

中国并购评论

清华大学出版社

市场前景

国企改革中的“解放战争”

市场盘点

一、特点、亮点、爆发点——二〇〇二年上市公司收购总结分析报告

二、二〇〇二年国内上市公司收购十大案例点评

理论研究

企业合并中的会计报表选择研究

市场前沿

透视MBO

市场回顾

一、二〇〇〇年中期——二〇〇二年上市公司重大资产重组实证研究报告

二、一九九九年上市公司并购效果排序

经典案例赏析

从深宝安收购延中实业到裕兴、高济华牌方正科技

第一册

东方高圣投资顾问公司
中国收购兼并研究中心

编著

1. 2000 年中期—2002 年上市公司重大资产重组实证研究报告

东方高圣投资顾问公司 徐玮

1997 年以来由上海本地股集体性资产重组产生了全新的资产重组板块，这个板块自始便成为中国证券市场的焦点之一，甚至在某些时刻扮演了引领大盘走势的作用。综观 1997 年到 2002 年的资产重组市场，风云变幻的资产重组已经开始从感性无序、投机炒作状态朝着理性有序、战略发展的方向回归，资产重组市场在重组泡沫次次破裂的伤痛中成长起来。本文将 2000 年下半年到 2002 年期间 191 次重大资产重组进行了归总统计，并在此基础上进行实证研究，希冀在追寻重大重组历史发展轨迹的过程中探求资产重组市场的发展趋向。

一、重大资产重组三个重大规范文件与实证研究案例的选取

资产重组问题的不断暴露引起监管层法规、制度建设的不断完善，中国证监会为规范上市公司的重大资产重组先后颁布过三个文件，这三个文件也是将重大重组市场划分为三大阶段的标志性文件：

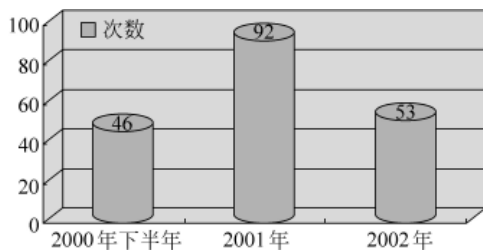
1. 1998 年 2 月 25 日证监会出台了《关于上市公司置换资产变更主营业务若干问题的通知》（证监上字【1998】26 号），要点是对主营业务变更视同新上市，要求按新股发行程序报证监会审批，重大重组需要申请试点和申请保留上市资格。26 号文监管了 1998 年 2 月 25 日到 2000 年 6 月 26 日的重大资产重组市场。

2. 2000 年 6 月 26 日证监会出台了《关于规范上市公司重大购买或出售资产行为的通知》（证监公司字【2000】75 号），要点是对重大重组的监管由审批制调整为事后备案制，坚持充分信息披露，鼓励上市公司通过重组改善资产质量。75 号文监管了 2000 年 6 月 26 日到 2001 年 12 月 31 日的重大资产重组市场。

3. 2001 年 12 月 10 日证监会出台了《关于上市公司重大购买、出售、置换资产若干问题的通知》（证监公司字【2001】105 号），要点是对重大重组的监管由事后备案制调整为审批核准制。105 号文监管了 2002 年 1 月 1 日至今的重大资产重组市场。

三个文件一脉相承，但是监管力度在加强，监管层面在拓宽。显然，对重大资产重组案例的实证研究必须放在特定文件规范的历史背景中进行。26 号文规范期间的重大资产重组原则上从纺织行业开始试点，具有较多行政色彩，开始有市场化选择特点的重大重组是从 75 号文开始的，根据上市公司的信息披露，本文选取了 2000 年下半年到 2002 年年底共 191 次重大资产重组案例作为研究对象，这些案例的时间分布为：

2000 年下半年—2002 年
重大资产重组发生次数统计图



本文在对 191 次案例进行研究时采取按照所处年限与所遵循的规范文件两条脉络展开。由上图可以看出，75 号文规范期间的 2000 年下半年与 2001 年的重大重组次数远远超出 105 号文规范期间的 2002 年的重大重组次数，前者的发生频率是后者的 1.74 倍，表明自 2002 年核准制实行以来，上市公司的重大资产重组行为明显收缩。

二、重大资产重组市场整体态势研究

2000 年下半年到 2002 年的重大资产重组市场发生了很多重大变化，其整体态势表现如下：

（一）分布地域

1. 2000 年下半年重大重组公司分布在 19 个省、直辖市，广东省最多（共计 10 家，其中深圳 7 家），其次为上海（8 家），甘肃、北京、辽宁、山东较多（分别有 3 家）；
2. 2001 年重大重组公司分布在 24 个省、直辖市，上海最多（12 家），其次为四川和广东（分别有 9 家，深圳 4 家），福建、北京、辽宁较多（分别有 6 家），重组公司家数在 5 家以上的有 8 个省、直辖市；
3. 2002 年重大重组公司分布在 22 个省、直辖市，四川最多（9 家），其次为上海（8 家），北京、辽宁、湖北较多（分别有 3 家）。

