

厦门大学博硕士论文摘要库

学校编码: 10384

分类号 \_\_\_\_\_ 密级 \_\_\_\_\_

学号: 15120051301151

UDC \_\_\_\_\_

厦 门 大 学

\_\_\_\_ 硕 士 \_\_\_\_ 学 位 论 文

企业买壳上市研究——基于苏宁环球集团买壳\*ST 吉纸案例研究

Research on Enterprise Back-door Listing —— Base on  
Case of Suning Universal Group Back-door \*ST Ji Lin Sheet

何永福

指导教师姓名: 桑士俊 教授

专 业 名 称: 会计学

论文提交日期: 2008 年 4 月

论文答辩时间: 2008 年 6 月

学位授予日期: 2008 年 月

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评 阅 人: \_\_\_\_\_

2008 年 4 月

# 厦门大学学位论文原创性声明

兹提交的学位论文，是本人在导师指导下独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考的其他个人或集体的研究成果，均在文中以明确方式标明。本人依法享有和承担由此论文产生的权利和责任。

声明人（签名）：

年 月 日



## 摘 要

买壳上市是企业兼并与收购的一种形式，也是企业实现上市的一条间接道路。自 1993 年的“宝延事件”始，买壳上市现象层出不穷，并逐渐成为并购重组中格外亮丽的一道风景线。由于买壳上市现象经常性地在中国证券市场上发生，买壳上市行为已成为学术界和实务界共同研究和关注的热点问题之一。

在我国，由于特有的历史制度背景，直接上市额度是一种稀缺资源，政府为扶持和发展国有大中型企业，将大部分上市额度分配给这些企业。而大量的民营企业以及高科技企业由于体制原因很难获得上市额度。因此，买壳上市成为现实情况下上市融资的另一种渠道。股权分置改革，作为中国证券市场最重大的制度性变革之一，赋予了证券市场巨大的投资机会。随着多数上市公司完成股改运作，我国证券市场也将进入股票全流通时代。随着全流通时代的到来，必将对我国企业买壳上市行为产生巨大影响，在可遇见之未来，我国证券市场买壳上市行为必将风起云涌，一个全新的买壳时代即将到来。

本文首先对我国企业买壳上市的动因、模式、运作、买壳上市行为存在的风险以及买壳后的整合等进行理论分析。在此基础上，通过苏宁环球集团买壳\*ST吉纸这一案例对买壳上市行为相关理论进行具体而深入的阐述，进而从中归纳总结出这一买壳上市行为的成功经验，用以指导我国股权分置改革后企业买壳上市行为。

**关键词：**买壳上市 股权分置 股票全流通

## Abstract

Back-door Listing is one means of Merger and Acquisition and is also considered another indirect way for enterprise listing. Since “Bao Yan Event” in 1993, more and more enterprises became listed in the way of back-door, which becomes a special phenomenon in the field of Merger and Acquisitions. As buying shell to be go public is very common in Chinese Security Market, the operation itself becomes a hot topic among academic and practical circle.

In China, getting listed directly is scarce resource due to its special historical system background. The central government will favor state-owned enterprises when allocating the quotas. It's hard for private companies or high-tech enterprises to get listed. In this case, buying shell becomes another necessity for financing by listing. Stock option allocation reform, as one of the most significant step in the systematic transformation of Chinese Securities Market, brought tremendous investment opportunities to the stock market. With most listed company finished its share reform, our security market welcomes the stock-entire-circulation times, which will probably influences a lot the behavior of enterprises buying shell to go public. We're convinced that buying shell to go public will be very prosperous in the security market in the near future.

This essay firstly makes a theoretical analysis to the reason, mode and operation of buying shell to go public, and also to its risk and integration afterwards. Based on the analysis above, it further demonstrates the theory to be more specific with the case study on Suning Universal Group Back-door \*ST Ji Lin Sheet. Good lessons can be introduced after all the analysis on this successful operation of buying shell to go public and will be good guidance for other enterprises in their way of going public by buying shell after reforming of stock share allocation.

