

中国企业并购年鉴

(CHINA MERGERS & ACQUISITIONS YEARBOOK 2008)

北京交通大学中国企业兼并重组研究中心

CENTER FOR CHINA MERGERS & ACQUISITIONS RESEARCH, BEIJING JIAOTONG UNIVERSITY

2008

北京交通大学科技基金资助项目
国家自然科学基金基金资助项目



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

北京

图书在版编目 (CIP) 数据

中国企业并购年鉴. 2008/北京交通大学中国企业兼并重组研究中心编. —北京: 中国经济出版社, 2008. 12

ISBN 978—7—5017—8777—7

I. 中… II. 北… III. 企业合并—中国—2008—年鉴 IV. F279.21—54

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 142178 号

出版发行: 中国经济出版社 (100037 · 北京市西城区百万庄北街 3 号)

网 址: www.economyph.com

责任编辑: 张路中 (电话: 010—68319286 E-mail: zllz1952@sina.com)

责任印制: 常 毅

封面设计: 巢新强

经 销: 各地新华书店

承 印: 北京金华印刷有限公司

开 本: 880mm×1230mm 1/16

版 次: 2008 年 12 月第 1 版

书 号: ISBN 978—7—5017—8777—7/F · 7745

印张: 28.5 字数: 723 千字

印次: 2008 年 12 月第 1 次印刷

定价: 260.00 元

本书如有缺页、倒页、脱页等质量问题, 由我社发行部门负责调换, 电话: 68330607

版权所有 盗版必究

举报电话: 68359418 68319282

国家版权局反盗版举报中心电话: 12390

服务热线: 68344225 68341878

《中国企业并购年鉴 2008》编写说明

《中国企业并购年鉴 2008》是由北京交通大学中国企业兼并重组研究中心继 2004 年、2005 年、2006 年和 2007 年的年鉴后编辑的第五本反映中国并购市场的年鉴。本年鉴对在中国境内发生的上市公司并购进行了全面统计，连同前四册年鉴，可以动态地反映中国并购市场自 2002 年至 2007 年的市场变化情况。

一、本年鉴的数据来源

本年鉴的数据来源于北京交通大学中国企业兼并重组研究中心开发的“中国企业并购数据库”，该数据库的收录范围为信息披露义务人依据《上市公司信息披露管理办法》，在上市公司定期公告和临时公告中披露的股权和经营性资产交易。具体而言，该数据库收录下述交易：

第一，上市公司为买方，对外收购股权或经营性资产的交易；

第二，上市公司为卖方，对外出售所持有的股权或经营性资产的交易；

第三，以上市公司股份为标的，直接或间接导致上市公司股份的所有权发生转移的交易。其中，直接方式即通过协议转让、要约收购、集中竞价和大宗交易等方式导致上市公司股份的直接持有人发生变化；间接方式是指尽管上市公司股份的直接持有人没有发生变化，但是根据《上市公司收购管理办法》，通过间接收购的方式取得上市公司股份或者成为上市公司股份的实际控制人。

二、本年鉴的统计对象

本年鉴的统计对象是中国境内上市公司在 2007 年所发生的并购事件。这些并购事件按交易标的区分为股权交易和资产交易。其中，股权交易进一步区分为上市公司扩张性交易（即上市公司为股权收购方的并购交易）、上市公司收缩性交易（即上市公司为股权出让方的交易）和上市公司股权交易（即以上市公司股份为交易标的的交易）。按《上市公司收购管理办法》，这类交易被称为上市公司收购）三类，并按照转让比例从 5% 到 100% 分解为五个区间分别统计。资产交易区分为上市公司扩张性资产交易和上市公司收缩性资产交易两类。涉及资产置换的交易，以上市公司为基础来确定该交易是扩张性还是收缩性资产交易。

三、本年鉴的结构

第一部分首先回顾了中国并购市场的经济环境、资本市场环境及法律环境，然后总结了 2007 年中国并购市场的市场特征及市场亮点，从总体上展示了市场的全貌。

第二部分分别列明股权交易统计、资产交易统计和专项统计的结果。股权交易和资产交易是基本的统计分类，专项统计则是对于并购市场的热点所进行的分项统计。

对于股权交易，先从时间、区域、行业、企业性质、交易类型、标的股份性态、支付方式、是否一致

行动人、交易规模等 9 个角度考察全部股权交易的总体情况,然后分上市公司扩张性交易、上市公司收缩性交易和上市公司股权交易三个类别分别列明统计结果。股权交易涉及公司控制权转移的交易,还在相应的统计表中专门设一列归类统计。

