

学校编号: 10384
学号: 20051300998

分类号: _____ 密级: _____
UDC: _____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

境外注册上市内地民企买壳回归A股市场研究
究

——以国中水务（天津）买壳 S*ST 黑龙为例

The Research on Back-door Listing in A
Stock Market for Private Enterprises of Mainland China
Registered and Listed Overseas

——A Case Study of The Back-door Listing of Interchina
Water Treatment(Tianjin) Co.,Ltd.

吴阳

指导教师姓名: 陈善昂副教授

专业名称: 投资学

论文提交日期: 2008年3月

论文答辩时间: 2008年5月

学位授予日期: 2008年 月

答辩委员会主席 _____

评 阅 人 _____

2008年3月

厦门大学学位论文原创性声明

兹提交的学位论文，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的其他个人或集体的研究成果，均在文中以明确方式标明。本人依法享有和承担由此论文产生的权利和责任。

声明人（签名）： 吴 阳

2008年2月28日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人完全了解厦门大学有关保留、使用学位论文的规定。厦门大学有权保留并向国家主管部门或其指定机构送交论文的纸质版和电子版，有权将学位论文用于非赢利目的的少量复制并允许论文进入学校图书馆被查阅，有权将学位论文的内容编入有关数据库进行检索，有权将学位论文的标题和摘要汇编出版。保密的学位论文在解密后适用本规定。

本学位论文属于

1、保密（ ），在 年解密后适用本授权书。

2、不保密（ ）

（请在以上相应括号内打“√”）

作者签名：吴 阳 日期：2008 年 2 月 28 日

导师签名：陈善昂 日期：2008 年 3 月 31 日

摘要

随着股权分置改革的推进，困扰我国 A 股市场已久的制度性痼疾已有所好转，再加上良好的宏观经济基本面以及近两年波澜壮阔的行情，让不少以往远赴境外注册上市的内地民企重新将目光投向了内地的 A 股市场。但境内外严格的监管条例、监管利益的争夺以及政策扶持的缺乏，却让这类企业分拆回归 A 股的美梦难圆。

不过，这并不能掩盖潜在的巨大需求和广阔前景。本文所分析案例中的买壳方控股股东——国中控股（0202.HK）正是该类企业中这方面罕有的成功者，其旗下的全资子公司——国中水务（天津）已经成功地买壳 S*ST 黑龙，即将从香港 H 股市场返回内地 A 股市场，实现跨境分拆上市。

本文在首先对“买壳上市”的基本概念进行了详细的阐释和相关的比较，并结合其在我国 A 股市场的发展现状和有关的政策法规，认为在当前形势下，“买壳上市”是国中控股这类境外注册上市的内地民企分拆回归 A 股的唯一可行路径。

在文章主体部分，即案例分析章节，本文以“理论与实务相结合、共性与个性相补充”的模式，凭借事例和数据，分析和评价了国中水务（天津）和 S*ST 黑龙进行此次壳交易可能获得的收益（即双方的动因），以及为了规避监管、减少风险、突破时间限制等目的，双方在选壳、买壳、洗壳、注资、股改等环节上设计的一些较有特色的成功运作手法。

通过上述分析和评价，本文证明了境外注册上市的内地民营企业分拆回归 A 股，不但可以获得政策支持、拓展融资平台、人民币升值等多重收益，具有很强的现实必要性，同时还提出了一系列可操作性较强的建议性结论（如注意发掘壳公司有利的个性特征、签订一系列互为生效条件的连环协议、利用委托收购协议进行注资等），对今后该类企业的类似运作有一定的示范和借鉴意义。

关键词：买壳；分拆上市；回归 A 股

Abstract

As the reform of non-tradable shares progresses, the health condition of A stock market is turning around, combined with the promising macroeconomy prospects and flourishing market performance of the recent two years, which intrigues private enterprises of mainland China registered and listed overseas so much. However, strict supervisions from home and abroad and the competition between different markets for interests from supervising, plus the lack of policy supports, often dashed their hopes of spinning-off back to A stock market.

But difficulties can't veil potential demands and prospects. As this paper will analyze, Interchina Holdings Co., Ltd. (0202, HK) is such a rare success, whose subsidiary company, Interchina Water Treatment(Tianjin) Co.,Ltd., will go public in A stock market by the shell company——S*ST Black Dragon.

