

編號: 10384

分類號 _____ 密級 _____

學 號: X200215056

UDC _____

廈門大學
碩士學位論文

论中国证券市场“系”现象
及其对资本市场之影响

The China "conglomerate" phenomenon and its effect on
the capital market

林 俊 辉

指导教师姓名: 黄世忠教授

专业名称: 高级经理工商管理 (EMBA)

论文提交日期: 2005年 月

论文答辩时间: 2005年 月

学位授予日期: 2005年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人 : _____

厦门大学学位原创性声明

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

论文摘要

中国证券市场“系”是一个泛的概念，它的核心不是买卖产品和服务，而是以资本运作方式对产业进行整合的模式。“系”现象产生后，专家学者们持有两种不同的观点：持负面观点的人，认为“系”是利用上市公司的控制权剥夺小股东权益，焦点集中在是否圈钱，是否从事资本掠夺，是否操纵二级市场；持正面观点的人，认为民营企业透过“系”实现了大规模的产业整合，提高了经济效益。

本文以托普系及德隆系两案例，分析其发展轨迹、特点、资本运作手段到最后结局，然后以案例评述，阐述“系”现象对资本市场之负面影响。最后笔者认为要将中国证券市场“造系”运动导入正轨，资本运作需要制度层面设置政策来约束，通过资本运作和资本市场相结合，将金融手段和企业管理手段结合起来，保持金融与产业的协调发展，在中国资本市场中造就优良的资本运作大师。

本文由前言和正文四章所构成：

前言 专家学者对“系”的不同看法产生两种观点，企业利润来自买卖资产和企业，这是透过资本运作方式取得，此过程所产生的交易价差及新价值是从哪里来？对资本市场造成么样的影响？引入本文拟探讨的内容。

第一章 从“系”的形成、结构、特征和分类作阐述和探讨。

第二章 通过托普系和德隆系的典型案例分析，了解“系”的形成背景、发展过程、特点及存在的问题等。

第三章 就“系”对资本市场之影响从制度变迁及制度建设、市场规范和资源配置功能等方面与“系”对资本市场带来风险和问题等方面进行论述。

第四章 德隆系的坍塌及托普系遭受质疑等事件冲击中国证券市场，中国股市的制度缺陷和法律漏洞，让人们为了获取超额利润在商业上铤而走险，监管层有必要从政策层面上把握舆论导向，将“造系”运动导入正轨，并在制度层面设置政策来约束，如限制分拆上市、加大退市力度和担保公告等。

关键词：系；资本市场；资本运作

厦门大学博硕士论文摘要库

Executive Summary

The financial operation or establishment of “business conglomerates” in China often poses dubious questions for investors in the domestic stock market. Very often strings of dysfunctional subsidiaries or intricately affiliated companies in the form “business groups” perform no substantial business activities other than acting merely as financial vehicles for one another. Spin-offs, shell-structures, holding companies are created at rapid rate and raised concerns amongst many financial experts.

Some critics believe that these often “obscure” financial devices, if not properly supervised, will jeopardize smaller or individual investors, an effect which will, in a long run, upset market confidence and deter healthy development of the capital market. However, some still hold positive views on such phenomenon and believe that only through such vehicles or corporate restructuring process would a true capital market mature and flourish.

This essay intends to illustrate the aforementioned phenomenon through case studies in the Top Group and Delong Group. From their early developments, to the later surges then eventual downfalls, both “groups” demonstrate very similar pattern. The investigation will focus on the side-effects brought about by these two high-profile “conglomerates” and their significance to the development of China capital markets. The essay will go on to demonstrate that, in order to appropriately utilize the notion of “conglomerate” as successful financial tool and creating a true financial powerhouse for China, a combination of tighter government measures, flexible market policies, and education in corporate responsibility are required.

Prologue: Market critics have shown different views regarding the operation of these “conglomerates”: It is clear that these business groups

profit from buying and selling of assets and businesses, but where do these often huge price differentials resulted from, what are these valuation based on, and what are such effects on the capital market in short and long run? These will all be thoroughly investigated in the essay.

