

杨 华 著

上市公司并购重组 和 价值创造

EXCHANGE QUOTE			
SPOT		SELLING	円→ドル
米ドル	\$	現金 (CASH)	T/CHECK
ユーロ		118.55	118.55
			118.55
			118.55
			118.55
			118.55
			118.55
			118.55
			118.55

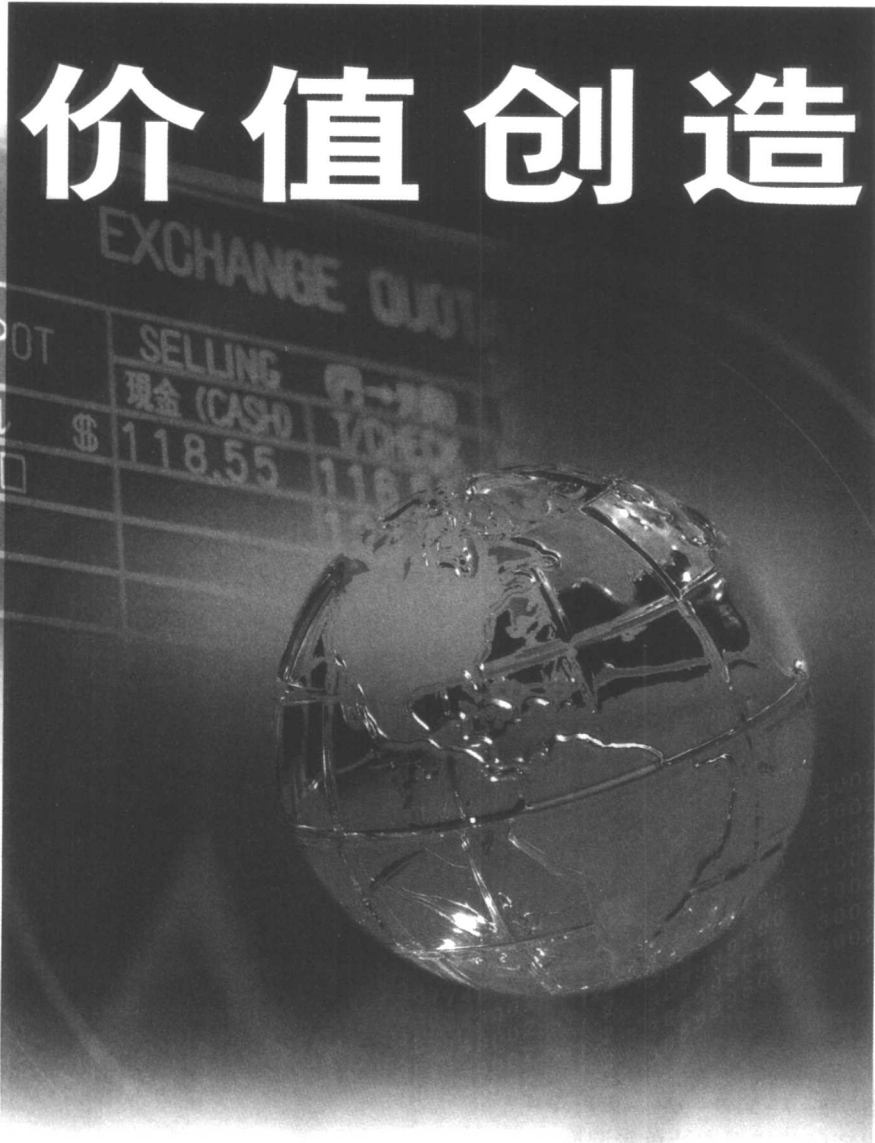


中国金融出版社

杨 华 著

上市公司并购重组 和

价值创造



SPOT		EXCHANGE QUOTE	
		SELLING	BUYING
米ドル	\$	現金 (CASH)	118.55
ユーロ	€		

 中国金融出版社

责任编辑：张哲强

责任校对：张京文

责任印制：张 莉

图书在版编目 (CIP) 数据

上市公司并购重组和价值创造 (Shangshi Gongsì Binggou Chongzu he Jiazhi Chuangzao) / 杨华著. —北京：中国金融出版社，2007.1

ISBN 978 - 7 - 5049 - 4244 - 9

I. 上… II. 杨… III. ①上市公司—企业合并—研究—中国②上市公司—资产重组—研究—中国 IV. F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2007) 第 004531 号