Firstly, this paper gives detailed instructions of “back-door listing” and comparisons with some relevant concepts. Based on the status quo of A stock market and relative policies, the paper contends “back-door listing” is the only feasible way to go public in A stock market for private enterprises of mainland China registered and listed overseas.

Secondly, after the instruction of common reasons and ways for “back-door listing”, this paper presents specific analysis and deep comments on the case of “Interchina Water Treatment(Tianjin) Co.,Ltd go public by S*ST Black Dragon”, pointing out some unique and effective factors that contributed to final success.

In conclusion, through study of the case above-mentioned, this paper proved that going public in A stock market by a shell company can benefit private enterprises of mainland China registered and listed overseas in many ways, such as the favorable policies, widening financing channel and the appreciation of RMB, and is therefore very essential for them. If the whole program of back-door listing can be designed properly, including the timing for buyout of the shell company and the skills concerning agreements design, then final success would not just be a dream.

Key words: Back-door listing; Spin-off listing; Going back to A stock market

目 录

导 论	1
第一节 选题背景和意义	1
第二节 相关文献综述	2
一、壳资源价值和溢价的相关文献综述	2
二、壳资源利用绩效的相关文献综述	3
第三节 主要研究思路和创新	5
一、本文主要的研究思路	5
二、本文主要的创新之处	6
第一章 买壳上市基本理论	7
第一节 买壳上市的相关基本概念	7
一、“壳”及“壳公司”	7
二、“买壳上市”	8
第二节 “买壳上市”与一般收购行为、“借壳上市”和 IPO 的对比	9
一、“买壳上市”与一般收购行为的对比	9
二、“买壳上市”与“借壳上市”的对比	10
三、“买壳上市”与 IPO 的对比	10
第三节 我国企业买壳上市现状概况	11
第二章 国中水务（天津）买壳 S*ST 黑龙上市的背景和原因	14
第一节 买壳方——国中水务（天津）简介	14
第二节 壳公司——S*ST 黑龙简介	16
第三节 国中水务（天津）和黑龙集团买卖壳的动因分析	18
一、我国企业买壳的普遍性动因分析	18
二、我国企业转让壳资源的普遍性动因分析	19
三、国中水务（天津）决定买壳上市 A 股的动因分析	20
四、黑龙集团决定转让壳公司——S*ST 黑龙的动因分析	221
第三章 国中水务（天津）买壳 S*ST 黑龙上市的具体方案分析 ..	25
第一节 方案简介和风险揭示	25
一、国中水务（天津）买壳 S*ST 黑龙上市方案简介	25
二、国中水务（天津）买壳 S*ST 黑龙上市的风险揭示	26
第二节 壳公司的选择	27
一、我国壳公司选择的一般标准	27
二、国中水务（天津）选择 S*ST 黑龙的原因	29
第三节 壳公司控股权（买壳）的定价和股权转让价款的支付	31
一、壳资源的价值构成及壳公司控股权的价值	31
二、壳公司控股权理论价格的评估方法及其对本案例的修正	33
三、实务中暨本案例中壳公司控股权的定价方法	43

四、国中水务（天津）股权转让对价款支付的设计	476
第四节 洗壳与注资	47
一、此类资产重组绩效的实证研究综述	48
二、几种常用的注资方案	49
三、委托收购，成功注资	50
第五节 股权分置改革	51
结 论	52
一、本文主要结论	52
二、进一步的研究计划	53
[参考文献]	54
致谢	57

厦门大学博硕士学位论文摘要库

Contents

Introduction	1
Section I Backgrounds and significance	1
Section II Relevant references in this field	1
I Relevant references on value and premium of shell companys	2
II Relevant references on the results from M&A, restructuring	3
Section III Main framework and originalities	5
I Main framework of this paper	5
II Main originalities of this paper.....	5
Chapter I Basic theories on back-door listing	6
Section I Basic concepts on back-door listing	6
I Shell and shell company	6
II Back-door listing	7
Section II Comparison with other relevant concepts	9
I Comparison with common M&A.....	9
II Comparison with going public by irrelative a shell company.....	9
III Comparison with IPO	10
Section III The status quo of back-door listing in China	11
Chapter II Backgrounds and incentives of this case	14
Section I Introduction of the buyer	14
Section II Introduction of the shell company	16
Section III The analysis of incentives for both parts	18
I Common incentives of purchasing a shell company in China	18
II Common incentives of selling a shell company in China	19
III Sepecific incentives of back-door listing in this case.....	20
IV Sepecific incentives of selling the shell company in this case	21
Chapter III Detailed analysis of the process of this case	25
Section I Brief introduction and risk-revealing	25
I Brief introduction of the process of this case	25
II Risk-revealing for this case	26
Section II Choosing a shell company	27
I Usual standards for choosing a good shell company.....	27
II Reasons for the choice of S*ST Black Dragon	29
Section III Condesideration and payout of shares transfer	31
I The value of controlling stocks of a shell company	31
II Theoretical pricing methods for controlling stocks of a shell company .	33
III Pricing methods for controlling stocks in this case(also in practice)	43
IV Design of the payout of controlling stocks in this case	46
Section IV Restructuring and asset-injecting	47

