

上市公司资产重组存在的问题及对策

——以2013年发生重大重组的部分公司为例

邓利梅(副教授)

(长春工业大学人文信息学院, 长春 130011)

【摘要】我国上市公司资产重组事件的发生越来越频繁,但是由于诸多原因,其资产重组活动还存在着很多问题。本文选取2013年沪深A股市场上的8家资产重组的公司作为研究对象,分析了我国上市公司资产重组的现状,主要是重组效益较低、一股独大现象严重,究其原因主要有关联方交易、国企行政化且治理不完善、资本市场不成熟等,进而提出了改进公司内部治理、完善外部市场环境等建议。

【关键词】资产重组;上市公司;盈利能力

我国上市公司资产重组的规模越来越大,股权结构越来越复杂。上市公司资产重组虽然有助于资产整合,发挥协同效应,最终提高上市公司盈利能力,但是我国由于资本市场还不够成熟,对上市公司的监管还不够规范有力等原因,资产重组还存在着很多问题。

一、2013年重组公司的财务指标分析

笔者选取2013年我国沪深A股市场上的重大资产重组的8家公司,根据相关资料计算的财务数据如表1所示:

表1 2013年资产重组案例财务数据计算表

指标	资产负债率		净资产收益率		流动比率		存货周转率		应收账款周转率		主营业务收入增长率	总资产增长率
	2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012	2013	2013	2013
恒泰艾普	0.08	0.20	0.05	0.06	6.8	2.26	9.15	8.82	1.32	1.05	0.31	0.27
莱美药业	0.5	0.48	0.08	0.06	0.91	0.96	2.66	2.95	4.9	4.92	0.2	0.53
哈飞股份	0.68	0.72	0.07	0.04	1.35	1.2	1.04	1.4	4.18	11.02	2.79	3.16
华谊嘉信	0.24	0.41	0.08	0.11	3.32	2.14	7 194	6 937	3.82	3.42	0.42	0.52
上海新阳	0.13	0.16	0.11	0.06	13.37	3.99	3.61	3.51	2.99	1.62	0.46	1.20
濮耐股份	0.55	0.49	0.07	0.07	1.29	1.63	2.12	2.07	2.5	2.28	0.13	0.22
鼎龙股份	0.19	0.19	0.1	0.07	3.24	2.8	4.76	3.92	4.88	3.53	0.55	0.55
隆华节能	0.23	0.3	0.06	0.08	3.63	2.29	2.1	2.08	2.04	1.67	0.77	0.7

注:资料来源于重组公司的财务报表。

从表1可以看出,2013年我国上市公司资产重组主要发生在创业板上市的公司中,而且以民营企业为主,国有企业发生资产重组的只有哈飞股份(并购重组后更名为中直股份)一家。从2013年总资产增长率来看,经过资产重组后,这些公司的总资产增长率都有了大幅增长,增长率最低值是22%,最高值是316%;重组后上市公司的主营业务收入增长率也有相当程度的增长,增长率最低值为

13%,最高值为279%。

不过从净资产收益率来看,并购重组并没有使资产收益能力显著提高,只有恒泰艾普、华谊嘉信和隆华节能有所提高,其中恒泰艾普从5%提高到6%,华谊嘉信从8%提高到11%,隆华节能从6%提高到8%,其余的上市公司净资产收益率不变或者下降。

从2013年发生并购重组的上市公司并购前后的财务状况来看,这些公司普遍盈利能力较低,2013年只有华谊

嘉信一家净资产收益率为11%,除哈飞股份降低到了4%,其余普遍在6%~8%区间内。而且作为2013年资产重组中唯一的国有企业哈飞股份公司,2013年其资产负债率达到了72%。

2013年发生并购的上市公司普遍存在着实际控制人或实际控制利益关联体一股独大的现象。民营家族企业的实际控制人或控制家族,通过直接或间接持有公司股份的比例在35%~50%这一区间段,而且远超第二大股东持股比例,从股权比例