重大资产重组公司的分布地域基本遍布全国各地，需要格外关注的是上海、广东与四川三地。

上海与广东是改革开放活跃的地区，上海上市公司的重大资产重组一直表现活跃，广东在 75 号文期间重组公司较多，而四川是从 2001 年开始掀起重大资产重组高潮的，2002 年成为重大重组次数最多的地区，这场巴蜀大地的资产重组热浪源于四川省政府的鼓励与倡导，有媒体报道：四川省将通过推进上市公司的资产重组、促进优势企业的发展，打造技术先进、具有国内和国际竞争力的“航空母舰”，借此加快四川优势产业的发展，实现经济跨越式的发展。

(二) 重组时间与上市时间的时差

1. 2000年下半年重大重组的公司时差平均为5.58年，时差在6年以上的公司占54%（25家），时差最长的是深安达（11年），时差最短的是炎黄在线（2.5年）；

2. 2001年重大重组的公司时差平均为5.63年，时差在6年以上的公司占40%（36家），时差最长的是PT金田（12年），时差最短的是宝钢股份（0.5年）；

3. 2002年重大重组的公司时差平均为6.02年，时差在6年以上的公司占51%（26家），时差最长的是爱使股份（12年），时差最短的是金山股份（1年）。

2000年下半年重组公司的时差普遍较大，主要是上市时间较长、资产盈利能力下降的公司参与重组以扭转经营不利的局面，2001年、2002年开始新近上市的公司也进行重大资产重组，表明重大重组不再局限于业绩不佳的公司，而是成为某些业绩不错上市公司的资本经营战略选择。

(三) 主营业务变更

重大资产重组公司在重组前后主营业务变更情况为：

表 1

时间	变更情况	原有主营不变或得到强化	原有主营基础上增减业务	原有主营彻底变更
2000年下半年		35%	26%	39%
2001年		34%	22%	42%
2002年		49%	11%	40%
历年同等情况变更家数占总的重组次数的比例		38.6%	20.1%	41.3%

由表1可以看出，从2000年下半年到2002年，所有重大资产重组中，有41.3%的重组案例发生主营业务彻底变更，38.6%主营不变或是得到强化，20.1%主营在原有主营业务基础上进行了业务的增减。2000年下半年到2001年期间主营彻底变更占比较大，而2002年重大重组出现近50%的公司是在主营不变或强化主营的基础上进行，2002年重大资产重组公司主营业务变化情况同时反映出：在原有主营基础上增减业务的比例很低，大部分重大资产重组公司趋向于要么强化主营，要么彻底转变业务。

主营业务变更情况是重组板块引起市场关注的题材之一，在二级市场理性不足时期，甚至出现过某些上市公司为迎合市场对重组题材的口味而改变主营的现象，与高科技概念挂靠的主营曾经是重组市场的一大“宠幸”，根据统计，重大重组公司主营定位于通信、生物、新材料等高科技领域的比重分别为：2000年下半年接近40%，2001年和2002年分别接近30%，表明，随着高科技“网络神话”的破灭，重组板块的高科技主营业务

取向在下降。

(四) 重组模式选择

自 2000 年下半年以来，重大资产重组的模式已经表现得多样化，其中举动最大的重大资产重组莫过于卖壳重组，本文在此界定的卖壳重组是指进行重大资产置换并且第一大股东发生或将要发生相应变更，根据统计，历年重大重组公司重组模式的选择取向表现为：

表 2

重组模式 重组时间	卖壳重组	置换优质资产	收购优质资产	出售资产	资产债务剥离	资产托管	资产、负债无偿转让	以资产偿债、受赠资产
2000 年下半年	26.09%	32.61%	23.91%	13.04%	2.17%	2.17%	—	—
2001 年	32.63%	32.62%	13.68%	17.89%	2.11%	—	1.05%	—
2002 年	20.75%	33.96%	18.87%	22.64%	1.89%	—	—	1.89%

表 2 表明，卖壳重组和置换优质资产二者比例之和都在 50% 以上，说明这两种重组模式为大部分重组公司采纳，重组公司在置入优质资产的同时处理了劣质资产，因此二种模式选择而将自己改得“面目全非”的公司即“进行资产置换或卖壳重组且股票名称也发生变化”的公司情况为：2000 年下半年占当期重组公司总数 33%，2001 年占当期重组公司总数 29%，2002 年占当期重组公司总数 6%，也就是说，两年半来共有约 50 家上市公司已经完全不是“原来的自己”了。

