

中国并购评论

CHINA MERGE & ACQUISITION REVIEW

清华大学出版社

市场前沿

财税茗苑

市场盘点

市场回顾

经典案例赏析

定向增发——外资并购的创新性路径选择

入世后外资并购的特点与趋势实证分析

并购中的会计处理及涉税影响研究

并购加速国资形态转换——二〇〇三年第一季度上市公司收购总结分析报告

换股合并市场实证研究

太极集团并购桐君阁协同效应分析

蓝动竞购香港电讯案回顾

第二册

东方高圣投资顾问公司
中国收购兼并研究中心

编著



清华大学出版社

清华商务出版在线（最新图书资料与服务信息）

<http://www.tupub.com/>。

请填写此表，传真或寄回出版社发行部

书 名			ISBN	
作 者			单 价	
订货单位			数量（册）	
地 址			邮 编	
到 站	慢件		订货码洋	
	快件		订货日期	
开户行			经办人	
账 号			电 话	
税 号			传 真	

发行部：

地区省份 电 话 分机（总机：010-62770177）

华东区 010-62782535 3522 /3517

华南区 010-62782543 3514 /3512

西北区 010-62776966 3532/3531

西南区 010-62781146 3519 /3518

华中区 010-62781827 3515/3516

东北区 010-62771153 3520/3521

华北区 010-62771377 3525/3513/3523

邮购电话：62786544 分机：3507 联系人：王晓龙

传真：010-62776996（华北） 010-62771137 010-62776466

开户行：北京市建设银行清华园分理处 户名：清华大学出版社发行部

帐号：6510005092610001135 税号：110108H52628661

地址：清华大学东门外科技园区学研大厦 A 座 5 层

文泉经管研发部：

选题策划：徐学军 010-62781829 市场推广：白 杰 010-62794748

编辑助理：刘冰利 010-62794748

编辑部传真：010-62794748

中国并购评论

东方高圣投资顾问公司
中国收购兼并研究中心 编著

第二册

清华大学出版社
北 京

内 容 简 介

《中国并购评论》系列丛书应中国并购市场发展大势而生,以呼唤、倡导战略性并购在中国的大发展为主旋律,旨在架设专业论述并购理论、并购业务、并购市场的平台。本书的内容主要是:国内外先进的并购理论、并购技术及其在实践中的具体应用;国内并购市场盘点、发展前景瞻望、并购效应排序等整体态势综述;并购政策法规、并购市场热点、并购案例、并购心得等并购实战指导。目前,并购监管日益完善,上市公司和几大行业内部战略并购的发展如火如荼,外资并购开始全面兴起——并购重组投资银行已成为中国资本市场发展的重要领域,其广阔的发展空间与其巨大的效益及风险正成为市场的关注重点,《中国并购评论》以描绘并购在中国的发展历程、把握并购在中国的发展脉络、推进并购在中国的高效发展为历史使命,是国内外并购领域有识之士共论中国并购大业、推进中国并购市场发展的重要舞台。

INTRODUCTION

The China Merge & Acquisition Review book series is for the fast development of China merge and acquisition market. It calls for the development of stratagem-based M&A in China, purposing to construct the expert review plane of M&A theory, M&A transaction, and M&A market. The contents of this book series include: the advanced M&A theories in the world, the M&A techniques and their applications; the tendency summery of China M&A market taking, development prospect, and M&A effect ordering; the guidance on M&A policies and regulations, M&A market hotspots, typical M&A cases, and M&A lessons. At present, the M&A management is increasingly perfect in China, the M&A development of public companies and several major industries is speedy, and foreign capital M&A is fully rising. Therefore, M&A investment banks become the major field of China capital market, its great potentials, benefits, and ventures attract the whole China market attention. The China Merge & Acquisition Review book series pictures China M&A history, holds China M&A tendency, and boosts China M&A advanced development. It is an important stage for the worldwide M&A elitist to discuss China M&A business and boost China M&A market.