分布上看,呈现一股独大的现象。哈飞股份虽然是国企,也不例外,实际控制方中国航天集团的控股比例达到了70%以上。

二、我国上市公司资产重组中存在的问题

1. 盈利能力较弱。由表1中2013年发生并购重组的上市公司资产重组前后的净资产收益率的相关数据可以看出,2013年发生资产重组的上市公司,普遍盈利能力较

低,短期内的资产重组并没有使这些公司的盈利能力获得较大的提高。除恒泰艾普、华谊嘉信和隆化节能的净资产收益率有小幅的提高外,一些公司甚至呈现下降的趋势。而且2013年年末,除华谊嘉信外,其余公司的净资产收益率均在8%以下,这样的净资产收益率显然是不够理想的。银行贷款利率一般为7%,所以从经济增加值的角度看,这些公司的盈利能力偏低。例如哈飞股份2013年的净资产收益率为4%,仅比银行同期一年定期存款利率高1%,这样的收益率明显过低,而且较2012年7%的净资产收益率有近50%的下滑。可见哈飞股份的这次并购重组在短期内对该公司盈利能力造成了负面影响。

2. 国有资产质量差,偿债能力较弱。以杜邦分析法结合国有企业哈飞股份的财务指标来分析该公司并购重组的影响,杜邦财务分析如表2所示:

表2 哈飞股份杜邦财务分析表

	净资产收益率(=总资产收益率×权益乘数)	
2012年	7%	
2013年	4.20%	
	总资产收益率(=主营业务利润率×总资产周转率)	权益乘数[=资产总额/股东权益=1/(1-资产负债率)]
2012年	2.32%	1/(1-0.68)=3.13
2013年	1.19%	1/(1-0.72)=3.57
	主营业务利润率(=净利润/主营业务收入)	总资产周转率(=主营业务收入/资产总额)
2012年	3.29%	70.43%
2013年	1.41%	84.23%

注:资料来源于哈飞股份的财务报表。

由表2哈飞股份2012~2013年的杜邦财务分析可以看出,总资产收益率下降了48.7%,而权益乘数(该指标与资产负债率成反比)则提高了14.4%。用于计算总资产收益率的主营业务利润率下降了57.1%,总资产周转率上升了19.6%。

这说明该公司虽然业务周转率上升了,但是总资产盈利能力下降,资产负债率也在升高,综合导致了净资产收益率的下降。这在一定程度上也说明了哈飞股份及其所并购的国有企业资产盈利能力较弱,而且被并购企业的长期负债较高,拉低了哈飞股份自身的盈利能力并提高了其资产负债率。

从财务数据分析上看,哈飞股份这次重组后,资产负债率提高了,由重组前的0.68提高到重组后的0.72;净资产收益率由0.07降低到0.04;流动比率由1.35降低到1.2;存货周转率由1.04提高到1.4;应收账款周转率由4.18提高到11.02;主营业务收入增长率和总资产增长率有小幅增长。

由此可见,哈飞股份这次合并虽然提高了市场销售能力和应收账款周转能力,但是却大幅拉低了自身的净

资产收益率,加剧了公司的负债程度。这说明哈飞股份在资产重组过程中并购了很多盈利质量不如自身的资产,而且应收账款的大幅下降,很大一部分是因关联方交易形成的应收账款的抵销所导致。可见这次重组并没有提高哈飞股份公司的盈利能力。

3. “一股独大”现象严重,法人治理结构不完善。2013年发生资产重组的上市公司,其实际控制人(及行动一致人)股权比例总结如表3所示:

表3 2013年资产重组的上市公司实际控制人(及行动一致人)股权比例表

公司	恒泰艾普	莱美药业	哈飞股份	华谊嘉信
实际控制人持股比例合计	33.71%	39.37%	47.43%	56.05%
公司	上海新阳	濮耐股份	鼎龙股份	隆华节能
实际控制人持股比例合计	44.76%	42.51%	38.20%	52.40%

