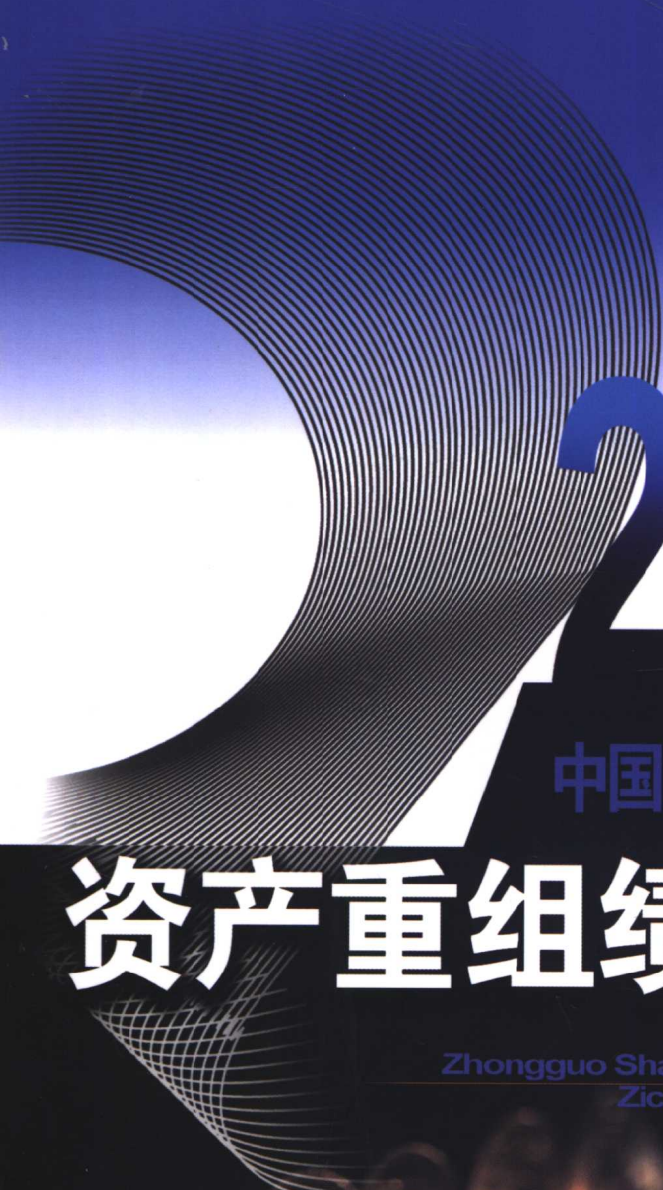


中国上市公司排行分析丛书



2004

中国上市公司排行分析

资产重组绩效排行

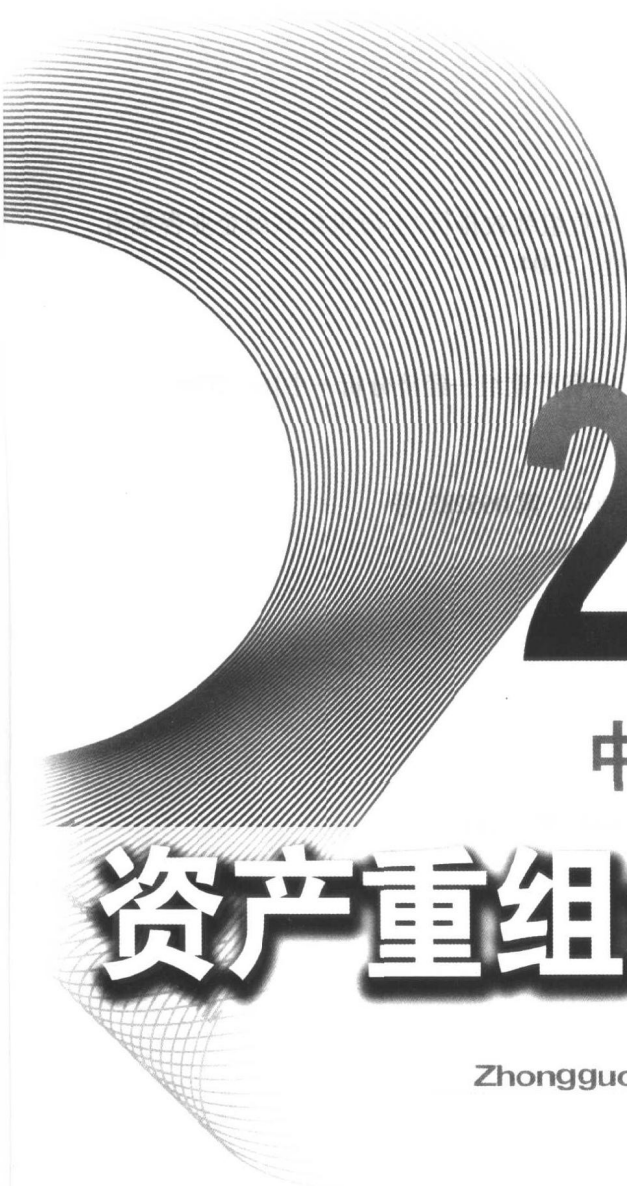
上海世纪联融企业咨询有限公司 编著

Zhongguo Shangshi Gongsi Paihang Fenxi
Zichan Chongzu Jixiao Paihang



中国金融出版社

中国上市公司排行分析丛书



2004

中国上市公司排行分析

资产重组绩效排行

上海世纪联融企业咨询有限公司 编著

Zhongguo Shangshi Gongsi Paihang Fenxi
Zichan Chongzu Jixiao Paihang



中国金融出版社

责任编辑：张哲强

责任校对：潘洁

责任印刷：裴刚

图书在版编目 (CIP) 数据

2004 中国上市公司排行分析. 资产重组绩效排行/上海世纪联融企业咨询有限公司编著. —北京：中国金融出版社，2004. 7

ISBN 7-5049-3440-2

I. 2… II. 上… III. 上市公司—资产重组—经济分析—中国—2004
IV. F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2004) 第 065283 号

出版

发行

中国金融出版社

社址 北京市广安门外小红庙南里 3 号

发行部：66024766 读者服务部：66070833 82672183

http: //www. chinafph. com

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 三河瑞丰印刷有限公司

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 20

字数 324 千

版次 2004 年 7 月第 1 版

印次 2004 年 7 月第 1 次印刷

