

2004

中国并购评论

CHINA MERGE & ACQUISITION REVIEW

市场前沿

市场盘点

理论研究

国资管理

实证分析

经典案例赏析

混合经济，全流通，我们的观点

跃迁中的嬗变——二〇〇四年第一季度上市公司收购总结

股票市场、企业控制与中国企业问题的根本解决

并购协同效应的计算

以资源经营打造大型国企的核心竞争力

我国企业并购溢价及其影响的实证分析

二〇〇四年第一季度上市公司收购典型案例点评

第一册

东方高圣投资顾问公司
中国收购兼并研究中心

编著

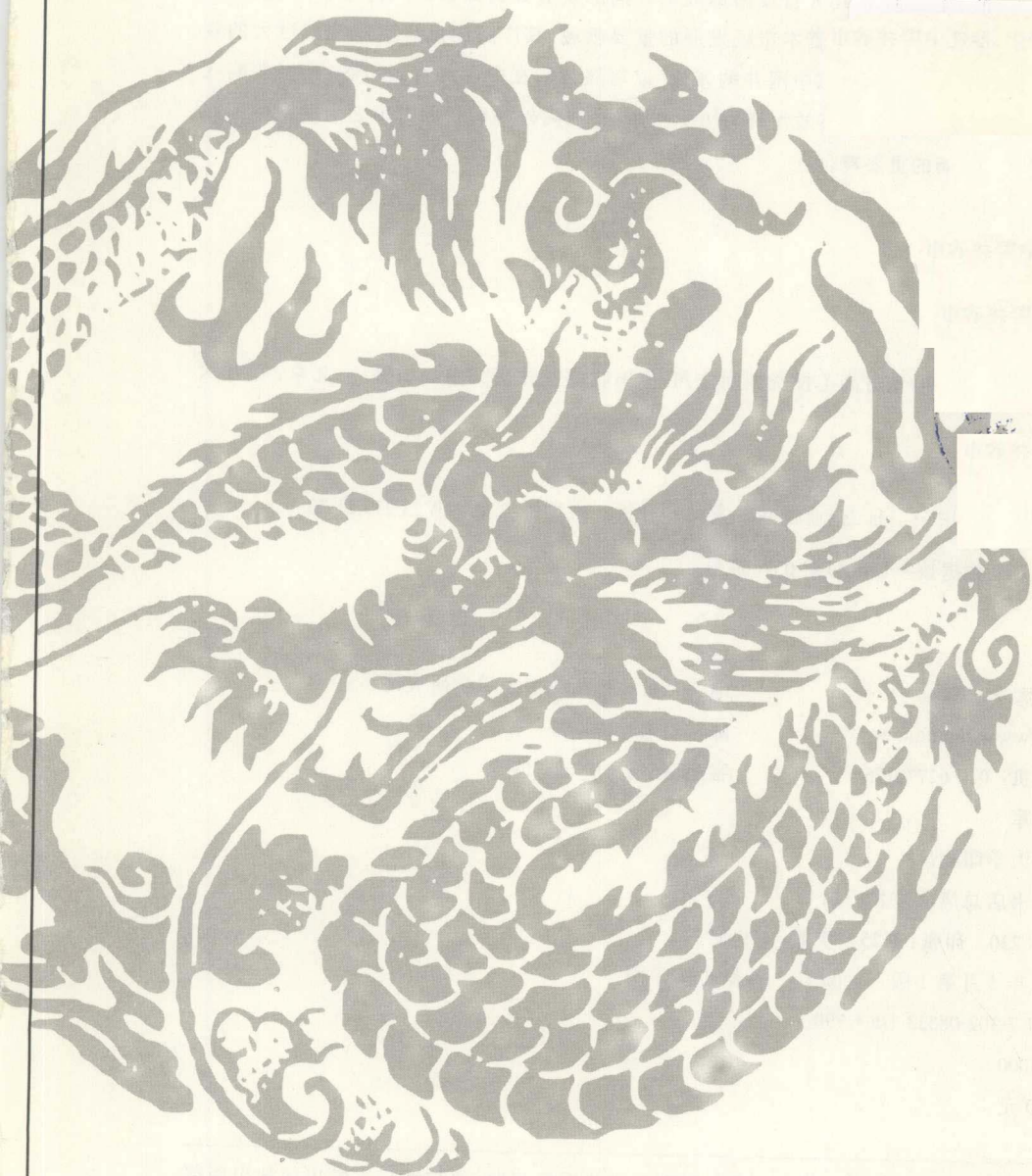
清华大学出版社

中国并购评论

2004年第一册 (总第十七册)