对于资产交易,先从时间、区域、行业、企业性质、支付方式、交易规模等 6 个角度考察全部资产交易的总体情况,然后分上市公司扩张性资产交易和上市公司收缩性资产交易两个类别分别列明统计结果。

本年鉴提供了国民经济结构调整、外资并购和中介机构排名三类专项统计。国民经济结构调整是对国有股股东向非国有股股东转让股权或资产的交易的统计,它反映了经济结构调整中“国退民进”的情况。外资并购反映了买方为外资(即企业性质为外商经济或其经营地在海外)的收购情况。海外收购反映了买方为国内企业,而卖方或标的股权为外资的收购情况。中介机构排名则是指对财务顾问、律师事务所、会计师事务所、资产评估事务所按照所参与的并购交易数量和并购交易金额分别进行统计排名。

第三部分对 2007 年中国并购市场上发生的上市公司并购事件按协议收购上市公司股权交易、要约收购上市公司股权交易、上市公司合并和上市公司资产交易等分类逐项进行概括描述。其中,协议收购上市公司股权交易事件列出以上市公司股权为标的且控制权发生转移的全部交易,要约收购上市公司股权交易事件列出对上市公司股东发出公开要约的全部交易,上市公司合并事件列出涉及上市公司吸收合并和新设合并的全部交易,而上市公司资产交易事件列出当年交易金额前 100 位的交易。各类交易的并购事件分行业描述,其中,制造业细分到二级行业,其他行业取一级行业。全部并购事件均首先列明事件所涉及的上市公司证券代码及首次公告日。部分并购事件因披露信息不全而仅据实描述所披露的信息内容。

第四部分收录了 2007 年中国颁布的与并购相关的国家法律和部门法规,包括:酝酿十年之久才颁布的《中华人民共和国反垄断法》,证监会并购重组委的工作办法,以及军工企业股改的相关规定。

第五部分收录了 2007 年中国主要学术期刊发表的与并购相关的学术论文。所有进入备选范围的论文均为 2007 年度发表的中文学术论文,这些论文来自 CSSCI 来源期刊(2007—2008)确定的管理学和经济学两个学科分类所涉及的全部期刊。经北京交通大学中国企业兼并重组研究中心研究人员的选择,与并购相关的全部论文作为备选论文;备选论文经北京交通大学经济管理学院 10 位专家协商评审,筛选出 20 篇作为“中国企业并购年度优秀论文”推荐论文;推荐论文经来自北京交通大学、北京大学、中央财经大学的 5 位专家独立评选,根据评分确定 10 篇作为“中国企业并购年度优秀论文”。

本年鉴在第六部分回顾了 2007 年与中国企业并购相关的重大事件。该大事记按时间顺序评述了 2007 年发生的规模较大或影响较大的并购交易、国家或相关部门颁布的并购法规以及其他与并购相关的重要活动。

本年鉴涉及交易金额的,均以万元人民币为货币单位。

目 录

第一部分 中国企业并购综述

1 中国企业并购市场环境	3
1.1 中国企业并购的宏观经济环境	3
1.2 中国企业并购的资本市场环境	5
1.3 中国企业并购的法律环境	6
2 中国企业并购市场特征	9
2.1 并购交易规模特征	10
2.2 并购交易地域特征	13
2.3 并购交易行业特征	15
2.4 关联型并购	16
2.5 跨境并购	16
3 中国企业并购市场亮点	17
3.1 完善法规促进阳光并购	18
3.2 股权支付创新频出	19
3.3 产业整合继续推进	21
3.4 金融企业扬帆出海	22
3.5 控制权争夺战吸入眼球	23

第二部分 中国企业并购统计

1 股权交易统计	27
1.1 总体情况	27
1.2 上市公司扩张性交易	49
1.3 上市公司收缩性交易	70
1.4 上市公司股权交易	91
2 资产交易统计	112
2.1 总体情况	112
2.2 上市公司扩张性资产交易	114
2.3 上市公司收缩性资产交易	121
3 专项统计	128
3.1 股权交易溢价	128
3.2 国民经济结构调整	137
3.3 外资收购	139
3.4 海外收购	141

