



您的位置：首页 - 文章选登

战略并购将成为主流并购模式(文欣、刘都；2003年9月17日)

文章作者：文欣 刘都

并购案例的选择

中国证监会于2002年10月8日发布了《上市公司收购管理办法》，并从2002年12月1日起施行。本文拟以新办法实施后即2002年12月1日至2003年8月31日发生的上市公司收购案例为研究对象，力图在案例的统计分析中寻找具有共性的典型特征以及一些案例的个性化特点。

一般而言，从目前发生的多数并购案例看，若以股权发生转移的目的区分，大致有两种类型，一是出于产业整合的目的进行战略并购；二是以买壳收购为手段，进行重大资产重组，而后以再融资为目的的股权变动。本文分析的重点将结合控制权转移的途径，侧重于从收购目的即战略并购和买壳收购入手。也就是说，本文分析的第一层次以目的为主，第二层次将途径及其他特征综合作分析。基于此，我们统计出共有49例并购案例，其中战略并购30例，买壳并购19例。战略并购类案例控制权尽管通常发生了改变，但是上市公司主营业务不会发生重大改变。收购人实施收购的目的主要有：提高管理水平进行产业整合、投资进入新的产业、其他(如反收购、利用上市公司作为产业资本运作的平台、MBO等)。买壳收购类案例主要包含民营企业买壳上市和政府推动下的资产重组(重组和收购方也是国有企业)。上市公司主营业务、主要资产都会发生重大改变。上市公司收购案例的统计分析均来源于公开披露的信息。

战略并购案例分析

一、并购对象的特征

1、行业特征---高度集中于制造业。按照中国证监会上市公司行业分类，所有1200余家上市公司分别归属于22个行业大类中(由于制造业公司数量庞大，因此细分为10个子类别)。在本文研究的30个战略并购案例分属于其中的12个行业，行业覆盖率达到55%。占据前4位的行业集中了19个案例，集中度达到了63.3%，接近三分之二。

从统计结果看，战略并购在高科技、金融、公用事业等市场普遍认为较为热门的行业出现的频率并不高。相反，战略并购却大部分集中在一些传统制造行业(如机械、医药、食品等)。在8个制造业子行业中发生的案例共有25项，占据了83.3%的比例。由此可以认为，战略并购对象的行业特征相当显著，有超过80%的案例集中于制造业。

如此鲜明的行业特征自然而然地让人联想到全球制造业基地向中国转移的大趋势。可以预见，正在成为“世界工厂”的中国将为上市公司在制造业领域的战略并购提供一个广阔的舞台。

研究表明：“制造业目前是中国经济的中坚，但中国还没有完成工业化过程，因此制造业仍有巨大的发展空间。”同时，由于“中国制造业市场集中度低、技术层次低，与发达国家相比，劳动力成本优势明显，具备了产业转移所必需的条件”。因此，在实现制造业的产业转移、产业整合的过程中，战略并购无疑是最为快捷、有效的途径之一。

2、地域特征---与区域经济战略相关。上市公司的地域分布较广，30个案例分布在18个省市，最多的是江苏和广东，但也分别只有4个和3个案例，两者合计仅占23%，不足四分之一，因此地域分布是较为分散的。其中西部地区和华东相对较多，分别有11家、9家，两者合计占了案例总数的三分之二。

尽管战略并购的地域特征并不显著，但是可以发现并购活跃的地区也是区域经济活跃(华东五省一市)以及受到国家区域经济发展政策扶持的地区(西部大开发)。因此，近期国家的区域政策的变化应该引起关注。而东北地区将是下一阶段的黑马。

3、股权特征---股权结构趋于合理。战略并购对象的大股东股权属性有鲜明的特点，除了深达声、ST黑豹、恒河制药之外，其余清一色的是国有股或国有法人股，其中由国资局、财政局持有的纯国有股就有10家，占了三分之一。这与目前国有资产结构的战略性调整的大环境、大趋势相吻合。