东方高圣投资顾问公司
中国收购兼并研究中心

编著



清华大学出版社
北京

内 容 简 介

《中国并购评论》系列丛书应中国并购市场发展大势而生,以呼唤、倡导战略性并购在中国的大发展为主旋律,旨在架设专业论述并购理论、并购业务、并购市场的平台。本书的内容主要是:国内外先进的并购理论、并购技术及其在实践中的具体应用;国内并购市场盘点、发展前景瞻望、并购效应排序等整体态势综述;并购政策法规、并购市场热点、并购案例、并购心得等并购实战指导。目前,并购监管日益完善,上市公司和几大行业内部战略并购的发展如火如荼,外资并购开始全面兴起——并购重组投资银行已成为中国资本市场发展的重要领域,其广阔的发展空间及其巨大的效益及风险都正成为市场的关注重点。《中国并购评论》以写照并购在中国的发展历程、把握并购在中国的发展脉络,推进并购在中国的高效发展为历史使命,是国内外并购领域有识之士共论中国并购大业、推进中国并购市场的重要舞台。

版权所有,翻印必究。

图书在版编目(CIP)数据

中国并购评论.2004年第1期/东方高圣投资顾问公司,中国收购兼并研究中心编著. —北京:清华大学出版社,2004.5

ISBN 7-302-08533-1

I. 中… II. ①东…②中… III. 企业合并—案例—分析—中国—文集 IV. F279.21-53

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2004)第 037469 号

出 版 者: 清华大学出版社

地 址: 北京清华大学学研大厦

<http://www.tup.com.cn>

邮 编: 100084

社总机: 010-62770175

客户服务: 010-62776969

责任编辑: 徐学军

印 装 者: 清华大学印刷厂

发 行 者: 新华书店总店北京发行所

开 本: 185×230 印张: 8.25 字数: 129 千字

版 次: 2004 年 5 月第 1 版 2004 年 5 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 7-302-08533-1/F·790

印 数: 1~5000

定 价: 30.00 元

本书如存在文字不清、漏印以及缺页、倒页、脱页等印装质量问题,请与清华大学出版社出版部联系调换。联系电话: (010)62770175-3103 或 (010)62795704

《中国并购评论》丛书
特约顾问与
编委会成员

总顾问：茅于軾

顾 问(谨按姓氏笔画排序)：

巴曙松 宋逢明 陈小说

陈学荣 钟 伟

编委会：

主 任：陈明健

副主任：高 磊 朱宝宪

委 员(谨按姓氏笔画排序)：

任宇光 朱宝宪 刘晓军

张红雨 吴 昊 林仁兴

武国元 陈 军 陈明健

邹玲宏 高 磊 温 锋

主 编：朱宝宪

副主编：高 磊 冀书鹏

卷首语

小股东与大股东 • 1

市场前沿

混合经济，全流通，我们的观点 • 2

市场盘点

跃迁中的嬗变——2004年第一季度上市公司收购总结 • 13

理论研究

股票市场、企业控制与中国企业问题的
根本解决 • 37

并购协同效应的计算 • 53

国资管理

以资源经营打造大型国企的核心竞争
力 • 70

实证分析

我国企业并购溢价及其影响的实证分
析 • 78

经典案例赏析

2004年第一季度上市公司收购典型案例
点评 • 98

并购档案

2004年第一季度并购市场大事记 • 112

2004年第一季度上市公司控制权转让
档案 • 122

卷尾

编辑手记 • 125

小股东与大股东

东方高圣投资顾问公司 首席执行官·陈永刚

据说，由西门子家族创立的西门子公司，现在已经成为一家上市公司。西门子家族只占其中 2% 的股权，而这 2% 股权的权益由 200 多个家族成员拥有。

我想提出一个东方高圣命题：小公司才有大股东，真正的大公司只有小股东。

一个杂货铺一定是老板全资 100% 所有。而像沃尔玛这样的商业巨头，其最大股东的持股比例也只有 9%。再如全世界著名的大公司 GE，其最大股东持股 7.5%。

为什么会有这种现象？我们可以大致发现一个规律，那就是企业大规模扩大与投资主体多元化相生相伴。如果一个公司是一股独大，那么就大致可以判断这个公司还没长大。所以，由此可以推论，完全家族化的、年营业额数十亿的浙江民营企业没长大，完全国有的、坐拥上百亿资产的国有企业也没长大。国资委要培养出更多的世界 500 强公司就要把自己从大老板变成小股东。民营企业家要为事业成长与财富成长计，应该尽快投身到混合经济中来。而在这个过程中，自身权益将获得十倍、百倍的增长。

