

企业整体上市中的 逆向选择与道德风险

刘林

我国资本市场进入全流通时代后,资源配置功能得到进一步强化。自2004年TCL首开集团整体上市先河以来,上市公司整体上市方兴未艾。虽然整体上市能够给上市公司的增长提供重要动力,但这种外生性动力能否成功地转化为内生性增长方式,真正给所有持股股东创造长期价值才是问题的关键所在。倘若集团整体上市追求的是爆发性的财富效应,那么,在整体上市及随后的资产运作中就必然会面临大量的逆向选择与道德风险问题。我国现行制度规定,上市公司首发募集的资金不能超过原有净资产额的两倍,增发不能超过原有净资产额的一倍,对整体上市则没有明确的规则限制,这一制度漏洞客观上助长了集团公司做大上市公司的强烈冲动。在整体上市前集团公司往往只注重资产合并(由此出现逆向选择问题),忽略了在整体上市后核心竞争力的提高与资源整合功能的增强(由此出现道德风险问题)。而且,整体上市后,上市公司“一股独大”,大股东决策、流通股股东“买单”等问题仍然难以避免,这就使得整体上市如同首发融资与再融资一样,给上市公司大股东带来了巨大利益,却给流通股股东带来了较大伤害(由此出现公司治理问题)。

一、企业整体上市实例分析

(一) 大股东决策、流通股股东“买单”

2004年1月7日TCL集团整体上市,集团资产因此而获得巨额增值。如果TCL集团从二级市场上全面收购流通股股东所持的股票,将耗资17.13亿元,而换股则使TCL集团在将TCL通讯股权悉数吞并的同时,不仅没有现金流出,反而获得净现金流入23亿元(募集资金25亿元减去收购TCL通讯法人股耗资2亿元)。

1、超额收益来自吸收合并。合并之前,TCL集团非流通股股东享有1.42元的每股净资产;合并之后,享有2.07元每股净资产,合并使非流通股股东的财富增长了45.48%。

与此同时,非流通股股东持股比例因整体上市而摊薄。TCL通讯的总股本在合并之前为18 811万股,合并后为258 633万股。TCL通讯流通股与非流通股的比例合并前为43.30%,合并后为38.45%,其控股地位不但未变反而得到了加强。

2、净资产收益率连年下降。2000~2003年TCL集团的净利润分别为2.4亿元、2.9亿元、4.2亿元和5.7亿元,每股收益分别是0.15元、0.18元、0.27元和0.358元,2003年较上年增长近50%,净资产收益率为25.21%。换股合并后,2004年TCL集团全年虽仍为盈利,但与上年相比下滑了57%,几乎退回到2000年的水平,净资产收益率也下跌至4.49%。此后公司的盈利能力连年下降,由2004年年末的每股0.09元降低到2005年、2006年的-0.12元和-0.2852元。合并上市前后一年间及近三年来的经营绩效完全符合“变脸”公司的特征,使新进入的流通股股东蒙受了巨大损失。

3、集团内部管理和资源整合未能优化。根据已有的公开资料,上市初期董事会的15名成员中,仅有1名成员代表第一大股东(持股25.22%)进入集团董事会,而有7名董事会成员来自TCL集团前身或其子公司,由此反映出TCL集团在吸收合并过程中的话语权和控制权得到加强。到目前为止,TCL集团还没有显现出在内部管理和资源整合上得到优化的迹象。

(二) 将盈利能力不强、经营风险大的资产注入上市公司

在全流通时代,为了实现大股东财富的快速提升,不具备整体上市条件的大股东会选择不具有资产规模但盈利能力不强或虽有盈利能力但风险较大的资产装入上市公司。“中国船舶”就是如此。2007年7月沪东重机非公开发行方案获得证监会核准,同月末发表公告称已完成向控股股东中船集团、宝钢集团有限公司等国有大型企业的定向增发(非公开发行4亿股,其中3亿股以资产认购、1亿股以现金认购),

并初步实现中船集团核心民品主业整体上市的目标，经上证所核准，沪东重机于次日正式更名为“中国船舶”。

1、新注入的资产不及上市公司原有资产。以2006年沪东重机的财务报表为基础计算出的新注入资产的静态净资产收益率仅为10%，而沪东重机却高达24%。不考虑资本开支增长和资本结构变化，未来3年沪东重机发动机动态净资产收益率为33%，而新注入船厂资产未来三年净资产收益率仅为11%。

