

中国企业并购年鉴

(CHINA MERGERS & ACQUISITIONS YEARBOOK 2006)

CENTER FOR CHINA MERGERS & ACQUISITIONS RESEARCH, BEIJING JIAOTONG UNIVERSITY

2006

北京交通大学科技基金资助项目
国家自然科学基金资助项目

图书在版编目 (CIP) 数据

中国企业并购年鉴. 2006 / 张金鑫主编. —北京: 中国经济出版社, 2006. 10

ISBN 7-5017-7792-6

I. 中... II. 张... III. 企业合并—中国—2006—年鉴 IV. F279.21-54

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2006) 第 116537 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: 崔清北 高桂芳 (电话: 010-64471642)

责任印制: 常 毅

封面设计: 原创在线

经 销: 各地新华书店

承 印: 北京市地矿印刷厂

开 本: 889mm×1194mm 1/16

印 张: 24 字 数: 600 千字

版 次: 2006 年 10 月第 1 版

印 次: 2006 年 11 月第 1 次印刷

书 号: ISBN7-5017-7792-6/F·6798

定 价: 260.00 元

版权所有 盗版必究

举报电话: 68359418 68319282

服务热线: 68344225 68369586 68346406 68309176

《中国企业并购年鉴》

(2006)

编委会主任

聂庆平 中国证券业协会副会长兼秘书长，研究员
张秋生 北京交通大学中国企业兼并重组研究中心主任，教授
高 宁 深圳市国泰安信息技术有限公司常务副总裁，博士

主 编

张金鑫 北京交通大学中国企业兼并重组研究中心副主任，博士

副主编

刘 岩 秦耀林 赖斌慧 崔永梅 王 东 胡杰武

编委会成员

(按姓氏拼音排列)

陈顺长	崔永梅	丁志红	付铁铮	葛 亮	韩 瑞
胡杰武	赖斌慧	雷 浩	李 航	刘 畅	刘 岩
刘永杰	娄 金	吕爱兵	秦耀林	施先达	王 东
杨 俊	叶广辉	于 佳	张金鑫	张 静	周 蕊

《中国企业并购年鉴 2006》编写说明

《中国企业并购年鉴 2006》是由北京交通大学中国企业兼并重组研究中心继 2004 年和 2005 年的年鉴后编辑的第三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, 连同前两册年鉴, 可以动态地反映中国并购市场自 2002 年至 2005 年的市场变化。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和深圳市国泰安信息技术有限公司联合开发的“中国上市公司兼并收购、资产重组数据库”。

一、本年鉴的统计范围

本年鉴的统计对象是中国境内上市公司在 2005 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, 而股权交易区分为上市公司扩张性交易 (即上市公司为股权受让方的并购交易)、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 (即以上市公司股权为交易标的的交易) 等三类, 资产交易区分为上市公司扩张性交易和收缩性交易两类。

对具体一项上市公司并购事件, 我们根据《证券法》、《上市公司收购管理办法》(以下简称“《收购办法》”)、《上市公司股东持股变动信息披露管理办法》(以下简称“《披露办法》”)、上海证券交易所《股票上市规则》等法律法规, 对纳入本年鉴统计范围的并购事件设定了如下标准:

1. 关于股权交易

买卖股权超过“标的企业”总股本的 5% 及以上的 (依据:《股票上市规则》7.4.5), 以及股权转让比例未达到 5%, 但是导致上市公司控制权转移的交易行为 (依据:《披露办法》);

2. 关于资产交易

上市公司当年公告的全部资产交易。

二、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 2005 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、是否存在关联交易或一致行动人、交易规模等九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。对于资产交易, 先从时间、区域、行业、支付方式、是否存在关联交易、交易规模等六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交易和上市公司收缩性交易两个类别分别列明统计结果。股权交易和资产交易涉及公司控制权转移的交易, 还在相应的统计表专门设一列归类统计。

对于专项统计, 则从股权交易溢价、资产交易溢价、国民经济结构调整、外资并购、海外收购、中介

机构排名六个方面分别列明统计结果。本年鉴中,交易溢价以交易金额相比较账面价值的溢价(即账面价值溢价)和交易金额相比较评估价值的溢价(即评估价值溢价)两个角度分别计算算术平均溢价率和加权平均溢价率作为统计指标。具体的计算公式如下:

$$\text{账面价值算术平均溢价率} = \frac{1}{n} \sum \frac{(\text{交易金额} - \text{账面价值})}{\text{账面价值}}$$

$$\text{账面价值加权平均溢价率} = \sum \left[\frac{(\text{交易金额} - \text{账面价值})}{\text{账面价值}} \times \frac{\text{单笔交易金额}}{\text{总体交易金额}} \right]$$

$$\text{评估价值算术平均溢价率} = \frac{1}{n} \sum \frac{(\text{交易金额} - \text{评估价值})}{\text{评估价值}}$$

$$\text{评估价值加权平均溢价率} = \sum \left[\frac{(\text{交易金额} - \text{评估价值})}{\text{评估价值}} \times \frac{\text{单笔交易金额}}{\text{总体交易金额}} \right]$$

