

摘 要

由于历史的原因，我国大部分上市公司都是集团公司从其经营性资产中剥离出一块盈利性高、发展前景好的资产进行上市。这种做法为上市公司的规范运作留下了不少隐患，给企业发展带来严重的影响。2004 年以来，整体上市作为我国证券市场的制度创新，成为市场讨论最多的话题。特别是随着 TCL 集团和武钢股份整体上市成功操作以后，在中央和地方两个层面上有不少国有大集团大公司纷纷都表示了整体上市的愿望，一时间“整体上市”迅速成为我国证券市场的一个热门炒作题材。公司整体上市作为我国证券市场的一项制度创新，是否可以优化其公司治理结构，减少关联交易并发挥规模经济的效应进而提升企业价值这一重要课题受到理论与实践的重点关注。在这一背景下，对整体上市进行从理论到实践的系统研究，分析其对企业价值产生的影响，为我国大型企业的企业价值提升提供思路，具有重大的理论意义和现实价值。

本文首先对国内外关于公司整体上市和企业价值的相关研究进行了综述，以企业边界理论、信息理论、代理理论、系统理论和利益相关者理论等为研究的基础，从理论上具体、详细地分析了股权结构、公司治理环境、净现金流量、盈利能力、企业品牌价值等一些重要因素在整体上市后对企业价值所产生的影响，并选择了相应的指标体系分别以武钢股份和鞍钢股份为股权分置改革前后公司整体上市的研究案例，从现实层面剖析了整体上市后上述因素对公司价值提升的作用过程和作用效果。

基于理论分析和案例研究的结论，本文提出如下措施优化整体上市以提升企业价值，包括：完善相关法律法规和配套政策；进一步完善公司治理结构；努力实现集团内核心竞争力的深度整合；加强技术创新，提高国内外市场竞争力。

关键词：整体上市；价值提升；企业边界；影响因素

Abstract

Due to historical reasons, most of China's listed companies went public by the way that the mother corporations peeled off part of high-profitable and prosperous assets from their operational assets. This approach left a lot of hidden troubles to the standardized operations of public companies, and also seriously affected the development of the companies. Ever since 2004, overall listing, which acts as an institutional innovation, has become the most popular topic in China's stock market. Especially, after the successful overall listing of TCL group and Wu Gang Co. Ltd, a number of state-owned large companies and groups, both at central and local levels, expressed the wish to be overall listed. However, as an institutional innovation, it has become an important focus of theory and practice whether the overall listing can optimize the corporate governance, reduce the related party transactions and exert the effect of scale economy to promote the corporate value. Against the backdrop, it has great theoretical significance and practical value to the systemic research of overall listing both in theory and practice, analyze the effect it exerts on the corporate value and provide ideas for the value promotion of China's large corporations.

This article firstly reviewed related research about overall listing and enterprise value at home and abroad, and on the basis of corporation's boundary theory, information theory, agent theory, system theory as well as the theory of stakeholders, the article analyzed the effect exerted by some important factors including the shareholding structure, Debt Repaymet Capability, corporate governance environment, profitability, brand value and so on after overall listing; and also we selected corresponding index system to study the reform of overall listing ,using Wugang Shares as a case study before Non-tradable Shares Reform and Angang Shares as a case after it; and then the article analyzed the process and the function effect which produced by the above factors to promote the company value after overall listing in reality.

We can optimize listed companies'holistic listing to promot the enterprise value by these measures base on theoretical analysis and case study. The measures include: improving the relevant laws, regulations, and supporting policies; optimizing the corporate governance structure; making efforts to achieve the desp integration of the group's core competitiveness; strengthening technological innovation and enhancing competitiveness of domestic and foreign markets.

Key words: overall listing; value promotion; corporation's boundary; influence factors

插图索引

图 2.1 企业最优边界.....	12
图 2.2 企业最佳边界的确定.....	14

附表索引

表 4.1 整体上市对提升企业价值指标体系构成	26
表 5.1 整体上市后（2003.6.30）武钢股份前五大股东分布	30
表 5.2 整体上市前后武钢股份的股权结构变化情况	30
表 5.3 整体上市前后武钢股份财务指标的变化情况	31
表 5.4 整体上市前后鞍钢股份股权结构的变化	36
表 5.5 整体上市前后鞍钢股份财务指标的变化情况	37

湖南大学

学位论文原创性声明

本人郑重声明：所呈交的论文是本人在导师的指导下独立进行研究所取得的研究成果。除了文中特别加以标注引用的内容外，本论文不包含任何其他个人或集体已经发表或撰写的成果作品。对本文的研究做出重要贡献的个人和集体，均已在文中以明确方式标明。本人完全意识到本声明的法律后果由本人承担。

作者签名：刘燕燕

日期：2008年5月20日

学位论文授权使用授权书

本学位论文作者完全了解学校有关保留、使用学位论文的规定，同意学校保留并向国家有关部门或机构送交论文的复印件和电子版，允许论文被查阅和借阅。本人授权湖南大学可以将本学位论文的全部或部分内容编入有关数据库进行检索，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存和汇编本学位论文。

本学位论文属于

- 1、保密□，在_____年解密后适用本授权书。
- 2、不保密。

(请在以上相应方框内打“√”)

作者签名：刘燕燕

日期：2008年5月20日

导师签名：陈世序

日期：08年5月20日

第 1 章 导 论

1.1 选题的背景与意义

整体上市是我国一个特有现象，它是相对分拆上市而言的。在计划经济时期，企业是行政的附属物，不是追求利润最大化的公司，不存在上市的问题。在经济转轨时期，我国建立了资本市场，但具有中国特色整体上市的国企无法满足上市条件，不得不分拆，这就是分拆上市模式一统天下的时代背景。它使得中国资本市场未能与国际接轨，同时公司上市后，集团公司便开始通过关联交易等手段索取回报，把上市公司作为集团母公司的提款机，造成上市公司“一年绩优、两年绩平、三年亏损”的尴尬局面。在市场经济时期，经过十几年的改革，国企的管理体制和运行机制发生了很大变化，我国已初步建立了现代企业制度和公司法人治理结构，有了一大批产权清晰、权责明确、政企分开、管理科学的国有企业，这些企业已经成为了现代意义的公司，具备了整体上市条件。2004年TCL集团成功完成整体上市拉开了中国资本市场上整体上市浪潮的序幕。随着股权分置改革的结束，我国资本市场进入到全流通时代。在全流通环境下，资本市场收购兼并以及优化资源配置的功能得到日益强化，而资源配置功能的强化将势必催生市场中最优质的资产实现资本化的动力。而如果实现整体上市，不但可以解决长期存在的关联交易、同业竞争等问题，还能给上市公司注入新的增长活力，从而使企业价值得到很好地提升。为此，2005年，五部委联合发布的《关于上市公司股权分置改革的指导意见》中就已经明确提出：“在解决股权分置问题后，支持绩优大型企业通过其控股的上市公司定向发行股份实现整体上市”，而《上市公司收购管理办法》的出台则为整体上市提供了市场化的渠道。另外，从中央企业本身利益角度看，在股改后的全流通背景下，如果具有优质资产的中央企业实现整体上市，其所持有的、获得流通权的股权身价与二级市场股价走势直接挂上钩，过限售期或承诺期就可以减持套现，这就能使上市的上市企业从以前的圈钱工具转变为社会上优质资产的吸纳器，增加企业利润，而增加的利润则可以通过市盈率撬动企业的市值，最大效率地体现证券市场的放大效应，从而形成良性循环，提升企业价值，因此，上市公司也将有更强的动力谋求整体上市。

同时，由于我国的宏观经济环境要求不断的金融创新来解决历史遗留问题，国家政策也在不断支持整体上市等金融创新的发展。国务院国资委主任李荣融在不同场合多次都明确表态支持整体上市，可见“整体上市”也已经成为自中央和地方政府高度关注的问题。有迹象表明，中国证监会是支持具备条件的国有大型

企业集团整体上市的。加上一些成功的整体上市案例在市场上产生了巨大的财富效应使得资本市场上产生了整体上市热潮。

大部分学者都认为整体上市有利于减少上市公司与母公司之间的关联交易，发挥企业集团的产业优势，降低企业与市场的交易费用与交易成本，提升市场的资源配置功能与产业整合功能，促进上市公司做大做强。整体上市将是上市公司在日趋激烈的市场竞争中获得规模效益、降低营运成本、减少关联交易、增强市场竞争力的有效途径。但整体上市究竟在多大程度上提升了企业价值、在哪些方面提升了企业价值以及如何通过整体上市来提升企业价值是一个值得我们思考的问题。

从理论意义来看，虽然我国有不少学者对整体上市进行过研究，但是对于整体上市是否提升企业价值的规范研究文献较少，对整体上市给企业价值带来的影响也缺乏系统的研究。因此，非常有必要从理论上对整体上市对企业价值的提升进行深入研究。从现实意义看，整体上市一出现就成为证券市场上的热点。一方面，这同政府的政策支持密不可分；另一方面，也是因为整体上市有利于减少上市公司与母公司之间的关联交易，发挥企业集团的产业优势，提升市场的资源配置功能与产业整合功能，从而提升企业价值。因此，通过对已成功完成整体上市的企业的企业价值提升的具体表现进行分析，可以为那些正在准备或将来进行整体上市的国有大中型企业集团提供依据和启示。

1.2 文献综述

1.2.1 整体上市的文献综述

目前对整体上市的学术论文较少，总体观点可分为两个阶段：股权分置改革前和股权分置改革后。

股权分置改革前主要有黄湘源(2004)他认为当时的整体上市不仅是一种局部性的气候，同时也将成为一种趋势，其具有三方面的意义：一是整体上市对于我国证券市场上大量存在的母子控股型上市公司而言，能帮助消除关联交易的负面影响；二是整体上市本质上是一种旨在改造上市公司质量的并购重组，它对于上市公司做大做强的促进作用是十分明显的；三是整体上市为国有股减持和流通提供了“曲线救国”的新思路^[1]。黄清(2004)从分拆上市和整体上市模式的案例分析入手研究了我国国有企业的整体上市。她认为分拆上市模式起到了历史发展的作用，但是也存在着一些严重的弊端，而整体上市模式有助于解决分拆上市的缺陷。她指出国企整体上市后，上市公司与存续企业的矛盾天然不存在，控股股东与中小股东的利益趋于一致，并且，国企整体上市后，股权结构也很清晰，由各级国

资部门和流通股股东共同持股上市公司，国资部门作为股东，享受股东权利，承担股东义务。此外，企业整体上市后，还可以利用资本市场这个平台，不间断的进行内部重组与优化，进而提高核心竞争力，做大做强^[2]。韩志国(2004)认为整体上市有利有弊，整体上市除了具有前面提到的积极意义以外，还具有三方面的弊端：一是整体上市不利于化解我国证券市场股权分裂与股本泡沫的既有矛盾，反而呈非流通股数量的大幅增加的趋势；二是在我国证券市场的问责机制还没有有效建立的情况下，整体上市的资产质量缺乏制度保障；三是在股权分裂状态下，整体上市无法解决上市公司“一股独大”的现象，控股股东与流通股股东之间也未能建立起共同的利益指向，反而整体上市会为大股东的恶性“圈钱”打开空间。乐嘉春和吴培新(2004)在剖析 TCL 集团整体上市案例的基础上，认为整体上市是我国国资改革的新思路，它不仅有利于解决我国上市公司历史遗留下来的母子公司间复杂多样的关联交易的问题，同时能形成股权结构多元化，以相对较低的成本和代价，提高上市公司的质量、独立性和透明度。另外，整体上市后的国有企业集团能够募集到企业发展所需的扩张资金，做大做强。再次，整体上市能塑造出一大批绩优蓝筹和具有较好成长性的上市公司，吸引社保基金、QFII 和保险资金等大机构和大资金不断进入证券市场^[3]。钱启东和伍青生等(2004)认为整体上市的出现有其必要性和必然性，它符合企业边界理论，是企业对其边界进行调整，以降低交易费用和实现资产配置效率的最优化。它还有利于企业加快做强做大和提高国内外市场竞争力。同时，整体上市能解决或缓解上市公司与其大股东之间一系列积弊问题，如有助于大量减少关联交易，有助于避免上市公司因恶意担保而带来的连带责任，有助于上市公司开展大刀阔斧的集团内部产业结构调整以规避和化解经营风险^[4]。邓晓桌(2004)通过比较 TCL 集团和武钢股份的整体上市的方式，说明了整体上市之所以受到市场的追捧，原因在于它符合股票市场所具有的产业整合功能，并有利于消除关联交易、控股股东挪用上市公司资金等市场病疾。此外，针对分拆上市造成国内上市公司小型化，大型优质公司所占比例相当小，从而使得国内大量大型公司奔赴海外各地上市，国内证券市场出现世界市场边缘化的问题，整体上市不仅有利于上市公司的质量迅速提高，也可以迅速提高国内证券市场的质量，减少投机者对国内股市的操纵^[5]。复旦大学管理学院产业经济系的副主任胡建绩认为，整体上市是解决中国企业各种问题的一种方式，但它将减弱进一步产业或业态变动的灵活性。而且，从国家整个改革过程来看，整体上市是一种机制拉动体制的改革方式。

股权分置改革后，并购重组、整体上市又被赋予新的内容，全流通的到来又给整体上市提供了更佳有利的环境。卢勇贞(2006)认为：国有企业改革的不断深

化使整体上市的条件日趋成熟，许多中央企业确定主业后进一步加大并购重组力度，在布局与结构调整中向主业集中，向核心企业集中成为普遍的做法。与分拆上市相比整体上市的优点显而易见体现在整体改制中，主要生产要素不发生变化，有利于保持企业运行的连续性；有利于集团公司层面建立现代企业制度管理层次清晰；有利于集团公司对下属公司的控制，减少关联交易，便于信息公开披露，增加公司运作的透明度，不会造成人员分割，避免内部人员的矛盾冲突；有利于加大融资规模扩大流通市值增强流动性；有利于塑造统一的企业品牌和对外形象^[6]。刘志勇（2007）认为全流通条件下上市公司整体上市呈现出新特点：一是整体上市不存在即期的融资行为；二是整体上市预期融资效果明显；三是财富效应放大；四是增强大股东的控股地位；五是整体上市时机选择有所不同^[7]。而皮海洲（2007）则认为整体上市在隐忧中前行，有投资者对整体上市充满了担心，首先担心大股东借整体上市“圈钱”；其次，担心大股东借整体上市转嫁经营风险；其三，当心上市公司以次充优，通过整体上市向大股东进行利益输送，或者套现大股东不良资产^[8]。