出版 **中国金融出版社**
发行

社址 北京市广安门外小红庙南里 3 号

市场开发部 (010) 63272190, 66070804 (传真)

网上书店 [http: // www. chinafph. com](http://www.chinafph.com)

(010) 63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010) 66070833, 82672183

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 保利达印务有限公司

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 19.5

字数 329 千

版次 2007 年 2 月第 1 版

印次 2007 年 2 月第 1 次印刷

定价 38.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 4244 - 9 / F · 3804

如出现印装错误本社负责调换

序

伴随着国内股权分置改革的顺利进行，证券市场在 2006 年开春后不久，迎来了一个反转格局。这个局面既是国内宏观经济持续向好、国内外投资人预期调整到位的结果，也是市场各方在党中央、国务院宏观调控、结构调整等各项方针政策的指引下，狠抓市场基础建设，促进监管制度逐步完善，夯实市场基础、提高资产质量等方面的努力最终促成的结果。在这一过程中，我本人得到两个深刻的认识：一是证券市场的发展必须以服务于宏观经济为出发点和落脚点；二是证券市场的发展必须找到适合中国国情的支撑点，其中保护和增进投资者权益，就是一个十分重要的切入点。

在证券市场对宏观经济运行的服务深度得到提高、证券市场获得持续发展的新的生命力，尤其是当前市场反转格局既定之后，摆在我们面前的一个突出任务，就是要对市场下一步的总体趋势进行深入细致的观察和分析，找到新的关键环节。也是在这样一个背景下，杨华同志撰写的《上市公司并购重组和价值创造》一书即将面世，可以说是对我们完成这些任务在做一些理论准备和探索的工作，值得称道。我也愿意借此机会，谈一谈自己的一些看法，供有识之士批评和商榷。

概括一下最近几年证券市场的工作，我觉得我们主要做了三件事情。其一是在产权基础构造的意义上完成了证券市场的国际对接。这件事情随着股权分置改革的逐步结束，已经到位。所谓产权基础的构造，一方面是我们解决了发起人股不能流通以及由此带来的一系列问题，另一方面还包括我们已经为国有股权如何在市场内部找到定位、功能如何谋划、作用如何发挥等这些极具国情特色的问题找到了出路。可以说，这是一个影响深远的变革。有了这么一个对接，中国证券市场今后就可以进一步谋求在国际金融市场上的分工，并进而对国内结构调整、核心竞争力的培育发挥重要的、不可替代的作用。其二是我们在监管理念的优化方面获得深化。前几年我们搞监管，主要依靠管理艺术，在

各方利害相关人的权益之间谋求协调，做了大量的工作。这几年的做法有些改变，那就是我们已经开始把监管手段的多样化和有效性放在国内行政资源的优化这一大背景下进行考虑。把证券监管延伸到市场边缘，甚至市场之外的利益主体那里，理念上的改变，对我们丰富监管手段，提高针对性和科学性具有十分重要的意义。其三是为证券市场的发展和市场监管培育起了几个重要的支点。第一个支点是市场内部金融资产的质量是市场规范发展的重要支点，这一点已经通过各种渠道贯穿到监管的日常工作中去了；第二个支点是社会公众股股东权益的保护，是监管工作的核心出发点和落脚点；第三个支点是证券市场的功能培育和发挥，是市场获得持久生命力的源泉。

回顾过去几年的实践，我们还发现，证券市场的发展与繁荣，一刻也离不开宏观经济运行这个背景。宏观经济运行状况的改善和质量提高一方面是证券市场服务的对象，另一方面也为证券市场本身的走势提供了基本环境和驱动。举例来说，关于近几年宏观经济走势，大家有很多看法，但总体上有三点已经有了共识。一是宏观经济的持续高增长是数十年来坚持改革开放的必然结果，是我们积极参与和应对国际经济循环和问题的过程中，能够赢得的最好局面之一。二是当前宏观经济中遭遇的问题，是国际经济和国内经济运行交叉作用的结果，一些产业出现局部产能过剩，一些行业的绩效不尽如人意，还有一些经济部门出现了国家经济安全问题，都属于发展中的问题，通过我们提高指定和执行政策的能力，完全能够依靠我们自己的能力得到解决。三是尽管在战略上我们可以而且应该满怀信心，但战术上还应该谨慎对待，一些问题，尤其是与国际化趋势纠缠在一起的问题，需要很强的处理艺术才能平稳过关。

