

学校编码：10384

学号：17920101150977



分类号密级

UDC

廈門大學

硕士学位论文

中国A股上市公司壳资格价值分析

Analysis on Shell qualification value of Listed Companies in
China

姚迪

指导教师姓名：郑学军教授

专业名称：工商管理(MBA)

论文提交日期：2017年 4月

论文答辩时间：2017年 月

学位授予日期：2017年 月

答辩委员会主席：

评阅人：

2017年 2月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学博硕士学位论文摘要库

摘 要

改革开放以来的三十九年间，中国的资本市场取得了巨大的进步，中国的股票市场已经变成全世界范围内重要的资本市场。股票上市给企业带来了诸多的收益，大幅度提高了企业的商誉与品牌价值、降低了企业的融资成本、可以通过更广泛的信誉提升企业的战略平台，然而当人们用西方通用的估值方法比如股利折现或者现金流折现来评估中国人民币普通股（A股）价格的时候却经常谬之千里，于是有很多声音一直认为中国人民币普通股是个无效的市场。笔者认为这是忽视了中国人民币普通股（A股）因为国情以及特殊的历史阶段产生的壳资格价值的原因。

壳资格价格是个非常复杂的问题，已经有针对其的无数理论研究，但是至今未有能形成明确理论体系的估值系统。一方面是因为壳资格价值受监管方政策影响很大，而监管方的政策改革又非常的频繁，这使得量化壳资格的工作变得很没针对性。另一方面，中国的资本市场历史还比较短，还是一个不断发展不断完善的市场，这就使得在可预见的很长一段时间，政策依然会不断调整。壳资格只能说是现阶段的历史产物。

本文用如下的篇幅，讲述了壳资源、壳企业、壳资格价格以及借壳上市的过程。分析对比了首发首次公开募股（IPO）上市跟借壳上市的优劣，从而从制度上阐述其中的套利空间。分析了影响壳资格价格的外部内部要素，并且通过实例分析了不同阶段完整的借壳过程。并且在最后的阶段通过中国资产市场目前的分层建设进度以及注册制的进展来讨论壳资格价值的未来。

本文的与众不同之处在于，一方面明确的认为人民币普通股（A股）的股票市值等于企业与壳资格价值的累积，另一方面文中出现的三联商社（600898）以及超日太阳（002506）都是笔者怀着模糊的壳资格理论实际参与投资的股票标的。并且从中获取了不菲的收益，算得上理论联系实际的实战操作。而通过本文的不断梳理，这些概念更加清晰有条理。

关键词：壳资源；借壳上市；壳资格价格的影响要素

厦门大学博硕士论文摘要库

Abstract

Accompany with the fast growth of the Chinese capital market, Chinese stock market has become an important capital market around the world. Stock market bring a lot of benefits to the enterprise, Increase in corporate reputation and brand value, reducing the financing costs of enterprises, Enhance the strategic platform for enterprises. But when people use the Western common estimate Value method such as Dividend Discount Model(DDM) or Discounted Cash Flow(DCF) to assess the stock price of Chinese stock shares. It is always absurd. So there are a lot of voice that Chinese stock market is invalid. I believe that it is result that ignore the value of Chinese stock shell resources. It is born from the national conditions and special historical stage.

Shell resource price is a very complex issue, there have been numerous theoretical studies for them. but so far has not been able to form a clear theoretical system of value assessment. On the one hand, because the value of shell resources is greatly influenced by the policy of regulators, the policy reforms of regulators are very frequent, which makes the work of quantifying shell resources less targeted. On the other hand, Chinese capital market history is short. Still a development and improvement market. For a long time, the policy will continue to adjust. Shell resources can only be said that it is the product of this stage.

This article uses the following to define the Shell Resources Shell companies and Shell resource prices and backdoor listing process. Compare IPO with the Backdoor Listing. Introduce the arbitrage space. Analysis the external and internal factors influencing the price of shell resources. and the complete backdoor process is analyzed by examples. And at the final stage through the current hierarchical construction progress of the Chinese asset market to discuss the future of the shell resource value.

The difference of this paper is that the case that SanLian Commercial Corporation (600898) and the Shanghai Chaori Solar Energy Science & Technology Co., Ltd (002506) are actually involved in the investment. And gain a lot from it. It can be regarded as the actual combat with the actual operation. And through the continuous analysis of this article. These concepts are more clear.