西门子家族全资拥有西门子的時候，资产才区区几十万元，而今天虽然只占西门子 2% 的权益，价值就有数百亿元。

民营企业正在迎来政治上前所未有的阳光地位，但是在经济实力上，却遭遇国有资本及跨国公司前所未有的挤压。民营企业的资本规模与其雄心相比严重短缺。

中国哲学中有“弱胜”的概念。放弃股权独大的股权强势，以合作的姿态与不同性质的资本进行合作，以求得更大的资本规模带来的竞争优势，从而使公司在激烈竞争中避免被淘汰的风险。这是一个企业家的高超的哲学智慧。

混合经济的本质是以小股东求大公司，是以小见大的辩证法。

要做大，先做小。

中国政府提出混合经济，已经有“小”的胸怀了，民营企业要更加迫切地参透“小”的智慧。

编者按：文章系统论述了在新的政策和市场条件下，战略性并购与中国本土企业竞争力培育之间的关系，提出管理型大企业是中国企业竞争力提升的阶段性目标。在此基础上，阐述了战略性并购的三维整合理念，整合所有制，整合产业，整合国际资源。

混合经济，全流通，我们的观点——并购与本土企业竞争力的培育

东方高圣投资顾问公司 冀书鹏

世纪之交，中国股票市场上爆发了一场“赌局说”、“阴谋说”的大辩论。该次辩论的导火索是基金涉嫌内幕交易、中科创业利用虚假重组连环套利等事件。姑且不论论战各方的观点正确与否，中国股票市场存在先天性缺陷是不争的事实。从深层次看，这种缺陷来自于下面的制度设计：

- 约有三分之二的股权不能流通；
- 不流通部分恰是缺乏所有者激励的国有股权；
- 股权分割与国有股权独大相咬合，衍生出一套扭曲的游戏规则。

在这套游戏规则下，股票市场丧失了其最基本的功能——股权定价，我们甚至不知道同一家公司的股票价值与该公司流通股价格、非流通股价格之间是什么样的关系；在这套游戏规则下，股票市场也无法执行对上市公司实际控制者的终极约束。在成熟的股票市场上，公司接管（take over）、敌意标购是悬在上市公司控制者头上的达摩克利斯之剑。股权割裂、一股独大使上市公司管理层与大股东有机会肆意盘剥少数股东，而绝无丧失控制权之虞；由此导致国有股一股独大的上市公司融资功能的滥觞：不能流通的国有股权价值盯住每股净资产，提升每股净资产最便利的手段是通过配股、增发获得溢价，如果国有股权占绝对控股地位，那么，其便有机会、有动力假上市公司股权融资通道提升股权价格。

这种先天性缺陷伴随着中国股票市场 14 年的成长历程，上市公司融资饥渴症、大股东掏空上市公司、大股东与管理层共谋盘剥流通股股东乃至通过内幕交易、虚假重组在二级市场上渔利等行为的猖獗，均植根于此。与功能扭曲的股票市场相对应的是，大部分国有控股的上市公司徒有公司之表，依然延续着国有企业的治理和经营模式，投资人和金融中介机构热衷击鼓传花式的“搏傻”游戏。围绕上市公司的并购行为，往往是社会财富的再分配过程，殊无价值创造可言。因此，投行并购业务只着眼于并购交易的实现，没有能力也没有动机关心并购存续企业的生存状态，而后者恰恰是衡量并购业务素质的主要标尺，也是投资银行立百年基业的根本所在。

根据我们对发达国家股票市场与企业竞争力关系的研究，股票市场的功能主要体现在股权定价、控制、并购支付、薪酬激励等方面，而融资功能则相对弱化，一个成熟的股票市场应该有助于在管理控制与外部治理结构（如独立非执行董事为主的董事会）之间形成制衡的企业生命机理，最终为管理型企业成长提供肥沃的土壤。从这个意义上讲，中国股票市场唱了 14 年的独角戏，与本土企业竞争力的培育无涉。