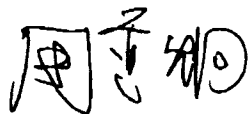
对于证券市场来说，一个经常被人们忽视的政策环境是产业结构调整 and 自主创新能力的提升，这两件事情看上去互不相干，实际上有很大的联系。产业结构调整是为了提升国民经济在世界经济格局中的竞争地位，自主创新能力的提高也是为了这个目的。这是从发展的角度来理解。如果从改革的角度来理解，两件事情的迫切性能够得到进一步的凸显，因为不搞自主创新，不优化产业结构，我们现在拥有的很多行业，就需要依靠别人的市场消化产出，为了维持这些产业对就业的贡献，我们还需要维持一个规模，这个规模经常让我们在世界原材料市场的谈判中吃亏，这就是提高自主创新能力和优化产业结构的紧迫性所在。

因为要搞产业结构调整，一个自然而然的想法，就是把一切可用的市场资源都调动起来，用市场化机制解决这个问题。其中公司间的并购和资产重组就是这么一个机制和平台。前几年我们也搞过产业结构调整，主要借助产权交易所、大宗股权交易市场等平台，有效果，但很难成气候，现在要多注重采用证券市场这个平台，这个平台的好处是交易比较透明，而且容易引起国际市场关注，也比较容易和国际经济实现无缝隙的对接，这是我们赞赏在证券市场推动并购重组的原因。

在证券市场内部以上市公司为一方当事人推动并购重组，还是一个很好的机会，帮助国内这个市场优化它的功能定位，争取一个世界资本市场的分工角色。并购和重组的核心是定价，定价机制是否完善，特别说明一个市场的效率。我们不谋求国内证券市场的国际分工，一定要把它的定价机制搞好了才行。好的定价机制，体现在这样几个方面：（1）实体经济领域里有国际竞争力的领域，证券市场在这一领域的定价也应该获得世界范围内的权威性；（2）市场内完全能够体现和消化国情特色的问题，并且这一点世界上其他地方的投资人也都知道，不能因为我们有个性化的东西，就让他们觉得我们的市场不可靠。（3）要有足够的交易规模和交易深度，以便把价格应该包含的所有信息都包含进去。从这几个方面看，并购重组在证券市场内部搞，都很有必要。证券市场效率高，实体经济里的哪个行业有竞争力，这里很容易检验；在并购过程中，各个方面的利益主体都需要平衡和和谐，这特别能消化国情问题；另外，并购重组不仅自身交易规模大，而且诱发能力强，对刺激市场繁荣和平稳运行很有帮助。

目前研究并购的成果比较多，但研究国内并购/资产重组活动的成果还是太少，那些能够把国内的个性问题归纳清楚，提出解决办法的成果就更少。希望杨华同志这本书的出版，能够吸引更多的人关心这一领域的问题，群策群力，把市场内的并购和资产重组活动引导到提升宏观经济质量这个目标上来。

中国证监会前任主席
中国金融市场发展委员会主席



2006年10月

前 言

随着股权分置改革的顺利进行，我国证券市场于 2006 年迎来了一个反转格局，进入了一个新的发展时期。这既有国内宏观经济持续向好，国内外投资人预期调整到位的因素；也是各项宏观调控、市场监管制度逐步完善和优化所产生的必然结果。在这一过程中，我得到两个深刻认识：一是证券市场的发展必须以服务于宏观经济为出发点和落脚点；二是证券市场的发展必须以保护和增进投资者的权益为切入点。其中，深化市场对宏观经济运行的服务深度，是当前市场反转格局既定之后，摆在我们面前的一个突出任务。

正是在这种认识的指导下，我结合自己多年的监管实践经验，完成了此书。书中主要回答的问题包括：（1）传统企业并购理论在解释和说明国内公司并购和资产重组问题时，会遭遇到哪些问题。这个议题的子议题包括：国内证券市场的个性特征经由哪些渠道渗透到并购市场中，并对并购、资产重组活动产生长久的影响；（2）国内公司并购、资产重组活动整体上展现出哪些本土特性；特别是当我们把国内并购活动放在国内现有的国有资产管理体制和公司文化、股权结构特殊背景下考察的时候，这些环境因素从哪些方面影响了并购的发展路径和趋势。在本书中，我特别关注了国内的同业并购、绩差公司并购和外资收购问题，希望通过这些观察，理清并购市场的国情特色；（3）当我们希望以证券市场内部为并购重组的主阵地，推动并购重组，并进而优化国内产业结构安排的时候，哪些市场要素是我们必须注意的，尤其是哪些市场要素可以作为监管资源。

