

内部资本市场、资产注入与企业价值^{*}

——基于中国船舶的案例研究

邓路 王珊珊 刘瑞琪

[摘要]本文以中国船舶为例,从内部资本市场的角度分析了集团公司对控股的上市公司实施资产注入的运作路径及其对上市公司企业价值的影响。研究发现,中船集团选择中国船舶作为资产注入对象,是内部资本市场优化资源配置功能的体现。股权分置改革完成后,通过定向增发式的资产注入较好地协调了控股股东与中小股东的利益,资产注入有利于实现企业集团整体上市,资产注入后的上市公司业绩显著增强,中小股东的利益也得到了切实保护。本文的研究结论为全流通时代有利于发挥内部资本市场优化资源配置功能提供了证据支持。

关键词:内部资本市场 资产注入 经济后果

JEL 分类号:G15 G32 G34

一、引言

股权分置作为中国资本市场的一个重要特征,长期以来一直是中国资本市场发展的最大障碍。在股权分置状态下,上市公司非流通股股东与流通股股东同股不同价、同股不同权,导致两类股东缺乏共同利益基础。由于非流通股股东无法在二级市场上兑现股价收益,因此对提高上市公司质量并不关心,反而将上市公司作为从二级市场“圈钱”的工具,通过关联交易、相互担保、资金占用等方式“掏空”上市公司的事件时有发生。2005年4月29日,中国证监会发布《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》,这标志着中国开始实施股权分置改革以解决中国资本市场的历史遗留问题。此后,证监会、国务院国资委等管理层相继发布《关于提高上市公司质量意见》、《关于推进国有资本调整和国有企业重组的指导意见》等文件,支持具备条件的优质大型企业集团实现整体上市,鼓励不具备整体上市条件的企业集团把优质主营业务资产逐步注入到上市公司,以期实现做优做强上市公司的目的。随着股权分置改革的顺利完成,上市公司控股股东关注的焦点已由原来的公司净资产逐渐转移到上市公司市值。对于非整体上市的企业集团来说,集团公司有较强的动机通过内部资本市场的运作来提高所控制的上市公司股价,进而提升自身价值。集团公司通过内部资本市场整合资源对控股上市公司实施资产注入成为全流通时代企业集团资本运作的重要方式。

本文采用案例研究的方法,选择中国船舶工业集团公司(下文简称中船集团)旗下的上市公司中国船舶工业股份有限公司(前身为沪东重机股份有限公司,下文简称中国船舶,股票代码SH600150)为研究对象,主要基于以下几点原因:(1)中国船舶所属的中船集团是中央直接管理的特大型企业集团,分析中国船舶的资产注入可以揭示央企资产注入的运作思路。(2)中船集团旗下有多家上市公司,集团公司选择中国船舶作为资产注入对象可以使我们更好的理解资产注入是企

^{*} 邓路,北京航空航天大学经济管理学院,副教授、会计系主任、管理学博士;王珊珊,中国银河证券股份有限公司审计部,管理学博士;刘瑞琪,北京航空航天大学经济管理学院,硕士研究生。本文系国家自然科学基金(批准号:71202014)、北京高校青年英才计划项目(批准号:YETP1099)的阶段性成果。

业集团利用内部资本市场优化资源配置的重要手段。(3)中国船舶资产注入采取的是非公开发行股票方式,这是在全流通后开始出现的全新的再融资方式,通过定向增发实施的资产注入可以较好地协调上市公司控股股东与中小股东的利益。2007年初中国船舶资产注入前的股价只有30元左右,在此后的半年多时间里却一跃成为中国A股市场第一高价股(2007年10月11日盘中价突破300元),这不仅成为资本市场投资者关注的焦点,而且也成为上市公司定向增发式资产注入的典范。因此,以中国船舶作为研究对象,可以更好地揭示企业集团如何利用内部资本市场优化资源配置的功能实施资产注入以及资产注入的经济后果。

本文余下部分的安排如下:第二部分是内部资本市场相关理论分析;第三部分是案例回顾;第四部分从资产注入对象选择和定向增发资产注入过程两方面进行案例分析与讨论;第五部分是中国船舶资产注入后的经济后果;最后是本文的研究结论及启示。

二、内部资本市场相关理论分析

“内部资本市场”概念的提出始于20世纪70年代。Williamson(1970、1975)将企业为了整体利益最大化将内部各个经营单位的资金集中起来统一配置,具有不同投资机会的成员单位围绕资金进行争夺的市场称为“内部资本市场”。随着企业组织形式的演进,内部资本市场的内涵范畴不断扩大。本文所界定的“内部资本市场”,是指相对于外部资本市场而言的,存在于企业集团内部的一个非正式的“资本市场”,即能够为企业集团母公司与子公司之间、子公司与子公司之间以及集团内公司与其他关联企业之间提供资金融通、资产配置等服务的资本运作的平台。