2、新注入的资产风险大。沪东重机船用发动机的盈利能力和确定性要高于新注入的造船资产，所以在获得较高净资产收益率时，相对应的资本回报率要求要低于造船资产。新注入的造船资产不但净资产收益率低，而且因船厂的盈利受材料价格、同业竞争、下游需求发生变化的影响，其波动率较大，所以对船厂的资本回报率要求应远高于沪东重机的发动机资产。

3、静态净资产收益率有可能误导投资者。很多投资者津津乐道于“中国船舶”整体上市后每股盈利的增厚，而未重视新船厂资产的风险和股本回报率要求以及这种一次性整体上市注入的资产是否能够给所有的持股股东创造持久的价值。

二、整体上市中的逆向选择与道德风险

就目前证券市场而言，由于整体上市还缺乏相应的制度保障，整体上市公司的质量难以保证，在信息不对称的情况下，外延扩张是否更有利于将公司做强，外部人是无法做出判断的，因此，极易出现逆向选择与道德风险问题。

(一) 逆向选择问题

1、进入上市公司的资产质量问题。对于集团公司注入的资产质量是否优良、与上市公司原有的资产能否互补以及是否有助于提高整体上市公司的经营绩效，在资产进行交易之前，内部人比外部人更容易做出准确的判断。武钢的定向增发、百联的吸收合并，其集团公司与上市公司相比，盈利能力相近，甚至更好。问题是，目前沪深两市多家母子控股型的上市公司中，像武钢集团和百联集团这样具有良好资产甚至好于上市公司盈利状况的母公司毕竟是少数。

2、优质资产高定价问题。假定集团公司的资产都像武钢集团和百联集团那样，这些资产能否不被上市公司的大股东利用资本市场上对其资产的高估而定高价，在资产进行交易之前，内部人比外部人更清楚。如果收购大股东的资产是完整的经营性资产，则该资产的评估方法应用收益法来定价，而不是按照静态的净资产；如果收购资产是产、供、销的某一个环节，则除了其目前的市场价值外，还应充分考虑

资产整合后的协同效应及其利益分享问题。

(二) 道德风险问题

整体上市使上市公司融得发展所需资金，但如果整体上市后不能迅速而有效地整合，所创造的业绩将不足以支撑集团公司上市后迅速膨胀的资产。如果企业的内在素质不能持久而有效地提高，会导致资产合并后盈利能力不如原有资产的盈利能力，那么整体上市将会陷入资本市场陷阱。

此外，大股东还有可能利用其信息优势做出对自己有利的决策，具体包括：整体上市的标准；融资额度；非流通股与流通股之间的定价；股权置换与资产置换的定义；资产或股权的交易方式、支付办法和风险规避措施；融资的用途及相应的监督机制；流通股中的中小投资者自身权益的建议权、表决权 and 决策权等。

三、对企业整体上市的建议

第一，从我国公司治理及监管部门的角度看，无论是审批制还是核准制，相对于证券市场的发展而言，资产资本化的制度性制约因素将变得越来越不重要，重要的是增强资本市场自身配置资源的力量，并以此为基础制定出符合市场规律(而非行政性)的监管规则，包括对违反规则的上市公司、责任人的严厉处罚，真正建立起一套行之有效的公司治理机制，以健全、规范监督和惩罚制度。只有这样，资产质量达到要求、为市场所接受的、高质量的资产才有可能装入上市公司。

第二，政府管制在现时期是不可或缺的。要推动整体上市这一金融创新，就需要完善一系列与之配套的相关制度，包括法律法规的修改和政策的调整等，特别是在我国资本市场公司治理机制尚不完善的情况下，更应制定相关政策来确保整体上市公司的质量，使整体上市不出现大的偏差。

第三，从保护中小股东的利益出发，要保证集团公司注入的优质资产所定价格没有太多的水分，不仅应聘请专业机构给出专业意见，而且监管部门应在事前采取预防机制的同时，再引入事后监督机制。如果收购资产未能给上市公司带来预期的积极效果，大股东应给予中小股东适当的补偿，作为其潜在的犯错成本。

第四，上市公司在发展过程中，要围绕“做强”这一核心来操作。通过整体资产上市，盲目做大，将会带来较强的负面效应。笔者认为，为避免整体上市背后隐藏的由爆发性财富效应而引发的过度投机行为，现阶段还不易提倡大面积整体上市。■

(作者单位：中国石油大学(北京)工商管理学院)

责任编辑 林燕