上述内容是我们理解混合经济、全流通的背景和出发点：股权分割和国有股独大就像两条裹脚布，缠住了中国股票市场的发展步伐，现在到了放足求生的关口。其实，中国高层和证券界的有识之士很早就开始了破冰之旅：中共十五大以来关于“国退民进”、“混合所有制”的政策导向，2001 年国有股减持的尝试，均在此列。2003 年，中共十六届三中全会明确提出，“大力发展国有资本、集体资本和非公有资本等参股的混合所有制经济，实现投资主体多元化，使股份制成为公有制的主要实现形式。”是年末，随着证监会主席尚福林和规划委办公室主任李青原的讲话出台，全流通问题再度成为市场关注热点。我们认为，混合经济和全流通是针对中国股票市场乃至整个国民经济体系的正本清源之举。本文着眼点在于，本土投资银行应该如何把握新的政策和市场形势，善用资源配置魔杖，共享中国经济发展和转型赐予的饕餮盛宴。

中国上市公司竞争力之痒

企业，这头大象

公司是一个复杂的交换系统，复杂性体现在多维度、多层次上。公司交易行为发生在资本市场、产品市场以及人力市场上，交易层次又可分为离散的、连续的以及各种中间形式。比如公司可能既有临时性采购，又有外包、一体化供应环节等产品交易行为；面向资本市场上有债券融资、股权融资以及具有选择权性质的转债等金融合约关系。

如果将公司视为合同集的话，那么这些合同主要发生在资本市场、产品市场和

人力市场上，所以经常会选择这三个市场来刻画公司行为。公司的交易行为可以概括为一个循环、三种交换（见图 1）。

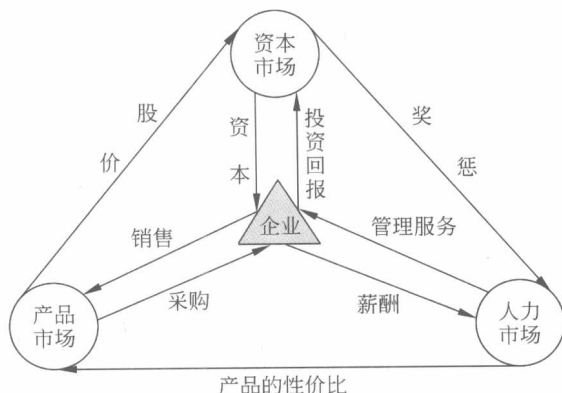


图 1 企业与市场的理想模式

一个循环——从人力市场出发，经营过程提供产品（或服务，下同）；产品市场根据所交付产品的性价比，形成对经营过程的评价；经营过程评价在产品市场上形成销售收入、经营利润等指标，这些指标与企业所占用的资本相结合，构成股票定价基础，如 P/E、P/B、DCF、APV（调整现值）等；企业管理人员（乃至全体员工，下同）的奖惩与公司股票市值挂钩，管理者收益来自于股票市场，而公司股价下降时，管理者收益亦下降，直至被标购而失去管理职位。这样一来，上市公司管理者从提供产品出发，通过产品市场、资本市场和人力市场，到获得奖惩，构成了一个自我了结的闭路。这个闭路的循环往复，对应着企业规模、范围以及能力的成长。

三种交换——企业与资本市场之间，获得资本的对价是支付资本成本（股利、利息等）；企业与人力市场之间，获得管理服务的对价是支付工资、认股权以及在职消费利益等；企业与产品市场之间，设备、物料采购与产品、服务销售均发生于焉。

必须说明，正如完全竞争产品市场只出现在教科书上一样，上面的模型也是一种理想状态。即便在成熟市场经济体系中，上面提到的循环过程往往也无法形成一个自我了结的闭路，比如需要行政、司法乃至媒体的干预。同样重要的是，我们是以盎格鲁-萨克逊模式为蓝本构造上述模型的，实践证明，德日模式也获得过巨大成

功。虽然有些缺憾，我们给出的企业与市场之间关系的模型，的确有助于理解混合经济、全流通对于上市公司竞争力的重要意义。

畸形市场条件下的中国上市公司

中国股票市场设立的初衷是为国有企业融资，从上市额度制到上市通道制，无不带有这种设计思路的烙印。该种设计思路派生的股权分割和国有股独大，严重扭曲了资本市场与企业之间的关系，是中国股票市场无效性和上市公司竞争力不振的根源所在。

从发展的角度看，中国经济体制在朝着市场化的方向不断演进：

产品市场——20世纪90年代初，价格双轨制消亡标志着本土竞争性的产品市场形成。在绝大多数领域，企业开始接受价格机制的协调，按市场规律组织生产活动。

资本市场——20世纪90年代初，以成立沪、深两个证券交易所为标志，中国内地资本市场开始了市场化之旅。时至今日，股票融资通路限制、股权分割和国有股独大仍是制约资本市场有效性的主要障碍。