**Key Words:** Back-door listing   non-tradable shares   all-tradable shares

# 目 录

第一章 引言 .....	1
第一节 研究背景、目的及意义 .....	1
第二节 研究思路及文章的结构安排 .....	6
第二章 相关理论综述 .....	8
第一节 相关概念的界定 .....	8
第二节 国外研究概况 .....	9
第三节 国内研究现状 .....	14
第三章 企业买壳上市动因、模式及运作 .....	18
第一节 企业买壳上市的动因分析 .....	18
第二节 企业买壳上市模式分析 .....	20
第三节 企业买壳上市的运作 .....	22
第四章 企业买壳上市的风险及其它问题的解决 .....	25
第一节 买壳的风险及其主要的解决对策 .....	25
第二节 买壳后其他问题的解决 .....	28
第五章 股票全流通背景下的企业买壳上市 .....	31
第一节 股权分置改革 .....	31
第二节 全流通背景下买壳上市的新特点 .....	31
第三节 全流通时代买壳的价值创造 .....	35
第六章 苏宁环球集团买壳*ST 吉纸案例分析 .....	39
第一节 苏宁环球集团买壳*ST 吉纸案例概述 .....	39
第二节 苏宁环球集团买壳*ST 吉纸选壳分析 .....	43
第三节 苏宁环球集团买壳*ST 吉纸扩张模式 .....	48
第四节 苏宁环球集团买壳*ST 吉纸的风险因素分析 .....	52
第五节 苏宁环球集团买壳*ST 吉纸时机选择及各方结果评价 .....	57
第六节 苏宁环球集团买壳*ST 吉纸的借鉴意义 .....	64
第七章 总结与展望 .....	67
第一节 文章的主要结论及创新 .....	67
第二节 文章的不足之处及进一步研究方向 .....	68
参考文献 .....	70
后 记 .....	72

# Contents

<b>Chapter1</b>	<b>Introduction .....</b>	<b>1</b>
Section1	Background, purpose and significance of research .....	1
Section2	Research method and structure.....	6
<b>Chapter2</b>	<b>Theoretics summarizing.....</b>	<b>8</b>
Section1	Conceptions defining .....	8
Section2	Research survey of overseas.....	9
Section3	Research survey domestics.....	14
<b>Chapter3</b>	<b>Incentives, Modes and Operation of back-door listing.</b>	<b>18</b>
Section1	Incentives of back-door listing.....	18
Section2	Mode of back-door listing.....	20
Section3	Operation of back-door listing.....	22
<b>Chapter4</b>	<b>Risks and other issues resolvents of back-door listing....</b>	<b>25</b>
Section1	Risks of back-door and the primary resolvents .....	25
Section2	Resolvents of other issues after back-door.....	28
<b>Chapter5</b>	<b>Back-door in all-tradable shares background .....</b>	<b>31</b>
Section1	Non-tradable shares reform.....	31
Section2	New characteristics of back-door in all-tradable shares background	31
Section3	Worthiness creating in all-tradable shares era.....	35
<b>Chapter6</b>	<b>Analysis of Suning universal group back-door *ST Ji Lin</b>	
<b>sheet .....</b>		<b>39</b>
Section1	Survey of the case.....	39
Section2	Select shell in the case .....	43
Section3	The expand course of the case.....	48
Section4	Analysis of risk factors in the case.....	52
Section5	The opportunity and appraise on participants of the case.....	57
Section6	Significance of the case .....	64
<b>Chapter7</b>	<b>Summarize and expectation .....</b>	<b>67</b>
Section1	Key conclusion and innovation .....	67
Section2	Shortcoming and expectation.....	68
<b>References .....</b>		<b>70</b>
<b>Postscript .....</b>		<b>72</b>



