

SHANGSHI GONGSI BINGGOU POUXI



王晋勇 / 著

上市公司并购剖析



经济科学出版社

王晋勇 / 著

上市公司并购剖析

责任编辑：金 梅 杨 晓
责任校对：徐领弟 董蔚挺
版式设计：代小卫
技术编辑：董永亭

上市公司并购剖析

王晋勇 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100036

总编室电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：www.esp.com.cn

电子邮件：esp@esp.com.cn

北京中科印刷有限公司印刷

永明装订厂装订

880×1230 32 开 8.5 印张 230000 字

2004 年 11 月第一版 2004 年 11 月第一次印刷

ISBN 7-5058-4491-1/F·3763 定价：18.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

序 言

王健林

序
言

随着中国经济的发展和市场经济体制的进一步确立，公司并购问题越来越为理论界和实际部门所关注，成为研究工作的一个热点。由于视角不同，关注的问题有差异，研究成果也不会完全一致。但共同的目标是：探索公司并购的规律，探讨公司并购在中国顺利实施的条件。这样的研究，对理论工作和实际工作都有重要意义。

可喜的是，从事公司并购问题研究的同志，许多来自实际工作部门，他们力图从自身工作实际去总结规律性的东西，他们的研究应能给理论工作者以深刻的启示。

公司并购的目的各有不同，但都是追求企业价值的最大化，从宏观来看，应是追求

资源的有效率配置。中国证券市场的发展，为上市公司提供了有效实现资源合理配置的场所，但是由于市场存在的诸多问题，这一功能并没有得到很好的发挥。证券市场波动所引致的财富效应又驱使有些人非理性地进行逐利，不规范的甚至违反法律的行为侵害了众多投资人的利益，使得市场的功能受到了很大的损害。在公司并购行为中，同样存在着许多不良现象，这些现象究其根本，都是违反经济规律的，而违反经济规律的行为必会受到市场的惩罚。对于公司并购问题进行研究，深刻探索其规蒙性，对于规范公司并购行为，使并购行为最大限度地有利于经济的发展，具有十分重要的意义。

本书作者王晋勇同志曾多年在政府宏观经济部门从事政策研究工作，又在证券监管部门做过监管工作，现在证券公司从事投资银行业务。他在完成本职工作的同时还进行了许多研究，又在特华博士后工作站专门研究了并购问题。这本书是他多年研究成果的一个总结。书中很多的观点都不乏新意，从新的角度对并购提出了分析。作者既从金融方面考察公司并购，也从产业发展以及与资本市场的融合方面进行了研究。这些探索是可贵的，相信对于该领域的研究会有所促进。

希望看到更多关于公司并购问题的研究成果，希望我国证券市场 and 公司并购市场能够健康快速地成长。

是为序。

2004年9月

于中国人民大学财政金融学院

内容摘要

本书就上市公司兼并的若干理论问题和实际操作进行了研究，主要立足于成熟市场理论与中国现状之间进行对比分析，在此基础上提出对我国上市公司兼并重组中存在的一些问题的看法，并对解决这些问题提出了意见。

在第一章关于并购理论的研究中，作者认为，公司并购理论主要是企业理论和产业组织理论的应用，企业理论着重于交易费用的节约，产业组织理论则涉及规模经济、范围经济、竞争力理论等。但其核心都在于分析并购的动因，强调公司内部的优化要素配置，对外则要拥有竞争优势、资源的最优配置和赢利最大化，并购实际上就是力图使企业逼近“最优”的理想状态。

与其说并购行为给经济学家带来了课题，倒不如说给企业家带来了课题，现实中研究并购问题更多的是企业家以及作为投资银行家的中介专业人士。应当说并购涉及了许许多多的技术问题，包括并购需要处理的法律问题和会计问题等等。这些问题都有相当的专业性，所以在第二章中，本文就基本的并购技术特别是涉及并购融资的问题进行了研究。另外，针对博弈理论在并购实施过程的特殊作用，本书分析了各参与主体的动态策略选择，并分别给出三个典型的并购战略模型。

第三章主要分析了我国上市公司并购的现状及存在

的问题。在中国，体制因素是区别于成熟市场经济国家的重要因素，因此在公司并购实践中所遇到的问题，许多都是体制制约因素导致的，具有明显的体制特征。中国上市公司国有股权的绝对优势地位及股权割裂造成了上市公司并购中许多具有鲜明特色的诸多问题，但是解决问题必须遵循市场发展的客观规律，不遵循客观规律必将受到市场的惩罚。