4、所处市场。在30家公司中，在上海证券交易所挂牌的公司有16家、深圳挂牌的14家，因此在战略并购中可以将沪深两市视为统一的市场。没有明显的差别。

5、上市公司特征。上市公司业绩分布较广，巨亏股、亏损股、微利股、绩平股、有配股资格、绩优股等各个层次的公司都有。拥有再融资资格、绩平微利股以及亏损股各有10家，各占三分之一，比例非常平均。

上市公司资产质量普遍较好，除4家公司的资产负债率在75%以上外，其余均低于66%。

上市公司规模分布：以中、小盘股居多，其中仅有3家公司的总股本大于4亿股(通常市场认为的大盘股)，其余90%的公司总股本均在4亿股以下。这主要与收购成本相关，目标企业的规模大，相应的收购成本也较高。

6、战略并购的类别。战略并购对象与收购人同处相同行业或属上下游关系的共有15家，占一半的比例。按照通常战略并购的分类可以将其分为三类，即横向并购、纵向并购和混合并购。在本文研究的30个战略并购案例中，混合并购占据了主导地位，共有15家，占50%；横向并购有10家，占三分之一；而纵向并购最少，仅有5家，占六分之一。

一般而言，混合并购体现了企业多元化经营战略，横向并购则更多的体现出企业规模化的经营战略，纵向并购应该属于企业实施集约化经营战略的手段。从中国上市公司战略并购案例的类别分析，我们可以从一个侧面了解到目前中国企业经营战略的整体取向。尽管不少的企业深受多元化之苦，但是目前中国企业以多元化作为经营战略的仍旧居于主流地位。

企业经营战略决定了战略并购对象选择的关键依据之一。战略并购是实现企业经营战略的手段。因此，战略与并购是目标与手段之间的关系。不同类型的并购下对企业经营绩效的影响、如何实现企业经营战略与并购手段的有机结合等都是值得每一个立志快速成长的中国企业研究的课题。

7、非流通股比例。战略并购案例中，非流通股比例在30%至75%之间。其中有20家的非流通股比例在50%至75%之间，占总数的三分之二。

二、收购人的特征

1、地域特征。战略并购案例中属于本地收购(收购人与收购对象同处一省)的有11例，占三分之一强。在异地收购中来自于广东的买家最多，共有4家，占异地并购案例的三分之一；另外来自于海外(东南亚)和浙江的有3家，上海有2家。可以看出收购人有较明显的地域特征，即集中于经济增长迅速

的地区。

2、收购人属性。战略并购的收购人主要是民营企业、上市公司或关联公司、外资等三类，30个案例中有3家外资、10家上市公司或关联公司、16家民营企业和1家信托投资公司。因此，寻找收购人可多关注民营企业和上市公司，尤其是民营上市公司，他们通常较一般的民营企业对资本市场更熟悉，更认同资本运作对企业的高速成长所起的作用，同时他们比其他的上市公司有更灵活的经营机制和更迅速的决策机制。作为民营上市公司，他们有一般企业所难以匹敌的融资渠道和资金实力。民营上市公司(指直接上市)的经营战略、发展扩张的路径、以及并购手段的使用等问题也值得我们进一步的跟踪研究。

三、交易特征

由于有7家公司是通过间接收购的方式出让控股权的，交易的方式与控股股东相关而与上市公司不是直接相关，因此此处不作为研究对象。

1、交易规模。涉及法人股转让的交易规模较小，3家公司均在1亿元以内。战略并购中涉及国有(法人)股，采用直接收购方式的交易规模大多在1到3亿元(其中，20家公司中有16家均在2.6亿元以内)。另外5000万元左右的2家，交易规模在3.5到4亿元的有2家。20家公司的平均交易规模正好为2亿元。

