

中国并购评论

第四册

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
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,其广阔的发展空间及其巨大的效益及风险都成为市场的关注重点。《中国并购评论》以写照并购在中国的发展历史,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,是国内并购领域有识之士共论中国并购大业、推进中国并购市场的重要舞台。

The China Merge & Acquisition Review book series is for the fast development of China Merge & Acquisition market. It calls for the development of stratagem-based M&A in China, purposing to construct the expert review platform for 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 summary 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. herefore, M&A investment banks become the major field of China capital market its great potentials, benefits, and entures 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 tendency, and boosts China M&A advanced development. It is an important stage for the worldwide M&A business and boost China M&A market.

版权所有,翻印必究。

中国并购评论 第四册/ 东方高圣投资顾问公司,中国收购兼并研究中心编著. —北京:清华大学出版社, 2004.2
ISBN 7-302-07982-X

.中... . 东... 中... .上市公司 - 企业合并 - 研究 - 中国 . F279.246

中国版本图书馆 CIP数据核字(2004)第 003437号

出版者:清华大学出版社
<http://www.tup.com.cn>
社总机:010-62770175

地址:北京清华大学学研大厦
邮编:100084
客户服务:010-62776969

责任编辑:徐学军

封面设计:孟繁聪

印装者:清华大学印刷厂

发行者:新华书店总店北京发行所

开本:185×230 印张:12.25 字数:283千字

版次:2004年2月第1版 2004年2月第1次印刷

书号:ISBN 7-302-07982-X/F·730

印数:1~5000

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 陈小悦 陈学荣

钟 伟 曾 鸣 潘 洁

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 温 锋

主 编：朱宝宪

副主编：高 磊 贾晓东

卷首语

混合优势 1

年度回顾

特点 亮点 新起点——2003年上市公司
收购分析总结 2

市场前沿

1. 上海国有资产流动系列研究报告 45
2. 定向增发：革命性的金融工具 68
3. 经营性重组——上市公司股权
价值提升的孵化器 88

并购理论

1. 上市公司收购的前期准备工作 96
2. 从美国第一次并购浪潮看中国 10年
并购史 109
3. 美国反收购的主要方式与效应分析 119

市场盘点

1. 2003年下半年 5大并购案例点评 131
2. 2003年并购法规与政策简析 139

经典案例赏析

1. 丽珠股权争夺战 144
2. 南钢要约收购案例分析 150

并购档案

- 2003年第三季度、第四季度并购市场
大事记 157
- 2003年上市公司控制权转让档案 164

卷尾

编辑手记 征稿启事 读者意见调查表

Multi ownership Advantage 1

Characteristic Shining point New starting point 2003 M&A s Summary in Chinese listed Corporations 2

1. A Research Report of State owned Assets Moving in Shanghai 45
2. Directional Private Placement A Revolutionary Financial Tool 68
3. Operational Restructuring Incubator of listed Corporations Value up 88

1. Preparation of M&A s in Early Stage 96
2. First great wave of M&A in America 109
3. The Main Mode and Effects of Anti takeover in U S A 119

1. Review of 5 M&A cases in second half year 131
2. Analysis of M&A of Law s & Regulations in China 139

1. M&A Battle of Lizhu Co. 144
2. Tender offer: Nangang Co. Case 150

Chronicle of China M&A market in Second Half Year of 2003 157

Record of Control Transfer in Listed Companies 2003 164

Editorial Call for papers, Questionary to Readers

混合优势

东方高圣投资顾问公司 首席执行官

袁隆平因为发扬光大了“杂交优势”而获得中华人民共和国最高级别的科学大奖。

随着中共十六届三中全会的落幕，混合经济作为最新潮的概念在财经界不胫而走。存在有其合理性，混合经济能够成功必定要基于混合后的优势。五彩斑斓的世界的基本色是红蓝，混合经济的元素无外乎国有、民营和外资，国有与民营的混合优势何在？国有企业有源，但缺乏激励机制；民营企业有足够动力机制，但是缺资源；国有企业重过程，管理强营弱；民营企业重结果，创新强，规范弱。国有企业产权不到位，与政府的关系永远理不，政府向企业要钱，派人却是理所应当，就像老子用儿子钱天经地义，儿子靠在老子身，向老子伸手要这要那也理所应当。与民营企业混合以后，就像儿子娶了媳妇，立刻理顺父子的财产关系。自己的是自己的，老爷子的是老爷子的，不然媳妇不干。

外资与民族混合，外资企业有世界性，国民企业有民族性，外资有资金、技术优势，国企业有销售、劳动力和市场优势。“引进来，走出去”的国策正是着眼于中外混合。当今界正是东西方产业合作转折时期，未来 10 年的跨境并购的亮点就在跨国公司与中国本土公司的产业整合。柯达公司为了以 20% 少数股权与只是自己九牛一毛的乐凯合作，首席执行官因此被罢了官，今后柯达一定会有人为他立碑，就为了他今日貌似“丧权辱国”壮举来了柯达融入中国大市场的硕果。