版权所有,翻印必究。

图书在版编目(CIP)数据

中国并购评论. 第2册/中国收购兼并研究中心,东方高圣投资顾问公司编著. —北京:清华大学出版社,2003.7

ISBN 7-302-06910-7

I. 中… II. ①中…②东… III. 上市公司—企业合并—研究—中国 IV. F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2003)第 058546 号

出 版 者: 清华大学出版社(北京清华大学学研大厦,邮编 100084)

<http://www.tup.tsinghua.edu.cn>

<http://www.tup.com.cn>

责任编辑:徐学军

印 刷 者: 清华大学印刷厂

发 行 者: 新华书店总店北京发行所

开 本: 787×960 1/16 印张: 10.25 字数: 234 千字

版 次: 2003 年 7 月第 1 版 2003 年 7 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 7-302-06910-7/F·577

印 数: 0001~5000

定 价: 30.00 元

《中国并购评论》丛书 特约顾问与 编委会成员

总顾问：茅于軾

顾问(谨按姓氏笔画排序)：

巴曙松 宋逢明 陈小说
陈学荣 钟伟

编委会：

主任：陈明键

副主任：高磊 朱宝宪

委员(谨按姓氏笔画排序)：

任宇光 朱宝宪 刘晓军
张红雨 吴昊 林仁兴
武国元 陈军 陈明键
邹玲宏 高磊 曾鸣
温锋

主编：朱宝宪

副主编：高磊 徐玮

编辑：徐玮 张泽晗

卷首语

“抗非战争”的第二战场 • 1

市场前沿

1. 定向增发——外资并购的创新性路径选择 • 2
附文：以定向增发方式实现外资收购典型案例点评 • 11
附表一：上市公司外资并购案例统计 • 21
附表二：外资收购上市公司资产案例统计 • 23
2. 入世后外资并购的特点与趋势实证分析 • 24
附表：外资并购(含战略性参股)案例统计(2002年1月1日—2003年4月30日) • 29
3. 中国企业海外并购：应作有备之战 • 31
4. 民族企业国际竞争优势提升略谈 • 35
5. 从台商投资观台商并购的选择趋向 • 37
6. IPO抑或买壳上市——谈台资企业进入大陆资本市场的两种方式 • 42

财税茗苑

并购中的会计处理及涉税影响研究 • 46

投行入语

新员工主义——做实湘财企业文化 • 74

市场盘点

1. 并购加速国资形态转换——2003年第一季度上市公司收购总结分析报告 • 85
附表：2003年第一季度上市公司控制权转让档案 • 92
2. 2003年第一季度国内上市公司收购五大案例点评 • 96

市场回顾

换股合并市场实证研究 • 104

经典案例赏析

1. 太极集团并购桐君阁协同效应分析 • 121
2. 盈动竞购香港电讯案回顾 • 134

并购档案

2003年第一季度并购市场大事记 • 144

回音壁

并购协同效应与并购溢价关系的再认识 • 153

卷尾

编辑手记 征稿启示 读者意见调查表

CONTENT

Preface

The Second Battlefield of Anti-SARS War • 1

Market Front Line

1. Private Placement—Innovative Choice for Cross-border Acquirers • 2
 - Appendix: Typical Cases of CBMA by Private Placement and Comments • 11
 - Table I : Statistics of the CBMA on Listed Companies • 21
 - Table II: Statistics of the Listed Companies' Assets purchased by Foreign Investors • 23
2. Analysis on the Trend and Traits of CBMA after China entrance to WTO • 24
3. Be Well Prepared: Warming-up before starting overseas M&As strategy • 31
4. Insight on Improving Chinese Enterprises International Competitive Capacity • 35
5. The M&A trend of Taiwanese Enterprises in Mainland from their Investment • 37
6. IPO or Take-over—two accesses for Taiwanese Enterprises entering security market of mainland, China • 42

Finance and Taxation Tea Gardon

Accounting and Tax Treatment in Mergers and Acquisitions • 46

Lecture from investment banker

New Personnelism—Strengthen the Enterprise Culture of Xiangcai Securities • 74

Market Overview

1. New Owners of State-owned Assets: Report on Listed Companies M&As, in the first quarter of 2003 • 85
 - Table: Record of Control Transfer in Listed Companies, in the first quarter of 2003 • 92
2. Significant 5 M&As of Chinese listed companies in the first quarter of 2003 • 96

Market Retrospect

Practical Research on Stock Replacement • 104

Classical Cases

1. Taiji Group Acquired TongJunGe: Synergetic Effect Analysis • 121
2. Review on PCCW's Acquisition of Cable & Wireless HKT • 134

