

分类号

U D C

密级

编号

中南大學

CENTRAL SOUTH UNIVERSITY

硕士学位论文

论文题目 *ST 恒立公司被并购重组

及整合研究

学科、专业 工商管理

研究生姓名 蔡 曙

导师姓名及
专业技术职务 陈晓红 教授

2006 年 11 月

摘 要

特别处理公司（ST 公司）频繁发生的重组活动能否实现“保壳”“摘帽”、能否增加股东收益、能否顺利地使并购重组获得成功，一直是经济界和学术界共同关注的问题，然而，国内目前的研究主要集中于一般归纳性的统计分析和更多的从重组方角度分析并购效应，鲜有从 ST 公司（目标企业）的角度来分析重组效应的研究。本文以*ST 恒立公司为样本，通过理论研究和案例分析相结合的方法，从目标企业的角度对并购重组方案的设计和 Company 整合做了实证研究，为证券市场 ST 类上市公司的并购重组及整合提供一些借鉴依据。

本文首先对并购重组及整合的研究背景和意义进行了理论综述以及国内外现状进行了分析，然后分析了上市公司并购重组的行为和动因，并对我国上市公司并购重组的总体状况和基本特点进行了说明。在提出了 ST 公司并购重组及相关制度的实施办法和 ST 公司的形成过程、现状分析后，对*ST 公司并购重组进行了理论研究并提出了引进战略投资者的概念。通过分析德隆集团并购整合失败的原因和*ST 吉纸重组成功的经验后，在调查研究*ST 恒立公司基本情况的基础上，提出并设计了该公司并购重组方案，以及对重组后的公司整合进行了初步探讨。

总之，本文经过研究认为上市公司（特别是 ST 类上市公司）可以从目标企业的角度去设计重组方案和整合思路，为吸引战略投资者的进入提供更加科学、合理、有效的并购整合方式，提高并购整合的成功率。

关键词 ST 公司，并购重组，整合，重组方案

ABSTRACT

Whether frequent reorganization of the special treated company (ST Company) can successfully keep the company remaining in the stock exchange market and get rid of Special treatment, increase the profit of the share holders, can bring an successful mergence and reorganization, has been the attentive topic among the economic circle and academe. The current study of this topic has been concentrated in the conclusive statistic analysis and mergence domino offect from the viewpoint of reorganization. There is little study to the reorganization domino offect from the standpoint of ST companies themselves. This essay made a demonstration study to the planning of mergence and reorganization and company conformity concerning the ST Company (target company) based on the sample of ST Company Hengli with the purpose of providing some reference to the mergence, reorganization and conformity of ST companies in the stock exchange market.

In the beginning, the essay summarized the theory of the research background and meanings of the mergence, reorganization and conformity and analyzed the actuality at home and abroad. And then it analyzed the behavior and the impetus of the listed companies who involve in reorganization, explained the general situation and basic characteristic of mergence and reorganization of the domestic listed companies. After the discussing of the implementation of mergence and reorganization and related system and analysis of the formation and current situation of ST companies, it introduced the concept of strategic

investor based on the theoretical research to ST companies. Upon the analyzing the failure of mergence and conformity of Delong Group and the success of reorganization of ST Jilin Paper, it designed and proposed the mergence and reorganization scheme of ST Hengli and preliminary study of the company conformity after reorganization by presentation of the research of primary situation of ST Hengli.

In a word, after a profound study, this essay consider that listed companies can plan the scheme of reorganization and conformity from the interests of target companies, so that a more scientific, reasonable and effective mergence and conformity can be implemented in order to attract strategic investor, which will duly result in a higher rate of successful mergence and conformity.

KEYWRODS ST company, Mergence and reorganization, Conformity, ST Hengli, Scheme of reorganization

目 录

第1章 导 论	1
1.1 问题的提出	1
1.2 研究的背景和意义	2
1.2.1 相关概念说明	2
1.2.2 研究的背景和意义	4
1.3 公司并购重组及整合的国内外现状	6
1.3.1 国外现状	6
1.3.2 国内现状	8
1.3.3 对现状研究的评述	9
1.4 本章小结	11
第2章 上市公司并购重组的行为和动因的理论分析	12
2.1 西方传统理论对并购的动因分析	12
2.1.1 企业并购动机的一般理论	12
2.1.2 企业并购动机的具体理论	16
2.2 我国上市公司并购的原因分析	16
2.3 我国上市公司并购的多种方式	18
2.4 本章小结	20
第3章 *ST 公司的并购重组及相关案例分析	21
3.1 ST 板块的形成和现状	21
3.2 ST 公司资产重组的动因及理论分析	24
3.3 引进战略投资者对公司实施并购重组	27
3.4 上市公司并购重组及整合的案例分析	28
3.4.1 德隆集团并购及整合失败的原因分析	28
3.4.2 *ST 吉纸的并购重组及整合	34
3.5 本章小结	38
第4章 *ST 恒立公司被并购重组的方案设计	40
4.1 *ST 恒立现状分析	40
4.1.1 *ST 恒立公司基本情况	40
4.1.2 *ST 恒立公司由盛及衰的原因分析	43
4.2 寻求*ST 恒立发展出路	48

4.3 *ST 恒立并购重组动机	49
4.4 *ST 恒立并购重组方案设计	50
4.4.1 *ST 恒立重组的前提和主要内容	50
4.4.2 *ST 恒立重组方案的设计	50
4.5 本章小结	62
第 5 章 *ST 恒立并购重组后整合的初步探讨	63
5.1 并购整合的理论分析	63
5.2 *ST 恒立公司的整合	64
5.2.1 企业文化的整合	64
5.2.2 发展战略整合	68
5.2.3 组织结构的调整	71
5.2.4 人力资源的整合	73
5.3 对并购整合的评价	77
5.4 本章小结	78
第 6 章 结 论	79
6.1 本文总结	79
6.2 本文研究的创新点	79
6.3 本文研究展望	80
参考文献	81
致 谢	84
攻读学位期间主要的研究成果	85

第1章 导论

1.1 问题的提出

从 90 年代初沪深两市建立交易所以来,由于各种原因,许多公司出现了连续亏损的情况。为了呼应对上市公司加强监管的呼吁,1997 年 12 月中国证监会在对两交易所股票上市规则的批复中,首次提出要对经营异常的上市公司进行处理的意见;1998 年 4 月两交易所公布对此类公司的股票交易进行特别处理(specialtreatment,ST)的规定,之后陆续有多家公司被列为 ST 公司。ST 公司的经营状况不改善,很可能变成 PT 公司。从 2003 年 5 月 12 日起,部分上市公司被冠以“*ST”以警示退市风险,成为新增的特别处理类型。

ST (Special Treatment) 制度是我国证券市场特有的形式,所以 ST 公司就成了证券市场上特殊的群体。无论是经营状况的改变,还是资产重组的题材,ST 公司的一举一动都引起了市场的无限遐想,使得这类公司倍受关注,1997 年以来,中国证券市场中掀起了一股资产重组的热潮,绩差公司作为一种相对稀缺的“壳资源”受到了市场各方及国有资产管理部門的重视,被宣布特别处理的上市公司通常会急于通过一些重组事项来改变现状,走出困境,避免遭遇退市厄运;同时,ST 公司也成为了潜在的并购目标,伴随着大量的现金注资,资产重组,政府保护等活动,近年来日益受到投资者的关注。

ST 公司频繁发生的重组活动能否实现“保壳”“摘帽”、能否增加股东收益、能否顺利地使并购重组获得成功,一直是经济界和学术界共同关注的问题,然而,国内目前的研究主要集中于一般归纳性的统计分析和更多的从重组方角度分析并购效应,没有专门从 ST 公司(目标企业)的角度来分析重组效应的研究。本文以 ST 恒立公司为样本,采用理论研究和案例分析相结合的研究方法,从目标企业的角度对并购重组方案的设计和公司整合做了实证研究,具体的研究思路是:

首先,对并购重组及整合的研究背景和意义进行了理论综述,并对国内外现状进行了分析。

本文在第二部分分析了上市公司并购重组的行为和动因,同时,对我国上市公司并购重组的总体状况和基本特点进行了说明。

本文第三部分提出了 ST 公司并购重组及相关制度的实施办法和 ST 公司的形成过程、现状分析,同时,对*ST 公司并购重组进行了理论分析并提出了引

进战略投资者的概念。通过对两个案例的分析，总结了德隆集团并购整合失败的原因和*ST 吉纸重组成功的经验。

第四部分在调查研究*ST 恒立公司基本情况后，分析了公司的发展出路，提出并设计了该公司并购重组方案，

第五部分对重组后的公司整合进行了初步探讨。

最后，对全文进行了总结，提出了通过本文的研究给 ST 类公司寻求并购重组值得借鉴的地方，为证券市场 ST 类上市公司的并购重组及整合提供一些借鉴依据和一种有价值的重组思路。

1.2 研究的背景和意义

1.2.1 相关概念说明

(1) 并购

“并购”（有时称为“购并”），是“兼并”和“收购”这两个词的合称，用英文表述为 Merger&Acquisition，简称为“M&A”，指的就是公司兼并和收购的总称，泛指在市场机制作用下企业为了获得其它企业的控制权而进行的产权交易活动，把并购方称为“买方”或并购企业，被并购方称为“卖方”或目标企业。并购的实质是取得控制权，按照现行规定，并购方有下列情形之一的，即构成对一个公司的实际控制，获得了目标公司的控制权：①在一个公司股东名册中持股数量最多；②能够行使、控制一个公司的表决权超过该公司股东名册中持股数量最多的股东；③持有、控制一个上市公司股份、表决权的比例达到或者超过 30%；④通过行使表决权能够决定一个上市公司董事会半数以上成员当选。把这两个词放到一起，纯粹是经济学意义上的，都包含着若干经济力量组合凝聚到一起的含义。

(2) 资产重组与公司重组

在中国证券市场上，“资产重组”是一个与兼并收购相关联的概念，是有关兼并、收购、托管、资产置换、借壳、买壳等一类行为的总称。但实际上，在大多数情况下，上市公司“资产重组”的内容早已超越了“资产”的范围，如上市公司控股权的变化，只要不发生资产的注入和剥离，对上市公司本身来讲并不会导致资产的重组，而只是公司所有权结构的变化。而在典型的重组方式即“净资产”置换中，它不仅涉及到公司所拥有的资产的重组，还涉及到债务的重组。可见，目前所常用的“资产重组”不是一个边界较为分明的经济概念，而是已被市场约定俗成为一个边界模糊的、表述一切有关企业重大非经营性或

非正常性变化的总称。概念的模糊在引起投资者歧义的同时，更带来了重组运作特别是重组信息披露的不规范。因此我认为，“资产重组”有必要缩小其概念边界，回归到其描述企业内部资源的调整，或是企业之间单纯的位于资产负债表左侧的项目的调整、买卖、置换的行为上来。而对依据《公司法》而设立的上市公司而言，应导入具有明确法律边界的“公司重组”概念，并将公司重组分解为收购、兼并、托管等若干种可由法律来明确界定的行为。

资产重组是指通过不同企业之间或同一企业内部的这些经济资源进行符合资产最大增值目的的相互调整与改变，对实业资本、金融资本、产权资本和无形资本的重新组合。资产重组的目的一般是企业为了获取利润及股东投资回报率最大化，充分使用管理资源以对付日益激烈的市场竞争。资产重组的结果是企业所占有的资产形态和数量的改变。

公司重组是一个较资产重组更为宽泛的概念，它包括了公司的所有权、资产、负债、雇员、业务等要素的重新组合和配置以及这些要素之间互相组合和作用方式的调整。公司重组的最高形式即是其产权关系的调整。

本文所涉及的上市公司并购重组除特别指出是资产重组外，均指公司重组概念。

（3）整合的定义

整合，是并购行为发生后并购企业双方实行一体化经营的必然要求。并购不是两个当事企业简单地合并在一起，而是一个企业吸收、控制另一个企业。一般来讲，收购企业往往是在竞争中取胜的优势企业，目标企业是在竞争中难以为继的劣势企业，其被收购的原因很可能是由于经营水平低、投资失败、销售不力、管理不当、实力较弱等。这等企业被收购后，如果收购企业不对之进行人、财、物、产、供、销方面的重大改革调整，就难以将自身的经营优势发挥出来，可能使收购背上沉重的包袱。并购之前，并购双方是两个相互独立、自主经营的企业，有其各自的经营目标和方针。并购之后，并购双方各自为政的生产经营系统将不复存在，必须按分工的原则，将目标企业的资产按其技术、性能进行合理配置，使资产能得到合理使用。此外，还必须对被并购企业的员工进行适当的安排、调整。整合就是指在资产产权位移完成以后，按照收购企业的经营方针和战略意图，由收购企业对目标企业的资产、人员等进行安置与配合的过程。

从理论上讲，并购会使企业产生经营管理上的协同效应，从而产生效益。不过，只有经过整合过程，才能更有效地发挥双方的协同效应，出现规模效应、竞争力增强等积极效应。因此，并购完成后，如何妥善对待整合问题，以收到

事半功倍的效果，对于收购企业能否达到收购目的是至关重要的。

1.2.2 研究的背景和意义

由于我国企业并购重组发生在经济体制转轨过程中，是在特殊的社会经济背景下形成的，因此企业并购重组在当前有着重要的现实意义。

首先，企业兼并有于消除亏损，提高企业经济效益。企业的政府主管部门出于消除亏损的目的推动企业兼并是我国企业兼并的主要动机之一，同时，在今后相当长的时间内，这种动机仍将占重要地位。

在传统体制下，国家对亏损企业的拯救主要是采取行政和经济补贴两种方式。从行政方式上，主要是通过改换亏损企业的领导班子，依赖新的领导班子尽力支撑企业的生存；从经济补贴方式上，则主要是由地方和国家两级财政安排一部分资金来补贴亏损企业，或从税收上给予减免。由于传统的行政方法和经济补贴方式未能触动企业的制度和机制，因而扭亏效果甚微。这就造成大量亏损企业无效占用社会资源、资源使用效率低下的现象。为了实现资源向高效率部门的转移，提高资源使用效率，政府引入企业兼并机制。其目的在于：第一，通过兼并机制加大亏损企业的经营压力，使其努力提高经营效率；第二，通过兼并实现资源向优势企业的合理流动；第三也是最直接的目的，就是通过兼能让优势企业带动劣势企业的发展。

总之，将企业兼并作为政府消除亏损的一种机制，是中国在特殊的社会历史环境下一重要的兼并动机，但对于如何通过企业兼并来实现富有成效地消除亏损的目标，这还是一个值得探讨的课题。其次，企业兼并是当前替代破产的重要手段。在中国当今特殊的社会历史环境下，中国承担不了大规模的企业破产。由于破产涉及银行、企业及职工的相关利益，很难妥善解决。特别是中国社会保障体制不健全的情况下，破产引起的社会震荡较大，因而企业破产在实际操作中举步维艰。对于大多数亏损企业，仍然要从改革和稳定的大局出发给予救助，而通过企业兼并就可以达到：壮大优势企业，救助困难企业；实现企业重组，减小社会动荡的目的。因而，企业兼并成为政府、企业、职工都乐于接受的替代企业破产的重要机制。具体来说，用兼并代替破产的好处主要表现在：兼并可以一揽子解决被兼并企业的债务，职工安置以及与职工安置相关的医疗、养老、住房等问题，社会动荡可以尽量减小；同时，企业兼并相对于破产而言，国有资产遭损失的可能性和程度都更小一些，能平稳地为生产要素的流动提供一条有效的途径。

再次，企业兼并是克服我国产业结构不合理局面的有效途径。我国的产业结构很不合理，主要表现是竞争性行业中 80 年代以来各地受地方利益的驱动，

轻工、纺织、家电、汽车等行业都存在过度的重复建设，从而造成生产能力过剩，企业开工率严重不足，资源浪费严重。要克服这一局面，靠行政命令、关停并转，显然不行，既不符合市场经济的规则，又保证不了资源重新配置，兼并的机制是从社会范围内建立起资源流动机制，保证资源从低效企业向高效企业、从低效部门向高效部门转移。所以，通过兼并可以有效地淘汰劣势企业，盘活存量，实现产业结构的优化。

对于企业兼并的积极效应，我们可以从经济发展、体制改革和管理水平、组织再造等5个方面来分析。

(1) 企业兼并对中国企业发展存在积极效应。①通过企业兼并，实现以强带弱，使一批困难企业起死回生。②通过强强联合式的企业兼并建立了一批大型企业集团。大型企业集团的建立，对于充分发挥规模经济效益、对付日益激烈的国际竞争起了重要作用。③通过兼并，在一定程序上盘活了存量资产，促进了经济结构的调整，提高了资产使用效率。

(2) 企业兼并对中国经济体制改革存在积极效应。①有利于完善市场机制在资源配置中的作用。随着我国兼并越来越多地依靠市场而不是依靠行政的强制力，企业兼并对市场的发育和市场机制的完善起了重要的促进作用。②兼并有利于建立全新的机制。特别是跨所有制、跨地区、跨行业及跨国的兼并，不仅有利于资源的流动，而且有利于建立产权明晰、责任明确，管理科学的现代企业制度和经营机制。

(3) 企业兼并对提高企业管理水平存在积极效应。兼并可以发挥优势企业的管理优势，“克隆”优势企业，提高被兼并企业的管理水平。在我国，兼并企业和被兼并企业在企业管理水平和企业文化水平上差距较大，而成功的兼并都十分重视输入先进企业的管理体系、机制和文化，而且由于企业控制权、领导权在握，可以在兼并后用一段时间就能把落后企业的管理水平提高一大截。像海尔在兼并一个企业后，就把海尔的科学管理体系移植到那个被兼并企业，使之管理水平尽快提高，俗称“克隆”海尔。

(4) 兼并可以推动企业组织再造，建立同市场经济相适应的现代大企业的“哑铃型”企业组织结构。市场经济条件下，企业的经营活动是技术开发、产品生产、市场营销等环节组成的。传统计划经济下的企业不重视技术开发和市场营销这“两头”，只是搞“大而全”扩大生产能力，这就形成了“两头小中间大”的“橄榄型”企业组织结构，根本不适应市场经济要求，所以必须集中力量加强技术开发能力和建立完善的、国际国内一体的营销体系形成“哑铃型”的组织结构。相反，中间生产制造这一部分，现代大企业可以通过兼并、联合

的形式，把零部件的生产交给这些兼并后的子公司来完成，母公司的主体只负责关键部件生产和整机的装配，从而在一个大公司内，把规范经济 and 专业化生产统一起来，把产品的多元化和专业化统一起来。

(5) 企业兼并是实施大企业、大集团战略和与外国大企业竞争的需要。中国民族工业目前面临着前所未有的国际竞争挑战。随着国际竞争内化的新的竞争格局的出现，外资以其资本实力上的竞争优势对中国民族工业展开强大攻势，争夺市场份额，已经形成大范围占领中国国内市场的态势。首先表现在洗涤用品和化妆品市场，美国宝洁、日本花王、德国汉高、英国利华等洗涤剂公司大举进占中国市场，基本上已经形成垄断状态；在饮料市场，“可口可乐”、“百事可乐”等挤占国产品牌，只有广东的健力宝和上海的正广在竭力拼搏；中国胶卷市场已经被“柯达”、“富士”挤得所剩无几，只有乐凯一家在苦苦抗争；微型计算机市场绝大部分被“IBM”、“康柏”等占领，国产品牌的市场占有率非常低。此外，在药品、服装轮胎等行业也都有类似的情况。

面对如此激烈竞争局面，中国的民族工业要想与国际大企业竞争和抗衡，必须尽快培育世界的民族特大企业，形成规模经济优势。现在我国几乎还没有世界级特大企业。为造就大的优势企业，必须使企业有内在的冲动和外在的扩张途径。扩张有两个途径：资本积聚和资本集中。资本积聚速度太慢，因而主要途径应是资本集中，这就是通过扶优扶强，兼并劣势企业，或强强联合，使优势企业通过低成本扩张，迅速扩大生产规模。

1.3 公司并购重组及整合的国内外现状

随着我国市场经济的迅速发展，上市公司的并购重组日益成为全社会关注的热点问题之一，而对并购重组中出现的各种问题也成为学术界和业界研究的重要方向。诺贝尔经济学奖获得者、美国经济学家史蒂格勒曾经说过：纵观世界上著名的大企业、大公司，几乎没有一家不是在某个时候以某种方式通过资本运营发展起来的，也没有哪一家是单纯依靠企业自身的利润积累发展起来的。世界经济的发展历史充分证明了这一论断的正确性。

1.3.1 国外现状

西方国家中美国并购的历史最为悠久和经典，距今已有一百多年了。从19世纪60年代工业化过程开始，公司制度演化为股份公司以后，无论是通过资产转让还是通过股票交易，在美国工业发展史上掀起了一次又一次高潮。第一次浪潮发生在1893年美国第一次经济危机之后。其主要特征是横向并购，其动因

主要是扩大公司规模,提高市场占有率,实现规模效益,抵御经济危机的风险。这期间,通过并购导致的公司形式首先是托拉斯,其最直接的结果是公司数量的急剧减少和单个公司规模的迅速膨胀,同时产生了一大批垄断性的公司集团。在工业部门中,美国钢铁公司兼并了169家中小钢铁公司,资产达13.7亿美元,成为美国第一家资产超过10亿美元的大型垄断公司,控制着美国钢铁产量的65%。有两个主要因素导致了这次并购浪潮的结束,一是美国经济从1903年起再次出现衰退,股票价格大跌,资金来源枯竭;二是美国国内兴起了反托拉斯运动,垄断价格的形成危害了大众福利,激起了社会不满,促使政府采取了一些反垄断措施。

第二次浪潮发生在20世纪20年代。与第一次浪潮相比,横向并购虽仍占较大比重,但同时出现了相当规模的纵向并购,寡头及规模经济仍是此次并购的重要动因。一个相关的副产品是,并购后的公司虽然在形式仍是公司控股为主,但并购所导致的产权结构却发生了微妙的变化,并购没有导致公司产权的绝对集中,而是单个股东的持股率越来越低。因此,这次并购浪潮,对美国公司制度的直接影响是导致了公司所有权与经营权的最后分离。1929年经济危机开始时,这次浪潮随之停止。

第三次浪潮发生在20世纪50至60年代。有两个明显特点:一是混合并购超过横向并购居于主体地位,二是跨国并购异军突起。并购的动因主要表现为寻找发展空间进行低成本扩张,减少经营风险。由于全球经济一体化的萌芽,大公司经营的空间分布开始出现多样化发展的趋向,同时也给专业化的中小公司发展留下一定空间。另外,由于公司所有权和经营权的完全分离,经理人员要确保股东利益和减少经营风险,就必须进行多种经营,进行混合兼并也就自然而然了,本次浪潮因石油危机而平息下来。

第四次浪潮发生在20世纪80年代。1985年兼并总数为3000多起,公司兼并资产的规模达到了空前程度。并购的动因主要表现为扩大公司规模,提高竞争力。这一时期,由于杠杆收购策略的运用和垃圾债券融资手段的出现,出现了“小鱼吃大鱼”的案例。1978年以前,10亿美元以上的大型并购事件很少见,但1984年为18起,1985年为32起。1984年美孚石油以185亿美元的费用兼并了海湾石油公司,1985年通用电器公司以60多亿美元收购了美国无线电公司。这次浪潮主要是由金融财团推动的,同时对金融衍生工具的运用又起了推波助澜的作用。到1990年,随着经济的再次衰退,证券市场价格大幅下挫,这次浪潮略为平息下来。

第五次浪潮在90年代初紧接着第四次浪潮迅速掀起。在这次浪潮中金融

业、工业、其它服务业都有巨额的并购案例发生，呈现出多行业、宽领域、并购规模大的趋势。并购的动因旨在扩大公司规模，降低成本和国际竞争力。

1.3.2 国内现状

相对于全球并购而言，尤其是相对于美国的并购浪潮，我国上市公司并购重组发展的历史较为短暂。随着城市经济体制的改革，1985 年我国出现了股份制企业，90 年代初两个交易所相继开办，我国有了第一批上市公司。小平同志南巡讲话之后，改革的步伐加快，上市公司的数量逐年增多。1993 年 9 月政府宣布法人股东可以进入二级市场，此后不久发生的“宝延事件”第一次揭开了上市公司并购重组及其案例分析并购的面纱。1993 年 9 月 30 日上午，深交所上市公司深宝安宣布已持有全部股份都是流通股的上海延中实业公司 5% 以上的股份，当天收盘时深宝安实际已持有延中实业 17.07% 的股份，不久又增持至 19.8%，成为延中实业的第一大股东。经过激烈争辩与谈判，深宝安最终获得延中实业的控股权。而 1994 年 4 月 28 日，珠海恒通公司与上交所上市公司上海棱光的控股公司上海建材公司签署协议，将后者持有的上海棱光股份 1200 万股以每股 4.30 元的价格转让给恒通，恒通拥有了棱光 35.5% 的股权，成为棱光的第一大股东，在证监会豁免恒通全面收购要约之后，恒通顺利入主棱光。这就是所谓“恒通—棱光”事件，通过国有股的协议转让首次使国有股占控股地位的上市公司实现了控股权的转移。在此后的几年内，并购仍只是我国股市中的偶发事件。直到 1997 年以后，情况发生了根本性转变，并购行为日益增加，成为证券市场中一道亮丽的风景。

并购重组在我国之所以有如此快的发展速度，与政府的政策有直接的关系。证监会规定上市公司如果两年连亏会被特别处理，连亏三年会被摘牌退市；1994 年时又提出只有连续三年净资产收益率达到 10% 的上市公司才有资格进行配股。1995-1996 年，大量上市公司亏损，其中有些已连亏两年，为了保住上市公司的配股资格，避免被摘牌的命运，1996 年起各地政府纷纷出台政策，明确提出要改造上市公司，对上市公司进行资产置换与重组，以便保“配”与保“壳”。1997 年下半年，党的“十五大”提出“对国有企业实施战略性改组”的任务及相应配套政策的出台，一批以往因受政策限制而被排除在上市资格之外的民营企业，纷纷买“壳”上市，掀起了并购的热潮。1997 年底，中央经济工作会议提出“大中型国企三年基本脱困”的任务，形成了 1998 年上市公司重组的热潮，上市公司重组第一次与促进产业结构调整 and 产业升级联系起来。