自然界有三元色，红黄蓝的有机组合成五颜六色，这个丰富多彩的世界正是混合带来的机和新意。

如果，投资银行界也有一个国家级大奖，那么一定会授予在创造“混合优势”方面做出贡献的投资银行家。

编者按：2003年上市公司收购市场最显著的地方就是“变”，“变”主要体现在上市公司收购的点面线三个方面。在面上，2003年上市公司收购市场存在五大特点，即目标公司分布广、收购主体变化、收购方式创新多、并购效率在提高、行业并购不均匀等；在点，2003年上市公司收购市场有三大亮点，即并购信托融资、要约收购、合并上市等；在线上，2003年上市公司收购市场出现三大新趋势，即上市公司收购规模、非流通股转让溢价率、现金收购的平均金额，他们的走向趋势改变，并形成新的起点。

特点 亮点 新起点——2003年上市公司收购分析总结

东方高圣投资顾问公司 研究发展部

一、特点

全面分析今年上市公司的收购情况，并与往年上市公司收购情况进行比较，可以发现，2003年我国上市公司收购市场存在目标公司分布广、收购主体变化快、收购方式创新多、并购效率在提高、行业并购不均匀等五大特点。

特点一：目标公司分布广

并购目标分布是指被收购的上市公司在行业与业绩方面的分布情况。全面分析2003年我国上市公司收购市场中的目标公司情况，可以发现并购目标分布存在两个“广泛”：一是目标公司行业分布广泛，二是目标公司业绩分布广泛。

(一) 目标公司行业分布广泛

1. 目标公司行业分布广泛的现象

按照中国上市公司资讯网（www.cnlist.com）的上市公司分类标准，我国目前所有上市公司分为：电子通讯、纺织服装、公用事业、化工、建材建筑、交通运输、金融地产、能源电力、酿酒食品、农林牧渔、轻工制造、商贸旅游、冶金、医药、重工制造、综合等15大类，在2003年我国上市公司并购中，目标公司在上述行业均有分布（见表1）。

表1 2003年目标公司的行业分布

代码	简称	主营	所属大类	新控制方信息名称	原控制方名称
000925	浙大海纳	电子元器件	电子通讯	珠海经济特区溶信投资有限公司	浙江大学企业集团控股有限公司
000810	华润锦华	纺织原料	纺织服装	华润轻纺(集团)有限公司	中国华润总公司
000426	富龙热力	供热	公用事业	北京大地实业总公司	富龙集团公司
600229	青岛碱业	化工	化工	青岛海湾集团有限公司	青岛凯联(集团)有限责任公司
000877	天山股份	水泥	建材建筑	新疆屯河投资股份有限公司	新疆天山建材(集团)有限责任公司
600575	芜湖港	运输辅助业	交通运输	芜湖市飞尚实业发展有限责任公司	芜湖市经济贸易委员会
600000	浦发银行	银行	金融地产	花旗银行海外投资公司	上海国有资产经营有限公司
600101	明星电力	电力	能源电力	深圳明伦集团有限公司	遂宁兴业资产经营公司

续表

代码	简称	主营	所属大类	新控制方信息名称	原控制方名称
600779	全兴股份	酿酒	酿酒食品	四川成都全兴集团有限公司	四川成都全兴集团有限公司
000521	美菱电器	电器制造	轻工制造	顺德格林柯尔企业发展有限公司	合肥美菱集团控股有限公司
000564	西安民生	零售业	商贸旅游	海航集团有限公司	西安市财政局
600282	南钢股份	黑色技术	冶金	南京钢铁联合有限公司	南京钢铁集团有限公司
600568	潜江制药	医药制造业	医药	西安东盛集团有限公司	湖北省潜江市制药厂
600213	亚星客车	汽车制造	重工制造	扬州格林柯尔创业投资有限公司	江苏亚星客车集团有限公司

2. 目标公司行业分布广泛的原因

在2003年我国上市公司并购市场中，为何目标公司分布如此广泛？我们认为其中的原因有三：向民营与外资开放的行业增多、行业凸现的投资机会、民营经济与外资实力日益强大。

(1) 向民营与外资开放的行业增多

我国政府逐步颁布了一系列的法律法规，鼓励外资与民营资本进入相关行业，如2002年6月21日由中国民航总局、国家外经贸部及国家计委联合制定颁布了《外商投资民用航空业规定》，使中国民航业成为中国入世后率先向外资开放的领域之一；2002年12月27日，国家建设部颁布了《关于加快市政公用行业市场化进程的意见》，标志着公用事业市场化进程进一步加快，民营资本与外资可以进入市政公用行业；在2002年3月4日新修改的《外资投资产业指导目录》中，也将原来禁止外商投资的燃气、热力、供排水等城市管网首次列为对外开放领域，并对其他领域的投资进行了不同程度的放宽。国家对相关行业投资条件的放宽，致使在上市公司并购中，目标公司的行业分布越来越广泛。

