



研究系列丛书

经济科学出版社

李康 主编

中国资本市场实务运作指引

金信证券研究所研究系列丛书

中国资本市场 实务运作指引

李 康 主编

经济科学出版社

一九九八年十月

责任编辑：刘海燕
责任校对：段健瑛
版式设计：周国强
技术编辑：舒天安

中国资本市场实务运作指引

李 康 主编

*

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

北京印刷一厂印刷

出版社电话：62541886 发行部电话：62568479

经济科学出版社暨发行部地址：北京海淀区万泉河路 66 号

邮编：100086

*

787×1092 毫米 16 开 24 印张 600 000 字

1998 年 10 月第一版 1998 年 10 月第一次印刷

印数：0001—5000 册

ISBN 7-5058-1567-9/F.1099 定价：52.00 元

图书在版编目 (CIP) 数据

中国资本市场实务运作指引/李康主编. --北京: 经济
科学出版社, 1998. 10

(金信证券研究所研究系列丛书)

ISBN 7-5058-1567-9

I. 中… II. 李… III. 资本市场-研究-中国 IV. F832.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (98) 第 29717 号

《中国资本市场实务运作指引》编写组名单

主	编	李	康			
副	主	编	聂皖生	曹建华	刘晶	邵少敏
参	与	编	写	人	员	
			干迎	王汇涛	王荣朴	孙炳军
			(以姓氏比划为序)	刘志伟	刘踊祥	柏群
				李颖		
				陈晓晖	何杰	汪立
				杨兴君		
				杨鼎新	赵冬冬	赵金厚
				顾宇萍		
				黄心民	黄树强	龚惠玮

资本市场的原则与实务

(代序)

樊 纲

金信证券研究所编著的《中国资本市场实务运作指引》一书，是一本基于已有的理论与实践（中国人这几年自己的实践），在公司并购、产权交易、资产重组等方面极具操作性、实务性的专业著作了，正合市场的需要，正有利于资本市场的下一步发展。但由我们这种从不务“实务”、从未实际操作过任何东西、甚至从未买卖过股票的书生来作序，实在是不恰当的。我们充其量只知道“原则”，而前几年讲这些“原则”，还有些新意，现在这些原则已被大家应用于实践当中，我们的经济已经从“原则的阶段”进入到“实务的阶段”，原则就已经成了老生常谈。

而我又最不愿意再花功夫去写一些老生常谈的文章。但作为一直鼓吹发展产权交易、资本市场的一名经济学者，我又十分乐意接受金信证券研究所李康所长的热情邀请，“加盟”此书，从各自的角度推动市场的发展。既然对“实务”一窍不通，又不想再老生常谈，于是想出了以下的办法：将我最近两年写过的有关资本市场理论和“原则”的文章中的一些有关内容，略作加工，摘录在下面，最后再加一段文字，根据市场的“原则”，简要地分析一下我们的资本市场“实务”还缺什么？希望读者在这些文字和以后的正文中，看出我国资本市场发展的过程与趋势。

一、资本定价、“资本流失”与企业改制

国企改革、产权重组、出卖企业（资产），搞混合所有制、股份制等等，现在已经被大家从观念上开始接受了，国家也有了一些政策。但是，反对意见还在，有老的反对意见，也出现了一些新的。比如有人说，现在买卖资产，不再有观念上的障碍，但实际障碍仍无法逾越。许多国有企业那么多职工、那么多债务，想卖都卖不出去。所以结论是：靠产权重组来改革国有企业，理论上大概是对的，但在现实中还是行不通。

这种看法其实似是而非，因为从经济学的基本道理上说，天下没有卖不出去的东西，只有定价不对的东西。我们是否想过卖不出去的东西是不是要价太高了？

这里的问题首先在于如何认识“资本的市场价值”。资本的本质在于它可以生利，在于给资本所有者所带来的未来收益。因此，资本的市场价值，不是它的“账面价值”，甚至不是实物资产的“重置价格”，而说到底，是未来时期内（可以假定无限时期内）预期收益（当前形成的预期）折现值的总和。100万元建一个企业，利润丰厚，其资本的价值可以是100亿；而100亿建

