

中国并购评论

第三册

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

内摇容摇筒摇介

摇摇《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、发展前景展望、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,其广阔的发展空间及其巨大的效益及风险都正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 Merger & Acquisition Review book series is for the fast development of China merger and acquisition market. It calls for the development of strategy-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 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. Therefore, M&A investment banks become the major field of China capital market, its great potentials, benefits and ventures attracts the whole China market attention. The China Merger & 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3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,2003.11
ISBN 7-302-50450-4 邮

I. 中...摇 II. ①东...②中...摇 III. 上市公司 原企业合并 原研究 原中国摇 IV. F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2003)第 097435 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\清华大学出版社出版发行

开 本:185 伊30摇印张:10.75摇字数:247 千字


版 次:2003 年 11 月第 1 版摇2003 年 11 月第 1 次印刷

书 号:ISBN 7-302-50450-F·653

印 数:1~5000

定 价:30.00 元

向天下输出太平

东方高圣投资顾问公司首席执行官 • 

近现代史发展的历程表明，一个大国走向富强的脉络大致要经历四个阶段：首先是向世界广泛输出产品；然后是资本市场的国际化，即在全球范围内发行和投资股票、债券等；其次是货币国际化，即推行强势货币政策；最后是其民族文化在世界范围内的广泛传播与渗透。美国的富国历程正是如此——100多年前，她是钢铁、石油的世界输出大国；然后，她构筑了世界最大的证券市场；之后，美国凭借美元的国际霸权地位占据了在世界经济中的统领地位；今天，时时冲击我们的，则是好莱坞大片所映射的美利坚的精神、文化及其适者生存、弱肉强食的达尔文主义的战争哲学，和平与安宁也成为了全球奢侈的期望。

中华民族要实现民族复兴的历史基业，也必然要经历上述四个发展阶段。改革开放二十多年来，我国的出口额增长了三十余倍，商品市场国际化的历程已近完成，人民币汇率变动趋向之争在凸显着人民币国际地位的日渐提升，以商品市场开放和货币市场开放为基础的资本市场国际化也拉开了历史帷幕，近五年来，中国开始在全球诸多国际金融中心发行股票与债券，中国公司所发行证券的投资价值亦引起世界的极大兴趣，当下香港股市正被炒得一片火热，其基本诱因乃股神巴菲特从其投资的在香港上市的中石油股票中猛赚了23亿元。2002年12月1日中国开放证券市场，QFII（Qualified Foreign Institutional Investors）即合格的境外机构投资者制度的正式入市成为全球关注中国资本市场的一大焦点，QFII的投资范围是在大陆上市的流通A股、国债、可转债及开放式基金、封闭式基金等，作为一种创新性的资本管制制度，QFII实现了中国资本市场的稳健开放，但是，QFII的运用显然并不充分，因为中国股市独特存在着占总市值三分之二的非流通股股份，而这部分巨额非流通股投资的国际化将深刻影响中国资本市场的开放进程。东方高圣跨境并购部此番提出NFII（Non-flotable Shares Investment Initiative）即非流通股投资计划的概念，旨在引起全球投资者对这一中国资本市场特殊投资通道的足够重视，期待NFII能够与QFII及正在热烈讨论中的QDII（Qualified Domestic Institutional Investors）即特许内地投资机构机制一起成为中国资本市场全面、有序、高效开放的推动力量。

放眼望去，中国的国际化历程与美国形成鲜明不同的，是中国向世界输出的将是中华民族博大精深的文化与精神，试想一下，如果2500多年前孔圣人推崇的“己所不欲，勿施于人”的恕道哲学能够广为世人接受，人类将拥有怎样的一个太平盛世？

NFII，一路走好——我们憧憬着美好的未来。

摇摇编者按：东方高圣公司跨境并购部借此报告首次提出 NFII（非流通股投资计划）的概念，详细分析外资收购国有股、法人股的益处，对股利回报、资本增值和远期全流通的前景进行了理论结合实际的分析，并提出通过 NFII 框架下非流通股的投资组合对冲 QFII 投资 A 股系统性风险的作法。我们相信，NFII 的提出是对 QFII 概念及其运作的互补与互利，二者将全面展示外资机构投资中国证券市场的空间、效率等。我们期待，有更多的读者和业内人士关注 NFII，共同发展、完善这一创意。