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。中介机构排名则对财务顾问、律师事务所、会计师事务所、资产评估事务所的并购交易量和并购交易金额的排名。

第三部分对2005年中国并购市场上发生的上市公司并购事件按协议收购股权交易、协议收购资产交易和要约收购的分类逐项进行概括描述。其中,协议收购股权交易事件列出以上市公司股权为标的的全部交易,要约收购事件列出对上市公司股东发出公开要约的全部交易,而协议收购资产交易事件列出交易额前20位的交易。协议收购股权交易的事件描述包括股权收购方、股权出让方、标的名称、收购方和出让方在交易前后的持股比例、交易金额和交易数量、支付方式等信息。协议收购资产交易的事件描述包括资产收购方、资产出让方、标的名称及价值、交易价格、支付方式、中介机构等信息。要约收购的事件描述包括收购方、标的名称、交易前收购方持股数量(如已持股数)、要约期间、预购股份数量及价格、成交股份数量、中介机构等信息。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2005年中国颁布的与并购相关的国家法律和部门法规。这些并购法律、法规包括2005年新修订的《中华人民共和国公司法》和《中华人民共和国证券法》,以及《上市公司回购社会公众股份管理办法(试行)》、《企业国有资产评估管理暂行办法》、《企业国有产权向管理层转让暂行规定》、《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》等与企业并购相关的部门规章。

第五部分收录了2005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2005年度发表的中文学术论文,这些论文来自如下期刊:《经济研究》、《会计研究》、《金融研究》、《管理世界》、《财经研究》、《财经科学》、《数量经济技术经济研究》、《中国软科学》、《中国工业经济》、《经济学季刊》、《清华大学学报(人文社会科学版)》、《北京大学学报(人文社会科学版)》、《中国人民大学学报(人文社会科学版)》、《南开经济研究》、《投资研究》。备选的论文经本年鉴编委会的初选确定17篇论文参与北京交通大学中国企业兼并重组研究中心组织的专家委员会进行正式评选,并最终确定10篇转载的论文。

本年鉴第六部分回顾了2005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2005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,均以人民币万元为货币单位。

目 录

第一部分 中国企业并购综述

一、中国企业并购市场环境	(3)
(一) 中国企业并购经济环境	(3)
(二) 中国企业并购的资本市场环境	(5)
(三) 中国企业并购法律环境	(7)
二、中国企业并购市场特征	(9)
(一) 2005 年并购交易的总体规模有所回落	(9)
(二) 扩张性重组与收缩性重组并重	(14)
(三) 外资并购和海外并购增长迅速	(14)
(四) 并购溢价差异化	(14)
三、中国企业并购市场亮点	(15)
(一) 外资并购	(15)
(二) 海外并购	(17)
(三) 管理层收购	(19)

第二部分 中国企业并购统计

一、股权交易统计	(27)
(一) 总体情况	(27)
(二) 上市公司扩张性交易	(57)
(三) 上市公司收缩性交易	(86)
(四) 上市公司股权交易	(114)
二、资产交易统计	(142)
(一) 总体情况	(142)
(二) 上市公司扩张性资产交易	(144)
(三) 上市公司收缩性资产交易	(155)
三、专项统计	(165)
(一) 股权交易溢价	(165)
(二) 资产交易溢价	(179)
(三) 国民经济结构调整	(180)
(四) 外资并购	(182)
(五) 海外收购	(184)
(六) 中介机构排名	(186)

第三部分 中国上市公司并购事件

一、协议收购股权交易案例	(191)
二、协议收购资产交易案例	(201)
三、要约收购案例	(204)

第四部分 中国企业并购法规选编

中华人民共和国公司法 (节选)	(209)
中华人民共和国证券法 (节选)	(209)
关于上市公司股权分置改革涉及外资管理有关问题的通知	(211)
关于做好企业国有产权转让监督检查工作的通知	(212)
企业国有产权无偿划转管理暂行办法	(214)
企业国有产权向管理层转让暂行规定	(216)
国务院办公厅转发国资委关于进一步规范国有企业改制工作实施意见的通知	(217)
企业国有资产评估管理暂行办法	(221)
上市公司回购社会公众股份管理办法 (试行)	(225)
外国投资者对上市公司战略投资管理办法	(228)

第五部分 中国并购学术文献选编

并购的长期财富效应——经验分析结果与协同效应解释	(235)
共同控制下的企业合并: 协同效应还是财富转移——第一百货吸收合并华联商厦的案例研究	(244)
控制权转移、产权改革及公司经营绩效之改进	(266)
企业合并: 政府主导下的多方利益博弈——来自 10 起换股合并案例的检验	(283)
上市公司关联并购的绩效与风险的实证研究	(303)
掏空、支持与并购重组	(309)
提高并购绩效的目标公司选择研究——基于预测目标公司一般特征的研究方法	(320)
外资并购、非对称性政府规制与市场竞争行为	(329)
银行并购实证研究的发展及方法论演进	(335)
中国上市公司 MBO 前一年盈余管理实证研究	(343)