3.5 中介机构排名	142
------------------	-----

第三部分 中国上市公司并购事件 145

1 协议收购上市公司案例	147
标的所属行业: 农林牧渔业	147
标的所属行业: 制造业——食品饮料	147
标的所属行业: 制造业——纺织服装皮毛	148
标的所属行业: 制造业——造纸印刷	150
标的所属行业: 制造业——石油化学塑胶塑料	151
标的所属行业: 制造业——电子	156
标的所属行业: 制造业——金属非金属	158
标的所属行业: 制造业——机械设备仪表	162
标的所属行业: 制造业——医药生物制品	167
标的所属行业: 制造业——其他制造业	168
标的所属行业: 电力煤气及水的生产和供应业	169
标的所属行业: 建筑业	171
标的所属行业: 交通运输仓储业	172
标的所属行业: 信息技术业	172
标的所属行业: 批发和零售贸易	176
标的所属行业: 金融保险业	180
标的所属行业: 房地产业	180
标的所属行业: 社会服务业	182
标的所属行业: 综合类	184
2 要约收购上市公司案例	188
标的所属行业: 采掘业	188
3 合并案例	190
标的所属行业: 制造业——石油化学塑胶塑料	190
标的所属行业: 制造业——电子	190
标的所属行业: 制造业——金属非金属	190
标的所属行业: 制造业——机械设备仪表	191
标的所属行业: 医药生物制品	191
标的所属行业: 批发和零售贸易	192
标的所属行业: 金融保险业	192
标的所属行业: 房地产业	193
标的所属行业: 社会服务业	193
4 资产交易案例	194
标的所属行业: 农林牧渔业	194
标的所属行业: 采掘业	195
标的所属行业: 制造业——纺织服装皮毛	195

标的所属行业：制造业——造纸印刷	196
标的所属行业：制造业——石油化学塑胶塑料	197
标的所属行业：制造业——电子	199
标的所属行业：制造业——金属非金属	201
标的所属行业：制造业——机械设备仪表	203
标的所属行业：制造业——医药生物制品	210
标的所属行业：制造业——其他制造业	210
标的所属行业：电力煤气及水的生产和供应业	211
标的所属行业：建筑业	213
标的所属行业：交通运输仓储业	214
标的所属行业：信息技术业	218
标的所属行业：批发和零售贸易	220
标的所属行业：金融保险业	223
标的所属行业：房地产业	224
标的所属行业：社会服务业	228
标的所属行业：传播与文化产业	229
标的所属行业：综合类	230
标的所属行业：未披露	238

第四部分 中国企业并购法规选编

国有单位受让上市公司股份管理暂行规定	241
国有股东转让所持上市公司股份管理暂行办法	243
中华人民共和国反垄断法	249
关于规范上市公司信息披露及相关各方行为的通知	255
关于在发行审核委员会中设立上市公司并购重组审核委员会的决定	257
中国证券监督管理委员会上市公司并购重组审核委员会工作规程	258
中国证券监督管理委员会并购重组审核委员会委员承诺函	262
中国证券监督管理委员会并购重组审核委员会委员与并购重组申请人接触事项的有关说明	262
中国证券监督管理委员会并购重组审核委员会审核工作底稿	263
并购重组申请人保证不影响和干扰并购重组审核委员会审核的承诺函	263
中华全国律师协会律师承办国有企业改制与相关公司治理业务操作指引	264
军工企业股份制改造实施暂行办法	280
中介机构参与军工企事业单位改制上市管理暂行规定	285
关于做好上市公司 2007 年年度报告及相关工作的通知	287

第五部分 中国企业并购年度优秀论文

并购的异化：理论模型及其政策含义	293
高管薪酬利益驱动下的企业并购	305
中国企业横向并购指南探讨	315

股权结构、大股东变更与收购公司竞争优势	324
公司并购悖论的研究回顾与评述	332
并购中主并公司的可预测性	346
企业收购绩效与公司治理	357
全球证券交易所的并购趋势：从公司化角度的考察	368
战略性并购与财务选择：中国上市公司 1999~2004 检验	374
竞争优势、企业边界与科层机制	381
金融控股公司整合并购对消费者态度影响研究	391

第六部分 中国企业并购大事记

中国企业并购年鉴

2008

第一部分

中国企业并购综述



1 中国企业并购市场环境

1.1 中国企业并购的宏观经济环境

2007年,中国经济发展质量和效益明显提高,但同时面临的挑战和积累的风险也在不断加大:贸易顺差加大、货币投放过快、物价持续上涨及过剩的流动性让通货膨胀从岁初的“预期”发展为岁末的“压力”。与此同时,国家也采取了相应的措施来调节经济,加快转变经济增长方式,实现国民经济全面协调可持续发展。

1.1.1 国民经济平稳快速增长,通货膨胀压力显现

根据国家统计局公报及核实情况,2007年全年国内生产总值246619亿元,比上年增长11.4%。分产业看,第一产业增加值28910亿元,增长3.7%;第二产业增加值121381亿元,增长13.4%;第三产业增加值96328亿元,增长11.4%。第一产业增加值占国内生产总值的比重为11.7%,与上年持平;第二产业增加值比重为49.2%,上升0.3个百分点;第三产业增加值比重为39.1%,下降0.3个百分点。分季度看,第一季度增长11.1%,第二季度增长11.9%,第三季度增长11.5%,第四季度增长11.2%。

