

通向资本市场之路

“大港”收购“爱使”纪实分析

◎李遵义 / 编著

企业管理出版社

通向资本市场之路

——“大港”收购“爱使”纪实分析

李遵义 编著

企业管理出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

通向资本市场之路: “大港”收购“爱使”纪实分析/李遵义
编著. - 北京: 企业管理出版社, 2000.10

ISBN 7-80147-420-1

I. 通… II. 李… III. 股票 - 证券交易 - 案例 - 中国
IV. F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2000) 第 54787 号

书 名: 通向资本市场之路——“大港”收购“爱使”纪实分析

作 者: 李遵义 编著

责任编辑: 阎书会 技术编辑: 杜敏

书 号: ISBN 7-80147-420-1/F·418

出版发行: 企业管理出版社

地 址: 北京市海淀区紫竹院南路 17 号 邮编: 100044

网 址: <http://www.cec-ceda.org.cn/cbs>

电 话: 出版部: 68414643 发行部: 68414644 编辑部: 68428387

电子信箱: 80147@sina.com emph1979@yahoo.com

印 刷: 北京隆华印刷厂

经 销: 新华书店

规 格: 850 毫米 × 1168 毫米 大 32 开 9.75 印张 236 千字

版 次: 2000 年 10 月第 1 版 2000 年 10 月第 1 次印刷

印 数: 5000 册

定 价: 26.80 元

版权所有 翻印必究·印装有误 负责调换

《通向资本市场之路》编委会

顾问 姚和清 郭德宝 吴焰生

主编 李遵义 齐庆利

副主编 冯国栋 张冠洲 田南梅

主审 张耀明 武文斌 黄建庆

编委 (以姓氏笔画为序)

丁文海	王宝义	王宗江	卢广开
冯国栋	田南梅	陆金梅	张冠洲
陈 港	李遵义	张耀明	武文斌
郑立宇	胡晗升	徐宜阳	常守智
黄建庆			

序 言

金秋十月，在新中国证券市场即将迎来十年华诞之际，欣然为《通向资本市场之路》作序。该书以“大爱事件”为题材，记述了大港油田进入资本市场的艰难曲折历程。

1998年，中国证券市场上令人瞩目的“大爱事件”，对推动我国国企改革和证券市场法制建设都具有十分重要的意义。大港油田作为特大型国有企业，经过36年的奋战，为我国能源建设和发展做出了突出的贡献，但是几十年的计划经济体制同时也使大港油田背上了沉重的包袱，由于石油资源的不可再生性，企业的发展受到了制约。在经济全球化的今天，他们认识到：固守计划经济体制下的产业格局，依靠政策扶持来维持企业的生存与发展已无路可走。于是积极尝试通过资本市场收购上市公司，寻找和培育企业新的核心竞争力，为国有企业发展开辟了新途径。大港油田入主爱使遭遇到的章程阻拦，爆出了“国内证券市场首发章程之争”与“法律之争”。为此，1998年7月，中国法学会民法经济法研讨会在北京举办了“股东行使选择管理者权利法律研讨会”，中国证监会就“爱使章程”中违背公开、公平、公正原则的67条，向爱使公司下达了修改意见，这对我

国企业并购法律、法规的完善起到了积极的促进作用。

李遵义等热心于资本运营并亲自参加收购爱使全过程的几位同志，以其丰富经验及理论底蕴，围绕大港油田进入资本市场的经历，编著了《通向资本市场之路》。该书从企业并购的理论发展，大港油田实施二级市场收购的内外部环境以及收购和整合三个方面，详细分析、记述了“大爱事件”，为广大读者呈上了一个国企买壳上市的成功范例。

该书结合大港油田实施企业并购的决策、买壳上市方式的选择、壳公司的挑选、收购时机的选择以及实施收购全过程的记述，对“大爱事件”进行了深入剖析，具有较强的可操作性；对企业并购及“买壳上市”理论的阐述，增加了本书的理论底蕴，有一定的知识性；附录中选编了国际石油公司的购并现状及购并策略、上海欢迎外地企业投资上海的“二十四条”、爱使股份公司章程以及“爱使大事记”，有很强的资料参考价值。