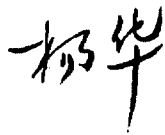
总体而言，并购、资产重组活动可以在理论上被表述为，以公司法人或者资产组合为交易标的，在资本市场完成交易的活动的总称。由于并购和资产重组活动还涉及管理技能交易和控制权溢价交易，因而在资产市场周边还应该包括经理人市场和控制权市场，这些市场交易活动的研究，在国外是富有成就的，本书的第一个任务是检验这些既有研究成果在国内的解释能力和预测能力，好在国内已经有较多的学者对这方面的研究进行了必要的、富有洞察力的综述，我们只需要进行进一步的梳理就可以；本书的第二个任务，是针对国情

归纳出已有并购重组活动的线索，给予必要的科学归类，以便进一步深化研究。最后才是具体的分析和讨论。

本书采用的方法主要是标准的公司理财理论和估值技术，沿着并购的价值创造过程、并购动机、并购支付手段和监管制度绩效评价等逻辑线索，对国内的并购、资产重组实践进行了归纳和总结。第一章独立成篇，简单回顾并综述了已有并购重组活动的研究文献，讨论了协同效应、财务优化效应等假说在国内的有效性问题，特别分析了价值转移动机在诱导国内并购实践方面表现出的特殊重要性；第二章、第三章和此后的四、五等四章构成本书的第二单元，以国内并购、资产重组活动实践为脉络，研究了国内并购、资产重组活动创造独立价值的机理和渠道，尤其是指明国内公司并购业务的个性特征以及存在的问题。基于已有的认识，我对股权分置、国有资产管理体制和证券市场周边拥有较大影响力的几个主体的行为轨迹给予了特别讨论，以便勾画出国情特色，从而强化本书的本土研究特征；其余章节是制度研究。循着比较研究的思路，我们既比较研究了国内现有的监管制度对以往监管制度的改进和完善过程，也比较了国内制度绩效和国外制度绩效的差异，从中探寻原因，并提出自己的改进意见。

最后还需要说明一下本书关于并购中出现的诸多创新行为的态度。这些创新主要集中在支付手段创新和交易框架创新等方面。在我看来，观察和评价创新效果可以因主体不同而迥异：在市场主体看来，能够获得短期利润的任何创新都是好的，有效的。但在监管机构看来，或者站在社会公益的立场上看，只有那些能够带来帕雷托改进的创新才是值得称道的，这个观点，体现在本书的很多地方。

本书的完成得益于我在产业综合部门和监管机构所积累的多年的工作经验。这里，我要特别感谢中国证监会前任主席、现任中国金融市场发展委员会主席周道炯先生，他在百忙之中欣然为本书做序；感谢我现在的同事们，文中许多的创新观点是与他们的创造性劳动分不开的。同时，还要感谢高莉同志、中国金融出版社张哲强主任和刘钊编辑为本书的顺利出版所付出的辛勤劳动。



2006年11月21日

目 录

绪论	1
第一章 并购与上市公司价值提升：理论分析	23
第一节 公司并购/重组与协同效应：技术视角	25
第二节 公司并购重组与财务危机化解	31
第三节 公司并购重组与公司股权价值提升	40
第二章 动机主导下的公司并购与重组主流模式	48
第一节 价值转移与再分配：绩差公司并购与重组	50
第二节 协同效应：公司同业并购与重组	53
第三节 并购/重组公司的资产估值：外资的视角	58
第三章 中国公司并购实践概述及个性问题	65
第一节 国内上市公司并购与重组实践的概括性描述	65
第二节 公司并购/重组中特殊的行为主体及行为模式	79
第四章 行业重组为导向的并购：本土化研究（1）	105
第一节 垄断型公司产业链的伸缩	107
第二节 以并购为手段的价值链伸缩	115
第三节 经典案例分析	119
第五章 绩差公司的并购重组：本土化研究（2）	132
第一节 行政许可带来的公司价值	140
第二节 绩差公司重组并购的历史回顾及绩效分析	147