M&As Archives

Chronicle of China M&As Market in the first quarter of 2003 • 144

Echo

Reacquaintance on Synergy and Premium • 153

Postscript

Editorial , Call for papers , Questionary to Readers

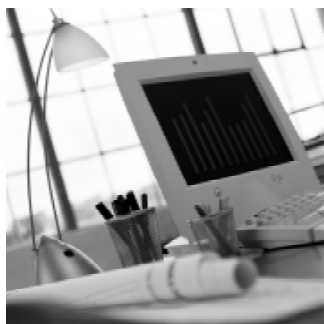
“抗非战争”的第二战场

东方高圣投资顾问公司 首席执行官·陈明

今春的阳光不再明媚，中国经历着严冬般的考验。

华夏南北，“非典”肆虐；长城内外，生命遇袭。在全民联合“抗非”的战场上，战斗在“非典”救护与预防隔离一线的医护科研人员，与“非典”病人共同狱炼着生与死的磨难，成为了全社会最为牵挂和最受尊敬的人，一如 1998 年抗击洪水侵犯时期解放军战士在人民心中的地位。温总理说：中华民族多灾多难，但中华民族从来就有一种战胜灾难的乐观与勇气。是的，在突袭而来的灾难面前，精诚团结、众志成城的中华民族精神总是如此地激励和催人奋进。

在联合“抗非”的有形战场之外，中国经济的发展也在面临着被“非典”攻击的第二战场。由于“非典”的传染性很强，一度传播的恐慌影响了人们生活、工作的正常方式，以前大家见面谈发展，现在见面谈的则是“非典”，北京人在全国许多地区被视若避之不及的瘟神，经济活动的交易成本大大增加，信任的基础不仅要具备良好的社会信誉，还要证明自己不是“非典”感染、疑似或潜伏病人，生意推迟，会议取消，个人消费行为趋向保守，企业的经营活力迅速下降。中国平均每小时约有 15 人死于车祸，一年就是 12 万人，可是每年 12 万人的生命没有挡住购车热；而全国数千名“非典”患者、数百人因“非典”倒下的生命已经让酒店、餐饮、旅游、航空四大服务业生意凋零。更为严重的是，我们直接见到的这些受损行业只是冰山一角，在产业链盘结交错的经济体内，它们很容易拉动上下游相关产业成为新的“惨业”，小小的“非典”病毒似乎要把中国经济的强劲牛势打压下去。



恢复民生、振兴经济需要政府的高度重视，在此关键时刻，党中央审时度势，提出同时抓好抗击“非典”和经济发展两项工作，“抗非”战争的经济战场也被摆在了我们的面前。在这“抗非战争”的第二战场上，战斗的主力军非商界同仁莫属，战斗的策略是自强自救与联合重组，作为并购中人，我更倾向于后者——联合重组，这是迅速增强抗风险能力并作大作强的重要选择。危机中总是会孕育更多的发展机遇，想想大约一百年前，金融大鲨鱼摩根正是在美国经济萧条、大量铁路公司纷纷倒闭之际，重整了美国铁路业并有力推动了美国经济的发展。

第一战场的疫情控制已经取得巨大成功，“非典”的传播链已被有效切断，而第二战场的经济重整与飞跃之战却是持久战。孟子云：国无内忧外患国恒亡。“非典”是中国经济大牛市中痛苦而深刻的回档，一批“非典”后时代的新产业和新企业家必将由这场持久战中诞生，并为中国经济的崛起积累更深层次的历史底蕴。抗非必胜，但胜于持久。不信春风唤不回！

编者按：本书“市场前沿”栏目收编了关于外资并购及海外并购运作实战、市场特点、市场趋向等系列文章，主要由东方高圣公司外资并购小组成员提供。本书希望以此为起点，今后能有更多的机会与大家共同关注、探讨外资并购与海外并购——这个充满了蓬勃生机的新型并购市场的每一步的发展历程。

1. 定向增发——外资并购的创新性路径选择

东方高圣投资顾问公司 武国元

2002年10月24日和11月19日，上市公司青岛啤酒和上工股份分别发布公告，拟通过定向增发的形式引入战略投资者。所不同的是，青岛啤酒是向全球最大的啤酒制造商美国AB公司一次性发行总金额为1.82亿美元（约合14.16亿港币）的强制型定向可转换债券，债券在协议规定的7年内将分3次全部转换成在香港联交所上市的H股，AB公司在青岛啤酒的股权比例将从目前的4.5%增加到27%。而上工股份则是通过向德国FAG公司发行总额为5000万美元的1亿股上工B股，使FAG持有的股份占增发后上工股份总股本的28%；然后，上工股份将用所募集资金中的2430万美元向FAG收购其麾下一子公司的控股权，此次交易将使上工股份有望跻身世界缝纫行业前三名。