随着我国企业改革的不断深入和证券市场的逐步发展，企业并购必将引起人们的进一步重视。相信大港油田实施资本运营的经验教训对今后涉足企业并购业务的人们会大有裨益。



2000年10月

目 录

第一部分 企业并购与“买壳上市”理论分析

第一章 并购理论与并购大潮	(2)
第一节 并购理论	(2)
第二节 美国的五次并购浪潮	(13)
第三节 国内企业并购浪潮及并购行为分析	(19)
第二章 买壳上市分析	(28)
第一节 买壳上市的基本概念	(28)
第二节 买壳上市的成本效益分析	(31)
第三节 买壳上市的机遇与挑战	(42)
第四节 买壳上市的积极作用	(50)
第五节 企业买壳上市应具备的条件	(56)

第二部分 大港收购“爱使”纪实分析

第三章 大港油田企业环境分析	(60)
第一节 国有企业的发展定位与改革策略	(60)
第二节 大港油田发展现状、困难与机遇	(70)
第三节 大港油田改革与发展战略	(84)
第四节 大港油田购并及上市与公司战略的实现	(95)
第四章 大港油田买壳上市决策	(104)
第一节 大港油田买壳上市的决策过程	(104)
第二节 大港油田买壳上市的模式选择与融资分析	(110)
第三节 选择理想的“壳”对象	(117)

第四节	聚焦爱使	(130)
第五节	战前部署	(139)
第五章	股权收购纪实	(148)
第一节	举牌	(148)
第二节	遇阻、论战	(154)
第三节	公关、攻坚	(165)
第四节	合作、入主	(186)
第六章	大港油田买壳上市后的整合	(193)
第一节	战略协同	(194)
第二节	资产重组	(204)
第三节	管理融合	(217)
第四节	企业文化整合	(222)

附 录

附录一	国际石油工业的并购	(234)
附录二	国际石油公司上市策略	(245)
附录三	上海市关于进一步服务全国扩大对外开放的 若干政策意见	(254)
附录四	上海爱使股份有限公司章程	(259)
附录五	“大港爱使收购案”大事记	(296)

第一部分 企业并购与 “买壳上市”理论分析

中国上市公司重组的星星之火，到 1998 年之后形成了燎原之势，从而产生了被称为上市公司资产重组浪潮的现象。这一浪潮对中国证券市场乃至中国经济增长和发展，将会产生深远的影响。大港油田收购爱使股份，就是在这种重组大潮下的一道最为亮丽的风景线，它向世人展现了石油人敢为天下先的勇气和坚韧不拔的毅力，为大型国有企业改制上市开创了一条新的道路。作为国内证券市场上一次比较规范的收购行为，大港油田对上市公司实施二级市场收购不但有着广泛的实践基础，而且更有着深层次的理论依据。

第一章 并购理论与并购大潮

第一节 并购理论

一、并购的类型

(一) 合并、兼并、收购和并购

企业并购是企业重组的一种。企业重组活动的范围很广，包括扩张、收缩、资产重组以及所有者结构变更等等。^① 在实际中，人们常常将合并、兼并、收购与并购等词汇混用，并不考虑它们在具体含义上的差异。为了讨论的方便，我们首先对这几个概念相关性和异同性做一个简单的讨论。

合并是指两家以上的公司按契约或法律归并为一个公司的行为。企业合并包括吸收合并和创新合并两种形式。所谓吸收合并是指在两个或两个以上的公司合并中，一家公司吸收其它公司并继续存续的合并形式。所谓创新合并是指两个或两个以上的公司通过合并创建一个新的公司的合并形式。

兼并有广义和狭义之分。广义的兼并是指一个企业采取各种

^① J. 弗雷德·威斯通等在《兼并、重组与公司控制》(1998)一书中归纳了企业重组的形式。

形式的有偿接受其它企业的产权，使被兼并方丧失法人资格或改变法人实体的经济行为，广义的兼并就是吸收合并。狭义的兼并（Merger）是和要约收购（Tender Offer）相对应的。一般地，兼并是指并购双方或多方通过友好协商和谈判达成并购协议。要约收购则是指收购方向目标公司的所有股东发出的公开通知，标明收购方将以一定的价格在某一有效期之前买入全部或一定比例的目标公司的股票。这两种并购方式的区别在于，兼并要经过目标公司管理层的同意，因此，一般都是“友好的”；而在要约收购中，收购方直接面对目标公司的股东，绕开了目标公司的管理层，因此，它有可能是“敌意的”，但也有可能是“友好的”。兼并和要约收购是接管（Takeover）的两种形式，可以合称为并购（Mergers & Acquisitions）。在英文中，有时为了方便起见，又可以把并购（M&A）简称为兼并（Merger）^①。在下面的讨论中，我们对并购和兼并两词不做区别，可能会相互替代使用。