## 第一章 引言

### 第一节 研究背景、目的及意义

#### 一、研究背景

自 1990 年 11 月 26 日上海证券交易所成立以及 1990 年 12 月 1 日深圳证券交易所成立以来，我国已经有超过 1500 家上市公司股票在两市上市交易。这些上市公司通过股票发行和上市交易，不仅筹集了资金，扩大了生产规模，调整和优化了技术结构、产品结构、行业结构，实现了产业结构优化和升级，而且实现了制度创新，机制转换，增强了市场竞争力，多数已经成为所在行业的龙头企业，在实现社会资源的优化配置和促进国民经济健康发展方面发挥了重要作用。但是，由于我国全国性股票市场形成于以公有制为主体的市场经济时代，而股票市场的市场化程度很高，在以公有制为主体的市场经济背景下建立和发展起来的股票市场不可避免地存在先天性制度缺陷，并由此形成买壳上市的鲜明制度背景特征。

首先，政府在上市公司的买壳上市占据主导地位。我国建立股票市场的初衷是为国有企业增资减债、解决资金短缺和经营效率低下问题寻找一条出路。因此，我国的上市公司主要是由国有企业通过股份制改造后上市而来。由于上市公司资产的主题来自原有的国有企业，在股权结构上也必然是以国有股为主体，国家理所当然地成为上市公司的第一大股东。政府出于以公有制为主体和股票市场的承受力等考虑，人为地把股票分为流通股和非流通股。截至 2005 股权分置改革前，我国股票市场上非流通股占据绝大部分，国家是第一大股东上市公司占全部上市公司的比例超过 60%。国家股的“一股独大”，导致政府常常以大股东身份参与买壳上市。买壳上市中的无偿划拨方式就体现了政府在买壳上市中的主体作用。由于上市公司国有股的转让必须得到财政部或所属的国有资产管理部門的批准，从而政府在很大程度上决定国家股转让的成功与否，并影响转让的条件和时间。而法人股的转让问题上，地方政府则可以利用税收减免、裁剪人员、土地使用优惠等政策，吸引收购方并促成交易的实现。从 1997 年起，以上海市和深圳市为代表的地方政府纷纷组织和引导辖区上市公司重组，这就充分体现了政府在

买壳上市中的主导作用。<sup>1</sup>

其次，买壳上市中的股权出售方往往是无效率的控股股东。在考虑到资本市场的承受能力和保证上市公司资产质量以及为满足以后扩股融资的需要，改组上市的公司都倾向于减少上市公司的资产规模，从而整体改组上市公司的比例较少，更多的是分拆重组上市，即将被改组公司的生产经营主体与原公司的其他部门分为独立的法人，由生产经营主体改组为股份公司并扩股上市；或原公司变成控股公司，控股公司再将原公司生产经营主题改组为控股公司的全资子公司并将其扩股上市。这样，由分拆重组而来的上市公司的经理和董事会主要来自原国有公司的领导或由政府任命，原来国有公司的内部人控制问题和政府任命公司领导问题仍然存在。而且，分拆后的上市公司的生产经营体系不完整，其正常的生产经营收到限制，而且与已分离部分有着千丝万缕的联系。分离出去的非生产经营主体部分的生存能力存在问题，政府或原国有公司又必须给予关照。因此，在上市公司董事会占了主导地位的国有控股股东，可以以多种方式“挪用”或“赚走”上市公司的资金，因而上市公司经营发展能力势必遭到破坏。当问题严重到被监管当局关注或上市公司无法正常经营时，控股股东只好通过各种资产重组或出售股权来偿还对上市公司的债务或者偿还自身的其他债务。这种情况的极端表现就是法院将控股股东的股权进行冻结拍卖或直接裁定将这部分股权抵偿给债权人。因此，买壳上市中的股权出售往往是无效率的控股股东被迫出售股权。<sup>2</sup>