人力市场——20世纪90年代末，大多数竞争性行业基本完成了劳动用工制度的市场化改革，社会保障体系雏形初现。但正如图2所示，资本市场、产品市场和人力市场之间通路的扭曲，严重阻碍了包括董事（尤其是独立董事）在内的高级管理人员市场的发育。

扭曲的市场通路：

产品市场→资本市场——股票融资的额度制、通道制赋予了上市公司一种“壳”价值，加之股权分割的存在，使股票价格很难完全反映公司在产品市场上的经营绩效，同时也使针对上市公司的并购行为带有浓重的“买壳”——上市替代意味。

资本市场→人力市场——人力资源中起着关键作用的是包括董事（尤其是独立董事）在内的高管人员。但在股权分割和国有股独大的条件下，国有股东、高管人员的利益与公司市值没有直接联系，大股东的股权变现价格更多的与每股净资产有关，而管理人员奖惩更多的来自行政考核，走上“商而优则仕”之路。

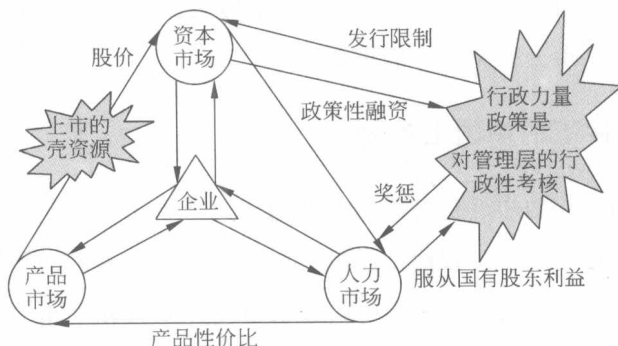


图2 企业与市场的中国模式

混合经济+全流通，培育中国企业竞争力的正本清源之道

企业在产品市场上的竞争，其实质是通过一定性价比的产品（或服务）来争夺客户的过程，交付性价比最高的企业将赢得商业比赛的胜利。但是，企业的寿命一般要远远超过某类产品的生命周期，换言之，企业的竞争力一定要超越单一产品性价比上的竞争力，尤其是在当代，技术创新频繁、市场变动不居导致产品生命周期越来越短的情况下，“一招鲜，吃遍天”已经远不敷立百年基业之需。

那么，企业竞争力从哪里来呢？“动态能力”战略观^{〔1〕}认为，企业竞争力来自于包括技术和组织创新能力在内的组织能力。根据钱德勒以世界资本主义工业经济的演变为背景所做的研究，“向管理型大企业的过渡创造了组织能力的基础，由此而发展出来的组织能力是企业、工业甚至国民经济持续竞争优势的源泉和持续经济扩张的动力，决定了企业和国家的兴衰”（路风，2001）。

接下来的一个问题是，组织能力从哪里来？这种能力既不会从天上掉下来，也

〔1〕明确提出“动态能力”战略观的是 Teece, Pisano 和 Shuen (1997) 的《动态能力与战略管理》一文。他们认为企业最宝贵的资产是以组织知识为基础的能力，而如何发展、保持和增强组织能力对企业赢得竞争优势具有关键作用。其中，“动态”是指为适应不断变化的市场环境，企业必须具有不断更新自身胜任的能力；“能力”是指战略管理在更新自身专长（整合、重构内外部组织技能、资源）以满足环境变化的要求方面具有的关键作用。

离不开企业历史演进的路径。管理者要能够根据企业的具体情况识别自己的独特专长（competence）/资源，决定应该进入的新领域和进入时机。更重要的是，管理者要把注意力集中在企业内部的过程上，以增强技能、专长和特定资产为战略基点，通过投资决策决定企业组织能力的发展方向，推动企业的学习。因此，组织能力是在企业战略、职能和车间现场持续实施管理控制的结果。

理论研究和国际经验表明，管理的职业化是企业组织能力培育的先决条件。所谓管理的职业化，简单地讲，就是包括董事在内的管理层从市场取酬，并接受市场监督、评价、激励和惩罚。

管理的职业化要求职业经理在战略性资源配置、组织结构设计、内部人事任免和奖惩，以及从研发到制造再到分销等方面，掌握控制权力。但是，管理者权威带来了另一个问题，即内部人控制——过度在职消费、管理权威滥用等。在图1我们介绍的企业与市场的理想模式中，对管理者的约束是通过股票市场的接管（take over）威胁来实现的。但在现实世界中，公司接管的代价过于高昂，董事会治理则是一种替代接管的手段。我们来看图3，在以美、英为代表的盎格鲁-萨克逊模式中，股权分散化与外部治理（独立董事主导的董事会）构成其治理特征，职业经理对经营活动的控制则构成了其管理特征；在日本模式中，治理特征则以交叉持股为主，在管理上实行年功序列制和终身雇用制。上述两种管理和治理模式以不同的方式形成了制衡的治理结构和职业化管理的结合。