从国内学者针对整体上市的各种讨论可以看出，我国学者对于整体上市的研究呈现以下两个方面的特征：

（1）大部分学者对现有整体上市的研究基本上都是以 TCL 集团整体上市模式和武钢股份整体上市模式为范例进行讨论的，这就说明了 TCL 集团模式与武钢股份模式的代表性和重要的讨论意义。这两起案例是目前我国证券市场上出现最早、已顺利完成的整体上市模式，并且也正是由于这两起案例的发生才引出了后来对整体上市的所有讨论。

（2）大部分学者都是在分析 TCL 集团整体上市模式和武钢股份整体上市模式的基础上来讨论，但是在模式分析时一般都着力于对模式本身的分析，而对于整体上市后对上市公司产生的影响讨论较为简单，缺乏理论说服力。特别是大部分文章在说明整体上市对上市公司的公司治理结构的影响时，都没有给出具体的数据证明，并且也没有进行仔细的理论解释，显得比较粗糙。

1.2.2 企业价值的文献综述

1.2.2.1 国外有关企业价值的研究

目前国外有关企业价值的研究主要包括以下两方面：

（1）财务指标与公司价值的关系研究

目前这些研究大多以上市公司为样本，并直接选取反映公司经营结果的财务指标，如每股收益、公司账面价值等对公司价值进行解释。伯纳德（1993）通过对

美国上市公司的回归分析发现，公司账面价值对公司市场价值的解释力约为 55%，如果加入公司资产收益率(ROE)，两个变量一起可解释公司市场价值的 64%^[9]。Rees (1997)通过对英国公司 1987-1995 年的数据研究发现帐面价值和收益率能解释 54%的公司市场价值^[10]。Frankel 和 Lee(1996)以 20 多个国家 1987-1994 年的数据为样本，研究会计价值、预期收益与市场价值的关系，发现以剩余收益模型为基础的价值估计在所在国家均具有超过账面价值和收益对市场价值的解释力^[11]。然而，Collins, Maydew 和 Weiss (1997)对美国公司 1953-1993 期间数据为对象，检验账面价值和收益对公司市场价值增加的解釋能力，他们发现收益能力对市场价值的解释能力在下降，而账面价值对市场价值的解释能力在上升。收益的解释能力在下降是因为一次性或非正常性收益的增加^[12]。Penman (1992)和 Ohlson (1995)认为账面价值代表公司未来预期正常收益的现值，因为公司期望其资产在未来至少应获得与其成本相等的收益。Daniel W Collins, Morton Pincus 和 Hong Xie (1999)以 Ohlson 模型为基础，研究了账面价值在具有负收益的公司的价值评估中的作用，进一步证实了 Penman 和 Ohlson 的结论，即账面价值代表了当前具有负收益的公司未来正常预期收益的现值^[13]。Raymond D. King 和 John Chrstlan Langh (1998)对英国、德国和挪威三个国家的不同会计政策下的账面价值和收益对市场价值的解释能力进行了比较研究，发现账面价值和收益与当前股票价格都呈显著的正相关关系，但会计政策不同，他们之间的相关性也有所不同，会计政策越保守，会计变量对股票当前价格的解释力越低，反之越高。因为在保守的会计政策下，帐面价值更强调历史成本而很少利用资产重估价值，对无形资产的确认也更为谨慎^[14]。

(2) 公司股权结构、治理机制与公司价值关系研究

这方面的研究是以 Myers, Jensen 和 McConnell & Servaes 为代表，分析企业的债务结构、股权结构对公司成长性的影响，采用托宾 Q 值来作为度量企业价值增长的指标。而这方面的工作主要是对自 1976 年 Jensen 和 Meckling 开始的资本结构的代理成本理论的实证研究的继承。Jensen 和 Meckling (1976)对委托代理成本进行了分类研究，委托人监督支出和代理的保证支出越高，委托人的剩余损失就越小，即在反映委托人对代理人的有效监督程度指标、代理人的保证支出指标和反映委托人利益最大化的企业经营绩效指标之间存在正相关关系。他们进一步把公司的股东分为内部股东(公司的管理者持股股东)和外部股东，发现两类股东对公司价值的作用是不同的，公司的价值取决于内部股东所占有股份的大小^[15]。Christie (1989)指出公司投资选择的产业影响企业的价值增长，不同的产业，企业发展的机会不同。而 Smith and White (1992)认为，不同产业中企业的价值增

长差异主要源自于不同产业内部的人力资本与专用性资产的结合方式的不同。Grossman 和 Hart (1980), Harris 和 Raviv (1997) 等对债务融资如何缓解代理问题, 从而影响企业价值进行了研究。认为在经理人市场完全竞争的假设条件下, 在企业经营者承担企业破产成本的前提下, 企业的代理问题可以得到缓解, 企业的长期债务和企业的市场价值是负相关^[16]。青木昌彦(1995), Estrin 和 Wright (1999) 对前苏联及东欧各国的经济转型过程进行了研究, 发现过多的公司经理持股和内部职工持股产生了公司治理结构的内部人控制问题, 这种内部人控制被认为限制了私有化后的公司重新改组, 进而影响到企业的绩效^[17]。Shleifer 和 Vishny (1997) 研究发现大股东的存在有利于公司价值的增加。Demsetz (1983) 认为企业的所有权结构是寻求公司价值最大化的结果。他和 Lehu (1985) 通过对前五大股东、前十大股东持股比例以及代表股权集中度的赫芬德尔指数与会计利润之间的实证分析, 没有发现显著的相关关系。Thomsen S. 和 Pedersen (2000) 发现, 435 家最大型欧洲公司的股权集中度与公司绩效之间的联系是非线性的, 以至于股权集中度超过某一点后对绩效有相反的影响^[18]。

1.2.2.2 国内有关企业价值的研究

在国内, 蒋义宏、魏刚(2001) 研究了我国上市公司主营业务利润、核心盈利能力与公司价值的关系, 发现我国上市公司主营业务利润比重与公司价值存在正相关的关系, 而我国不少上市公司主营业务利润比重较低, 盈利质量不高, 未能形成自己的核心盈利能力。朱武祥、宋勇(2001) 以家电行业 20 家上市公司为样本, 分析股权结构与企业价值的相关性。结果表明, 在竞争比较激烈的家电公司战略, 经营绩效业绩和公司治理质量的评价功能和控制权收购功能可以促进上市公司在竞争日益激烈的产品市场上, 选择有利于驱动公司长期可持续发展和股东价值增长的股权结构^[19]。孙永祥、黄祖辉(1999) 用国内上市公司数据, 研究国内上市公司的股权结构和企业绩效时发现, 随着公司第一大股东股权比例的上升, 托宾 Q 值先是上升, 当第一大股东的股权比例超过 50% 后托宾 Q 值开始下降^[20]。徐二明、王智慧(2000) 认为大股东的存在有利于公司价值创造能力的提高, 股权的集中与公司的价值成长能力具有显著的正相关关系, 张红军(2000) 对 1998 年的 385 家上市公司的实证分析表明, 前五大股东与公司价值有显著的正相关关系^[21]。吴淑馄 (2002) 对我国 1997-2000 年上市公司的研究发现, 股权结构与公司绩效呈 U 型关系^[22]。

1.2.2.3 对企业价值的简单评述

目前国内外经济理论界、资产评估界对企业价值的认识并不完全一致。存在

着多种观点。不同的企业价值观点，将直接影响到实现企业价值最大化的途径、方法的选择与运用，进而影响到企业价值计量的准确与客观。所以，对企业价值的不同观点进行评述，认识它们本质十分必要。

第一种观点认为：从会计核算角度，企业价值是建造企业的全部费用的货币化表现，其大小是由建造企业的全部支出构成的。因此，企业价值可由企业各单项资产评估值加总得到。确切地讲，这不是评估企业的价值，而是评估企业资产的价值。实际上，企业价值与企业资产价值是两个比较容易混淆的概念。通常，对正常经营的盈利企业，企业价值要高于企业资产价值；而亏损经营小型企业，企业价值要低于企业资产价值。

第二种观点认为：从马克思政治经济学的角度，企业价值是指凝结在企业这一特定商品上的无差别的人类劳动，其大小是由其社会必要劳动时间决定的。对于企业来说，由于它的产生和存在也凝结了无差别的人类劳动，能够生产出具有使用价值的各种商品以获取利润，因此企业既具有使用价值也具有价值，是一类特殊的商品，可以上市，可以买卖，也可以兼并、收购、改制、重组、破产，通过市场交易来体现出其价值的高低。这种观点无疑是正确的，然而对于企业这一特殊的商品，并非像一般商品那样能批量生产、批量销售，企业交易的稀少性和个别性致使凝结在其中的社会必要劳动时间的计量异常复杂困难，我们难以建立社会必要劳动时间与货币量之间的联系与纽带。所以，用马克思的劳动价值论解释企业价值具有理论研究意义，但目前在实务中尚无法用于实际操作。

第三种观点认为：从市场交换角度，企业价值是由企业的未来获利能力决定的，企业价值是企业未来各个时期产生的净现金流量的贴现值之和。企业是一个将投入转化为产出的组织，企业存在的价值就是盈利，其目的是通过有效率的生产实现利润最大化。现代企业理论更多地把企业看作是投资者的契约集合。投资者把资金投入企业，委托企业通过组织各种生产经营活动实现资金的增值。每一名投资者与企业都是契约关系。投资者为企业提供资金，企业则要承诺能够不断为投资者创造满意的回报。如果企业实现的收益低于投资者的预期，投资者将采取出售股份等形式撤回资金，终止与企业的契约关系。新产权所有者之所以愿意购买企业，是因为企业为他们提供了一种获取投资收益的途径，企业的投资收益率越高，愿意购买它的人就越多，它的价值也就越大。因此，企业价值的大小是由它的获利能力强弱决定的。

第四种观点认为：企业价值是由企业的未来获利能力决定的。但从发展的眼光来看，企业的未来获利能力包括两部分：企业现有基础上的获利能力和潜在的获利机会。前者是指在企业现有的资产、技术和人力资源基础上，已经形成的预

期获利能力；后者是指企业当前尚未形成获利能力，但以后可能形成获利能力的投资机会。所以，企业价值是企业现有基础上的获利能力价值和潜在的获利机会价值之和。20世纪90年代出现的新经济时期的市场特征和高新技术企业发展的实际，使人们对企业价值有了创新性的认识，出现了一种建立在期权定价理论基础上的企业价值观点：企业价值是现有的各种经营业务所产生的未来现金流量的贴现值之和再加上企业所拥有的获利机会的价值，即企业价值是企业现有基础上的获利能力价值和潜在的获利机会价值之和。这种企业价值的观点，第一次把企业所拥有的机会价值包括到企业总价值中来，反映了人们对企业价值内涵认识的深化与扩展，为我们更加准确把握企业价值的大小提供了更广阔的视野和思维空间，代表了企业价值理论最新发展方向。

1.3 论文的研究方法和内容

本文采用了案例分析法。研究的主要内容及文章结构安排如下：

第1章是导论。提出了本文要研究的问题，介绍了研究背景与研究意义，回顾了国内外相关的文献，并针对已有研究存在的一些问题引出本文的研究思路。界定本文所用的整体上市、企业价值的内涵。

第2章是整体上市与企业价值的理论基础。相关基本理论包括：企业边界理论、代理理论、信息理论、企业生态系统理论、企业利益相关者理论。

第3章是整体上市对提升企业价值的影响分析。分析了股权结构、公司治理环境、净现金流量、企业品牌价值等相关重要因素在整体上市后对提升企业价值产生的影响。

第4章是衡量整体上市对提升企业价值的指标体系。在前章综合分析的基础上，本章将相关因素进行量化，以进行较为准确的评判，我们选择了股权结构指标、偿债能力指标、盈利能力指标、成长能力指标。

第5章是整体上市对提升企业价值影响的案例研究。运用前章的指标体系，以举例武钢股份和鞍钢股份为股权分置改革前后公司整体上市的案例研究，从现实层面剖析了整体上市后企业价值提升的作用过程和作用效果。

第6章是优化整体上市以提升企业价值的政策建议。通过前一章的案例研究，针对企业整体上市存在的问题提出了优化整体上市以提升企业价值的政策建议。

1.4 相关概念的界定

1.4.1 整体上市内涵和优点

1.4.1.1 整体上市的内涵

从我国证券市场的实践来看，整体上市既是相对于分拆上市而言的，也是相对于平常整体上市(如建行)而言的，指母公司以其全部或主要经营性资产上市。具体而言，整体上市的实质内涵包括以下几个方面：

(1)以整体上市为目标，积极推进集团公司产权多元化的股份制改造，形成符合上市要求的现代产权制度和现代企业制度，实质性地改善企业治理结构和集团公司整体形象。

(2)以整体上市为契机，重组和整合集团公司内部的资产、产业等要素资源，甚至还重构企业组织架构及管理流程，以凸显主业并提高其规模效应和市场竞争能力，从而更有效地做强做大企业。

(3)通过整体上市，可以消除或避免先前部分资产或产业“分拆上市”后产生的大量关联交易、上市公司违规为控股股东担保及控股股东挪用上市公司资金等市场瘤疾。

(4)通过整体上市，集团公司实现了直接融资，并进一步增强后续融资能力。

(5)借整体上市连同多元改制之机会，集团公司引入战略投资者的同时，更期望连同实施多类型股权激励计划。

1.4.1.2 整体上市的优点

整体上市模式的优点是：(1)主要生产要素不变，有利于保持企业运行的连续性；(2)发挥规模效应与协同效应，避免业务单一带来的经营风险；(3)公司管理层次比较清晰；(4)关联交易少，便于信息公开披露，增加公司运作的透明度；(5)原有员工都在上市公司，不存在是否进入上市公司的问题，避免了内部人员的矛盾冲突；(6)加大融资规模，扩大流通市值，增强流动性；(7)有利于塑造企业品牌和统一的对外形象。