并购重组是一个极为复杂的过程，涉及到战略、人力、市场、财务、会计、税收、文化等许多方面的问题。本文试图通过对并购重组的理论研究和 ST 恒立

公司的情况分析,就 ST 恒立并购重组前的方案设计及并购重组后的整合等几个方面的问题作初步探讨,以期对今后新发生的并购重组有所借鉴意义。

1.3.3 对现状研究的评述

世界各国的研究表明,与振奋人心的高额并购金额和数量巨大并购案例相比,企业并购的成功率并不高。西方学术界在这一领域作了大量的实证研究,这些研究采用的方法主要有:基于股价变化的事件研究法、基于财务绩效的会计研究法、基于公司管理层的访谈调查研究、基于管理咨询界专家经验的案例研究。其中前两种是典型的学术研究方法。Jensen 和 Ruback 在总结 13 篇文献研究成果的基础上得出的结论是:企业进行并购重组时股东无法享有显著的超额收益,公司并购成功率不高。Pettway 和 Yamadu 证实了日本的股权收购中,重组方并没有获得明显的效益。Franks 和 Harris 研究了发生在八十年代 1800 起案并购重组案例后,则发现并购重组效果不理想,仅有 25%的公司重组获得成功。Healy, Palepu 和 Ruback 研究了 1984 年美国 50 家最大的并购案例,发现行业调整后的公司资产回报率有明显的提高,但公司整合情况不理想。Agrawal, Jaffe 和 Mandelker 在研究了美国 937 起兼并案例后得出结论:企业并购完成后 5 年时间损失了 10%左右的财富。Bruner 对 130 篇经典研究文献作出了全面汇总分析,公司并购重组的成功率并不高。科尔尼公司资源管理顾问 Deans, Kroeger 与 Zeisel 从超过 25000 家国际性大公司的数据库中搜索出 945 个收购公司进行的 1345 个并购案例进行深入研究,得出的结论是:降低价值的并购数量超过创造价值的并购数量,约有 50%-70%的并购被认为是不成功的。麦肯锡公司的一个统计数据显示,只有 33%的并购是成功的。美国贝恩公司的调查显示,100 家进行兼并谈判和实现兼并的企业中,20%的企业并购谈判失败,56%的企业虽然成功地达成了并购协议,但在之后的经营中不仅没有创造新价值,而且破坏了原有价值,只有 24%的企业通过并购创造了新价值。并购后整合是一个常被忽视的问题,企业的并购是一个复杂的经济现象,表现在(1)并购的整个过程十分复杂(如图 1 所示);(2)并购的参与者十分广泛;(3)并购操作的技术性、专业性强;(4)操作周期较长,对决策和组织实施协调协作的要求很高;(5)涉及面广。

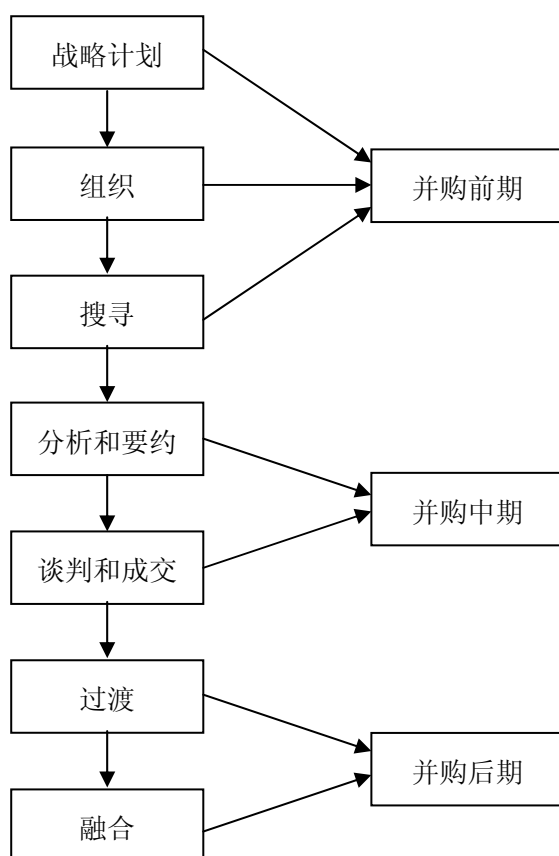


图 1-1 企业并购的三个时期七个阶段

在我国，我国学者对上市公司并购重组效应也作了一些实证研究。原红旗和吴星宇（1998）以 1997 年所有资产重组的公司为样本，比较了资产重组前后的四个会计指标，发现重组当年公司的每股盈余，净资产收益率和投资收益占总利润的比例比重重组前有所上升，资产负债率有所下降，会计指标变动的幅度与重组的方式及重组参与者是否存在关联关系有关。王跃堂（1999）研究了同样的样本后，发现重组后公司业绩显著提高。檀向球（1998）对 1997 年沪市的 198 个资产重组案例进行了研究，结论是进行兼并扩张的企业绩效下降，发生股权转让的业绩有所改善，进行资产剥离，股权出售和资产置换的业绩显著提高。陈信元、张田余（1999）采取基于股价变化的事件研究法，以 1997 年沪市 95 家资产重组公司为样本，运用方差模型和非正常报酬模型进行检验，结论是：市场对资产重组有一定的反应，但不同类型的重组市场反映不同，股权转让、资产剥离、资产置换类公司的股价在公告前后都经历了先升后降的过程，而兼并收购类公司的股价没有出现明显波动。陆国庆（2000）对 1999 年沪市不同类型资产重组进行绩效考查的结论是：重组能显著改善上市公司的绩效，尤其是对绩差公司而言。李善民、陈玉是也是采取事件研究法，并且区分了目标公司

和收购公司，对 2002 年深沪两市共 349 起并购事件进行了研究，得出的结论是并购能给收购公司的股东带来显著的财富效应而对目标公司股东财富的影响不显著。这个结论与西方普遍的看法恰好相反。他们的解释是：在我国存在多个收购公司共同收购同一目标公司的情况，而且收购活动往往有政府的介入，目标公司受政府的牵制往往无法提出更合理的要求。结果是收购公司成本大大降低，而目标公司却不能如国外公司，无法获得超额利益。朱宝宪（2004）利用事件研究法对 2003 年的 148 个样本进行了研究，得出并购在短期内被市场认为是重大利好消息，在长期目标公司的价值有可能受损，并从并购类型、收购方是民营控股还是国营控股、支付方式是无偿还是有偿三个方面分析了影响并购股价表现的因素。由此看来，由于研究方法和选择的样本不同，我国学者对于我国上市公司并购效应的结论也不尽相同，有的甚至得出相反的结论。

1.4 本章小结

提出本文研究的目的是以 ST 恒立公司为样本，采用理论研究和案例分析相结合的研究方法，从目标企业的角度对并购重组方案的设计和公司整合进行实证研究。同时，对并购、资产重组及整合等相关概念进行了说明，分析了我国现代企业并购的背景和意义，在分析国内外并购重组的实际情况的基础上，对国内外现状研究进行了理论分析。

第2章 上市公司并购重组的行为和动因的理论分析

2.1 西方传统理论对并购的动因分析

2.1.1 企业并购动机的一般理论

(1) 效率性动机

通过购并，将本来分散在不同企业的生产要素集中到一个企业中，由高效的企业管理代替低效的市场管理，从而提高了经济效率。企业追求的效率来源有三种：

①规模经济理论。对规模经济的追求是横向并购的主要动机。古典经济学和产业组织理论分别从不同的角度对此给予解释。古典经济学主要从成本的角度论证企业经济规模的确定取决于多大的规模能使包括各工厂成本在内的企业总成本最小。通过横向并购，可以使企业间的资产及相应的生产能力得到补充和调整，其单位的生产成本下降，同时单位的经营成本也同并购后原分市场营销网络、管理人员可以在更大范围内实现优化组合而下降。产业组织理论主要从市场结构效应的方面论证行业规模经济。同一行业内的众多生产者应考虑竞争费用和效用的比较。竞争作为一种经济行为，有效益也有成本，如果生产同类产品的众多企业拥挤在同一市场上，面对有限的资源供给有限的市场需求，付出昂贵的竞争费用是不可避免的。通过横向并购，在行业内进行企业重组，达到由行业特定的最低限度的规模，实现行业规模经济，但当行业出现寡头时，因减少消费者的剩余，政府对横向并购管制的政策供给一直以寻求“既能充分利用规模经济，同时又能保持竞争活力的最佳结合状态”为原则。

②交易成本理论。现代企业理论中的交易费用理论对企业的纵向并购动机作出了解释。“企业通过纵向并购可以降低交易费用”的基本观点是基于对企业性质的认识。企业 and 市场是两种可以互相替代的资源配置制度，二者的区别在于，在市场上是由价格机制来配置资源，在企业是由权威（企业家的指挥）来配置资源，两种配置制度都要耗费交易成本。在适当的交易条件下，企业的组织成本有可能低于在市场上进行同样交易的成本，市场为企业所替代。当然，组织企业内部的经济活动也需要一定的行政组织费用，企业规模扩大，组织费用增加，因而，考虑纵向并购规模的边界条件是企业边际组织费用增加额等于企业边际交易费用的减少额。以科斯的交易费用理论为基础，威廉姆森、哈特

等人对交易费用的决定作出了更丰富的解释。威廉姆森把机会主义和有限理性两个重要人为因素作为产生较高市场交易费用的因素。在资产专用性及其所造成的机会主义行为发生的可能性情况下,需要某种中间产品投入的企业倾向于对生产中间产品的企业实施并购,使作为交易对象的企业可以转入企业内部,以消除或减少机会主义行为。哈特(1986)认为未来的各种非正常情况并且明确各方所有权益的完备的合约几乎不可能,为减少不确定性和高成本的讨价还价,纵向一体化的并购是可取的。

③代理问题和经理主义理论。詹森和梅克林(1976)从企业所有权结构入手提出了“代理成本”,包括所有者与代理人订立契约成本、对代理人监督与控制成本等。代理问题源于经理人员和企业所有者相分离的事实。大体上,代理理论与并购行为有两种不同的看法:其一,并购可降低代理成本。认为公司代理人问题可以适当的组织程序来解决。在公司所有权和经营权分离的情况下,并购提供了解决代理问题的外部机制:通过公平收购或代理权争夺,公司现任管理者将会被潜在的竞争所代替——兼并机制下的接管威胁降低代理成本,因而,认为并购是代理问题的解决。其二,相反,认为并购本身是代理问题的表现而不是代理问题的解决。莫勒(1969)提出了经理主义,认为在所有权为分散的企业中,企业家作为“自信和勇于冒险”的不确定承担者,体现代理人个人的利益。如追求个人的社会威望,一般来说,企业越大,经理人员的社会威望越高。

④价值低估理论。这一理论认为并购行为的发生是因为目标公司的价值被低估,目标公司价值被低估的主要原因有三个方面:一是企业存在无效率的管理,即企业和管理层未能使掌握的资源发挥应有潜能;二是并购方拥有外部市场所没有的有关目标公司真实价值的信息。我们假定:企业的真实价值(基础)为 V' ,企业目前的市值(股市价值)为 V ,由于效益问题或企业信息不充分 $V < V'$,如果并购方出价为 P' ,同时并购方认为通过并购改善管理,使企业恢复真实价值 $V' - P' = (V) < C$ 为并购成本,则企业并购就会有效益,或并购方认为信息充分释放后,目标企业实现 $V' - P' = (V) > C$,企业并购也会有效益:三是由于通货膨胀等原因造成目标企业资产的市场价值与重置成本之间存在的差异。如果当时目标企业的股票市场价格小于该企业全部重置成本,并购的可能性大。托宾(J. Tobin)把这一原理概括为托宾比率(Q-Ratio),即企业股票市场价格总额与企业重置成本之比,当 $Q < 1$ 时形成兼并的可能性大。研究美国八十年代兼并高潮期间 Q 的比率一般在0.5-0.6之间,如果目标企业的 Q 值为0.6,考虑股票溢价50%,那么,并购成本为资产重置成本的0.9倍,意

味着并购比新建一家企业便宜 10%，并购形成的投资在投资完成后，可投入运行，节约企业的发展费用。价值低估理论预言，在技术变化很快，市场销售条件下及经济不稳定的情况下，企业的并购活动频繁。

（2）战略性动机

①争夺市场权力

这方面的动机主要反映在横向购并上。企业通过购并活动减少竞争对手，提高了市场占有率，一方面加强了对采购市场和销售市场的控制力，由于其较强的市场能力而不易受市场环境变化的影响，从而降低风险；另一方面增加了对市场的控制能力和垄断能力，从而获得超额利润。相对于低价竞争而言，购并是提高市场占有率的更有效、更安全的手段。在下面两种情况下，这种动机的购并显得尤为突出：

A. 在本行业需求萎缩，生产能力过剩和低价竞争时，为了对抗利润和成长机会的减少，几家企业联合起来；

B. 在国际竞争激烈时，为了对抗国外企业的竞争压力而联合本国企业。目前，由于市场的国际化，不同国家的企业之间的竞争日趋激烈，西方国家为了保护本国企业的利益，在对垄断的控制上有所放松，使这类动机的购并比较普遍。美国飞机制造业波音公司与麦道公司的合并，就是一个显著的例子。此外，企业通过纵向购并，将生产的不同阶段集中在一家大企业内，不但可以降低运输费用，节省原材料，从而降低成本，而且由于确保了原材料的供应；从而减少或清除了由于原料价格波动所造成的风险，这两方面都有助于保证企业的稳步发展，在竞争中占据优势，并逐渐形成垄断地位。

②多元化经营

现代的投资理论认为，投资于不相关或负相关的项目，可以避开内部扩张风险，减少对单一产品市场的依赖，降低季节波动和经济循环的不利影响等，从而降低风险。所谓的多元化经营就是通过投资于不相关的业务而达到降低风险的目的。第三次购并浪潮中兴起的混合型购并，很多都是由于这种原因。一个较为典型的例子就是生产“万宝路”的菲力普·莫里斯对食品企业的购并。由于多元化经营的企业被认为具有较低的风险，因此较易得到贷款，这也是混合兼并的好处。

③降低进入新行业壁垒

企业在进入一个新的生产领域时，如果通过在新行业中投资新建的方式，必需充分考虑到行业进入壁垒。行业进入壁垒主要有：产品差异使用户从一种产品转向购买新进入者的产品时，必须支付高昂的转换成本；企业必须打破该行

业内原有企业对销售渠道的垄断，才能获得有效的销售渠道；新企业所欠缺的其他条件，譬如该行业的专门技术、经验，政府的优惠政策，地理位置等。除此之外，还必须考虑到由于新增生产能力而在行业内部造成生产能力过剩，从而引发价格战。而采用购并时，不但进入壁垒大大降低，而且由于没有新增生产能力，引起价格战或报复的可能性就小了。因此，购并是进入新行业的最佳选择。

（3）功利性动机

在现代企业中，所有权与经营权分离，企业的管理者与股东间的关系变成了委托代理关系。同时大部分企业股权分散，小股东无法有效控制经营者，于是控制权旁落到管理者手中。作为一个管理者，他个人的利益并不只是与公司的盈利有关，还与公司的规模有很大关系。MULLER 在 1969 年提出假设，认为代理人报酬由公司规模决定，公司越大，代理人的报酬越高。因此，经理完全有可能为了他个人的利益而推动购并。此外，通过购并，经营者管理的公司不断扩大，这不仅使他获得一种成就感，而且能给人一种奋发进取和精明能干的印象，从而有利于该经营者获得更大的职业声望，以便日后升迁。因此代理人为了个人利益推动购并，成为购并的一个重要动机。

（4）合法避税动机

这主要反映在税赋效应上。一些企业积累了巨额利润，但因缺乏合适的投资机会而需要负担高额税负。如果采用支付额外股息或投资于有价证券的方法，并不能回避高额税负，而如用来购回本公司证券，不但要缴税，还会推动股价上涨，造成损失。按照一些西方国家的税法规定，当一个企业遭受无法避免的营业损失时，可以依据“移前挪后法”，将亏损在几年内平均分摊到税前列支。因此，盈利企业通过购并亏损企业，可以将亏损分年度摊派到盈利上，从而减少税收支出。另外，有些政府主动以减免税收的方式来鼓励购并，这时企业获得的好处就更大。因此，用盈利来购并企业，就成了这些企业的最佳选择。

（5）投机性动机

在股票市场上，由于各投资人掌握的信息不完全或对信息的看法不一致，会导致投资人对股票价值有不同的判断，引起公司的股价波动而偏离企业实际价值，这就给投机者以可乘之机。这种投机性购并收益的来源主要表现为：

①从市盈率变动中获利

一般来说，大企业由于资产雄厚，可靠性高，其市盈率较高。而小企业及亏损企业则常常市盈率较低。这时，前者如收购后者，股市就会以购并公司的市盈率作为目标公司的市盈率，从而引起目标公司的股价上涨，一些人就可以

从中获得投机利益。此外，购并者以低价购得企业后，通过加强运营管理，就可增生生产经营性盈利，同时通过改变投资，重塑形象，还可在无形资产增值中获取盈利。实际上，很多购并的动机就在于从市盈率变动中得到好处，以及从新股发行中得到升级利益。

②目标公司具有较多的流动资金或利润

购并这种企业时，购并者可通过目标公司的资金来抵补购并所付出的代价，即用目标公司的资金来收购目标公司，从中获利，这种类型的收购也是一种投机。

2.1.2 企业并购动机的具体理论

在并购动机的一般理论的基础上，又提出了众多具体的并购动机。主要有：

(1) 韦斯顿 J F WeSTon 提出的“协同效应”理论，认为并购会带来企业生产经营效率的提高最明显的作用表现为规模经济效益的取得，常称为 $2+2=4$ 的效应。

(2) 市场份额效应。通过并购可以提高企业对市场的控制能力，如横向并购改善行业结构，提高了行业的集中程度，使行业内的企业保持较高的利润率水平；纵向并购通过对原料和销售渠道的控制，有力的控制竞争对手的活动；多元并购对市场势力的影响是以间接的方式实现；并购后企业的绝对规模和充足的财力对其相关领域中的企业形成较大的竞争威胁。

(3) 经验——成本曲线效应。这里的“经验”包括企业在技术、市场、专利、产品、管理和企业文化等方面的特长。由于经验无法复制，通过并购可分享目标企业的经验，通过并购，减少企业为积累经验所付出的学习成本，节约企业发展的费用。在一些对劳动力素质要求较高的企业，经验往往是一种有效的进入壁垒。

(4) 财务协同效应。并购会给企业在财务方面带来效益，这种效益的取得是由于税法、会计处理惯例及证券交易内在规定作用而产生的纯金钱效益，主要有税收效应（并购使股票市场企业股票评价发生改变从而影响了股票价格）。处于并购浪潮中的企业可以通过不断并购有着较低 PE 值（市盈率；价格—收益比率）但有较高每股收益的企业，使企业的每股收益不断上升。

2.2 我国上市公司并购的原因分析

我国上市公司并购行为的大量出现，绝对不是偶然的，一方面毫无疑问有着前述诸多经典理论的动因基础；另一方面很大程度上是由我国具体国情所左

右的，主要体现在下列内外在因素的要求。

（1）产业递推的并购要求

前些年，上市公司额度的分配是政府分给企业的，是计划经济的产物，也是市场经济形成初级阶段的产物，股票市场上的并购是由计划经济向市场经济转换的必然产物。由于历史的原因，我国工业主要集中在重工业和轻纺工业，而忽视服务业和科技产业的发展，不注重企业的社会化，导致重复建设、资源浪费、产销脱节、第一、二、三产业的结构不合理的矛盾日益突出。我国的上市企业也存在产业结构的不合理的问题，由于这些企业已不适应市场机制的要求，企业经营出现较大困难，进行并购或成为并购目标已是必然的选择。

（2）市场需求导向的并购要求

并购是变计划指导为市场需求指导，通过市场机制引导企业优化产业结构、提高效率的客观需求。对上市的国企而言，通过并购行为将企业引向符合市场机制的企业，淘汰不良产业和不良资产，准确地说，企业的并购行为实际上是一次大幅度的企业产业方向、管理行为上的调整，把一个上市企业或通过并购而上市的企业建成一个适应市场需求、有新的利润增长点的企业。

（3）企业上市的并购要求

许多意欲进入证券市场进行融资的企业，由于地方政府和证券主管部门无法为他们解决上市额度，于是这些企业自找市场想办法。大量的新兴行业企业、民营企业由于不是当地政府重点的扶持企业，但又有着良好的市场前景，又需要透过股票市场融资，于是并购一家上市企业，使这些企业成为资本市场的运作主体，成为他们的必然之举。根据统计，截止 2004 年，我国的上市企业共有 1369 家，而民营企业所占的比例不到 14%，而这与当前民营企业快速发展是不相适应的，大量的民营企业通过并购，来达到上市的目的。

（4）并购目标的自身要求

从市场供应角度来看，并购目标的供应量是十分充足的。

首先，亏损企业众多，如不加快改善业绩，有被摘牌的危险。以 2004 年末的业绩计算，共有 116 家企业出现亏损，2005 年亏损企业达到 133 家。亏损公司家数呈逐年递增之势，其中有 18 家连续第三年亏损，亏损面较上年有所放大，而且，许多企业的经营业绩处于亏损的边缘，这类企业的年关是非常难过的，并购或被并购的动机是十分强烈的。

其次，有可能被取消配股权的企业。按照中国证监会 1999 年 3 月发布的《关于上市公司配股工作有关问题的通知》，公司上市超过 3 个完整会计年度的，最近 3 个完整会计年度的净资产收益率平均在 10%以上；上市不满 3 个完

整会计年度的，按上市后所经历的完整会计年度平均计算；属于农业、能源、原材料、基础设施、高科技等国家重点支持行业的公司，净资产收益率可以略低，但不得低于 9%；上述指标计算期间内任何一年的净资产收益率不得低于 6%，对于一个已经上市，而产业结构不合理的而管理又出现问题的企业，要连续三年保持净资产收益率平均达到 10%并不是容易的事，如果哪一年出现低于 6%的情况，那就意味着至少以后三年不得配股，也就是说，这个上市企业就被切断了与股票市场资本融通功能的连接，从资金融通和资本扩张的角度上讲，这就不是一个完整的上市企业，所以，一般来说，每年的年末是并购的高峰期，因为，这类企业愿意并购企业来充实自己的利润或找企业并购自己，以使自己不丢失配股权。

（5）并购者购买资质优良上市公司的要求

部分上市企业资质甚佳，许多企业愿意出高价并购。有些上市企业，由于流通盘较少，经营业绩出色，并购后易与原公司业务融合，且二级市场的操作可以有效地降低并购成本，于是，并购企业劝说这类上市企业的控股企业，说“苹果是要在红的时候卖，才能卖出好价钱，现在就是红的时候。”同时，对企业管理层实施金色降落伞计划（Golden Parachute）即给管理层较好的职业保证，较高的待遇，使这类企业的并购可顺利进行。

（6）政府通过股票市场进行国有资产重组的要求

我国国内宏观经济政策及政府的积极推进对并购起到了重要的推动作用。近几年，我国政府积极推进国企的改革，并把利用股票市场进行国企改革作为一种重要形式，这也促进了企业通过股票市场进行企业重组。另外，地方政府在积极申请发行股票额度，利用股票市场筹资的同时，也积极推进本地区的上市企业进行资产重组，以充分发挥股票市场的作用。

2.3 我国上市公司并购的多种方式

我国的证券市场从萌芽状态至今 15 年历史，却走过了发达资本主义国家一百多年走过的历程，成绩是显而易见的。由于我国的证券市场是由于国有企业改革需要而发展起来的，政府不可避免地人为推动它的发展；另外也由于我国处于经济体制的转轨时期，我国证券市场的不成熟性使得上市公司的并购有多种方案的选择。

（1）利用二级市场进行炒作性并购

其特点是并购方直接从 A 股流通市场购买目标公司的流通股。因此，选择

的目标都是公众股占极大比例的公司。由于国家股和法人股暂不能上市，一时间形成了一批“并购概念股”，“小盘股”股价被炒得暴涨狂跌，令人生畏。许多收购行为并非都是战略性长期投资，而明显带有二级市场炒作获利的性质，即属投机性收购，而非投资性收购。

(2) 非公众公司大量受让上市公司的股权，从而达到“部分买壳”上市的目的。一些机构投资者盯住了上市公司非流通的那部分股票，以较低价购入，如康恩贝控股浙江凤凰，尤其是海南万通以各种方式和价格大范围受让东北华联的部分国家股和法人股，又通过二级市场购入东北华联总股本的2%，成为该上市公司的第一大股东。^①非公众公司对上市公司实行控股后，再反向注入本身的优质资产，从而达到借壳上市的目的。

根据重组各方的利益关系，从不同的角度和立场设计重组方案以满足各方的利益需求。这种方式的并购包括多种方案的选择：资产重组方案的选择；股份转让方案的选择；融资方案的选择；股权分配改革方案等等。

(3) 上市公司兼并、控股上市公司

1994年，上市公司真正以控股为目的的兼并浪潮四起，如嘉宝集团控股上海东锦仪器有限公司，东北华联兼并了3家定向募集公司，深万科投资入股几十家企业，其中新能源、美的、长印等已挂牌上市。^①股权投资是上市公司投资的一个新领域，充分体现出大公司向集团化发展过程中，使其产业资本和金融资本齐头并进，且以参股收购作先锋的特点。

