

总主编 吴晓求 梅君

证券案例教学系列教材·中国证券市场典型案例

重组并购 案例

梅君 编著

TYPICAL
CASES
IN
CHINA
SECURITIES
MARKET

46

中国人民大学出版社

总主编 吴晓求 梅 君
证券案例教学系列教材·中国证券市场!

重组并购案例

梅 君 编著

图书在版编目 (CIP) 数据

重组并购案例/梅君编著.

北京: 中国人民大学出版社, 2003

(证券案例教学系列教材. 中国证券市场典型案例)

ISBN 7-300-04614-2/F·1423

I. 重…

II. 梅…

III. ①上市公司-资产重组-案例-中国

②上市公司-企业合并-案例-中国

IV. F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2003) 第 022608 号

证券案例教学系列教材·中国证券市场典型案例

总主编 吴晓求 梅君

重组并购案例

梅君 编著

出版发行: 中国人民大学出版社

(北京中关村大街 31 号 邮编 100080)

邮购部: 62515351 门市部: 62514148

总编室: 62511242 出版部: 62511239

本社网址: www.crup.com.cn

人大教研网: www.ttrnet.com

经 销: 新华书店

印 刷: 北京金特印刷厂

开本: 890×1240 毫米 1/32 印张: 14.375 插页 1

2003 年 6 月第 1 版 2003 年 6 月第 1 次印刷

字数: 318 000

定价: 22.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

序言

吴晓求

中国资本市场经过 13 年的发展，取得了众所瞩目的成就。在中国这样一个市场经济还不是很发达的国家和经济体系中，能够在 10 多年里建立一个市价总值居全球第七、亚洲第二的股票市场，本身就是一个奇迹。但在今天，我们也应该清醒地看到，中国资本市场正处于非常关键的时刻。2001 年下半年以来的市场持续低迷，说明投资者对资本市场缺乏信心，说明中国资本市场还没有形成一个正常的预期机制。造成这一状况的原因很多，但其中的一个重要因素是市场主体存在着严重的违法、违规现象，如银广厦事件、蓝田股份（现为“生态农业”）事件、中科创业（现为“康达尔”）事件、基金黑幕等，这些问题的出现严重地打击了投资者信心。规范证券市场，保护投资者（特别是广大中小投资者）利益，成为当务之急。

证券市场违法、违规行为往往能在短时间内给违法、违规主体带来巨额不当利益，正因为如此，很多市场主体明知存在极大的风险，仍试图通过各种手段铤而走险牟取暴利。由于证券违法违规行为会严重阻碍证券市场的有序发展，因而无论是在成熟的证券市场还是在新兴转轨的证券市场，证券违法、违规行为都是证券监管部门着力打击的对象。虽然各国不断完善相关的法律制

54367/9

度,监管部门努力提高自己的监管水平,但任何证券市场都没有完全杜绝证券违法、违规行为,对内幕交易的监管就被认为是一场至今“没有取得胜利”的战争。从某种意义上讲,证券市场发展史,就是一部与证券市场违法、违规现象作斗争的历史:违法、违规行为将现存法律体系的漏洞和弱点暴露出来,立法者因而得以有针对性地进行弥补和调整,证券市场在这个“破”与“立”的过程中不断完善和发展。

与成熟市场国家相比,我国证券市场上各种违法、违规现象产生的根源表现出鲜明的“中国特色”:

第一,与成熟市场国家不同,我国证券市场的产生处于由计划经济向市场经济的转轨阶段。转轨过程中的体制摩擦和体制约束的“真空”成为证券市场各种违法、违规行为产生的重要根源。这既表现在我国证券市场上证券发行和交易的计划管理色彩,也表现在作为证券市场基石的上市公司都是在国有企业基础上改制过来的。这种现实导致我国上市公司法人治理结构不完善、运作程序不规范以及计划经济体制遗留下来的一些问题等等。这些方面构成了我国证券市场出现大量违法、违规行为的特定历史背景。