在我国证券市场上，收购方可以通过证券交易所的集中竞价交易的方式收购上市公司，这种收购方式被称为“举牌收购”。但是，由于我国多数上市公司的股本结构中，非流通的国有股、法人股所占的比例较高，通过收购流通股很难达到控股地位，而且它往往会导致目标公司的股票价格暴涨，收购所需资金大大增加。因此，在我国通过这种方式收购上市公司股份并取得控股地位比较困难。自 1993 年“宝延事件”以来，法人通过二级市场收购上市公司流通股成为第一大股东，从而控制上市公司的案例共有十余起，都是围绕上海的几家股份全部上市流通的老牌上市公司进行的。在国外，集中竞价收购也只是辅助手段。一般的

① 还有一种收购方式是委托书收购（Proxy Fight），即通过代理委托书从而达到在股东大会上获得足够多的表决权以控制董事会甚至改组董事会的收购目的，但委托书收购不涉及产权的变动。

做法是，收购者通过这种方式收购目标公司的部分股份，在此基础上再发出收购要约或采用其他的收购形式进行收购。

（二）兼并的分类

根据不同的标准，兼并可以有不同的分类方法。如：按兼并的出资方式，可以把兼并分成出资兼并、资产兼并、出资购买股票式兼并、以股票换取资产式兼并、以股票换取股票式兼并；按兼并双方的行业关系，分为横向兼并（Horizontal Merger）、纵向兼并（Vertical Merger）和混合兼并（Conglomerate Merger）；按兼并是否通过中介机构，把兼并划分为直接收购和间接收购；按收购方收购目标公司股份是否受到法律规范强制，划分为强制兼并（Mandatory Offer）和自由兼并^①。这里我们比较详细地叙述一下按兼并双方的行业关系所进行的分类。

1. 横向兼并

横向兼并也称水平购并，是指在同样的商业活动中经营和竞争的两家或多家企业之间的兼并。例如生产同类商品的企业间或是在同一市场领域出售相互竞争的商品的分销商之间的兼并。横向兼并的结果是资本在同一生产、销售领域或部门集中，优势企业吞并劣势企业^②组成横向托拉斯，扩大生产规模以达到新技术条件下的最佳经济规模。

由于横向购并的目的一般是消除竞争、扩大市场份额或增加购并企业的垄断实力，因此，进行横向兼并的基本条件是：收购企业需要并且有能力扩大产品的生产和销售，兼并双方企业的产品以及产品的生产和销售有相同或相似之处。而这一条件又使得

① 具体介绍可参见维高，1997，《兼并：资本运营核心论》，中国物资出版社。

② 正如在并购浪潮的分析中所述，有一部分兼并是“小鱼吃大鱼”，而目前的兼并趋势是“强强联合”。

购并双方比较容易融合在一起，所以其风险较小，成功率较高。

横向购并的主要基础是规模经济。从微观角度（即企业层面）来看，通过购并来实现规模经济，必然要涉及到企业组织各方面的调整和改善，如果简单维持原有企业的生产组织、分工和管理，而不加以重新改组和调整，就难以实现规模经济。

横向兼并对宏观经济的影响包括两个方面：一方面，横向兼并扩大了企业的生产规模，降低了单位产品成本，提高了效率，形成规模经济；另一方面，横向兼并形成了卖方（企业）的集中，增加了市场势力形成的机会，会造成一定程度的垄断，进而可能会引起有关商品价格的上涨，侵害消费者利益。

