



股权分置改革前沿研究

全流通中的 并购问题研究

Q L T Z D B G W T Y J

韩晓舟 蒋永宏 赵学珩 著



東北大學出版社
Northeastern University Press

股权分置改革前沿研究

全流通中的并购问题研究

韩晓舟 蒋永宏 赵学珩 著

东北大学出版社

• 沈阳 •

© 韩晓舟 等 2005

图书在版编目 (CIP) 数据

全流通中的并购问题研究 / 韩晓舟, 蒋永宏, 赵学珩著. — 沈阳: 东北大学出版社, 2005.12

(股权分置改革前沿研究)

ISBN 7-81102-218-4

I. 全… II. ①韩… ②蒋… ③赵… III. 股份有限公司—企业合并—研究—中国 IV. F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2005) 第 140577 号

出 版 者: 东北大学出版社

地址: 沈阳市和平区文化路 3 号巷 11 号

邮编: 110004

电话: 024—83687331 (市场部) 83680267 (社务室)

传真: 024—83680180 (市场部) 83680265 (社务室)

E-mail: neuph @ neupress.com

http: // www. neupress. com

印 刷 者: 沈阳市第六印刷厂

发 行 者: 新华书店总店北京发行所

幅面尺寸: 140mm × 203mm

字 数: 353 千字

印 张: 13.125

出版时间: 2005 年 12 月第 1 版

印刷时间: 2005 年 12 月第 1 次印刷

责任编辑: 刘宗玉 张德喜

责任校对: 叶 雨

封面设计: 唐敏智

责任出版: 杨华宁

定 价: 40.00 元

前言

股权分置问题被认为是中国股市上的“头号难题”。由于历史原因，我国股市上三分之二的股权不能流通，导致股市先天不足，制度存在重大缺陷，目前已经成为完善证券市场基础制度的重大障碍。解决股权分置问题，不仅可以为资本市场功能的全面发挥创造条件，而且还能从根本上推动证券市场的彻底变革，从而有效增强投资者信心，恢复股市本来面目。启动股权分置改革不仅是中国股市转折的开始，也是股市真正市场化的开始。当然，也应看到，我国目前正在进行的股权分置改革既无先例可循，也无海外经验可借鉴，是“摸着石头过河”。本套丛书选择了股权分置改革中的若干问题进行理论与实证分析，以期在中国股市转折大潮中贡献一己之见。

本套丛书共分为如下四部。

《股权流动性抑制与公司治理绩效研究》：从结构和功能上看，中国资本市场长期以来都处在一种不正常的状态中。那么资本市场的这种结构和功能上的失衡状态，已经成为中国资本市场发展最主要的障碍，而这种障碍的最根本的制度性原因是股权流动性抑制，它也对我国上市公司的公司治理造成了严重的危害。本书通过理论与描述性分析的方法，从股权结构的视角，分析了股权流动性抑制与公司治理绩效的关系，阐述了股权流动性抑制对公司治理的危害，同时，本书对解决股权流动性抑制的方案作了详细的介绍与评析，指出全流通并不

等于国有股减持，二者不能混为一谈。最后，本书对影响公司治理绩效的另一因素——资本结构——也作了分析，提出了改善股权、债权融资效应的相应措施，进而提高公司治理绩效。

《股权市场非流通股全流通方案研究》：国有股减持与全流通既不同又有着紧密的关系，国有股减持实质上就是让非流通股流通到市场上去，进行流动性变革就是为了能够给国有股减持提供一个资本市场的平台，减持必须在市场流通的基础上进行。因此，本书详细地分析与研究了迄今为止出现的 20 种国有股减持与全流通方案，并对每种方法的优、缺点，适用情况等内容加以分析比较。在非流通股全流通的过程中，众多的利益相关者需要选择不同的全流通方案，具体问题具体分析。我们所研究的全流通问题，在国外没有现成的经验，国有股减持与全流通有着内在的联系，讨论了国外国有股减持的一些做法以资借鉴。用指标来解读全流通方案的优劣，期待用完善的全流通方案解决股市痼疾，开创中国股市后股权分置时代的新篇章。