印数 1—2590

定价 35.00 元

如出现印装错误本社负责调换

编委会名单

主 编：张国华

副主编：王红新 王 一

编 委：王理平 常 清 陈继云 吉阿兵

郭建新 武小军 李玉剑 任声策

师向阳 丁卫学 贾云广 江林强

王家栋 曹 明 王 禹 岑江华

赵 刚 袁才红

序

上市公司是资本市场的微观基础。如何促进中国上市公司健康有序发展，是海内外经济学家和证券从业人员的研究热点，也是广大股民的殷殷心愿。

上海世纪联融企业咨询公司云集了十余位博士和教授，历经一年的精心研究，从一个系统整合的角度，深入探讨了中国上市公司的三大基本命题：企业竞争力、资产重组绩效和高级管理人员的激励状况，并以排行榜的形式，编著了《中国上市公司排行分析丛书》，为所有关心中国资本市场的朋友们展示了一幅中国上市公司的全景图。

以这三大基本命题编著了《中国上市公司排行分析》（2004）丛书，一共三本：《中国上市公司排行分析——企业竞争力排行（2004）》一书，以系统科学的方法评估了中国上市公司的竞争力，揭示了上市公司的潜在价值；《中国上市公司排行分析——资产重组绩效排行（2004）》一书，实证分析了资产重组的实际效果，指明了未来上市公司资产重组的方向；《中国上市公司排行分析——企业高管薪酬排行（2004）》一书，总结了高级管理人员的激励状况与公司业绩之间的相关关系，为科学设计企业高管激励提供了参考依据。

《中国上市公司排行分析》丛书具有严谨求实的研究风格，其理论体系和分析模型经权威专家详细论证，经资本市场历年经验数据反复实证。丛书第一时间以2004年4月30日截止的中国上市公司年报及相关正式披露信息为基础，从企业竞争力、资产重组绩效、高管薪酬三个方面，对上市公司进行了全面分析，是对当前中国上市公司发展状况的一份及时评价以及对发展方向的一次有益探索。丛书不仅对中国上市公司进行了一次排行分析，其所运用的分析框架和评估方法具有重要的实践意义。对于上市公司的管理层，本书提供了企业价值经营的指导借鉴，对于广大股民和证券分析师，本书提供了企业价值判断的科学导向。