注:根据重组公司财务报告披露的数据计算而得。

由表3中的数据可以看出,2013年并购重组的上市公司中,普遍存在着实际控制人所持股份比例过大的现象。例如,哈飞股份的实际控制公司中国航空集团通过直接与间接方式持股60%以上。民营上市公司同样也存在这样的问题,往往是家族股东持股比例占整个上市公司股份的40%左右,甚至超过50%,而且比家族股东外的最大股东的持股比例大得多。这样的资本结构,在投票权上看,自然是家族股东或实际控制人(及行动一致人)占据控制地位。

这样的治理结构导致流通股股权比重小,公司处于大股东的超强控制状态,产权多元化的资本制衡机制被大大弱化。而且公司大股东通过交叉持股的方式,又拥有了更多的实际控制权。公司股东大会上的中小股东由于股份较少,权益得不到伸张,所以很少出席股东大会。此外,一些上市公司的董事会规模较小,董事会成员内部化较严重,即董事会成员兼任公司管理人员,或与董事长存在亲戚、同学关系等非正式关系,公司独立董事作用失效,外部董事监督机制基本流于形式。公司监事会也可能存在同样的问题,使监事会流于形式,没有发挥其应有的内部监督职能。民营上市公司可能由于上述种种原因没有明确委托代理关系,我国国有企业也存在同样的问题:董事长和总经理都是由政府机构任命,造成委托代理关系不明确,权利义务不对等。

这些弊端会导致公司在并购重组中过分考虑大股东的利益,而忽视中小股东的利益,造成除大股东外的利益相关者的损失。法人治理结构不完善乃是我国资本市场建设的一个负面因素。

4. 资产评估机制、资本市场和产权交易市场还不够健全。资产评估是资产重组的核心环节,资产评估机构以

公平、合理、科学的原则进行评估,有利于重组双方尽快接受重组价格,然而我国资产评估机制不够健全,资产评估环节也是困难重重。

这次哈飞股份的资产重组,其收购的标的物中,昌飞零部件全部股权评估增值率为32.99%,昌河航空全部股权评估增值率为24.58%,然而昌河航空的控股子公司阿古斯特已连续亏损多年,昌河航空能有这么高的评估溢价难以令人信服。而且该公司并购重组的资产评估报告也不够详实,资产评估所采用的方法等信息的披露不全面,评估增值原因及参照标准缺少深入说明,或者给出的理由让人难以信服,评估方法不统一、评估机构独立性不强,国有上市公司资产重组受国企实际控制人的干预影响较大,导致评估出来的价格主观性较大,难以被市场接受,影响了资产重组的经济效率。

另外,我国资本市场和产权交易市场的建立还不够完善,资本市场的流动性不足,存在很多限制和干预因素;而且很多产权都没有建立起相应的加以市场。

三、我国上市公司资产重组中存在问题的原因分析

1. 并购重组目的并非单纯为了提高盈利能力。从前文的分析可以看出,2013年进行并购重组的上市公司,普遍盈利能力不强,有的甚至在重组后出现了盈利能力下降的情况。并购重组短期内并没有为并购主体带来盈利水平的提高,本文认为,这可能是因为这些上市公司并购重组的目的并不是单纯为了盈利。

例如濮耐股份拟收购华威股份是为了扩大市场份额,而莱美药业资产重组属于同一控制下的大股东资产注入上市公司的行为,所以短期内盈利能力变化不大。收购重组的过程中甚至有借上市公司资产重组进行盈余管理的行为,上市公司大股东利用关联方资产重组进行利润操纵。积极的资产重组可以提高上市公司资产的质量和盈利能力,扩大上市公司规模。以买壳上市、借壳上市的方式进行资产重组,可以达到盈余重组的效果,达到短期内操纵利润的目的。

又如哈飞股份2013年的资产重组,是为了进行航空类国有企业的进一步整合,将属于大股东——中国航空工业集团的非上市资产注入上市公司哈飞股份中,以获得协同效应和整体融资能力的提高。但是注入的资产中,有部分是亏损企业的资产,而且这些国有资产的长期负债率偏高,也就在一定程度上拉低了哈飞股份的盈利能力。

