NEW Finance

上市公司并购重组和价值创造

第二版

杨华 著

中国金融出版社

上市公司并购重组和价值创造

（第二版）

杨　华　著

中国金融出版社

责任编辑：张哲强
责任校对：孙　蕊
责任印制：毛春明

图书在版编目（CIP）数据

上市公司并购重组和价值创造（Shangshi Gongsi Binggou Chongzu he Jiazhi Chuangzao）/杨华著. —2 版. —北京：中国金融出版社，2009.1
ISBN 978-7-5049-4877-9

Ⅰ. 上… Ⅱ. 杨… Ⅲ. ①上市公司—企业合并—研究—中国 ②上市公司—资产重组—研究—中国 Ⅳ. F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2008）第 171903 号

出版发行　中国金融出版社
社址　北京市广安门外小红庙南里 3 号
市场开发部　(010)63272190，66070804（传真）
网上书店　http://www.chinafph.com
(010)63286832，63365686（传真）
读者服务部　(010)66070833，82672183
邮编　100055
经销　新华书店
印刷　保利达印务有限公司
尺寸　169 毫米×239 毫米
印张　25.25
字数　390 千
版次　2009 年 1 月第 2 版
印次　2009 年 1 月第 1 次印刷
印数　1—5090
定价　55.00 元
ISBN 978-7-5049-4877-9/F.4437
如出现印装错误本社负责调换　联系电话（010）63263947

再版说明

《上市公司并购重组和价值创造》出版一年多来，得到了社会各界和广大读者的热心关注，他们提出了许多有建设性的意见和建议，在此致以深深的感谢。

我国证券市场发展较快，上市公司并购重组日益活跃，方式和手段不断创新，对优化资源配置，提高上市公司质量发挥了重要而积极的作用。为了更紧密地把握我国当前证券市场发展的脉搏，追踪研究上市公司并购重组的最新特点，我们在持续跟踪研究的基础上，再次修订出版该书。

本书作者长期在产业和金融部门工作，目前从事上市公司监管工作，对于上市公司并购重组活动有着深刻的理解和最直观的感触，此次再版融合了作者多年的监管经验、工作积累和思考，特别是增加了近年来上市公司行为的最新变化、新会计准则对上市公司并购重组的影响、最新的并购重组典型案例以及新近颁布的并购重组法律法规等内容，对研究当前上市公司并购重组活动，了解掌握上市公司并购重组最新动态，拟参与从事上市公司并购重组活动等都具有较好的指导意义和实用参考作用。既是从事上市公司并购重组的市场从业人员的学习和考试参考用书，也是理论工作者、高校并购重组课程的参考书籍。

中国金融出版社

2008 年 11 月 22 日

第二版序

上市公司是资本市场的基石，上市公司的整体质量直接关系到资本市场的吸引力和竞争力，也是资本市场实现可持续发展的一个关键环节。提高上市公司质量，并购重组至关重要。近年来，随着国民经济和资本市场的快速发展，并购重组在实践中发挥着越来越重要的作用，逐步成为优化产业结构、实现产业振兴的一种重要手段。

一是并购重组为提高上市公司质量，促进产业整合，实现整体上市发挥了重要作用。上市公司质量是资本市场的根本。通过并购重组，可以帮助上市公司以较小的成本实现快速扩张，有利于优秀的企业尽快进入资本市场。十多年来，沪、深两市300多家上市公司通过并购重组改善了基本面，提高了盈利能力，增强了持续发展能力和竞争力。

二是并购重组为完善法人治理结构，提高上市公司规范运作水平提供了动力。并购重组市场的发展，可以对公司董事会和管理层产生强大的外部压力，增强他们完善公司经营机制、努力搞好经营、提升公司业绩、追求股东价值最大化的紧迫感。并购重组市场的发展，还可以促进控股股东树立运用控制权获取合理收益的理念，进而促进上市公司完善治理结构，提高资源整合能力和市场运作效率。

三是并购重组为深化国有企业改革，促进产业结构调整和升级提供了渠道。资本市场经过十七年的发展，通过并购重组，运用股权转让、资产重组、股份回购、吸收合并等多种手段，盘活了存量资产，增强了资本的流动性和盈利能力，市场化资源配置功能得到了明显提高。

随着股权分置改革工作的基本完成，全流通市场下市场各参与主体对提高上市公司质量的认识日益深刻，上市公司并购重组在实践中不断创新，呈现出

新的发展特点：一是上市公司并购重组的数量迅速增多，并购规模迅速扩大，并购市场日趋丰富。二是并购重组的方式不断创新，支付手段发生了重大变化。除了传统的现金方式，向特定对象发行新股购买资产等方式大量出现。2006 年下半年至今，通过向特定对象发行新股购买资产，新华传媒、上海汽车、包钢股份、深圳机场、青岛海尔、渝开发、冠城大通等公司实现了主营业务整体上市或集团整体上市。海螺水泥等公司实现了大股东置入优质资产，增强了公司控股权。＊ST 兴发、＊ST 鼎立等公司则是实现了置入优质资产，挽救了绩差公司。三是上市公司吸收合并的案例大量涌现，中国铝业、攀钢集团、葛洲坝、东方电机、湘火炬、都市股份、上电股份等十多家公司相继通过吸收合并方式实现了集团或公司的整体上市和借壳上市。这些合并案例涉及非上市公司吸收合并上市公司、上市公司吸收合并非上市公司、上市公司吸收合并上市公司、H 股公司吸收合并 A 股公司、一家上市公司同时吸收合并多家上市公司、一家非上市公司同时吸收合并多家上市公司等多种形式，极大地丰富了上市公司吸收合并的内容，为并购市场注入了新的元素。

这些新的特点和发展趋势表明，注入优质资产和整体上市已成为通过外延式发展提高上市公司质量的重要方式，为上市公司利用证券市场做优做强提供了新的路径。

在这一背景下，修订再版《上市公司并购重组和价值创造》，反映资本市场最新变化和上市公司并购重组的最新特点，具有重要意义。对此，我感到十分欣喜，书中结合作者多年来在产业部门和上市公司监管部门丰富的工作经验，深入浅出地分析了股权分置改革完成之后，随着上市公司并购主体行为动机的变化，并购模式由原来的题材性并购变为战略性并购、由财务性并购变为产业性并购成为可能；绩差公司通过重组获得新生，创新型并购层出不穷。同时，并购方式呈现多样化趋势，并购支付也更加灵活多样，市场力量在并购活动中发挥了更大的作用。此外，结合 2008 年中国证监会对上市公司并购重组的法规架构的修订，作者重新梳理了上市公司并购重组法律法规制度规则；新增了部分新出台的法规、规则介绍；更新了典型案例分析等等。

本书作者力求语言通俗易懂，深刻精要，是一本集理论性和实用性为一体

的书籍。相信对资本市场从业人员，对所有关注并购重组的人士，特别是从事证券公司财务顾问业务的人员会有帮助。希望通过这本书，读者能够整体把握我国资本市场最新的并购理论体系和框架，了解上市公司并购技巧及实务操作中的精髓，提升并购重组的操作水准，在学习借鉴与自我实践之间找到认识、分析和从事上市公司并购重组的均衡点，增强对并购重组的科学判断力。相信广大读者将从此书中受益。

中国证券监督
管理委员会副主席



二〇〇八年十二月一日

第一版序

伴随着国内股权分置改革的顺利进行，证券市场在2006年开春后不久，迎来了一个反转格局。这个局面既是国内宏观经济持续向好、国内外投资者预期调整到位的结果，也是市场各方在党中央、国务院宏观调控、结构调整等各项方针政策的指引下，狠抓市场基础建设，促进监管制度逐步完善，夯实市场基础、提高资产质量等方面的努力最终促成的结果。在这一过程中，我本人得到两个深刻的认识：一是证券市场的发展必须以服务于宏观经济为出发点和落脚点；二是证券市场的发展必须找到适合中国国情的支撑点，其中保护和增进投资者权益，就是一个十分重要的切入点。

在证券市场对宏观经济运行的服务深度得到提高、证券市场获得持续发展的新的生命力，尤其是当前市场反转格局既定之后，摆在我们面前的一个突出任务，就是要对市场下一步的总体趋势进行深入细致的观察和分析，找到新的关键环节。也是在这样一个背景下，杨华同志撰写的《上市公司并购重组和价值创造》一书即将面世，这可以说是对我们完成这些任务在做一些理论准备和探索的工作，值得称道。我也愿意借此机会，谈一谈自己的一些看法，供有识之士批评和商榷。

概括一下最近几年证券市场的工作，我觉得我们主要做了三件事情。其一是在产权基础构造的意义上完成了证券市场的国际对接。这件事情随着股权分置改革的逐步结束，已经到位。所谓产权基础的构造，一方面是我们解决了发起人股不能流通以及由此带来的一系列问题，另一方面还包括我们已经为国有股权如何在市场内部找到定位、功能如何谋划、作用如何发挥等这些极具国情特色的问题找到了出路。可以说，这是一个影响深远的变革。有了这么一个对接，中国证券市场今后就可以进一步谋求在国际金融市场上的分工，并进而对国内结构调整、核心竞争力的培育发挥重要的、不可替代的作用。其二是我们在监管理念的优化方面获得深化。前几年我们搞监管，主要依靠管理艺术，在

各方利害相关人的权益之间谋求协调，做了大量的工作。这几年的做法有些改变，那就是我们已经开始把监管手段的多样化和有效性放在国内行政资源的优化这一大背景下进行考虑。把证券监管延伸到市场边缘，甚至市场之外的利益主体那里，理念上的改变，对我们丰富监管手段，提高针对性和科学性具有十分重要的意义。其三是为证券市场的发展和市场监管培育起了几个重要的支点。第一个支点是市场内部金融资产的质量是市场规范发展的重要支点，这一点已经通过各种渠道贯穿到监管的日常工作中去了；第二个支点是社会公众股股东权益的保护，是监管工作的核心出发点和落脚点；第三个支点是证券市场的功能培育和发挥，是市场获得持久生命力的源泉。

回顾过去几年的实践，我们还发现，证券市场的发展与繁荣，一刻也离不开宏观经济运行这个背景。宏观经济运行状况的改善和质量提高一方面是证券市场服务的对象，另一方面也为证券市场本身的走势提供了基本环境和驱动。举例来说，关于近几年宏观经济走势，大家有很多看法，但总体上有三点已经有了共识。一是宏观经济的持续高增长是数十年来坚持改革开放的必然结果，是我们积极参与和应对国际经济循环和问题的过程中，能够赢得的最好局面之一。二是当前宏观经济中遭遇的问题，是国际经济和国内经济运行交叉作用的结果，一些产业出现局部产能过剩，一些行业的绩效不尽如人意，还有一些经济部门出现了国家经济安全问题，都属于发展中的问题，通过我们提高指定和执行政策的能力，完全能够依靠我们自己的能力得到解决。三是尽管在战略上我们可以而且应该满怀信心，但战术上还应该谨慎对待，一些问题，尤其是与国际化趋势纠缠在一起的问题，需要很强的处理艺术才能平稳过关。

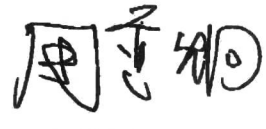
对于证券市场来说，一个经常被人们忽视的政策环境是产业结构调整和自主创新能力的提升，这两件事情看上去互不相干，实际上有很大的联系。产业结构调整是为了提升国民经济在世界经济格局中的竞争地位，自主创新能力的提高也是为了这个目的。这是从发展的角度来理解。如果从改革的角度来理解，两件事情的迫切性能够得到进一步的凸显，因为不搞自主创新，不优化产业结构，我们现在拥有的很多行业，就需要依靠别人的市场消化产出，为了维持这些产业对就业的贡献，我们还需要维持一个规模，这个规模经常让我们在世界原材料市场的谈判中吃亏，这就是提高自主创新能力和优化产业结构的紧迫性所在。

因为要搞产业结构调整，一个自然而然的想法，就是把一切可用的市场资源都调动起来，用市场化机制解决这个问题。其中公司间的并购和资产重组就是这么一个机制和平台。前几年我们也搞过产业结构调整，主要借助产权交易所、大宗股权交易市场等平台，有效果，但很难成气候，现在要多注重采用证券市场这个平台，这个平台的好处是交易比较透明，而且容易引起国际市场关注，也比较容易和国际经济实现无缝隙的对接，这是我们赞赏在证券市场推动并购重组的原因。

在证券市场内部以上市公司为一方当事人推动并购重组，还是一个很好的机会，帮助国内这个市场优化它的功能定位，争取一个世界资本市场的分工角色。并购和重组的核心是定价，定价机制是否完善，特别说明一个市场的效率。我们不谋求国内证券市场的国际分工，一定要把它的定价机制搞好了才行。好的定价机制，体现在这样几个方面：（1）实体经济领域里有国际竞争力的领域，证券市场在这一领域的定价也应该获得世界范围内的权威性。（2）市场内完全能够体现和消化国情特色的问题，并且这一点世界上其他地方的投资者也都知道，不能因为我们有个性化的东西，就让他们觉得我们的市场不可靠。（3）要有足够的交易规模和交易深度，以便把价格应该包含的所有信息都包含进去。从这几个方面看，并购重组在证券市场内部搞，都很有必要。证券市场效率高，实体经济里的哪个行业有竞争力，这里很容易检验；在并购过程中，各个方面的利益主体都需要平衡和和谐，这特别能消化国情问题；另外，并购重组不仅自身交易规模大，而且诱发能力强，对刺激市场繁荣和平稳运行很有帮助。

目前研究并购的成果比较多，但研究国内并购/资产重组活动的成果还是太少，那些能够把国内的个性问题归纳清楚，提出解决办法的成果就更少。希望杨华同志这本书的出版，能够吸引更多的人关心这一领域的问题，群策群力，把市场内的并购和资产重组活动引导到提升宏观经济质量这个目标上来。

中国证监会前任主席
中国金融市场发展委员会主席



2006 年 10 月

第一版前言

随着股权分置改革的顺利进行，我国证券市场于2006年迎来了一个反转格局，进入了一个新的发展时期。这既有国内宏观经济持续向好，国内外投资者预期调整到位的因素；也是各项宏观调控、市场监管制度逐步完善和优化所产生的必然结果。在这一过程中，我得到两个深刻认识：一是证券市场的发展必须以服务于宏观经济为出发点和落脚点；二是证券市场的发展必须以保护和增进投资者的权益为切入点。其中，深化市场对宏观经济运行的服务深度，是当前市场反转格局既定之后，摆在我们面前的一个突出任务。

正是在这种认识的指导下，我结合自己多年的监管实践经验，完成了此书。书中主要回答的问题包括：（1）传统企业并购理论在解释和说明国内公司并购和资产重组问题时，会遭遇到哪些问题。这个议题的子议题包括：国内证券市场的个性特征经由哪些渠道渗透到并购市场中，并对并购、资产重组活动产生长久的影响。（2）国内公司并购、资产重组活动整体上展现出哪些本土特性；特别是当我们把国内并购活动放在国内现有的国有资产管理制度和公司文化、股权结构特殊背景下考察的时候，这些环境因素从哪些方面影响了并购的发展路径和趋势。在本书中，我特别关注了国内的同业并购、绩差公司并购和外资收购问题，希望通过这些观察，理清并购市场的国情特色。（3）当我们希望以证券市场内部为并购重组的主阵地，推动并购重组，并进而优化国内产业结构安排的时候，哪些市场要素是我们必须注意的，尤其是哪些市场要素可以作为监管资源。

总体而言，并购、资产重组活动可以在理论上被表述为，以公司法人或者资产组合为交易标的，在资本市场完成交易的活动的总称。由于并购和资产重组活动还涉及管理技能交易和控制权溢价交易，因而在资产市场周边还应该包括经理人市场和控制权市场，这些市场交易活动的研究，在国外是富有成就的，本书的第一个任务是检验这些既有研究成果在国内的解释能力和预测能力，好在国内已经有较多的学者对这方面的研究进行了必要的、富有洞察力的综述，我们只需要进行进一步的梳理就可以；本书的第二个任务，是针对国情

归纳出已有并购重组活动的线索，给予必要的科学归类，以便进一步深化研究。最后才是具体的分析和讨论。

本书采用的方法主要是标准的公司理财理论和估值技术，沿着并购的价值创造过程、并购动机、并购支付手段和监管制度绩效评价等逻辑线索，对国内的并购、资产重组实践进行了归纳和总结。第一章独立成篇，简单回顾并综述了已有并购重组活动的研究文献，讨论了协同效应、财务优化效应等假说在国内的有效性问题，特别分析了价值转移动机在诱导国内并购实践方面表现出的特殊重要性。第二章、第三章和此后的第四、五章等四章构成本书的第二单元，以国内并购、资产重组活动实践为脉络，研究了国内并购、资产重组活动创造独立价值的机理和渠道，尤其是指明国内公司并购业务的个性特征以及存在的问题。基于已有的认识，我对股权分置、国有资产管理体制和证券市场周边拥有较大影响力的几个主体的行为轨迹给予了特别讨论，以便勾画出国情特色，从而强化本书的本土研究特征。其余章节是制度研究。循着比较研究的思路，我们既比较研究了国内现有的监管制度对以往监管制度的改进和完善过程，也比较了国内制度绩效和国外制度绩效的差异，从中探寻原因，并提出自己的改进意见。

最后还需要说明一下本书关于并购中出现的诸多创新行为的态度。这些创新主要集中在支付手段创新和交易框架创新等方面。在我看来，观察和评价创新效果可以因主体不同而迥异：在市场主体看来，能够获得短期利润的任何创新都是好的，有效的。但在监管机构看来，或者站在社会公益的立场上看，只有那些能够带来帕累托改进的创新才是值得称道的，这个观点，体现在本书的很多地方。

本书的完成得益于我在产业综合部门和监管机构所积累的多年的工作经验。这里，我要特别感谢中国证监会前任主席、现任中国金融市场发展委员会主席周道炯先生，他在百忙之中欣然为本书作序；感谢我现在的同事们，文中许多的创新观点是与他们的创造性劳动分不开的。同时，还要感谢高莉同志、中国金融出版社张哲强主任和刘钊编辑为本书的顺利出版所付出的辛勤劳动。

杨华

2006 年 11 月 21 日

目　录

绪论…… 1

第一章　并购与上市公司价值提升：理论分析 …… 23

第一节　公司并购/重组与协同效应：技术视角…… 25

第二节　公司并购重组与财务危机化解 …… 31

第三节　公司并购重组与公司股权价值提升 …… 50

第二章　动机主导下的公司并购与重组主流模式 …… 58

第一节　价值转移与再分配：绩差公司并购与重组 …… 60

第二节　协同效应：公司同业并购与重组 …… 63

第三节　并购/重组公司的资产估值：外资的视角…… 68

第三章　中国公司并购实践概述及个性问题 …… 75

第一节　国内上市公司并购与重组实践的概括性描述 …… 75

第二节　公司并购/重组中特殊的行为主体及行为模式…… 89

第四章　行业重组为导向的并购：本土化研究（1） …… 114

第一节　垄断型公司产业链的伸缩…… 116

第二节　以并购为手段的价值链伸缩…… 124

第三节　经典案例分析…… 128

第五章　绩差公司的并购重组：本土化研究（2） …… 141

第一节　行政许可带来的公司价值…… 149

第二节　绩差公司重组并购的历史回顾及绩效分析…… 156

第三节　经典案例分析…… 168

第六章　并购/重组支付手段及创新 …… 182
第一节　股权协议收购/转让 …… 182
第二节　国有股权行政划转…… 205
第三节　资产置换…… 209
第四节　定向增发…… 212
第五节　股份回购…… 217
第六节　吸收合并…… 219
第七节　以股抵债…… 222
第八节　分拆上市…… 225
第九节　主动退市…… 227
第十节　创新型经典案例分析…… 230

第七章　国内公司并购的监管制度及其评价…… 238
第一节　公司并购的法律框架及形成过程…… 238
第二节　并购法律框架对证券市场并购重组活动的影响…… 242
第三节　上市公司兼并收购的监管模式评析…… 245
第四节　公司并购重组规范的完善…… 257

第八章　国外并购监管制度综述…… 273
第一节　美国公司并购重组的法律框架和文化环境…… 273
第二节　中美公司并购监管模式比较…… 281

第九章　国内公司并购监管制度的改进…… 284
第一节　《证券法》和《公司法》对公司并购的规定 …… 284
第二节　新修订的《上市公司收购管理办法》对并购制度的改进…… 288
第三节　新出台的《上市公司重大资产重组管理办法》解读 …… 297
第四节　《上市公司并购重组财务顾问业务管理办法》解读 …… 303

第五节　监管部门出台的其他有关公司并购监管制度…… 309
第六节　进一步改进公司并购重组的政策建议…… 318

附录　上市公司并购重组法规选编…… 330
一、上市公司收购管理办法…… 330
二、上市公司重大资产重组管理办法…… 356
三、上市公司并购重组财务顾问业务管理办法…… 369

后记…… 383

绪　论

在国内，公司间并购与资产/债务重组经常被混用而统一概念，在证券市场，人们在处理信息对公司价值的影响时，一般也倾向于把并购和重组看做是能够带来同样效应的两种操作。实际上，公司并购与资产重组并非同一概念。英国《大不列颠百科全书》对公司并购的定义是："两家或更多的独立企业、公司合并组成一家企业，通常由一家占优势的公司吸收一家或更多的公司。"《中华人民共和国公司法》（以下简称《公司法》）和《企业会计准则》对公司并购的定义与英国类似，基本上是指企业间的一种产权交易形式。概言之，并购是指公司由于产权结构变动，导致控制权变化的情形，而重组则是在同一产权结构/控制权之下，变更公司所持有的资产的结构和规模的过程。同样地，在证券市场，公司并购伴随着公司控制权的转移，是公司控制权不断转移的过程，包括一家公司收购或接管另一家或多家公司；重组则是一家公司通过购买（一般是大宗购买）或者出售（一般是大宗出售）资产，改变资产/负债结构的过程。

公司资产重组经常导致控制权的转移，即重组导致并购。重组的目标是实现公司资产主体的重新选择和组合，优化企业资产结构，提高企业资产的质量。所以，从一般意义上说，企业重组是在既定产权框架下，提高企业运行效率和竞争力的一种手段，这种手段从理论上讲，是在资产市场上对企业之间或单个企业的生产要素进行分拆整合的过程。在证券市场，上市公司资产重组现象是市场经济中资本自由流动及优化配置的必然结果，体现了"优胜劣汰"的自然竞争法则，能使经济效率高的上市公司加快发展步伐，同时放大了投资者已有的对未来的良好预期。同时，重组带来上市公司股价的异常波动，给投资者创造了较多的获取资本利得的机会。尽管多数资产重组会引发控制权的变更，但纯粹的资产重组本身却并非以控制权变更为目标。

从监管角度看，重组目标的达成，也可以以并购手段来实现。因为监管机

构在以提升效率为目标的时候，并不十分关心控制权的归属问题，此时，如果并购能够带来效率提高，则监管人也会通过推动并购的方式，完成重组，并进而实现资产结构优化。

我国公司并购和企业重组是在国民经济转型，并且不断与国际接轨的背景下产生发展的，其参与的主体不仅包括国有企业，还包括民营主体和外资企业，甚至广大的中小股民和证券机构投资者也可以理解为公司并购和重组的参与者。更重要的是，中国的公司并购和资产重组行为首先发端于实体经济部门，由政府推动，与国有资产管理体系改革过程密切相关；后来随着证券市场的发展，通过股权交易方式实施上市公司资产重组成为1997年以后的市场热点。在证券二级市场上，资产重组掀起了股价波动的重重波涛。可以说，中国上市公司资产重组历史虽然不足10年，但已不乏创新之作和经典模式。有数据统计，在过去的5年内，上市公司的并购数量已经超过了新股发行的数量，上市公司并购披露数量为新股发行数量的15倍左右，公司并购重组与IPO一道，是提升公司价值的主要途径。

从公司并购重组产生的价值来看，近年来证券市场的实践证明，不同的投资者对公司并购重组的积极参与证明了国内并购重组市场是有效和富有吸引力的。并购重组为目标公司创造了价值，也为证券市场的稳定和发展创造了新的契机和切入点。从政府对公司并购重组的政策态度看，以《公司法》、《中华人民共和国证券法》（以下简称《证券法》）、《上市公司收购管理办法》、《上市公司重大资产重组管理办法》、《上市公司并购重组财务顾问业务管理办法》为核心，相关配套规定为补充的公司并购重组的法规和政策促进、鼓励了公司重组，并且其目标也体现了为公司并购重组提供游戏规则，提供融资工具，使公司和各利益方依照规则顺利开展并购重组业务，最终发挥并购的协同效益和财务效用。从公司并购重组的监管来看，在特定的阶段，公司并购重组被政府视为为证券市场解决大量转轨中的历史遗留问题的手段之一而被赋予了相对宽松的环境。对于公司并购重组监管的核心目标，总的来说是明确的，即通过规范公司并购重组行为，提高上市公司资产质量和管理机制，同时在并购重组过程中，特别关注中小股东的利益保护。

尽管国内公司并购重组发展的方向总体上看是健康的，但与国外相比还存在诸多的问题。例如，国内公司并购重组体现了强烈的利益转移和再分配特

征，关联交易降低了许多并购重组的净效益。又如，政府对公司并购重组的强烈干预一度强化了公司的“壳”价值，其结果造成了“壳寻租”现象，中小股东往往由于利益得不到很好的保护而丧失对市场的信心，这又与公司并购重组的初衷相悖。再如，在国内公司并购重组制度和工具移植过程中，创新受到了市场的广泛关注，尤其是公司并购重组的定价方式、支付手段创新等都与国内证券市场的制度建设与工具创新密切关联，需要进一步的研究。

本书针对国内包括上市公司的公司间的并购实践进行研究和归纳。基本线索是以公司并购与重组是否创造价值为起点，讨论不同市场背景下公司并购与重组的动机与工具选择，进而通过对公司并购与重组监管制度改进路径的分析，说明上市公司并购与重组的制度与工具创新的方向。本书的一个重要结论是，上市公司的并购和重组是证券市场资源配置的一种有效方式，在多数情形下，公司并购和重组可以为公司创造增量价值；实际上即便是并购重组不能为公司个体带来价值，在新市场环境中，并购重组也能为市场的繁荣和夯实基础作出贡献。

一、选题的现实意义和理论意义

研究国内上市公司并购重组的现实意义，首先来自国内产业结构提升的需要。进入新世纪之后，国内宏观经济总体上运行态势良好，但也存在着诸多问题。一个突出的困难是既存产业结构背景下，宏观经济的平稳运行对制造业的依赖程度过高，由于制造业的市场主要在境外，这就进一步导致宏观经济运行的平稳程度严重依赖于国外市场对国内制造业产品的吸纳程度。随着国内企业产品在外贸销售渠道遭遇越来越多的摩擦，宏观经济增长的风险在提高。这种情形给宏观调控带来的一个挑战是产业结构调整不仅是调控政策的需要，而且是国家经济安全的需要。在诸多调整产业结构的手段中，并购和重组无疑是一个极其重要的手段。

具体到上市公司的并购重组方面，中国上市公司并购与重组发生的背景主要有两个：一是中国证券市场是一个新兴市场，处在由计划向市场的转轨阶段，这决定了在很长的时间内，公司并购与重组的主要动力来自以政府为代表的行政力量，这一方面与政府对市场价值取向上的极强的干预性有关，另一方面，市场发育的不成熟使公司并购与重组的规则、外部市场均无法在

短期内实现市场资源的有效配置。二是中国证券市场特殊的基础性特征，包括制度特征和机制特征，使公司并购与重组与国外成熟市场相比，存在着较大的差异性。

（一）上市公司并购已经成为国内产业升级的主要机制和渠道

资本运营观念深入企业经营理念之后，利用资产重组进行企业微观结构上的经营要素优化，是近几年国内产业升级的主要机制和渠道。在图1中，采掘业、电力行业、交通运输业等行业在2004年进行大量的资产收购，信息技术、传播和文化业进行规模较大的资产置出，反映了2004年国内投资热点的巨大变化：由于制造业的拉动，短期投资收益增大，在吸引了国内外大量投资的同时，还促使这些行业通过资产收购，迅速扩张规模，扩大产能。相反，在2004年以前的几个年份中投资较为集中的几个行业，在2004年成为投资谷底，与此相适应，已经进入这些行业的公司，纷纷通过资产出售来变现转业[①]。

在证券市场上，并购活动早在1997年以后就已经成为上市公司转变产业结构的主要方式。经过10多年时间的积累，上市公司并购的基本市场化方式主要有两种，即转让控股股权和资产置换，其他具体方式可以被看做两种并购方式的相互深化和组合。

1. 上市公司股权转让

这是指通过有偿投资或者无偿划转的方式改变上市公司控股股东（第一大股东）的运作方式。它主要包括四种具体形式，即有偿转让控股股权、无偿划转控股股权、投资控股并购和二级市场并购等。新入主的控股股东一般会向上市公司注入优质资产，实现主业转向。

（1）有偿转让控股股权是把在位控制权人拥有的控股股东地位和股权本身一并出售。如1999年上海市有机氟材料研究所将其持有的三爱富3 250万股（占总股本的28%）股权，以每股转让价格1.77元（合计金额5 752万元）协议转让给上海华谊（集团）公司，上海华谊（集团）公司成为三爱富的控股股东，上海市有机氟材料研究所（占总股本的20.39%）成为其第二大股东。

① 杨如彦：《中国金融工具创新报告（2005）》，北京，中国社会科学文献出版社，2005。

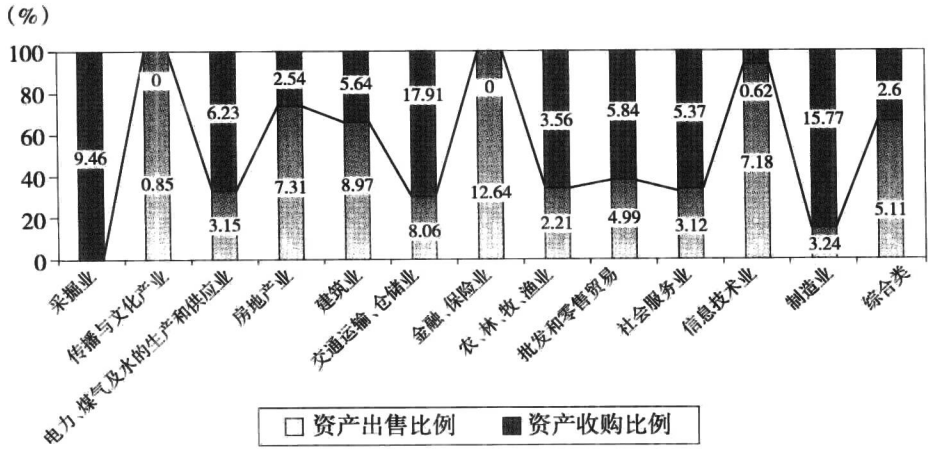


图 1　2004 年国内分行业进行的资产置入和置出强度分析

（2）无偿划转控股股权则由政府运用行政措施，将上市公司股权（一般为国家股）连同控制权收益一起，无偿划拨给收购方的行为，大多数是在国有企业之间转让，划转的目的在于通过股权持有者的改变来强化对上市公司经营管理的控制，提高资产运营效率。由于政府直接参与，整个过程所受到的阻力较小，重组的成本较低。

（3）股权的协议转让是指重组介入方根据股权协议价格受让目标公司全部或部分股权，从而取得对目标公司控制权的重组行为。最典型的例子是上海广电集团控股广电股份和真空电子、上海电气集团控股上菱电器。

（4）投资控股并购则是直接以实物资产或者现金形式一次性投资以达到控股地位，使上市公司控制权发生变更。如原第一大股东上海鑫达实业总公司与上海长宁投资公司、上海长宁建设资产经营有限公司设立上海新长宁（集团）有限公司，其中上海鑫达实业有限公司以其持有的公司法人股 4 262 万股作价 10 369 万元投入，占上海新长宁（集团）有限公司注册资本的 11.22%，因此，上海新长宁（集团）有限公司共持有公司股份 4 262 万股（27.27%），成为其第一大股东。

（5）二级市场并购。如上交所 5 家“三无”上市公司（即方正科技、兴

业房产、飞乐音响、爱使股份和申华实业）一直是二级市场并购的主体[①]。

2. 以资产置换的方式，更换上市公司控制权人

上市公司资产置换，指上市公司用自有资产同公司外等值优质资产交换，以优化公司的资产质量，其中被置出的资产，往往是在原公司资产结构中被看做属于不良资产或不产生效益的资产。早期的资产重组一般发生在上市公司与其控股公司之间，分为资产剥离和资产注入两个操作过程。必须注意的是，此处所称的资产是指资产及其权益，这样，被置换出来的资产种类有存货、应收账款、其他应收款等流动资产，也包括固定资产，从技术的角度看，既有整体资产，也有辅助性资产；置入的资产则是那些在上市公司现有资产背景看来收益较高的优质资产。这种做法一般能使重组后的上市公司业绩得到提升，因为要以提升业绩为主要短期目标，因而重组主要发生在一些业绩较差的上市公司中，典型的例子是深惠中、龙头股份、上海三毛、太极实业、巴士股份等，它们就是通过资产置换进而增发新股募集资金。后期的资产重组以并购为目标，一方面，由于重组规模增大以后，重组本身就会导致并购发生；另一方面，一些拥有优质资产的公司，尤其是那些并不属于上市公司控制股东的公司，也不甘心仅仅成为资产置出者，而是希望通过进一步控制公司，以获得更大的价值。

形式多样的资产重组以及由此诱发的并购，一方面使得上市公司价值评估变得更加复杂，另一方面也对监管效率的提高提出了更严峻的挑战。总之，对这一领域问题的研究已经变得十分迫切。

（二）外资并购初步显示出中国作为“世界工厂”在全球资源优化配置中的阶段性核心地位和魅力

中国加入世界贸易组织在证券市场开放方面所做出的承诺，QFII 额度的加大，以及从 2006 年 1 月 30 日起实行的《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》为国际资金投资国内 A 股市场提供了多种渠道。2005 年开始，在政府主导下进行的股权分置改革为 A 股市场的发展扫除了制度障碍。截止到 2005 年 12 月，与国内 A 股市场各类机构管理的资产规模相比，QFII 管理的资产已超过境内证券公司管理资产的总和（见图 2）。

---

① 案例参见三爱富、上海华谊、真空电子、广电控股、方正科技、兴业房产、飞乐音响、爱使股份、申华实业的历次公告，公告均来源于 Wind 网站。除非有特别说明，下属案例的资料来源均是 Wind 网站登载的相关公司公告。

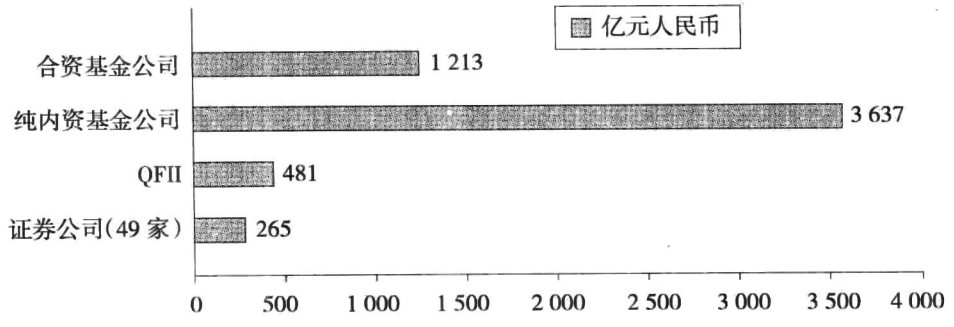


图 2　2005 年 12 月境内证券市场各类机构管理的资产规模

资料来源：东方证券研究所。

中国的证券市场从 1990 年设立以来，一直主要担当着为国有企业改制、融资的服务功能。在国有资产占主体的情况下，国有控股上市公司形成了我国上市公司单一而又奇特的股本结构，即国有股占据着绝对的控股地位。股权结构不合理、法人治理结构不完善对于建立现代企业制度、发挥证券市场资源配置功能，以及丰富投资品种等方面都产生制约作用。外资企业在中国直接上市或通过并购中国上市公司间接上市意味着中国证券市场为国企融资的改制功能将逐步退化，而伴随着中国证券市场调整期的开始以及投资者理性投资观念的形成，外资企业在中国上市将促进中国证券市场实现以下两个转变：一是市场定位的转变，即由为国企融资服务，转变为培育一批业绩优良，具有较强竞争力的上市公司，以促进产业结构升级，增强经济可持续发展后劲；二是市场功能的转变，即由单一的筹资功能，向风险定价、资源配置等多项功能转变。

外资并购中国上市公司是外国直接投资中国市场的一种方式。自 1993 年以后，我国便成为发展中国家中最大的、在世界上仅次于美国的外商投资国，每年实际吸收外资达 400 多亿美元。从封闭到开放的 20 多年里，我国累计实际吸收外资已达 3 300 多亿美元。随着中国加入世界贸易组织步伐的加快，中国吸引外国直接投资还将呈现上升的势头。

中国市场对外国直接投资的吸引力可以用任何一种传统的或是现代的跨国

直接投资理论来解释，如经典的要素禀赋理论、由美国经济学家海默提出的垄断优势论、弗农提出的产品周期理论、邓宁提出的国际生产折中理论等。

据统计，在当今世界的全球跨国直接投资中，通过并购方式完成的投资占总额的60%左右。然而长期以来，跨国公司对中国的直接投资却主要以上新项目、建新企业的方式进行，通过兼并收购方式进行的直接投资不到外商直接投资总额的10%。

事实上，国际大公司进入中国市场最有利、最快捷的方式也是参股或兼并中国企业，比如法国达能公司正是通过收购乐百氏、娃哈哈60%的股权，并进入上海光明乳业和梅林正广和，迅速占领了中国乳制品市场。那么，除了以往政策的限制之外，究竟是什么原因制约了外资通过兼并收购的方式投资中国呢?

跨国公司对中国直接投资渠道单一受多种因素制约，主要原因是：

1. 国内企业产权不清晰因素的制约

在国内企业建立现代企业制度，包括现代企业产权制度的漫长过程中，企业产权不清晰的因素制约了跨国公司的收购意愿。根据跨国直接投资的国际生产折中理论，一国企业从事国际直接投资，主要是由三个基本因素（优势要素）“OLI”决定的，即“所有权—内部化—区位优势”。在企业产权不清晰的条件下，跨国公司对国内企业的收购存在两个巨大的制度性障碍：一是收购目标公司的资产所有权不清晰，收购标的本身蕴涵了巨大的风险；二是由于产权不清晰，收购后的企业组织将难以通过产权来实现对资源的内部化配置，并形成跨国直接投资的所有权—内部化优势。反之，通过新建（包括独资、合资、BOT等）的方式成立新公司、上新项目则可以避免上述的缺陷。

2. 国内企业公司治理结构不健全制约了跨国公司对并购后企业行使控制权的能力

根据垄断优势理论，跨国公司进行对外直接投资的一个重要原因就是通过垄断和控制，获取转移技术和管理能力优势的收益。然而，在公司治理结构没有建立或不健全的条件下，公司的所有者不能有效地行使控制权。而跨国企业通过收购方式获得国内企业的所有权之后，如果不能有效地行使控制权，则跨国企业在生产经营、营销手段、售后服务等方面所掌握的know－how也不能很好地嫁接到国内企业的经营活动中，因而跨国直接投资的垄断优势就难以得到

发挥。

3. 对跨国公司并购国内上市公司的政策限制

外资并购我国上市公司在1995年8月曾热闹一时（当时日本五十铃、伊藤忠商事株式会社通过受让北京旅行车股份有限公司法人股得以位列该公司的大股东之列），但随后受到政策限制而陷入了长达5年之久的沉寂。

跨国公司在进入中国开展行业整合之际，通常都会选择有较大规模的，有良好的品牌、销售网络、生产技术的企业，因而通常国内各行业的龙头企业以及地方大中型企业可能成为国际企业参与国内整合的并购或合资目标，如格林柯尔收购科龙、美国航空LDC公司控股海南航空等。另外，基于获取充分的信息、进行完全尽职调查的角度考虑，外资会选择那些已经与之建立了合资企业或有良好战略合作关系的上市公司为收购目标。

在全球产业结构调整及产业整合的背景下，我国产业整合的方向是促使产业向主导产业集中，在优化产业组织的同时提升产业结构。因此，根据国泰君安研究所的报告预测，外资在华参与并购的热点行业将包括石化、电子、汽车业、交通运输等主导产业，以及原先禁止外国投资但加入世界贸易组织后大幅开放的行业包括医药、零售业、公用事业、金融服务等。比如外国著名汽车公司为了更多地占领中国汽车市场，势必加大与国内相关企业合资合作的力度。如江铃汽车、一汽轿车、东风汽车等上市公司最有可能发生外商持股、增持或受让国内合资公司股份的情况。与此同时，中国零售业也正进入行业重组阶段，并购将成为国际商业资本进入中国零售业的主要手段，商业板块的国有股适度减持为外资收购国内商业上市公司创造了便利条件。

（三）研究股权分置背景下的公司并购活动，能够为企业理论和并购理论提供重要补充，因而具有较强的理论含义

所谓股权分置，是指上市公司的全部股份由于政策限制被分为两类性质不同的股份：一类是上市公司公开发行前股东所持股份，这部分股份只能在场外协议转让，称为非流通股；另一类是社会公众购买的公开发行股票，这部分股份可以在证券交易所挂牌交易，称为可流通股[①]。截至2005年5月底，我国上

① 有人认为，非流通股基于上市公司与证券交易所的协议产生，因而属于合同行为。因此，非流通股不是法规强制的结果。但实际上，所有公司都有类似承诺，因而对流通股股东所持股份的市场价值能够产生实质性影响，似不应属于合同行为。

市公司的总股本为7 466亿股，其中非流通股股份4 792亿股，占上市公司总股本的64%，国有股份在非流通股股份中占75%。

股权分置问题的形成具有深厚的历史背景。上海市最早的老八股，其中有五只股票一上市即属于全流通的股票，这五只股票的发行人是当时所谓的集体企业，另外三只股票一部分流通一部分不流通，发行人是当时的国营企业，按照当时的法律规定，国营企业作为发行人所持有的股票不流通。1993年4月国务院发布的《股票发行与交易管理暂行条例》规定："国家拥有的股份的转让必须经国家有关部门批准，具体办法另行规定。"由于国有股暂不上市流通，其他公开发行前的社会法人股、自然人股等非国有股份也做出了暂不流通的安排。具体做法是，上市公司在"招股说明书"或者"上市公告书"中承诺："根据法律、法规的规定和中国证监会的核准股票发行通知，本公司公开发行前股东所持股份（国家股、法人股、外资股、自然人股等）暂不上市流通。"据此，上市公司公开发行的股票可以在证券交易所上市流通，公开发行前的股份暂不上市流通，事实上形成了股权分置的格局。这个问题在市场建立初期影响不明显，或者影响范围还不是很广，但是积累到一定程度以后就成为沉重的包袱。

作为历史遗留的制度性缺陷，股权分置在诸多方面制约中国资本市场的规范发展和国有资产管理体制的根本性变革。主要表现在：一是扭曲了证券市场定价机制。股权分置格局下，股票定价除包含公司基本面因素外，还包括占全部股份2/3的暂不上市流通股份的预期，价格形成基础混乱。另外2/3的股份不能上市流通，客观上导致单一上市公司流通股本规模相对较小，股市投机性强，股价波动较大和定价机制扭曲。二是不利于深化国有资产管理体制改革，使得国有资产管理机制和制度只能停留在实物资产管理和净资产管理阶段，无法实现市场化的动态估值，无法促使企业形成强化内部管理和增强资产增值能力的激励机制。三是在微观上，公司各类股东之间缺乏共同利益基础，公司内部权益冲突比较严重和普遍。非流通股股东与流通股股东、大股东与小股东的利益冲突相互交织。非流通股股东的利益关注点在于资产净值的增减，流通股股东的利益关注点在于二级市场的股价波动，客观上形成了非流通股股东和流

通股股东的“利益分置”[①]。四是不利于上市公司充分利用资本市场资源，实现跨越式发展。比如并购重组，由于以国有股份为主的非流通股转让市场，是一个参与者有限的协议定价市场，交易机制不透明，价格发现不充分，严重影响了国有资产的顺畅流转和估值水平，压抑了并购市场的繁荣。实际上，股权分置还制约了国内资本市场的国际化进程。股权分置问题的存在，使得境内外资本市场定价环境存在制度性差异，在资本市场国际化的过程中，境内外市场股价的并轨将严重影响境内市场公众投资者的利益。同时，以股票价格为基础的金融衍生产品创新，也会因股权分置问题悬而未决而迟迟难以推进。最后，股权分置还不利于形成稳定的市场预期。2001 年 6 月国务院发布《减持国有股筹集社会保障资金管理暂行办法》以及随后的国有股减持大讨论，客观上形成了解决股权分置问题的市场预期。如不尽快加以解决，将严重影响市场稳定和持续繁荣。

为解决长期制约中国股市发展的制度性障碍，2005 年起，经国务院同意，在中国证监会主导、各相关部委配合下，在全国上市公司中有序开展了上市公司股权分置改革。股权分置改革方案在 2005 年 5 月底启动试点之后，由于不同解决方案包含了不同的权益结构，预测这些方案实施后的公司治理特色，并进而预测这些治理特色对上市公司今后的资产重组操作带来的影响，将是更进一步推进资产重组，促进上市公司利用资本市场技术完成规模跳跃的前提。

由于股权分置，在位股东和潜在股东之间的交易机制会有很大的差异，这使得对国内并购活动研究，能够起到拓展企业理论的研究范畴，深化公司并购理论、公司治理理论和公司理财理论的作用。

二、文献综述

文献来自两个方面：一个是标准的控制权理论对股权结构导致的权益分配格局的研究；另一个是传统文献对并购/资产重组效果的关注。

一般认为，并购和资产重组是企业通过资源重新组合实现帕累托改进的过

① 流通股股份的价值按市价计量，非流通股股份的价值一般按净资产计价，加上一个升水，这个价值测算办法带来的问题，远不止业绩考核一项。实际上还导致两类股东的利益实现机制出现分歧。

程。成功的企业并购能够改进企业技术组合、降低边际成本、提升市场竞争力，最终提高其抵御经营风险的能力。并购中，目标公司进入一个更富有管理技能的公司，提高了资产运用效率，收购公司则通过购入新的资产和公司法人，要么优化了其资产组合，要么优化了价值链条，也就是说可以为并购双方带来经济收益。可见，驱动资产重组的原因仍然是实现当事人双方股东利益的最大化（Mandelker，1974）①，实际上，公司财务理论也支持并购/重组行为发生在对并购正收益效应的期望上（Friedman and Gibson，1988；Maremont and Mitchell，1988；Porter，1987）。另外，并购活动产生的正的收益，还包括债务清偿能力的提高，这合乎债权人价值最大化的目标，此时，并购/重组动机还包括以企业总体价值最大化为行为目标的推动企业并购的各种市场因素。目前，标准经济学理论对于企业资产重组动因的解释涉及经营协同、管理协同、财务协同效应（Markham，1973；Williamson，1975；Healy，Palepu，Ruback，1992），规模经济性（Arrow，1975；Archian，1978）②，市场竞争动机（Whttington，1980；Ranft 等，2000），资产组合效应（Porter，1980），内部化利益（Williamson，1975）③，投机性收益（Jensen and Ruback，1983；Dodd，1980）等诸多动力因素的影响。

关于并购活动收益的认识，一般从上市公司控制权收益和成本的识别开始。早在 18 世纪，斯密就指出了股份制公司中由于经营者和所有者利益不一致带来的代理问题，然而这并没有阻止股份公司发展的步伐。20 世纪 30 年代，美国学者米恩和贝利通过对美国 200 家最大非金融公司的分析，指出了所谓的“经理革命”的现象，也就是在这些公司存在严重的所有权和控制权的分离，多数企业的管理层已经掌握了企业的控制权。

更为正式的分析是由 Jensen 和 Meckling（1976）给出的。Jensen 和 Meckling 在这篇富有洞见的文章中指明，绝大多数经济组织只是一个简单的法律拟

① See John Mandelker, “An Economics on Corporate Control and its Effectness”, J. F. Vol. 34, 1974.

② Arrow and Alchain have Explained the share Benefits Resulted from Corporate Control Experienced in Some Developing Countries. See Breeden Arrow, “Merger Market Dynamics: Insights into the Behavior of Target and Bidder Firms”, *Journal of Economic Behavior & Organization*, Vol. 41 (1975) 363 – 383. This paper facilitate Markham (1973); Williamson (1975); Healy, Palepu and Ruback (1992) to obtain its own valuable conclusion.

③ See Williamson, “Integrated Firm and its Management Efectivness”, Q. J. E. Vol. 56, 1975.

制，它们本身是一组个体间契约的连接。在管理者的契约报酬只是部分分割企业剩余时，管理者将通过在职消费等方式无效地使用企业资源，管理者的努力程度也将达不到最优水平。

然而，与此形成鲜明对比的是现实，股份制公司在20世纪获得空前的发展，到今天，以股份公司为主的现代公司制已经占据了工商业的绝对主体位置。这迫使经济学家开始寻求围绕内部人的控制手段——公司治理结构。霍姆斯特姆（Holmstrom，1982）从契约的内部控制入手对保证契约履行的有关机制作了深入的研究，他认为对团队成员的监督，不一定要通过对个体行为的激励来实现，外部监督人通过监督团队产出，对团队成员实施“集体性激励”，可以实现最优结果。Alchian 和 Demsetz（1972）解释了公司内部治理结构产生的经济动力。站在公司的立场，由于拥有很多投资者，如果在事前签订的契约中约定，每一件事情都要每一个股东来分别发表意见，我们要么会看到公司拥有庞大的行政管理机构，这会耗费大量成本；要么会遇到投资者之间的“搭便车”问题，效率要求公司把监督职能划分一部分给一个小集体——董事会。董事会的任务包括代替权益资本投资者与公司内其他要素谈判，同时行使部分管理职能。

梯若尔（Tirole）则从契约的外部控制着手讨论了同样的问题。一般来说，内部控制主要是指公司的股东或债权人对管理者的控制（比如我国实行的监事会制度、股东大会监督制度等）。外部控制从其来源可分为两种：一种是法律监督，其作用我们在上文中已经有过讨论；另一种是市场监督，包括资本市场、经理市场和产品市场等。

曼尼（Manne，1965）在批驳当时的主流公司并购理论时提出了公司控制权市场理论。他指出，传统理论视公司并购为产业周期变化过程中的资源转移或者掠夺市场力量，然而第一个解释无法解释对新兴行业的公司的并购，甚至无法解释任何一个行业内的并购行为，第二个解释显然不合理，因为反托拉斯法限制以获得市场力量为目的的并购。正确的解释是，公司并购市场实际可以看成是争夺公司控制权的市场。如果在位的管理层不努力工作或不称职，公司的利润等业绩指标就会偏离正常水平，这时公司的价值就会下降，外部资本通过收购股本来控制企业、撤换管理层使公司业绩回升，收购者就能获得超额利润。为了防止这种情况的出现，在位的管理层就会努力工作，防止公司股票市

场价格下降，所以控制权市场是对管理层的约束和监督。

控制权市场理论一经诞生就赢得大量的追随者，詹森（Jensen，1988）认为理解公司控制权的关键在于把它看做管理人员劳动市场的一部分，它是管理团队相互之间竞争以获得对公司的控制权的场所。Peter Holl（1977）进一步把控制权市场对管理层的监督和约束细分为两种：惩罚性约束（Punitive Discipline）和矫正性约束（Corrective Discipline）。惩罚性约束是指当公司股票价格下降到一定程度时，外部投资者通过大量收购股份获得对公司的控制权，此后管理层往往会被辞退，失去他们的职位和丰厚的薪水。对市场而言，这是一种强制性的资源转移，带来了效率的提高。所以，惩罚性约束可以在短期内起作用，能够迅速达到效果。但是如果公司价值并没有下降到足够低，这时如果采用激烈的收购行为将会导致股价的上升从而加大收购成本，收购可能并不划算，惩罚性的约束就不适用。这时控制权市场就会施加一种矫正性约束，如果一个公司的股价长期低于平均水平，那么外部投资者可以通过在长期内吸纳股票来渐进地完成控制权的转移。显然这种约束只能在长期内起作用，它使管理层不能长期利用资本市场的价格机制来保护自己。

除了可以通过替换或威胁替换管理层带来效率的提高外，收购中常用的融资手段 LBO 对管理者提供的高强度激励，比如：在石油、烟草行业，杠杆收购通过提高企业资本中债务的比重，迫使经营者将本应还给投资者的收益返还给投资者，从而削减了经营者可支配的冗余现金流量（Free Cash Flow），提高公司资金的使用效率（Jensen，1986）。

很明显，新古典的控制权理论需要一系列假设条件，一是信息是完全的，公司股票价格必须充分反映现有管理层的经营效率；二是管理层对收购企图做出的反应是提高公司业绩，然而管理层还有非建设性的手段来阻止收购；三是交易成本足够低。对这些前提条件的质疑构成了批驳控制权市场理论的文献的主体。

并购获得是否能够带来正的超额收益，不仅被规范研究领域重视，而且被经验研究关注。这一关注主要通过探讨股票价格与信息之间的关系来实现，具体操作中实际就是有效市场理论。在金融经济理论中，关于证券市场效率问题最有影响力的理论首推 Fama（1970）提出的“有效市场假说”（Efficient Market Hypothesis）。该假说用证券价格的信息含量判断证券市场的运作效率，认

为若证券市场在价格形成中充分而准确地反映了全部相关信息，则该市场即为有效率的。换言之，能够有效利用经济、金融等各方面信息的证券市场，就是有效市场。按照市场价格与信息的关系，市场效率可以分为三种：一是弱态有效市场，指有关证券的历史资料（如价格、交易量等）对证券价格没有影响，或现行的市场能够充分反映历史的信息；二是半强态有效市场，是指现实的股票价格不仅体现全部历史价格信息，而且反映所有与公司证券有关的公开有效信息；三是强态有效市场，是指市场价格反映有关公司的任何为市场交易者所知晓的全部信息。“有效市场假说”提出之后，引发了大量关于反映在证券交易价格中的信息质量和数量的实证研究。大多数实证研究表明，发达国家的证券市场符合弱态有效或半强态有效市场的理论特征，而强态有效市场理论即使在发达国家也不为实证研究支持。

需要指出的是，控制权市场的运作并不需要一个强势市场，它需要的只是一个半强式市场。然而这个事实并不意味着，控制权市场的这个前提条件已经满足，因为事情可能更复杂。这些理论假设了管理层可能拥有优势信息，但并没有分析管理层在优势信息下的机会主义行为，比如，如果管理层公布的信息是虚假信息，那么我们对股票价格和公开的财务信息之间的探讨还有意义吗？

资本市场上的交易费用实际直接构成了对管理层的一种保护，如果管理层的效率有所下降，但是下降比例不足以超过交易费用，那么控制权市场对管理层的约束就是无效的。市场交易费用构成的交易成本或许是微不足道，然而博弈者的机会主义行为带来的交易成本却可能使控制权市场完全失效。除了管理层的机会主义行为以外，Hart 和 Grossman（1981）解释了小股东的机会主义行为——搭便车。他们指出，在股东分散的大公司的小股东在接管中认为，自己是否出售股票给接管者，对接管的成败没有影响，而且接管后的股价将会上升，所以他们将会在出现收购时持有股份而不轻易出售，以便享受到接管后公司业绩或股价上升带来的好处。当小股东都这样做时，市场价格将会不断上升，从而加大收购成本，收购收益降为零，甚至得不偿失。因此，小股东“搭便车”行为使得接管就不可能发生。不仅如此，法律也为这种机会主义行为提供了最充分的舞台。在保护中小股东利益的旗号下，法律要求收购者在拥有了一定的股份后公开发出收购要约，这将把收购信息充分传给所有的股东。而且，一些法律还规定了收购障碍，比如，有些国家的法律规定，收购者在发

出收购要约后的一个等待期间内不能从股票市场收购目标公司的股票，以鼓励或等待潜在的收购者进行竞争，使股东在接管中能得到最好的出价。

管理层对收购企图必然会作出相应的反应，作出反应并不意味着控制权市场的监督失灵，关键问题是管理层采用了什么样的反收购手段。我们可以将反收购手段分为两类：建设性的反收购手段和非建设性的反收购手段。建设性的反收购手段是指管理层积极提高管理水平，更勤奋地工作，采用更有利的企业战略等提高企业效率的手段。显然，如果管理层的反应是建设性的，那么我们说控制权市场对管理层的监督和约束是有效的。然而如果管理层采用非建设性的手段，即一些对公司的经营没有好处的手段，只是为了阻止收购，那么此时控制权市场的效率就会降低。为了应付20世纪80年代的恶意收购，美国公司的管理层采用了许多非建设性的反接管措施，比如："白衣骑士"（White Knight），即一家公司与另一"友好"的企业事先签订协议，当出现针对该公司的接管时，"友好"企业以较低价格先买目标企业，以遏制收购者的行为；"绿色邮使"（Green－Mail），即当一个潜在的接管者拥有一家公司相当数量的股票时，目标公司与潜在的接管者进行交涉，以高于市场的价格买回其手中的股票，有些还同时要求对方在一定时间内拥有公司的股票不能超过一定比例；金降落伞（Golden Parachutes），即经营者在雇佣契约中规定，当合并或接管需要撤换经理时，公司必须向经理支付足够的补偿金，加大转移控制权的成本；修改公司章程实行差别投票权，即对长期持股者追加投票权，或对持有公司股票一半以上的股东削减投票权，或更改投票权要求，比如公司控制权的变动必须获得2/3以上甚至90%的票数，或规定接管时收购者的最低标价；利用反托拉斯法，起诉接管者违反法律；毒药丸（Poison Pills），即对现有股东发行一种带有特别权利的证券（如优先股计划），这种权利只有在某种触发事件发生一定时间后才能行使，以使企图收购目标公司控制权的行为难以得逞。

最为高级的反收购手段把我们带入政治经济学分析。詹森（1986）指出，1985年前4个月有21个关于收购的议案，在所有权结构和使用的金融工具等方面设置了收购的限制。这些议案严重地影响了公司控制权市场的效率。

理论分析给我们带来了精彩纷呈的观点，也让我们感觉莫衷一是。我们必须求助于对公司控制权市场的经验分析来得到统一的结论。首先大量的文献集中在所有者控制型企业与管理控制型企业的业绩是否有明显的差异方面。El-

liott（1972）、Holl（1975）等研究表明，所有权与控制权的分离对公司业绩没有影响。而 Monsenet 等（1968）、Boudreaux（1973）等认为，企业所有权与控制权的分离导致所有者控制型企业的效率更高。Palmer（1973）认为，管理层控制的企业的盈利状况的变动性相对所有者控制型企业而言更大，但是除了在垄断型行业外，没有证据表明所有者控制型企业的效益更高。

这些分析的结论对控制权市场理论的贡献并不大，首先这些相互矛盾的结论并没有给我们带来一个统一的答案；其次，即使有了公认的结论，但是我们也不能得到一个关于控制权市场理论的明确答案。这两类企业的业绩存在差异并不能表明控制权市场无效，因为可能有其他因素阻碍了控制权市场的有效运转；业绩没有差异并不意味着控制权市场有效，因为有可能是人们常常提到的并不严重的代理问题，也有可能是其他制约因素起作用。

Holl（1977）把控制权市场的约束作为一个独立的解释变量进行了研究，结论是，所有权与控制权的分离有影响，但是其影响没有人们说的那么大；控制权市场对管理层存在硬性的约束，没有受到控制权市场约束的管理层的效率较低。Mueller（1977）利用财务数据分析了公司的并购行为，发现公司并购没有带来财务数据上的改善。Jensen 和 Ruback（1983）利用市场价格数据得出结论，公司并购给被并购的公司股东带来收益，同时并购方并没有损失。

Taffler 和 Holl（1991）的研究对象是失败的并购行为。一般而言，控制权市场的约束不仅在并购成功的事件中发生作用，而且可以在不成功的并购行为中发生作用。这证实了控制权市场施加的惩罚性约束和矫正性约束都存在。然而，这种约束作用是非常有限的。

我们可能会对经验研究的结果感到失望，但是或许控制权市场的约束就是如此，虽然存在，但不能夸大其作用。

另一类关注控制权收益，并进而关心并购后果的文献，来自对管理技能作为一个独立的投入要素的贡献测度上。Demsetz 和 Lehn（1985）通过美国的经验数据分析了管理技能在公司治理结构中拥有主导地位时的股权结构，发现管理技能尽管对公司价值的创造十分重要，但它们本身极有可能就是股权结构的激励结果；这一结论似乎与美国的较为分散的股权结构有关。Holderness 和 Sheehan（1988）讨论了公司的决策是否会因为公司拥有大股东而有显著不同，结果表明，大股东的存在并没有显著影响公司决策的质量，尤其是这些质量表

现为公司价值的创造能力的时候；这一点与我们的观察十分不符，原因是美国的决策机制中管理层和股东的分权，要优于股东和他们的代理人——董事会的分权效果。Morck、Shleifer 和 Vishny（1988a）结合上述两种结论，研究了管理层持有不同水平的股权规模时，对于公司价值所产生的影响，结果发现管理层持股总体上会产生正向的激励作用，但超过一定规模以后，这种激励作用具有明显的下降趋势。对于我们的问题而言，重要的因素尽管也包括股权结构，但存在一个股东的股权不能流通可能具有更加切实的意义。

管理技能之外，并购和以资产重组为中间目标的并购所产生的协同效应和资产的专用性效果的考量也是传统文献有所发挥的主要领域。威廉姆森（1975）[①] 认为上下游企业可能由于事后的双边垄断和讨价还价而导致事先的投资不足。这种低效率也存在于所有者和管理者之间。在控制权和剩余索取权分离时，如果一个管理者对自己的专用性人力资本进行投资，在企业得到高额收益后，所有者可能将与管理者就因专用性投资而给予管理者的补偿进行谈判，这样所有者将得到管理者专用性投资的部分好处，从而导致管理者的投资不足。

近年来，在中国资本市场，以上市公司为当事人的资产重组行为频繁发生。然而，在这些重组行为中，我们可以观察到大量标准经济学理论无法解释或与传统理论解释相悖的现象。而且，实证的结果同样令人惊讶：虽然一些学者（原红旗、吴星宇，1998；孙铮、王跃堂，1999；檀向球、提云涛、强立，1999）在早期的研究中发现短期内（一般为当年）重组公司业绩有所上升，但近年来许多学者（陈信元、张田余，1999；高见、陈欹玮，2000；冯根福、吴林江，2001；吴育平，2002）关于我国证券市场“并购—重组绩效”的研究成果表明，样本公司经营绩效普遍呈现出非持续性，即重组行为并没有为上市公司带来相应的中长期经营绩效或其他财务收益。

实际上，国内对资产重组问题的关注集中在国企大规模资产重组中的收购问题上。1997 年以后，国有企业改革成为上市公司大规模资产重组的背景。由于企业改革往往伴随着产业转型和产品升级，需要资金支持，因而用较低的成本，让更多的国有资产享受到证券融资的便利，成为当时的主要选择。在法

① See Supra. Note 8.

律依据上，人们首先注意到《公司法》对经营连续亏损上市公司有停牌摘牌的处罚，对公司再融资也有严格限制。为了落实《公司法》的这些规定，证监会颁布了《上市公司向社会公开募集股份暂行办法》、《关于规范上市公司重大购买或出售资产行为的通知》和《亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法》等行政规章，激发市场对部分绩差上市公司“壳资源”进行发掘。重组从某种程度上纠正了国内证券市场设计中的制度性问题，并且也顺应了产业变革和经济结构调整的方向。但依靠“重组—再融资”进行规模扩张的模式显然不能够完全适应未来全球化竞争的需要。我们看到，在这一过程中部分公司通过重组发生了控制权转移，具有协议收购的性质。比较典型的案例是2000年国务院批准中信泰富收购中信国安49%股权计划。我们把发生在场外，公司通过协议受让非流通股股权借壳上市重组的行为理解为收购，而债务重组、资产剥离、资产托管、资产租赁等均不应作为收购考虑。

这一阶段的收购实践还创新出很多新模式，如协议收购、吸收合并收购、间接控股收购（即过桥收购）、一致行动人收购、司法裁定收购等。在收购定价方面，既有协议收购中通行的以公司每股净值为基础进行市场溢价，也有竞拍中“公允价格”造成低于净值成交的情况，如名流投资入主幸福实业。其不足之处是在支付方式上，现金收购仍是主要形式，缺乏多样化支付工具。此外国有股大宗转让需财政部审批，也在一定程度上限制了收购向纵深发展。[①]

三、技术路线和主要内容

公司并购与重组问题的研究成果颇多，多数集中在并购与重组理论和案例研究上，而对创新实践的背景和机理研究较少。为避免简单重复，本书在逻辑上选择以公司并购与重组能否创造公司价值为起点，考虑了中国证券市场的发展背景与特色。这是因为不同的市场背景下，公司并购与重组的动机是不同的——尽管所有的公司并购与重组都无一例外的是以创造公司价值为目标，但收购/重组方在工具和目标选择上是截然不同的。这也给监管提出了新的课题——在不同的市场背景下，如何使制度、规则与时俱进，通过制定相关的激

① 杨华、陈收：《上市公司资产重组的典型问题和发展趋势》，载《管理评论》，2004（4）。

励与约束，促进公司并购与重组活动的规范性，以达到活跃市场、保护中小投资者利益的目的。

结合本书的结论，我们至少可以从以下三个视角来概括性地描述公司并购与重组研究的逻辑线索：

第一，在新兴市场与转轨经济的大背景下，公司并购与重组的目标主要是为国有企业脱困和融资功能的发挥与完善提供短期服务。这一个阶段的跨度很长，从1990年证券市场成立至2007年，长达17年时间。这一时期多数的国有企业或者是经营业绩连续亏损，面临退市压力；或者是长期经营勉强盈利，但失去持续发展的能力，丧失融资能力。对比日益蓬勃发展的民营经营实体，国有企业的“困境”正是它们猎取的目标。当然，就这些国有上市公司而言，经营“困境”并不代表它们没有价值——相反，证券市场实行的计划额度发行制度强化了“壳”公司的融资价值，民营企业和处于困境中的上市公司的控股股东，很容易达成协议，即通过使用场外股权协议转让或资产置换的工具，使上市公司的实际控制人发生变化，进而改变公司主营业务方向或核心资产，提高公司盈利能力。但这些工具在运用时，受到不成熟的市场环境的制约，例如，缺乏严格的实际控制人信息披露、交易过程不透明、政府行为、掏空公司，等等，这些问题反过来严重打击了中小投资者的信心，侵蚀了上市的基石。笔者认为，其本质原因是在制度不完善的市场情形下，投资者很难判断收购/重组方的背景、动机与预期，而多数公司的并购与重组具有短期行为特征，反过来会进一步强化市场的不稳定预期——尽管有些公司并购与重组被证明是极其明智与成功的。

第二，2005～2006年，上市公司股权分置改革的启动与全面铺开使市场背景发生了深刻变化。由于非流通的国有股、国有法人股股东通过与流通股股东平等谈判，向流通股股东支付对价，而获得了未来可以在市场流通的预期。市场的流动性增强了，公司股份获得了流通性溢价，公司价值总体上增长了。更重要的是，股权分置改革造就了未来公司股份全流通的格局，中国上市公司的公司治理将得到极大的改善，外部控制权市场和经理人市场的逐渐形成，使公司并购或重组的专业化特征更加明显。一个典型的趋势是，自2004年以来，以行业整合为特征，大型国有骨干企业牵头的公司并购与重组开始活跃，并且规模大大区别于从前，例如，宝钢、武钢、鞍钢分别通过工具创新完成了集团

整体上市；中石化、中石油等则同时在境内、境外市场进行了大规模的要约收购，通过股份回购这种主动退市方式使股东权益增厚；甚至，我们还看到了跨国公司的身影，它们不再热衷于与国内的上市公司搞项目合作或者合资，而是对各行业“顶尖公司”的股权表现出浓厚的兴趣，这从一个侧面反映出上市公司的股东对上市公司价值取向正在发生变化——它们愿意将优质资产注入上市公司，并通过证券市场的流通溢价获得公司价值增值。对于投资者而言，一些有着强大背景的中资集团公司和境外跨国公司开始参与上市公司的并购与重组，使公司并购与重组在目标与工具上相比第一阶段发生了质变，它们对引导市场形成稳定预期起到了重要作用。

第三，至2008年10月，股改已基本结束，中国证券市场进入全流通时代，上市公司并购重组也进入新的发展阶段。跨国公司、国有企业、民营企业按照成熟市场的规则进行公司并购与重组。可以预期，这种公司并购与重组是建立在对未来国民经济发展与产业发展规律理性预期的基础上的，公司并购与重组的工具与制度移植将更多地依靠市场的力量，实现资源的有效配置。

本书研究的技术路线遵循从理论到实践、从工具到制度的原则，突出市场创新与监管创新在公司并购与重组中的关系。

本书第一章、第二章分别以公司并购与重组的动机与能否创造公司价值为内容，进行基础理论研究。第三章按照时间循序渐进地对中国公司并购与重组的实践进行概括性描述，以对未来趋势作出基本判断。上述三章是本书的理论部分。

第四章专题研究公司并购与重组的支付手段，属于工具研究，具有较强的实践性。接下来的第五章、第六章，作者对证券市场上主要的行业性和绩差公司的并购与重组进行专题分析，主要说明工具创新与制度创新的关系，工具创新如何推进制度创新。这三章是运用了实证分析的方式，主要想说明在不同的制度环境下，工具创新是如何提升市场效率、创造公司价值的。

第七章至第九章围绕公司并购与重组的制度进行研究。通过对国内外公司并购规制沿革的分析，概括性地说明公司并购与重组监管制度移植过程中的得失，以及未来政府对待公司并购与重组应采取什么样的基本态度以及在监管中应采取何种政策，既达到活跃市场、防止垄断、有效配置资源的目标，又能很好地保护中小投资者，促进市场形成稳定预期。

全书的技术路线如图3所示。

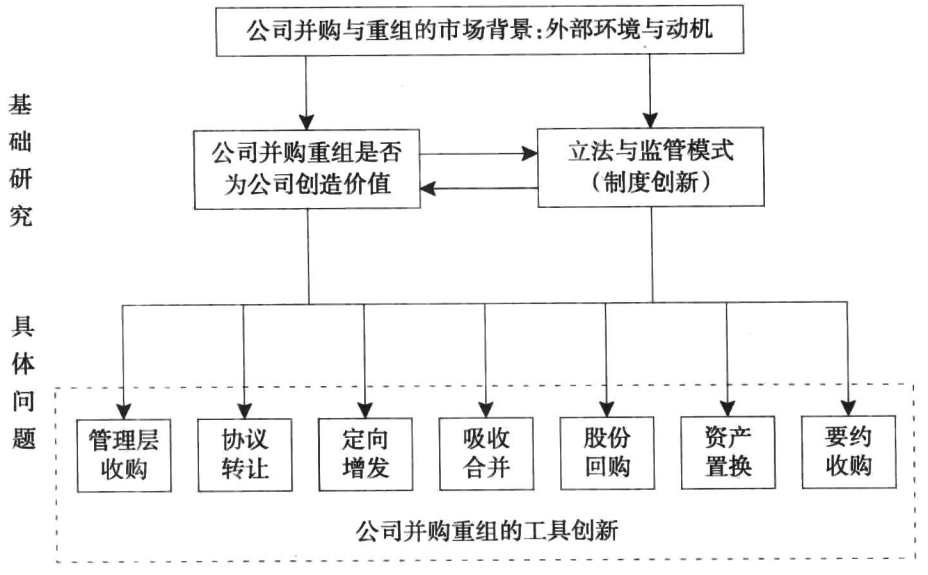


图3　公司并购与重组研究的技术路线

第一章　并购与上市公司价值提升：理论分析

严格说来，公司并购和资产重组创造价值的机制和渠道应该存在很大的差异。并购的实质结果是控制权发生了变更，因而其创造价值的过程应该是管理技能投入的变化对公司价值的影响；资产重组产生公司增量价值的机制则是资产结构的优化和质量的提升，提高了公司创造现金流的能力。但对于经验主义的研究思路而言，由于关注的主要是公司实体价值变动的净结果，因而上述两种机制的差异表现得并不直接和明显。传统上，研究公司并购/资产重组的价值创造效应主要采用四种方法：基于股票价格变化的事件研究法、基于财务绩效的会计研究法、基于公司管理层的访谈研究法和基于管理咨询界专家经验的案例研究法。其中前两种是标准的学术研究方法。西方学术界运用上述方法对公司并购与重组的价值效应进行了大量的研究发现，公司并购重组与提升公司价值之间确实存在着一定的关系，但不同的研究结论往往不一致，有的甚至截然相反。

Bruner（2002）[①] 对西方 1971～2001 年 130 篇经典文献进行了综述，发现西方成熟市场上公司并购与重组中目标公司的股东收益远远大于收购公司的股东收益。一般而言，随着被收购/重组公司股票价格的显著上涨，目标公司的股东获得了 10%～30% 的溢价收益；而收购公司的股票收益率则是不确定的，且有为负的趋向。同时，收购公司的长期财务业绩会随着时间的推移呈现出递减趋势。

国内对公司并购与重组绩效的相关研究表明，公司并购与重组能够从一定程度上改善公司绩效，提升公司价值（万潮领、储国忠、李翔和袁国良，2001；冯福根和吴林江，2001；郭来生，1999；檀向球，1998；等等）。但上

① Bruner，R. F. 2002，Doer M &Pay，"A Surver of Evidence for the Decision－Maker Working Paper".

述研究同时存在一定的缺陷，如：（1）缺乏理论分析，没有系统说明国内上市公司并购与重组过程中创造与毁灭价值的理论依据。（2）仅对目标公司进行研究，忽视了对收购公司价值变化的关注，导致无法判断公司并购与重组是否对整个社会创造了价值。（3）样本代表性不强，包括样本一般不足200个，时间跨度较短。导致统计结果难以进行显著性检验，其结论具有经验性，不具有推广价值。（4）大部分研究在方法上采用了会计研究法，未运用更严密的事加分析法对公司二级市场股票表现进行跟踪研究。

不仅在理论界，市场投资者对于国内公司并购与重组是否能提升公司价值也存在分歧。以绩差公司资产重组并进而导致并购结果为例，在较长时间里，国内绩差公司为避免退市，往往由地方政府或大股东出面，通过让渡“壳”资源，使中小股东、债权银行、收购/重组方、地方政府取得“多赢”。相反的观点则认为，以防范退市为目标的收购与重组由于明显的政府主导色彩，市场化程度较低，政府主导并购重组，往往是为了谋求社会稳定和利益均衡，导致社会资源向低绩效企业逆向配置，同时加重了政府干预、报表重组、利益输送、欺诈融资、掏空公司等弊端，增加了市场系统性风险（孙进山、孙绍林，2003），公司并购与重组因而没有创造市场价值。

张新（2003）对国内证券市场有史以来1 216例公司并购与重组样本进行了实证研究，得出的结论是并购与重组为上市公司带来了巨大利益，但也具有以绩差公司为中心、以价值转移和再分配为主要方式、严重的内幕交易等特征。在价值创造方面：（1）公司并购与重组为目标公司创造了价值，目标公司股票价格平均溢价水平为29.05%，超过20%的国际平均水平；从财务状况看，公司并购与重组发生后，每股收益、净资产收益率和主营业务利润率发生了明显的改善。（2）公司并购与重组对收购公司的股东收益和财务绩效产生了一定的负面影响，收购公司股票溢价水平为-16.76%。（3）由于证券市场能观察到的主要的目标公司是上市公司，公司并购与重组提高了上市公司的质量，保证了证券市场的稳定与活跃，但为全社会创造的净价值却不显著。

对比国内外公司并购与重组的绩效，可以发现，成熟市场上公司并购与重组的价值效应是不确定的，主要原因是市场的有效性——价格信号能够基本反映公司价值，所以以并购直接提升公司价值存在很大的难度。中国的情形则不同，新兴市场来自转型经济背景，这一背景不仅使收购方很容易发现有潜力的

行业和价值被低估的目标公司，同时，监管手段和制度环境的滞后和低质量，以及公司治理的结构性缺陷导致严重的代理问题，又反过来使公司并购与重组的价值绩效被大打折扣。在分析公司并购与重组的价值绩效时，我们既需要对国外相关并购理论进行梳理，也要重视国内的制度环境及特有的代理问题。

第一节　公司并购/重组与协同效应：技术视角

技术上，如果特定要素在并购前对产出的边际贡献率低于并购后对产出的边际贡献率，我们就可以认为并购存在所谓的技术上的协同效应。这样看来，最典型的协同效应，应该指并购后企业存在规模报酬递增，或者规模报酬由递减转为报酬不变的情形。策略规划学之父 Ansoff 是把协同效应这一名词用于管理学的第一人。他在 20 世纪 60 年代首先提出了协同效应的理念，将其定义为“合并后的企业经营表现超过原分散的企业表现之和”。Ansoff 对协同的解释比较强调其经济学含义，即协同效应是通过企业联合（包括并购）、资产重组取得有形和无形利益的潜在机会，以及这种潜在机会与公司能力之间的紧密联系。我们现在比较常用的是美国加州大学 Weston 教授提出的并购协同效应的概念。Weston 形象地称协同效应为“2 + 2 = 5”，即合并后企业的整体价值大于原分散的企业价值之和。这是协同效应的静态表述。

美国并购问题专家马克·赛罗沃首先注意到并购价值的计算应该充分考虑折现现金流总量，而非静态现金流入量。在其所著的《协同效应的陷阱：公司在购并中如何避免功亏一篑》[①] 一书中，他提出了动态协同效应的概念。马克·赛罗沃指出，进行并购除了支付市场现价以外，还要为未来某个时刻可能产生的收入流量预先支付溢价。由于股东自己去购买目标公司的股份时不必支付溢价，因而这些收入（即协同效应）一定是股东自己去购买股份时所无法得到的东西，协同效应一定代表了超过市场原先预期水平的业绩改进。以各种市场倍数计算的当前股价已经反映了人们对盈利和增长大幅度提高的预期。因此，马

① ［美］马克·赛罗沃著，杨炯译：《协同效应的陷阱：公司在购并中如何避免功亏一篑》，上海，上海远东出版社，2000。

克·赛罗沃把协同效应定义为：合并后的公司在业绩方面应当比原来两家公司独立存在时曾经预期或要求达到的水平高。把设法超过原先预期业绩水平的想法放到每股收益（EPS）的背景中，我们可以把协同效应表述为如下公式：

未来的每股收益 = 目前的每股收益 + 目前的每股收益 × 预期增长 + 协同效应

上式中，目前的股价已经体现了预期的未来经营的增长和盈利提高。公式中加上协同效应，是指要创造出现在不存在，也不在预期之列的价值。所以实现协同效应，业绩要比原先预期或者要求的改进更高。并购后有可能出现业绩改进，但如果这些业绩改进是已经预期到的，那就不是协同效应。只有创造出的价值不在预期之列，才是真正实现了协同效应。

一、协同效应的经验研究

自 20 世纪 80 年代以来，许多经济学者运用事件研究法检验协同效应，以便对并购双方股东财富的影响进行度量。这些研究得出了一个相似的结论，即目标公司股东总是并购活动的绝对赢家，收益毫无疑问为正，不同的仅是大小而已。实证研究争论的焦点集中到并购公司股东能否从并购活动中获利这一点上，主要有正收益、微弱正收益以及负收益三种结论。Jensen 和 Ruback（1983）研究得出，在成功的要约收购中收购企业的收益率为 4%。Jarrell、Brickley 和 Netter（1988）对几十年中收购企业股东的收益率进行了考察，在 20 世纪 60 年代，他们得到的结果与 Jensen 和 Ruback 对要约收购研究的结果一样；70 年代收购公司的收益率跌至 2% 左右，从统计角度看跌幅较大；而在 80 年代，收益率变为 -1%[①]。

特别需要引起重视的一点是，总的事件收益到底是正还是负，即并购后协同效应是否得以实现，并购是创造了价值还是破坏了价值，必须站在不同的主体角度加以考虑：如果要观察收购方和目标公司在并购发生前后的价值变化效果，我们则一般不考虑并购后的价值归属问题；如果是站在社会的角度观察，这种归属问题就显得很重要。围绕着并购协同效应的有无以及大小，许多学者

① 张秋生、周琳：《企业并购协同效应的研究与发展》，载《会计研究》，2003（6）：44～47。

展开了实证研究。Michael Bradley、Anand Desai 和 E. hankim（1988）[①] 以美国 1963～1984 年发生的并购交易为样本，计算了并购前后并购双方股东联合财富的变化，发现目标企业和收购企业的合并结果在每个时期都为正，并且收购产生的协同作用收益在几十年中相对稳定，位于 7%～8%。Bradley 等人得出的结论是收购产生协同效应收益。至于协同效应在目标公司股东和收购公司股东之间的分配，经过计算，他们发现目标公司股东获得大部分的收益，收购公司股东得不到或者得到很少的收益。Cheol（1996）[②] 等对跨国并购的协同效应进行了研究，得出的结论是外国公司成功收购美国目标公司的行为平均而言是产生价值的行为，收购公司是否获得收益因国家而异，美国目标公司则有显著的正财富收益。其他的许多研究也得出了类似的结论。于是他们推断，在大多数情况下并购总收益为正，而且在并购活动中协同效应是关键驱动力，并购活动倾向于创造价值。

另一方面，弗雷德里克·谢勒在 1987 年曾对过去百年间公司并购做过详尽的考察，他得出的最终结论是：将近 70% 的并购“没有收效，或者赔本”，只有近 1/3 的并购达到预期效果。马克·赛罗沃以 1979～1990 年发生的重大并购实例为依据，在 7 个不同时段运用 4 种不同的模式衡量了股东的收益，其研究揭示足有 65% 的重大性战略并购是失败的。他们认为，并购方过于乐观地估计了并购所能带来的协同效应而在交易价格中支付了过高的溢价，而实施并购后预期的协同效应无法实现是并购失败的主要原因。

二、协同效应的计量

经验研究的一个关键点，是采用一个合理的统计量测度协同效应。到目前为止，协同效应的计算方法主要可以分为两种：一种是 Bradley 等人（1988）使用的在异常收益的基础上计算协同效应，这一方法的关键点是必须找到可靠

---

① Bradley M.，Desai A.，Kim E. H.，“Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and Their Division Between the Stockholders of Target and Acquiring Firms”［J］，*Journal of Financial Economics*，21（may）：3－40，1988.

② Cheol S. eun，Richard Kolodny，Carl Scheraga，“Cross－border Acquisitions and Shareholder Wealth：Tests of the Synergy and Internalization Hypotheses”［J］，*Journal of Banking & Finance*，20，1559－1582，1996.

的办法把那些并非由协同效应导致的价值变动排除在外；另一种是 Healy（1992）[①] 等提出的从业绩改变着手评估协同效应。后来的学者在此基础上提出了许多改进意见，包括异常收益计算方法的改进，计算基准的改变，等等。此外，Andrei（2003）[②] 等就评估并购协同效应建立了一个新的模型。

下面介绍 Andrei 的协同效应计算模型。模型如下：考虑两家公司，公司 0 和公司 1，股本分别为 k、k'，每单位股本的市场价值分别为 q、q'。假定 q 和 q'不是有效的估价，但是反映了投资者对公司的投资观点。不失一般性，假设 $q<q'$。那么并购前公司 0 的市场价值是 kq，公司 1 的市场价值是 $k'q'$。

两家公司合并，合并后公司每单位股本的估价为 s，则合并后公司的市场价值 $v=s\ (k+k')$，s 被称为并购的协同效应驱动力。事实上，s 就是市场认识到的从并购中获得收益的来源，是推动并购活动进程的“润滑剂”，可能是经营多元化的要求，也可能是环境变动，比如欧洲经济一体化带来的刺激等。比如，如果市场赞成多元化，而两家公司又来自不同的行业，则 s 就会比较高。或者，如果一家运作良好的公司（高的 q'）收购一家运营不佳的公司（低的 q），则 s 会比较高。

合并后可能会出现以下四种临界情况：

$s=q$：市场对合并后公司估价时，采用的每单位股本的价值与估值较低的公司相同，此时协同效应肯定不存在，因为市场认为合并消灭了运营状况优良的公司的价值。

$s=q'$：市场对合并后公司估价时，采用的每单位股本的价值与估值较高的公司相同，此时可能存在协同效应，因为市场认为合并提高了运营状况交叉的公司的价值创造能力。

$s>q'$：乐观的市场主体认为合并后的公司价值更高，甚至高于估值较高的公司。这种情况之所以有可能出现，是因为市场对合并持有绝对乐观的预期。

$s<q$：这种情况也有可能出现，这是因为市场认为合并不仅降低了运营状

---

① Healy M. Paul, Krishna G. Palepu, Richard S. Ruback, “Dose Corporate Performance Improve after Mergers” [J], *Journal of Financial Economics*, 31: 135 - 175, 1992.

② Andrei Shleifera, Robert W. Vishnyb, “Stock Market Driven Acquisitions” [J], *Journal of Financial Economics*, 70, 295 - 311, 2003.

况较高的公司的价值创造能力，而且更加降低了运营状况较低的公司的价值创造能力。

大多数情况下，市场预期会采取 $q < s < q'$ 的形式。这样，公司合并所获得的全部净收益可以表示为 $s(k+k') - kq - k'q'$。称 s^* 为无协同效应点，如果 s^* 满足 $s^*(k+k') - kq - k'q' = 0$。如果 $s > s^*$，就有正的协同效应，说明并购对公司产生了总体上为正的效应。其中目标公司的收益是 $(s-q)k$，收购公司的收益是 $(s-q)k + (s-q')k'$。

注意到上述测度过程，在股权分置改革之前，必须考虑两类股权的市场价值存在很大的差异，就一个公司的同一股本，我们获得一个统一的 s、q 和 q'。

由于这个问题的存在，国内学者在利用上市公司数据研究协同效应的时候，更多地采用了变通的办法。夏新平、宋光耀（1999）[①] 认为并购企业决策者可以利用收集到的己方和被并购方的过去、目前和预测兼并后将来的各类数据，按并购活动可能增加的现金流量进行分析、归纳和计算，从而得到协同效应的估计值。

根据协同效应的来源，它的产生主要由四部分变化导致：营业收入的增加（Δr）、产品成本的降低（Δcp）、税收的减少（Δt）和资金成本的降低（Δca），所以协同效应的增量现金流可表示为：$\Delta cf = \Delta r + \Delta cp + \Delta t + \Delta ca$。估计出并购后企业的寿命期和寿命期内各年的净增加现金流，选取适当的折现率 r，将寿命期内的净增加现金流量折现加总，即可得到以净增加现金流的现值计算出的协同效应值。

这一计算方法的不足之处包括两方面：（1）我们不能判断上述 Δr、Δcp、Δt、Δca 全部是由并购带来的，这导致了计量方面的传统错误；（2）计算过程中存在过多的预测，如果不能对关键参数加以确定及人为假设可能导致的重大误差进行合理的处理，就难以为协同效应的准确计量提供依据。

其他技术方面的尝试还有很多，但都是对上述思路的改良。比如，朱宝宪（2003）[②] 从马克·赛罗沃的动态协同效应概念入手，通过比较中国上市公司并购前后的股价和市值判断协同效应的有无及大小来测度协同效应。具体方法

① 夏新平、宋光耀：《企业并购中协同效应的计算》，载《华中理工大学学报》，1999（3）。

② 朱宝宪、郭平平：《关于并购协同效应的再思考》，北京，清华大学出版社，2003。

是将各样本公司并购前后的股价乘以该公司的股数，得到各公司并购前后的总平均市值，该市值代表上市公司的总平均现值，然后用并购前的平均现值减去并购价格，再与并购后公司的平均现值比较。在此基础上，考虑大盘总体趋势对并购前后股价的影响，予以扣除，观察并购是否产生了协同效应，并购产生的协同效应有多大。

简单归纳起来，对并购活动产生的协同效应的度量，基本坚持了成败论的技术构造逻辑，没有关注到协同效应本身来自技术改进这一理论实质，因而得到的结论，其可靠程度也要打上一个较大的折扣。

三、新兴加转轨的市场背景放大了国内公司并购的协同效应

理论上更深入的思考协同效应，其来源主要体现在三个方面：（1）经营协同。即企业并购后，因经营效率的提高带来的效益。其产生主要是由于企业并购能产生合理的规模经济（尤其对经济互补性企业），这里的规模经济包括生产规模经济和企业规模经济两个层次，规模经济是由于某种不可分性而存在的，譬如通过企业并购，企业原有的有形资产或无形资产（如品牌、销售网络等）可在更大的范围内共享；企业的研究开发费用、营销费用等投入也可分摊到大量的产出上，这样有助于降低单位成本，增大单位投入的收益，从而实现专业化分工与协作，提高企业整体经济效益。（2）管理协同。即企业并购后，因管理效率的提高所带来的收益。如果某企业有一支高效率的管理队伍，其管理能力超出管理该企业的需要，但这批人才只能集体实现其效率，企业不能通过自聘释放能量，那么该企业可并购那些缺乏管理人才而效率低下的企业，利用这支管理队伍来提高整体效率水平而获利（这种解释有一定的局限性，因为管理资源的使用价值具有一定的特殊性，一般只能对特定的行业发挥作用，相对而言，该理论对横向一体化较具有解释力）。（3）财务协同。即企业并购后对财务方面产生的有利影响。这种效益的取得是由于税法、会计处理惯例、企业理财以及证券交易的内在作用而产生。主要表现在：①合理避税。税法一般包含亏损递延条款，允许亏损企业免交当年所得税，且其亏损可向后递延以抵消以后年度盈余。同时一些国家税法对不同的资产适用不同的税率，股息收入、利息收入、营业收益、资本收益的税率也各不相同。企业可利用这些规定，通过并购行为及相应的财务处理合理避税。②预期效应。预期效

应指因并购使股票市场对企业股票评价发生改变而对股票价格的影响。由于预期效应的作用，企业并购往往随着强烈的股价波动，形成股票投机机会。

从企业战略管理角度看，企业并购有以下驱动因素：（1）追求高额利润的结果。由于一个经济部门的资本集中总有一定的限度，各个经济部门的利润水平也有差别，资本的本能驱使少数垄断资本，千方百计介入多个经济部门，获取更大范围的垄断利润，积累更多的资本，以谋取更高的利润。（2）减少风险，减轻由于危机所受的损失。经济危机对各个经济部门的影响程度是不同的，各经济部门在危机期间的利润率也不同。即使在非危机期间，各经济部门的经营风险也有差别。因此，采取多部门经营的方法，进行多样化经营，可在一定程度上降低经营风险，减轻在危机中所受的损失。

协同效应是总价值增值理论。它假设收购公司和目标公司管理层都是为了股东价值最大化，并购对收购双方都是价值增值的投资，因而并购的总收益（目标公司收益和收购公司收益之和）为正。总价值增值的源泉有多种，最常为引用的主要有经营协同效应、财务协同效应、替换不尽职的管理层带来的效率提高等。前述我国经济的转轨特征之所以决定了并购重组有创造价值的巨大空间，也是因为这种经济存在着大量的通过协同效应等创造价值的源泉。因此，用协同效应动机理论解释并购重组，能够说明并购与重组在经济转轨中为社会创造了价值。

第二节　公司并购重组与财务危机化解

协同效应是推动产业并购重组的重要动力。但它是否构成公司并购与重组的唯一动力呢？答案是否定的。中国证券市场新兴加转轨的背景决定了股票发行体质上长期实行了计划额度制，这是导致绩差公司“壳”资源的价值较高的根本原因。公司并购重组成为化解绩差公司财务危机的有效途径之一。

一、财务重组与产业内并购在国内市场均存在合理性

我国上市公司并购重组理由源于“壳资源的稀缺性”和“保牌保壳保地方经济形象”。因而在并购价值取向上，过去上市公司并购重组是围绕“绩差”公司展开，现在发展到重视上市公司内在资产业务，重视行业性并购重

组与国际化并购重组，而对上市公司的“壳”不再那么重视，部分地区的上市公司财务性并购置于边缘化状态，这可能是我国并购市场逐步走向成熟的一种表现。

一个典型的例子是“哈啤”股权争夺战。2004 年，AB 公司与 SAB 公司两家国际啤酒巨头对哈尔滨啤酒集团有限公司股权展开了争夺战，最终 AB 公司胜出。从中可看出国际行业巨头对一个产业的重视。其实，国际行业巨头对我国啤酒行业的并购早有先例。2002 年 10 月 21 日，青岛啤酒和美国 AB 公司签订《战略性投资协议》，青岛啤酒将分三次向 AB 公司发行总金额为 1.82 亿美元的可转换债券；2002 年 11 月，比利时英特布鲁尔（Interbrew）公司以 1 950 万美元收购珠江啤酒 24% 的股权；2003 年 4 月，比利时的英特布鲁尔完成了对浙江省 KK 酿酒集团 70% 控股权的收购；2003 年 6 月 10 日，丹麦的啤酒商嘉士伯（Carlsberg）以 2.2 亿元整体收购云南省最大的啤酒制造商大理啤酒（集团）有限公司——半年前，它还收购了当地第四大啤酒厂昆明华狮啤酒；2003 年 12 月 11 日，重庆啤酒集团与苏格兰纽卡斯尔签订了股权转让协议书，苏格兰纽卡斯尔将以每股 10.5 元人民币的价格受让重庆啤酒集团所持有的重庆啤酒 19.51% 的股权。

但是外资并购国内啤酒企业并不十分顺利。在 20 世纪 90 年代初期，外资啤酒曾经大量进军中国市场，但没有多大的成功，据悉 90% 以上外资啤酒都出现了亏损，并出现了大面积外资啤酒“退出”的现象。在 2000 年，先后发生了英国巴斯啤酒撤资吉林金士伯、嘉士伯将上海厂的控股权出让给青啤、美国亚洲投资集团“撤出”北京双合盛五星啤酒等事件。但到今天，为何外资啤酒再次进军中国，并使我国啤酒行业的兼并重组以国际化并购为主？其中最主要的原因就是我国啤酒行业经过属地化发展、行业整合以后已经不断成熟。

分析我国啤酒行业的发展历程，可以发现，在改革开放之前，我国只有少数几家啤酒厂，1978 年全国啤酒产量也只有 40 万吨。其后，我国啤酒行业在各地得到快速发展。到 1988 年，在数量上，我国大陆啤酒厂家发展到 813 家，在总产量上，我国啤酒达 656.4 万吨，仅次于美国、德国，名列第三，到 1993 年跃居世界第二。20 世纪 90 年代中后期，由于我国的啤酒产销渐趋饱和，我国啤酒市场的竞争无序，企业盈利能力减弱，啤酒企业之间的兼并收购成为必然。如青岛啤酒在 1997 年以后，先后兼并了数十家啤酒生产企业，到 2001 年

底，青岛啤酒年啤酒产销量突破251万吨。经过近几年国内啤酒企业一轮又一轮的兼并收购，我国啤酒行业逐步发育成熟，并形成了青岛啤酒、燕京啤酒、哈尔滨啤酒、金星啤酒等国内较大规模的企业。所以，作为企业并购中最高级形态的国际化并购，只有在啤酒行业与啤酒市场发育成熟以后才能发生。在此之前，企业一般需要经历在当地充分的整合发展，然后在同行业中扩张整合。

由于我国各行业发育的成熟度不同，如同我国啤酒行业在不同时期的市场发育状况一样，所以在我国目前阶段，属地化（甚至财务性并购）、同行业并购整合，以及国际化并购三种上市公司并购形态共存。所以，在并购价值取向上，我们在大力倡导战略性的产业并购、国际化并购之时，还应该允许甚至帮助一些幼稚行业、市场经济不发育地区的企业进行属地化并购整理，甚至财务性并购。这样才能充分利用并购这一手段，为国民经济产业结构调整和企业发展服务。

而对于绩差公司，并购与重组是化解其财务危机的有效方式。谷真真和杨航（2005）[①] 对中国ST公司控制权转移的经济特征进行研究，发现：（1）ST公司发生控制权转移的频率呈下降趋势，表明随着发行体制改革的市场化，收购/重组方为解决ST公司财务危机所支付的成本与再融资成本相比已不再具有强烈的优势。（2）从绩差公司并购与重组中控制权转移的交易特征看，协议转让交易成本低，成为国内控制权变更的主要交易方式。居于次位的交易方式为国家无偿划转，其余为司法拍卖。（3）从ST公司控制权转移的股权特征来看，1998～2001年ST公司控制权在国家股之间转移的特征明显，而在2002～2003年，ST控制权转移事件中股权性质的转变有了新的形式，即国有法人股开始转让给外资股和境外法人股，可见，我国ST公司控制股权转移方式正在丰富化和多样化。

二、并购重组并非解决上市公司财务危机的唯一手段

在1998～2000年上市公司并购重组为解决其财务危机起到了重要作用，但也正是由于并购重组过分以解决财务危机为目标，暴露出一些需要引起重视的问题。

---

① 谷真真、杨航：《ST公司控制权转移经济特征分析》，载《中国教育科学研究》，2005－11－21。

（一）重组行为短期化，即上市公司重组过分注重近期效益而忽视远期效益

我国上市公司的资产重组大多重形式而轻实质，其真正目的不在于上市公司的长远发展而在于短期提升上市公司业绩，以达到扭亏、保壳及配股的目的，进而从投资者手中取得廉价资金，或通过上市公司收购母公司所谓的“优质”资产以套现；或将重组作为题材在二级市场大肆炒作，意图操纵股价牟取暴利。我国绝大多数重组后的上市公司几乎都存在“一好、二平、三亏损”现象，即重组后的第一年公司利润大幅上升，第二年公司业绩便逐步下滑，第三年则回到重组前的水平甚至更差。万朝龄（2000）等分别以1997年和1997～1999年进行资产重组的上市公司为样本，考察了短期内重组股票的超额收益率，研究结果表明股权转让、资产剥离和资产置换类公司的股价先上升、后下降。冯根福、吴林江（2001）以1994～1998年发生兼并收购的上市公司为样本，研究结果表明兼并收购类公司的绩效整体上有一个先升后降的过程。

（二）侵占上市公司资金

我国上市公司的并购活动连同资产重组一道，经常成为大股东谋求非法超额收益的重要手段，大股东通过自身对上市公司的实际控制以直接或变相侵占上市公司资金，具体手法如下：（1）在同一控制性股东主导下，进行上市公司控制权转移，以此为契机炒高股价，在证券市场套现。王晓芳等（2004）通过对1999年沪市上市公司并购和资产重组的实证研究表明，进行股权转让类资产重组的公司绩效出现持续下降趋势，这反映了我国一些股权转让类资产重组的股权受让方关注的重点不在上市公司本身，而在于二级市场或其他。（2）借并购过程转移上市公司资产。大股东利用对上市公司的实际控制权，以不等价的资产置换，或直接用上市公司资金购买大股东的关联企业或下属子公司，使得上市公司的利润向大股东转移。（3）借并购活动挪用上市公司资金或借款给母公司的关联企业，再或者利用上市公司的信用为其关联企业进行大量借款担保及股权质押。

（三）并购/资产重组中信息披露不规范

我国上市公司财务报告对并购/资产重组的信息披露都存在不完整、不规范问题。从近几年并购/资产重组的上市公司公布的年度财务报告来看，许多

公司对并购方、交易定价、交易影响的信息披露不完整。尤其是涉及关联交易的资产重组更是如此，许多公司没有披露关联方转让资产是否经过资产评估，即使披露也只说明经过评估而没有说明评估机构，有的只披露资产重组后的股权变化而没说明资产。上市公司信息披露的真实性、准确性、完整性无法保证。这样，投资者根据上市公司所披露的信息就很难做出正确的投资决策，而投机者却可以利用这一点在证券市场炒作以获利。显然，这不利于我国证券市场的健康发展。

造成上述情形的主要原因非常复杂。主要包括有：

首先，上市公司股权结构不合理、治理结构不完善。

我国证券市场上普遍存在上市公司股权集中度较高的现象，国家股和法人股占总股本的60%～70%，是典型的“一股独大”。过高比例的国有股产生了所谓的“超强控制”与“超弱控制”：一方面，政府对公司的经营管理干预过多；另一方面，部分国有股东利益得不到有效保护，出现了上市公司内部人控制现象。在公司治理结构方面虽然形式上形成了股东大会、董事会、监事会、经理层各司其职、互相制衡的组织结构，但几者之间的关系还模糊不清，再加上信息不对称，就出现了董事会独立性不够、监事会监督不力的现象。这便有利于大股东利用自身对上市公司的实际控制权谋私利，同时损害中小投资者的利益，从而阻碍了我国证券市场的健康发展。

其次，与公司并购与重组相关的法律法规长期不健全。市场经济是一种法制经济，它要求有良好的法律环境与之匹配，唯有这样，才能保证市场机制的有效性。资产重组作为一种市场行为，也要求相应的法律环境。而我国的法律法规却并不完善，虽然目前我国以颁布实施的《中华人民共和国刑法》（以下简称《刑法》）、《公司法》、《证券法》及其他的经济法规限制大股东的违规行为，却未能形成一个完整的体系。如我国并未建立严格意义上的退市机制，从而使市场中积聚了大量业绩差的上市公司（“壳”公司），这些“壳”公司便成为投机者理想的投机对象：对其进行短期重组以提高短期利润为“圈钱”做准备。再如我国企业会计制度、会计准则本身存在许多缺陷。如谨慎性原则、重要性概念的运用，实质重于形式原则的理解以及八大减值准备的计提，预计项目的确认与摊销，会计政策、会计方法及会计估计的选择，均允许公司会计人员根据具体情况和历史经验做出职业判断，进行合理

选择。这些虽然在一定程度上对会计数据的真实性、可靠性以及财务政策的稳健性起到了积极作用，但事实上也在不同程度上为管理者粉饰报表提供了“合规”的外衣。

最后，执法力度不够，监管水平低下，使得上市公司的违规成本大大降低，进而诱使其进行不法操作以获取超额利润。

三、以债务重组为手段实现的公司并购

由于社会信用基础较差，国内企业间债务链条较长且债务拖欠十分严重，作为解决问题的一个办法，债务重组被调控部门所偏好。由于债务规模较大，一些债务重组也会导致公司控制权转移的结果。

在公司并购与重组中，债务处置是其中关键的一环。前述的分析使我们看到，并购重组既有助于化解上市公司的财务危机，但也容易引起其他的问题。

债务重组方式可以概括为以下四种：

（一）以资产清偿债务

1. 以现金清偿债务

（1）债务人的会计处理

以现金清偿债务的，债务人应当将重组债务的账面价值与实际支付现金之间的差额，计入当期损益。

以低于应付债务账面价值的现金清偿债务的，应按应付债务的账面余额，借记应付账款等科目，按实际支付的金额，贷记“银行存款”科目，按其差额，贷记“营业外收入——债务重组利得”科目。

（2）债权人的会计处理

以现金清偿债务的，债权人应当将重组债权的账面余额与收到的现金之间的差额，计入当期损益。债权人已对债权计提减值准备的，应当先将该差额冲减减值准备，减值准备不足以冲减的部分，计入当期损益。

企业收到债务人清偿债务的现金金额小于该项应收账款账面价值的，应按实际收到的现金金额，借记“银行存款”等科目，按重组债权已计提的坏账准备，借记“坏账准备”科目，按重组债权的账面余额，贷记应收账款等科目，按其差额，借记“营业外支出”科目。

收到债务人清偿债务的现金金额大于该项应收账款账面价值的，应按实际收到的现金金额，借记“银行存款”等科目，按重组债权已计提的坏账准备，借记“坏账准备”科目，按重组债权的账面余额，贷记应收账款等科目，按其差额，贷记“资产减值损失”科目。

［例1］2006年10月10日，甲公司销售一批材料给乙公司，不含税价格为1 000 000元，增值税税率为17%。2007年3月20日，乙公司财务发生困难，无法按期偿还债务，经双方协商，甲公司同意减免乙公司200 000元债务，余款乙公司用现金立即还清，甲公司已对该项应收债权计提坏账准备150 000元。

（1）乙公司3月20日会计处理如下：

借：应付账款——甲公司　　1 170 000

　贷：银行存款　　970 000

　　营业外收入　　200 000

（2）甲公司3月20日会计处理如下：

借：银行存款　　970 000

　坏账准备　　150 000

　营业外支出　　50 000

　贷：应收账款　　1 170 000

若甲公司已对该项应收债权计提坏账准备250 000元，则甲公司3月20日会计处理如下：

借：银行存款　　970 000

　坏账准备　　250 000

　贷：应收账款　　1 170 000

　　资产减值损失　　50 000

［例2］甲企业于2006年1月20日销售一批材料给乙企业，不含税价格为200 000元，增值税税率为17%，按合同规定，乙企业应于2006年4月1日前偿付货款。由于乙企业发生财务困难，无法按合同规定的期限偿还债务，经双方协议于2006年7月1日进行债务重组。债务重组协议规定，甲企业同意减免乙企业30 000元债务，余额用现金立即偿清。乙企业于当日通过银行转账支付了该笔剩余款项，甲企业随即收到了通过银行转账偿还的款项。甲企业