Chapter 1: Exploring and deciphering codes of the “business conglomerates”: understanding development, identity, structure, and categories of such financial mechanism in China.

Chapter 2: Through the analysis of the Top and Delong case, we will look into the background, development process, social significance and problems that prevail in such financial mechanism.

Chapter 3: Understanding effects brought about by these “conglomerates” on current China capital market: Discussion of effects based on closer observation of current market policies, restructuring of such policies and the appropriate relocation of resources in order to achieve such restructuring.

Chapter 4: The collapse of Top Group and Delong Group created dismay amongst many investors in the China Stock Market. The market inability to resolve and respond to the crisis exposes many traps and blind-spots in the current systems and policies. The lack of information transparency had allowed those privileged ones raking huge profits at the expense of small and uninformed investors all over the country. A supervising committee and tighter measures need to be formed in order to put confidence back into market. For example more stringent requirements on IPOs, more liquid capital structure for smaller investors as well as a more transparent information system must be installed immediately to rescue the market out of its turmoil.

Keyword: Conglomerate; Capital Market; Financial Operation

前 言	1
第一章 “系”的形成、结构、特征和分类	2
第一节 “系”形成之原因.....	3
一、企业对资金（融资）的需求.....	3
二、证券市场存在不健全的制度.....	3
三、民营企业 IPO 存在障碍	5
四、“壳”资源过剩.....	5
五、行业整合的需要.....	6
第二节 “系”的特征.....	7
第三节 “系”的分类.....	8
第二章 典型案例分析.....	10
第一节 “托普系”	10
一、托普之路.....	10
二、“托普系”特点分析	12
第二节 “德隆系”.....	17
一、德隆之路.....	17
二、“德隆系”特点分析.....	25
第三节 案例评述.....	28
第三章 “系”现象对资本市场之影响.....	30
第一节 “系”现象对资本市场带来机遇和规范.....	30
一、对制度变迁及制度建设推进之影响.....	30
二、对市场规范之影响.....	31

三、对资源配置功能之影响	32
第二节 “系”现象对资本场带来风险和问题.....	34
一、上市公司的非股东权益最大化	34
二、向上市公司转移风险	34
三、将上市公司的资产转移到“系”内	34
四、不良资产的改造问题	35
五、控制过多的资金，扩大风险	36
第四章 结论与建议.....	37
一、限制分拆上市	39
二、加大退市力度	40
三、担保公告	41
参考文献.....	42
后 记.....	43

前 言

中国证券市场“系”现象出现以后，学术界分成两种观点：一种是以郎咸平教授为代表，认为“系”是一种类家族企业模式，对资本市场是一种很危险的运作模式，具有利用上市公司的控制权剥夺小股东权益的行为特征。这种观点认为，“系”现象是利用不正当手段获取小股东利润的新模式，并把注意力集中在“系”是否在圈钱，是否从事大规模的资本掠夺，是否操纵二级市场。这种观点通过“系”的异常行为进行臆测，把结论聚焦于“举证责任在辩方”这一监管制度上。简言之，此观点认为“系”对资本市场具有负面作用。

另一种观点则认为“系”是一种产业整合模式，民营企业通过“系”实现了大规模的产业整合，提高了经济效益。在经济全球化和中国加入 WTO 后的背景下，是一种有益的模式。此观点认为“系”对资本市场具有积极作用。

企业的利润或者说企业创造的价值，一般来自产品和服务的提供者与购买者进行交易所产生的。在交易的过程中产品和服务满足人们的物质或精神需求，不生产终端产品的中游厂商，其存在的价值和获得的利润，最终也是要由被满足需求的消费者来确认和支付的。

中国证券市场“系”是一个泛的概念，它的核心不是买卖产品和服务，而是透过资本运作对产业整合模式，简单的说就是买卖资产和企业。购买一方是为了满足自己的什么需求呢？如果一个企业把所购买的资产和企业，再转卖给另一家企业，在此过程所产生的交易差价，是否说明被买卖的资产和企业被赋予新的价值呢？如果答案是肯定的，新的价值从哪里来？过程又是怎样的呢？对资本市场又造成什么样的影响呢？