上海世纪联融企业咨询有限公司是中国整合咨询理念和实践的先驱，是中欧国际工商学院校友创建，上海交通大学参与投资的大型综

合类咨询机构和投资银行。上海世纪联融所倡导的战略、资本、管理、激励四位一体的企业经营理念，在多年咨询实践中，赢得了国内外广大企业客户的一致好评。丛书所运用的分析框架和评估方法，正是上海世纪联融咨询实践的理论写照。

路漫漫其修远兮，吾将上下而求索。上海世纪联融愿与广大关心中国企业和资本市场发展的中外同仁们共同探索，面向未来，携手前行！

张国华

目 录

第一章 导论	(1)
第一节 资产重组的概念	(1)
一、中国特色资产重组概念的演变和内涵	(1)
二、资产重组的其他相关概念	(4)
三、概念辨析	(7)
第二节 上市公司资产重组的模式和具体形式	(10)
一、上市公司资产重组的微观表现形式	(10)
二、实质性资产重组与非实质性资产重组	(14)
三、按递进层次划分的资产重组	(16)
四、关联方资产重组和非关联方资产重组	(16)
第三节 资产重组模式的选择及重组策略	(17)
一、资产重组模式的选择	(18)
二、上市公司资产重组的策略	(19)
第二章 我国上市公司资产重组的演进	(24)
第一节 资产重组的产生与发展	(24)
一、资产重组政策与实践相互促进	(24)
二、资产重组模式和手法不断创新	(27)
三、资产重组与二级市场相互影响	(29)
第二节 我国上市公司资产重组阶段划分	(30)
一、试点阶段(1990~1993年)	(30)
二、起步阶段(1994~1997年)	(31)
三、发展阶段前期(1998~1999年)	(32)
四、发展阶段中期(1999~2002年底)	(33)
五、新阶段(从2002年底开始)	(33)
第三节 我国上市公司资产重组过程中存在的问题	(34)
一、政府在资产重组中的定位存在偏差	(34)
二、中国证券市场的结构与制度制约	(41)

三、投资银行发展滞后对上市公司资产重组的制约	(43)
四、上市公司资产重组的法律环境不完善	(44)
五、上市公司资产重组中的短期行为突出	(45)
六、资产重组的战略目标不明确	(48)
第三章 中外上市公司资产重组的动因研究	(50)
第一节 西方资产重组动因理论	(50)
一、产权经济学与交易费用理论	(50)
二、规模经济论	(51)
三、效率理论	(52)
四、市场力量理论	(54)
五、自由现金流量 (FCF) 假说	(54)
六、信息与信号理论	(55)
七、代理问题和管理主义理论	(55)
八、税收方面的考虑	(57)
第二节 中国企业资产重组动因理论	(58)
一、产权交易的基本条件	(58)
二、上市公司资产重组动因分析	(59)
第四章 资产重组绩效评价的必要性研究	(70)
第一节 上市公司资产重组绩效评价的内在原因	(70)
第二节 上市公司资产重组绩效评价的外在原因	(71)
一、资产重组活动深刻地影响着上市公司的内在价值	(71)
二、上市公司的资产重组行为直接影响着股价的变动	(72)
第三节 资产重组绩效评价与价值发现和挖掘	(73)
一、价值投资理念的兴起	(73)
二、资产重组绩效评价与上市公司内在价值挖掘的关系	(76)
第五章 资产重组绩效评价指标体系的建立	(78)
第一节 资产重组绩效评价模型综述	(78)
一、股价变动类的资产重组绩效评价模型	(78)
二、财务指标类的资产重组绩效评价模型	(81)

三、国内上市公司资产重组绩效评价模型的相关研究···	(82)
四、综合评价·····	(98)
第二节 上市公司资产重组绩效评价模型的建立·····	(103)
一、资产重组绩效评价的基准·····	(103)
二、财务指标的选择·····	(103)
三、财务数据的预处理·····	(105)
四、基本假设和计算步骤·····	(106)
附：主成分分析方法简述·····	(108)

第六章 上市公司资产重组绩效排名····· (114)

第一节 2003 年上市公司资产重组概览····· (114)

一、2003 年上市公司资产重组具体方式分析·····	(114)
二、上市公司行业划分·····	(115)
三、2003 年进行资产重组的上市公司行业分布情况···	(116)
四、2003 年 12 个行业上市公司资产重组方式分析···	(117)
五、2003 年上市公司大股东变动情况·····	(124)
六、2003 年上市公司股权变动分析·····	(126)
七、2003 年上市公司资产重组关联交易分析·····	(128)

第二节 2003 年上市公司资产重组综合样本绩效评价··· (129)

