

胸怀天下，经世济民

东方高圣投资顾问公司首席执行官·陈明建

时下正是人气旺盛的大片《英雄》票房持续走红的时候，作为并购中人，经历了诸多并购重组案例之后，看《英雄》更多的还是感念“并购重组”的威力。秦始皇13岁即王位，秦王17年灭韩，19年灭赵，22年灭魏，24年灭楚，25年灭燕，26年灭齐，39岁的秦王至此一统天下，自称始皇帝。嬴政称帝后，统一律法，统一度量衡，统一文字为小篆，发行钱币“一秦半两”，并首创万里长城。没有秦始皇“一统天下”后“重组整合协同效应”的强大背景，在《英雄》所描绘的古老的刺秦故事里，无名不是英雄，残剑、飞雪不是英雄，秦王也将背负不仁不义的古骂名，更惶论英雄了。

当前，我国资本市场正在经历新一轮的购并浪潮，运用的武器是货币与股份，没有秦始皇冷武器时代的刀光剑影，追求的效果却是共同的，那就是通过并购整合提升利益以造福天下。《英雄》带给我们的热血沸腾的感悟，正是影片对“英雄”的全新释意——重整天下是“英雄”，舍生取义也是“英雄”，只要胸怀天下，将国仇家恨、个人恩怨置之度外。每次并购背后都有极大的期盼在守候，每次并购成功都有喜悦的笑脸在绽放，每次并购失败都是断肠切肤的伤痛，《英雄》提醒了我们“英雄不论成败”的含义，所有为并购付出努力的人都是这个并购时代的英雄！《英雄》所倡导的“经世济民”的英雄理念正是东方高圣公司九项准则的第一境界原则。探求如何避免并购整合的各种陷阱，思索如何让并购整合带来更多的社会财富，也成为《中国并购评论》编者的一份“英雄”情怀。

有人预测未来十年中国并购市场的并购规模将会达到30万亿元，如果能通过《中国并购评论》系列丛书，介绍并购成败的历史经验，引进先进的并购理论与方法，把握并购市场的发展趋势，为并购效率的提高作出哪怕是百分之一的贡献，10年的《中国并购评论》系列丛书也将拥有3000亿的社会价值，我们当以豪迈的“英雄”情怀来真诚面对这份事业。

愿《中国并购评论》系列丛书成长为助益并购英雄成就伟业、造福天下的好书！



编者按：2002年11月6日，东方高圣投资顾问公司首席执行官陈明健先生在美国哈佛大学经济系作了题为《国企改革的“解放战争”》的演讲。在此次演讲中，陈明健先生认为：管理层收购（MBO）、行业购并整合、外资收购将成为未来中国并购市场发展的主旋律。此次演讲在哈佛大学引起极为强烈的反映，本书收编此篇演讲稿，并希冀有更多机会与社会各界人士共同探讨中国并购市场的发展前景。

国企改革的“解放战争”

东方高圣投资顾问公司 陈明健

影片《大决战》以对中国革命史上四年解放战争的生动记录享誉中国影坛，这部电影之所以将解放战争命名为“大决战”，我想原因在于：第一，这场战争是中国共产党和国民党主力部队间的连续大规模攻坚战，不是小股部队的局部战斗，不是游击战；第二，这场战争有扭转乾坤、决定胜负的历史伟力。中国共产党于“大决战”取胜后，尽管在南方两广、西南地区解放军持续着同国民党白崇禧、胡宗南百万大军的激战，但中国人民就已在北京举行了开国大典，中国共产党伟大领袖毛泽东同志已向世界发出“中华人民共和国成立了”的庄严宣告。这真是一场当之无愧的“成则可安天下”的“大决战”！

中共第十六次代表大会在北京召开，这将是深化经济、政治体制改革里程碑式的盛会！刚才向各位谈起了中国革命史上具有“大决战”使命的解放战争，其实，在今日之中国，一场经济改革史上具有“大决战”使命的“解放战争”正在拉开帷幕，并将会在“十六大”的照耀下登上历史舞台，这正是中国国企改革的“解放战争”。国企改革历来是中国经济体制改革的重心，回顾二十年来国企改革走过的历程，一句朴素的谚语“摸着石头过河”是其真实的写照，这种“游击战略”式的打法也是改革前期的必然选择，因为改革方向很难确认。在既以积累的改革基础和经验的指导下，中国经济改革的战略布局越来越清晰，中共十五大提出了“抓大放小”的战略思想，数量众多的中小型国企纷纷展开股改、出售、破产等系列改革创新，特别在中国一些经济发达地区，中小国企国有资本退出基本完成。现在，即将呈现在我们面前的国企改革就是中国革命解放战争式的“大决战”：其一，这是中国大型甚至特大型国有企业的深化改革；其二，改革成败决定了中国国企改革甚至经济改革的业绩，是中国把握命运与机遇的历史抉择。国企改革的“解放战争”将为世界瞩目！

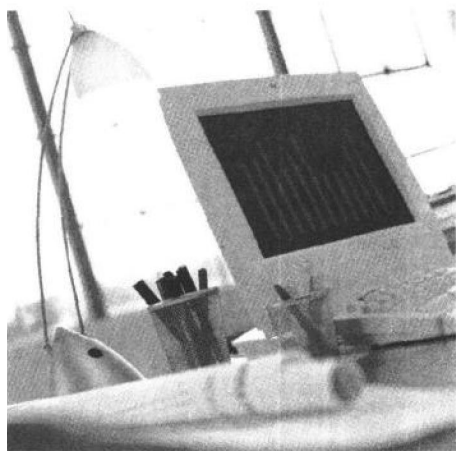
中国革命历史上的解放战争共发生过三大战役，每场战役都取得了显赫的战绩：辽沈战役使共产党的军事优势首次超过国民党；平津战役使共产党占据中国的半壁江山；淮海战役使共产党占领财经基地，彻底奠定胜利局面。中国国企改革的“解放战争”也将经过三大战役的考验，历史功勋也将由三大战役而铸就：