Key words: Shell resources; Backdoor Listing; Shell resource price factors

厦门大学博硕士论文摘要库

目 录

第一章 绪论	1
第一节 研究背景	1
第二节 研究的目的	2
一、理论目的	2
二、现实意义	2
第三节 文献综述	3
第四节 结构安排	5
第二章 壳资格概念界定	6
第一节 人民币普通股（A股）壳资格的历史成因	6
第二节 壳企业与上市公司壳资源	8
一、壳企业	8
二、壳资源	10
第三节 买壳上市的运作机理	12
一、买壳上市	12
二、实现途径	13
第四节 本章小结	16
第三章 企业借壳上市与首次公开募股（IPO）的对比	18
第一节 监管环节	18
一、独立性缺陷	19
二、持续盈利和成长性	21
三、其他理由	20
第二节 信息披露	23
第三节 不同的定价方式	24
第四节 持续督导	24
第五节 本章小结	25
第四章 影响壳资格的外部要素分析	26

第一节 发行与审批政策的历史变化.....	26
第二节 退市制度	28
第三节 借壳政策的影响	29
第四节 大盘指数	30
第五节 多层次市场梯度建设	30
一、关于代办股份转让系统（老三板）	31
二、关于新三板、四板市场	33
第五章 壳资格内部价值分析	35
第一节 股本结构	35
第二节 壳企业的资产质量	36
第六章 实例分析	37
第一节 三联商社借壳郑百文	37
第二节 国美曲线并购三联商社控制权	40
第三节 协鑫集成借壳超日太阳	42
第四节 本章小结	47
第七章 注册制的引入对壳资格的影响	49
第八章 结论与建议	51
参考文献	53
致谢	54

Contents

Chapter One Introduction	1
Session 1 Research Background	1
Session 2 The Purpose Of Research	2
1、Theoretical Purpose	2
2、Practical Meaning	2
Session 3 Journals reviewed	3
Session 4 Structural	5
Chapter Two Shell Resource Concept Definition	6
Session 1 The Historical Cause of Shell Resources	6
Session 2 Shell Company and Company's Shell Resources	8
1、Shell Company	8
2、Shell Resources	10
Session 3 The Operating Mechanism Of Buying The Shell	12
1、Backdoor listing	12
2、The Way To Achieve	13
Session 4 Chapter Summary	16
Chapter Third Comparison Of Enterprise Backdoor Listing And	
Direct 首次公开募股 (IPO)	18
Session 1 Regulatory Links	18
1、Independence Defects	19
2、Sustained Profitability And Growth	21
3、Other Reasons	22
Session 2 Information Disclosure	23
Session 3 Different Pricing Methods	24
Session 4 Continuous Supervision	24
Session 5 Chapter Summary	25

Chapter FOUR External Factors Affecting Shell Resources....	26
Session 1 Historical Changes In Issuance And Approval Policies....	26
Session 2 Delisting System	28
Session 3 Backdoor policy	29
Session 4 Market Index	30
Session 5 Market Gradient Construction.....	30
1、 Strategic Emerging Board	31
2、 Agent Transfer System	33
Chapter Five Internal Factors Affecting Shell Resources... 	35
Session 1 Capital structure	35
Session 2 Shell's Asset Quality	36
Chapter SIX Case Analysis	37
Session 1 SANLIAN COMMERCIAL Acquisition Zheng Bai Wen.....	37
Session 2 GOME Acquisition SANLIAN COMMERCIAL.....	40
Session 3 GCL Acquisition Chaori Solar Energy.....	42
Session 4 Chapter Summary	47
Chapter SEVEN The effect of the introduction of registration	
system on shell resources	49
Chapter EIGHT Conclusions And Suggestion	51
References.....	53
Acknowledgments.....	54

第一章 绪论

第一节 研究背景

因为有中国大陆人民币普通股票（A 股）证券市场的存在，企业才得以与牵手资本市场实现第二次飞跃，作为一家上市企业可以得到更多的发展方向与资源平台。企业借助于资本市场的力量可以进入新阶段，通过这一巨大变革，企业可以通过资产证券化、未来收益资产化等方式盘活自己的固定或者低流动资产，向全社会融资。也可以利用资本市场完成资产重组与并购或建立资源共享同盟，积极参与我国目前众多行业的整合过程，为企业在市场竞争中立足于更好的竞争位置。并且挂牌上市极大的晋升了公司的品牌价值提升了企业的商誉。这使得几乎所有企业都渴望通过挂牌上市敲开证券市场的大门。然而，由于中国大陆证券市场的历史原因与特殊的审核机制，不少企业由于不符合直接上市的条件或其他原因，只能通过间接上市的路径成为公众公司，即通过购买壳企业，同时注入自身资产完成借壳上市。