第三节 经典案例分析·····	159
第六章 并购/重组支付手段及创新 ·····	168
第一节 股权协议收购/转让·····	168
第二节 国有股权行政划转·····	191
第三节 资产置换·····	195
第四节 定向增发·····	198
第五节 股份回购·····	204
第六节 吸收合并·····	206
第七节 以股抵债·····	210
第八节 分拆上市·····	213
第九节 主动退市·····	214
第七章 国内公司并购的监管制度及其评价 ·····	218
第一节 公司并购的法律框架及形成过程·····	218
第二节 并购法律框架对证券市场并购活动的影响·····	222
第三节 上市公司兼并收购的监管模式评析·····	225
第四节 公司并购重组规范的完善·····	236
第八章 国外并购监管制度综述 ·····	252
第一节 美国公司并购重组的法律框架和文化环境·····	252
第二节 中美公司并购监管模式比较·····	260
第九章 国内公司并购监管制度的改进 ·····	263
第一节 《证券法》和《公司法》对公司并购的规定·····	263
第二节 新修订的《上市公司收购管理办法》对并购制度的 改进·····	267
第三节 监管部门出台的其他有关公司并购监管制度·····	276
第四节 进一步改进公司并购重组的政策建议·····	285

绪 论

在国内，公司间并购与资产/债务重组经常被混用而统一概念，在证券市场，人们在处理信息对公司价值的影响时，一般也倾向于把并购和重组看作是能够带来同样效应的两种操作。实际上，公司并购与资产重组并非同一概念。英国《大不列颠百科全书》对公司并购的定义是：“两家或更多的独立企业、公司合并组成一家企业，通常由一家企业占优势的公司吸收一家或更多的公司。”《中华人民共和国公司法》（以下简称《公司法》）和《企业会计准则》对公司并购的定义与英国类似，基本上是指企业间的一种产权交易形式。概言之，并购是指公司由于产权结构变动，导致控制权变化的情形，而重组则是在同一产权结构/控制权之下，变更公司所持有的资产的结构和规模的过程。同样地，在证券市场，公司并购伴随着公司控制权的转移，是公司控制权不断转移的过程，包括一家公司收购或接管另一家或多家公司；重组则是一家公司通过购买（一般是大宗购买）或者出售（一般是大宗出售）资产，改变资产/负债结构的过程。

公司资产重组经常导致控制权的转移，即重组导致并购。重组的目标是实现公司资产主体的重新选择和组合，优化企业资产结构，提高企业资产的质量。所以，一般意义上说，企业重组是在既定产权框架下，提高企业运行效率和竞争力的一种手段，这种手段从理论上讲，是在资产市场上对企业之间或单个企业的生产要素进行分拆整合的过程。在证券市场，上市公司资产重组现象是市场经济中资本自由流动及优化配置的必然结果，体现了“优胜劣汰”的自然竞争法则，能使经济效率高的上市公司加快发展步伐，同时放大了投资者已有的对未来的良好预期。同时，重组带来上市公司股价的异常波动，给投资人创造了较多的获取资本利得的机会。尽管多数资产重组会引发控制权的变更，但纯粹的资产重组本身却并非以控制权变更为目标。

从监管角度看，重组目标的达成，也可以以并购手段来实现。因为监管机

构在以提升效率为目标的时候，并不十分关心控制权的归属问题，此时，如果并购能够带来效率提高，则监管人也会通过推动并购的方式，完成重组，并进而实现资产结构优化。

我国公司并购和企业重组是在国民经济转型，并且不断与国际接轨的背景下产生发展的，其参与的主体不仅包括国有企业，还包括民营主体和外资企业，甚至广大的中小股民和证券机构投资者也可以理解为公司并购和重组的参与者。更重要的，中国的公司并购和资产重组行为首先发端于实体经济部门，由政府推动，与国有资产管理体制改革过程密切相关；后来随着证券市场的发展，透过股权交易方式实施上市公司资产重组成为 1997 年以后的市场热点。在证券二级市场上，资产重组掀起了股价波动的重重波涛。可以说，中国上市公司资产重组历史虽然不足 10 年，但已不乏创新之作和经典模式。有数据统计，在过去的 5 年内，上市公司的并购数量已经超过了新股发行的数量，上市公司并购披露数量为新股发行数量的 15 倍左右，公司并购重组与 IPO 一道，是提升公司价值的主要途径。

从公司并购重组产生的价值来看，近年来证券市场的实践证明，不同的投资者对公司并购重组的积极参与证明了国内并购重组市场是有效和富有吸引力的。并购重组为目标公司创造了价值，也为证券市场的稳定和发展创造了新的契机和切入点。从政府对公司并购重组的政策态度看，以《中华人民共和国公司法》（以下简称《公司法》）、《中华人民共和国证券法》（以下简称《证券法》）、《上市公司收购管理办法》为核心，相关配套规定为补充的公司并购重组的法规和政策促进、鼓励了公司重组，并且其目标也体现了为公司并购重组提供游戏规则，提供融资工具，使公司和各利益方依照规则顺利开展并购重组业务，最终发挥并购的协同效益和财务效用。从公司并购重组的监管来看，在特定的阶段，公司并购重组被政府视为为证券市场解决大量转轨中的历史遗留问题的手段之一而被赋予了相对宽松的环境。对于公司并购重组监管的核心目标，总的来说是明确的，即通过规范公司并购重组行为，提高上市公司资产质量和管理机制，同时在并购重组过程中，特别关注中小股东的利益保护。

