

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学 号: 9611038

UDC_____

学 位 论 文

上 市 公 司 并 购 行 为 分 析

宋 海 燕

指导教师姓名: 毛付根副教授

申请学位级别: 硕 士

专 业 名 称: 会 计 学

论文提交日期: 1999 年 5 月

论文答辩日期: 1999 年 月

学位授予单位: 厦 门 大 学

学位授予日期: 1999 年 月

答辩委员会主席_____

评 阅 人_____

1999 年 4 月

厦门大学博硕士论文摘要库

目 录

| | |
|-------------------------------|----|
| 第一部分、上市公司并购概述..... | 1 |
| 一、上市公司并购的内涵..... | 1 |
| 二、上市公司并购的分类..... | 3 |
| 三、上市公司并购的动因..... | 4 |
| 第二部分、上市公司并购的模式识别..... | 7 |
| 一、上市公司并购的基本模式..... | 7 |
| (一) 整体并购..... | 7 |
| (二) 投资控股并购..... | 8 |
| (三) 股权有偿协议转让..... | 9 |
| (四) 二级市场并购..... | 12 |
| (五) 资产置换并购..... | 14 |
| (六) 股权无偿划转..... | 16 |
| 二、上市公司并购方向选择..... | 18 |
| (一) 上市公司横向并购..... | 18 |
| (二) 上市公司纵向并购..... | 20 |
| (三) 上市公司混合并购..... | 22 |
| 三、上市公司并购控股公司资产..... | 25 |
| (一) 上市公司并购控股公司资产的表现..... | 25 |
| (二) 上市公司并购控股公司的主要原因..... | 27 |
| (三) 上市公司并购控股公司资产对上市公司的好处..... | 28 |
| (四) 并购行为的市场化..... | 29 |

| | |
|-----------------------------|----|
| 第三部分、上市公司并购行为分析 | 30 |
| 一、上市公司非理性并购行为的表现 | 30 |
| 二、上市公司非理性并购行为形成的原因 | 33 |
| 三、上市公司并购的导向 | 35 |
| 第四部分、上市公司并购的有关问题及解决方法 | 37 |
| 一、并购法规 | 37 |
| 二、国家政策 | 37 |
| 三、信息披露与股价异常波动 | 38 |
| 四、并购风险控制 | 39 |
| 五、外资并购上市公司 | 40 |
| 六、资产评估问题 | 41 |
| 七、并购资金渠道 | 42 |
| 主要参考文献资料 | 44 |
| 后记 | 46 |

内 容 提 要

自我国证券市场诞生以来，兼并收购就一直伴随其发展。党的“十五大”关于“以资本为纽带通过市场形成具有较强竞争力的跨地区、跨行业、跨所有制和跨国经营的大企业集团”的论述，为证券市场发展提供了新机遇，并促使我国新一轮并购热潮喷薄而出。上市公司作为各行业、各地区优秀企业的代表在我国现阶段并购改革中扮演着重要角色，这不仅是现阶段深化国有企业改革的客观要求，而且是我国证券市场发展的必然结果。从深化国有企业改革来看，需要通过上市公司并购解决企业规模不经济、产业结构不合理和企业负债过重等问题来促进资产存量在不同经济实体之间的优化组合。从我国证券市场的发展来看，我国证券市场在初具规模后如何利用上市公司并购来发挥证券市场优化资源配置的功能，这是我国证券市场深层次功能开发的重要方面。结合我国经济改革的实际来丰富上市公司并购的理论和完善上市公司并购政策，将有助于促进上市公司并购在新一轮经济周期中发挥更大的作用。

论文分四个部分：

第一部分概述上市公司并购的内涵、分类，并结合我国实际情况分析企业并购的动因。

第二部分论述我国上市公司并购的模式及其识别：

上市公司并购包括上市公司作为并购公司和作为目标公司的两类并购行为。目前，上市公司的并购模式可归纳为六类：（1）整体并购，即上市公司以资产为基础确定并购价格受让目标公司全部产权的并购行为；（2）投资控股并购，即上市公司向目标公司投资从而将目标公司改组为上市公司的控股子公司的并购行为；（3）股权有偿协议转让，即并购公司根据股权协议价格受让目标公司全部或部分股权，从