(4) 外资协议转让法人股

1995年8月，日本五十铃汽车公司与伊藤忠商事株式会社通过协议转让共同持有25%的北旅法人股，福特汽车公司购买赣江铃新发R股的2096，由此掀起了二级市场的炒作狂潮，并且带动了广电、广华、深房、白铃等整个“购并概念”的鹰升。匡虽然表象为外资参股，但深层次的影响在于为我国国有大中型企业找到一条通过协议转让股权而吸收外资并获得经营管理经验、增强经营能力的新路子，同时也证明了外资看好我国经济发展前景和巨大的市场发展潜力。

(5) 政府参与企业并购

盘活国有资产存量，实行国有经济结构的战略性调整受到了全国各地政府的高度重视和倾力支持。如上海市政府1996年8、9月份以来推出了一系列举措，将上市公司的资产重组、兼并作为市政府工作的重点和突破点之一，努力

^① 郑海航、李海航、郑科梅《中国企业兼并研究》经济管理出版社.1999年版

^① 郑海航、李海航、郑科梅《中国企业兼并研究》经济管理出版社.1999年版

促成上海证券市场形成资产重组、兼并的操作机制，使上市公司真正实现优胜劣汰。正是在上海市政府扶持的驱动下，仅 1996 年 10 月后，就有 8 家上海本地上市公司发生了并购事件。与此同时，有关企业的国有控股（集团）公司则纷纷从各个方面为其并购努力创造条件。如在双虎涂料第一大股东易主一案中，武汉国资公司向海南赛柯协议转让 2613 万股国家股而使后者成为双虎涂料的最大股东。这种打破地域、行业界限以实现国有资产存量重组和结构优化的做法，充分显示出通过产权机制的导入，以推进国有企业改革的深层次发展已成为全国各地政府的共识。同时，由于在证券市场中资本流动的相对便利，操作程序上的相对较为规范和上市公司自身较高的素质，这类案件的发生对各地国有经济结构的调整无疑具有示范效应和推动作用。

然而，政府在参与企业并购的同时，由于过多的干预也给企业并购带来了许多弊端，从而制约了并购重组的进行，损害了并购的效果。

2.4 本章小结

本章从理论上对上市公司并购重组的动因进行了分析，在西方传统理论研究的基础上，分析了企业并购动机的一般理论和具体理论，其中提到效率性动机、战略性动机、功利性动机、国家政策性动机和投机性动机；以及韦斯顿 JF WeSTon 提出的“协同效应”理论、市场份额效应、经验——成本曲线效应和财务协同效应等具体理论。同时对我国上市公司并购的原因进行了分析：产业递推的并购要求、市场需求导向的并购要求、企业上市的并购要求、并购目标的自身要求、并购者购买资质优良上市公司的要求以及政府通过股票市场进行国有资产重组的要求；最后分析了我国上市公司并购的基本特点：利用二级市场进行炒作性并购、非公众公司大量受让上市公司的股权，从而达到“部分买壳”上市的目的、上市公司兼并、控股上市公司、外资协议转让法人股和政府参与企业并购。

第3章 *ST 公司的并购重组及相关案例分析

所谓“ST”是“特殊处理”的英文“special treatment”的缩写。“ST 制度”是一种流行于西方成熟股市的一种监管制度，目的是对状况异常的上市公司实施特殊处理，予以特别的监管，以控制这类公司股价的异动，并保护广大投资者的利益。中国股市的管理层于 1998 年 3 月引进。为了使投资者在公司股票暂停上市前，有充足的时间作出投资决策，深圳证券交易所于 2003 年 5 月 8 日发出《关于对存在股票终止上市风险的公司加强风险警示等有关问题的通知》。^①《通知》规定，可能存在终止上市风险的公司股票，都将实行退市风险警示的特别处理。根据规定，实行退市风险警示特别处理的公司股票简称前，将被冠以“*ST”标记；在特别处理期间，股票报价的日涨跌幅限制为 5%。

所谓“PT”是特别转让的英文“particular transfer”的缩写，特别转让是指连续三年亏损的上市公司被暂停上市之后，证券交易所和相关会员公司在每周星期五为投资者提供的一种交易服务。从上面的定义和规定可以看出，上市公司出现财务或其它状况可能损害投资者利益的情况下会被实行特殊处理，即戴上 ST 的帽子；而对可能存在终止上市风险的 ST 公司，实行退市风险警示，即标上“*”号；而对于由于亏损而被暂停上市的 ST 公司，换上 PT 的帽子。

3.1 ST 板块的形成和现状

（1）背景回顾

中国股市自九十年代初上海、深圳证券交易所建立，取得了举世瞩目的成绩，仅用 15 年就达到了 1300 多只股票，而同样的规模，发达国家用了 100 年，香港用了 33 年。与超常的发展速度相比，证券市场上的制度建设却相对滞后，一直没用合理完善的退市制度。制度上的欠缺使得我国证券市场没有优胜劣汰机制，公司一旦能上市就高枕无忧，只管配股圈钱，享受种种特权。在我国股票市场上出现了上市公司“能上不能下”、“越穷越光荣”的怪现象。上市公司的整体业绩除了在建市初期有过短暂的辉煌，从 1993 便呈现逐年下降的趋势。

随着上市公司业绩年年下滑，我国股票市场出现了越来越多的垃圾股。但

^① 退市风险预警制度建立

这些垃圾股在当时的二级市场非但没有受到冷落反而被作为炒作的题材，股价一涨再涨。其主要原因就是绩差股公司有重组的可能，而一旦重组，股价就能实现成倍的增长。至 1998 年，一大批绩差公司成为市场追捧的珍贵的“壳资源”。资产重组也成为证券市场最热门的话题，其板块效应对二级市场走势产生了极大影响。重组之风愈演愈烈，虚假重组也日益增多，甚至通过资产重组恶意操纵上市公司的案例也屡有发生，这些现象严重损害了投资人的利益和中国股市的健康发展。因此，1998 年 3 月，中国证监会发布了《关于上市公司状况异常期间的股票特别处理方式的通知》，在该通知中，中国证监会要求上海证券交易所和深圳证券交易所根据《证券交易所股票上市规则》的规定，对状况异常的上市公司股票交易实行特别处理，简称 ST（Special Treatment）。出台“特别处理”制度的目的在于，一方面督促上市公司提高质量、改善自身的经营业绩；另一方面防止股价异常波动，通过警示作用抑制二级市场对绩差股的过度投机，提醒投资者谨防上市公司的除牌风险，保障投资者利益。

（2）ST 制度及相关制度的演进

“特别处理”制度具有一定的风险警示作用，是中国证券市场上特有的经济现象，紧随其后，其他相关制度相继出台。

表 3-1 特别处理相关制度一览表

时间	制度	简称
1998. 4. 28	特别处理制度	ST
1999. 7. 9	特别转让制度	PT
2002. 1. 1	取消特别转让制度	取消 PT
2003. 5. 1. 2	退市风险警示制度	*ST

2004 年 12 月在沪深交易公布的新的股票上市规则中，又进一步规定了 8 种实行退市风险警示的情形。为了更有效地警示投资者防范退市风险，防止上市公司依靠非经常性损益来调节利润，新的上市规则还规定，对于获准则撤销退市风险警示的公司，其最近一个会计年度经审计的结果显示主营业务未正常运营，或者扣除非经常性损益后的净利润为负值，则公司仍要实行其他特别处理。

（3）制度的具体实施办法

上市公司出现财务状况或其他状况异常就要被特别处理成为 ST 公司。普

通 ST 公司连亏两年就带*，若第 3 年实现帐面盈利，按照现下的法规，将为自身重新赢得 3 年的时间，在此期间至少可以无需要面对退市的风险。若公司连续三年亏损，其股票即暂停上市。暂停上市后第一个半年度公司仍未扭亏，交易所将直接做出终止上市的决定。反之，如果公司实现盈利并获得会计师的认可，则可以按照办法规定的程序申请恢复上市，但要带*。若暂停上市后第一年的半年报盈利但年报亏损则终止上市；若暂停上市后第一年的年报盈利，且达到摘帽的硬性指标则可摘帽。（摘帽的硬性指标为:扣除非经常性收益后盈利；且每股净资产高于面值、并获得会计师认可。）

(4) ST 公司现状

自 1998 年实施特别处理制度以来，在上海、深圳两地挂牌上市的公司中有一百多家公司曾经或正在接受特别处理。目前（（2004 年 8 月 13 日）深沪两市共有 131 只 ST 股票，而 ST 公司数为 116 家。

表 3-2 ST 公司和 ST 股票数目一览表

ST 股票数	131 只	ST	81	沪市	62	A 股	112
		*ST	50	深市	69	B 股	19
ST 公司数	116 家	ST	70	沪市	54	纯 B 股	4
		*ST	46	深市	62	其它	112

数据来源: 中国证券报网络版 (<http://www.cs.com.cn>)

1998 年 4 月开始实行 ST 制度以来，经过了 8 年多时间，ST 上市公司数量有增无减，保持了一定的上升势头。有的公司摘下 ST，沦为 PT，也有一些公司通过种种努力，回到了原来的行列中。但总的来说，ST 公司数目还是呈上升趋势。从表中可以看到，自实施 ST 制度以来，ST 上市公司的家数逐年呈上升趋势，2003 年 ST 公司数已占到上市公司数的将近十分之一。我国绩差上市公司的走向不容乐观。

由于不少 ST 上市公司在经营上已是积重难返，除自身的努力外，外力的介入也必不可少。从我国证券市场的实际经验来看，ST 上市公司走出困境的一条主要道路就是进行重组。首先重组能够改善公司的资产状况，使之增强盈利能力。另外，重组还能引进新的管理理念，从根本上改变 ST 上市公司的现状。但是，当前公司重组所暴露出来的严峻问题也不容忽视。如以保配保壳为目的的报表性重组现象较为普遍；有的公司在取得上市公司控股权后，将劣质资产出售给上市公司套现，或让上市公司为自己和关联企业巨额贷款作担保，掏空上

市公司等恶意重组也时有发生。不规范的关联交易，盲目规模化，过度的多元化，信息披露不规范，重组方式不规范，大量的内幕交易，忽视企业整合以及政府作用偏差是我国上市公司重组绩效的几个主要障碍。我们分析发现很多 ST 公司改善业绩的主要法宝是：关联交易、政府补贴、资产置换、债务重组。利用关联交易，上市公司可以把无盈利能力的资产甩手卖给大股东或子公司；政府补贴则是当地政府保住“壳”资源、帮助上市公司最直接手段；资产置换和债务重组常常成为上市公司转移矛盾的一种方法。

在中国已经成为 WTO 成员国的背景下，开展理性化和市场化的战略性、实质性重组，提高我国上市公司的核心竞争力，成为 ST 公司摆脱困境、迎接挑战的有效途径。

3.2 ST 公司资产重组的动因及理论分析

(1) ST 公司资产重组的动因

我国对上市公司资产重组的动因解释主要有：追求利益动机、追求规模经济动机、交易费用论以及经营多样化理论等。对 ST 公司来说，除了上述观点可能导致其重组外，由于其特殊性，在表面层次上，还有一些更独特的理由。

①摆脱经营困境，实现“保壳”或“摘帽”

ST 类公司普遍存在着经营不善、财务状况恶化的现象。在证券市场上，上市公司经营不善、业绩不佳的一个直接后果就是丧失再融资资格，而随着 ST 制度和退市制度的相继出台，ST 公司面临的证券市场风险被进一步放大。在这种压力下，以恢复再融资功能或扭亏保壳为直接目的的资产重组行为在证券市场上屡见不鲜、层出不穷。

②产业结构重组

随着市场经济的发展，许多产业总量相对过剩、能力分散及竞争过度等问题日益尖锐，产业重组引起了越来越多的关注。由于产业重组需要更为先进的经营理念与产业整合的理念，能够给股东及地方政府带来现实的回报，所以在证券市场上早先红火的概念重组逐渐为产业重组所取代，深圳地方政府对本地股的重组要求产业第一，宣称不欢迎投资公司对深圳本地上市公司进行重组，也就意味着只有产业实体的企业才能参与到深圳本地股的重组。

截止到 2004 年 12 月底从 ST 公司的公告来看，其产业重组主要体现为两种模式：一种是类似于 ST 大江的模式，即 ST 公司本身的主营业务具备产业现金流与净利润的可能性，只不过是经营思路，销售网络等因素而使得公司持续亏

损，所以，重组方进入后，不改变 ST 公司主营业务，仅仅通过对体制，机制的改革就可以使上市公司焕然一新，当年的英力特就是如此。另一种是类似于 ST 长风这样的伴随着控股股东的变更，主营业务也发生变更的个股，这样就等于新公司的上市，无疑为公司的发展奠定了基础。产业重组不同于概念重组及报表重组，因此具有更广阔的前景，极易受到投资者的青睐和地方政府的垂爱。

③政府推动型资产重组

资产重组本是企业优化内部资源配置的一种经济行为，在成熟的市场经济环境中，基本上完全由企业追逐利润最大化的动机所驱动。然而在中国，一方面，市场化进行仍未结束，市场经济体制仍不完善，证券市场的资源配置功能也有待逐步优化。上市公司资产重组行为的推动单纯依靠市场来解决还缺乏效率，因而在某些情况下仍然离不开政府等外部力量的协调和推动；另一方面，尽管公司上市已经由审批制度转向了核准制，但在我国目前投资和融资渠道还不充分的情况下，上市名额仍是一种稀缺资源。地方政府为充分利用当地有限的壳资源，在上市公司经营陷入困境时，则往往以救世主的面目出现推动对上市公司的重组，以保护稀缺的壳资源。例如 ST 辽物资之所以能扭亏，正是在当地政府的关怀和支持下，将全部的资产和负债与银基集团进行 100%的置换，变更了废旧物资回收主业，转让房地产、旅游等为主业，才实现了脱胎换骨的转变。

④股东主导型资产重组

根据统计结果，在上市公司大股东变更之后，绝大多数公司均在当年或次年进行力度各异的资产重组。原因很简单，首先，新股东的经营战略、经营理论和原有股东相比一般有所不同，进行资产的重新整合是这种全新理念的直接体现；另一方面，大股东借壳上市是受其自身利益驱动的，对入主后上市公司进行资产重组可以实现大股东的长远利益目标。而对于入主 ST 公司的大股东而言，资产重组更是必不可少，或为其“输血”，或进行业务的重新整合，以帮助 ST 公司在短期内改善业绩，恢复其“造血”功能。

⑤内部人获取非常规私人收益

根据上证联合研究课题“中国上市公司并购动机及治理因素分析”，国内有关学者得出我国上市公司并购重组过程中存在显著的内部人获取非常规收益的可能的结论，这也成为 ST 上市公司资产重组的动因之一。主要表现在以下两个方面：

其一，在大股东具有超强控制力的企业股权结构下，大股东通过购并谋求控制权以实现自身利益最大化。例如，两次戴帽的 ST 松辽，先后被两任大股东

假重组之名而掏空。最近在 2003 年的重组，大股东不但拿走整车生产资格，还调整主业，让上市公司彻底沦为其旗下公司的服务企业。

其二，由于当前我国证券市场分割、缺乏有效的监管及投资者不够成熟，就会导致内部人（大股东、利益相关者等）利用信息优势，在二级市场进行内幕交易或操纵股价。例如，*ST 三普在 2004 年初新大股东上任后，让人不解地低价卖了部分股权，到年底该公司，先对获得财政补贴密而不发，等股价连续涨停后才和盘托出。接着，又于 2005 年 1 月底对业绩预告修正，宣布可以扭亏，使 K 线图再次飘红，配合庄家的意图显而易见。

（2）*ST 公司并购重组的理论分析

上市公司进入 ST 行列后，压力很大。一方面要受到证监会更加严厉的监管，例如，股票名称加上“ST”字样，股价实行 5% 的涨跌停限制，中报必须经过审计等，这些规定的目的都在于提醒投资者，减少市场对这类股票的投机活动；同时，这类公司融资渠道变得更加狭小，而自身的债务负担又很沉重。另一方面，我国的退市制度是直接以会计利润是否大于零（是否亏损）为基础的，如果连续 3 年亏损，就会面临公司股票被摘牌，甚至终止上市的可能，而在当前上市公司稀缺的证券市场中，上市资格本身就价值连城，千辛万苦才获得上市的公司怎么能轻易放弃呢？虽然有些公司被 ST 后，受到庄家炒作，股价居高不下，又成为了资产重组，外资并购的目标，摇身一变充当了股市中的亮点，从而存在部分 ST 公司“巧妙”地“运作”，既不至于摘牌，又能保证一直吸引投资者注意的现象，但是，这样的公司也必定要在此过程中存在扭亏的记录。所以 ST 公司往往会想尽各种办法来扭亏为盈，以满足维持其上市资格的监管要求和退出 ST 的愿望，从而，我国的 ST 公司有着强烈的以扭亏为目的的盈余管理或操纵动机。

国外公司摆脱困境的措施主要是企业管理人员的变动、减少股利，会计政策变更，实际交易（例如资产重组、关联交易）和操纵应计利润。而在我国，《公司法》规定，公司只有存在累积盈余时才能发放股利，对于 ST 公司而言，多为亏损，即使盈利也是朝不保夕，没有一家在戴帽当年发放股利；况且，如果达到了发放股利的条件，基本也就满足了摘帽的要求，摘帽在先，发放股利在后，所以股利的变动对脱困的影响微不足道。《企业会计制度》又对会计政策变更进行了严格的限制，使其应用空间不大。另外，管理层的变更也多是由资产重组引发的。因此，我国上市公司实现盈余管理目标的较可行手段是通过安排实际交易和（或）操纵应计利润，而在这两种手段之间，采用实际交易方式来操纵盈余的行为可能更为普遍，这是因为：首先，上市公司稀缺的壳资源会

吸引重组方的注意；其次，千丝万缕的关联方总会利用关联交易“创造”利润，救命于危难之时；再次，由于上市过程中的过度包装和公司本身质地普遍较差，仅靠自身力量，通过调整应计项目扭亏的空间不大。此外，地方政府出于保护主义也会给予各种形式的财政补贴和税收优惠，以提升上市公司的业绩。由此可见，ST 公司扭亏的手段可能为资产重组，关联交易，政府补贴和操控性应计利润。

3.3 引进战略投资者对公司实施并购重组

（1）战略投资者的特质

所谓战略投资者是指那些从宏观角度与长远发展来考虑投资回报的投资者。谋求的是长远利益，而不是即期现实利益，但是这并不排除对现实利益的考虑。

战略投资者的提法源于国外的证券市场，指的是能与上市公司大股东长期“荣辱与共、肝胆相照”的机构投资者。我国对战略投资者的界定始于 1999 年 7 月中国证监会发布的《关于进一步完善股票发行方式的通知》：“与发行公司业务联系紧密且欲长期持有发行公司股票的法人，称为战略投资者。”《通知》还强调，战略投资者的投资行为应相对公开，大宗买卖要及时公告，规范操作。但实践的发展，战略投资者的内涵已远远超过了这一界定。目前比较普遍的看法是：战略投资者是能够通过注入雄厚资金、带来现代管理方式，促使某个行业或产业的总体运行质量产生质的飞跃的投资者。战略投资者更致力于通过产业整合的手段，改善产业结构，增强产业的竞争力以获取长期的利益回报和企业的可持续发展。战略投资者与财务投资者不同。财务投资者即资金的直接投入者，眼前利益、财务利益高于一切。大力引进战略投资者是欠发达地区大力推进现代化进程的加速器，是抓住战略机遇期实施中部崛起战略的一个基点。当前，欠发达地区引进战略投资者的工作在一些领域取得了重大突破，但总的来说才起步，必须以战略眼光，进行战略思维，作出战略规划，实施战略举措。

（2）战略投资者的并购重组及整合特质

把握战略投资者这一概念。战略投资者不仅仅是“欲长期持有公司股票的法人”，而是股权、资本、先进技术、管理经验、营销网络等等的全面合作，目的是提高企业核心竞争力，并带动本行业产生质的飞跃。引进战略投资者不同于一般的招商引资，它主要不是一个引进资金的问题，而是着眼于提高企业、行业甚至地方经济的核心竞争力问题。对于企业而言，正如有的同志所说，就

是要通过与“‘高手下棋’，借助外势、壮大优势、形成在市场竞争中的强势。”必须明确战略投资者的标准。引进战略投资者，有成功的经验，也有失败的教训。这一切，很重要的方面取决于工作是否扎实细致，引进的战略投资资是否货真价实。总结以往的经验教训，一般应按照“五项原则”来选择：①具有强大产业背景的大型集团；②拥有完善的科研开发体系和众多的新产品储备；③具有覆盖广泛的市场营销网络和稳定的终端客户资源；④有利于建立起完善的法人治理结构，形成灵活、高效的企业经营机制；⑤具有很强的融资能力能为企业改制和今后发展提供必要的资金支持。实施战略合作后，双方能在财务与审计、发展战略与规划、产品品种与市场营销、科研开发等方面进行业务协商与对接，真正实现资源共享、优势互补、互惠双赢、协同发展的目标。

3.4 上市公司并购重组及整合的案例分析

3.4.1 德隆集团并购及整合失败的原因分析

德隆曾是中国最大的民营企业，旗下拥有 177 家子公司和 19 家金融机构，这些上市公司及其它与“新疆德隆”有关的上市公司，在证券市场上，被称作“德隆系”。德隆国际由唐万里、唐万平、唐万川、唐万新四兄弟和其余 29 人于 2000 年 8 月在上海浦东成立，注册资本 5 亿元。它绝对控股新疆德隆集团和新疆屯河集团，再由这二者分别控股合金投资（000633）、湘火炬（000549），新疆屯河（600737）、天山股份（000877），ST 中燕（600763）等上市公司。而系内的融资平台如德恒证券、新疆金融租赁等金融资产，则由德隆国际直接控制。本案例力图通过回顾德隆入主合金投资及整合电动工具产业的始末，分析德隆入主前后的企业经营业绩、股市表现、资本运作等情况，从合金投资看德隆系并购整合的得失。

（1）并购历史背景

①德隆历史背景

作为一家民营企业，在中国经济体制改革过程中，德隆经历了由经营计划到经营产品，由经营产品到经营资本的两个重大转变。

在经历最初的彩卷冲扩、服装批发、食品加工、计算机销售后，唐氏兄弟的新疆德隆实业公司 1992 年注册成立。九十年代初，德隆介入“一级市场”和“二级市场”，在法人股市场挖到第一桶金后，迅速完成了资本的原始积累，唐家领略到资本市场的巨大魔力，萌生了把产业和资本相结合的念头，开始谋求其“投资者”身份的转变。1996 年，以水泥为主业的新疆屯河（600737）刚上

市不久，德隆以 1789 万元的出价受让了约 10%的股权成为第四大股东。

1997 年，德隆在北京召开了“达园会议”，确定德隆下一步的战略将从“项目投资”转向“行业投资”，通过产业并购整合，“创造传统行业的新价值”。

②合金投资历史背景

德隆国际总裁唐万新曾表示，庞大的市场容量和毫无竞争力的企业构成了中国某些行业不容乐观的现状，“那些就是德隆重组目标”。唐万新说，德隆比较看好机电行业的投资，“机电行业是中国出口第一大类产业，占国家出口的一半以上。我们认为中国的机电行业在国际上具备核心竞争力。”合金股份（合金投资前称），深市上市公司，成为了德隆的目标。

公司前身沈阳合金厂建于 1958 年。1986 年，被列为沈阳市国营企业股份制改革试点单位。1987 年 12 月经沈阳市体改委批准，向社会发行公众股 1400 万元，同时发行法人股 1200 万元。1990 年“沈阳合金股份有限公司”注册成立。1993 年 12 月，国家体改委以体改生（1993）227 号文批准公司进行规范化股份制改革试点。公司于 1996 年 11 月 12 日经中国证监会批准，在深交所挂牌上市（股票代码 000633），总资产 1.3 亿，净资产 7000 万，总股本 5000 万。沈阳合金是中国最大的镍合金材料生产企业，主要产品镍合金的市场占有一率达 80%，业务比较稳定。

问题在于，镍合金的市场规模太小，全国的总需求量每年不过 1 亿多元。合金注定是个长不大的企业。因此，沈阳市政府决定引进大的投资者，彻底改造这个企业。

③入主合金投资

沈阳合金是德隆正式入主的第一家上市企业，也是操作过程最简短的一家企业——从决定收购到合同签字，前后不到 20 天。1997 年 6 月，出席合金法人股权的招标会在沈阳举行。与德隆同时前来竞标的，还有包括一家颇有背景的香港公司在内的其他几个“对手”。为体现决心和诚意，德隆带着汇票来到现场，并且给出了每股 3.11 元的最高报价。但这并不是决定德隆胜出的惟一因素。除了报价和付款方式，各竞标方还按要求分别陈述了企业发展规划、对全市冶金行业的建议等等多方面的内容。竞标结果，沈阳市有关方面拍板：将沈阳合金股份有限公司的 1500 万法人股（占总股本的 29.02%，以 3.11 元/股的价格出让给新疆德隆国际实业总公司。从此，德隆成为一合金第大股东。

（2）整合产业，寻求业务增长

德隆入主合金之初，对于发展什么主业并没有特别清晰的思路——毕竟此前从未有过大规模运作工业企业的经验。但有一点可以肯定：面对一个积弊重重

的老企业，寻找新的增长点是为当务之急。“如果没有新的业务、新的团队，还是那种几十年的老习惯，要把一个国有企业真正改造过来，没有漫长的过程是不可能做到的。而企业的发展不可能等这个过程，上市公司更不可能等——我们不能看着配股资金被稀释掉。”

①经营状况

合金投资的战略目标是坚持走产业经营与资本运营相结合的扩张之路，充分利用国内外资源，以国际市场为主，发展与延伸自有国际品牌，形成户外机械、电动工具、清洗设备、发动机及相关设备、合金材料等五大产品系列，力争在 3-5 年成为跨国集团公司，销售额过百亿元，保持利润与销售同步增长。