尽管国内公司并购重组发展的方向总体上看是健康的，但与国外相比还存在诸多的问题。例如，国内公司并购重组体现了强烈的利益转移和再分配特征，关联交易降低了许多并购重组的净效益。又如，政府对公司并购重组的强

烈干预一度强化了公司的“壳”价值，其结果造成了“壳寻租”现象，中小股东往往由于利益得不到很好的保护而丧失对市场的信心，这又与公司并购重组的初衷相背。再如，在国内公司并购重组制度和工具移植过程中，创新受到了市场的广泛关注，尤其是公司并购重组的定价方式、支付手段创新等都与国内证券市场的制度建设与工具创新密切关联，需要进一步的研究。

本书针对国内包括上市公司的公司间的并购实践进行研究和归纳。基本线索是以公司并购与重组是否创造价值为起点，讨论不同市场背景下公司并购与重组的动机与工具选择，进而通过对公司并购与重组监管制度改进路径的分析，说明上市公司并购与重组的制度与工具创新的方向。本书的一个重要结论是，上市公司的并购和重组是证券市场资源配置的一种有效方式，在多数情形下，公司并购和重组可以为公司创造增量价值；实际上即便是并购重组不能为公司个体带来价值，在新市场环境中，并购重组也能为市场的繁荣和夯实基础做出贡献。

一、选题的现实意义和理论意义

研究国内上市公司并购重组的现实意义，首先来自国内产业结构提升的需要。进入新的世纪之后，国内宏观经济总体上运行态势良好，但也存在着诸多问题。一个突出的困难是既存产业结构背景下，宏观经济的平稳运行对制造业的依赖程度过高，由于制造业的市场主要在境外，这就进一步导致宏观经济运行的平稳程度严重依赖于国外市场对国内制造业产品的吸纳程度。随着国内企业产品在外贸销售渠道遭遇越来越多的摩擦，宏观经济增长的风险在提高。这种情形给宏观调控带来的一个挑战是产业结构调整不仅是调控政策的需要，而且是国家经济安全的需要。在诸多调整产业结构的手段中，并购和重组无疑是一个极其重要的手段。

具体到上市公司的并购重组方面，中国上市公司并购与重组发生的背景主要有两个：一是中国证券市场是一个新兴市场，处在由计划向市场的转轨阶段，这决定了在很长的时间内，公司并购与重组的主要动力来自政府为代表的行政力量，这一方面与政府对市场价值取向上的极强的干预性有关，另一方面，市场发育的不成熟使公司并购与重组的规则、外部市场均无法在短期内实现市场资源的有效配置。二是中国证券市场特殊的基础性特征，包括制度特征

和机制特征,使公司并购与重组与国外成熟市场相比,存在着较大的差异性。例如,在股权分置的市场背景下,国家股股东利用国家股无偿划拨、法人股协议转让的方式能够低成本地完成公司并购;而在股权分置改革的中后期,要约收购、股份回购、定向增发(私募)则成为公司并购与重组的首选工具。仅就此而论,中国证券市场正在进行的大规模上市公司股权分置改革,为公司并购与重组提供了新的背景与机遇,因此研究上市公司股权分置和资产重组的关系,在现阶段具有特殊的现实意义,简单归纳起来,研究并购的现实意义,其一是总结和归纳国内产业结构升级和优化的重要通道和机制,探讨并购重组的效率;其二是总结和归纳国内证券市场的特殊背景对并购与重组交易产生的重要影响。比如,股权分置是我国证券市场区别于其他市场的主要特征,我们因而有理由相信,抓住了股权分置这个特征,也就基本抓住了国内公司并购区别于其他市场的本质特征之一。