这就是本文拟探讨的核心内容！

第一章 “系”的形成、结构、特征和分类

2001年4月《新财富》杂志登刊了一篇题为“德隆系——金融帝国”，首先提出了中国证券市场的“系”现象。8月份又陆续刊载了“清华系、北大系、明天系、深安达、粤华电”等幕后操作的文章。10月份提出“信达系、东方系、华融系、长城系”。这系列文章引起中国资本市场的高度关注。¹

在《新财富》杂志中郎咸平教授最早提出定义类家族企业。其特征为：（1）资产变化向下运动，具体表现为投资行为，（2）通过高送股的分配方式、转让、加上不断投资的利好消息，将股价往上推动，从而在二级市场获利。

相关研究将中国证券市场“系”形成的原因归纳为：（1）中国股市初级市场特征，不健全的交易监管机制，决定了“控制性股东”有可能通过证券市场股价上涨而牟取暴利。（2）由于未流通的“国家股”和“法人股”在上市公司股份中占很高比例，且价格远低于“流通股”，使得“控制性股东”可以通过较低的价格受让国家股或法人股，实现对一家上市的控制。

中国证券市场这几年出现造“系”运动，从表面来看是众多企业为多元化经营而进行的战略布局，是优势收购弱势企业的资产重组，但从最近曝光的一系列事件看，造“系”动机并不单纯，大部分是利用中国股市制度面的缺陷和法律面的不完善，为获取超额利润而进行的商业手段。

¹资料来源：郎咸平、张信东、周宏波及覃海波，“中国独特的‘类家族企业’敛财模式”；“德隆系——金融帝国”，新财富，2001年4月

第一节 “系”形成之原因

一、企业对资金（融资）的需求

20 多年来随着中国经济蓬勃发展，民营企业也同步高速增长，同时大量外资涌入中国市场。这些民企在从小到大的发展过程中，为了获得更高额的利润，往往选择多元化发展战略。当企业进入急速扩张的阶段，对资金的需求更加突出。

现有民营企业的融资管道主要包括：

1、民间借贷

民间借贷是企业的发展初期一种资融手段，因其成本相对较高，当企业发展达到一定规范后，这种方式已不敷需求了。其优点是：a、手续简便，不需复杂严格的审查程序；b、利率和期限较灵活。

其缺点是：a、借款额度较少，无法满足资金需求较大的企业；b、利率较高，增加企业的经营压力；c、资金来源不稳定，随时会发生变化。

2、银行贷款

银行贷款是企业融资的一个很重要途径，但对于民营企业来说，向银行贷款存在很多限制。银行贷款申请手续较多且审批严格。借款用途指定性较强（专款专用），企业使用失去弹性。

3、新股发行（IPO）上市

利用 IPO 上市方式可以募集到大量资金，对企业来说是一种理想的方式，但目前中国对企业 IPO 上市采取较谨慎、保守的态度，能够申请上市的少之又少，此一融资途径对民营企业困难重重。

二、证券市场存在不健全的制度

1、缺乏有效的市场监管机制

中国证券市场尚处于发展阶段，相应制度也较不完善，监管机制虽然在不断的更新完善，但仍有不少漏洞。这种机制为“系”的壮大提供了运作空间。

中国没有作为第三方的专业机构对上市公司进行跟监和分析，尤其对上市公司的投资行为、发展战略等进行分析披露。再加上信息不对称，投资者根本无法做正确的判断。

2、“同股不同价”的制度

中国上市公司的股权分成两种定价方式。一种是不流通的法人股，按照净资产定价；另外一种流通股，按照市场需求定价。流通股与法人股的价格之间有着巨大的差异，这种差异导致了如果能够以收购法人股的方式成为上市公司的控股股东，进而控制上市公司，就可以用较低的成本控制数倍甚至数十倍的资产。

法人股虽然不是流通股，但可以进行转让。法人股比较集中，一般分布在少数大股东手中，通过与极少数的大股东进行交易就可以成为上市公司的控股股东，相对来说比较容易。流通股比较分散，在公开市场上交易，要想通过二级市场获得控股股东的地位不仅成本高，而且难度大。