第一场战役是转变机制。机制落后是国企与民营、外资企业在市场竞争中处于相对劣势的根源，内部股改被认为是非常有效的机制转变形式，管理层持股可根本解决企业发展动力不足的问题，中国浙江中小企业改革中管理层收购的大规模运用被经济界广泛认作是浙江经济发展迅猛的主要原因。大企业实行管理层收购难度比较大，需要地方政府和相关管理部门解放思想，认清改革意义，还需要管理层收购基金等资金来源途径的拓宽，中国几年前管理层收购涉及金额上亿元，较大规模的数近日中国北方鄂尔多斯公司管理层收购，其金额达到

4 亿元。此外，特大型企业可实行持股、期权等作为管理层收购的重要替代选择。实践表明，这些改革对机制改善效果极为明显。

第二场战役是强化行业优势地位。企业机制转变后，下一步就是强化行业话语权地位问题，时间最短、成本最低的方式是进行行业整合。强势企业整合弱势企业难度不大，但强势企业之间的联合却会因双方对控制权利益的争夺而很难实现，但是如果机制转变战役打得好，大国企 CEO 们已经拥有持股股东利益，行业整合、做大做强的成功概率将会迅速提高。推动西方社会大规模行业整合的动力也正是股东价值最大化，这也是中国的现实选择。中国曾有几个省曾想把省内钢铁工业整合成“航母”级企业，但未能成功，根本原因是没有“机制转变”作基础，就开始了“行业整合”战。

第三场战役是国际化。根据加入 WTO 中国对国际社会的承诺，在国际规则的力量下，中国国际化发展方向将是顺势而为，与国际资本相结合的经济将愈发重要，外资并购与并购外资将呈现同时增长趋向。外资并购具有“距离产生美”的特点，因为对资产价值的外中评价方式可能相差甚远，中国的评价基于存量标准，主要注重账面净资产，如有楼房、土地、设备以及桌椅板凳的数量，而西方的评价注重的是增量，特别是现金流量水平、市场占有率等对外资并购价值发现增长贡献很大，评判标准的不同很可能产生令交易双方都惊喜的成交价格，爱默生收购安圣电器的成交价格就大大超出了中外双方的预期。最近中国外经贸部、财政部、证监会对外资并购的政策约束开始放松，外资与大型公司合并的上升通道已放开。国际大公司进入中国不是战术而是战略问题，他们要发展的是前仆后继的事业，与此同时，我们都很明白，由于欧美市场经济的不景气，中国几乎是当今灰暗世界经济的惟一亮点，中国放开跨境并购，意味着彷徨的几万亿美元国际资本找到了一条生路。中国跨境并购方式引资空间很大，尽管外资直接投资居世界第二位，但跨境并购引资与外商直接投资的比例仅为 5%，全球该比例的平均水平在 70% 以上。



现在我们看到的是，国企“解放战争”的三大战役相辅相成，每场战役都与这个时代最先进的并购形式紧密相联：转变机制用的是管理层收购，行业整合用的是战略性并购，国际化大业的实现用的是外资并购。并购是和平年代的革命，是市场经济发展的加速器。中国国企在经历这三场并购大战的“决战”后，企业价值将以十倍、百倍的速度增长，世界级企业会脱颖而出，一代霸业之基当就此奠定。

新中国由三大战役浴火重生，世人誉之东方雄狮之醒。中国国企将从为中国改革战略谋篇布局的“十六大”盛会起，由“三大并购战”浴火重生，带着凤凰涅槃而生的美丽凌翔寰宇。

1. 特点、亮点、爆发点——2002 年上市公司收购总结分析报告

东方高圣投资顾问公司吕爱兵

前 言

上市公司收购，是指收购人通过在证券交易所的股份转让活动持有有一个上市公司的股份达到一定比例、通过证券交易所股份转让活动以外的其他合法途径控制一个上市公司的股份达到一定程度，导致其获得或者可能获得对该公司的实际控制权的行為。

导致上市公司控制权改变的常用收购方式有：直接购买上市公司股权（包括国有企业之间、同一集团企业之间的无偿划拨）、通过司法拍卖获取上市公司股权、直接购买上市公司母公司的股权、对上市公司的母公司进行改造（包括合资、股份制改造、吸收合并等）。

在嬗变中规范、在创新中发展的中国上市公司收购市场，到了 2002 年有哪些特点与变化？东方高圣有幸在 1997 年加入了我国上市公司收购主战场，在总结今年并购市场之时，我们回头看看过去，纵观证券市场并购始末，细品上市公司公告信息，举力管窥上市公司并购之奥秘，期冀能描绘好 2002 年我国上市公司收购这一无形之大象。然而，一则是由于我国证券市场的特殊状况，从公开渠道获得的信息资料十分有限，难以完整地反映一家上市公司并购的真实状况；二则是由于作者的学识与并购经历所限，难以触一通二，因此本文所得出的结论仍然难以完美，甚至多有误言之处，诚若如此，敬请谅解，因为我们并无中伤并购参与者之意。

我们摘取了 2002 年上市公司并购的特点、亮点、爆发点，将这三点片段奉献给参与或者关心上市公司收购的同仁，与大家共同分享。

一、特点

分析今年上市公司收购现状，并与往年上市公司收购进行比较，2002 年我国上市公司收购市场存在规模大、溢价小、手段新、买家悄悄地变、壳公司面目异等五大特点。

特点一：我国上市公司收购规模持续扩大

2002 年 1 月 4 日，上证指数从 1643.48 开盘，延续了 2001 年的下跌趋势，在 1 月 29 日、

11月26日、12月11日、12月31日，大盘四次探底于1339.29、1353.13、1367.31、1348.71，到2002年12月31日，上证指数收盘于1357.65。与本年度证券二级市场异常低迷状况不同的是，上市公司并购市场还是一片艳阳。2002年度我国上市公司收购发展迅速，规模持续扩大。截止到2002年12月31日止，上市公司共披露172起上市公司控制权转移的并购事项，其中有四家受让双方已经解除了股权转让协议，在余下168家并购事项中，涉及国有股的上市公司控制权转移案例122起，其余为法人股的上市公司控制权转移案例，共计46起。