已对该项应收债权计提了20 000元的坏账准备。

（1）乙企业的账务处理如下：

①计算债务重组利得：

应付账款账面余额	234 000
减：支付的现金	204 000
债务重组利得	30 000

②应作会计分录：

借：应付账款	234 000	
贷：银行存款		204 000
营业外收入——债务重组利得		30 000

（2）甲企业的账务处理如下：

①计算债务重组损失：

应收账款账面余额	234 000
减：收到的现金	204 000
差额	30 000
减：已计提坏账准备	20 000
债务重组损失	10 000

②应作会计分录：

借：银行存款	204 000	
营业外支出——债务重组损失	10 000	
坏账准备	20 000	
贷：应收账款		234 000

2. 以非现金资产清偿债务

（1）债务人的会计处理

以非现金资产清偿债务的，债务人应当将重组债务的账面价值与转让的非现金资产公允价值之间的差额，计入当期损益。转让的非现金资产公允价值与其账面价值之间的差额，计入当期损益。

企业以非现金资产清偿债务的，应按应付债务的账面余额，借记应付账款等科目，按用于清偿债务的非现金资产的公允价值，贷记“其他业务收入”、“主营业务收入”、“固定资产清理”、“无形资产”、“长期股权投资”等科目，

按应支付的相关税费，贷记“应交税费”等科目，按其差额，贷记“营业外收入”等科目或借记“营业外支出”等科目。

非现金资产公允价值与账面价值的差额，应当分别不同情况进行处理：

① 非现金资产为存货的，应当视同销售处理，根据本书“收入”相关规定，按非现金资产的公允价值确认销售商品收入，同时结转相应的成本。

② 非现金资产为固定资产、无形资产的，其公允价值和账面价值的差额，计入营业外收入或营业外支出。

③ 非现金资产为长期股权投资的，其公允价值和账面价值的差额，计入投资收益。

（2）债权人的会计处理

以非现金资产清偿债务的，债权人应当对接受的非现金资产按其公允价值入账，重组债权的账面余额与接受的非现金资产的公允价值之间的差额，计入当期损益。债权人已对债权计提减值准备的，应当先将该差额冲减减值准备，减值准备不足以冲减的部分，计入当期损益。

企业接受的债务人用于清偿债务的非现金资产，应按该项非现金资产的公允价值，借记“原材料”、“库存商品”、“固定资产”、“无形资产”等科目，按可抵扣的增值税额，借记“应交税费——应交增值税（进项税额）”科目，按重组债权的账面余额，贷记应收账款等科目，按应支付的相关税费和其他费用，贷记“银行存款”、“应交税费”等科目，按其差额，借记“营业外支出”科目。

［例3］2007年1月1日，甲公司销售一批产品给丙公司，含税价为1 500 000元。2007年7月10日，丙公司发生财务困难，无法按合同规定偿还债务，经双方协议，甲公司同意丙公司用产品抵偿该应收账款。该产品市价为1 000 000元，增值税税率为17%，产品成本为800 000元。甲公司为债权计提了坏账准备300 000元。假定不考虑其他税费。

（1）丙公司的会计处理如下：

借：应付账款	1 500 000	
贷：主营业务收入		1 000 000
应交税费——应交增值税（销项税额）		170 000
营业外收入		330 000

借：主营业务成本　　800 000
　贷：库存商品　　800 000

（2）甲公司的会计处理如下：

借：库存商品　　1 000 000
　应交税费——应交增值税（进项税额）　　170 000
　坏账准备　　300 000
　营业外支出　　30 000
　贷：应收账款　　1 500 000

［例4］甲公司欠乙公司购货款350 000元。由于甲公司财务发生困难，短期内不能支付已于2007年5月1日到期的货款。2007年7月1日，经双方协商，乙公司同意甲公司以其生产的产品偿还债务。该产品的公允价值为200 000元，实际成本为120 000元。甲公司为增值税一般纳税人，适用的增值税税率为17%。乙公司于2007年8月1日收到甲公司抵债的产品，并作为库存商品入库；乙公司对该项应收账款计提了50 000元的坏账准备。

（1）甲公司的账务处理如下：

①计算债务重组利得：

应付账款的账面余额	350 000
减：所转让产品的公允价值	200 000
增值税销项税额	34 000 即（200 000×17%）
债务重组利得	116 000

②应作会计分录：

借：应付账款　　350 000
　贷：主营业务收入　　200 000
　　应交税费——应交增值税（销项税额）　　34 000
　　营业外收入——债务重组利得　　116 000
借：主营业务成本　　120 000
　贷：库存商品　　120 000

在本例中，甲公司销售产品取得的利润体现在营业利润中，债务重组利得作为营业外收入处理。

（2）乙公司的账务处理如下：

①计算债务重组损失：

应收账款账面余额	350 000
减：受让资产的公允价值	200 000
增值税进项税额	34 000
差额	116 000
减：已计提坏账准备	50 000
债务重组损失	66 000

②应作会计分录：

借：库存商品	200 000	
应交税费——应交增值税（进项税额）	34 000	
坏账准备	50 000	
营业外支出——债务重组损失	66 000	
贷：应收账款		350 000

［例5］甲公司于2005年1月1日销售给乙公司一批材料，价值400 000元（包括应收取的增值税额），按购销合同约定，乙公司应于2005年10月31日前支付货款，但至2006年1月31日乙公司尚未支付货款。由于乙公司财务发生困难，短期内不能支付货款。2006年2月3日，经与甲公司协商，甲公司同意乙公司以一台设备偿还债务。该项设备的账面原价为350 000元，已提折旧50 000元，设备的公允价值为360 000元（假定企业转让该项设备不需要交纳增值税）。

甲公司对该项应收账款已提取坏账准备20 000元。抵债设备已于2006年3月10日运抵甲公司。假定不考虑该项债务重组相关的税费。

（1）乙公司的账务处理如下：

①计算固定资产清理损益与债务重组利得：

固定资产公允价值	360 000
减：固定资产净值	300 000
处置固定资产净收益	60 000

②计算债务重组利得：

应付账款的账面余额	400 000
减：固定资产公允价值	360 000

债务重组利得	40 000		
③应作会计分录如下：			
将固定资产净值转入固定资产清理：			
借：固定资产清理		300 000	
累计折旧		50 000	
贷：固定资产			350 000
确认债务重组利得：			
借：应付账款		400 000	
贷：固定资产清理			360 000
营业外收入——债务重组利得			40 000
确认固定资产处置利得：			
借：固定资产清理		60 000	
贷：营业外收入——处置固定资产利得			60 000
（2）甲公司的账务处理如下：			
①计算债务重组损失：			
应收账款账面余额	400 000		
减：受让资产的公允价值	360 000		
差额	40 000		
减：已计提坏账准备	20 000		
债务重组损失	20 000		
②应作会计分录如下：			
借：固定资产		360 000	
坏账准备		20 000	
营业外支出——债务重组损失		20 000	
贷：应收账款			400 000

［例6］甲公司于2006年7月1日销售给乙公司一批产品，价值450 000元（包括应收取的增值税额），乙公司于2006年7月1日开出六个月承兑的商业汇票。乙公司于2006年12月31日尚未支付货款。由于乙公司财务发生困难，短期内不能支付货款。经与甲公司协商，甲公司同意乙公司以其所拥有并作为以公允价值计量且公允价值变动计入当期损益的某公司股票抵偿债务。乙

公司该股票的账面价值为400 000元（假定该资产账面公允价值变动额为零），当日的公允价值380 000元。假定甲公司为该项应收账款提取了坏账准备40 000元。用于抵债的股票于当日即办理相关转让手续，甲公司将取得的股票作为以公允价值计量且公允价值变动计入当期损益的金融资产处理。债务重组前甲公司已将该项应收票据转入应收账款；乙公司已将应付票据转入应付账款。假定不考虑与商业汇票或者应付款项有关的利息。

（1）乙公司的账务处理如下：

①计算债务重组利得：

应付账款的账面余额	450 000
减：股票的公允价值	380 000
债务重组利得	70 000

②计算转让股票损益：

股票的公允价值	380 000
减：股票的账面价值	400 000
转让股票损益	-20 000

③应作会计分录如下：

借：应付账款	450 000	
投资收益	20 000	
贷：交易性金融资产		400 000
营业外收入——债务重组利得		70 000

（2）甲公司的账务处理如下：

①计算债务重组损失：

应收账款账面余额	450 000
减：受让股票的公允价值	380 000
差额	70 000
减：已计提坏账准备	40 000
债务重组损失	30 000

②应作会计分录如下：

借：交易性金融资产	380 000	
营业外支出——债务重组损失	30 000	

坏账准备　　40 000

贷：应收账款　　450 000

（二）债务转为资本

1. 债务人的会计处理

将债务转为资本的，债务人应当将债权人放弃债权而享有股份的面值总额确认为股本（或者实收资本），股份的公允价值总额与股本（或者实收资本）之间的差额确认为资本公积。重组债务的账面价值与股份的公允价值总额之间的差额，计入当期损益。

以债务转为资本，应按应付债务的账面余额，借记应付账款等科目，按债权人因放弃债权而享有的股权的公允价值，贷记“实收资本”或“股本”、“资本公积——资本溢价或股本溢价”科目，按其差额，贷记“营业外收入——债务重组利得”科目。

2. 债权人的会计处理

债务重组采用债务转为资本方式的，债权人应当将享有股份的公允价值确认为对债务人的投资，重组债权的账面余额与股份的公允价值之间的差额，计入当期损益。债权人已对债权计提减值准备的，应当先将该差额冲减减值准备，减值准备不足以冲减的部分，计入当期损益。

将债权转为投资，企业应按享有股份的公允价值，借记“长期股权投资”科目，按重组债权的账面余额，贷记应收账款等科目，按应支付的相关税费，贷记“银行存款”、“应交税费”等科目，按其差额，借记“营业外支出”科目。

［例7］2006年7月1日，甲公司应收乙公司账款的账面余额为60 000元，由于乙公司发生财务困难，无法偿付应付账款。经双方协商同意，采取将乙公司所欠债务转为乙公司股本的方式进行债务重组，假定乙公司普通股的面值为1元，乙公司以20 000股抵偿该项债务，股票每股市价为2.5元。甲公司对该项应收账款计提了坏账准备2 000元。股票登记手续已办理完毕，甲公司对其作为长期股权投资处理。

（1）乙公司的账务处理如下：

①计算应计入资本公积的金额：

股票的公允价值　　50 000

减：股票的面值总额　20 000
应计入资本公积　30 000
②计算应确认的债务重组利得：
债务账面价值　60 000
减：股票的公允价值　50 000
债务重组利得　10 000
③应作会计分录如下：
借：应付账款　60 000
　贷：股本　20 000
　　资本公积——股本溢价　30 000
　　营业外收入——债务重组利得　10 000
（2）甲公司的账务处理如下：
①计算债务重组损失：
应收账款账面余额　60 000
减：所转股权的公允价值　50 000
差额　10 000
差：已计提坏账准备　2 000
债务重组损失　8 000
②应作会计分录如下：
借：长期股权投资　50 000
　营业外支出——债务重组损失　8 000
　坏账准备　2 000
　贷：应收账款　60 000

（三）修改其他债务条件

1. 债务人的会计处理

修改其他债务条件的，债务人应当将修改其他债务条件后债务的公允价值作为重组后债务的入账价值。重组债务的账面价值与重组后债务的入账价值之间的差额，计入当期损益。修改后的债务条款如涉及或有应付金额，且该或有应付金额符合《企业会计准则第 13 号——或有事项》中有关预计负债确认条件的，债务人应当将该或有应付金额确认为预计负债。重组债务的

账面价值，与重组后债务的入账价值和预计负债金额之和的差额，计入当期损益。

上述或有应付金额在随后会计期间没有发生的，企业应当冲销已确认的预计负债，同时确认营业外收入。

或有应付金额，是指需要根据未来某种事项出现而发生的应付金额，而且该未来事项的出现具有不确定性。

以修改其他债务条件进行清偿的，应将重组债务的账面余额与重组后债务的公允价值的差额，借记应付账款等科目，贷记“营业外收入——债务重组利得”科目。

2. 债权人的会计处理

债务重组以修改其他债务条件进行的，债权人应当将修改其他债务条件后的债权的公允价值作为重组后债权的账面价值，重组债权的账面余额与重组后债权的账面价值之间的差额，计入当期损益。债权人已对债权计提减值准备的，应当先将该差额冲减减值准备，减值准备不足以冲减的部分，计入当期损益。

修改后的债务条款中涉及或有应收金额的，债权人不应当确认或有应收金额，不得将其计入重组后债权的账面价值。

或有应收金额，是指需要根据未来某种事项出现而发生的应收金额，而且该未来事项的出现具有不确定性。

以修改其他债务条件进行清偿的，企业应按修改其他债务条件后的债权的公允价值，借记应收账款等科目，按重组债权的账面余额，贷记应收账款等科目，按其差额，借记“营业外支出”科目。

[例8] 甲公司2006年12月31日应收乙公司票据的账面余额为65 400元，其中，5 400元为累计未付的利息，票面年利率4%。由于乙公司连年亏损，资金周转困难，不能偿付应于2006年12月31日前支付的应付票据。经双方协商，于2007年1月5日进行债务重组。甲公司同意将债务本金减至50 000元；免去债务人所欠的全部利息；将利率从4%降低到2%（等于实际利率），并将债务到期日延至2008年12月31日，利息按年支付。该项债务重组协议从协议签订日起开始实施。甲、乙公司已将应收、应付票据转入应收、应付账款。甲公司已为该项应收款项计提了5 000元坏账准备。

（1）乙公司的账务处理如下：

①计算债务重组利得：

应付账款的账面余额	65 400
减：重组后债务公允价值	50 000
债务重组利得	15 400

②债务重组时的会计分录：

借：应付账款	65 400	
贷：应付账款——债务重组利得		50 000
营业外收入——债务重组利得		15 400

③2007 年 12 月 31 日支付利息：

借：财务费用	1 000	
贷：银行存款		1 000 即（50 000 × 2%）

④2008 年 12 月 31 日偿还本金和最后一年利息：

借：应付账款——债务重组	50 000	
财务费用	1 000	
贷：银行存款		51 000

（2）甲公司的账务处理如下：

①计算债务重组损失：

应收账款账面余额	65 400
减：重组后债权公允价值	50 000
差额	15 400
减：已计提坏账准备	5 000
债务重组损失	10 400

②债务重组日的会计分录：

借：应收账款——债务重组	50 000	
营业外支出——债务重组损失	10 400	
坏账准备	5 000	
贷：应收账款		65 400

③2007 年 12 月 31 日收到利息：

借：银行存款	1 000	

贷：财务费用　　1 000 即（50 000×2%）

④2008 年 12 月 31 日收到本金和最后一年利息：

借：银行存款　　51 000

贷：财务费用　　1 000

应收账款　　50 000

（四）以上三种方式的组合方式

1. 债务人的会计处理

债务重组以现金清偿债务、非现金资产清偿债务、债务转为资本、修改其他债务条件等方式的组合进行的，债务人应当依次以支付的现金、转让的非现金资产公允价值、债权人享有股份的公允价值冲减重组债务的账面价值，再按照债务人修改其他债务条件的规定进行会计处理。

2. 债权人的会计处理

债务重组采用以现金清偿债务、非现金资产清偿债务、债务转为资本、修改其他债务条件等方式的组合进行的，债权人应当依次以收到的现金、接受的非现金资产公允价值、债权人享有股份的公允价值冲减重组债权的账面余额，再按债权人修改其他债务条件的规定进行会计处理。

［例 9］A 股份有限公司（以下简称 A 公司）和 B 股份有限公司（以下简称 B 公司）均为增值税一般纳税人，适用的增值税税率均为 17%。

2007 年 1 月 5 日，A 公司向 B 公司销售材料一批，增值税专用发票上注明的价款为 5 000 000 元，增值税额为 850 000 元。至 2008 年 9 月 30 日尚未收到上述货款，A 公司对此项债权已计提 50 000 元坏账准备。

2008 年 9 月 30 日，B 公司鉴于财务困难，提出以其生产的产品一批和设备一台抵偿上述债务。经双方协商，A 公司同意 B 公司的上述偿债方案。用于抵偿债务的产品和设备的有关资料如下：

（1）B 公司为该批产品开出的增值税专用发票上注明的价款为 3 000 000 元，增值税额为 510 000 元。该批产品的成本为 2 000 000 元。

（2）该设备的公允价值为 2 000 000 元，账面原价为 4 340 000 元，至 2008 年 9 月 30 日的累计折旧为 2 000 000 元。B 公司清理设备过程中以银行存款支付清理费用 20 000 元（假定 B 公司用该设备抵偿上述债务不需要交纳增值税及其他流转税费）。

A 公司已于2008 年 10 月收到 B 公司用于偿还债务的上述产品和设备。A 公司收到的上述产品作为存货处理，收到的设备作为固定资产处理。

要求：

（1）编制 A 公司 2008 年上述业务相关的会计分录。

（2）编制 B 公司 2008 年上述业务相关的会计分录。

（不考虑所作分录对所得税、主营业务税金及附加、期末结转损益类科目的影响。涉及应交税费的，应写出明细科目。）

［答案］

（1）A 公司应编制以下会计分录：

借：库存商品　3 000 000

　　应交税费——应交增值税（进项税额）　510 000

　　坏账准备　50 000

　　固定资产　2 000 000

　　营业外支出　290 000

　贷：应收账款　5 850 000

（2）B 公司应编制以下会计分录：

借：固定资产清理　2 340 000

　　累计折旧　2 000 000

　贷：固定资产　4 340 000

借：固定资产清理　20 000

　贷：银行存款　20 000

借：应付账款　5 850 000

　　营业外支出　360 000 即（2 360 000 – 2 000 000）

　贷：主营业务收入　3 000 000

　　应交税费——应交增值税（销项税额）　510 000

　　固定资产清理　2 360 000

　　营业外收入——债务重组利得　340 000

借：主营业务成本　2 000 000

　贷：库存商品　2 000 000

第三节 公司并购重组与公司股权价值提升

公司并购与重组对于优化企业资产结构、负债结构和产权结构，充分利用现有资源，实现资源优化配置具有重要意义。公司并购与重组可采取原续型企业重组、合并型企业重组和分立型企业重组等模式。其关键在于选择合理的企业重组模式和重组方式，而合理的重组模式和重组方式的选择标准在于能否创造企业价值，实现资本增值。

前面我们总结了公司并购有可能产生的两种主要价值效应，下面我们利用财务分析来说明公司并购与重组的价值来源渠道、确定企业重组价值创造水平。

一、公司并购与重组方式和价值来源

（一）公司并购与重组的内涵与方式

公司并购与重组的方式是多种多样的。目前我国公司并购与重组实践中通常存在两个问题：一是片面理解企业重组为企业兼并或企业扩张，而忽视其售卖、剥离等企业资本收缩经营方式；二是混淆合并与兼并、剥离与分立等方式。进行企业重组价值来源分析，首先界定企业重组方式内涵是十分必要的。

1. 合并（Consolidation）。指两个或更多企业组合在一起，原有所有企业都不以法律实体形式存在，而是建立一个新的公司。如将 A 公司与 B 公司合并成为 C 公司。但根据我国《公司法》的规定，公司合并可分为吸收合并和新设合并两种形式。一个公司吸收其他公司为吸收合并，被吸收的公司解散；两个以上公司合并设立一个新的公司为新设合并，合并各方解散。吸收合并类似于“Merger”，而新设合并则类似于“Consolidation”。因此，从广义上说，合并包括兼并。

2. 兼并（Merger）。指两个或更多企业组合在一起，其中一个企业保持其原有名称，而其他企业不再以法律实体形式存在。如财政部 1996 年 8 月 24 日颁发的《企业兼并有关财务问题的暂行规定》中指出，兼并是指一个企业通

过购买等有偿方式取得其他企业的产权，使其失去法人资格或虽保留法人资格但变更投资主体的一种行为。

3. 收购（Acquisition）。指一个企业以购买全部或部分股票（或称为股份收购）的方式购买了另一企业的全部或部分所有权，或者以购买全部或部分资产（或称资产收购）的方式购买另一企业的全部或部分所有权。股票收购可通过兼并（Merger）或标购（Tender Offer）来实现。兼并特点是与目标企业管理者直接谈判，或以交换股票的方式进行购买；目标企业董事会的认可通常发生在兼并出价获得目标企业所有者认同之前。使用标购方式，购买股票的出价直接面向目标企业所有者。收购其他企业部分与全部资产，通常是直接与目标企业管理者谈判。收购的目标是获得对目标企业的控制权，目标企业的法人地位并不消失。

4. 接管或接收（Take Over）。它是指某公司原具有控股地位的股东（通常是该公司最大的股东）由于出售或转让股权，或者股权持有量被他人超过而控股地位旁落的情况。

5. 标购（Tender Offer）。是指一个企业直接向另一个企业的股东提出购买他们所持有的该企业股份的要约，达到控制该企业目的的行为。这发生在该企业为上市公司的情况。

6. 剥离。“剥离”一词的理论定义目前主要来自于对英文“Divestiture”的翻译，指一个企业出售它的下属部门（独立部门或生产线）资产给另一企业的交易。具体地说，是指企业将其部分闲置的不良资产、无利可图的资产或产品生产线、子公司或部门出售给其他企业以获得现金或有价证券。剥离的这一定义与我国目前的企业或资产售卖的含义基本相同。笔者认为将“Divestiture”翻译为售卖更准确。这里，剥离不完全等同于售卖。剥离是指企业根据资本经营的要求，将企业的部分资产、子公司、生产线等，以出售或分立的方式，将其与企业分离的过程。因此，剥离应含有售卖和分立两种方式。

7. 售卖。根据上述剥离含义，售卖是剥离的一种方式。售卖是指企业将其所属的资产（包括子公司、生产线等）出售给其他企业，以获取现金和有价证券的交易。在国有企业改制中，国有资本所有者根据资本经营总体目标要求，将小型国有企业整体出售，也属于售卖范畴。

8. 分立。分立从英文“Spin Offs”本义看，是指公司将其在子公司中拥有的全部股份按比例分配给公司的股东，从而形成两家相互独立的股权结构相同的公司。这一定义实质上与我国国有企业股份制改造中的资产剥离含义基本相同。我国国有企业改制中的资产剥离往往是指将国有企业非经营资产或非主营资产，以无偿划拨的方式，与企业经营资产或主营资产分离的过程。通过资产剥离，可分立出不同的法人实体，而国家拥有这些法人实体的股权。分立是剥离的形式之一。

9. 破产。破产简单地说是无力偿付到期债务。具体地说，指企业长期处于亏损状态，不能扭亏为盈，并逐渐发展为无力偿付到期债务的一种企业失败。企业失败可分为经营失败和财务失败两种类型。财务失败又分为技术上无力偿债和破产。破产是财务失败的极端形式。企业改制中的破产，实际上是企业改组的法律程序，也是社会资产重组的形式。

（二）企业重组的价值来源分析

企业重组的直接动因无外乎有两个：一是最大化现有股东持有股权的市场价值；二是最大化现有管理者的财富。这二者可以是一致的，也可能发生冲突。无论如何，增加企业价值是实现这两个目的的根本。企业重组的价值来源主要体现在以下几方面：

1. 获取战略机会

兼并者的动机之一是要购买未来的发展机会。当一个企业决定扩大其在某一特定行业的经营时，一个重要战略是兼并在那个行业中的现有企业，而不是依靠自身内部发展。原因在于：第一，直接获得正在经营的发展研究部门；第二，获得时间优势，避免了工厂建设延误的时间；第三，减少一个竞争者并直接获得其在行业中的位置。企业重组的另一战略机会是市场力的运用。两个企业采用同一价格政策，可使它们得到的收益高于竞争时收益。大量信息资源可能用于披露战略机会。财会信息可能起到关键作用。如会计收益数据可被用于评价行业内各个企业的盈利能力，可被用于评价行业盈利能力的变化等。这对企业重组是十分有意义的。

2. 发挥协同效应

企业重组的协同效应是指重组可产生“1 + 1 > 2”或“5 - 2 > 3”的效果。产生这种效果的原因主要来自以下几个领域：（1）在生产领域，通过重组，

可产生规模经济性，可接受新的技术，可减少供给短缺的可能性，可充分利用未使用的生产能力。（2）在市场及分配领域，通过重组可产生规模经济性，并成为进入新市场的捷径，还可以扩展现存分布网，增加产品市场的控制力。（3）在财务领域，通过重组可以充分利用未使用的税收利益，开发未使用的债务能力。（4）在人事领域，通过重组吸收关键的管理技能，使多种研究与开发部门融合。在各个领域中要通过各种方式实现重组效果，都离不开财务分析。例如，当要估计更好地利用生产能力的收益时，分析师要检验行业中其他企业的盈利能力与生产能力利用率之间的关系；要估计融合各研究与开发部门的收益，则应包括对复制这些部门的成本分析。

3. 提高管理效率

企业重组的另一价值来源是提高管理效率。一种情况是，现在的管理者以非标准方式经营，因此，当其被更有效率的企业收购后，现在的管理者将被替换，而使管理效率提高。要做到这一点，财务分析有着重要的作用。分析中要观察：第一，兼并对象的预期会计收益率在行业分布中所处的位置；第二，分布的发散程度。企业在分布中的位置越低，分布越发散，对新的管理者的收益越大。企业重组增加管理效率的另一种情况是，当管理者的自身利益与现有股东的利益更好地协调时，则可增加管理效率。如采用杠杆购买后，现有管理者的财富构成取决于企业的财务成功。这时管理者可能将其注意力高度集中于公司市场价值的最大化上。

4. 发现资本市场错误定价

如果一个个体能发现资本市场证券的错误定价，他将可从中获益。财务出版物经常刊登一些报道，介绍某单位兼并一个公司，然后出售部分资产就收回其全部购买价格，结果以零成本取得剩余资产。投资银行家在这个领域活动很活跃。投资银行家在咨询管理与依据管理者的重组决策收取费用之间存在冲突。重要的问题是投资银行家的咨询被认为是值得怀疑的。企业重组影响还涉及许多方面，如所有者、债权人、工人和消费者。在所有企业重组中，各方面谈判能力的强弱将影响公司价值增加的分配，即使企业重组不增加价值，也会产生价值分配问题。重新分配财富可能是企业重组的明显动机。

二、公司并购与重组价值的财务分析

（一）企业重组的基本分析

1. 企业重组价值创造分析

企业重组通常涉及买卖双方。企业重组的价值创造也涉及对重组双方的价值评估。为了评估重组对购买公司股东的价值创造潜力，必须评估卖方价值，收购获益价值，以及控制卖方所要求的价格。各个部分的作用可从以下等式中反映：

第一个等式反映的收购价值创造，是兼并后公司价值与兼并前买卖双方独立价值之和之间的差异。这个差异代表了通过经营、筹资和税金等所得到的收购利益。应当强调，这是合并两个公司的总价值，而不是买方创造的价值。卖方公司的独立价值是卖方的最低接受价格或底价，因为它存在持续经营的选择。在这种情况下，卖方期望以高于其持续经营的现值出售是合理的。在大多数案例中，卖方所得大于其独立价值。收购价值创造更多地流向卖方所有者。因此，有两个问题需要回答：第一，用什么样的计量方法去估计卖方独立价值？第二，在什么情况下，卖方放弃独立价值作为底价？当卖方是上市公司时，市场价值是最好的独立价值评估基础。但是，对于有些公司，市场价值可能不是替代独立价值的最好方法。如有些公司其股票价值已经被兼并投标所抬高，因此，估计独立价值时应将这部分兼并利益从现行市场价中扣除。对于第二个问题，卖方的底价是由它可供选择的机会决定的。如果卖方已得到一个出价高于其市价，这个出价就是它的底价。相反，如果卖方对其实现公司未来经营前景的潜力不乐观，底价可能低于市价。要有效谈判，买方应认识到，底价取决于卖方的感觉，而不是买方。第二个等式定义支付给卖方最大可接受价为卖方独立价值加上收购价值创造。最大价格也可看做是合并企业的兼并后价值与兼并前买方独立价值之差。如果最大价格被实际支付，那么，所有的兼并价值创造都归属于卖方。因此，从买方观点看，最大价值是其损益平衡价格。通常这个价格真实反映其最大出价。然而，在一些情况下，买方可能愿意支付更多，而在另一些情况下，买方将最大可接受价定在一个较低水平。

有些时候，收购可能仅仅是作为全球长期战略投资的一部分。重要的是总体战略创造价值。在这种情况下，一项收购可能不满足通常的折现控制率，而

只是实施长期战略。这样的收购并不以其本身结束而结束，而要看它是否提供了参与未来不确定机会的作用。在有些情况下，买方公司的最大可接受价格可能低于卖方独立价值和收购价值创造。所有这些都涉及低成本选择的应用。另外，管理者还要在内部发展与外部发展之间做出选择。目前，对收购（外部发展）的倾向性，反映了收购较之内部发展的几个重要优点：（1）通过收购进入产品市场需要几周或几个月，而通过内部发展则需要几年；（2）兼并一个拥有较强市场位置的企业比通过市场竞争战取得市场，使用的成本要低；（3）战略资产，如商标、分配渠道、专有技术、专利等，通过内部发展是困难的；（4）一个现存的并被验证了的企业显然比发展新企业风险低。第三个等式将买方的价值创造定义为最大可接受价格与取得卖方企业要求的实际价格之间的差异。考虑公司控制市场的竞争性质，只有买方有特殊能力通过组合去创造明显经济效益，收购才可能为买方创造价值。证明公司控制市场的价值往往高于每日股票市场价值是重要的。证据是支付给卖方股票所有者的高收益。如果一个公司的股票价值在信息充分情况下为5元，为什么在出现兼并时突然上升为7元呢？一种可能是公司买方高估卖方的价值，现实中有很多这种情况。另一种解释是，每股5元反映投资者不控制公司的价值，而7元是以未来控制公司经营为依据的。每股2元的额外费用被支付，是因为买方要寻求多数股权。当一个投资者购买小部分股票时，他对公司股票供求平衡不产生多少影响；相反，当所有股票或大量股票被需求，人们就将增加股票价格。只要收购创造价值高于支付的额外费用，买方可能愿意支付市场超额费用。

即使兼并没创造价值，对买方是否有价值呢？可能有价值，条件是买方确信市场低估了卖方的独立价值。例如，买方公司每股独立价值为60元；卖方公司每股独立价值为25元；合并公司每股价值85元。买方如以最大可接受价格25元购买，这个兼并没创造价值。如果买方成功地以23元购买，尽管兼并本身没创造价值，但它将创造每股2元价值的收益。

2. 公司收购分析与评价

公司收购评价可使用股东价值法进行。这种方法在过去10多年中一直被广泛使用。财务评价程序涉及兼并企业的自我评价和对收购候选人的评价。财务自我评价要解决两个基本问题：一是我的公司值多少钱？二是公司价值如何被各种情况影响？

公司自我评价预示着对所有公司的潜在利益。在收购市场中，自我评价有特殊意见：

（1）当一个公司将自己作为兼并者时，很少有公司能完全排除在可能的收购之外。自我评估是管理者和董事会对并购迅速反应的基础。

（2）自我评估程序可引起对战略收购或其他重组机会的注意。

（3）财务自我评估，提供给收购公司评估现金和股票交换可比优势的基础。买方公司通常以股票交换的市场价值，评估收购的购买价格。这种实践并不经济，可能误导，并加大买卖双方公司的成本。股票交换收购分析要求对买卖双方进行评估。如果买方管理者确信市场低估了其股票价格，那么以市场为基础评价购买价格，将使公司为购买支付过多，使收益率低于最低可接受水平。相反，如果管理者认为市场高估其股票价值，从而最低可接受收益水平被高估，以市场为基础评价购买价格将可能使其失去增值机会。

（二）公司并购实证分析

并购前分析：被并购与没被并购企业的特点。

对被并购和没被并购企业的特征研究一直在两个相关领域：事后分类分析和事前预测分析。前者主要强调被并购和没被并购公司的财务特征；预测分析则强调预测哪些企业将成为并购目标，从而根据预测发展交易战略。

（1）分类分析。分类分析实际上是一种通过实证分析的方法，来揭示被并购企业和没被并购企业的特征。其基本步骤是：第一，选择在过去几年中已被并购和没被并购的企业；第二，运用财务指标体系，对两类企业进行比较；第三，根据比较得出被并购和没被并购企业的特征。例如，Palepu（1985）的研究是分类分析的很好的案例。他的研究在于要找出企业的财务特征与其被并购可能之间的关系。他选择了 1971～1979 年 163 个被并购企业和 256 个被控制但没被并购企业。他采用的指标有：前 4 年平均每天证券收益、前 4 年平均市场调节证券收益、前 3 年平均销售增长率、前 3 年净流动资产与总资产比率、前 3 年长期资产与所有者权益比率、企业账面净资产、前 1 年普通股市场价与账面价之比、前 1 年企业价格与收益比等。通过两类企业对比，他得出的基本结论是：第一，被并购企业在被并购前 4 年有较低的股票收益率；第二，被并购企业表现出高增长及与资源的不协调；第三，被并购企业在被并购前在行业中没有优势位置；第四，被并购企业平均规模相对较小；第五，无论是市

价与账面价值比，还是价格收益比，这两类企业无明显差异。

（2）预测分析。我们研究并购候选对象的动机一直是要开发一种投资战略，以预测候选对象的可能性或并购的可能性。这种预测信息既可用于寻找一个要使现存股东价值最大化的并购公司，又可用于针对性地防备不愿接受的并购者。通常可通过检验超正常收益预测并购的可能性。

（3）并购后分析。早在20世纪70年代初，大量的实证研究在利用会计信息检验并购企业并购后的业绩。评价绩效的标准通常是并购前企业的绩效。据对13个研究结果汇总，有9个研究结果表明并购企业盈利能力下降，3个表明盈利能力提高，1个没有确定结果。

第二章　动机主导下的公司并购与重组主流模式

如前所述，西方公司并购重组的经典理论从并购动机上解释了公司并购重组的价值效应。概括起来，主要有三种：协同效应、狂妄假说和代理动机假说。这些动机在国内公司并购中都能找到影子，但国内转型经济的特性，还决定了价值转移成为另一个重要的并购动机。一般而言，不同的并购重组动机决定了不同的主流并购/重组模式。

协同效应又称为总价值增值理论。它假设收购公司和目标公司的管理层都希望股东价值最大化，并购或重组对双方都是价值增值的投资，因而并购重组的总收益（含收购/重组公司与目标公司收益）为正。总价值增值的来源可以有多种，一般包括经营协同效应、财务协同效应、替换不尽职的管理层所带来的效率提高等。第一章已进行了详细的分析，这里不再赘述。以谋求协同效应为动机的并购重组，倾向于成为行业内资源整合性的并购重组活动；在证券市场内部，这一动机还诱发了规模加大的绩差公司并购。

狂妄假说是指管理层的并购决策往往处于自身狂妄和盲目乐观，充分相信自己对目标公司的“错误”估计和对公司并购协同效应的“错误”估计。代理动机假说是指管理层发动并购重组主要是出于自身利益的考虑，包括 Amihud 和 Lev（1981）提出的“管理层个人利益组合的多元化”，Jensen（1986）提出的“管理层利用自由现金流扩大公司规模进而提高与公司规模正相关的个人利益”，管理主义（Managerialism）以及 Shleifer 和 Vishny（1989）提出的“通过并购扩大公司规模而提高公司对管理层（如专用性技巧，Specific Skills）的依赖程度”。在多数情况下，狂妄假说和代理动机假说可能会使收购公司甚至是双边综合价值为负值。这类并购更多地促成外资并购。

关于国内并购动机的经验研究，狂妄假说和代理动机假说被证明对国内收购公司的负价值效应有很强的解释力。这一点与中国转型经济的特殊背景能够

实现相互印证。一般的，在转型经济形态中，由于经理市场缺失，能够发现“相关价格”企业家技能尚不成熟，很多企业喜欢通过概念炒作来发掘资产价值，企业家精神与追求时髦被混为一谈，企业家喜欢进入自己并不熟悉的领域，对自己的“错误判断”抱有极强的偏执，这最终导致公司并购与重组带有很大的盲目性，消耗甚至摧毁了公司价值；另外，股东的利益主张渠道和债权人的利益主张渠道不统一，无法在一个规范统一的治理结构层面上达成足够广泛的共识，内部人控制问题严重，代理成本十分高昂。尤其是考虑到国有上市公司多数以国有资本为控股主体，双层代理问题更使得公司的管理层并不一定在为公司股东——国有资本所有人谋利。

在并购动机对公司价值的影响方面，几个重要的假说同公司价值创造间的关系可以用图 2－1 描述。

假说与动机	价值创造间的关系		C 双边综合 价值创造	B 目标公司 价值创造	A 收购公司 价值创造
	A 与 C	B 与 C			
协同效应	+	+	+	+	+
狂妄假说	0	—	0	+	—
代理动机	—	—	—	+	—

图 2－1　公司并购与重组对价值创造的影响

在中国，公司并购与重组还有一个值得特别注意的驱动力，那就是来自体制因素下的价值转移与再分配。我们将这一判断暂称为“体制因素下价值转移与再分配假说”，它可以直接解释那些热衷于并购与重组的部分国内公司的动机。

从我国上市公司并购重组的市场动机与利益机制来看，市场上还存在着很多非市场行为，尤其是并购重组过程中的非等价交易与 T 类公司的“保壳运动”。所谓“体制因素下的价值转移与再分配”是指有些并购重组本身不应该发生，或发生后并不一定会创造价值，但是由于体制因素而导致以转移其他利益相关方的利益为代价提高并购公司的价值，这实际上是利益与价值在并购公司股东和其他利益相关者之间的一种再分配或者转移。

下面具体考察三类公司并购与重组的情形，以期说明中国公司并购与重组既带有明显的体制因素，也具有和国际市场接轨，进行产业整合与制度、工具移植的典型特征。综合起来，国内已有的并购类型，包括绩差公司并购、同业并购和外资并购三类。

第一节 价值转移与再分配：绩差公司并购与重组

在绩差公司并购与重组中，上市公司是目标公司，收购方和重组方同属和上市公司不相关的第三方。

一、目标公司控股股东及其关联人

目标公司控股股东及其关联人付出的是控制权以及可能要从上市公司回购劣质资产。目标公司控股股东及其关联人得到的是，通过出售股权实现“壳”价值、一定程度上掩盖公司经营不当的问题、可能利用内幕消息从二级市场获利。总的来说，目标公司控股股东得到的多于付出。

二、收购方

收购方付出的代价是购买股权、可能要注入优质资产。收购方得到的是，获取“壳”资源的控制权利益，比如再融资利益、可能利用内幕消息从二级市场获利。总的来说，短期内并购重组会负面影响收购公司的财务状况，但收购方在中长期内，利用再融资和其他别的方式，依赖控股股东的地位，往往能收回最初的投资。

三、地方政府

在我国，地方政府在并购重组过程中常常扮演着极其重要的角色。它们付出的通常包括资金支援、资产（土地等）低价注入上市公司，等等，而通过重组本地有实力的上市公司，它们得到的是确保本地区上市公司的数量（“壳”资源）及其再融资资格，增加本地就业和维护地方稳定。短期内，地方政府付出较多。

四、监管机构

证券监管机构的首要任务是保护投资者的权益。为此，我国的证券监管机构对上市公司设置了相应的盈利要求。那些经营绩效很差、不能给投资者创造投资价值的上市公司，会面临证券监管和市场投资者的巨大压力。为了扭亏、重获配股资格、免除被 ST 或退市，上市公司自身也会积极配合并购重组。所以，监管机构得到的是，上市公司质量得到一定提高、现有中小投资者利益得到保护以及证券市场得以安定。付出的是社会资源和监管力量流向低效企业，从长远来讲可能影响证券市场资源配置功能的有效发挥。

五、目标公司中的中小股东

在公司并购与重组中，被重组上市公司的原有中小股东（社会公众股东或非控股股东）收益较大，他们避免了公司破产会导致的血本无归的命运，甚至还有股票升值的收获。当然，从中长期看，他们也面临某些风险。例如，由于重组方的利益补偿主要来自于一级市场再融资或二级市场股票炒作，如果重组后，重组方发现无法提升业绩达到再融资标准，或者二级市场价格没有充分上升，那么就可能通过掏空上市公司来补偿自己，这样会使上市公司质量进一步恶化，中小股东的处境将更加悲惨。

图 2－2 利用体制因素下价值转移与再分配假说对绩差公司并购与重组的市场与利益机制进行简化描述。可以看出，正是在上述利益转移和再分配机制驱动下，各利益相关方都积极推动上市公司的并购重组，因为并购重组确实能为交易各方带来价值。同时，上述分析也表明，目标公司股东将会受益；对于收购公司，短期内财务状况会有一定的负面影响，但中长期内，一般均能收回投资，并有所获；双边综合的价值创造则为零。

如图 2－2 所示，在上述交易中，主要有两个价值来源：（1）重组公司进行业务和管理层调整，通过改善经营管理效率、发挥协同效应等产生增量效益，提升了业绩，实实在在地为股东和利益相关方创造价值。（2）新投资于这些被重组公司的中小股东。如前所述，收购与重组方从一级市场再融资或二级市场股票炒作寻求利益补偿，而这两种补偿方式的利益主要都来源于未来的中小股东，因为是这些中小股东高价购买这些并购重组公司的已发行股票或认购其新股。

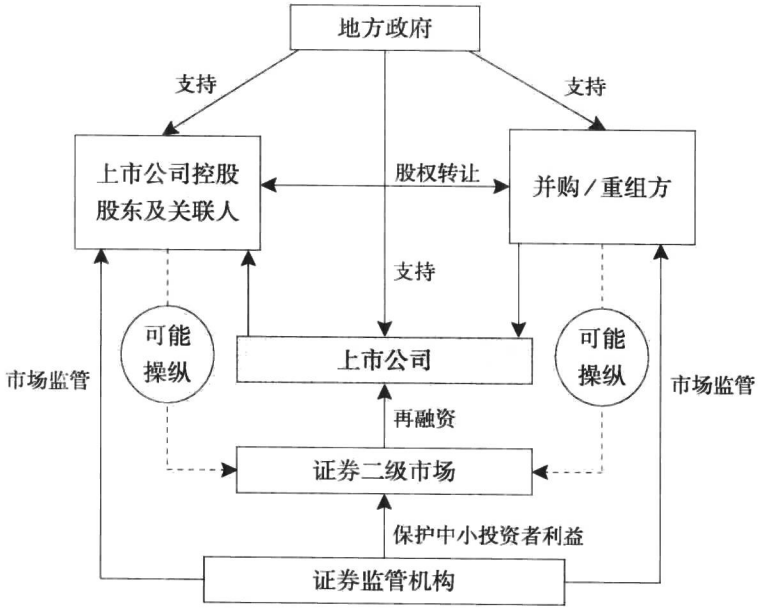


图 2-2 简化的公司并购与重组中市场与利益机制关系

并购重组如果能够通过协同效应提升公司业绩，那么就会给整个社会创造价值。否则，它就可能只为目标公司的现有股东服务，将今天的重组成本转嫁给明天的中小投资者，致使未来的中小股东实际支付的代价远远大于现有股东所减少的损失。换句话说，这样的并购重组只是一场财富再分配的游戏，只是现有的利益方得到了好处，但真正支付代价的却是未来的中小投资者，总的社会净收益为零，而从长远来讲，考虑到为社会资源向低效企业的逆向配置和市场规则的可能破坏，社会总收益还可能为负。

这里，有必要进一步讨论公司并购与重组交易的决策机制对交易质量的影响。从我国上市公司的实际情况来看，并购重组能否创造价值除了取决于交易动机外，与交易的微观决策机制关系密切。健全的微观决策机制可以否决不良动机驱使下的并购交易提案。我国上市公司治理中存在的内部人控制和“一股独大”问题比较严重，这会导致：（1）代理问题加重，管理层的并购目的并不一定是为了提高股东利益（包括大股东和中小股东）；（2）内部人和大股

东一道通过并购交易掠夺中小股东权益。在这种背景下，（不管是目标公司还是收购公司）独立董事和中小股东在并购决策中的发言权需要得到加强，以便否决管理层和大股东在不良动机驱使下的并购交易。否则，并购交易质量得不到公正的判断，微观决策机制的不健全必然会阻碍并购重组创造价值。

国外的实证研究也验证了这一点。对独立董事和公司治理的最新经济学分析表明，独立董事对公司的日常管理作用不大，但在公司做出重大决策时则会发挥关键的作用。例如，在公司收购或反收购中，如果独立董事对公司重大决议发表独立意见，参与决策，那么并购交易的收益就会提高，并购公司的股价就不会受到太大的负面影响；相反，如果独立董事对公司重大决议没有参与决策，这些并购交易的质量就会大打折扣，并购公司的股价跌幅也会较大。

第二节　协同效应：公司同业并购与重组

企业为获得协同效应所能带来的潜在利益进行并购重组。所谓协同效应，即指企业并购重组后，企业的总体效益大于两个独立企业效益的简单算术和（也就是“1 + 1 > 2”）。根据协同理论，如果优势企业 A 具有良好的管理效率，而劣势企业 B 无效管理且存在提高效率的潜力，这种双方管理效率差异的存在，就会驱使 A 企业并购 B 企业，A 通过对 B 的改造和加强管理，使 B 的效益增加，而且也获得了企业间效率的差异，极大地提高了创造价值的机会。在企业并购重组中，协同效应的产生表现为经营协同效应和财务协同效应。这种为获得协同效应带来的潜在利益而进行的企业并购重组多发生在有较强相关性产业中的企业之间。如邯钢用上市募集的资金收购冶金部舞阳钢铁公司，使舞钢 5 个月后实现扭亏为盈，管理水平及其生产设备利用效率有效提高。邯钢也因此而扩大规模，增加产品品种，增强了抗风险能力。亚泰集团以承债方式收购长春双阳水泥集团，因而享受“挂账免息”政策，即一次性免去双阳历年所欠银行利息 2.47 亿元，而贷款本金 4.44 亿元则可分 6 年偿还，在偿还期内免息，并且获得了 10:8 的高比例配股资格。这一并购在财务方面给亚泰集团带来了巨大的效益，1997 年亚泰集团净利润同比增长 124.76%，每股收益达到 0.66 元。

公司并购重组的协同效应最容易通过同行业的案例进行观察。以下，我们

选择医药行业来分析国内公司并购与重组的协同效应。

我国医药企业的并购从1997年开始至今，已经进入了一个快速发展和繁荣的阶段。在历年来的全国并购事件中，并购双方有一方或两方为医药企业，这样的案例越来越多，所占的比重越来越大。

我国医药行业近年来之所以呈现出迅猛的并购势头，其主要原因可以归结为以下两个方面：

一是应对加入世界贸易组织带来的挑战。我国医药行业多年来以“小、散、乱”为特征，集中表现在医药企业数目多、规模小，研发能力弱，市场占有率低等方面；加入世界贸易组织后，国外医药企业进入中国市场，以其雄厚的资金规模和先进的管理经验，明显处于竞争的强势地位。根据相关统计，我国医药上市公司总股本前5位的公司的总资产和股东权益只占国外大企业的1%，销售收入和净利润只占7.5%和2.8%，在规模与盈利能力方面与国外大企业相距甚远。因此，我国医药企业要应对日益国际化的竞争，必须增强自身实力，而单纯依靠内部成长来获得规模的壮大已时不我待，并购就成为我国医药企业快速发展的重要途径。

二是资本总是从投资回报率低的行业流向投资回报率高的行业。我国医药工业一直保持着较快的发展速度，1991年至2000年的10年间，医药工业总产值的年均增长率为22.21%，1997年最低，但也达到了11.91%，高于同期全国工业增长速度。据专家预测，未来的3~5年，我国医药工业仍将保持12%以上的增长速度。正是看好医药行业良好的发展前景和预期收益，大量资本从其他行业流向医药行业，因此使得医药类并购显得十分活跃。如依靠纺织、贸易起家的华源集团控股上海医药，原先在高新技术领域发展的东盛科技则通过收购多家医药企业成功进入了医药行业。

并购的基本目的是利用并购所带来的协同效应，提高企业的生产效率和盈利水平，也是评价并购成功与否的主要标准。默塞尔管理咨询公司对过去10年里200家大型公司的合并做了调查，发现合并后的3年里有57%的合并企业的盈利落到了同行后面，而从长期来看，失败的比例更高一些。1992年，永道会计与咨询公司对英国公司的并购活动进行了一次调查，调查方式是对英国最大的100家公司的高层管理人员进行了深入访谈。调查结果显示，接受调查的总裁约有54%认为并购是失败的。因此，我国医药企业应当了解国外企业

并购高失败率背后的原因，规避并购中的风险，增加并购成功的概率。

一、协同效应是上市公司同业并购的重要动机之一

并购的合理动机是追求企业利润和股东收益的最大化。然而并购发生时的动机并非总是合乎理性的。现代企业经营权和所有权的分离导致了经营者与所有者利益上的分歧，经营者在做出并购决策时就有可能仅仅是从个人利益出发。如代理人报酬理论就指出经理人的报酬与公司规模成正比，因此，为了获得更高的年薪，经理人有可能发起并购，扩大公司规模。此外，并购后经理人声誉和社会地位提高，或者仅仅是为了展现他们在管理上的天分，都可能触发一项并购的发生。而在这样的动机驱使下发起的并购，其合理性与经济性将很难保证，股东的权益自然受到威胁。

从上市公司并购与重组的类型看，可以分为三类：横向并购、纵向并购和混合并购。

横向并购是指生产和销售同类产品或生产工艺相近的具有竞争关系的企业之间的并购行为。如哈药集团收购哈尔滨制药二厂、新华制药与鲁抗医药的联合等。

纵向并购是指生产过程或经营环节相互联系的企业之间，或者具有纵向协作关系的专业化企业之间发生的并购行为。如华源集团近年来通过一系列的并购重组，已经拥有了包括具有生物技术、生物材料科研优势的华源生命科技公司，以大输液为主的华源长富药业以及以药品批发和零售为主的上海华源药业，力图形成一条较为完整的产业链。而近期华源集团又将以并购大型医院为重点，这都是在产业链上的纵向整合。

混合并购是指在彼此没有相关市场或生产过程的公司之间进行的并购行为。例如沈阳北泰方向集团，是集科、工、贸于一体的高科技、跨行业的综合性民营企业集团，拥有一家上市公司方向光电股份公司，于2005年11月重组了山东东方药业集团，开始涉足医药领域。

无论何种类型的并购，其目的都是为了实现“1 + 1 > 2”的协同效应或组合效应。然而，企业规模增加到一定程度，超出了企业管理能力的范围时，协同效应将无法继续得以发挥，特别是纵向并购和混合并购，对企业管理不同领域资源的能力提出了很高的要求。美国管理学专家罗伯特·库恩有一句名言：

“大的并不一定总是好的。有时无限制地扩大企业规模，反而会限制企业的效益。”1997 年的亚洲金融风暴中，韩国第八大企业集团起亚集团、第十二大企业汉拿集团、排名第十四的韩宝集团、第十九的真露集团、第二十六的三美集团先后破产，而第二大企业集团大宇集团和第十大企业东亚集团也在金融风暴之后不久宣布解体。企业所处的行业不同，性质不同，可以实现的最优规模也不同，医药企业应当衡量自身实际情况，选择合适的经营规模。此外，横向并购会加强市场的集中程度，弱化市场竞争，在法律上会受到一定程度限制，也是要加以考虑的。

二、长期协同效应对并购实践的支持

著名投资大师彼得·林奇在其著作中提出“tenbagger”的概念，即能够成为 tenbagger 的公司应具备的素质包括：合理的战略目标和产业布局；积极进取的管理层；完善的公司治理结构；持续领先、难以复制的核心竞争力；可复制的盈利模式；广阔的市场空间。其中，围绕资源和技术的核心竞争力构建可复制的盈利模式，是公司持续快速发展的关键因素。相比较于其他经济体而言，中国经济的持续增长为企业提供了极其广阔的市场空间，这是产生“tenbagger”的肥沃土壤。2003 年以来，在重工业化、城市化和消费升级、制造业向中国转移等几大趋势的影响下，中国经济进入了新一轮增长周期。林毅夫（2003）提出预计中国经济以 8.5% 以上的速度稳定增长可以持续 10 年以上的观点。实际上，自 1978 年到 2002 年间，中国经济增长的速度达到了 9.4%（修正后的数据进一步显示了中国经济的潜在增速可能更高，达 9.6%）。中国经济在过去 20 多年间高速增长的内在因素在于劳动力增长、资本投入和技术进步，其中要素投入贡献了 9.4% 经济增速之中的 6.4%，其余 3% 由全要素生产率的提高所贡献，这表明中国经济增长具有相当高的效率。上述三大因素在未来时间里还将进一步发挥作用。只要宏观经济政策使用得当，使总需求的增速能够与总供给的增速基本匹配，中国经济即有望长期保持高速稳定增长的繁荣状态。

同时，产业结构升级与消费结构升级背景下将有众多行业呈现快速增长的趋势。消费升级的一般趋势是一次满足衣食等温饱阶段的需求，满足住行等小康阶段的需求、服务等富裕阶段的需求。通过考察世界主要国家人均 GDP 在

1 000 美元和在 3 000 美元两个阶段的居民消费结构变化的规律，结合中国实际情况以及未来技术水平的发展，未来中国消费结构升级的重点方向在于：服务类、交通通信占消费支出比例将显著上升；住房消费支出比重将较快上升；医疗保健、文教娱乐用品及服务占消费支出比重将有所上升。产业结构升级的一般方向将与消费结构升级的方向对应，即向劳动密集型、技术密集型、资本密集型、知识密集型转变，金融、旅游、物流等新型服务业将得到大力发展，房地产行业仍将保持高速增长态势，信息技术、机械设备、医疗保健、传媒、通信等技术密集型行业将因经济发展需要和政策支持而得到快速发展。此外，大规模的行业整合在中国尚未发生过，化工、钢铁、水泥、汽车、家电、零售、证券、地产等众多行业的集中度仍然较低，行业整合尚未完成或正在进行，具有竞争优势的企业通过并购与重组进行行业整合可以进一步发挥协同效应，获得高速增长并进一步提高盈利能力。

表 2－1 对 1999～2005 年中国 A 股市场的 tenbagger 公司进行了统计。其中，进行了公司并购与重大资产重组的公司占结果的 1/4 左右，充分说明公司并购与重组所发挥的协同效应是促使形成 tenbagger 公司的重要因素，虽然外生式的增长模式并不是确定产生 tenbagger 公司的唯一原因。

表 2－1　　A 股历史上的 tenbagger 公司：1996~2006 年

上市公司	所属行业	增长因素	累计涨幅（%）	年均涨幅（%）	收入复合增长率（%）	净利润复合增长率（%）
金融街	**房地产**	**重组+快速增长**	**776.53**	**36.36**	**40.75**	**80.55**
云南白药	医药	快速增长	568.42	31.18	40.39	28.02
G 都市	**零售**	**重组**	**532.89**	**30.16**	**N.A**	**N.A**
G 华侨城	旅游/地产	快速增长	477.51	28.47	18.90	24.19
G 火箭	**机械设备**	**重组+快速增长**	**462.18**	**27.98**	**22.45**	**28.04**
盐湖钾肥	化工	资源扩张+周期增长	439.15	27.21	31.18	29.57
东方锅炉	机械设备	周期繁荣	431.00	26.94	25.02	117.20
G 万科 A	房地产	快速增长	413.73	26.34	19.00	23.35
G 食品	**零售**	**重组+快速增长**	**366.50**	**24.61**	**33.17**	**28.70**
双汇发展	食品饮料	快速增长	334.04	23.33	25.81	23.75
扬子石化	化工	周期繁荣	307.34	22.22	21.67	41.64
G 天津港	交通运输	快速增长	292.39	21.57	20.45	14.03
大商股份	零售	快速增长	288.73	21.40	34.06	12.78
深赤湾 A	交通运输	快速增长	286.00	21.28	25.38	38.28

续表

上市公司	所属行业	增长因素	累计涨幅(%)	年均涨幅(%)	收入复合增长率（%）	净利润复合增长率(%)
G兰花	煤炭	资源扩张+周期繁荣	280.76	21.05	22.46	26.10
G海型材	建材	重组	256.33	19.90	87.50	27.75
G福耀	建材	稳定增长	249.36	19.57	24.79	N.A
G盐田港	交通运输	稳定增长	236.20	18.91	12.19	26.77
G中金	金属	资源扩张+周期繁荣	205.20	17.28	23.13	17.81
中集集团	机械设备	稳定增长	204.81	17.26	27.27	38.39
石油济柴	机械设备	稳定增长	199.96	16.99	22.70	N.A
三精制药	医药	重组	194.83	16.70	8.95	65.62
G招商局	房地产	稳定增长	191.84	16.53	28.57	17.88
G中兴	通信设备	稳定增长	173.42	15.45	41.81	18.16
G同仁堂	医药	稳定增长	173.32	15.45	19.30	12.90
G生益	元器件	周期繁荣	172.21	15.38	18.36	16.47
三爱富	化工	稳定增长	171.62	15.34	19.91	24.32
东方电机	机械设备	周期繁荣	168.27	15.14	13.99	30.49
平均值			314.89	21.71	25.71	24.97

说明：收入、净利润增长率按照1998～2004年年报数据计算，N. A表明该数据为负值，平均值计算中剔除了部分亏损、扭亏、微利造成的异常数据的影响。

资料来源：招商证券研发中心。

第三节 并购/重组公司的资产估值：外资的视角

国内证券市场在全球配置资源的要求和对外开放的趋势决定了外资是国内证券市场公司并购与重组的一支重要的参与力量。外资对国内上市公司的并购与重组为我们观察国内公司并购与重组市场提供了一个全新的视角。

一、外资参与国内公司并购与重组的背景

境外资本对国内上市公司并购与重组的动机主要来自以下因素：

（一）国内上市公司产权制度改革已经完成，公司治理结构也在逐步完善，对外资战略买家的吸引力在增强

随着我国证券市场的不断发展成熟，股票一级市场发行机制从审批制向核准制转化，原来少数存在历史遗留问题的上市公司也已经较彻底地解决了产权

方面的问题，而大部分的上市公司在上市之初就依照《公司法》和《证券法》进行了股份制改造。在解决了产权问题的基础上，经过一次又一次公司控制权之争的洗礼，上市公司的公司治理结构也得到了市场的培育。许多上市公司已经摆脱了依附于大股东或为大股东所控制的局面，并形成了自己独立的“人格”；有的上市公司甚至聘请了独立董事来参与公司重大事项的决策，以弥补大股东在专业技能方面的不足。

在解决公司治理结构问题的基础上，上市公司通过内部化来配置资源的效率得到了提高，而证券市场又为上市公司提供了一种通过外部化方式配置资源的有效方式。因此从上述角度来考虑，可以说上市公司群体是目前国内企业中最具有资源优势和制度优势的群体。而跨国公司若通过并购的方式投资中国市场，也必然会首选这些具有制度优势和资源优势的上市公司，因为投资这些产权清晰、公司治理结构规范的企业，跨国公司才有可能充分发挥其跨国直接投资的所有权内部化优势。

（二）从跨国公司直接投资中国以获取垄断优势的角度来考虑，收购处于行业龙头地位的上市公司可以达到事半功倍的效果

目前已经在我国证券市场上市的公司基本上都处于所属行业的前列甚至处于龙头地位，而跨国公司收购这类上市公司获得控制权之后，不仅可以迅速占领市场，还可以将其掌握的优势技术转移过来以获取收益。

（三）外资并购国内上市公司实现本土化发展的动机与国内上市公司图谋市场化、国际化发展的思路不谋而合

外资通过并购的方式进入我国证券市场，不仅可以避免直接上市的耗时费日，以最快捷的方式获得低成本进入、低成本扩张、本土化融资、发展的优势，还可以通过并购后的资源整合（假设外资通过并购取得了控股权）、管理整合、组织再造来促进上市公司的市场化、规范化发展，使上市公司的经营理念、管理模式、治理结构、激励机制与国际接轨。同时，由于外资方所掌握的国际市场的技术优势、信息优势、资本优势，也有助于上市公司参与国际化分工和全球经济的运转。所以对于那些在国内市场处在行业龙头地位、正图谋国际化发展的上市公司而言，外资并购为它们提供了千载难逢的好机遇。

（四）上市公司股权分置改革和加入世界贸易组织的契机为外资并购国内上市公司提供了政策面的支持

首先，“十五”期间，国有企业发展所面临的国际环境发生了深刻变化，利用国际资源和国际市场增强我国工业的国际竞争力，推动工业经济的国际化将成为我国工业化发展战略的重要内容。正因为如此，《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十个五年计划的建议》中强调了要“适应跨国投资发展趋势，积极探索采用收购、并购、投资基金和证券投资等多种方式利用中长期国外投资”的思路。2005 年我国国民经济与社会发展的第十一个五年计划颁布实施，该计划继续强调了扩大对外开放，重视企业自主知识产权的重要性。

其次，出于国有企业深化改革的需要，在股权分置改革和调整国有经济产业结构的过程中，利用外资参与收购上市公司的国家股和国家法人股、让外资并购符合国家产业政策，但不宜由国有经济主导的产业，如商业贸易、服务等领域，可以起到加强竞争、提高市场效率、增强企业素质的作用。

最后，加入世界贸易组织的契机和中国资本市场开放的需要也将迫使当局逐渐放开外资并购国内上市公司（A 股和 B 股）的限制性条件。综合以上考虑，在《公司法》、《证券法》修订完成后，《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》的正式颁布实施，为外资并购国内上市公司提供法律法规方面的依据，从而扫除外资并购国内上市公司的最大障碍。

二、外资参与并购与重组上市公司的动机分析

从本质上说，外资并购是受到利益驱动的。其中唱主角的跨国公司则是着眼于全球战略的实现。按照跨国直接投资的内部化理论，跨国公司是内部化经营超越国界的产物。市场内部化使企业的资产价值得以充分实现，使跨国公司的控制权和支配权在国际上得到扩大，利用全球的子公司网络开发生产资源和收集市场信息，通过企业内部交流达到生产要素的优化配置。另外，跨国公司直接投资源于其垄断优势。市场的各种不完全性，如寡头垄断、规模经济、技术垄断使跨国公司直接投资获得超额收益，并利用其垄断优势迅速占领当地市场。

20 世纪 90 年代以来，我国国有企业出现了布局分散、结构失衡、资产质量较低等不利局面。这对跨国公司无疑是天赐良机。跨国公司顺水推舟，通过

并购大举进入中国市场已是不争事实。随着国际市场竞争的加剧，具有全球业务的公司必然进入区域性市场的竞争。欧美的大型跨国公司对经济活跃的东亚地区觊觎已久，金融危机后，欧美等国的外国直接投资迅速扩张，并在受金融危机打击的东南亚国家大肆并购收购。

因此，外资并购是受输出资本的目的所驱使的。欧美跨国公司进入中国的目的很大程度上是定位于中国的市民，着眼于国内市场，无意提高产品的国际竞争力，因此对产品出口影响有限，与我国的经济战略目标也是不相适应的。同时，发达国家跨国集团运用资本、技术、管理优势，大规模进入我国，特别是通过对重点行业、产业的企业进行并购与收购，会使其对我国市场份额占有范围明显扩大，从而达到垄断目的。而且，如果跨国公司直接投资对一国经济渗透程度很高，就可能影响国内产业结构的升级。所以，外资并购对我们最大的挑战是，既要使外资并购有利于我国的产业结构升级、市场有序竞争和国有资产重组，又要免予受跨国并购造成垄断、产业渗透等不良影响。

组织资本理论是西方公司并购与重组的重要理论之一，其对企业并购的理解是：企业进行并购活动是企业发展的核心战略之一，是企业发展过程中的重大投资决策。并购双方必须通过资产重组、市场重组、人力资本重组、无形资本重组等方面的战略重组，使并购双方的投入资本和资源协同作用，在协作中融合成长为企业的组织资本，整合出新的核心竞争力，从而创造出更多的新价值。所以，在做出并购决策时，并购方必须考虑到并购过程中的风险、成本、收益，以及如何最大限度地创造价值，如何通过自身资本运营优势对上市公司进行一系列的资产重组活动，使其进入高成长行业领域，并带动业绩的高速增长。这表明，并购活动应该是一个双赢的过程。对于并购双方而言，既然两者都是投资者，都追求既定风险下的投资收益最大化，那么，并购活动本身就必须能够创造价值，同时通过价值分配来实现双赢，方可满足投资各方的需要。反之，若并购活动本身不能创造价值，而是一种“零和游戏”，则这样的并购行为理论上是不会发生的，即使发生也是以牺牲一方的利益为代价，从而属于没有实际价值的投机行为。

在外资并购中，外资具有资本、技术和管理的优势，而我国的上市公司基本上被当做“壳”资源，外资先进的无形资本、技术和管理资源能否装入我们的“壳”资源，这并不是通过并购的“市场活动”来完成的，而是要通过

并购后的“企业活动”来完成，要靠并购后双方的整合和协同，通过融入资源一体化的企业组织资本的成长来完成。所以，并购后能否根据目标企业的实际情况，对公司战略、市场、技术、文化、信息系统、人力资源等诸多方面进行全面整合，从而创造新价值，能否通过协调整合提高并购活动的投资收益，将成为并购活动成败的关键因素。这就对我国上市公司的素质提出了更高的要求和挑战，我国上市公司首先要使自身具备吸收和消化外资先进的技术和管理知识的能力，要使自己在并购后的发展中更具有而不是丧失管理和控制企业的能力。

对于国内上市公司而言，通过与外资并购重组不失为以市场换技术的有效途径之一。但我们也应该看到，外资并购国内上市公司也将给国内的上市公司巨大的风险。首先是市场垄断的风险，国际资本进行跨国直接投资的一个重要动机就是获取垄断利润；其次是国际游资投机的风险，由于当前中国证券市场和国际资本市场还是隔离的，国际资本直接投资我国证券市场，不仅可以获得战略性直接投资的收益，还可以获得套利的机会；再次是国有资产流失的风险。目前我国国有资产管理和产权交易立法及监管滞后，以及地方政府和当地企业引资心切等因素，造成外国资本并购国有企业往往存在资产评估不严格和股权转让价格偏低的现象，引起国有资产的流失，对于发达国家投资来讲就是超额收益。当前发生的外资并购中，已出现股权的转让价格比净资产贬值超过30%的现象。跨国公司在并购国内上市公司时，除投入设备和资金外，还会充分运用其品牌、技术、服务、培训等无形资产，并尽可能无偿和更多地占用中国企业的无形资产。另外，还存在着中小股东的利益受损的风险，外资突然撤离、引发金融危机的风险，等等。

三、从全球视野下的公司相对估值来看待国内资本市场

市场的PE水平是衡量一个市场对外资吸引力的重要参数。在2004年底，国内A股市场的PE水平为24.66倍（PB为2.29倍），ROE为9.32%[①]。而截止到2006年3月27日，国内A股市场的PB为1.87倍，ROE预计为12%。与2004年相比，PB下降ROE上升，这意味着国内A股市场的估值水平与周

① 数据来源：Bloomberg系统。

边市场相比已经从略有高估转变为有所低估。再考虑到股权分置改革中流通A股会获得送还的平均对价，市场总体PB水平还会有所下降，A股市场与国际市场相比，具有明显的投资价值。根据PB/ROE模型，图2－3能够更加清晰地表明在亚洲新兴市场，中国的A股公司处于明显的价值低估区。

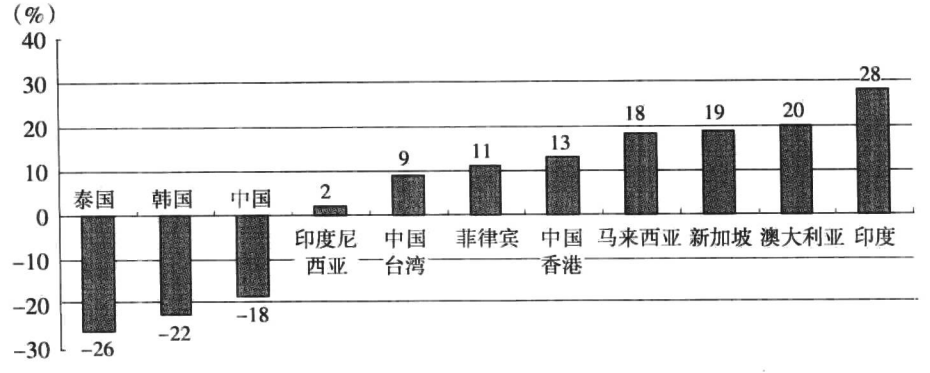


图2－3　亚洲新兴国家及地区股票市场PB/ROE估值比较：2006年

资料来源：Bloomberg系统。

对于没有通道直接投资A股的国际资金来说，香港上市I股新华富时A50中国指数基金成为其重要的投资渠道。在资金追捧下，I股新华富时A50中国指数基金的溢价率由2005年11月的1%上升到2006年1月的20%以上。而与之相比，境内挂牌的上证50ETF同期的溢价率一般不超过1%。

在世界经济稳定增长的时候，投资者更看中的是公司的高成长性——新兴市场。中国证券市场作为新兴市场的龙头，同时又在人民币升值的趋势下，将受益于国际资金的重新配置过程。

自2004年底开始，外资对A股公司的并购与重组引人注目。在跌宕起伏的外资并购中，最引人注目的是非常高的出价，无论是英博雪津隐含的10倍市净率，还是华新水泥定向增发中不低于二级市场价格120%的底线，都大大高于二级市场的定价水平；仪征化纤、上海石化、山东铝业等股票，在收购题材推动下，在2005年底开始，均出现了50%以上的涨幅。那么这种并购收购的动力来自哪里呢？

自2003年以来，市场盛行价值投资理念，只有当企业盈利预期有所增长，企业的投资价值才被市场认可，企业价值才会获得增长。但是年轻的中国证券市场在遇到宏观调控，当企业的盈利预期下降时，市场认可的估值标准似乎没有，特别是当市场参与者单一，恐慌性情绪的效果被放大时，可能带来极其严重的资产低估风险。

资产与盈利是两个完全不同的视角。由于产业投资者可以通过自身经营来改善盈利，因此，即使是一块不盈利的资产，只要价格足够低或者稀缺，资产具有“可提升的盈利空间”，就足以吸引产业投资者的注意，并引发股票市场的并购与收购浪潮。表2-2可以非常明显地看到外资收购价格是大大高于目前A股市场的估值水平的。

表2-2　　2004年以来外资高价收购国内公司与二级市场估值比较

被收购方	收购方	日期	收购价格	净资产	收购价/净资产	行业平均PB
哈啤	美国AB集团	2004-07	每股5.58	每股1.16元	4.81	2.16
雪津啤酒	比利时英博啤酒集团	2006-01	58.86亿元	6.19亿元	9.51	2.16
冀东水泥	海德堡	2006-03	每股5元	每股2.22元	2.25	1.83
G华新	豪西盟	2006-03	每股6.08元	每股3.7元	1.64	1.83

资料来源：东方证券研究所。

资本市场一个最显著的功能是资源配置，就是引导社会资金投向具有发展潜力的行业，从而实现金融资本流向产业资本。但是，当资本市场由于具有某些特殊原因使得出现极其严重的价值低估的时候，往往会引发产业资本向金融资本“倒流”的冲动。这种“倒流”冲动是资本市场价值被低估的最有利证明。

第三章　中国公司并购实践概述及个性问题

从1993年宝安（000009.SZ）收购延中实业（600601.SH），中国上市公司并购拉开序幕开始，到2005年底，国内上市公司并购经历了12年时间，前后发生了1 050次上市公司易主事件。2005年国内上市公司实行股权分置改革，使上市公司的治理结构得到了极大的改善，随着证券市场对外开放力度的加大，以及证券市场资源配置功能的逐步体现，上市公司并购与重组正呈现出新的趋势。

第一节　国内上市公司并购与重组实践的概括性描述

中国上市公司的重组并购，是在中国证券市场特定制度和政策环境及其变迁下产生和发展起来的。1992年，关于国有股转让的第一个相关法规出台，即国有资产管理局和国家体改委发布的《股份制试点企业国有资产管理的暂行规定》。但由于没有操作细则出台，特别是受当时国有资产转让几乎就等同于国有资产流失的观念限制，因而国有股转让，特别是大宗的占控制地位的国有股转让案例基本没有发生。

1994年4月珠海恒通收购棱光实业，开启了国有股转让的先河。“恒棱事件”写下了中国证券市场重组史上两个第一的纪录，即第一例国有股转让和第一例完整意义上的买“壳”上市。“恒棱”重组对以后类似市场运作模式发挥了举足轻重的影响，第一次从实践上打破了国有股及法人股不能流通的认识误区，为其后的一系列重组案开辟了道路、提供了经验，成为相当多一部分受额度控制不能上市的企业，通过收购国有股、法人股间接上市的一条可行思路。此后，国有股、法人股转让的控股权转移重组，已逐步成为控股权重组的主流模式。

1994 年 9 月证监会出台的《关于执行〈公司法〉规范上市公司配股的通知》中对上市公司配股的基本条件做出了规定，即连续 3 年净资产收益率不低于 10%。这使大批业绩相对较差的上市公司失去了再度融资的资格。到 1995 年和 1996 年，亏损上市公司大量出现，其中有一部分已连续两年亏损。根据《公司法》的规定，连续 3 年亏损的上市公司将被取消上市资格。如何保住上市公司的配股资格，如何避免被摘牌的命运，保住上市公司这个珍贵的资源呢？这是摆在许多上市公司控股股东和各地政府面前的一个难题。

1996 年，上海市政府明确提出要改造上市公司，并提出了一批“壳”公司名单。除了早期的棱光实业国有股转让外，1997 年众城实业、联合实业、钢运股份的重组就是上海市政府推进上市公司重组政策的体现。其他各地政府有目的地保“配”保“壳”高潮出现在 1997 年下半年中共十五大提出对国有企业实施战略性改组等一系列政策之后。并且，一批因受政策限制而被排除在证券市场之外的民营企业，开始纷纷以买“壳”的方式间接上市。

1997 年，上市公司重组第一次与促进产业结构调整和产业升级联系起来。当年底中央经济工作会议中提出的“国企三年脱困，纺织业作为突破口”的会议精神，进一步推动了 1998 年上市公司重组热潮的形成，产生了龙头股份等 5 家纺织类公司的重组和增发新股。这一次的“集体婚礼”式的重组第一次将促进产业结构调整和产业升级的任务赋予上市公司的重组中，从而将以往单纯以保“壳”保“配”为目的的公司重组的经济内涵进一步丰富化。1998 年底财政部出台了 66 号文，对重组中收购权益日的确定进行了规范，其中一个直接的影响就是 1999 年随意给上市公司装补利润、配合市场炒作的重组基本消失了。重组并购的方式也开始出现变化。1997 年下半年的一批上市公司重组，更将国有股的转让和无偿划拨与上市公司的彻底资产大置换结合在一起，将地方政府参与下的上市公司的行政性重组推向了极致，直接借资产重组运作实现优质资产间接上市，兰陵陈香与交运股份是这一时期较具代表性的案例，开创了一种叫做“净资产置换”的重组模式。

与国有股转让、上市公司控股权转移相伴而生的是这些公司产业的转型、升级。当上市公司通过重组实现产业转型，特别是彻底的资产置换完全改变主业成为市场运作的一种主流模式时，1998 年 2 月，证监会出台了《关于上市公司置换资产变更主营业务若干基本问题的通知》，对主营业务和资产彻底置

换型的重组做出了明确规定，对置入资产及转向后的业务提出了若干审核标准和程序。这一政策的出台，在一定程度上避免了上市公司随意改变主营业务所带来的负面效应，防止了一批不符合上市公司要求的资产借“壳”上市。同时也使资产彻底置换、主业突变类的重组模式不再成为运作的主流，取而代之的是大多数公司在变更主业时，策略性地采用了渐进的方式。

1998 年，民营科技型企业成为重组并购的主力。许多民营企业借“壳”上市，还创造了一套新的、别具实践及创新意义的运作模式。有的创造性地设计出了先注资后收购控股权的运作模式，有效地缩短了政策审批所带来的重组时间跨度，同时巧妙地利用了国家股与流通股的价格差距，低成本地完成了买“壳”运作；有的通过嫁接式的股权安排巧妙、间接地完成了上市公司控制权的转移，将重组双方的利益有机地结合在一起。同时，1998 年 5 月，龙头股份等 5 家纺织类的重组，将增发新股与上市公司的重组结合在一起。在此后又陆续出现了清华同方与鲁颖电子的吸收合并，申能股份国有股回购等一系列市场运作实践的创新。可以说到了 1999 年，中国证券市场重组的模式创新上已基本完成了发育期，许多在成熟资本市场上的重组模式被移植到中国证券市场上来，这些重组模式的涌现使中国证券市场资源配置功能不断被发掘、凸显。

1999 年 7 月 1 日实施的《证券法》，明确规定了上市公司股权转让的两种方式，即上市公司的股权可以以协议转让和二级市场收购两种形式实施，并且将二级市场收购超过 5% 以后的公告间隔由原来的 2% 调增为 5%。同时，证监会对上市公司重组的信息披露做出了严格规定，要求在公布重组信息时一次性地将整个重组及后续进程加以披露，对 ST 类上市公司要求其及时披露在重组谈判中所取得的实质进展，以防止信息不对称和“暗箱操作”所带来的内幕交易。

到 2000 年，随着上市公司数量的增加和上一轮牛市行情的逐步结束，一些上市公司的资产盈利能力大幅度下降，证券市场上借“壳”买“壳”数量大大增加，全年涉及上市公司控制权转让的重组并购多达 100 余家。的确，随着熊市的到来，陷入经营困境的上市公司数量也不断增加，为了保“牌”和保“壳”，上市公司不得不从证券市场之外引入有实力的战略股东实施重组；但由于相对于市场内部的公司而言，引进的战略投资者的资产成长性十分明显，因而资产重组经常性地演变为控制权的转移。同时，由于企业在发行上市以前，必须先改制成立股份公司，再由券商辅导至少 1 年，加长了企业发行上市的周期，管理

层还相继出台了增发新股的政策规定，即实施重大资产重组且符合其他条件的上市公司可以增发新股，这无疑给非上市企业通过买“壳”借“壳”上市提供了一个契机。

2000年上市公司重组有几个显著的特点：一是净“壳”重组出现，其最大优势在于，可以迅速甩掉上市公司原来的包袱，实现轻装上阵。二是上市公司与关联大股东之间“等价不等值”的资产置换仍然是上市公司重组的主流形式。40%的上市公司通过大比例的资产置换，以达到管理层规定的重大资产重组的条件，进而申请增发新股。三是无偿捐赠资产。就是在大股东与上市公司实施资产置换的同时，由大股东直接向上市公司赠与资产。实施这种重组的上市公司主要是陷入困境的ST或PT上市公司。四是部分上市公司实施大规模二次置换重组。五是由于股权的“非常变动”而引起的对上市公司的控制权之争越来越多。

2000年国内控制权市场出现的另一个动向，是我国上市公司战略并购重组浪潮开始出现。在众多的上市公司实施旨在改变上市公司主业或经营业绩的财务性重组的同时，我国许多优势上市公司也已开始了新一轮的战略并购重组，这些战略并购重组主要发生在啤酒、航空、制药和商业等传统领域，目的是想通过战略并购重组迅速地扩大规模，创造规模经济优势，在同行业竞争中占据有利的位置。

尽管近年来我国上市公司重组日趋市场化，但是政府部门仍然在上市公司重组并购中起着不可替代的作用，有时甚至是起着非常关键的作用。2000年公布的PT红光、ST郑百文等上市公司重组方案中，地方政府都起着至关重要的作用。在一些上市公司重组并购中，政府的主要作用在于给予重组方相当优惠的政策待遇，如税收优惠、债务本息减免、无偿划拨土地等。应该看到，由于国有股和法人股在我国上市公司占有绝对的比重，政府部门作为上市公司大股东适当参与上市公司重组是正常的；同时也必须说，政府对上市公司重组的过度参与，会导致一定程度的行政干预，是不符合市场化原则的，对上市公司乃至对中国证券市场的发展也是不利的。

2001年以来，加强监管成为市场的最明显特点。1年内出台的监管措施创下了历史纪录。对重组的规范化，主要从加强信息披露和会计核算两方面进行；同时推出的PT股和连续3年亏损的ST股将直接退市的机制，加速了对绩

差公司资产重组的步伐。

2002 年的一系列政策法规，开创了中国上市公司重组并购的新局面。在春节后，沪深交易所取消了 ST 股和 PT 股净资产须达到 1 元以上方可恢复上市的限制，规定只需半年真正盈利，即可恢复上市。这表明政府对重组并购最大限度的鼓励和支持。2002 年 10 月 8 日对外公布的《上市公司收购管理办法》和《上市公司股东持股变动信息披露管理办法》，标志着上市公司收购法律架构基本形成；2002 年 11 月 1 日，中国证监会、财政部、国家经贸委发布了《关于向外商转让上市公司国有股和法人股有关问题的通知》和 2002 年 11 月 8 日公布的《合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法》，使外商收购上市公司进入了实质性实施阶段。

以下对 1993～2005 年国内上市公司并购与重组的绩效与特点进行概括性总结，以帮助读者厘清线索。

一、1993～2005 年国内上市公司并购与重组的绩效

判断公司并购与重组绩效，以及国内公司并购与重组市场是否有效的一个量化标准有两个：一是企业在并购与重组后是否健在；二是比较证券市场资源配置的两种手段——IPO 与公司并购重组中，哪种对投资者更具有吸引力。

（一）从国内上市公司并购与重组后的情况来看，通过公司并购与重组，上市公司依旧健在的比例在逐年增加，这表明市场是有效的

企业的生命周期是有限的。同样，企业的产业也是有周期性的。通过公司并购与重组，可以使业绩不好的公司原有的产业得以延续，或者，即使被并购公司的名称或业务发生了变化，但公司的股票代码得到了延续。在公司并购与重组若干年之后，公司没有被“戴帽”，没有退市，我们称这样的公司并购与重组案是成功的。

对于判断上市公司健在的标准，可以进一步简化为截止到 2005 年 12 月 1 日并购后公司没有被“戴帽”、公司股票交易代码不变（成都联益代码由 0696 变更为 001696 是一个特例，不在统计范围之内）、没有退市。表 3－1 为对 1993～2005 年上市公司通过并购或重组还健在主板挂牌交易的数量进行的统计，发现随着时间的推移，国内上市公司并购与重组成功的比例在逐年增加，国内上市公司并购市场是有效的。

表 3－1　　1993～2005 年国内上市公司通过并购与重组后健在主板的公司数量

年　份	并购/重组家数	健在主板数量	成功率（%）
1993～1996	14	10	71.43
1997	33	26	78.79
1998	70	51	72.86
1999	84	63	75.00
2000	103	88	85.44
2001	119	88	73.95
2002	168	141	83.93
2003	172	145	84.30
2004	160	133	83.13
2005	127	104	81.89

资料来源：Wind 系统。

在一个并购市场，如果多数并购案是有效的，那么市场应该是有效的。有观点认为，在国外成熟市场公司并购与重组的效果并不显著，在中国这样一个不成熟的市场环境中，收购/重组方在并购/重组上市公司后存在掏空上市公司的企图，结果将导致上市公司失去再融资资格，丧失正常的持续经营能力，被“戴帽”，甚至被迫退市。因此，国内上市公司并购或重组的绩效是很差的。就单个的公司而言，可能存在着并购与重组无效的情形：上市公司在被并购/重组后依然因经营业绩达不到上市标准而被“戴帽”或退市，或者并购/重组前“戴帽”，并购/重组后仍然“戴帽”，我们称这类公司的并购与重组无效。但就国内市场的总体情况而言，事实并不像有些人想象的那样。表 3－1 对 1993～2005 年累计1 050起经披露的上市公司并购与重组案进行统计，发现其中 79.07% 的并购/重组事件能够使上市公司继续在主板市场挂牌交易，足见中国证券市场是有效的，上市公司的并购与重组对投资者是具有吸引力的。

（二）从证券市场两种最主要的资源配置方式看，公司并购与重组已成为市场资源配置的最主要方式

表 3－2 对国内证券市场 IPO 与公司并购/重组的数量进行对比，发现自 2001 年开始，上市公司并购与重组的数量已经超过了新股发行（IPO）的家数，上市公司并购与重组的披露数量是 IPO 家数的 15 倍左右，说明上市公司兼并与重组已成为社会资源配置的首选手段，证券市场的有效性正逐步体现，证券市场正吸引着不同的投资者在不同的时间“踏入同一条河流”，参与公司

并购与重组。

表 3－2　　1999～2005 年国内上市公司并购/重组披露数与 IPO 的比较

年　份	IPO 家数	公司并购/重组披露数	并购重组披露数/IPO 家数
1999	100	84	84
2000	160	103	64
2001	88	119	135
2002	97	168	173
2003	83	172	207
2004	112	160	143
2005	15	127	846

资料来源：Wind 系统。

二、1993～2005 年国内上市公司并购与重组的主要问题

从前面我们对国内上市公司并购与重组绩效的分析中可以看出，公司并购与重组的披露数是逐年上升的，但在 2005 年则出现了明显的拐点（见图 3－1）。笔者认为造成这一现象的原因既受到国内上市公司股权分置改革的影响——至少股权分置改革大面积地调整了市场参与各方对市场及上市公司的预期，这 1 年多数的投资者处于观望状态，市场的 IPO 也被迫暂停，公司并购与重组的活跃程度有所降低；同时，一些值得思考的新特点的出现，也能够很好地解释中国上市公司并购与重组在 2005 年出现拐点的原因。

（一）公司并购的监管标准模糊

上市公司收购是指收购人通过证券交易所的股份转让活动，持有一家上市公司的股份达到一定比例，通过证券交易所股份转让活动以外的其他合法活动，控制一家上市公司股份达到一定比例，并导致其获得或可能获得对该公司的实际控制权的行为。

按照中国证监会颁布的《上市公司收购管理办法》，如果收购人对上市公司股份的收购达到一定的比例，应按照信息披露的相关规则，及时履行报告、公告义务。相反，如果没有被认定为上市公司收购行为，则不需要履行信息披露的义务。在 2005 年上市公司收购案中，锦华氯碱（000818. SZ）母公司 50% 的权益发生改变，赛马实业（600449. SH）发生了管理层收购公司 49% 的

股权，创兴科技（600193. SH）的第一大股东在同一控制人下发生变更主体的行为，均未被认定为上市公司收购行为，因此，也未履行相关信息披露义务。

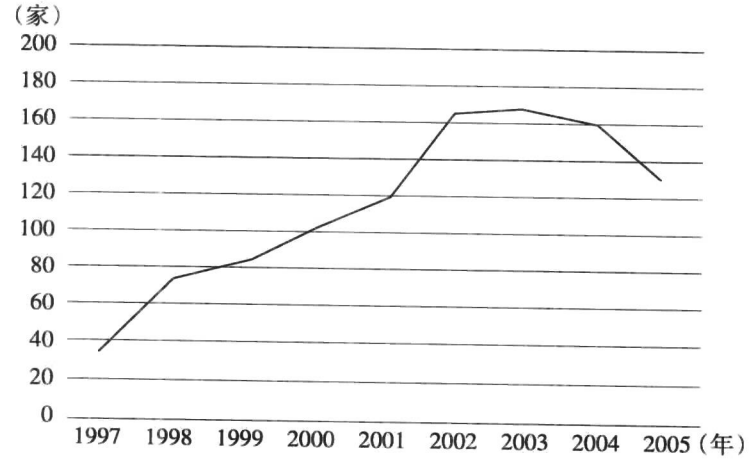


图 3－1 1997～2005 年国内主板上市公司并购披露家数变化

资料来源：Wind 系统。

上述案例说明，公司并购与重组中存在股东构成改变，公司注册地点改变需要重新登记注册，公司大股东基本情况改变等情形，但按照现行法规，这些均不能算是上市公司并购与重组行为，这不仅给辨识公司并购与重组行为带来不便，而且也意味着在公司并购与重组监管环节上，也将有一个漫长的完善过程。

（二）并购中的短期行为突出，战略性并购/重组比例不高

公司并购与重组是公司重大战略行为，开弓没有回头箭。但我们注意到仅在 2004 年，长风特电（000552. SZ）、重庆实业（000736. SZ）、华意压缩（000404. SZ）、兰陵陈香（600242. SH）等上市公司均出现了当年并购当年退货的“短婚”现象。在 2005 年，公司并购还出现了一些新的现象：由于多方面的原因，收购方要求在中途“退货”的，如广济药业（000952. SZ）、大地基础（000426. SZ）等案例；同时，一些并购交易成交多年的公司，收购方也提出了“退货”要求，如 ST 农化（000950. SZ）、金果实业（000722. SZ）、＊ST 精密（600092. SH）、明星电力（600101. SH）等。上述情形与企业经营

环境恶化、收购方兑现承诺的能力不强有关，同时也与并购监管环境的变化有关。表3－3对近年来上市公司国有股转让的审批速度进行了统计对比，结果发现审批的速度越来越快，交易效率超过市场平均效率，导致收购方对收购目标缺乏真实的了解。

表3－3　　上市公司国有股股权转让的审批速度对比

年份	当年披露信息当年被批准的案例数量	当年披露信息当年被批准的平均时间（天）
2002	42	105
2006	45	83
1998	1（＊ST 精密）	21
2003	1（明星电力）	13

资料来源：Wind 系统。

（三）效率极其低下的公司并购与资产重组比较普遍

尽管并购和资产重组总是能够带来协同效应和财务整合效应，但并非所有的公司并购与重组都是能够形成协同效应或提升公司价值的灵丹妙药。在良好的股市生态环境下，并购与重组能够帮助上市公司迅速摆脱财务困境，并获得持续稳定的发展。然而，不恰当地通过并购重组不仅不能完成产业链的伸缩，反而会成为收购/重组方的拖累。例如2005年，ST美雅的大股东以600万元抛售当年斥资2.2亿元收购的股权、东盛集团[①]声明在未来5年内停止任何收购行动、TCL集团宣布放弃原定的收购计划等。

（四）公司并购/重组的价值主要靠自创

上市公司并购与重组的根本动力来自于获取价值的提升。以往收购上市公司后投资回报的途径有分红、溢价增发配股、二级市场炒作、通过控股上市公司更轻易地获得银行抵押贷款等。但由于监管力度加大，通过上述途径获得公

① 东盛集团是以医药为主导产业的大型集团公司，资产规模和业务发展迅速。公司自1999年11月收购同仁铝业（600771）亮相资本市场后，2002年与太太药业在争购丽珠集团（000513）中屈居第二，2003年成功收购了潜江药业，2004年继续收购了云南白药。就是这样一个市场收购的常胜将军，在2005年突然宣布停止任何收购行动，转而专注于自身盈利能力的提升。像该集团这样依靠并购重组快速成长起来的企业，在经历了规模扩张后，重新确定了通过整合内部资源来挖掘自身潜力求得第二次发展的战略。

司价值提升的空间被大大挤压。在2005年出现了新的现象，即收购/重组方依靠自我运作，在公司并购与重组中自创增量，如光彩建设（000046.SZ）的实际控制人对上市公司大股东进行了增资。

光彩建设在并购中自创增量的意义有：一是通过增加注册资本可以更多地获得银行贷款。光彩建设并购完成后，泛海建设控股有限公司的注册资本由原先的4亿元提高到近7亿元；二是使所持的股份获得了再次利用。如光彩建设用于增资的82 503 728股原是在交通银行北京分行的质押股份，将被质押股份当做出资是资源的二次利用，并使质押股份获得了流动性。与正常的公司并购与重组案相比，这种自创价值模式反映了并购/重组方的一种不得已行为。

三、证券市场内公司并购与重组的趋势

纷至沓来的股权改革使公司治理结构更加清晰和有效，同时也为公司并购与重组的定价与交易创造了良好的市场环境。概括起来，未来证券市场公司并购与重组的趋势是“四化”：框架简单化、信息披露阳光化、定价市场化和公司并购产业化。

（一）框架简单化

尽管公司并购与重组在监管越严的背景下不断地通过工具移植进行着创新，但是就公司并购/重组的思路而言，收购/重组方通过多层次、复杂的股权关系架构完成交易，令外界一时难以辨识真正的公司并购/重组方，以达到迷惑市场，规避监管的目标的思路已不再为业界所普遍采用，简化的收购/重组结构越来越多地被收购/重组方采用。

收购/重组方之所以通过让市场迷惑的办法实施重组并购，其重要原因是规避修订前的《公司法》关于有限公司对外投资不得超过其净资产的50%的规定，从而使其有限的资产难以发挥杠杆作用。修订后的《公司法》规定，“公司可以向其他企业投资，但是，除法律另有规定外，不得成为对所投资企业的债务承担连带责任的出资人。”这实际上取消了修订前的《公司法》关于公司对外投资的限制，从而为企业减少甚至取消了并购重组中的“迷宫”，为企业并购重组创造了有利的制度环境。

并购架构的简单化是中国国内上市公司未来发展的趋势。2005年制度环境的改变和相关案例的出现，只是这一趋势的开端，真正完全意义上的简单化

的并购架构，还有待于金融环境的配合。如上市公司定向增发、股权支付市场化和并购资金来源的多样化等，其制度的创新还需要一个漫长的过程。

（二）信息披露阳光化

信息披露最容易出问题的领域是公司并购中的管理层收购（Management Buy－out，MBO）行为，在国内，这更是一个十分特殊的领域。由于管理层受到资金来源、国有企业监督机制和证券市场监管机制的多重制约，政策上对MBO一般不鼓励。

由于信息披露问题已经引发了市场的激烈批评，在2005年，国有资产监督管理部门甚至叫停了大型国有企业的MBO[①]。在这种背景下，国内上市公司的管理层收购演化为两种情形：一是经营者收购上市公司的控制权，成为公司第一大股东；二是经营者收购上市公司的部分股权，成为二股东，再凭借其管理层地位，掌握上市公司的话语权。后一种情况较前者更具有操作性，实际上是管理层参与收购（Management Participative Acquisition，MPA），或者被称为曲线MBO。表3－5对历年上市公司并购与管理层收购的情况进行了统计，发现2004年MPA占上市公司并购交易总量的11.88%，2005年受国资委与财政部政策影响，MPA的绝对数量较2004年有所下降，但在全年公司并购总量中的比例却上升到12.60%，MPA的魅力可见一斑。

表3－4　　1997～1999年MPA统计情况

年　份	并购披露家数（家）	MPA披露数（家）	MPA披露数/并购披露数（%）
1997	33	0	0
1998	70	0	0
1999	84	0	0

（三）定价市场化

价格是公司并购交易的核心。在过去上市公司国有股转让案例中，净资产

① 2005年4月15日，国资委与财政部联合发布了《企业国有产权向管理层转让暂行规定》，明确了“大型国有及国有控股企业及所属从事大型企业主营业务的重要全资或控股企业的国有产权和上市公司的国有股权不向管理层转让”。

是主要的定价基准，如《上市公司国有股转让管理暂行规定》中明确了“国有股转让给非国有单位时，每股转让价格不得低于经审计的公司近期每股净资产值”。其后，上市公司国有股转让定价的理念逐渐改变，在考虑净资产的同时，还综合考虑了成长性和净资产收益等多种因素。

表 3-5　　历年 A 股上市公司并购与管理层收购披露数量的统计

年　份	上市公司并购（家）	MPA	MPA/上市公司并购（%）
2000	103	1	0.97
2001	119	2	1.68
2002	168	5	2.98
2003	172	8	4.65
2004	160	19	11.88
2005	127	16	12.60

资料来源：Wind 系统。

按照国有资产管制的相关规定，资产重组和公司并购交易过程中的定价以净资产为基准的硬性规定并没有完全达到市场效果，其原因在于企业并购不同于实体经济中的交易行为，其价格的决定与股权出让方、收购方及企业管理层三者密切相关。如果公司并购定价能参考“每股净资产值、净资产收益率和市场表现”因素，引入国际通行的价格博弈机制（“对赌”机制），使出让方、收购方与管理层三者在动态中完成并购定价，则有可能取得比较好的预期效果。例如，2005 年外资收购徐工科技（000425. SZ）时，将并购价格与公司未来业绩挂钩，赌资高达 5 亿元，将国有资产的定价作为一项与公司未来业绩挂钩的赌注，这在外资并购国内上市公司母公司的案例中十分罕见；再如四川长虹收购美菱电器（000521. SZ），“对赌”对象是该公司 2005 年半年报披露的公司每股净资产的真实性，赌注则是并购定价 1.45 亿元下浮 10% ~18%，甚至重新协商并购价格。上述两起案例中，我们没有看到博弈双方将公司经营业绩与管理层挂钩的约定，或者没有明确披露其中的关系。作者认为在公司并购交易中引入国际通行的“对赌”机制仍是一种值得期待的趋势，尽管“对赌”机制仍需要进一步完善，以增加对市场参与方的吸引力。

（四）公司并购产业化

并购/重组中一方当事人是上市公司时，其目的无非有两个：一是获取上市地位，不以对方资产与经营业务为目的的财务型公司并购/重组，也称买“壳”上市。收购方在买“壳”之后向上市公司注入自身资产，以实现自身资产的证券化；二是获取对方资产与经营业务为目的的战略性并购/重组、产业并购/重组，也称买“瓤”上市。其目的是扩大市场占有率，提高产业的集中度。

在中国，由于资产证券化程度和产业集中度较低，财务型与战略性（产业性）公司并购/重组都存在巨大的市场空间。表3－6对历年证券市场公司并购的情况进行了统计，说明财务型并购/重组正逐渐被战略性（产业性）并购/重组所取代。但无论采取哪种手段，都必须消化“壳”或“瓤”的负担，其结果是直接增加了公司并购/重组的成本，阻碍了并购市场的发展。

在2005年，脱“壳”化公司并购/重组的个案成为值得关注的市场创新。在＊ST吉纸重组案中，＊ST吉纸先将固定资产卖给晨鸣纸业，变卖资产所得的7.4亿元现金用于偿还债务和安置职工，从而使＊ST吉纸成为一个无资产、无负担的空“壳”公司。然后以1元价格将＊ST吉纸的“壳”出售给江苏苏宁环球集团有限公司，这种脱“壳”重组的手段为重组后的资产整合创造了条件，降低了重组方买“壳”成本。

在实践中，脱“壳”收购/重组的方法得到了进一步的发展，出现了三种形式：一是全面要约收购。例如，2005年11月中石化要约收购吉林化工（000618. SZ）、锦州石化（000763. SZ）和辽河油田（000817. SZ），三家公司在全面要约收购后完成退市。二是换股合并。例如，2004年4月第一百货（600631. SH）换股合并华联商厦（600632. SH），将后者的股份按一定比例换成前者的股份，后者的空“壳”注销，资产及负债归属于前者。三是资产置换收购。例如，2002年国家开发投资公司收购湖北兴化（600868. SH），通过资产置换，原公司的炼化资产彻底被置换出来，被置入的是完全不同的水电资产。表3－6对A股市场历年上市公司并购案进行分类统计，发现随着市场有效性及国际化水平的日益提高，产业并购比例呈现逐年上升趋势，以买“壳”为目的的公司并购/重组退居次席，证券市场优化资源配置的功能正在逐步显现。

表 3-6 历年 A 股上市公司产业并购与非产业并购统计

年份	产业并购数量	比例（%）	非产业并购数量	比例（%）	合计数
1997	4	12.10	29	87.90	33
1998	12	17.10	58	82.90	70
1999	10	11.90	74	88.10	84
2000	16	15.50	87	84.50	103
2001	16	13.40	103	86.50	119
2002	42	25.00	126	75.00	168
2003	86	50.00	86	50.00	172
2004	86	53.75	74	46.25	160
2005	69	54.33	58	45.67	127

资料来源：Wind 系统。

四、公司并购/重组中特殊行为主体的特点

在公司并购/重组发展过程中，我们尤其关注因市场制度创新和工具创新而进入的新的主体。回顾 A 股市场上市公司并购/重组的历程，可以发现有四类主体是公司并购/重组的主要参与者与创新的推动者：上市公司的国有控股股东、民营实体、外资主体和公司管理层。这四类主体中，民营实体虽然比较活跃，但因其资本实力相差悬殊、股权关系复杂和信息披露不透明，一般很难判断其参与公司并购/重组的动机和目标；而上市公司的国有控股股东一般具有政府背景或本身就是国有特大型骨干企业、行业垄断者；外资股东具有雄厚的资金实力、技术和管理经验，更具有良好的市场信誉，他们的信息相对透明，可以观察其参与动机与目标；管理层对公司基本情况了解最多，与股东和中小投资者存在明显的信息不对称。管理层对公司的收购，可以看做是管理层对公司未来价值的认可，也可以看做是一种激励相容机制，通过管理层持股改善公司治理结构，有助于构建管理层目标与股东目标的和谐统一。

在“德隆事件”[①] 后，民营实体参与公司并购/重组行为逐渐规范，成本提高，而具有雄厚资本实力和产业整合需求的国有控股集团公司和外资资本在2005年以后成为A股市场大宗公司并购/重组交易的主力军。管理层收购随着政府有关部门政策的反复变化，其行为模式逐渐清晰，对提升公司中长期价值的积极作用正逐渐体现出来。

第二节　公司并购/重组中特殊的行为主体及行为模式

以下，我们分类分析三类特殊的上市公司收购主体——国有控股股东、外商投资企业和管理层在公司收购/重组上的动机和行为特点。

一、国有控股集团通过整体上市整合行业资源

整体上市是上市公司的实际控制人通过一定的金融手段将其全部或绝大部分资产注入上市公司。其动机有三：一是符合上市公司监管的要求，避免母公司与上市公司之间的关联交易和同业竞争，实现公司在财务和经营上的完全自主；二是通过上市公司市场化的估值，实现母公司资产的证券化，将母公司未来的增长能力充分“套现”，从而提升母公司的整体价值；三是为母公司旗下的其他业务提供市场化的融资渠道。

（一）整体上市在以往成功案例的基础上受到股份全流通的推动

由于整体上市要么消除了大量的关联交易，要么通过优质资产的注入增厚了公司业绩，因而能够直接提升公司的内在价值和市场价值。在已发生的多起整体上市案例中，如TCL、百联股份、武钢股份、鞍钢新轧等，多数为投资者创造了财富效应。

---

① 德隆公司是一家快速发展的民营企业，该公司利用资本市场进行大规模并购与重组，制造了中国证券市场的“资本神话”：1997年以来，德隆先后控股、参股企业200家左右，其中上市公司5家，控制和关联的金融机构有7家券商、3家信托投资公司、2家租赁公司、4家城商行、2家保险公司，成为中国最大的民营产业集团。2004年10月5日，据国务院有关部门公布的数据，德隆系总负债高达570亿元，其中金融领域负债340亿元，实业负债230亿元。2006年4月29日，武汉市中级人民法院一审判决，该集团首脑唐万新被判有期徒刑8年并处罚金40万元；德隆系三家核心企业以非法吸收公众存款罪、操纵证券交易价格罪、挪用资金罪合计被罚103亿元。

上市公司在完成股权分置改革后，进入股份全流通时代。一方面，全流通使得在对大股东定向增发中可以按流通股定价、公平合理；另一方面，全流通市场下的市值放大效应和财富效应将吸引大股东将优质资产放到资本市场放大器中，大股东将更加倾向做大做强上市公司而非掏空公司。此外，国有企业改革的大背景迫使中央企业在参与股改过程中，将整体上市作为解决历史遗留问题、整合母公司资源的重要手段，管理层也对整体上市持支持态度。

向大股东定向增发是实现整体上市的重要手段之一。2006 年 3 月 20 日，证监会颁布新的《上市公司章程指引》在“增加资本的方式”上增加了“非公开发行股份”的方式，这实际上为定向增发扫清了政策障碍，在为上市公司提供更多的融资方式选择的同时，将对上市公司未来的资本扩张方式产生重大影响。尤其是对于一些背景强大的集团公司来说可能存在超常规发展壮大的潜力，这种超常规发展可以通过不断的再融资来收购大股东部分资产的形式来实现，也可以通过定向增发或向市场再融资相结合等方式来实现。作者认为，在股份全流通背景下，A 股市场未来将涌现出更多的整体上市案例。

（二）实现整体上市的现存方式

实施集团整体上市时，由于集团规模庞大，需要采取金融工具来解决上市所需要的资金问题。在现行法规环境下，很多公司采取了灵活的融资策略。归纳起来，整体上市的途径主要有以下四类：

1. 再融资反向收购母公司资产

通过再融资（例如增发、配售或发行可转换债券）收购母公司资产，是传统的整体上市途径。其优势是操作方案简单，劣势是再融资在一般情形下不太受市场欢迎，特别是在置入的新资产盈利能量较弱导致每股收益摊薄的时候。典型案例是宝钢股份在 2004 年以 280 亿元再融资收购母公司整体资产。其中 50 亿元增发普通 A 股被分成两部分，以不低于实际增发股数的 50% 向宝钢集团公司定向增发；以不超过实际增发股数的 50% 向社会公众增发新股，其中部分按比例向原社会公众股东优先配售。采取这种方式实现整体上市的案例还有武钢股份、中国联通、中国移动、长江电力、中软股份等。图 3－2 是对再融资反向收购模式的简化。

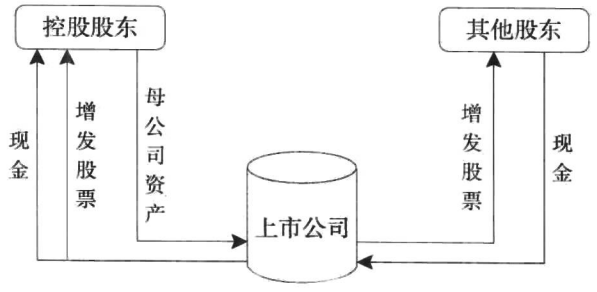


图 3－2　再融资反向收购模式

2. 定向增发反向收购母公司资产模式

通过对大股东进行定向增发，以收购其持有的资产，是实现整体上市的主要途径。由于不存在再融资行为，容易被中小股东接受。对于大股东而言，可以提高对上市公司的控股比例。2004 年鞍钢新轧整体上市案是一个成功的案例。股改前，鞍钢新轧原来的整体上市方案是“配股＋定向增发”。在股改完成后，该公司将方案变更为向控股股东定向增发 29.7 亿股流通 A 股，用于收购母公司旗下全资子公司 100% 的股权。由于没有融资及被收购资产质量较高，新方案受到二级市场投资者的欢迎。此后，太钢不锈和本钢板材的整体上市均采纳了这种方案。定向增发反向收购模式的运作机理见图 3－3。