(2) 行业凸现的投资机会

我国企业目前普遍规模不大，行业集中度小，往往只有夕阳企业，没有夕阳行业。我国上市公司大都是在某一方面具有相当的优势，因而任何行业的上市公司，在我国都有整合发展的机会。加入世贸组织以后，上市公司收购方可以利用自身的比较优势，设计投资策略，结合国情，利用国际市场优点，进行自我发展。此外，由于我国各地的差异性较强，各行业中的上市公司存在地区资源优势，如包括自然资源，也包括劳力资源和资金资源等，企业依靠自己所在的地区资源优势制定自己的发展战略，是比较现实的，可以花比较少的力气而获得较大的成功。基于上述分析，我国各行业都存在较大的投资机会，都存在被收购的可能，因而导致在我国上市公司并购市场中，目标公司行业分布非常广泛。

(3) 民营经济与外资实力日益强大

在国家抓大放小的政策导向下，国有资产主要有二个流动方向：一是在同类国有资产形态中积聚，促使其规模越来越大，如中国一汽以14.21亿元并购天津汽车；二是从一种国有

资产形态向另外一种国有资产形态中转变，如福建国力民生科技投资有限公司收购闽福发(000547)。但国有资产在相应行业的退出过程中需要有对等的力量来承接。改革开放 20 年以来，我国已经形成了一批有实力的强势企业。多年的资本市场磨炼，使我国并购投资者的操作实力也越来越强，如上海复兴企业系以 16.5 亿元收购南钢股份等；此外国家鼓励外资以并购方式对我国进行投资，这两方面的原因导致非国有经济的实力越来越大，从而使国有资产能够在各行业中都有退出的可能。

(二) 目标公司业绩分布广泛

1. 目标公司业绩分布广泛的现象

分析 2003 年上市公司收购市场中的目标公司业绩情况，可以发现，从绩优到绩差，2003 年度被收购的上市公司都有分布（见表 2）。

表 2 目标公司业绩分布

代码	简称	主营	新控制方信息名称	原控制方名称	上市公司业绩表现
000541	佛山照明	照明器材	广州市真善美电气有限公司	佛山市国资办	5 年平均投资分红率 9.55%，5 年平均股股东权益增长率 14.86%
600887	伊利股份	食品饮料	金信信托投资股份有限公司	呼和浩特市财政局	5 年平均投资分红率 6.30%，5 年平均股股东权益增长率 26.77%
000013	ST 石化	石化产品	广州普力奇通信投资有限公司	深圳石化集团有限公司	股东权益为负 22 亿
600698	ST 轻骑	摩托车	山东三联集团公司	济南国资局	到 2003 年 6 月 30 日，公司账面总资产 7.68 亿元，负债 21.87 亿元，被提起诉讼 204 起，标的额 6 亿元，已进入执行程序的逾 5 亿元
000498	* ST 丹化	纺织	福建升汇纺织集团公司	辽宁丹化集团公司	丹化集团的银行长、短期贷款约 14 亿元，资产负债率接近 100%，2002 年净资产收益率 - 23.69%

注：上述数据计算到 2002 年底。

2. 目标公司业绩分布广泛的原因

在 2003 年我国上市公司并购市场中，为何目标公司业绩分布广泛？我们认为，其中的原因有二：一是因为国有资产退出的政策主导，二是因为收购方并购理念的变化。

(1) 国有资产退出的政策主导

我国国有经济分布面过宽、整体素质不高、资源配置不合理，所以需要调整国有资本布局。将国有资本从一般竞争性行业退出，并逐步集中到关系国家安全和国民经济命脉的重要

行业和关键领域，这是十五大以来国有经济战略性调整的基本策略。国有资产在退出竞争行业的策略指导下，绩优公司或者需要通过整合国内外资源做强做大，或者需要国有资产的高位变现，如佛山照明（000541）、伊利股份（600887）等；绩差公司需要通过并购重组恢复生机，实现国有资产保值增值，如 ST 石化（000013）、ST 丹化（000498）等。因此，无论绩优公司还是绩差公司都有被国资部门出售的可能。

（2）收购方并购理念的变化

在前几年的上市公司收购中，一般的收购理念主要是为了收购上市公司的“壳”，并不看重上市公司中的业务，以及上市公司本身业务的未来赢利能力。但现在，我国上市公司收购方的理念部分向“买仁”方向转变，即收购上市公司不仅是为了“买壳”，而且是为了获得上市公司本身业务的价值。因而在 2003 年中，即出现了大量的诸如燕京啤酒收购惠泉啤酒、东盛科技收购潜江制药、真善美电气收购佛山照明等优质上市公司的现象，收购上市公司是为了产业整合，或获得投资价值，这种上市公司收购的理念称为战略性并购。战略性并购是西方成熟市场中的主要并购类型，西方的实践证明，战略性并购是行业资源整合、企业快速发展最有效的手段。前几年，战略性并购尚处于言论阶段，到 2003 年，战略性并购大行其道。