作者认为，当前要为公司并购创造好的政策和市场环境，特别要解决公司并购中存在的融资难的问题，要允许上市公司为并购而采取直接融资的方式进行融资，监管部门要尽快制定相关的规则使融资行为有章可依。但是作者也认为，在当前市场条件下，银行仍然是并购融资的主要渠道，采用发行股票和债券的方式来为并购融资是比较困难的。从拓宽融资渠道来看，信托计划方式可能是较为适宜的一种工具。

并购重组作为一把双刃剑，备受市场关注，同时也成为监管的重点对象。我国股市中的资产重组重形式而轻实质，很多的二级市场违规问题主要是利用并购重组题材进行内幕交易、市场操纵的问题十分严重。作者从当前公司并购监管中存在的问题入手，深入分析各种问题形成的机理，并有针对性地提出了解决方法和政策建议。

在经济的迅速调整和增长时期，并购行为往往反映了产业发展的变动趋势。因此，第四章在对并购和产业发展之间关系进行深入分析的基础之上，结合我国转轨经济的特点，首先分析了公司并购在所有产业领域的共同趋势，然后分别分析了垄断性行业和竞争性行业的并购重组趋势。

公司并购在推动当前我国经济发展和企业改制中所起的重要作用毋庸置疑的，但是现实并未如人所愿。虽有定位失误、行政干预、忽视整合等方面原因，但是财务会计工作滞后是一个不容忽视的重要问题。与国外相比，我国在企业并购财务问题的规范方面还是处于起步阶段，理论界已经认识到问题的重要性，有些研究人员借鉴国外做法对并购动机、企业价值评估、并购融资

等相关问题作了一些探索，但是仍有待于进一步研究。在我国，无论是加入 WTO 还是建立现代企业制度，都会面临企业并购行为问题，这就需要对企业并购的财务问题进行深入研究。作者在第五章中详细分析了企业并购的会计处理方法，并对我国现行企业并购会计处理的主要规定进行深入分析。

资本市场是企业并购的主战场，资本市场为企业并购创造了便利的条件，企业并购也推动了资本市场的发展，作者在第六章中分析了公司并购活动与我国资本市场互动发展的关系。按照经济学理论，资源的配置是影响生产力的，按照系统科学的观点，对系统内不同要素进行不同的组合，也会影响整个系统的效率甚至功能，因此，可以肯定地说，资本市场并购可以创造和提高生产力。公司并购是资本市场永恒的主题，是推动资本市场发展的动力之一。

最后，作者针对国内外典型的并购案例进行了经济学分析，总结国内外公司并购的经验教训及其对未来并购实践的启示。并在附件中给出了《上市公司收购管理办法》实施以来，我国第一例上市公司要约收购案例——南钢股份要约收购案，以及新近发生的上海第一百货商店股份公司吸收合并上海华联商厦股份公司案例。分析了这次收购过程中各参与主体的基本情况、要约收购的成因，在当前监管环境和市场条件下要约收购的基本过程，以及要约收购实施过程中的基本要点。

关键词：公司 并购 融资 产业

ABSTRACT

Merges and acquisitions of listed companies are studied in this report, both in theory and in practice. It starts with the comparison between the theory of developed market and the reality of Chinese market. On this basis, the author presents his opinions about the issues of M&A of listed companies in China and gives some suggestion.

In the first section, the author thinks that the theory of M&A is, to large extend, just the application of the enterprise theory and industry theory. The core of it is to analyze the motives of M & A actions. A company wants to optimize its internal resource allocation, gain competitive advantages over its rivals and maximize its profit, which is the ideal state all firms pursue. Managements use M & A to get near to the ideal state. What the enterprise theory emphasizes is on the saving of transaction cost. However, the industrial theory stresses the scale economy, scope economy and the competition theory, etc.

M & A activities bring more challenges to entrepreneurs than to economists. There are a lot of technical

problems, such as law issues and accounting factors that the professionals must deal with. In the second section, we do some studies on the technical issues related to M & A, especially the financial arrangement. Further, the author finds that game theory is a good tool to analyze the choice of dynamic strategies in the middle of M & A. So we give three typical models based on the game theory.

The third section points that, in China, the system is an important factor to differentiate Chinese market from the mature market. Many problems arising in M & A activities involve systematic factors. For example, the two kinds of shares in A share market in China bring about many problems to M & A activities. But when we want to solve the problems, we should follow the rules of the market. Otherwise, we will be punished by the market.