一、2000~2003 年样本公司综合统计分析·····	(131)
二、2001 年进行了资产重组的上市公司在总样本中的 表现分析·····	(139)
三、2002 年进行了资产重组的上市公司在总样本中的 表现分析·····	(147)
四、2003 年进行了资产重组的上市公司在总样本中的 表现分析·····	(158)

第三节 2003 年部分行业的上市公司资产重组绩效评价··· (170)

一、电力行业上市公司资产重组绩效评价·····	(171)
二、电脑行业上市公司资产重组绩效评价·····	(175)
三、电子信息行业上市公司资产重组绩效评价·····	(180)
四、房地产行业上市公司资产重组绩效评价·····	(185)
五、钢铁行业上市公司资产重组绩效评价·····	(191)
六、化工行业上市公司资产重组绩效评价·····	(195)

七、医药行业上市公司资产重组绩效评价	(200)
八、商业连锁行业上市公司资产重组绩效评价	(205)
九、汽车行业上市公司资产重组绩效评价	(210)
十、农林牧渔行业上市公司资产重组绩效评价	(215)
十一、酿酒食品行业上市公司资产重组绩效评价	(220)
十二、交通设施行业上市公司资产重组绩效评价	(224)
十三、行业小结	(228)
第四节 结论综述	(233)
第七章 部分行业上市公司资产重组案例分析	(238)
第一节 农林牧渔类上市公司资产重组案例分析	(238)
一、农林牧渔产业发展概况与趋势	(238)
二、案例分析——新希望集团进军乳品产业	(240)
第二节 化工行业上市公司的资产重组案例分析	(242)
一、化工行业发展概况与趋势	(242)
二、案例分析——柯达收购乐凯胶片股权	(244)
三、案例分析——中化国际向母公司收购化肥业务	(246)
第三节 交通运输行业上市公司的资产重组案例分析	(247)
一、交通运输行业发展概况与趋势	(247)
二、案例分析——福地科技“驶上”高速公路	(249)
三、案例分析——上港集箱收购外高桥资产	(251)
第四节 商业连锁类上市公司的资产重组案例分析	(253)
一、商业连锁行业发展概况与趋势	(253)
二、案例分析——迪康集团要约收购成商集团	(255)
第五节 医药行业上市公司的资产重组案例分析	(256)
一、医药行业发展概况与趋势	(256)
二、案例分析——方正入主 ST 合成	(259)
三、案例分析——争夺战略资源，东盛集团并购潜江 制药	(261)
第六节 电力行业上市公司的资产重组案例分析	(263)
一、电力行业发展概况与趋势	(263)
二、案例分析——华能国际收购深能源	(265)
第七节 房地产行业上市公司的资产重组案例分析	(266)

一、房地产行业发展概况与趋势	(266)
二、案例分析——新时代教育发展入主 ST 吉轻工 ...	(268)
三、案例分析——上实发展打造地产旗舰	(270)
第八节 钢铁行业上市公司的资产重组案例分析	(271)
一、钢铁行业发展概况与趋势	(271)
二、案例分析——中国证券市场首例要约收购案	(274)
第九节 汽车行业上市公司的资产重组案例分析	(276)
一、汽车行业发展概况与趋势	(276)
二、案例分析——上海汽车收购仪征汽车推进整车 战略	(279)
第十节 IT 行业上市公司的资产重组案例分析	(281)
一、IT 行业发展概况与趋势	(281)
二、案例分析——京东方海外收购 TFT-LCD 业务...	(282)
三、案例分析——三星康宁(马来西亚)控股赛格 三星	(285)
第八章 展望	(288)
第一节 影响上市公司资产重组绩效的因素及对策	(288)
一、资产重组的政策风险及防范	(288)
二、资产重组融资风险及防范	(289)
三、资产重组运作风险及防范	(290)
四、并购重组风险及防范	(291)
五、文化整合是影响并购重组绩效的重要因素	(293)
第二节 上市公司资产重组未来发展方向	(294)
第三节 2004 年上市公司资产重组发展趋势展望	(296)
一、外资并购将成为持续热点	(296)
二、国内上市公司境外跨国重组继续成为先发制人者 的最佳实践	(298)
三、规模和深度升级的趋势	(298)
四、实质性资产重组的比重有望增加	(299)
五、法制化、规范化与市场化趋势	(300)
六、信息透明化趋势	(300)
七、以创新带动重组的趋势	(301)