此外，针对分拆上市，整体上市可以克服分拆上市的弊端。因为为了整体上市，企业必须认真进行重组，该核销的不良资产必须核销；分离出去的辅业必须实现两个根本转变，即企业性质要根本转变，职工身份要根本转变，要与原企业彻底脱钩；企业所办履行社会职能的单位必须彻底移交地方管理。否则，资本市场不会接纳。这就从外部给企业改革施加了压力，迫使企业发生脱胎换骨的变化，为克服分拆上市的弊端打下了基础。企业整体上市后，原企业注销，没有存续企

业。因此，上市公司与存续企业的矛盾天然不存在，整个集团公司有共同的目标就是发展上市公司。

1.4.2 企业价值的界定

为了明确本文中企业价值的含义，我们对企业价值做出了界定。这个界定是从两个方面进行考虑的：第一，从企业价值评估的角度；第二，企业的价值取决于要素资产组合的整体盈利能力。因此不具备现实或潜在盈利能力的企业不存在价值。

(1) 企业的价值是企业的公允市场价值。这不仅是由企业作为评估的对象决定的，而且是由对企业进行价值评估的目的所决定的。企业价值评估的主要目的是为企业产权交易提供服务，使交易双方对拟交易企业的价值有一个较为清晰的认识，并且其揭示的是企业的公允市场价值。

(2) 企业价值是基于企业的盈利能力。企业在广义上可以被认为是生产同一种产品，即利润(现金流)的组织。人们创立企业或收购企业的目的不在于获得企业本身具有的物质资产或企业生产的具体产品，而在于获得企业生产利润(现金流)的能力并从中受益。因此，企业之所以能够存在价值并且能够进行交易，是由于它们所具有的产生利润(现金流)的能力。

(3) 企业价值有别于账面价值、公司市值和清算价值。企业的账面价值是一个以历史成本为基础进行计量的会计概念，可以通过企业的资产负债表获得。由于没有考虑通货膨胀、资产的功能性贬值和经济性贬值等重要因素的影响，所以企业资产的账面价值明显区别于本文所述的企业价值。公司市值是指上市公司全流通股股票的市场价格(市场价值之和)。在发达的资本市场上，由于信息相对充分，市场机制相对完善，公司市值与企业价值具有一致性。由于我国尚处在经济转型中，证券市场既不规范，也不成熟，上市公司存在大量非流通股，因而不宜将公司流通股市值直接作为企业价值。清算价值是指企业停业经营，变卖企业的所有资产减去所有负债后的现金余额。这时企业资产价值应是可变现价值，其不满足整体持续经营假设。破产清算价值是对企业的价值评估，不是对企业一般意义上价值的揭示，该类企业作为生产要素整体已经丧失了盈利能力，因而也就不具有通常意义上的企业所具有的价值。

(4) 企业价值是企业现有基础上的获利能力价值和潜在的获利机会价值之和。从发展的眼光来看，企业的未来获利能力包括两部分：企业现有基础上的获利能力和潜在的获利机会。前者是指在企业现有的资产、技术和人力资源基础上，已经形成的预期获利能力；后者是指企业当前尚未形成获利能力，但以后可能形

成获利能力的投资机会。这种企业价值的观点，第一次把企业所拥有的机会价值包括到企业总价值中来，反映了人们对企业价值内涵认识的深化与扩展，为我们更加准确把握企业价值的大小提供了更广阔的视野和思维空间，代表了企业价值理论最新发展方向。

第 2 章 整体上市与企业价值的理论基础

2.1 企业边界理论

企业边界理论认为企业边界存在一个最优点，在这一点上企业的效率处于最优状态，如图 2.1 所示。

在 A 点左面，企业没有达到最优边界，可以通过兼并等方法扩大企业的边界以实现最优。而在 A 点右面，企业超出了最优边界，就可以通过企业分拆等方法来缩小企业的边界以实现最优。企业的边界包括横向边界和纵向边界。

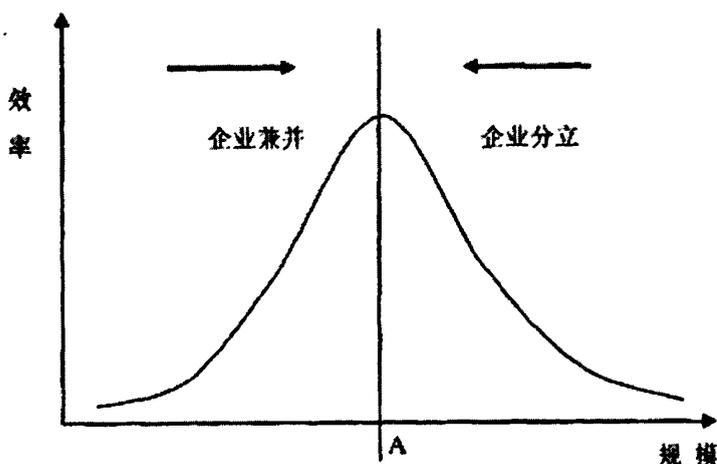


图 2.1 企业最优边界

2.1.1 企业整体上市与企业横向边界

企业的横向边界(Horizontal Boundaries)是指企业提供产品或服务的数量和种类。在不同行业中，企业的横向边界存在着很大的差异，在大型制造企业比如汽车、石油和钢铁业中，几个大型公司占据了绝大部分的市场份额，而在服务业中，如理发、餐饮、甚至广告、咨询等则是小公司的天下。企业的横向边界主要与规模经济和范围经济这两个紧密相连的问题有关，研究横向边界实际上就是研究这两个既密切相关又有区别的问题。

规模经济是就专业化生产而言的，同样范围经济是就多样化而言的。从规模经济与范围经济的观点来看，企业在进行专业化和多样化的道路上只要未跨出与其相适应的横向边界，那么它就能享受到规模经济和范围经济带来的好处。就我国的上市公司而言，因为历史的原因，我国的上市公司大部分是由集团公司拿出部分资产或产业“分拆(剥离)上市”的，其结果是上市公司的规模普遍偏小，大

型优质公司所占的比重相当小。集团公司通过对旗下的资源进行剥离、整合、整理等，提升资产质量实现整体上市，显而易见，企业的规模扩大了，加强了资本扩张的能力。企业规模的扩大，就能享受固定成本分摊和专业化生产的优势。只要企业因规模扩大而带来的人员、组织沟通、激励等成本的增加小于规模扩大而享有的成本优势，则企业可以分享规模经济。即当企业的规模扩大时，其边际成本小于平均成本，企业就处于规模经济阶段。从整体上市的范围经济来看，集团公司上市后，知名度提高，下属公司可以享受集团品牌这个无形资源的范围经济的好处。正如 Besanko, Dranove 和 Shanley 所指出的那样，具有品牌忠诚的消费者倾向于认为同一品牌之下另外的产品“也会令人满意”(1996)。这也就是 Besanko, Dranov 和 Shanley (1996)所说的“伞品牌(umbrella branding)”^[23]。当消费者应用过去的购买经验去推理同一品牌下的另一新产品的时候，伞品牌就非常有效。伞品牌会为新产品提供一种外在经济，厂商可以利用这种保护伞效应去抵消消费者对新产品的陌生感和不放心，从而诱导出需求。

2.1.2 整体上市与企业纵向边界

交易费用理论认为企业和市场是不同的交易机制。市场以价格机制配置资源，企业以行政手段配置资源，企业和市场可以相互代替。企业以行政手段取代市场交易以消除市场交易的不确定性，用企业管理组织成本取代市场交易中的信息搜寻和契约执行等费用。当市场交易费用高于企业内部交易费用时，企业可以用内部化的行政方式配置资源来内化市场交易，从而获得比市场更高的效益。但企业不能完全取代市场，因为企业内部存在组织成本，规模越大，组织成本越高，因此企业扩张都有边界限制。威廉姆森认为企业的扩张和收缩都是以最大限度提高企业效率或节约成本为出发点的，当企业内组织的边际费用等于市场交易的边际费用或扩大企业规模内化市场交易所节省的费用等于管理费用的增长时，企业规模达到平衡点。“企业扩张必须达到这一点，即在企业内组织一笔额外交易的成本等于在公开市场上完成一笔交易的成本。”当企业继续扩张时，就需要考虑如何利用市场机制的外化资源。图 2.2 显示了企业边界的确定情形。

市场成本一般不会随单个企业规模的变化而变化，呈水平线。企业的层阶组织成本一般会随公司规模和业务范围的扩大而上升。在 A 点企业层阶组织成本与市场成本相交，与 A 点对应的 B 点是在目前状况下的最佳企业边界。

整体上市就是企业对其边界进行调整，把集团母公司与子公司间的业务关联交易绝大部分都转换成上市公司内部的资源配置，以降低交易费用和实现资源配置效率的最优化。这是因为：整体上市意味着上市公司的资产完整性、业务独立性

都大为提高，而且是把集团母公司与子公司之间的业务关联交易绝大部分都换成

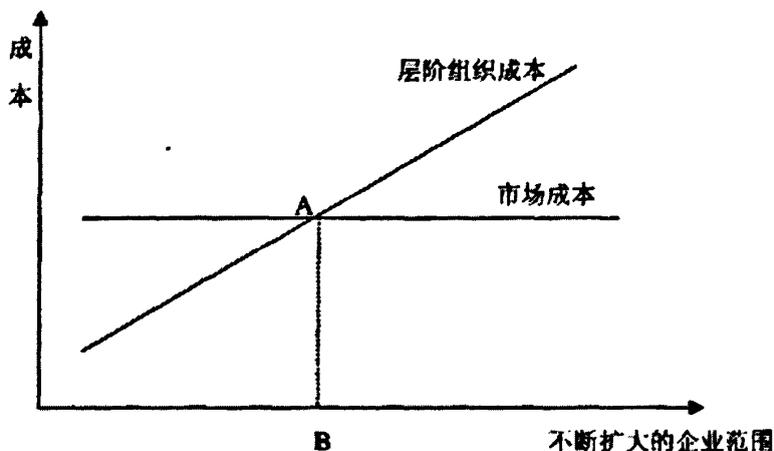


图 2.2 企业最佳边界的确定

了上市公司内部的资源配置，这显然有利于上市公司长远发展，也有利于整个企业(集团公司)降低交易费用和实现资源配置效率的最优化。当然，通过整体上市来确立合适边界也不是无条件的，如果不同的资产缺乏互补性，其资产在同一组织内的运作收益或配置效率是递减的，整体上市后因规模扩大带来的组织成本的增加超过了市场行为(外部交易)成本时，也就不宜参与整体上市，而是应该进行收缩性的资本运营，回到科斯定义的临界点。

2.2 代理理论

当管理者只拥有一小部分公司的所有权时，代理问题便产生了。这种部分所有权会导致管理者的工作热情比拥有全部所有权时少，并且因为大多数花费可由拥有多数股份的所有者承担，所以他们会消费更多的津贴。同时，在股权分散的企业，单个所有者没有足够的动力花费大量资源去监督管理者的行为。如何解决这些代理问题?并购活动的存在也是其中的方式之一。而整体上市实际上就是资产的并购重组。

并购重组的代理问题理论有两个方面。一方面，接管的威胁代替了单个股东对管理者监督，从而缓解了代理问题。如果企业的管理层因为无效率或代理问题而导致经营管理滞后的话，并购市场将提供外部控制手段，企业可能被接管，从而面临被收购的威胁。另一方面，并购企业的决策者过高地估计管理者运用目标企业资源的能力，企业并购是为了满足管理者的野心和自负感，以便施展他们的管理才能和技巧。这也意味着管理者的决策往往会违背股东的利益，尽管管理者

的意图是通过并购来增加企业的资产，但采取的行动并不总是正确，这正是自负或自大的结果。

2.3 信息理论

信息理论指由于并购谈判、招标收购和制定联营计划的过程中会产生新的信息，公司的所有者权益被重新估价。理解整体上市与信息理论的关系分为两层意思。一层是背后鞭策解释，这一观点认为并购会刺激管理层去履行价值更高的经营战略。另一层是坐在金矿上解释，这一观点认为谈判或招标活动会散布新的信息，或导致市场相信投标者掌握有更好的信息，这时，市场会重新估价先前被“低估”的股价。价值低估的另一面是单个投资者与控制集团在地位上的不同。例如，公司股票的市场价值与这些股票所代表的资产的重置成本间的比率是一个非常有意义的比率，如果一家公司想要增加生产特定产品的能力，购买一家生产这种产品的企业比从头做起更便宜。假设这一比率为 0.6，收购溢价高于市场价值 50%，结果是收购价为 0.6 乘以 1.5，等于 0.9。这意味着平均收购价格仍比收购资产的当前重置成本低 10%。

2.4 企业生态系统理论

企业生态系统理论认为，一个生命体自然不能遗世孤立，它必然根植于其所栖息的天然环境与政治、经济环境之中，和周围的环境产生这样那样的关系。如果将这个生命体与其所处的环境看作一个整体，便构成了一个具有一般系统属性的企业生态系统。企业本身就是一个生命系统，同时它又是高一级的、它所栖息的生态系统的有机组成部分^[24]。因此，在当今产业界限日益融合的情况下，企业不应把自己看作是单个的企业或扩展的企业，而应把自己当作一个企业生态系统的成员。这个经济系统生产对顾客有价值的产品或服务，其成员包括供应商、主要生产者、竞争者和其他利益相关者。随着时间变化，它们常常倾向于围绕其中一个或多个核心企业指引方向，合作演进各自的能力和角色。这些领导企业的角色可能会随时间而发生变化，但其发挥的功能对整个共同体有重要价值，因为它使其成员朝着共同远景来配置投资并且相互支持。在这个系统中，企业的投资与回报是建立在网络系统的双循环效益递增模型基础之上的^[25]。

企业生态理论认为，企业必须在良性的生态系统中才能生存。而企业的主要利益相关者是构成企业生态系统的重要组成部分。追求永续经营的企业必须在主要利益相关者之间建立价值均衡体系，实质是企业通过调节与每一个利益相关者之间的互动关系最终达到各利益相关者之间的动态平衡：企业为用户创造价值，