非流通股投资计划（NFII）：跨国公司中国并购与中国上市公司国际化的快速通道摇摇

东方高圣投资顾问公司摇摇跨境并购部

前 言

NFII，是非流通股投资计划（Non-flotable Shares Investment Initiative）的英文缩写。中国 A 股市场包括可流通股（交易所上市的股票）非流通股（国有股和法人股），已发行股票的总股份中大约 2/3 为非流通股（主要是国有股）。由于国内资金投资渠道有限，流动性较好的可流通股受到资金推动，价格高企，以至于 2002 年 11 月出台的《合格境外机构投资者（QFII）境内证券投资管理暂行办法》（以下简称《暂行办法》）并未引发外资大规模进入 A 股市场。尽管瑞银华宝早在 2003 年 7 月 9 日就高调下单，正式买进中国 A 股，但是市场普遍认为《暂行办法》的规定较为严格，对大多数的境外机构投资者缺乏真正的吸引力。市场普遍预计，由于透明度较低、国内外会计准则的差异以及公司治理结构等问题，已经批准的 QFII 的投资兴趣并不在市盈率高企的 A 股市场；相反，由于人民币保持坚挺，QFII 更对收益率较高的国债市场、可转债市场青睐有加。

我们的市场调查显示，除了上述的种种市场缺陷，外资现阶段没有大举进入 A 股市场的重大原因还在于，2/3 非流通股的存在使得中国 A 股市场价格虚高，泡沫增大，而中国政府为了弥补养老金和财政漏洞近年来一直试图对国有股进行减持。一旦占总市值 2/3 的非流通股得以上市流通的话，我们预料股票市场价格重心将会下移。

因为存在上市公司股份实现全流通的预期，加之中国大陆市场缺乏有效的对冲工具和卖空机制，所以对二级市场投资者，包括 QFII、证券投资基金、社保基金、保险公司等机构而言，现阶段买入 A 股存在较大的系统性风险，这无疑也是 A 股市场股票发行与资金供给无法平衡的市场内在原因之一。

那么，有没有可能在现有的市场结构框架之下，建立一种投资机制或创新一种投资工具，帮助流通股的投资机构实现收益，规避风险呢？

我们近年来致力于非流通股市场的研究，最早在业界向外资机构推广 NFII 概念，提出以 NFII 框架下的非流通股的投资组合来对冲 QFII 投资 A 股的系统性风险，分享中国经济高速增长成果，获得在可控风险下的投资收益。这一思路对境内的投资机构也同样适用。当然，我们这里的所谓“对冲”，仅仅是从规避风险的角度提出的一个概念，并非严格意义上

的对冲工具。为配合外资并购热潮的涌动，本文从法律、实务等多个角度分析非流通股市场对外资机构的意义，为非流通股市场引进更多的机构投资者，激活这个存在着巨大投资机会的市场的交易活动，为非流通股尽快实现市场化转让、为国有股逐步实现减持和战略性退出探索出一条切实可行的通路，为中国证券市场国际化，向国际投资者呈现蓬勃生机提供一种专业思考。

第一篇 中国上市公司非流通股投资价值 and 风险分析

一、上市公司非流通股投资价值

(一) 财富价值

1 股利回报价值

目前上市公司非流通股的价格通常以每股净资产值为基础，而流通股的市价则远远高于非流通股的价格，根据 2003 年 8 月 23 日收盘价计算的上市公司平均市净率为 4 罅 1 倍（统计剔除负资产的 ST 公司）。而流通股与非流通股在价格上的差异并不造成两者在分红权利上的差异，非流通股投资者以不到流通股 1/4 的价格购入非流通股，仍可享受与流通股同样的分红权利，其股利分红回报率将是流通股股东的 4 罅 1 倍，凸显其优良的股利回报价值。

本文以 1998 年—2002 年深沪两市连续 5 年进行现金分红的上市公司作为样本群进行资料统计，得出以下统计结果：(详见表 1)

- 连续 5 年分红的深市上市公司为 34 家，年平均投资分红率为 6 罅 5%
- 连续 5 年分红的沪市上市公司为 33 家，年平均投资分红率为 5 罅 8%

(注：假设初始投资成本为 1998 年底每股净资产值，年投资分红率 越 每年每股现金分红 衣 998 年每股净资产值)

表 员 缘 年 平均 投资 分红 率 统计 表

证券代码	股票简称	缘 年 平均 投资 分红 率	证券代码	股票简称	缘 年 平均 投资 分红 率
园 罅 罅 罅 罅	万科 粤	源 罅 罅 罅	远 罅 罅 罅 罅	中国国贸	远 罅 罅 罅
园 罅 罅 罅 罅	深振业 粤	猿 罅 罅 罅	远 罅 罅 罅 罅	万东医疗	缘 罅 罅 罅
园 罅 罅 罅 罅	深科技 粤	猿 罅 罅 罅	远 罅 罅 罅 罅	古越龙山	猿 罅 罅 罅
园 罅 罅 罅 罅	深赤湾 粤	缘 罅 罅 罅	远 罅 罅 罅 罅	人福科技	园 罅 罅 罅
园 罅 罅 罅 罅	招商局 粤	猿 罅 罅 罅	远 罅 罅 罅 罅	同仁堂	猿 罅 罅 罅
园 罅 罅 罅 罅	深南电 粤	员 罅 罅 罅 罅	远 罅 罅 罅 罅	弘业股份	猿 罅 罅 罅

