

学校编号: 10384 分类号 _____ 密级 _____
学 号: 9616001 UDC _____

学 位 论 文

中国上市公司资产重组研究

林 波

指导老师姓名: 陈 甬 军教授

申请学位级别: 硕 士

专 业 名 称: 产 业 经 济 学

论文提交日期: 1 9 9 9 年 4 月

论文答辩日期: 1 9 9 9 年 5 月

学位授予单位: 厦 门 大 学

学位授予日期: 1 9 9 9 年 月

答辩委员会主席 _____

评 阅 人 _____

1 9 9 9 年 4 月

厦门大学博硕士学位论文摘要库

论 文 摘 要

本文在对我国上市公司资产重组概念、目的、历史演进等进行分析的基础上,结合近两年中国证券市场上市公司资产重组的情况,初步探讨了资产重组对上市公司的正负面作用,肯定了资产重组对上市公司发展的正面作用,同时进一步分析了上市公司资产重组所面临的问题和困难,提出了鼓励和规范资产重组的对策建议,促使资产重组在宏观上为调整产业结构,微观上为提高企业效益,增强活力发挥作用。

全文分为四个部分,每个部分各一章。

第一部分 首先对资产重组概念进行分析,阐释了收购兼并、资产重组、资产整合三个概念的区别和联系。其次,分析资产重组目的和介绍了我国上市公司资产重组演进的四个阶段。最后,分析了三种类型的资产重组模式,按资产重组主体划分为三种模式,按资产重组的目的分为两类的模式,按资产重组操作对象划分为四种模式。

第二部分 首先,回顾我国证券市场发展情况,然后分析近两年来我国上市公司资产重组的特点和资产重组对上市公司绩效的影响。近两年来我国上市公司资产重组有三个特点:一是民营企业控股上市公司增多,二是高科技企业的资产重组案例增多,三是ST板块中的上市公司资产重组频繁。资产重组对上市公司绩效的影响。总的说,其正面效应是明显的,通过资产重组,大多数公司业绩发生了较大的改观,但是资产重组并不是“灵丹妙药”,很多公司即使进行了资产重组,也不一定能给公司效益带来改善。

第三部分 在我国上市公司资产重组中,还存在着许多方面的问题和困难。这部分探讨了这些问题,如在资产重组行为中,政府如何定位问题;企业经营机制并没有在资产重组中得到改善;不公平的关联交易对上市公司资产重组存在负面影响;缺乏健全的法律法规约束,无法很好地规范资产重组行为;上市公司资产重组还存在一些技术性的困难。

第四部分 在分析上市公司资产重组的问题之后,这里我们提出一些对策建议:要解决好企业与市场的关系;处理好企业与宏观经济的关系;处理好主业与多元化经营的关系;鼓励民营企业对上市公司的资产重组,以优化上市公司资本结构。

关键词: 资产重组 上市公司

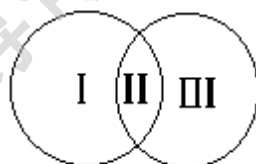
目 录

第一章 资产重组一般与上市公司资产重组目的、演进和模式研究	
第一节 引言：资产重组与上市公司资产重组	
第二节 资产重组的目的	第三节 上
市公司资产重组的演进	
第四节 上市公司资产重组模式研究	
第二章 我国证券市场发展和近几年资产重组分析	
第一节 我国证券市场发展	
第二节 近几年上市公司资产重组三大特点	
第三节 上市公司资产重组绩效分析	
第三章 上市公司资产重组面临的问题	
第一节 重组行为方面：明确政府部门角色定位	
第二节 制度创新方面：企业的经营机制没有改善	
第三节 关联交易方面：存在不公平现象	
第四节 法规约束方面：缺乏健全的约束法规	
第五节 实践操作方面：欠缺资产重组的一些技术条件	
第四章 上市公司资产重组对策分析	
第一节 处理好企业与市场关系	
第二节 处理好企业和宏观经济的关系	
第三节 处理好主业和多元化经营的关系	
第四节 重视民营企业对上市公司的资产重组	
主要参考文献	

第一章 资产重组一般与上市公司资产重组目的、演进和模式研究

第一节 引言：资产重组与上市公司资产重组

从通常意义上讲，资产重组这个概念是从收购兼并和资本整合这两个概念演变而来的，但三者又有区别。收购兼并主要着眼于企业控股权的争夺，在资产负债表上主要体现在所有者权益的内容上；资产整合则着眼于企业总体资产效率和效益的提高，它的方法主要是扩张（购买资产或股权）和收缩（资产分立和剥离）两种；而资产重组则是这两者巧妙的结合，既变更了企业的控股权，又用资产整合手段提高企业资产整体效率和效益。因此，资产重组可以定义为：企业通过自身或对其它企业控股权的变更来达到提高企业资产整体效率和效益的目的，主要是运用对实业资本、金融资本和无形资本重新建构和组合的方法和途径，实现企业资源优化配置而进行的资产清理、变更和组合活动。资产重组实际包括两个方面，一是控股权的变更，二是企业的资产整合，这两个方面在企业资产重组中可以是分开的，即从分阶段看，先变更控股权，再整合资产，也可以是结合在一起，在变更控股权的同时就是资产的整合。（如图一所示）