用户以利润作为回报；企业向政府纳税，承担环保就业等社会责任，政府则提供企业发展的软硬件环境；银行贷款给企业，企业以利息作为回报；股东向企业投资，企业以红利作为回报；经营者投入企业家才能，企业以年薪、股权、成就感等作为回报；员工投入知识型复杂劳动或简单劳动，企业以工资、奖金、股权和归属感、个人成长、成就感作为回报等等。

从以上企业价值均衡体系中我们可以看出，企业不是单纯为哪一个利益均衡者创造价值的机器，企业只谋求某一方面的利益必然会使各利益相关者的利益失去均衡，从而破坏整个企业生态系统。

2.5 企业利益相关者理论

利益相关者理论(Stakeholder Theory)是 20 世纪 60 年代左右在西方国家逐步发展起来的。进入 80 年代以后其影响开始扩大，促进了企业管理理念和管理方式的转变。利益相关者理论的核心观点是：任何一个企业都有许多利益相关者，如：投资人、管理人员、供应商、分销商、员工、顾客、政府部门、社区等等，他们都对企业进行了专用性投资并承担由此所带来的风险，企业的生存和发展取决于它能否有效地处理与各种利益相关者的关系，而股东只是其中之一罢了^[26]。为了保持企业的持续发展，企业应该将其剩余索取权和剩余控制权在主要利益相关者之中进行分配，不同的配分方式将会产生不同的绩效水平。

首先给出“利益相关者”定义的是美国斯坦福研究院(Stanford Institute)的一些学者，他们给出的利益相关者的定义是：“对企业来说存在这样一些利益群体，如果没有他们的支持，企业就无法生存”^[27]。这个定义对利益相关者界定的依据是某一群体对于企业的生存是否具有重要影响。虽然这种界定方法是从非常狭义的角度来看待利益相关者的，但是它毕竟是人们认识到企业存在的目的并非只为股东服务，在企业的周围还存在许多关乎企业生存的利益群体。

最早正式将“利益相关者”一词引入管理学和经济学研究的是美国学者安索夫，他认为，“要制定出一个理想的企业目标，必须综合平衡考虑企业的诸多利益相关者之间相互冲突的索取权，他们可能包括管理人员、工人、股东、供应商以及分销商”。

在所有关于利益相关者的定义中，弗里曼的观点最有代表性。事实上，弗里曼(Freeman, 1984)的《战略管理：一种利益相关者的方法》一书的出版，被认为是利益相关者理论正式形成的标志。在这本书中，弗里曼认为“利益相关者是能够影响一个组织目标的实现，或者受到一个组织实现其目标过程影响的所有个体和群体”，要基于企业利益相关者之间的复杂关系来研究企业的战略问题。弗里曼

不仅将影响企业目标达成的个体和群体视为利益相关者，同时也将受企业目标达成过程影响的个体和群体看作利益相关者，并正式将当地社区、政府部门、环境保护主义者等实体纳入利益相关者管理的研究范畴，大大扩展了利益相关者的内涵。同时，弗里曼还从所有权(Ownership)、经济依赖性(Economic Dependence)和社会利益(Social Interest)三个不同的角度对利益相关者进行分类^[28]。

尽管到现在还没有一个统一的利益相关者的定义，但一个值得关注的趋势是，许多学者开始探索将利益相关者界定为那些与企业有一定的关系，并在企业中进行了一定的专用性投资的人，这些专用性投资可能是物资资本的投资也可能是人力资本的投资，通过这些专用性投资，他们与企业或紧密，或松散地联系在一起，其紧密程度取决于其投资专用性的大小。总之，企业的利益相关者是指那些在企业中进行了一定的专用性投资，并承担了一定风险的个体和群体，其活动能够影响该企业目标的实现，或者受到该企业实现其目标过程的影响。

利益相关者理论认为企业的目标是创造财富，是为所有的利益相关者和社会有效地创造财富。它认为所有拥有合法性利益的个人和团体参与到一家公司中，其目的在于获得一定的收益，并不存在某一方的利益和收益要求比其他的参与者更优先。而利益相关者理论对企业本质的理解是：企业是其利益相关者相互关系的联结，它通过协商的方式来执行各种显性契约和隐性契约，由此规范其利益相关者的责任和义务。

从实践上来看，将企业理解为利益相关者之间相互联结的契约体有助于企业获得长期生存和发展机会，而且企业运作的经济效率也更高。曾经有学者从契约形式的角度来研究世界上不同国家之间经济效率差异的根源，结果表明：自“二战”以后，在组织有序、“具有高度信任感”、有着不成文契约的社会里(如日本、德国、荷兰等)，企业对利益相关者的利益非常关心，企业发展更加平稳；而在缺乏不成文规定和个人主义更加严重的地区(如美国和英国)，在20世纪大部分时间里，实行利益相关者的天平倾向于企业所有者和股东的，企业发展更为动荡。进一步的研究还发现，即使在英国和美国，在20世纪大部分时间里，实行利益相关者管理的企业比“股东至上主义”的企业在经营业绩上要更胜一筹。哈佛大学研究人员约翰·科特和詹姆斯·赫斯凯特的研究也证实了这一点。他们经过连续11年的测试后发现，强调利益相关者管理公司，其销售额和就业情况分别是强调股东利益至上公司的4倍和8倍^[29]。管理学家克莱因斯特·本森在针对英国遵循利益相关者原则的32家公司所做的研究中也发现，它们的上市股票价格在3年半时间内增长了90%，而同期所有股票的平均上涨率只有38%^[30]。

利益相关者理论告诉我们，企业在追求自身价值时，不应将企业视为隔离于

社会的独立黑箱，而应从系统的观点出发。因为企业与其它社会子系统之间是社会利益共同体的关系，通过促进社会其它子系统价值的增值，企业自身经济价值也将水涨船高；相反，其它社会子系统价值降低的话，企业自身经济价值也必将随之下滑。

尤其是在供过于求的今天，需求对于企业而言，至关重要。张五常教授也时常说道，他的分析工具就是需求定律，可见需求的重要性。因为如果企业的利益相关者价值得不到增长，他们对企业的需求自然也无法增加，增加企业价值也就无从谈起。可见，企业价值与其利益相关者价值是休戚相关的。

第3章 整体上市对提升企业价值的影响分析

3.1 整体上市改善了企业的股权结构

从理论上分析，股权结构作为公司治理体系的产权基础，它决定了公司的控制权结构，进而决定了其内部治理机构的构成和运作。并通过内部治理机构对整个公司治理效率产生影响。学术界对股权结构与公司价值及企业绩效之间的关系做了比较深入的研究，普遍认为股权结构与企业绩效之间存在着区间效应，合理的股权结构能为企业带来更高的价值。股权结构高度分散条件下，单个股东缺乏监督公司经营管理、积极参与公司治理和驱动公司价值增长的激励，因为他们从中得到的收益远小于他们监督公司的成本^[31]。股权结构适度集中的条件下，大股东具有限制管理层牺牲股东利益、谋取自身利益的行为的激励及能力，可以更有效的监督经理层的行为，有助于增强接管市场运行的有效性，降低经理层代理成本^[36]。因此提高对企业有控制权的内部股东的股权比例，能有效地产生管理，降低代理成本，提高企业价值。

有学者研究表明：国有股比重越高的公司，效益越差；国有股比重越低的公司，效益越好^[32]。我国的大部分上市公司由于采用了分拆上市，大股东资金占用、不当关联交易等现象相对严重，这些情况的存在增加了上市公司治理环境的不稳定性，仔细分析这些现象可以发现股权结构安排是导致其出现的原因之一。整体上市在一定程度上会降低国有股的比重，股权结构的流动性增强。例如武钢股份在整体上市之前，国有股在股权结构中就占有绝大比重，整体上市之后，国有股在股权结构中的比重有所下降，公司的效益在整体上市后有很多程度的提高。

3.2 整体上市优化了公司治理环境

在多数国家的大公司里，公司治理的主要问题一不是管理者伤害股东利益的问题而是大股东侵占上市公司和小股东利益的问题。这主要是控股股东的利益和外部小股东的利益常常不一致，两者之间甚至存在着严重的利益冲突，在缺乏外部控制威胁，或者外部股东类型比较多元化的情况下，控股股东可能以其他股东的利益为代价来追求自身利益，从而公司治理效率低下^[33]。

股权分置改革前，在中国证券市场上，上市公司大部分是由国有企业改制而来。同时，为保持国家对上市公司的控制力，国有股权在上市公司中占据了很大比例，并且这些国有股权不可能上市流通。鉴于此，政府的动机和行为与上市公司的动机和行为不一致。有研究发现，转型经济中国有企业的一个主要问题是其

承担了政府的多重目标如经济发展战略、就业、税收、社会稳定等，并由此造成了国有企业的政策性负担。

李增泉、余谦和王晓昆（2005）发现，控股股东或地方政府具有支持或掏空上市公司的动机，支持是为了获得配股资格，而掏空则是赤裸裸的利益侵占行为。实际上，在现有的制度环境下，支持的最终目的有可能还是为了掏空。支持的方式有财政补贴、资产重组、关联交易等。而掏空的手段则有资产评估、关联交易、资金占用等。虽然对于非政府控制的上市公司来说，其控制人同样具有侵害中小股东的动机和能力，但与政府相比，其侵害能力相对较小。原因是监管力量和法律约束更难以限制政府行为^[34]。

整体上市后，特别是股权分置改革后的整体上市将改变政府的角色和其股东的控股地位，并且国有股在未来也可以逐渐在市场上流通。大股东的利益将逐渐和小股东的利益相一致，加之，在全流通的环境下，中国资本市场的制度将不断完善，从而大大地优化了公司的治理环境。

3.3 整体上市增加了企业净现金流量

面对市场竞争的日益加剧，许多集团公司纷纷加入产能急速扩张的竞赛中，资金运转紧张的现象已在超高速发展中日益凸显。而整体上市正是一种可以有效解决集团面临的资金瓶颈的方法：一方面，它通过资本市场开辟出新的筹资渠道，为集团庞大的业务发展规划及时补充资金来源，而筹资能力的提高又使集团的盈利能力增强，从而可引起经营性净现金流量的增加；另一方面，通过优质资产的注入，还提高了整体上市集团公司的净资产收益率和配股能力，并借助经营风险及资本结构的改善降低了财务风险和财务费用，增加了资本组合的效应。由此可见，实现整体上市后，集团可以建立起一个与其业务相配的、更加有效的持续融资和资本运作平台，为集团长远发展提供有力的资金支持，并大大改善集团公司的财务状况，从而提升了企业价值。

3.4 整体上市拓宽了企业利润的增长渠道

有关利润增长与企业价值，收集到的相关文献主要是国内学者对其进行的探讨。从统计意义的角度来分析，我国上市公司利润增长的高低与公司的价值存在正相关关系，即利润增长越快，公司的价值也越大，利润增长越慢，公司的价值也越低^[35]。

企业在整体上市前，由于是剥离的部分资产上市的，因此企业产品的品种很单一，同时企业完整的产业链被破坏，因此，企业产品的成本较高，两者同时作

用，造成上市公司利润低下，上市公司的股价在二级市场上的表现也较差，从而企业价值低下。整体上市后，企业不仅形成了产品多元化而且形成了完整的产业链，利润增长渠道大大拓宽。例如武钢股份通过增发完成了对武钢集团钢铁主业的收购之后，公司成为国内第三大钢铁龙头企业，也是国内产品品种最全、产量最大的热轧板卷供应商，国内产品品种最全的专用中厚板生产厂。鞍钢股份整体上市既是中国资本市场变革的要求，也是整个行业发展的内在要求。从技术角度讲，此次重大资产收购所产生的效果是明显的。鞍钢股份通过收购不仅拥有了鞍钢集团全部焦化、烧结、炼铁、炼钢、轧钢等整套现代化钢铁生产工艺流程及相关配套设施，且拥有了与之配套的能源动力系统，实现了钢铁生产工艺流程的完整性和系统性，同时也完成了钢铁业务“规模扩张+结构调整”过程，对其谋求长远的价值增值具有战略意义。

3.5 整体上市提升了企业品牌价值

企业的品牌价值的内涵可以理解为产品(服务)品牌和企业品牌。最初，生产者开发并销售某种产品，并以卓越的品质、优良的性能和服务赢得顾客信赖，进而扩大市场、取得竞争优势，逐渐形成品牌。这时，企业生产单一产品，品牌产品与品牌商号是一体的。但是，由于利润驱动规律的作用和创造品牌产品对生产者的巨大激励，生产者不会甘心于只生产一种产品，他会不失时机地延伸自己所创造的品牌生产系列产品和相关产品，使品牌最大限度地发挥放大效应。如果生产者在开发新产品过程中，仍然能够珍视自己创造的品牌，坚守质量，再度赢得市场，那么，一个品牌包括多种产品，组合产品品牌就产生了。最终，品牌持有者的企业也就因此名声大振，身价倍增，成为品牌企业。应该说，品牌企业是品牌的最高境界，因为它可能拥有一个或多个产品品牌，生产多种品牌产品，因此形成巨大的无形资产价值，创造出积极的“马太效应”，取得比竞争对手更多的级差利益。让企业价值得到了很快的提升。

整体上市避免了上市公司业务单一，在理顺上市公司与母公司关系的同时，整合了资源，发挥了规模效应，提升了整体竞争力，从而全面提升了企业的品牌价值。例如 TCL 集团整体上市后，在多媒体电子(彩电)、移动通讯终端设备(手机)、白色家电、信息产业、电工五大产业中，前两者进入国际前五名，后三者处于国内领先地位。同时，TCL 集团还加强外部联系，争取做大做强企业，2004 年 1 月 29 日，TCL 集团董事长兼总裁李东生与法国汤姆逊公司首席执行官达哈利在法国总统府签订共同成立“TCL 一汤姆逊电子有一限公司”的合同（TCL、汤姆逊分别占股 67%，33%）。中国国家主席胡锦涛、法国总理拉法兰等两国政要出席了签约仪式