在我国上市公司中，由于企业的技术、产业的周期性、企业产业转型与市场适应能力等多方面原因的影响，资产置换式的财务性并购在我国有一定的市场。上市公司收购的目的是为了上市公司这个“壳”，收购方在收购上市公司以后，将本身的资产注入上市公司，从而达到自身资产上市的目的。所以，在 2003 年也出现了 ST 石化（000013）、ST 原宜、蜀都 A 等大量业绩不好的上市公司被收购的现象。

特点二：并购主体变化快

并购主体是指具备合格的收购国内上市公司的法律地位，拥有实际履约能力的自然人或企业法人。在 2003 年我国上市公司并购市场中，并购主体变化很快，主要体现在如下三方面：一是外资并购快速发育，二是上市公司 MBO 悄然潜行，三是民营并购大幅增长。

（一）外资并购快速发育

1. 外资并购快速发育的现象

2003 年 1 月 3 日，以花旗银行海外投资公司收购浦发银行（600000）5% 的股权为标志，拉开 2003 年外资收购国内上市公司股权的序幕，全年外资披露并购上市公司的数量得到大幅增长，增幅为 500%（见表 3）。

表3 历年外资并购国内上市公司数量

	1995年	1996年	1998年	1999年	2000年	2001年	2002年	2003年
数量(家)	3	1	1	3	3	3	2	12

注：外资并购上市公司数量中，含外资成为上市公司第二大股东的数量，并购数据统计到2003年12月25日。

2. 2003年外资并购特点

分析2003年外资收购国内上市公司情况（见表4），可以发现，2003年外资收购国内上市公司具有三大特点，收购方大多来自港资、收购目的以产业并购为主、收购溢价率较高。

表4 2003年外资收购国内上市公司情况

公司代码	公司简称	公司主营	收购方名称	收购方主营	收购方地区	控股比例	出让方名称
600000	浦发银行	银行	花旗银行海外投资公司	银行	上海	5.00%	上海国有资产经营有限公司
000810	华润锦华	纺织原料	华润轻纺(集团)有限公司	纺织	香港	51.00%	中国华润总公司
000950	民丰农化	农药	国泰颜料(中国)有限公司	涂料	英属维尔京岛	58.80%	重庆化医控股(集团)公司
600607	上实联合	综合	ShanghaiIndustrial-IYKB LIMITED	不祥	香港	56.63%	上海上实(集团)有限公司
600595	中孚实业	金属加工	EverwideIndustrial-Limited	实业投资	英属处女岛	44.18%	巩义市人民政府
000521	美菱电器	电器制造	顺德格林柯尔企业发展有限公司	制冷设备	广东	20.03%	美菱集团公司
600182	*ST桦林	橡胶制造	佳通轮胎(中国)投资有限公司	橡胶制造	新加坡	44.40%	桦林集团公司
000958	东方热电	供热	汉博和汉博有限公司	投资	加拿大	58.19%	石家庄东方热电集团公司
600662	强生控股	汽车出租	香港国中控股有限公司	生物	香港	12.87%	强生集团公司
600135	乐凯胶片	胶片生产	柯达(中国)投资有限公司	胶片生产	上海	20%	乐凯集团公司
600132	重庆啤酒	啤酒	苏格兰·纽卡斯尔啤酒股份公司	啤酒	苏格兰	19.51%	重庆啤酒(集团)有限公司
600213	亚星客车	汽车	扬州格林柯尔创业投资公司	实业投资	江苏	60.67%	江苏亚星客车集团公司

(二) 外资并购国内上市公司的主要特点

1. 收购方大多来自港资

收购方大多来自港资（指收购方的注册地在香港），或者外国资本在国内注册的投资公司。在2003年外资收购国内上市公司中，有的收购方注册地点在香港，如在华润轻纺（集团）有限公司收购华润锦华（000810）案例中，华润轻纺（集团）有限公司的注册地在香港。

2. 以产业并购为主

产业并购的主要特征就是收购方与目标公司主营业务相同或相近。在2003年外资并购的案例中，将近有70%的上市公司收购方主营与上市公司的主营业务一致（见表4）。如在柯达（中国）投资有限公司收购乐凯胶片（600135）案例中，柯达（中国）投资有限公司的母公司主营胶片生产与投资，乐凯胶片的主营也是胶片生产经营。

3. 收购溢价率高

收购溢价率 = (上市公司每股转让价格 - 每股净资产) / 每股净资产 × 100%。随着上市公司并购规模的扩大，国内上市公司非流通股转让平均溢价率从1997年的33.96%，下降到2002年的10.71%，但在2003年外资收购国内上市公司的市场上，国有股转让却普遍出现高溢价率的现象（见表5）。