在这样的历史背景下，“壳企业”以及上市公司所拥有的“壳资格”就成了一种可以有定价基础的市场资源。虽然 A 股市场经历了监管政策的剧烈变化，然而这种市场资源在过去三十年的人民币普通股票市场中都保持着最大的资本运作热度。在股票投资中，“壳子股”的非常吸引眼球，炒作热度很多，尤其 ST (special treatment) 的股票作为连年亏损的绩差标的，往往拥有更加存粹的壳价值，其股价经常剧烈波动。

进入二十一世纪的第一年 PT 水仙在人民币普通股票市场正式落幕，进入代办股份转让系统，也就是人们俗称的“新三板”，正式登上了历史舞台，新三板作为已退市股票集中营，很多企业甚至连电话都已经打不通，管理层整个失去联系，从而一些新三板挂牌企业的市值即可以看成没有流动溢价的壳资格价值的下限。

时间来到 2009 年 7 月 1 日，监管部门中国证券监督管理委员会面向整个社会公布了《创业板市场投资者适当性管理规定》，中国特色的创业板正式登上历史舞台，标志着进入资本市场进行融资活动的的准入机制标准将有所降低。民营资金又有了一个大展拳脚的场所。整个证券市场的活跃度有了一个质的提升，整个资本市场发现

了一个新的舞台，各种力量粉墨登场，资本并购谱写了新的篇章，而在所有这些的动态博弈中，壳资格的市场价值无疑是重中之重。

第二节 研究的目的

一、理论目的

大陆人民币普通股票市场股价的估值是个难题，西方经济学中的各种针对证券市场的成熟估值方法在中国 A 股市场中基本寸步难行，无论相对估值法还是绝对的估值法、通用的 EV/EBITDA、PEG 还是 DCF(Discounted Cash Flow)甚至还有 B-S 期权等计算模型均与现实股价存在较大差异。本文认为，因为人民币普通股票的发审制与西方社会的注册制差异影响巨大，这些行政审批消耗大量的社会资源，所在能在中国 A 股市场登录本省即意味得到非常多的公众资源的授权，理应得到资本溢价。据此，我们可以推论：从价值投资的角度，人民币普通股票上市企业的市值应该等于该壳资源价值与相对应企业经济价值的和。尤其在此处壳资源，更准确的应该叫做“壳资格”，其价值是一种存在于所有上市公司市值内的重要组成部分，并且壳价值的大小受上市公司股本大小等各种变量影响。

二、现实意义

自 1984 年人民币普通股诞生开始，并购重组就是二级市场当之无愧的第一炒作热点，诞生了众多的悲喜剧。从赣州稀土并购案可见一斑。仅仅是因为道听途说的赣州稀土有限公司借壳的些许可能性，昌九生化的股价从 2011 年底的 6.2 元/股暴涨至 16 个月以后的 29 元/股，其间甚至冲高至 40.6 元/股。2013 年底，威华股份公司正式公告并购赣州稀土有限公司，整个资产并购方案落空的上市公司 *ST 昌九（昌九生化）连续了恐怖的十个跌停板，投资人悉数套牢。16 个月之后，原本公告并购赣州稀土有限公司的威华股份传来重大利空公告，证监会并购重组委员会意外的否决了这个重大资产重组并购方案。威华股份的股价也从 2015 年初的 30 元连续跌停到 7 月份停牌前的 12 元。这让人大跌眼镜的股价过山车导演了多少投资者的悲欢离合。如果我们一开始从待借壳股票的壳价值价格开始考虑整个并购方案的经济效益，考

考虑清楚壳资格的含义，通过研究各个时期影响壳资格价格的政策性内涵，监管鼓励的程度，最后再仔细分析比对以往的案例，仔细思考特定时期影响壳资格价格的内在组成部分对股价的影响，就可以推导出壳资格股大概的价格范围，这样就不会盲目的炒作壳子股，避免了可能的损失。

我们也把这些研究展示给监管机构，通过认识到壳资格价格的形成路径。帮助监管层解决现实问题提出一些新的方案；从民间的层面，可以给投资者的思考提出各种控制风险的警觉，避免巨大的亏损。