而获得目标公司控制权的并购行为；（4）二级市场并购，即并购公司通过二级市场收购上市公司的流通股从而获得上市公司控制权的并购行为；（5）资产置换，即上市公司用一定价值的资产并购等值优质资产的产权交易行为；（6）股权无偿划转，即政府通过行政手段将上市公司的产权无偿划归并购公司。上述六种方式各有优缺点和不同的适用范围。

在上市公司并购行为中，以并购双方所处行业及公司扩张趋势，上市公司并购可分为三类，即横向并购、纵向并购、混合并购，文中结合我国产业政策对三类并购进行分析。

在我国上市公司并购行为中还存在着一种特殊的并购行为，即上市公司并购控股公司资产的行为，作为控股公司资产来说即借壳上市，该行为存在的原因是多方面的，合理利用该行为来促进国有企业上市的关键是在趋利避害的基础上使并购行为市场化，如确定公平的并购价格，遵循回避制度等。

第三部分对我国上市公司并购行为特征进行归类，并分析了非理性并购行为形成的原因，以及上市公司并购的导向。

第四部分对我国上市公司并购存在的有关问题作了简要分析，提出粗浅的解决方法。

随着上市公司并购行为的规范化、有序化，上市公司各方面优势的充分发挥，上市公司并购将对促进我国经济发展产生深远的影响，上市公司也将在扮演我国现阶段企业并购主要角色的同时发展成为代表我国经济的“大公司”。

上市公司并购行为分析

第一部分 上市公司并购概述

一、上市公司并购的内涵

（一）兼并、收购的含义

兼并，英文是 Merger，有吞并、吸收、合并之意，通常有两个层次的含义，一是狭义的，另一是广义的。狭义的兼并是指在市场机制作用下，企业通过产权交易获得其他企业的产权，使这些企业法人资格丧失，并获得他们控制权的经济行为。广义的兼并是指在市场机制作用下，企业通过产权交易获得其他企业产权并企图获得其控制权的行为。广义兼并和狭义兼并的共同点在于：（1）兼并是一种在市场经济条件下，具有独立的法人财产权企业的经济行为，是企业对市场竞争的一种反应，而不是一种政府行为；（2）兼并是一种产权交易活动，它是一种有偿的交换，不是一种无偿的调拨；（3）交易的方式可以通过购买资产、也可以通过购买股票进行交易，支付手段既可以是现金，也可以是股票、债券或其他形式的回报。狭义兼并和广义兼并的主要差别在于：狭义兼并的结果是被兼并企业丧失法人资格，主兼并企业的法人地位继续存在；而广义兼并的结果是被兼并企业的法人地位可能继续存在，只是被控股而已，主兼并企业的法人地位也不一定不丧失，也可能是兼并双方合并为一个新设公司，原来企业的法人地位均丧失。狭义的兼并相当于我国公司法和会计学中的吸收合并，而广义的兼并除了包括吸收合并之外，还包括新设合并和其他形式的产权交易。

收购，英文是 Acquisition，是指企业以某种条件取得另一企业的大部分产权，从而居于控制地位的交易行为。收购的对象一般有两种：一种为股权，另

一种为资产。收购股权是企业购买另一家公司股份的一种投资行为，一般情况下通过收购目标公司已发行在外的股份，或认购目标公司所发行的新股两种方式进行。当购买目标公司的股权达到一定比例而取得经营管理控制权时，即可接收该公司。当他在取得被收购公司经营管理控制权时，也自然承受该公司的一切债务。对于并未取得被收购公司经营控制权的收购，则直接称为“投资”。投资的目的可能基于投资回报率的考虑，也有可能是为以后的收购经营控制权作准备。作为另一种收购内容的资产收购，由于并非购买目标公司的股份，而仅仅是一般的资产买卖行为，故不须承担被收购公司的债务。如果目标公司是将其资产全部出售，极可能无法继续经营原来公司业务，这样公司有可能解散，收购支付的手段通常表现为现金，证券以及二者的组合。