2、交易溢价。为了分析的方便，我们将无溢价定义为：考虑到基准值选择上的差异，按净资产值或高于净资产10%以内的价格交易都属于无溢价的情况。在20家涉及国有(法人)股战略并购的公司中，有7家公司溢价，幅度在10%到90%之间，有溢价的交易，平均溢价幅度为35%。

3、收购方式。

(1)回避要约收购。由于上市公司收购管理办法规定，收购上市公司30%以上股权时会涉及要约收购的问题，因此大多数公司采取了回避持股超过30%的方式。30个案例中，收购后比例过30%的有11例，占三分之一，其中2家已经实施了要约收购。另外有2家公司(荣华实业和新疆众和)没有得到要约收购豁免，后来不得不采取减持至30%以下的方式回避要约收购。

(2)间接收购。虽然间接收购方式并不能绕过要约收购的障碍，但是在实际操作中采用这种收购方式的案例越来越多。根据相关公司在收购报告书中的表述，当收购人绝对控股(即持股50%以上)上市公司的大股东时，一般认为收购人即已控制了大股东所持有的所有上市公司股权，如果比例超过30%，则涉及要约收购问题。在目前的战略并购中已经出现了7例间接收购的案例，除ST天鹅外其余6家公司都超过了30%持股比例。这6家公司中，2家已经实施了要约收购，2家是ST公司，另外2家存在经营亏损的情况。

间接收购方式的流行可能主要有三方面的优势：

首先，信息披露略少于直接收购，例如通常只披露交易总价而不披露被收购上市公司大股东的财务状况；

其次，大幅减少收购现金支出，通常这些上市公司的大股东负债累累，净资产值极低，收购标的价格比直接收购上市公司低得多；

最后，由于大股东的控制方通常为地方政府，如果收购方单单将优质的上市公司买去，通常谈判会很艰难，但间接收购类似于以承债方式整体兼并破产企业，一般更易为地方政府所接受。

4、交易审批。战略并购交易的审批流程如下(一般情况下)：

交易双方董事会通过→收购对象的省级人民政府批准→交易双方股东大会通过→财政部、主管部委(教育部、经贸委)批准→证监会无异议、豁免全面要约收购义务→过户。

在2003年3月底之前发生的16个案例中有10家已经获得财政部的批准(根据截至2003年8月22日上市公司公开披露的信息)，其中9家是在2003年批准的。通过率高达62.5%，假如不考虑有两起外资并购的案例涉及较为复杂的程序的话，通过率超过70%，这表明2003年财政部、证监会加快了审批进程，使上市公司收购交易大大提速。但是其中只有两例是4月之后批准的，这主要是因为国务院机构改革，国资委行使审批职能尚未到位，导致5月份以来审批进程又再次受阻。相信这只是交接环节上过渡时期的问题，随着各部委职能的到位，审批进程会恢复正常。

从未获得批准的这6个案例特征看，仍有共性值得关注。主要是转让股权比例，其中有5个案例的出让股权都超过了总股本的30%(不论是否有非关联公司分别受让)。而在10个获得批准的案例中仅有3家属于此种情况，其中2家采取了要约收购的办法，另有1家采取了两收购方分别受让，而且2家公司受让股权比例相差较远。

买壳收购案例分析

在19家买壳收购的公司中，14家是比较典型的民营企业买壳上市、资产重组的案例，5家是典型的政府推动型国有企业资产重组案例。

一、壳资源特征

1、地域性特征。基于买壳性质的重组有一比较明显的特征，就是在上市公司当地进行的重组占了相当的比例。在本文分析的19个案例中就有6例是在本地公司间进行重组的，其中四川3例，济南、海口、广东各1例。其次，从壳公司所处地域来看，地域分布不太明显，川、黔、滇、琼、沪、皖、粤、鲁、蒙、鄂、湘都有分布。从买壳的公司来看，散布于川、黔、琼、粤、鲁、陕、浙、苏、京，剔除同地域的转让，浙江民营企业收购外地公司为2例，陕西、北京收购为2例，苏、黔各为1例。