近日，又据媒体报道，浦发银行2002年年底与美国花旗银行签署了排他性战略协议，其主要内容为：花旗银行海外投资公司将成为浦发银行吸收战略性参股的惟一外国金融机构，浦发银行也将成为花旗在中国内地投资的惟一境内商业银行；自2006年至2008年，花旗银行将在购买浦发银行已发行股票的基础上，仍有权通过认购浦发银行定向发行的非流通股增持股份，直至持股比例达到24.9%。另外，济南轻骑拟通过向印尼韩氏集团定向增发B股进行重组的案例，在市场中传闻已久。

上述是自《上市公司收购管理办法》于2002年9月颁布后（已于同年12月1日开始实施），资本市场连续发生的几起外资拟通过定向增发方式实现并购的上市公司收购案。

江铃汽车曾于1995年和1998年两次向美国福特汽车定向增发B股，华新水泥于1999年成功地向全球最大的水泥制造商瑞士Holderband Financiere Glaris Ltd.之全资子公司Holchin B. V.增资发行7700万B股。回顾这两个成功案例，我们不难看出，定向增发正在成为越来越多的外资并购国内上市公司的一种路径选择。

本文将通过对定向增发本质特征的介绍、国内外证券市场定向增发不同方式的比较，以及对外资收购的特点和国内资本市场并购重组特点的分析，探讨在中国资本市场环境下以定向增发外资股并购上市公司的适用性以及实务操作中应注意的问题。

一、定向增发的实质及其主要特征

● 定向增发的实质

定向增发股份或者配售，实质上是一种私募（private placement）行为，其对象一般是少

数特定投资人，其载体包括股票、债券、可转换债券等多种形式。定向增发往往是吸引战略投资者的一种重要方式，是上市公司的一种非常有效的资本扩张手段，尤其适用于上市公司的收购重组过程。在国际资本市场上，定向增发或者配售与公开售股、配股（又称公募，即 public offering）一起构成上市公司发行股票的主要工具。

另一方面，从公司并购的技术角度来看，定向发行又经常被用作作为一种并购技术和支付方式，是成熟资本市场中普遍运用的通过股权支付实现公司、资产收购和产业整合的一种利器，它使得大规模的收购和公司合并得以完成。比如，2000年1月，市值为1640亿美元的美国在线便是通过向时代华纳的股东定向发行股票，以换股（股权支付）的方式实现了与市值为830亿美元的时代华纳公司的合并；合并后，双方原来的股东占新公司的股权比例为55:45。又如，戴姆勒—奔驰收购克莱斯勒、波音收购麦道、美国大通银行收购JP摩根，以及曾闹得沸沸扬扬的惠普—康柏合并案等等，都是以产业整合、强强联手为主要特征，但从并购手段上看，均属于收购方向被收购方股东定向发行股票的收购行为，它使得仅靠通过现金收购方式根本无法实现的大规模公司并购行为得以完成。

● 定向增发的主要特点

第一，是一种更加接近市场化的融资和收购方式。在一个充分竞争的市场里，发行定价能够做到以市价为基础（一般有一定的折扣率或溢价率）使出资方获得上市公司股权，体现了公平交易原则。在中国的特殊市场环境下，也有助于大股东与小股东的持股成本补偿处于较公平的地位，同时，出资方的原有资产可以以合理的价格出售给上市公司，从理论上讲，谈判的结果一般可避免不良资产的高价转移现象。

第二，是一种以增量资金或资产来重组存量的行为。相对于存量股权转让，这种公司收购方式将原有的存量资源完全保留在上市公司内，能够吸引新的合作者加盟。

第三，一般是带有战略目的的收购行为或引入投资者。对于一家上市公司而言，选择定向发股的目标企业，决不仅仅是出于对资金的需要，更主要的是着眼于新进入股东的资源背景、合作潜力等方面，以及给并购企业带来仅凭自身努力不易获得的经营资源。

第四，如果认购方是以战略性资产作为投入，则对发股方是投资、融资合二为一的企业扩张行为，而且还能为高速扩张的企业节省宝贵的现金。

第五，不但可以收购，还可以实现反向收购，这完全取决于增发的股份数量。如果上市公司向欲纳入囊中的优质资产的所有者或欲收购的公司的股东发行股份的数量不会导致实际控制权的更迭，就属于收购或引入战略投资者的行为；而如果通过这个过程，新进入股东的持股程度达到了对上市公司的实际控制，则属于反向收购行为。我国资本市场上已经发生的吸收合并案例均属于收购行为，而已经成功的和正



