

【案例研究】

市场时机、反向收购及其经济后果

——基于“山煤国际”的案例研究

邓路, 周宁

(北京航空航天大学经济管理学院, 北京 100191)

[摘要] 近年来,股票市场的错误定价与公司并购已引起学术界关注。然而,现有文献仅研究了市场时机与上市公司之间的并购行为,对于资本市场中并购的另外一种形式——反向收购(又称借壳上市)较少涉及。与成熟资本市场的“注册制”不同,中国资本市场的“核准制”导致了上市公司“壳”资源稀缺的现象,使得反向收购成为中国资本市场独特的风景线。本文以山煤国际反向收购为研究对象,通过案例研究从市场时机视角剖析公司如何通过合理选择壳资源、并购支付方式以及定向增发的发行对象成功实现反向收购,提出了基于市场时机视角公司反向收购的理论分析框架。在此基础上,进一步结合公司股价市场表现和财务绩效评价并购时机对公司反向收购的重要价值。本文的研究结论扩展了市场时机理论在新兴资本市场公司反向收购领域的研究范畴,同时为上市公司、投资者和监管机构进行决策提供参考。

[关键词] 山煤国际; 市场时机; 反向收购

[中图分类号]F271.4 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1006-480X(2015)01-0147-13

一、问题提出

20世纪90年代,国外学者开始突破传统资本结构理论的理性人和完全套利假设,从市场参与者的非理性行为视角研究公司的融资活动,理论分析和实证研究发现,公司管理层为了使现有股东价值最大化,倾向于在股价高估时选择股权融资,而在股价低估时选择债务融资或股票回购,逐渐形成了市场时机资本结构理论^[1-2]。与此同时,Shleifer and Vishny^[3]将研究焦点拓展到公司并购,提出股票市场驱动并购模型,从理论上论证了股票市场的错误定价是并购发生的动因,公司之间的并购行为与公司估值密切相关。在Shleifer and Vishny^[3]的研究框架下,Rhodes-Kropf et al.^[4]和Dong et al.^[5]利用美国资本市场数据进一步实证检验了市场时机对公司并购方式选择及其经济后果的影响。然而,现有文献仅关注了市场时机与上市公司之间的并购行为,而对于资本市场中并购的另外一种形式——反向收购(Reverse Merger,又称借壳上市)却较少涉及。

中国资本市场创建于20世纪90年代初期,新股发行制度依次历经了3个主要阶段,目前的

[收稿日期] 2014-10-18

[基金项目] 国家自然科学基金项目“定向增发融资行为及其经济后果:基于投资者异质信念视角”(批准号71202014);北京高校青年英才计划项目“投资者异质信念、定向增发与财富效应”(批准号YETP1099)。

[作者简介] 邓路(1979—),男,辽宁本溪人,北京航空航天大学经济管理学院副教授;周宁(1962—),女,重庆人,北京航空航天大学经济管理学院副院长,教授。

“保荐制”本质上仍然属于“核准制”的一种改进。与美国资本市场的“注册制”不同,中国证券监管机构有权对境内上市公司及拟上市公司股票发行进行实质审核,只有经批准授权后,发行主体才可以在资本市场融资。中国资本市场特殊的发行制度形成上市公司数量少以及“壳”资源稀缺的现象,融资难、上市难依然是制约中国非上市企业发展的瓶颈。2008年,由美国次贷危机诱发的全球金融危机对世界主要股票市场造成极大冲击,中国上证综合指数从2007年10月17日的6124点一路下跌到2008年10月28日的1664点,为了稳定股市,中国证监会一度暂停公司IPO上市融资,反向收购便成为除IPO以外公司间接上市的重要途径。根据同花顺数据库统计,从股权分置改革完成后,截至2013年底,已有92家公司通过反向收购成功登陆中国资本市场。与实务界对借壳上市高度关注不同,目前国内学术界对于中国资本市场反向收购尚缺少高质量的学术研究成果,仅有的少数案例研究也是基于原有的股权分置背景^[6]。结合全流通时代制度特征,系统研究中国资本市场公司反向收购行为及其经济后果,有助于拓展公司并购理论的研究视野,也为拟上市公司如何更好地选择上市时机和上市方式(IPO或是借壳)提供重要的借鉴意义。

在资本市场极度低迷的2008年底,山煤国际能源集团有限公司(以下简称“山煤国际”)选择中油吉林化建工程股份有限公司(以下简称“中油化建”)作为反向收购对象,并在较短时间内完成一系列控制权转移、资产置换和连续资产注入,被中国证监会评为2009年度并购重组的经典案例。回顾整个反向收购过程,有很多值得进一步思考的话题:山煤国际选择中油化建作为反向收购对象的动因是什么?山煤国际为何不选择现金收购而是资产置换的方式取得上市公司控制权?为了实现资产注入,山煤国际两次定向增发的发行对象有何不同?这种安排是否符合控股股东利益最大化?山煤国际并购为本文提供了一个优质的案例素材来探析拟上市公司管理层如何把握市场时机实现在中国资本市场的反向收购。

本文以山煤国际反向收购为研究对象,通过案例研究从市场时机视角剖析公司如何通过合理选择壳资源、并购支付方式以及定向增发的发行对象成功实现反向收购。在此基础上,进一步考察反向收购的经济后果,结合公司股价市场表现和财务绩效评价并购时机对公司反向收购的重要价值。本文的研究结论扩展了市场时机理论在新兴资本市场公司反向收购领域的研究范畴。

二、理论分析与研究命题

Ritter^[7]指出股票融资市场时机选择的研究是现代公司财务理论一个重要部分,并从融资时机视角解释了公司IPO长期弱势现象。Stein^[8]进一步提出资本结构市场时机假说,当公司的股票价值被市场高估时,上市公司大多选择公开发行股票以融得更多资金,而与此相对应的是,当公司的股票价值被市场低估时,理性的管理层会通过回购公司股票来实现公司价值最大化。Graham and Harvey^[9]对300多家美国公司CFO的匿名问卷调查显示,2/3的被访者认为:股票价格的高估或低估是公司融资决策中考虑的重要因素。Baker and Wurgler^[2]实证研究发现,发行股票会导致出现低的长期收益,回购股票后会带来高的长期收益,公司管理层可以利用股票市场的错误定价择时发行股票。