居民消费价格比上年上涨4.8%,其中食品价格上涨12.3%。商品零售价格上涨3.8%。固定资产投资价格上涨3.9%。工业品出厂价格上涨3.1%,其中生产资料价格上涨3.2%,生活资料价格上涨2.8%。原材料、燃料、动力购进价格上涨4.4%。农产品生产价格上涨18.5%。70个大中城市房屋销售价格上涨7.6%,其中新建商品住宅价格上涨8.2%,二手住宅价格上涨7.4%,房屋租赁价格上涨2.6%。

受猪肉、食用油等食品涨价的影响,中国居

民消费价格指数(CPI)涨幅从3月份的3.3%一路上扬,直至11月份的6.9%,连续9个月超过3%的警戒线。虽然只是结构性和阶段性的上涨,没有出现由于总需求严重超过总供给而引起全面、持续的价格上涨,但已经没有人怀疑中国正进入通胀抬升时期。所以防止价格由结构性上涨演变为明显通货膨胀将会成为宏观调控的首要任务。

比较而言,中国的并购市场相对平稳。根据本年鉴的统计,2007年上市公司并购重组交易数量为1775笔,与上年基本持平,交易总规模为4409.74亿元,较上年增长181.36%,交易金额的增长速度远远超过了交易数量的增长。同时,并购总额占GDP的比重也从2006年的0.73%上升到1.79%。由于二级市场的活跃,集中竞价的股权交易从数量和金额两方面都大幅增长,我们统计范围内的数量(转让比例不小于5%)从2006年的9笔增加到2007年的93笔,金额从2006年的21.28亿元增加到2007年的253.71亿元,也增长了10倍多。(见表1-1,1-2)

表 1-1 2007 年度中国并购总额占 GDP 的比重 (不含集中竞价)

	2006 年	2007 年	增长率
并购总额 ¹ (亿元)	1546.01	4156.03	168.82%
GDP ² (亿元)	210871	246619	16.95%
并购总额/GDP (%)	0.73	1.69	151.87%

表 1-2 2007 年度中国并购总额占 GDP 的比重 (含集中竞价)

	2006 年	2007 年	增长率
并购总额 ¹ (亿元)	1567.29	4409.74	181.36%
GDP ² (亿元)	210871	246619	16.95%
并购总额/GDP (%)	0.74	1.79	164.41%

1 数据来源:中国企业并购数据库。

2 数据来源:中国国家统计局:《中华人民共和国2007年国民经济和社会发展统计公报》。

3 因2006年之前集中竞价交易没有计算金额,所以为保持统计口径一致,表1-1数据剔除了集中竞价交易金额。

1.1.2 国民经济结构优化成效初现，投资增长加快，贸易顺差增大

从投资来看，整体增长速度过快。全年全社会固定资产投资 137239 亿元，比上年增长 24.8%。分城乡看，城镇投资 117414 亿元，增长 25.8%；农村投资 19825 亿元，增长 19.2%。

分地区看，东部地区投资 72314 亿元，比上年增长 19.9%；中部地区 34283 亿元，比上年增长 33.3%；西部地区 28194 亿元，比上年增长 28.2%。

中国 2007 年固定资产投资快速增长，房地产开发投资明显加快。全年全社会固定资产投资 137239 亿元，比上年增长 24.8%，加快 0.9 个百分点。全社会固定资产投资增速大大高于政府设定的 18% 的全年增速目标，不过低于 2005 年修正后的 26.0% 和 2004 年修正后的 26.6%。

从产业结构来看，宏观调控效果明显，产业结构优化。在城镇投资中，第一产业投资 1466 亿元，比上年增长 31.1%；第二产业投资 51020 亿元，增长 29.0%；第三产业投资 64928 亿元，增长 23.2%。结构优化。2007 年在这方面我们取得了明显成就，从前三季度来看，第三产业对整个经济增长的贡献率同比提高 2.5 个百分点，最终消费率对整个经济增长拉动力提高了 3.8 个百分点，这是 2007 年非常重要的一个经济成就。

从出口来看，外贸与外资快速增长，双顺差迫使外汇储备不断膨胀，人民币升值压力增大。2007 年，全年进出口总额 21738 亿美元，比上年增长 23.5%。其中，出口 12180 亿美元，增长 25.7%，进口 9558 亿美元，增长 20.8%。贸易顺差 2622 亿美元，比上年增加 847 亿美元。全年实际使用非金融机构外商直接投资 748 亿美元，比上年增长 13.6%。年末国家外汇储备余额达到 1.53 万亿美元，比上年增长 43.3%。