2、行业特征。壳资源有较突出的行业特征，壳资源相对集中于传统的制造行业，其中化工行业2家，纺织服装2家，冶金机械4家，食品饮料1家；而商贸旅游酒店等服务型行业也有3家公司；另综合性公司2家，电子通信3家，软件企业1家，文化产业1家。从行业分类我们可以看出，传统的制造业是壳资源比较集中的领域，而科技类企业由于行业景气等原因，由于企业自身质地不佳导致业绩下滑，也成为壳资源新的发源地。

3、所有权特征。壳资源的出让人中有财政局、国资公司6家，授权经营的国有独资企业5家。以上13家涉及到国有资产转让审批的计11家(另2家受让方同为国有企业)。其余8家均为社会法人股的转让，无需国资委审批。当然，其中有3家同时转让了国有股和社会法人股。很有意思的是，ST渤海、沪昌特钢在转让的过程中，有部分社会法人股转为了国有法人股，这种看似逆潮流而动的行为明显体现了政府推动的意图。

4、财务特征。

(1)每股净资产。每股净资产低于1元的7家；每股净资产1元至1.5元的4家；每股净资产1.5元至2元6家；每股净资产高于2元的2家。从中可得出每股净资产低于2元的壳资源较受青睐，这可能是考虑到收购成本的原因所导致的。

(2)每股收益。在收购协议签署最接近日期的上市公司业绩来看，未亏损企业有5家，但非常明显的是这5家企业的业绩状况也呈下滑趋势，且大多集中于每股收益0.05元左右。毋庸置疑，本文所涉及到的ST公司全部为亏损企业，且亏损至少两年。但各家经营状况不一，从2002年年报来看，亏损从-0.171元到-0.50元不等。

(3)股权结构。壳资源具有非常突出的股本特征，买壳收购类公司的总股本大多集中于1亿股到2.5亿股之间，总股本在1亿股以下的公司(袖珍股)有2家，在1亿股至1.5亿股间的公司有8家，1.5亿股至2.5亿股间的公司有8家，仅有1家总股本超过7亿股(可视做特例)。

而非流通股比例均大多集中于44%到75%之间，其中50%以下的公司仅有3家，50%以上65%以下的有9家，65%以上75%以下的有6家，75%以上的仅为沪昌特钢，其总股本超过了7亿股。

(4)资产负债比率。我们认为资产负债比率的状况反映的是公司对债务杠杆运用的效率，40%以下的负债比率反映公司资金运用效率不高，40%到60%相对适中，60%以上有偿债风险。

基于此，统计上述公司在股权转让前的资产负债比率可以看到，壳资源的负债情况分布比较均匀，其中40%以下的公司有6家，最低的红河光明，

仅为5.6%；40%至60%的有6家；60%至99.29%的有7家，也正因此，公司面临资不抵债的窘境，最终被司法划转。而对于那些资产负债比率较低的公司，收购方压力较小，也完全可以通过资产置换方式将负债比率较高的资产置换入壳公司，以达到自身优化资本结构的目的。

5、经历两次以上重组的公司。经统计，经历两次以上重组的公司有8家，其中诚成文化、湖大科教有3次重组。当然这其中沪昌特钢因为母公司被整体划转至宝钢旗下而经历了一次实际控制人的变化，但股权性质未发生变化。而其他公司的首次重组大多为国有股变更为法人股，这就为未来的其他法人股东入主奠定了基础，降低了转让的难度。

二、买壳方的特征

1、买壳方属性及规模。买壳方中有14家民营企业(包含2家上市公司的关联企业)，有5家国有大型企业，国有企业买壳案例均拟对壳公司进行重大资产重组。

公司规模:由于收购方的净资产披露信息不完整，故我们对部分公司只能使用注册资本。除了只披露注册资本以外收购方，其他收购方净资产均在2亿元以上，其中2家国企重组方的净资产规模更是超过15亿元。