在市场时机理论的基础上,Shleifer and Vishny^[3]提出股票市场错误定价驱动并购模型,其核心观点认为基于股票市场的非完全有效,可能存在一部分公司股票价值被高估而另一部分公司股票价值被低估的情况,由于不同公司市场估值存在差异,如果管理层认为公司自身价值被高估,将会有动机去收购那些价值被低估的公司,股票市场的错误定价是并购发生的动因。Shleifer-Kropf and Vishny^[3]假设目标公司管理层具有短视行为,他们在获得一定补偿后愿意接受被并购。Rhodes and Viswanathan^[9]放松了目标公司管理层目光短浅的假设,认为即使并购双方管理层都是理性的,并且各自在并购前都基于自身利益行事,但由于市场错误估值,仍然会引起并购发生,并通过构建理论模型论证了股票市场的整体错误估值是形成并购浪潮的重要动因。除了理论分析以外,一些学

者还进行了大量的实证检验。Dong et al.^[9]以美国股市 1978—2000 年发生的 3732 家并购公司为研究样本,分别使用市值账面比和根据剩余收益估值模型得出的股票内在价值与市场价值比两个变量判断公司价值高估程度,实证研究发现主并公司价值被高估时更倾向于发起并购。Ang and Cheng^[10]的实证研究结论同样支持 Shleifer and Vishny^[9]提出的市场错误定价驱动并购行为的理论假说,主并公司价值被高估程度与公司并购行为正相关,在考虑目标公司经调整后的回报收益和非并购配比公司后,上述结论依旧成立。

与普通的主并公司收购目标公司不同,在反向收购中,非上市的目标公司通过被主并公司收购而获得并购公司(上市公司)控制权。因此,反向收购通常成为一些拟上市公司规避直接 IPO 的各种限制进而获取上市资格的常用手段,并被实务界形象地称为借壳上市。与主并公司价值被高估后收购目标公司相反,在反向收购中,如果拟上市的借壳方价值被高估,在与上市公司进行换股合并中,可以用较少的股权或资产对价换取上市公司控制权,将有利于借壳方股东利益。根据 Shleifer and Vishny^[9]股票市场错误定价驱动并购行为理论,如果此时能够寻找到价值被低估的壳资源,借壳方管理层更加有动力迅速抓住市场时机实施反向收购。基于上述分析,本文提出:

命题 1:当借壳方价值被高估时,借壳方将倾向发起反向收购,并且更愿意选择价值被低估的让壳方作为借壳对象。

在并购交易中,并购支付方式的选择同样是管理层在并购决策中需要关注的重要环节,这关系到支付成本以及并购是否能成功。并购支付方式是指主并公司为了获取目标公司的控制权,收购目标公司时的对价方式,主要包括现金支付和股票支付。在行为金融的研究框架下,市场时机同样会影响并购支付方式选择。Shleifer and Vishny^[9]通过理论模型推理当主并公司股票市值被高估时,会选择股票支付方式进行市场并购活动,并且认为采用股票支付方式是公司成长战略的一种选择,而现金方式却不具有这一优势。Harford^[11]研究证实当主并公司管理层知晓自身公司价值被高估程度大于目标公司时,他们会更倾向于采用股票收购方式。与之类似,Dong et al.^[9]实证研究也发现公司估值差异与并购支付方式选择存在相关关系,主并公司价值被高估程度越大时,越倾向于采用股票支付。此外,也有学者考察了并购支付方式与公司并购后股价长期市场表现。Loughran and Vijh^[12]研究发现,主并公司选择现金收购时,并购后公司股价长期市场表现为正,而主并公司选择股票支付时,并购后公司会出现负的长期超额收益。参考 Fama and French^[13]计算股票长期超额收益的方法,在控制了公司规模和账面市值比,Rau and Vermaelen^[14]实证检验依旧证实并购对价支付方式为股票时公司股价未来市场表现更消极。

在反向收购中,借壳方既可以选择现金收购壳公司股份获取控制权,也可以选择以自身股份作为对价方式换取壳资源,究竟选择哪种支付方式对借壳方股东更有利同样取决于市场时机。当借壳方价值被高估时,对于收购相同价值的让壳方控制权,借壳方可以发行更少数量的股份,这会减少对原有股东的股权稀释,相比现金收购来说,此时选择股票支付更有利。反之,当借壳方价值被低估时,如果依然选择股票支付,为了完成收购控制权,将不得不发行更多数量的公司股份,必将会更大程度稀释原有股东权益,此时理性的管理层应该选择现金收购而非股票支付。在反向收购中,支付方式的恰当把握对并购成功至关重要。基于上述分析,本文提出:

命题 2:在反向收购中,当借壳方价值被高估时,借壳方将倾向采用股票作为支付手段收购让壳方。

股权分置改革完成后,证监会推出一种全新的再融资方式——定向增发,目前已经逐渐成为全流通时代上市公司重要的股权再融资工具^[15]。相对于已有的再融资手段,定向增发的市场化程度更高。一方面,监管机构对于上市公司定向增发赋予了公司大股东自主决定是否参与认购以及申购比例的优先选择权,公司大股东既可以全额认购新增股份,也可以与机构投资者共同参与定向增发;另一方面,监管机构还允许认购定向增发股票的投资者自行选择对价支付方式,对于新增股份,既

可以选择现金认购,也可以选择股权等非现金资产认购,对价支付方式的灵活性提高了公司大股东认购上市公司定向增发股份的积极性。

按照《证券法》要求,股份有限公司申请股票上市,公开发行股份应达到公司总股本 25%以上(如果公司总股本超过 4 亿元人民币,公开发行股份比例为 10%以上)。因此,拟上市公司通过反向收购进入资本市场,也要保留一定比例的流通股本才能符合上市条件。对于借壳方来说,在不能一次性对价全部资产进入上市公司的情况下,分步资产注入便是现实选择。2006 年,国务院国有资产监督管理委员会(以下简称“国资委”)发布《关于推进国有资本调整和国有企业重组的指导意见》,其中一项主要政策措施便是鼓励已经上市的国有控股公司通过增资扩股、收购资产等方式,把主营业务资产全部注入上市公司。章卫东等^[6]实证研究发现,相比民营控股股东,国有控股公司有更强的动机通过定向增发实现对非整体上市公司的资产注入。

根据 Stein^[1]提出的市场时机理论,公司股票价格相对于内在价值会出现波动,公司市场价值存在被高估或低估情况。Hertzel and Smith^[7]指出,相对于外部机构投资者而言,上市公司大股东(或管理层)更了解公司的内在价值。因此,当上市公司决定定向增发融资时,如果公司大股东认为公司价值被低估,从最大化自身价值角度考虑,将会主动认购公司新增股份。在中国现存的监管规则下,大股东在认购新增定向增发股份时,可以在公司增发预案公告中及时锁定发行价格。反之,如果公司价值被高估,则公司大股东会放弃认购新股,转而向外部机构投资者发行股票。当上市公司面向外部机构投资者实施定向增发时,监管机构要求上市公司通过竞价方式,根据认购对象的申报价格,按照价格优先的原则确定发行对象和发行价格,随着外部投资者申报数量的增加,最终的发行价格也将水涨船高。而对于放弃认购新增股份的公司原股东来说,显然新增股份发行价格越高,对原股东越有利。因此,股票市场的错误定价,是上市公司实施定向增发时决定发行对象的重要因素。基于上述分析,本文提出:

命题 3:当借壳方价值被高估时,借壳方将会选择向外部机构投资者定向增发新股;反之,当借壳方价值被低估时,借壳方将会向公司大股东定向增发新股。

综合前述分析,本文构建了基于市场时机视角的公司反向收购理论分析模型,如图 1 所示。在反向收购中,参与方主要包括借壳方和让壳方,当借壳方价值被高估时,借壳方将倾向发起反向收购,并将倾向采用股票作为支付手段收购让壳方;而在借壳方获取上市公司控制权之后,市场时机同样可以解释新并公司再融资行为,即当新并公司价值被低估时,公司倾向于向大股东定向增发新股,反之才会选择向外部机构投资者融资,当公司大股东价值被高估时,大股东更倾向于选择资产认购定向增发股份。如果借壳方能够从市场时机视角合理选择壳资源、并购支付方式以及定向增发的发行对象成功实现反向收购,随着公司财务绩效的改善,公司股价也会随之上升,表现为反向收购后更好的经济后果,进而给投资者带来正的财富效应。本文的核心观点是市场时机对反向收购的动因、并购支付方式与上市后的融资行为都会产生重要影响,因此,后续分析思路主要以反向收购的时间顺序为线索,依次分析市场时机在各环节的作用机理。

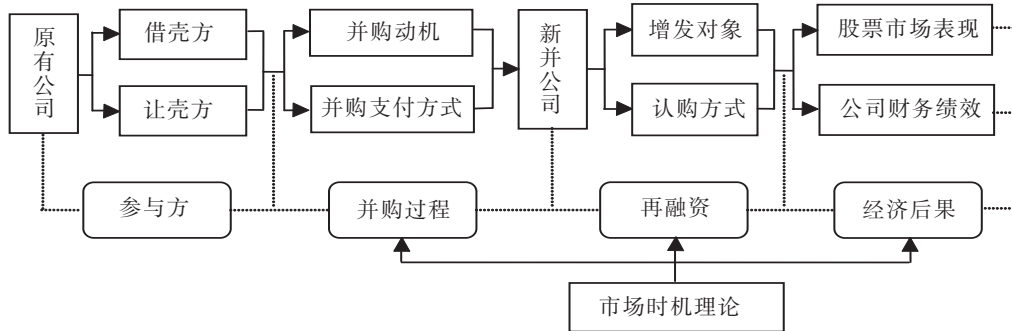


图 1 基于市场时机的公司反向收购理论分析模型

三、研究方法与案例回顾

1. 研究方法

本文采用单一案例的研究方法,对山煤国际借壳中油化建并成功登陆中国资本市场进行深入分析。本案例通过分析山煤国际反向收购与定向增发,试图从市场时机视角探讨公司如何基于最大化公司价值选择反向收购支付方式以及定向增发的发行对象。Eisenhardt and Graebner^[18]指出,相比大样本的实证研究,单案例研究提供了在稀少情况下探究一种重要研究现象的机遇。然而,与大多数财务会计类案例研究相类似,很多诸如反向收购谈判等详细信息属于公司保密信息,本文无法从一手访谈获取,公司根据法律监管要求披露的公告和权威媒体披露的资料是目前所能获取的最为完整和可靠的二手资料^[19]。因此,本文的研究数据主要来自山煤国际和中油化建的相关公告、媒体对相关公司高管的访谈信息,以及从 Wind 数据库获取的公司及相关行业的财务和股价数据。

2. 相关公司介绍

(1)让壳方——中油化建。中油化建是由吉化集团公司作为主发起人,于2000年11月发起设立,并于2003年7月在上海证券交易所上市交易,股票代码600546,股票简称“中油化建”。2006年7月,中油化建实施股权分置改革。股改完成后,吉化集团持有中油化建39.75%的股份,是上市公司控股股东。而吉化集团又是中石油集团全资子公司,因此,吉化集团的实际控制人为国务院国资委。中油化建属于土木工程建筑行业,其主营收入全部来自于建筑业务。近年来,受金融危机、汇率变化及国内市场材料涨价等多种不利因素影响,企业经营形势严峻。

(2)借壳方——山煤集团。山煤集团成立于1981年5月,并于2008年4月整体改制为国有独资公司,山西省国资委持有山煤集团100%股权,是山煤集团唯一股东和实际控制人。山煤集团主要从事煤炭开采、煤炭贸易、煤炭设备及服务、机械制造和房地产等几大板块业务。与同行业其他企业相比,山煤集团具有中国煤炭自营出口权(目前全国仅神华集团、中煤集团、五矿集团和山煤集团四家企业拥有煤炭自营出口权)、中国内销煤经销资格和山西省内铁路运输计划单列的优势,形成产、运、销一体化、“资源—通道—市场”的完整经营链条。但是,公司的煤炭开采能力当前还比较薄弱,与公司的贸易量不匹配,尚不能满足企业建立产销一体的经营模式需要。2009年,山煤集团被山西省政府确定为全省煤炭资源整合的七家主体之一,具备了兼并、重组、整合地方中小煤矿、建立煤源基地的资格,公司期望不断向煤炭产业上游延伸,快速提升资源储备规模。

3. 案例概况

(1)反向收购的准备工作——取得上市公司控制权。2008年11月19日,中油化建接控股股东吉化集团公司通知,公司拟进行重大资产重组。12月19日,吉化集团与山煤集团签署《股份转让协议》,吉化集团将所持中油化建39.75%(合计119266015股股份)股权以5.20元/股的价格转让给山煤集团,交易总价格为62018.33万元;山煤集团支付对价为其下属7家煤炭贸易公司100%的股权(该7家煤炭贸易公司暂时托管给山煤集团)。交易完成后,山煤集团控股中油化建39.75%的股份,成为上市公司的控股股东。

(2)反向收购的核心过程——从资产置换到资产注入。2008年12月19日,中油化建、山煤集团、吉化集团签署附生效条件的《重大资产重组框架协议》。重大资产重组的方案由两项内容组成:资产置换和定向增发购买资产。①资产置换——剥离原上市公司资产、置入煤炭贸易资产。中油化建以全部资产及负债作为置出资产由吉化集团承继,同时,中油化建现有员工和业务也将随资产负债一并由吉化集团承继;吉化集团以从山煤集团受让的7家煤炭贸易公司100%股权作为置入资产并入新的中油化建,两者进行置换。②定向增发反向收购资产——注入山煤集团相关业务和资产。中油化建向山煤集团定向增发股票4.5亿股,收购山煤集团持有的3家煤炭开采公司、18家煤炭贸易公司100%的股权及其本部与煤炭内销业务相关的资产和负债。本次定向增发反向收购资