的厂，若已不能盈利，可能只值100万（甚至可能就等于清偿拍卖后的残值）。这时你若定价100亿，当然卖不出去。如果一个企业已经亏损，还有一大堆欠债，或者还有一大批工人无法安置，其市场价值可能还是“负的”。你还要按账面资产的价值卖，还想从中捞一笔，当然不会有人买，除非政府强令另一个国有企业去“接收”，但那显然已不是我们这里谈论的买卖关系。

当然，亏损企业并不一定卖不出好价钱，原因是在你手里是亏的、在你的体制下是亏的，到了新买主手里可能就能盈利，所以买方价格可能是正的，因为对于他来说预期收益是正的。买卖关系中包含着“体制改革”。“卖”这个行为本身就意味着体制改革、产权改革，“卖得出去”这件事本身就意味着卖出之后可能发生的效率改进（在许多情况下，卖了不等于从此一定会逐步发生改进，但不卖一定不会发生改进）。

不过无论如何，买者出的价，一定不仅包含对企业目前经营效果的评论，而且包含着对以下两大重要因素的考虑：一是企业债务。你让他背走债务，将来还本付息，所谓的购买价格自然要打折扣。二是富余职工的安置。由你来安置职工，不由买主承担责任，他可以付的价自然会高些，否则，自然要低些。所谓“资本收益”，最终起作用的是“净值”——一切收益减去一切成本，包括买下企业后可能要面对、要处理的一系列历史遗留下来的“麻烦”（我们的企业中由于过去在很多方面的产权不清，会有一大堆的麻烦）所需付出的代价（包括人力、物力、财力各方面的代价）。形式上的购买价格，不过是把一切未来要付出的代价都计算了之后，现在所要支付的东西，它只是购买一个企业所支付的“总价格”的一部分。

所以，有时看到我们的有关部门一厢情愿地按照企业资产的账面价格为一些亏损严重、资不抵债、冗员累累的企业“开价”的时候，我往往很奇怪：他们怎么不反过来想想：如果是你，你会按那个价格买企业吗？（据说现在有的地方现实了一点，可以“下浮”20%，只是不知这个百分比是凭什么定的）。

韩国的大宇汽车公司，作为一家国际知名的大企业，据说最近正在谈判以几千万美元的价格卖出去（当然较“正式的”说法是叫作“与人兼并”）。这个价格当然离它那几百亿的账面价值相差甚远，但因为它欠了一大堆的债，要改造、重组还要有很多投入，价不降到这个程度不会有人要。德国政府从1990~1995年，通过“国有企业托管局”，把原东德的国有企业都卖掉了（除了关掉的）。但那是它花了两千多亿美元把它们卖掉的（请注意，这里是花钱卖东西，而不是花钱买东西），那花的钱，当然主要是用作安置工人、清偿债务、治理污染等等，以便使买主能把东西“拿走”，否则，许多东西即使白给也还是没人拿。

可见，那种说现在卖不出去东西已不是观念的问题，并不全对。这里还是有一个观念的问题：如何认识什么是资本，什么是资本的市场价值。

资本价值这个概念之所以重要，还因为它直接涉及另一个概念：“资本流失”。经常发生的情况是：资本按照市场价值卖了出去，但由于这一成交价低于账面资产价值，便会被说成是资产流失。问题的复杂性在于，资本的买卖，很多情况下并不经过市场竞价过程，而只是买卖双方一对一讨价还价的结果，双方对同一资产的价值判断，自然是不同的，卖者尽量报高，买者尽量压低，再有一个第三者，又会有第三种价值判断，很难有一客观准确的标准（未来收益还没有发生，还只能是主观预期）。这在客观上也为真正的“资本流失”即利用资本交易中饱私囊的行为提供了机会，使真的流失与假的流失混在一起，难以分辨。