那么，合金投资在 1997 年被并购的前后经营业绩如何呢？

A. 并购前业绩

1993 年——1996 年业绩基本稳定。在德隆入主之前的 1993 年至 1996 年里，合金投资的主营业务收入除 1994 年的 5837 万略高外，稳定在 4870 万到 5027 万之间，基本没有变化；而净利润稍有变化，由 1993 年的 762 万降至 1994 年的 637 万，经历了 1995 年的基本持平后，1996 年稳中有升，达到 835 万，但总体变化幅度并不大。应该说，业绩基本稳定。

B. 并购后业绩

1997 年——1999 年业绩高速增长。在完成产业整合之后的头几年里，合金投资进入了一个快速增长期，取得了骄人的业绩：1997 年实现净利润 1864 万元，公司每股收益达到 0.36 元/股，比 1996 年增长了 125%；1998 年——1999 年，公司的净利润都在亿元以上，1999 年末合金股份已占领国内电动工具市场 60% 的份额，产品在欧洲市场的占有率达到 20-30%，公司净利润从 1997 年末的 1864 万元增长到 11847 万元，增幅达 537%；2000 年同 1996 年相比，合金的总资产由 1.33 亿元增加到 13.55 亿元，增长了 10 倍，主营业务收入由 5027 万元增加到 8.44 亿元，增长了 15 倍多。

2000 年——2001 年业绩迅速下滑。进入 2000 年，合金投资的报表光环渐渐散去，公司业绩开始下滑。2000 年，合金投资净利润从 1 亿元突降至 4800 万元，2001 年又下降到 2200 万元左右。在短短的两年时间里，合金投资的业绩下降了 80%。对于 2000 年至 2001 年业绩的逐年下滑，德隆作出了“先整合市场，再整合利润”的周期性解释，以及国内的电动工具行业，在 1995 年—1997 年时全行业利润率较高，但随着国内企业的激烈竞争，出现了全行业利润下降的局面。同时，2001 年世界机电市场出现萎缩，由于公司产品全部出口，所以受欧美等国经济衰退、欧元贬值等客观因素的影响等等，导致本公司主营

业务收入较上年有所下降。另外，由于受现行企业会计核算规定变化等因素的影响，公司非经常性损益项目较上年减少。

2002 年——2003 年业绩大幅回升。2002 年，我国已成为世界电动工具制造第一大国，国际各主要电动工具制造公司均纷纷在我国投资建厂，行业内竞争日趋激烈，但德隆仍如愿以偿，实现主营业务收入 94,854.06 万元，比 2001 年同比增长 26.44%，实现净利润 3,903.90 万元，同比增长 79.15%。2003 年，虽然受全国性非典型性肺炎以及国家降低出口退税税率等不利因素的影响，但公司全年实现主营业务收入 112,988.32 万元，比 2002 年同比增长 19.12%，实现净利润 7,112.58 万元，同比增长 82.19%。

2004 年业绩再度逆转。进入 2004 年，公司经营出现了戏剧性的逆转：由于德隆系资金链断裂，资金黑洞逐渐浮出水面，合金投资也陆续公告了资金占用、巨额担保等事项。各主要债权银行纷纷停止发放新增贷款，公司生产经营资金极度短缺，生产受到严重影响，导致主营业务收入较去年同期下降了 40%；主要产品原材料价格涨幅较大，主营业务成本上升，同时由于大量定单生产无法按时完成，为维持企业生产经营，产品价格降低幅度较大，导致主要产品毛利率下降幅度较大，以上两个因素致使公司净利润大幅度下降，为-33774 万元。

②业绩分析

德隆并购 7 年，合金投资的经营业绩在经历了 3 年快速增长后迅速下降，又在再度快速增长 2 年后竟转为巨额亏损，起起落落的原因又是什么呢？

A. 业绩的主要来源：

1997 年——2001 年主要靠投资收益，并存在高额非经常性损益和应收账款。从年报上可以看出，合金股份前期业绩的取得主要靠投资收益。1997 年，合金投资把从资本市场募集来的大部分资金投入一系列的并购与整合之中，业绩发生了翻天覆地的变化。1997 年投资的北京太合金动感电影设备公司，投资了 200 万元，当年就取得了 2673.09 万元的收益，第二年又取得 1000 多万元的收益，成为 1997 年和 1998 年两年利润的主要来源之一。1998 年主营业务收入达到 36746 万元，而 1997 年的主营业务收入只有 8044 万元，增幅达到 356.8%。但主营收入剧增的原因并不是原主导产品镍及镍合金材料收入的大幅增长，而是电动工具及动感电影设备收入的剧增。起关键作用的是子公司上海星特浩，实现电动工具类收入 23921.03 万元，占合金投资总的主营业务收入的 65.10%，实现营业毛利 6224 万元，其销售毛利率为 26.7%，附加值并不高的电动工具能获得 26% 的毛利率是较为难得的。可以看出，星特浩对合金投资 1998 年的业绩剧增起了功不可没的作用。但从 1998 年会计报表材料得知，根据上海闵行区人民

政府规定,星特浩的 1998 年所得税是按 12%税率先征后全部返还,从这点上看,星特浩公司假如业绩作假其成本是极小的。1999 年上海星特浩继续承担起合金投资利润的主要来源,合金投资实现主营业务收入 51709 万元,实现主营业务利润 12459 万元:其中星特浩贡献电动工具收入 48470 万元,占比 93.7%;营业利润 11525 万元,占比 92.5%,继续发挥着至关重要的作用。而原来的公司主业沈阳合金材料有限公司,尽管戴着国内生产镍基合金系列产品最大厂家的帽子,但只带来 884 万元的利润。2000 年电动工具收入再进一步上升到 79158 万元,升幅近 63%,但所贡献的营业利润只为 11950 万元,与去年持平。我们注意到该年星特浩公司的所得税也不再是全额返还,实际税负变为 7.5%。2001 年公司称受世界机电市场的影响,电动工具业务收入将有所下降,这当然是部分原因。但更关键的是与 2001 年国内证券市场发生了一系列事件,监管部门对上市公司、中介机构的监管力度加强有关。很难确认合金投资到底是在搞实业还是搞资本运作。2000 年公司所有收入均来自于投资收益,为 2831 万元;当年的流动负债合计为 3.02 亿元,长期投资为 1.26 亿元,短期投资达 5.23 亿元。由于股本扩张太快,收购的一些项目有的还处于亏损状态。所以,合金投资的业绩是吸水的海绵,稍加挤压就原形毕露了。同时,从 2004 年年报可以看出合金投资 2002-2003 年的业绩存在严重水份。

B. 存在诸多财务问题

靠投资收益来支撑公司业绩的作法,可持续性本身就值得怀疑。在业绩并不真实的同时,细细研读公司历年报表,可以发现其中存在更多的问题,以至在 2004 年 6 月中国证监会辽宁证监局向合金投资下达《关于责令沈阳合金投资股份有限公司切实处置风险问题的通知》。

(3) 分析德隆集团并购合金投资及产业整合失败的原因

①企业并购、产业整合没有量力而为

除了以纯粹的金融并购手段取得的老三股以及后来以同样手段取得的汇源果汁(两年之后即告退出)之外,德隆似乎没有在金融市场之外培育出任何一家在行业中具有明显优势的实业公司,如果有的话,德隆一定会将它们注入老三股。这样,德隆既可以更好地整合自己的优势和熟悉的产业,又能够支撑老三股的股价,收回德隆在老三股中的巨大投入。但德隆显然没有这么做,这大概只能证明德隆并没有在某一个行业中积累起“产业整合”所需要的资金以及更为重要的行业经验。

产业整合一直是德隆引以为豪的企业理念,德隆在短短数年内一口气进入了数十个产业,制造出一个又一个并购神话。但在产业整合过程中,始终有一

二个問題困擾着德隆。其一是融資環境不匹配；其二是融資手段不光明；其三是整合效果不理想。德隆問題的根本原因在於德隆透過“類金融控股公司”結合產業與金融資本的發展模式和多元化經營策略的失誤。德隆收購重組，進行產業整合玩的是資本，它收購的是低市盈率的資產，它以產業和金融為兩翼，互相配合，共同前進，把其控股的金融機構作為自身的融資平台，在其資本運作中，利用其控股的金融機構，構建從資本市場→銀行信貸→實業股權投資的循環“資金鏈”。一旦遭遇外部衝擊，將釀成很大的金融風險。因此，實業與金融畢竟性質不同，產業整合的速度，總體上說無法跟上金融發展的速度。資金鏈條的緊張是其發展模式和經營策略的必然結果，資金鏈條的緊張是其發展模式和經營策略的必然結果，外部金融環境的變化只是德隆問題暴發的催化劑而已。

從根本上來說，德隆進行多元化經營失敗的根源在於：沒有依托主業，也沒有培育主業的核心競爭優勢，盲目進行擴張所致。

②嚴重的信貸風險

先看德隆系的信貸情況：湘火炬（德隆控股）向民生銀行廣州分行貸款 5000 萬元，為控股子公司擔保向中國銀行株洲分行貸款 9000 萬元。德隆集團將持有的合金投資 4363 萬股股權質押給中國銀行新疆維吾爾支行；將其持有的新疆屯河（德隆控股）所有法人股質押給中國銀行新疆分行，質押期限為兩年。至此，德隆已經將其持有的 88.18% 湘火炬法人股和全部新疆屯河法人股變成銀行質押品，總共超過 2.4 亿股。合金投資的擔保公告顯示，合金投資的擔保數額累計為 6.3805 億元，已經占到公司淨資產的 135.15%。湘火炬的擔保負擔更加沉重，有數據顯示，其累計提供擔保的總額超過 21.3344 億元，竟然占公司淨資產的 202.92%，再加上新疆屯河 2.67 億擔保，目前德隆系“三大支柱”肩負着 30 個億的擔保負擔，按照正常擔保承擔的上限“不得超過最近會計年度合併報表淨資產的 50%”的有關規定，其中蘊涵的金融風險可見一斑。顯然，一系列的質壓、擔保的背后是德隆集團對資金的渴求。

資本運作對於企業說來，是一把雙刃劍。搞得好，可使企業較快實現規模擴張；搞得不好，則極易在“累卵遊戲”中一敗塗地。企業的真正做强，要通過其產品的市場競爭力得以反映，以及要在產業運作中防范金融風險，在實業與金融之間建造“防火牆”。

德隆集團一系列的併購整合由於策略上的失誤導致德隆神話的破滅，這也正給走併購重組及產業整合擴張道路的投資者一個警示作用。

3.4.2 *ST 吉纸的并购重组及整合

(1) 苏宁集团重组*ST 吉纸的思路

①吉林纸业的基本情况

原吉林纸业主要从事机制纸、纸板、胶带、纸制品制造、纸浆等产品的生产和销售。近三年来由于能源及原材料价格上涨、废纸脱墨系统进口设备出现较大问题，主导产品新闻纸成本高，一直处于亏损经营状态，导致财务风险急剧恶化，大量到期债务无法偿还。公司自 2002 年 6 月 21 日开始停产，2003 年 1 月 5 日至 2003 年 2 月 27 日短暂恢复生产后，自 2003 年 2 月 28 日至今一直处于停产状态。截至 2005 年 6 月 30 日止，公司资产总额为 21.32 亿元，负债总额为 23.35 亿元，累计未弥补亏损为 12.56 亿元。由于自 2002 年度起已三年连续亏损，2005 年 4 月 26 日公司流通股份停止交易，停牌前收盘价为 1 元；自 2005 年 5 月 13 日起暂停上市。2005 年 8 月 8 日，公司为履行在破产程序中与债权人会议达成的和解协议，避免破产风险，分别与吉林晨鸣纸业有限责任公司、吉林纸业（集团）有限公司及相关债权人签署协议，按照和解协议确定的价格转让本公司的全部资产。2005 年 11 月 21 日，吉林省吉林市中院裁定“终结吉林纸业股份有限公司的破产程序”。债务重组完成后，公司成为无资产、无负债（包括或有负债）、无业务的“净壳”公司。

②苏宁集团的基本情况

苏宁集团是中国企业 500 强之一，苏宁集团始创于 1987 年，目前已发展成为集房地产开发、商业连锁、医药科技、五星级酒店、新型建材生产等于一身的大型综合性民营企业。苏宁集团 2002 年在全国工商联规模民营企业排名第 49 位，2003 年被表彰为江苏省民营企业纳税大户和就业先进单位，2004 年度中国企业 500 强第 420 名。截至 2004 年 12 月 31 日，苏宁集团资产总额为 12.18 亿元，负债总额为 9.14 亿元，资产负债率为 75%，2004 年度净利润 4277.16 万元。

苏宁集团 1992 年即开始进入房地产业，开发区域主要集中在江苏省南京市，在当地拥有良好的品牌和行业影响力。至今已累计开发房地产项目近 40 个，开发面积超过 300 万平方米。2004 年房地产开发占公司主营业务的比重在 80%左右。

此次重组注入的资产是苏宁集团拥有的天华百润和华浦高科各 95%的股权。天华百润主要从事房地产开发业务，目前正在南京市浦口区开发天华百润项目；华浦高科主要从事混凝土搅拌加工、涂料生产与销售业务。本次资产重组完成

后，原吉林纸业公司的主营业务将从造纸业转变为房地产开发经营和混凝土生产销售。

③重大资产重组与股权分置改革同步进行

著名民营企业江苏苏宁环球集团将对吉林纸业进行重大资产重组，以其持有的天华百润和华浦高科各 95% 的股权，按溢价评估的 4.03 亿元重估值转让给公司，并豁免上市公司由于受让上述股权而产生的全部债务，即无偿获得该项经营性资产。12 月 13 日，公司公告重大资产重组方案实施完毕，12 月 20 日，苏宁环球集团已经完成股权过户，股票简称变更为*ST 环球（000718）。

在上述资产重组完成之后，公司净资产为 4.03 亿元，每股净资产从 0 元上升为 1.01 元。根据中国证监会等五部委联合颁布的《关于上市公司股权分置改革的指导意见》规定，对于绩差公司，鼓励以注入优质资产、承担债务等对价安排解决股权分置问题。因此，公司的股权分置改革与本次重大资产重组同步实施。苏宁集团通过受让吉林市国资公司持有的*ST 吉纸全部股份，将持有公司 50.06% 的股权，占非流通股股权的 94.77%。通过资产重组的对价安排，流通股股东每 10 股获得 10.08 元净资产，与此同时苏宁集团承诺：在重组后，如果 2006 年——2008 年的三年内公司净利润有一年没有达到目标值（2006 年度低于 4,306 万元；或 2007 年度低于 5,500 万元；或 2008 年度低于 7,089 万元）或者未按期披露年度报告或者三年中年度财务报告被出具标准无保留意见以外的审计意见，将向流通股股东追加每 10 股送 2.2 股的对价，追加对价只实施一次。12 月 9 日在公司 2005 年第一次临时股东大会暨相关股东会议以占有效表决权股份总数 98.18% 的赞成票通过了股改方案。12 月 26 日公司股票恢复上市，股票简称由“*ST 环球”变更为“G*ST 环球”。

（2）重组及整合的推进并获得成功的原因分析

①重组注入质地良好的房地产资产

A. 天华百润：江北集中开发优势明显

本次重大资产重组后，天华百润成为公司控股子公司，主要从事房地产开发业务。天华百润目前主要在南京江北开发商品住宅，在业务特色上体现为“依靠大众化市场方针，开发低价位、街坊式大型综合楼盘”，在当地市场拥有良好的企业形象和品牌知名度。目前，天华百润正在开发是江北浦口区“天华百润”项目和拆迁安居工程“润富花园”项目。其中，天华百润项目正在建设和预售的是一期“天润城”项目，总建筑面积为 60 万平方米，主要为多层、小高层普通板式住宅，主力户型为 70—120 平方米的两房一卫及三房一卫，天润城项目均价为 2500 元 / 平方米，润富花园均价为 1850 元 / 平方米，均主要满足

首次置业者和普通居民改善居住条件。天润城项目是南京房地产市场上最大的普通住宅开发项目，在全国楼盘大盘 100 强排行榜上名列第六位。天华百润目前已经拥有六宗、总计 79.28 万平米的土地储备，由于拿地时间较早，地价成本比周边同类地价低 15—20%，已有明显的土地升值优势。

截至 2005 年 7 月 31 日，天华百润资产总额为 8.39 亿元，主要为流动资产，占总资产的比例为 99.58%。流动资产中，主要包括货币资金 1.47 亿元、存货（均为在建开发产品）6.58 亿元。资产结构符合房地产开发企业特点，在建开发产品——天润城项目已经进入滚动开发的良性循环阶段，项目预售情况较好，资产质量较高。由于天华百润项目尚未竣工结算，所以还没有主营业务收入和现金流发生。但是，1—7 月公司账面上已经收到 3.98 亿元预收账款。

B. 华浦高科：土地增值空间大

华浦高科主要从事混凝土的搅拌加工，生产 C10—C50 各标号商品混凝土，下属涂料分公司主要生产外墙用水性涂料。华浦高科现具有年产 50 万立方米混凝土的生产能力，规划设计生产能力 100 万立方米。涂料分公司设计生产能力 1000 吨 / 年。该公司 2003 年实际生产混凝土 6650.1 立方米，2004 年生产 194107.3 立方米，2005 年 1—7 月生产 202607.5 立方米。华浦高科现有混凝土产品及涂料主要用于对外销售，少量销售给天华百润和苏宁集团下属其他房地产企业及相关工程承包公司。

华浦高科现建有一座 2H Z S 120—1 Q 2000 型强制式混凝土搅拌生产线，搅拌主机达到了国际先进水平。同时还拥有 26 台混凝土搅拌运输车，2 台泵车，设备状况良好。此外还有涂料生产设备。华浦高科还拥有一块优质、增值潜力大的资产，就是占地 11.49 万平米的工业土地使用权，坐落于浦口区沿江街道路西居委会，2004 年以协议方式取得，使用权限还有 49 年。此次重组评估值 2940.56 万元，评估增值 1261.13 万元。由于政府加强了建设及开发用地的控制，该地区地价还将继续上扬，该地块增值潜力很大。

②跟随江北开发成长，盈利前景良好

A. 进入江北较早，行业地位较高

目前，南京房地产行业中综合实力处于前列的本地开发商主要有栖霞建设、苏宁集团，南京城开集团等。近年来上海世贸股份、天津顺弛集团和万科集团等全国性大型开发商纷纷抢滩进入南京市场，竞争日趋激烈。特别值得指出的是，尽管江北楼市逐渐升温已成趋势，但江北市场主体还依然是众多中小开发商，目前除苏宁集团外，大型房地产企业尚未全面进入江北市场。在这种情况下

下，苏宁集团所开发的天华百润第一期“天润城”项目在规模、定价、品牌和成本上就较其它的发展商具有了明显的竞争优势。

B. 天华百润项目是公司未来的利润高增长点

天华百润一期“天润城”是南京市目前规模最大的房地产项目之一，位于南京市江北浦口区。该期规划用地约 500 亩，总建筑面积约 70 万平方米，项目计划总投资 10 亿元。共规划为四个街区，目前在建的是前三个街区。由于公司介入江北开发较早，该项目地价较同类地段地价要低 25%左右。同时，天华百润项目总规划占地面积约 4294 亩，并已取得相关建设规划用地许可。因此，天华百润公司在该项目上拥有明显的价格决定和规模开发优势。

从天润城推向市场的反映，销售状况非常热烈，市场平均售价 2500 元 / 平方米左右。根据南京市房产管理局统计，截止 2005 年 6 月 25 日，天润城以 1753 套、17.52 万平方米的销售业绩高居南京市单个楼盘的销售面积榜首，其销售面积占排行前 10 名总销售面积的 30%。11 月末天润城项目已收到 6.5 亿元商品房预售款。

此外，公司还在浦口开发了经济适用房性质的润富花园。该项目规划总占地面积 149 亩，总建筑面积 15 万平方米，分两期建设，工程预计总投资 26000 万元，工程正在进行主体施工，预计将于 2006 年 12 月竣工交付。润富花园一期于 2005 年 7 月 5 日开盘预售，市场反应良好，截止 2005 年 7 月末，在不到一个月的时间内已签定预售建筑面积合计近 9 万平米。

C. 土地储备丰富

公司拥有 4294 亩用地规划许可，并已取得土地使用权证 1189 亩，除天润城和润富花园项目占用土地 649 亩外，尚有 540 亩的土地可随时用于项目开发，这些地块均位于市场潜力巨大的江北地区，一方面足以满足公司两到三年的后续项目开发需要；另一方面，同时，随着南京市江北大开发战略的逐步实施，数量庞大的土地储备具有较高升值空间。

③上市公司与集团及旗下企业同业竞争风险较小

重组后的吉林纸业，将作为苏宁集团公司房地产开发的旗舰企业，开发项目以住宅类地产开发为主，而苏宁集团业务发展重心继续向商业地产业务发展，二者在“苏宁”品牌的不断壮大下，实现各自的良性发展。

天华百润在开发项目“天润城”和“润富花园”在产品定位、价格定位、消费群体、户型设计、配套设施、单元面积、景观设计以及开发进度等方面与苏宁集团下属的其他房地产企业已开发或计划开发项目均不相同。因此，天华百润与苏宁集团下属房地产企业之间的同业竞争风险较小。

④股改追加对价方案显示大股东信心

公司的股权分置改革与重大资产重组同步实施。苏宁集团受让吉林市国资公司持有的*ST 吉纸全部股份,持有公司 50.60%的股权。通过资产重组的对价安排,流通股股东每 10 股获得 10.1 元净资产。同时苏宁集团承诺,股改方案实施后,未来三年*ST 吉纸如果发生下列情况之一时,苏宁集团将向流通股股东追加对价一次,流通股股东每 10 股将获得 2.2 股股份。第一种情况:ST 吉纸实现的净利润在 2006 年度低于 4306 万元;或 2007 年度低于 5500 万元;或 2008 年度低于 7098 万元;第二种情况:*ST 吉纸 2006 年度或 2007 年度或 2008 年度财务报告被出具标准无保留意见以外的审计意见;第三种情况,*ST 吉纸未能按法定披露时间披露 2006 年或 2007 年或 2008 年年度报告。追加对价以上述情况中先发生的情况为准,并只实施一次。与业绩增长挂钩的追加对价承诺以及 10 送 2.2 的追加对价水平充分说明苏宁集团对公司资产重组后的发展信心,也表明苏宁集团将为上市公司的发展壮大给予积极扶持的态度和决心。

⑤盈利预测和估值分析

虽然南京市房地产价格涨幅有限,但是预计楼市景气中心将从江南转向江北,而公司旗下天华百润控股子公司主要开发江北浦口大型住宅楼盘,在成本、品牌、规模和技术上都拥有明显的竞争优势。预计 2005 年公司业绩由于受重组影响而保持微利,净利润有望达到 1374.25 万元,折合 EPS 为 0.034 元,扭转连续 3 年亏损状态。2006 年由于天润城项目销售确认,主营收入有望达到 13.6 亿元,净利润达到近 4800 万元,同比增长约 2.5 倍。ESP 有望实现 0.12 元。预计 2007 年公司净利润有望保持 30%左右的增速,即 EPS 达到 0.16 元左右。

按照目前地方性房地产企业平均的 15-20 倍市盈率和 1.5-2.5 倍市净率水平定价。我们以预测的 2006 年公司 ESP 为 0.12,每股净资产 1.04 元计算,吉林纸业重新上市后的定价大约在 1.56—2.6 元的区间;与之相类似的同地区公司栖霞建设目前为 12.5 倍市盈率和 2.31 市净率;考虑到市场对“苏宁”品牌的认可、公司此次重新上市的准 IPO 性质,公司作为*ST 公司股改和重大资产重组同步实施第一家的性质,我们预测其市场定价大约在 3—3.5 元的区间。

3.5 本章小结

本章对 ST 类上市公司进行阐述,并对 ST 相关制度的实施办法和 ST 公司的形成过程、现状进行了分析,同时,对*ST 公司并购重组进行了理论分析并提出了引进战略投资者的概念。通过对比正、反两个案例的并购过程和整合分析,

总结了德隆集团并购整合失败的根本原因：企业并购重组及产业整合没有依托主业，也没有培育主业的核心竞争优势，盲目进行扩张，存在着严重的信贷风险。德隆集团的并购整合由于策略上的失误导致德隆神话的破灭，给走并购重组及产业整合扩张道路的投资者一个警示作用。同时，也总结了*ST 吉纸重组成功的经验：并购的准备工作充分、并购方案合理，重组注入优质的房地产资产，盈利前景良好。它的成功经验能够启发相关 ST 公司在进行并购重组是掌握方式方法。

第4章 *ST 恒立公司被并购重组的方案设计

4.1 *ST 恒立现状分析

4.1.1 *ST 恒立公司基本情况

4.1.1.1 *ST 恒立公司发展历程

*ST 恒立公司于 1993 年 3 月经湖南省股份制改革试点领导小组以湘股改字（1993）第 20 号、第 25 号文批复，由原岳阳制冷设备总厂改组，并与中国工商银行岳阳市信托投资公司 and 中国人民建设银行岳阳市信托投资公司等 15 家企业共同发起，以定向募集方式设立，注册资本 4200 万元人民币。

1996 年本公司经中国证券监督管理委员会证监发字（1996）261 号文和 262 号文批准向社会公开发行社会公众股股票 1000 万股，原内部职工股占用额度上市 300 万股，每股面值一元。1996 年 11 月 1 日经岳阳市工商行政管理局依法核准变更工商登记，注册号为 186095561-1；并于 1997 年 7 月 4 日在湖南省工商行政管理局进行规范工商登记，注册号为 18380626-8；注册资本 5200 万元人民币。于 1997 年 6 月根据岳恒字[1997]第 2 号文件《关于 1996 年度利润分配的决议》，本公司按 10:2 的比例送红股，从而股本增至 6240 万元人民币；1998 年 10 月 30 日，经中国证监会证监字（1998）116 号文批准，本公司向全体股东以 1997 年末的总股本为基数，按 10:2.5 的比例配售新股，配股价 8 元/股，实际配售 847.10 万股，每股面值 1 元。配股后，股本增至 7087.10 万股；1999 年 3 月经本公司董事会岳恒董字（1999）06 号文关于 1998 年度分红方案的决议，以 1998 年末总股本 7087.10 万股为基数，实施每 10 股送 2 股，资本公积金每 10 股转增 8 股方案，至此，股本增至 14174.20 万股，并于 1999 年 5 月 20 日经省工商局核准变更登记。