第六部分 中国企业并购大事记

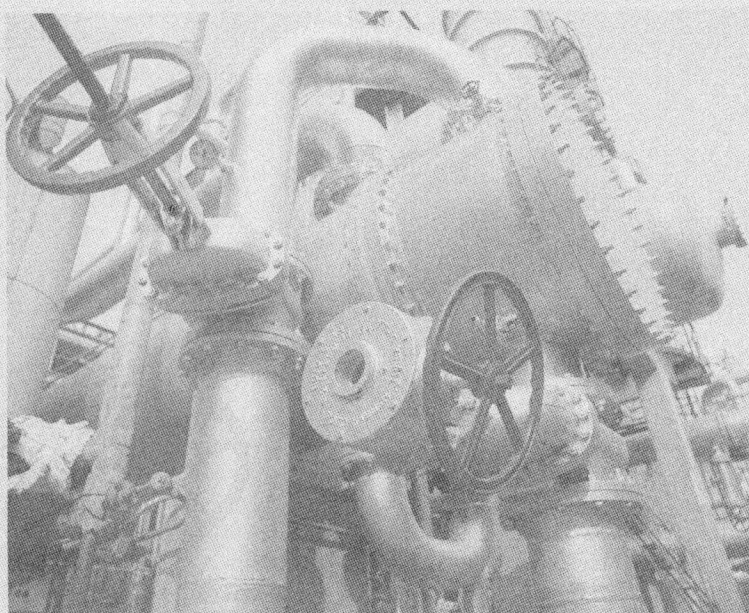
附录一 “并购论坛 2005: 产业重组与管制” 纪要	(361)
附录二 名词释义	(363)
附录三 中国企业并购统计索引	(365)
附录四 中国企业并购统计索引	(373)

中国企业并购年鉴

2006

第一部分

中国企业并购综述



一、中国企业并购市场环境

(一) 中国企业并购经济环境

1. 经济保持平稳较快增长

根据中国宏观经济发展的趋势,中共中央2005年宏观调控措施适时适度调整,实行稳健的财政和货币政策。中国经济继续保持高经济增长与低通货膨胀的良好格局。据中国国家统计局核算,2005年全年国内生产总值为182321亿元,比上年增长9.9%。经济增长的稳定性比上年有进一步的提高,四个季度GDP上下波动仅仅0.4个百分点。投资继续保持高速增长及贸易的高额顺差是经济继续保持高位增长的主要动力。

在经济持续、稳定和快速增长的同时,也存在一系列影响国民经济健康发展的问题:经济增长的粗放性问题依然严重;投资规模偏大潜伏着经济过热的危险;对外贸易不平衡导致的国际收支不平衡问题突出;部分生产能力过剩,不良后果开始显现和经济效益下降问题严重;物价增幅进入偏低区间,通货紧缩压力加大。这些问题对宏观经济产生一定的影响。

虽然国家采取稳健的财政政策和货币政策,对投资总量进行宏观调控,在某种程度上限制了部分投资活动,但全年全社会固定资产投资88604亿元,比上年增长25.7%,增速比上年回落0.1个百分点。这也影响到了上市公司并购重组行为。根据本年鉴的统计,2005年上市公司的并购重组规模有所回落。2004年,上市公司并购重组交易数量为1541笔,并购总额为2116.87亿元。而2005年,上市公司的并购重组交易数量为1129笔,比2004年下降了20.9%;并购交易总额为1323.2亿元,比2004年下降了37.5%。同时,并购总额占GDP的比重也从2004年的1.55%下降到2005年的0.73%。相对于2004年而言,2005年国内的并购重组活动呈现明显下降的趋势。(见表1-1)

2005年中国并购总额占GDP的比重

表 1-1

	2004 年	2005 年	增长率
并购总额(亿元) ^①	2117	1323.2	-37.5%
GDP(亿元) ^②	136515	182321	9.9%
并购总额/GDP(%)	1.55	0.73	-52.9%

①数据来源:中国上市公司兼并收购、资产重组数据库

②数据来源:中国国家统计局《中华人民共和国2005年国民经济和社会发展统计公报》

2. 结构调整进展顺利,三大产业发展趋向协调

由于以往各个产业发展不平衡,国家在2004年改善了宏观调控的部分措施,使得农业、基础设施建设和社会事业等社会发展中的薄弱环节得到加强,煤、电、运等供不应求的状况有所缓解,产业结构在增长中趋向协调。2005年,第一产业实现增加值22718亿元,增长5.2%;第二产业实现增加值86208亿元,增长11.4%;第三产业实现增加值73395亿元,增长9.6%。第一产业增加值占国内生产总值的比重为12.4%,比2004年提高了34.78%;第二产业增加值占国内生产总值的比重为47.3%,比2004年降低了23.46%;第三产业增加值占国内生产总值的比重为40.3%,比2004年提高了38.97%。由此可见,产业结构在增长中趋向协调。但总的来看,第二产业依然是发展速度最快的产业。(见图1-1)