2002年度财政部批准了89家国有股转让案例，其中有62起是2002年度上市公司披露的控制权转移事项，其余27家为本年度以前披露的上市公司控制权转移事项。

与历年上市公司收购数量对比，2002年我国上市公司收购规模呈快速发展的态势，如表1所示。

与历年的新股发行数量相比，从2001年开始，上市公司并购数量已经超过当年新股发行上市的数量；到2002年，新股只发行69家，而本年度公布的上市公司收购数量为168家，并购的数量远远超过了新股发行，上市公司收购已经成为我国证券市场最为重要的新生力量。

表1 上市公司并购数量与证券行情、新上市公司数量比较

事项 \ 时间	1997年	1998年	1999年	2000年	2001年	2002年
上证指数最高与最低平均数 ^{注①}	1188	1269	1399	1739	1881	1545
新上市公司数量(家)	196	100	95	133	70	69
上市公司并购累计披露(家) ^{注②}	33	70	84	103	119	168 ^{注③}

注：上证指数最高与最低平均数指当年上证指数最高点与最低点两者之间的平均数。

上市公司并购披露数量指上市公司控股权转让的家数。

本年度财政部审批的、但上市公司首次披露在本年度以前，不计算在内，下同。

从上述分析数据还可以看出，我国上市公司收购市场的发展规律与证券市场上的行情不存在相关关系，在行情好的1997年、1999年、2000年，上市公司并购发展迅速，在行情不好的1998年、2001年、2002年，上市公司并购数量依然在增长。我国上市公司并购市场为何会出现这种一片高涨的独立行情？我们的观点是：

1) 强势企业发展的内在需求

改革开放二十年以来，我国已经形成了一批有实力的强势企业；几年的并购市场磨练，使我国并购投资者的操作实力也越来越强。在2002年并购市场中，在总体规模持续扩大的同时，而且在单个并购案例上，出现大量几亿元大宗交易（表2所示）；与往年相比，不但每年单笔最大的交易规模在增加，而且用现金收购的年平均交易金额在经历1998年、1999年、2000年的不到1亿元的徘徊之后，在2001年上升到1.41亿元，在2002年突升到2.02

亿元，这与 1997 年的 0.64 亿元相比，不可同日而语（见表 3 所示）。

表 2 2002 年部分大宗并购交易金额

2002 年 10 月 15 日，鄂尔多斯（600295、900936）公告称，公司第一大股东内蒙古鄂尔多斯羊绒集团公司进行整体改制，鄂尔多斯市国有资产管理局根据有关文件精神与东胜东民羊绒实业发展有限责任公司签定了股权转让协议，将鄂尔多斯国有股全部转让给东民公司，转让价格为 4 亿元。
2002 年 11 月 16 日，第一大股东宁城县国有资产管理局（甲方）与北京鹏泰投资有限公司（乙方）于 2002 年 11 月 12 日签署了《国有股份转让协议书》，宁城县国有资产管理局向乙方转让其所持有的公司国有股 216 993 936 股，占公司总股本的 71.1%，以经审计调整后的每股净资产值为双方股权的转让价格，股权转让金额为 4.53 亿元。
2002 年 9 月 5 日，湘酒鬼发布公告称，公司第一大股东湘泉集团拟将所持有的湘酒鬼国有法人股向湖南成功集团转让 8800 万股，向湖南涌金投资转让 6655.55 万股，每股转让价为 4.01 元，股权转让金额为 6.198 亿元。
2002 年 9 月 27 日，浦东不锈（600748）第一大股东上海三钢有限责任公司和第二大股東上海宝钢集团公司拟将所持公司全部国有法人股 34 567.1808 万股（占 58.83%）及国家股 8489.9814 万股（占 14.45%）转让给上海上实（集团）有限公司。转让后，上海上实将持有公司 43 057.1622 万股股份（占公司总股本的 73.28%），成为公司新的第一大股东，转让价格确定为每股 2.66 元，股权转让总价为 11.45 亿元。

表 3 历年并购交易额比较

案例		时间					
		1997 年	1998 年	1999 年	2000 年	2001 年	2002 年
并购个案	目标公司代码	600606	600665	600190	600609	000921	600748
	案例名称	上海房地并购嘉丰股份	上海五钢并购沪昌特钢	东方集团并购锦州港	沈阳汽车并购一汽金杯	格林柯尔并购科龙电器	上海上实并购浦东不锈
	交易金额（亿元）	1.71	5.82	3.42	4.35	5.66	11.45
年平均	有效样本数（家）	24	42	47	52	68	71 ^注
	金额（亿元）	0.64	0.91	0.91	0.95	1.41	2.02

注：在 2002 年直接购买上市公司股权的额案例中，标明价格的只有 87 家，有效样本只有 71 家，有效样本指并购前壳公司每股净资产大于 1 元的公司，下同。

青山遮不住，毕竟东流去。强势企业的发展有其内在的规律性，他们的并购投资行为与股票市场行情的关联度不大，不管大盘如何跳上冲下，不管证券二级市场如何涨涨跌跌，强势企业的内在需求要求他们去整合、去利用社会资源，达到不断提升自我竞争实力之目的。这就是我国上市公司并购总体规模、单一规模、平均规模不因行情变化而日益壮大的根本原因。

2) 非股票支付手段

在并购过程中，由于我国并购投资者采用非股票支付手段，所以其投资金额与股票市场行价格关联度不大，不因行情下跌而缩水，最终导致并购市场我行我素，依其自身发展规律而变化。非股票支付手段是我国并购市场不受证券行情影响的外因之一。