表5 国有股高溢价率向外资转让案例

2003年2月13日，华润锦华（000810）控股股东中国华润总公司与华润轻纺（集团）有限公司签署了《股份转让协议》，将所持公司6612.3万股国有法人股转让给华润轻纺，股份转让价款为163522179元，即每股转让价为2.473元人民币，全部以现金方式支付。股权转让完成后，香港华润轻纺（集团）有限公司持有华润锦华（000810）6612.3万股，占总股本的51%，股权性质为境外法人股。2002年末期华润锦华调整每股净资产为1.41元/股，与之相比，国有股转让溢价率为75.39%。

乐凯胶片案例

2003年10月29日，柯达投资与柯达中国协议受让乐凯集团持有的乐凯股份（600135）20%的股份，受让价格为每股价格8.3元人民币，转让完成后，柯达公司将成为乐凯股份的第二大股东。2002年年底，乐凯股份的每股净资产为2.840元/股，股权转让价与之相比，其溢价率为192.25%。

(三) 外资并购快速发展及其特点的成因

由于国有股转让缺少有效的定价机制，以及流通股与非流通股存在二元结构性的天生缺陷，因而在国有股向外资转让方面，舆论界议论纷纷，并提出要“堵住国家股减持的四个‘管涌’”。但就在这种舆论压力下，外资并购在2003年还是得到快速发展，为何？我们的观点是：在政策上，外资并购的对外开放是其快速发展的诱因；在经济上，并购整合的发展规律是外资并购特点形成的内因。

1. 对外资开放并购市场的政策

随着我国经济与世界经济的日益融合，世界经济一体化趋势不可阻挡，世界经济融为一体发展的有效途径是产业并购与整合。在过去的10年中，跨国并购逐渐取代了“绿地投资”成为了世界上最重要的外国直接投资（FDI）方式。1995年，跨国并购总价值达到当年全球FDI流量的50%，而到了1999年，这个比例已经升高到80%以上。跨国并购不仅成为发达国家之间直接投资的主要方式，在发展中国家FDI流入中的比重也不断提高。与此成鲜明对比的是，截止到2000年，中国累计利用外资高达3467亿美元，但其中仅有不到5%是通过跨国并购（cross-border M&A）的方式完成的。为加速利用外资，加快融入世界经济的步伐，政府再次开放国内并购市场。有关部门于2002年和2003年先后颁布了《外商投资产业指导目录》（2002）、《关于向外商转让上市公司国有股和法人股有关问题的通知》、《利用外资改组国有企业暂行规定》、《关于加强外商投资企业审批、登记、外汇及税收管理有关问题的通知》和《关于外国投资者并购境内企业股权有关税收问题的通知》等一系列法律法规，用于规范和促进我国的外资并购。在政策上，外资并购在我国规定的领域被允许，因而在2003年，外资并购国内上市公司的数量有了一个直线式增长。

2. 并购整合的内在规律

西方成熟市场的5次并购浪潮表明：在经济发展过程中，并购整合的目标是为了资源的有效利用，以及获得产业发展上的规模效应，因而一般以产业并购为主。产业并购不注重短期利益，它具有较长的产业运作期限和全球一体化发展的战略眼光。外资以并购方式快速进入我国，其目的就是为了利用中国资源的比较优势，在我国获得消费市场，进而在全球获得更大的发展机会，所以产业并购成为外资进入中国并购市场的首选。这就是在外资并购大门打开之后，2003年外资并购市场上的产业并购占大多数的主要原因。

由于地域与文化的不同，为了在中国进行产业并购，并对并购风险进行控制与管理，首先要了解中国的产业、中国的文化、中国产业中各个目标公司的优劣势以及具备的产业投资发展机会。而在这方面，港资或在大陆设立产业投资公司的外国企业可谓是“近水楼台先得月”，他们相对了解值得投资产业中的企业目标，在国内进行产业并购中具有得天独厚的比他人先行一步的条件，所以在2003年外资并购市场中，港资（包括在大陆设立产业投资公司的外国企业）成为大多数。

在产业并购中，外资对于目标公司的定价完全不同于我国上市公司并购。产业并购中的目标公司的定价除了考虑基于一个历史时点账面有形的净资产以外，更注重目标企业管理资源、技术资源、市场资源、人力资源及组织资源等能够给企业带来赢利的多方面因素。因而在不同行业、不同地区、不同企业中，尽管上市公司的国有股净资产是一致的，但其价值是不同的。这就导致在外资并购国内上市公司中出现部分上市公司国有股转让溢价率奇高的现象，如在国内感光行业中，其他企业均已经被外资收购，目前只剩下乐凯胶片一家企业独撑

民族感光行业的大旗，乐凯胶片的战略价值是显而易见的。在富士与柯达争购乐凯胶片过程中，柯达用 8.3 元/股购买乐凯胶片 20% 的股权，其国有股转让溢价率为 192.25%，创下了近期国有股转让溢价率的天价，此外柯达还承诺要为乐凯胶片提供生产线和一系列的技术。