续表

证券代码	股票简称	缘年平均投资分红率	证券代码	股票简称	缘年平均投资分红率
000041	深长城 粤	0.0000	600511	重庆啤酒	0.0000
000078	盐田港 粤	0.0000	600158	中青旅	0.0000
000090	冀东水泥	0.0000	600156	长春一东	0.0000
000098	合肥百货	0.0000	600159	航天机电	0.0000
000108	粤高速 粤	0.0000	600161	武汉控股	0.0000
000156	中国凤凰	0.0000	600177	上海贝岭	0.0000
000166	粤美的 粤	0.0000	600178	雅戈尔	0.0000
000177	大冷股份	0.0000	600179	生益科技	0.0000
000188	穗恒运 粤	0.0000	600188	兖州煤业	0.0000
000199	云南白药	0.0000	600199	伊力特	0.0000
000201	粤电力 粤	0.0000	600203	第一食品	0.0000
000202	佛山照明	0.0000	600205	联通国脉	0.0000
000207	古井贡 粤	0.0000	600206	申能股份	0.0000
000208	新钢钒	0.0000	600207	原水股份	0.0000
000219	铜都铜业	0.0000	600219	豫园商城	0.0000
000222	茂化实华	0.0000	600220	南京新百	0.0000
000225	格力电器	0.0000	600223	重庆百货	0.0000
000226	珠海中富	0.0000	600226	宁波海运	0.0000
000229	宝丽华	0.0000	600229	东方明珠	0.0000
000230	模塑科技	0.0000	600230	上柴股份	0.0000
000233	燕京啤酒	0.0000	600233	海欣股份	0.0000
000235	新华制药	0.0000	600235	春兰股份	0.0000
000237	武汉中百	0.0000	600237	工大首创	0.0000
000238	漳泽电力	0.0000	600238	北人股份	0.0000
000240	新兴铸管	0.0000	600240	内蒙华电	0.0000
000242	超声电子	0.0000	600242	百大集团	0.0000
000243	津滨发展	0.0000	600243	伊利股份	0.0000
000249	豫能控股	0.0000			
深市平均值		0.0000	沪市平均值		0.0000

摇摇注：资料来源于东方高圣投资顾问公司研究发展部。

我们可以对比 猿猿年—猿圆年的一年期定期银行存款利率和国债利率，如图 猿所示：

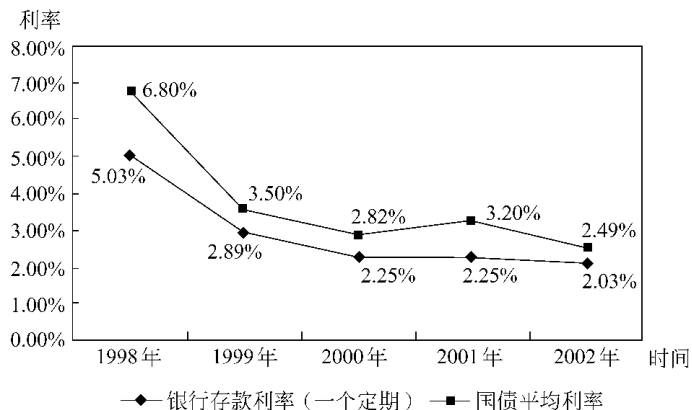


图 猿 猿猿年—猿圆年的一年期定期银行存款利率和国债利率图

从对比结果可以看出，在银行存款利率和国债利率不断下调的情况下，投资者购买连续猿年进行现金分红的上市公司的非流通股，其年平均投资分红率高于同期的银行存款和国债利率。

2 资本增值价值

投资非流通股带来的资本增值主要体现在 猿个方面：

(员) 企业内在价值提高带来的资本增值：投资业绩良好、具有成长性的上市公司可以享受公司利润的增加累积带来股东权益的增值；

(圆) 增发配股带来的资本增值：由于上市公司的增发配股价格一般以流通股市价为参考，增发和配股后，公司的每股净资产将迅速增加，从而增加了以每股净资产为参考的非流通股的价值。以增发为例：假设非流通股价格为每股净资产 葬，流通股价格为 源葬，增发价格为 猿葬，增发比例为原股本的 猿源豫，则增发后每股净资产为 (葬垣 猿源豫 葬) 衣 猿源豫 越 源源豫 葬，每股净资产上涨 源源豫。