3) 证券市场的变化

经过几年的发展，对于并购的目标公司市场来说，我国证券市场已经发生了深刻地变化，其一是证券市场上的上市公司大多数不再是袖珍股；其二是融资的通道制，从长远来看，并购除了相中壳公司的业务以外，依靠上市公司融资依然是并购的动因之一，而融资的通道制使能继续融资的上市公司变得有限，在有限的上市公司中，股本结构大的公司则有优势。证券市场的这种变化成为我国上市公司并购平均规模日益壮大的外因之二。

随着我国上市公司收购的总体规模日益壮大，在社会资源整合与再分配方面，上市公司并购所起的作用越来越大。

特点二：壳公司平均转让溢价率持续走低

在目前的中国资本市场，上市公司的壳资源仍具有稀缺性，因此，对于那些需要通过上市公司并购，实现企业自身发展战略的企业来说，与壳公司拥有者就壳公司转让问题进行讨价还价，因此而产生了壳公司转让溢价率。壳公司转让溢价率是指以壳公司每股净资产（净资产为负值的除外）为基础，壳公司每股转让价与壳公司每股净资产的差额，与壳公司每股净资产的比率。

在上市公司并购规模持续扩大的 2002 年，壳公司的转让溢价率有什么变化？我们通过有效的样本选择与分析可知（见表 4），本年度壳公司平均转让溢价率只有 10.71%，成为历年壳公司平均转让溢价率之最低。

表 4 壳公司平均转让溢价率分析表

案例	时间	1997 年	1998 年	1999 年	2000 年	2001 年	2002 年
		购买上市公司股权	总数量（家）	26	46	46	68
		标明价格数量（家）	—	—	—	—	87
溢价率计算	数量（家）	23	44	42	40	35	71
样本	占标明价格家数的比例	—	—	—	—	—	81.6%
平均转让溢价率（%）		33.96	29.29	23.89	20.1	11.6	10.71

说明：1. 1997—2001 年的平均转让溢价数据来自韩建军、韩楚《非流通股协议转让溢价率实证研究》（《并购季刊》2002 夏季号，东方高圣投资顾问公司）。2. 表中“—”表示数据欠缺。

从上述分析表还可以看出，尽管我国并购投资者的实力越来越强，但从 1997 年到 2002 年，我国上市公司的平均转让溢价率却在持续走低，原因何在？我们的观点是：

1) 国有股转让的要求

对于股权转让的价格，目前并无公认的标准，惟一的准则即是（国资企发 [1997] 32 号）文件规定：“股份有限公司国有股股东行使股权时，转让价格不得低于每股净资产”，上市公司的国有股转让，其转让价格不得低于每股净资产，否则财政部将不予审批或予以矫正，在 2002 年并购市场中，此类情况的典型见表 5。

表 5 财政部的一支笔，中路多付二千万

2001 年 7 月 20 日，上海永久（600818）发布公告，大股东上海轻工控股集团与上海中路（集团）有限公司签订《股权转让协议书》，上海轻工以 0.0692 元/股的价格向中路集团转让上海永久国有股 14 364 万股，占公司股本总额的 54.07%，转让总金额为 993.99 万元，转让以后中路集团将成为上海永久第一大股东。

这么低的股权转让价格在沪深上市公司的股权转让中堪称“地板价”，在中路集团与上海轻工控股集团签订《股权转让协议书》后，中路集团对 ST 永久实施重组计划。但是，ST 永久转让的是国有股，而“中路实业”是完全的民营企业，完成股权转让后，股权性质将由“国有股”变更为“社会法人股”，股权转让协议能否得到财政部审核批复？

2002 年 10 月 8 日，ST 永久（600818、900915）发布公告称，公司收到财政部有关文件，财政部同意第一大股东上海轻工控股（集团）公司将其所持公司国家股中的 14 364 万股（占公司总股本的 54.07%）转让给上海中路（集团）有限公司，但在转让价格上，却要求以 2001 年末经审计的每股净资产 0.2372 元为准，转让金额为 3407.14 万元。

财政部的一支笔，中路多付 2413.15 万！

2) 政策以外，低价成交

对于法人股，或者国有企业控制的法人股，其股权转让价格不受政府监管，成交价格由市场交易双方确定，因而出现折价交易的现象。此类情况的典型如表 6、表 7 所示。

在 2002 年并购市场中，捷利股份以股权折价 66.98% 成交而获得本年度溢价率最低；尽管湖南大学将湖大科教（600892）的母子一起打包，作价 400.2 万元，但不符合溢价率的计算规则，因而无缘参与本年度溢价率最低评比。

表 6 捷利股份股权转让案例

2002 年 6 月 8 日，捷利股份（000996）第一大股东哈尔滨嘉利科技发展有限公司与北京恒利创新投资有限公司签订了股权转让协议，将其持有的本公司部分法人股 2080 万股转让给北京恒利创新投资有限公司，转让价格为 1.20 元/股。股权转让后，嘉利科技仍持有本公司法人股 3220 万股，占总股本的 28%。北京恒利原持有本公司法人股 1200 万股，此次受让股权后，共计持有公司法人股 3280 万股，占总股本的 28.52%，成为公司的第一大股东。捷利股份的历年主要财务状况如下：

续表

	2001年	2000年	1999年度
主营业务收入(元)	187 993 590.000	219 051 533.920	218 487 175.450
净利润(元)	13 452 981.070	24 633 266.410	22 595 808.640
调整后的每股净资产(元)	3.634	3.537	1.475
净资产收益率(%) (加权)	3.241	11.013	19.590

按 2001 年的年报资料, 壳公司转让溢价率 = (每股转让价格 - 每股调整后的净资产) / 每股调整后的净资产 = -66.98%。

表 7 石劝业案例

2000年3月23日, 石劝业(600892)第一大股东河南思达科技(集团)股份有限公司将其持有的公司法人股1492.7万股, 占总股本的29.56%, 转让给湖南大学百泉集团公司, 每股转让价格为人民币2.00元。转让完成后, 湖南大学百泉集团公司成为石劝业第一大股东, 其后, 将石劝业更名为湖大科教。