(四) 上市公司 MBO 在压抑中潜行

1. 上市公司 MBO 在压抑中潜行的现象

在 2002 年，由于《上市公司收购管理办法》和《上市公司股东持股变动信息披露管理办法》的颁布，以及获财政部对部分上市公司管理层收购案例进行批复，因而市场部分人士认为，在 2003 年国内上市公司 MBO 将有一个爆炸式的大发展，具体情况如何？在 2003 年 1 月~8 月底，上市公司披露进行管理层的只有全兴股份（600779）一家；从 2003 年 9 月~12 月底，有芜湖港（600575）、江苏吴中（600200）、深天地（000023）、深华强（000062）、科达机电（600499）、红豆股份（600400）、丝绸股份（000301）等 7 家上市公司披露将进行管理层的收购事项，其增长速度与本年度前 8 个月相比，出现了一种爆炸式增长的现象（见表 6）。

表 6 上市公司历年 MBO 数量比较

时间 项目	2000 年	2001 年	2002 年	2003 年	2003 年			
					1 季度	2 季度	3 季度	4 季度
并购总数(家)	103	119	164	161				7
MBO 总数(家)	1	2	5	8	1	0	0	7

2. 2003 年上市公司 MBO 的特点

在今年上市公司的 MBO 案例中，其并购方式几乎都是采用对于上市公司母公司改造进行的，如深华强（000062）的 MBO 案例（见表 7）。

表 7 深圳华强 MBO 案例

2003 年 9 月 29 日，广东省人民政府授权广东省财政厅，与深圳华强合丰投资股份有限公司、深圳华强集团有限公司管理层 10 名自然人签署了《深圳华强集团有限公司国有股权转让协议》，转让其持有的本公司控股股东深圳华强集团有限公司 91% 股权。转让完成后，广东省人民政府持有深圳华强集团有限公司 9% 的股权，深圳华强合丰投资股份有限公司持有深圳华强集团有限公司 45% 股权，深圳华强集团有限公司管理层 10 名自然人中，其中张锦墙持有 11.5%，梁光伟持有 9.2%，李烈崇、高柱荣、鞠耀明、谢芳谷、翁鸣、王建新、李国洪、方德厚分别各持有 3.1625%。

深圳华强合丰投资股份有限公司是专门为本次华强集团有限公司改制而设立的公司，成立于 2003 年 7 月 28 日，是由原华强集团有限公司员工发起设立的股份有限公司。注册资本 3 亿元人民币，公司主营业务为股权投资、投资兴办实业。

本次转让完成后，深圳华强合丰投资股份有限公司将持有深圳华强集团有限公司 45% 股权，成为深圳华强集团有限公司的第一大股东。深圳华强集团有限公司对本公司的股权比例保持不变，仍为 52.5%，为本公司的控股股东。

在上市公司的管理层收购中，采取对上市公司母公司进行改造的优点有：一是降低收购标的额，二是利于对上市公司的母体进行消化。

在对上市公司母公司进行改制或者购买母公司股权的过程中，首先是剥离收购对象的不良资产，用资产扣减相关费用，从而达到降低收购目标的标的额，如在深华强（000062）MBO案例中，到2002年9月30日，深华强集团公司经评估的国有净资产为53 949.98万元人民币，本次转让股权价格的最后确定为，按其净资产值总额的90%（即48 554.98万元人民币）为基准，扣减经各方核定的在岗员工经济补偿金、内退职工的经济补偿金、奖励金以及离退休人员管理及费用合计人民币25 999.71万元后的净资产为22 555.27万元，故该次转让91%股权的转让款合计为20 525.29万元。采用购买母公司股权的办法，可以将母公司资产从53 949.98万元人民币压缩到20 525.29万元，其优点是明显的。

在我国上市公司中，上市公司与上市公司的母公司在人财物各方面的联系是紧密的。收购上市公司母公司，将上市公司及其母公司一起纳入整合范围，一是可以理顺母子公司之间人财物问题，为今后上市公司减少与控股公司之间的摩擦创造条件，二是利于稳定安抚上市公司及其母公司的员工，利于当地的社会与治安的稳定，为收购后的整合发展创造良好的外部环境条件。

3. 上市公司 MBO 在压抑中潜行的成因

上市公司管理层收购是并购交易中的一种特殊形式，其作用是多方面的，如降低公司代理成本、明晰公司产权关系、建立更好的激励机制、企业更有效的整合与再造、提高经营管理效率等等。在政策上也是许可的，并且有《信托投资公司管理办法》和《资金信托管理办法》作为管理层收购的载体和手段，在2002年鄂尔多斯（600295）、洞庭水殖（600257）、胜利股份（000407）等先行者实施MBO榜样的示范下，2003年管理层收购在我国上市公司并购理应有一个快速发展的过程，但为何出现压抑中爆发的现象？我们的观点是：上市公司监管部门对MBO的意见是其主要原因。

2003年4月7日，《中国证券报》互动版等媒体报道：前不久，财政部在给原国家经贸委企业司《关于国有企业改革有关问题的复函》中说，相关法规未完善之前，暂停受理和审批上市和非上市公司的管理层收购，待有关部门研究提出相关措施后再做决定。其后，国资委认为：我国上市公司实施MBO的条件不成熟，其原因有三：