第二,我国证券市场是在证券市场法规建设远远落后于发展速度的条件下发展起来的。如规范一级市场的《中华人民共和国公司法》于1993年底才出台,证券市场的根本大法《中华人民共和国证券法》更是姗姗来迟。在此之前,仅仅是一些行政法规和部门规章在规范证券市场。受发展历史和实践经验的限制,即使是《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》这两部大法也仍然是粗线条的,无法规范证券市场方方面面的行为,因而,证券市场的法律、法规体系有待于进一步完善。

第三，市场国家的证券市场主要是在市场经济发展到一定阶段自发产生的，与此不同，我国证券市场的产生主要是国有企业改革的产物，证券市场的产生和发展完全依赖政府推动，这种发展模式导致我国证券市场缺乏行为自律习惯。在《中华人民共和国证券法》颁布以前，证券市场上所有规范性文件都出自政府之手，证券交易所、证券公司内部的章程和规则，也是在政府指导下建立的，这使得证券业缺乏自律习惯。证券业缺乏自律导致了证券市场主体——上市公司、证券公司和投资者等缺乏自我监管和自觉遵守市场规则的习惯。证券市场的规范化运行成了政府监管部门和证券市场参与者之间“猫捉老鼠”的游戏。在证券市场的立法、执法和监管能力都比较欠缺的条件下，出现大量的违法、违规行为也就不足为奇了。

中国证券市场出现的违法、违规行为具有一定的同质性，主要表现为透支挪用资金、法人投资者以个人名义炒股、中介机构出具虚假证明、披露虚假财务报表、市场操纵、欺诈发行、内幕交易、虚假消息等。以1994年1月到2000年12月证监会的226个处罚公告为例看，最常见的即处在第一位的是资金透支挪移的违法、违规案件，包括券商向投资者透支，券商挪用投资者的保证金等，这类违法、违规行为占总案件的32.9%。处在第二位的是法人投资者以个人投资者的名义开户炒股，主要是券商以个人账户进行自营业务，占总案件的19.1%。处在第三位是中介机构提供的虚假证明，包括注册会计师出具虚假审计报告，律师出具不真实的法律意见书，资产评估师出具虚假的资产评估报告等，占10.7%。处于第四位的是与中介机构提供的虚假证明相关的披露虚假财务报告，所占比重也较大，为8.4%。值得注意的是，市

场操纵和内幕交易的普遍性已是共识，但比重分别只有 5.5% 和 2.6%，排名分列第六位和第八位，显然这种统计比例与现实存在差异。这一方面说明，对不同的证券违法犯罪行为的监管难易不同会导致分析结果与现实情况的不一致，另一方面也说明，现阶段监管部门还没有找到有效治理市场操纵、内幕交易行为的方法。

证券违法、违规的主体包括证券发行人、中介机构、证券经营机构和投资者四类。证券发行人实施的违法行为包括欺诈发行、披露虚假财务报表等；中介机构实施的违法行为主要是出具虚假证明、泄露内幕消息等；证券经营机构实施的违法行为包括向客户透支、挪用客户保证金、用个人账户进行自营、销毁交易记录、诱骗投资者买卖证券等；投资者实施的违法行为主要有内幕交易、操纵市场等。在证券违法犯罪中最常见的违法犯罪主体是证券经营机构，在所有违法犯罪行为中比重为 61.3%，超过了半数；其次是证券发行人的违法犯罪行为，比重为 17.6%；再次是投资者的违法犯罪行为，比重为 13.6%；而中介机构的违法犯罪行为所占比重很小，仅为 7.5%。

证券发行和证券交易是证券市场的两个主要环节，而证券违法犯罪行为无非是发生在这两个环节中的一个，从证券违法犯罪行为在这两个环节的分布及其随时间变化的趋势看，证券交易市场的违法犯罪不仅占到 81% 的比例，而且随着时间的变化该项比例还有上升的趋势，而证券发行市场违法犯罪除了在证券市场发展初期所占的比重较大外，其后年份该项比重一直都不大。可见对证券监管部门而言，现阶段对证券交易市场的监管比对证券发行市场的监管更为紧迫。