图一： I 控股权变更； II 资产重组； III 资产整合。

控股权变更一般是指收购兼并行为引起的公司所有者的变更，而资产整合主要有以下两种方式：（一）扩张。它包括合并、联合、要约收购、合资及兼并等方式，以达到企业规模的扩大。这里值得一提的是股权—资产置换方式，它在公司重组中有独特的运用。它指交易者（有时可指两者以上）按照某种约定价格，在某一时期内相互交换资产、股权、负债或其他条件的交易。其实目前流行的置换交易方式是由二个单笔逆向交易组合而成：股权置换和资产置换，这二者结合在一起使用就成为股权—资产置换方式，它的功能在于能够顺利调整公司的股权结构。（二）收缩。它包括企业分立，资产剥离，资产整理，股权售出等，达到公司规模的小。收缩并非象人们过去认为的那样是被动的，意味着公司的经营失败，收缩更多的是公司主动进行的一次合理的战略选择，它通过分立、剥离和出售不适合公司长期战略，没有成长潜力或影响公司整体业务发展的子公司，部门或产品生产线，从而使公司能更集中于某些经营重点，拓展其主营业务，使公司和产品更具有竞争力。实践中，凡把涉及到公司控股股东变更或资产清理、变

更和组合任何一个方面的，都被视为是资产重组，这是不准确的。一般而言，已涉及到公司控股股东变更的，都会有接下来的资产清理、变更和组合。但是，进行资产清理、变更和组合的，并不一定要发生控股股东的变更。如果一个企业只是出现它的股权在其股东之间转让而未出现其他变动，那么，这里发生的仅仅只是这家企业的股权重组，而不是它的资产重组。（如表一）

扩张					收缩			
购 买 资 产	资 产 股 权 置 换	收 购 公 司	合 资 组 建 子 公 司	与 上 市 公 司 合 并	分 立	子 公 司 股 权 出 售	资 产 配 负 债 剥 离	资 产 出 售

表 一

狭义地讲，上市公司资产重组将只研究资产重组的主体涉及上市公司的资产重组行为。很明显，这可有三类。一是上市公司对非上市公司的资产重组行为；二是非上市公司对上市公司的资产重组行为；三是上市公司对上市公司的资产重组行为。目前各种资料中提及的“上市公司资产重组”实际上是泛指所有与上市公司收购兼并相关的经济活动，但收购兼并本身也是一个颇有歧义的概念。目前社会各界包括证券业内部对于“资产重组”或“收购兼并”的定义和内涵，根据其不同的角度有各种各样的理解，有关法规或尚无明确规定，或有关联但内容涵盖不同，存在争议。这两者经常混淆，1997年以前多用“收购兼并”，1997年以后多用“资产重组”。通常，一个完整的上市公司资产重组案例一般都要经过以下二个步骤：（一）上市公司控股股东的变更；（二）上市公司资产的整合，即资产的清理、变更和组合，可以通过上市公司资产的买、卖、换，即通过上市公司对收购、剥离及资产置换来实现。

实际中，人们所经常使用的概念“资产重组”混同于“收购兼并”，以为只要上市公司进行收购兼并活动就认为是资产重组，其实不然，收购兼并只是资产重组的一个方面或是一个步骤而已，不是资产重组的全部，要分析上市公司资产重组就要分析资产重组的两个方面。但实践中，却很难按概念确定是否是资产重组行为，因为种种原因，上市公司的公告仅是一些必须公开的重大信息，资产重组中的资产整合往往混同于企业管理方面的调整，有些作为商业机密不作公告处理，实际上公众与上市公司处于信息不对称状态。由于不能从检验资产重组目的、整合方式和效果上去分析资产重组，只能从控股权变更（收购兼并）等公开信息去分析资产重组，造成本论文在有些章节不得不只依据控股权变更（收购兼并）事实来判断是否是资产重组。不过，因为绝大部分有关控股权变更（收购兼并）都会相应带来资产整合的效果的，那么据此所作的分析也就与实际相差不远了。

本文将从资产重组的概念、重组目的谈起，讨论中国上市公司资产重组演进、重组模式、重组绩效，最后分析上市公司资产重组存在的困难，并提出政策建议。论文在占有大量的事实材料的基础上，对中国上市公司的资产重组行为进行分析，并结合《中华人民共和国证券法》的出台背景，研究我国上市公司资产重组的规范发展前景。

第二节 资产重组的目的

从根本上讲，所有的资产重组，最终都是为了提高企业资产运作的整体效率和效益，以获取特定的额外利益（经济利益或非经济利益）。从单个企业来讲，其重组形式上的目标往往是多重的。通常的重组目标有以下几种：