一是上市公司MBO是以取得上市公司的控股权为目的，所需要收购资金较大，而且管理层难以用自有资金进行，没有持有自有资金收购价款，主要靠融资取得。贷款通则规定，融资资金不得用于股本收益性投资，因此，在现行法律条件下，受法律障碍限制，管理层没有正常的融资渠道。

二是在国有企业出资人缺位及国有企业监督机制不健全的情况下，上市公司国有股出售

给管理层容易出现自买自卖，出现国有资产低价出售的情况，容易产生国有资产的流失。

三是由于我国证券市场监管机制的不健全不完善。目前上市公司内部人控制现象比较严重，大股东侵害小股东利益时有发生。因此，MBO 的结果不仅是可能继续加深内部人控制情况，而且会造成经理层利用信息不对称，利用绝对控制上市公司而损害其他股东权益的情况更加严重。

目前，国资委正在研究制定关于国有企业改制和国有经济布局 and 结构调整工作若干问题指导意见，探索上市公司国有股权向企业管理层出售的规范方法，要求各地可在一定范围内选择符合条件的中小型国有企业实施 MBO 试点，对实施 MBO 做出原则性规定后，在上述试点取得经验和在各方面条件成熟的情况下，再制定上市公司实施 MBO 的规范办法，允许上市公司实施 MBO。

但是，压抑的火山终究要爆发的。从 2003 年 9 月 10 日，芜湖港（600575）不起眼的国有股向个人转让的公告，到江苏吴中（600200）母公司改制的消息，再到深华强（000062）国有股打折出售的广泛宣传，压抑之中的 2003 年上市公司 MBO 涌动了，因而导致其后一段时间上市公司 MBO 的爆发。

2003 年 12 月 16 日，中共中央办公厅转发了国资委《关于规范国有企业改制工作的意见》，它严格了管理层收购的审批程序、委托权限、参与权限以及资金来源等。2003 年第四季度短暂爆发的上市公司管理层收购又安静了。

（五）民营并购大幅增长

1. 民营并购大幅增长的现象

在 2003 年以前，在可以明确的上市公司并购主体中，国有企业是民营企业的 1 倍 ~ 3 倍，而到了 2003 年，就收购主体的性质而言，国有企业与民营企业收购上市公司的数量相差不多（见表 8），相对而言，民企并购出现了大幅增长。