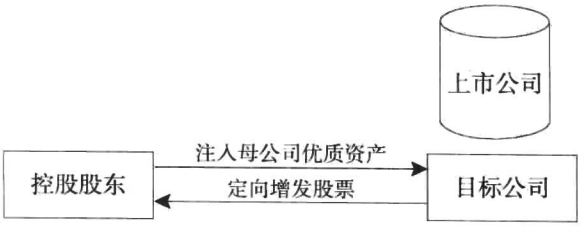


图 3－3　定向增发反向收购母公司资产模式

3. 换股并购实现整体上市

当控股公司旗下有数家上市公司，并且经营内容相似，则可以选择一家上市公司为主，通过换股完成对其他上市公司的并购。换股完成后，被收购公司

的资产、负债、权益一并进入收购公司，被收购公司被注销。典型案例是2004年第一百货合并华联商厦案，这两家公司均为百联集团旗下的百货类上市公司，通过换股合并后，新公司更名为百联集团，控股股东承诺今后将其百货资产继续注入上市公司，实现整体上市。换股并购实现整体上市模式的运作机理见图3-4。

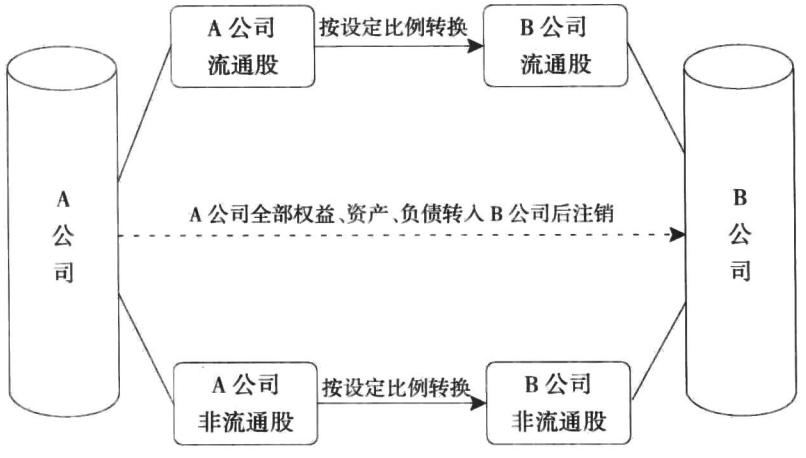


图3-4 换股并购模式

4. 回购上市公司实现整体上市（主动退市）

这类整体上市一般出现在母公司和子公司都是上市公司的情形，回购是解决同时上市的较好方案，其本质是母公司对子公司的主动退市。典型案例是2005年中国石油对旗下3家A股公司进行的主动退市。而较特殊的案例是2004年TCL整体上市案。其母公司是在回购子公司之后才整体上市的，其方案为：TCL通讯全体流通股股东将其所持有的股份按比例换取TCL集团股份，TCL通讯的全部资产、负债及权益并入TCL集团，TCL通讯注销并退市。然后TCL集团通过IPO上市，其中，对公众发行的新股和原TCL通讯股东换股股份全部上市流通。该模式的特殊之处在于它不是通常意义上的反向收购，而是在实现整体上市的同时进行了再融资。TCL模式的机理见图3-5。

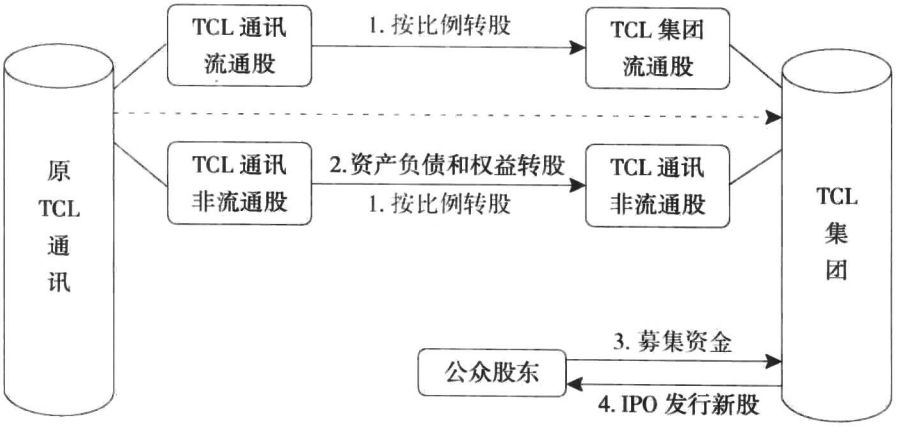


图 3-5　TCL 模式

（三）目前上市公司中存在整体上市需求的数量庞大

A 股市场可能存在整体上市的公司，至少应具备以下条件：

第一，具有较强实力的股东。由于上市公司的大股东背景无须详细披露，因此，投资者一般难以对大股东拥有的资产质量的优劣及经营管理能力做出判断。一般而言，中央国有企业、中央国家机关和国资委管辖的企业具有较强的背景与实力。

第二，大股东与上市公司在业务上的关联程度。如果关联度较高，存在大量的关联交易，整体上市不仅有助于实现上下游业务的一体化，也能提高公司的估值水平。这类公司有较强的整体上市的必要性。

第三，大股东控制力。一般而言，持股比例相对较高的大股东更有动力和能力把优质资产注入上市公司和其他公司共享。

根据前述分析，A 股市场约有 120 家公司可以达到拥有实力较强的股东，并具备整体上市的良好条件。其中，上市公司的实际控制人为中央国有企业的有 10 家，为中央国家机关的 1 家，为国资委的 109 家。另外，上市公司实际控制人中，为地方政府的有 10 家，为地方国资委的有 40 家，为地方国有企业的有 3 家，为大学的有 1 家，为职工持股会的有 2 家，为集体企业的有 2 家，为自然人的有 6 家，这些其他类型的有较强实力的股东也具有强烈的整体上市的动机。

二、外资收购A股公司的过程中，战略投资者成为首选

由于外资收购一般表现为法人收购，而法人的发展趋势是跨国公司、特殊目的公司（SPV），因此，对外资的法律界定关系到对这类行为主体的辨识问题。通常意义上外商包括：外商投资企业，即所谓的“三资企业”，按注册地原则，其法律性质属于“中国法人”；外商，是指注册登记于中国境外的企业，属于外国法人。

（一）外资收购A股公司的动机与实践

从外资并购A股公司的动机来看，包括以下方面：

首先，国内上市公司的国际化发展思路与外资的本土化发展动机形成合作的基石。目前不少国内市场居于行业龙头地位的上市公司正处于拓展国际市场的转型时期，而众多外资企业尤其是大型跨国公司也设法低成本向国内市场扩张，以实现本土化发展战略。二者需求的结合为外资介入国内证券市场和国内产业整合提供良好的契机。

其次，国内上市公司的产权制度改革日益深化，公司治理结构也在逐步完善，对外资战略买家的吸引力在增强。在管理层的推动下，上市公司法人治理机制正坚定地向市场化迈进，许多上市公司逐步摆脱依附于大股东或“内部人控制”的局面，国际通行的独立董事制度也已初具规模。这些具有制度优势和资源优势的上市公司会成为外方投资者战略投资的重要目标。

再次，国企改革和国有股减持为外资入市提供政策面的强大支持。出于国企改革深化和国有战略布局的调整，国家有关部门制定了一系列支持和鼓励外资参与上市公司资产重组的政策。2001年10月，外经贸部、财政部、人民银行联合发布《金融资产管理公司吸收外资参与资产重组与处置的暂行规定》，2002年初的中央金融工作会议，明确提出“适当放宽市场准入政策，允许外资和民间资本按有关规定购买金融资产管理公司持有的债权、股权和实物资产”。

最后，也是最重要的，是中国正式加入世界贸易组织，加快了对外经济发展战略的调整，从以前的被动防御型向积极利用全球资源、主动参与全球竞争转变。比如新修订的《外商投资产业指导目录》已经颁布施行，许多以往限制外资进入的领域开始解禁，外商投资领域明显拓宽。同时外资介入资本市场的根本性限制已经解除，尤其是2001年11月，外经贸部和证监会联合发出

《关于上市公司涉及外商投资有关问题的若干意见》，对外商投资企业发行上市的条件做了明确界定，并且有限制地允许外资企业受让境内非流通股。因此，随着我国对外资并购政策的松动及加入世界贸易组织，我国利用外资将由新建项目、新设企业方式向并购收购方式转变。

其实早在20世纪90年代初，在积极利用外资的政策导向下，外资企业就开始有限度地介入国内证券市场，至2006年上半年，有71家上市公司拥有外资法人股（见表3－7）。其中66家是直接发起上市，即外企作为股份公司发行上市时的发起人，这是外资介入国内股市的最主要途径。而通过收购并购介入国内市场的仅有5家，主要采取股权协议转让、定向增发B股以及合资三种方式。这里外资并购不活跃的一个重要原因是外资通过并购方式进入国内资本市场的途径还不够畅通。如1995年9月国务院办公厅转发《关于暂停将上市公司国有股和法人股转让给外商请示的通知》，规定外资企业不得收购国有股权。但加入世界贸易组织后，我国将逐步取消对外商投资企业的控股比例限制，外资企业无论在并购方式还是在并购范围方面都面临更大的选择空间。

表3－7　　20世纪90年代以来外资企业介入中国证券市场的方式

上市方式		家数	比重（%）	案例
直接发起上市		66	92.96	闽灿坤B、大江B、福建豪盛等
并购上市	股权协议转让	2	2.82	PT北旅、赛格三星
	定向增发B股	2	2.82	江铃汽车、华新水泥
	合资方式	1	1.40	轮胎橡胶
合计		71	100	

资料来源：根据公开信息整理。

我国证券市场的外资收购始于1995年日本五十铃株式会社、伊藤忠株式会社联合收购北旅股份（600855.SH），此后，一些著名的跨国公司及中资香港公司在A股市场展开了一系列收购活动。表3－8列举了外资并购A股公司的情况。此外，根据有关数据统计，到2002年10月，有188家上市公司有外资股东，其中136家公司的外资股东持股比例在25%以上，38家上市公司的外资持股比例在10%～25%，14家上市公司的外资股东持股比例小于15%。

根据我国相关法规，外资比例在25%以上的公司可以享受外商投资企业待遇；而首次公开发行股票上市公司的外商投资股份有限公司，存在上市发行股票后，其外资股占总股本的比例不低于10%的要求。这对于我们判断外资持股对上市公司的影响具有重要的参考意义。

表 3-8　　外资并购A股公司：1995~2001年

目标公司	收购公司	交易时间	交易价格/股份	交易方式
北旅股份	五十铃株式会社、伊藤忠株式会社	1995-07-05	2.06元/4 002万股	国有股协议转让
江铃汽车	美国福特汽车	1995-08-21 1997-03-24	1.28元/13 800万股 不详	定向发行
海南航空	American Aviation	1995-11-02	1.7元/10 004万股	定向发行
福耀玻璃	法国圣戈迭班集团	1996-03	不详/42.16%	收购外资股股份
赛格三星	韩国三星投资公司	1998-08-04	不详/16 795万股	收购外资股股份
华新水泥	Holchin B. V.	1999-03	2.16元/7 700万股	定向发行
深万科	中国华润总公司 中国华润总公司 关联公司北京置地	2000-06-20 2000-12 2000-12	4.46元 不详 二级市场价格	国有股协议转让 国有股协议转让 二级市场收购B股
四川锦华	中国华润总公司	2001-09-17	3.0625元/4 898万股	国有股协议转让
茉织华	日本松冈株式会社	2001-11-10	不详/18 101万股	外资股东合并

资料来源：根据公开信息整理。

（二）外资收购A股公司的途径多样化，战略投资者成为首选

在全球并购浪潮的推动下，随着外资并购国内上市公司政策限制的放松，外资并购国内上市公司将演绎成近年来中国证券市场的热点。而跨国公司将通过不同的途径进入中国证券市场。

1. 以外国投资者身份跨境并购中国上市公司

（1）间接收购。外商可以根据我国《外商投资产业指导目录》中鼓励和支持的投资方向，整体或部分买断上市公司的母公司或控股股东企业，将该企业变成外商独资企业或外商投资企业，从而通过迂回的方式间接控股上市公司。

（2）直接收购。外商也可以根据我国《外商投资产业指导目录》中鼓励

和限制的投资方向，直接收购上市公司的部分股权，从而使上市公司成为外商投资企业。从收购股权所达到的比例来分，可以分为绝对控股式收购、相对控股式收购、参股式收购；从收购所采取的手段来分，可以分为协议收购、要约收购、增资控股式收购。

协议收购，即通过协议受让的方式获得上市公司的法人股或减持的国家股。

要约收购，即通过公开发出要约的形式，以不同的价格分别收购国家股、法人股和流通股，达到一定的股权比例。值得注意的是，协议收购和要约收购可以综合运用。例如某外资先通过协议的方式收购一定的国家股、法人股之后，再通过要约的方式继续收购部分流通股。

增资控股式收购，即对那些同时上市发行 A 股和 B 股的上市公司，通过上市公司向外资定向增发的方式，使外资大量增持 B 股的方式，最终达到参股或控股的目的。

以参与国有资产债转股的方式进入上市公司。在由四大国有资产管理公司所掌握的庞大资产当中，大量的对上市公司的不良债权最终都将通过债转股的方式来处置。在国有资产债转股的过程，对于允许外资进入的产业领域，外资可以通过购买、承接债权的方式进入上市公司，并由债权人牵头对上市公司进行重组。

以融资方式参与管理者收购。外资还可以通过为管理者提供融资的方式帮助上市公司的管理者完成对企业的收购，并通过控制管理者的方式进而控制上市公司。

2. 以具有中国法人资格的外商投资企业身份并购上市公司

根据对外经济贸易部、国家工商行政管理局联合出台的《中外合资经营企业合营各方出资的若干规定》的补充规定，外商投资企业可以通过下列各种方式对国内企业实施全部收购或部分收购：

（1）企业投资者之间协议转让股权；

（2）企业投资者经其他各方投资者同意向其关联企业或其他受让人转让股权；

（3）企业投资者协议调整企业注册资本导致变更各方投资者股权；

（4）企业投资者经其他各方投资者同意将其股权质押给债权人，质权人

或受益人依照法律规定和合同约定取得该投资者股权；

（5）企业投资者破产、解散、被撤销、被吊销或死亡，其继承人、债权人或其他受益人依法取得该投资者股权；

（6）企业投资者合并或者分立，其合并或分立后的承继者依法承继原投资者股权；

（7）企业投资者不履行企业合同、章程规定的出资义务，经原审批机关批准，更换投资者或变更股权。

一旦允许外资收购国内上市公司，外商投资企业也可以上述方式收购国内上市公司。值得注意的是，为了避免问题的出现，降低政策不确定性的风险，有关外资会等待相关政策明确之后，才会选择通过上述方式进入上市公司。机会与挑战从来都是一个硬币的正反两面。外资并购国内上市公司对于许多上市公司而言，可能意味着该上市公司产品进入国际市场的通行证，也可能意味着其原有品牌的丧失、原有大股东的退出、控制权的转移等。在此，我们仅从外资选择并购目标的角度，来探讨外资并购给国内上市公司带来的机会。

首先，A 股、B 股上市公司所处的市场机会不同。B 股是目前国内唯一对外资开放的证券品种，也是唯一对外资进出没有限制的子市场。考虑到操作上的便利及今后 A 股市场与 B 股市场合并的前景，B 股上市公司是目前最适宜外资收购的标的。外资收购 B 股上市公司，可以获取抢先登陆、低成本进入（外资收购 B 股流通股显然比收购同公司或同类公司的 A 股流通股价格要低廉）的优势。事实上，以现在的时机来看，外资现在收购国内的 B 股上市公司，不仅可以获取直接投资中国的战略性收益，符合外资战略性买家的要求；还能够满足外资财务性买家套利的需要，因为随着 B 股对内开放政策的实施，B 股股票价值回归的空间已经打开。因此，对那些处于市场龙头地位、全 B 股公司或是 B 股占总股本比重较大、业绩优良、成长性佳的上市公司，如果符合国家有关吸引外商投资产业指导目录，则极有可能被外资收购，而且这样的收购一旦成为现实，短期内将加速该公司 B 股股票价值回归的过程，长期内也有助于改善相关上市公司的经营管理水平和技术力量，并进一步反映到该公司股票的市场表现上来。这样的公司有：深康佳 B、粤照明 B、粤电力 B、友谊 B、张裕 B 等。

对于 A 股上市公司而言，随着有关外资并购政策的放宽，A 股市场也将

以其庞大的市场容量、上市公司的综合素质、本土的区位优势而吸引跨国公司的目光。由于A股上市公司数目庞大，处于不同行业、不同股权结构、不同质地的上市公司在跨国公司进入中国的并购浪潮中将有不同的表现。

其次，处于不同产业、产业中不同地位的上市公司境况会有差别。随着我国吸引外资产业政策的调整，将引导外资加强对第一产业、第三产业的投入，相应减少对消费品工业的投入。因此，从产业来看，在放宽外资收购A股上市公司股权之后，可以预计第三产业、第一产业的上市公司，例如公用事业类（交通运输、铁路运营、电信营运、数据通信、城市基建、邮政速递等）、商业类（零售、贸易、物流、仓储等）、金融服务类（银行、证券公司）、其他服务类（旅游等）、农业类（农业种子、非油气类的矿产开采等）等，以及第二产业中部分具有较高科技含量、国家产业政策支持的产业如生物工程、新材料、通信设备等，这些产业领域的上市公司将得到跨国公司的格外关注。对于上述产业，政策允许进入的比例将会不同，例如铁路运营、重要交通运输、电信运营、金融服务等领域的外资比例可能在一段期间内都不会超过50%；而在零售、物流、非油气类矿产的开采、生物工程等领域，则可能会超过50%。具体规定参照《外商投资产业指导目录》。

从同一行业中处于不同市场地位的上市公司来看，在允许外资收购的条件下，资质较佳、具有核心资源或核心竞争力的上市公司将得到跨国公司的青睐。各行各业的龙头老大如四川长虹、青岛啤酒、科龙电器、深万科、东方钽业、电广传媒、上海医药、东方航空、东风汽车等极容易成为跨国公司感兴趣的对象。当然，外资要控股这些龙头企业可能也不容易，但跨国公司可以采取先结成战略联盟、后参股、再争取相对控股甚至绝对控股的策略来实现自己的扩张政策。事实上，只要不是关系国计民生、国民经济命脉、国防安全的行业和国家最重点企业，其余的上市公司中外资进入的比例应该由市场去决定。

再次，实施股权分置改革的上市公司将首先受惠。前面已经说明，对于关系国计民生、国防安全的行业和国家重点企业，国家应该保持一定的控制权（控股权）。至于在其余的行业和企业中，随着我国国有企业改革的进一步深入、股权分置改革的实施，一些基础产业和资源垄断性行业的全流通公司有可能成为外资并购争相控制的上市公司。以能源电力、汽车、钢铁等国有经济成分较为集中的行业为例，以平均60%左右的国家股比例、25%～30%的流通股比例

来计算，如果要将这些国有股比例降低到平均为40%，则其释放出来的股份数量相当于其流通股数的60%～80%。通过协议转让的方式让外资来收购原来的国家股，不仅有利于国有资产的套现，还有利于上市公司股权结构分散、治理结构完善；而国家为了吸引外资参与收购国有股股权，也将会从收购交易条款、税收、投资政策等方面提供可能的优惠。上市公司也将跟着受惠。

最后，已经与外资建立合资或战略合作关系的上市公司较容易成为外资收购的目标。鉴于中国市场的特殊性和复杂性，外资在进入中国市场的时候，往往不会采取一步到位的做法，而倾向于采用先观望、后试探、再跟进的做法。因此，在允许外资并购的条件下，基于获取充分的信息、进行完全尽职调查的角度考虑，外资会首先选择那些已经与之建立了合资企业、有良好战略合作关系的上市公司为收购目标，因为它们了解这些企业，并且有可能早就觊觎已久，对于收购后的发展战略早有设计，对于收购双方的资源整合也有着成熟的想法。而市场对那些已经建立合资关系的企业也将会特别关注，如熊猫电子、东方通信、海南航空等。

外资战略投资不同于QFII。外资参与上市公司主要是外资法人股和持有流通A股两种形式，2005年五部委联合发布《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》（以下简称《办法》），允许外资通过具有一定规模的中长期战略性并购，投资已完成股权分置改革的上市公司和股改后新上市公司的A股股份。《办法》规定，首次取得的股份比例不低于该公司已发行股份的10%，取得的A股3年内不得转让。《办法》主要规定外资战略投资者获得A股的方式为协议转让和上市公司定向发行新股，与QFII直接通过二级市场来购买A股的方式不同。同时对外资投资战略者的资格的规定也比QFII要低，符合的主要条件是：境外实有资产总额不低于1亿美元或管理的境外实有资产总额不低于5亿美元；或其母公司境外实有资产总额不低于1亿美元或管理的境外实有资产总额不低于5亿美元；近3年内未受到境内外监管机构的重大处罚。《办法》同时明确了首次取得的股份比例和持股时间：不低于该公司已发行股份的10%，取得的A股3年内不得转让。这更明确了《办法》中所说的外资战略投资者的角色，与QFII的角色不同。

《办法》的公布施行，是我国开放资本市场的一部分，是国内股票市场继QFII后引进外资又一重大举措。我国流通A股对外资一直是禁区，只有国内

存量的资金在参与交易，整个交易资金池规模不大，流动性也受到一定限制，更没有融入国际资本流动市场中。2005 年后，这种局面得到很大的改善，经 2005 年金融机构整改后，管理层陆续出台旨在扩大国内证券市场交易资金源的政策：仅 2005 年 9 月、10 月就批下了 60 亿美元的 QFII 额度，占 2005 年全年额度的 60%；2006 年初拓宽了外资的投资范围，并不再以额度来限定规模，在原来旨在提高流通 A 股交易量为目的的 QFII 基础上做更进一步的规定。这次《办法》的公布施行，突出了“战略规模持有”，并重点倾斜于“已实行股改全流通上市公司”的两个特点，是在国内证券市场进行股权分置、实现全流通的背景下推出的，具有特殊意义。我们认为，QFII 和战略投资是国际资本进入中国资本市场的两条腿，两者的作用不仅是只为流通 A 股交易形成增量，更重要的是为国际资本进入中国资本市场打开了一扇门，并开始对国内上市公司进行驱赶，中国证券市场即将出现“洋狼”取代“土狼”的战国时代。

在国内上市公司中，外资介入的程度受到了种种的政策限制而参与度不高。国际资本参与上市公司的股本目前仍只有两种形式：外资法人股形式和持有流通 A 股。外资参与当前证券市场主要有投资外资法人股和 QFII 两种方式：外资法人股方式持有公司主要侧重于制造行业，并且多来源于日本、中国香港地区、马来西亚等周边有限地区；QFII 投资特点则侧重于金属、非金属类，显示了战略性持有和短期购买相结合的特点，资金来源多为国际资本巨头。我们或能从两者的投资特点中总结出目前国际资本对中国资本市场的投资偏好，而这种偏好在国内证券市场遭遇国际资本的初级阶段，短时间内会迅速改变我们的投资习惯和投资思维；长远来看，在未来不久掀起的国际资本中国并购浪潮中，会彻底改变对证券 A 股市场的认识：A 股市场不再是一个简单的交易市场，而是一个国际资本争夺国内资源的并购市场。

（三）外资并购引发上市公司价值重估

外资作为特殊的行为主体，其对 A 股公司的并购将给市场带来深刻的影响。笔者认为最重要的影响是引发了 A 股价值的重估。

第一，将对自然资源类上市公司进行重新评估。在我国稀有金属、有色金属等资源类行业中，特别是我国矿产储备量占全球前列的一些重点龙头企业，已上市的公司为数不少，而某些资源储备更是未来新能源新技术所必需的原材料。另外，在这些资源类的加工企业中，也形成了地区性或者国际性的加工龙

头企业。出于国际资本对这些不可再生资源的垂涎，在面临大规模进入之前，不得不对资源类上市公司进行重新认识，不仅要看到它们的财务价值更要看到它们的并购价值。

第二，外资对行业龙头显示出浓厚的兴趣有助于A股市场对这类公司的投资价值进行重估。我国钢铁、能源、电力、有色金属加工、基础建设等规模较大的行业中，上市公司所占比例也不少，在证券市场数年熊市中，国内基金公司对周期性行业的抛弃造成了这些公司的价值严重低估，在《办法》施行后，这些周期性行业不仅具有投资价值，更具有了非常高的并购价值，毕竟这些公司在目前的证券市场价格下，总市值并不算大。有关统计数据已经显示，QFII对这些行业的公司有一定规模投资，在预计2006年QFII的规模比2005年成倍迅速扩大规模的前提下，QFII对这些行业的加大投资估计会形成证券市场的反周期行业投资热潮。G华新（600801.SH）是《办法》公布后第一家引进外资战略投资者的公司。Holchin B. V. 战略投资G华新明显呈现出不同于以往的两大特点。Holchin B. V. 作为华新水泥的战略投资者，最早是在1999年3月进入的。当时是通过定向增发7 700万股华新B股而成为公司第二大股东的，其发行价为每股0.2609美元，折算为人民币每股2.16元。后来，Holchin B. V. 又于2005年4月29日通过大宗交易的方式购买了华新水泥B股876.13万股，当日华新B股的收盘价为每股0.338美元。Holchin B. V. 因此共持有华新B股8 576.13万股，占华新水泥总股份的26.11%，仍为第二大股东。但这一次，Holchin B. V. 战略投资G华新，所增发的不是B股而是A股，是一种弃B股而就A股的行为。由于目前华新B股的价格要比A股的价格低1元人民币左右，因此，Holchin B. V. 战略投资G华新，属于一种弃低而就高的行为。之所以做出这种选择，一方面是A股市场已经为外资战略投资A股打开了政策之门，另一方面也与B股市场的改革有关。

Holchin B. V. 战略投资G华新的第二个特点是增发价格较高。面向境内战略投资者增发的新股价格，现行的规定为不低于公告日前20个交易日股价的80%。而在近期证监会发布的《上市公司证券发行管理办法》中，发行价格也只是不低于公告日前20个交易日股价的90%。但此次G华新向Holchin B. V. 的定向增发，其发行价格不仅没有在20个交易日的均价基础上打折，相反还向上溢价，发行价格规定为不低于本次公告日前20个交易日公司A股股票均价的

120%。这种增发价格在市价基础上的溢价定价方法，目前在A股市场可以说是前所未有的。它对以后其他上市公司的定向增发定价无疑具有积极的参考价值。

首先，它对于G华新的发展有利。一方面是通过这次增发，Holchin B. V.成了G华新的控股股东，这对改善G华新的公司治理结构很有好处，于公司的规范发展有利；另一方面是Holchin B. V.成为控股股东后，可以为G华新带来更多的先进技术与管理经验。并且，通过此次增发，G华新可募得近10亿元的资金，这对于公司下一步的发展显然十分有利。

其次，它对公司现有股东有利，对二级市场的股票投资有利。G华新的溢价增发，大大地提高了公司的每股净资产水平，提高了股票的投资价值，并刺激二级市场股价的走高。

因此，面对Holchin B. V.战略投资G华新之举，市场给予了充分肯定。2005年3月7日，在大盘大幅下跌近30点的情况下，G华新却逆市上涨5.43%，就是最好的证明。

最后，有利于引导市场寻找具有战略意义的并购对象。从商业行为角度出发，并购最主要的原因便是公司的价值被低估。笔者认为，在目前阶段，基于这种内在价值的并购更多地可能发生在跨国公司对中国企业的并购，因为跨国公司具有足够的资金势力和对行业长期的跟踪，大多为所在行业的龙头企业，对行业的波动和内在价值有较为深刻的认识，同时在全球的其他国家多进行过类似的并购，经验丰富，因此在相关政策放开以后，相对较为容易进行对中国企业的战略并购。而中国的国有企业和民营企业一方面在资金实力方面较为有限，同时在大规模的并购方面以往涉及不多，目前尚在起步阶段，一般较为谨慎，因此进行大规模战略并购的可能性相对较小。

可能被战略并购的上市公司需要满足两个方面的要求：具有并购的可行性和具备并购的价值。因此从以上两方面着手，我们提出了选择可能进行并购的上市公司的七大标准：行业政策、股权性质、行业地位、行业整合价值、公司基本价值、外资接触程度，其中前两者主要是考察上市公司被并购的可行性，而后4个因素我们认为则是体现公司并购价值的主要因素。

（1）行业政策。国家限制性较低、对公司控股要求比例低的行业发生并购可能性较高。出于国家安全等因素的考虑，我国在引入外资的习惯政策中分为鼓励、限制、允许和禁止四类。对允许外资进入的行业中又有部分受到股权

比例的限制。因此，外资在并购我国企业时必须考虑行业政策因素，在一些国家对控股比例要求较高或者禁止外资进入的行业，如部分关系国计民生的战略性领域或涉及保密的领域，政府要求国有的控股地位（涉及国家安全行业，提供重要公共产品和服务的行业，国有最低持股比例不少于60%；重要的资源以及支柱和高新技术产业的骨干企业不低于51%），因此在这些领域发生并购的可能性较低。相反，在一些市场竞争充分的领域，如一般的工业品制造业和消费品制造业，基本上均是国有资产考虑逐步退出的领域，因此对外资并购几乎无限制，甚至在一定程度上还加以鼓励，因此在这样的行业外资并购发生可能性要相对较多。如近期发生并购的华新水泥、徐工机械等公司均属于市场竞争激烈、无自然垄断特点的建材、机械行业。

（2）股权性质。主要是考察上市公司第一大控股股东的股权性质。目前这些第一大股东的股权性质根据最终上溯实际控制人，基本上可以归为国有和非国有两大类：而国有控股的上市公司又可分为中央控股的国有企业（央企）、地方控股的国有企业（地方国企）。由于央企大多数是业内的大型公司，其中不少是具有垄断性资源的行业领袖型企业，而且它们目前的主要任务是尽快“做大做强”，成为业内前3名的公司，因此从整体来看，其下属的上市公司多会成为其资本运作的窗口，对外转让控制权的意向很小。因此，这些公司较难发生被并购的案例，相反可能会成为收购其他公司的载体。而非央企（包括地方国企及其他非国有企业）则相对规模较小，被并购的可行性较高。从近期发生的较有市场影响的并购案例中可以发现都是发生在地方国企控股的上市公司。虽然由于涉及外资重大资产并购，最终的审批仍然需要得到国家国资委和商务部的批准，但在前期的沟通和达成协议的难度明显较低。

（3）行业地位。公司在其所在行业或子行业中地位较高，优势明显，则其作为并购目标的价值也较高。一般而言，在行业中排名前5名或前10名的公司具有较高的并购价值。这一判断对于国内企业间的并购或许不具有普适性，但在外资并购中却屡试不爽。尽管行业中的小公司通常更容易成为并购的对象，但外资并购中的“龙头公司效应”自有其合理之处：首先，作为并购主体的外资战略投资者或私人权益投资者（Private Equity）实力雄厚，其可调用的资金对于并购A股市场多数行业的优势企业不存在障碍；其次，对于战略投资者，其并购动因在于通过并购实现战略扩张。在并购一个优势企业和并购多个弱势企

业两个选项中，前者的扩张效率更高。通过并购A股市场的优势企业，战略投资者成功进入新的市场或行业，并迅速占据市场优势地位。当然，对于私人权益投资者，其对于中国市场的理解并不深入，在当前上市公司良莠不齐的情况下，收购价值低估的优势龙头企业，其风险要低于并购行业中的一般公司。

“龙头公司效应”也是一把“双刃剑”。对于行业地位重要、进入壁垒较高、具有很大市值或全球竞争优势的行业来说，现有企业的优势地位在提升公司并购价值的同时也增大了外资并购的难度，如钢铁、石化等行业。因此，在钢铁、石化等行业，行业排在5～15名的处于第二梯队的公司可能更加具有可行性。

资源性行业可能是行业整合效应的一个例外。资源的稀缺性决定了资源类行业在经济中的地位的重要性，无论规模大小，资源类公司都有其内在价值。对于希望获取资源优势的并购者来说，资源类公司无论大小并不非常重要，至少要弱于其他的制造业，而其整合的效应相对较不重要。

（4）行业整合价值。外资在实施并购特别是取得控股权后，通常会进一步整合其并购目标与在华企业，发挥其在管理、渠道、产能等方面的协同效应，提升公司整体价值，因此整合效应是并购首先价值增长的重要考虑因素。从世界上制造业行业发展的趋势分析，一般行业最后仅会有3～5家大型企业能够生存和得到长期发展，因此目前中国各行业普遍存在的低集中度为这些跨国企业整合中国的制造业提供了良好的契机。

在衡量行业整合价值时主要考虑的指标是行业集中度。我们认为，若目前行业（或子行业）中CR5小于30%或CR10小于50%，则行业集中度较低，并购后具有较大的整合空间。当然，具体的数值视不同的行业可能略有差异。

（5）公司的基本价值。通过对公司过往期间财务数据的分析，可以对公司的基本投资价值有一定的判断，并成为并购时可以加以参考的价值基础。由于这些数据可以通过对其进行账面价值考量，在此称之为基本价值。由于不同行业在判断其基本价值时的指标不同，需要针对其不同类别的行业提出不同的公司基本价值分析指标。

（6）外资接触程度。对大多数的外资特别是操作较为规范的大型跨国公司，跨国的并购是其重要的战略步骤，因此必然会进行较为周密的前期调研和广泛的接触，同时，那些已经和外资有长期成功合作历史的公司，也较易被外

资所青睐，如 Holchin B. V. 从 1999 年开始便通过定向增发 B 股的方式参股华新水泥，直到合作了 6 年后才又继续增持。

三、管理层收购对上市公司治理结构的改善及其规范途径

管理层收购（MBO）是指上市公司内部的高级管理人员（包括董事、经理等）作为收购人，通过购买公司股份改变公司所有者结构，进而取得公司控制权的行为。

在 20 世纪 60 年代，美国公司代理人问题十分突出，导致这一问题的关键在于委托人（所有者）与代理人（经营管理者）的利益不一致，而 MBO 则通过股权安排使管理者成为股东，并重建委托—代理关系，使公司所有者和经营者的身份合一，使管理者的个人利益与公司股东利益相一致，降低代理成本，提高公司价值。MBO 在 20 世纪 80 年代的并购浪潮中兴起，并在英国 80 年代主动退市过程中发挥了重要作用。MBO 在一定程度上活跃了资本市场，使部分经营困难的公司出现了转机。但由于 MBO 往往采取举债式杠杆收购（LBO），导致公司负债比例上升，财务状况恶化。总体上看，MBO 的长期绩效并不明显，随着支持杠杆收购的垃圾债券不受市场青睐，20 世纪 90 年代中期以后，MBO 已逐渐减少。

（一）我国上市公司管理层收购的实践及发展趋势

我国 1 300 多家 A 股公司，有 900 多家涉及国有资产。从公开披露的信息来看，截止到 2003 年 4 月 30 日，有 18 家上市公司实施了管理层收购。表 3－9 列举了实施管理层收购公司的基本情况，实施管理层收购后上市公司的业绩获得增长。综合上市公司近年来公开披露的信息，可以看出：

第一，管理层收购并未促进上市公司的业绩增长，无论是 2000 年实施还是 2002 年实施管理层收购的公司，自 MBO 当年开始，业绩总体呈现下滑的趋势，这说明 MBO 并不能完全主导上市公司管理和生产经营状况。这些公司在总结业绩下滑原因时，一般归结为行业不景气及市场原因。

第二，18 家 MBO 公司在股利分配政策上大部分以现金分红为主，不过分红比例普遍不高。但也存在部分“恶意分配”嫌疑的公司，例如 2001 年宇通客车实施了 10 股派 6 元的分红方案，曾引发市场质疑，被认为是管理层拿上市公司的钱完成 MBO。

第三，公司关联交易金额有增长趋势。以粤美的为例，该公司关联采购和关联销售的金额和比例在实施了 MBO 后的第二年均呈现出增长。

A 股公司管理层收购与国外相比，还呈现出一些耐人寻味的特点：

第一，实施管理层收购的动机不同。国外主要是在分拆业务、反收购、挽救公司财务危机等动机下实施的，目的是通过激励内部人的积极性，降低代理成本，改善公司经营情况。而 A 股公司实施管理层收购的目的多是为了明晰产权、激励管理层，也有些国有控股的上市公司面临地方政府和财政部关于国有股逐步变现的压力，采取了管理层收购以防范二级市场的收购。

第二，在国外，收购完成后，居于控股地位的往往是提供了大量权益投资的股权投资机构，管理层只负责商业计划的制订和完成后的经营活动。而国内由于相关环境限制，投资机构尚未成熟，公司管理层在 MBO 中居于主导地位，并在被收购公司中谋求控股地位。在收购资金来源上，国内与国外的区别更加明显，由于缺乏足够的融资渠道，A 股公司管理层收购的资金来源信息往往披露不充分。

第三，收购的标的和结果不同。在国外，管理层往往收购上市公司的全部流通股，以达到上市公司退市目标；而国内，由于上市公司存在流通股与非流通股的区别，上市公司的“壳”本身也是一种资源，管理层收购更加看重非流通股，目的在于以更低的成本获得公司控制权。

第四，与国外管理层收购的市场行为相比，国内政府部门在管理层收购中扮演着特殊角色。行政性安排在管理层收购过程中起到了决定性作用。政府既是管理层收购方案的主导推动者，也是交易规则的制定者，还是国有股权的出让方。政府在制订方案时，除价格外，就业、税收、地方形象等也是政府要考虑的因素。

2002 年证监会发布《上市公司收购管理办法》及其配套文件，这些文件以信息披露为核心，对股份控制人和一致行动人做出了明确的规定，将各种形式的 MBO 纳入规范的范畴，要求管理层就收购的目的、方式、资金来源、后续计划等进行详细披露；同时独立董事聘请独立财务顾问，就管理层收购的定价公平合理性、资金来源、对上市公司的影响发表独立意见，增加了 MBO 的透明度。此后，上市公司大规模的管理层收购转为间接、曲线收购。

2005 年 4 月，财政部、国资委联合发布《企业国有产权向管理层转让暂

行规定》（以下简称《暂行规定》），明确国有资产监督管理机构已经建立或政府已经明确国有资产保值增值的行为主体和责任主体的地区，可以探索中小型国有及国有控股企业的国有产权向管理层转让，但国家法律、行政法规和规章制度另有规定的除外。同时规定，大型国有及国有控股企业的国有产权不向管理层转让，大型国有及国有控股企业所属从事该大型企业主营业务的重要全资或控股企业的国有产权也不向管理层转让。考虑到企业国有产权向管理层转让不是普通意义上的向一般社会法人和自然人转让，而是向企业“内部人”这类特殊的受让主体转让，为保证企业国有产权转让的公开、公平、公正，《暂行规定》规定，在企业国有产权向管理层转让中，国有产权转让方案的制订以及与此相关的清产核资、财务审计、资产评估、底价确定、中介机构委托等重大事项应由有管理职权的国有产权持有单位依照国家有关规定统一组织进行，管理层不得参与。

另外，企业国有产权向管理层转让必须进入经国有资产监督管理机构选择的产权交易机构公开进行，在公开国有产权转让信息时对管理层参与购买企业国有产权的相关信息予以明确披露，并特别明确产权转让公告中的受让条件不得含有为管理层设定的排他性条款，以及其他有利于管理层的类似安排。

对于企业管理层参与受让企业国有产权后的身份问题，《暂行规定》规定，参与受让企业国有产权的企业管理层不得作为改制后企业的国有股东代表。

《暂行规定》的适用范围是企业国有产权转让行为。金融类企业国有产权转让和上市公司的国有股权转让，按照国家有关规定执行。《暂行规定》还明确指出，管理层不得采取信托或委托方式间接受让企业国有产权。管理层存在以下五种情况的，不得受让标的企业国有产权：一是经审计认定对企业经营业绩下降负有直接责任的；二是故意转移、隐匿资产，或者在转让中通过关联交易影响标的企业净资产的；三是向中介机构提供虚假资料导致审计、评估结果失真，或者与有关方面串通，压低资产评估结果以及国有产权转让价格的；四是违反有关规定，参与国有产权转让方案的制订以及与此相关的清产核资、财务审计、资产评估、底价确定、中介机构委托等重大事项的；五是无法提供受让资金相关来源证明的。

上述政策对管理层收购的发展与创新产生了深远影响。2005 年以后，在 A 股公司股权分置改革过程中，管理层收购出现向管理层股票、股权激励方向

演绎的新动向。一些公司在股改方案中明确提出通过建立激励与约束机制，如股票奖励、员工（管理层）持股计划、股票增值权、股票期权等激励方式，促进上市公司股权多元化制衡格局的形成，有利于促进管理层与中小股东的利益一致，使管理层业绩与公司业绩长期挂钩，克服了传统体制下的管理层短期行为问题，有利于上市公司的长期可持续发展。

（二）我国上市公司管理层收购的主要手段

上市公司管理层收购的手段经历了由公开到间接、隐蔽过渡的阶段。主要原因来自管理层作为收购方与审批、监管机构之间越来越明显的博弈关系。

概括起来，我国上市公司管理层收购的模式与手段有以下几类：

1. 管理层个人直接持股

由于《证券法》取消了对自然人持股的比例限制，一些高新技术类上市公司出现了管理层个人作为发起人直接持股或在二级市场买入上市公司流通股的情况。例如隆平高科、精伦电子和士兰微等公司，这类由管理层个人直接持股的上市公司主要集中在中小城市企业板上市的公司，并且，管理层个人一般作为企业的创始人，以自然人发起设立股份公司并上市。图 3－6 对管理层个人持股收购上市公司的机理进行了总结。

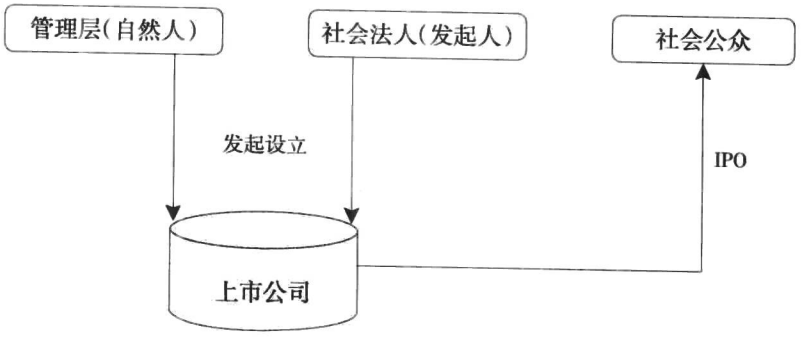


图 3－6　管理层自然人作为发起人收购上市公司

2. 管理层设立公司持股

通常的做法是参与上市公司收购的管理层以自有资金或借款组建投资型有限责任公司，并以该公司为收购主体完成收购。管理层设立收购公司的好处在于便于融资和资本运作，股权相对集中，便于一致行动，也可以规避管理层收

购前后的个人所得税问题。管理层设立收购公司对上市公司进行收购的机理见图3-7。

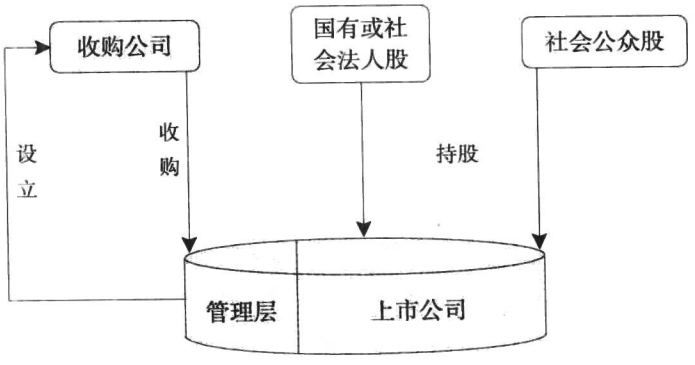


图3-7 管理层设立收购公司直接收购上市公司

3. 管理层收购上市公司的控股公司（间接收购）

越来越多的上市公司管理层通过对上市公司的控股股东进行股份改制，收购上市公司控股股东，从而间接控制上市公司。此前，财政部要求此类交易须报财政部批准变更股份性质，但随着国有资产管理体制改革的发展，地方国有企业的改制只需地方国资委批准，而无须上报国家国资委批准，降低了操作难度。此外，上市公司的控股公司由于承担了上市公司改制时的各项费用和社会负担，往往其净资产低于上市公司。在以净资产为收购定价基准时，管理层采取此项操作可以以更低的价格获得更大的控制权。其运作机理见图3-8。

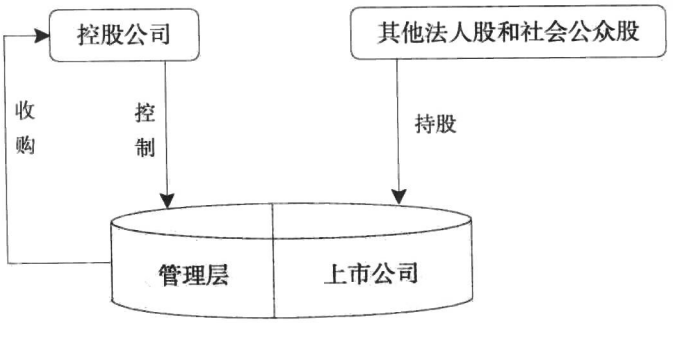


图3-8 管理层收购上市公司的控股公司的间接收购模式

4. 收购上市公司的子公司（间接收购）

部分上市公司高管直接或间接控制其下属子公司，该子公司通常是盈利能力或现金流量表现突出的资产，并构成上市公司主营业务的收入和盈利的重要组成部分。其运作机理见图 3－9。

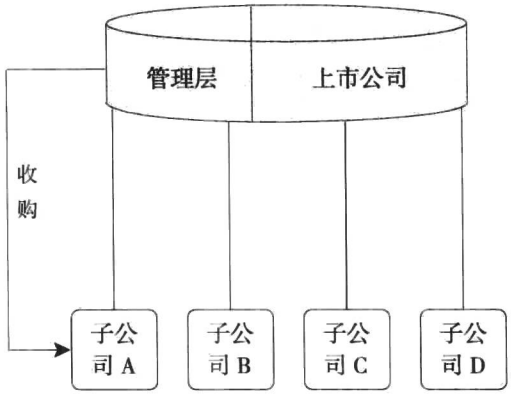


图 3－9　管理层收购上市公司的子公司的间接收购模式

5. 其他间接收购模式

此外，还有一些其他的管理层间接收购上市公司的模式。一种是通过信托机构实施管理层收购。由于信托机构依据《中华人民共和国信托法》（以下简称《信托法》）设立并从事投资业务，解决了收购主体、资金来源问题，并可以规避国有资产管理部门和证券监管部门对信息披露的要求，这是近年来上市公司管理层利用信托机构进行 MBO 案例增多的重要原因，相关情况见表 3－9。另一种是管理层通过与第三方达成默契（成文或不成文），由第三方出面收购上市公司或其控股公司（达到国有股权性质变更的目的），经过一段时间以后，再转让给管理层，以绕开国有资产管理部门对 MBO 的审批。

（三）我国管理层收购中存在的主要问题

管理层收购从一定程度上使上市公司的产权得到了明晰，解决了 A 股公司中普遍存在的所有者主体缺失和代理人激励机制的匮乏问题，有利于减少收购后的摩擦。但与此同时，我们也应该看到，在近 10 年来的 A 股公司管理层收购实践中，也反映出 MBO 过程中存在的一些需要深入讨论的问题。

表 3-9 信托机构介入上市公司管理层收购的情况

信托公司	上市公司	收购股权性质	转让比例（%）	转让价格（元）	转让股份（万股）	转让金额（万元）	状态
中原信托	宇通客车	法人股	8.73	6.73	1 194	8 034	过户
中泰信托	恒瑞制药	国有股	19.00	3.10	1 846	15 024	过户
	轻工机械	国有股	24.00	1.47	5 045	7 431	过户
	焦作鑫安	法人股	28.00		3 623		
	九发股份	国有法人股	12.39	3.33	3 110	10 342	过户
金信信托	长丰通信	国有股	23.20	1.64	9 600	15 744	过户
	伊利股份	国有股	14.30	10.00	2 803	28 029	过户
北京国投	宁城老窖	国有股	65.00		19 825		终止
深圳国投	延边公路	国有法人股	18.83	2.99	3 466	7 934	过户
重庆国投	四川金顶	控股子公司				1 197	过户
伊斯兰	人福科技	法人股信托				1 000	信托收益凭证
衡平信托	全兴股份	法人股信托				2 700	信托收益凭证

1. 因信息不对称引发的道德问题

在公司治理结构不健全、缺乏有效的约束与激励机制的情况下，要保证MBO实施过程中的公正性，必须解决受让人的范围、转让价格及如何防止管理层利用信息不对称逼迫大股东转让股权的问题。

确定受让人的范围是实施MBO首先面对的问题，特别是在由原国有企业改制的上市公司中实施MBO，这一问题尤其敏感。如果方案不周全，没有照顾到各方的利益而仓促实施，就有可能影响上市公司整体经营的稳定性，难以体现出MBO的优势。

MBO定价的公允性关系到是否存在国有资产流失的问题，如果不能很好地解决这一问题，MBO有可能成为管理层合法侵吞国有资产和公司权益的盾牌。由于目前国内缺乏自由交易的产权市场，缺少价格发现机制，相关中介机构的公信程度还没有达到西方成熟市场的水平。管理层不仅可以利用信息不对称来操纵公司的财务报表，通过调剂或隐瞒利润的方法来扩大账面亏损，以达到压低收购价格，迫使地方政府低价转让股权，而且还有可能利用上市公司的

资产来支付收购款，使 MBO 成为掏空或挤占上市公司资产的新手段，从而使上市公司和中小城市股东的利益受到损害。

2. 管理层收购缺乏合法的资金来源，存在违规操作或打擦边球的问题

MBO 收购的标的价值通常会远远高于管理层自身的支付能力，巨大的资金缺口主要是通过外部融资来解决。目前管理层收购所需要的资金一般通过以下方式来获得：个人及家庭积蓄、向朋友借款；管理技术要素及经营绩效的量化；政府财政资金转借；以股权作抵押向银行借款等。以上几种方式中，仅前两项是合法的，其他方式均存在缺乏法律依据或与现行法律法规不符的问题。

为支付 MBO 所需的大笔资金，管理层还可能存在不顾公司长远发展的倾向，通过高比例派现甚至隐蔽型关联交易来偿还收购借款。同时，不排除为 MBO 垫付收购资金的“影子股东”，他们在幕后操纵上市公司，使公司控制权和治理结构变得更加复杂，这都可能对上市公司及中小股东造成不利影响。

3. 管理层收购不能解决“一股独大”、内部人控制问题

上市公司运作不规范主要表现在缺乏必要的监督约束机制，内部人控制问题严重，导致大股东利用关联交易侵害上市公司利益。其主要原因在于上市公司内部“一股独大”，缺乏对控股股东及其委派的高级管理人员的监督。

而 MBO 追求的是所有权和经营权在某种程度上的集中，以便能有效地减少代理成本。但当公司的控制权与经营权完全合一时，公司外部和内部对经营者行为的监督约束都缺乏，可能形成“管理层独大”和管理层作为内部人完全控制公司的局面。因此，推行管理层收购要防止形成新的内部人控制合法化。

第四章　行业重组为导向的并购：本土化研究（1）

从资产重组的范围看，可以分为宏观重组、中观重组和微观重组。宏观层次上的重组是全社会范围内进行的宏观重组，中共中央十五届三中全会提出的对国有企业实施战略性改组，就是要对整个国有存量资产进行重组，使之能够流动起来，从而优化国有资本结构，优化社会经济结构；中观层次上的资产重组，是行业重组或一个地区内部的资产重组，比如中国民航业、电力行业、电信行业、汽车工业等重组就是行业重组，而像深圳、上海等地区开展的资产重组就是地区性重组；微观层次上的重组就是企业内部和企业之间的资产重组，它既是宏观和中观层次重组的基础，又要服从于宏观和中观层次的重组。

近年来，国内外兼并浪潮中的一个显著特点是，兼并行为的发生往往集中在几个特定的行业内。20 世纪 90 年代前，我国的资本市场中上市公司的资产重组行为，无论是绝对数量还是相对数量也都明显集中在几个行业之内。那么，是什么因素促使有的行业成为并购频发行业，而有的行业的上市公司却极少发生并购呢？Mitchell Mark L. 和 J. Harold Mulherin（1996）研究了 1982～1989 年接管和重组活动的行业方式，发现在 51 个样本行业中，各行业发生并购活动的比率以及活动时机选择有显著的不同。大部分的并购活动发生在相对少数的几个行业之中。其中，行业管制的取消、1973 年和 1979 年的石油危机、行业内外国公司的竞争压力（用进口渗透比率来衡量）、行业的创新能力是导致行业内接管和重组活动频发的主要因素。Richard Schoenberg 和 Richard Reeves（1999）针对 1991～1995 年英国的资本市场中的并购频繁发生在某几个行业内的现象进行研究，从而发现：政府对于某一行业的放松管制、行业的成长性和行业集中度是导致行业内频繁发生并购的主要原因。

随着企业并购的浪潮向纵深发展，它已经成为关系到产业结构调整、整个国民经济结构乃至全球经济格局的重要因素。以日本为例，日本的产业政策历

来有促进企业兼并、提高市场集中度的传统。20 世纪 50 年代，日本政府颁布的《产业振兴法》的核心部分，就是推动产业内企业间的合并与兼并，促进规模经济的利用。进入 90 年代，随着经济持续萧条和来自国外竞争压力的增大，日本政府进一步放松对电子、信息通信、金融业企业的合并与兼并的管制，鼓励企业重组，从而加强了这些行业寡头垄断企业的地位。在我国，随着国有企业改革的深入，股票市场在推动企业转制、促进资产重组、改善资源配置等方面的重要作用会愈加突出。

实现产业结构升级、增强工业竞争力是实现有效经济增长的重要形式。长期以来，我国产业结构处于失衡状态，大量的存量资源利用效率低下。而产业结构的动态演进是通过产业之间、企业之间的兴衰，导致资源的配置在各企业之间发生变化，从而使生产率较高的企业和行业在资源配置中的比重上升。而资本市场是资源配置的一个重要场所。20 世纪 90 年代末，我国资本市场中上市公司重组愈加频繁。上市公司的重组事件 1997 年发生 405 起，1998 年有 657 起，1999 年升至 1 110 起。20 世纪 90 年代也同时是我国产业结构调整的一个重要阶段。作为资本再配置的重要途径之一，兼并收购是否使金融市场中资本的流动（流量和流向）做出了相应的调整，从而提高了金融市场的资本配置效率呢？

韩立岩、蔡红艳[①]（2002）以我国 39 个工业行业间的资本流动为研究对象，发现与发达国家甚至是许多发展中国家相比，我国的资本配置效率的整体水平很低，并且在 90 年代末出现进一步恶化的迹象。蔡红艳、韩立岩（2002）对国内上市公司资产重组进行了行业分析，发现：

（1）与发达国家甚至是许多发展中国家相比，我国的资本配置效率的整体水平很低，并且在 20 世纪 90 年代末出现进一步恶化的迹象；工业行业集中度和政府对于行业的非市场化扶持力度是导致行业成为资本市场中兼并频发行业的原因。并且，前者为主要原因。

（2）工业集中度与各行业利润两者显著正相关。这说明我国工业各行业集中度低、行业内市场无序竞争的加剧确实是导致我国工业各行业利润普遍偏

① 韩立岩、蔡红艳：《我国资本配置效率及其与金融市场关系评价研究》，载《管理世界》，2002（1）。

低的重要因素。

（3）我国资本市场中行业资产的重组对于不同行业的产业结构调整有着不同的作用。有鉴于我国目前工业各行业的集中度普遍偏低，资本市场中的上市公司资产重组是否能够成为提高我国的行业集中度、增强行业竞争力、降低行业内的无序竞争的有效手段，这将因不同行业的不同情况而定。

究其根源，笔者认为这主要与20世纪90年代我国资本市场中资产重组的特殊背景相关。首先，我国工业各行业集中度过低，国内产业链条过于分散，很多行业内没有主导性企业。这样，实质性行业资产重组难度较大。在大量中小上市公司已形成的割据共存的局面中，迫切需要它们当中的领先者对同行业的其他上市公司进行产业整合。其次，就20世纪90年代中国经济发展的背景来看，在亚洲金融危机、国内宏观经济调控环境下，行业发展呈现出过热—收缩—再过热的非理性特点。上述特点决定了90年代国内行业重组的模式只可能有两种：实质性重组和虚假重组。对于产业内资产的整合来说，实质性重组将利用证券市场的融资功能，使公司主业得到更好的发展，从而提高行业的竞争力。在90年代，我国上市公司掀起的重组浪潮中，许多上市公司进行资产重组，都不过是为了提高企业的净资产收益率，从而能够在股票市场上通过配股方式进行再“圈钱”或避免ST、PT及退市命运。

2002年以后，国内行业重组的情况发生了显著变化：一方面，通过近几年国内经济的高速发展，不少行业处于持续景气状态，产业的集中度由分散趋向饱和，部分公司具备了整合国内某一行业的实力；另一方面，外资的不断进入使技术换市场的模式得到迅速地推广，产权、股权交易市场逐渐形成并不断完善，相关并购的政策不断规范。2002年以后，国内行业重组发生的明显变化是出现了大型企业主导的行业重组的局面，并且这种主导是主动性而不是被动性的；出现了以公司并购为主的行业重组模式，代替了90年代单纯的资产重组模式，行业整合、重组的规模与层次均迈上了新的台阶。

第一节 垄断型公司产业链的伸缩

国内公司化改造过程的一个突出特点，是为市场留下了一些行业/公司合而为一的实体，这些实体从组织结构上看，就是一个公司，甚至只是一个独资

公司，但从规模和功能上看，则又是一个整体行业。这类垄断型公司的并购，在过去表现出的最大特征，就是它们往往以并购为契机实现产业链的伸缩：在宏观经济走强时延伸产业链，而在宏观经济走弱时收缩产业链。

企业战略专家波特教授明确指出：一个企业的成功取决于企业所处的产业的吸引力和企业在该产业中的地位，两者缺一不可。因此，上市公司的成长性与产业成长性密不可分。正如波特所说的，一个具有优越竞争地位的企业，可能会由于栖身于一个前景暗淡的产业，从而获利甚微，而且即便努力改善地位也无济于事。对上市公司而言，产业吸引力显得尤为重要。因为，上市公司与非上市公司相比，不仅要有较强的盈利能力而且更要有产业吸引力，即所处产业要具有良好的未来想象力和成长性。在毫无吸引力的产业中争夺市场占有率，胜者也可能无利可图，而且市场争夺战本身却可能会进一步破坏产业结构或削弱胜者的盈利能力，如家用电器制造业类上市公司的龙头企业的产业市场占有率不断提高，但企业业绩却持续滑坡，产业利润率持续下降。传统产业虽然失去了产业吸引力，但上市公司由于受到各种因素的制约不可能完全退出原来的产业领域，即使允许退出也存在以下几个方面的问题：

第一，企业进入另一个已经结构化的产业，而这个产业的游戏规则是由该产业的领先者所决定的，后来者只能服从这个规则，参与别人设定的游戏。因此，企业很难摆脱被动追随领先者的困境，竞争优势的谋取相当困难。

第二，企业进入另一个已经结构化的产业，首先遇到的是进入壁垒，如规模经济、转换成本、学习效应、产业内企业的恶性报复等，这在很大程度上增加了企业的进入成本和失败的风险。

第三，退出原有产业也存在退出壁垒。由于存在资产专用性、沉淀成本、信息壁垒、管理和情感壁垒、政府和社会壁垒等，制约了企业的产业转型。退出和进入壁垒都有可能使在理论上可行的战略方案变得实际上不可行。自1997年以来，我国证券市场盛行资产重组和高科技概念，许多传统产业中的上市公司尤其是家电制造业上市公司纷纷进入电脑制造业、网络业、生物制药业等高科技产业，而真正成功者却寥寥无几，大多以失败而告终。但同时，大批传统产业尤其是衰退产业中的上市公司面对市场需求萎缩、利润下降的危机不及时进行产业创新和产业转型，则企业难以生存。

哈梅尔（1999）在对许多大公司研究的基础上得出结论认为，大公司兴

旺发达靠的是改变游戏规则，它们或是改变了本行业的竞争基础，或是创造了全新的行业，或是完全改造了现有的行业。哈梅尔和普拉哈拉德（1994）认为，一个公司若要创造未来，就必须同时能够“改造”整个产业；以创造未来产业或改变现有产业结构、以对自己有利为出发点来制订企业战略，是企业战略的最高层次。大量“长寿”企业的成长史表明，以创新未来产业或改变现有产业结构、以对自己有利为出发点来制订企业战略的产业创新战略，是企业持续成长的关键所在。这是传统产业中企业战略中的最高层次，是克服衰退陷阱的根本方法，而其他的诸如企业重组、流程再造、组织转型、一体化和多元化等战略是缺乏产业远见的策略性措施，无非是针对企业发展停滞、业绩下降、市场份额萎缩等积重难返的问题而提出的多种应付措施，是在原有的战略平台上企图对企业的经营效果进行改进。我国股市中大量资产重组的事实说明，非产业创新型重组的成功率极低，有的即便是在短期内大幅度改善了企业业绩，但过不了多久又会陷入困境，而实施了产业创新的企业大多获得了持续成长。面对急剧变化了的经济环境，产业创新对越来越多的上市公司来讲已经不是可有可无的选择了，而是其求生存、求发展的必然要求。尤其是对于为数不少的业绩持续滑坡、主业不断萎缩或长期亏损的上市公司而言，产业创新已到了刻不容缓的地步。

一、我国上市公司产业创新存在明显的误区

产业创新是一种投资大、风险高的投资活动，一旦失败则可能使公司遭受灭顶之灾。对上市公司而言，最大的风险莫过于巨额的投资产生不了预期的回报。这就要求上市公司在产业创新上慎之又慎。但我国上市公司在产业创新方面普遍存在以下几个误区：

误区一：把产业创新等同于高科技。由于股市崇尚高科技，很多上市公司产业创新中一味追求高科技，而且把高科技概念狭隘化和片面化。我国股市中一个独特的现象就是争先恐后地将上市公司的名称改为某某科技或某某高科，其中不乏名实不符者。高科技产业是一个相对的和动态的概念，不同的时代高科技产业的内涵不同；不同的国家和地区高科技产业的内涵和侧重点也不同。高科技产业具有强烈的时代含义这一点是不言而喻的，现在人们习以为常甚至早已淘汰的产品在它们刚出现时大多是高科技产业的制成品。目前国际上对高

科技产业尚无定论，分类标准也不尽一致，但均将微电子、光电子、电气设备、航空航天、武器制造、精细化工、新材料、生物工程等产业划为高科技产业。但我国上市公司往往只注重于电脑、网络、电子商务等高科技产业，而轻视了其他类型的高科技产业。由于上市公司对高科技产业概念上的片面理解导致了上市公司蜂拥投资于某一高科技产业，形成了高科技产业投资上的新一轮重复建设和无序竞争。如1997年我国股市流行家电制造类企业投资电脑业；1998年盛行上市公司投资生物制药业。结果导致这两个行业生产能力严重过剩、产品积压、利润率急剧下降。

误区二：产业创新热衷于非制造业化。制造业是工业经济时代的核心产业是不用怀疑的，但由于近几年来受到知识经济的冲击尤其是证券市场对网络经济的疯狂炒作，制造业被认为是夕阳产业，传统制造业类企业股票价格低迷不振。

上市公司为了迎合市场潮流，往往把非制造业化作为产业创新和产业转型的目标来追求，大批制造业企业放弃主营业务，巨额投资于网络业、金融证券业、房地产业，或者是投向非产业性的领域以期获取短期内的高额回报导致了我国上市公司投资中一个奇特现象：非制造业化倾向非常流行，上市公司对利润的追求从实业生产转到了非物质生产领域。从技术进步的历史来看，制造业一直是产业创新的主战场，制造业的不断分化、重组和升级是产业演进的主线。几乎所有的技术创新和技术革命都是通过制造业的发展来实现的，一项重大的技术革命可能带来制造业体系的重大变化，但不能取代制造业在经济中的基础地位。上市公司产业创新的非制造业化倾向的危害是不容轻视的。

误区三：产业创新一味追求多元化。目前，我国上市公司在产业创新上存在盲目多元化的趋势。主要表现是大批上市公司主业不突出，经营业务频繁变更。这与我国证券市场的不规范有关，如捆绑上市、资产重组中“拉郎配”、募股资金投资承诺随意改变等。往往是为了炒作的需要，证券市场上流行炒作什么板块，上市公司就追逐什么板块。如1999年上半年股市流行炒作有线电视网络业，大批上市公司就蜂拥投资有线电视网，后来流行电子商务业，不管什么行业的上市公司就都转向电子商务业。

专业化和多元化一直是企业产业选择上的两难抉择，在理论和实践上都没有定论。但实证研究表明，多元化应建立在专业化的基础上，即只有当企业的

主营业务具备了较强的核心能力和竞争优势后，多元化才有可能成功。否则，缺乏专业化的多元化必将成为无本之木、无源之水。我国上市公司大都是幼小型企业，专业化相当落后，产业核心能力尚未建立。在此条件下，盲目追逐市场热点，实施产业多元化，势必分散企业的资源，加大企业经营风险。

误区四：产业创新概念化。由于上市公司在产业创新上的短视性和投机性，往往把产业创新概念化、空洞化。如一些上市公司通过收购或投资于某一新兴产业的企业，则认为已经完成了产业创新。实际上，通过外部投资从事产业创新无非是给上市公司一个炒作的概念，并不会使企业真正实现产业创新和产业转型，对企业业绩的改善也无济于事，有的甚至成为企业的沉重包袱。如长安信息公司经历了多次产业转型，但企业最终还是主业不明，陷入了亏损困境。产业创新是一项复杂的系统工程，是企业成长途中的重大转折。成功的产业创新要求有技术创新、管理创新和营销创新等方面有力的支持。产业创新实质上是上述三项创新的系统集成，任何一项创新的不足或滞后都将影响产业创新的成功。缺乏系统支持的产业创新只是使企业有了一个新兴产业的空“壳”，而不可能成为新兴产业的真正的领先者。我国一些高科技上市公司往往打着高科技的大旗，并不具备从事高科技产业的创新能力，企业必然只能是“无主营业务、无业绩、无成长性”的“三无”公司，成为我国证券市场上的空“壳”资源。

二、可持续发展是上市公司产业创新的关键目标

上市公司产业创新的有效路径包括：

（一）产业竞争规则创新

对传统产业而言，设法从根本上改变其游戏规则，打破现有的竞争格局，从而在这个产业中走出领先者的阴影，成为产业新的领先者，是产业创新的常见的路径之一。尤其是信息技术的广泛使用，使很多中间环节被取消，改变了企业与企业以及企业与消费者之间的关系，使产业竞争规则创新更为容易了。如借助于电子商务使日益衰退的传统零售业的竞争规则得到根本的改观，零售业的竞争规则创新改变了产业的价值链，降低了产业的进入壁垒，企业的获利“引擎”也由传统商业中的产品销售模式（Selling－product Model）向解决问题商务模式（Solutions－based Business Model）转变，即零售业不仅是销售产

品，而更重要的是提供解决问题的方案及顾客需要的服务。美国戴尔计算机公司正是通过对计算机销售行业的竞争规则的创新才成为该行业的明星的。戴尔公司创立了直接进入最终用户市场的销售模式而成为产业竞争规则创新的典范。

（二）重划产业界限

产业从孕育、成长向成熟以至衰退的转变过程并非产业本身的缘故，产业本身并不会演变，而是急于改变现状的企业会挑战“既有的常规”、策划产业市场的界限，提升顾客对价格与性能的期望，创新产品服务概念的结果。企业通过对产业界限的调整，可以创新产品或服务，延长产业价值链，如传统制造业向服务业的延伸即属产业界限的重划。这种通过突破传统制造业边界向服务业延伸的产业创新战略使日益衰退的传统制造业获得新生。管制放松、全球化、重大科技突破以及信息技术在战略上的重要性已模糊了许多产业的界限：制造业与服务业逐渐难以区分，商业银行与投资银行趋于融合，出版商、广电业者、电信公司与电影制片厂都难再明显地区分。在产业分化和重组剧烈的时代，企业只有重新设定产业界限，才能认识和发现其竞争对手和合作伙伴，从而找出新的生存空间。产业界限重划要求企业以拥有的知识资本为纽带向相关产业或替代产业延伸，从而充分利用现有的资源使企业摆脱产业衰退的困境。

（三）产业延伸

产业延伸是指企业由所在产业向上下游产业延伸来改造、整合原有产业的过程。产业延伸能降低企业产业创新的成本，减少产业创新和产业转型的风险。因为企业向相关的上下游产业延伸既能较好地利用企业原有的物质资本，又能充分利用企业现有的无形资产和智力资本。产业延伸是制造业创新的有效方法。因为在传统经济中，制造业与服务业是泾渭分明的，对于大多数生产性企业而言，制成品是企业利润的源泉，而为制成品价值实现服务的其他环节则游离于企业战略之外，或是生产过程的附属物。而产业延伸有效地克服了上述弊端，企业不仅仅通过生产和销售产品本身来获取利润，还销售“教顾客怎样利用这些产品”的服务建立竞争优势，后者对于产品价值的实现越来越重要。对于衰退产业而言，后者的价值增加额甚至远远超过前者。因为，制造能力存在着较大的过剩，即制成品过剩，但为其制成品服务的售后服务、技术支持等的需求持续增长，其利润率也远远高于生产过程的利润率。如美国的衰退

产业火车机车制造业中，机车本身的价值只占整个产业收入的5%以下，而为机车服务的相关产业占整个产业价值的95%以上，后者大约是前者的21倍，拖拉机制造业中后者是前者的30倍。随着互联网的普遍应用，网络经济和实体经济相互融合，极大地促成了传统产业尤其是衰退产业向最终消费者的延伸。产业延伸降低了交易成本和减少了商品交易的中间层次。此外，产业延伸还能帮助企业建立多元化的经营机制，为衰退产业中的生产要素向新兴产业转移创造条件，如降低衰退产业的退出壁垒和化解新兴产业的进入壁垒。

（四）创造全新产业

企业通过技术创新或需求变化的前瞻式思考，依靠企业的核心能力，为顾客提供全新的产品或服务，从而创造一个全新的产业。历史上可以发现许多成功创造全新产业的例子，如福特公司的汽车生产流水线开创了现代汽车产业、杜邦公司发明尼龙奠定了现代的化纤产业、苹果公司的个人电脑开创了如火如荼的PC产业、沃尔玛的商业超市引发了全新的零售业、戴尔计算机公司的直销模式树立了电子商务的雏形等。在面向未来的竞争中，企业如能创造出一个全新的产业，那么它就能主导这个产业的发展走向，决定该产业的竞争规则，从而把握企业发展的命运。对衰退产业而言，创造全新产业不是依靠惊天动地的重大发明创造，而是体现在“细微之处有洞天”的创新理念之上，如美国《财富》杂志回眸商业百年评出的世纪产品当中的回形针、平装书、尼龙丝袜等产品即是如此，但它们却大大地改变了我们的生活，也创造了全新的产业。通用电气公司是全球公认的最具有产业创新的公司之一，它从大到建设核电站，小到生产电灯泡，几乎无所不做，它所从事的许多行业也不免属于衰退产业之列，如火车机车制造业等，但由于成功地实施产业创新战略，企业仍具有旺盛的生命力。创造全新产业包括产业链的全部环节，企业只要在其中一个环节有了创新，也就可能创造全新产业。

三、我国垄断型公司产业链伸缩的两种模式

垄断公司产业价值链伸缩有两种模式：垂直多元化和横向多元化。

垂直多元化又称为垂直一体化，是企业多元化发展战略的重要形式之一。它可分为三种类型：企业向上游延伸的后向一体化，向下游延伸的前向一体化，以及同时向上下游延伸的双向一体化。传统管理理论提倡垂直多元化发展

战略，其主要动机是：（1）控制的需要。企业为了加强对所需原材料、零部件的控制而向上游发展，为了加强对其产品分销渠道的控制而向下游发展。（2）节约交易成本。把企业原先通过市场进行的资源配置活动转化为企业内部的资源配置活动，以期实现对交易成本的节约。（3）增加规模。不但生产现有产品，还生产上游或下游产品，以达到扩大企业规模的目的。（4）争取范围经济效益。

垂直一体化虽然属于相关多元化，但也存在一些致命性的制约和弊端，如资产专用性问题（更多资金因专用被锁定而失去弹性），需要更多资源（资金）的投入（非中小企业所能及），过长的战线分散了管理者的精力和时间等。最严重的莫过于导致“大而全”的企业病，最终拖垮企业。

波特价值链理论认为，企业是增加值的创造者，而增加值的创造是由一系列环节完成的，许多企业沿着从最初的原料生产开始，经由中间产品生产、最终产品生产到产品流通经营的全过程，这就构成了一条产业价值链。企业垂直多元化决策就是力求在产业链上有更长的伸展。

核心竞争力理论与传统管理理论强调的全方位控制产业价值链不同，它突出强调的是：企业必须成为产业价值链的某一环节，尤其是关键环节上最优秀的生产厂家，这样企业就能把握竞争的主动权，确保自己在行业中的强者地位。因此，企业应该努力创造在产业价值链关键环节上的独特优势，把握这一环节生产经营的核心技术，从而获取这一关键环节中间产品的最大市场份额。“虚拟经营”核心竞争力战略正是由此而产生的。虚拟经营战略是指企业通过对核心竞争力的把握，集中于核心产品的制造，非核心业务则应用外包的方式生产。它是一种借用其他合格厂家的生产能力来完成企业经营和发展的战略。通过以核心竞争力为基础的虚拟经营方式构造出了一种全新、“无形”的产业组织形式——虚拟企业，奠定了企业在行业中的领导者地位。

横向多元化与上下游一体化发展不同，它是向其他非相关的事业领域延伸的另一种发展战略。企业横向多元化发展是传统管理观念的必然产物，也是企业发展的一种内在本能，其诱因可能是：企业所面临的环境不断出现各种商机，对企业产生强烈的诱惑；主业经营不顺，需寻求其他行业机会；追求发展规模；等等，致使20世纪80年代、90年代多元化经营战略流行成风，并成为不少企业主导性的发展战略。在企业的长期发展过程中，往往会发现不少企业

经营的产品线越来越长，经营的产品品种越来越多，经营的事业领域越来越宽。然而，许多研究与现实证明，企业横向多元化经营战略是风险性最大的一种发展战略。当企业迈进一个自己不熟悉的事业领域时，尤其是新事业领域要求企业所应具备的关键性能力与企业现有能力不相吻合时，企业就会失去自身优势，变得十分被动，难免招致失败。即使情况没有如此糟糕，企业也因此分散了管理层的时间与精力，摊薄了资源，弱化了主业，使企业根基动摇，最终可能导致全盘被动。

核心竞争力观念提倡企业经营业务归核化，它有两层含义：一是回归主业，二是回归以核心竞争力为“轴心”的同心多元化。20 世纪 90 年代国际上出现的企业回归主业的发展趋势是对七八十年代企业多元化热的一种反思和逆动。企业从伸展很开的多种事业领域里，纷纷向自己原有的或者认为有优势的领域收缩。回归主业者认为，强大的主业是企业生存的基础，强调要集中精力将主业做好做强。值得指出的是，回归核心能力化并不是简单地反对多元化，而是反对没有根基的多元化。同心多元化比无关多元化成功率高，这一点早为人们所共识。但这“圆心”是技术，是市场，还是别的什么，并没有定论。核心竞争力概念明确指出：企业成功同心多元化的“圆心”就是企业所具备的核心竞争力。凡是企业核心竞争力优势能得到较好发挥的事业领域，就是企业多元化战略有把握成功的新领域；凡是企业核心竞争力优势无所作为或不能很好发挥作用的地方，企业多元化战略往往要失败。因此，企业在考虑选择多元化战略的新事业领域时，必须准确判断该领域（行业）所要求的关键性能力是否能与企业核心竞争力相匹配。

第二节　以并购为手段的价值链伸缩

并购作为企业外部成长方式，其实质是一种产权转让或产权交易行为，由此引起企业所有权、控制权的转移。并购在世界上大约已有 100 年的历史，其间经历了五个发展阶段。特别是 20 世纪 90 年代以来，世界范围内的企业并购潮风起云涌，如火如荼，大有“产业全球化”之势。我国的企业并购活动虽然起步较晚，只有十几年时间，但发展势头迅猛，以资本为纽带，通过资本市场进行资产重组和扩张，由此形成了许多具有较强竞争力的大型企业，如中化

国际、海尔等。

纵观并购百年史，横看国内外一幕幕并购故事，并购活动给人的印象是：成功率不高，只有35%左右。据美国麦肯锡全球研究所在1997年上半年公布的报告：在过去10年中，通过弱肉强食方式并购企业后，80%的大公司未能收回投资成本。我国企业的并购活动中也有以福建九州和广西康达为典型的大量失败案例。由此看来，中外企业在进行并购时思路与逻辑上一定存在着某种程度的局限性。因此，我们有必要对并购活动加以重新认识，以核心能力为基础，以行业生命周期为支柱，树立一种全新的动态“树”型并购观。

一、企业并购的根基是核心能力

不同的学者对核心能力有不同的理解。依据企业盈利的本性、从战略管理的角度，企业的核心能力可以理解为：企业掌握的一种长期的、独有的、别人难以模仿和替代的盈利模式。这里盈利模式就是企业将资金、人才、技术、品牌等要素巧妙而有机地整合在一起并为企业创造价值的独有经营模式，是一个动态的有机系统。盈利模式包括以下几个要素：（1）全面性、长远性的大战略思维；（2）以利润点—线—面的有机结合和价值链的整合为基础的核心知识；（3）高超的资源整合与运作能力。企业的核心能力，或者说这种动态盈利模式是企业的商业秘密，只有深入分析、细致品味，你才可能认识它。如法国家乐福素以零售业闻名于世，但零售业只是融资手段（通过延迟付款），向房地产市场和资本市场大量投资才是其暴利来源。因此家乐福的盈利模式是零售——投资的经营框架。再如麦当劳，其商业——房地产的连环结构式盈利模式直到最近才广为人知。红极一时的新疆德隆的盈利模式可以理解为以资本运营开拓市场，以产业整合获取盈利。

企业并购必须以其核心能力为基础，以增强核心能力为目的。首先，并购必须反映或强化其全局性、长远性的大战略思维。如果缺乏这种战略思维，或者并购活动与这种战略思维背道而驰，并购活动就可能会选择错误的目标，并购只能是随波逐流、目光短浅或自大的表现，最终难逃核心产业虚化甚至整体失败的命运。如洛阳春都集团的并购案例。其次，并购应以良好的利润结构和价值链方面的构造、整合的核心知识为基础，并能对利润结构和价值链起到强化作用。运用核心知识，利润结构和价值链可以移植到目标企业开花结果。反

过来，并购的成功也可以对价值链和利润结构加以放大或提供新的支点（即新业务）或桥梁（如技术及管理能力）。如海尔在2001年6月19日兼并意大利冰箱厂是其利润结构与价值链的移植和放大；海尔1999年兼并控股工程塑料国家工程研究中心和广电局广播科学研究院是为了增强其技术创新能力。最后，高超的资源整合和运作能力是并购活动最终成功的关键。资源整合与运作能力是对人、财、物、技术、品牌、文化等资源进行有效配置和协调的能力，缺乏了这种能力，并购就难以取得理想效果。麦肯锡公司和Mercer管理咨询公司对大量失败案例进行研究，发现并购公司对目标公司资源的糟糕整合能力是并购失败的重要原因。即使世界上著名的跨国公司之间的并购，如德国戴姆勒—奔驰公司和美国克莱斯勒公司，也由于资源整合和运作能力的欠缺而传出散伙的消息。

二、企业并购与行业生命周期的关系

（一）行业生命周期的动态性

自斯蒂格勒在其论文《市场容量限制劳动分工》中首次提出行业生命周期假说以来，行业生命周期理论就引起了人们浓厚的兴趣。行业生命周期是一个动态概念，一些环境因素可以给某些行业带来机会或威胁，以致使行业生命周期发生非正常变化。首先，新技术的引进，对行业生命周期可能起到一种延续作用，也可能加速其衰竭。其次，市场区位不同，同一个行业所处的阶段也可能有差异，如钢铁行业，在中国可能被认为是比较成熟的行业，但在美国却被视做处于衰退期的行业。另外，政策方面的原因也会导致某些行业生命周期的异常变化，如柠檬酸行业，在欧美经济环境下，由于政府环保政策的出台，柠檬酸行业迅速走向衰亡，但在中国，由于政策的漠视与松懈，柠檬酸行业若被定义为处于成长期的行业也未尝不可。

（二）行业生命周期与核心能力

行业生命周期与企业核心能力之间是外在行业环境与内在企业能力的关系，两者相辅相成，相互制约与促进。企业所处的行业不同，在行业中所处的发展阶段不同，或在行业遇到的机会和威胁有所不同时，企业核心能力也会因此而受到各种不同的影响。如中国石化行业，面对中国加入世界贸易组织后的国际竞争压力，其原有垄断企业的市场势力将受到削弱，核心能力中的价值链

会受到冲击。而柠檬酸行业却可能由于加入世界贸易组织后的市场扩大而使价值链得以巩固。企业核心能力又会随着行业生命周期的运动和企业在行业间的抉择而经历着由培育、增强、衰弱到再培育、再增强的往复循环过程。反过来，核心能力对行业生命周期也具有特别重要的意义，垄断或寡头垄断企业核心能力方面的市场交易成本、市场势力、技术研究与开发能力乃至行业整合能力较强，利用其核心能力，这些企业可以从某种程度上加快或延缓行业生命周期的发展变化。

三、以并购为手段进行价值链的伸缩

有了以上的理解，行业生命周期作为一种比较有用的分析框架，在企业成长过程中就可以起到非常重要的作用。行业阶段不同，企业并购的基础和功能可能大不相同。企业成长过程，实质上是企业核心能力的培育和维护的过程。并购作为企业成长的外部方式之一，所起的作用就是：在行业生命周期的运动中和企业在不同行业之间的抉择中，培育、增强企业的核心能力。

在行业生命的幼稚期，如精显彩电行业，对在该阶段具有长远战略的企业而言，是核心能力的培育期。这时行业特征是市场狭小，生产规模不大，新产品、新行业需要时间、资金和管理资源来告诉消费者其特征和功能。通过企业之间的并购，可以缩短时间成本、增加资本资源和增强管理资源，以培育企业的核心能力。

在行业发展的成长期，行业特征是该行业发展速度大大高于整个经济的发展速度，技术进步迅猛且日趋成熟，市场需求明显的扩大，利润增长较快，进入者迅速增多，竞争风险非常大。对于有战略性思维的中型外贸企业而言，缩小时间成本，快速成长为垄断性大企业，加强市场势力，取得规模经济，降低交易成本，继续获得资本资源和管理资源，是进一步培育核心能力所必须解决的迫切问题，而并购是达到这些目的最迅捷的方式。

在行业的成熟期，如汽车、化工行业以及啤酒行业，行业的特征进一步发生了变化：行业发展速度放缓，市场容易趋于饱和与稳定；市场为少数大厂商所垄断且市场份额比例变化程度较小；行业利润水平很高，而风险较低；品牌、低价格、产品差别化是竞争的主要手段。这时企业核心能力在资源整合和运作方面得以增强，但是利润结构开始脆化、价值链某些环节如营销方面难以

取得进展。这时大企业通过横向并购和纵向并购，输出利润结构、输出或改造价值链系统，取得规模经济和降低交易成本，这样可以缓解利润结构的老化和整合价值链。如中海油于2002年1月8日以5.85亿美元跨国并购西班牙瑞普索公司在印度尼西亚的五大油田的部分权益。这一阶段，战略性大企业也可以通过输出资本资源和管理资源，并购处于幼稚期行业和成长期行业中的中小企业，进入新行业，获得新技术，发挥其资源整合和运作能力，为利润结构提供新的支点和桥梁。

在行业的衰退阶段，如炼油行业，厂商数目逐步减少，市场逐渐缩小，利润下降，老产业逐步萎缩并有可能淡出市场。具有大战略思维的大型外贸企业在资源整合与运作方面的能力可能进一步增强，但是其基于老行业基础上的利润结构和价值链可能进一步脆化，甚至趋于散架。总之，企业核心能力面临行业生命周期中的最大危险。战略性大企业最可能选择的出路是在行业成熟期并购的基础上，继续通过行业间的并购，运用高超的资源运作能力来构筑新的利润结构和价值链体系，以努力创造在新行业的规模经济，完成企业的行业转换战略。如中石化并购突尼西亚和阿拉伯湾的天然气资产就是为了规避炼油行业的风险而向油气田的勘探开发行业迈出的战略性步骤。同时，战略性大企业也可能通过行业内的并购实行行业或产业的整合战略，延迟行业生命的衰亡，加强市场垄断势力，掘取不断减少的利润源。

总之，企业在做出并购决策前必须对自身核心能力进行全面的分析，找出问题与不足，确定并购是为了弥补核心能力的某些方面的缺陷，加强已有的核心能力，抑或是在原有核心能力的基础上进行公司业务的扩展。同时还须准确地把握行业生命的命脉，谨慎地做出并购的决策，细致地进行并购后的整合。

第三节 经典案例分析

以下通过几个上市公司进行产业并购的典型案例，来说明它们是如何通过产业并购实现公司价值链伸缩，并获得市场的资源垄断价值的。

一、首创股份通过横向收购延伸水务产业链

首创股份的控股股东首创集团是隶属于北京市政府的大型集团公司，拥有

各类全资、控股、参股和上市公司等企业共计172家，2002年末集团资产总额达人民币312亿元，为北京市第一大企业集团。2004年，集团提出了明确的战略发展规划，首创集团境外上市的股权结构初步设计为，集团自身拿出100亿股，吸引境外资本筹集100亿股，总计200亿股，再到境外上市募集40亿美元。首创集团计划用1年半的时间，完成对6～8家战略及财务投资者的引进，这些投资者包括产业合作伙伴和投资基金。而最终完成上市用2～3年的时间。如果引进了12亿美元的战略投资，再上市筹集40亿美元，首创集团将可控制上千亿元人民币资产。

集团公司2000年通过“借壳上市”将首创股份作为旗下融资和收购的旗舰。公司自2002年开始水务扩张战略，目前公司的水务运营已扩展至北京、深圳、江苏、浙江、山东、安徽和陕西7个省市，水务业务占公司总收入比重已经达到46.81%。参股控股公司的水处理总能力在670万吨，服务人口达1 200万人左右。

梳理公司所有水务资产，可以归为三个部类：

（1）京城水务。首创股份以高碑店污水处理厂一期和10亿元现金出资，与北京排水集团共同成立京城水务公司，首创股份占49%的股份。2006年，首创股份增持2%股权，实现了对京城水务的控股。

（2）通用首创水务公司。公司出资5.86亿元（占50%权益）与威立雅的子公司法国通用水务公司合资成立了北京通用水务公司。通用首创水务主要投资于深圳水务集团项目。

（3）北京、深圳以外国内其他地区的自来水和污水处理项目。

公司主营业务外的其他业务还包括：（1）收费公路业务。首创股份全资拥有京通快速路（连接北京通州区和市区的城市收费公路）。京通高速公路的回报以过路费收入和政府补贴构成。根据公司与北京市政府协议，公司在京通高速公路的收费经营权截至2027年，2017年以前，公司还享受政府提供的免税补贴。京通快速路的补贴计算公式为：补贴额=3.6亿元人民币－（上年通行费收入－0.8亿元人民币）×70%。在北苑环岛高架桥和京哈高速路北京段连接线工程完工后，2006年公司在京通高速路项目上的主营收入有望进一步提高。（2）新大都酒店业务。公司在剥离了其他非水务资产后，目前暂时还保留着新大都酒店业务。作为地处中关村科技园区的一家涉外四星级饭店，新

大都酒店的客房入住率基本稳定。2005 年新大都酒店实现销售收入 8 722 万元，同比增长了 7.17%。

从我国用水情况看，2004 年我国用水总量为 5 547 亿立方米。从历年供水量看，供水总量基本保持平稳，随着工业大规模节水的开展，工业用水下降明显，而生活用水呈现上涨态势。随着人口增长，城市化发展和经济发展，到 2030 年，国民经济需水量达到 7 100 亿立方米，其中全国城市用水总量将达到 1 320 亿立方米，复合增长率 4.3%，供水行业将保持稳定增长。资本作为拉动水业发展的核心动力，投融资能力已经成为城市水业竞争的核心能力。通过合资、收购、参控股方式掌握现有水务存量资产，进而增加增量，实现行业整合，企业做大做强，中国的水务行业才能走向成熟。投资不仅是开拓水业市场的决定性砝码，也是串联技术、工程、产品、运营产业链的有效手段。

我国水务市场化改革方向已经明确，水务市场正逐步开放，实行特许经营和加强政府监管的总体部署框架。国务院《推进水价改革促进节约用水保护水资源的通知》等文件出台后，将合理调整城市供水价格和污水处理费征收标准，确保企业的正常运行和合理盈利。我国城市水业正处于新的产业转型期，进入从“微亏”到“微利”的过渡期。随着国内水务市场的不断成熟，吸引了外资、国资、民资在内的多方投资主体的参与，竞争日益加剧。

行业竞争的重心将逐步由投资环节下移，各产业环节的协同成为趋势，整体成效成为产业链的核心竞争力，运营服务成为盈利的核心环节，行业专业化分工日趋明显。越来越多的专业服务企业正以极大的热情进入中国水业市场，以产业链为核心的新的产业格局即将形成。随着工业的发展和我国对环保的重视，城市污水处理市场将更具有发展潜力。与发达国家相比，我国无论是城市污水治理投资、污水处理率，还是人均拥有的污水处理厂的数量，都存在巨大的差距。我国城市污水处理率从 1995 年的 20% 达到 2003 年的 42%，复合增长率达 9.8%，预计到 2010 年新增高水平污水处理项目 750 座，所有城市的污水处理率将不低于 60%，未来仍将保持 9% 左右的复合增长率。

中国是世界上人均水资源最贫乏的国家之一，占全球 7% 的水资源却拥有占全球 21% 的人口，人均占有量是世界平均水平的 1/4。

在我国政府出资建设并经营水务的体制下，水没有真正被视为商品，供水价格与生产成本的背离，导致部分供水企业无法盈利甚至亏本经营，自身无力

进行更新改造和扩大再生产，并最终阻碍了我国水务产业的市场化。据行业协会统计，我国水务企业的亏损面逐年上升，至2005年底亏损面达到50%以上，全行业亏损总额达到60.6亿元。同时，水价过低也造成了用户不注意节约用水的现象，使得用水量远大于实际需求量，水浪费更加重了用水紧张。

过去3年，国内部分地区水价年均增长率达到了10%以上，水价进一步上涨遭遇一定阻力。2006年初，部分地区因出租车运费价格的调整而推迟了对当地水价的调整计划。但考虑到为了节约保护水资源、加快水务改革，水价提升仍在所难免。根据国家发展改革委制订的资源价格调整计划，水价上涨的步伐还将进一步加快，南水北调工程基本完成后的2007年，北方部分城市水价将上升到每吨7元。

目前，中国居民消费价格指数低于限制资源产品价格上调的“两条控制线”（即居民消费价格指数涨幅月环比超过1%或者同比累计连续3个月超过4%）。2006年第一季度我国居民消费物价总水平仅同比上涨1.2%，比上年同期回落1.6%，3月仅为0.8%的增幅，是2003年11月以来的最低水平。实际上，物价走势下降态势的出现很大程度上正是受益于政府对公用事业、资源品等价格上涨步伐的控制。但2006年以来，水、电、气、暖、石油等各项改革方案已摆上政府相关部门案头，目前物价走势的下降已经为公用事业价格上涨提供了良机。

当前，国内水价主要由水资源费、水利工程费及污水处理费组成，正在推进的水价改革包括扩大水资源费征收范围、合理调整水利工程价格和调整污水处理收费制度。水务产业是指原水、输水、净水、供水、售水、排水、污水治理，以及相关管网建设与维护、设备生产等一系列产业节点形成的产业价值链。基于水务产业价值链分析，在不同产业节点水务改革各有侧重。在原水与输水节点实行政府垄断经营的企业组织形式，由政府投资或政府绝对控股经营；在净水、污水处理两个节点实行少数主体垄断竞争的市场结构，实行政府相对控股或参股的产权结构；供水与污水处理管网需要实行独家经营的垄断市场结构，但可以通过特许经营权招标等方式实行国有民营或国有控股并进行有效的政府管制。

水务产业链与我国水价形成机制如图4－1所示。

从图4－1中可以看出，并非所有水务类上市公司都能从水价上升中直接受

益。对自来水供应商而言，其必须能够控制管网，才可以直接向终端用户供应自来水而无须通过其他管网运营商。这样，在自来水价格上调时，自来水供应商可以享受水价上涨带来的全部收益，而不必与其他中间商一同分配收益。此外，控制管网的自来水供应商在与地方政府进行水价谈判时还拥有了更大优势。

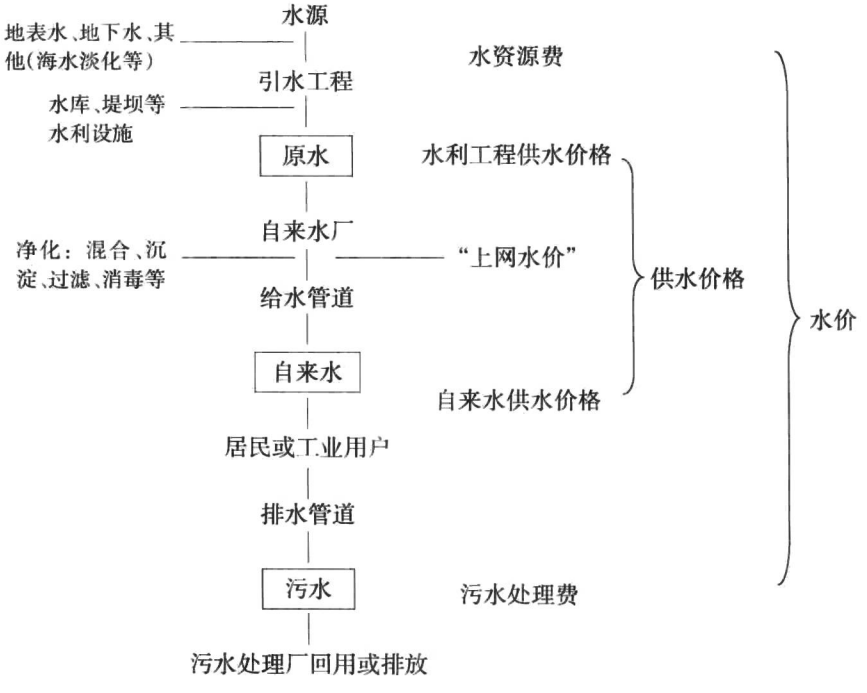


图 4－1 中国水务市场产业链与水价形成机制

2005 年以来，首创股份加大了资本运作的力度。公司逐渐从地产行业淡出，并将出售房地产资产的资金用于水务方面的横向扩张。

1. 公司在北京的水务投资

北京是首创股份最重要的水务市场。北京人均水资源占有量不到 300 立方米，是中国最缺水的城市之一。为鼓励节约用水，北京市政府在过去 14 年中已 9 次提高水价。在 2004 年 8 月的水价调整中，北京市的居民生活用水自来水价格被上调了 22%，居民生活用水污水处理费被上调了 50%。目前，北京市的自来水价格为每吨 2.8 元，对比 1991 年 8 月的每吨 0.12 元，14 年间水价

上涨了22.33倍。加上污水处理费用，北京居民每吨用水的实际支出为3.7元，价格居全国之首。

2005年下半年，北京当地政府一度考虑再次上调水价，因种种原因被搁置下来。根据国家统计局北京调查总队的统计，2005年北京城市居民收入消费稳步增长，人均可支配收入17 653元，比上年增长12.9%。该统计显示，自从水、电、煤调价以来，北京居民的节能意识进一步增强，2005年，城市居民人均自来水、电、燃料费支出527.7元，仅比上年增长0.1%，与2004年20.1%的增幅相比回落20个百分点，是5年来水、电、燃料支出增幅最低的一年。2005年，居民人均使用自来水27.5吨，比上年下降11.3%。有关权威机构预测，北京缺水约4亿立方米，2007年南水北调工程完工时，北京水价将升至每吨7元。

公司通过其持股51%的控股公司（北京京城水务有限公司），在该地区开展污水处理业务。京城水务是公司和北京市排水集团合资设立的公司。首创股份发行上市时投资约10亿元收购高碑店一期50万吨/日的污水处理厂，之后公司以该资产和10亿元现金出资（合计19.7亿元），与排水集团共同成立京城水务公司，首创股份占49%的股份。京城水务旗下的资产包括：高碑店一、二期污水处理厂（国内最大的污水处理厂，污水处理能力共100万吨/日）、酒仙桥污水处理厂（处理能力为20万吨/日）、清河（二期）污水处理厂（20万吨/日）、小红门污水处理厂（60万吨/日）、北小河污水处理厂（10万吨/日），目前京城水务污水处理能力为210万吨/日。

京城水务项目原来属于政府补贴收入模式，无法从北京当地调高污水处理费的利好中直接受益。过去几年，尽管北京污水处理费已有大幅上调，但首创股份从京城水务项目中每年实现的投资收益保持在1.2亿元水平，一直按6%取得投资收益回报。

公司在2006年第一季度报告中披露："报告期内，公司参股的北京京城水务有限公司与北京市水务局签署了《污水处理服务协议（2006年）》，明确了市场化的污水处理价格，改变了京城水务原有的补贴收入模式，本报告期京城水务的补贴收入转变为投资收益核算。"这一收入模式的变化，使得京城水务可以从提升成本控制力中受益。在北京，终端用户交纳的污水处理费全部纳入市政府设立的"污水处理基金"，由市政府在污水处理厂（负责污水处理）和

北京市排水集团（负责排污管道建设及其他基础设施建设）之间进行分配。

2. 公司在深圳的水务投资

深圳是中国七大严重缺水城市之一，人均水资源占有量仅为广东省平均水平的1/5，用水量的70%以上都要依靠外市供应。

公司通过子公司“通用首创”实现对深圳水务集团的投资。2003年，首创股份出资5.86亿元（占50%权益）与国际水务巨头法国威立雅环境公司合资成立了首创威水投资有限公司[①]。合资公司2003年底与深圳市政府签订了《深圳市水务（集团）有限公司合资合同》协议，首创威水（通用首创）依靠借款投资29.4亿元人民币于深圳市水务（集团）有限公司，拥有其40%股权。

深圳市水务集团兼有自来水处理业务和污水处理业务。自来水处理业务方面，深圳市水务集团共拥有5座自来水厂，日生产能力达167万立方米，供水管网长度近2 500公里。供水面积135平方公里，服务人口约300万人。年实际供水量约占深圳市总供水量的95%。污水处理业务方面，深圳市水务集团公司拥有4座污水处理厂、28座雨污泵站和1 800公里长的排水管道，日污水处理能力达108万立方米。

目前在首创股份所有的水务项目中只有深圳市水务集团项目是暂时亏损的项目。但与北京不同，由于排水管线为深圳市水务集团公司所拥有，提高后的污水处理费将全部支付给深圳市水务集团，政府不作任何提留。通用首创投资深圳水务项目的投资设想为：在项目运营初期，深圳水务公司获利状况不会好，最多是微利；但因为深圳自来水和污水价格上涨产生的收益将全部归水务集团公司所有，该项目投资收益具有前低后高的特征。

2005年年报中“通用首创”巨额亏损9 971万元的原因是其与国家开发银行2004年长期贷款合同导致的财务费用同比大增。2005年深圳市的污水处理价格已经由0.58元/吨上调至1.05元/吨，预计深圳自来水价格2006年将再次上调0.2元左右。由于价格的上调，估计2006年首创股份投资深圳污水项目亏损会缩减至3 500万元左右，2007年该项目将可能实现盈亏平衡。

---

① 后威立雅将股权转由其子公司“法国通用水务公司”持有，首创威水更名为“通用首创”。

3. 公司在国内其他地区加速扩张

目前公司在北京、深圳之外还投资了余姚水务（95.24%）、宝鸡水务（44%）、青岛水务（40%）、徐州水务（80%）、淮南水务（88%）、马鞍山水务（60%），2005 年已中标铜陵水务（70%）。公司在北京、深圳以外的水务项目多因为盈利能力暂时没有充分发挥，未来前景不够明朗，但从公司战略上看，通过横向收购兼并延伸公司在水务方面的价值链，是公司未来获得水务领域垄断收入的重要保障。

[案例点评]

首创股份战略转型的行业驱动因素是，政府为促进水务行业的发展，将原来水务处理政府补贴的固定收入模式转变为市场化定价的模式。首创股份的董事会和经营层显然抓住了中国水务体制市场化改革的重要契机，通过剥离非水务资产，在全国其他城市展开大规模横向收购的形式，控制了北京、深圳及若干个重要城市的水务市场份额。

从水务市场的价值链来看，原水和自来水生产处于价值链的上游环节，其价格多为政府定价，市场调节的空间不大，而污水处理在城市水价定价中占有相当的比重，并且，政府和企业出于环保考虑，在污水处理方面逐渐采取了市场化定价和收费的思路。可见，污水处理是未来中国水务价值链中处于下游的且收费灵活、具有较大利润上涨空间的环节。首创股份近年来专注于水务市场并在污水处理领域大规模横向收购，为其业绩获得稳定、高速增长奠定了坚实基础。该公司作为中国水务蓝筹股，其投资价值也开始逐渐为机构投资者认识，二级市场表现良好，为其在证券市场的进一步融资创造了条件。

二、宝钢集团整体上市

2004 年 8 月 12 日，宝钢股份（600019）董事会公布了通过的《关于宝钢股份申请增发新股议案》，宝钢增发议案是中央企业通过横向收购完成整体上市的首例，并且由于该议案付诸实施后，宝钢将成为 A 股市场最大股本规模的上市公司，因此该议案对市场影响巨大。

宝钢集团整体上市方案的要点包括：

（1）增发股份总数不超过50亿股。向宝钢集团定向增发不低于增发总量50%的股份，定向增发后形成的股份性质为国家股，暂不流通；向社会公众增发比例不超过总量的50%，其中部分按适当比例向原社会公众股东优先配售，按法律规定向部分战略投资者配售。对集团和社会公众的增发实行同股同价，定价方式为预路演确定价格区间，由公司和主承销商根据网上、网下累计投标询价结果，协商确定最终发行价。

（2）增发募集资金用于收购集团一钢的钢铁资产和业务、五钢和钢研所钢铁资产和业务、梅钢最多不超过92.3%的股权、宝新54%股权、宝钢国贸100%股权、马迹山港区资产、集团持海外子公司股权、宝钢化工100%股权、宝信软件57.22%股权和宝钢梅山公司房地产。

（3）收购对价为280.2亿元，以经过国资委评估备案后的目标资产净值为准，实际付款按评估基准日（2004年6月30日）至资产交割日的净资产变化情况进行调整。

（4）本次增发和收购方案相关政府部门的批准、豁免。

根据宝钢集团披露的“十一五”规划，宝钢计划在2010年使综合产能达到3 000万吨，并跻身于世界钢铁业综合实力前三名。为达成上述目标，宝钢股份和宝钢股份拟收购集团公司的目标资产在2004～2006年需要的资本开支达到530亿元之巨。目前美国股市的钢铁行业平均市盈率约为32倍，国内仅10倍左右，显然去境外融资比境内融资更能卖个好价钱。但宝钢集团可能有难言之隐：集团与股份公司存在的巨大关联交易和同业竞争很可能使董事会承诺以出售股权或回购形式消除上述情形，这和集团加强横向收购进军钢铁行业世界三强的目标背离。集团选择在国内A股市场整体上市将有利于未来在国内钢铁市场的横向并购。

方案通过对目标资产进行估值折扣对流通股股东进行补偿。对于流通股股东而言，在钢铁景气高峰融资收购巨额钢铁和钢铁辅业资产，会有两个结果：一是股本扩张稀释业绩；二是收购资产被高估而对股东造成侵害。宝钢股份通过增发拟收购的资产（见图4－2），多数是尚未达产的资产。方案对目标资产的估值折扣见表4－1，本方案的折让水平与近年来国内上市公司收购母公司相关资产折让水平相当（见表4－2）。我们看到，目标资产的市盈率折扣为46.5%，市净率折扣为50%，EV/EBITDA折扣为12%。这些折扣既体现了集