在进行中的定向增发 B 股案例尽管目前尚无一例形成控股，均以战略投资者的身份出现，但从他们的布局来看，终究还是要通过增持实现收购的。成熟市场上以定向增发股票来进行反向收购的案例时有发生，如著名的鹏润集团收购香港主板上市公司京华自动化的案例，就是充分利用了该种模式成功地实现了控股；海尔集团 2003 年 2 月 28 日公布的香港买壳计划，实际上也是拟通过定向增发形式将其持有的 A 股上市公司青岛海尔的控股股权注入海尔中建，从而实现对海尔中建的反向收购。

二、国内外资本市场上定向增发的不同特点

正如美国著名经济学家施蒂格勒在考察美国企业成长路径时所指出的：“没有一个美国大公司不是通过某种程度、某种形式的兼并收购而成长起来的，几乎没有一家大公司主要是靠内部扩张成长起来”，上文提到的巨型换股合并案例都是收购方为了抓住有利的市场时机和占据优势的实力地位，通过并购的方式迅速扩张资本规模，实现跳跃式发展，其目的是迅速扩大市场、减少竞争对手、追求协同效应等，也就是常说的战略性并购，最终实现企业股东利益的最大化。这种模式多数是收购方存续而被收购方取消法人资格，一般存续方是收购方，而法人主体消失的一方被收购方“吃掉”。这种方式也常被用于大规模的行业整合和资本运作。这方面的一个典型案例是香港长江实业旗下的创业板上市公司 TOM. COM，通过股票支付成功实现了行业转型和大规模产业整合。受 2000—2001 年科技网络股泡沫破裂的影响，TOM. COM 的股价也曾一路下滑，之后它以三年内连续进行 30 多起收购的频率和总共 30 亿的收购规模，成功地实现了从网络媒体向传统媒体的转型。这里的关键是，TOM. COM 采用了现金+发股的高超收购策略，即利用其股票累计回报率高于创业板时被收购公司对其良好的预期，以发股方式进行大规模收购；以持续的收购策略实现业绩好转，反过来支持了高股价；然后，继续利用目标公司对收购带来高股价的良好预期，进一步使用该收购策略，达到了一种公司收购中罕见的良性循环效应。藉此，TOM. COM 节省了大量现金，也成为了创业板同类公司中盈利改善和股票价格表现最佳、也是惟一个股价从未跌破发行价的网络股上市公司。在 NASDAQ 上市的思科公司，其多年来以收购促增长的扩张策略与此有异曲同工之妙。



而以往我国的资本市场上曾经出现的定向增发案例，大都是为了解决一些特定问题所做的政策性安排。比如，清华同方吸收合并鲁颖电子、新潮实业吸收合并新牟股份、亚盛股份吸收合并山东龙喜，以及宁夏恒力吸收合并山东虎山粮油机械股份有限公司等，是属于解决

地方柜台交易企业的历史遗留问题；中关村“发起设立、定向增发、等量换股、新增发行”



的方案，是为了处理琼民源问题。又比如，巴士股份、石油大明、大众出租等定向增发案，目的是为了优化股权结构、消除国有股“一股独大”等颇具中国特色的股权“结构性”障碍。也就是说，我们以往的定向增发带有极强的政策安排色彩，而不是规范的市场行为，定向增发这种高级的资本运作方式还没有被真正用作企业战略扩张的一种方式。

与上述两类情况相对照，中国证券市场上已经完成的江铃汽车、华新水泥定向增发 B 股案例，以及青岛啤酒定向发行可转债等案例，无论其目的还是操作模式，均呈现出显而易见的不同。迄今为止，已经发生的和正在进行的定向发行外资股的案例（详见附文），实质上是定向投资方通过增资扩股行为对上市公司进

行的反向收购。具体来讲，上市公司通过向收购方定向发行新股，并以此为代价获得收购方拥有的资金或优质资产，达到改变上市公司财务状况、经营状况的目的。这个过程对收购方而言，通过向上市公司注入了资金或获利能力强的优质资产，从而取得了上市公司股权。从持股的节奏安排来看，虽然尚没有一例定向增发使外方掌握了绝对控股权，但也是法规操作的障碍和布局节奏的需要使然，未来继续增持股权的可能性极大。而所引入的战略投资者均为国际同行的产业巨头，则是另一个非常显著的特点。