(一) 上市公司并购已经成为国内产业升级的主要机制和渠道

资本运营观念深入企业经营理念之后,利用资产重组进行企业微观结构上的经营要素优化,是近几年国内产业升级的主要机制和渠道。图1中,采掘业、电力行业、交通运输业等行业在2004年进行大量的资产收购,信息技术、传播和文化业进行规模较大的资产置出,反映了2004年国内投资热点的巨大变化:由于制造业的拉动,短期投资收益增大,在吸引了国内外大量投资的同时,还促使这些行业通过资产收购,迅速扩张规模,扩大产能。相反,在2004年以前的几个年份中投资较为集中的几个行业,在2004年成为投资谷底,与此相适应,已经进入这些行业的公司,纷纷通过资产出售来变现转业^①。

在证券市场,并购活动早在1997年以后就已经成为上市公司转变产业结构的主要方式。经过不到10年时间的积累,上市公司并购的基本市场化方式主要有两种,即转让控股股权和资产置换,其他具体方式可以被看作两种并购方式的相互深化和组合。

1. 上市公司股权转让

这是指通过有偿投资或者无偿划转的方式改变上市公司控股股东(第一大

^① 杨如彦:《中国金融工具创新报告(2005)》,北京,中国社会科学文献出版社,2005。

股东)的运作方式。它主要包括四种具体形式,即有偿转让控股股权、无偿划转控股股权、投资控股并购和二级市场并购等。新入主的控股股东一般会向上市公司注入优质资产,实现主业转向。

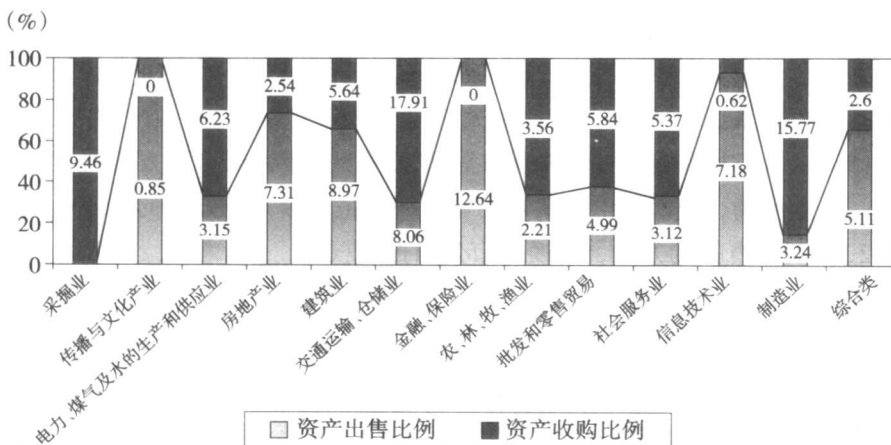


图 1 2004 年国内分行业进行的资产置入和置出强度分析

(1) 有偿转让控股股权是把在位控制权人拥有的控股股东地位和股权本身一并出售。如 1999 年上海市有机氟材料研究所将其持有的三爱富 3 250 万股(占总股本的 28%)股权,以每股转让价格 1.77 元(合计金额 5 752 万元)协议转让给上海华谊(集团)公司,上海华谊(集团)公司成为三爱富的控股股东,上海市有机氟材料研究所(占总股本的 20.39%)成为其第二大股东。

(2) 无偿划转控股股权则由政府运用行政措施,将上市公司股权(一般为国家股)连同控制权收益一起,无偿划拨给收购方的行为,大多数是在国有企业之间转让,划转的目的在于通过股权持有者的改变来强化对上市公司经营管理的控制,提高资产运营效率。由于政府直接参与,整个过程所受到的阻力较小,重组的成本较低。

(3) 股权的协议转让是指重组介入方根据股权协议价格受让目标公司全部或部分股权,从而取得对目标公司控制权的重组行为。最典型的例子是上海广电集团控股广电股份和真空电子、上海电气集团控股上菱电器。

(4) 投资控股并购则是直接以实物资产或者现金形式一次性投资以达到控

股地位,使上市公司控制权发生变更。如原第一大股东上海鑫达实业总公司与上海长宁投资公司、上海长宁建设资产经营有限公司设立上海新长宁(集团)有限公司,其中上海鑫达实业有限公司以其持有的公司法人股4 262万股作价10 369万元投入,占上海新长宁(集团)有限公司注册资本的11.22%,因此,上海新长宁(集团)有限公司共持有公司股份4 262万股(27.27%),成为其第一大股东。