团公司对流通股股东的折让，也保证了宝钢收购完成后每股收益至少有16%的增厚（见图4－3、图4－4）。

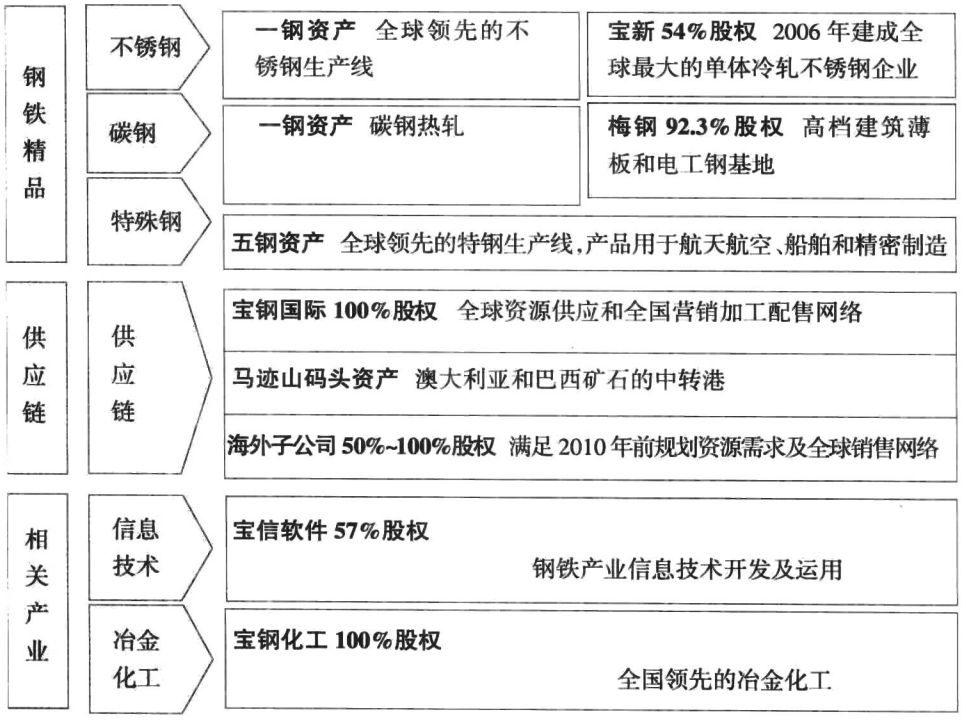


图4－2　宝钢股份通过增发拟收购的资产概况

表4－1　　宝钢集团收购方案目标资产与宝钢股份的估值比较

估值类别	宝钢股份（倍）	目标资产（倍）	折扣率（%）
市盈率	9.7	5.2	46.5
市净率	2.1	1.1	50.1
EV/EBITDA	4.8	4.2	12.2

说明：（a）收购对价基准设定为280亿元，不考虑对股价的后续利润和股息调整因素；（b）宝钢股份价格以2004年7月30日6.38元收盘价计算；（c）目标资产净利润和净资产剔除了属于其他股东的收益和权益；（d）目标资产EBITDA包含了目标公司其他股东的收益。

表 4-2　　近年来国内上市公司收购母公司的资产折让率比较

案　例	上市公司市盈率（倍）	目标资产市盈率（倍）	折让比率（%）
2004 年武钢股份收购集团资产案	21.25	5.05	76.21
2004 年中国联通收购案	22.48	17.19	25.53
2003 年中国石化收购茂名乙烯案	17.14	8.92	23.53
2001 年宝钢股份收购三期资产案	25.63	18.67	29.36
本次宝钢股份收购集团案	9.88	5.19	47.51

说明：（a）本表中宝钢股份收购集团资产的市盈率折让率和表 4-1 相比略有区别，原因是收盘价格基准有别；（b）所有股票价格均取董事会公告或董事会召开前一周的平均收盘价格，收益率取公告时研究机构的预测值计算。

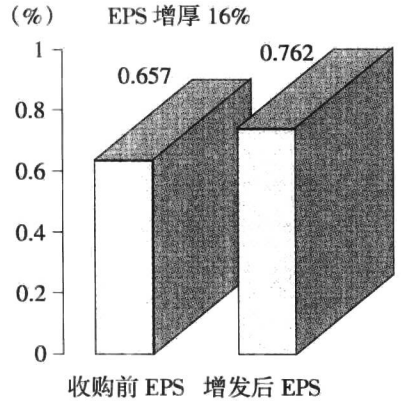


图 4-3　按增发 50 亿股计算的 EPS 增厚率

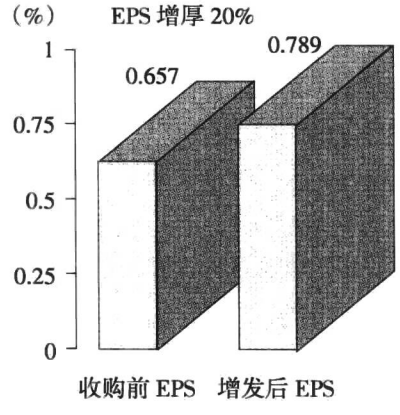


图 4-4　以市场价为增发价计算 EPS 增厚率

说明：市场价取公告前一个月均价 6.38 元。

[案例点评]

和武钢整体收购方案相比，宝钢方案将原料、销售、研究等经营重要环节列收购之列，称得上是真正意义上的战略收购。

首先，宝钢整体上市案显著提升了宝钢在全球的行业地位。表 4-3、表 4-4 对宝钢粗钢产能及利润规模进行了统计预测。结论是通过集团整体上市，

宝钢产能由收购前全球第17位提升至收购后全球第8位，宝钢利润规模由全球第3位升至全球第2位。

表4-3　　宝钢粗钢产能由全球第17位进入前8位

企业	阿赛洛	LNM	新日铁	JFE	浦项	克鲁斯	美钢	宝钢收购后	克虏伯	宝钢收购前
名次	1	2	3	4	5	6	7	8	9	17
产能（万吨）	4 280	3 530	3 130	3 020	2 890	1 910	1 790	1 655	1 610	1 155

表4-4　　宝钢利润规模由全球第3位升至第2位

企业	浦项	宝钢收购后	中钢	宝钢收购前	克虏伯	SAIL	盖尔道	马钢
利润额（百万美元）	1 674	1 118	1 097	843	617	584	435	338

资料来源：国际钢铁协会。

其次，宝钢通过整体上市横向扩张产品领域。图4-2简要说明了宝钢整体上市收购的收购目标资产概况。通过增发收购，宝钢股份形成了横向一体化的产品生产体系（见图4-5），与武钢相比（见图4-6），明显具备产业竞争优势。

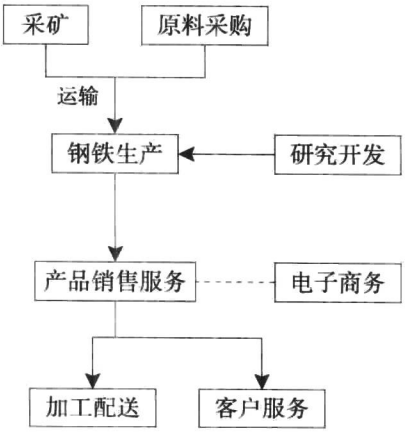


图4-5　宝钢产业组织结构

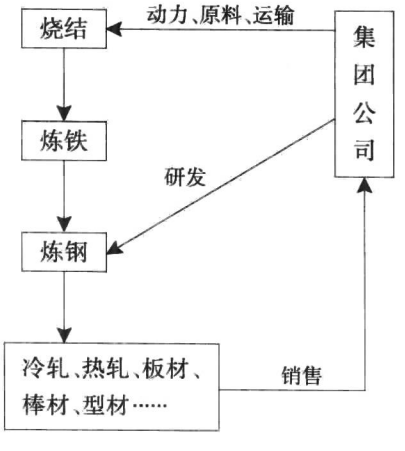


图4-6　武钢产业组织结构

再次，通过集团整体上市，宝钢完成了对战略资源的控制。其中，在铁矿石资源方面，收购的境外子公司锁定了到2010年以前全部规划需求。其中，年度合同控制了36%的矿石资源，境外矿业投资控制了34%的矿石资源，3年合同控制了15%的矿石资源，15年长期供货协议控制了15%的矿石资源。在资源运输方面，战略性中转港马迹山被纳入上市公司，运输合同期限在5年以内的占49%，5～10年的占13%，10年以上的占23%，自运占15%。

最后，整体上市有助于减少关联交易和同业竞争。表4-5显示，宝钢完成整体上市后，销售、采购的关联交易量较以前下降44%～61%，公司经营更加规范。表4-6显示，整体上市完成后，集团与股份公司在钢材销量方面的比例发生了根本变化，股份公司与集团公司同业竞争的规模大幅减小，股份公司成为宝钢业务主体，并成为集团真正意义上的利润中心。

表4-5　　收购完成前后宝钢交易销售和采购规模比较

	销售关联交易		采购关联交易	
	金额（亿元）	比例（%）	金额（亿元）	增减幅度（%）
收购前	225	78.8	68	34.3
收购后	87	13.1	38	7.4
变化幅度（%）	-61		-44	

表4-6　　收购完成前后宝钢同业竞争的规模变化

	收购前股份钢材销量	收购前集团钢材销量	收购后股份钢材销量	收购后集团钢材销量
占比（%）	54	46	82	8

资料来源：根据公司2003年年报和董事会公告、独立财务顾问报告计算。

第五章　绩差公司的并购重组：本土化研究（2）

本章专门研究绩差公司并购重组问题。绩差公司的资产重组是公司并购的一种特殊形式。在我国，大量由国有企业改制而来的上市公司由于公司治理结构不完善，未按照市场规律运作，经营出现了严重的亏损，甚至失去了持续经营能力，已不适合继续保留在证券市场，这时候，收购/重组方、地方政府、上市公司就可能进行资产重组的谈判，以挽救公司，或令公司进入新的领域，通过提升公司经营业绩，重新达到上市标准，获得再融资资格。

作为企业并购的一种表现形式，资产重组在西方市场经济国家由来已久。从资产重组的实践以及资产重组的动因、目标、原则和类型等方面看，资产重组应当是对存量资产[①]、增量资产[②]等诸多形态的资产共同进行的重新组合，以便在各种资产间形成优势互补，全面提高所有资产而绝非作为部分的存量资产的价值[③]。

我国上市公司从构成及资产性质来讲，多为国有大中型企业改制而来，有别于世界上比较成熟市场国家的上市公司情况。因而，从我国上市公司实际出发，研究上市公司资产重组现象不可回避两个前提：第一，上市公司“壳化”现象[④]是上市公司重组的经济前提；第二，政府主导并推动是上市公司重组的政治保障。尤其是目前大面积“ST”公司[⑤]被重组现象愈演愈烈，导致我国上

---

① 存量资产是指在现有某一时点上的资产的数值。一般指历史上投资形成的资产沉淀在某个时点上的反映。

② 增量资产是指在现有的资产基础上，为了扩大生产经营规模，所追加或再投资形成的资产沉淀。

③ 詹亮宇：《资产重组案例分析》，5～6页，上海，立信会计出版社，2001。

④ “壳化”现象指公司上市后不具备从二级市场再融资的条件和资格。

⑤ “ST”公司是指根据我国证券交易所上市规则的规定，由证券交易所对财务状况异常的上市公司的股票交易实行特别处理的公司。特别处理的上市公司股票前加“ST”（Special Treatment 的缩写）标记，该类上市公司被称为“ST”公司。

市公司目前的绩优公司反倒不如绩差公司（如“ST”公司）“壳”价值高的怪现象。

无论从静态、微观的角度，还是从动态、宏观的角度，考虑研究我国上市公司资产重组已成为经济界、法律界当前的一个重要热点课题。

资产重组从动态看，是指资产的拥有者、控制者对资产的分布状态进行重新的组合、调整、配置的过程，或对设在资产上的权利进行处置的过程；从静态讲，一般是指资产的再配置或资产配置结构的调整。因而，在一般情况下，这种基于存量资产结构的调整，往往需要有新的增量资产的进入才能进行更好的调整[①]。资产重组从一般意义上讲，是存量资产和增量资产的重新整合，这种整合又是一个动态过程。在我国现阶段出现的上市公司范围内为保“壳”或类似目的而进行的资产重组，其实是包含债务重组（剥离）、股权重组、职工安置（国有职工身份置换）等一系列社会、经济、政治因素在内的系统工程。因而，我国上市公司资产重组在符合资产重组一般规律前提下，还具有鲜明的中国特色[②]。

上市公司资产重组作为一个严谨的学术概念，目前并无一个很全面、很统一的含义。我国目前市场上所用的“资产重组”的概念，已被市场约定俗成为一个边界模糊、表述一切与上市公司重大非经营性或非正常性变化的有关的行为总称[③]。在上市公司资产重组实践中，被广泛提及的资产重组中的“资产”的含义一般泛指一切可以利用并为企业带来收益的资源，其中不仅包括了企业的经济资源，也包括了人力资源和组织资源。由于资产概念的泛化，便导致资产重组概念的泛化[④]。实践中的运用往往先于理论上的抽象，在实践中人们热衷并重视运用上市公司资产重组这一特定的公司运作方式，却缺乏对这个特定问题作系统、深入的理论研究。就我国现行的法律法规而言，没有专门的关于资产重组的法规，在有关部门发布的行政规章或规范性文件中对资产重

① 罗珉：《资本运作——模式、案例与分析》，成都，西南财经大学出版社，2001。

② 这里所称“中国特色”是指中国的上市公司资产重组是在政府主导和控制下，政治色彩强于经济色彩，社会效益高于企业效益的背景下进行的，职工安置伴随社会稳定是资产重组必须前置考虑的重心，如果这个问题不能妥善解决或处置，资产重组便无从谈起。

③ 肖金明等：《资产重组五大法律问题亟待解决》，载《上海证券报》，2003－02－14，B（7）。

④ 同注③。

组的有关问题有所涉及，但并未涉及资产重组的概念，均着眼于存在交易行为的企业外部重组，从不同的角度对资产重组的方式进行规范，使用的名称极不统一，随意性较大，列举的方式也不周延，关于所涉及资产的量的规定也不明确，甚至有点混乱，这些都为资产重组概念的泛化敞开了较大的口子[①]。

鉴于上述原因，有人从严格意义上对上市公司资产重组的概念作了较规范的限定：在我国，上市公司的资产重组是指上市公司投资者对所持有或控制的上市公司股份进行处分并至少履行《上市公司股东持股变动信息披露管理办法》规定的相关义务的行为，上市公司与交易相对人进行资产交易或对设在资产上的权利进行重新设定并至少履行证券交易所股票上市规则规定的相关义务的行为[②]。作者认为上述这个概念的抽象过于简单，并不能完全反映或概括我国上市公司资产重组的实质和现实特性。在目前情况下，对上市公司资产重组概念的抽象和归纳，应立足于社会实践的现实，力求全面，着重功效，应避免过于抽象和形而上而不能用于实践并发挥指导实践的作用。从《公司法》的一般理论出发，结合我国上市公司普遍进行的资产重组的实践活动，以及我国对上市公司的监管制度与模式，对上市公司资产重组的概念可以归纳为：股份有限公司在公开发行股票并将其股票上市交易以后，因公司经营出现困难或危机而影响到上市公司经营业绩，甚至导致上市公司出现经营亏损，从而使上市公司沦为 ST 或 PT 并可能最终发展为“退市”的危急情况下，由政府主导、上市公司控股股东参与并推动下，引入具有实力的公司（多为非上市公司）或集团，对上市公司资产或业务进行重新组合，并伴之进行控股股权易主，达到入主方（重组方）持有上市公司控股股权，并随之掌控上市公司的一系列资本、股权、债务、资产以及人员安置、业务整合等涉及上市公司全面工作的运作活动。

上市公司资产重组从宏观上讲是公司及资本运作的经济活动，但从其本质上讲，更是一个以《公司法》、《证券法》为核心的一系列公司及资本运作的法律活动。

上市公司资产重组活动，所涉及的法律问题包括：重组方与被重组方的主体资格问题；重组方式问题（整体置换或部分置换）；债务剥离问题（含债权

① 肖金明等：《资产重组五大法律问题亟待解决》，载《上海证券报》，2003－02－14，B（7）。

② 同注①。

人同意）；职工安置问题（含国有职工身份置换）；上市公司主业发展问题（含企业核心竞争力）；置换所涉及的置出与置入资产的权属、是否存在法律障碍以及评估定价公平合法问题；关联交易及避免同业竞争问题（含有否损害中小股东利益）；以及同步进行的股权转让行为所引起上市公司控股股东的变更，进而导致上市公司董事会及经营管理层更换（含是否合法合规）等诸方面问题。另外，上市公司进行资产重组过程中，必然还会涉及公司治理、公司规范运作及信息披露等问题。

一、上市公司绩差的形成原因分析

经过对具有连续亏损的历史的上市公司的分析，发现其亏损主要包括以下七个原因[①]：

1. 公司治理机制未获得根本转变

多数国有企业在改制上市后，其实并未就治理结构进行较彻底的改造，仍沿用原有的国有企业体制运行，上市公司只不过是母公司（集团公司）的一个下属公司而已，与其他的下属公司并无两样，仅在形式上组织设立一个董事会、监事会，但在实际运行当中，集团公司的经理办公会就起到上市公司董事会作用；甚至有些上市公司根本就未召开过正式的独立的董事会，只是由董事会秘书制作贯彻大股东（集团公司）意图的文件（包括公告文件）而已。这种先天性的缺陷，正是公司在上市后法人治理结构和治理机制严重缺失的根本原因。

2. 上市公司与大股东不合理的关联交易

上市公司在上市之前或上市之后，均与大股东（母公司）存在着千丝万缕的联系。除了资本控制关系外，还有生产经营等方面的关联关系，甚至在组织机构、人员、财务及产、供、销等方面均未完全分开，造成大量持续性的关联交易[②]。关联交易可造成上市公司大量流动资金被大股东（母公司）长期占用。另外，大股东（母公司）还令上市公司为其贷款提供担保、抵押等，间接造成对上市公司资产的占用。上述不规范行为严重侵害上市公司利益，对上

① 剧锦文：《国有企业、上市公司与资本市场》，北京，中国物资出版社，2002。

② 根据财政部《企业会计准则——关联方关系及其交易的披露》，关联交易是指在关联方之间发生转移资源或义务的事项，而不论是否收取价款。有关关联交易问题，本书第三章第五节进行了详细论述。

市公司的经营造成巨大困难。

3. 募股资金使用不当

许多上市公司在发行成功后，由于申报、募股资金投资项目的不成熟，或项目因政策、环境等的改变而失去投资价值等诸多原因，而造成大量募股资金滞留，不能及时产生效益。迫于盈利压力，处于该情形中的上市公司将部分募股资金或绝大部分募股资金委托其他投资机构理财，用于证券等高风险投资。这方面的投资往往造成巨大损失，在上市公司生产经营急需资金时，却不能及时足额地从证券市场上抽回该部分委托理财的资金。

4. 投资决策失误

上市公司在上市后将大笔资金用于投资多种行业，有的甚至改变了原主营业务，最终因盲目扩张或所投资的项目并不是本公司擅长的项目等诸多原因，造成投资失误。

5. 过度包装及欺诈上市

有些公司在上市申报材料中称盈利，但实际上却是通过虚构产品销售、虚增产品库存和违规账务处理等手段虚构的利润。如红光实业就是我国第一家上市时就亏损的上市公司。

6. 大股东占用募股及其他资金长期不归还

现实中，许多上市公司的募股资金均存在或多或少被大股东占用的情形。而在正常往来或非经营过程中，还会发生贷款或其他资金被大股东占用的现象。大股东的该等情形所占用的金额有时甚至超过了上市公司的净资产总额（如ST春都），这也是造成大量上市公司连续亏损的主要原因之一。综观现时的证券市场上的“ST”类上市公司，其中被大股东长期占用巨额资金不归还的情况占很大比例。

7. 国际国内市场供求关系变化

部分上市公司主营业务是以贸易为主，或对国际贸易有严重依赖，因而，国际国内市场供求关系等因素发生的变化便会严重影响上市公司的主营业务，成为影响收入和利润的重要因素。

二、绩差公司“壳”价值及其潜在资源价值

重组方看重目标公司有两方面的价值，一是目标公司处于证券市场中的

“壳”价值；二是目标公司自身长期积淀的潜在资源价值。前者可能更为外界关注，而后者却容易被忽视。其实，就一个企业来讲，其价值应以企业的核心竞争能力[1]为基础，一个企业核心竞争能力的构成因素往往就是一些易被人们忽视的长期以来沉积在企业内部的潜在资源。

（一）目标公司的“壳”价值

目标公司的价值在资产重组中更集中体现在“壳”的价值上。从一般意义上讲，上市公司的价值，主要取决于该公司的资产状况和盈利能力。而上市公司“壳”的价值，在内容上包括融资价值、资本增值价值、无形资产价值和政策扶持价值等，但不包括上市公司争夺额度和指标的投入（在核准制实行前，公司上市必须有行政分配的额度和指标）。现实中买“壳”借“壳”的实质就是利用上市公司这个“壳”来从资本市场上获取低成本、低风险责任的资金。通过资产重组来对“壳”资源进行重新配置，利用重组的机会来抢夺“壳”资源，维护“壳”资源和继续充分利用“壳”资源，不但符合地方政府的利益，也符合许多非上市民营企业的愿望。在资本市场上买“壳”上市，一般是指非上市公司通过并购手段控股上市公司的股份来取得上市地位，然后利用反向收购方式注入自己的相关业务和资产[2]。但在实际操作中，也有先将优质资产和相关业务注入上市公司，然后用出售（或置换）资产收益来购买上市公司控股权的实例[3]。

上市公司“壳”价值，从本质上讲，是超出企业现有净资产之上的、与上市公司紧密相连的一种资格许可和优惠特权。上市公司“壳”价值主要体现在如下几方面：（1）在2001年实行核准制前的上市额度政策和指标限制，造成现阶段上市公司“壳”存量与增量两方面的限制，形成上市公司“壳”资源的稀有性；（2）上市公司“壳”具有可持续融资的资格（如配股、增发、发行公司债及可转债等）；（3）上市公司资本高价定位政策特权，使上市公司资本（股本）可以高于所对应的净资产的数倍，在实现企业筹资的同时，也为大股东获得巨大的溢价资本增值（尤其是在放弃配股时）；（4）政

① 核心竞争力又称核心能力，是指企业在关键领域建立的独特竞争优势。

② 罗珉：《资本运作——模式、案例与分析》，104～105页，成都，西南财经大学出版社，2001。

③ 如2002年，北京时代集团有限公司在重组民族集团时，即先将优质资产置入，而后将置出资产等权益作为对价再向原控股股东（国资局等）收购控股股权。

府持续增加的政策扶持和倾斜，使本来在取得上市资格后的企业在提升其综合竞争力方面又以某种特权的形式排挤同行业、同地区的非上市公司，更快地成为行业或地区的龙头企业；（5）因上市而运作形成的知名度和品牌可对非上市公司在入主后的业务与业绩起到巨大的提升协同效应；（6）资本市场的逐利性及金融机构的嫌贫爱富特性均使上市公司较非上市公司具有资源优先享有优势。

在正常情况下，上市公司“壳”价值可以从下面的两组数字中得到一定程度的体现[①]：（1）对公司而言，在配股方面，假设仅对流通股配股，配股比例以30%计，按实际可操作的每3年配两次股，配股市盈率以20倍计，平均配股价为净资产的2倍，如果流通股占总股本的50%，则每次配股获得净资产的扩张为30%，如此持续下去，则9年以后该公司净资产通过配股扩张可达到4.83倍，年均扩张为53.63%，年均比上年扩张19%，即每年上市公司可比上年平均获得净资产19%的新资本金。（2）对大股东而言，假如放弃配股，按全国统计的配股溢价平均为净资产的2倍左右，按50%流通比例计，配股时可使不参与配股的股东每股获得资产增值30%左右。若按每三年配两次股计，每年不参加配股的股东平均获得比上一年净资产增值20%的收获。

在非正常情况下（如重组保“壳”），上市公司“壳”价值也可以从反面得到一定程度的体现，即目标上市公司愿花多少代价去保“壳”。

在重组情况下，目标公司（为保“壳”）愿支付的代价只能反映所保“壳”的价值下限，即仅限于已公开的资料所反映的价值，而幕后是否还有其他内容的交易或安排并未再行披露。

根据专家的研究成果，在对1998～1999年被宣布为“ST”的50只股票的价格变动情况进行研究后发现，在一家上市公司被宣布为ST之后的18个月内，其股票价格平均起来会比股市指数多涨20%。香港大学中国金融研究中心研究员刘俏认为，这20%的超额回报反映的是控制上市公司或企图控制上市公司的大股东们为了保“壳”而注入上市公司的优良资产的价值。它反映的是上市公司“壳”资源价值的下限，即大股东为了保“壳”所愿付出的最

① 罗珉：《资本运作——模式、案例与分析》，105～107页，成都，西南财经大学出版社，2001。

大牺牲[①]。

上市公司“壳”价值，也体现在Q值[②]所反映出的一种对重组目标公司的价值预期方面。在成熟的资本市场上，盈利能力不同的公司，其Q值也会相差较大——盈利能力越低的公司，Q值一般就会越低，而我国现阶段资本市场中业绩差的公司其Q值却仍很高。Q值居高不下的支持核心即是上市公司“壳”价值，以及市场对政府以权力干预重组目标公司的重组预期心理。

（二）目标公司潜在资源价值

目标公司除具有许多“壳”价值外，还有被低估了价值的潜在资源。目标公司的潜在资源主要有如下四种[③]：

1. 拥有的技术基础资源

一般而言，目标公司均是在国有大中型企业基础上改制而来的，经过几十年的发展，已经建立了比较雄厚的技术基础。在上市以前的若干历史时期里以及在上市后，均享受了国家不同形式的政策和其他方面的优惠与倾斜。拥有的技术人员队伍和技术水平仍是很优秀的。但是其拥有的技术设备的能量和科技含量并未被充分调动起来。重组方如果是以同行业整合为目的，则将非常看重目标公司的技术资源。

2. 拥有的品牌资源

目标公司在上市前，往往都是本行业的龙头老大，其对行业的引领，除生产能力和市场作用之外，还有一个重要因素，即优良的品牌效应。一个广为人知的品牌是包含商标、商誉以及在经济生活中的重要性等诸多社会、心理、经济、法律和传播学等因素在内的一个综合体，其产生的效应也是综合效应，而且会对其他方面产生提升的综合效应。一般意义上而言，重组方往往会对目标公司在管理、财务等方面产生协同效应；同时，目标公司的品牌也会对重组方产生品牌的协同效应[④]。这也可称之为一种反向协同效应[⑤]。

---

① 刘俏：《“壳”价值为上市公司总市值的20%》，载《新财富》，2002（7）。

② Q值，也称为Tobin's Q（托宾Q值）。Q值反映的是一个企业两种不同价值估价的比值。分子上的价值是金融市场上所说的公司值多少钱，分母中的价值是企业的“基本价值”，即重置成本。

③ 剧锦文：《国有企业、上市公司与资本市场》，北京，中国物资出版社，2002。

④ 协同效应是指重组后企业的总体效应大于重组前企业各自独立经营效应之和，即1+1≥2。

⑤ 所谓反向协同效应，是笔者本人的一种认识，应当仅限于重组方为成立不久且知名度很小的民营企业；而目标公司却为知名度较大的国有大中型企业，其品牌在上市前后均很大，如“春都”、“科龙”等。

3. 拥有的土地资源

目标公司往往在上市前的历史时期里，占有了面积较大、位置较好的土地，而随着经营不善，大量土地闲置。当然，要使这些土地转变为土地资源，尚需经过一系列程序性的手续，如将划拨土地变为出让土地，将租赁土地变为出让土地，将其他用途使用土地变为转让土地等，将尚未成为经济用地的土地从潜在状态中挖掘出来。在重组过程中，政府一般会对土地、房产等历史陈账性问题资产进行较彻底的处理，通过行政力量和手段，运用国家权力将潜在的土地资源瞬间变为经济资源，其间增值空间巨大。

4. 拥有的人力资源

目标公司在历史时期里，已培养了一批对企业和岗位怀有深厚感情的职工和管理人员，他们对目标公司往往具有一种非常特殊的情感，如将此种情感给予充分尊重并加以合理引导，将会对重组工作以及重组完成后的整合工作带来巨大支持。这是目标公司潜在的人力资源，也是许多重组方在接管目标公司后往往仍任用和聘用原来的职工与管理人员的原因。

由此可见，绩差公司尽管面临丧失持续经营能力和退市的风险，但由于绩差公司的上市是在股份制改革的特殊历史背景下进行的，其控股股东具有浓厚的行政资源，这为其创造了特殊的“壳”价值和附属价值，因此，绩差公司重组的参与者既包括上市公司自身，也包括上市公司的控股股东、地方政府（或主管部门）、重组/收购方。其中，地方政府的行政许可、重组方的重组目标和实力，对于重组的成功与否具有非常重要的作用。

第一节　行政许可带来的公司价值

上市公司重组必然涉及目标公司的主管部门和所在地区的政府相关机构。主管部门包括业务主管部门、行业主管部门以及国有资产主管部门；政府相关机构包括体改机构、经贸管理机构、证券管理机构、财政管理机构等。围绕目标公司的重组工作，离不开上述诸部门和机构的大力支持和指导，在行政程序上须履行逐级上报审批手续，涉及资产置换以及股权转让的，还须先行取得有权机构和部门的审查和批准，方可实施。因此，上市公司资产重组工作与政府及其相关机构密切相关，其作用和影响非常关键。

一、政府在绩差公司重组中扮演的角色

（一）政府的职能

现代西方理论认为，政府是由一些社会成员组成的、在社会上从事经济活动的各种组织机构。政府代表着公共利益。政府作为经济活动的组织机构具有两个显著特征：一是其成员构成来自于社会全体成员；二是政府对社会成员拥有强制性的权力。政府可以“命令”其成员从事各种经济活动。政府职能包括政治、经济、军事、文化和外交等诸方面，而就其经济管理职能而言，政府具有立法与司法职能，具有微观经济管理职能，具有维持宏观经济稳定和推动宏观经济增长职能，具有参与再分配和维持社会公平与社会稳定以及在国际经济领域代表一个主权国家的经济利益等方面职能[①]。

从理论上讲，政府行使经济职能并不是首先基于“政府优越”的因素，而是基于“市场缺陷”的一种必然选择。美国经济学家斯蒂格利茨认为，现代市场经济的基本特征就是存在比较明显的政府干预。一个完全无政府状态的市场经济，虽然可以比较好地解决经济的微观效率问题，但是很难从总体上提高国民经济运行的效率[②]。

（二）政府的角色

政府参与经济的必要性还在于市场经济本身固有的市场失灵（市场缺陷）。市场失灵是指由于内在功能性缺陷和外部条件缺陷引起的市场机制在资源配置的某些领域运作不灵。在我国目前转轨时期，市场机制发挥最佳功能的诸种理想市场先决条件[③]往往是不完全或不充分的，因而市场失灵现象便呈普遍化，即使按帕累托最优状态由市场解决了经济效率问题，却无法对公平问题和合理分配问题提出有效的解决措施。

正是市场失灵的现实决定了政府必须以公益人、管制人、守夜人和调控人

---

① 孙荣、许洁：《政府经济学》，上海，复旦大学出版社，2001。

② 同注①。

③ 理想的市场先决条件主要包括：买卖双方的经济信息完全和对称；市场竞争充分；企业和个人经济活动没有受任何外部经济效应；随着生产规模的增加，产品的规模报酬不变或递减；人们总是可能相互达成自愿的交易，增进彼此的福利；经济当事人完全理性。

等角色介入、干预经济[①]。

1. 政府公益人角色的职责体现为：实现并维护一定的公共目标；建立公平、合理的税收制度；提供公共物品和准公共物品；鼓励和保护有益的外部效应，预防和制止有害的外部效应；调节收入分配，避免个人收入差距过大。

2. 政府管制人角色的职责体现为：对私人经济部门的活动进行某些限制性的规定，包括防止垄断和过度竞争，以及保护消费者和雇员的利益等。

3. 政府守夜人角色的职责体现为：防止和打击经济领域的违法和犯罪行为，维护社会经济生活的正常秩序。政府依靠强有力的国家暴力可以担当起保护经济主体利益的责任。

4. 政府调控人角色的职责体现为：对宏观经济总量进行调节和控制，以实现总量平衡和产业结构调整优化两大目标。

（三）政府在上市公司资产重组中的作用

由于我国现阶段上市公司仍以国有或国有控股为主体，所以，上市公司的控股股东绝大多数为国有资产管理局或国有资产经营管理公司等“国”字头单位。因而，各级政府对在其辖区内或拥有产权（股权）关系的各类上市公司的资产重组和股权转让等并购方面所做的工作，往往具有重要或关键的作用。

纵观近几年来我国上市公司并购案例的实况，发现政府所起的作用力往往表现为正、反两方面。在上市公司并购中的政府所起的正作用力比较明显，一般表现为设立“上市公司重组工作小组”等类似领导机构来统一指挥协调，目前采用类似方式的有山东省、上海市、深圳市、云南省、四川省等省市地区。从实施情况看，上述省区内的上市公司并购进行得比较有效率，基本达到了整合行业、充分发挥上市公司“壳”资源的初级目标。在上市公司并购中政府正作用力虽收到了明显效果，但其作用力是有限度的，只能完成上市公司并购的初级目标。因为就其实质来讲，政府的作用力是一种“公权力”，其发挥权力效用的方式与途径往往离不开行政命令式的政府惯用渠道。将这种纯粹行政命令式的权力运用到上市公司并购中，经常会与商业法则相矛盾，所以在诸多上市公司并购活动中，政府的作用力也往往会表现为一种反作用力。在上市公司并购活动中商业法则是遍及所有环节和领域的，以商业法则为基础而确

① 孙荣、许洁：《政府经济学》，上海，复旦大学出版社，2001。

立的资本运作规则、股权收购规则以及相关的上市公司规范治理、信息披露等诸方面的规范体系，在上市公司并购活动中起着主要调整和规范的作用；政府“公权力”在运行过程中，如能充分反映这种以商业法则为基础的资本运作规则等价值取向，则会发挥出一种巨大无比的正作用力；否则，便更易产生一种无法避免的反作用力。正是出于上述正、反两方面因素的制约，在上市公司并购活动中，仅靠政府“公权力”发挥效能，上市公司并购则只能完成初级目标；要完成上市公司并购的最终目标，商业法则不能抛弃，必须充分运用。

另外，政府的作用力在各种因素制约下，其正作用力的发挥可能是有限的；但其反作用力的发挥则可能引起质的变化，可能会“一票否决”正在进行的上市公司并购工作。因此，充分准确认识政府作用的两面性，对上市公司并购工作的成败至关重要。

鉴于政府“公权力”的特性和政府作用的两面性实际，在上市公司并购过程中，必须充分调动政府和上市公司并购各方的积极性。

一方面，要发挥政府方面的积极性。在这方面，除应对政府“公权力”进行合规性引导，以免滥用权力外，还应对政府“公权力”注入新鲜内容，如注入商业法则方面的资本运作规则内容、股权收购操作规则内容、上市公司规范运作和法人治理规范内容、上市公司信息披露规范内容等，使政府“公权力”除具有行政权力特质内容外，还具有商业法则的内涵，在一定程度上保障政府发挥正作用力，最大限度地避免政府产生反作用力。当然，这只能解决在技术方面上的正、反作用力的问题。

另一方面，要发挥上市公司并购各方当事主体的积极性。上市公司并购各方当事主体包括重组方、原控股方、上市公司、上述各主体的相关公司或一致行动人（公司）等。这方面的积极性除继续按照商业法则运作外，还须充分重视运用政府“公权力”机制，对政府作用具有充分准确的认识。

应当说，在上市公司并购中，政府所起的作用是不可替代也无法替代的。为强化政府的正作用力，政府相关部门及其负责人员，必须保持一种持续不断的学习态度，坚持开拓创新、与时俱进，在上市公司并购方面，既要避免浪费现有的上市公司“壳”资源，还要充分调动利用上市公司“壳”资源，为整合行业和产业服务。政府的关注点应开始从“ST”类公司转移开来，逐渐投向那些虽非“ST”但上市几年来始终未具备再从二级市场再融资的条件和资

格从而形成“壳化”现象的上市公司。目前，全国各省区的上市公司的“壳化”现象普遍，且呈日益蔓延态势，必须借助政府的力量进行遏制，其中“并购”和“腾壳”方式是政府比较热衷采用的方式。

在重组工作中，对上述政府部门和机构虽然没有像对重组方和目标公司那样要求必须具有法律资格和一定的条件，但其推动重组的正作用力和阻碍重组的反作用力不容忽视。所以，重组工作对政府及其相关机构也提出了“审查严格、实质重组、支持到位、力争多赢”的工作要求。

二、绩差公司控制权价值的度量

（一）公司控制权价值曲线

根据上市公司资产重组的实践和当前上市公司控制权市场的走势，可以画出一条“上市公司资产重组控制权价值走势曲线”（见图5－1）。

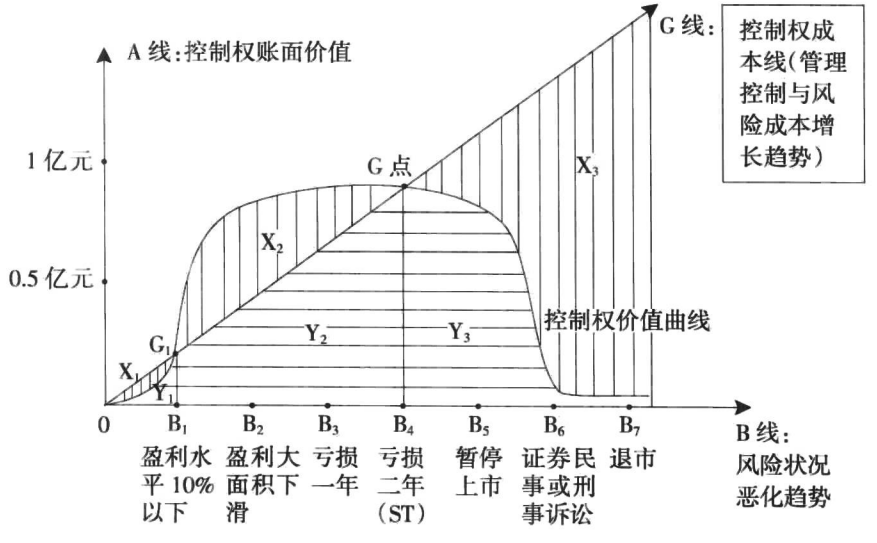


图5－1　公司控制权价值走势曲线

说明：（1）X_2 区域为重组方支付的控制权成本小于所获得的目标公司控制权价值。

（2）X_1 和 X_3 区域为重组方支付的控制权成本大于所获得的目标公司控制权价值。

（3）三个Y区域为重组方愿意支付的控制权成本限度，其中，Y_1 区域控制权成本与控制权价值相比较高；Y_2 区域控制权成本小于控制权价值；Y_3 区域为控制权成本远高于控制权价值。

该曲线是根据近几年来我国证券市场资产重组的实践经验和控制权账面价值低于1亿元的上市公司更容易成为资产重组的目标公司的事实等因素绘制而成的。该曲线仅反映在上市公司经营状况和风险状况均恶化，且已进入需重组状况后的最一般的控制权价值变化的趋势，并未将某些极端个别的因素考虑在内（如“一股独大”、政府包办等）。

根据我国上市公司资产重组的实践，结合该曲线图和两个基本假设可进行初步分析。

第一，两个基本的假定前提是：（1）假定目标公司的控制权账面价值在5 000万～10 000万元人民币之间即可达到完全控制该目标公司（控股比例在30%以上或50%以上）；（2）假定重组方同时进行的资产重组为实质性、根本性且卓有成效的重组，且该重组行为对目标公司的管理、控制与法律风险成本以及控制权取得成本均具有实质性影响。

第二，从目标公司控制成本方面看，在G_1点以下阶段，重组方即便支付了与控制权价值相当（含超额重组成本在内）的控制权成本，仍不能有效地控制目标公司，重组方不会染指该目标公司的重组；在G点以上阶段，重组方如有效控制目标公司，需超额支付巨大的控制权成本，且所获得的控制权并不能强有力控制该目标公司，重组方在此情况下会立即停止已开展的重组（即便已付出了部分代价）；在G_1点到G点之间阶段，重组方支付控制权成本将低于所获得的控制权价值，而且在该阶段，随着目标公司风险状况恶化发展程度，重组可能性也不断快速增大，最终在G点使重组成本、控制权成本及控制权价值三者同一，因而G点为最佳重组时机，并且对控制权交接双方和目标公司及其他中小股东而言均达到了利益同时最大化。

第三，从控制权价值曲线走势看，目标公司的控制权价值最大化出现在目标公司风险状况开始恶化之后，并持续至ST阶段后、暂停上市前，因而，在该阶段目标公司的控制权将引得重组方与原控股股东之间的激烈博弈以及数个重组方之间的激烈博弈；从重组的过程可以看出，在该阶段目标公司的重组性迅速增大，这从另一方面加重了重组方对目标公司的关注力度。

第四，从目标公司控制成本和控制权价值关系看，在目标公司风险状况不同的恶化发展阶段，两者的关系也具有不同特点：（1）在目标公司正常经营情况下，风险状况小且未恶化，相对重组方来讲，目标公司的控制成本高于控

制权价值，此状况下重组可能性也最小，因而最不受重组方关注；（2）在目标公司风险状况开始恶化之后（盈利水平在10%以下时）至被宣布为“ST”止这一阶段，对重组方、目标公司和原控制方来讲，目标公司的控制权价值迅速增长，远远超过目标公司的控制成本，因而最受重组方关注，如重组方在G点前支付超额重组成本后能获得目标公司控制权，将会直接产生超额控制权价值，对重组方有利；（3）在目标公司被宣布进入“ST”以后，如公司风险状况继续恶化并进入证券诉讼或“退市”等境地，目标公司控制权价值将随之而迅速减少，而目标公司的控制成本却会增大，如图5－1所示，在G点以后目标公司的控制成本和控制权价值呈反向关系，控制权价值越来越低，而控制成本却越来越高，重组方的重组行为会止步于G点前后阶段，已实质进入但尚未完成的重组行为，如不能迅速完成将会在重组方付出一定代价后而停止，而尚未实质开展的重组行为将不会越过G点即会停止。

第五，G点既是最佳重组点，也是重组方、原控股方、目标公司等各方面最终妥协的各方利益同时达到最大化并且互相能够接受的点。以G点为界限，重组成功与否的趋势状态一目了然。

结合以上分析可得出如下结论：（1）当目标公司可重组性不断增长时，重组方在支付超额重组成本前提下，会获得目标公司的超额控制权价值；（2）在G点时，可重组性及重组各方利益同时一致达到最大化，重组方不需支付超额重组成本，也不可能获取超额控制权价值，对目标公司最为有利，因而，就目标公司本身重组来讲是最佳重组时机。

（二）公司控制权价值计算方式

公司的控制权是有价值的，因为控股股东可以通过控制权的行使获得额外收益或实现额外经营计划。本书仅就重组目标公司的控制权进行简单分析。根据香港大学白重恩博士的观点[①]，可以有两种方法估算控制权价值：第一种是股票交易方法。如果控股股东将控股（多为30%比例）股权（股票）转让给他人，则受让者就因此交易而获得了该公司的控制权，受让者支付的高于市场的价格差额便是一种控制权的价格。第二种方法是根据对有投票权的股权和无投票权的股权之间转让价格差额的计算来确定控制权价值。就我国现阶段公司

① 白重恩：《坏消息为什么是好消息——ST公司控制权的价值》，载《证券市场周刊》，2003（3）。

法律制度框架来讲，第二种方法显然不实用，只有第一种方法可以在现实中应用于估算控制权价值。根据白重恩的实证[①]，我国上市公司在被宣布为ST股的前3个月到后18个月的期间里，公司的平均股价比市场股价高29%，这高出市场价格的差额部分便是ST公司的大致平均控制权价格。在上市公司重组中，目标公司控制权价值便会演化为上市公司“壳”资源的价值[②]。

第二节 绩差公司重组并购的历史回顾及绩效分析

一、公司重组并购绩效的文献综述

从Dewing（1921）的研究算起，西方经济学家对并购的研究已经有了很长的历史。这些实证研究主要是沿着两条主线展开的，一是市场研究的方法，即检验并购对样本公司股票价格的影响；二是财务指标的方法，主要是研究并购对公司经营业绩（财务指标）的影响。

在成熟的资本市场，许多学者利用事件研究法来研究并购前后公司股价的变化情况。Schwert（1996）研究了1975～1991年1 814个并购事件后得出，事发目标公司股东的累积平均反常收益为35%。此外，德尼斯和希汉（1988）还分析了31例大宗股权转让公告的市场反应，发现在公告前一日，股价涨幅达到7.3%，公告前后股价上涨12.8%。Jensen和Ruback（1983）在总结13篇研究文献的研究成果后指出，成功的兼并会给目标公司股东带来约20%的反常收益，而成功的收购给目标公司股东带来的收益则达30%。关于资产剥离等收缩式重组，林和罗塞佛（Linn and Rozeff，1984）对77家公司的资产剥离公告及其股价行为进行过实证研究，发现在并购前40天，累积异常收益率（CAR）达到5.4%，而公告后40天的CAR仅为0.61%。

针对并购对公司实际经营业绩的影响，西方学者也进行过大量的实证研究。由于上市公司的并购带来的影响是多方面的，很难用一两个财务指标加以

① 白重恩：《坏消息为什么是好消息——ST公司控制权的价值》，载《证券市场周刊》，2003（3）。

② 参见本书第二章第二节内容。

反映，已有的文献在选用财务指标上似乎各有倾向。Healy、Palepu 和 Ruback（1992）以样本公司的经营现金流量作为分析指标，研究了 1979～1984 年美国 50 家最大的并购案，发现行业调整后的公司资产回报率明显提高，这种提高是源于公司管理效率的提高，而不是来自解雇工人而产生的人工成本节省。Agrawal、Jaffe 和 Mandelker（1992）则发现市场调整后的公司业绩在并购后反而下降。Langtieg（1978）将同行业公司作为控制样本，发现公司并购后的业绩并没有显著的提高，而 Magenheim 和 Mueller（1988）的配对检验结果则表明公司并购后的业绩有所下降。Bradley 和 Jarrel（1988）采用不同的方法检验 Magenheim 等的样本，但却没有得到样本公司业绩下滑的证据。

总的来说，从西方现有的研究来看，并没有一个被较为广泛接受的研究方法。而且无论是市场研究法还是财务指标法都没能给出一个确定性的研究结论。David King（2002）系统回顾了以往关于并购是否对并购实施公司绩效产生影响的研究，发现研究的结论是模棱两可的。他认为，并购绩效文献中一般看法认为并购的主要目的是为了改善公司的绩效（Lubatkin，1983；Carper，1990）。基于这样的假设，42 个研究中的 31 个在并购的效率问题上给出明确结论，14 个研究发现并购改善了公司的绩效，同时 17 个研究发现没有影响或者有负面的影响。基于卡方差异性检验结果表明，这些研究的差异不显著。

随着并购的发展和证券市场的日趋成熟，目前国内已有较多的研究并购绩效与资产重组绩效的文献，当然从研究方法上看，这些文献也无一例外地参照了上述国外研究的两类方法。

在采用市场研究法方面，陈信元和张田余（1999）研究了 1997 年上市公司的并购活动后得出结论：并购公告前 10 天至公告日后 20 天内，并购公司的累积反常收益尽管有上升趋势，但统计检验结果与零没有显著差异。余光和杨荣（2000）研究了深沪两地 1993～1995 年的一些并购事件后得出，目标公司股东可以在并购事件中获得正的累积异常收益，而公司股东则难以在并购中获利。杨朝军（2000）选择了 1998 年全年发生控制权转移的 28 家上市公司为样本，发现在重组消息公布前 40 个交易日，股票市场的价格已经提前做出过度反应，当事件公开以后，股价迅速进行反面修正。作者认为可能存在信息泄露的可能。施东晖（2002）选择了在 1999 年和 2000 年中 119 家发生控制权转移的上市公司的价格效应，发现平均异常收益在公告前后的数个交易日内显著上

升，而累计平均异常收益率在公告前震荡上行，在公告之后的第二天达到最大（9.39%），随后就呈现下降趋势。李善民、陈玉罡（2002）采用事件研究法，对1999～2000年深沪两市349起并购事件进行了实证研究。结果表明，并购能给收购公司的股东带来显著的财富增加，而对目标公司股东财富影响不显著；国家股比重最大和法人股比重最大的收购公司的股东能获得显著的财富增加，而股权种类结构对目标公司股东财富的影响不显著。

较早运用财务指标法的是原红旗和吴星宇（1998），他们以1997年重组公司为样本进行了实证研究，该项研究比较了公司重组前后的4个会计指标，发现重组当年样本公司的每股收益（EPS）、净资产收益率（ROE）和投资收益占总利润的比重较重组前一年有所上升，而公司的资产负债率则有所下降，这些会计指标变动幅度与重组方式和重组各方的关联关系有关。孙铮和王跃堂（1999）对同一样本的研究结论是：重组样本公司的业绩有显著的提高，但重组前后的业绩变化与重组各方是否存在关联关系无关。高见等（2000）发现行业相关的并购活动的净资产收益率高于非行业相关的净资产收益率。

大鹏证券研究所的一份研究报告对1998年深沪上市公司重组绩效做了实证分析（郭来生等，1999）。该研究报告在对样本公司多项财务指标进行对比的基础上，考察了上市公司股权转让、对外兼并收购、资产置换和资产剥离等重组类型和不同地域样本公司的业绩变化，发现重组当年控制权转让类重组样本公司的净利润、每股收益和净资产收益率平均增长率均为负值；对外收购兼并类重组样本公司的主营业务收入和净利润都有一定增长，其中净利润的增长幅度要大于主营收入增幅，每股收益和净资产收益率则仍呈负增长；资产置换类重组样本公司的业绩则呈大幅度增长；资产剥离类重组样本公司当年业绩则有下降。

檀向球（1999）以上海证券交易所挂牌的在1998年发生重组的公司为样本，用曼—惠特尼U检验方法来检验重组样本公司经营状况有没有取得实质性的提高，发现42个案例所涉及的38家上市公司对外并购扩张后经营状况下降了；31个案例所涉及的26家上市公司经过股权转让后，整体经营状况有显著提高；7个案例所涉及的7家上市公司经过资产或股权剥离后，整体经营状况有显著提高；总体来看，上市公司重组的四种模式中，控股权转让、资产剥离以及资产置换对提高上市公司经营状况有明显效果，而对外并购扩张并没有

明显提高上市公司经营业绩。

冯根福等（2000）采用了一种以财务指标为基础的综合评价方法来衡量1994～1998年我国上市公司的并购绩效，他们选择了四个指标：主营业务收入/总资产、净利润/总资产、每股收益和净资产收益率。研究发现，总体上看，并购后第二年公司业绩有所提升，而从并购后第二年起，并购绩效呈现逐年下降的趋势，总体上看，上市公司并购后的整合未取得成功。而另一个结论是，不同类型的并购活动，绩效有一定的差异，混合并购在第一年的绩效较为显著；而横向并购绩效在并购后第一年并不显著，但随后呈现上升；纵向并购绩效最不明显。冯根福（2000）还研究了股权结构的影响，发现并购前上市公司的第一大股东持股比例与并购绩效在短期内呈正相关关系，但与并购后各年绩效的关系不大。成建梅（2002）从上市公司盈利能力、偿债能力、资产管理能力和主营业务状况四个方面建立了绩效评价的指标体系，其绩效评价的程序包括：上市公司评价数据的预处理、综合评价权重的确定和评价方法的选取。朱乾宇（2000）等以净资产盈利率作为效益指标，研究了不同并购类型，表明混合式并购绩效较好，在取得绝对控股权的前提下，控股比例不宜过高。

国信证券（2000）选择了主营业务收入增长率、总利润增长率和净资产收益变化率来考察公司并购的绩效，并得到如下结论：（1）国有股无偿划拨导致的控制权转移类公司重组的经营业绩变化是滞后的，重组当年业绩并无明显改善，而业绩的明显改善则发生在重组后的第二年，其后公司经营业绩则开始下滑；（2）控制权有偿转移类公司在重组当年业绩就有明显变化，其后则表现出下降趋势；（3）各年度重组样本公司平均主营业务收入增长率呈逐步上升趋势，而盈利能力指标显示的结果并不乐观。

张学毅（2001）研究了172家在1997年实施资产重组公司之后各年的有关指标及其增长率分析表，作者发现到2000年，各总量指标如净利润、主营业务利润均有所增长，而在实施重组活动的当年，业绩更是大幅增长。研究还发现，经过重组的公司的成长能力和稳定性显著优于未实施资产重组的公司。范从来、范静（2002）结合并购公司所处行业分析发现：处于成长性行业的公司进行横向并购绩效相对最好；处于成熟性行业的公司进行纵向并购绩效相对最好；处于衰退性行业的公司进行横向并购绩效相对最差。朱宝宪、王怡凯（2002）以净资产收益率（NROA）和主业收益率（CROA）为指标，对1998

年深沪两市发生的67起控股权转移的并购案例进行了分析，文章结论是：业绩较差的公司较愿意出让控股权；多数并购是战略性的，获取上市地位是主要的并购动力；有偿并购的效果较好。

从以上几个例子我们就可以看出，目前研究所采用的财务指标均不尽相同，而且也都有其各自的合理性，这也就使得现有研究的结果之间不具有可比性，从而很难得到一个比较确切且有说服力的结论。

应该说国内外有关并购绩效的文献数不胜数，无法将其一一列举，我们只是挑了一些比较有代表性的文章进行了回顾。综上所述，我们发现在对并购所做的分析中，国外的文献是比较全面的，但在并购绩效检验问题上并没有一个一贯的方法和结论，而且由于中国的一些特殊情况，国外的很多研究结果并不适合中国。国内的一些研究也得到了一些非常有意义的结论，这对我们了解中国股市中的并购有很大的帮助。但是这其中仍然存在一些局限性，主要表现为：

1. 相比财务指标法，市场表现研究法目前不适合用来作为中国上市公司的绩效评判指标。

（1）传统的有效市场理论认为，公司的股票价格完全反映了上市公司的所有信息。也就是说，投资者对于公司并购收益的预期将完全反映在股价的变化上面。因此，在比较发达的资本市场，一种典型方法就是用公司的股价来衡量公司的绩效。然而在中国，由于我们的资本市场发展时间较短，在很多方面都不完善，影响股票价格的因素很多，股价与公司业绩往往脱钩。因此，我们认为在中国，股票价格很大程度上并没有反映上市公司的基本面状况，不适合用来作为公司价值和业绩的评价指标。

（2）市场研究法中一般用到CAPM模型，这存在几个缺陷。一是CAPM模型要求实施并购的公司在并购市场上不能太活跃，以避免两次并购影响的混淆。我们知道，事件研究法需要确定一个恰当的时间窗口，为此当多起并购同时发生时，使用CAPM模型有困难。二是很少有两个研究所使用的时间窗口彼此之间是相同或相近的（Carper，1990），这限制了不同研究结论间的一般性和可比性。三是CAPM模型有可能会低估异常收益（AR）（Loderer and Martin，1992；Lubatkin and Shrieve，1986）。

2. 从过去使用“财务指标分析法”的研究来看，传统的方法是依据年度

（中）报表所反映的一系列公司财务数据计算出相关指标，进而分析企业的偿债能力、盈利能力、主营业务状况等，这其中也存在一些问题。

（1）在传统的财务指标法中，选择什么指标来衡量公司的经营业绩是一个核心问题。我们前面已经看到，不同研究采用的财务指标都不相同，又都有各自的合理性。例如每股收益指标（EPS）是最常见的，但 EPS 不反映股票所含的风险，缺乏公司的可比性。而净资产收益作为最具综合性的指标，在我国存在着受到操纵的问题，并不是一个好的指标。

（2）传统的财务指标方法要么选取单项指标，这样会使得评价工作带有片面性；要么将多项指标放在一起综合考虑，这又面临着如何选取指标权重的问题，即使用经验法也会使得权重的确定带有主观性。因此，我们说传统的财务指标方法缺乏客观性和系统性。

3. 已有的多数研究时间跨度太短。并购是一个长期的过程，从经营绩效的角度讲，并购作用的体现往往需要假以时日，仅仅研究并购前后一两年是不够的。因此，尽管最近发生的并购活动的确会与过去几年的并购有所不同，需要加以对比分析，但是我们认为以目前的经营状况仍然无法全面地评价并购的绩效。

4. 尽管目前对并购绩效研究的文章非常多，但是针对并购绩效的影响因素的研究却不多见。这种“只知其然，而不知其所以然”的状态对中国并购的发展并无益处，相应地，这些研究也就不能满足监管部门和公司管理者的需要。

二、绩差公司资产重组在我国的实践

上市公司重组并购，作为影响上市公司基本面最深刻和最快捷的方式，必然反映到公司业绩上。实证研究表明，重组并购后第一年上市公司业绩得到一定程度的提高，但在接下来的年份里业绩又普遍下滑[①]。据对 95 家样本公司的研究[②]，从总体情况来看，实施重组并购后当年公司业绩就有一定程度的提高，重组并购前一年每股收益的平均水平为 0.18 元，而重组当年即达到 0.24

① 冯根福、吴林江：《我国上市公司并购绩效的实证分析》，载《经济研究》，2001（1）。

② 梅君：《重组并购案例》，北京，中国人民大学出版社。

元，增长了近33.3%；净资产收益率也从重组并购前一年的9.9%，增长到10.53%，重组并购后第一年进一步增长到10.61%。从更长的时间看，重组并购当年公司业绩提升较为明显，重组并购后一年则略有提升，但到了重组并购后第二年则业绩出现较大程度的下降[1]。同时，重组并购对促进上市公司产业升级，调整上市公司整体产业布局方面确实起到了一定的积极作用。

重组并购虽然说对提升上市公司经营业绩、促进产业升级换代方面作用有限，但在股票二级市场价格的变化上，可谓有着极大作用。重组并购造成股价数倍上涨的案例不胜枚举。如在宝延事件中，延中实业受收购题材的影响股价短短几天时间就翻了数番。北京北旅因外资协议购买法人股，股价在4个交易日内便从4.6元飙升至12.4元，升幅达200%。1998年的中国股市是一个大熊市，由于1996～1997年大牛市的过度炒作，加上东南亚金融危机对我国国内经济的影响，整个市场处于持续的调整之中。但是，这一年，以津国商（现为南开戈德）、阿城钢铁（现为ST龙科）为代表的重组并购股却开始登场，取得远超大盘的涨幅。而后来作为庄股神话的德隆系“三驾马车”（新疆屯河、合金投资和湘火炬）也已经暗度陈仓了。

1999年，在政策做多的“5·19”行情中，网络股和高科技点石成金的神话再次激发了市场的想象力，重组并购股开始具备了新的特点。以“触网”、高科技为主的重组并购呈星火燎原之势。据统计，这段时间内，从事这类重组并购活动的上市公司占到整个上市公司的1/4。重组并购活动开始在市场上全面扩散。进入2000年中期，大牛市的效应使得绝大多数个股的股价均居高不下，重组并购成了大牛股的“温床”已被无数事实反复证明。据上交所统计，1997年发布资产重组公告的上市公司为110家，1998年达到422家，1999年为437家，通过重组并购乌鸦变凤凰是中国证券市场的独特景观。另有研究表明，1998～2001年中国证券市场中表现最好的不是绩优股，而是资产重组股。

通过以上分析，我们可以看到中国证券市场重组并购存在着较大的问题。

一是重组并购过程中的操纵市场和内幕交易问题。这类公司的股价运行中最为典型的特征就是所谓“见光死”，即重组尚在酝酿时，股价开始逐渐上升，到重组题材快出台时，股价迅速拔高，一旦正式公告重组，则股价迅速回

① 林峰等：《公司重组绩效及其影响因素分析》，载《中国证券报》，2000－05－25。

落，这一现象也反映出中国证券市场内幕交易的问题。二级市场对公司重组运作思路的反向作用十分明显，有多达2/3的公司股价在公告日后便向下跌落。重组公司股价走势还有一个特征，就是总能“先知先觉”地对公司的业绩情况和高分配等利好做出反应，而且总是能赶在利好消息公布的时候达到顶部或者阶段性顶部。根据东方高圣的研究，1996年、1997年、1998年3年，在沪深两市年度涨幅前10名的股票中，80%与并购重组有关。80%被收购上市公司的股价在公告前有明显的被操纵痕迹，根据统计，控股权转让公告之前三个月内样本公司股票价格的平均最大涨幅达74.28%[①]。

二是重组并购中的短期行为和投机性问题。一方面是一个个重组并购神话不断涌现；另一方面是一批当年大红大紫的重组并购明星黯然倒下。因重组成功而一飞冲天的1997年大牛股国嘉实业、中国股市首只股价突破100元大关的牛股之最亿安科技、以倡导“学习的革命”红遍大江南北的教育软件开发商科利华，如今都走下了神坛，成为ST家族的新成员。据统计，2001年业绩预警预亏的约260家公司中，有大约30家近年已经实施过重大重组（以更换过第一大股东为准）。绝大部分此类公司的共同特点是：原来业绩平平，重组之后业绩大幅提升，然而在时隔一两年之后又纷纷预警预亏。与此同时，这些公司的股价也大都经历过从长期蛰伏到旱地拔葱再到慢慢阴跌的过程。自1998年以来，绝大部分上市公司均经历过程度不一的资产重组。重组形式包括股权转让、资产置换、收购资产、剥离资产等各种各样繁复的交易。但这样大规模且高频率的资产重组并没有抑制上市公司业绩整体下滑的趋势[②]。

三是二次乃至多次重组现象频繁发生，并出现了“接力重组”、“突击重组”。1998年底之前发生上市公司控制权转移的120次案例中，至2002年6月

---

① 不过，在控股权第二次转让时，就没有那么幸运了。据研究，控股权转让公告之前三个月内上市公司股票价格的平均最大涨幅，第一次为74.28%，第二次为27.96%。可以简单理解为，在1998年之前发生第一次控股权转让的时候，由于对迅速大幅提高重组之后公司经营业绩的良好预期，市场做出了较为激烈的反应，而对于更为理性和更少操纵的第二次转让，由于以改善企业长期发展能力为目的，市场的反应相对平静多了。

② 尽管上市公司业绩滑坡是多种原因造成的，如宏观经济环境的恶化、股本扩张过快、会计制度变化等，但最根本的原因还是在于上市公司自身的经营管理机制。而对重组的过分依赖直接导致了经营管理的松懈。由于政府往往是重组的直接策划人和操作者，对重组的依赖实际上是对政府的依赖。

30日止，已有近40家经历了控股权的再次甚至多次转让[①]。这其中不乏“倒卖”国家股和法人股者，赚取前一次和后一次转让之间的差价[②]。重组泛滥的必然结果，是许多上市公司管理层的大部分精力不是放在加强经营管理、改善公司业绩上，而是放在策划重组甚至内幕交易上。

四是重组并购中大股东侵害广大中小股东权益。一些公司在重组前经营业绩虽然说不上优秀但也还过得去，可是重组几年下来，这些公司不仅没有实现当初描绘的美好蓝图，反而业绩大幅下滑甚至亏损，优质资产被控股股东掏空，不少公司还因为替大股东担保而背上了大量的或有债务。大股东侵害上市公司的主要方法有：贱货贵卖[③]、挪用资金[④]、担保贷款[⑤]等。

五是虚假重组和财务性重组问题突出。一批重组时鼎鼎有名的公司在重组业绩大幅上升之后又忽然“变脸”，除了近年来部分行业竞争加剧导致盈利能力下降以及实行八项计提等原因外，更多的是一些“特殊”原因：有的公司报表重组过度，比如依靠非经常性收益在一段时间内“粉饰太平”；有的重组公司置换进来的资产或未成“材”，或昙花一现，未对公司业绩构成持续支

---

① 高磊：《二次重组能否涅槃——上市公司控股权频繁转移现象分析》，载《中国证券报》，2002－03－13。

② 从统计情况看，第二次转让的溢价率明显高于第一次转让的溢价率。在“壳”资源的买进卖出过程中，第一次转让的受让方总是处在相对获利的地位。而这种转让溢价率的前低后高和我国资本市场“壳”资源买卖的总体情况是不相符合的。据不完全统计，由于我国收购市场“壳”资源的供给增大，供求关系的变化使收购公司能更从容地找到价格合理的目标公司，转让溢价率呈逐年降低趋势。上市公司控股权转让的转让溢价率平均值是37.37%，1998年的溢价率平均值只有4%；1997年有25%的上市公司收购溢价率超过60%，而1998年只有不到10%的上市公司收购溢价率超过60%。造成第二次转让溢价率大幅度提高的原因，并不是因为第二次转让价格的大幅度提高，而是因为第二次转让时，由于亏损和股本扩张的缘故，每股净资产已经在原来基础上大幅降低。

③ 这种情况在控股权第一次转移时比较容易发生。新的大股东对上市公司的现金、配股资金早就垂涎三尺，由于比较容易控制董事会和股东大会，入主后迅速将自己原有的资产通过上市公司购买变现。从购买的资产盈利能力看，整体上讲交易价格大都有失公允，上市公司购买的资产并不适合上市公司，盈利能力更是与承诺差之千里。更有甚者，有的企业为从所控制的上市公司“套钱”，在没有其他合适资产的情况下，硬是现买现卖，今天刚刚收购的几家企业，明天就卖给了上市公司，配股资金流入大股东口袋，一进一出，为收购而付出的代价已经找齐。

④ 在上市公司中，大股东挪用、占用上市公司资金的现象普遍存在，而大股东往往利用信息优势，将上市公司的资金挪作他用。不少上市公司在控股权的第二次转让时，发现原来上千万元的投资子虚乌有，原来大股东早已挪作他用，这为二次重组留下隐患，新旧股东因此诉讼不断。

⑤ 这用剔肉敲髓来形容都不为过。在上市公司的资金套完后，企业也陷入了经营危机，更有甚者连上市公司的信用都不放过。以上市公司大股东的身份甚至直接以上市公司的名义，获得贷款。

撑；有的公司遗留的负担仍然压头，成为累赘；也有的重组公司管理严重失误，使公司重新滑入被动境地。

重组并购成效不高和无效重组并购过多，对我国资本市场的负面影响是显而易见的。过多的无效重组并购必然是浪费社会资源，严重的甚至会使被重组并购公司的质量进一步恶化，甚至导致不得不进行第二次、第三次重组并购。在大股东的频繁变更和一次次的重组并购中，上市公司积累的问题会越来越多，资产沉淀会越来越严重，严重打击投资者的信心。

如果我们将上市公司重组并购简单地划分为两种类型的话，那么一类是以建立上市公司核心竞争力为目标，着眼于长远发展的重组并购，可称之为“实质性重组并购”，另一类则是以保“壳”、保“配”、“圈钱”或二级市场炒作为目标，着眼于解决上市公司眼前困境，可称之为“非实质性重组并购”，其中主要是依靠对财务报表中相关项目的调整完成的，因此也可称之为“报表式重组并购”或“财务型重组并购”。

实质性重组并购在股权上表现为对绝对控制倾向。因为若大股东不能占有上市公司相当大的股权，它就不愿意对公司投入较大的优质资源和精力。在资产的重组上，实质性重组将进行较大比例的资产置换，把大股东所拥有的具有核心竞争能力的资产投入上市公司，并把上市公司中已经不能盈利或竞争能力低下的资产尽量地剥离出来。在业务重组上，实质性重组把大股东拥有核心竞争力的业务主体转换入上市公司，而把原上市公司已衰落的业务剥离出去，形成主营业务的转换。

非实质性重组并购则与实质性重组并购形成了鲜明的对照。新控股股东往往只有较低的权重；往往只剥离部分不良资产，注入部分优质资产，或进行较小比例的资产置换；其目的仅仅是通过资产的调整，改变公司的债务结构和资产结构，实现当前的盈利，以便达到配股资格并争取配股。非实质性重组并购不会或者也无法将一个可以带动整个上市公司的具有核心竞争能力的业务主体注入上市公司，而是在原有上市公司的基础上，通过调整资产负债表中的各个项目以实现利润表上的盈利目标。因此，业务的重组是比较混乱的，关键是不能形成新的核心竞争能力。总之，因为其目的的短期性（保“壳”、保“配”）导致了其运作的表面化，这种表面化，就是以报表的数据为核心，通过在债务、劣质资产、关联交易上做文章，把公司做成一个盈利

的账目，而公司在实际的营运中，仍然不具有竞争能力，难以适应市场，更难以进行扩张。

我们所倡导和支持的应该是实质性重组并购。上市公司重组并购的直接动力，来自于公司可以通过配股或增发新股融资，从而实现公司的扩张。但是，对于实质性重组和报表重组而言，其效果则有本质的差别。实质性重组后，公司具有核心竞争能力，因此，就获得了持续增长的潜力。对这种公司，给予再融资的支持，就可以使其更快地扩大规模，实现增长。而对报表性重组并购企业而言，依靠大股东暂时牺牲当前利益不断输入利润，其目的是“圈钱”而不是真正的良性扩张。因为报表重组之后，企业核心竞争能力没有获得提升，无法扩大市场，无法通过提高市场占有率获取盈利。大股东的目的，就是挺过配股关，通过再融资“圈钱”，然后再把重组中损失的资源捞回来。这种“圈钱”是资本资源的浪费和对投资者的掠夺。

证券监管当局应该对重组并购负起责任。这种责任主要体现在两个方面：一是对重组并购后的再融资制定出有利于进行实质性重组并购的标准，鼓励和支持那些进行了实质性重组并购的上市公司，使其在付出巨大的重组并购成本之后，可以尽快获得再融资的机会，并因再融资而获得快速扩张与发展，进一步巩固核心竞争能力；对于那些进行报表性重组的企业，取消其再融资的资格。二是强化对重组并购过程中的信息披露的监管，保证信息披露尽量透明化，如要求公司尽早发布有关重组信息，杜绝那种“越发澄清公告股票越涨”的现象发生；对重组方的信息要详尽披露，应该追及其最终控制人；应尽快完善信息披露制度的法律责任，确定信息披露不实的法律构成要件以及相关的民事责任，使重组方和上市公司不敢发布语意不详甚至是误导中小投资者的信息；鼓励媒体以及市场各方举报，严格监管和严厉打击明显的操纵市场的行为，对重组并购中的明显违规行为，给予及时、公开、到位的惩处，给后来者以警示。

三、绩差公司资产重组的绩效分析

南京大学管理科学与工程研究院李心丹、朱洪亮等2002年12月对中国上市公司并购绩效进行了实证研究，以1998年深沪两市发生资产重组的103家公司为样本，利用DEA方法计算出公司的绩效指标，系统分析了并购的绩效，

并且在此基础上按照不同分类方法讨论了影响并购绩效的一些因素。DEA 方法运用了多种输入输出的指标，以判断单个公司基准的并购前后几年的绩效变化。运用该方法，可以避免传统财务指标法在选择指标时的片面性和给多个指标附加权重时的主观性，同时避免了不同财务指标得出的结果间无法直接比较的难题。

他们通过实证研究得出的主要结论总结如下：

1. 总体上来说，并购公司在并购前有一个绩效下降的趋势，而从并购发生当年起，公司绩效就有了明显的提高，并且随着时间的推移，公司的绩效始终呈稳步上升的趋势。

2. 从各种并购方式的绩效变化情况来看，对外并购扩张类型和股权变动类型由于是战略性并购，绩效都好于其他类型。资产置换类型并购绩效也有很多提高，但由于资产置换样本个数太少，因此可能不具有代表性；资产剥离类型由于大多牵涉关联交易等，从长远看效果并不好。

3. 该研究将上市公司分成两类：一类是上市公司作为收购公司，另一类是上市公司作为目标公司。这两类公司在并购后总体绩效都有提高。从提高的程度来说，收购公司的绩效要显著高于目标公司。

4. 并购的行业分布非常集中。从不同行业样本的并购绩效来看，工业、商业和房地产业的公司绩效提高比较大。原因主要在于这三个行业相对来说资本的作用比较突出。

5. 不同性质的上市公司的并购绩效并不相同。法人股占比例最大的类型和 A 股流通股占比例最大类型的公司都取得了不错的收益。国有股占比例最大的样本公司的并购并未带来显著收益。

6. 他们单独研究了“股权变动”类型的“控制权转移”的绩效。研究发现大部分的控制权转移样本公司并购前后股东所在地没有发生变化，而且这些公司在并购前的绩效普遍偏低，这证明了“地方政府保绩差壳”的情况在 1998 年的确存在。而且研究结果还证明前后地区变化的并购效果更好。因此，他们认为“本地政府保壳”的做法从绩效上看并不成功。

7. 控制权转移前后行业发生变化的公司的增长趋势明显更强劲。而且，股权变动的比例越大，其并购后绩效的提高越多。

8. “控制权转移”的绩效研究还发现，无论从平均绩效的变化还是从长

远发展趋势上看，无偿划拨组的公司的并购绩效都不及有偿转让组的公司的并购绩效。

9. 对“控制权转移”的绩效研究的另一项发现是国企收购组的绩效在并购后始终好于民企收购组。而这与国内其他研究的结论以及大家的普遍观点是不一致的。

第三节 经典案例分析

以下选取一些公司重组的资料，通过案例分析，使读者进一步了解中国上市公司，尤其是绩差公司资产重组的动机以及工具创新的情况。

一、建峰总厂重组 ST 农化案例

（一）基本情况

1. 重组方建峰总厂概况

中国核工业建峰化工总厂（以下简称建峰总厂）是重庆化医控股（集团）公司所属全资国有企业，是一个中央下放地方管理的军转民企业，有一支素质较好的军转民员工队伍和一套比较有效的内部管理体系。企业具备年产 30 万吨合成氨/52 万吨尿素大化肥的生产装置。从 1998 年以来连续实现盈利，是重庆市涪陵区 14 户重点企业之一，并连续进入重庆市工业企业 50 强行列。截至 2004 年 12 月 31 日，建峰总厂注册资本为 28 575 万元人民币，总资产为 1 435 561 700 元，净资产为 396 592 360 元。2004 年全年的产品销售收入为 966 800 607 元，净利润为 41 529 718 元。

2. 目标公司概况

重庆民丰农化股份有限公司（以下简称“ST 农化”）是 1999 年 5 月由重庆农药化工（集团）有限公司（以下简称“农化集团”）以其优良经营性资产作为主要发起人发起设立，同年 8 月在深交所上市，主要生产经营铬盐和农药两大系列产品。截至 2004 年底，ST 农化总资产 7.01 亿元，净资产 1.97 亿元。总股本 1.55 亿股，其中流通股 5 500 万股。实际控制人是国有独资重庆化医控股集团公司（以下简称“化医控股”），化医控股通过其下属全资企业农化集团持有 ST 农化 9 117.18 万股国有股，占 58.82%。

（二）相关背景及重组方案

因经营环境变化，环保问题等多种因素影响，ST 农化 2002 年、2003 年连续两年亏损，尤其是 2003 年亏损达 1.43 亿元，净资产由 1999 年上市时的 40 998 万元下降到 2003 年底的 18 559 万元，每股净资产由 2.65 元下降到 1.20 元，生产经营陷入困境。2004 年 4 月 27 日被深交所实施退市风险警示。2002 年化医控股曾引入外资国泰颜料对农化集团进行合资改造，意图重组 ST 农化，但其后因环保、合作等各种问题，外资资本金也未按期到位，重组失败。2004 年公司主营业务继续亏损，靠自身已难以摆脱退市危机。2004 年底重庆市政府和监管部门达成共同推动化解该公司危局的共识并做出重组的决定。

1. 重组主要步骤

首先，采取适当策略由实际控制人化医控股终止与外资国泰颜料对 ST 农化大股东农化集团停滞不前的合资进程，恢复其国有独资公司身份，从而恢复 ST 农化的国有控股上市公司地位。

其次，市政府对 ST 农化给予 5 000 万元专项环保治理扭亏脱困财政补贴，公司 2004 年盈利，从而暂时摆脱退市危机。

再次，化医控股将农化集团持有的 ST 农化股权行政划转给化医控股所属的建峰总厂，建峰总厂成为新的大股东。

最后，由建峰总厂将其优质大化肥相关资产整体改制为重庆建峰化肥有限公司（以下简称“建峰化肥”），以建峰化肥控股权作为主要置入资产，整体置换 ST 农化原有资产。具体是：建峰总厂以合法持有的建峰化肥 51% 的权益性资产以及复合肥、氮气生产经营相关的资产和负债与 ST 农化合法拥有的整体资产（含全部资产和全部负债）进行置换。拟置出资产 2005 年 5 月 31 日账面价值为 17 411.66 万元，占公司 2005 年 5 月 31 日经审计账面净资产的 100%；拟置入资产 2005 年 5 月 31 日账面价值为 19 134.92 万元，占公司 2005 年 5 月 31 日经审计账面净资产的 109.9%。置出资产 2005 年 5 月 31 日评估值为 19 980.27 万元，置入资产 2005 年 5 月 31 日评估值为 20 003.99 万元，由于置入资产价格高于置出资产价格，形成置换差额 23.72 万元。在《资产置换协议》生效后，聘请会计师事务所，以资产置换交割基准日为审计基准日，对双方的置换资产从 2005 年 6 月 1 日至交割基准日的期间损益进行审计，并出具审计报告。双方以该审计报告确定的净资产账面价值作为依据，由此产生的

差价部分，由净资产账面价值低的一方在《资产置换协议》生效后12个月内将差价款项全部支付给对方。

2. 结合股改进行重大资产重组

在政府主导、监管部门协调推动、各方努力工作下，2005年10月，ST农化公布重大资产重组暨股权分置改革方案，以实质性重组为ST公司股改破题。ST农化股改采取“资产置换+送股+追加对价安排”的创新方案，即大股东建峰总厂用质优、盈利能力较强的化肥资产（主要是建峰化肥51%的股权）与ST农化原有的整体资产进行置换；非流通股股东向流通股股东按10股送1.5股比例支付股票对价；建峰总厂对于资产置换完成后上市公司的业绩作了承诺，如果业绩达不到承诺水平，建峰总厂将向流通股股东每10股追送2股。2005年12月，ST农化重大资产置换方案获得证监会批准，同月公司临时股东大会暨相关股东会高票通过重大资产置换暨股改方案。2006年3月，ST农化以2005年12月31日为置换基准日办妥主要置换手续，基本完成重组各项手续。

（三）方案中存在的主要问题

“大马拉小车”的难题，未能实现大化肥资产整体上市。

ST农化重组初期，遇到的主要障碍是建峰总厂拟置入的大化肥资产规模远大于拟置出资产规模这一“大马拉小车”式的重组难题。2005年初，重庆证监局与市金融办、市国资委联合就ST农化风险处置和重大资产重组工作向中国证监会上市公司监管部作专题报告，求得证监会对ST农化股权划转及资产重组工作的支持和指导。在上市部指导下，重庆证监局积极探索创新，会同市政府金融办、市国资委及有关企业组成封闭式专题小组，对ST农化重大资产重组采用定向增发创新试点方案进行研究，经多次讨论形成初步方案，联合上报请示中国证监会。其后虽因法律障碍等各方面原因，ST农化重组未能采取定向增发创新试点方案，但通过相关准备工作，地方政府对规范重组对上市公司良性发展所起的作用提高了认识，促进拟置入资产重组前真正规范改制，为上市公司未来可持续发展打下了良好基础。

由于法律障碍，未能通过定向增发方式将大化肥资产整体置入上市公司。建峰总厂仅将建峰化肥51%的股权置入了上市公司，另外49%的股权在此次重组后分别由建峰总厂和智全实业持有，只能通过进一步重组加以解决。

（四）分析评价

重组后上市公司脱胎换骨，从一个负担沉重、年年亏损、市场环境恶化、受环保问题困扰的公司，成为一个盈利能力优良、具备规范运作基础和良好持续发展空间的公司。

1. 重组前后情况对比

（1）重组后公司资产质量和盈利能力大幅提高（见表5－1）

表5－1　　ST农化重组前后财务指标对比　　单位：元，%

项　　目	2006年6月30日（重组后）	2004年12月31日（重组前）	增减比率
流动资产	469 726 728.27	310 586 793.90	51.24
流动负债	217 665 589.27	464 493 114.42	－53.14
总资产	1 026 692 952.24	700 944 377.81	46.47
净资产	225 722 870.81	197 451 263.39	14.32
每股净资产	1.4563	1.2739	14.32
项　　目	2006年（1～6月）（重组后）	2005年1～6月（重组前）	增减比率
主营业务收入	570 532 916.02	168 699 610.53	238.19
主营业务利润	214 133 501.94	6 353 381.76	3 270.39
净利润	54 477 221.49	－21 570 726.51	352.55
扣除非经常性损益后的净利润	54 735 003.74	－21 663 858.51	352.66
每股收益	0.3515	－0.14	351.07
净资产收益率	24.13	－12.26	36.39
经营活动产生的现金流量净额	224 642 427.74	－63 048 924.40	456.30

（2）经营状况大为改善

重组前ST农化陷入困境，“疾病”缠身，濒临破产退市。一是三峡库区环保政策的变化致使公司主营业务生产线被迫停产，对公司产生致命影响；二

是市场和国家对高危农药限制政策导致经营环境变化；三是ST农化上市前遗留问题埋下隐患，债务沉重，财务费用高，大股东农化集团改制不彻底，长期占用上市公司资金。此外，实际控制人化医控股为挽救公司虽引入外方投资者对大股东农化集团进行合资改造，但因各种原因，工作多次反复并陷入停顿，ST农化控制权不确定，严重影响正常生产经营决策。

重组后上市公司彻底改头换面，主营业务由铬盐、农药生产、销售变更为化肥（含复混肥料）、氧气、氩气、液氨等化肥、化工产品的生产、销售。公司积极健全治理结构，规范各项运作；组建内部管理机构，健全内部管理；努力抓好子公司和本部的生产经营，到2006年1～6月实现主营业务收入57 053万元，完成年度计划的63.39%，同比增长238.19%；主营业务利润21 413万元，同比增长3 270.39%；实现净利润5 447万元，同比增长352.55%。

（3）利用重组解决资金占用等历史遗留问题

ST农化改制上市时，大股东农化集团将优良的经营性资产全部投入上市公司，而退休职工全部留了下来。农化集团存续资产大多为低效或无效资产，无盈利能力，长期通过拖欠（占用）上市公司的资金来维持日常运转，每年发生的退休职工医药费、非统筹补贴和水电气费用、财务费用等一直由上市公司垫支。由于这些历史遗留问题，ST农化被大股东占用资金长期得不到解决。此次资产置换前，农化集团及其关联方合计占用公司资金155 690 560.97元。随着资产置换，原有债权债务全部置出上市公司，资金占用这一历史顽疾彻底解决。

（4）构建了良好的持续发展平台

重组后，上市公司获得良好的持续发展空间。一方面可在未来进一步收购建峰化肥剩余股权，最终实现化肥资产整体上市，大大增厚上市公司每股收益和每股净资产。另一方面大股东建峰化肥申请培育的第二套大化肥装置已获立项，并已开始前期准备工作，该项目可以在合适的时候注入上市公司，上市公司有良好的成长预期。

2. 从ST农化重组看政府主导型资产重组的功能和优势

（1）政府主导型重组是市场化重组的必要补充

近年来由于公司发行上市制度已调整为核准制下的保荐制，加上市场低迷等原因导致再融资普遍较难，上市公司“壳”资源已不再具有稀缺价值。类

似ST农化这样需要高成本和较大力度重组的公司，通过市场化运作难以寻觅到合适的重组方，重组难度很大。重组前，ST农化内忧外患，靠自身无法摆脱困境。实际控制人化医控股试图通过市场运作引入战略投资者，助上市公司扭转局面。但经过一年多的运作，因环保问题曝光、“非典”影响等多种原因，化医控股引入的外方投资者不愿增加投入，双方对ST农化大股东农化集团的合资改造失败。合资停滞，造成ST农化控制权不确定，严重影响正常经营决策，公司处境雪上加霜。在无人接手的困局下，政府为维护地区资本市场稳定，保护投资者权益，强力介入公司重组，启动了实质性重组工作。

（2）政府干预为规范化重组争取时间，避免短视的重组行为

上市公司重组从方案设计、报批再到实施，有较长周期，即使重组获得成功，经济效益也很难迅速体现。像ST农化这样已连续亏损濒临退市的公司，如果短期内不见效益，难以避免退市的局面，而如果不能避免退市，重组方也将失去重组公司的动力。一般的市场化重组很难解决这个矛盾。但在政府主导下，2004年末，市财政给予ST农化环保扭亏脱困补贴5 000万元，暂时缓解公司破产退市危机，为公司下一步规范化实质性重组争取到时间，避免了单纯为保“壳”而对公司采取急功近利的报表式重组。

（3）政府主导重组有利于扫除重组中的障碍

上市公司重组工作中的常见困难一是协调公司债权人，二是职工安置。在纯市场化条件下，单靠重组方或上市公司，协调力度有限，各方债权人难以达成一致，共同实现总体利益最大化。ST农化重组过程中，相关当事人在政府主导下与各银行债权人积极协商。依赖政府信用，重组得到了各银行的大力支持，银行在解除股权质押、债务转移等方面积极配合，为重组创造必要条件，重组效率大为提高。职工安置方面，通过行政安排，置出资产及其职工可以得到妥善安置。重庆市国资委按照“资产、负债、人员同步走”的原则，将ST农化置出资产全部以行政划转方式划转给农化集团，原上市公司人员也回归农化集团，重组过程中未发生职工安置纠纷，确保了平稳过渡。

（4）政府主导重组可以优化资源配置，调整地方国有经济布局

通过地方政府主导，以区域为背景的上市公司资产重组，可以对地方国有经济布局进行战略调整，ST农化的重组正是这一体现。ST农化原主营业务为制造、销售铬盐系列产品，农药及农药中间体产品。由于环境污染严重，根据

国家及重庆市政府的要求，铬盐老生产线已于2004年1月31日正式关闭；农药产品方面，由于国家对高毒农药禁销力度也进一步加大，ST农化相关主导产品受到严格限制。而重组方建峰总厂是重庆大化工产业的骨干企业，是国家提倡并引导大力发展的拥有节能型和先进气化技术的氮肥生产企业。随着本届政府对农业问题的关注和重视，化肥行业作为农业发展直接相关和支持性的行业具备持续快速发展的宏观环境。自2003年以来，国际原油大幅涨价，以油、煤为原料的国内外化肥生产的成本上升，而国内天然气受国家统一控制，价格波动不大，从而使得包括建峰总厂在内的以天然气为原料的化肥生产企业竞争力不断增强。重庆市政府将建峰总厂化肥相关资产置入上市公司，是借助资本市场做大做强地方重点产业的重要战略部署。

（5）政府主导下规范的实质性重组可以迅速提高上市公司资产质量，提升经营业绩

建峰总厂的主营业务为化肥生产和销售，拥有年产30万吨合成氨、52万吨尿素的大型化肥生产线，是重庆地区最大的尿素生产基地。建峰总厂旗下的建峰化肥与中石油西南油气田公司建立了长期合作关系，拥有充足的气源供应，具有原材料成本较低的优势。同时，建峰化肥依托长江、乌江水运，紧邻渝怀铁路和319国道，拥有天然的运输优势和成本优势。统计数据显示，建峰化肥的毛利率水平、净资产收益率、能耗水平等处于国内化肥生产企业的前列。本次资产置换完成后，ST农化主营业务彻底改变，收入与利润主要来自于建峰化肥。建峰化肥以原来建峰总厂化肥分厂为主体组建，该分厂的销售收入在最近几年稳步增长。置换后ST农化的经营效率大幅度提升，连年亏损的局面得到彻底的改变。建峰总厂承诺重组后三年内上市公司业绩分别不低于4 955万元、5 203万元和5 463万元。

3. 监管部门应积极参与规范政府主导型重组

政府主导不等于行政干预，要确保此类重组在规范框架下进行，离不开监管部门的协调和指导，要强化协同监管，规范重组行为。

对ST农化重组，重庆证监局与市金融办、市国资委积极配合协同监管，一开始就达成可持续、高起点和严规范的指导思想，同时体现积极创新和规范改制的要求。通过协同监管力促达成以下目标：一是通过积极实质性重组，使未来上市公司运作规范、业绩优良、具备可持续发展基础；二是重组有利于金

融安全、社会稳定，妥善处理包括职工、债务以及ST农化所置换出的资产、建峰化工总厂改制后存续资产等的持续发展；三是通过重组彻底纠正ST农化历史遗留问题，做到整个过程的信息披露合规和董事高管勤勉尽责。

重组过程中，重庆证监局大力督促ST农化和重组相关各方履行信息披露，主动对各方给予规范政策法规指导，敦促ST农化董事高管恪守高管义务，对拟重组置入资产到现场查看，采取发出现场督导和监管意见函等方式保持高频度监管态势。通过监管努力，促进风险化解和资产重组工作步入规范、可持续的轨道。

因此，规范化的政府主导型重组是提高上市公司质量的重要途径，具有力度大、效率高等特点，尤其对促使危机公司解困具有不可替代的作用，有利于保护投资者权益。ST农化重大资产置换暨股改方案的高通过率充分说明了这一点。积极推动地方政府主导上市公司尤其是绩差和危机公司规范重组，确立可持续、高起点和严规范的重组指导思想，发挥资源和行政力量优势，有利于提高存量上市公司质量，建设安全稳定、持续和谐的辖区资本市场环境。在这一过程中，监管部门要与地方政府有关部门通力合作，实行监管与服务并重、防范化解风险与促进上市公司成长并重。对政府主导型资产重组，提前介入，主动提供服务，积极规范重组行为，确保重组后上市公司具有独立运营能力和持续发展的营运模式及成长空间，引导政府主导型重组在良性轨道运行。

二、北大方正重组ST合成案例

（一）基本情况

1. 收购人北大方正概况

北京北大方正集团公司（以下简称“北大方正”）是北京大学1986年5月经国家教委批准创建的高新技术企业，注册资本5 015万元，注册地北京市海淀区成府路298号，以IT为主业，业务主要涉及计算机软件、硬件、金融、新材料和教育五大领域，大部分已形成了具有竞争实力的规模产业。

2. 目标公司ST合成概况

西南合成制药股份有限公司（以下简称“ST合成”）是以定向募集方式设立的股份有限公司，1997年5月发行A股并于当年在深交所上市，主要业

务是制造、销售原料药及制剂。截至2002年底，ST合成总资产7.86亿元，净资产1.25亿元，总股本19 250万股，其中流通股4 950万股。实际控制人是国有独资重庆化医控股集团公司（以下简称“化医控股”）。化医控股通过其下属全资企业西南合成制药总厂（ST合成第一大股东，以下简称“合成总厂”）持有ST合成47.31%的国有法人股。

（二）相关背景和方案要点

上市后公司业绩逐年递减。1999年、2000年连续两年亏损，股票被深交所实施特别处理。2001年虽暂依靠重庆市政府财政补贴实现盈利，但主营业务仍然亏损而没有“摘帽”。2002年再次巨亏1.53亿元，公司大量银行债务逾期，长期拖欠职工工资，生产经营难以为继，处境艰难。2000年开始，化医控股就开始考虑对ST合成进行重组，先后与几十家企业就公司资产重组进行谈判，均未取得实质性进展。2002年5月，民营性质的深圳南方同正公司与化医控股达成协议，拟重组ST合成，并于当月开始对公司实施托管。但其后因市场竞争、资金实力、企业文化等种种因素影响，南方同正最终退出。2003年北大方正加入到重组ST合成的竞争中，并最终获得市政府认可。2003年底ST合成完成债务重组和控制权重组，公司基本面得到改善。

ST合成的重组实质是债务重组，并采取自上而下从对大股东的债务重组开始着手的方式，抓住主要矛盾，顺利完成重组。重组前，由于环保搬迁等影响，ST合成及其大股东合成总厂债务沉重，偿还困难，财务费用负担大，并且由于三分开不彻底，合成总厂长期占用上市公司资金也无法解决。经化医控股与重组方研究，ST合成的重组从对大股东的债务重组入手，先解决大股东债务，再引入有资金实力的投资者，对上市公司债务也进行重组并解决占用上市公司资金问题，从而减轻上市公司负担，盘活现金流。

归纳起来重组是三个步骤：

第一步，对大股东合成总厂的改制和债务重组。合成总厂的债权人主要是华融资产管理公司和国家开发银行。经与两单位沟通，化医控股于2003年8月以5 823.8万元折价收购华融资产管理公司对合成总厂的3.76亿元债权。随后，国家开发银行以其对合成总厂的5 286万元债权作为债转股出资，与化医控股共同将合成总厂改制设立为有限责任公司（重庆西南合成制药有限公司，

以下简称“重庆合成”）。之后化医控股再收购国家开发银行持有的重庆合成股权。最终合成总厂通过债务重组改制成为化医控股的全资子公司——重庆合成。

第二步，北大方正增资重庆合成并间接收购上市公司。2003 年 9 月北大方正与化医控股签订协议，对重庆合成单方面增资现金 3 亿元，持有重庆合成 70% 的股权。2003 年 12 月北大方正获得中国证监会要约收购豁免，完成收购后，北大方正通过控制重庆合成成为 ST 合成新的实际控制人。

第三步，解决上市公司债务和资金占用。2003 年 11 月 3 日，重庆合成与 ST 合成签订《清偿关联方欠款及解除担保协议》，重庆合成通过支付现金 1.14 亿元、承借 ST 合成银行债务 1.1 亿元两种方式，共清偿关联方欠款 2.24 亿元。并承诺解除 ST 合成对关联方提供的担保 504 万元人民币及 100 万美元。

（三）方案涉及的主要问题

ST 合成的重组方案主要问题是债务重组难度较大。

ST 合成重组方案的第一步是对其大股东合成总厂进行债务重组，减轻负担，再进一步重组上市公司。合成总厂的债务重组涉及华融资产管理公司和国家开发银行，且债务额较大，只有在政府主导下才可能完成。南方同正托管 ST 合成期间也曾提出类似的债务重组方案，但未获得政府支持而没有成功。北大方正在政府支持下完成对合成总厂的重组。

（四）分析和评价

重组后，北大方正在未改变 ST 合成主营业务情况下，通过深化管理、调整产品结构等举措，使 ST 合成生产经营步入正轨。2003 年至今连年盈利，2004 年“摘帽”，公司主营业务收入和净利润基本保持稳定。2006 年 4 月完成股权分置改革。

对比重组前后各方面情况看出，ST 合成的重组比较成功。债务负担得到降低，长期困扰公司的资金占用问题得到解决。重组后引入新的管理方式和企业文化，做强原有主业，生产经营步入正轨。公司经营和财务状况好转，进入相对稳定期。

1. 重组前后情况对比

（1）重组前后基本财务指标对比（见表 5－2）

表 5－2　　ST 合成重组前后基本财务指标对比

项　　目	单位	2005 年	2004 年	2003 年	2002 年
主营业务收入	千元	472 033	428 257	325 708	264 534
净利润	千元	13 006	12 114	5 046	－152 671
总资产	千元	714 209	771 340	650 408	785 667
股东权益	千元	220 324	207 295	171 156	124 607
每股收益	元	0.07	0.06	0.03	－0.79
每股净资产	元	1.14	1.08	0.89	0.65
调整后的每股净资产	元	1.03	0.78	0.79	0.25
每股经营活动产生的现金流量净额	元	0.01	0.18	0.67	－0.22
净资产收益率	%	5.9	5.84	2.95	－122.52

重组后，ST 合成主营业务收入、净利润、每股收益等指标逐年上升，稳步发展。

（2）重组前后负债情况（见表 5－3）

表 5－3　　ST 合成重组前后负债对比

项　　目	单位	2002 年（重组前）	2003 年（重组当年）	2005 年（重组后）
短期借款	万元	29 081	13 270	23 717
一年内到期的长期负债	万元	2 002	0	0
长期借款	万元	2 000	0	0
负债总额	万元	66 106	47 925	49 388
资产负债率	%	84.14	73.68	69.15
流动比率		0.70	0.74	0.75
财务费用	万元	2 133	1 796	1 313

从表5－3看出，重组后资产负债率从84%降到70%以下，年财务费用从2 000万元以上降到1 313万元。资产负债结构得到较好改善。

根据2006年半年报，到2006年6月，ST合成负债总额4.63亿元，资产负债率63.51%。负债中银行借款2.42亿元，占负债总额的52.22%，均为流动资金贷款。

（3）经营情况

北大方正入主前，ST合成经营困难，长期戴ST“帽子”，2002年巨亏15 267万元，年末净资产12 461万元，低于股本总额。2003年下半年，北大方正入主，公司完成债务重组。当年依靠政府补贴扭亏为盈，但扣除非经常性损益为亏损7 195.02万元。2004年以来，甩掉债务包袱后的ST合成逐渐步入正轨。北大方正未改变ST合成主营业务，在原有产品结构调整和管理上下工夫。公司逐步完成了经营机制、组织机构的革新重建和战略发展定位。面对医药行业激烈竞争和原材料大幅上涨，以稳定和促进生产经营为目标，内抓管理整合，推行全员成本控制，外抓市场开拓，出口业务大幅增长。同时，根据GMP认证工作的需要，投入大量人力、物力，对相关的软硬件设施进行整改。2004年所有产品均已通过GMP认证。2004年实现主营业务收入4.28亿元，比2003年增加1.02亿元，增幅31.48%，主营业务利润8 234万元，净利润1 211万元（其中非经常性损益仅233万元），每股收益0.06元，净资产收益率5.84%。2005年3月3日，公司摘掉ST“帽子”。2005年主营业务收入和净利润均比2004年略有增长，公司业务基本进入稳定发展期。2006年1～6月经营情况与上年同期基本持平。

（4）资金占用和对外担保

重组前，根据重庆天健会计师事务所重天健审［2003］232号专项审核报告，截至2003年9月30日，公司第一大股东重庆合成及其下属企业对公司欠款总额共计人民币223 554 780.94元；公司共为重庆合成及其下属企业504万元人民币及100万美元借款提供连带保证责任担保。

重组后，到2004年1月，绝大部分关联方资金占用即得到清偿，2005年清收最后143万元。根据公司最新报告，目前不存在被关联方违规占用资金情况，不存在对外担保。

2. 成功经验

ST 合成的重组与常见的那种买“壳”式重组不同，新的实际控制人不是将其优质经营性资产大规模置换入上市公司，而是以自上而下的方式，先对大股东债务重组，在此基础上再对上市公司进行债务重组并解决大股东资金占用等问题。改善公司基本面后，通过强化管理、调整产品结构、改革人事制度等举措，做强公司原有主业。其成功的经验主要有：

（1）重组思路和步骤都紧扣公司主要矛盾

首先，ST 合成的重组抓住了主要矛盾——债务问题。重组前 ST 合成面临多种问题，包括债务、资金、人员负担、产品结构和市场问题等。要化解风险，究竟是盘活存量资产，还是减员增效，还是寻求资金注入？经过分析研究，ST 合成面临的主要矛盾是债务沉重，搬迁欠下的大额债务，吞噬企业现金流。从债务重组入手，减轻企业负担，是此次重组的突破口和捷径。

其次，重组步骤上，先重组大股东从而让上市公司甩掉包袱，其余问题就迎刃而解。由于历史原因，原大股东合成总厂拥有的是改制上市前遗留下来的非经营性资产或不良资产，缺乏造血功能和生存能力。“五分开”不彻底，长期占用上市公司资金。在 ST 合成自身债务负担沉重、经营困难的情况下，这些更加剧了 ST 合成的负担。因此先对大股东改制重组，为上市公司减负和解决历史遗留问题创造了条件。

（2）通过市场竞争引入有实力的重组方

以市场竞争方式引入重组方，可以通过充分比较，选择真正具有资金和管理实力、能制订切实可行重组方案、能得到员工和股东认可的重组方。

ST 合成重组方的选择经历了较长的过程。原实际控制人化医控股曾与几十家企业进行过接触。2002 年曾引入民营控制的南方同正对 ST 合成实施托管和重组，此后在与北大方正的竞争中，南方同正因各种原因退出，北大方正最终入主并成功重组 ST 合成。比较而言，南方同正认为自己托管期间无论是在加强企业管理还是协调国家有关部门批准债务重组方案方面均做了大量工作，且具有搞活 ST 合成的实力，其自身意愿是不愿意退出的。但是，一方面，南方同正提出的与化医控股共同折价收购华融资产管理公司享有的合成总厂债权的重组方案未得到批准。另一方面，2003 年北大方正作为实力较强的国有企业，强势加入到对 ST 合成的重组竞争中。ST 合成要摆脱困境，产品要上量，

GMP 改造也需要投入，资金需求很大，而南方同正资金实力不及北大方正。在管理水平、企业文化等方面，南方同正与北大方正也均存在差距。两方面原因，导致重庆市政府在决策时选择了北大方正作为 ST 合成的重组方。并且，由于南方同正是民营企业，而北大方正是国有企业的原因又使公司职工从感情上更愿意接受北大方正的收购。因此，北大方正胜出，也是 ST 合成通过市场竞争来选择重组方的一次胜利。

（3）政府部门大力支持

ST 合成的重组得到地方政府、原实际控制人化医控股及其主管部门的大力支持。引入重组方的过程中，有关部门多次召开协调会，并对重组方案多次研究。在合成总厂和 ST 合成债务重组中，有关部门在协调华融资产管理公司、国家开发银行以及其他金融机构方面也起了重要作用。2001 年、2003 年重庆市政府还分别给予 ST 合成财政补贴 1 730 万元、4 000 万元，使公司暂时摆脱退市危机。此外，国家经贸委批准合成总厂实施债转股，一方面体现合成总厂能抓住机遇完成重组，另一方面也体现国家有关部门对地方国有企业改革的大力支持。

第六章　并购/重组支付手段及创新

我国公司并购/重组的制度与工具基本来自外来移植。上市公司并购/重组的支付手段既有外来移植的成分，也有根据我国国情进行的创新。

从上市公司并购/重组支付手段来看，现金收购、换股收购、要约收购、协议收购、集中竞价收购、大宗交易收购等支付手段，是使上市公司控制权发生转移的主要手段。除此之外，一些新的收购工具在上市公司收购/重组实践中也被加以运用，例如，资产置换、定向增发、吸收合并、股份回购、分拆上市、债转股、引进战略投资者等多种形式。

第一节　股权协议收购/转让

公司资本自由流动，是市场经济存在并正常运行的必要条件之一。因此，公司之间的收购与兼并也就成为一种经常性的现象。另外，资本的证券化使得公司收购活动可以越过目标公司管理层而直接同公司股东进行交易，证券市场的日益规范与完善也为活跃公司收购活动起到不可或缺的作用。西方市场经济发达国家如美、法、德、日等国，自 19 世纪以来历经 5 次兼并与收购浪潮，近年来更是进行得如火如荼，规模更大，范围更广，跨国并购可谓风起云涌。据统计，1999 年美国公司并购案件 1 241 件，总额达 10 726 亿美元，占世界的 28.1%。相形之下，我国公司并购则起步较晚。

我国公司并购相关法律法规在不断完善：1989 年 12 月 9 日，国家体改委、国家计委、财政部、国家国有资产管理局联合发布了《关于企业兼并的暂行条例》，虽然主要侧重于企业兼并的规范，但是可以说是对上市公司收购所有规范的源头；接着 1993 年国务院发布《股票发行与交易管理暂行条例》，初步形成了上市公司收购制度的框架；1999 年第九届全国人大常委会通过并于当年 7 月 1 日施行的《证券法》，在总结《股票发行与交易管理暂行条例》中有关上市公司收购的基础上，以第四章专门规定了上市公司收购，从而为上市

公司收购提供了更高层次的法律依据，但是《证券法》的规定还存在诸多缺漏。中国证监会于2002年9月28日颁布的《上市公司收购管理办法》为上市公司收购提供了更细致、更规范的指导，2006年又对该办法进行了修订，并推出五项信息披露准则，至此我国关于上市公司收购的法律法规体系初步形成。再加上我国市场经济的不断发展，上市公司收购的案例层出不穷，在我国企业并购案例中的比例日渐上升。企业并购本身就是一项复杂的系统工程，而上市公司收购由于其标的——上市公司本身的特殊性和复杂性，导致其收购较之于其他的企业并购，无论在理论认识或者实务操作上都更为复杂。基于上市公司收购在企业并购实务中的重要性，本书前文已就上市公司收购的概念及法律特征、分类以及一般企业并购的一般规则作了详细论述，以下将着重介绍上市公司收购的程序问题。

依据中国证监会2002年9月28日颁布的《上市公司收购管理办法》中的规定，上市公司收购是指收购人通过在证券交易所的股份转让活动持有一个上市公司的股份达到一定比例、通过证券交易所股份转让活动以外的其他合法途径控制一个上市公司的股份达到一定程度，导致其获得或者可能获得对该公司的实际控制权的行为。收购人可以通过协议收购、要约收购或者证券交易所的集中竞价交易方式进行上市公司收购，获得对一个上市公司的实际控制权。可见，实务中上市公司收购主要有三种方式：协议收购、要约收购、集中竞价收购，不同的收购方式其程序上有不同的要求。

我国《证券法》在收购方式上采纳了将公司收购分为协议收购与要约收购的二元说。但是实际上，由于我国证券市场的特殊性，在上市公司并购的实务中，协议收购是主要的收购方式，而要约收购则很少见。

作为一种独立的收购方式，依国外法学界的一般观点，上市公司的协议收购指的是，收购人于证券场所之外与被收购公司的股东达成股份购买协议以谋求对上市公司控制权的行为。由于协议收购是仅在收购人与目标公司少数大额股东之间的行为，而将大多数中小股东排除在外，这就导致了大多数中小股东在并购中容易陷入被动的局面，难以贯彻公平原则，而且很难监管。正是基于此，许多国家都不支持协议收购的方式，即使在证券市场发达、监管措施较完备的国家，如美国、英国、澳大利亚等，也只是通过判例确定了一些规则，在成文法中是没有关于协议收购的规定的。

我国的协议收购制度与国外比较而言有其特殊性。

首先，依据我国《证券法》第八十五条的规定，投资者可以采取要约收购、协议收购及其他合法方式收购上市公司。由此可见，我国《证券法》以明文的方式确定了协议收购具有与要约收购比肩的地位。