2. 国企行政级别化导致举债容易而偿债动力不强。由于国有企业其管理层是带有国家行政序列的干部,这导致国企也带有一定的行政级别,一定程度的政企不分现象在我国国有企业中仍然存在,所以国有企业自负盈亏的内在驱动力不强,对于借贷比较盲目,不考虑其后果。此外,国有银行等金融机构的领导出于个人仕途升迁

的原因,也会积极向国有企业放贷,对其中的风险考虑并不严谨。

目前国资委考核国有企业的指标侧重于企业的盈利能力和规模,对国有企业的财务风险考核则不太重视。国有企业带有行政级别的性质,因此其领导更关注自身仕途发展,而不是企业的风险管理。这都是导致国有企业偿债动力不强、负债长期化、资产负债率过高的原因。

3. 上市公司中中小股东利益保护被忽视。经过前文分析可以看出,这些上市公司的大股东持股比例过高,存在一股独大的现象。然而大股东其人格化主体缺失,实际责任人不明确,产权不明晰,容易造成内部人控制现象。而且我国上市公司的内部监管体系也不够完善,对大股东的制衡制度尚未得到有效的建立,中小投资者的话语权和自身权益往往被大股东采用各种手段所剥夺,这样的公司治理状况是不利于其长远发展的。

4. 我国资本要素市场还不够成熟。目前我国市场经济还不够完善,各种要素资本市场的建设还不够健全,使得以公允价值计量的资产的可靠性、可信度不高,即财务人员无法得到一个公正的价值评价与计量标准,而我国市场化程度也达不到公正、合理计量公允价值的要求。缺少价格定位的公平机制,上市公司与其关联企业之间的内幕交易较普遍、信息披露不完全、监督中介机构的诚信度低下、市场价格体系不完善等问题,使资产并购中所需要的公允价值计量没有一个公平合理的市场环境,缺乏公允价值应有的客观评价标准,也使得资产评估活动得不到切实可行的依据。

四、完善我国上市公司资产重组的对策和建议——以哈飞股份为例

1. 积极推进资产重组后的整合,提高经营效率。资产重组不是企业间资产负债的简单加减,它更像一台精密的机器,只有企业各部门精密配合,才能高效运作,才能实现“1+1>2”的资产重组效应。资产重组之后的整合,可以从以下两方面加以完善:

第一,做好企业员工的安置工作。待岗员工要对其进行再培训,如果培训后还不合格,则予以解聘,但要做好安抚工作,遵照劳动法给予补偿。对于继续留在企业的员工,要以恳谈会等形式真诚地与他们沟通,使其了解到资产重组后的企业还会给自己足够的发展空间和人文关怀,让员工安心、放心。例如,哈飞股份可以组织各种培训活动,提高在岗职工的职业技能;采用各种有效的激励措施,鼓励员工为企业的长远未来拼搏奋斗;对于公司管理者,应采用公开竞聘的选拔制度,选拔失败的原管理者,以普通员工身份留任。

第二,重组后的上市公司要进行财务上的整合。即对资产重组双方公司的财务目标、财务管理制度等进行整合,使重组后的公司有统一的财务目标、内部控制制度和

企业文化。应当将企业内部资源和外部关系进行整合,在保证经营效率和经营业绩平稳的基础上,进一步提高竞争优势。整合包括公司战略、产业定位、组织结构和财务等在内的所有企业管理要素,其中财务整合反应了财务管理在企业管理中的核心地位,保证了重组协同效应的发挥,是重组企业对被重组企业进行有效控制的重要保障,所以财务整合是核心,是贯穿重组整合的主旋律。

哈飞股份应重点整合直升机制造业务,用自身生产制度中的职工加班加点工作制等工作文化来整合重组注入的体外资产,在整合后的中直股份公司中继续深入推广、贯彻全面预算管理制度,以提升并购后公司的整体运营效率。