八、民营企业将成为资产重组的生力军	(302)
九、政府在资产重组中仍会起到较大的作用	(302)
参考文献	(303)

第一章 导 论

进入 21 世纪以来,随着我国经济与世界经济的加速接轨,客观上要求我国的企业特别是上市公司不断提升其竞争能力、盈利能力和创新能力以适应不断加剧的企业间竞争。这就要求作为证券市场主体的上市公司积极通过在资本市场中的各种运作手段,以实现企业的持续性发展。因此,近年来兼并、收购、转让等资产重组活动在这样的背景下高潮迭起。

本章将讨论上市公司资产重组的概念、基本模式和具体方式,并对与资产重组相关的其他概念进行分析和界定,然后对资产重组模式选择的策略及上市公司进行资产重组的必然性加以论述。

第一节 资产重组的概念

资产重组是证券市场中一个永恒的话题。一般意义上说,企业资产重组是为了提高企业运行效率和竞争力而对企业之间或单个企业的生产要素之间进行分拆整合的过程。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,并放大投资者已有的对未来的良好预期。同时,资产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^①。

一、中国特色资产重组概念的演变和内涵

在国外的理论文献中,并没有资产重组的概念,在西方经济管理词典和相关理论文献上出现的大都是“M&A”这个词,即 Merger&Acquisition (兼并和收购),或 Consolidation (联合)、Takeover

^① 袁德利:《上市公司资产重组效益的实证研究》,《经济师》2002 年第 6 期。

(接管)等术语。在我国,“资产重组”概念是伴随着西方的购并和产权转让等多种实践操作方式在经济领域中的运用而形成的。

(一) 我国资产重组概念的演变

我国对资产重组概念的认识经历了一个复杂的过程^{①②}。最初,“资产重组”概念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,国有资产的重组不是单纯意义上某一个企业的资产重组,也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。需要指出的是,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,涉及到产业结构、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意的混淆。

随着非公有制经济的发育和成长,国有企业的股份制改造,企业产权的多元化,企业用人机制的改革,“重组”的内涵方才从单纯“资产重组”过渡到企业的全部要素重组,重组方式的行政性才逐渐淡化。上市公司明晰的多元化产权结构,规范的法人治理结构,更使资产重组成为创新企业制度、调整企业要素配置、提高企业效率的重要手段。随着企业生存环境市场化程度的提高,企业之间作为不同利益主体的竞争关系的确立及加剧,已经使企业之间的资产调整超越了传统单纯的“资产”层面的重组。多元化的产权结构以及资本市场的不断成熟提供了产权重组的可能,以资本增值为目的的经营理念使资产形态的变换、业务构架的调整日趋频繁;而市场化的用人机制,使人力资源配置及配置机制的调整更加便利。企业为获得和强化竞争优

① 孙延生:《上市公司资产重组概念的法律定位》,《证券时报》,2003年8月。

② 李书锋:《现代企业资产重组研究》,中南财经政法大学博士学位论文,2001年5月。

势而不断对自身的每一个层面，每一个构成要素进行调整。在企业内部要素自身发展的要求以及企业外部环境因素的推动下，资产重组的内涵不断扩展与丰富，与此同时，资产重组的方式也不断地推陈出新。

资产重组的概念在这样一个演变过程中，并在中国市场经济的这种特定背景下不断扩充自己的使用范围和内涵，形成了有中国特色的资产重组概念。因此，国内使用的资产重组概念与国际上关于资产重组的基本概念并不一致。国际上的资产重组概念是指企业分立、剥离、破产、清算等形式，是与并购同一层次的概念。而国内资产重组的内容却包括兼并、收购、购买资产、股权转让与划拨、股权托管、分立合并、资产置换以及资产配负债剥离等多种形式，是一个广泛的概念。

（二）资产重组的含义及内容

对资产重组的含义，可以从不同的研究角度进行描述。从内容上讲，资产重组是资产主体的重新选择与组合；从目的上讲，资产重组是一种优化企业资产结构，提高资产的总体质量，实现资源优化配置的经济行为；从操作方式上看，资产重组就是指兼并、收购、联合、托管等具体行为，在证券市场上则体现为收购与兼并、股权转让、资产剥离、资产置换等一系列的公司重组活动^{①②}。