面对各种问题和风险，中央及时出台了一系列宏观调控的政策措施，力求使中国经济的巨轮沿着又好又快的轨迹前行。在国际经济失衡的背景下，贸易顺差导致巨额外汇储备和银行系统主

动的信贷是流动性过剩的主要根源。压缩信贷等货币手段或可起到治标作用，但消除对外失衡、平衡巨额贸易顺差，才是解决流动性过剩的根本之道，这不仅需要人民币的适度升值，更需要立足刺激和扩大国内需求，逐步建立直接和间接的融资平衡发展的金融体系。

1.1.3 宏观调控效果明显，调控体系日臻完善

2007 年宏观调控的总体目标是防治经济从偏快转向过热的风险，并解决经济结构失衡的矛盾。具体的重心和焦点主要有三个方面的内容：一是贯穿全年的外贸顺差、信贷、固定资产投资和流动性过剩的总量调控；二是下半年开始的对通货膨胀风险和房地产、股票市场等资产泡沫的重点调控；三是对节能减排、节能降耗等关系经济增长质量和可持续增长方面的结构性调控。调控手段包括货币政策等市场化政策和土地调控等行政政策，但总体上以市场化手段为主导，行政手段侧重于对非市场化领域和部门的调节。

加息和提高存款准备金率成为货币政策的常态工具。作为市场化色彩最浓的宏观调控手段，货币政策在 2007 年担纲了宏观调控的主力军。全年先后 6 次提高存贷款基准利率，1 年期存款基准利率和 1 年期贷款基准利率分别提高至 4.14% 和 7.47%；10 次提高存款准备金率至 14.5%，创历史新高；通过发行央行票据和买卖特别国债等方式进行公开市场操作回收大量流动性，2007 年央行通过公开市场操作净回笼基础货币 7857.18 亿元；通过向商业银行发行特别存款、定向央行票据以及进行窗口指导等方式影响商业银行信贷投放力度、方向和节奏；对商业性房地产信贷政策进行调整，并提高第二套以上住房贷款的首付款比例和利率水平。总体看，2007 年货币政策使用工具和使用频率之多，力度之大，都是近年来少有的，显现出从稳健向从紧转型的迹象。从各方面的数据和情况看，2007 年以来从紧的货币政策在控制信贷和投资过快增长、降低通货膨胀风险、挤压资产泡沫及促进经济结构调整等方面都

取得了较为显著的效果。

稳健财政政策在促进再分配和经济均衡发展以及降低经济过热风险等方面发挥了积极作用。2007年,通过税收手段和转移支付手段,财政政策在促进再分配、改善经济结构和调控投资与外贸顺差等方面发挥了积极作用。第一,2007年8月15日,对储蓄存款利息所得征收的利息税由20%调减为按照5%的比例税率来执行,增加了中低收入居民的实际可支配收入。第二,完善落实支农惠农政策,全面免除农村义务教育阶段学生的学杂费等,全面减轻了农民负担并促进农民增收。第三,继续降低长期建设国债的发行规模,减少一般建设领域的财政支出,对降低固定资产投资增速起到了一定作用。第四,多次调整进出口税收政策,取消部分高耗能、高污染及资源性产品(即“两高一资”产品)的出口退税并降低劳动密集型产品的出口退税率,有效降低了贸易顺差。第五,2007年5月30日将证券交易印花税由1%调高至3%,有效降低了资本市场的泡沫程度。第六,加大资源税改革力度,取消或减少了对有色金属等部分矿产资源的优惠政策,并调高了金矿、焦炭等部分矿产资源的税额标准。第七,在降低“两高一资”行业出口退税率的同时,加大对装备制造业的出口退税,促进产业升级。总体看,2007年财政政策重点通过税收手段,在总量调控和结构调控方面均有所建树,但财政政策在扩大国内消费需求对经济的拉动作用以及改善“民生”等诸多“瓶颈”方面仍有较大的政策空间。

1.2 中国企业并购的资本市场环境

1.2.1 国内A股市场动荡,显现冰火两重天的格局

2007年是中国证券市场骄傲但并不值得自豪的一年。2007年虽然A股市场规模膨胀了10倍,达到近30万亿元,上证指数也翻了近一番,股票市值在2007年也首次超过中国国内年生产总值,

