

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学号: 200342059

UDC _____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

股权分置改革对上市公司并购的影响研究

Research in the Stock's Dividing and Putting Reform's

Impacts on Listed-Companies' M&A

王 玉 英

指导教师姓名: 李子白 副教授

专 业 名 称: 金 融 学

论文提交日期: 2006 年 4 月

论文答辩时间: 2006 年 5 月

学位授予日期: 2006 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2006 年 4 月

厦门大学学位论文原创性声明

兹呈交的学位论文，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）：

年 月 日

附件 4:

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:

日期: 年 月 日

导师签名:

日期: 年 月 日

内容摘要

股权分置是中国证券市场的一项制度安排，这一制度的设计有其合理性，但它却扭曲了上市公司的股权结构，使得上市公司普遍存在“不同股不同价不同权”、国有股“一股独大”现象，并因此导致公司治理效率低下、经营业绩不佳，并购交易非市场化和控制权市场无效率等。

股权分置改革对上市公司并购行为有重要影响。它将从根本上改变上市公司现有的过度集中的股权结构，股票市场将向全流通转变，各类型股东的利益将逐渐趋向一致，公司治理有望得到改善。上市公司并购的投机性动机将逐渐向战略性动机转变，这会有利于并购后的整合与后续经营。股票市场流通性的加强还会促进上市公司并购形式从协议收购为主到要约收购为主的转变，并购交易中政府的行政干预将会削弱，使得上市公司并购更符合市场效率原则。

本文分为四个部分，即：股权分置对资本市场和上市公司的影响；股权分置下上市公司并购的行为特征；股权分置改革对上市公司并购影响的预期；完善上市公司并购市场的制度建设。文章系统论述了股权分置下上市公司并购的基本模式，着重就股权分置改革对上市公司并购的影响进行了预期分析。主要观点是：

(1) 股权分置的制度安排下，上市公司具有投机性的重组动机，并购过程中政府干预严重、并购形式和并购定价不合理、支付手段单一，并购的资源整合和产业整合功效不明显；(2) 股权分置改革会促进股票市场向全流通转变，并因此对上市公司有重大影响：股权结构的优化、公司治理的改善、并购交易的市场化和控制权市场的效率改进；(3) 股权分置改革有利于上市公司并购的效率提升，但并不必然能够带来这种效果，并购交易的高效运行还需要一系列的制度建设。

关键词：上市公司；股权分置；并购效率

Abstract

The Stock's Dividing and Putting is one of China's institutional arrangements, the design has obvious shortcomings, such as, the "Different Stock-Different Price-Different Rights", "the big-one shareholder", "the big-one arbitrage", etc. and, the lower efficiency of Corporate Governance, badly operating accomplishments, the M&A's immarketlization characteristics and the inefficient ownership control market, which are caused by the above shortcomings.

The Stock's Dividing and Putting reform has important influence on the M&A of listed-companies. It can change the over crowded equity structure, induces the circulation of all the stocks, causes the payoff's consistency of all the shareholders, and thus optimizes the Corporate Governance. The above effects will change the M&A motivation from speculation to pursuing profits and/or the continuous development, and this will do good to the after M&A integration and operation. The circulation consistency is good to keep the equality and marketlization of the take-over pricing, can promote the M&A form from negotiation to buy-and-sale in market, and there will be more pay tools. The marketlization of M&A procedures can also reduce the government interventions. All of the M&A changes after the Stock's Dividing and Putting reform are more conform to the efficiency rule.

The main contents of the paper can be divided into four parts as following: Contents of the Stock's Dividing and Putting and its effects to the capital market and listed-companies, the M&A behavior characteristics and effects of listed-companies under Stock's Dividing and Putting, the listed-companies' M&A behavior characteristics and the Corporate Governance expectation after the Stock's Dividing and Putting reform, the necessary measure construction to form a sound M&A environment. The creatives of the paper are: (1)Systematically discusses the basic model of listed-companies' M&A transactions,(2)Analyzes the listed-companies' M&A behavior after the Stock's Dividing and Putting reform from an anticipate viewpoint. The main standpoints are: (1)During the M&A process, the listed-companies have speculative motives, the government do some interventions, the

M&A form and pricing are unreasonable, the pay tool is monotone, and, the resources and industry integrations of M&A are not obvious, given the Stock's Dividing and Putting arrangement. (2)The Stock's Dividing and Putting reform can promote the circulation of all the stocks and thus has graveness influences, for instance, the optimisation of stock ownership structure, the improvement in Corporate Governance, the marketlisation of M&A and the efficiency improvement of control power market, etc. (3) The Stock's Dividing and Putting reform are good to the efficiency improvement of listed-companies' M&A trade, but it is not the enough condition to reach the goal. The high efficiency operation of M&A still needs a set of measures and the development of other participants to match up with the M&A transaction.