I Results of empirical researches on this field	48
II Usual ways of asset-injecting	49
III Effective ways of Restructuring and asset-injecting in this case.....	50
Section V Designs of the reform of non-tradable shares.....	51
Conclusions and further research plans.....	52
I Main conclusions from this paper	52
II Further research plans	53
References	54
Acknowledgements	57

厦门大学博硕士学位论文摘要库

厦门大学博硕士学位论文摘要库

导 论

第一节 选题背景和意义

2000年以来,我国民营企业的海外上市逐渐掀起了高潮。据统计,2004年,国内共有84家公司在美国、香港、新加坡等地上市,总筹资金额高达111.5亿美元,是同期国内市场IPO筹资额的2.5倍^①。

但随着股权分置改革的推进,我国资产市场长久以来的制度性痼疾已逐渐好转,同时宏观经济基本面也持续向好,人民币稳步升值,令国内外对内地市场的信心也逐步恢复。再加上近两年来A股市场波澜壮阔的行情,以及高估值、高溢价的特点,众多企业萌生了上市A股的冲动,其中不乏那些境外注册上市的内地民企。

然而对境外注册上市的内地民企而言,他们的冲动和美好愿景在严格的境内外市场监管面前,常常化为了泡影。保护各自市场投资者的权益、维护各自监管利益,是国内外证券监管部门的宗旨之一。与H股、红筹股公司不同,境外注册上市的内地民企回归A股时常缺乏政策倾斜等种种有利条件,导致境外市场的“门”难出,国内市场的“门”难进,分拆上市A股市场绝非像左右易手那般简单。

另一方面,在跨国股权并购重组方面,国内的政策面上近来“暖风”频频。商务部部长陈德铭在十七大期间表示,我国将发展股权跨国并购,鼓励外资企业以并购方式参与国有企业改组改造;证监会主席尚福林也指出,将加快构建有利于上市公司并购重组的环境,鼓励上市公司进行以市场为主导的、有利于可持续发展的并购重组创新,切实改善资产质量,解决历史遗留问题。

如何利用上述的政策支持点,发掘回归的潜在收益,探寻成功登陆A股市场之路,已成为境外上市内地民企亟需破解的难题,相关研究的现实意义和启示作用也就不言而喻。

^① 数据来源于2007年11月09日金融时报文章——“国内资本市场承受力低 上市资源流失海外”。

第二节 相关文献综述

作为一类重要的资产重组形式，买壳上市在国内外市场一直方兴未艾，因此也自然成为了国内外学者关注的热点之一。比如在“壳”的相关概念界定上，赵昌文、刘峰^[1]（2001）等界定了“壳”资源利用过程中出现的基本概念：认为“壳”就是指上市公司的资格或者上市公司的牌子、“壳”公司是拥有壳的上市公司；在壳资源的分配这一问题上，石红军^[2]（1999）认为与市场经济发达国家壳资源完全由市场配置的状况不同，我国目前的壳资源配置呈现出比较明显的二元结构特征，寻租特点较为明显。但总体看来，壳资源的价值和溢价、壳资源利用的绩效等核心问题，似乎更是学术界关注的焦点所在。

一、壳资源价值和溢价的相关文献综述

壳资源的价值是企业买壳前关注的首要问题，也是决定买壳成本的重要因素，为了进一步研究，弄清其内涵界定十分必要。张海琳^[3]（2000）认为，“壳”的价值不是“壳”公司或“壳”公司资产的价值，而是指控股权的价值，通常又被称之为“市场溢价”（Premium to market）。