(一)内部资本市场的基本功能

西方学者研究发现,内部资本市场具有三大基本功能:缓解融资约束、优化资源配置及监督激励功能。(1)内部资本市场缓解融资约束的功能主要体现在内部资本市场可以规避外部融资由于信息不对称等因素造成的高成本,降低了公司对融资成本较高的外部资本市场的依赖,可以通过对内部资本市场上的资本进行整合,缓解内部成员企业的投资对本部门现金流的依赖性,增强集团整体的融资承受能力,提高财务协同效应,降低公司陷入财务困境的可能性。Lewellen(1971)认为,多元化公司各分部不完全相关的现金流具有相互保险效应,能增加联合企业的借债能力。这种缓解融资约束的功能也被称作“多钱效应”(more-money effect),在由于融资约束而导致投资不足的情况下更为有效。Hubbard and Palia(1999)认为在外部资本市场不发达的情况下,形成内部资本市场有利于克服信息缺乏、减轻信息成本。Hadlock等(2001)的分析指出,多元化有助于减轻外部资本市场中常见的逆向选择问题。(2)内部资本市场优化资源配置的功能主要体现在内部资本市场能根据市场环境变化调整资本配置方向及数量,将资本配置到效率最高的环节。如Stein(1997)从信息优势的角度对内部资本市场与银行融资进行比较,认为处于信息优势的企业总部通过各个分部间的相互竞争,对企业内部各投资机会按回报率高低进行排序,并将有限的资本分配到边际收益最高的部门实现“优胜者选拔”(winner-picking),因此内部资本市场具有“活钱效应”(smarter-money effect)。(3)内部资本市场的监督激励功能则体现在集团总部能通过有效的监督和激励降低股东和经理之间的代理成本,提高资本使用效率。Gertner等(1994)认为CEO比债权人拥有更多的企业控制权,也就更有动力监督各经营单元的活动,因此内部资本市场能促使CEO有效调配公司内部资源。Stein(2002)认为,内部资本市场的存在使原来影响资源配置效率的决策者的自利倾向和建立王国倾向等不利因素转变为积极因素,内部资本市场的现金流在公司内部进行统一调配,并根据各投资项目的投资收益率来优化资本配置,这将激励各成员企业有效使用资金,从而促进资源配置效率的提高。

在内部资本市场的三大功能中,优化资源配置是最为核心的功能。该功能的发挥源于内部资本市场在信息方面的优势(Alchian,1969)、内部资本配置者享有的剩余控制权(Gertner et al.,1994)、资本供给的可靠性及内部资本市场的治理及控制功能(Williamson,1975)。根据 Gertner 等(1994),内部资本市场与外部资本市场(以银行贷款为例)的本质区别在于:内部资本市场上,公司总部(出资者)是资金使用部门资产的所有者,拥有剩余控制权;正是由于这一本质的区别,导致其在企业的监督、激励和资产的重新配置三个方面产生了不同于外部资本市场的后果。内部资本市场将有利于更好地重新配置企业资产,如果一个事业部业绩不佳,其资产将被有效地重新配置(如直接与公司总部控制的其他资产合并)。相反,外部出资者则只能把资产出售给其他使用者,并且往往不能获得足值支付。

(二)新兴市场国家内部资本市场功能异化

然而,对于新兴市场经济国家内部资本市场的研究普遍认为,由于股权结构相对较为集中,控股股东与中小股东之间的代理问题较为严重,内部资本市场的存在为集团内母子公司间非公允的关联交易、违规担保和资金占用提供了运作平台。Claessens 等(1999)和 Lins and Servaes(2002)认为在缺少投资者保护的国家,由于外部资本市场信息不畅通,监管不到位,控股股东更容易为满足私有收益,对其控股的公司有很强的利益侵占动机,利用金字塔股权结构进行利益输送,侵占中小股东利益,这种利益侵占大部分是通过企业集团内部资本市场进行公司资金、资产的转移,使内部资本市场的功能异化。

国内学者的研究也证实了确实存在控股股东利用内部资本市场“掏空”上市公司的现象。如万良勇和魏明海(2006)以三九集团和三九医药为例研究集团内部资本市场的功能实现问题,指出约束缺陷及激励扭曲导致的代理问题严重影响了中国企业集团内部资本市场的有效性。杨棉之(2006)通过对华通天香集团的案例研究,发现内部资本市场已经成为集团内母子公司间非公允关联交易、违规担保和资金占用的平台,内部资本市场的功能扭曲弱化了集团的公司治理与绩效水平。邵军和刘志远(2007)通过对“鸿仪系”内部资本市场的研究表明,系族企业内部通过金字塔股权结构控制成员公司时,最终控制人往往具有通过内部资本市场进行“利益输送”或“掏空”的动机。除了案例研究,杨棉之等(2010)对中国沪深 A 股上市公司系族企业内部资本市场的存在性和有效性进行实证研究,发现中国企业集团内部资本市场的配置效率普遍不高。王峰娟和粟立钟(2013)以现金流敏感性法直接度量上市公司内部资本市场效率,实证研究表明中国 H 股主板上市公司内部资本市场总体有效。然而,以上文献并未对内部资本市场资源配置有效或无效的影响因素进行分析研究。

近年来,国内学者开始关注导致中国内部资本市场功能异化的影响因素。王峰娟和邹存良(2009)探讨了多元化程度对内部资本市场配置效率的影响,研究发现从专业化到多元化发展的初期,内部资本市场配置效率会得到提高,但多元化超过一定程度后,内部资本市场配置效率会降低。叶康涛和曾雪云(2011)从集团产业战略和投资者保护程度两方面分析了如何遏制内部资本市场的负面后果,发挥其价值创造效应,分析表明,专业化产业战略可以通过降低集团内、外部的信息不对称程度而提升内部资本市场的资源配置效率,减少代理成本,抑制财富转移问题。邵毅平和虞凤凤(2012)采用大样本实证研究的方法探讨了内部资本市场关联交易对公司价值的影响,结果表明内部资本市场配置低效主要与非公允的关联交易有关,而公允的关联交易则会提升公司价值。王化成和曾雪云(2012)以三峡集团为例解释了专业化经营下集团内部资本市场的价值创造机理,并认为专业化战略对企业提升内部资本市场资本配置效率具有重要意义。谢军和黄志忠(2014)研究了区域金融发展和内部资本市场资本配置功能的互动效应,实证结果表明内部资本市场资本配置功能主要在民营企业中较为显著,尤其是在金融发展程度较低的地区。