在这个问题上，由于在现实中很难有完美的解决办法（请两个外国的资产评估机构来评估，不仅成本太高，得不偿失，也不一定解决问题），所以只好“求其次”，用另外的一些标准来间接地加以判断，比如好好查一查是否有人在资产交易中个人拿了“价外的好处”。

最重要的问题，还是在于把问题“想开一些”，把各方面的收益与成本加起来统筹考虑。卖掉了企业，政府甩掉了包袱，今后不再有补贴性支出，不再有人整天找上门来要钱、要物、要安置人，不再天天发愁去解决国企内的一大堆头痛的问题；相反，企业改了制，提高了效率，增加了收入，政府还可以增加税收，而且，政府从此集中精力干自己该干的事情，包括“加强税收征管”，财税收入会有更大的增加，也可建更多的公共设施。里里外外，减支增收，比拖下去不卖会合算得多（拖下去不卖，情况还会“动态地”恶化，支出会比现在还多）。你可以不卖，可以再撑下去或混下去，但是明天怎么办？什么时候是个头呢？

应该想到的是，现在我们卖资产不仅是为了“收钱”，更重要的是为了“改制”，为了改制后效益的增加。把这些问题都考虑进去，有些交易就会显得合算多了。

二、“猎鲨者”与上市公司的市场约束

西方人现在把在股票市场上对其他公司进行收购兼并的行为称为“猎鲨”，把从事这种事情的人称为“猎鲨者”，这就使得收购兼并活动具有一点“血腥味”。不过这种收购活动特指的是那种所谓的“恶意收购”，即利用对方经营不善、出现问题、股市下跌的机会，在市场上进行操作，实现对其收购或控制，并最终对其进行改组。这显然不同于那种出于扩大市场份额、加强竞争能力需要双方协商而实现的合并。后者可以称为“善意收购”。

“恶意收购”与“善意收购”的一个重要区别在于，在前者，被收购公司的原管理者们在公司改组之后一般会被“炒鱿鱼”，而后者，原管理人员则会继续留任，一切既得利益都会得到保留（当然下属雇员在改组中可能会面临裁员）。

我们现在都在讨论如何使股东们的利益得到保障、股东们如何能起到对企业监控的作用，如何防止所谓的“内部人控制”，防止经理人员损害所有者的利益，如何使他们确实能关心利润的增加、效率的改进，而不是整天想着花钱，“内部搞定”之后，管他股价下跌不下跌都把位置坐得牢牢的，别人耐何他不得。人们注意到，股东大会经常被经理们所操纵，所以“用手投票”起不到什么作用；而抛售股票，使其价格下跌，给经理们一点颜色看，他们却不怕，所以“用脚投票”似乎也不起作用。这不是意味着“所有权不起作用”了吗？其实，出现这种情况的一个重要原因就是市场上没有“恶意收购者”，因为若这种“恶意收购者”存在，哪个公司的股票一跌，就为“恶意收购”提供了可能，也就出现了“炒”那些经营不善的经理们的可能。

由此可以看到，“恶意收购”的潜在威胁事实上是资本市场上迫使公司经理们积极改善效率、认真提供利润的必不可少有效机制之一。另外的两个机制是：股东大会和抛售股票，一个“用手投票”，一个“用脚投票”，恶意收购可以说是“用刀子投票”。没有这一机制，股票再跌，经理们也可以高枕无忧，市场约束就还是软的。市场上不存“杀机”，没有点“血腥味”，改善效率与效益的动力就还会有点不足。

三、中国的企业改革与多层次的资本市场

市场的真谛在于交易；有交易就形成了市场。在现实中，大量实行了股份制或股份合作制改造的企业对股权交易的需要所必然使人引发的一个问题是，我们是否应该承认各种地方性“小股票市场”的合法性问题（市场合法性问题的核心在于政府是否对一种交易及其交易规则实行保护）。