湖南大学百泉集团公司是湖南大学下属的一家全民所有制企业, 公司注册资金1.08亿元。公司主要经营范围为技术开发、转让、培训、咨询服务; 机电、化工、环保节能、土木工程建筑设计和工程承包; 经销与技术开发、工程承包相关的配套产品、设备、材料。

2002年8月9日, 湖大科教(600892)发布公告称, 湖南大学与中国泰盛投资控股有限公司签订《合作协议》, 拟将百泉集团公司改制为由中国泰盛投资控股有限公司控股的有限责任公司, 改制后的百泉有限责任公司注册资本6000万元人民币, 中国泰盛投资控股有限公司持有93.33%的股权, 湖南大学占有6.67%的股权。

湖南大学百泉集团公司, 注册资金1.08亿元, 并持有湖大科教1492.7万股, 评估作价400.2万元。

市场就是市场, 无论是捷利股份(000996)折价66.98%转让, 还是湖大科教“地板价”(400.2万元)作价, 只要交易双方愿意即可成交, 都有其存在的理由。但是上市公司大股东这种折价与超“地板价”的交易可能会给二级市场广大中小投资者带来极大的不满, 因为捷利股份在2002年6月7日的收盘价为14.62元, 2002年8月8日, 湖大科教的收盘价为17.81元。

3) 囤积居奇, 高价待售

正是因为在我国企业上市困难, 上市公司的大股东, 一旦准备出售, 也就将其视为奇货, 高价待售。在2002年并购市场中, 此类情况的典型如表8所示。

4) 价值回归

无论是把上市公司囤积居奇, 高价待售, 还是将上市公司折价、超“地板价”转让, 那么在什么幅度内的上市公司股权

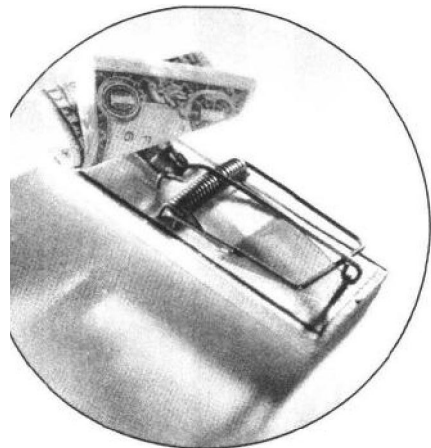


表 8 本年度较高溢价率转让的部分公司

壳公司信息				新控制方信息	原控制方信息	交易信息	
代码	简称	配股资格	每股净资产(元)	名称	名称	每股成交价(元)	溢价率
000861	茂化永业	无	3.33	中智投科技公司	茂名市财政局	4.8	44.14
000603	威达医械	无	1.16	东莞市三元工贸实业总公司	揭西县粗坑水电发展公司	1.67	43.97
600118	中国泛旅	无	1.442	北京航天卫星应用总公司	中国旅游商贸服务总公司	2.1	45.63
600681	诚成文化	无	1.76	湖南出版集团有限责任公司	海南诚成企业集团有限公司	2.553	45.06
000635	民族化工	无	0.84	宁夏英力特电力集团公司	宁夏民施化工集团公司	1.6	90.48
600749	西藏圣地	无	0.994	国风集团有限公司	无锡赛诺资产管理中心	2.15	116.30
600748	浦东不锈	无	1.79	上海上实(集团)有限公司	上海三钢有限责任公司	2.66	48.60
600728	新太科技	无	3.974	广州新太新技术有限公司	辽宁大连海洋渔业集团公司	5.871	47.74
000611	民族集团	无	1.303	时代集团有限公司	内蒙古鑫源控股有限公司	1.92	47.35

转让溢价率是合理的？国有股权转让有财政部的硬性规定，市场有其合理性。从表 2 可以看出，在 2000 年以前，壳公司平均溢价率在 20% 以上，主要原因一是当时上市公司并购规模较小，二是上市公司并购往往导致二级市场巨大的升值效应，可以获取收益，三是在并购以后的资产重组中监管不严，大股东的获利机会多；而在 2000 年以后，壳公司转让平均溢价率从 20% 以上剧降到 2001 年、2002 年的 11% 左右，则是由于上市公司并购规模扩大，尤其是上市公司并购在二级市场不再有短期大幅度的升值效应，其次是证监会监管力度加大，使并购以后在资产重组方面获利空间变小；所有上述因素必然要求并购者在买壳时降低购买成本，最终导致壳公司平均转让溢价率合理地进行价值回归。

特点三：上市公司收购手段在嬗变中创新

获取上市公司控制权以及对上市公司实施并购是通过一系列手段实现的。随着我国证券市场的发展，上市公司并购规模不断扩大，上市公司的收购手段在嬗变中不断创新。今年新见的上市公司并购手段有上市公司母公司股改以及吸收合并。常用上市公司并购手段有协议转让股权、国有企业之间无偿划拨股权、通过司法拍卖获取上市公司股权、直接购买上市公司母公司的股权等。前几年少见的并购手段介绍如下：

1. 通过母公司改制获得控制权

通过对上市公司母公司的注册资本、股权结构等方面进行改变，改变上市公司母公司的控制权，从而达到转移上市公司控制权的并购方式称为上市公司母公司改制，如湖大科教、鄂尔多斯、浙江医药、综艺股份等，在 2002 年并购市场中，此类情况的典型见表 9。

表 9 浙江医药通过股改改变实际控制人

2000年9月5日,“浙江医药”(600216)公告,浙江省仙居县资产经营公司将所持本公司国有法人股中的2077.2万股转让给新昌县国有工业总公司,双方商定每股转让价格为2.70元。新昌县国有工业总公司注册资本9446.05万元,法定代表人:陈丁宽。