Key Words: listed-company; the Stock's Dividing and Putting; M&A efficiency

目 录	
导 论	1
第一章 股权分置对资本市场和上市公司的影响	5
第一节 股权分置的涵义	5
第二节 股权分置对资本市场和上市公司的影响	6
第二章 股权分置下上市公司并购的行为特征	9
第一节 上市公司并购的动机及参与主体的特征	9
第二节 上市公司并购的形式与定价	16
第三节 上市公司并购的融资和支付对价	20
第四节 上市公司并购的绩效	23
第三章 股权分置改革对上市公司并购影响的预期	26
第一节 上市公司并购行为市场化	26
第二节 上市公司的股权结构和公司治理	35
第三节 上市公司并购与资源整合和产业发展	44
第四节 股权分置改革与上市公司的外资并购	48
第四章 完善上市公司并购市场的制度建设	52
第一节 监管者应强化对上市公司并购行为的审慎监管	52
第二节 规范中介机构的职业道德和专业服务	55
第三节 加强对中小投资者利益的保护	58
第四节 以金融创新支持上市公司的并购重组	62
结 束 语	68
参 考 文 献	69
致 谢 语	75

厦门大学博硕士学位论文摘要库

Contents

Introduction	1
ChapterI The Stock’s Dividing and Putting and Its Impacts on the Capital Market and Listed-companies	5
SectionI Contents of the Stock’s Dividing and Putting	5
SectionII The Stock's Dividing and Putting's Impacts on capital market and listed-companies	6
ChapterII M&A of Listed-companies Under the Stock’s Dividing and Putting	9
Section I M&A motives and participants’ characteristics	9
SectionII M&A forms and it’s pricing	16
SectionIII M&A financing and pay tools	20
SectionIV M&A effects	23
ChapterIII The Stock's Dividing and Putting Reform's Expecting Impacts on Listed-companies' M&A	26
SectionI Marketlisation of M&A behavior	26
SectionII Ownership structure and Coporate Governance	35
SectionIII M&A effects on resourses integration and industry upgrading	44
SectionIV Foreign capital M&A after the Stock’s Dividing and Putting reform	48
ChapterIV Measures to Build A Sound M&A Environment	52
SectionI Enhance governor agency’s supervision on M&A behavior	52
SectionII Standardise the intermedia agency’s occupation morals and professional services	55
SectionIII Strengthen the laws and regulations of protecting investor’s rights	58
SectionIV Using financial innovations to support listed-companies’ M&A	62
Conclusion	68
Reference	69
Acknowledgements	75

厦门大学博硕士学位论文摘要库

导 论

一、研究背景和目的

并购是资本运作的重要手段，也是倍受推崇的企业发展战略之一。随着我国社会主义市场经济体制的确立和完善，收购、兼并、重组、分立、所有权控制等一系列资本运作方式有愈演愈烈之势。

股权分置是中国证券市场的一项制度安排。这一制度设计推动了中国资本市场体系的建设，但是却是存在缺陷的制度安排。2004年中国资本市场研究报告中总结和论述了股权分置给资本市场带来的八大危害：（1）从根本上损害了上市公司的利益机制，使非流通股股东（大股东）与流通股股东（中小股东）之间利益关系不协调甚至对立；（2）是市场内幕交易和不平等关联交易盛行的微观基础；（3）引发市场信息失真；（4）导致上市公司控股股东或实际控制人扭曲的战略行为；（5）是中国上市公司疯狂追求高溢价股权融资的制度基础；（6）造成了股利分配政策的不公平，使利益分配机制处在失衡状态；（7）使中国上市公司的并购重组带有浓厚的投机性；（8）客观上形成上市公司业绩下降、股票价格不断下跌与非流通股股东资产增值的奇怪逻辑。^{①[1]}