从兼并与收购的概念来看，收购和广义的兼并具有相同的含义两者可作为同义词使用，换一个角度来看，收购可以看成是广义兼并行为的一种。并且，学术界和实业界都习惯于将兼并与收购合在一起使用，称为“并购”。泛指在市场机制作用下，企业为了获得其他企业的控制权而进行的产权交易活动。通常，我们把主兼并或主收购的公司称为并购公司，进攻公司，出价公司，标购公司或接管公司；把被兼并或被收购的公司称为被并购公司，目标公司，标的公司，被接管公司等。

公司并购是市场经济条件下的一种正常的普遍的企业行为和市场行为。由于我国尚处于市场经济发育的初级阶段，企业并购行为尚不成熟和规范，部分公司并购表现为政府行为，这就是指我国企业并购除上述的企业兼并，企业收购外，还存在另一种产权重组行为即企业划转，它是指政府（目标公司的所有者）通过行政手段改变企业产权在不同部门，不同地方和不同企业之间的所有者关系，采取无偿形式进行国有经济内部产权重组的行为。它是我国产权重组的特有形式，也是本文对并购的特殊规定性。

（二）上市公司并购的内涵

企业并购在不同的经济体制，不同的国家有着不同的表现，并购主体的经

济性质、组织形式的不同，其并购行为也呈不同表现。为了对我国当前并购行为有一个较好的了解，在此，对我国企业分为两类，一是上市公司，二是非上市公司。我国《公司法》第51条，上市公司是指所发行的股票经国务院或者国务院授权证券管理部门批准在证券交易所上市交易的股份有限公司，本文着重对上市公司并购行为进行分析。

与第一节所述并购的内涵相关联，上市公司并购包括上市公司作为并购公司和作为目标公司的并购行为。上市公司并购行为是否成立，主要取决于并购公司是否拥有了目标公司的控制权。这种“控制权”主要表现在并购公司对目标公司的持股比例。具体来看表现在四个方面：第一，目标公司成为并购公司的分公司（或专业厂、事业部）；第二，并购公司成为目标公司的绝对控股股东，即持股比例在50%以上的股东，目标公司成为并购公司的全资子公司或绝对控股子公司；第三，并购公司成为目标公司的相对控股的第一大股东，目标公司是并购公司的相对控股子公司；第四，并购公司成为目标公司的非控股性的第一大股东，即持股比例在5%~30%之间的第一大股东。

二、上市公司并购的分类

并购的种类很多，按不同的分类标准可以把并购划分为许多不同的类型。同一般企业并购相比，上市公司的并购行为具有很多特殊性。通过对我国上市公司并购行为的总结，参考国际上对并购的分类，本文将我国上市公司的并购行为按照不同的标准进行以下分类：1.按照并购的对象分类，分为上市公司作为并购公司的并购和上市公司作为目标公司的并购；2.按照并购的方式分类，分为整体并购，投资控股并购，股权有偿转让，资产置换并购，二级市场并购，产权无偿划转，等等；3.按照并购双方所处的行业分为横向并购，纵向并购和混合并购；4.按照出资方式分类，分为现金并购和换股并购；5.按照并购的市场分类，分为场外并购和二级市场并购；6.按并购的意愿分类，分为善意并购和恶意并购；7.按照是否构成关联交易分为：构成关联交易的并购和不构成关

联交易的并购；8.按照并购资金的性质分类，分为国内资金并购和外资并购；9.按照有偿性分类，分为有偿并购和无偿并购。

以上不同的分类标准都从不同的侧面强调了上市公司并购行为的不同特点，不同的分类结果都具有不同的实际意义。其中，上市公司的六种并购方式实际上是上市公司的六种基本并购模式。

三、上市公司并购的动因

并购行为的动因是多元化的，某一次并购活动可能蕴含有多种动因，我国目前企业并购的主要动因归纳为以下几个方面：

（一）实现规模经济

企业为达到规模经济而进行的并购，可以降低产品的平均成本，扩大产品的市场占有率，增强企业的市场势力。这是因为，大规模生产可以实现细致的分工，尽可能发挥人力资本和物质资本的利用潜能，采用先进的技术设备和科学的管理手段，节省管理费用等，这些属于规模经济的内部效应。大规模生产还可以使企业同其他厂商建立稳定的生产、技术、销售联系，增强企业同原材料供应商和产品销售的讨价还价能力，减少同行业竞争等，这些属于规模经济的外部效应。我国上市公司英雄与永生之间的股权转让，上海金陵对上海美星无线电厂的并购，以及一汽并购吉林轻型车厂，仪征化纤并购佛山化纤等都体现追求规模效应的动机。