我们对于上述深沪两市连续猿年进行现金分红的上市公司样本的股东权益增值资料进行了统计分析，得出以下统计结果：(详见表 圆)

- ① 样本群中 猿家深市上市公司 猿年平均股东权益增长率为 猿源豫
- ② 样本群中 猿家沪市上市公司 猿年平均股东权益增长率为 猿源豫

表 10 缘年平均股东权益增长率统计表

证券代码	股票简称	缘年平均股东权益增长率	证券代码	股票简称	缘年平均股东权益增长率
000001	万科粤	15.84%	000002	中国国贸	15.84%
000012	深振业粤	15.84%	000013	万东医疗	15.84%
000031	深科技粤	15.84%	000032	古越龙山	15.84%
000034	深赤湾粤	15.84%	000035	人福科技	15.84%
000042	招商局粤	15.84%	000043	同仁堂	15.84%
000054	深南电粤	15.84%	000055	弘业股份	15.84%
000060	深长城粤	15.84%	000061	重庆啤酒	15.84%
000068	盐田港粤	15.84%	000069	中青旅	15.84%
000081	冀东水泥	15.84%	000082	长春一东	15.84%
000088	合肥百货	15.84%	000089	航天机电	15.84%
000090	粤高速粤	15.84%	000091	武汉控股	15.84%
000096	中国凤凰	15.84%	000097	上海贝岭	15.84%
000101	粤美的粤	15.84%	000102	雅戈尔	15.84%
000106	大冷股份	15.84%	000107	生益科技	15.84%
000108	穗恒运粤	15.84%	000109	兖州煤业	15.84%
000110	云南白药	15.84%	000111	伊力特	15.84%
000113	粤电力粤	15.84%	000114	第一食品	15.84%
000122	佛山照明	15.84%	000123	联通国脉	15.84%
000125	古井贡粤	15.84%	000126	申能股份	15.84%
000132	新钢钒	15.84%	000133	原水股份	15.84%
000135	铜都铜业	15.84%	000136	豫园商城	15.84%
000138	茂化实华	15.84%	000139	南京新百	15.84%
000143	格力电器	15.84%	000144	重庆百货	15.84%
000146	珠海中富	15.84%	000147	宁波海运	15.84%
000150	宝丽华	15.84%	000151	东方明珠	15.84%
000153	模塑科技	15.84%	000154	上柴股份	15.84%
000156	燕京啤酒	15.84%	000157	海欣股份	15.84%
000158	新华制药	15.84%	000159	春兰股份	15.84%
000160	武汉中百	15.84%	000161	工大首创	15.84%
000162	漳泽电力	15.84%	000163	北人股份	15.84%

续表

证券代码	股票简称	缘年平均股东权益增长率	证券代码	股票简称	缘年平均股东权益增长率
缘缘缘缘	新兴铸管	缘缘缘缘	缘缘缘缘	内蒙华电	缘缘缘缘
缘缘缘缘	超声电子	缘缘缘缘	缘缘缘缘	百大集团	缘缘缘缘
缘缘缘缘	津滨发展	缘缘缘缘	缘缘缘缘	伊利股份	缘缘缘缘
缘缘缘缘	豫能控股	缘缘缘缘			
深市平均值		缘缘缘缘	沪市平均值		缘缘缘缘

摇摇注 : 资料来源于东方高圣投资顾问公司研究发展部。

通过对连续缘年现金分红的上市公司样本群的研究,我们可以发现,综合考虑现金分红回报和股东权益增长因素,即:

年综合投资回报率 越年投资分红率 垣年股东权益增长率

样本群中猿家深市上市公司缘缘缘年—缘缘缘年年均综合投资回报率为缘缘缘缘,猿家沪市上市公司缘缘缘年—缘缘缘年年均综合投资回报率为缘缘缘缘。

3 全流通带来的远期资本增值

国家关于通过向非国营主体转让非流通股实现经济结构调整的思路已经明确,允许股权全流通、部分国有股向法人股转变、允许向外商转让非流通股已经为解决非流通股问题创造了良好条件,缘丑圆机制的引入更标志着我国资本市场全面开放的开始,可以说非流通股全流通已经从人们最初的美好愿望变成了一个可以预期的现实。近期一个很好的例子是泰跃集团,作为一个房地产公司连续收购了缘家不同行业的上市公司,跑马圈地的意图不言而喻。