正因为股权分置制约了资本市场和上市公司的发展，所以，2004年1月31日，国务院发布《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》，明确提出“积极稳妥解决股权分置问题”，“在解决这一问题时要尊重市场规律，有利于市场的稳定和发展，切实保护投资者特别是公众投资者的合法权益”，确定了解决股权分置问题的目标和指导原则。^[2]2005年4月29日，经国务院批准，中国证监会向各上市公司及其股东、保荐机构、沪深证券交易所、中国证券登记结算公司下发了《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》，宣布启动股权分置改革试点工作。2005年9月12日，全面股改首批40家上市公司名单公布，从9月12日到12月23日，已经公布了全面股改15批上市公司的名单。以这样速战速决的方式推行股改，是为了争取今年年内所有上市公司都将完成股权分置改革。^{②[3]}

^①吴晓求主笔.中国资本市场：股权分裂与流动性变革[M].北京：中国人民大学出版社，2004，5-14.

^②资料来源：国务院.国务院2006年工作要点[EB/01].www.gov.cn，2006-03-19.

学术界对上市公司股权分置问题的研究包括理论和实证两个方面。实证方面的研究较多，涉及了股权再融资（李康等，2003^[4]；原红旗，2003^[5]、2004^[6]）、股利政策（何涛、陈晓，2002^[7]）、公司绩效（徐晓东、陈小悦，2003^[8]）、控制权市场（张维、邹高峰，2004^[9]）等方面，这些实证研究大多着眼于所有权结构与公司财务和公司治理的关系，并不直接研究股权分置问题。另一方面，关于股权分置的理论研究较少，主要包括唐国正（2004）^[10]、（2005a）^[11]、（2005b）^[12]、（2006）^[13]，他的这些研究通过建立股权分置的理论模型，系统探讨了股权分置对上市公司投资政策、股权再融资、股利政策和分配方式的影响，理论上分析了股权分置的缺陷，解释了证券市场和上市公司的部分“异常现象”。而从股权分置改革对上市公司并购的影响这一角度展开论述的资料，目前只发现了陈端（2005）^[14]一篇简要分析的文章。鉴于此，本文拟就股权分置改革对上市公司并购的影响进行系统的理论分析，并试图就现有状况的不足提出改进意见。在理论分析的过程中，将前人实证研究的成果作为论据支持。

本文试图通过比较股权分置下和股权分置改革后，两个不同阶段上市公司并购的特征差异，来揭示股权分置改革这一制度性变革对上市公司并购的影响。并通过对现在制约并购市场发展的因素分析，提出一些政策建议。希望这一研究能够对中国上市公司并购市场的制度建设提供有价值的参考。

二、研究方法

本文综合运用产业组织理论、制度经济学、博弈论、战略管理理论、发展经济学等理论观点和研究方法，就“股权分置改革对上市公司并购的影响”这一问题进行了分析研究。采用的主要研究方法有：

- 1.历史与现实相结合的分析方法。站在历史的视角，就股权分置概念的提出和对其涵义理解的两派观点稍作阐述；站在现实的立场，客观评价股权分置对资本市场和上市公司的不利影响；并进而对股权分置改革后上市公司并购的发展进行了预期分析。

- 2.比较分析的方法。在第二章对上市公司并购现状分析的基础上，第三章就股权分置改革对上市公司并购的影响进行了预期分析。通过两章比较，可以发现股权分置改革前后上市公司并购的一些变化。对股权分置改革后上市公司并购的情况进行预期分析时，同样运用比较分析的方法，用以发现典型的股权结构之间、

公司治理之间的差别，我国公司治理现状和成熟市场国家的差距，进而找到未来的发展方向。

3.实证分析和规范分析相结合的方法。首先从实证分析的角度，对股权分置下上市公司并购的特征和缺陷做出客观的描述与阐释；然后，从规范分析的角度，论证了股权分置改革后上市公司应该形成什么样的股权结构、什么样的公司治理结构、以及应该具备什么样的市场配套以便改善上市公司的并购效率。