再次，买壳上市动机强烈。为保证资本市场的健康发展，政府部门有意控制上市公司数量以保证上市公司的质量。能够通过我国的首次发行上市制度直接上市的公司数量极其有限。事实上，证券主管部门也偏向于让国有大公司优先上市，一些民营公司和中小公司直接上市难度很大。由此形成了上市公司股票供不应求，加之中小投资者投资理念和技巧不成熟、上市公司股权结构不合理等原因，上市融资成了公司软约束的资金来源，上市公司控制权能够带来巨大的利益。公司无论是出于实际经营需要还是“圈钱”需要，都有强烈的获得上市资格的愿望。而公司通过获得现有的上市公司的控制权间接上市，从而避开一些严格的条件，又可以节省大量的时间和精力。虽然近年来战略并购越来越多，但在我国上市制

<sup>1</sup>参考了崔学刚《上市公司重组绩效——理论与实证研究》，2007

<sup>2</sup>参考了赵昌文《壳资源研究——中国上市公司并购理论与案例》，2001

度仍然是非市场化的行政管制模式的情况下,通过获取上市公司控制权以买壳上市的动机仍占主导地位。伴随买壳上市而来的是大量资产置换,也表明了收购方的真正目的在于获得上市公司的壳。<sup>3</sup>

最后,股票全流通背景下企业买壳上市表现出新特点。股权分置改革,作为中国证券市场最重大的制度性变革之一,赋予了证券市场巨大的投资机会。随着多数上市公司完成股改运作,我国证券市场也将进入一个全新的时代,那就是全流通时代。随着股票全流通时代的到来,必将对我国企业买壳上市行为产生巨大影响。上市公司并购的重要前提之一是股权充分的流动性,而全流通的变革为买壳创造了重要的条件。与此同时,股权分置改革后上市公司大股东持股比例的普遍下降,对优质公司控股权的争夺行为也变得更加的活跃。同时,随着市场机制的完善,可以合理预见,更多创新手法将发生在买壳上市活动中,而原有的、单一化的买壳方式将向多元化方向发展。由于上市公司众多,各行各业上市公司经营情况千差万别,且面临全球经济一体化与外资逐步介入中国股市之际,在可遇见之未来,我国证券市场买壳上市行为必将风起云涌,一个全新的买壳时代即将到来。<sup>4</sup>

国有股的比例过大使得政府可以积极参与和干预买壳上市,非流通股比例过大导致了买壳上市主要以协议转让的方式进行;国有公司分拆主体间接上市导致了无效率控股股东的股权出售;行政管制模式的直接上市制度使得控制权的买壳动机占主导地位;股权分置改革后,我国企业买壳上市将表现出股改之前所未有的新特点,企业买壳上市将面临更大的机遇与挑战。这些都是我国买壳上市显著的背景特征。