（二）降低进入新行业、新市场的费用

企业要拓展业务进入新行业或占领新的市场，通过自身转产或运用大量的营销手段攻入，必然会遇到巨大的行业壁垒和市场壁垒，因而就需付出高昂的代价，通过并购则可以较少的投入达到目的。98年9月湘计算机投资2540万元收购维用--长城电路有限公司的35%股权，使维用--长城电路有限公司成为其参股子公司，子公司1999年1月签订99年外销订1000万美元，此举为湘计算机迅速进入国际市场，增加出口创汇和盈利能力打下基础，预计1999到2002年，

湘计算机可能分别从该公司获得 290 万元、360 万元、402 万元、440 万元的投资收益。¹新疆友好集团原以经营单纯的商业百货与零售为主，1998 年 7 月 1 日，通过收购乌鲁木齐城建股份而切入市政产业，节省了另起炉灶的时间，也节约了纯市场行为的收购成本，赢得了不小的市政产业市场份额。²

（三）降低交易费用

根据科斯（R·H·Coase）在《企业的性质》中的观点，企业 and 市场是两种可以相互替代的资源配置机制，企业的主要特征是通过企业家而不是市场机制来配置资源，组织经济活动，企业内部经济活动的协调可以节约交易费用。所谓交易费用是企业用于寻找贸易伙伴、订立合同、执行交易、讨价还价、监督违约行为、对付制裁等方面的费用支出。当市场的交易费用很高时，市场不再是协调经济活动和资源配置的一种有效方式，而是通过企业家将交易内部化来节约组织经济活动和配置资源的成本，降低交易费用的需要会促使企业并购的发生。当然，组织企业内部的经济活动也需要一定的费用，这里把它称为组织费用。随着企业规模的扩大，组织费用会更高，抵消因并购而减少的交易费用，所以并购的边界条件应是企业边际交易费用的节约额等于边际组织费用的增加额。这一理论为企业并购特别是纵向并购提供了依据。我国上市公司“轮胎橡胶”收购海口轮胎厂，除了上述动因外，降低交易费用无疑也是一个基本动因。因为海南省是我国最大的橡胶原料产地，收购海口轮胎厂便可以利用传统的原材料优势，从而拓宽和稳定“轮胎橡胶”的原材料供应渠道。³

（四）进行产品结构的调整和优化组合

在激烈的市场竞争中，企业的产品结构合理，将使企业兴旺发达，反之企业衰败，甚至破产。因此，进行产品结构的调整和优化组合可以说是我国企业并购的基本动因之一。企业并购可以在短期内集中资本，而产品经营则是在一

¹ 《中国证券报》1999 年 1 月 5 日有关报道。

² 《中国证券报》1998 年 7 月 2 日第十三版。

³ 陈敏，“97 上海上市公司资产重组综合分析”，《申银万国证券研究》，总第 7 期 37 页。

个中长期内聚集资本。企业并购作为企业资本经营的手段，可为产品经营的调整创造条件，提供契机。98年5月，龙头股份进行资产重组，将公司原有的盈利能力较差的纺织净资产全部置出，其母公司上海纺织控股（集团）公司将属下的全资子公司上海菊花纺织有限公司、上海民光国际企业有限公司、上海海螺服饰有限公司的优质资产注入龙头股份。龙头股份过去几年经营业绩不佳最主要原因是其产品经营有问题，传统低档次的棉纺织品已明显缺乏市场竞争力，难以满足市场高层次、多品位的需求。龙头股份此次资产置换，最主要的就是调整主营业务和产品方向，重组后，主要业务摒弃了传统的棉纺织生产，主要运用高新技术开发新产品项目明显提高了产品的档次，有的产品为国内首创，新技术产品附加值高。⁴