4.归纳与演绎相结合的方法。通过第二章的分析归纳出股权分置下上市公司并购的一般模式。在第三章中通过股权分置改革后的股权结构预期，演绎出改革后上市公司并购的可能特征。

三、论文结构安排和主要观点

1.论文结构

首先是导论部分。导论中主要说明了论文的研究背景和目的，论文的研究方法，论文的结构安排和主要观点。

第一章，股权分置对资本市场和上市公司的影响。本章阐述了股权分置的涵义，简要分析了股权分置对资本市场、上市公司股权结构和公司治理效率的影响，为后文的讨论奠定了基础。

第二章，股权分置下上市公司并购的行为特征。本章试图对股权分置制度安排下上市公司并购行为作出初步总结，主要分析了并购的动机及参与主体的特征，并购的形式与定价，并购的融资和支付对价，并简要分析了上市公司并购的绩效。通过本章的论述，总结出股权分置下上市公司并购的一些基本特征，便于和第三章作一个比较。

第三章，股权分置改革对上市公司并购影响的预期。这一章是对股权分置改革后上市公司并购行为的一个预期，也是本文的重点，主要讨论了股权分置改革后上市公司并购行为市场化的一些具体表现，股权结构和公司治理，并购与资源整合和产业发展，并分析了股权分置改革对上市公司外资并购的影响。通过本章的分析，希望能够对未来上市公司并购的情形有一个较基本的预期。

第四章，完善上市公司并购市场的制度建设。就完善上市公司并购市场、提升上市公司并购绩效提出了一些制度建设措施。具体包括：监管者的审慎监管、中介机构的培育和建设、投资者利益保护，改善并购融资支持等方面。

2.主要观点

(1) 股权分置下，非流通股和流通股的权利差异造成了上市公司的并购驱动力多为获取“壳”资源、进行报表重组或是内部人寻租，并购中的目标公司多为处于困境中的上市公司，而并购公司一般需要获得政府的支持，也由此决定了协议收购是主要形式，中小股东利益受到损害。由于金融市场的发展水平不高，外源性的并购融资受到较多的限制，从而使得并购方多用内部积累的自由现金作为支付手段。现金支付制约了很多并购交易的进行。

(2) 股权分置下，上市公司并购的绩效不佳，并购后并未带来上市公司经营效率的根本改善，公司资源整合和产业整合也不尽如人意。

(3) 股权分置改革对上市公司并购交易有重大影响。股权分置改革促进了同股同权的实现，股东利益将趋向一致。并购参与者是真正的市场主体，并购的驱动力是追求企业的盈利和长远发展，二级市场的要约收购有望成为主要的交易形式，支付手段也多种多样，并购行为市场化。

(4) 股权分置改革使股权结构变得相对分散，上市公司的公司治理结构也会有较大变化，相应地，治理效率会有较大提高。控制权市场的效率也会有明显改善，有助于实现并购交易之促进资源整合和产业发展的目的。

(5) 股权分置改革可以有效改善上市公司的并购行为及其并购效率，但并不意味着一定会达到上述效果。高效的并购交易还需要很多配套的制度安排。监管者运用法律法规所进行的审慎监管，中介机构的素质提高，对中小投资者利益的保护措施，以及并购资金市场的发展都是必不可少的。

第一章 股权分置对资本市场和上市公司的影响

第一节 股权分置的涵义

中国的股市结构安排有不同于他国的显著特点,即上市公司股票分为流通股和非流通股两部分,且非流通股占比过大。对于这种特殊安排的称谓有很多,如股权结构、市场割裂、股权市场割裂、股权分裂等。2003 年底,证监会主席尚福林、副主席屠光绍在公开的谈话中,首次认可了中国股市与西方股市存在显著的差异性,承认中国股市存在特殊的股权分裂、割裂问题,尚福林将这一问题描述为一个新词汇——“股权分置”。^[15]随后,经济学界在相关的理论探讨时都普遍采用了股权分置这个词。