《股权分置改革中国有股流通问题研究》：本书在深入分析中国特色股权设置的历史背景基础上，全面阐述股权分置的弊端，突出国有股减持的必要性，以法律的视角分析原有国有股减持的法律缺陷与需要改进之处，较为全面地阐述了国有股减持的法律制度设计；同时，

将国有股减持的历程和七大类国有股减持方案相结合，从一个全新的角度来分析我国国有股减持历经几次失败的原因，并对七大类国有股减持方案中回购和配售的方案进行全面的分析；最后提出了国有股全流通的未来设想，探索了多元化的国有股减持思路和工具创新。

《全流通中的并购问题研究》：随着我国股权分置改革紧锣密鼓地进行，在今后没有了非流通股的全流通市场中，并购操作在证券市场将变得更为容易和更加频繁。本书以未来全流通市场为背景，围绕着并购这个热点话题，就并购相关的一些问题展开。全书以前人有关并购的理论为基础，结合我国近期一些法规的修订以及规定的颁布，深入剖析了全流通中企业并购的特征、动因、融资方式、协同效应以及并购的绩效，对并购涉及到的目标企业的估价、并购后的财务整合一系列的重要问题进行了全方位的探讨，总结了我国全流通中并购应该注意的问题，并在最后提出了建设性的对策。本书从理论性和实践性出发，充分借鉴了西方发达国家全流通市场中并购的理论和实践的有益成分，相信会推动我国全流通中并购活动的有序进行。

作者

2005年12月

目 录

第1章 绪 论	1
1.1 选题的背景、意义	1
1.2 研究内容	6
第2章 并购概述	8
2.1 企业并购的概念	9
2.2 企业并购的产生和发展	11
2.3 企业并购在世界经济发展中的作用和对未来的影响	25
2.4 企业并购在中国的兴起和发展	26
2.5 中西方企业并购的比较与分析	34
第3章 并购动因和类型	38
3.1 企业并购的动因	38
3.2 企业并购的类型	44
第4章 并购理论的发展	50
4.1 西方学者的企业并购理论	55
4.2 中国学者的企业并购理论	66
第5章 全流通中的并购操作程序	69
5.1 并购的一般操作程序	70

5.2 西方全流通中上市公司并购程序	80
5.3 中国全流通中上市公司并购程序	86
第6章 并购活动中企业价值评估研究	91
6.1 企业价值评估理论	91
6.2 企业价值在评估领域中的含义	106
6.3 企业并购中的价值评估内容	110
6.4 在并购中对目标企业估值的意义	112
6.5 企业价值评估的具体方法	113
第7章 全流通市场中上市公司并购的融资分析	162
7.1 全流通市场中企业并购的支付方式	163
7.2 全流通市场中企业并购的融资规划分析	173
7.3 杠杆收购	201
7.4 杠杆收购的一种特殊形式——管理层收购	210
第8章 全流通市场中上市公司并购的风险分析	217
8.1 企业并购风险的概述	217
8.2 企业并购风险的原理	223
8.3 企业并购风险的分析	229
8.4 企业并购风险管理	237
8.5 企业并购成功的案例分析	244
第9章 全流通中上市公司并购协同效应的分析	249
9.1 协同理论的产生及发展	249
9.2 协同效应的内涵	253
9.3 企业并购协同效应产生的理论分析	259
9.4 企业并购协同效应形式的分类	265