1997 年 11 月 3 日前，岳阳恒立制冷集团有限公司代岳阳市国有资产管理局持本公司股份 2425.20 万股，持股比例 38.87%。1997 年 11 月 3 日经国家国有资产管理局国资发（1997）282 号文件批准，岳阳市国有资产管理局协议转让 1800 万国家股给华诚投资管理有限公司，股权性质为法人股，占本公司总股本的 28.85%，配股后占本公司总股本 27.30%，剩余 625.20 万国家股改由岳阳市工业总公司代管，持股比例 10.02%，配股后占本公司总股本 9%。2000 年 2 月 24 日，第一大股东北京华诚投资管理有限公司与湖南省成功企业集团有限公司签定协议，将其持有的*ST 恒立公司国有法人股 3870 万股全部转让给湖南省

成功企业集团有限公司，并于 2000 年 11 月经财政部财管字（2000）124 号文批准，至此湖南省成功企业集团有限公司成为本公司第一大股东。

*ST 恒立公司拥有四十多年的制冷设备生产历史，是国内最早引进发达国家先进技术和全套设备生产汽车空调的首家上市公司。依托上市公司募集资金的优势和国家环保总局的重点扶持，多年的发展，公司现已形成了年产大型客车空调机 8000 台套，中轻型客车空调 20000 台套，轿车空调器 40 万台的生产能力，是国内同时具备大客车空调、中轻型客车空调、轿车空调、客车空调和工程车空调、特种车辆空调、汽车空调压缩机等产品研发、生产的唯一企业。自 1987 年生产出国内第一台大型客车空调机以来，公司相继与上海大众、一汽红旗、神龙富康、长丰帕杰罗、郑州宇通、厦门金龙、扬州亚星、丹东黄海、常州依维柯、桂林大宇等国内几乎所有大型汽车生产厂家建立了稳定的配套关系。在中国汽车空调行业具有举足轻重的地位。

4.1.1.2 目前股东持股情况

表 4-1 股东持股情况表

单位：万元

股东名称	持股数(万股)	持股比例	股份性质	说 明
一、非流通股股东	7,577.2374	53.46		
1、湖南省成功控股集团有限公司	3,870	27.30	法人股	全部质押
2、岳阳市国有资产管理局	1,294.6	9.13	国有股	
3、岳阳市博源经贸有限公司	480	3.39	法人股	
4、无锡旺达商贸有限公司	480	3.39	法人股	
5、湖南证券	240	1.69	法人股	
6、湖南辉鹏投资有限公司	240	1.69	法人股	
7、湖南兴业投资有限公司	240	1.69	法人股	
8、上海汽车工业（集团）总公司	120	0.85	法人股	
9、湖南永佳投资有限公司	120	0.85	法人股	
10、其他非流通股股东	492.6374	3.48	法人股	
二、流通股股东	6,596.9626	46.54	流通股	
合 计	14,174.2	100.00		

注：上述数据均为合并会计报表数据库

4.1.1.3 最近三年及一期的主要会计数据

表 4-2 最近三年一期的主要会计数据

财务指标	2006 年 1-3 月	2005 年	2004 年	2003 年
流动资产	22,662.80	24,072.57	29,435.43	37,432.25
其中：货币资金	890.65	2,215.89	1,194.02	12,648.19
应收账款	5,160.36	4,938.71	6,863.87	9,985.29
其他应收款	10,609.14	10,502.27	12,281.08	3,013.90
存货	4,098.51	4,155.55	6,122.08	8,539.52
固定资产净额	9,492.01	9,753.56	11,162.87	12,333.96
无形资产	6,283.33	6,306.55	6,399.40	6,533.50
资产总计	38,567.31	40,261.26	47,240.62	56,646.59
流动负债	53,747.75	54,314.61	45,113.65	38,065.67
其中：短期借款	28,965.58	28,975.58	24,504.60	22,860.00
应付账款	6,250.27	6,884.64	6,468.72	9,351.25
预提费用	3,552.74	2,979.74	582.23	0
预计负债	6,488.22	6,488.22	4,617.22	315.22
负债总计	53,988.35	54,555.21	45,374.75	40,309.77
股本	14,174.20	14,174.20	14,174.20	14,174.20
资本公积	6,467.43	6,467.43	6,463.85	6,080.88
未分配利润	-38,443.31	-37,400.41	-21,527.56	-6,610.81
主营业务收入	1,929.97	10,151.94	14,375.98	23,276.73
主营业务利润	274.45	750.05	428.51	4,424.38
管理费用	572.39	11,062.54	7,176.23	2,181.95
财务费用	583.59	2,314.75	1,750.01	1,664.85
营业利润	-1,030.66	-13,862.17	-10,120.11	-570.81
营业外支出	0.95	1,890.01	4,541.09	675.60
利润总额	-1,042.90	-15,693.19	-14,617.44	-1,219.94
经营活动现金净流量	-1,204.77	1,396.20	-8,962.58	-1,699.20

4.1.2 *ST 恒立公司由盛及衰的原因分析

4.1.2.1 对公司财务报告的简要分析

根据公司披露的近三年及一期财务及审计报告，可以得出以下几点结论：

(1) 公司经营业务持续下滑

公司自 2003 年以来经营业务以近 30% 的速度持续下滑，2003、2004、2005 年主营业务收入分别为 23,276.73 万元、14,375.98 万元、10,151.94 万元，2004 年、2005 年分别比前一年降低 38.24%、29.38%。

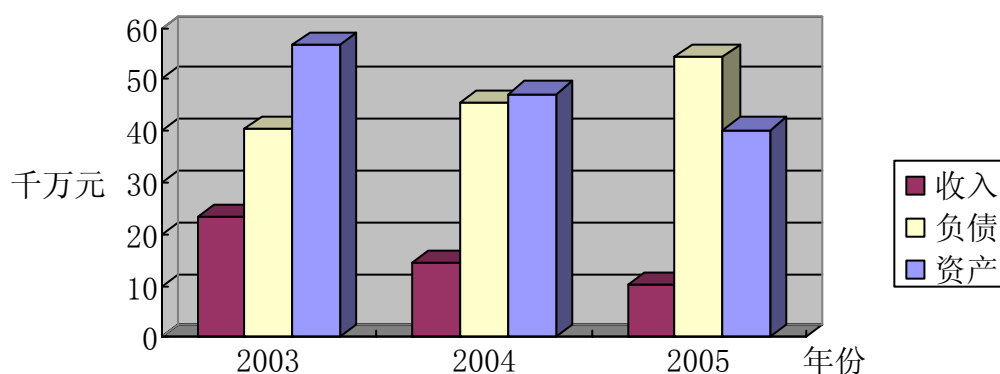


图 4-1 *ST 恒立公司连续三年的财务状况图

到目前为止，公司除控股子公司上海恒安空调设备有限公司还能勉强维持外（该公司的业务也因母公司的经营萎缩不得不从外单位购买产品，盈利能力大幅降低），公司的大客车空调、压缩机等产品的生产除少量的来料加工外，生产已基本停工。

据调查，公司生产设备、生产技术、核心技术人员、在行业中的地位等方面不存在问题，经营业务持续萎缩的原因除流动资金不足外，最主要的还是管理上原因造成的。

(2) 对外担保数额的增加带来巨额的损失

1999 年至 2005 年公司主要有以下几项对外担保，并为之付出了惨重的代价：

①1999 年为朔日环保科技有限公司提供 100 万元担保。2000 年，公司已代为偿还本息 107.88 万元，截止 2005 年末，公司仅收回 23 万元；

②2002 年为湖南韶峰岳阳建材有限公司提供 600 万担保。截止 2005 年末，公司已代为偿还 437 万元本金及利息，余额 178.22 万元已按 100%计提担保损

失；

③2003 年为湖南国光瓷业集团股份有限公司提供 4,000 万元担保。截止 2005 年末，尚有 3,850.74 万元未偿还，公司已按 100%计提担保损失；

④2003 年为酒鬼酒股份有限公司提供 5,000 万元担保。截止 2005 年末，应偿还本息及其他费用 5,080 万元，公司已按 50%计提担保损失。

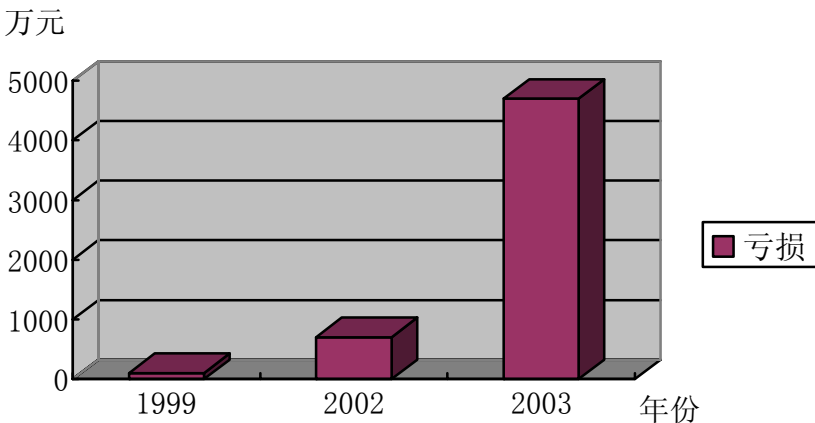


图 4-2 *ST 恒立公司担保示意图

(3) 大股东资金占用造成公司严重的资金短缺

据审计报告显示，公司大股东及其关联方 2003、2004、2005 年非经营性占用公司资金情况如下：

表 4-3 2003-2005 年非经营性资金占用情况表（单位：万元）

年 份	2003 年	2004 年	2005 年
控股股东及其子公司	520	10,874.59	10,664.59

控股股东及其他关联方非经营性占用公司资金违反了中国证监会的有关规定，最重要的是非经营性占用公司资金造成公司资金短缺、生产经营所需资金不足、资产盈利能力下滑，同时，也因为资金占用造成公司不能如期归还银行及其他商业欠款，使公司信誉大幅降低。

(4) 内部控制不力造成公司管理费用严重偏高

表 4-4 2003 年至 2005 年公司管理费用情况表（单位：万元）

年份	2005 年	2004 年	2003 年
管理费用	11,062.54	7,176.23	2,181.95

从表 4-4 可以看出，公司最近三年管理费用快速增长，2004 年、2005 年分别比上一年增长 228.89%、54.16%；若按公司规模计算，公司管理费用应在 2,000 万元左右。2004 年，公司计提资产减值准备 1,046.30 万元、计提管理用固定资产折旧约 400 万元、管理人员工资及福利费约 300 万，剩余 5,429.93 万元为招待费、差旅费等支出；2005 年，计提资产准备 4,604.14 万元、计提固定资产折旧约 300 万元、管理人员工资及福利费约 300 万、补提养老保险、医疗保险等四金 1,358 万元，剩余 4,800.40 万为招待费、差旅费等支出。

(5) 过重的财务费用也带来公司大额亏损

表 4-5 2003 年至 2005 年公司利息支出情况表（单位：万元）

年 份	2005 年	2004 年	2003 年
财务费用	2,314.75	1,750.01	1,664.85

公司 2003、2004、2005 年借款余额约为 2.3 亿元、2.5 亿元、2.9 亿元，按市场平均利率 5.5%计算，公司利息支出最近三年约为 1,300 万、1,400 万元、1,600 万元，比年度报告数据要小得多，这其中的原因未向公司核实，我们估计主要是利率偏高所致。

4.1.2.2 公司连续亏损的原因分析

(1) 缺乏战略眼光

从产业上来说，*ST 恒立公司处于汽车产业链的配套环节，不可能成为产业的龙头企业，但从行业上来说，要形成规模经济是完全具备条件的。从 1985 年引进德国汽车空调技术到 1993 年销售额突破亿元大关，国内市场没有竞争者，其时已初具行业垄断雏形，企业发展呈现跳跃式前进。可是，巨大的市场机遇却没有使企业脱胎换骨形成行业的规模经济持续性的发展，反而随着 1993 年的股份制改造，1996 年和 1999 年两次轻松地从资本市场融资后，失去了发展方向，企业赖以生存和发展的主管产业停滞不前，可以说，企业长期聚集的成长优势和短暂的成功却成为了公司发展的障碍。由于管理层缺乏战略眼光，无法制定公司产业发展的战略规划，公司的发展失去了目标。行业的垄断态势被打破，在市场竞争中相继培植了上海松芝、深圳劲达等强有力的竞争者，不断迅速地蚕食公司的市场份额，公司从当初的国内垄断到 1999 年仅占市场不达 20%的份额。企业受到重创，员工对公司发展的信心和等待公司变革的耐心受到打击，核心技术人才的大量流失不断壮大竞争者的实力，可公司管理层依然夜

郎自大，盲目乐观，不求思变，墨守成规，仍然以行业老来自居。市场格局发生如此大的变化，人才、技术作为公司的优势因素在迅速转化，这些都没有触动管理者的神经。其原因之一，公司管理层本身缺乏商业敏锐性，严重欠缺企业发展的前瞻性；其二，管理层素养偏低，不求上进。企业是国家的，干好干坏一个样，同时，争权夺利，千方百计保住自己的领导者权势，彼此相护。

然而，公司管理层万万没有想到的是因为公司的“陈年老帐”很快又使公司陷入了浓浓的杀机中，股权的二次游离于公司发展之外的转让，华诚集团、成功集团的不作为和大量侵占资金，迅速地使公司从行业危机中转向生存危机。

（2）管理水平落后

*ST恒立公司自1993年成立，其前身是岳阳制冷设备总厂，是一个始建1958年的国营企业，可以说，它的管理经历了党委领导下的厂长负责制、厂长负责制、租赁制、招聘制、任期目标承包制、投入产出总承包等各种形式的管理模式，应该说，每一种模式都是在企业不同发展阶段向科学的管理体制推进。1993年公司进行股份制改造，成立了岳阳恒立冷气设备股份有限公司，打破了国有企业体制，明晰了产权关系，建立了彻底改变旧的管理体制和管理结构的平台，也为企业的发展提供了当家作主、轻装上阵的机会。然而，公司并没有很好地把握住这次彻底改制的机会，管理形式变化了，但管理的实质却丝毫没有变化，仍然是旧的一套管理模式。由于那几年市场形势很好，公司产值连年翻番，管理层便盲目乐观地相信公司的经营模式和管理体制是合理有效的。把企业做大做强欲望不断扩大，大干快上、急躁冒进的管理思想给企业的发展形成了巨大的障碍。

管理上的矛盾短时间内无法调和，公司又开始出现了投资管理上的重大失误，盲目冒进的思想促使公司走多元化经营之路，然而，公司并不具备多元化经营的前提条件，首先，企业的主营产业发展还没有达到一个较高的程度，市场占有率、研发能力、管理水平都存在很多问题，整个汽车空调行业的发展还有巨大的空间，同时，所涉及的多元化经营领域没有一个具备行业进入优势，公司自己把发展分、子公司的多元化经营变成了一个大的陷阱。算上1992年成立的新疆新岳公司和2002年元月成立的恒生公司，自1994年至1999年期间，相继成立了上海恒安公司、恒发公司、恒旺公司、建安公司、百业公司、通达公司、大源公司、鑫河公司、临风酒业等等十几个分、子公司，除上海恒安公司和恒生公司外，几乎所有分、子公司与公司的主营产业毫无关系，并都出现大面积亏损，累计负债在5000万以上，绝大部分分、子公司自成立就处于亏损。沉重的亏损包袱更加重了公司的经营难度和管理的复杂性，加之，大部分分、

子公司都存在虚假注册，不可避免地给公司发展带来法律上的隐患。恒生公司2002年元月成立，公司投资485万，以生产中巴空调为主，目前也只是处于维持状况，根本谈不上投资回报，唯有上海恒安公司处于良性发展。公司二次从资本市场融资获利的近亿元资金，仅仅1000万元用于发展主营产业上。公司发展没有一个循序渐进的过程，自1990至1996年期间，公司在为了求大发展，不断地进行人员扩张，公司员工从当初的700多人超乎常规地急剧扩张到近3000人，严重违背了发展规律和企业发展不对称的人员扩张，不仅没有给企业带来发展上的飞跃，反而给在发展中碰到一系列问题的企业带来沉重的经济包袱和管理上的混乱，每年近2000多万的人工成本，是公司摆脱困境、再起辉煌的不可逾越的瓶颈。

（3）财务状况恶化

公司财务状况一直处于非良性循环。在二次融资前，公司实际上已是资不抵债，近2.9亿的高额贷款，超出公司发展常规负债额上亿元，每年承担的利息近2000万元。公司在上市前，由于人员的急剧增加，效益不断滑坡，公司的经营生产实际上是在维持员工的工资，甚至工资有时还无法得到保障。为了上市融资，公司包装了一个亿的不良资产。配股时又包装了5000多万元，每年公司要为包装利润所出现的计提损失和坏账损失负担近千万元的费用。为了企业形象，公司对经营中的亏损也进行了包装，并乐观地估计将用今后可能产生的利润弥补前期包装的空缺，但事与愿违，每年只能用从银行获得的贷款来填补亏损，债台高筑。财务管理严重错位，任凭财务负责人一人就能调配大额资金，同时，由于大股东占用资金不能偿还，6000多万委托理财在体外循环，公司无法再融资，资金严重短缺，致使公司出现生存危机。

（4）生产开工不足，设备成本高

由于人员的急剧增加，市场的不断萎缩，生产过程一直处于不饱和的状态。生产过程设置上极不合理，单一的产品，却让生产工艺过于复杂，生产车间高达十四个，无形中增加了产品的制造成本和管理上的复杂性，人浮于事，相互推诿，即使是生产额度最大的月份，开工率也不到60%，但却在按100%全额工资核算。同时产品质量根本无法得到保证，产品合格率有时不到80%。生产工人素质无法得到保证，大量涌入的工人完全就靠师傅带徒弟的模式上岗作业，基本素养和技能根本就达不到生产工艺的要求，生产处于无序混乱的状况。同时，设备成本过高，公司有各类设备800多台套，可开工率不到30%，即使是生产形势最好的时候也不到60%，有的进口设备生产率不到10%，极大地浪费了优良资源。

（5）迷茫的品牌，光环难显

历经数年的蹒跚之旅后，*ST 恒立公司这一中国汽车空调行业极具品牌优势的企业，在处于行业危机之时，对自己精心打造的品牌饱经苦乐。“岳阳恒立”是汽车空调行业第一家上市公司，成立之初，几乎占领国内所有汽车空调国产化市场，与开设制冷空调专业的各名牌大学进行过长期合作，汽车空调技术研发、人才的培养，都极具权威性，是全国汽车空调理事长单位。然而，随着企业的一步步衰退，曾经的光环被一层层剥离，技术优势荡然无存，人才大量流失，和培植的竞争对手在市场博弈过程中，只能望洋兴叹，无可奈何。品牌优势在一次次市场竞争失败并被蚕食。

4.2 寻求*ST 恒立发展出路

因为市场机制的诸多原因，目前公司资不抵债、不能清偿到期债务，加之公司本身已没有造血功能，*ST 恒立公司难以继续维持下去。为了寻求发展出路，保住上市公司资格，改良资产，重振产业。*ST 恒立公司必须进行资产重组，在可供选择的方式中，寻找战略投资者对*ST 恒立进行并购重组是摆脱困境的唯一途径。

（1）申请破产

由于*ST 恒立公司目前难以继续经营下去，实际上已丧失偿债能力、丧失经营能力、没有经营收入以及扭亏无望，符合申请破产的条件，按新的企业破产法对上市公司的相关规定，对经营不善、资不抵债、不能清偿到期债务的 T 类公司，先停止交易，再依法进行破产。通过破产及时了结债权债务关系，将其全部资产公平清偿全体债权人，或通过法院和债权人达成和解协议，整顿复苏企业，清偿债务，避免倒闭清算。

申请破产的弊端：①不仅失去了宝贵的“壳资源”，随着公司的消亡，原有的品牌、信誉、人力资源、汽车空调的先进技术和专利等等都将受到损失。②破产对债权人和股东的危害是最大的。由于破产是在资不抵债的情况下进行的，债权人要受到很大损失。同时，其破产不仅涉及股东利益，更影响到这种股权的交易。破产关系到社会公众股东的利益保护，处理不好会影响社会安定。

因此认为，*ST 恒立公司目前还不宜通过破产来解决问题。

（2）租赁经营

租赁经营是资产重组的一种方式，是在“两权分离”的理论下企业改革的

产物，一般仅限于小型国有企业。

很显然，*ST 恒立公司不适宜这种重组方式。

（3）合资经营

合资经营是通过建立中外合资企业的方式实现的，中外合资企业是外商投资企业的一种，其特点是中外双方将各自出资额作为股权，共同投资、共同经营管理、按注册资本比例分配利润和分担亏损及风险。

这种重组方式同样也不适宜*ST 恒立公司。

（4）并购重组

并购重组是在市场机制作用下投资者为了获得其它企业的控制权而进行的产权交易活动，用现金或其它资产购买另一家企业的部分或全部资产或股权，以获得该企业的控制权。对于*ST 恒立公司来说，只有引进战略投资者通过并购整合，实现以强带弱，才能从破产的边缘起死回生，保住上市公司资格，改良资产，重振产业。

4.3 *ST 恒立并购重组动机

（1）公司面临“摘牌”、取消上市资格的风险

资金严重匮乏已成为公司是否能继续维持下去的巨大障碍，公司的生产经营遇到了前所未有的困难，整个经营活动举步维艰，销售短期行为严重，产品价格无法适应市场的变化，人才流失现象严重，同时，由于经营情况每况愈下，公司已无法维持下去，自 2003 年以来，*ST 恒立公司已连续亏损三年，2005 年 6 月公司“加*戴帽”，2006 年 4 月公司股票暂停交易、退出二级市场。目前公司已资不抵债，如果 2006 年公司继续亏损，公司将面临“摘牌”、取消上市资格的风险。

由于存在关联交易和挪用巨额资金的问题，大股东成功集团已被中国证监会立案稽查，对*ST 恒立公司出现的问题无能为力；加之公司本身已没有造血功能，要彻底解决这些困难，保住上市资格，唯一的办法就是引进战略投资者对公司实施并购重组，整合优势资源。

（2）政府积极促成

岳阳市政府的积极推进对并购起到了重要的推动作用。作为公司第二大股东，市政府为解决*ST 恒立公司的困难做了大量的工作，并安排了一位副市长牵头成立了工作组进入公司，配合公司积极解决目前的问题，对公司的经营管理情况进行了调查，并于 2005 年 11 月政府财政出资 8000 万对岳阳恒立进行了

彻底改制，置换了所有员工身份，为公司并购重组扫除了障碍。同时积极与大股东协商，以转让的方式寻找出路，积极寻找重组转让的企业。

4.4 *ST 恒立并购重组方案设计

4.4.1 *ST 恒立重组的前提和主要内容

*ST 恒立的大股东——湖南省成功控股集团（下称：成功集团）违规占用资金和对外担保等问题得到解决前提下，重组方将以 1 元总价受让岳阳市国资局、成功集团及其关联企业湖南兴业投资有限公司所持*ST 恒立合计 5262.858 万股股份（持股比例 37.13%，为第一大股东），并对*ST 恒立实施重组。在*ST 恒立生产经营进入良性发展轨道之后，重组方将通过所持*ST 恒立股份的市场价值体现资产增值。

重组的主要内容是：（1）向*ST 恒立注入和置换资产、豁免部分债务，将净资产填实到 0 元以上；（2）*ST 恒立向重组方定向增发 6000—12000 万股；（3）重组方以资产重组、其他非流通股股东以送股为对价，实施股权分置改革。

重组完成以后，依托发展主业和资产重组实现的收益，确保*ST 恒立 2006 年报扭亏为盈，实现 2007 年上半年恢复上市的目的。

4.4.2 *ST 恒立重组方案的设计

（1）成功集团违规占用和担保问题解决方案：

①违规占用问题

*ST 恒立 2005 年度报告披露，截止 2005 年底，成功集团及其关联企业共计占用*ST 恒立资金余额 10665 万元，并已按帐龄分析法提了 1600 万元坏帐准备。

方案一：

大股东成功集团及其关联企业可以已货币资金或等额优质实物资产解决所占用*ST 恒立的资金余额 10665 万元，如果继续挂帐，*ST 恒立将继续按帐龄分析发补充提坏帐准备，后果不堪设想。

方案二：

成功集团可以通过承接*ST 恒立对浦发银行广州分行和广发银行深圳分行合计 7000 万元的债务本息，以此解决约 7000 万元占用*ST 恒立资金问题。其余的 3665 万元，因系以前年度为*ST 恒立虚增利润形成的往来款，成功集团不认为是占用（岳阳政府和湖南证监局也以认可）。但是，如果继续挂帐，*ST 恒立将继续按帐龄分析发补充提坏帐准备，估算分别减少 2006—2008 年度的利润

1140，760，1900 万元，对*ST 恒立恢复上市和以后年度的盈利非常不利。

表 4-6 2006—2008 年度计提亏损情况表

金额：万元

年度	占用资金	计提比例	计提余额	增加计提	减少轮回	影响利润
2005	10665	15%	1600	—	—	—
2006	3665	30%	1140	570	570	-1140
2007	3665	50%	1900	760		-760
2008	3665	100%	3800	1900		-1900