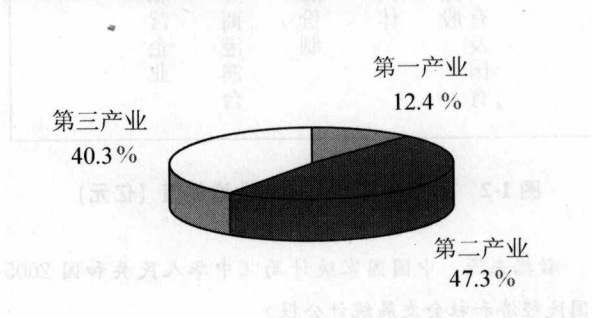


图 1-1 三个产业的工业增加值占 GDP 的比重

数据来源:中国国家统计局《中华人民共和国2005年国民经济和社会发展统计公报》

在第二产业中,工业生产保持平稳较快增长,是推动经济持续快速增长的主要因素。第二产业发展呈现出以下几个主要特点:第一,规模以上工业企业实现工业增加值66425亿元,比上年增长16.4%,与2004年相比,增加值增幅增加了0.3%。其中,国有及国有控股、集体、股份制和外商及港澳台投资企业分别实现增加值26063亿元、2581亿元、32173亿元、18977亿元,分别比上年增长10.7%、12.4%、17.8%、16.6%(见图1-2)。第二,重工业增长高于轻工业,但增长幅度下降。重工业实现工业增加值45840亿元,比上年增长17.0%,增幅下降了1.2%;轻工业实现工业增加值20585亿元,比上年增长15.2%,增幅增加了0.5%。第三,工业企业经济效益好。全年规模以上工业企业中,国有及国有控股企业实现利润6447亿元,比上年增长17.4%;集体企业实现利润551亿元,增长32.0%;股份制企业实现利润7420亿元,增长28.7%;外商及港澳台投资企业实现利润3967亿元,增长6.9%。第四,私营企业发展迅速,增长最为显著。2005年,私营企业实现工业增加值11807亿元,比上年增长25.3%;实现利润1975亿元,比上年增长47.3%。同时,经济结构优化受到高度重视。落后的生产能力逐步淘汰,一批不符合产业政策的炼焦、铁合金和小水泥项目被依法关闭和取缔。

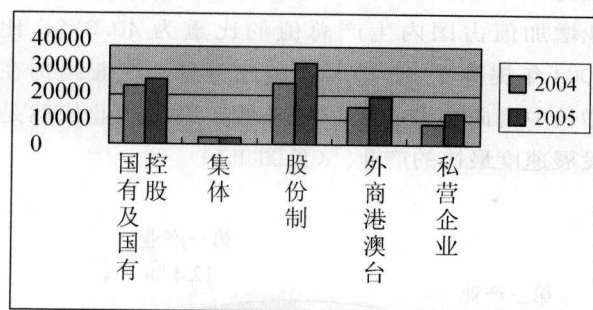


图 1-2 2005 年各类企业工业增加值 (亿元)

数据来源:中国国家统计局《中华人民共和国 2005 年国民经济和社会发展统计公报》

3. 经济增长的协调性逐步提高,但部分行业产能过剩

经济增长的协调性逐步提高,主要表现为投资与消费增速差距缩小。2005年固定资产投资在

结构调整中保持了较快增长,行业投资结构有所改善。2005年全社会固定资产投资88604亿元,比上年增长25.7%。其中,城镇投资75096亿元,增长27.2%;农村投资13508亿元,增长18.0%。在城镇投资中,国有及国有控股投资40047亿元,比上年增长17.5%。第一产业投资823亿元,增长27.5%;第二产业投资31598亿元,增长38.4%;第三产业投资42675亿元,增长20.0%。分行业看,煤炭开采及洗选业投资比上年增长65.6%;电力、热力的生产与供应业投资增长33.7%;石油和天然气开采业投资增长29.7%;铁路运输业投资增长45.7%;交通运输设备制造业投资增长51.1%;纺织业投资增长38.0%;教育投资增长8.4%;卫生投资增长28.9%。全年社会消费品零售总额达到67177亿元,比上年增长12.9%,扣除价格上涨因素,实际增长12.0%。分城乡看,城市消费品零售额45095亿元,增长13.6%;县及县以下消费品零售额22082亿元,增长11.5%。扣除价格上涨因素,2005年投资与消费增速差距为13.7%,比2004年缩小1.9个百分点。

但由于部分行业盲目投资、低水平扩张,部分行业的产业集中度过低,产能增加过快,产能过剩的问题比较严重。钢铁、电解铝、电石、铁合金、焦炭、汽车等行业产能已经出现明显过剩;水泥、煤炭、电力、纺织等行业目前虽然供需基本平衡,但在建规模很大,也潜在着产能过剩问题。这已经引起了中央的重视,国家逐步采取政策进行调控,将促进企业并购重组的发生。

4. 鼓励外商投资和中国企业走出去

在经济结构进行调整的同时,国家仍然鼓励外商来华直接投资。2005年全年批准外商直接投资项目44001个,比上年增长0.8%;但实际使用外资金额为603亿美元,下降0.5%。根据本年鉴的统计,2005年我国发生外资并购178笔,交易金额为194亿元,分别比上年增长559.26%和315.59%。(见表2-180)

国家制定各种政策鼓励国内企业走出去。全年对外直接投资额(非金融部分)69亿美元,比上年增长25.8%。全年对外承包工程完成营业额218亿美元,比上年增长24.6%;对外劳务合作