2002年9月20日,“浙江医药”(600216)公告,接公司第一大股东原新昌县国有工业总公司通知,该公司已改制变更为有限责任公司,新公司名称为新昌县昌欣投资发展有限公司,注册资本为人民币6925.61万元,法定代表人:张正义。

母公司改制了,公司名称变了,注册资本变小了,法定代表人变了。

2. 通过吸收合并获得控制权

通过与上市公司母公司的股东合作,将上市公司母公司的股权折算成并购方之收购主体的股权,上市公司原来母公司被注销,这种转移上市公司控制权的并购方式称为吸收合并,如北京博奥生物芯片有限责任公司通过吸收合并控股万东医疗(600055),宁波富邦控股集团有限公司吸收合并宁波市第三运输公司以控股ST甬富邦(600768)。在2002年并购市场中,此类情况的典型见表10。

表 10 北京博奥生物芯片公司吸收合并万东医疗

2002年3月31日,万东医疗(600055)发布公告,北京博奥生物芯片有限责任公司与北京医药集团有限责任公司就对本公司控股股东北京万东医疗装备公司进行重组,于2002年2月28日正式签订协议书,本次重组采取吸收合并方式,博奥公司对万东公司进行整体吸收合并,承担万东公司的全部债权债务和现有在职职工等其他企业要素,取消万东公司企业法人资格。此次重组以万东公司经审计评估后的净资产为基准,在抵扣人员安置费用和对非经营性资产进行剥离及抵扣非经营性资产代管费用后的经营性资产作为医药集团对博奥公司的出资投入到博奥公司成为博奥公司的股东,博奥公司相应增加注册资本。由于公司的控股股东为万东公司,万东公司的经营性资产被医药集团作为出资投入到博奥公司后,万东公司依法取消法人资格,届时博奥公司成为公司的控股股东,持有公司股份7200万股,占总股本的64.86%。

在上市公司收购过程中,如果采用对上市公司的母公司进行股份制改造、吸收合并、合资等手段,上市公司的新控制方在获取上市公司控制权时,就不需要“流出”现金等资源,所有这些手段的效果类似,因而在本文中,将此类上市公司收购手段统称为“母公司改造”(下同)。

在2002年上市公司并购市场中,各类上市公司收购手段所采用的比例以及历年情况见表11。

表 11 上市公司历年并购手段概览

并购方式		时间					
		1997 年	1998 年	1999 年	2000 年	2001 年	2002 年
无偿划拨	数量 (家)	7	18	30	27	25	29
	占当年并购数比例 (%)	21.2	25.7	35.7	26.3	21	17.3
司法拍卖/法院裁定	数量 (家)	0	0	1	3	14	10
	占当年并购数比例 (%)	0	0	1.2	2.9	11.8	6
购买上市公司股权	数量 (家)	26	47	46	68	70	104
	占当年并购数比例 (%)	78.8	67.1	54.7	66	58.8	61.9
购买母公司股权	数量 (家)	0	4	5	2	4	11
	占当年并购数比例 (%)	0	5.7	6	1.9	3.4	6.5
母公司改造	数量 (家)	0	1	2	2	6	14
	占当年并购数比例 (%)	0	1.4	2.4	1.9	5	8.3
合计		33	70	84	103	119	168

分析上述表格，可以得出如下结论：

1) 无偿划拨转移上市公司控制权的情况将逐步减少

无偿划拨在我国目前上市公司并购市场中占有比较稳定的数量，但随着上市公司并购的规模扩大，其比重逐渐下降，到 2002 年已下降到 17.3%，其根本原因是：转轨时期的国有企业的利益主体不一致，即使上市公司控制权在国有企业之间转移，许多国有企业也需要并购方支付购买溢价，因此通过无偿划拨来转移上市公司控制权的手段将逐步减少。

2) 司法裁定转移上市公司控制权将有一定的市场

通过司法裁定来转移上市公司控制权自去年以来发生较多，到今年已发生 10 家，占 6%，我们认为，在市场经济活动中，债权债务将是永恒的话题，因此，通过法院裁定来转移上市公司控制权将永远有一定的市场。

3) 协议购买上市公司股份仍将是主要手段

协议购买上市公司股权是我国上市公司并购中最主要的手段，在这几年中其比例一直稳定在 60% 左右。我们认为，尽管协议购买存在许多缺陷，但在未来几年中，协议购买依然是主要手段，因为相对于其他方式，直接购买股权使并购双方更觉得交易合理、公开、公平，人们容易接受。

4) 购买母公司股权的方式将有发展空间

通过购买母公司股权来获取上市公司控制权的手段在前二年的并购中使用得不多，但在今年的并购中已使用得比较多，占 6.5%。我们认为，这种交易方式将会有空间发展，原因

是：这种方式有利于处理部分企业上市中的遗留问题，其次可以避开更多的市场关注，做到更隐蔽；我国不完全成熟的市场体制，更为这种交易留下了发育的土壤。

5) 母公司改造在并购中将会得到广泛使用

通过对母公司改造来获得上市公司控制权是今年并购中的最大特点，从历年发生的数量来看，其比例一直处于上升趋势，到 2002 年已达 8.3%。改造母公司的手段有多种，其优点是多方面的，除了可以提升母公司的市场运作能力，利于发展上市公司以外，最主要的优点是利于促进并购活动发生与完成，其原因是：

在市场经济较发达的国家和地区，无现金交易已成为投资银行的铁律之一，用股票支付是并购得以实现的主要手段。但在我国上市公司控股权的转移过程中，除了国有企业之间的无偿划拨可以实现非现金交易之外，其他基本上都是以现金支付的。用现金支付的缺点是使上市公司并购重组受到较大限制。发展中的企业本身需要现金，而我国信贷市场和债券市场不发达，因此很多企业希望通过并购发展自我；但这些企业因资金限制而不能实施并购活动，即使某些企业能够实现并购，其并购规模也受到限制。

