权由公有企业向民营企业转让,使上市公司进一步理顺了与政府的关系,能有效地避免政企不分的局面,促进企业自主经营;三是民营企业进入上市公司,实现股权多元化,可以在一定程度上改善国有股一股独大所带来的公司无效治理问题,有利于理顺所有者与经营者的关系,更好地激励和约束企业经营者,以推动公司的良性发展。

三、上市公司资产重组中存在的问题

我国证券市场是在经济转轨过程中建立和发展起来的,上市公司多数由国有企业改制而来,存在一些由旧体制带来的问题。如上市公司股权结构中国有股一股独大且不能流通,上市公司与集团公司割不断的关系,历史所形成的复杂债权债务,以及重组中没有优质的壳资源注入上市公司等一系列问题,具体来看,上市公司重组存在以下问题:

(1)由于我国上市公司的股权治理结构的特点,上市公司的股东是缺位的,形成上市公司内部人控制的局面,高管人员的行为无法得到较好的约束,甚至出现股东说话不算数,上市公司由经理人员把持,其它重组方很难进入。因为由上市公司经理人主导公司重组,提出的重组方案,最先考虑的是如何保住自己的位置,经理人员在达不到目的时,就会阻挠重组的进行,使重组工作不能有效的开展。因此,拥有国有股权的政府不采取强有力的措施,对上市公司进行资产重组,而任由市场发展,难以取得实效。

(2)上市公司在重组中最大的困难是公司的债务很大,多数债务是由历史复杂的原因形成的,尤其是涉及银行的债务,买方根本无力独立承担上市公司的债务。为了促进重组业务,需要政府帮助协调,同时银行业要进行业务创新和突破,如银行方也应参与到重组中来,以债务折股,成为上市公司的大股东,推动上市公司重组。近年来在西方国家流行的做法是,在重组过程中,银行将债务进行证券化打包出售,可有效的缓解上市公司重组中的债务压力。

(3)上市公司壳资源具有一定价值,上市公司在重组中通常是在内部寻找有实力的资产进行重组,但由于在集团公司,甚至在其所属的市属企业中都无法找到合适的优质资产,这对上市公司重组来说是最大的一个障碍。广东经济发展具有不平衡性,各地区由于条件不同,拥有的上市公司壳资源和具有发展潜力的优质企业资源也不同。同时由于广东省国民经济发展阶段不同,各部门所拥有的壳资源和优质企业资源也不同。这就需要政府对国有资产进行统一管理,统一调配,才能有效的实现国有资产在证券市场的有效运作。同时政府还应组织各种经济成份去整合上市公司,为上市公司增加新的优质资产。

(4)上市公司重组的法律法规体系不够完善。现行的重组法规包括三个层次:一是 1999 年颁布的《公司法》和《证券法》,其中部分章节条款对上市公司并购方面作了粗略的规范;二是行政法法规和规范性文件,《股票发行与交易管理暂行条例》中对法人对上市公司的收购程序作了规范;三是部门规章和交易所规则,由于上市公司的收购兼并行为涉及到一些具体的操作性的问题,部门规章较多地规定了这方面的内容。但是上市公司并购的法律法规框架是一个开放性的系统,应随着我国证券市场的发展不断完善。如积极研究外资收购、以股份置换资产、定向发行、股份回购、吸收合并、征集投票权等一系列并购重组规范。只有将这些规定逐步推出,才能构造出一个完整的上市公司并购重组法律监管框架,有利于规范市场参与各方的行为,实现并购重组的良性发展。

(5)上市公司重组的中介市场有待加强管理。《关于上市公司重大购买、出售、置换资产若干问题的通知》和《上市公司收购管理办法》中一再强调中介机构的责任。规定上市公司在实施重大购买或出售资产的行为时,董事会应聘请具有证券从业资格的会计师事务所、律师事务所和财务顾问对有关事宜进行认证并出具意见;规定财务顾问要出具财务顾问报告,对交易是否符合上市公司和全体股东的利益等诸多事项发表意见。但财务顾问的资格、财务顾问的收费标准,以及财务顾问以何种资产承担业务风险等问题并未明确,使上市公司并购的财务顾问业务缺乏规范指引,上市公司重组中介市场的无序状态不利重组市场的健康发展。

四、促进珠江三角洲地区上市公司重组的若干政策建议

(一)要在组织、管理制度上进行创新,促进上市公司重组的有效进行

一是省政府要高度重视珠江三角洲经济区上市公司资产重组问题,在推动珠江三角洲经济发展的同时,要考虑利用资本市场的功能,通过资本市场实现资源的优化配置。统一规划,统一协调和指挥上市公司资产重组问题。二是各级地方政府要统一对不同部门和不同行业的国有资产进行统一管理,统一使用,可有效的改变不同产业、不同部门优质资产和上市公司壳资源的合理利用问题。三是国有资产管理部门或被委托管理国有股的机构,要充分发挥国有股权所有者赋予的管理国有资产的职责和权利,在重组中采取有效措施,防止出现内部人控制上市公司重组的局面。