同股不同价的制度为低成本控制上市公司提供了可能。

3、市场评价偏重投机收益

中国证券市场的投资者基本上是靠投机收益，更趋向于上市公司预期价格上涨，而不是上市公司的实际收益。市场评价更着重于上市公司是否有“热点”，对公司的实际运作和过去行为并不重视。从各个“系”上市公司的股票价格变动来看，上市公司出现收购、重组的前后会出现股票价格大幅上涨，而后续发生各种投资、收购行为时，股票的价格多数没有发生变化。从公司的业绩上也可以看出，发生并购并进行资产置换后，上

上市公司当年基本上都扭亏为盈或者盈利上升，而其后各年盈利的变化与股票价格的变化基本无关。

三、民营企业 IPO 存在障碍

中国股市创建以来的相当时期内，股票发行上一直采用额度审批制，并非所有符合条件的企业都能发行股票上市，企业能否上市关键是能否得到地方政府和证管部门获得上市额度。企业的素质固然重要但获取上市额度更加关键。1998 年中国境内直接上市的 106 家新公司中，民企只有 5 家，至 1998 年底直接上市的民企仅占上市总数的 3.06%，截至 2003 年底直接上市的民企比例仅为 6.97%。²

虽然新颁布的《证券法》规定，“公开发行股票，必须依照公司法规定条件，报经国务院证券监督管理机构核准。”这使得民企在上市的政策障碍方面得以疏解，但不完全表示中国股票发行上将完全实施国际通行意义上的核准制。在具有中国特色的“核准制”下，民企 IPO 仍困难重重。

四、“壳”资源过剩

“系”收购上市公司，大多倾向于收购股权的方式，“国退民进”的环境下提供了大量的“壳”资源。长久以来中国资本市场主要为国有企业的改革和改制来服务的，上市公司大都来自国有企业。1999 年 9 月颁布了《关于国有企业改革和发展若干重大问题的决定》后，国家对国有企业布局进行战略性的调整，对国有企业进行改组，很多经营不善的上市公司等待被收购和重组。这样情况下，给民营企业提供了很多“壳”资源。

截至 2000 年 12 月，国内上市公司中，通过法人股转让成为上市公司

²资料来源：张景宏，“首发上市比重仅占 6.97% 民营企业上市具备空间”
<http://news.xinhuanet.com/stock/2004-09/07> 2004 年 9 月 7 日

控制股东的民营企业已超过 100 家。仅 2002 年就有 31 家是民营企业通过买“壳”上市。³

另一方面地方政府也掌握了“壳”资源，且有相当一部分是地方的骨干企业。而地方政府更着眼于引进资金、引进高科技产业、提高税收及就业率等有利于地方经济项目，不是看重企业本身的利益。这些“壳”往往是长期亏损企业，地方政府希望能通过重组方式进行公司改造。地方政府有“壳”更需要资金、人才。“系”在这一方面具有互补于地方政府的“壳”的资源。因此，在多数民营企业的并购过程中，地方政府起了催化作用。

五、行业整合的需要

中国要国际化、全球化，企业必须做强做大，迅速做强做大同行业兼并和整合已经势在必行。如零售业、汽车、水泥、医药、家电、IT 等几乎每一个行业都在进行整合。在大的整合趋势下，若不快速扩张就会在竞争中处于劣势。而进行整合、兼并需要大量的资金作为基础，因此更显得整合对资金需求的急迫性。

³资料来源：曾梓，“买壳上市：民营企业进入资本市场的最佳途径”