横向兼并在美国第一次并购浪潮中十分流行，后来由于受到美国政府的严格限制而减少。进入 20 世纪 90 年代后，西方企业又大量进行同行业或大体相近行业企业的横向兼并，以通过扩大经营规模来取得规模效益。如果说西方企业在 19 世纪末 20 世纪初的横向兼并促成了一些国家国内垄断的形成，那么 20 世纪 90 年代的企业横向兼并则成了西方企业争夺国际市场、扩大世界垄断的主要手段。1997 年美国波音公司与麦道公司合并组成了世界最大的飞机制造公司，其世界飞机市场上的份额已高达 70%，基本上垄断了世界飞机制造市场。

2. 纵向兼并

纵向兼并又称垂直购并，是指生产同一产品的处于不同生产经营阶段的企业之间的兼并。在这种购并中，购并方与被购并方存在原料供应与生产、生产与销售的关系，是一个经营单位向其产品的加工和销售各阶段的延伸。例如石油行业就分为勘探和开发、精炼和向最终顾客推销等活动，这些活动可能分属不同的企业，这些企业之间的兼并就是纵向兼并。从生产经营的上下游关系来看，纵向兼并又有后向兼并和前向兼并之分。后向兼并是生产原材料和零部件的企业兼并加工和装配企业，或者是生产企业

兼并销售企业；前向兼并则是指生产流程后一阶段企业向前一阶段的企业实施的兼并。

由于纵向兼并实质上是处于生产同一产品的不同生产阶段的企业之间的购并，购并双方一般是原材料供应者和产成品购买者，所以彼此往往对生产状况比较熟悉，购并之后容易融汇在一起。

企业实行纵向购并可以获得以下几个方面的利益：

第一，减少交易费用，取得市场交易内部化效益。企业通过纵向购并，把一些原本要在市场上通过市场机制的作用来完成的生产经营活动，如购买投入要素或销售产品等，转化为企业内部的供应调拨关系，即通过企业把市场交易内部化，来节约组织经济活动和配置资源的成本。纵向购并后，原来市场上的竞争行为将变成组织内部的计划和管理行为，原来需要不断讨价还价，反复争论的交易可以通过组织内部的计划以较低的成本解决，从而使以前相互对立的各方变成相互合作的伙伴。较强的合作意识、有效的内部控制机制与决策，使纵向购并在这种意义上比市场机制配置资源更经济、更有效。当然，组织企业内部的经济活动也需要一定的费用，这种费用称为组织费用。随着纵向购并的进一步进行，企业规模越来越大，组织企业内部的经济活动的费用将随之增加，当企业规模扩大到一定程度时，组织费用的边际增加额与交易费用的边际减少额相等，企业就不会再通过纵向购并扩大规模，否则组织费用将递增，超过因购并而减少的交易费用，使企业得不偿失。所以，纵向购并的边界条件应该是企业边际交易费用节约额等于边际组织费用增加额。

纵向购并的边界条件是动态的。随着现代管理技术的发展，组织费用逐渐降低，纵向购并的边界就逐渐向企业规模更大的方向推移，这意味着通过纵向购并而受益的企业规模上限将提高。

第二，技术上的经济性。有些行业，通过纵向购并可以把相

继生产环节联系起来，以便从技术上节约成本，这种技术上的经济性会促使企业的纵向购并。

第三，保证生产要素供应，获得较确定的产品市场。确保重要投入要素的供应和产品市场，也是纵向购并的一个原因。

第四，避免政府干预。政府干预能够从价格和产量等方面影响纵向购并。如果某一部门的利润受到政府管制，而其他部门不受管制，那么企业就可以在纵向购并后把利润从受管制的部门转移到不受管制的部门，以避免政府对利润率的限制，增加利润。

第五，增加垄断利润。公司通过纵向购并增加垄断利润的方法有两种：一种是供应某种投入的公司具有垄断地位，这家公司所供应的产品具有行业垄断性，公司就可以通过对该行业作纵向购并来垄断该行业生产，从而达到增加利润的目的。另一种是纵向购并的垄断者可以实施价格歧视来增加垄断利润。

3. 混合兼并

混合兼并也称双重购并，是指经营不相关业务的企业之间的兼并。混合兼并又可以分为三种类型：一是“产品扩张型兼并”，是指具有相关经营活动的企业之间的兼并，也可以称之为“同心圆式兼并”。二是“地域市场扩张型兼并”，它涉及到在不重叠的地理区域上从事经营的两家企业。三是“纯粹的混合兼并”，这种兼并中的双方从事的是不相关的经营活动。

