

资产重组 案例分析

詹亮宇 主编

ZICHAN
CHONGZU
ANLI
FENXI

立信会计出版社

F279.246
6

资产重组案例分析

ZICHAN CHONGZU ANLI FENXI

詹亮宇 主编

立信会计出版社

图书在版编目 (C I P) 数据

资产重组案例分析 / 詹亮宇主编. —上海: 立信会计出版社, 2001. 10

ISBN 7-5429-0916-9

I. 资... II. 詹... III. 上市公司 — 资产重组 — 案例 — 分析 — 中国 IV. F279. 246

中国版本图书馆CIP数据核字 (2001) 第 069404 号

出版发行 立信会计出版社
经 销 各地新华书店
电 话 (021) 64695050 × 215
(021) 64391885 (传真)
(021) 64388409
地 址 上海市中山西路 2230 号
邮 编 200235
E-mail lxaph@sh163c.sta.net.cn
出 版 人 陈惠丽

印 刷 上海申松立信印刷厂
开 本 850 × 1168 毫米 1/32
印 张 8.75
插 页 2
字 数 215 千字
版 次 2001 年 10 月第 1 版
印 次 2001 年 10 月第 1 次
印 数 3 000
书 号 ISBN 7-5429-0916-9/F · 0838
定 价 16.40 元

如有印订差错 请与本社联系

序

资产重组一直是近几年的热门话题。从微观上讲,企业通过资产重组,可以实现利润最大化原则,追求资本增值,优化资本结构,促进产业转型和产业升级;从宏观上讲,社会整体经济效益会得到提高,资源优化配置,原先利用率低下的资本存量得以盘活,流到报酬率高的产业和产品。可以说,资产重组的成功运作,可以在多方面起到重要作用。

以往,我国企业主要依靠自身积累、新上项目来加以扩张,在资本运作尤其是资产重组上建树不多。随着资本市场的发育,越来越多的企业已经认识到资产重组对自身发展的推动作用,并进行了多方式、多层次的运作。我看到一个材料:海南航空公司以1 000万元人民币起步,1992年进行股份制改造,以后通过引进外资和发行B股、A股,募集大量资金,并着手兼并重组,对长安、新华、山西航空公司实施重组,迅速增强核心竞争实力和抵御风险能力,通过资本运作,该公司仅用8年时间使资产从1 000万元激升至150亿元,实现了超常规发展。类似情况还可列举很多,诺贝尔经济学奖获得者乔治·斯蒂格勒发现:“没有一家美国大公司不是通过某种程度、某种方式的兼并成长起来的,几乎没有一家大公司主要靠内部扩张成长起来的。”此言对我国企业有启示作用。企业以小的投入得到大的收益,以小的资本控制较大资本,将沉淀、闲置资产盘活,并有效规避经营风险,实现产业多元化,将企业做大、做强,成为巨型企业。应该看到,资产重组赖以支持的环境正越来越好,如资本市场蓬勃发展,相关政策的鼓励等,企业资产重组的

意识在不断强化,有趋强的资本运作冲动,这些都将使资产重组进程达到新的发展阶段。此外,上市公司国有股减持、WTO 的加入、民营经济的崛起也将给资产重组带来新的契机。

既然资产重组在现代经济中有重要作用,对其加以研究应在情理之中。而在研究过程中,要注重实务和可操作性,从中得到启示性和规律性的东西。《资产重组案例分析》一书正是在这种情况下写作出版。与同类书籍相比,此书具有以下特点:一是写作人员均为证券公司投资银行从业人员,具有丰富的实践经验,本身具有参与运作重组的经历,避免了“纸上谈兵”;二是内容精悍,阐释清楚,能给读者开阔的视野;三是主要涉及上市公司的多种运作方式,具代表性,且延伸性强,内容新,有较强的参考价值。我相信,此书是同类书中的精品。