我们发现，国内学者对企业集团内部资本市场的研究主要集中在内部资本市场功能异化方面，究其原因，主要还在于此前中国资本市场股权分置的特殊制度背景。在股权分置下，上市公司控股股东与中小股东利益冲突严重，企业集团内非上市的集团公司为了获取更多的控制权私人收益毅然选择“掏空”上市公司，使得内部资本市场非但没有发挥其优化集团内资源配置的功能反而成为向控股股东“利益输送”的平台。然而，在股权分置改革完成后的全流通时代，上市公司控股股东关注的焦点已由原来的公司净资产逐渐转移到上市公司市值，控股股东与上市公司的利益将趋于一致，控股股东追求自身价值最大化的逐利途径也将发生改变。内部资本市场的资源配置功能能否得到有效发挥将成为理论界和实务界共同关注的焦点。本文试图通过中国船舶资产注入的案例回答上述问题。与以往文献不同，本文从中国资本市场制度变迁视角探析企业集团内部资本市场配置效率，拓展了新兴市场化国家内部资本市场功能的研究视野。

三、案例回顾

(一) 相关公司介绍

中国船舶工业集团公司(英文简称 CSSC)组建于 1999 年 7 月 1 日,是中央直接管理的特大型企业集团,旗下聚集了一批中国最具实力的骨干造船企业、船舶研究设计院所、船舶配套企业及船舶外贸公司,共有约 60 家独资和持股企事业单位。CSSC 提出了“五三一”奋斗目标,即在 2005、2010 年分别进入世界造船集团“五强”、“三强”的基础上,再经过 5 年的努力,到 2015 年力争成为世界第一造船集团,从而推动中国成为世界第一造船大国。中船集团旗下共有中国船舶工业股份有限公司(中国船舶,股票代码 SH600150)、中船江南重工股份有限公司(下文简称中船股份,股票代码 SH600072)和广州广船国际股份有限公司(下文简称广船国际,股票代码 SH600685)三家上市公司。2006 年 11 月,中国船舶完成股权划转后,中船集团持有的以上三家上市公司的股权结构情况如图 1 所示。

(二) 案例概况

1. 资产注入前的准备工作——母子公司股权划转。2005 年 11 月 30 日,中国船舶实行股权分置改革,原非流通股东以 10 送 3.2 股的对价实现了全流通。完成股权分置改革后,中国船舶的主要国有股东沪东中华造船(集团)有限公司和上船澄西船舶有限公司的持股比例分别由原来的 50.87%和 17.25%下降到 43.25%和 14.66%。2006 年 11 月 3 日,经国务院国资委批准,中国船舶控股股东沪东中华造船(集团)有限公司和第二大股东上船澄西船舶有限公司将其各自所持的中国船舶“国有法人持股”共计 139853120 股无偿划转给公司实际控制人中船集团。本次股权划转完成之后,沪东中华造船(集团)有限公司、上船澄西船舶有限公司不再持有中国船舶股份,中船集团将直接持有中国船舶有限限售条件流通 A 股共 139853120 股,占公司总股本的 53.27%,成为公司控股股东。

2. 母公司对子公司资产注入。2007 年 1 月 29 日,中国船舶董事会发布非公开发行股票涉及重大关联交易公告,公告称公司拟向控股股东中船集团等特定对象以 30 元/股的价格非公开发行股票用以收购上海外高桥造船有限公司(下文简称外高桥造船)100%的股权、

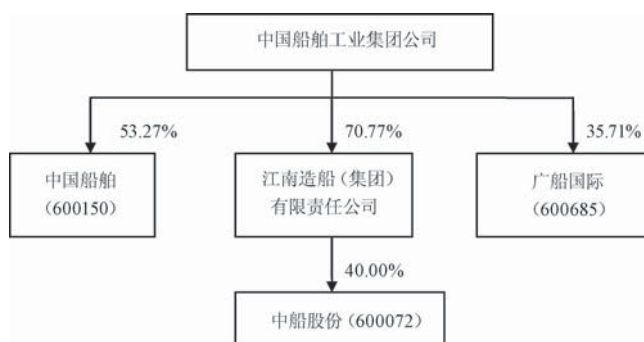


图 1 中船集团旗下上市公司股权结构

中船澄西船舶修造有限公司(下文简称澄西船舶)100%的股权以及广州中船远航文冲船舶工程有限公司(下文简称远航文冲)54%的股权。此次定向增发完成后,中国船舶拥有外高桥造船 100%、澄西船舶 100%以及远航文冲 54%的股权,初步完成了中船集团核心民品主业的整体上市。公司名称于 2007 年 8 月 1 日由原“沪东重机股份有限公司”变更为“中国船舶工业股份有限公司”,证券简称由“沪东重机”变更为“中国船舶”。

3.资产注入后的持续推进——子公司下属公司收购母公司关联资产。2008 年 1 月 31 日,中国船舶发布 2008 年第一次临时股东大会决议公告,公告表明会议通过外高桥造船从中船集团手中以分期付款的交易方式收购其持有的上海江南长兴造船有限责任公司(以下简称长兴造船)65%的股权,价值 228523.91 万元。2008 年 4 月 15 日,该收购事项全部完成。自此,中船集团核心民品主业的整体上市基本完成。