As the author's viewpoint, an amicable environment of policy and law should be created for M & A, especially a flexible financial environment to solve the finance problem in M & A activities. The government should allow the listed companies to finance directly from both stock and bond markets. The regulatory authorities should pass relative rules as soon as possible and try best to enforce them, enable the enterprises to follow. However, the author still thinks that at present the main source of capital is banks. It is very difficult to raise M&A capital from both stock and bond markets. Maybe trust unit is a good alternative source of capital.

The history of world M & A activities shows that M & A is really a kopis, and if there is not a proper regulation, M & A could produce negative effect on industrial economy. At present there are many nominal merger activities which just service the manipulation of stock price in secondary market. We analyze the problems in the regulation practice, and give some constructive advice on policies in this connection.

Since, during the periods of rapid growth and transition in economy, M & A activities is a good indicator of development trend of industries, the author analyzes the relation between M & A and industry development in detail in the fourth section. Combined with the characters of transition economy, the author analyzes the trend of M & A activities in various industries in China.

For a long time, there is a lot of discontentment to China Security Regulation Committee or CSRC in market, who always grants the immunity of obligation to buyout the outstanding share in many company control right transactions, which does not tally with market rules and think too much for acquiring corporations. This is really unfair for the shareholders of target corporations, especially for the small shareholders. In October 2002, CSRC issued the Regulations on Listed Corporation M & A, which specified clearly the requirement for the immunity and the principles for pricing of listed and unlisted shares, which really is a good start for standardization of corporation control right transactions.

It is evidenced that M & A activities could push the economy development and play a key role in reconstruction of enterprises. In china the outcome is not as expected, although there are some limits on the M & A practice. The accounting facility is an obvious obstacle that restricts the development of M & A. In the fifth section, we provide the accounting method on M & A and analyze in detail the regulations of current corporate accounting system.

Capital market is the major battlefield of M & A. On one hand, it provides many facilities for the activities, on the other hand, the development of M & A pushes the growth of capital market. The sixth section analyzes the interactive relations between the capital market and M & A.

Finally, the author provides two case studies, one for Nangang

bid acquiring transaction which took place firstly after the Regulations on Listed Corporation M & A were put into practice, the other for Shanghai First Shopping Corporate acquiring Shanghai Hualian Mallshop Corporate which took place recently. We give some basic information about the participants firstly, and then analyze the reason, the process and the key terms of the transaction.

Key words: Listed company, M & A finance, industry

目 录

序 言	(1)
-----------	-----

内容摘要	(1)
------------	-----

ABSTRACT	(1)
----------------	-----

第一章 并购的理论问题研究	(1)
---------------------	-----

第一节 基于制度成本的并购理论分析	(2)
-------------------------	-----

一、组织成本与组织经验	(2)
-------------------	-----

二、一般管理能力、行业专属管理能力 与非管理的人力资本	(4)
--------------------------------------	-----

三、制度成本的节约对企业并购的动因	(5)
-------------------------	-----

四、制度成本节约对并购动机的进一步解释	(6)
---------------------------	-----

五、理论总结	(7)
--------------	-----

第二节 基于制度收益的并购理论分析	(8)
-------------------------	-----

一、收益增加理论	(8)
----------------	-----

二、协同效应	(10)
--------------	------

三、多样化经营	(12)
---------------	------



四、价值低估效应	(14)
五、信息效应与信号效应	(15)
第三节 基于委托代理理论的并购理论分析	(17)
一、代理理论概述	(17)
二、代理理论中的并购动机	(18)
三、胜者的灾祸	(20)
第四节 基于再分配的并购理论分析	(21)
一、税收收益	(21)
二、来自债券持有人的再分配	(22)
三、来自劳动者的再分配	(22)
四、养老金反转	(26)
第五节 产业组织理论概述	(28)
一、产业组织的竞争力理论	(28)
二、产业集群理论	(31)
三、产业融合理论	(35)
第二章 并购涉及的若干技术问题研究	(38)
第一节 并购的基本概念与要素分析	(39)
一、并购的基本概念	(39)
二、并购融资的基本概念及影响选择的因素	(39)
三、资金成本和财务风险比较	(41)
第二节 并购融资相关问题研究	(43)
一、并购可选择的融资方式	(44)
二、公司并购融资环境分析	(50)
三、融资模式的国际比较	(57)
第三节 并购战略的模型分析	(60)
一、公开市场限价模型	(61)
二、内部市场转移定价模型	(62)
三、公开市场交易模型	(64)