如此，我们认为，相对近几年来一直盛行的以买壳为主的资产重组方式和颇具行政色彩的吸收合并案例，通过定向增发来实施上市公司收购这种重组模式应该说极具创新性，将可能成为外资收购上市公司的又一个通道。

三、 外资并购的特点及定向增发的倾向选择

● 外资并购的特点

外资进入我国证券市场可以通过作为发起人股东直接上市、股权协议转让、定向增发 B 股以及合资等几种方式，其中股权协议转让和定向发行外资股是上市公司收购的两种主要方式。

通过对已发生和正在进行的上市公司外资并购案的统计分析（详见附表），可以看出它们存在以下共同特点：

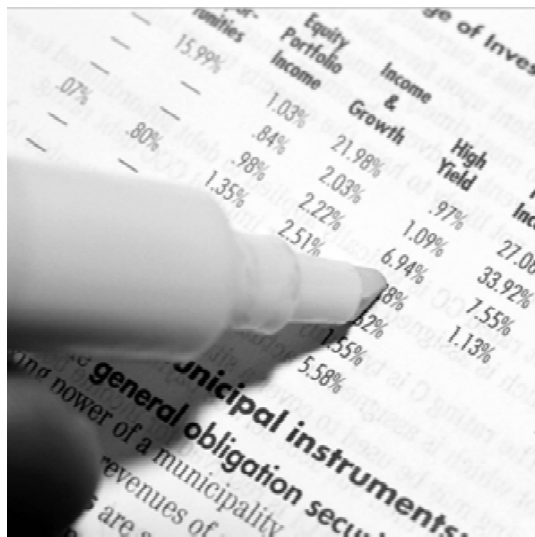
第一，主要是同业并购。与近年来资本市场上轰轰烈烈的买壳上市不同，我们对外资并购案例统计后发现，所发生的外资并购案例均将并购目标集中于同一产业内或产业链条中的企业。外资收购方首先看好的是本行业在中国市场的发展潜力，目的是凭借自己在技术、管理、市场运作方面的成熟经验和雄厚的资金实力，全面提升目标企业的基本面和市场竞争能力。这与我国许多上市公司重组往往会发生产业转型或主业发生部分改变的并购形成了鲜明对比。

第二，含 B 股、H 股公司备受青睐。由于 B 股是境外投资者投资中国股市的专门渠道，外资藉此收购中的政策性障碍要比收购纯 A 股上市公司小。在已经发生外资并购的 22 个案例中，以 B 股途径实现的就有 8 个，例如，本文开始时提到的江铃汽车通过向福特汽车定向发行 B 股，使其成为公司第二大股东；华新水泥也于 1999 年 3 月向现在外方第二大股东定向发行 B 股。正在实施中的青岛啤酒采用的向 AB 公司定向增发强制型可转换债券，并规定日后强制转换成 H 股。如果上工股份拟定向增发 B 股案能够获批，定向增发途径将占到一半以上。

第三，主要以现金出资。这与目前国内上市公司重组先股权转让后辅以资产置换的模式有很大区别，例如，江铃汽车、华新水泥、青岛啤酒、浦发银行等，包括因定价问题被迫终止的万科向华润集团定向增发 B 股案，均以现金认购。这一方面是因为以资产注入由于存在着价值认定方面的信息不对称性使其很难获得其他投资者认同；另一方面，注入境外资产又属于境内企业对外投资行为，操作程序相当复杂。尽管资本市场上外资收购的支付方式一直在不断创新，出现了定向增发 B 股和定向增发可转换债券的形式，但按照 2001 年 3 月份颁布的《上市公司新股发行管理办法》的规定，新股发行须以现金认购，惟有上工股份变相注入了资产，但缘于上述规定，也是先以现金方式认购，再用增发所得现金收购资产，采取了“曲线救国”策略。

第四，往往是战略收购。已发生和正在发生的案例都表明，无论是直接收购、间接收购，还是定向发股的形式，外资收购者均以战略投资者的身份出现，例如，花旗银行参股浦发银行、三星康宁收购赛格三星，以及前面提到的福特进入江铃汽车、Holchin B.V. 进入华新水泥、AB 参股青岛啤酒等等，均属此列。

由此我们可以判断，外资以战略投资者身份入股国内上市公司采取了“先合作后并购”的策略，先收购部分股权，再通过向被收购公司注入技术、资金和管理等自身的优



势资源并谋求经营管理实际控制权，不断做大被收购公司的主业，目的是等到中国对外资收购全面开放和国内市场成熟之时，择良机以再度购并（即增持股份）的方式最终实现控股上市公司。