(五) 交易对象与上市公司的关系

75 号文与 105 号文在界定关联交易时，一致认为“上市公司进行重大购买或出售资产交易时，如交易对方已与上市公司控股股东就直接或间接受让上市公司股权事宜或向上市公司推荐董事事宜达成默契，则上市公司所实施的该项购买或出售资产的交易属于关联交易”，根据此项认定以及上市公司重大资产重组的客观情况，本文将交易对象与上市公司的关系作以下统计：

表 3

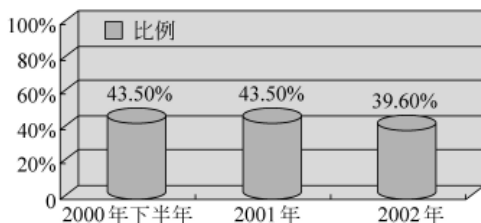
重组时间	交易对象与上市公司的关系	与大股东、潜在大股东或间接控股股东有关联关系	其他关联关系	无关联关系
2000 年下半年		82.61%	8.70%	8.70%
2001 年		73.47%	12.24%	14.29%
2002 年		60.38%	16.98%	22.64%

由表3可以看出,80%—90%的重大资产重组存在关联关系,大部分重大资产重组与上市公司的大股东、潜在大股东或者实际控股股东有着关联关系,在公司治理结构依旧不完善的环境下,重大资产重组中关联交易的大量存在,使得重大重组对交易中产权清晰以及保障各股东方利益的要求难以充分保证,有关借重组之名新入主大股东将上市公司资产等进行恶性抵押贷款的事件接连不断就是股东利益受到侵犯的重要表现。

1. 股权变更中新入主或即将入主的大股东对上市公司的资产重组行为

历次重大资产重组中40%左右的公司进行了与资产重组有关联的股权变更,其中,第一大股东变更占据主要比例,发生股权变更公司占当年重大资产重组公司的比例分别为:

2000年下半年—2002年重大资产重组公司发生股权变更的比例统计图



新介入的大股东多数会考虑对公司主业进行变更,其出发点无非是强化原有主营以改善业绩提升股东权益或者追求再融资便利以及实现完整的买壳过程——通过“壳”公司发展自身业务以及扩大自身品牌等。

2. 原有大股东对上市公司的重大资产重组行为

原有大股东不愿放弃大股东地位,又希望保留上市公司的发展能力或壳资源,只有采取牺牲自己、保全上市公司的作法,与上市公司进行优质资产的输入等重大重组,可以想象,这些上市公司目前“白得”的利益是违背市场环境下的公司经营原则的,终究还是要通过其他的非市场原则的交易进行弥补。

与此同时,也可以看到,无关联关系的重大重组比例有增多倾向,市场行为选择的重大资产重组在为交易双方逐渐接受。

(六) 二级市场表现

在分析重大资产重组二级市场表现之前,先看一下重大资产重组公告前三个月、重组公告当日、重组公告后三个月股价的基本走势:

1. 重大资产重组公告前三个月的二级市场表现

表 4

重组时间 \ 二级市场走势	上升（含小幅上升、盘整上升、上升后盘整、下跌后上升等）	盘整状态	下跌（含上升后下跌、下跌后盘整等）	停牌等其他情况
2000年下半年	69.57%	13.04%	17.39%	—
2001年	36.26%	7.69%	46.15%	9.90%
2002年	20.75%	39.62%	33.96%	5.66%

根据表 4:

2000年下半年的重大重组在公告前近 70% 公司的股价走势表现为上升;

2001年的重大重组在公告前 46% 公司股价走势表现为下跌;

2002年的重大重组在公告前 40% 公司的股价走势表现为盘整。

2. 重大资产重组公告当日的二级市场表现

表 5

重组时间 \ 二级市场走势	上涨			下跌			停牌	微调	其他情况 (如特别转让等)
	高开	平开	低开	高开	平开	低开			
2000年下半年	23.91%	6.52%	8.70%	34.78%	4.35%	8.70%	13.04%	—	—
2001年	8.70%	3.26%	8.70%	19.57%	3.26%	5.43%	32.61%	7.61%	10.87%
2002年	9.43%	5.66%	11.32%	33.96%	0%	3.77%	24.53%	5.66%	5.66%

根据表 5:

2000年下半年重大资产重组公司中, 当日股价表现下跌比例居多, 为 47.83%, 上涨比例为 39.13%, 停牌比例 13.04%;