式。此合同的签订意味着，TCL 一汤姆逊电子有一限公司将会把双方的彩电业务合并重组在一起，创造良好的协同效应，建立并巩固在全球彩电行业的领导地位，缔造年产销量 1800 万台的彩电企业。企业的整个运作过程不仅提高了企业的产品品牌，而且提升了企业的品牌价值。

第4章 衡量整体上市对提升企业价值的指标体系

在指标选取过程中,我们需要将前章的相关因素进行量化,以进行较为准确的评判。配合前章相关因素的论述,我们选择了股权结构指标、偿债能力指标、盈利能力指标、成长能力指标。

4.1 股权结构指标解析

一般来讲,股权结构有两层含义:第一个含义是指股权集中度。从这个意义上讲,股权结构有三种类型:一是,股权高度集中,绝对控股股东一般拥有公司股份的50%以上,对公司拥有绝对控制权;二是,股权高度分散,公司没有大股东,所有权与经营权基本分离,单个股东所持股份的比例在10%以下;三是,公司拥有较大的相对控股股东,同时还拥有其他大股东,所持股份比例在10%与50%之间。第二个含义是股权构成,即各个不同背景的股东集团分别持有股份的多少。在我国,是指国有股、法人股及流通股比例。

股权结构是公司治理机制的基础,它不仅决定了股东结构、股权集中程度,还进一步对公司治理模式的形成和运作有着较大的影响,而这些影响针对不同的利益相关体也存在着差异性。

在控制权可竞争的股权结构模式中,剩余控制权和剩余索取权相互匹配,大股东就有动力去向经理层施加压力,促使其为实现公司价值最大化而努力;而在控制权不可竞争的股权结构模式中,乘余控制权和剩余索取权不相匹配,控制股东手中掌握的是廉价投票权,它既无压力也无动力去实施监控,而只会利用手中的权利去实现自己的私利^[36]。所以对一个股份制公司而言,不同的股权结构决定着股东是否能够积极主动地去实施其权利和承担其义务。一般认为,股权结构过于分散易造成“内部人控制”,从而代理权竞争机制无法发挥监督作用,而在股权高度集中的情况下,经理层的任命被大股东所控制,从而也削弱了代理权的竞争性。因此,相对控股股东的存在比较有利于经理层代理权的良性发展。

中国的上市公司,大多是由国有企业分拆上市而来的。为了满足股份有限公司设立的有关法规条文的要求,上市公司设置了名义上的多元法人股权结构,但是国有大股东仍然处于绝对控股地位,并且国有法人股不能上市流通。这就造就了我国上市公司股权结构的最显著弊端——国有股的“一股独大”。而这种非流通国有股的“一股独大”就会导致企业目标的政治化,上市公司是存续企业的“抽水机”。存续企业通过控股权转移上市公司的融资或剩余利润,也即所谓的“圈钱”,使上市公司根本无法完善治理结构和规范运作。或者会形成内部人的控制,从而

影响了公众股东的投资意愿，降低了资本市场的资源配置效率，上市公司的价值不能得到真正的体现。也可以说是造成公司治理结构扭曲，公司治理绩效低下的直接原因^[37]。

4.2 偿债能力指标解析

本文对偿债能力指标进行分析选择了资产负债率、流动比率、速动比率三个指标。资产负债率反映企业的长期偿债能力；流动比率、速动比率反映企业的短期的偿债能力，反映企业的变现能力^[38]。

有关资本结构的理论界认为，客观上确实存在资本结构的最佳组合，由于通过负债筹集资金的利息是在企业所得税前支付的，而且相对于股权投资债权人承担的风险相对较小，所以债务资本的成本通常是最低的，因此，当存在企业所得税的情况下，适度通过负债筹资，可降低企业综合资本成本，提升企业价值。但是，因为财务危机成本和代理成本的作用和影响，过度负债又会抵消负债的抵税作用所带来的收益。因此随着债务比重的增加，企业丧失偿债能力的可能性即财务风险也在加大。此时无论是企业股权投资者还是债权人都会要求获得相应的补偿，即要求提高其投资报酬率，从而使企业综合资本成本大大提高导致企业价值下降。企业究竟应该以多大的资产负债率来经营，关键取决于企业经营者的风险承受能力和对企业未来资产报酬率的预测情况。一般普遍认为，资产负债率小于30%的资本运作能力较差，资产负债率在50%左右的资本运作能力较强，资产负债率大于70%的财务风险较大。

流动比率可以反映短期偿债能力。一般认为流动比率越高，公司的偿债能力也就越强，生产企业合理的最低流动比率为2。这是因为流动资产中变现能力最差的存货金额约占流动资产总额的一半，剩下的流动性较大的流动资产至少要等于流动负债，企业的短期偿债能力才会有保证。

由于种种原因，存货的变现能力较差，因此把存货从流动资产中减去后得到的速动比率反映的短期偿债能力更令人信服。因此速动比率是从流动资产中扣除存货部分，再除以流动负债的比值。一般认为企业合理的最低速动比率是1。这仅是一般的看法，因为行业不同速动比率会有很大差别，并没有统一标准的速动比率。比如，商店几乎没有应收帐款，比率会大大低于1。因此影响速动比率的信賴度的重要因素是应收帐款的变现能力。

4.3 盈利能力指标解析

盈利能力是指企业赚取利润的能力。企业盈利能力是各方利益关系人所共同

关心的核心问题，是企业财务评价的重要内容，也是企业是否具有投资价值的重要指标之一。企业是否盈利不但体现了企业存在的出发点和目标，并且可以衡量其他指标的实现程度。目前对企业盈利能力的评价中，常用的衡量指标很多，本文对盈利能力的分析选择了每股收益、净资产收益率、每股经营现金净流量三个指标。每股收益是指本年净收益和年末普通股份总数的比值。这个指标是衡量上市公司盈利能力最常用的指标。它反映普通股的盈利水平。每股收益的高低也是企业价值是否提升的一个重要的量化指标。但每股收益在分析公司盈利性时不反映股票所含有的风险，另外股票是一个“份额”概念，不同股票的每一股在经济上不等量，它们所含有的净资产和市价不同即换取每股收益的投入量不同。因此我们同时选择净资产收益率来进行补充说明。净资产收益率是净利润与平均净资产的百分比。

每股收益、净资产收益率只能从权责发生制的角度来分析企业的盈利能力，而企业的盈利能力是否能实现，还得看其盈利能力的质量。如果收益能如实反映公司的业绩，则认为经营的质量好，反之则认为经营质量不好。因此本文用每股经营现金净流量来反映企业盈利能力的质量。这个指标都是通过现金流量的流动性来分析的。流动性是指将资产迅速转变为现金的能力，虽然前面提到的流动比率也能反映流动性，但是却具有很大的局限性。这是因为作为流动资产主要成分的存货并不能很快转换为可偿债的现金，流动资产中的待摊费用也不能转化为现金。因此，许多企业有大量的流动资产，但现金支付能力很差，甚至无力偿债而破产清算。每股经营现金净流量反映企业最大的分派股利的能力，超过此限度，就要借款分红。

4.4 成长能力指标解析

从资产规模的角度来看，公司资产总额的多少是衡量公司的成长速度。而净资产的增长率则反映除去负债后的公司资产的增长率和总资产增长率配合使用更能体现公司规模的增长能力。主营业务收入用于反映公司产品的市场大小，同比数反映了公司扩大市场规模的能力，表明公司重点发展方向的成长性；公司中的积累、发展以及给投资者的回报，主要取决于净利润的增加。所以净利润增长率也是考察成长性的一个重要指标。本文选择了主营业务收入增长率、净利润增长率作为成长能力的指标来进行分析。

根据以上的指标选择，本文建立了整体上市对提升企业价值的指标体系如下表（见表 4.1）

表 4.1 整体上市对提升企业价值指标体系构成

指标名称	公式内容
偿债能力： 资产负债率 流动比率 速动比率	总资产/总负债 流动资产/流动负债 (流动资产-存货)/流动负债
盈利能力： 每股收益 净资产收益率 每股经营现金流	净利润/年末普通股总数 净利润/净资产 当年平均现金流量/年末普通股总数
成长能力： 主营业务收入增长率 净利润增长率	$(\text{本期主营业务收入}/\text{上期主营业务收入}) - 1$ $(\text{本期净利润}/\text{上期净利润}) - 1$

第 5 章 整体上市对提升企业价值影响的案例研究

5.1 股权分置改革前整体上市对提升企业价值影响的案例研究

5.1.1 武钢股份整体上市模式介绍

5.1.1.1 武钢股份的历史沿革

武汉钢铁股份有限公司(600005)是根据《中华人民共和国公司法》和《国务院关于股份有限公司境外募集股份及上市的特别规定》的要求,经国家经济体制改革委员会体改[1997]64号文批准,由武汉钢铁(集团)公司(以下简称“武钢集团”)作为发起人,采用发起设立方式成立的股份公司,根据重组方案,武钢将其下属的冷轧薄板厂(含涂层带钢车间)和冷轧硅钢片厂的全部经营性资产投入本公司,净资产为272380.46万元(评估值并经国家国资局确认),折为国有法人股177048万股,1997年11月7日,本公司正式成立。经中国证监会证监发行字[1999]72号文批准,本公司于1999年7月2日通过上海证券交易所交易系统成功地向社会公众公开发行面值1.00元的人民币普通股(A股)32000万股,其中向证券投资基金配售4901万股,法人营业执照注册号为4201001101698,注册资本为人民币209048万元。武汉钢铁股份有限公司(以下简称“武钢股份”)为武钢集团的控股子公司。

武汉钢铁(集团)公司前身为武汉钢铁公司,是新中国成立后兴建的第三个特大型钢铁联合企业,于1955年10月破土动工,1958年9月13日正式投产。1993年10月,经国家批准更名为武汉钢铁(集团)公司,注册资本为473,961万元人民币。武钢集团为国务院国有资产监督管理委员会直管的国有重要骨干企业,拥有采矿、烧结、炼铁、炼钢、轧钢等完整的钢铁生产工艺流程,是中国重要的板材生产基地,现已具备年产钢铁各1000万吨的综合生产能力,拥有从矿山采掘、炼焦、烧结、冶炼、轧钢等一整套工艺设备。武钢钢铁生产规模国内排第3名,世界排第25名。

5.1.1.2 武钢整体上市模式的具体运作

2003年11月18日,武钢股份发布《武汉钢铁股份有限公司:资产收购及关联交易的公告》,宣布武钢股份董事会通过了武钢股份与武钢集团签署的《钢铁主业收购协议》,拟增发新股,以募集资金收购武钢集团所属的未上市的钢铁业务及资产,包括:烧结厂、炼铁厂、第一炼钢厂、第二炼钢厂、第三炼钢厂、大型轧钢厂、棒材厂、轧板厂、热轧带钢厂(含二热轧)以及相关生产经营管理部门的资产和业

务。武钢股份收购武钢集团钢铁主业资产完成后，可实现武钢集团主业资产的整体上市，而武钢股份也将借此成为一家以生产高端钢铁产品为主的上市公司。

2004年5月25日，中国证监会审核通过了武钢股份增发新股的申请。6月14日，武钢股份发布增发新股招股意向书和增发新股网上网下发行公告，宣布将采取向武钢集团定向增发国有法人股和向社会公众公募增发社会公众股相结合的方式；向社会公众公募增发的股票采用在询价区间内，网上、网下同时累计投标询价的发行方式。6月23日，武钢股份公告增发新股发行结果，本次发行价格为6.38元，最终发行数量为141,042.4万股，其中向社会公众公开发行流通股5,6400万股，占发行总量的40%；向武钢集团定向增发84,642.4万股国有法人股，此次增发新股一共筹集资金890,893.8万元。由此标志着武钢集团的主业资产整体上市的起步。

5.1.1.3 武钢模式的特点

武钢集团所采取的整体上市方式归纳起来就是：将集团主要经营性资产注入到上市子公司，实现资产的整体上市，母公司没有上市，它表现的是集团内部资产的一种重新整合，定向增发只是集团主营资产整体上市筹备资金的一种手段。

(1) 定向增发与公募增发相结合，同时增发非流通国有股和流通的社会公众股。

根据武钢股份的增发招股意向书，其增发选择了定向增发非流通国有股和公募增发流通的社会公众股相结合的方式，其中向大股东武钢集团定向增发股份数占总增发额的60%而流通股增发比例为40%，并先按照每10股配售6股的比例向公司流通股股东优先配售，其余部分通过网上、网下面向投资者发行。另一方面，在发行价格上，武钢股份增发采取同股同价的原则，都为6.38元，武钢集团承诺按照公开发行确定的价格全额认购，且该部分股份暂不上市流通。这样，作为大股东的武钢集团同样也在为公司净资产值的增加做出贡献，在一定程度上降低了大股东从流通股股东身上圈钱的嫌疑。

(2) 武钢集团将主业资产注入武钢股份，实现主业资产整体上市

武钢股份通过增发新股来收购其母公司武钢集团下属的未上市主业资产，从而实现武钢集团主业资产的整体上市。事实上，这一模式并不是武钢集团真正意义上的整体上市，我们可以将其看成一种“准整体上市”模式。武钢股份的收购范围只涉及武钢集团钢铁主业经营性资产及相关的生产经营管理部门，收购后，武钢集团的主业资产作为武钢股份资产的一部分，顺理成章地实现了上市，作为武钢股份绝对控股股东的武钢集团自身，并不上市。由于武钢股份一次性完成对

钢铁主业和辅助业务的收购有一定的困难，所以此次增发新股的募集资金仅用于收购钢铁主业资产。并且，武钢集团也已经承诺：武钢股份可根据生产经营需要，有权进一步收购与钢铁主业联系密切的武钢集团焦化公司、武钢集团氧气公司、武钢集团金资公司、武钢集团耐火材料公司、武钢集团能源动力公司、武钢集团运输部等六家辅助单位。