詹亮宇博士是我的学生。此次,他主编《资产重组案例分析》一书,在学术上又做了有益之事。我欣然提笔,写此短文,是为序。

邓子基

2001 年 9 月于厦门大学

前 言

正如其他一般事物的发展过程一样,纵观中国的资本市场,其发展历程也经历了一个由萌芽到发育、由混沌到清晰、由积累到沉淀的过程。十余年的中国证券之路,是对中国宏观国民经济发展的一个真实写照和清晰缩影。国民经济由弱到强,由不完善到相对完善,由低级到相对高级的发展过程,映射在资本市场层面上,转化为资本市场的如前所述的发展特征和现象。应该说,资本市场对国民经济的重要性已经日益显著地表现出来,研究宏观国民经济问题,就不得不对资本市场的有关问题进行研究和把握。通过资本市场分析,可以深层次地洞悉整个国民经济的某些发展特征。

笔者看到,带有原始积累性质的增量膨胀已经具备了一定规模,在保证质量型的增量扩张的同时,存量调整已经开始出现,而且,其规模、深度和作用开始在资本市场中日益显著。应当说,增量过程通过新发(IPO)、配股、增发、可转债等具体的金融工具,把市场主体在发展过程当中对资本的需求释放在资本市场上,并通过资本市场获得供给;当增量发展过程发展到一定阶段,原有的通过增量过程形成的资源配置模式和结构可能已经不能满足新的市场需求,因此,纵向的、横向的以及全方位的存量资源调整过程就开始在市场上初露端倪。通过存量资源调整,市场资源获得了重新优化配置,新的资源使用模式和结构得以构造,资源使用效率以及市场的整体效率得到了显著提高,从而使整个市场乃至国民经济处于一个良好的、高质量的发展过程。

资本市场的存量调整主要是通过资产重组来完成的。笔者以为,资产重组完成的不仅仅是资产的权属范围转移,更重要的是整体资产结构的变更。通过微观的、具体的资产重组操作,各个资产找到了它在资源使用中的新的定位,并通过一定的渠道流动到它能发挥最大能量的位置上,当资产重新就位后,新的、更高效率的资源使用结构和模式也就形成了。同时,这个过程是一个动态的而决非静态的过程,当新的需求和市场状况出现时,对现有的资源使用结构和模式又会提出新的要求,因此,变革的力量又产生了,继而又是新一轮的调整过程。

笔者认为,在资本市场上,通过资产重组所表现出来的市场存量调整是市场增量放大过程的有益补充和高级形态。没有资产重组,市场的放大过程就只能是粗放型的、低效率的、静态的,一旦形成固定结构,就很难作调整或者调整成本相对较高;没有资产重组,资源的配置模式和渠道就是机械的,资源只能在固有的结构中进行流动,很明显,这种流动并不一定就是最符合市场要求和最高效率的。通过资产重组,为市场增量过程创造了一个良好的平台,理顺了增量过程当中一些不合理的因素,从而使增量能够持续地、不断地和高质量地进行。

资产重组的增量调整已经成为我国资本市场上的一个重要现象,对它进行研究分析,能使我们较为准确地把握我国资本市场乃至国民经济的发展轨迹,这也是我们写作本书的初衷所在。本书运用典型案例,试图阐述资产重组的机理,进行模式研究,有助于我们根据具体情况寻求资产重组的目标和途径,开拓思路,不断创新。

本书由詹亮宇博士主编,拟定全书框架并对全书进行修改补充和总纂。作者全部为博士和硕士,理论功底扎实,且在证券公司从事投资银行业务多年,熟悉资产重组业务,有丰富的实践经验。参加写作的有:胡陇琳、张刚、李珺、常青、胡婷、齐敬然。在写作

过程中得到了著名经济学家邓子基教授、张亦春教授、王开国博士的指点和关心。邓子基教授欣然为本书作序,在此一并致谢。责任编辑徐小霞女士为本书写作和修改提出了很好的意见,倾注了很多热情,在此由衷致谢。我们恳请各位同仁和广大读者不吝赐教。