从一般规律看，在其他一些市场经济国家中，不仅大量的产权交易是在股票市场之外进行的（资本市场的概念大于股票市场的概念，因为它首先指的不是证券市场，而是直接的收购、兼并等等），而且大量的股票、证券的交易也是在正规的股票市场之外，通过所谓的“柜台交易”或“场外交易”等实现的（在美国这种交易占到总交易量的90%），能在“全国性”的股票市场挂牌交易的股票，在全部交易活动中只占少数。从这个意义上说，我们不能只允许少量股票在全国性的“大市”上交易，而忽视或否定大量其他有价证券“场外交易”的必要性与合法性。

从中国市场发展的特殊情况看，我们似乎有必要对各种“地方性的小市场”，予以特别的重视。

中国的特殊性在于我们的产权交易和股票市场发展的路径与其他国家有所不同。在股份制和股票市场发源的那些市场经济国家中，私人企业是市场发展的前提；私人企业的扩大、集资，从而由私人企业变成公众企业即上市公司，导致了股票市场的发展。在这种情况下，股份制的形成和股票市场的形成，当然是一种制度的变化，但它首先是一个发展问题，而且主要是经营状况较好、规模较大、处在“上升期”的企业的发展问题。在这一背景下，股票市场最初自然也就由一些效益好的企业、大企业的股票交易构成，少数的全国性“大市”也就能够满足股票交易的需要。

而中国目前股份制与股票市场发展的特殊性在于，我国目前实行股份制与股份合作制，在多数场合首先是一个改革的问题，特别是在现在和今后一个时期，最大量、最主要的问题是对经营状况不好的小型国有、集体企业进行改革的问题。这一类企业的股票，一般说来是不符合“正规的”、全国性“大市”的上市要求的，对全国性股市来说，这些股票进入交易所能带来的收益可能还不足以弥补其信息成本（交易成本）。也就是说，在中国目前的情况下，如果仅有全国性的大市，这些经营状况不好的企业的股票就无法上市进行交易。

然而在另一方面，正如我们在前面已经着重分析的那样，没有股权的交易，这些实行了股份合作制改革的小企业，又无法进一步发展、无法进一步通过股权的交易使企业的产权制度逐步发展完善起来。因此，中国企业股份制改革与发展的特殊路径，要求股票市场（广义地说，资本市场）的发展具有特殊的结构。为了使那些大量存在的“上不了大市”的股票得以交易，我们需要建立起一些地方性的小证券市场，其特征就在于给本地小企业的股票（产权）提供交易的场所，利用局部地区的资金，实现一大批地方性小企业的制度改革和生产发展。

正如前面的已经指出的那样，一部分企业实行了股份合作制改造之后，对股权交易的需求自然产生，人们事实上也开始在进行自发的交换并得到了一些企业的认可。但是，市场的发展需要“正式的制度”。所谓市场的正式的制度，最核心的是两点：第一，自愿的交易是被允许的（市场开放），是合法的，而不是人为地压制人们交换意愿；第二，交易是有规则的，受法治管理的，以减少损害他人利益的可能性，减少市场的风险从而能有更多的人从市场中获益。我们现在都知道“游戏要有规则”，偷偷摸摸“非正式”的市场很难有规则，正式开放的市场，才可能做到法治，做到公平有序。与其打压经济中自然存在也必然存在的交换的意愿，还不如正式开放市场，逐步实现正规化、法治化。现实生活中，在那些市场得以合法化从而得以实行法治化、规范化的例子中，市场发展得最完善。

总之，从一般规律看，资本市场是有“层次”的，以满足各种交易的需要；就像商品市场一样，有大商厦，也不妨有一些“小地摊”；从中国的特殊情况看，我国企业改革与发展的特殊过程，要求我们在现阶段对“小地摊”给予更多的重视。“小地摊”也可以是一种公平有序的正