对照图2企业与市场关系的中国模式可以看到，行政力量阻断了资本市场与人力市场间的通路，在此种模式下，不可能形成包括独立董事在内的职业管理市场，严重阻碍了上市公司组织能力尤其是战略层面的组织能力的发育。对比图1和图2可以看到，行政力量干涉资本市场与上市公司间关系的权力基础正是股权分割与国有股独大。从这个意义上讲，全流通和混合经济对上市公司竞争力的意义在于：切断管理科层与行政力量的联系，构造管理职业化的土壤。

全流通+混合经济的破立功效（见图4）：

全流通——恢复了股票市场的定价功能，为公司接管扫清了技术障碍。

混合经济——通过引入多元化投资主体，实现股权的分散化。

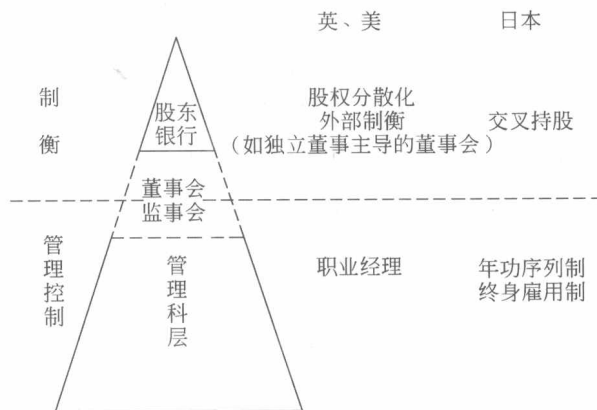


图3 治理结构与管理职业化

建立有效性市场——构建人力市场、产品市场与资本市场之间的通路。

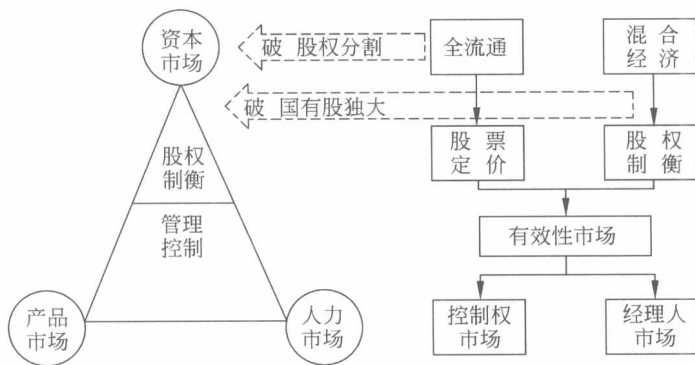


图4 有效市场的破与立

有效性市场将催生公司控制权市场和职业经理市场，而公司控制权市场和经理人市场是构建制衡的治理结构与职业化管理相结合的企业模式的重要条件。这样，我们基本完成了混合经济+全流通作为正本清源的手段，透过管理职业化，实现本土上市公司竞争力提升的论证过程。须要指出的是，管理职业化和公司竞争力提升都不是一蹴而就的，且管理职业化并不能必然引致公司竞争力，其间尚需社会保障体系、国家创新体系（路风，2003）以及金融体系等的配合，但毫无疑问，管理职

业化是必然行经的阶段性的目标。

并购，提升本土企业竞争力的必由之路

改革开放 20 多年来，中国经济的成长方式以投资规模带动的外延式增长为主，而全要素生产率^{〔1〕}提高引致的内涵式增长所占比例非常有限。表现在微观层面上，与企业规模飞速扩张相比，许多企业的投资回报率不升反降，企业在核心技术方面也乏善可陈。在国内市场受保护的情况下，通过充分利用国内市场容量巨大的区位优势，以市场换技术，本土企业在国际分工中尚有一席之地。但在入世后，竞争力不振将使本土企业在国际产业分工低附加值区沉溺日深。

自上世纪 80 年代以来，中国启动了以企业竞争力为中心的经济改革，从放权让利、扩大企业经营自主权，到承包经营制，再到引入现代企业制度；从以价格并轨为核心的竞争性产品市场建立，到引入破产机制，再到设立资本市场。产权问题、中央计划和软预算约束经常被认为是三个导致国有企业竞争力不振的主要因素。我们否认这三个方面作为制度背景是企业竞争力发育的羁绊，但根据我们前文所作的分析，管理职业化才触及了问题的实质。