(3) 避免了同业竞争

为了避免同业竞争，1998年3月3日武钢股份首次发行上市时，武钢集团就在与武钢股份签署的《资产重组协议》中就做出了不竞争承诺。此次收购，为避免潜在的同业竞争对武钢股份利益产生的损害，武钢集团于2003年11月16日与武钢股份签署的《钢铁主业收购协议》中做出了相关不竞争承诺，重申不竞争承诺有效。虽然根据相关中介机构的意见，武钢股份在目前以及在钢铁主业收购完成后与关联单位都不存在同业竞争关系，但是，武钢集团的不竞争承诺在一定程度上预防了未来集团公司及下属子公司与武钢股份之间不良竞争的发生。

5.1.2 武钢股份整体上市对提升企业价值的影响分析

5.1.2.1 整体上市后，武钢股份的股权结构变化

(1) 整体上市后仍未改变武钢股份股权结构中“一股独大”的情况，股权结构仍然保持高度集中。

在整体上市之前，国有法人股在武钢股份股权结构中就占有绝对的优势，高达84.69%。整体上市之后，国有法人股所占比例虽然有一定的下降，下降了近9%，但是，非流通的国有法人股仍然处于“一股独大”的状态，但流通股占比相对小的多且由于流通股持股股东分布较为分散(见表5.1)，不利于上市公司内部建立有效的制衡和约束机制，无法对控股股东进行有效的监督。因此，武钢股份在整体上市之后仍保持了高度集中控股的股权结构，且股份类型单调，仅国有法人股和社会公众股两种。另一方面，由于我国还未建立起完善的外部公司治理机制的资本市场、经理人市场和控制权市场，因而国有股“一股独大”的股权结构有可能增加代理成本，不利于公司治理机制的发挥应有的作用，从而降低了公司治理效率，存在大股东侵害小股东以牟取利益的风险。武钢模式虽然在一定程度上降低了国有法人股的持股比例，但是离真正的拥有几个相对控股股东的多元化的公司股权结构还有一定距离，应当进一步降低国有法人股的占股比例，引入非政府法人股东、机构投资者等其他类型的股东，进而建立起高效的公司治理结构，从实质上保护中小股东的利益。

表 5.1 整体上市后（2003. 6. 30）武钢股份前五大股东分布

股东名称	持股数	持股比例（%）	股份类型
武汉钢铁（集团）公司	2,971,000,000	75.81	国有股
长江证券股份有限公司	66,056,997	1.69	流通 A 股
红塔证券股份有限公司	55,859,631	1.43	流通 A 股
鹏华中国 50 开放式 证券投资基金	32,901,153	0.84	流通 A 股
天华证券投资基金	25,814,111	0.66	流通 A 股

(2) 武钢股份整体上市后非流通股比例下降。

整体上市前，武钢股份已上市流通股份为 38,400 万股，占总股份的 15.31%，余下的为尚未流通的国有法人股 212,457.6 万股，占 84.69%。根据 2003 年 6 月 23 日武钢股份公布发行结果公告，本次发行最终发行股份数为 141,042.4 万股，其中向社会公众公开发行 56,400 万股社会公众股，向武钢集团定向增发 84,642.4 万股国有法人股。这样一来，整体上市后武钢股份的股权结构就变成了总股份数 391,900 万股，其中尚未流通的国有法人股 297,100 万股，占到 75.81%；社会公众股 94,800 万股，占 24.19%。（见表 5.2）从相对比例来看，整体上市后，武钢股份的股权结构中非流通股与流通股的比例由原来的约 11:2 下降到 19:6，非流通股比重降低，股权结构的流动性增强。

表 5.2 整体上市前后武钢股份的股权结构变化情况

股份类别	发行前股本		本次发行（万股）	发行后股本	
	数量（万股）	比例（%）		数量（万股）	比例（%）
国有法人股	212,457.6	84.69	84,642.40	297,100.00	75.81
已上市流通股	38,400.00	15.31	56,400.00	94,800.00	24.19
股份总计	250,857.60	100	141,042.40	391,900.00	100

5.1.2.2 整体上市后，财务指标的变化对提升企业价值的影响

由以上的分析，我们可以看到整体上市后，武钢股份的股权结构发生了变化。然而这种变化是否真的如一部分学者以及政府官员说的那样，它有助于改善上市公司的治理结构从而提升企业的价值呢？我想问题的答案只能从公司治理效率的变化来说明，而公司治理的效率的变化就直接表现为公司各项财务指标的不断优化。

表 5.3 整体上市前后武钢股份财务指标的变化情况

指标	整体上市前		整体上市后	
	2002	2003	2004	2005
偿债能力:				
资产负债率	24.57%	23.84%	42.75%	44.87%
流动比率	2.36	2.55	1.16	1.25
速动比率	2.01	2.24	0.64	0.63
盈利能力:				
每股收益	0.285	0.24	0.4	0.62
净资产收益率	12.19%	9.94%	17.97%	23.80%
每股经营现金净流量	0.61	0.39	0.69	1.06
成长能力:				
主营业务收入增长率	6.8%	1.5%	254.76%	68.73%
净利润增长率	-15.25%	-4.4%	449.5%	54.23%

我们比较了武钢股份在整体上市前后的公司偿债能力、盈利能力、成长能力等财务指标的变化(见表 5.3),发现整体上市后,公司的偿债能力发生了变化。从分析表中,我们可以看到武钢股份整体上市前两年资产负债率分别为 24.75%, 23.84%。资产负债率小于 30%,结合速动比率我们发现公司流动现金较多,资金没有得到充分的运用,因此资本运作能力较差。整体上市后两年资产负债率分别为 42.75%, 44.87%。资产负债率有很大的提高,结合速动比率我们发现公司对资金的运用大大加强,因此资本运作能力也增强了,同时也提升了企业的价值。短期偿债能力方面,在整体上市前企业流动比率 2002、2003 年分别为 2.36、2.55;速动比率 2002、2003 年分别为 2.01、2.24,这两个指标值都偏高,说明企业有闲置资金没有充分利用,不利于企业价值的提升。整体上市后 2004、2005 年流动比率降低到 1.16、1.25 元;速动比率由 2004、2005 年分别降到 0.64、0.63,企业的资金的利用率大大提高,由此也带动每股收益大大提高。当然也带来了一定的财务风险。

盈利能力方面,公司在整体上市前 2002、2003 年分别为 0.285 元、0.24 元,整体上市后 2004、2005 年每股收益提高到 0.4 元、0.62 元,提高的幅度很大,净资产收益率也大大提高,由 2002、2003 年的 12.19%、9.94%提高到 2004、2005 年的 17.97%、23.80%。因此企业整体上市后盈利能力大大提高,对提升企业价值起到了很大的作用。盈利能力质量方面,企业的每股经营现金净流量由 2002、2003 年的 0.61 元、0.39 元,提高到 2004、2005 年的 0.69 元、1.06 元,可以说整体上市后企业的每股经营现金净流量大大提高,从而盈利能力的质量得到了很好的保证。

一个企业的企业价值要不断的提升不仅要看它的经营现状好,还必须要有好的

成长潜力。从武钢股份的成长能力来看：主营业务增长率在整体上市前 2002、2003 年分别为 6.8%、1.5%，整体上市后主营业务增长率得到了飞速的发展，2004、2005 年分别为 254.76%、68.73%。净利润增长率方面整体上市前为负增长，整体上市后增长翻番，企业的成长潜力得到了充分的挖掘。

总的来说，整体上市后各项财务指标都得到了很好的发展，因此整体上市在很大程度上提升了企业的价值。

5.1.2.3 其它因素的综合分析

继 2004 年武钢股份通过增发完成了对武钢集团钢铁主业的收购之后，公司成为国内第三大钢铁龙头企业，也是国内产品品种最全、产量最大的热轧板卷供应商，国内产品品种最全的专用中厚板生产厂。公司生产的冷轧硅钢、冷轧板等高端产品竞争优势突出，目前硅钢是公司的主要盈利点，随着二冷轧投产后，公司将具备生产高档冷板及高档轿车板的能力，企业将努力打造成我国汽车板的主要生产基地和全球最具竞争力的冷轧硅钢片生产基地，由于全球汽车生产基地正逐步向中国转移，公司主业发展前景广阔。

现阶段公司将加快鄂西铁矿资源的开发，打造新型产业链，目前已经探明面积达到 1.8 万平方公里，储量近 20 亿吨的铁矿带，同时集团计划投巨资优先享有恩施境内约 14 亿吨的铁矿资源。由于国际铁矿石供应商不断提高价格，严重影响了公司的整体效益，一旦完善新型产业链，公司盈利能力将大幅提升，为未来企业价值的增长打下了很好的基础。

未来公司将收购集团公司与公司钢铁主业配套的焦化、氧气、金属资源、能源动力、铁路运输等资产，由此，公司钢铁生产供应链体系得以延伸到上游煤焦化、工业气体制备、金属资源回收等领域。公司对钢铁主生产所必须资源的控制能力得以增强，综合实力得以提高，成本控制也将更具优势。另外，随着产业链的延伸，其产业链也将日趋完善，生产的独立性和完整性将明显提高，从而为公司继续扩大产能和集团公司进一步注入资产奠定了基础。而在钢铁行业并购重组愈演愈烈的背景下，以集团公司为依托，公司抓住机遇，以有效的资源整合打造更为成熟的资本运作平台，有助于公司在行业发展中取得先机，实现跨越式发展。

5.1.3 股权分置改革前的整体上市存在的问题

从武钢股份的整体上市对提升企业价值影响的案例研究来看，整体上市在一定程度上提升了企业价值。但是股权分置改革前的整体上市仍然不能解决股权分置、公司治理等根本问题。

5.1.3.1 整体上市会使股权分置程度加剧

股权分置(非流通股和流通股并存)造就了非流通股的超经济优势,使得非流通股与流通股之间的利益关系失去了公正、公平的基础。这种超经济优势扭曲了市场关系,制约了市场自身的修正与成长功能的发挥,成为低效率制度的根源,并引发了不同股份之间严重的利益对立。因此,解决股权分置问题也即实现全流通,是我国证券市场走出双轨制并越向更高发展阶段的制度要求^[39]。

从这个意义上说,中国证券市场的金融创新必须围绕全流通这个根本的制度创新来进行,特别是金融创新不能妨碍市场的整体制度创新。然而,股权分置改革前的整体上市并没有解决股权分置,恰恰有可能加剧国有股减持和流通矛盾的弊端。以TCL为例,原上市公司TCL通讯的总股本为18810.88万股,非流通股为10665.6万股,经过换股、增发整体上市后,公司总股本为258633万股,非流通股为159193.41万股,为原上市公司非流通股的14.93倍。由此可见,非流通股的大幅增加是整体上市后的一大问题,大大增加全流通的难度和复杂程度,甚至会在总体上妨碍并延缓市场的制度创新过程。

5.1.3.2.整体上市难以从根本上完善公司治理结构

股权结构是公司治理的基础。长期以来,我国的上市公司都是“一股独大”甚至是“一股独霸”的。政府作为国有股的大股东,政府的多重角色——他既是公司股东,还是行业监管者,同时也是国家的管理者——带来了与生固有的牵制力,妨碍了公司治理的改善,也使得控股股东和流通股股东没有共同的利益指向,常常是大股东决策,流通股股东“买单”,流通股股东也就无法通过“用手投票”机制来维护自身的正当权益。因此,要完善我国的公司治理结构,必须改变国有股高度集中的状况,引进战略投资者,使股权结构多元化和分散化。从整体上市的实践看,在股权的多元化和分散化方面,整体上市做得还不够,因而上市公司治理结构的独立性和透明度还不行。

以武钢为例,整体上市前,国有法人股就在股权结构中占有绝对的优势,高达84.69%。整体上市后,国有法人股虽然有一定程度的下降,下降了近9%,但非流通的国有法人股仍处于“一股独大”的状态,流通股占比相比小得多。且由于流通股持股相对比较分散,不利于上市公司内部建立有效的制衡和约束机制,无法对控股股东进行有效的监督。因此武钢股份在整体上市后仍保持了高度集中的控股的股权结构,且股份类型单调,仅国有法人股和社会公众股两种。另一方面,由于我国还未建立起完善的外部公司治理机制的资本市场、经理人市场和控制权市场,因而国有股“一股独大”的股权结构有可能增加代理成本,不利公司治理

机制发挥应有的作用，从而降低了公司治理的效率，存在大股东侵害小股东以谋取利益的风险。武钢模式虽然降低了国有法人股的持股比例，但是离真正的拥有几个相对控股股东的多元化公司股权结构还有不少距离，应当进一步降低国有法人股的占股比例，引入非政府法人股东，机构投资者等其它类型的股东，进而建立起高效的公司治理结构，从实质上保护中小股东的利益。

5.2 股权分置改革后整体上市对提升企业价值影响的案例研究

5.2.1 股权分置改革与公司整体上市相结合的具体方案

对于准备整体上市的上市公司，由于其自身特点的原因(此类上市公司的特殊性主要表现为集团公司拥有优质的非上市资产)，因此公司股东在方案设计和博弈中均应充分考虑这个因素。以送股为主要对价方式的“试点主流”改革方案无法适用。结合此类公司特点，应选择向控股股东定向增发股份和送股相结合的改革思路，基本内容是：在股权分置改革中，通过上市公司向控股股东定向增发股份的方式实现控股股东增持股份，并同时向控股股东的优质资产注入上市公司。由其他未在上市公司重组过程中作出贡献的非流通股股东向流通股股东送股作为取得流通权的对价。控股股东在定向增发注入资产后，作出上市公司收益的增长承诺，如实现增长承诺，则流通股股东和其他非流通股股东可以分享上市公司收益增长所带来的股份增值，控股股东股份获流通权；如不能实现增长承诺，在考核期末，控股股东需按照与其他非流通股股东相同的送股比例向股改股东大会股权登记日在册的流通股股东追送股份，随后控股股东股份方获得流通权。

该改革思路可以解决重组方资产整体上市的问题，通过承诺约束可以提高上市公司经营效益，达到改善上市公司质量的目的。对此类上市公司的控股股东而言，通过这种方式可以在暂时无需支付对价的情况下通过注入资产、增持上市公司股份，解决上市公司股改问题，并可以约束其从控股股东角度提高上市公司经营业绩。