完成营业额 48 亿美元, 增长 27.5%。根据本年鉴统计, 我国 2005 年共发生海外并购 32 起, 发生的交易金额为 37 亿元, 分别比上年增长 300% 和 56.02%。(见表 2-185)

(二) 中国企业并购的资本市场环境

资本市场是现代市场经济的核心, 是现代市场经济配置资源的重要手段。作为资源配置、经济结构调整重要手段的企业并购重组必然受到资本市场发展状况的影响。了解资本市场发展状况是掌握企业并购重组发展状况的前提。

1. 国际资本市场环境

2005 年尽管受油价飙升、自然灾害频发等不利影响, 全球经济仍“处于前所未有的繁荣之中”。2005 年世界经济增速有所放缓, 但依然保持稳健的增长势头。以购买力平价计算, 国际货币基金组织估计 2005 年世界经济增长由 2004 年的 5.1% 减缓到 4.8%,^① 但依然高于过去 20 年 3.7% 的平均增长水平。另据世界银行估计, 以市场汇率计算, 2005 年世界经济增长由 2004 年的 3.8% 下降到 3.2%。^② 全球经济的稳健发展为企业并购活跃创造了条件。

在西方国家当中, 美国经济增长非常稳健, 日本经济呈复苏迹象, 欧元区亦有转好迹象。与此同时, 按照亚洲开发银行分析, 2005 年亚洲地区经济增长出人意的强劲, 发展中经济体预计能实现 6.5% 的强劲增长。以中国、印度为代表的新兴经济国家和地区的经济快速发展, 为推动国际投资重新活跃起来起到了至关重要的作用。

从 2003 年初开始, 全球主要股票市场开始进入强劲回升期。进入 2005 年, 尽管上升势头有所减缓, 考虑到油价高涨、天灾频繁以及恐怖袭击不断等不利因素, 股市的表现总体而言还是良好的。

2005 年欧美股市、特别是美国股市的表现较为一般, 基本持平或是小有增长。由于日本经济出现良性恢复, 日本企业收益稳步增长, 推动日本股市大幅回升, 年底日经指数报收 16111.43 点, 较去年同期上涨了 40.24%, 并且实现了 10 年以来的首次 3 年连续上涨行情。韩国汉城综合股指

2005 年累计涨幅高达 54%, 韩国也因此成为新兴市场股市中市值最大的经济体。中东股票市场也因为油价的飙升而上升, 迪拜金融市场指数与埃及 CASE30 指数, 全年涨幅均超过 130%。涵盖 26 个新兴经济体股市的 MSCI 新兴市场指数大涨 30%。

总体而言, 全球股市 2005 年基本回复到了 2000 年时的高位。摩根士丹利国际资本公司编制的世界指数今年已攀升 9% 左右, 该指数已连涨三年, 并在 12 月份达到 2000 年 11 月以来的最高点。

2. 国内资本市场环境

2005 年是中国资本市场发展历史上具有重要的承上启下意义的一年。我国资本市场发展正处在关键的转折时期, 随着贯彻落实《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》工作的不断深入, 市场健康稳定运行的内在基础不断夯实, 市场的投资价值正在逐步为投资者所关注。2005 年, 我国资本市场的基础性制度建设取得突破性进展和实质性成效, 市场稳定运行的内在基础不断加强, 市场的深层次矛盾和结构性问题逐步得到解决, 在推进资本市场持续健康发展的道路上迈出了坚实步伐。2005 年中国资本市场的主要事件有: 出台新的《公司法》和《证券法》; 进行股权分置改革, 推进上市公司股份全流通; 证券产品创新, 权证日成交额超过股票; 证券公司进行了大规模的整合重组; 国务院批转《关于提高上市公司质量的意见》, 对提高上市公司质量提出了明确的目标、任务、措施和要求。

(1) 完善资本市场法制, 修订《公司法》和《证券法》

中国股市是一个转轨加新兴的市场。受计划经济机制和发展不充分等因素的影响, 相当多的制度存在着这样或那样的缺陷。随着经济和金融体制改革的不断深化, 证券市场的快速发展, 原

^① IMF, *World Economic Outlook—Globalization and Inflation*, Apr. 13, 2006, p. 2, Table 1; Overview of the World Economic Outlook Projections, www.imf.org.

^② World Bank, *Global Economic Prospects* 2006, Nov, 2005 p. 26, Table 1.1; The Global Outlook in Summary, www.worldbank.org.

有的公司法和证券法已不能完全适应新形势的客观需要,因此,需要进行补充、修改和完善。

2005年10月27日,十届全国人大常委会第十八次会议表决通过新修订的《中华人民共和国公司法》和《中华人民共和国证券法》。两部法律自2006年1月1日起施行。作为国内证券市场的根本大法,证券法的此次修订必将对促进证券市场的规范和创新产生积极而深远的影响。

新《公司法》和《证券法》在以下几个方面做了修改:第一,突破了分业经营和分业管理模式;第二,发展多层次的资本市场体系;第三,推进证券产品创新;第四,放松进入证券市场的资金限制;第五,放松对融资融券的限制;第六,加强对投资者权益的保护;第七,完善监管执法机制和监管责任制度,强化执法权力,提高执法效率。新修订的《公司法》和《证券法》,对于提高上市公司质量,激发资本市场活力,提高资本市场效率,推进资本市场的持续、健康发展将产生积极而深远的影响。