其次，我国《证券法》没有对协议收购的概念作出明确的解释，也没有对协议收购的适用范围作出明确的界定。这是有原因的：与国外证券市场不同，我国上市公司的股票被分为流通股与非流通股，国家股、法人股暂不参与流通。正是在这种背景下，《证券法》认可了协议收购的方式，也因此导致了我国的协议收购在含义及适用范围上具有特殊性。

依照法学界的一般观点，我国的协议收购是指，收购人与公司股票的特定持有人依照个别签署的协议或股份转让协议，取得他人非上市股票的收购行为。协议收购作为与要约收购相并列的一种收购方式，仅适用于国家股、法人股这些不能上市流通的股票。收购人是无法通过与流通股股东签订转让协议来获取上市股票的。因为从《证券法》第三十三条“经依法核准的上市交易的证券、公司债券及其他证券，应当在证券交易所挂牌交易”的规定看来，这实际上确定了上市证券场内交易的原则，从而间接排除了协议收购流通股的可能性。从其适用范围中可见，《证券法》中关于协议收购的规定是针对国家股、法人股的转让而做出的阶段性规范，虽然在目前的状况下对盘活资产存量和优化资本结构有着十分积极的意义，但是协议转让因为信息披露、内幕交易等问题，一直被市场诟病；而且随着我国证券市场的发展及国家股、法人股流通限制的取消，协议收购将失去其存在的基础。

在中国上市公司的收购活动中，历经 11 年的股市发展，真正通过公开要约方式成功完成上市公司收购——完全依赖公开要约收购来获得一家上市公司的控股权的案例还从未出现过。实践中发生的大量上市公司收购案例，全部都是以协议收购的方式进行的。相关资料显示，2003 ~ 2005 年，协议收购是收购的主流，占 95%，要约收购仅占 5% 左右。由此可以看出，上市公司收购主要是通过协议转让国有股和法人股来实现的，在国家股、法人股不能上市流通的市场环境下，协议收购已成为取得上市公司控制权的主要手段。

如前所述，一方面在我国目前的条件下，协议收购仍然是我国上市公司收购的主流形式；另一方面，协议收购有存在信息不公开、难以监管、容易损害

目标公司少数股东的利益等诸多弊病，因此协议收购必须严格依据法律规定的程序进行。

依据我国《股票发行与交易管理暂行条例》、《证券法》、《上市公司收购管理办法》等相关法律法规的规定，收购人以协议转让方式收购上市公司的，应该在与上市公司股东达成协议后，通知上市公司，根据持股的比例，做出不同形式的信息披露，并申请股票停牌。若涉及的股权变动须取得主管部门批准的，应当获得批准。交易双方可以将拟转让的股份托管并存放收购资金，这样可以在很大程度上避免履行协议的风险。对于涉及触发要约收购义务的，应当依法履行要约收购义务，符合《上市公司收购管理办法》规定的豁免情形的，可以进行要约豁免申请或备案。

一、上市公司股权协议转让/收购方式的优势及相关法律规定

与竞价转让相比，协议转让具有以下优点：第一，转让条件较灵活。协议转让的受让方可以与转让方平等协商，在协议中自行确定转让价格、支付方式、支付时间等，而无须遵守价格优先、时间优先等证交所交易规则。第二，信息披露义务较轻。在竞价转让的情况下，如受让方持股比例增至5%或双方持股比例每变化5%以上，就必须停止股份转让并履行相应的信息披露义务，而协议转让通常只需要集中的信息披露。第三，转让成本较低。竞价转让的价格实际是按照股票的市价，而当大比例股份转让导致多次信息披露时，股票的市价通常会随之飙升，从而增加受让方的收购成本。第四，转让交易成功。竞价转让要求受让方全部以现金支付，而协议转让可采取证券、资产或其他财产权益置换股票的方式，有利于解决受让方现金不足的难题。同时，当股份转让涉及上市公司控制权变更时，竞价转让和协议转让实际是上市公司的恶意收购与友好收购，后者无疑有利于避免被收购公司管理层采取反收购行动，股份转让也更易成功。正因为如此，上市股份的协议转让受到各方尤其是受让方的更多偏爱。

（一）协议收购的前提

上市股份的协议转让，首先需转让方与受让方分别就转让事宜通过决议，涉及国有股份或外商投资的，还须经相关部门的行政审批，这也是履行协议转让的重要前提。

1. 内部决议

上市股份的协议转让一般涉及金额较大，常属重大资产的交易，因此在包含有多个投资主体的情况下，转让方与受让方应依据法律或投资主体间的协议/章程分别通过董事会或股东会决议等。当然，由于转让协议通常由转让方与受让方的法定代表人/负责人或授权代表签署，并加盖公章（如有），因而除非法律强制性规定或有证据证明签约人恶意串通，转让协议并不因各方内部决策的瑕疵而受影响，持有异议方应寻求其他途径维护权利。

2. 行政审批

作为国有资产投资权益，国有股的转让必须征得相应批准才可以进行。财政部2000年5月19日发布的《关于股份有限责任公司国有股权管理工作有关问题的通知》，则将上市股份的转让区分为“地方股东单位持有上市公司非发起人国有法人股的转让”和“上市公司国家股权、发起人国有法人股权的转让”，分别由省级财政或国有资产管理部门和财政部批准。而2003年5月27日国务院颁布的《企业国有资产监督管理暂行条例》则明确规定，企业国有资产由国务院、省级人民政府以及设区的市级人民政府履行出资人职责，由授权的国有资产监督管理机构管理，并由后者“决定其所出资企业的国有股权的转让。其中，转让全部国有股权或转让部分国有股权致使国家不再拥有控股地位的，报本级人民政府批准”。因此，今后上市公司国有股份转让的审批，应根据该股权的国有资产监督管理机构以及转让股份的比例来确定。

当上市公司所属行业对投资者有特别限制或者投资者为外商或外商投资企业（外企）时，行政审批亦是受让方受让股份的前置程序。如上市公司为金融机构时，受让方股资金额超过金融机构资本金10%以上的，必须报经银监会批准；外商受让上市股份涉及产业政策和企业改组的，需由商务部负责审核；上市公司经营限制于外商投资领域的，外企受让其股份应报请上市公司所在地的省级外经贸主管部门批准，而如果该公司属于由商务部审批的特定类型或行业，省级审批机关则要把申请材料转报商务部审批；作为受让方，外企如果采取以资产折抵、土地使用权出让或出租方式支付收购款，并因固定资产的变化而改变自己的原经营规模或内容，外企在协议受让上市股份前还须征得其原审批机关的同意。

（二）协议转让的限制

1. 行业限制

作为一种投资方式，在外商或外企受让上市股份的情况下应遵守《指导外商投资方向规定》和《外商投资产业指导目录》有关持股比例、中方控股或相对控股的限制。若上市公司的营业范围包括禁止外商投资的领域，那么外商或外企则不得直接受让该上市公司的股份。对境内企业或自然人而言，则应注意相关行业的特别要求，如法律要求经营基础电信业务的公司中国有股份不得少于51%，这使得受让方（非国有）只能协议受让此类上市公司24%以下的股份。而在上市公司为金融机构的情况下，受让方也不得采取股权置换方式。

2. 时间限制

根据《公司法》第一百四十五条、第一百四十七条以及《证券法》第三十九条、第四十二条的规定，发起人自公司成立之日起3年内董事、监事、高级管理人员应当向公司申报所持有的本公司的股份及其变动情况，在任职期间每年转让的股份不得超过其所持有本公司股份总数的百分之二十五；所持本公司股份自公司股票上市交易之日起一年内不得转让。在股东大会召开前20日内或者公司决定分配股利的基准日前5日内，不得对记名股票的股东名册变更登记，为股票发行出具审计报告、资产评估报告或法律意见书等文件的证券服务机构和人员，在股票承销期内和期满后6个月内或者接受上市公司委托之日起至文件公开后5日内不得买卖该类股票，上市公司董事、监事、高级管理人员，持股5%以上的股东也不得在买入（卖出）该股票后6个月内又卖出（买进），这类股东的股份在限制流通期内转让的收益归该公司所有，公司董事会应当收回其所得收益。

3. 价格限制

就上市股份的协议转让价格而言，一般以该股份所代表的上市公司净资产作为转让价格的基础。实践中可区分为以下情形：①如果转让方与受让方均非国有企业，转让股份也不是国有股（国家股和国有法人股），那么转让价格可以由转让方与受让方协商确定；②如果转让股份为国有股，那么根据《关于改革国有资产评估行政管理方式加强资产评估监督管理工作意见》，必须由独立的中介机构进行资产评估，转让价格不得低于每股所代表的资产净值；③如果受让方为国有企业，那么根据《国有资产评估管理若干问题的规定》，该转

让股份也应进行评估，转让价格不得高于每股所代表的资产净值。鉴于上市公司的年度报告中已经披露其经评估后的净资产且评估报告有效期通常为1年，上市股份转让可以直接以年度报告中的数据为依据而不需单项评估。

（三）协议转让的信息披露

为规范上市股份转让行为，保护投资者权益，落实新修订的《上市公司收购管理办法》（证监会令第35号）的有关规定，中国证监会于2006年8月4日发布新修订的《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第15号——权益变动报告书》、《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第16号——上市公司收购报告书》、《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第17号——要约收购报告书》、《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第18号——被收购公司董事会报告书》、《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第19号——豁免要约收购申请文件》。据此，转让方、受让方及上市公司在不同情形下承担着不同的信息披露义务。

1. 转让方的信息披露

（1）审批公告。在转让方为国家授权机构，或者上市股份转让必须经行政审批的情况下，转让方应自收到主管部门同意转让的通知之日起3个工作日内公告有关决定。

（2）持股变动公告。若转让方原持有、控制上市股份5%以下，则基本不存在信息披露问题。若转让方原持有、控制上市股份5%以上，那么在预计持股变动超过该上市公司已发行股份5%时，转让方应提交持股变动报告书；在持股变动每达到5%时，转让方应在该事实发生之日起3个工作日内编制权益变动报告书；在持股变动不足5%，但导致其持有、控制上市股份低于5%时，转让方免予提交权益变动报告书，但应自该事实发生之日起3个工作日内做出公告。

（3）过户公告。转让方就持股变动做出公告后30日内未完成股份过户手续的，应立即公告并说明理由；在未完成股份过户期间，应每隔30日公告相关股份过户办理进展情况。

2. 受让方的信息披露

（1）持股变动报告。若受让方原持有或控制上市股份5%以下，且在受让股份后仍持股5%以下，受让方通常无须就持股变动提交报告。若受让方原持有或控制5%以下的上市股份，并预计持有、控制拟达到或者超过一个上市公

司已发行股份的5%时，则受让方应在该事实发生之日起3日内编制权益变动报告书，并在作出报告公告前停止再行买卖该上市公司的股票；在实际持有、控制一个上市公司已发行的股份达到5%时，受让方应在该事实发生之日起3个工作日内报告权益变动报告书，且在此期限内停止买卖该上市股份。若受让方原持有或控制上市公司5%以上股份，受让方与前述转让方在相应情况下的披露义务基本相同。

（2）收购报告。在受让方因受让股份而获得或可能获得对上市公司的实际控制权时，上市股份的协议转让实质是对上市公司的协议收购。在这种情况下，受让方应在达成协议的次日向证监会报送上市公司收购报告书，详细披露收购人及其持股情况与财务资料、收购人前6个月买卖挂牌交易股份的情况、与上市公司间的重大交易、收购资金来源、收购目的和计划以及收购完成后对上市公司的影响分析等。同时，受让方应将收购报告书抄报上市公司所在地的证监会派出机构，抄送证券交易所，通知该上市公司，提示性公告上市公司收购报告书摘要。证监会在收到收购报告书15日内未提出异议的，受让方应公布上市公司收购报告书。

3. 上市公司的信息披露

在协议收购上市公司的情况下，根据《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第18号——被收购公司董事会报告书》要求，被收购上市公司收到收购人的通知后，公司董事会必须编制和提交《被收购公司董事会报告书》，详细披露对投资者决策有重大影响的信息，包括被收购公司的基本情况、被收购公司及其董事、监事、高管人员与收购相关的利益冲突、董事会对收购给公司带来潜在影响的建议、收购前24个月被收购公司及其关联方发生的对收购有重大影响的合同与交易事项等。

应该注意的是，被收购上市公司如果在收购期间更换董事或者出现董事辞任，公司应立即说明原因并予以公告；在协议收购的情况下，应当聘请独立财务顾问等专业机构提供咨询意见，独立董事及独立财务顾问的意见应当一并予以公告。

二、上市公司股权协议转让/收购的程序规定

协议收购的具体程序如图6－1所示。这一过程虽然复杂，但从程序上仍

是比较容易理解的，下面我们根据上市公司股权协议转让/收购的流程进行描述。

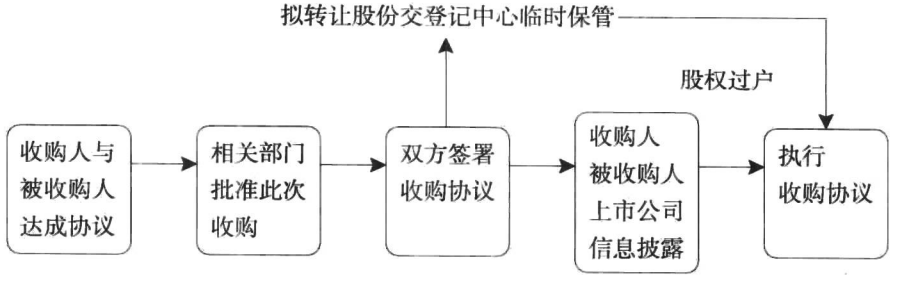


图 6-1 上市公司股权协议转让的操作流程

（一）收购双方协商收购事宜

尽管收购协议的当事人是收购方以及目标公司的股东。但是通常情况下，收购方进行收购之前会向目标公司董事会提出收购意向，双方就收购事项进行磋商和谈判，最终就收购事宜达成一致意见。在大多数情况下，这些工作是在收购方与目标公司之间秘密进行的。所以协议收购一般都是善意收购。

关于收购协议内容的协商和谈判的注意事项，参见本书关于非上市企业并购的兼并协议部分内容。

（二）征得被收购股权所有人或其代表的同意，以及向有关主管部门申请批准转让

如果股权转让协议涉及国家股或者国有法人股，必须向相应的国有资产管理部门提出报告，申请批准。另外有些特殊股份的转让还必须征得有关主管部门的批准。例如，在转让股份为外资股的情况下，必须获得外资管理部门的批准；如果上市公司为金融类公司，那么还必须获得中国银监会的批准。如果出让的股份为非国有性质，那么股份持有人即为其所有人，只需征得持股股东的同意即可。

（三）收购方与拟被收购的股权人签订收购协议

股权转让协议是上市公司收购中最重要的法律文件，协议双方当事人应当在协议中约定收购股份的数量、价格和履行方式、期限、双方的权利义务。股权收购协议实行的是有限的意思自治原则，即协议双方只能在证券法律规范允

许的范围内进行自由地协商。如果双方的协议内容超出了有关证券法的强制性内容，那么这些条款是无效的。我国法律对于上市公司协议收购的限制性规定包括：

1. 在上市公司的收购中，如果已经采取了要约收购方式进行收购，收购人在收购要约期限内，不能采取协议收购的方式进行收购。这是收购要约法律效力的必然要求。否则，一方面收购人对广大股民发出收购要约，另一方面又和控股股东进行协议收购的话，则很可能损害到中小股东的利益。这是股东权一律平等的要求。

2. 发起人所持的股份在公司成立后 3 年内不得转让。股份一经发行，原则是可以自由转让的，但是法律对发起人自由转让其持有的股份的期限，是为了维持公司财产的稳定，同时避免发起人利用手中掌握的信息，进行内幕交易，损害其他股东和公司的利益。

3. 以协议收购方式进行上市公司收购，相关当事人可以临时委托证券登记结算机构保管拟转让的股票，并将用于支付的现金存放于指定的银行。这就是法律对于股权收购协议中关于协议涉及的股份和对价的支付方式的强制性要求。

4. 通过协议收购方式获取被收购公司股份并将该公司撤销的，属于公司合并，被撤销公司的原有股票由收购人依法更换。

5. 与要约收购一样，在上市公司协议收购中，收购人对所持有的被收购的上市公司股票，在收购行为完成后的十二个月内不得转让。这也是为了防止内幕交易，维护证券市场的稳定、保护中小股东和公司的利益而设定的。

（四）收购方以及目标公司必须履行的法定报告、公告义务

收购方以及目标公司在协议收购股权的过程中，双方签订收购协议以后必须履行法定的报告、公告义务，这实际上是信息披露制度在协议收购程序的要求。信息披露制度是证券法的一项基本制度。它始于 1845 年英国公司法关于公司章程的公开以及招股章程所载内容披露的规定，其目的在于使投资者在购买股票之前能充分了解发行公司的有关信息，然后自行决定是否购买。英国公司法中的公开制度被美国 1933 年《证券法》和 1934 年《证券交易法》采纳，目前已被各国接纳为证券法的一项基本原则，该原则在体现为与上市公司收购有关的重要信息均应充分披露，使面临收购的目标公司股东能够自行作出有根据的决定。因为只有这样，才能切实消除上市公司收购中的信息垄断，防止内

幕交易和证券欺诈行为的发生，从而真正保护所有投资者的合法权益。

1. 收购方应当依法履行相应的报告、公告义务

收购方依法履行相应的报告、公告义务实际上是信息披露制度中关于收购协议和收购意图的披露。收购者收购要约的具体内容和收购意图是目标公司股东作出投资判断（保有或卖出股份）的主要依据，因此，为保护广大股东的合法权益，防止有关人士利用内幕信息从事股权交易，各国的上市公司收购立法都对此作出了相当严格的规定。这也是保障股东平等待遇原则得以贯彻的基本前提。我国对此也有相应的立法规定。

依据我国《证券法》第九十四条的规定，以协议方式收购上市公司时，达成协议后，收购人必须在3日内将该收购协议向国务院证券监督管理机构及证券交易所作出书面报告，并予公告。在未作出公告前不得履行收购协议。

这一点在《上市公司收购管理办法》第十二条有更为详细的规定，以协议收购方式进行上市公司收购的，必须做到以下几点：

（1）收购人通过协议方式在一个上市公司中拥有权益的股份达到或者超过该公司已发行股份的5%，但未超过30%的，应当在事实发生之日起3日内编制权益变动报告书，向中国证监会、证券交易所提交书面报告，抄报派出机构，通知该上市公司，并予公告。在作出报告、公告前，不得再行买卖该上市公司的股票。

（2）通过协议方式收购一个上市公司的股份超过30%的，收购人应以要约方式进行，符合豁免条件的，可申请豁免并公告收购报告书摘要。

（3）收购人自取得中国证监会豁免之日起3日内公告收购报告书、财务顾问专业意见和律师出具的法律意见书。

（4）收购人未取得豁免的，应当自收到中国证监会的决定之日起3日内公告。

参照《证券法》第八十九条关于要约收购中收购人的上市公司收购报告书的披露内容的规定，在协议收购中，收购人有关证券监管机构报送、抄送的上市公司收购报告书，应当载明下列事项：①收购人的名称、住所，收购人为新人的，其名称、注册地及法定代表人，与其控股股东，实际控制人之间的股权控制关系结构图；②收购人关于收购的决定及收购目的，是否拟在未来12个月内继续增持；③被收购的上市公司名称，收购股份的种类；④预定收购股份的数量和比例；⑤收购价格；⑥收购所需资金额，资金来源及资金保证，或

者其他支付安排；⑦报送上市公司收购报告书时所持有被收购公司股份数占该公司已发行的股份总数的比例；⑧本次收购对上市公司的影响分析，包括收购人及其关联方所从事的业务与上市公司的业务是否存在同业竞争或潜在的同业竞争，是否存在持续关联交易；存在同业竞争或持续关联交易的，收购人是否在作出相应的安排，确保收购人及其关联方与上市公司之间避免同业竞争以保持上市公司独立性；⑨未来 12 个月内对上市公司资本、业务、人员等后续计划；⑩前 24 个月的关联交易。

2. 目标公司的公告义务

这实际上是信息披露制度要求目标公司董事会对收购所持意见及理由进行披露。在上市公司收购中，虽然收购实际上是收购者与目标公司股东之间的股份交易，与目标公司的董事无关，但由于上市公司收购会导致目标公司控制权的转移，而控制权转移的后果则往往意味着公司经营者的更换和公司经营策略的变化，这对目标公司原经营者的利益、目标公司股东的利益都至关重要。实践中目标公司的董事为了维护自己的或公司的利益，常常利用自己经营公司的权力促成收购或采取各种措施来挫败收购，无论是哪一种情况都直接关系到目标公司股东的合法权益。而且目标公司股东在决定是否接受收购要约之际，目标公司经营者的态度，往往是一项重要的参考。因此，信息披露制度要求目标公司董事会公开其对收购所持的意见和理由，这是防止董事会成员牟取私利的一种有效措施，也是对董事会成员的一种强有力的监督方式。

目标公司依据新修订的《上市公司收购管理办法》第三十二条的规定要做到以下几点：

（1）被收购公司董事会应当对收购人的主体资格、资信情况及收购意图进行调查，对要约条件进行分析，对股东是否接受要约提出建议，并聘请独立财务顾问提出专业意见。

（2）在收购人公告要约收购报告书后 20 日内，被收购公司董事会应当将被收购公司董事会报告书与独立财务顾问的专业意见报送中国证监会，同时抄报派出机构，并予公告。

（3）收购人对收购要约条件作出重大变更的，被收购公司董事会应在 3 个工作日内公告补充意见。

另外需要注意两点：

第一，如果是管理层、员工进行上市公司收购的，应经董事会非关联董事作出决议，且取得2/3以上的独立董事同意后，提交公司股东大会审议，独立董事发表意见前，应聘请独立财务顾问出具专业意见，独立董事及独立财务顾问的意见应一并予以公告。

第二，上市公司控股股东和其他实际控制人在转让其对一个上市公司的实际控制权时，未清偿其对公司的负债，未解除公司为其负债提供的担保，或者存在其损害公司利益的其他情形的，被收购公司董事会应当为公司聘请审计机构就有关事项进行专项核查并出具核查报告，要求该控股股东和其他实际控制人提出切实可行的解决方案，被收购公司董事会、独立董事应当就其解决方案是否切实可行分别发表意见。被收购公司应当将核查报告、解决方案与董事会和独立董事意见一并予以公告。

如果控股股东和其他实际控制人拒不提出解决方案的，董事会、独立董事应当采取充分有效的法律措施来维护公司利益。

由于上市公司收购事宜的策划乃至确定，与信息披露的日期之间往往有一个较长的时间跨度，我国《证券法》等法律、法规规定，在有关信息披露之前，收购事项属于内幕信息，有关当事人必须严格保密，并不得进行内幕交易，违反法律义务者要承担相应的法律责任。

中国证监会在收到上市公司收购报告书后15日内未提出异议的，收购人可以公告上市公司收购报告书，履行收购协议。

（五）协议收购双方履行收购协议，办理股权转让过户等相关手续

协议收购相关当事人完成上述程序之后，进入协议履行阶段。双方应当按照协议中约定的关于拟转让的股份的数量、价格、支付方式、履行期限等规定履行收购协议。

当事人还应当按照证券交易所和证券登记结算机构的业务规则和要求，申请办理股份转让和过户登记手续：

1. 公告上市公司收购报告书后，相关当事人应当委托证券公司申请办理股份转让和过户登记手续；接受委托的证券公司应当向证券交易所和证券登记结算机构申请拟收购部分股份的暂停交易和临时保管；予以暂停交易和临时保管的，应当作出公告。

证券交易所可以根据证券市场管理的需要，作出被收购公司挂牌交易股票

暂停交易的决定；证券交易所在收到股份转让申请后3个工作日内完成审核，对所申请的股份转让作出予以确认或者不予确认的决定。

2. 证券交易所对所申请的股份转让予以确认的，由接受委托的证券公司代表转让双方向证券登记结算机构申请办理股份过户登记手续，受让人在过户登记手续完成后2个工作日内作出公告。

证券交易所不予确认的，接受委托的证券公司应当在收到证券交易所通知的当日，将不予确认的决定通知转让双方和被收购公司，并代表转让双方向证券登记结算机构申请解除对该部分股票的临时保管；出让人应当在获悉不予确认决定后2个工作日内作出公告。

3. 股份转让过户登记手续完成后，由接受委托的证券公司代表受让人向证券登记结算机构申请解除该部分股票的临时保管，受让人在提出解除保管申请后的2个工作日内作出公告，该部分股票在证券交易所恢复交易。

（六）协议收购的特别情况

上述五个阶段即为一般协议收购所应当遵循的法定程序。但是在法律规定的特殊情况下，其中可能还包括强制要约收购的程序。所谓强制要约收购，是指当一持股者持股比例达到法定数额时，强制其向目标公司同类股票的全体股东发出公开收购要约的法律制度。依据新修订的《上市公司收购管理办法》第十三条、第十四条的规定，在协议收购的过程中如果出现以下两种情况，那么收购方应当以要约收购方式向该公司的所有股东发出收购其所持有的全部或部分股份的要约：

1. 以协议收购方式进行上市公司收购，收购人所持有、控制一个上市公司的股份达到该公司已发行股份的30%时，继续增持股份或者增加控制的。

2. 以协议收购方式进行上市公司收购，收购人拟持有、控制一个上市公司的股份超过该公司已发行股份30%的部分，应当改以要约方式进行。

这一制度的理论依据在于：在当今上市公司股权日益分散的情况下，持有一个上市公司30%股权的股东，已基本上取得了该公司的控制权。该股东不但可以依据公司章程自由选派高级管理人员，对公司的日常经营管理作出决定，而且在市场上进一步购买该公司的股票以达到绝对控股地位，也并不是一件难事。小股东因此被剥夺了应享有的权利，实际上处于任人支配的地位。从公平的角度说，小股东有权享有将其持有的股票以合理的价格卖给大股东的权

利。所以，要求持股达到30%以上的大股东，以合理价格作出全面或部分收购要约，是完全必要的，可以保护小股东的利益。

1999年之前，上市公司国有股、法人股的协议转让比例基本上不受限制，往往在30%以上，并都获准豁免全面要约收购义务。从1999年开始，股份转让的比例有所下降，通常在30%以下。究其原因，不仅与收购成本上升有关，更主要的是全面要约收购豁免限制强化所致。前些年，便连续发生了几起因未获准豁免全面要约收购义务而导致股权转让告吹的案例。例如，2000年5月由于亚都股份豁免全面要约收购义务的申请未获得批准，与华源集团达成的受让浙江凤凰41%的法人股协议告吹；河北华玉原拟将占总股本51%的国家股转让给军神集团，最终只转让了29.95%的股份。

但是如果收购一个上市公司的股份额达不到30%，则无法掌握该上市公司的控制权，收购则失去意义；然而，如果达到30%并且想继续收购或者超过30%，就不可避免地进入强制要约收购程序，那么对于收购方来说即使抛开要约收购程序的高额成本不说，仅仅是收购剩余那些必须收购的股份，也是极为沉重的财务负担。这样一来，很可能会成为上市公司收购的绊脚石。

基于鼓励上市公司收购进而搞活市场的角度出发，2006年7月31日新修订的《上市公司收购管理办法》第六十一条规定，收购人在法定情形下可以向中国证监会申请下列豁免事项：（一）免予以要约收购方式增持股份；（二）存在主体资格、股份种类限制或者法律、行政、法规、中国证监会规定的特殊情形的。

收购人在下列情况下，可以向中国证监会提出豁免申请：

1. 收购人与出让人能够证明本次转让未导致上市公司的控制人发生变化。

2. 上市公司面临严重财务困难，收购人为挽救该公司而进行收购，且提出切实可行的重组方案并取得股东大会批准，且收购人承诺3年内不转让其在该公司中所拥有的权益。

3. 上市公司根据股东大会决议发行新股，导致收购人拥有权益的股份比例超过该公司已发出股份的30%，收购人承诺3年内不转让其拥有权益的股份，且公司股东大会同意收购人免予发出要约。

4. 中国证监会为适应证券市场发展变化和保护投资者合法权益的需要而认定的其他情形。

中国证监会在受理豁免申请后20个工作日内，就收购人所申请的具体事项作出是否予以豁免的决定；获得豁免的，收购人可以继续增持股份。

相关当事人在下列情况下可以向中国证监会报送豁免申请文件：

1. 合法拥有权益的股份占一个上市公司已发行股份的50%，继续增持股份不影响该公司的上市地位。

2. 因上市公司按照股东大会批准的确定价格向特定股东回购股份而减少股本导致其持有、控制一个上市公司已发行股份超过30%的。

3. 证券公司、银行等金融机构因开展正常的股票承销、贷款等业务导致其持有一个上市公司已发行股份超过30%，无实际控制该公司的行为或者意图，并且提出在合理期限内向非关联方转让超出部分的解决方案的。

4. 在一个上市公司拥有权益股份达到或超过该公司发行股份的30%，自事实发生之日起一年后，每12个月增加不能超过2%。

5. 因国有资产行政划转、变更、合并，导致其拥有权益的股份占一个上市公司已发行股份超过30%的。

6. 因继承导致其拥有权益的股份超过一个上市公司已发行股份超过30%的。

7. 中国证监会为适应证券市场发展变化和保护投资者合法权益的需要认定的其他情形。

三、上市公司股权协议转让/收购的特殊形式

上市公司股权协议转让中还存在一些特殊的形式，例如借助司法裁决和抵债拍卖、股权托管。

（一）司法裁决

司法裁决是在2001年财政部停止国有股权转让审批，最高人民法院发布《关于冻结、拍卖上市公司国有股和社会法人股若干问题的规定》，特别是2002年证监会发布《上市公司收购管理办法》、《上市公司持股信息变动披露管理办法》后，上市公司股权转让程序更加规范，通过正常交易实现上市公司控制权转移的难度增加，证券市场集中出现了国有股、社会法人股股权转让的新形式。据统计，2000年11月至2003年7月，通过司法途径实现上市公司国有股权转让的有33起。利用司法裁决进行股权转移的机理见图6－2。

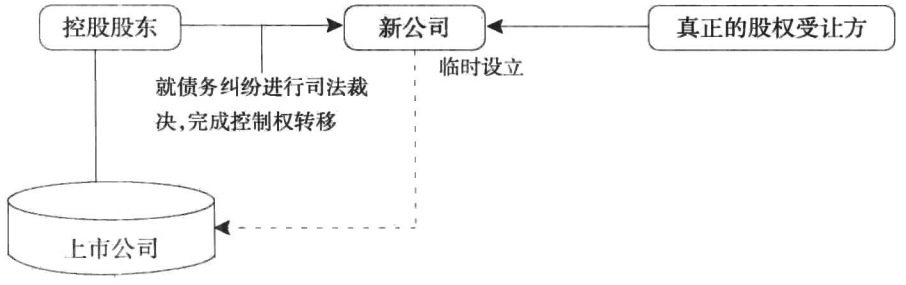


图 6-2 利用司法裁决完成非流通股股权转让

在上述案例中，利用司法裁决转让国有股或社会法人股的共同特点是：

第一，大部分转让方除了持有上市公司股权外别无其他资产。例如，在河北华玉、宝硕股份、天然碱、ST 宏业等司法裁决转让国有股股权案例中，大股东均为国有集团，没有经营性资产；在轻骑海药、ST 金盘案例中，国有股转让方为国有资产经营管理公司或行政机关（财政局），它们更加没有除股权外的经营性资产。

第二，原债务金额与标的股权根据每股净资产计算所得的价格无几。标的股权转让的总价款等于股份数乘以价格，如果根据每股净资产确定价格，则会发现计算出的总价款与原债务金额几乎相等。因此，疑为先有价格、股份总数和总价款，然后倒签借款协议，围绕总价款确定债务金额。

第三，毫无关联的公司间或非常规身份的公司间存在巨额借款或其他关联关系。从上述案例中还可以观察到一个有趣的现象，即毫无关联的公司间发生着巨额债务关系，并且放款人要求借款人“以股抵债”。例如，在燃气股份案中，该公司股东海口市煤气管理总公司被告欠付北京华光泰投资管理有限公司货款 10 400 万元，显然货款与投资管理公司的经营内容不符。在 ST 金盘案中，甚至出现了政府机关向民营企业借款，并成为被告被司法裁定出让股权抵债的情形。

第四，受让方多为投资公司或新成立的公司。上述案例中，约有一半的受让人为投资公司，包括河北华玉、燃气股份、重庆东源、美达股份、隆源双登、轻骑海药、ST 东北电、大冶特钢、ST 金盘、南方建材等。其中，重庆东

源案中受让人成都锦江和盛投资有限公司仅成立于受让前2个月，疑为专门为受让股权而临时设立的公司。

第五，争议解决速度极快。由于此类转让大多数以一审调解结案；或经公证的债权文书直接向法院申请执行，省却了审判程序；或向法院申请支付令，然后在债权人不能支付的情况下强制执行。因此解决争议的时间都很短。在轻骑海药股权争议案中，从质押借款合同纠纷进入执行程序公告到收到民事裁定书确定股权过户仅35天。

借助司法裁决进行上市公司股权转让尽管有其特殊的背景，但存在的危害也是显而易见的。

首先，《上市公司收购管理办法》中规定，因司法裁决而造成30%以上的股权过户时，收购人可向证监会申请豁免全面要约收购以权谋私，这种源于行政权尊重司法权的规定，在某些情况下可能沦为上市公司股权收购者操纵司法，利用司法途径规避履行要约收购以权谋私的有效手段。

其次，缺乏必要的信息披露。一些借助司法裁决的上市公司在实际控制权发生转移时，只需要披露司法裁决的结果，对于收购人背景、收购目的等信息不需要披露。此外，即使是按照《上市公司收购管理办法》公告了上市公司持股信息变动，但也不足以使公众了解股权转让的过程，特别是解决方案的协商和选择过程，这可能给虚假交易和内部交易打开了方便之门。

再次，转让定价无人监管。由于司法裁决不需要国资管理部门批准，国有股权容易以较低的价格被转让，导致国有资产流失。一些案例中的转让价格甚至低于当时的公司每股净资产值。

最后，受让方的资质状况无人把关。司法裁决过程中，执法部门并不关注受让人的资质、财务能力和经营能力。甚至一些没有主体资格的受让方成为上市公司的实际控制人，以至于上市公司的持续经营能力受到挑战，上市公司公众股东的权益受到侵害。例如，在众多的司法裁决案例中，投资公司最终成为上市公司的实际控制人，它们的资质和经营能力无人能够保证。

（二）上市公司股权抵债拍卖

上市公司非流通股通过拍卖方式来实现股权的流动性，是近年来股权转让的新趋势。和协议转让、司法裁决相比，上市公司非流通股场外拍卖具有一定的竞价优势，但这一模式存在着交易合法性、价格公正性和信息披露等问题，

需要监管部门加以规范。上市公司股权抵债拍卖的机理见图 6－3。

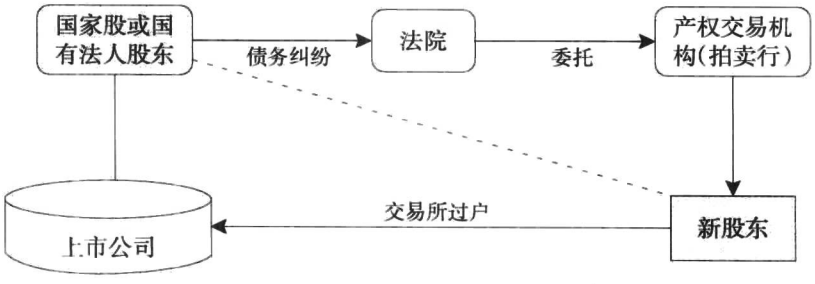


图 6－3 利用股权拍卖完成上市公司控制权转移

公开资料显示，上市公司非流通股拍卖（也被称做上市公司法人股拍卖）在 2000 年 8 月 18 日这个“吉利”的日子形成“喷发行情”。当日，在由法院委托上海东方国际拍卖公司举行的一场法人股拍卖会上，100 多个竞买单位和个人的追捧使东方明珠等四家上市公司的法人股均拍出历史高价。每股净资产 2.60 元的东方明珠法人股以每股 12.60 元的价格成交，法人股拍卖市场被迅速激活。此后，上市公司非流通股拍卖市场越来越热。除司法强制拍卖之外，出于上市流通的预期，上市公司非流通股委托拍卖的案例也逐渐增多。据不完全统计，全国仅上海一地每月就有平均超出 30 场的上市公司非流通股拍卖，2001 年 1 月至 5 月，上市公司非流通股的拍卖总成交金额超过 5 亿元。

然而，随着上市公司非流通股拍卖市场的火暴，一些不规范的拍卖活动逐渐产生。出于规范市场的目的，中国证监会 2001 年 10 月颁布了《关于规范上市公司非流通股协议转让活动的通知》（以下简称《通知》），针对上市公司非流通股转让作出了原则性的规定。叫停了愈演愈烈的上市公司非流通股拍卖活动（司法拍卖除外）。

《通知》指出，“前一段时间，场外非法股票交易活动又有所抬头，不少地方出现了以公开拍卖方式进行上市公司非流通股转让的活动（以下简称场外股份拍卖活动），且参加人数众多、交易金额巨大，事实上形成了一定规模的场外股票交易市场。有的拍卖机构甚至拟通过电脑撮合系统以集合竞价的方式拍卖上市公司非流通股，被我会派出机构及时发现，予以制止”。“场外股

份拍卖活动与国家关于证券市场实行集中统一监管的法律规定及国务院关于清理整顿场外非法股票交易场所的决定精神相抵触，危害性极大，必须坚决制止，否则将会诱发新的金融风险”。“中国证监会重申《公司法》、《证券法》确立的关于上市公司股份转让的基本原则，即股东转让其股份，必须在依法设立的证券交易场所进行；经国务院批准设立的证券交易所，是上市公司股份转让的唯一合法场所”。

2005 年 7 月以来，公开披露各类股权拍卖事项的上市公司有 19 家（包括已完成拍卖和即将拍卖的），其中 13 家公司涉及国有股拍卖。而拍卖股数未达到披露下限的上市公司股权拍卖案就更多了。在这些拍卖案例中，不乏成交量数千万股的大宗交易，而且成交总价动辄上亿元。较典型的有：明天科技第一大股东持有的公司国有法人股中的 5 600 万股以每股 5.18 元的价格全部拍卖成交，拍卖总金额达 2.9 亿元；美达股份 8 181.8182 万股国有法人股以 1.8 亿元的总价拍卖成交。

伴随着大宗股权拍卖的增多，通过拍卖实现对上市公司直接重组的所谓“拍卖重组”开始成为重组新模式，有此类题材的公司也因此而备受关注。如美达股份原第一大股东美达锦纶集团公司所持有的部分国有法人股经法院强制委托拍卖给广东天健实业集团公司，天健从而入主美达，上述股份性质变更为法人股。此前，还有洋浦吉晟实业发展有限公司竞投成功，成为隆源双登第一大股东。有些公司股权拍卖后，买受人虽未坐上第一大股东位置，但由于前几名股东股份异常接近或有民间资本加入，而引发人们对于公司重组前景的种种联想，如西水股份、岁宝热电等。

拍卖中的另一个有趣现象，是上市公司股权由持有该部分股权的股东关联企业竞得。业内人士分析，根据高院的有关司法解释，如果被执行股权经三次拍卖仍不能成交时，法院应当将股权折价抵偿给债权人，这样无论拍卖成功与否，公司股权都有易主的可能。因此，这可能是大股东为了避免公司因股权“外流”而导致控制权转移的不得已之举。

2004 年 12 月 15 日，上海证券交易所、深圳证券交易所和中国证券登记结算有限责任公司联合发布了《上市公司非流通股股份转让业务办理规则》（以下简称《规则》），对上市公司包括法人股、国有股在内的非流通股协议转让程序及规则作出相关规定，并强调严禁场外非法股票交易。从这一《规则》

来看，监管部门对上市公司股权拍卖进行规范的用意明显，并且对于非流通股的场外交易，有意纳入代办股份转让系统/交易所系统进行，以增加信息披露的透明性。

（三）上市公司股权托管

上市公司股权托管是指上市公司的控股股东，在股权转让过渡时期的安排或规避监管的手段。其目的是为实现资产重组或股权转让，在股权流动性受到限制，特别是国有股转让存在政策障碍时，或者在批准时间上有延迟，能达到股权转让的效果。

1. 股权托管的法律关系

根据《公司法》和《民法通则》的有关规定，股权托管既不是信托关系，也不是股权转让关系，而是一种委托关系，属私法行为。

所谓委托关系，是指当事人双方约定，受托人以委托人名义为委托人处理事务，其后果由委托人承担的关系。股权托管即上市公司股东将股权委托给受托人行使，受托人根据委托合同的授权范围行使股权。

股权托管与信托的区别在于：股份所有权并不在受托人名下，受托人只能对委托人委托的股份进行管理，而无处分权。股权托管与股权转让的区别在于：尽管股权托管产生了股权转让的相同效果，如受托人控制了上市公司，但股权托管与股权在法律性质上截然不同。股权转让属于买卖交易行为，股份的所有权发生了转移；而股权托管并未发生股份所有权的转移，受托人只是根据委托人的授权行使了股权的部分权能。此时受托人实际控制了这部分股份所附有的投票权，但其法律所有人仍然是委托人。

2. 股权托管的原因

从理论上讲，只要存在对股份转让的限制，同时市场又存在股份转让的要求，就可能出现类似股权托管这样的“创新”。从我国上市公司股权托管的实践来看，主要有三方面的动机：

（1）国有股权转让存在审批时滞和政策障碍。由于上市公司大部分为国有控股，而国有股权转让通常须经各级政府部门[①]或国资管理机构审批；涉及

① 例如，涉及外资股权转让的需要报商务部批准，金融机构国有股权转让的需要报人民银行批准，等等。

30%以上股权转让的须向证监会申请豁免要约收购义务。这造成在签订转让协议或形成有关决议之日起到股权过户之间会有一段时间间隔。例如在2000年底开始，为配合国有股减持方案的出台，财政部停止了国有股向非国有主体转让的审批，这对于一些急于通过国有股转让进行资产重组，摆脱困境的公司而言，股权托管成为规避上述政策的主要手段。

（2）股权转让受到其他限制。转让的股权因受法律规定或转让人承诺等原因在一定期限内不能转让，是产生股权托管的另一个原因，这包括：根据《公司法》关于发起人股未满3年不得转让的规定，发起人股份在发生债务纠纷时，法院要求冻结股份并予以保全，因而只有采取托管方式；上市公司作为交易所会员时，承诺股份不得在上市后立即转让，但由于公司经营情况恶化原因造成收购或重组的必要时，发行人也存在违背承诺的法律问题，这时股份托管方式成为回避不信守承诺的方式之一。

（3）作为上市公司收购的过渡性安排。对于收购人来说，被收购公司财务信息的真实性难以保证，存在一定的收购风险，如牛津剑桥收购ST海洋时，就陷入了大量或有债务的陷阱。因此，股权托管可以作为上市公司收购的一种临时性安排，有利于收购人对上市公司进行详尽调查，提前进行收购整合。

统计显示，2000～2003年，我国共有98家上市公司发生了116起股权托管行为，受托方改组董事会、进行资产重组及完成股份转让的具体情况见表6－1。其中63家上市公司的国有股托管给非国有单位，占样本统计数的54%以上，改选董事会是股权托管后受托人最主要的行为方式。约有41%的公司最终完成了股份转让。

表6－1　　2000～2003年上市公司股权托管后受托人的行为取向

托管后受托人的行为方式	上市公司家数	所占比例（%）
改选董事会	57	58.16
进行资产重组	21	21.43
完成股份转让	41	41.84

资料来源：根据上市公司公开披露信息整理。

3. 上市公司股权托管中存在的风险

许多上市公司为了保住“壳”资源，在面临退市的压力下不得不及早进行资产重组，作为重组方其对上市公司的控制权尚处在报批阶段或“暂停转让”时期，股权托管保证了受让方在提前取得对上市公司实际控制权的条件下能够尽快实施有关部门重组计划，有利于增进重组各方当事人之间的了解。但必须指出的是，股权托管是上市公司实际控制权发生变化的一种临时界定状态，具有相当的不确定性，其存在的突出风险表现在以下方面：

（1）法律约束松弛，所有者缺位，造成上市公司的持续发展前景存在很大的不确定性。从法律关系性质看，股权托管是一种委托关系，按照我国法律的规定，双方当事人均可以随时解除托管协议，从实际操作上看，原大股东将管理权交出去后，受托人实际上已成为实际控制人，但出于对股权是否能如期过户的担心，往往在后续重组中瞻前顾后，不敢贸然注入优质资产进行实质性重组。

（2）信息披露不充分。大部分股权托管公告中，既没有交代受托人的背景情况、实力、意图和后续计划，对委托双方权利与义务的信息披露也不详细。而且，许多上市公司不能及时、连续披露受托人进入公司后的重组进度。典型案例如深圳特发公司对银广夏的重组；又如 ST 冰熊，从股权托管协议的签署到解除，信息披露无从查考，二级市场的股价却大幅波动。

（3）托管助长了二级市场的内幕交易和炒作。由于股权托管导致了上市公司实际控制人的变更，虽然股权尚未过户转让，但内幕人士将股权托管视为公司实际控制权发生了事实上的变化，并借机进行炒作。典型的案例是银鸽投资，2001 年该公司第一大股东漯河市国资局与深圳凯地投资管理有限公司签订了《股份转让合同》和《股权委托管理协议》，7 个月后，在没有任何信息披露的情形下，双方解除了上述合同。其间，上市公司并没有进行实质性资产重组，反而在 2001 年发生了巨额亏损。在股权托管披露日前后 3 个月内，该公司二级市场的股价走势呈现出典型的利好效益配合股价拉升出货的曲线。

（4）少数受托人利用托管名义实际控制上市公司，侵害公司利益。典型案例是四川港泰入主长江控股后，注入长江控股的资产低劣并有虚假。更为严重的是，2000 年 6 月至 2001 年底，四川港泰巧立名目从长江控股划走资金 1 亿元以上，2001 年以后，四川港泰通过长江控股为其自身及其关联企业 2.04

亿元的银行贷款提供担保，使上市公司陷入巨大的或有负债风险之中。

（5）许多股权托管避开了有关公司治理、关联交易的规定。例如，在“三分开”方面，现有的规章制度要求上市公司的控股股东不得兼任高级管理人员，在关联交易时必须回避表决。但在股权托管过程中，由于受托人已成为公司实际控制人，但在法律上不是公司的股东而不需要履行监管部门在公司治理和关联交易上的要求。

第二节　国有股权行政划转

上市公司的股权无偿划转是我国产权重组中一种特殊的并购形式，它是指政府（上市公司的所有者）通过行政手段将上市公司的产权无偿划归并购公司的产权重组行为。股权无偿划转一般由地方政府和行业主管部门牵头实施，无偿划转的股权性质是国有股，股权的持股者变动对上市公司的持有者（政府或控股公司）没有带来利益损失。股权无偿划转通过改变股权的持股者来强化上市公司的直接控股股东对上市公司的经营和管理，提高资产运营的效率。

一、国有股权无偿划转的主要优点

1. 将业绩欠佳的上市公司划转给大型国有控股公司，以利于控股公司对上市公司的“扶持”从而得到业绩的改善，同时也利于国有控股公司壮大实力，利于政府培养“大公司”。

2. 政府将国有股权转让给其他资产经营实体，有利于减少政府对上市公司的直接干预。

3. 优化行业内部组合。股权无偿划转比较适合于以下几种情况：第一，国有股的持股者是政府部门的上市公司；第二，组建大型国有控股公司；第三，业绩欠佳并需要大公司从经营思想到产品发展等方面进行“扶持”的上市公司。

股权无偿划转的目标公司一般是上市公司或其控股公司，因为上市公司不可能作为并购公司无缘无故地“无偿”得到其他资产。需要说明的是，上市公司的托管是没有产权转移的，如鞍山一工对辽工集团所属子公司的托管，不属于并购行为。股权无偿划转的案例中较多的是政府将控股权交给上市公司以

前的所有者，如宜昌市国资局将湖北宜化和猴王股份的国有股权分别划转给宜化集团和猴王集团。地处江苏但属于不同主管部门的四家大公司即仪征化纤集团（仪征化纤的控股公司）、金陵石化公司、扬子石化公司和南化集团公司于1997年合并组建石化产业集团，这是打破条块分割进行股权无偿划转的典范。一般来说，上市公司在股权无偿划转后的管理层将发生较大的变化，如深特力，新的控股股东必然以新的利益取向、产品结构、经营观念、改革力度和管理方式来发展公司，从而为公司的发展带来新的机遇。表6-2列举了国有股无偿划转的典型案例。

表6-2　　通过股权无偿划转获得上市公司控股权的典型案例

上市公司	转让时间	股权出让方	股权受让方	受让比例（%）
深石化（000003）	1996-04	深圳投资管理公司	深圳石化综合商社	54.2
深特力（000025）	1997-04	深圳投资管理公司	深圳特发集团	72.4
飞亚达（000026）	1997-06	中航技深圳公司	中航实业	52.24
深天马（000050）	1997-06	中航技深圳公司	中航实业	68.34
湖北宜化（000422）	1997-03	宜昌市国资局	宜化集团	31.94
猴王股份（000535）	1997-03	宜昌市国资局	猴王集团	34.42
长城特钢（000569）	1997-03	四川省冶金工业厅	长钢集团	62.12
西单商场（600723）	1997-09	北京西单商场集团	北京西单友谊集团	52.62
黄河科技（600831）	1996-08	黄河机械制造厂	长岭黄河集团	53.19
湖北兴化（600866）	1996-02	中石化总公司	荆门石化总厂	11.53

二、国有股无偿划转应遵循的原则及操作程序

股权无偿划转的标的只能是上市公司的国有股股权，而且只能在国有资产的代表中进行转让。国有资产的无偿转让，应遵循国有资产统一所有、分级管理的原则。企业国有资产的无偿划转，应按照下列情况分别进行申报：

1. 属于地方管理的国有资产，在本省、自治区、直辖市、计划单列市所管辖范围内划转的，由划入及划出双方的主管部门或企业集团公司向同级财政/国资管理部门提出申请，属于跨地、市、县划转的，还应由双方同级财政/国

资管理部门分别向同一上级财政/国资管理部门提出申请。

2. 属于地方管理的国有资产跨省、自治区、直辖市、计划单列市进行划转的，由划入及划出双方企业主管部门或企业集团公司向同级财政/国资管理部门提出申请，逐级上报财政部。

3. 属于地方管理的国有资产与中央管理的国有资产之间划转的，由地方企业的主管部门或企业集团公司向同级财政/国资管理部门提出申请，逐级上报财政部。

4. 属于中央管理的国有资产在企业集团、重点企业及中央各部门之间进行划转的，由划入与划出双方向财政部提出申请。

企业集团、重点企业按照产权纽带管理的国有资产，在集团内部进行资产划转，由集团母公司审批，报同级财政/国资管理部门备案；由部门管理暂未脱钩企业的国有资产在同一部门内部进行股权划转的，暂由有关主管部门审批，报同级财政/国资管理部门备案。

此外，办理国有资产划转手续还需要提交下列文件：

1. 划转双方办理资产划转的申请；

2. 划转双方企业母公司或主管部门签订的资产划转协议及政府有关批准文件；涉及企业行政隶属关系改变的，需要提交商务部批准文件；

3. 被划转企业经中介机构审定的划转基准日财务报告；

4. 被划转企业与划转企业的产权登记证、企业法人营业执照复印件。

三、国有股无偿划转的趋势

国有股东之间转让国有股有两种类型：无偿转让（又称行政划转）和有偿转让。2003 年我国国有股转让的企业无偿转让的有 25 家，转让国有股 26.16 亿股；有偿转让的 28 家，转让国有股 39.89 亿股。在国有股不能流通的情况下，拍卖也是一种形式。2003 年，有 6 家公司的 2.91 亿股国有股通过法院裁决转让给国有股东，另有 20 家公司的 8.54 亿股国有股转让给非国有股东。

2003 年以后，随着国有资产管理体制的改革，国资委及国有资产授权经营管理机构开始在国有股权划转方面发挥作用。随着部分垄断型行业的改制，股权划转在 2004 年以后重新活跃。例如在电力系统中，随着国家电力公司与国家电网公司、南方电网公司的分离，以及 2003 年底国家宣布改组国家电力

公司，成立五大发电集团，电力上市公司的股权划转相对频繁。

虽然上市公司国有股无偿划转对上市公司的日常经营没有太大的影响，但通过上面几个国有股股权划转案例可以看出，上市公司国有股持股单位或机构的积极调整态势，在一定程度上反映了我国新一轮国有资产管理体制改革的大趋势。因为，随着新一轮国有资产管理体制改革的展开，以“国家所有、分级行使产权”的新体制将取代我国已实行了50多年的国有资产“国家统一所有、地方分级管理”的模式，这势必会引发上市公司国有股持股机构或单位发生更多的变化，并通过行政性无偿划转的方式来转移上市公司的国有股股权，最终则会导致上市公司控股股东发生变更，如电力业拆分重组引发长源电力控股股东发生变更就是一个典型案例。

以长源电力为例，湖南投资原控股股东长沙市环路建设开发有限公司因按照市政府文件实施公司分立，被拆成长沙市环路建设开发有限公司和长沙城市建设投资开发有限公司，长沙市环路建设开发有限公司原持有湖南投资的国有股股权被行政性划转给分立的两家新公司。还有，根据《国家电力公司发电资产重组划分方案的批复》，长源电力在“厂网分开”后，其包括长源电力原控股股东湖北省电力公司所持有的国有股股权在内的公司1.39亿股国有法人股，被以行政划拨方式无偿划转至中国国电集团公司。这一案例在一定程度上折射出我国国有资产管理体制改革的新趋势。

2005年9月，国务院国资委发布实施《企业国有产权无偿划转管理暂行办法》（以下简称《办法》），对企业国有产权无偿划转进行规范。《办法》规定，被划转企业国有产权的权属应当清晰。权属关系不明确或存在权属纠纷企业的国有产权不得进行无偿划转。《办法》明确，股份有限公司国有股无偿划转，按国家有关规定执行。企业国有产权无偿向境外划转及境外企业国有产权无偿划转办法另行制定。无偿划转应当遵循以下几项原则：符合国家有关法律法规和产业政策的规定；符合国有经济布局和结构调整的需要；有利于优化产业结构和提高企业核心竞争力；划转双方协商一致。存在以下五类情形之一的不得实施无偿划转：被划转企业主业不符合划入方主业及发展规划的；中介机构对被划转企业划转基准日的财务报告出具否定意见、无法表示意见或保留意见的审计报告的；无偿划转涉及的职工分流安置事项未经被划转企业的职工代表大会审议通过的；被划转企业或有负债未有妥善解决方案的；划出方债务没

有妥善处置方案的。《办法》还对企业国有产权无偿划转的程序及审批权属作了详细规定。

第三节　资产置换

所谓资产置换，是指上市公司将其全部或部分资产与其他企业的资产进行置换的一种资产重组的形式。一般情况下，资产置换大多发生在上市公司的控股股东和上市公司之间，即控股股东将自己的优质资产或现金置换上市公司的劣质资产，以主营业务资产置换非主营业务资产，以保持上市公司永远是一个由优质资产组成的组合。

上市公司资产置换的目的是多元化的，主要有以下几种：

1. 突出主业，提高上市公司的竞争力

上市公司和其他控股的集团公司在共同发展过程中，如果集团公司和上市公司的资产存在一定的差异性和互补性，集团就可能将其与上市公司主业有关的资产和上市公司的非主业资产进行置换，使上市公司的主营业务更加突出和壮大，利润来源更加稳定，核心竞争力更加增强。

2. 变更上市公司主营业务

上市公司的经营受到行业周期、经济环境、市场因素的影响，当上市公司主营收入下降甚至亏损，经营出现严重困难局面时，公司就面临丧失再融资能力并退市的压力。在这种情况下，实力雄厚的控股股东一般会通过对上市公司进行资产置换，拿出其优质资产为上市公司“输血”，就可以使上市公司获得新生；假如控股股东对保“壳”无能为力，则可以考虑将上市公司的全部或部分资产出售给新的买家，新大股东再将其优质资产与上市公司的资产进行置换，使其变更主营，获得新生。

3. 恢复融资功能

根据监管部门的要求，上市公司的再融资必须满足一定的条件，其中财务盈利能力指标相当重要。通过大股东与上市公司之间或者新股东与上市公司之间的资产置换，可以使上市公司在短期内达到监管部门的再融资要求，这也是上市公司资产置换的重要驱动力之一。

上市公司资产置换的主要法律依据包括：中国证监会2001年发布的《关

于上市公司重大购买、出售、置换资产若干问题的通知》，该通知不仅定义了上市公司重大资产置换行为，而且强调了实施重大资产置换的原则应遵循有利于上市公司可持续发展和全体股东利益，与实际控制人及关联人之间不允许存在同业竞争，保证上市公司与实际控制人及其关联企业之间的独立性，等等。财政部新会计准则对非货币性资产置换的会计处理进行了规范，其中规定，在非货币性交易时，应以换出资产的账面价值，加上应付相关税费，作为换入资产的入账价值；在非货币性交易中，如果发生补价，应区别不同情况予以处理：支付补价的，应以换出资产的账面价值，加上补价和应付税费，作为换入资产的入账价值；收到补价的，应按如下公司确定换入资产的入账价值和应确认收益。

换入资产入账价值 = 补价 -（补价/换出资产公允值）× 换出资产的账面值

应确认收益 = 补价 -（补价/换出资产的公允值）× 换出资产的账面值

资产置换分为整体资产置换和部分资产置换两种模式。

一、整体资产置换

整体资产置换又称为“净壳重组”，是指收购方在收购的同时或收购交易完成后，将其部分资产与上市公司全部资产进行整体置换，并由上市公司原大股东承担置换出上市公司全部资产的收购模式。该模式中，由于“壳”公司的全部资产被原大股东买回，因此收购方收购的实际上是上市公司的“壳”，收购方承担的收购现金成本很低。

整体资产置换的运作机理见图 6 - 4。可以看出，整体资产置换包括三个基本的交易环节：

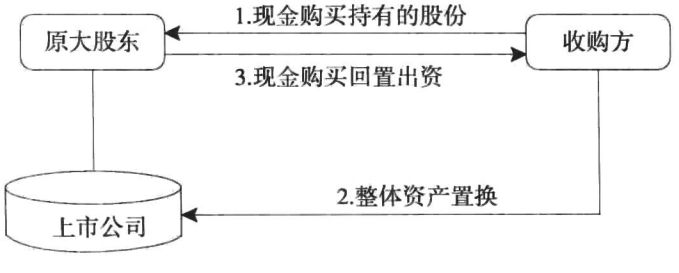


图 6 - 4 上市公司整体资产置换重组流程

第一，收购方从上市公司的第一大股东收购其持有的部分或全部股份，从而获得上市公司的控制权。

第二，收购方用其部分资产与上市公司的全部资产进行等额置换。

第三，原大股东从收购方买下从上市公司置换出的全部资产。

在整体资产置换中，两个环节比较关键：一是资产整体置换中，上市公司资产的确认是会计学中“净资产”的概念；二是资产整体置换过程中，债务的处置比较困难。一般情形下，“壳”公司的债务沉重，债权人很难同意将债务从“壳”公司中剥离出去，因为国内许多债权人仍然相信上市公司是较好的公司，债务放在上市公司比放在其他地方安全。这种情况下，一般财务由“壳”公司原大股东承担所有原债务的做法，把债务剥离到股权出让方。

在上市公司整体资产置换中，有两种操作模式。

一种模式是“上房—嘉丰”的大现金流整体置换模式。在1997年上海房地产集团（以下简称“上房”）出资17 029万元收购上海纺织控股集团公司持有上海嘉丰股份有限公司（以下简称“嘉丰”）74.69%的股权而成为该公司第一大股东后，于次年将所属部分优质资产与嘉丰股份的全部资产按各自经评估后的净资产值进行整体置换，置换金额为14 029万元，此后，纺织控股集团公司从上房集团收购从嘉丰股份中置换出的14 029万元全部资产。该模式的主要特点是将整体资产置换分为三个独立的步骤，并且在整个资产置换过程中现金净流入和流出额巨大。

另一种模式是“金融街—华亚”的小现金流整体置换模式。在1999年金融街建设集团（以下简称“金融街”）与华西包装集团公司（以下简称“华西集团”）签署转让国有法人股协议，在该协议批准后，股权暂不过户。2000年金融街将其部分资产与重庆华亚（上市公司）的全部资产进行整体置换，置换手续完成后，金融街以从上市公司中置换出来的经评估的净资产抵作支付给华西集团的股权转让款，从而将原上市公司的全部资产转让给华西集团。该模式中重组方与原大股东的交易只有两个不可分割的步骤，并且在支付上采取步差形式，减少了交易中的现金流量。

尽管两种模式在最终结果上是一样的，即均完成了上市公司的资产整体置换，但操作过程却大不相同，主要的区别在于：股权收购和资产整体置换是否合二为一，并因此带来交易现金流的差异。大现金流整体置换模式的优势是按

部就班，操作上容易识别控制，但代价是收购方需要支付巨大的现金流；小现金流整体置换模式的优势是充分利用了整体置换操作流程中各步骤之间的有机联系，将交易现金流降低到最低限度，提高了资产运作的效率。

这两种模式均是“净壳重组”的典型模式，“净壳收购”主要使用于公司股本较小、净资产规模较小、第一大股东持股比例较高和债务较轻的公司，当然收购成本的测算和风险估计在操作中也相当重要。

二、部分资产置换

所谓部分资产置换是指上市公司拿出一部分资产与其他企业的部分资产进行等额置换。部分资产置换是上市公司经常发生的一种重组行为，由于资产置换比例超过50%以上时，要受到证券监管部门关于公司重大出售行为规范的制约，因此，选择部分资产置换操作成本相对较低。

上市公司部分资产置换的案例较多，比较典型的有2001年ST重机（600150. SH）与第一大股东沪东中华造船（集团）有限公司的设备资产置换案和2001年复华实业（600624. SH）与大股东复旦大学的资产置换案。上市公司通过部分资产置换进行重组，有助于降低重组的监管成本和现金流压力，并且通过调整业务结构，更加突出主营业务，提高市场竞争力。

第四节 定向增发

定向增发是在全流通背景下借鉴境外市场经验引入的新的融资发行制度。与普通的增发相比，具有审核程序简单、发行成本低、信息披露要求低、发行人资格要求低等“一简三低”的特征。此外，定向增发并不局限于单纯的融资，还可以实现控股股东资产证券化、引入新的战略投资者等公司战略意图。因而，定向增发备受发行人的青睐。

一、上市公司定向增发的动机及影响

可以将上市公司定向增发的动机归结为以下几个方面：

1. 利用上市公司的市场化估值溢价（相对于母公司资产账面价值而言），将母公司资产通过资本市场放大，从而提升母公司的资产价值。

2. 符合证监会对上市公司的监管要求，从根本上避免了母公司与上市公司的关联交易和同业竞争，实现了上市公司在财务和经营上的独立。

3. 对于控股比例较低的集团公司而言，定向增发中可以通过适当的股权安排，以进一步加强对上市公司的控制。

4. 对于国有上市公司和集团公司而言，减少了管理层次，使大量外部性问题内部化，降低了交易费用，能够更有效地通过股权激励等方式强化市值导向机制。

5. 当上市公司的估值处于较低位置时，采取定向增发方式可以使集团公司获得更多的股份，使集团公司在未来股份可流通时获得更大利益。

定向增发可以作为一种新的公司并购手段，促进优质龙头公司通过并购实现成长。

定向增发对于提升上市公司市值水平的内在机理显而易见：在股权分置时代，上市公司做大做强更多的是通过增发、配股等手段来实现的，然后向大股东购买资产。由于资产交割完成后，大股东在上市公司的权益被稀释，因而新增资产的持续盈利能力与其利益相关程度大大削弱。这种“一锤子买卖”容易带来的不良后果是，一些上市公司购买的资产盈利能力逐年下滑，流通股股东利益因此受损，而大股东由于持有的为非流通股股份，并没有因此有直接损失。

在全流通环境下，大股东通过定向增发向上市公司注入资产后，其权益比例不降反升。同时，根据规定大股东所持有的股权，在完成定向增发 3 年后即可以流通，鉴于中国资本市场的良好发展预期，控股股东尤其是拥有优质资产的控股股东有强烈的动机向公司注入优质资产，来实现价值的最大化，这也是目前多数上市公司控股股东谋求定向增发的深层次原因。再考虑到定向增发的股份满 3 年即可流通的因素，大股东通过定向增发向上市公司注入的资产需要考虑持续盈利能力，才能实现其价值的最大化。因此可以认为，在控股股东与中小股东信息不对称的情况下，实施定向增发的公司在大股东持有股份可流通期未满时，具有强烈的提升公司市场价值的动力，从而可以使中小股东分享公司价值的成长。

二、定向增发主要有四种模式

模式之一：资产并购型定向增发，主要体现为上市公司通过向后控股股东

定向增发以获得优质资产。

资产并购型定向增发主要体现为通过向控股股东定向增发来获得优质资产，实现控股股东的整体上市。其优势是：第一，通过整体上市实现对公司业绩的增厚效应。在整体上市条件下，鉴于大股东持股比例大幅度增加，未来存在更大的获利空间，所以在增发价格上体现出一定的对原有股东的优惠。如鞍钢定向增发收购资产的 PE 达到 7.2 倍，超过增发同期市场钢铁股 PE 平均 6.9 倍的水平，考虑到鞍钢较高的行业地位和拥有铁矿石资源，业绩波动较小，PE 水平应超过行业平均水平，则这一定向增发价格明显将增厚上市公司的业绩水平。第二，有利于减少关联交易与同业竞争的不规范行为，增强公司业务与经营的透明度，减少了控股股东与上市公司的利益冲突，有助于提升上市公司的内在价值。第三，对于部分流通股本较小的上市公司，通过定向增发、整体上市增加了上市公司的市值与股份流动性。

模式之二：财务型定向增发，主要体现为通过定向增发实现外资并购或引入战略投资者。

财务型定向增发首先有利于上市公司能够比较便捷地实现增发事项，抓住有利的产业机遇，如京东方，该公司第五代 TFT－LCD 生产线的上游配套建设处于较苦难时期，导致公司产品成本居高不下，采取定向增发后有助于解决公司上游零部件配套与国产化问题，公司的经营状况将会获得极大的改善。另外，通过定向增发引入战略投资者，是公司实现收购并购的重要手段。例如，华新水泥向第二大股东 HOLCM 定向增发 1.6 亿股 B 股后，第二大股东成为第一大股东，实现了外资并购。此外，对于一些资本收益率较稳定而资本需求量较大的行业，如金融、地产等，定向增发是一种简便、快捷、低成本的融资方式，容易获得战略投资者的认可，这将成为这些行业未来主要的融资方式。

模式之三：增发与资产收购相结合，上市公司在获得资金的同时反向收购控股股东的优质资产。

我们预计这将是未来证券市场上市公司并购重组中使用较普遍的一种方式。对于整体上市存在明显困难，但是控股股东又拥有一定的优质资产，并且在财务上又存在一定变现要求的上市公司，这种定向增发行为由于能够迅速收购集团的优质资产，改善业绩空间或使公司进入持续发展的良性轨道，在一定程度上对上市公司构成利好。而具体的利好程度，则需要考虑定向增发与收购

资产的价格。例如在2006年3月，国阳新能（600348. SH）公司公告拟以募集资金收购集团部分煤矿资源，以该公司目前拥有的资源计算，每吨储量资源价格在8元左右，低于这一价格收购对上市公司是有利的。另外，泛海建设（000046. SZ）公布的增发方案提出，发行价格是不低于董事会公告前20个交易日收盘价格均价的105%，其中大股东认购的股份不少于发行股本的75%，资金全部用于收购控股公司的土地资源。这种增发行为在一定程度上体现了控股股东对公司增发后拟收购资产发展前景的信心，短期内构成对股价的良好支持作用。

模式之四：优质龙头公司利用自身的较高估值，可以通过定向增发手段，并购那些估值水平较低的其他上市公司或未上市公司，从而寻找新的成长点。

与现金收购相比，定向增发作为并购手段能够大大减轻公司并购后的现金流压力。同时，定向增发更有利于发挥龙头公司的估值优势，起到扶优扶强的效果。因而，这种方式对龙头公司颇具吸引力。

以大商股份（600694. SH）为例，2000年开始，大商股份通过债务、职工安置等条件，低价收购当地的老百货企业，同时获得了税务方面的优惠政策；通过输出其管理经验，改善了被收购企业的经营面貌，从而获得了超额利润和长期快速增长，该公司也在2005～2006年完成了从区域商业龙头到全国性商业龙头企业的质变。在大商案例中，由于定向增发尚未被正式采纳，因而大商股份的成功更多地带有个案色彩，不具有普遍意义，但随着定向增发作为新的融资方式和并购手段被证监会以制度形式确定下来，我们相信，未来证券市场将出现更多的大商股份案例。

三、定向增发的上市公司主要集中在资源型垄断行业

拥有强大的集团公司和行业激烈竞争是判断出现定向增发的重要标准。根据上述推论，笔者认为钢铁、电力、煤炭和其他资源类行业存在更多定向增发的机会。

钢铁、电力行业的共同特点是：多数是分拆上市，集团公司拥有大量优质资产；都面临着巨大的行业整合压力，要在未来中胜出，必须通过规模、成本优势取胜。目前钢铁类上市公司中已发生多起整体上市案例，如武钢股份、宝钢股份、鞍钢新轧、太钢不锈、本钢板材等，其主要的手段就是向集团公司定

向增发新股，以收购集团钢铁资产。

电力行业在煤炭涨价和上网电价市场化的双重挤压下重新形成“市场寡头”已是大势所趋，个别能够担当集团旗舰的上市公司的融资价值得到体现。G建投、桂冠电力、G通宝、内蒙古华电和G华靖等公司完全可以依托大股东庞大的优质资产从而实现规模和业绩的爆发式增长。

煤炭和其他资源类上市公司也存在与钢铁、电力公司类似的情形。当资源价格出现中长期上涨趋势时，集团必将加大对资源类公司的持股比例，以煤炭为例，在2005～2006年市场估值水平较低的情形下，定向增发成为其实现资产增值的绝好时机。

四、定向增发的风险及关键要素分析

定向增发作为一种市场行为虽然具有“一简三低”的优势，但其风险也不可小视。

（一）定向增发注入上市公司的资产存在经营风险

当证券市场进入全流通时代后，上市公司的定向增发实质上是资产证券化的一种模式，并且这一资本运作的思路将主导相当一部分上市公司的发展战略。通过定向增发，大股东有很强的定级将变现能力较差的土地、厂房、设备等资产转化为具有较强流通性的证券资产，从而大大降低资产出售的交易成本。尽管证监会规定了对控股股东定向增发的资产3年内不得流通，但是也不排除部分公司采取一些变通的手段来规避政策的限制，比如将控股股东作为战略投资者，缩短股份限售的时间，增加中小股东的投资风险。

（二）定向增发的价格与时机存在市场风险

定向增发是控股股东市值管理的重要手段之一，控股股东期望通过定向增发实现利益长期最大化。因而在定向增发的价格与时机选择上，控股股东与中小股东存在着市场博弈。就短期来看，可能性控股股东并不希望市场价格上涨，这样控股股东才能以低价获得更多的股份，从而获得未来市场收益的最大化。一个简单的例子是驰宏锌锗在2006年提出的股改方案中，将定向增发与股改捆绑进行，体现了控股股东强烈地不希望股价上涨的意图。

（三）定向增发后上市公司利润调控的空间减少

在定向增发之前，部分上市公司由于集团拥有的资产规模较大，完全可以

根据市场变化，通过适当的手段调节利润，平滑上市公司的业绩波动，从一定程度上保护中小投资者的利益。例如部分钢铁类上市公司，假使其通过定向增发实现了集团整体上市后，由于受到上市公司信息披露和财务规则监管的制约，集团调控上市公司业绩的空间被大大压缩，一旦行业出现不景气的情形，这种资本密集型的企业其业绩波动可能会更加明显，从而给投资者操作带来困难。

第五节　股份回购

股份回购（Stock Repurchase）是指股份有限公司通过一定途径买回本公司发行在外的股份的行为。股份回购在公司资产重组中属于公司收缩的范畴，是通过减少公司回收资本调整资本结构的重要手段。

虽然股份回购在境外成熟市场屡见不鲜[①]，但受制于我国有关法律规定，我国上市公司股份回购的案例不多。在股份回购实践中，先后有申能股份、冰箱压缩等公司实施了股份回购，并在市场上引起较大的反响。

一、我国上市公司股份回购的法律环境

我国上市公司股份回购的主要法律规定有两条：

一是《公司法》规定的“公司不得收购本公司的股票，但为减少公司资本而注销股份或者与持有本公司股票的其他公司合并时除外”，“公司依照前款规定收购本公司的股票后，必须在10日内注销该部分股份，依照法律、行政法规办理变更登记、并公告”；《公司法》还规定，“公司需要减少注册资本时，必须编制资产负债表及财产清单”，“公司应当在作出减少注册资本决议起10日内通知债权人”，“公司减少注册资本后的注册资本不得低于法定的最低限额”。《公司法》对股份公司股份回购的规定阐述的要点是，国家允许股份有限公司进行股份回购，但回购后必须注销股份，这从法律上否定了国外通行的“库存股”制度，并从法律上保证了债权人利益不受公司股份回购行为的侵害。

---

① 股份回购是境外上市公司根据市场环境变化和公司经营管理层的战略考虑而对公司资本进行收缩的一种重要手段。以美国为例，1996～1998年，美国公司宣布股份回购交易的总额高达5 500亿美元，而同一时期，纽约证券交易所上市公司给股东所派发的现金红利仅1 900亿美元。

二是《上市公司章程指引》关于股份回购的规定："公司回购股份，可以下列方式之一进行：向全体股东按照相同比例发出购回要约；通过公开交易方式购回；法律、行政法规规定和国务院证券主管部门批准的其他程序。"这一规定将国外通行的收购要约形式作为公司股份回购的首选方式，并且选择公开市场交易方式，使公司股份回购的成本与市场成本基本一致。考虑到我国非流通股股东和流通股股东在持股成本上存在的明显差异，规定公司股份回购可以采取行政主管部门规定的其他程序，是一种考虑到中国特殊国情的处置方式，为以后专门制定股份回购的法规留下了余地。

二、公司股份回购的动机

在1992年申能股份回购案中，其股份回购的内在动因有三：

一是通过股份回购实施上市公司战略性结构调整。申能股份作为国家需要控制的基础性行业和上海市的支柱企业之一，其股份回购的宗旨是对上市公司和国有控股股东进行战略性结构调整，提高运作质量，既有利于上市公司的完善和发展，也增强了大股东的实力。

二是完善了上市公司的股权结构，使之符合《公司法》的要求。在公司实施股份回购前，国有法人股占总股本的80.25%，社会公众股占公司总股本的9.53%，社会公众股比例不符合《公司法》关于"公司总股本超过4亿元的，向社会公开发行股份的比例为15%以上"的规定。股权结构的不规范及国有法人股的过分集中，不利于上市公司建立完善的公司法人治理结构以及公司未来的资本运作。申能股份的股份回购从动机上是为了进一步规范公司股本结构，使之符合《公司法》的要求。

三是优化上市公司的资本结构，提升上市公司的盈利能力。申能股份主营电力、能源等基础产业的投资开发和经营，经营状况稳定，有充足的现金流，资产负债率低，未能充分发挥财务杠杆作用，因此，适当回购部分国有法人股，有助于提高公司每股盈利，提升其市场价值，并使公司在未来再融资中保持对市场的吸引力，使股东的利益最大化，树立公司在资本市场的良好形象，充分、有效地利用各种资源。

在该案中，上市公司向控股股东回购了10亿股国有法人股，充实了大股东的实力。其回购的价格经过了会计师事务所的审计，并且公司股份回购的资

金来源为自有货币资金和短期投资变现，支付方式为现金支付。在回购方式上采取了协议方式向集团进行比例股份的回购，没有涉及二级市场投资者。

第六节　吸收合并

吸收合并是根据《公司法》规定的一家公司吸收其他公司而使被收购公司解散的一种公司合并方式。与新设合并不同，吸收合并无须新设公司，使合并各方解散，它类似于“大鱼吃小鱼”的兼并。

一、我国上市公司吸收合并经历了两个发展

吸收合并最早是用于解决历史遗留问题而被监管机构使用的一种手段。根据1998年《国务院办公厅转发证监会关于清理整顿场外非法股票交易方案的通知》精神，为了配合清理各地非法产权市场的工作，证监会开始受理上市公司申请吸收合并各地非法产权交易中心挂牌企业的工作。之后，证监会共受理了20家吸收合并的申请，批准了15家，批准1家试点申请，3家因存在问题处于停办状态，1家公司申请撤回。在已批准的吸收合并申请中，涉及挂牌企业股份73 009万股，折股后形成20 842万股，现已全部上市流通。

在这阶段吸收合并，清理地方非法产权交易中心挂牌企业的过程中，呈现出四个特点：一是被合并方绝大多数是地方挂牌企业；二是均以定向增发股票换股形式完成吸收合并；三是折股比例主要依据双方净资产值；四是行政主导，导致吸收合并的效率不高。

这阶段的吸收合并试点工作，也暴露出监管上的一些问题。例如，由于行政干预，对被合并方资产的财务状况、盈利能力、资产争议等存在着把关不严的情形，实际导致了吸收方（上市公司）股东利益受到损失。又如，股本甄别方面存在较大的工作量，由于被吸并公司在发行内部职工股方面存在不规范行为，导致内部职工股社会化、法人股职工化等情形，给股权登记过户带来极大的困难。再如，折股以公司净资产为依据，难以体现公司的市场价值。

2004年以后，上市公司吸收合并重新活跃，但与1998年的吸收合并相比，明显具有产业整合的目标，并且在定价方式和表决方式上更突出了市场化的特点。另外，随着市场的逐渐规范，同一控股股东下属的存在同业竞争的上

市公司具有吸收合并的内在要求。图6-5对公司吸收合并的机理进行了分析，可以看出，公司吸收合并包括三个相互联系的步骤：一是被吸收合并方的流通股股东和非流通股股东按照一定的比例折股为吸收合并方股份；二是吸收合并公司收购被吸收合并公司的全部的资产负债；三是注销被吸收合并公司。

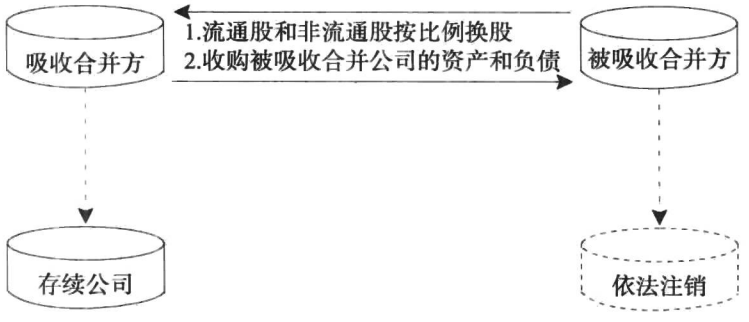


图6-5 公司吸收合并的操作流程

二、2004年第一百货吸收华联商厦案介绍

2004年第一百货吸收合并华联商厦是A股市场上吸收合并的经典案例。

第一百货对华联商厦吸收合并的主要内容是，类别股东按不同比例折股，对不同意吸收合并的股东安排现金选择权，吸收合并完成后，依法注销华联商厦，第一百货作为存续公司吸收华联商厦的资产和负债。

该案有三个看点：第一，针对类别股东持股价成本的不同设置了两个折股比例。其中，对非流通股股东折股比例以净资产为基础，采用加乘系数法，考虑了合并双方主要的商用房地产潜在价值、盈利能力和业务成长性，最后确定非流通股折股比例；对流通股股东折股比例以市价为基础，考虑了未分配利润对加权股价均值的影响。第二，突出重大事项信息透明和公开操作的程序安排。合并协议规定了董事会公告日起到证监会核准换股前，两公司实行长期停牌，使市场对吸收合并信息进行充分消化，有利于换股后股票价格的稳定；在程序设计方面，双方董事会公告中均明确提出独立董事向中小股东公开征集投票权、特别决议案表决、采取股东大会催告程序、关联股东回避表决等事项。

第三，设计现金选择权机制为股东权益做最低保护[①]。现金选择权的价格确定：非流通股以合并基准日每股净资产值为准，其中，第一百货每股 2.957 元，华联商厦每股 3.572 元；流通股以董事会召开前 12 个月每日加权平均价格乘以 5.67%，其中，第一百货为 7.62 元/股，华联商厦为 7.74 元/股。流通股股东按现金选择权计算的价格市盈率分别为 36.29 倍和 33.65 倍，与行业平均市盈率 34.35 倍接近。需要说明的是，非流通股股东换股后实际权益略有增加，因此理论上不会行使现金选择权；而流通股股东因持股成本高于现金选择权价格，行权可能性较小。因此，该选择权更具有象征意义。

该案例存在的不足之处包括：第一，被吸收合并方流通股股东损失较大。通过对每股净资产、每股税前收益、每股税后收益和每股未分配利润四个指标的计算（见图 6-6），发现华联商厦流通股股东在上述四项指标分析中均呈现负值，尤其是未分利润损失最大。

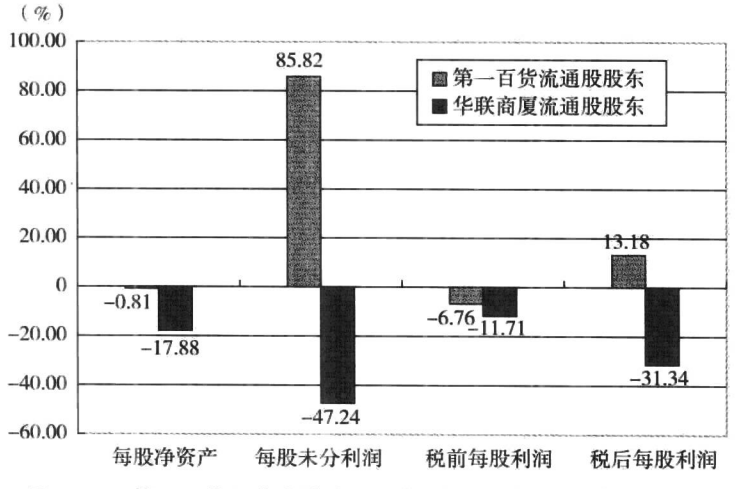


图 6-6　第一百货吸收华联商厦过程中双方流通股股东权益变化

资料来源：2003 年第一百货与华联商厦年报及《吸收合并预案说明书》，基于 2003 年 12 月 31 日数据。

第二，方案中现金选择权实质是强迫流通股股东“默示同意”——他们必须在 2003 年 4 月 18 日向所在的证券经营网点提出现金选择权的书面要求，否则视为“默示同意”。对于既不同意折股，也不同意现金选择权价格的股

① 其含义为对流通股的适当补偿，参考基准为高于一年期银行定期存款利率，与一年期贷款利率水平相当。

东，即使在股东大会表决时，由于可能存在达不到否决比例，其权益将无法伸张。在这点上，方案较郑百文的“默示同意”甚至是倒退。

第三，缺乏对异议股东维护权益的制度安排。异议股东的股份回购请求权是指按照“资本多数决”方式通过改变公司章程、结构并对股东利益造成重大影响时，对该决议持异议的股东有权请求公司以公平价格收购自己持有的公司股份的权利。异议股东股份回购权的立法精神是尊重少数股东意愿和投资自由，防止“资本多数决”原则被滥用，保证其退出合并后的公司结构不变。在国外，异议股东股份回购请求权在以下情形下行使：公司合并[①]、章程变更[②]、重大资产转让或置换[③]。并且，在异议股东股份回购权以寻求公司内部救济为前置程序，然后才是司法程序。在司法程序规定也主要围绕行权期限、估价诉讼、举证费用等进行。我国涉及异议股东的法规包括《公司法》规定股东大会对公司合并作出决议，必须经出席会议的股东所持表决权的 2/3 以上通过，即特别决议通过，未对异议股东进行规定。《上市公司章程指引》提出公司合并或分立时，董事会应采取措施保护反对股东的合法权益。《到境外上市公司章程必备条款》规定，异议股东有权要求公司以公平价格回购其所持股份。但以上法规均不具备可操作性。本案中，双方董事会均未提出针对异议股东争议的解决机制，从而使少数股东得不到表达自己意愿的机会。

第七节　以股抵债

大股东通过借款、关联交易，以及上市公司为大股东提供担保等形式占款现象成为制约上市公司发展的顽疾。从历史上看，大股东占用上市公司资金的主要原因包括公司分立上市时，大股东将优质资产注入上市公司，导致集团盈利能力降低，在目前融资体制下，集团融资能力差，占用上市公司融资成为大股东首选融资方式。据统计，2003 年全国 1 261 家上市公司中，涉及关联方占

① 各国规定股份回购请求权只适合于消灭公司的股东，美国、日本等规定股份回购请求权不仅适用于前者，还适用于存续公司的股东。

② 《日本商法典》第 349 条、《美国示范公司法》第 13 条第 1 款 4 部分规定公司章程变更时异议股东可以享有回购权。

③ 《加拿大商事公司法》第 189 条第 3 款对重大资产转让、置换和出售进行了界定，我国《关于上市公司重大购买、出售、置换资产若干问题的通知》第一条也对此进行了规定。

用上市公司资金的公司有705家，占总数的55.91%。关联方占用上市公司资金总额达2 097.76亿元，占上市公司总资产的3.46%。其中，占用资金占上市公司资产比重在0～10%的有565家，占上市公司总数的44.81%；在10%～50%的有127家，占上市公司总数的10.07%；大于50%的有13家，占上市公司总数的1.03%。到2004年上半年，1 342家上市公司中，不合理使用资金规模更是达到820亿元，有近10%资金“流失”。其中，837家沪市上市公司资金占用余额为448.7亿元，505家深市上市公司资金占用余额368亿元[①]。

尽管中国证监会《关于规范上市公司与关联方资金往来及上市公司对外担保若干问题的通知》对关联方占款进行了限制，但由于没有明确关联方资金占用与总资产比例的限制，未规定一旦超过这一比例时，上市公司将面临何种处罚，导致占款问题仍十分突出。电广传媒大股东以股抵债案被认为是大股东占款而无力偿还背景下，解决上市公司历史遗留问题，规范股权分置下公司治理结构的一次有益尝试。

“以股抵债”的含义是，上市公司以控股股东“侵占”资金为对价，冲减控股股东持有的上市公司股份，被冲减的股份依法注销。对于缺乏现金偿还能力的控股股东，采取“以股抵债”达到的效果是：（1）不对二级市场增加流通股压力；（2）降低控股股东国有股数量和比例；（3）不涉及核心业务变化，也不改变公司盈利能力。

电广传媒案的创新体现在四个方面：首先，以股份为对价抵消债务，避免了控股股东消极不作为或以劣质资产抵债的情形；其次，独立董事公开征集投票权，鼓励中小股东参与定价博弈，体现了公司重大事项的“多数人意志决定”的精神；再次，提出了保护债权人、流通股股东利益和规范控股股东行为的制度安排；最后，事前向法院申请对拟核销股份的司法保全。

“以股抵债”的两个最重要的核心是股份定价和股东表决，它体现了非流通的控股股东和流通股股东在上市公司与控股股东债务处置上的利益博弈。

根据中介机构出具的独立评估报告，电广传媒的价值区间在7.12～7.43元/股之间，最后确定的价格为7.15元/股，较公司最新公布的每股净资产高0.03元。表明控股股东在“以股抵债”的股价认定上居主导地位，并没有打

① 资料来源：张拥军：《大股东占用上市公司资金须标本兼治》，载《证券时报》，2004－12－07。

破“不得低于每股净资产”的国资委审批底限。但由于每股净资产里包含了发行溢价、资本公积和未分配利润，因此流通股股东对每股净资产是有很大贡献的。在确立欠款总额时，资金占用费按全年平均资金占用数计算，即（期初+期末）/2，并无论占用时间长短，均按3年期银行存款利率（2.52%）收取占用费。这种计算方式对流通股股东还是很有利的。

由于股东大会涉及注册资本的减少和重大关联交易，需要按重大事项逐项表决和相关议案特别程序，同时重大关联事项的表决关联方应当回避表决。方案设计了独立董事征集投票权制度，规定全体独立董事对7月28日登记在册的流通股股东征集拟在8月28日召开的临时股东大会的投票权，征集期限为7月29日至8月26日，并安排了两次催示公告。公开征集投票权有助于最大限度地获得流通股股东参与表决，克服了股东大会现场表决的代表性问题，是推进类别表决制度的一次有益尝试。

电广传媒“以股抵债”方案推出后在市场引起了广泛争议。争议的焦点集中在：

第一，“以股抵债”不是财富创造而是财富大转移的过程，上市公司受到了伤害，而大股东反而因祸得福。表6-3对电广传媒截止到2004年6月30日的国有股份实际账面价值进行评估，说明在提出流通股股东对国有股东的补偿后，电广传媒国有股实际单位账面价值为0.976元，减值率为86.3%，按照控股股东持有的16 900万股国有股计算，实际账面价值仅为16 526万元，不足以抵偿53 926.03万元的债务总额，“以股抵债”形成了对小股东权益的事实侵占。

第二，在“一股独大”的治理背景下，“以股抵债”的优势相对有限。作为整个方案的核心部分，“以股抵债”的定价依据是财务报表而非市场方式，因此容易引起小股东的不满。此外，“不得低于净资产”的规定也存在不合理之处。在表决机制上，根据“保护社会公众投资者利益”的原则，证监会和国资委提出了三条制度安排，即在中介机构专业意见的基础上，合理形成“以股抵债”价格；强化充分的信息披露，切实保护股东、债权人等利益相关者合法权益；保障非关联股东充分行使表决权，实行关联股东表决回避制度，需非关联股东2/3以上表决通过和向社会公众股东公开征集投票权，其中表决机制十分关键。否则，大股东仍有可能操纵表决机器和勾结中介机构，令“以股抵债”为其所用。

表 6-3　电广传媒国有股份实际账面价值评估（2004 年 6 月 30 日）

单位：万元，%

浓缩原因	时间序列	名义账	净资产总额				增减率
		股本	名义账面	实际账	浓缩值		F = E/B
		A	面值 B	面值 C	本期 D	累计 E = C - B	
IPO	980101 - 981231	10 800	44 577.96	20 882.57	-23 695.39	-23 695.39	-53.15
不同股但同酬	990101 - 000630	14 040	53 147.45	24 896.97	-4 555.09	-28 250.48	-53.15
增发	000630	14 040	125 941.73	24 896.97	-72 794.28	-101 044.76	-80.23
不同股但同酬	000701 - 040630	18 252	129 997.44	25 698.73	-3 253.95	-104 298.71	-80.23
不同股但同酬	040630	18 252	129 997.44	17 813.59	-7 885.14	-112 183.85	-86.30

上市公司大股东“以股抵债”符合《公司法》有关注销股本的规定，不属于非流通股股东抽逃资本行为，并且体现了民事侵权的补救和惩罚原则，有助于上市公司控股股东树立诚信的形象。但是，在定价机制和表决机制设计上仍存在进一步创新的空间。因此，建议针对大股东占款问题实行标本兼治，一方面，要明确上市公司董事会、注册会计师、证监会派出机构在监督占款问题上的责任，另一方面，需要积极扶持控股股东的健康发展，将部分国有控股集团持有的上市公司股份统一划拨到地方国有资产经营公司，切断大股东占用上市公司资金的纽带，从而从根本上杜绝类似情形的发生。

第八节　分拆上市

所谓分拆上市，是指母公司将其部分资产、业务或者某个子公司独立出来，另行安排上市的行为。2000 年 3 月，北京同仁堂将其二厂、中药提炼厂、进出口分公司、研发中心等实物资产与其他发起人出资组建“同仁堂科技”，并于同年 10 月在香港创业板上市，这是我国上市公司中第一家分拆上市的案例。

2004 年的典型案例是 TCL 集团对 TCL 移动业务的分拆。根据《TCL 移动电话业务整合并在境外上市的总体方案》，TCL 集团对移动进行分拆上市的目的是：第一，将彩电和移动业务分开，可以寻找不同口味的投资者，实现价值发现。第二，理顺集团公司与移动公司复杂的股权关系，避免关联交易。目前，集团不仅直接持有移动公司 36% 的股权，还通过 TCL 国际（1070）间接

持有 TCL 移动 40.8% 的股权，加上关联公司，集团实际持有移动超过 65% 的股权，集团对移动的控制权关系复杂，而且集团业绩过于依赖移动业务[①]。第三，履行对发审委和外资股东的承诺。这些承诺包括：（1）2004 年 1 月 28 日，TCL 集团、TCL 国际与法国 THOMSON 集团签署了合并协议，TCL 国际通过与 THOMSON 集团组建由 TCL 国际控股的合资公司，合并 THOMSON 集团的电视机业务和资产，TCL 集团承诺在交易完成后 18 个月内将其持有的合资公司股权转换为 TCL 国际股权；（2）在 2004 年《TCL 集团股份有限公司首次公开 A 股招股说明书》第十一章第三节第六点中，集团承诺“用适当的方式、选择适当的时机将目前由 TCL 国际控股有限公司持有的部分移动电话权益，转由 TCL 集团直接或间接持有。TCL 国际控股有限公司将专注于多媒体电子和电脑为主的信息产业，TCL 集团及其他子公司主要从事通信、家电、电工业务”。所以，TCL 集团对移动业务进行分拆是必要之举。

TCL 集团通过采用全体股东持有 TCL 移动的股权的形式在 BVI 进行等比例注册[②]，TCL 国际[③]采用实物股息方式，对全体股东派发对 TCL 移动的股权，以消除对 TCL 移动的控制，理顺集团与分拆上市公司的股权关系。

TCL 集团原计划对香港公众发行少量新股，以符合社会公众股比例不低于 25% 的上市标准，但由于中国证监会及时出台《关于规范境内上市公司所属企业到境外上市有关问题的通知》（以下简称《通知》），规定分拆上市必须符合：（1）最近连续 3 年盈利；（2）最近三个会计年度发行股份及募集资金投向的业务和资产不得作为对所属企业出资申请境外上市；（3）最近一个会计年度合并报表中按权益享有的所属企业的净利润不得超过上市公司合并报表净利润的 50%；（4）最近一个会计年度合并报表中按权益享有的所属企业净资产不得超过合并报表净资产的 30%；（5）不存在同业竞争，资产、财务独立；（6）最近 3 年无重大违规情形；（7）上市公司高管在所属企业安排持股计划

① 根据公开资料，2003 年 TCL 集团实现净利润 5.7 亿元，每股收益 0.2656 元，而同期移动净利润达到 8.1 亿元，按照股权关系，实际上移动业务在 2003 年为集团贡献净利润 4.69 亿元，每股收益的贡献为 0.18 元，移动对集团每股收益的贡献竟达到 67.67%。

② BVI（英属维尔京群岛）因实行免税政策而受到多数境外公司的欢迎，运用 BVI 持有集团内部不同区域和类型的资产、权益，可以使上市重组更加简便。

③ 股票代码 1070，为香港上市公司，TCL 集团通过全资子公司 TCL 控股持有该公司 54% 的股份。

应由独立董事向社会征集投票权，并获得出席股东大会的社会公众股东所持表决权半数以上通过。根据《通知》的有关规定，TCL 移动境外分拆后采取“介绍上市”方式，而不是针对境外少数股东增发新股模式。此外，2002 年 11 月 21 日杭钢股份分拆的浙江富春紫光环保 H 股计划、2004 年 4 月 27 日新疆天业的天业节水灌溉 H 股上市计划、2004 年 7 月 13 日南纺股份的南京朗诗置业香港创业板上市计划继续有效，而悦达投资控股的上海赛达生物赴香港创业板上市计划则因公司 2002 年亏损而会受到影响。

《通知》的出台，有助于防止经营不善的公司将资产向境外转移，防止其通过分拆形式在境外实施曲线 MBO 而形成对流通股股东的利益侵害，防止超比例向境外转移资产而构成对流通股股东权益的摊薄。《通知》是针对工具创新进行的制度改进，被认为是公司工具创新和制度规范的完美结合。

第九节　主动退市

主动退市是指当证券市场处于长期低迷，公司大股东认为股票无法体现公司的价值或者上市成本过高，与银行贷款、债券相比没有什么优势，又或者大股东非常看好公司前景，不愿他人分享日后丰厚的利润时，采取市场方式要约收购上市公司全部股票，令上市公司退市的行为。

主动退市可以打通上下游产业链条。可以设想，随着上市子公司主动退市的完成，控股公司在产业上的垄断地位会进一步加强。另外，主动退市也向市场强烈地传递了这样一个信息：公司大股东对未来的营业收入预期极好，企业风险比公众估计的要低。反过来说，主动退市既可以防止下属子公司因资本市场的运作而导致股权稀释，被他人从二级市场抢走控股权；还可以防止这些资源垄断型大型企业集团的下属子公司的“肥水流入外人田”。具体而言，对于资源的上升性需求，以及世界资源价格的整体上涨趋势，这些企业对控制的上市公司有主动退市的动机。

股改是上市公司主动退市的另一个诱因。随着我国股改的深入，市场化的资源配置将使“壳”资源失去寻租价值。并且，由于股改的“流通权赎买”政策，大股东还得在一定期限内面临着支付对价、股权被稀释的代价。在这样的情况下，在市场低迷期以不高的价格换取筹码，不失为上选。不仅可将股改

难题一避而过，并且预留了将来的余地。当公司整合完毕，国内证券市场恢复正常融资功能时，这些企业完全可以通过整体上市回归A股市场。对于控股股东而言，溢价与全流通双利兼得，又不用赎买流通权，可谓稳赚不赔。对于中小投资者而言，由于在主动退市过程中极少有发言权，其收益基本取决于要约收购的价格，而且取得的收益中，还应该扣除掉因股改而可能获得的对价。因此，他们无法掌握最后的命运。

2005年中国A股市场进行主动退市的是中国石化和中国石油两家公司。其中，中国石化共控制着9家A股上市公司（见表6-4），是股改方案的对价的支付方，如果中国石化愿意支付对价，会造成中国石化的外资股东支付对价的难题。这种情形下有两种创新方案：一是由中国石化集团以现金方式支付股改对价，可以避免H股股东利益损失问题；二是由中国石化出面收购上述公司，令其退市，避免额外支付对价。

表6-4　　中国石化控股的A股上市公司一览表

公司简称	股票代码	中国石化持股数量	中国石化持股比例（%）	股份性质
石油大明	000406	95 866 416	26.33	国有法人股
泰山石油	000554	185 953 320	38.68	国家股
仪征化纤	600871	1 680 000 000	42.00	境内法人股
上海石化	600688	4 000 000 000	55.56	国家股
齐鲁石化	600002	1 600 000 000	82.05	国有法人股
中原油气	000956	619 650 000	70.84	国有法人股
扬子石化	000866	1 980 000 000	84.98	国有法人股
石炼化	000783	920 444 333	79.73	国有法人股
武汉石油	000668	67 912 000	46.25	国家股

资料来源：天相投资。

2005年3月4日，中国石化（600028.SH）公告了对燕山石化（0325.HK）的主动退市建议，图6-7简要描述了该主动退市方案。根据公司公告与承诺，中国石化给予流通股股东的合并现金对价溢价率达10.90%（以2004年12月22日收盘价为基准），流通股股东得到了较好回报。

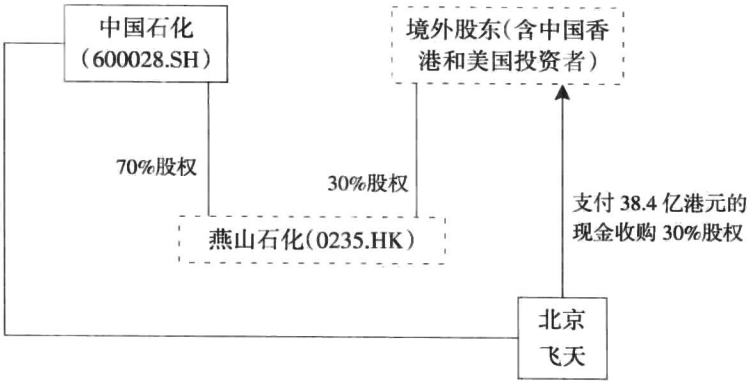


图 6-7　中国石化吸收合并燕山石化示意图

中国石油（0857. HK）控股的 A 股上市公司有 3 家，全部在深圳证券交易所挂牌上市。分别是吉林化工（000618. SZ）、辽河油田（000817. SZ）、锦州石化（000769. SZ），中国石油对这三家 A 股公司的持股比例分别为 67. 29%、81. 82% 和 80. 95%。作为在香港上市外资股公司，中国石油在向其 A 股控股公司的流通股股东支付股改对价时，遇到了和中国石化类似的难题。2005 年 10 月 31 日，中国石油向三家公司同时发布要约收购公告书，其中对吉林化工流通股股东提出的要约收购价为每股 5. 25 元，较停牌时价溢价了 6. 90%；向锦州石化流通股股东提出的要约收购价为每股 4. 25 元，较停牌时价溢价 10%；向辽河油田流通股股东提出的要约收购价为每股 8. 80 元，较停牌时价溢价了 18%。

中国石油以全面要约收购为股改对价支付方式的方案较中国石化有了进一步的创新：首先，采用二级市场要约收购形式，避免了中国石化先设立收购公司实施收购后再吸收合并原上市公司，以及 2004 年中国凤凰整合案中，先向受让方转让股权，再通过受让方与上市公司完成资产置换的复杂手续；其次，在 A 股市场经历了长达 3 年以上的调整后，以市场价格为要约收购价格优势明显，只要溢价程度满意，很容易被流通股股东接受；最后，中国石油对 A 股控股公司的控股比例很高，只要少量流通股股东接受要约，就可以满足《公司法》关于上市公司退市的基本条件。

第十节 创新型经典案例分析

一、上海国际港务（集团）股份有限公司吸收合并上港集箱整体上市案例

上海国际港务（集团）股份有限公司（以下简称上港集团）是由上海国际港务（集团）有限公司改制成立的股份有限公司。作为国内最大的港务集团，上港集团的战略定位是成为实体经营的上市公司，并为集团发展提供更广阔的资本运作平台。然而，集团内部已存在一家上市公司，即上港集箱。在这种背景下，上港集团开始积极探索，谋求一条同时解决上港集团发行上市后面临同一集团内部出现两个A股上市公司的复杂结构之路。

（一）基本情况

1. 吸收合并方上港集团概况

上港集团是2005年5月经我国商务部以商资批［2005］880号《关于同意设立上海国际港务（集团）股份有限公司的批复》批准，由上海国际港务（集团）有限公司改制成立的股份有限公司。注册资本为人民币185.68亿元，由上海市国有资产监督管理委员会、招商局国际码头（上海）有限公司、上海同盛投资（集团）有限公司、上海国有资产经营有限公司和上海大盛资产有限公司分别持有50%、30%、19%、0.5%和0.5%的股份，上港集团主要从事集装箱、散杂货、港头服务和港口物流四大类业务。

截至2005年底，集团总资产454.94亿元，总股本185亿股，2005年主营业务收入109.9亿元，净利润21.77亿元，每股净资产1.038元，每股收益0.117元。

2. 目标公司上港集箱概况

上海港集装箱股份有限公司（以下简称上港集箱）于1998年10月30日经上海市人民政府以［98］沪府体改审字第75号文批准，由上海国际港务（集团）股份有限公司、中国上海外轮代理公司、上海交通投资（集团）有限公司（原名上海交通投资公司）、上海外轮理货有限公司和上海起帆科技股份有限公司共同发起设立。2000年6月13日，公司采用对法人配售和对一般投

资者上网发行相结合的方式向社会公众公开发行境内上市人民币普通股（A股）股票21 000万股，并于7月19日在上海证券交易所上市交易。

2005年股权分置改革完成后，上港集箱总股本为18.04亿股，其中发起人股份13.84亿股，境内上市人民币普通股（A股）4.2亿股。2006年整体上市方案实施前，上港集箱股权结构为：上港集团持有70.18%，上港集团的关联方上海外轮理货有限公司和上海起帆科技股份有限公司分别持有0.36%和0.35%，上海交通投资（集团）有限公司持有0.36%，中国上海外轮代理公司持有0.36%，社会公众持股28.4%，上港集箱主要从事集装箱类业务，截至2005年底总资产208亿元，2005年主营业务收入47.76亿元，净利润11.89亿元，每股净资产4.1元，每股收益0.659元。

（二）相关背景及吸收合并方案

上港集团的战略定位是成为实体经营的上市公司，且核心业务与其上市子公司——上港集箱业务相互重叠，如果上港集团申请上市，则存在同业竞争的严重障碍；如果将集装箱核心业务全部注入上港集箱，上港集团作为控股公司赴境外上市，则与集团的战略定位产生了偏差。

上港集团经多次探讨和反复研究论证，制订了换股吸收合并上港集箱并实现整体上市的方案，并征得政府有关部门的同意。

上港集团换股吸收合并实现整体上市的方案要点如下：

1. 上港集团发行人民币普通股2 421 710 550股，并以发行的股份全部作为合并对价，换取上港集箱除上港集团所持股份外、未行使现金选择权的股份及第三方因现金选择权的行使而持有的全部股份（其中，上港集团的关联方上海外轮理货有限公司和上海起帆科技股份有限公司书面承诺放弃换股，实施现金选择权），发行价格为每股3.67元。