- (一)提高产品的市场竞争能力。《幸福》杂志排名的世界500强大企业，从它们的历史来看，很多都经过了不断重组。根据统计，如果不经过重组，一般大中型企业的正常寿命仅为30年到50年，小企业就更短了。这些500强大企业之所以能在市场上长期叱咤风云，不断重组是一个非常重要的条件。
- (二)提高公司业务的增长能力。要想实现企业发展，提高企业产品的市场份额，通常有两种方法可供选择：一是内部扩张：通过企业内部增量发展，即投资新的项目，建设新的工厂，培养人员，开拓市场。这是个非常费时、费力、费钱的过程，也由于多方面的不确定而存在着较大的风险。二是通过外部存量重组，通过对外部已有的企业或业务进行购并、租赁、托管等而实现发展。目前中国处于经济结构急剧变动时期，如果不能采取措施迅速高效地扩大规模，占领市场，可能很快就会被别人消灭掉了。所以，通过外部重组，也是实现业务成长的最佳途径之一。
- (三)提高企业的资金筹措能力。
- (四)充分利用管理资源和其他资源。当一个企业在市场上具有强大的管理优势和足够的管理资源时，这家企业就可以接管那些管理比较差、但仍有发展潜力的企业，从而实现快速扩张。如IBM、麦当劳等企业，它们的每道工序和每个管理环节都是固定的、标准化的，建新店时要培训复制起来非常容易。这样它们的扩张能力就非常强，可以把自己运作和管理上的一整套东西完整、准确、快速地送到世界每一个角落。
- (五)利润和股东投资收益的最大化。
- (六)解决公司现存的弱点，满足财务需要和管理需要。在现阶段我国上市公司的资产重组实践中，资产或业务的出售通常成为不良资产剥离的一种手段。与此相对应的一种做法，是向上市公司注入优质资产。两种做法的目的，都是为了提高上市公司的资产质量，保证上市公司的业绩能满足不断配股筹资的要求。
- (七)其他目标，如公司控股股东借壳上市，或从重组中获取直接的财务利益等。

第三节 上市公司资产重组的演进

从本世纪50年代的社会主义三大改造后至今，我国对企业的资产重组在理论上和实践中的演进阶段是很明显的，基本上我国的企业资产重组演进分为四个阶段：

第一阶段从60年代开始至改革开放前。上市公司资产重组的实践起源是企业的收购兼并，而在中国从计划经济向市场经济转轨过程中，收购兼并更多是政府主导型的收购兼并，那么，考察上市公司资产重组的演进就得从计划经济条件下特有的“计划收购兼并”谈起。在传统的高度集中的计划经济体制下，国有企业的行政隶属性决定了不可能有真正的企业并购行为，如需资产重组也只能是行政命令式的政府行为。典型的就是60年代初的“关停并转”和试办“托拉斯”。1961年国家实行了“调整、巩固、充实、提高”的八字方针，对大跃进带来的产业结构比例失调进行调整，对部分企业实行“关停并转”；这种关停并转的鲜明特点就是行政的强制性和资产的无偿划拨，一个个企业如同棋盘上的棋子一样，听凭政府这只“有形的大手”任意拨弄和组合。随后的1963—1964年，在中央政府统一领导下，还实行了试办国家托拉斯的行政性企业重组。1963年3月为了统管全国的卷烟生产销售，成立了烟草公司，随之又成立了纺织机械公司、汽车工业公司、医药工业公司、白银工业公司、制铝工业公司等等。应该说，无论企业关停并转，还是试办国家托拉斯，在一定程度上反映了计划经济当局想适应生产社会化、专业化和规模化的客观要求，但由于单纯依靠行政性的政府行为，而没有市场的评价和企事业的积极性，这种企业重组就缺乏内在的活力和效率，它带有明显的产业重组的特点。这种状况，只是到了1978年改革开放，承认“商品经济”之后，才有了转变，从而进入兼并的第二阶段。

第二阶段从改革开放开始至80年代末期，属企业兼并阶段。80年代保定和武汉开创了企业兼并的先河，并摸索形成了我国企业兼并初期的“保定模式”和“武汉模式”。这两种模式区别在于：保定是在政府的直接参与下进行的，采取的是自上而下的程序，由政府依据产业政策，以所有者代表身份进行干预，引导，牵线搭桥，促进企业兼并。而“武汉模式”则采取自下而上的程序，由企业在双方自愿自主的基础上充分协调并达成协议，报双方主管部门批准。前者偏重产业政策，后者强调自愿互利。差别似乎在于如何处理行政协调与市场协调的关系，虽然市场已在一定范围内发挥作用，但在本质上都是在政府的推动下完成的。

从1988年开始，企业兼并在全国范围内迅速发展，势头相当强劲。具体表现是：1.兼并规模，由少数城市中的少数企业间的兼并向全国展开。2.兼并对象，由一对一的兼并向一对多的复合方向发展。兼并前期，一般是一个优势企业兼并一个劣势企业，经过一段实践后，出现优势企业兼并几个、甚至十几个企业的情况。3.兼并范围，由本地区、本行业向跨地区、跨行业方向发展。随着兼并的发展，不少优势企业开始突破地区、行业的限制，在更大范围内选择兼并对象。4.兼并动机，由单纯为了消灭企业向自觉优化经济结构方向发展。被兼并的企业已经不全是亏损企业，许多优势企业有了强烈扩张愿望，迫切需要组织强有力的企业集团，大幅度地提高企业竞争能力，特别是国际竞争力。5.兼并操作，由试验探索逐步向规范化方向发展。1988年5月，武汉市磁头成立第一家企业产权交易市场。据不完全统计，目前全国已有“产权交易中心”、“产权交易所”等各类产权交易机构近200家，其中省级20个、地级114个。