规市场，是全国正规市场的一个有机的组成部分，而且，在电脑化的时代，将来将“小地摊”们加以“全国联网”，也不是一件难事。

四、我们的资本市场上还缺什么？

根据以上涉及到的一些有关资本市场发展的“原则”以及市场经济较发达国家的经验，相对于我们希望实现的有效率又有秩序、有管理又有生气的资本市场，我这里再简要地概括一下我认为我们的资本市场上目前还缺的东西。我想这里我们不必说我们还缺知识、缺人才、缺规则、缺法治等等。这些东西当然还缺得很，还都有待市场的发展而逐步补足。我们不能等到有了知识、人才，有了规则、法治才去发展资本市场。其实那样等永远也不会等来，因为知识、人才、规则、法治等等只有在市场的发展过程中，在实务的操作过程中才能逐步地形成。借口缺这些东西而说我们现在不能发展资本市场，等于是说我们永远不要发展资本市场，是一种根本不懂资本市场、也根本不懂什么是经济制度的表现。这里我们说的“缺的东西”，只是指那些还有待开放的市场、有待形成的机制、有待“被允许”的交易。

第一，我们还缺市场上的“恶意收购”。

第二，我们还缺许多地方性的小证券市场或所谓的“场外交易”。以上两点在前面都说过了。

第三，我们还缺规范化的非证券投资基金。这种投资基金是大批小资本所有者与资本市场上投资活动（并购活动等）的中介机制。小股民在股市上可以分散地买卖股票，但非证券性的直接资本交易，小资本却难以直接介入。不仅缺乏专业知识，资本量也太小。只有通过投资基金的中介，才能实现资本的集中并使更大量的资本进入非证券并购一类的直接交易（股份公司可以说是在资本使用一方实现资本集中，而投资基金则是在资本供给方实现集中）。资本市场也才能更加活跃。

当然我们还可以例举出许多“尚缺”的东西，但我想当前缺少的“大件”主要是以上几项。最后要说的是，资本市场不是在一夜之间发展起来的，也不是靠少数几个人定下些规则、发一些命令就能发展起来的。它是在千百万人的“互动”过程中逐步探索、“试错”而成的。每一个人的每一细小努力，当然更包括像《中国资本市场实务运作指引》这样的贡献，都在为资本市场的发展添砖加瓦。同时，资本市场的发展绝不是一条坦途，它一定是在各种各样的“出事”过程中逐步完善的。那种指望资本市场发展中不出问题，没有风险，不出“骗局”，没有冲突的幻想，那种不是在“出事”过程中积极总结经验教训、改善管理、加强规制，而是出一点问题就要把市场“关掉”的做法，最有百害而无一益！

在资本运作热中呼唤中国的“兰德”

李 康

我国历来有“重文轻商”之传统。而“注重冒险”的商业文化总是时时被“四平八稳”的农耕文化所击败。孔老夫子的“劳心者治人，劳力者治于人”与桑弘羊的“盐铁论”虽儒法不同谋，但却在“鄙商”上达成了惊人的一致。“修身齐家”为的是“治国平天下”，至于流通、交易、资本诸项历来为主流社会所不屑。“资本”总是难敌“封建”。建国后，“工农兵学商”的排列亦在某种程度上微妙地反映了传统所具有的根深蒂固的强大影响力。而为商界“运筹帷幄”的文人似乎从未被列入传统知识界的考虑范围，因而“兰德”为其服务开出的价格传到中国后总是成为知识分子们茶余饭后的惊叹词，并以“君子不言利”而自我解嘲。在这样的文化氛围中，CICC（中金公司）这家与美国摩根·斯坦利合资的中国第一家真正意义上的投资银行艰难地在“中国国情”与“国际惯例”间小心翼翼地寻求着平衡也就不难理解了。

然而，市场经济却终于使得传统的商界有了更深的含义。华尔街中的叱咤风云使我们打开了“看世界”的另一扇窗口，使我们了解到“资本”这个千变万幻的魔方所折射出的对经济发展具有重大作用的另一面。中国的证券市场也从伟人所填写的“允许试”的出生证中以突飞猛进的速度成长起来。