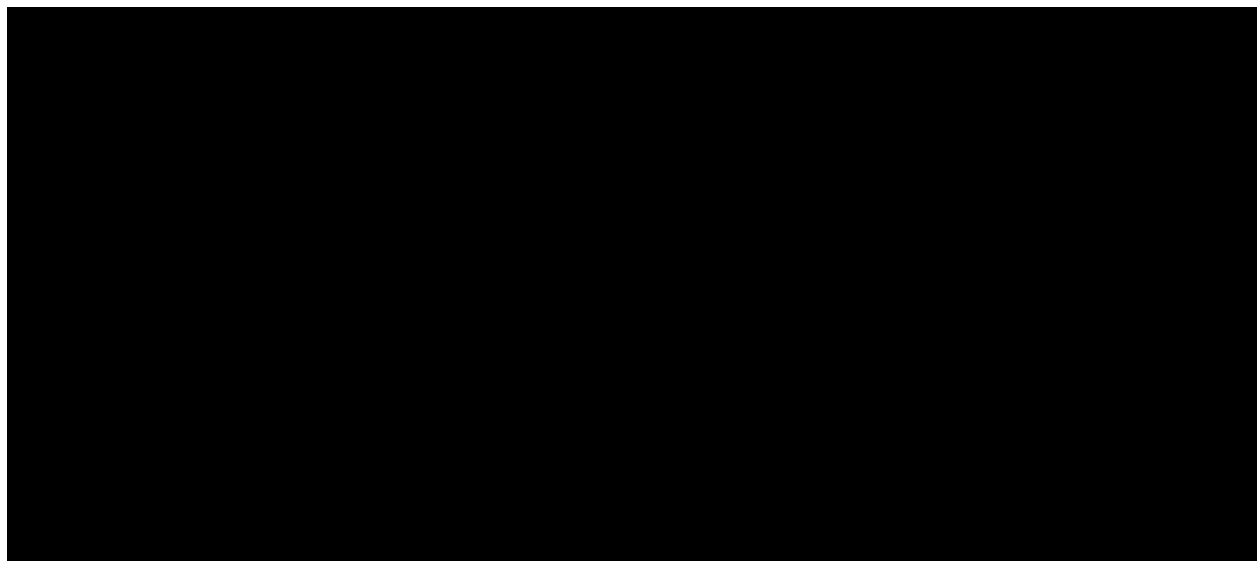


表8 国企、民企收购上市公司统计

买家性质		时间						
		1997年	1998年	1999年	2000年	2001年	2002年	2003年
国有企业买壳	数量(家)	21	34	53	64	75	82	76
	比例(%)	63.6%	48.6%	63.1%	62.1%	63%	48.8%	47.5%
民营企业买壳数量	数量(家)	7	15	18	30	35	57	85
	比例(%)	21.2%	21.4%	21.4%	29.1%	29.4%	33.9%	52.5%
国有企业买壳数量/民营企业买壳数量		3.0	2.3	2.9	2.1	2.1	1.4	0.9
企业性质不明买壳数量	数量(家)	5	21	13	9	9	29	
	比例(%)	15.2%	30%	15.5%	8.8%	7.6%	17.3%	
当期上市公司并购总数(家)		33	70	84	103	119	168	161

注：上述数据统计截止到2003年12月25日。

2. 民营并购大幅增长的成因

(1) 政治上的地位肯定

中共十六大报告提出了两个毫不动摇：必须毫不动摇地巩固和发展公有制经济，必须毫不动摇地鼓励、支持和引导非公有制经济发展，不能把这两者对立起来。并提出要“充分发挥个体、私营等非公有制经济在促进经济增长、扩大就业和活跃市场等方面的重要作用。放宽国内民间资本的市场准入领域，在投融资、税收、土地使用和对外贸易等方面采取措施，实现公平竞争。依法加强监督和管理，促进非公有制经济健康发展。完善保护私人财产的法律制度”。把民营经济和国有经济放在一起构成我国的基本经济制度，这从思想上、法律地位上大大提高了民营企业的身份，从而利于其发展。

(2) 能力上的实力强劲

改革开放20年以来，我国民营经济的实力日益强大，以上海市民营经济为例，2002年上海私营企业产销额就达3016亿元人民币，比上年增长10.6%。2002年获得外贸经营权的私营企业有1904家，比上年增长近8倍，全年私营企业出口总额超过3.27亿美元，比上年增长7倍。在上缴税收方面，2002年上海私营企业上缴税收155.7亿元，较上年增长57.2%，占上海全市税收总数的10.76%，增长幅度大大高于其他所有制企业；在社会就业和再就业方面，上海私（民）营经济成为吸纳就业、再就业的主要力量，至2002年底，其中私营企业从业人员就已经达到250.6万人，较上年增长26.7%。每3个上海在职职工中，就有1个在民营企业工作。在蓬勃发展的民营经济中，已经形成了一批有实力的强势企业。多年的资本市场磨炼，使我国并购投资者的操作实力也越来越强，如上海复兴企业系以16.5亿元收购南钢股份。

(3) 成功者的榜样借鉴

实践证明，许多民营企业通过上市公司收购过程以及以后的整合发展，取得了巨大的成功，如德隆系、复星系、东盛系等。这些成功的榜样激励后续的民营企业并购方不断努力前行。我们可以公司市值反映公司价值的一个方面，德隆系所属的两家上市公司并购前后的价值对比（见表9）。

表9 新疆德隆并购重整后的两家上市公司价值对比

单位：亿元

主要指标 股票名称	并购前(1996.12.31)			并购后(2003.11.13)			
	总股本(万)	股价(元)	公司市值	总股本(万)	股价(元)	公司市值	价值增长(%)
湘火炬(000549)	9724	4.45	4.327	93628.66	11.59	108.52	2407.97
合金股份(000633)	5168.5	12.5	6.461	38510.64	29.31	112.87	1646.94

注：公司市值为公司股价与总股本的乘积

特点三：并购效率在提高

并购效率是指一个地区在单位时间内并购双方达成交易的数量，或并购双方达成交易以后被主管部门审批所需要的时间。上市公司的并购效率是由并购双方交易方案的合理性、社会资源的整合能力等综合因素决定的。在2003年我国上市公司并购市场中，并购效率全面提速，其主要表现在如下两个方面：一是上市公司并购处理批量化，二是上市公司国有股转让审批效率提高。

(一) 并购效率提高的现象

1. 上市公司并购批量处理的现象

在2003年，中央与地方企业都出现上市公司进行批量重组的现象，如航空工业系统的部分上市公司被批量重组，这些上市公司重组前后的控股股东变化见表10；2003年4月，上海市政府对其所属的商业类、旅游类上市公司进行了批量重组（见表11）；2003年9月，在“深洽会上市公司的国有股权转让招商活动”预备会议上，湖南省准备把所有上市公司的

表10 航空工业部分上市公司批量重组情况

股票代码	公司简称	重组后控股股东	重组前控股股东
600372	昌河股份	江西昌河航空工业有限公司	昌河飞机工业(集团)有限责任公司
600178	东安动力	中国航空科技工业股份有限公司	哈尔滨东安发动机(集团)有限公司
600038	哈飞股份	中国航空科技工业股份有限公司	哈尔滨飞机工业集团有限责任公司
600316	洪都航空	江西洪都飞机工业有限公司	江西洪都航空工业集团有限责任公司