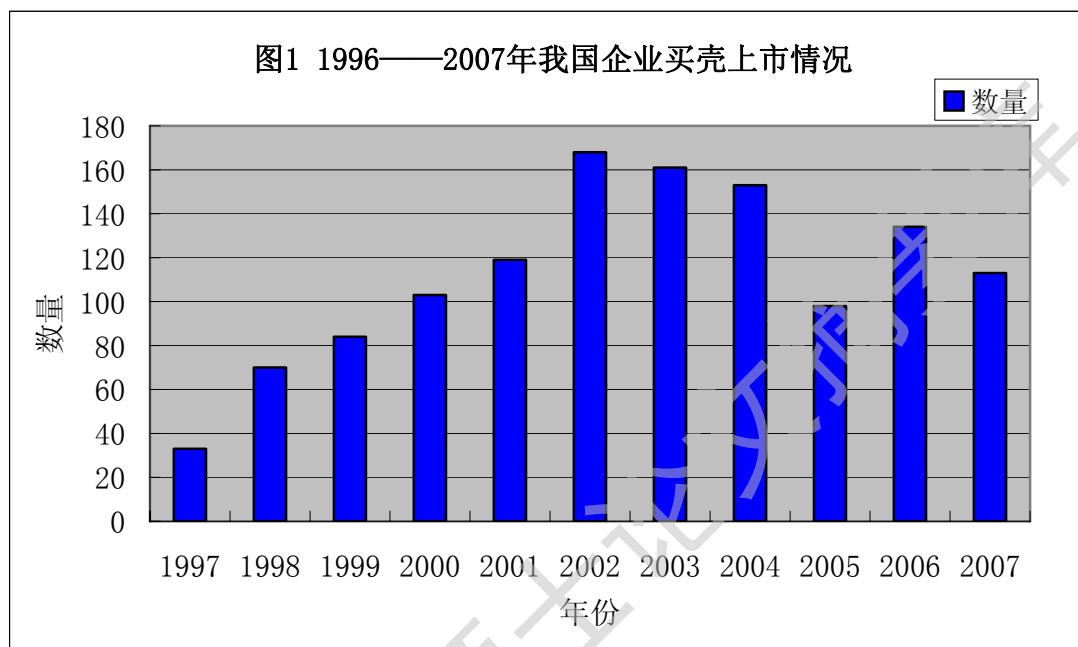
## 二、研究目的及意义

买壳上市作为企业并购的一种特殊方式,早就成为金融学、管理学、会计学等多个学科领域共同关注的全球性热点问题。近年来,伴随着我国改革开放的深入,国有企业改革的深化,以及我国证券市场的发展,围绕上市公司而展开的兼并、并购及各种资产重组活动日趋活跃。在众多的资产重组行为中,控股权的争夺是并购重组的核心目的。自1993年的“宝延事件”始,买壳上市现象层出不

<sup>3</sup>参考了崔学刚《上市公司重组绩效——理论与实证研究》,2007

<sup>4</sup>参考了葛俊龙博士论文《中国股市全流通时代的企业并购》,2007

穷，并逐渐成为并购重组中格外亮丽的一道风景线。据有关部门统计，1993 年以来，我国已经有超过 500 家企业通过买壳上市方式进入中国的证券市场。1996——2007 年我国企业买壳上市情况如图 1 所示：<sup>5</sup>



通过对企业买壳上市运作过程中的几个关键环节的操作要点进行剖析和总结，形成对企业买壳上市的具体操作具有指导作用的成果，具有极大意义：

首先，虽然企业买壳上市理论已成为国内外学术界普遍关注的一个热点课题，在理论和实践领域也取得较大进展，但由于国内外证券市场的成熟度不同。在国外，对买壳上市的研究主要集中在买壳后的整合问题及企业包装出售方面；而在国内壳公司更多的是作为一种能够提供上市融资的稀缺资源，也就自然决定了迥然不同的动因和结果。

针对我国而言，体制转轨中的特有的复杂性和不确定性，使得目前建立在西方主流并购及其理论基础之上的买壳上市理论在解释力上存在较大的局限性。而当前处于经济发展浪潮程中的我国企业特有的复杂性、多样性、高速增长和诸多发展障碍的共存状况，为我国企业买壳上市理论的突破提供了时代机遇和创新可

<sup>5</sup>数据主要参考东方高圣公司研究报告《中国并购评论》（2005）及《中国证券业年鉴》（2006）、（2007）

能。这就要求我们在对主流理论进行借鉴和反思的基础上,结合中国特有的环境,积极进行我国企业买壳上市理论创新与应用拓展。

其次,作为一种制度的衍生物,壳资源更容易受到制度的更新和变迁、特定的政权结构、社会格局、历史条件和传统文化的影响,企业通过买壳上市来充分利用壳资源,如果没有制度的优化和体制的更新,其模式毫无疑问会受到影响。