这一思路还可考虑与股权激励计划一起推出，解决管理层激励问题，如可设计为控股股东将定向增发取得的股份拿出部分作为管理层激励的股份来源。此外，在实际操作中该思路可以通过修订细节条款由两类股东进行充分博弈以确定最终的对价方案。

5.2.2 鞍钢股份整体上市的模式介绍

鞍钢新轧于 2005 年 10 月启动了股改工作，作为鞍钢新轧唯一的非流通股股东，鞍钢集团拟向本方案实施时的股权登记日收市后登记在册的流通 A 股股东每

10股支付2.5股股票和1.5份行权价为3.6元、存续期为366天的欧式认购权证。此方案在股东大会及监管部门批准的前提下,鞍钢新轧将新增股份收购鞍钢集团持有的鞍钢集团新钢铁有限责任公司100%股权,完成整体上市。

鞍钢新轧提到的收购对象为新钢铁公司,新钢铁公司是鞍钢集团公司除鞍钢新轧之外的另一大钢铁公司。该公司钢材的生产能力为780万吨左右,主导产品为热轧板,也是现在上市公司部分原料提供者。该公司有4个主要钢材生产厂:热轧带钢厂(生产能力550万吨);中板厂(生产能力90万吨);型材厂(生产能力50万吨);无缝钢管厂(生产能力50万吨)。新钢铁公司经评估后净资产为180亿元,预计2004年净利润为53亿元,意味着被收购资产市盈率为3.39倍左右,而备受市场赞同的武钢股份收购集团公司的钢铁资产的市盈率为5倍。如此低的市盈率反映出公司在涉及整体上市方案时尽可能的向二级市场投资者进行了利益倾斜。

本次收购将使鞍钢新轧规模大增,产业链进一步完善,品种也进一步丰富。而鞍钢新轧的大股东鞍钢集团本身又拥有80%的矿石自给率,使公司的资源优势十分突出,在国内三大钢铁公司中,抗资源短缺风险的能力最强。可以说,完成整体上市后,公司投资价值较目前得到了较大提升。从鞍钢新轧公告的模拟盈利预测结果看,2005年鞍钢新轧合并模拟后的净利润为61.28亿元。

另外值得关注的是东北地区的税改,鞍钢新轧将会受益非浅。鞍钢新轧近年投资巨大,投资项目众多,增值税转型和国产设备抵免等税收优惠,鞍钢新轧都将明显获益,对其2005年的业绩提升有利。

鞍钢股份本次拟向鞍钢集团新增29.7亿流通A股用于收购鞍钢集团所持有的鞍钢集团新钢铁有限责任公司100%的股权,上述股份以每股4.29元的价格(截至2005年10月14日鞍钢新轧A股股票前二十个交易日收盘价的算术平均值)折为127.413亿元收购资金,该部分收购资金与收购价款之间的差额由鞍钢新轧在交割日后的三年内分三期平均支付,鞍钢新轧应就延迟价款向鞍钢集团支付利息,利率为中国人民银行公布的同期贷款利率,该利息与同期延迟价款一起支付。配股价格为经境内审计师根据中国会计准则审计确定的2004年鞍钢新轧每净资产值3.70元,定向增发采用全部向鞍钢集团发售。

5.2.3 鞍钢股份整体上市对提升企业价值的影响分析

5.2.3.1 整体上市前后股权结构的变化

(1) 股权分置改革改变了鞍钢股份股权结构中“一股独大”的情况增强了流通股股东的比例。

在股权分置改革之前，国有法人股在鞍钢股份股权结构中就占有一定的优势，高达 44.52%（见表 5.4），不利于上市公司内部建立有效的公司治理结构。同时由于我国还未建立起完善的外部公司治理机制的资本市场、经理人市场和控制权市场，因而国有股“一股独大”的股权结构有可能增加代理成本，不利于公司治理机制发挥应有的作用，从而降低了公司治理效率，存在大股东侵害小股东以牟取利益的风险。鞍钢通过股权分置改革改变了这一现状增大了流通股的比例，流通股的比例达到了 69.95%，其中将国有法人股转化为限售的流通股，引入非政府法人股东、机构投资者等其他类型的股东，进而建立起高效的公司治理结构，从实质上保护中小股东的利益。

(2) 整体上市后股权结构更加完善

2005 年 12 月鞍钢股份完成了股权分置改革，2006 年初，公司向其控股股东鞍钢集团新增 29.7 亿股 A 股收购新钢铁公司 100% 股权，实现了集团整体上市。作为全流通背景下第一家实现集团整体上市的上市公司，鞍钢股份不仅首开“零融资”，而且完善了股权结构。

表 5.4 整体上市前后鞍钢股份股权结构的变化

股份类别	2004 年（股改前）		2005 年（股改）		2006 年（整体上市）	
	数量（万股）	比例（%）	数量（万股）	比例（%）	数量（万股）	比例（%）
总股本	296294.20	100	296298.60	100	593298.57	100
国有法人股	131900	44.52				
流通 A 股			207298.57	69.95	504298.57	85.00
实际流通 A 股	75394.22	25.45	94244.59	31.8	105304.32	17.75
限售的流通股			11305036.	38.15	398990.19	67.25
流通 H 股	89000.00	30.03	89000.00	30.03	89000.00	15.00
暂锁定人民币普通股			3.63		4.06	

5.2.3.2 整体上市后，财务指标的变化对提升企业价值的影响

我们可以看到整体上市后，鞍钢股份的财务指标也发生了变化。如表 5.5 所示，我们可以看到鞍钢股份整体上市前两年资产负债率分别为 33.9%，22.72%。资产负债率小于 30%，结合速动比率我们发现公司流动资金较多，资金没有得到充分的运用，因此资本运作能力较差。整体上市后 2006 年、2007 年资产负债率分别为 48.94%、37.48%。资产负债率有很大的提高，结合速动比率我们发现公司对资金的运用大大加强，因此资本运作能力也增强了，同时也提升了企业的价值。从短期偿债能力来看，在整体上市前企业流动比率 2004、2005 年分别为 1.8、1.92；速动比率 2004、2005 年分别为 1.27，0.82 这两个指标值都偏高，说明企业有闲

置资金没有充分利用，整体上市后 2006 年流动比率降低到 0.6782 元；速动比率 2006 年降低到 0.2580，企业的资金的利用率大大提高，由此也带动每股收益大大提高，当然也带来了一定的财务风险，而 2007 年的流动比率为 1.5，速动比率为 1.07，也就是说，企业经过一年的经营发展很快化解了财务风险，这样有利于企业的价值的提升，增强了流动资金的利用效率。

盈利能力方面，公司在整体上市前每股收益 2004、2005 年分别为 0.6 元、0.7 元，整体上市后每股收益 2006 年、2007 年分别提高到 1.15 元、1.12 元，提高的幅度很大，净资产收益率也大大提高，由 2004、2005 年的 12.19%、9.94% 提高到 2006 年、2007 年的 17.97%、13.87%。因此企业整体上市后盈利能力大大提高。盈利能力的质量方面，企业的每股经营现金净流量由 2004、2005 年的 0.60 元、0.7 元，提高到 2006 年的 1.15 元、2007 年的 1.09 元，可以说整体上市后企业不仅盈利能力大大提高，而且保证了企业盈利能力的质量，从而提升了企业的价值。

一个企业的企业价值要不断的提升不仅要看它的经营现状好，还必须要有好的成长潜力。从鞍钢股份的成长能力来看：主营业务增长率在整体上市前 2004、2005 年分别为 59.96%、14.04%，整体上市后主营业务增长率得到了飞速的发展，2006 年增长了 106.12%、2007 年增长了 20.56%。净利润增长率方面整体上市 2004、2005 年分别为 24%、17.07%，整体上市后增长翻番 2006 年增长了 229.24%，2007 年在 2006 年基数很大的基础上又增长了 7.45%，整体上市后企业的确发展得很好。

因此总的来说，整体上市后各项财务指标都得到了很好的发展，因此整体上市在很大程度上提升了企业的价值。

表 5.5 整体上市前后鞍钢股份财务指标的变化情况

指标	整体上市前		整体上市后	
	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年
偿债能力：				
资产负债率	33.95%	20.72%	48.94%	37.48%
流动比率	1.8	1.92	0.6782	1.5
速动比率	1.27	0.82	0.2580	1.07
盈利能力：				
每股收益	0.6	0.7	1.15	1.12
净资产收益率	17.53%	18.35%	22.94%	13.87%
每股经营现金净流量	0.54	0.86	1.87	1.09
成长能力：				
主营业务收入增长率	59.96%	14.04%	106.12%	20.56%
净利润增长率	24%	17.07%	229.24%	7.45%

5.2.3.3 其它因素的综合分析

涌向世界各地的全球经济一体化浪潮把各国企业推向了直面国际竞争的境地，企业若想生存，唯有提高自我抗击能力。而整体上市至少可以作为目前上市公司做大做强、提高竞争能力的途径之一。同时，在全流通背景下，存续公司作为上市公司大股东的利益诉求在股改完成后可以通过股价来套现，同时又有国内积极的政策支持和引导。凡此种种将央企整体上市推向高潮。因此，鞍钢股份整体上市是“天时+地利+人和”的结果。就钢铁业本身来说，一方面，钢铁行业是典型的资金密集型行业，具有很强的规模效应。另一方面，钢铁生产的整个流程紧密相连不可分割。如果上市公司仅是生产流程的某个环节，而集团公司又是另外的环节，那么，二者之间势必会产生很大的依赖性，引发大量的关联交易。因此，鞍钢股份整体上市既是中国资本市场变革的要求，也是整个行业发展的内在要求。从技术角度讲，此次重大资产收购所产生的效果是明显的。通过收购，鞍钢股份不仅拥有了鞍钢集团全部焦化、烧结、炼铁、炼钢、轧钢等整套现代化钢铁生产工艺流程及相关配套设施，且拥有了与之配套的能源动力系统，实现了钢铁生产工艺流程的完整性和系统性，同时也完成了钢铁业务“规模扩张+结构调整”过程，对其谋求长远的价值增值具有战略意义^[40]。

整体上市后鞍钢股份未来几年的产能持续扩张能力是最强的，未来2-5年可以保持200万吨的年产量增长。体现产能扩张的两个项目分别为西区500万吨项目及鲅鱼圈项目。虽然西区的板材设计是500万吨，但是按照各大钢铁网站公开报道的资料，西区实际有3*3200方高炉、3*260T转炉，即使简单测算，理论上铁及钢的能力已经达到750万吨以上。鲅鱼圈一期工程热轧板厂的初轧机牌坊已经竖起，厚板厂的初轧、精轧及加热炉等设备基本完成，预计焦炉2007年年底投产，2008年3月可以出铁水、2008年6-9月可以产出钢材，初步估计2008年将生产200万吨的钢材。

在产品研发方面，鞍钢近几年进展相当快速，自2003年公司成功开发出05级轿车面板后，X100管线钢也通过了西安管材所评审。此外，公司2007年18亿元的资本支出将会在高牌号的无取向硅钢方面或者取向硅钢方面取得新的突破。

5.2.4 股权分置改革后整体上市存在的问题

当然，任何事情都有其两面性，整体上市虽然有诸多好处，同时在实际运作过程中也有许多成功的案例提升了企业价值，但是全流通环境下的整体上市依然存在一些问题，具体表现在：

5.2.4.1 对整体上市缺少相关的法律法规和配套的政策

整体上市是一件新鲜事物，要推动这一金融创新，需要完善一系列与之相配套的制度安排，包括法律法规的修改和政策的调整等。具体来说主要有：（1）对什么样的企业符合整体上市的标准没有具体的规定；（2）对集团公司整体上市融资额大小没有明确、统一的规定；（3）对非流通股与流通股定价没有合理完善和统一的标准；（4）对集团公司与上市公司的股权置换与资产置换没有明确的定义；（5）对集团公司与上市公司资产或股权的交易方式、支付办法和风险规避措施没有明确的规定；（6）对集团公司上市所需要融资没有制定合理的用途标准，缺乏有效的监督机制；（7）没有为流通股中的中小投资者制定有利于自身权益的建议权、表决权和决策权。如果不制定相关的政策来确保整体上市公司的质量和保护流通股股东的合法权益，则有可能使整体上市出现偏差。

5.2.4.2 大规模的整体上市将加重证券市场扩容的压力

整体上市所需市场提供的资金量通常都金额巨大。从 TCL 集团和武钢股份的方案来看，分别从市场募集了 25.13 亿元和 35.98 亿元的资金量。如果更多的上市公司整体上市，必将给市场带来巨大的资金压力。因此，大量的整体上市是目前市场状况难以承受的。最近，A 股市场由于巨额融资，市场扩容的压力不断增大而经历着大幅的调整。

5.2.4.3 整体上市难以实现产业核心竞争力的深度整合

整体上市是规范化市场中企业上市的一种重要选择方式与重要选择形式，它的出现适应了我国加快国有大中型企业股份制改革的需要，也有利于克服分拆上市带来的许多弊端，有助于企业做大做强，提升竞争力。从未来的趋势看，整体上市作为国有资产以及上市公司实现实质重组的方式，仍然会受到相关部门和企业的重视。但是当初的分拆上市是剥离的国有企业的优质资产上市，国有集团公司的优质资产大都已注入到上市公司，国内绝大多数母公司的资产质量不太理想，同时在整体上市初期，母公司的资产和子公司的资产还只是简单的相加，企业的资产难以实现产业核心竞争力的深度整合，企业的产业核心竞争力难以很快发挥出来，虽然武钢、鞍钢整体上市后的第一年企业价值提升的很快，但是企业的资产仍需人员在人员、机制、文化方面作深度整合^[41]。

第6章 优化整体上市以提升企业价值的政策建议

6.1 完善相关法律法规和配套政策

对整体上市相关法律法规和配套政策的完善应遵循以下原则：一是要注入优质资产，实行实质性重组，而不是报表性重组、虚假性重组及拉郎配式重组；二是定价要合理，充分考虑公众投资者的权益，流通股股东应有合理回报；三是程序要公正，充分尊重公众股东的选择；四是让独立董事发表独立意见，充分发挥独立董事的作用；五是信息披露要充分，保护公众股东的知情权。