(二)政府在上市公司重组中应发挥协调功能

一是协调公司资产重组中的利益冲突。公司重组必然涉及部门、地方的利益,如果没有地方政府的推动,相关利益者很难在多年的历史遗留问题上做出实质性的让步。二是参与解决上市公司重组中的体制性矛盾。一些国有上市公司经营不善甚至亏损,是由于当时改制不彻底造成的,如不良资产过大和非经营性资产过多,只有政府出面参与重组,才能解决问题。三是针对上市公司重组的具体情况,政府应给予相应的税收、资金等方面的优惠。四是处理重组中被剥离资产所涉及的富余人员、离退休人员的安置等,这些重组中的难题都离不开地方政府的支持。

(三)上市公司重组要与珠江三角洲经济区产业结构调整相结合

根据产业结构调整目标,以市场为导向,依靠科技进步,优化提高第二产业,加快发展第三产业,大力培育不同产业融合渗透的优势产业群,提高产业的整体素质。上市公司的资产重组要紧紧围绕珠江三角洲经济区产业结构调整的具体思路,根据现有上市公司的产业分布具体情况,将各产业的资源进行整合,使上市公司成为产业和行业的龙头企业,促进整体经济发展。通过对上市公司分类整合,形成新的产业经济增长点,不断提高产业结构优化升级。

(四)优化配置上市公司国有股权,完善上市公司法人治理结构

优化配置国有股权是广东经济发展战略调整的需要,同时也有利于改善上市公司的股权结构,完善法人治理结构。国有股权的优化配置工作要根据国家对国有股权管理的基本原则,进行

分类处理:一是对国家垄断的行业、提供重要公共产品和服务的行业、支柱产业和有发展潜力的高科技上市公司,政府要不断注入新的优质资产,保证国有股的控股地位;二是对一般竞争性行业的上市公司,国有控股股东要减持股份,逐步退出;三是对给上市公司经营带来很大负担及风险,自身没有稳定经营收入来源,或已资不抵债,无力履行责任与义务的国有控股股东,财政或国有资产管理部门要变更授权,调整控股权持有单位,或将股权转让出去。通过国有股权的减持和优化配置,进一步理顺上市公司与控股股东之间的关系,完善上市公司法人治理结构,使上市公司成为具有独立营运能力的法人实体和竞争主体。

(五)采取有效措施,鼓励民营企业重组上市公司

民营企业成为珠江三角洲经济区最具活力的力量之一,对经济的拉动作用十分明显。2002 年上半年广东省国有及国有控股企业的工业增加值比重仅有 11%,民营企业和其它经济成份的工业增加值的比重达到 89%。2001 年底,珠江三角洲经济区个体工商户超过 100 万户,从业人员接近 230 万人;私营企业 18 万户,从业人员超过 160 万人。私营企业集团达 163 家,注册资本超过 1000 万元以上的企业有 2700 多家[5]。民营企业的经济效益和发展速度远远超过国民经济发展速度。在上市公司重组中要充分发挥民营企业的优势,鼓励民营企业重组或兼并绩差的上市公司。近期,香港联交所采取多种措施,鼓励内地民营企业在香港上市,一大批优质民营企业在香港上市,对我国证券市场未来的发展将产生影响。因此政府应对民营企业重组上市公司给予一定的支持和具体的协助。

参考文献:

[1] 万潮领等.沪深股票市场公司重组绩效实证研究[J].海通证券研究,2001,(1).
[2] 陆国庆.中国上市公司资产重组的产业效应分析[N].国研信息,2001-04-20.
[3] 中国证券报社.2001 年上市公司重组事项总览 1～15[N].中国证券报,2001-05-08～12-26.
[4] 季向宇.政府在资产重组中的角色与功能[J].证券市场导报,1999,(8).
[5] 广东省统计局.广东统计年鉴[M].北京:中国统计出版社,2002.

An Analysis on Merger of Listed Companies in Pearl Delta Region

CHENG Kun, LI Hui

(*College of Economics and Trade, South China Agricultural University; China Securities Regulatory Commission Guangzhou Regional office*,)

Abstract: The merger of Chinese listed Companies has its specific institutional backgrounds and complex environment. Mergers of Listed companies possess notable characteristics. On one hand, many companies with poor performance and ST Companies are compelled to restructure themselves; on the other hand, many private-owned enterprises and the upsurge of foreign capital comes with the mergers of listed companies in Pearl delta region. After an analysis of plights and problems faced by the listed company in restructuring in Pearl delta region, the paper puts forward some suggestions on restructuring listed companies.

Key Words: pearl delta region; listed companies; merger