产品扩张型购并是指一企业以原有产品和市场为基础，通过购并其他生产自己所不能生产的但又与自己的生产和销售有关的产品的企业，进入相关产业的经营领域，达到扩大经营范围、增强企业实力的目的。产品扩张型购并的一个重要基础是组合经济性。所谓组合经济性是指企业在一定规模下，按一定数量和品种组合生产不同产品的成本优势。组合经济性来源于投入品具有多种经济用途且是不可分割的，如石油等；生产设备的多功能性；生产技能的适应性；零部件具有多种组装性能，尤其是标准化、

系列化、通用化产品；企业的无形资产（如商标等）可为不同产品所利用。组合经济决定了企业的产品结构；如果固定这种产品结构，同比例地扩大各产品的生产规模，那么既取得组合经济效益又取得规模经济的效益，是克服了组合不经济的规模经济。对于生产多种产品的企业来说，产品结构可能比产量规模对成本具有更大的影响。

市场扩张型购并是企业以原有市场为基础，通过购并异地的同类企业，扩大自己产品的市场范围。市场扩张型购并在那些产品不便运输的行业（如啤酒业）更易发生。企业选择购并作为扩大市场、提高市场占有率的主要手段，很大程度上是由于购并所具有的成本弱增性，即投资的节约和建设周期的缩短。

纯混合型购并是指产品与市场都没有任何关系的两家企业合并。混合型购并的宗旨在于扩大企业自身的产业结构，尽可能地扩大经营领域；增强控制市场的能力，进行多角化经营，增强抗风险的能力。由于不同产业、不同产品的景气变动和生命周期不同，企业实行跨行业的多种产品组合，能降低风险，使企业获得稳定的满意利润。

混合购并具有以下几个方面的好处：

第一，在垄断竞争日益加剧的条件下，企业进行混合兼并可以获得高额利润。企业拥有的利润越来越多，但每个部门的资本集中都有一定的限度，它是受市场上有支付能力需求的规模制约的，如果超过这一界限，就会引起生产企业的开工不足，企业积累起来的利润就不可能在本部门实现资本化，企业不得不寻求另外的投资场所，把资金投向其他部门，以得到满意的利润率。同时，随着经济的发展，经济的部门结构发生日益深刻的变化，各个部门发展的不平衡进一步加剧，每个部门的利润水平差距亦随之扩大，有的部门发展快，利润高，有的部门发展慢，利润低，各个资本集团竞相向利润高的部门转移。最后，随着资本集中的

加强，少数企业集团已不满足于获取某个单一经济部门的垄断地位，它们想夺取更大范围乃至全国范围内经济的统治地位，以获取更大范围的利润。这种对利润追逐的因素，是构成混合购并的主要动力。

第二，可以扩充势力范围，增强在市场上的垄断地位。以扩展势力为目的的混合购并，主要分两种情况。一种是本企业经营状况良好，但原来经营的部门有限，发展到一定程度受到有支付能力需求的制约，很难进一步得到发展，要想扩展企业势力范围，只有向其他部门转移。另一种情况是，一些传统部门处于衰退状况，如继续在本部门内经营，受到诸多因素的制约，必然会使企业实力受到削弱，为了维持企业的实力，就需要把在本部门难以扩展的资本转移到其他部门。

第三，实行多角化经营，降低投资风险。

第四，政府的某些政策措施也会促进混合购并的发展。

二、并购理论

并购理论的发展和实务的发生是紧密相连的。早在 19 世纪末美国就发生了第一次并购浪潮，从那时起，经济学家们就从多种角度对并购活动的动因进行解释。Weston (1990) 把这些解释概括成七个方面，分别是效率理论、信息与信号理论、代理问题与管理主义理论、自由现金流量理论、市场力量理论、税收理论和再分配理论。这些理论从不同的侧面解释了企业并购产生的原因和积极的效果，学习和了解这些理论对人们了解企业并购的合理性，正确地利用企业并购达到企业发展的目的，避免和防范企业并购可能产生的负面影响具有重要的作用。

(一) 效率理论

效率理论认为，并购和其它形式的资产重组活动有着潜在的社会效益，通常包含管理层业绩的提高或获得了某种形式的协同效应。效率理论又可以细分为以下几种理论。