但国内多数学者的看法与此相左，并提出了各自的衡量方法：

张道宏教授^[4]（2002）建立了壳资源的影子价格分析模型，他认为在某上市公司壳资源的价值增加时，壳资源运用的可能性边界向外扩展；当某上市公司壳资源的价值减少时，壳资源运用的可能性边界向内收缩；如果上市公司所生产的产品得不到消费者的认可，则同样会降低该上市公司壳资源的价值。

陈品亮^[5]（1999）采用现金流量折现法来评估“壳”的价值，指出上市资格能为企业带来以扩股融资为主的未来现金流量，因此，“壳”的价值就是它所带来现金流量的折现值。

张道宏等还^[6]（2000）引入了经济学的一般均衡分析理论，从帕累托最优的角度，构建上市公司壳资源的价值与影子价格的理论分析框架。

石桂峰^[7]（2001）提出壳资源价值评估可以采用割差法、市场比较法、贴现法等三种无形资产评估方法，主要思想分别为：用收购方为取得控股权地位所支付的价款减去控股权所对应的壳公司的净资产后，所得的差额作为壳资源的价

值；上市公司与相同非上市公司的市场价值的比较，衡量出壳资源的价值；收购方买壳后的上市利得可以看作是其买壳后的超额垄断收益，其贴现值可视为壳资源的价值。

何小锋、王国强^[8]（2000）通过对买壳上市各流程进行分析，分别量化买壳方在每一个程序中发生的净损失和净收益，然后折算出净现值，以揭示股票协议转让价格应满足的边界条件。接着，他们利用这一边界条件分析影响股票转让价格的一些因素，然后再讨论影响转让价格，但难以在边界条件中表示出来的其他一些因素，以期对壳的价格确定有一个较全面的分析。

壳的最终价格往往含有一定的溢价，对这方面的研究，国外学者涉及较早，也取得了较多的研究成果，典型的包括：

Fama & Jensen^[9]（1985）、De Angelo^[10]（1985）、Demsetz & Lehn^[11]（1985）的研究结果表明，持有大宗股权的大股东往往会得到与他所持有股份比例不相对称的、比一般股东多的额外收益，这些额外收益的折现值实际上等于控股权价值减去一般股权价值，也即所谓的大股东的私人收益(private benefits)。

Barclay 和 Holderness(1989)^[12]分析了 1978—1982 年间，在纽约证券交易所和美国证券交易所发生的 63 项私下协议的大宗股权交易价格，发现该交易价格明显高于消息被宣布后的市场价格，平均溢价水平达到 20%。由此推断，如果所有的股东根据股权比例获得公司收益，那么大股权就没有额外收益，也就不会以溢价成交；如果大股东预期能够通过使用投票权力来获得(正的)收益，那么大宗股票交易就应该以溢价进行交易，且溢价接近(净)额外收益的贴现值。他们还发现，如果其他条件不变的情况下，溢价通常随着大宗股权的比例上升而上升。

二、壳资源利用绩效的相关文献综述

壳资源的利用是并购重组的一个重要类别，西方学者对壳资源利用绩效的研究也主要集中在并购重组的绩效方面，比较典型的大致有：

Jensen 和 Ruback^[13]（1983）在总结 13 篇研究文献的成果后指出，成功的兼并会给目标公司股东带来约 20%的超常收益，而成功的收购给目标公司股东带来的收益则高达 30%。

Agrawal 和 Jaffe^[14] (1992) 在研究了 1995—1987 年 1164 个并购事件后得出, 被收购公司并购后 1 年内的累积平均超常收益率为-1.53%, 2 年后的累积平均超常收益率为-4.94%, 3 年后的累积超常收益则为-7.38%, 即并购活动在总体上是不利于并购公司股东的。

他们还认为有将近一半的并购公司股东累积超常收益为正, 这一结论部分地解释了为什么国外近年来的研究普遍显示并购方股东从整体上很难从并购中获利, 但仍有许多公司热衷于并购扩张。

Geoffrery Meeks^[15] (1977)研究了 1964 年到 1971 年英国 233 个合并交易的收益, 结果表明交易后收购公司的总资产收益率(ROA)呈递减趋势, 并在交易后第五年达到最低点。总的来看, 并购后收购公司的盈利率呈现出确定的缓慢下降趋势。

Mue1ler^[16] (1980)汇总了 7 个国家(比利时、德国、法国、荷兰、瑞典、英国与美国)并购绩效的研究。该研究与 Meeks 的研究结果基本一致, 他发现收购公司比目标公司规模显著要大, 收购公司比其同类企业与目标公司增长的一直较快, 其负债率也比它们的高。Mue1ler 研究的重要结论是, 收购公司在收购后的会计业绩比非收购的对手企业差, 但这些差距在统计上并不显著。