6.2 进一步完善公司治理结构

著名的财务学家米勒把公司治理结构的选择看作是企业改革的主要策略。公司股权越合理，公司治理效率越高，公司价值就越大。如目前我国上市公司的国家股、法人股占绝对控股比例。从理论上说，这种产权结构的治理效率是较高的。但是，由于国有股股东缺位，社会公众股分布零散，使上市公司的内部人控制严重。因此，改革和完善国有股治理机制成为优化股权结构的关键。这样，就必须进一步深化国有股管理机制，在企业集团层面进行股份制改革，实现投资主体多元化，是企业整体上市的前提和必不可少的条件。如TCL集团为了集团整体上市这个长远的战略目标，2002年4月19日，TCL在引入五大战略投资者(包括日本的东芝、住友以及中国香港的金山、南太电子和Pentel)的基础上完成了集团层面的股份制改造，由原来的TCL集团有限公司整体变更为TCL股份有限公司。

在全流通环境下的整体上市股权有可能在未来形成高度分散的股权结构，这不利于改善集团公司的公司治理效率。从理论上说，在股权高度分散股权结构下，中小股东的监督功能发挥得并不显著，由于监督需要付出一定成本，所以一般投资者更愿意选择搭便车，而不是主动参与监督。除此之外，在股权高度分散的情况下，相对控股股东很容易利用不平等交易，将上市公司的优质资源转移到自己手里，使中小股东蒙受巨大损失。

针对以上情况，我们建议在整体上市的过程中，对企业原有管理层和职工持股给予一定的优惠条件，促进管理层和职工持股制度的建立。这样一来，尽管公司的管理层是事实上的“家长”，公司内部很难有人能对他们起监督的作用，但职工和管理层在事实上形成了一个大的“家庭”。在这里，让企业的职工发挥监督作用，其成本远远小于让小股东发挥监督作用的成本。

6.3 努力实现集团内核心竞争力的深度整合

应该说企业价值的全面提升最终表现在企业核心竞争力的提升，对于内部的业务重组和外部的市场适应，整体上市是否能够化解业务单一的经营风险问题，提高集团公司整体经营效益还是个未知数。整体上市虽然给上市公司融得公司发展所需要的大量资金，带来良好的发展机遇，但整体上市后企业的整合是取得成功的关键一步。这种整合包括：一是人员重组。树立以人为本的思想，注重人才的挖掘和培养，并积极探索管理和机构改革的有效途径，使各项工作环节的员工和管理者密切合作，相互协调，从而使人力资源达到正面的协同效应。二是机制的整合。整体上市后，应从管理、机制、观念上提高企业的主体素质，着眼于组织结构的调整，形成机动灵活的扁平式结构。按专业化协作原则重新组合调整，并进行管理机构的改组和改造，使组织机构横向化，职能综合化。三是制度和文化的整合。要建立一套规范的程序文件和管理制度，逐步向新员工灌输上市公司的价值观、规范和公司理念，达到双方文化上的融合。如果整体上市后，不能迅速而有效地整合，不能使各方资源有效配置、内在要素优化组合，在产品开拓、市场销售等方面并无太大突破，所能创造的业绩不足以支撑集团公司上市后迅速庞大的资产，那么整体上市将陷入资本市场陷阱，就是失败的。

6.4 加强技术创新，提高国内外市场竞争力

现在，由跨国公司主导的国际经济竞争，已经不仅仅是产品制造能力的较量和市场要素资源的争夺，而是发展到了对一国经济命脉和核心发展能力的控制与掌握。所以，我国的大型国企要担当起保障国家经济安全的使命。这样，能够采取并购方式包括整体上市途径实现跳跃式大发展的大型国企，无疑是最有希望提高国内外市场竞争的企业。而这样就更加要加强技术创新来提高国内外市场竞争力。

技术创新是企业以市场为导向的一种技术经济活动，它包括从一种新的技术设想的产生到研究、开发、试制、生产制造并首次商业化实现的全过程。这里所称的技术有多种表现形式，它可以是根据科学原理和生产实践经验形成的工艺流程、加工方法、劳动技能、技术诀窍和营销技巧；也可以是根据科学原理和市场需要创造或改进形成的新产品、新服务、产品质量或功能的改进、新材料、新能源和生产工具或其他物质装备等。企业现有的技术水平、拥有的技术专利与技术诀窍的数量和质量是决定企业现有竞争能力的重要方面。也就是说如果企业现在所拥有的技术水平处于同行业先进水平，或在某核心产品上拥有相当数量的专利

和技术诀窍，这样企业在竞争中就会处于优势地位，企业的竞争力也因企业所掌握的核心技术而大大加强，企业价值也会随之而增值，企业发展处于良性循环状态。

当然优化整体上市以提升企业价值是一个系统的工程，单从法律、股权结构、资源整合等某一个方面来完善是不够的，整体上市与行业、宏观经济政策和政府行为等外界也有着千丝万缕的联系，不可能单独靠某一方面，协调各方关系也是重要的。本文只是从企业的可控因素进行了讨论，其他方面尚待完善。

结 论

本文采用规范分析与案例分析相结合的方法，围绕“整体上市对提升企业价值的影响”这一核心问题展开了深入的研究。首先对国内外关于公司整体上市和企业价值的相关研究进行了综述，以企业边界理论、信息理论、代理理论、系统理论和利益相关者理论等为研究的基础，从理论上具体、详细地分析了股权结构、净现金流量、公司治理环境、盈利能力、企业品牌价值等一些重要因素在整体上市后对企业价值所产生的影响，并选择了相应的指标体系分别以武钢股份和鞍钢股份为股权分置改革前后公司整体上市的研究案例，从现实层面剖析了整体上市后上述因素对公司价值提升的作用过程和作用效果。

论文在进行了全面分析后得出的结论主要有：（1）整体上市符合相关理论基础。整体上市就是企业对其边界进行调整，以降低交易费用和实现资产配置效率的最优化。这是因为：整体上市意味着上市公司的资产完整性、业务独立性都大为提高，而且是把集团母公司与子公司之间的业务关联交易绝大部分都转换成了上市公司内部的资源配置，这显然有利于上市公司的长远发展，也有利于整个企业集团降低交易费用和实现资产配置效率的最优化。（2）整体上市能在很大程度上提升企业价值：第一、整体上市改善了公司的股权结构；第二、整体上市优化了公司治理环境；第三、整体上市增加了企业的净现金流量；第四、整体上市拓宽了企业的利润增长渠道；第五、整体上市提升了企业的品牌价值。（3）整体上市符合证券场所具有的产业整合功能。有利于优质企业做大、做强、做好，以进一步发挥企业集团的产业优势、产品优势和管理优势，进而有利于提升市场的资源配置功能与产业整合功能，提高市场的运行效率和运行质量。

基于理论分析和案例研究的结论，本文提出了优化整体上市以提升企业价值的建议：一是完善相关法律法规和配套政策；二是进一步完善公司治理结构；三是努力实现集团内核心竞争力的深度整合；四是加强技术创新，提高国内外市场竞争力。

由于整体上市既是一种理论研究，更是一种实践活动，理论研究总是滞后于实践。由于整体上市出现的时间不长，加之本人的学识水平有限，本研究还存在很多不足之处：（1）由于成功完成整体上市的企业并不是很多，本文的研究主要应用了案例研究，而对于整体上市采用实证研究则更具说服力；（2）本文所研究的整体上市仅局限于我国资本市场，对于我国企业的海外整体上市还没有研究。

参考文献

- [1]黄湘源.整体上市利与弊.信息早报,2004,(2):26
- [2]黄清.国有企业整体上市研究.管理世界,2004,(2):25-29
- [3]乐嘉春,吴培新.整体上市演绎国资改革新思路.上海国资,2004,(3):36-39
- [4]钱启东,伍青生,王国进.关于整体上市的研究.上海综合经济,2004,(4):14-17
- [5]邓晓卓.整体上市的方式比较.财经理论与实践(双月刊),2004,(9):24-28
- [6]傅漩.整体上市:TCL的灵丹妙药能否解困众生.国际融资,2004,(4):33-39
- [7]方其澎,王婷.企业整体上市模式比较.四川经济,2004,(1):18-21
- [8]何志强,赵守国.关于“整体上市”的利弊分析.经济体制改革(增刊).2005,(11):44-48
- [9]姚益龙,高绮燕.新经济时代企业价值的内涵及其综合评估体系.中山大学学报,2003(6):29--31
- [10]刘荣仙,赵邦宏,王淑珍.企业价值计量模型与评估方法.企业纵横,2004,(10):25-29
- [11]朱锡庆,黄权国.企业价值评估方法综述.财经问题研究,2004,(8):36-28
- [12]Collins.Danidl W.Edward L.Maydew and Ira S.Weiss.Changes in the Value Relevance of Earnings and Book Values over the Past Forty Years.Journal of Accounting and Economics,1997,(11):39-68.
- [13]Penman.S.H.the Articulation of Price Earnings Ratios and Market-to-Book Ratiosand the Evaluation of Growth. Journal of Accounting Research, 1996,(34):235-239
- [14]Adrian Payne and Sue Holt.Diagnosing Customer Value: Integrating the Value Process and Relationship Marketing.British Journal of Management,2001,(12): 159-182
- [15]Adrian Slywotzky. The profit zone: Managing the value chain to create sustained profitgrowth. Strategy&leadership, 1998,(3):12-16
- [16]Biren Prasad. Total Value Management A knowledge management concept for integrationTQM into concurrent product and process development. Knowledge and process Management,2001,(2):105-121
- [17]Chris Higson and John Brigginsbaw. Valuing Internet Business. Business StrategyReview, 2000,(1):10-20
- [18]Christoph Zott,Raphael Amit and Jon Donlevy. Strategies for value creation

- ine-commerce; Best practice in Europe, *European Management Journal*,2000,18(5): 463-475
- [19]朱武祥,宋勇.股权结构与公司价值.经济研究,2001,(12):66-72
- [20]孙永祥,黄祖辉.上市公司的股权结构与价值.经济研究,1999,(12):23-30
- [21]阎建军,杨复兴.企业价值创造理论探析.经济问题探索,2004,(1):39-42
- [22]吴淑棍.股权结构与公司绩效的U型关系研究—1997-2000年上市公司的实证研究.中国工业经济,2002,(1):80-87
- [23]Claudio Aqueveque. Marketing and market development signaling corporate values:Consumers'suspicious minds.*Corporate Governance*,2005,(3):70-81
- [24]李晓明,袁泽沛.论企业价值评估与全面价值管理.武汉大学学报(社会科学版),2002,(3):12-18
- [25]Denis Cassidy. Maximizing shareholder value: The risks to employees,customers andthe community. *Corporate Governance*,2003,(2):32-3
- [26]美.阿尔弗.洛德拉帕波特.造股东价值.南人民出版社,2002,(1):4-8
- [27]Jones.Thoms M. and Andrew C. Wicks. Conver2 gent Stakeholder Theory. *Academy of Management Review*,1999,(24):06-221
- [28]海粟.企业价值评估.复旦大学出版社,2005,(1):265-272
- [29]李海舰,冯丽.企业价值来源及其理论研究.中国工业经济,2004,(3):2-60
- [30]项保华,李庆华.企业经营的价值构成与战略权衡.中国工业经济,2004,(3):1-66
- [31]杨伍栓.略论价值与管理价值.北京行政学院学报,2004,(2):2-86
- [32]王小哈,杨扬.公司主营业务贡献与经济绩效的实证分析.当代经济科学,2002,(5):64-70
- [33]陈小悦,小东.股权结构、企业绩效与投资者利益保护.经济研究,2001,(11):41-43
- [34]查麓,红叶.上市公司股权结构与公司业绩关系的实证分析.统计研究,2001,(11):18-22
- [35]何浚.上市公司治理结构的实证分析.经济研究,1998,(5):50-57
- [36]胡玄能.企业并购财务与会计实务.大连:大连理工大学出版社,2005,(7):66-89
- [37]郝晓彤.企业价值与并购交易定价.中央财经大学学报,2005,(8):78-89
- [38]万解秋,锦荣,政新.企业价值提升与财务管理.复旦大学出版社,2005,(1):1-12
- [39]Denis Cassidy.aximizing shareholder value: The risks to employees,customers and the community, *orporate Governance*,2003,(2):32-3
- [40]郭春丽.上市公司的股权结构、公司治理与经营绩效.经济管理,2002,(8):256-278
- [41]魏刚.主营业务利润、核心竞争力和公司价值.经济管理,2002,(4):56-64

致 谢

时光飞逝，随着这篇论文的完成，三年的硕士研究生生活转眼就要成为过去。蓦然回首，我已在这里度过的时光都很美好。其间值得回忆的事情太多，需要感谢的人太多……

首先，我要向导师陈共荣老师表示衷心的感谢。对于这篇学位论文，从选题、布局谋篇、修改到最后定稿陈老师都给予了详尽的指导，倾注了大量的心血。在硕士研究生学习期间，陈老师对我的悉心教导、鼓励与鞭策令我永远难以忘记，他严谨的治学态度、敏捷的思维和深厚的理论修养令我敬佩。无论是做人还是做学问，陈老师无疑都是我终身学习的榜样。

感谢在三年的学习期间教授过我课程和给予我指导或帮助的各位老师，他们是：王善平老师、龚光明老师、何进日老师、万宇询老师、陈共荣老师、谢诗芬老师、刘桂良老师、姚靠华老师、雷光勇老师、朱启明老师、杨修发老师、彭江平老师、肖美英老师、瞿友喜老师、凌志雄老师、张彪老师、朱湘萍老师、徐莉萍老师、彭桃英老师、谢树玉老师、刘冰老师、陈琼香老师、黎俊老师和会计学院与研究生院的其他各位老师。我的每一点进步和成绩都离不开他们的辛勤工作。

我还要感谢各位同学和朋友，谢谢他们对我的关心和帮助。

最后，感谢在百忙之中抽出时间评阅论文和参加论文答辩的各位老师！

刘燕燕

2008年4月28日于湖南大学

附录 A 攻读学位期间所发表的学术论文目录

[1]刘燕燕. 全流通与中小投资者权益的保护. 会计之友. 2007, (4): 54-55