(2) 股权分置改革:2005年股市走势主基调

股权分置是中国股市从起步伊始就由体制因素所造成的一种特殊现象。经过10多年的发展,非流通股数量从1992年初的几十亿股快速增加到2005年5月底的4700多亿股。非流通股的存在引致各种问题,而且有更加严重的趋势。要规范上市、股市运行和市场监管等的行为,推进股市健康、快速、可持续发展,就必须积极稳妥地解决历史遗留问题,着实进行股权分置改革。2005年4月29日,证监会宣布启动上市公司股权分置改革试点工作。5月8日,证监会公布了《上市公司股权分置改革试点业务操作指引》。5月9日,首批4家股改试点公司名单公布;6月20日,推出第二批42家股改试点公司。9月12日,股改全面推进。为积极、稳妥、有序地推进股权分置改革,国务院有关部门出台了一系列配套政策措施,并成立了股权分置改革工作领导小组。2005年参与股权分置改革的上市公司达到426家,占到沪深两市上市公司总数的37.37%,总市值约占沪深两市总市值的46%;其中,完成股权分置改革程序的G股公司达到228家,其市值占到两市总市值的20.12%,占流通市值的29.90%。股改公司平均支付对价为3.14股,支付对价股数总量达到

156.17亿股。

(3) 证券产品创新,权证日成交额超过股票

权证,是指标的证券发行人或第三方发行的,约定持有人在规定的期间内或特定到期日,有权按约定价格向发行人购买或出售标的证券,或以现金结算方式收取结算差价的有价证券。也就是说,一份完整的权证包括标的、有效期、行权价、认购比例、行权条件、货币单位、交割方式等要素。权证是在海外市场运行较成熟的金融衍生工具之一。权证种类较多,既有上市公司发行的,可以用股票结算的认股权证;也有券商发行的,可以用股票或现金结算的备兑权证。权证是国际资本市场中重要的金融衍生品。

我国内地早期投资人也曾有过权证交易的经历。作为一种交易工具,权证曾经在我国A股市场发展初期有过四年左右的发展历史,但最终因过度投机而淡出资本市场舞台。随着十年来我国内地证券市场的发展和证券监管水平的提高,尤其是在股权分置改革和金融创新的背景支持下,权证的推出时机再度成熟。

2005年7月18日,沪深证券交易所分别发布施行《上海证券交易所权证管理暂行办法》、《深圳证券交易所权证管理暂行办法》,对权证的定义、种类、发行、上市、履约担保、交易、行权以及违规处罚等作出详细规定。两所发布的《暂行办法》基本相同,惟一区别在于上证所《暂行办法》第三十一条规定,“权证行权的申报数量为100份的整数倍”,而深交所《暂行办法》允许零碎数量的权证行权。

伴随着股权分置改革,证券市场上掀起一轮权证投资热。宝钢认购权证首当其冲,上市之初连续大涨,2005年10月底至11月中旬再次展开一轮飚升行情。此后上市的武钢两只权证也连续涨停,使得权证投资热持续升温,权证产品单日成交额一度超过深沪两市所有股票的总和。

(4) 证券公司综合治理进展顺利,证券公司重组与整合加速

自2001年6月份以来,随着股市的低迷,证券公司大量亏损、倒闭,陷入整体持续亏损的窘境。2004年度114家证券公司实现营业收入169.44亿元,利润总额为-103.64亿元,扣减资产减值损失后利润总额为-149.93亿元。除了盈利

能力出现问题外,券商资金的流动性也出现了严重问题。另外,一些券商的黑幕不断曝光。加上国外实力券商的大举进入,国内证券公司面临严峻形势。在此情况下,为了增强我国证券公司的市场竞争力,监管部门从2004年8月开始采取相关措施对证券公司实施综合治理。

在国务院2004年1月31日发布的《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》第六点中明确指出,促进资本市场中介机构规范发展,把证券公司建设成为具有竞争力的现代金融企业。9月14日,温家宝总理提出:抓紧落实“国九条”,切实保护广大投资者利益,促进资本市场稳步健康发展。证监会、中国人民银行、保监会、最高人民法院等部门先后发布《关于从事相关创新活动证券公司评审暂行办法》、《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》、《关于证券公司开展集合资产管理业务有关问题的通知》等关于证券公司在业务创新、经营方式创新、组织创新和规范管理等方面的规章。一系列政策的出台,表明了改善我国证券公司目前生存状况的紧迫性和重要性,也看出了监管层积极扶持证券公司发展的决心。

2005年7月29日,国务院办公厅专门转发了证监会《关于证券公司综合治理工作方案》,第一次明确综合治理证券公司时间表,提出风险处置、日常监管和推进行业发展三管齐下,全面展开对中国证券公司的综合治理,计划力争在两年内,基本化解证券业现有风险,初步建立新的监管机制。《方案》还指出,在2005年底前,摸清证券公司风险底数,基本完成账外账清理工作。2005年,证券公司综合治理工作进展顺利,取得预期成果。据初步统计,截至2005年底,全部132家证券公司客户保证金缺口比2003年底下降61%,挪用经纪客户债券下降79%,违规委托理财总额下降70%,账外经营下降77%。