而从披露的收购方利润状况来看，净利润分布苦乐不均，低的全年不过331万元，高的全年达到1.58亿元。

2、行业特征。买壳方的行业主要分布在四大行业:房地产、机械设备、医药和通讯设备，分别有4家房地产企业、4家机械设备制造企业、3家医药企业、3家通讯设备制造企业、以及环保、化纤、商业、专业市场开发、建材企业各1家。买壳方显现出以制造业和房地产业为主的格局。尤其是近两年，房地产企业正通过买壳等方式加快进入资本市场。

3、收购资金的来源。在本文提及到的19家案例中，收购资金大多来自于自筹，但同时也有部分来源于银行借款或下属公司。其中非常明显的就是沪昌特钢的收购方西安高新运用2亿元的自有资金和8.55亿元的银行贷款进行收购。而偿还银行贷款的资金来源又是收购完成后进行重大资产置换时注入上市公司的价值11.9亿元的地产，这样西安高新既偿还了贷款，又实现了套现，可谓一举三得。另五洲集团用于收购ST明珠的资金、华业发展收购仕奇实业的部分资金也来源于银行借款，且这些资金的金额与所使用的自有资金的数量不相上下。不过利用银行贷款实施收购与《贷款通则》第五章第20条(不得用贷款从事股本权益性投资)发生冲突。在实际已发生的案例中已屡屡出现向银行借贷完成股权收购的事实，但并未发现因此而失败或被明令禁止的，所以我们认为，通过借贷进行收购正成为一种潮流，尽管它无疑是存在法律缺陷的。

三、买壳收购的交易特征

1、交易规模。我们从交易规模上看，收购价格从1983万元到10.5亿元不等，5000万元以下的有5家，其中ST金盘通过司法划转以股权偿债获得38.55%的控股比例，其他各家都是以低于5000万元的成本获得第一大股东的地位或实质控制权(ST太光以第二大股东入主但获得实质控制权)。当然，低成本收购意味着控制地位并不稳固，比如ST湖山，九州集团以4500万元获得29.9%的股权，但是与第二大股东股权比例只相差3.1%。5000万元以上1.5亿元以下(含1.5亿元)交易规模的共有10家，其中1亿元以下的5家，1亿元至1.5亿元的5家。但是我们可以看到，除了ST原宜及长江股份外，其他收购方所获得的股权比例均低于30%。这一方面和股权溢价较高有关，另一方面也和规避要约收购相关。1.5亿元以上交易规模的4家，除仕奇实业外，其他3家均获得40%以上的控股权。显然，要获得绝对控制权，就必须付出更高的成本。

2、股权转让比例。股权转让比例在30%以上的有6家，其中4家是ST公司，另外两家为长江股份和沪昌特钢，以上公司收购均已触及要约收购，但是由于财务状况原因，ST类公司获得证监会要约豁免的可能性较大，而沪昌特钢由于是国有股性质未发生变化，所以也可能被豁免。股权转让比例在25%至30%的有10家，且大多集中于29%左右；股权转让比例在25%以下的只有ST太光、ST渤海以及诚成文化3家，由于这些公司股权相对分散，所以只要控制相对少的股权比例，就可以获得第一大股东的地位。

同时我们发现，在转让的过程中，仍然有部分原有的股东保留了在壳公司中的股权。我们认为，这主要是因为规避要约收购迫不得已的措施，但同时也为原股东有计划的撤退埋下伏笔。