在新出台的《上市公司收购管理办法》中，允许收购方可以采用股票支付手段，但是发行新股在我国将受到各方面的限制，所以在现阶段的实际意义不大。通过对上市公司的母公司进行改造，可以获得上市公司控制权，也不需要“流出”现金，这种不需要并购方的支付现金或现金流出的方式，在我国目前上市公司并购市场中值得大力推广。

特点四：买家正在悄悄地变

收购上市公司的手段在嬗变中不断创新，那么使用这些手段的买家们有什么变化？分析 2002 年上市公司并购中的收购方情况，并与往年的上市公司并购对比，我们发现，今年上市公司并购的第四大特点就是并购方正在悄悄地发生变化。这些变化主要体现在房地产买家崛起、高科技买家风光不再、欠发达地区的买家增加等方面。

为了简化分析，本文把高校企业、IT、通信、生物工程等新兴产业的并购方简称为“高科技并购”，把主营为房地产开发的并购方简称为“地产类并购”，其余所有的并购方简称“其他类并购”，2002 年“高科技并购”、“地产类并购”、“其他类并购”的统计及历年对比见表 12。

表 12 并购方主营概览

买家行业		时间					
		1997 年	1998 年	1999 年	2000 年	2001 年	2002 年
高科技并购	数量 (家)	2	24	26	34	38	30
	比例 (%)	6.1	34.3	31	33	31.9	17.9
地产类并购	数量 (家)	4	6	4	2	9	24
	比例 (%)	12.1	8.6	4.8	1.9	7.6	14.3

续表

买家行业		时间					
		1997年	1998年	1999年	2000年	2001年	2002年
其他类并购	数量(家)	27	40	54	67	72	114
	比例(%)	81.8	57.1	64.2	65.1	60.5	67.9
并购总数量(家)		33	70	84	103	119	168

分析上述统计结果，我们可以得出如下结论：

1. 房地产买家崛起

在 2002 年上市公司并购中，并购方主营为房地产开发的占 14.3%，首次接近主营为新兴科技产业类的并购比例，从 2000 年到 2002 年，房地产买家所占比例增长速度很快，可以说，在整个并购市场中，房地产买家异军突起，在一定时间内将成为我国并购市场的生力军，其原因是：

1) 房地产行业发展迅速

从 1999 年开始，随着住房制度改革的深入以及住房金融服务的改善，极大地刺激了居民对住房的消费需求，带动了房地产开发投资的实际投资到位资金快速增长。同时，国家在不断完善土地市场化管理的条件下，对开发用地的供应量保持合理地增加，这些都使房地产行业的景气度持续回升；另外我国加入 WTO 和北京申奥的成功，给房地产业带来境内外庞大的需求和房地产投资的高速增长；再者，随着房地产业将从沿海逐步向内地推进，由中心城市向中小城市发展，专家预计，到 2005 年，全国至少需建城镇住宅 15 亿平方米，农村住宅 35 亿平方米。所有这些都给地产发展提供了巨大的市场空间，并成为地产并购崛起的外因。

2) 大浪淘沙，地产豪杰辈出

尽管是处在一个快速发展的地产行业中，但市场竞争依然是残酷的，资本市场那些早期的地产英雄，如深金田、深宝安等，其辉煌不再，逐步出局了。有淘汰的就有新生的，这是历史的规律！在快速发展的地产行业中，出现了一批批新的地产豪杰，如阳关股份、金融街、广州恒大等等，他们需要资本资源，在直接上市速度慢且比较困难的情况下，买壳上市成了地产豪杰们的首要选择，并成为地产并购崛起的内因。

3) 成功者的样板

对于并购，众人恨她，因为并购在实践中带给人们太多的痛苦，太多的失败，并购成为证券市场不法分子谋利的工具；众人爱她，因为并购是生产要素优化配置最有力的武器，没有她是万万不能的。在 2001 年以前，我国共发生 16 起房地产买壳上市的事件，按并购整合经营后的业绩状况来分，其中 11 家企业成功，3 家企业失败，2 家企业不明，经过两年以上的市场考验，房地产企业在并购中的成功率达到 68.75%，而失败率仅为 18.75%，成为我国的上市公司并购市场中一道亮丽的风景线，请见表 13 的数据分析。

表 13 2001年前房地产企业买壳前后的业绩变化

日期/ 代码	壳公司 名称	新控制方			并购前一年度壳公司状况 并购当年				并购后第一 年净资产收 益率 (%)	成败 结论 ^注
		名称	地点	购买价 (元/股)	主营	地点	净资产收 益率 (%)	净资产收 益率 (%)		
2000年										
000402	重庆华亚	北京金融街建设集团公司	北京	3.8	包装	重庆	6.97	19.9	43.59	成功
600620	天宸股份	上海仲盛虹桥房地产公司	上海	1.64	综合	上海	10.33	8.4	8.92	成功
1999年										
000511	银基发展	沈阳银基集团股份有限公司	辽宁	1.084	商贸	辽宁	7.04	13.11	5.3	不明
600706	长安信息	西安万鼎实业公司	陕西	3	计算机	陕西	3.27	-91.19	9.14	成功
600622	嘉宝实业	上海竞法企业公司	上海	2.3	实业投资	上海	6.38	0.52	-13.61	失败
600791	贵华旅业	北京天创房地产公司	北京	3.08	百货旅游	贵州	10.24	10.65	-41.79	失败
1998年										
000514	渝开发	重庆建设投资公司	四川	划拨	房地产	四川	10.23	23.73	6.75	不明
000548	湘中意	长沙环城路建设公司	湖南	划拨	电冰箱	湖南	-40.54	24.74	13.48	成功
000011	深物业	深圳建设投资公司	广东	划拨	房地产	广东	-59.95	2.35	25.67	成功
000029	深深房	深圳建设投资公司	广东	划拨	房地产	广东	4.23	-73.8	6.71	成功
600758	金帝建设	上海新绿地产公司	上海	2.88	建筑施工	辽宁	11.87	-8.47	3.35	失败
000558	辽房天	沈阳万华建设公司	辽宁	1.22	房地产	辽宁	-70.96	6.44	6.62	成功
1997年										
600641	众城实业	中远上海置业公司	上海	3	房地产	上海	6.83	25.85	16.16	成功
000608	广西虎威	北京阳光地产公司	北京	2.44	建材	广西	0.28	23.78	24.19	成功
600620	联农股份	上海县房地产公司	上海	4	百货	上海	1.99	15.29	26.75	成功
600606	嘉丰股份	上海房地公司	上海	2.63	纺织	上海	-15.29	1.95	12.94	成功