(5) 二级市场并购。如上交所5家“三无”上市公司(即方正科技、兴业房产、飞乐音响、爱使股份和中华实业)一直是二级市场并购的主体^①。

2. 以资产置换的方式,更换上市公司控制权人

上市公司资产置换,指上市公司用自有资产同公司外等值优质资产交换,以优化公司的资产质量,其中被置出的资产,往往是在原公司资产结构中被看作属于不良资产或不产生效益的资产。早期的资产重组一般发生在上市公司与其控股公司之间,分为资产剥离和资产注入两个操作过程。必须注意的是,此处所称的资产是指资产及其权益,这样,被置换出来的资产种类有存货、应收账款、其他应收款等流动资产,也包括固定资产,从技术的角度看,既有整体资产,也有辅助性资产;置入的资产则是那些在上市公司现有资产背景看来收益较高的优质资产。这种做法一般能使重组后的上市公司业绩得到提升,因为要以提升业绩为主要短期目标,因而重组主要发生在一些业绩较差的上市公司中,典型的例子是深惠中、龙头股份、上海三毛、太极实业、巴士股份等就是通过资产置换进而增发新股募集资金。后期的资产重组以并购为目标,一方面由于重组规模增大以后,重组本身就会导致并购发生;另一方面,一些拥有优质资产的公司,尤其是那些并不属于上市公司控制股东的公司,也不甘心仅仅成为资产置出者,而是希望通过进一步控制公司,以获得更大的价值。

形式多样的资产重组以及由此诱发的并购,一方面使得上市公司价值评估变得更加复杂,另一方面也对监管效率的提高提出了更严峻的挑战。总之,对这一领域问题的研究已经变得十分迫切。

^① 案例参见三爱富、上海华谊、真空电子、广电控股、方正科技、兴业房产、飞乐音响、爱使股份、中华实业的历次公告,公告均来源于Wind网站。除非特别说明,下属案例的资料来源均是Wind网站登载的相关公司公告。

(二) 外资并购初步显示出中国作为“世界工厂”在全球资源优化配置中的阶段性核心地位和魅力

中国加入世界贸易组织在证券市场开放方面所做出的承诺, QFII 额度的加大, 以及从 2006 年 1 月 30 日起实行的《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》为国际资金投资国内 A 股市场提供了多种渠道。2005 年开始, 在政府主导下进行的股权分置改革为 A 股市场的发展扫除了制度障碍。截止到 2005 年 12 月, 与国内 A 股市场各类机构管理的资产规模相比, QFII 管理的资产已超过境内证券公司管理资产的总和 (图 2)。

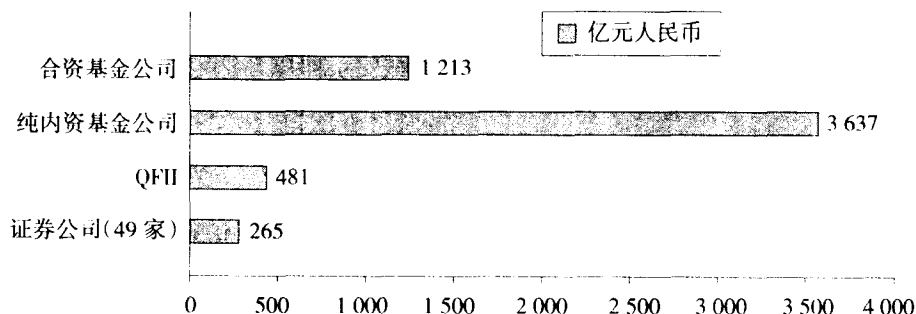


图 2 2005 年 12 月境内证券市场各类机构管理的资产规模

资料来源: 东方证券研究所。

中国的证券市场从 1990 年设立以来, 一直主要担当着为国有企业改制、融资的服务功能。在国有资产占主体的情况下, 国有控股上市公司形成了我国上市公司单一而又奇特的股本结构, 即不能流通的国有股占据着绝对的控股地位。股权结构不合理、法人治理结构不完善对于建立现代企业制度、发挥证券市场资源配置功能, 以及丰富投资品种等方面都产生制约作用。外资企业在中国直接上市或通过并购中国上市公司间接上市意味着中国证券市场为国企融资的改制功能将逐步退化, 而伴随着中国证券市场调整期的开始以及投资者理性投资观念的形成, 外资企业在中国上市将促进中国证券市场实现以下两个转变: 一是市场定位的转变, 即由为国企融资服务, 转变为培育一批业绩优良, 具有较强竞争力的上市公司, 以促进产业结构升级, 增强经济可持续发展后劲; 二是市场功能的转变, 即由单一的筹资功能, 向风险定价、资源配置等多