http://www.finance-view.com/bgcz_3.htm 2001 年 11 月

第二节 “系”的特征

“系”具有相似的架构，图标如下：

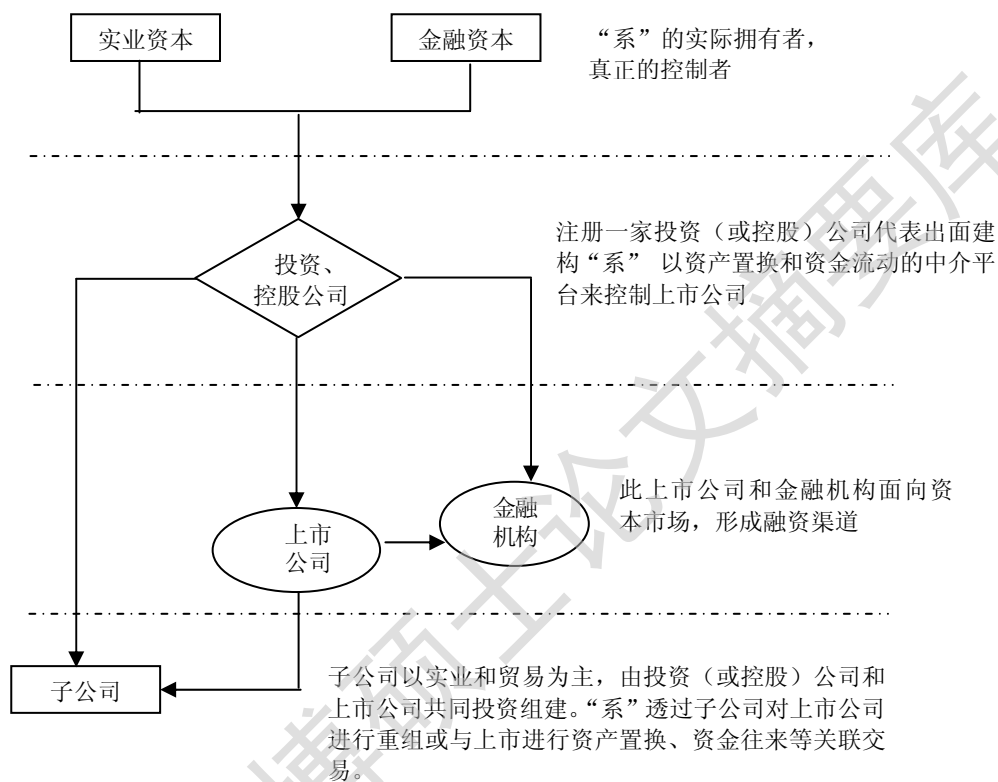


图 1 “系”的架构图

资料来源：本研究整理

STEP1: 资产置换

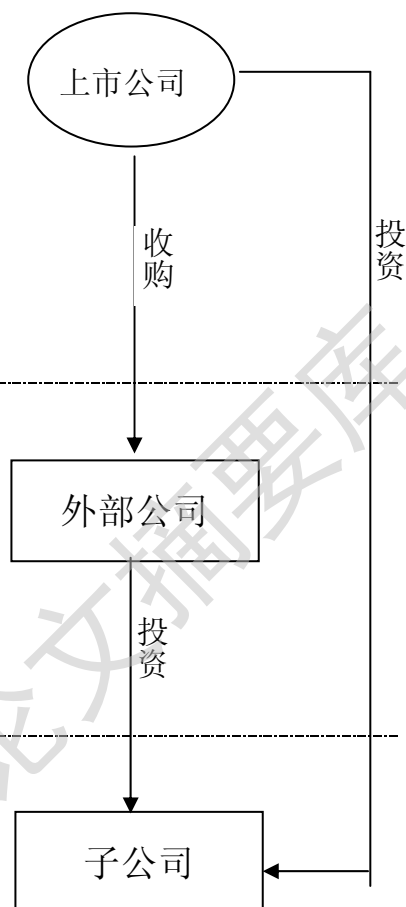
将收购的“壳”进行资产置换，对上市公司注入盈利资产。资产置换的过程中通常会改变原有“壳”公司的主营业务，这会改变募集资金的投向。

STEP2: 产业扩张

由外部公司对该行业进行收购，投资新公司、新项目在地域上和业务组合形成布局。

STEP3: 资产扩张

转让子公司产权和合作成立新公司进行“系”内部的业务整合。



资料来源：本研究整理

图2 “系”业务整合图

第三节 “系”的分类

现被称为“系”的集团越来越多，由于界定不同加上媒体追捧把一些上市公司牵强的关联在一起，命名为“系”，我们将进一步的整理和分类如下表：

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库