在证券市场乃至资本市场发展过程中，一个意想不到的收获是经济学的“平民化”与“大众化”。几乎是一夜之间，“通货膨胀”、“需求供给”、“软着陆”、“经济景气度”、“朝阳产业”、“GDP”等经济学名词广为人们关注与熟悉，而“套牢”、“内幕交易”、“割肉”、“逃顶”等股市俗语又很快地进入人们的日常生活。下岗工人讨论印花税和存款准备金与街坊大妈大谈国企改革和日元汇率相映成趣。索罗斯们在异国与“东方明珠”的一举一动更是引来中国百姓关注的目光。象牙塔里的学问从来未曾如此贴近社会，进而影响着证券市场的总体走势、投资者的整体素质与市场的长远发展。这是一种历史的进步与必然。

在这一过程中，曝光率最高的名词无疑是“收购兼并”、“资产重组”与“资本运作”。作为世界证券市场的“永恒的主题”在中国证券市场同样掀起了巨大的波澜。从“宝延风波”到“光大标购”；从“美纶”嫁“泰达”到“中远”抢滩“众城”；从天津港的“借壳上市”到“康恩贝”的“卖壳退市”；从“钢运”变“交运”到“托普”重组“川长征”，每一桩案例都在给市场与大众讲述着一个个生动的故事，中国证券市场尽管缺乏“牛奶”与“置地”的浴血争斗，也未曾有过“波音”与“麦道”的天量合并，但在有限的舞台上，以券商为主的中国财务顾问们仍然异常活跃，并从中萌生出新行业的萌芽。

在这里，我们看到：众多的人才与密集的资金在一起导演着一出悲喜剧。同时，随着对

市场规范与发展的不断需求与理性的呼唤，证券研究机构应运而生。作为券商乃至中国资本市场跨世纪腾飞的翅膀，由于其人才、资金、信息、观念乃至体制与实务上的优势，我们有理由将诞生中国“兰德”的希望寄予国内众多的证券研究机构，这是一个行业发展之前所未曾预料到的。而这也仅仅是一个极为自然的结果。

我们在从事众多的资产重组财务顾问与对众多的案例剖析过程中，在众多的铺天盖地的资产重组出版物中，发现唯独缺少一本富有实务性的书籍。我们也深感不便与吃力，在从事“钢运模式”的操作过程中，我们金信证券研究所的工作人员对国际资本市场惯例进行研究时，深感国内外因无现成的案例所借鉴，为重组工作的开展带来了一定的难度。同时国内股权设置复杂，牵涉面广，并存在着诸多与国际惯例不尽相同的地方。虽然最后在有关部门的大力支持下，历时10个月，终使重组得以完成。但这一幕艰辛给我们全体同仁留下了很深的印象。我们作为证券市场中的一员，在经济科学出版社有关领导、编辑们的大力支持下，毅然承担起这样一个任务。成功与否，自然要由各位专家、学者与市场人士批评指正了。

本书的最大特点是，首次对中国证券市场特有、也最为关键的体内重组进行了详尽的分析，并给出了具体的操作步骤。同时，将国内与国际企业兼并的会计处理作了详细对比归纳，对重组过程中各方最为关心的所得税处理给予了国家政策范围内的解释。在运作篇（一）中，还对目标公司的选择与定价进行了各种不同方法的评估，对目前市场上较为忽视，而事实上真正关系到企业并购成败与否的并购整合给出了有说服力的答案。并对国内目前涉及不多但在今后可能会成为热点的“并购融资”与“反收购战略”作出了前瞻性的介绍。

另外，本书分别在专题篇与法规篇中独辟蹊径，不是简单地罗列照抄有关的政策，而是将与资本运作紧密相联的法律条文、政策法规单独列出，并加以阐释。对案例分析，也是在研究人员对大量案例进行剖析的基础上，在各个类型中精选一例，构成15例较为经典的案例供读者参考。

最后，我们对美、英与我国香港、台湾地区的法律规定进行了解释，使读者能在一个较大的参照系中找到中国资本运作的定位。

我们的目标是紧紧围绕着对我国证券市场中读者所最为关心的“实用性”与“可操作性”这个中心来进行撰编，但由于时间、信息有限，即使作为国内券商中最大研究所之一的我们也时有“力所不逮”之感。诚望各界有识之士提出批评指正意见，以利于再版时修订。