与国外相比, 我国经济和市场还不成熟, 壳资源利用的绩效和特点也会有所不同, 对此, 国内学者展开了较多的研究, 有代表性的主要有:

西南交通大学冯根福、孙辰健^[17] (2001) 利用会计指标法实证分析了我国壳资源的利用绩效问题, 研究表明资产性壳资源利用方式的绩效好于股权性利用方式, 股权有偿转让的壳资源利用方式所取得的绩效要优于股权无偿划转方式。

孙辰健^[17] (2001) 等还从实践的角度考察了对上市公司壳资源利用的几种典型方式, 并提出了壳资源的虚拟价值和价值模型, 同时还分析了壳资源不同的分配制度对社会福利的影响, 此外, 他还进一步作了壳资源交易的实证分析, 对股权性和资产性壳资源利用方式的绩效状况进行了分析。

在具体的实证研究方面, 陈信元、张田余^[18] (1999) 通过对 1997 年我国沪市资产重组的实证分析得出, 市场对资产重组有一定的反应, 并且, 由于资产重组属于公司的经济行为, 所以应该避免过多非经济因素的干预。

原红旗、吴星宇^[19]（1998）以 1997 年所有重组的公司为样本，比较了公司重组前后的四个会计指标，发现重组当年公司的每股赢余、净资产收益率和投资收益占总利润的比例比重重组前一年有所上升，而公司的资产负债率有所下降。

另外，在上市公司的兼并并购方面，冯根福、吴林江^[20]（2001）分析并检验了 1994—1998 年间我国上市公司并购的绩效，指出上市公司并购绩效从整体上有一个先升后降的过程，不同并购类型在并购后不同时期内业绩不相一致，而且并购前上市公司的第一大股东持股比例与并购绩效在短期内呈正相关关系。

第三节 主要研究思路和创新

一、本文主要的研究思路

首先，阐释买壳上市的基本理论，包括一些基本概念以及其与一般收购行为、借壳上市、IPO 的区别和联系，突出了买壳上市独有的特点，为下文“买壳上市是境外注册上市内地民企分拆回归 A 股市场的唯一选择”的论断做了铺垫。此外，本文还简介了买壳上市在我国“方兴未艾、政策支持”的发展现状，但受限于境内外的监管法规，诸多境外注册上市的内地民企一直难以参与其中，至此开始引出本所分析的案例。

接着，从共性的层面，分析了买壳行为中，买壳方、卖壳方的交易动因，也即买壳收购可能给双方带来的收益。在此基础上，本文进一步考察了案例中的参与双方——国中水务（天津）、S*ST 黑龙的经营、财务、股权结构等各方面情况，揭示了他们进行此次壳交易的共性和个性动因，借以展示分拆回归 A 股市场可以为国中控股这类境外注册上市企业带来的多重收益。

最后，详细介绍了在国中水务（天津）在此案例中选壳、买壳、洗壳、注资、股改等环节上的操作方式，并就其中的关键环节，以“理论与实务相结合、共性与个性相补充”的模式，结合相关监管法规、模型理论、实证研究结论等，证明了参与双方的一些运作之道在规避监管、减少风险、突破时间等限制方面的有效性、合理性，为其他同类公司分拆回归 A 股市场提供了一个可借鉴的运作模式。

二、本文主要的创新之处:

1、研究主体选定的是此前较少被关注、但同时又极具潜力的买壳上市主体——境外注册上市的内地民营企业，具有一定的前瞻性。随着我国资产市场发展的逐步完善、民企实力的不断壮大及其资本运作的水平日渐提高，这部分群体今后可能会成为买壳分拆回归 A 股市场的一支不可忽视的力量。

2、研究的重点在于分析和评价一个具有代表性的买壳案例运作，因此采取的研究方法是理论和实务相结合、普遍性和个体性相补充，其中较为突出实务和个体性，因为这些对境外注册上市的内地民企而言，又具有一定的普遍性特征。

3、由于上述研究主体和研究方法的选择，本文在考察市场发展、监管环境对境外注册上市内地民企买壳分拆回归 A 股的共性影响的基础上，提出了一系列可操作性较强的建议性结论。

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.

厦门大学博硕士论文摘要库