- 并购方式的影响和选择

我们可以将外资收购一家上市公司股权的方式分为两大类：将原有股权转让式收购称之为存量调整式收购，把定向发行新股叫做增量注入型收购。

由前文分析的外资并购的特点可以推断，基于战略性收购的明显特征，并考虑到全球产业战略的布局，外资并购上市公司一定是要谋求实质控制权的，因此要收购相当数量的股权才能达到目的。在存量调整式收购中：如果收购 A 股，因政策限制和高企的市盈率显然不是合适的收购对象；如果收购 B 股、H 股，其比例又相对较小，更主要的是，如果收购则会导致股价上升而大大提高收购成本；如果收购国有股和法人股，一般来说，优质企业的股东不愿退出，而且国内上市公司控股股东持股比例普遍过大，在操作上很容易触发要约收购，按照《上市公司收购管理办法》的有关规定，也不会得到豁免，收购成本较高，程序上也较为复杂。另一方面，由于其存量调整的特点，上市公司本身没有因交易获得优质的资产和资源，短期内提高公司的质量和盈利能力也恐难以实现。



与之相对照，通过定向发行结为战略同盟的法则更能体现多赢的局面。首先，基于对所从事的产业和目标公司抱有充分的信心，战略投资方支付的巨额资金，最终流入了被投资方，与外方投资者通过收购其他股东权益进入被投资方（如皮尔金顿通过收购联合发展香港有限公司持有的耀皮玻璃股份成为耀皮玻璃大股东）的方式，具有显然的优势；其二，上市公司在可观资金的注入下，改善了资产质量和财务结构，而且由于股权结构和股东结构的改变，公司治理水平也得到了改善；其三，原有股东因有机会同有实力的境外大股东共享企业未来的成长收益，对此往往持欢迎态度；其四，对这种既能引入战略投资者又能让有实力的产业投资方参与上市公司重组的行为，地方政府和管理层的支持倾向是显而易见的，福特江铃、华新水泥、青岛啤酒定向增发案顺利得到批准实施便是证明。此外，按照《上市公司收购管理办法》的规定，因定向增发导致的触发要约收购行为可以得到豁免，操作上要简便得多。

通过比较可以看出，类似于上工股份、青岛啤酒、江铃汽车等公司的定向增发行为，大大方便了外资并购国内上市公司从而进入中国资本市场目标的实现；另一方面，凭借定向增发 B 股，上市公司不但实现了增量资金的进入，更重要的意义还在于引进了有实力的国际战

略投资者，对于欲实施国际化战略的公司来说，起到了发行 A 股所不具备的作用。这种双赢的策略尤其适用于外资对某些上市公司的战略性收购，将可能成为未来外资并购的一种主流方式。

四、操作层面应注意的问题

● 现有的制约性因素

虽然定向增发外资股份具有诸多的优点而被愈来愈多的外资用来参股或收购国内上市公司，但并不能因此而认为 B 股定向增发将会前途光明、坦途一片。大体说来，以下两个方面将在不同程度上严重影响 B 股定向增发方式能否顺利实施：

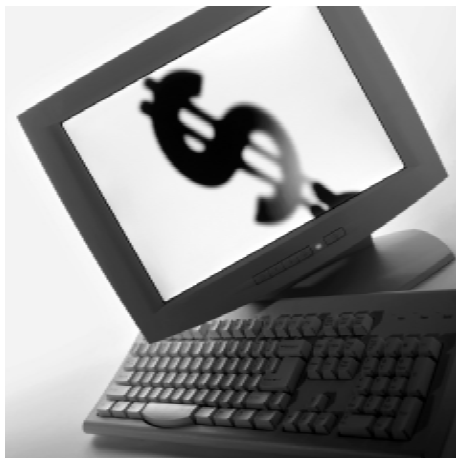
第一，一般来说，定向发行的一个前提是上市公司的股票要有一个统一的价格，但中国资本市场股票分割的特点导致上市公司存在流通股和非流通股之分，并且，同一个公司在不同市场（指有 B 股、H 股等）的市盈率可能有很大差距，形成了同股不同价的现象。这就会使定向增发将面对一个两难困境：如果以每股净资产作为发行价格，可能会侵害原有股东的利益，而且对流通股来说有一个摊薄效应；反过来，以流通股市价来发行，可能因代价过高而对认购方失去吸引力。