并列居世界股市第六,但仍是2005年年中启动股权分置改革后的行情在粗放型方式上数量膨胀的延续,未能实现2007年初管理层在机制上的战略目标,相比股市未来发展潜能至少在时间上错过了一年,以股指期货为代表的诸多制度上的改革设想均推迟到2007年以后。但2007年又是证券市场最值得思考与反思后最需要突破的一年,是对战略决策层与监管层如何面对市场与调控、发展与安全、监管与自律,从战略到战术思想体系需要在2008年更新的一年。

继2006年中国股市超级火暴之后,2007年的中国股市再接再厉,年K线再以硕大殷红大棒收官,指数的历史峰值再度被刷新:以上海市场为例,年初开盘2728,最低2541,最高6124,年末收盘5251,全年总共242个交易日,其中155个交易日上涨,仅87个交易日下跌,涨幅达96.66%,较2006年130%的涨幅有所减弱,但合计振幅达141.96%,较火暴的2006年依然是有过之而无不及,硕大的阳线实体再度给中国股票市场奏出强劲的多头音符。

回顾2007年的证券市场,我们看到三个突出的特点:一是牛市格局延续、财富效应显著。上证指数从年初的2728点开盘到12月28日的5261.56,涨幅达到92.87%,中国股市成为2007年全球最赚钱的市场,伴随着这一过程,国内偏股型开放式基金今年以来的平均收益达到111.35%,使中国的基金成为最受投资者欢迎的理财产品,基金全行业的资产规模一跃超过3万亿元,基金投资者达到几千万人。基金投资者通过基金充分分享到了中国经济的成长成果。

二是震荡成为常态、结构化特征显著。牛市的步伐并非一帆风顺,2007年的股市出现多次大幅震荡,其中单日跌幅超过6%的就有4次,阶段性调整累计最大跌幅超过20%的有3次。而且市场演化呈现出鲜明的结构化特征,5月30日之前是典型的低价股、题材股行情,之后是垃圾股暴跌、基金核心资产重新取得主导,10月15日后进入普跌,市场格局更为复杂。这些对基金管理人和基金投资者的投资理念都是现实的考验。一

些投资者通过长期投资、价值投资充分享受了股市的成长成果，而也有投资者由于缺乏正确的投资理念，在牛市中没有赚到钱甚至赔了钱。

三是总体上呈现出新投资者主导的局面。总体上讲，新客户在投资知识和理念等方面的准备并不充分，入市之初在相当程度上存在不理性的投资心理和行为。比如投资收益预期过高、风险意识不强，在投资基金时追涨、追新（基金）、追低（净值）等。这些对基金行业和基金投资者都提出了很高的挑战。

对于如此冰火两重天的格局，市场上下应该格外关注，客观认识当前的市场格局和市盈率构成，而非“一刀切”地调控和打压，也并非让市场一味地沉寂在“泡沫”膨胀的喜悦中。

1.2.2 货币供应量增长较快，人民币升值

尽管 2007 年年内连续 6 次加息、10 次提高法定存款准备率，但年底货币流动性过剩问题依然不见缓解。12 月末，广义货币（M2）余额 40.3 万亿元，比上年末增长 16.7%，回落仅 0.2 个百分点；狭义货币（M1）余额 15.3 万亿元，增长 21.0%，加快 3.5 个百分点；流通中货币（M0）余额 30334 亿元，增长 12.1%，回落仅 0.6 个百分点。金融机构人民币各项贷款比年初增加 36323 亿元，比上年多增 4482 亿元。各项存款比年初增加 53878 亿元，比上年多增 4599 亿元。全年投放现金 3262 亿元，比上年多投放 221 亿元。

12 月 31 日人民币对美元汇率中间价为 7.3046，创汇改以来新高。自 2005 年 7 月 21 日央行启动汇改，人民币对美元汇率从最初 2% 的“一小跳”走出“小碎步”升值、不断创新高的态势。国务院总理温家宝在第四届中欧工商峰会上表示，中国会继续按照主动性、可控性和渐进性原则完善人民币汇率形成机制，进一步发挥市场供求在人民币汇率形成中的基础性作用，增强人民币汇率弹性，逐步实现资本项目下可兑换。

1.2.3 拓宽资本双向流动渠道，通过外汇管理体制变革缓解流动性过剩

2007 年，在人民币汇率形成机制改革尚未有重大突破的情况下，通过外汇管理体制变革拓宽资本双向流动渠道，降低了资本项目顺差，一定程度上缓解了流动性过剩问题。这方面的重要政策包括：成立国家外汇投资管理公司，由财政部向央行发行债券获得部分外汇储备进行境外投资，目前已投资了美国黑石公司、中国中铁、摩根斯坦利公司等；拓宽外汇储备投资渠道，增加黄金储备等战略资源；放宽对银行结售汇的管制和对境内企业及个人用汇限制，允许部分国际机构在国内发行人民币债券；加大对入境资金的监控，开展外汇资金流入及结汇和部分地区银行自身收结汇的检查，加强外债管理，改进外债统计监测，严格控制了外债的过快增长；放宽个人和金融机构对外金融投资的限制，扩大 QDII 的经营范围。