并购，用发展的思路解决混合经济 and 全流通问题

本土管理型大企业的成长呼唤混合经济 and 全流通的制度土壤。但是，与大多数社会制度的变迁一样，混合经济 and 全流通也绝不仅仅是一个效率改进的过程，其间涉及大量的利益再分配问题。国有资产保全、管理者和职工利益补偿、流通股利益补偿等诉求即是利益再分配的具体体现。如果把利益再分配视为经济效率改进的必然代价，那么，什么样的改进方案才能使这种代价最小化呢？这正是投资银行应该思考的问题。

〔1〕 在新古典经济增长理论中，除了资本和劳动的投入引起的经济增长外，其他的经济增长都称做全要素生产率（或称为索罗余值）。全要素生产率的提高来自体制改革所导致的资源配置的优化和企业微观效益的提高、技术进步、外资外贸技术和管理溢出效应、教育水平提高等。

我们认为,单纯从静态角度考虑,争论一张饼谁切多大多小,无助于问题的解决,反而容易激化利益冲突;从发展的思路出发,把饼做大,用效率改进带来的增量收益解决各方的利益诉求,才能取得事半功倍的效果。战略性并购正是应对混合经济+全流通这盘大棋的“手筋”。简单说来,战略性并购就是通过公司控股权的转移,提高资源配置效率,实现企业竞争力的提升。混合经济本意就是通过引入多元化投资主体,改变企业国有股权独大的所有权结构,因此战略性并购之于混合经济的意义是不言而喻的。下面,我们把论述重点放在战略性并购与全流通的关系上。

2001年,国有股减持的全流通方案试水,3个月后,该方案以损失市值1.7万亿的惨重代价宣告破产。此后,证券市场视全流通为洪水猛兽,闻之色变。管理层亦在亟待改变股权分割状态与市场消极反应之间委决不下,究其原因,全流通存在三大约束条件:

- 股票市场承受能力;
- 全流通导致股价摊薄,由此带来的流通股东利益补偿问题;
- 更深层次的、流通股东与非流通股东对上市公司贡献的界定。

不同上市公司在股权结构、经营绩效、成长性以及由此引发的市场预期方面都不一样,在面对上述三个约束条件时,反应的侧重点和程度也必然有区别。因此,全流通方案必须汲取前次教训,不能搞一刀切,而应该以分散的方式来解决。我们认为,战略性并购是一种分散解决方案的上上之选。关于全流通的并购解决方案,我们将另辟专文详述。这里,只就战略性并购解决方案的优点略作展开:

- 战略性并购可以满足分散化、个性化的利益平衡要求;
- 战略性并购产生并购协同效应,协同效应带来的增量价值和市场的增长预期,是利益再分配的物质基础;
- 通过交易设计(如引入期权工具),战略性并购能够为所有股东留出充分的选择空间。

三维整合,中国投资银行业的历史机遇

混合经济之于中国经济体制改革的意义绝不亚于24年前的土地承包制,而全流

通也足堪与中国股票市场的设立本身相媲美。面对这两股扑面而至的世纪大潮，本土投资银行该如何应对呢？

我们作为专业从事企业并购的中国投行，在近十年的并购理论研究和业务实践的基础上，给出了自己的答卷：把握混合经济+全流通的制度变革机遇，以战略性并购为手段，进行三维整合（见图5），共襄中国管理型大企业成长之盛事。