在并购方案中可以考虑由成功集团承接*ST 恒立为湖南国光瓷业股份有限公司（下称：国光瓷业）的 3810 万元担保责任。

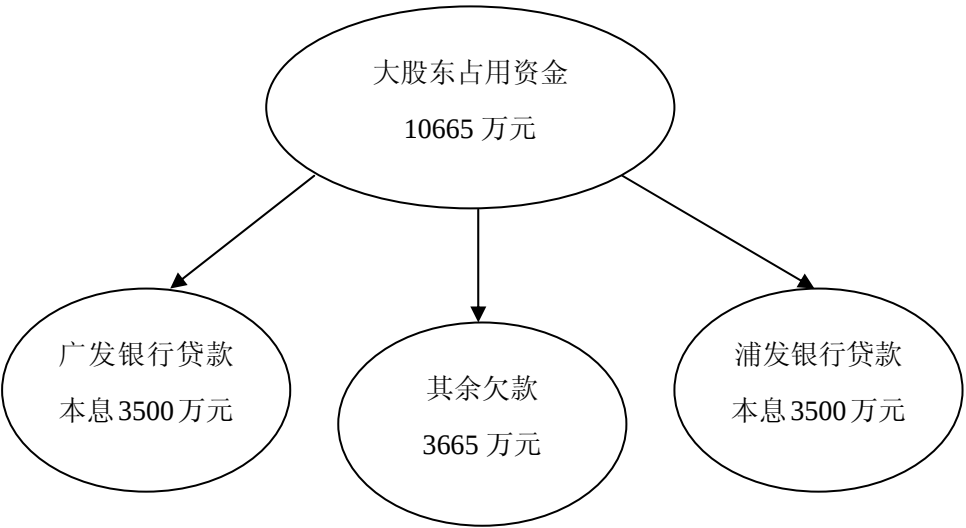


图 4-3 大股东占用资金分配示意图

方案三：

与方案二不同的是，可以把重组方的等额优质资产与*ST 恒立对成功集团 3665 万元的欠款进行置换，成功集团对*ST 恒立的资金占用转为对重组方的负债。

上述三种方案中，*ST 恒立都可彻底解决成功集团违规占用问题，并全额转回已计提的 1600 万元坏帐准备。只是在第三种方案中，重组方需填补的*ST 恒立净资产金额将增加 3665 万元。

②违规担保问题

*ST 恒立 2005 年度报告披露，*ST 恒立为成功集团关联企业——湖南酒鬼酒股份有限公司（下称：湘酒鬼）违规提供对外担保 5000 万元，并对此计提了 2500 万元预计负债。

成功集团同意承接并促成相关银行解除*ST 恒立为湘酒鬼提供的 5000 万元担保责任，作为对等条件，重组方也要解决成功集团为*ST 恒立提供的 3654 万元担保。

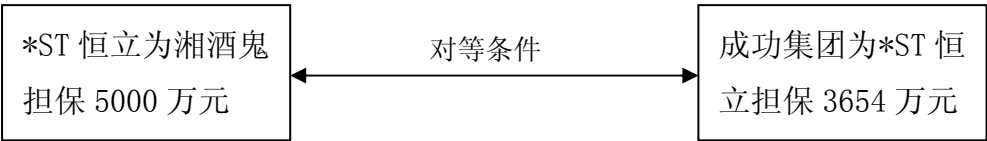


图 4-4 担保解决对等条件示意图

(2) 股份转让方案

由于*ST 恒立公司面临退市风险，大股东成功集团本身已经没有能力对公司实现“保牌”、“摘帽”，股权方案设计更多的是考虑大股东的全部股权协议转让，引入战略投资者进入公司，保障各位股东的利益。但具体到如何转让，需要综合考虑的因素有：

- ①成功集团所持*ST 恒立 27.3%的股份已经质押给建设银行长沙市华兴支行, 且被长沙市天心区人民法院司法冻结，成功集团承诺通过偿还贷款、置换担保或其他方式，解除上述 27.3%的股份的质押和司法冻结。
- ②成功集团违规占用资金和对外担保等问题得到解决。

方案一：

重组方以现金或实物资产协议受让成功集团及其关联公司的*ST 恒立公司 28.99%股权，同时，成功集团解决*ST 恒立公司的相关债务问题。

表 4-7 股权转让前后的股权结构表

股 东	股权转让前		持股数增减 (万股)	股权转让后	
	持股数 (万股)	持股 比例		持股数 (万股)	持股 比例
重组方	0	0	+4110.858	4110.858	28.99%
岳阳市国资局	1294.6	9.13%	0	1294.6	9.13%
成功集团	3870	27.3%	-3870	0	0

湖南兴业投资公司	240	1.69%	-240	0	0
其他非流通股	2169.6	15.31%		2169.6	15.31%
流通股	6600	46.56%		6600	46.56%
合 计	14174.2	100%		14174.2	100%

方案特点分析:

①并购后重组方成为*ST恒立公司第一大股东,岳阳是政府仍为第二大股东,重组方可以较为彻底的进行并购后的各种资源整合和企业文化整合。

②目前我国股票市场同股不同价,国家股、法人股股价低于流通市价。重组方通过股权协议转让的方式获得的成功集团及其关联公司法人股,持股成本较低。

③成功集团要解决*ST恒立公司的相关债务问题,难度非常大。

方案二:

本方案是在方案一的基础上,岳阳市政府为鼓励投资者进入*ST恒立公司,作为对投资者的补偿将所持有*ST恒立公司9.13%的股权无偿转让给重组方。

表 4-8 方案达成后股权结构表

股 东	股权转让前		持股数增减 (万股)	股权转让后	
	持股数 (万股)	持股 比例		持股数 (万股)	持股 比例
重组方	0	0	+5414.6	5414.6	38.13%
岳阳市国资局	1294.6	9.13%	-1294.6	0	0
成功集团	3870	27.3%	-3870	0	0
湖南兴业投资公司	240	1.69%	-240	0	0
其他非流通股	2169.6	15.31%		2169.6	15.31%
流通股	6600	46.56%		6600	46.56%
合 计	14174.2	100%		14174.2	100%

该方案特点:

①并购后重组方成为*ST恒立公司第一大股东,重组方可以较为彻底的进行并购后的各种资源整合和企业文化整合。

②目前我国股票市场同股不同价,国家股、法人股股价低于流通市价。重

组方通过股权协议转让的方式获得的成功集团及其关联公司法人股和岳阳市政府的股权补偿，持股成本较低，持股比例增加 9.13%。

③成功集团要解决 ST 恒立的相关债务问题，难度非常大。

④其它股东可能会对此方案持保留态度。

方案三：

重组方以 1 元总价受让岳阳市国资局、成功集团及其关联企业湖南兴业投资有限公司所持有的合计 5414.6 万股股份，持股比例 38.13%。

表 4-9 股权转让前后的股权结构表

股 东	股权转让前		持股数增减 (万股)	股权转让后	
	持股数 (万股)	持股 比例		持股数 (万股)	持股 比例
重组方	0	0	+5414.6	5414.6	38.13%
岳阳市国资局	1294.6	9.13%	-1294.6	0	0
成功集团	3870	27.3%	-3870	0	0
湖南兴业投资公司	240	1.69%	-240	0	0
其他非流通股	2169.6	15.31%		2169.6	15.31%
流通股	6600	46.56%		6600	46.56%
合 计	14174.2	100%		14174.2	100%

该方案特点：

①并购后重组方成为*ST 恒立公司第一大股东，重组方可以较为彻底的进行并购后的各种资源整合和企业文化整合。

②重组方无偿获得岳阳市国资局、成功集团及其关联企业湖南兴业投资有限公司的股权，承担*ST 恒立公司的巨额债务并对债务实施重组。

综合比较三种股权设置方案的特点和各方对该并购活动的期望，我认为第三种股权设计方案应该能最大限度的满足三方对该并购计划的期望和要求。

(3) 净资产负债填补方案

根据《深圳证券交易所上市规则（2005 年修订）》的规定和岳阳市政府的要求，重组方应通过注入现金、联合其他债权人豁免部分债务、注入资产等多种方式将*ST 恒立净资产填补至 0 元以上。*ST 恒立 2005 年度母公司会计报表显示净资产负数为 16244.4 万元。若对国光瓷业的担保不能解除，需要重组方

以等额资产置换*ST 恒立对成功集团的 3810 万元其他应收款, 重组方实际填补的净资产金额为 20044.4 万元。

①重组方可以通过以下两个方案填补*ST 恒立的净资产。

方案一:

A. 注入*ST 恒立公司发展所需要的资金

根据岳阳市政府的要求和*ST 恒立生产经营的需要, 重组方将向岳阳*ST 恒立分批注入 1500-3000 万元现金。在重组获批之前, 为尽快启动生产并确保资金安全, 该部分资金暂时借给*ST 恒立子公司使用, 实行专人专户专款专用管理, 并由该子公司全面代理*ST 恒立的原材料采购和产品销售。

B. 向*ST 恒立填入非现金资产 16000-18000 万元

按照证监会对上市公司资产重组审核标准, 拟用于填补净资产负数的非现金资产应具有较强的盈利能力, 与上市公司的主营业务具有一定的产业关联性, 且避免产生同业竞争和关联交易等问题。重组方拟将所属权益经评估后填补岳阳*ST 恒立的净资产负数。

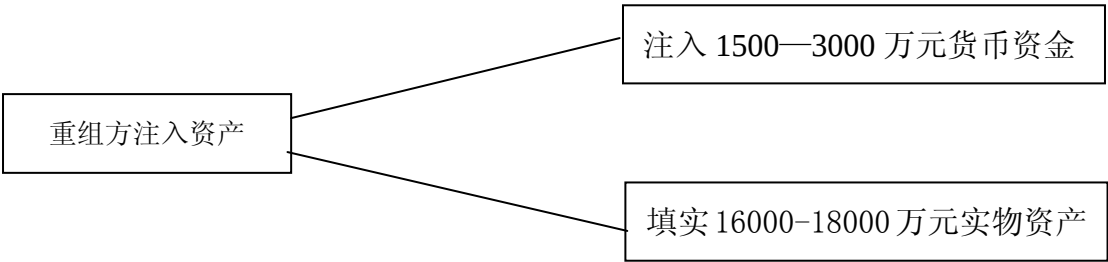


图 4-5 重组方注入资产途径示意图

该方案特点:

A. 重组方以货币资金和实物资产填实*ST 恒立净资产负债。

B. 没有得到债权人的支持, 豁免部分债务。

方案二:

A. 注入*ST 恒立公司发展所需要的资金

根据岳阳市政府的要求和*ST 恒立生产经营的需要, 重组方将向岳阳*ST 恒立分批注入 1500-3000 万元现金。在重组获批之前, 为尽快启动生产并确保资金安全, 该部分资金暂时借给*ST 恒立子公司使用, 实行专人专户专款专用管理, 并由该子公司全面代理*ST 恒立的原材料采购和产品销售。

B. 以零价格向*ST 恒立转让非现金资产 10000-12000 万元

按照证监会对上市公司资产重组审核标准,拟用于填补净资产负数的非现金资产应具有较强的盈利能力,与上市公司的主营业务具有一定的产业关联性,且避免产生同业竞争和关联交易等问题。重组方拟将所属权益经评估后填补岳阳*ST 恒立的净资产负数。

C. 联合债权人银行合计减免*ST 恒立 5000 万元债务本金和 1274 万元欠息。
*ST 恒立 2005 年度报告披露,截止 2005 年底,*ST 恒立银行借款 27975 万元,欠息 2850 万元。具体情况如下:

表 4-10 *ST 恒立银行借款欠息结构表

金额: 万元

银 行	本 金	利率 (%)	担保形式	欠 息
长城资产公司长沙办	9485	5.31-7.434	设备/土地/成功担保	661.49
工行岳阳解放路支行	4399.5	5.31-6.195	中汽长电担保	415.25
交行岳阳分行	608	5.31-5.49	信用	53.45
中行岳阳岳阳楼支行	3445.875	4.2-4.425	成功担保	384.14
广发行深圳福华支行	3000	5.31	成功担保	221.02
农行岳阳分行	900	5.31-5.7525	中汽长电担保	98
浦发行广东天誉支行	3000	5.31	成功担保	692.96
岳阳商业银行	2997.2	4.956-5.753	成功担保	324.15
建行岳阳城陵矶支行	140	6.024		
合 计	27975.575			2850.46

广发、浦发两家银行贷款本金和利息合计约 7000 万元将由成功集团承接后,其余各家银行贷款的本金为 21975.58 万元,欠息为 1936.02 万元。经初步沟通,其他各相关银行同意减少本金 5000 万元、减免 1936.02 万元欠息,并在 2006 年度停息一年。进而可以相应增加*ST 恒立净资产 6936.02 万元,并减少*ST 恒立 2006 年度的利息支出。

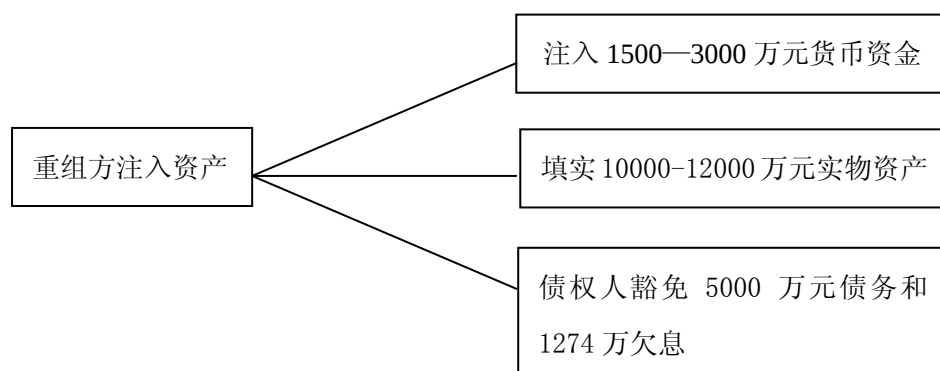


图 4-6 重组方注入资产途径示意图

该方案特点：

A. 得到债权人的支持，缓减了重组方填实*ST 恒立的资产额。

B. 联合债权人银行减免*ST 恒立债务本金和欠息。

②政府的支持

对重组方填补的资产，岳阳市政府承诺，按照等额资产置换等额债务的原则，在国家政策允许范围内通过以下途径逐年返还：一是为重组方提供优质房地产项目。在土地出让、规费、审批环节方面提供优惠政策支持；二是将*ST 恒立今后形成税收中的地方留成部分，通过财政列支返还给重组方。

（4）融资方案选择

因并购计划涉及到重大债务重组，要求重组方注入大量资金和填入优质实物资产，从公司财务状况和发挥上市公司在二级市场筹资功能角度考虑，方案设计了通过证券市场融资，缓解重组方并购的资金压力。目前上市公司在证券市场的融资有发行配股、可转换债券、增发新股等三种渠道。根据*ST 恒立的实际情况，增发新股是目前唯一可以操作的融资渠道。

①发行可转换公司债券

根据证监会《可转换公司债券管理暂行办法》的要求，发行可转换公司债券的公司近三年加权平均净资产收益率必须不低于 7%。而 ST 恒立公司 2003, 2004, 2005 年三年连续亏损，不具备发行可转股债券融资的有关条件。

②发行配股

根据中国证监会 2001 年颁布的第一号主席令《上市公司新股发行管理办法》及《关于做好上市公司新股发行工作的通知》的要求，上市公司实施配股，必须符合公司连续三年盈利并可支付股利的条件。因此，ST 恒立公司不具备配股条件。

③增发新股

中国证监会发布的《上市公司向社会公开募集股份暂行办法》规定了四类上市公司可以公募增发。一是符合上市公司重大资产重组有关规定的公司；二是具有自主开发核心技术能力、在行业中具有竞争优势、未来发展有潜力的公司；三是向社会公开发行业股份的比例小于总股本 25%或 15%（总股本为 4 亿股以上）的公司；四是既发行境内上市内资股，又发行境内或境外上市外资股的公司。很显然，*ST 恒立公司具备增发新股的条件。

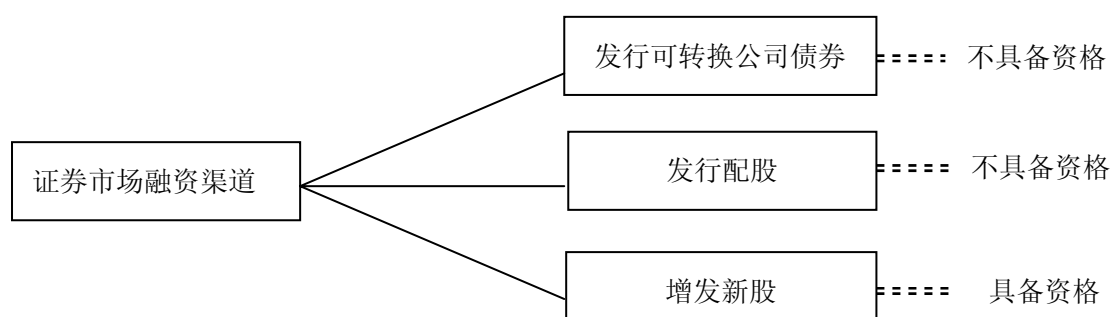


图 4-7 证券市场融资途径选择示意图

④融资方案——定向增发方案

A. 定向增发的条件

按照中国证监会最新颁发的《上市公司证券发行管理办法》（下称《再融资办法》）第 39 条的规定，*ST 恒立实施定向增发的前提条件包括：

其一，成功集团占用资金和为归担保问题已经有明确可行的解决方案；

其二，中国证监会对*ST 恒立的立案调查结束并有明确结论意见。

B. 定向增发规模

*ST 恒立目前总股本为 14174.2 万股，其中流通股 6600 万股。根据向社会公众公开发行的股份不得低于总股份 25%的规定，*ST 恒立理论上最多可以定向增发 12225.8 万股，持股比例为 55.83~65.95%。

C. 定向增发价格

根据《再融资办法》第 38 条的规定，定向增发价格不得低于其定价基准日前 20 个交易日公司股票均价的 90%。*ST 恒立暂停上市前最后 20 个交易日股票均价为 1.242 元/股，据此我们初定增发价格为 1.25 元/股。

D. 募集资金及投向

按上所述，以 1.25 元/股价格定向增发 600~12000 万股，*ST 恒立可募集资金 7500~15000 万元。所募资金主要投向产业相关性项目。

表 4-11 募集资金情况表

增发额度	增发价格	募集资金
6000-12000 万股	1.25 元/股	7500-15000 万元

(5) 股权分配改革方案

①重组方以资产重组为对价

股改时只要能确保流通股股东利益不受到损害,理论上什么形式的对价方案都是可行的。根据《上市公司股权分置改革管理办法》的有关规定,公司本次股权分置改革拟与重大资产重组相结合,通过注入优质资产,以实现公司盈利能力、改善公司财务状况、恢复公司持续经营能力作为对价安排的重要内容。

重组方以豁免债务、注入现金和资产作为所持股份获得流通权的对价,不另行送股;如有必要,可以承诺上市公司每股收益不低于一定水平(经测算为 0.062 元),使股改后理论流通股市值不低于股改前的流通股市值;也可以直接承诺股票价格不低于流通股股东的保本价格(经测算为 1.25 元/股)。

②其他非流通股股东送股,暂按“10 送 3”股改方案设计

除重组方外的其他 2311.342 万股非流通股股东按其持股比例以“10 送 3”的市场平均水平向流通股股东送股,即合计送股 604.216 万股,折算流通股股东每 10 股获送 0.915 股。

$$\text{计算公式: } \frac{(14174.2 - 6600 - 5262.858 / 6600 \times 0.3 / (14174.2 - 6600))}{6600} \times 10$$

股改后,其他股东持股比例将发生变化,但重组方持股数量和比例不受影响。

表 4-12 送股后的持股结构表

	股改前	股改后	
		增发 6000 万股	增发 12000 万股
重组方	5262.85 37.13%	11262.858 55.83%	17262.858 65.95%
其他非流通股	2311.34 16.31%	1707.13 8.46%	2311.34 6.52%
流通股	6600 46.56%	7204.22 35.71%	6600 27.52%
合计	14174.2	20174.2	26174.2

注:本表中流通股与非流通股指股改前的性质,股改后实际全部成为流通股。

从流通股股东的角度来分析,在实施定向增发情况下,每股净资产由重组前的-1.146元增加至重组后的0.372-0.573元,相当于每10股获15.18-17.19元净资产,同时获送0.915股。对价安排相当可观,获得流通股股东认可的把握比较大。

表 4-13 定向增发后情况表

	定向增发 6000 万股	定向增发 12000 万股
股改前流通股数量 (万股)	6600	6600
股改后流通股数量 (万股)	7204.216	7204.216
重组前每股净资产 (元)	-1.146	-1.146
重组后每股净资产 (元)	0.372	0.573
流通股股东每股净资产增加 (元)	1.518	1.719
重组前流通股股东权益 (万元)	-7564	-7564
重组后流通股股东权益 (万元)	2678	4129
流通股股东权益增加 (元)	10242	11692
重组前流通市值 (万元)	8976	8976
重组后保本股价 (元/股)	1.25	1.25
折算重组后岳阳恒立承诺净利润 (万元)	1257	1631
折算重组后承诺每股收益 (元)	0.062	0.062

注:重组前流通股市值按照前20个交易日公司股票均价1.38元计算。

(6) 2006 年年报扭亏方案

根据《深圳证券交易所上市规则(2005年修订)》的第13.3.1条和14.2.1条有关规定,*ST恒立如能在2007年4月30日前披露经审计的2006年年度报告,且财务会计报告显示公司实现盈利,即可由保荐机构保荐申请恢复上市;而且,审计报告的结论允许为“非标准无保留意见”。如扣除非经常性损益后净利润为负值,则交易所仍将实施其他特别处理(即戴ST帽但不加*),直至以后年度净利润扣除非经常性损益后为正值。因此,实现2006年度盈利(即便不扣除非经常性损益),是确保*ST恒立恢复上市的必要条件。

通过重组可以为*ST恒立形成如下收益:

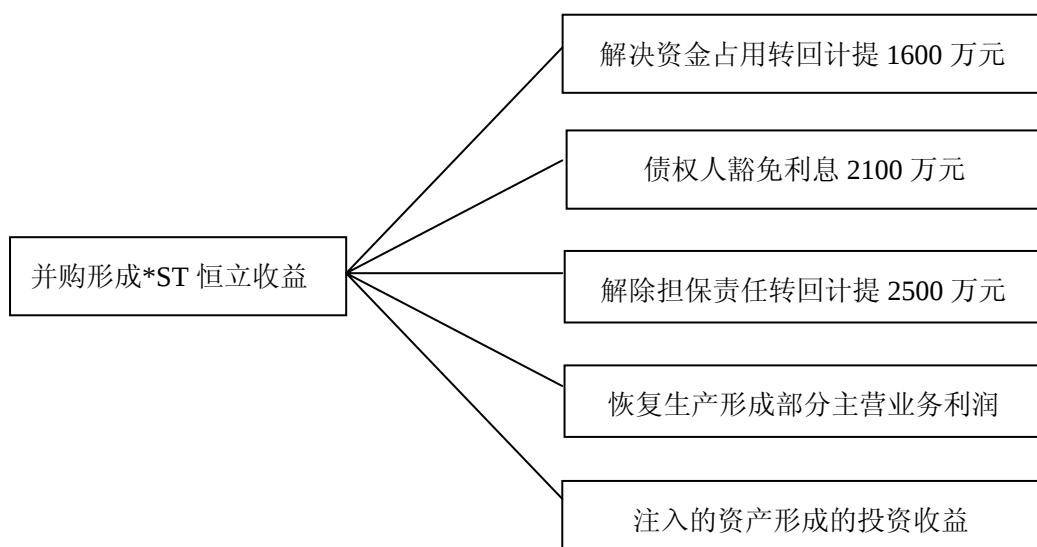


图 4-8 *ST 恒立并购形成收益示意图

①成功集团占用资金问题解决，转回坏帐准备 1600 万元。

②成功集团承接*ST 恒立对浦发、广发两家银行的债务本息，其他银行豁免*ST 恒立 2006 年度的全部利息，减少利息支出 2100 万元。

③成功集团及相关银行解除*ST 恒立为湘酒鬼的担保责任，转回预计负债 2500 万元。

考虑到恢复生产并改善毛利率后将形成部分主营业务利润，重组注入的非现金资产也将形成部分投资收益，2006 年度实现盈利将有较大的把握。

（7）重组实施的必要条件

在重组方案的设计中，为控制风险，避免在重组条件不具备的情况下进入*ST 恒立，各项重组内容应当同步操作，互为条件。建设整个重组应满足如下全部条件才能最终实施：

①国资委批准岳阳市国资局向重组方转让*ST 恒立 8.13%股份；

②中国建行华兴支行同意解除成功集团所持 27.3%股份的质押，长沙市天心区法院同意解除对成功集团所持 27.3%股份的冻结；

③证监会审核通过重组方收购报告书并出具无异议函，豁免重组方的要约收购义务；

④成功集团及其相关银行同意解除*ST 恒立对湘酒鬼 5000 万元担保；

⑤成功集团及浦发、广发银行同意由成功集团承接*ST 恒立合计 7000 万元债务；

⑥岳阳市政府以协议或正式文件形式明确，通过地税返还对重组方填补的

资产进行补偿，并对重组过程中发生的有关税费进行减免；

⑦除浦发银行和广发银行外，*ST 恒立其他债权人银行以协议或正式文件的形式减免*ST 恒立全部欠息和 2006 年利息；

⑧股权分置改革方案获得*ST 恒立其他非流通股股东的认可，获得股东大会投票表决通过。

4.5 本章小结

在对*ST 恒立的基本情况进行分析的基础上，对公司由盛及衰的原因进行了分析：对外担保数额的增加带来巨额的损失、大股东资金占用造成公司严重的资金短缺、内部控制不力造成公司管理费用严重偏高以及过重的财务费用也带来公司大额亏损。同时对*ST 恒立公司今后的发展出路进行了分析，并为公司选择了最佳的资产重组方式——并购重组。分析了公司的并购动机：公司面临“摘牌”、取消上市资格的风险以及政府积极促成。最后根据*ST 恒立的实际情况，从目标企业的角度提出了多种重组方案的设计：成功集团违规占用和担保问题解决方案、股份转让方案、净资产负债填补方案、融资方案选择、股权分配改革方案以及 2006 年年报扭亏方案。