2001年重大资产重组公司中, 当日股价表现比较分散, 停牌比例较大为 32.61%, 下跌比例为 28.26%, 上涨比例略低, 为 20.66%;

2002年重大资产重组公司中, 当日股价表现下跌比例居多, 为 37.73%, 上涨比例为 26.41%, 停牌比例 24.53%。

3. 重大资产重组公告后（约 3 个月）二级市场表现

表 6

二级市场走势 重组时间	上升（含小幅上升、 盘整上升、上升后盘 整、下跌后上升等）	盘整状态	下跌（含上升后下 跌、下跌后盘整等）	停牌等 其他情况
2000 年下半年	30.43%	23.91%	45.65%	—
2001 年	11.96%	7.61%	67.39%	13.04%
2002 年	16.98%	32.08%	33.96%	16.98%

根据表 6:

2000 年下半年的重大重组在公告后 45.65% 公司的股价走势表现为下跌;

2001 年的重大重组在公告后 67.39% 公司股价走势表现为下跌;

2002 年的重大重组在公告后公司的股价走势表现分散, 即下跌与盘整局面相差不大。

有助于二级市场避免异常表现的两个重要因素分别是信息披露的公开化、操作程序的规范化。在对二级市场走势进行评判的过程中, 本文认为需要对这两个因素的概况进行基本的回顾:

1. 信息披露方面

“阳光是最好的消毒剂”, 公开化是公正性的基本保证, 在重大重组从 26 号文的特权审批制走向 75 号文的报备制后, 管理层立即明确了严格的信息披露要求。75 号文件对重大资产重组的信息披露进行了严格规定: 要求上市公司进行重大资产重组需要对董事会决议、中介机构报告、监事会意见、是否产生关联交易和同业竞争等问题均要及时披露, 对于公告后 90 日内未完成相关手续的, 要求每隔 30 日应当连续公告等。75 号文在信息披露方面的缺陷在于: 掌控内幕信息的人存在在信息披露前进行股市操纵的基础, 从而使看起来再充分的信息披露其效率也会大大降低。105 号文对重大资产重组的披露要求更为严格, 由于实行审批制, 2002 年的重大资产重组与往年的一大不同就是重大资产重组补充公告屡屡见诸报端, 补充公告是重组公司根据证监会对公司提交的重大资产重组方案所作的反馈意见进行修改, 修改后的内容更有利于重大资产重组的规范运作, 有利于市场了解公司重组的基本情况。

2. 操作程序方面

无论是 75 号文还是 105 号文, 对重大资产重组都制定了严格的操作程序。75 号文强调的是在坚持充分信息披露的前提下规范重组程序, 但是, 上市公司只要按照要求履行了每一步的信息披露义务, 就可以顺利实施资产重组; 105 号文却不同, 上市公司在董事会形成决议后需

要上报证监会进行审批，几乎是同时进行的面向社会的进行重大资产重组公告是不确定的，即就是说，此时公告的重大资产重组是否能够正式履行有待证监会的批复，为此，中国证监会在 2002 年还成立了专门的重大资产重组审核委员会，显然，市场不会对如此不确定的重大资产重组公告进行激烈反映，就是想利用重大资产重组炒作二级市场也已经不具备环境基础了。

重大资产重组二级市场的表现也应了上述管理制度有意与无意的政策导向，所以如此言之，原因分析如下：

(1) 2000 年下半年的重大资产重组二级市场表现为投机性严重的市场

刚刚公布的 75 号文开始赋予上市公司自行重大资产重组的权利，一改往日试点期间的特批约束，重大资产重组市场由此放开，监管层的监管取向倾向于市场的自觉性约束，市场炒作严重表现为对重组题材大打提前量，即某些掌握内部信息的主力在重组实施前介入，场内甚至出现仅凭一个传言就争抢筹码的局面，统计结果也充分表明，近 70% 的重大资产重组公司在重组公告之前股价表现为上升，重大资产重组市场的股价走势很不平衡，股价出现过分的透支，当时对股价的判断是建立在资产重组是否出现大股东的变化、新的大股东具备什么样的背景和公司主业朝哪个方向重组等方面，特别是在网络热的时候，是否具备网络概念成为判断其股价的重要因素，形成了上市公司、券商、市场主力、散户一齐玩概念的奇特现象，其结果是将股价盲目炒高。无论重组是否成功，都对中小投资者极不公平。