1989年2月19日，国家体改委、国家计委、财政部、国家国有资产管理局联合发布了《关于企业兼并的暂行办法》，对企业兼并的概念、原则、兼并双方主体，企业兼并形式、程序，被兼并企业资产的评估作价，企业兼并资金来源和兼并后的产权归属，被兼并方企业职工的安置，兼并后企业和财政税收管理等做出了明确规定。

从1994年开始，为服从国企改革的需要，经国务院批准，首先确定了上海、

天津、太原等 18 个城市进行“优化资本结构”试点，1996 年，试点城市已由 18 个扩大到 56 个。以“增资、改造、分流、破产”为特征的“优化资本结构”试点又一次推动了企业兼并浪潮。

第三阶段从 90 年代起 1998 年末，属公司改制、重组和上市公司资产重组尝试阶段。我国的公司并购起源于公司产权的形成与规范过程。早在 80 年代中期，在企业改革的推动下，一些地区自发地建立了以持股为主的股份制企业。1986 年股份制企业正式进入试点阶段，并取得了一定的经验。进入 90 年代以后，随着公司制企业的发展和证券市场的逐步规范化，我国出现了公司形态股权交易的企业兼并与收购现象。1994 年国务院 13 个部门制定了有关股份制试点规范意见，《公司法》的出台，标志着我国已经形成了新型的企业产权制度。

1990 年 11 月 26 日，上海证券交易所宣告成立，并于 12 月 19 日开张营业；1990 年 12 月 1 日，深圳证券交易所开始试运转，并于 1991 年 7 月 8 日正式营业；1990 年 12 月 5 日，全国证券交易自动报价系统(STAQ)正式运行；1993 年 4 月全国电子交易系统(NET)也投入使用。这些市场和系统的建立为通过股票市场进行产权交易和企业并购创造了条件。

引人注目的并在上市公司资产重组演进中具有标志意义的事件是 1993 年 10 月至 1994 年 4 月期间发生的“宝延风波”，即深圳宝安集团在上海证券交易所通过购买股票方式，收购了上海延中实业公司 16.8% 的上市流通股。1994 年 4 月，宝安上海公司总经理取代延中实业原董事长的地位，从而完成了对延中实业公司控股。继“宝延风波”之后，又相继发生了深圳万科集团参股上海申华实业 5%，深圳天极光电技术实业参股上海飞乐音响股份公司 5.2%，珠海恒通置业控股收购上海棱光实业 35.5%，以及一汽集团购买沈阳金杯公司国家股等上市公司收购的等一系列事件。与以往的企业兼并不同，上市公司的并购反映了市场经济条件下产权交易的一般规律，并购方式呈现出了多样化、证券化和国际化的发展趋势，但是我国证券市场的不成熟性使得上市公司的并购具有与众不同的特点。

第四阶段以 1998 年 12 月 29 日《中华人民共和国证券法》出台为标志，是我国上市公司资产重组规范发展的开端，也是资产重组演进第四阶段的开端。《中华人民共和国证券法》的出台，标志着证券市场在我国市场经济中的重要地位得到了法律确认，标志着证券市场进入了一个新的发展阶段，由“在规范中发展”进入了“在发展中规范”的新阶段。上市公司资产重组活动实际上是我国资本市场和上市公司发展到一定阶段的产物，在资产重组的市场运作成熟之前需要有法律法规等的规范，才能使其健康发展。《证券法》的颁布实施，首先，将确立中国证券市场法律规范的总体框架。虽然中国原来有 250 多个行政法规，但是却零零散散、互相矛盾、权威性不高，不能从根本上解决中国证券市场的问题。其次，它规范了市场秩序，加强了对上市公司信息披露的监管力度。同时，《证券法》还将有助于加快上市公司资产重组的步伐，其第四章对上市公司收购方式、信息披露、收购双方权责关系等方面作出了一系列改进，在一定程度上扫清了上市公司资产重组过程中存在的人为障碍，初步满足了包括民营企业、自然人等在内的多元化市场主体的购并需求，免除了以往购并的诸多限制，降低了收购成本，将吸引更多的民间资金入场，推动中国证券市场资产重组的进程。笔者认为，《证券法》的诞生将在规范上市公司及证券公司、律师事务所等中介机构规范行为上起重大作用，也将有助我国建立全国性的监管体系，为下世纪中国证券市场资产重组的健康发展起保驾护航的作用。

第四节 上市公司资产重组模式研究

由于我国证券市场处于起步阶段，各方面还很不成熟，法律法规不健全，监控能力低下，而且在转轨时期里，摸石头过河的做法非常之多，造成我国企业在股市进行资产重组的模式众多，很多重组方式都带有制度创新的意味，因此很难对企业现行的资产重组模式做一定论式的评价，只能大体分类论述。