作 者

2001年9月于北京

目 录

资产重组理论篇	1
一、资产重组概述	3
二、资产重组的动因分析	7
三、资产重组的目标和原则	13
四、资产重组的类型	17
五、资产重组的途径	24
六、资产重组中需要注意的问题	36
资产置换篇	49
案例一 华联商厦与时装股份的时代变奏曲	51
案例二 激流勇退的吉诺尔	55
案例三 资产置换：龙头股份实现多元化发展的契机	59
案例四 银基发展的借壳上市之路	67
案例五 债权置换：华意理清这团麻	74
案例六 脱胎换骨：ST 湘中意获得新生	78
案例七 有待重新审视的丰华重组	82
兼并收购篇	87
案例八 中远抢滩众城	89
案例九 托普发展入主川长征	97
案例十 “美纶”嫁“泰达”	104
案例十一 清华同方吸收合并鲁颖电子	108

案例十二	从“宝延风波”到“大港爱使事件”	117
案例十三	“创智”智取“五一文”	124
案例十四	三通集团穿旧鞋走“金路”	133
股权转让、收购重组篇		141
案例十五	川投控股：在重组中新生	143
案例十六	“走马灯”的大股东，志在长远的二股东	147
案例十七	美的、春兰的产权改革与中国的 MBO	152
案例十八	西南化机：托管重组中求生	157
案例十九	青岛海尔：增发收购，演绎多赢	162
案例二十	东方通信：增发重组，全面挺进通信产业	166
案例二十一	青岛啤酒在收购中成长	173
债务重组篇		179
案例二十二	川投长钢：几易其名，摆脱困境	181
案例二十三	PT 红光：艰难的债务重组之路	186
案例二十四	新钢钒：债转股的“热”发展和“冷”思考	193
案例二十五	“辽通模式”：收购兼并中债权转股权的首次运用	200
案例二十六	永安林业：整体承债式兼并三明人造板	204
案例二十七	海信集团：回避债务风险，实现低成本扩张	209
创新篇		217
案例二十八	云天化：领股份回购之风骚	219
案例二十九	同仁堂：分拆上市的示范	237
案例三十	委托书收购：胜利股份的股权之争	250
案例三十一	走在法律边缘的郑百文重组案	262

资产重组理论篇

随着我国社会主义市场经济建设的日益深化,国民经济运行表现出了一些较为鲜明的特色。在强调增量扩张的同时,存量调整也成为国民经济运行改善的重要途径。通过存量调整,宏观层面上实现社会资源的优化、合理、科学配置,从而使对资源的利用创造出更大的经济能量;微观层面上使诸多市场经济主体改善了自身的资产结构状况,为高效率地利用资产、创造经济价值提供了条件。因此,在一国国民经济发展过程中,增量扩充过程当中的存量调整是修正、弥补经济劣势的重要手段。而且,随着我国国民经济的日益发展和成熟,存量调整会日益成为国民经济生活的主旋律。

毋庸置疑,资产重组就是进行存量调整的重要经济手段。正是通过资产重组,微观经济主体优化了自身的资源配置,提高了资源的利用效率,从而创造了同等条件下的更高经济利益;也正是有了微观层面的资产重组,才有了更为良好的市场经济环境。我国市场经济的深入发展和资本市场的不断开发,在客观上为资产重组提供了广阔的市场环境;反过来,通过资产重组也在客观上大大促进了国民经济的进步。可以说,研究市场中尤其是我国资本市场中资产重组的特征、方式、目的、性质等诸多问题,剖析里面蕴含的深层次的经济含义,会加深对我国国民经济尤其是资本市场的理解,从而在一个较高的层面上把握、研究和预测我国资本市场的发展。

通过怎样的途径和方式来研究和理解资产重组这种市场

行为呢？笔者以为，一个提纲挈领性的东西应当是首先对资产重组理论内涵的探讨。理论的东西是基础的、指导性的东西，对理论的准确把握和深层理解是研究理论所指导的实际经济行为的基础。因此，在本书的第一篇中，我们试图对有关资产重组的理论内容进行深入的剖析，为全书的研究奠定一个扎实的理论基础。