(2) 2001 年的重大资产重组二级市场是走向冷静的市场

尽管依旧是在 75 号文的规范之下，2000 年重大资产重组市场的疯狂已经令 2001 年重大重组市场参与各方开始显得慎重，重要的表现是有 32.61% 的公司重组公告当日处于停牌状态，重组前 46.15% 的重大资产重组二级市场表现下跌，重组公告后 67.39% 的重大资产重组二级市场表现为下跌；应当说，这与监管层加大监管力度、大盘走势有一定的关系，但是，这依旧是一个异常的市场，股价表现是不均衡的。有位小股民曾经如此描述自己炒作重大资产重组板块的经历感受：以前每次在重大资产重组公告后跟进市场，结果总是被套，后来改变炒作方法，潜心研究哪支股票可能会发生重大资产重组，提前买进，结果赢的时候反倒增多。诸如此类对重大资产重组不信任的心理预期对调整 2000 年的股价走势应是不可低估的力量。

(3) 2002 年的重大资产重组二级市场是走向清醒的市场

2002 年重大资产重组市场是在 105 号文规范之下的市场，信息披露的严格、审批制度的实行使市场参与各方不再有原来二级市场巨大的投机获利空间，股价走势平稳，尽管盘整与下跌占据大部分的比例，这与整体大盘的走势有着很大原因，追涨杀跌的风光不再，二级市场对重大资产重组的小道消息反映清淡，甚至有市场人士认为 2002 年的重大资产重组市场是个“没有分析价值”的市场，如果有所分析，市场评论开始转向“此重组个股有发展潜力和长期投资价值”以及“ST、PT 保壳难度加大，请市场予以警惕”等等，这正是重大资产

重组市场开始回归理性的重大表现。

(七) 重大资产重组财务状况分析

在对财务状况的统计分析中，2002 年重组公司因年底报表尚未报出，因此，无法有效将其纳入财务分析之中，仅对 2000 年下半年、2001 年的重大重组进行财务数据的统计，也就是说此部分分析对 105 号文期间的重组未作描述。

1. 重大重组公司控制的资源情况分析：总资产、净资产、每股净资产在重组前后的变化

(1) 总资产变化情况

表 7

重组时间 \ 变化情况	明显增大	明显减少	变化不大
2000 年下半年	56.5%	17.4%	26.1%
2001 年	41.8%	43.9%	14.3%

2000 年下半年的重大重组公司大部分在重组后控制的企业的总资源明显增加，2001 年明显增加与明显减少的比例基本相同。

(2) 净资产变化情况

表 8

时间 \ 变化情况	明显增大	明显减少	变化不大
2000 年下半年	50%	8.7%	41.3%
2001 年	51.1%	40%	8.9%

2000 年下半年的重大资产重组，年底控制的净资产规模为 53 325.13 万元，比上一年控制的净资产增幅为 18.57%，经过重大重组后，有 2 家公司净资产金额由负变正。

2001 年的重大资产重组：年底控制的净资产平均规模为 62 025.21 万元，比上一年控制的净资产增幅 5.85%，经过重大重组后，有 6 家公司净资产金额由负变正（原有 11 家公司净资产为负值）。

(3) 每股净资产变化情况

表 9

重组时间 \ 变化情况	上升	不变	降低
2000 下半年	73.9%	0%	26.1%
2001 年	45.6%	0.1%	53.3%

2001 年重大资产重组的公司，重组当年每股净资产由负转正的有 6 家。

变化趋势：2000 年下半年重大资产重组的公司，从 2000 年到 2001 年、2002 年，每股净资产的变化趋势为：明显上升 19 家，明显下降 10 家，趋势不稳定的 17 家。

综合以上三个方面的论述，我们可以看出，2000 年下半年重大资产重组的公司倾向于控制资源规模的迅速膨胀，平均的净资产规模比上一年增幅 18.57%，每股净资产上升的比重非常明显，所占比例为 73.9%，从每股净资产 2000 年、2001 年、2002 年的走势看，明显上升的 19 家，明显下降和趋势不稳定的 27 家，资产规模上升的趋势没有得到很好的保持，至少说明持续发展的能力并没有得到很好培育。2001 年的重大资产重组公司控制的资源没有迅速膨胀，但是其突出的表现是因为重大资产重组，11 家净资产为负值的公司变为正值，改变每股净资产的状况直接与公司股票的停牌、复牌、退市等相关联，资产重组公司的目标很明确。

2. 资产负债率变化情况

表 10

重组时间 \ 变化情况	上升	不变或变化很小（5% 以内）	降低
2000 下半年	26.09%	41.30%	32.61%
2001 年	34.78%	30.43%	34.78%

感性认识中，降低负债率水平应当是上市公司重大资产重组的一个重要取向，但实际统计可以看出，仅有 3 成的公司有此方面财务比率的设计，这与资产规模的膨胀形成明显对比，表明此时的上市公司重大资产重组更看重的是控制资源的规模，对于资源来源构成不十分在意，也一定程度上表明长期发展的观念不是很重。2000 年下半年重大资产重组的公司，其资产负债率在 2001 年、2002 年的变化趋势表现为：48%（22 家）比例上升，23.9%（11 家）变化不大，28%（13 家）比例下降，由此更是可以看出，其由资债比率控制反映的企业长期经营能力的不足。