第5章 *ST 恒立并购重组后整合的初步探讨

并购后的整合工作不仅是关系并购成功的关键，而且要远比并购交易复杂和困难得多。因此为推动企业并购的顺利进行，为实现并购的预期目标，整合工作是必不可少的。

5.1 并购整合的理论分析

由于整合管理实务性非常强，在不同的社会、文化等背景下，对处于不同的行业或者处于同一行业中的不同企业来说，具体操作起来很难把握，没有一套有效的固定整合模式可循，传统的企业并购整合流程是：在并购小组完成签署并购协议的任务后，再由并购企业的管理职能部门、财务专家对目标企业进行接管，并且接管的重点往往是企业的资产等，而对影响企业并购战略成功与否的关键因素的整合流于形式或予以忽视。实践证明，传统模式效果往往不理想，易引发“并购中的衰退”现象，导致并购的最终失败。其主要弊端是并购企业没有在并购前对目标企业的人力资源、管理体制、技术能力进行全面评估，并在并购过渡期错失良机。Philippe Haspeslagh 和 David Jemison 在他们的研究中提出：并购后的整合管理可以分为两个阶段，第一阶段主要通过强调并购企业双方的互动问题来为下一阶段实质性的整合铺设基础：在第二阶段，管理者需要进行并购企业双方的实际互动以达到预期的目标。在实际操作中，第一阶段和第二阶段的区分是不明确的，而且第一阶段的时间跨度也因为实际案例的不同而发生变化。P. 普里切特等提出了五阶段整合流程，包括设计阶段、评估阶段、展开阶段、管理阶段和收尾阶段。波士顿顾问公司也在企业并购整合的实践中总结出了明确目标、处理技术问题、设计组织结构、制定规则、确立人力资源管理程序、沟通六条整合经验。由于整合工作是一项系统性的工程，一个动态的过程，很多工作是并驾齐驱、相互交错的，以静态的观点、从工作性质的角度来划分整合的阶段，实际中效果并不理想。

我国学者对企业并购整合的研究主要集中在国外并购理论的介绍和描述、并购动因、并购策略、国外并购模式在中国的应用等方面。国内学者对企业并购整合的研究主要分两个方面。

一是整体上研究企业并购整合的理论及对策，把并购后的企业看作一个整

体系统，基于对并购整合的不同认识角度，对企业的各种组成要素进行整合。魏江（2002）探讨了基于核心能力的并购后整合管理模式，认为企业并购后的资源和能力整合包含在组织系统、文化系统、人力资源系统、技术系统等职能和活动中，所有这些职能和活动的整合都应该以构筑和培育核心能力为导向，并具体的就战略性资产整合和职能活动整合提出了管理思路和对策建议。姚水洪（2002）认为企业并购是个系统工程，并购后的管理整合系统包括并购企业和目标企业系统、并购整合的阶段系统、并购整合内容系统三个方面的子系统，只有处理好并购子系统的关系，并依据管理系统性的特征进行并购管理整合，才能实现并购的真正价值。

二是从某一角度对企业并购中的整合进行了深入的研究，这方面的文献主要集中在对企业文化、人力资源、组织等某个侧面对并购中的整合进行了探讨，并都同时指出：企业并购成功的关键不在于并购本身，而在并购后的整合。张藕香等（2003）通过对企业并购动因的分析及并购后文化冲突表现的综述，提炼出企业文化整合的具体措施，指出文化整合是企业并购成败的最关键因素。邹红等（2003）在分析了企业并购后进行人力资源整合管理的必要性的基础上，着重探讨了并购后人力资源整合的实施。屠文娟等（2004）认为，组织整合是并购企业实施整合战略的重要基础，企业的组织整合包括组织结构整合与组织管理整合两方面的内容，在分析了两层整合的合理内涵基础上，探讨了实施企业组织整合的基本策略。还有不少学者对企业战略、管理制度、技术等方面的整合进行了很多有益的探讨。

由于不同学者所依托的经济理论背景不同，对企业并购与整合的研究视角各异，加之企业并购整合的复杂性与多变性，因而存在多种解释。

5.2 *ST 恒立公司的整合

5.2.1 企业文化的整合

相对于其他整合来说，文化整合是一种软整合，但它对于企业并购的成功特别是很长时期的成功至关重要，其实它才是实现并购战略意义上的成功关键因素。文化整合的成功与否自影响到其他方面的整合成功，从长期看更是如此。企业并购后能否保持活力，是否能有效的激发人员的积极性，能否产生 $1+1>2$ 的协作效应都与文化整合有关，因此要充分认识企业文化整合对并购的影响。据克普尔和莱布朗德（Cooper&Lybrand）公司 1999 年所作的调查显示，在并购成功的贡献因素中，良好的企业文化适应性排列第三，而在并购失败的

决策因素中,文化的差异性则位居首位。所以越来越多的人开始意识到:企业并购不仅是业务经营领域、企业战略、结构等的重新组合,而且还是企业的价值观及以此为核心的行为规范,即文化的整合。尤其是在知识成为企业一项重要资本,作为知识土壤的文化本身也成为企业生存能力的一部分时,文化整合显得更为重要。

(1) *ST 恒立公司的企业文化现状

回顾公司由盛及衰的过程,导致失败的原因很多,但分析其根本,深层次的原因应该是缺乏有效的企业文化支撑,没有形成现代化的企业文化理念和相适应的企业文化氛围。由于缺失企业文化,公司没有凝聚力,无法形成团队精神。在没有企业文化导向的情况下,当公司的发展遇到市场竞争时,企业内部氛围开始出现一系列变化,责任推委、争议、人际矛盾、沟通不畅、消极怠工、对企业失去信心等现象笼罩在各部门和岗位,实际上公司在上市初期已经出现危机。

(2) 企业文化的整合及模式

所谓企业文化整合,是指“两个企业并购后,解决由于直接接触而产生的矛盾的过程”,涉及到双方价值理念、经营哲学、行为规范、工作作风等方面个性特征。在实现优质文化向劣质文化灌输和移植,提高组织间亲和力和默契的过程中,应因地制宜采取针对性整合模式。

根据并购双方企业文化的变化程度和并购方获得的企业控制权的深度,企业文化整合主要有四种模式:吸纳式、渗透式、分离式和消亡式。

吸纳式文化整合模式是指被并购方完全放弃原有的价值观念和行为方式,全盘接受并购方的企业文化。由于文化是通过长期习惯根植于心灵深处的东西,很难轻易舍弃,这种模式只适用于并购方的文化非常强大且极其优秀,能赢得被并购方企业员工的一致认可,同时被并购企业原有文化又很弱的情况。海尔集团的兼并整合案例就是一个典型的吸纳式文化整合模式。海尔兼并其他企业后,往往先将本公司企业文化部门的人员派往被兼并企业,向被兼并企业灌输、植入海尔的企业文化和管理模式,使被兼并企业了解、适应直至自觉按照海尔的企业文化和管理模式思考和行动,与海尔集团真正地融为一体。实践证明,正是由于采取了文化融合,植入海尔的企业文化和管理模式,迅速改变被兼并企业的文化状况,海尔集团才能在不增加或少增加物质投入的情况下,改变了企业的落后面貌,实现了“低成本扩张”的目的。

渗透式文化整合模式是指被并购双方在文化上互相渗透,都进行不同程度的调整,最终形成“你中有我,我中有你”的企业主体文化。这种文化整合模

式适合于并购双方的企业文化强度相似,且彼此都欣赏对方的企业文化,愿意调整原有文化中的一些弊端的情况。

分离式文化整合模式,顾名思义,在这种模式中被并购方的原有文化基本无改动,在文化上保持独立。运用这种模式的前提是并购双方均具有较强的优质企业文化,企业员工不愿文化有所改变,同时,并购后双方接触机会不多,不会因文化不一致而产生冲突。

文化消亡式整合模式,即被并购方既不接纳并购企业的文化,又放弃了自己原有文化,从而处于文化迷茫的整合情况。这种模式有时是并购方有意选择的,其目的是为了将目标企业揉成一盘散沙以便于控制,有时却可能是文化整合失败导致的结果。无论是何种情况,其前提是被并购企业甚至并购企业拥有很弱的劣质文化。

(3) 并购双方企业文化的异同

为了降低和消除并购双方的文化冲突,选择有效的整合模式,首先必须对双方文化之间的亲和力进行分析。文化亲和力内在地需要从价值观、理念和行为三个方面来识别。

(4) 互相渗透,重塑有*ST 恒立公司特色的企业文化

并购双方的企业文化由于各自的传统、背景及特点的不同,形成的企业文化中有其精华的东西,也有有害的内容,因此应采取渗透式文化整合模式,吸取双方文化的精华,扬弃其糟粕,相互渗透,有机融合,逐步提高职工的认同感,形成富有时代性和号召力的有特色的企业文化。

也就是说,重组双方必须以宽容的心态来塑造重组后的企业文化,以企业的使命来统一重整双方的文化要素,使企业文化适应于企业的发展战略。从企业的战略发展要求与重组双方的企业文化分析,重组后的白云山应倡导以下的企业文化。

① 企业精神

企业精神是企业的无形资产,是企业最重要的精神财富,对内是一种向心力和凝聚力,对外是一种亲和力和吸引力。重组后应秉承求实、求精的优良传统,吸取*ST 恒立公司敢于创新的精神以及重组方诚信创业的精神,倡导学习,营造开放、包容的氛围,鼓励创新,应对瞬息万变的市场,即倡导的企业精神是:“爱司、求实、求精、进取,诚信、包容、学习、创新”。

② 核心价值观

为使企业精神得到员工认可、社会认可,成为推动公司发展的内在动力,同时*ST 恒立公司应倡导公司的核心价值观。

③经营理念

*ST 恒立公司应吸取重组方规范管理的经验,利用原来的品牌优势,以及重组后的研发资源、品牌优势,倡导以下的经营理念:“以科技创效益,打造新恒立的科技创新理念;“品牌带动,营销创新”的营销理念;“开源节流,用心造企业”的管理理念。强调科技创新与品牌营销的经营理念是公司实施以科技创新与品牌实现差异化的要求,而管理是企业永恒的主题,重组后的*ST 恒立公司应摒弃粗放管理的弊病,吸取重组方规范细致管理的经验,实现管理的集约化,同时强调以企业的利益为中心,员工对企业忠诚,因此提倡“开源节流,用新造企业”的管理理念。需要强调的是,在互相渗透融合中应注意以下两方面的问题:

第一,不争主次之分。由于思想和行为的惯性,企业一般都不愿改变自己一方已经熟悉、习惯的价值观念和行为模式,总是希望别人来适应自己,希望本企业的文化成为兼并后企业的主体文化。这种想法和做法很容易使兼并双方产生矛盾,其结果往往造成两败俱伤。双方应以开放、宽容的心态接纳对方,坚持有利于企业的发展为原则,以重组后的企业使命来统一企业的文化。

第二,加强交流,相互渗透。渗透式文化整合模式更多的表现出替代融合的特点。其过程实质就是一个取长补短、融合贯通的过程。为加速这种渗透,企业各层次的交流是非常重要的。对此,可充分利用媒体、内部刊物、会议、举办双方参加的活动等形式来促进有效的沟通。

(5) 企业文化整合的执行

①成立整合领导小组。并购后,企业的文化整合是很不容易的,也不是可以一蹴而就的。它贯穿于企业日常的生产经营活动之中,深入到职工的精神活动之中。由于并购整合对*ST 恒立公司来说无疑是一场大的变革,这将对所有员工上的思维模式、行为方式带来很大的冲击。如果企业文化整合过于简单、草率,必将影响到并购的效果、造成企业内部不断的摩擦和内耗。所以需要建立一个企业整合领导小组。而整合者的作用是否得到充分发挥在很大程度上关系到整合的成功与否,并购活动的复杂性决定了整合者在整合中的中枢神经作用。企业的并购是极其复杂的活动,涉及多方面的利益相关体:重组方、*ST 恒立公司、会计师事务所、政府监管机构、咨询专家等等,而其中仅*ST 恒立公司方面又涉及企业的股东、经营管理者、普通员工、客户、供应商等等。这些资源都需要整合,整合者在其中发挥了重要的作用,即中枢神经的作用。在并购企业与被并购企业之间,起着桥梁作用,传递并购企业的理念,推进整合进程。整合者上任后,要代表重组方落实它的职责:尽快进行人力资源整合,搭建整

合管理团队，制定、完善及执行整合计划，推进整合进程，实现并购企业与被并购企业的全面整合。所以对整合者的选拔至关重要。

②注重沟通。只有重组方加强与*ST 恒立公司员工的沟通，才可能在很大程度上激励*ST 恒立公司共同营造有利于合作的企业文化。另外，通过沟通可以了解*ST 恒立公司员工思想动态，有利于保持人才的稳定。应当在短期内给*ST 恒立公司员工一个宽松的思想环境，使他们在思想上有一个逐步接受的过程，使双方的文化达到充分的融合。并且应当与所有职工开沟通会议，使职工了解并购情况以及新的经营方向，并说明建立新的企业文化的需要和要求。

③制定稳定人力资源的政策。人是企业文化的载体，人心不稳定，人才大量流失，从何而谈企业文化的整合。因此留住人才、稳定人才，从而减少因并购引起的人员震荡，成为文化整合中具有重要意义的一步。

5.2.2 发展战略整合

并购后，公司的规模、市场地位等发生了很大的变化，对其战略进行重新评价与调整，整合企业的使命和目标，有利于实现任何潜在的促成合并的协同作用。

(1) 战略态势分析

①宏观环境分析

针对我国发展策略和宏观调控对产业提出的机遇和存在的危机，我们必须对行业进行 3—5 年的中长期政策面分析。国家对汽车工业发展的政策倾斜，给汽车空调产业带来了极大的发展空间和稳定增长的市场需求；但同时，由于经济增长过快，国家可能采取的宏观调控也会影响到行业的发展，对公司将提出更高的要求。

②汽车空调产业的竞争形势分析

国内汽车空调市场需求在经历了快速增长期后，目前已逐步趋于稳定的发展过程，市场需求量基本维持在 20 亿左右。

主要的竞争对手及市场份额：

客车空调有上海松芝、广州精益汽车空调公司、广州劲达公司、河南豫新机械厂、上海恒初公司、扬州杰信汽车空调公司、深圳冷王公司等企业，几乎占有 90% 的市场份额，其中上海松芝 40% 左右。

轿车空调有上海德尔福汽车空调有限公司、一汽--杰克赛尔汽车空调有限公司、湖北沙市法雷奥公司、大洋汽车空调工程（大连）有限公司、广州豪华空调器有限公司、烟台电装公司、上海新兴公司、上海亚诚公司、重庆超力、河南豫新机械厂、江西新电汽车空调机有限公司、江西福昌空调系统有限公司、

广东阳江宝马利空调设备有限公司等十多家。轿车空调市场被几家所垄断，其中上海德尔福为别克、帕萨特、桑塔纳、捷达、富康、切诺基等车型配套；一汽-杰克赛尔主要为奥迪红旗轿车及解放牌重、中、轻型车配套；法雷奥公司主要为东风载货车和富康轿车配套；大洋汽车空调工程（大连）有限公司主要为一汽大众、上海大众小额配套；广州豪华主要为广州本田、海南马自达、奥托等配套。

（2）重组后的企业状况分析

本次并购重组完成以后，*ST 恒立公司基本消除了现有的不良资产，重组方注入的货币资金主要用于发展公司产业上。另一方面，定向增发将给*ST 恒立公司带来大量的现金流。在总资产规模保持不变的前提下，*ST 恒立公司的资产质量明显提高，资产结构得到优化，盈利能力有所增强。公司的资产质量的提高也将融资渠道打通，银行等金融机构就可能恢复对*ST 恒立公司的融资支持。

另外，解除了*ST 恒立公司对湘酒鬼和国光瓷业银行借款的担保，瓦解了或有负债带来的风险，解除了湘酒鬼和国光瓷业财务风险给*ST 恒立公司带来的危机。同时，人员结构将得到优化。

（3）战略的整合

①重新界定企业使命

企业使命是对企业“存在理由”的宣言，它回答了“我们的任务是什么”这一关键问题，是确定经营重点、制定战略计划和分配工作的基础，也是设计管理工作岗位及设计管理组织结构的起点。

②调整企业目标

重组前，*ST 恒立公司每年的销售收入在 10000 万元以内，在财务状况恶化的情况下，企业的目标是求生存。重组后解决了威胁公司生存的债务问题，公司的综合实力大大增强，通过共享技术、分销渠道，发挥战略协同作用，在近几年有望达到年增长翻番的速度。并利用资本市场运作的手段和自身的积累，不断优化企业的资产结构，不断加大科技创新的力度，增强企业的可持续发展能力。公司的发展目标：

长远目标：目标期为 5 年，目标值为销售额 5 个亿，

中期目标：目标期为 3 年，目标值为销售额 3 个亿，

年度目标：2006 年目标值为 6000 万；

2007 年目标值为 12000 万。

2008 年目标值为 30000 万

2009 年目标值为 40000 万

2010 年目标值为 50000 万

③总体战略的调整

A. 经营范围：经过重组，*ST 恒立公司将把不具有产业优势的分子公司剥离出去，重组后企业将集中于现有行业——汽车空调。

B. 经营方向：在稳定的基础上再图扩张。重组后的 2-3 年内企业面临着全面的整合，以优化资源的配置，发挥企业的协同作用，理顺关系，规范管理。重组后企业具备了较强的综合实力，在竞争日益激烈的汽车空调行业，不进则退，因此企业必须走扩张的道路，在现有基础上向更高的目标发展，不断开发新产品，开拓新市场，扩大产销规模，以保持并提高企业在汽车空调行业的竞争地位。

C. 发展道路：走内部发展和适度扩张相结合的道路。内部发展是企业向外扩张的基础。管理是企业永恒的主题，*ST 恒立公司仍将吸取过去粗放管理的教训，强化企业的各项管理，规范运作，以实施 ERP 为契机，推动企业的流程再造。因此，重组后*ST 恒立公司的总体战略是专注于汽车空调业，以内强管理，外图扩张，不断推动企业向前发展，使*ST 恒立公司成为我国实力最大的汽车空调企业。

④经营战略的重整

A. 实施科技创新的动因

*ST 恒立公司是国内最早引进发达国家先进技术和全套设备生产汽车空调的首家上市公司，生产规模和研发能力是行业龙头，自己研制和开发的产品一直处于行业领先地位，拥有自主知识产权的系列产品。

B. *ST 恒立公司具备实施科技创新的条件

其一，*ST 恒立公司重组后，财务状况大为改善，现金流量充足，基本具备了在资本市场融资的条件，这就为科技创新提供了资金保证。

其二，较强的科研力量及人才优势。

其三，科技创新的成果，显示了*ST 恒立公司科技创新的能力。

C. 实施科技创新的措施

其一，整合研发体系，建立与科技创新战略相适应的科研平台；

其二，整合现有的人才资源，引进高水平的学科带头人和技术人才；

其三，建立以市场为导向的研发机制以及与科技创新相适应的营销体系；

其四，倡导创新的企业文化，营造创新的企业氛围。

D. 以品牌整合实现差异化

*ST 恒立公司具有明显的品牌优势，公司拥有四十多年的制冷设备生产历史，是国内最早引进发达国家先进技术和全套设备生产汽车空调的首家上市公司。在八十年代及九十年中后期，“岳阳恒立”的品牌在行业内几乎是无人不知，无人不晓，是享誉全国的著名品牌。但随着企业的发展，“岳阳恒立”和许多的国有企业一样，没有很好地从感性经营向理性经营过渡，营销管理出现混乱，“岳阳恒立”的信誉度下降。重组后，*ST 恒立公司将重拾品牌优势，以品牌整合实现差异化，规划科学的品牌模式。

5.2.3 组织结构的调整

组织机构整合是指并购后的企业在组织机构和制度下进行必要的调整或重建，以实现企业的组织协同。企业并购后，随着企业的目标和战略确定之后，必然会选择一种与之相适合的组织结构类型；另一方面，已经形成的组织结构为企业战略目标的实现提供着支持。结构中所特有的稳定性和条理性、结构产生过程中所体现的各种原则与组织理念、无一不在支持着组织长远战略的达成。同时，一个不合理的僵化的组织结构所带来的资源上的浪费和效率低下，对组织战略目标的实现也有致命的破坏作用。并购后公司还要进行组织整合，重建企业的组织指挥系统，以保证企业有健全的制度和合理的组织结构，从而实现重组双方最佳的协同效应，降低内耗，提高运作效率。企业并购后组织结构的调整是必要的。

并购前，*ST 恒立公司已处于一种半瘫痪状况，组织机构已停摆。并购后，重组方将与*ST 恒立公司共同组织成一个组织机构项目整合工作小组，通过项目工作小组，*ST 恒立公司将完成企业流程、技术开发、管理体制的整合，从而完成并购后的整合工作。并购后组织机构的整合可根据*ST 恒立公司的实际情况分为两个不同时间阶段进行。

由于并购后，重组方对*ST 恒立公司内部组织机构不是很了解、而组织机构的变革关系每一个员工的切身利益，从而使内部利益重新分配，这必然会导致企业人力资源极不稳定，关键人员的大量流失，必然会导致企业并购的失败。因此必须在并购后的短时间内，保持原有企业组织结构大体不变的情况下，对目标企业进行组织机构改革。

(1) *ST 恒立公司并购后组织机构设置的初级阶段

*ST 恒立公司并购后，原有的组织机构部门职责不明、职责重叠，因此随着公司的战略调整，原有组织机构必需经过整合，才能适应新战略的发展。组

织机构的改革必然带来员工利益的重新分配,从而导致公司人力资源的不稳定。在并购过渡期内,必须保证组织机构没有大的改革下,保证人员稳定,从而留住公司管理人员、关键技术人员、熟练的操作工。

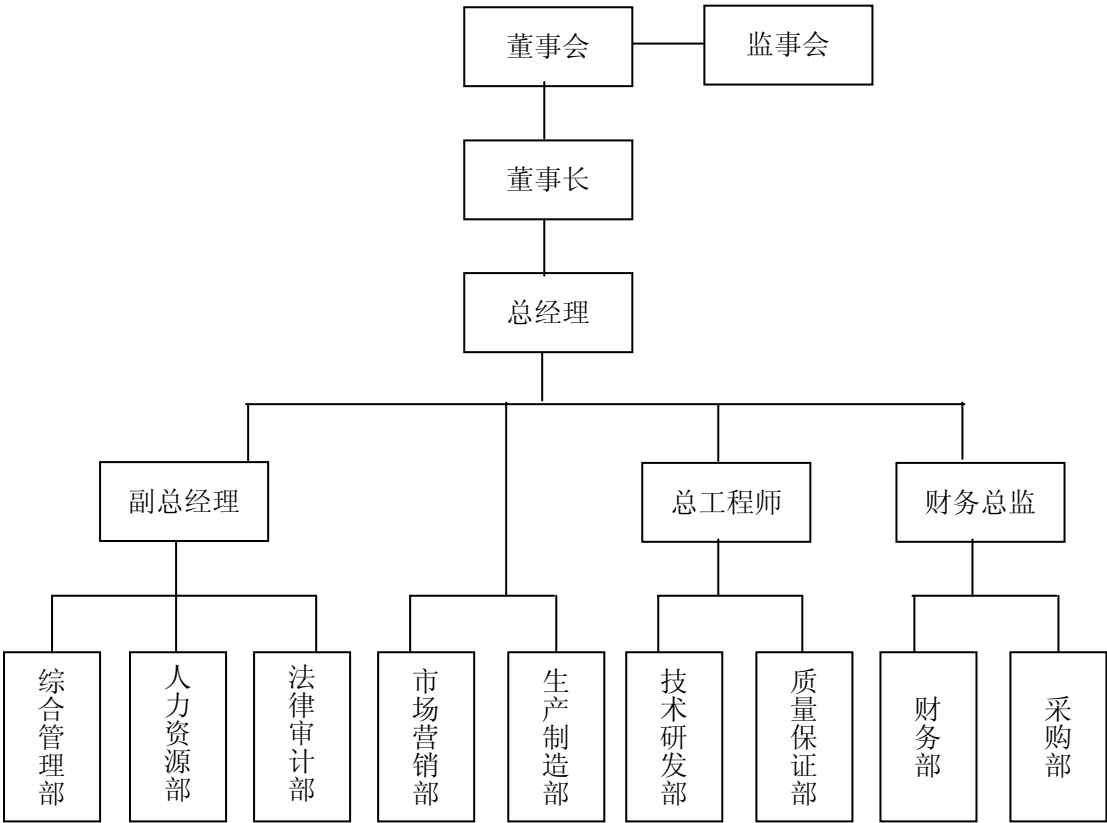


图 5-9 初级阶段组织机构

(2) 组织机构设置的中级阶段

经过一年时间的并购整合,在稳定人心的前提下,根据重组方的规划和发展战略,在董事会的积极关注下重组方和*ST 恒立公司完成了组织机构的整合工作。公司机构的重新整合,为公司进行组织、流程再造提供了良好的契机,是由内部主导型企业向市场驱动型企业转变过程中的必然要求。从而实现各种资源在企业内部优化配置,提高工作效率,弥补管理空白,形成有序的立体网状管理模式。这种模式的建立和实现,为推动*ST 恒立公司公司各级管理人员的观念迅速适应企业和市场的要求及时转型创造了良好的条件,为企业产品实现顺利转型奠定了坚实的基础。