2. 上港集箱除上港集团外的所有股东均可按照每1股股票换得上港集团4.5股股票的方式成为集团的股东，欲退出的股东可以按照每股16.50元的价格出售股票给第三方，由第三方购得股票后进行换股。

3. 换股完成后，上港集箱注销，上港集团持有的上港集箱12.66亿股相应注销，上港集团挂牌上市。上市后，股本总额从原上港集箱的18亿股增加到上港集团的209亿股。

4. 本次整体上市，不同于主业整体上市，而是原控股股东本身的整体上市。

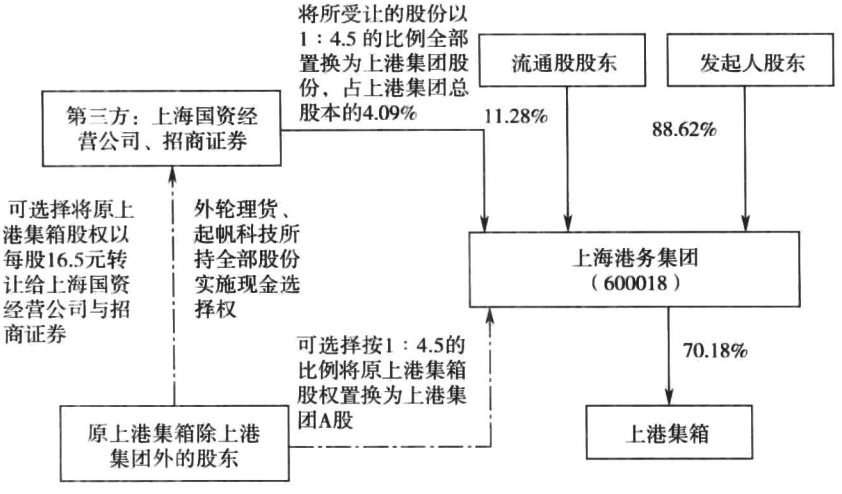


图 6－8 上港集团换股吸收合并上港集箱方案示意图

（三）方案所涉及的主要问题

1. 估值定价问题

（1）上港集箱股东以 1 股换 4.5 股上港集团股票，换股价格 16.50 元。换股定价的依据是：上港集箱换股价格 16.50 元较其历史最高价 15.47 元有 6.65% 的溢价。这一方案维护了所有股东的利益。

（2）集团股票发行价为 3.67 元/股，按 2006 年集团盈利预测净利润为 27.5 亿元，综合考虑集团的业务规模、行业地位、竞争优势以及发展前景等因素，全面摊薄市盈率为 28.01 倍。虽然这一市盈率水平高于当时国内港口行业上市公司的平均市盈率，但综合考虑集团的业务规模、行业地位、竞争优势以及发展前景，该发行价并不高估。

2. 现金选择权问题

为充分保护中小股东的利益，本次吸收合并给予上港集箱股东现金选择权，上港集箱的股东（除上港集团外）可以其持有的上港集箱股票按照 16.50 元/股的价格全部或者部分行使现金选择权。

最终，大部分投资者选择了换股，行使现金选择权的股份约占有权申报股份的 30%。为此，吸收合并的第三方共支付现金约 28 亿元。现金选择权的设

置有效地保护了中小股东的利益。

（四）分析与评价

1. 对上港集箱而言，此次方案解决了公司和母公司存在的同业竞争问题，避免了在上海港不断有新泊位投用的情况下对上市公司的业务分流问题，从而使得换股后的股东能够分享整个行业的增长带来的盈利。反观原上市公司业绩，由于新泊位的分流影响以及公司收购母公司泊位迟迟不能完成，公司业绩增长乏力。股价上涨乏力，换股完成后，这一问题将不复存在。

2. 对上港集团而言，整体上市有利于集团构建融资平台，为集团实施发展战略提供资金保障；有利于集团按照上市公司的要求完善法人治理结构，规范日常运作，提升管理水平；有利于集团建立完整产业链，消除同业竞争的顾虑，大幅提高业绩；有利于集团更好地投身于上海国际航运中心的建设，为集团强化实施长江战略、东北亚战略和国际化战略，走可持续发展的道路提供了坚实的基础保证。

3. 对整个港口行业而言，作为国内乃至全球最大的单体港口企业，上港集团借“壳”A 股实现整体上市，对国内港口板块有效解决同业竞争问题，尽快摆脱价值低估现状而向境外港口企业定价水平靠拢，无疑具有重要的积极意义。

上港集团换股吸收合并上港集箱实现整体上市后，根据建设上海国际航运中心的国家战略，以建成全球卓越码头经营商为愿景目标，积极参与国内外港口投资建设，通过港口资源整合、老港区功能转换和港口市场开发，实施“长江、东北亚、国际化”三大战略，发展集装箱、散杂货、港口物流、港口服务四大支柱产业，逐步形成以码头和集装箱经营为主体，辐射国内国际两个市场的跨地区、跨国经营格局，成为世界货运港口的领先企业。

随着股权分置改革的完成以及我国证券市场的不断发展和创新，可供上市公司实现整体上市的模式越来越多，此次上港集团通过换股吸收合并实现整体上市，为国内大中型企业整体上市提供了积极有益的经验。

二、武钢钢铁主业整体上市案例

（一）基本情况

1. 武汉钢铁股份有限公司概况

武汉钢铁股份有限公司（以下简称武钢股份或公司）是经国家经济体制

改革委员会批准，由武汉钢铁（集团）公司（以下简称武钢集团或武钢）作为独家发起人，将其下属的冷轧薄板厂和冷轧硅钢片厂全部经营性资产投入，采取发起设立方式于1997年11月7日注册成立的股份有限公司，1999年8月3日在上海证券交易所挂牌上市。截至2003年底（钢铁主业重组前一年），武钢股份总资产77.08亿元，净资产58.70亿元，2003年实现主营业务收入68.07亿元，净利润5.69亿元，每股收益0.23元，每股净资产2.34元，总股本25.09亿股，其中武钢集团持股21.25亿股，占总股份的84.69%。

2. 武汉钢铁集团概况

武汉钢铁（集团）公司是新中国成立后兴建的第一个特大型钢铁联合企业，1958年9月13日正式投产，是国务院国资委直管的国有重要骨干企业。截至2003年底，总资产466.90亿元，净资产188.78亿元，已形成年产钢铁各1 000万吨的综合生产能力，2003年钢产量居全国第三位。

（二）钢铁主业整体上市的背景

武钢股份是由武钢集团采取分拆方式于1999年上市的，通过几年的运作后，武钢的管理层逐步认识到由于钢铁主业资产分置于两个公司（武钢集团和武钢股份），给钢铁主业的长远持续发展带来了一些不可逾越的障碍，最典型的如新项目的融资难问题。因此，从2002年中期开始，武钢管理层逐步酝酿钢铁主业重组整体上市。

（三）武钢钢铁主业整体上市的方案设计

钢铁主业整体上市的难点在于方案的设计和选择。在设计和选择方案时，针对整体上市要解决的问题以及整体上市中的难点，武钢把握了以下一些原则：

1. 方案要解决分拆上市给企业长远发展和内部管理所带来的问题

正是由于分拆上市给企业的长远发展以及内部管理带来了一些问题，才促使武钢寻求钢铁主业整体上市。因此方案设计首先必须能够解决分拆上市给企业的长远发展以及内部管理带来的一些问题，如前面提到的投融资两难问题、管理协调问题、关联交易问题等。

2. 方案必须符合国企的改革发展方向

当时国企改革的方向是继续推进股份制改革，在国有大中型企业中建立现

代企业制度，这是国家的统一部署。同时，党的十六大明确指出了推进资本市场的改革开放和稳定发展的战略目标，十六届三中全会进一步提出大力发展资本市场的战略部署。2004 年初，国务院又出台了《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》（以下简称《若干意见》），《若干意见》指出“鼓励已上市公司进行以市场为主导的、有利于公司持续发展的并购重组。进一步完善再融资政策，支持优质上市公司利用资本市场加快发展，做优做强。”因此武钢的钢铁主业整体上市方案设计既要符合国企改革的发展方向，又要充分利用资本市场的资源配置作用，即借助资本市场在企业内部建立和完善现代企业制度。

3. 方案必须符合证券监管部门的监管要求

方案必须符合监管的要求才能够获得批准实施，这是方案设计的必要条件。这就要求在方案设计时，在满足战略发展和内部管理要求的前提下，使方案中的融资条件和融资方式符合证券监管精神的要求。

4. 方案必须获得投资者的认同

方案设计必须获得投资者的认同才可能使方案顺利实施，市场的认同度也决定了方案的成败。

在把握以上原则的基础上，通过集思广益，武钢设计出了如下的整体上市方案：

武钢股份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流通股相结合的发行方式，发行不超过 20 亿股，募集资金不超过 90 亿元，用于收购武钢集团钢铁主业资产。武钢股份向武钢集团定向增发不超过 12 亿股，向社会公众公募不超过 8 亿股，发行价格采取在发行询价区间内网上、网下同时累计投标询价的方式确定，武钢集团承诺按照发行价格全额认购。

（四）分析和评价

1. 实现了钢铁产业链的整合，解决了钢铁主业长远发展的问题，有利于提升钢铁主业的核心竞争力

（1）实现了钢铁产业链的整合，提高了运作效率，从而提升钢铁主业的核心竞争力

钢铁主业整体上市使武钢集团整合了钢铁产业链，提高了钢铁生产和管理中的协同效应，从而提高了运作效率，这些都有利于钢铁主业核心竞争力的提

升。增发收购实施后，武钢股份公司拥有了炼铁、炼钢、轧钢等一整套现代化钢铁生产工艺流程及相关配套设施，实现了钢铁生产流程的完整和一体化经营，实现了钢铁生产的统筹规划和统一布局，提高了生产经营和管理的协同效应，进而降低了管理成本、提高了生产运作效率。

（2）提升了企业再融资平台，解决了钢铁主业长远发展的问题

钢铁主业整体上市有利于拓展和完善融资平台，增强钢铁主业上市公司的筹资能力，从而解决困扰武钢钢铁主业长远发展的问题，加快钢铁主业的发展。整体上市后，武钢股份资产规模扩大、盈利能力增强，将有效拓展和完善其融资平台，明显增强其筹资能力。这不仅解决了前面提到过的武钢钢铁主业长远发展中的投融资两难问题，而且保证了武钢股份后续重大技术改造项目的资金来源，有利于加快钢铁主业的发展、做大做强钢铁主业。

2. 增强了上市公司的综合实力，优化了资本成本，减少了关联交易

（1）钢铁主业整体上市有利于增强上市公司的综合实力，实现上市公司的跨越式发展

钢铁主业整体上市后，武钢股份由一家钢材加工企业发展成为年产钢铁各1 000万吨综合生产能力的大型钢铁联合企业。产品范围由冷轧板卷、冷轧硅钢片拓展至热轧薄板、中厚板、大型材、高速线材、棒材等产品，总资产从70多亿元增加到304多亿元，主营业务收入由60多亿元增至240多亿元，规模效益进一步体现，相关财务指标也得到优化（见表6－5和表6－6）。因此，整体上市大大增强了武钢股份公司的综合实力，实现了上市公司的跨越式发展。

表6－5　　武钢股份收购前后规模指标对比

	2003年12月31日	2004年12月31日	2005年12月31日
总资产（亿元）	77	304	368
净资产（亿元）	58	174	203
	2003年	2004年	2005年
销售收入（亿元）	68	241	407
净利润（亿元）	5.7	32	48
钢材产量（万吨）	170	561	943

表 6-6　　武钢股份收购前后相关财务指标对比

	2003 年 12 月 31 日	2004 年 12 月 31 日	2005 年 12 月 31 日
总股本（亿股）	25.09	78.38	78.38
流通股股本（亿股）	3.84	18.96	23.70
	2003 年	2004 年	2005 年
每股收益（元）	0.23	0.41	0.62
每股净资产（元）	2.34	2.22	2.59
净资产收益率（%）	9.7	18.41	23.80

注：以上数据来自武钢股份 2003 年、2004 年、2005 年年度报告。

（2）钢铁主业整体上市有利于改善上市公司的资本结构，优化资本成本

企业负债率过高会增加其财务风险，负债率过低不利于财务杠杆的运用，必须保持适当的负债率水平才能优化资本成本，提升企业价值。增发收购之前，武钢股份的资产负债率仅为 24% 左右，拟收购的钢铁主业资产的资产负债率（模拟报表）为 53.7%，由于采用承债式收购，增发收购后武钢股份的资产负债率上升至 40% 左右。因此，武钢钢铁主业的整体上市不仅改善了上市公司的资本结构，降低了综合资本成本，而且有利于其财务杠杆作用的发挥。

（3）减少了关联交易，完善了上市公司治理结构

钢铁主业整体上市前，武钢股份主要的生产原材料热轧板卷依赖武钢集团供应。本次收购实施后武钢股份拥有了比较完整的钢铁业务，与武钢集团的关联交易比例有较大幅度下降，且关联交易由原来主要为半成品（热轧板卷）采购变为部分初级原料及辅助材料的采购。因此，本次钢铁主业整体上市有利于减少上市公司的关联交易，从而降低外部交易成本，进一步增强上市公司的自主经营能力，完善公司治理结构。

武钢的钢铁主业整体上市开辟了解决分拆上市这一历史遗留问题的新途径。特别是武钢以资产规模较小的上市公司反向收购规模较大的母公司主业资产，通过“以小吃大”的并购模式实现了主业整体上市，以及武钢将两种融资方式相结合的融资模式，都为其他企业探索出了一条可行途径。

第七章　国内公司并购的监管制度及其评价

公司并购涉及主体的适格性、审批流程、要约收购及豁免、信息披露、工具运用、债务处置甚至职工安置、股权过户等内容，是一个复杂的过程。伴随着中国证券市场的国际化，公司并购的法律法规制度正处于不断地完善过程中。但是，公司并购的监管制度也不是一个简单的制度的移植过程，而是体现了监管者与市场的博弈，体现了国际成熟的公司并购制度与中国特色国情相融合的过程。

第一节　公司并购的法律框架及形成过程

随着我国证券市场的发展，上市公司并购重组呈现出数量庞大、形式多样、鱼龙混杂的局面。在10多年证券市场实践中逐步形成了较为完善的上市公司重组并购的法律法规体系，上市公司并购重组在不同阶段具有明显特征，本文简要概述我国上市公司的法律制度框架，并分析不同阶段的并购重组特征以及对市场的影响。

一、我国上市公司并购的法律规范有三个层次的内容

我国上市公司并购重组的法律规范主要有法律、行政法规、部门规章三个基本层次。此外还有中国证监会和其他相关的主管部门制定的规范性文件。

第一，全国人大及其常委会颁布的法律中涉及并购重组的内容。主要有《公司法》和《证券法》，其中，部分章节条款对上市公司并购方面进行了粗略的规范。例如《公司法》中“关于股份有限公司的股份发行和转让”，对公司股份的发行和转让及上市做了规范，这些关于公司并购的规范也适用于上市

公司。《证券法》还专门对上市公司并购进行规范，将上市公司收购分为要约收购和协议收购方式，对要约收购和协议收购的方式、程序、期限以及公告披露等都做了原则上的规范。

第二，国务院颁布的相关行政法规。较早规范上市公司并购的行政法规是1993年4月22日由中华人民共和国国务院令第112号发布的《股票发行与交易管理暂行条例》，该条例第四十七条至第五十二条集中规定了法人对上市公司的收购程序，从规定的表述看，其精神还是与国际规范较为一致的，但这些规定却不够详尽，对上市公司兼并收购操作缺乏具体的指引。

第三，中国证监会制定的部门规章。由于上市公司的收购兼并行为涉及一些具体的操作性问题，部门规章较多涉及了这方面的内容。中国证监会于1993年6月发布的《公开发行股票公司信息披露实施细则（试行）》中第五章《临时报告——公司收购公告》中对上市公司的股权变动以及收购兼并活动的信息披露要求做了详细的规范；1993年8月发布的《禁止证券欺诈行为暂行办法》，对上市公司发行人收购或兼并行为和发行人的合并与分立行为中的欺诈行为进行了规范，这是我国最早对上市公司重组并购活动的信息披露和欺诈行为进行规范的部门规章。2001年颁布的《关于上市公司重大购买或出售资产行为的通知》和《关于上市公司重大购买、出售、置换资产若干问题的通知》，首次界定了上市公司重大购买、出售、置换资产行为，强化重组方注入资产质量并要求完善的信息披露，目标在于鼓励绩优公司通过重组做大做强，主动进行业务整合。同时，为提高上市公司重大购买、出售、置换资产审核工作的透明度，保证审核工作按照公开、公平、公正的原则进行，中国证监会组成了股票发行审核委员会重大重组审核工作委员会，并颁布了委员会的工作程序。2002年12月1日正式实施的《上市公司收购管理办法》和《上市公司股东持股变动信息披露管理办法》的两项部门规章，既与《证券法》和《公司法》中有关重组并购的相关章节相互衔接，又对涉及上市公司收购兼并的相关重要法律问题做了较为详细的规定，进一步丰富完善了上市公司重组并购的法律框架。2006年7月31日证监会根据市场情况变化重新修订了《上市公司收购管理办法》，将强制性全面要约收购制度改为要约方式，充分体现出鼓励上市公司收购的立法精神。同年，深圳、上海交易所颁布新的《交易所上市规则》，增加了对控股股东、实际控制人、收购人的信息披露监管，以及董事

和高级管理人员对定期报告签署书面确认意见的制度；调整了对外担保的披露标准和审议程序、关联交易审议程序、股东大会通知时限等相关内容；设专节增加了关于股份回购的规定。

第四，中国证监会及其他主管部门制定的规范性文件。规范性文件重点是指引性的，如中国证监会对进行并购重组的上市公司信息披露内容与格式制定专门准则，并就上市公司股东持股变动报告书、上市公司收购报告书、要约收购报告书、被收购公司董事会报告书以及豁免要约收购申请文件进行规范，这些操作指引更完善了法律规范的执行。

此外，财政部颁布的新会计准则中，对重大资产出售、收购、关联交易等资产评估、损益记账等进行了专项规定。商务部、国家外汇管理局出台的《关于向外商转让上市公司国有股和法人股有关问题的通知》、《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》、《外商投资产业指导目录》、《关于加强外商投资企业审批、登记、外汇及税收管理有关问题的通知》等也属于部门规章。

二、我国上市公司并购法规的发展分为三个阶段

我国上市公司重组并购的法律法规以《证券法》和《公司法》为核心，以《上市公司收购管理办法》为主体，以其他的部门规章、规范性文件和操作指引为补充，共同构建起一个初步完整的上市公司重组并购的法律框架。回顾我国证券市场发展16年的轨迹，我们可粗略地将证券市场并购重组过程及法律规范分为以下三个特征阶段。

第一阶段是从1990年深沪交易所正式挂牌运作到1994年，我国上市公司并购重组属试验期。由于在我国证券市场开设之初，上市公司数量很少，整个资本市场的资产重组不成规模。1993年《股票发行与交易管理暂行条例》出台后不久，“宝延事件”开创了中国上市公司收购的先河。这一阶段对上市公司的并购缺乏统一法律规范和市场规则，仅是出现了上市公司并购重组时，管理者才对上市公司行为进行协调，呈现出实践在前、制度约束在后的态势。

第二阶段是从1995年到1999年，上市公司并购重组属平稳发展期。我国证券市场经过几年的发展，由于诸多原因，部分上市公司经营发展遇到一些问题，同时，一些未上市企业目睹上市公司利用资本市场融资发展的便利，希望通过入主上市公司获得在资本市场的配股融资渠道。在利用“壳”资源的动

力的推动下，上市公司并购重组次数增长很快，规模也越来越大，仅1998年就有368家上市公司参与了657例重组事件，上市公司大量的并购重组活动在推动证券市场发展、调整产业结构、提升产业高新技术含量以及进行资源优化配置方面起到了一定的作用，市场参与方对这些问题有了新的认识。这一时期，上市公司并购重组有如下特征：一是控股权转移明显增多，1997年仅25起，而1998年就有90多起；二是在支付方式上较多地采用股权划拨，也有现金交易，但更多的是用资产换股权；三是并购后多有注入优质资产剥离劣质资产的行为，主要是为了能在资本市场上获取配股的融资能力；四是以国有股和法人股协议转让为主体；五是一些投资类公司入主上市公司。这一时期，我国对上市公司重组的法律规范不够完整，1999年颁布的《证券法》为上市公司并购重组提供了重要的法律基础，但没有相配套的实施细则和具体的指引。由于对上市公司兼并收购的规范不够详尽，无法有效地制约上市公司并购重组中出现的问题。

第三阶段是从2000年至今，是上市公司并购的急速发展时期。这一阶段证券市场中上市公司的并购重组有愈演愈烈之势，到2001年底全国1 161家上市公司中有680家公司进行了共1 457次并购重组事件，同期广东省（除深圳）60家上市公司有29家进行了61次并购重组。并购重组的特点与上一阶段相比没有明显改变，但在重组中存在的一些问题凸显出来。存在的主要问题有：一是以获取配股和增发新股权为目的进行的并购重组。中国证监会2001年颁布的《关于做好上市公司新股发行工作的通知》要求上市公司增发和配股必须满足一定的条件，最重要的一条是配股和增发都要求经注册会计师核验，公司最近3个会计年度加权平均净资产收益率平均不低于6%。此后3年，沪深两市有半数以上的上市公司公布了各种各样的资产重组方案，有的上市公司与大股东进行完全不等价的关联交易，大股东用优质资产换取上市公司的劣质资产；有的上市公司把巨额债务划给母公司，以期在配股后获得资金给母公司以得到更大的回报。二是以保上市资格为目的进行的并购重组。根据原《公司法》第一百五十七条规定以及2001年2月22日中国证监会发布的《亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法》的通知，如上市公司出现连续3年亏损的情况，自其公布第三年年度报告之日起，证券交易所应对其股票实施停牌，暂停上市的公司在宽限期内第一个会计年度继续亏损的，或其财务报告被

注册会计师出具否定意见或拒绝表示意见审计报告的，由中国证监会作出其股票终止上市的决定。一些严重资不抵债，无法持续经营，特别是被 ST 多年的上市公司面临退市危险。这些被迫进行的资产重组多数是由政府主导，由于没有真正实现体制的转换和按市场规律形成重组的协同效应和经营管理效应，重组的绩效并不明显。三是以拉抬股价为目的进行炒作的重组。一些不法的机构投资者利用资产重组题材，采用欺骗的手法向市场散布虚假信息，操纵市场，拉抬股价，以达到在二级市场上获利的目的，这是 2001 年我国股市上涨行情中出现的一种较普遍的现象。这些虚假重组的行为对股市的负面影响极其严重，它不仅直接损害了广大投资者特别是中小投资者的利益，更为重要的是，它破坏了证券市场正常的价格发现功能和资源配置功能，影响到证券市场的健康发展。为了遏制这种现象，中国证监会、财政部等国家有关部门从 2000 年开始加强了上市公司并购的法律法规建设，出台了一批规范上市公司并购行为的政策、法规和指引，如新修订的《上市公司收购管理办法》、2005 年 12 月 31 日五部委颁布的《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》，及财政部 2006 年推出的“新会计准则”等分别从不同方面对上市公司并购重组进行了规范，制约了上市公司利用债务重组、非货币性交易和无形资产来操纵公司利润，这些规定提高了资产重组的真实性，促进上市公司重组向实质性的方向发展。

第二节　并购法律框架对证券市场并购重组活动的影响

我国已初步形成的上市公司并购重组的法律框架，从整体来看，是随着证券市场并购重组实践而不断完善的过程，基本上是先有实践，再行立法，现有的并购重组的法律框架已基本完善，对于推动上市公司并购活动规范运行有着重要意义，表现如下：

第一，从并购重组法律框架的立意来看，是鼓励上市公司进行实质性的并购重组活动。如《关于上市公司重大资产重组管理办法》着力强化重组方注入资产质量，规定“上市公司实施重大资产重组，应当有利于增强持续经营能力”、“上市公司发行股份购买资产的，应当有利于提高上市公司资产质量、

改善公司财务状况和增强持续盈利能力”、“经并购重组委审核后获得核准的重大资产重组实施完毕后，上市公司申请公开发行新股或公司债券，同时符合以下条件的，本次重大资产重组前的业绩可以模拟计算：1. 进入上市公司资产是完整经营实体；2. 本次重大资产重组实施完毕后，重组方的承诺事项已经如期履行，上市公司经营稳定、运行良好；3. 本次重大资产重组实施完毕后，上市公司和相关资产实现的利润达到盈利预测水平”。这些规定的目标在于鼓励实质性的资产重组。在证券市场上，投资者发现被低估价值的企业并进行收购，使有价值的上市公司通过并购重组进行主营业务调整，改善产业结构，提升上市公司质量。通过上市公司并购重组活动，实现证券市场资源优化配置的功能和价格发现功能，逐步实现我国证券市场有效性。可以预计，我国上市公司实质性的、战略性的并购重组将越来越多。

第二，并购重组的法律规范在促进市场化的上市公司并购重组的同时，也将促进形成企业控制权市场，进一步完善上市公司法人治理结构。在一个有效的证券市场，具有完善的公司治理结构和经营业绩优良的企业能够吸引较多的资金发展，提高企业价值，而公司治理不良和经营业绩较差的企业难以吸收更多的资金发展，企业价值随经营业绩下跌，甚至陷入被兼并收购的境地。证券市场上发生的并购重组行为，特别是要约收购通常是恶意收购，使那些经营不善而又不愿自动出局的大股东和经理人面临恶意接管的困境，导致上市公司大股东和经营者丧失企业的控制权。因此上市公司的收购兼并活动所形成的企业控制权市场对法人治理结构的完善有促进作用。上市公司面对可能发生丧失控制权的现状，必须建立起有效的法治结构，防止内部人控制现象，防止企业经营业绩下滑。因此，规范的上市公司并购活动可以促进形成正常企业控制权市场，从而促进上市公司完善的治理结构，对提高我国上市公司质量具有重要的意义。

第三，随着我国证券市场的不断变革，证券市场并购重组方式将呈现出多元化的局面。投资者进行上市公司收购，可以采用要约收购、协议收购和证券交易所的集中竞价交易等方式进行。协议收购是收购者在证券交易所外以协商的方式与被收购公司的股东签订收购其股份的协议，从而达到控制上市公司的目的。要约收购则是指收购方持有目标公司股份达到法定比例（30%）后，若继续增持股份，必须依法向目标公司所有股东发出全面收购要约。为了提高

收购效率，降低收购成本，中国证监会针对上市公司收购活动规定了五种经申请取得豁免和七种备案豁免要约收购的情形。由于我国上市公司股权结构的特殊性，不能流通的国家股和法人股占大部分，上市公司收购主要采用协议收购的方式，据统计从1994年起到2000年11月止，在上市公司股份转让中仅收购股份超过30%，经证监会豁免其强制要约收购义务的企业就达121家。

管理层、员工内部收购方式将成为我国证券市场令人关注的收购方式。新修订的《上市公司收购管理办法》第五十一条规定了管理层、员工进行上市公司收购的行为规范，从而在协议收购和要约收购领域确立了管理层及员工的收购主体地位。上市公司并购支付方式在新的法规框架下有了新的突破，《上市公司收购管理办法》第三十六条规定上市公司收购可以采用现金、证券、现金与证券相结合等合法方式支付收购上市公司的价款。这意味着上市公司的协议收购和要约收购可采用多元化的支付手段，解决了上市公司收购中可能出现的现金不足问题。

第四，随着并购重组法律法规的完善，能够使我国证券市场参与者更好地应对加入世界贸易组织以后证券市场开放的格局。国外资本通过并购重组进入我国的资本市场，将为我国更好地融入国际经济、顺利实现经济转型和结构调整发挥积极作用。《合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法》的出台，为合格境外投资者进入我国证券市场准备了通行证。由多个部委联合发布的《利用外资改组国有企业暂行规定》和《合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法》都为境外投资者进入中国市场准备了具体的行为指引，使国外投资者进入我国的资本市场有法可依，这将为我国更好地融入国际经济、顺利实现经济转型和进行产业结构调整，实现国有资本有计划地退出提供了重要的通道。

第五，新的并购重组法律框架突出强调了诚信义务并强化监管。《上市公司收购管理办法》禁止收购人利用上市公司收购损害被收购公司及其股东的利益。禁止不具备履约能力的收购人进行上市公司收购，被收购公司不得向收购人提供任何形式的财务资助。明确规定，上市公司控股股东和其他实际控制人对其所控制的上市公司及该公司其他股东负有诚信义务，上市公司的董事、监事和高级管理人员对其所任职的上市公司及其股东负有诚信义务。为了规范原控股股东或者其他实际控制人的行为，《上市公司收购管理办法》规定，有

关当事人如果未清偿对上市公司的债务、未解除上市公司为其提供的担保或有其他损害上市公司利益的行为，必须提出切实可行的解决措施，被收购公司应当就此聘请审计机构进行转向核查、提交核查报告，这些规定对于提高并购重组市场的诚信精神有极大的推动作用。

从发展的观点来看，上市公司并购重组的法律法规框架是一个开放性的系统，应随着我国证券市场的发展和并购重组实践不断丰富完善，如积极研究外资收购、国有股份民营化、以股份置换资产、定向发行、股份回购、吸收合并、征集投票权等一系列并购重组规范。随着这些法律规范的逐步推出，将在我国构造出一个完整的上市公司并购重组法律体系，有利于规范市场参与各方的行为，实现并购重组的良性发展。

第三节　上市公司兼并收购的监管模式评析

2002 年 10 月，中国证监会正式颁布了《上市公司收购管理办法》和《上市公司股东持股变动信息披露管理办法》（以下根据行文需要可能统称为上市公司收购规则），酝酿多年的上市公司收购规则终于隆重出场。无论是惯性，还是中国的国情，都决定了证券市场的监管者对上市公司收购监管带有实质性审批的因素。然而，实质性审批的前提是，监管者能够判别“好人”和“坏人”，在司法机构袖手旁观，中介机构难以信任的状况下，中国证券市场监管者是如何审时度势，构造中国证券市场收购监管模式的呢？

一、《证券法》实施前，以豁免要约收购义务为实际做法的监管模式

（一）《证券法》实施前的监管规定

《证券法》实施之前，对上市公司收购监管的主要依据为《股票发行与交易管理暂行条例》（以下简称《股票条例》）。其主要内容包括：个人持股比例超过某一个上市公司股份的 5%，或者法人持股达到 5% 的，需进行信息披露，增减 2% 时，也应进行信息披露，其间需停止买卖股份；法人持股达 30% 时，需对所有股东发出全面收购要约，要约价格不得低于二级市场流通股价。

中国证券市场股权结构特殊，不仅存在着流通股，还有非流通股。流通股占到整个市场总股份的35%左右，非流通股占到65%左右。非流通股由于没有交易市场，缺乏流通性。

价格远较流通股股价为低，流通股和非流通股之间可能有2～10倍的差价。因此出现了非常别致的收购现象。

例如，1998年4月，四川托普科技发展公司（以下简托普发展）向证监会申请豁免全面要约义务以后，以每股2.08元的价格，和每股无形资产补偿费0.5元（2 131万元），从自贡市国资局协议受让川长征的国家股4 262万股，占川长征总股本8 879万股的48%，共支付现金10 996万元。托普发展近1.1亿元收购的资金从何而来？让我们回到1998年1月，川长征以每股7.42元的价格，从托普发展手中购买托普科技股份有限公司（以下简称托普科技）1 050万股，共支付7 791万元现金，该收购资金是由国资局借给川长征。而托普发展是托普科技的控股股东。通过这一系列交易，托普发展实际只支付了3 000多万元。收购过程中，川长征的流通股股价从5元左右扶摇直上到20多元。如托普发展公司采用要约方式收购川长征，按照《股票条例》第四十八条的规定，其要约价不得少于要约发出前30个工作日的市场平均价，这里姑且定为10元，其所需资金超过6.9亿元，成本之大，足够让雄心勃勃的托普发展望而却步。

如托普发展采用协议收购方式，根据《股票条例》第四十八条的规定，一个法人持有上市公司股份达到30%时，会触发要约义务，并且毫无商量的余地。因此，托普发展只能对30%部分采取协议收购，需支付6 871万元，而对18%部分，或者放弃收购，或者采取全面要约收购方式收购剩余70%的股份，需要支付6.2亿元。这也是难以承担的成本。

《股票条例》对要约收购进行了规定，对协议收购则未做明确规定。但中国的特殊股权结构却导致要约收购在经济上不合算和不可能。同时，30%的强制要约义务忽略了中国特殊的股份类别，这使得超过30%的协议收购不可能，极大地阻碍了收购行为的发展。在这里，法律的规定和现实的需要严重地脱节了。

于是，在实践中，协议收购上市股份超过30%的，就通过向证监会申请豁免的方式降低成本。从而在《证券法》实施前，形成了上市公司豁免要约

收购义务的审批监管模式：一是股权转让比例占上市公司已发行股份的比例小于5%的，不需要披露也不需要证监会豁免，可直接到登记公司办理过户；二是收购人通过协议购买或者通过公开市场购买，持股达到上市公司已发行股份的5%以上30%以下的，由于缺乏具体的信息披露规定，只需要简单披露即可；三是当收购人持股达到上市公司已发行股份的30%时，应由证监会豁免全面收购要约义务，实际上，如果证监会不予豁免，收购人无法进行收购。总体上来讲，30%以下的收购基本没有监管，只需简单披露，而30%以上的协议收购则要通过豁免审批来加以监管。在立法者的立法哲学和实践经验匮乏、法律落后时代发展的情况下，执法者要对立法进行超越和修正时，其价值皈依和专业操守显得更为重要。

（二）豁免要约义务监管模式存在的问题

1. 豁免标准含糊

由于豁免标准缺乏法律指引，具体操作含糊混沌，豁免监管模式的不确定性困扰着人们。此外，多数准予豁免是鉴于国有股份在国家授权主体或者国有企业之间的转让，其实际控制人并未改变，这一依据未免牵强。但由于后续需要财政部的批文，在一定程度上分担了证监会的审批责任。事实上，由于控股股东的改变，常常导致主营业务和经营思路的重大改变，对于众多的投资者而言，实际是一个与所有制无关的、全新的控股股东和控股理念，这种豁免依据，也人为地为民营企业收购上市公司设置了障碍。由于对于民营企业收购上市公司很难以同样的依据准予豁免，民营企业最终要么只有收购30%以下就能控股的上市公司；要么通过一致行动人方式分别持股以取得控制权。

2. 以防止“偷盗公司”作为收购监管的价值基础似是而非

豁免要约实际成为实质监管的依托，实质监管的价值依托又是：与通过收购而“偷盗公司”的行为作最坚决的斗争。实际上，“偷盗公司”涉及的是大股东对公司的义务问题，是由《公司法》规制的公司治理问题，而不是《证券法》规制的证券收购问题。既然大股东的“偷盗”行为不是单单由收购引起的，那么对其的监管也不应该通过收购来进行。《公司法》的立法背景注定了其对小股东利益的忽视，因此，“好孩子也容易学坏”。在中国股市上，收购往往成为大股东玩“飞去来兮”游戏的便利工具。关联交易并不是当然的坏事，但通过关联交易来抢劫公司，偷窃公司资产的不乏其人，比如有的收购

人操纵董事会后，将自己廉价的资产以高价卖给上市公司，或将上市公司优良资产廉价卖给自己，或者从上市公司打白条借钱，或者由上市公司担保的形式将资源向自留地输送，等等。由于中国信用制度没有建立，考察收购者的信用是比较困难的，证监会也不是神仙。豁免的起源是为了对《股票条例》的变通，是一个解决法律缺陷的程序问题。因此，在实践中，除非有明显的资质不佳，如果其能保证3年内不转让所收购股份，并且未能直观地发现内幕交易和操纵市场行为的，一般予以豁免。在中国会计师行业整体信用水平不高的情况下，收购者要使自己变得比较体面并不是件难事。

另外，证监会的豁免审批只是针对30%以上的协议收购，就低于30%的协议收购而言，只需要履行简单披露义务即可。那些“鳄鱼”完全可以去选择只要收购30%以下的股份便能控制的上市公司。要想抓住这些“鳄鱼”，首先应当依靠全面而充分的披露，使得所有股东能够获得全面真实的信息，从而作出自己的判断；其次，要建立大股东对公司和其他小股东的注意义务，如果其与这些“鳄鱼”串通一气，或者没有尽到合理的注意义务，则应当承担一定的赔偿责任；再次，完善董事、监事和经理对公司的诚信义务，使这些“鳄鱼”为自己的为非作歹行为负责；最后，建立真正能保护小股东的诉讼机制，比如集团诉讼等，发挥律师的作用。这些事前的严格法律规定，和事后的严厉执法，是会对“鳄鱼”们形成阻吓作用的。

3. 信息披露的重要性被忽视

《证券法》颁布之前，整个信息披露的监管都处于弱化状态。从法规完善来说，有关收购的信息披露一直缺乏明确的规定。还是以托普发展收购案为例，该公司实际在1998年1月时，已经和川长征公司以及自贡市国资局达成默契，然而，监管者和投资者都被蒙在鼓里。直到1998年4月托普发展收购川长征，大家才恍然大悟。严格来说，托普发展早已经通过默契或者某种协议实际控制了川长征公司。由于关联交易没有暴露，就绕过了《上市公司收购规则》关于关联股东回避表决的规定。这就是所谓的“先结婚后办证”。实践中，还有控制上市公司长达2年之久，仍然不办理股权转让手续的事。投资者连谁在真正控制公司都不知道，这显然是不公平的。《股票条例》的“间接持有”这一概念的不明确也使得这些人可以从容逃过披露义务。而证监会没有从实践中探求这个概念的最大和最清晰边缘，也是可惜之处。

二、《证券法》颁布后，上市公司收购监管标准更加模糊

（一）《证券法》的突破和不足

1. 关于收购人的身份

《证券法》首先突破的是关于收购人身份的限制，用投资者代替了“法人”。同时允许个人和法人的持股比例都可以超过5%。《证券法》的出台实际废除了《股票条例》只允许法人收购上市公司的规定。法律的演变，是社会演变的反映。理论上，很难证明个人持有上市公司股份会比法人持有股份有更大的危害。实践中，这种规定也很容易规避。说到底，这是政策问题，而非法律问题。因此，当公有制可以有多种形式的论断出台后，《证券法》便开始体现这一精神。

2. 关于持股变动的披露比例

《股票条例》规定，持有上市公司5%以上股份的投资者，增减2%时就须进行披露，并在披露期间停止买卖。《证券法》则将增减比例提高为5%。

3. 关于强制要约收购

《股票条例》要求收购人持有30%股份时，就必须发出全面收购要约，没有规定豁免。而《证券法》的规定则是，收购人通过证券交易所的交易持有30%的股份，继续收购的，才需要发出收购要约，对于是否要全面要约并未明确，并且可以申请豁免。

4. 关于要约价格

《股票条例》第四十八条要求要约价格不低于在收购要约发出前12个月内收购要约人购买该种股票所支付的最高价格以及收购要约发出前30个工作日内该种股票的平均市场价格的高者。这是抄袭香港《收购及合并守则》的规定。就是这个要约价格不得低于二级市场价格的规定，成为中国监管30%以上协议收购的重要法宝。《证券法》对要约价格没有规定，将要约价格的裁量权留给证监会。

5. 关于协议收购

《证券法》明确规定上市公司收购可以采取协议收购和要约收购的方式。这是正视了中国证券市场以协议收购为主的现实，从法律上承认了协议收购的合法性。但是，协议收购持有5%以后增减的信息披露的时点如何？披露期间

是否需要停止买卖？是否适用强制要约收购义务？《证券法》还是未能予以明确。

6. 关于收购人违反信息披露义务的责任

《公开发行股票公司信息披露细则（试行）》和《股票条例》的结合，对于收购人违反信息披露义务的责任的追究还于法有据。而《证券法》恰恰忽略了这一点。这个漏洞可谓不小，所以至今尚未明文规定《股票条例》作废。

7. 关于“一致行动人”和“权益拥有人”的概念

《股票条例》与《证券法》都没有对一致行动人和权益拥有人进行界定。《股票条例》中暗含的权益拥有的“直接持有”和“间接持有”的概念也消失了。上市公司收购监管当中一个需要解决却有意无意被忽视的问题是，如何找到那些躲在幕后的实际控制人，让他们进行全面充分的信息披露。

（二）修订前《证券法》带来的难题

1. 30%的强制要约界限是否也适用于协议收购

修订前的《证券法》第八十八条规定，“通过证券交易所的证券交易，投资者持有一个上市公司已发行的股份的30%时，继续进行收购的，应当依法向上市公司所有股东发出收购要约。但经证监会免除发出要约的除外。”根据修订前的《证券法》第三十二条和第九十五条规定，“通过证券交易所的证券交易”一词排除了集中竞价方式以外的其他股权转让形式。于是，修订前的《证券法》第八十八条规定与中国特殊股权状况一结合，造成了一种可笑的结果。还是以托普收购案为例，如果托普软件通过证券交易所的交易持有川长征29%的股份，余下的19%通过协议收购进行，则不会触发要约义务。如果托普软件通过协议收购了川长征29%的股份，通过交易所收购1%，再继续收购，就触发了要约义务。这里，修订前的《证券法》又一次忽略了国有股和法人股，以及A股、B股、H股等股份的存在。修订前的《证券法》丝毫没有提及协议收购会触发要约义务，只是在第八十九条规定，“采取协议收购方式的，收购人可以依照法律、行政法规的规定同被收购的股东以协议方式进行股权转让。达成协议后，收购人必须在3日内将该协议收购报告并公告。在未作出公告前不得履行收购协议”。

设定30%的强制要约义务的基本理念在于，当控制权发生变动，老的控

制股东退出公司时，也应该给其他的股东退出公司的机会，此外，控股溢价应当由所有股东分享。一般认为，30%的股权已达到控制公司的界限，出于便利，法律以此为强制要约义务的触发点。因此，从理论上30%的界限不应因取得的方式不同而有差异，也不应因取得股份的流通与不流通而有不同。所以，顺理成章的逻辑是，协议收购也需要遵守5%的披露义务和30%的强制要约义务。

2. 全面要约还是部分要约

修订前的《证券法》第八十二条第五款规定，要约报告书上要有“收购股份的详细名称和预定收购的股份数额。”这表明中国的要约收购是允许部分要约的，也就是允许对全体股东的股份按比例要约。按比例要约方式是美国模式，30%的全面收购要约是英国模式。我们修订前的《证券法》关于30%的强制要约义务和允许比例要约存在着矛盾。美国模式和英国模式的混杂，使得协议收购是否要设30%的门槛又模糊起来。

3. 流通股和非流通股是否要视为不同的类别股份

中国法律对于类别（Class）股份尚没有明确的法律定义。对于公司股份的种类问题，则授权国务院另行规定。国务院至今也只明确了H股为不同种类的股份。这就带来了实行强制要约收购义务的难题，忽略中国股市的流通股和非流通股的区别，势必使得强制要约收购无法执行，必须经过中国证监会审批。如果是实质性审批，对收购的好坏进行判断是不可能也是不可行的；如果是程序性审批，则没有必要设置这个强制要约收购义务。

4. 要约价格是否要规定

法律上没有要约价格不得低于市场价格的规定，在中国股市，可能会实际造成只向非流通股发出要约，并且不规定要约价格，也降低了协议收购时申请豁免的需求。以川长征为例，托普发展完全可以不申请豁免，以2.58元的价格向全体股东发出按48%的比例收购。显然，流通股股东不会以这么低的价格出卖股份，而只有非流通股股东才会出售。当然这是对流通股股东的价格歧视和不公平，但是中国的非流通股本身就已经受到了没有流通场所的歧视待遇，如果仅仅在收购方面强调公平，事实上又是对非流通股股东的不公平待遇。

三、上市公司收购规则所勾画的收购监管模式

上市公司收购规则的起草出台经历了一段曲折的道路，折射了监管者的心态变迁。

（一）立法思路

1. 1998 年至 2001 年 7 月起草阶段的立法思路

（1）持有上市公司股份达 5% 以上，30% 以下的，以信息披露为主。

（2）持股达 30% 的，仍继续收购的，如未获中国证监会豁免，则需要采用要约收购方式进行，但是进行比例要约，并且要约价格不予以规定。允许豁免的情形很少，对股份的类别也未作区分。在此种监管思路下，豁免与否，对收购人的成本影响不大，即使中国证监会不予豁免，收购仍能继续进行。

2. 2001 年底至上市公司收购规则出台时的立法思路

（1）关于信息披露的规定基本一致。

（2）持股达 30% 的，仍继续收购的，如未获豁免，则需要采用全面要约收购方式进行，并对要约价格进行了规定。对豁免的情形规定增加了许多，对股份的类别也略作区分，允许对流通股和非流通股采取不同的要约价格。

（3）允许 30% 以下的自愿比例要约。

（4）对于协议收购，中国证监会有 15 日的异议权，可以对收购活动叫停，这可是相当重要的变化，收购人已经没有避开中国证监会的自由度。但对于公开市场收购，尚未予以明确。这样，全面要约收购成本相当大，如无中国证监会豁免，收购无法进行。

立法思路的变化，来源于英国模式和美国模式的不同理念之争。反对采用强制全面要约收购模式（英国、中国香港模式）的主要理由是，在中国现有的股市条件下根本不具可操作性，将会阻碍收购而不是鼓励收购。而支持采用英国的强制全面要约收购模式的主要理由是：英国模式更有利于保护小股东；美国模式所依赖的法律环境中国不具备；豁免审批将使收购成本没有想象中高（比如，香港 1 年最多有两三起真正的要约收购）。

（二）立法理念

以上分析的种种难点和争论，都需要一个明确的理念来加以判断，即对于收购应该鼓励还是限制。虽然法律从本质上是属于政治和社会学范畴的，考虑

的是公平的保护。但不容否认的是，法律深受经济的影响。在美国，由于无法判断收购兼并对经济的影响，立法者立法时采取了中立的态度，即不限制也不鼓励收购兼并，那么在中国对于收购的态度又如何呢？从现实来看，中国证券市场的发展是离不开收购的：

1. 业绩不良的上市公司尤其是国有上市公司需要救助，通过收购一方面可以避免亏损；另一方面可以使企业真正走向市场化。

2. 收购可以对管理层进行外部监督，国有企业特有的人事任命制度，使得这些上市公司由政治家而不是真正的企业家来经营。中国法定代表人的法律缺憾又使得上市公司管理层权力膨胀。收购在一定程度上可以惩罚经营不善的管理者。

3. 解决法人股和国有股流通问题。法人股和国有股流通问题始终是压在中国证券市场上一块沉甸甸的大石。收购的法律监管模式面临的许多问题都源于此。如允许针对法人股和国有股发出要约，可能会形成一个潜在的流通市场。但需要警惕的是，有些发出要约人的出发点，可能是出于炒作的目的。如果是这样，很可能会导致监管机构的过于严格的规范，而最终导致这个市场的萎缩。具体负责《证券法》制定工作的全国人大常委会法工委副主任——卞耀武在其撰写的《证券法基本知识与实务》中写道："上市公司收购有利于促进公平竞争，优胜劣汰机制的形成，资源的优化配置。进一步说，可以使优势企业保持竞争的优势，扩大经济规模，提高资源的利用效率。所以，在《证券法》中既要为上市公司收购制定规则，有秩序地进行，又要同时顾及各个利益主体的利益公平、合理，保护投资者的合法权益。"

（三）对强制要约收购制度的评价

"强制要约收购"是规范公司收购行为的重要法律制度之一。其内在法理是为保护公司收购中的小股东利益。英国公司并购工作组副主任 T. Peter Lee 曾对强制要约制度作如下解释："强制要约收购制度是基于两方面的考虑。首先，公司被一个完全新的控制人所控制，因此，必须给予股东退出的机会。因为他们可能不欣赏新控制人的商业能力，或不赞同新的业务变更，而不希望继续留在该公司。其次，公司控制权的转移常常伴随着市场溢价（这种溢价可能仅仅给予一个或几个股东），所有的股东（而不仅仅是原来的控制者）都应当分享这种溢价。收购者有义务以其为获得控制权所付出的最高价格，向所有

股东发出要约。”

这两种理由是否成立呢？笔者看来未必如此。

1. 强制全面收购要约的目的之一是“小股东有退出的机会”

（1）关于控制权的变化对小股东的影响。哈佛大学的安德鲁斯就认为：“公司控制权的转换存在着很大的危险，它可能危害没有机会出售股份的股东利益。被收购的公司可能被掠夺，其运营可能变得很糟。控制股份的出卖也可能破坏公司经营的有利机会。”一个股份公司在控制权转移之前，只能处于两种状态：一种状态是股权结构分散，公司没有控股股东，公司的控制权掌握在经营者手中（即所谓的内部人控制）；另一种状态是公司存在持有一定数量股权的股东，控制权掌握在该控股股东手中。无论是前者还是后者，小股东都处于被支配的地位。公司的控制权转移之后，小股东参与公司经营管理的权利状态并没有多少变化，公司控制权的转换并不是小股东处境恶化的必然原因。

（2）关于退出的机会。有一种观点认为，小股东作出投资决定，主要是出于对公司当前的经营控制者能力及道德品质的信任。如果公司的控制权发生转移，小股东就失去了作出这种投资的依据而应又退出的机会。实际上，新的控制者所选择的公司经营者的能力并不一定比过去的经营者能力差。根据对收购者动机的分析，公司的收购者之所以肯付出较高的溢价来收购一个公司，其目的就是要提高目标公司的经营效率。只有有效地提高被收购公司的经营效率，收购者才能从以后的公司盈利中收回收购时所付出的成本并有所盈余，否则无法解释公司收购的合理性。在追求财富最大化的方面，大股东（或新的公司控制者）与小股东的利益是一致的。此外，一般国家的证券立法，都有大股东信息披露制度，公司控制权的变化可随时从中反映出来。如果投资者对公司控制者的能力有所怀疑，他可以有足够的机会从中退出，不必等到强制要约的界限到来。

（3）关于控股股东滥用控制权的问题。安德鲁斯认为，收购者如果是为了获得与被收购公司一种额外的关系，如使被收购公司成为收购公司稳定的货源供应者或产品销售对象，那么收购者只会为自己的利益来行使对被收购公司的控制权，被收购公司的小股东无法保护自己的利益。其实，小股东受控股股东损害的危险，并不只是在公司收购中存在。一个公司的小股东本来就潜在地面临着控股股东的损害行为。防止控股股东利用对公司的控制权损害小股东利

益，是公司法中面临的一个普遍性的问题。各国已在司法实践中进行了一些有益的尝试，并逐渐形成了一些原理和规则。如德国所采用的良俗违反理论、权力滥用理论；法国所采用的权力滥用理论；英国所采用的权力欺诈理论以及美国所采用的信义义务理论等。因此，大股东的危害其实是公司法的问题，而不是收购引起的。

总而言之，对于目标公司的股东来说，无论他是大股东还是小股东，都会从公司收购获得利益。即使是小股东，在公司收购中也处于一种非常有利的地位。在中国，小股东完全可以通过从二级市场退出，成功收购会使得其获得相当丰厚的溢价，反而是大股东由于股份不流通而缺乏退出的机会。这样，援用英国模式保护小股东退出机会意义不大。至于法人股小股东的退出机会，由于其本身的不流通是政府政策的问题，恐怕不能将责任单独地放在大股东身上。至于操纵市场、大股东掏空上市公司等问题，不是由收购造成的，相当部分是由于政府过多管制、公司法扭曲、执法力度不够等原因造成的。

2. 强制全面要约收购的目的之二是“让小股东也有机会享受大股东的溢价”

最先对大宗股份的控制价值进行阐述的是伯利和米恩斯。他们观察到，当一定数量的股份达到了对公司的控制时，这些处于控制地位的股份就具有一般的股份所不具有的价值，即控制价值。这种控制价值来源于公司可以不经过全体股东的同意，而只要经过所必需的多数的批准就可以行动这一事实。当某些股票被有效地联合起来时，公司的机制把这一价值给予了这些股票，而其他股票却不占有这些价值。这些股票的持有人可以利用它来指定公司的董事，制定公司的经营战略，贯彻自己的经营意图等。公众公司如果有控制权股东，则会受其控制；如果没有控制权股东，则控制权会落在 CEO 或高管人员手中。控制权给予控股股东或者控制人显著的私人利益。比如高工资、公司政策（分配）、利己交易等。控制权的出售者同意出售其股份后，会让收购人指定的人成为董事。控制价值来自公司治理所奉行的原则，即资本民主，公司的治理反映的是多数资本持有人的意思，而不是多数股东的意思。因此，当某个人（或某些人联合持有了）的股份数量达到公司发行股份总数的一定比例时，该人（或这些人）就可以控制该公司。这就使聚集在一起的一定数量的股份具有其他股份没有的价值。那么，大宗股份的这种控制价值应该属于谁？伯利和

米恩斯认为，大宗股份的这部分增加的价值应该属于公司，因为是公司的机制赋予了大宗股份这种控制价值，控制股东所持股份所含有的控制价值是属于公司的财产。控制股东在出售股份时，因该部分股份含有控制权而获得的收益部分应属于公司，控制股东只能享有根据公司的财产净值因其所持股份应含有的价值。

强制要约收购的立法理由与伯利和米恩斯的观点非常相似，所不同的是，强制要约收购的支持者不是以公司机制为出发点，而是以股东平等和公平为出发点来论述这一观点的。他们认为，强制要约收购制度使小股东分享控制股份所具有的控制价值，是股东平等原则在公司收购中的延伸和公平原则在公司收购中的具体体现。大宗股份的控制价值不应该属于它的主人——控制股东。

但是，深入分析会发现：

（1）大宗股份的控制价值并不是公司的机制创造的，而是控制股东苦心经营的结果。在股份分散的情况下，股份公司的任何股份都不具有控制价值，需要一定数量的股份积聚在一起形成一种有效的联合，这种聚合并不能自动完成，需要人为的努力，是大股东通过购买或是通过其他的途径完成的，他们为此花费了大量的人力和财力。控股股东应该是这种控制价值的主人。

（2）在股份的协议转让中，控制股东获得较高的价格是对大股东监督公司经营所付出的成本的补偿。当所有的公司股东因公司的经营效率提高而获利时，监督成本却由控制股东单独承担。小股东作为“搭便车者”（Free - fiders），对此未付出任何代价。

（3）大股东获得较高溢价，符合高风险高收益的原则。大宗股份的变现性较差，与小股东相比，大股东承担的风险更大。对于小股东来说，如果由于公司的经营或其他社会经济因素造成股价下跌趋势时，可以出售所持有的股份而一走了之。如果将应该属于控股股东的控制股份上的控制价值强行分配给其他小股东，不但对大股东是不公平的，而且对其他小股东的长远利益也有所损害。大股东不能获得应得的溢价将阻碍大宗股份的形成。这意味着对公司经营的有效监督会更少，因为进行监督的大股东减少了。实践表明，大股东是通过积极的公司治理来提高所持有的股份的价值的，强迫控股股东获得与小股东相同的出售股份的溢价，最终减少的是所有股东的财富。

根据中国股市的实证数据，每次收购行为，小股东实际都能从二级市场股

价波动中获得溢价，而得不到溢价的恰恰是大股东，当然大股东利用内幕消息，以其他身份从二级市场上推波助澜，牟取暴利则另作他论，尽管这不在少数。

第四节　公司并购重组规范的完善

我国公司并购重组的法律框架虽然初步建立，但在实践过程中，仍存在许多需要进一步规范的地方。需要进一步完善公司并购重组的法律框架，从而建立一个活跃规范的公司并购重组市场，吸引投资者积极参与市场的资源配置过程，吸引优质资源通过证券市场实现价值增值。

一、股权转让存在的突出问题

（一）上市公司股权转让中存在的问题

在上市公司资产重组中，股权转让本身存在的制度性缺陷以及由此引发的连带问题对重组工作产生了诸多负面影响，比较突出的问题主要包括以下几个方面：

1. 国有股权转让的多层次逐级审批制在重组实践中效果弊大于利

根据现有法律、法规和政策的规定，国家股和发起人国有股权转让（简称“国有法人股”）须履行逐级审批程序，最终获得财政部批准，股权转让协议方能生效。由于上市公司资产重组中原控股股东多为国有股持有者，因而，许多公司的重组先行转移目标公司的控股权，往往是国有股权转让的预备活动。由于目标公司控股权的转让必须逐级上报至财政部获批准后方能生效及实施的实际，客观上造成股权转让工作效率非常低。由于该股权转让又是重组方对目标公司进行重组的先决条件，因而实践中便经常发生股权转让未果而导致资产重组搁浅的不利情形，从整体上讲，损害了目标公司资产重组工作，如目标公司已处于ST情形，则可能直接导致该目标公司在资产重组未完成时便退出了证券交易市场。

在目前条件下，重组主体创新并加以注重利用的股权托管手段和直接收购目标公司的控制公司（母公司）手段成为重组市场和控制权市场中的新宠。控股股权的托管和收购目标公司的母公司的目的均为间接控制目标公司，以便

尔后开展的目标公司资产重组工作的顺利实施。从股权托管和收购目标公司母公司实践的实际效果看，这两种方式均使重组方取得间接控制目标公司的实效，重组方虽尚未在法律程序上直接成为目标公司真正的控股股东，但却行使了控股股东的权利（权力），如要求重组方对目标公司和其他股东承担义务和责任，却很难落实，一般情况下，重组方会将重组利益和控制利益以及其他附带利益作为承担对目标公司和其他中小股东义务和责任的对价向目标公司所在地政府或行业行政主管部门提出，由于将两种层面和范畴中的问题统一在重组方案中去以一揽子方式解决，使解决过程和方式难以在目标公司和原控股股东权限范围内解决完成，从而导致重组方一边进行重组的谈判，一边行使着对目标公司的控制权，同时又使己方能自由地游离出对目标公司承担义务和责任法律规制的最低限度要求，使重组方对目标公司的权利（权力）、义务和责任根本不对等和统一，即便重组方行使权利（权力）有过失也难以追究其法律、行政和经济责任，最多承担一个道义责任，而该种道义上的责任只会对目标公司的商誉造成重大损害，而不会对重组方的商誉造成巨大损害。如 ST 长控的重组实例就很充分地反映了这个问题，重组方四川泰港集团公司恶意重组利用托管便利损害目标公司，由此给 ST 长控（目标公司）造成的商誉损失远远超过了重组方的商誉损失。

收购目标公司的母公司还造成了另一个矛盾现象，如该母公司为国有独资或国有控股公司，重组方为非国有性质或外资性质公司时，重组方入主该母公司成为该母公司大股东，导致该母公司的企业性质在法律实质上和法律程序上均已改变为非国有性质的公司，但其对目标公司的控股股权性质在证券登记和证券交易部门仍为国有股权，并不能随之而改变，这是重组实践给重组规范出的一个难题。为改变这种状况，解决这一矛盾，财政部于 2002 年 10 月出台了一个规范性文件——《财政部关于国有股持股单位产权变动涉及上市公司国有股权性质变化有关问题的通知》（财企［2002］395 号）专项解决这一矛盾问题。

2. 国有股权被人为分割控制以及表决权被人为分割持有的情形损害了国有股权利益，加剧了目标公司控制权争夺斗争

国有股权的根本利益是国家利益，但在上市公司资产重组实践中，国有控股股东将国有股权整体托管给一个重组方或部分托管给一个以上的受让者

（包括重组方在内）的情况较常见。如此处置国有股权，是对国有股权根本利益的一种损害。首先，在将国有股权整体托管给重组方情形下，国有股权所有者和责任方仍为国有股东，在行使股权尤其是表决权时，受托方一般不会以该国有股东的意志和意思为准行使表决权，都是直接体现其自身的意志和意思，再实现其自身的目的。这种行权方式与股权根本利益不符的情况就是一种对国有股权根本利益的损害。其次，在将国有股权部分托管给重组方其余部分留在该国有股东手中的情形下，当两方行使表决权结果相同，究竟是谁表达的意志和意思服从了另一方尚无从得知，如受托方服从了该国有股东的意志和意思，应不会对国有股权根本利益产生损害；如相反则会产生损害。当两方行使表决权结果不同时，受托方所行权部分的国有股权从根本上背离了该国有股东的意志和意思，必然对国有股权造成一种损害。

3. 非流通股不同价格收购现象导致目标公司股东之间在股权处置方面的“寻租”现象加剧，从而使股东处置股权行为的目的和价值取向背离重组

目标公司的非流通股股东应对重组负责，由于重组的先决条件是控股股权的转让，一般来讲重组方在完成转让手续前均先行托管该所受让的股权，因而对重组方而言，目标公司的非流通股股东均有“寻租”机会，由于不同的股权比例和对目标公司控制程度的差异，使目标公司的各个非流通股股东均想利用重组机会对股权转让寻求利益最大化，于是在重组实践中便会出现目标公司不同的非流通股转让价格差异的现象；如果两个以上的重组方竞争重组目标公司时，此等现象更为严重，甚至波及流通股股东，比如太太药业和东盛科技共同竞争丽珠便导致太太药业为保证控制权比例而向流通股股东收购股份的情形。

在上市公司资产重组中，重组方必须保证对目标公司的绝对控制才能顺利实施重组计划，因此，重组方非常看重目标公司原控股股东的股权处置。假若目标公司主要股东的股权比例非常接近，重组方将会同时受让两个以上股东持有股权的股权比例份额方能绝对控制该目标公司。而此种情况下股权比例非常接近的各个股东均会利用其事实上具有的对目标公司的“支配权”价值来影响重组方的股权收购活动。上述情形中的“支配权”根据社会学原理，可显示出其对重组的影响力比其他股东的权利更为优越[①]。

① ［韩］李哲松著，吴日焕译：《韩国公司法》，226页，北京，中国政法大学出版社，2000。

上述非流通股股东具有的“支配权”情形成为其转让股权“寻租”行为的基础。在现代“寻租”理论中，一切利用行政权力大发横财的活动都可以成为“寻租”活动，“租金”则泛指政府干预或行政管制市场方面而形成的级差收入（指超过机会成本的差价），一切市场经济中的行政管制都会创造出这种差价收入即“租金”。寻租活动的特点是利用各种合法或非法的手段以获得拥有租金的特权。政府经济学者认为，“寻租”是政府干预的副产品，当政府干预市场时，就会经常形成集中的经济利益和扩散的经济费用，政府干预带来了可以以“租金”形式出现的经济利益，“租金”是超过机会成本的收入。“寻租”则是为这样的干预而进行的游说活动，是用较低的贿赂成本获得较高的收益或超额利润[①]。在上市公司资产重组中，缘于目标公司对地方政府的经济、政治和社会利益以及国有股权的管制因素，政府干预重组程度比较强，重组方也很重视与目标公司所在地政府的合作与沟通，这就为有关利益方“寻租”行为提供了条件，创造了环境。股权转让中的出让方“寻租”心理强烈，重组方在受让股权时极力消除该寻租因素的努力和心理期望也很高，这无疑造成股权转让过程中的非生产性行为过重，交易成本增大，从而影响或严重损害目标公司的资产重组工作。发生在股东层面的股权转让活动的价值取向应和最终进行的目标公司资产重组工作价值取向一致，且互相促进形成协同合力而非互相牵制形成阻碍。因此，要力戒上市公司资产重组中的“寻租”现象发生。

4. 司法诉讼程序参与股权处置活动，避开了监管部门的审查，而且司法程序主导下的移转股权所有权及控制权的行为对重组工作的关联度具有不确定性，股权拍卖或直接抵偿债务的移转结果可能不符合重组的内在要求

目标公司在实施重组时，首先进行的是控股权的转让行为，在正常程序下，重组方将以协议受让方式与目标公司的控股股东进行目标公司控股股权的移转，并且依正常程序履行报政府及主管部门和证券监管部门的审批；政府及财政（国资）部门的审核程序主要是保证国有资产的安全性和处置合法合规性，证券监管部门的审核程序主要是保证上市公司及广大中小股东的利益不受损害，维护证券市场的公正和秩序。在司法诉讼程序介入目标公司股权处置情况下，上述两方面的股权转让审核程序均可合法合理地避开省略而直接按司法

① 孙荣、许洁：《政府经济学》，134页，上海，复旦大学出版社，2001。

诉讼程序进行符合相应纠纷案目的的处置，其最终达到满足债权人（原告）的金钱偿债目标。至于是否能对目标公司的重组产生促进和有益的作用，则难以定论。

基于上述实际情况，重组方也会采取司法诉讼方式先行将拟受让取得的股权份额进行冻结，既绕开了政府等部门的审核程序，节省了审核和协议转让的时间成本，又防止了该股东其他债权人利用司法诉讼程序对抗重组方或破坏重组工作的风险。重组方在面临上述风险不得已采取的上述司法诉讼手段解决了控股股权的取得问题，基本上能符合重组的要求和实现重组的目标，但存在的问题也必须予以重视，这突出反映了股权处置方面司法与行政两个领域衔接环节上的不足。

（二）股权转让规范的完善

上市公司股权转让的法律规范体系现已初步建立，股权转让行为已有章可循，但面对复杂多变的股权转让实践，现有的规范文件暴露出明显的不适应性和缺乏内在关联性，对不同方式处置股权的行为规范留有衔接上的不足和空白，急需进行调整和完善。

1. 调整和完善国有股权转让审批程序和最终审批权限，实行国有股权分级审批制和当地政府实质审核制相结合的国有股权转让审批程序

根据上市公司国有股权中央和地方分级管理体制以及现在正在建立的国家国有资产监督管理委员会的权限体制，将列入国家国有资产监督管理委员会管理权限内的中央大型企业系统的上市公司国有股权处置审批事项划归国家国有资产监督管理委员会，将地方管理的上市公司国有股权处置审批事项划归同级别的地方国有资产监督管理委员会，简化审批程序；同时国有股权所属地方政府负有该股权处置事项的实质审核职责，形成由地方同级政府先行对该拟处置国有股权的事项进行实质审核，在审核同意后出具审核报告，并随其他股权处置资料一同报同级有权审批的国有资产监督管理委员会最终审核批准后实施。

2. 完善有关国有股在完成法律过户手续前的行权制度，禁止将国有股权分割由不同的受托方持有和控制，完善股权托管制度和措施，在保证受托方利益前提下维护国有股权的根本利益

国有股权的行权在上市公司资产重组中主要表现为投票权和参加股东大会等权利，根据现行规范性文件的规定，禁止将国有股权分割为不同的部分交由

数人行权，但在重组实践中执行得并不得力，变相执行或根本就不执行的情况也常发生，而且文件的级别效力低和监督机关缺失等不利因素导致该项禁令形同虚设，造成同一股东国有股权分割行权分割控制的现象并无严格有效的规制措施加以规范。在完善国有股权行权行为规范时，应明确监管主体（机关），制定更加完备可操作性强的制度（如“国有股权行权规定”），提高该规范性文件的制定机关级别层次。

3. 完善重组中非流通股权转让定价制度，消除各非流通股股东借股权转让而采取的“寻租”心理

在上市公司资产重组中，国有股东转让其控股股权的定价依据建立在经最近一期审计评估报告确定的每股净资产数额之上，而对非国有股的转让定价已无任何规制。如果国有股权处于绝对控股地位，其他非流通股股东借机“寻租”概率便会大大降低；如果国有股权和非国有股权比例相当，则肯定会产生股东转让股权的“寻租”现象。在完善非流通股权转让定价制度时，应将国有股权和非国有股权纳入一个规范体系中一视同仁对待，制定同样的转让定价规范，努力在制度层面消除股东的“寻租”心理。

4. 加强对行政审核和司法处置两个领域规范制度的衔接，补充相关规定，弥补因行政与司法错位而产生的股权处置规范性文件的不足

对于连接行政和司法两个执法领域中的股权处置规范制度，比较有效的办法为联合发布规范性文件予以规制，可以考虑由最高人民法院会同国家国有资产监督管理委员会、国家发展和改革委员会、商务部、国家工商行政管理总局、国家税务总局等中央相关部委部门联合制定并发布《上市公司非流通股股权转让定价暂行办法》，以指导规范上市公司资产重组中的股权转让行为。

二、资产置换方面法律规范的完善

上市公司资产重组中另一个重点的内容是资产置换。资产置换就是指重组方与目标公司之间进行的资产交换行为，通过置换，目标公司将原有业绩不良或带来亏损以及非经营性资产转让给重组方，重组方作为对价支付将原属于己方所有或控制的优质经营性资产转让给目标公司。资产置换的初衷是快速简便地对目标公司主营业务进行大“换血”或“重造机能”的外科手术，以达到实质改变原经营不力或主营业务亏损的局面。通过近几年证券市场进行的资产

置换实践看，资产置换的确起到改变目标公司主营业务扭转亏损以及保“壳”等作用，但在实施这项工作的过程中，同时也有一些问题凸显出来。

（一）置出资产方面存在的问题

将资产置出目标公司后一般交还或再转让给原控股股东，如置出资产为整体经营性资产，涉及的法律问题主要有：

1. 在置出目标公司后已改变原股份有限公司的组织形式，一般来讲已不具备股份有限公司组织形式条件了，应改制为有限责任公司的形式或改组为最终接受方的全资分公司形式。

2. 在置出目标公司后，根据“人随资产走”的原则，原资产经营所需人员应承建制整体置出目标公司，原与目标公司所签劳动（聘用）合同（协议）也应同时终止。

3. 在接收置出资产方为非国有企业性质主体时，对同步接收的人员应按照国家有关政策进行同步置换国有职工身份的人员改制工作，并重新另行与改制后的职工依《中华人民共和国劳动法》签订劳动（聘用）合同（协议）。

如果置出资产仅为目标公司原有资产的一部分经营性或非经营性资产，涉及的法律问题主要有：

1. 置出资产所附带的人员应与目标公司解除劳动合同关系，如接收方为非国企性质单位时，还应进行同步国有职工身份置换的改制工作。

2. 置出的部分资产在脱离目标公司后，也同时改变了原股份有限公司的组织形式，在进入接收方后可以另行设立有限责任公司形式或分公司形式继续发挥功能。

置出资产无论为整体性还是部分性均共同面临如下几个法律问题：

1. 原在目标公司内针对所置出资产设立的担保、抵押、质押等他项物权权利的合法妥当处置问题，应取得原设立该权利的债权人的同意并办理相应的解除手续，如仍以原资产为该等他项物权的对象，则应另行与接收方签署办理有关文件手续。

2. 如置出的部分非经营性或经营性资产确实与目标公司的正常生产经营存在着产、供、销以及后勤、动力等的联系，在办理完毕置出手续并进行改制后，接收资产方可与目标公司另行按市场法则签署相关合作协议等文件来规范约束相互之间的经济关系。

3. 置出资产最终实际接收方可以有偿也可以无偿形式取得，但在置出目标公司环节上必须经有资质的审计评估机构的严格负责的评估定价并以不低于该评估值的价格置出目标公司。

4. 置出资产的原有商誉、商标、专利和专有技术以及特许经营权等与资产有关的无形资产的处置问题，按照市场交易法则和价值规律，置出资产所附带的上述无形资产应一同作价随实物资产整体置出，如确有必要继续留用的，应签署相关协议予以处置。

5. 继续在目标公司留用的部分员工应根据实际需要履行相关手续，如重组方入主后改变目标公司国有控股性质的，还应对原国有职工身份的员工进行身份置换的改制工作。

6. 置出资产在置出后根本改变是法律权属上的改变，其生产经营所产生的产品后续（售后）服务、技术支持等涉及社会及经营活动全局的问题，在实施置出时必须进行切实有效的安排，一般应按资产的归属和生产经营状况而重新确定上述义务的承担主体。

（二）置入资产存在的问题

置入的资产应做到产权关系清晰，没有产权方面的争议，并不能附带他项物权一并置入目标公司，这是对置入资产的法律要求。但在实践中，却常发生置入资产隐含法律风险的情况，下列几种情况必须予以重视：

1. 置入资产为单项资产（含股权）时，注意做到产权法律手续的及时彻底的变更。

2. 置入资产为整体经营性资产，如直接归由目标公司组织生产经营，应变更组织形式为车间（厂）；如另行组建有限责任公司并由目标公司控股，应注意将该子公司层面的产权（尤其是土地、房地产）等手续办理彻底，做到产权清晰。

3. 对置入资产中的权益类资产，应重点审查其所属公司的经营状况及发展规划，防止在置入目标公司时形成亏损源。

4. 对置入资产中的土地、船舶等特殊物应重点审查其有否优先权，如土地的征地补偿费、出让金和船舶的船员工资、港口费、运费等情形，如有上述优先权的隐患，应先行处置，再置入目标公司。

5. 对知识产权以及特许权等无形资产的置入应采取慎重态度，一要审查

法律权属是否清晰，二要审查行政批准权限是否合规有效，三要审查是否与置入的实物资产相关联以及是否符合目标公司重组后的发展等。

6. 在整体置入并组建为目标公司控股的子公司的情况下，随同置入资产的员工一并进入目标公司管理体系；在部分资产置换时，也要将该资产所需的员工纳入目标公司，并按上市公司的规定进行规范化管理。上述两种情况下的员工均需重新签署劳动合同（或聘用协议）。

7. 应严格限制将债权类资产作为置入资产而置入目标公司，对法律风险极小且可收回性极大的优良债权可在严格审查后作为置入资产处置。

（三）置出与置入资产共同形成的问题

在现阶段我国证券市场中进行的上市公司资产重组不可避免的关联重组[①]活动中存在的一个突出脱离现有规制的问题是：交易并未按市场商业法则进行。置换资产的双方并未进行商业活动应有的谈判博弈，而是由双方根据重组的需要和置换资产的实际状况共同商定的置换价格。为了合谋的数字，置换双方不是相应压低或提高置出资产的价格，就是相应压低或提高置入资产的价格，在多数情况下，置换交易的价格并不是市场价格。这种情形在证券市场中被称为“合谋数字”。以“合谋数字”作为置换资产的价格，将导致交易价格不公平以及对其他相关利益者利益的侵害。

（四）资产置换规范的完善

关于资产置换，目前适用的针对性比较强的规范性文件是中国证监会于2001年12月发布的《关于上市公司重大购买、出售、置换资产若干问题的通知》。该文件在指导上市公司资产重组工作中的作用非常有效，应以此文件为基础，再制定相关规范性文件对置出资产的后续组织形式、置出人员安置、相关物权权利处置和无形资产处置以及后续法律责任等方面问题进行规制；同时对置入资产的产权性质及组织形式、不同类型资产的审查重点、置入资产附带的人员等问题予以细化规制；尤其对置换双方的“合谋数字”问题进行规制，以保证交易的公正、公平、公开性和合法性，维护交易秩序。

---

① 关联重组：一般指目标公司与以控股股东和（或）重组方（股权受托方）为主进行的关联交易为核心的资产重组活动。

三、信息披露方面法律规范的完善

证券市场的信息披露是保证市场秩序和交易等各项上市公司活动合法合规和公平、公正、公开原则的重要手段。上市公司资产重组的信息披露非常重要，现行的信息披露制度和管理规范对重组而言仍有需加强完善之处。

（一）信息披露存在的突出问题

现行上市公司执行的信息披露制度，是建立在适合上市公司常规性工作的信息披露基础之上的，对非常规性的事务的特点反映不足，因而，对上市公司资产重组等非常规性工作的信息披露并不完全适合，也不能充分反映和满足重组工作的需要，使原本应对重组起促进作用的信息披露未发挥其应有的作用，其中比较突出的问题有：

1. 时间要求过于紧迫，对重组的信息披露往往过于简单甚至达不到准确要求，以致经常修改或补充公告，失去了原有的时间性和监督性；

2. 过于强调形式而忽视内容，有助于虚假重组者得逞；

3. 在披露形式上与日常性信息披露形式没有明显的区别，对广大投资者的提醒和引起关注度不够；

4. 披露主体和责任有待全面化和规范化，目前目标公司的信息披露规制较全面，但对其他重组主体的规制还需加强，因为重组目标公司活动更主要依赖于重组方，而重组方在正式成为目标公司股东前的行为是处于一定随意放任的状态中，尽管有收购报告的信息披露义务规定，但仍显不足。

（二）信息披露规范的完善

关于上市公司资产重组工作信息披露的完善应主要从如下几个方面着手进行：

1. 针对重组主体的不同情况，完善增加各主体信息披露在深度和广度方面的规定，同时对违反该方面规定的情形设置追究责任的形式。

2. 按重组工作的本身特性，规定合理的时间限制，要求达到准确性和完整性。

3. 设立特别信息披露制度，对重组等属于上市公司的非常规事项，进行特别形式的信息披露。

4. 在强化强制披露基础上，提倡对重组工作的深度做自愿性披露，并对

此规定实施“加分”措施。

四、报批程序方面法律规范的完善

上市公司资产重组必须履行报批程序，一方面，转让国家股和国有法人股股权须经当地人民政府和财政（国资）部门的同意后，最后报财政部批准，同时对目标公司的重组计划也一并上报批准；另一方面，股权转让如超过目标公司总股份的30%时，还须上报中国证监会对要约豁免审核批准，同时对目标公司的重组计划（含原大股东占用等问题解决方案）也一并上报审核。目前财政部、中国证监会已制定有关的国有股权管理与处置、股权收购和资产置换、出售与购买等规范性文件，在实践中执行得也比较有效果，但面对复杂多变的重组实践仍有许多方面亟待完善。

（一）报批程序存在的突出问题

在上市公司资产重组报批程序上存在如下几方面问题：

1. 国家股和发起人国有法人股股权转让和资产重组两方面的方案同步在财政（国资）部门和证券监管部门进行审批，客观上形成互相牵制情形，为了保证公平性却损失了效率性。鉴于财政（国资）部门与证券监管部门审核重点和所负职责的不同，其审核的侧重点也不同。但由于两个系统审核报批程序的不同以及不联合办公形不成审核“一条龙”的办事程序，使得对重组工作的审核保证了公正性，却在一定程度上损害了重组的效率性。

2. 目前财政部已停止办理国家股和发起人国有股权转让的审核批准事项，将该项职权移交给国家国有资产监督管理委员会行使，由于国家国有资产监督管理委员会属新建机构，在接手正式办理该事项过程中，必然造成一个阶段报批的停顿状态。

3. 国家股和发起人国有股权转让获得财政部最终批准后，再到其办理完毕股权过户手续期间的法律责任和权利义务缺乏有针对性的规制。从法理上讲，财政部的批复只是国家股和发起人国有股权转让的先决生效条件，并不表明已完成了转让行为，在过户手续完成前，设在该国有股权之上的权利义务和法律责任仍由原股东享有和承担。但在现实中却并非如此，一般是在获得财政部批准后，原股东即对拟转让的国有股权全面放手，完全交由拟受让方（托管方）处置和行使权力；然而，一旦出现法律责任和承担义务时，实际控制

股权方（受托方）并没有因法定约束力而强制承担责任和义务，完全依靠重组双方签署的相关协议来追究相关合同责任，而此时受托方的违约行动将变成一个合同纠纷，在实质上转变了法律关系性质，由重组工作关系变成了单纯的合同关系。

4. 报批程序中对股权的托管呈放任态度，造成受托人责、权、利和委托人责、权、利均不对等统一。这种责、权、利的错位使股权托管始终处在不确定状况中，对各方守约和违约的约束力和震慑力均不够强。

（二）报批程序规范的完善

上市公司资产重组报批程序规范的完善，应着重从审批经济合理性、重组效率性、遵守“三公”原则以及有利于重组等方面强化现有规范制度，并加强对尚处于空白点的托管行为进行规制，可以考虑制定专门的调整托管行为的规范性文件，用于指导重组中的托管行为。

另外，对纳入国家国有资产监督管理委员会体系的国有股权审批事项，应尽早出台相关衔接规定和措施，对所有分级审批国有股权的制度也应尽早出台相关细化的政策规范，以便证券市场遵照执行，有利于指导上市公司资产重组工作。

五、中介机构职责方面法律规范的完善

（一）中介机构存在的突出问题

在上市公司资产重组工作中，中介机构的重要作用不可或缺，而且在一定意义上可以说是中介机构影响着所参与的上市公司资产重组工作的进程和实效。由于我国证券市场仅有十几年的历史，上市公司资产重组实践也是自1997年以后才逐渐增多的，因而对各中介机构来讲，上市公司资产重组业务均是崭新的业务内容，从各中介机构参与上市公司资产重组实践看，普遍存在着如下几方面问题：

1. 思想认识有待提高，观念有待转变

中介机构在总体上尚未从原配额和指标体制工作状态中转变过来，仍沿用原来的简单填空式的工作方式和以行政审批为最终标准的思维模式，缺乏对新兴的上市公司资产重组活动的深刻全面到位的认识，未形成完全适合该项工作的思维模式和工作方式，因而对重组工作的认识和工作只停留在个别的、孤立

的、互不相连的层面，不能形成有机的、系统的、富有成效的工作思路和模式。

2. 工作方式需做调整，突出律师的核心作用

中介机构目前的作用和自我定位，不能满足重组专项工作的需要。从原计划体系下发展过来的证券中介组织，在原单一发行上市业务中，券商的主导和协调作用，是计划体制下证券发行工作的策划和主参谋人。在重组工作中，需要大量法律知识和实务的介入方能推动重组的进程，重组方案计划的制订和实施主要依赖于法律因素，通晓并购法律理论与实务的律师应成为重组的主谋人和重组各方的最得力高参，是参与重组的各中介机构的核心牵头人，起着核心定位作用。目前，券商和律师尚未做好这方面的准备。会计师和评估师也需要具有全局思维，不能人为地、依经验地把各自的工作视为阶段性和片面性的工作，而应纳入重组的整体计划中去符合重组的系统性要求，经得起历史的检验。

3. 业务能力有待提高，政策理解和把握水平有待强化统一

在上市公司资产重组实践中，中介机构的工作人员往往对工作涉及的法规和政策的认识与理解层次有差别，难以形成统一的意见，因而在贯彻运用上就有差别。尤其是对法律、法规和规范性文件尚未来得及调整的空白点缺乏很深刻系统的研究，对重组工作涉及的许多法律边缘和灰色地带的问题束手无策或极力回避，既不利于所参与进行的重组工作，也不利于管理层对重组工作的总结和制定完善相关法规政策的需要。

中介机构人员对重组业务的综合处理能力有待提高，对政策的理解和把握以及对现行法规的运用水平有待强化和统一。

（二）中介机构职责规范的完善

中介机构分属于不同的系统，分别有各自的管理机构和管理机制，其职责要求也由各自的行业协会等部门制定。针对上市公司资产重组工作的实际需要，可以考虑由中国证监会或国家国有资产监督管理委员会针对不同的工作内容制定不同的中介机构参与重组工作的职责制度，以便指导各中介机构及其工作人员规范统一地参与上市公司资产重组工作，并提供相应的专业服务。

六、重组实践对《公司法》等现行法律的冲击

上市公司资产重组实践由于其超前性和创新性的行为特征，在推动我国证券市场发展的同时，也对《公司法》等现行法律规范产生了巨大冲击。比较明显的冲击表现为如下三点：

（一）对外投资超限现象

修订前的《公司法》第十二条明确规定，公司向其他有限责任公司、股份有限公司投资的，除国务院规定的投资公司和控股公司外，所累积投资额不得超过本公司净资产的50%，在投资后，接受被投资公司以利润转赠的资本，其增加额不包括在内。在上市公司资产重组实践中，许多目标公司为保证财务指标符合上市条件，在进行资产置换时，就将资产整体置出而将优良的股权置入目标公司，置换完成后，目标公司只拥有一项股权投资类资产，其净资产100%均为该置入的股权类资产，造成目标公司对外投资额超过本公司净资产50%的限度。为支持重组，中国证监会专为此问题制定了一个规范性文件进行规制，该文件是以“股票发行审核备忘录第12号”形式，由中国证监会发行监管部于2002年5月28日发布，名称为《关于对外投资比例等问题的审核指引》。该规定主要内容为：①发行人的累计对外投资额不得超过其净资产的50%，对外投资额超过50%的，应要求其在本次发行前纠正。②发行人本次发行募集资金用于对外投资，若预计项目实施后累计对外投资额超过其净资产的50%，发行人应调整对外投资比例。③发行人以定向发行股票方式吸收合并其他企业的资产或权益的，其再次公开发行股票的发行时间距前一次发行时间应间隔1年以上，但其提出发行申请和提交发审会审核的时间可以不受1年间隔期的限制。④本指引所称发行人累计对外投资额和净资产按最近一期期末经审计的合并会计报表数据计算。

根据上述文件规定，重组目标公司如遇目标公司对外投资超过净资产50%的情形时，只要将目标公司和所投资公司进行合并会计报表处理即可符合中国证监会的规定要求。

《公司法》是经全国人民代表大会常务委员会制定的法律，只有全国人大常委会才有权对《公司法》进行修改和解释，除此之外其他机关无权对《公司法》进行修改和解释。根据上述法律规定及法律原理，即便中国证监会发

布了《关于对外投资比例等问题的审核指引》的规范性文件，由于该文件的类型远远低于《公司法》的法律形式，且其发布机关也非全国人大常委会，因而并不构成对《公司法》第十二条规定的修改，也不能视为是对《公司法》第十二条规定的有权解释。2005 年全国人大颁布的新《公司法》较好地解决了公司对外投资比例限制问题。

（二）争夺控制权导致的法律真空状态

重组过程中对目标公司控制权的争夺将不可避免地导致目标公司在管理方面的法律规制真空状态。由于股权托管，原控股股东、受托方（重组方）均疏于对中小股东尽大股东的诚信义务和责任，当发生控制权争夺情形时，股权托管双方均采取一切可能的措施来操纵目标公司的管理，从生产经营、董事会、股东大会，到对外关系等各方面的事项均发生争执，对此现象，《公司法》等现行法律并未有相应的针对措施加以规制。比如，无歌科技的股东大会就因不同的股东向不同地区的法院提出了相反请求的司法诉讼，均获得了相关法院的裁决支持。这就是比较典型的重组中争夺目标公司控制权而造成的法律规制真空状态。目前来看，对此类现象仍没有非常有针对性的措施加以调整和处置。

（三）恶意重组法律责任追究乏力

上市公司资产重组中一个无法回避不得不谈的问题便是恶意重组问题。近几年来发生在我国证券市场中的虚假重组现象危害严重，已给一些上市公司的重组工作造成巨大损害，比较典型的是 ST 长控（股票代码：600137）的虚假重组案例，重组方四川泰港集团在重组 ST 长控时，利用重组托管控股权实际控制公司时，向 ST 长控置入了约 6 亿元的虚假资产；同时还以 ST 长控为其贷款担保 2.9 亿元[①]。

对于类似 ST 长控等虚假重组行为，现有的资产重组法律规范并无针对性的预防措施，只能在事发后予以刑事制裁，但案件对目标公司造成的损害却远远不止经济损失一方面，还包括目标公司信息损失、时间损失、挽救不退市的机会损失等许多难以用金钱衡量的损害。

对此类虚假重组行为着重在于事先预防，在重组之初就将怀有恶意重组之

① 周春明：《ST 长控生死劫》，载《证券时报·财经周刊》，2003－05－18。

念头的所谓“重组方”排查在重组之外。为达到依法和依规则消除虚假重组的目的，必须对现行的上市公司资产重组法律规范进行完善补充。其中，重组方的资质和诚信问题应作为最重要的审查内容，同时增加现有目标公司控股股东的责任程度，另外，还应对面临重组的目标公司中除控股股东以外的其他重要股东如何参与重组工作的监督机制进行规制，可以考虑在股东大会之外增设对重组方职责的考核，并作为控股股东向重组方转让及托管目标公司控制权的先决条件。

第八章　国外并购监管制度综述

西方成熟的证券市场公司并购监管制度对我国上市公司并购重组行为的监管起到了良好的借鉴作用。中国新兴市场和转轨经济的特殊国情，决定了我们在借鉴国外制度经验时，不能采取全盘照搬的模式，而是要结合国内公司并购重组市场的特点进行具体分析。

本章主要介绍美国联邦政府及州法律对公司并购行为的监管制度，同时，还要详细地说明行业协会、交易所、中介机构在公司并购重组中的地位和作用，以此说明，美国的公司并购市场之所以如此活跃和有效，主要是政府在监管方面采取了较为宽松的政策，同时良好的市场自律创造了特殊的公司并购重组的生态环境，使各种公司并购重组活动能够有序进行，并成为激发市场想象力的“催化剂”。

第一节　美国公司并购重组的法律框架和文化环境

一、美国证监会（SEC）对并购的日常监管

SEC 涉及并购活动的部门和分工是：公司财务部主管（负责并购监管的总体设计）、公司财务部并购处（负责和并购相关的重大法规制定和解释）、公司财务部 11 个助理主任办公室（负责并购业务的日常审核）、首席会计师办公室（负责并购会计处理的监管）、首席律师办公室（负责破产处理与并购监管的关系）、经济分析办公室（并购的经济学分析）和外派机构办公室（SEC 总部和外派机构处理并购业务的关系、并购案件的稽查）。

（一）监管执行部门

SEC 负责对并购进行日常监管的机构是公司财务部（Division of Corporate Finance），其中，负责和并购相关的重大法规制定和解释的是并购处（Office

of Merger & Acquisition)。除了并购主管副主任和并购处处长外，并购处还有8位科员，均为律师，其中有6名特别律师（Special Counsel），两名轮岗律师（Rotating Attorney）。特别律师为长期工作人员；轮岗律师每6个月换一次，来自于SEC的其他部门。

除了并购处外，公司财务部的11个助理主任办公室（Assistant Director）也协助处理并购活动。这11个办公室分行业直接管理上市公司，上市公司的监管，包括并购业务的日常审核，都需先经过这11个办公室，如果有重大政策性问题，再交由并购处处理。

（二）并购处的四大工作任务

并购处的四大工作任务是：

1. 审查

审查并购相关方面（公开要约、征集投票权和主动退市等）的信息披露的充分性（下面将详细介绍哪些是SEC要求的信息披露），并对这些信息披露发表“评论信”（Comments Letter）。这是并购处日常工作最重要的部分。“评论信”可以在并购交易发生时发出，也可以在并购交易结束后发出，值得注意的是：发出“评论信”并不等于SEC对并购交易已经“批准”。实际上，SEC从来不对任何并购交易进行实质性审核，也无任何“批准”环节。“评论信”通常只是SEC对某一并购交易的信息披露是否充分发表看法，而且通常不直接对某项信息披露正确与否作出判断，只是阐述SEC认为在此种情况下应该如何正确地披露信息。

“评论信”的主要目的是：（1）建立并购交易的历史记录。如果与并购相关的个人、公司或政府部门认为其权益受到了侵犯，可以援引SEC的“评论信”作为支持控诉侵权人的证据。这类诉讼通常包括：①并购公司没有遵守信息披露的具体细节；②并购公司披露的信息确实存在误导；③并购公司略去了保证不会存在误导的声明。（2）避免SEC承担法律责任。由于“评论信”仅仅是评论，而不是“批准”交易，SEC因此免除了法律责任。

2. 制定监管规则

主要是制定信息披露方面的规则，最新颁布的两个规章为“并购规章”（Regulation M&A）和“跨国并购规章”（Cross - board M&A）。这些规则进一步细化了《威廉姆斯法案》（*The Williams Act*）。

3. “电话解释”

通过电话和电子邮件的方式，回答私人律师有关 SEC 并购规章细则的询问（Private Bar Inquiries），这些被称为“电话解释”（Telephone Interpretation）。这些日常“电话解释”经过一段时间后被汇总成文并公布，成为对 SEC 规则的重要司法解释。例如，2001 年 7 月发布的“电话解释”汇总对“并购规章”和“跨国并购规章”的应用作了详细说明。值得注意的是，SEC 的“电话解释”并非“建议”（Advice），“建议”容易与律师建议联系在一起，提出建议方需承担法律后果，而解释是非正式的。

4. 对特殊交易的处理

对某些特殊的并购交易的信息披露，给予“不作为”（No - action）或豁免（Exemption Order）。

二、美国并购监管所依据的法律法规：联邦政府和州政府

联邦证券法补充各州公司法，对“公众持有”公司的并购过程作了规定，该法影响了并购的基本程序和过程，并对并购的参与者在并购中的欺诈和误导性的信息披露作出了惩罚性规定。

联邦证券法适用于所有“公众持有”的公司。“公众持有”公司是指：（1）在交易所上市的公司；（2）公司的资产达 1 000 万美元，且股东超过 500 人的公司。

联邦证券法主要包括 7 个法案：《1933 年证券法》（简称 1933 SA）、《1934 年证券交易法》（简称 1934 SEA）、《1935 年公共事业控股公司法》、《1939 年信托契约法》、《1940 年投资公司法》、《1940 年投资咨询法》和《1970 年证券投资者保护法》。涉及并购的法案主要有：

1. 1933 SA

公开发售证券需要登记以建立代表记录，准备登记文件的各方对虚假陈述或重大遗漏负有法律责任。

2. 1934 SEA

SEA 包含了规范公司并购活动的基本规定：

（1）成立 SEC，监管证券交易活动。

（2）授权 SEC 在发行人违反了任何条款时取消或终止其证券登记。

（3）要求上市公司定期公布信息，公布信息的基本报表包括：①10－K表，即年度报表；②10－Q表，即季度报表；③8－K表，即特定事件发生月份的现行报表。

（4）规定代理人在召开每一次证券持有人会议之前，必须出具包括特定信息的代理委托书。

（5）要求指定的内幕人员报告所有的证券交易，并禁止内幕人员在6个月内买卖自己公司股票。

3.《威廉姆斯法案》

1968年通过的《威廉姆斯法案》对《1934年证券交易法》作了修改，增加了几个关于并购的部分，主要包括13（d）、（e）和14（d）、（e），目的在于保障公司股东在并购中的正常权益，避免目标公司股东因快速、秘密的公司接管而遭受损失。13（d）要求已获得上市公司10%以上股份的任何人必须在持股达到10%的10天内向SEC填报13（d）表格。1970年对这一数字作了修改，把10%降到了5%，从而为公司管理层和股东提供了一个早期预警系统。14（d）对要约收购作了详细规定，并要求填写14（d）表。14（e）禁止在与要约收购相关的活动中有错误陈述、隐瞒信息，或者任何欺诈、操纵交易等行为。

《威廉姆斯法案》给予了以下保证：（1）并购中披露更多的信息，供目标公司的股东和管理层评价收购方提出的标价；（2）在一定期限内公开收购要约，以延缓要约收购的执行；（3）授权目标公司起诉收购公司。股东在并购投票时，州法通常要求他们从管理者那里得到足够的关于并购交易的信息。但是州法对他们应该得到什么样的信息一般并没有详细的规定。

4. 美国各州对并购的立法和监管

在很大程度上，美国各州对并购的立法和监管比SEC的监管更具实质性作用。美国和世界其他多数国家不同，各州根据发起人的申请批准公司成立。现在美国所有的州都有自己的公司注册体系，也就是说，如果公司发起人所提交的材料符合该州的法律和标准，州政府就必须认可新公司的成立。

各州的公司法确立了参与并购公司的基本权利，更重要的是规定了基本并购程序。纵览50个州的公司法，均在并购方面规定了并购公司的结构，也就制定了并购的基本法律要素。

20 世纪以来，美国的大公司最常用的注册地是特拉华州（Delaware）。美国前 500 强企业中大约 60% 的公司、纽约证券交易所一半的上市公司均是在特拉华州注册成立。大公司选择特拉华州的原因是：相对其他州的法律而言，特拉华州的基本公司法（Delaware General Corporation Law，DGCL）给予公司管理者在管理操作中更多的余地。

特拉华州的公司法给予管理者更多的余地中，最重要之处在于特拉华州的公司法增加了并购方面的灵活性。实际上，与其他州的法律相比，特拉华州关于并购法律的灵活性是如此明显和具有吸引力，以至于大公司经常在合并的前夕把公司的注册地改为特拉华州，从而在并购中利用特拉华州公司法的这一特点。

DGCL 的组成和大部分州的公司法的结构类似。其第 251 节阐明了并购的权利和过程，第 259 节到第 261 节阐述了并购的法律效力，第 253 节阐述了并购过程中母公司和子公司并购方面的问题。DGCL 在第 252 节中阐述了本州和其他州公司的并购问题，在第 264 节阐述了上市公司和有限责任公司之间的并购。DGCL 还包括现金并购的主要程序（见第 251 节）和资产出售的过程（见第 271 节）。不同意并购的持股者的评估权见第 262 节。单个公司的资产重组行为的规定见第 242 节。限制股票收购中恶意收购的规定见第 203 节。

特拉华州还建立了完善的公司法方面的案例库，特拉华州的审判官和陪审团以及最高法院也都是非常专业的。特拉华州在公司法方面的案例被证明在处理并购过程中对侵权的团体和个人进行诉讼是非常重要和有效的。特拉华州的案例法对特拉华州的公司具有重要影响，并被其他州看做是非常重要的案例参考。

另一个重要的州立法是加利福尼亚州的公司法，相比而言它具有更大的监管效力。其并购方面的法律条款给予在并购中持不同意见的持股者很强的评估权和否决权。结果，很少有大公司在加利福尼亚州注册，但是，每年在加利福尼亚州新成立的小公司却在各州中位列前茅。

美国多数州的模式介于特拉华州和加利福尼亚州之间。

美国律师协会（ABA）的公司法、银行和商业法委员会以及美国法律学会（ALI），对很多州的公司法有重大影响。委员会建立了一个模范公司法（*Model Business Corporation Act*，MBCA），并周期性地对其作出修改。有 35 个

以上的州使用了 MBCA 的某一个版本作为其公司法，多数州都对 MBCA 的每一次修改进行细查，以适应当前的法律体系。就并购而言，ABA 已在 1998 年和 1999 年完成了主要修改。

三、反托拉斯法防止并购形成的垄断

自 19 世纪 80 年代以来，消费者保护已经成为美国法律的一个中心部分。内战后的行业兼并有一个投机取巧的形式：两个本来相互竞争的公司联合起来，形成一个公司，这就使其有足够的市场影响力去制定垄断价格，或者使其有足够的规模和其他的行业主导者串通来制定垄断价格。在这种兼并中，得以生存的公司可以比两个独立的公司取得更高的利润率，但这是以损害消费者的利益为代价的，它们不得不支付更高的价格。通过联合制定价格的公司，会简单地分割通过垄断价格而取得的预期收入。

以下三个反托拉斯法对并购作出了一些严格规定：

第一，1890 年的《谢尔曼法》禁止造成垄断或市场控制的并购活动。

第二，1914 年的《克莱顿法》的第七部分规定，如果竞争受到不利影响的话，那么一家公司收购另一家公司的股票就是非法的。

第三，1976 年的《Hart – Scott – Rodino 法》的第二部分要求兼并前通知目标公司。公司的兼并信息必须上报司法部和联邦贸易委员会审查。

四、美国律师业协会在并购方面的“行规”

长久以来，美国律师业在处理并购相关法律问题时，逐渐形成了一套比较稳定的行规，在处理有关并购的合同及并购相关法律问题时，可谓有章可循，因为业界积累了处理各种问题的范本。这些范本十分详细地规定了并购合同各方的权利和义务，律师们一般都会按这些范本进行处理。

专业律师的丰富经验保证了他们对并购问题能够使用业界比较一致的手法，因此他们能够熟练地发现并购中存在的问题，并设法以惯用的手段解决。这就是他们在处理并购问题时要遵守的所谓“行规”。律师业的这种自律行为对并购的监督和监管起到了很大作用。

五、美国股票交易所对并购的监管

作为自律组织（SRO），股票交易所对涉及上市公司的并购活动制定了相应规则。例如，纽约证券交易所（NYSE）列出了股东表决兼并的各种要求。在发行普通股股票或者可以转换成普通股股票的证券前，如果这两种证券在发行前普通股股票有或者将会有不少于20%的表决权，或者要发行的普通股数量不小于发行前的优先股数量的20%，就要取得股东的赞成（见NYSE上市公司手册）。美国股票交易所（Amex）和纳斯达克市场（NASDAQ）有相似的规定［见Amex上市公司手册第712节，NASD手册规定4310（C）（25）（H）］。

NYSE上市公司手册的投票多数通过与大多数州法要求的投票多数通过要求不同。NYSE的手册仅要求参加股东大会的多数通过即可，而州法关于并购的规定要求所有持股者的多数通过方可有效。例如，如公司共有1 000股，持有50%以上的股东参加了股东大会，NYSE手册要求参加股东大会的有效票的51%以上（251票以上）的赞成才能通过，而州法要求至少501票以上。

六、并购中公司控股者的法律责任和自我约束机制

美国各州对公司控股者在并购过程中的责任有较强的规定，这些规定促使公司控股者的自我约束机制的形成。通常的责任包括：

（一）在出售股票的过程中分享权益的责任

一般而言，普通法系中规定当控股股东出售股票的时候，没有义务和小股东一起分享出售过程中得到的任何权益。但是SEC制定了平等准则。对于超过5%的注册投票股票进行的公开公正的投标必须包括所有的股东，而不是仅仅包括一些大股东就可以。另外，公开投标的管理者不能在投标开始以后为自己购买股票。

（二）不侵占公司商业机会的责任

公司的高层管理者有责任不侵占属于公司的商业机会。一个基本的例子就是一个人成为CEO而要求购买公司。而在出售股票上，一个CEO出售了他个人的公司股票而不是出售了整个公司。这就是违背了公司机会规则。

（三）确保不因出售给掠夺者而损害现有股东的利益

加利福尼亚州法庭曾经审理过一个案子，反对将公司出售给一些明知道是掠夺者的购买者。

（四）不应存在纯粹的公司管理者出售

控股股东不能将公司的董事会职位出售，除非出售意见是公司在有效控制后达成的。

特拉华州的最高法庭使用三条基本准则来判断在合并过程中卖方公司董事会的行为：（1）基本商业准则（the Basic Business Judgment Rule）；（2）进一步深入调查准则（the Enhanced Scrutiny Test），适用于拍卖时出售者面临着多个竞价者；（3）内在公平准则（the Intrinsic Fairness Test），适用于主管人在有利益冲突的情况下进行操作的情况。其他州都趋向于仿效特拉华州法庭的例子。

七、并购中投资银行等中介机构的诚信责任和自我约束机制

追究投资银行等中介机构在并购过程中的责任，促使中介机构形成自我约束机制。例如，如果合并公司在并购后遭受失败并很快破产，破产者常起诉收购公司的投资银行。这些失败通常是因收购公司无法还清并购带来的巨额债务造成的。

投资银行在并购交易中扮演重要角色。例如1996年的In re Daisy系统公司，投资银行同意做并购交易管理者并协助确保交易财务安全，后来，投资银行又同意做主要的借款者。在Daisy一案中，破产者起诉投资银行，称他们粗心大意（渎职）、疏忽并违背了他们应有的诚信责任。法庭判决渎职成立。

这里可以很明显地看出，中国在移植包括美国在内公司并购重组的法律框架时，过分注重操作细节的移植，而对构建公司并购重组市场各主体的行为规范方面意识不足。一个典型的例子是中国证监会长期以来主导和亲自审批公司重大并购和重组活动，忽视交易所、行业协会和中介组织在市场中应发挥的作用。其结果是助长了行政“寻租”，并且其审批效率也制约了并购重组活动的活跃。一个富有层次的、生机勃勃的公司并购重组生态环境的构建设置比制度构建本身还要重要，这也许是借鉴和移植外国制度时应该注意的方面。

第二节　中美公司并购监管模式比较

中国证监会发布的《上市公司收购管理办法》于2002年12月1日起正式生效，2006年经修改后继续执行。该办法的要约制度的设计具有极其鲜明的中国特色，与以美国、英国为代表的两大收购立法模式相比，在很多方面有根本性的区别。

在各国并购立法和监管体系中，美国和英国是两个代表模式。美国模式与英国模式相比有两个基本区别：首先，在并购立法和规则制定上，美国没有强制性全面要约制度，收购人可以自愿要约；而英国要求超过30%以后履行全面要约义务。目前除了加拿大、韩国等国，世界各国大都采用英国全面要约模式。其次，在监管体系上，美国不设立专门的并购委员会，而由美国证监会（SEC）履行包括收购、合并及相关交易在内的监管职能。英国则将收购、合并及相关交易的监管移交给专门设立的并购委员会来履行，这种做法以英国、爱尔兰和澳大利亚等国家为代表。根据并购委员会是否具有法定地位，常设性的并购委员会又可划分为两种模式：一种模式是法定模式（Statutory），爱尔兰、澳大利亚、南非、瑞士及新西兰的并购委员会就属于这一种模式。法定模式的特征是并购委员会具备法定地位，其制定的收购及合并守则具有法律效力。另一种模式则是非法定模式（Non－statutory），该模式以中国香港地区、英国、新加坡为代表。所谓非法定模式是指并购委员会不具备法定地位，其制定的收购及合并守则不具有法律效力。

我国的并购立法体系具有鲜明的中国特色，在立法上，《上市公司收购管理办法》规定：收购人持有、控制目标公司30%的股份后，如果选择继续增持时必须采取全面要约的方式，向所有股东的所有股份发出收购要约。这一制度与美国的自愿要约制度有根本区别，这是由于中国目前在司法制度和信息披露有效性等方面与美国有一定差距，对中小股东的保护也缺乏足够的手段，因此从保护中小投资者合法权益的角度出发，规定在公司控制权转移（即30%后继续增持，包括协议收购）时，收购人应采用要约收购的方式。另外，这一制度又和英国的强制式全面要约制度有很大区别。首先，我国《上市公司收购管理办法》规定的是全面要约的方式而非义务，即收购人持有、控制目

标公司30%的股份时，并无义务全面要约，只是在继续增持时才必须采取全面要约的方式。其次，我国扩大对全面要约的自动豁免和经批准取得豁免的适用范围，并将要约价格调低，以降低强制性全面要约方式的成本，便利上市公司收购。