（一）从重组主体看模式。

按照证券市场的资产重组的参与主体关系来划分，可分为三种：一是上市公司对非上市公司的资产重组；二是非上市公司对上市公司的资产重组；三是上市公司对上市公司的资产重组。

1. 上市公司对非上市公司的资产重组方式有很多，也为大家所熟悉，下面简要地介绍几种。

①承担债务式。承担债务式兼并是在目标企业资债相当或资不抵债的情况下，即资产 - 负债 ≤ 0 时，兼并企业将被兼并企业的债务及整体产权吸收，以承担被兼并企业的债务为条件来实现兼并。运用承债收购方式进行资产重组，对于收购方而言，可以避免企业资产重组中的筹资障碍，也不用挤占自己公司的营运资金，可以运用抵押，协议方式承担被收购企业的债务，就能拥有企业，同时，通过品牌运营，可以迅速扩大企业生产能力，增强竞争能力。对于被收购方而言，可以在短期内改善企业财务状况，实现扭亏为盈，但此种方式一般由行政机关干预下进行的，大多兼并企业被要求安置工人，涉及许多政策性问题。

②出资购买资产。出资购买资产式重组即企业出资购买目标企业的资产，将目标企业资产整体买断。该模式操作相对简单，适用于实力雄厚，现金支付能力强的收购企业。

③吸收股份式。吸收股份式重组即以目标企业的净资产作为股金投入兼并企业，相当于目标企业以实物或企业整体产权与兼并企业合资，或投资于兼并企业。该模式适用于目标企业资大于债的情况，目标企业所有人将资产作为股金，成为兼并企业的一个股东，他对原有企业净资产仍享有所有权，但仅反映在股权上。

④控股式重组。重组方通过购买目标企业股权达到控股地位，以控制目标企业即达到重组目的。它只是部分兼并，而不是整体购买。

⑤托管经营。托管经营即企业资产所有者根据一定的法律，将企业全部或部分资产的经营权，处置权等以契约形式，在一定的条件下和期限内，委托给具有较强管理能力并能承担经营风险的法人和自然人去运作，以实现企业资源的再分配及委托资产的保值增值。托管经营是近年来新出现的一种重组方式，它的特点是在不变更企业所有权的前提下，出让企业经营权，该模式适用于投资少，周期短，见效快但目前经营管理不佳，需引入先进的管理体制的企业。

2. 非上市公司对上市公司的资产重组。在股市中的资产重组中，由于现有制度因素条件，上市公司作为一种具有稀缺性的“壳”资源，为广大的非上市公司所窥伺，它们为追求低成本，易成功，便捷的上市集资，对上市公司并购，进行资产重组。目前这种做法可分为买壳上市和借壳上市两种。买壳上市与借壳上市的主要区别在于，买壳上市是通过有偿转让股权的收购合并行为。借壳上市主要

通过行政划拨的非有偿转让股权或产权的收购合并行为。97年上市公司买壳上市共计25项，全部是通过收购非流通的国家股、法人股取得相对控股权的买壳上市行为，相对控股比例最低为11.92%，最高为74.69%，平均30.04%。97年上市公司借壳上市共计27项，其中，属于非上市母公司借上市子公司互相产权置换，达到借壳上市的共3家；属于非上市母公司借上市子公司反收购母公司产权达到借壳上市的共7家；属于非上市母公司利用地区、部门或跨地区、跨部门国有资产行政划拨，组建更大规模的新设或吸收合并母公司，创造更为优越的借壳上市条件，拟议借壳上市的运作共计12家；通过行政划转国有资产实际运营，处置国有资产的权益，属于国有资产控股权无偿划拨上市公司母公司的运作共计5家。¹

3. 上市公司对上市公司的资产重组。这主要是在二级市场通过股票收购来进行的。案例：1993年9月29日，宝安上海公司通过场上交易，秘密持有延中公司股票4.56%，而在此之前，其关联企业宝安华阳保健品公司和深圳龙岗宝灵电子灯饰公司，在9月28日所持有的延中公司股票已分别达到4.52%和1.57%，9月30日，宝安上海公司下单扫盘，并作出公告，其持股比例已超过5%，实际上，三个公司合计持有延中公司股票已达到17.7%。宝安收购延中公司，事先未与延中公司经营者协商，而是暗中进行，属于敌意收购。收购受到延中公司的强烈反对。宝安公司巧妙地利用我国股票市场机制的不完善，通过股票市场大规模的资本运营，一举成为延中公司的第一大股东，这是我国第一例在二级市场投资、控股并欲收购一家上市公司的典型案例。虽然最后双方握手言和，收购变为参股，但是，它标志着我国股市在功能和结构上都发生了具有历史意义的变化。由于二级市场收购时的每一次公告，市场价格都要大幅上扬，因而与其他形式的股权转让相比，二级市场收购成本较高，完成收购的时间较长。近几年二级市场收购的对象主要是沪市几家股份全为流通股的“三无”公司，因此，二级市场收购不是现阶段上市公司并购的主流。但随着我国证券市场的成熟，上市公司流通股比例逐渐增加，这种方式的并购案例将会逐步增加。