3. 主营业务收入、净利润、净资产收益率的变化情况

(1) 主营业务收入变化情况

表 11

重组时间 \ 变化情况	上升	不变或变化很小 (5% 以内)	降低
2000 下半年	56.5%	8.7%	34.8%
2001 年	50%	0.4%	45.6%

变化趋势：2000 年下半年重大资产重组的公司，其主营业务收入在 2001 年、2002 年的变化趋势表现为：84.8%（39 家）比例上升，15.2%（7 家）比例下降。

(2) 净利润变化情况

表 12

时间 \ 变化情况	上升	降低
2000 下半年	81.25%	18.75%
2001 年	54.4%	45.6%

2000 年下半年重大资产重组的公司，重组当年扭亏为盈的 10 家，没有改变亏损局面的 2 家，由盈转亏的 3 家（重大重组公司在 1999 年有 12 家亏损）。

2001 年重大资产重组的公司，重组当年扭亏为盈的 29 家，没有改变亏损局面的 15 家，由盈转亏的 10 家（重大重组公司在 2000 年有 44 家亏损）。

变化趋势：从 2000 年到 2001 年、2002 年，净利润有明显上升趋势的 6 家，明显下降趋势的 12 家，没有明显变化的 1 家，趋势不明显、升降错落的 27 家。

(3) 净资产收益率变化情况

表 13

重组时间 \ 变化情况	上升	降低	数据不充分，无法得出结论
2000 下半年	80.4%	19.6%	—
2001 年	51.09%	40.22%	8.70%

变化趋势：2000 年下半年重大资产重组的公司，从 2000 年到 2001 年、2002 年，净资产收益率的变化趋势为：明显上升 3 家，明显下降 16 家，趋势不稳定的 27 家。

(4) 每股收益变化情况

表 14

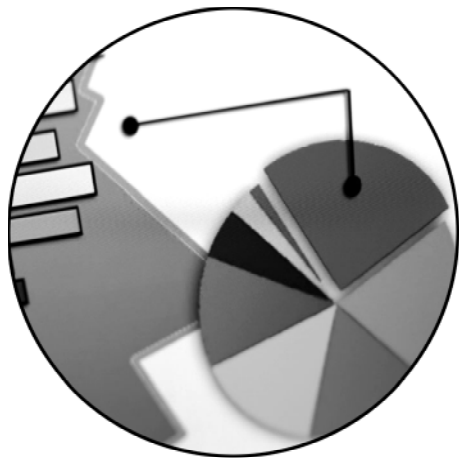
重组时间 \ 变化情况	上升	不变	降低
2000 下半年	76.1%	0%	23.9%
2001 年	58.9%	0.2%	38.9%

变化趋势：2000 年下半年重大资产重组的公司，从 2000 年到 2001 年、2002 年，每股收益的变化趋势为：明显上升 5 家，明显下降 15 家，趋势不稳定的 26 家。

根据以上数据，可以看到，2000 年和 2001 年，尽管重大资产重组后上市公司主营业务收入上升的仅占 50%，2000 年重大资产重组的净利润、净资产收益率、每股收益指标上升的比重很大，2001 年重大资产重组的公司上述指标上升的比例也占大多数，但是，比 2000 年有所缓和。此类指标与上市公司增发新股紧密相连，监管层是鼓励重大资产重组公司增发新股行为的，75 号文的相关规定是上市公司重大资产重组（购买或销售资产占上市公司总资产的 70%）完成一年后可以申请增发新股或配股，其重组前的业绩可以模拟计算，经证监会同意，一年的期限可以提前。105 号文的相关规定更为严格、严谨一些，例如，时间间隔应当不少于一个完整会计年度，或同时满足交易前上市公司符合新股发行条件、交易完成后的中期财务报告和年度财务报告为标准无保留意见的审计报告、重大重组考核相关指标介

于 50% 至 70% 之间，以及对模拟计算业绩的要求等，但是如此迅速的上升令市场不免产生“圈钱运动”的嫌疑，即使重大资产重组公司真有此意向，实际结果并未如愿：从 2000 年下半年到 2001 年的重大资产重组市场来看，真正在重大资产重组后进行过再融资的公司只有 4 家公司（平均各年只有 2 家公司发行过新股），仅占同时期重大资产重组次数的 2.8%。如何看待这一问题？