四、案例分析与讨论

(一)资产注入对象选择:内部资本市场资源配置视角

由于中船集团旗下有三家上市公司,那么对于中船集团来说,将集团内非上市的优质资产注入到哪家上市公司可以实现多赢是一个艰难的抉择。按照内部资本市场的理论,一个有效的内部资本市场必然会是集团总部通过权威(剩余控制权)向分部配置资源,并且是将资源配置到效率最高的领域。那么对于拥有多家上市公司的企业集团来说,只有把优质资产投入到盈利能力最强的上市公司才能真正体现内部资本市场优化资源配置的功能。

表 1 显示了中船集团旗下三家上市公司 2003~2006 年的部分财务指标。表中的前三项主营业务利润率、净资产收益率和每股收益反映了上市公司的获利能力,可以看出,中国船舶除了

表 1 中船集团旗下上市公司部分财务指标对比(2003~2006 年)

| 财务指标 | 公司名称 | 2003 年 | 2004 年 | 2005 年 | 2006 年 |
|------------|--------------|--------|--------|--------|--------|
| 主营业务利润率(%) | 中国船舶(600150) | 11 | 14 | 17 | 19 |
| | 广船国际(600685) | 3 | 5 | 8 | 15 |
| | 中船股份(600072) | 2 | 6 | 8 | 7 |
| 净资产收益率(%) | 中国船舶(600150) | 8 | 13 | 19 | 22 |
| | 广船国际(600685) | 6 | 5 | 12 | 27 |
| | 中船股份(600072) | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 每股收益(元) | 中国船舶(600150) | 0.17 | 0.33 | 0.56 | 1.02 |
| | 广船国际(600685) | 0.09 | 0.07 | 0.20 | 0.59 |
| | 中船股份(600072) | 0.02 | 0.02 | 0.03 | 0.04 |
| 主营业务增长率(%) | 中国船舶(600150) | 11 | 20 | 24 | 59 |
| | 广船国际(600685) | 18 | -17 | 15 | 22 |
| | 中船股份(600072) | 179 | -63 | 19 | 34 |
| 净资产增长率(%) | 中国船舶(600150) | 9 | 16 | 18 | 72 |
| | 广船国际(600685) | 7 | 5 | 14 | 36 |
| | 中船股份(600072) | 1 | 1 | 1 | 1 |

资料来源:根据上述各家上市公司年报整理而成。

2006 年的净资产收益率比广船国际略低外,三项指标都显著好于广船国际和中船股份,尤其是每年的主营业务利润率持续保持在 10%以上,体现了中国船舶经营业绩的稳定和较强的竞争优势。后两项财务指标主营业务增长率和净资产增长率则反映了上市公司的成长性,同样可以看到中国船舶比其它两家上市公司的优势明显。通过对上述财务指标的分析,我们认为中国船舶是中船集团旗下盈利能力最强、最具成长性的上市公司,将未上市的优质资产注入到中国船舶符合集团整体利益。

除了上面分析的财务数据外,三家上市公司的主营业务及其地理区位不尽相同也是影响集团公司选择资产注入对象的重要因素。中国船舶和中船股份都位于上海,前者是国内船用大功率中、低速柴油机生产基地,而后者是国内大型钢结构、成套机械工程制造基地,虽然两家公司都非船舶建造企业,而是为造船提供相关配套设备,但是中国船舶无论从经营规模还是经营效率上都强于中船股份。而广船国际虽然以造船为主营业务,但由于位于广州,而中船集团待注入的造船资产主要位于江南,因此在地理区位上没有优势。综合各种因素分析,我们认为中船集团最终选择中国船舶作为资产注入对象,是内部资本市场优化资源配置功能的体现。

(二)定向增发与资产注入

与其他企业集团直接完成资产注入不同,中国船舶的资产注入是一个系列过程,从母子公司股权划转,到母公司对子公司实施资产注入,再到子公司下属公司收购母公司关联资产等连续的资本运作,充分表明中船集团正着力将中国船舶打造成为实现集团核心民品主业整体上市的平台。

在母子公司股权划转之前,中国船舶的前两大股东沪东中华造船(集团)有限公司和上船澄西船舶有限公司均为中船集团的全资子公司,也就是说中国船舶为中船集团的孙子公司,中船集团通过直接控制中华造船(集团)有限公司和上船澄西船舶有限公司间接控制中国船舶,是中国船舶的实际控制人。在股权划转之后,沪东中华造船(集团)有限公司、上船澄西船舶有限公司不再持有中国船舶股份,中船集团将直接持有中国船舶有限售条件流通 A 股共 139853120 股,占公司总股本的 53.27%,成为公司控股股东。中国船舶股权划转示意图如图 2 所示。

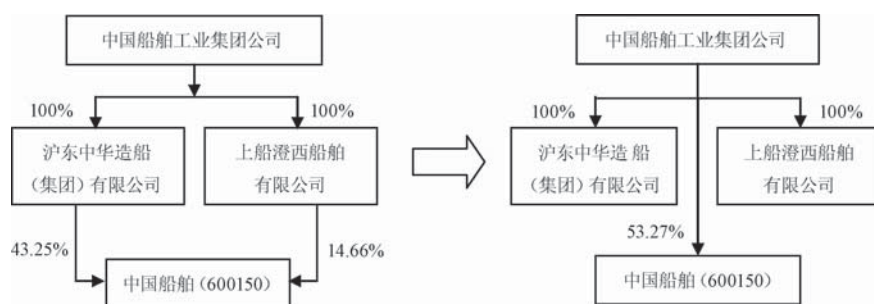


图 2 中船集团股权划转

中国船舶是中船集团旗下的优质资产,中国船舶主营的船用大功率柴油机作为造船的核心部件,对整个中船集团具有极其重要的战略意义。通过母子公司股权划转将中国船舶由中船集团下属公司持股改为由母公司中船集团直接持股,有利于中船集团进一步优化整合船舶配套资源,对理顺集团内部各项关联关系,提高公司治理水平具有重要意义。同时,此举也提升了中国船舶在整个中船集团的地位,为中船集团后续对中国船舶的资产注入化解了制度障碍。

