

# 国内资产重组的绩效评价方法简述

蒋岳青

(湖南工业大学, 湖南 株洲 412008)

**摘 要:**企业资产重组绩效评价是用于检验资产重组效果、评价企业资产重组决策是否正确的一个重要工具。具体包括重组企业绩效是否提升,重组类型与重组后企业绩效的关系两个方面。其评价方法为财务评价、股票评价和其他评价。

**关键词:**资产重组;绩效评价;评价方法

## Achievement Evaluation Methods of the Domestic Assets Reorganization

JIANG Yue-qing

(Hunan University of Technology, Zhuzhou Hunan 412008, China)

**Abstract:** The enterprise merger achievement evaluation is an important tool used either to examine the effect of the merger achievement or to evaluate whether the business enterprise merger policy is right or not. To be concrete, it includes the enhancement of the merger achievement evaluation and the merger type and the relationship between the merits of the reorganized enterprises. Evaluation methods are finance, stock and some others.

**Key words:** assets reorganization; achievement evaluation; evaluation methods

随着我国证券市场的发展,围绕上市公司展开的兼并收购和资产重组活动日益活跃,重组浪潮迭起。在理论界关于重组后公司的绩效是否得到有效改善成为学者们研究的热点,得到的结论也成为争论的焦点。

企业资产重组绩效研究主要包括两个方面:一是重组后企业绩效是否提升;二是重组类型与重组后企业绩效的关系。其中研究的重组类型包括:收购兼并、资产置换、股权转让、资产剥离等。对于如何评价重组活动,学者们经过数十年的研究,依然没有达成统一的共识。没有达成共识的原因有许多种,主要有样本选择的差异、评价方法的不同、评价指标选取的不同、外部环境的变化、具体企业内部的各自具体情况等。在这里,笔者将重组绩效评价方法分为三类,即财务评价、股票评价和其他评价,并一一对其作详细的解释和分析。

### 一 财务评价方法

#### (一) 指标的选择

目前主流的重组绩效财务评价方法主要考察三类指标:一是盈利能力指标,包括资产回报率(ROA)、销售回报率(ROS)、股权回报率(ROE)、每股收益(EPS)、销售增长、普通股回报率等指标;二是现金流回报指标,包括预期贴现现金流、资产运营现金流回报、基于整个市场价值的运营现金流回报等。三是 EVA 指标体系。

1、盈利能力指标。提高上市公司的盈利能力是管理者做出重组决策的主要目的。常用的盈利能力指标是 ROA,因为在所有的盈利能力的财务评价中,ROA 对估计的偏差最不敏感,比权益回报率反映的偏差要小。有些研究使用销售回报率(ROS)而不是资产回报率(ROA),是因为收购的会计方法直接影响 ROA,而 ROS 不受收购的会计方法影响。

收稿日期:2009-06-10

作者简介:蒋岳青(1971-),男,湖南工业大学教师,湖南大学工商管理学院硕士研究生,主要从事企业管理、投资决策研究。

2. 现金流指标。国外一些研究者提出用税前运营现金流来评价运营绩效的提高。他们定义运营现金流为销售额减产品销售成本,减销售和管理费用,加折旧和商誉支出。用这个评价指标除资产的市场价值(股权的市场价值加净债务的账面价值)来提供一个回报的度量,在不同的公司间进行比较。税前运营现金流回报评价排除了折旧、商誉、利息支出/收入和税收,因此不受重组会计方法的影响。

3. EVA 指标体系。(1) EVA。EVA 是税后净营业利润(NOPAT)扣除资本成本(包括债务资本成本和股权资本成本)后的部分,用公式表示为:

$$EVA = NOPAT - KW \times CE$$

其中, KW 为公司的加权平均资本成本, CE 为所投入的全部资本。而  $NOPAT = \text{息税前利润} \times (1 - \text{所得税税率})$ ; 资本投入额(CE) = 股权资本投入额 + 债务资本投入额; 加权资本成本率(KW) = 股权资本比例  $\times$  股权资本成本率 + 债务资本比例  $\times$  债务资本成本率  $\times (1 - \text{所得税税率})$ 。

EVA 指标是一个综合而全面的正向指标,公司的一切经营行为都在于使公司价值最大化,因此 EVA 值越大越好,而不论其利润指标如何。对上市公司重组绩效进行评价时,该模型的意义为:股东必须获取一定的收益以补偿投资重组的风险,换言之,就是权益资本所获取的利润最少应与其在资本市场上同等风险下用于其他用途时所获取的利润(资本的机会成本)相等。

(2) 经济增加值率。经济增加值率是单位资本投入产生的价值。用公式表示为:经济增加值率 =  $EVA/CE$ 。经济增加值率能衡量企业资本运作效率的高低,它实际上等于企业实际投入资本的回报率与加权资本成本率之差,即它反映了企业的“超额”回报。

(3) 股权经济增加值率。股权经济增加值率是股东投入单位资本产生的价值,用公式表示为:股权经济增加值率 =  $EVA/\text{股权资本投入额}$ 。

与传统指标相比, EVA 指标体系考虑了公司实际使用的全部资本,使得评价更全面;它缩小了上市公司人为操纵的利润空间;而且, EVA 指标真正体现了股东价值最大化的思想;另外,利用 EVA 指标可以将不同风险的企业在相同的基础上进行比较。