2000 年下半年到 2001 年 3 月 28 日的新股发行政策硬性标准是：上市公司最近 3 年净资产收益率平均达到 10%，其中最低不得低于 6%，2001 年 3 月 28 日新公布新股发行政策明确地将硬性指标降至最近 3 个会计年度的加权平均净资产收益率 6%，但在净利润的采用上，则要求以扣除非经常性损益后的净利润与扣除前的净利润低者为计算加权平均净资产收益率的依据。新股发行政策标准降低，与此同时，鼓励稳健经营、主业突出上市公司的再融资行为。75 号文和 105 号文规定允许上市公司重大重组后可以增发新股：因模拟计算上市公司重大资产重组前三年的业绩无从进行，本文对 2000 年下半年到 2001 年重



大资产重组公司 2000 年和 2001 年年末的净资产收益率进行粗略统计：2001 年进行重大资产重组的公司，2001 年当年此比率大于 6%、2000 年此比率小于 6% 的公司共有 29 家（占当年重组公司的比例为 32%），2001 年当年此比率大于 6%、2000 年此比率大于 6% 的公司共有 19 家（占当年重组公司的比例为 21%），2000 年进行重大资产重组的公司，2000 年和 2001 年此比率均大于 6% 的公司有 22 家（占当年重组公司的比例为 48%），挤掉此粗略统计的水分，大部分资产重组公司离新股发行政策的规定仍有差距。2000 年重大资产重组公司 2001 年、2002 年比率的变化趋势是上述指标的下降，也表明增长潜力的不足。

（5）股东权益回报（分红派息）

2000 年下半年重大重组后的公司有 19 家分红派息，占重大资产重组公司的比例为 41.3%；2001 年重大资产重组的公司有 17 家分红派息，占重大资产重组公司的比例为 18.9%，因 2001 年考核分红派息指标的时间比 2001 年重大重组公司少一年，无从考虑趋势，仅从比率自身来看，2000 年的分红派息是不充分的，其二级市场出现异常上升表现的占 70%，股东能够分红派息的公司却只占 40%，股东权益的保障与回报不足。

（八）经营业绩良好的公司是重大资产重组大军的主流，与此同时，业绩亏损特别是 ST、PT 公司为“保壳”纷纷进行资产重组，2002 年仍有 6 家公司未能因此逃脱退市的悲剧

根据粗略统计，进行重大资产重组的公司重组前一年、前二年、前三年调整后净利润出现亏损的公司（重组前连续三年调整后净利润为负的，根据其前三年重组前净利润是否为负进行重新考核）的情况为：

表 15

考察时间 重组时间	仅在重组前一年亏损 公司家数	重组前连续二年亏损 公司家数	重组前连续三年亏损 公司家数
2000 年下半年	2	6	4
2001 年	10	11	9
2002 年	3	5	2



2000 年下半年进行重大资产重组的公司经营亏损的占当期重组公司的比例为 26%，2001 年此数字为 35%，2002 年此数字为 20%。根据此数据，市场感性认为的进行重大资产重组的公司都是财务困难公司的说法并不准确，至少 60% 的公司是在盈利的，业绩良好的公司是重大资产重组公司的主流。

2000 年下半年到 2002 年进行重大资产重组的 ST、PT 公司家数统计数据如下：

表 16

重组时间 \ 重组家数	期间家数	第四季度家数
2000 年下半年	8	7
2001 年	32	20
2002 年	17	5

退市政策：2001 年 2 月 22 日证监会发布了《亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法》，2001 年 11 月 30 日证监会发布了该文件的修订稿。由上表统计可以看出，在 75 号文规范期间，ST、PT 公司的重大资产重组偏向于第四季度进行，其中缘由不难得出，2000 年下半年 ST、PT 公司对即将公布的退市制度存在恐慌，纷纷于年底之前宣布重大重组，2001 年 PT 水仙、PT 中浩、PT 粤金曼的退市直接导致 2001 年第四季度重大资产重组公司的家数上升到 20 家，其比例占到该年全部重大重组 ST、PT 公司比例的 54%。但是，在 2001 年进行过重大资产重组依旧难变颓废之势的 ST、PT 公司不在少数，2002 年退市的公司有 7 家，除 ST 宏业之外的 6 家公司都进行过重大资产重组，其中 ST 九州、ST 银山分别进行了两次重大资产重组。

表 17 2002 年退市而 2001 年进行过重大资产重组公司概览

公司名称	重组时间	退市时间
ST 海洋	2001. 4. 21	2002. 9. 20
PT 南洋	2001. 7. 11	2002. 6. 3
ST 九州（二次）	2001. 7. 28 2001. 11. 23	2002. 9. 13
ST 鞍一工	2001. 11. 15	2002. 9. 14
ST 银山（二次）	2001. 11. 30 2002. 3. 22	2002. 8. 21
PT 金田	2001. 12. 18	2002. 6. 14