第三节 文献综述

因为人民币普通股在全世界范围的特殊性，所以对人民币普通股壳资格的研究的起步都是比较晚的，目前对人民币普通股壳资格还没有特别针对性的数据库成立，业界也并没有形成特别权威的理论体系，但我们可以大致顺着中国股市的不断进步，理清一下前人的研究脉络。

胡继之^[1]认为，上市公司壳资格的含义有狭义和广义两个层面的考量。狭义的壳资格是指上市公司作为公众公司对比私人公司所有的发展优势，其中包括融资能力、商誉和当地政府支持 3 个方面的内容。而广义的壳资格是指这个证券市场里面内所有上市公司壳资格都包含的特定价值。

赵昌文等人^[2]认为，平常说的“壳”就是上市企业的资本能力或者上市企业的证券代码的资本溢出，上市公司的壳资格是指上市公司的资产与股权的统一。壳资格的产生是证券市场发展的历史确定的结果，大部分的证券市场都存在壳企业、壳资格。产生的根源除了公司林林总总的运营结果以外，也依托特殊制度背景等历史进程。但不是任何壳企业都能够证明壳资格的价值，贾渠平^[3]提出壳企业要想成为一种稀有因素，一定具备两个要素，即稀缺性和获益性。稀缺性是指资源存量或增长的速度无法满足人不断增加的欲望(市场欲望)；获益性是指对资源的拥有能带来货币化的收入并满足一定的投资回报率。如果一个资源不是特有的或者不能带来投资回报，那它的价值就非常有限。壳资格所具有的虚拟价值就是由壳资格的珍稀性产生的，是大于资产负债表的价值的依托。它体现上市流通的权益溢价，单纯由市场判断，随着证券市场股价变化而变化，股市的大盘点位越高，其融资实力越强，壳价值也就越得

到体现，其溢出效应等于上市企业的市场价值与其为私人公司时的市值的差额。

王性玉^[4]等指出可用壳企业恢复融资能力时的市值和收购前壳企业的价格的差，表示壳资格的价格，而且壳资格价值大小由股价变动而决定。张海琳^[5]《买壳上市中的估价方法探讨》一文中在对壳企业的价格界定上不同于其他的学者，认为壳价值主要是控股的股权价值，一般用“市值溢价”来表示，与“壳”企业的资产负债表关系不大。由于在并购过程完成前很难对“市场溢价”进行量化对比，因此通常对壳价值评估的做法，在重组信息发布那日的股价作为评判标准。陈永忠^[6]将壳资格的价值和市场产权相结合，认为公司能够进入二级市场并拥有增发新股、配股的权利就是壳资格的价值。

关于壳资格价值的评估和定价问题，国内学者主要从传统的评估方法和期权评估法进行了探讨。石柱^[7]从壳资格价值评估角度提出了割差法、市场比较法、贴现法等估值方法。割差法将壳资格价值定义为收购方为获取控制权所支付的成本减去控股权所对应的的目标公司所有者权益的差额；市场比价法下壳资格价值是具有类似特征的上市公司与非上市公司的市值差额，是一种市场产权价值的存在；贴现法则将买壳上市后买壳方获取的超额垄断收益的限制作为衡量壳资格价值的标准。彭伟^[8]将美式期权引入壳资格价值的评估，他认为壳资格的价值是一种对上市公司是否进行重组的选择权，实质上获得的是一种期权价值，因此收购方的目的在于获取在未来实现巨大收益的机会而不是短期盈利。谢崇华^[9]从交易主体的角度出发把买壳上市视为一种多层次的兼并收购和交易主体追逐利益的行为，在比较分析壳企业交易的收益和成本的基础上借鉴资产定价理论建立了定价模型，对于壳企业来说获得的是溢价收入，而买壳方则是一种潜在的收益。乔云亮^[10]和梁进元^[11]认为在壳资格交易能否取得成功的关键在于确定壳资格的价格，壳资格的价格的基础是壳资格价值，壳资格的价值从不同的主体又可以分为市场价值和投资价值。

舒子仪^[12]通过对 2006 年至 2012 年期间的 180 起非上市公司收购行为进行了实证研究以后认为：非上市公司收购上市公司的行为存在壳资格利用动机，且影响壳资格价值的要素主要是上市公司的股权特征和资产状况壳资格的股本规模、股权转让比例与壳资格价值负相关，股权集中度、每股净资产对壳资格价值有正的影响，壳资格的盈利能力对壳资格价值没有显著影响。

余国昌^[13]指出采用传统的资产评估方法评估壳资格的投资价值均存在一定的不

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士学位论文摘要库