应该特别指出的是，著名经济学家、本所学术顾问樊纲教授欣然为本书作序，其深刻独到的见解与谦逊的涵养为本书增色不少，作为对其“渐进性改革”深为折服的研究者，也深感“渐进性”对中国资产重组的重要性；上海钢运（集团）公司的有关领导在本书写作过程中提供了实务性的素材和指导，在此特致谢意。本书责任编辑刘海燕女士及为本书作出贡献的出版社其他同志的辛勤劳动自然也深深地凝聚在该书的每一页中，在此一并致谢。

目 录

第一篇 运作篇 (一)	1
第一章 目标公司的选择	2
第一节 对目标公司的产业和地域分析	2
第二节 并购动机和目标公司的选择	6
第三节 目标公司的信息来源	10
第四节 目标公司的分析和评估	13
第二章 目标公司定价	23
第一节 目前常用的评估方法	23
第二节 拉巴波特模型	36
第三节 现金流量折现法	42
第四节 目标公司定价的其他方法	52
第三章 并购融资	55
第一节 内部融资来源	55
第二节 债务融资	56
第三节 股权融资	61
第四节 其他融资方式	64
第四章 并购后的整合	69
第一节 整合的原则与内容	69
第二节 并购后的业务整合	72
第三节 并购过程中的资产处置	75
第四节 并购后的债务重整	77
第五节 企业文化的整合	80
第五章 反收购战略	85
第一节 事先的防御策略	86
第二节 常见的反收购策略	89
第三节 应急性反收购策略	94
第二篇 运作篇 (二) 体内重组	99
第六章 体内重组的特点及基本方式	100

第一节	体内重组的内涵及特点	100
第二节	资产的注入	103
第三节	资产的剥离	106
第四节	体内资产置换	110
第五节	股权整合	112
第七章	公司上市前改制重组	115
第一节	上市改制的目的与原则	115
第二节	上市改制重组的基本架构	117
第三节	上市改制重组运作的典型模式	125
第八章	上市公司体内重组的程序与模式	135
第一节	上市公司体内重组动因及特点	135
第二节	上市公司体内重组基本程序	137
第三节	上市公司体内重组模式辨析	145
第三篇 操作篇		161
第九章	企业兼并收购的操作程序	162
第一节	企业兼并收购的操作程序	162
第二节	上市公司并购的信息披露	168
第三节	兼并收购的合作伙伴	171
第四节	兼并收购的管理	175
第十章	企业兼并的会计处理	177
第一节	国际企业兼并的会计处理概述	177
第二节	我国企业兼并的会计处理实务之一——被兼并企业的会计处理	178
第三节	我国企业兼并的会计处理实务之二——兼并企业的会计处理	187
第十一章	所得税的处理方法	191
第一节	概述	191
第二节	企业重组所得税处理	193
第三节	外商投资企业重组税务处理	196
第十二章	国家对行业、企业的优惠政策	202
第一节	国家对股票发行的产业政策	202
第二节	国家对企业的优惠政策	203
第三节	国家对兼并的优惠政策	209
第四节	地方政府对兼并、重组的政策	213
第十三章	国内企业并购中存在的问题及对策	219
第一节	国内企业并购中存在的问题	219
第二节	我国企业并购中的障碍分析	223
第三节	我国企业并购健康发展的对策	225