在人民币升值预期较为强烈的背景下，促进资本双向流动的政策短期内或许不能对国际收支平衡起到重要作用，但从长期看它将加快人民币资本项目下可兑换的步伐。

1.3 中国企业并购的法律环境

1.3.1 证监会完善并购重组规则

证监会在 2007 年集中发布了 6 部法规及规范性文件，集中规范上市公司并购重组。这些法规已经体现了市场化原则和与国际接轨的信号，具有划时代的意义，使得并购重组更加严格和透明了。

这些法规包括 7 月 17 日签发的《中国证券监督管理委员会上市公司并购重组审核委员会工作规程》和《关于在发行审核委员会中设立上市公司并购重组审核委员会的决定》，8 月 15 日签发的《关于规范上市公司信息披露和相关各方行为的通知》，以及随后签发的《上市公司非公开发行股票实施细则》和《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 25 号——上市公司非公开发

行股票预案和发行情况报告书》，以及《上市公司重大资产重组管理办法（征求意见稿）》。

与以往规则相比，“以发行股份作为支付方式购买资产的特别规定”是一章全新的内容。2006年证监会启动了已股改公司以发行股份作为支付方式向特定对象购买资产的试点工作。此后，上海汽车等几十家公司相继公告了具体操作方案，各公司方案的实施取得了良好的示范效果。上市公司向特定对象发行股份购买资产的主要目的是资产和业务整合，由此可以实现整体上市、引入战略投资者、挽救财务危机公司、增强控股权等目的。《上市公司重大资产重组管理办法（征求意见稿）》专列一章，对上市公司以发行股份作为支付方式向特定对象购买资产的原则、条件、股份定价方式、股份锁定期等作了具体规定。

《上市公司非公开发行股票实施细则》对非公开增发做的一系列规定中，定价问题最能体现风险和回报意识的匹配。对以重大资产重组、引进长期战略投资为目的的发行和以筹集现金为目的的发行采取了不同的定价机制。对于通过非公开发行进行重大资产重组或者引进长期战略投资为目的的，可以在董事会、股东大会阶段事先确定发行价格。《细则》规定，此类发行对象认购的股份应锁定在36个月以上，这既符合长期战略投资的本意，又可在很大程度上避免因认购股票后可在短期内抛售获利而引发的不公平现象。而对于以筹集现金为目的的发行，应当在取得发行核准批文后采取竞价方式定价。《细则》规定，最终发行价格和发行对象必须在取得发行核准批文后，经过有效的市场竞价产生。

为了适应股权分置改革后市场发展的需要，切实保证在上市公司并购重组审核工作中贯彻公开、公平、公正的原则，进一步提高并购重组审核工作的质量和透明度，2007年7月17日，中国证券监督管理委员会决定在发行审核委员会中设立上市公司并购重组审核委员会，并对其职责和工作规程作了明确规定。并购重组委的职责是审核上市公司并购重组申请是否符合相关条件；审核财务顾问、会计师事务所、律师事务所、资产

评估机构等证券服务机构及相关人员为并购重组申请事项出具的有关材料及意见书；审核中国证监会有关职能部门出具的初审报告并依法对并购重组申请事项提出审核意见。

1.3.2 上市公司国有股转让新规影响积极

国务院国资委、中国证监会公布了《国有股东转让所持上市公司股份管理暂行办法》、《国有单位受让上市公司股份管理暂行规定》及《上市公司国有股东标识管理暂行办法》3个政策性文件，这对稳定我国证券市场的健康发展意义十分重大。

《转让办法》规定，同时符合下述两个条件的，国有控股股东转让股份不需报经国有资产监管机构批准，由国有控股股东按照内部决策程序决定：其一，总股本不超过10亿股的上市公司，国有控股股东在连续3个会计年度内累计净转让股份（累计转让股份扣除累计增持股份后的余额，下同）的比例未达到上市公司总股本的5%；其二，总股本超过10亿股的上市公司，国有控股股东在连续3个会计年度内累计净转让股份的数量未达到5000万股或累计净转让股份的比例未达到上市公司总股本的3%。而不符合上述两个条件之一的，需报经国有资产监管机构批准后才能实施。