产完成后,上市公司总股本达 7.5 亿股,山煤集团持有上市公司股份达 75.90%,中油化建退出原有业务,山煤集团将持有的包括 3 家煤炭开采公司股权和 25 家煤炭贸易公司股权注入上市公司。2009 年 12 月 25 日,中油化建更名为山煤国际,公司成为以煤炭开采和贸易为主营业务的上市公司。经过上述一系列资本运作,山煤集团成功借壳中油化建实现了煤炭主营业务的整体上市。

(3)反向收购后的首次再融资——定向增发。山煤国际完成反向收购后,为了向上游拓展、增加煤炭开采储备,积极寻找合适时机,利用资本市场收购母公司山煤集团其余核心优质资产。中国股市在 2008 年暴跌之后,从 2009 年起开始震荡反弹,资本市场融资功能也在逐渐恢复。2010 年 10 月 21 日,山煤国际发布非公开发行股票预案公告,拟向机构投资者定向增发股票用以收购山煤集团剩余核心资产。在获得证监会核准后,2011 年 12 月 1 日,山煤国际以 22.8 元/股的价格向 9 家基金管理公司和资产管理公司定向增发 2.4 亿股,募集资金 55 亿元,收购山煤集团下属 7 家煤业公司与 1 家海运公司。此次定向增发完成后,山煤集团对上市公司的持股比例从 75.90%下降到 57.41%,但仍为山煤国际的控股股东。

山煤国际反向收购实施相关程序的执行,如图 2 所示。

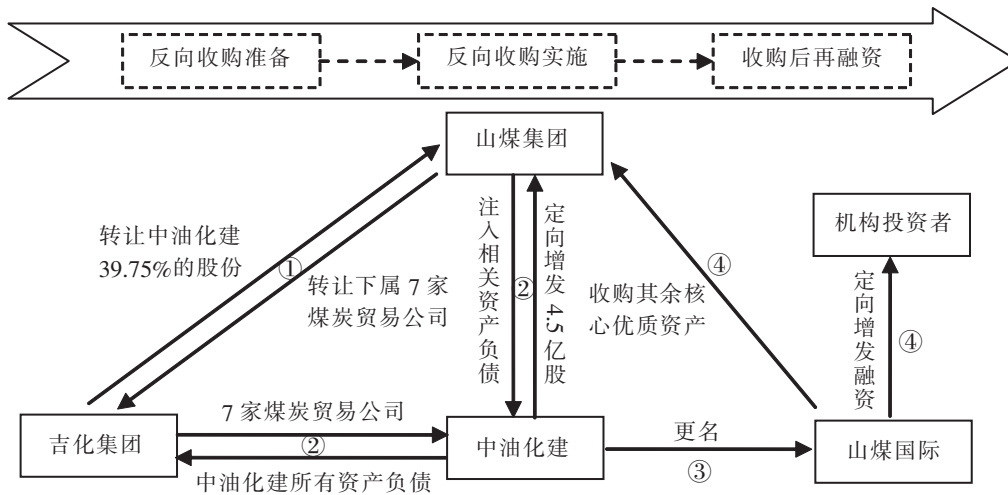


图 2 山煤国际反向收购实施过程

四、案例分析与讨论

1. 市场时机与反向收购动因

对于股票市场错误定价驱动公司并购假说,Shleifer and Vishny^[3]、Rhodes-Kropf et al.^[4]和 Dong et al.^[5]通过理论分析和实证检验均已证实,价值被高估的主并公司倾向于收购目标公司。而在反向收购中,参与方主要包括借壳方和让壳方,如果借壳方价值被高估而让壳方估值处于较低时,基于市场时机驱动公司并购理论,借壳方管理层将会有动机主动发起反向收购^[3]。下面,本文将从让壳方(中油化建)和借壳方(山煤国际)双方分析各自相对估值。

(1)中油化建经营业绩持续恶化,盈利能力低于行业均值,属于绩差壳。冯根福和吴林江^[20]通过构建了包括营业收入、净利润、每股收益和净资产收益率等四项会计指标实证检验了中国上市公司并购绩效。基于此,本文同时选取营业收入、净利润、净资产收益率及每股收益四个指标分析中油化建让壳前的盈利能力状况。表 1 显示,中油化建营业收入从 2006 年的 19.8115 亿元上升到 2008 年的 27.6803 亿元,其净利润却从 0.1347 亿元下降到 0.0359 亿元,净资产收益率和每股收益也都显示公司盈利能力在逐渐恶化。

表 1 2006—2008 年中油化建盈利能力财务指标

财务指标	2006	2007	2008
营业收入(亿元)	19.8115	29.2703	27.6803
净利润(亿元)	0.1347	0.0693	0.0359
全面摊薄净资产收益率(%)	1.9708	1.1067	0.5722
基本每股收益(元/股)	0.0407	0.0231	0.0120

资料来源:根据中油化建公司年报整理而成。

本文进一步将中油化建与同行业比较,从主要盈利能力指标看,2008年中油化建销售毛利率、净资产收益率和每股收益分别都远低于同行业平均水平(行业平均净资产收益率为7.44%),公司整体盈利能力相对较差。由于盈利能力弱,股东回报低,中油化建已无法有效利用资本市场融资功能,属于绩差壳资源。如果公司不能在未来经营中实现业绩反转,将会面临退市的风险。除此之外,受全球金融危机的影响,2008年成为近年来建筑业产值增加值增速的阶段性低谷。2008年中国股市大幅下跌,受此影响,中油化建公司股价也是持续走低,公司市值严重缩水,股价在2008年11月进入阶段性底部,此时借壳中油化建可以有效降低并购成本。

(2)山煤国际恰逢煤炭行业景气,公司业绩稳步上扬,及时锁定借壳时机。煤炭行业属于同质化比较明显的行业,在实体经济和资本市场中都有比较同质性的表现。2000年以来,煤炭行业的盈利能力及回报水平始终保持在较高水平。根据Wind数据库统计数据显示,煤炭采选业的上市公司资产总量及销售收入总额分别从2001年的4171亿元和1486亿元增长至2008年的19799亿元和14859亿元,增幅分别达4.75倍和10倍,而同期的利润总额则从42亿元猛增至2182亿元,增幅达51.95倍。利润总额的增幅显著高于资产总额和销售收入的增幅,反映出同期煤炭行业利润水平的大幅提升。表2显示,山煤集团公司业绩自2005年以来稳步增长,截至2008年达到历史最高值,2008年1—9月利润总额就相当于2007年整个年度的利润总额。