第四篇 法规篇	233
第十四章 国内对企业并购的法律规定	234
第一节 企业并购活动的法律基础	234
第二节 企业并购操作过程中适用的法规	238
第三节 法律责任	256
第四节 两个经典案例带来的思考	260
第十五章 国外发达国家对企业并购的法律规定	263
第一节 美国的有关法律制度	263
第二节 英国的有关法律制度	274
第十六章 港台地区对企业并购的法律规定	278
第一节 香港股份收购合并与股票回购守则	278
第二节 我国台湾地区有关收购兼并的法规	292
第五篇 案例篇	295
案例一：钢运重组——体内整体资产置换模式	296
案例二：天津港借壳津港储运——体内重组母借子壳模式	300
案例三：光大标购玉柴法人股——场外标价收购模式	301
案例四：托普重组“川长征”、创智入主“五一文”——间接控股、借壳上市	303
案例五：延中的故事：从宝延事件到北大入主——国内二级市场收购模式	308
案例六：无偿划拨，皆大欢喜，“美纶”嫁“泰达”——国有股权无偿划拨模式	312
案例七：煤航执意收百隆——迂回受让法人股模式	315
案例八：康恩贝—浙江凤凰资产重组案例——从买壳上市到卖壳退市	318
案例九：化蛹为蝶的历程：辽通化工收购锦天化剖析——承债兼并模式	322
案例十：兰陵喝进环宇——体外整体资产置换模式	327
案例十一：恒通与棱光因关联交易互利互惠——国有股协议转让模式	331
案例十二：中远抢滩众城——法人股协议转让模式	337
案例十三：大港咄咄逼人，爱使绵里藏针——二级市场反收购策略模式	341
案例十四：香港华创并购北京华远	344
案例十五：收购石油回收设备公司分析	347
附录 1：企业重组的形式	353
附录 2：关于企业并购	355
参考书目：	359

第一篇 运作篇（一）

第一章

目标公司的选择

第一节 对目标公司的产业和地域分析

1998年是资产重组年。一起又一起形式各异的资产重组，构成证券市场上一道道亮丽的风景线。其中，有买“壳”、借“壳”、换“壳”的，也有上市公司自身通过局部的资产优化和结构调整的，等等。撇开凡此种种的重组形式，资产重组的精髓只有一条，即依托资产重组进行产业的调整与升级。无论是“美纶股份”与“泰达股份”的置换，还是“托普”控股“川长征”、“创智”入主“五一文”、“烟台华联”更换大股东，其宗旨几乎都是：通过产品调整与升级，使自己由低技术含量、低附加值的产品向高技术、高收益的产品转化，由劳动密集型产品向资金、技术密集型产品特别是知识密集型产品转移。

产业转移是当前世界产业发展现状的基本特征，它一方面表现为受制于产业自身生命周期的约束，由衰退期向成长期转移，决定了企业的产业定位；另一方面表现为产业的区域性特征，一些劳动密集型、资本密集型的产业（如纺织、成衣、家电）由发达国家转移到一些发展中国家或地区，在同一个国家由经济较为发达的地区转向较为落后的地区。发达国家在向以信息产业、金融服务业为主的产业转移中，资产重组在增强企业竞争力、提高市场份额方面扮演了重要角色。那么，如何以资产重组为契机，借此实现我国产业结构的调整与升级、抢占科技制高点，在世界产业转移的接力跑中“领跑”呢？

一、资产重组的行业机会选择

（一）经济景气波动孕育重组良机

经济景气波动是由经济收缩和经济扩张交替运动而引起的。根据世界经济发展的一般规律来看，宏观经济的每一次周期性波动，在其由萧条走向复苏的阶段，也是产业结构调整、企业资产并购重组最频繁的时期，如90年代以来，随着美国经济景气的回升，第五次并购浪潮风云再起，1998年上半年公布的企业并购交易额已达12000亿美元，逼近1997年16000亿美元的年度最高交易额记录。1997年我国宏观经济已运行至这一轮经济周期的谷底，自那时起，我国证券市场资产重组发生的频率明显上升，据统计，1997年一年中沪深两市有211家上市公司发生了270多起重组事件，其中发生在党的十五大之后的资产重组达130多件，1998年以来的7个月中，沪深两地市场资产重组已达200多件。

1. 经济“低谷期”是企业寻机扩张的有利时机。

低谷时期，在国家宏观紧缩政策的影响下，社会投资需求与消费需求均处于相对疲软状态。不少行业、企业因其市场的萎缩而导致景气度下降，此时，企业的资金流转、市场开发、产品