6

随着改革开放的深入,我国经济的高速发展和民营企业的不断壮大,越来越多的资本希望进入资本市场,买壳上市的现象层出不穷,为企业买壳上市的研究提供了丰富的素材。尤其是近年来,许多民营企业也迫切需要通过买壳、借壳上市,而这就更需要对此现象进行全面、深入的研究。目前企业进行买壳上市时的市场能够在现有的制度条件下最大限度的利用资源,获得比较高的增长效率,实现在优先条件下的充分竞争。要实现壳资源在更大范围内更为充分的有效配置,还必须依赖于制度的创新、技术进步以及市场体制的进一步完善。事实上,通过研究买壳上市运作过程中的一些特点、动因等问题,我们可以对比不同行业,不同类型的买壳上市现象的发展与演变,吸收其发展的有益经验,把阻碍发展和制度创新的消极因素控制在最小程度。并对现行的企业制度、产权制度、资本运作进行剖析,以此作为制度创新的起点,进一步推动我国证券市场的市场化改革和组织体系、法制建设。

再次,买壳上市是一种高风险的资本运作方式。虽然上市成功以后,企业将获得持续的低成本、大规模融资便利,但是,买壳上市的过程却是风险无处不在的。纵观各国的买壳上市案例,失败的远远多于成功的。在资本市场发达的美国,20世纪90年代以来平均每年至少500起买壳上市案例发生,但是真正成功的案例屈指可数。有人从1999年——2001年在美国发生的买壳案例中选取了50起规模较大的进行分析,发现标准普尔小盘股指数增长了11%,而同期这50家公司的平均价值却下跌了67%。失败的原因,有经济环境的制约,更有企业家战略选择的失误,操作的不当。例如,民营企业企业家对企业自身条件认识不清,对买壳上市的风险缺少防范,选壳不当,收购合同缺少有效的制约条款,买壳后对上市

<sup>6</sup>参考了罗贤硕士论文《我国企业买(借)壳上市运作的动因与绩效研究》,2006

公司整合措施不力，等等。高失败率说明，买壳上市是一项高风险的资本运作，研究买壳上市的运作是有价值和有挑战性的工作。<sup>7</sup>

最后，\*ST 吉纸作为第一家\*ST 类公司股改的绩差公司，这与特定背景下特定的政策息息相关。股权分置改革前，资产重组的主要目的是融资和炒作。融资是国有企业进入股市的首要目的，“一股独大”与“股权分置”是这些企业股权结构的主要特点。股权分置改革后，资产重组的目的在于整合资产，提升上市公司的质量。股权分置改革后，上市公司大股东和管理层的行为从短期化转为长期化，实现了大股东行为的复归，资产重组的目的从融资和炒作转为提升上市公司的质量，形式从虚假重组转为以资产注入为代表的实质性重组。通过研究苏宁环球买壳\*ST 吉纸成功模式，对于股权分置改革后我国买壳绩差公司提供一些经验与借鉴。

## 第二节 研究思路及文章的结构安排

本文站在规范的角度对我国企业买壳上市行为进行研究，以理论指导实践、从实践中归纳总结经验来完善理论为指导思想，对我国企业买壳上市的动因、模式、运作、买壳上市行为存在的风险、买壳后的整合以及股权分置后企业买壳上市行为等进行理论分析，通过苏宁环球集团买壳\*ST 吉纸这一案例对买壳上市行为相关理论进行具体而深入的阐述，进而从中归纳总结出这一买壳上市行为的成功经验，用以指导我国股权分置改革后企业买壳上市行为。

文章的研究框架为第一章统领全文，第二至第五章为理论研究，第六章为案例研究，第七章为文章的总结与展望。具体结构安排如下：

第一章为“引言”。引言部分主要是介绍论文的研究背景、目的及意义，在这一框架的基础上以理论——实践——理论为研究思路对企业买壳上市行为分七个部分进行分析。

第二章为“相关理论综述”。首先对企业买壳上市行为相关的一些概念进行界定，之后对国外学者对买壳上市行为的研究方法及研究成果做一归纳与分析，最后对我国学者对买壳上市行为的研究现状进行分析与总结。