表 2 2005—2008 年山煤集团主要会计数据和财务指标 单位:亿元

财务指标	2005	2006	2007	2008(1—9月)
营业收入	106.6241	100.5207	132.8629	160.4850
利润总额	3.8842	3.7050	6.7389	6.5110
净利润	1.5928	2.3083	4.3961	4.8833

资料来源:中油化建重大资产置换及发行股份购买资产暨关联交易报告书。

值得注意的是,山煤国际借壳上市重组中资产的评估基准日为2008年9月30日。根据秦皇岛港动力煤平仓价格走势以及中国煤炭价格全国综合指数走势(如图3、图4所示)可知,2008年8月恰是中国煤炭价格的高峰期,属于煤炭行业的鼎盛时期,因此,在资产评估基准日对山煤集团总资产的估值正处于阶段性高峰。根据市场时机并购理论,当借壳方处于价值高估期,此时发起反向收购显然对公司股东更有利^[3,5]。

山煤集团2008年决定反向收购时对壳资源的选择确立了三项原则——中央企业、净壳及规模匹配,中油化建基本符合了山煤集团的壳资源选择要求,并且中油化建是绩差壳资源,盈利能力远低于同行业平均水平,股价相对偏低,特别是公司股价在2008年11月进入阶段性底部,此时借壳极大地降低了收购成本。2008年12月19日,山煤集团与中油化建签署《股份转让协议》、《要约收购报告书摘要》、《重大资产重组框架协议》,在低价位及时锁定股份转让价格(以5.20元/股的价格,收购中油化建控股股东39.75%的股份)、要约收购价格(以5.30元/股的价格,向中油化建全体股东发出全面要约收购)、定向增发价格(以5.94元/股的价格,向山煤集团非公开发行股份)。而在2009

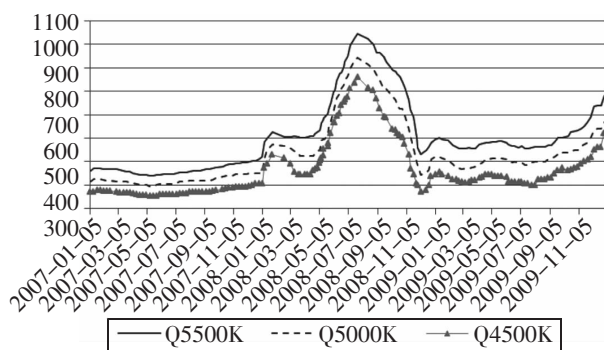


图3 秦皇岛港动力煤平仓价格走势

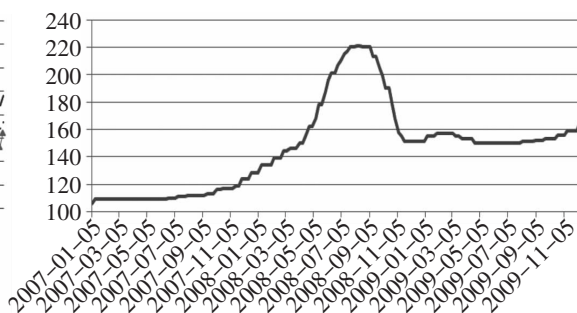


图4 中国煤炭价格全国综合指数走势

年12月25日山煤国际公告完成资产注入时,公司股价在一年期间已经一路攀升至32.99元/股。从二级市场的交易价格角度分析,山煤集团锁定的反向收购重组价格均处于中油化建股价的历史底部,并购时机选择恰当迎合了资本市场周期机遇。基于上述分析,整体上看,山煤国际选择中油化建作为借壳对象,验证了本文提出的命题1。

2. 市场时机与支付方式选择

市场时机驱动公司并购理论不仅证实主并公司价值被高估时倾向发起并购,同时 Shleifer and Vishny^[3]还从理论上论证了股票市场错误定价对公司并购支付方式选择的影响,并推理当主并公司处于价值被高估时,并购更倾向于选择股票支付。Rhodes-Kropf et al.^[4]和 Ang et al.^[10]通过美国上市公司并购数据进一步验证了上述推论,实证研究结果表明,主并公司价值被高估程度与并购时股票对价正相关。对于山煤集团来说,成功实现反向收购的首要内容就是获得中油化建的控制权,而对价方式既可以是现金支付,也可以是股票支付。依据前面的分析,2008年9月正处于煤炭行业景气期,山煤集团的评估值也处于历史最好水平,按照市场时机驱动公司并购理论,此时选择股权和资产对价换取壳公司控制权显然对拟上市公司来说更为有利。

从本次借壳上市的交易过程看,山煤集团确实如是考虑。按照《重大资产重组框架协议》约定,山煤集团最终选择的是用7家煤炭贸易公司100%的股权对价支付中油化建原控股股东持有的39.75%股份。山煤集团选择股权作为支付对价,不仅减轻了资金压力,还省去了现金支付时高额的税费,从一定程度上降低了支付成本,为后续煤炭资源深度整合积累资金储备。

有趣的是,山煤集团的主营业务是煤炭生产和煤炭贸易,但为何在收购中油化建控制权时选择对价的是煤炭贸易公司股权而非煤炭开采股权?从山煤集团2007年年报中获悉,公司营业收入绝大部分来自煤炭贸易,占全部营业收入的77.27%,而利润却仅占25.83%,与之相对的是,虽然煤炭开采业务在全部营业收入中仅占7.62%,但却贡献了全部利润的56.48%。可以推测,煤炭开采是山煤集团利润的主要来源。在收购壳公司控制权时,山煤集团对价的是盈利能力相对较低的煤炭贸易公司股权,而将盈利能力更好的煤炭开采业务放到后续资产注入,巧妙的交易安排既保证了公司顺利实现反向收购,又有利于控股股东价值最大化。由此可见,借壳方基于市场时机合理选择股权作为对价支付,与本文提出的命题2预期相一致。

3. 市场时机与定向增发发行对象

在 Stein^[1]和 Baker and Wurgler^[2]提出的市场时机资本结构理论基础上,后续学者进一步研究了股票估值对公司融资方式选择的影响,近年来兴起的投资者异质信念假说扩展了市场时机资本结构理论。Harris and Raviv^[21]和 Diether et al.^[22]研究表明,投资者异质信念越大,公司股价越容易被高估。Bayar et al.^[23]和 Chemmanur et al.^[24]通过理论推导和实证检验证实了由于投资者异质信念导致公司股价被高估时,公司倾向于股权融资。邓路和廖明情^[9]结合中国资本市场特殊制度背景,实证