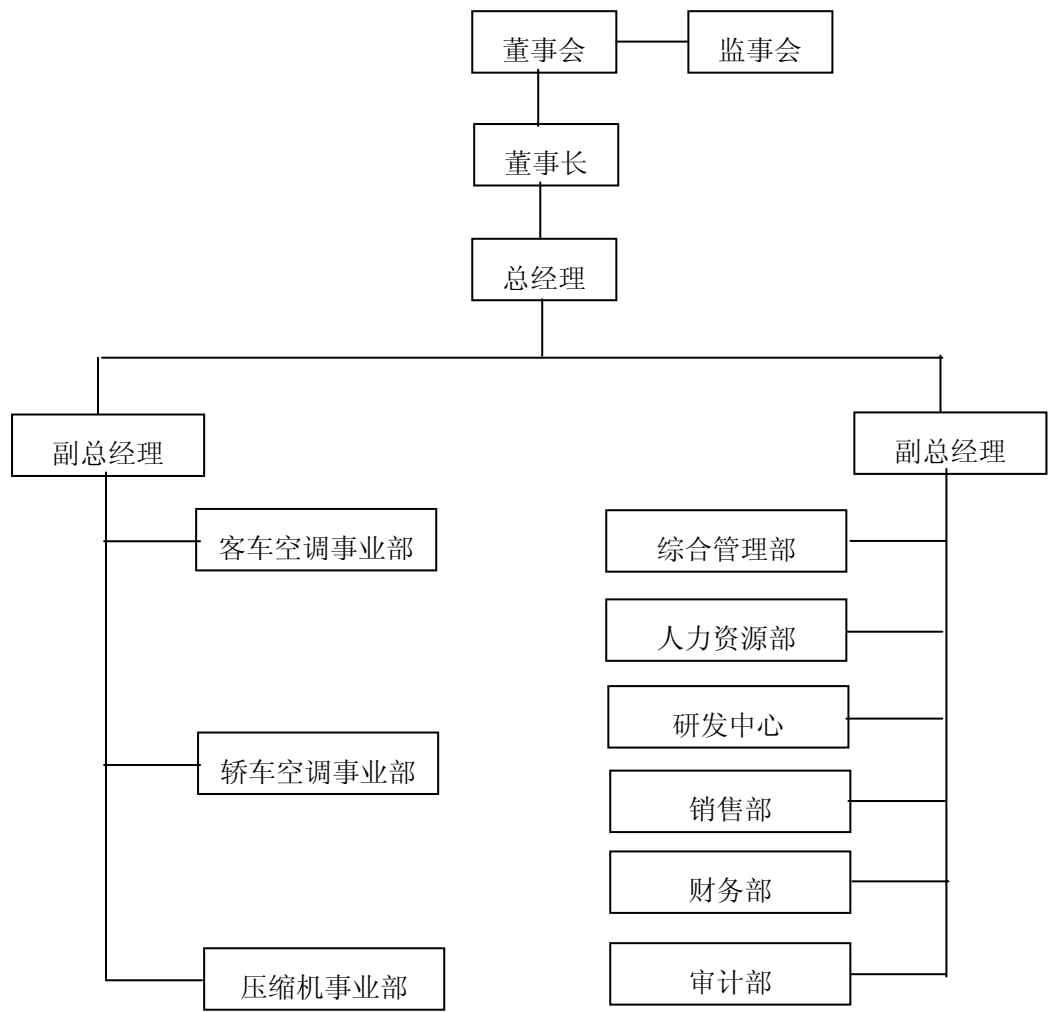


图 5-10 中级阶段组织机构图

5.2.4 人力资源的整合

对人力资源的整合，将是决定公司整合治理是否成功和发展目标能否实现的关键环节。现代企业竞争的实质是人才的竞争，人才是企业的重要资源，尤其是管理人员、技术人员和熟练工人。企业并购是否真正成功在很大程度上取决于能否有效地整合双方企业的人力资源。对企业人力资源状况的有效分析是人力资源整合的基础和整合策略实施的依据。

(1) *ST 恒立公司人力资源情况

截止 2006 年 9 月，公司现有员工总数 325 人，具体结构如下：

①年龄分布。公司员工平均年龄 35 岁，其中 30 岁以下员工 102 人，占员工总数 31.4%，31-50 岁员工 223 人，占员工总数 68.6%。

②专业构成。生产人员 184 人，技术人员 38 人，管理人员 80 人，销售人员 15 人，其它 8 人。

③受教育程度。大专以上学历人员 52 人，占员工总数 16%。中专技校 226 人，员工总数的 69.5%。其它 47 人，占现有员工总数的 14.5%。

④职称构成。公司共有 158 人获得专业技术职称，占总人数的 48.6%。其中高级职称员工 13 人，中级职称 32 人，初级职称 63 人，其它 167 人。

从公司员工结构不难看出，员工整体受教育程度偏低，大专以上学历仅占 16%；拥有专业技术职称的员工尽管占 48.65%，但大部分是初级职称；在年龄结构上，30 岁以下员工不到一半，平均年龄偏高；从员工专业构成来看，管理人员的数量远远多于销售人员数量，组织机构的臃肿导致管理效率的低下，因此组织机构的改革迫在眉睫。另一方面，近几年来由于企业效益不好，加之企业机制阻碍个人的发展，技术人员和管理骨干流失严重。人才是企业长期发展的核心资源。公司人力资源的缺陷在很大程度上制约着公司的发展。

（2）选派优秀的管理人才进入*ST 恒立公司

重组方对恒立实现有效控制的最直接、最可靠的办法，就是从本企业选派既具有专业经营管理才能又忠诚于最高管理层的管理人员，前往*ST 恒立公司担任主管。这要求被选派的人员具有较高管理素质，能取得各方面信任。否则会给被并购企业的经营管理带来许多不良后果，比如，企业原有人才流失，固定客户关系减少等。目标企业做主管，不应在并购后立即实施，应有一个适应性过渡期。

（3）加强与员工之间的沟通

在并购的前几个月，即使是在一切都进行得非常顺利的情况下，员工们也会出现紧张和恐慌的现象。变化对有些人而言是一件令人兴奋的事件，而对另一些人则是一件很恐怖的事情。员工不清楚公司未来的发展前景、担心自己的职位是否调整、薪酬福利待遇、是否会有裁员行动等。所有的谣传会产生恐慌、恐慌又将导致员工士气低下、人心不稳定。而竞争对手们也会利用这个时机雇用猎头公司猛挖墙脚，试图夺走企业中最优秀的经理、销售人员和其它一些专业人士。经过恰如其分的交流，高涨的情绪可以转化并结出积极的成果。通过不断凝聚员工们的体力、智力和能力，领导者将会打造出一支比并购前更为强大的团队。而这个目标的就需要靠经常、诚恳和富于启发性的交流活动来实现。

（4）建立公司稳定的人力资源政策

并购后被并购企业常常出现人才流失现象。这主要是因为某些人员担心新环境下的适应性问题，以向外流动来躲避因两种企业制度在整合时产生的摩擦而引

起的对抗。经营不善的被并购企业在控制权转移后,可能使其部分员工产生消极的或不正确的心理预期,管理者担心收购后公司的补偿会减少、权力会丧失等。如果处理不当,这些忧虑与担心必然会引起人才大量流失,而人才的大量流失等于宣告并购的破产。所以留住人才、稳定人才以减少因并购而引起的人员震荡,就成为人力资源整合管理的首要问题。

①构建有竞争力的薪酬体系

薪酬是吸引、挽留和激励员工的重要手段,一套具有竞争的薪酬制度,可以有效地激励员工更好的工作,增强企业的核心竞争力,促进企业快速发展。并购后*ST 恒立公司的薪资制度应充分参考了整个汽车空调行业的发展状况,以及研发生产的技术含量、成熟度和对人才的需求状况,并根据不同专业人才的市场定位,强化薪酬体系的激励、引导作用。通过科学的岗位分析,精简作业员岗位和职员岗位,结合企业实际,根据劳动责任、劳动技能、劳动强度、劳动环境等因素,在着重强调劳动责任和劳动技能,并参考整个汽车空调行业的发展情况,以及研发生产的技术含量、成熟程度和对人才需求状况等因素的同时,根据不同专业人才的市场定位,分别对应到套改后的岗位中。根据岗位的不同,划分了标准工资的层级区间,使员工明确自己薪资上升的方式和空间。同时设立行政、技术、技师三个序列的薪资分配体制。设置行政职务薪资分配层级,即基层主管、副经理级主管、经理级主管。设置了专业技术职务薪资分配层级,按照助理、中级、高级专业技术职务,分别对应到行政主管的室、处、部门经理级。使专业技术人员的技术价值得以体现。设置了技师序列薪资分配层级,使得在生产一线尤其是具备突出技能的作业员的价值得到积极肯定和充分体现。作业员岗位薪资分配实行计件工资制,充分体现了“按劳分配”的原则。有竞争力的薪资制度降低和防止企业人才的流失;更容易吸引人才,增强企业的管理水平和核心竞争力,保证岳阳恒立持续、健康、快速发展。

②绩效考核体系

为建立、统一和完善*ST 恒立公司绩效管理体系和制度,强化目标管理,公正客观地评估员工及各部门的工作绩效和对公司的贡献,要建立一套新的绩效管理考核体系。新的绩效管理考核体系包括绩效评价、方针目标考核以及支撑考核体系运行的事故类考核文件。其绩效管理的原则遵循:激励原则、公开化、明确化原则、客观公正原则、差别性原则、反馈沟通原则和发展性原则。考核对象为:公司各部门和全体员工,其中对员工的考核分为计件作业员、非计件作业员、职员、各级各类技术人员、各级主管五类。考核周期分为月度绩效考核、季度绩效考核、半年度绩效考核和年度绩效考核。

A. 目标考核指标的确定

人力资源部将公司确定的年度方针目标转化成关键绩效指标并分解到各级部门和全体员工，目标完成情况作为部门和员工目标考核的根本依据。各部门对分解到本部门的目标进行再次分解和细化到各处、室、班组、机台和个人，并按照公司考核制度考核细则，经公司审核后执行逐月考核年终汇总平均。

B. 目标考核方法及成绩确定

目标考核采用金额考核与分值考核相结合的方法。分值考核实行百分制，各部门和员工均以 100 分为考核基础进行加减，根据目标完成情况和权重进行分数计算，确定最终成绩，以衡量各部门和各级员工目标完成水平。目标考核实行逐级考核：公司考核部门或处；部门或处考核到处或班组；班组考核到员工。目标的月度考核具体有下面两种方式：

a. 考核金额：根据目标的完成情况，依据相关规定，只相应对责任人进行经济（金额）考核，同时对责任单位分数但不再进行经济考核；

b. 既考核金额又考核分值：

根据目标完成情况，依据相关规定，相应考核分数，同时每一分对应绩效工资 1%，进行经济考核。

c. 为规范和统一公司各类事故管理，制定《事故类考核实施细则》。

C. 部门/处室月度目标考核

按照《部门月度目标分解考核细则》执行，对每月 1 日到月末目标完成情况进行考核，每一分等于绩效工资的 1%。

公司对所有部门和全体员工全部与公司质量、产量和成本指标挂钩并进行月度考核。根据各部门与直接生产的关联度以行政管理的需要，以生产系统计件作业员月度计件工资实际支付与应付总金额的比值为基础比率，其它员工（非计件作业员、职员、各级主管和技术人员）按照下面比例进行考核。

生产车间：按照基础的比率的 80%进行考核；

生产管理部门：按照基础的比率的 80%进行考核；

技术部、供应部：按照基础比率的 60%进行考核；

其它部门：按照基础比率的 50%进行考核。

D. 员工月绩效考核

月度目标考核得分：（本部门月度考核得分÷部门内部考核得分）/2

非计件员工、职员月度考核得分：月度目标考核得分×70%+月度绩效评价得分×30%。各部门根据岗位职责和月度工作任务制定本部门员工考核细则。

通过目标管理和绩效评价，科学、合理、公正地评价员工，并依此不断激励

员工提高工作绩效、改进工作，提供每一位员工奖惩、薪酬、晋升、培训等人事决策以及员工职业发展规划，职业技能培训的客观依据，推动公司、员工可持续发展，实现公司各阶段目标。

③提供多种培训和学习机会

当今留住劳动力的关键因素之一就是要提高他们自身的工作能力。最有希望留住员工的企业，将是那些能够经常提供正式及非正式培训和包含发展机会的企业。身处当今工作环境中的员工要求获得提高自己知识和技能的机会，无论是从事技术、专业、管理工作的员工还是高层管理者都希望在某个岗位上工作了几周，几个月或几年后能够进一步自己的工作能力。

根据每个人的职业生涯设计为每个人制定了个性化的培训计划，搭建了个性化发展的平台，提供了充分的培训机会，并实行培训与上岗资格相结合。在具体实施上给员工搞了三种职业生涯设计：一种是对着管理人员的，一种是对着专业人员的，一种是对着工人的。每一种都有一个升迁的方向，并对其做相应的个性化培训。培训和增强技能的活动肯定会缓解并转移员工的心中的忧虑。无论此类培训采取的方式是面授、自学还是网上学习，当员工们看到企业真的采取措施来提高他们的技能和知识的时候，他们通常都会希望能继续留在原来的企业。

5.3 对并购整合的评价

随着中国经济全球化步伐的加快，中国的经济制度改革、企业重组、产业结构调整、产品升级、扩大开放、技术更新等均与并购有密切联系。通过对*ST 恒立公司的整合研究，对全面整合被并购企业进行了分析和论述。得出以下几点结论：

企业并购成功与否，不应以是否签订并购协议为标志，而应以经营业绩指标和资产质量指标为依据进行鉴别，只有并购后企业的经营业绩指标和资产质量指标同时提高，或资产质量指标明显提高而经营业绩指标有望提高的并购才能称为成功的企业并购。

并购后的有效整合是企业并购成功的基本条件和唯一途径。因此，必须高度重视并购后的企业整合。应当将并购后的企业整合定义为：并购企业和目标企业通过发展战略、资产债务、生产经营、组织结构、规章制度、人力资源和企业文化等多方面的调整匹配，培育和提高并购后企业的核心竞争力，从而实现“并购增值”的一系列活动的总称。并购后的全面整合应当包括文化整合、战略整合、组织整合、市场整合及人力资源整合等五个方面的内容。

应当重视企业核心竞争力的培育和提高，并购整合的关键是形成企业的核心竞争力，企业并购和并购后的整合必须紧紧围绕培育和提高企业核心竞争力展开，只有核心竞争力的提高才能为企业带来真正的“并购增值”。

只有解决我国企业并购整合中存在的问题，才能切实推动我国企业并购整合的发展。要解决当前存在的问题，必须重新定位政府和企业的角色，使企业特别是并购方企业成为企业并购的主体；必须高度重视并购后的企业整合；企业并购应从培育核心竞争力的角度出发，避免盲目扩张，必须重视和发挥企业文化的凝聚作用。

5.4 本章小结

并购后的整合工作不仅是关系并购成功的关键，而且要远比并购交易复杂和困难得多。整合并不是并购后期才开始的，它贯穿于整个并购过程。从刚开始的并购设计，整合就悄悄开始进行，因为它必须是在公司战略整合的基础上进行。到并购后期这种整合的特点就更明显，所以可以不夸张的说，公司的并购史同时也是公司的整合史。本章对并购后的*ST 恒立公司的整合工作提出了思路和方法，首先对并购整合的理论进行了分析，然后从公司的企业文化整合、发展战略整合、组织机构整合以及人力资源整合等方面进行了研究分析，最后对并购整合进行了评价认为企业并购成功与否，不应以是否签订并购协议为标志，而应以经营业绩指标和资产质量指标为依据进行鉴别，只有并购后企业的经营业绩指标和资产质量指标同时提高，或资产质量指标明显提高而经营业绩指标有望提高的并购才能称为成功的企业并购。

第6章 结 论

6.1 本文总结

企业并购是一项系统工程，尤其是 ST 类亏损企业和面临“摘牌”退市的 *ST 公司，其并购重组更为复杂。一方急于重组保牌，一方急于以低成本获得“壳资源”，在双方信息不对称、并购方案不合理的情况下，往往以失败告终。

本文以 *ST 恒立公司并购重组为样本，从目标企业的角度提出并购方案，避免因信息不对称给企业并购带来巨大的风险，特别是在目前我国并购重组成功率不高，并购市场机制不完善，信息不对称的问题更显突出。

本文主要采用理论研究和案例分析相结合的方法。在论文的构思上，首先安排了并购重组的基本概念和上市公司并购重组动因的理论分析，然后分析了 ST 公司现状并对 ST 公司资产重组的动机进行了理论研究。在随后的论述中通过对两个案例（正反对比）并购重组及整合的历程分析，总结了失败的教训和成功的经验。最后，对本文的重点：*ST 恒立公司的并购重组进行了深入研究，为 *ST 恒立公司选择了最佳资产重组方式，设计了 *ST 恒立并购重组方案，并对 *ST 恒立并购重组后的整合模式进行了初步探讨和提出了方向性框架。

希望本文的研究能够给 ST 类上市公司并购重组一些启发：根据自身的实际情况科学地设计并购重组方案，积极寻找战略投资者，成功地实施并购，实现“保牌”和产业整合的目的。应该说，对 ST 类公司具有非常现实的借鉴和参考意义。

6.2 本文研究的创新点

本文在并购重组及整合的理论基础上对 *ST 恒立公司的并购整合进行了系统的研究，文章的创新点在于：在国内并购重组（尤其是 ST 公司）效应不太理想的情况下，如何从目标企业的角度设计并购重组方案，以此为突破口来提高并购的成功率。通过对 *ST 恒立公司的研究，给 ST 类上市公司并购重组提供一些启发性的东西，使论文更加具有实际应用的现实意义。

6.3 本文研究展望

特别处理公司（ST 公司）频繁发生的并购重组活动能否实现“保壳”“摘帽”，能否顺利地使并购重组获得成功，能否从 ST 公司（目标企业）的角度来分析重组效应，一直是经济界和学术界共同关注的问题。虽然本文在这方面作了些尝试性的研究与探索，但由于现有的研究成果很少，因此研究的难度很大。同时因为作者的能力和水平有限，文中的一些观点难免出现错误和过于片面的现象，需要进一步深入研究。

参考文献

- [1] 陈晓红等著. 战略型资本运营. 湖南人民出版社, 2003, 5
- [2] 陈晓红著. 工商管理案例集. 湖南人民出版社, 2001, 2
- [3] 游达明. 要素输出论—企业购并决策新思想. 技术经济, 2000, 7
- [4] 张根明等. 企业购并失败的及对策. 中南工业大学学报, 2002, 3
- [5] 姚水洪. 企业并购后的管理整合系统性分析. 科学技术与辩证法, 2002, 5
- [6] 刘胜会. 企业购并后的融合管理. 理论与现代化, 2002, 4
- [7] 李正彪, 毛政发. 民营企业并购中的冲突与整合. 经济研究, 2004, 4
- [8] 干春晖. 并购经济学. 北京: 清华大学出版社, 2004
- [9] 李文龙. 企业兼并操作指导. 北京: 经济管理出版社, 1996
- [10] 郑海航, 李海舰, 吴冬梅. 中国企业兼并研究. 北京: 经济管理出版社, 1999
- [11] 宋超英. 组织行为学. 甘肃: 甘肃人民出版社, 2002
- [12] 刘丽文. 生产与运作管理. 北京: 清华大学出版社, 2002
- [13] 安应民. 人力资源管理. 甘肃: 兰州大学出版社, 2004
- [14] 王长征. 企业并购整合. 湖北: 武汉大学出版社, 2002
- [15] 龚维敬. 企业兼并论. 上海: 复旦大学出版社, 1996
- [16] 高梅. 论整合在企业并购中的作用. 广州市经济管理干部学院学报 2003, 5
- [17] 维高编著. 兼并资本运营核心论. 中国物资出版社, 1997
- [18] 郭永清主编. 企业兼并与收购实务. 东北财经大学出版社, 1998
- [19] 李建立. 战略德降. 中国发展出版社, 2001
- [20] 高良谋, 高静美. 基于企业购并失败的整合管理. 东北财经大学学报 2003
- [21] 杨道远. 企业购并后的整合管理分析. 武汉交通管理干部学院学报, 2003, 3
- [22] 胡锋. 企业购并中的人力资源管理研究. 企业管理, 2003, 3
- [23] 陈共, 周升业等. 企业购并原理与案例. 中国人民大学出版社, 1998, 1
- [24] 魏江. 基于核心能力的购并后的整合管理. 科学管理出版社, 2002, 1
- [25] 王长征. 购并整合: 通过能力创造价值. 外国经济与管理, 2002, 5

- [26] 项保华, 殷瑾. 购并后整合模式选择和对策研究. 中国软科学, 2001, 4
- [27] 王方华, 吕巍主编. 企业战略管理. 上海: 复旦大学出版社, 2001, 4
- [28] 邱明. 关于提高并购成功率的思考. 管理世界, 2002, 9
- [29] 李春雷. 试论企业购并后的文化整合. 特区经济, 2003, 4
- [30] 刘红霞. 企业购并模式的比较分析. 经济管理, 2003, 15
- [31] 刘胜会. 企业购并后的融合管理. 理论与现代化, 2002, 4
- [32] 穆良平, 陈赤. 公司购并的动因: 理论与案例分析. 理论与改革, 1998, 1
- [33] 陈志军. 谈谈企业并购后的整合工作. 山东经济, 2001, 3
- [34] 刘洋, 聂红梅. 中国企业购并中存在的问题与对策建议. 有色矿冶, 2001
- [35] 赵志强. 论购并之后的整合管理. 华东经济管理, 2000, 1
- [36] 方祖一. 企业购并中的管理创新和管理革命. 北京商学院学报, 2000, 2
- [37] 贾晓梅. 企业购并后的整合管理. 决策借鉴, 1996, 9
- [38] 刘军. 企业购并人力资源管理工作应注意的几项工作. 经济管理, 2003
- [39] 陈峥嵘, 韩振国. 论企业并购中的人力资本的管理. 中共济南市委党校学报, 2002, 1
- [40] 居同交, 樊耘. 企业购并过程中的风险甄别与防范. 经济问题, 1998, 6
- [41] 张海涛, 唐元虎. 企业并购与冲突管理. 经济管理, 2003, 8
- [42] 张炜, 赵冬梅, 张建勇. 企业购并中的整合管理. 软科学, 2000, 3
- [43] 许彬. 兼并后的文化整合. 工业企业管理, 2000, 10
- [44] 郑海龙, 李树丛. 基于企业购并的整合管理研究. 中国管理科学, 2002, 4
- [45] 魏钩. 论企业并购后的文化重组. 经济师, 2000, 3
- [46] 林志宽. 论建立学习型组织. 理论观察, 2002, 5
- [47] 李光荣. 公司购并理论与实践. 北京: 中国金融出版社, 2002, 7
- [48] 张维等. 企业并购理论研究评述. 南开管理评论, 2002, 2
- [49] 孙健. 海尔的企业战略. 企业管理出版社, 2002, 5
- [50] 叶学锋等. 基于核心能力的购并整合. 科学管理, 2002, 5
- [51] 陈小平. 战略整合模型研究. 外国经济与管理, 2001, 7
- [52] 程兆谦. 企业文化与购并研究. 外国经济与管理, 2001, 9

- [53] 冯子标. 企业间的经济技术关系与并购模式. 经济学家, 2001, 5
- [54] [美]弗兰克 C. 埃文斯, 大卫 M.毕晓普; 郭瑛英译. 并购价值评估.机械工业出版社, 2003
- [55] 亚力山德拉·里德·拉杰科斯. 并购的艺术: 整合. 中国财政经济出版社, 麦格劳一希尔, 2001, 6
- [56] 亚历山德拉·里德·拉杰科斯, 查尔斯·M·埃尔森. 并购的艺术: 尽职调查. 中国财经经济出版社, 麦格劳一希尔, 2001
- [57] 亚历山德拉·里德·拉杰科斯, J·弗雷德·威斯顿. 并购的艺术: 融资与再融资. 中国财经经济出版社, 麦格劳一希尔, 2001
- [58] Barney, J. b. Strategic factor markets: expectation, luck, and buiness strategy. Management Science, 1986, 6
- [59] Barney, J. B. Firm resources and sustainable competitive advantage, Joural of Management, 1991, 1
- [60] Bettis, R.A. Performance differences in related and unrelated diversified firms. Quarterly Journal of Economics, 1992, 9
- [61] Capron, L., Dussauge, P and Michell, W. Resources Redeployment Following Horizontal Acquisitions in Euope and North America , Strategic Management Journal, 1998, 1
- [62] Capron, L., Dussauge, P and Michell, W. Resources Redeployment Following Horizontal Acquisitions in Europe and North American , Strategic Management Journal, 1998, 1
- [63] Dierickx, Land Cool K. Asset Stock accumulation and sustainability of competitive advantage. Management Science, 1989, 5

致 谢

论文得以完成，首先要感谢我的导师陈晓红教授，陈老师治学严谨、知识渊博且诲人不倦，在自己繁忙的工作和学术研究之余，对我的论文从最初选题到最终的完稿，整个过程都给予了耐心细致的指导，使我受益匪浅，学业得到了很大提高。在此表示最诚挚的谢意。

这里，我还要感谢我的任课老师和商学院的其他所有老师，他们渊博的学识、严谨的治学风范和严肃认真的工作态度不断鞭策我努力进取，刻苦学习。在此，深深感谢学院各位师长三年的教育和培养。

我还要特别感谢申伯虎、谢亮、严冬平、谢咏梅等同学和资料室小顾等人，感谢他们在我创作论文过程中的无私帮助。同时，我还要感谢岳阳恒立公司领导给我提供的具体素材和热情帮助，没有他们的认可，我想我的论文不会成功。

另外在商学院三年的求学生活中，得到了许多老师和同学的帮助和支持，在此一并致谢。

最后，我还要感谢我的家人对我的大力支持与鼓励，使我一心一意地专攻学业，在此表示深切的感激。

蔡 曙

2006 年 11 月

攻读学位期间主要的研究成果

(1) 发表的论文

- [1] 第一作者. 论品牌战略在中国的发展, 企业技术开发, 2006, 10