在完成母子公司股权划转后,中国船舶向中船集团等特定对象定向增发股票,实施资产注入。本次非公开发行股票发行价格为 30 元/股,满足不低于本次董事会决议公告日前二十个交易日公

司股票均价的90%。对于本次非公开发行的4亿股新股,中船集团以资产(包括外高桥造船66.66%的股权、澄西船舶100%的股权及远航文冲54%的股权)认购不少于本次发行新股总数的59%,宝钢集团及上海电气以资产(其中宝钢集团以其持有的外高桥造船16.67%的股权、上海电气以其持有的外高桥造船16.67%的股权)合计认购不少于本次发行总量的16%,其余部分由包括宝钢集团、中国人寿、中信集团等其他不超过7家的国有大型企业以现金认购。除中船集团、宝钢集团、上海电气以资产认购的部分外,本次非公开发行新股的现金认购部分预计可募集资金约30亿元,主要用于外高桥造船、澄西船舶的技术改造。

由于是非公开发行资产注入,中国船舶原来的中小股东没有获得新发行的股票,因此其持股比例较原来有较大的下降,而控股股东中船集团由于注入的资产较多致使其持股比例较原来有所上升,同时宝钢集团和上海电气以其持有的资产注入到上市公司后成为中国船舶新的股东。定向增发前后的中国船舶股权结构如图3所示。

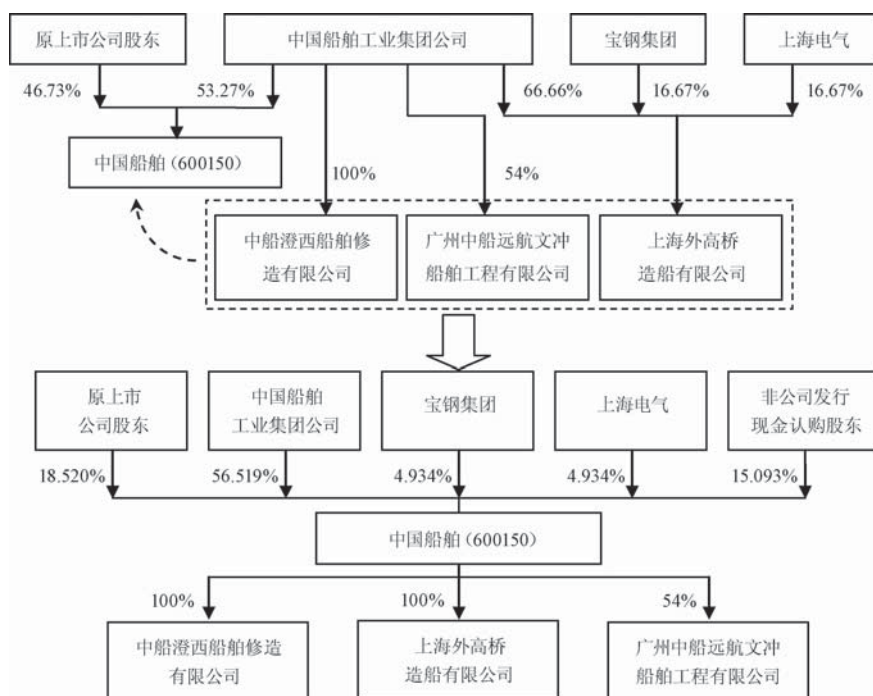


图3 中国船舶(600150)资产注入前后股权结构

通过向子公司资产注入,母公司中船集团将其他核心民品主业,包括大型民用船舶制造业务、修船业务纳入中国船舶,实现了核心民品造船、修船、核心配套三大业务的整合,新的上市公司形成了完整的产业链,初步成为中船集团核心民品主业整体上市的平台。

2007年中国船舶向母公司定向增发后,外高桥造船便成为中国船舶全资子公司。为了解决中国船舶的控股股东中船集团旗下的长兴造船与外高桥造船潜在的同业竞争问题,2008年4月,外高桥造船从中船集团手中收购了其持有的长兴造船全部股权。外高桥造船收购长兴造船前后股权结构变化如图4所示。

本次交易完成后,外高桥造船和长兴造船合计的产能将达到700万载重吨左右,外高桥造船将成为仅次于韩国现代重工的全球第二大、国内最大的造船企业。本次收购进一步强化了中国船舶在国内船舶工业领域的龙头地位,同时也是中船集团核心民品主业整体上市的战略需要。

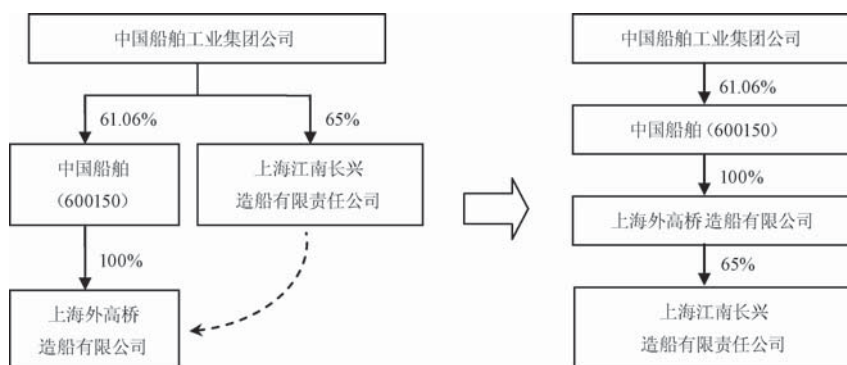


图 4 外高桥造船收购长兴造船前后股权结构变化

五、中国船舶资产注入的经济后果

本文的第四部分通过对中国船舶旗下的三家上市公司进行对比分析,认为将中国船舶作为资产注入对象符合中船集团整体利益,是内部资本市场资源配置功能的体现。那么中国船舶实施资产注入后是否达到了预期效果呢?我们将从中国船舶的历年公司财务数据变化和股票市场反应两个方面来分析资产注入的经济后果。