（二）从重组目的看重组模式。

从资产重组的根本目的来看，资产重组可分为四种模式（如表二）：

1. 生产经营性重组，它的目的在于经营自身的产品，要达到自己生产规模的扩张，提高产品市场的占有率，减少竞争对手，提高产品质量，降低生产成本，从产品角度进行资产质和量的重组整合，它的最终目的是要使自己的产品成为一流的产品，知名的品牌。这是早期兼并重组的一个重要动机，尽管在当前这个工业高度集中的时代已大大减弱了它的作用，但仍然是一个强有力的考虑因素。

2. 资本经营性重组，它的核心是经营企业，它是以投资运营或资本运营来赢得经济效益的。资本经营性重组的投资者以资本增值为目标，在资本市场上进行运作，首先对资本市场状态进行分析选择，然后决定企业的购并与卖出，决定企业规模的扩大与萎缩，决定资产在不同企业之间的重组。

3. 生产经营与资本经营混合性重组。这种混合性重组最终目的还是经营资本，生产经营者和资本经营者的区别是很大的，但在实践中，许多成功的企业几乎都是在走这条混合重组道路，即在搞好生产经营的同时，依托资本经营方

¹ 李康 曹建华：“沪市上市公司购并控股案例实证分析”载《证券市场导报》1996年12月号

式，最终完成企业爆炸性扩张。这种方式在实践上有其可行性，因此，随着我国资本市场的进一步完善，我国未来企业会越来越多在这种混合重组方式上获得成功。

4. 体制变革性重组。它的目的不在产品，也不在资本，而是在于改变自己的体制，这是我国特殊国情的产物，是在计划经济向市场经济转轨的过渡产物，经营者必须十分熟悉中国体制改革才能进行体制变革性重组。

从经营目的来看，企业资产重组可分为（如表二）：

1. 产业结构重组。即通过将企业由一般竞争性领域向具有发展潜力的产业转移，优化产业结构，提高企业竞争能力。
2. 区域性重组企业在区域内进行资产重组整合，是解决区域结构重复建设问题的主要手段之一。
3. 产品结构重组。目前我国产品正由短缺经济向结构性过剩方向转变，中档产品面临过度竞争的局面，而同时部分高附加值的产品却面临结构性短缺，因此，产品结构调整成为重组的一个目的。
4. 企业组织结构重组。通过调整，企业内部的组织结构整合来实现集约化，现代化的科学管理，使企业内部组织结构发生重大变化，改变原有企业的经营与管理模式，使新的组织结构更加有利于企业向投资公司的方向转变。

资产重组根本目的	生产经营性重组	资本经营性重组	混合性重组	体制性重组
资产重组经营目的	产业结构重组	区域性重组	产品结构重组	企业组织结构重组

表 二

（三）从重组对象看重组模式。

我国上市公司股票分为国家股、法人股、上市公众股，进行资产重组的对象也分为这三类。因此，企业资产重组也可分为：

1. 国家股权转让模式的资产重组。上市公司的国家股往往由代表国家实施国有资产管理的部门或企业所拥有，对于这部分属于国家的股权，是通过掌握国家股控制权的国有企业或国资管理部门之间的协商进行转移，从而实现控股的方式称为国家股股权转让模式。但这种方式有国有资产流失的可能性，其转让颇受限制。1993年10月，珠海恒通置业股份有限公司与上海棱光实业股份有限公司接触，提出受让部分国家股的设想，棱光公司总股本3379.9万股，其中国家股1979.9万股，为上海建材集团总公司持有。恒通置业、上海棱光与建材集团三公司经过协商，并经国家有关部门批准，于1994年4月28日签署协议，宣布：建材集团作为国有资产产权主体将持有的部分上海棱光公司国家股有偿转让给恒通公司，转让股数为1200万股，转让价格为4.3元。在完成转让后，恒通公司成为棱光实业的第一大股东，所受让的国家股将转换成法人股，占棱光实业总股本的35.5%。由于拥有棱光公司在外股份比例已超过30%，根据《股票交易与发行管理暂行条例》，恒通应向棱光的全体股东发出收购要约，但鉴于转让股份不可流通，中国证监会在接到恒通公司的书面申请后豁免了其全面收购义务。恒通公司在控股棱光之后，其代表分别出任棱光的董事长和总经理，并对其经营进行了一系列整合。这是这一类型的一个典型事例。

2. 法人股股权转让模式的资产重组。通过法人股权的转移实现对上市公司的控股是中国股票市场上资产重组的最常见的方法，这种模式在中国上市公司资产重组中占有重要的地位。根据法人股股权转让方式不同，可将模式分为：