注：在本文中，并购成功失败的标志是并购整合经营后公司业绩是否上升。

同行买壳高成功率成为地产并购崛起的诱因。所以，在这个快速发展的房地产行业成长起来的地产新杰们，必将在一定时间内先后进入并购市场，成为我国并购市场的主力。

2. 高科技买家风光不再

我国上市公司并购是从 1997 年快速发展起来的，高科技买家在并购市场中所占比例从 1997 年的 6.1%，突增到 1998 年 35.8%，其后一直成为是我国上市公司并购中的主力军，其比例维持在 30% 以上，但到 2002 年，高科技买家风光不再，在整个上市公司并购中，其比例仅占 17.9%。为何？我们的观点是：

1) 科教兴国的大环境

1995 年 5 月，中共中央、国务院颁布《关于加速科学技术进步的决定》，提出要坚定不移地实施科教兴国战略。1996 年，全国人大八届四次会议通过了关于国民经济和社会发展的“九五”计划和 2010 年远景目标，确定了我国中长期教育发展目标 and 改革的总体思路，其中把科教兴国战略作为我国的一项基本国策。1997 年，在十五大会议上，江泽民再次提出把科教兴国战略和可持续发展战略作为跨世纪的国家发展战略。1998 年 3 月，新任国务院总理朱镕基就向中外记者宣布：科教兴国是本届政府的最大任务。

在这种大环境下，一方面使高科技企业得到催生，另一方面给高科技企业成长提供了外部宽松的发展空间。

2) 高科技企业的自身历史

国内高科技发展特点是成长时间短、发展速度快、成长历史难以道明，如果直接上市，其业绩难经推敲；此外，在 1998 年到 2000 年，证券市场对高科技企业追捧热烈，高科技企业收购上市公司在二级市场有一个很大的增值空间，短期效应非常明显。因而，在 2001 年以前，买壳上市成为国内高科技企业进入资本市场的主要方式。

3) 业绩与市场变化

短期催生的高科技企业、没有核心竞争能力的高科技企业、没有持续业绩支撑的高科技企业，最终会失去资本的信任。已经买壳上市的“冠名”高科技企业，因为没有实际的业绩，股价只有往下走；尚未买壳上市的“冠名”高科技企业，因为没有实际的业绩，难以支付买壳溢价，只有取消买壳上市的计划。

上述三点原因导致了高科技买家在 2001 年及以前并购市场上的风光，也终于使他们在 2002 年失去往日的并购风光。

3. 欠发达地区的买家增加

区域经济的发展不平衡，导致各地经济的活跃程度不一致，上市公司并购市场的买家是否也有同样的规律？我们将沿海及其发达地区做为一组，包括上海、浙江、广东、福建、江苏、山东、北京、天津、海南等九省市称为发达地区，其他地区称为欠发达地区，分析统计并购方的来源。并购方区域来源分布见表 14。



表 14 并购方区域对比

地区		时间					
		1997 年	1998 年	1999 年	2000 年	2001 年	2002 年
发达地区总计	家数	25	39	53	62	77	102
	比例 (%)	75.6	55.7	63.1	62.6	68.1	60.7
欠发达地区总计	家数	8	31	28	37	36	66
	比例 (%)	24.4	44.3	36.9	37.4	31.9	39.3
并购总数量 (家)		33	70	84	99	119	168

注：在前几年的并购实践中，由于不需要披露并购最终人，统计只以名义持股公司注册地为准。

从上述表格可以知道，上市公司并购的买家主要来源于发达地区的九省市，但到 2002 年，这种趋势悄悄地发生了变化，欠发达地区的买家比例增加，其原因是中国经济发展在由沿海向中西部发展过程中，中西部的企业家得到了快速发展，并将逐渐成为上市公司收购的新生力量。

特点五：目标公司面目已改

上市公司并购的买家们在悄悄地变化，他们购买的“商品”——目标公司有什么变化？分析 2002 年的目标公司情况，并与往年的目标公司进行对比，我们发现，今年上市公司并购的第五大特点就是目标公司往日面孔变了，这种变化主要体现在目标公司的业绩并非一律绩差、具有配股资格的企业越来越少、目标公司集中于欠发达地区、二级市场不再轰轰烈烈等方面。

1. 业绩并非一律绩差

在 2002 年被并购的壳公司中，他们并非一律是绩差公司，象九芝堂（000989）、丽珠集团（000513）、鄂尔多斯（600295）等企业就是同行业中的优质企业。

2. 具有配股资格的企业越来越少

在前几年，上市公司并购目的为了保配以及配股，配股后再套现，如大龙泉（000827）即为传统套并购的典型，其方法是：控股上市公司、注入高科技概念、股价上升、高位配股、投资担保套现。但到 2002 年，尽管被并购的目标公司数量越来越多，但具有配股资格的企业越来越少了，在所有目标公司中只占 25.6%，而在 1997 年、1998 年，达 40% 以上，在 2001 年以前也有 30% 以上，见表 15。因此，如果并购方没有产业整合能力，仅仅依靠收购一个拥有配股资格的上市公司，直接配股融资，采取短期套利的可能性越来越小。因为，被购买的是一个没有配股资格的上市公司，只有那些脚踏实地做产业并购的投资家们，通过提高上市公司的赢利能力，才能获取收益。