显然，退市政策的威力开始发挥作用，如果说，在 2000 年、2001 年尚可通过年底的突击重组对亏损局面有所缓解的话，那么，在 2002 年新的会计制度已经开始对报表重组的游戏进行抑制了，债务重组收益明确确定为资本公积而不再计入公司利润，2002 年第四季度进行重大资产重组的 ST、PT 公司仅占当年重大重组 ST、PT 公司家数的 29%，占当年全部重大资产重组公司家数的 10%，年底突击重组现象大大减少，监管力度的加大使 ST、PT 公司以增强实际盈利能力的实质性资产重组在成为资产重组的主流。

(九) 反复重组现象

从 2000 年下半年到 2002 年出现一家公司进行多次或后续重组的情况，此类重大资产重组统计数据如下：

表 18

序号	公司名称	次数	重组公告时间
1	成都红光	二次	2000. 11. 23, 2001. 4. 3
2	聚友网络	二次	2001. 1. 3, 2001. 5. 30
3	福建豪盛（利嘉股份）	二次	2000. 11. 9, 2001. 7. 31
4	世纪中天	二次	2000. 11. 28, 2001. 10. 20
5	ST 黄河科	二次	2000. 11. 28, 2001. 11. 07
6	PT 永久	二次	2000. 11. 23, 2001. 11. 10
7	ST 九州	二次	2001. 7. 28, 2001. 11. 23
8	湖大科教	二次	2000. 9. 29, 2001. 11. 27
9	ST 猴王	后续	2001. 11. 28, 2002. 2. 1
10	ST 银山	二次	2001. 11. 30, 2002. 3. 14
11	PT 闽闽东	后续	2001. 11. 16, 2002. 3. 30
12	ST 高斯达	二次	2001. 11. 27, 2002. 3. 20
13	胶带股份	二次	2001. 4. 12, 2002. 5. 10
14	山大华特	后续	2001. 9. 4, 2002. 5. 24
15	浙江东日	二次	2002. 5. 14, 2002. 12. 3
16	ST 联谊	二次	2001. 11. 12, 2002. 9. 21

除了大部分 ST 公司为了保壳考虑之外，其他重大资产重组公司多是出于产业转型或增强主业的考虑，例如聚友网络，其 2001 年 1 月 3 日的重大资产重组是进行了重大资产置换，

从信息网络和化纤行业转向网络及设备行业，2001 年 5 月 30 日的重大资产重组是进行重大资产收购，强化转型业务。上述统计中，重复重大资产重组跨一个年度进行的有 13 家，在同一个年度内进行的有 3 家，部分公司重大资产重组频率的提高表明，重大资产重组已经开始被经营业绩正常的公司作为增强经营能力的灵活手段，面临危机的公司也在企求通过重大重组改变自身的发展命运。

三、重大资产重组市场发展态势预测

根据以上对上市公司重大资产重组市场的实证研究，本文认为，上市公司重大资产重组市场将会呈现以下发展态势：

（一）监管层监管力度和监管效力将不断增强

从 26 号文、75 号文、105 号文三个文件的发展历程可以看到，监管层对重大资产重组市场监管力量在不断加强，其风度可谓临危不乱，从容不迫，并且会越来越驾轻就熟。2002 年证监会设立专门的上市公司资产重组审核委员会，规范了专门的审核批准程序，通过专门的部门、专门的程序、严密的公告手续与明确的指标进行重大资产重组市场的管理，使得监管进退适宜、松紧协调，既鼓励了重大重组，又规范了重大重组。与此同时，其他配套的法规也在不断完善之中，包括退市制度、会计制度、增发制度、二级市场监控制度等在内的各相关制度在规范起来，与专门的重大重组制度相得益彰。

（二）实质性资产重组将成为重大资产重组的主流

从 26 号文的试点特批制度到 105 号文的审批制度的演变中，经过了 75 号文的报备制度，75 号文是一个特定的历史阶段，是鱼龙混杂的综合体，但其中不乏优秀的实质性资产重组的案例，例如，本文以为 PT 北旅早在 1995 年向日本五十铃和伊藤忠商社协议转让法人股是一次战略性收购行为，当时是为了强化在汽车行业的业务发展水平，而其在 2000 年 11 月份的卖壳重组行为也是一次战略性重组行为，实现行业转型，改为高科技行业。在经过 105 号文一年的历程之后，必须承认的是，实质性的、可以为公司长远发展带来潜质的重大重组正在成为主流，也就是说，重大资产重组作为资本市场运作的一种方式，作为存量资源优化配置的重要手段，正在开始发挥作用。