在监管上，我国的体系是以证监会为主，这一点接近美国模式，但不同的是，根据《上市公司收购管理办法》，我国也要设立类似并购委员会性质的专业机构来协助证监会实施监管。

目前业内和学者对我国并购立法和监管体系的讨论，最激烈的还是在于为什么我们没有采用美国自愿要约的模式，而是建立了全面要约制度。笔者认为澄清这方面的认识，核心还是要正确认识美国对并购的立法和监管模式，搞清为什么美国模式在美国很成功，但却不适合中国。

这是因为，SEC对并购的监管采用以信息披露为中心的体系（Information - disclosure Based System），没有30%的强制要约要求，这一体系在美国基本上是成功的，但它的成功还仰赖于SEC之外的其他配套的市场监督和监管体系。可以说，SEC对并购的监管只是美国国家对并购监管总体系里的一小部分，美国有强有力的各州对并购的实质性监管，有较强的民间维权的法律诉讼渠道，还有其他一系列监督和监管渠道，包括反托拉斯法、并购方面专业的法庭审判官、律师行业处理并购的行规及自我约束的成熟、交易所监管、公司控股者的诚信责任等自我约束机制，以及投资银行等中介的自我约束机制。这些机制的综合作用，造成公司在收购时虽然SEC没有强制性全面要约，但在实际操作时，迫于公司控股者和董事的诚信责任，公司也主动给中小股东同等待遇，最终的结果也与英式全面要约类似。

很多国家，包括英国、德国等发达国家以及大部分新兴市场，不具备或不完全具备以上条件，这些国家大多都直接地采用某种形式的全面要约制度。美国证监会有些人士也认为，SEC的纯粹以信息披露为主的并购监管体系是一个特例，在别的国家可能很难推行，如果强行推行，会带来小投资者权利被侵犯、内幕交易等一系列问题。

因此，中国也不能模仿美国模式。表8-1比较了中美对并购监管体系的各个环节，从中可见，大部分美国的并购监管环节在中国不存在或不健全。因此，在中国有效推行美国并购监管模式会有一定难度。像中国这样的转轨中的

新兴市场面临的挑战是，如何能提供相应的方式和手段以积极发展并购活动，同时又能保护中小投资者的权益。这就要求我们既不能用美国模式，又不能照搬英式的强制性全面要约模式，因为英式的强制性全面要约模式给并购带来太大的成本。我们必须走中国特色的道路。

表 8－1　　美国对并购监管的环节及与中国的对比表

美国对并购监管的环节	中国有否相应环节
SEC 监管	CSRC 监管
联邦证券法律	证券法、公司法
各州立法和监管	无
被侵权者进行诉讼的法律手段	不健全
精通并购专业的法庭和审判官	无
律师行业处理并购业务的行规	无
反托拉斯法防止并购形成垄断	无
交易所监管	有
公司控股者的自我约束机制	无
投资银行等中介的自我约束机制	无

第九章　国内公司并购监管制度的改进

国内公司并购监管制度从无到有，经历了10年左右的时间，这期间伴随着证券市场的转型和对外开放。我国公司并购监管的制度框架已基本建成，但由于公司并购重组是一个非常复杂的过程，尚有相当多的环节需要通过立法不断完善充实。

本章将围绕现行的几个涉及公司并购重组的法律法规，对国内公司并购重组的监管制度的改进进行分析，以发现监管制度变化的趋势，并提出笔者关于进一步改进公司并购监管的政策建议。

第一节　《证券法》和《公司法》对公司并购的规定

一、修订后的《公司法》关于公司并购重组监管的立法精神发生变化

2005年10月27日，第十届全国人大常委会第十八次会议表决通过修订后的《公司法》。与修订前的《公司法》相比，在公司并购重组监管方面的立法精神发生了重要变化，体现在以下几个方面：

（一）突出了公司股东自治原则，减少行政干预

修订后的《公司法》明确了股东有权决定公司“去留”。针对有的公司经营严重困难，财务状况恶化，虽未达到破产界限，但继续维持会使股东利益受到更大损失；而因股东之间分歧严重，股东会、董事会又不能作出公司解散清算的决议，往往处于僵持的状态，修订后的《公司法》规定，公司经营管理发生严重困难，继续存续会使股东利益受到重大损失，通过其他途径不能解决的，持有公司全部股东表决权10%以上的股东，可以请求人民法院解散公司。

（二）设专节完善上市公司治理结构

为进一步严格对上市公司的要求、完善上市公司的治理结构，修订后的《公司法》在“股份有限公司的设立和组织机构”一章中，设立“上市公司组织机构的特别规定”专节，对独立董事、董事会秘书和关联交易等作出规定。

修订后的《公司法》规定，上市公司董事与董事会会议决议事项所涉及的企业有关联关系的，不得对该项决议行使表决权，也不得代理其他董事行使表决权。该董事会会议由过半数的无关联关系董事出席即可举行，董事会会议所作决议须经无关联关系董事过半数通过。出席董事会的无关联关系董事人数不足3人的，应将该事项提交上市公司股东大会审议。

修订后的《公司法》同时规定，上市公司在1年内购买、出售重大资产或者担保金额超过公司资产总额30%的，应当由股东大会作出决议，并经出席会议的股东所持表决权的2/3以上通过。这对上市公司重组中重大资产出售及关联交易的风险设置了预防机制。

（三）为国有独资公司深入改革提供制度支持

是否应在修订后的《公司法》中保留有关国有独资公司的规定，许多人表达了不同的看法。但修订后的《公司法》在“有限责任公司的设立和组织机构”一章中，设“国有独资公司的特别规定”专节，为其深入改革提供制度支持。

修订后的《公司法》规定，国有独资公司不设股东会，由国有资产监督管理机构行使股东会职权。国有资产监督管理机构可以授权公司董事会行使股东会的部分职权，决定公司的重大事项，但公司的合并、分立、解散、增加或者减少注册资本和发行公司债券，必须由国有资产监督管理机构决定；其中，重要的国有独资公司合并、分立、解散、申请破产的，应当由国有资产监督管理机构审核后，报本级人民政府批准。

（四）废除了公司转投资比例限制

修订前的《公司法》第十二条第二款规定了公司转投资的限制。该限制严重妨碍了许多公司的投资业务拓展，在实践中受到企业界批评。许多公司面临着盈利前景甚好的投资项目望洋兴叹。不少商人对于“百分之五十”的限制比例的立法理由及其妥当性表示疑问。而且，该条规定看似天衣无缝，实则不然。不少铤而走险的公司违反该规定而开展转投资活动，但公司登记机关难

以及时掌握必要的信息，致使这些公司仍能顺利通过年检。为了鼓励冷暖自知的公司大胆开展投资活动，修订后的《公司法》彻底废除了转投资限制。

转投资限制的放宽客观上会带来股东与债权人保护的新挑战。例如，公司转投资政策的自由化有可能带来相互持股现象，以及相互持股公司的管理层狼狈为奸、滥用控制权与关联交易的现象；债务人公司为恶意逃避债务，有可能把优质的方便执行的资产投资于不良公司，从而换回不良股权，迫使债权人在不良债权与不良股权之间作出艰难选择。因此，修订后的《公司法》也规定了相应的救济之道和替代性、配套性、支持性的制度安排，如强化公司高管人员和控股股东的诚信义务及责任追究机制等。

（五）引入了中介机构弄虚作假将承担赔偿责任

由于种种原因，中介机构有时出具虚假的验资证明、评估报告等材料，使公司债权人对公司资本的真实情况产生误解，给债权人造成损失。法律就此作出规定，中介机构为此应当承担相应的赔偿责任。

法律规定，承担资产评估、验资或者验证的机构提供虚假材料的，由公司登记机关没收违法所得，处以违法所得一倍以上五倍以下的罚款，并可以由有关主管部门依法责令该机构停业、吊销直接责任人员的资格证书，吊销营业执照。

法律同时规定，承担资产评估、验资或者验证的机构因其出具的评估结果、验资或者验证证明不实，给公司债权人造成损失的，除能够证明自己没有过错的外，在其评估或者证明不实的金额范围内承担赔偿责任。

从这里可以看出，修订后的《公司法》在立法精神上更加强调了股东对公司行为的自治决定权，并且通过减少行政干预，鼓励建立有特色的公司治理，使公司行为更加符合理性和规范；在公司并购重组的政策上，突出了不同所有制公司的平等性原则。修订后的《公司法》对中介机构责任追究机制的引入，对于规范公司并购重组市场无疑起到了积极作用。

二、修订后的《证券法》对公司并购重组监管的制度改进

（一）公司再融资制度的创新

降低公司再融资门槛，引进非公开发行方式

修订后的《证券法》为上市公司再融资取消了一系列的限制，并增加了

融资渠道。以往法律规定，若是配股，近3年净资产收益率必须在6%以上；若是增发和发行可转债，上述指标必须在10%以上。而修订后的《证券法》不再规定该等硬性指标。以往法律规定，配股需间隔12个月，增发等需间隔一个会计年度。而修订后的《证券法》也明确取消了这些条件。这显然极大地方便了上市公司根据实际需要自主地决定融资。可以预见，主管部门对该类融资的审核的时间长度也将相应缩短。

值得一提的是，修订后的《证券法》还大大增加了上市公司的再融资方式，而大大拓宽了上市公司的再融资渠道。以往法律规定，上市公司再融资只有增发、配股、发行可转债三种渠道。而修订后的《证券法》首次明确规定，上市公司也可以非公开发行新股进行融资。在证券发行框架下，与公开发行（无论是上市公司公开发行还是非上市公司公开发行）相比，私募发行由于只针对于特定对象并由此预设了其投资者有足够的自我保护和风险承受能力的要求，故不存在为保护普通公众投资者的目的而存在的强制性信息公开制度的必要与基础，因此也无须经过严格的发行审批和复杂的发行程序（各国通常对其豁免注册登记）及为此付出高昂的发行成本。而且，由于私募发行不像公开发行那样存在强制性的信息公开制度，对于有保密性需求的融资而言，企业的财务及融资信息也可实现保密。显然，私募发行融资方式所具有的这些特点和优点就为企业实现低成本、更灵活的融资提供了保障，更为高成长性的中小型企业以定向发行的方式吸引风险投资或战略投资者提供了极佳的条件。当然，与此同时，私募发行对投资者的保护较弱，投资风险较高。为降低私募投资风险，世界各国对私募发行通常规定有准入限制，主要的就是对投资者的主体资格的规定，通常要求其为符合规定的合格投资者（Qualified Investor，QI），还对私募发行投资者的数量及其持有股份的禁售期、认购股份的价格、中介机构的告知义务等方面均有适当的限定。

非公开发行的融资方式之所以颇受上市公司欢迎，是因为其所具有的下列优点：非公开发行的对价不限于现金，因此，其手段更为灵活；非公开发行不受公开发行条件的限制，因此不需要进行承销，其成本和费用较低。

但需注意的是，上市公司的非公开发行尽管也可被认为是私募发行的一种，但由于上市公司作为公众公司的特殊性，该类发行仍会影响公众股东的利益，因此其与通常意义的私募发行还是存在相当差异。根据修订后的《证券

法》，其仍必须符合由国务院证券监督管理机构制定并报国务院批准的条件，在程序上则必须按照法律的要求履行核准程序。而该等由于向特定对象发行的股票在锁定期期满后也终将公开上市交易。因此，从其程序条件而言，其更近于公开发行而不是私募发行。但考虑到非公开发行的特性，我们建议相关主管部门在相关规定中引入小额非公开发行核准豁免制度，以充分发挥非公开发行的制度优势。

（二）强化了定向增发工具在公司并购重组中的作用

从并购的角度看，上述允许上市公司以非公开发行新股的规定实际上也为上市公司以股份作为支付手段（尤其是定向增发）进行并购重组预留了法律空间。从实践中看，上市公司以定向增发为手段引入战略投资者进行并购重组已相当常见。上市公司以该种手段进行并购重组的优越性在于，以定向增发的股份作为并购重组的对价，可以大大减轻上市公司因并购而发生的现金支付压力。而且，以定向增发的股份置换目标公司的核心优质资产更可有助于上市公司资产质量的提高，增强公司的盈利能力和持续发展能力。对于针对上市公司集团之外的定向增发而言，其可有助于上市公司实现横（纵）向兼并，做大做强；对于针对集团之内的定向增发而言，则其可帮助实现上市公司集团整体上市的目标。可以想见，随着修订后的《证券法》的颁布实施，定向增发作为上市公司并购重组的重要手段将得到广泛的运用。

第二节 新修订的《上市公司收购管理办法》对并购制度的改进

为了规范上市公司收购活动，保护上市公司和投资者的合法权益，维护证券市场秩序，发挥证券市场优化资源配置的功能，依据新修订的《证券法》和《公司法》，在认真总结现行《上市公司收购管理办法》执行3年多来的经验的基础上，中国证监会于2005年开始对《上市公司收购管理办法》进行修订。经过近一年的修订完善，2006年9月1日《上市公司收购管理办法》已正式颁布施行。

一、修订背景

资本市场近年来的并购实践向原有办法提出了新的挑战，修订并适时出台新办法成为现实的需要。中国证监会于2002年9月发布了证券市场首部专门规范上市公司收购行为的管理规定——《上市公司收购管理办法》，并于2002年12月1日开始施行。自该办法施行以来，强化了信息披露，提高了上市公司控制权变化的透明度，明确了不同收购方式下的收购程序，规范了收购人与出让人的行为，为维护证券市场秩序，保护上市公司和股东的合法权益发挥了重要的作用。但随着时间的推移，该办法在执行中遇到了一些新的问题，比如市场化程度和市场效率有待进一步提高；一些收购人缺乏实力、利用收购题材进行内幕交易；还有个别不诚信的收购人把上市公司当做“提款机”，借收购之机行掏空之实，严重侵害了上市公司和投资者的合法权益，影响了证券市场的公信力。因此，自2005年2月起，中国证监会就开始着手对《上市公司收购管理办法》进行修改，主要着眼于有针对性地解决上市公司收购中存在的突出问题，以有效规范收购行为，提高市场效率，适应国民经济战略性结构调整、转变经济增长方式、建设自主创新型国家的发展需要。

《公司法》和《证券法》“两法”的修订出台，为进一步完善收购制度提供了法律基础。在修订期间，适逢《公司法》和《证券法》修订，为完善上市公司收购制度提供了有力的法律保障。“两法”的修订赋予监管部门更多的监管责任，也为证监会不断转变监管方式提供了法律支持。特别是《证券法》对上市公司收购制度作出了重大调整，将收购人持股比例超过30%的，须履行强制性全面要约义务调整为强制性要约方式，有利于活跃上市公司并购活动，为《上市公司收购管理办法》的修订奠定了法律基础。

2005年10月，国务院批转了中国证监会《关于提高上市公司质量的若干意见》（以下简称国务院34号文），国务院34号文对提高上市公司质量提出了新的、更高的要求，为新办法的修订出台提供了一个良好的外部环境。国务院34号文对上市公司收购兼并明确提出“积极推出市场化创新工具，支持上市公司通过多样化的支付手段进行收购兼并，提升公司的核心竞争力，实现可持续发展”的要求。可以说，推动上市公司通过收购兼并提高质量，做优做大做强，形成一批有竞争力的行业龙头企业，夯实证券市场基础，提高我国综

合国力和国际竞争力，已成为国家的战略发展要求。因此，贯彻落实国务院34号文自然成为新办法修订的纲领性指导文件，为新办法的修订指明了方向。

股权分置改革的顺利推进，为并购活动的活跃提供了一个更为完备的市场空间和制度基础。随着股权分置改革的顺利进行，证券市场全流通的新局面即将出现，证券市场的环境发生了重大变化，上市公司股权结构逐步分散化，股权的流动性不断增强，证券市场恢复了价值发现的功能，促使收购和反收购活动更加活跃，证券市场优化资源配置的基础性功能将得以凸显。因此，本次《上市公司收购管理办法》的修订，也是为适应股权分置改革后全流通的证券市场新局面的需要，是中国证监会完善证券市场基础性制度建设的重大举措之一。

二、修订原则

《证券法》第四章“上市公司的收购”，是规范上市公司收购行为的立法基础，不仅对上市公司收购行为作出原则性规定，而且考虑到上市公司收购活动的复杂性，授权中国证监会“依照本法的原则制定上市公司收购的具体办法”。本次修订工作遵循以下原则：

（一）体现鼓励上市公司收购的立法精神

根据新修订的《证券法》对上市公司收购制度所作出的重大调整，将强制性全面要约收购制度，调整为强制性要约方式，收购人可以根据自己的经营决策自行选择向公司所有股东发出收购其全部股份的全面要约，也可以通过主动的部分要约方式取得公司控制权，从而大大降低收购成本，减少收购人规避动机，避免复杂的审批程序，有利于活跃上市公司收购活动。

（二）在维护证券市场公平的基础上，提高市场效率

为顺应我国国民经济结构性的重大战略调整，发挥证券市场促进资源流动和优化配置的基础性功能，征求意见稿基于强制性信息公开披露、程序公平、公平对待股东等方面维护市场公平，在将强制性全面要约义务改为要约方式的同时，转变监管方式，基于重要性原则，根据持股比例的不同采取不同的监管方式，简化中国证监会审核程序、发挥财务顾问的作用，提高市场效率。

（三）解决上市公司收购中存在的突出问题

针对上市公司收购中存在的收购人无实力、不诚信，甚至掏空上市公司的问题，征求意见稿通过要求收购人提交一系列证明文件，对收购人的主体资格

予以规范，将存在证券市场失信行为、无实力、与上市公司存在利益冲突的收购人排除在证券市场之外。

（四）强化财务顾问对收购人事前把关、事后持续督导的作用

明确财务顾问在上市公司收购中的责任，对其如何履行持续督导责任作出明确要求，通过运用市场的力量加强对收购人的行为约束。

（五）适应股权分置改革后的上市公司股份全流通的新局面

在全流通的市场环境下，收购方式将呈多元化，征求意见稿明确对通过二级市场收购流通股的举牌收购实行事后监管，同时引入换股收购、非公开发行购买资产等创新方式，为市场化的并购预留了空间。

三、新修订的《上市公司收购管理办法》的适用范围和整体框架

（一）适用范围

新修订的《上市公司收购管理办法》适用于投资者对在境内证券交易所上市交易的上市公司的收购行为，不适用于收购仅在境外发行并上市的H股、N股等公司。该办法规范的是取得上市公司控制权的收购活动及相关权益变动活动的信息披露行为，着重对要约收购、协议收购和间接收购予以规范。

（二）整体框架

新修订的《上市公司收购管理办法》共十章，包括总则、权益披露、要约收购、协议收购、间接收购、豁免申请、财务顾问、持续监管、监管措施与法律责任、附则。同时，中国证监会还发布了与新办法相配套的5个信息披露准则，即《权益报告书》、《上市公司收购报告书》、《要约收购报告书》、《被收购公司董事会报告书》和《豁免要约收购申请文件》。

四、新修订的《上市公司收购管理办法》的要点

本次修订的《上市公司收购管理办法》核心是根据《证券法》的调整，从原规定的收购人持股比例超过30%的须履行强制性全面要约义务，调整为仍须采取要约方式，但不强制收购人承担对全部有意出售股份的收购义务。收购人在持股达到30%时，拟继续收购的，可以自行选择向公司所有股东发出收购其全部股份的全面要约，也可以通过主动的部分要约方式取得公司控制权，从而大大降低了收购成本，有利于活跃繁荣并购活动的开展，推进资源的

优化配置。新修订的《上市公司收购管理办法》要点主要体现在以下七个方面：

（一）进一步转变监管方式和推进并购的市场化进程，切实提高市场效率

根据新修订的《上市公司收购管理办法》，中国证监会对上市公司收购活动的监管方式，发生了两个重要变化：一是从中国证监会直接监管下的全面要约收购，转变为财务顾问把关下的部分要约收购；二是从完全依靠中国证监会的事前监管，转变为中国证监会适当的事前监管与强化的事后监管相结合。这两个变化，标志着中国证监会对上市公司的并购监管向市场化方向迈进了更大的步伐。

新修订的《上市公司收购管理办法》基于重要性原则，根据投资者持股比例的不同，采取不同方式对上市公司控制权的变化进行监管。对于未达到30%的控制权变化，监管部门实行事后监管，强化信息披露要求，发挥财务顾问的积极作用；对于超过30%的控制权变化，须依法报经中国证监会审核，收购人须聘请财务顾问进行核查并履行持续督导责任。

根据《证券法》的授权，中国证监会基于证券市场发展和投资者保护的需要，可以免除收购人发出收购要约。在新修订的《上市公司收购管理办法》中，中国证监会将慎重使用豁免权，根据公司控制权的转让是否在不同利益主体之间进行，来判断上市公司的实际控制权是否发生变更，进而作出是否予以豁免的决定。

（二）充分发挥市场机制的作用，建立和完善财务顾问制度

推进市场化并购重组，需要形成真正的市场约束机制，因此，本次修订的重要内容之一是，建立财务顾问对收购人事前把关、事后持续督导的责任制。强调财务顾问要“明责、尽责、问责”，强化财务顾问等专业机构为投资者服务、为增加并购透明度服务的积极作用，充分发挥市场机制对上市公司收购活动的约束作用，提高市场效率。

新修订的《上市公司收购管理办法》要求收购人必须聘请财务顾问，由财务顾问负责对收购人的主体资格、收购目的、实力、诚信记录、资金来源和履约能力六个方面进行尽职调查，关注收购中收购人是否存在不当行为，对收购人及其主要负责人进行证券市场规范运作的辅导，并对收购人在收购完成后的12个月内进行持续督导，防止收购人侵害上市公司和中小股东的合法权益。

通过建立市场信用机制，形成财务顾问对收购人进行筛选，使无实力、不诚信的收购人排除在证券市场之外。在此过程中，如财务顾问把关不严，未做到勤勉尽责，将直接影响到其业务资格。此外，有关上市公司并购重组财务顾问业务管理办法也将陆续发布，以切实规范并购活动中的财务顾问行为。总之，充分发挥财务顾问在并购重组中的把关作用，强化财务顾问在上市公司收购中的责任，体现了中国证监会通过运用市场力量，加强对收购人的行为约束和建立市场信用机制的监管导向。

（三）充分体现《证券法》的立法精神，切实有效保护中小股东的合法权益

此次办法的修订，完全秉承了《证券法》的本意，将强制性全面要约调整为由收购人选择的要约收购方式，赋予市场主体更多的发挥空间，降低了交易成本；同时强化了外部治理和刑事法律责任制度，充分体现了强化市场机制的作用，加强市场主体自主创新和自我约束的价值取向和立法精神。与此同时，针对上市公司收购中存在的收购人无实力、不诚信，甚至掏空上市公司的行为，新修订的《上市公司收购管理办法》从保护投资者利益和完善市场诚信体系建设出发，对收购人的主体资格进行规范，细化了对一致行动人的界定，进一步加大了公司控制权变化的透明度。明确收购人存在到期不能清偿数额较大债务，且处于持续状态的、最近三年有重大违法行为或涉嫌有重大违法行为或有严重的证券市场失信行为的，不得收购上市公司。同时，要求收购人必须提供最近两年控股股东或控制人未变、最近三年诚信记录及财务顾问的核查意见，以切实把好“入门关”，坚决把不诚不信之徒拒之门外。

此外，针对现阶段一些收购人采取分期付款安排，先行控制上市公司之后，侵占上市公司资金用于收购的“空手道”问题，《上市公司收购管理办法》要求收购人在过户时必须足额付款。这是在社会信用机制不完善的特殊时期，中国证监会提出的旨在保护上市公司和股东利益不受侵害的特别要求。

（四）改进监管机构的执法方式，强化事后监管力度

新修订的《上市公司收购管理办法》，在减少监管部门对上市公司收购活动事前审批的同时，根据《证券法》强化法律责任的规定，通过加大持续监管力度和制定多层次的监管措施，强化了事后监管。除要求财务顾问履行持续

督导责任外，也加大了中国证监会地方派出机构对财务顾问和收购人的持续监管责任。

新修订的《上市公司收购管理办法》从收购人及相关信息披露义务人、上市公司董事、专业机构、原控股股东四类人员入手，规定了监管措施和法律责任，包括监管谈话、出具警示函、责令暂停或停止收购、不适当董事人选、限制收购人表决权的行使、警告、罚款、市场禁入、暂停或撤销专业机构业务资格，并将记入诚信档案，以形成有效的市场约束。对于涉嫌虚假披露、内幕交易、操纵市场等违法行为的，中国证监会将立案稽查，依法追究相关机构和人员的法律责任。

（五）丰富收购工具和收购手段，进一步鼓励市场创新

明确收购人可以通过取得上市公司向其发行新股的方式获得公司控制权，并可免予履行要约收购义务；鼓励上市公司通过定向发行，改善资产质量，优化股权结构；允许收购人以证券作为支付手段收购上市公司（即换股收购），有效解决了上市公司并购手段不足的问题，有利于发挥证券市场优化配置资源的功能。

（六）对管理层收购严格监管，强化公司治理要求

新修订的《上市公司收购管理办法》对管理层收购持谨慎态度，在公司治理、批准程序、信息披露、公司估值等方面作出特别要求：第一，在公司治理方面，要求上市公司应当具备健全且运行良好的组织机构以及有效的内部控制制度，独立董事的比例应当达到董事会成员的1/2以上；第二，在批准程序上，要求2/3以上的独立董事赞成本次收购，经出席公司股东大会的非关联股股东半数通过，独立董事应当聘请独立财务顾问出具专业意见；第三，增加信息披露的要求，要求董事和高管人员及其亲属就其在最近24个月内与上市公司业务往来情况、定期报告中就管理层还款计划落实情况等予以披露；第四，必须聘请会计师和评估师提供公司估值报告；第五，要求财务顾问进行持续督导；第六，对于管理层存在《公司法》第一百四十七条、第一百四十九条规定不履行诚信义务情况的，禁止收购上市公司。

（七）强调董事诚信义务，适度限制反收购

考虑到《证券法》的修改和全流通的市场环境，收购人通过要约、二级市场等多种方式进行敌意收购取得上市公司的控制权将成为可能，因此，

新修订的《上市公司收购管理办法》不再禁止董事会提出有关反收购的议案，但必须经股东大会批准方可采取反收购措施，并且对反收购活动作出原则性规定，要求被收购公司董事会针对收购所作出的决策及采取的措施，应当有利于维护本公司及其股东的利益，不得滥用职权对收购设置不适当的障碍。

五、新修订的《上市公司收购管理办法》对证券市场发展的意义

自2002年出台《上市公司收购管理办法》以来，市场不断尝试并购重组创新活动，先后有鞍钢、本钢等公司，通过向集团公司定向发行新股方式，实现了钢铁业务的整合；邯钢等公司回购流通股；TCL集团通过IPO吸收合并上市子公司实现整体上市；中石油、中石化通过主动要约收购下属上市子公司，有效解决关联交易和同业竞争问题，实现集团一体化管理；百联集团下属上市公司吸收上市公司等案例，最近还将有上市公司吸收合并母公司的案例出现。这些市场化的并购活动已经成为证券市场的热点和亮点，近来一些证券公司也在考虑如何利用资本平台实现资本的持续扩张，从而不断做大做强，等等。

在这样的背景下，新修订的《上市公司收购管理办法》确立了以市场化为导向的上市公司收购制度，这必将在以维护市场秩序和市场公平为出发点，以切实保护上市公司和投资者的合法权益为基础，为各市场主体积极主动地进行自主创新提供更为良好的制度环境，从而促进上市公司中的优势群体借助资本市场的平台快速成长，优化国民经济和证券市场发展的微观基础，增强证券市场的活力和吸引力，形成证券市场的良性循环，提高我国产业集中度，增强我国经济的整体实力和国际竞争力，发挥证券市场在国民经济发展中无可替代的重要作用。

（一）贯彻落实《关于提高上市公司质量的若干意见》（国务院34号文）提出的不断推出市场化创新工具的要求，推进上市公司并购重组，提升上市公司的核心竞争力

对于改制不彻底的上市公司来说，可以通过向控股股东定向发行股份收购与上市公司业务相关的资产，一方面有利于控股股东保持控制权；另一方面也有利于实现整体业务上市，增强上市公司经营独立性，避免关联交易和同业竞争问题。对于绩优公司来说，通过定向发行进行同行业或相关行业的并购，以

增强公司的核心竞争力，有利于公司做优做大做强；对于绩差公司来说，可以通过向重组方发行股份，购买其优良资产，使重组方借“壳”上市，在获取上市公司控制权的同时，可以改善公司资产质量、提升公司业绩，增强公司持续发展和盈利能力，为此，我们将在认真总结市场经验的基础上，进一步完善定向发行的相关规则，以适应活跃并购重组市场的内在要求，推动资源的不断优化配置。

（二）配合股改和清欠工作，加快解决历史遗留问题，切实提升公司的投资价值

股改和清欠是国务院部署的证券市场2006年必须完成的两项重大任务，我们要把并购重组工作与股改、清欠工作相结合，鼓励市场主体通过创新的并购重组手段，努力解决上市公司的历史遗留问题。在法律框架允许的范围内，从实际出发，完善现有规则，充分保护上市公司和全体股东的合法权益。对凡是有利于上市公司的发展，有利于全体股东利益的保护，有利于资本市场的稳定发展的创新，都将给予积极的支持和切实的规范，进一步推进股改和清欠工作向纵深发展。

（三）努力适应证券市场全流通的新形势，进一步活跃并购市场，不断提高上市公司质量

当前，股权分置改革正在顺利推进，上市公司大股东占用等一些问题也在着手加快解决，这都为上市公司更加规范运作、持续发展创造了前所未有的历史性机遇。但一些制约经济发展的长期性、深层次的矛盾依然存在，上市公司整体结构不合理，整体质量还不高，行业集中度偏低，自主创新能力还不强，即使是大企业，与国外跨国公司相比，规模也相对较小，管理、技术、设备相对落后，在竞争中处于劣势。因此，推动上市公司整体结构的改善和整体质量的提高，客观上需要并购重组发挥更大更为积极的作用。尤其是在全流通的市场条件下，应加快构建有利于上市公司并购重组的外部环境，让上市公司充分用好资本市场和商品市场两种资源，通过横向、纵向、混合等多种并购联合和重组，集合企业的生产要素，盘活存量资产，引入增量资源，实现协同效应和规模效应，提升公司的核心竞争力，取得更快发展，促进资本市场整体结构的调整，提升资本市场投资品的内在价值，进一步增强资本市场的吸引力。

第三节　新出台的《上市公司重大资产重组管理办法》解读

为了贯彻落实《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》（国发［2004］3号）和《国务院批转证监会关于提高上市公司质量意见的通知》（国发［2005］34号）的具体要求，进一步发挥证券市场价格发现、资源优化配置的功能，推动上市公司进行有利于其可持续发展的并购重组，促进上市公司质量不断提高，中国证监会在2001年发布的《关于上市公司重大购买、出售、置换资产若干问题的通知》（以下简称105号文）基础上，结合《证券法》、《公司法》、《上市公司收购管理办法》及新会计准则的修订和颁布给上市公司监管的法制环境所带来的新变化、股权分置改革基本完成和全流通市场环境下所面临的新课题，以及全面总结中国证监会并购重组监管工作的实践经验并充分考虑上市公司并购重组的实际需要，拟定了《上市公司重大资产重组管理办法》（以下简称《重组办法》）及其配套文件。

一、起草背景和过程

中国证监会对上市公司重大资产重组的监管始于1998年，并先后出台了三个规范性文件，对重大资产重组的监管经历了从审批制（1998年26号文）到事后备案制（2000年75号文）再到事中审核备案制（2001年105号文）的演变，走过了从严格审批到放松管制再到鼓励与规范并举的历程。2001年发布的105号文，对重大资产重组的条件、必须履行的程序、中介机构的责任、信息披露的内容及报送文件要求等进行了规定。从实施后的运行情况和效果来看，105号文及其相关配套文件对于遏制上市公司虚假重组、推动实质性重组起到了积极作用。通过资产重组，上市公司调整了资产结构，改善了资产质量，提升了经营业绩，一些公司免予退市，在相当程度上化解了证券市场的风险，市场对此予以积极肯定。但另一方面，随着上市公司并购重组外部环境的发展变化，105号文在执行过程中也面临一些新问题，需要中国证监会根据宏观政策、相关制度建设和市场环境的变化对上市公司并购重组的政策进行反思和调整。

为此，中国证监会自2003年起对105号文进行了修订。在会签过程中，法律部提出鉴于中国证监会对上市公司重大资产重组已有多年的监管经验，可以考虑制定《重组办法》。根据2003年第18次主席办公会议的指示精神，中国证监会在征求会内相关部门和部分中介机构、上市公司意见的基础上，拟定了《重组办法》及其配套文件，并获得中国证监会2004年第130次主席办公会议原则通过。根据该次会议指示，中国证监会会同法律部、会计部对《重组办法》进行了修改和完善，并拟提请对外发布。

但是，考虑到自2005年以来我国资本市场法律制度环境发生的深刻变化以及股权分置改革和全流通给证券市场带来的新课题，围绕上市公司的利益博弈机制发生了转折性变化，大股东与上市公司、其他股东的利益趋于一致，各市场参与主体对提高上市公司质量的认识及动力更加深刻和迫切，顺应新形势下的上市公司并购重组制度创新和业务创新也在积极推进中。因此，中国证监会在及时总结有益经验的基础上，将现阶段被市场广泛认可的有关并购重组制度创新的内容也吸收进《重组办法》。根据中国证监会2007年第211次主席办公会议的指示精神以及《关于在发行审核委员会中设立上市公司并购重组审核委员会的决定》的规定，在与发行部拟定的《上市公司非公开发行股票实施细则》相协调的基础上，中国证监会又对《重组办法》做了进一步的修改、补充和完善，形成了《重组办法（征求意见稿）》。该稿于2007年9月17日向社会公开征求意见，投资者和社会各界反应积极。中国证监会在汇集整理各界意见的基础上，组织了由上市公司、中介机构和专家代表参与的专题座谈会，对《重组办法》的若干重点问题进行了深入研讨。经过认真研究，中国证监会进一步完善了《重组办法》的若干条文，经2008年3月24日中国证券监督管理委员会第224次主席办公会议审议通过，自2008年5月18日起施行。

二、《重组办法》的指导思想

鉴于上市公司并购重组的外部环境已发生重大变化，资本市场已进入全流通时代，上市公司大股东与广大中小股东之间具有共同的利益基础，向上市公司注入优质资产、提高上市公司质量的动力不断增强，作为证券市场基石的上市公司价值日益凸显，中国证监会有必要根据市场发展的实际情况和客观需要并在吸收以往有益经验的基础上制定和完善《重组办法》，为支持和规范上市

公司通过并购重组做优做强和切实提高质量提供更多的途径和手段。

《重组办法》的指导思想在于：通过规范的方法及加强对市场主体的约束来鼓励和引导上市公司进行实质性重组，增强上市公司的持续经营能力，切实改善上市公司质量；丰富并购重组工具和手段，积极鼓励上市公司进行以市场为导向、有利于持续发展的并购重组创新；强化中介机构职责，充分发挥市场机制对上市公司并购重组的约束作用，推进并购重组的市场化进程。中国证监会监管的核心在于重组是否有利于上市公司的持续发展及交易定价是否公允。具体如下：

1. 鼓励上市公司进行规范化的实质性资产重组，增强上市公司的持续经营能力，做优做强，切实改善上市公司质量；

2. 丰富并购重组工具和手段，积极鼓励上市公司进行以市场为导向、有利于持续发展的并购重组创新，充分引导和发挥市场主体的积极性，增强市场活力，推进建立市场化的重组利益机制；

3. 规范和引导中介机构认真履行职责及发挥积极作用，通过对其“明责、尽责、问责”的要求，充分发挥市场机制作用，形成市场力量的自我约束；

4. 进一步明确有关审核标准，提高审核效率和监管的透明度，强化持续监管力度，维护证券市场秩序，保护投资者合法权益。

三、《重组办法》的主要内容

《重组办法》包括总则、重大资产重组的原则和标准、重大资产重组的程序和信息披露、重大资产重组的信息管理、发行股份购买资产的特别规定、重大资产重组后申请发行新股或者公司债券、监督管理和法律责任、附则共八章56条。主要规定了以下几方面的内容：

（一）将事中审核备案制调整为事后核准制

在监管理念上，本次《重组办法》将105号文规定的事中审核备案制调整为事后核准制，旨在推进上市公司并购重组监管的市场化进程，尊重股东自治，充分发挥市场主体的积极性，增强市场活力。与此相配套，《重组办法》规定了中介机构职责，建立了财务顾问对并购重组把关及事后持续督导的责任，并强化了财务顾问的“明责、尽责、问责”机制。

此外，在目前上市公司治理存在较大缺陷、外部监督不健全、市场化的约

束机制尚未有效建立、中小股东缺乏有效的救济手段的市场环境下，实行事后核准制可以对上市公司虚假重组起到有效的震慑作用，对于存在重大法律障碍、可能损害上市公司及中小股东合法权益的重组行为，中国证监会可以根据国务院的授权不予核准。

（二）在交易定价可能有失公允的情况下，引入关联股东回避表决以及网络投票机制；针对交易对方可能操纵标的资产评估作价的情况，要求交易对方与上市公司就相关的补偿问题作出明确安排

当前，资产交易定价不公允、利用关联交易非关联化来掏空上市公司的问题日益突出，在中国证监会监管手段有限、证据不够充分、对交易定价难以作出实质性判断的情况下，强调资产重组作为重大事项需要股东大会特别表决机制，即须取得经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过并引入关联股东回避表决机制。此外，规定上市公司就重大资产重组事宜召开股东大会的，应当提供网络或者其他方式为股东参加股东大会提供便利，通过方便股东行使权利的有效方式，加强股东自治，真正形成市场主体的自我约束。

同时，在相关评估准则尚未出台的情况下，《重组办法》要求提供盈利预测、要求董事会对评估机构的独立性、评估假设前提的合理性等发表意见，并对资产评估方法作出了较严格的限定。此外，要求上市公司在有关年度的年度报告中单独披露购入资产的实际盈利与资产评估报告或者盈利预测报告中预测数的差异情况，并由会计师事务所对此出具专项审计意见。通过事后责任追究机制，防止相关当事人和相关中介机构不负责任地出具缺乏充分根据的盈利预测报告、资产评估报告，切实维护上市公司和中小股东的合法权益。

另外，对资产评估机构采取收益现值法、假设开发法等基于未来收益预期的估值方法对拟购买资产进行评估并作为定价参考依据的，除要求上市公司在年度报告中单独披露相关资产的实际盈利与评估报告中利润预测数的差异情况并由会计师事务所对此出具专项审核意见外，还要求交易对方与上市公司就相关资产的实际盈利数不足利润预测数的情况作出明确可行的补偿安排。

（三）提高监管效率和透明度

1. 优化重大资产重组的计算指标

105 号文规定上市公司进行购买、出售、置换资产达到资产总额、资产净额和主营业务收入三个指标变动达到 50% 以上的，即构成重大资产重组。考

虑到有些ST公司资产净额较小，一项金额不高的资产交易也很容易达到重大重组标准，这样既影响公司的运作效率，也不利于中国证监会优化配置监管资源，因此《重组办法》规定，标的资产净额达到上市公司净资产额50%以上且超过5 000万元的，才认定为构成重大重组。

2. 取消连续停牌机制，保证投资者的交易机会

105号文规定，须提交上市公司并购重组审核委员会（以下简称并购重组委）审议的重大资产重组，公司股票自重组方案披露之日起连续停牌，直至中国证监会审核完毕。当时引入连续停牌机制的初衷在于降低中国证监会在审核期间成为内幕人的风险。但从实际情况看，无须经并购重组委审核的重组方案因信息已充分披露，在中国证监会审核期间及通过后，公司股价走势平稳；对于须经并购重组委审核的重组方案，也可通过信息披露和短期停牌解决信息不对称问题。因此，《重组办法》取消了长期停牌机制。

3. 加强重大资产重组信息披露的及时性、公平性，增加市场透明度

《重组办法》规定，上市公司实施重大资产重组，有关各方必须真实、准确、完整、及时、公平地披露或者提供信息，不得有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏；在董事会就重组事宜作出公告前，相关信息在媒体上传播或者公司股票交易出现异常波动的，上市公司应当立即将有关计划、方案或者相关事项的现状及可能影响事件进展的风险因素等予以公告。

此外，上市公司在收到中国证监会关于召开并购重组委会议审议其重大资产重组申请的通知时，应当立即进行公告并办理在并购重组委会议期间直至表决结果披露前的停牌事宜，收到并购重组委的表决结果后也应当及时公告并复牌。

4. 增强审核工作透明度

（1）细化了构成重大资产重组的其他资产交易方式的具体内容，将上市公司控股或控制的公司所进行的资产交易纳入监管范围，以减少监管盲点；

（2）重大资产重组申请的相关内容和格式准则已经制定完毕，将与《重组办法》同时公布，以增强透明度和可操作性；

（3）对中国证监会审核意见持异议的公司，可以申请提交并购重组委审议，在制度安排上保证公平性；

（4）重大资产重组的披露采取指定报刊披露与网上披露相结合的方式，

有关中介机构为本次重组出具的意见须上网披露。

5. 对虽未达标但存在严重问题的资产交易实行主动监管

对于未达到重大重组标准，但存在严重问题的资产交易（或者存在故意规避监管嫌疑的），中国证监会有权要求其补充披露相关信息、暂停交易并报送申请文件。

6. 加强派出机构和交易所的协同监管机制

为提高重大资产重组的监管效率，发挥协同监管的作用，《重组办法》明确规定，上市公司应及时就重组的后续工作情况进行披露；同时上市公司须将重大资产重组备案文件、重组实施效果等文件报送上市公司所在地的派出机构和证券交易所，以利于其进行事中实地核查和事后持续监管。

（四）积极鼓励和引导重组制度创新和业务创新

《重组办法》将市场广泛认可和接受的措施与手段加以制度化规定，使其具有更强的规范和执行效力。2006 年中国证监会启动了完成股改公司以发行股份作为支付方式向特定对象购买资产方案的试点工作，在中国证监会“窗口指导”下，自 2006 年 7 月以来，上海汽车、包钢股份、海螺水泥等 25 家公司相继公告了发行股份购买资产的方案。方案推出后，市场和各主要媒体高度关注，认为此种方式的推出，为上市公司并购重组增加了新的手段，为上市公司利用证券市场做优做强和提高上市公司质量提供了新的方式，也为市场带来了新的投资热点和主题，取得了良好的示范效果。从实施效果上看，整体效果很好，上海汽车、中宝股份通过向特定对象发行股份购买资产，实现了整体上市，总市值和股价均有大幅增长。

上市公司以发行股份作为支付方式向特定对象购买资产的目的是股权和业务整合而不是募集资金，通过向特定对象发行股份购买资产，分别可以实现整体上市、引入战略投资者、挽救财务危机公司、增强控股权等目的。这些公司的整体上市，既解决了同业竞争和关联交易问题，增强了上市公司的独立性，又极大地提高了上市公司的盈利能力和持续发展能力，增强了股市的吸引力和凝聚力。同时，与现金认购的证券发行方式形成互补，进一步丰富了上市公司做优做强的手段。发行股份购买资产制度的推出，是资本市场发生转折性变化的一个重要标志，成为推动资本市场结构性调整的一种重要手段。因此，在发现和总结试点期间各公司方案推进过程中出现问题和经验的基础上，《重组办

法》对上市公司发行股份购买资产予以制度化规范，以期更好地鼓励和引导市场创新。

（五）强化中介机构职责，确立财务顾问“明责、尽责、问责”制度，充分发挥市场机制作用，推进重组的市场化进程

《重组办法》规定，实施重大资产重组的上市公司应聘请财务顾问，其在上市公司重大资产重组中应履行尽职调查、发表专业意见、组织协调、持续督导等职责。

同时，《上市公司并购重组财务顾问业务管理办法》已经2007年7月10日中国证券监督管理委员会第211次主席办公会审议通过并自2008年8月4日起施行。该项办法在并购重组活动中引入财务顾问制度，从“明责、尽责、问责”三个方面强化财务顾问的职责和义务，细化其履行职责的程序，使其工作要求进一步标准化、格式化。通过加大事后问责力度，将使财务顾问切实承担外部监督职能，增加上市公司重组活动的透明度，进而降低中国证监会的监管风险，加快推进市场化的进程。有鉴于此，中国证监会采纳了法律部的意见，在《重组办法》中未再重复列举财务顾问的具体职责和规范标准。

（六）细化监管措施，强化对违法违规行为的惩处，维护市场秩序，切实保护上市公司和广大投资者的合法权益

针对与《重组办法》规定相违背的不规范行为，特别是违法违规行为，《重组办法》逐一提出监管措施，包括责令改正、进行监管谈话、出具警示函、警告、罚款、实施市场禁入、追究法律责任等。对中介机构的监管措施包括责令改正、没收违法所得、罚款、实施市场禁入、取消业务资格、追究法律责任等。

第四节　《上市公司并购重组财务顾问业务管理办法》解读

为充分发挥财务顾问在上市公司并购重组活动中的积极作用，强化其职责和义务，促使上市公司规范运作，维护证券市场秩序，保护投资者的合法权益，根据《公司法》、《证券法》以及证监会领导关于对财务顾问实行资格管理的指示，中国证监会拟定了《上市公司并购重组财务顾问业务管理办法》（以下简称《办法》），明确对证券公司、投资咨询机构以及其他符合条件的财

务顾问机构从事财务顾问业务实行资格许可管理，同时规定了财务顾问主办人的资格要求。现将《办法》的起草情况说明如下：

一、起草背景

（一）在上市公司并购重组业务活动中建立财务顾问制度的必要性

建立以市场主体约束为主导的市场化监管机制、减少行政审批是中国证监会推进证券市场发展的大方向。在这一过程中，财务顾问能否切实履行其职责，督促并购重组活动的相关当事人自我约束，自觉规范运作，维护市场秩序和市场公信力，是发挥市场机制有效作用的前提，是减少中国证监会行政审批、建立信用监管制度的前置条件。

由于我国上市公司内部治理普遍存在缺陷并缺乏有效的制衡机制，控股股东在并购重组中利用控制地位侵害上市公司和中小股东合法权益的问题表现较为突出。由于监管资源和手段的限制，中国证监会监管只是书面审核并辅以必要的现场核查，难以对相关事项进行有效的甄别。因此，在市场主体自律机制尚未有效建立的情况下，有必要在上市公司并购重组活动中引入财务顾问制度，强化其职责和义务，使其切实承担外部监督职能，降低中国证监会的监管风险，推动市场化进程。

（二）财务顾问在执业中存在的主要问题

从财务顾问执业的实际情况看，财务顾问未能真正发挥应有的作用，在专业水平、职业操守和风险控制等方面存在较大问题，主要表现在：（1）未做到勤勉尽责，未对并购重组事项进行充分的尽职调查，出具的报告流于形式，缺乏专业分析，未充分揭示上市公司并购重组的真实风险；（2）缺乏行业标准，财务顾问的执业水平参差不齐，特别是投资咨询机构；（3）未能提供专业化服务，也未对相关当事人进行指导和持续督导；（4）未发挥其在并购重组中的牵头人作用，未进行质量控制，申报材料制作质量低劣，导致监管资源的浪费；（5）由于缺乏财务顾问责任追究制度，部分财务顾问诚信度较低，迎合委托人的需要，未保持专业机构应有的审慎。

在此情况下，财务顾问没有也难以发挥其“第一看门人”作用，导致中国证监会在对并购重组进行审核时，耗费大量的人力和时间也难以有效释放监管风险，监管和审核效率也难以进一步提高。

二、《办法》的指导思想

建立财务顾问负责制，由财务顾问事前把关、事中跟踪、事后持续督导，通过对财务顾问和财务顾问主办人“明责、尽责、问责”的要求，形成市场力量自我约束机制，提高中国证监会监管效率，降低中国证监会的审核风险。

三、立法依据

根据《证券法》第六章、第八章对证券公司、投资咨询机构以及从业人员从事财务顾问业务的原则要求，以及第十一章法律责任的规定，中国证监会对证券公司、证券服务机构以及其他财务顾问机构从事上市公司并购重组财务顾问业务活动实行资格许可，并制定本办法。

四、《办法》的主要内容

《办法》包括总则、业务许可、业务规则、监督管理与法律责任、附则五章，主要规定了证券公司、证券投资咨询机构以及其他财务顾问机构从事上市公司并购重组财务顾问业务的资格条件以及财务顾问主办人资格条件、财务顾问及财务顾问主办人的职责和工作程序、对财务顾问、财务顾问主办人违反职业操守行为、违法违规行为的监管措施等内容。

（一）调整范围和对象

《办法》的调整范围仅限于财务顾问为上市公司收购、重大资产重组、合并、分立、股份回购等上市公司股权结构、资产和负债、收入和利润等具有重大影响的并购重组活动，提供交易估值、方案设计、出具专业意见等专业服务。

考虑到我国现阶段证券行业的发展水平，《办法》将能够从事财务顾问业务的机构范围仅限定在证券公司、投资咨询机构和其他具有独立法人资格的财务顾问机构之内。

（二）财务顾问的资格条件

由于中国证监会在制定《证券公司管理办法》中已就证券公司资质、股东和管理人员等方面作出规定，因此，《办法》仅从净资本、风险控制和内部隔离制度、会计信息真实可靠、具有财务顾问主办人的数量等方面对证券公司从事财务顾问业务的资格条件作出规定。

从目前的市场实践看，除证券公司外，从事财务顾问业务的证券服务机构主要是证券投资咨询机构和其他具有独立法人资格的财务顾问机构。现阶段，证券投资咨询机构良莠不齐，部分专注于财务顾问业务的机构，具备较强的业务能力，并积累了较为丰富的经验，在并购重组的财务顾问业务方面甚至强于证券公司；而部分面向社会公众开展咨询业务的机构，问题较多，专业水平较低，信誉不够，需要加强监管。为提高证券投资咨询机构承担风险的能力，《办法》将注册资本的要求从500万元提高为“实缴注册资本和净资产不低于500万元”。为构造良性市场竞争环境，将从事财务顾问业务的证券投资咨询机构限定在已取得中国证监会投资咨询业务许可的范围内，具有证券业务资格的人员不少于20人，其中，具有从事证券业务经验3年以上的人员不少于10人，财务顾问主办人不少于5人。

对于其他财务顾问机构，除符合证券投资咨询机构要达到的一些基本条件外，还要求其从事公司并购重组财务顾问业务（而不仅仅是上市公司并购重组财务顾问业务）3年以上；最近3年每年财务顾问业务收入不低于100万元；专门从事审计、评估、法律服务的机构申请成为财务顾问应当另行成立专门机构。

此外，证券公司、投资咨询机构或其他财务顾问机构受聘担任上市公司独立财务顾问时，还须保持独立性，不存在股权、人员、业务等影响其独立性的消极情况。

（三）财务顾问主办人的资格条件

由于影响财务顾问执业质量的关键是其执业人员，《办法》确立了财务顾问主办人制度，要求财务顾问机构必须具有一定数量的财务顾问主办人方可开展业务。

财务顾问主办人须“具备中国证监会规定的投资银行业务经历”，具体标准中国证监会在《关于实施〈上市公司并购重组财务顾问业务管理办法〉若干问题的规定》中予以界定。同时，为了引导财务顾问机构做专做强做大、突出上市公司并购重组业务经验在财务顾问主办人资格条件中的重要性，我们将在具体标准中重点考察从事上市公司并购重组财务业务的经历。

此外，《办法》还要求财务顾问主办人必须通过资格考试，未负有数额较大到期未清偿的债务，并须经过所任职的机构的推荐，以期达到机构与个人在

责、权、利方面的平衡，降低执业人员的非正常流动对财务顾问机构的业务造成不良影响。

（四）建立“明责、尽责、问责”制度

1. 明确基本职责

《办法》明确了财务顾问应当履行的六项基本职责，包括尽职调查、提供专业化服务、规范化运作辅导、发表专业意见、组织协调、持续督导。

（1）尽职调查：财务顾问机构必须对受委托的相关业务活动进行尽职调查，在充分调查的基础上审慎评估项目风险；

（2）提供专业化服务：为委托人提供专业化服务，帮助委托人做好方案设计，分析相关业务活动所涉及的法律、财务、经营风险，提出对策，指导委托人制作申报文件，进而提升整个市场的专业化水平；

（3）规范化运作辅导：由于收购人和重组方（委托人）一般为初次进入证券市场，不熟悉证券市场的法律法规和相关的监管要求，因此，财务顾问应当向委托人及其高管人员讲解有关法律法规和监管部门的要求，使其充分了解应承担的义务和责任，督促其履行相关义务，以保证上市公司的规范运作；

（4）发表专业意见：在程序上，要求财务顾问机构必须进行验证，对申报材料和方案设计进行把关，出具的财务顾问报告必须客观公正，充分揭示相关业务活动的重大风险；

（5）组织协调：为提高工作效率，规定财务顾问负责代表委托人向中国证监会报送申报材料的，在审核中，财务顾问应做好牵头人，根据中国证监会审核意见，组织、协调委托人及其他中介机构予以答复；

（6）持续督导：依据中国证监会规定，财务顾问负有持续督导责任的，在相关业务活动完成后，财务顾问负责持续督导上市公司及相关当事人规范运作、信守承诺及履行相关义务，遵守公司治理的要求。

2. 细化尽责的最低要求

《办法》细化了履行上述六项基本职责的具体要求，提出了执业的基本规范，规定了财务顾问应履行的工作程序和内控制度要求，通过尽职调查制度、内核机构审查、内部报告、内部检查及保留完整工作档案的规定，以确保财务顾问机构及其财务顾问主办人切实履行职责。同时，要求内核机构必须独立于财务顾问业务部门，以保证内部管理应有的制衡和风险控制；要求健全内部检

查制度，以确保财务顾问主办人履行持续督导的责任。

此外，为使财务顾问的权利和义务对等，《办法》要求财务顾问机构可以和委托人就应提供的资料和责任划分作出约定，委托人应当配合财务顾问机构进行尽职调查，提供必要的证明文件，并接受其持续督导，从而为中介机构说真话提供保障。在财务顾问机构与其他中介机构的责任划分上，《办法》明确各中介机构各自承担自己应负的责任，但财务顾问机构的专业判断与其他中介机构存在重大差异时，可以自行聘请相关中介机构进行复核。

3. 强化责任追究和持续监管

根据《证券法》的相关授权规定，《办法》针对财务顾问及其主办人在执业中的不当行为及违法违规问题，规定了不同的监管措施，主要包括监管谈话、出具警示函、责令改正、责令公开说明、责令定期报告等，被采取责令改正措施的，在改正期间或未按照要求完成整改并经中国证监会验收合格之前，不得接受新的上市公司并购重组财务顾问业务。财务顾问及其财务顾问主办人被中国证监会采取上述监管措施的，还将记入其诚信档案。此外，《办法》还规定了财务顾问及其财务顾问主办人可能被采取监管措施的若干情形，对于虚假陈述、内幕交易、操纵、欺诈等严重违法违规行为，则明确按照《证券法》的相关规定处罚。

为促使财务顾问持续规范运作，《办法》对财务顾问的持续监管作出规定。对不再符合《办法》规定条件的财务顾问，采取责令改正措施；责令改正期满后，仍不符合规定条件的，则撤销其从事上市公司并购重组财务顾问业务资格。

（五）财务顾问的收费

考虑到不同情形下财务顾问业务的复杂程度和风险、责任差异较大，且财务顾问业务属于商业活动，有关财务顾问业务的收费标准，不宜在《办法》中作出明确规定，《办法》仅要求证券经营机构应当按照所承担的责任和风险与委托人商议财务顾问报酬，为防止财务顾问竞相压低收费进行不正当竞争，《办法》要求财务顾问不得以明显低于行业水平等不正当竞争手段招揽业务，并将不正当竞争列入采取监管谈话、出具警示函、责令改正等监管措施的若干情形之中。

此外，为发挥行业自律组织的作用，《办法》明确规定中国证券业协会可

以制定财务顾问执业规范。财务顾问可以申请加入中国证券业协会，并遵守其制定的自律规范。通过自律组织的配合，形成监管合力。

第五节　监管部门出台的其他有关公司并购监管制度

中国证监会、国资委、中国人民银行、商务部、国家外汇管理局等政府部门按照职责划分，也是上市公司并购重组的监管部门。

从上述部门对公司并购重组行为监管的思路看，提高上市公司的质量是管理层的头等大事，《上市公司信息披露准则》、《上市公司治理准则指引》、《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》、《上市公司董事长谈话制度实施办法》和《亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法》等有关规范上市行为的政策法规接连出台，以及最近对上市公司内部治理的检查，反映了管理层对提高上市公司质量的紧迫心情。但是上市公司行为的规范和业绩的提升并非一朝一夕之事，因此，对上市公司的规范措施的出台，反而在短期内加速了市场下跌。因此，要快速提升上市公司质量，重拾市场信心，重振市场，必须另寻捷径。于是依靠外力的实质性资产重组和外资并购这种能快速改善上市资产质量、经营业绩和股权结构以及内部治理规范就成了专家学者和管理层首选之策。

为支持上市公司进行实质性重组，监管层出台了一系列的政策措施。2001年12月10日中国证监会发出了《关于上市公司重大购买、出售、置换资产若干问题的通知》（证监公司字［2001］105号），要求上市公司按新通知的要求规范公司的资产重组行为；2002年3月，中国证监会设立上市公司重大重组审核工作委员会，专门对上市公司达到特定比例的重大购买、出售、置换资产行为进行审核，规范上市公司重组行为，鼓励实质性重组；2002年5月24日，证监会发布《股票发行审核委员会重大重组审核工作委员会工作程序》；2002年7月27日，证监会发出《上市公司收购管理办法》，由于《上市公司收购管理办法》对上市公司收购的原则、程序等操作性问题作了详细的规定，可操作性强，其正式出台大大推动了上市公司的并购重组行为，促进资本市场结构调整和资源优化配置。

关于《上市公司收购管理办法》已有专节进行了介绍，以下选取其他有

关公司并购重组监管制度中比较典型的改进部分进行简要说明。

一、《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》

2005 年 12 月 31 日，商务部、中国证监会、国家税务总局、国家工商行政管理总局、国家外汇管理局五部委联合发布《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》，并将于发布之日起 30 日后实施。中国证监会、商务部、国家税务总局、国家工商总局、国家外汇管理局五部委 4 日联合发文《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》，允许包括香港、澳门和台湾在内的境外投资者以协议转让、上市公司定向发行新股方式以及法律法规规定的其他方式取得 A 股。该办法的发布日期为 2005 年 12 月 31 日，自发布之日起 30 日后施行。

该办法称，外国战略投资者应严格遵守行业禁入和投资比例限制。首次投资完成后取得的股份比例不得低于该 A 股公司已发行股份的 10%，而取得的上市公司 A 股 3 年内不得转让，外国投资者入股 A 股公司之后，该公司性质将由股份有限公司变更为外商投资股份公司。

该办法同时明确，符合下列五种情形的国外投资者可以出售 A 股：投资者进行战略投资所持上市公司 A 股股份，在其承诺的持股期限届满后可以出售；投资者根据《证券法》相关规定须以要约方式进行收购的，在要约期间可以收购上市公司 A 股股东出售的股份；投资者在上市公司股权分置改革前持有的非流通股股份，在股权分置改革完成且限售期满后可以出售；投资者在上市公司首次公开发行前持有的股份，在限售期满后可以出售；投资者承诺的持股期限届满前，因其破产、清算、抵押等特殊原因需转让其股份的，经商务部批准可以转让。

第一，该办法对股权分置改革前持有非流通股的外国投资者在股改实施后的地位作出了明确规定（战略投资者），允许其在限售期满后出售持有的可流通股股份，但同时规定其不能在二级市场购买流通股股票，避免了战略投资者与 QFII 间的概念混淆。

第二，该办法明确指出在股权分置改革完成后，上市公司可以通过股权协议转让、定向增发等方式引进战略投资者，与 QFII 制度的比较，发现战略投资者在投资期限即规模方面更加严格的同时投资门槛大幅降低（见表 9－1），这意味着在未来再融资和 IPO 的过程中，外国战略投资者将扮演更加重要的角色。

表 9－1　　战略投资者与 QFII 的比较

	资格取得	投资渠道	限制条件
战略投资者	境外实有资产总额不低于1亿美元或管理的境外实有资产总额不低于5亿美元	通过协议转让、定向增发、要约收购等方式购买A股	投资可分批进行，首次投资完成后取得的股份比例不低于发行总股本的10%；所取得的A股股份3年内不得转让
QFII	管理的证券资产不少于100亿美元，其中保险公司和证券公司的实收资本不少于10亿美元	可在二级市场购买A股、国债、可转债及企业债	单个QFII对单个上市公司的持股比例不超过总股本的10%；所有QFII对单个上市公司的持股比例总和不超过总股本的20%

第三，该办法对战略投资者持股比例以25%为界进行区分，与外资合资企业中外资最低持股比例暗合，同时明确指出，“投资者持股比例低于25%的上市公司，其举借外债按照境内中资企业举债有关规定办理”，虽然该办法并没有进一步明确指出持股比例25%以上的上市公司将享受何种优惠待遇，但我们判断25%为内外资企业定性的分水岭，显示管理层鼓励长期投资的一贯意图，预期后续区别措施将会陆续出台。

第四，对照股权分置改革前后上市公司并购模式的转变，其最大的改变来自定价机制和退出渠道，通过支付流通性溢价，外资一方面避免了股权分置改革的成本，另一方面也找到了比股权分置改革前更加通畅的退出渠道。虽然存在行业差别，但随股权分置改革进程的推移，外资并购方愿意支付更高收购溢价的趋势是可以观察到的。

二、《上市公司股权激励管理办法》

（一）《上市公司股权激励管理办法》出台的背景

首先，我国上市公司中普遍缺乏股权激励，需要制定相关的规范制度。良好的股权激励机制能在较大程度上改变传统薪酬分配形式的不足，能充分调动经营者的积极性，将股东利益、公司利益和经营者个人利益紧密地结合在一起，有利于更好地吸引核心员工并发挥其创造力，从而减少经营者的短期行

为，使其更加关心企业的长远发展，对公司业绩有巨大推动作用。

股权激励绝不仅仅在于“激励”，它同时也是一种“约束”机制。不应将股权激励机制片面地理解为利益格局的再分配手段。在能够如期实现预定经营业绩的条件下，经营人员有可能从股权激励中获得收益，但若经营人员不能如期实现预定经营指标，股价下落，其自身承担的损失也是非常巨大的。

对经营者与核心员工实施股权激励，有助于培育和健全中国职业经理人市场和相应的用人机制，提高高级管理人员的积极性、竞争性、创造性和责任感，从而减少腐败的概率，减少长期存在的“59 岁现象”。

由于具有上述优点，股权激励作为一种有效的长期激励方式在发达国家和地区的证券市场上被广泛使用。数据显示，美国上市公司高管短期的激励占其薪酬总额的 32%，而中长期的激励占到了近 70%；在我国香港地区，高管的中长期激励部分超过了总额的 50%。而在我国境内上市公司中，由于法律法规及配套措施等的不完善，只有约 10% 的公司已经建立或准备建立长期激励制度，绝大部分（90%）还是以短期激励为主（不考虑少数高管人员即为上市公司发起人的情况）。此外，在部分实施了股权激励的上市公司实践中，由于缺乏相关规范，一些公司在实施过程中出现了过度分配的倾向，相应的决策程序和信息披露缺少应有规范，而更多的公司则因缺乏相关法律依据而难以建立有效的股权激励机制。因此，亟待出台有关规则，推动上市公司建立股权激励机制，同时对股权激励的实施程序和信息披露等予以规范。

其次，政策法规及配套措施环境的改善有助于该办法的出台。上市公司股权分置改革试点工作完成后，证监会和国资委、财政部等五部委联合推出了《关于上市公司股权分置改革的指导意见》。该指导意见指出：完成股权分置改革的上市公司可以实施管理层股权激励，拟采取先试点、后逐步推开的方式，以较为稳妥地推行该项制度。上市公司管理层股权激励的具体实施和考核办法，以及配套的监督制度由证券监管部门会同有关部门另行制定。

国务院转发中国证监会《关于提高上市公司质量意见的通知》中也明确指出，上市公司要探索并规范激励机制，通过股权激励等多种方式，充分调动上市公司高级管理人员及员工的积极性。修订后的《公司法》在资本制度、回购公司股票和高级管理人员任职期内转让股票等方面均有所突破，这使得上市公司实施股权激励的法律障碍得以消除。

目前，国资管理部门也正在起草国企管理层股权激励办法，作为深化国有企业改革的配套措施。据悉，国务院国资委的《国有控股上市公司实施股权激励试行办法》已起草完毕，正在征求部分G股公司和相关部门意见。该办法在证监会的相关规范意见出台后，应能很快出台。

最后，随着股权分置改革工作的全面展开，将逐步增强证券市场的有效性，为上市公司实施股权激励构筑良好的市场基础。因此，制定上市公司股权激励规则的基础条件已经具备，《上市公司股权激励管理办法》在此时出台也就是顺理成章的事情了。

《上市公司股权激励管理办法》的出台，有助于上市公司业绩的提升和公司治理结构的优化。对公司经营者进行股权激励将使股东与公司经营者之间共同的利益基础显著扩大，上市公司经营者的个人利益与股东利益、公司利益结合在一起，从而减少管理者的短期行为，使其更加关心企业的长远发展，并降低了代理成本，从而有助于上市公司业绩的提升和公司治理结构的优化，这也会在很大程度上增加公司的投资价值。有国外机构的研究表明，在财务状况类似的情况下，投资者愿意为“治理良好”的亚洲公司多付20%～27%的溢价，愿为“治理良好”的北美公司多付14%的溢价。

舆论认为，《上市公司股权激励管理办法》的出台将促使上市公司更加广泛地采取股权激励的方式，并且从中长期来说将有助于提升上市公司的治理水平和质量，有助于提高我国资本市场的吸引力。

表9－2　　股权激励的政策进展

时间	部委	内容（文件）
2004－06	国资委	《中央企业负责人薪酬管理暂行办法》中，特别提出了在规范管理的基础上，逐步推进股票期权等中长期激励办法
2005－08	国资委	国资委主任李荣融表示，国资委正在抓紧拟订和出台中央企业负责人中长期激励的办法，积极稳妥地引入股票期权激励等激励方式
2005－08	证监会联合五部委	《关于上市公司股权分置改革的指导意见》中规定，完成股权分置改革的上市公司可以实施管理层股权激励

续表

时间	部委	内容（文件）
2005－09	国资委	国资委相关部门负责人郭建新表示，国有控股上市公司股权激励的具体实施和考核办法正在制定中，会适时推出。同时，市场监管部门也在制定相关办法
2005－11	证监会	《上市公司股权激励规范意见》（试行）已经上报国务院

（二）《上市公司股权激励管理办法》的重点内容

《上市公司股权激励管理办法》以促进和规范上市公司股权激励机制的发展为目的，以限制性股票和股票期权为股权激励的主要方式，从实施程序和信息披露角度予以规范。该办法共分为七章，分别从总则、一般规定、限制性股票、股票期权激励计划、实施程序和信息披露、监管和处罚以及附则等方面进行了具体规定。

1. 上市公司实施股权激励计划的基本要求

《上市公司股权激励管理办法》明确规定，财务报告虚假和有重大违法违规行为的上市公司不能实施股权激励计划。

股权激励计划的激励对象必须是公司员工，具体对象由公司根据实际需要自主确定，可以包括上市公司的董事、监事、高级管理人员、核心技术（业务）人员，以及公司认为应当激励的其他员工（其中为保证独立董事的独立性，在正式颁布的《上市公司股权激励管理办法》中明确规定激励对象不应包括独立董事），但是有污点记录的人员不能成为激励对象，以督促高管人员勤勉尽责。结合前一条规定，我们发现凡违法违规的公司和个人都得不到股权激励机制的照顾，这说明股权激励机制所要达到的目的就是要促优汰劣，从微观的角度来讲，对公司高管个人或群体实施股权激励，是使其全心全意把心思放在生产经营上，使得公司经营业绩得到实实在在的提高。每个上市公司质量得到提高，自然股市的整体质量也就得到提高。

在股票来源方面，该办法明确了向激励对象发行股份，回购本公司股份以及采取法律、行政法规允许的其他方式三个来源。一直以来，股票来源是困扰上市公司实施股权激励的最大问题，随着《公司法》的修订，在资本制度、

回购公司股票等方面进行了突破，最终使得上市公司实施股权激励的法律障碍得以消除。这几个来源简单明了，既利于管理层监管又利于股民们监督，不给动歪脑筋的人以空子可钻。

在股票数量方面，参考了国际上的一些通行做法，规定上市公司全部有效的股权激励计划所涉及的股票总数不得超过已发行股本总额的10%；其中个人获授部分原则上不得超过股本总额的1%，超过1%的需要获得股东大会特别批准。从这里可以看出，管理层的意思还是着眼于激励，但具体公司规模大小的不同，可能还是会造成一些问题。比如一些国有大盘股，即使10%也将是一个天文数字，而对于一些规模较小的公司来说，10%还很可能不够分。

在实施股权激励的条件方面，明确了股权激励不是无条件实施的，对于董事、监事、高级管理人员，上市公司应当建立绩效考核体系和考核办法，以绩效考核指标为实施股权激励计划的条件。

此外，该办法还针对股权激励计划中应该包括的事项和内容作出了较为详细的规定或说明，此举给上市公司就如何进行股权激励计划信息披露提供了规范。

2. 限制性股票

限制性股票一般以业绩或时间为条件，上市公司向激励对象授予的股票，只有在激励对象达到业绩目标或服务达到一定期限时才能出售。该办法对董事和高级管理人员的业绩条件作了强制性的规定。对于其他激励对象，激励是否与业绩挂钩由上市公司自行安排。

在时间方面，该办法也对董事和高级管理人员所获授的股票规定了禁售期，要求在本届任职期内和离职后一个完整的会计年度内不得转让，以鼓励董事和高级管理人员长期持股，将个人收益与公司业绩挂钩，克服任职期内的短期行为。对其他激励对象获授股票的禁售期由上市公司自行规定。

3. 股票期权激励计划

股票期权激励计划是发达国家证券市场通常采用的一种股权激励方式，由于具有“公司请客，市场埋单”的优点，一直受到上市公司特别是人力资本密集、股价增长潜力比较大的公司的青睐。该办法在制定过程中参考了国际上有关股票期权激励的一些通行做法：

股票期权的授出可以考虑一次性授出或分次授出。股票期权的有效期从授

权日计算不得超过10年。为了避免激励对象有短期套现行为，该办法要求权利授予日与首次可行权日之间应保证至少1年的等待期，并且在股票期权有效期内，上市公司应当规定激励对象分期按比例行权。

对于股票期权的行权价格或行权价格的确定方法，以股权激励计划草案摘要公布前30个交易日的平均市价与公布前一日的市价孰高原则确定，不应低于其高者，以避免股价操纵。

考虑到激励对象，尤其是高管人员属于公司内幕信息知情人，易出现内幕交易和操纵股价行为，该办法以定期报告的公布和重大事件的披露为时点，设立了授予和行权窗口期，激励对象只有在窗口期内才能被授予股票期权或者是行权。

4. 实施程序和信息披露

股权激励计划的实施程序为薪酬委员会拟订股权激励计划草案后，提交董事会审议，最后由股东大会批准。为了让中小股东尽可能参加表决，独立董事应当向所有股东征集投票权。公司应当聘请律师，并且在二分之一以上独立董事认为必要时，可以要求上市公司聘请独立财务顾问，就股权激励计划的可行性、合法合规性发表意见，以充分发挥中介机构的专业顾问和市场监督作用。

在股东大会批准之后，还需向证监会报备，无异议后方可实施。具体实施时，上市公司还应当为激励对象在证券登记结算机构开设或指定由证券交易所监控的专用账户，并经证券交易所确认其行权申请后，由证券登记结算机构办理登记结算事宜。

此外，为了增加透明度，保障广大中小股东的知情权，该办法规定了严格的信息披露制度，不仅要求上市公司在董事会、股东大会形成决议后及时披露，还要求在定期报告中详细披露报告期内股权激励计划的实施情况。

5. 监管和处罚

对于违法违规行为，该办法制定了严格的监管和处罚措施，包括责令改正、权益返还、没收违法所得、市场禁入等；情节严重的，还将处以警告、罚款等处罚；构成违法犯罪的，将移交司法机关，依法追究法律责任。

（三）上市公司实施股权激励还需进一步解决的难点问题

可以预见，随着该办法的出台以及股权分置改革的深入，必将有越来越多的上市公司实施股权激励。然而在具体实施过程中，仍然会存在着许多障碍和

难点问题：

首先是经营业绩如何评价。该办法规定了对于董事、监事、高级管理人员应当以绩效考核指标为实施股权激励计划的条件。因此，上市公司绩效考核体系和考核办法应当如何建立，具体又怎样计算，怎样与期权激励挂钩，有待进一步完善。现行高级管理人员业绩评价大多以职务和岗位来考核。由于我国至今还没有完全形成经理人员市场化的选择环境，经理职务不能完整、准确地反映其贡献的大小和能力的高低；同时，业绩考核体系也不规范，尤其是对公司的管理部门的业绩评价更难得出一个比较公正的结论。因此，业绩评价成为整个期权计划中难度最大、分歧最多的部分。此外，对于其他激励人员而言，其激励条件就更为模糊，可能会存在比较大的争议。

其次是期权或获授股票的流动性问题。经营者任期届满，或因经营不善被辞退，或因调离、退休等原因离开企业，那么经营者在企业的股份如何兑现，是由继任者购买，还是由离去的经营者继续持股享受分红？即使由后继的经营者购买，能否按原价购买，退出的期股价格如何评估，等等，都应有原则性的规定。

再次是还缺少法律层面的保障。无论是《公司法》或是《证券法》，对于股权激励都没有明确的法律规定和保障。在《公司法》中，只是提到了高管人员的报酬事项，并且董事、监事的报酬事项由公司股东大会决定，而经理、副经理及财务负责人的报酬事项由公司董事会即可决定。这与股权激励的审批程序并非完全一致。

此外是缺少财务、税收等制度上的配套。比如，激励对象持股所获红利以及增值收益等是否能享受税收方面的优惠？个人所得税如何缴纳，是作一次性收入缴纳，还是按月摊薄缴纳，这也是必须解决的问题。又比如，上市公司对于股权激励如何进行财务上的处理，也需要财政部、证监会等相关部门协调，制定相应的会计处理准则。即使在美国这样股权激励较为成熟的国家，其对于股权激励的会计处理也进行了长时间的争论。

最后是社会观念对此仍有不同的看法。许多已实施 MBO 或股权激励计划的上市公司，其中长期表现仍然欠佳。最典型的非 TCL 集团莫属，其股价从上市后最高的 8.52 元，一路跌至现在最低的 1.72 元。让人对股权激励是否会成为只是高管个人财富增长的一种工具产生了怀疑。

第六节 进一步改进公司并购重组的政策建议

随着公司并购与重组的市场环境的不断完善，可以预言，未来公司并购重组必将逐渐活跃，一些新的主体、新的工具将给监管带来新的课题。为进一步规范公司并购重组市场，笔者建议在目前制度框架下做进一步的补充和完善，尤其是对公司并购重组中存在的普遍问题，有关部门制定专门的法律法规，以促进公司并购重组市场的细分。

一、针对公司收购行为活跃的情形适时制定“公司反收购法”，规范公司收购与反收购行为

（一）后股权分置时代国内收购市场的变化

1. 市场结构的变化

在股权分置状态下，公司控制权市场相应表现为二级市场收购流通股和非流通股协议转让两个分割的市场。国有股与法人股等非流通股协议转让价格普遍采用净资产溢价方式，转让价格远远低于被转让公司股票的市场价格，由此造成了国有股与法人股协议转让在上市公司控制权转移中占主要地位。

自2003年6月南钢股份发生首起要约收购以来，中国证券市场的要约收购案例已经多达9起。除了均瑶集团要约收购大厦股份股权还没有结果外，前8次要约收购的价格均未对流通股股东产生吸引力，而且毫无例外地以收购方全盘控制非流通股告终，要约收购几乎成了变相的非流通股协议转让，而股权分置条件下的要约收购价格双轨制则是造成这种现象的必然原因。

要约收购之所以流于形式，从公布要约收购的几家上市公司看，主要原因是收购的价格问题。业内人士认为，监管部门对要约收购价格的计算作出较低的规定，其主要目的是鼓励上市公司的股权流动，防止收购者在履行收购义务期间由于市场波动造成股价下跌而产生收购风险。然而，“流于形式”的要约收购并非全无意义。有专家指出，要约收购沦为一种形式，好像成为皆大欢喜的事情，监管部门履行了监管职责，上市公司避免了退市风险，被要约收购方更是得到了“题材”带来的实惠。而更为关键的则是要约收购方正是利用了

这样的要约收购定价制度，从而使要约收购成为要约方撇开流通股收购非流通股的一条有效途径。

也有专家提出应将要约收购的豁免权交给股东，而不是政府。尽管我国证券市场已发生多起要约收购事件，但总体上基本都是“作秀”，而非真正意义上的要约重组。导致这一现象的原因是价格不合理，而价格的不合理又是由股权分置造成的。所以说，要约收购制度的缺陷是证券市场体制缺陷的一种表现。要约收购豁免的核心问题不在于如何豁免，而在于由谁决定豁免。既然强制要约收购的目的是保护中小股东的利益，那么，豁免权应该交给股东。

就要约收购发展至今的情况而言，仍有不少问题需要克服，反响最强烈的就是使要约收购成为真正的市场化运作。因为目前的情形实际上就是要么流通股股东以低于市价的价格便宜卖给收购者，要么就实际上免除了收购者全面要约收购的义务。极端的看法认为“与其说这是法律赋予流通股股东选择是否按照一定价格向收购者卖出股票而退出公司的权利，还不如说是在要挟流通股股东”。显然，这样的要约收购制度仍有待完善。在股权分置状态下，强制要约收购对流通股股东利益的保护属于形式化的保护，并没有实质性的意义。在股权分置改革完成后，要约收购逐渐会成为主导的收购方式，强制要约也可能逐渐起到真正保护目标公司股东的作用。

2. 股权结构变化

在股权分置下，第一大股东控股比例低于30%的上市公司约占上市公司总数的35%。随着股权分置问题的解决，非流通股股东向流通股股东送股支付对价，第一大股东的控股比例还将进一步下降，这类公司的数量还会进一步增加。

股权分置改革给原大股东所持股份增加了账面价值的同时，也相应产生了持股比例下降的问题，这将给有志于投资相应上市公司的机构或个人提供了一个直接的收购机会。资料显示，股权分置改革前非流通股占总股本比重低于35%的上市公司有39家，在深沪两市1 300多家上市公司中，大股东控股比例低于30%的上市公司约有480家。假设股权分置改革前控股股东持股占总股本30%，流通股占总股本40%，股权分置改革对价为10股送3股，大股东送股后的持股比例将下降到24%左右，如果大股东独自承担股权分置改革对

价，持股比例将下降到18%左右。如果公司规模不足以大到一定程度，如此低的持股比例，将给竞争对手提供了很好的低成本收购机会。

公司股权分置改革后股份全流通，原有非控股地位的非流通股股东所持有的股份，相对于流通股市场而言，集中度仍较高，收购方可以不动声色地解决完这类股份后，再实施全面收购，规避了信息披露和股价上涨两大收购障碍，给有目的性的收购提供了极大的便利条件。为了应对有可能到来的恶意收购威胁，多家上市公司已开始设计应对方案。

3. 支付手段的变化

我国修订后的《公司法》，规定了股权可以作为出资，上市公司也可以采取定向增发的方式，股权已经成为收购的支付工具，这将大大减轻上市公司收购方的资金压力，降低收购的成本和风险。

4. 法律框架的变化

新法增加部分要约规定，从英国模式的强制要约收购变为美国模式的部分要约，这意味着收购模式的重大变化。与此对应，反收购的动机和需求更强。根据修订后的《证券法》第八十八条的规定，通过证券交易所的证券交易，投资者持有或者通过协议、其他安排与他人共同持有一个上市公司已发行的股份达到30%时，继续进行收购的，应当依法向该上市公司所有股东发出收购上市公司全部或者部分股份的要约。收购上市公司部分股份的收购要约应当约定，被收购公司股东承诺出售的股份数额超过预定收购的股份数额的，收购人按比例进行收购[①]。

《上市公司股权激励管理办法》等相关法规的颁布，稳定了管理层的控制权，降低了被恶意收购的风险。根据该办法第八条规定，股权激励计划的激励对象可以包括上市公司的董事、监事、高级管理人员、核心技术（业务）人员，以及公司认为应当激励的其他员工。第十一条规定，拟实行股权激励计划的上市公司，可以通过以下方式解决标的股票来源：（1）向激励对象发行股份；（2）回购本公司股份；（3）法律、行政法规允许的其他方式。第十二条

① 从该条的文意看，该条并不当然解释为美国的收购模式，即对部分要约法律不作任何限制。从目前证监会对法律的解读看，认为该条放弃了原来立法的强制要约（强制全面要约），改为要约收购（强制性要约）。如果将该条解读为美国的模式，将会对收购和反收购的实践产生预料不到的影响。因此，本书认为，最好还是采取折中的办法，对部分要约收购进行一定的限制。

规定，上市公司全部有效的股权激励计划所涉及的标的股票总数累计不得超过公司股本总额的10%。第三十四条规定，中国证监会自收到完整的股权激励计划备案申请材料之日起20个工作日内未提出异议的，上市公司可以发出召开股东大会的通知，审议并实施股权激励计划。第三十七条规定，股东大会应当对股权激励计划中的相关内容进行表决。股东大会的决议，必须经出席会议的股东所持表决权的2/3以上通过。

5. 恶意收购和反收购的变化

一般认为，在股权分置改革完成后，全流通带来的影响之一，就是可能在二级市场引发恶意收购的骤然增长。

也有学者对此持慎重态度，认为股权流动性的增强，并不必然意味着收购战会一触即发。具有中国特色的股权结构特征、公司治理与控制权市场会逐渐形成，并对并购活动产生重要影响。即使在全流通之后，在相当长的一段时期内，大部分中国上市公司仍将存在控股股东，经理由控股股东所控制的情况也不会有任何改变。总体来讲，全流通股票市场的建立毕竟增加了公司股权的流动性，也在相当程度上使得控股股东与中小股东能够找到利益共同点。对于某些股权相对分散的公司管理层来说，制定反收购措施已经成为现实的问题。

（二）我国反收购的相关法律规定

我国原来反收购的立法主要是修订前的《证券法》和《上市公司收购管理办法》。根据《上市公司收购管理办法》规定，收购要约是指收购人向被收购公司股东公开发出的、愿意按照要约条件购买其所持有的被收购公司股份的意思表示。该办法第四十七条规定：收购人拟向同一上市公司的股东连续公开求购其所持有的该上市公司股份，导致其在收购完成后持有、控制该上市公司已发行的股份达到或者超过5%的，构成要约收购行为，应当遵守本办法规定的要约收购规则。

在收购的立法模式上，我国采用的是英国式的强制要约收购模式。根据修订前的《证券法》第八十一条的规定，除了豁免外，通过证券交易所的证券交易，投资者持有一个上市公司已发行的股份的30%时，继续进行收购的，应当依法向该上市公司所有股东发出收购要约。根据《上市公司收购管理办法》第二十三条的规定："收购人持有、控制一个上市公司的股份达到该公司已发行股份的30%时，应当在该事实发生的次日向中国证监会报送上市公司

收购报告书，同时抄报上市公司所在地的中国证监会派出机构，抄送证券交易所，通知被收购公司，并作出公告。未按照本办法的规定履行报告、公告义务的，收购人不得继续增持股份或者增加控制。前款收购人继续增持股份或者增加控制的，应当以要约收购方式向该公司的所有股东发出收购其所持有的全部股份的要约。”

我国以前的收购立法原则禁止部分要约。根据《上市公司收购管理办法》的规定，在自愿要约收购中是允许比例要约的，但是持股30%是比例要约的最高限，超过这个界限，除非得到豁免，否则需要向所有股东的全部股份发出要约。根据该办法第二十四条规定：“持有、控制一个上市公司的股份低于该公司已发行股份30%的收购人，以要约收购方式增持该上市公司股份的，其预定收购的股份比例不得低于5%，预定收购完成后所持有、控制的股份比例不得超过30%；拟超过的，应当向该公司的所有股东发出收购其所持有的全部股份的要约；符合本办法第四章规定的，可以向中国证监会申请豁免。”根据该办法第四十二条的规定，要约收购期满，收购人应当按照收购要约规定的条件购买被收购公司股东预受的全部股份；预受要约股份的数量超过预定收购数量时，收购人应当按照同等比例收购预受要约的股份。

我国还规定了要约收购的事前申报和事前核准制度。根据修订前的《证券法》第八十九条的规定，依照规定发出收购要约，收购人必须事先向国务院证券监督管理机构报送上市公司收购报告书。

此外，由于我国上市公司股份交易在客观上存在着流通股和非流通股两个市场，《上市公司收购管理办法》引入了类别股东的原则，对分类要约作出了规定，要求同一种类的股东得到同等待遇，对同一种类股份适用的要约条件应相同，即“分类要约、分类定价”制度。分类要约最重要的特征就在于考虑到流通股与非流通股实际存在的价格差异，对流通股与非流通股规定了不同的要约价格确定原则。流通股的要约价格参考市价，非流通股的价格参考净资产和协议交易的价格。监管部门则根据规定，可以豁免向部分股东发出收购要约，而只向特定种类的股东发出要约。

为了避免强制要约产生的上市公司退市问题，证监会还颁布《关于要约收购涉及的被收购公司股票交易条件有关问题的通知》（以下简称《通知》）。该通知明确规定，对于根本就不以终止被收购公司股票上市交易为目的的收购

人，被收购公司的股权分布不符合《公司法》规定的上市条件的以及收购人持股比例超过被收购公司总股本90%的，收购人应当提出并实施维持被收购公司上市地位的具体方案。《通知》让收购方增加了一种选择，即启动全面要约收购后，如果能在规定的期限内符合“流通股股东必须达到1 000人且持股不得少于25%”的要求，被收购的上市公司仍可继续挂牌交易。也就是说，对于真正实施全面要约收购的收购人，现有规定不仅没有完全剥夺而且积极促成其维持收购的目标公司上市地位的权利。

有学者认为，强制要约收购制度要求收购方持股比例达到相对控制比例，就必须向所有股东发出收购要约，这不仅会大大提高收购成本，同时弱化了证券市场优化资源配置的功能，导致了证券市场的效率损失。但是，是否影响效率，关键是看一国市场的股权结构。在英国，多数公司的控股权在30%以下，强制要约并没有阻碍恶意收购。

事实上，强制要约收购在中国收购规则中更大的作用是一种监管手段，而不是一种收购手段。之所以规定强制要约收购义务，更多是考虑通过各种豁免来对上市公司收购行为进行监管。

我国反收购立法允许目标公司董事对收购发表意见。目前的《上市公司收购管理办法》第十五条规定，被收购公司收到收购人的通知后，其董事会应当及时就收购可能对公司产生的影响发表意见，独立董事在参与形成董事会意见的同时还应当单独发表意见。被收购公司董事会认为有必要的，可以为公司聘请独立财务顾问等专业机构提供咨询意见。被收购公司董事会意见、独立董事意见和专业机构意见一并予以公告。该办法第三十一条规定，被收购公司董事会应当为公司聘请独立财务顾问等专业机构，分析被收购公司的财务状况，就收购要约条件是否公平合理、收购可能对公司产生的影响等事宜提出专业意见，并予以公告。

该办法禁止目标公司董事采取特定的反收购措施，并且要求董事的反收购措施不得损害公司和股东的利益。根据该办法第三十三条规定，被收购公司的董事、监事、高级管理人员针对收购行为所作出的决策及采取的措施，不得损害公司及其股东的合法权益。收购人作出提示性公告后，被收购公司董事会除可以继续执行已经订立的合同或者股东大会已经作出的决议外，不得提议如下事项：（1）发行股份；（2）发行可转换公司债券；（3）回购上市公司股份；

（4）修改公司章程；（5）订立可能对公司的资产、负债、权益或者经营成果产生重大影响的合同；但是公司开展正常业务的除外；（6）处置、购买重大资产，调整公司主要业务；但是面临严重财务困难的公司调整业务或者进行资产重组的除外。此外，该办法第四十五条规定，出现竞争要约时，被收购公司董事会应当公平对待所有要约收购人。

从反收购的立法形式上看，该办法采取原则规定和具体列举的方法，即原则禁止董事行为损害公司和股东利益，然后具体列举了禁止董事提议的行为，并且在总则中规定了董事的诚信义务。与英国比较，英国采取的也是原则规定和具体列举的方法，但英国规定的内容与我国明显不同。英国除了列举的两种例外情况外，原则禁止董事的反收购行为。

我国的反收购立法存在立法漏洞。有学者认为，目前对于公司反收购的规制集中于限制目标公司董事会对恶意要约收购的反收购提议权，但是对于董事会提议反击以非要约的形式进行的公司收购，例如在30%持股比例以下的爬行收购或协议收购，或者是对于经股东提议而获得股东大会通过的反收购措施，或者是对于在公司收购的明确意图发生前已经预置的预防性反收购措施，目前在法律法规方面尚无限制，并且没有明确可行的对公司反收购行为的衡量标准，对此应该借鉴美国公司反收购司法审查中的一些原则。

我国的反收购立法的不同规则之间也存在逻辑冲突的缺陷，例如，禁止损害股东和公司利益与董事诚信义务本身是有冲突的；对股东的提议的反收购行为存在立法空白；禁止董事反收购的提议和禁止董事损害公司和股东利益之间还存在法律空白。从法律解释的角度，禁止董事损害的原则规定并不能解释为对董事所有反收购行为的禁止。如果采取反对解释的话，可以得出以下结论，即只要不损害公司和股东利益，法律是允许董事采取反收购行为的。

因此，有学者认为，根据我国目前的法律规定，董事会有反收购的决策权。并且，赋予目标公司管理层反收购决定权，必须相应地进一步落实和完善管理层的忠实与善管义务。其理由为，目标公司的董事会针对收购行为要编制董事会报告书，董事会对收购与反收购情况最为清楚；而且，在该办法的第九条中也已明确规定了目标公司的管理层对其所任职的目标公司及其股东负有诚信义务。另外，从该办法的第三十二条中规定的目标公司管理层，针对收购行为所作出的决策及采取的措施，不得损害目标公司及其股东的合法权益的内容

看，似乎可以理解目标公司管理层可以针对收购行为作出相应的决策及采取措施。

我国立法缺陷产生的结果就是，反收购的立法规定一方面过于严格，一方面又规范不足。在任何情况下立法均禁止董事在《上市公司收购管理办法》中列举的六种反收购行为，过于严格，不能适应千变万化的收购需求。对于列举之外的反收购行为并没有规定，这会造成董事可以利用其他反收购措施法律却无法规范。这种认识的理由如下：第一，《上市公司收购管理办法》没有明确规定目标公司管理层在不损害公司及其股东的合法权益情形下是否有权采取反收购的措施。根据前面的论述，反收购是一把“双刃剑”，它既可以用来维护目标公司及其股东的利益，防止收购人对目标公司的恶意掠夺，也可以用来为目标公司管理层谋私利，法律上的限制主要是针对后一种情形的。第二，董事除了不可以实施列举的六大类反收购措施外，其他类型的反收购措施是否可以实施，不无疑问。从西方国家反收购的实践看，反收购措施五花八门，层出不穷，而《上市公司收购管理办法》中列举的情形只是几种典型的反收购措施。

（三）完善我国相关规定的建议

1. 坚持强制要约的模式，完善部分要约的规则

立法应坚持强制要约的模式，在承认部分要约收购合法性的前提下，对部分要约进行限制，即借鉴英国的做法，经过目标公司独立股东的批准，可以进行部分要约，否则，除了法定原因外，禁止部分收购要约。

2. 限制董事行为，规范其对要约收购的意见

在我国反收购实践中，董事会往往采用了激烈的法律上和非法律上的反收购措施。我国应借鉴英国和德国的做法，除了选择最有利的竞价者外，禁止董事采取其他反收购措施。此外，董事对收购的意见，法律也应进行规范。董事表达意见时应负对公司和股东的诚信义务，原则上禁止董事发布反对的意见，如果表达反对意见，必须附加独立董事的意见，并且清楚表明反对的理由。

3. 立法应重点规制章程规定的反收购措施

章程条款对反收购的规定在法律性质上可分为三种类型：股东会决议事项、董事会决议事项和股东会授权董事会决定的事项。对于这些反收购措施合法性的判断应根据不能违反法律强制性规定、不能违反股东和董事的诚信义

务、不得损害公司其他参与人的利益三个原则进行判断。

4. 承认表决权拘束协议和股份转让限制协议的效力

股东协议和股份转让的限制协议将来可能作为我国股东反收购的措施，应承认其合法性质。从我国台湾地区的经验看，台湾地区鼓励公司或股东间成立策略联盟及进行并购，并稳定公司决策。台湾企业并购法第十条规定，根据股东自治原则和契约自由原则，股东可以签订表决权契约或设立表决权信托。该法第十一条规定，企业并购时，股东之间或股东与公司之间可以签订书面协议，合理限制股份的转让。

表决权拘束协议在我国法律上是合法的，《公司法》虽然没有明文规定其效力，但我们仍可以从三个不同的层次来加以考虑：第一，对于外商投资企业中股东之间订立的表决权拘束协议，可以根据外商投资企业的相关法律来作出判断。第二，表决权拘束协议要遵守《中华人民共和国合同法》第五十二条的规定。第三，公司法作为民法的特别法，仍然适用民法的基本原则。当法律没有明文规定时，依当时的社会情况判断，表决权拘束协议的内容违反公序良俗原则的或者当事人行使权利和履行义务违反诚实信用原则的，该协议应当无效。因此，当出现表决权拘束协议纠纷时，法官应当根据当时的具体情形作出妥当的判决。

5. 建立纠纷解决机制

在判断董事反收购行为合法性方面，澳大利亚的经验值得借鉴。为了克服法院裁判存在专业性和效率性不足的缺陷，在要约期间，如果发生争议，由收购委员会进行裁判。在完善我国反收购规则的基础上，应在中国证监会设立收购委员会，裁判要约收购期间的纠纷。

二、针对外资大规模行业性收购行为适时制定“反垄断法”

竞争是市场的核心，是市场经济的本质特征，而垄断是跨国并购的必然结果。“反垄断法”所要达到的目的，就是促进和维护竞争，将竞争和垄断都维持在一个适度的水平。从这一角度看，“反垄断法”不仅有利于克服跨国并购国企的负面效应，同样也有利于克服国内并购的负面效应。我国制定“反垄断法”主要应从两大切入点着手。一是要反行政性垄断；二是要反并购后的规模垄断。

（一）建立与完善我国的反垄断制度

第一，慎重考虑反垄断法适用除外规定。西方发达国家的反垄断法适用于所有的垄断行为和经济部门，包括民航、电力、煤气、电信等自然垄断行业。对自然垄断行业，并非整体不适用反垄断法的例外，而是采取个案豁免。结合我国的国情恰当地规定反垄断的除外规定，是反垄断立法时应当解决的一个重要问题。在科学技术突飞猛进的今天，许多过去属于垄断的领域，现在已经丧失了其存在的基础。最明显的一个例子就是，世界各国都在逐渐放开对电信业的管制，允许自由竞争。对那些应当列入竞争的行业，如果在立法中仍将其作为反垄断的例外，就有可能使这些领域缺乏竞争而贻误迅速发展的良机。我国的反垄断法应当是全面的、适用于所有行业的。

第二，建立外资并购的反垄断报告制度。《外国投资者并购境内企业暂行规定》第二十条规定了外资并购的反垄断报告制度，该条规定主要是从投资规模或市场份额方面判断是否可能构成垄断，如果达到规定的规模必须向商务部与国家工商行政管理总局报告。该报告制度可以作为将来反垄断法的内容之一。除投资规模或市场份额需要作出明确规定以外，还需要规定报告的受理时间、报告义务人、确定审核与批准的时间。

第三，建立外资并购的反垄断听证制度。《外国投资者并购境内企业暂行规定》没有规定外资并购涉及垄断的听证程序。因此，在将来的立法中或修改案中建议规定，如果外资向境内上市公司参股或购买资产，一次性并购金额或一年内累计并购金额超过一定数额；或一年内项目累计超过一定数目；或在中国的市场占有率达到一定标准的，审批机关有权召集有关部门、机构和利害关系方，举行听证会，并在法定时间内作出裁定。如竞争企业、有关职能部门或者行业协会提出请求，也可以启动上述听证程序。

第四，外资并购的反垄断审查制度。这主要涉及反垄断的标准问题。标准实施的难点在于相关市场的界定问题。建议对相关市场的划分作出原则性规定，同时授权反垄断机关根据实际情况进行具体认定。在界定清楚相关市场后，经客观调查再确定该市场支配地位是否损害了相关市场的有效竞争。

第五，外资并购的反垄断法适用除外制度。反垄断的适用除外一般用于保护国有资本的合法垄断地位，允许外资启用该规则，意味着允许外资在一定程度上的垄断和限制竞争，这显然需要十分特殊的理由，建议对此规定要有较严

格的审批制度。

（二）完善与外资并购相关的配套法律制度

第一，完善《劳动法》及社会保障法方面的法规，维护职工合法权益。首先，可考虑在外资并购企业设立工会，通过相关立法，赋予职工某些对抗权利，明确并购方应承担的义务和责任，以维护职工合法权益。其次，改革我国长期以来国有企业为职工包办一切的特点，建立社会保障体系，实行社会保险金的社会统筹制度，将保障职能由企业内部转移至社会，从根本上把企业从社会职能中解脱出来。最后，针对国内的实际情况，有必要制定“并购企业职工辞退赔偿办法”，使职工利益得到切实保障，并使产权交易双方的谈判有据可依，并购方事先便能够对人员安置的可选办法，能够计算每种办法的费用，降低交易费用。

第二，制定“外资并购审查法”。目前，无论发达国家还是发展中国家都通过颁布专门的法律对外资进入及外资对企业控制权问题作出规定。我国目前还没有跨国并购审查的专门法律。我国关于外资并购国有企业的审批制度要遵循国际惯例，运用有限度的自由核准制，用统一的法律法规来规范审批秩序，明确审批权限及审批标准，强化审批责任，简化审批手续，合理确定审批时限。因此，我国外资并购审查法应当包括以下内容：（1）法律的宗旨；（2）政府在并购中的作用：政策扶持，行政撮合；（3）审批机构设立专门的机构和部门负责管理并购事务，明确审批权限；（4）审批表标准：市场份额、市场进入障碍、市场集中度。

第三，完善资产评估办法。目前我国资产评估制度建设主要有两个方面，其一，在资产评估的方法上进行改革，摒弃传统的评估方法，引进国际上通行的评估方法。评估的方法很多，应当根据每一个企业的具体特点确定具体的评估方法。从理论上说，可以用以目标企业评估的方法有以下几种：贴现现金流量法、市盈率方法、市场价格法、同业市价比较法、账面价值方法、财产清算价值方法。其二，要从改革资产评估管理体制入手，建立健全我国的资产评估管理制度。一是法律上应当明确规定并购国有企业或国有资产必须进行评估；二是评估机构的确定应当根据市场竞争的法则进行确定。

第四，进一步完善企业国有资产管理方面的法律制度。2003 年 5 月 27 日，国务院发布了《企业国有资产监督管理暂行条例》，结束了企业国有资产的监

督管理无法可依的状态。该条例在一些方面实现了制度创新，但没有从根本上解决“一管就死，一放就乱”的问题。该条例虽然规定“国有资产监督管理机构不行使政府的社会公共管理职能，政府的其他机构、部门不履行企业国有资产出资人职责”，“国有资产监督管理机构应当支持企业依法自主经营，除履行出资人职责以外，不得干预企业的生产经营活动”，但是，由于国有资产监督管理机构对所出资的企业具有人事任免权，实际是掌握了对所出资的企业的高级管理人员具有“生、杀、予、夺”的权力。对于国有企业而言，所面对的仍然是强大的行政权力。该条例第七章虽然规定了监督管理机构与国有企业负责人的“法律责任”，而且还创造性地规定“对企业国有资产损失负有责任受到撤职以上纪律处分的国有及国有控股企业的负责人，5 年内不得担任任何国有及国有控股企业的负责人；造成企业国有资产重大损失或者被判处刑罚的，终身不得担任任何国有及国有控股企业的负责人”，但是，仅凭这几条“责任”对国有资产监督管理机构与企业负责人是没有足够威慑力的。对于监督管理者由于强大的行政权力作掩护，其承担责任的可能性与程度都是值得怀疑的，而对于企业负责人而言，当它从企业中已经得到足够利益后，企业的职位对他有多少吸引力也值得思考。更何况“责任”部分对监督管理者“违法行为”构成要件的规定含糊其辞，也容易让责任人逃避罪责。

长期以来，我们的行政权力过于张扬，企业在行政权的积压下生存，作为“准商人”的国有企业所面临的最强大敌人也是行政权。20 多年来围绕国有企业展开的一系列改革之所以不成功就是没有找到行政权力从经济领域的退出途径，没有管好“看不见的手”。我们的企业立法在授予企业最大限度的权力的同时，就是要约束我们的行政权力。任何人想绕过行政权力这道坎搞改革都是搞花架子，最终都将摆脱不了失败的命运。

附录　上市公司并购重组法规选编

一、上市公司收购管理办法

中国证券监督管理委员会令

第 56 号

《关于修改〈上市公司收购管理办法〉第六十三条的决定》已经 2008 年 4 月 29 日中国证券监督管理委员会第 229 次主席办公会议审议通过，现予公布，自公布之日起施行。

中国证券监督管理委员会主席：尚福林

二〇〇八年八月二十七日

关于修改《上市公司收购管理办法》第六十三条的决定

一、第六十三条第二款修改为“根据前款第（一）项和第（三）项至第（七）项规定提出豁免申请的，中国证监会自收到符合规定的申请文件之日起 10 个工作日内未提出异议的，相关投资者可以向证券交易所和证券登记结算机构申请办理股份转让和过户登记手续；根据前款第（二）项规定，相关投资者在增持行为完成后 3 日内应当就股份增持情况做出公告，并向中国证监会

提出豁免申请，中国证监会自收到符合规定的申请文件之日起10个工作日内做出是否予以豁免的决定。中国证监会不同意其以简易程序申请的，相关投资者应当按照本办法第六十二条的规定提出申请。”

二、本决定自公布之日起施行。

《上市公司收购管理办法》根据本决定作相应的修改，重新公布。

上市公司收购管理办法

（2006年5月17日中国证券监督管理委员会第180次主席办公会议审议通过，根据2008年8月27日中国证券监督管理委员会《关于修改〈上市公司收购管理办法〉第六十三条的决定》修订）

第一章　总　　则

第一条　为了规范上市公司的收购及相关股份权益变动活动，保护上市公司和投资者的合法权益，维护证券市场秩序和社会公共利益，促进证券市场资源的优化配置，根据《证券法》、《公司法》及其他相关法律、行政法规，制定本办法。

第二条　上市公司的收购及相关股份权益变动活动，必须遵守法律、行政法规及中国证券监督管理委员会（以下简称中国证监会）的规定。当事人应当诚实守信，遵守社会公德、商业道德，自觉维护证券市场秩序，接受政府、社会公众的监督。

第三条　上市公司的收购及相关股份权益变动活动，必须遵循公开、公平、公正的原则。

上市公司的收购及相关股份权益变动活动中的信息披露义务人，应当充分披露其在上市公司中的权益及变动情况，依法严格履行报告、公告和其他法定义务。在相关信息披露前，负有保密义务。

信息披露义务人报告、公告的信息必须真实、准确、完整，不得有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏。

第四条 上市公司的收购及相关股份权益变动活动不得危害国家安全和社会公共利益。

上市公司的收购及相关股份权益变动活动涉及国家产业政策、行业准入、国有股份转让等事项，需要取得国家相关部门批准的，应当在取得批准后进行。

外国投资者进行上市公司的收购及相关股份权益变动活动的，应当取得国家相关部门的批准，适用中国法律，服从中国的司法、仲裁管辖。

第五条 收购人可以通过取得股份的方式成为一个上市公司的控股股东，可以通过投资关系、协议、其他安排的途径成为一个上市公司的实际控制人，也可以同时采取上述方式和途径取得上市公司控制权。

收购人包括投资者及与其一致行动的他人。

第六条 任何人不得利用上市公司的收购损害被收购公司及其股东的合法权益。

有下列情形之一的，不得收购上市公司：

（一）收购人负有数额较大债务，到期未清偿，且处于持续状态；

（二）收购人最近3年有重大违法行为或者涉嫌有重大违法行为；

（三）收购人最近3年有严重的证券市场失信行为；

（四）收购人为自然人的，存在《公司法》第一百四十七条规定情形；

（五）法律、行政法规规定以及中国证监会认定的不得收购上市公司的其他情形。

第七条 被收购公司的控股股东或者实际控制人不得滥用股东权利损害被收购公司或者其他股东的合法权益。

被收购公司的控股股东、实际控制人及其关联方有损害被收购公司及其他股东合法权益的，上述控股股东、实际控制人在转让被收购公司控制权之前，应当主动消除损害；未能消除损害的，应当就其出让相关股份所得收入用于消除全部损害作出安排，对不足以消除损害的部分应当提供充分有效的履约担保或安排，并依照公司章程取得被收购公司股东大会的批准。