9.5 企业并购动机的理论分析	280
9.6 基于协同效应的并购的相关经济分析	284
9.7 企业并购形式与协同效应的关系	289
9.8 企业并购协同效应的实现条件以及实现成本	292
9.9 协同效应的评估	297
9.10 影响并购协同效应实现的关键因素的规范研究	315
第 10 章 全流通中上市公司并购后的财务整合	323
10.1 企业并购后整合的概念	323
10.2 企业并购后整合的过程	325
10.3 企业并购整合的基本模式	327
10.4 企业并购后财务整合机理、目标	330
10.5 企业并购后财务整合基本理论	331
10.6 并购后对资产和负债的整合	334
10.7 财务管理目标、机构与制度的整合	365
10.8 保证财务整合成功的必备工作	374
第 11 章 全流通中上市公司并购绩效的分析	378
11.1 关于并购绩效研究的理论	378
11.2 上市公司并购绩效评价方法	383
11.3 企业并购绩效低下的原因以及应当采取的措施	399
参考文献	406
后 记	408

第1章

绪论

1.1 选题的背景、意义

一、股权分置改革的背景、意义

2005年4月29日,中国证监会发布了《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》,标志着我国股票市场股权分置改革的正式启动,这对于我国资本市场的发展必将产生积极而深远的影响。

（一）股权分置改革的背景

股权分置是指 A 股市场的上市公司股份按能否在证券交易所上市交易被区分为非流通股和流通股，这是我国经济体制转轨过程中形成的特殊问题。20 世纪 90 年代初，人们对搞股份制和发展证券市场存在着“三大担心”：第一，发行股票会不会有私有化的问题，国有股会不会被私有化？第二，发行股票中是否会出现国有资产流失的问题？第三，发完股票后是否会影响到公有制经济的主导地位？这三大担心正是非流通股出现的根源。所以在当初发行股票的时候，被迫采取了折衷方案：将原有的存量国有企业资产界定为非流通股（包括国家股、国有法人股），股票的发行则采取增量发行的方式。也就是说，在原来界定的资产的基础上，再增发一些股票，原有的股票则变成非流通股。股权分置扭曲资本市场定价机制，制约资源配置功能的有效发挥；公司股价难以对大股东、管理层形成市场化的激励和约束，公司治理缺乏共同的利益基础；资本流动存在非流通股协议转让和流通股竞价交易两种价格，资本运营缺乏市场化操作基础。股权分置不能适应当前资本市场改革开放和稳定发展的要求，必须通过股权分置改革，消除非流通股和流通股的流通制度差异。

（二）股权分置改革的积极意义

（1）资本市场功能进一步得到发挥和体现。一个完整的市场经济体系离不开资本市场。在要素市场中，证券市场又是最重要的要素市场，其最重要的功能是优化资源配置。中国的证券市场应当是功能完善、制度健全、符合国际惯例并与国际资本市场接轨、有利于境内外各类投资主体广泛参与的机制灵活的证券市场。达到这一要求，必须使市场做到透明高效、结构合理、机制健全、功能完善、运行安全，在资源配置中发挥基础性作用。中国证券市场创立

于一个特殊的时期，由于建立初期改革不配套和制度设计上的局限，证券市场还存在一些深层次问题和结构性矛盾，制约了市场功能的有效发挥，其中股权分置问题是目前制约中国证券市场市场化发展的最根本的制度缺陷。由于股权分置的存在，其创造资本和优化资源配置的基础功能残缺，不能发挥其应有的作用。从这个角度看，股权分置也是阻碍我国市场经济发展的重大障碍，只有尽快解决股权分置这个问题，证券市场才能充分地发挥其创造资本和优化资源配置的功能，国民经济才能真正走上稳定持续发展的轨道。

(2) 资本市场的核心要义——定价机制——理性回归。股权分置导致的定价机制扭曲和许多上市公司诚信的缺失是我国证券市场的重大缺陷。在这种扭曲的定价机制下，市场不可能建立起理性的投资模式。随着股权分置这个制约证券市场发展的制度性障碍的消除，证券市场将建立起股权平等的制度基础。有了同股同权、同股同利和同股同责的制度安排，必将形成理性的定价机制，股票市场的真实价值将凸显出来。随着股权分置的解决，上市公司的治理能力和诚信水平也将大幅度提高。