在证券市场上，违法犯罪行为的实施必须依附一定的载体。

证券市场中的两个基本要素——资金和信息就是证券违法犯罪的主要载体。证券违法犯罪主体往往拥有资金、信息优势，他们通过滥用这些资源优势来实施违法犯罪行为，如内幕交易、欺诈发行、披露虚假财务报表、传播虚假信息、中介机构提供虚假证明文件、更改交易记录等都是通过信息的滥用或信息操纵的手段来实施的违法犯罪行为；市场操纵、透支交易、挪用客户保证金、违规资金进入股市等都是利用资金实力或直接盗用证券交易资金的证券违法违规行为。分析表明，以资金为载体的违法犯罪的比重为 45.4%，以信息为载体的违法犯罪比重为 34.1%，两者的差异不算太大，可见在证券市场上虽然资金要素重要，但信息要素同样重要，对市场的监管两者都不能忽视。

正如中国的法治化进程是一个漫长而痛苦的过程，中国证券市场的法治化进程也是如此。揭穿冠冕堂皇的业绩、打破斑斓炫目的光环，当然不是一件令人轻松的事情，但任何悲观和失望都不应成为我们的绊脚石。展现在我们面前的这些案例，有的犯罪事实触目惊心，有的违法主体肆无忌惮，有的造假手段空前绝后，有的违规操作无法无天。只有直面这些或荒诞或沉重的案例，进行冷静的总结、理性的思考，才有希望推动监管部门找到有效治理的途径，加快中国证券市场法治化的进程。本套丛书编写的初衷亦在此处。

在中国证券市场发展的同时，越来越多的高等院校都开设了“证券投资学”或类似的课程，大学里选修证券方面课程的学生与日俱增。为此，中国人民大学金融与证券研究所组织编写了“21 世纪证券系列教材”，这套教材共四个模块，13 分册，其中的“教学案例模块”含有《中国证券市场典型案例》分册。当时由于时

间关系，我和该书的主要编写者梅君博士等人都认为《中国证券市场典型案例》过于简单，缺乏深入分析，特别是作为教学案例，应该进一步完善。在中国人民大学出版社的大力支持下，特别是经过王克方、张冬梅两位女士的精心策划和梅君博士的具体组织，“证券案例教学系列教材·中国证券市场典型案例”终于与读者见面了。这套书可以看成是与“21世纪证券系列教材”配套的案例教材。它更加注重理论联系实际，通过对具体案例进行深入分析，使读者能够看到实际生活中真实的证券市场。

本套系列教材共分六个分册，分别从发行上市、证券交易、信息披露、重组并购、中介机构和法律诉讼这六个方面，对中国证券市场的典型案例进行归纳和整理。每个案例的写作分为四个部分：第一部分是基本案情，包括涉案主体、背景、案情经过，部分案例还列出了性质相同的若干案例，有的还包括了社会反响和处罚（判决）结果；第二部分是问题，即将本案例要说明的问题简要列出，便于读者在阅读下文时思考；第三部分是评析，即针对每个案例的重点，依据现行法规和监管部门的规章，进行讨论和分析；第四部分是附录，主要是与本案相关的法规和重要文献、资料。对证券市场典型案例的这种分析和讨论是否合适，希望读者能提出宝贵意见，以便于我们修订时参考。

需要特别说明的是，第一，本套系列教材中的典型案例，既包括负面的案例，也包括许多正面的案例，像证券发行和重组并购两个分册，就是以正面案例为主。第二，对同一案例从不同角度进行分析。比如郑百文、红光实业、琼民源（现为“中关村”）就在不同的分册进行了不同的分析。第三，本套系列教材所依据的均是公开披露的信息资料，也都尽可能注明资料的出处，但由