2005年,在“扶劣劣汰”的宗旨下,我国证券公司进行了重组整合。2005年6月12日,央行宣布拟对申银万国与华安证券两家证券公司提供再贷款支持。6月14日晚,中央汇金投资公司又宣布拟出资对银河证券进行重组,设立银河金融控股公司,下设银河证券公司和银河资产管理公司。8月以后,14家证券公司获批为创新试点券

商,13家券商获批为规范类券商,15家以上的问题券商被托管或关闭。大鹏、汉唐、闽发等相继关闭;南方证券被“中国建银投资证券有限公司”取代;华夏证券公司被建银投资和中信证券公司联合收购,改名为中信建投证券公司。瑞银集团斥资17亿元收购北京证券20%的股份,成为最大股东,是中国首个通过收购获得国内证券综合业务牌照的外资金融公司。申银万国、湘财证券、北京证券、华龙证券、中关村证券和昆仑证券等进行重组工作或增资扩股。证券公司重组的模式各不相同:有的是外资重组,有的是当地政府主导重组;有的是财务重组,有的是股权重组。

(5) 国务院批转《关于提高上市公司质量的意见》

2004年2月2月,国务院发布了《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》。为贯彻落实该意见,提高上市公司质量,促进我国资本市场健康稳定发展,国务院于2005年10月19日批转了中国证监会《关于提高上市公司质量的意见》(简称《意见》)。《意见》共26条,着眼于完善上市公司治理、提高上市公司核心竞争力和盈利能力、提升资本市场资源分配机制效率等方面,以保护投资者利益为出发点,对提高上市公司质量提出了明确的目标、任务、措施和要求。《意见》要求各地政府、各有关部门建立有效的协调机制,切实采取有效措施,促进上市公司质量全面提高。国务院就提高上市公司质量问题专门发文,这还是第一次。《意见》为上市公司做大做强指明了方向,在公司治理、监管以及各方协调提供上市公司发展便利等方面都提出了具体举措,为上市公司做优做强提供了良好契机。《意见》的出台对促进资本市场持续健康发展具有十分重要的意义。

(三) 中国企业并购法律环境

我国企业并购的法律体系可以分为四个层次,即:一是国家法律层次,二是国务院颁布的行政法规层次,三是证监会、发改委、国资委等部门颁布的部门法规,四是上海证券交易所和深圳证券交易所等机构颁布的自律文件。

2005年,除了修订《公司法》和《证券法》

外,相关部门相继出台了《上市公司回购社会公众股份管理办法(试行)》、《企业国有资产评估管理暂行办法》、《企业国有产权向管理层转让暂行规定》、《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》等与企业并购相关的法规。

1. 启动上市公司回购股份

上市公司回购其发行在外的股份是上市公司调整其资本结构、稳定股价的重要手段,也是上市公司调整公司资本结构以应对其它公司的敌意收购的手段,是国外成熟证券市场一种常见的资本运作方式和公司理财行为,而在我国长期没有进行。A股市场持续低迷,一批上市公司的股价已经跌破其每股净资产,部分上市公司提出回购其流通股份的要求。为了适应市场的需要,稳定证券市场,增强投资者信心,为上市公司股权分置改革营造良好的市场环境,2005年6月16日中国证监会发布《上市公司回购社会公众股份管理办法(试行)》,为上市公司回购其流通股创造了条件。

《回购办法》对上市公司回购公众股的方式、条件、监管机制、信息披露、中介机构职责等作了规定。《回购办法》对于抑制过度投机行为、缓和股市的大起大落,促进证券市场的规范、稳健运行具有重要的现实意义,也有利于建立员工持股制度和股票期权制度。

《回购办法》的出台也为股权分置改革提供了新的路径选择,邯郸钢铁、山鹰股份、银基发展、华菱管线、华电能源等陆续进行了股份回购。而随着股改的推进,更多公司将采取流通股股份回购方式来作为对价方案。

2. 规范国有资产评估行为

2005年8月25日,国务院国资委颁布了《企业国有资产评估管理暂行办法》(国资委第12号令),这是国务院国资委自2003年3月份成立以来,履行《企业国有资产监督管理暂行条例》(国务院第378号)赋予的出资人职责,在加强国有资产评估监管,规范企业资产评估行为方面出台的一部重要规章。这也是国资委近几年来对国有资产流失的主要途径所进行的不断摸索和研究的成果,充分体现了国资委管人、管事、管资产方

法的不断完善和进步。

新办法加强了对国有资产的评估力度和方法,新办法与原有办法存在三个方面的差异:新办法对资产交易事项更加细化;国资委站在国资监管的角度出台该政策,使得该办法更加有效、可操作性更强;老办法纯粹是批准制,而新办法对于一些相对不重要的事项却可以采取备案制。新办法在以下几方面的规定最为重要:分级监管,权力适度下放;低于评估价90%的交易暂停;十三类行为必须评估;对评估项目进行抽查;法院可判决违规交易无效;强化责任追究机制。