自股权分置改革后，许多上市公司可解禁的股份数量逐渐增加。与此同时，也出现了改善上市公司基面的有利信息不断、公司股价持续上涨与“大小非”上市时间安排三者之间惊人一致的市场现象。其中，上市公司有意动股价上涨的不合理预谋与动机，以及证券交易中存在着的内幕交易等违规问题，在一定程度上已经损害了个人投资者的相关利益，也不利于整个股市的健康发展。

有鉴于此，对上市公司国有股东通过二级市场减持股份做出相应规定，将有助于抑制国有股东不断增强的套现冲动。因为按照此次规定，如果今后国有控股股东在连续3个会计年度内累计

净减持的股份比例超过 5%，或者虽然不超过 5% 但会造成上市公司控制权转移，都需报经国有资产监督管理机构审核批准后实施。这一硬性规定的潜在市场影响是相当积极的。因为，目前 A 股市场中的国有股份所占比例仍然偏大，随着 H 股及红筹股的回归，国有股份所占比例还会继续增加。如果无法有效抑制上市公司国有股东集中或大规模减持股份的套现冲动，这不仅会损害到个人投资者的相关利益，而且还会影响到未来 A 股市场的稳定发展。

这 3 个政策性文件对国有股东采取协议转让等其他方式转让上市公司股份也进行了详尽规定。其中，规定了国有股东协议转让上市公司股份，原则上应通过证券交易所公开股份转让信息，广泛征集受让方。另外，上市公司股份的转让价格还要按市场定价原则确定。这是国有资产监督管理机构监管的重点之一。

对上市公司股份转让价格及转让方式的这些规定，首先是可以避免上市公司股份转让中可能会出现“私下谈判”和“暗箱操作”等违规问题，也可避免有可能会损害国家利益及其他相关者（尤其是个人投资者）利益事情的发生。其次是改变了过去上市公司股份转让主要以每股净资产值为基础的定价机制，这不仅增加了上市公司股份转让的交易成本，而且也突出了目前 A 股上市公司的市场价值。从此次相关监管部门出台这 3 个政策性文件的主观意图分析，虽然国有股东转让（也包括受让）上市公司股份是一种完全自主的重要投资行为，但这种行为在客观上会形成市场巨大的抛压压力，并透过市场利益的重新分配不均而危及 A 股市场的长期稳定发展。

1.3.3 军工企业改制重组大幕徐徐开启

2007 年 11 月 15 日，国防科工委公布了《军工企业股份制改造实施暂行办法》和《中介机构参与军工企事业单位改制上市管理暂行规定》，这是 2007 年以来继《非公有制经济参与国防科技工业建设的指导意见》、《关于推进军工企业股份制

改造的指导意见》之后，国防科工委出台的关于军工企业重组改制的最新规定。

纵观《军工企业股份制改造实施暂行办法》（下称《办法》），其核心内容包括三个方面：

（1）军工企业的改制上市，将按照国有资本占军工企业的出资比例，分国有独资、国有绝对控股、国有相对控股和国有参股四大类型进行。其中，国有独资军工企业应改制为一个或一个以上国有企业出资的有限责任公司；国有绝对控股军工企业，鼓励境内资本参与其改制，并可在境内资本市场融资；国有相对控股军工企业，鼓励境内资本和有条件的允许外资参与改制，可有条件地在境内外市场融资；国有参股军工企业，鼓励采取多种形式，引入境内外资本参与改制。

（2）明确规定了各类社会资本参与军工企业改制和承接军工业务的相关要求。其中，国有控股的境内上市公司可以对国有控股的军工企业实施整体或部分收购、重组；禁止外资并购国有独资、国有绝对控股的军工企业；限制外资并购国有相对控股的军工企业；允许外资并购改制为国有参股的企业。

此外，改制要求中还规定了改制后企业承接军品业务，需重新申请武器装备科研生产许可证，保证军品业务质量，按时完成军品订单，保证军品相关设备和科研条件的完善；严格执行国家安全保密法律法规，建立保密工作制度、保密责任制度和军品信息披露审查制度；改制后企业控股股东发生变化、董事长及总经理发生变动及选聘境外独立董事、发生重大收购行为，收购方独立或其他一致行动人合并持有上市公司 5%（含）以上股份时，均需报经国防科工委批准。

（3）明确了军工企业改制重组、保密工作的具体流程与规范。军工企业改制需提交申请文件、具体改制方案、保密工作方案、资产保全措施、公司章程、出资方的相关协议、申请人与中介机构的有关协议等材料。涉及改制上市的，需另提交军工企业上市框架方案。

《军工企业股份制改造实施暂行办法》中，对军工企业改制类型，各类社会资本参与改制与流