于作者不同的写作和运用资料的习惯，难免挂一漏万，欢迎读者提出批评指正。

“证券案例教学系列教材·中国证券市场典型案例”是由中国人民大学金融与证券研究所和武汉大学法学院的专家、学者、研究人员共同完成的。由于作者知识背景、实践经历不同，对证券市场的理解和把握也不尽相同，加之中国证券市场“新兴加转轨”的特点，本套系列教材难免有不当之处，真诚地希望读者提出批评和建议，以便不断提高本套系列教材的质量。

前言

在资本市场，上市公司的重组并购是永恒的热点。所谓重组并购，就是资产重组和公司并购。资产重组和公司并购是两个有着密切联系但又有很大区别的概念。资产重组是伴随着我国经济增长方式转变、国有经济结构的调整和战略性改组以及证券市场的发展，在1995年左右才开始出现的。^①从那时开始到现在，上市公司的资产重组一浪高过一浪。资产重组简单地说就是企业资源的重新配置，是通过兼并、合并、收购、出售、置换等方式，实现资产主体的重新选择和组合，优化企业资产结构，提高企业资产的总体质量，最终建立起在市场中更具强势地位的资产组织体系。

要准确理解资产重组，首先要准确理解企业的资产。从狭义的角度看，资产就是企业资产负债表上的资产，即企业会计账目意义上的资产，包括流动资产、固定资产、无形资产等物质资源，

^① 参见洪银兴：《资本市场：结构调整和资产重组》，110页，北京，中国人民大学出版社，2002。

是企业拥有和控制的、能以货币计量的经济资源的总称，也包括具有获利能力的资产综合体即整体资产。从广义的角度看，企业的资产不仅包括企业会计账目意义上的资产，还包括企业一切可以利用并能带来收益的资源，比如人力资源、组织资源等。资产重组是指通过对不同企业之间或同一企业内部的各种经济资源进行符合资产最大增值目的的相互调整与改变，实现实业资本、金融资本、产权资本和无形资本的重新组合，它是企业包括物质资源、人力资源、组织资源等广义的资产重新配置，是一个全方位、多元化的系统工程。资产重组的目的是企业为了获取利润及股东投资回报率最大化，充分使用管理资源以应对日益激烈的市场竞争。资产重组的结果是企业所占有的资产形态和数量的改变。因此，资产重组它既涉及企业物质资源的重新安排，也涉及人力资源、组织资源的重新调整；既是生产资源的整合，也是市场资源的整合。

从资产重组的范围看，可以分为宏观资产重组、中观资产重组和微观资产重组。宏观层次上的资产重组是在全社会范围内进行的资产重组，比如中共中央十五届四中全会提出的对国有企业实施战略性改组，就是需要对整个国有存量资产进行重组，使之能够流动起来，从而优化国有资本结构，优化社会经济结构。中观层次上的资产重组，是行业重组或一个地区内部的资产重组，比如中国民航业、电力行业、电信行业、汽车工业等重组就是行业重组，而像深圳、上海等地区开展的资产重组就是地区内部的资产重组。微观层次上的资产重组就是企业内部和企业之间的资产重组，它既是宏观和中观层次资产重组的基础，又要服从于宏

观和中观层次的资产重组。^①

与资产重组不同，公司并购（merger & acquisition, M&A）则是舶来品。merger，是指物体之间或权利之间的融合或相互吸收，通常被融合或吸收的一方在价值或重要性上要弱于另一方。此时，融合或相互吸收之后，较不重要的一方不再独立存在。在公司法上，它是指一个公司被另一个公司吸收，后者保留其名称及独立性，并取得前者的财产、责任、特权或其他权利，前者则不再是一个独立的商业团体。acquisition，是指获得或取得的行为。M&A 可以理解为收购和合并的简称，其共同的特征是获得目标公司的控制权。当然，也可以将合并理解为收购的彻底形式，即对目标公司全部股权或资产的购买、置换；与之相对的收购，则只是对部分股权或资产的购买、置换。在我国法律上和会计上对合并的定义是不一样的。依据《中华人民共和国公司法》（以下简称我国《公司法》）的规定，公司合并只有吸收合并和新设合并两种，而会计上则还包括控股合并。^②