3. 管理层收购阳光化的期待——两个管理办法出台

经历了“郎顾之争”和一场罕见的席卷全国的国有产权改革大讨论后,2004年年末,国资最高管理层明确表态,改制争论尘埃初定,2005年将是国企改制的规范年。2005年4月15日,国资委和财政部联合颁布了《企业国有产权向管理层转让暂行规定》。

《暂行规定》明晰了“管理层、企业国有产权向管理层转让、中小型国有及国有控股企业、大型国有及国有控股企业”等概念的含义,对企业国有产权向管理层这一特殊群体转让中的一些关键环节制订了特别规定,如离任审计、清产核资、财务审计、资产评估工作如何组织,转让底价由谁确定,转让信息如何公开,受让企业国有产权的管理层应具备什么资格等。因此,《暂行规定》是对3号令(《企业国有产权转让暂行办法》,2004年2月1日)的补充。同时也是对96号文(《关于规范国有企业改制工作的意见》,2003年11月30日)的具体贯彻落实。

《暂行规定》明确只有中小型国有及国有控股企业可以实行MBO,明令禁止上市公司实行MBO,并封杀了信托、委托等间接方式的MBO。对上市公司MBO的影响非常巨大,2005年只有6家上市公司发生了MBO,它们是东方热电(2005年2月),新大洲(2005年3月),海南航空(2005年5月),中孚实业(600595,2005年6月)、赛马实业(600449,2005年11月)和G华泰(600308,2005年11月)。相比于2004年的19家上市公司MBO,上市公司MBO数量同比下

降约 70%，并且这些上市公司绝大部分都不承认自己是在 MBO。

《暂行规定》停止了大型国企的 MBO，为了解决对这部分企业管理层的长期激励问题，经过长期的酝酿和仔细地征求意见，2005 年 12 月 31 日，中国证券监督管理委员会发布了《上市公司股权激励管理办法》，明确已完成股权分置改革的上市公司，可以遵照该办法的要求实施股权激励，建立健全激励与约束机制。《管理办法》共 7 章五十三条，对股权激励计划的公司范围与激励对象、标的股票来源与激励程度、股权计划内容、限制性股票与股票期权、实施程序和信息披露、监管和处罚等进行了规定。新修订的公司法规定，在公司将股份奖励给本公司职工的情况下，公司可以收购本公司股份。所有迹象表明，上市公司管理层持有上市公司一定股份，已经变得名正言顺，管理层参与收购上市公司也将走到阳光下。

4. 外国战略投资者可以投资 A 股上市公司

2005 年 12 月 31 日，商务部、中国证监会、国家税务总局、国家工商总局、国家外汇管理局等五部委联合制定了《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》（以下简称《办法》），宣布自 2006 年 1 月 31 日起，外国投资者可以战略投资 A 股全流通公司。这是我国开放资本市场的一部分，是继 QFII 实施之后的又一重大举措。《办法》突出了“战略规模持有”，并重点倾斜于“已实行股改全流通上市公司”两个特点。

根据《办法》第二条规定，外国战略投资者可以投资的 A 股，仅限于已完成股权分置改革的上市公司和股改后新上市的公司，即所谓 G 股。为了引进长期合作的战略投资者而不是财务投机者，《办法》对于投资者的资质和行为做了比较严格的规定。《办法》还对外商投资者的持股比例作了具体规定，为外商投资者设定了警戒线。此外，《办法》对投资的申请、审批、股权转让等各方面做了规定。

《办法》是在进行股权分置改革、实现全流通的背景下推出的，它的出台具有积极的影响。《办法》的出台为各种股权并购，亮起了绿灯。《办法》有助于吸引境外长期资本，是继 QFII

之外的另一条新的外资进入并参与中国股市发展的渠道。除了引进境外资金外，还将积极推动国际管理经验、科学技术、上市公司治理理念在中国的应用，对于改善上市公司的法人治理结构、优化资本结构和提高股东回报率都有着积极的作用，同时也有利于推动国内资本市场的并购重组进程。

二、中国企业并购市场特征

2005 年，随着我国加入世界贸易组织后过渡期的临近结束，市场准入限制进一步减少，以及日趋成熟的并购环境激发出中国并购市场巨大的热情，各行各业都弥漫着并购的气息，但中国并购市场整体交易规模比 2004 年有所回落，同时，一股全球化的力量正在引导和推动中国企业的全球化进程。

2005 年中国并购市场的显著特征是：总体规模有所回落、扩张性重组与收缩性重组并重、并购溢价差异化、外资并购和海外并购增长迅速。

（一）2005 年并购交易的总体规模有所回落

在经历多年的持续增长以后，2005 年的并购市场有所回落。根据本年鉴的统计，2004 年发生了 1541 笔交易，交易金额为 2116.87 亿元，而 2005 年共发生 1219 笔交易，交易金额为 1323.20 亿元，比 2004 年下降了 37.5%。（见表 1-2）

2002-2005 年并购规模

表 1-2

年份	交易数量（笔）	交易金额（万元）
2002	951	7777672
2003	934	9230755
2004	1541	21168661
2005	1219	13231970

数据来源：中国上市公司兼并收购、资产重组数据库