(一)上市公司财务状况的分析

进入 21 世纪后,随着世界经济与贸易持续稳定快速发展以及世界造船业向中国快速转移,中国造船业自 2002 年开始进入快速发展的“黄金时期”。从表 2 可以看出,中国船舶作为中国船用大功率柴油机龙头企业,2002 年以来无论是资产规模还是主营业务收入都实现了较快增长。截止到 2005 年底,公司的总资产及净资产大体稳定在 22 亿元和 7 亿元左右。随着股权分置改革的完成,中船集团利用内部资本市场对中国船舶进行一系列资产注入和资源整合,使得中国船舶的资产规模迅速膨胀。2007 年,中国船舶的总资产和净资产高达 381 亿元和 107 亿元,较资产注入前急剧增大。

究其原因,主要在于中国船舶定向增发收购的外高桥造船、澄西船舶和远航文冲相关资产规模远大于中国船舶自身的资产规模。根据《中国船舶工业股份有限公司非公开发行股票发行结果暨股份变动公告》,截止到 2006 年底,外高桥造船、澄西船舶和远航文冲累计的总资产、净资产分别是中国船舶(原沪东重机)的 553%、329%。2007 年以后,中国船舶又收购了中船集团旗下的长兴造船,在纵向整合资源的基础上进一步增强横向整合资源的能力,资产规模既有量的突破又注重质的提高。

随着外高桥造船等优质资产注入到上市公司后,中国船舶的盈利能力显著增强。2005 年年底,中国船舶主营业务收入、净利润和每股收益分别为 14.23 亿元、1.36 亿元和 0.56 元。由于中国船舶定向增发收购的外高桥造船、澄西船舶和远航文冲合计的主营业务收入和净利润分别是注入前上市公司主营业务收入和净利润的 4.49 倍和 5 倍之多,优质资产注入后带来的是公司业绩的大幅提升。与此同时,中国船舶还积极利用定向增发的募集资金改造集团内相关资产,最大限度地发挥集团内资源的聚合效应和协同效应。资产注入完成后,中国船舶已经从一家单纯从事大型船用低速柴油机生产企业转变为造船、修船、核心配套(大型船用低速柴油机)三大业务、产业链基本完整的上市公司。2008 年底,中国船舶实现了全年主营业务收入 276.56 亿元,同比增长 47.98%;净利润 41.60 亿元,同比增长 48.63%;每股收益 6.28 元。虽然 2008 年以来,由美国次贷危机引发的全球金融经济危机对船舶行业造成了巨大压力和挑战,但正由于中国船舶提前通过一系列内部资本市场运作优化集团内资源配置,弱化了行业周期性对上市公司的影响,使整合后的公司具有

表2 中国船舶(600150)主要会计数据及财务指标(2002~2011)

| 财务指标 | 总资产 (百万元) | 净资产 (百万元) | 主营业务收入 (百万元) | 净利润 (百万元) | 每股收益 (元) | 净资产收益率 (%) |
|------|--------------|--------------|-----------------|--------------|-------------|---------------|
| 2002 | 1131.35 | 480.98 | 866.29 | 9.09 | 0.04 | 1.89 |
| 2003 | 1222.26 | 526.84 | 957.79 | 44.51 | 0.18 | 8.45 |
| 2004 | 1646.77 | 610.61 | 1151.75 | 82.60 | 0.34 | 13.53 |
| 2005 | 2223.30 | 716.22 | 1423.28 | 135.56 | 0.56 | 18.93 |
| 2006 | 20389.83 | 3528.59 | 11741.55 | 1217.88 | 2.63 | 34.51 |
| 2007 | 38110.46 | 10740.95 | 18689.20 | 2798.56 | 5.30 | 26.06 |
| 2008 | 45016.04 | 12042.54 | 27655.90 | 4159.62 | 6.28 | 34.54 |
| 2009 | 43030.17 | 13891.21 | 25237.54 | 2500.61 | 3.77 | 18.00 |
| 2010 | 51434.31 | 15949.69 | 29855.37 | 2608.53 | 3.94 | 16.35 |
| 2011 | 49750.47 | 17804.51 | 28699.37 | 2252.36 | 2.12 | 12.65 |

资料来源:根据中国船舶(600150)各年年报整理而成。

更好的抗风险能力。

(二)上市公司股票市场反应的分析

本文通过事件研究法考察中国船舶一系列内部资本市场运作的短期市场反应。我们选择董事会首次公告日为事件日, $[-10, 10]$ 为事件窗口期, 估计窗口为 $[-200, -60]$, 使用市场模型法, 以中国船舶日收益率与上证综指日收益率进行拟合得出的 β 值来预测事件窗口内每日的正常收益率, 然后计算各期的日超额收益率 AR 和累计超额收益率 CAR。