## (二) 评价期间的选择

不同研究者对于评价期间的选择并不相同。早期的研究认为 3 年能够充分反映重组后公司绩效的变化。如今的研究一般使用不低于 3 年不超过 5 年

的数据来计算重组前后评价绩效。因为尽管一些与协同有关的效果在 5 年内无法完全实现,但增加年数会增加非控制因素影响的可能性,5 年代表这些因素之间的一个平衡。

## (三) 评价模型

1. 为了进行实证研究,必需对样本的适度性指标进行正向化处理。适度指标正向化公式为:

$$X^{1ij} = 1/(X_{ij} - t)$$

式中,  $X^{1ij}$  为正向化后指标,  $X_{ij}$  为原始指标,  $t$  为  $X_{ij}$  的平均值。

2. 综合得分模型的构建。在进行绩效检验之前必须将选取的指标分别赋以权重来构建综合得分模型。目前的分析主要采用主成份分析法(principle components analysis)来确定权重,这种方法的核心是对若干个指标进行因子分析提取适当的公共因子,再以每个因子的方差贡献率作为权数,对各个因子的得分进行加权以构造综合得分函数。该综合得分函数为:

$$F_i = a_{i1}Y_{i1} + a_{i2}Y_{i2} + \dots + a_{ij}Y_{ij}$$

其中,  $F_i$  是第  $i$  个公司业绩的综合得分,  $a_{ij}$  为第  $i$  个公司第  $j$  个因子的方差贡献率,  $Y_{ij}$  为第  $i$  个公司第  $j$  个因子的得分值。

## 二 股票评价方法

### (一) 评价指标的选择

1. 超额收益法。是将上市公司资产重组公告日前后某段时间内重组双方股东的实际收益  $R$  与假定无资产重组公告影响的同一段时间内股东的正常收益  $ER$  进行对比,从而得出所谓超额收益  $AR$ 。

$$AR = R - ER$$

即通过股票市场价格来检验重组活动是否提高了股东的投资收益,从而反映上市公司资产重组的市场绩效。

2. 托宾  $Q$  值。国外对上市公司资产重组绩效的研究很多使用这种方法,具体是用托宾  $Q$  值来评价股票价格的变化,这种方法主要反映公司的未来成长能力。

$$Q = (MVE + PS + DEBT) / TA$$

其中,  $MVE$  是公司的流通股市值,  $PS$  为优先股的价值,  $DEBT$  是公司的负债净值,  $TA$  是公司的总资产账面值。

### (二) 评价时间窗的选择

从文献研究中可以看到,长的时间窗可以是重组前 18 个月到重组后 64 个月,短的时间窗可以是

重组宣布前后1天。计算重组宣布前后5个交易日的异常回报是经常使用的时间窗。有些研究者为了更全面的反映股市对于重组的反应,会同时比较几个时间窗。

股票评价方法是基于两个基本假设:一是资本市场是有效的,市场对事件的反应是无偏的,股价包含了重组公司的所有信息;二是能有效排除研究期内其它因素的影响。这种方法的可行性在我国受到一些因素的制约,主要因为我国资本市场的弱有效性,股价信息的完整性、时效性方面与成熟的资本市场还有很大差距,股价信息的有效性受到质疑。

### 三 其他评价方法

#### (一)自我报告法

在分析收购公司的长期绩效时,一些学者使用统一的指标,通过设计好的量表询问被访者,收购的长期绩效由重组后市场份额、销售、内在的盈利能力和相对于行业均值的盈利能力的自我报告进行评价(self-reported measure)。鉴于公司经营者是重组决策的制订者,由其自评不失为明智的方案。

#### (二)专家小组评价法

一些学者在研究特定公司的重组案例时,提出使用专家小组的主观评价来评价重组的绩效。他们认为严格的依赖绩效的财务评价是不合适的,因为它们反映的是整个公司绩效而不仅仅是与收购有关

的绩效。因此他们用一个专家评价小组设计了一个对于每一个收购绩效的主观评价方法。

以上评价方法主要是通过比较企业重组前和重组后的特定绩效评价指标,来评价重组活动的绩效及成败。通常认为,财务评价对于长期绩效的评价更有说服力,而股票绩效可以分析短期甚至是瞬间的绩效。面对我国资本市场的飞速发展,如何建立适合我国情况的、有效的评价体系,仍然是摆在我们面前的课题。

#### 参考文献:

- [1] 王晓芳,王刚,李建.上市公司资产重组的实证研究[J].北京交通大学学报,2004(3):26-30.
- [2] 孟辉,范立华.我国上市公司重组绩效实证研究综述[J].中国证券业通讯,2002(9):28-29.
- [3] 杨晓嘉,陈收.上市公司并购绩效矩阵评价模型研究[J].财经理论与实践,2005(3):64-68.
- [4] 尤建新,武小军,郭建新.我国上市公司资产重组绩效评价模型[J].同济大学学报,2005(6):828-832.
- [5] 雷辉,陈收.基于长期超额收益率的不同资产重组方式绩效实证研究[J].财经理论与实践,2006(9):45-49.

责任编辑:徐蓓