由于非流通股和流通股之间巨大价差的存在,如果非流通股能够在未来缘—缘缘年与流通股并轨并实现全流通,将产生较大的升值空间。以目前缘缘缘倍的市净率作为价差的参考,假设目前二级市场价值回归已经基本到位,如果缘缘年内实现全流通,年均复合增长率为缘缘缘缘,如果缘年实现全流通,年均复合增长率为缘缘缘缘,如果缘年实现全流通,年均复合增长率为缘缘缘缘。具体如图圆所示:

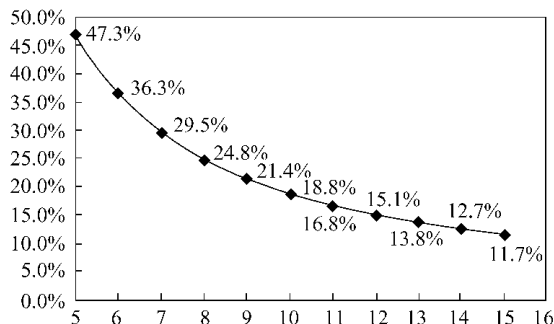


图 圆瑶不同全流通常数预期下的年均复合增长率
 载轴：实现全流通尚需的年数 再轴：年均复合增长率
 （注：资料来源于东方高圣投资顾问公司研究发展部。）

（二）产业价值

1 产业整合价值

产业整合价值就是企业与企业之间通过联合、重组等方式优势互补，以提高市场总量、资本总量的价值。近来，战略性并购逐渐增多，战略性并购的目的主要看双方是否有产业整合的价值。所以，是否有产业整合价值以及价值有多大，是投资者最关心并且决定最终选择的一个重要因素。

案例一：一汽并购天汽。一汽看中的不仅仅是天汽背后的丰田资金，更看中天汽在华北地区极高的市场占有率和发达的营销网络。并且一汽集团的强项是中高档轿车，经济型轿车是空白，天汽并入一汽，将使一汽车型体系更完整，实际是互补。业内人士也都认为是“双赢”。

案例二：太极集团收购重庆中药（桐君阁），入主西南药业。透视太极集团的发展战略，不难发现其产业整合的思路：一方面，太极集团收购重庆中药（桐君阁），利用“桐君阁”这一百年老字号在药品零售方面明显的核心竞争力，为推广新品、加强广告促销提供了更为便捷的途径，整合了医药产业流通链。另一方面，通过收购西南药业填补自身在化学制药领域的不足，达到迅速进入化学制药领域的目的，整合了医药产业制造链。

2 市场进入价值

市场进入价值就是企业在某个行业、某个产业或者某个领域里的地位、影响以及市场份额等综合价值。当前国内外资金对金融领域的投资最具有代表性。

案例一：花旗银行参股浦发银行。花旗银行参股浦发银行，双方结成战略性的合作联

盟,在信用卡、个人金融、风险管理、财务管理等领域全面合作。花旗银行通过参股浦发银行,不仅仅获得了利用浦发银行建立的全国性的服务网络等技术层面的利益,而且作为第四大股东,在未来公司治理结构以及经营管理上具有较大的回旋余地。

案例二:粤月啤酒对青岛啤酒的参股也是典型代表。粤月啤酒以购买可转债的形式战略性投资青岛啤酒,实际上是投资容量达 1000 万吨并且快速增长的中国啤酒市场,而且可以借力中国辐射周边。两大巨头的联合,也大大加强了双方的竞争能力。

3 资源获取价值

资源获取价值一般是通过参股与目标公司结成战略联盟,获取对方的客户、渠道、自然资源等。

案例一:汇丰银行参股平安保险。汇丰银行参股平安保险看中的是平安保险良好的股权结构、品牌、声誉以及在中国内地庞大的网络资源,因为汇丰银行要尽快实现本土化,而中资保险公司的网点资源、客户资源则是外资金融机构难以很快建立的。

案例二:开开实业收购三毛派神。开开实业与三毛派神同属纺织行业,是产业链条中的上下游关系。开开实业收购三毛派神后,可以在短时间内获得一个完整的原料生产基地,实现产业链和价值链的延伸,实现产业一体化发展。甘肃省是国内第二大中药材出产地,开开实业可以通过三毛派神在兰州构筑的平台实施做大医药产业的长远战略。

二、 上市公司非流通股投资风险分析

收益与风险永远是相伴相生的,投资价值取向不同,承担的风险也自然不同;换言之,值得投资者重点关注的风险是不同的。从系统性风险来看,非流通股的不可流通性决定了非流通股投资与证券市场系统风险的相对隔离,它对企业、行业、市场和资源内在价值的偏好和追求,决定了它要承担的系统性风险与我国整体经济发展的系统风险是一致的。另外,相对产业价值来说,以财富价值为投资目标的非流通股投资行为还要直接面对一些非系统性风险,包括公司治理结构、退出机制等。