<sup>7</sup>参考了李享硕士论文《买壳上市运作研究》，2005

第三章为“企业买壳上市动因、模式及运作”。这一部分主要是通过理论分析与实践分析方法，对我国企业买壳上市行为的动因、模式、运作等方面展开阐述。

第四章为“企业买壳上市的风险及其它问题的解决”。首先对企业买壳上市行为存在的相关风险进行分析，在此基础上，提出相应的对策。然后对买壳上市行为涉及的其他问题进行分析。

第五章为“股票全流通背景下的企业买壳上市”。首先分析我国股权分置产生的历史背景，股权分置改革的必要性以及简要介绍我国股权分置改革的进程。接着分析我国股权分置改革后，企业买壳上市行为的环境将会发生巨大的变化，在此背景下发生的企业买壳上市行为的动因、市场驱动力、买壳的战略都会发生极大的转变，买壳主体、买壳的支付手段、买壳的实现渠道都将出现创新，并且在此背景下，外资并购将会大量涌现以及企业在应对其他企业买壳时将会运用大量的反收购手段来维护自己的利益等。最后，分析在股票全流通背景下，企业买壳上市行为将定位于创新后的价值创造。

第六章为“苏宁环球集团买壳\*ST 吉纸案例分析”。这一部分主要是运用前述的企业买壳上市理论对苏宁环球集团买壳\*ST 吉纸进行分析。首先，对苏宁环球集团买壳\*ST 吉纸案例进行简要的概述，接着对苏宁环球集团买壳\*ST 吉纸分析，之后对苏宁环球集团买壳\*ST 吉纸运作模式进行分析，然后分析苏宁环球集团买壳\*ST 吉纸存在的相关风险，接着分析苏宁环球集团买壳\*ST 吉纸时机选择及各方结果评价，最后总结苏宁环球集团买壳\*ST 吉纸的成功经验，用以指导我国股权分置改革后企业的买壳上市行为。

第七章为“总结与展望”。这一部分分两节进行阐述。在对文章全文总结的基础上，首先归纳文章的主要内容和分析文章的创新之处，然后分析文章的不足之处，最后展望未来进一步的研究方向。

## 第二章 相关理论综述

### 第一节 相关概念的界定

#### 一、壳公司<sup>8</sup>

按国际惯例，壳公司为：在国际证券市场上，拥有和保持上市资格，但相对而言，业务规模小或停止，业绩一般或无业绩，总股本与可流通股规模小或停牌终止交易，股价低或股价趋于零的上市公司。

实际上，所谓壳公司，在中国应泛指已经取得并继续拥有上市资格的股份公司。壳资源的价值主要体现在上市公司具有从证券市场进一步融资的权利。根据壳的实质，可以将壳公司分为空壳公司、实壳公司、净壳公司。

##### （一）空壳公司

空壳公司是指主经营业务陷入困境或遭受重大损害，公司业务萎缩或即将停业，业务无发展前途，但股票仍在股市流通、交易，而股价持续下跌或即将停牌交易的上市公司。其形成的主要原因是公司产品的生命周期处于衰退期，研发力度小，无法完成产品转型；公司行业不景气，转型无望；公司产品生产成本过高或达不到生产规模；公司为资源密集型企业，因资源枯竭使企业经营举步维艰等。

##### （二）实壳公司

实壳公司是指保持上市公司资格，业务规模相对较小，业绩一般较差，总股本与发行在外的可流通股规模较小。股价低的上市公司主要是因业务规模小，公司产品处于成熟期或接近衰退期，业绩一般较差，股本流通量小且股价低，公司经营平淡无奇，不求有功但求无过。

##### （三）净壳公司

净壳公司是指无法律纠纷、无负债、没有违反上市交易规则，无遗留资产的上市公司。其形成原因是空壳公司的大股东解散员工，出售资产、清理债务、处理法律纠纷以清理公司，使其只维持上市公司资格，便于发展、合并或待价而沽，

<sup>8</sup>参考了张道宏《上市公司壳资源研究》，2002



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](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库