3、转让价格和溢价。转让价格从每股0.40元到5.32元高低不等，分布较为分散。每股交易价格1元以下的只有ST金盘，因其司法划转，不作为分析对象。1元转让的为ST太光、ST渤海；每股交易价格1到2元的有5例；2到3元的7例；3元以上的4例。交易价格普遍存在溢价情况，除了蜀都A的加权平均转让价格折价、ST原宜、新宇软件平价转让外，其余16家案例全部溢价，溢价幅度为15%到280.68%。这16例中，溢价范围在50%以下的有8例，50%至100%的有3例，100%以上的有5例(其中4例为ST类公司，湖大科教为袖珍股)。盈利状况未发生重大亏损的公司悉数溢价在50%以内，可能是因为其每股净资产较高的原因。而经历过多次重组的公司溢价都比较高，这可能是因为在几经转手后，出让方在未能有效的通过上市公司达到资本运作目的后需要对自身的资金投入有所补偿。

4、收购步骤。在收购过程中会出现分步收购的现象，其中可能是由于部分股权冻结尚未解冻的因素(ST太光)，也可能是因为国有股权转让的程序复杂且无法达到相应的股权比例，所以采取迂回战术，先行收购社会法人股，再同时或稍后收购国有股，最终达到控制的目的。蜀都A、红河光明和ST渤海就是比较典型的案例。

5、交易方式。收购方式一般分为股权收购和资产收购，但从目前的买壳收购的案例来看，收购方需要的是国内稀缺的上市公司的壳资源，所以股权收购必然成为壳收购的主要选择。

如果我们将收购过程分开看，就会发现买壳上市重组案例中无一例外都采取了现金加资产的收购方式，只不过有些公司通过先以现金买壳，而后再进行资产置换的两步走策略，有些是以现金加资产一步完成收购对价的方式。所以现金成本只是买壳过程中的显性成本，而置换入壳公司而丧失的部分资产的控制权就是买壳成本中的部分隐性成本。

在本文所涉及到的案例中，有以对其他公司的应收帐款等债权、其他资产加下属公司的股权置换壳公司的资产。至于壳公司的资产，则可以通过卖给其他的同行业公司以将部分有效资产兑现，资金回流上市公司；也有将资产卖给原控股股东即股权转让方的。

在交易过程中，有多个案例发生了壳公司置换出去的资产审计价值低于置换进来的资产或股权价值，所多出的部分一般以现金兑付给买壳方或者形成对买壳公司的应付帐款。采用此种方法其实大大的降低了买壳成本和实际的现金流。

战略并购的特征和趋势

1、战略并购逐渐脱颖而出，将成为主流并购模式；

2、战略并购正以制造业作为主战场；

3、国家的区域经济政策是战略并购的重要引导力量，东北可能成为下一阶段战略并购发生的重点地区；

4、调整股权结构，使之趋于合理；

5、多元化战略与混合并购仍旧是目前中国企业的选择。

买壳收购的特征和趋势

1、壳资源所在行业主要集中于制造业和商业，而部分经营困难的科技型企业也开始成为壳资源新的发源地；

2、考虑成本因素，壳资源公司通常经营业绩不佳股本与资产规模较小；

3、买壳的支付方式通常为现金、现金加资产对价，收购资金主要来源于自筹，部分来源于银行贷款；

4、要获得对壳公司的绝对控制权，需要付出较高的代价，通常买壳上市的股权转让交易溢价在50%左右；

5、买壳收购过程中的业务创新主要集中于以下两个方面：一是收购资金来源。在未来国内法律环境趋于宽松的条件下，通过债务融资(包括银行贷款、信托贷款、发行债券等)以及包括新发、增发配股和定向增发、换股在内的权益融资等多种渠道进行并购。还可以通过卖方融资来进行收购。二是资产重组置换的方式。债权、股权及其他类型资产置换壳公司债权债务等都可以进行多项组合而产生出不同的置换方式。

文章出处：《上海证券报》

[\[推荐朋友\]](#) [\[关闭窗口\]](#) [\[回到顶部\]](#)

转载务经授权并请刊出本网站名

中国博士论坛

中国社会科学院
保险与经济研究中心

IFB外商投资中心

IFB基金研究
与评价中心



地址：北京市东城区建国门内大街5号 邮编：100732 电话：010-65136039 传真：010-65138307
版权所有：中国社会科学院金融研究所