由图 5 可以看出, 从中国船舶资产注入公告日的第 -3 天开始, CAR 持续为正值, 董事会宣告日前 10 个交易日市场已有 17.61% 的累计超额收益率说明资产注入的内幕消息可能提前泄露。公告日后, 公司股价更是一飞冲天, 事件窗口期 $[-10, 10]$ 已经产生 80.59% 的累计超额收益率, 说明投资者对资产注入后上市公司的发展前景普遍持较为乐观的预期。中国船舶资产注入给投资者带来的短期正的财富效应, 一定程度上提升了公司价值。

中国船舶资产注入的短期市场反应表明通过内部资本市场的资源配置, 有助于改善上市公司的业绩, 会为投资者带来正的财富效应。那么, 资产注入是否会对上市公司长期市场表现产生影响呢? 我们以 2006 年初到资产注入完成后 5 年即 2011 年底为观察期来考察公司的长期市场表现。由图 6 可以清楚的看到, 从股权分置改革完成, 截止到 2011 年 12 月 31 日, 中国船舶公司股价的累计超额收益率持续显著为正, 尤其是在中国船舶资产注入后, 累积超额收益率从 100% 一跃达到 250%。虽然进入 2008 年以后, 中国股票市场经历了大幅调

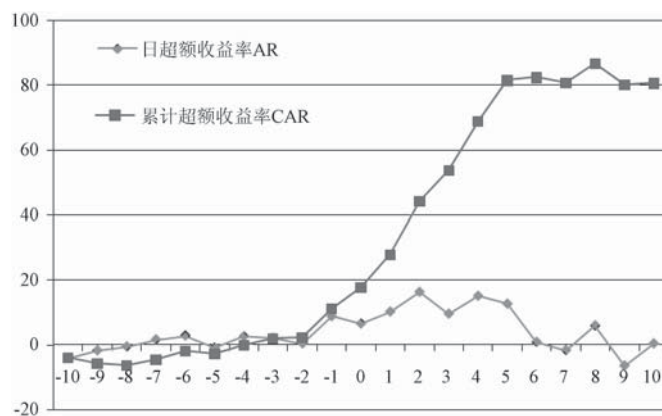


图5 中国船舶(600150)资产注入公告的短期市场反应

整,中国船舶的股价也随之下挫,但其累计超额收益率始终保持在150%以上。而且,中国船舶董事会于2008年8月7日发布公告,称控股股东中船集团对股权分置改革后已解禁获流通权的24149312股中国船舶股份,自公告日起两年内,如二级市场价格在120元以下(如中国船舶在此期间实

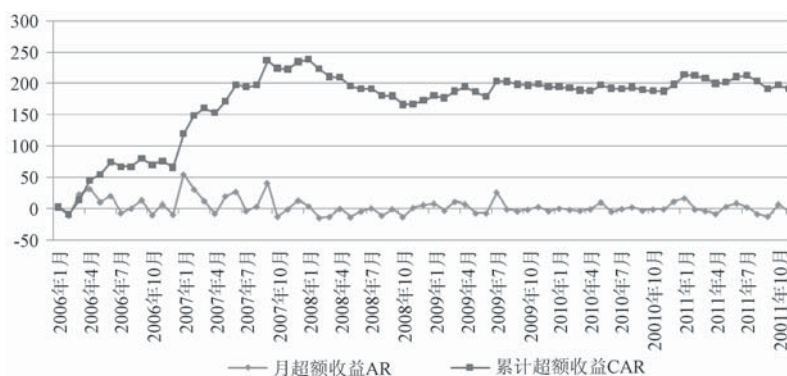


图6 中国船舶(600150)股权分置改革后长期市场反应

施分红、配股、转增等将进行除权除息处理),不通过二级市场减持上述股份;对根据股权分置改革约定,于2009年5月30日解禁获流通权的115703808股中国船舶股份,自解禁日起自愿承诺延长锁定期两年,即2011年5月30日前不通过二级市场减持上述股份。控股股东上述承诺表明其看好中国船舶未来发展的坚定信心,也说明了母公司通过资产注入将中国船舶打造成为中船集团核心民品主业上市的平台意在长远。中国船舶公司股价的累计超额收益率持续显著为正,说明投资者对中国船舶长期的业绩增长和价值提升持乐观态度。

六、研究结论与启示

前人的很多案例研究表明,企业集团往往通过内部资本市场的运作“掏空”上市公司,企业集团内部资本市场成为了控股股东侵害中小股东的操纵平台。然而,通过对中国船舶案例的研究,我们发现,股权分置改革后,随着股份实现全流通,控股股东掏空上市公司的动机明显减弱,更多地选择利用内部资本市场向上市公司注入优质资产、提升上市公司的竞争力,从公司价值提升中获得收益。如本案例中的母公司中船集团利用内部资本市场,向子公司中国船舶(含前身沪东重机)输送各种优质资产,促使子公司完成船舶工业中造船、修船、核心配套三大业务的整合,形成完整的产业链,成长为具备国际竞争力的船舶公司。上述资源优化配置的结果使得中国船舶的公司业绩显著增强,中小股东的利益也得到了切实保护。

中国船舶的资产注入是中国资本市场股权分置改革后蜂拥兴起的资产注入热潮中最引人关注的事件之一。通过对中国船舶案例的研究,我们得到如下启示:

1.全流通时代,内部资本市场的功能将得到有效发挥。在全流通时代,上市公司控股股东关注的焦点已由原来的公司净资产逐渐转移到上市公司市值。为了实现自身股权价值最大化,控股股东有很强的动机将自己所拥有的非上市的优质资产注入到上市公司。以中国船舶为例,股权分置改革完成初期,母公司中船集团持有中国船舶股权的市值大约在11亿元,股改后控股股东中船集团通过一系列资本运作将外高桥造船、长兴造船等大量优质资产整合到中国船舶旗下,到2014年12月,中船集团持有中国船舶股权的市值最高已达370亿元。正是由于在全流通下上市公司流通股与非流通股同股同价,促使很多企业集团纷纷选择通过内部资本市场平台对控股上市公司实现资产注入,以期达到集团内部资源优化配置,提升上市公司盈利能力,藉以分享上市公司未来经营业绩持续增长的财富收益。

2.定向增发成为企业集团实施资产注入的重要方式。通过再融资(增发、配售或可转债)收购母公司资产,是过去经常采用的资产注入方式。比如2004年8月宝钢股份决定增发5亿普通股再融

资 280 亿元,用于收购宝钢集团的所有其他钢铁资产。计划不超过实际增发数额的 50%向社会公众增发,其中部分按适当比例向原社会公众股东优先配售。宝钢股份公布增发方案后,股价不涨反跌,主要原因就是中小流通股股东认为宝钢再融资行为实质就是“圈钱”。而定向增发的出现改变了传统再融资的方式。由于定向增发是向特定的对象(发行对象不超过十名)非公开发行股票,与公开增发和配股相比,它本身已经从单纯的上市公司再融资行为,逐渐过渡到上市公司通过向控股股东定向增发股份收购控股股东的优质资产,减少关联交易,实现整体上市的重要方式(邓路,2012)。

3.整体上市已经成为优化企业集团治理结构的重要手段。中船集团利用内部资本市场对下属子公司中国船舶进行一系列资源整合后,实现了核心民用船舶主业整体上市。整体上市对完善企业集团治理结构的积极作用主要体现在以下三个方面:首先,整体上市将企业集团母公司与子公司之间的业务关联交易转换成上市公司内部的资源配置,从而降低交易成本,以实现资源的有效配置;其次,整体上市可以把相关的上游产品和下游产品纳入同一企业组织结构内,拓宽企业边界,并通过降低市场交易费用降低成本;再次,企业整体上市还可以整合原来已经上市的子公司,以规避同业竞争,提高企业整体的运作效率。

参考文献

- 邓路(2012):《上市公司定向增发融资行为研究》,中国经济出版社,2012年。
- 万良勇、魏明海(2006):《我国企业集团内部资本市场的困境与功能实现问题——以三九集团和三九医药为例》,《当代财经》,第2期。
- 王峰娟、邹存良(2009):《多元化程度与内部资本市场效率——基于分部数据的多案例研究》,《管理世界》,第4期。
- 王峰娟、栗立钟(2013):《中国上市公司内部资本市场有效吗?——来自H股多分部上市公司的证据》,《会计研究》,第1期。
- 王化成、曾雪云(2012):《专业化企业集团的内部资本市场与价值创造效应——基于中国三峡集团的案例研究》,《管理世界》,第12期。
- 邵军、刘志远(2007):《“系族企业”内部资本市场有效率吗——基于鸿仪系的案例研究》,《管理世界》,第6期。
- 邵毅平、虞凤凤(2012):《内部资本市场、关联交易与公司价值研究——基于我国上市公司的实证分析》,《中国工业经济》,第4期。
- 谢军、黄志忠(2014):《区域金融发展、内部资本市场与企业融资约束》,《会计研究》,第7期。
- 杨棉之(2006):《内部资本市场公司绩效与控制权私有收益——以华通天香集团为例分析》,《会计研究》,第12期。
- 杨棉之、孙健、卢闯(2010):《企业集团内部资本市场的存在性与效率性》,《会计研究》,第4期。
- 叶康涛、曾雪云(2011):《内部资本市场的经济后果:基于集团产业战略的视角》,《会计研究》,第6期。
- Alchian, A. (1969): “Corporate Management and Property Rights”, *Economic Policy and the Regulation of Corporate Securities*, Washington, D.C. American Enterprise Institute.
- Claessens, S., S. Djankov, J. Fan and L. Lang (1999): “The Benefits and Costs of Internal Markets: Evidence from Asia’s Financial Crisis”, Working Paper, World Bank.
- Gertner, H., D. Scharfstein and J. Stein. (1994): “Internal versus External Capital Markets”, *Quarterly Journal of Economics*, 109, 1211-1230.
- Hadlock J., M. Ryngaert and S. Thomas (2001): “Corporate Structure and Equity Offerings: Are there Benefits to Diversification?”, *Journal of Business*, 74, 613-635.
- Hubbard, P. (1999): “Understanding the Determinants of Managerial Ownership and the Link between Ownership and Performance”, *Journal of Financial Economics*, 53, 353-384.
- Lewellen, G. (1971): “A Pure Financial Rationale for the Conglomerate Merger”, *Journal of Finance*, 26, 521-37.
- Lins, K. and H. Servaes (2002): “Is Corporate Diversification Beneficial in Merging Markets”, *Financial Management*, 31, 5-31.
- Stein, C. (1997): “Internal Capital Markets and the Competition for Corporate Resources”, *The Journal of Finance*, 52, 111-133.
- Stein, C. (2002): “Information Production and Capital Allocation: Decentralized versus Hierarchical Firms”, *Journal of Finance*, 57, 1891-1921.
- Williamson, E. (1970): “Corporate Control and Business Behavior: An Inquiry into the Effects of Organization Form on Enterprise Behavior”, Prentice Hall, New Jersey.
- Williamson, E. (1975): “Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications”, Collier Macmillan Publishers, Inc., New York.

(责任编辑:罗 滢)