(一) 系统风险

- 国家宏观经济、产业经济、区域经济在总量方面的发展速度、周期性变化、结构方面的变化趋势;
- 市场供求关系的变化以及由此产生的在价格、资源分配效率的变化;
- 购买力风险。

（二）非系统风险

- 公司治理结构问题：公司治理结构问题是目前非流通股投资中最大的非系统性风险

我国现阶段上市公司治理结构中最显著的问题是内部人控制、大股东侵害小股东利益等问题，直接表现为公司治理低效率、业绩不良、大股东侵占上市公司利益、信息披露不规范、虚假财务等问题，结果就是公司无力或不愿意进行分红、企业内在价值无法提升、失去增发配股资格。因此，稳定现金回报和资本增值的投资目的很难实现。实践中的解决办法就是通过并购获得控制权，建立有效的公司治理结构，从根本上保证投资目标的实现。但是获得控制权的代价就是净资产溢价倍数提高和收购资金绝对值巨大，同时收购完成后的衍生成本更无法估计，这也是当前人们对投资非流通股踌躇不前的根本原因之一。

- 退出机制问题：由于资金对流动性的特殊要求，退出渠道少、变现力弱就成为当前非流通股投资的另一个风险

退出风险的形成为两个根本原因，一是目前国内尚未形成公开的非流通股市场，信息不对称，缺乏公开竞价机制，导致交易规模小，交易价格与公司内在价值背离，投资收益无法实现。另一个原因就是投资非流通股的投资理念还没有被投资者广泛接受，人们参与非流通股市场的积极性不高。

- 政策风险问题

就中国经济而言，政策风险无处不在，而且影响程度在很多时候是决定性的，实践经验已经充分证实了这一点，不再赘述。

在非流通股投资中，无论是追求财富价值还是偏好产业价值，对政策取向的把握都是至关重要的。一个特殊的政策风险就是全流通的时间问题，缘年、愿年亦或 苑年？这恐怕是谁也没有办法准确预测的。

第二篇 投资非流通股的政策法律环境

一、非流通股开放的历史进程及相关的法规政策分析

摇摇缘年北旅将其源万法人股（占总股本 缘）以协议转让的方式转让给日本五十铃自动车株式会社和伊藤忠商事株式会社，引起北旅股价的大幅度波动，但是以上外资的进入并未对北旅的经营发展带来大的改善，甚至导致北旅被 载乃至最后被迫实行整体资产置换。北旅事件反映当时的经济法律环境不够成熟，为了防止国有资产的流失，国家当时即对外资转让国有股、法人股叫停。

缘年十五大召开，国有股从竞争性领域退出被确定为国有经济体制改革的方向，国

有股、法人股减持也就上升为一项国家政策。国有股要退出，民营企业和外资是收购的两支生力军，尤其是外资企业，由于其资本雄厚，管理科学，一向被视为最有潜力的国有股改革推动者。在这种形势下，国家对向外资转让国有股法人股的政策日趋明朗化和更具可操作性，在 1995 年到 1998 年之间有关部门先后颁布了一系列法律法规。

打破 1993 年政策坚冰的是 1995 年 5 月 5 日发布的《关于上市公司涉及外商投资有关问题的若干意见》，该意见允许外商投资企业（中国境内法人）受让境内上市公司非流通股，但仍然禁止外商投资性公司受让上市公司非流通股。尽管政策限制较严，外资并购上市公司的实践却在此期间以各种方式进行，比如江铃汽车向福特定向增发 1 亿股，从而使福特成为江铃第二大股东，又如米其林与轮胎橡胶的反向收购等。

为适应形势发展的需要，证监会分别于 1995 年 5 月 18 日和 1995 年 12 月 18 日颁布了《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》。《上市公司收购管理办法》对外资进入非流通股市场是重大的好消息：在收购主体上，并没有排除外商作为收购的主体；在支付方式上做了重大突破，规定除现金外，可以采用证券或其他手段作为支付方式，扩大了外资并购的方式；在股权定价方面，从法律上支持了流通股和非流通股不同的定价体系，使外商进入非流通股市场有了更强的操作性。

但是，最明确地规定向外商转让上市公司的国有股和法人股的政策是 1995 年 5 月 18 日中国证监会、财政部和原国家经贸委联合发布的《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》。该通知明确了相应的原则、条件和程序，使暂停多年的外资并购上市公司得以重新全面启动，彻底解决了外资的市场准入问题，标志着外资收购境内上市公司进入了实质性实施阶段。该通知从政策上允许外商受让上市公司国有股和法人股，解决了收购主体的国民待遇问题。而且对外商受让的程序、外资行业政策、外汇管理等方面都作出了明确的政策规定。