①法人股标购模式，即对在STAQ系统流通的上市公司法人股实施标购，实现控股，达到重组的目的，所谓“光大—玉柴模式”，即指此模式。1994年3月末，STAQ系统指数探低，从3月28日起，玉柴股票开始上涨，日成交量显著放大，2周时间内股价从3.18元上涨至7元。4月15日，中国光大国际信托投资公司向STAQ系统提出申请要求标购玉柴，此时光大已持有玉柴1800多万股，占其总股本的4.65%。4月18日，光大国际信托投资公司以公告形式宣布：以每股不超过6.30元的价格协议标购玉柴法人股，购进的玉柴法人股将作为光大对玉柴的长期投资，不再参与STAQ系统的流通。从4月18日标购期开始至4月20日标购期结束，光大国际信托投资公司共持有玉柴8000万可流通法人股中的6952.49万股，占可流通盘子的86.91%，占玉柴总股本的17.84%。

②法人股协议转让模式。法人股股东通过协议转让法人股，既可以是在STAQ系统流通的法人股，也可以是非流通的法人股，这种模式的使用较法人股标购模式更为普遍，97年两百多家上市公司资产重组所采用的重组模式即以法人股的协议转让为主。法人股协议转让模式的典型案例：1996年8月，海南省国营桂林洋农场分别以协议方式受让中国工商银行海南信托投资公司和深圳宝安区摩托车销售维修中心持有的新大洲法人股。两单位转让的新大洲法人股1223.04万股，分别占总股本的5.15%。至此，桂林洋农场持有新大洲法人股由4692.80万股增至7138.88万股，占总股本的比例由19.76%增至30.06%，从而成为新大洲的第一大股东。原第一大股东中国济南轻骑集团公司持有6494万法人股，占总股本的27.36%，降为第二大股东。

3. 社会公众股股权转让模式的资产重组。社会公众股股权转让又称二级市场购并，它只能通过深沪A股市场上公开的股票交易来进行。此种收购自1993年“宝安—延中收购模式”拉开了中国二级市场购并的序幕，在此后几年，二级市场购并也时有发生，虽购并规模不太大，但其影响是很深远的。运用此种方式进行资产重组的上市公司必须是流通股占总股本比例较高（超过或接近50%）或者虽流通股数不占绝对优势，但国家股，法人股股权较分散，从而为收购提供了前提条件，此类公司股票称为“收购概念股”。我国《股票发行与交易管理暂行条例》规定：任何法人直接或间接持有一家上市公司发行在外的5%的股份时应作出公告，以后每增加或减少2%的股份需再作出公告，在持股比例达到发行在外股份的30%时，应发出收购要约，收购要约期满后若持股比例达到发行在外比例的50%，视为收购成功，否则为收购失败。近几年来这种模式也发生很多，前面所介绍的宝安收购延中即是一典型案例。

4. 混合模式。除以上三种模式之外，收购者还可采用混合模式实现对上市公司的控股重组。混合模式，即对上述三种模式的两种以上方法的综合运用。1994年10月万通控股东北华联就是一例混合式的资产重组，万通先通过协议方式受让1923.72万股东北华联国家股及法人股，然后又在股票市场上收购267.33万股社

会公众股，将持股比例增至 16.4%，从而成为东北华联第一大股东。²

通过对以上四种模式的比较可以发现，法人股股权转让模式和国家股股权转让模式在目前特殊情况下更为可行：一是由于我国上市公司的股权结构比较特殊，国家股、法人股占总股本的比例很大，要想成为上市公司的第一大股东，对上市公司进行控股，就必须对上市公司的国家股、法人股进行收购，否则是很难取得控股地位的，二是由于在现行的制度下，国家股票、法人股的流通受到限制，它的转让价格较低，据实证分析，通过协议转让法人股和国家股其每股价格往往略高于（有时甚至低于）每股净资产，而收购二级市场的社会公众股是每股市场价格，它往往大于每股净资产，收购成本较高，为大多数收购公司所不取。

²强莹：“企业资产重组模式分析” 载《投资研究》1998年第9期

第二章 我国证券市场发展和近几年资产重组分析

第一节 我国证券市场的发展

我国证券市场的形成和发展是我国社会主义市场经济发展的必然结果,并且证券市场成为市场经济的重要组成部分。与西方经济发达国家相比,我国证券市场起步较晚,却发展很快,在市场运行中充分体现出了它所具有的广泛吸收和筹集金融资本、高效配置经济资源的强大功能,逐步形成银行信用融资体系外的直接融资渠道。随着我国市场经济发展的需要,经济体制和经济增长方式的转变成为目前经济改革的中心任务,它是保持我国经济持续快速健康发展的根本保证,其核心是实现经济资源配置方式的转变,促进国民经济结构调整,推动国有企业的资本营运,建立现代企业制度。证券市场正是适应这一需要,它不仅能最大限度地满足我国经济发展对资本的需要,而且通过市场配置优化经济资源的结构。

我国股票市场经过十几年发展至今得到长足进展,市场规模随着经济改革深化迅速扩大,据统计,深沪两市开户人数由 96 年末 2100 万人上升到 1997 年末的 3300 万人,³1998 年上升到 3900 万人,上市公司数由 1996 年末的 530 家增加到 1997 年末的 739 家,1998 年末增加到 851 家,有价证券市值 1996 年末为 9842 亿元,占国民生产总值的 14.5%,1997 年末达到 17000 亿元,占国民生产总值的 25%,1998 年末达到 19500 亿元,占国民生产总值的 30%;深沪两市成交金额由 1996 年末 21333.84 亿元,1997 年末 31266.8 亿元,到 1998 年末 23544.11 亿元。⁴