股权分置改革是一项完善市场基础制度和运行机制的改革，其意义不仅在于解决历史问题，更在于为资本市场其他各项改革和制度创新创造条件，为此，要将股权分置改革、维护市场稳定、促进资本市场功能发挥和积极稳妥推进资本市场对外开放统筹考虑。改革要积极稳妥、循序渐进，成熟一家，推出一家，实现相关各方利益关系的合理调整，同时要以改革为契机，调动多种积极因素，维护市场稳定，提高上市公司质量，规范证券公司经营，配套推进各项基础性制度建设、完善市场体系和促进证券产品创新，形成资本市场良性循环、健康发展的新局面。

2005年8月23日，中国证监会、国务院国资委、财政部、中国人民银行、商务部联合颁布了《关于上市公司股权分置改革的指导意见》，宣告股权分置改革的全面铺开。股权分置改革要解决的

是制约中国资本市场发展的最大障碍，其意义毋庸置疑。股权分置解决之后，中国股市将出现全流通。所谓全流通，就是消除股权分裂现象，让不能流通的国有股和法人股获得流通权，改变畸形的中国股市，使其成为一个正常的全流通的市场。全流通的实现，将彻底使中国资本市场回归其市场本原。

二、股权分置对并购的影响以及股改后全流通的积极意义

（一）股权分置对并购的影响

在中国资本市场上，由于股权分置，收购公司通过并购重组获得对子公司控制权后，即使业绩有了较大改善，竞争力有了提高，收购公司的投资收益也不可能通过股价的上涨来表现，因而很难实现市场的投资收益，加上中国上市公司现金派息率很低，总的资本收益很低。实际上，收购公司的任何一项并购重组都是利益驱动的。中国资本市场上的并购重组如果不能通过股价的上涨来实现其利益，那么，它又是通过什么途径来实现其利益的呢？研究表明，主要通过以下三种途径来实现其并购重组的利益：通过注入优质资产或编造产业转型，使上市公司暂时符合再融资条件，从而进行配股或者增发融资获得对所募集资金的控制权、支配权；虽然获得的非流通的股份不能实现二级市场的差价收益，但通常会通过制造并购重组概念，在二级市场上进行内幕交易，通过单独或联合操纵股价，获得二级市场上的非法收益。对上市公司资源的滥用（例如担保）而获得低成本资金。

上述三种获利动机，与并购重组的所谓整合产业，提升产业竞争力的目标相差甚远。这种投机性并购重组行为，造成了股市价格

的暴涨暴跌，严重损害了流通股股东的利益，损害了二级市场整合产业的功能，引发了市场信心危机。

（二）全流通给并购带来的积极意义

（1）资产重组将更加规范和理性，由于全流通的市场中，重大资产置换中置出资产的内在价值可以通过交易前的股票市值反映出来，资产置换交易结构建立在市场定价的基础上，相比目前的重组买壳，更有利于鼓励具有真实和长远经营发展的企业对问题上市公司实质性重组。

（2）实现全流通后，上市公司股权集中度下降，会导致市场上更多出现主动性要约收购。随着要约收购逐步兴起，上市公司控制权争夺将成为市场热点。由于股权分置改革伴随着股权不同程度的分散化，对于那些股权比较分散的企业而言，将可能遭受来自证券市场的收购威胁。

（3）并购行为将大量增加，换股将逐步成为并购的重要方式。换股并购的优势和灵活性将随着股权分置改革的逐步完成而凸现。

三、本书选题的意义以及创新点

本书以未来全流通市场为背景，围绕着并购这个热点话题，就并购相关的一些问题展开。全书以前人有关并购的理论为基础，结合我国近期一些法规的修订以及规定的颁布，深入剖析了全流通中企业并购的特征、动因、融资方式、协同效应以及并购的绩效，对并购涉及到的目标企业的估价、并购后的财务整合一系列的重要问题进行了全方位的探讨，总结了我国全流通中并购应该注意的问题，并在最后提出了建设性的对策。本书从理论性和实践性出发，充分借鉴了西方发达国家全流通市场中并购的理论和实践的有益成分，相信会推动我国全流通中并购活动的有序进行。