与此同时，1995 年 5 月 18 日，原国家经贸委、财政部、工商总局和国家外汇管理局联合发布《利用外资改组国有企业暂行规定》，规定了国有企业（金融企业和上市公司除外）向外资转让国有产权、股权、债权和资产，或者接受外资增资，改组为外商投资企业的有关政策，扩大了对外商收购开放的渠道。

1995 年 5 月 18 日，原对外贸易经济合作部、国家税务总局、国家工商行政管理总局、国家外汇管理总局联合发布了《外国投资者并购境内企业的暂行规定》（以下简称《暂行规定》），这是关于外资并购国内企业迄今为止最为详细的规定。《暂行规定》在外资并购方面有以下几大特点：

（一）按照《暂行规定》，外国投资者并购境内企业分为两种形式：股权并购和资产并购。股权并购的目标企业限定为境内依照公司法设立或规范化改制形成的公司；资产并购的目标企业包括境内任何形式的企业。由此可见，并购的目标企业涵盖多种组织形式与所有制

形态的境内企业。

(二) 对于收购的支付方式问题,《暂行规定》明确外国投资者可以以其有处置权的股票或合法拥有的人民币资产作为支付手段,但是需经外汇管理局批准。对于股票,《暂行规定》强调的是要有处置权,而并没有严格区分是境内还是境外上市股票;对于实物以及工业产权等非现金的支付手段,目前并没有法律法规予以明确禁止,但实践中如果是针对国有控股企业的收购,非现金支付能够得到批准的可能性极小。

(三)《暂行规定》对外资比例低于 10% 的并购予以了确认,并规定除非法律法规另有规定,该情形同样执行现行外商投资企业法律、法规和规章的规定,应当办理外商投资企业的审批和登记程序,但应当在营业执照上加注“外资比例低于 10%”的字样。

(四) 关于交易价格及其支付问题,《暂行规定》要求交易价格根据资产评估机构的评估结果进行确定,而资产评估机构的选择则取决于并购当事人各方协商确定或认可。

(五) 本《暂行规定》的最大特点是规定了一系列的反垄断措施,以防止外国企业以并购的方式排挤其他竞争者,垄断中国的市场。

(六)《暂行规定》还对外资并购的原则、程序、审批作出了相关规定,为外商收购境内企业股权或认购增资或增发股份、设立外商投资企业后购买并运营境内企业资产、购买境内企业资产后以该资产作为投资以设立外商投资企业等形式的投资提供了可操作的法律规范。

二、 相关法规有待进一步完善

必须提出的是,虽然中国政府现在对外资并购一路开绿灯,并制订了上述一系列法规政策,但有关外资并购的法规仍有需要进一步完善之处。主要有以下几点:

(一) 上述法规由于是由不同的立法主体制定的,所以在一些具体的条文上会有一些冲突,这给外资并购的实践带来一些不便。比如《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》是由中国证监会、财政部和原国家经贸委联合发布的,其中并没有原外经贸部(现商务部)的参与,因此在向外商转让国有股、法人股时是否需要商务部的审批以及如何获得该等审批是不确定的。另外商务部对该通知的认可程度也不得而知。虽然这些不便并不会真正妨碍外资进入我国的非流通股市场,但处理不好也会带来意料不到的损失。

(二) 外资退出的渠道并不很完善。由于中国想为上市公司引入的是战略投资者,对外资进入后也相应设置了一定期间的退出障碍(一年内不得再次转让)。而且由于中国的国有股和法人股即使在转让给外商以后仍然不能上市流通,外国投资者基本不可能通过中国的股票市场寻求战略退出。

(三) 上述法规政策中出于防止国有资产流失和保护民族产业的目的,对外商并购有不

少不太合理的规定。比如规定外国投资者在一般情况下应当在猿个月内付清全部对价，这跟国际实践是不大一致的，可能会加大外商筹集资金的难度。另外《外国投资者并购境内企业的暂行规定》规定外国投资者协议购买境内资产并以该资产投资设立外商投资企业的，在外商投资企业设立之前，不得以该资产开展经营活动，这一规定显然将可能使外商即使在完成并购后也难以制定灵活的市场战略。

（四）中国公司的财务制度和会计方法和西方国家有较大不同，可能造成外国收购者不能完全真正了解目标中国公司的财务状况，因而会有很多隐性的财务问题在并购完成之后才可能会暴露出来，从而给外国投资者带来损失和其他矛盾。所以外资在进入之前，必须要选择对中国企业财务以及公司结构有非常深入了解的会计事务所对目标公司进行非常完备和细致的财务审计。