一、资产重组概述

资产重组^①的直接标的就是资产,那么,什么是资产呢?资产具有一些怎样的特性呢?笔者以为,对资产重组的准确理解和把握,一个先决性的前提条件就是对资产的界定。

(一) 资产的界定

在会计学上,资产就是一个经济主体在一个时期的经济活动中可以动用、控制的所有以货币计量的经济资源的总和,资产的最大特点就是通过对它的使用可以获得未来的经济利益。因此,在本质上,资产是可以带来经济利益的经济资源。一般来讲,资产具有如下的特点:

第一,资产在本质上应当是一种经济资源。现实经济活动中,经济主体把资产和其他资源结合起来进行操作,为自己创造未来的经济利益。

第二,资产是可货币化的。尽管资产是一种经济资源,但是并非所有的经济资源都可以称之为资产。应当说,经济资源是一个大于资产的范畴,资产仅仅是经济资源中的一个子集,是其中可以货币的形式表现出来的经济资源。

^① 资产重组可以发生在市场经济环境中各种形态的经济主体身上,但本书研究的资产重组主要界定在上市公司这个范畴之内。需要注意的是,本书提及的上市公司这一概念,不单单是指已经公开发行股票的股份公司,还包括进行股份制改造准备上市发行的企业。因此,本书的资产重组理论研究和案例分析大多数集中在上市公司的资产重组和股份制改造的资产重组这两个领域之内。

第三,经济主体应当能够实际地控制或使用资产。在这里要澄清一个使用权和所有权的问题。一种错误的观点认为只有经济主体掌握了某些经济资源的所有权,这些资源才构成经济主体的资产。其实,资产的形成并不以所有权的拥有与否为前提或依据。在这里,所有权和使用权或者说控制权可以发生分离,而且理应发生分离。分离的客观存在,拓宽了经济资源的可控制程度和范畴,从而大大扩展了资产的外延。因此,资产的界定应当以使用权或实际控制权为依据而非所有权。

第四,资产在内容组成上应当包括财产、债权和其他权利。这同时也决定了资产可以是有形的,也可以是无形的,也就从另一个角度告诉我们,资产是可以以各种形态存在的经济资源。

如上所述,资产是企业这一微观经济主体在现实的市场经济生活中用来获取未来收益的经济资源,是企业存在的物质基础,是一切企业活动得以展开的物质环境平台。微观资产的宏观集合就构成了一个国家在一定时点上的国民财富。因此,资产的存量状况和使用效率直接地影响到一国国民财富的存量沉淀。如何提高资产微观和宏观层面的使用效率,从而实现一定约束条件下国民财富的最大化是资产运作当中需要深入思考的一个问题。资产重组就是整合资产、提高资产使用效率、追求最大化资产收益的一种重要手段或工具。研究资产重组,目的就在于通过对这一问题的深刻剖析,得出一些具有启发性或建设性的经验,为我们的资产运用战略提供有益的帮助。

(二) 资产重组的界定

资产重组这一概念在现实的经济生活中是一个得到广泛使用的概念。提及企业整合、改制、改组必然会涉及到资产重组。可以说,对一个关心经济生活的人来讲,这是一个耳濡目染的概念。那

么,到底什么是资产重组呢?对它我们应当如何界定呢?它的范畴和外延应当怎样呢?

目前来看,学术界和实务界对资产重组的界定无非从以下 3 个角度出发:

观点一:资产重组的界定是以资产经营的界定为基础的,在对资产经营作存量资产经营、增量资产经营这两种划分的基础上,界定资产重组是其中的存量资产经营。这也就清晰地告诉我们,资产重组应当是对经济主体现有的存量资产所作的重新配置和整合,目的在于通过这样的举措使企业的资产能够获得更多的增值。这种资产重组有一个显著的特点,即它并不改变经济主体原有的净资产数额,仅仅通过操作改变经济主体的资产结构。

观点二:根据资产重组的内容差异,可以把资产重组划分为封闭型重组和开放型重组。前者重组的范畴是经济主体的内部,不涉及企业净资产数额;与此相对应,后者是指在企业内部和外部同时进行的资产重组。