（五）寻求新的经济增长点，进行多元化经营

通过并购其他行业中的公司或企业，实行多元化经营，可以提高回报率降低风险。公司的经营环境是不断变化的，任何一项投资都是有风险的，公司投资分散于不同的行业，实现多元化经营，这样，当某些行业因环境变化而导致投资失败时，可以从其他方面的投资得到补偿，这有利于降低投资风险。不过，对多元化经营分散风险的理论目前理论界和实务界都在进行深刻的反思，企业降低风险在于保证投资者投资价值，但实践表明，投资者完全可以通过自己的证券组合来获得。

（六）借壳上市或买壳上市

借壳上市是指上市公司的母公司（控股公司）通过将主要资产售予（注入）到上市的子公司中去，来实现母公司实质性的上市。买壳上市就是非上市公司通过收购上市公司，获得上市公司的控股权之后，再由上市公司收购非上市公司的控股公司的实体资产，从而实现非上市公司的控股公司间接上市的目的。我国借壳上市的典型案例是天津港务局将主要资产注入到子公司--上市公司津港储运公司，买壳上市的典型案例是康恩贝公司通过收购浙江凤凰，再由浙江

⁴ 陈湘永，“关于5家纺织上市公司停牌重组的系统分析”，《君安证券研究报告》1998年8月。

凤凰收购其主体企业来实现实质性上市。目前，由于我国对上市公司的审批较严，因而在相当长的一段时间内，借壳或买壳上市成为企业并购的一个重要动机。

当前，我国企业并购除上述动因外还有其他一些动机，为了增加配股基数，为了享受银行减免息优惠政策，谋求税收优惠等，同时也有一些为了股市炒作，迎合有关领导意图以及为了赶时髦而进行的并购重组。

第二部分 上市公司并购的模式识别

一、上市公司并购的基本模式

(一) 整体并购

1. 整体并购的特点

整体并购是指上市公司以总资产为基础确定并购价格受让目标公司全部产权的并购行为。其基本特征是：(1) 上市公司以目标公司的资产而不以股权为基础确定并购价格；(2) 并购行为结束后上市公司拥有目标公司的全部产权；(3) 上市公司对目标公司进行整体并购后一般将目标公司改组为上市公司的分公司或者全资子公司；如果可能，可以随后在吸引投资的情况下再改组为控股子公司。

2. 整体并购的分类

目标公司的总资产等同于净资产与负债之和。一般来说，目标公司的总资产和负债在数量上主要有两种可能：一是总资产大于负债；二是总资产等于负债，即净资产为零。根据受让价格以及总资产的具体情形，整体并购又主要分为总资产并购和负债并购两种形式：

(1) 总资产并购又叫净资产负债并购，是指上市公司以目标公司的总资产（净资产与负债之和）为并购价格受让目标公司全部产权的并购行为。如沙隆达并购蕪春农药厂，并购前蕪春药厂的总资产为 7000 万元，净资产 1000 万元，负债 6000 万元，沙隆达以 7000 万元作为并购价格，按照股份并购的形式出让 1.65% 的国有股给蕪春市国资局（目标公司的所有者），从而获得了其全部资产；95 年 12 月，深中集以总资产并购方式兼并新会大利集装箱厂，于 96 年 4 月转让其持有的 40% 的股权予 4 家外商，获利 548 万美元；⁵1997 年 1 月，辽通化工以总资产并购方式兼并锦西天然气化工厂。

(2) 负债并购，指上市公司以承担目标公司债务为条件受让目标公司全部产权的并购行为。如粤美雅并购长沙纺织厂，原长沙纺织厂 96 年底的总资产为 16600 万元，

⁵ 《国企改革重组指南》，深圳证券交易所，1997 年 10 月出版。

净资产和负债分别为 6100 万元、10500 万元，粤美雅以承担长沙纺织厂的银行借款 8700 万元作为并购价格并购该厂；深金田于 97 年 5 月以负债并购方式并购林州火力发电厂；金路集团 95 年 10 月以负债并购方式兼并德阳什邡发电厂，随后改组为德阳市电化有限公司，其控股 95.90%。