研究发现,在投资者异质信念作用下,公司股价被高估时,公司倾向于选择向机构投资者定向增发。

邓路^[25]指出中国资本市场现存的资产注入型定向增发主要包括以下两种形式:一是上市公司大股东采用资产对价认购上市公司定向增发股份,这种方式的主要优势在于大股东无需现金支出即可增加对上市公司的持股比例;二是上市公司首先向外部机构投资者定向增发融资,然后利用募集资金收购大股东持有的非上市资产,这种方式虽然会在一定程度稀释大股东对上市公司持股比例,但却可以满足大股东资金需求。

根据《重大资产重组框架协议》约定,山煤集团以7家煤炭贸易公司100%的股权对价获取上市公司控制权后,同时锁定上市公司以5.94元/股(董事会决议公告日前20个交易日公司股票的交易均价)向新的控股股东山煤集团定向增发4.5亿股,用以收购山煤集团持有的3家煤炭开采公司和18家煤炭贸易公司。按照监管机构的相关规定,对于此次资产注入,大股东山煤集团本可以选择向机构投资者募集资金,然后再以现金收购母公司煤炭业务核心资产。然而,作为大股东的山煤集团显然清楚地知晓2008年底当时的上市公司价值被严重低估,因此在本次定向增发时,选择了全部认购新增股份。增发完成后,控股股东山煤集团持股比例由之前的39.75%跃升至75.90%,进一步巩固了对上市公司的控制力。

2010年10月,山煤国际时隔两年后再次发出定向增发公告,拟募集资金用于继续收购控股股东山煤集团拥有的7家煤矿资产权益、太行海运有限公司100%股权以及向太行海运有限公司增资用以建造4艘47500吨级灵便型散货船。与第一次定向增发资产注入时母公司全额认购新增股份不同,本次定向增发山煤集团全部放弃申购,山煤国际选择将发行对象锁定为外部机构投资者,经过竞价机制,最终以22.8元/股的价格定向增发2.4亿股,累计募集资金55亿元。第二次定向增发完成后,虽然新增股份对原有公司股东持股比例有所稀释,但山煤集团依旧持有上市公司57.43%的股份,绝对控股地位没有改变。更为重要的是,与上一次大股东全部认购新增股份的资产注入不同,山煤集团在本次定向增发中获得了55亿元现金补偿。

对比前后两次定向增发,本文认为,第二次定向增发的本质依然是资产注入——向控股股东山煤集团支付现金以获得煤炭开采资产,可以看成是第一次资产注入的“续集”。两次定向增发的目的都是获得集团核心煤炭资产,但是增发对象完全不同,发行价格相去甚远。促使上市公司做出上述决定的驱动因素便是市场时机,在公司价值被高估时选择向外部机构投资者定向增发新股显然对公司原有股东更加有利。山煤国际前后两次向不同发行对象的定向增发行为,验证了本文的命题3。

五、案例的进一步拓展:基于经济后果的分析

根据《上市公司收购管理办法》第13条,以协议收购方式进行上市公司收购,收购人所持有、控制一个上市公司的股份达到该公司已发行股份的30%时,继续增持股份或者增加控制的,应当以要约收购方式向该公司的所有股东发出收购其所持有的全部股份的要约。从前文的分析可知,由于吉化集团与山煤集团的股份转让超过股本总额的30%,按照管理办法规定,山煤集团以5.30元/股向中油化建所有股东发出全面收购要约。5.30元/股高于中油化建停牌公告前30个交易日的每日加权平均价格的算术平均值5.28元/股。而戏剧性的结果是,最终只有200股接受了山煤集团的收购要约。对于中小股东来说,面对山煤集团的反向收购,是继续持股还是接受要约收购,主要取决于对公司未来的预期价值判断。从实际情况看,几乎所有股东都选择了继续持股策略,这意味着所有投资者都认为反向收购后公司价值会大幅提升,事实果真如此吗?

本文选择学术界常用的事件研究法考察反向收购的短期市场反应^[26]。从2008年11月19日公司公告重大重组事项,11月20日开始停牌,到12月22日复牌,考虑到信息提前泄露可能对公司股价产生影响^[27],本文将窗口期定为[-5,10],以上证综合指数作为市场指数收益率,采用市场调整法计算各期的日超额收益率(AR)和累计超额收益率(CAR)。公司反向收购公告的宣告效应见图5。

山煤国际董事长杜建华曾表示,在公司反向收购操作过程中遵循三个原则:第一绝对保密;第二锁定价格;第三速度效率。由图 5 可知,从公司刊登重大资产重组公告的第-5 天开始,到董事会公告日,股票市场仅有 2.52%的累计超额收益率,可见,重大资产重组的内幕消息没有提前泄露。重大资产重组公告日后,公司股价连续 2 个涨停,意味着投资者对山煤国际借壳中油化建事件的发展前景持较为乐观的预期,虽然当时股市整体极度低迷,但从公告日持续 10 天后,CAR 均保持正值,并产生 16.13%的累计超额收益率。

反向收购的宣告效应表明投资者对该事件较为看好,那么,山煤国际并购完成后公司业绩是否达到了预期效果呢?从公司的利润表可以获知,完成资产注入后的上市公司盈利能力显著增强,净利润逐年大幅增加,归属于母公司所有者的净利润从 2008 年的 4.3006 亿元增加到 2011 年的 11.1624 亿元,远超山煤集团关于公司重大资产重组涉及标的资产的业绩承诺函中的盈利预测值。此外,从资产负债率看,公司 2011 年资产负债率降到 68.19%,同比下降 14.25%,究其原因主要是公司于 2011 年实施第二轮定向增发股权融资所致,通过利用资本市场融资,既满足了公司的融资需求,同时优化了公司财务指标,降低了长期偿债风险。

山煤国际经营业绩的不断向好是否为投资者带来长期收益呢?本文通过事件研究法进一步考察了反向收购后公司股价长期市场表现。从 2008 年 11 月开始重大资产重组预案到 2009 年 12 月完成全部的资产置换与资产注入,实现原中油化建全部资产及负债剥离、山煤集团主营业务整体上市,再到 2011 年底完成收购母公司剩余核心煤炭开采资产,山煤国际反向收购以来公司股价长期市场表现如图 6 所示。截至 2012 年年底,期间累计超额收益率最高增长接近 180%,虽然近几年中国股票市场整体表现较为低迷,但山煤国际整个统计区间都保持相当高的累计超额收益率。

山煤国际反向收购后公司股价长期市场表现充分表明借壳上市提升了公司价值,给投资者带来持续的丰厚回报,是公司财务绩效改善在股价上的体现,也说明投资者对山煤国际长期的业绩增长和价值提升持乐观态度。