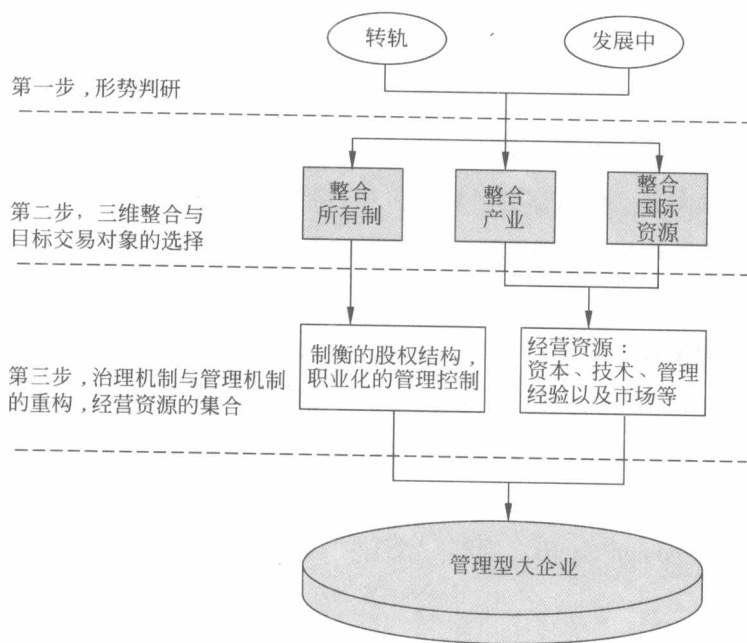


图5 三维整合的战略性并购理念

目标，打造管理型大企业

三维整合的战略性并购理念基于以下逻辑：

- 构造管理型大企业是中国企业乃整个经济体系竞争力提升的必经之路；
- 混合经济与全流通是管理型大企业发育的制度性土壤；
- 战略性并购是低成本实现混合经济和全流通的重要手段；
- 整合所有制、整合产业与整合国际资源是现阶段战略性并购的主要内容。

形式研判：

转轨和发展中是中国经济形势的基本国情，前者要求企业转换治理机制和管理体制，由投资规模带动的外延式成长，转向提高单位资本产出效率的集约式增长；后者则要求企业充分利用要素和区位优势，聚合国际资源，实现跨越式成长。

三维整合与目标交易对象的选择：

三维整合是基于中国基本国情的交易模式设计。计划经济时代的条块分割经济管理体制，使众多国有企业在经营资源、产业上下游关系等方面配置不合理，缺乏生产、分配和管理上的规模经济性，因此，无论是引入战略投资者，还是收购目标企业，都应注意充分发挥内部机制整合和外部资源整合的协同效应。

治理机制与管理机制的重构，经营资源的聚合：

前面两个步骤，关注的主要是并购过程；此阶段强调并购后企业的生存状态，没有经营资源的聚合，则虽有巧妇，难为无米之炊，而缺了有效治理机制与管理机制，则虽有米，其味亦如糟糠。两者结合，才能构造出中国自己的管理型大企业。

翻开世界经济发展史，可以看到，世界级管理型大企业与世界级投资银行是相伴而生的。没有杜邦、通用，也就没有今天的大摩，没有福特、英特尔、思科，也就没有今天的 Goldman Sachs。同样，没有中国本土管理型大企业，就没有我们的明天。

编者按：国内资本市场发展一日千里，上市公司收购市场发展也是从一个台阶走向另外一个台阶。在向另一个台阶跃迁过程中，并购市场将发生一个个嬗变。在2004年第一季度中，这种并购跃迁中的嬗变主要体现在如下几个方面：并购数量在平台整理中出现下滑、并购定价在普遍上升中出现分歧、并购方式在创新中出现新意。而并购方式创新中的新意体现在壳外创新达新高、主动要约上前台、上市公司MBO出了新方法。

跃迁中的嬗变——2004年第一季度上市公司收购总结

东方高圣投资顾问公司 吕爱兵

上市公司收购，是指收购人通过在证券交易所的股份转让活动持有有一个上市公司的股份达到一定比例、通过证券交易所股份转让活动以外的其他合法途径控制一个上市公司的股份达到一定程度，导致其获得或者可能获得对该公司的实际控制权的行为。

经过10年的发展，到2003年底，我国上市公司收购总体特征是在数量上已经形成平台。但国内资本市场的发展日新月异，在2004年第一季度，我国上市公司收购市场在跃迁中蓄能嬗变，体现在如下三个方面：并购数量在平台整理中出现下滑；并购定价在普遍上升中出现分歧；并购方式在创新中出现新意。

一、并购数量在平台整理中下降

1. 并购数量下降的现象

2004年第一季度，上证指数延续了2003年11月18日从1316.56到2003年12月31日1497.04的上涨趋势，并在2004年1月2日从1492.72开盘，到2004年3月31日，上证指数收盘于1741.62。与本季度证券二级市场近几年少见的火爆行情不同的是，上市公司并购数量却在平台整理中向下调整。

2004年第一季度上市公司并购数量为31家，而2003年第一季度上市公司并购数量为42家，2002年第一季度上市公司并购数量为23家，与去年同期相比，在数量上出现下降（见表1）。

表1 季度上市公司并购数量对比

时 间 事 项	2002 年第一季度	2003 年第一季度	2004 年第一季度
上市公司并购披露（家）	23	42	31