① 需要指出的是，在我国，资产重组一词最初的含义是对国有资产或国有企业的资产进行重组。由于国有经济中国有企业终极产权的一致性，因而单纯的行政性的资产转移、分化和组合成为资产重组的全部内容，这种非市场化的以物为主要调整对象的重组不能称为完整意义上的资产重组，因为它的着眼点是国有经济整体结构优化，在操作上表现为国有经济体系内部国有资产的配置和管理方式的行政性调整，总体上看，不涉及国有资产和国有企业终极产权的改变。因此，国有资产重组不是单纯意义上某一个企业的资产重组，也不是完全意义上的某一个企业的重组，不是纯粹的微观的企业自主的市场行为，而是整个国有资产的重组。当国有经济在整个国民经济中占据绝对优势地位时，国有资产重组被赋予了较多的宏观经济结构调整的内容，涉及产业结构、产业组织结构和地区经济结构调整。应当说，传统的资产重组概念由于其产生的特殊经济背景，被不恰当地“宏观化”了，也正是由于这一点，才带来了许多概念的误区和语义的混淆。

② 参见吴晓求等：《公司并购原理》，2页，北京，中国人民大学出版社，2002。

从法律角度看,在讨论公司并购的时候,有几个概念是要区分的:一是要将公司并购与公司法中的“公司合并”区别开来。一般地说,公司并购显然不包括公司法中的新设合并,但却包括公司法中没有的控股合并。二是要将公司并购与证券法中的“公司收购”区别开来。证券法中的公司收购是公司并购的一种特殊形式,它与其他并购方式的区别在于实施并购行为的场所不同。三是公司并购与反垄断法中的相关概念不同。在反垄断法中,如果一家企业能够通过取得财产、股份、订立合同以及其他方式对另一家企业施加支配性影响,这两家企业就实现了合并。^①总之,公司法意义上的合并强调参加合并的公司其主体资格的消灭或变更,对公司合并进行规范的目的是为了促使公司在合并时遵循一定的行为准则和程序,以维护公司债权人和股东的合法权益,确保交易的安全和稳定。证券法意义上的收购,主要是指证券流通市场上发生的公司并购,证券法对其进行规范的目的是为了维护证券市场的正常秩序、投资者的利益和债权人的合法权益。反垄断法意义上的企业合并除了包括能产生企业主体资格消灭或变更效果的行为外,还包括多种其他行为,其侧重点不在于被合并企业的法律人格变化,而在于企业合并产生或可能产生的对市场竞争关系的影响。本书所讨论的并购,就是证券法意义上的公司并购,其最大特点是公司或公司大股东的股权发生转移,从而实现或可能实现对上市公司控制权的转移。

如果我们要对公司并购进行分类的话,一般可以分成两类:一是战略型并购,二是金融型并购。战略型并购是资本、技术和

管理多个因素协同的综合性重组方式。企业通常关注的是对同一产业或相关产业实施并购，以实现产业内优势资源的整合，获得规模经济并达到产业结构的升级。战略型并购方关注的是如何能够把自己的产业发展壮大，使自己的核心能力在并购对象上得到体现，它实际上是一种企业发展的战略。进行金融型并购的企业不太关心购并对象和其他投资之间有什么样的关系，投资的产业具有或不具有核心的竞争优势，它更看重的是自己的财务目标能不能得到实现。

重组和并购是互相交叉的两个概念，它们既可以互不相干，分别发生，也可以互为因果。比如说有些公司，可能实现了控股权的转移，但没有出现资产重组；而有些上市公司，可能控制权没有转移，但却进行了资产重组。而更多的则是先并购后重组，或者先重组，再并购，再重组。此外，还要看从哪个角度看问题。比如甲公司收购了乙公司的股权，取得了对乙公司的控股地位之后，可能拿乙公司的股权进行抵押融资，或利用乙公司进行担保贷款，而乙公司本身并没有重大的资产收购或出售行为，那么，对甲公司而言，其资产进行了重组，而对乙公司而言，则是仅仅换了大股东，可以说被收购了，却与重组不沾边。如果是上市公司，即使控股权有变化，只要不发生资产的注入和剥离，对上市公司本身来讲，并不会导致资产重组，而只是公司所有权结构的变化。由此可见，重组侧重于资产关系，并购侧重于股权关系。