观点三:认为资产重组在本质上应当是产权重组。这种观点,其实是从改革当前国有企业所有制关系和所有制角度提出来的。国有企业效率低下,一个直接的原因就是产权关系不清,产权主体缺位,这种状况的直接后果就是无直接行为人对投资等产权活动承担责任,导致大量的重复、低效投资现象的发生。因此,通过资产重组,明晰企业尤其是国有企业的产权关系,引进新的投资主体,建立多元化投资结构,形成科学严谨的产权监管体系,是当前状况下我们应当深入研究的一个课题。从这个意义上讲,资产重组也是一种产权重组。

本书对资产重组持怎样的观点呢?笔者以为,像时下大多数人持有的观点,把资产重组机械、单纯地理解为存量资产的重组和优化配置而不是其他就显得过于狭隘了。资产重组应当是对存量

资产、增量资产^①等诸多形态的资产共同进行的重新组合,以便在各种资产间形成优势互补,全面提高所有资产而决非作为部分的存量资产的价值。这样界定的依据在于:

第一,把资产重组简单定位于存量资产的整合,忽视了增量资产在经济生活中的重要性。在资产重组的实际操作中,涉及的资产标的决非简单的存量资产,从发展经济学的角度来考虑,更多关注的应当是新增资产的优化配置。因为存量资产是以前经济活动的沉淀,对他们进行整合的目的是希望通过这样的操作能够调整以前的不协调或不适宜,从而能够把这些资产的最大经济能量释放出来。从这个角度来讲,存量资产调整的操作空间是有限的。而增量资产整合则强调在资产形成之初就注重结构的优化和效率的最大化问题。同时,增量资产的优化整合一定程度上也有助于存量资产的功能优化。

第二,从资产重组的目的来讲,简单的存量资产重组的定义不能满足或实现资产重组的目的。资产重组就是要通过这种操作,优化资源配置,从而通过运作获得最大的资产收益。毋庸置疑,存量资产仅仅是资产的一个子集,它绝对不能代表资产的全部,因此,简单的资产存量整合也无法达到如上所述的目的。只有涵盖了增量资产的大资产概念才能够满足这一目的要求。

第三,笔者以为,资产重组应当是一个动态的概念,决非静态概念。重组决非目的,仅仅是一种手段,是为将来的资产经营或运作奠定基础。通过重组,提高资产整体的内部质量,而后通过资产经营或运作达到资产收益的目的。可见,这是一个完全动态的过程,如果把资产重组简单界定为存量资产整合,那么,这就是一个静态的过程。

① 增量资产:在现有的资产基础上,为了扩大生产经营规模,所追加或再投资形成的资产沉淀。

通过如上的分析,可以说我们已经勾画出了资产重组的外形,了解了资产重组是一种什么样的经济行为,清楚了它所涉及的范畴。任何经济行为都有它产生的客观土壤和存在的依据,那么,就我国状况来讲,资产重组产生和存在的依据是什么呢?简单地讲,为什么会有资产重组呢?或者说,资产重组发生的动因是怎样的呢?

二、资产重组的动因分析

笔者以为,我国的上市公司进行资产重组,有这么两方面的主要原因:一是环境动力方面,这主要是一些外在力量诱发的、推动上市公司进行资产重组和整合;二是上市公司内生的需求方面,上市公司要在激烈的市场竞争中得以生存,就要不断地根据市场的要求改造自身,从而获得生存优势。这两方面的原因共同形成合力,推动形成了上市公司的资产重组。

(一) 环境动力分析

外界环境的客观要求,造成生存在这些环境当中的上市公司强烈的资产重组愿望。

1. 从宏观层面来看,企业特别是上市公司资产重组是我国经济增长方式转变的需要

传统计划经济下,粗放型的增长模式导致大量国民财富的低效沉淀,当市场经济成为国家经济生活的主旋律时,从粗放型经济增长模式向集约型经济增长模式转变就成了宏观国民经济的客观要求。宏观的经济目标最终还是要落在微观的主体行为身上,因此,经济增长方式的转变就要依赖企业的改革实践来完成。上市公司无疑是企业改革中的先行者,是完全按照市场经济的要