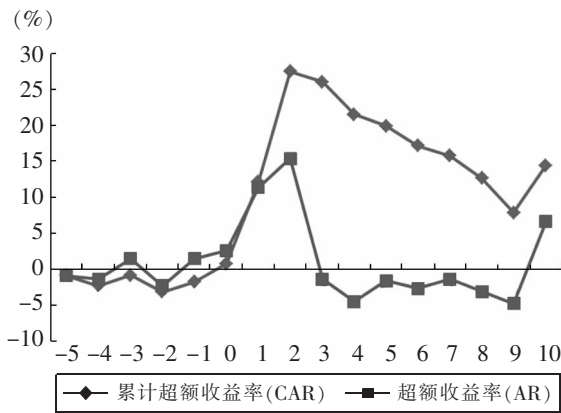


图 5 反向收购的宣告效应



图 6 反向收购的长期市场表现

六、研究结论与启示

1. 研究结论

股权分置改革完成后,并购与反向收购成为中国资本市场的另一道风景线。对于拟上市公司来说,除了选择直接 IPO 融资以外,通过反向收购同样可以实现登陆资本市场。本文以山煤国际反向收购为目标案例,使用市场时机理论解释反向收购的动因及支付方式,如图 7 所示。案例研究结果

表明,市场时机理论适用于反向收购行为,影响路径表现在对并购时机的恰当把握和支付方式的合理选择,即当借壳方价值被高估时,借壳方将倾向发起反向收购,并更愿意采用股票作为支付手段收购让壳方。进一步研究发现,因股票市场错误定价而产生的市场时机还会影响上市公司定向增发发行对象选择,即当上市公司价值被低估时,公司倾向于向大股东定向增发新股,反之才会选择向外部机构投资者融资,当公司大股东价值被高估时,大股东更倾向于选择资产认购定向增发股份。基于市场时机的反向收购,会带来正向的经济后果,包括并购时积极的宣告效应和正的长期累计超额收益以及公司未来财务绩效的改善。

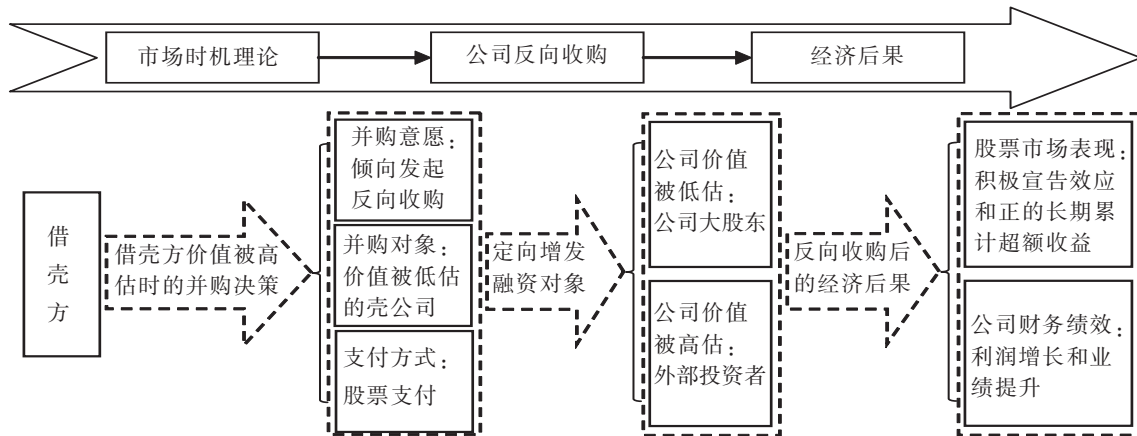


图7 研究结论框架

2. 研究启示

(1)深入探析反向收购的时机选择、支付方式以及发行对象,对于借助反向收购登陆资本市场的拟上市公司来说至关重要。股票市场的涨跌起落会导致不同周期性上市公司价值出现阶段性高估或低估,特别是当公司的盈利模式丧失竞争力使得公司业绩不断恶化时,往往伴随着公司股价的不断走低,如果借壳方能够在自身价值处于相对高估时反向收购股票市场相对被低估让壳方,将会极大降低借壳成本。当然,反向收购不仅是获取上市公司壳资源,还包括后续的持续资产注入和再融资。对于借壳方管理层来说,反向收购同时还可以实现非上市业务的资产注入,选择资产对价认购新增股份有利于增强对新并公司的控制权。随着新的上市公司业绩不断改善,公司股价也会逐渐上涨,当管理层认为公司股价相对高估时,可以选择向机构投资者增发融资,利用股票市场的错误定价实现公司原有股东利益的最大化。

(2)资本市场各类投资者参与反向收购时,应该充分评估借壳方收购时机,对并购时机的恰当把握,可以为投资者带来丰厚的投资回报。全流通时代,中国资本市场的投资主体已经由原来的中小散户一枝独秀,演变为中小投资者与各类机构投资者(金融资本和产业资本)并存格局。对于中小投资者来说,当让壳方公布反向收购公告时,应该结合收购公告披露的相关信息和自身掌握的专业知识尽可能较为详尽地评估并购完成后新并公司价值,如果认为新的上市公司未来财务业绩会有较大改善时,在并购实施初期买入公司股票将是一个较好选择。而对于各类机构投资者来说,除了在二级市场买入股票外,还可以选择合适时机参与上市公司定向增发,特别是资产注入式定向增发往往伴随着公司未来业绩的进一步提升,投资这类公司更容易获得超额回报。当然,相对于外部投资者来说,管理层更清楚上市公司内在价值,由于股票市场的错误定价导致公司股价被高估时,即使未来没有更好的投资计划,管理层也有动机增发新股,理性的投资者此时应该更为谨慎,否则盲目买入或认购公司新股未来将会遭受投资损失。

(3)虽然中国资本市场创立至今已经历二十多年改革历程,但与国外相对成熟的资本市场相比,中国资本市场在反向收购实践领域依然存在一些制度性缺陷,进一步完善反向收购相关规定、规范公司反向收购行为是证券监管机构需要着力解决的迫切问题。作为上市公司重大资产重组事项,反向收购往往伴随着内幕消息提前泄露和交易主体操纵股价等非法行为。为此,监管机构要进一步明确反向收购内幕信息的界定标准,将获取反向收购内幕信息的人和知悉反向收购内幕信息的人均纳入内幕交易行为主体的范围。通过修改《证券法》、《刑法》等相关法律法规,完善反向收购内幕交易行为的民事赔偿制度和加大内幕交易行为的法律责任,使得经济处罚大大超过内幕交易获得的收益,并对内幕交易违法行为给予严厉的刑事处罚。除了事后严惩外,监管机构还应该充分利用大数据技术建立反向收购内幕交易预警机制和加强动态监控机制,构建反向收购内幕交易的识别模型,使各种潜在的内幕交易者难以隐身,通过信息技术预防内幕交易行为的发生。