3. 整体并购适应范围

整体并购比较适应于以下几种情况：（1）目标公司的规模小，并购价格较小；（2）上市公司并购目标公司的主要目的在于获得目标公司的土地，或大规模地改造目标公司，如随后大规模追加投资；（3）上市公司将按计划合适的时候吸引外来资金，将目标公司从分公司或全资子公司改组为控股子公司；（4）如果目标公司处于外省市，上市公司与外省市有关部门的关系比较密切；（5）目标公司要求上市公司偿还负债的付款方式比较宽松。整体并购最主要的优势在于目标公司在并购行为结束后成为上市公司的分公司或全资子公司，上市公司可以在不受任何股东干预的情况下进行改造。但是，上市公司进行并购以及并购后运营资金投入的绝对量较大，不象控股式并购能够发挥低成本并购的资金效率。

（二）投资控股并购

上市公司的投资控股并购是指上市公司向目标公司投资从而将目标公司改组为上市公司的控股子公司的并购行为。在投资控股并购方式下，目标公司的所有者以目标公司的净资产作为并购后公司的产权持股；而上市公司需向目标公司追加投资并以之为持股基础，且这种投资行为同并购公司的一般投资行为有较大的区别，即投资并购的基本目的在于控股目标公司，即主要表现为控股行为而不仅仅是纯粹的投资获得收益的行为。如上市公司深康佳并购牡丹江电视机厂和苏常柴对多家企业的并购是典型的投资控股并购。⁶1993 年 2 月深康佳与牡丹江电视机厂合资成立了牡丹江康佳实业有限公司，当时 800 多人的牡丹江电视机厂已亏损 5000 多万元，正濒临破产，深康佳以 1800 万元现金投入，占 60% 的股份。牡丹江电视机厂则以厂房设备作价 1200 万元，

⁶ “锦上添花，优势互补高成长——康佳模式”，《上市公司并购重组指南》，深圳证券交易所，27 页。
“同舟共济，强弱联合前景广阔——常柴模式”，《上市公司并购重组指南》，深圳证券交易所，36 页。

占 40% 的股份。苏常柴为了拓展市场，近年来在西北，东北和西南采取投资控股的并购方式组建了常银公司、常万公司、常春公司、常柴齐富公司，成功地走出了一条通过名牌战略实现集团战略的发展道路。1994 年 11 月，苏常柴与宁夏柴油机厂在宁夏银川组建由苏常柴控股 60% 的常银公司。常银公司的总投资额为 2000 万元，原宁夏柴油机厂以厂房和设备投入 800 万元，苏常柴以现金 100 万元，柴油机半成品 800 万元，无形资产折价 300 万元，共投入 1200 万元。并购后公司经营效益良好，产品现已占领了西北地区的匹配市场。运用同样的方式，苏常柴随后在吉林榆树市，黑龙江齐齐哈尔市组建了常春公司和常柴齐富公司，与三峡柴油机厂组建了常万公司。

从我国上市公司投资控股并购实践中可显示出其好处：1. 低成本并购，即同整体并购相比，投资控股并购可运用较少的资金就可以控股一家企业，是一种高效率的并购方式；2. 一般来说，并购后目标公司的其他股东是原股东，这样上市公司与原股东及当地政府在目标公司的发展上是一个利益共同体，这有利于处理好上市公司同原股东和地方政府在并购后公司运行上的各方面关系。但同整体并购相比，上市公司对目标公司并购后的运行有较多制约因素。投资控股并购比较适应于以下几种情况：1. 上市公司的并购目的主要在于减少竞争对手和可迅速占领市场；2. 上市公司对目标公司的行业并不十分熟悉，希望目标公司的管理者和技术人员与上市公司一起共同发展目标公司；3. 目标公司处于异地。

（三）股权有偿协议转让

1. 股权转让

股权转让，包括有偿转让和无偿划转两种形式，后者主要表现为国有股的无偿划转。应该说，企业在改制上市后，本应同时实现两个功能：一是，死钱变活钱，即把原来投资于企业并且凝固在工地、厂房、机器设备上的资金转化为股票从而成为可流动的资产；二是，小钱变大钱，即通过股票上市，按市价出售国有股，法人股的股票，从而在运动中实现资产的增值。但是，在我国占上市公司股本总额近 70% 的国家股法人股是不能上市流通的。因此，不管股票在二级市场上如何涨落，这部分国有资产并不能实现增值，而且由于以往场外的股权交易不活跃，上市公司国有股法人股协议转让

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