另外，对于资产重组的内涵也可以从战略层面、战术层面和法理层面加以理解。战略层面看，资产重组从本质上看是企业经营战略的一次变革。在市场经济条件下，企业为了能在市场竞争中取胜，就必须不断地对整个现有资产结构进行改组，使资产结构达到最优化，适应市场结构的变化。战术层面看，资产重组是资产层面上资源调整。资产重组是指通过不同企业之间或同一企业内部的这些经济资源进行符合资产最大增值目的的相互调整与改变，即对实业资本、金融资本、产权资本和无形资本的重新组合。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

① 王一：《企业并购理论及其在中国的应用》，复旦大学出版社，2000年11月版。

② 孙艺林：《上市公司资产重组绩效分析》，北方交通大学博士学位论文，2001年3月。

变。从法理层面看，资产重组兼有经济意义和法律范畴。上市公司资产重组从宏观上讲是公司及资本运作的经济活动，但从其本质上讲，更是一个以《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》）为核心的一系列公司及资本运作的法律活动。

资产重组的内容包括两个层面的内容：一是在资产层面上资源调整、改变与重新组合，其对象是企业已拥有的经济资源，如机器、厂房、工具、资金、原料及商标、专利等，将它们按一定的规则进行相互调整与改变，或在经营环境运行目标发生变化时，调整改变原有组合建立新组合，以满足企业发展的需要；二是在资产—负债结构和产权—股本结构层面进行重组活动，即通过资本市场或者以收购、兼并或合并等方式使资源、新要素大规模引入，或资金、技术、信息、人才等经济资源迅速集中，从而提高其运作效率，重新建立适合企业战略发展需要的组织形式和产业领域。两者相比，后一层面的资产重组活动对企业的资产结构、业务方向及经营战略有较大范围、较高程度的影响，具有更深层次的意义。随着我国资本市场的发展，企业已不再满足停留在资产层面上的资源调整与重新整合，而希望通过资本市场或者收购、兼并、控股等形式获得更大的资本支配权，建立富有竞争力的资产结构和组织体系。

在本书中，我们所指的资产重组是包括这两个层次所进行的资产重组活动，对于其概念界定也较宽泛，即资产重组是指企业对所有权、资产、负债、业务、人员等要素的重新组合和配置以及这些要素之间互相组合和作用方式的调整，其目的是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，最终建立起符合市场经济要求的，更富有竞争力的资产组织体系。从操作方式上看，依托资本市场进行的收购兼并、股权转让、资产置换与剥离、债务重组等重组活动以及在资本市场外进行的资产及产权流动重组等都属于资产重组的范畴。

二、资产重组的其他相关概念

如前所述，在中国特色的市场经济环境下，资产重组所包含的内

容相当广泛，包括企业的所有权、资产、负债、业务、人员等要素；资产重组的具体运作也有很多方式，包括兼并、收购、出售与转让等。因此有必要对相关概念加以阐述。

（一）资产

资产^①是与企业的财产关系密切关联的概念，通常指：“由于过去的交易或事项所引起的，企业拥有或者控制的，能带来未来经济利益的经济资源”。一个企业从事生产经营活动，必须具备一定的物质资源，如货币资金、厂房场地、机器设备、原材料等，这些实际上都可归类为企业的有形资产；而企业所拥有的专利、商标、商誉等资源虽不具备物质形态，但这些资源都将给企业未来带来经济利益，因而也属于资产范畴，被归类于企业的无形资产。国际会计标准委员会对资产的定义为：“一项资产所体现的未来经济利益是直接或间接带给企业现金或现金等价物的潜能，这种潜能可以是企业经营能力中的部分生产能力，也可以采取可转换为现金或现金等价物的形式，或减少现金流出的能力，诸如以良好的加工程序降低生产成本。”综合以上定义可以看出，资产的定义较为明确，就是指企业所拥有的一切可获得预期经济利益的财富，无论是以何种形式存在，都属于企业的资产。对于资产的分类也较为灵活，如按流动性分类，可分为流动资产和非流动资产；按有无实物形态分类可分为有形资产和无形资产；按计量对象分，可分为单一资产和整体资产等。

（二）产权与所有权

产权^②是人与人之间的一种规范性安排，这种安排使得个人具有享受某个物品利益的排他性权利。产权包括五方面内容，一是所有权，即对资产排他性的占有权；二是使用权，使用权属于自身的权利和在一定条件下使用他人资产的权利；三是收益权，从自己所有的资产上取回收益和租用他人资产并从中获取收益的权利；四是处置权，

① 张幸福：《国有企业资产重组动因与策略研究》，经济科学出版社，2003年版。

② 王一：《企业并购理论及其在中国的应用》，复旦大学出版社，2000年11月版。