第三章 我国上市公司并购现状及问题研究	(67)
第一节 我国公司并购中存在的问题	(68)
一、体制因素影响所带来的问题	(68)
二、市场体系不完善所带来的问题	(70)
三、产业发展水平制约所带来的问题	(72)
第二节 我国并购融资模式现状分析	(72)
一、非上市公司实施并购的融资模式	(73)
二、上市公司实施并购的融资模式	(75)
三、关于管理层收购与外资并购融资方式	(77)
第三节 我国并购融资模式的选择	(86)
一、我国企业融资模式的选择	(86)
二、我国公司并购融资模式的政策选择	(89)
三、我国公司并购融资模式的现实选择	(91)
四、我国公司并购融资需要的相应政策支持	(94)
五、我国公司并购的相应制度体系建设	(96)
第四节 我国公司并购监管问题研究	(98)
一、我国现有上市公司并购所存在的主要问题	(99)
二、改进对上市公司并购重组监管应采取的措施	(102)
第四章 中国主要产业并购重组趋势分析	(105)
第一节 并购在产业发展中的作用关系研究	(106)
一、并购在企业产业发展中的关系分析	(106)
二、公司并购在产业发展过程中的战略研究	(110)
三、公司并购对我国上市公司的产业发展影响	(111)
第二节 我国公司并购在产业领域里的发展趋势	(113)
一、公司并购在所有产业领域的共同趋势	(113)
二、垄断性行业的并购重组趋势	(114)
三、竞争性行业的并购重组趋势	(117)
四、我国行业并购趋势的总结	(120)

第五章 企业并购中的会计处理问题 (122)

第一节 企业并购的财务报表分析..... (123)

一、财务报表分析的主要内容 (123)

二、财务报表分析的主要财务指标 (124)

三、企业并购的财务报表分析内容 (125)

第二节 企业并购的会计处理方法..... (127)

一、企业并购的两种会计处理方法 (127)

二、企业并购的两种会计方法比较 (129)

三、我国企业并购中适用的会计处理方法 (132)

第三节 我国会计制度对企业并购会计

处理的有关规定..... (133)

一、被兼并企业的账务处理 (133)

二、兼并方企业的账务处理 (136)

三、会计报表 (137)

四、合并日的确定 (137)

五、会计信息的披露 (138)

六、会计档案的移交 (138)

第四节 我国企业并购中的会计方法问题及建议..... (139)

一、我国企业并购的会计准则中应明确购买法与

权益结合法的区别 (139)

二、我国应明确规定权益结合法适用的条件和范围..... (139)

三、合并日的确定 (140)

四、合并会计信息的披露 (141)

第六章 公司并购对资本市场的影响 (142)

第一节 资本市场中公司并购的主要形式..... (142)

一、公司收购 (143)

二、公司兼并 (146)

三、我国资本市场特殊的企业并购方式 (147)

第二节 公司并购对资本市场的影响·····	(149)
一、公司并购提高资源配置效率的途径·····	(150)
二、公司并购对资本市场的影响·····	(153)
第三节 资本市场要求加强公司并购的监管·····	(155)
一、完善相关的法律法规·····	(156)
二、保护并购各方利益相关者的利益·····	(158)
三、健全公司并购的会计处理方法·····	(159)
四、加强对公司并购中金融风险的监管·····	(162)
第七章 并购案例的经济学分析 ·····	(166)
第一节 国外企业并购案例及其分析·····	(166)
一、波音公司兼并麦道公司·····	(167)
二、花旗银行与旅行者集团合并·····	(170)
三、戴姆勒—奔驰汽车公司与克莱斯勒 汽车公司合并·····	(173)
四、美国在线收购时代华纳·····	(177)
第二节 国内企业并购案例及其分析·····	(180)
一、复星集团多元化并购·····	(180)
二、青岛啤酒的行业整合·····	(184)
三、第一百货吸收合并华联商厦·····	(187)
四、柯达公司参股乐凯胶片·····	(189)
第三节 国内外企业并购案例的启示·····	(193)
一、国内外企业并购案例的主要启示·····	(193)
二、企业并购中应该注意的问题·····	(194)
附 件·····	(196)
附件 1 上海第一百货商店股份公司吸收合并上海 华联商厦股份公司案例·····	(196)
一、有关各方的基本情况·····	(196)
二、合并的动因分析·····	(200)