第二节 近几年上市公司资产重组三大特点

股票市场不仅是资本市场,也是产权市场,在股票市场进行资产重组是近年来我国企业资产重组的热点和重头戏,倍受人们关注,它作为一种资产经营方式,可有效地促进我国企业,特别是国有大中型企业“改制增效”之目标的实现。从经济结构角度看,它有利于增大优势企业的规模及产品的集中度,无论是强强联合,还是收购兼并财务危难企业,均有利于国民经济整体效益的提高,1997 年是人们公认的“资产重组年”,在这一年里,共有 246 家 A 股上市公司进行了资产重组,其中深市 107 家,沪市 139 家,其比重占到两地 A 股上市公司总数的近

³ 刘崇敏等:“我国股票市场现存的问题及对策”,载《金融与经济》1998 年 6 月

⁴ “深沪两市市场概况” 深圳特区报 1999 年 1 月 1 日

三分之一。⁵ 继 1997 年证券市场的资产重组热，1998 年资产重组仍成为证券市场的重头戏，全年约有 400 家上市公司进行了程度不一、形式各异的资产重组。更由于上市公司 98 中期业绩大幅下滑，上市公司为摆脱经营困境，纷纷走上了资产重组的道路，资产重组成为 98 中国证券市场贯彻始终的主题。而且承接 1997 年资产重组的轰动效应，98 证券市场将重组题材演绎的更加淋漓尽致。新年伊始，轻骑集团“直驶”海南，1 月 14 日发出公告，通过 7000 多万国家股、法人股易手成功收购琼海药，易名“轻骑海药”。这是 98 年第一起重组案。其后，重组个案纷纷出台，下半年，几乎每个交易日均有若干重组个案发生。临近岁末，资产重组更是热浪滚滚，12 月 25 日这一天，仅沪市就有 8 家公司推出了重大的资产重组方案。⁶

97、98 年的上市公司在风雨中走过了艰辛的两年。从宏观层面看，国民经济进入结构性调整阶段，市场有效需求严重不足，加上东南亚金融危机的不良影响，上市公司的经营业绩受到了较大的冲击。在这种大环境下，我国政府为最大限度地降低风险，确保投资者的利益，加强了对上市公司的监管力度。与此同时，上市公司自身为了摆脱所面临的窘境，不断寻求新的发展，纷纷利用资本运营手段，改善原有的资产状况和经营状况，掀起了资产重组的狂潮。98 重组可谓色彩纷呈。有的是高科技点睛，化腐朽为神奇，如川长征到托普科技的涅槃，五一文到创智科技的飞跃；有的与名校联姻，凭添轰动效应，最典型的当数百年名校北京大学学校办产业对资本市场的全面出击，先有北大方正入主延中股份催生了“方正科技”，接着将北京未名生物集团的部份股权出让给厦门国贸，还有北大青鸟与天桥百货的岁末重组；民营资本浮出水面，抢滩资本市场，使重组更显生机，四通集团入主风华高科，银基集团买壳 ST 辽物资等重组个案让市场人士再一次领略了民营企业的实力。从总体上分析，近两年来上市公司资产重组呈现出以下三大特点：

(一)以民营经济为背景的资产重组活动活跃。具有民营经济背景而直接上市的公司，至今仅有东方集团、青海三普、实达电脑、哈慈股份、幸福实业、金花股份、新希望，复星实业等屈指可数的几家，其中有的原来就是有限责任公司形式，有的是通过改制而上市。一般说来，民营企业上市，除了受上市额度限制之外，在一定程度上还受思想观念上的某些局限性以及政策规定上某些不明朗因素的影响。为了达到上市的目的，一些民营企业通过收购上市公司股权而借“壳”上市，这是目前民营企业间接上市的主要途径，除了最近发生的光彩事业、四川三通、深圳雄震分别入主南油物业、金路集团，龙舟股份的案例之外，此前还有东湖高新、长印股份、广华化纤、托普软件、五一文、株州庆云、武汉电缆、深中浩、双虎涂料、成都联益等，也都先后由民营企业成了控股大股东。民营经济入主上市公司之所以引起关注，是因为随着其灵活的经营机制的移植往往形成企业经营业绩的翻新。打开直接上市的几家具有民营经济背景的公司业绩记录，可以看到，1998 年中期，这几家公司平均每股收益 0.216 元，净资产收益率 9.95%，远高于沪深两市上市公司的总体水平。一些由民营企业收购控股的上市公司，经过资产重组，经营业绩也有不同程度的提高。托普入主川长征仅二个月，1998 年中期主营业务收入就比上年同期增长 173%，实现净利润同比增长 1908.45%。武汉电缆在万绿原入主以后，1998 年中期主营业务收入比上年同期增长

⁵ 苏中一等：“1997 年上市公司资产重组的统计分析”，载《证券市场导报》1998 年 3 月号

⁶ 张春晖：“重组公司会交出怎样答卷”《上海证券报》1999 年 1 月 23 日

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