2. 改善重组后公司的债务状况。哈飞股份资产重组前后的资产负债率都超过了50%,且其长期负债较重,故建议哈飞股份主动进行资产优化配置,对盈利能力不强的资产进行出售,以获得可用于偿还长期债务的资金。也可以创新融资渠道,通过引进衍生金融工具等方式来降低长期负债。同时,要改变国有企业不注重财务风险的现状,在国有企业领导干部考核中加入企业财务风险考核的项目,促使其意识到降低国有企业长期负债率的重要性。

3. 完善上市公司内部治理结构。

(1)完善内部控制制度。内部控制起到对企业管理的监控作用,所以对内部控制加以完善,尤其是会计内部控制,会对会计信息质量的提高有很大作用。目前中直股份(哈飞股份)的内部控制制度执行相对规范,但是内部控制评价报告内容不够实际,基本是内部控制规范的照搬,没有披露公司内部控制存在的问题及改进的对策,这不利于外界监管单位或组织对中直股份内部控制的监督。所以,应当完善上市公司的内部控制评价报告,实事求是地披露自身的内部控制执行情况,及其存在的问题与改进对策。

(2)改进监事会运作机制,强化其职能。首先应加强监事会的独立性建设,监事会成员的任免、待遇当由股东大会决定。提高监事会成员的职业素养,及其在财务、法律和管理等方面的知识积累,促使其有效监督公司董事、管理人员的舞弊和错误行为。另外,要完善该部门的财监权力,赋予其对重大事项的投票权、否决权等等,对监事的不作为要加以惩戒。这些措施能更好地促使监事会履行其应尽的监督职责。并购后的中直股份应当对其监事会的成员加以扩充,目前中直股份的监事会成员基本为该集团公司的高管,建议将公司非管理层的优秀职

工代表纳入监事会,使监事会能够全面反映职工的合法权益。

(3)鼓励中小股东参加股东大会,保护其利益。很多中小股东认为自己的决策权对公司影响不大,所以放弃了参加股东大会的权利,导致公司决策仅体现了大股东的想法。但在如今的网络信息时代,中小股东可以通过远程视频等通讯技术来关注、参与股东大会。中直股份应大力推广这些模式,鼓励中小股东参加股东大会,保护其自身利益。

4. 完善资本及要素市场和资产评估机制。首先,应大力发展我国资产评估中介机构,促进我国资产评估行业的发展,这样才能在并购中真实、客观地评估被并购企业的价值,并向社会披露,使我国的企业并购行为被社会公众所监督,促进该交易行为的规范和经济。其次,要提高资产评估中介机构的独立性,扩大资产评估中介机构的规模和实力,加强与资产评估配套数据库的建设,并建立健全监督约束机制和不当行为的惩戒机制。最后,完善资产评估报告的公开披露机制建设。

五、结语

我国上市公司的并购重组,还面临着内部治理结构不够健全、外部环境不够规范、资产营利性不强、协同效应不足、对中小股东和外部投资者的权益对待存在不公平现象等问题。对于这些问题,应当从上市公司内部治理结构的规范与外部市场环境的整改入手,尽量避免并购重组过程中的盈余管理失效,会计信息、资产评估信息失真的现象,使上市公司并购重组切实发挥协同效应,提高我国上市公司的盈利能力,进一步提升资本运营质量,进而实现我国产业结构的优化调整。

主要参考文献

赵新焱.企业并购的理论和财务动因分析[J].财经界(学术版),2013(19).

刘玉峰.企业资产重组过程中执行力下降因素研究[J].九江职业技术学院学报,2012(3).

张英杰.基于我国上市公司资产重组的分析[J].电子世界,2012(13).

孔萌.我国上市公司资产重组中的关联交易浅析[J].中国农业银行武汉培训学院学报,2012(4).

孙翠翠,薄建奎.上市公司资产重组问题及对策研究[J].财会通讯,2012(20).

【基金项目】吉林省教育科学规划课题“应用技术型高校会计学专业品牌建设创新发展研究”(项目编号:吉教科办(2014)GH14642)