（五）职工安置问题不好解决。由于失业增加会影响当地政府官员的政绩，具有政治敏感性，因此外资在处理原职工就业安排的问题上不具有太多的主动权。

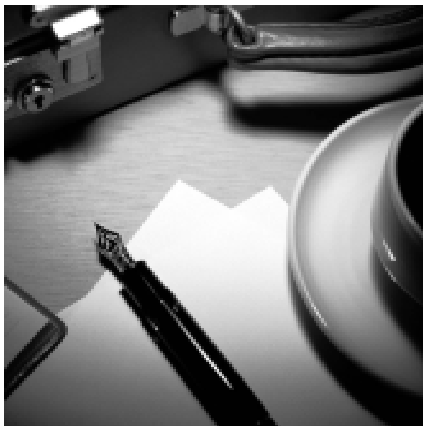
（六）最后是反垄断审查风险。中国目前尚没有具体可以操作的反垄断法，但是 圆园园年猿月苑日发布的《外国投资者并购境内企业的暂行规定》又抽象地规定了一些针对外商的反垄断审查机制，这使得相关审查机构的自由裁量权非常大，因而在一定程度上增加了外国投资者的商业风险。

三、 相关法规出台简表

- 圆园园年 怨月 圆日，国务院办公厅颁布《关于暂停将上市公司国家股和法人股转让给外商请示的通知》规定：“在国家有关上市公司国家股和法人股管理办法颁布之前，任何单位一律不准向外商转让上市公司的国家股和法人股。”
- 圆园园年 苑月 缘日原对外经济贸易合作部和国家工商行政管理局联合发布了《关于外商投资企业境内投资的暂行规定》，其中对三资企业和外商投资股份有限公司在中国境内购买其他企业投资者股权（非上市公司类）的行为进行规范。
- 圆园园年 员月 缘日，原对外经济贸易合作部和证监会联合发布《关于上市公司涉及外商投资有关问题的若干意见》，对容许外商投资股份有限公司发行粤股或月股和允许外商投资企业受让上市公司非流通股做了原则性规定。
- 圆园园年 员月 员日证监会颁布《关于上市公司重大购买、出售、置换资产若干问题的通知》，对上市公司重大购买、出售、置换资产行为的条件、申报、审查做了具体规定。
- 圆园园年 圆月 圆日颁布《指导外商投资方向规定》（国务院 猿源号令）及《外商投资产业指导目录》（国家计委、原国家经贸委和原对外经济贸易合作部颁布的新目录），后者为前者的配套政策，自 圆园园年 源月 员日起实施。与过去相比，《目录》在

内容上发生以下四点变化：一是增加鼓励类目录；二是进一步开放银行、保险、商业等服务贸易领域；三是将一般工业行业划入允许类；四是放宽外商投资西部地区的股份比例和行业限制。

- 2004年 8月 28日 《上市公司股东持股变动信息披露管理办法》及 2004年 8月 28日 颁布《上市公司收购管理办法》，这两个办法前者搭建了股东持股变动信息披露的体制，增加了收购的透明度；后者明确了收购者具体的权利义务和收购的程序，是收购上市公司的核心依据。这两个办法没有针对收购主体的特别规定，因此同样适用于外商并购国内上市公司。
- 2004年 8月 28日，中国证监会、财政部和原国家经贸委联合发布《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》。正式破除了 1998年的禁令，首次明确规定了向外商转让国有股和法人股的程序和审批。
- 2004年 8月 28日，原国家经贸委、财政部、工商总局和国家外汇管理局联合发布《利用外资改组国有企业暂行规定》。其中规定了对外方的要求，改组的方式、遵循的原则和审批程序以及防止国有资产流失的措施等。
- 2004年 8月 28日，对外贸易经济合作部、国家税务总局、国家工商行政管理总局、国家外汇管理总局联合发布《外国投资者并购境内企业的暂行规定》，首次就外国投资者并购国内企业做了最为详细的规定。
- 2004年 8月 28日，商务部发布《关于外商投资举办投资性公司的规定》，为外商并购国内企业提供了更为完善的投资工具支持。



第三篇 NFI 投资中国非流通股市场指南

一、非流通股市场结构

摇摇（一）从股东的权益角度看，流通股股东与非流通股股东是两个不同的利益集团，利益的不同导致了对所持有股份定性的不同。由于上市公司股权结构中非流通股集中并占控制地位，流通股股东的权能近乎萎缩，导致流通股股东热衷于短线投机获利。而非流通股虽然缺乏流动性，但是每股价格远远低于流通股，便于大规模持有集中，相对于流通股股东，投资

非流通股更容易参加对公司的控制。