从单个企业的视角出发，资本市场上的重组并购包含了既不相同又互相关联的三大类行为：公司扩张、公司调整和公司所有权、控制权转移。但实践中，一个重组行为甚至可以同时纳入这三类概念，比如收购公司，对收购方来说，是一种扩张行为，而

对目标公司而言是一种控制权或所有权的转移行为，对目标公司的出让方来讲又是一种收缩或调整行为。

二

我国上市公司的重组并购，是在我国证券市场特定制度和政策环境及其变迁下产生和发展起来的。我国证券市场早期的政策定位多局限于相对狭窄的融资层面，而对其优化资源配置功能认识不足，这突出表现在国有股、法人股和流通股分割的市场制度设计上。1992年，关于国有股转让的第一个相关法规，即国有资产管理局和国家体改委发布的《股份制试点企业国有资产管理的暂行规定》出台。但由于没有操作细则，特别是受当时国有资产转让几乎就等于国有资产流失的观念限制，因而国有股转让，特别是大宗的占控制地位的国有股转让案例基本没有发生。上市公司重组并购大多集中在少数几家股份全流通的上市公司中，而且是零星的，没有成为市场的普遍现象。

1994年4月，珠海恒通收购棱光实业，开启了国有股转让的先河。“恒棱重组”写下了中国证券市场重组史上两个第一的记录，即第一例国有股转让，第一例完整意义上的买“壳”上市。“恒棱重组”对以后类似市场运作模式，可以说产生了举足轻重的影响。第一次从实践上打破了国有股及法人股不能流通的观念，为其后的一系列重组案开辟了道路，提供了经验，成为相当多一部分受额度控制不能上市的企业，通过收购国有股、法人股间接上市的一条可行思路。此后，国有股、法人股转让的控股权转移重组，逐步成为控股权重组的主流模式。

1994年9月,中国证监会出台的《关于执行〈公司法〉规范上市公司配股的通知》中对上市公司配股的基本条件作出了规定,即连续3年净资产收益率不低于10%。这使大批业绩相对较差的上市公司失去了再度融资的资格。到1995年和1996年,亏损上市公司大量出现,其中有一部分已连续两年亏损。根据我国《公司法》的规定,连续3年亏损的上市公司将被取消上市资格。如何保住上市公司的配股资格,如何避免被摘牌的命运,保住上市公司这个珍贵的资源?这是摆在许多上市公司控股股东和各地政府面前的一个难题。

1996年,上海市政府明确提出要改造上市公司,并提出了一批“壳”公司名单。除了早期的棱光实业国有股转让外,1997年众城实业、联合实业、钢运股份的重组就是上海市政府推进上市公司重组政策的体现。其他各地政府有目的的保“配”保“壳”高潮出现在1997年下半年特别是党的十五大提出对国有企业实施战略性改组等一系列政策之后。并且,一批因受政策限制而被排除在证券市场之外的民营企业,开始纷纷以买“壳”的方式间接上市。^①

1997年,上市公司重组第一次与促进产业结构调整 and 产业升级联系起来。1997年底中央经济工作会议中提出的“国企三年脱困,纺织业作为突破口”的会议精神,进一步推动了1998年上市公司重组热潮的形成,产生了龙头股份等5家纺织类公司的重组和增发新股。这一次“集体婚礼”式的重组第一次将促进产业结构调整 and 产业升级的任务赋予到上市公司的重组中,从而将以往

^① 参见肖腾文等:《中国上市公司重组的回顾与评价》,载《中国证券报》,2000-05-24。