对于股权分置的涵义有多种不同的说法。有人认为所谓股权分置,是指上市公司的一部分股份上市流通,另一部分暂不上市流通的现象。有人认为中国股市存在流通股和暂不流通股^①之分,而且不流通股的比例非常大,这一问题,称之为股权分置。中国经济网将股权分置阐释为:中国股市因为特殊历史原因和特殊的发展演变,A 股市场的上市公司内部普遍形成了“两种不同性质的股票”(非流通股和社会流通股),这两类股票形成了“不同股不同价不同权”的市场制度与结构。^[16]宋清华(2005)则认为股权分置是指我国资本市场股权结构按流通性划分为流通股与非流通股,也称为资本市场“二元结构”问题。^{②[17]}总体来讲,理论上对“股权分置”涵义的理解分为两大派别:一派以华生教授为代表,认为股权分置,即“同股不同价不同权”现象,是中国股市的主要制度缺陷;另一派以张卫星为代表,认为股权分置是同一家上市公司内部股东间出现了“不同股不同价不同权”的现象,是中国股市的主要制度缺陷。^③

笔者以为,股权分置是我国股票市场的一种制度安排,它不仅仅指上市公司

^① 暂不流通股(或非流通股)包括国家股、法人股(发起法人股、外资法人股、募集法人股)和内部职工股等,它们约占总股份的 2/3,不能在证券交易所上市流通;流通股包括境内上市人民币普通股、境内上市外资股和境外上市外资股,在上市公司总股本中约占 1/3。非流通股虽然不能在交易所集中交易,但可以通过场外转让变相流通,形成协议转让的第二交易市场,非流通股协议转让价格明显低于流通股的市场价格,于是有人将非流通股的场外转让价格与流通股的市场价格并存称作是资本市场的“价格双轨制”或“股权双轨制”。正是因为相当一部分股票不能流通,中国股票市场又被称作是一个“半流通市”。

^② 实际上,股权分置并不等于资本市场的“二元结构”。

^③ 两派关于股权分置含义的详细争论可参见 2004 年和 2005 年《银行家》杂志中两派的多次交锋。张卫星、张卫星与华生激烈交锋股权分置[EB/01]. <http://yjbg.stock.cnfol.com/050330/139,1311,1234350,00.shtml>, 2005-03-30.也有论及。

的股票被分割成了国有股、法人股、个人股、外资股等，其最核心的特征是在按持股主体性质分类的基础上将这些股份划分为流通股和非流通股，并且“不同股不同价不同权”。本文不探究其概念的本质，而是只就这种客观存在下的上市公司并购状况及股权分置改革对上市公司并购行为影响的预期进行探讨和分析。

第二节 股权分置对资本市场和上市公司的影响

一、股权分置对资本市场的影响

股权分置问题是由于我国证券市场建立初期，改革不配套和制度设计上的局限所形成的制度性缺陷，这一缺陷对中国资本市场有着深远的影响。

1. 适应了初始一段时间的发展

从历史的角度讲，股权分置的产生有其客观必然性和一定的合理性，符合当时的社会经济环境，形成了短期内的资本市场制度均衡。可以说，若非最初股权分置的制度安排消除了当时对国企控制权的顾虑，中国股市甚至不可能兴建。所以，股权分置适应了形成股票市场这一制度变迁的形式、进度、突破口和实践路径。由此，促进了资本市场和股票市场初始一段时间的发展，健全了我国的金融体系，实现了政府效用函数的最大化，稳定地推动了以公有制为主体的市场经济改革。

2. 阻碍了资本市场优化资源配置功能的发挥

虽然股权分置的产生有其客观必然性和一定的合理性，但不可否认的是它有许多危害，带来了诸多的不良后果。吴晓求教授曾指出：“几乎可以肯定地认为，中国资本市场存在的种种问题，80%源自于股权分裂所决定的制度缺陷。解决了股权分裂的问题，中国资本市场80%的问题都可能得到解决。”^[1]张卫星(2002)则认为，股票市场的人为分割是中国股市全部问题的体制性根源。^[18]

二、股权分置对上市公司的影响

1. 对上市公司股权结构和公司治理的影响

股权结构是指企业股权总额中各类股东的所占比例和关系。股权结构可以按企业剩余控制权和剩余收益索取权的分布状况与匹配方式分为：控制权不可竞争的股权结构和控制权可竞争的股权结构两种类型。在控制权可竞争的情况下，剩余控制权和剩余索取权是相互匹配的，股东能够并且愿意对董事会和经理层实施

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