第八条 被收购公司的董事、监事、高级管理人员对公司负有忠实义务和勤勉义务，应当公平对待收购本公司的所有收购人。

被收购公司董事会针对收购所做出的决策及采取的措施，应当有利于维护

公司及其股东的利益，不得滥用职权对收购设置不适当的障碍，不得利用公司资源向收购人提供任何形式的财务资助，不得损害公司及其股东的合法权益。

第九条　收购人进行上市公司的收购，应当聘请在中国注册的具有从事财务顾问业务资格的专业机构担任财务顾问。收购人未按照本办法规定聘请财务顾问的，不得收购上市公司。

财务顾问应当勤勉尽责，遵守行业规范和职业道德，保持独立性，保证其所制作、出具文件的真实性、准确性和完整性。

财务顾问认为收购人利用上市公司的收购损害被收购公司及其股东合法权益的，应当拒绝为收购人提供财务顾问服务。

第十条　中国证监会依法对上市公司的收购及相关股份权益变动活动进行监督管理。

中国证监会设立由专业人员和有关专家组成的专门委员会。专门委员会可以根据中国证监会职能部门的请求，就是否构成上市公司的收购、是否有不得收购上市公司的情形以及其他相关事宜提供咨询意见。中国证监会依法做出决定。

第十一条　证券交易所依法制定业务规则，为上市公司的收购及相关股份权益变动活动组织交易和提供服务，对相关证券交易活动进行实时监控，监督上市公司的收购及相关股份权益变动活动的信息披露义务人切实履行信息披露义务。

证券登记结算机构依法制定业务规则，为上市公司的收购及相关股份权益变动活动所涉及的证券登记、存管、结算等事宜提供服务。

第二章　权益披露

第十二条　投资者在一个上市公司中拥有的权益，包括登记在其名下的股份和虽未登记在其名下但该投资者可以实际支配表决权的股份。投资者及其一致行动人在一个上市公司中拥有的权益应当合并计算。

第十三条　通过证券交易所的证券交易，投资者及其一致行动人拥有权益的股份达到一个上市公司已发行股份的5%时，应当在该事实发生之日起3日内编制权益变动报告书，向中国证监会、证券交易所提交书面报告，抄报该上市公司所在地的中国证监会派出机构（以下简称派出机构），通知该上市公

司，并予公告；在上述期限内，不得再行买卖该上市公司的股票。

前述投资者及其一致行动人拥有权益的股份达到一个上市公司已发行股份的5%后，通过证券交易所的证券交易，其拥有权益的股份占该上市公司已发行股份的比例每增加或者减少5%，应当依照前款规定进行报告和公告。在报告期限内和作出报告、公告后2日内，不得再行买卖该上市公司的股票。

第十四条 通过协议转让方式，投资者及其一致行动人在一个上市公司中拥有权益的股份拟达到或者超过一个上市公司已发行股份的5%时，应当在该事实发生之日起3日内编制权益变动报告书，向中国证监会、证券交易所提交书面报告，抄报派出机构，通知该上市公司，并予公告。

投资者及其一致行动人拥有权益的股份达到一个上市公司已发行股份的5%后，其拥有权益的股份占该上市公司已发行股份的比例每增加或者减少达到或者超过5%的，应当依照前款规定履行报告、公告义务。

前两款规定的投资者及其一致行动人在作出报告、公告前，不得再行买卖该上市公司的股票。相关股份转让及过户登记手续按照本办法第四章及证券交易所、证券登记结算机构的规定办理。

第十五条 投资者及其一致行动人通过行政划转或者变更、执行法院裁定、继承、赠与等方式拥有权益的股份变动达到前条规定比例的，应当按照前条规定履行报告、公告义务，并参照前条规定办理股份过户登记手续。

第十六条 投资者及其一致行动人不是上市公司的第一大股东或者实际控制人，其拥有权益的股份达到或者超过该公司已发行股份的5%，但未达到20%的，应当编制包括下列内容的简式权益变动报告书：

（一）投资者及其一致行动人的姓名、住所；投资者及其一致行动人为法人的，其名称、注册地及法定代表人；

（二）持股目的，是否有意在未来12个月内继续增加其在上市公司中拥有的权益；

（三）上市公司的名称、股票的种类、数量、比例；

（四）在上市公司中拥有权益的股份达到或者超过上市公司已发行股份的5%或者拥有权益的股份增减变化达到5%的时间及方式；

（五）权益变动事实发生之日前6个月内通过证券交易所的证券交易买卖该公司股票的简要情况；

（六）中国证监会、证券交易所要求披露的其他内容。

前述投资者及其一致行动人为上市公司第一大股东或者实际控制人，其拥有权益的股份达到或者超过一个上市公司已发行股份的5%，但未达到20%的，还应当披露本办法第十七条第一款规定的内容。

第十七条　投资者及其一致行动人拥有权益的股份达到或者超过一个上市公司已发行股份的20%但未超过30%的，应当编制详式权益变动报告书，除须披露前条规定的信息外，还应当披露以下内容：

（一）投资者及其一致行动人的控股股东、实际控制人及其股权控制关系结构图。

（二）取得相关股份的价格、所需资金额、资金来源，或者其他支付安排。

（三）投资者、一致行动人及其控股股东、实际控制人所从事的业务与上市公司的业务是否存在同业竞争或者潜在的同业竞争，是否存在持续关联交易；存在同业竞争或者持续关联交易的，是否已做出相应的安排，确保投资者、一致行动人及其关联方与上市公司之间避免同业竞争以及保持上市公司的独立性。

（四）未来12个月内对上市公司资产、业务、人员、组织结构、公司章程等进行调整的后续计划。

（五）前24个月内投资者及其一致行动人与上市公司之间的重大交易。

（六）不存在本办法第六条规定的情形。

（七）能够按照本办法第五十条的规定提供相关文件。

前述投资者及其一致行动人为上市公司第一大股东或者实际控制人的，还应当聘请财务顾问对上述权益变动报告书所披露的内容出具核查意见，但国有股行政划转或者变更、股份转让在同一实际控制人控制的不同主体之间进行、因继承取得股份的除外。投资者及其一致行动人承诺至少3年放弃行使相关股份表决权的，可免于聘请财务顾问和提供前款第（七）项规定的文件。

第十八条　已披露权益变动报告书的投资者及其一致行动人在披露之日起6个月内，因拥有权益的股份变动需要再次报告、公告权益变动报告书的，可以仅就与前次报告书不同的部分作出报告、公告；自前次披露之日起超过6个月的，投资者及其一致行动人应当按照本章的规定编制权益变动报告书，履行报告、公告义务。

第十九条 因上市公司减少股本导致投资者及其一致行动人拥有权益的股份变动出现本办法第十四条规定情形的，投资者及其一致行动人免于履行报告和公告义务。上市公司应当自完成减少股本的变更登记之日起2个工作日内，就因此导致的公司股东拥有权益的股份变动情况作出公告；因公司减少股本可能导致投资者及其一致行动人成为公司第一大股东或者实际控制人的，该投资者及其一致行动人应当自公司董事会公告有关减少公司股本决议之日起3个工作日内，按照本办法第十七条第一款的规定履行报告、公告义务。

第二十条 上市公司的收购及相关股份权益变动活动中的信息披露义务人依法披露前，相关信息已在媒体上传播或者公司股票交易出现异常的，上市公司应当立即向当事人进行查询，当事人应当及时予以书面答复，上市公司应当及时作出公告。

第二十一条 上市公司的收购及相关股份权益变动活动中的信息披露义务人应当在至少一家中国证监会指定媒体上依法披露信息；在其他媒体上进行披露的，披露内容应当一致，披露时间不得早于指定媒体的披露时间。

第二十二条 上市公司的收购及相关股份权益变动活动中的信息披露义务人采取一致行动的，可以以书面形式约定由其中一人作为指定代表负责统一编制信息披露文件，并同意授权指定代表在信息披露文件上签字、盖章。

各信息披露义务人应当对信息披露文件中涉及其自身的信息承担责任；对信息披露文件中涉及的与多个信息披露义务人相关的信息，各信息披露义务人对相关部分承担连带责任。

第三章 要约收购

第二十三条 投资者自愿选择以要约方式收购上市公司股份的，可以向被收购公司所有股东发出收购其所持有的全部股份的要约（以下简称全面要约），也可以向被收购公司所有股东发出收购其所持有的部分股份的要约（以下简称部分要约）。

第二十四条 通过证券交易所的证券交易，收购人持有一个上市公司的股份达到该公司已发行股份的30%时，继续增持股份的，应当采取要约方式进行，发出全面要约或者部分要约。

第二十五条 收购人依照本办法第二十三条、第二十四条、第四十七条、

第五十六条的规定，以要约方式收购一个上市公司股份的，其预定收购的股份比例均不得低于该上市公司已发行股份的5%。

第二十六条　以要约方式进行上市公司收购的，收购人应当公平对待被收购公司的所有股东。持有同一种类股份的股东应当得到同等对待。

第二十七条　收购人为终止上市公司的上市地位而发出全面要约的，或者向中国证监会提出申请但未取得豁免而发出全面要约的，应当以现金支付收购价款；以依法可以转让的证券（以下简称证券）支付收购价款的，应当同时提供现金方式供被收购公司股东选择。

第二十八条　以要约方式收购上市公司股份的，收购人应当编制要约收购报告书，并应当聘请财务顾问向中国证监会、证券交易所提交书面报告，抄报派出机构，通知被收购公司，同时对要约收购报告书摘要作出提示性公告。

收购人依照前款规定报送符合中国证监会规定的要约收购报告书及本办法第五十条规定的相关文件之日起15日后，公告其要约收购报告书、财务顾问专业意见和律师出具的法律意见书。在15日内，中国证监会对要约收购报告书披露的内容表示无异议的，收购人可以进行公告；中国证监会发现要约收购报告书不符合法律、行政法规及相关规定的，及时告知收购人，收购人不得公告其收购要约。

第二十九条　前条规定的要约收购报告书，应当载明下列事项：

（一）收购人的姓名、住所；收购人为法人的，其名称、注册地及法定代表人，与其控股股东、实际控制人之间的股权控制关系结构图。

（二）收购人关于收购的决定及收购目的，是否拟在未来12个月内继续增持。

（三）上市公司的名称、收购股份的种类。

（四）预定收购股份的数量和比例。

（五）收购价格。

（六）收购所需资金额、资金来源及资金保证，或者其他支付安排。

（七）收购要约约定的条件。

（八）收购期限。

（九）报送收购报告书时持有被收购公司的股份数量、比例。

（十）本次收购对上市公司的影响分析，包括收购人及其关联方所从事的

业务与上市公司的业务是否存在同业竞争或者潜在的同业竞争，是否存在持续关联交易；存在同业竞争或者持续关联交易的，收购人是否已作出相应的安排，确保收购人及其关联方与上市公司之间避免同业竞争以及保持上市公司的独立性。

（十一）未来12个月内对上市公司资产、业务、人员、组织结构、公司章程等进行调整的后续计划。

（十二）前24个月内收购人及其关联方与上市公司之间的重大交易。

（十三）前6个月内通过证券交易所的证券交易买卖被收购公司股票的情况。

（十四）中国证监会要求披露的其他内容。

收购人发出全面要约的，应当在要约收购报告书中充分披露终止上市的风险、终止上市后收购行为完成的时间及仍持有上市公司股份的剩余股东出售其股票的其他后续安排；收购人发出以终止公司上市地位为目的的全面要约，无须披露前款第（十）项规定的内容。

第三十条 收购人按照本办法第四十七条拟收购上市公司股份超过30%，须改以要约方式进行收购的，收购人应当在达成收购协议或者做出类似安排后的3日内对要约收购报告书摘要作出提示性公告，并按照本办法第二十八条、第二十九条的规定履行报告和公告义务，同时免于编制、报告和公告上市公司收购报告书；依法应当取得批准的，应当在公告中特别提示本次要约须取得相关批准方可进行。

未取得批准的，收购人应当在收到通知之日起2个工作日内，向中国证监会提交取消收购计划的报告，同时抄报派出机构，抄送证券交易所，通知被收购公司，并予公告。

第三十一条 收购人向中国证监会报送要约收购报告书后，在公告要约收购报告书之前，拟自行取消收购计划的，应当向中国证监会提出取消收购计划的申请及原因说明，并予公告；自公告之日起12个月内，该收购人不得再次对同一上市公司进行收购。

第三十二条 被收购公司董事会应当对收购人的主体资格、资信情况及收购意图进行调查，对要约条件进行分析，对股东是否接受要约提出建议，并聘请独立财务顾问提出专业意见。在收购人公告要约收购报告书后20日内，被

收购公司董事会应当将被收购公司董事会报告书与独立财务顾问的专业意见报送中国证监会，同时抄报派出机构，抄送证券交易所，并予公告。

收购人对收购要约条件作出重大变更的，被收购公司董事会应当在3个工作日内提交董事会及独立财务顾问就要约条件的变更情况所出具的补充意见，并予以报告、公告。

第三十三条　收购人作出提示性公告后至要约收购完成前，被收购公司除继续从事正常的经营活动或者执行股东大会已经作出的决议外，未经股东大会批准，被收购公司董事会不得通过处置公司资产、对外投资、调整公司主要业务、担保、贷款等方式，对公司的资产、负债、权益或者经营成果造成重大影响。

第三十四条　在要约收购期间，被收购公司董事不得辞职。

第三十五条　收购人按照本办法规定进行要约收购的，对同一种类股票的要约价格，不得低于要约收购提示性公告日前6个月内收购人取得该种股票所支付的最高价格。

要约价格低于提示性公告日前30个交易日该种股票的每日加权平均价格的算术平均值的，收购人聘请的财务顾问应当就该种股票前6个月的交易情况进行分析，说明是否存在股价被操纵、收购人是否有未披露的一致行动人、收购人前6个月取得公司股份是否存在其他支付安排、要约价格的合理性等。

第三十六条　收购人可以采用现金、证券、现金与证券相结合等合法方式支付收购上市公司的价款。收购人聘请的财务顾问应当说明收购人具备要约收购的能力。

以现金支付收购价款的，应当在作出要约收购提示性公告的同时，将不少于收购价款总额的20%作为履约保证金存入证券登记结算机构指定的银行。

收购人以证券支付收购价款的，应当提供该证券的发行人最近3年经审计的财务会计报告、证券估值报告，并配合被收购公司聘请的独立财务顾问的尽职调查工作。

收购人以在证券交易所上市交易的证券支付收购价款的，应当在作出要约收购提示性公告的同时，将用于支付的全部证券交由证券登记结算机构保管，但上市公司发行新股的除外；收购人以在证券交易所上市的债券支付收购价款的，该债券的可上市交易时间应当不少于一个月；收购人以未在证券交易所上

市交易的证券支付收购价款的，必须同时提供现金方式供被收购公司的股东选择，并详细披露相关证券的保管、送达被收购公司股东的方式和程序安排。

第三十七条 收购要约约定的收购期限不得少于30日，并不得超过60日；但是出现竞争要约的除外。

在收购要约约定的承诺期限内，收购人不得撤销其收购要约。

第三十八条 采取要约收购方式的，收购人作出公告后至收购期限届满前，不得卖出被收购公司的股票，也不得采取要约规定以外的形式和超出要约的条件买入被收购公司的股票。

第三十九条 收购要约提出的各项收购条件，适用于被收购公司的所有股东。

收购人需要变更收购要约的，必须事先向中国证监会提出书面报告，同时抄报派出机构，抄送证券交易所和证券登记结算机构，通知被收购公司；经中国证监会批准后，予以公告。

第四十条 收购要约期限届满前15日内，收购人不得变更收购要约；但是出现竞争要约的除外。

出现竞争要约时，发出初始要约的收购人变更收购要约距初始要约收购期限届满不足15日的，应当延长收购期限，延长后的要约期应当不少于15日，不得超过最后一个竞争要约的期满日，并按规定比例追加履约保证金；以证券支付收购价款的，应当追加相应数量的证券，交由证券登记结算机构保管。

发出竞争要约的收购人最迟不得晚于初始要约收购期限届满前15日发出要约收购的提示性公告，并应当根据本办法第二十八条和第二十九条的规定履行报告、公告义务。

第四十一条 要约收购报告书所披露的基本事实发生重大变化的，收购人应当在该重大变化发生之日起2个工作日内，向中国证监会作出书面报告，同时抄报派出机构，抄送证券交易所，通知被收购公司，并予公告。

第四十二条 同意接受收购要约的股东（以下简称预受股东），应当委托证券公司办理预受要约的相关手续。收购人应当委托证券公司向证券登记结算机构申请办理预受要约股票的临时保管。证券登记结算机构临时保管的预受要约的股票，在要约收购期间不得转让。

前款所称预受，是指被收购公司股东同意接受要约的初步意思表示，在要

约收购期限内不可撤回之前不构成承诺。在要约收购期限届满3个交易日前，预受股东可以委托证券公司办理撤回预受要约的手续，证券登记结算机构根据预受要约股东的撤回申请解除对预受要约股票的临时保管。在要约收购期限届满前3个交易日内，预受股东不得撤回其对要约的接受。在要约收购期限内，收购人应当每日在证券交易所网站上公告已预受收购要约的股份数量。

出现竞争要约时，接受初始要约的预受股东撤回全部或者部分预受的股份，并将撤回的股份售予竞争要约人的，应当委托证券公司办理撤回预受初始要约的手续和预受竞争要约的相关手续。

第四十三条　收购期限届满，发出部分要约的收购人应当按照收购要约约定的条件购买被收购公司股东预受的股份，预受要约股份的数量超过预定收购数量时，收购人应当按照同等比例收购预受要约的股份；以终止被收购公司上市地位为目的的，收购人应当按照收购要约约定的条件购买被收购公司股东预受的全部股份；未取得中国证监会豁免而发出全面要约的收购人应当购买被收购公司股东预受的全部股份。

收购期限届满后3个交易日内，接受委托的证券公司应当向证券登记结算机构申请办理股份转让结算、过户登记手续，解除对超过预定收购比例的股票的临时保管；收购人应当公告本次要约收购的结果。

第四十四条　收购期限届满，被收购公司股权分布不符合上市条件，该上市公司的股票由证券交易所依法终止上市交易。在收购行为完成前，其余仍持有被收购公司股票的股东，有权在收购报告书规定的合理期限内向收购人以收购要约的同等条件出售其股票，收购人应当收购。

第四十五条　收购期限届满后15日内，收购人应当向中国证监会报送关于收购情况的书面报告，同时抄报派出机构，抄送证券交易所，通知被收购公司。

第四十六条　除要约方式外，投资者不得在证券交易所外公开求购上市公司的股份。

第四章　协议收购

第四十七条　收购人通过协议方式在一个上市公司中拥有权益的股份达到或者超过该公司已发行股份的5%，但未超过30%的，按照本办法第二章的规

定办理。

收购人拥有权益的股份达到该公司已发行股份的30%时，继续进行收购的，应当依法向该上市公司的股东发出全面要约或者部分要约。符合本办法第六章规定情形的，收购人可以向中国证监会申请免除发出要约。

收购人拟通过协议方式收购一个上市公司的股份超过30%的，超过30%的部分，应当改以要约方式进行；但符合本办法第六章规定情形的，收购人可以向中国证监会申请免除发出要约。收购人在取得中国证监会豁免后，履行其收购协议；未取得中国证监会豁免且拟继续履行其收购协议的，或者不申请豁免的，在履行其收购协议前，应当发出全面要约。

第四十八条 以协议方式收购上市公司股份超过30%，收购人拟依据本办法第六章的规定申请豁免的，应当在与上市公司股东达成收购协议之日起3日内编制上市公司收购报告书，提交豁免申请及本办法第五十条规定的相关文件，委托财务顾问向中国证监会、证券交易所提交书面报告，同时抄报派出机构，通知被收购公司，并公告上市公司收购报告书摘要。派出机构收到书面报告后通报上市公司所在地省级人民政府。

收购人自取得中国证监会的豁免之日起3日内公告其收购报告书、财务顾问专业意见和律师出具的法律意见书；收购人未取得豁免的，应当自收到中国证监会的决定之日起3日内予以公告，并按照本办法第六十一条第二款的规定办理。中国证监会发现收购报告书不符合法律、行政法规及相关规定的，应当及时告知收购人，收购人未纠正的，不得公告收购报告书，在公告前不得履行收购协议。

第四十九条 依据前条规定所作的上市公司收购报告书，须披露本办法第二十九条第（一）项至第（六）项和第（九）项至第（十四）项规定的内容及收购协议的生效条件和付款安排。

已披露收购报告书的收购人在披露之日起6个月内，因权益变动需要再次报告、公告的，可以仅就与前次报告书不同的部分作出报告、公告；超过6个月的，应当按照本办法第二章的规定履行报告、公告义务。

第五十条 收购人进行上市公司的收购，应当向中国证监会提交以下文件：

（一）中国公民的身份证明，或者在中国境内登记注册的法人、其他组织的证明文件。

（二）基于收购人的实力和从业经验对上市公司后续发展计划可行性的说明，收购人拟修改公司章程、改选公司董事会、改变或者调整公司主营业务的，还应当补充其具备规范运作上市公司的管理能力的说明。

（三）收购人及其关联方与被收购公司存在同业竞争、关联交易的，应提供避免同业竞争等利益冲突、保持被收购公司经营独立性的说明。

（四）收购人为法人或者其他组织的，其控股股东、实际控制人最近2年未变更的说明。

（五）收购人及其控股股东或实际控制人的核心企业和核心业务、关联企业及主营业务的说明；收购人或其实际控制人为两个或两个以上的上市公司控股股东或实际控制人的，还应当提供其持股5%以上的上市公司以及银行、信托公司、证券公司、保险公司等其他金融机构的情况说明。

（六）财务顾问关于收购人最近3年的诚信记录、收购资金来源合法性、收购人具备履行相关承诺的能力以及相关信息披露内容真实性、准确性、完整性的核查意见；收购人成立未满3年的，财务顾问还应当提供其控股股东或者实际控制人最近3年诚信记录的核查意见。

境外法人或者境外其他组织进行上市公司收购的，除应当提交第一款第（二）项至第（六）项规定的文件外，还应当提交以下文件：

（一）财务顾问出具的收购人符合对上市公司进行战略投资的条件、具有收购上市公司的能力的核查意见；

（二）收购人接受中国司法、仲裁管辖的声明。

第五十一条　上市公司董事、监事、高级管理人员、员工或者其所控制或者委托的法人或者其他组织，拟对本公司进行收购或者通过本办法第五章规定的方式取得本公司控制权（以下简称管理层收购）的，该上市公司应当具备健全且运行良好的组织机构以及有效的内部控制制度，公司董事会成员中独立董事的比例应当达到或者超过1/2。公司应当聘请具有证券、期货从业资格的资产评估机构提供公司资产评估报告，本次收购应当经董事会非关联董事作出决议，且取得2/3以上的独立董事同意后，提交公司股东大会审议，经出席股东大会的非关联股东所持表决权过半数通过。独立董事发表意见前，应当聘请独立财务顾问就本次收购出具专业意见，独立董事及独立财务顾问的意见应当一并予以公告。

上市公司董事、监事、高级管理人员存在《公司法》第一百四十九条规定情形，或者最近3年有证券市场不良诚信记录的，不得收购本公司。

第五十二条 以协议方式进行上市公司收购的，自签订收购协议起至相关股份完成过户的期间为上市公司收购过渡期（以下简称过渡期）。在过渡期内，收购人不得通过控股股东提议改选上市公司董事会，确有充分理由改选董事会的，来自收购人的董事不得超过董事会成员的1/3；被收购公司不得为收购人及其关联方提供担保；被收购公司不得公开发行股份募集资金，不得进行重大购买、出售资产及重大投资行为或者与收购人及其关联方进行其他关联交易，但收购人为挽救陷入危机或者面临严重财务困难的上市公司的情形除外。

第五十三条 上市公司控股股东向收购人协议转让其所持有的上市公司股份的，应当对收购人的主体资格、诚信情况及收购意图进行调查，并在其权益变动报告书中披露有关调查情况。

控股股东及其关联方未清偿其对公司的负债，未解除公司为其负债提供的担保，或者存在损害公司利益的其他情形的，被收购公司董事会应当对前述情形及时予以披露，并采取有效措施维护公司利益。

第五十四条 协议收购的相关当事人应当向证券登记结算机构申请办理拟转让股份的临时保管手续，并可以将用于支付的现金存放于证券登记结算机构指定的银行。

第五十五条 收购报告书公告后，相关当事人应当按照证券交易所和证券登记结算机构的业务规则，在证券交易所就本次股份转让予以确认后，凭全部转让款项存放于双方认可的银行账户的证明，向证券登记结算机构申请解除拟协议转让股票的临时保管，并办理过户登记手续。

收购人未按规定履行报告、公告义务，或者未按规定提出申请的，证券交易所和证券登记结算机构不予办理股份转让和过户登记手续。

收购人在收购报告书公告后30日内仍未完成相关股份过户手续的，应当立即作出公告，说明理由；在未完成相关股份过户期间，应当每隔30日公告相关股份过户办理进展情况。

第五章 间接收购

第五十六条 收购人虽不是上市公司的股东，但通过投资关系、协议、其

他安排导致其拥有权益的股份达到或者超过一个上市公司已发行股份的5%未超过30%的，应当按照本办法第二章的规定办理。

收购人拥有权益的股份超过该公司已发行股份的30%的，应当向该公司所有股东发出全面要约；收购人预计无法在事实发生之日起30日内发出全面要约的，应当在前述30日内促使其控制的股东将所持有的上市公司股份减持至30%或者30%以下，并自减持之日起2个工作日内予以公告；其后收购人或者其控制的股东拟继续增持的，应当采取要约方式；拟依据本办法第六章的规定申请豁免的，应当按照本办法第四十八条的规定办理。

第五十七条　投资者虽不是上市公司的股东，但通过投资关系取得对上市公司股东的控制权，而受其支配的上市公司股东所持股份达到前条规定比例，且对该股东的资产和利润构成重大影响的，应当按照前条规定履行报告、公告义务。

第五十八条　上市公司实际控制人及受其支配的股东，负有配合上市公司真实、准确、完整披露有关实际控制人发生变化的信息的义务；实际控制人及受其支配的股东拒不履行上述配合义务，导致上市公司无法履行法定信息披露义务而承担民事、行政责任的，上市公司有权对其提起诉讼。实际控制人、控股股东指使上市公司及其有关人员不依法履行信息披露义务的，中国证监会依法进行查处。

第五十九条　上市公司实际控制人及受其支配的股东未履行报告、公告义务的，上市公司应当自知悉之日起立即作出报告和公告。上市公司就实际控制人发生变化的情况予以公告后，实际控制人仍未披露的，上市公司董事会应当向实际控制人和受其支配的股东查询，必要时可以聘请财务顾问进行查询，并将查询情况向中国证监会、派出机构和证券交易所报告；中国证监会依法对拒不履行报告、公告义务的实际控制人进行查处。

上市公司知悉实际控制人发生较大变化而未能将有关实际控制人的变化情况及时予以报告和公告的，中国证监会责令改正，情节严重的，认定上市公司负有责任的董事为不适当人选。

第六十条　上市公司实际控制人及受其支配的股东未履行报告、公告义务，拒不履行第五十八条规定的配合义务，或者实际控制人存在不得收购上市公司情形的，上市公司董事会应当拒绝接受受实际控制人支配的股东向董事会

提交的提案或者临时议案，并向中国证监会、派出机构和证券交易所报告。中国证监会责令实际控制人改正，可以认定实际控制人通过受其支配的股东所提名的董事为不适当人选；改正前，受实际控制人支配的股东不得行使其持有股份的表决权。上市公司董事会未拒绝接受实际控制人及受其支配的股东所提出的提案的，中国证监会可以认定负有责任的董事为不适当人选。

第六章 豁免申请

第六十一条 符合本办法第六十二条、第六十三条规定情形的，投资者及其一致行动人可以向中国证监会申请下列豁免事项：

（一）免于以要约收购方式增持股份；

（二）存在主体资格、股份种类限制或者法律、行政法规、中国证监会规定的特殊情形的，可以申请免于向被收购公司的所有股东发出收购要约。

未取得豁免的，投资者及其一致行动人应当在收到中国证监会通知之日起30日内将其或者其控制的股东所持有的被收购公司股份减持到30%或者30%以下；拟以要约以外的方式继续增持股份的，应当发出全面要约。

第六十二条 有下列情形之一的，收购人可以向中国证监会提出免于以要约方式增持股份的申请：

（一）收购人与出让人能够证明本次转让未导致上市公司的实际控制人发生变化；

（二）上市公司面临严重财务困难，收购人提出的挽救公司的重组方案取得该公司股东大会批准，且收购人承诺3年内不转让其在该公司中所拥有的权益；

（三）经上市公司股东大会非关联股东批准，收购人取得上市公司向其发行的新股，导致其在该公司拥有权益的股份超过该公司已发行股份的30%，收购人承诺3年内不转让其拥有权益的股份，且公司股东大会同意收购人免于发出要约；

（四）中国证监会为适应证券市场发展变化和保护投资者合法权益的需要而认定的其他情形。

收购人报送的豁免申请文件符合规定，并且已经按照本办法的规定履行报告、公告义务的，中国证监会予以受理；不符合规定或者未履行报告、公告义务的，中国证监会不予受理。中国证监会在受理豁免申请后20个工作日内，

就收购人所申请的具体事项做出是否予以豁免的决定；取得豁免的，收购人可以继续增持股份。

第六十三条　有下列情形之一的，当事人可以向中国证监会申请以简易程序免除发出要约：

（一）经政府或者国有资产管理部门批准进行国有资产无偿划转、变更、合并，导致投资者在一个上市公司中拥有权益的股份占该公司已发行股份的比例超过30%；

（二）在一个上市公司中拥有权益的股份达到或者超过该公司已发行股份的30%的，自上述事实发生之日起一年后，每12个月内增加其在该公司中拥有权益的股份不超过该公司已发行股份的2%；

（三）在一个上市公司中拥有权益的股份达到或者超过该公司已发行股份的50%的，继续增加其在该公司拥有的权益不影响该公司的上市地位；

（四）因上市公司按照股东大会批准的确定价格向特定股东回购股份而减少股本，导致当事人在该公司中拥有权益的股份超过该公司已发行股份的30%；

（五）证券公司、银行等金融机构在其经营范围内依法从事承销、贷款等业务导致其持有一个上市公司已发行股份超过30%，没有实际控制该公司的行为或者意图，并且提出在合理期限内向非关联方转让相关股份的解决方案；

（六）因继承导致在一个上市公司中拥有权益的股份超过该公司已发行股份的30%；

（七）中国证监会为适应证券市场发展变化和保护投资者合法权益的需要而认定的其他情形。

根据前款第（一）项和第（三）项至第（七）项规定提出豁免申请的，中国证监会自收到符合规定的申请文件之日起10个工作日内未提出异议的，相关投资者可以向证券交易所和证券登记结算机构申请办理股份转让和过户登记手续；根据前款第（二）项规定，相关投资者在增持行为完成后3日内应当就股份增持情况做出公告，并向中国证监会提出豁免申请，中国证监会自收到符合规定的申请文件之日起10个工作日内做出是否予以豁免的决定。中国证监会不同意其以简易程序申请的，相关投资者应当按照本办法第六十二条的规定提出申请。

第六十四条 收购人提出豁免申请的，应当聘请律师事务所等专业机构出具专业意见。

第七章 财务顾问

第六十五条 收购人聘请的财务顾问应当履行以下职责：

（一）对收购人的相关情况进行尽职调查；

（二）应收购人的要求向收购人提供专业化服务，全面评估被收购公司的财务和经营状况，帮助收购人分析收购所涉及的法律、财务、经营风险，就收购方案所涉及的收购价格、收购方式、支付安排等事项提出对策建议，并指导收购人按照规定的内容与格式制作申报文件；

（三）对收购人进行证券市场规范化运作的辅导，使收购人的董事、监事和高级管理人员熟悉有关法律、行政法规和中国证监会的规定，充分了解其应当承担的义务和责任，督促其依法履行报告、公告和其他法定义务；

（四）对收购人是否符合本办法的规定及申报文件内容的真实性、准确性、完整性进行充分核查和验证，对收购事项客观、公正地发表专业意见；

（五）接受收购人委托，向中国证监会报送申报材料，根据中国证监会的审核意见，组织、协调收购人及其他专业机构予以答复；

（六）与收购人签订协议，在收购完成后 12 个月内，持续督导收购人遵守法律、行政法规、中国证监会的规定、证券交易所规则、上市公司章程，依法行使股东权利，切实履行承诺或者相关约定。

第六十六条 收购人聘请的财务顾问就本次收购出具的财务顾问报告，应当对以下事项进行说明和分析，并逐项发表明确意见：

（一）收购人编制的上市公司收购报告书或者要约收购报告书所披露的内容是否真实、准确、完整；

（二）本次收购的目的；

（三）收购人是否提供所有必备证明文件，根据对收购人及其控股股东、实际控制人的实力、从事的主要业务、持续经营状况、财务状况和诚信情况的核查，说明收购人是否具备主体资格，是否具备收购的经济实力，是否具备规范运作上市公司的管理能力，是否需要承担其他附加义务及是否具备履行相关义务的能力，是否存在不良诚信记录；

（四）对收购人进行证券市场规范化运作辅导的情况，其董事、监事和高级管理人员是否已经熟悉有关法律、行政法规和中国证监会的规定，充分了解应承担的义务和责任，督促其依法履行报告、公告和其他法定义务的情况；

（五）收购人的股权控制结构及其控股股东、实际控制人支配收购人的方式；

（六）收购人的收购资金来源及其合法性，是否存在利用本次收购的股份向银行等金融机构质押取得融资的情形；

（七）涉及收购人以证券支付收购价款的，应当说明有关该证券发行人的信息披露是否真实、准确、完整以及该证券交易的便捷性等情况；

（八）收购人是否已经履行了必要的授权和批准程序；

（九）是否已对收购过渡期间保持上市公司稳定经营作出安排，该安排是否符合有关规定；

（十）对收购人提出的后续计划进行分析，收购人所从事的业务与上市公司从事的业务存在同业竞争、关联交易的，对收购人解决与上市公司同业竞争等利益冲突及保持上市公司经营独立性的方案进行分析，说明本次收购对上市公司经营独立性和持续发展可能产生的影响；

（十一）在收购标的上是否设定其他权利，是否在收购价款之外还作出其他补偿安排；

（十二）收购人及其关联方与被收购公司之间是否存在业务往来，收购人与被收购公司的董事、监事、高级管理人员是否就其未来任职安排达成某种协议或者默契；

（十三）上市公司原控股股东、实际控制人及其关联方是否存在未清偿对公司的负债、未解除公司为其负债提供的担保或者损害公司利益的其他情形；存在该等情形的，是否已提出切实可行的解决方案；

（十四）涉及收购人拟提出豁免申请的，应当说明本次收购是否属于可以得到豁免的情形，收购人是否作出承诺及是否具备履行相关承诺的实力。

第六十七条　上市公司董事会或者独立董事聘请的独立财务顾问，不得同时担任收购人的财务顾问或者与收购人的财务顾问存在关联关系。独立财务顾问应当根据委托进行尽职调查，对本次收购的公正性和合法性发表专业意见。独立财务顾问报告应当对以下问题进行说明和分析，发表明确意见：

（一）收购人是否具备主体资格；

（二）收购人的实力及本次收购对被收购公司经营独立性和持续发展可能产生的影响分析；

（三）收购人是否存在利用被收购公司的资产或者由被收购公司为本次收购提供财务资助的情形；

（四）涉及要约收购的，分析被收购公司的财务状况，说明收购价格是否充分反映被收购公司价值，收购要约是否公平、合理，对被收购公司社会公众股股东接受要约提出的建议；

（五）涉及收购人以证券支付收购价款的，还应当根据该证券发行人的资产、业务和盈利预测，对相关证券进行估值分析，就收购条件对被收购公司的社会公众股股东是否公平合理、是否接受收购人提出的收购条件提出专业意见；

（六）涉及管理层收购的，应当对上市公司进行估值分析，就本次收购的定价依据、支付方式、收购资金来源、融资安排、还款计划及其可行性、上市公司内部控制制度的执行情况及其有效性、上述人员及其直系亲属在最近24个月内与上市公司业务往来情况以及收购报告书披露的其他内容等进行全面核查，发表明确意见。

第六十八条 财务顾问受托向中国证监会报送申报文件，应当在财务顾问报告中作出以下承诺：

（一）已按照规定履行尽职调查义务，有充分理由确信所发表的专业意见与收购人申报文件的内容不存在实质性差异；

（二）已对收购人申报文件进行核查，确信申报文件的内容与格式符合规定；

（三）有充分理由确信本次收购符合法律、行政法规和中国证监会的规定，有充分理由确信收购人披露的信息真实、准确、完整，不存在虚假记载、误导性陈述和重大遗漏；

（四）就本次收购所出具的专业意见已提交其内核机构审查，并获得通过；

（五）在担任财务顾问期间，已采取严格的保密措施，严格执行内部防火墙制度；

（六）与收购人已订立持续督导协议。

第六十九条 财务顾问在收购过程中和持续督导期间，应当关注被收购公

司是否存在为收购人及其关联方提供担保或者借款等损害上市公司利益的情形，发现有违法或者不当行为的，应当及时向中国证监会、派出机构和证券交易所报告。

第七十条　财务顾问为履行职责，可以聘请其他专业机构协助其对收购人进行核查，但应当对收购人提供的资料和披露的信息进行独立判断。

第七十一条　自收购人公告上市公司收购报告书至收购完成后12个月内，财务顾问应当通过日常沟通、定期回访等方式，关注上市公司的经营情况，结合被收购公司定期报告和临时公告的披露事宜，对收购人及被收购公司履行持续督导职责：

（一）督促收购人及时办理股权过户手续，并依法履行报告和公告义务；

（二）督促和检查收购人及被收购公司依法规范运作；

（三）督促和检查收购人履行公开承诺的情况；

（四）结合被收购公司定期报告，核查收购人落实后续计划的情况，是否达到预期目标，实施效果是否与此前的披露内容存在较大差异，是否实现相关盈利预测或者管理层预计达到的目标；

（五）涉及管理层收购的，核查被收购公司定期报告中披露的相关还款计划的落实情况与事实是否一致；

（六）督促和检查履行收购中约定的其他义务的情况。

在持续督导期间，财务顾问应当结合上市公司披露的季度报告、半年度报告和年度报告出具持续督导意见，并在前述定期报告披露后的15日内向派出机构报告。

在此期间，财务顾问发现收购人在上市公司收购报告书中披露的信息与事实不符的，应当督促收购人如实披露相关信息，并及时向中国证监会、派出机构、证券交易所报告。财务顾问解除委托合同的，应当及时向中国证监会、派出机构作出书面报告，说明无法继续履行持续督导职责的理由，并予公告。

第八章　持续监管

第七十二条　在上市公司收购行为完成后12个月内，收购人聘请的财务顾问应当在每季度前3日内就上一季度对上市公司影响较大的投资、购买或者出售资产、关联交易、主营业务调整以及董事、监事、高级管理人员的更换、

职工安置、收购人履行承诺等情况向派出机构报告。

收购人注册地与上市公司注册地不同的，还应当将前述情况的报告同时抄报收购人所在地的派出机构。

第七十三条 派出机构根据审慎监管原则，通过与承办上市公司审计业务的会计师事务所谈话、检查财务顾问持续督导责任的落实、定期或者不定期的现场检查等方式，在收购完成后对收购人和上市公司进行监督检查。

派出机构发现实际情况与收购人披露的内容存在重大差异的，对收购人及上市公司予以重点关注，可以责令收购人延长财务顾问的持续督导期，并依法进行查处。

在持续督导期间，财务顾问与收购人解除合同的，收购人应当另行聘请其他财务顾问机构履行持续督导职责。

第七十四条 在上市公司收购中，收购人持有的被收购公司的股份，在收购完成后12个月内不得转让。

收购人在被收购公司中拥有权益的股份在同一实际控制人控制的不同主体之间进行转让不受前述12个月的限制，但应当遵守本办法第六章的规定。

第九章 监管措施与法律责任

第七十五条 上市公司的收购及相关股份权益变动活动中的信息披露义务人，未按照本办法的规定履行报告、公告以及其他相关义务的，中国证监会责令改正，采取监管谈话、出具警示函、责令暂停或者停止收购等监管措施。在改正前，相关信息披露义务人不得对其持有或者实际支配的股份行使表决权。

第七十六条 上市公司的收购及相关股份权益变动活动中的信息披露义务人在报告、公告等文件中有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的，中国证监会责令改正，采取监管谈话、出具警示函、责令暂停或者停止收购等监管措施。在改正前，收购人对其持有或者实际支配的股份不得行使表决权。

第七十七条 投资者及其一致行动人取得上市公司控制权而未按照本办法的规定聘请财务顾问，规避法定程序和义务，变相进行上市公司的收购，或者外国投资者规避管辖的，中国证监会责令改正，采取出具警示函、责令暂停或者停止收购等监管措施。在改正前，收购人不得对其持有或者实际支配的股份行使表决权。

第七十八条　发出收购要约的收购人在收购要约期限届满，不按照约定支付收购价款或者购买预受股份的，自该事实发生之日起3年内不得收购上市公司，中国证监会不受理收购人及其关联方提交的申报文件；涉嫌虚假信息披露、操纵证券市场的，中国证监会对收购人进行立案稽查，依法追究其法律责任。前款规定的收购人聘请的财务顾问没有充分证据表明其勤勉尽责的，中国证监会依法追究法律责任。

第七十九条　上市公司控股股东和实际控制人在转让其对公司的控制权时，未清偿其对公司的负债，未解除公司为其提供的担保，或者未对其损害公司利益的其他情形作出纠正的，中国证监会责令改正、责令暂停或者停止收购活动。被收购公司董事会未能依法采取有效措施促使公司控股股东、实际控制人予以纠正，或者在收购完成后未能促使收购人履行承诺、安排或者保证的，中国证监会可以认定相关董事为不适当人选。

第八十条　上市公司董事未履行忠实义务和勤勉义务，利用收购谋取不当利益的，中国证监会采取监管谈话、出具警示函等监管措施，可以认定为不适当人选。

上市公司章程中涉及公司控制权的条款违反法律、行政法规和本办法规定的，中国证监会责令改正。

第八十一条　为上市公司收购出具资产评估报告、审计报告、法律意见书和财务顾问报告的证券服务机构或者证券公司及其专业人员，未依法履行职责的，中国证监会责令改正，采取监管谈话、出具警示函等监管措施。

第八十二条　中国证监会将上市公司的收购及相关股份权益变动活动中的当事人的违法行为和整改情况记入诚信档案。

违反本办法的规定构成证券违法行为的，依法追究法律责任。

第十章　附　　则

第八十三条　本办法所称一致行动，是指投资者通过协议、其他安排，与其他投资者共同扩大其所能够支配的一个上市公司股份表决权数量的行为或者事实。

在上市公司的收购及相关股份权益变动活动中有一致行动情形的投资者，互为一致行动人。如无相反证据，投资者有下列情形之一的，为一致行动人：

（一）投资者之间有股权控制关系；

（二）投资者受同一主体控制；

（三）投资者的董事、监事或者高级管理人员中的主要成员，同时在另一个投资者担任董事、监事或者高级管理人员；

（四）投资者参股另一投资者，可以对参股公司的重大决策产生重大影响；

（五）银行以外的其他法人、其他组织和自然人为投资者取得相关股份提供融资安排；

（六）投资者之间存在合伙、合作、联营等其他经济利益关系；

（七）持有投资者30%以上股份的自然人，与投资者持有同一上市公司股份；

（八）在投资者任职的董事、监事及高级管理人员，与投资者持有同一上市公司股份；

（九）持有投资者30%以上股份的自然人和在投资者任职的董事、监事及高级管理人员，其父母、配偶、子女及其配偶、配偶的父母、兄弟姐妹及其配偶、配偶的兄弟姐妹及其配偶等亲属，与投资者持有同一上市公司股份；

（十）在上市公司任职的董事、监事、高级管理人员及其前项所述亲属同时持有本公司股份的，或者与其自己或者其前项所述亲属直接或者间接控制的企业同时持有本公司股份；

（十一）上市公司董事、监事、高级管理人员和员工与其所控制或者委托的法人或者其他组织持有本公司股份；

（十二）投资者之间具有其他关联关系。

一致行动人应当合并计算其所持有的股份。投资者计算其所持有的股份，应当包括登记在其名下的股份，也包括登记在其一致行动人名下的股份。

投资者认为其与他人不应被视为一致行动人的，可以向中国证监会提供相反证据。

第八十四条 有下列情形之一的，为拥有上市公司控制权：

（一）投资者为上市公司持股50%以上的控股股东；

（二）投资者可以实际支配上市公司股份表决权超过30%；

（三）投资者通过实际支配上市公司股份表决权能够决定公司董事会半数以上成员选任；

（四）投资者依其可实际支配的上市公司股份表决权足以对公司股东大会的决议产生重大影响；

（五）中国证监会认定的其他情形。

第八十五条　信息披露义务人涉及计算其持股比例的，应当将其所持有的上市公司已发行的可转换为公司股票的证券中有权转换部分与其所持有的同一上市公司的股份合并计算，并将其持股比例与合并计算非股权类证券转为股份后的比例相比，以二者中的较高者为准；行权期限届满未行权的，或者行权条件不再具备的，无需合并计算。

前款所述二者中的较高者，应当按下列公式计算：

（一）投资者持有的股份数量/上市公司已发行股份总数

（二）（投资者持有的股份数量＋投资者持有的可转换为公司股票的非股权类证券所对应的股份数量）/（上市公司已发行股份总数＋上市公司发行的可转换为公司股票的非股权类证券所对应的股份总数）

第八十六条　投资者因行政划转、执行法院裁决、继承、赠与等方式取得上市公司控制权的，应当按照本办法第四章的规定履行报告、公告义务。

第八十七条　权益变动报告书、收购报告书、要约收购报告书、被收购公司董事会报告书、要约收购豁免申请文件等文件的内容与格式，由中国证监会另行制定。

第八十八条　被收购公司在境内、境外同时上市的，收购人除应当遵守本办法及中国证监会的相关规定外，还应当遵守境外上市地的相关规定。

第八十九条　外国投资者收购上市公司及在上市公司中拥有的权益发生变动的，除应当遵守本办法的规定外，还应当遵守外国投资者投资上市公司的相关规定。

第九十条　本办法自2006年9月1日起施行。中国证监会发布的《上市公司收购管理办法》（证监会令第10号）、《上市公司股东持股变动信息披露管理办法》（证监会令第11号）、《关于要约收购涉及的被收购公司股票上市交易条件有关问题的通知》（证监公司字［2003］16号）和《关于规范上市公司实际控制权转移行为有关问题的通知》（证监公司字［2004］1号）同时废止。

二、上市公司重大资产重组管理办法

中国证券监督管理委员会令

第53号

《上市公司重大资产重组管理办法》已经2008年3月24日中国证券监督管理委员会第224次主席办公会议审议通过，现予公布，自2008年5月18日起施行。

中国证券监督管理委员会主席：尚福林

二〇〇八年四月十六日

上市公司重大资产重组管理办法

第一章 总 则

第一条 为了规范上市公司重大资产重组行为，保护上市公司和投资者的合法权益，促进上市公司质量不断提高，维护证券市场秩序和社会公共利益，根据《公司法》、《证券法》等法律、行政法规的规定，制定本办法。

第二条 本办法适用于上市公司及其控股或者控制的公司在日常经营活动之外购买、出售资产或者通过其他方式进行资产交易达到规定的比例，导致上市公司的主营业务、资产、收入发生重大变化的资产交易行为（以下简称重大资产重组）。

上市公司发行股份购买资产应当符合本办法的规定。

上市公司按照经中国证券监督管理委员会（以下简称中国证监会）核准的发行证券文件披露的募集资金用途，使用募集资金购买资产、对外投资的行为，不适用本办法。

第三条　任何单位和个人不得利用重大资产重组损害上市公司及其股东的合法权益。

第四条　上市公司实施重大资产重组，有关各方必须及时、公平地披露或者提供信息，保证所披露或者提供信息的真实、准确、完整，不得有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏。

第五条　上市公司的董事、监事和高级管理人员在重大资产重组活动中，应当诚实守信、勤勉尽责，维护公司资产的安全，保护公司和全体股东的合法权益。

第六条　为重大资产重组提供服务的证券服务机构和人员，应当遵守法律、行政法规和中国证监会的有关规定，遵循本行业公认的业务标准和道德规范，严格履行职责，不得谋取不正当利益，并应当对其所制作、出具文件的真实性、准确性和完整性承担责任。

第七条　任何单位和个人对所知悉的重大资产重组信息在依法披露前负有保密义务。

禁止任何单位和个人利用重大资产重组信息从事内幕交易、操纵证券市场等违法活动。

第八条　中国证监会依法对上市公司重大资产重组行为进行监管。

第九条　中国证监会在发行审核委员会中设立上市公司并购重组审核委员会（以下简称并购重组委），以投票方式对提交其审议的重大资产重组申请进行表决，提出审核意见。

第二章　重大资产重组的原则和标准

第十条　上市公司实施重大资产重组，应当符合下列要求：

（一）符合国家产业政策和有关环境保护、土地管理、反垄断等法律和行政法规的规定；

（二）不会导致上市公司不符合股票上市条件；

（三）重大资产重组所涉及的资产定价公允，不存在损害上市公司和股东合法权益的情形；

（四）重大资产重组所涉及的资产权属清晰，资产过户或者转移不存在法律障碍，相关债权债务处理合法；

（五）有利于上市公司增强持续经营能力，不存在可能导致上市公司重组后主要资产为现金或者无具体经营业务的情形；

（六）有利于上市公司在业务、资产、财务、人员、机构等方面与实际控制人及其关联人保持独立，符合中国证监会关于上市公司独立性的相关规定；

（七）有利于上市公司形成或者保持健全有效的法人治理结构。

第十一条 上市公司及其控股或者控制的公司购买、出售资产，达到下列标准之一的，构成重大资产重组：

（一）购买、出售的资产总额占上市公司最近一个会计年度经审计的合并财务会计报告期末资产总额的比例达到50%以上；

（二）购买、出售的资产在最近一个会计年度所产生的营业收入占上市公司同期经审计的合并财务会计报告营业收入的比例达到50%以上；

（三）购买、出售的资产净额占上市公司最近一个会计年度经审计的合并财务会计报告期末净资产额的比例达到50%以上，且超过5 000万元人民币。

购买、出售资产未达到前款规定标准，但中国证监会发现存在可能损害上市公司或者投资者合法权益的重大问题的，可以根据审慎监管原则责令上市公司按照本办法的规定补充披露相关信息、暂停交易并报送申请文件。

第十二条 计算前条规定的比例时，应当遵守下列规定：

（一）购买的资产为股权的，其资产总额以被投资企业的资产总额与该项投资所占股权比例的乘积和成交金额二者中的较高者为准，营业收入以被投资企业的营业收入与该项投资所占股权比例的乘积为准，资产净额以被投资企业的净资产额与该项投资所占股权比例的乘积和成交金额二者中的较高者为准；出售的资产为股权的，其资产总额、营业收入以及资产净额分别以被投资企业的资产总额、营业收入以及净资产额与该项投资所占股权比例的乘积为准。

购买股权导致上市公司取得被投资企业控股权的，其资产总额以被投资企业的资产总额和成交金额二者中的较高者为准，营业收入以被投资企业的营业收入为准，资产净额以被投资企业的净资产额和成交金额二者中的较高者为准；出售股权导致上市公司丧失被投资企业控股权的，其资产总额、营业收入以及资产净额分别以被投资企业的资产总额、营业收入以及净资产额为准。

（二）购买的资产为非股权资产的，其资产总额以该资产的账面值和成交金额二者中的较高者为准，资产净额以相关资产与负债的账面值差额和成交金

额二者中的较高者为准；出售的资产为非股权资产的，其资产总额、资产净额分别以该资产的账面值、相关资产与负债账面值的差额为准；该非股权资产不涉及负债的，不适用前条第一款第（三）项规定的资产净额标准。

（三）上市公司同时购买、出售资产的，应当分别计算购买、出售资产的相关比例，并以二者中比例较高者为准。

（四）上市公司在12个月内连续对同一或者相关资产进行购买、出售的，以其累计数分别计算相应数额，但已按照本办法的规定报经中国证监会核准的资产交易行为，无须纳入累计计算的范围。

交易标的资产属于同一交易方所有或者控制，或者属于相同或者相近的业务范围，或者中国证监会认定的其他情形下，可以认定为同一或者相关资产。

第十三条　本办法第二条所称通过其他方式进行资产交易，包括：

（一）与他人新设企业、对已设立的企业增资或者减资；

（二）受托经营、租赁其他企业资产或者将经营性资产委托他人经营、租赁；

（三）接受附义务的资产赠与或者对外捐赠资产；

（四）中国证监会根据审慎监管原则认定的其他情形。

上述资产交易实质上构成购买、出售资产，且按照本办法规定的标准计算的相关比例达到50%以上的，应当按照本办法的规定履行信息披露等相关义务并报送申请文件。

第三章　重大资产重组的程序

第十四条　上市公司与交易对方就重大资产重组事宜进行初步磋商时，应当立即采取必要且充分的保密措施，制定严格有效的保密制度，限定相关敏感信息的知悉范围。上市公司及交易对方聘请证券服务机构的，应当立即与所聘请的证券服务机构签署保密协议。

上市公司关于重大资产重组的董事会决议公告前，相关信息已在媒体上传播或者公司股票交易出现异常波动的，上市公司应当立即将有关计划、方案或者相关事项的现状以及相关进展情况和风险因素等予以公告，并按照有关信息披露规则办理其他相关事宜。

第十五条　上市公司应当聘请独立财务顾问、律师事务所以及具有相关证

券业务资格的会计师事务所等证券服务机构就重大资产重组出具意见。

独立财务顾问和律师事务所应当审慎核查重大资产重组是否构成关联交易，并依据核查确认的相关事实发表明确意见。重大资产重组涉及关联交易的，独立财务顾问应当就本次重组对上市公司非关联股东的影响发表明确意见。

资产交易定价以资产评估结果为依据的，上市公司应当聘请具有相关证券业务资格的资产评估机构出具资产评估报告。

证券服务机构在其出具的意见中采用其他证券服务机构或者人员的专业意见的，仍然应当进行尽职调查，审慎核查其采用的专业意见的内容，并对利用其他证券服务机构或者人员的专业意见所形成的结论负责。

第十六条 上市公司及交易对方与证券服务机构签订聘用合同后，非因正当事由不得更换证券服务机构。确有正当事由需要更换证券服务机构的，应当在申请材料中披露更换的具体原因以及证券服务机构的陈述意见。

第十七条 上市公司购买资产的，应当提供拟购买资产的盈利预测报告。上市公司拟进行本办法第二十七条第一款第（一）、（二）项规定的重大资产重组以及发行股份购买资产的，还应当提供上市公司的盈利预测报告。盈利预测报告应当经具有相关证券业务资格的会计师事务所审核。

上市公司确有充分理由无法提供上述盈利预测报告的，应当说明原因，在上市公司重大资产重组报告书（或者发行股份购买资产报告书，下同）中作出特别风险提示，并在管理层讨论与分析部分就本次重组对上市公司持续经营能力和未来发展前景的影响进行详细分析。

第十八条 重大资产重组中相关资产以资产评估结果作为定价依据的，资产评估机构原则上应当采取两种以上评估方法进行评估。

上市公司董事会应当对评估机构的独立性、评估假设前提的合理性、评估方法与评估目的的相关性以及评估定价的公允性发表明确意见。上市公司独立董事应当对评估机构的独立性、评估假设前提的合理性和评估定价的公允性发表独立意见。

第十九条 上市公司进行重大资产重组，应当由董事会依法作出决议，并提交股东大会批准。

上市公司董事会应当就重大资产重组是否构成关联交易作出明确判断，并

作为董事会决议事项予以披露。

上市公司独立董事应当在充分了解相关信息的基础上，就重大资产重组发表独立意见。重大资产重组构成关联交易的，独立董事可以另行聘请独立财务顾问就本次交易对上市公司非关联股东的影响发表意见。上市公司应当积极配合独立董事调阅相关材料，并通过安排实地调查、组织证券服务机构汇报等方式，为独立董事履行职责提供必要的支持和便利。

第二十条　上市公司应当在董事会作出重大资产重组决议后的次一工作日至少披露下列文件，同时抄报上市公司所在地的中国证监会派出机构（以下简称派出机构）：

（一）董事会决议及独立董事的意见；

（二）上市公司重大资产重组预案。

本次重组的重大资产重组报告书、独立财务顾问报告、法律意见书以及重组涉及的审计报告、资产评估报告和经审核的盈利预测报告至迟应当与召开股东大会的通知同时公告。

本条第一款第（二）项及第二款规定的信息披露文件的内容与格式另行规定。

上市公司应当在至少一种中国证监会指定的报刊公告董事会决议、独立董事的意见和重大资产重组报告书摘要，并应当在证券交易所网站全文披露重大资产重组报告书及相关证券服务机构的报告或者意见。

第二十一条　上市公司股东大会就重大资产重组作出的决议，至少应当包括下列事项：

（一）本次重大资产重组的方式、交易标的和交易对方；

（二）交易价格或者价格区间；

（三）定价方式或者定价依据；

（四）相关资产自定价基准日至交割日期间损益的归属；

（五）相关资产办理权属转移的合同义务和违约责任；

（六）决议的有效期；

（七）对董事会办理本次重大资产重组事宜的具体授权；

（八）其他需要明确的事项。

第二十二条　上市公司股东大会就重大资产重组事项作出决议，必须经出

席会议的股东所持表决权的2/3以上通过。

上市公司重大资产重组事宜与本公司股东或者其关联人存在关联关系的，股东大会就重大资产重组事项进行表决时，关联股东应当回避表决。

交易对方已经与上市公司控股股东就受让上市公司股权或者向上市公司推荐董事达成协议或者默契，可能导致上市公司的实际控制权发生变化的，上市公司控股股东及其关联人应当回避表决。

上市公司就重大资产重组事宜召开股东大会，应当以现场会议形式召开，并应当提供网络投票或者其他合法方式为股东参加股东大会提供便利。

第二十三条 上市公司应当在股东大会作出重大资产重组决议后的次一工作日公告该决议，并按照中国证监会的有关规定编制申请文件，委托独立财务顾问在3个工作日内向中国证监会申报，同时抄报派出机构。

第二十四条 上市公司全体董事、监事、高级管理人员应当出具承诺，保证重大资产重组申请文件不存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏。

第二十五条 中国证监会依照法定条件和法定程序对重大资产重组申请作出予以核准或者不予核准的决定。

中国证监会在审核期间提出反馈意见要求上市公司作出书面解释、说明的，上市公司应当自收到反馈意见之日起30日内提供书面回复意见，独立财务顾问应当配合上市公司提供书面回复意见。逾期未提供的，上市公司应当在到期日的次日就本次重大资产重组的进展情况及未能及时提供回复意见的具体原因等予以公告。

第二十六条 中国证监会审核期间，上市公司拟对交易对象、交易标的、交易价格等作出变更，构成对重组方案重大调整的，应当在董事会表决通过后重新提交股东大会审议，并按照本办法的规定向中国证监会重新报送重大资产重组申请文件，同时作出公告。

在中国证监会审核期间，上市公司董事会决议终止或者撤回本次重大资产重组申请的，应当说明原因，予以公告，并按照公司章程的规定提交股东大会审议。

第二十七条 上市公司重大资产重组存在下列情形之一的，应当提交并购重组委审核：

（一）上市公司出售资产的总额和购买资产的总额占其最近一个会计年度

经审计的合并财务会计报告期末资产总额的比例均达到70%以上；

（二）上市公司出售全部经营性资产，同时购买其他资产；

（三）中国证监会在审核中认为需要提交并购重组委审核的其他情形。

重大资产重组不存在前款规定情形，但存在下列情形之一的，上市公司可以向中国证监会申请将本次重组方案提交并购重组委审核：

（一）上市公司购买的资产为符合本办法第四十八条规定的完整经营实体且业绩需要模拟计算的；

（二）上市公司对中国证监会有关职能部门提出的反馈意见表示异议的。

第二十八条　上市公司在收到中国证监会关于召开并购重组委工作会议审核其重大资产重组申请的通知后，应当立即予以公告，并申请办理并购重组委工作会议期间直至其表决结果披露前的停牌事宜。

上市公司在收到并购重组委关于其重大资产重组申请的表决结果后，应当在次一工作日公告表决结果并申请复牌。公告应当说明，公司在收到中国证监会作出的予以核准或者不予核准的决定后将再行公告。

第二十九条　上市公司收到中国证监会就其重大资产重组申请作出的予以核准或者不予核准的决定后，应当在次一工作日予以公告。

中国证监会予以核准的，上市公司应当在公告核准决定的同时，按照相关信息披露准则的规定补充披露相关文件。

第三十条　中国证监会核准上市公司重大资产重组申请的，上市公司应当及时实施重组方案，并于实施完毕之日起3个工作日内编制实施情况报告书，向中国证监会及其派出机构、证券交易所提交书面报告，并予以公告。

上市公司聘请的独立财务顾问和律师事务所应当对重大资产重组的实施过程、资产过户事宜和相关后续事项的合规性及风险进行核查，发表明确的结论性意见。独立财务顾问和律师事务所出具的意见应当与实施情况报告书同时报告、公告。

第三十一条　自收到中国证监会核准文件之日起60日内，本次重大资产重组未实施完毕的，上市公司应当于期满后次一工作日将实施进展情况报告中国证监会及其派出机构，并予以公告；此后每30日应当公告一次，直至实施完毕。超过12个月未实施完毕的，核准文件失效。

第三十二条　上市公司在实施重大资产重组的过程中，发生法律、法规要

求披露的重大事项的，应当及时向中国证监会及其派出机构报告。该事项导致本次重组发生实质性变动的，须重新报经中国证监会核准。

第三十三条 根据本办法第十七条规定提供盈利预测报告的，上市公司应当在重大资产重组实施完毕后的有关年度报告中单独披露上市公司及相关资产的实际盈利数与利润预测数的差异情况，并由会计师事务所对此出具专项审核意见。

资产评估机构采取收益现值法、假设开发法等基于未来收益预期的估值方法对拟购买资产进行评估并作为定价参考依据的，上市公司应当在重大资产重组实施完毕后3年内的年度报告中单独披露相关资产的实际盈利数与评估报告中利润预测数的差异情况，并由会计师事务所对此出具专项审核意见；交易对方应当与上市公司就相关资产实际盈利数不足利润预测数的情况签订明确可行的补偿协议。

第三十四条 上市公司重大资产重组发生下列情形的，独立财务顾问应当及时出具核查意见，向中国证监会及其派出机构报告，并予以公告：

（一）中国证监会作出核准决定前，上市公司对交易对象、交易标的、交易价格等作出变更，构成对原重组方案重大调整的；

（二）中国证监会作出核准决定后，上市公司在实施重组过程中发生重大事项，导致原重组方案发生实质性变动的。

第三十五条 独立财务顾问应当按照中国证监会的相关规定，对实施重大资产重组的上市公司履行持续督导职责。持续督导的期限自中国证监会核准本次重大资产重组之日起，应当不少于一个会计年度。

第三十六条 独立财务顾问应当结合上市公司重大资产重组当年和实施完毕后的第一个会计年度的年报，自年报披露之日起15日内，对重大资产重组实施的下列事项出具持续督导意见，向派出机构报告，并予以公告：

（一）交易资产的交付或者过户情况；

（二）交易各方当事人承诺的履行情况；

（三）盈利预测的实现情况；

（四）管理层讨论与分析部分提及的各项业务的发展现状；

（五）公司治理结构与运行情况；

（六）与已公布的重组方案存在差异的其他事项。



第四章　重大资产重组的信息管理

第三十七条　上市公司筹划、实施重大资产重组，相关信息披露义务人应当公平地向所有投资者披露可能对上市公司股票交易价格产生较大影响的相关信息（以下简称股价敏感信息），不得有选择性地向特定对象提前泄露。

第三十八条　上市公司的股东、实际控制人以及参与重大资产重组筹划、论证、决策等环节的其他相关机构和人员，应当及时、准确地向上市公司通报有关信息，并配合上市公司及时、准确、完整地进行披露。上市公司获悉股价敏感信息的，应当及时向证券交易所申请停牌并披露。

第三十九条　上市公司及其董事、监事、高级管理人员，重大资产重组的交易对方及其关联方，交易对方及其关联方的董事、监事、高级管理人员或者主要负责人，交易各方聘请的证券服务机构及其从业人员，参与重大资产重组筹划、论证、决策、审批等环节的相关机构和人员，以及因直系亲属关系、提供服务和业务往来等知悉或者可能知悉股价敏感信息的其他相关机构和人员，在重大资产重组的股价敏感信息依法披露前负有保密义务，禁止利用该信息进行内幕交易。

第四十条　上市公司筹划重大资产重组事项，应当详细记载筹划过程中每一具体环节的进展情况，包括商议相关方案、形成相关意向、签署相关协议或者意向书的具体时间、地点、参与机构和人员、商议和决议内容等，制作书面的交易进程备忘录并予以妥当保存。参与每一具体环节的所有人员应当即时在备忘录上签名确认。

上市公司预计筹划中的重大资产重组事项难以保密或者已经泄露的，应当及时向证券交易所申请停牌，直至真实、准确、完整地披露相关信息。停牌期间，上市公司应当至少每周发布一次事件进展情况公告。

上市公司股票交易价格因重大资产重组的市场传闻发生异常波动时，上市公司应当及时向证券交易所申请停牌，核实有无影响上市公司股票交易价格的重组事项并予以澄清，不得以相关事项存在不确定性为由不履行信息披露义务。

第五章　发行股份购买资产的特别规定

第四十一条　上市公司发行股份购买资产，应当符合下列规定：

（一）有利于提高上市公司资产质量、改善公司财务状况和增强持续盈利能力；有利于上市公司减少关联交易和避免同业竞争，增强独立性。

（二）上市公司最近一年及一期财务会计报告被注册会计师出具无保留意见审计报告；被出具保留意见、否定意见或者无法表示意见的审计报告的，须经注册会计师专项核查确认，该保留意见、否定意见或者无法表示意见所涉及事项的重大影响已经消除或者将通过本次交易予以消除。

（三）上市公司发行股份所购买的资产，应当为权属清晰的经营性资产，并能在约定期限内办理完毕权属转移手续。

（四）中国证监会规定的其他条件。

特定对象以现金或者资产认购上市公司非公开发行的股份后，上市公司用同一次非公开发行所募集的资金向该特定对象购买资产的，视同上市公司发行股份购买资产。

第四十二条 上市公司发行股份的价格不得低于本次发行股份购买资产的董事会决议公告日前20个交易日公司股票交易均价。

前款所称交易均价的计算公式为：董事会决议公告日前20个交易日公司股票交易均价＝决议公告日前20个交易日公司股票交易总额/决议公告日前20个交易日公司股票交易总量。

第四十三条 特定对象以资产认购而取得的上市公司股份，自股份发行结束之日起12个月内不得转让；属于下列情形之一的，36个月内不得转让：

（一）特定对象为上市公司控股股东、实际控制人或者其控制的关联人；

（二）特定对象通过认购本次发行的股份取得上市公司的实际控制权；

（三）特定对象取得本次发行的股份时，对其用于认购股份的资产持续拥有权益的时间不足12个月。

第四十四条 上市公司申请发行股份购买资产，应当提交并购重组委审核。

第四十五条 上市公司发行股份购买资产导致特定对象持有或者控制的股份达到法定比例的，应当按照《上市公司收购管理办法》（证监会令第35号）的规定履行相关义务。

特定对象因认购上市公司发行股份导致其持有或者控制的股份比例超过30%或者在30%以上继续增加，且上市公司股东大会同意其免于发出要约的，

可以在上市公司向中国证监会报送发行股份申请的同时，提出豁免要约义务的申请。

第四十六条　中国证监会核准上市公司发行股份购买资产的申请后，上市公司应当及时实施。向特定对象购买的相关资产过户至上市公司后，上市公司聘请的独立财务顾问和律师事务所应当对资产过户事宜和相关后续事项的合规性及风险进行核查，并发表明确意见。上市公司应当在相关资产过户完成后3个工作日内就过户情况作出公告，并向中国证监会及其派出机构提交书面报告，公告和报告中应当包括独立财务顾问和律师事务所的结论性意见。

上市公司完成前款规定的公告、报告后，可以到证券交易所、证券登记结算公司为认购股份的特定对象申请办理证券登记手续。

第六章　重大资产重组后申请发行新股或者公司债券

第四十七条　经并购重组委审核后获得核准的重大资产重组实施完毕后，上市公司申请公开发行新股或者公司债券，同时符合下列条件的，本次重大资产重组前的业绩在审核时可以模拟计算：

（一）进入上市公司的资产是完整经营实体；

（二）本次重大资产重组实施完毕后，重组方的承诺事项已经如期履行，上市公司经营稳定、运行良好；

（三）本次重大资产重组实施完毕后，上市公司和相关资产实现的利润达到盈利预测水平。

上市公司在本次重大资产重组前不符合中国证监会规定的公开发行证券条件，或者本次重组导致上市公司实际控制人发生变化的，上市公司申请公开发行新股或者公司债券，距本次重组交易完成的时间应当不少于一个完整会计年度。

第四十八条　本办法所称完整经营实体，应当符合下列条件：

（一）经营业务和经营资产独立、完整，且在最近两年未发生重大变化；

（二）在进入上市公司前已在同一实际控制人之下持续经营两年以上；

（三）在进入上市公司之前实行独立核算，或者虽未独立核算，但与其经营业务相关的收入、费用在会计核算上能够清晰划分；

（四）上市公司与该经营实体的主要高级管理人员签订聘用合同或者采取

其他方式，就该经营实体在交易完成后的持续经营和管理作出恰当安排。

第七章 监督管理和法律责任

第四十九条 未经核准擅自实施重大资产重组的，责令改正，可以采取监管谈话、出具警示函等监管措施；情节严重的，处以警告、罚款，并可以对有关责任人员采取市场禁入的措施。

第五十条 上市公司或者其他信息披露义务人未按照本办法规定报送重大资产重组有关报告，或者报送的报告有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的，责令改正，依照《证券法》第一百九十三条予以处罚；情节严重的，责令停止重组活动，并可以对有关责任人员采取市场禁入的措施。

第五十一条 上市公司或者其他信息披露义务人未按照规定披露重大资产重组信息，或者所披露的信息存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的，责令改正，依照《证券法》第一百九十三条规定予以处罚；情节严重的，责令停止重组活动，并可以对有关责任人员采取市场禁入的措施；涉嫌犯罪的，依法移送司法机关追究刑事责任。

第五十二条 上市公司董事、监事和高级管理人员在重大资产重组中，未履行诚实守信、勤勉尽责义务，导致重组方案损害上市公司利益的，责令改正，采取监管谈话、出具警示函等监管措施；情节严重的，处以警告、罚款，并可以采取市场禁入的措施；涉嫌犯罪的，依法移送司法机关追究刑事责任。

第五十三条 为重大资产重组出具财务顾问报告、审计报告、法律意见、资产评估报告及其他专业文件的证券服务机构及其从业人员未履行诚实守信、勤勉尽责义务，违反行业规范、业务规则，或者未依法履行报告和公告义务、持续督导义务的，责令改正，采取监管谈话、出具警示函等监管措施；情节严重的，依照《证券法》第二百二十六条予以处罚。

前款规定的证券服务机构及其从业人员所制作、出具的文件存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的，责令改正，依照《证券法》第二百二十三条予以处罚；情节严重的，可以采取市场禁入的措施；涉嫌犯罪的，依法移送司法机关追究刑事责任。

第五十四条 重大资产重组实施完毕后，凡不属于上市公司管理层事前无法获知且事后无法控制的原因，上市公司或者购买资产实现的利润未达到盈利

预测报告或者资产评估报告预测金额的80%，或者实际运营情况与重大资产重组报告书中管理层讨论与分析部分存在较大差距的，上市公司的董事长、总经理以及对此承担相应责任的会计师事务所、财务顾问、资产评估机构及其从业人员应当在上市公司披露年度报告的同时，在同一报刊上作出解释，并向投资者公开道歉；实现利润未达到预测金额50%的，可以对上市公司、相关机构及其责任人员采取监管谈话、出具警示函、责令定期报告等监管措施。

第五十五条　任何知悉重大资产重组信息的人员在相关信息依法公开前，泄露该信息、买卖或者建议他人买卖相关上市公司证券、利用重大资产重组散布虚假信息、操纵证券市场或者进行欺诈活动的，依照《证券法》第二百零二条、第二百零三条、第二百零七条予以处罚；涉嫌犯罪的，依法移送司法机关追究刑事责任。

第八章　附　　则

第五十六条　本办法自2008年5月18日起施行。中国证监会发布的《关于上市公司重大购买、出售、置换资产若干问题的通知》（证监公司字[2001]105号）同时废止。

三、上市公司并购重组财务顾问业务管理办法

中国证券监督管理委员会令

第54号

《上市公司并购重组财务顾问业务管理办法》已经2007年7月10日中国证券监督管理委员会第211次主席办公会议审议通过，现予公布，自2008年8月4日起施行。

中国证券监督管理委员会主席：尚福林

二〇〇八年六月三日

上市公司并购重组财务顾问业务管理办法

第一章 总 则

第一条 为了规范证券公司、证券投资咨询机构及其他财务顾问机构从事上市公司并购重组财务顾问业务活动，保护投资者的合法权益，促进上市公司规范运作，维护证券市场秩序，根据《证券法》和其他相关法律、行政法规的规定，制定本办法。

第二条 上市公司并购重组财务顾问业务是指为上市公司的收购、重大资产重组、合并、分立、股份回购等对上市公司股权结构、资产和负债、收入和利润等具有重大影响的并购重组活动提供交易估值、方案设计、出具专业意见等专业服务。

经中国证券监督管理委员会（以下简称中国证监会）核准具有上市公司并购重组财务顾问业务资格的证券公司、证券投资咨询机构或者其他符合条件的财务顾问机构（以下简称财务顾问），可以依照本办法的规定从事上市公司并购重组财务顾问业务。

未经中国证监会核准，任何单位和个人不得从事上市公司并购重组财务顾问业务。

第三条 财务顾问应当遵守法律、行政法规、中国证监会的规定和行业规范，诚实守信，勤勉尽责，对上市公司并购重组活动进行尽职调查，对委托人的申报文件进行核查，出具专业意见，并保证其所出具的意见真实、准确、完整。

第四条 财务顾问的委托人应当依法承担相应的责任，配合财务顾问履行职责，并向财务顾问提供有关文件及其他必要的信息，不得拒绝、隐匿、谎报。

财务顾问履行职责，不能减轻或者免除委托人、其他专业机构及其签名人员的责任。

第五条 中国证监会依照法律、行政法规和本办法的规定，对财务顾问实行资格许可管理，对财务顾问及其负责并购重组项目的签名人员（以下简称财务顾问主办人）的执业情况进行监督管理。

中国证券业协会依法对财务顾问及其财务顾问主办人进行自律管理。

第二章　业务许可

第六条　证券公司从事上市公司并购重组财务顾问业务，应当具备下列条件：

（一）公司净资本符合中国证监会的规定；

（二）具有健全且运行良好的内部控制机制和管理制度，严格执行风险控制和内部隔离制度；

（三）建立健全的尽职调查制度，具备良好的项目风险评估和内核机制；

（四）公司财务会计信息真实、准确、完整；

（五）公司控股股东、实际控制人信誉良好且最近3年无重大违法违规记录；

（六）财务顾问主办人不少于5人；

（七）中国证监会规定的其他条件。

第七条　证券投资咨询机构从事上市公司并购重组财务顾问业务，应当具备下列条件：

（一）已经取得中国证监会核准的证券投资咨询业务资格；

（二）实缴注册资本和净资产不低于人民币500万元；

（三）具有健全且运行良好的内部控制机制和管理制度，严格执行风险控制和内部隔离制度；

（四）公司财务会计信息真实、准确、完整；

（五）控股股东、实际控制人在公司申请从事上市公司并购重组财务顾问业务资格前一年未发生变化，信誉良好且最近3年无重大违法违规记录；

（六）具有2年以上从事公司并购重组财务顾问业务活动的执业经历，且最近2年每年财务顾问业务收入不低于100万元；

（七）有证券从业资格的人员不少于20人，其中，具有从事证券业务经验3年以上的人员不少于10人，财务顾问主办人不少于5人；

（八）中国证监会规定的其他条件。

第八条　其他财务顾问机构从事上市公司并购重组财务顾问业务，除应当符合前条第（二）至（四）项及第（七）项的条件外，还应当具备下列条件：

（一）具有3年以上从事公司并购重组财务顾问业务活动的执业经历，且最近3年每年财务顾问业务收入不低于100万元；

（二）董事、高级管理人员应当正直诚实，品行良好，熟悉证券法律、行政法规，具有从事证券市场工作3年以上或者金融工作5年以上的经验，具备履行职责所需的经营管理能力；

（三）控股股东、实际控制人信誉良好且最近3年无重大违法违规记录；

（四）中国证监会规定的其他条件。

资产评估机构、会计师事务所、律师事务所或者相关人员从事上市公司并购重组财务顾问业务，应当另行成立专门机构。

第九条 证券公司、证券投资咨询机构和其他财务顾问机构有下列情形之一的，不得担任财务顾问：

（一）最近24个月内存在违反诚信的不良记录；

（二）最近24个月内因执业行为违反行业规范而受到行业自律组织的纪律处分；

（三）最近36个月内因违法违规经营受到处罚或者因涉嫌违法违规经营正在被调查。

第十条 财务顾问主办人应当具备下列条件：

（一）具有证券从业资格；

（二）具备中国证监会规定的投资银行业务经历；

（三）参加中国证监会认可的财务顾问主办人胜任能力考试且成绩合格；

（四）所任职机构同意推荐其担任本机构的财务顾问主办人；

（五）未负有数额较大到期未清偿的债务；

（六）最近24个月无违反诚信的不良记录；

（七）最近24个月未因执业行为违反行业规范而受到行业自律组织的纪律处分；

（八）最近36个月未因执业行为违法违规受到处罚；

（九）中国证监会规定的其他条件。

第十一条 证券公司、证券投资咨询机构和其他财务顾问机构申请从事上市公司并购重组财务顾问业务资格，应当提交下列文件：

（一）申请报告；

（二）营业执照复印件和公司章程；

（三）董事长、高级管理人员及并购重组业务负责人的简历；

（四）符合本办法规定条件的财务顾问主办人的证明材料；

（五）关于公司控股股东、实际控制人信誉良好和最近3年无重大违法违规记录的说明；

（六）公司治理结构和内控制度的说明，包括公司风险控制、内部隔离制度及内核部门人员名单和最近3年从业经历；

（七）经具有从事证券业务资格的会计师事务所审计的公司最近2年的财务会计报告；

（八）律师出具的法律意见书；

（九）中国证监会规定的其他文件。

第十二条　证券投资咨询机构申请从事上市公司并购重组财务顾问业务资格，除提交本办法第十一条规定的申报材料外，还应当提交下列文件：

（一）中国证监会核准的证券投资咨询业务许可证复印件；

（二）从事公司并购重组财务顾问业务2年以上执业经历的说明，以及最近2年每年财务顾问业务收入不低于100万元的证明文件，包括相关合同和纳税证明；

（三）申请资格前一年控股股东、实际控制人未发生变化的说明。

第十三条　其他财务顾问机构申请从事上市公司并购重组财务顾问业务资格，除提交本办法第十一条规定的申报材料外，还应当提交下列文件：

（一）从事公司并购重组财务顾问业务3年以上执业经历的说明，以及最近3年每年财务顾问业务收入不低于100万元的证明文件，包括相关合同和纳税证明；

（二）董事、高级管理人员符合本办法规定条件的说明；

（三）申请资格前一年控股股东、实际控制人未发生变化的说明。

第十四条　财务顾问申请人应当提交有关财务顾问主办人的下列证明文件：

（一）证券从业资格证书；

（二）中国证监会规定的投资银行业务经历的证明文件；

（三）中国证监会认可的财务顾问主办人胜任能力考试且成绩合格的证书；

（四）财务顾问申请人推荐其担任本机构的财务顾问主办人的推荐函；

（五）不存在数额较大到期未清偿的债务的说明；

（六）最近24个月无违反诚信的不良记录的说明；

（七）最近24个月未受到行业自律组织的纪律处分的说明；

（八）最近36个月未因执业行为违法违规受到处罚的说明；

（九）中国证监会规定的其他文件。

第十五条 财务顾问申请人应当保证申请文件真实、准确、完整。申请期间，文件内容发生重大变化的，财务顾问申请人应当自变化之日起5个工作日内向中国证监会提交更新资料。

第十六条 中国证监会对财务顾问申请人的上市公司并购重组财务顾问业务资格申请进行审查、做出决定。

中国证监会及时公布和更新财务顾问及其财务顾问主办人的名单。

第十七条 证券公司、证券投资咨询机构或者其他财务顾问机构受聘担任上市公司独立财务顾问的，应当保持独立性，不得与上市公司存在利害关系；存在下列情形之一的，不得担任独立财务顾问：

（一）持有或者通过协议、其他安排与他人共同持有上市公司股份达到或者超过5%，或者选派代表担任上市公司董事；

（二）上市公司持有或者通过协议、其他安排与他人共同持有财务顾问的股份达到或者超过5%，或者选派代表担任财务顾问的董事；

（三）最近2年财务顾问与上市公司存在资产委托管理关系、相互提供担保，或者最近一年财务顾问为上市公司提供融资服务；

（四）财务顾问的董事、监事、高级管理人员、财务顾问主办人或者其直系亲属有在上市公司任职等影响公正履行职责的情形；

（五）在并购重组中为上市公司的交易对方提供财务顾问服务；

（六）与上市公司存在利害关系、可能影响财务顾问及其财务顾问主办人独立性的其他情形。

第十八条 上市公司并购重组活动涉及公开发行股票的，应当按照有关规定聘请具有保荐资格的证券公司从事相关业务。

第三章 业务规则

第十九条 财务顾问从事上市公司并购重组财务顾问业务，应当履行以下

职责：

（一）接受并购重组当事人的委托，对上市公司并购重组活动进行尽职调查，全面评估相关活动所涉及的风险；

（二）就上市公司并购重组活动向委托人提供专业服务，帮助委托人分析并购重组相关活动所涉及的法律、财务、经营风险，提出对策和建议，设计并购重组方案，并指导委托人按照上市公司并购重组的相关规定制作申报文件；

（三）对委托人进行证券市场规范化运作的辅导，使其熟悉有关法律、行政法规和中国证监会的规定，充分了解其应承担的义务和责任，督促其依法履行报告、公告和其他法定义务；

（四）在对上市公司并购重组活动及申报文件的真实性、准确性、完整性进行充分核查和验证的基础上，依据中国证监会的规定和监管要求，客观、公正地发表专业意见；

（五）接受委托人的委托，向中国证监会报送有关上市公司并购重组的申报材料，并根据中国证监会的审核意见，组织和协调委托人及其他专业机构进行答复；

（六）根据中国证监会的相关规定，持续督导委托人依法履行相关义务；

（七）中国证监会要求的其他事项。

第二十条　财务顾问应当与委托人签订委托协议，明确双方的权利和义务，就委托人配合财务顾问履行其职责的义务、应提供的材料和责任划分、双方的保密责任等事项做出约定。财务顾问接受上市公司并购重组多方当事人委托的，不得存在利益冲突或者潜在的利益冲突。

接受委托的，财务顾问应当指定2名财务顾问主办人负责，同时，可以安排一名项目协办人参与。

第二十一条　财务顾问应当建立尽职调查制度和具体工作规程，对上市公司并购重组活动进行充分、广泛、合理的调查，核查委托人提供的为出具专业意见所需的资料，对委托人披露的内容进行独立判断，并有充分理由确信所作的判断与委托人披露的内容不存在实质性差异。

委托人应当配合财务顾问进行尽职调查，提供相应的文件资料。委托人不能提供必要的材料、不配合进行尽职调查或者限制调查范围的，财务顾问应当终止委托关系或者相应修改其结论性意见。

第二十二条 财务顾问利用其他证券服务机构专业意见的，应当进行必要的审慎核查，对委托人提供的资料和披露的信息进行独立判断。

财务顾问对同一事项所作的判断与其他证券服务机构的专业意见存在重大差异的，应当进一步调查、复核，并可自行聘请相关专业机构提供专业服务。

第二十三条 财务顾问应当采取有效方式对新进入上市公司的董事、监事和高级管理人员、控股股东和实际控制人的主要负责人进行证券市场规范化运作的辅导，包括上述人员应履行的责任和义务、上市公司治理的基本原则、公司决策的法定程序和信息披露的基本要求，并对辅导结果进行验收，将验收结果存档。验收不合格的，财务顾问应当重新进行辅导和验收。

第二十四条 财务顾问对上市公司并购重组活动进行尽职调查应当重点关注以下问题，并在专业意见中对以下问题进行分析和说明：

（一）涉及上市公司收购的，担任收购人的财务顾问，应当关注收购人的收购目的、实力、收购人与其控股股东和实际控制人的控制关系结构、管理经验、资信情况、诚信记录、资金来源、履约能力、后续计划、对上市公司未来发展的影响、收购人的承诺及是否具备履行相关承诺的能力等事项；因国有股行政划转或者变更、在同一实际控制人控制的不同主体之间转让股份、继承取得上市公司股份超过30%的，收购人可免于聘请财务顾问。

（二）涉及对上市公司进行要约收购的，收购人的财务顾问除关注本条第（一）项所列事项外，还应当关注要约收购的目的、收购人的支付方式和支付条件、履约能力、是否将导致公司退市、对收购完成后剩余中小股东的保护机制是否适当等事项；

收购人公告要约收购报告书摘要后15日内未能发出要约的，财务顾问应当督促收购人立即公告未能如期发出要约的原因及中国证监会提出的反馈意见。

（三）涉及上市公司重大资产重组的，财务顾问应当关注重组目的、重组方案、交易定价的公允性、资产权属的清晰性、资产的完整性、重组后上市公司是否具备持续经营能力和持续盈利能力、盈利预测的可实现性、公司经营独立性、重组方是否存在利用资产重组侵害上市公司利益的问题等事项。

（四）涉及上市公司发行股份购买资产的，财务顾问应当关注本次发行的目的、发行方案、拟购买资产的估值分析及定价的公允性、拟购买资产的完整

性、独立性、盈利能力、对上市公司影响的量化分析、拟发行股份的定价模式、中小股东合法权益是否受到侵害、上市公司股票交易是否存在异常等事项；涉及导致公司控制权发生变化的，还应当按照本条第（一）项有关收购人的关注要点对本次发行的特定对象进行核查。

（五）涉及上市公司合并的，财务顾问应当关注合并的目的、合并的可行性、合并方案、合并方与被合并方的估值分析、折股比例的确定原则和公允性、对上市公司的业务和财务结构的影响、对上市公司持续盈利能力的影响、合并后的整合安排等事项。

（六）涉及上市公司回购本公司股份的，财务顾问应当关注回购目的的适当性、回购必要性、回购方案、回购价格的定价模式和公允性、对上市公司现金流的影响、是否存在不利于上市公司持续发展的问题等事项。

（七）财务顾问应当关注上市公司并购重组活动中，相关各方是否存在利用并购重组信息进行内幕交易、市场操纵和证券欺诈等事项。

（八）中国证监会要求的其他事项。

第二十五条　财务顾问应当设立由专业人员组成的内部核查机构，内部核查机构应当恪尽职守，保持独立判断，对相关业务活动进行充分论证与复核，并就所出具的财务顾问专业意见提出内部核查意见。

第二十六条　财务顾问应当在充分尽职调查和内部核查的基础上，按照中国证监会的相关规定，对并购重组事项出具财务顾问专业意见，并作出以下承诺：

（一）已按照规定履行尽职调查义务，有充分理由确信所发表的专业意见与委托人披露的文件内容不存在实质性差异；

（二）已对委托人披露的文件进行核查，确信披露文件的内容与格式符合要求；

（三）有充分理由确信委托人委托财务顾问出具意见的并购重组方案符合法律、法规和中国证监会及证券交易所的相关规定，所披露的信息真实、准确、完整，不存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏；

（四）有关本次并购重组事项的财务顾问专业意见已提交内部核查机构审查，并同意出具此专业意见；

（五）在与委托人接触后到担任财务顾问期间，已采取严格的保密措施，

严格执行风险控制和内部隔离制度，不存在内幕交易、操纵市场和证券欺诈问题。

第二十七条 财务顾问的法定代表人或者其授权代表人、部门负责人、内部核查机构负责人、财务顾问主办人和项目协办人应当在财务顾问专业意见上签名，并加盖财务顾问单位公章。

第二十八条 财务顾问代表委托人向中国证监会提交申请文件后，应当配合中国证监会的审核，并承担以下工作：

（一）指定财务顾问主办人与中国证监会进行专业沟通，并按照中国证监会提出的反馈意见作出回复；

（二）按照中国证监会的要求对涉及本次并购重组活动的特定事项进行尽职调查或者核查；

（三）组织委托人及其他专业机构对中国证监会的意见进行答复；

（四）委托人未能在行政许可的期限内公告相关并购重组报告全文的，财务顾问应当督促委托人及时公开披露中国证监会提出的问题及委托人未能如期公告的原因；

（五）自申报至并购重组事项完成前，对于上市公司和其他并购重组当事人发生较大变化对本次并购重组构成较大影响的情况予以高度关注，并及时向中国证监会报告；

（六）申报本次担任并购重组财务顾问的收费情况；

（七）中国证监会要求的其他事项。

第二十九条 财务顾问应当建立健全内部报告制度，财务顾问主办人应当就中国证监会在反馈意见中提出的问题按照内部程序向部门负责人、内部核查机构负责人等相关负责人报告，并对中国证监会提出的问题进行充分的研究、论证，审慎回复。回复意见应当由财务顾问的法定代表人或者其授权代表人、财务顾问主办人和项目协办人签名，并加盖财务顾问单位公章。

第三十条 财务顾问将申报文件报中国证监会审核期间，委托人和财务顾问终止委托协议的，财务顾问和委托人应当自终止之日起5个工作日内向中国证监会报告，申请撤回申报文件，并说明原因。委托人重新聘请财务顾问就同一并购重组事项进行申报的，应当在报送中国证监会的申报文件中予以说明。

第三十一条 根据中国证监会有关并购重组的规定，自上市公司收购、重

大资产重组、发行股份购买资产、合并等事项完成后的规定期限内，财务顾问承担持续督导责任。

财务顾问应当通过日常沟通、定期回访等方式，结合上市公司定期报告的披露，做好以下持续督导工作：

（一）督促并购重组当事人按照相关程序规范实施并购重组方案，及时办理产权过户手续，并依法履行报告和信息披露的义务；

（二）督促上市公司按照《上市公司治理准则》的要求规范运作；

（三）督促和检查申报人履行对市场公开作出的相关承诺的情况；

（四）督促和检查申报人落实后续计划及并购重组方案中约定的其他相关义务的情况；

（五）结合上市公司定期报告，核查并购重组是否按计划实施、是否达到预期目标；其实施效果是否与此前公告的专业意见存在较大差异，是否实现相关盈利预测或者管理层预计达到的业绩目标；

（六）中国证监会要求的其他事项。

在持续督导期间，财务顾问应当结合上市公司披露的定期报告出具持续督导意见，并在前述定期报告披露后的15日内向上市公司所在地的中国证监会派出机构报告。

第三十二条　财务顾问应当建立健全内部检查制度，确保财务顾问主办人切实履行持续督导责任，按时向中国证监会派出机构提交持续督导工作的情况报告。

在持续督导期间，财务顾问解除委托协议的，应当及时向中国证监会派出机构作出书面报告，说明无法继续履行持续督导职责的理由，并予以公告。委托人应当在一个月内另行聘请财务顾问对其进行持续督导。

第三十三条　财务顾问应当建立并购重组工作档案和工作底稿制度，为每一项目建立独立的工作档案。

财务顾问的工作档案和工作底稿应当真实、准确、完整，保存期不少于10年。

第三十四条　财务顾问及其财务顾问主办人应当严格履行保密责任，不得利用职务之便买卖相关上市公司的证券或者牟取其他不当利益，并应当督促委托人、委托人的董事、监事和高级管理人员及其他内幕信息知情人严格保密，

不得进行内幕交易。

财务顾问应当按照中国证监会的要求，配合提供上市公司并购重组相关内幕信息知情人买卖、持有相关上市公司证券的文件，并向中国证监会报告内幕信息知情人的违法违规行为，配合中国证监会依法进行的调查。

第三十五条 财务顾问从事上市公司并购重组财务顾问业务，应当公平竞争，按照业务复杂程度及所承担的责任和风险与委托人商议财务顾问报酬，不得以明显低于行业水平等不正当竞争手段招揽业务。

第三十六条 中国证券业协会可以根据本办法的规定，制定财务顾问执业规范，组织财务顾问主办人进行持续培训。

财务顾问可以申请加入中国证券业协会。财务顾问主办人应当参加中国证券业协会组织的相关培训，接受后续教育。

第四章 监督管理与法律责任

第三十七条 中国证监会及其派出机构可以根据审慎监管原则，要求财务顾问提供已按照本办法的规定履行尽职调查义务的证明材料、工作档案和工作底稿，并对财务顾问的公司治理、内部控制、经营运作、风险状况、从业活动等方面进行非现场检查或者现场检查。

财务顾问及其有关人员应当配合中国证监会及其派出机构的检查工作，提交的材料应当真实、准确、完整，不得以任何理由拒绝、拖延提供有关材料，或者提供不真实、不准确、不完整的材料。

第三十八条 中国证监会建立监管信息系统，对财务顾问及其财务顾问主办人进行持续动态监管，并将以下事项记入其诚信档案：

（一）财务顾问及其财务顾问主办人被中国证监会采取监管措施的；

（二）在持续督导期间，上市公司或者其他委托人违反公司治理有关规定、相关资产状况及上市公司经营成果等与财务顾问的专业意见出现较大差异的；

（三）中国证监会认定的其他事项。

第三十九条 财务顾问及其财务顾问主办人出现下列情形之一的，中国证监会对其采取监管谈话、出具警示函、责令改正等监管措施：

（一）内部控制机制和管理制度、尽职调查制度以及相关业务规则存在重

大缺陷或者未得到有效执行的；

（二）未按照本办法规定发表专业意见的；

（三）在受托报送申报材料过程中，未切实履行组织、协调义务、申报文件制作质量低下的；

（四）未依法履行持续督导义务的；

（五）未按照本办法的规定向中国证监会报告或者公告的；

（六）违反其就上市公司并购重组相关业务活动所作承诺的；

（七）违反保密制度或者未履行保密责任的；

（八）采取不正当竞争手段进行恶性竞争的；

（九）唆使、协助或者伙同委托人干扰中国证监会审核工作的；

（十）中国证监会认定的其他情形。

责令改正的，财务顾问及其财务顾问主办人在改正期间，或者按照要求完成整改并经中国证监会验收合格之前，不得接受新的上市公司并购重组财务顾问业务。

第四十条　上市公司就并购重组事项出具盈利预测报告的，在相关并购重组活动完成后，凡不属于上市公司管理层事前无法获知且事后无法控制的原因，上市公司或者购买资产实现的利润未达到盈利预测报告或者资产评估报告预测金额80%的，中国证监会责令财务顾问及其财务顾问主办人在股东大会及中国证监会指定报刊上公开说明未实现盈利预测的原因并向股东和社会公众投资者道歉；利润实现数未达到盈利预测50%的，中国证监会可以同时对财务顾问及其财务顾问主办人采取监管谈话、出具警示函、责令定期报告等监管措施。

第四十一条　财务顾问不再符合本办法规定条件的，应当在5个工作日内向中国证监会报告并依法进行公告，由中国证监会责令改正。责令改正期满后，仍不符合本办法规定条件的，中国证监会撤销其从事上市公司并购重组财务顾问业务资格。

财务顾问主办人发生变化的，财务顾问应当在5个工作日内向中国证监会报告。财务顾问主办人不再符合本办法规定条件的，中国证监会将其从财务顾问主办人名单中去除，财务顾问不得聘请其作为财务顾问主办人从事相关业务。

第四十二条 财务顾问及其财务顾问主办人或者其他责任人员所发表的专业意见存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的，中国证监会责令改正并依据《证券法》第二百二十三条的规定予以处罚。

第四十三条 财务顾问及其财务顾问主办人在相关并购重组信息未依法公开前，泄漏该信息、买卖或者建议他人买卖该公司证券，利用相关并购重组信息散布虚假信息、操纵证券市场或者进行证券欺诈活动的，中国证监会依据《证券法》第二百零二条、第二百零三条、第二百零七条等相关规定予以处罚；涉嫌犯罪的，依法移送司法机关追究刑事责任。

第四十四条 中国证券业协会对财务顾问及其财务顾问主办人违反自律规范的行为，依法进行调查，给予纪律处分。

第五章 附 则

第四十五条 本办法自2008年8月4日起施行。

后　记

《上市公司并购重组和价值创造》一书自2004年开始撰写，至2006年底完成，历时两年有余。书中从理论和实践两个层面，对上市公司并购重组进行了全面的梳理和分析，对并购重组的突出问题给予了系统研究，并对并购重组的监管制度安排进行了细致分析。但由于上市公司并购重组涉及面广、内容庞大，加上这两年国内资本市场并购重组发展较快，创新不断，该书难以全面覆盖，留下了诸多有待进一步填补的空间，一直以此为憾。

2006年以来，我国资本市场持续稳定健康发展，以股权分置改革为重点的资本市场改革发展取得了显著成效，资本市场实现了重要的转折性变化。其中，针对上市公司，近年来证券监管部门按照《国务院批转关于提高上市公司质量意见的通知》要求，实施了一系列基础性制度建设，主要包括：一是从健全机制入手，实施股权分置改革，推动上市公司大股东和社会公众股东形成共同利益基础，解决长期影响上市公司规范运作的机制性问题。二是从完善制度入手，推动上市公司提高规范运作水平，推动《公司法》、《证券法》的修改出台，颁布了《上市公司信息披露管理办法》，开展了上市公司专项治理活动，与财政部等联合出台《上市公司内部控制规范意见》等等，进一步推进上市公司提高规范运作水平。三是从改善环境入手，推进上市公司健全资本委托制度，推动上市公司独立法人财产权得到有效保护。为此，中国证监会会同有关部门全面开展了“清欠解保”攻坚战，有效地规范了控股股东与上市公司的关系，使上市公司独立性得到了进一步的提升。四是从完善资本市场功能着手，不断推动上市公司增强股东回报意识，适时出台了进一步完善分红制度的相关规则，使筹资与回报均有利于为股东创造价值得到更为均衡的体现。五是推动并购重组，创新并购重组支付方式，通过存量调整完善上市公司整体结构。六是构建并完善合乎中国国情的上市公司监管体系，逐步形成了以公司治理为核心点、以辖区监管责任制、综合监管体系、快速反应机制为日常监管

机制的“一点三线”监管体制，使上市公司监管的针对性和有效性得到了明显改观。

在这些措施中，监管部门一直特别注重运用和发挥并购重组这一机制，推动创新发展，促进上市公司注入优质资产，推动整体上市，优化行业结构，实现业态整合，改善资产质量，推动产业升级。为此，中国证监会于2006年重新修订了《上市公司收购管理办法》，2008年分别颁布了《上市公司重大资产重组管理办法》和《上市公司并购重组财务顾问业务管理办法》，基本确立了上市公司并购重组的法律法规制度框架。此外，结合近期国际国内金融形势的最新变化，修订了《上市公司收购管理办法》六十三条“自由增持政策”，发布了《关于上市公司以集中竞价交易方式回购股份的补充规定》和《关于破产重整上市公司重大资产重组股份发行定价的补充规定》，并购重组的法律法规制度框架体系日趋完善。

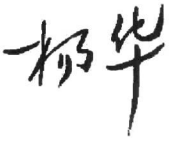
在一系列措施的作用下，上市公司整体上市、定向增发注入优质资产、要约收购、吸收合并等创新方式不断涌现，国内并购重组市场出现了难得的活跃。对上市公司并购重组监管来说，也提出了更高的要求和挑战。针对近年来并购重组出现的新情况和新问题，监管部门及时加强了并购重组监管，优化了监管流程，不仅建立了中国证监会上市部—交易所—派出机构“三位一体”的监管工作体制，还建立了上市公司监管与市场监管之间的快速反应机制，完善了对内幕交易、操纵股价等的实时监控，提高了监管效率，进一步研究优化了并购重组定价机制，并购重组在实践和监管之间形成了良好的互动和相互促进的机制。

近几年来，中国证监会一直按照“推进市场创新，规范、完善审核机制”这条主线，以“放松管制，加强监管，改善服务”为宗旨，积极推进并购重组基础性制度建设，引导和规范并购重组活动，推动并购重组的市场化发展。值此时机，本书得以修订再版。本书在既有理论的基础上，新增了诸多并购重组的最新发展实践，诠释解读了并购重组的法律法规体系，并通过剖析典型案例方式，希冀与读者共同解析并购重组发展的脉搏。本书的修订，希望能够为上市公司和并购重组市场参与人士、理论工作者、关心资本市场和并购重组发展的人士提供上市公司并购重组的系统、全面和动态的参考。

本书的修订历时半年之久，不仅得到了中国上市公司监管部同事们的大力

帮助，也得到了共同关注上市公司发展的人士的关心与参与。特别致谢的是，中国证监会范福春副主席，他一直分管上市公司监管，对并购重组工作极为重视，涉及并购重组的法律法规大多是在他直接指导下完成的。本书的修订亦得到他的关心，他在百忙之中审阅了全书的目录和概要，并欣然作序。借此，衷心感谢他多年来对我的关心和帮助。此外，感谢我的同事高莉、刘哲，中国银河证券投行部的王丁以及中国金融出版社的张哲强同志，没有他们的辛勤努力，本书不会这么快呈现给诸位。

最后，本书的修订相信仍有许多不足之处，尤其是随着我国证券市场的快速发展，上市公司并购重组还将会有更大的发展变化，其不仅吸引着并购重组的参与人士，也深深地吸引着我。我还将继续研究上市公司的并购重组，跟踪最新变化，以便在以后适时补充完善，修订再版。



2008 年 12 月 1 日

本书对以公司法人为主体，资产组合为交易标的，并在资本市场完成交易活动的并购重组的研究成果进行了全面综述和梳理，运用标准的公司理财理论和估值技术，对并购的价值创造过程、并购动机、并购支付手段和监管制度等实践进行了归纳和总结，结合并购重组的最新发展实践，诠释解读了并购重组的法律法规制度体系，剖析了并购重组最新发展的典型案例，对公司并购重组的理论与实务进行系统、全面和开创性的探索，具有很强的权威性和指导性。

上市公司
并购重组和价值创造

第二版

上架类别○资本市场 融资

ISBN 978-7-5049-4877-9

9 787504 948779 >

网上书店：www.chinafph.com

定价：55.00元

[General Information]
书名=上市公司并购重组和价值创造　第2版
SS号=12292874
作者=杨华著
页数=385
ISBN号=978-7-5049-4877-9
原书定价=55.00
出版社=北京：中国金融出版社
出版日期=2009.01
丛书名=
主题词=上市公司-企业合并-研究-中国-资产重组
起始页=1

封面
书名
版权
前言
目录
绪论／1
第一章　并购与上市公司价值提升：理论分析／23
第一节　公司并购／重组与协同效应：技术视角／25
第二节　公司并购重组与财务危机化解／31
第三节　公司并购重组与公司股权价值提升／50
第二章　动机主导下的公司并购与重组主流模式／58
第一节　价值转移与再分配：绩差公司并购与重组／60
第二节　协同效应：公司同业并购与重组／63
第三节　并购／重组公司的资产估值：外资的视角／68
第三章　中国公司并购实践概述及个性问题／75
第一节　国内上市公司并购与重组实践的概括性描述／75
第二节　公司并购／重组中特殊的行为主体及行为模式／89
第四章　行业重组为导向的并购：本土化研究（1）／114
第一节　垄断型公司产业链的伸缩／116
第二节　以并购为手段的价值链伸缩／124
第三节　经典案例分析／128
第五章　绩差公司的并购重组：本土化研究（2）／141
第一节　行政许可带来的公司价值／149
第二节　绩差公司重组并购的历史回顾及绩效分析／156
第三节　经典案例分析／168
第六章　并购／重组支付手段及创新／182
第一节　股权协议收购／转让／182
第二节　国有股权行政划转／205
第三节　资产置换／209
第四节　定向增发／212
第五节　股份回购／217
第六节　吸收合并／219
第七节　以股抵债／222
第八节　分拆上市／225
第九节　主动退市／227
第十节　创新型经典案例分析／230
第七章　国内公司并购的监管制度及其评价／238
第一节　公司并购的法律框架及形成过程／238

第二节　并购法律框架对证券市场并购重组活动的影响／242
第三节　上市公司兼并收购的监管模式评析／245
第四节　公司并购重组规范的完善／257
第八章　国外并购监管制度综述／273
第一节　美国公司并购重组的法律框架和文化环境／273
第二节　中美公司并购监管模式比较／281
第九章　国内公司并购监管制度的改进／284
第一节　《证券法》和《公司法》对公司并购的规定／284
第二节　新修订的《上市公司收购管理办法》对并购制度的改进／288
第三节　新出台的《上市公司重大资产重组管理办法》解读／297
第四节　《上市公司并购重组财务顾问业务管理办法》解读／303
第五节　监管部门出台的其他有关公司并购监管制度／309
第六节　进一步改进公司并购重组的政策建议／318
附录　上市公司并购重组法规选编／330
一、上市公司收购管理办法／330
二、上市公司重大资产重组管理办法／356
三、上市公司并购重组财务顾问业务管理办法／369
后记／383
封底