第二，由于中国证券市场的发展时间较短，无论是在并购市场的操作经验积累还是并购立法完善程度等方面，均处在摸索阶段。虽然《上市公司收购管理办法》在并购方法的创新和支付手段的多样化方面表现出了明显的积极鼓励倾向，但更明确的实施细则尚未出台，因此已发生的案例带有一定程度的个案性质。

● 应重点考虑的问题

那么，为使定向增发 B 股能够顺利实施，操作中应注意哪些问题呢？

首先，目标公司的选择要合适。其一，按照《外商投资产业指导目录》的规定，不同行业对吸引外资采取了区别对待的政策，具体分为了“鼓励、允许、限制和禁止”四类，并对不同行业允许外资参股的比例作出了明确规定，因此产业政策的把握是目标公司选择时的首要前提；其二，由于 A 股和 B 股两个市场的价格一般差距很大，B 股相对 A 股比例较大的公司，在增发方案和价格的协商方面沟通成本较小；其三，目标公司的质量和市场地位将被重点关注，如江铃汽车、华新水泥、青岛啤酒和深万科等发生过定向增发 B 股的上市公司，均属于行业内的领先企业，而且，基于中国经济的持续增长和庞



大的人口基数，所在行业的发展前景极为可观。

其次，在定向增发中，如果是引进实力雄厚的战略投资者以及具备明确可信的产业发展战略等情形，就容易得到地方政府和管理层的支持。目前对上市公司定向增发的法律规定还有待完善，相关法规对定向增发并无具体规定，但按照《上市公司新股发行管理办法》的规定，境内上市外资股（B股）公司发行B股，原则上要符合上市公司发行新股的条件，该规定将这种方式圈定在非常有限的范围内，也决定了向特定投资者发行B股很可能需要监管部门的豁免，而能否得到豁免要看投资者背景如何、对上市公司基本面未来的影响是否正面、



原有股东（尤其A股股东）的利益是否遭到侵害等等。以华新水泥的案子为例，其增发前一年业绩亏损，基于外资确实是有诚意有实力的战略投资者，证监会便同意其定向增发。反观济南轻骑案例，向印尼韩氏集团定向增发B股是此次重组的关键环节，济南市政府迟迟不愿意注入优质资产予以支持，最根本原因是因为韩氏集团并没有显示出一个战略投资者应该有的气魄和实力，该重组方案也可能因此中途夭折。但如果外资并购方是真正能够帮助上市公司摆脱困境的战略投资者，地方政府和监管部门的态度将是积极鼓励的。

最后，定价问题尤为关键。正反两方面的例子已给出了比较充分的证明，这个问题的成败关

键是充分考虑各方的利益平衡。纵观已经成功实施的案例，其共同的特点就是充分考虑了当时的市场环境，较好地平衡了各方的利益。比如，江铃汽车曾分别在1995、1998年两次向福特汽车定向增发B股，成为中国资本市场定向发行的经典案例，其中，福特汽车第二次的认购价高出当时B股价格19.27%，较净资产更是溢价了87%；再如，华新水泥，增发时适逢B股市场处于极度低迷的状态，发行价比B股市场价溢价了137.18%。而且，在这两个案例中，战略投资人的认股价均高于同期的其他投资人。新近发生的青岛啤酒定向增发可转债案例，在定价方面则更具有特色：三期的转股价均比2001年底每股净资产溢价50%以上，且比协议签署当日H股价格分别溢价30.9%（一、二期）和24.5%（三期），其中的战略性投资色彩极其明显，它无疑已经成为了中国资本市场定向发行的又一经典案例。我们再来分析华润—万科案例失败的原因。按照当时的设计，增发价格将低于经预测的2000年年底每股净资产，与前面几例尤为不同的是，时值B股市场对国内投资者开放的预期，市场正处于上升期，起决定作用的机构投资者普遍认为增发价格过于便宜，因此增发议案尚未提交股东

大会便中途流产。这看似“生不逢时”的案例的背后，其实质却是由于境内上市外资股（B股）和内资股是不同类别的股份，增发议案须经过A股、B股两类不同类别股东大会分别通过，而类别股份与类别股东投资者利益有着较大区别，也就是说，增发失败完全是由于定价未被A股投资者接受所导致。如此看来，如何平衡类别股份、类别股东的相关利益，根据所处市场环境制定出能为各方接受的价格对定向增发的成败将起到决定性作用。



附文：以定向增发方式实现外资收购典型案例点评

案例一：青岛啤酒—AB 公司

1. 交易结构及实施步骤