本书创新点就是在全面考虑了我国大的经济背景下,充分结合我国最新出台的法律法规,对并购的整体理解突破了前人的局限,赋予全流通中并购的最新内容。

1.2 研究内容

本书首先介绍了并购的有关概念,然后分别从并购的几个重要问题展开讨论,最后对并购又提出了一些建议。

第2章 并购概述。本章首先介绍了全流通中并购的概念,然后分别介绍了并购在西方和中国的产生、发展过程,最后对中西方并购进行了比较和分析,对我国未来全流通市场中并购活动进行了展望。

第3章 并购动因和类型。本章主要从对并购的动因开始分析,进而按照不同的划分方式对并购进行了分类,让人们了解全流通中不同类型的并购有何区别和联系。

第4章 并购理论的发展。本章将首先考察马克思的资本集中理论,然后分析西方学者关于企业并购的理论,最后总结中国学者关于企业并购理论的探讨,揭示企业并购理论发展的轨迹。

第5章 并购操作程序。本章先就公司并购的一般操作程序作一个概括性的介绍,再从西方和中方两个角度介绍一下全流通市场中上市公司并购的操作程序。在对中国并购程序进行介绍时,充分结合了我国最新出台的法律法规,对我国未来全流通中并购活动的操作做了指引。

第6章 全流通中上市公司并购的价值评估。本章先从企业价值评估理论及与其相关的概念、特点、原则和意义开始介绍,再详细介绍各种企业价值评估方法。

第7章 全流通中上市公司并购的融资分析。本章先从并购的

各种支付方式开始介绍，最后着重从并购资金来源的角度，即狭义融资的角度来讨论企业并购融资。最后对杠杆收购以及其的一项特殊形式——管理层收购，分别进行了介绍，并且介绍了我国新出台的规定，有效防止了国有资产的流失。

第8章 全流通中上市公司并购的风险分析。本章首先对风险进行了简单的介绍，进而引出了对并购风险概念、特性、原理展开论述，然后又按照并购的阶段对并购风险进行了划分。在本章的最后对风险管理进行了详尽的分析，并举一个成功案例向大家介绍了如何在全流通中规避各种风险。

第9章 全流通中上市公司并购协同效应的分析。本章先从协同理论的产生、发展开始，然后对协同效应进行理论分析，从各个不同的分类角度出发解释协同效应，最后列出衡量协同效应的方法。

第10章 全流通中上市公司并购后的财务整合分析。本章先从整合概念、过程、基本模式出发，引入财务整合的基本理论、机理、目标和必要性，分别从资产负债、目标、机制与制度几个方面研究并购后财务整合分析。

第11章 全流通中上市公司并购绩效的分析。本章从关于全流通中并购绩效研究的各种理论展开论述，进而介绍了对上市公司并购绩效的评价方法。在全书的最后分析了并购绩效低下的原因并提出了提高绩效的途径。

第2章

并购概述

在

发达的市场经济中，企业并购已成为企业重组以及重新配置资本的新的有效机制，近些年来企业并购反映了各国在公司结构和法人治理领域的深度变革和巨大变化。或者说，企业并购已经发展成为对市场经济非常有益的高度复杂的金融服务体系。作为资本组织的企业，面对来自国内外的竞争与挑战，必须不断进行管理创新。企业管理创新的目的在于有效地整合企业各方面的资源，以提高企业整体经营业绩，增强其对市场的竞争力、影响力和控制力。于是，作为一种管理理念的创新，资本经营为世界各国企业，包括处在市场竞争初创阶段的我国企业所认同和重视。资本经营就其内容来划分，包括实业资本经营、金融资本经营、产权资本经营和无形资本经营等。而以企业并购为主要形式的产权资本