(4)在现有的监管制度下,对拟上市公司通过反向收购进入资本市场往往很难一次性实现全部资产证券化,同时资产置换也可能没有给公司带来新增融资,因此借壳方在反向收购后会进行多次定向增发。目前,监管机构对上市公司定向增发的认购对象、转售条件和信息披露等方面的规定过于笼统,建议根据上市公司定向增发实践,可以考虑把发行对象细分为公司大股东或控股股东、“合格机构买方”及其他投资者,对不同发行对象在申购数量、持有期限、交易转让方式等方面进行分类要求,适度放松对认购人数的限制,引入竞价机制,强化发行时事前信息披露以及转售时事后信息披露并切实保证信息披露的公平性,防范公司大股东或机构投资者利用信息优势和资金优势进行市场操纵,切实维护中小投资者的合法权益。

最后需要说明的是,由于山煤国际反向收购的具体谈判事宜属于企业的重大机密资料,本文的研究主要是基于山煤国际和中油化建的相关公告以及权威媒体披露的相关资料,这在某些程度上限制了本文对于案例的深入探讨,未来基于大样本的实证研究将会进一步增强市场时机驱动反向收购假说的研究结论。

[参考文献]

- [1]Stein J.C. Rational Capital Budgeting in an Irrational World[J]. Journal of Business, 1996,69(4):429-455.
- [2]Baker M.,Wurgler J. Market Timing and Capital Structure[J]. Journal of Finance, 2002,57(1):1-32.
- [3]Shleifer A.,Vishny R.W. Stock Market Driven Acquisitions[J]. Journal of Financial Economics, 2003,70(3):295-311.
- [4]Rhodes -Kropf M., Robinson D.T., Viswanathan S. Valuation Waves and Merger Activity:The Empirical Evidence[J]. Journal of Financial Economics, 2005,77(3):561-603.
- [5]Dong M.,Hirshleifer D.,Richardson S. Does Investor Misvaluation Drive the Takeover Market [J]. Journal of Finance, 2006,61(2):725-762.
- [6]周业安,韩梅. 上市公司内部资本市场研究——以华联超市借壳上市为例分析[J]. 管理世界, 2003,(11):118-125.
- [7]Ritter J.R. The Long-run Performance of Initial Public Offerings[J]. Journal of Finance, 1991,46(1):3-27.
- [8]Graham J.R.,Harvey C.R. The Theory and Practice of Corporate Finance:Evidence from the Field [J]. Journal of Financial Economics, 2001,60(2):187-243.
- [9]Rhodes -Kropf M.,Viswanathan S. Market Valuation and Merger Waves [J]. Journal of Finance, 2004,59(6):2685-2718.
- [10]Ang J.S., Cheng Y. Direct Evidence on the Market Driven Acquisition Theory [J]. Journal of Financial Research, 2006,29(2):199-216.
- [11]Harford J. What Drives Merger Waves[J]. Journal of Financial Economics, 2005,77(3):529-560.
- [12]Loughran T.,Vijh A. Do Long-term Shareholders Benefit from Corporate Acquisitions [J]. Journal of Finance, 1997,52(5):1765-1790.

- [13]Fama E.F.,French K.R. Common Risk Factors in Returns on Stocks and Bonds [J]. *Journal of Financial Economics*, 1993,33(1):3-56.
- [14]Rau R.,Vermaelen T. Glamour, Value, and the Post-acquisition Performance of Acquiring Firms [J]. *Journal of Financial Economics*, 1998,49(2): 223-254.
- [15]邓路,廖明情. 上市公司定向增发方式选择:基于投资者异质信念视角[J]. *会计研究*, 2013,(7):56-62.
- [16]章卫东,张洪辉,邹斌. 政府干预、大股东资产注入:支持抑或掏空[J]. *会计研究*, 2012,(8):34-40.
- [17]Hertzel M., Smith R. L. Market Discounts and Shareholder Gains for Placing Equity Privately [J]. *Journal of Finance*, 1993,48(2):459-485.
- [18]Eisenhardt K.M., Graebner M. E. Theory Building from Cases:Opportunities and Challenges [J]. *Academy of Management Journal*, 2007,50(1):25-32.
- [19]祝继高,隋津,汤谷良. 上市公司为什么要退市——基于盛大互动和阿里巴巴的案例研究[J]. *中国工业经济*, 2014,(1):127-139.
- [20]冯根福,吴林江. 我国上市公司并购绩效的实证研究[J]. *经济研究*, 2001,(1):54-61.
- [21]Harris M.,Raviv A. Differences of Opinion Make a Horse Race [J]. *Review of Financial Studies*, 1993,6(3): 473-506.
- [22]Diether K.B., Malloy C.J., Scherbina A. Differences of Opinion and the Cross Section of Stock Returns[J]. *Journal of Finance*, 2002,57(5):2113-2141.
- [23]Bayar O., Chemmanur T.J., Liu M.H. A Theory of Capital Structure, Price Impact, and Long-run Stock Returns under Heterogeneous Beliefs[R]. 2011.
- [24]Chemmanur T.J., Michel J.S., Nandy D., Yan A. Capital Structure and Security Issuance under Heterogeneous Beliefs[R]. 2010.
- [25]邓路. 上市公司定向增发融资行为研究[M]. 北京:中国经济出版社, 2012.
- [26]Brown S.,Warner J. Measuring Security Price Performance[J]. *Journal of Financial Economics*, 1980,8(3):205-258.
- [27]Wruck K.H. Equity Ownership Concentration and Firm Value:Evidence from Private Equity Financings [J]. *Journal of Financial Economics*, 1989,23(1):2-38.

Market Timing, Reverse Merger and Economic Consequence ——A Case from Shanxi Coal International Energy Group Co.,Ltd.

DENG Lu, ZHOU Ning

(School of Economics and Management, Beihang University, Beijing 100191, China)

Abstract: Mispricing and merge and acquisition (M&A) in capital market have been the recent focuses of the academy. Current literature only focuses on marketing timing and M&A between listed firms, however, the literature ignores another kind of M&A——reverse merge. This paper conducts a case study for Shanxi Coal International Energy Group Co. Ltd, analyzes how the firm selects the suitable shell for listing from market timing perspective, and how the firm successfully gets listed by selecting the proper payment method and target for private placement. The paper also analyzes the importance of market timing for a successful reverse merge by evaluating the market and accounting performance. This paper provides evidence for reverse merger from emerging market with the hypothesis of marketing timing.

Key Words: Shanxi Coal International Energy Group Co. Ltd; market timing; reverse merge

JEL Classification: G32 M21 N20

〔责任编辑:鲁舟〕